

房地产行业

提效率，补短板，正当其时

分析师：乐加栋



SAC 执业证号：S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇



SAC 执业证号：S0260514080003

SFC CE.no: BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师：李飞



SAC 执业证号：S0260517080010



021-60750620



gflifei@gf.com.cn

请注意，乐加栋、李飞并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 利润表现及盈利能力分析：全面好转且业绩释放有所保留

18年地产行业盈利能力及结算规模均显著提升，A+H80家房企样本合计实现收入3.42万亿元，同比增长31.5%，增速较17年扩大14个百分点，归属净利润同比增长16.6%。行业结算规模增长，毛利率提升（扣税毛利率26.9%，同比+1.9%），期间费用率稳定（三费占收入比例9.42%）。归母净利率（11.6%，同比-1.5%）有所回落，主要由非经营性因素造成，后续存在调节空间。业绩保障倍数维持稳定（预收账款/结算收入），主流房企对于未来利润稳定增长较为充足的准备。19年1季度收入增速略有回落，但利润率维持稳定，净利润增速8.4%。

● 经营情况：周期回落稳定，投资拓展收敛

18年主流地产公司销售金额规模增速31%，高于行业19个百分点，较17年及16年增速水平回落，19年计划规模增速12%，一季度增速为8%，低于全年计划水平。18年规模增长主要由销售面积贡献，价格基本稳定，成长型房企增速更高。主流房企18年新开工面积增长31%，行业开工高点在18年而企业的高点在17年，19年计划与18年完成量相比下降10%。竣工面积全年28.5%，19年样本企业竣工计划相对18年增长41%。土地投资力度稳中有降，投资金额下降22%，规模仍维持高位，成长型公司更加积极，三四线和中西部城市吸引投资力度加强。

● 资产负债情况：杠杆结构优化，财务安全性提升

板块18年资产负债规模增速下降，资产负债率维持稳定，非流动资产增速高于流动资产。行业平均杠杆水平增长至7.32x，结构进一步优化，无息经营杠杆占比提升至58%，这将利于行业维持规模增速以及利润率水平。有息负债平均成本为6.07%，与17年相比增长47bps，但总负债成本下降。行业平均净负债率92.1%同比小幅改善。

● 综合运营能力提升，资源型企业综合能力有所提升

板块18年ROE平均（加权）水平为17.2%，与17年相比提升0.3个百分点，板块净利率下降、资产周转率提升同时权益倍数增长，最终盈利能力进一步改善。综合考量主流房企业绩、经营、周转、运营销售、土地投资、杠杆等指标，18年各项改善最为明显的公司有新城控股、华润置业、招商蛇口、绿地控股及中国海外发展。

● 风险提示

19年行业基本面处于下行阶段，行业政策及信贷政策改善存在不确定性，龙头企业竞争愈发激烈。

相关研究：

中南建设（000961.SZ）：结算转化业绩兑现，延续高速增长道路

2019-05-02

华夏幸福（600340.SH）：变革年，华夏幸福新起航

2019-05-01

荣盛发展（002146.SZ）：毛利率改善，杠杆结构优化

2019-04-29

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：邢华 021-60750620 xingshen@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票代码	股票简称	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
000002.SZ	万科A	人民币	27.39	2019/04/08	买入	39.60	3.48	3.96	7.87	6.92	6.59	7.49	19.9%	18.5%
001979.SZ	招商蛇口	人民币	20.98	2019/03/19	买入	29.80	2.29	2.57	9.17	8.17	8.98	8.33	21.0%	19.1%
600340.SH	华夏幸福	人民币	29.70	2019/05/01	买入	36.99	4.93	6.03	6.02	4.92	8.91	8.33	29.0%	26.2%
601155.SH	新城控股	人民币	36.87	2019/03/13	买入	47.87	6.47	7.48	5.70	4.93	8.90	10.91	33.1%	27.6%
000069.SZ	华侨城A	人民币	7.45	2018/11/01	买入	-	1.33	1.42	5.58	5.24	5.77	5.46	15.0%	13.8%
002146.SZ	荣盛发展	人民币	9.70	2019/04/29	买入	13.52	2.25	2.68	4.31	3.62	2.63	0.58	22.6%	21.2%
000961.SZ	中南建设	人民币	8.13	2019/05/02	买入	10.78	1.10	1.90	7.42	4.28	1.13	0.51	19.8%	25.6%
000671.SZ	阳光城	人民币	6.69	2019/04/03	买入	9.59	0.94	1.25	7.15	5.33	10.70	8.40	18.0%	19.5%
600466.SH	蓝光发展	人民币	6.25	2019/03/20	买入	10.04	1.11	1.72	5.61	3.64	11.00	11.78	22.6%	25.8%
600208.SH	新湖中宝	人民币	3.36	2019/03/18	买入	5.20	0.48	0.57	7.07	5.91	23.10	18.50	10.2%	10.9%
02007.HK	碧桂园	港币	12.06	2019/04/13	买入	16.03	1.96	2.26	5.30	4.60	3.30	3.15	23.4%	18.8%
01918.HK	融创中国	港币	37.65	2019/04/07	买入	54.70	5.28	7.00	6.16	4.65	8.35	4.98	27.2%	26.5%
00884.HK	旭辉控股集团	港币	5.06	2019/04/30	买入	6.16	0.91	1.13	4.80	3.85	3.90	3.00	21.6%	21.2%
02202.HK	万科企业	港币	29.15	2019/04/08	买入	38.70	3.48	3.96	7.21	6.34	6.59	7.49	19.9%	18.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 以上公司为广发证券地产组近两年覆盖标的;

(2) A股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的(碧桂园、融创中国、旭辉控股集团、万科企业)合理价值货币单位为港币;

(3) A股及港股标的EPS货币单位均为人民币;

(4) 表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

公司分类及板块分拆	6
利润表现及盈利能力分析: 全面好转且有所保留	7
经营情况: 周期回落稳定, 投资拓展收敛	14
销售表现: 增速回落, 效率维持	14
新开工、竣工以及土地储备	20
土地投资规模及布局: 投资收敛, 扩展降速	23
现金流量表情况: 经营投资性收敛, 融资需求下降	26
资产负债情况: 杠杆结构优化, 财务安全性提升	28
企业综合能力评价	34
风险提示	36

图表索引

图 1: 地产板块营业收入及增速 (%)	7
图 2: 板块内各类型营业收入增速 (%)	7
图 3: 地产板块归属净利润及增速 (%)	7
图 4: 板块内各类企业归属净利润增速 (%)	7
图 5: 地产板块营业收入增长因素分拆 (%)	8
图 6: 21 家龙头房企 2018 年地产结算收入增长因素拆分	8
图 7: 地产板块预收账款规模及增速	9
图 8: 地产板块分类业绩保障倍数对比	9
图 9: 主流地产股 18 年底业绩保障倍数及同比增幅 (%)	9
图 10: 房企季度营业收入及增速	10
图 11: 房企季度归属净利润及增速	10
图 12: 房企季度分类收入增速表现	10
图 13: 房企季度预收账款规模及增速	10
图 14: 房地产板块及主流房企扣税毛利率变化趋势	11
图 15: 房企季度毛利率变化趋势	11
图 16: 主流房企 18 年扣税毛利率绝对水平及相对 17 年变化幅度	11
图 17: 地产板块期间费用率及结构变化	12
图 18: 主流房企管理及销售费用率 (相对销售)	12
图 19: 主流房地产开发企业 18 年管理及销售费用率 (相对回款口径) 及同比变化	12
图 20: 房企收入、盈利能力及业绩增长关系对比	13
图 21: 房地产板块少数股东损益及权益占比	13
图 22: 主流开发企业少数股东损益及权益占比情况	13
图 23: 地产板块及分类公司年度净利率变化	14
图 24: 地产板块季度净利率变化	14

图 25: 主流房企 (A+H) 销售规模 (亿元) 及增速	15
图 26: 主流地产公司 (A+H) 规模增长因素分析	15
图 27: 主流房企分类销售规模增速对比	15
图 28: 主流房企分类销售面积增速对比	15
图 29: 主流的地产企业季度销售规模 (亿元) 及增速	17
图 30: 主流房企分类季度规模增速比较	17
图 31: 主流地产公司单项目销售金额情况 (亿元)	17
图 32: 主流地产公司单项目销售面积情况 (万方)	17
图 33: 主流房地产开发企业单项目销售面积 (万方) 水平及过去五年、过去一年变化同比	18
图 34: 主流地产公司销售面积增速及贡献结构分析	18
图 35: 主流房企单城市销售金额 (亿元)	19
图 36: 主流房企单城市销售面积 (万方)	19
图 37: 18 年主流地产公司单城市销售规模及增速表现	20
图 38: 样本房企新开工面积增速及与行业对比	21
图 39: 样本房企新开工完成率	21
图 40: 样本房企新开工规模 (万方) 及其相对销售规模比例	21
图 41: 样本房企竣工及结算面积增速	22
图 42: 样本房企分类竣工增速	22
图 43: 主流房企货值储备规模及增速	22
图 44: 主流房企分类储备规模增速	22
图 45: 主流开发房企土地储备规模 (亿元) 及对应销售去化年份 (年)	23
图 46: 主流房企拿地面积 (万方) 及增速	23
图 47: 主流房企拿地金额 (亿元) 及增速	23
图 48: 主流开发企业的拿地力度变化 (面积、金额口径)	24
图 49: 主流开发企业拿地均价及占销售价格比例	24
图 50: 主流房企拿地金额增速分类情况	24
图 51: 主流房企拿地金额/销售金额分类情况	24
图 52: 主流房企拿地金额与面积权益占比变化	25
图 53: 主流房企拿地面积权益占比分类变化	25
图 54: 样本房企土地投资金额分线分布	25
图 55: 样本房企土地投资金额分区分布	25
图 56: 地产公司经营性活动产生现金流净额 (亿元) 及流入流出规模增速	27
图 57: 龙头及成长类房企经营性流入增速	27
图 58: 地产板块经营性及投资性现金流净额 (亿元)	27
图 59: 筹资现金流净额 (亿元) 及增速	28
图 60: 板块发行债券收到的现金 (亿元) 及增速	28
图 61: 地产行业资产负债规模 (亿元) 及增速	28
图 62: 地产行业资产负债率及扣除预收账款负债率	28
图 63: 房企分类资产规模增速	29
图 64: 房企分类真实资产负债率	29
图 65: 房企分季度资产规模增速与资产负债率变化	29
图 66: 房企流动资产与非流动资产增速比较	29

图 67: 房地产板块杠杆乘数组成及增速水平	30
图 68: 经营杠杆及财务杠杆增速	30
图 69: 三类杠杆对杠杆比例增幅贡献占比	30
图 70: 分类房企杠杆乘数增速	31
图 71: 18 年分类房企各类杠杆增速水平	31
图 72: 主流房地产开发企业 (top30) 杠杆结构、经营杠杆占比及增幅	31
图 73: 主流房企综合融资成本变化	32
图 74: 主流房企分类平均融资成本变化	32
图 75: 主流房地产开发企业融资成本 (相对有息及总负债) 以及杠杆倍数状况	32
图 76: 房地产板块净负债率	33
图 77: 房地产板块 (A 股样本) 净负债率 (季度)	33
图 78: 房地产板块短期负债覆盖倍数	34
图 79: 地产板块 (A 股样本) 短期负债覆盖倍数 (季度)	34
图 80 : 地产板块 ROE 水平以及杜邦分析各因素变化趋势	35
表 1: 地产板块分类及统计范围 (年报 A+H 股)	6
表 2: 地产板块样本房企分类及统计范围 (一季报 A 股)	6
表 3: 主流地产公司分类增长因素	15
表 4: 主流地产房企销售规模增长及 19 年目标情况	16
表 5: 房地产开发模式特点分类	20
表 6: 主流地产公司 18 年土地投资力度及节奏对比	26
表 7: 主流房地产开发企业各项核心指标及改善状况评分	35

公司分类及板块分析

在对公司年度财务进行综合分析过程中，我们选取63家主营业务为房地产的A股上市公司以及17家H股上市公司作为总体板块研究对象进行分析。在板块内部，我们根据各家公司2018年的销售排名情况进行进一步分解，其中，排名前10的公司为龙头房企样本，排名11-30的公司为成长房企样本，龙头房企与成长房企合并为主流房企整体样本，其他地产板块中公司成为其他房企。由于部分公司上市时间较迟，部分数据分析时将调整样本数量。具体样本名单如下：

表1：地产板块分类及统计范围（年报A+H股）

名词	房企样本统计范围
板块	地产板块中主营业务为房地产开发的80家房企，包括： （1）A股样本（63家）：万科A、保利地产、绿地控股、新城控股、招商蛇口、华夏幸福、阳光城、金地集团、中南建设、泰禾集团、金科股份、蓝光发展、荣盛发展、首开股份、华侨城A、陆家嘴、泛海控股、新湖中宝、银亿股份、城投控股、北京城建、滨江集团、苏宁环球、大名城、世茂股份、华发股份、北辰实业、大悦城、京汉股份、荣安地产、上实发展、嘉凯城、格力地产、香江控股、中华企业、天健集团、中洲控股、光明地产、华远地产、福星股份、顺发恒业、万通地产、深深房A、冠城大通、万业企业、信达地产、美好置业、世荣兆业、天保基建、南国置业、财信发展、中航善达、渝开发、天房发展、栖霞建设、宋都股份、鲁商置业、广宇集团、合肥城建、广宇发展、天地源、京能置业等 （2）H股样本（17家）：碧桂园、中国恒大、融创中国、中国海外发展、华润置地、龙湖集团、世茂房地产、旭辉控股集团、绿城中国、富力地产、正荣地产、中国金茂、融信中国、远洋集团、雅居乐集团、龙光地产、佳兆业集团。
龙头房企	2018年销售排名前10名上市房企，包括： （1）A股样本（4家）：万科A、保利地产、绿地控股、新城控股； （2）H股样本（6家）：碧桂园、中国恒大、融创中国、中国海外发展、华润置地、龙湖集团。
成长房企	2018年销售排名11-30名上市房企，包括： （1）A股样本（9家）：招商蛇口、华夏幸福、阳光城、金地集团、中南建设、泰禾集团、金科股份、蓝光发展、荣盛发展； （2）H股样本（9家）：世茂房地产、旭辉控股集团、绿城中国、富力地产、正荣地产、中国金茂、融信中国、远洋集团、雅居乐集团。
主流房企	包括龙头房企及成长房企，共计13家A股上市房企及15家H股上市房企
其他房企	板块统计的80家上市房企中除龙头房企以外的房企

数据来源：Wind，克而瑞，广发证券发展研究中心

一季报的分析主要针对A股企业，归属于申万一级行业房地产行业的140家上市公司中，我们重点关注市值（18年末）在100亿元以上且主业为房地产开发业务的公司。同样根据克而瑞统计的2018年销售额规模，我们将房企分为三类，销售额排名前10为龙头房企，排名11-30为成长房企，排名30之后的房企为其他房企。

表2：地产板块样本房企分类及统计范围（一季报A股）

房企类型	分类标准	样本标的A股房企
龙头房企	18年销售额排名前10	万科A、保利地产、绿地控股、新城控股

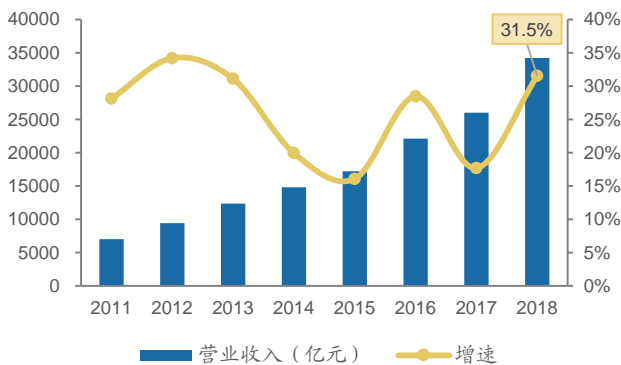
成长房企	18年销售额排名 10-30	招商蛇口、华夏幸福、阳光城、金地集团、中南建设、泰禾集团、金科股份、蓝光发展、荣盛发展
其他房企	市值过百亿的其他房企	首开股份、滨江集团、华发股份、金融街、中天金融、华侨城 A、北辰实业、光明地产、信达地产、新湖中宝、北京城建、中国国贸、陆家嘴、上海临港、泛海控股、张江高科、市北高新、外高桥、城投控股、世茂股份、浦东金桥、嘉凯城、深深房 A

数据来源: Wind, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

利润表现及盈利能力分析: 全面好转且有所保留

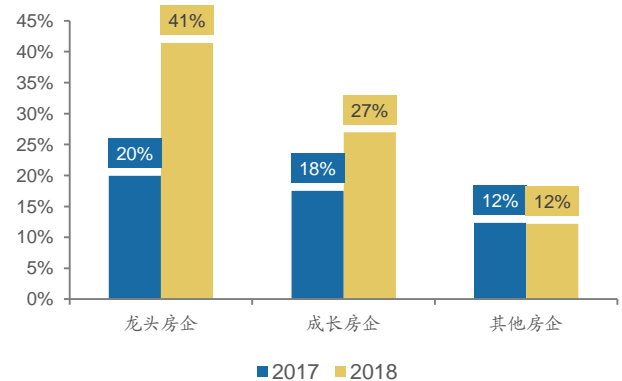
2018年, 我们统计的房地产板块样本公司合计实现营业收入3.42万亿元, 同比增长31.5%, 增速较2017年(同比增长17.6%)扩大14个百分点, 整体归属净利润3961亿元, 同比增长16.6%, 增速较17年收窄35个百分点。17年结算的主要是15年、16年销售的项目, 而18年结算主力则对应的是量价齐升的16年、17年, 房企业绩释放能力进一步增强, 但也表现出相对节制的态度。

图1: 地产板块营业收入及增速 (%)



