

行业评级:

房地产 增持(维持)

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

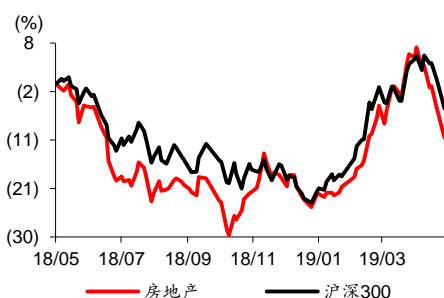
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《房地产: 4月销售热度延续, 优质二线成长弹性依旧》2019.05
- 2 《金地集团(600383, 买入): 一二线广积粮, 稳步迈向新高度》2019.04
- 3 《万科A(000002, 买入): 结转大幅增长, 销售稳步修复》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

结转兼具规模质量, 杠杆向下销售向上

房地产行业 2018 年报和 2019 一季报综述

核心观点

我们从 A 股上市房企中挑选出 77 家房企 (包括 7 家龙头房企、34 家中型房企、36 家小型房企), 从业绩、销售、扩张、融资四个维度, 梳理 A 股上市房企 2018 年年报和 2019 年一季报概况。2018 年 A 股上市房企业绩持续释放, 销售保持平稳增长, 对未来业绩持续带来保障, 继续推荐: 1、尽享一二线城市市场复苏的龙头和稀缺经纪龙头 (万科 A、我爱我家等); 2、享受成长弹性的企业 (华发股份、中南建设、新城控股等); 3、低估值高分红房企 (华侨城、荣盛发展等); 4、享受长三角一体化、粤港澳大湾区等城镇化区域红利的企业。

业绩: 集中结转带来量价齐升, 少数股东损益影响增大

业绩规模层面, 2018 年总体房企营收+21%, 增速+13 个百分点; 归母净利润+20%, 增速-7 个百分点。龙头房企营收和归母净利润增速均最优; 小型房企持续式微, 增速连续第二年收窄。盈利质量层面, 随着 2016-2017 年市场相对高热度时期销售的项目进入结转, 总体房企毛利率、净利率、加权平均 ROE 均增长, 管控能力提升使得销售管理费用率维持低位。从加权平均 ROE 的角度看, 龙头房企绝对值和提升幅度均高于中小型房企, 彰显优质本色。但随着拿地竞争趋于激烈、并表合作项目结算增多, 总体房企少数股东损益占净利润比重达 22%, 同样创出 2014 年以来新高。

销售: 龙头房企稳步增长, 中型房企彰显弹性

以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企销售进展, 2018 年总体房企增长 20%, 增速提升 2 个百分点, 2019Q1 同比增长 12%。2018 年以来房企集中度提升在该指标上得以持续体现, 龙头房企仍能保持高于行业增速的稳步增长, 中型房企整体彰显弹性, 小型房企则连续 2 年保持在较低增速。2018 年总体房企预收账款同比增长 30%, 相对营收覆盖率为 124%, 同比增长 8 个百分点, 龙头、中型房企待结算资源充足, 我们认为未来将推动业绩平稳增长。随着推货量提升和去化率回暖, 2019 年 1-4 月百强房企销售金额同比增长 14%, 增速持续回升。

扩张: 18 年扩张意愿降低, 2019Q1 出现改善

以“购买商品接受劳务支付的现金”为口径衡量房企扩张进展, 2018 年总体房企增长 8%, 增速回落 18 个百分点; 以该指标比上“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企拿地强度, 2018 年总体房企为 68%, 同比回落 8 个百分点, 创下 2014 年以来的最低水平。随着去化的加速以及房企补库存意愿的减弱, 2018 年总体房企存货占总资产比重下降至 54.8%, 延续 2014 年以来持续下降的趋势。但随着流动性的改善叠加去杠杆节奏的趋缓, 2019Q1 龙头和中型房企购买商品接受劳务支付的现金同比增长 15%、20%, 拿地强度为 85%、90%, 扩张指标有所回升。

融资: 进入降杠杆周期, 融资影响逐步显现

融资规模层面, 2018 年末总体房企净负债率为 97%, 同比回落 5 个百分点; 货币资金/短期负债的比重为 126%, 同比回落 4 个百分点; 经营性现金流净额达 2227 亿元, 创下 2014 年以来的新高。龙头房企净负债率保持稳定, 短债覆盖率大幅改善, 财务更为稳健; 而对多数中型房企而言, 加速降杠杆依然是 2018 年以来的核心命题。融资成本层面, 由于融资难度加大, 2018 年房企融资成本普遍回升, 但 2019Q1 出现边际改善。龙头房企凭借规模优势和更为稳健的财务水平, 融资成本仍然具备优势。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 行业基本面向下行风险; 部分房企经营风险。

正文目录

四维梳理 A 股上市房企 2018 年报和 2019 一季报表现	4
业绩：集中结转带来量价齐升，少数股东损益影响增大	5
营收增速进一步提高，归母净利润增速略有回落	5
盈利质量持续改善	5
少数股东损益占比提升至新高	7
销售管理费用率保持低位	8
销售：龙头房企稳步增长，中型房企彰显弹性	9
销售商品提供劳务收到的现金稳步增长	9
预收账款维持较高增速，营收覆盖率持续提升	9
百强房企销售增速逐步修复，看好龙头和中型房企表现	10
扩张：18 年扩张意愿降低，2019Q1 出现改善	11
融资：进入降杠杆周期，融资影响逐步显现	13
净负债率和短债覆盖率均回落，经营性现金流净额大幅增长	13
融资成本普遍回升，2019 年初有所改善	14
投资建议	16

图表目录

图表 1： 房企分类	4
图表 2： 总体房企营业收入同比增速	5
图表 3： 龙头/中型/小型房企营业收入同比增速	5
图表 4： 总体房企归母净利润同比增速	5
图表 5： 龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速	5
图表 6： 总体房企毛利率	6
图表 7： 龙头/中型/小型房企毛利率	6
图表 8： 总体房企净利率	6
图表 9： 龙头/中型/小型房企净利率	6
图表 10： 总体房企加权平均 ROE	7
图表 11： 龙头/中型/小型房企加权平均 ROE	7
图表 12： 总体房企少数股东损益占净利润的比重	7
图表 13： 龙头/中型/小型房企少数股东损益占净利润的比重	7
图表 14： 总体房企投资收益同比增速	8
图表 15： 龙头/中型/小型房企投资收益同比增速	8
图表 16： 总体房企销售管理费用率	8
图表 17： 龙头/中型/小型房企销售管理费用率	8
图表 18： 总体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速	9
图表 19： 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速	9

