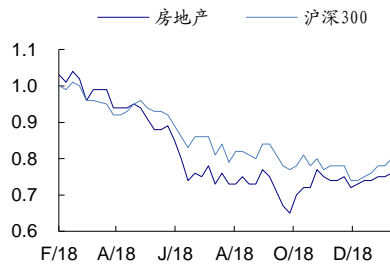


一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《统计局2018年1-12月房地产数据点评: 销售面积下滑将制约投资及产业链, 2019年将迎来近四年最宽松的政策窗口期》——2019-01-23
《对中央经济工作会议房地产表述的点评: 预计2019年政策改善, 舆论偏友好》——2018-12-24
《房地产行业2019年投资策略: 周期的力量, 政策的曙光》——2018-12-17

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051
联系人: 陈曦
电话:
E-MAIL: chenxi4@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

净利润增长确定性仍较高

● 最新数据显示: 地产股2018年净利润多数预增

截至2月11日, 根据已发布业绩预告、快报(剔除B股)的70家公司, 预增或扭亏40家, 占比57%。其中①增幅超过500%的3家; ②增幅位于100%-500%的8家; ③增幅位于30%-100%有11家。

● 业绩锁定性创新高, 源于销售持续增长

房地产板块2018年3季度末的预收款总额是2017年结算收入的1.55倍, 提升明显, 且处于历史高位。根据已披露的主流卖方研究机构对50只主流地产股业绩预测, wind一致预期2018、2019年的营业收入同比分别增长29%、27%, 即使按最极端情景假设, 2018年3季度末的预收款仍能锁定wind一致预期2018年营业收入的288%, 在满足2018年营业收入实现29%增长之后, 剩余部分仍能锁定wind一致预期2019年营业收入的68%。

● 财务风险可控

2018年房企拿地意欲减弱, 且收购存量项目占比提升, 合作项目增多, 直接拍地行为减少。截至2018年3季度末, 房地产板块扣除预收款的资产负债率为73%, 净负债率为105%, 负债水平回落; 货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为1.15倍, 偿债能力仍旧较好。

● 预计2019年政策面春风化雨, 基本面先下后稳

预计政策面春风化雨、润物细无声, 包括房贷利率持续下调、“认房又认贷”的极严政策将调整为“认房不认贷”、房企再融资开闸、限价将不必要存在、限购将在部分城市松绑……; 同时, 房地产面临的舆论环境将有所改善; 基本面先下后稳, 在上述政策放松预期基本能够兑现的背景下, 预计2019年新建商品房销售面积和销售额累计同比增速均为-5%、房地产投资累计同比增速为3%, 若上述政策放松预期落空, 行业将面临“硬着陆”风险。

● 板块2018及2019年净利润增长确定性较高, 维持“超配”建议

最新数据显示: 地产股2018年净利润多数预增; 业绩锁定性达历史高位; 2016年-2018年优势地产股销售持续增长, 亦有利于2018及2019年的业绩释放。我们继续保持对地产股的乐观观点, 维持行业“超配”评级及对新城控股、旭辉控股、中南建设、宝龙地产、万科、荣盛发展、龙光地产、招商蛇口、阳光城、华夏幸福、保利、华润置地、碧桂园、合景泰富、蓝光发展、世联行、中国恒大、华侨城A等品种的“买入”评级。

● 风险

若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖; 或是研究框架失效, 导致相应地策略建议亦失效。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601155.SH	新城控股	买入	30.67	69,214	4.21	5.50	7.3	5.6
0884.HK	旭辉控股集团	买入	4.49	33,841	0.7	0.87	6.4	5.2
000961.SZ	中南建设	买入	6.85	25,412	0.55	0.96	12.5	7.1
1238.HK	宝龙地产	买入	3.20	12,100	1.02	1.2	3.1	2.7
000002.SZ	万科A	买入	27.67	305,453	3.12	3.9	8.9	7.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测(注: 涉及金额均以人民币计价)

内容目录

最新数据显示：地产股 2018 年净利润多数预增	4
业绩锁定性创新高，源于销售持续增长	6
行业销售持续增长，增速明显回落	7
城市层级销售：一线回暖、二线稳定、三四线降温明显	8
行业降温向优势房企传导，行业集中度继续提升	8
财务风险可控	10
投资受销量下行制约，房企拿地放缓，应对行业降温	10
板块剔除预收款的资产负债率稳定，净负债率回落	11
短期偿债能力较好	12
预计 2019 年政策面春风化雨，基本面先下后稳	13
板块 2018 及 2019 年净利润增长确定性较高，维持“超配”建议	15
风险	15
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

图 1: 房地产板块业绩锁定性达历史高位.....	6
图 2: 商品房销售额累计同比增速.....	7
图 3: 商品房销售面积累计同比增速.....	7
图 4: 一二三线城市商品房成交面积同比增速.....	8
图 5: 中国 TOP5 和 TOP10 房企市场集中度变化情况.....	9
图 6: 2018 年全年中国优势房企市场份额.....	9
图 7: 2017 年美国优势房企市场份额.....	9
图 8: 房地产投资累计同比增速.....	10
图 9: 房屋新开工面积累计同比.....	10
图 10: 房屋施工面积累计同比.....	10
图 11: 万科拿地面积和销售面积.....	11
图 12: 保利拿地面积和销售面积.....	11
图 13: 金地拿地面积和销售面积.....	11
图 14: 新城拿地面积和销售面积.....	11
图 15: 房地产板块剔除预收款的资产负债率.....	12
图 16: 房地产板块净负债率.....	12
图 17: 龙头房企剔除预收款的资产负债率.....	12
图 18: 龙头房企净负债率.....	12
图 19: 房地产板块货币资金总额.....	12
图 20: 房地产板块短期偿债能力.....	12
图 21: 龙头房企短期偿债能力.....	13
图 22: 部分地区房地产政策调整一览.....	14
图 23: 未来一年内销售累计同比增速预测.....	15
表 1: 2018 年净利预增、略增或续盈一览 (截至 2 月 11 日).....	4
表 2: 2018 年净利预告扭亏一览 (截至 2 月 11 日).....	5
表 3: 2018 年净利预减、略减或亏损一览 (截至 2 月 11 日).....	5
表 4: 2018 年部分房地产上市公司业绩快报 (截至 2019 年 2 月 11 日).....	5
表 5: 主流地产股业绩锁定性汇总.....	6
表 6: 2018 年 1-12 月 TOP30 房企销售统计.....	8
表 7: 房企博弈的“囚徒困境”.....	10

最新数据显示：地产股 2018 年净利润多数预增

- 一、截至 2 月 11 日，根据房地产板块已发布业绩预告、快报的 70 家公司，预增或扭亏 40 家，另有南山控股 1 家预告续盈。净利润预增、扭亏及略增公司占已发布业绩预告公司 57%。其中①增幅超过 500% 以上的 3 家，包括雅戈尔、沙河股份、海航投资等；②增幅位于 100%-500% 的 8 家，包括中南建设、中航善达、大龙地产等；③增幅位于 30%-100% 有 11 家，包括蓝光发展、新城控股、金科股份等；
- 二、净利润下降或亏损 28 家，其中 9 家亏损；
- 三、净利润预增原因：主业增长、投资收益或资产重组。

