



## 强于大市

# 地产行业 2019 年一季报前瞻

## 业绩存不确定性，二线蓝筹成长性强

2019 年一季报地产行业上市公司业绩较为分化，由于基数较高及结算周期等因素，业绩呈不确定性。展望 2019 全年，由于主流房企可结算货值充足，16H2-18H1 涨价销售项目结算有望再度抬高利润率。2019 年一季度，全国商品房销售增速放缓，区域结构性分化，一二线核心城市及热点项目回暖，而三四线城市则始终需求疲弱；房企方面，龙头规模扩张，二三线房企成长性较强，Top10 房企增速 1.3%，Top11-30 房企增速 9.4%，Top31-50 房企增速 21.6%。我们建议关注政策及融资环境变化，推荐龙头房企：保利地产、招商蛇口、新城控股；区域房企：荣盛发展，华侨城 A；建议关注高成长性房企：阳光城、中南建设及房地产服务商：我爱我家。

■ **业绩较为分化，全年增长无虞。** 房地产板块已有 40 家公司发布一季报业绩预告，其中 16 家预增或扭亏为盈。24 家预减、首亏或续亏。在我们重点关注的房企中，招商蛇口（-57%--54%）由于去年同期基数较高，结算增速为负；金融街（5%-20%）与大悦城（6%-36%）均实现稳健增长。由于房企结算存在周期性，即三四季度结算收入及利润占比较大，因此一季报存在不确定性；但纵观 2019 全年，房企结算主要为 2016-18H1 销售项目，受益于销售规模及均价的快速增长，主流房企可结算货值充足，业绩普遍高增，利润率有望在 2017 年的高位上再度提升。

■ **全国销售增速放缓，区域结构性分化。** 从销售指标来看，2019 年 1-2 月的商品房销售面积为 14102 万平方米，同比下降 3.6%，较 2018 年回落 5 个百分点；1-2 月的商品房销售额为 12803 亿元，同比上升 2.8%；较 2018 年回落 9.4 个百分点。分城市来看，一二线核心城市及热点项目回暖，一方面由于房地产市场“小阳春”的时间特点，另外调控放松的预期及按揭利率下行也让部分观望已久的客户入市。而三四线城市则始终需求疲弱，2 月春节假期返乡置业的热潮不再。

■ **龙头规模扩张，二三线房企成长性较强。** 根据克而瑞数据，2019 年 1-3 月 Top100 房企累计实现销售额 2.11 万亿元，同比增长 8.2%，增速远高于行业平均增速，行业集中度提升逻辑不变。值得注意的是，Top10 房企增速 1.3%，Top11-30 房企增速 9.4%，Top31-50 房企增速 21.6%。一线龙头 18 年起在保证销售金额的同时更注重品质的提升，二三线房企则成长性更强，应给予高度关注。主流房企中，绿地控股、蓝光发展、华发股份及大悦城控股均实现了超过 40% 的增长，分别录得 40.7%、51.0%、87.2% 及 84.2% 的同比增速。

### 投资建议

我们判断 2019 年将是房地产行业结构性分化的一年，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化。我们认为今年的地产板块看点在于：1) 调控政策在趋紧基调下出现边际放松迹象，“一城一策”深化落地，中央表态温和转向；2) 农村人口市民化进程推进，二三线城市释放需求与活力；3) 土地市场回暖，低库存下土地投资有支撑；4) 一线城市成交回暖，二三线城市销售预期稳定；5) 行业集中度持续提升，龙头房企销售高增锁定业绩，迎估值切换。我们维持板块 **强于大市** 评级，建议积极关注政策及融资环境变化，推荐龙头房企：保利地产、招商蛇口、新城控股；区域房企：荣盛发展，华侨城 A；建议关注高成长性房企：阳光城、中南建设及房地产服务商：我爱我家。

### 风险提示

1) 政策改善不及预期；2) 三四线城市成交下滑超预期；3) 房产税制定进程加速。

### 相关研究报告

《地产行业 2018 年报前瞻—2018 年业绩整体向好，关注龙头及高增长》20190303

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 房地产

### 晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010002

## 业绩较为分化，全年增长无虞

### 主要地产上市公司年报业绩前瞻

房地产板块已有 40 家公司发布一季报业绩预告，其中 16 家预增或扭亏为盈。24 家预减、首亏或续亏。在我们重点关注的房企中，招商蛇口（-57%-54%）由于去年同期基数较高，结算增速为负；金融街（5%-20%）与大悦城（6%-36%）均实现稳健增长。由于房企结算存在周期性，即二、四季度结算收入及利润占比较大，因此一季报存在不确定性；但纵观 2019 全年，房企结算主要为 2016H2-18H1 销售项目，受益于销售规模及均价的快速增长，主流房企可结算货值充足，业绩普遍高增，利润率有望在 2017 年的高位上再度提升。

