



## 强于大市

# 房地产 2019 年半年报综述

### 紧融资下增速回落，二线房企表现亮眼

2019年1-6月地产板块主营业务收入同比增长20.5%，较2018年同期下降4.0个百分点；板块净利润同比增长12.2%，较2018年同期下降26.7个百分点。利润率方面板块总体毛利率为36.7%，较去年同期上升1.9个百分点；板块总体净利率为11.8%，较17年同期下降0.9个百分点。截至2019年中期，板块资产负债率80.7%，较去年中期上升0.8个百分点。现金流方面，2019年1-6月，板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升14.8%，较去年同期收窄6.6个百分点。

- 盈利方面，由于16-17年涨价项目结算进入尾声，销售和收入增速呈现收窄的趋势，19年上半年结转收入和归母净利润增速分别为20.5%和12.2%，分别较上年同期回落4.0个百分点和26.7个百分点。其中，二线房企表现亮眼，收入及利润增速均领跑行业。
- 利润率方面，房企整体毛利率同比上升，达到近年高位，但由于18年少数股东权益及计提资产减值损失显著上升，挤压净利率。板块2019年上半年毛利率和净利率分别为36.7%和11.8%，分别较上年上升1.9和下降0.9个百分点。
- 负债率方面，19H1房企资产负债率80.7%，较18年同期上升0.8个百分点，其中预售账款及合同负债上升影响较大。板块净负债率102.3%，较去年同期下降8.4个百分点，二线房企杠杆率下降显著，财务结构更加健康。另一方面，2019年上半年板块投资现金流出累计同比上升10.0%，较去年同期收窄7.8个百分点，收窄幅度不断缩小，投资呈回暖趋势。
- 展望未来，我们认为在房地产融资环境不断收紧的情况下，行业拿地及开工投资将逐步下降，房企将加快销售回款，销售价格增速或将回落，叠加16-17年土地购置价格上涨，行业利润率水平或将承压。另一方面，房企间持续分化，一二线房企销售依旧稳健及预收账款充足，19年业绩有望延续高增，而尾部房企将逐渐淡出市场，行业集中度或再度提升。

#### 相关研究报告

《地产行业 2019 年一季报前瞻》20190416

《房地产 2018 年年报及 2019 年一季报综述》20190508

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010002

#### 投资建议

- 我们判断2019年下半年，伴随房地产行业政策和融资的进一步收紧，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化，销售及投资下行压力加大，弱市下龙头强者恒强。我们认为2019年下半年的地产板块看点在于：1) 因城施策深化落地，都市圈发展提速；2) 一二线城市销售阶段性回暖，全年下行压力犹存；3) 投资韧性犹在，下半年增速预计回落；4) 行业集中度持续提升，龙头房企销售高增锁定业绩，迎估值切换。
- 我们维持板块强于大市评级，建议积极关注政策及融资环境变化，推荐龙头房企：万科A、保利地产、招商蛇口；区域房企：华夏幸福、荣盛发展、华侨城A；建议关注高成长性房企：大悦城、阳光城、中南建设及房地产服务商：我爱我家。