表 1：2018 年净利预增、略增或续盈一览（截至 2 月 11 日）

序号	名称	类型	净利增幅	净利增长原因	预计 2018 年 EPS
1	中华企业	预增	153.97%~185.71%	重大资产重组注入资产中的部分项目满足公司结转收入条件	0.47-0.53
2	天地源	预增	50%~70%	主营业务收入增加影响、持续扩大房地产项目经营销售规模，从而使 2018 年当期结转收入较上年同期形成较大增幅	0.44-0.50
3	大龙地产	预增	315%左右	房地产业务及建筑施工业务销售收入、利润与上年同期相比增加	0.1100
4	栖霞建设	预增	269%左右	南京地区结转的营业收入结构发生变化，商品房项目在结转收入中的占比大幅提升，且毛利率较高	0.1900
5	雅戈尔	预增	10 倍以上	2018 年度中信股份资产减值损失大幅减少	0.00-0.00
6	中南建设	预增	220%~270%	预计报告期归属于上市公司股东的净利润大幅上升的主要原因是公司主营业务收入增加、盈利能力提升	0.52-0.60
7	中粮地产	预增	16.36%~58.67%	本年结转的部分商品房毛利率较高	
8	迪马股份	预增	50%~60%	2018 年度公司经营规模逐年扩大，使得公司房地产项目在报告期的结转收入及利润增加	0.42-0.45
9	中航善达	预增	433.24%~493.01%	归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润亏损减少、收入及毛利较上年同期增加	1.20-1.34
10	宋都股份	预增	140.89%~176.22%	公司项目开发规模增加、整体毛利率水平上升、本期扣除的非经常性损益占比较低	0.28-0.32
11	光大嘉宝	预增	54.85%左右	公司房地产开发业务结转收入和毛利率同比增加、不动产资管业务跟投项目投资收益增加	0.7500
12	信达地产	预增	112.66%左右	单位面积销售收入较上年同期增加，单位面积成本较上年同期变化不大，单位面积毛利率较上年同期有所上升	0.7500
13	新城控股	预增	49%~74%	房地产项目结算金额较 2017 年有较大幅度增长	3.99-4.65
14	蓝光发展	预增	57%~79%	经营规模的逐年扩大，结转收入增加；全国化规模效应逐步显现	0.72-0.82
15	海航投资	预增	2703.87%~2751.73%	完成了上海前滩项目公司股权的转让	0.25-0.25
16	云南城投	预增	70%~89%	转让控股子公司部分股权实现投资收益	0.28-0.31
17	沙河股份	预增	1787.29%~1813.5%	非经常性损益收入确认	0.71-0.72
18	卧龙地产	预增	78%左右	住宅销售价格同比上涨，毛利率同比上升	0.77-0.77
19	粤宏远 A	预增		公司自营房地产业务利润、合营企业万科置地“翡丽山”项目投资收益均有所增长	0.07-0.09
20	深深房 A	预增	143.35%~170.39%	主要是房地产销售结转同比大幅增加所致。	0.44-0.49
21	广宇集团	预增	78.97%~105.29%	2018 年公司部分项目陆续交付结转收入，项目毛利有所增长	0.44-0.50
22	合肥城建	预增	25.00%~75.00%	公司 2018 年兑现项目毛利率较上年同期提高较多净利润增长较多	0.52-0.73
23	金科股份	预增	50.00%~100.00%		0.56-0.75
24	泰禾集团	略增	10.24%~39.99%	公司房地产项目开发规模正常增长，2018 年度可确认销售收入高于上年。	0.48
25	金融街	略增	1%~10%	公司开发销售业务毛利率较去年同期有所提升；经营效能持续提升，资产管理业务收入、利润均实现稳定增长；公司加强费用管控，控制费用支出	0.52-0.60
26	京投发展	略增	10%	销售结转面积增加，收到拆迁补偿款，实现非流动资产处置损益	1.02-1.11
27	招商蛇口	略增	15%~22%		1.83-1.96
28	新华联	略增	29.77%~41.57%	营业收入较上年同期有较大幅度增长，导致净利润比上年同期有所增加	0.58-0.63
29	荣盛发展	略增	20.00%~40.00%	预计由于 2018 年度公司可结算项目增加结算收入及利润较上年同期有大幅增长。	1.59-1.85
30	南国置业	略增	0.00%~50.00%	可结转物业预计相比上年同期有所增长	0.03-0.05
31	南山控股	续盈	-31.74%~4.10%		0.15-0.23

资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理（以上数据仅作列示，不做推荐）

表 2: 2018 年净利预告扭亏一览 (截至 2 月 11 日)

序号	名称	类型	净利扭亏原因	预计 2018 年 EPS
1	中润资源	扭亏	收回现金及抵顶资产致使计提坏账部分转回	0.03-0.05
2	绿景控股	扭亏	确认投资收益, 本报告期盈利	0.41-0.49
3	凤凰股份	扭亏	主营业务盈利能力较弱	0.59-0.60
4	*ST 天业	扭亏	实现相关债务重组收益、主营业务开展受到一定影响, 致使经营规模收缩	0.02-0.03
5	亚太实业	扭亏	公司与债权人达成债务和解、于 2018 年 7 月核销部分债务	0.03-0.03
6	宁波富达	扭亏	出售上年亏损的房地产开发业务、水泥建材板块同比增长 100%	0.50-0.50

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

表 3: 2018 年净利预减、略减或亏损一览 (截至 2 月 11 日)

