

房地产行业 2018 年报及 2019 年一季报综述

# 营收加速、业绩分化，预收款锁定创新高

## 推荐（维持）

### ◆ 事件:

2018 年，房地产板块主营业务收入同比+19.7%，较 17 年+12.0pct；归母净利润同比+2.4%，较 17 年-26.0pct；2019Q1，房地产板块主营业务收入同比+21.5%，较 18 年+1.7pct；归母净利润同比+11.2%，较 18 年+8.8pct。

### ◆ 点评:

#### □ 1、18、19Q1 板块营收高增，业绩分化、一二线持续高增、业绩正当释放期

16-17 年销售高增速以及房价大涨决定了 18-19 年的结算增速将逐步走高，同时竣工集中度也在快速增长，尾部企业逐渐退出，综合推动 18 年营收高增，同比达+19.7%（同比+12.0pct），并且 19Q1 同比进一步扩大至+21.5%；18 年由于少数股东权益以及资产减值损失的提升导致 18 年净利润增速同比仅+2.4%，其中一二三线房企分别同比+22.7%、+25.2%、-57.3%，其中三线房企对于板块业绩增速拖累尤为严重，而 19Q1 上述因素弱化并毛利率继续提升而净利率增速同比回升至 11.2%，其中一二三线房企分别同比+24.8%（剔除招蛇后）、+46.0%、+17.9%，其中一二线房企持续远好于三线房企。展望全年，考虑预收款高增和负债率改善等，预计 19 年业绩将继续保持较高增长趋势。

#### □ 2、18、19Q1 毛利率上行，净利率先抑后扬、源于少数股东及资产减值波动

18-19 年行业主要结算 16-17 年前后的涨价项目，推动 18 年毛利率升至 34.7%，同比+2.7pct，其中一二三线房企分别为 38.7%、31.9%和 31.1%，但少数股东权益大幅上行和资产减值损失显著提升导致 18 年净利率放缓至 9.7%、同比-1.6pct，其中一二三线房企分别为 12.9%、10.5%和 3.7%；19Q1 毛利率进一步提升至 36.4%，其中一二三线房企分别为 41.2%、31.3%和 34.8%，并且上述两大负面因素淡化推动 19Q1 净利率回升至 11.4%，其中一二三线房企分别为 11.2%、14.1%和 9.9%。值得注意的是，16H2-17H1 地王频现导致后续利润率有下行压力，但一方面，龙头拿地成本更低而赋予其下降更为可控，另一方面，万科、保利等龙头 18 年大量存货减值在后续冲回或转销将可有效平滑利润率。

#### □ 3、拿地谨慎+业绩高增推动净负债率改善，未售库存指标显示库存连创新低

18 年末板块资产负债率 79.4%、同比+1.3pct，19Q1 持平于 79.4%，但 18 年剔除预收款后负债率为 55.1%、与 17 年基本持平，19Q1 进一步降至 54.2%，显示预收款增长是主因；18 年净负债率 90.3%、同比-1.8pct，主要源于拿地谨慎以及业绩高增，19Q1 则略增至 96.2%；从房企未售库存同比增速的连续放缓以及未售库存占比总资产的持续下行至历史新低来看，后续行业仍有补库存需求；现金短债比由 17 年的 1.33 倍下降至 18 年的 1.28 倍及 19Q1 的 1.27 倍，但仍远好于 11 年和 14 年的 0.9 倍。展望全年，一二线城市销售回暖+限价放松+网签加速+资金宽松+政策有保优压将推动主流房企回款+融资边际改善。

#### □ 4、18 年销售回款继续回升，预收款锁定创历史新高、确保 19-20 年业绩稳增长

18 年板块销售回款同比继续上行，表现为销售商品及劳务的现金流入同比由 17 年 16.4%提升至 18 年 20.3%；并且 19Q1 统计局资金来源同比+6%显示国内贷款、个人按揭贷款和定金及预收款均有所改善。行业销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平创历史新高，18 年高达 131%；同期预收账款同比由 17 年 39.7%降至 18 年 28.7%，但预收账款锁定率则由 17 年 1.17 倍增长至 18 年 1.26 倍，其中一二线远好于三线，高预收款锁定将确保 19-20 年业绩稳增长。

#### □ 5、投资建议：营收加速、业绩分化，预收款锁定创新高，维持“推荐”评级

18 年主流房企营收加速、业绩高增，而高预收款锁定及负债率改善等将保障 19 年业绩继续高增，同时目前主流房企销售依然表现靓丽，总体而言，政策面稳定下基本面走势向好。2019H1 类似于 2012 年的 Beta 逻辑，2019H2 或更类似于 2017 年的 Alpha 逻辑，预计板块也将回归本源，拾级而上。我们维持行业“总量偏弱、结构改善”判断，目前主流房企 19PE 估值仅 4-9 倍，NAV 折价 20-60%，维持行业推荐评级，维持推荐：1) 一二线龙头（受益一二线改善）：保利地产、万科、融创中国、金地集团、招商蛇口、绿地控股；2) 二线蓝筹（受益资金面改善）：新城控股、中南建设、阳光城、旭辉控股、荣盛发展、华夏幸福、金科股份、蓝光发展；3) 国企改革概念：首开股份等。

#### □ 6、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧及行业资金改善不及预期。

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

#### 联系人：曹曼

电话：021-20572593

邮箱：caoman@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	129	3.57
总市值(亿元)	24,131.12	3.9
流通市值(亿元)	20,494.96	4.53

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-9.1	24.1	1.05
相对表现	-5.43	5.16	-2.63



### 相关研究报告

《房地产行业周报：成交向好延续，货币宽松适度，棚改计划略低预期》

2019-04-28

《4 月房企销售点评：销售涨幅稳中有升，二线蓝筹弹性更优》

2019-05-01

《房地产行业 2019 年中期投资策略：回归本源，拾级而上》

2019-05-03

# 目 录

一、18、19Q1 板块营收高增，业绩分化、其中一二线房企持续高增、三线房企下降.....	4
1、18 年营业收入高增，19Q1 营业收入增速继续提升，体现 16 年以来销售额高增逐步结算.....	4
2、18 年净利润增速放缓，19Q1 净利润增速低位回升，其中主流一二线业绩持续高增.....	5
二、18、19Q1 毛利率持续上行，净利率先抑后扬，源于少数股东权益及资产减值先升后降.....	5
1、18 年板块毛利率稳步增长，19Q1 高位继续上行.....	5
2、18 年净利率较 17 年略降，19Q1 净利率有所回升.....	6
3、销售靓丽致 18 年三项费用率仍在高位、但较 17 年持平，19Q1 因错配而短期上行.....	8
4、18 年少数股东损益占比大幅提升，19Q1 少数股东损益占比有所下行.....	9
5、18 年净资产收益率略降，其中一线房企仍远优于二三线.....	10
三、拿地谨慎+业绩高增推动净负债率略有回落，资金来源有所改善、资金链风险不大.....	11
1、18 年末资产负债率略有上行、19Q1 持平，主要源于预收款增长、剔除预收款后负债率持平略降.....	11
2、18 年末净负债率较 17 年下降，主要由于 18H 拿地态度渐转谨慎以及业绩持续高增.....	13
3、18 年末现金短债比略降，19Q1 持平、但仍好于 11 年和 14 年的情况.....	15
四、18 年销售回款回升，预收账款锁定率创下新高、保证 19-20 年业绩高增.....	16
1、销售回款较 17 年低位回升，源于主流房企 18 年销售持续高增以及限价放松、网签加速.....	16
2、预收账款锁定率继续呈上升趋势，其中一二线房企表现更好.....	18
五、投资建议：营收加速、业绩分化，预收款锁定创新高，维持“推荐”评级.....	19
六、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧及行业资金改善不及预期.....	19

# 图表目录

图表 1、2010-2019Q1 房地产板块营业收入增长率 .....	4
图表 2、2010-2019Q1 房地产板块净利润增长率 .....	5
图表 3、2014-2019Q1 房地产板块毛利率水平 .....	6
图表 4、2014-2019Q1 房地产板块净利率水平 .....	7
图表 5、2014-2019Q1 房地产板块中资产减值损失/营业收入 .....	8
图表 6、2014-2019Q1 房地产板块三项费用率水平 .....	9
图表 7、2014-2019Q1 房地产板块少数股东损益占比 .....	10
图表 8、2014-2018 房地产板块净资产收益率水平 .....	11
图表 9、2010-2019Q1 房地产板块资产负债率水平 .....	12
图表 10、2010-2019Q1 房地产板块预收账款占比总资产情况 .....	12
图表 11、2010-2019Q1 房地产板块扣除预收账款后资产负债率水平 .....	13
图表 12、2010-2019Q1 房地产板块净负债率水平 .....	14
图表 13、2010-2019Q1 房地产板块未售存货同比走势 .....	14
图表 14、2010-2019Q1 房地产板块未售存货占比总资产情况 .....	15
图表 15、2010-2019Q1 房地产板块现金短债比情况 .....	16
图表 16、2013-2019Q1 房地产板块 EBITDA 利息覆盖倍数情况 .....	16
图表 17、2010-2019Q1 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比 .....	17
图表 18、2010-2019Q1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平 .....	17
图表 19、2010-2019Q1 房地产板块预收帐款锁定率情况 .....	18
图表 20、2005-2019Q1 房地产板块机构配置情况 .....	19