图表 20: 总体房企预收账款同比增速.....	9
图表 21: 龙头/中型/小型房企预收账款同比增速.....	9
图表 22: 总体房企预收账款营收覆盖率.....	10
图表 23: 龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率.....	10
图表 24: 百强房企销售金额同比增速.....	10
图表 25: 2019 年 1-4 月各梯队房企销售金额同比增速.....	10
图表 26: 总体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速.....	11
图表 27: 龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速.....	11
图表 28: 总体房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例.....	11
图表 29: 龙头/中型/小型房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例.....	11
图表 30: 总体房企存货占总资产的比例.....	12
图表 31: 龙头/中型/小型房企存货占总资产的比例.....	12
图表 32: 总体房企净负债率.....	13
图表 33: 龙头/中型/小型房企净负债率.....	13
图表 34: 总体房企短债覆盖率.....	13
图表 35: 龙头/中型/小型房企短债覆盖率.....	13
图表 36: 总体房企经营性现金流净额 (单位: 亿元).....	14
图表 37: 龙头/中型/小型房企经营性现金流净额 (单位: 亿元).....	14
图表 38: 部分 A 股上市房企 2018 年平均融资成本.....	14
图表 39: 房企境内债/境外债发行规模.....	15
图表 40: 民营房企境内债/境外债票面利率中位值.....	15

四维梳理 A 股上市房企 2018 年报和 2019 一季报表现

我们从 A 股上市房企中挑选出 77 家房企（以下统称“总体房企”，其中包括 7 家龙头房企、34 家中型房企、36 家小型房企），从业绩、销售、扩张、融资四个维度，梳理 A 股上市房企 2018 年年报和 2019 年一季报概况。

图表1：房企分类

房企分类	房企
龙头房企 7 家	万科 A、招商蛇口、保利地产、金地集团、绿地控股、华夏幸福、新城控股
中型房企 34 家	泛海控股、华侨城 A、中天金融、金科股份、阳光城、泰禾集团、福星股份、中南建设、银亿股份、荣盛发展、合肥城建、滨江集团、新湖中宝、北京城建、华发股份、首开股份、迪马股份、浦东金桥、城投控股、陆家嘴、世茂股份、张江高科、北辰实业、中华企业、大悦城、蓝光发展、世茂股份、广宇发展、光明地产、信达地产、荣安地产、北辰实业、迪马股份、世联行
小型房企 36 家	中航善达、顺发恒业、美好置业、中国武夷、世荣兆业、广宇集团、南国置业、冠城大通、香江控股、格力地产、鲁商置业、云南城投、万通地产、宁波富达、苏州高新、京能置业、大名城、上实发展、市北高新、光大嘉宝、中洲控股、天房发展、皇庭国际、中交地产、电子城、华远地产、福星股份、深振业 A、华联控股、香江控股、天健集团、宋都股份、上海凤凰、合肥城建、天地源、西藏城投

资料来源：华泰证券研究所

业绩：集中结转带来量价齐升，少数股东损益影响增大

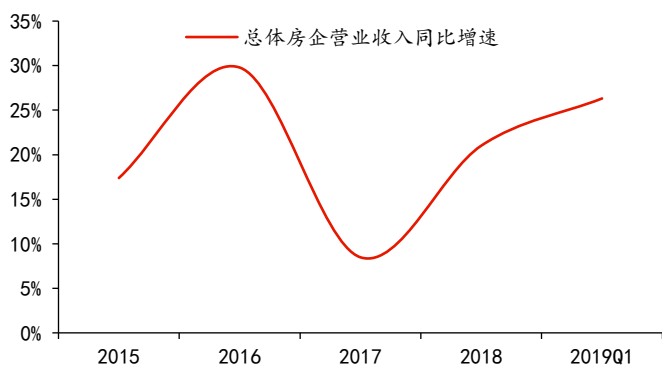
营收增速进一步提高，归母净利润增速略有回落

业绩规模层面，2018年总体房企营收同比增长21%，增速同比提升13个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长25%、21%、0%，增速同比提升19、9、-12个百分点。总体房企归母净利润同比增长20%，增速同比回落7个百分点；龙头、中型、小型房企分别增长27%、14%和10%，增速同比回落4、4、36个百分点。

2019年一季度总体房企营收同比增长26%，龙头、中型、小型房企分别同比增长22%、35%、19%；归母净利润同比增长19%，龙头、中型、小型房企分别同比增长-4%、56%、-8%。

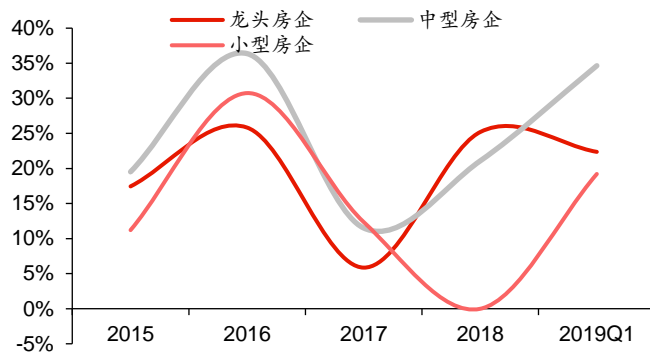
2018年房企普遍进入结转周期，营业收入较2017年进一步提高，其中龙头房企无论是营收还是归母净利润层面，增速表现均最优；而小型房企持续式微，营收和归母净利润增速连续第二年收窄，且业绩增速收窄幅度最大。

图表2：总体房企营业收入同比增速



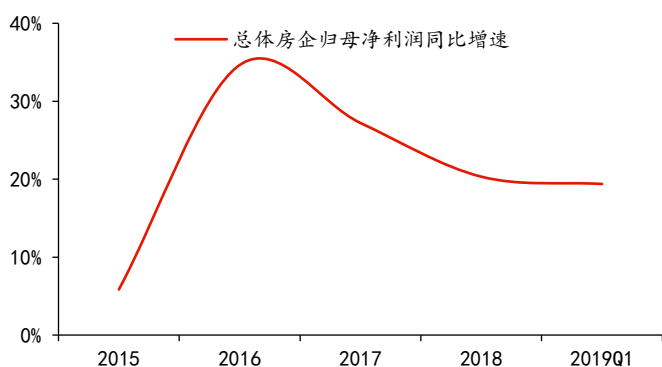
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：龙头/中型/小型房企营业收入同比增速



