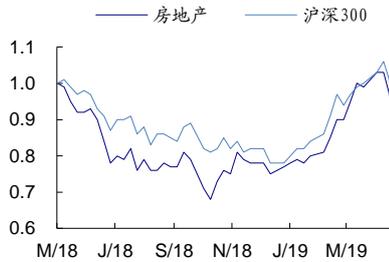


一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《房地产 2019 年 5 月投资策略: 楼市升温, 政策两难》——2019-05-09
 《房地产 2019 年 4 月投资策略: “政策改善” 转向 “基本面回暖”》——2019-04-08
 《统计局 2019 年 1-2 月房地产数据点评: 大部分指标能支撑我们看多地产股的逻辑》——2019-03-18

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051
 联系人: 陈曦
 电话:
 E-MAIL: chenxi4@guosen.com.cn

行业专题

业绩增长, 质量提升

● 业绩增长确定性高

历史销售高增保障利润增长及业绩锁定性: 2018 年营收及净利润主要结转于 2016 年全年及 2017 年一季度的销售, 在此期间全国商品房销售增速虽于 2016 年 4 月见顶回落, 总体增速仍然较高, 因此 2018 年房地产板块业绩仍增长明显; 由于 2019 年营收及净利润主要结转于 2017 年全年及 2018 年 1 季度的销售, 我们预计 2019 年的净利润增速会放缓, 但大概率仍呈现增长。根据已披露的主流卖方研究机构对 47 只地产股业绩预测, 整体法算出 2019 年 1 季度末预收款可锁定 2019 年 wind 一致预期营业收入业绩的 129%, 业绩增长确定性高。

● 市场关注的财务指标

ROIC 分化: 在市场重点关注的地产 A 股中, 53% 的房企 2018 年 ROIC 较 2017 年提升, 荣盛发展、世茂股份等提升明显, 新城控股、万科等明显下降; **盈利能力提升:** 板块毛利率及净利率较 2016 年低位明显回升, 较 2017 年持平; **负债小幅回落, 短期偿债能力稳定:** 截至 2019 年 Q1 末, 板块剔除预收款的资产负债率稳定于高位; 净负债率较 2018 年 Q1 的历史高位已明显下调; 短期偿债能力较 2016 年 Q3 的高点回落, 趋于稳定; **融资环境改善:** 2019Q1 板块融资规模提升明显, 中小规模房企表现的更加积极; **少数股东权益占比提升:** 板块 2018 年末 “少数股东权益占所有者权益比值” 为 25%, 创历史新高; 41 家主流地产 A 股当中, 约 68% 的房企 “少数股东损益占净利润比值” 小于 “少数股东权益占比”。**去化放缓:** 从结算口径看, 2018 年房地产板块存货去化速度较 2017 年有所放缓, 但 2019 年 1 季度去化速度较去年同期没有明显变化。

● 多数优势房企销售增速及投资均放缓

2018 年多数优势房企销售增速不如 2017 年同期, 2019Q1 部分龙头房企甚至呈现负增长态势; 从已披露数据公司的 “拿地销售比” 来看, 统计的 12 家房企中, 2018 年仅 1 家房企该比值大于 2017 年同期, 但有 10 家房企比值仍大于 1, 表明投资力度虽有放缓, 但整体仍能保障未来发展。

● 楼市升温、政策两难

今年以来, 一、二线及部分环都市圈的三线城市在货币放松的大环境下, 楼市迅速升温, 房价上涨预期抬头, 政策面临两难, 调控压力增大, 地产股一方面有基本面支撑, 估值比较便宜, 另一方面却又面临着调控可能加码的风险, 因此我们仍维持前期观点: 建议已 “超配” 地产股的机构投资者继续拿住手中的筹码。5 月组合为金地集团、保利地产、阳光城, 其他推荐品种见正文。

● 风险: 若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期, 或公司销售增长失速。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600383	金地集团	买入	11.78	53,182	2.15	2.52	5.5	4.7
600048	保利地产	买入	12.97	154,279	1.90	2.28	6.8	5.7
000671	阳光城	买入	6.77	27,419	0.98	1.28	6.9	5.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

业绩增长确定性高	4
历史销售高增保障利润增长及业绩锁定性.....	4
对 2018 年业绩预测的锁定性.....	6
市场关注的财务指标	7
ROIC 分化.....	7
盈利能力回升.....	8
行业负债水平小幅回落.....	9
融资环境改善.....	12
少数股东权益/所有者权益.....	13
少数股东损益/净利润.....	15
存货周转天数.....	15
多数优势房企销售增速及投资均放缓	17
楼市升温、政策两难	20
2019 年以来楼市明显升温.....	20
政策出现微妙变化.....	22
板块估值处低位.....	22
投资建议.....	23
风险	23
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 2016-2017 上半年商品房销售额增速.....	4
图 2: 板块净利润变化情况.....	4
图 3: 板块毛利率变化情况.....	8
图 4: 板块净利率变化情况.....	8
图 5: 行业负债水平下调.....	10
图 6: 短期偿债能力稳定.....	10
图 7: 板块融资规模情况.....	12
图 8: 板块少数股东权益占比持续提升.....	14
图 9: 板块存货周转天数情况.....	16
图 10: 板块销售商品、劳务收到现金总额同比增速小幅回升.....	19
图 11: 4 月部分一线城市新房销售增速.....	20
图 12: 4 月部分一线城市二手房销售增速.....	20
图 13: 4 月部分二线城市新房销售增速.....	20
图 14: 4 月部分三四线城市新房销售增速.....	21
图 15: 百城土地流拍情况.....	21
图 16: 全国百城土地溢价率情况.....	21
图 17: 近几年地产股 PE 变化.....	23
图 18: 4 月 8 日至今地产股 PE 变化.....	23
表 1: 2018 年及 2019 年 1 季地产 A 股归母净利润增速.....	4
表 2: 地产 A 股业绩锁定性汇总.....	7
表 3: Wind 给出的部分房企 2013-2018 年 ROIC 一览表 (%).....	8
表 4: 重点房企毛利率及净利率变化情况.....	9
表 5: 2019Q1 板块地产股负债水平及短期偿债能力汇总.....	10
表 6: 融资规模变化情况.....	13
表 7: 部分房企 2013-2018 年少数股东权益占所有者权益比值一览.....	14
表 8: 部分房企少数股东损益占净利润比值一览.....	15
表 9: 部分房企存货周转天数情况.....	16
表 10: 2018 年 Top30 房企销售情况.....	17
表 11: 2019 年 1-3 月 Top30 房企销售情况.....	17
表 12: 部分房企拿地销售比情况.....	18
表 13: 部分房企销售商品、劳务收到的现金同比增速一览.....	19

业绩增长确定性高

历史销售高增保障利润增长及业绩锁定性

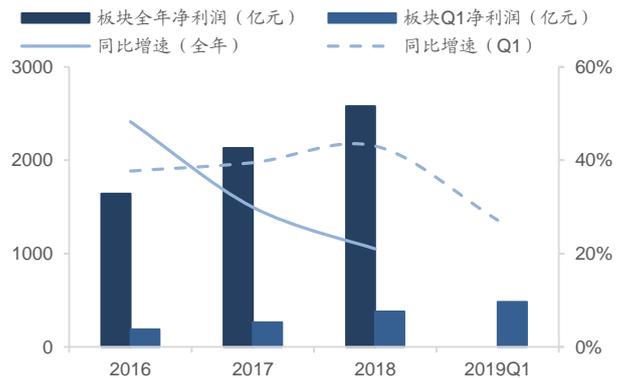
2018 年营收及净利润主要结转于 2016 年全年及 2017 年一季度的销售，在此期间全国商品房销售虽于 2016 年 4 月见顶回落，总体增速仍然较高，因此 2018 年房地产板块业绩仍然呈现明显增长，全年板块净利润总额增长 21%。由于 2019 年营收及净利润主要结转于 2017 年全年及 2018 年 1 季度的销售，我们预计 2019 年的净利润增速会放缓，但大概率仍呈现增长。

图 1: 2016-2017 上半年商品房销售额增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 板块净利润变化情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

根据 SW 房地产板块 130 家上市公司财报数据，板块 2018 年及 2019 年 1 季度归母净利润同比增速分别为 11%、16%，42% 的房企同时实现了正增长，其中：

- ① 增速同时超过 300% 的有 2 家，包括长春经开、栖霞建设等；
- ② 增速同时位于 100% 至 300% 之间的有 9 家，包括中华企业、深深房 A、绿景控股等；
- ③ 增速同时位于 15% 至 100% 之间的有 28 家，包括蓝光发展、金科股份、阳光城等。

表 1: 2018 年及 2019 年 1 季地产 A 股归母净利润增速

增速类别	证券代码	证券简称	2018 年归母净利润同比增速 (%)	2019 年 Q1 归母净利润同比增速 (%)
均高于 300	600215.SH	长春经开	982	2004
	600533.SH	栖霞建设	302	1836
	600675.SH	中华企业	174	22797
	000029.SZ	深深房 A	172	1505
	600724.SH	宁波富达	186	184
	600159.SH	大龙地产	332	162
均高于 100	600716.SH	凤凰股份	466	158
	000506.SZ	中润资源	109	153
	600807.SH	ST 天业	107	106
	600657.SH	信达地产	113	103
	000502.SZ	绿景控股	193	102
	000736.SZ	中交地产	37	3937
均高于 15	002208.SZ	合肥城建	86	3891
	000573.SZ	粤宏远 A	47	744
	600067.SH	冠城大通	28	393
	000732.SZ	泰禾集团	20	309
	600223.SH	鲁商置业	27	105

