

“地产解惑”系列之五： 还有多少家房企业绩可以超预期？ ——用两种数学模型测算主流房企19年业绩

分析师：杨柳 执业证号：S0100517050002
研究助理：由子沛 执业证号：S0100118010012
研究助理：侯希得 执业证号：S0100118080033

2019年07月22日

风险提示：房地产政策调控收紧，模型测算误差，竣工或结算进度不及预期

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



■ 测算方法

本报告采用两种方式测算主流房地产企业（多元化产业占比较大的华夏幸福、绿地控股等不适用）2019年的营业收入，一是通过计划竣工面积与销售均价测算营业收入，二是利用过去几年的销售额建立收入拟合模型。

■ 测算结果

竣工拟合法：金科、阳光城、泰禾、滨江未披露竣工面积；而保利、金地、首开等历年竣工面积与结算面积差距较大，拟合结果欠佳；

销售拟合法：利用销售额拟合收入总体效果较好，仅金科股份因过去三年结算节奏变动较大，拟合结果欠佳。

综合两种测算方式：

- 剔除明显偏高或偏低的拟合结果
- 两种拟合方式均合理的情况下，2019年营业收入取二者平均值，并计算较2018年的同比增速

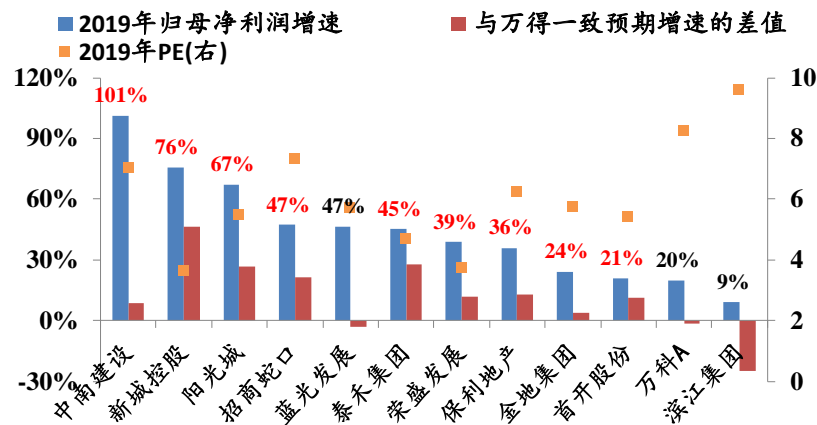
中南建设、新城控股、阳光城、招商蛇口、泰禾集团、荣盛发展、保利地产、首开股份、金地集团等2019年业绩将显著超预期。

■ 投资建议

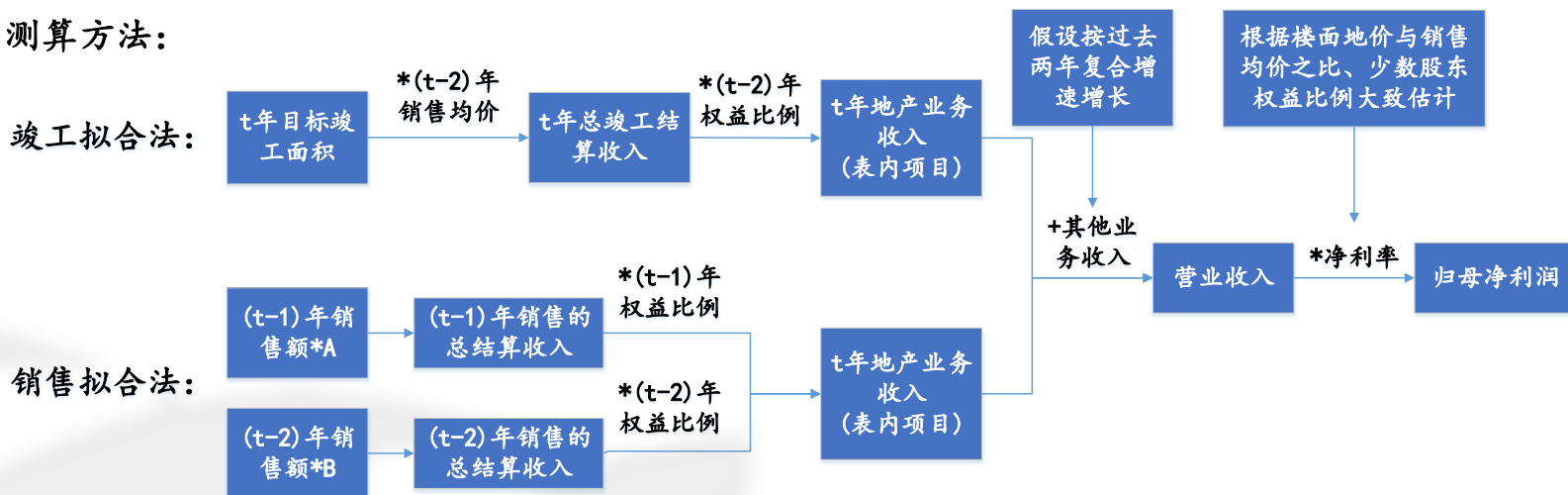
近期融资收紧背景下龙头房企优势将更加凸显，行业估值处于低位，业绩增长确定性强，推荐中南建设、阳光城、招商蛇口、荣盛发展、保利地产、首开股份、金地集团等业绩有望超预期的行业龙头。

风险提示：房地产政策调控收紧，模型测算误差，竣工或结算进度不及预期。

图1 综合测算下主流房企2019年预计归母净利润增速与对应PE



测算方法：



竣工拟合法模型假设：

- 项目预售到竣工结算周期为2年；
- 竣工时完成结算；

销售拟合法模型假设：

- t年营业收入由(t-1)年和(t-2)年销售项目结算而来；
- (t-1)年和(t-2)年销售项目在t年几乎全部结算，即：“A+B=1”基本成立；
- 近三年公司结算节奏一致；

其他假设：

- 其他业务收入以过去两年复合增速增长。

注：仅适用于住宅为主业的公司，不适用于华夏幸福、绿地控股等多元化业务比重较大的公司。

收入拟合结果评价:

- 竣工拟合法虽拟合误差相对较大,但竣工面积是结算面积的基础,且竣工增速在一定程度上反映了企业的结算意愿,对销售拟合法中出现的误差具有解释力。

综合两种拟合方式:

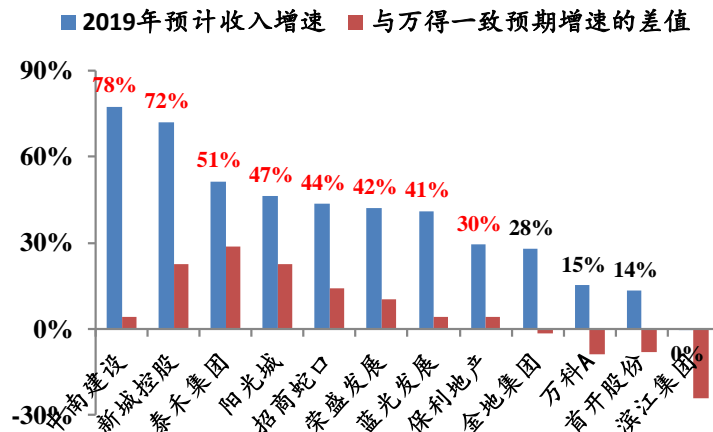
- 剔除明显偏高或偏低的拟合结果;
- 两种拟合方式均合理的情况下取二者平均值,并计算较2018年的同比增速。

表1 两种拟合模型下2019年主流房企拟合收入及增速

	竣工拟合法			销售拟合法		
	拟合收入	拟合收入增速	备注	拟合收入	拟合收入增速	备注
万科A	3,320.13	12%	-	3,545.34	19%	-
保利地产	2,691.13	38%	偏高	2,520.58	30%	-
招商蛇口	1,365.41	55%	-	1,170.29	33%	-
新城控股	1,176.19	117%	偏高	954.18	76%	-
金科股份	-	-	-	674.81	64%	拟合欠佳
阳光城	-	-	-	827.30	47%	-
泰禾集团	-	-	-	469.33	51%	-
中南建设	852.31	112%	无法验证	712.25	78%	-
滨江集团	-	-	-	211.07	0%	-
金地集团	661.26	30%	偏高	649.39	28%	-
蓝光发展	261.28	-15%	偏低	434.88	41%	-
荣盛发展	875.55	55%	-	727.91	29%	-
首开股份	740.60	86%	偏高	451.18	14%	-

新城控股、泰禾集团、阳光城、招商蛇口、荣盛发展等2019年收入将显著超预期。

图2 综合测算下主流房企2019年预计营业收入增速



注: 红色字体为增速超预期的公司

归母净利润测算方法：

- 在营业收入测算的基础上，根据楼面地价与销售均价之比、少数股东权益比例等指标估计2019年净利率，从而预计归母净利润。

综合两种测算方式：

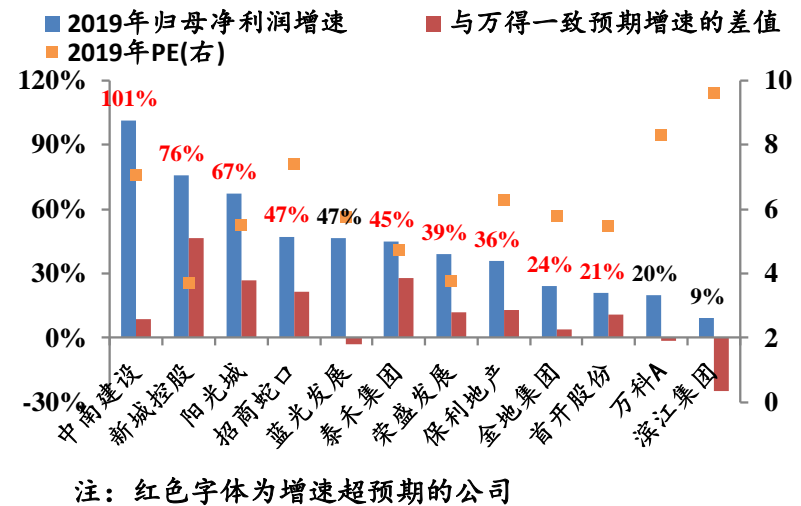
- 剔除明显偏高或偏低的拟合结果
- 在两种拟合方式均合理的情况下取二者平均值，并计算较2018年的同比增速。

