

2019H1 房地产行业财报综述

板块结算量质齐升，高预收款确保稳增

推荐（维持）

◆ 事件:

2019H1，房地产板块主营业务收入同比+21.0%，较2018年+1.3pct，较2019Q1-0.4pct；归母净利润同比+12.0%，较2018年+9.6pct，较2019Q1+0.8pct。

◆ 点评:

□ 19H1 板块营收高增，业绩分化、一二线持续高增，业绩正当释放期

16-17年销售高增速以及房价大涨决定了18-19年的结算增速将逐步走高，同时竣工集中度也在快速增长，尾部企业逐渐退出，综合推动19H1营收高增，同比达+21.0%（较18年+1.3pct）；同期净利润增速同比+12.0%（较18年+9.6pct），净利润增速维持分化，其中一二三线房企分别同比+22.1%、+44.2%、-26.7%，其中三线房企对于板块业绩增速拖累尤为严重，其中一二线房企持续远好于三线房企。展望全年，考虑到主流房企预收款持续高增、拿地下降推动负债率改善、毛利率年内仍保持高位，预计19年业绩将保持较高增长趋势。

□ 19H1 毛利率、净利率上行，三项费用率提升，少数股东权益下降

18-19年行业主要结算16-17年的涨价项目，推动19H1毛利率继续升至36.1%，较18年+1.4pct，其中一二三线房企分别为40.7%、32.0%和33.6%；虽然三项费用率由18年的10.2%提升至19H1的11.6%，但同期少数股东权益占比由18年的23.0%下降至19H1的20.3%，三费率提升和少数股东权益下行的对冲推动19H1净利率提升至11.3%、较18年+1.7pct，其中一二三线房企分别为13.6%、11.6%和7.8%。值得注意的是，16H2-17H1地王频现导致后续利润率有下行压力，但一方面，龙头拿地成本更低而赋予其下降更为可控，另一方面，万科、保利等龙头18年大量存货减值在后续冲回或转销将有效平滑利润率。

□ 补库存+预收款增长致负债率小升，现金短债比持平，资金链风险不大

19H1末，板块资产负债率为80.1%、较18年末+0.7pct；但19H1末预收账款占比总资产为26.3%，较18年末+1.9pct，剔除预收款后负债率为53.8%，并较18年末-1.3pct，显示预收款增长仍是负债率上升主因；19H1净负债率95.1%、较18年末+4.7pct，主要由于补库存推动；从房企未售库存占比总资产的持续下行至历史新低来看，后续行业仍有补库存需求，但资金收紧也将迫使拿地趋弱、利于降杠杆；19H1现金短债比为1.29倍，较18年微升0.01倍，并仍远好于11年和14年的0.9倍，总体资金链风险不大；其中一线房企现金短债比1.84倍，仍远好于二三线房企的1.10、0.99倍。展望全年，市场销售的稳定以及拿地趋弱，料将推动主流房企回款+负债率边际改善。

□ 19H1 销售回款增速放缓，预收款锁定率再创新高、保证19-20年业绩稳增

19H1板块销售回款同比有所下降，表现为销售商品及劳务的现金流入同比由18年20.3%下降至19H1的14.9%，主要源于19H1行业销售增速有所放缓；但19H1统计局资金来源同比+7%，显示国内贷款、个人按揭贷款和定金及预收款均有所改善。行业销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平再创历史新高，19H1高达154%；同期预收账款同比由18年28.7%降至19H1的21.2%，但预收账款锁定率则由18年1.26倍提升至19H1的1.48倍，其中一二线仍远好于三线，高预收款锁定料将确保19-20年业绩稳增。

□ 投资建议：板块结算量质齐升，高预收款确保稳增，维持“推荐”评级

19H1主流房企营收高增、业绩分化，毛利率和净利率双升，高预收款锁定料将保障19-20年业绩继续高增，同时目前主流房企销售保持稳定，集中度继续提升，主流房企估值仍处于低位，19PE估值仅4-9倍，NAV折价20-80%，并股息国债利差创新高，板块吸引力大幅提升。我们维持开发板块推荐评级，维持推荐：1) 低估值、高股息龙头：保利地产、金地集团、万科A、融创中国、绿地控股、招商蛇口；2) 二线成长蓝筹：中南建设、阳光城、旭辉控股、金科股份、华夏幸福、荣盛发展、蓝光发展；3) 商业地产：大悦城；4) 国企改革：首开股份等。此外，维持物管板块推荐评级，维持推荐：中航善达，并建议关注：碧桂园服务、永升生活服务。

□ 风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧以及融资政策超预期收紧。

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

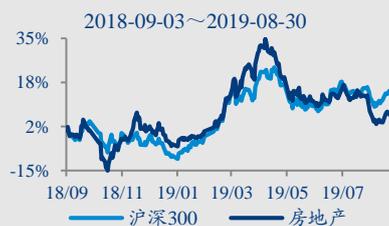
执业编号：S0360516120001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	131	3.56
总市值(亿元)	20,873.28	3.48
流通市值(亿元)	18,774.41	4.28

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-6.72	-7.83	6.44
相对表现	-5.78	-11.38	-7.51



相关研究报告

《房地产行业周报：投资下行趋势明确，央行降准息新招LPR》

2019-08-18

《房地产小周期延长的延伸研究：供给端调控，小周期延长，弱波动+强分化新格局》

2019-08-20

《房地产行业周报：宏观行业宽松对冲，房企拿地显现分化》

2019-08-25

目录

一、19H1 板块营收高增，业绩回升并继续分化，其中一二线房企持续高增、三线房企下降.....	4
1、19H1 营收高增、较 18 年提升、较 19Q1 略降，其中二线房企增长明显、一线高位略降、三线低位略升.....	4
2、19H1 净利润增速持续回升，其中一线高位微降、二线高位增长、三线仍为负增长.....	4
二、19H1 毛利率和净利率稳步提升，三项费用率和少数股东权益仍在高位.....	5
1、19H1 板块毛利率较 18 年继续增长、较 19Q1 高位略有降低，其中一线房企远优于二三线.....	5
2、19H1 板块净利率较 18 年提升、较 19Q1 微降，其中一线房企高位提升、二三线提升.....	6
3、销售靓丽致 19H1 三项费用率仍在高位、但较 19Q1 下降，预计随着结算加速将继续改善.....	7
4、19H1 少数股东损益占比较 18 年有所下降，较 19Q1 有所回升.....	8
三、19H1 负债率略有上行，源于补库存+预收款增长，现金短债比维持高位，资金链风险不大.....	9
1、19H1 末资产负债率略有上行，源于预收款继续增长、剔除预收款后负债率实为下降.....	9
2、19H1 末净负债率较 18 年上升、但较 19Q1 下行，上升源于补库存推动、而去杠杆的效应也在显现.....	11
3、19H1 现金短债比较 18 年持平、较 19Q1 略升，仍好于 11 年和 14 年的情况.....	13
四、19H1 销售回款略降，预收账款锁定率再创新高、保证 19-20 年业绩稳定增长.....	14
1、19H1 销售回款增速较 18 年下降、较 19Q1 提升，其中一线房企增速上升、二线高位下降、三线低位下降.....	14
2、19H1 预收账款锁定率继续呈上升趋势、并再创新高，其中一二线房企表现更好、三线表现较弱.....	16
五、投资建议：板块结算量质齐升，高预收款确保稳增，维持“推荐”评级.....	16
六、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧以及融资政策超预期收紧.....	17

