

房地产行业证券研究报告
 2019年05月20日

预收账款创新高， 杠杆率持续降低

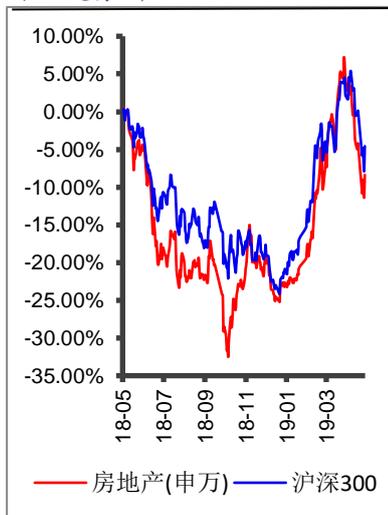
——房地产行业18年年报及19年一季报综述

分析师 张炬华
 电话 010-56511911
 邮箱 zhangjuhua@sczq.com.cn
 执业证书 S0110510120002

研究助理 邹瑞
 电话 010-56511907
 邮箱 zourui@sczq.com.cn

行业数据：房地产行业
 股票家数(家) 140
 总市值(亿元) 24616.58
 流通市值(亿元) 21046.73
 年初至今涨跌幅(%) 21.42%

行业走势图



投资要点

- 我们选取申万房地产板块中的140家公司，分析18年年报及19年一季报的相关数据，总结上市房企的相关财务状况。另外，选取10家A股上市公司中销售排名TOP30的大中型房企，作为10家大中型房企进行着重分析，这10家包括：万科A、保利地产、招商蛇口、新城控股、中南建设、金地集团、华夏幸福、金科股份、阳光城、蓝光发展。
- **A股地产公司业绩稳步增长，营业收入的增长主要得益于地产结算规模的增加。**2018年，板块整体营业收入20776.89亿元，同比增速为20.44%，归属母公司股东净利润2032.66亿元，同比增速为14.18%；2019年一季度，板块整体营业收入3668.46亿元，同比增速为22.30%，归属母公司股东净利润397.47亿元，同比增速为18.79%。
- **板块和大中型房企的在手货币资金均能覆盖短期债务，总体风险可控，大中型房企的短期还款能力略强于板块。**从短债覆盖率来看，2019年一季度板块的现金短债比为1.26，基本与18年末持平；大中型房企的现金短债比为1.69，较18年末下降0.05。
- **预收账款绝对值再创新高，未来业绩可期。**2018年，板块的预收账款为24968.29亿元，同比增速为30.12%，10家大中型房企的预收账款为15286.89亿元，同比增速为31.02%。2019年一季度，板块的预收账款为26919.41亿元，同比增速为24.13%，10家大中型房企的预收账款为16401.22亿元，同比增速为22.96%。
- **“一城一策，房住不炒”已经是房地产行业的稳定宏观政策，我们预计未来各城房价将维持窄幅箱体震荡。**在当前错综复杂的宏观经济形势下，为防止房价大涨大跌，政府因城施策，通过行政手段来改变房地产市场的供求关系，做到“稳房价、稳地价、稳预期”。
- **二线蓝筹房企涨幅较大，PE处于历史低位，板块整体上涨空间较大。**年初至今，申万房地产板块涨幅达18.82%，跑赢沪深300指数2.06个百分点，涨幅在各行业中排名第11。板块中涨幅较大的个股大多为二线蓝筹。

- **投资建议：**2018 年 A 股上市房企盈利能力持续提升，杠杆率稳步下降，已售未结资源充足，未来业绩可期。

在“一城一策，房住不炒”的政策背景下，我们建议积极关注各城市的调控政策走向。我们认为三类公司有较强的投资价值：第一：收益于一二线楼市的回暖，拥有自持物业、一二线货值占比高的低估值龙头，如万科 A、保利地产、金地集团等；第二：二三线园区地产具有协同和集约效用，在“推动制造业高质量发展，促进产业协调发展”的大背景下，将迎来成长性机会，推荐关注园区地产龙头华夏幸福。第三：国内领先的具有主动管理能力的不动产资产管理平台：光大嘉宝。