## 一、18、19Q1 板块营收高增，业绩分化、其中一二线房企持续高增、三线房企下降

### 1、18 年营业收入高增，19Q1 营业收入增速继续提升，体现 16 年以来销售额高增逐步结算

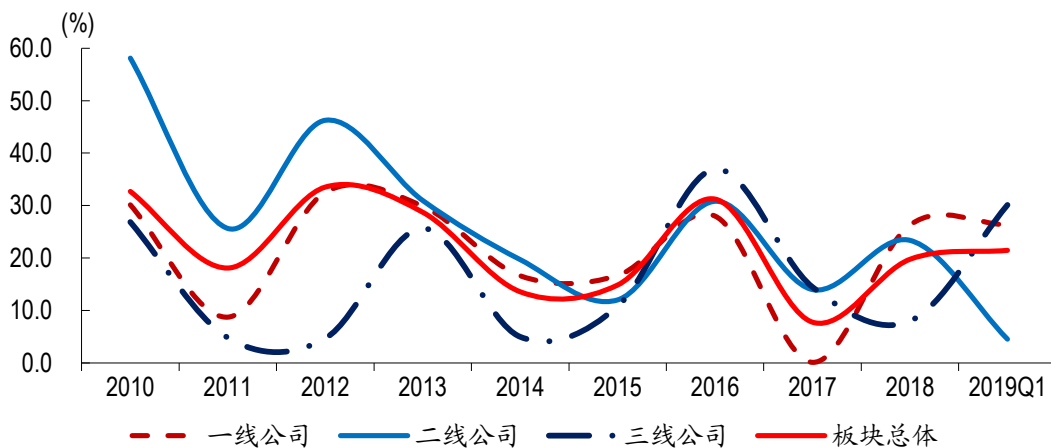
2018 年，房地产板块整体主营业务收入同比增长 19.7%，较 2017 年增长 12.0pct，增速为 14 年以来次新高。其中，一线房企营业收入同比增长 26.3%，较 2017 年增长 26.2pct；二线房企营业收入同比增长 23.4%，较 2017 年增长 9.4pct；三线房企营业收入同比增长 8.0%，较 2017 年下降 6.5pct。

2019 年 1 季度，房地产板块整体主营业务收入同比增长 21.5%，较 2018 年度增长 1.7pct。其中，一线房企营业收入同比增长 26.3%，较 2018 年度增长 0.1pct；二线房企营业收入同比增长 4.5%，较 2018 年度下降 18.8pct；三线房企营业收入同比增长 30.1%，较 2018 年度增长 22.1pct。

**2018 年，房地产板块营业收入稳步增长，其中一二线房企大幅增长、三线小幅增长**，主要原因在于：1) 过去 2016-17 年销售高增阶段的项目进入竣工结算推动营收大幅增长（注：我们认为统计局竣工数据的连续同比下降源于本身数据质量不高，并不反应真实情况）；2) 竣工集中度在增长，在 2015 年开始的“融资、拿地、销售”集中度三重增长期间，受益集中度增长，一二线房企营收涨幅明显高于三线房企；3) 由于 2016-17 年房价上升，期间内高价项目逐渐进入结转，结转单价明显增长，对应的毛利率也较高。从结构来看，营收增速整体呈现一线>二线>三线的现象，这主要由于一二线房企加速扩张以及集中度增长所致，而尾部房企在逐步淘汰，符合市场整体走势和预期。其中，一线房企中，华夏幸福、金地集团和保利地产的营收分别录得+41%、+35%和+33%的高增速，领跑一线房企；二线房企中，阳光城（+70%）、滨江集团（+53%）、荣盛发展（+46%）、新城控股（+34%）均实现高增速。

**2018 年 1 季度，房地产板块营业收入增速继续提升，其中三线房企增长明显、一线基本持平、二线下降**。由于房企一般结算周期滞后于销售周期 1.5-2 年的时间，而房企在 16-18 年销售持续走好，因此对应 18-19 年结算也持续向好；从而呈现了营业收入增速由 2018 年的 19.7%继续增长至 2019 年 1 季度的 21.5%。而从结构来看，营收增速整体呈现三线>一线>二线的现象，这可能主要源于二线房企过去两年积极扩张之下负债率相对较高，在 18 年资金收紧过程中短期竣工受影响相对较大，不过 19 年资金重归相对宽松，同时考虑到一季度地产结算占比全年不高，因此一二线房企全年结算趋势或仍优于三线房企。其中，一线房企中，金地 and 万科营收分别录得 62%和 57%的高增速，领跑一线房企。二线房企中，泛海控股（+114%）、蓝光发展（+73%）、阳光城（+40%）、首开股份（+35%），领跑二线房企。

图表 1、2010-2019Q1 房地产板块营业收入增长率



资料来源：万得数据，华创证券



## 2、18 年净利润增速放缓，19Q1 净利润增速低位回升，其中主流一二线业绩持续高增

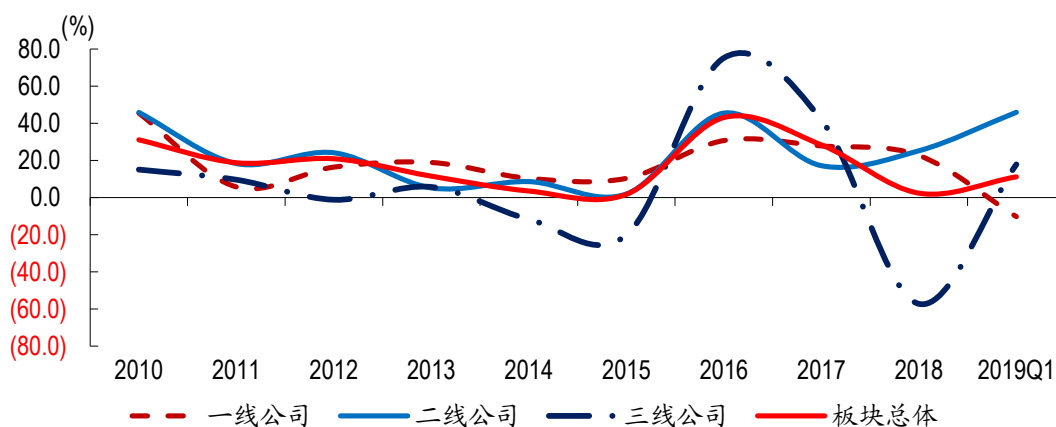
2018 年，房地产板块整体净利润同比增长 2.4%，较 2017 年下降 26.0pct。其中，一线房企净利润同比增长 22.7%，较 2017 年下降 5.2pct；二线房企净利润同比增长 25.2%，较 2017 年增长 8.0pct；三线房企净利润同比下降 57.3%，较 2017 年下降 99.2pct。

2019 年 1 季度，房地产板块整体净利润同比增长 11.2%，较 2018 年增长 8.8pct。其中，一线房企净利润同比下降 10.3%（剔除招商蛇口后为+24.8%），较 2018 年下降 33.0pct（剔除招商蛇口后增长 2.1pct）；二线房企净利润同比增长 46.0%，较 2018 年增长 20.7pct；三线房企净利润同比增长 17.9%，较 2018 年增长 75.2pct。

**2018 年，房地产板块净利润增速分化，一线高位略降、二线高位增长、三线大幅下降。**其中一二线房地产板块在营收高增背景下净利润增速同样快速上行，主要是因为房企一般结算周期由于滞后于销售周期 1.5-2 年的时间，由于 2015 年下半年到 2016 年房价进入到上行周期，带动项目毛利率持续增长，业绩进入集中释放期。而三线房企净利润大幅下降则对应集中度提升、尾部企业被淘汰。其中，一线房企中，华夏幸福和绿地控股的净利润分别录得+34%和+26%的高增速，领跑一线房企。二线房企中，中南建设（+264%）、金科股份（+94%）、新城控股（+74%）、蓝光发展（+63%）、阳光城（+46%）、首开股份（+34%）、均实现高增速，领跑二线房企。

**2019 年 1 季度，房地产板块净利润同比低位回升，其中一线下降（由于招蛇高基数扰动，剔除后增长）、二、三线增长。**2019 年 1 季度中，房地产板块呈现营收和净利润双双高增长，这主要是由于房企一般结算周期由于滞后于销售周期 1.5-2 年的时间，并且逐步开始结算 2016-2017 年的项目的高毛利项目，从而推动了净利润增速高于营收增速。一线房企增速下降主要由于招商蛇口 18Q1 高基数扰动，剔除后一二线房企由于集中度增长业绩和营收增速更高。其中，一线房企中，金地和华夏幸福净利润分别录得 37%和 30%的高增速，领跑一线房企。二线房企中，新北京城建（+945%）、泰禾集团（+309%）、蓝光发展（+64%）、金科股份（+48%）、均实现高增速，领跑二线房企。