图表目录

图表 1、2010-2019H1 房地产板块营业收入增长率	4
图表 2、2010-2019H1 房地产板块净利润增长率	5
图表 3、2014-2019H1 房地产板块毛利率水平	6
图表 4、2014-2019H1 房地产板块净利率水平	7
图表 5、2014-2019H1 房地产板块中资产减值损失/营业收入	7
图表 6、2014-2019H1 房地产板块三项费用率水平	8
图表 7、2014-2019H1 房地产板块少数股东损益占比	9
图表 8、2010-2019H1 房地产板块资产负债率水平	10
图表 9、2010-2019H1 房地产板块预收账款占比总资产情况	10
图表 10、2010-2019H1 房地产板块扣除预收账款后资产负债率水平	11
图表 11、2010-2019H1 房地产板块净负债率水平	12
图表 12、2010-2019H1 房地产板块未售存货同比走势	12
图表 13、2010-2019H1 房地产板块未售存货占比总资产情况	13
图表 14、2010-2019H1 房地产板块现金短债比情况	14
图表 15、2013-2018 房地产板块 EBITDA 利息覆盖倍数情况	14
图表 16、2010-2019H1 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比	15
图表 17、2010-2019H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平	15
图表 18、2010-2019H1 房地产板块预收帐款锁定率情况	16
图表 19、2005-2019Q2 房地产板块机构配置情况	17

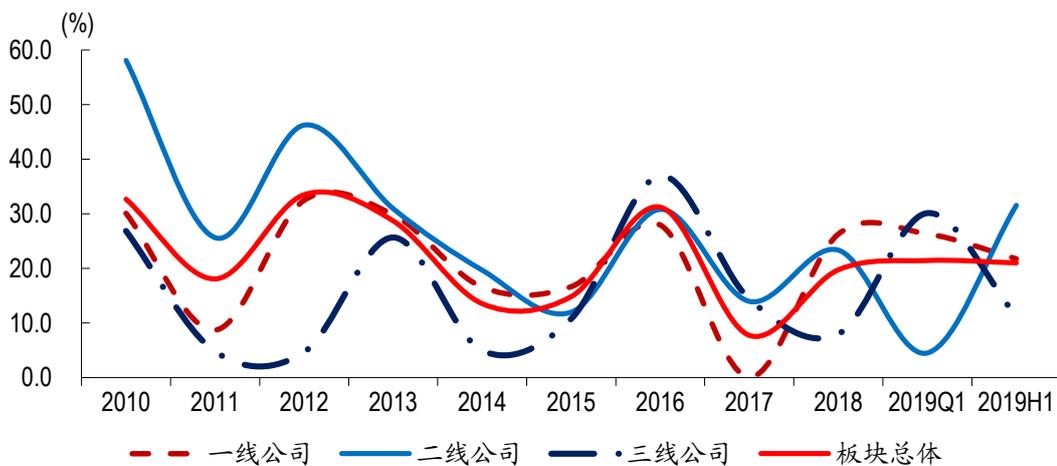
一、19H1 板块营收高增，业绩回升并继续分化、其中一二线房企持续高增、三线房企下降

1、19H1 营收高增、较 18 年提升、较 19Q1 略降，其中二线房企增长明显、一线高位略降、三线低位略升

2019H1，房地产板块整体主营业务收入同比增长 21.0%，较 2018 年提升 1.3pct，较 2019Q1 下降 0.4pct。其中，一线房企营业收入同比增长 21.8%，较 2018 年下降 4.5pct，较 2019Q1 下降 4.6pct；二线房企营业收入同比增长 31.6%，较 2018 年提升 8.2pct，较 2019Q1 提升 27.0pct；三线房企营业收入同比增长 11.3%，较 2018 年提升 3.4pct，较 2019Q1 下降 18.8pct。

2019H1，房地产板块营业收入维持稳步增长，其中二线房企增长明显、一线小幅下降、三线提升。主要原因在于：1) 过去 2016-17 年销售高增阶段的项目进入竣工结算推动营收大幅增长（注：我们认为统计局竣工数据的连续同比下降源于本身数据质量不高，并不反应真实情况）；2) 竣工集中度在增长，在 2015 年开始的“融资、拿地、销售”集中度三重增长期间，受益集中度增长，一二线房企营收涨幅明显高于三线房企；3) 由于 2016-17 年房价上升，期间内高价项目逐渐进入结转，结转单价明显增长，对应的毛利率也较高。从结构来看，营收增速整体呈现二线>一线>三线的现象，这主要由于一二线房企加速扩张以及集中度增长所致，而尾部房企在逐步淘汰，符合市场整体走势和预期。其中，一线房企中，金地集团、万科 A 和绿地集团的营收分别录得+49%、+31%和+28%的高增速，领跑一线房企；二线房企中，蓝光发展（+82%）、金科股份（+68%）、中南建设（+52%）均实现高增速。

图表 1、2010-2019H1 房地产板块营业收入增长率



资料来源：Wind，华创证券

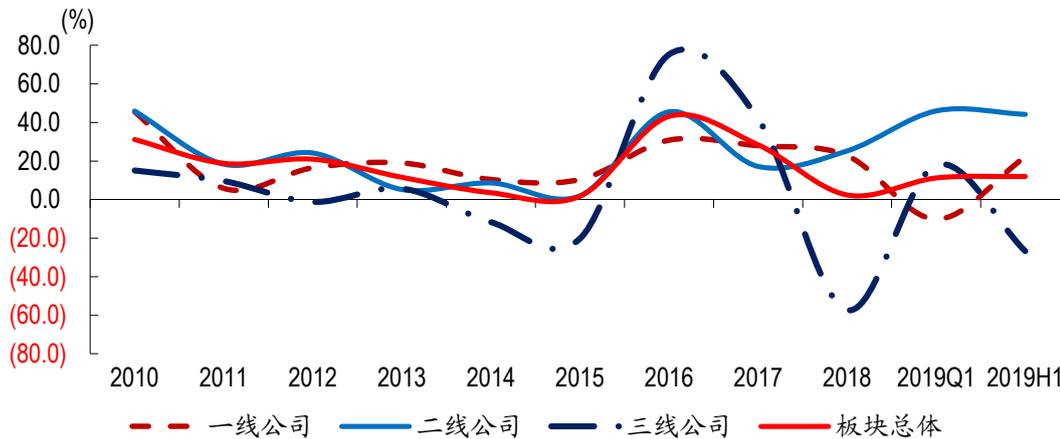
2、19H1 净利润增速持续回升，其中一线高位微降、二线高位增长、三线仍为负增长

2019H1，房地产板块整体净利润同比增长 12.0%，较 2018 年提升 9.6pct，较 2019Q1 提升 0.8pct。其中，一线房企净利润同比增长 22.1%（剔除招商蛇口后为+36.2%），较 2018 年下降 0.6pct（剔除招商蛇口后提升 13.9pct），较 2019Q1 提升 32.4pct（剔除招商蛇口后提升 11.4pct）；二线房企净利润同比增长 44.2%，较 2018 年提升 19.0pct，较 2019Q1 下降 1.8pct；三线房企净利润同比下降 26.7%，较 2018 年提升 30.6pct，较 2019Q1 下降 44.6pct。

2019H1，房地产板块净利润增速维持分化，一线高位微降、二线高位增长、三线仍为负增长。其中一二线房地产板块在营收高增背景下净利润增速同样快速上行，主要是因为房企一般结算周期由于滞后于销售周期 1.5-2 年的时

间，由于 2015 年下半年到 2016 年房价进入到上行周期，带动项目毛利率持续增长，业绩进入集中释放期。而三线房企净利润增速仍为负增长则对应集中度提升、尾部企业被淘汰。其中，一线房企中，保利地产、金地集团和绿地控股的净利润分别录得+53%、+52%和+48%的高增速，领跑一线房企。二线房企中，金科股份（+289%）、蓝光发展（+104%）、泰禾集团（+59%）、首开股份（+59%），均实现高增速，领跑二线房企。