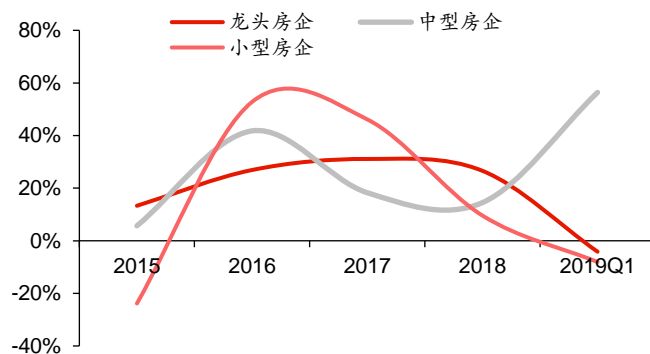
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：总体房企归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利质量持续改善

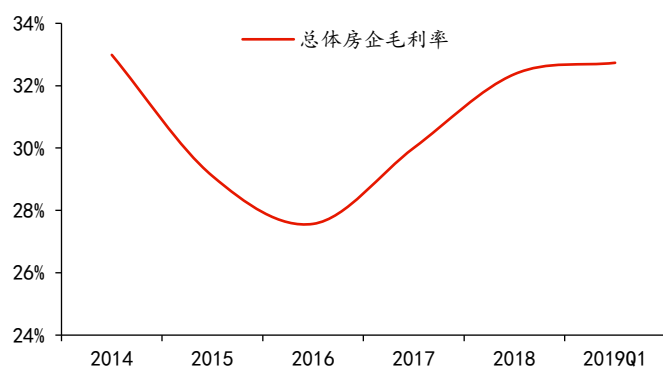
盈利质量层面，2018年总体房企毛利率和净利率分别为32%和13%，同比增长2和1个百分点；龙头、中型、小型房企毛利率分别为30%、35%、34%，同比增长1、3、3个百分点，净利率分别为13%、12%、11%，同比增长1、0、1个百分点。

2018年总体房企加权平均ROE为15.8%，同比增长0.7个百分点，创出2014年以来新高；龙头、中型、小型房企加权平均ROE分别为21.6%、12.9%、9.3%，同比增长1.5、0.1、0.1个百分点。

2019年一季度总体房企毛利率和净利率分别为33%、13%；龙头、中型、小型房企毛利率分别为28%、40%、32%，净利率分别为10%、17%、9%，中型房企结算盈利水平相对突出。

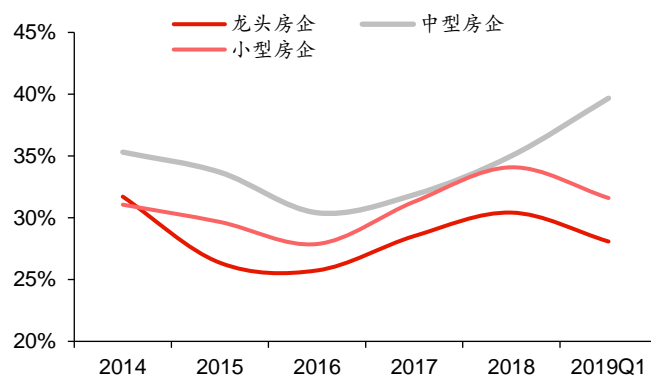
随着2016-2017年房地产市场相对高热度时期所销售的高毛利项目进入结转区间，且叠加成本控制能力的加强，总体房企结算规模和质量齐升。从加权平均ROE的角度看，龙头房企绝对值和提高幅度均高于中小型房企，彰显优质本色。

图表6： 总体房企毛利率



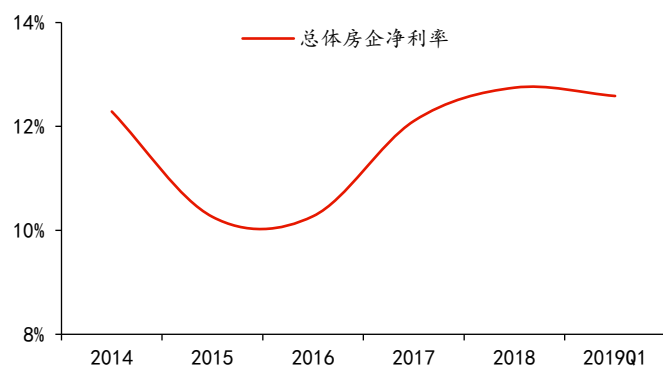
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 龙头/中型/小型房企毛利率



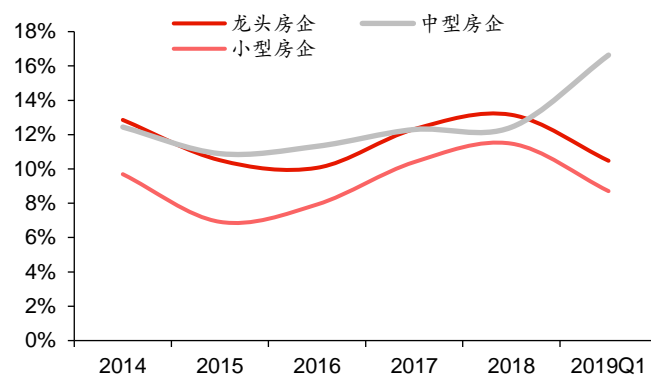
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 总体房企净利率



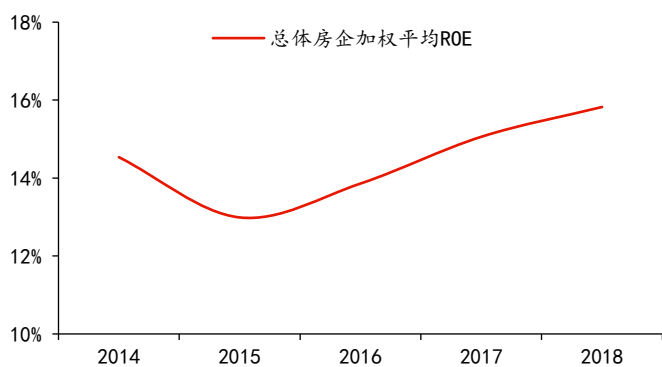
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 龙头/中型/小型房企净利率



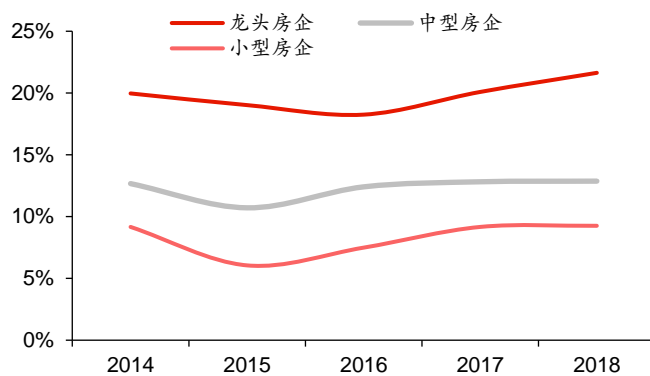
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10: 总体房企加权平均ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 龙头/中型/小型房企加权平均ROE