序号	名称	类型	净利下降幅度	净利下降或亏损原因	预计 2018 年 EPS
1	美好置业	预减	59%-68%	房地产业务板块预售项目期末有近 70 亿元预收账款, 但尚未达到结算条件	0.08-0.11
2	泛海控股	预减	55.04%-69.91%	公司房地产业务结算收入和净利润大幅下降; 基于谨慎性原则, 公司对于存在减值迹象的相关资产计提资产减值准备	0.17-0.25
3	华丽家族	预减	92%-95%	公司主营业务收入同比大幅下降	0.01
4	世联行	预减	40%-60%	交易服务业务确认的收入下降; 公寓管理业务运营前期账面亏损预计增加; 世联空间本年新增运营项目尚处于爬坡期预计增加当期亏损	0.20-0.29
5	ST 新梅	预减	62%-83%	2018 年度公司未发生股权出售事项	0.02-0.05
6	天保基建	预减	68.36%-78.09%	公司拟计提的资产减值准备较上年同期大幅增加	0.08-0.12
7	银亿股份	预减	75.02%-87.51%	公司旗下汽车零部件销售毛利率及净利润较上年同期下降明显	0.05-0.10
8	渝开发	预减	67%-74%	本期房地产项目结转收入规模及毛利率同比下降, 导致本期利润较上年同期减少	0.02-0.03
9	大名城	预减	64%左右	公司已出售的原子公司本期亏损、2018 年金融投资业务产生投资损失	0.2100
10	粤泰股份	预减	64.04%-70.03%	导致部分贷款逾期, 产生逾期利息, 增加财务费用	0.14-0.17
11	华鑫股份	预减	97%-98%	因主营业务调整, 房地产业务板块报告期内无房产销售收入	0.02
12	阳光股份	预减	90%-93%	2017 年相比 2018 年转让部分控股子公司股权形成的投资收益较大	0.01-0.02
13	荣丰控股	预减	32.59%-51.85%	长春国际金融中心城市办公及商业部分未达到确认收入条件, 管理费用较去年同期有所上升	0.03-0.05
14	京汉股份	预减	34%-56%	融资成本较去年同期比提高、收并购项目尚未产生收益、由于扩大规模造成管理费用增加	0.17-0.26
15	中天金融	略减	0%-20%	公司 2018 年度财务费用、金融业务及管理费用上升等综合影响导致经营业绩较上年同期下降	0.24-0.3
16	浙江广厦	略减	44%左右	公司本期交付结转的房地产项目毛利较低、公司在弥补以前年度亏损后的应纳税所得额增加、拟对下属传媒子公司计提商誉减值	0.12-0.12
17	世荣兆业	略减	12.38%-34.28%	可结转的商品房销售收入减少。	0.74-0.99
18	滨江集团	略减	0.00%-30.00%	房产交付为收入确认标准存在年度间收入的不均衡性、财务费用的较大增长	0.39-0.55
19	华业资本	首亏		公司应收账款投资业务逾期, 根据谨慎性原则, 计提相应的资产减值损失	亏损
20	中迪投资	首亏		公司下属房地产投资项目均处于开发建设中, 故公司报告期内发生亏损	亏损
21	中珠医疗	首亏		房地产板块销售的商品房下降较多、需要计提商誉减值准备、非经常性损益的影响其他已确认的资产公允价值变动或资产减值较大	亏损
22	大连友谊	首亏		部分项目自持商业因经营定位调整暂缓建设, 财务费用同比增加, 利润减少、存货市场价值下降, 拟计提存货跌价准备	亏损
23	嘉凯城	首亏		房地产业务继续收缩、对部分资产计提了减值准备	亏损
24	ST 新光	首亏		计提的资产减值准备较原预计大幅增加, 造成本报告期业绩下降	亏损
25	天津松江	首亏		财务费用负担较重、预计 2018 年的财务费用费率较去年有所增加	亏损
26	中房股份	首亏		营业收入影响、重大资产重组相关中介费用增加	亏损
27	同达创业	首亏		金融资产的公允价值大幅下降	亏损
28	津滨发展	续亏		公司项目均处于开发建设阶段, 可售项目较少	亏损

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

表 4: 2018 年部分房地产上市公司业绩快报 (截至 2019 年 2 月 11 日)

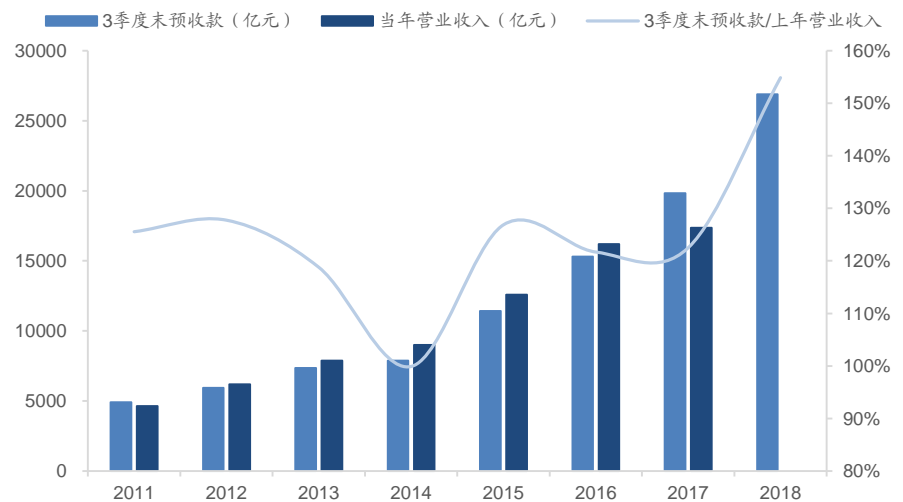
序号	名称	营业收入同比增长 (%)	归母净利润同比增长 (%)	业绩简要说明	2018 年 EPS
1	荣盛发展	46.36	32.99	地产业务经营规模的扩大、可结算项目增加, 各地区实现收入同比增长较多	1.76
2	绿地控股	20.87	29.03	房地产主业, 结转收入同比保持一定增长, 毛利率进一步提升, 利润增幅较大; 基建产业保持快速发展势头, 业务规模进一步扩大, 收入、利润持续增长	0.96
3	保利地产	32.31	20.33	经营规模扩大, 受项目结转规模提升、结转项目权益比例下降	1.58
4	深振业 A	-15.42	9.88	结转面积减少, 投资收益增加较多, 导致归母净利润增加	0.65
5	电子城	4.61	-20.57	稳步推进重点项目, 布局全国多点开花, 同时建立市场化营销体系, 开展全方位、多渠道营销推广工作, 营业总收入稳步增长	0.36

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

业绩锁定性创新高，源于销售持续增长

按 2018 年 3 季度末预收款/2017 年营业收入观察：2018 年 3 季度末房地产板块预收款总额达 26897 亿元，较 2017 年同期提升 36%。房地产板块 2018 年 3 季度末的预收款总额是 2017 年结算收入的 1.55 倍，提升明显，且处于历史高位。

图 1：房地产板块业绩锁定性达历史高位



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

对 2018、2019 年业绩预测的锁定：根据已披露的主流卖方研究机构对 50 只主流地产股业绩预测，wind 一致预期 2018、2019 年的营业收入同比分别增长 29%、27%。即使按最极端情景假设，2018 年 4 季度无销售回款入账，2018 年 3 季度末的预收款仍能锁定 wind 一致预期 2018 年营业收入的 288%（2018 年业绩锁定性=2018 年 3 季度末预收账款/2018 年 wind 一致预期营收与已披露的 2018 年前 3 季营收的差值）；在满足 2018 年营业收入实现 29% 增长之后（暨冲抵 2018 年收入预测值与前 3 季收入之间的缺口），剩余部分仍能锁定 wind 一致预期 2019 年营业收入的 68%。事实上对于主流地产而言，2018 年四季度销售速度并没有停滞，如万科 2018 年四季度销售额达 1754 亿元、保利销售额达 1012 亿元，因此主流地产股实际业绩锁定性将比下表中更高。

表 5：主流地产股业绩锁定性汇总

序号	证券代码	证券简称	2018 年 Q3 预收款 (亿元)	2018 年 Q3 总营收 (亿元)	2018 年一致预期或快报营收 (亿元)	2019 年一致预期或快报营收 (亿元)	2018 年业绩所定性	2019 年业绩所定性
1	600077.SH	宋都股份	108	16	35	46	557%	193%
2	601588.SH	北辰实业	312	108	155	190	665%	139%
3	600223.SH	鲁商置业	148	48	79	87	481%	135%
4	000537.SZ	广宇发展	413	144	245	286	409%	109%
5	600340.SH	华夏幸福	1525	451	805	1077	432%	109%
6	000002.SZ	万科 A	5531	1760	3103	3935	412%	106%
7	000961.SZ	中南建设	1054	300	523	799	473%	104%
8	002146.SZ	荣盛发展	866	306	516	665	411%	98%
9	600048.SH	保利地产	3175	949	1892	2394	337%	93%
10	000656.SZ	金科股份	698	269	463	600	359%	84%
11	600325.SH	华发股份	385	131	256	315	309%	83%
12	000671.SZ	阳光城	726	259	469	636	345%	81%
13	600383.SH	金地集团	668	332	515	654	366%	74%
14	600736.SH	苏州高新	92	38	69	83	291%	73%
15	000031.SZ	中粮地产	241	79	167	209	273%	73%
16	600376.SH	首开股份	607	207	441	522	259%	71%