图表 2、2010-2019Q1 房地产板块净利润增长率



资料来源：万得数据，华创证券

## 二、18、19Q1 毛利率持续上行，净利率先抑后扬，源于少数股东权益及资产减值先升后降

### 1、18 年板块毛利率稳步增长，19Q1 高位继续上行

2018 年，房地产板块整体毛利率为 34.7%，较 2017 年增长 2.7pct。其中，一线房企毛利率为 38.7%，较 2017

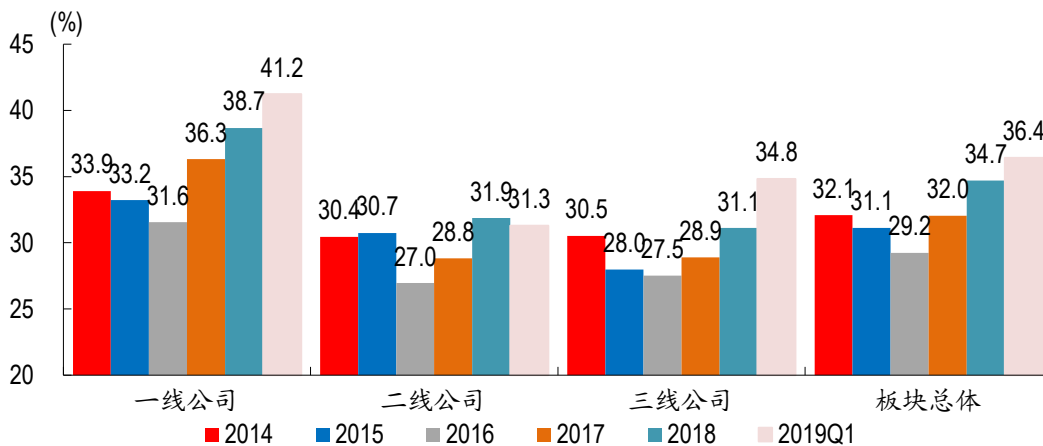
年增长 2.4pct；二线房企毛利率为 31.9%，较 2017 年增长 3.0pct；三线房企毛利率为 31.1%，较 2017 年增长 2.2pct。

2019 年 1 季度，房地产板块整体毛利率为 36.4%，较 2018 年增长 1.7pct，继续稳步增长。其中，一线房企毛利率为 41.2%，较 2018 年增长 2.6pct；二线房企毛利率为 31.3%，较 2018 年下降 0.6pct；三线房企毛利率为 34.8%，较 2018 年增长 3.7pct。

**2018 年，房地产板块结转毛利率全面上行，其中一线房企高毛利率优势较大、强于二三线。**2018 年房地产板块主要结算项目为 2016 年左右的高价销售项目，行业毛利率普遍上行的背景下，目前结转毛利率整体呈现一线>二线>三线的现象。其中一线房企本身毛利率持续处于高位，而二线房企由于受益项目涨价以及自身成本管控能力提升（如中南建设、阳光城等）体现到利润率提升更为明显。在我们重点关注的一二线房企中，2018 年结转毛利率仍保持较高水平的企业大多具有开发模式的稀缺性，包括：华侨城（60%）、金地集团（43%）、华夏幸福（42%）和招商蛇口（39%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：苏宁环球（61%）、泛海控股（50%）、金融街（49%）等。

**2019 年 1 季度，房地产板块结转毛利率继续上行，其中一线和三线继续提升、二线略降。**2018 年房地产板块主要结算项目为 2016 年左右销售的涨价项目，由此推动结转毛利率稳中有升。其中一线房企由于拿地策略更趋平稳因而土地成本波动不大，毛利率持续稳定增长；而三线房企由于更多采取的慢周转的囤地模式而土地成本相对较低，因而在房价回升过程中，一线房企和二线房企毛利率目前回升更加明显。在我们重点关注的一二线房企中，2019 年 1 季度结转毛利率仍保持较高水平的企业大多具有开发模式的稀缺性，包括：华夏幸福（65%）和华侨城（62%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：苏宁环球（60%）、金融街（48%）、滨江集团（45%）等。

**图表 3、2014-2019Q1 房地产板块毛利率水平**



资料来源：万得数据，华创证券

## 2、18 年净利率较 17 年略降，19Q1 净利率有所回升

2018 年，房地产板块整体净利率为 9.7%，较 2017 年下降 1.6pct。其中，一线房企净利率为 12.9%，较 2017 年下降 0.4pct；二线房企净利率为 10.5%，较 2017 年增长 0.2pct；三线房企净利率为 3.7%，较 2017 年下降 5.7pct。

2019 年 1 季度，房地产板块整体净利率为 11.4%，较 2018 年增长 1.8pct。其中，一线房企净利率为 11.2%，较 2018 年下降 1.7pct；二线房企净利率为 14.1%，较 2018 年增长 3.6pct；三线房企净利率为 9.9%，较 2018 年增长 6.2pct。

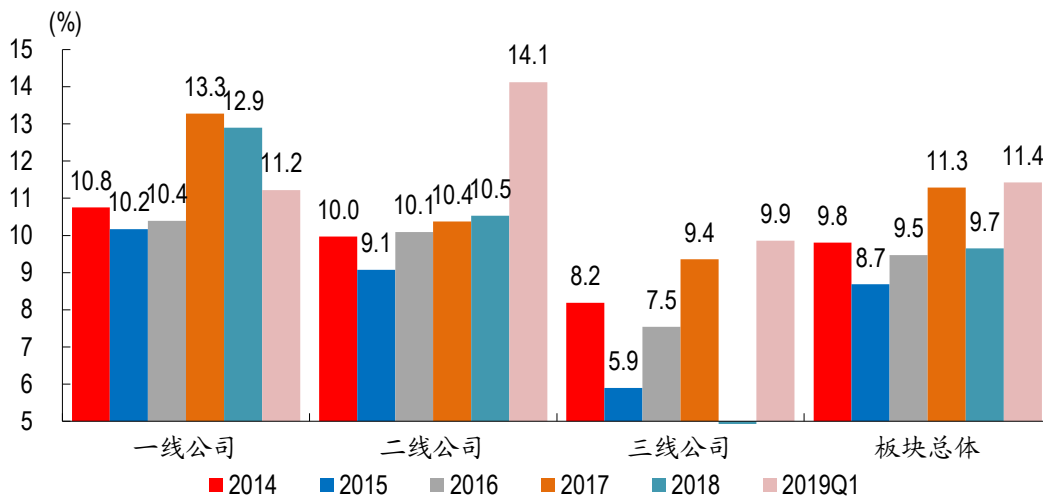
**2018 年，房地产板块整体净利率较 17 年略降、主要由于三线房企净利率大幅下降，其中一线房企维持较高净**

利率、强于二三线。虽然板块结算毛利率上行，但少数股东权益占比大幅提升以及资产减值损失走高导致净利率略降；并且一二线房企净利率基本稳定，主要由于三线房企净利率大幅下降导致板块净利率略降。其中，一线房企结转净利率高达 12.9%，高于二线的 10.5%和三线的 3.7%。在我们重点关注的一二线房企中，2018 年净利率较高的房企包括：华侨城（22%）、招商蛇口（17%）、金地集团（16%）和华夏幸福（14%）等。

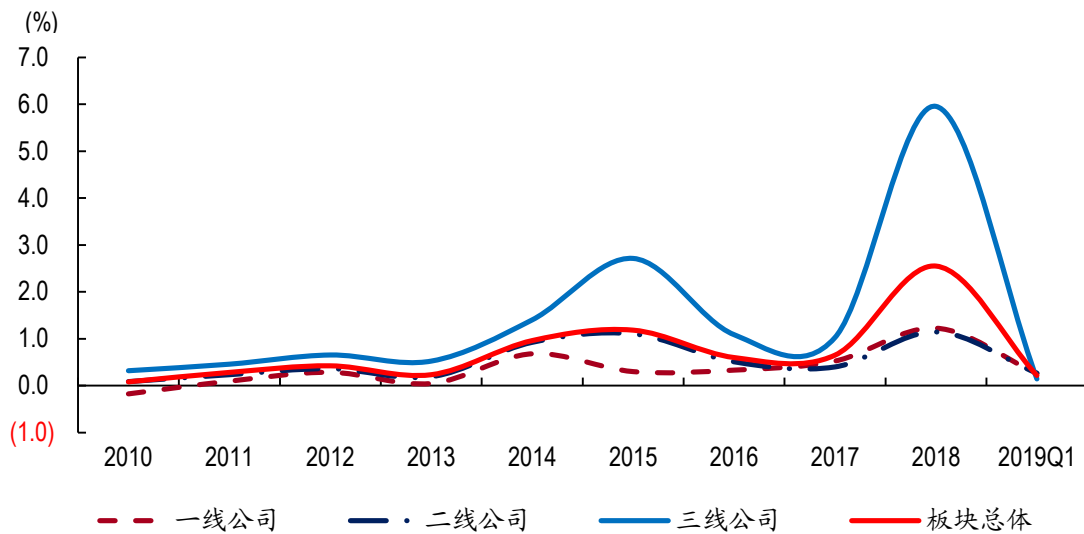
**2019 年 1 季度，房地产板块整体净利率有所提升，其中一线略降、二三线大幅提升。**一线房企本身净利率持续处于高位，而二线房企由于受益项目涨价以及自身成本管控能力提升（如中南建设、阳光城等）体现到利润率提升更为明显。在我们重点关注的一二线房企中，2019 年 1 季度净利率较高的房企包括：招商蛇口（63%）、苏宁环球（34%）、华夏幸福（24%）、和华侨城（18%）等。

此外，值得注意的是，板块 18 年资产减值损失计提远高于以往年度，从资产减值损失/营业收入来看，板块高达 2.5%（同比+1.8pct），其中，一线房企为 1.2%（同比+0.7pct）、二线房企为 1.1%（同比+0.7pct），三线房企为 6.0%（同比+5.0pct）。从存货跌价准备占比资产减值损失比例来看，万科（存货+投资性房地产）、保利、招蛇、金地分别占比 85%、98%、100%和 27%，后续转回冲抵营业成本后，或将再度提升公司毛利率。