600665.SH	天地源	65	80	
000616.SZ	海航投资	2683	77	
600466.SH	蓝光发展	63	64	
600177.SH	雅戈尔	1139	48	
000656.SZ	金科股份	94	48	
000671.SZ	阳光城	46	37	
600383.SH	金地集团	18	37	
002146.SZ	荣盛发展	31	30	
600340.SH	华夏幸福	33	30	
603506.SH	南都物业	23	28	
000031.SZ	大悦城	47	28	
000961.SZ	中南建设	219	27	
600606.SH	绿地控股	26	26	
000002.SZ	万科 A	20	25	
600173.SH	卧龙地产	83	25	
600565.SH	迪马股份	52	23	
600048.SH	保利地产	21	23	
600007.SH	中国国贸	22	22	
600773.SH	西藏城投	27	21	
000797.SZ	中国武夷	22	19	
000090.SZ	天健集团	30	17	
600376.SH	首开股份	37	15	
600743.SH	华远地产	-8	2507	
000517.SZ	荣安地产	12	1529	
600266.SH	北京城建	-16	945	
600647.SH	同达创业	-605	662	
600604.SH	市北高新	3	454	
600064.SH	南京高科	1	357	
601588.SH	北辰实业	4	355	
600094.SH	大名城	-61	323	
000668.SZ	荣丰控股	-15	310	
000514.SZ	渝开发	-69	250	
600621.SH	华鑫股份	-97	196	
000036.SZ	华联控股	-28	158	
000615.SZ	京汉股份	-49	130	
600322.SH	天房发展	-38	115	
600791.SH	京能置业	2	74	
600648.SH	外高桥	9	58	
000011.SZ	深物业 A	-5	47	
600225.SH	天津松江	-294	38	
000046.SZ	泛海控股	-68	37	
000540.SZ	中天金融	-30	35	
其他	600663.SH	陆家嘴	7	27
	600748.SH	上实发展	-25	22
	600848.SH	上海临港	6	17
	000608.SZ	阳光股份	-92	14
	002244.SZ	滨江集团	-29	14
	002285.SZ	世联行	-59	13
	000402.SZ	金融街	9	11
	600639.SH	浦东金桥	32	10
	900911.SH	金桥 B 股	32	10
	000667.SZ	美好置业	-63	8
	600622.SH	光大嘉宝	62	8
	000069.SZ	华侨城 A	23	7
	600185.SH	格力地产	-18	7
	600162.SH	香江控股	-39	7
	600823.SH	世茂股份	8	5
	002305.SZ	南国置业	47	5
	600208.SH	新湖中宝	-25	3
	600736.SH	苏州高新	1	0
	600638.SH	新黄浦	-11	-1
	600890.SH	中房股份	-622	-5

600325.SH	华发股份	42	-5
000926.SZ	福星股份	34	-6
000056.SZ	皇庭国际	-25	-8
002147.SZ	ST 新光	-116	-8
000691.SZ	亚太实业	228	-10
000042.SZ	中洲控股	-27	-13
000918.SZ	嘉凯城	-179	-13
600658.SH	电子城	-19	-15
000043.SZ	中航善达	469	-19
600649.SH	城投控股	-42	-22
000909.SZ	数源科技	21	-25
600708.SH	光明地产	-27	-28
000718.SZ	苏宁环球	-11	-33
600692.SH	亚通股份	-33	-33
600895.SH	张江高科	16	-35
000537.SZ	广宇发展	19	-38
600515.SH	海航基础	-9	-39
600683.SH	京投发展	11	-40
601155.SH	新城控股	74	-43
600095.SH	哈高科	-28	-45
000631.SZ	顺发恒业	34	-45
002016.SZ	世荣兆业	-13	-48
000534.SZ	万泽股份	-32	-49
600393.SH	粤泰股份	-75	-50
600684.SH	珠江实业	-32	-54
001979.SZ	招商蛇口	20	-55
600696.SH	ST 岩石	7	-57
000897.SZ	*ST 津滨	-8	-59
000006.SZ	深振业 A	9	-61
600641.SH	万业企业	-43	-64
000620.SZ	新华联	40	-80
000981.SZ	银亿股份	-136	-93
002133.SZ	广宇集团	77	-102
000965.SZ	天保基建	-77	-108
600568.SH	中珠医疗	-1,219	-117
000609.SZ	中迪投资	-145	-149
600077.SH	宋都股份	164	-157
600052.SH	浙江广厦	-38	-159
600240.SH	*ST 华业	-745	-159
002314.SZ	南山控股	-14	-175
000809.SZ	铁岭新城	-4	-196
600503.SH	华丽家族	-91	-212
000838.SZ	财信发展	-42	-244
600463.SH	空港股份	-3	-262
000803.SZ	金宇车城	-52	-267
000014.SZ	沙河股份	1,813	-315
600246.SH	万通地产	-8	-330
000558.SZ	莱茵体育	-314	-390
600239.SH	云南城投	86	-652
000679.SZ	大连友谊	-3,278	-1,047
600732.SH	ST 新梅	-74	-1,915

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理(以上数据仅作列示,不做推荐)

对 2018 年业绩预测的锁定性

根据已披露的主流卖方研究机构对 47 只地产股业绩预测(截至 2018 年 5 月 10 日),整体法算出 2019 年 1 季度末预收款可锁定 2019 年 wind 一致预期营业收入业绩的 129% (2019 年业绩锁定性=2019 年 1 季度末预收款/2019 年 wind 一致预期营收与已披露的 2019 年 1 季营收的差值),整体业绩锁定性较好。47 只地产股中,2019 年业绩锁定性在 100%或以上的有 23 家,业绩锁定性介于 50%~100%的为 12 家,其中。较好的业绩锁定性主要反映的是 2017-2018 年

行业销售还不错的行情。

表 2: 地产 A 股业绩锁定性汇总

证券代码	证券简称	2019 年 Q1 营收 (亿元)	2019 年 Q1 预收款 (亿元)	2019 年一致预期营收(亿元)	2019 年业绩锁定性
000961.SZ	中南建设	85	1162	672	198%
600223.SH	鲁商置业	14	159	95	195%
000031.SZ	大悦城	84	278	227	194%
601155.SH	新城控股	43	1403	805	184%
600077.SH	宋都股份	2	110	63	181%
000656.SZ	金科股份	64	862	560	174%
600325.SH	华发股份	67	420	311	172%
601588.SH	北辰实业	50	274	212	170%
000002.SZ	万科 A	484	5331	3732	164%
600565.SH	迪马股份	13	273	187	157%
600376.SH	首开股份	83	633	490	156%
600466.SH	蓝光发展	58	564	430	151%
600340.SH	华夏幸福	103	1456	1067	151%
000042.SZ	中洲控股	14	117	92	151%
600048.SH	保利地产	226	3253	2425	148%
002244.SZ	滨江集团	18	360	263	147%
000732.SZ	泰禾集团	75	448	380	146%
002146.SZ	荣盛发展	67	919	740	136%
600383.SH	金地集团	110	709	653	130%
600064.SH	南京高科	3	48	42	122%
000671.SZ	阳光城	60	730	676	118%
000069.SZ	华侨城 A	79	558	606	106%
600606.SH	绿地控股	904	3563	4301	105%
600748.SH	上实发展	17	78	99	96%
600736.SH	苏州高新	31	54	89	92%
600266.SH	北京城建	16	140	171	91%
600208.SH	新湖中宝	13	178	251	75%
600622.SH	光大嘉宝	15	31	57	73%
600641.SH	万业企业	5	12	22	70%
002314.SZ	南山控股	6	53	85	68%
600663.SH	陆家嘴	39	70	149	63%
001979.SZ	招商蛇口	44	686	1151	62%
000620.SZ	新华联	9	75	150	53%
000965.SZ	天保基建	1	13	27	50%
600675.SH	中华企业	68	78	223	50%
600708.SH	光明地产	32	104	247	48%
000402.SZ	金融街	39	116	284	47%
000090.SZ	天健集团	13	41	119	38%
600649.SH	城投控股	2	35	111	32%
600823.SH	世茂股份	32	45	236	22%
600639.SH	浦东金桥	8	5	33	20%
603506.SH	南都物业	3	2	13	17%
600648.SH	外高桥	33	5	89	10%
600007.SH	中国国贸	9	1	35	5%
002285.SZ	世联行	13	2	83	3%
600658.SH	电子城	3	1	61	1%
600732.SH	ST 新梅	0	0	60	0.001%

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

市场关注的财务指标

ROIC 分化

观察 Wind 所给的 2013-2018 年 ROIC 数据, 在市场重点关注的地产 A 股中, 53%的房企 2018 年 ROIC 较 2017 年提升, 其中荣盛发展、世茂股份明显提升,

金地集团、招商蛇口相对稳定，新城控股、万科明显下降；

表 3: Wind 给出的部分房企 2013-2018 年 ROIC 一览表 (%)

