

推荐（维持）

盈利能力改善 中报结算业绩理想

风险评级：中风险

房地产行业 2019 年中报综述

2019 年 9 月 4 日

投资要点：

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-23320072
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

上市公司2019年中报已全部公布完毕。我们统计了全国142家上市房地产开发企业（按申万房地产分类）业绩情况：

■ **中报结算净利增幅理想 全年业绩可期。**2019年上半年上市房企实现营业收入9474.51亿，较上年同期升22.88%，增幅提升0.19个百分点；实现营业利润1729.97亿，净利润1242.39亿，归属净利999.3亿，同比分别升22.79%，21.1%和17.66%，较2018年末增幅分别上升-2.05个百分点，0.05个百分点和3.48个百分点。行业营收、营业、净利及归属净利增速均实现理想增长，绝对值更是再创同期新高，中报业绩令人满意。而从当前房企整体销售及可结资源看，全年行业整体业绩将继续具较高保障度。

■ **毛利率净利率延续回升态势 盈利能力改善。**2019年上半年行业整体销售毛利率及净利率分别为32.62%和13.26%，较上年全年分别上升0.23个百分点和0.85个百分点，延续17年中报探底回升态势。近两年由于房价涨幅明显，整体结算收益率出现持续回升态势，令人满意。预计全年整体结算毛利率及净利率仍将维持较高水平，盈利能力改善持续。

■ **负债水平进一步上升 业绩保障度高。**2019年上半年上市房企整体资产负债率为80.5%，较上年末提升约0.5个百分点，处于历史较高负债率水平。2019年上半年行业整体融资有所收紧，开发商推盘相对积极回流现金，而拿地及新开工则相对理性。行业继续增加融资，提升负债率，表现在财务上则是负债率水平提升及现金流向下。开发商结算增幅低于销售增幅，留存可结算资源丰富。全年来看行业整体业绩保障度高。

■ **总结与投资建议。**上市房企2019年上半年结算业绩增幅超一成七，较上年提升3.48个百分点，中报业绩令人满意。行业毛利率、净利润率持续探底回升，盈利能力改善。一二线龙头房企销售增速大部分高于行业整体增速，行业集中度加速提升趋势不改。今年以来政府对房地产融资规范规管有所加严，行业融资收紧，但整体看仍没有2018年上半年去杠杆时期情况差。行业资金面及政策面最悲观时期过去。开发商加大推盘回流资金预期提升，这将可能带来销售的持续上升，为结算业绩带来保障。

■ 由于过去两年行业及一二线房企销售理想，当前进入结算期，全年业绩保持理想增长值得期待，将有力支持板块个股走强。而地产板块2019年以来整体走势偏弱，跑输大盘。当前行业整体估值水平跌至历史底部区间，向下空间及风险较低。建议重点关注基本面理想、业绩锁定性及股息率较高、估值便宜的一二线龙头地产股，包括招商蛇口、保利地产、万科A、华夏幸福、金地集团、荣盛发展、华发股份、金融街等。

■ **风险提示：**融资进一步收紧 销售回落。

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

目 录

1. 中报结算净利增幅理想 全年业绩可期.....	3
2. 毛利率净利率延续回升态势 盈利能力改善.....	4
3. 三费率小幅上升 开发资金保持稳定.....	5
4. 行业整体新开工及库存增速放缓.....	6
5. 负债水平进一步上升 业绩保障度高.....	7
6. 总结与投资建议.....	8
7. 风险提示.....	9

插图目录

图 1：上市房企营业总收入.....	3
图 2：营业利润、归属净利润同比变化.....	3
图 3：全国商品房单月销售面积.....	3
图 4：全国商品房单月销售额.....	3
图 5：总资产净利率、净资产收益率变化.....	4
图 6：销售毛利率、净利润率变化.....	4
图 7：三费同比变化.....	5
图 8：三费率同比变化.....	5
图 9：房企开发资金来源合计.....	5
图 10：房企开发资金来源变化.....	5
图 11：存货水平变化.....	6
图 12：存货占总资产比例变化.....	6
图 13：房屋施工同比增速.....	7
图 14：房屋新开工同比增速.....	7
图 15：房地产行业负债水平变化.....	7
图 16：房企现金流情况变化.....	8