图表 4、2014-2019Q1 房地产板块净利率水平



资料来源：万得数据，华创证券

**图表 5、2014-2019Q1 房地产板块中资产减值损失/营业收入**


资料来源：万得数据，华创证券

### 3、销售靓丽致 18 年三项费用率仍在高位、但较 17 年持平，19Q1 因错配而短期上行

2018 年，房地产板块整体三项费用率为 10.2%，较 2017 年持平。其中，一线房企三项费用率为 8.2%，较 2017 年增长 0.1pct；二线房企三项费用率为 10.9%，较 2017 年增长 0.2pct；三线房企三项费用率为 12.6%，较 2017 年持平。

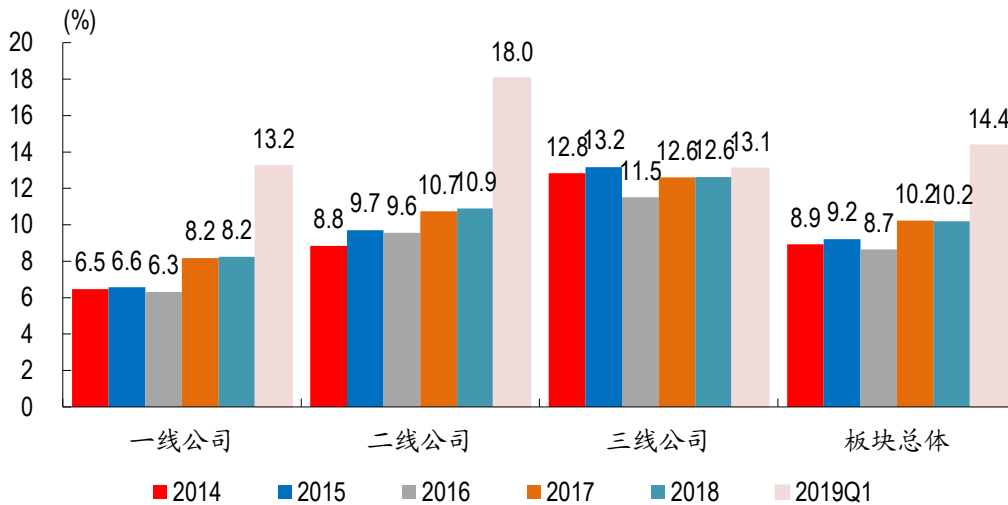
2019 年 1 季度，房地产板块整体三项费用率为 14.4%，较 2018 年增长 4.2pct。其中，一线房企三项费用率为 13.2%，较 2018 年增长 5.0pct；二线房企三项费用率为 18.0%，较 2018 年增长 7.1pct；三线房企三项费用率为 13.1%，较 2018 年增长 0.5pct。

**2018 年，销售靓丽导致房地产板块整体三项费用率处于高位、但较 17 年持平，其中一二线房企费用控制优于三线。**2018 年主流房企的销售整体保持高增，并且销售增速快于结算推动了房地产板块整体三项费用率处于高位，但较 17 年基本持平。并且在融资端，由于房企融资由原先间接融资为主（开发贷和信托等）逐步转变为多元化融资，其中公司债、中票、ABS 等直接融资占比增长，并且多为通过集团作为主体融资，因而导致了资本化比例略有下降，导致了利息支出更少成本化、而更多费用化，从而推动财务费用的增长。伴随 18H2 资金放松后，融资端资金成本有所下行，也逐步带动下半年财务成本较 18H1 下行，其中龙头在银行贷款、公司债、ABS、中票等各种融资渠道中更加畅通，成本也更有优势。一线房企由于融资集中度增长且融资渠道多样，在三费控制能力方面大幅领先于二三线房企，这也反映在了一线房企相对高净利率和高毛利率上。在我们重点关注的一二线房企中，2018 年三费控制能力较好的房企包括：绿地控股（6.0%）、保利地产（6.2%）、招商蛇口（6.3%）、金地集团（8.0%）等。

**2019 年 1 季度，销售和结算错配推动房地产板块整体三项费用率继续上行，后续季度将有所改善。**2019 年 1 季度，主流房企的销售依然保持相对高增长，并且销售增速快于结算推动了房地产板块整体三项费用率继续上行；尤其在 1 季报中，由当期销售规模决定三项费用和结算收入之间的错配尤为严重，后续季度将有所改善。在我们重点关注的一二线房企中，2019 年 1 季度三费控制能力较好的房企包括：绿地控股（5.8%）、金地集团（8.5%）、首开股份（10.7%）、世茂股份（11.7%）等。



图表 6、2014-2019Q1 房地产板块三项费用率水平



资料来源：万得数据，华创证券

#### 4、18 年少数股东损益占比大幅提升，19Q1 少数股东损益占比有所下行

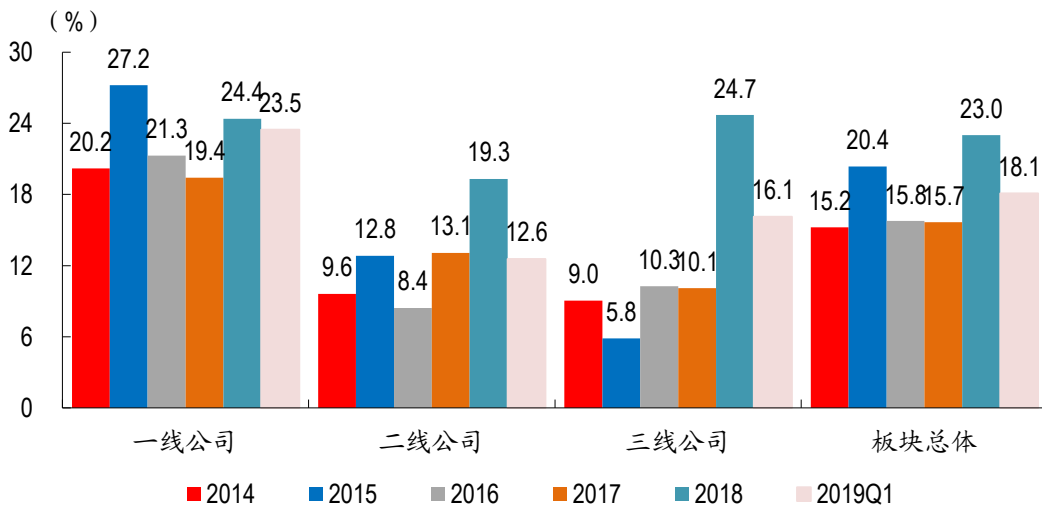
2018 年，房地产板块整体少数股东损益占比净利润为 23.0%，较 2017 年增长 7.3pct。其中，一线房企少数股东损益占比为 24.4%，较 2017 年增长 5.0pct；二线房企少数股东损益占比为 19.3%，较 2017 年增长 6.2pct；三线房企少数股东损益占比为 24.7%，较 2017 年增长 14.6pct。

2019 年 1 季度，房地产板块整体少数股东损益占比净利润为 18.1%，较 2018 年下降 0.9pct。其中，一线房企少数股东损益占比为 23.5%，较 2018 年下降 0.9pct；二线房企少数股东损益占比为 12.6%，较 2018 年下降 6.8pct；三线房企少数股东损益占比为 16.1%，较 2018 年下降 8.6pct。

**2018 年，房地产板块整体少数股东损益占比大幅提升，其中提升幅度三线>二线>一线。**2018 年，一线房企由于合作开发项目比例高，少数股东损益占比提升幅度相对不高、但绝对占比仍然较高；二线房企由于加速扩张，合作拿地、合作开发比例逐步增长，而三线房企由于自身操盘能力以及资金等方面的限制导致寻求大开发商合作开发较多，因此二三线房企少数股东损益占比同比大幅增长。在我们重点关注的一二线房企中，2018 年少数股东损益较高的房企包括：滨江集团（61%）、世茂股份（49%）、泰禾集团（35%）、金地集团（33%）、万科（31%）。

**2019 年 1 季度，房地产板块整体少数股东损益占比有所下行，但预计后续仍有上行压力。**考虑到目前一二线城市土地门槛持续处于高位、部分城市略有回暖，出于分担项目风险以及增长拿地概率的考虑，近两年来房企联合拿地行为持续增加，并且从主流公司的拿地权益来看，少数股东占比已经普遍超 30%；因此在 2019 年 1 季度中，虽然一线房企、二线房企和三线房企的少数股东损益占比全面下行，但预计后续房地产板块整体少数股东损益占比仍有上升压力，仍将对净利率有一定的侵蚀。在我们重点关注的一二线房企中，2019 年 1 季度中少数股东损益较高的房企包括：首开股份（70%）、万科（65%）、保利地产（31%）、滨江集团（30%）、世茂股份（26%）。

