

2018年11月05日

房地产

利润率高位回落、业绩锁定率提升

——18年三季度报点评

■地产板块高增长，主流房企业绩占半壁江山：前三季度，房地产板块整体实现营业收入14435.99亿元，同比增长27.60%，增速较17年同期增速提升18.33pct；房地产板块整体实现归属于上市公司股东净利润1280.15亿元，同比增长34.99%，较17年同期增速提升10.10pct。其中，A股主流房企整体营收占房地产整体营收比57.74%，较17年同期增长3.08pct；主流房企整体归属上市公司股东净利润占房地产整体净利润比57.05%，较17年同期提升2.40pct。源于合作项目比例的提升，板块整体权益比例下降趋势明显。

■地产板块整体利润率高位回落，龙头成长凸显：行业整体利润率高位回落，或与前期高成本的地价、扩规模等有关。龙头公司利润率较为贴近行业平均水平，中上市值房企的弹性最大，中下市值房企利润率显著低于行业整体水平，或表明其经营效率低于行业效率。业绩增速上，龙头公司在高基数下，仍能大象起舞，成长凸显。

■国企具有相对高的净利增速，相对低的营收增速：剔除万科，国企营收增速低于民企营收增速；国企的毛利率水平显著高于民企的毛利率水平，但是净利率方面，国企与民企较为收敛（民企净利率水平略微高于国企）。未剔除万科，国企与民企在毛利率及净利率的表现上趋于收敛。

■行业业绩锁定率稳步提升，融资集中度提升：前三季度房地产板块整体预收款26207.05亿元，同比增长27.87%，较17年同期增速收缩1.08pct，预收款/上年营业收入（预收款锁定率）的比重在18前三季度提升至128.90%，较17年同期比重提升16.38pct。房地产板块在未来2-3年的结算规模可观，业绩或有保障。A股主流房企发债收到的现金占整体发债收到现金比重为72.53%，债券融资的集中度在近几年表现明显，不过主流房企的发债集中度提升，但借款比例略有回落。

■行业资产负债率仍处合理水平：房地产板块整体资产负债率相对稳定；前三季度整体资产负债率79.87%，较17年同期微升0.97pct；考虑剔除预收款的总负债/总资产比例仅为54.48%，较17年同期微升1.01pct。房地产板块整体资产负债率及剔除预收款后的资产负债率水平在逐渐的提升；但从全行业的水平看，该负债率水平仍较为合理，资产负债率的变动相对稳定。从剔除预收款的资产负债率分布表看，50%以下杠杆的企业增多，但65%以上杠杆的企业也相对增加，行业内的分化仍在继续。

■龙头高业绩锁定率、中上市值房企回款增速回落：龙头房企预收款锁定率高，且具备较强的现金管理能力及回款能力、较强的融资能力；从负债率看，虽然龙头房企的资产负债率较高，但剔除预售款后的资产负债率低于其他分组。中上市值房企预收款增速回落明显，业绩锁定率低于中下市值的房企表现；且其回款增速及筹资增速均有较大的回落。

■投资建议：三季度报报告显示，地产板块净利润增长34.99%；按照市值划分上看，龙头房企成长凸显，具备较高的业绩锁定率及融资能力，按照业绩增速+业绩锁定率+融资能力，建议关注万科A、招商蛇口、保利地产、新城控股等；中上市值房企在业绩及利润率等弹性更大，依照业绩增速+利润率水平+低杠杆，建议关注荣盛发展、金地集团等。

■风险提示：政策因素、宏观经济波动、行业景气影响、企业经营风险

行业专题报告

证券研究报告

投资评级 同步大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-6.23	-0.66	15.19	
绝对收益	-10.55	-1.41	-2.40	

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

张春娥

报告联系人

zhangce@essence.com.cn

相关报告

2018Q3 公募基金持仓分析
2018-11-03

周报：成交回落、库存续升、关注回购
2018-10-28

周报：一二手房环比续升、土地成交量
跌价涨 2018-10-21

9月统计数据：金九失色、投资走弱、
施工趋强 2018-10-19

住房成交环升、棚改货币化因地制宜
2018-10-14

内容目录

1. 三季度亮点	4
2. 基本面	4
2.1. 整体情况：业绩增速 35%、主流房企占半壁江山	4
2.2. 市值区分：利润率高位回落、龙头成长凸显	6
2.3. 性质区分：大部分收敛、国企净利增速高于民企	7
3. 资金面	9
3.1. 整体情况：业绩锁定率稳步提升、融资集中度提升	9
3.2. 市值区分：龙头高业绩锁定率、小市值房企筹资增速回升	12
3.3. 性质区分：剔除万科后，国企业绩锁定率低于民企	13
4. 投资建议	15

图表目录

图 1：营收增速 27.60%，左轴单位：亿元	5
图 2：归母净利润增速 34.99%，左轴单位：亿元	5
图 3：营收、净利占全 A 比例	5
图 4：A 股主流房企 21 家占比情况（08-18 年，仅 Q3）	5
图 5：合作项目增多背景，权益比例持续下降	6
图 6：非经常性损益	6
图 7：投资收益	6
图 8：投资收益/归母净利润	6
图 9：营收：大市值与小市值	7
图 10：净利：大市值与小市值	7
图 11：毛利率：大市值与小市值	7
图 12：净利率：大市值与小市值	7
图 13：营收：国企 VS 民企	8
图 14：归母净利润：国企 VS 民企	8
图 15：毛利率：国企 VS 民企	8
图 16：净利率：国企 VS 民企	8
图 17：营收：国企 VS 民企（剔除万科）	8
图 18：归母净利润：国企 VS 民企（剔除万科）	8
图 19：毛利率：国企 VS 民企（剔除万科）	9
图 20：净利率：国企 VS 民企（剔除万科）	9
图 21：预收款及增速，单位：亿元	9
图 22：预收款锁定率	9
图 23：存货余额及增速，单位：亿元	10
图 24：存货周转率	10
图 25：在手资金及增速，单位：亿元	10
图 26：提供劳务收到的现金及增速	10
图 27：A 股主流房企在手资金及提供劳务等收到现金占比	10
图 28：筹资活动支出较大比重为偿还债务支付的现金	11
图 29：债券融资比例回升	11
图 30：A 股主流房企筹资贡献：融资集中度进一步提升	11
图 31：资产负债率	12

图 32: 剔除预收款的资产负债率.....	12
图 33: 剔除预收款的资产负债率分布表.....	12
图 34: 部分 A 股房企综合资金成本 (截止 18H1)	12
图 35: 市值区分: 预收款增速.....	12
图 36: 市值区分: 业绩锁定率.....	12
图 37: 市值区分: 在手现金增速.....	13
图 38: 市值区分: 提供劳务收到的现金增速.....	13
图 39: 市值区分: 存货增速.....	13
图 40: 市值区分: 筹资活动现金流入增速.....	13
图 41: 市值区分: 资产负债率.....	13
图 42: 市值区分: 剔除预收款的资产负债率.....	13
图 43: 性质区分: 预收款增速.....	14
图 44: 性质区分: 业绩锁定率.....	14
图 45: 性质区分: 预收款增速 (国企中剔除万科)	14
图 46: 性质区分: 业绩锁定率 (国企中剔除万科)	14
图 47: 性质区分: 在手现金增速.....	14
图 48: 性质区分: 提供劳务收到的现金增速.....	14
图 49: 性质区分: 存货增速.....	15
图 50: 性质区分: 筹资活动现金流入增速.....	15
图 51: 性质区分: 资产负债率.....	15
图 52: 性质区分: 剔除预收款的资产负债率.....	15
图 53: 性质区分: 资产负债率 (剔除万科)	15
图 54: 性质区分: 剔除预收款的资产负债率 (剔除万科)	15

我们以安信地产 132 家上市公司为对象，按照整体法统计。

1. 三季度报亮点

1) 地产板块高增长，主流房企业绩占半壁江山：前三季度，房地产板块整体实现营业收入 14435.99 亿元，同比增长 27.60%，增速较 17 年同期增速提升 18.33pct；房地产板块整体实现归属于上市公司股东净利润 1280.15 亿元，同比增长 34.99%，较 17 年同期增速提升 10.10pct。其中，A 股主流房企整体营收占房地产整体营收比 57.74%，较 17 年同期增长 3.08pct；主流房企整体归属上市公司股东净利润占房地产整体净利润比 57.05%，较 17 年同期提升 2.40pct。源于合作项目比例的提升，板块整体权益比例下降趋势明显。

2) 地产板块整体利润率高位回落，龙头成长凸显：行业整体利润率高位回落，或与前期高成本的地价、扩规模等有关。龙头公司利润率较为贴近行业平均水平，中上市值房企的弹性最大，中下市值房企利润率显著低于行业整体水平，或表明其经营效率低于行业效率。业绩增速上，龙头公司在高基数下，仍能大象起舞，成长凸显。

3) 国企具有相对高的净利增速，相对低的营收增速：剔除万科，国企营收增速低于民企营收增速；国企的毛利率水平显著高于民企的毛利率水平，但是净利率方面，国企与民企较为收敛（民企净利率水平略微高于国企）。未剔除万科，国企与民企在毛利率及净利率的表现上趋于收敛。

