

房地产行业业绩前瞻

地产板块业绩确定、增速可期 增持（维持）

2019年08月02日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

投资要点

- **从业绩预告和业绩快报看，板块中期业绩普遍增速较高。**从已公布的房企业绩预告及业绩快报来看，主流房企中仍有较多企业上半年业绩超出预期（括号内为归母净利润增速），如金科股份（+200%至290%）、蓝光发展（+101%）、保利地产（+59%）、绿地控股（+46%）、泰禾集团（+40%至60%）。
- **板块16-17年销售靓丽，当期业绩增长可期。**在考虑业绩增速时，我们认为，相比于销售净利率，影响业绩最为核心的要素仍然是结算节奏，对2019年业绩存在较为坚实支撑作用的仍然是2016年、2017年增速较为靓眼的公司。考虑到上下半年的结算周期不一，下半年仍是结算高峰，因此尽管部分房企中期未发布盈利预喜，但我们相信，全年业绩仍有较好支撑。
- **营业收入与滞后2年左右的销售规模拟合效果最佳。**对房地产公司而言，一般销售至结算有2-3年滞后时间。我们分别将主流地产公司营业收入增速与后移2年、后移3年的销售规模增速进行匹配，发现二者走势基本一致。当销售增速滞后2年时，营业收入与销售金额规模更为接近，但营收增速波动更为缓和，且2013-2018年营业收入平均复合增速为23%，同期销售金额平均复合增速为25%。当销售增速滞后3年时，尽管二者增速同涨同跌趋势明显，但营业收入规模持续大于销售规模，且差距持续拉大。从拟合效果看，营业收入基本与后移2年的销售规模接近，效果更佳，当滞后期超3年或小于2年，拟合效果更差。
- **投资建议：**龙头公司在融资、土储、操盘、运营上的优势越发明显，行业集中度持续攀升，强者恒强。2015-2017年板块销售增速持续超预期，考虑2年左右的结算滞后期，今年业绩增速可期，预计板块四季度有望进行估值切换。持续推荐保利地产、万科A、蓝光发展、招商蛇口、金地集团、中南建设、金科股份、绿地控股、荣盛发展、华侨城A，内房股推荐金地商置、中国金茂、建发国际集团、旭辉控股集团、龙光地产、合景泰富集团、宝龙地产、世茂房地产、正荣地产、融信中国。
- **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；棚改货币化不达预期。

行业走势



相关研究

- 1、《房地产行业 行业点评：19H1各项数据略超预期，预计Q3将承压》2019-07-16
- 2、《思变先驱，运筹帷幄——地产龙头国际比较报告系列一：万科 VS 新鸿基：行业专题报告》2019-06-24
- 3、《关注城镇化的下一阶段：2019年房地产行业中期投资策略》2019-06-16

内容目录

1. 业绩预告看，板块中期业绩可圈可点	4
2. 板块 16-17 年销售靓丽，当期业绩增长可期	5
3. 投资建议	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 商品房销售金额及同比增速	5
图 2: 商品房销售面积及同比增速	5
图 3: TOP20/50 房企销售金额 (亿元) 及同比增速	6
图 4: 主流房企销售金额 (后移 2 年) 及营业收入走势	8
图 5: 主流房企销售金额 (后移 3 年) 及营业收入走势	8
图 6: 主流房企销售净利率指标走势	9
图 7: 主流房企 2016-2017 年销售增速情况	10
表 1: 已公布 2019H1 业绩预告主要房企汇总	4
表 2: 已公布 2019H1 业绩快报主要房企汇总	4
表 3: 主流房企 2015 年以来销售金额 (亿元)	6

1. 业绩预告看，板块中期业绩可圈可点

从已公布的房企业绩预告及快报来看，规模房企中有较多企业上半年业绩超出预期（括号内为归母净利润增速），如金科股份（+200%至290%）、蓝光发展（+101%）、保利地产（+59%）、绿地控股（+46%）、泰禾集团（+40%至60%）。