- **风险提示：**1. 国内外宏观经济形势风险；2. 房地产行业调控政策风险 3. 棚改货币化超预期减弱风险。

目录

1. 样本选择.....	4
2. 高结转带来业绩高增，盈利能力持续提升.....	4
3. 短期偿债无忧，杠杆率持续降低.....	7
4. 已售未结资源充足，未来业绩有保障.....	9
5. 地产政策：一城一策，房住不炒.....	10
6. 板块整体上涨空间较大，PE 仍处低位.....	10
7. 投资建议.....	11
8. 风险提示.....	12

图标目录

图表 1: 板块营业收入及同比增速.....	4
图表 2: 板块归属母公司净利润及同比增速.....	4
图表 3: 大中型房企营业收入及同比增速.....	4
图表 4: 大中型房企归属母公司净利润及同比增速.....	4
图表 5: 板块销售毛利率及销售净利率.....	5
图表 6: 大中型房企销售毛利率及销售净利率.....	5
图表 7: 板块少数股东损益及占比.....	6
图表 8: 大中型房企少数股东损益及占比.....	6
图表 9: 板块货币资金及同比增速.....	7
图表 10: 大中型房企货币资金及同比增速.....	7
图表 11: 板块现金短债比.....	8
图表 12: 大中型房企现金短债比.....	8
图表 13: 板块净负债率.....	8
图表 14: 大中型房企净负债率.....	8
图表 15: 板块预收账款及同比增速.....	9
图表 16: 大中型房企预收账款及同比增速.....	9
图表 17: 年初至今申万房地产板块与其他行业涨跌幅比.....	10
图表 18: 申万房地产板板块 PE 变化.....	11

1. 样本选择

我们选取申万房地产板块中的 140 家公司，分析 18 年年报及 19 年一季报的相关数据，总结上市房企的相关财务情况。另外，选取 10 家 A 股上市公司中销售排名 TOP30 的大中型房企，作为 10 家大中型房企进行着重分析，这 10 家包括：万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股、中南建设、金地集团、华夏幸福、金科股份、阳光城、蓝光发展。

2. 高结转带来业绩高增，盈利能力持续提升

A 股地产公司业绩稳步增长，营业收入的增长主要得益于地产结算规模的增加。2018 年，板块整体营业收入 20776.89 亿元，同比增速为 20.44%，归属母公司股东净利润 2032.66 亿元，同比增速为 14.18%；2019 年一季度，板块整体营业收入 3668.46 亿元，同比增速为 22.30%，归属母公司股东净利润 397.47 亿元，同比增速为 18.79%。

图表 1：板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind, 首创证券

图表 2：板块归属母公司净利润及同比增速



资料来源：Wind, 首创证券

从 2018 年全年来看，大中型房企业绩同比增速整体优于板块，而 2019 年一季度弱于板块，主要是受各公司结算周期不均所影响。2018 年 10 家大中型房企营业收入 9373.49 亿元，同比增速为 29.26%，归属母公司股东净利润 1095.73 亿元，同比增速为 31.09%；2019 年一季度，10 家大中型房企营业收入 1276.01 亿元，同比增速为 20.52%，归属母公司股东净利润 122.74 亿元，同比增速为 -8.32%。