表2 两种拟合模型下2019年主流房企归母净利润及增速

	竣工拟合法			销售拟合法		
	归母净利润	归母净利润增速	备注	归母净利润	归母净利润增速	备注
万科A	368.21	9%	-	393.19	16%	-
保利地产	257.00	36%	偏高	240.71	27%	-
招商蛇口	228.81	50%	-	196.12	29%	-
新城控股	197.43	88%	偏高	160.17	53%	-
金科股份	-	-	-	62.65	61%	拟合欠佳
阳光城	-	-	-	50.21	66%	-
泰禾集团	-	-	-	36.91	44%	-
中南建设	51.78	136%	无法验证	43.27	97%	-
滨江集团	-	-	-	13.19	8%	-
金地集团	97.69	21%	偏高	95.93	18%	-
蓝光发展	20.32	-9%	偏低	33.82	52%	-
荣盛发展	113.46	50%	-	94.33	25%	-
首开股份	53.36	69%	偏高	32.51	3%	-

新城控股、阳光城、招商蛇口、泰禾集团、荣盛发展、保利地产的2019年业绩将显著超预期。

图3 综合测算下主流房企2019年预计归母净利润增速与对应PE



CONTENTS 目录

- 模型介绍
- 拟合结果汇总与分析
- 各房企拟合与分析

1、房地产业结算收入拟合公式：

t年结算收入=t年竣工面积*(t-2)年销售均价*(t-2)年权益比例

(1) 销售均价：项目销售到结算往往经历1.5-2.5年，假设t年竣工的项目在t-2年实现预售，用t-2年销售均价

(2) 权益比例：竣工面积中可能包含合营、联营公司项目，这些非控股项目的结算收入将不反映在营业收入中，而直接通过投资收益科目影响净利润，故拟合收入时需考虑是否并表的影响。

房地产项目预售时，会计处理上计“预收账款”（新准则：合同负债），若在当年完成竣工结算，则转为“营业收入”；若未完成竣工结算，则形成年末“预收账款”。因此，当不考虑合作开发项目时，“预收账款新增额”和“营业收入”之和应与公司公告的“销售金额”一致。

故竣工面积中并表项目的占比可用以下公式测算：

$$\text{权益比例}_t = \frac{\text{预收账款}_t - \text{预收账款}_{t-1} + \text{营业收入}_t}{\text{销售额}_t}$$

注：t和t-1代表年份

2、其他业务收入拟合：

t年收入按(t-1)和(t-2)年收入的复合增速增长

模型假设：

- (1) 项目预售到竣工结算周期为2年；
- (2) 竣工时完成结算；
- (3) 其他业务收入以过去两年复合增速增长。

系统性偏差分析：

- (1) 按两年的结算周期拟合较为粗略

t年竣工结算项目可能由t-1、t-3甚至更早年份销售，当均价、权益比例波动较大时，仅用t-2年销售情况拟合收入误差可能较大。

- (2) 竣工≠结算

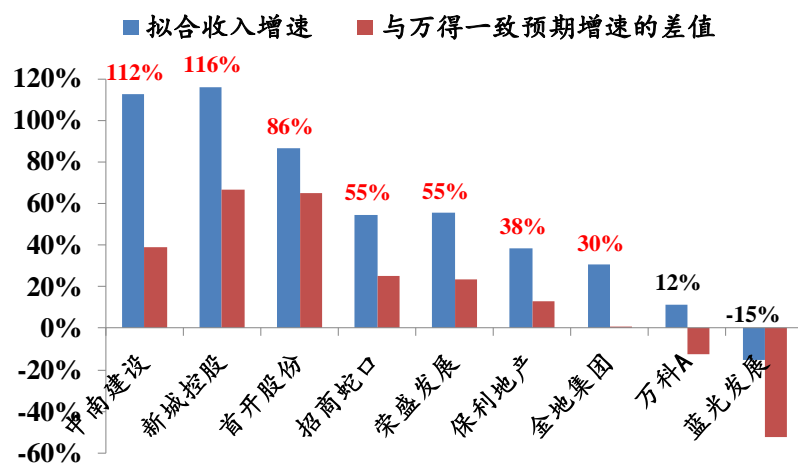
除非企业主动调节结算节奏，年底竣工但尚未完成结算的比例往往保持稳定，拟合误差可控。

- (3) 其他业务收入测算较为粗略

绝大多数房企的其他业务收入占比较小，对总收入测算影响不大。

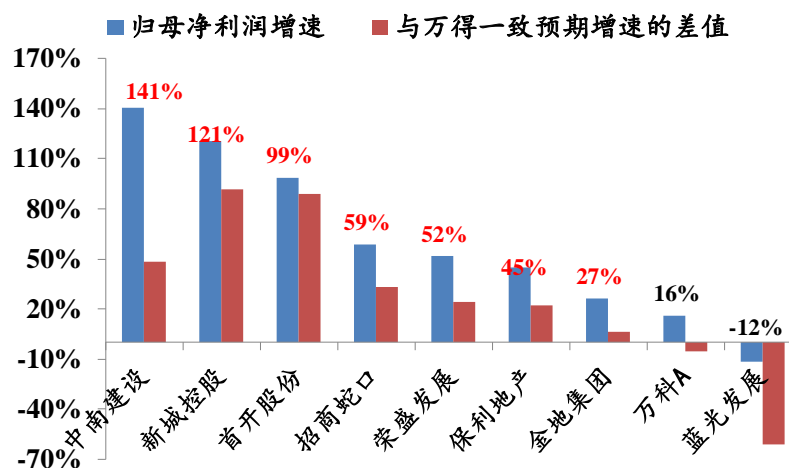
- **新城控股**：竣工面积中可能包含综合体中的出租物业，拟合收入增速偏高；
- **中南建设**：未披露过去几年竣工面积，无法验证模型准确度；
- **首开股份、保利地产、金地集团**：历年结算面积小于竣工面积，用竣工面积拟合收入增速偏高；
- **蓝光发展**：根据半年度业绩预增公告，预计上半年归母净利润达12.25亿元，公司也公告期权激励考核目标为19年实现净利润不少于33亿元，因此根据竣工面积预测的全年20.32亿元的归母净利润大概率偏低，不适用该方法。

图4 竣工拟合法收入拟合结果汇总



注：红色字体为增速超预期的公司

图5 竣工拟合法净利润测算结果汇总



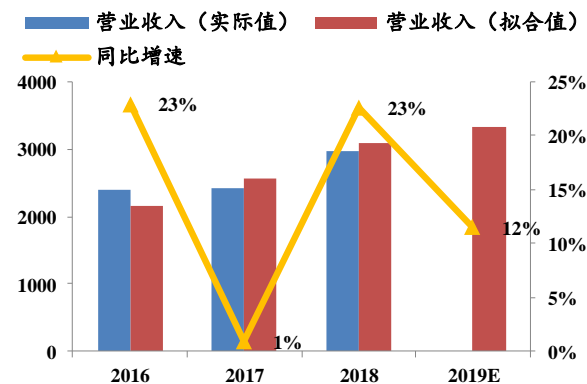
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

表3 万科A收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致预测
竣工面积	1,385.00	1,728.70	2,237.23	2,301.45	2,756.35	3,076.60	
同比增速		25%	29%	3%	20%	12%	
销售均价	11,909.32	12,649.00	13,190.50	14,738.54	15,032.07		
同比增速		6%	4%	12%	2%		
营业收入（实际值）	1,463.88	1,955.49	2,404.77	2,428.97	2,976.79		
营业收入（拟合值）			2,165.87	2,560.36	3,082.49	3,320.13	3,696.05
同比增速			23%	1%	23%	12%	24%
地产业务收入（实际值）	1,435.30	1,902.13	2,341.40	2,330.13	2,846.21		
地产业务收入（拟合值）			2,102.50	2,461.52	2,951.90	3,132.68	
同比增速		33%	23%	0%	22%	10%	
其他业务收入（实际值）	28.58	53.36	63.37	98.84	130.58		
其他业务收入（拟合值）						187.45	
同比增速		19%	56%	32%			
归母净利润	157.45	181.19	210.23	280.52	337.73		
同比增速		15%	16%	33%	20%	16%	21%
净利率	11%	9%	9%	12%	11%	12%	
对应PE				9.92	8.55		
权益比例	79%	85%	81%	69%	63%		
实际值/拟合值			111%	95%	97%		

图6 万科A拟合结果（竣工拟合法）

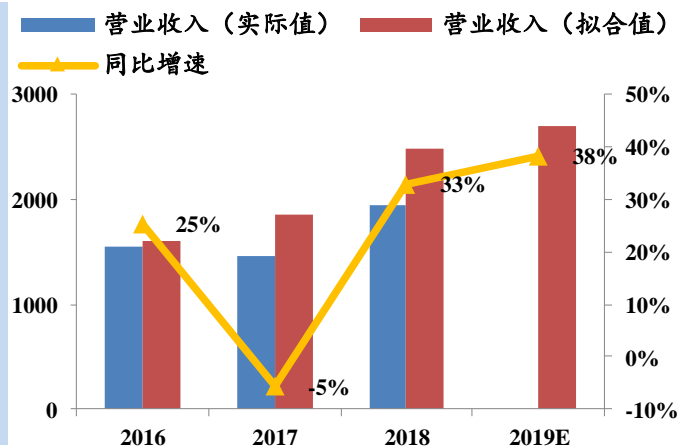


2019年万科预计实现收入3320.13亿元，同比增长12%，历史拟合效果较好，今年业绩预计平稳释放。

表4 保利地产收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致 预测
竣工面积	1,363.00	1,404.26	1,461.99	1,553.61	2,217.04	2,750	
同比增速		3%	4%	6%	43%	24%	
销售均价	12,814.06	12,649.10	13,141.44	13,790.19	14,634.88		
同比增速		-1%	4%	5%	6%		
营业收入（实际值）	1,090.57	1,234.29	1,547.73	1,463.42	1,945.55	2,691.13	2,439.11
营业收入（拟合值）			1,609.51	1,846.93	2,477.50	2,691.13	2,439.11
同比增速			25%	-5%	33%	38%	25%
房地产业务收入（实际值）	1,055.87	1,186.23	1,469.57	1,374.63	1,824.98	2,541.38	2,541.38
房地产业务收入（拟合值）			1,531.34	1,758.14	2,356.92	2,541.38	2,541.38
同比增速		12%	24%	-6%	33%	39%	39%
其他业务收入（实际值）	34.70	48.06	78.16	88.79	120.57		
其他业务收入（拟合值）						149.76	232.93
同比增速			63%	14%	36%		23%
归母净利润	122.00	123.48	124.22	156.26	189.04	274.50	232.93
同比增速		1%	1%	26%	21%	45%	23%
净利率	11%	10%	8%	11%	10%	10%	
对应PE				8.40	5.79		
权益比例	82%	89%	81%	67%	63%		
实际值/拟合值			96%	79%	79%		
结算面积	954.52	1,058.16	1,261.26	1,384.97	1,518.74		
	70%	75%	86%	89%	69%		