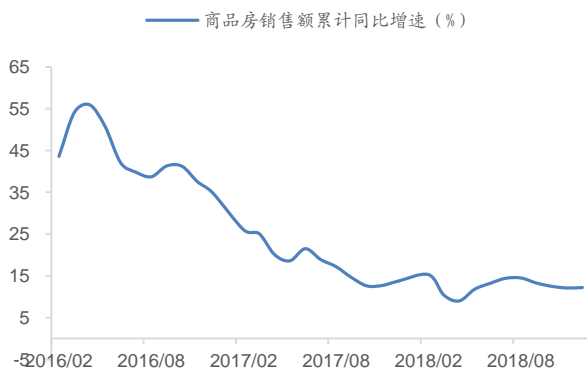
17	000042.SZ	中洲控股	120	71	102	125	387%	71%
18	601155.SH	新城控股	999	248	630	903	261%	68%
19	600748.SH	上实发展	92	47	79	92	290%	65%
20	600466.SH	蓝光发展	508	143	358	491	236%	60%
21	000620.SZ	新华联	113	62	100	125	295%	60%
22	000732.SZ	泰禾集团	328	196	315	401	275%	52%
23	600622.SH	光大嘉宝	37	30	42	48	314%	52%
24	002244.SZ	滨江集团	277	122	245	311	225%	50%
25	600177.SH	雅戈尔	124	47	113	123	188%	47%
26	600064.SH	南京高科	30	26	37	41	277%	47%
27	600606.SH	绿地控股	3199	2330	3549	4331	262%	46%
28	000965.SZ	天保基建	11	23	22	27	-2087%	44%
29	600639.SH	浦东金桥	17	13	20	24	246%	44%
30	600173.SH	卧龙地产	24	20	30	32	243%	43%
31	600641.SH	万业企业	8	25	26	22	838%	31%
32	000718.SZ	苏宁环球	50	21	55	58	145%	27%
33	600208.SH	新潮中宝	205	71	211	256	147%	26%
34	000069.SZ	华侨城 A	404	246	508	644	154%	22%
35	600266.SH	北京城建	144	77	176	212	146%	21%
36	002314.SZ	南山控股	46	43	73	80	151%	20%
37	600663.SH	陆家嘴	48	86	111	130	186%	17%
38	000090.SZ	天健集团	49	46	81	96	142%	15%
39	001979.SZ	招商蛇口	843	338	994	1279	128%	15%
40	600675.SH	中华企业	127	91	188	238	131%	13%
41	600708.SH	光明地产	151	94	241	293	103%	2%
42	600743.SH	华远地产	71	31	114	132	85%	-10%
43	603506.SH	南都物业	1	7	10	13	45%	-13%
44	600823.SH	世茂股份	43	144	225	272	53%	-14%
45	000402.SZ	金融街	140	87	286	346	70%	-17%
46	600007.SH	中国国贸	1	23	32	35	17%	-19%
47	002016.SZ	世荣兆业	15	14	42	56	54%	-23%
48	600895.SH	张江高科	1	7	14	17	20%	-34%
49	002285.SZ	世联行	3	54	99	121	6%	-35%
50	600658.SH	电子城	2	14	33	47	10%	-37%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

行业销售持续增长, 增速明显回落

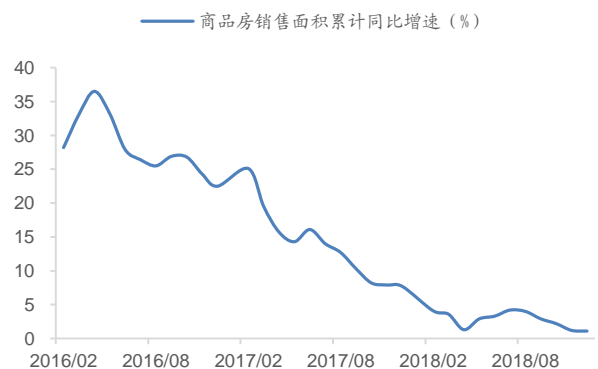
本轮房地产调控自 2016 年上半年起延续至今, 截至 2018 年末行业销量仍处于正增长, 但增速大幅回落。2016 年行业销售面积和销售额分别增长 22.5%、34.8%; 2017 年销售面积和销售额分别增长 7.7%、13.7%; 2018 年销售面积和销售额增速分别回落至 1.3%、12.2%。

图 2: 商品房销售额累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 商品房销售面积累计同比增速

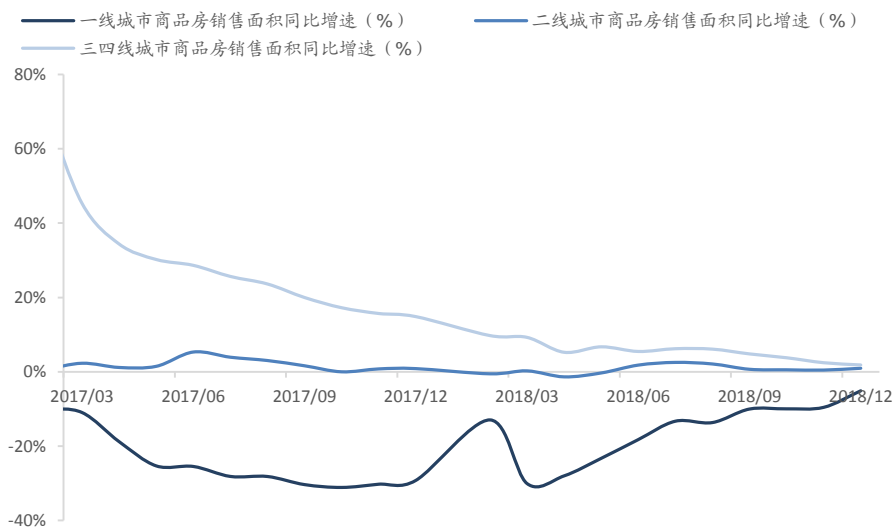


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

城市层级销售：一线回暖、二线稳定、三四线降温明显

截至 2018 年 12 月，一线城市销售面积增速由 2017 年低点-31%收窄至-5%；二线城市销售面积增速保持稳定于 1%；三四线城市销售面积增速由 2017 年高点 71%回落至 2%，降温明显。

图 4：一二三线城市商品房成交面积同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

行业降温向优势房企传导，行业集中度继续提升

纵观 2018 年全年，大部分优势房企的销售增速仍实现了不错的增长，但显著不如去年同期。销售金额 Top30 房企中，仅 9 家房企销售增速较去年有所提升，如金科集团、远洋集团、中国海外发展等。

