



强于大市

房地产 2018 年年报及 2019 年一季报综述

营收增速利润分化，二线房企表现亮眼

2018年1-12月地产板块主营业务收入同比增长19.6%，较2017年末上涨12.3个百分点；板块净利润同比增长8.0%，较2017年末下降20个百分点。利润率方面板块总体毛利率为35.2%，较去年同期上升2.5个百分点；板块总体净利率为10.6%，较17年同期下降1.1个百分点。截至2018年年底，板块资产负债率79.9%，较17年末上升1.1个百分点。现金流方面，2018年1-12月，板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升19.8%，较去年末扩大3.4个百分点。

- 盈利方面，受到销售及结算总量双增的影响，销售和收入增速呈现扩大的趋势，18年板块销售现金流入和结转收入增速分别为19.77%和19.57%，分别较上年上涨3.4个百分点和12.3个百分点。18年1季度房企的盈利回升，回款增速持续下滑。
- 利润率方面，房企18年结转的主要为16-17年涨价项目，房企整体毛利率同比整体上升，但由于18年少数股东权益及计提资产减值损失显著上升，挤压净利率。板块2018年毛利率和净利率分别为35.2%和10.6%，分别较上年上升2.5和下降1.1个百分点。
- 负债率方面，18年房企负债率持续上行至79.9%，较17年上升1.1个百分点，其中预售账款及合同负债上升影响较大。一二线房企的杠杆率普遍高于行业平均水平，行业整合愈发激烈。另一方面，2018年板块投资现金流出累计同比上升2.0%，较17年收窄34.5个百分点，在流动性收紧的背景下，房企投资规模显著收缩，预计19年将逐步回暖。
- 展望未来，我们认为在政策面稳定及边际向好的基础上，一二线城市销售显著回暖，行业融资环境逐步改善，将推动主流房企投资力度提升及销售回款改善；但由于16-17年土地购置价格上涨及房企增速放缓，行业利润率水平或将回落。另一方面，房企间持续分化，一二线房企销售依旧稳健及预收账款充足，19年业绩望延续高增，而尾部房企将逐渐淡出市场，行业集中度或再度提升。

相关研究报告

《地产行业2019年一季报前瞻》20190416

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

评级面临的主要风险

- 房地产行业销售大幅下滑，政策改善不及预期。

投资建议

- 在16-18年销售高增及预收账款充足的背景下，龙头及高成长房企18-20年业绩锁定性较强，基本面坚实，快回款、高周转、融资渠道多元化的优势推升行业集中度，价值低估待修复。我们重申板块强于大市的评级，推荐组合：1) 龙头房企：万科A、保利地产、新城控股；2) 区域房企：招商蛇口、荣盛发展；建议关注高成长性房企：阳光城、中南建设；地产交易服务商：我爱我家等。