图7 保利地产拟合结果（竣工拟合法）



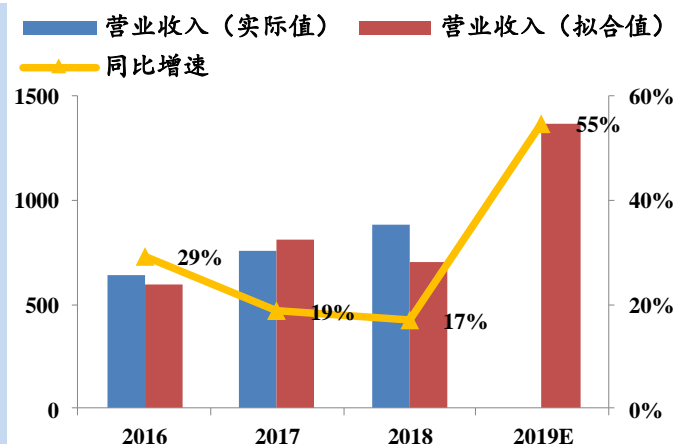
2019年保利地产预计实现收入2691.13亿元，同比增长38%，公司历史拟合结果偏高，未来有业绩集中释放的可能。

- 2017/2018年拟合收入高于实际值，主要源于公司历年结算面积均低于考虑权益比例后的表内项目竣工面积，竣工面积估算收入偏大。

表5 招商蛇口收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致预测
竣工面积	277.00	383.43	487.46	453.49	498.74	1,000	
同比增速		38%	27%	-7%	10%	101%	
销售均价	14,013.67	16,572.17	15,692.24	19,785.44	20,618.12		
同比增速		18%	-5%	26%	4%		
营业收入（实际值）	454.86	492.22	635.73	754.55	882.78		
营业收入（拟合值）			597.51	811.73	705.97	1,365.41	1,143.69
同比增速			29%	19%	17%	55%	30%
房地产业务收入（实际值）	410.69	419.26	561.39	690.46	786.89		
房地产业务收入（拟合值）			523.17	747.65	610.08	1,256.50	
同比增速		2%	34%	23%	14%	60%	
其他业务收入（实际值）	44.17	72.96	74.34	64.09	95.89		
其他业务收入（拟合值）						108.90	
同比增速			2%	-14%	50%		
归母净利润	32.05	48.50	95.81	122.20	152.40	241.68	191.66
同比增速		51%	98%	28%	25%	59%	26%
净利率	7%	10%	15%	16%	17%	18%	
对应PE					10.90	6.87	
权益比例	77%	99%	78%	64%	58%		
实际值/拟合值			106%	93%	125%		

图8 招商蛇口拟合结果（竣工拟合法）



2019年招商蛇口预计实现收入1365.41亿元，同比增长55%。

- 2017年拟合收入略大于实际收入，而2018年拟合收入显著小于实际收入，可能由于权益比例波动较大，使拟合结果误差较大，今年有业绩集中释放的可能。

表6 新城控股收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
竣工面积	237.60	386.53	401.45	725.13	979.82	1,881.03
同比增速		63%	4%	81%	35%	92%
住宅竣工面积			176.16	305.95	463.11	1250.27
综合体竣工面积			225.29	418.12	516.71	630.76
综合体中可售部分竣工面积			136.53	325.2	394.67	479.38
可售部分占综合体竣工面积的比例			61%	78%	76%	76%
住宅+综合体可售部分竣工面积			312.69	631.15	857.78	1729.65
同比增速				102%	36%	102%
销售额	251.00	319.29	650.6	1,264.72	2,210.98	
销售面积	295.00	345.98	575	928.28	1,812.06	
销售均价	8,508.47	9,228.57	11,314.78	13,624.34	12,201.47	

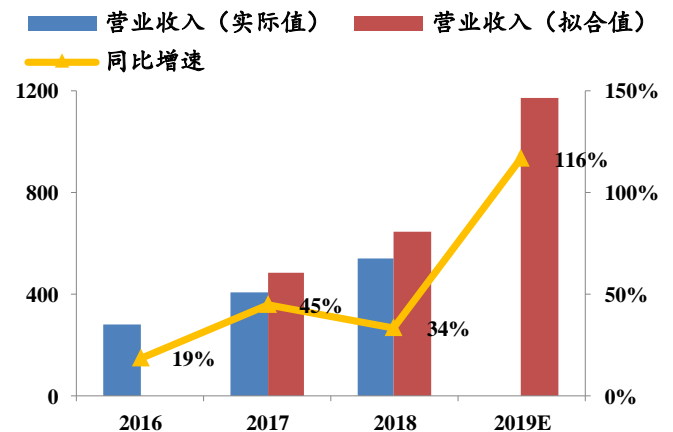
新城控股的竣工面积中包含住宅和综合体两种业态，其中综合体中仅部分配套住宅用于出售，而吾悦广场竣工后用于收取租金。因此，需要识别出综合体中可售部分的竣工面积。

- 首先，当房地产项目表中综合体的“竣工面积”大于“累计签约面积”时，表明竣工面积中包含不可售的商业地产，需将其扣除。即，取“竣工面积”和“累计签约面积”的最小值，作为综合体中可售部分的竣工面积。
- 其次，计算可售部分占综合体竣工面积的比例，由于近两年该比例较为稳定，2019年综合体中可售部分占综合体竣工面积的比例取76%。由此计算出2019年综合体中可售部分竣工面积。
- 最后，将住宅和综合体中可售部分的竣工面积相加，作为拟合营业收入的基础。

表7 新城控股收入拟合表-续 (竣工拟合法)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致预测
住宅+综合体可售部分竣工面积			312.69	631.15	857.78	1729.65	
同比增速				102%	36%	102%	
销售均价	8,508.47	9,228.57	11,314.78	13,624.34	12,201.47		
同比增速		8%	23%	20%	-10%		
营业收入 (实际值)	206.74	235.69	279.69	405.26	541.33		
营业收入 (拟合值)				485.43	645.01	1,170.10	808.51
同比增速			19%	45%	34%	116%	49%
房地产业务收入 (实际值)	201.73	229.74	270.49	387.93	508.38		
房地产业务收入 (拟合值)			-	468.10	612.05	1,113.84	
同比增速		14%	18%	43%	31%	119%	
其他业务收入 (实际值)	5.01	5.95	9.20	17.33	32.95		
其他业务收入 (拟合值)						56.26	
同比增速			55%	88%	90%		
归母净利润	11.67	18.36	30.19	60.29	104.91	231.68	135.71
同比增速		57%	64%	100%	74%	121%	29%
净利率	6%	8%	11%	15%	19%	20%	
对应PE					5.92	2.68	
权益比例		80%	63%	47%	54%		
实际值/拟合值				83%	84%		

图9 新城控股拟合结果 (竣工拟合法)



2019年新城控股预计实现收入1170.10亿元，同比增长116%，历史拟合结果偏高。

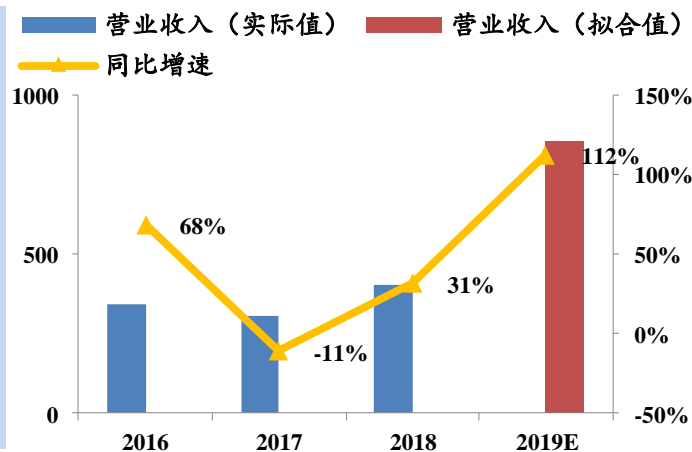
- 2017/2018年拟合收入显著高于实际值，可能主要由竣工面积中仍然包含部分用于出租的商业地产所致。

注1：新城控股2018年年报披露，2019年吾悦广场预计总收入超过40亿元；故预计2019年其他业务收入中的物业出租及管理业务将实现收入40亿元，剩余部分仍假定按前两年复合增速增长。

表8 中南建设收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致 预测
竣工面积						998	
销售均价		9,400.07	12,052.48	13,096.70	12,814.69		
同比增速			28%	9%	-2%		
营业收入（实际值）	217.92	204.50	344.40	305.52	401.10		
营业收入（拟合值）						852.31	695.67
同比增速		-6%	68%	-11%	31%	112%	73%
房地产业务收入（实际值）	105.09	124.17	269.83	224.13	275.60		
房地产业务收入（拟合值）						689.49	
同比增速		18%	117%	-17%	23%	150%	
其他业务收入（实际值）		80.33	74.57	81.39	125.50		
其他业务收入（拟合值）						162.82	
同比增速			-7%	9%	54%		
归母净利润	9.59	3.51	3.39	6.03	21.93	52.84	42.27
同比增速		-63%	-4%	78%	264%	141%	93%
净利率	4%	2%	1%	2%	5%	6%	
对应PE					14.02	5.82	
权益比例		86%	85%	53%	47%		