证券代码	证券简称	2018	2017	2016	2015	2014	2013
002244.SZ	滨江集团	10.3	10.1	10.3	9.7	5.6	8.8
001979.SZ	招商蛇口	9.5	9.6	10.4	8.7	8.6	9.5
002146.SZ	荣盛发展	9.4	7.6	6.4	5.3	9.7	11.9
600383.SH	金地集团	9.1	9.3	9.7	5.9	6.6	6.6
000718.SZ	苏宁环球	9.1	10.0	8.9	7.5	7.6	6.9
600663.SH	陆家嘴	9.0	8.5	8.5	7.9	7.3	8.2
000069.SZ	华侨城 A	8.6	9.5	9.4	8.3	11.1	11.2
601155.SH	新城控股	8.4	12.4	10.2	10.4	8.4	10.7
600823.SH	世茂股份	8.3	7.8	6.6	8.4	9.0	7.5
002208.SZ	合肥城建	8.1	6.1	3.3	4.8	7.5	6.5
000002.SZ	万科 A	7.6	11.5	11.4	13.1	10.8	11.2
600048.SH	保利地产	6.8	7.3	8.2	8.5	8.0	8.2
600340.SH	华夏幸福	6.7	6.5	7.2	8.2	10.1	13.9
000031.SZ	大悦城	6.2	6.4	4.4	3.9	4.0	5.4
000090.SZ	天健集团	5.3	5.0	4.3	5.1	7.4	6.7
000402.SZ	金融街	4.8	5.4	4.1	3.9	6.0	7.1
600657.SH	信达地产	4.8	3.4	3.1	3.0	4.3	5.4
600606.SH	绿地控股	4.8	4.2	3.1	5.7	-4.7	2.3
600895.SH	张江高科	4.4	4.2	6.1	5.7	5.1	5.0
600748.SH	上实发展	4.4	4.4	4.2	4.8	7.5	4.4
000926.SZ	福星股份	4.4	4.3	3.1	3.3	4.5	5.1
000540.SZ	中天金融	4.3	5.8	8.6	10.3	8.7	8.0
600708.SH	光明地产	4.0	6.9	4.1	3.3	7.2	7.4
601588.SH	北辰实业	3.9	4.0	2.4	3.0	3.3	4.0
000656.SZ	金科股份	3.9	3.4	3.3	2.8	2.2	3.6
000797.SZ	中国武夷	3.8	3.4	3.7	4.0	2.7	3.6
000961.SZ	中南建设	3.5	1.1	1.1	1.6	3.1	6.2
600376.SH	首开股份	3.2	3.5	3.4	4.2	3.9	3.4
000671.SZ	阳光城	2.8	2.1	2.1	4.4	6.0	4.5
600604.SH	市北高新	2.8	3.5	2.5	3.3	1.3	11.8
000732.SZ	泰禾集团	2.7	2.3	2.5	2.7	2.0	4.0
600325.SH	华发股份	2.4	2.0	1.8	1.1	1.6	2.2
600266.SH	北京城建	2.2	3.4	4.2	4.2	6.0	8.4
000046.SZ	泛海控股	1.6	3.0	3.7	4.0	3.9	3.9

资料来源: 全部数据均为 wind 所给、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

盈利能力回升

板块盈利能力回升: 2018 年、2019 年 1 季度, 板块平均毛利率分别为 32.4%、32.2%, 分别较 2017 年同期提升 2.8、1.2 个百分点; 2018 年、2019 年 1 季度, 板块净利率分别为 12.4%、13.1%, 与 2017 年同期基本持平。

图 3: 板块毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 板块净利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在我们选取的 41 家重点房企样本中，78%的房企 2018 年毛利率较 2017 年提升，59%的房企 2019 年 1 季度毛利率较去年同期提升；54%的房企 2018 年净利率较 2017 年提升，51%的房企 2019 年 1 季度净利率较去年同期提升。2018 年，66%的房企毛利率水平高于行业平均水平，其中华侨城、金地集团、华夏幸福毛利率达 60.3%、42.7%、41.6%；56%的房企净利率水平高于行业平均水平，其中金地集团、华侨城、新城控股、招商蛇口净利率达 24.1%、23.5%、22.6%、22.0%。

表 4：重点房企毛利率及净利率变化情况

序号	证券代码	证券简称	2018 年 毛利率 (%)	较 2017 提升 (百分点)	2019Q1 毛利率 (%)	较 2018Q1 提 升 (百分点)	2018 年 净利率 (%)	较 2017 年提升 (百分点)	2019Q1 净利率 (%)	较 2018Q1 提升 (百分点)
1	000608.SZ	阳光股份	79.3	27.4	95.2	9.5	29.3	-6.3	-29.8	7.8
2	000718.SZ	苏宁环球	61.0	18.1	60.0	-3.3	30.2	11.6	28.4	-5.7
3	000069.SZ	华侨城 A	60.3	10.1	62.2	-1.4	23.5	1.5	15.8	-0.5
4	600663.SH	陆家嘴	54.0	4.2	53.1	-1.7	32.5	-6.9	26.1	-62.8
5	000046.SZ	泛海控股	50.4	12.3	38.0	-4.2	20.6	-16.3	319.3	-161.1
6	000402.SZ	金融街	48.6	19.2	47.6	3.1	18.3	2.2	17.7	0.6
7	000042.SZ	中洲控股	47.1	10.8	58.0	6.0	5.2	-1.8	14.3	-3.6
8	600895.SH	张江高科	46.5	7.0	57.8	12.5	43.4	6.5	44.7	-70.8
9	002208.SZ	合肥城建	46.4	19.4	52.6	14.5	14.9	8.9	22.4	19.1
10	600823.SH	世茂股份	44.6	-0.4	31.3	-12.6	22.9	3.0	11.1	-5.2
11	600675.SH	中华企业	43.0	21.7	58.3	41.5	16.9	10.1	25.5	19.9
12	600383.SH	金地集团	42.7	8.4	36.8	2.6	24.1	-1.3	16.6	-0.6
13	600604.SH	市北高新	42.5	2.6	47.2	1.6	53.0	39.1	13.0	11.8
14	000031.SZ	大悦城	42.5	6.2	54.6	6.6	14.2	1.8	21.4	5.9
15	600340.SH	华夏幸福	41.6	-6.3	65.3	5.3	14.1	-0.7	29.4	5.4
16	001979.SZ	招商蛇口	39.5	1.8	33.7	-15.8	22.0	2.2	61.3	-2.3
17	000002.SZ	万科 A	37.5	3.4	35.0	0.9	16.6	1.2	6.6	0.9
18	601155.SH	新城控股	36.7	1.1	38.4	2.0	22.6	7.1	5.0	-2.1
19	002244.SZ	滨江集团	35.7	5.3	45.2	15.0	14.9	-1.8	31.6	16.9
20	600657.SH	信达地产	34.9	6.7	42.1	7.8	13.4	6.4	1.2	22.1
21	600185.SH	格力地产	34.3	-8.6	23.1	-22.8	16.6	-3.3	13.3	-11.6
22	000620.SZ	新华联	33.5	1.7	20.3	-5.3	8.9	-2.7	-0.6	-4.5
23	601588.SH	北辰实业	33.5	0.6	42.0	2.9	11.2	2.7	17.9	7.6
24	600266.SH	北京城建	32.9	6.8	13.2	-24.5	10.1	-1.1	74.0	66.6
25	000537.SZ	广宇发展	32.8	4.9	38.6	3.5	9.2	-1.3	21.7	0.6
26	600376.SH	首开股份	32.7	0.0	38.1	18.3	10.0	0.2	14.7	8.7
27	600048.SH	保利地产	32.5	1.4	39.8	0.0	13.4	0.0	14.8	0.7
28	600890.SH	中房股份	31.5	-29.9	-742.1	-252.0	-343.7	-354.2	-7,217.6	-3,157.6
29	002146.SZ	荣盛发展	31.5	2.0	33.8	-0.8	14.7	-1.0	10.7	0.7
30	600708.SH	光明地产	31.3	10.8	25.6	-20.4	6.7	-2.9	14.6	-4.0
31	000926.SZ	福星股份	30.5	3.9	26.8	-14.4	11.0	0.8	6.4	-3.5
32	000732.SZ	泰禾集团	30.4	2.7	27.1	-0.1	12.6	3.0	13.4	8.2
33	600748.SH	上实发展	30.0	-2.1	27.4	-9.6	10.7	-2.0	12.4	-0.2
34	000540.SZ	中天金融	29.6	-9.6	40.5	5.3	10.2	-3.3	28.3	14.1
35	000656.SZ	金科股份	28.6	7.3	25.4	5.1	9.8	3.2	3.5	-0.4
36	600325.SH	华发股份	27.3	-0.9	31.2	4.1	10.1	1.2	11.2	-24.3
37	000671.SZ	阳光城	26.1	1.0	27.4	2.4	6.9	0.2	5.0	0.4
38	000797.SZ	中国武夷	24.3	-1.1	23.0	-12.4	8.8	2.5	6.0	-1.2
39	000090.SZ	天健集团	21.6	-4.4	21.1	-4.4	7.6	-1.3	4.7	-0.6
40	000961.SZ	中南建设	19.6	3.3	24.3	4.6	5.8	4.0	6.2	2.2
41	600606.SH	绿地控股	15.4	1.0	15.2	0.7	4.6	-0.1	6.4	0.9

