

房地产行业 2018 年年报综述

房地产板块 2018 年报综述：政策以稳为主，土地热度下行，板块业绩靓眼 增持（维持）

2019 年 05 月 06 日

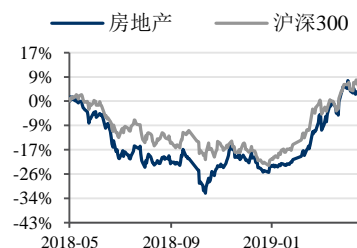
证券分析师 齐东
执业证号：S0600517110004
021-60199775
qid@dwzq.com.cn
研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

投资要点

- 政策层面：长效机制待确立、强调因城施策。**回顾近十年的中共中央政治局会议，房地产关键词在持续发展和变迁中。2012-2013 年，会议中提到最多的是“调控”；2014 年，“城镇化”；2015-2016 年，“去库存”；2017 年至今，则是“长效机制”。地方政策层面，2018 年 10 月以来，部分城市在调控上出现放松的迹象，但我们认为这不代表中央整体对房地产态度的转向。我们判断 2019-2020 年房地产调控政策都将保持稳定连续。
- 土地市场：成交规模持续新高，年内溢价率前高后低，流拍率持续上升。**（1）2018 年，全国 300 个城市共推出土地建筑面积同比增长 25%。土地供应面积增长明显情况下，成交总量再创新高。2018 年，全国 300 个城市成交土地建筑面积同比增长 17%。（2）全国 300 个城市土地出让金总额为 42138 亿元，同比增长 3%；其中一、二、三线城市土地出让金同比分别增长-12%、-1%、17%；各线城市楼面均价均有所下滑，一二线城市成交楼面价下滑幅度更大。（3）全国 300 个城市平均土地溢价率 14%，同比下降 18 个百分点；各线城市溢价率均处低位，年内溢价率呈现明显前高后低态势，上、下半年平均溢价率分别为 20%、8%。（4）全年流拍率持续回升。2018 年，全国 300 个城市土地流拍率 9%，同比上升 5 个百分点
- 房地产板块 2018 年年报回顾：**（1）重点公司业绩增速优于板块平均水平。2018 年 15 个重点公司营收增速达 26%，高于板块 129 家公司 20% 的营收增速；同时归母净利润分别增长 30%、11%。（2）板块盈利能力持续改善中。2018 年 15 个重点公司销售毛利率 33.3%，同比提升 2.4 个百分点；板块 129 家公司销售毛利率 35%，同比提升 2.8 个百分点；我们认为，这主要源于重点公司对规模增长诉求更为强烈，在获取项目时会牺牲部分毛利、通过高周转实现利润的增长，最终导致重点营收增速高于板块、但毛利率低于板块的情况。费用端，重点公司对成本管控能力更佳，三费率仅 9.2%，虽略有提升，但远低于板块平均水平。而且重点公司销售规模持续扩张，在结算口径存在当期收入和费用不匹配的问题，我们认为三项费用率的增长无需过分担忧。（3）我们认为重点公司 ROE 居于高位主要依赖于高周转率和经营杠杆使用较好，重点公司资产负债率达 82.5%，自 2014 年以来呈现不断上升态势；同期板块 129 家公司资产负债率从 2014 年的 65.7% 下降至 64.9%，龙头公司更依赖于使用经营杠杆和财务杠杆提升自身的盈利水平。
- 投资建议：**预计 2019 房地产行业销售规模将保持稳态，龙头房企竞争优势进一步凸显，强者恒强，龙头房企市占率和规模提升仍将延续。2019 年 5 月房地产行业持续推荐保利地产、万科 A、荣盛发展、中南建设、绿地控股、新城控股、金地集团、招商蛇口、蓝光发展；内房股重点推荐旭辉控股集团、金地商置、中国金茂、合景泰富集团、龙光地产、融创中国。
- 风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；棚改货币化不达预期。

行业走势



相关研究

- 《房地产行业 行业点评：新型城镇化政策大超预期，户籍制度改革力度持续加大》
2019-04-09
- 《房地产行业 行业点评：销售、新开工增速回落，投资增速超预期》
2019-03-15
- 《房地产行业点评：融资逐渐宽松，成长型公司受益明显》
2019-03-04

内容目录

1. 政策跟踪：长效机制待确立、强调因城施策	4
1.1. 中央调控：长效机制待确立，强化因城施策定位	4
1.2. 地方政府：调控达到历史最严，10 月后小幅转向	5
2. 土地市场：18 年前热后冷，19 年财政略有压力	8
2.1. 供需情况：二三线城市供应走高，带动整体成交量上扬	8
2.2. 整体出让金同比微涨 3%，成交楼面价同比下滑 12%.....	9
2.3. 年内溢价率前高后低，流拍率回升明显	10
2.4. 财政部口径全国土地出让金情况	12
3. 房地产板块 2018 年报综述	13
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 全国 300 城全类型土地供应建筑面积 (万平方米)	8
图 2: 全国 300 城住宅类用地供应建筑面积 (万平方米)	8
图 3: 全国 300 城全类型土地成交建筑面积 (万平方米)	9
图 4: 全国 300 城住宅类用地成交建筑面积 (万平方米)	9
图 5: 全国 300 城全类型土地楼面均价 (元/平方米)	10
图 6: 全国 300 城住宅类用地楼面均价 (元/平方米)	10
图 7: 全国 300 城全类型土地溢价率	11
图 8: 全国 300 城住宅类用地溢价率	11
图 9: 全国 300 城全类型累计流拍面积 (万平方米) 及流拍率	11
图 10: 全国 300 城住宅用地累计流拍面积 (万平方米) 及流拍率	11
图 11: 国有土地使用权出让收入 (亿元) 及同比增速	12
图 12: 房地产板块 15 个重点公司营业收入及增速 (亿元、%) (合计值)	13
图 13: 房地产板块 129 个公司营业收入及增速 (亿元、%) (合计值)	13
图 14: 房地产板块 15 个重点公司归母净利润及增速 (亿元、%) (合计值)	13
图 15: 房地产板块 129 个公司归母净利润及增速 (亿元、%) (合计值)	13
图 16: 房地产板块 15 个重点公司三费趋势 (算术平均)	14
图 17: 房地产板块 129 个公司三费趋势 (算术平均)	14
图 18: 房地产板块 15 个重点公司毛利率 (算术平均)	15
图 19: 房地产板块 129 个公司毛利率 (算术平均)	15
图 20: 房地产板块 15 个重点公司净利率 (算术平均)	15
图 21: 房地产板块 129 个公司净利率 (算术平均)	15
图 22: 房地产板块 15 个重点公司 ROE (平均)	16
图 23: 房地产板块 129 个公司 ROE (平均) (算术平均)	16
图 24: 房地产板块 15 个重点公司资产负债率 (算术平均)	16
图 25: 房地产板块 129 个公司资产负债率 (算术平均)	16
图 26: 房地产板块 15 个重点公司剔除预收后的资产负债率 (算术平均)	17
图 27: 房地产板块 129 个公司剔除预收后的资产负债率 (算术平均)	17
图 28: 房地产板块 15 个重点公司预收账款及增速	17
图 29: 房地产板块 129 个公司预收账款及增速	17
表 1: 中共中央政治局会议关于房地产行业表述	4
表 2: 3 轮房地产小周期目标及效果差异对比	5
表 3: 2017 年以来限购、限售政策出台城市情况	5
表 4: 2018 年 10 月以来部分城市限价放松	6
表 5: 部分城市政策有所放松 (不包括人才新政)	7
表 6: 2018 年全国 300 城土地推出及成交建筑面积	9
表 7: 2018 年全国 300 城土地成交出让金及楼面均价	10
表 8: 全国 300 城全类型土地成交平均溢价率	11
表 9: 全国 300 城全类型土地流拍率	12