表 1：已公布 2019H1 业绩预告主要房企汇总

代码	公司	归母净利润（亿元）	增速	中报时间
000656.SZ	金科股份	20-26	200%至290%	2019-08-27
000031.SZ	大悦城	17.7-20.4	30%至50%	2019-08-29
600376.SH	首开股份	17.3	25%	2019-08-30
000732.SZ	泰禾集团	13.8-15.7	40%至60%	2019-08-31
600466.SH	蓝光发展	12.5	101%	2019-08-23
600064.SH	南京高科	10.8-11.8	54%至68%	2019-08-31
000402.SZ	金融街	9.9-10.8	15%至25%	2019-08-10
000517.SZ	荣安地产	5.1-6.6	192%至278%	2019-08-27
000042.SZ	中洲控股	2.4	-67%	2019-08-16
000006.SZ	深振业A	1.9-2.3	-55%至-45%	2019-08-16
000736.SZ	中交地产	0.9	-83%	2019-08-30
002285.SZ	世联行	0.6-1.2	-80%至-60%	2019-08-30
000040.SZ	东旭蓝天	0.8~1	-94%至-92%	2019-08-31
000668.SZ	荣丰控股	0.6~0.7	1069%至1403%	2019-08-28
300295.SZ	三六五网	0.5	-10%至0%	2019-08-24
000573.SZ	粤宏远A	0.4~0.6	230%至278%	2019-08-31
000667.SZ	美好置业	0.1	-95%至-94%	2019-08-23

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：已公布 2019H1 业绩快报主要房企汇总

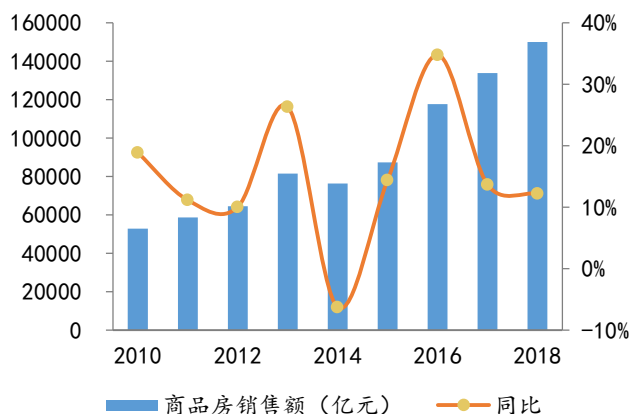
公司	营业收入（亿元）	增速	归母净利润（亿元）	增速	中报时间
绿地控股	2015.9	28%	88.2	46%	2019-08-27
保利地产	711.6	20%	103.5	59%	2019-08-13

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 板块 16-17 年销售靓丽，当期业绩增长可期

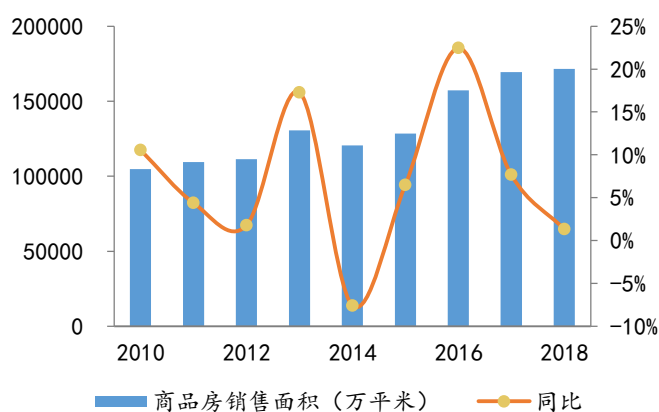
对地产公司而言，一般销售至结算有 2-3 年滞后时间，2019 年结算项目主要对应 2016-2017 年公司销售项目。2015 年-2017 年全国商品房销售金额 2 年平均复合增速达 24%，销售面积平均复合增速为 15%，其中 2016 年当年商品房销售金额、面积增速均创下 2010 年以来最高值。