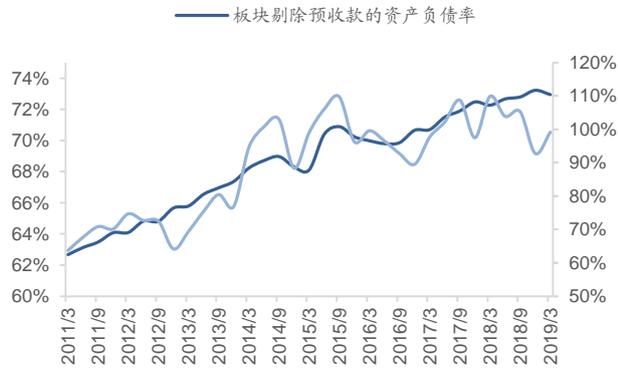
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

行业负债水平小幅回落

截至 2019 年 Q1 末，板块剔除预收款的资产负债率维持于历史高位；净负债率较 2018 年末小幅提升，但较 2018 年 Q1 的历史高位已明显下调；短期偿债能力较 2016 年 Q3 的高点回落后，趋于稳定。截至 2019 年 1 季度末，板块剔除

预收款的资产负债率为 72.9%，较 2018 年末及 2018 年 1 季度基本持平；净负债率为 99.2%，较 2018 年末提升 6.4 个百分点，较 2018 年 1 季度下降 10.7 个百分点；货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 1.2，与 2018 年末及 2018 年 1 季度基本持平。

图 5: 行业负债水平下调



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 短期偿债能力稳定



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

截至 2019 年 Q1，板块 130 家公司中，剔除预收款的资产负债率低于行业整体水平的占比 71%，净负债率低于行业整体水平的占比 68%，短期偿债能力高于 1 的占比 57%，整体债务情况较去年同期小幅改善。

表 5: 2019Q1 板块地产股负债水平及短期偿债能力汇总

证券简称	剔除预收款的资产负债率	净负债率	短期偿债能力保障倍数
长春经开	7%	-44%	-
万业企业	8%	-41%	1274.5
中房股份	9%	-36%	-
哈高科	13%	-3%	1.6
绿景控股	14%	-37%	308.3
海德股份	16%	-14%	2.5
ST 新梅	20%	-44%	-
中珠医疗	22%	-18%	9.9
华丽家族	24%	16%	6.2
深深房 A	26%	-68%	68.4
海航投资	29%	-31%	20.0
沙河股份	29%	-15%	9.0
凤凰股份	30%	-10%	2.6
顺发恒业	30%	-96%	158.4
同达创业	34%	-54%	-
中国国贸	37%	26%	1.7
天保基建	37%	11%	2.2
万通地产	38%	11%	8.6
苏宁环球	39%	-8%	4.9
卧龙地产	39%	-63%	-
ST 匹凸	40%	-9%	-
京粮控股	40%	29%	0.4
中迪投资	40%	3%	3.3
大龙地产	41%	-14%	-
城投控股	41%	27%	1.4
海航创新	41%	1%	0.9
粤宏远 A	42%	10%	2.6
渝开发	42%	-4%	1.5
电子城	43%	26%	4.6
阳光股份	43%	44%	0.2
华联控股	43%	-45%	-
深振业 A	43%	-5%	2.7

亚太实业	45%	13%	0.2
*ST 新城	45%	70%	0.1
南都物业	46%	-44%	-
空港股份	47%	36%	0.4
上海临港	48%	34%	2.1
莱茵体育	51%	48%	0.8
张江高科	52%	55%	1.2
南京高科	52%	-12%	1.8
浦东金桥	52%	49%	0.7
银亿股份	52%	68%	0.1
中润资源	53%	32%	0.2
宁波富达	53%	63%	2.1
京能置业	53%	60%	0.4
大港股份	53%	48%	0.4
市北高新	54%	86%	1.0
新黄浦	55%	41%	25.0
皇庭国际	55%	81%	0.2
美好置业	55%	61%	1.2
世荣兆业	56%	-10%	3.9
世联行	57%	7%	1.1
海航基础	57%	16%	1.4
深物业 A	57%	-30%	-
荣丰控股	57%	54%	0.3
光大嘉宝	57%	41%	4.8
冠城大通	58%	45%	2.1
世茂股份	58%	26%	2.8
苏州高新	59%	62%	2.0
中航地产	59%	68%	1.2
万泽股份	59%	24%	1.7
中华企业	60%	-6%	3.3
中国武夷	60%	69%	0.7
外高桥	61%	80%	0.2
广宇集团	61%	39%	1.3
SST 前锋	61%	30%	0.7
上实发展	61%	77%	0.9
合肥城建	62%	1%	1.7
数源科技	63%	86%	0.2
京汉股份	64%	30%	1.1
津滨发展	65%	68%	0.5
大名城	66%	105%	0.6
迪马股份	66%	42%	1.2
粤泰股份	67%	120%	0.1
保利地产	67%	84%	3.2
天健集团	68%	73%	1.5
金地集团	68%	61%	2.1
宋都股份	68%	14%	6.7
陆家嘴	69%	107%	0.5
招商蛇口	69%	57%	1.5
浙江广厦	69%	-44%	14.3
西藏城投	70%	158%	2.6
滨江集团	70%	76%	2.2
荣安地产	70%	60%	2.4
香江控股	70%	69%	1.3
福星股份	71%	119%	0.6
蓝光发展	72%	130%	1.3
新潮中宝	72%	186%	0.6
华侨城 A	72%	90%	1.7
北京城建	73%	131%	1.0
金融街	73%	180%	1.0
荣盛发展	73%	86%	1.0
栖霞建设	73%	130%	2.3
中粮地产	73%	120%	1.7

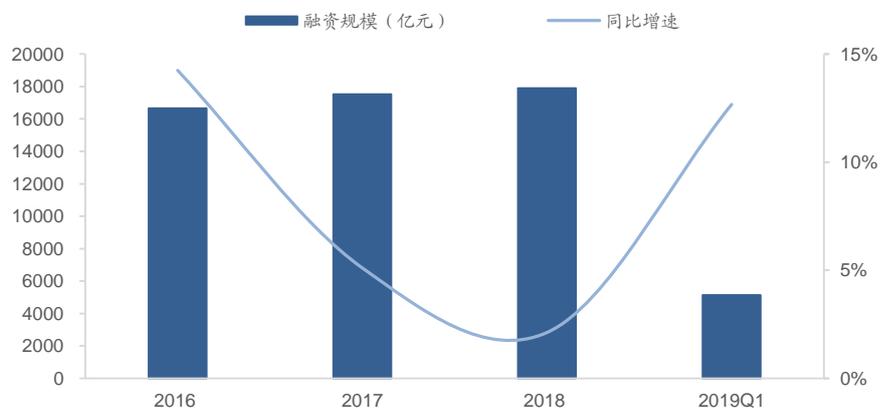
华鑫股份	73%	-96%	6.1
格力地产	74%	187%	2.0
财信发展	74%	76%	1.8
南国置业	74%	134%	2.8
广宇发展	74%	143%	1.2
金科股份	75%	155%	1.0
天房发展	76%	236%	0.1
中洲控股	76%	86%	1.9
首开股份	76%	181%	0.7
新城控股	76%	61%	3.2
万科 A	77%	45%	2.0
珠江实业	77%	226%	0.7
阳光城	78%	190%	0.8
华发股份	78%	224%	0.5
光明地产	79%	228%	0.5
新华联	80%	197%	0.8
信达地产	80%	102%	1.0
中天金融	80%	150%	0.6
*ST 天业	80%	39%	1.1
华远地产	80%	196%	1.2
天地源	81%	252%	1.0
华夏幸福	81%	199%	1.1
北辰实业	81%	106%	1.2
泰禾集团	81%	279%	0.4
泛海控股	82%	191%	0.6
嘉凯城	82%	173%	0.1
中交地产	83%	138%	3.3
中南建设	84%	167%	1.9
绿地控股	84%	178%	1.0
*ST 金宇	86%	126%	0.1
京投发展	87%	553%	1.3
云南城投	90%	491%	0.1
天津松江	90%	501%	0.2
鲁商置业	91%	191%	1.2
华业资本	99%	7286%	0.0

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

融资环境改善

观察 A 股房地产板块, 2018 年、2019 年 1 季度 A 股上市房地产公司融资规模总额 (主要为借款+发债) 分别为 17892 亿元、5132 亿元, 分别同比增长 2%、13%, 2019 年 1 季度以来房企融资环境明显改善。

图 7: 板块融资规模情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在我们选取的 41 家重点房企样本中，49%的房企 2018 年融资规模增速高于行业平均水平；51%的房企 2019 年 1 季度融资规模增速高于行业平均水平。2019 年 1 季度，在行业融资规模整体明显提升的背景下，中小规模房企表现的更加积极：万科、保利地产融资规模增速分别为-52%、-14%，而华夏幸福、金科股份、新城控股等融资规模增速分别达 174%、169%、140%。