图表 1. 部分公司 2018、19 年盈利数据及与预测

证券代码	证券简称	历史数据 (%)				盈利预测 (%)
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
000002.SZ	万科 A	28.68	24.94	26.09	20.39	
600340.SH	华夏幸福	30.33	29.05	26.49	37.16	
600048.SH	保利地产	0.26	15.13	16.04	20.33	
600606.SH	绿地控股	30.3	30.02	35.51	29.03	
001979.SZ	招商蛇口	172.31	97.54	114.42	20.42	(55)
601155.SH	新城控股	752.61	122.81	56.69	74.02	
002146.SZ	荣盛发展	31.13	33.38	33.98	31.31	
000069.SZ	华侨城 A	48.07	16.16	7.6	22.52	
000402.SZ	金融街	1.77	(18.51)	(27.91)	8.72	15
600622.SH	光大嘉宝	6.63	17.63	29.66	61.63	
600325.SH	华发股份	38.5	134.95	85.85	40.73	
000961.SZ	中南建设	205.57	180.08	223.14	255.33	
000656.SZ	金科股份	12.97	46.33	131.26	93.85	
000671.SZ	阳光城	6.19	214.27	155.55	46.36	
	行业平均	36.6	38.93	30.44	NA	

资料来源：万得，中银国际证券

## 全国销售增速放缓，区域结构性分化

从销售指标来看，2019 年 1-2 月的商品房销售面积为 14102 万平方米，同比下降 3.6%，较 2018 年回落 5 个百分点；1-2 月的商品房销售额为 12803 亿元，同比上升 2.8%；较 2018 年回落 9.4 个百分点。

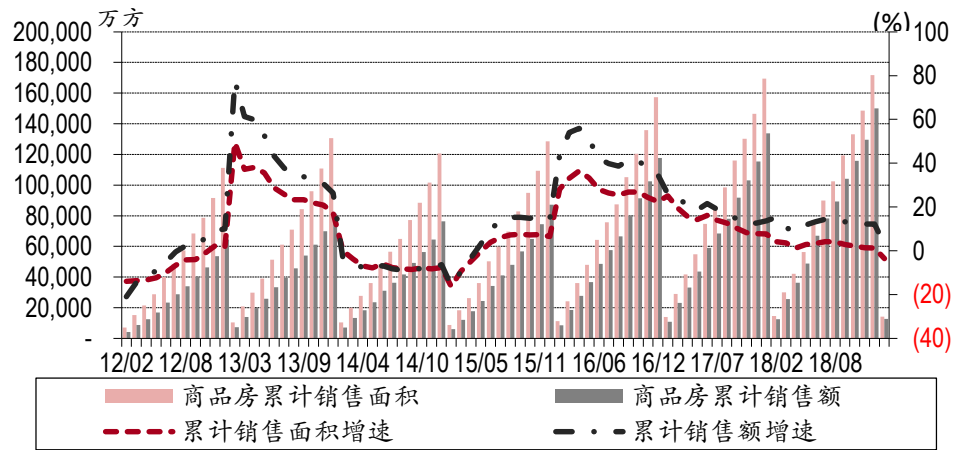
从价格指标来看，1-2 月的商品房销售均价为 9079 元/平方米，同比上升 6.7%，较 2018 年回落 4 个百分点。其中，2 月单月销售均价环比上升 2.3%。

从库存指标来看，2 月末商品房待售面积为 52251 万平方米，同比下降 10.6%，较 12 月末减少 163 万平方米，其中，住宅待售面积减少 117 万平方米。

自 2018 年下半年以来全国市场成交热度变冷、行业下行调整的趋势依然延续，同时也有春节季节性因素的影响，开盘去化率持续下降，区域间结构分化严重。

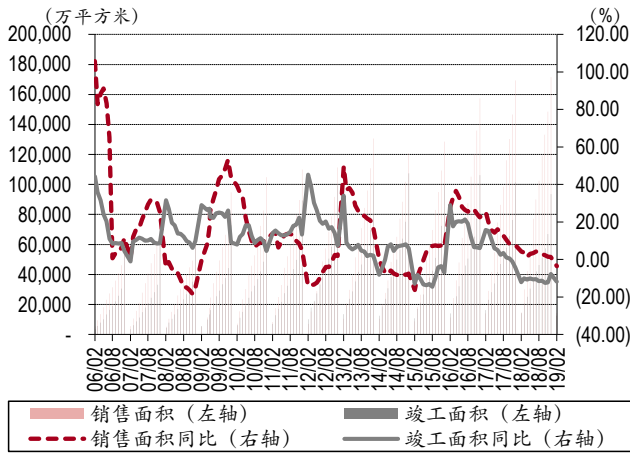
从销售区域来看，中西部地区由于前期市场升温较慢，存在补涨行情，销售同比增长 2.2%，较 2018 年回落 4.7 个百分点；而东部地区成交仍较为疲弱，销售同比下降 9.7%，降幅扩大 4.7 个百分点。