表 6：2018 年 1-12 月 TOP30 房企销售统计

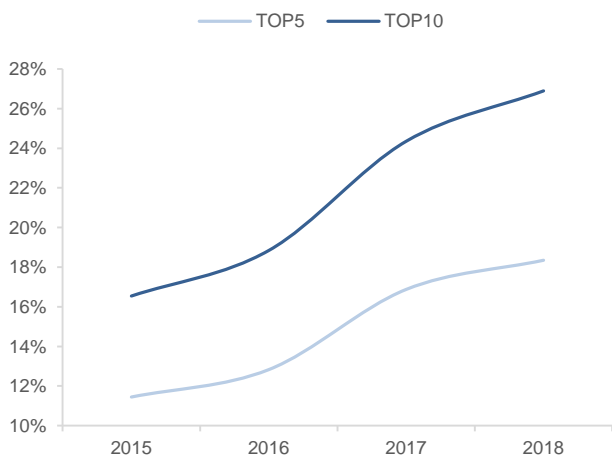
序号	房企	2018 年 1-12 月销售金额(亿元)	2018 年 1-12 月同比增速	2017 年 1-12 月同比增速	增长变化(百分点)
1	碧桂园	7287	32%	78%	-46
2	万科地产	6070	15%	45%	-31
3	中国恒大	5513	10%	34%	-24
4	融创中国	4650	27%	135%	-108
5	保利发展	4048	31%	47%	-16
6	绿地控股	3875	26%	20%	6
7	中海地产	2636	30%	10%	20
8	新城控股	2211	75%	94%	-20
9	龙湖集团	2006	29%	77%	-49
10	华润置地	2106	38%	41%	-2
11	世茂房地产	1762	75%	48%	27
12	招商蛇口	1706	51%	53%	-1
13	华夏幸福	1635	7%	57%	-50
14	阳光城	1629	78%	88%	-10
15	金地集团	1623	15%	40%	-25
16	旭辉集团	1520	46%	96%	-50
17	绿城中国	1564	7%	28%	-22
18	中南置地	1466	52%	92%	-40
19	富力地产	1423	74%	35%	39
20	泰禾集团	1303	29%	152%	-122
21	金科集团	1291	96%	93%	3
22	中梁控股	1289	70%	125%	-55
23	中国金茂	1280	85%	85%	0
24	融信集团	1219	143%	9%	134

25	远洋集团	1095	55%	40%	15
26	正荣集团	1080	19%	86%	-67
27	蓝光发展	1042	51%	103%	-52
28	祥生地产	1029	81%	75%	7
29	雅居乐	1027	14%	70%	-55
30	荣盛发展	1016	50%	49%	1

资料来源：公司公告、克而瑞、国信证券经济研究所整理（以上数据仅作列示，不做推荐）

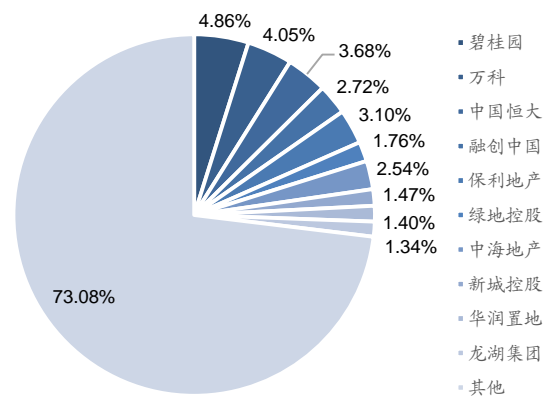
截至 2018 年末，全国房企销售金额 Top5 门槛提升至 4000 亿元以上，Top10 门槛提升至 2000 亿元以上；Top10 销售金额占全国份额由 2015 年的 16.5% 上升至 2018 年的 26.9%，Top5 销售金额占全国份额由 2015 年的 11.5% 上升至 2018 年的 18.4%。参照发达国家市场，2017 年美国房地产 Top5、Top10 的房地产龙头公司市场份额分别占 23.5%、33.3%。

图 5：中国 TOP5 和 TOP10 房企市场集中度变化情况



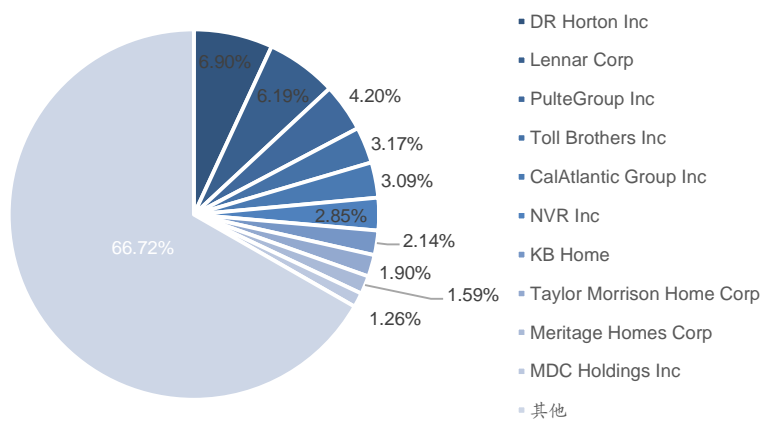
资料来源：wind、克而瑞、国信证券经济研究所整理

图 6：2018 年全年中国优势房企市场份额



资料来源：wind、克而瑞、国信证券经济研究所整理

图 7：2017 年美国优势房企市场份额



资料来源：wind、美国统计局、国信证券经济研究所整理

因预售制度导致结算滞后，优势房企 2018 年和 2019 年业绩将显著受益于 2016-2018 年销售持续增长以及集中度提升。

财务风险可控

投资受销量下行制约，房企拿地放缓，应对行业降温

2018 年全年，虽然销售端增速延续了逐渐走低趋势，但房地产投资仍然偏暖，房地产投资累计同比增速 9.5%。我们 2018 年上半年就判断房企博弈的“囚徒困境”是“投资偏暖”的主因，但我们亦认为：开发商终究不得不“以销定产”，2019 年投资、新开工、施工终究会受到销售下行制约。

表 7：房企博弈的“囚徒困境”

影响及结果		房企 A	
		积极拿地、动工	谨慎拿地、动工
房企 B	积极拿地、动工	投资热、地价涨，调控政策加码	房企 B 市占率提升、房企 A 市占率下降
	谨慎拿地、动工	房企 A 市占率提升、房企 B 市占率下滑	土地流拍、地方财政承压，调控政策放松