#### 评级面临的主要风险

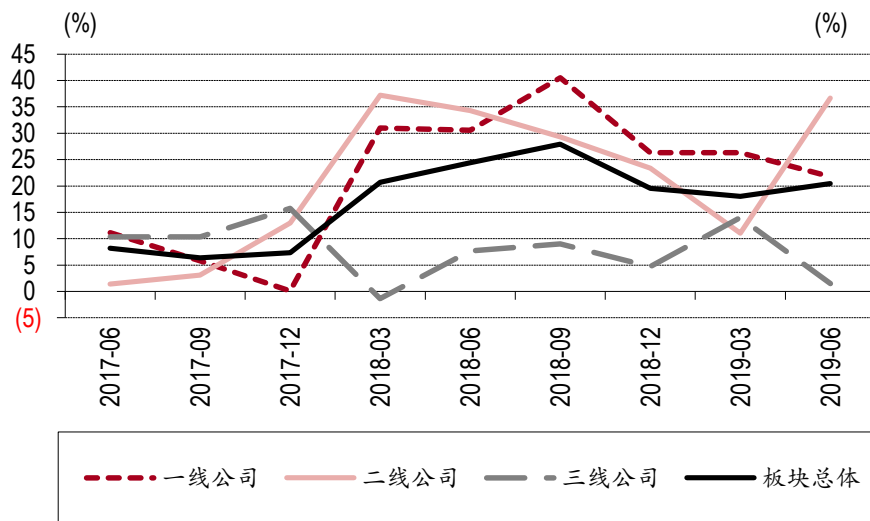
- 政策收紧幅度超预期；三四线城市成交下滑超预期。

### 营收业绩增速下滑，二线房企表现亮眼

2019年1-6月地产板块主营业务收入同比增长20.45%，较2018年同期下降4.0个百分点。其中，一线公司收入同比增长21.79%，比18年同期下滑8.8个百分点；二线公司收入同比增长36.69%，比18年同期上涨2.4个百分点；三线公司收入同比上升1.50%，比18年同期下降6.2个百分点。

2016-17年行业销售高增及房价上涨，推升板块结算收入持续上涨，但增速分化：二线公司由于前期拿地及推盘较为激进，销售及收入增速加速上涨，一线龙头及三线公司则增速下滑。一线龙头房企中，金地集团和万科分别录得49.3%和31.5%的增速，主要由于结转规模大幅增长，领跑一线房企。二线房企中，大悦城(+266%)、北京城建(+86.5%)、金科股份(+68%)均增速领跑行业。

图表 1. 板块营业收入增长率

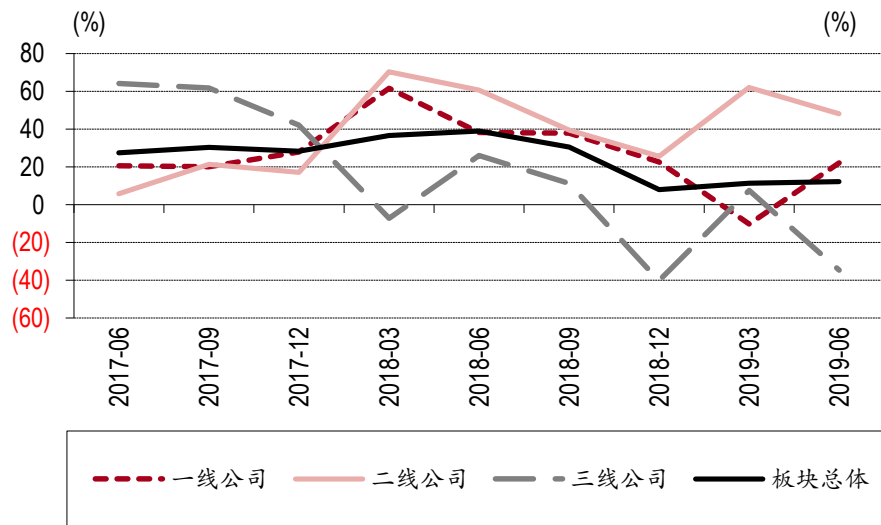


资料来源：万得，中银国际证券

2019年1-6月，板块归母净利润同比增长12.22%，较2018年中期下降26.7个百分点。其中，一线公司净利同比增长22.11%，比18年中期下降16.0个百分点；二线公司同比增长48.11%，比18年中期下降12.5个百分点；三线公司同比下降34.69%，同比18年中期下降60.7个百分点。

房地产板块净利润增速在2018年中期达到高点后持续回落，其中各线房企分化格局明显：二线公司增长亮眼，录得48%的高增速；一线公司增速22%与2018年末基本持平，三线公司则大幅下滑至-35%，我们预计行业集中度将持续加强，高毛利、高周转一二线房企将持续受益。一线房企中保利地产、金地集团、绿地控股分别实现净利增速53%、52%和48%；二线房企中，金科股份(+288.5%)、北京城建(+228%)、大悦城(+209.5%)均实现超过200%高增速，业绩亮眼。