图表 3：大中型房企营业收入及同比增速

图表 4：大中型房企归属母公司净利润及同比增速



资料来源：Wind, 首创证券

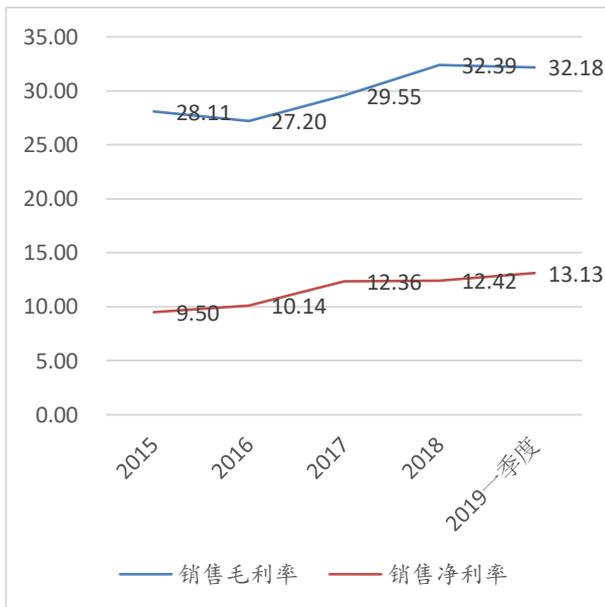


资料来源：Wind, 首创证券

板块整体盈利能力持续提升，大中型房企盈利能力强于板块。从利润率情况来看，2018 年板块整体销售毛利率为 32.39%，较 17 年提升 2.84 个百分点，板块整体盈利能力显著提升，10 家大中型房企销售毛利率为 35.07%，较 17 年同期提升 2.07 个百分点，而 2019 年一季度，板块整体销售毛利率为 32.18%，基本与 18 年持平，10 家大中型房企销售毛利率为 36.73%，较 18 年全年提升 1.66 个百分点，盈利能力进一步提升。2018 年板块整体销售净利润率为 12.42%，与 17 年基本持平；10 家大中型房企销售净利润率为 15.33%，较 17 年同期提升 1.16 个百分点，显著高于板块。2019 年一季度板块整体销售净利润率为 13.13%，较 18 年整体上升 0.71 个百分点；10 家大中型房企销售净利润率为 12.45%，较 18 年整体下降 2.88 个百分点，低于板块。

图表 5：板块销售毛利率及销售净利率

图表 6：大中型房企销售毛利率及销售净利率



资料来源: Wind, 首创证券

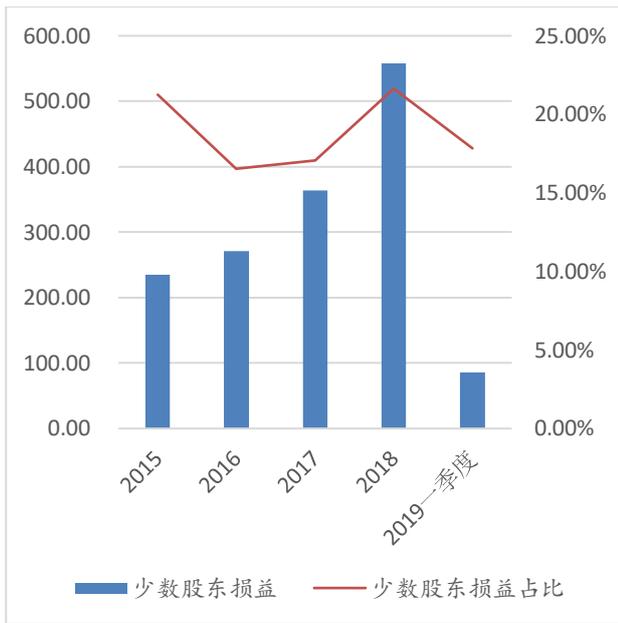


资料来源: Wind, 首创证券

少数股东损益在净利润中的占比逐年提高，房企联合拿地开发行为持续增加。2018 年板块少数股东损益为 558.31 亿元，同比增长 53.43%，少数股东损益占净利润为 21.64%，较上年同期提升 4.57 个百分点；10 家大中型房企的少数股东损益为 341.61 亿元，同比增长 78.33%，少数股东损益占净利润为 23.77%，较 17 年同期提升 5.12 个百分点，较板块占比更高，同比增速上升更明显；2019 年一季度，板块少数股东损益为 85.95 亿元，同比增长 26.93%，少数股东损益占净利润为 17.85%，较 18 年同期提升 4.66 个百分点；10 家大中型房企的少数股东损益为 36.15 亿元，同比增长 78.03%，少数股东损益占净利润为 22.76%，较上年同期提升 9.59 个百分点。