资料来源：国信证券经济研究所整理

图 8：房地产投资累计同比增速



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 9：房屋新开工面积累计同比



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

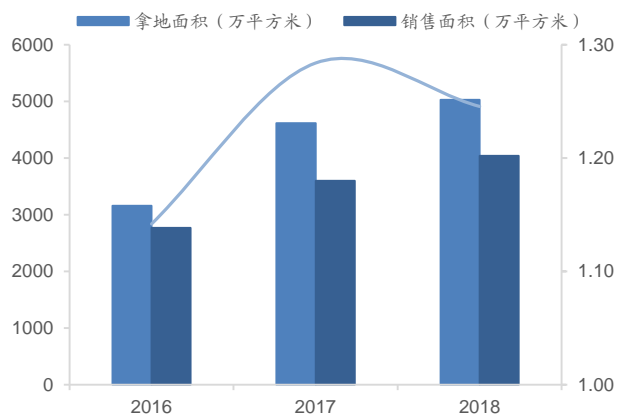
图 10：房屋施工面积累计同比



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

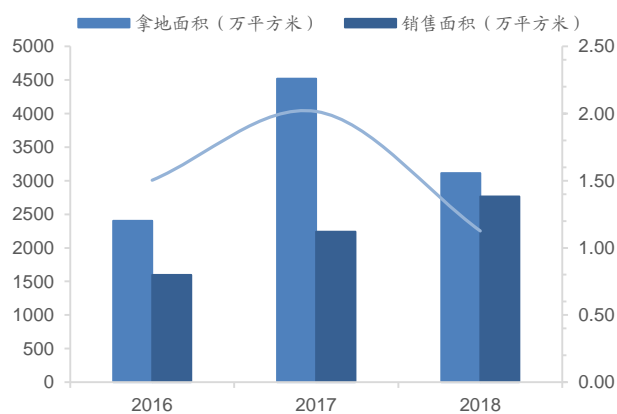
从 2018 年全年数据来看，房企拿地意欲已减弱，且收购存量项目占比提升，合作项目增多，直接拍地行为减少。龙头企业购地面积/销售面积值有所回落，比如万科为 1.25，而 2017 年末为 1.28；保利则由 2017 年末的 2.02 下降至 2018 年的 1.13，金地则由 1.70 下降至 1.07，新城控股由 3.65 下降至 1.85。

图 11: 万科拿地面积和销售面积



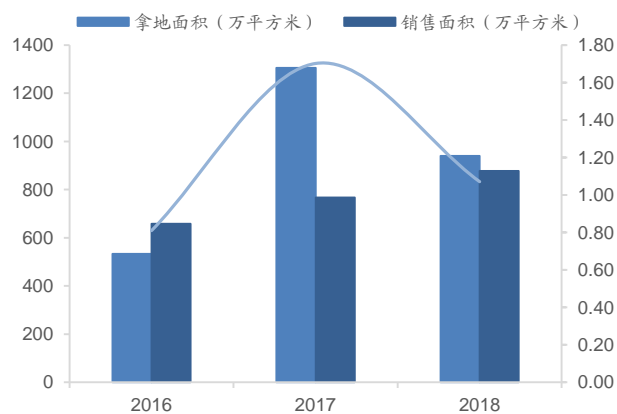
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 保利拿地面积和销售面积



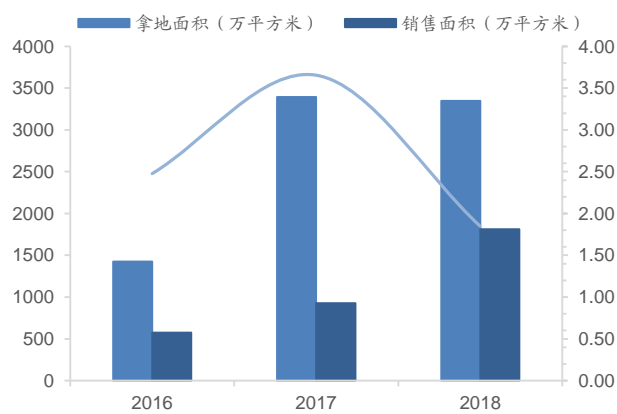
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 金地拿地面积和销售面积



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 新城拿地面积和销售面积

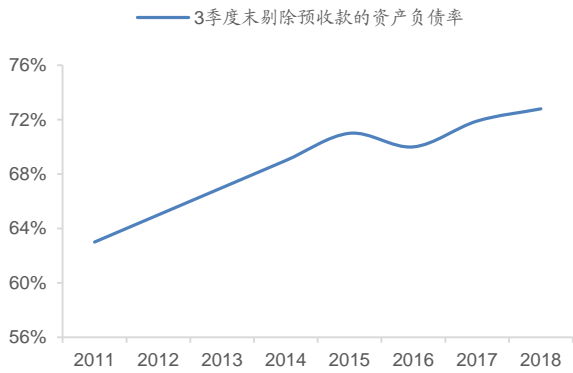


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

板块剔除预收款的资产负债率稳定，净负债率回落

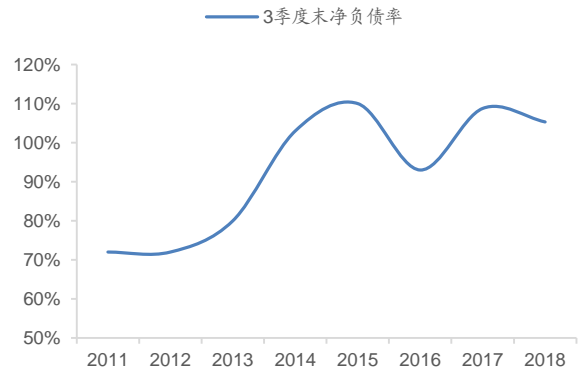
截至 2018 年 3 季度末，房地产板块扣除预收款的资产负债率为 73%，同比上升 0.9 个百分点；房地产板块净负债率为 105%，同比下降 3.5 个百分点。

图 15: 房地产板块剔除预收款的资产负债率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

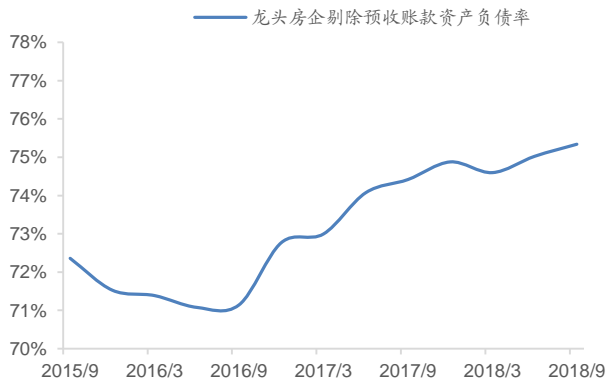
图 16: 房地产板块净负债率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

截至 2018 年 3 季度, 龙头房企扣除预收款的资产负债率为 75%, 与去年同期持平, 净负债率于 3 季度小幅回升至为 111%, 同比下降 4.3 个百分点。

图 17: 龙头房企剔除预收款的资产负债率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 龙头房企净负债率

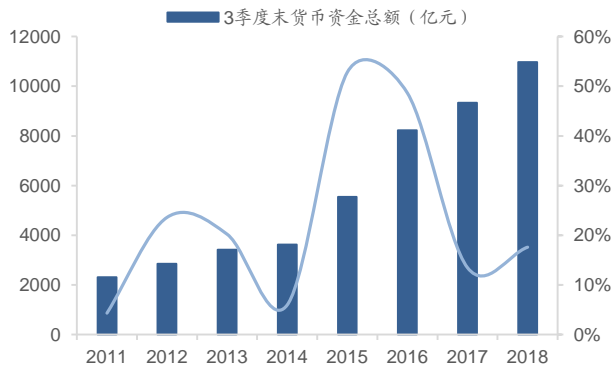


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

短期偿债能力较好

2018 年 3 季度末, 房地产板块货币资金总额达 10978 亿元, 同比增长 18%; 货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 1.13 倍, 偿债能力仍旧较好。