图10 中南建设拟合结果（竣工拟合法）



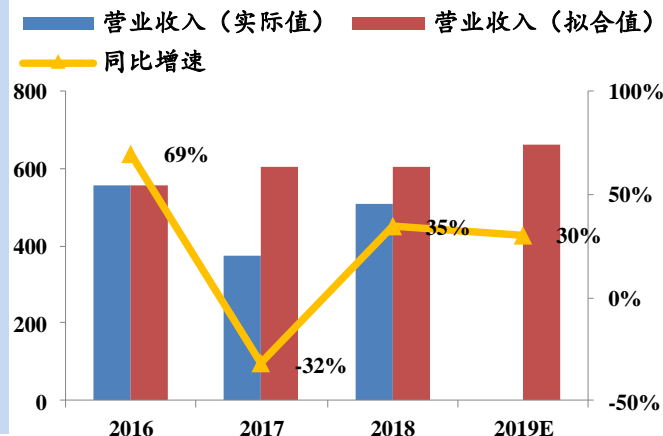
2019年中南建设预计实现收入852.31亿元，同比增长112%。

- 由于公司未披露过去几年的竣工面积，无法验证该方法的拟合准确度。

表9 金地集团收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致 预测
竣工面积	534.00	472.00	640.00	670.00	672.00	724.00	
同比增速		-12%	36%	5%	0%	8%	
销售均价	12,606.68	13,842.87	15,288.67	18,365.72	18,492.82		
同比增速		10%	10%	20%	1%		
营业收入（实际值）	456.36	327.62	555.09	376.62	506.99		
营业收入（拟合值）			554.56	604.16	603.91	661.26	656.39
同比增速		-28%	69%	-32%	35%	30%	29%
房地产业务收入（实际值）	438.37	305.30	522.93	336.60	460.59		
房地产业务收入（拟合值）			522.41	564.14	557.51	605.51	
同比增速		-30%	71%	-36%	37%	31%	
其他业务收入（实际值）		22.32	32.16	40.02	46.40		
其他业务收入（拟合值）						55.74	
同比增速			44%	24%	16%		
归母净利润	39.97	32.00	63.00	68.43	80.98	102.50	97.60
同比增速		-20%	97%	9%	18%	27%	21%
净利率	9%	10%	11%	18%	16%	16%	
对应PE					7.09	5.60	
权益比例	65%	61%	54%	46%	36%		
实际值/拟合值			100%	62%	84%		
结算面积		265.66	435.82	259.07	255.62		
		56%	68%	39%	38%		

图11 金地集团拟合结果（竣工拟合法）



2019年金地集团预计实现收入661.26亿元，同比增长30%，历史拟合结果偏高，今年有集中释放业绩的可能。

- 2017-2018年拟合收入均显著高于实际值，主要源于公司历年结算面积均低于考虑权益比例后的表内项目竣工面积，竣工面积估算收入偏大。

表10 蓝光发展收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致预测
竣工面积		291.61	328.55	273.07	337.00	400.00	
同比增速			13%	-17%	23%	19%	
销售均价		8,472.22	10,701.35	9,544.54	10,660.85		
同比增速			26%	-11%	12%		
营业收入（实际值）		175.98	213.29	245.53	308.21		
营业收入（拟合值）				208.85	294.72	261.28	422.16
同比增速			21%	15%	26%	-15%	37%
房地产业务收入（实际值）		108.39	153.15	187.53	245.25		
房地产业务收入（拟合值）				150.85	231.76	196.86	
同比增速			41%	22%	31%	-20%	
其他业务收入（实际值）		67.59	60.14	58.00	62.96		
其他业务收入（拟合值）						64.41	
同比增速			-11%	-4%	9%		
归母净利润		8.05	8.96	13.66	22.24	19.60	33.25
同比增速			11%	52%	63%	-12%	49%
净利率		5%	4%	6%	7%	8%	
对应PE					8.40	9.53	
权益比例		65%	64%	52%	52%		
实际值/拟合值				118%	105%		

图12 蓝光发展拟合结果（竣工拟合法）

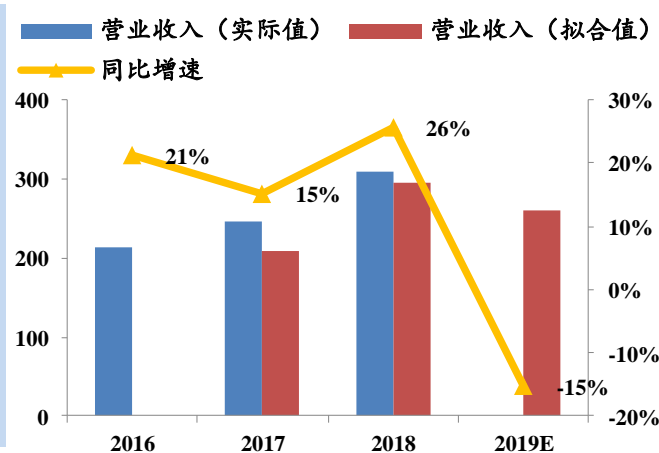


表11 蓝光发展股票期权行权条件

行权年度	行权条件（扣非后归母净利润）
2018	不低于22亿元
2019	不低于33亿元
2020	不低于50亿元

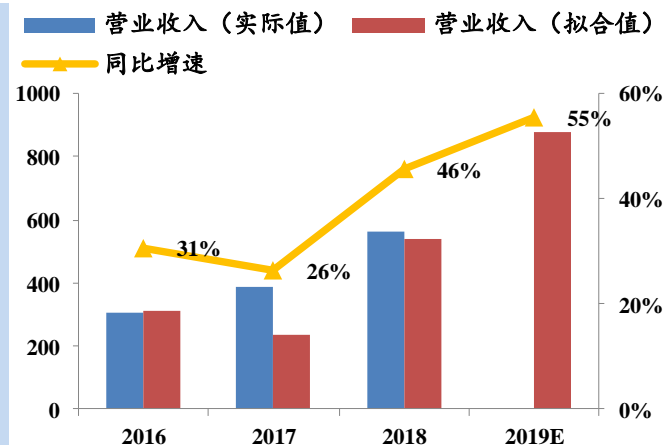
2019年蓝光发展按竣工目标预计可实现收入261.28亿元，同比下降15%。

- 2019年股票期权的行权条件为扣除非经常性损益后的归母净利润不低于33亿元，预计公司将加快竣工结算节奏；
- 此外，根据半年度业绩预增公告，预计上半年归母净利润达12.25亿元，因此预测的全年20.32亿元的归母净利润大概率偏低，不适用该方法。

表12 荣盛发展收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致 预测
竣工面积	395.16	409.90	535.50	368.65	615.65	860.51	
同比增速		4%	31%	-31%	67%	40%	
销售均价	6,059.96	6,397.52	8,512.79	10,688.04	10,327.74		
同比增速		6%	33%	26%	-3%		
营业收入（实际值）	231.19	234.32	306.22	387.04	563.68		
营业收入（拟合值）			313.52	235.55	536.74	875.55	742.27
同比增速			31%	26%	46%	55%	32%
房地产业务收入（实际值）	223.25	222.30	271.01	345.82	499.61		
房地产业务收入（拟合值）			278.31	194.33	472.68	789.13	
同比增速			22%	28%	44%	58%	
其他业务收入（实际值）		12.02	35.21	41.22	64.07		
其他业务收入（拟合值）						86.42	
同比增速			193%	17%	55%		
归母净利润	32.32	24.28	41.48	57.61	75.65	114.70	96.19
同比增速		-25%	71%	39%	31%	52%	27%
净利率	14%	10%	14%	15%	13%		
对应PE				5.26	3.47		
权益比例	86%	82%	90%	86%	69%		
实际值/拟合值			98%	164%	105%		

图13 荣盛发展拟合结果（竣工拟合法）



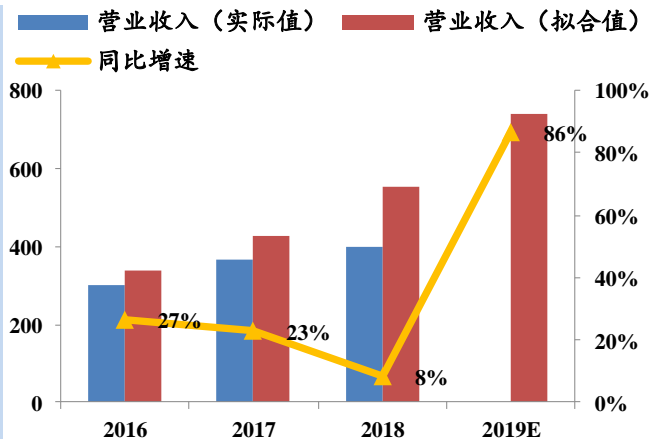
2019年荣盛发展预计实现收入875.55亿元，同比增长55%。

- 除2017年拟合差距较大外，其他拟合效果较好。根据公司年报，2017年结转项目面积为456.53万平，同比增长17.71%，为竣工面积的124%，因此拟合收入偏小。

表13 首开股份收入拟合表（竣工拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	万得一致 预测
竣工面积	201	216	267	321	342	465.31	
同比增速		8%	24%	20%	7%	36%	
销售均价	13,365	15,593	21,252	23,451	26,678		
同比增速		17%	36%	10%	14%		
营业收入（实际值）	208.51	236.18	298.83	366.78	397.36		
营业收入（拟合值）			335.86	428.09	552.38	740.60	483.19
同比增速		13%	27%	23%	8%	86%	22%
房地产业务收入（实际值）	203.26	230.90	292.76	360.33	389.42		
房地产业务收入（拟合值）			329.79	421.64	544.44	731.52	
同比增速			27%	23%	8%	88%	
其他业务收入（实际值）	5.25	5.28	6.07	6.45	7.94		
其他业务收入（拟合值）						9.08	
同比增速		1%	15%	6%	23%		
归母净利润	16.48	20.83	19.01	23.63	31.67	62.95	34.86
同比增速		26%	-9%	24%	34%	99%	10%
净利率	8%	9%	6%	6%	8%	9%	
对应PE					6.77	3.41	
权益比例	92%	84%	75%	67%	50%		
实际值/拟合值			89%	86%	72%		
结转面积	164.15	150.29	190.17	166.85	182.52		
	82%	70%	71%	52%	53%		