图表 7: 板块少数股东损益及占比

图表 8: 大中型房企少数股东损益及占比



资料来源: Wind, 首创证券



资料来源: Wind, 首创证券

3. 短期偿债无忧，杠杆率持续降低

龙头房企在手资金充裕，货币资金同比持续增长。2018 年板块总体的货币资金为 12176.28 亿元，同比增速为 16.74%；10 家大中型房企的货币资金为 6192.28 亿元，同比增速为 29.31%，高于板块 10.49 个百分点。2019 年一季度，板块总体的货币资金为 11933.54 亿元，同比增速为 29.31%；10 家大中型房企的货币资金为 5770.19 亿元，同比增速为 50.80%，高于板块 21.5 个百分点。

图表 9: 板块货币资金及同比增速



资料来源: WIND, 首创证券

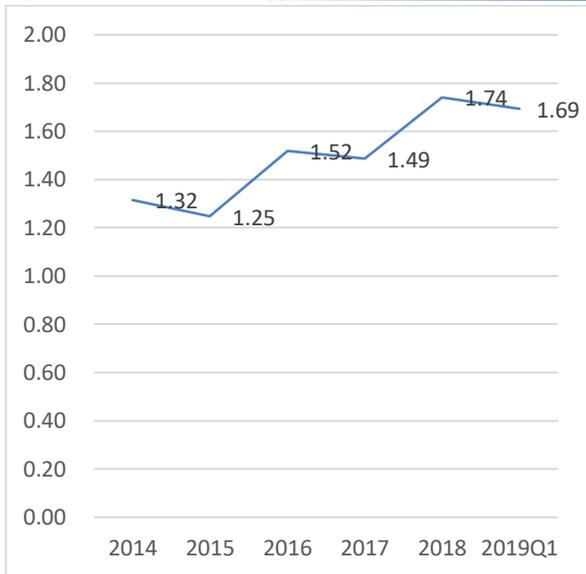
图表 10: 大中型房企货币资金及同比增速



资料来源: WIND, 首创证券

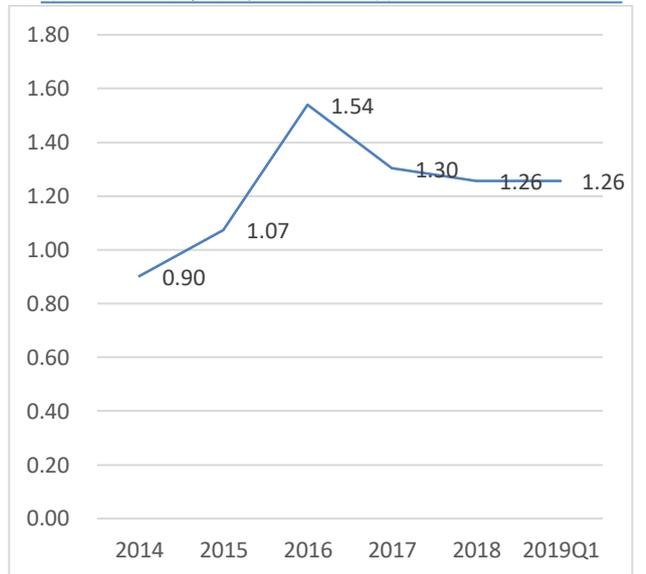
板块和大中型房企的在手货币资金均能覆盖短期债务，总体风险可控，大中型房企的短期还款能力略强于板块。从短债覆盖率来看，2019 年一季度板块的现金短债比为 1.26，基本与 18 年末持平；大中型房企的现金短债比为 1.69，较 18 年末下降 0.05。