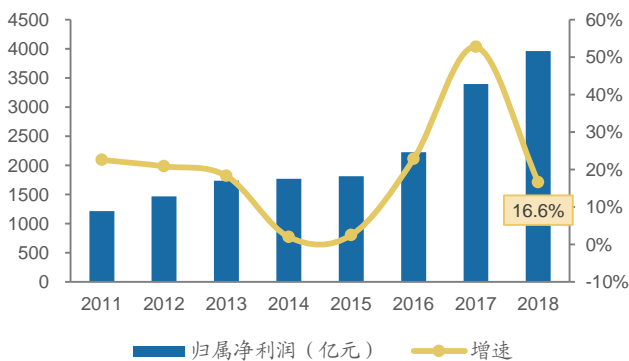
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图2: 板块内各类型营业收入增速 (%)



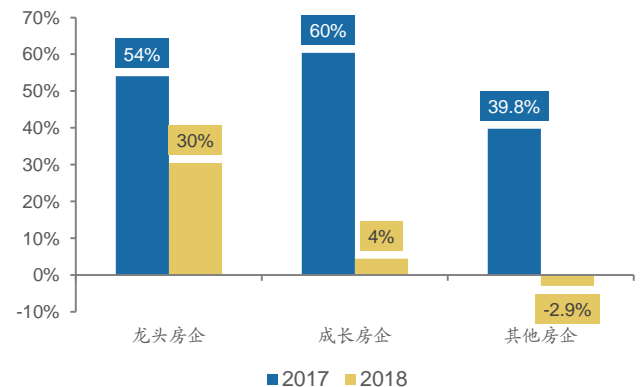
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图3: 地产板块归属净利润及增速 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

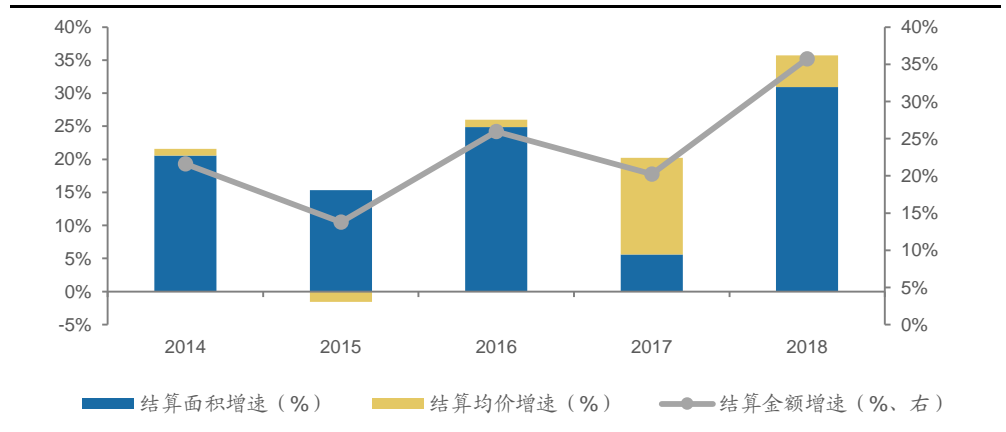
图4: 板块内各类企业归属净利润增速 (%)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

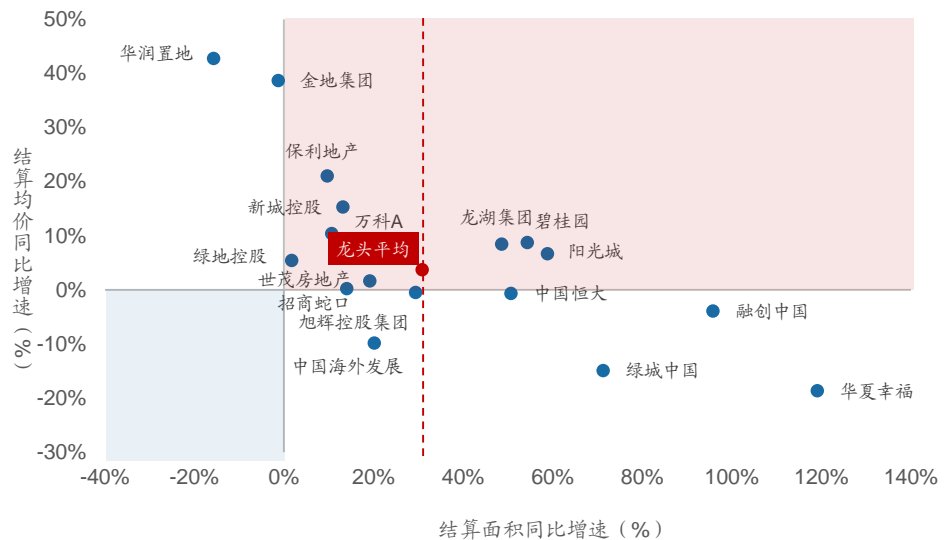
分板块来看，龙头房企的收入和业绩的成长能力和增长稳定性都最强，18年龙头房企收入增速38%，业绩增速30%，而成长型企业中收入水平普遍增长，整体收入增速为27%，而业绩增速则有所差异，成长型房企整体18年业绩增速仅为4%，但如果扣掉富力地产（17年很大一部分利润来自收购的公允价值重估），业绩增速水平为23%。

图5：地产板块营业收入增长因素分析（%）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：21家龙头房企2018年地产结算收入增长因素拆分



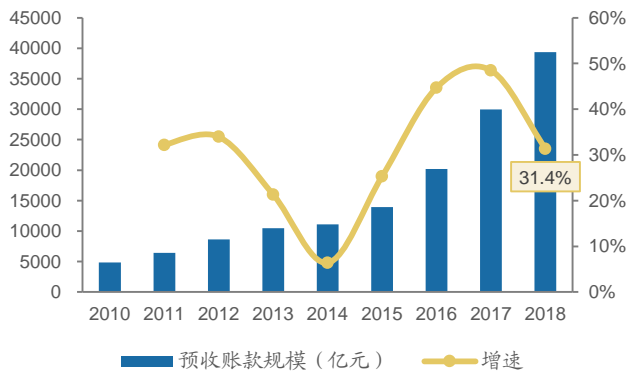
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从收入增长贡献拆分来看，结算收入增速主要贡献来源由2017年均价贡献转变为2018年的面积增长贡献，当然2018年结算均价也贡献了4.8%的增幅。从单个房企来看，2018年结算收入增速最高为融创中国，达到88.1%，阳光城、碧桂园、龙湖集团的结算收入增速则分别为69.4%、67.8%和61.2%，表现同样亮眼。从结算量价拆分来看，2018年多数龙头房企均实现了结算面积及结算均价的双增长从而拉动结算收入增长，结算收入增速最高的4家房企中，收入增速主要为面积增长贡献，其中融

创中国因16、17年城市布局结构下沉导致18年结算均价下降，阳光城、龙湖集团以及碧桂园结算均价则高于龙头房企增速均值。

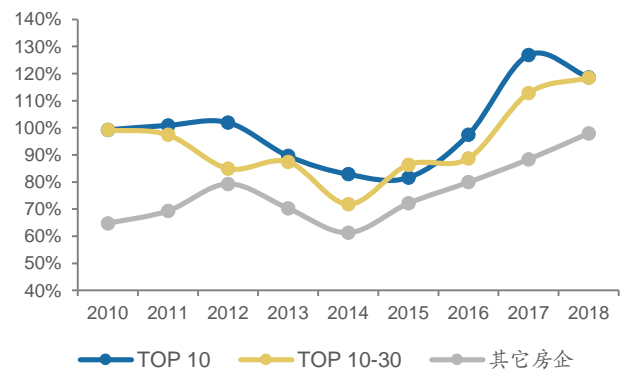
收入大幅增长的同时，预收账款随着销售和回款规模的提升，在18年依旧维持了高速增长，样本房企截至18年末预收账款（包含合同负债）余额3.93万亿，同比增长31.3%。而衡量房企业绩锁定能力的业绩保障倍数（预收账款/营业收入）依然维持在115%的相对高位，表明行业已售未结算资源仍然相对充足。

图7：地产板块预收账款规模及增速



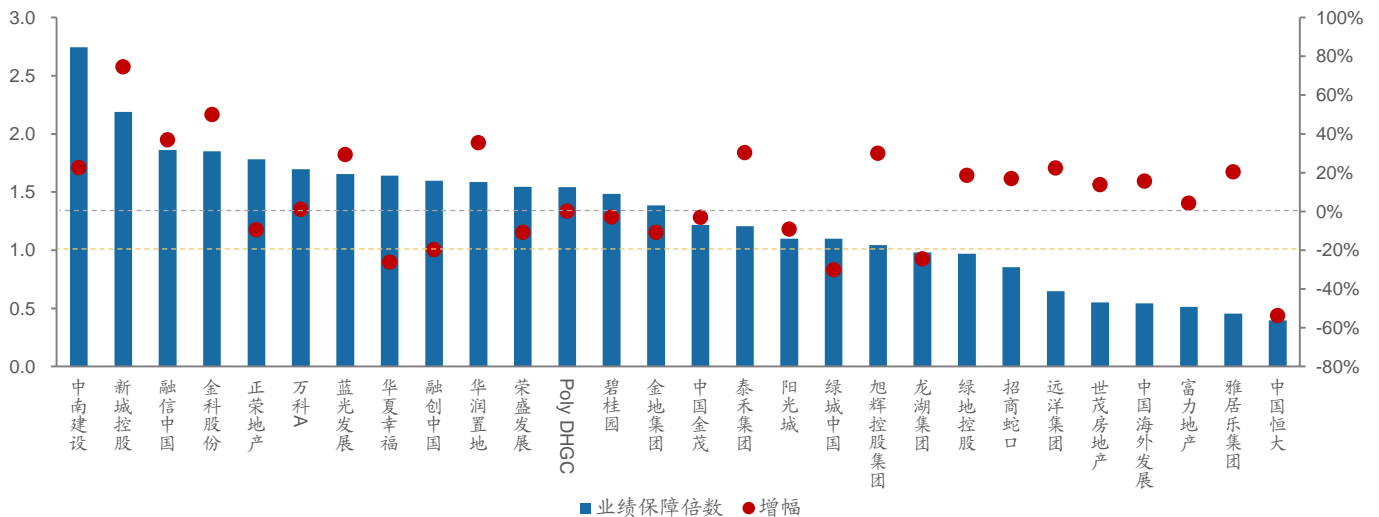
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图8：地产板块分类业绩保障倍数对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图9：主流地产股18年底业绩保障倍数及同比增幅 (%)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

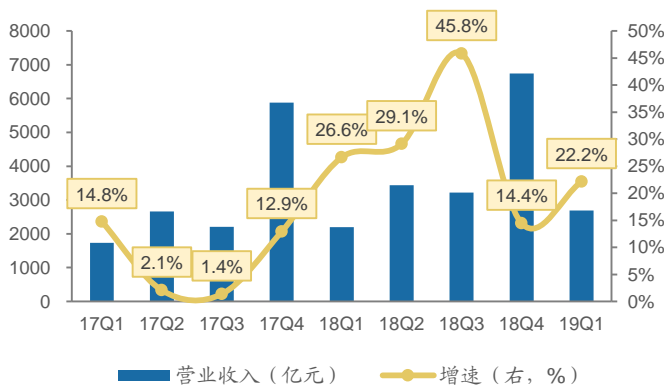
分板块来看，主流地产公司预收18年预收账款增速差异不大，都在30%左右，但龙头地产开发企业（top10）18年的业绩保障倍数相对17年有所回落（恒大降幅较大），而成长型房企（top 10-30）的业绩保障倍数则普遍有所提升，其中新城控股、金科股份、蓝光发展、旭辉控股集团、中南建设等公司的业绩保障倍数都有显著提

高，或维持在相对高位。

2019年一季度，36家A股房企营业收入合计2911.0亿元，同比上涨20.2%，归属净利润305.2亿，同比增长14.4%，依旧维持两位数的增长。一季度板块收入和业绩增速与18年4季度相比都有所提高，但均低于18年全年水平。

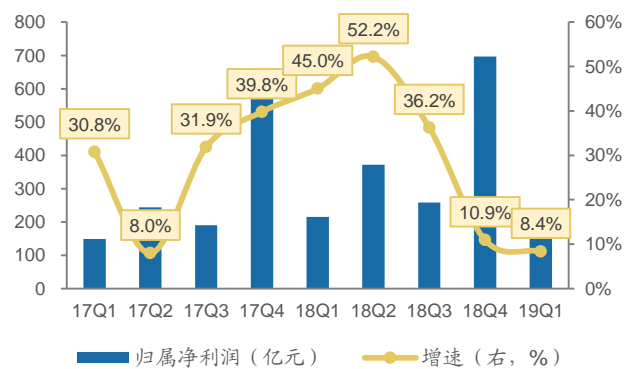
从预收账款的角度来看，2019年一季度，36家A股房企预收账款余额合计2.47万亿元，同比上涨29.5%，增速较18年4季度有所回落，主要由19年一季度市场景气度回落所致。

图10: 房企季度营业收入及增速



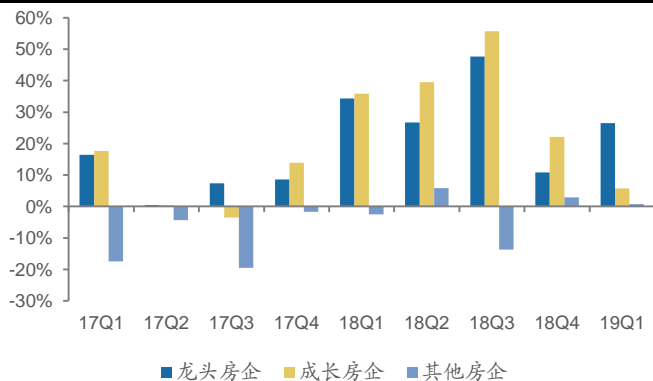
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图11: 房企季度归属净利润及增速



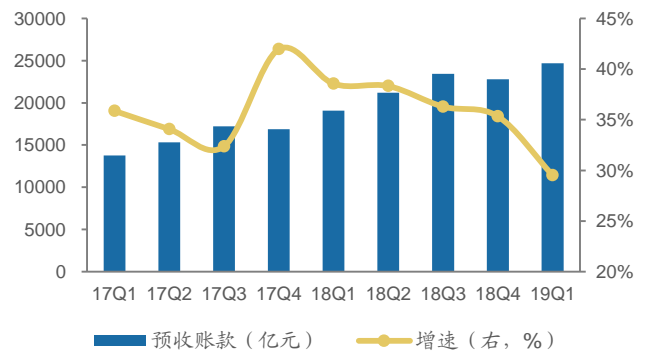
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图12: 房企季度分类收入增速表现



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图13: 房企季度预收账款规模及增速

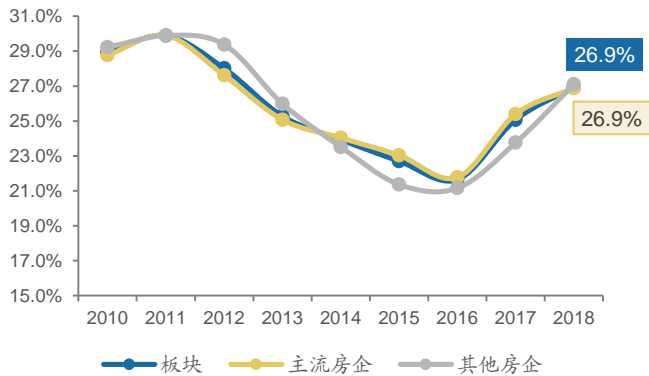


数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

毛利率水平方面，为了消除A股公司及H股公司会计准则的差异以及营改增带来的影响，我们在分析公司毛利率水平的时候选用扣税毛利率（扣除营业税金及附加、土地增值税）。2018年房地产板块上市房企实现扣税毛利率26.9%，较2017年上升1.9个百分点，主要由于目前结算项目多数为16、17年销售项目，当期销售均价相对较高，具备更高的利润空间，且15年开始行业直接债务融资渠道打开，整体融资结构的改善也降低了资金成本和资本化利息费用，有助于稳定企业利润率表现。一季

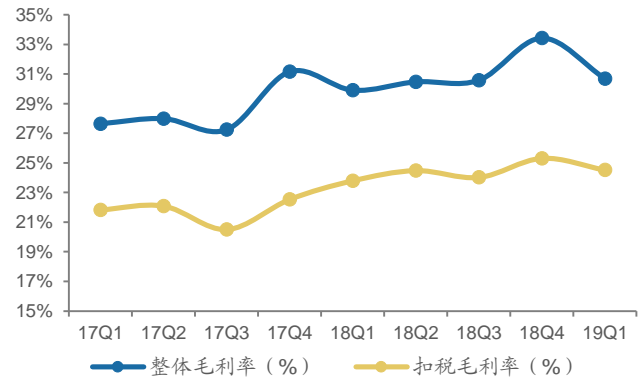
度，36家A股上市房企综合毛利率为30.7%，扣税毛利率为24.5%，相对18年4季度有所回落，但与18年全年水平基本相当，行业利润表现基本维持稳定。