图表 2. 板块净利润增长率



资料来源：万得，中银国际证券

### 毛利率连续上涨，净利率出现扰动

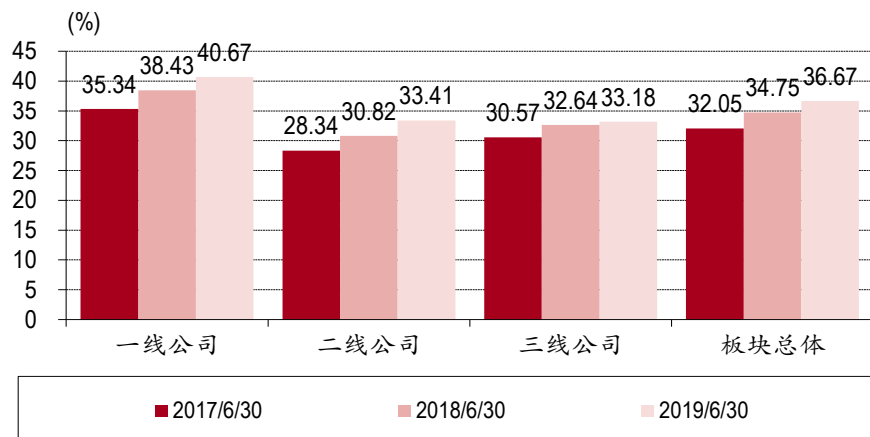
2019年1-6月，板块总体毛利率为36.67%，较18年同期上升1.9个百分点，达到近年高位。一线公司为40.67%，较17年同期上涨2.2个百分点；二线公司为33.41%，较18年同期上涨2.6个百分点；三线公司为33.18%，较18年同期上涨0.5个百分点。

2019年1-6月，板块总体净利率为11.8%，较18年同期下降0.9个百分点。其中，一线公司为13.61%，与18年同期基本持平；二线公司为11.50%，较18年同期上升0.9个百分点；三线公司为8.46%，较18年同期下滑4.7个百分点。

由于房企19年结转的主要为16-17年涨价项目，房企整体毛利率同比整体上升，达到近年高位。其中，一线房企整体仍维持较高的毛利率优势，继续保持平均35%以上的水平。从净利率水平来看，一二线房企稳中有升，板块整体则连续下滑，主要由于少数股东权益及资产减值损失计提显著增加，挤压净利率水平。在主流的一二线上市房企中，18年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，包括：华侨城（65%）、大悦城（49.5%）和华夏幸福（49%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：金融街（47.5%）和首开股份（44%）等。

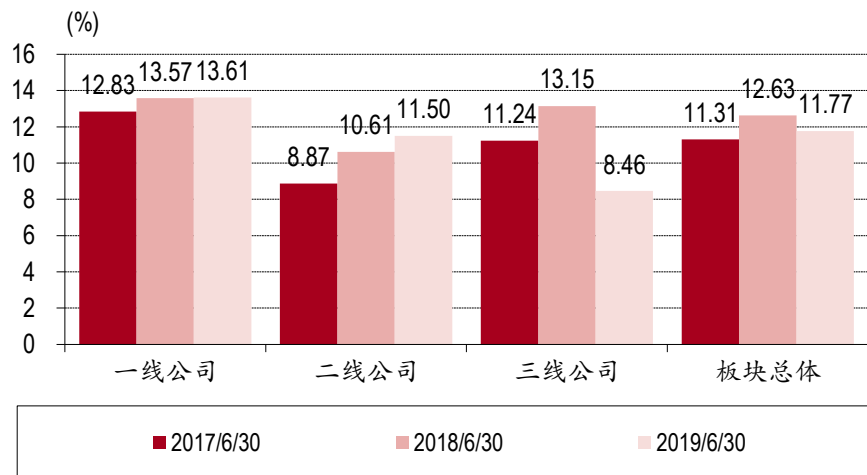
由于16-17年土地均价明显上升，长期来看，土地成本高企及销售限价将使房企的利润率承压，叠加销售均价增速趋缓，我们预计结算利润率将进入下行通道，而具有稀缺资源背景的房企优势将凸显。伴随行业集中度快速提升，一线及强二线房企在土地获取及销售端的优势将有所扩大。