图表 2、2010-2019H1 房地产板块净利润增长率



资料来源: Wind, 华创证券

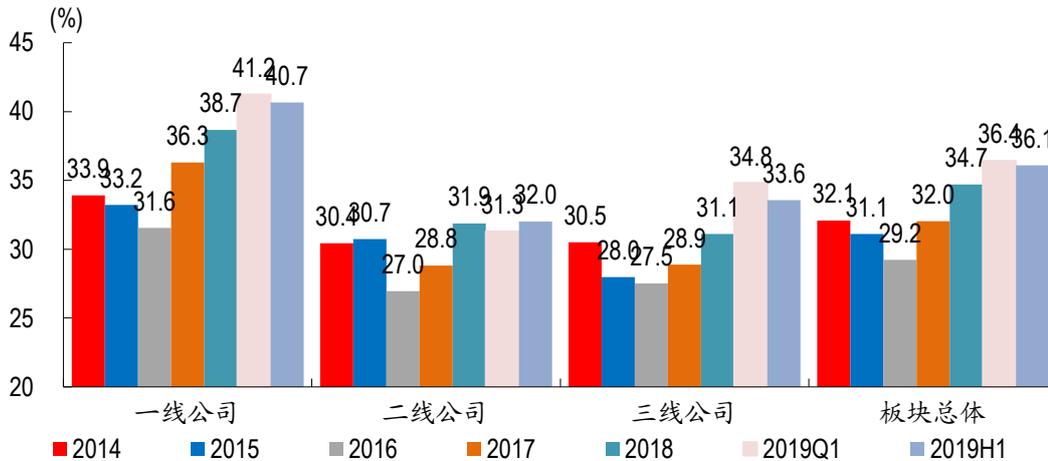
二、19H1 毛利率和净利率稳步提升，三项费用率和少数股东权益仍在高位

1、19H1 板块毛利率较 18 年继续增长、较 19Q1 高位略有降低，其中一线房企远优于二三线

2019H1，房地产板块整体毛利率为 36.1%，较 2018 年提升 1.4pct，较 2019Q1 下降 0.3pct。其中，一线房企毛利率为 40.7%，较 2018 年提升 2.0pct，较 2019Q1 下降 0.6pct；二线房企毛利率为 32.0%，较 2018 年提升 0.1pct，较 2019Q1 提升 0.7pct；三线房企毛利率为 33.6%，较 2018 年提升 2.5pct，较 2019Q1 下降 1.3pct。

2019H1，房地产板块结转毛利率全面上行，其中一线房企高毛利率优势较大、强于二三线。2019 年房地产板块主要结算项目为 2016-2017 年左右的高价销售项目，由此推动结转毛利率稳中有升。其中一线房企本身毛利率维持高位，并较 18 年继续有所提升，而二线房企由于更多采用快周转模式以及较高利息资本化率导致毛利率仅较 18 年小幅提升。在我们重点关注的一二线房企中，2019H1 结算毛利率仍保持较高水平的企业大多具有开发模式的稀缺性或拿地资源优势，包括：华侨城（65%）、华夏幸福（49%）、金地集团（40%）和保利地产（40%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：苏宁环球（68%）、金融街（47%）、首开股份（44%）等。

图表 3、2014-2019H1 房地产板块毛利率水平



资料来源: Wind, 华创证券

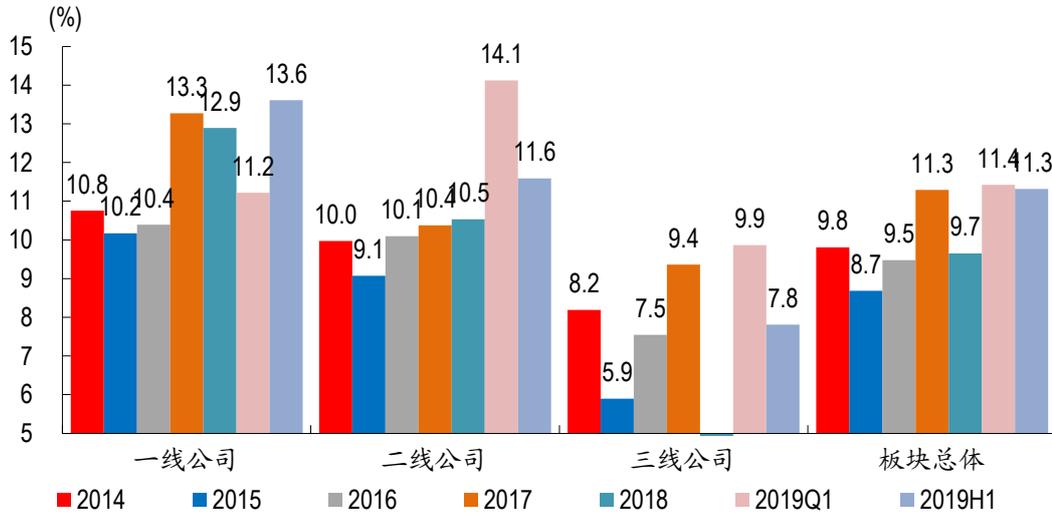
2、19H1 板块净利率较 18 年提升、较 19Q1 微降，其中一线房企高位提升、二三线提升

2019H1，房地产板块整体净利率为 11.3%，较 2018 年提升 1.7pct，较 2019Q1 下降 0.1pct。其中，一线房企净利率为 13.6%，较 2018 年提升 0.7pct，较 2019Q1 提升 2.4pct；二线房企净利率为 11.6%，较 2018 年提升 1.1pct，较 2019Q1 下降 2.5pct；三线房企净利率为 7.8%，较 2018 年提升 4.1pct，较 2019Q1 下降 2.1pct。

2019H1，房地产板块整体净利率稳步提升，其中一线房企维持较高净利率、二三线提升。一线房企本身净利率持续处于高位，而二线房企由于受益项目涨价以及自身成本管控能力提升（如中南建设、阳光城等）体现到利润率提升更为明显。其中，一线房企结转净利率高达 13.6%，高于二线的 11.6%和三线的 7.8%。在我们重点关注的一二线房企中，2019H1 净利率较高的房企包括：招商蛇口（29%）、华夏幸福（22%）、金地集团（16%）和华侨城（16%）等。

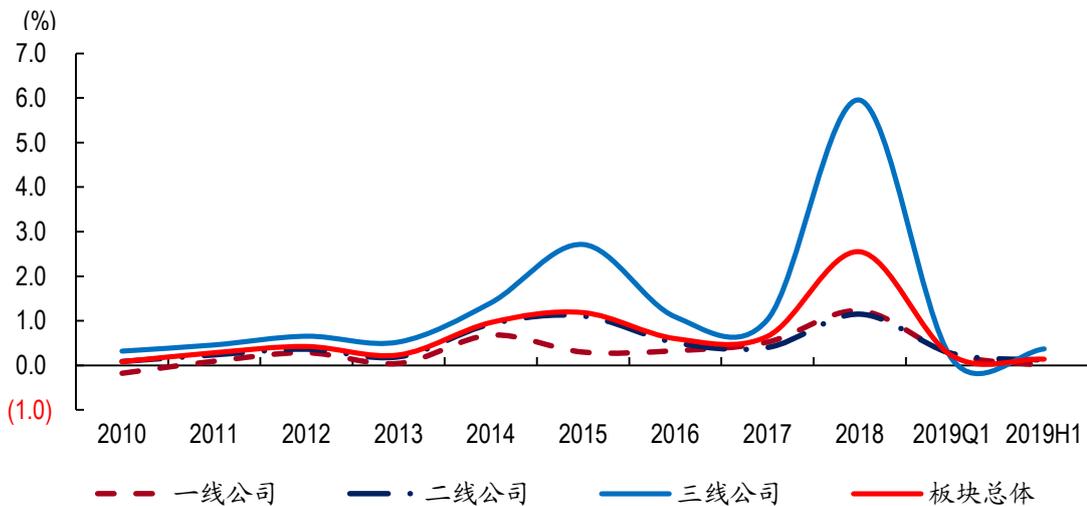
此外，值得注意的是，板块 18 年资产减值损失计提远高于以往年度，从资产减值损失/营业收入来看，板块高达 2.5%（同比+1.8pct），其中，一线房企为 1.2%（同比+0.7pct）、二线房企为 1.1%（同比+0.7pct），三线房企为 6.0%（同比+5.0pct）。从存货跌价准备占比资产减值损失比例来看，万科（存货+投资性房地产）、保利、招蛇、金地分别占比 85%、98%、100%和 27%，后续转回冲抵营业成本后，或将再度提升公司毛利率、也或对冲毛利率的下降。