图表 11: 板块现金短债比



资料来源: WIND, 首创证券

图表 12: 大中型房企现金短债比

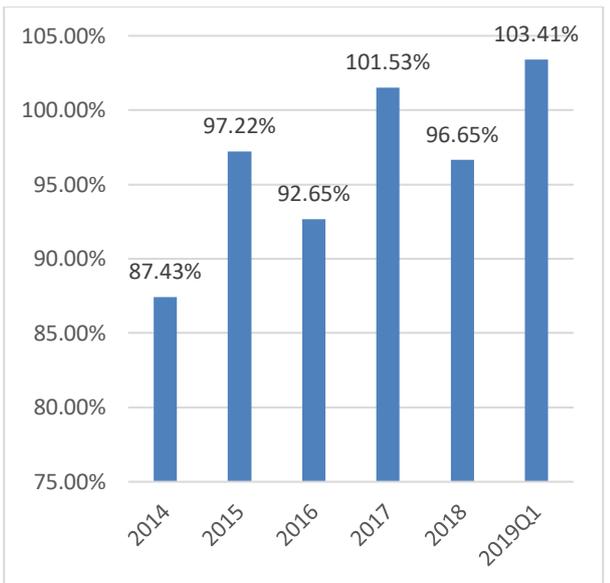


资料来源: WIND, 首创证券

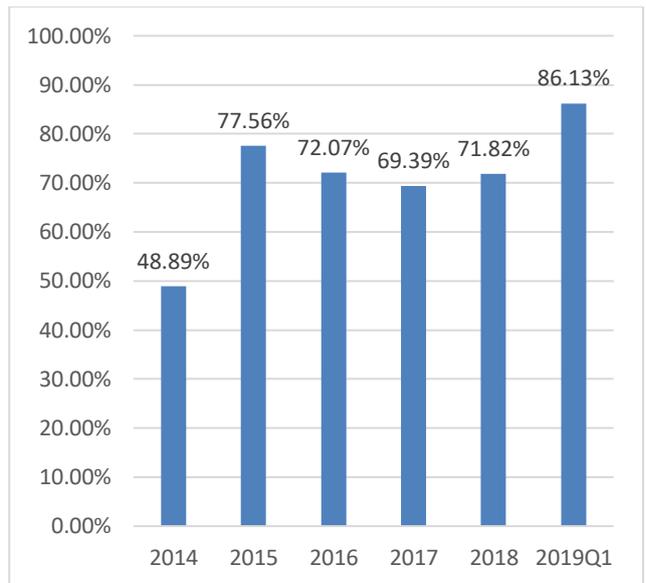
在“房住不炒”的政策大背景下，房企杠杆率持续降低，大中型房企杠杆率低于行业平均。2018 年，板块的净负债率为 96.65%，较 17 年同期下降 4.88%；10 家大中型房企的净负债率为 71.82%，较 17 年同期上升 2.43 个百分点。2019 年一季度，板块的净负债率为 103.41%，较 18 年同期下降 12.93 个百分点；10 家大中型房企的净负债率为 86.13%，较 18 年同期下降 4.83 个百分点。房企拿地力度提升以及融资环境有所改善，房企一季度净负债率有所提升。

图表 13: 板块净负债率

图表 14: 大中型房企净负债率



资料来源：WIND, 首创证券



资料来源：WIND, 首创证券

4. 已售未结资源充足，未来业绩有保障

预收账款绝对值再创新高，未来业绩可期。2018年，板块的预收账款为24968.29亿元，同比增速为30.12%，10家大中型房企的预收账款为15286.89亿元，同比增速为31.02%。2019年一季度，板块的预收账款为26919.41亿元，同比增速为24.13%，10家大中型房企的预收账款为16401.22亿元，同比增速为22.96%。