图 1：商品房销售金额及同比增速



数据来源：Wind 资讯、东吴证券研究所

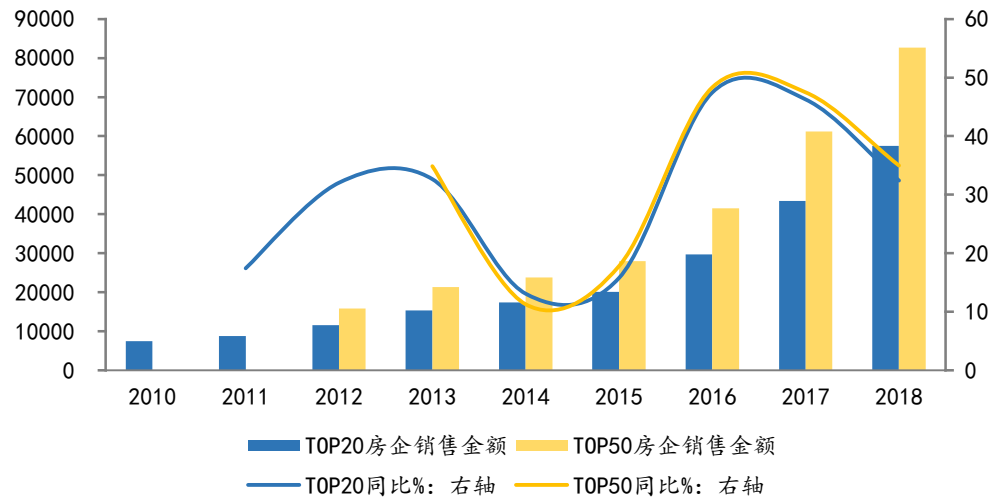
图 2：商品房销售面积及同比增速



数据来源：Wind 资讯、东吴证券研究所

企业层面，主流房企在融资、土储、操盘、运营上的优势越发明显，行业集中度在持续攀升，TOP20、TOP50 房企销售金额市占率分别从 2015 年的 23%、32% 提升至 2018 年的 38%、55%，主流房企销售规模增速持续跑赢行业平均水平。2015-2017 年 TOP20、TOP50 房企销售金额平均复合增速分别达 47%、48%。

图 3：TOP20/50 房企销售金额（亿元）及同比增速



数据来源：Wind 资讯、东吴证券研究所

在我们统计的主要房企中，融创中国、中南建设、融信中国、新城控股、碧桂园增速均超过 95%，旭辉控股集团、阳光城、龙湖集团、中国恒大、中国金茂、金地集团增速在 50%-90% 之间，仅世茂房地产、富力地产、绿地控股、中海地产增速低于 25%。

表 3：主流房企 2015 年以来销售金额（亿元）

销售金额 (亿元)	2015	2016	2017	2018	15-17 年 3 年 平均复合增 速
碧桂园	1402	3088	5508	7287	98%
中国恒大	2013	3734	5010	5513	58%
万科地产	2615	3648	5299	6070	42%
融创中国	682	1506	3620	4608	130%
保利地产	1541	2101	3092	4048	42%
绿地控股	2301	2550	3065	3875	15%
中海地产	1590	1854	2042	2561	13%
新城控股	319	651	1265	2211	99%
龙湖集团	545	881	1561	2006	69%
华润置地	852	1080	1521	2107	34%
世茂房地产	670	681	1008	1761	23%
华夏幸福	724	1203	1521	1635	45%