1. 政策跟踪：长效机制待确立、强调因城施策

1.1. 中央调控：长效机制待确立，强化因城施策定位

2017年10月，在中国共产党十九大上，习近平主席指出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2018年7月31日，中共中央政治局召开会议，强调“下决心解好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”。

回顾近十年的中共中央政治局会议，对于房地产着墨颇多，但是关键词是在发展和变迁的。2012-2013年，会议中提到最多的是“调控”；2014年，“城镇化”；2015-2016年，“去库存”；2017年至今，则是“长效机制”。

表 1：中共中央政治局会议关于房地产行业表述

会议时间	关键词	内容	
2012/12/4	调控	加强房地产市场调控 和住房保障工作	
2013/7/30	城镇化、促进	积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化， 促进房地产市场平稳健康发展	
2013/12/3	调控	做好住房保障和房地产市场 调控 工作	
2014/4/26	棚改	更好运用开发性金融支持 棚户区改造	
2014/6/30	城镇化	要坚持以人为本，着力促进有能力在城镇稳定就业和生活的常住人口有序实现市民化，稳步推进城镇基本公共服务常住人口全覆盖	
2014/7/29	城镇化	落实国家 新型城镇化 规划	
十八 届中 共中 央政 治局 会议	2014/12/5	城镇化	推进“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带建设，积极稳妥推进城镇化
2015/4/30	长效机制	要完善市场环境,盘活存量资产,建立房地产健康发展的 长效机制	
2015/12/14	城镇化、去库存	要 化解房地产库存 ，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求， 稳定房地产市场	
2016/4/29	去库存、调控	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求， 有序消化房地产库存 ，注重解决区域性、结构性问题， 实行差别化的调控政策	
2016/7/26	去库存	全面落实“去产能、 去库存 、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务 去库存 和补短板的指向要同有序引导城镇化进程和农民工市民化有机结合起来。	
2016/10/28	抑制资产泡沫	注重 抑制资产泡沫 和防范经济金融风险。	
2016/12/9	长效机制	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展 长效机制	
2017/4/25	长效机制	要加快形成促进房地产市场稳定发展的 长效机制	
2017/7/24	长效机制	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立 长效机制	
十九 届中 共中 央政 治局 会议	2017/12/8	长效机制	加快住房制度改革和 长效机制 建设
2018/4/23	健康发展	要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。	

中共 央政 治局 会议	2018/7/31	坚决遏制房价上 涨、长效机制	下决心解好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序， 坚决遏制房价上涨 。加快建立促进房地产市场平稳健康发展 长效机制
	2019/4/19	长效调控机制	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好 一城一策、因城施策、城市政府主体责任 的长效调控机制。

数据来源：共产党员网 <http://www.12371.cn/>，东吴证券研究所整理

伴随着宏观经济逐渐企稳，我们认为未来从中期看，房地产长效调控机制将持续。最近一次政治局会议中在长效机制上加上了“调控”二字，同时提出“一城一策、因城施策、城市政府主体责任”。这根过往的整体性调控思路出现很大差异，其内在原因是不同能级城市其房地产周期发生了较大差距。

1.2. 地方政府：调控达到历史最严，10 月后小幅转向

我们回顾了 2008-2010 年、2011-2013 年以及 2014 年至今这三轮房地产行业小周期，调控政策的触发点都是房价的快速上涨。**本轮调控，其力度和覆盖面已显著超越前两轮小周期调控力度。**

调控力度持续加大：2017 年全国有 67 个地级市及县市出台或升级限购政策，有 60 多个地级市及县市出台或升级限售政策；2018 年以来地方房地产政策调控持续强化与扩围，全年有约 30 个城市新增限售或者限售政策升级，有约 22 个城市新增限购或者限购政策升级。

表 2：3 轮房地产小周期目标及效果差异对比

周期	政策目标	政策差别
2009-2011 年	新国十条：认真落实中央确定的房地产市场调控政策，采取坚决措施，遏制房价过快上涨，促进民生改善和经济发展。	周期较短，调控以一二线城市为主，主要目的为防止短期内房价过快上涨。
2011-2013 年	新国五条：保持房价基本稳定，要坚决抑制投机投资性购房，严格执行商品住房限购措施，扩大个人住房房产税改革试点范围。	
2014 年至今	坚决遏制房价上涨，房住不炒。	调控力度更大，政策求稳，长期调控不放松，持续性更强，调控房价同时注重长效机制建设。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所整理