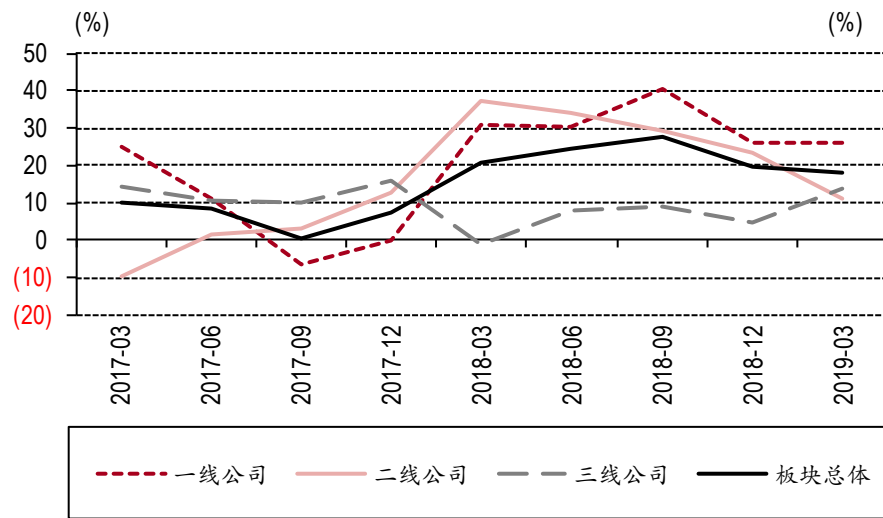


营收高增业绩分化，二线房企表现亮眼

2018年1-12月地产板块主营业务收入同比增长19.57%，较2017年末上升12.3个百分点。其中，一线公司收入同比增长26.29%，比17年末上升26.2个百分点；二线公司收入同比增长23.39%，比17年末上升10.4个百分点；三线公司收入同比上升4.69%，比17年末下降11.1个百分点。2019年1-3月，板块营收同比增长13.88%，较18年末下降5.7个百分点。

2016-17年行业销售高增及房价大涨，推升18年结算收入增速扩大，同时行业集中度持续提升，三线房企收入增速不断走弱，行业分化明显。一线龙头房企中，华夏幸福、金地集团和保利地产分别录得40.5%、35%和33%的增速，主要由于结转规模大幅增长，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%)均实现高增速。

图表 1. 板块营业收入增长率

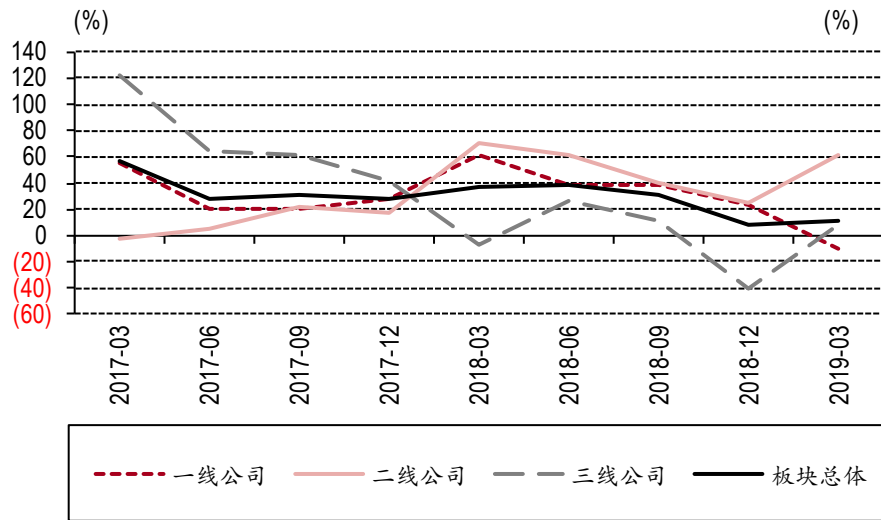


资料来源：万得，中银国际证券

2018年1-12月，板块归母净利润同比增长7.96%，较2017年下降20个百分点。其中，一线公司净利润同比增长22.68%，比17年末下降5.2个百分点；二线公司同比增长25.52%，比17年末上升8.4个百分点；三线公司同比下降40.15%，同比17年末下降82.3个百分点。2019年1-3月，板块归母净利润同比增长11.41%，较18年末扩大3.5个百分点。

2018年房地产板块净利润在16-17年高基数下增速回落，其中各线房企分化格局明显，一二线公司净利润分别录得23%及25.5%的增长，三线公司则大幅下滑至-40%，我们预计行业集中度将持续加强，高毛利、高周转一二线房企将持续受益。一线房企中华夏幸福、绿地控股、招商蛇口分别实现净利润增速34%、26%和25%；二线房企中，中南建设(+264%)、金科股份(+94%)、新城控股(+74%)、大悦城(+47%)、阳光城(+46%)均实现高增速，领跑行业。