图14 首开股份拟合结果（竣工拟合法）



2019年首开股份预计实现收入740.60亿元，同比增长86%，历史拟合结果偏高，今年业绩有望集中释放。

- 2016-2018年拟合收入均显著大于实际值，主要源于公司历年结算面积均低于考虑权益比例后的表内项目竣工面积，竣工面积估算收入偏大。

1、房地产业结算收入拟合公式：

t年结算收入=A*(t-1)年销售额*(t-1)年权益比例+B*(t-2)年销售额*(t-2)年权益比例

(1) 项目销售到结算往往经历1.5-2.5年，假设t年竣工的项目在t-2年实现预售，故用t-2年销售均价

(2) 与竣工面积类似，销售金额中可能包含合营、联营公司项目，这些非控股项目的结算收入将不反映在营业收入中，而直接通过投资收益科目影响净利润，故拟合收入时需考虑是否并表的影响。

如前文所述，销售金额中的并表项目的占比可用以下公式测算：

$$\text{权益比例}_t = \frac{\text{预收账款}_t - \text{预收账款}_{t-1} + \text{营业收入}_t}{\text{销售额}_t}$$

注：t和t-1代表年份

2、其他业务收入拟合：

t年收入按(t-1)和(t-2)年收入的复合增速增长

模型假设

(1) t年营业收入为t-1年和t-2年销售项目按各自比例结算而来（个别公司由t-2年和t-3年销售拟合效果更佳）；

(2) t-1年和t-2年销售项目在t年几乎全部结算（个别公司假设为t-2年和t-3年销售项目在t年几乎全部结算），即：公式

“t年结算收入=A*(t-1)年销售额*(t-1)年权益比例+B*(t-2)年销售额*(t-2)年权益比例”

中“A+B=1”基本成立；

(3) 近三年公司结算节奏一致。

系统性偏差分析

(1) 结算周期拟合较为粗略

由于销售额快速增长，当t年收入对应部分t-3年销售额时，用t-1年和t-2年销售额拟合的收入将偏大；当t年收入对应部分t年销售额时，用t-1和t-2年销售额拟合的收入将偏小。

(2) 企业可能放缓结算节奏

有时企业收入增速显著小于过去几年平均销售增速，遵循“A+B=1”的假设，拟合收入将偏大。

(3) 三年间的结算节奏可能不一致

用统一公式拟合近三年收入将产生偏差，结算较快的年份拟合值偏小，结算较慢的年份拟合值偏大。

销售拟合法拟合结果汇总：

1、竣工增速影响结算节奏

2016年行业竣工面积增速较高、房地产企业可结算项目大幅增加；2017、2018年竣工增速回落，行业总体结算节奏放缓。受此影响，在2017、2018年拟合效果较好的情况下，万科、保利、金科、中南、首开等公司2016年营业收入实际值均显著高于拟合值。

2、各房企结算周期不一

招商蛇口的拟合收入中，(t-1)年的结算比例高达90%；滨江集团、金地集团的营业收入用(t-3)、(t-2)年销售额拟合效果较好，可能为公司周转率较低所致。

图15 房屋竣工面积累计同比增速

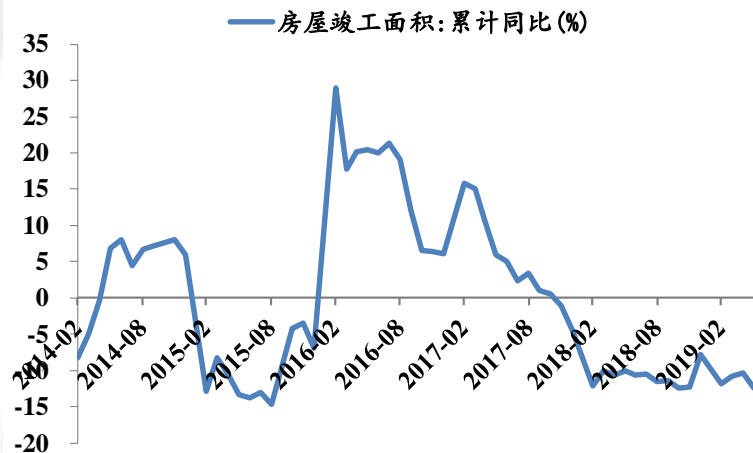


图16 2019年收入拟合增速

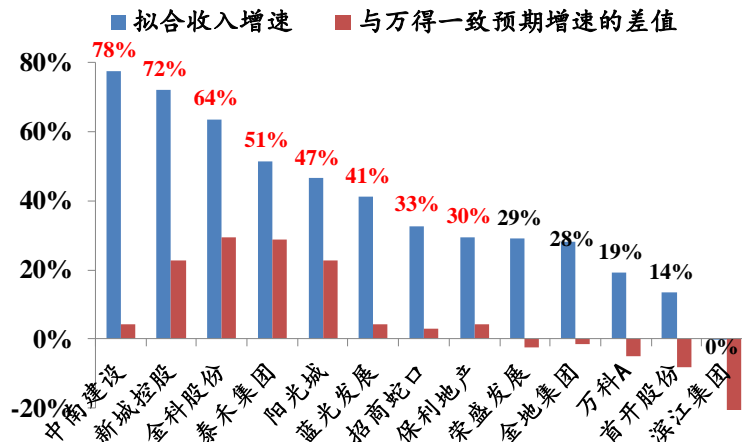
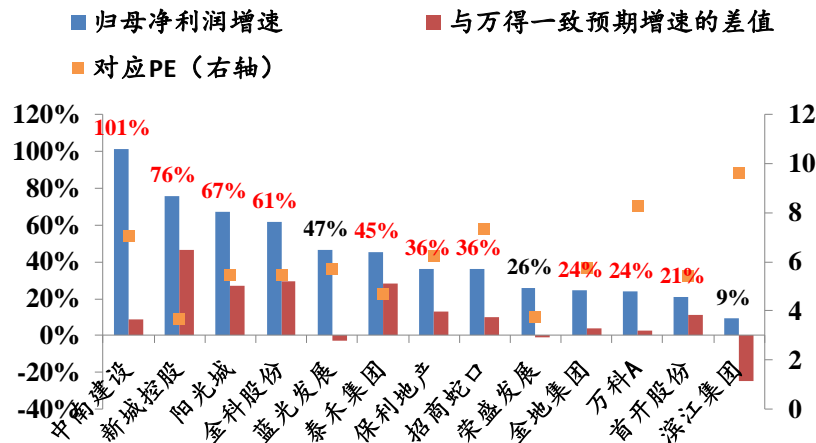


图17 2019年归母净利润拟合增速



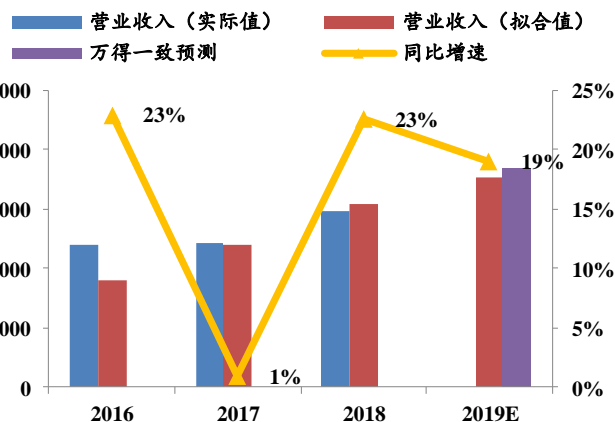
注：红色字体为增速超预期的公司

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.5*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.4*权益比例

表14 万科A收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	2,151.30	2,614.70	3,647.70	5,298.80	6,069.50	
同比增速		22%	40%	45%	15%	
营业收入（实际值）	1,463.88	1,955.49	2,404.77	2,428.97	2,976.79	
营业收入（拟合值）			1,796.54	2,388.93	3,075.68	3,545.34
同比增速			23%	1%	23%	19%
万得一致预测						3,696.05
万得一致预测增速						24%
房地产业务收入（实际值）	1,435.30	1,902.13	2,341.40	2,330.13	2,846.21	
房地产业务收入（拟合值）			1,733.16	2,290.09	2,945.09	3,357.89
同比增速		33%	23%	0%	22%	18%
其他业务收入（实际值）	28.58	53.36	63.37	98.84	130.58	
其他业务收入（拟合值）						187.45
归母净利润	157.45	181.19	210.23	280.52	337.73	
同比增速		15%	16%	33%	20%	24%
万得一致预测						409.90
万得一致预测增速						21%
净利率	11%	9%	9%	12%	11%	12%
对应PE				10.12	8.17	
权益比例	79%	85%	81%	69%	63%	
实际值/拟合值			134%	102%	97%	

图18 万科A拟合结果（销售拟合法）



2019年万科预计实现收入3545.34亿元，同比增长19%。

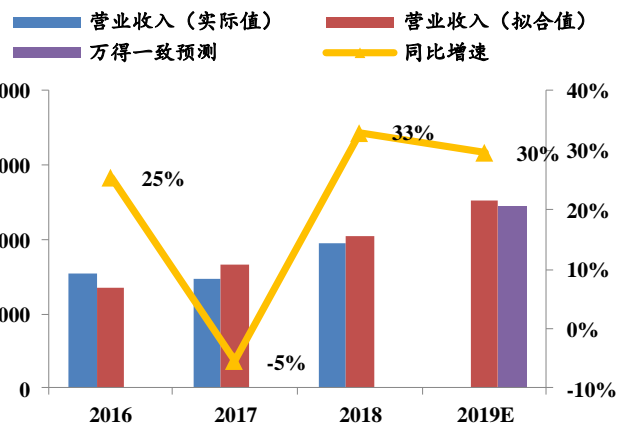
- 2016年拟合收入显著偏小，而2017/2018年拟合效果较好，主要由2017/2018年竣工节奏放缓所致。按2017/2018年的结算节奏测算，2016年拟合值偏小。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.4*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.6*权益比例