表 3：2017 年以来限购、限售政策出台城市情况

时间	限售新增或升级	限购新增或升级
2017	北京、广州、重庆、杭州、南京、成都、厦门、福州、泉州、西安、长沙、宁波、福州、沈阳、青岛、南昌、郑州、太原、石家庄、长春、南宁、昆明、贵阳、北海、东莞、保定、承德、张家口、威海、东莞、菏泽、聊城、滨州、德州、常州、扬州、台州、嘉兴、绍兴、珠海、惠州、桂林、柳州、岳阳、鄂州、襄阳（约 60 个地级市及县市）	北京、广州、天津、杭州、南京、成都、厦门、西安、长沙、宁波、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、郑州、石家庄、兰州、北海、东莞、佛山、海南及下辖大部分市县、环北京及环雄安大部分市县（超过 65 个地级市及县市+海南、河北）
2018	海南、成都、重庆、西安、大连、宁波、沈阳、哈尔滨、长春、丹东、青岛、太原、兰州、昆明、长沙、贵阳、淄博、三明、宜昌、德州齐河县、济南济阳县、阜南、阜南县、西双版纳景洪市、临沂沂水县、深圳、宁德、普洱等（约 30 个地级市及县市+海南全省）	海南、成都、长沙、西安、杭州、大连、沈阳、青岛、太原、兰州、九江、德州齐河县、昆明、福州五城区、沧州河间市、普洱、上海、深圳、宁德等（约 22 个城市+海南）

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所整理

2018 年 10 月以来，我们看到部分城市在调控上出现了一些放松的迹象，但我们认为这不代表中央整体对房地产态度的转向。我们判断 2019-2020 年房地产调控政策都将保持稳定连续。

表 4：2018 年 10 月以来部分城市限价放松

时间	城市	事件
2018 年 10 月	北京	北京 4 个楼盘预售价格放松，金茂府、昆仑域、玺萌一号院和泰禾西府大院相继获得预售资格，其中两个项目预售单价超过 9.5 万元，两个超过 11 万元。
2018 年 10 月	广州	增城区、南沙区、花都区对新建商品住房预售和网签价格指导机制进行优化，严禁开发企业拆分价格报备，打击“双合同”。
2018 年 10 月	东莞	发布《关于调整我市普通住房价格标准的通知》，对东莞市 2018 年普通住房价格标准进行第二次调整。
2018 年 12 月	衡阳	《关于规范市城区新建商品房销售价格行为通知》将于 2019 年 1 月 1 日起暂停执行，即取消新建商品房限价政策。但 1 天后撤销政策。
2018 年 12 月	广州	住宅限价政策松动，一刀切限价政策改为根据周边楼盘价格浮动调整限价，因此部分楼盘限价可能出现提高。
2019 年 1 月	北京	挂牌两宗朝阳区孙河乡宅地，明确出让条件，出让宗地全部用于建设普通商品住房，商品

住房不设定住宅销售限价。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所整理

表 5：部分城市政策有所放松（不包括人才新政）

时间	城市	主要事件
2019 年 2 月	厦门	厦门 9 家银行贷款结清可按照首套利率执行，包括工农中建交五大行。
2019 年 2 月	合肥	合肥首套房贷款或有一次贷款记录已结清的，在买第二套房时，房贷利率将按照首套房执行。
2019 年 2 月	佛山	佛山新受理的非限购区房产，最高贷款成数开放为 10 成，需要客户同时符合：名下没有贷款记录，查册没有房产。
2019 年 3 月	东莞	东莞二手房交易个税可选择差额 20% 或全额 2% 征收。此前东莞必须严格按差额 20% 来征收。
2019 年 3 月	郑州	夫妻双方均在省直中心连续正常缴存住房公积金 6 个月以上，郑州市区内购买首套住房，最高贷款额度由原来的 60 万元调整为 80 万元，其他情况贷款额度由原来的 40 万元调整为 60 万元。
2019 年 4 月	佛山	佛山将调整住房公积金最高贷款额，累计缴存住房公积金满三年的最高可贷 50 万元/人；同时调整对普通住宅不超过建筑面积 144 平方米的认定方式；职工只能申请两次住房公积金贷款。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所整理

近期房地产市场出现的变化和调整，正是这一轮始于 2016 年的调控政策取得的积极效果。但也要清醒认识到，支撑市场趋于冷静的情绪基础仍不完全牢固，稳定市场预期效应正在不断强化。我们判断 2019-2020 年房地产调控政策都将保持稳定。

2. 土地市场：18年前热后冷，19年财政略有压力

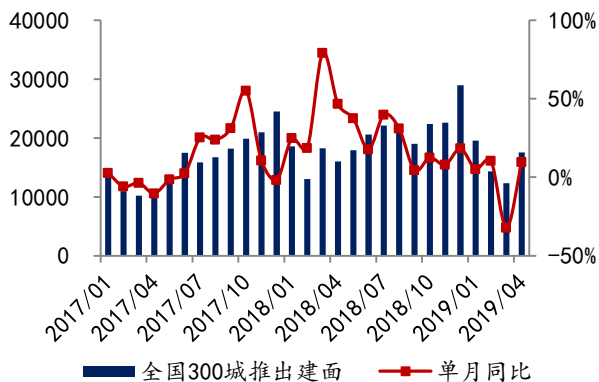
2018年，全国300城市土地供应走高，推动年内成交量持续上扬，二三线城市仍是主要增长动力。但土地出让金仅小幅上涨，各线城市楼面价均出现不同程度回落。年内溢价率前高后低，下半年溢价率持续低位，流拍率回升明显，土地市场热度有所下降。

2.1. 供需情况：二三线城市供应走高，带动整体成交量上扬

2018年，全国300个城市共推出土地建筑面积241290万平方米，同比增长25%，其中一、二、三线城市占比分别为3%、36%、61%，同比分别增长-6%、19%、30%；住宅类用地推出建面达115892万平方米，同比增长25%，一、二、三线城市占比分别为3%、37%、60%，同比分别增长-2%、18%、32%。

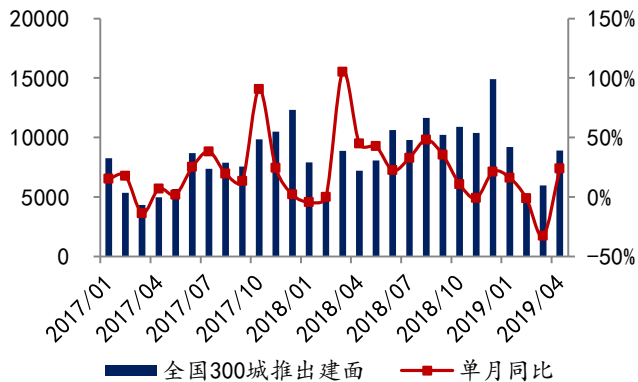
在土地供应面积增长明显情况下，成交总量再创新高。2018年，全国300个城市共成交土地建筑面积196801万平方米，同比增长17%，其中一、二、三线城市占比分别为3%、37%、59%，同比分别增长-6%、16%、19%；住宅类用地成交建面达90818万平方米，同比增长11%，一、二、三线城市占比分别为3%、39%、58%，同比分别增长-4%、6%、16%。全国土地成交总规模呈现稳定增长主要依赖于二三线城市的拉动。