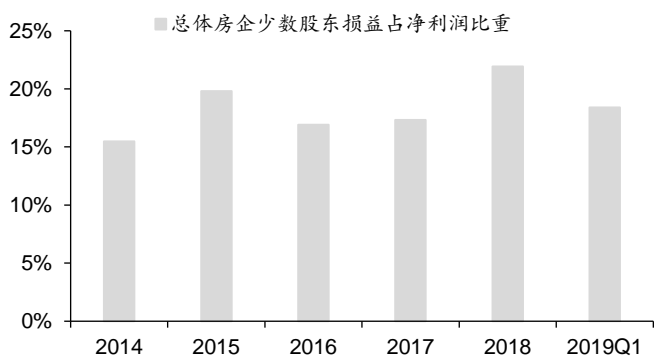


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

少数股东损益占比提升至新高

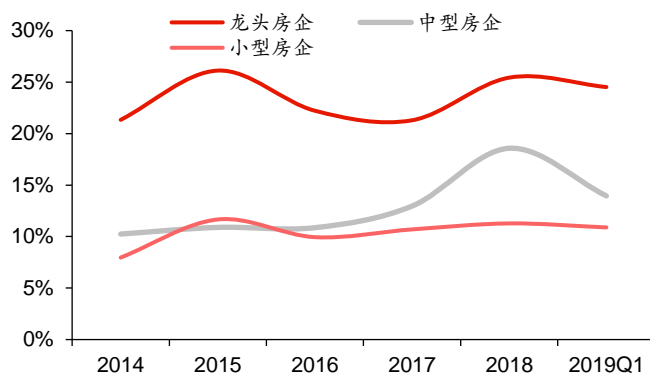
而总体房企归母净利润增速低于营业收入增速,且归母净利率改善幅度小于毛利率的原因在于,随着房企拿地竞争趋于激烈、并表合作项目结算快速增长,2018年总体房企少数股东损益占净利润比重达到22%,同比增长5个百分点,同样创出2014年以来新高。其中龙头、中型、小型房企分别为25%、19%、11%,同比增长4、6、0个百分点,中型房企提升幅度最大。但非并表合作项目结算增速有所回落,2018年总体房企投资收益同比增长11%,增速回落31个百分点。龙头、中型、小型房企投资收益分别同比增长26%、-19%、103%,增速增长16、-135、98个百分点,龙头、小型房企增速加快,中型房企同比负增长,不同类型房企分化明显。

图表12: 总体房企少数股东损益占净利润的比重



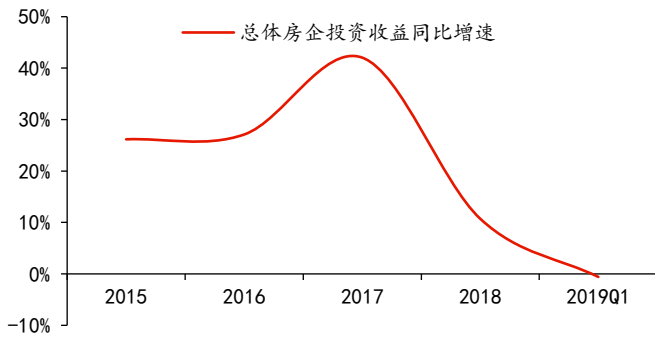
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 龙头/中型/小型房企少数股东损益占净利润的比重



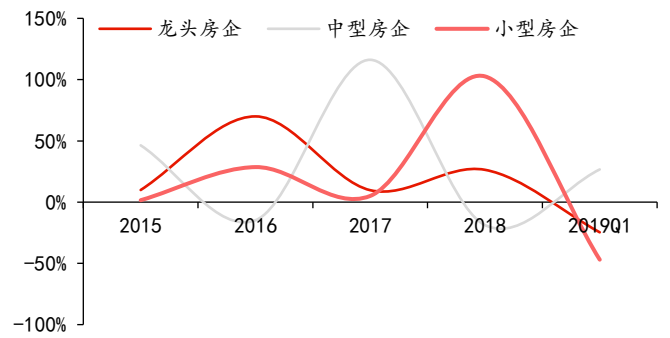
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 总体房企投资收益同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 龙头/中型/小型房企投资收益同比增速

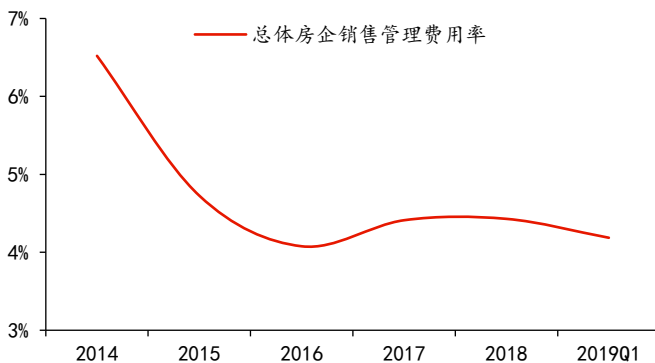


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

销售管理费用率保持低位

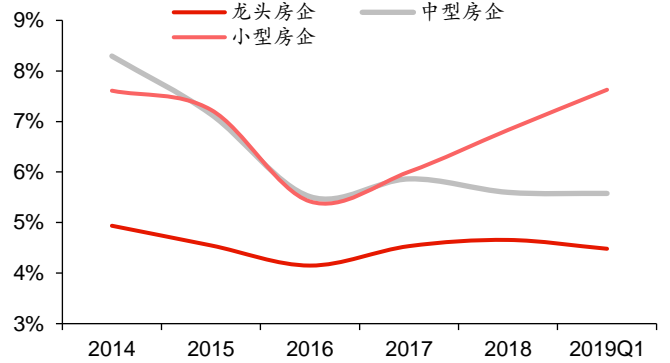
我们以“(销售费用+管理费用)/销售商品提供劳务收到的现金”为口径, 衡量房企的销售管理费用管控能力。2018年总体房企销售管理费用率为5.2%, 维持低位水平; 龙头、中型、小型房企销售管理费用率分别为4.7%、5.6%、6.8%, 龙头、中型房企同比持平, 小型房企同比增长1个百分点。2019年一季度总体房企销售管理费用率为5.1%, 龙头、中型、小型房企分别为4.5%、5.6%、7.6%。

图表16: 总体房企销售管理费用率



注: 销售管理费用率=(销售费用+管理费用)/销售商品提供劳务收到的现金
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 龙头/中型/小型房企销售管理费用率



注: 销售管理费用率=(销售费用+管理费用)/销售商品提供劳务收到的现金
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