4) 行业业绩锁定率稳步提升，融资集中度提升：前三季度房地产板块整体预收款 26207.05 亿元，同比增长 27.87%，较 17 年同期增速收缩 1.08pct，预收款/上年营业收入（预收款锁定率）的比重在 18 前三季度提升至 128.90%，较 17 年同期比重提升 16.38pct。房地产板块在未来 2-3 年的结算规模可观，业绩或有保障。A 股主流房企发债收到的现金占整体发债收到现金比重为 72.53%，债券融资的集中度在近几年表现明显，不过主流房企的发债集中度提升，但借款比例略有回落。

5) 行业资产负债率仍处合理水平：房地产板块整体资产负债率相对稳定；前三季度整体资产负债率 79.87%，较 17 年同期微升 0.97pct；考虑剔除预收款的总负债/总资产比例仅为 54.48%，较 17 年同期微升 1.01pct。房地产板块整体资产负债率及剔除预收款后的资产负债率水平在逐渐的提升；但从全行业的水平看，该负债率水平仍较为合理，资产负债率的变动相对稳定。从剔除预收款的资产负债率分布表看，50%以下杠杆的企业增多，但 65%以上杠杆的企业也相对增加，行业内的分化仍在继续。

6) 龙头高业绩锁定率、中上市值房企回款增速回落：龙头房企预收款锁定率高，且具备较强的现金管理能力及回款能力、较强的融资能力；从负债率看，虽然龙头房企的资产负债率较高，但剔除预售款后的资产负债率低于其他分组。中上市值房企预收款增速回落明显，业绩锁定率低于中下市值的房企表现；且其回款增速及筹资增速均有较大的回落。

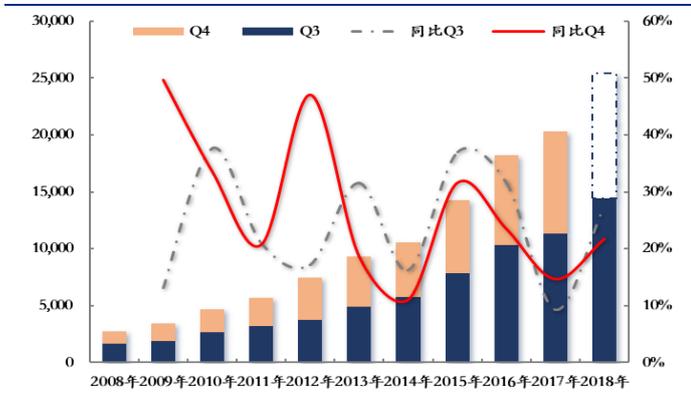
2. 基本面

2.1. 整体情况：业绩增速 35%、主流房企占半壁江山

2018 年前三季度，房地产板块整体实现营业收入 14435.99 亿元，同比增长 27.60%，增速较 17 年同期增速提升 18.33pct；房地产板块整体实现归属于上市公司股东净利润 1280.15 亿元，同比增长 34.99%，较 17 年同期增速提升 10.10pct。其中，A 股主流房企整体营收占房地产整体营收比 57.74%，较 17 年同期增长 3.08pct；主流房企整体归属上市公司股东净利润占房地产整体净利润比 57.05%，较 17 年同期提升 2.40pct。从 08-18 年前三季度中房

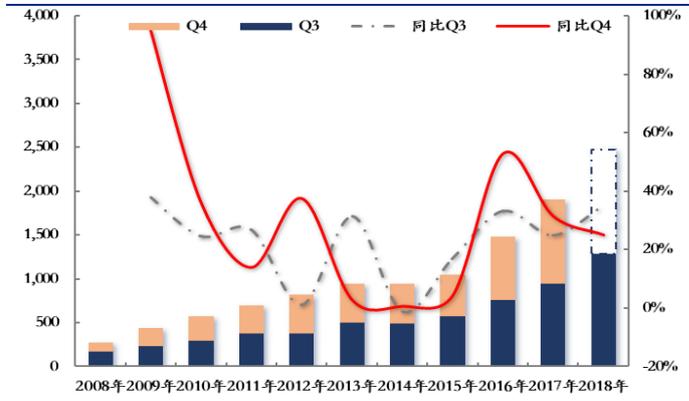
地产整体占全 A 比例的变化看，营收占比及净利润占比逐步回落。从主流房企占房地产整体的比例变化来看，主流房企占房地产整体营收比重在 14-15 年回落，后触底逐步提升，14 年之前，营收占比一直高于净利及归母净利润的占比，后净利占比与归母净利润占比处于营收占比之上，当前三者的比例收敛。

图 1：营收增速 27.60%，左轴单位：亿元



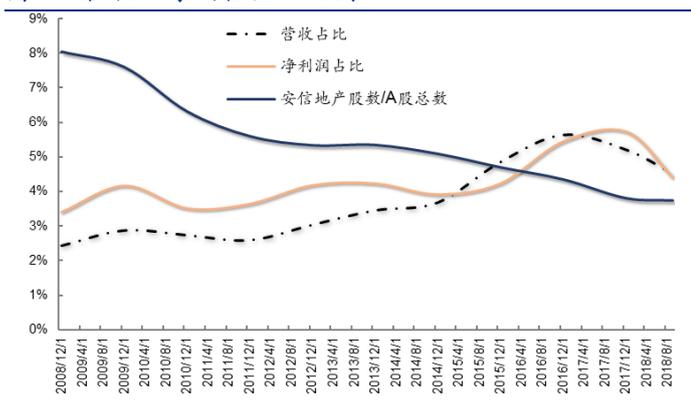
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：归母净利润增速 34.99%，左轴单位：亿元



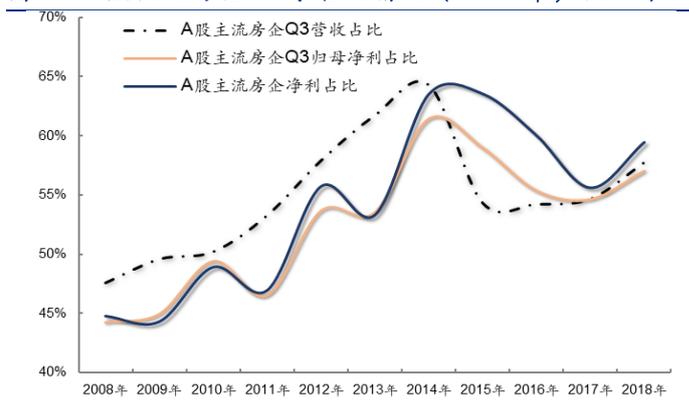
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：营收、净利占全 A 比例



资料来源：wind、安信证券研究中心

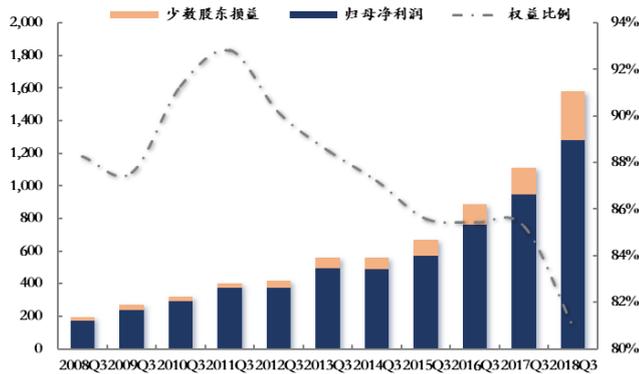
图 4：A 股主流房企 21 家占比情况（08-18 年，仅 Q3）



资料来源：wind、安信证券研究中心

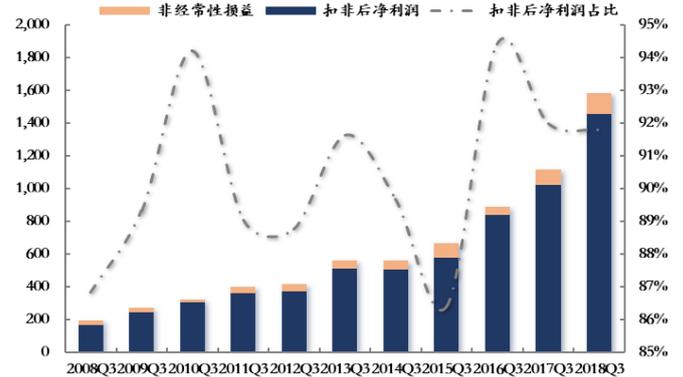
前三季度房地产板块整体实现净利润 1581.93 亿元，同比增长 42.25%，较 17 年同期增速提升 17.14pct。将净利润拆分为归母净利润与少数股东损益看，11 年 Q3 起，房地产板块整体权益比例不断收缩，我们在中期总结中看到的规律表现为 13 年 H1 起，中期权益比例的变动开始不断收缩。18H1 权益比例为 83%，18Q3 权益比例为 80.92%，较 18H1 缩减 2pct，较 17 年同期缩减 4.36pct；权益比例的下降主要源于房企近年来新增项目中合作比例大幅提升，导致少数股东损益逐步增加。