图1：全国300城全类型土地供应建筑面积(万平方米)



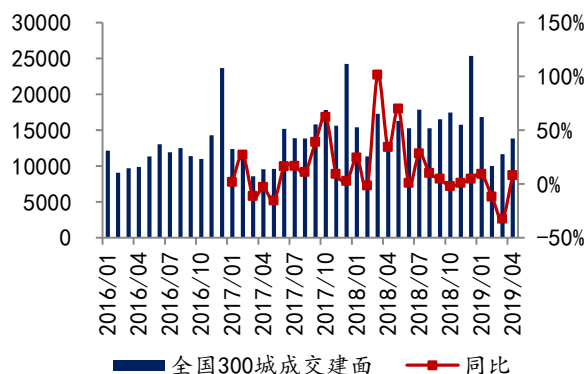
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图2：全国300城住宅类用地供应建筑面积(万平方米)



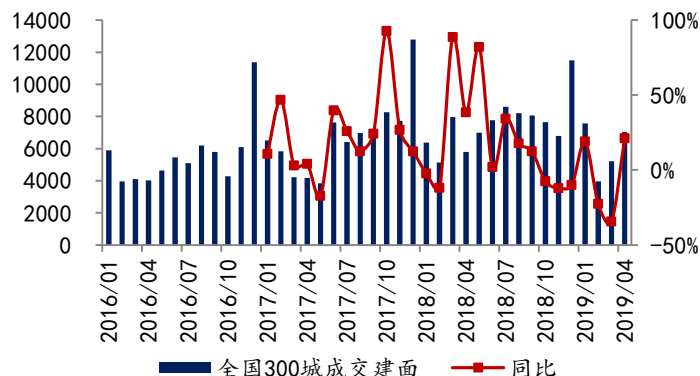
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 3：全国 300 城全类型土地成交建筑面积（万平方米）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 4：全国 300 城住宅类用地成交建筑面积（万平方米）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 6：2018 年全国 300 城土地推出及成交建筑面积

	全国	一线城市	二线城市	三线城市
全类型推出建面（万平方米）	241290	6634	86661	147994
同比	25%	-6%	19%	30%
占比	100%	3%	36%	61%
住宅用地推出建面（万平方米）	115892	3062	43322	69509
同比	25%	-2%	18%	32%
占比	100%	3%	37%	60%
全类型成交建面（万平方米）	196801	6241	73657	116903
同比	17%	-6%	16%	19%
占比	100%	3%	37%	59%
全类型批售比	123%	106%	118%	127%
住宅用地成交建面（万平方米）	90818	2776	35310	52732
同比	11%	-4%	6%	16%
占比	100%	3%	39%	58%
住宅用地批售比	128%	110%	123%	132%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

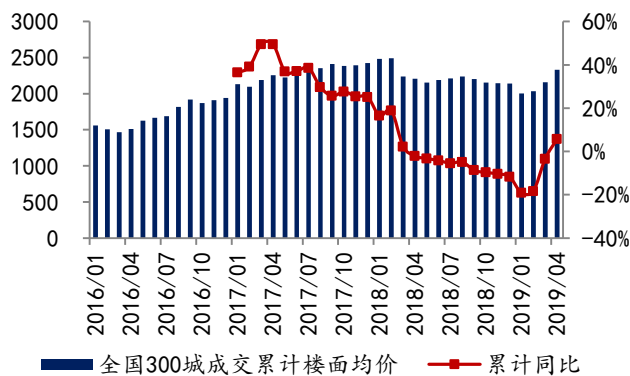
2.2. 整体出让金同比微涨 3%，成交楼面价同比下滑 12%

2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 42138 亿元，同比增长 3%；其中一、二、三线城市土地出让金分别为 5517 亿元、20623 亿元、15999 亿元，同比分别增长-12%、-1%、17%。住宅用地出让金总额为 34230 亿元，同比增长 2%，其中一、二、三线城市土地出让金分别为 3878 亿元、17388 亿元、12965 亿元，同比分别增长-12%、-3%、16%。

各线城市楼面均价均有所下滑，一二线城市成交楼面价下滑幅度更大。2018 年，全

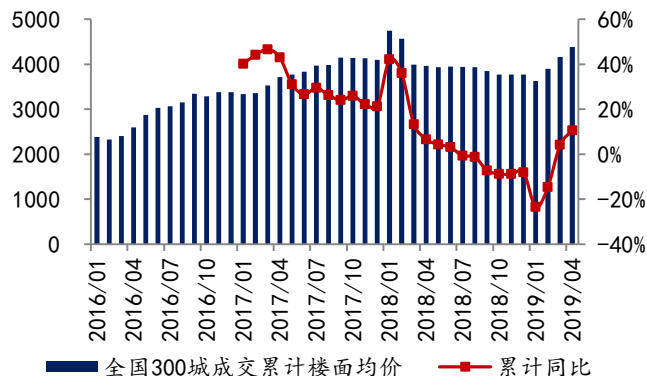
图 300 个城市成交楼面均价为 2141 元/平方米，同比下降 12%；其中一、二、三线城市土地成交楼面均价分别为 8841、2800、1369 元/平方米，同比分别增长-6%、-15%、-2%。住宅用地成交楼面均价为 3769 元/平方米，同比下降 8%；其中一、二、三线城市成交楼面均价分别为 13967、4924、2459 元/平方米，同比分别增长-8%、-8%、-0.2%，一二线城市成交楼面价下滑更为明显。

图 5：全国 300 城全类型土地楼面均价（元/平方米）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 6：全国 300 城住宅类用地楼面均价（元/平方米）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 7：2018 年全国 300 城土地成交出让金及楼面均价