图表 7、2014-2019Q1 房地产板块少数股东损益占比

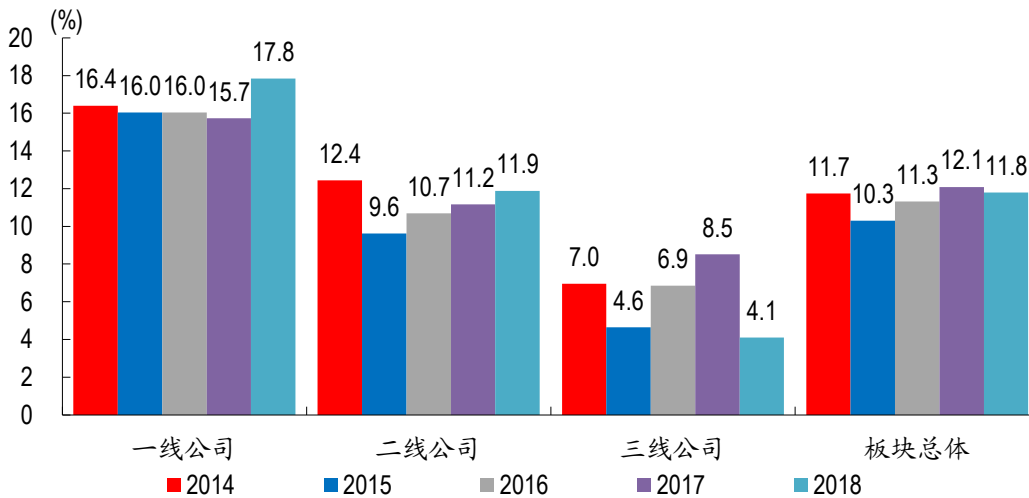


资料来源：万得数据，华创证券

### 5、18 年净资产收益率略降，其中一线房企仍远优于二三线

2018 年，房地产板块整体净资产收益率为 11.8%，较 2017 年下降 0.3pct。其中，一线房企净资产收益率为 17.8%，较 2017 年增长 2.1pct；二线房企净资产收益率为 11.9%，较 2017 年增长 0.7pct；三线房企净资产收益率为 4.1%，较 2017 年下降 4.4pct。

2018 年，房地产板块整体净资产收益率有略有下降，主要由于三线房企净资产收益率大幅下降，而一线房企仍远优于二三线。在 2018 年中，房地产行业呈现出结算净利率略降、营业收入略增隐含结算周转率略增、资产负债率略增，从而综合推动了房地产板块整体净资产收益率略降。其中一线房企净资产收益率高达 17.8%，远高于二线和三线房企。在我们重点关注的一二线房企中，2018 年净资产收益率较高的房企包括：新城控股（24.0%）、荣盛发展（22.8%）、华夏幸福（21.6%）、万科（20.9%）、金地集团（18.2%）等。

**图表 8、2014-2018 房地产板块净资产收益率水平**


资料来源：万得数据，华创证券

### 三、拿地谨慎+业绩高增推动净负债率略有回落，资金来源有所改善、资金链风险不大

#### 1、18 年末资产负债率略有上行、19Q1 持平，主要源于预收款增长、剔除预收款后负债率持平略降

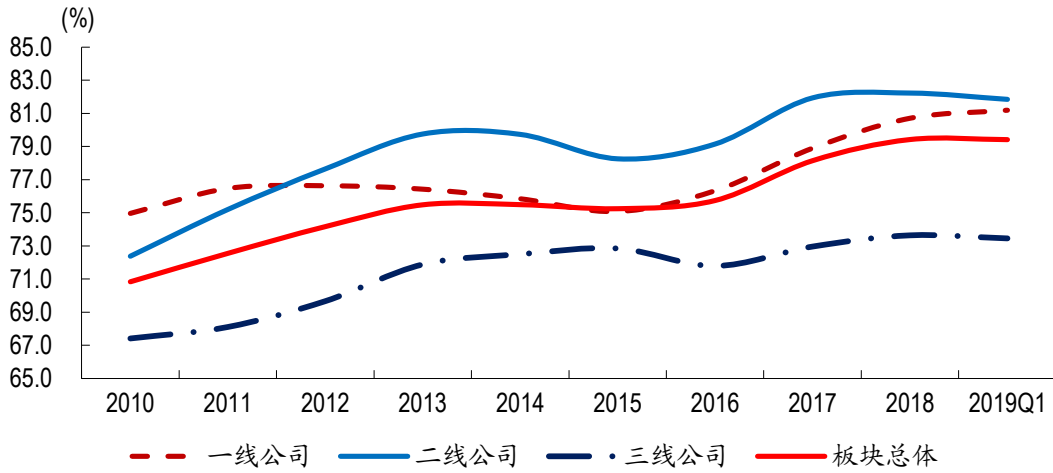
2018 年末，房地产板块整体资产负债率 79.4%，较 2017 年末增长 1.3pct。其中，一线房企资产负债率为 80.7%，较 2017 年末增长 1.8pct；二线房企净资产资产负债率为 82.2%，较 2017 年末增长 0.3pct；三线房企净资产资产负债率为 73.6%，较 2017 年末增长 0.7pct。

2019 年 1 季度末，房地产板块整体资产负债率 79.4%，较 2018 年末持平。其中，一线房企资产负债率为 81.2%，较 2018 年末增长 0.5pct；二线房企净资产资产负债率为 81.8%，较 2018 年末下降 0.4pct；三线房企净资产资产负债率为 73.5%，较 2018 年末下降 0.2pct。

**2018 年末，房地产板块整体资产负债率较 17 年有所上行，但仍属可控范围、并剔除预收款后负债率实为持平。**2018 年末，房地产板块整体资产负债率为 79.4%，较 2017 年末增长 1.3pct；而同期预收账款占比总资产为 24.4%，较 2017 年末增长 1.3pct。18 年销售向好推动预收账款持续高增，多家房企 18 年末预收账款规模创历史新高，预收账款高增推动资产负债率同步高增；但剔除预收账款之后，资产负债率为 55.1%，较 2017 年末持平。分规模来看，一、二线房企资产负债率相对较高，这与近两年来在行业整合中一二线房企加快扩张基本相符，而三线城市在拿地、开发上相对谨慎，其资产负债率也相对较低。在我们重点关注的一二线上市房企中，2018 年末资产负债率较高的房企包括：中南建设（92%）、绿地控股（89%）、华夏幸福（87%）、泰禾集团（87%）和万科（85%）等。

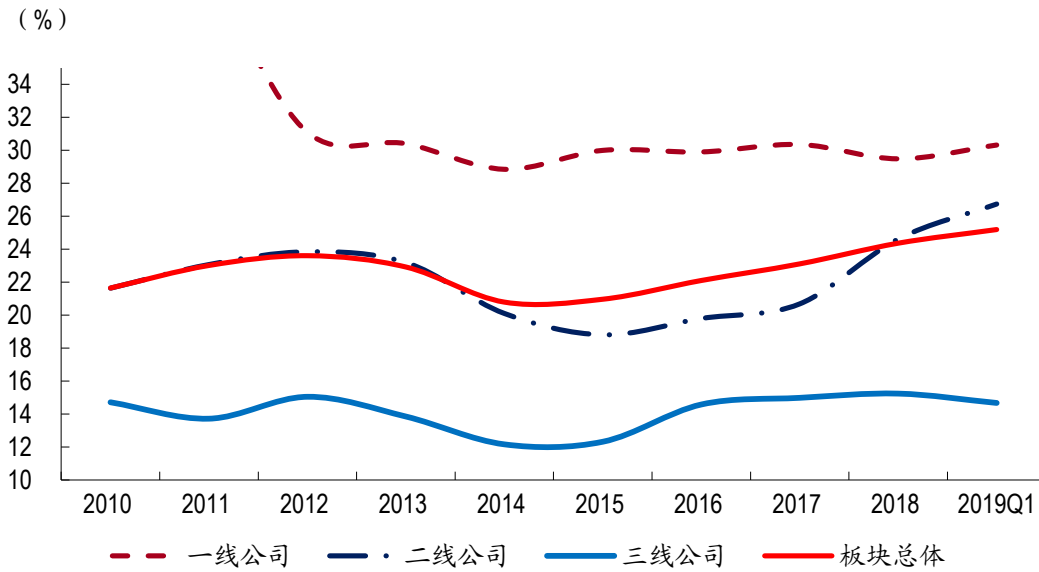
**2019 年 1 季度，房地产板块整体资产负债率较 18 年末持平，但剔除预收款后负债率实为下降。**2019Q1 末，房地产板块整体资产负债率为 79.4%，较 2017 年末持平；而同期预收账款占比总资产为 25.2%，较 2018 年末增长 0.8pct，预收账款的增长仍为资产负债率增长的主因；并且剔除预收账款之后资产负债率为 54.2%，并较 2018 年末下降 0.8pct。在我们重点关注的一二线上市房企中，2019 年 1 季度末资产负债率较高的房企包括：中南建设（92%）、绿地控股（89%）、泰禾集团（85%）、万科（85%）和新城控股（85%）等。