图表 2. 商品房销售面积、销售额及同比增速



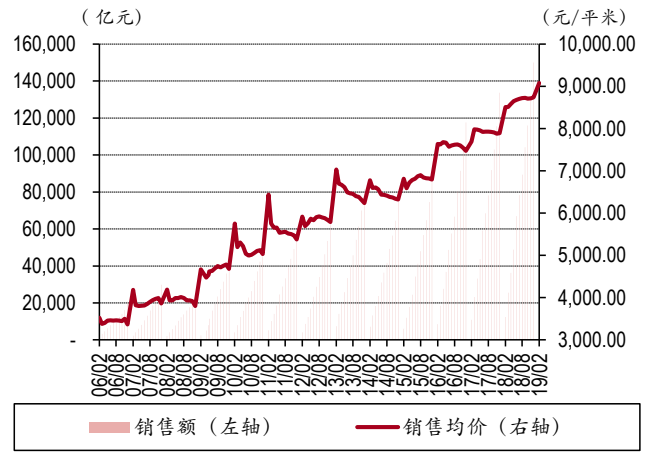
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 3. 商品房竣工面积及销售面积



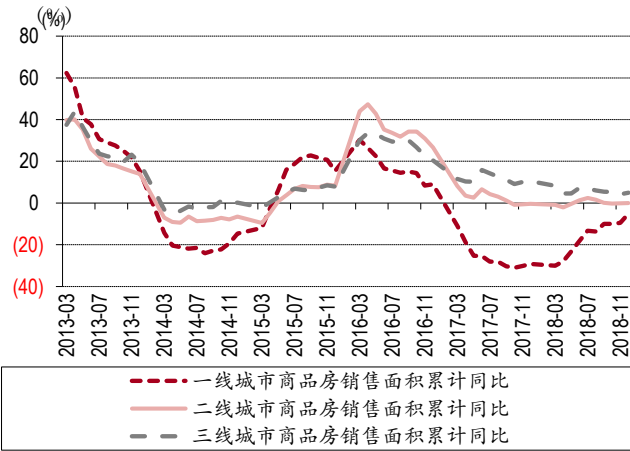
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 4. 商品房销售额和均价走势



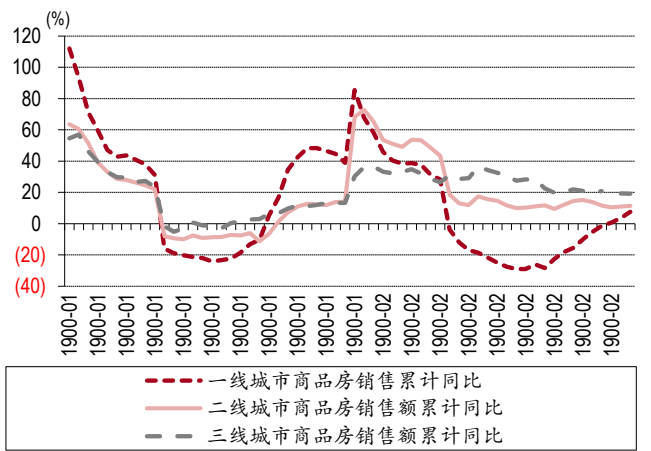
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 5. 各线城市商品房销售面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 6. 各线城市商品房销售额累计同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券



分城市来看，一二线核心城市及热点项目回暖，一方面由于房地产市场“小阳春”的时间特点，另外调控放松的预期及按揭利率下行也让部分观望已久的客户入市。而三四线城市则始终需求疲弱，2月春节假期返乡置业的热潮不再。

受“因城施策”定向调控的影响，一线城市销售规模自2017年起持续同比下降，但随着推盘增加及基数走低等因素影响，自2018年Q2起降幅持续收窄；截至2018年底，一线城市销售面积累计同比下降5.1%，销售额累计同比上升7.6%。

二线城市销售面积较为平稳，销售均价的持续提升带动销售金额维持在10%以上的增速；截至2018年底，二线城市销售面积累计同比与上年持平，销售额累计同比上升11.5%。

三线城市收到棚改货币化安置政策调整影响，销售热度有所回落，销售金额累计同比增速自17年6月高位的36.4%回落至18年底19.1%。

我们预计在短期内，市场下行趋势仍将惯性延续。其中，一、二线城市在政策趋缓下成交量稳中有升；受市场购买力透支、棚改开工量高位回调等多方面因素影响，三四线城市依旧面临较大的调整压力。总量上，我们预计今年上半年销售规模仍将保持低位，增速下行调整，但在一、二线企稳回升带动下降幅有限。