图14: 房地产板块及主流房企扣税毛利率变化趋势



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

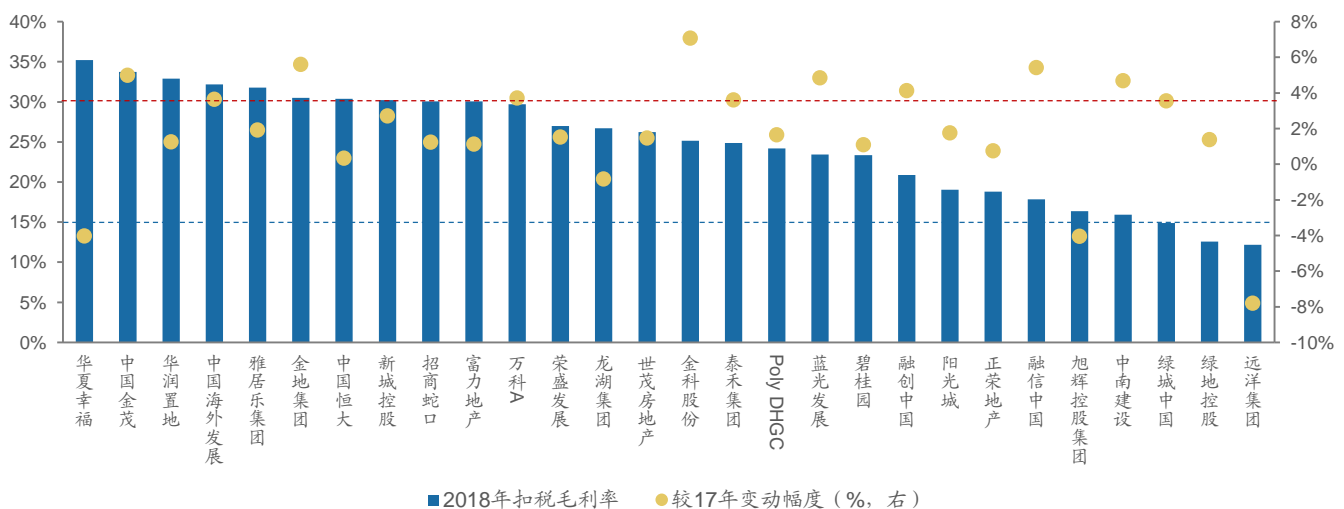
图15: 房企季度毛利率变化趋势



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

从规模区分来看，龙头企业18年平均扣税毛利率为27.7%，在17年的基础之上提高1.4个百分点，成长型企业为25.3%，同比提高1.5个百分点，在16年利润率低点之后两类主流房企的平均利润率水平都有所回复，龙头公司的底部增长幅度高于成长型企业近2个百分点。

图16: 主流房企18年扣税毛利率绝对水平及相对17年变化幅度



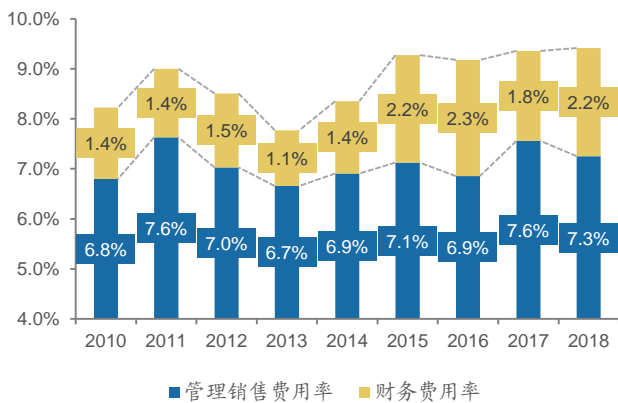
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

毛利率作为一个表征预收账款业绩转化能力的指标，也能体现公司的经营定位情况。以扣税毛利率为例，30%以上作为高毛利区间，能长期维持在这一区域的公司大多是具备一定的开发模式优势(华夏幸福、中国金茂、新城控股、招商蛇口等)，或运营融资优势的企业(万科A、中国海外发展、金地集团)。15%以下为低毛利区

间，处于这一区间的公司净利率表现都很差，销售转化业绩的过程存在较大的问题，18年有两个公司脱离这一区间，就是中南建设和融信中国。15-30%之间基本上是成长型房企的普遍盈利水平，在18年这部分企业的平均利润率增幅要高于龙头公司。

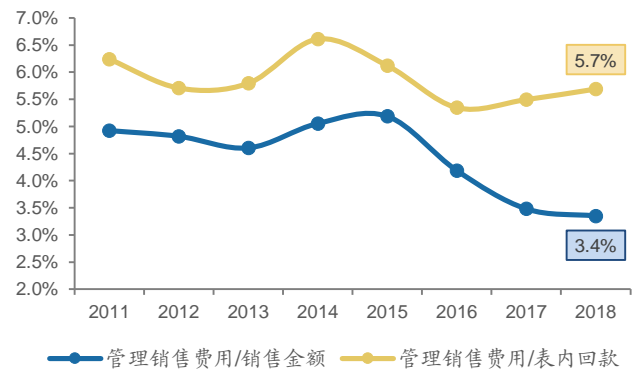
期间费用率方面（对比主营业务收入），18年板块期间费用率9.42%，与17年相比基本持平，15年以来期间费用对于最终业绩表现的影响基本稳定。分类来看，管理及销售费用率在18年有所回落，财务费用率则由于直接融资占比的提升以及当期融资成本的提升而有所提升。

图17: 地产板块期间费用率及结构变化



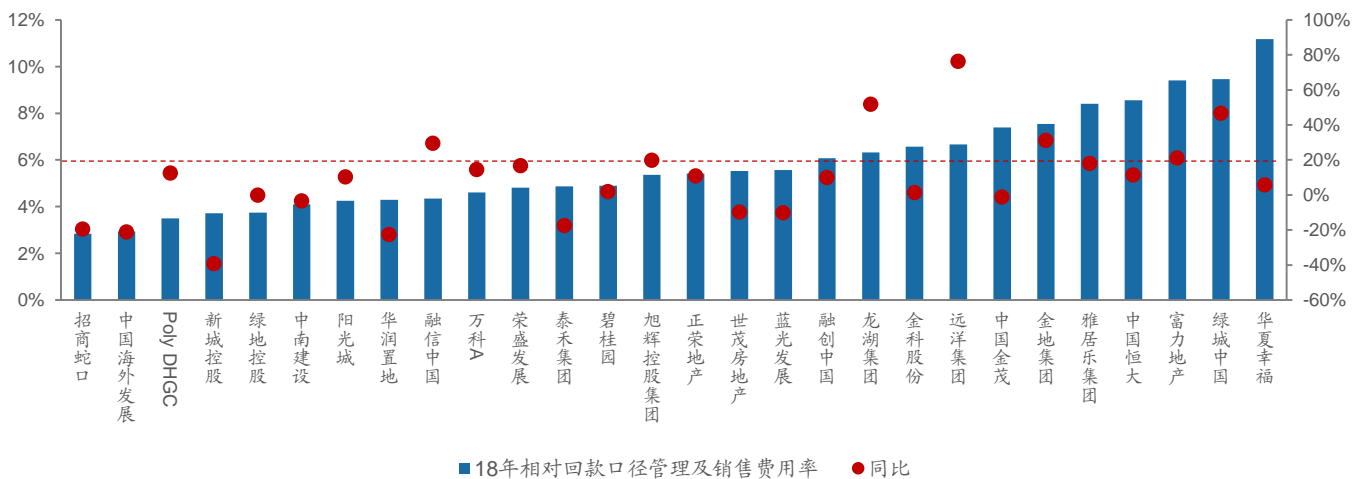
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图18: 主流房企管理及销售费用率（相对销售）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图19: 主流房地产开发企业18年管理及销售费用率（相对回款口径）及同比变化

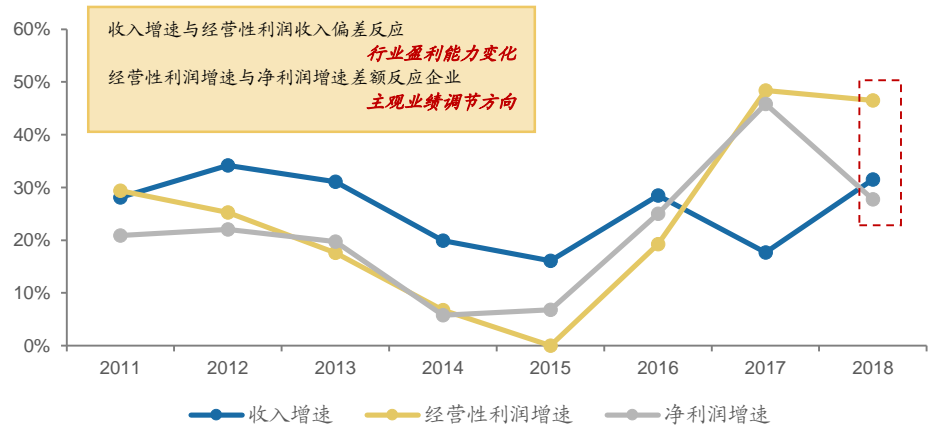


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

相对于现金流口径的管理及销售费用率在18年进一步下降，主流房企平均水平为3.4%，但由于最近两年合作项目的增长，企业公布销售更多以全口径为主，会导致管理销售费用率被低估。若调整分母为表内销售回款，调整后18年行业主流企业的管理销售费用率为5.7%，相对17年增长0.2个百分点，在市场下行过程中相对费用率上升，更反映市场实际情况。

具体公司层面，主流房地产开发企业中产品定位相对较高的公司管理及销售费用水平偏高，而央企及成长型公司的两费表现相对较好。18年管理及销售费用率下降幅度最大的公司为新城控股、华润置地、中国海外发展与招商蛇口。

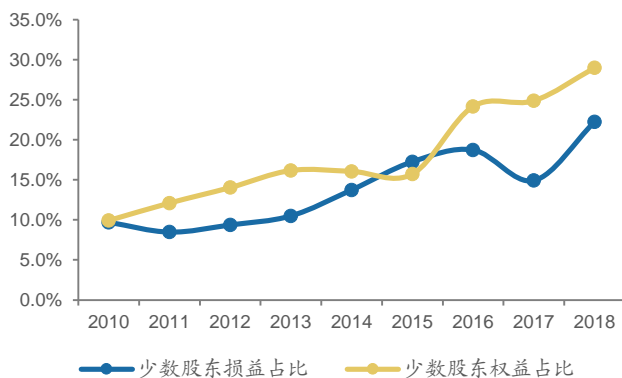
图20: 房企收入、盈利能力及业绩增长关系对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

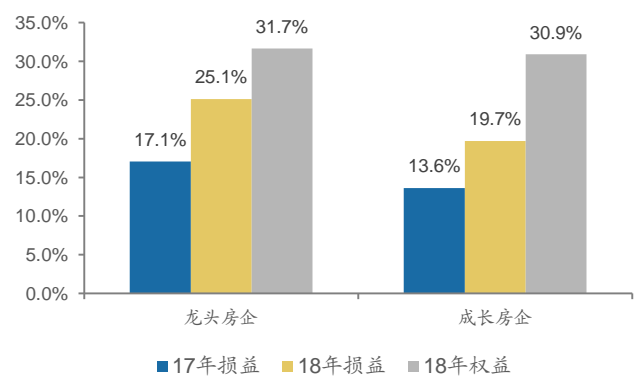
对比下来, 我们发现18年地产企业在收入水平大幅提升, 扣税毛利率增长, 常规费用率维持稳定的情况下, 净利润的增速 (+28%) 却显著低于经常性利润增幅 (+47%), 与过去几年的规律相比发生了比较明显的偏移。报告期内, A股公司的资产减值准备规模, 投资收益等非经常性指标, 以及港股的非经营性指标均为当期业绩增长带来拖累。18年行业盈利能力与结算规模均出现改善, 而房企存在一定调节行为, 当期业绩增长并未完全体现经营能力的好转, 19、20年地产行业整体业绩稳定增长的确切性有所提升。

图21: 房地产板块少数股东损益及权益占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图22: 主流开发企业少数股东损益及权益占比情况

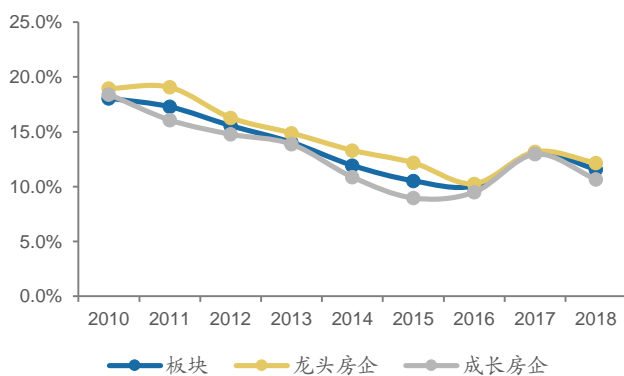


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

少数股东占比方面，18年房企平均少数股东损益占比由15%上升至22%，提高7.3个百分点，是过去几年提升幅度最大的一年，龙头房企由17%提升至25%，成长型房企由14%提升到20%，比较充分地释放了由于权益占比下降对于业绩的影响。少数股东权益方面，主流房企18年底平均水平为31.4%，相比17年底提高4个百分点，其中龙头与成长型企业基本相当。

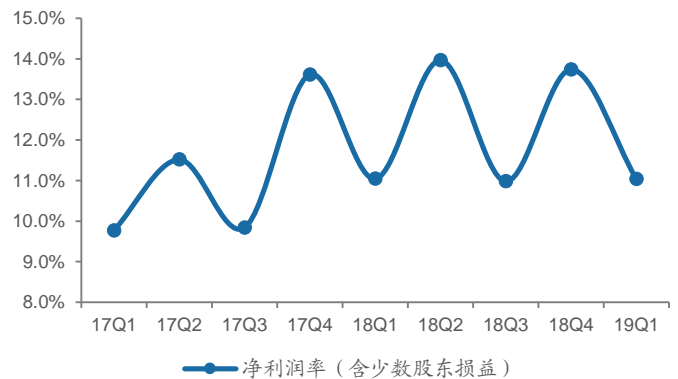
综合以上各种因素，最终地产行业18年归母净利率为11.6%，与17年相比下滑1.5个百分点，龙头开发商12.2%，下滑1个百分点，成长型房企下滑2.3个百分点。一季度板块整体净利率水平基本维持稳定。

图23: 地产板块及分类公司年度净利率变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图24: 地产板块季度净利率变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

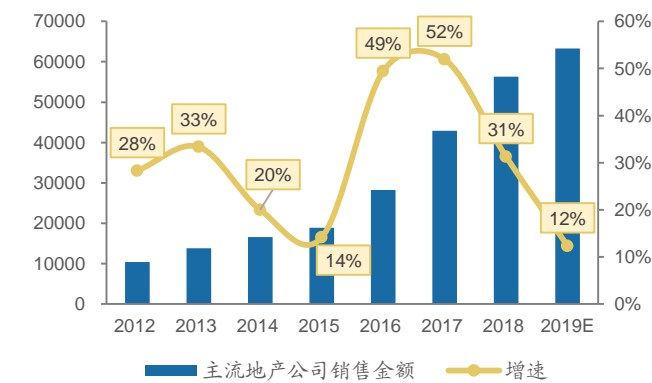
18年地产行业盈利能力及收入规模均有较大幅度的提升和改善, 结算规模增长, 毛利率提升, 期间费用率稳定。虽然最终净利率有所回落, 但主要由非经营性因素造成, 后续存在转回调节的可能性。而且, 虽然已售未结算资源规模增速下滑, 但业绩保障倍数维持稳定, 两方面均体现出主流房企对于未来业绩稳定增长较为充足的准备, 预计19-20年行业整体业绩增长依然有能力维持稳定。

经营情况: 周期回落稳定, 投资拓展收敛

销售表现: 增速回落, 效率维持

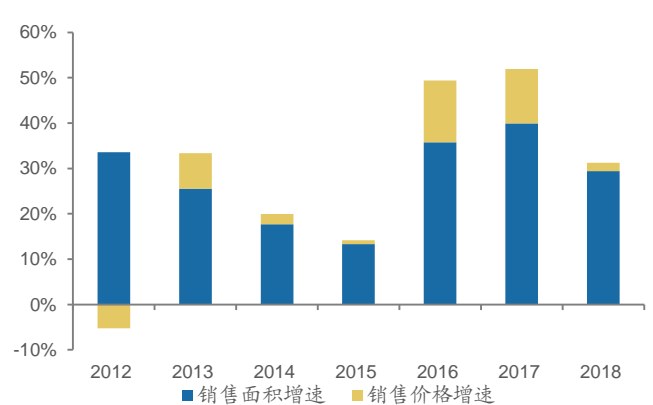
18年全年, 主流地产公司销售金额规模增速31%, 高于行业平均增速水平19个百分点, 龙头地产企业依旧维持较高的增长水平, 但相较17年及16年增速水平有所回落。大部分主流房企的销售目标完成率都在100%以上, 成功克服了去杠杆、供给受限以及棚改力度下降等年初预料之外的行业负面因素。从增长驱动因素的角度来看, 18年销售规模的增长主要由面积贡献, 规模增长效率低于16、17等具备价格增长因素的年份, 房企过去几年的土地拓展与布局扩张, 为销售体量的增加提供了基础。

图25: 主流房企 (A+H) 销售规模 (亿元) 及增速



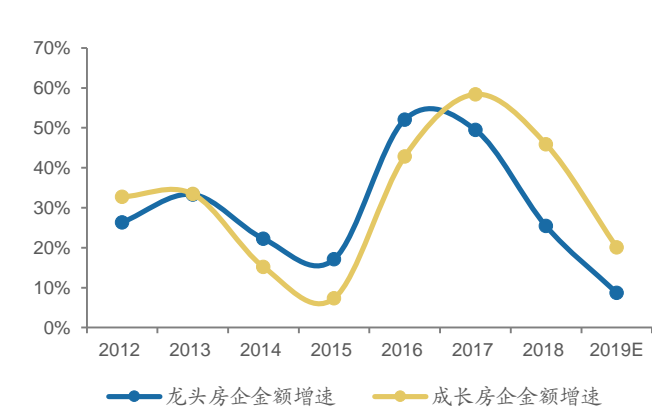
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图26: 主流地产公司 (A+H) 规模增长因素分析



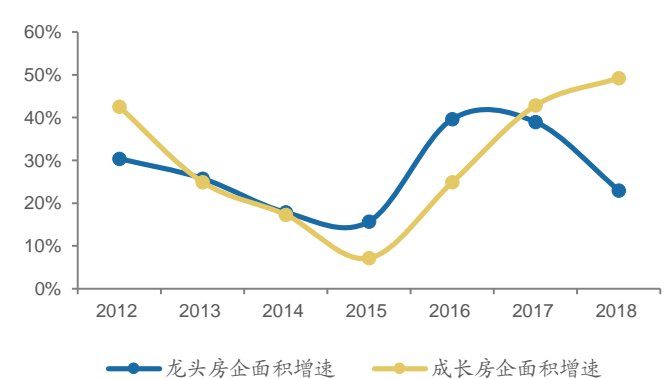
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图27: 主流房企分类销售规模增速对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图28: 主流房企分类销售面积增速对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