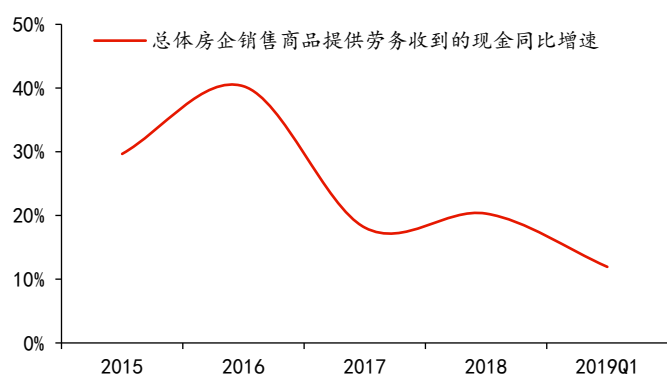
销售：龙头房企稳步增长，中型房企彰显弹性

销售商品提供劳务收到的现金稳步增长

我们以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企销售进展，2018年总体房企该指标同比增长20%，增速同比提升2个百分点。龙头、中型、小型房企分别同比增长18%、28%、6%，增速同比提升-4、10、5个百分点。2019年一季度总体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增长12%，龙头、中型、小型房企分别同比增长11%、17%、-4%。

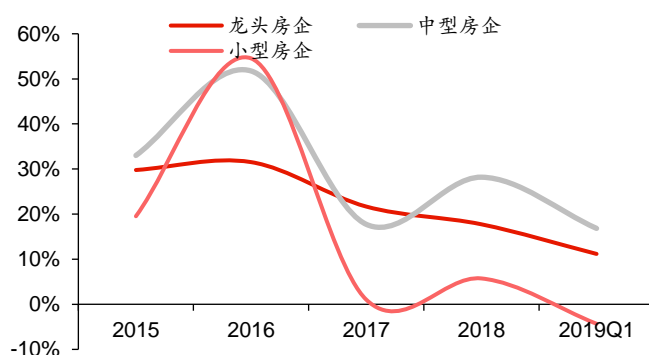
2018年房企集中度提升趋势在该指标上得以体现，龙头房企仍能保持高于行业增速的稳步增长，中型房企彰显更好弹性，而小型房企则连续2年保持在较低增速，与大中型房企差距拉大。

图表18：总体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19：龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速

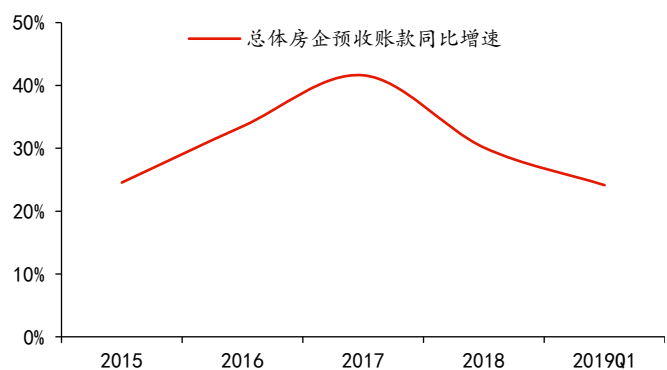


资料来源：Wind，华泰证券研究所

预收账款维持较高增速，营收覆盖率持续提升

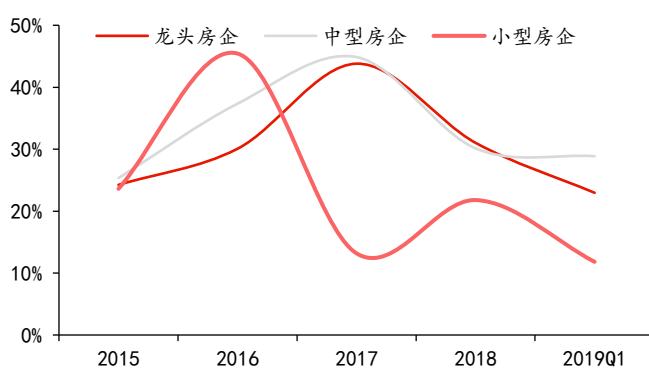
2018年总体房企预收账款同比增长30%，增速回落12个百分点，相对2018年营收覆盖率为124%，同比增长8个百分点，2019年一季度末进一步提升至134%。龙头、中型、小型房企预收账款分别同比增长31%、30%、22%，增速回落13、15、增长9个百分点，相对2018年营收覆盖率为137%、115%、86%，同比增长6、8、15个百分点，2019年一季度末进一步提升至147%、126%、88%。随着销售持续增长，龙头、中型房企待结算资源充足，我们认为未来将推动业绩平稳增长。

图表20：总体房企预收账款同比增速



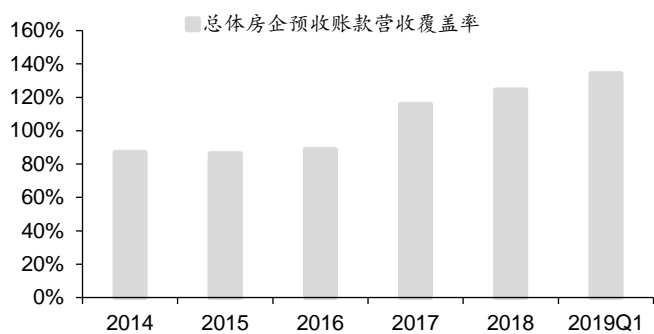
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：龙头/中型/小型房企预收账款同比增速



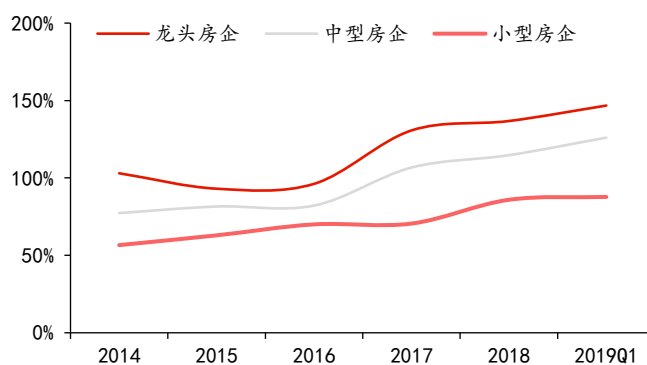
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22: 总体房企预收账款营收覆盖率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率