图表 4、2014-2019H1 房地产板块净利率水平



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5、2014-2019H1 房地产板块中资产减值损失/营业收入



资料来源: Wind, 华创证券

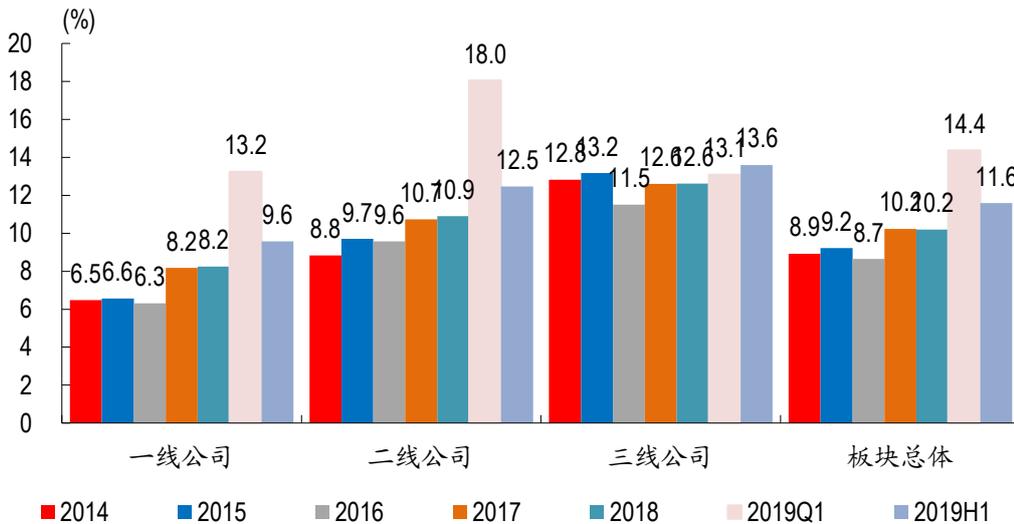
3、销售靓丽致 19H1 三项费用率仍在高位、但较 19Q1 下降，预计随着结算加速将继续改善

2019H1，房地产板块整体三项费用率为 11.6%，较 2018 年提升 1.4pct，较 2019Q1 下降 2.8pct。其中，一线房企三项费用率为 9.6%，较 2018 年提升 1.3pct，较 2019Q1 下降 3.7pct；二线房企三项费用率为 12.5%，较 2018 年提升 1.6pct，较 2019Q1 下降 5.6pct；三线房企三项费用率为 13.6%，较 2018 年提升 1.0pct，较 2019Q1 下降 0.5pct。

2019H1，销售和结算错配推动房地产板块整体三项费用率继续上行，后续季度料将有所改善，其中一线房企费用控制优于二三线。2019H1 主流房企的销售依然保持相对较高增长，并且销售增速快于结算推动了房地产板块整体

三项费用率处于高位，但较 19Q1 有所下降。并且近期行业在融资端有所收紧，再次推动了融资集中度的提升。一线房企由于融资集中度增长且融资渠道多样，在三费控制能力方面大幅领先于二三线房企，这也反映在了一线房企相对高净利率和高毛利率上。在我们重点关注的一二线房企中，2019H1 三费控制能力较好的房企包括：绿地控股（5.4%）、世茂股份（5.6%）、万科 A（8.3%）、保利地产（8.6%）等。

图表 6、2014-2019H1 房地产板块三项费用率水平



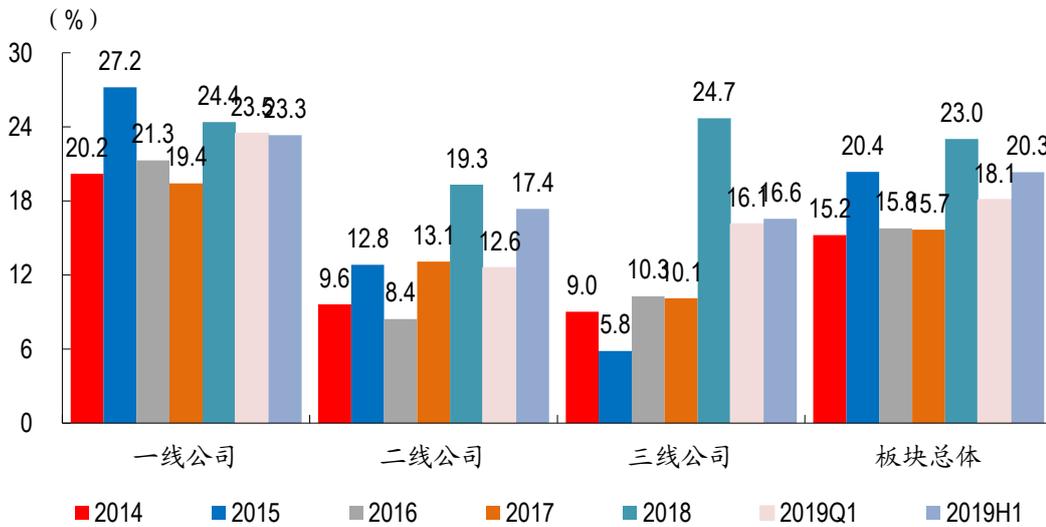
资料来源：Wind，华创证券

4、19H1 少数股东损益占比较 18 年有所下降，较 19Q1 有所回升

2019H1，房地产板块整体少数股东损益占比净利润为 20.3%，较 2018 年下降 2.7pct，较 2019Q1 提升 2.2pct。其中，一线房企少数股东损益占比为 23.3%，较 2018 年下降 1.1pct，较 2019Q1 下降 0.1pct；二线房企少数股东损益占比为 17.4%，较 2018 年下降 2.0pct，较 2019Q1 提升 4.8pct；三线房企少数股东损益占比为 16.6%，较 2018 年下降 8.1pct，较 2019Q1 提升 0.4pct。

2019H1，房地产板块整体少数股东损益占比较 18 年有所下行，但较 19Q1 有所提升。考虑到目前一二线城市土地门槛持续处于高位，出于分担项目风险以及拿地增长的考虑，近两年来房企联合拿地行为持续增加，并且从主流公司的拿地权益来看，少数股东占比已经普遍超 30%；因此在 2019H1，一线房企由于合作开发项目比例高，少数股东损益占比仍然较高，二线房企和三线房企的少数股东损益占比较 19Q1 均有回升，并预计后续房地产板块整体少数股东损益占比仍有上升压力，仍将对净利率有一定的侵蚀。在我们重点关注的一二线房企中，少数股东损益较高的房企包括：首开股份（51%）、万科（39%）、世茂股份（33%）、滨江集团（32%）、金地集团（29%）。