表15 保利地产收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	1,366.76	1,541.04	2,100.87	3,092.27	4,048.17	
同比增速		13%	36%	47%	31%	
营业收入（实际值）	1,090.57	1,234.29	1,547.73	1,463.42	1,945.55	
营业收入（拟合值）			1,352.26	1,659.98	2,043.74	2,520.58
同比增速			25%	-5%	33%	30%
万得一致预测						2,439.11
万得一致预测增速						19%
房地产业务收入（实际值）	1,055.87	1,186.23	1,469.57	1,374.63	1,824.98	
房地产业务收入（拟合值）			1,274.10	1,571.19	1,923.16	2,370.83
同比增速		12%	24%	-6%	33%	30%
其他业务收入（实际值）	34.70	48.06	78.16	88.79	120.57	
同比增速			63%	14%	36%	
其他业务收入（拟合值）						149.76
归母净利润	122.00	123.48	124.22	156.26	189.04	257.10
同比增速		1%	1%	26%	21%	36%
万得一致预测						232.93
万得一致预测增速						23%
净利率	11%	10%	8%	11%	10%	10%
对应PE				9.05	9.05	6.65
权益比例	82%	89%	81%	67%	63%	
实际值/拟合值			114%	88%	95%	

图19 保利地产拟合结果（销售拟合法）



2019年保利地产预计实现收入2520.58亿元，同比增长30%。

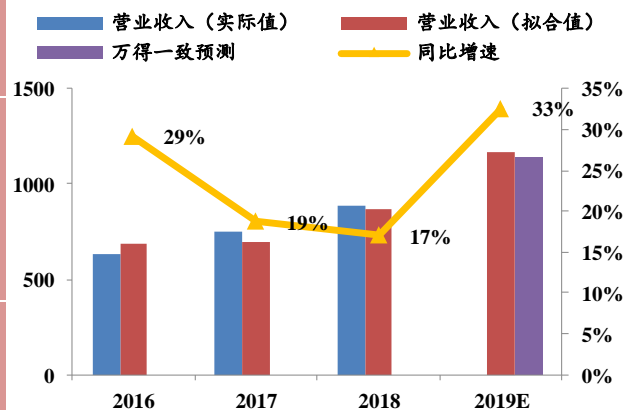
- 总体拟合效果较好，2016年拟合值偏小、而2017年拟合值偏大，主要源于2016年竣工节奏较快，而2017年竣工放缓。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.1*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.9*权益比例

表16 招商蛇口收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	510.49	575.80	739.34	1,127.79	1,705.84	
同比增速		13%	28%	53%	51%	
营业收入（实际值）	454.86	492.22	635.73	754.55	882.78	
营业收入（拟合值）			686.26	697.70	869.74	1,170.29
同比增速			29%	19%	17%	33%
万得一致预测						1,143.69
万得一致预测增速						31%
房地产业务收入（实际值）	410.69	419.26	561.39	690.46	786.89	
房地产业务收入（拟合值）			611.92	633.62	773.85	1,061.39
同比增速		2%	34%	23%	14%	35%
其他业务收入（实际值）	44.17	72.96	74.34	64.09	95.89	
同比增速			2%	-14%	50%	
其他业务收入（拟合值）						108.90
归母净利润	32.05	48.50	95.81	122.20	152.40	207.14
同比增速		51%	98%	28%	25%	36%
万得一致预测						191.66
万得一致预测增速						26%
净利率	7%	10%	15%	16%	17%	18%
对应PE					11.11	8.17
权益比例	77%	99%	78%	64%	58%	
实际值/拟合值			93%	108%	101%	

图20 招商蛇口拟合结果（销售拟合法）



2019年招商蛇口预计实现收入1170.29亿元，同比增长33%

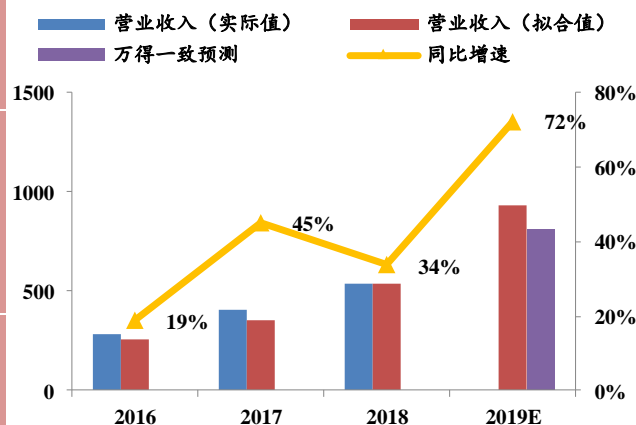
- 总体拟合效果较好，表明近三年公司结算节奏保持平稳。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.5*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.5*权益比例

表17 新城控股收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	251.00	319.29	650.6	1,264.72	2,210.98	
同比增速		27%	104%	94%	75%	
营业收入（实际值）	206.74	235.69	279.69	405.26	541.33	
营业收入（拟合值）			253.10	350.77	536.98	931.82
同比增速			19%	45%	34%	72%
万得一致预测						808.51
万得一致预测增速						51%
房地产业务收入（实际值）	201.73	229.74	270.49	387.93	508.38	
房地产业务收入（拟合值）			243.90	333.44	504.03	891.82
同比增速		14%	18%	43%	31%	75%
其他业务收入（实际值）	5.01	5.95	9.20	17.33	32.95	
其他业务收入（拟合值）						40.00
同比增速			55%	88%	90%	
归母净利润	11.67	18.36	30.19	60.29	104.91	184.50
同比增速		57%	64%	100%	74%	76%
万得一致预测						135.71
万得一致预测增速						29%
净利率	6%	8%	11%	15%	19%	20%
对应PE					6.42	3.65
权益比例	92%	80%	63%	47%	54%	
实际值/拟合值			111%	116%	101%	

图21 新城控股拟合结果（销售拟合法）



2019年新城控股预计实现收入931.82亿元，同比增长76%。

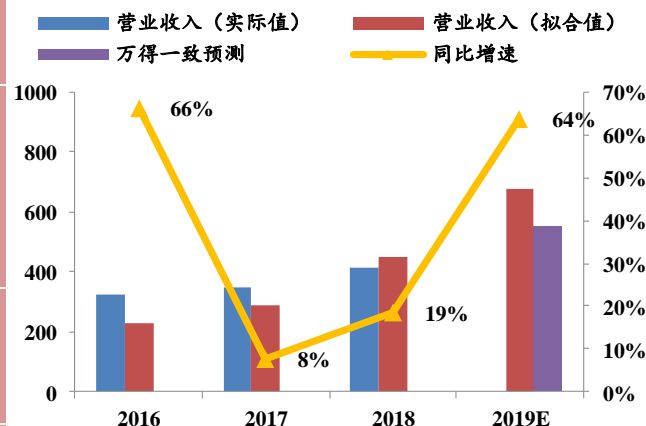
- 总体拟合效果较好，2016/2017年拟合结果略偏大，可能为这两年公司竣工结算节奏相对较快，而2018年有所放缓所致。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.4*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.6*权益比例

表18 金科股份收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	230.00	238.00	341.00	658.00	1,188.00	
同比增速		3%	43%	93%	81%	
营业收入（实际值）	173.24	193.99	322.35	347.58	412.34	
营业收入（拟合值）			225.77	290.81	450.83	674.81
同比增速		12%	66%	8%	19%	64%
万得一致预测						552.91
万得一致预测增速						23%
房地产业务收入（实际值）	158.26	180.34	308.07	328.50	380.06	
房地产业务收入（拟合值）			211.48	271.73	418.56	626.29
同比增速		14%	71%	7%	16%	65%
其他业务收入（实际值）	14.98	13.65	14.28	19.08	32.28	
同比增速			5%	34%	69%	
其他业务收入（拟合值）						48.52
归母净利润	9.08	12.67	13.95	20.05	38.86	62.76
同比增速		40%	10%	44%	94%	61%
万得一致预测						51.33
万得一致预测增速						32%
净利率	5%	7%	4%	6%	9%	9%
对应PE					9.17	5.68
权益比例	85%	93%	89%	75%	60%	
实际值/拟合值			143%	120%	91%	

图22 金科股份拟合结果（销售拟合法）



2019年金科股份预计实现收入674.81亿元，同比增长64%。

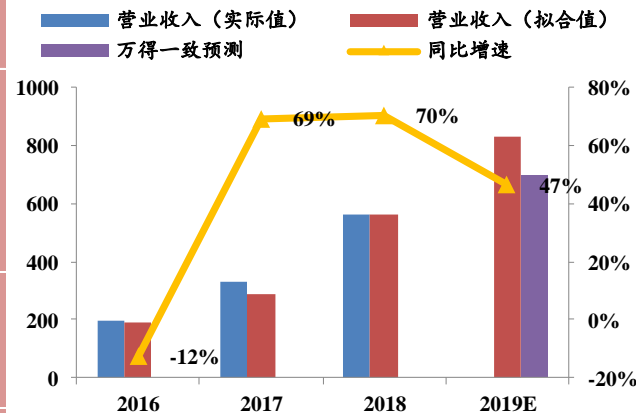
- 2016/2017年拟合结果显著偏小，从数据上看，一方面，这两年营业收入可能包含部分当年销售的项目，表明公司周转率较快；另一方面，在2016年高竣工增速的带动下，这两年可结算资源较为丰富。
- 2018年实际收入增速大幅小于2016/2017年销售额增速，表明公司在放缓竣工节奏的情况下，减少项目结算。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.2*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.9*权益比例

表19 阳光城收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	230.70	300.10	487.20	915.30	1,628.56	
同比增速		30%	62%	88%	78%	
营业收入（实际值）	138.94	223.80	195.98	331.63	564.70	
营业收入（拟合值）			188.92	286.23	559.95	827.30
同比增速		61%	-12%	69%	70%	47%
万得一致预测						698.64
万得一致预测增速						25%
房地产业务收入（实际值）	130.04	211.12	193.70	327.21	555.01	
房地产业务收入（拟合值）			186.64	281.81	550.26	807.32
同比增速		62%	-8%	69%	70%	45%
其他业务收入（实际值）	8.90	12.68	2.28	4.42	9.69	
同比增速			-82%	94%	119%	
其他业务收入（拟合值）						19.98
归母净利润	13.24	14.18	12.30	20.62	30.18	50.47
同比增速		7%	-13%	68%	46%	67%
万得一致预测						42.40
万得一致预测增速						40%
净利率	10%	6%	6%	6%	5%	6%
对应PE					9.74	5.83
权益比例	65%	58%	56%	60%	48%	
实际值/拟合值			104%	116%	101%	