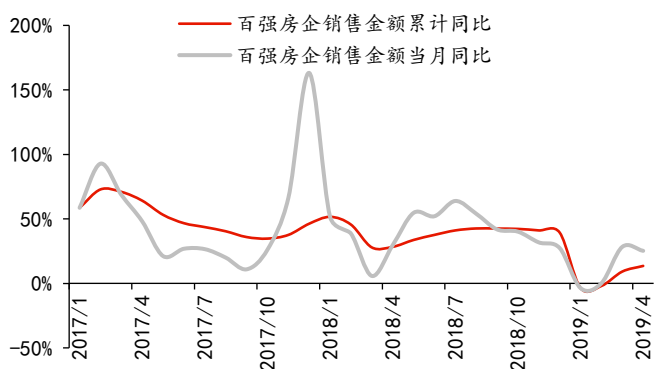


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

百强房企销售增速逐步修复, 看好龙头和中型房企表现

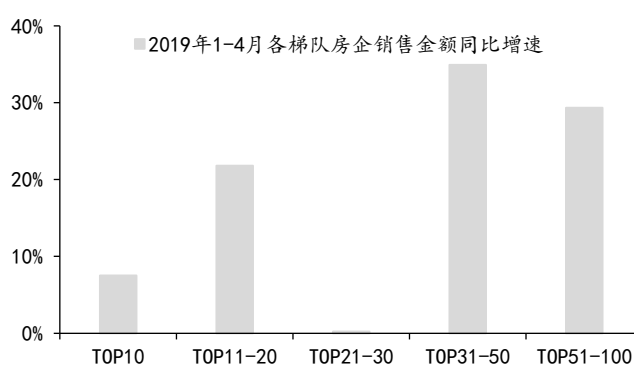
根据亿翰智库的数据, 随着推货量提升和去化率回暖, 2019年1-4月百强房企销售金额同比增长14%, 增速持续回升。其中, TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50、TOP51-100房企销售金额增速分别为8%、22%、0%、35%、29%。我们认为2019年在“一城一策”环境下, 城市政策将体现有松有紧, 驱动房地产行业平稳发展, 龙头房企今年仍能稳步前行, 而部分中型房企有望实现更好弹性。

图表24: 百强房企销售金额同比增速



资料来源: 亿翰智库, 华泰证券研究所

图表25: 2019年1-4月各梯队房企销售金额同比增速



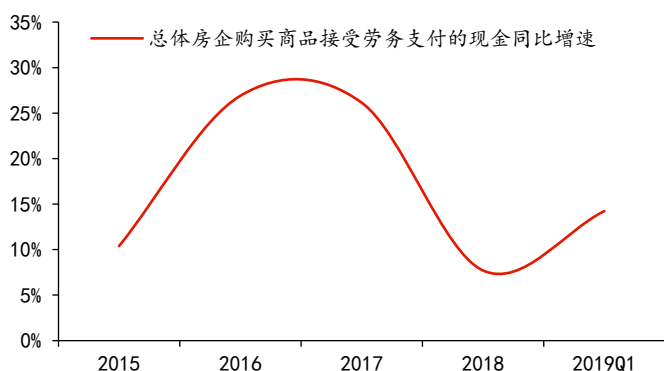
资料来源: 亿翰智库, 华泰证券研究所

扩张：18年扩张意愿降低，2019Q1出现改善

我们以“购买商品接受劳务支付的现金”为口径衡量房企扩张进展（由于该数据包含房企建设施工投入，所以不能完全用来模拟房企拿地数据），2018年总体房企同比增长8%，增速同比回落18个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长7%、8%、11%，增速同比回落20、22、增长1个百分点。以该指标比上“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企拿地强度，2018年总体房企为68%，同比回落8个百分点，创下2014年以来的最低水平；龙头、中型、小型房企分别为69%、66%、77%，同比回落6、12、增长4个百分点。随着2018年融资难度的增大以及下半年去化率的回落，房企扩张意愿普遍有所下降。

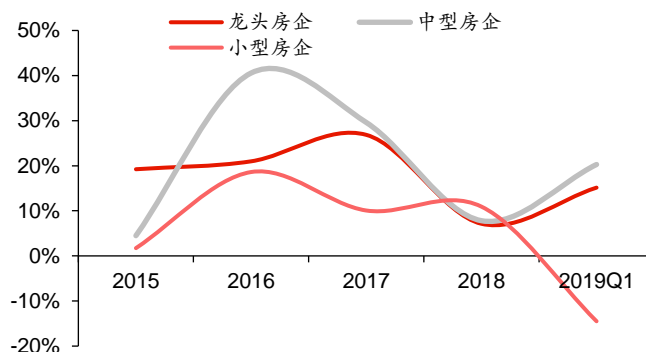
但值得注意的是，2019年一季度总体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增长14%，龙头、中型、小型房企分别同比增长15%、20%、-14%。总体房企拿地强度为87%，龙头、中型、小型房企分别为85%、90%、90%。流动性的改善叠加去杠杆节奏的趋缓，龙头和中型房企的扩张指标有所回升，后续进展值得跟踪。

图表26：总体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速



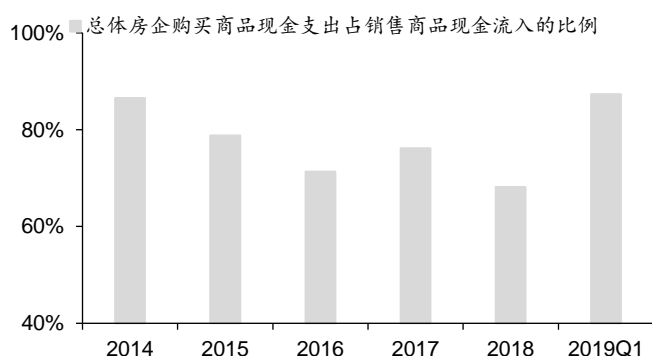
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27：龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速



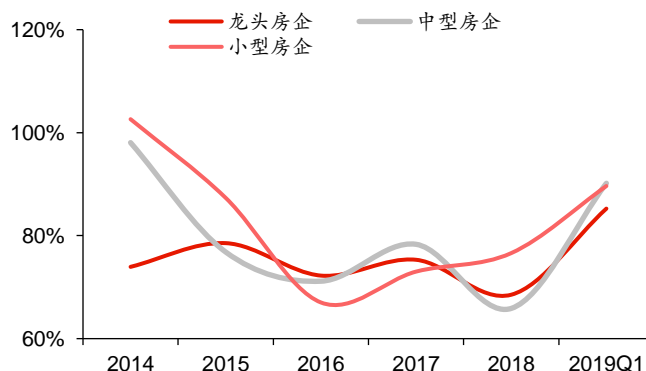
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28：总体房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