1. 中报结算净利增幅理想 全年业绩可期

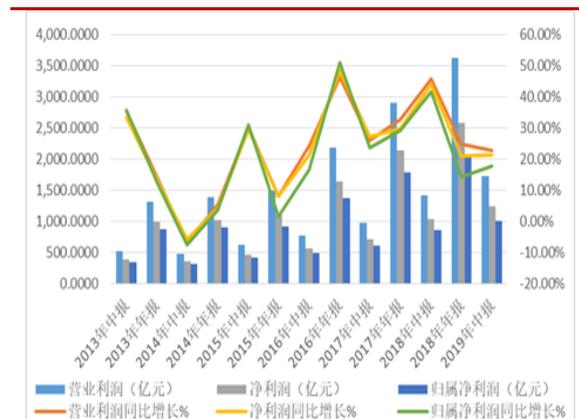
上市公司 2019 年中报已全部公布完毕。我们统计了 142 家上市房地产开发企业（按申万房地产分类），2019 年上半年共实现营业总收入 9474.51 亿，较 2018 年同期上升 22.88%，增幅较 2018 年中期大幅上升 0.19 个百分点，也较 2018 年全年增幅上升 2.51 个百分点；上半年共实现营业利润 1729.97 亿，净利润 1242.39 亿，归属母公司股东净利 999.3 亿，同比分别升 22.79%，上升 21.1% 和上升 17.66%，较 2018 年年末增幅分别上升 -2.05 个百分点，上升 0.05 个百分点和上升 3.48 个百分点。行业营业收入、营业利润、净利润及归属净利润增速均实现理想增长，绝对值更是再创同期新高，中报业绩令人满意。而从当前房企整体销售及可结算资源看，全年行业整体结算业绩将继续具有较高保障度。

图1：上市房企营业总收入



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图2：营业利润、净利润、归属净利润变化



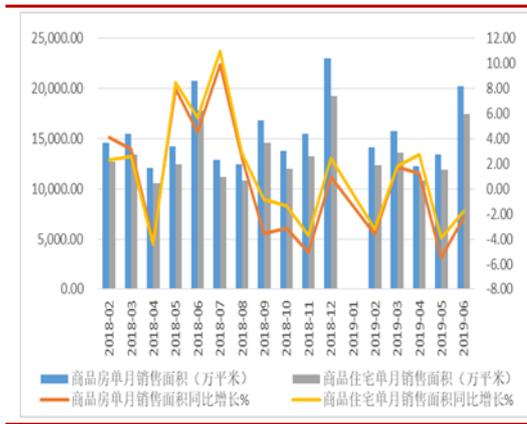
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2019 年中期平均每家房企实现营业总收入 72.32 亿，基本每股收益 0.22 元；平均营业总收入较 2018 年同期增加 13.91 亿元，基本每股收益较上年同期上升约 0.01 元/每股。销售情况看，2019 年上半年全国商品房销售面积合计 7.57 亿平方米，其中住宅销售面积 6.61 亿平方米，同比分别下降 1.8% 和下降 1%。2019 年以来商品房销售面积同比增速持续负增长，为近三年半最差水平。上半年全国商品房销售额合计 7.06 万亿，商品住宅销售额合计 6.13 万亿，同比则分别上升 5.6% 和上升 8.4%，销售涨幅也跌至近三年半的低位。

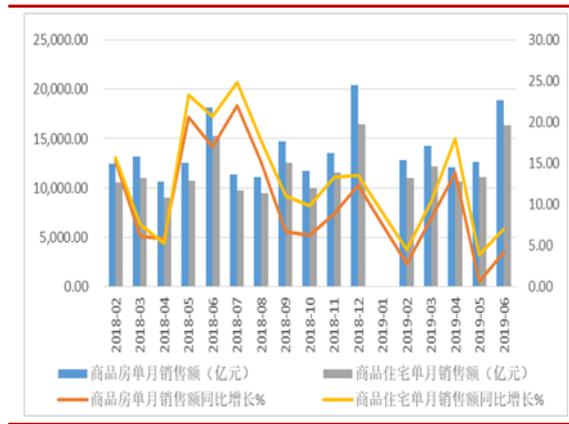
整体看，全国商品房销售 3、4 月有所探底回升后，5、6 月销售增幅再次走弱，与基数有一定关系，也受信贷环境变化等因素影响。而 6 月单月销售面积及销售额为上半年最高月份，销售情况相对理想。但由于基数原因，导致当前单月销售同比涨幅相对低。后续开发商加大推盘回落现金可能性较大，预计楼市销售将保持平稳理想状态。同时行业集中度继续加速提升，强者逾强也将更明显。