图23 阳光城拟合结果（销售拟合法）



2019年阳光城预计实现收入827.30亿元，同比增长47%。

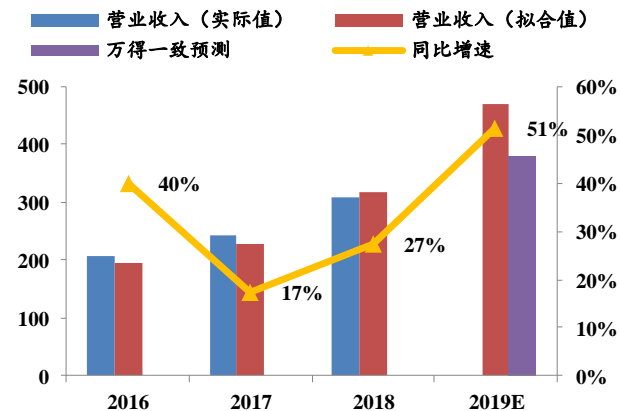
- 总体拟合效果较好，表明近三年公司结算节奏保持平稳。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.3*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.8*权益比例

表20 泰禾集团收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	201.00	323.30	400.10	1,007.20	1,303.40	
同比增速		61%	24%	152%	29%	
营业收入（实际值）	83.72	148.13	207.28	243.31	309.85	
营业收入（拟合值）			194.46	228.72	317.13	469.33
同比增速		77%	40%	17%	27%	51%
万得一致预测						380.49
万得一致预测增速						20%
房地产业务收入（实际值）	82.07	146.04	201.71	230.69	295.51	
房地产业务收入（拟合值）			188.89	216.10	302.79	446.32
同比增速		78%	38%	14%	28%	51%
其他业务收入（实际值）	1.65	2.09	5.57	12.62	14.34	
同比增速			166%	127%	14%	
其他业务收入（拟合值）						23.01
归母净利润	7.84	13.25	17.07	21.24	25.55	37.08
同比增速		69%	29%	24%	20%	45%
万得一致预测						29.92
万得一致预测增速						17%
净利率	9%	9%	8%	9%	8%	8%
对应PE					7.04	4.85
权益比例	65%	58%	50%	30%	34%	
实际值/拟合值			107%	106%	98%	

图24 泰禾集团拟合结果（销售拟合法）



2019年泰禾集团预计实现收入469.33亿元，同比增长51%。

- 总体拟合效果较好，表明近三年公司结算节奏保持平稳。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.4*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.5*权益比例

表21 中南建设收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	207	225	373	963	1466	
同比增速			66%	158%	52%	
营业收入（实际值）	217.92	204.50	344.40	305.52	401.10	
营业收入（拟合值）			238.63	317.32	506.32	712.25
同比增速		-6%	68%	-11%	31%	78%
万得一致预测						695.67
万得一致预测增速						37%
房地产业务收入（实际值）	105.09	124.17	269.83	224.13	275.60	
房地产业务收入（拟合值）			164.06	235.93	380.81	549.43
同比增速		18%	117%	-17%	23%	99%
其他业务收入（实际值）	112.83	80.33	74.57	81.39	125.50	
其他业务收入（拟合值）						162.82
同比增速			-7%	9%	54%	
归母净利润	9.59	3.51	3.39	6.03	21.93	44.16
同比增速		-63%	-4%	78%	264%	101%
万得一致预测						42.27
万得一致预测增速						93%
净利率	4%	2%	1%	2%	5%	6%
对应PE					15.44	7.67
权益比例	81%	86%	85%	53%	47%	
实际值/拟合值			144%	96%	79%	

图25 中南建设拟合结果（销售拟合法）

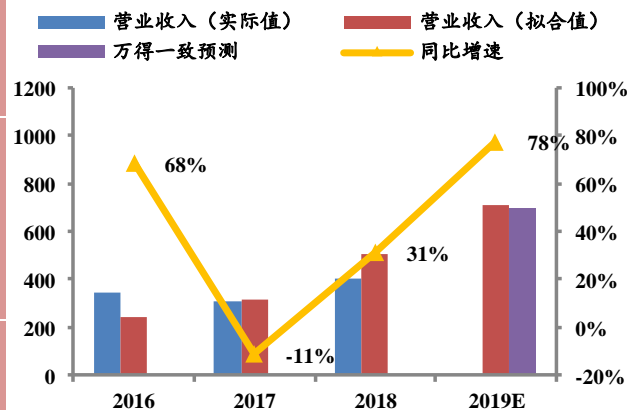


表22 中南建设股票期权考核目标

考核年度	考核目标（相对于2017年净利润增长率）
2019	560%
2020	1060%
2021	1408%

中南建设预计2019年实现收入712.25亿元，同比增长78%。

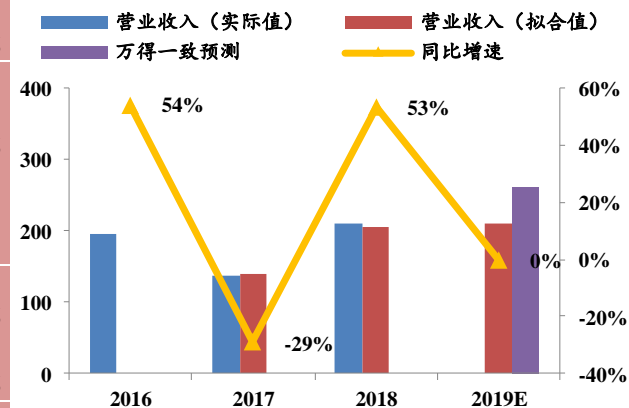
- 2016年公司收入实际值大幅高于拟合值，可能由于当年竣工节奏加快，可结算项目丰富；而2017/2018年公司主动放缓结算，收入增速远小于销售额增速。
- 2019预计净利润达44.16，较2017年增长633%，将满足股票期权业绩要求。

t 年结算收入= $(t-3)$ 年销售额*0.3*权益比例+ $(t-2)$ 年销售额*0.7*权益比例

表23 滨江集团收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	157.00	223.00	366.80	615.00	850.10	
同比增速		42%	64%	68%	38%	
营业收入（实际值）	117.59	126.18	194.52	137.74	211.15	
营业收入（拟合值）				139.31	206.17	211.07
同比增速		7%	54%	-29%	53%	0%
万得一致预测						261.50
万得一致预测增速						27%
房地产业务收入（实际值）	113.47	120.62	190.44	135.69	202.71	
房地产业务收入（拟合值）				137.26	197.73	198.92
同比增速		6%	58%	-29%	49%	-2%
其他业务收入（实际值）		5.56	4.08	2.05	8.44	
其他业务收入（拟合值）						12.15
同比增速			-27%	-50%	313%	
归母净利润	8.29	10.03	13.99	17.11	12.17	13.30
同比增速		21%	39%	22%	-29%	9%
万得一致预测						16.34
万得一致预测增速						34%
净利率	7%	8%	7%	12%	6%	6%
对应PE					11.04	10.11
权益比例	51%	73%	58%	31%	23%	
实际值/拟合值				99%	102%	

图26 滨江集团拟合结果（销售拟合法）



2019年滨江集团预计实现收入211.07亿元，与上年基本持平。

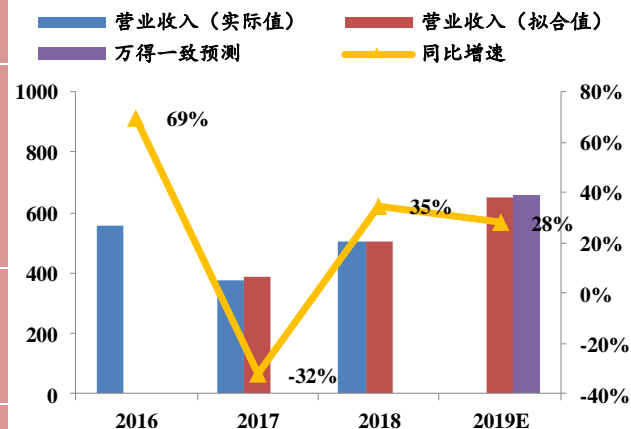
- 2017/2018年营业收入用 $(t-3)$ 年、 $(t-2)$ 年销售额拟合效果较好，可能为公司周转率相对较低所致。

t 年结算收入= $(t-3)$ 年销售额*0.5*权益比例+ $(t-2)$ 年销售额*0.5*权益比例

表24 金地集团收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	490.40	616.70	1,006.30	1,408.10	1,623.30	
同比增速		26%	63%	40%	15%	
营业收入（实际值）	456.36	327.62	555.09	376.62	506.99	
营业收入（拟合值）				386.34	506.99	649.39
同比增速		-28%	69%	-32%	35%	28%
万得一致预测						656.39
万得一致预测增速						29%
房地产业务收入（实际值）	438.37	305.30	522.93	336.60	460.59	
房地产业务收入（拟合值）				346.32	460.59	593.64
同比增速		-30%	71%	-36%	37%	29%
其他业务收入（实际值）		22.32	32.16	40.02	46.40	
同比增速			44%	24%	16%	
其他业务收入（拟合值）						55.74
归母净利润	39.97	32.00	63.00	68.43	80.98	100.66
同比增速		-20%	97%	9%	18%	24%
万得一致预测						97.60
万得一致预测增速						21%
净利率	9%	10%	11%	18%	16%	16%
对应PE					7.02	5.65
权益比例	65%	61%	54%	46%	36%	
实际值/拟合值				97%	100%	

图27 金地集团拟合结果（销售拟合法）



2019年金地集团预计实现收入649.39亿元，同比增长28%。

- 2017/2018年营业收入用 $(t-3)$ 年、 $(t-2)$ 年销售额拟合效果较好，表明公司周转率相对较低。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.5*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.5*权益比例