图表 2. 板块净利润增长率



资料来源：万得，中银国际证券

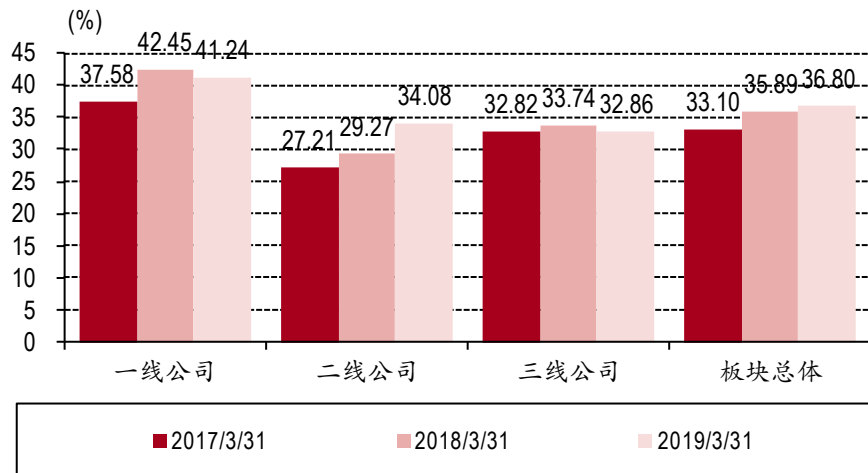
毛利率连续上涨，净利率出现扰动

2018年1-12月，板块总体毛利率为35.21%，较17年同期上升2.5个百分点，连续2年上涨。一线公司为38.68%，较17年同期上涨2.4个百分点；二线公司为32.29%，较17年同期上涨3.2个百分点；三线公司为31.57%，较17年同期上涨1.6个百分点。2018年1-12月，板块总体净利率为10.6%，较17年同期下降1.1个百分点。其中，一线公司为12.89%，较17年同期下滑0.4个百分点；二线公司为10.59%，较17年同期下滑0.2个百分点；三线公司为5.97%，较17年同期下滑5.5个百分点。

由于房企18年结转的主要为16-17年涨价项目，房企整体毛利率同比整体上升。其中，一线房企整体仍维持较高的毛利率优势，继续保持平均35%以上的水平。从净利率水平来看，各线房企全面下滑，主要由于少数股东权益及资产减值损失计提显著增加，挤压净利率水平。在主流的一二线上市房企中，18年结算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%）和华夏幸福（42%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：金融街（49%）和金地集团（43%）等。

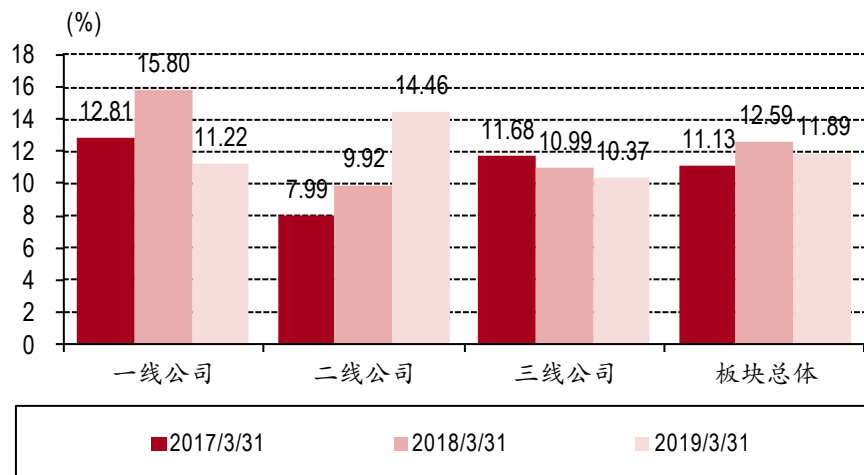
由于16-17年土地均价明显上升，长期来看，土地成本高企将使房企的利润率承压，而具有稀缺资源背景的房企优势将凸显。伴随行业集中度快速提升，一线及强二线房企在土地获取及销售端的优势将有所扩大。