图3：全国商品房单月销售面积

图4：全国商品房单月销售额



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2. 毛利率净利率延续回升态势 盈利能力改善

截止 2019 年中报，142 家上市房企资产合计 11.02 万亿，再创历史新高，同比上升 19.32% 增速较 2018 年底下降约 3.63 个百分点。平均每家房企资产规模 841.9 亿，较上年同期增长 20.23%；平均每股净资产 5.84 元，较上年中期也增长 10.91%。

盈利能力方面，房地产行业平均净资产收益率为 6.39%，较去年同期上升 0.24 个百分点，在申万 28 个行业板块中排名第 6 位，与去年同期上升 2 位；总资产净利率为 1.16%，与上年同期相约，排名第 25 位。2019 年上半年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 32.62% 和 13.26%，结算毛利率较 2018 年全年分别上升 0.23 个百分点和 0.85 个百分点，延续 17 年中报探底回升态势。

总的来看，房地产行业近两年由于房价涨幅明显，整体结算收益率出现持续的回升态势，达近两年高位，令人满意。预计全年整体结算毛利率及净利率仍将维持较高水平，盈利能力改善持续。

图5：总资产净利率、净资产收益率变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图6：销售毛利率、净利润率变化



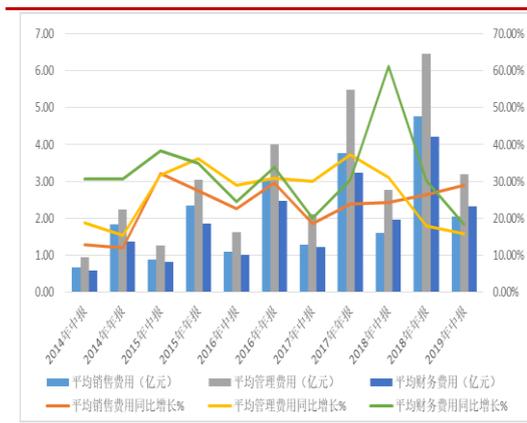
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

3. 三费率小幅上升 开发资金保持稳定

2019 年上半年上市房企平均销售费用为 2.06 亿，较 2018 年同期上升 28.87%，增幅上升 4.6 个百分点；平均管理费用为 3.2 亿，财务费用 2.33 亿，较 2018 年中期则分别增加 15.75%和增加 18.4%，管理费用及财务费用增幅均较 2018 年下降（2018 年中期增幅分别为 31.17%和 61.14%）。

总的来看，近几年整体三费均进一步上升，趋势延续。2019 年上半年销售费用占营业总收入为 2.85%，较 2018 年末下降 0.13 个百分点。管理费用占营业总收入 4.42%；财务费用占营业总收入 3.22%，分别较 2018 年末上升 0.37 个百分点和 0.58 个百分点。销售费用率小幅回落，但管理费用率及财务费用率均有所上升，达到近年较高的水平。

图7：三费同比变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图8：三费率同比变化



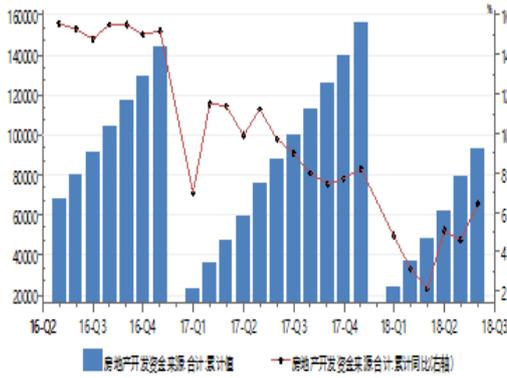
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

资金来源看，2019 年截止 7 月末，全国房地产开发资金来源合计 9.98 万亿，同比上升 7%，增幅较 6 月末回落 0.2 个百分点，但明显高于年初水平。开发资金来源增幅二季度以来探底回升，但仍维持在近年相对偏低的增幅位置。其中今年前 7 个月，国内贷款、利用外资和自筹资金累计分别为 1.5 万亿、61.33 亿和 3.1 万亿，同比则分别上升 9.5%，上升 83.6%和同比上升 2.8%。其中利用外资增幅较大；国内贷款及其他资金增长相对明显；而自筹资金来源同比增幅则回落。