表25 蓝光发展收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	210	183	301.35	581.52	855	
同比增速			65%	93%	47%	
营业收入（实际值）		175.98	213.29	245.53	308.21	
营业收入（拟合值）				214.49	309.72	434.88
同比增速			21%	15%	26%	41%
万得一致预测						422.16
万得一致预测增速						36%
房地产业务收入（实际值）		108.39	153.15	187.53	245.25	
房地产业务收入（拟合值）				156.49	246.76	370.46
同比增速			41%	22%	31%	51%
其他业务收入（实际值）		67.59	60.14	58.00	62.96	
其他业务收入（拟合值）						64.41
同比增速			-11%	-4%	9%	
归母净利润		8.05	8.96	13.66	22.24	32.62
同比增速			11%	52%	63%	47%
万得一致预测						33.25
万得一致预测增速						49%
净利率		5%	4%	6%	7%	8%
对应PE					8.72	5.95
权益比例		65%	64%	52%	52%	
实际值/拟合值				114%	100%	

图28 蓝光发展拟合结果（销售拟合法）

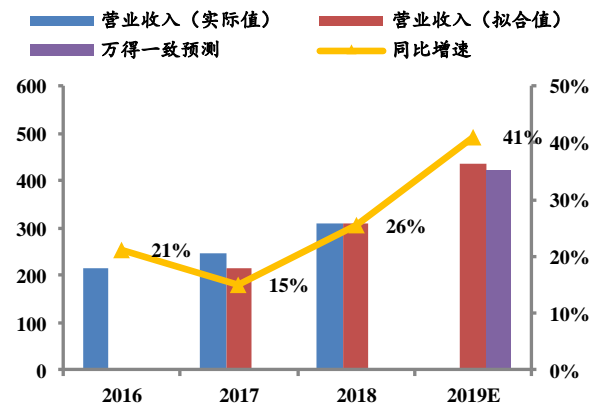


表28 蓝光发展股票期权行权条件

行权年度	行权条件（扣除非经常性损益后的归母净利润）
2018	不低于22亿元
2019	不低于33亿元
2020	不低于50亿元

2019年蓝光发展预计实现收入434.88亿元，同比增长41%，拟合效果较好。

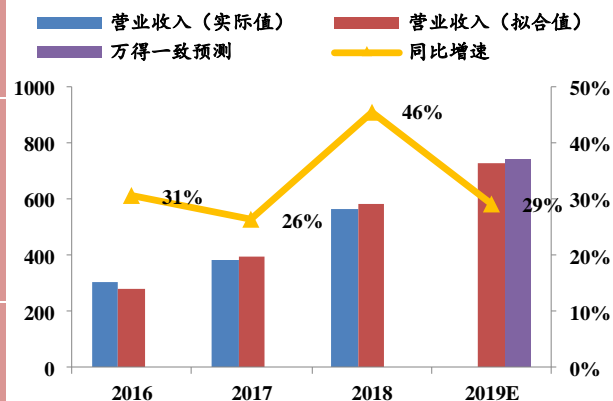
- 2019年股票期权的行权条件为扣除非经常性损益后的归母净利润不低于33亿元，预计公司将适当加快结算节奏，以实现业绩目标。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.5*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.5*权益比例

表26 荣盛发展收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	283.00	309.00	512.24	679.30	1,015.63	
同比增速		9%	66%	33%	50%	
营业收入（实际值）	231.19	234.32	306.22	387.04	563.68	
营业收入（拟合值）			283.87	399.52	586.49	727.91
同比增速			31%	26%	46%	29%
万得一致预测						742.27
万得一致预测增速						32%
房地产业务收入（实际值）	223.25	222.30	271.01	345.82	499.61	
房地产业务收入（拟合值）			248.66	358.30	522.42	641.49
同比增速			22%	28%	44%	28%
其他业务收入（实际值）		12.02	35.21	41.22	64.07	
其他业务收入（拟合值）						86.42
同比增速			193%	17%	55%	
归母净利润	32.32	24.28	41.48	57.61	75.65	95.36
同比增速		-25%	71%	39%	31%	26%
万得一致预测						96.19
万得一致预测增速						27%
净利率	14%	10%	14%	15%	13%	13%
对应PE					5.43	4.31
权益比例	86%	82%	90%	86%	69%	
实际值/拟合值			108%	97%	96%	

图29 荣盛发展拟合结果（销售拟合法）



2019年荣盛发展预计实现收入727.91亿元，同比增长29%。

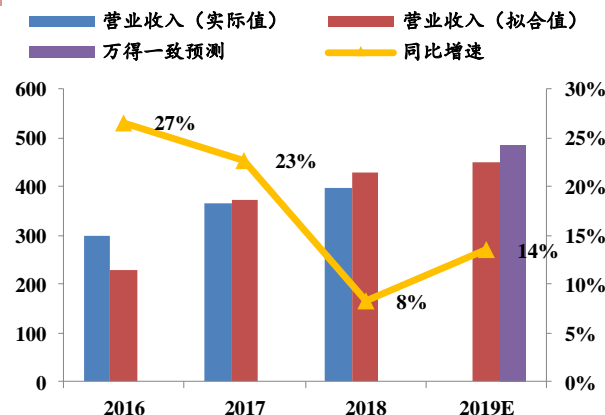
- 总体拟合效果较好，表明近三年公司结算节奏保持平稳。

t 年结算收入= $(t-2)$ 年销售额*0.3*权益比例+ $(t-1)$ 年销售额*0.6*权益比例

表27 首开股份收入拟合表（销售拟合法）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
销售额	205.91	327.56	631.03	691.90	1,007.27	
同比增速		59%	93%	10%	46%	
营业收入（实际值）	208.51	236.18	298.83	366.78	397.36	
营业收入（拟合值）			228.78	372.51	427.87	451.18
同比增速		13%	27%	23%	8%	14%
万得一致预测						483.19
万得一致预测增速						13%
房地产业务收入（实际值）	203.26	230.90	292.76	360.33	389.42	
房地产业务收入（拟合值）			222.71	366.06	419.93	442.10
同比增速		14%	27%	23%	8%	14%
其他业务收入（实际值）	5.25	5.28	6.07	6.45	7.94	
同比增速		1%	15%	6%	23%	
其他业务收入（拟合值）						9.08
归母净利润	16.48	20.83	19.01	23.63	31.67	38.35
同比增速		26%	-9%	24%	34%	21%
万得一致预测						34.86
万得一致预测增速						10%
净利率	8%	9%	6%	6%	8%	9%
对应PE					6.68	5.52
权益比例	92%	84%	75%	67%	50%	
实际值/拟合值			131%	98%	93%	

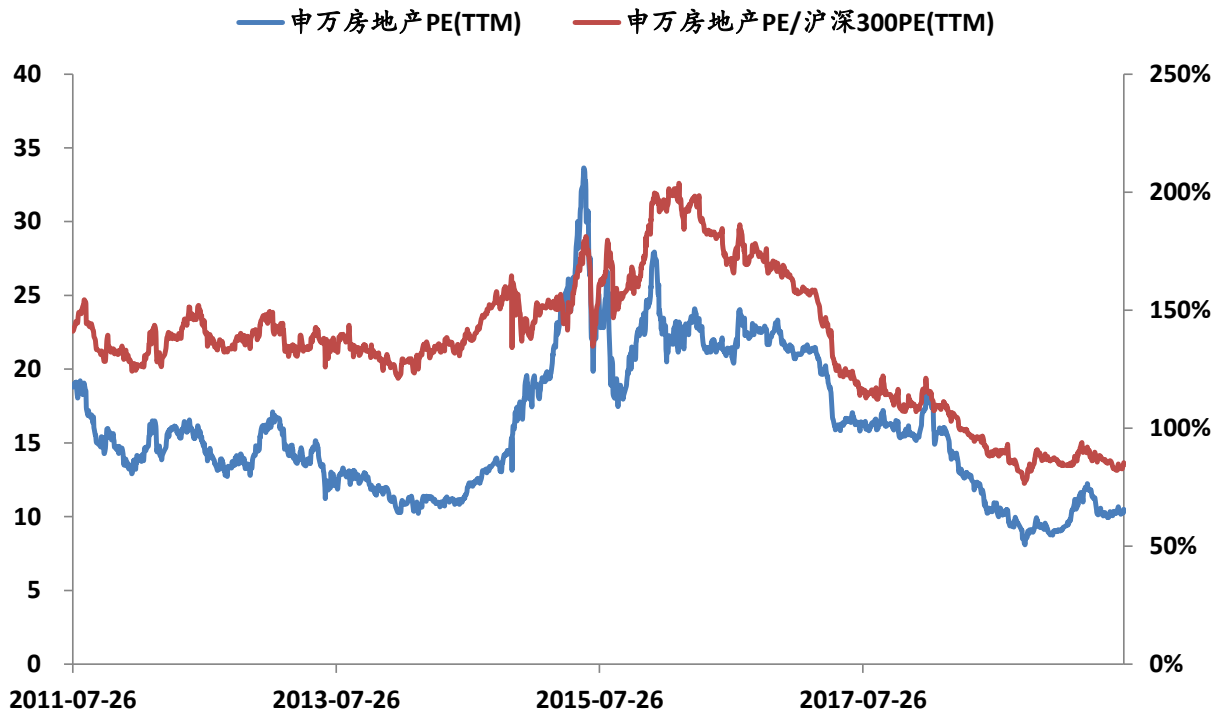
图30 首开股份拟合结果（销售拟合法）



2019年首开股份预计实现收入442亿元，同比增长14%。

- 2017/2018年拟合效果较好，而2016年拟合值偏低，可能为公司在2017/2018年放缓结算节奏，收入增速远低于销售增速所致。

图31 地产板块绝对估值与相对估值均处历史低位



投资建议：近期融资收紧背景下龙头房企优势将更加凸显，行业估值处于低位，业绩增长确定性强，推荐中南建设、阳光城、招商蛇口、荣盛发展、保利地产、首开股份、金地集团等业绩有望超预期的行业龙头。

风险提示：房地产政策调控收紧，模型测算误差，竣工或结算进度不及预期。

• 分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

由子沛，房地产行业研究员，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，2017年加入民生证券。

侯希得，房地产行业研究员，澳大利亚悉尼大学专业会计硕士，2018年加入民生证券。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。