图表 15: 板块预收账款及同比增速



资料来源：WIND, 首创证券

图表 16: 大中型房企预收账款及同比增速



资料来源：WIND, 首创证券

5. 地产政策：一城一策，房住不炒

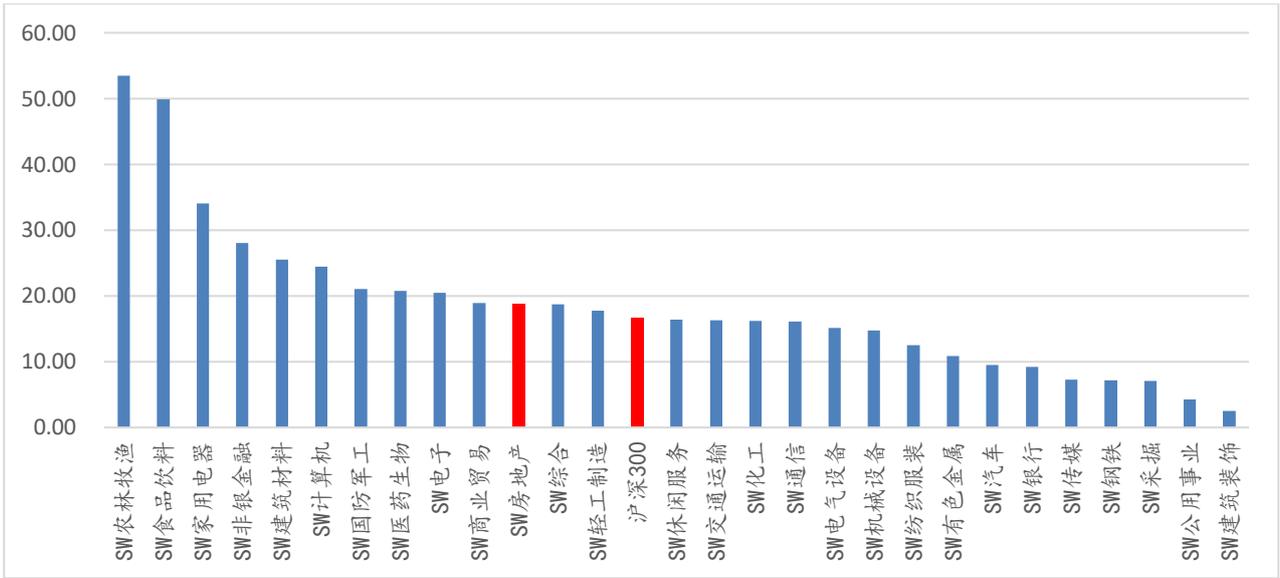
在当前错综复杂的宏观经济形势下，为防止房价大涨大跌，政府因城施策，通过行政手段来改变房地产市场的供求关系，做到“稳房价、稳地价、稳预期”。5月11日晚间，苏州市人民政府发布《关于进一步促进全市房地产市场持续健康发展的补充意见》（下称《意见》）提出，对苏州工业园区全域、高新区部分重点区域的新建商品住房实施“限售”，规定新房须取得房产证3年后方可转让；园区全域二手房须取得房产证5年后方可转让。这是自2016年10月苏州市出台限购政策后的首次加码，本轮苏州市调控政策的升级主要原因是2019年以来苏州市拍市场热度飙升、一二手房市场明显回暖。