图表 7、2014-2019H1 房地产板块少数股东损益占比



资料来源: Wind, 华创证券

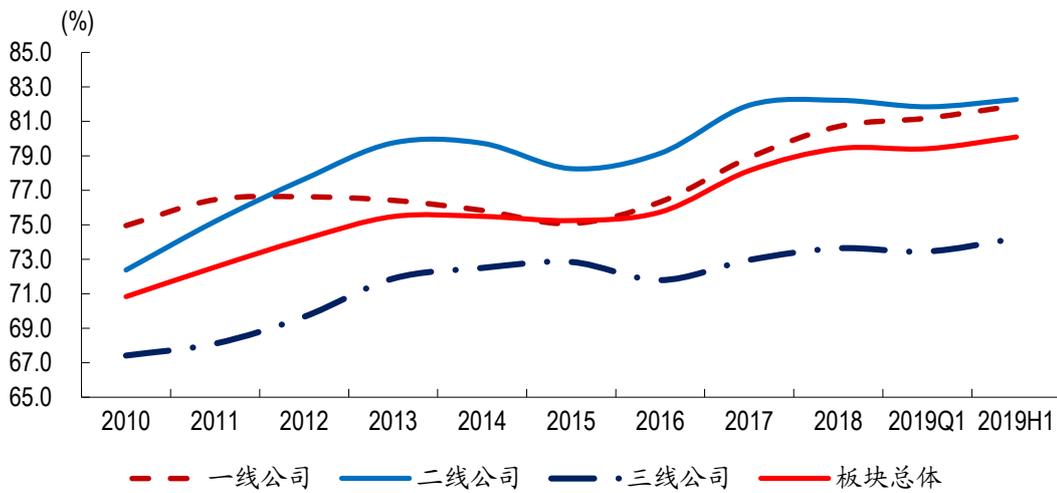
三、19H1 负债率略有上行，源于补库存+预收款增长，现金短债比维持高位，资金链风险不大

1、19H1 末资产负债率略有上行，源于预收款继续增长、剔除预收款后负债率实为下降

2019H1 末，房地产板块整体资产负债率 80.1%，较 2018 年末提升 0.7pct，较 2019Q1 末提升 0.7pct。其中，一线房企资产负债率为 81.9%，较 2018 年末提升 1.2pct，较 2019Q1 末提升 0.7pct；二线房企净资产资产负债率为 82.3%，较 2018 年末持平，较 2019Q1 末提升 0.4pct；三线房企净资产资产负债率为 74.2%，较 2018 年末提升 0.6pct，较 2019Q1 末提升 0.8pct。

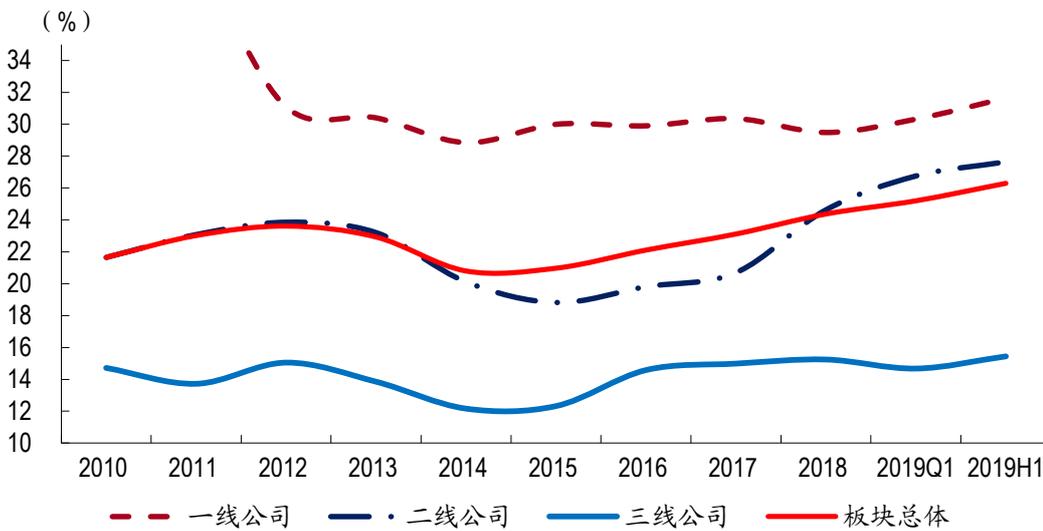
2019H1 末，房地产板块整体资产负债率较 18 年末有所上行，但仍属可控范围、并剔除预收款后负债率实为下降。2019H1 末，房地产板块整体资产负债率为 80.1%，较 2018 年末增长 0.7pct；而同期预收账款占比总资产为 26.3%，较 2018 年末提升 1.9pct。19H1 销售仍较好推动预收账款持续高增，预收账款的增长仍为资产负债率增长的主因；剔除预收账款之后，资产负债率为 53.8%，较 2018 年末下降 1.3pct。分规模来看，一、二线房企资产负债率相对较高，这与近两年来在行业整合中一二线房企加快扩张基本相符，而三线城市在拿地、开发上相对谨慎，其资产负债率也相对较低。在我们重点关注的一二线上市房企中，2019H1 末资产负债率较高的房企包括：中南建设（91%）、绿地控股（88%）、华夏幸福（88%）、新城控股（87%）、泰禾集团（85%）和万科（85%）等。

图表 8、2010-2019H1 房地产板块资产负债率水平

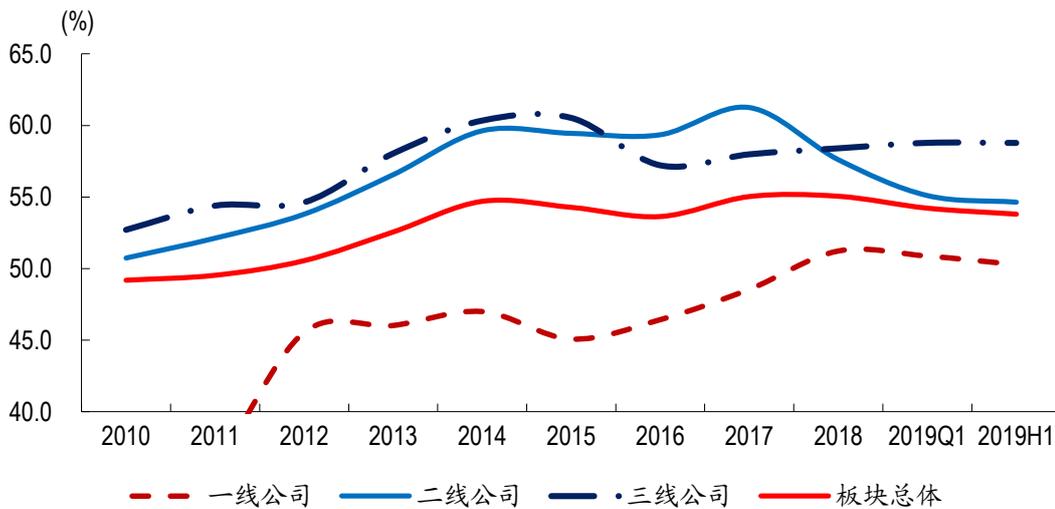


资料来源: Wind, 华创证券

图表 9、2010-2019H1 房地产板块预收账款占比总资产情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10、2010-2019H1 房地产板块扣除预收账款后资产负债率水平