图表 3. 板块毛利率水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 板块净利率水平



资料来源：万得，中银国际证券

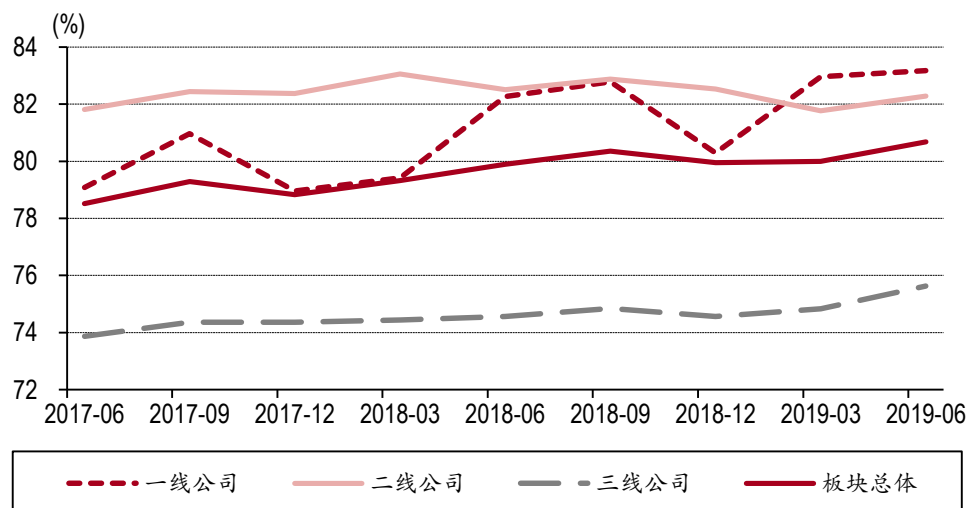
### 土地投资力度减弱，房企负债改善在即

截至 2019 年中期，板块资产负债率 80.68%，较 18 年同期上升 0.8 个百分点。其中，一线公司为 83.17%，较 18 年同期上升 0.9 个百分点；二线公司为 82.28%，较 18 年同期下降 0.2 个百分点；三线公司为 75.63%，与 18 年同期基本持平。

截至 2019 年中期，板块净负债率 102.29%，较 18 年同期下降 8.4 个百分点。其中，一线公司为 88.11%，较 18 年同期上升 20.6 个百分点；二线公司为 144.42%，较 18 年同期下降 38.5 个百分点；三线公司为 99.62%，较 18 年同期下降 7.5 个百分点。

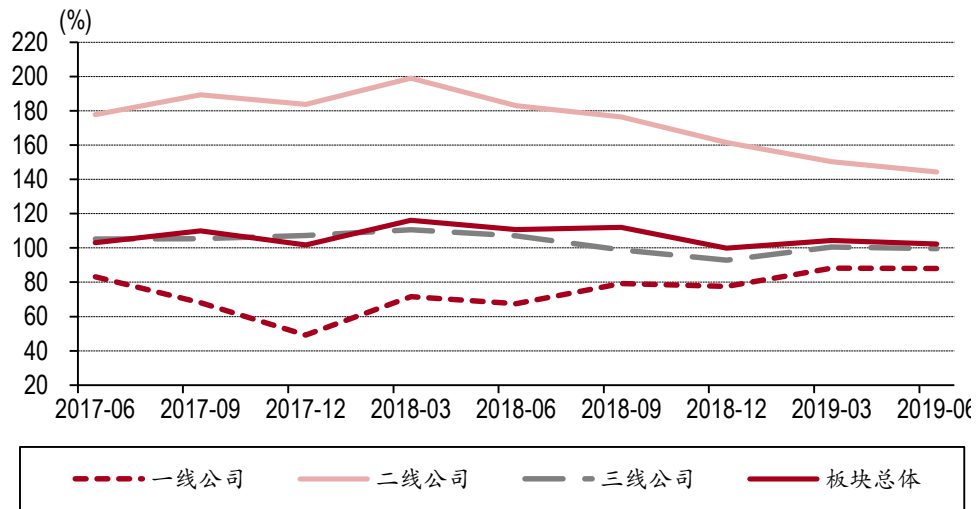
18 年板块整体资产负债率显著上升，其中预售账款及合同负债上升影响较大。值得注意的是，一二线房企的杠杆率普遍高于行业平均水平，主要由于一二线房企快周转扩规模的意愿普遍较强，而三线房企加杠杆的意愿最弱，显示行业整合愈发激烈。二线房企净负债率再度下降，自 2018 年 3 月接近 200% 的高点已下降近 60 个百分点，债务结构明显优化，财务风险下降。在主流的一二线上市房企中，泰禾集团（259%）、华夏幸福（230%）、中南建设（186%）、首开股份（184%）等净负债率水平均较高。我们认为行业负债水平连年上升或有一定风险性，但部分成长性房企通过加快销售回款及增厚净资产等方法降低净负债率，发展模式普遍健康。