图 19: 房地产板块货币资金总额



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

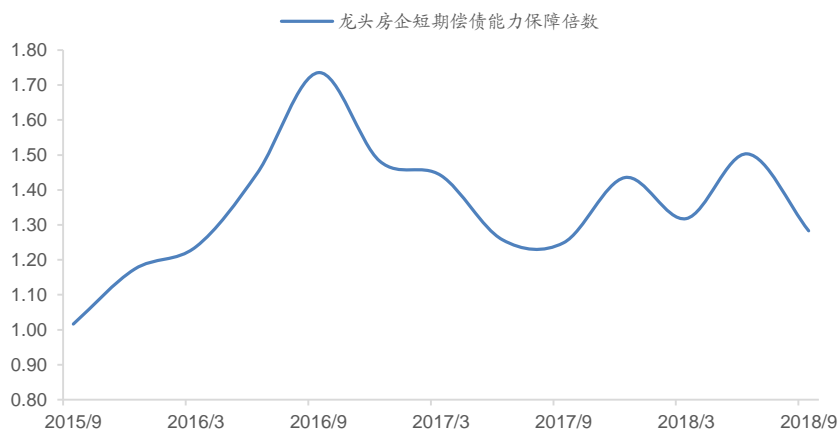
图 20: 房地产板块短期偿债能力



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2018年3季度末，龙头房企货币资金总额达6681亿元，同比增长27%；货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为1.28倍，偿债能力较好。

图 21：龙头房企短期偿债能力



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

预计 2019 年政策面春风化雨，基本面先下后稳

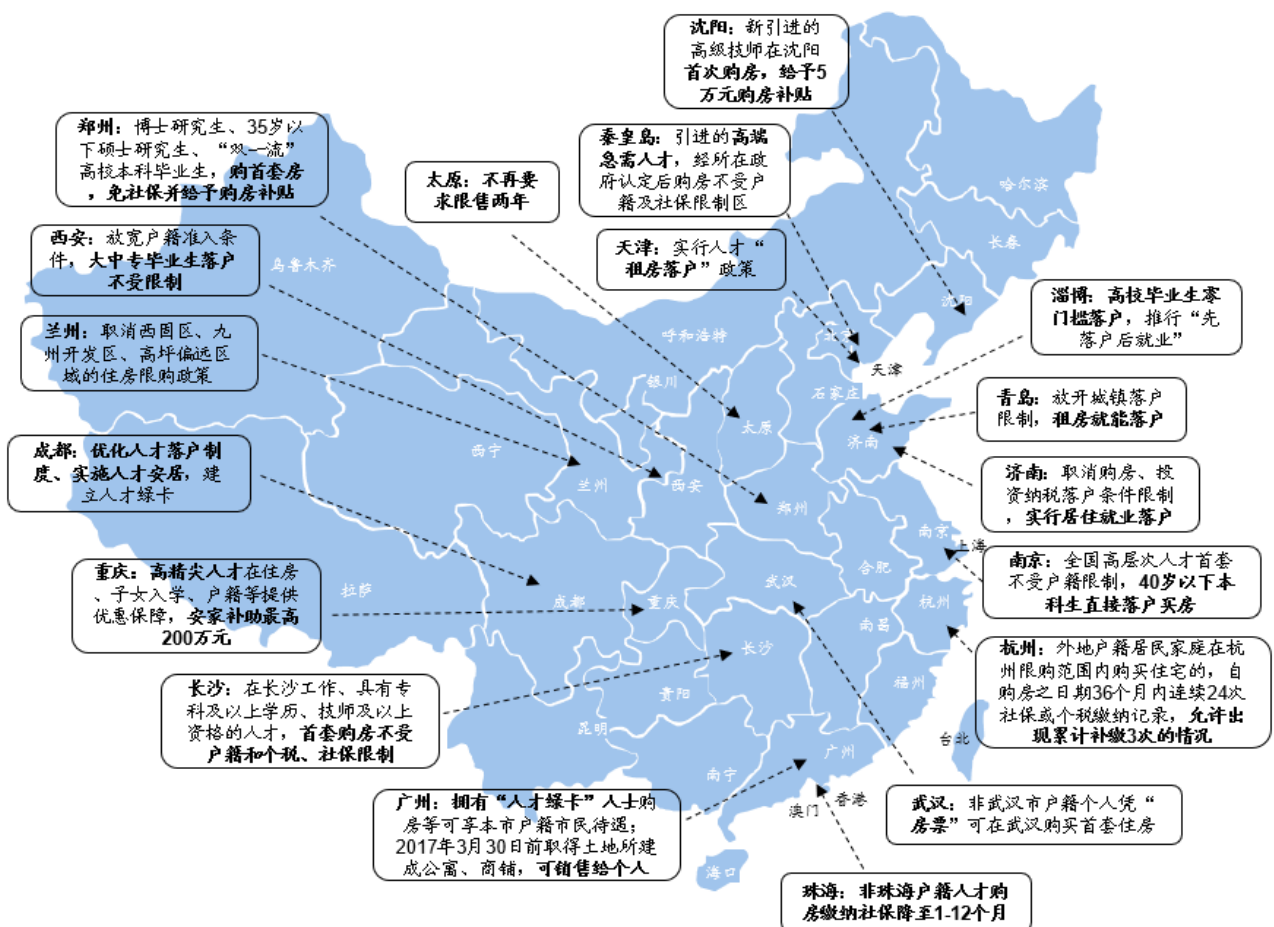
自 2018 年三季度以来，在周期的力量和前期严厉调控的双重作用下，房地产整体销售形势急转直下，疲态尽显。时隔四年，中央经济工作会议再次提出经济面临“下行压力”，并第一次明确提出“宏观政策要强化逆周期调节”。房地产行业作为毋庸置疑的支柱产业，政策的曙光开始显现，我们判断 2019 年将来自 2016 年 4 季度以来房地产政策最宽松的时间窗口。

自 2018 年 9 月下旬，房产税在未来五年开征的预期落空已标志着政策改善的信号已经出现，其他政策改善的信号还有：

- 1、进入 2018 年 10 月份，当年已第三次降准；
- 2、2018 年国庆前后，厦门、杭州、苏州、合肥等地落户政策相继放宽；
- 3、据新华网报道，10 月以来，北京共有 6 个非限价纯商品住宅获得预售证，其中包括 4 个报价超过 10 万元/平方米的项目，限价天花板突破。广州增城区、南沙区、花都区房屋销售价格将按照真实价格备案，限价政策放松。
- 4、据《21 世纪经济报道》及《券商中国》获悉，2018 年 10 月以来北京、广州、杭州、佛山、深圳等房地产热门城市出现部分银行下调房贷利率的现象，且房贷审批有所加快；
- 5、2018 年 10 月 24 日，新华网对话清华大学房地产研究所所长刘洪玉教授，为房地产正名，强调房地产业对国家进步的贡献有目共睹且无法替代；
- 6、2018 年 10 月 26 日，中国银保监会发布《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》表示，取消保险资金开展股权投资的行业范围限制；
- 7、2018 年 12 月 11 日，辽宁省住房城乡建设厅正式下发《全省推动县城和新城新区房地产去库存工作方案》表示进一步推动县城和新城新区房地产去库存，到 2020 年，各县城、新城新区商品住宅库存去化周期回归到合理区间；
- 8、2018 年 12 月 12 日，国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券，其中房地产企业需同时满足资产总额达 1500 亿元和营业收入达到 300 亿元；