表 6：融资规模变化情况

序号	证券代码	证券简称	2018 年融资规模 (亿元)	同比增速	2019Q1 融资规模 (亿元)	同比增速
1	600048.SH	保利地产	1398	11%	405	-14%
2	000002.SZ	万科 A	1350	1%	131	-52%
3	600606.SH	绿地控股	1281	-3%	303	5%
4	000069.SZ	华侨城 A	1017	-4%	498	27%
5	001979.SZ	招商蛇口	804	14%	269	7%
6	600340.SH	华夏幸福	731	0%	331	174%
7	000671.SZ	阳光城	725	-14%	183	22%
8	000732.SZ	泰禾集团	694	-42%	62	-76%
9	000046.SZ	泛海控股	645	6%	79	-37%
10	000656.SZ	金科股份	576	30%	208	169%
11	601155.SH	新城控股	558	34%	218	140%
12	600325.SH	华发股份	497	12%	224	37%
13	600376.SH	首开股份	467	-27%	122	-36%
14	600383.SH	金地集团	447	0%	98	-41%
15	000961.SZ	中南建设	413	55%	83	37%
16	002146.SZ	荣盛发展	392	-7%	74	3%
17	600708.SH	光明地产	275	55%	57	33%
18	000031.SZ	大悦城	272	81%	103	160%
19	000402.SZ	金融街	259	2%	69	-47%
20	002244.SZ	滨江集团	239	244%	70	-3%
21	600823.SH	世茂股份	191	39%	50	-4%
22	600663.SH	陆家嘴	158	-18%	128	132%
23	600266.SH	北京城建	153	-40%	33	48%
24	000540.SZ	中天金融	136	2%	46	376%
25	000537.SZ	广宇发展	93	39%	26	286%
26	600657.SH	信达地产	91	-12%	37	21%
27	000926.SZ	福星股份	89	-23%	34	125%
28	000620.SZ	新华联	87	-52%	40	49%
29	600604.SH	市北高新	85	79%	13	-55%
30	000090.SZ	天健集团	73	10%	23	0%
31	600185.SH	格力地产	73	-28%	17	48%
32	601588.SH	北辰实业	59	-62%	34	274%
33	600748.SH	上实发展	48	9%	32	60%
34	000042.SZ	中洲控股	44	-64%	4	-58%
35	600895.SH	张江高科	39	97%	17	1139%
36	600675.SH	中华企业	35	4646%	4	-
37	000718.SZ	苏宁环球	33	66%	9	2%
38	000797.SZ	中国武夷	21	-49%	14	219%
39	002208.SZ	合肥城建	21	24%	2	-82%
40	000608.SZ	阳光股份	0	-100%	0	-
41	600890.SH	中房股份	0	-	0	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

少数股东权益/所有者权益

板块 2018 年末“少数股东权益占所有者权益比值”为 25%，较 2017 年末提升 2 个百分点，创历史新高；我们选取的 41 家重点房企中，66%的房企少数股东权益占所有者权益比值有所提升，其中金科股份、新城控股、市北高新、世茂股份该比值分别提升达 27、20、13、10 个百分点。

图 8: 板块少数股东权益占比持续提升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 7: 部分房企 2013-2018 年少数股东权益占所有者权益比值一览

序号	证券代码	证券简称	2018	2017	2016	2015	2014	2013
1	600325.SH	华发股份	54%	50%	44%	38%	47%	37%
2	600823.SH	世茂股份	47%	37%	34%	21%	20%	12%
3	000671.SZ	阳光城	44%	37%	30%	13%	9%	24%
4	000031.SZ	大悦城	43%	44%	48%	46%	44%	40%
5	600376.SH	首开股份	42%	36%	24%	9%	10%	10%
6	000732.SZ	泰禾集团	42%	36%	34%	21%	43%	36%
7	601155.SH	新城控股	40%	21%	9%	13%	43%	43%
8	000656.SZ	金科股份	39%	12%	11%	16%	20%	21%
9	600606.SH	绿地控股	36%	33%	27%	26%	1%	1%
10	600048.SH	保利地产	35%	32%	24%	26%	24%	25%
11	000002.SZ	万科 A	34%	29%	30%	27%	24%	27%
12	001979.SZ	招商蛇口	30%	26%	27%	25%	63%	65%
13	600383.SH	金地集团	30%	30%	30%	29%	22%	23%
14	600663.SH	陆家嘴	29%	29%	33%	20%	24%	26%
15	000046.SZ	泛海控股	29%	27%	26%	32%	26%	4%
16	000069.SZ	华侨城 A	23%	21%	9%	10%	13%	14%
17	000620.SZ	新华联	22%	21%	11%	13%	6%	8%
18	002244.SZ	滨江集团	21%	13%	19%	20%	14%	14%
19	000608.SZ	阳光股份	20%	19%	23%	20%	24%	15%
20	600340.SH	华夏幸福	20%	48%	33%	47%	44%	33%
21	600604.SH	市北高新	17%	4%	3%	19%	4%	1%
22	000402.SZ	金融街	14%	12%	11%	12%	10%	9%
23	000540.SZ	中天金融	14%	16%	4%	3%	4%	7%
24	600675.SH	中华企业	12%	29%	31%	36%	31%	28%
25	600748.SH	上实发展	12%	14%	11%	13%	13%	30%
26	000961.SZ	中南建设	11%	15%	16%	32%	32%	21%
27	600266.SH	北京城建	10%	9%	7%	5%	6%	10%
28	601588.SH	北辰实业	10%	6%	5%	5%	2%	1%
29	000926.SZ	福星股份	10%	14%	20%	16%	14%	24%
30	002146.SZ	荣盛发展	8%	6%	6%	6%	10%	12%
31	002208.SZ	合肥城建	7%	7%	5%	6%	1%	1%
32	000042.SZ	中洲控股	5%	7%	0%	0%	0%	0%
33	600657.SH	信达地产	5%	2%	3%	3%	5%	6%
34	000797.SZ	中国武夷	4%	2%	4%	11%	15%	20%
35	600708.SH	光明地产	3%	4%	6%	6%	18%	16%
36	000718.SZ	苏宁环球	3%	11%	8%	5%	0%	0%
37	600895.SH	张江高科	2%	3%	3%	5%	5%	5%
38	600890.SH	中房股份	1%	1%	1%	0%	0%	0%
39	000090.SZ	天健集团	0%	1%	1%	1%	0%	0%

40	600185.SH	格力地产	0%	0%	1%	1%	1%	1%
41	000537.SZ	广宇发展	0%	0%	30%	29%	28%	26%

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

少数股东损益/净利润

截至 2018 年末, 在我们选取的 41 家重点房企样本中, 56% 的房企少数股东损益占净利润比值较 2017 年提升; 41 家主流地产 A 股当中, 约 68% 的房企“少数股东损益占净利润比值”小于“少数股东权益占比”。

表 8: 部分房企少数股东损益占净利润比值一览

序号	证券代码	证券简称	少数股东损益/净利润 (2018)	少数股东损益/净利润 (2017)	2018 年末少数股东损益占净利润比值较前期提升 (百分点)	2018 年末少数股东权益/所有者权益
1	000608.SZ	阳光股份	86%	20%	67%	20%
2	002244.SZ	滨江集团	61%	26%	35%	21%
3	600823.SH	世茂股份	49%	40%	9%	47%
4	601588.SH	北辰实业	40%	13%	27%	10%
5	000732.SZ	泰禾集团	35%	9%	26%	42%
6	600383.SH	金地集团	33%	28%	5%	30%
7	000002.SZ	万科 A	31%	25%	7%	34%
8	000031.SZ	大悦城	31%	46%	-15%	43%
9	600606.SH	绿地控股	29%	33%	-4%	36%
10	600748.SH	上实发展	29%	5%	24%	12%
11	000797.SZ	中国武夷	28%	4%	24%	4%
12	600048.SH	保利地产	28%	21%	7%	35%
13	000671.SZ	阳光城	23%	7%	15%	44%
14	001979.SZ	招商蛇口	22%	19%	3%	30%
15	600376.SH	首开股份	21%	35%	-14%	42%
16	600675.SH	中华企业	20%	29%	-9%	12%
17	000402.SZ	金融街	19%	27%	-8%	14%
18	600663.SH	陆家嘴	18%	15%	4%	29%
19	002208.SZ	合肥城建	16%	20%	-4%	7%
20	600657.SH	信达地产	14%	5%	9%	5%
21	601155.SH	新城控股	14%	4%	10%	40%
22	600604.SH	市北高新	12%	24%	-12%	17%
23	000046.SZ	泛海控股	10%	7%	3%	29%
24	600266.SH	北京城建	9%	7%	2%	10%
25	002146.SZ	荣盛发展	9%	5%	3%	8%
26	000069.SZ	华侨城 A	6%	7%	-1%	23%
27	000961.SZ	中南建设	5%	-12%	17%	11%
28	000620.SZ	新华联	5%	1%	4%	22%
29	600325.SH	华发股份	5%	9%	-4%	54%
30	000926.SZ	福星股份	4%	29%	-25%	10%
31	000656.SZ	金科股份	3%	12%	-9%	39%
32	600340.SH	华夏幸福	0%	0%	0%	20%
33	600890.SH	中房股份	0%	0%	0%	1%
34	000537.SZ	广宇发展	0%	5%	-5%	0%
35	600185.SH	格力地产	0%	0%	0%	0%
36	000090.SZ	天健集团	-1%	-1%	0%	0%
37	000540.SZ	中天金融	-1%	3%	-4%	14%
38	600708.SH	光明地产	-3%	2%	-5%	3%
39	000718.SZ	苏宁环球	-4%	-7%	3%	3%
40	000042.SZ	中洲控股	-8%	-1%	-7%	5%
41	600895.SH	张江高科	-9%	-1%	-8%	2%