图 5：合作项目增多背景，权益比例持续下降



资料来源：wind、安信证券研究中心

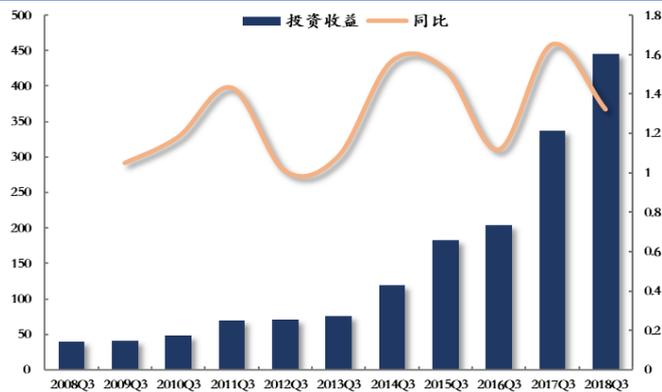
图 6：非经常性损益



资料来源：wind、安信证券研究中心

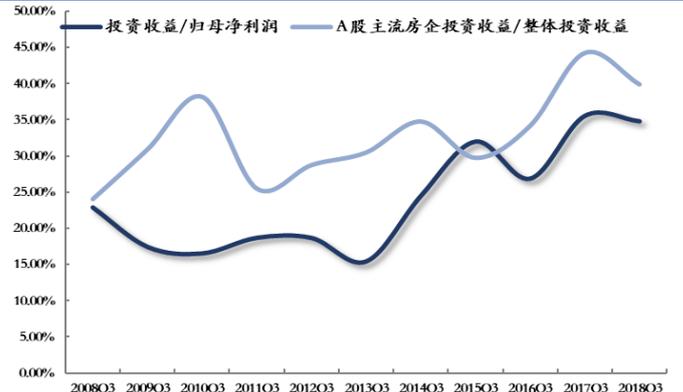
前三季度房地产板块整体实现投资收益 445.16 亿元，同比增长 132.19%，较 17 年同期增速缩减 32.93pct，18H1 投资收益/18H1 归母净利润比重为 36.66%，18 前三季度投资收益/18 前三季度归母净利润比重为 34.77%，较 18H1 比重收缩 1.89pct，较 17 年同期收缩 0.73pct；其中 A 股主流房企投资收益占整体投资收益比重 39.89%，远低于其营收或净利的占比。

图 7：投资收益



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 8：投资收益/归母净利润



资料来源：wind、安信证券研究中心

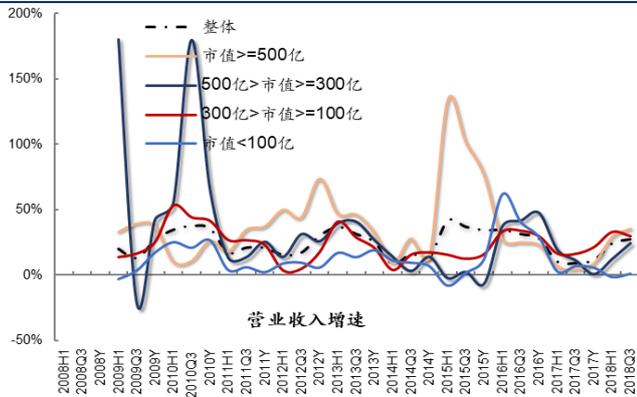
2.2. 市值区分：利润率高位回落、龙头成长凸显

地产龙头成长凸显，中上市值弹性大，小市值分化拉大。将安信地产股票池股票按照 2018 年 9 月 30 日的市值大小，分为 500 亿以上，300-500 亿，100-300 亿以及 100 亿以下等四组房企，其中 18 年前三季度，四个等级分组市值的房企营收增速分别为 35.50%、24.44%、29.89%、1.28%；净利润增速分别为 44.42%、73.99%、52.80%、0.05%。龙头公司在高基数下，维持较高营收及净利增速，且跑赢行业整体水平，分别较行业整体增速提升 7.90pct、提升 2.16pct，大象起舞，成长性凸显；中上市值房企虽在营收增速上略低于行业水平（较行业水平收缩 3.16pct），但较 18H1 的增速有所提升；净利润增速也显著高于行业整体水平（较行业水平提升 31.73pct）；中下市值房企在营收及净利润的增速表现上虽高于行业整体水平，但相对 18HQ 的表现略微回落；小市值房企在 15-16 年虽有较高的增速，但此后其增速高位回落明显，18 年前三季度分别较行业整体增速水平收缩 26.31pct、42.21pct，严重低于行业平均水平。

毛利率及净利率上，不同等级的市值房企均有高位逐步回落的迹象，这与前期高成本的地价、扩规模带来的三费支出增加都有一定的关系。不过，利润率的高位回落的时间点对于不同市值房企水平来看，有所分化，或在于不同规模的房企对于时间节点及战略布局及拓展的不一

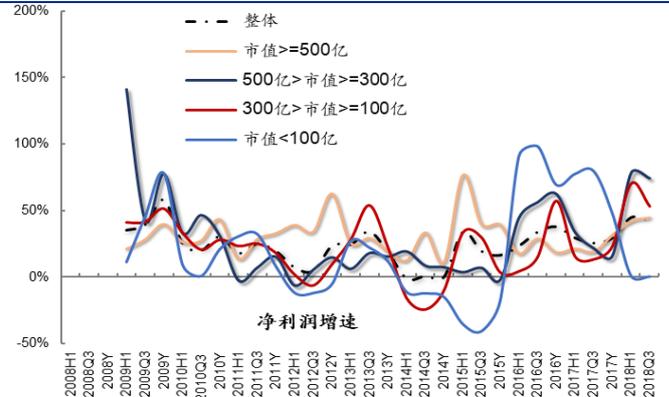
致有关。龙头公司利润率较为贴近行业平均水平，中上市值房企的弹性最大，中下市值房企利润率显著低于行业整体水平，或表明其经营效率低于行业效率。

图 9：营收：大市值与小市值



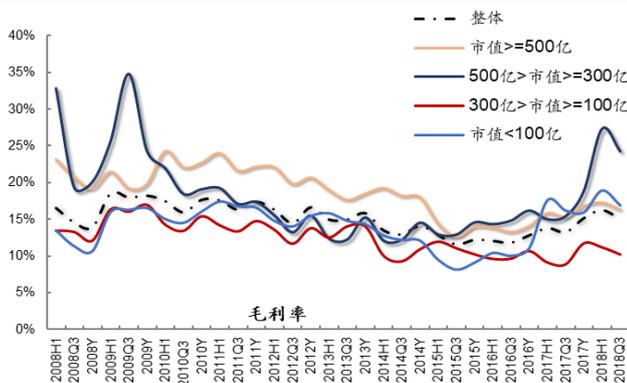
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 10：净利：大市值与小市值



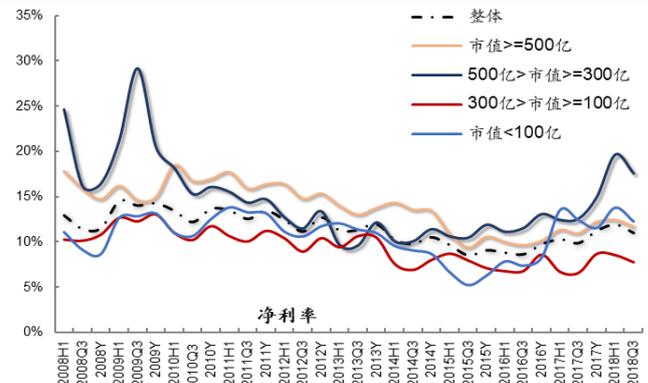
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 11：毛利率：大市值与小市值



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 12：净利率：大市值与小市值



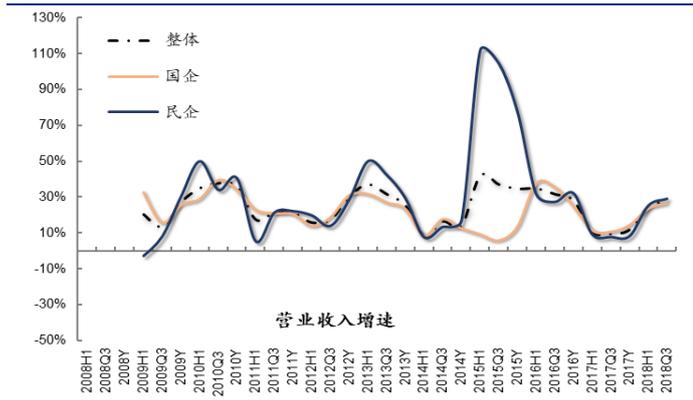
资料来源：wind、安信证券研究中心

2.3. 性质区分：大部分收敛、国企净利增速高于民企

国企相对稳健、民企波动较大、利润率高位回落。我们按照性质将安信地产股票池区分为国企与民企两组，其中 18 年前三季度，国企与民企的营收增速分别为 26.50%、28.94%，较行业平均水平分别收缩 1.09pct、提升 1.34pct，营收增速较 18H1 逐步平稳；净利润增速分别为 47.24%、36.70%，较行业平均水平分别提升 4.99pct、收缩 5.55pct。从增速表现上看，民企具有相对高的营收增速、相对低净利增速；国企具有相对低的营收增速、相对高的净利增速。从波动性看，国企相对稳健，且自 17 年起净利增速有明显改善；民企波动较大，增速的振幅空间大。从利润率看，国企与民企利润率在延续 18H1 的收敛趋势，整体利润率高位回落明显。