- 9、2018年12月13日，央行行长易纲出席“长安讲坛”表示“我们正在数量调控为主向价格调控为主的过程中”、“影子银行是必要补充，但要规范经营”；
- 10、2018年12月18日，菏泽出台政策取消限售、放宽资金监管要求；
- 11、2018年12月19、21日，广州、珠海分别出台政策放宽限售、限购门槛；
- 12、2018年12月19日，杭州出台政策“外地户籍居民家庭在杭州限购范围内购买住宅的，自购房之日期36个月内连续24次社保或个税缴纳记录，允许出现累计补缴3次的情况”；
- 13、2018年12月21日中央经济工作会议提出“进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期……”、“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”、“夯实城市政府主体责任”；
- 14、2019年1月10日，北京孙河两宗预出让宅地取消限价。

图 22：部分地区房地产政策调整一览



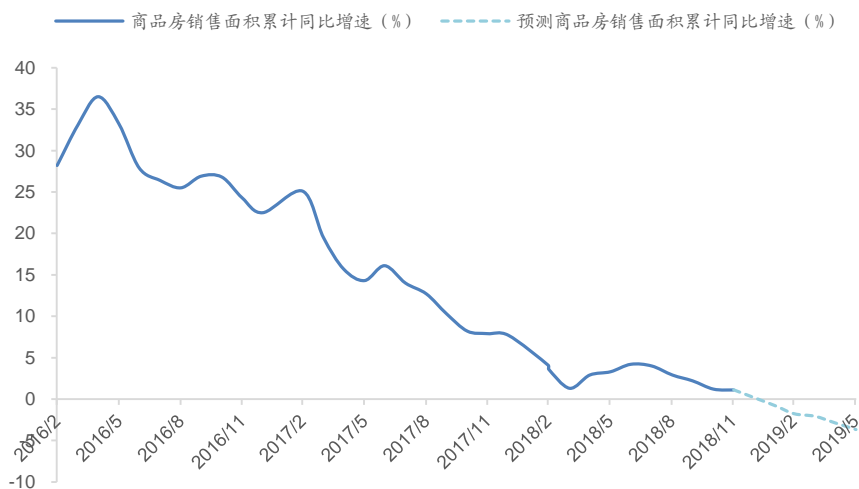
资料来源：网易财经、人民网、国信证券经济研究所整理

预计政策面春风化雨、润物细无声，包括房贷利率持续下调、“认房又认贷”的极严政策将调整为“认房不认贷”、房企再融资开闸、限价将无必要存在、限购将在部分城市松绑……；同时，房地产面临的舆论环境将有所改善；

基本面先下后稳，在稳住之后，房价热点城市不会出现太多、房价涨势也不会像2009年“四万亿”以及2014年“超级宽松”所引发的房价涨势那样的猛；在一线城市极其严苛的政策边际宽松、二线城市政策边际改善之后，一二线城市房价上涨将会衍生出溢出效应，部分购买力仍有望将流向三四线城市，预计2019年新建商品房销售面积和销售额累计同比增速均为-5%；全年销售负增长将对投资、新开工形成一定程度的制约，预计2019年房地产投资累计同比增速为3%、新开工面

积累同比增速 5%，若上述政策放松预期落空，行业将面临“硬着陆”风险。

图 23: 未来一年内销售累计同比增速预测



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

板块 2018 及 2019 年净利润增长确定性较高，维持“超配”建议

最新数据显示: 地产股 2018 年净利润多数预增; 业绩锁定性达历史高位; 2016 年-2018 年优势地产股销售持续增长, 亦有利于 2018 及 2019 年的业绩释放。我们继续保持对地产股的乐观观点, 维持行业“超配”评级及对新城控股、旭辉控股、中南建设、宝龙地产、万科、荣盛发展、龙光地产、招商蛇口、阳光城、华夏幸福、保利、华润置地、碧桂园、合景泰富、蓝光发展、世联行、中国恒大、华侨城 A 等品种的“买入”评级。

风险

- 一、市场的风险: 若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖;
- 二、研究框架的风险: 上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》, 其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业, 则上述研究框架失效, 导致相应地策略建议亦失效。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
600048.SH	保利地产	买入	12.86	1.32	1.58	1.9	10.6	8.1	6.8	1.6
600340.SH	华夏幸福	买入	28.33	2.83	3.8	4.83	10.6	7.5	5.9	2.5
3380.HK	龙光地产	买入	9.65	1.19	1.27	1.81	5.8	7.6	5.3	1.6
1109.HK	华润置地	买入	25.59	2.78	3.51	3.99	6.9	7.3	6.4	1.1
000002.SZ	万科 A	买入	27.67	2.54	3.12	3.9	12.2	8.9	7.1	2.6
601155.SH	新城控股	买入	30.67	2.71	4.21	5.5	11	7.3	5.6	3.2
002146.SZ	荣盛发展	买入	9.18	1.32	1.76	2.2	7.2	5.2	4.2	1.5
600466.SH	蓝光发展	买入	5.79	1.55	1.65	2.1	12.7	3.5	2.8	2.3
001979.SZ	招商蛇口	买入	19.31	1.55	1.91	2.36	12.7	10.1	8.2	2.3
2007.HK	碧桂园	买入	9.67	1.23	1.5	1.88	10.2	6.4	5.1	2.8
000961.SZ	中南建设	买入	6.85	0.16	0.55	0.96	39.5	12.5	7.1	1.7
000671.SZ	阳光城	买入	5.8	0.51	0.76	0.98	15.5	7.6	5.9	1.7
000069.SZ	华侨城 A	买入	6.48	1.05	1.23	1.49	8.1	5.3	4.3	1.3
3333.HK	中国恒大	买入	21.42	1.83	3.62	4.1	12.2	5.9	5.2	2.6
0884.HK	旭辉控股集团	买入	4.49	0.68	0.7	0.87	6.2	6.4	5.2	1.4
1238.HK	宝龙地产	买入	3.2	0.84	1.02	1.2	3.8	3.1	2.7	0.5
1813.HK	合景泰富集团	买入	6.61	1.17	1.57	1.88	6.7	4.2	3.5	0.9
1628.HK	禹洲地产	增持	3.33	0.7	0.85	1.1	5.2	3.9	3.0	0.9
3377.HK	远洋集团	增持	3.3	0.69	0.65	0.78	6.7	5.1	4.2	0.7
1638.HK	佳兆业集团	增持	2.23	0.6	0.65	0.76	6.8	3.4	2.9	1.2

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (注: 涉及金额均以人民币计价)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032