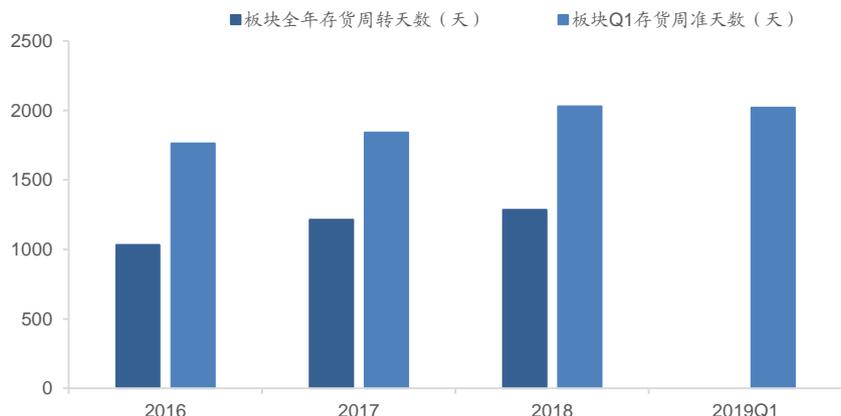
资料来源: wind 计算结果、公司公告、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

存货周转天数

从结算口径观察 A 股房地产板块的存货去化能力: 2018 年板块存货周转天数平均 1285 天, 较 2017 年提升 6%; 2019 年 1 季度板块存货周转天数平均 2021 天, 较去年同期基本持平; 表明: 从结算口径看, 2018 年房地产板块存货去化

速度较 2017 年有所放缓,但 2019 年 1 季度去化速度较去年同期没有明显变化。

图 9: 板块存货周转天数情况



资料来源:wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

在我们选取的 41 家重点房企样本中,73%的房企 2018 年存货周转天数较 2017 年有所提升,而仅 46%的房企 2019 年 1 季度的存货周转天数较去年同期提升,整体去化情况有所改善。其中部分重点房企 2019 年 1 季度去化改善较为明显,如华发股份、陆家嘴、格力地产等去化周期同比缩短达 69%、67%、65%。

表 9: 部分房企存货周转天数情况

序号	证券代码	证券简称	2018 年存货周转天数 (天)	同比增长	2019Q1 存货周转天数 (天)	同比增长
1	600325.SH	华发股份	2411	4%	2594	-69%
2	600663.SH	陆家嘴	1318	12%	1104	-67%
3	600185.SH	格力地产	3830	-9%	1475	-65%
4	000046.SZ	泛海控股	12857	145%	15789	-61%
5	000031.SZ	大悦城	1718	31%	1202	-59%
6	601588.SH	北辰实业	1711	5%	1895	-59%
7	600675.SH	中华企业	574	-38%	669	-46%
8	002208.SZ	合肥城建	2896	184%	2332	-43%
9	600895.SH	张江高科	2769	13%	2528	-35%
10	000926.SZ	福星股份	1125	34%	881	-29%
11	600657.SH	信达地产	1486	8%	8257	-25%
12	600748.SH	上实发展	1288	-4%	1667	-23%
13	000002.SZ	万科 A	1304	9%	2190	-20%
14	600383.SH	金地集团	1225	7%	1433	-19%
15	000090.SZ	天健集团	844	-17%	1701	-19%
16	600708.SH	光明地产	1104	33%	1856	-18%
17	000671.SZ	阳光城	1158	-21%	3072	-16%
18	600266.SH	北京城建	2721	40%	5000	-14%
19	000797.SZ	中国武夷	822	3%	1585	-11%
20	000732.SZ	泰禾集团	2622	12%	2769	-6%
21	600048.SH	保利地产	1252	-5%	3249	-4%
22	600606.SH	绿地控股	678	-6%	704	-2%
23	000620.SZ	新华联	938	-43%	3082	7%
24	000718.SZ	苏宁环球	3294	138%	3930	7%
25	000402.SZ	金融街	2225	87%	3346	9%
26	600376.SH	首开股份	2058	10%	2951	10%
27	000042.SZ	中洲控股	2315	54%	3896	11%
28	000540.SZ	中天金融	1262	-4%	1468	11%
29	000069.SZ	华侨城 A	2505	69%	5114	16%
30	600340.SH	华夏幸福	1782	-18%	6522	17%
31	002146.SZ	荣盛发展	1193	-13%	2885	18%
32	600890.SH	中房股份	30	253%	57	19%
33	600823.SH	世茂股份	1326	25%	2267	24%
34	000656.SZ	金科股份	1639	39%	3136	37%

35	000961.SZ	中南建设	1372	5%	1935	71%
36	000537.SZ	广宇发展	1152	39%	3333	87%
37	001979.SZ	招商蛇口	1264	19%	6818	100%
38	601155.SH	新城控股	1166	46%	5263	135%
39	600604.SH	市北高新	8571	501%	16071	139%
40	000608.SZ	阳光股份	4186	67%	23077	249%
41	002244.SZ	滨江集团	1030	9%	5172	329%

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

多数优势房企销售增速及投资均放缓

统计的 Top30 优势房企中, 2018 年仅 9 家房企销售增速高于 2017 年, 2019 年 1 季度仅 8 家房企销售增速高于去年同期, 且部分龙头房企呈现负增长态势; 从已披露数据公司的“拿地销售比”来看, 统计的 12 家房企中, 2018 年仅 1 家房企该比值大约 2017 年同期, 但有 10 家房企比值仍大于 1, 表明投资力度虽有放缓, 但整体仍能保障未来发展。

表 10: 2018 年 Top30 房企销售情况

序号	房企	2018 年销售金额 (亿元)	2018 年同比增速	2017 年同比增速	增长变化 (百分点)
1	碧桂园	7287	32%	78%	-46
2	万科	6070	15%	45%	-31
3	中国恒大	5513	10%	34%	-24
4	融创中国	4650	27%	135%	-108
5	保利地产	4048	31%	47%	-16
6	绿地控股	3875	26%	20%	6
7	中海地产	2636	30%	10%	20
8	新城控股	2211	75%	94%	-20
9	龙湖集团	2006	29%	77%	-49
10	华润置地	2106	38%	41%	-2
11	世茂房地产	1762	75%	48%	27
12	招商蛇口	1706	51%	53%	-1
13	华夏幸福	1635	7%	57%	-50
14	阳光城	1629	78%	88%	-10
15	金地集团	1623	15%	40%	-25
16	旭辉集团	1520	46%	96%	-50
17	绿城中国	1564	7%	28%	-22
18	中南置地	1466	52%	92%	-40
19	富力地产	1423	74%	35%	39
20	泰禾集团	1303	29%	152%	-122
21	金科集团	1291	96%	93%	3
22	中梁控股	1289	70%	125%	-55
23	中国金茂	1280	85%	85%	0
24	融信集团	1219	143%	9%	134
25	远洋集团	1095	55%	40%	15
26	正荣集团	1080	19%	86%	-67
27	蓝光发展	1042	51%	103%	-52
28	祥生地产	1029	81%	75%	7
29	雅居乐	1027	14%	70%	-55
30	荣盛发展	1016	50%	49%	0

资料来源: wind, 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

表 11: 2019 年 1-3 月 Top30 房企销售情况

序号	房企	2019 年 1-3 月销售金 额 (亿元)	2019 年 1-3 月 同比增速	2018 年 1-3 月 同比增速	增长变化 (百分点)
1	碧桂园	1705	-9%	25%	-34
2	万科地产	1494	-3%	3%	-6

3	中国恒大	1196	-26%	51%	-77
4	保利地产	1097	26%	51%	-25
5	融创中国	799	11%	65%	-55
6	绿地控股	708	46%	-17%	63
7	中海地产	689	31%	15%	16
8	华润置地	512	42%	19%	23
9	新城控股	467	23%	64%	-40
10	龙湖集团	445	1%	2%	-1
11	世茂房地产	408	24%	60%	-36
12	招商蛇口	379	21%	18%	3
13	旭辉集团	344	27%	17%	10
14	阳光城	340	22%	80%	-58
15	中梁控股	339	9%	129%	-120
16	金地集团	338	30%	-18%	47
17	华夏幸福	306	-32%	10%	-42
18	中南置地	309	25%	60%	-36
19	金科集团	283	12%	83%	-71
20	中国金茂	283	-27%	304%	-330
21	富力地产	278	15%	51%	-36
22	正荣集团	250	-5%	62%	-68
23	泰禾集团	258	-21%	36%	-57
24	融信集团	254	13%	65%	-52
25	雅居乐	251	19%	0%	19
26	蓝光发展	207	16%	30%	-14
27	远洋集团	221	38%	33%	5
28	滨江集团	212	36%	93%	-57
29	奥园集团	187	37%	125%	-88
30	绿城中国	255	-9%	25%	-34