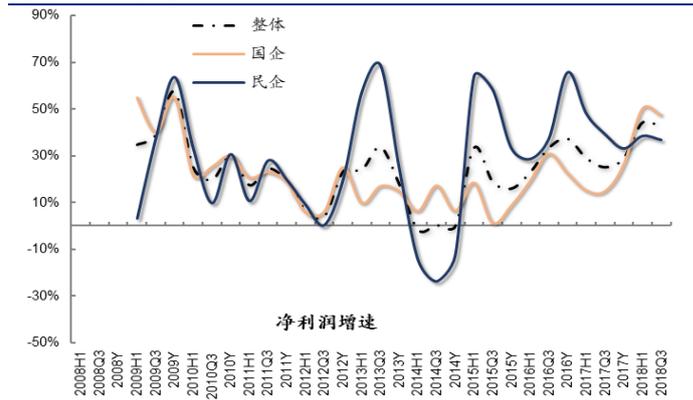
若剔除万科（万科前期为民企，后期深地铁进入），则国企与民企的区分较为明显，如国企营收增速低于民企营收增速；国企的毛利率水平显著高于民企的毛利率水平，但是净利率方面，国企与民企较为收敛（民企净利率水平略微高于国企）。

图 13: 营收: 国企 VS 民企



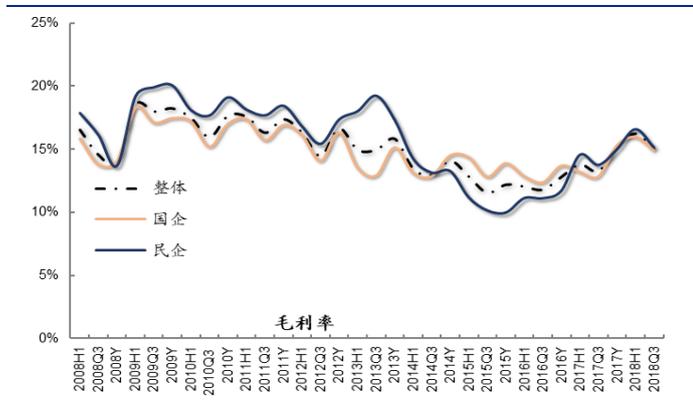
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 14: 归母净利润: 国企 VS 民企



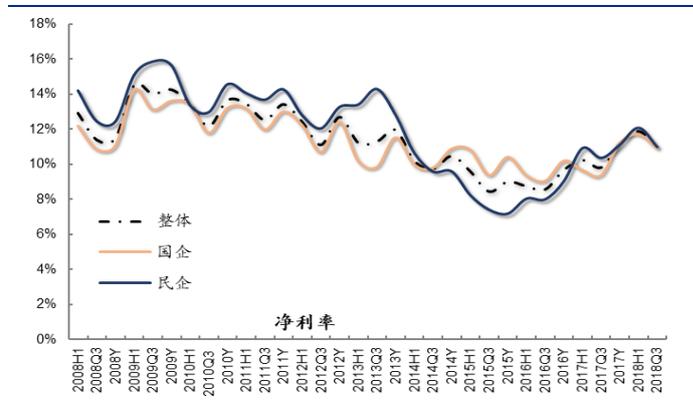
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 15: 毛利率: 国企 VS 民企



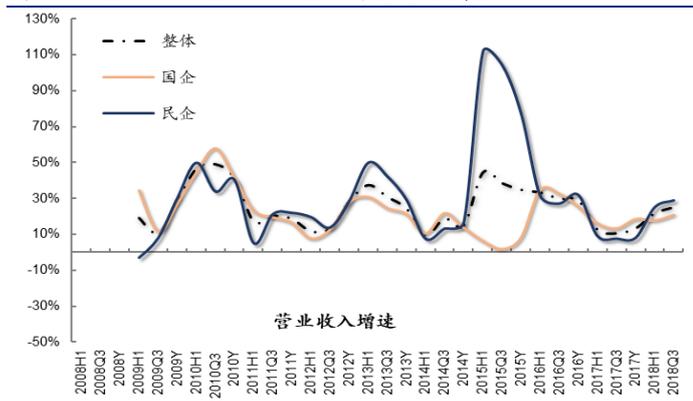
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 16: 净利率: 国企 VS 民企



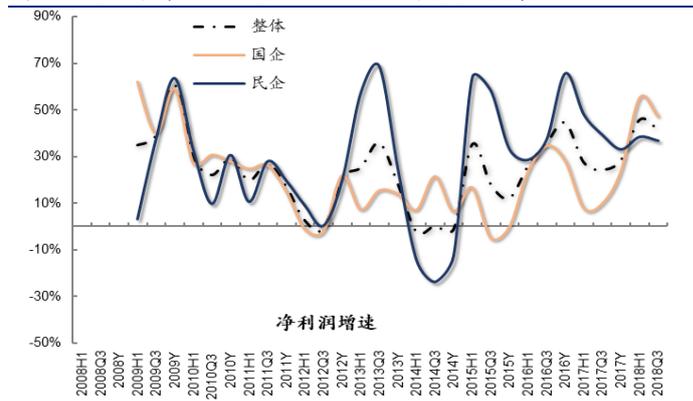
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 17: 营收: 国企 VS 民企 (剔除万科)



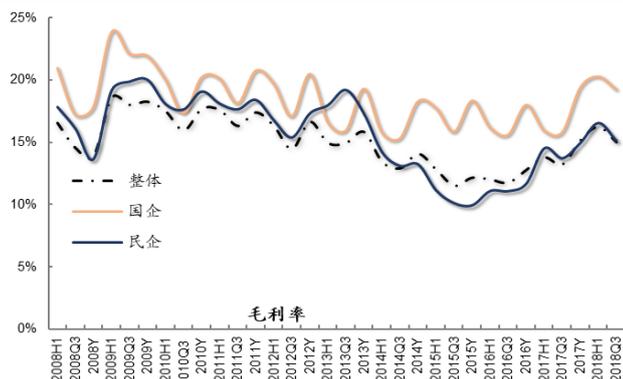
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 18: 归母净利润: 国企 VS 民企 (剔除万科)



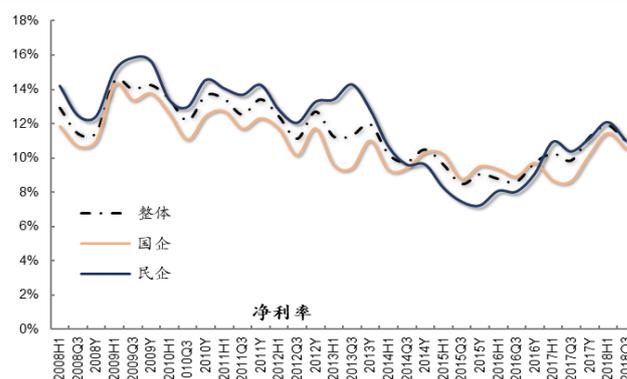
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 19: 毛利率: 国企 VS 民企 (剔除万科)



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 20: 净利率: 国企 VS 民企 (剔除万科)



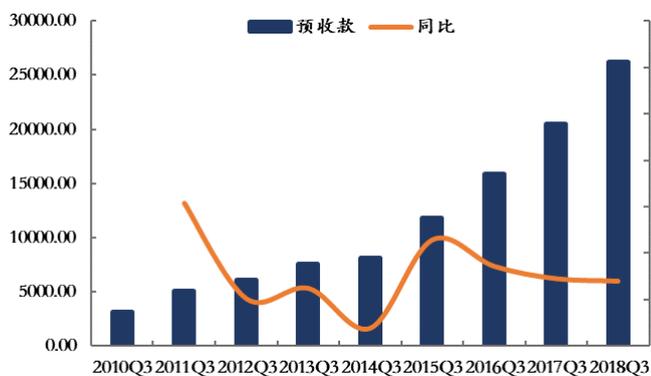
资料来源: wind、安信证券研究中心

3. 资金面

3.1. 整体情况: 业绩锁定率稳步提升、融资集中度提升

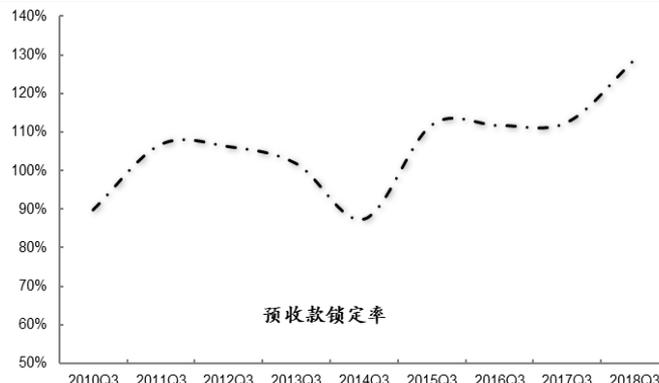
业绩锁定率持续提升, 存货周转减缓。2018 年前三季度房地产板块整体预收款 26207.05 亿元, 同比增长 27.87%, 较 17 年同期增速收缩 1.08pct, 预收款/上年营业收入 (预收款锁定率) 的比重在 18 前三季度提升至 128.90%, 较 17 年同期比重提升 16.38pct。预收款锁定率由不到 1 的比例逐步提升至 1.23 的水平, 表明房地产板块在未来 2-3 年的结算规模可观, 结算有序推进或可保障未来业绩表现。前三季度房地产板块整体存货余额 5.59 万亿元, 同比增长 26.70%, 较 17 年同期增长 6.57pct; 存货周转率 13.96%, 较 17 年同期收缩 0.68pct, 存货周转持续减缓。存货周转率的缓慢下行主要源于近年来房企拿地增加, 土地存货及开发产品等存货增加所致。