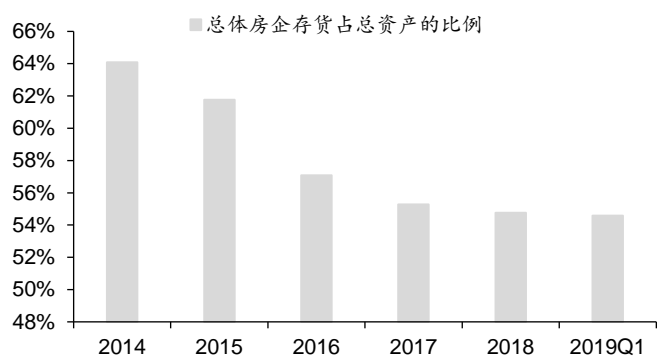
图表29：龙头/中型/小型房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

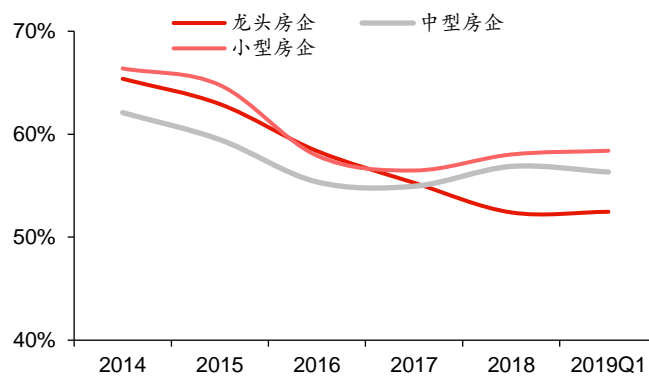
而随着去化的加速以及房企补库存意愿的减弱，2018年总体房企存货占总资产比重下降至54.8%，延续2014年以来持续下降的趋势。其中龙头、中型、小型房企存货占总资产比重分别为52%、57%、58%，龙头房企降幅最为明显。

图表30: 总体房企存货占总资产的比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 龙头/中型/小型房企存货占总资产的比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

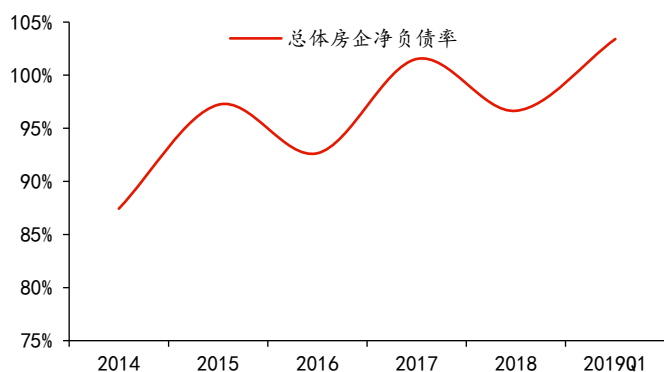
融资：进入降杠杆周期，融资影响逐步显现

净负债率和短债覆盖率均回落，经营性现金流净额大幅增长

融资规模层面，2018年末总体房企净负债率为97%，同比回落5个百分点；龙头、中型、小型房企分别为72%、124%、87%，同比分别增长3、-17、2个百分点。总体房企货币资金/短期负债的比重为126%，同比回落4个百分点；龙头、中型、小型房企分别为174%、89%、111%，同比增长25、-10、-10个百分点。总体房企经营性现金流净额达2227亿元，创下2014年以来的新高；龙头、中型、小型房企分别为927、1162、138亿元，中型房企现金流改善幅度最大。龙头房企净负债率保持稳定，依旧处于行业最低水平，短债覆盖率大幅改善，财务相对更为稳健；而中型房企净负债率整体维持在较高水平，但是2018年回落幅度也最大，加速降杠杆依然是这些企业2018年以来的核心命题。

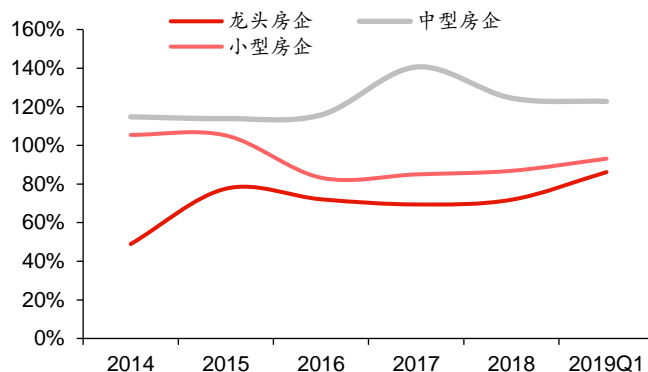
2019年一季度末总体房企净负债率为103%，龙头、中型、小型房企分别为86%、123%、93%。总体房企货币资金/短期负债的比重为126%，龙头、中型、小型房企分别为169%、94%、121%。融资环境边际宽松影响以及房企拿地力度提升，房企一季度净负债率有所提升，各梯队房企经营性现金流全部转为净流出。

图表32：总体房企净负债率



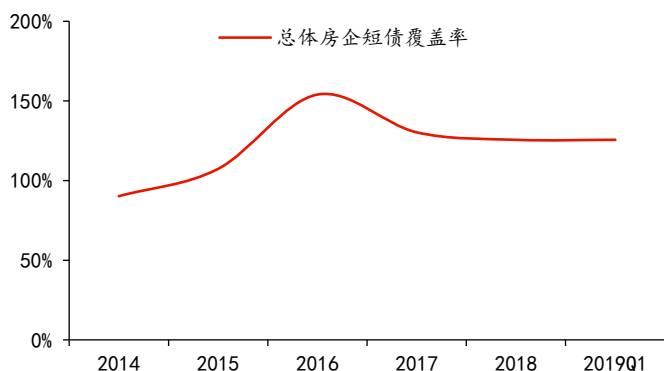
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：龙头/中型/小型房企净负债率



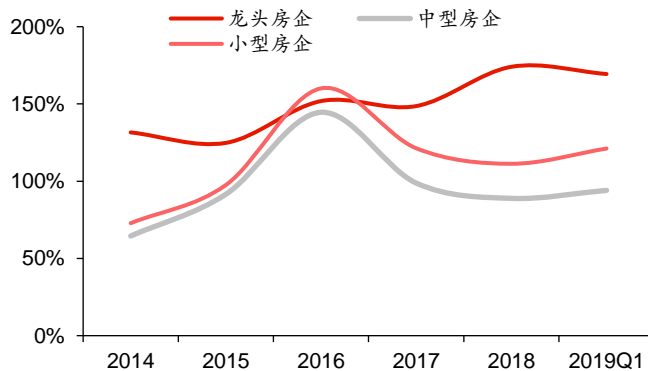
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34：总体房企短债覆盖率