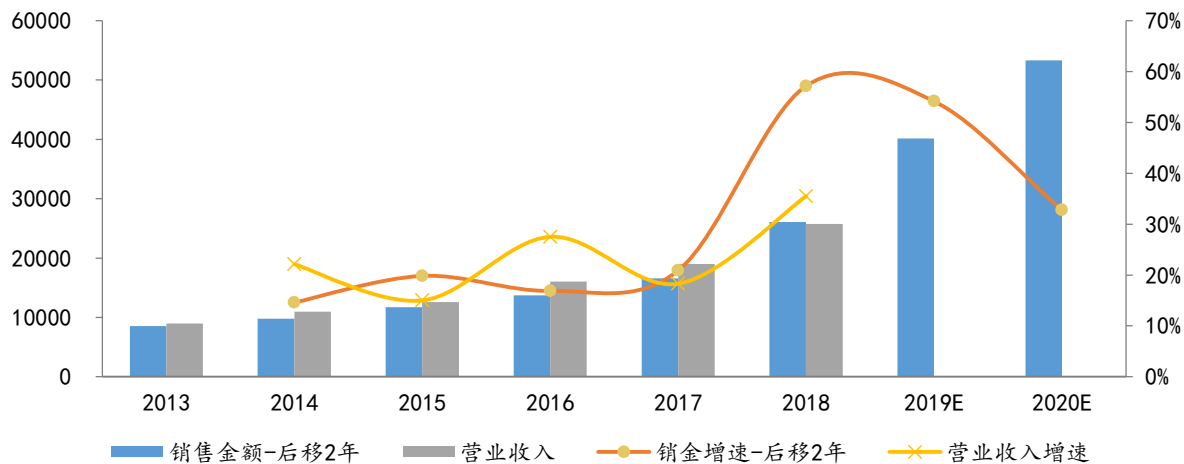
招商蛇口	576	739	1128	1706	40%
阳光城	300	487	915	1629	75%
金地集团	617	1006	1408	1623	51%
旭辉集团	302	530	1040	1520	86%
中国金茂	301	485	693	1280	52%
融信中国	119	246	502	1219	105%
中南建设	225	502	963	1466	107%
合景泰富	192	286	380	655	41%
富力地产	544	609	819	1423	23%
首开股份	328	631	692	1007	45%
蓝光发展	182	301	582	855	79%
金科股份	238	341	658	1188	66%

数据来源：公司公告、CRIC、东吴证券研究所（备注：红色为第三方 CRIC 数据）

我们分别将公司营业收入增速与后移 2 年、后移 3 年的销售规模增速进行匹配，发现二者走势基本一致。当销售增速滞后 2 年时，营业收入与销售金额规模更为接近，但营收增速波动更为缓和，且 2013-2018 年营业收入平均复合增速为 23%，同期销售金额平均复合增速为 25%。当销售增速滞后 3 年时，尽管二者增速基本趋于一致，同涨同跌趋势明显，但营业收入规模持续大于销售规模，且差距持续拉大。因此从拟合效果看，营业收入基本与后移 2 年的销售规模接近，效果更佳，当滞后期超 3 年或小于 2 年，拟合效果更差。

同时，我们认为过去 5 年间，销售金额复合增速较营业收入增速更高，较为合理，主要源于近年来土拍市场竞争激烈，行业合作开发愈发频繁，权益比例有所下滑，根据 CRIC 公布的百强房企销售排行榜，我们注意到主流房企 2016-2018 年销售金额权益比例从 85% 下降至 79%。