将主流开发企业分为龙头房企 (top10) 及主流成长房企 (top10-30), 18年主流成长房企的销售规模平均增速是46%, 高于龙头房企增速约21个百分点, 虽然两类企业的增速表现较17年均有所回落, 但成长型企业的规模增长能力依然可观。而分拆面积及价格因素后我们发现, 成长型企业销售面积增速为49%, 甚至高于17年的面积增长, 其主要的规模增长都由销售体量提升所贡献, 而价格则由于布局范围的拓展及城市能级的下沉而有所下降。龙头公司的增长结构特征则体现为面积增速回落, 价格小幅提升, 表明龙头企业销售布局相对稳定, 销售弹性主要取决于市场弹性。

表3: 主流地产公司分类增长因素

年份	龙头房企			主流成长房企		
	金额增速	面积增速	价格增速	金额增速	面积增速	价格增速
2012	26%	30%	-4%	33%	43%	-10%
2013	33%	26%	8%	33%	25%	8%
2014	22%	18%	4%	15%	17%	-2%
2015	17%	16%	1%	7%	7%	0%

2016	52%	40%	12%	43%	25%	18%
2017	49%	39%	11%	58%	43%	16%
2018	25%	23%	2%	46%	49%	-3%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

展望2019年，考虑到市场以及政策的不确定性，主流开发企业普遍下调了规模增速预期，加权平均来看规模增速为12%，其中成长型地产公司的预期规模增速中枢为20%，龙头房企的销售规模平均增幅为9%。17年之后成长型地产公司依靠房地产本轮市场发展机遇，加快横向布局速度，取得了更好的规模增长效率，19年行业整体处于回落阶段，势必对所有企业都有所影响，规模增长更加考验公司的综合能力。企业边际扩张的空间和意愿，产品性价比的相对优势则会成为企业规模增长结果的决定因素。

表4：主流地产房企销售规模增长及19年目标情况

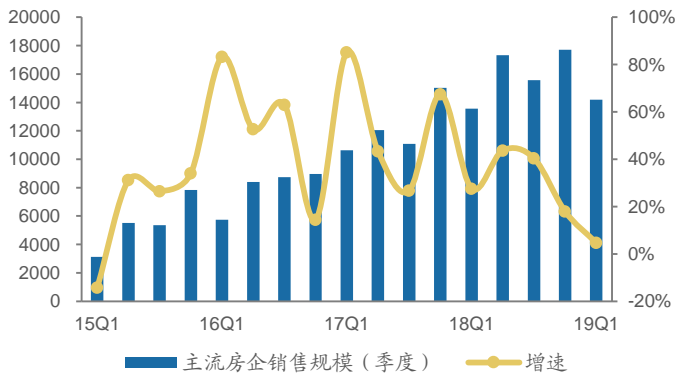
公司	18 销售金额 (亿元)	18 目标完成度 (%)	18 金额增速 (%)	18 面积增速 (%)	18 价格增速 (%)	近 5 年销售复合增速 (%)	19 年目标 (亿元)	19 年增速 (%)
碧桂园	7604	95%	38.1%	31.3%	6.8%	48.3%	7857	3.3%
万科地产	6070	98%	14.5%	12.3%	2.2%	28.8%	6400	5.4%
中国恒大	5513	100%	10.1%	4.2%	5.8%	40.6%	6000	8.8%
融创中国	4608	102%	27.3%	37.4%	-10.1%	53.1%	5500	19.3%
绿地控股	3875	97%	26.4%	50.3%	-23.9%	19.2%	4500	16.1%
中海地产	2549	107%	31.9%	10.2%	21.7%	18.7%	2962	16.2%
龙湖集团	2006	100%	28.5%	21.6%	7.0%	33.1%	2200	9.6%
华夏幸福	1635	82%	7.4%	57.9%	-50.5%	34.3%	1800	10.1%
华润置地	2107	115%	38.5%	26.2%	12.3%	26.0%	2420	14.9%
绿城中国	1564	92%	6.9%	-1.8%	8.7%	19.2%	1800	15.1%
金地集团	1623	81%	15.3%	14.5%	0.8%	29.2%	2000	23.2%
新城控股	2211	111%	74.8%	95.6%	-20.8%	60.7%	2700	22.1%
招商蛇口	1706	114%	51.3%	45.1%	6.1%	31.6%	2000	17.2%
旭辉集团	1520	109%	46.2%	52.1%	-5.9%	58.2%	1900	25.0%
世茂房地产	1761	126%	74.8%	76.3%	-1.5%	21.3%	2000	13.5%
泰禾集团	1303	65%	29.4%	20.7%	8.7%	43.8%	1500	15.1%
中南建设	1466	105%	52.2%	55.6%	-3.4%	56.4%	2000	36.4%
阳光城	1629	102%	77.9%	92.1%	-14.1%	45.7%	1800	10.5%
正荣集团	1080		54.0%	69.8%	-15.8%	--	1300	20.4%
富力地产	1311	101%	60.1%	61.0%	-0.9%	25.4%	1600	22.1%
雅居乐	1027	93%	14.4%	8.4%	6.0%	20.5%	1130	10.0%
荣盛发展	1016	115%	49.6%	54.7%	-5.1%	30.3%	1200	18.2%
远洋集团	1095	110%	55.2%	39.3%	15.9%	25.0%	1400	27.8%
融信集团	1219	102%	142.8%	135.6%	7.2%	111.9%	1400	14.9%
中国金茂	1280	128%	120.7%	109.2%	11.5%	54.4%	1500	17.2%

蓝光发展	855	86%	47.0%	31.6%	15.4%	41.6%	1200	40.4%
主流地产合计		101%	45%	46%	0%	39%		17.3%

*融信中国为4年销售规模复合增速，阳光城、泰禾集团由于早期年报不公布销售金额，采用经营性现金流入替代集团复合增速

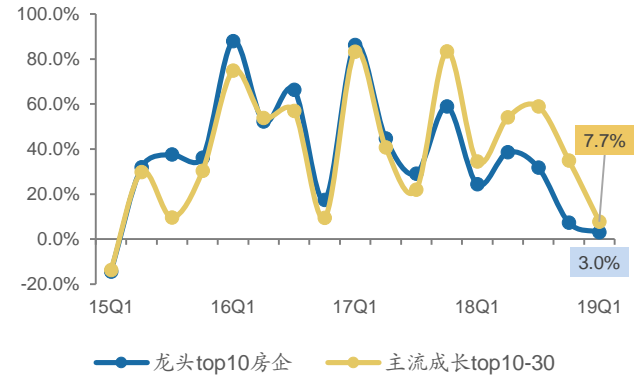
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图29: 主流的地产企业季度销售规模(亿元)及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

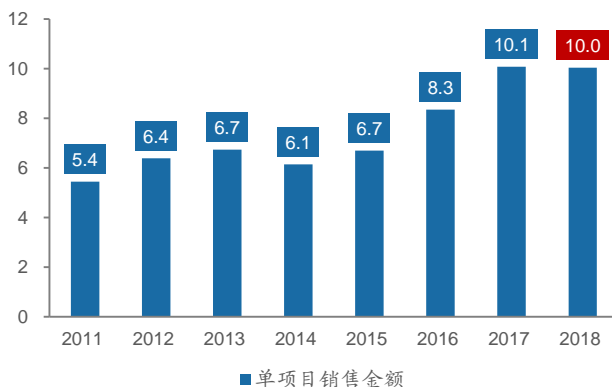
图30: 主流房企分类季度规模增速比较



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

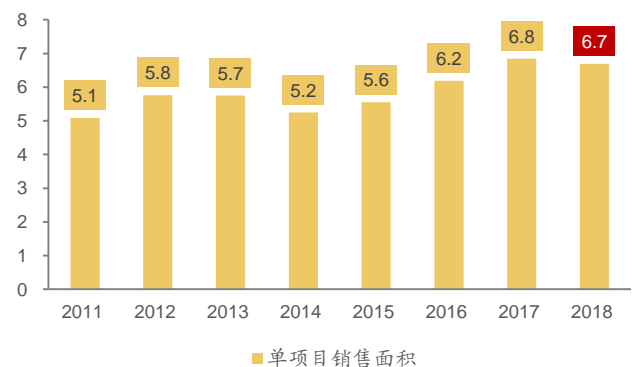
19年1季度，top30主流地产开发企业销售规模增速5%，单季度增速大幅回落，与18年全年相比增速回落27个百分点，与18年Q4相比增速下滑13个百分点，其中销售面积同比增长1个百分点，价格增长4个百分点。分类型来看，龙头房企增速为3%，而成长型企业规模增速为8%，实际完成增幅均低于全年预期水平。从3月开始到4月，主流房企销售伴随核心一二线城市市场的回暖规模增速有所回升，最终销售完成状况还要看这轮企业推货规模增加后，市场热度维持的时间以及相应货值的去化表现。

图31: 主流地产公司单项目销售金额情况(亿元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图32: 主流地产公司单项目销售面积情况(万方)

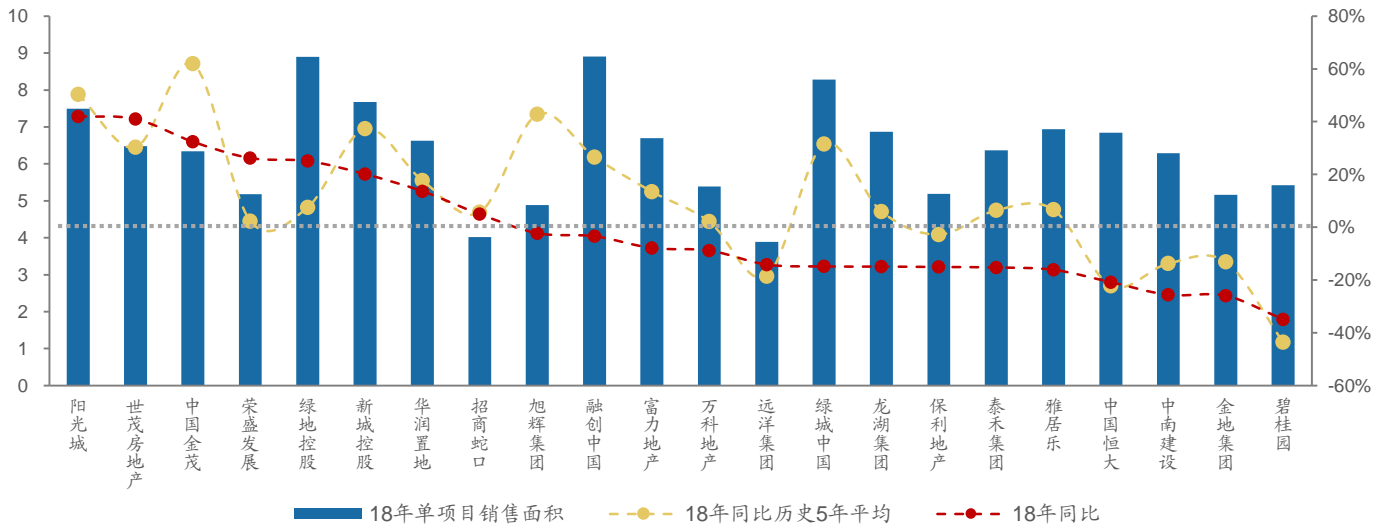


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

销售效率方面，在18年的行业深度报告《寻找巨人之路》中我们提出了一个衡量公司效率的方法，即通过比较销售单元的贡献效率，来比较不同公司之前的销售效率高低，销售单元包含城市和项目两个维度。延续这种方法来分析18年行业销售

效率的变化，我们跟踪的主流开发企业18年单项目销售金额为10亿，与17年相比基本持平，单项目销售面积6.7万方，与17年相比同比下降2.2%，在众多外部因素影响的情况下，企业的销售效率依然维持在历史高位，体现出行业头部公司整体销售效率的抬升。

图33: 主流房地产开发企业单项目销售面积(万方)水平及过去五年、过去一年变化同比



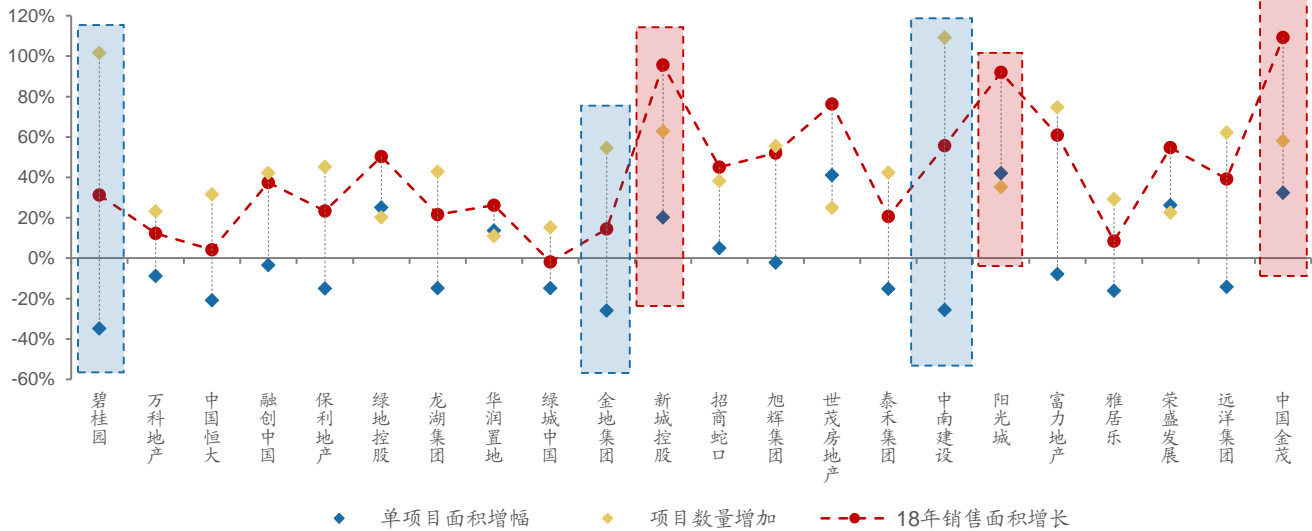
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

分企业来看，单项目销售面积越大说明公司单一项目销售运转效率越高，而由于企业产品类型、单盘体量、销售策略等差异，单项目销售面积的规模存在一定的差异，直接比较数字的意义不大，主要关注的是变化趋势。18年相比17年，单一项目销售面积增幅靠前的主流地产企业为阳光城、世茂房地产和中国金茂，表明在18年这些房企项目层面的运转效率有明显的改善，如果拉长时间维度，观察五年的时间则单项目销售面积增幅最大的是中国金茂、阳光城和旭辉控股集团。

若综合考量项目数量增加与单项目贡献效率两个维度，从18年企业销售面积的增长结构我们可以发现基本上有两个途径，其一，如中国金茂、阳光城、世茂房地产等公司，以单一项目销售面积贡献为主，而项目数量的增加为辅，实现最终体量的提升；其二，则是以碧桂园、中南建设、融创中国等公司为代表的，规模增长的构成中，项目数量的增幅较大起到主要作用，单项目贡献效率持平或有所回落，这也和企业布局及土地资源拓展思路相关。

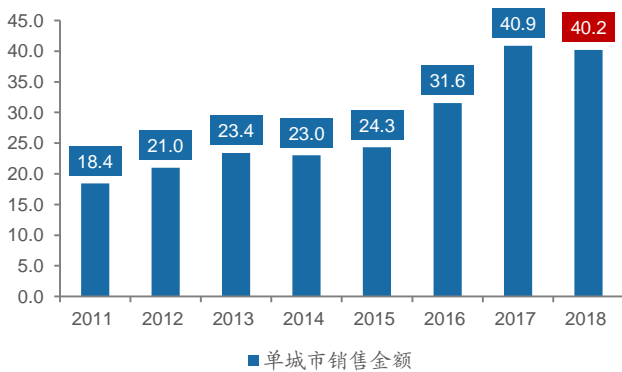
城市层面，主流房地产开发企业的单城市销售规模与面积在18年分别为40.2亿元与26.9万方，同比分别为-1.7%和-2.7%，整体维持稳定。地产公司开发路径的选择与布局城市和区位选择息息相关，同时也对应着不同的产品类型，因此以城市为单位观察不同企业的销售金额贡献能力，对于评价公司的销售周转能力有重要的意义。在维持开发路径不变的情况下，规模的绝对水平以及增速变化可以表征企业销售效率的边际变化。

图34: 主流地产公司销售面积增速及贡献结构分析



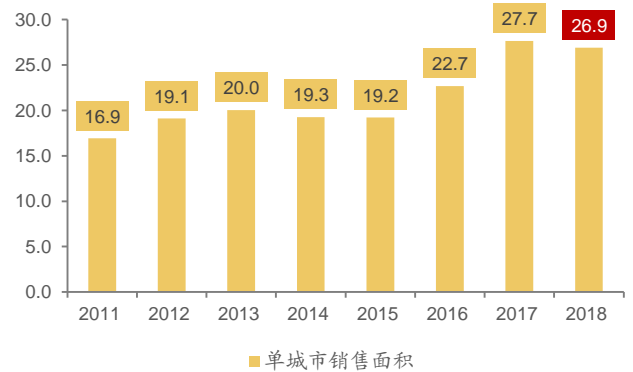
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图35: 主流房企单城市销售金额 (亿元)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图36: 主流房企单城市销售面积 (万方)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

直接根据销售价格的不同，我们将主流开发企业分成三类：

高价房企18年平均单城市销售规模41.2亿，其中绝对规模和18年增速水平最高的都是中国金茂（47.4亿，+55%），体现出在核心城市高端产品这一市场中，中国金茂的效率表现和成长能力都十分突出；