图表 3. 板块毛利率水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 板块净利率水平

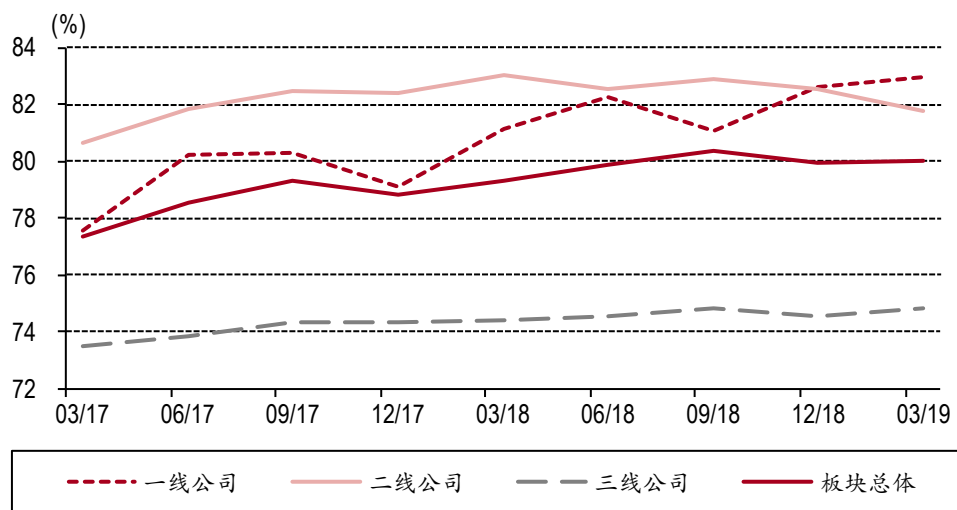


资料来源：万得，中银国际证券

土地投资力度减弱，房企负债改善在即

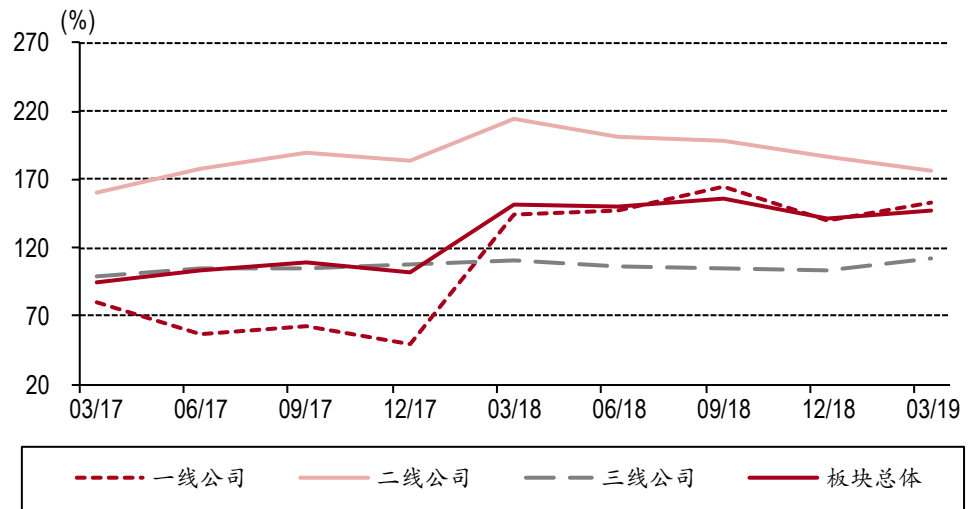
截至 2018 年年底，板块资产负债率 79.94%，较 17 年末上升 1.1 个百分点。其中，一线公司为 82.60%，较 17 年末上升 3.5 个百分点；二线公司为 82.53%，较 17 年末上升 0.1 个百分点；三线公司为 74.56%，较 17 年末上升 0.2 个百分点。截至 2019 年 3 月，板块的资产负债率与 18 年底基本持平，板块的净负债率较 17 年末上升 46 个百分点，其中一线房企上升 90 个百分点，二线房企上升 2.5 个百分点。18 年板块整体资产负债率显著上升，其中预售账款及合同负债上升影响较大。值得注意的是，一二线房企的杠杆率普遍高于行业平均水平，主要由于一二线房企快周转扩规模的意愿普遍较强，而三线房企加杠杆的意愿最弱，显示行业整合愈发激烈。在主流的一二线上市房企中，中南建设（92%）、绿地控股（89%）、华夏幸福（87%）、新城控股（86%）、万科（85%）等资产负债率和净负债率水平均较高。我们认为行业负债水平连年上升或有一定风险性，但部分成长性房企通过加快销售回款及增厚净资产等方法降低净负债率，发展模式普遍健康。