	全国	一线城市	二线城市	三线城市
全类型成交出让金（亿元）	42138	5517	20623	15999
同比	3%	-12%	-1%	17%
全类型楼面均价（元/平方米）	2141	8841	2800	1369
同比	-12%	-6%	-15%	-2%
住宅用地成交出让金（亿元）	34230	3878	17388	12965
同比	2%	-12%	-3%	16%
住宅用地楼面均价（元/平方米）	3769	13967	4924	2459
同比	-8%	-8%	-8%	-0.2%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.3. 年内溢价率前高后低，流拍率回升明显

2018 年，全国 300 个城市平均土地溢价率 14%，同比下降 18 个百分点；其中住宅类用地平均溢价率 16%，同比下降 22 个百分点。各线城市溢价率均处低位，一、二、三线城市平均溢价率分别为 6%、12%、18%，同比分别下降 10 个百分点、18 个百分点、25 个百分点。年内溢价率呈现明显前高后低态势，上、下半年平均溢价率分别为 20%、8%。

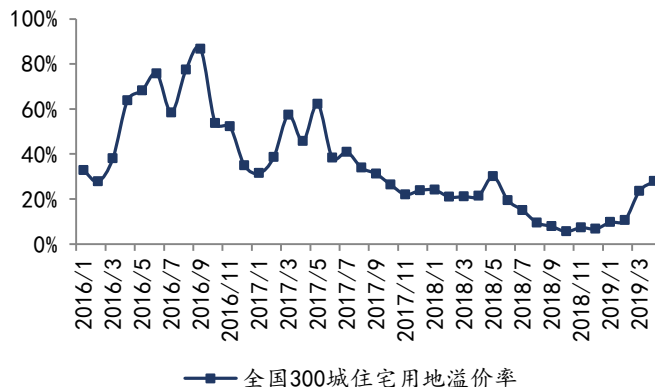
土地市场成交热度下降，全年流拍率持续回升。2018年，全国300个城市土地流拍率9%，同比上升5个百分点；一、二、三线城市流拍率分别为3%、7%、10%，同比分别上升2个百分点、3个百分点、7个百分点。

图7：全国300城全类型土地溢价率



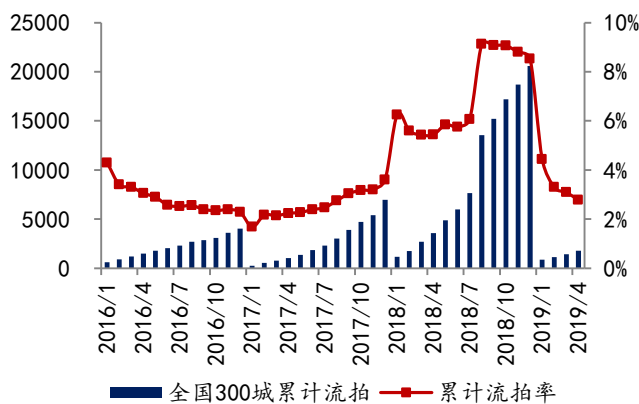
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图8：全国300城住宅类用地溢价率



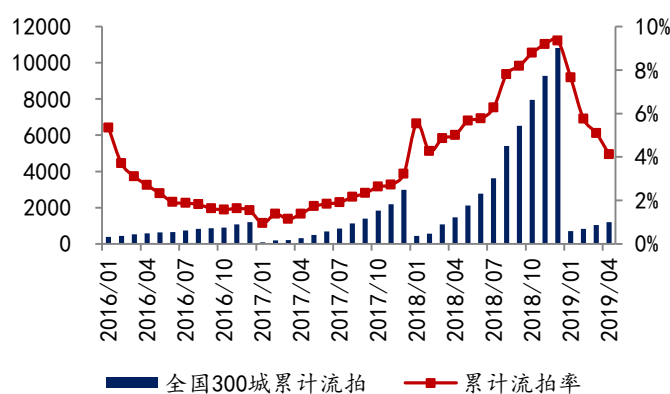
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图9：全国300城全类型累计流拍面积（万平方米）及流拍率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图10：全国300城住宅用地累计流拍面积（万平方米）及流拍率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表8：全国300城全类型土地成交平均溢价率

	全国	一线城市	二线城市	三线城市
2016年	44%	45%	52%	24%
2017年	32%	16%	30%	43%
2018年	14%	6%	12%	18%
2019M1-4	16%	8%	17%	16%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 9: 全国 300 城全类型土地流拍率

	全国	一线城市	二线城市	三线城市
2016 年	2%	2%	4%	1%
2017 年	4%	1%	4%	3%
2018 年	9%	3%	7%	10%
2019M1-4	3%	0%	4%	2%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.4. 财政部口径全国土地出让金情况

2018 年, 根据财政部数据, 地方政府性基金本级收入 71371.85 亿元, 增长 23.8%, 其中, 国有土地使用权出让收入 65095.85 亿元, 增长 25%。2019 年计划数为: 全国地方政府性基金本级收入 73754.56 亿元, 增长 3.3%, 其中, 国有土地使用权出让收入 67077.39 亿元, 增长 3%。

图 11: 国有土地使用权出让收入 (亿元) 及同比增速



数据来源: 财政部, Wind 资讯, 东吴证券研究所

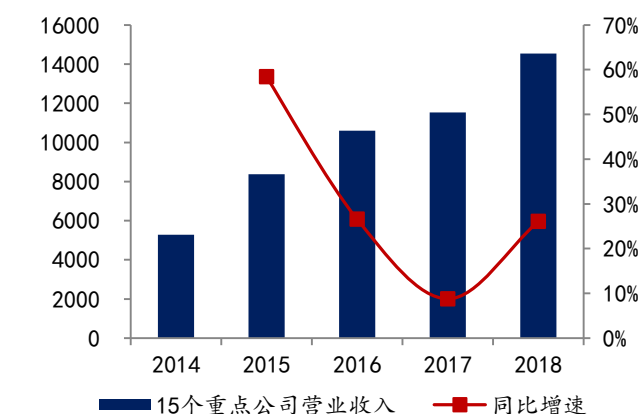
从 2019Q1 的高频数据看, 地方政府性基金预算本级收入 13297 亿元, 同比下降 7.1%, 其中国有土地使用权出让收入下降 9.5%。由此推算, 要完成全年 3% 增长的目标, 未来土地出让规模要加速。