中价房企平均单城市销售金额为55.7亿元，其中绝对规模最高的依然为万科，融创由于在17年进入了大量的城市圈三线城市，导致表现单城市贡献效率回落，但公司主要规模贡献依然是原有核心市场。增速表现最好的是世茂房地产，单城市销售规模增速34%，但因基数比较低，和同类企业之间还存在差距；

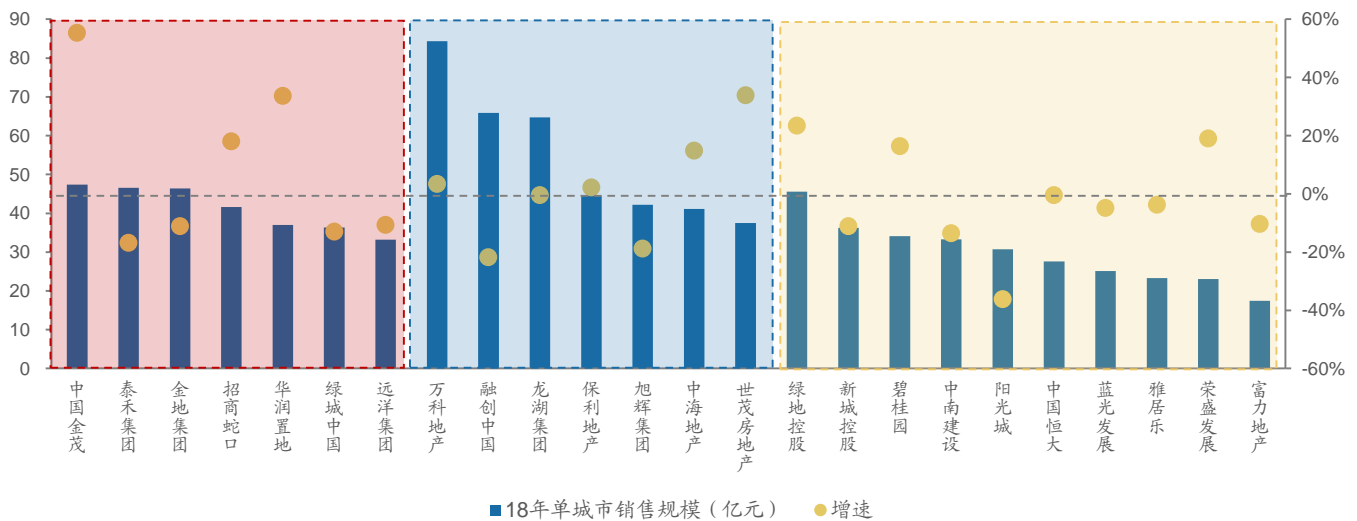
低价房企也就是主要布局在三四线城市的公司，18年的平均单城市销售金额为29.7亿，其中单城市规模最大和增速最快的都是绿地控股，但如果结合城市拓展的节奏，新城控股、中南建设、阳光城、富力地产等进入城市数量较多的公司中，新城控股和中南建设明显单城市规模牺牲较小。

表5: 房地产开发模式特点分类

类型	价格范围	单城市销售金额 (亿元)	布局城市及产品类型	包含房企
高价房企	高于 17000	41.2	一二线城市, 核心改善及高端产品	中国金茂、泰禾集团、金地集团、招商蛇口、华润置地、绿城中国、远洋集团
中价房企	13000 到 17000 之间	55.7	一二线城市, 全产品线覆盖	万科 A、融创中国、保利地产、龙湖集团、旭辉控股集团、中国海外发展、世茂房地产
低价房企	13000 元以下	31.1	三四线城市及一二线低价项目	绿地控股、新城控股、碧桂园、中南建设、阳光城、中国恒大、蓝光发展、雅居乐集团、荣盛发展、富力地产

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图37: 18年主流地产公司单城市销售规模及增速表现



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

综合城市和项目两个维度来衡量, 主流企业销售效率在18年基本维持稳定, 处于历史高位水平。如中国金茂、华润置地、世茂房地产、阳光城等销售效率提升的企业, 未来的布局拓展对于规模的贡献会更加明显。而如碧桂园、融创中国、中南建设等公司城市层面或项目层面销售效率有所回落, 存在短期布局扩张速度较快的原因。若短期布局范围并未出现快速扩张, 效率有所牺牲的企业, 则需要关注后续销售表现。

新开工、竣工以及土地储备

18年是房地产行业新开工的大年, 全国商品房新开工面积增速17%, 根据年报公布数据主流开发企业18年的新开工面积增速为31%, 与17年相比有所回落但仍维持在高位。样本企业公布的19年新开工计划, 同比18年回落10%, 在17、18年连

续两年的高体量开工的情况下，货值储备相对充裕，面对19年的市场变化，开发商普遍调低了计划水平。

17、18年主流地产开发企业的新开工表现十分积极，全年目标完成度处于历史高位。而企业新开工面积规模也远超销售面积水平，房企自身的库存水平以及供货能力也在不断提升。根据样本房企年报开工销售数据，18年当年新开工面积相对销售面积的平均比例为143%，其中，新城控股、富力地产与金地集团是货值增长速度最快的三家企业。

图38: 样本房企新开工面积增速及与行业对比

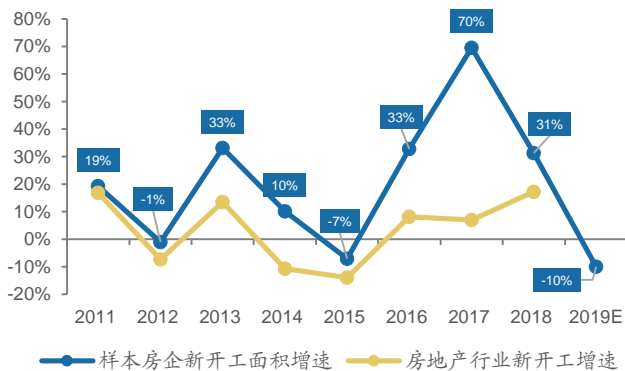
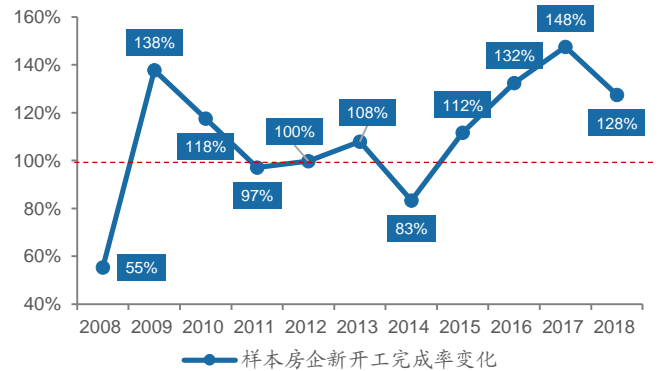


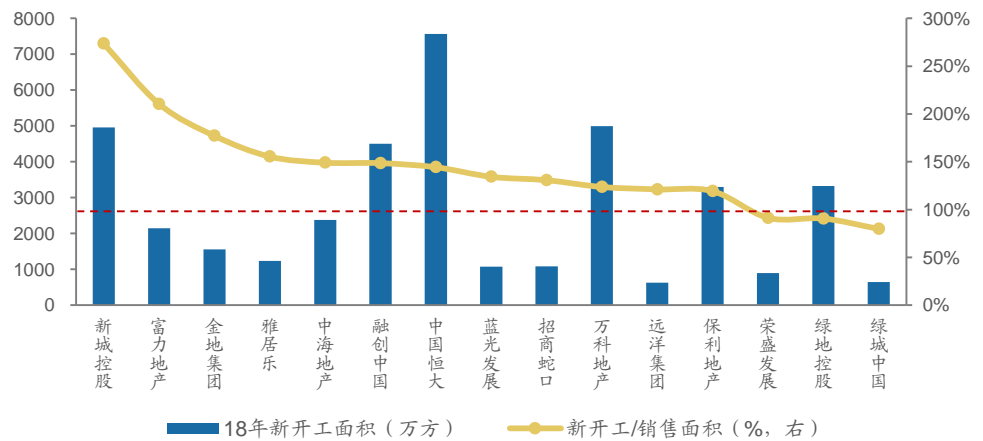
图39: 样本房企新开工完成率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图40: 样本房企新开工规模 (万方) 及其相对销售规模比例



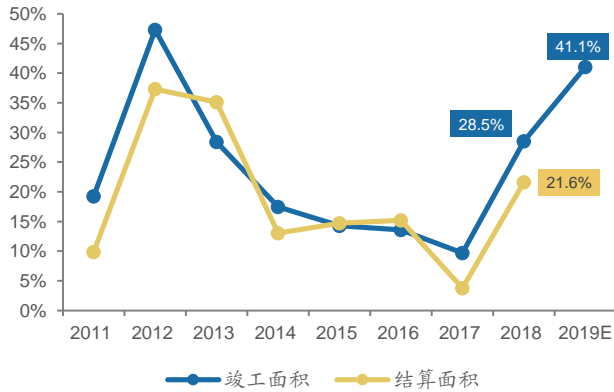
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

竣工方面，18年样本开发企业实现竣工面积增长28.5%，较17年项目增速提升19个百分点，过去几年行业竣工面积增速中枢在15%左右，18年随着前期销售高峰对应的竣工期限的到来，房企的竣工需求和实际完成的竣工规模也在不断提升。根据19年年报披露，样本房企的计划竣工面积相对18年完成规模增幅高达41.1%，接近12年高位水平，而成长型房企的19年竣工面积弹性更大，相对于房企的结算及业绩释放也能带来较强的保障。

土地储备方面，18年我们统计的样本房企货值规模增长15%，相比16、17年

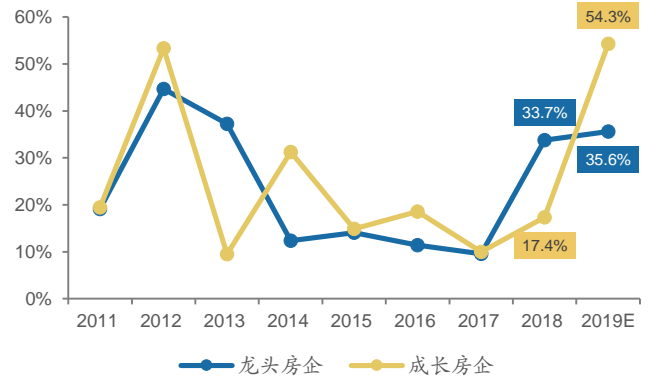
龙头企业的储备货值增速水平有所回落，土地投资力度的回落导致整体货值增速表现下滑，但仍然维持增长。分类型来看，成长型企业增速高于龙头房企，从过去几年的表现来看，龙头房企补货的高峰在16年，而成长型企业则在17年，龙头企业的货值储备更加充足。

图41: 样本房企竣工及结算面积增速



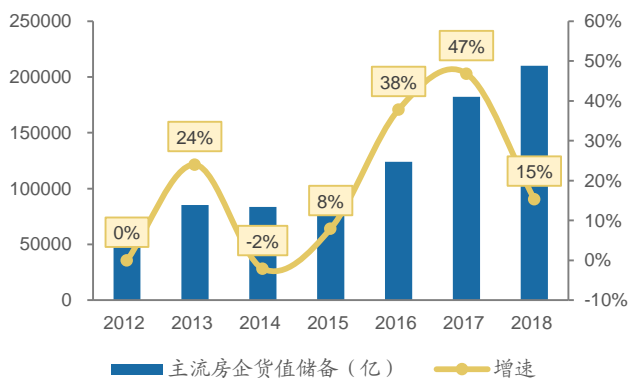
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图42: 样本房企分类竣工增速



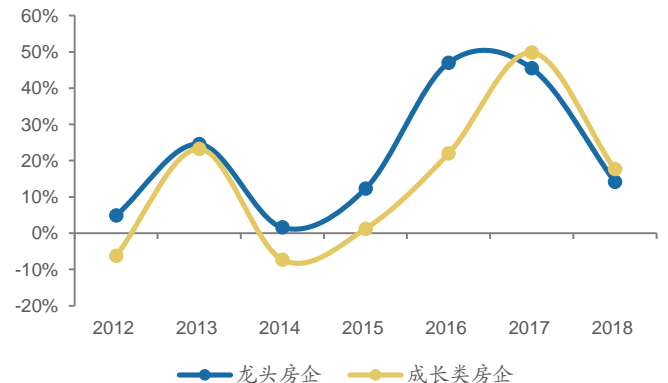
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图43: 主流房企货值储备规模及增速



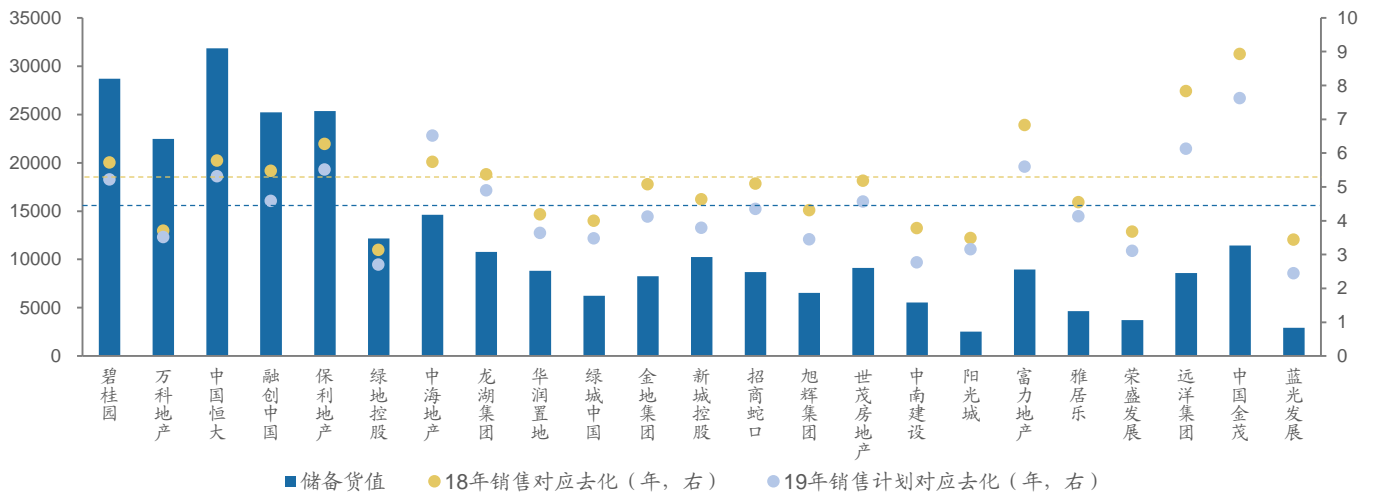
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图44: 主流房企分类储备规模增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图45: 主流开发房企土地储备规模(亿元)及对应销售去化年份(年)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

主要开发地产公司的货值储备方面, 截止到18年底, 主流地产企业储备货值相对18年销售金额的去化周期为5.1年, 而相对19年销售计划平均去化周期为4.4年, 大部分地产公司的货值都处于相对安全的位置。相比较而言, 前五名的龙头房企储备规模整体相对较高, 而处于高速增长阶段的开发企业货值储备规模相对偏低。

土地投资规模及布局: 投资收敛, 扩展降速

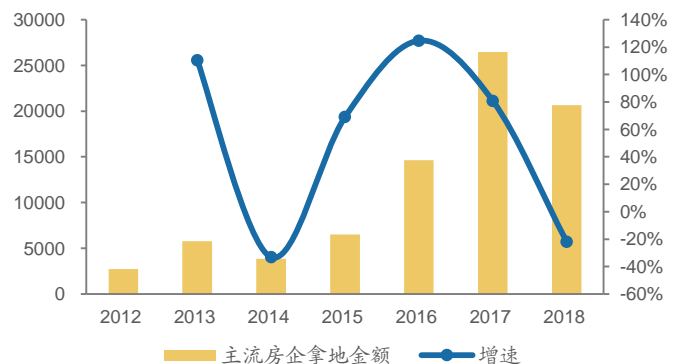
拿地方面, 主流房地产开发企业18年新增拿地面积与17年相比下降15.3%, 自15年以来连续三年拿地面积大幅增长之后, 18年虽然从绝对规模的角度来看仍然处于高位(高于16年), 但增速水平有所下降。土地投资金额方面, 主流地产公司18年新增投资金额下降22%, 趋势与面积数据相同, 降幅更大。拿地力度方面, 18年主流房企拿地面积/拿地金额比例为144%, 与17年相比下降80个百分点, 拿地金额/销售金额比例为42%, 与17年相比下降30个百分点, 绝对规模下降之外, 主流开发企业的投资力度也有所回落。

图46: 主流房企拿地面积(万方)及增速



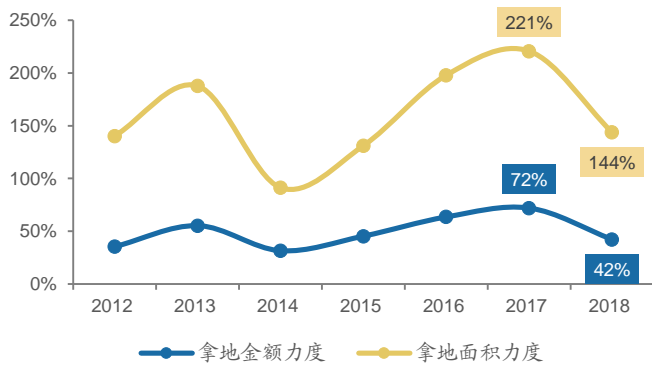
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图47: 主流房企拿地金额(亿元)及增速