图表 9、2010-2019Q1 房地产板块资产负债率水平



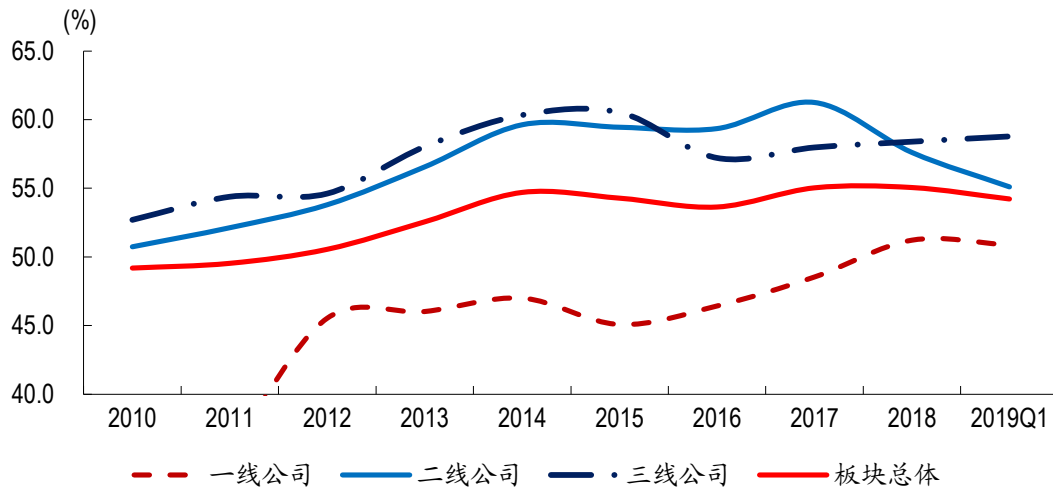
资料来源：万得数据，华创证券

图表 10、2010-2019Q1 房地产板块预收账款占比总资产情况



资料来源：万得数据，华创证券



**图表 11、2010-2019Q1 房地产板块扣除预收账款后资产负债率水平**


资料来源：万得数据，华创证券

## 2、18 年末净负债率较 17 年下降，主要由于 18H 拿地态度渐转谨慎以及业绩持续高增

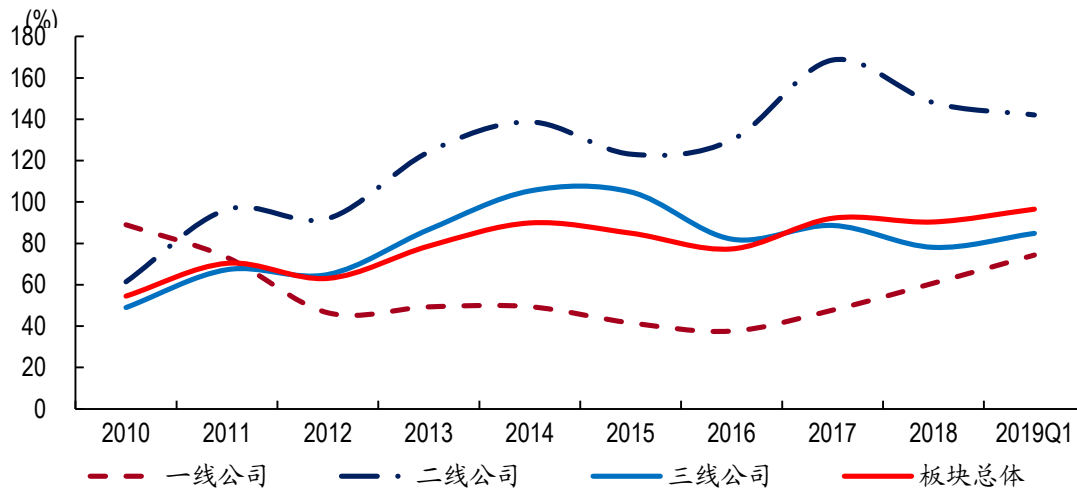
2018 年末，房地产板块净负债率 90.3%，较 2017 年末下降 1.8pct。其中，一线房企净负债率为 60.8%，较 2017 年末增长 13.0pct；二线房企净负债率为 148.0%，较 2017 年末下降 20.6pct；三线房企净负债率为 78.1%，较 2017 年末下降 10.6pct。

2019 年 1 季度末，房地产板块净负债率 96.5%，较 2018 年末增长 6.2pct。其中，一线房企净负债率为 74.4%，较 2018 年末增长 13.6pct；二线房企净负债率为 142.1%，较 2018 年末下降 6.0pct；三线房企净负债率为 84.8%，较 2018 年末增长 6.8pct。

**2018 年末，房地产板块整体净负债率较 17 年有所下降，其中二线房企仍远高于一三线、但改善较多。**二线房企净负债率绝对值处于高位，体现了行业集中度增长逻辑下二线房企主动追求扩张的意图。但 18H2 以来，受市场下行影响土地市场逐渐转淡，房企拿地态度也有所改变。其中部分一线房企凭借其融资优势，叠加负债空间仍较大，仍较积极加库存，比如万科、保利、金地、招蛇等 2018 年拿地金额占比销售金额分别为 50%、47%、51%、55%。二三线房企由于融资成本较高，尤其二线房企净负债率已处于高位，在 18H2 市场下行背景、其进一步加杠杆动力减弱，同时叠加二线房企更高的业绩增速表现，因此其净负债率较 17 年末出现明显回落。在我们重点关注的一二线上市房企中，2018 年末净负债率较高的房企包括：泰禾集团（385%）、泛海控股（335%）、绿地控股（172%）、中南建设（192%）、阳光城（182%）、新湖中宝（180%）等。

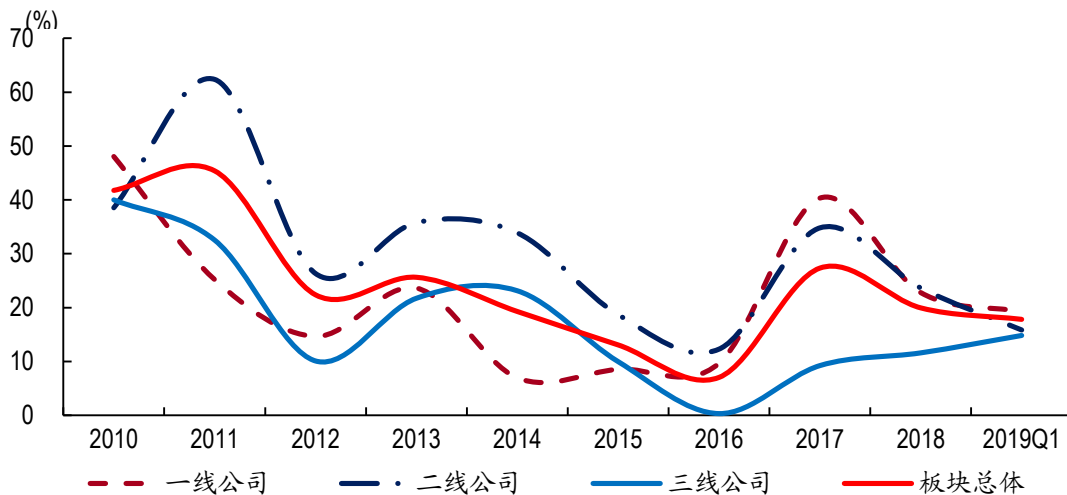
**2019 年 1 季度，房地产板块整体净负债率有所回升，其中二线房企下降、一三线略有回升。**2019 年 1 季度百城土地成交建面同比下降 19%，表明房企的拿地行为并没有增加，因此追求扩张的二线房企净负债率较 18 年末仍略有下降。而从房企未售库存同比增速的连续放缓以及未售库存占比总资产的持续下行至历史新低来看，房企的补库存需求仍较大，资金相对较 18 年宽松之下不排除净负债稳定或上行的可能。在我们重点关注的一二线上市房企中，2019 年 1 季度末，净负债率较高的房企包括：泰禾集团（279%）、华夏幸福（199%）、泛海控股（191%）、阳光城（190%）、新湖中宝（186%）、金融街（180%）等。

图表 12、2010-2019Q1 房地产板块净负债率水平



资料来源：万得数据，华创证券

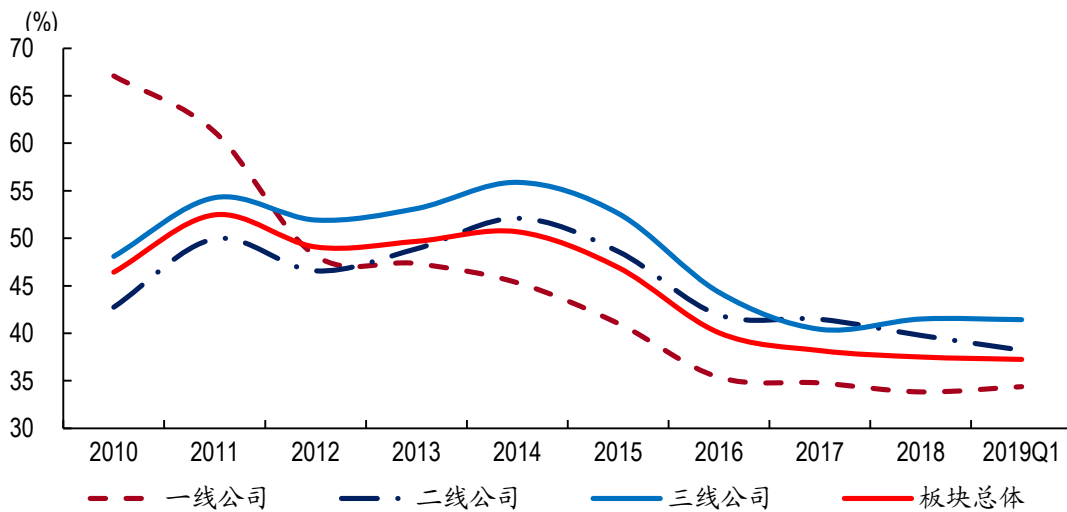
图表 13、2010-2019Q1 房地产板块未售存货同比走势



资料来源：万得数据，华创证券

注：未售存货=存货-预收帐款\*成本率

图表 14、2010-2019Q1 房地产板块未售存货占比总资产情况



资料来源：万得数据，华创证券

注：未售存货=存货-预收帐款\*成本率

### 3、18 年末现金短债比略降，19Q1 持平、但仍好于 11 年和 14 年的情况

2018 年末，房地产板块整体现金短债比为 1.3 倍，较 2017 年末下降 3%。其中，一线公司现金短债比为 2.2 倍，较 2017 年末下降 6%；二线公司现金短债比为 0.9 倍，较 2017 年末下降 1%；三线公司现金短债比为 1.0 倍，较 2017 年末下降 6%。