图表 5. 板块资产负债率水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 板块净负债率水平



资料来源：万得，中银国际证券

销售回款增速回升，投资蛰伏后回暖

2018年1-12月，板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升19.77%，较去年末扩大3.4个百分点。其中，一线公司同比上升13.22%，较17年末收窄6.8个百分点；二线公司同比上升34.90%，较17年末扩大12.8个百分点；三线公司同比上升15.33%，较17年末扩大12个百分点。

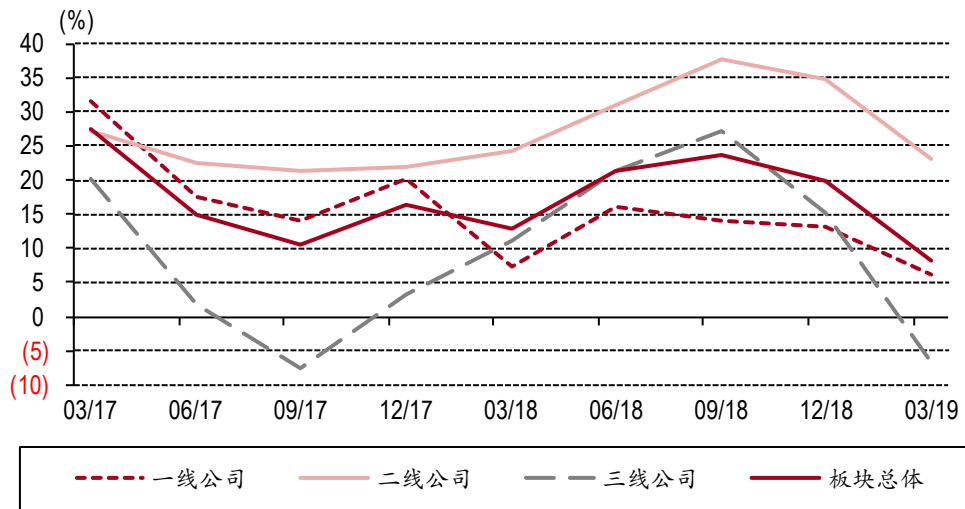
2019年1-3月，板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升8.35%，较去年末收窄11.4个百分点，各线房企均出现约10个点的降幅，季节性因素影响较大。

2018年伴随房地产销售额稳健上升，主流房企销售商品及劳务的现金流入同比小幅上升，其中二线房企成长性最强，一线小幅回落。在我们关注的一线房企中，保利地产（29%）、招商蛇口（25%）销售回款增速较快；二线房企中，新城控股（91%）、中南建设（75%）、金科股份（55%）、阳光城（38%）等增速较高。

2018年1-12月，板块购买商品、劳务支付的现金累计同比上升2.01%，较去年末收窄34.5个百分点。其中，一线公司同比下降2.45%，较17年末收窄39.4个百分点；二线公司同比上升5.98%，较17年末收窄52.2个百分点；三线公司同比上升6.19%，较17年末收窄4.8个百分点。在流动性收紧的背景下，全行业收缩投资，一二线房企在高基数下更为明显。