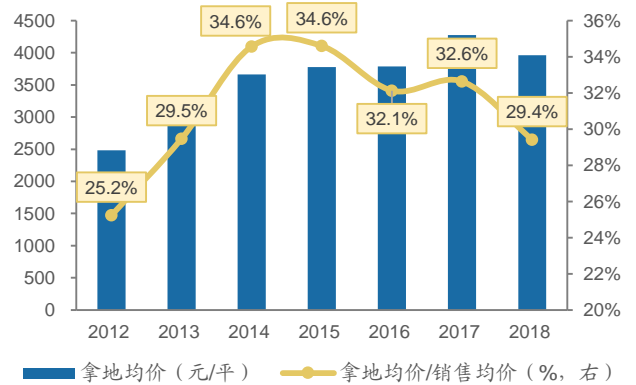
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图48: 主流开发企业的拿地力度变化 (面积、金额口径)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图49: 主流开发企业拿地均价及占销售价格比例

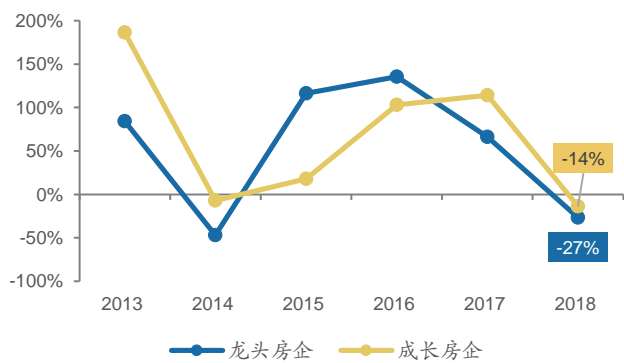


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

18年市场整体热度有所回落, 信贷条件相对紧张, 开发企业投资和判断都相对17年都更加谨慎, 而且储备相对充足, 从18年开始特别是下半年, 土地投资的整体力度有明显下降。尽管土地市场竞争热度的回落, 土地质量却有所提升, 主流房企平均拿地成本占销售均价的比例由17年的32.6%降至29.4%, 当然这里有新增土地结构与销售结构差异的因素在, 但整体储备资源的利润贡献确定性确实有所提升。

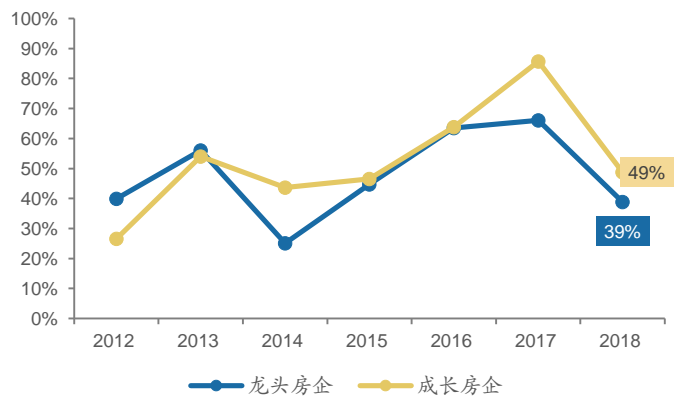
分类型来看, 成长型房企的土地投资力度要高于龙头房企, 18年龙头与成长型企业土地投资金额分别下滑27%和14%, 若从拿地金额/销售金额的角度来考量, 龙头与成长型公司的比例分别为49%和39%, 投资力度较17年有所下滑, 成长型企业的拿地意愿更强。

图50: 主流房企拿地金额增速分类情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图51: 主流房企拿地金额/销售金额分类情况

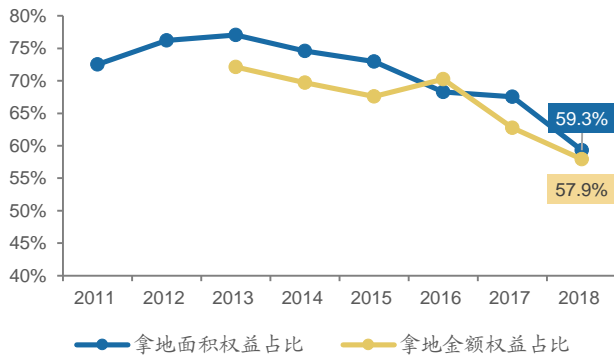


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

拿地权益占比方面, 18年主流房地产开发企业拿地面积权益占比为59.3%, 与17年相比下降8.2个百分点, 拿地金额权益占比为57.9%, 与17年相比下滑4.8个百分点。13年以来主流开发企业的整体拿地权益占比不断下降, 通过加大合作比例来应对来自土地市场和开发过程中的风险, 这一趋势在18年依然延续。分类型来看, 龙头和成长型企业的权益占比都有所下降, 而成长型公司的拿地权益占比要更低, 18年拿地面积权益占比已经下降至53.4%, 规模成长的策略中也伴随着通过稀释权

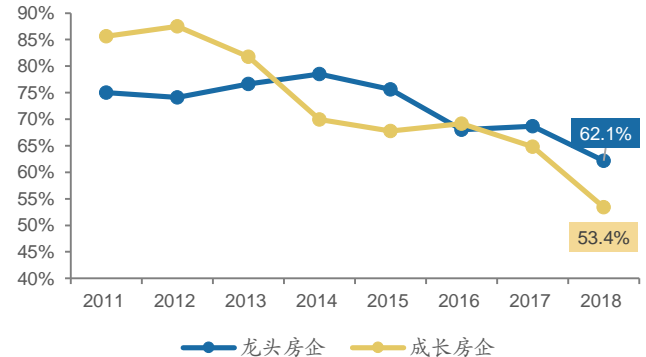
益比例来扩大资源控制范围。

图52: 主流房企拿地金额与面积权益占比变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

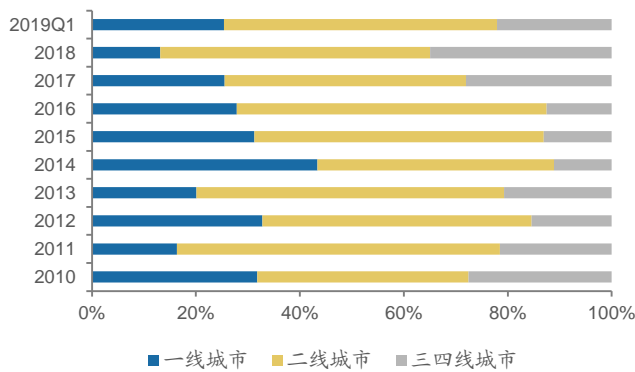
图53: 主流房企拿地面积权益占比分类变化



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

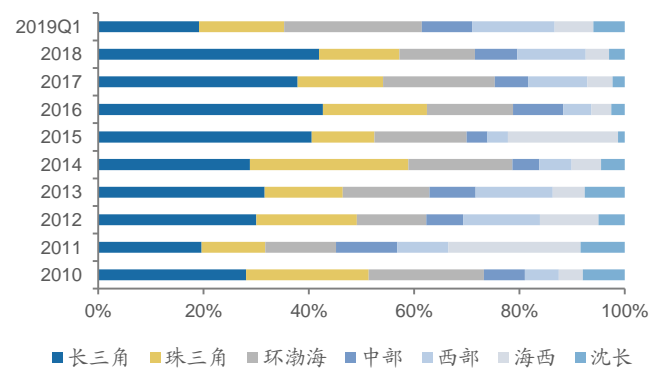
主流房企的拿地分布上面, 从城市级别的角度来看, 二线城市依旧是企业竞争的主战场, 投资金额占比维持在50%以上, 与17年相比有所提升, 而三四线城市的投资占比进一步提升, 达到35%, 一线城市由于土地资源出让愈发稀缺, 在整体投资中的份额有所下降, 19年一季度, 随着核心城市土地市场的降温, 主流房企投资力度有所加强。

图54: 样本房企土地投资金额分线分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图55: 样本房企土地投资金额分区分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从区域选择方面, 三大都市圈合计投资金额占比为71%, 与17年相比下滑4个百分点, 其中长三角依然是兵家必争之地, 而环渤海区域的投资力度有所下降。新崛起的区域中, 占比有明显提升的是中西部区域, 投资占比由14、15年的不足10%上升至20%以上, 以成都、武汉为代表的二线核心城市及周边都市圈, 成为最近几年房企扩大经营范围的区域首选。

表6: 主流地产公司18年土地投资力度及节奏对比

	拿地规模		拿地力度		拿地节奏	
	金额 (亿元)	面积 (万方)	金额口径	面积口径	18H1	18H2
华润置地	1514	2313	72%	193%	46%	54%
中国金茂	896	1531	70%	306%	24%	76%
远洋集团	723	1018	66%	197%	12%	88%
金地集团	1000	1072	62%	122%	42%	58%
龙湖集团	1160	2189	58%	177%	45%	55%
中海地产	1443	1764	57%	111%	51%	49%
招商蛇口	958	1357	56%	164%	59%	41%
旭辉集团	769	1240	51%	130%	60%	40%
新城控股	1112	4773	50%	263%	28%	72%
正荣集团	538	1110	50%	172%	51%	49%
中南置地	693	1595	47%	139%	77%	23%
万科地产	2858	4681	47%	116%	39%	61%
世茂房地产	823	1615	47%	151%	41%	59%
雅居乐	426	1111	41%	139%	67%	33%
碧桂园	3150	12943	41%	163%	56%	44%
蓝光发展	307	1126	36%	140%	33%	67%
阳光城	497	1333	35%	108%	40%	60%
绿城中国	517	719	33%	89%	51%	49%
富力地产	391	1514	30%	149%	40%	60%
绿地控股	924	4852	24%	132%	50%	50%
融创中国	1007	4820	22%	159%	37%	63%
荣盛发展	174	761	17%	77%	83%	17%
中国恒大	804	4993	15%	95%	95%	5%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

具体从各个企业的角度来评价, 18年拿地占投资金额比例最高的公司是华润置地、中国金茂、远洋集团等, 从类型上来看央企类地产开发企业整体在18年的拿地力度有所提升, 相对较强的融资能力也为这类公司的投资提供了一定的保障。除了拿地力度外, 18年下半年的土地市场的热度下降速度较快, 而对应土地质量较高, 在18年下半年补充土地资源占比较高的企业, 在本轮市场中获得的资源节奏更加准确, 从我们统计的数据来看, 远洋集团、中国金茂、新城控股等公司在下半年拿地力度较高, 对于后续开发和销售的利润保证能力提升。

现金流量表情况: 经营投资性收敛, 融资需求下降

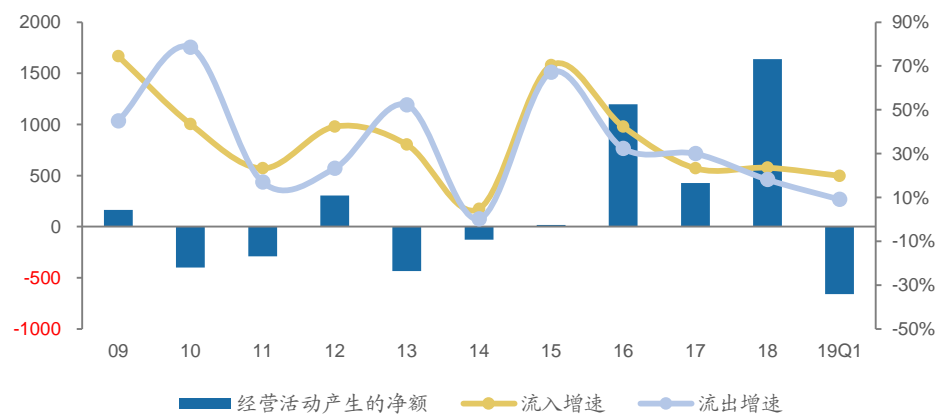
18年A股样本主流房地产开发企业经营性现金流净额1640亿, 连续三年为正, 与17年相比增长接近2倍, 且流入现金流增速(+24%)高于流出现金流增速(+18%), 表明行业中主要企业的经营性回款要大于支出, 在销售维持稳定的情况下, 并没有明显增加经营性开支的计划。19年一季度, 虽然经营性现金流净额为

负（一季度房企由于结算上一年的建安成本及土地开支，大概率为净流出状态），但从流入流出现金流相对增速关系，也看得出企业经营以收敛回款策略为主。

16年开始由于合作开发及并购项目的比例提升，通过投资性现金流出获取项目的比例和额度也在增长，若将经营性和投资性现金流金额合并处理。18年合计净额为-700亿，与17年相比净流出规模大幅下降，基本回到了13、14年的水平，表明行业整体投资力度回落。而随着整体投资力度的下降，房企筹资需求也有所下降，18年板块筹资现金流净额2012亿元，同比下降52%，也是15年以来首次筹资现金流净额增速转负，19年Q1筹资现金流净额895亿元，增速同比下滑24.4%。

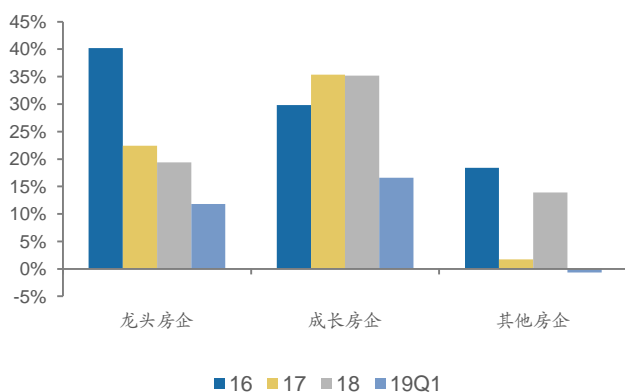
18年整体地产行业主流企业的经营状况是有所回落但相对稳定，销售增速回落，开工增速回落，土地投资金额维持高位但同比下降，土地投资力度回落，表明在经历的15-18年整整4年的繁荣后，市场的热度以及房企的态度在变得更加谨慎。

图56: 地产公司经营性活动产生现金流净额（亿元）及流入流出规模增速



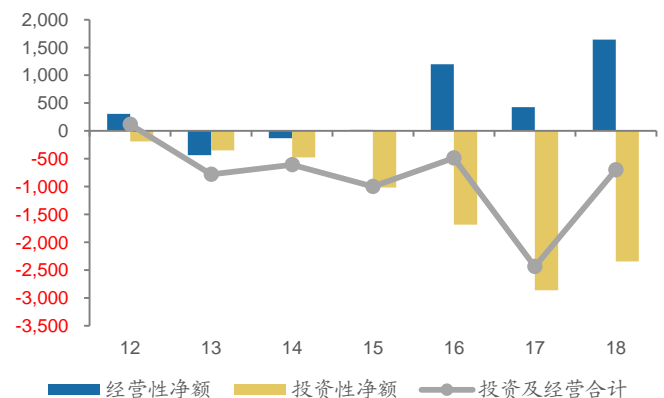
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图57: 龙头及成长类房企经营性流入增速



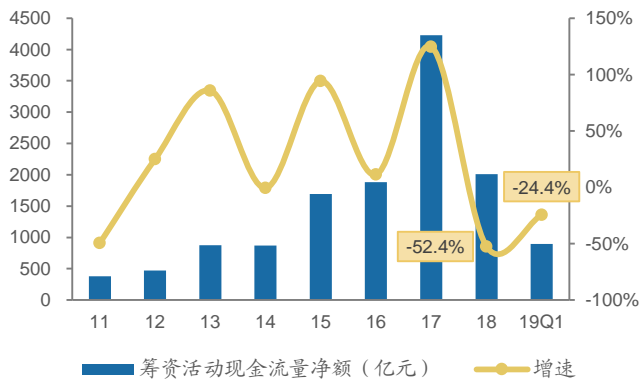
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图58: 地产板块经营性及投资性现金流净额（亿元）



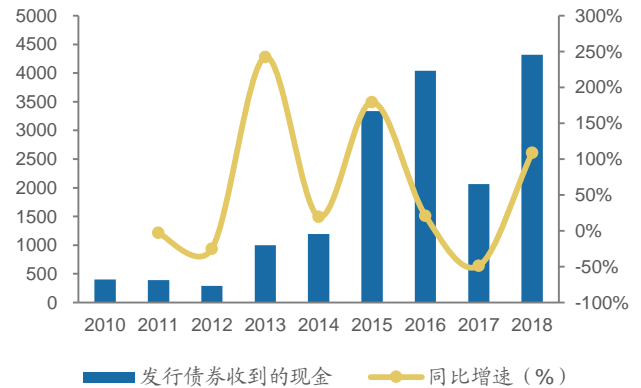
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图59: 筹资现金流净额(亿元)及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图60: 板块发行债券收到的现金(亿元)及增速



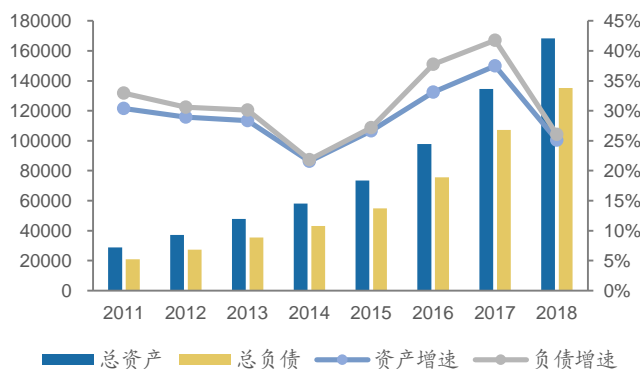
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

到了19年一季度市场出现加速下滑的趋势, 主要体现为销售, 而企业的态度也愈发谨慎, 体现在拿地上, 但从二季度开始, 市场的热度有所回升, 周期向下的趋势没有变, 但节奏却比想象的要慢, 这也给稳定经营的公司更好的机会。18年开发商在投资端态度偏向跟随, 拿地和开工都在变谨慎, 下半年补充土地较多的公司, 在19-20年应对行业的变化会更加从容。