图 21: 预收款及增速, 单位: 亿元



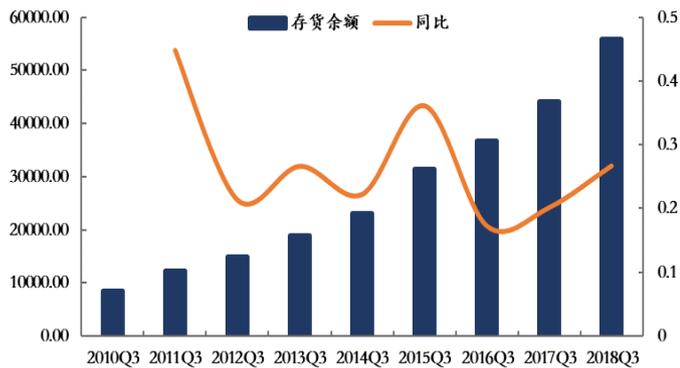
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 22: 预收款锁定率



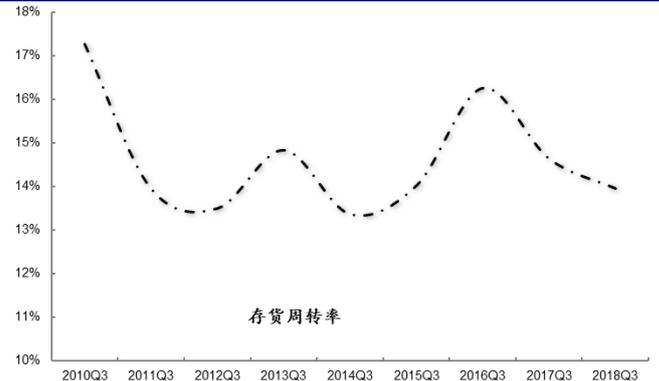
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 23: 存货余额及增速, 单位: 亿元



资料来源: wind、安信证券研究中心

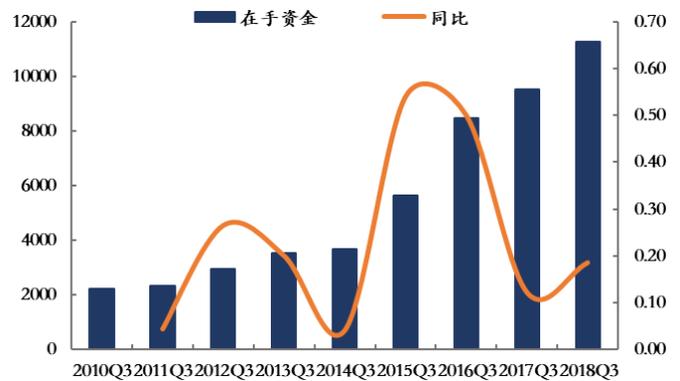
图 24: 存货周转率



资料来源: wind、安信证券研究中心

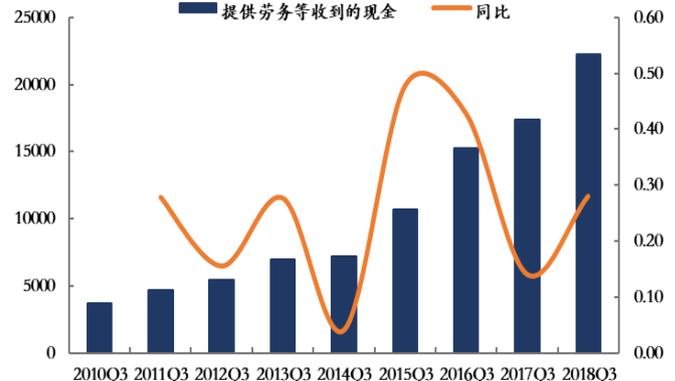
在手现金增速 18.52%。2018 年前三季度房地产板块整体在手资金为 1.13 万亿元 (较 18H1 略微减少约 0.01 万亿元), 同比增长 18.52%, 较 17 年同期增速提升 6.34pct; 提供商品、劳务等收到现金整体为 2.22 万亿 (较 18H1 提升 0.8 万亿元), 同比增长 28.05%, 较 17 年同期增速提升 13.95pct。其中, A 股主流房企在手资金占整体资金比重稳步提升, 但提供劳务收到的现金占比较上年同期略微减少 1.06pct。整体而言, 主流房企在营收贡献、净利贡献及资金占比上都具备较强的集中度。截止 18 年前三季度, A 股主流房企在手资金占比为 60.36%, 较 17 年同期提升 3.96pct; 提供商品、劳务等收到的现金占比为 62.51%, 较 17 年同期收缩 1.06pct。

图 25: 在手资金及增速, 单位: 亿元



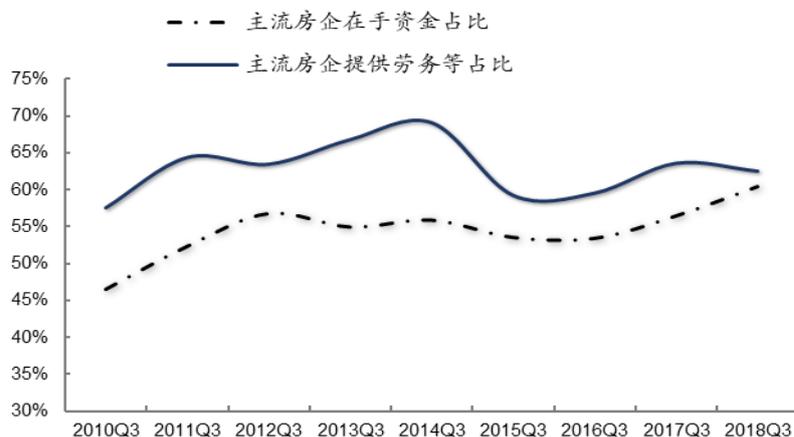
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 26: 提供劳务收到的现金及增速



资料来源: wind、安信证券研究中心

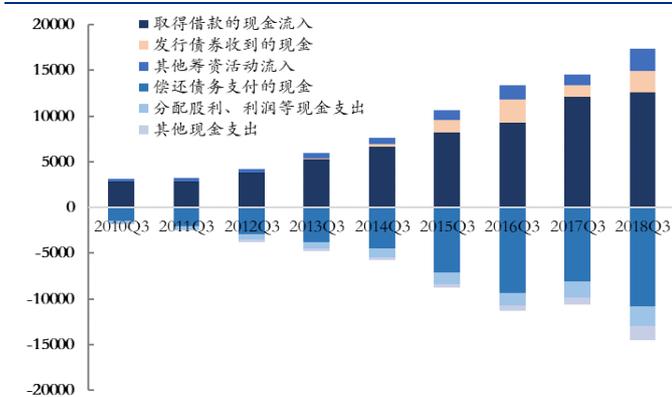
图 27: A 股主流房企在手资金及提供劳务等收到现金占比



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

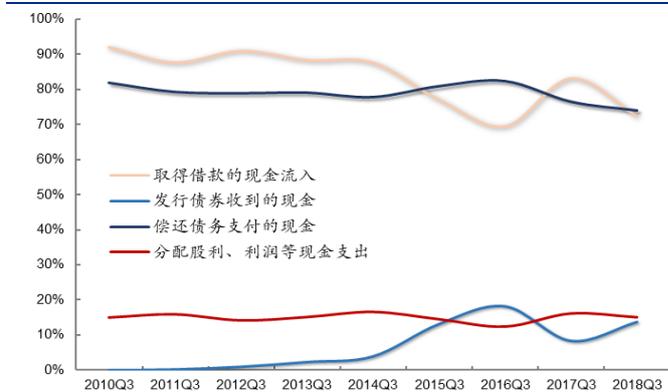
债券融资比例回升，主流房企借款占比逐步平稳。房地产板块在筹资活动中，筹资现金流入主要依靠借款及发行债券。2018 年前三季度房地产板块整体取得借款的现金流入额为 17345.86 亿元，同比增长 18.86%，较 17 年同期增速提升 10.21pct；整体发行债券取得现金流入规模为 2381.49 亿元（第三季度新增 817.21 亿元），同比增长 94.60%，较 17 年同期增速提升 144.46pct；债券融资占筹资比例回升至 13.73%（但较 16 年 H1 的高点 19.08% 仍有一段差距）。从 A 股主流房企筹资占整体筹资的情况看，行业融资集中度进一步提升；截止 18 年中报，A 股主流房企借款收到现金占整体借款现金比重 62.94%，较 18H1 的 71.30% 回落 8.36pct，较 17 年同期回落 0.80pct；A 股主流房企发债收到的现金占整体发债收到现金比重为 72.53%，较 18H1 的 78.69% 回落 6.16pct，较 17 年同期提升 13.91pct；债券融资的集中度在近几年表现明显，不过主流房企的发债集中度提升，但借款比例略有回落；表现为主流房企在债券融资上具备更强的优势。