“一城一策，房住不炒”已经是房地产行业的稳定宏观政策，我们预计未来各城房价将维持窄幅箱体震荡。

6. 板块整体上涨空间较大，PE 仍处低位

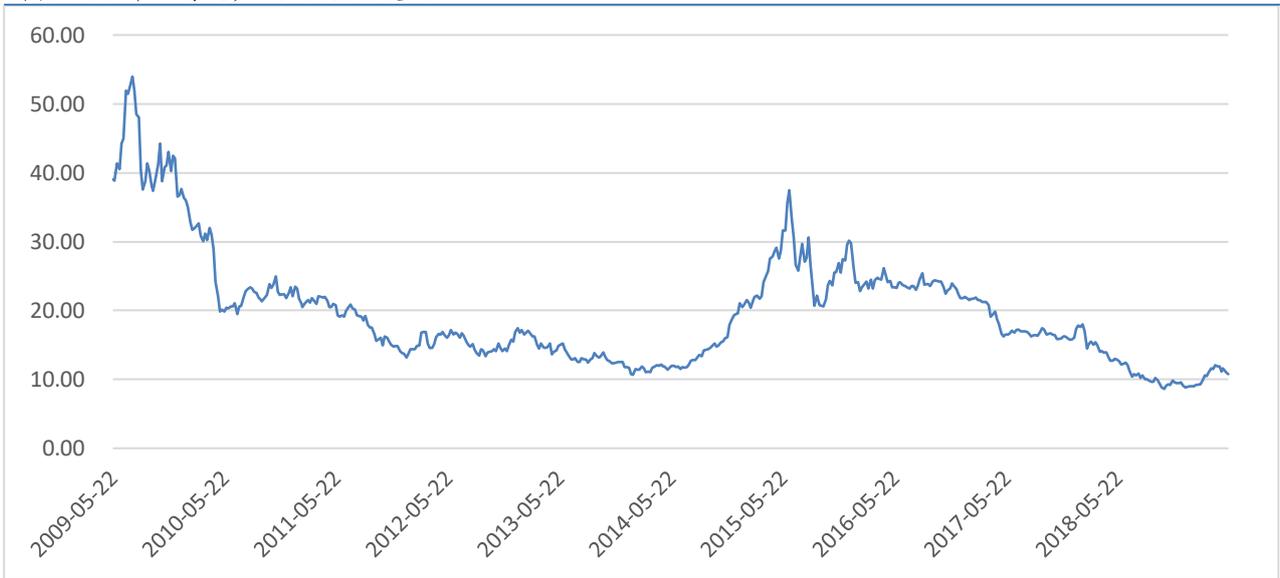
二线蓝筹房企涨幅较大，PE 处于历史低位，板块整体上涨空间较大。年初至今，申万房地产板块涨幅达 18.82%，跑赢沪深 300 指数 2.06 个百分点，涨幅在各行业中排名第 11。板块中涨幅较大的个股大多为二线蓝筹。我们重点关注的房企中，新城控股（涨幅 56.23%）、中南建设（涨幅 49.91%）、阳光城（涨幅 29.29%）、荣盛发展（涨幅 30.19%）和华夏幸福（20.67%）表现均优于板块。从估值角度看，截止 2019 年 5 月 17 日，房地产板块市盈率（历史 TTM，整体法，剔除负值）达到 10.79，相比年初 8.95 倍的 PE 提高了 1.84，但在历史上来看，当前板块市 PE 仍处于低位。

图表 17：年初至今申万房地产板块与其他行业涨跌幅比



资料来源：WIND, 首创证券

图表 18：申万房地产板块 PE 变化



资料来源：WIND, 首创证券

7. 投资建议

2018 年 A 股上市房企盈利能力持续提升，杠杆率稳步下降，已售未结资源充足，未来业绩可期。

在“一城一策，房住不炒”的政策背景下，我们建议积极关注各城市的调控政策走向。我们认为三类公司有较强的投资价值：第一：收益于一二线楼市的回暖，拥有自持物业、一二线货值占比高的低估值龙头，如万科 A、保利地产、金地集团等；第二：二三线园区地产具有协同和集约效用，在“推动制造业高质量发展，促进产业协调发展”的大背景下，将迎来成长性机会，推荐关注园区地产龙头华夏幸福。第三：国内领先的具有主动管理能力的不动产资产管理平台：光大嘉宝。

8. 风险提示

- 1. 国内外宏观经济形势风险：**国内外宏观经济形势的变化可能会导致国内经济增速放缓和失业率提升，进而导致行业整体需求明显恶化，房地产行业可能会出现业绩大幅下滑的情况。
- 2. 房地产行业调控政策风险：**一二线房地产市场有回暖迹象，可能会导致政策端放松不及预期。
- 3. 棚改货币化超预期减弱：**棚改货币化减弱又可能导致部分三四线城市购房需求明显下滑。

分析师简介

张炬华，地产行业分析师，毕业于中国人民大学财政金融学院，硕士，具有 11 年证券从业经历。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
行业投资评级	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现