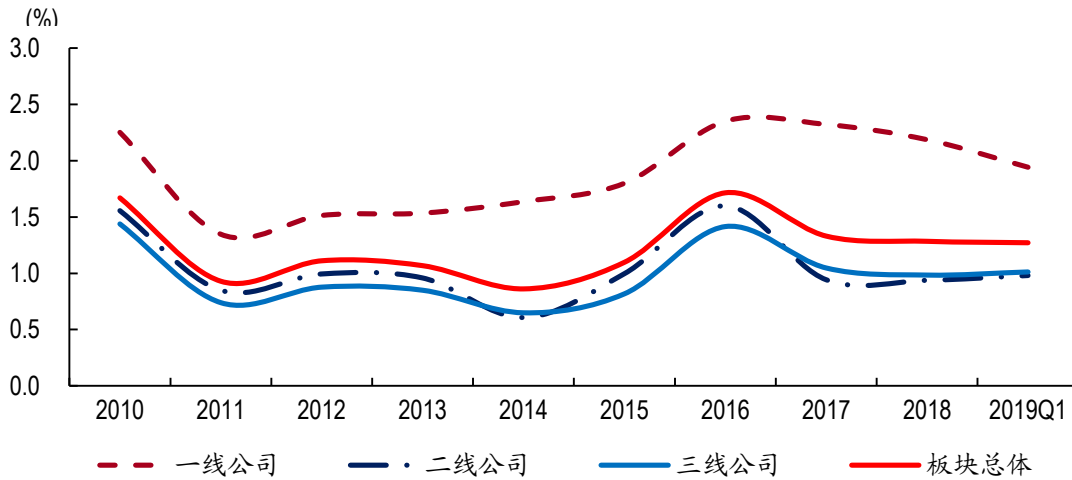
2019 年 1 季度末，房地产板块整体现金短债比为 1.3 倍，较 2018 年末下降 1%。其中，一线公司现金短债比为 2.0 倍，较 2018 年末下降 11%；二线公司现金短债比为 1.0 倍，较 2018 年末增长 5%；三线公司现金短债比为 1.0 倍，较 2018 年末增长 3%。

**2018 年末，房地产板块整体现金短债比较 17 年有所下降，但降幅有限，且仍好于 11-15 年的情况。**现金短债比下降主要由一线和三线房企带动，二线基本持平。2018 年销售回款增速转好缓解了公司的资金压力，但同时回款周期延长，且上半年资金偏紧导致了行业现金流出增加，因此板块现金偿债比较 2017 年仍有所下降。由于下半年来货币宽松之下房企资金情况有边际性改善，9 月后主流房企发债成本继续改善，万科 180 天 10 亿元超短融/3.15%、招蛇 7 亿元 5 年期、13 亿元 3 年期中票利率分别为 4.8%、5.3%，将推动现金短债比继续改善。

此外，目前行业现金短债比仍在 1.28 倍的高位，虽然较 17 年有所下降，但仍远好于上两轮小周期最后一年 2011 年和 2014 年的 0.9 倍，表明总体短期资金压力依然不大。在我们重点关注的一二线城市上市房企中，2018 年末现金短债比较高的房企包括：苏宁环球（4.05）、金地集团（4.03）、新城控股（3.49）、世茂股份（2.45）、万科（2.38）、保利地产（2.33）。

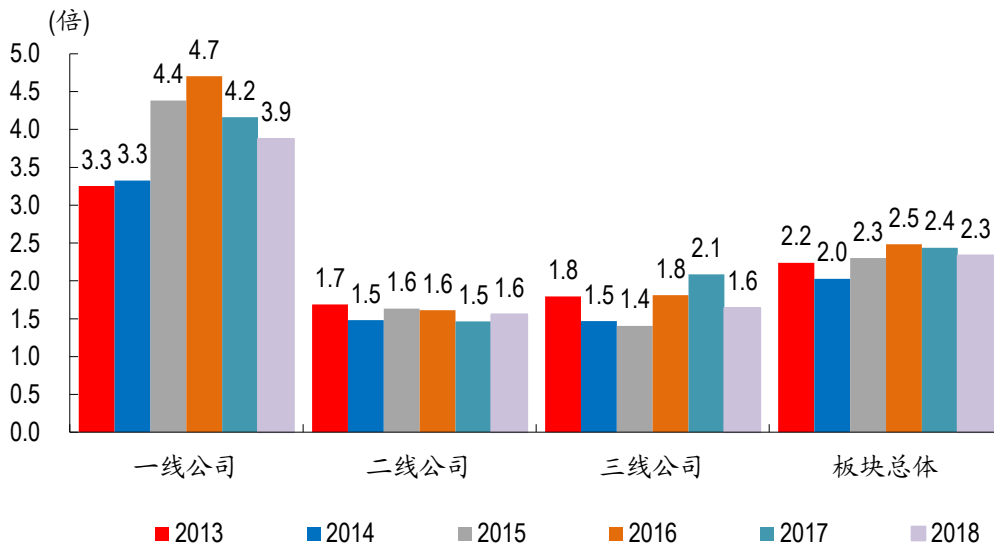
**2019 年 1 季度，房地产板块整体现金短债比基本持平，其中一线房企远强于二三线。**2019 年 1 季度百城土地成交建面同比下降 19%，表明房企的拿地行为并没有增加，同时房企未售库存同比增速的连续放缓以及未售库存占比总资产的持续下行来看，房企的补库存需求较大；另一方面，由于政策放松、网签加速也在加快房企回款速度，从而导致了现金短债比基本持平的情况。在我们重点关注的一二线城市上市房企中，2019 年 1 季度现金短债比较高的房企包括：苏宁环球（4.95）、新城控股（3.24）、保利地产（3.18）、滨江集团（2.24）、万科（2.04）。

图表 15、2010-2019Q1 房地产板块现金短债比情况



资料来源: 万得数据, 华创证券

图表 16、2013-2019Q1 房地产板块 EBITDA 利息覆盖倍数情况



资料来源: 万得数据, 华创证券

#### 四、18 年销售回款回升, 预收账款锁定率创下新高、保证 19-20 年业绩高增

##### 1、销售回款较 17 年低位回升, 源于主流房企 18 年销售持续高增以及限价放松、网签加速

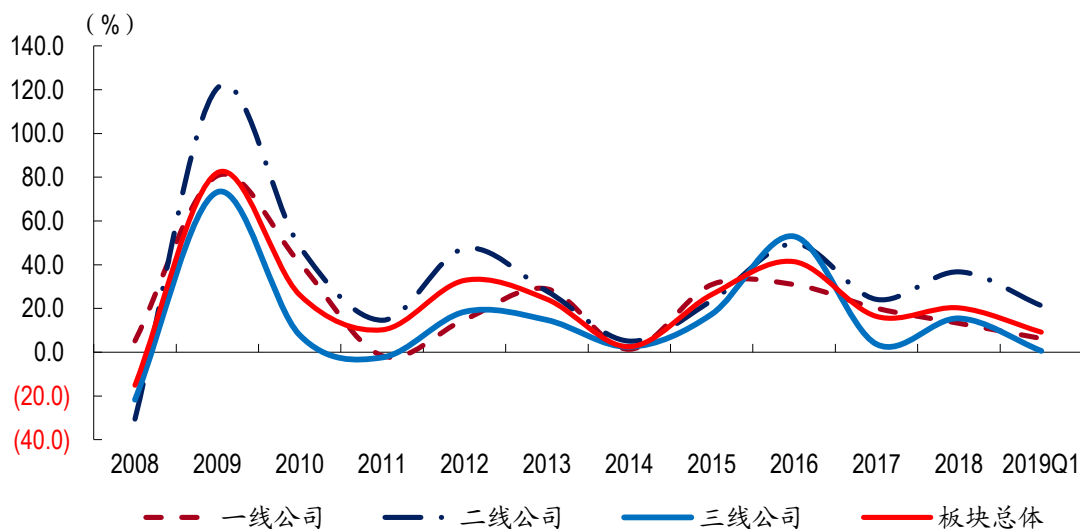
2018 年, 房地产板块整体销售商品及劳务的现金流入累计同比增长 20.3%, 较 2017 年增长 3.9pct。其中, 一线房企同比增长 13.2%, 较 2017 年下降 6.9pct; 二线房企同比增长 36.7%, 较 2017 年增长 12.6pct; 三线房企同比增长 15.5%, 较 2017 年增长 11.8pct。



2019 年 1 季度, 房地产板块整体销售商品及劳务的现金流入累计同比增长 9.2%, 较 2018 年下降 11.1pct。其中, 一线房企同比增长 6.3%, 较 2018 年下降 6.9pct; 二线房企同比增长 21.3%, 较 2018 年下降 15.4pct; 三线房企同比增长 0.6%, 较 2018 年下降 14.9pct。