资料来源: wind, 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

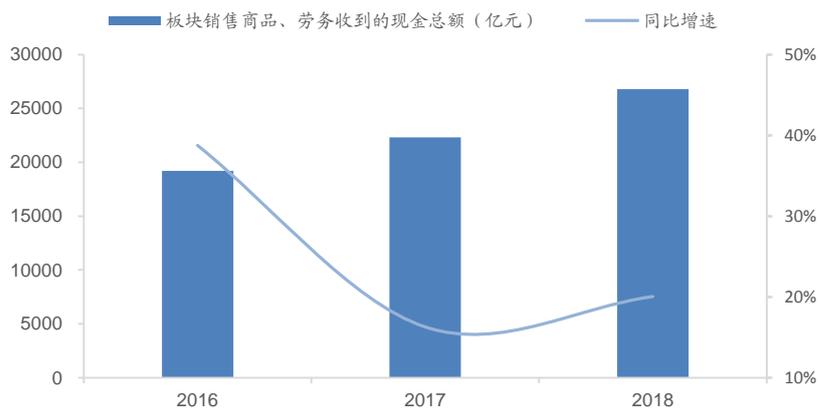
表 12: 部分房企拿地销售比情况

序号	房企名称	2018 年拿地面积/ 销售面积	2017 年拿地面积/ 销售面积	变化情况
1	华侨城	6.7	4.0	2.7
2	新城控股	2.6	3.7	-1.0
3	蓝光发展	1.9	-	-
4	招商蛇口	1.6	1.8	-0.2
5	金科股份	1.5	1.5	0.0
6	中南建设	1.4	2.0	-0.6
7	金地集团	1.2	1.7	-0.5
8	万科	1.2	1.3	-0.1
9	保利地产	1.1	2.0	-0.9
10	阳光城	1.1	3.1	-2.0
11	荣盛发展	0.8	2	-1.2
12	首开股份	0.7	1.4	-0.6

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018 年末, 板块销售商品、提供劳务收到现金总额同比增速较 2017 年末小幅回升, 大部分主流地产股“销售商品、提供劳务收到现金”的同比增速比 2017 年末的增速有所提升。

图 10: 板块销售商品、劳务收到现金总额同比增速小幅回升



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 13: 部分房企销售商品、劳务收到的现金同比增速一览

序号	证券代码	证券简称	2018	2017	2016
1	600663.SH	陆家嘴	145%	-40%	-10%
2	000046.SZ	泛海控股	131%	-75%	42%
3	601155.SH	新城控股	91%	45%	45%
4	600185.SH	格力地产	82%	-60%	59%
5	600675.SH	中华企业	80%	-38%	38%
6	000961.SZ	中南建设	75%	37%	62%
7	000656.SZ	金科股份	55%	67%	36%
8	600325.SH	华发股份	47%	-18%	198%
9	000732.SZ	泰禾集团	42%	56%	11%
10	000090.SZ	天健集团	38%	29%	18%
11	000671.SZ	阳光城	38%	118%	41%
12	002208.SZ	合肥城建	33%	-23%	81%
13	000797.SZ	中国武夷	30%	-22%	86%
14	600048.SH	保利地产	29%	18%	24%
15	600657.SH	信达地产	27%	8%	58%
16	601588.SH	北辰实业	27%	-13%	164%
17	000402.SZ	金融街	25%	-36%	88%
18	001979.SZ	招商蛇口	25%	27%	4%
19	000926.SZ	福星股份	24%	-25%	53%
20	000540.SZ	中天金融	23%	1%	38%
21	000620.SZ	新华联	22%	18%	91%
22	600748.SH	上实发展	18%	-23%	63%
23	600606.SH	绿地控股	17%	23%	32%
24	000069.SZ	华侨城 A	17%	22%	34%
25	600708.SH	光明地产	12%	-9%	55%
26	002146.SZ	荣盛发展	12%	24%	97%
27	002244.SZ	滨江集团	11%	-9%	31%
28	000002.SZ	万科 A	8%	29%	49%
29	600376.SH	首开股份	2%	1%	76%
30	600823.SH	世茂股份	-1%	43%	40%
31	000718.SZ	苏宁环球	-3%	-46%	10%
32	600340.SH	华夏幸福	-4%	-13%	18%
33	600895.SH	张江高科	-5%	-43%	-29%
34	000042.SZ	中洲控股	-6%	-11%	77%
35	600383.SH	金地集团	-6%	29%	31%
36	000031.SZ	大悦城	-7%	-13%	37%
37	000537.SZ	广宇发展	-10%	359%	215%
38	600266.SH	北京城建	-12%	3%	50%
39	000608.SZ	阳光股份	-41%	-26%	39%

40	600604.SH	市北高新	-64%	-50%	327%
41	600890.SH	中房股份	-67%	-40%	-14%

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 (以上数据仅作列示, 不做推荐)

楼市升温、政策两难

2019 年以来楼市明显升温

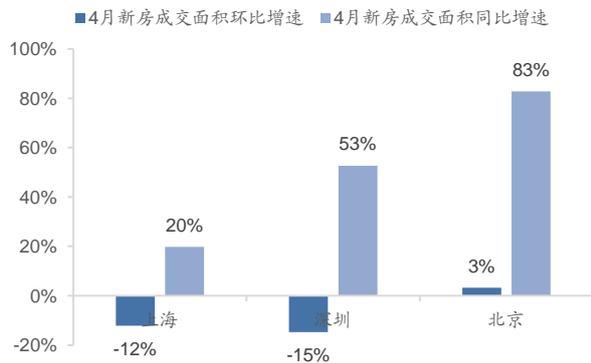
一线城市新房成交同比显著提升: 根据中国指数研究院数据, 2019 年 4 月, 上海新房成交面积环比下降 12%, 同比上升 20%; 深圳新房成交面积环比下降 15%, 同比上升 53%; 北京新房成交面积环比上升 3%, 同比上升 83%;

深圳二手房市场火热: 根据中国指数研究院数据, 2019 年 4 月, 北京二手房成交面积环比下降 7%, 同比上升 7%; 深圳二手房成交面积环比大增 65%, 同比上升 27%; 根据深圳房地产信息平台公布的数据, 深圳 4 月单月二手房成交 7570 套, 创下两年半新高;

二线城市新房成交环比持续提升: 根据中国指数研究院数据, 重庆、杭州、南京、南宁、温州新房成交面积同比、环比数据皆有上升;

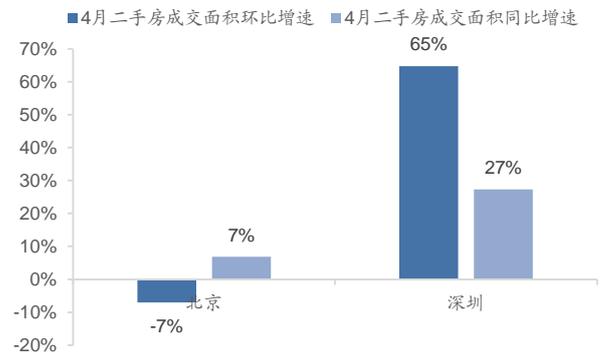
部分都市圈三四线城市新房成交环比大增: 根据中国指数研究院数据, 2019 年 4 月, 上饶、舟山、连云港、张家港新房成交面积环比分别上升 82%、63%、33%、33%, 销售显著升温;

图 11: 4 月部分一线城市新房销售增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 4 月部分一线城市二手房销售增速



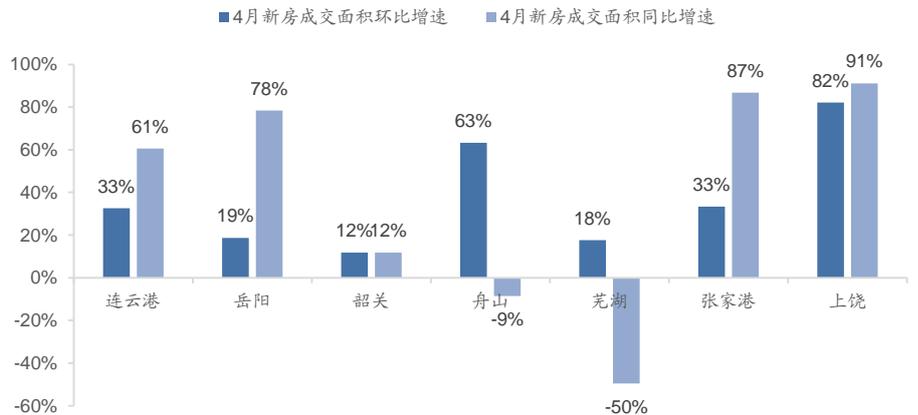
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 13: 4 月部分二线城市新房销售增速



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 14: 4 月部分三四线城市新房销售增速



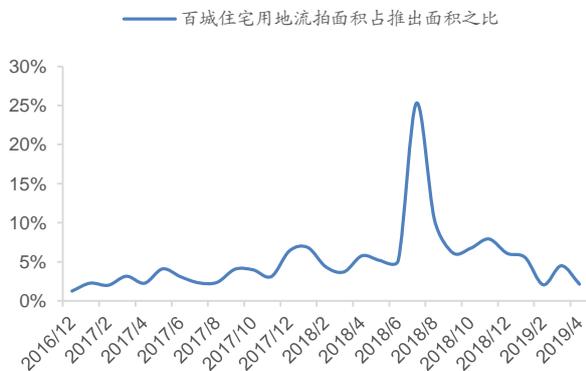
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

土地市场持续升温，地王频现

根据中国指数研究院数据,2019年4月全国百城土地成交面积5680万平方米,环比增涨11%,同比增长5%;百城共推出规划建筑面积12865万平方米,环比增涨41%,同比增涨11%,百城土地流拍面积占推出面积之比为2%,较上月下降2个百分点,较2018年7月高点下降23个百分点;全国百城土地平均溢价率为16%,较上月上升6个百分点,较去年同期上升1个百分点,土地市场持续升温。