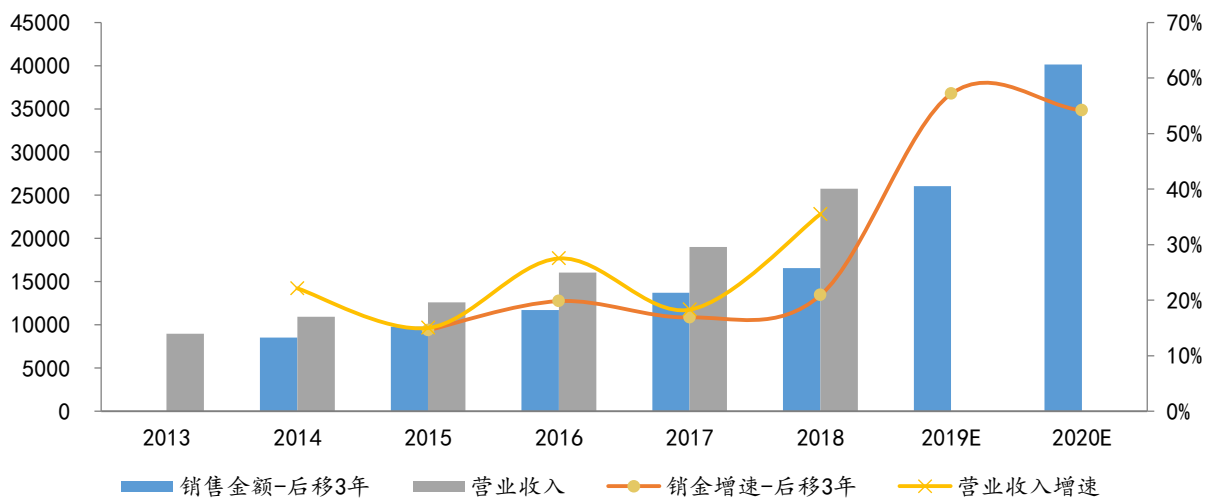
图 4：主流房企销售金额（后移 2 年）及营业收入走势



数据来源：公司公告、CRIC、东吴证券研究所

（备注：筛选房企名单同上，考虑 13-14 年营收或销售数据可得性，剔除绿地控股、融信中国、蓝光发展）

图 5：主流房企销售金额（后移 3 年）及营业收入走势



数据来源：公司公告、CRIC、东吴证券研究所

（备注：筛选房企名单同上，考虑 13-14 年营收或销售数据可得性，剔除绿地控股、融信中国、蓝光发展）

展望后市，我们注意到 2017、2018 年主流房企销售增速仍然非常可观，考虑到 2-3 年的结算滞后，我们预计 2019 年营业收入仍将录得较为靓眼的业绩。

同时我们也注意到尽管 2014-2016 年营收走势与 2012-2014 年销售走势保持平稳，但走势仍然存在小幅背离，2017 年后营收走势与 2015 年后的销售走势差距也有拉大，我们认为，虽然根据我们拟合结果，销售至结算之间滞后时间差大致在 2-3 年时间，但

在过去几年龙头公司持续冲规模阶段，不同企业采取的经营策略、运营模式均有差异，这将进一步呈现在结算周期的差异上，具体主要有以下几点：

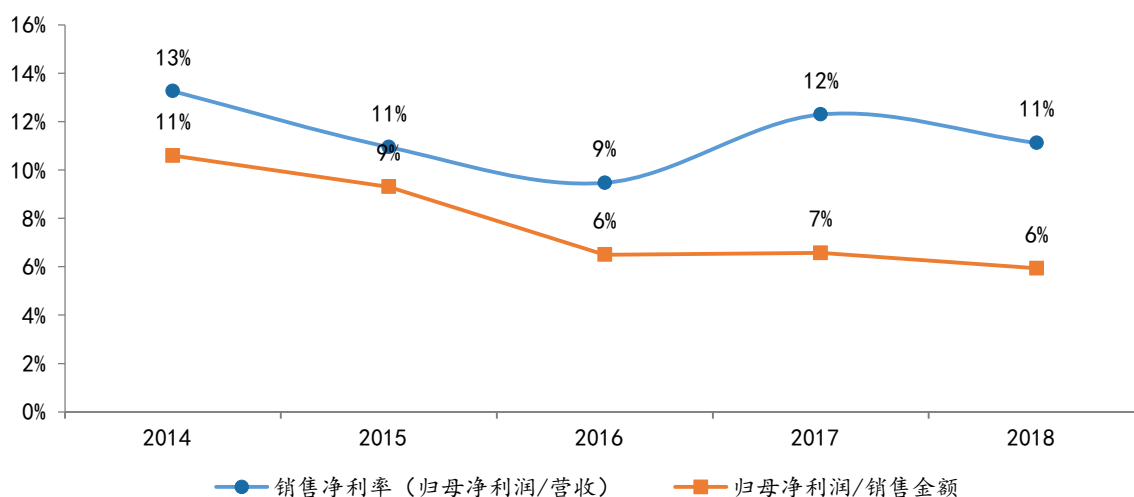
1) 各公司区域布局存在差异，一二三线城市资源占比不一，不同城市的房屋预售条件均有差异，一线城市对于工程进度的要求更高，三四线城市预售条件较低，这使得不同项目开工至预售、预售至结算时间各有长短，导致销售规模与营业收入增长趋势不一。