图表 5. 板块资产负债率水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 板块净负债率水平



资料来源：万得，中银国际证券

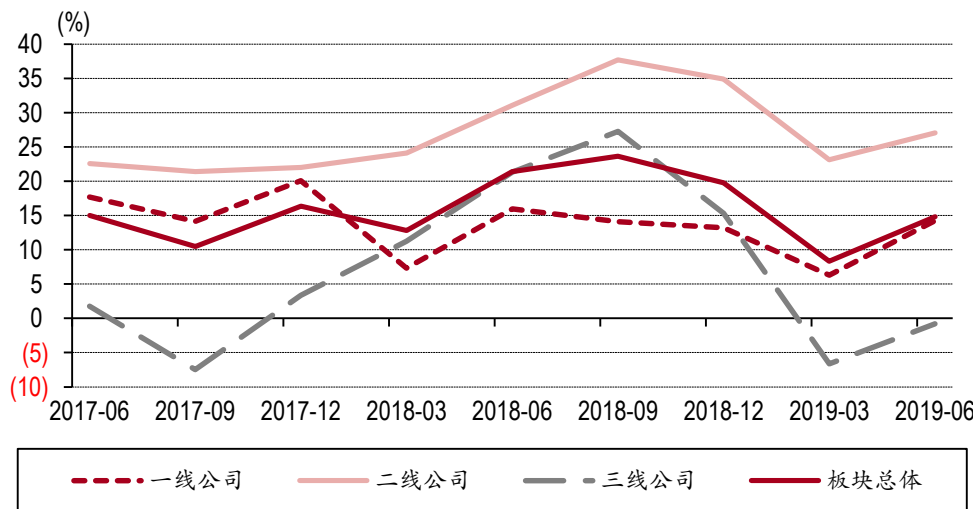
### 销售回款增速下滑，投资收缩幅度收窄

2019年1-6月，板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升14.83%，较去年中期收窄6.6个百分点。其中，一线公司同比上升14.23%，较18年同期收窄1.7个百分点；二线公司同比上升27.05%，较18年同期收窄4.1个百分点；三线公司同比下降0.79%，较18年同期收窄22.1个百分点。

2019年上半年伴随房地产销售增速回落，主流房企销售商品及劳务的现金流入同比下降，其中一二线房企仍较为稳健，三线则增速断崖式下滑。在我们关注的一线房企中，华侨城（54%）、金地集团（31%）、招商蛇口（28%）销售回款增速较快；二线房企中，滨江集团（127%）、金融街（112%）、泛海控股（81%）、大悦城（76%）等增速较高。

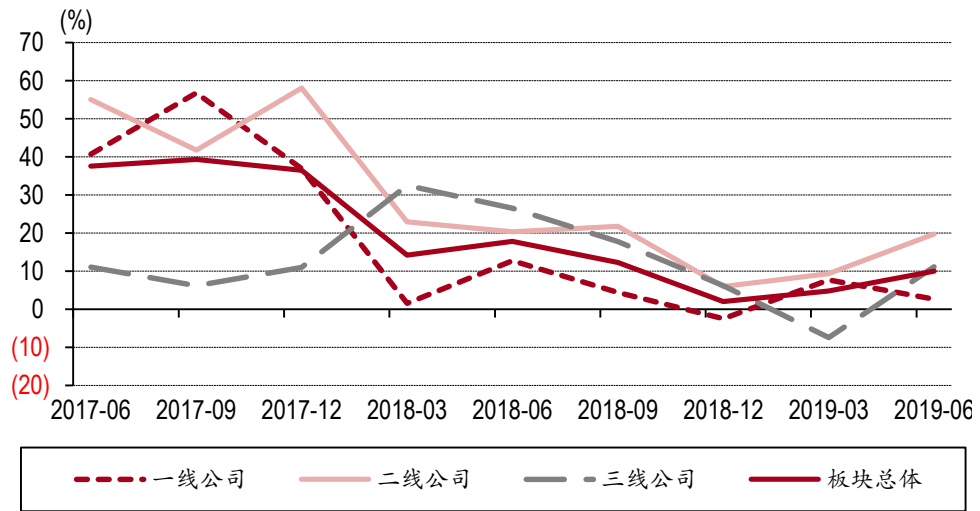
2019年1-6月，板块购买商品、劳务支付的现金累计同比上升10.03%，较去年同期收窄7.8个百分点。其中，一线公司同比上升2.67%，较18年中收窄10.0个百分点；二线公司同比上升19.78%，较18年中收窄0.6个百分点；三线公司同比上升11.15%，较18年中收窄15.4个百分点。在流动性收紧的背景下，全行业收缩投资，收缩幅度较2018年有所收窄。我们预计伴随融资政策进一步趋严，房企土地投资将再度下滑，新开工及施工投资亦将速度放缓。