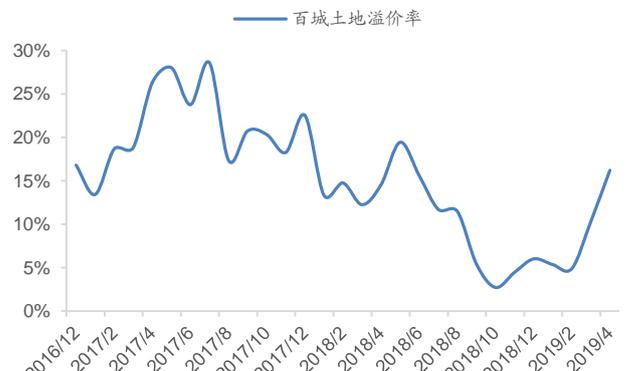
- 一、根据南京楼市报道,4月30日南京土拍接连诞生3个地王,其中江心洲时隔两年再拍出新地王;
- 二、根据苏州楼市报道,4月29日苏州园区拍出新地王,一周内刮起地王风,诞生3地王;
- 三、根据杭州楼市报道,4月16日杭州诞生史上第二贵宅地,楼面地价45325元每平方米;
- 四、根据无锡楼市报道,4月3日无锡4地块吸引近60家房企争夺,最高溢价率79.39%;
- 五、根据合肥楼市报道,合肥两天卖地超210亿,土拍持续两天,8宗地块达到最高限价;

图 15: 百城土地流拍情况



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 16: 全国百城土地溢价率情况



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

政策出现微妙变化

2019年4月房地产政策出现微妙变化，诚如我们在4月策略的判断，随着楼市回暖明显，政策改善的预期必将减弱，我们的判断得到印证：

一、4月10日，合肥市住房保障和房产管理局就进一步规范商品房销售行为发布紧急通知，打击炒房，严禁哄抬房价、捂盘惜售等行为；

二、4月16日，财政部发布《关于下达2019年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，2019年37个省市棚改套数共计285.29万套，较2018年计划改造套数减少近51%。

三、4月18日，长沙下发了《关于调整长沙市第二套住房交易环节契税政策的通知》，自2019年4月22日起，在长沙市范围内停止执行对家庭第二套改善性住房的契税优惠政策，即对个人购买家庭第二套改善性住房，按4%的税率征收契税。家庭第二套改善性住房是指已拥有一套住房的家庭，购买的家庭第二套住房；

四、据新华社4月19日消息，近期住房和城乡建设部会同国务院发展研究中心对2019年第一季度房地产市场运行情况开展了专题调研，按照稳妥实施房地产长效机制方案确定的月度分析、季度评价、年度考核的要求，住房和城乡建设部对2019年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示；

五、4月19日中共中央政治局召开会议，重申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；

六、辽宁丹东市政府办公室印发《关于进一步做好房地产市场稳定工作的通知》，从4月27日起，对非本地户籍家庭购买新建商品住房实行限购政策，在市区范围内允许购买1套新建商品住房，对于本地和非本地户籍家庭，需在市区内购买住房，自网签购房合同备案满5年，并取得不动产权证书后方可上市交易，市区范围内的新建商品住房申报预售价格备案，备案价格不得高于周边同质可比房屋的当期网签销售均价，对于在售商品住房的销售价格，同一楼盘商品住房销售价格每月环比涨幅不得超过0.6%；

七、4月28日，深圳市住房公积金管理中心发布《深圳市住房公积金提取管理规定》，主要调整租房提取额度将差异化安排，限制交易类型，以及共有产权类住房将可申请公积金贷款等；

八、5月6日，国家发展改革委召开专题新闻发布会，国家发改委规划司司长陈亚军在新闻发布会上指出，放宽落户不等于放松对房地产的调控。

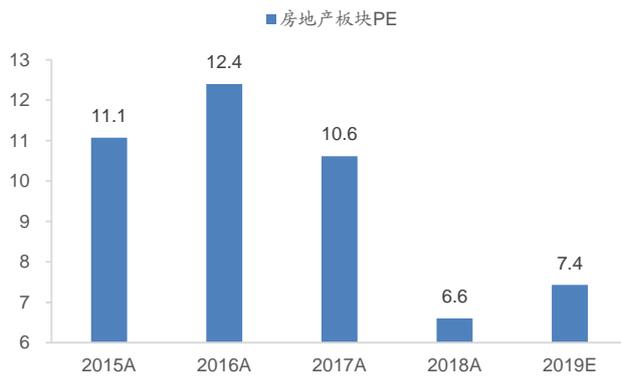
板块估值处低位

4月份由于地产股下跌，2019年板块动态PE也发生了变化，截至5月10日，板块动态PE由4月8日的8.4下降至7.4，处在近五年第二低位，当前动态PE仅比2018年10月18日市场最悲观时的6.6倍高出10%。

注1：每年股价最低时点按照当年申万房地产指数的最低时点；

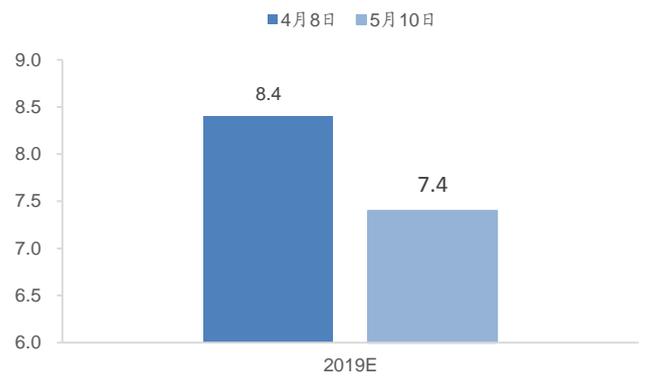
注2：历史上每年最低点的PE=每年股价最低点的总市值/当年归母净利润总和，2019年预测PE=当日收盘价板块的总市值/WIND一致预期的归母净利润总和；

图 17: 近几年地产股 PE 变化



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理
注 1、注 2

图 18: 4 月 8 日至今地产股 PE 变化



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理
注 2

投资建议

今年以来，一、二线及部分环都市圈的三线城市在货币放松的大环境下，楼市迅速升温，房价上涨预期抬头，政策面临两难，调控压力增大，地产股一方面有基本面支撑，估值比较便宜，另一方面却又面临着调控可能加码的风险，因此我们仍维持前期观点：建议已“超配”地产股的机构投资者继续拿住手中的筹码。5 月组合为金地集团、保利地产、阳光城，并维持对荣盛发展、中南建设、华夏幸福、龙湖集团、龙光地产、旭辉控股集团、融信中国、金科股份、蓝光发展、新城控股、碧桂园、华润置地、中国恒大、华侨城 A、世联行、合景泰富集团等品种的“买入”评级及佳兆业、禹洲地产的“增持”评级。

风险

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期，或公司销售增长失速。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2019-5-10	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
000961.SZ	中南建设	买入	8.58	0.59	1.08	1.89	13.8	7.9	4.5	1.7
600383.SH	金地集团	买入	11.78	1.79	2.15	2.52	6.5	5.5	4.7	1.1
600048.SH	保利地产	买入	12.97	1.59	1.9	2.28	8.1	6.8	5.7	1.3
600340.SH	华夏幸福	买入	29.74	3.91	4.83	6	7.6	6.2	5.0	2.4
601155.SH	新城控股	买入	38.30	4.65	5.8	7.25	7.9	6.6	5.3	2.8
002146.SZ	荣盛发展	买入	9.71	1.74	2.2	2.7	5.6	4.4	3.6	1.2
600466.SH	蓝光发展	买入	6.40	0.75	1.11	1.68	8.3	5.8	3.8	1.2
000671.SZ	阳光城	买入	6.77	0.75	0.98	1.28	8.9	6.9	5.3	1.5
000656.SZ	金科股份	买入	6.71	0.73	0.9	1.1	9.1	7.5	6.1	1.6
000069.SZ	华侨城 A	买入	7.45	1.29	1.49	1.72	5.8	5.0	4.3	1
002285.SZ	世联行	买入	5.06	0.2	0.32	0.39	24.7	15.8	13.0	1.9
2007.HK	碧桂园	买入	10.32	1.59	1.88	2.1	6.5	5.5	4.9	1.9
3333.HK	中国恒大	买入	19.77	2.85	3.65	4.51	7.2	5.4	4.4	2.1
1109.HK	华润置地	买入	28.6	2.78	3.2	3.52	10.4	8.9	8.1	1.5
0960.HK	龙湖集团	买入	24.32	2.16	2.59	3.11	11.3	9.4	7.8	1.8
0884.HK	旭辉控股集团	买入	4.4	0.72	0.87	1.05	6.1	5.1	4.2	1.4
3380.HK	龙光地产	买入	10.25	1.28	1.81	2.18	8	5.7	4.7	2
1813.HK	合景泰富集团	买入	7.37	1.2	1.45	1.76	6.2	5.1	4.2	0.8
3301.HK	融信中国	买入	8.76	1.56	2	2.5	5.7	4.4	3.5	1.2
1638.HK	佳兆业集团	增持	2.7	0.45	0.55	0.66	6	4.9	4.1	0.8
1628.HK	禹洲地产	增持	3.3	0.79	0.91	1.07	4.2	3.6	3.1	0.8

资料来源: wind、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

注 1: 表中金额均为人民币计价, 蓝光发展及阳光城 2018 年 EPS 均未扣除永续债利息;

注 2: 港股 EPS 均为核心 EPS (中国恒大、佳兆业集团除外)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032