2) 各家房企经营策略存在差异，对规模诉求也不同，尽管在冲规模阶段，大多数公司奉行快周转策略，但在实施层面上周转速度仍然存在一定差异。

3) 精装修比例有所提升，装修会拉长结算周期。

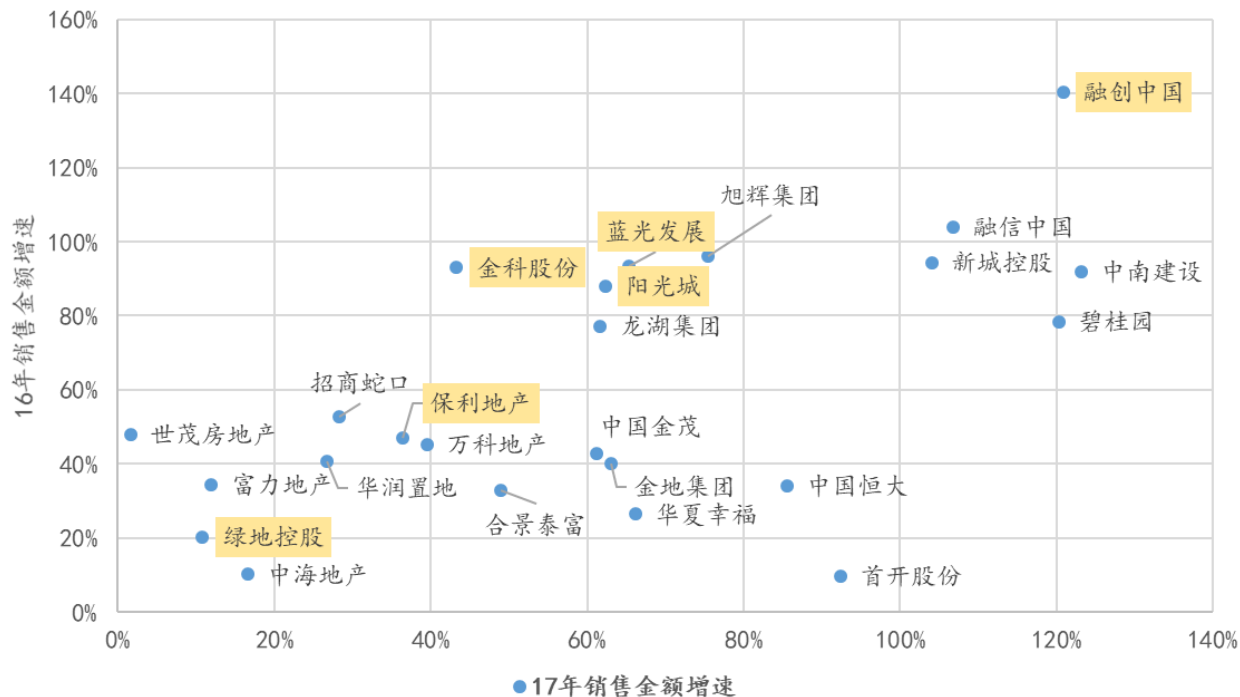
结算收入靓丽情况下，我们注意到主流公司销售净利率在 2014 年后整体呈现稳中略降趋势，但 2016 年后销售净利率（归母净利润/营业收入）、归母净利润/销售金额这两个指标较前几年更为稳定，以前者为例，公司销售净利率基本维持在 10%-12% 之间，因此在考虑业绩增速时，我们认为，影响业绩最为核心的要素仍然是结算节奏，对 2019 年业绩存在较为坚实支撑作用的仍然是 2016 年、2017 年增速较为靓眼的公司。考虑到上下半年的结算周期不一，下半年仍是结算高峰，因此尽管部分房企中期未发布盈利预告，但我们相信，全年业绩仍有较好支撑。

图 6：主流房企销售净利率指标走势



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 7：主流房企 2016-2017 年销售增速情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所（备注：黄色底色的公司已发布业绩快报/业绩预告/盈利预喜公告）

3. 投资建议

龙头公司在融资、土储、操盘、运营上的优势越发明显，行业集中度持续攀升，强者恒强。2015-2017 年板块销售增速持续超预期，考虑 2 年左右的结算滞后期，今年业绩增速可期，预计板块四季度有望进行估值切换。持续推荐保利地产、万科 A、蓝光发展、招商蛇口、金地集团、中南建设、金科股份、绿地控股、荣盛发展、华侨城 A，内房股推荐金地商置、中国金茂、建发国际集团、旭辉控股集团、龙光地产、合景泰富集团、宝龙地产、世茂房地产、正荣地产、融信中国。

4. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