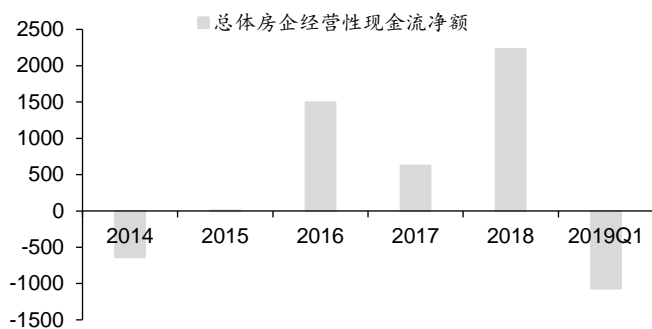
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35：龙头/中型/小型房企短债覆盖率



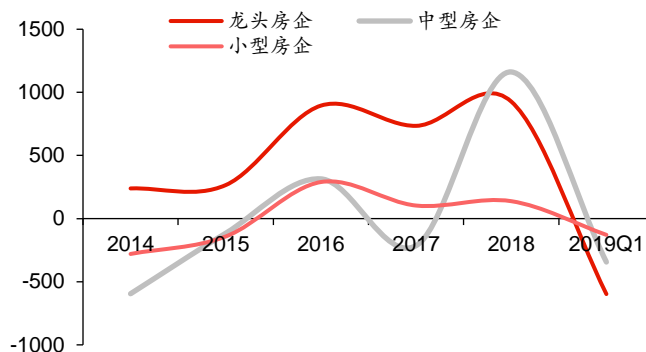
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36: 总体房企经营性现金流净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表37: 龙头/中型/小型房企经营性现金流净额 (单位: 亿元)

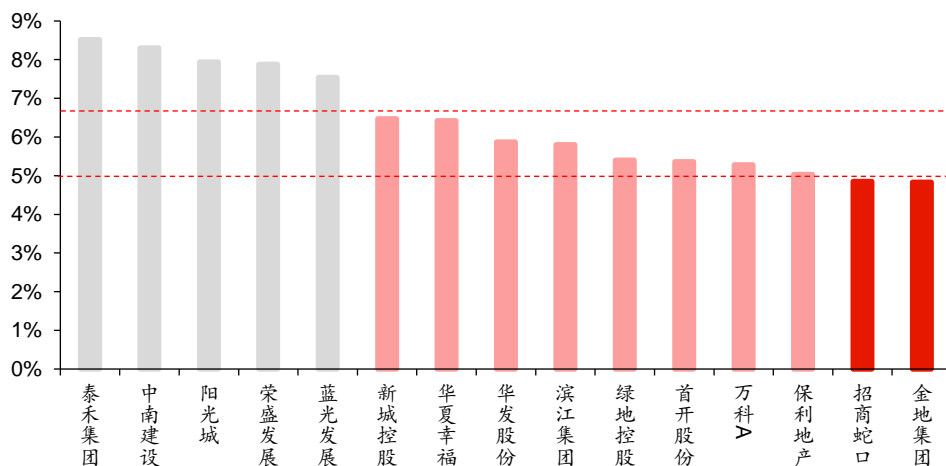


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

融资成本普遍回升, 2019年初有所改善

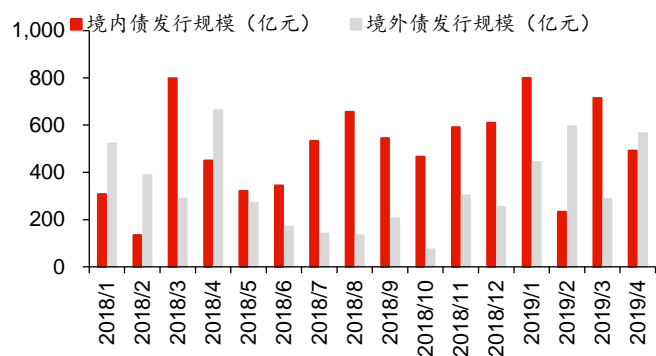
融资成本层面, 由于融资难度加大, 2018年房企平均融资成本普遍出现回升。融资成本在5%以下的房企包括金地集团、招商蛇口, 5%-7%的房企包括保利地产、万科A、首开股份、绿地控股、滨江集团、华发集团、华夏幸福、新城控股, 7%以上的房企包括蓝光发展、荣盛发展、阳光城、中南建设、泰禾集团。龙头房企凭借规模优势和更为稳健的财务水平, 融资成本仍然具备优势。少数中型房企凭借国企股东背书(首开股份、华发股份)和较低的负债水平(滨江集团), 融资成本同样具备优势。2019年以来随着融资环境边际宽松, 我们跟踪的民营房企发债利率较2018年四季度明显改善, 尤其是境外债。

图表38: 部分A股上市房企2018年平均融资成本



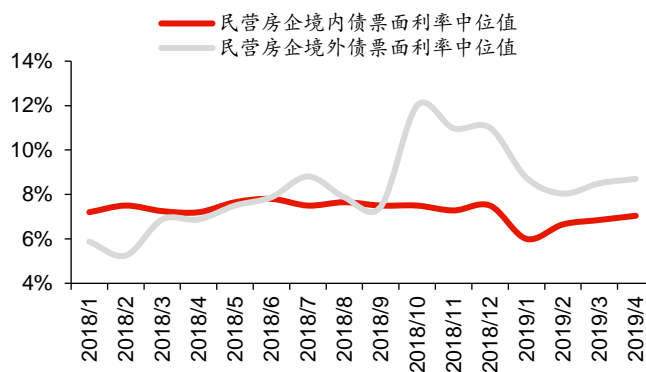
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表39: 房企境内债/境外债发行规模



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 民营房企境内债/境外债票面利率中位值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

投资建议

2018年A股上市房企业绩持续提升，销售保持平稳增长，对未来业绩持续带来保障，我们认为“一城一策”环境下城市政策将体现有松有紧，驱动房地产行业平稳发展，龙头房企今年仍能稳步前行，而部分优质中型房企有望实现更好弹性。当前地产板块估值处于历史低位，一季度末基金持仓略降，未来成长机会大于风险，继续看好二季度地产板块估值修复空间。继续推荐：1、尽享一二线城市市场复苏的龙头和稀缺经纪龙头（万科A、我爱我家等）；2、享受成长弹性的企业（华发股份、中南建设、新城控股等）；3、低估值高分红房企（华侨城、荣盛发展等）；4、享受长三角一体化、粤港澳大湾区等城镇化区域红利的企业。

风险提示

行业政策风险：“一城一策”落地的节奏、范围、力度，流动性改善的节奏和力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历2008年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能，使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

房企经营风险：房地产行业融资环境暂未出现明显放松的迹象，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com