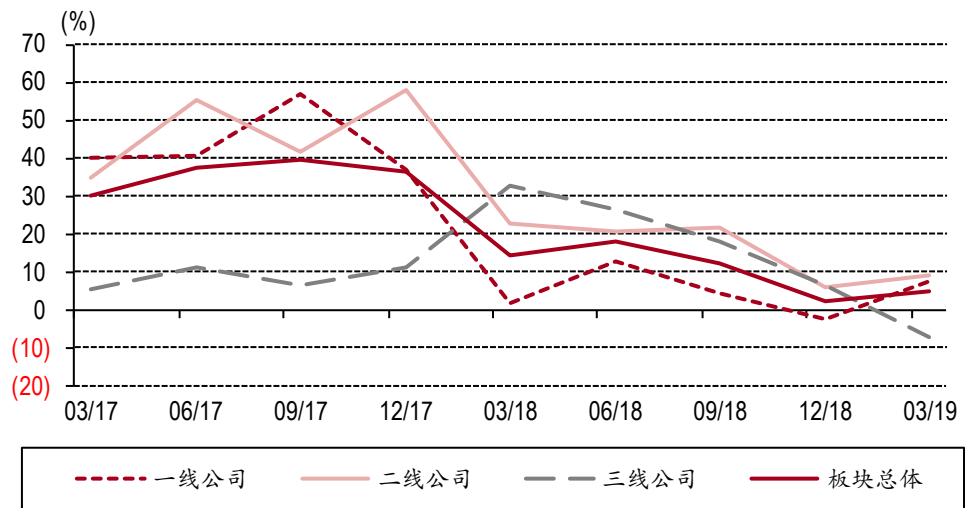
2019年1-3月，板块购买商品、劳务支付的现金累计同比上升4.77%，较去年末扩大2.7个百分点，其中一线和二线公司分别扩大9个和3.4个百分点，而三线公司收窄13.6个百分点。2019年以来，房企融资环境显著改善，土地市场溢价率低位回升，主流房企投资及开工意愿增强，三线房企则投资增速持续收窄，分化显著。

图表 7. 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 板块购买商品及劳务的现金流出累计同比



资料来源：万得，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9. 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：万科A、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 10. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
万科 A	000002.SZ	买入	27.98	3,121.97	3.06	3.63	9.30	6.98	14.27
保利地产	600048.SH	买入	12.94	1,539.22	1.59	1.95	7.96	6.64	8.80
绿地控股	600606.SH	买入	7.16	871.24	0.95	1.15	7.09	6.23	5.27
招商蛇口	001979.SZ	买入	21.07	1,666.94	1.93	2.61	13.79	8.07	8.80
新城控股	601155.SH	买入	38.26	863.42	4.70	6.59	8.35	5.81	9.38
荣盛发展	002146.SZ	买入	9.72	422.64	1.73	2.18	5.46	4.46	6.47
华侨城 A	000069.SZ	买入	7.57	621.05	1.29	1.58	5.82	4.79	6.56
金融街	000402.SZ	未有评级	7.84	234.33	1.09	1.24	7.03	6.34	10.08
光大嘉宝	600622.SH	未有评级	7.13	82.25	0.76	0.89	9.21	8.01	6.29
华发股份	600325.SH	未有评级	8.03	170.05	1.08	1.39	7.52	5.79	5.78
中南建设	000961.SZ	未有评级	8.64	320.53	0.60	1.14	13.96	7.55	4.32
金科股份	000656.SZ	未有评级	6.72	358.83	0.73	0.96	9.04	6.99	4.01
阳光城*	000671.SZ	未有评级	6.66	269.73	0.75	1.05	8.70	6.36	4.07

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 5 月 7 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公开发表。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 7DB
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