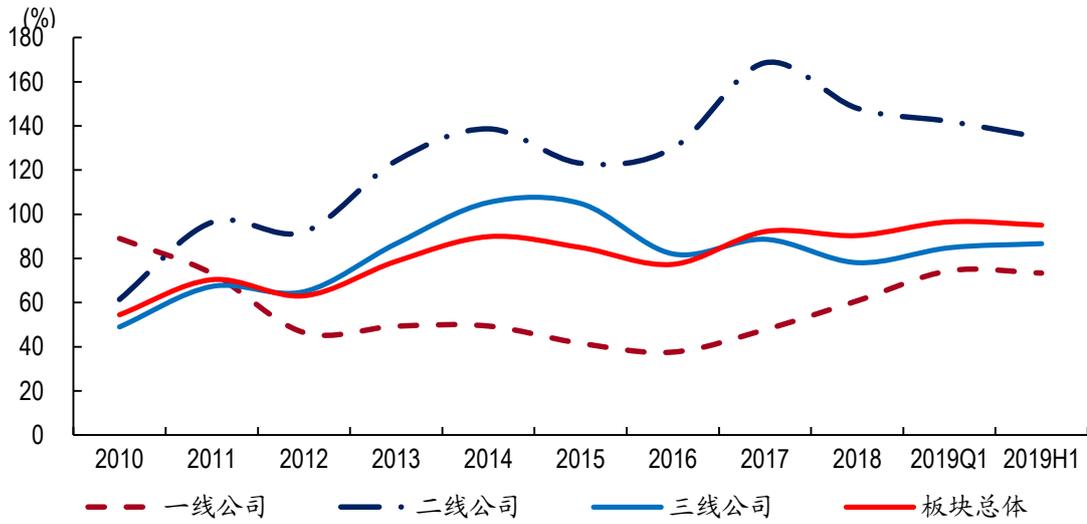
资料来源: Wind, 华创证券

2、19H1 末净负债率较 18 年上升、但较 19Q1 下行，上升源于补库存推动、而去杠杆的效应也在显现

2019H1 末，房地产板块净负债率 95.1%，较 2018 年末提升 4.7pct，较 2019Q1 下降 1.5pct。其中，一线房企净负债率为 73.3%，较 2018 年末提升 12.6pct，较 2019Q1 下降 1.0pct；二线房企净负债率为 134.7%，较 2018 年末下降 13.3pct，较 2019Q1 下降 7.4pct；三线房企净负债率为 86.7%，较 2018 年末提升 8.6pct，较 2019Q1 提升 1.8pct。

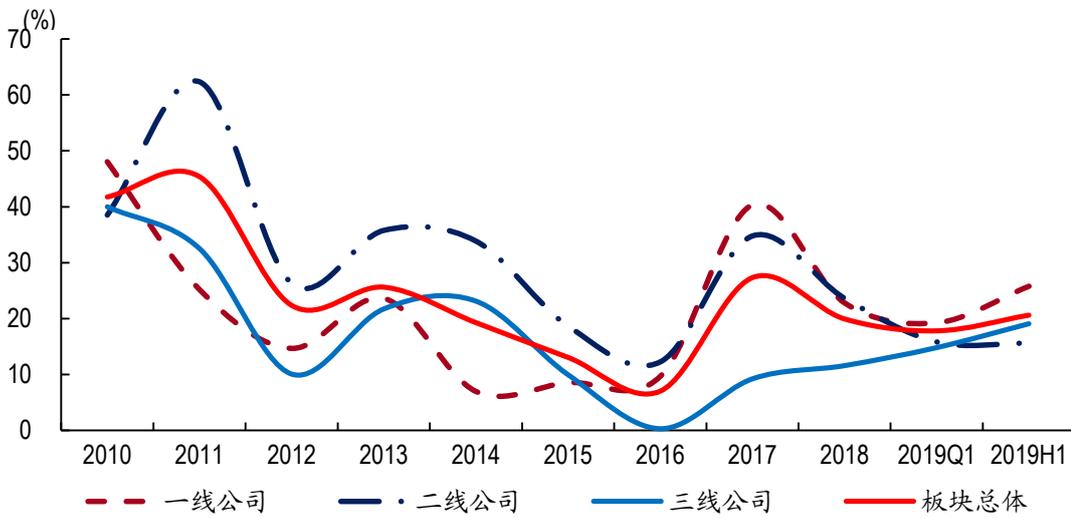
2019H1 末，房地产板块整体净负债率较 18 年有所提升，其中二线房企下降、一三线略有提升。部分一线房企凭借其融资优势，叠加负债空间仍较大，仍较积极加库存。二三线房企由于融资成本较高，尤其二线房企净负债率已处于高位，在 19 年融资略有趋紧背景下、其进一步加杠杆动力减弱，同时叠加二线房企更高的业绩增速表现，因此其净负债率较 18 年末进一步明显回落。在我们重点关注的一二线上市房企中，2019H1 末净负债率较高的房企包括：泰禾集团（259%）、华夏幸福（226%）、泛海控股（197%）、中南建设（186%）、首开股份（184%）、新湖中宝（183%）等。

图表 11、2010-2019H1 房地产板块净负债率水平



资料来源: Wind, 华创证券

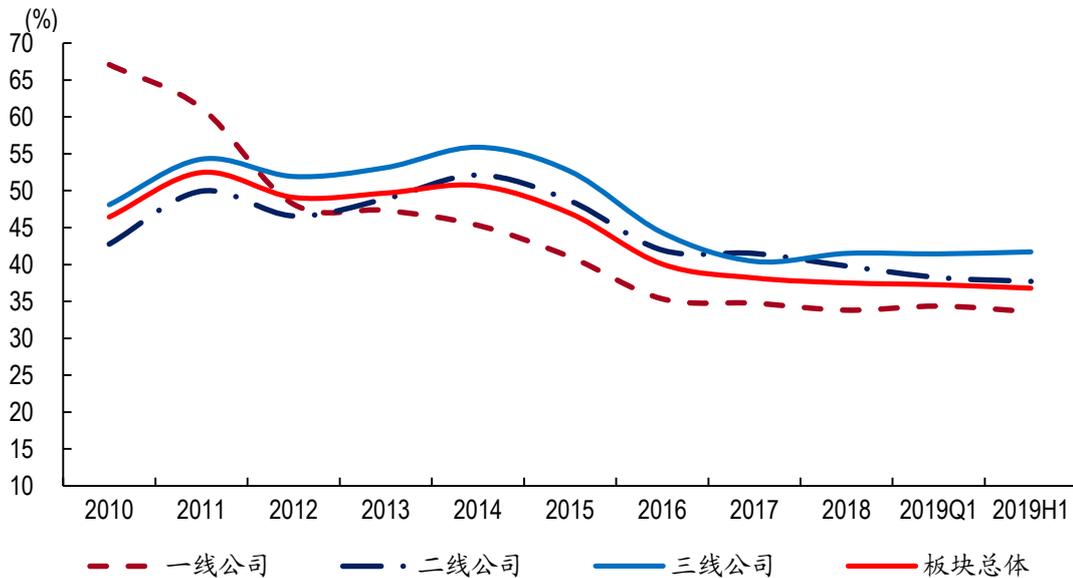
图表 12、2010-2019H1 房地产板块未售存货同比走势



资料来源: Wind, 华创证券

注: 未售存货=存货-预收帐款*成本率

图表 13、2010-2019H1 房地产板块未售存货占比总资产情况



资料来源: Wind, 华创证券

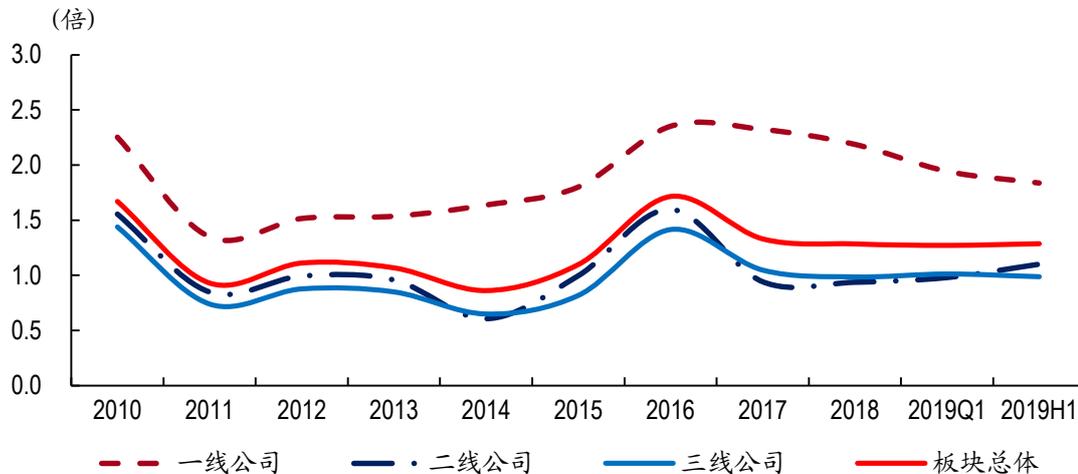
注: 未售存货=存货-预收帐款*成本率

3、19H1 现金短债比较 18 年持平、较 19Q1 略升，仍好于 11 年和 14 年的情况

2019H1 末，房地产板块整体现金短债比为 1.3 倍，较 2018 末持平，较 2019Q1 末增长 1%。其中，一线公司现金短债比为 1.8 倍，较 2018 末下降 16%，较 2019Q1 末下降 5%；二线公司现金短债比为 1.1 倍，较 2018 末增长 17%，较 2019Q1 末增长 12%；三线公司现金短债比为 1.0 倍，较 2018 末持平，较 2019Q1 末下降 2%。