图 28：筹资活动支出较大比重为偿还债务支付的现金



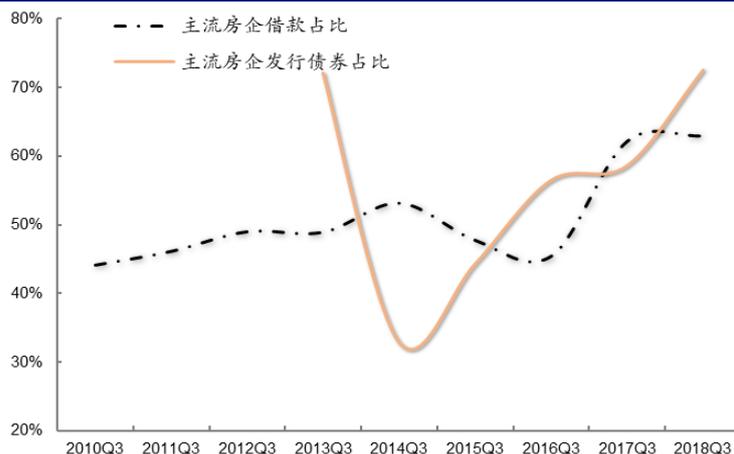
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 29：债券融资比例回升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 30：A 股主流房企筹资贡献：融资集中度进一步提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

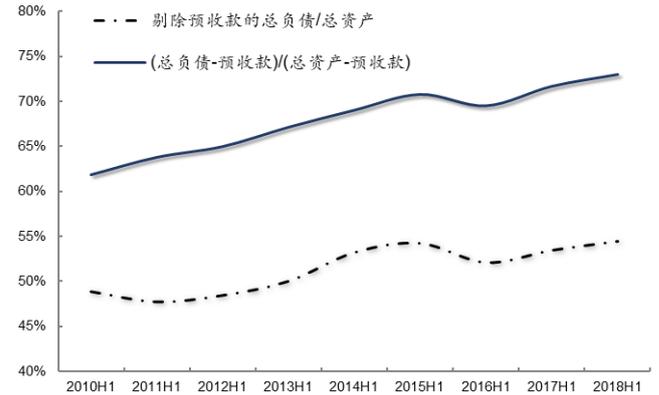
资产负债率仍处合理水平。从资产负债率来看，18 年前三季度整体资产负债率 79.87%，较 17 年同期微升 0.97pct；考虑剔除预收款的总负债/总资产比例仅为 54.48%，较 17 年同期微升 1.01pct。房地产板块整体资产负债率及剔除预收款后的资产负债率水平在逐渐的提升，但从全行业的水平看，该负债率水平仍较为合理，资产负债率的变动相对稳定。从剔除预收款的资产负债率分布表看，50% 以下杠杆的企业增多，但 65% 以上杠杆的企业也相对增加，行业内的分化仍在继续。

图 31: 资产负债率



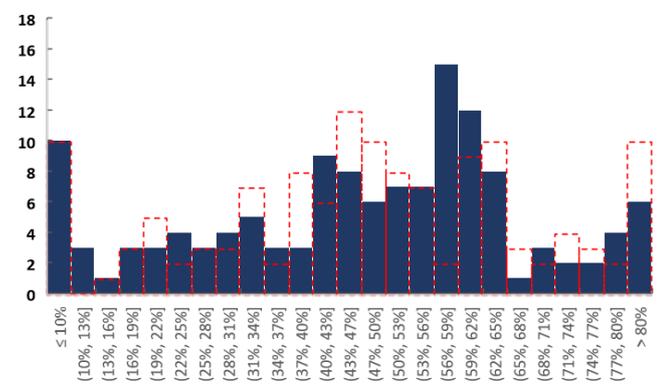
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 32: 剔除预收款的资产负债率



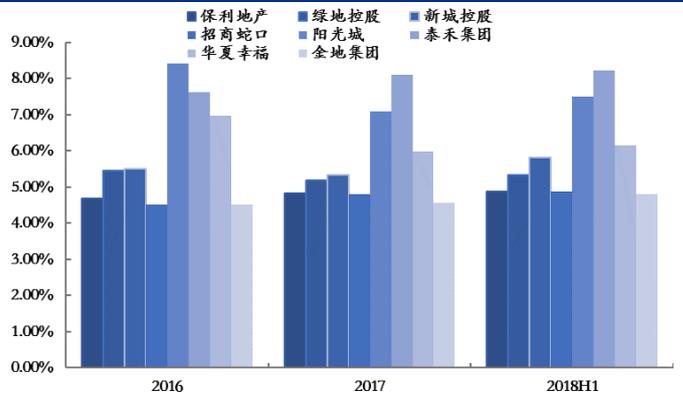
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 33: 剔除预收款的资产负债率分布表



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 34: 部分 A 股房企综合资金成本 (截止 18H1)

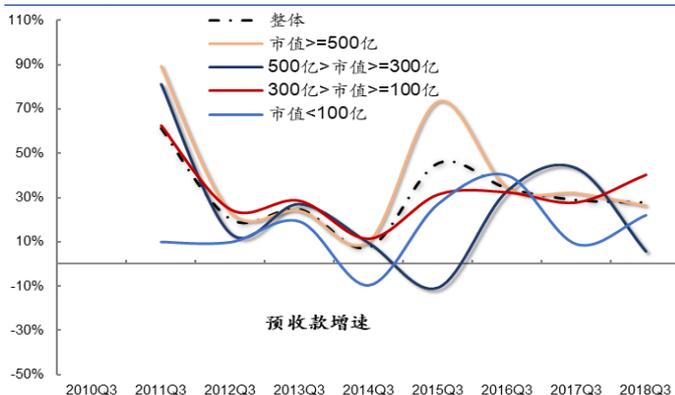


资料来源: wind、安信证券研究中心

3.2. 市值区分: 龙头高业绩锁定率、小市值房企筹资增速回升

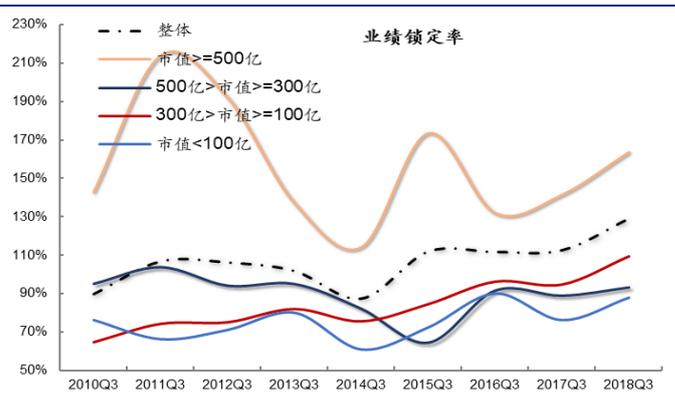
龙头高业绩锁定率，小市值房企筹资增速回升。同样将安信地产股票池股票按照 2018 年 9 月 30 日的市值大小，分为 500 亿以上，300-500 亿，100-300 亿以及 100 亿以下等四组房企，从各分组的表现来看：龙头房企预收款锁定率高，且具备较强的现金管理能力及回款能力、较强的融资能力；从负债率看，虽然龙头房企的资产负债率较高，但剔除预收款后的资产负债率低于其他分组。300-500 亿市值的房企预收款增速回落明显，业绩锁定率低于 100-300 亿市值的房企表现；且其回款增速及筹资增速均有较大的回落。100-300 亿市值的业绩锁定率仅次于龙头房企，18Q3 其预收款增速提升，提供劳务收到的现金增速也有较大的提升。100 亿市值以下房企的筹资增速有较大的改善。

图 35: 市值区分: 预收款增速



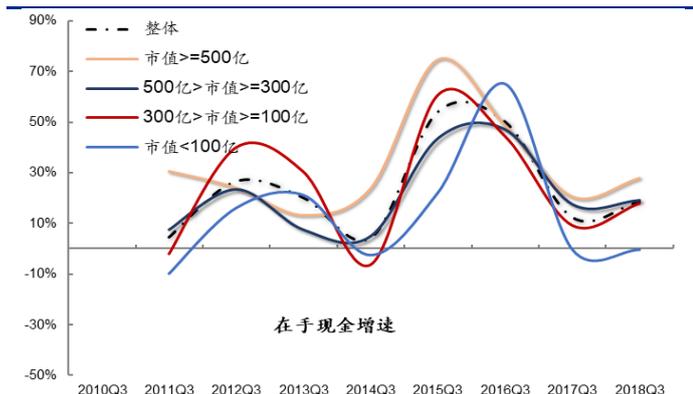
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 36: 市值区分: 业绩锁定率