资产负债情况: 杠杆结构优化, 财务安全性提升

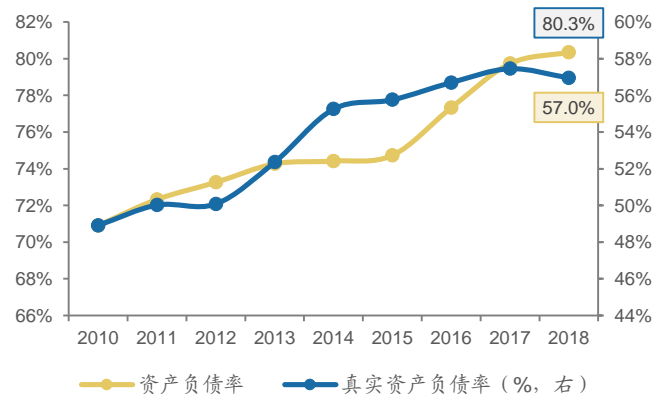
截止到18年末, 地产行业总资产规模16.8万亿, 先对17年同比增长25%, 是14年以来增速最低的一年, 总负债规模13.5万亿, 同比增长26%, 负债增速与资产增速基本一致。总资产负债率80.3%, 同比小幅提升0.6个百分点, 扣除预收账款后的真实资产负债率为57%, 同比下降0.5%。资产与负债规模增速的回落, 体现出行业整体投资节奏的放缓, 整体资产负债率维持在高位, 若资本扩张速度放缓, 随着业绩释放提高净资产规模, 资产负债率有望回落。

图61: 地产行业资产负债规模(亿元)及增速



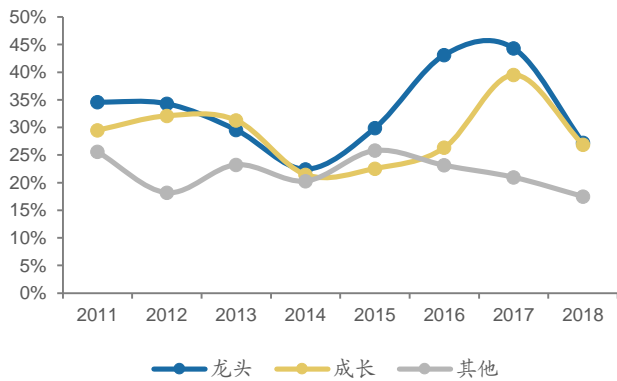
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图62: 地产行业资产负债率及扣除预收账款负债率



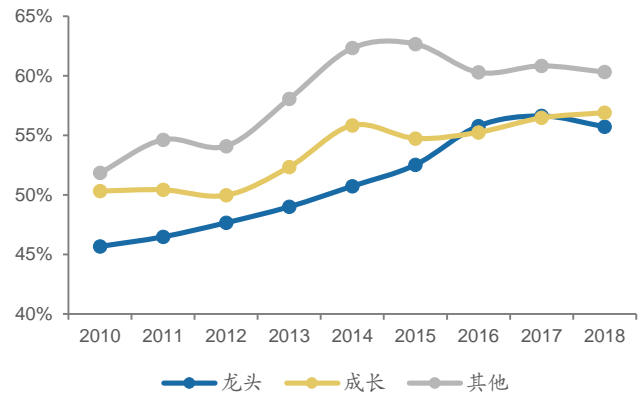
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图63: 房企分类资产规模增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

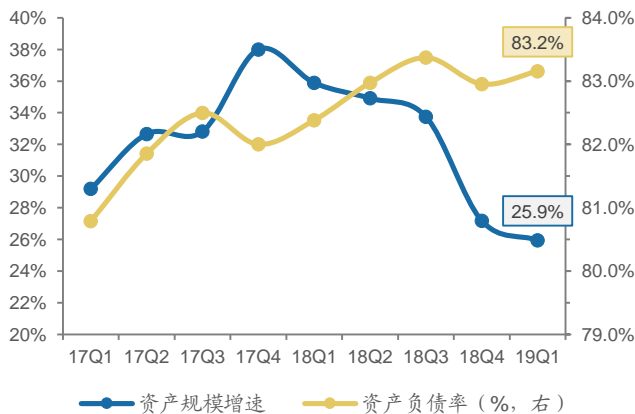
图64: 房企分类真实资产负债率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

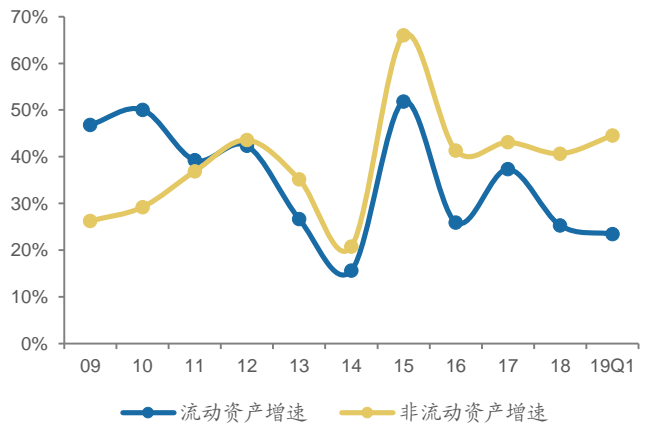
分类来看, top10的龙头房企18年底总资产规模为8.73万亿, 占行业总资产规模比例达到51.9%, 而top10~30名的成长型主流房企的总资产规模为4.87万亿, 占比为28.7%。18年龙头房企及成长型房企总资产规模增速都在27%左右, 较17年有所回落, 从15年开始的这轮周期上行阶段中, 龙头房企的资产规模增速明显高于成长型企业。资产负债率方面, 龙头与成长类企业18年的资产负债率分别为81.6%和80.0%, 较17年略有上升, 而真实资产负债率水平18年龙头房企有所回落, 最终结果为56%, 而成长型企业则为57%。

图65: 房企分季度资产规模增速与资产负债率变化



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图66: 房企流动资产与非流动资产增速比较



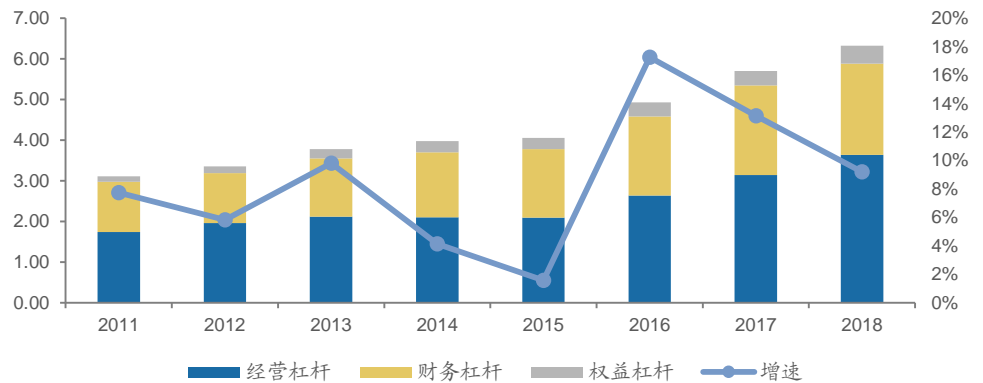
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

19年一季度, A股地产公司总资产规模增速与18年相比回落至25.9%, 17年4季度高点后资产增速水平不断下滑, 而资产负债率水平则上升至83.2%, 与18年底相比增长0.2个百分点。

分类资产增速方面, 从15年开始行业非流动资产的增速开始高于流动资产的增速水平, 而到18年于19年一季度这种增速差异反应的更加明显, 18年全年地产板块流动与非流动资产增速分别为25%和41%, 19年一季度两类资产的增速分别为23%和45%。包括万科A、新城控股在内的开发类公司, 近些年在持有型物业等长期资产上的投资比例逐步增强, 随着行业整体增速回落, 企业中长期的可持续发展

也需要调整资产结构和相应的比例。

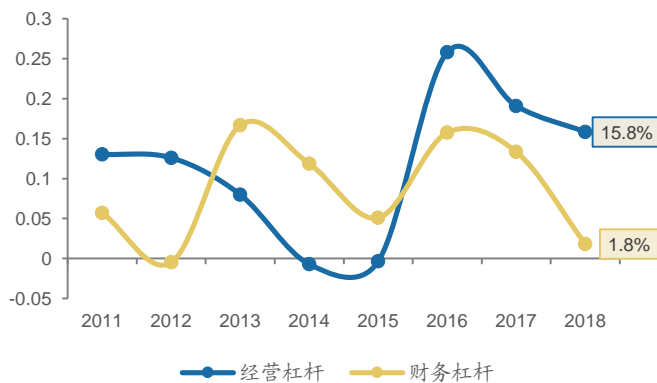
图67: 房地产板块杠杆乘数组成及增速水平



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

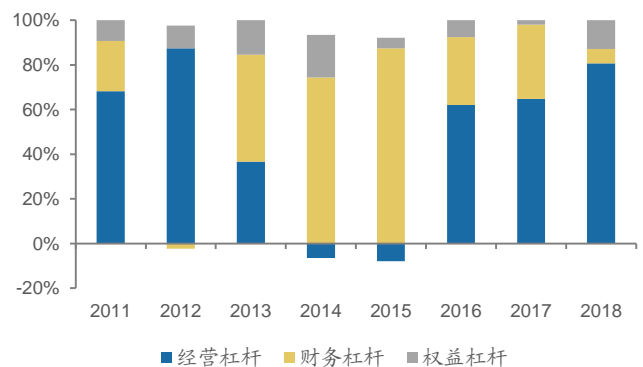
杠杆规模及结构方面, 截止到18年年底, 行业整体杠杆乘数(以归母净资产规模为分母)为7.32x, 与17年相比提高0.62x, 增速9.2%, 增速略低于16、17年水平, 但依旧维持了较高的增长幅度。从结构上来看, 18年经营杠杆的增长依旧是整体杠杆率提升的主要原因, 增幅占比达到80%, 板块平均经营杠杆比例达到3.64x, 同比增长15.8%, 对于预收账款、应付账款以及合营联营企业其他应付款利用效率的提升, 是经营杠杆增长的主要原因。与过去两年相比, 18年板块整体财务杠杆增速创13年以来的新低, 客观的外部资金环境以及地产企业主动控制财务杠杆的使用, 是财务杠杆增速回落的主要原因。18年相对增幅最快的是权益杠杆, 合作项目增加及主动的权益释放, 使得权益杠杆水平快速提升, 但占比依旧偏低。

图68: 经营杠杆及财务杠杆增速



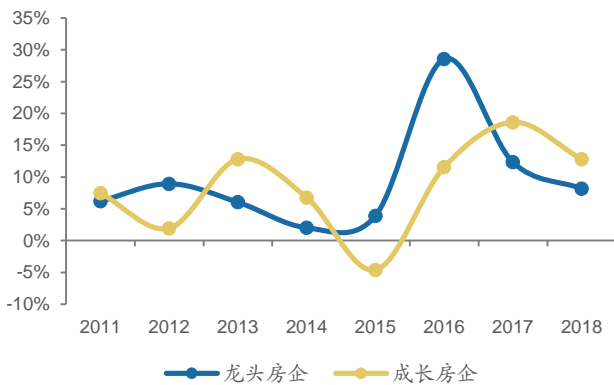
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图69: 三类杠杆对杠杆比例增幅贡献占比



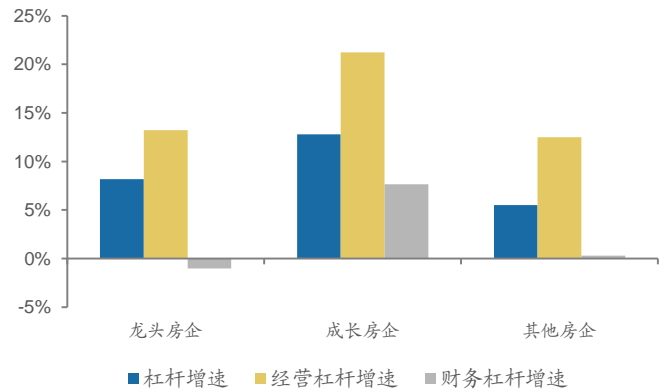
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图70: 分类房企杠杆乘数增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

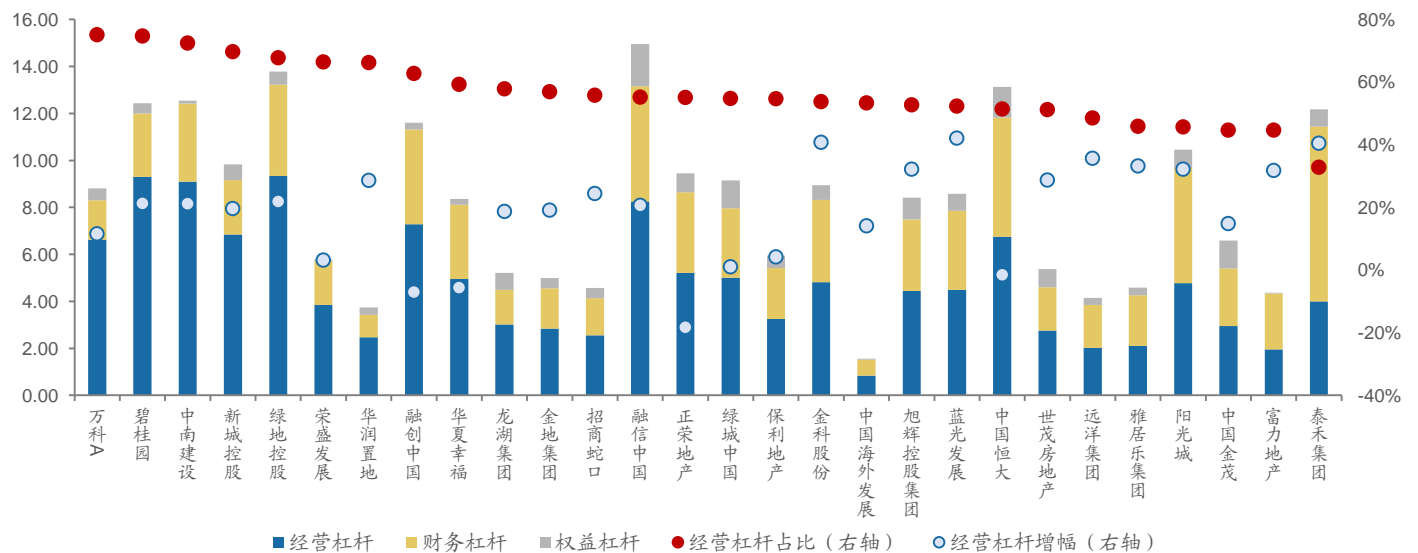
图71: 18年分类房企各类杠杆增速水平



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

分类企业来看, 龙头及成长型主流地产开发企业在18年杠杆乘数分别为8.03x和7.66x, 龙头的杠杆乘数更高, 但18年成长型企业的杠杆增速要高于龙头, 18年成长型房企杠杆增速达到12.8%, 龙头房企杠杆增速为8.2%, 回顾过去几年不同类型企业的杠杆增长节奏可以发现, 15、16年开始龙头公司的杠杆增速更快, 加杠杆的节奏更加提前, 而成长型公司的杠杆增速在从17年开始超过了龙头房企。各类杠杆中, 18年龙头房企与成长型企业主要增加的都是经营杠杆, 增速分别为13.2%和21.2%, 而龙头房企的财务杠杆水平在18年甚至出现回落, 相比而言成长型企业对于新增货值的持续性需求, 使其必须充分使用各类杠杆。

图72: 主流房地产开发企业 (top30) 杠杆结构、经营杠杆占比及增幅



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

分企业来看, 截止到18年末总杠杆乘数最高的公司分别是融信中国、中国恒大以及泰禾集团, 而18年杠杆乘数增速最快的企业是蓝光发展、旭辉控股集团以及金科股份, 分别为31%、16%以及12%。截止到18年末经营杠杆占总杠杆比例最高的公司分别为万科A、碧桂园和中南建设, 而经营杠杆占比提升最快的公司为中国海

外发展、泰禾集团以及富力地产。从企业长期发展角度来看，经营杠杆作为无息杠杆（理论上预收账款和应付账款都是无息占款，供应链金融业务的转嫁成本暂不考虑），较高的经营杠杆占比可以降低总杠杆成本，提升企业的开发利润率。

图73: 主流房企综合融资成本变化

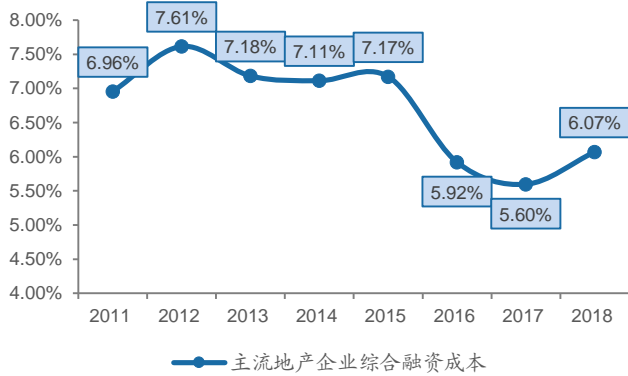
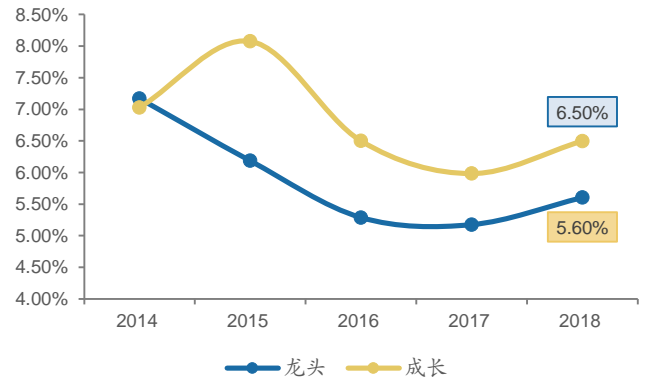