3. 房地产板块 2018 年报综述

由于结算周期的影响，房地产 2018 年结转的是 2015-2016 年的项目。我们主要分析了申万房地产板块所有 129 只 A 股上市公司 2018 年年报情况，及板块 15 个重点公司年报情况（15 个重点公司分别为万科 A、招商蛇口、保利地产、金地集团、新城控股、华侨城 A、阳光城、荣盛发展、金科股份、蓝光发展、首开股份、华发股份、华夏幸福、中南建设、绿地控股）。整体看，我们发现：

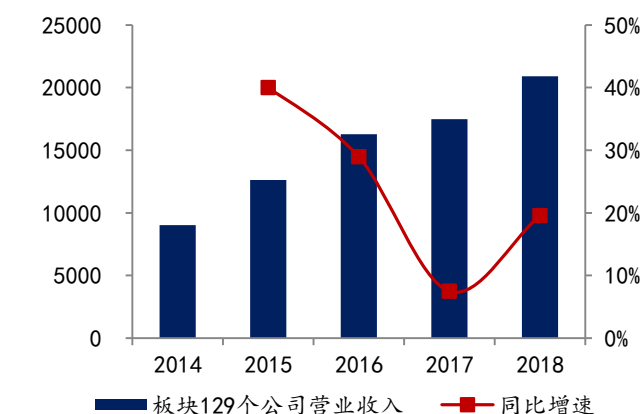
重点公司业绩增速优于板块平均水平。重点公司及板块 129 个公司营收增速均有所提升，2018 年 15 个重点公司营收增速达 26%，高于板块 129 个公司 20% 的营收增速；从业绩增速看，重点公司及板块 129 个公司归母净利润分别增长 30%、11%。

图 12: 房地产板块 15 个重点公司营业收入及增速(亿元、%) (合计值)



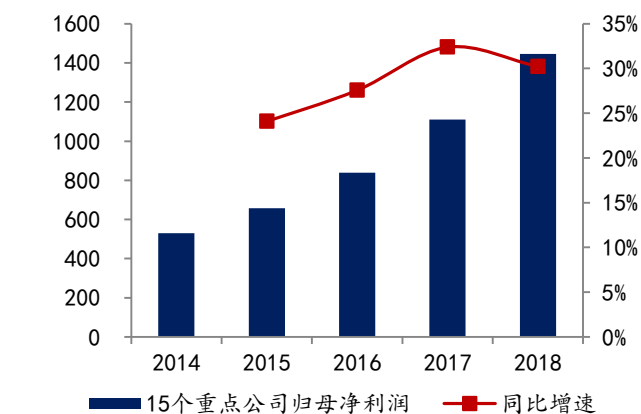
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 13: 房地产板块 129 个公司营业收入及增速(亿元、%) (合计值)



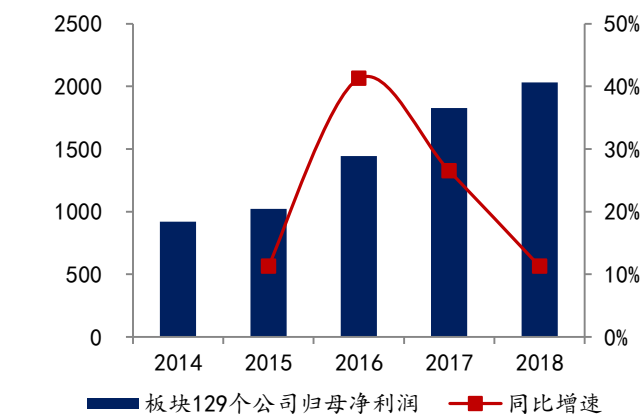
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 14: 房地产板块 15 个重点公司归母净利润及增速(亿元、%) (合计值)



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

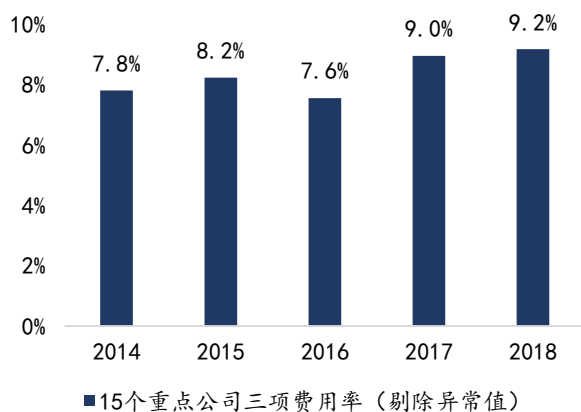
图 15: 房地产板块 129 个公司归母净利润及增速(亿元、%) (合计值)



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

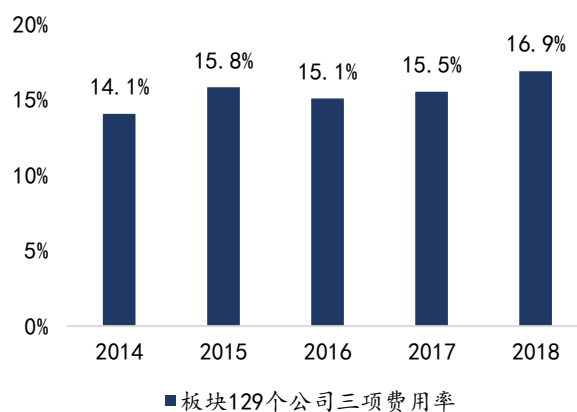
板块盈利能力持续改善中。2018年15个重点公司销售毛利率33.3%，同比提升2.4个百分点；板块129个公司销售毛利率35%，同比提升2.8个百分点；我们认为，这主要源于重点公司对规模增长诉求更为强烈，在获取项目时会牺牲部分毛利、通过高周转实现利润的增长，最终导致重点营收增速高于板块、但毛利率低于板块的情况。费用端，重点公司对成本管控能力更佳，三费费率仅9.2%，虽略有提升，但远低于板块平均水平。而且重点公司销售规模持续扩张，在结算口径存在当期收入和费用不匹配的问题，我们认为三项费用率的增长无需过分担忧。