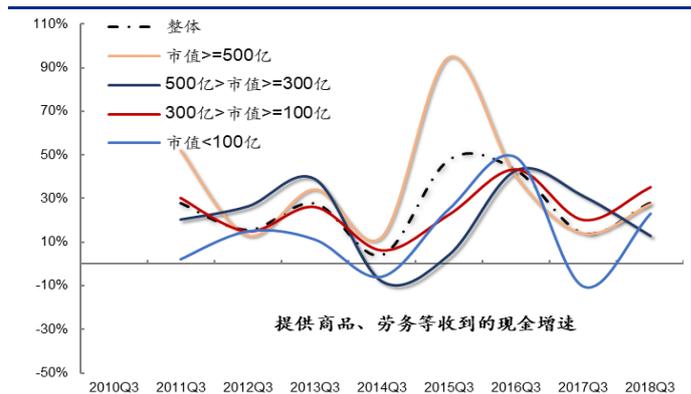
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 37: 市值区分: 在手现金增速



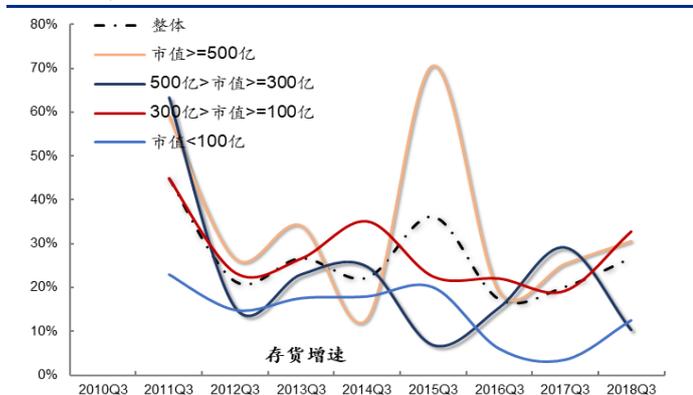
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 38: 市值区分: 提供劳务收到的现金增速



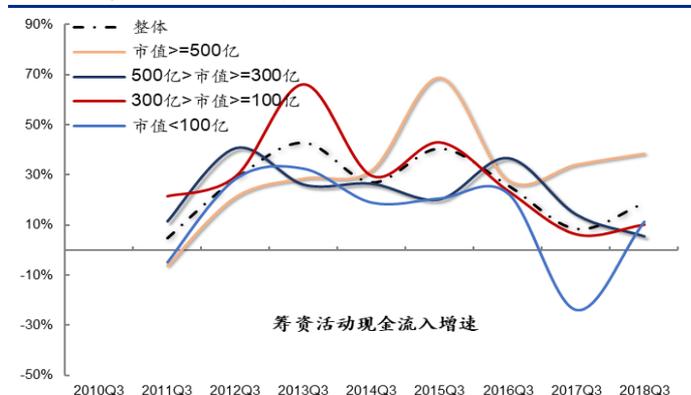
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 39: 市值区分: 存货增速



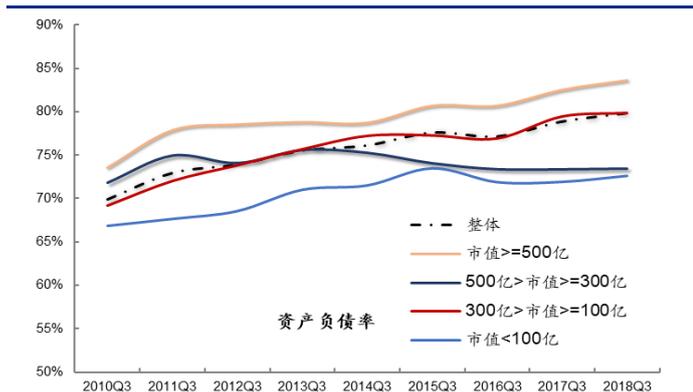
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 40: 市值区分: 筹资活动现金流入增速



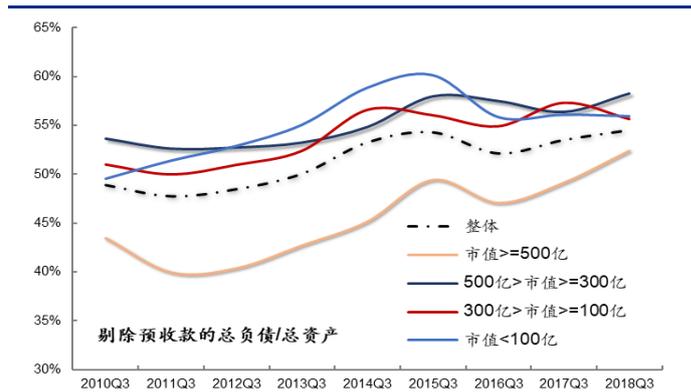
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 41: 市值区分: 资产负债率



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 42: 市值区分: 剔除预收款的资产负债率

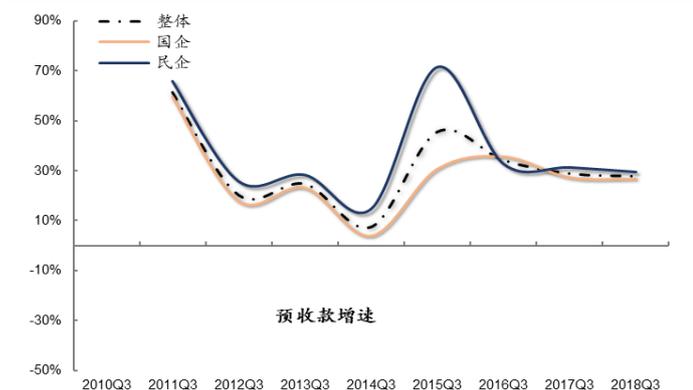


资料来源: wind、安信证券研究中心

3.3. 性质区分: 剔除万科后, 国企业绩锁定率低于民企

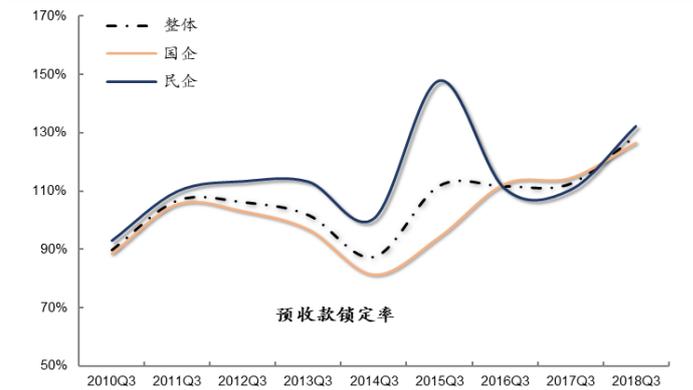
剔除万科的表现, 国企预收款增速有所回落, 业绩锁定率低于民企。按照国企与民企划分来看, 14 年 Q3 起, 国企的预收款增速及业绩锁定率均表现出逐步提升的趋势, 目前国企预收款增速较为稳定; 而民企预收款增速、业绩锁定率在前期高于国企, 但 15-16 年有较大的回落, 目前逐步与国企收敛。若剔除万科, 国企近期在预收款的增速上有所回落, 业绩锁定率也显著低于行业整体水平及民企的业绩锁定率水平。

图 43: 性质区分: 预收款增速



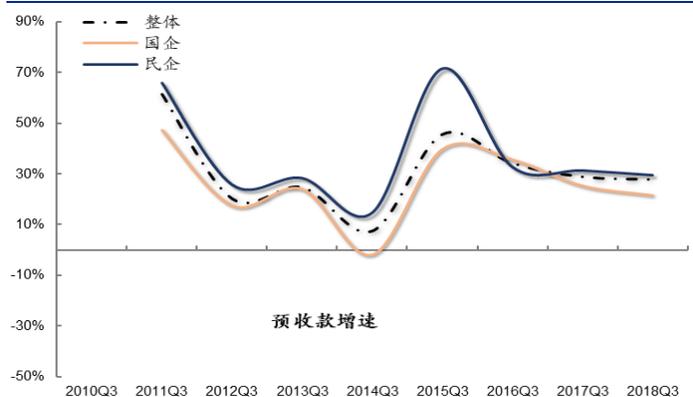
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 44: 性质区分: 业绩锁定率



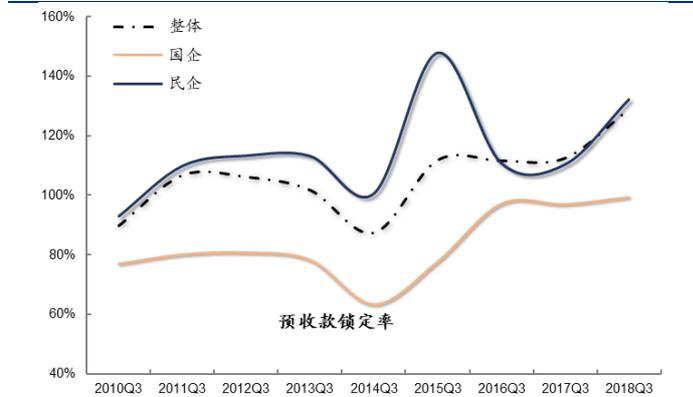
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 45: 性质区分: 预收款增速 (国企中剔除万科)