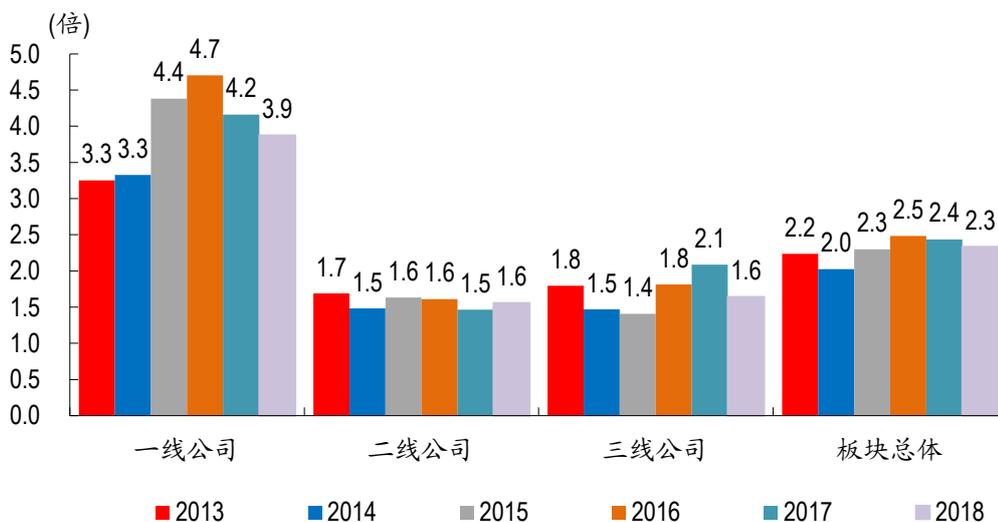
2019H1 末，房地产板块整体现金短债比基本持平，一线房企仍远强于二三线。结构上来看，一线房企有所下降，二线有所提升，三线基本持平，但一线房企现金短债比绝对值仍远高于二三线。此外，目前行业现金短债比仍在 1.29 倍的高位，虽然较 17 年末略有下降，但仍远好于上两轮小周期最后一年 2011 年和 2014 年的 0.9 倍，表明总体短期资金压力依然不大。在我们重点关注的一二线上市房企中，2019H1 末现金短债比较高的房企包括：世茂股份（3.41）、苏宁环球（2.80）、保利地产（2.63）、新城控股（2.31）、金地集团（2.26）。

图表 14、2010-2019H1 房地产板块现金短债比情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15、2013-2018 房地产板块 EBITDA 利息覆盖倍数情况



资料来源: Wind, 华创证券

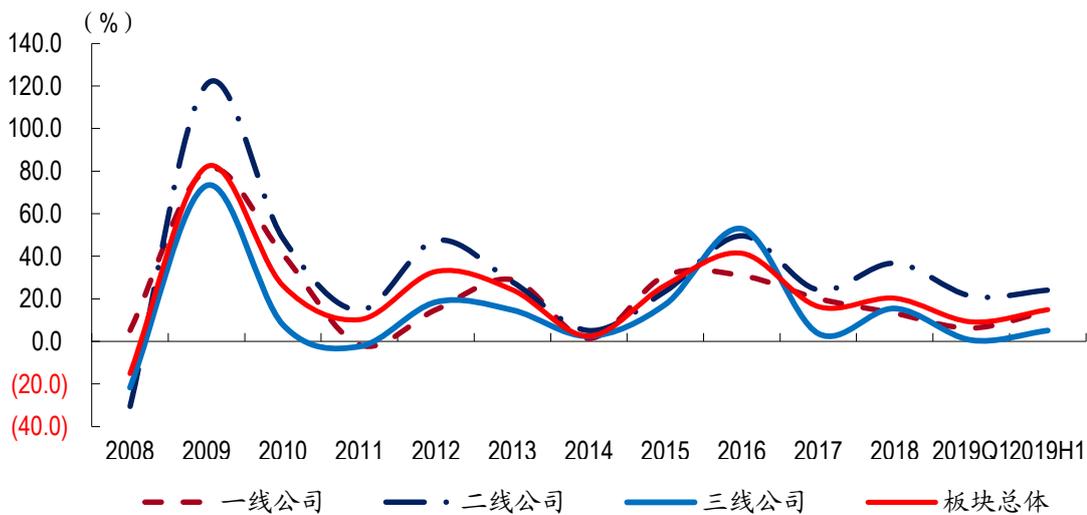
四、19H1 销售回款略降，预收账款锁定率再创新高、保证 19-20 年业绩稳定增长

1、19H1 销售回款增速较 18 年下降、较 19Q1 提升，其中一线房企增速上升、二线高位下降、三线低位下降

2019H1，房地产板块整体销售商品及劳务的现金流入累计同比增长 14.9%，较 2018 年下降 5.4pct，较 2019Q1 提升 5.7pct。其中，一线房企同比增长 14.2%，较 2018 年提升 1.0pct，较 2019Q1 提升 7.9pct；二线房企同比增长 24.1%，较 2018 年下降 12.7pct，较 2019Q1 提升 2.8pct；三线房企同比增长 5.1%，较 2018 年下降 10.4pct，较 2019Q1 提升 4.5pct。

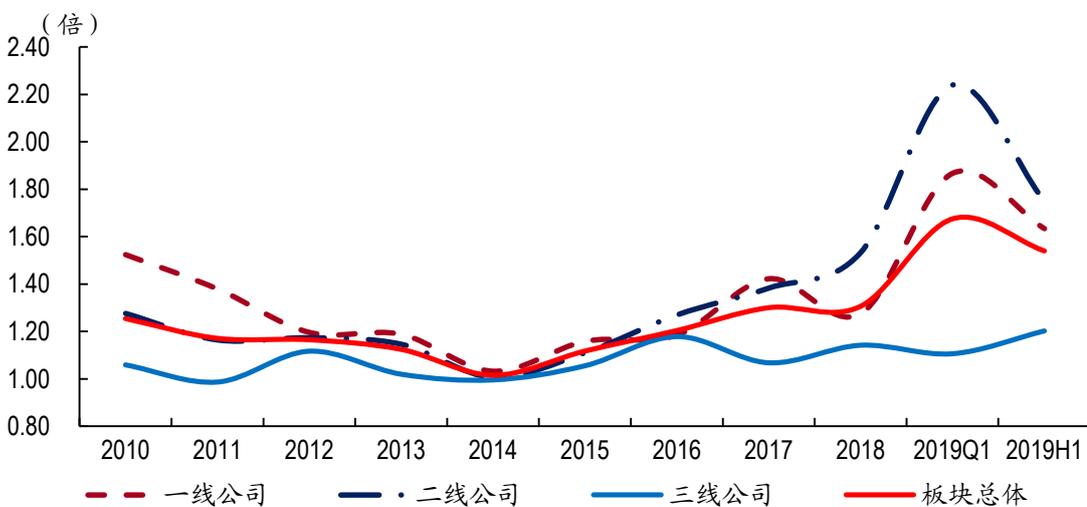
2019H1, 销售回款增速较 18 年下降、较 19Q1 提升, 其中一线房企增速上升, 二线高位下降、三线低位下降。19H1 主流房企销售商品及劳务的现金流入同比实现同比增长 14.9%, 较 18 年有所下降, 主要源于 19H1 销售增速有所放缓, 但同时板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平达再创历史新高, 达到 1.54 倍, 近期行业资金面略有收紧趋势, 或将再次呈现 17 年资金集中度提升情况, 但同时考虑到近期房地产行业基本面略有走弱, 并预计投资逐步放缓、销量二次探底, 我们仍然认为政策面和资金面却已于 18Q3 见底, 预计资金面收紧幅度也有限, 并预计销售回款情况仍将维持良好。