图表 7. 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 板块购买商品及劳务的现金流出累计同比



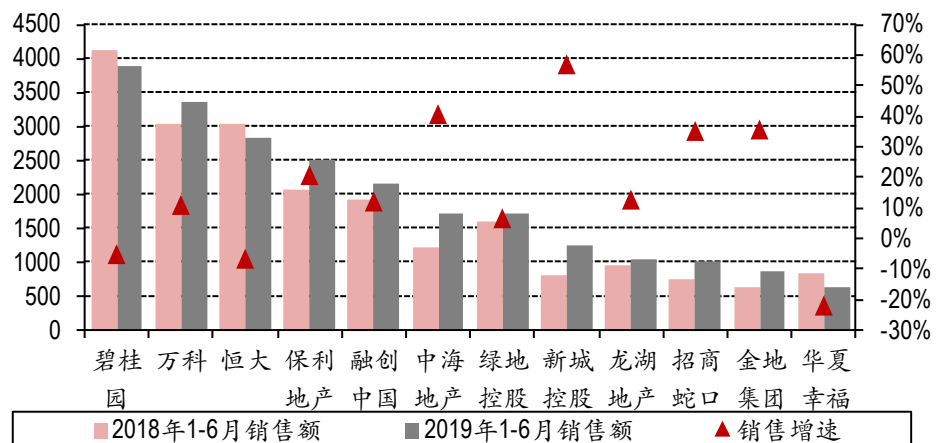
资料来源: 万得, 中银国际证券

### 龙头规模扩张, 二三线房企成长性较强

根据克而瑞数据, 2019年1-6月TOP100房企整体销售操盘业绩规模5.25万亿元, 同比增长14.5%。增速远高于行业平均增速, 行业集中度提升逻辑不变。值得注意的是, Top10房企增速9.1%, Top11-30房企增速10.9%, Top31-50房企增速24.9%, 位于排名30-50之间的中大型房企销售提升最快, 龙头房企普遍策略转向提质增效及多元化发展, 而非单纯冲规模。

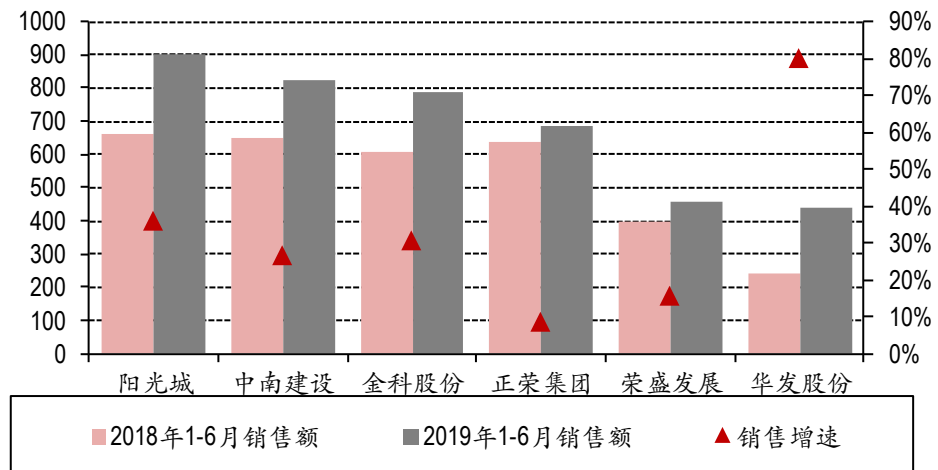
在我们重点关注的12家龙头房企中, 2019年1-6月平均销售增速为16%。在我们重点关注的6家高成长中型房企中, 2019年1-5月平均销售增速33%, 远高于行业平均水平。销售集中度提升进而带动拿地、融资等多方面集中度提升。