资料来源: wind、安信证券研究中心

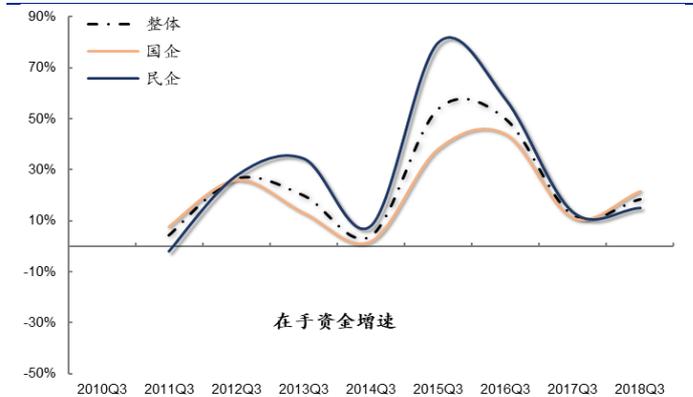
图 46: 性质区分: 业绩锁定率 (国企中剔除万科)



资料来源: wind、安信证券研究中心

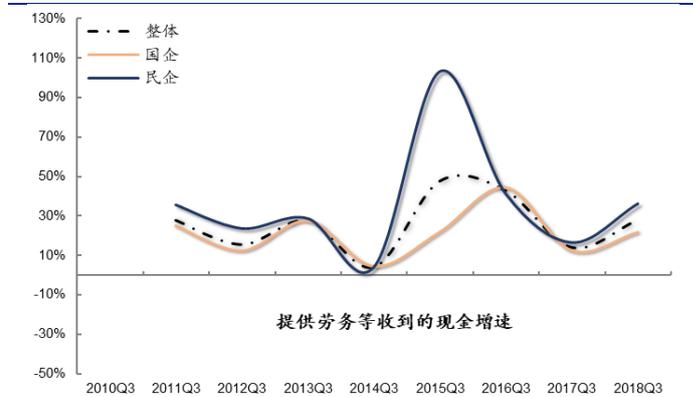
国企筹资活动现金流入增速显著高于民企，但提供劳务收到的现金增速（回款增速）低于民企；表明民企在经营回款资金上具有更高的增速表现，而国企在筹资活动上具备更强的优势。在资产负债率及剔除预收款的资产负债率的表现上，国企与民企也趋于收敛，不过国企在资产负债率及剔除预售款的资产负债率水平略低于民企；若考虑剔除万科，国企具备更低的资产负债率水平，但与民企在剔除预收款的资产负债率水平基本一致。从剔除预收款的资产负债率上看，民企处于杠杆企稳的过程，国企则有所回升。

图 47: 性质区分: 在手现金增速



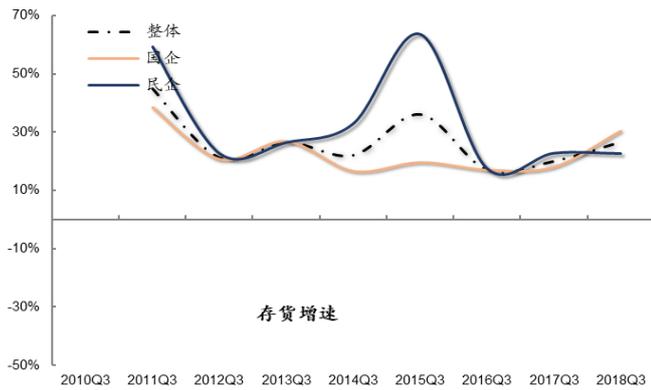
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 48: 性质区分: 提供劳务收到的现金增速



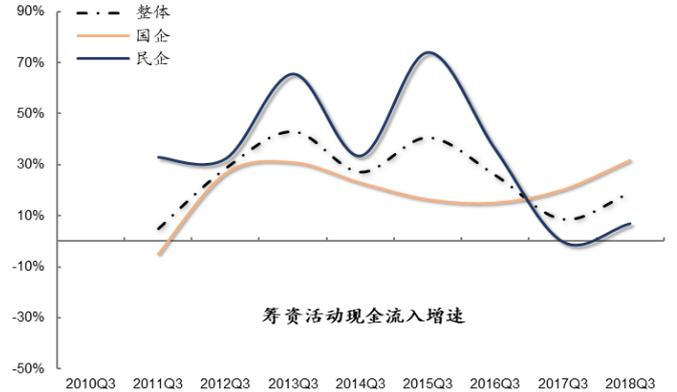
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 49：性质区分：存货增速



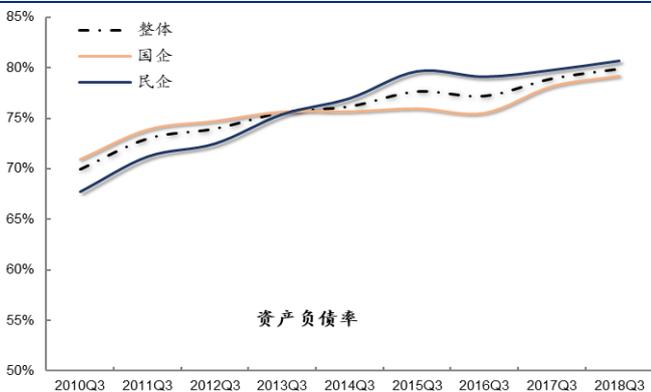
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 50：性质区分：筹资活动现金流入增速



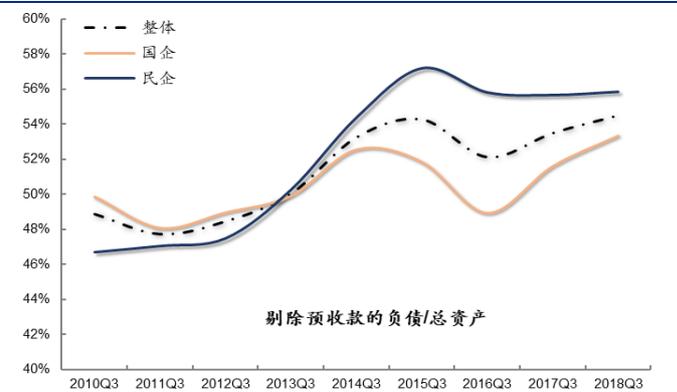
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 51：性质区分：资产负债率



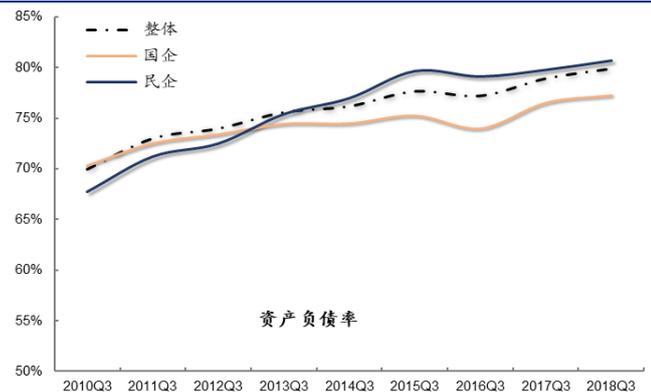
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 52：性质区分：剔除预收款的资产负债率



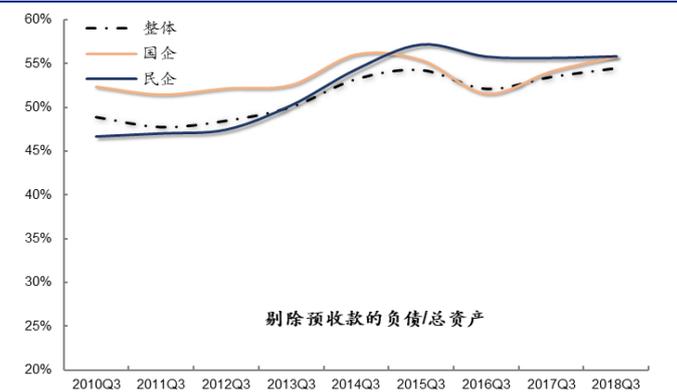
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 53：性质区分：资产负债率（剔除万科）



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 54：性质区分：剔除预收款的资产负债率（剔除万科）



资料来源：wind、安信证券研究中心

4. 投资建议

三季度报告显示，地产板块净利润增长 34.99%；按照市值划分上看，龙头房企成长凸显，具备较高的业绩锁定率及融资能力，按照业绩增速+业绩锁定率+融资能力，建议关注万科 A、招商蛇口、保利地产、新城控股等；中上市值房企在业绩及利润率等弹性更大，依照业绩增速+利润率水平+低杠杆，建议关注荣盛发展、金地集团等。

风险提示：政策因素、宏观经济波动、行业景气影响、企业经营风险

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034