图16：房地产板块15个重点公司三费趋势（算术平均）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

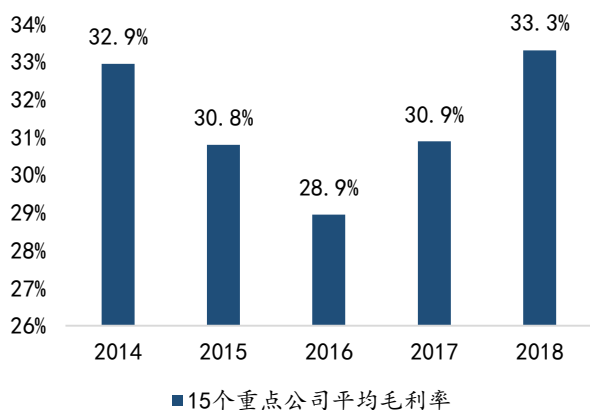
图17：房地产板块129个公司三费趋势（算术平均）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

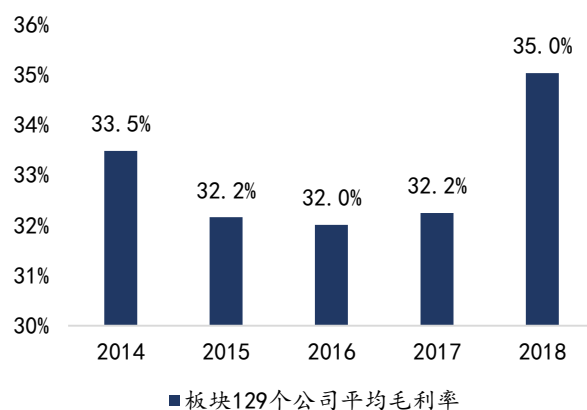
从净利率看，重点公司销售净利率达13.7%，同比提升1.3个百分点；同期板块129个公司销售净利率20.3%，同比提升1.1个百分点。我们认为重点公司在合作项目时更为强势，并表情况更多见，板块其他公司在项目合作时收益更多体现在投资收益上，这导致了板块与重点公司销售毛利率差异不大、但净利率远高于重点公司水平这一情况。

图 18: 房地产板块 15 个重点公司毛利率 (算术平均)



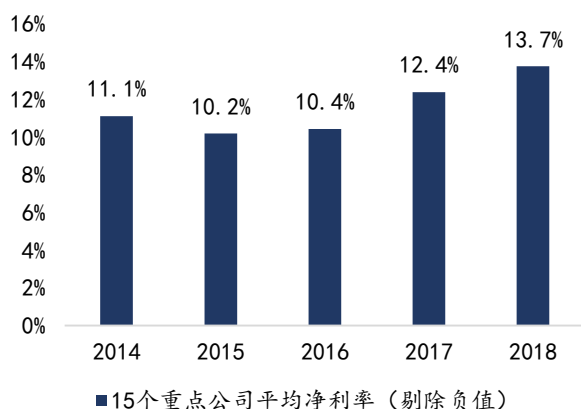
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 19: 房地产板块 129 个公司毛利率 (算术平均)



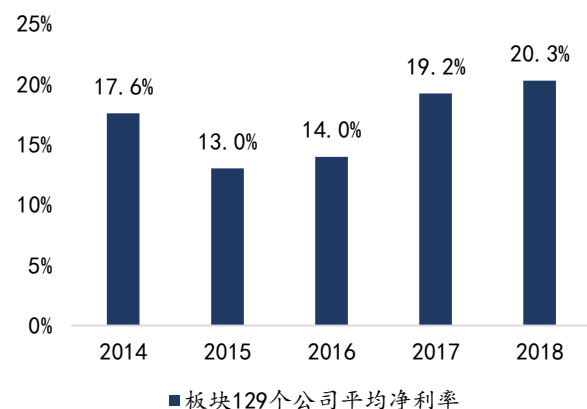
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 20: 房地产板块 15 个重点公司净利率 (算术平均)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

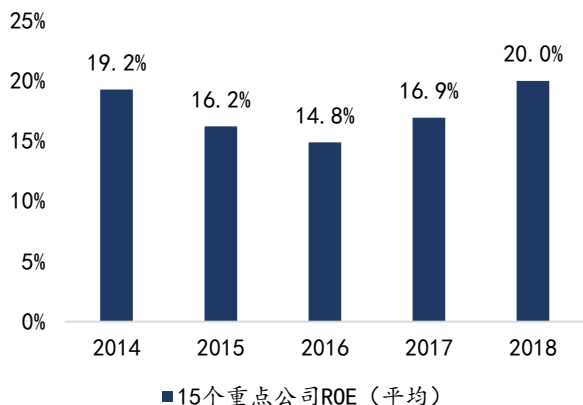
图 21: 房地产板块 129 个公司净利率 (算术平均)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

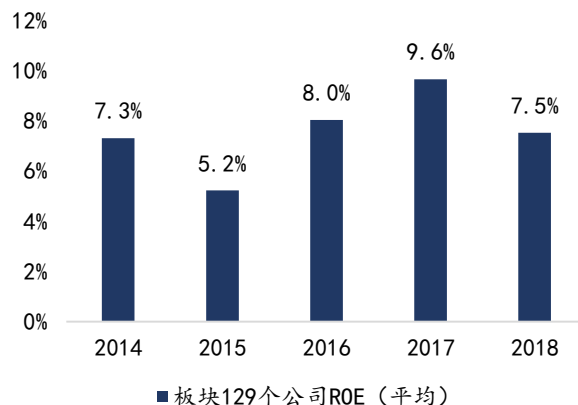
龙头公司更依赖经营杠杆和财务杠杆提升自身的盈利水平。2018 年重点公司 ROE 高达 20%，较前值提升 3.1 个百分点，远高于板块 129 个公司 ROE 平均水平。

图 22: 房地产板块 15 个重点公司 ROE (平均)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

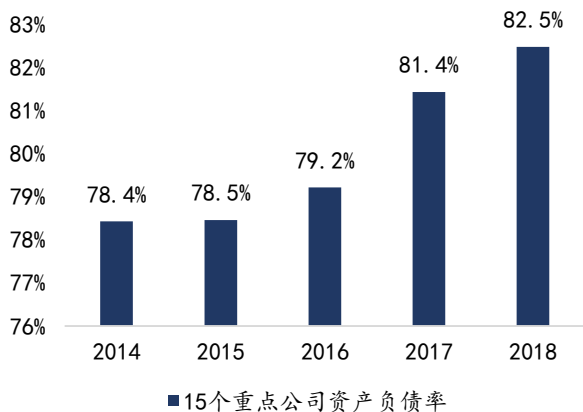
图 23: 房地产板块 129 个公司 ROE (平均) (算术平均)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