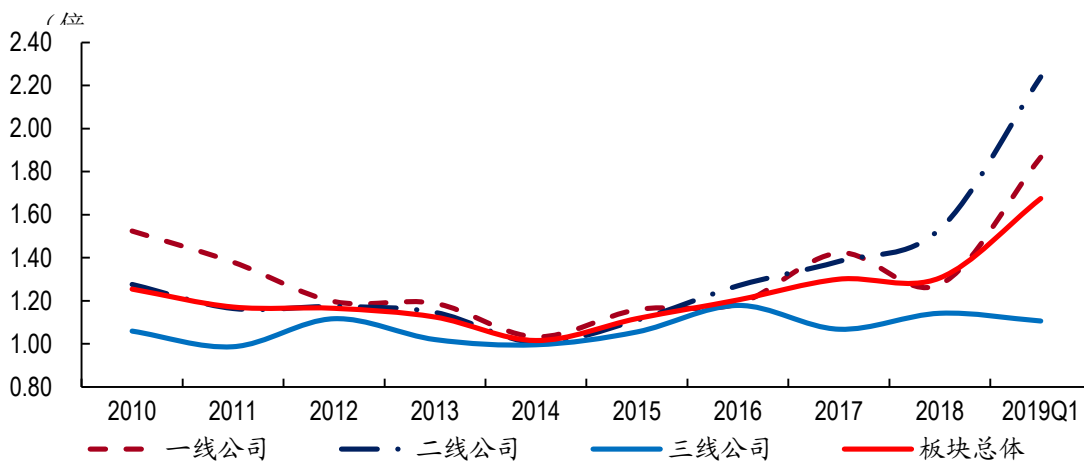
2018 年, 销售回款增速较 17 年有所回升, 源于主流房企 18 年销售持续高增以及限价放松、网签加速。18 年主流房企销售商品及劳务的现金流入同比实现同比增长 20.3%, 同时板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平达再创历史新高, 达到 1.31 倍, 资金宽松、限价放松、网签加速之下回款好转逐步验证。19Q1 板块销售商品及劳务的现金流入同比实现同比增长 9.2%, 预计后续将有所回升。

图表 17、2010-2019Q1 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



资料来源: 万得数据, 华创证券

图表 18、2010-2019Q1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平



资料来源: 万得数据, 华创证券

## 2、预收账款锁定率继续呈上升趋势，其中一二线房企表现更好

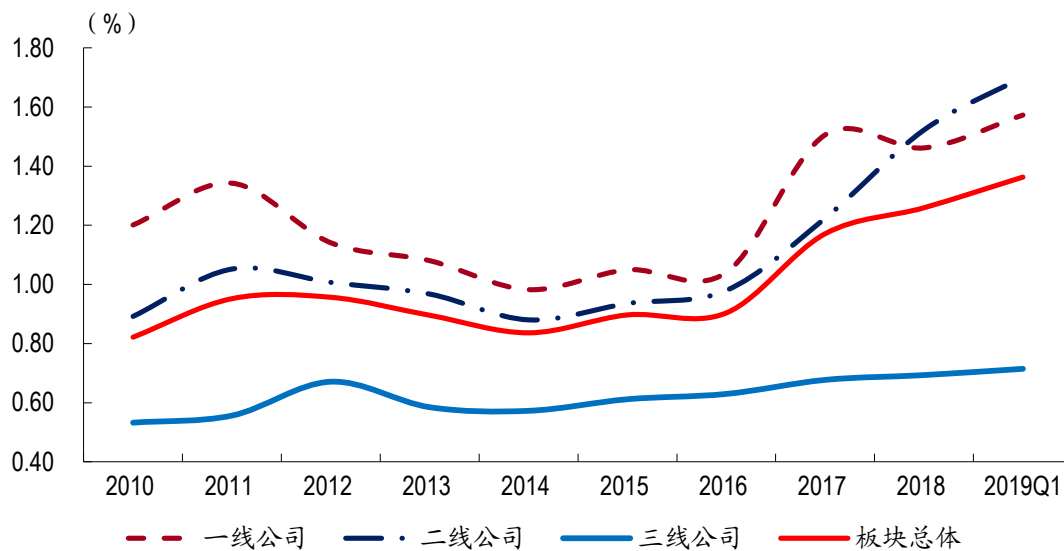
2018 年，房地产板块整体预收账款锁定率为 126%，较 2017 年增长 8.8pct。其中，一线房企预收账款锁定率 146%，较 2017 年末下降 4pct；二线房企预收账款锁定率 152%，较 2017 年末增长 30pct；三线房企预收账款锁定率 69%，较 2017 年末增长 2pct。

2019 年 1 季度，房地产板块整体预收账款锁定率为 136%，较 2018 年末增长 10.4pct。其中，一线房企预收账款锁定率 157%，较 2018 年末增长 11pct；二线房企预收账款锁定率 170%，较 2018 年末增长 18pct；三线房企预收账款锁定率 71%，较 2018 年末增长 2pct。

**2018 年和 2019Q1，房地产板块整体预收账款锁定率继续上行并再创新高，其中一二线房企表现更好。**目前整体政策与资金环境自 18 年 9 月份以来持续呈现边际宽松，一二线城市成交已经持续回暖。而 2018 年主流 50 家房企累计销售金额同比+35%，远高于同期上市房企结算收入增速 20%，进而推动预收账款的进一步增长，并推动预收账款锁定率继续攀升，其中依然是一二线房企表现更好。而新会计准则的运用（H 股 2018 年开始，A 股 2020 年开始）已经加速部分房企如万科、新城的预收账款结算，其中采用新准则多确认的收入占比碧桂园的 2018 年营业收入为 21.0%，预计后续房企结算将持续加快，推动结算报表向销售报表靠拢，进一步推动业绩高增。在我们重点关注的一二线上市房企中，2018 年末预收账款锁定率较高的房企包括：中南建设（275%）、华夏幸福（164%）、新城控股（219%）、万科（170%）、蓝光发展（165%）、首开股份（159%）等。

注：对于不可撤销合同的预收款部分采用工程进度结算确认收入，其中两大要素：1）全款和分期全款购房对应的预收款；2）上述部分预收款按照实际工程进度结算。

图表 19、2010-2019Q1 房地产板块预收账款锁定率情况



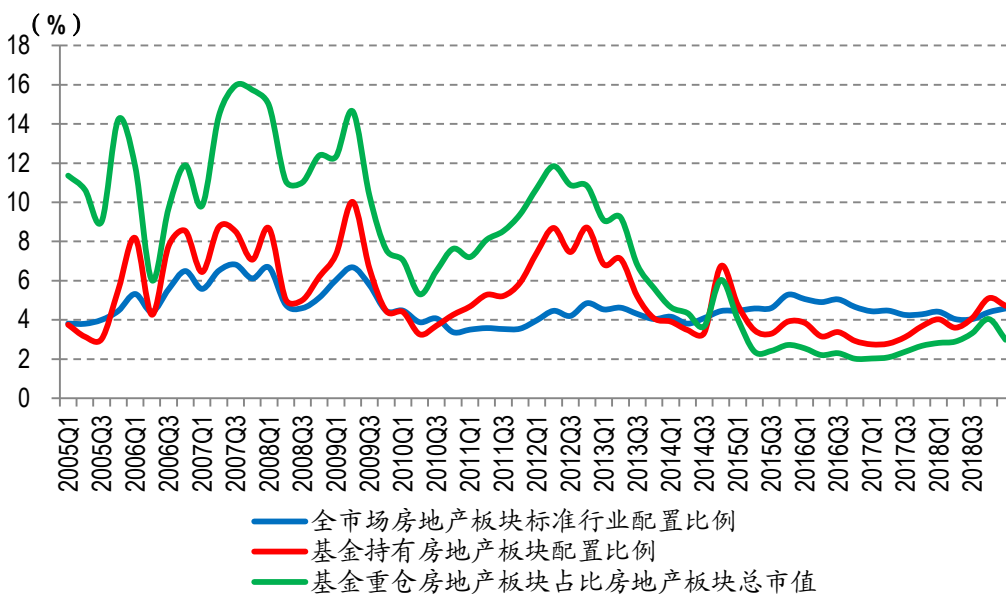
资料来源：万得数据，华创证券

注：预收账款锁定率=当年预收账款/当年营业收入，其中 2018 前三季度的预收账款锁定率=当前预收账款/上年营业收入。

## 五、投资建议：营收加速、业绩分化，预收款锁定创新高，维持“推荐”评级

18 年主流房企营收加速、业绩高增，而高预收款锁定及负债率改善等将保障 19 年业绩继续高增，同时目前主流房企销售依然表现靓丽，总体而言，政策面稳定下基本面走势向好。2019H1 类似于 2012 年的 Beta 逻辑，2019H2 或更类似于 2017 年的 Alpha 逻辑，预计板块也将回归本源，拾级而上。我们维持行业“总量偏弱、结构改善”判断，目前主流房企 19PE 估值仅 4-9 倍，NAV 折价 20-60%，维持行业推荐评级，维持推荐：1) 一二线龙头（受益一二线改善）：保利地产、万科、融创中国、金地集团、招商蛇口、绿地控股；2) 二线蓝筹（受益资金面改善）：新城控股、中南建设、阳光城、旭辉控股、荣盛发展、华夏幸福、金科股份、蓝光发展；3) 国企改革概念：首开股份等。

图表 20、2005-2019Q1 房地产板块机构配置情况



资料来源：万得数据，华创证券

## 六、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧及行业资金改善不及预期

## 房地产组团队介绍

### 组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名。

### 研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

### 研究员：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

### 助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500