图表 16、2010-2019H1 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17、2010-2019H1 房地产板块销售商品及劳务的现金流入对营业收入覆盖水平



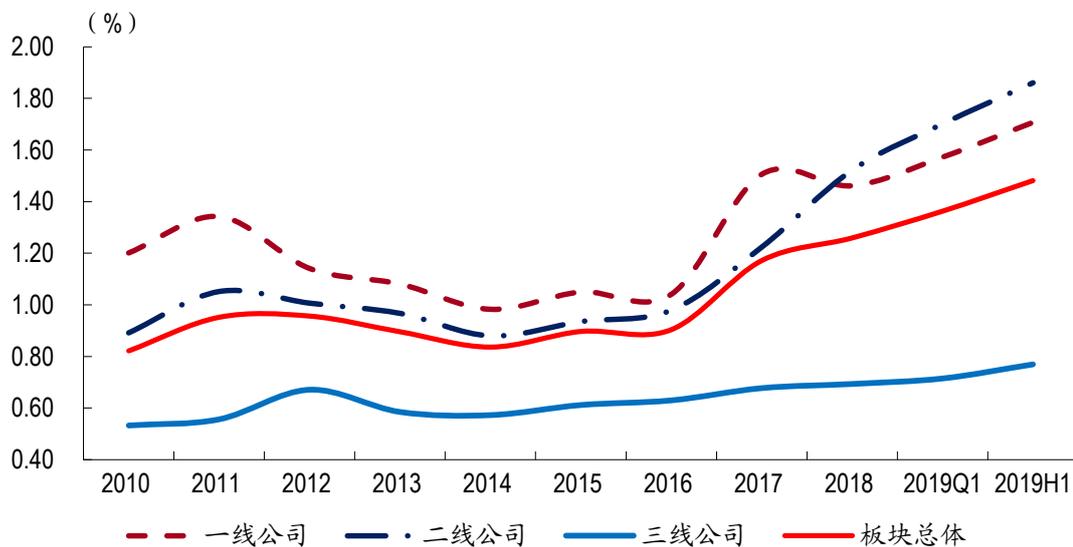
资料来源: Wind, 华创证券

2、19H1 预收账款锁定率继续呈上升趋势、并再创新高，其中一二线房企表现更好、三线表现较弱

2019H1 末，房地产板块整体预收账款锁定率为 148%，较 2018 年提升 22pct，较 2019Q1 提升 12pct。其中，一线房企预收账款锁定率 171%，较 2018 年末提升 25pct，较 2019Q1 提升 13pct；二线房企预收账款锁定率 186%，较 2018 年末提升 34pct，较 2019Q1 提升 16pct；三线房企预收账款锁定率 77%，较 2018 年末提升 8pct，较 2019Q1 提升 5pct。

2019H1，房地产板块整体预收账款锁定率继续上行、并再创新高，一二线房企表现较三线房企更好。2019H1 主流 50 家房企累计销售金额同比+11%，销售仍表现较好，推动预收账款的进一步增长，并推动预收账款锁定率继续提升，其中依然是一二线房企表现更好。在我们重点关注的一二线上市房企中，2019H1 末预收账款锁定率较高的房企包括：中南建设（320%）、新城控股（319%）、金科股份（228%）、滨江集团（207%）、蓝光发展（200%）、万科（191%）、保利地产（186%）等。

图表 18、2010-2019H1 房地产板块预收帐款锁定率情况



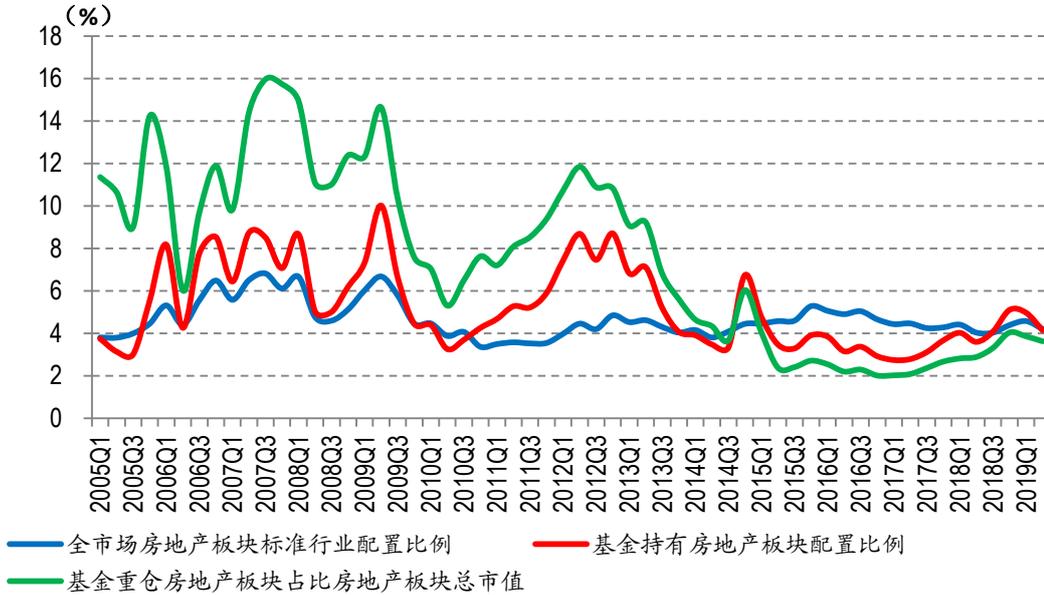
资料来源：Wind，华创证券

注：预收帐款锁定率=当年预收账款/当年营业收入，其中 2018 前三季度的预收账款锁定率=当前预收账款/上年营业收入。

五、投资建议：板块结算量质齐升，高预收款确保稳增，维持“推荐”评级

19H1 主流房企营收、业绩高增，毛利率和净利率双升，高预收款锁定将保障 19-20 年业绩继续高增，同时目前主流房企销售保持稳定，集中度继续提升，主流房企估值仍处于低位，19PE 估值仅 4-9 倍，NAV 折价 20-80%，并股息国债利差创新高，板块吸引力大幅提升。我们维持开发板块推荐评级，维持推荐：1) 低估值、高股息龙头：保利地产、金地集团、万科 A、融创中国、绿地控股、招商蛇口；2) 二线成长蓝筹：中南建设、阳光城、旭辉控股、金科股份、华夏幸福、荣盛发展、蓝光发展；3) 商业地产：大悦城；4) 国企改革：首开股份等。此外，维持物管板块推荐评级，维持推荐：中航善达，并建议关注：碧桂园服务、永升生活服务等。

图表 19、2005-2019Q2 房地产板块机构配置情况



资料来源: Wind, 华创证券

六、风险提示：房地产行业调控政策超预期收紧以及融资政策超预期收紧

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
上海机构销售部	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500