### 龙头规模扩张，二三线房企成长性较强

根据克而瑞数据，2019年1-3月Top100房企累计实现销售额2.11万亿元，同比增长8.2%，增速远高于行业平均增速，行业集中度提升逻辑不变。值得注意的是，Top10房企增速1.3%，Top11-30房企增速9.4%，Top31-50房企增速21.6%。

一线龙头18年起在保证销售金额的同时更注重品质的提升，二三线房企则成长性更强，应给予高度关注。主流房企中，绿地控股、蓝光发展、华发股份及大悦城控股均实现了超过40%的增长，分别录得40.7%、51.0%、87.2%及84.2%的同比增速。

图表7. 部分房企2019及18Q1销售情况

全口径金额排名	企业简称	2019Q1 销售金额 (亿元)	2018Q1 销售金额 (亿元)	同比增速(%)
2	万科地产	1493	1519.8	(1.8)
4	保利发展	1071	878	22.0
6	绿地控股	708	503.1	40.7
9	新城控股	458.3	377.3	21.5
12	招商蛇口	373.2	312.1	19.6
14	阳光城	340	279.1	21.8
16	金地集团	338	260.2	29.9
17	华夏幸福	306	460	(33.5)
18	中南置地	302.9	247.9	22.2
19	金科集团	285.4	253.1	12.8
23	泰禾集团	258.2	328	(21.3)
26	蓝光发展	225.2	149.1	51.0
28	滨江集团	212.1	155.4	36.5
32	华发股份	183.5	98	87.2
36	荣盛发展	165.3	161.1	2.6
49	大悦城控股	118.1	64.1	84.2
50	首开股份	117.3	153.1	(23.4)

资料来源：万得，中银国际证券





我们认为行业集中度上升是长期逻辑，强者恒强弱市下会更明显。根据克尔瑞地产研究中心发布的《2018年中国房地产企业销售TOP200》排行榜数据显示，2018年TOP3、TOP10、TOP20、TOP50房企的销售金额集中度已分别达到近13%、27%、38%和55%，而TOP50和TOP100房企集中度提升幅度较大，分别较2017年提升9.3个和11.3个百分点至55.1%和66.7%。我们预计百强房企未来的集中度提升及分化格局将会持续，Top30房企集中度有望达到50%。

### 投资建议

我们判断2019年将是房地产行业结构性分化的一年，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化。我们认为今年的地产板块看点在于：1) 调控政策在趋紧基调下出现边际放松迹象，“一城一策”深化落地，中央表态温和转向；2) 农村人口市民化进程推进，二三线城市释放需求与活力；3) 土地市场回暖，低库存下土地投资有支撑；4) 一线城市成交回暖，二三线城市销售预期稳定；5) 行业集中度持续提升，龙头房企销售高增锁定业绩，迎估值切换。我们维持板块**强于大市**评级，建议积极关注政策及融资环境变化，推荐龙头房企：保利地产、招商蛇口、新城控股；区域房企：荣盛发展，华侨城A；建议关注高成长性房企：阳光城、中南建设及房地产服务商：我爱我家。

### 风险提示

1) 政策改善不及预期；2) 三四线城市成交下滑超预期；3) 房产税制定进程加速。

附录图表 8. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	(元/股)
保利地产	600048.SH	买入	13.84	1,646.27	1.32	1.67	8.76	8.29	8.80
绿地控股	600606.SH	买入	7.77	945.47	0.74	0.95	8.11	8.18	5.27
招商蛇口	001979.SZ	买入	22.69	1,793.50	1.54	1.93	11.77	11.76	8.80
新城控股	601155.SH	买入	41.67	940.38	2.22	4.70	8.96	8.87	9.38
荣盛发展	002146.SZ	买入	8.51	698.17	1.05	1.29	6.59	6.60	6.47
华侨城 A	000069.SZ	买入	8.96	267.81	1.01	1.20	8.19	7.33	6.56
金融街	000402.SZ	未有评级	9.44	108.90	0.77	1.03	12.35	12.20	10.08
光大嘉宝	600622.SH	未有评级	10.01	212.01	0.77	0.98	9.36	6.62	6.29
华发股份	600325.SH	未有评级	9.16	339.82	0.16	0.60	23.18	16.67	5.78
中南建设	000961.SZ	未有评级	7.98	426.11	0.35	0.54	10.97	10.93	4.32
金科股份	000656.SZ	未有评级	7.69	311.45	0.51	0.75	10.32	8.15	4.01
阳光城	000671.SZ	未有评级	13.84	1,646.27	1.32	1.67	8.76	8.29	4.07

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 4 月 15 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 2DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371