图表 9. 2018 及 19 年 H1 龙头房企销售额及销售增速



资料来源: CRIC 研究中心, 中银国际证券

图表 10. 2018 及 19 年 H1 中型房企销售额及销售增速



资料来源: CRIC 研究中心, 中银国际证券

行业集中度上升是长期逻辑, 强者恒强弱市下会更明显。根据克尔瑞数据显示, 2019 年一季度 TOP10、20、30、50、100 房企集中度分别达到 31.1%、42.0%、49.5%、59.3%及 70.5%, 分别较 2018 年末提升 4.2、4.5、4.4、4.2 及 3.8 个百分点, 集中度提升之路延续。

图表 11. 2019 年一季度房企销售操盘金额集中度

梯队集中度	2017(%)	2018(%)	2019Q1(%)	增幅(百分点)
TOP3	11.9	12.6	15.1	2.5
TOP10	24.2	26.9	31.1	4.2
TOP20	32.5	37.4	42.0	4.5
TOP30	38.3	45.2	49.5	4.4
TOP50	45.8	55.1	59.3	4.2
TOP100	55.4	66.7	70.5	3.8

资料来源: CRIC 研究中心, 中银国际证券

### 投资建议

我们判断 2019 年下半年, 伴随房地产行业政策和融资的进一步收紧, 区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化, 销售及投资下行压力加大, 弱市下龙头强者恒强。我们认为 2019 年下半年的地产板块看点在于: 1) 因城施策深化落地, 都市圈发展提速; 2) 一二线城市销售阶段性回暖, 全年下行压力犹存; 3) 投资韧性犹在, 下半年增速预计回落; 4) 行业集中度持续提升, 龙头房企销售高增锁定业绩, 迎估值切换。

我们维持板块 **强于大市** 评级, 建议积极关注政策及融资环境变化, 推荐龙头房企: 万科 A、保利地产、招商蛇口; 区域房企: 华夏幸福、荣盛发展, 华侨城 A; 建议关注高成长性房企: 大悦城、阳光城、中南建设及房地产服务商: 我爱我家。

### 风险提示

1) 政策收紧幅度超预期; 2) 三四线城市成交下滑超预期; 3) 房产税制定进程加速。

附录图表 12. 报告中提及上市公司估值表附录图表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
万科 A	000002.SZ	买入	25.80	2,895.12	3.06	3.63	7.99	7.11	14.27
保利地产	600048.SH	买入	13.45	1,600.05	1.59	1.95	7.16	6.90	8.80
绿地控股	600606.SH	买入	6.63	806.75	0.95	1.15	5.64	5.77	5.27
招商蛇口	001979.SZ	买入	19.75	1,563.03	1.93	2.61	12.00	7.57	8.80
新城控股	601155.SH	买入	24.79	559.44	4.70	6.59	5.31	3.76	9.38
华夏幸福	600340.SH	买入	26.68	800.91	2.97	4.32	6.02	6.18	6.47
荣盛发展	002146.SZ	买入	8.11	352.64	1.73	2.18	4.27	3.72	6.56
华侨城 A	000069.SZ	买入	6.81	558.59	1.29	1.58	4.91	4.31	10.08
我爱我家	000560.SZ	增持	4.49	105.76	0.25	0.32	15.48	14.03	4.08
金融街	000402.SZ	未有评级	7.33	219.09	1.09	1.24	6.34	6.10	10.08
光大嘉宝	600622.SH	未有评级	4.03	60.44	0.76	0.89	7.57	7.30	6.29
华发股份	600325.SH	未有评级	7.07	149.72	1.08	1.39	6.45	5.70	5.78
中南建设	000961.SZ	未有评级	7.31	271.19	0.60	1.14	10.52	7.82	4.32
金科股份	000656.SZ	未有评级	6.76	360.96	0.73	0.96	6.21	6.42	4.01
阳光城	000671.SZ	未有评级	5.70	230.85	0.75	1.05	6.72	6.33	4.07

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 8 月 30 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371