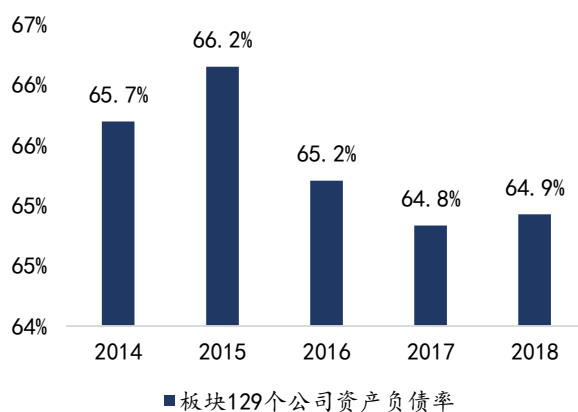
我们认为重点公司 ROE 居于高位主要依赖于高周转率和经营杠杆使用较好, 重点公司资产负债率达 82.5%, 自 2014 年以来呈现不断上升态势; 同期板块 129 个公司资产负债率从 2014 年的 65.7% 下降至 64.9%, 即使考虑重点公司预收账款规模增速更快, 剔除预收后的资产负债率依然远高于行业平均水平, 龙头公司更依赖于使用经营杠杆和财务杠杆提升自身的盈利水平。

图 24: 房地产板块 15 个重点公司资产负债率 (算术平均)

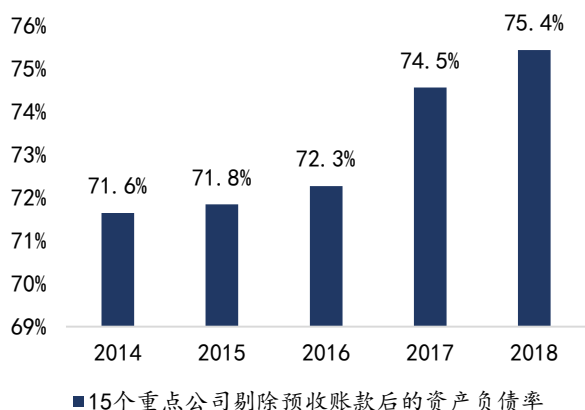


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

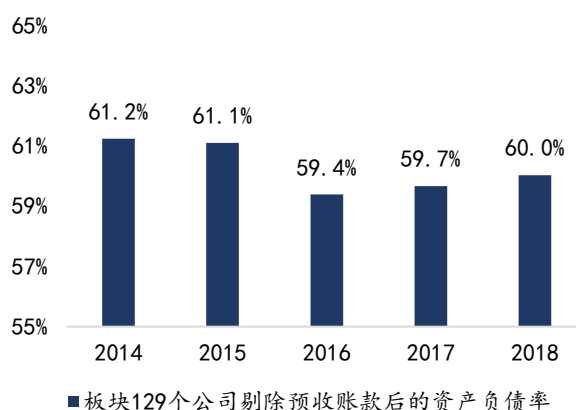
图 25: 房地产板块 129 个公司资产负债率 (算术平均)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

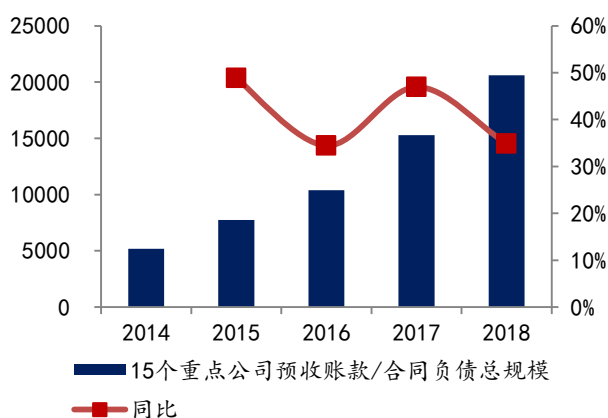
图 26: 房地产板块 15 个重点公司剔除预收后的资产负债率 (算术平均)


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所 (剔除预收后的资产负债率 = (总负债 - 预收账款、合同负债) / (总资产 - 预收账款、合同负债))

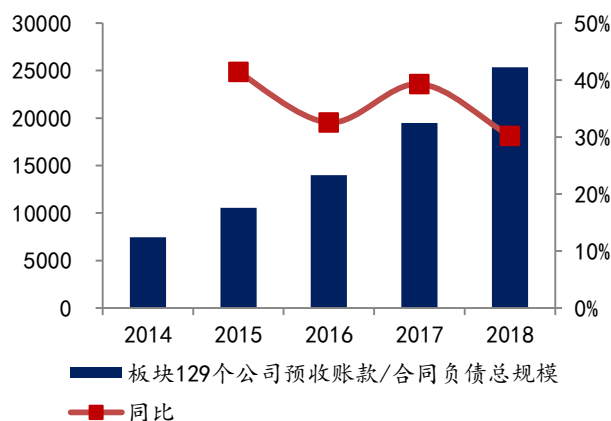
图 27: 房地产板块 129 个公司剔除预收后的资产负债率 (算术平均)


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所 (剔除预收后的资产负债率 = (总负债 - 预收账款、合同负债) / (总资产 - 预收账款、合同负债))

重点公司预收账款增速更快, 未来业绩确定性强。2018 年 15 个重点公司及板块 129 个公司预收账款增速均出现回落, 但仍处高位。重点公司预收账款增速达 35%, 高于板块 129 个公司预收账款增速 30%, 重点公司未来 1-2 年年业绩确定性更强。

图 28: 房地产板块 15 个重点公司预收账款及增速


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 29: 房地产板块 129 个公司预收账款及增速


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

4. 投资建议

预计 2019 房地产行业销售规模将保持稳态，龙头房企竞争优势进一步凸显，强者恒强，龙头房企市占率和规模提升仍将延续。2019 年 5 月房地产行业持续推荐保利地产、万科 A、荣盛发展、中南建设、绿地控股、新城控股、金地集团、招商蛇口、蓝光发展；内房股重点推荐旭辉控股集团、金地商置、中国金茂、合景泰富集团、龙光地产、融信中国。

5. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