图74: 主流房企分类平均融资成本变化

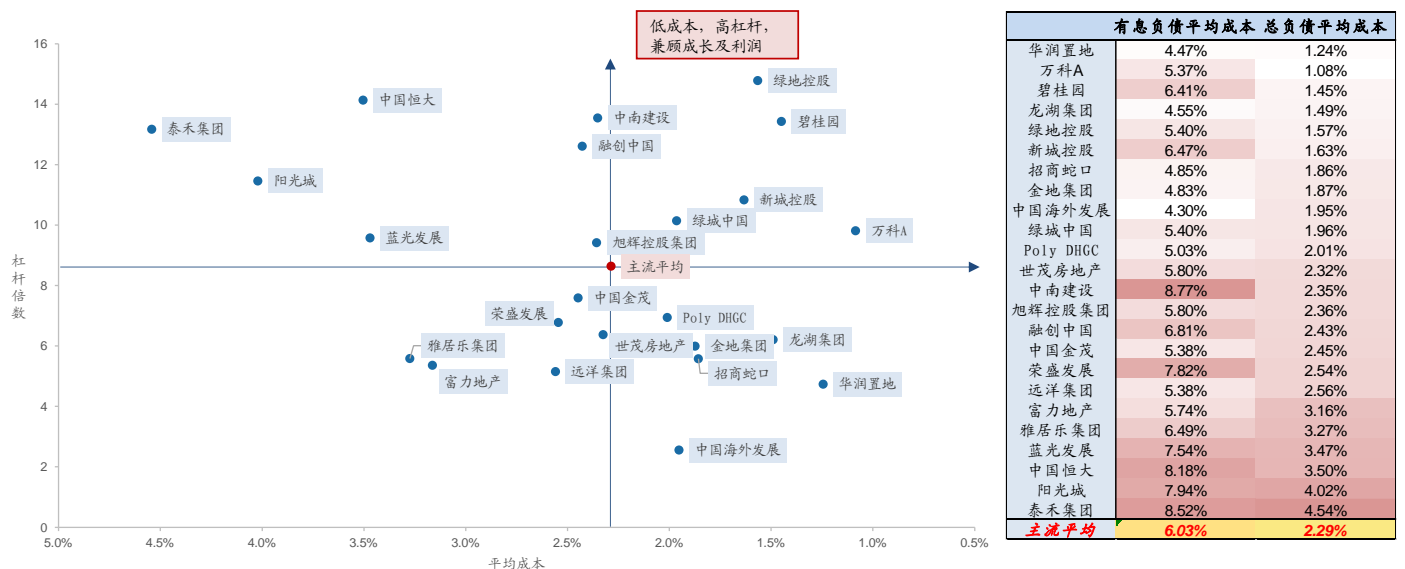


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

有息负债成本方面，主流地产公司18年底平均有息负债成本（算数平均）为6.07%，与17年相比增长47bps，年内无论是债权直接融资、开发贷款还是信托贷款成本都有提升，导致平均综合融资成本上涨，但绝对水平较15年之前依然有比较明显的优势。分类企业来看，龙头公司18年底平均融资成本5.6%，同比提升43bps，成长型企业平均综合融资成本6.5%，提高51bps，龙头房企无论是绝对成本还是相对增幅都低于成长型公司，融资端优势依然明显。

图75: 主流房地产开发企业融资成本（相对有息及总负债）以及杠杆倍数状况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

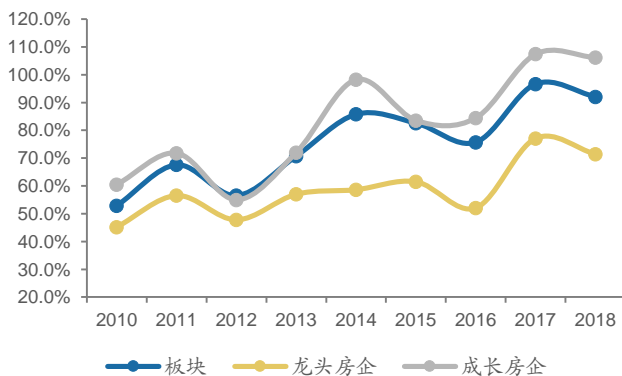
分企业来看，18年有息负债综合融资成本最低的公司为中国海外发展，相对17

年成本仅上升3个bps，此外华润置地、龙湖集团、金地集团、招商蛇口等公司截至18年末的平均有息负债融资成本也在5%以下；财务融资成本最高的公司为中南建设、泰禾集团、中国恒大以及阳光城，民营成长型企业在18年整体融资成本上升的过程中，相对增幅最高。如果综合有息负债及无息负债，结算总负债成本，则经营杠杆占比较高的公司，如万科A、碧桂园等的杠杆结构优势能够得到较好的体现，18年综合融资成本最低的公司分别为万科A、华润置地以及碧桂园。

衡量地产开发企业的杠杆结构要从成本和杠杆乘数两个层面来考量，使用较低的成本来维持较高的杠杆乘数，既可以维持较高的规模增速，又有利于维持稳定的利润率水平。截止到18年底，从杠杆成本到倍数都优于行业平均水平的企业包括万科A、碧桂园、新城控股、绿城中国和绿地控股，而综合改善（杠杆提升、综合融资成本下降）最为明显的公司为蓝光发展（杠杆倍数提升31%，综合成本仅上升5.7%（19bps））、中南建设（杠杆倍数维持稳定，成本下降20bps）、绿地控股（杠杆倍数稳定，成本下降33bps）。

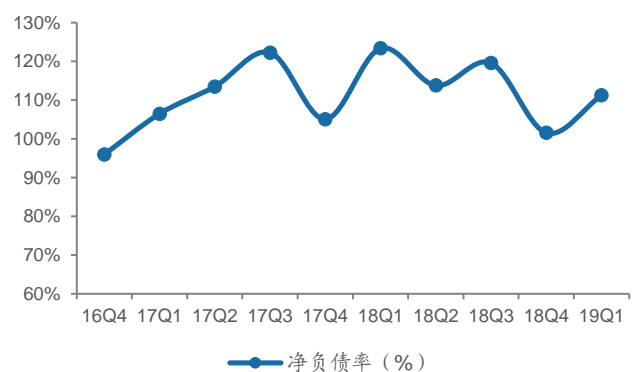
财务杠杆安全性方面，18年地产板块整体净负债率水平为92.1%，与17年底相比下降4.6个百分点，在17年达到高点后，18年出现一定改善，龙头房企平均净负债率为71.4%，成长型房企为106.2%，同比分别下降5.7个百分点和1.2个百分点，19年一季度末板块净负债率与18年同期相比下降12个百分点，板块财务安全性进一步提升。短债偿付方面（货币现金/短期负债）18年板块平均为129%，与17年基本持平，龙头房企为146%，成长型企业为129%，短期现金流安全性较高。

图76: 房地产板块净负债率



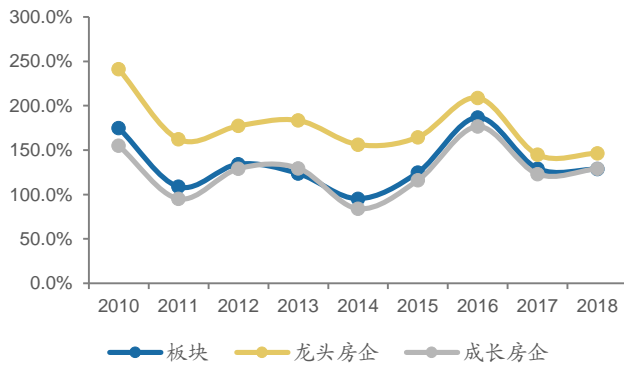
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图77: 房地产板块（A股样本）净负债率（季度）



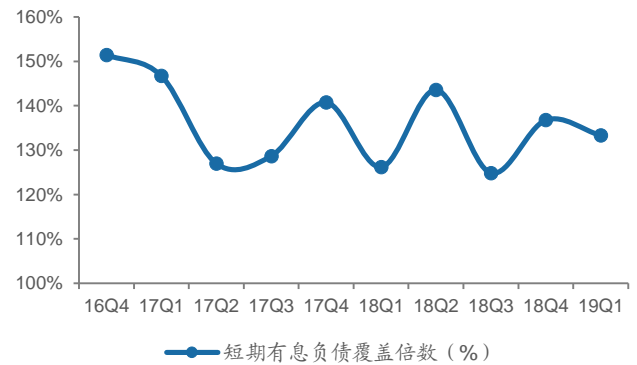
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图78: 房地产板块短期负债覆盖倍数



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图79: 地产板块(A股样本)短期负债覆盖倍数(季度)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

综合来看, 地产板块18年资产负债规模增速有所下降, 结构基本稳定, 非流动资产增速高于整体水平。杠杆水平继续增长, 结构有所改善, 其中无息经营杠杆, 即预收账款、应付账款及其他应付款规模的增长, 成为整体杠杆倍数提升的主要因素, 有利于行业维持规模增速以及利润率水平。有息负债成本小幅提升, 但综合融资成本则有所下降, 整体财务安全性维持稳定。

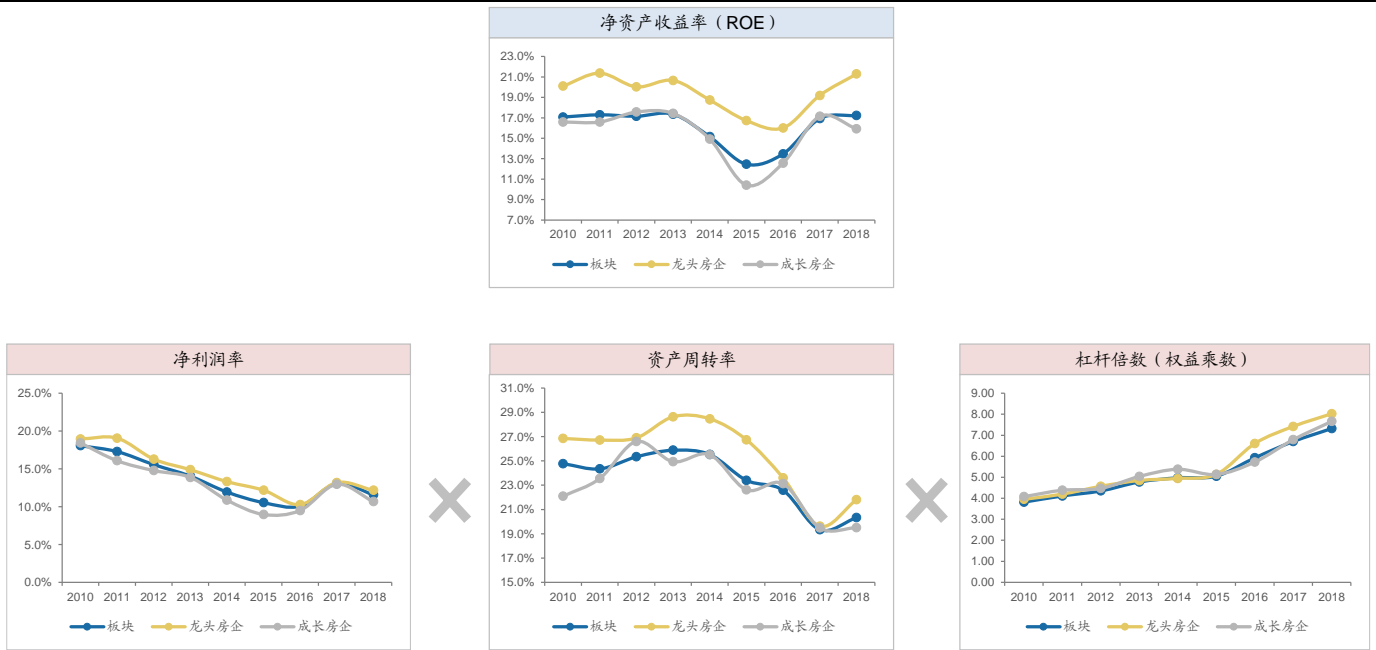
企业综合能力评价

综合能力首先看一下ROE, 板块18年ROE平均(加权平均)水平为17.2%, 与17年相比提升0.3个百分点, 板块净利率下降、资产周转率提升同时权益乘数提升, 导致最终盈利能力进一步改善。从前文的分析中, 我们认为行业净利率水平相对保守, 房企有能力维持净利率稳定甚至进一步提升, 而资产周转率虽然较17年有所改善, 但在资产规模增速下降, 结算增速提升的情况下, 未来2-3年存在进一步增长的空间, 杠杆乘数的增长则主要取决于企业的投资需求, 成长型企业大概率将继续提高权益乘数, 总体来看站在18年这个时间点, 房地产开发行业的财务状况支持整体ROE的稳定增长。

龙头房企18年ROE提升幅度要大于板块平均及成长型公司, 18年底平均达到21.3%, 增幅为2.1个百分点, 而成长型企业18年ROE为15.9%, 在净利率回落以及资产周转率未贡献增量的情况下, 与17年相比下降1.2个百分点。未来龙头房企有能力将ROE维持在目前的水平, 而成长型企业ROE主要增长动力来自于资产负债率的提升, 若进入规模增长后的业绩结算期, 净资产收益率水平将明显回升。

主流地产公司ROE比较来看, 18年底报表净资产收益率水平最高的公司是新城控股(34.4%)、融创中国(29.1%)和碧桂园(28.5%), 提升幅度最大的分别是中南建设、金科股份以及蓝光发展。

图80：地产板块ROE水平以及杜邦分析各因素变化趋势



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

为了更好的体现18年主流地产企业的综合能力变化，我们筛选7类指标进行全方面的对比，包含：业绩能力（业绩保障倍数）、经营能力（扣税毛利率，营销费率（回款口径））、周转能力（存货回款率（回款/存货规模））、运营销售能力（单项目销售面积）、土地投资意愿及能力（拿地金额/销售金额，18年下半年拿地占比）、杠杆能力（杠杆乘数、平均杠杆成本）、综合收益能力（ROE），主要关注18年主要房企这几类指标的变化方向，考量哪些企业在18年经营能力改善，并且在19及20年有能力维持高质量持续增长。

表7：主流房地产开发企业各项核心指标及改善状况评分

公司	业绩保障倍数	扣税毛利率	营销费率	存货回款率	单项目销售面积	拿地力度	18下半年占比	杠杆倍数	平均杠杆成本	ROE	指标改善综合评分
新城控股	1.69	30%	3.7%	84%	7.7	50%	72%	9.8	1.6%	34%	5.5
融创中国	1.69	21%	6.1%	57%	8.9	22%	63%	11.6	2.4%	29%	0.0
碧桂园	1.52	23%	4.9%	76%	5.4	41%	44%	12.4	1.4%	29%	-0.5
中国恒大	0.41	30%	8.6%	35%	6.8	15%	5%	13.1	3.5%	28%	-2.5
华夏幸福	2.67	35%	11.2%	35%	--	--	--	8.4	2.5%	27%	-0.5
荣盛发展	1.74	27%	4.8%	56%	5.2	17%	17%	5.8	2.5%	23%	-0.3
万科地产	1.77	30%	4.6%	53%	5.4	47%	61%	8.8	1.1%	22%	1.0
旭辉控股	1.13	16%	5.4%	65%	4.9	51%	40%	8.4	2.4%	21%	-2.0
招商蛇口	0.96	30%	2.8%	51%	4.0	56%	41%	4.6	1.9%	20%	4.5
龙湖集团	1.04	27%	6.3%	55%	6.9	58%	55%	5.2	1.5%	20%	-2.0
华润置地	1.83	33%	4.3%	64%	6.6	72%	54%	3.7	1.2%	18%	5.5
金地集团	1.51	31%	7.5%	55%	5.2	62%	58%	5.0	1.9%	17%	-2.5

雅居乐	0.49	32%	8.4%	76%	6.9	41%	33%	4.6	3.3%	17%	0.3
融信中国	2.16	18%	4.3%	45%	--	16%	27%	15.0	2.6%	17%	2.3
金科股份	2.01	25%	6.6%	46%	14.3	59%	68%	9.0	3.0%	17%	4.0
绿地控股	2.09	13%	3.7%	75%	8.9	24%	50%	13.8	1.6%	16%	5.0
中海外	0.56	32%	2.9%	48%	--	57%	49%	1.6	2.0%	16%	4.5
正荣地产	2.37	19%	5.4%	46%	--	58%	49%	9.5	2.8%	16%	0.5
Poly	1.64	24%	3.5%	57%	5.2	48%	44%	5.9	2.0%	16%	1.5
世茂	0.58	26%	5.5%	51%	6.5	47%	59%	5.4	2.3%	15%	2.0
中国金茂	1.40	34%	7.4%	39%	6.3	70%	76%	6.6	2.4%	15%	1.0
蓝光发展	1.79	23%	5.6%	56%	14.1	36%	67%	8.6	3.5%	14%	3.5
泰禾集团	1.25	25%	4.9%	26%	6.4	--	--	12.2	5.5%	14%	1.5
阳光城	1.12	19%	4.3%	55%	7.5	35%	60%	10.5	4.0%	13%	1.0
中南建设	4.00	16%	4.1%	61%	6.3	47%	23%	12.5	2.4%	13%	2.7
富力地产	0.59	30%	9.4%	45%	6.7	30%	60%	4.4	3.2%	12%	-3.5
远洋集团	0.75	12%	6.7%	59%	3.9	66%	88%	4.2	2.6%	7%	-2.5
绿城中国	1.20	15%	9.5%	40%	8.3	33%	49%	9.1	2.0%	4%	-3.5
行业平均	1.50	25%	5.8%	54%	7.0	44%	50%	8.2	2.5%	18%	

*所有指标均为 18 年：业绩保障倍数=预收账款/结算规模，存货回款率=回款/存货规模）、营销费率（回款口径）、拿地力度=拿地金额/销售金额、杠杆倍数=总资产/归母净资产、指标改善综合评分根据同指标 17 年及 18 年改善状况评定，分数越高指标改善数量越多
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

综合各类指标绝对规模以及18年相对17年的改善情况，18年主流地产开发企业中各项运营表现提升范围较大的公司包括：新城控股、华润置业、招商蛇口、绿地控股及中国海外发展，从结果上来看，央企及国有房地产开发企业的经营效率及状况有比较明显的改善和提高。

风险提示

19年行业基本面处于下行阶段，行业政策及信贷政策改善存在不确定性，龙头企业竞争愈发激烈。

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：资深分析师，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与保利地产(600048)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与富力地产(02777)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。