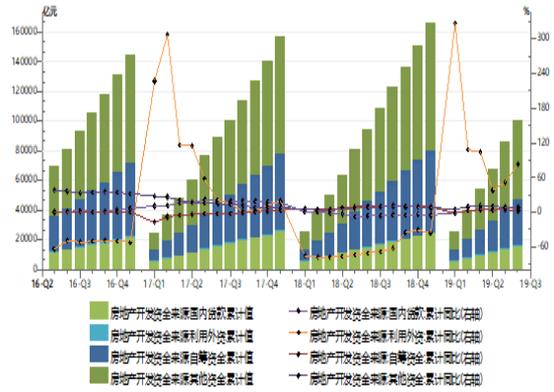
预计四季度社会整体流动性保持充裕，但房地产融资监管将会延续，行业整体开发资金来源将保持稳定，资金面重回 2018 年上半年去杠杆时期的收紧状态可能性仍较低。

图9：房企开发资金来源合计

图10：房企开发资金来源变化



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

4. 行业整体新开工及库存增速放缓

2019 年中期行业整体存货周转率为 0.11 次，与 2018 年中报基本持平。而总资产周转率为 0.09 次，也与上年同期基本持平。库存方面，2019 年中期上市房企整体存货 5.92 万亿，同比增长 19.33%，增幅较 2018 年中期下降 6 个百分点。其中存货占总资产比例为 53.7%，占比与上年同期相约，为近几年较低水平。

上半年行业整体库存提升速度放缓，一方面由于持续的销售去库存，另一方面也由于信贷有所收紧及房地产调控，带来开发商拿地及开发保持谨慎理性，库存提升速度放缓。而总资产增速高于存货增速，也由于开发商提升杠杆导致。

图11: 存货水平变化



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

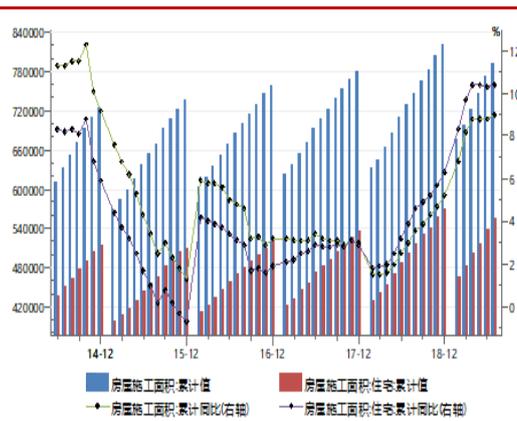
图12: 存货占总资产比例变化



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

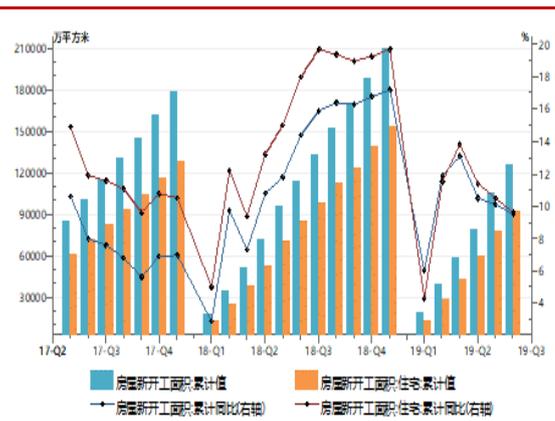
开工情况看,前 7 个月全国房屋施工面积累计 79.42 亿平方米,其中住宅施工面积累计 55.4 亿平方米,累计同比分别上升 9%和上升 10.4%,累计施工面积同比增幅进一步上升,达到近四年半以来高位。而 1—7 月累计新开工面积 12.57 亿平方米,其中住宅累计新开工面积为 9.28 亿平方米,较去年同期则分别上升 9.5%和上升 9.6%,新开工量累计同比涨幅持续回落,为近一年以来低增速水平。

图13：房屋施工同比增速



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图14：房屋新开工同比增速

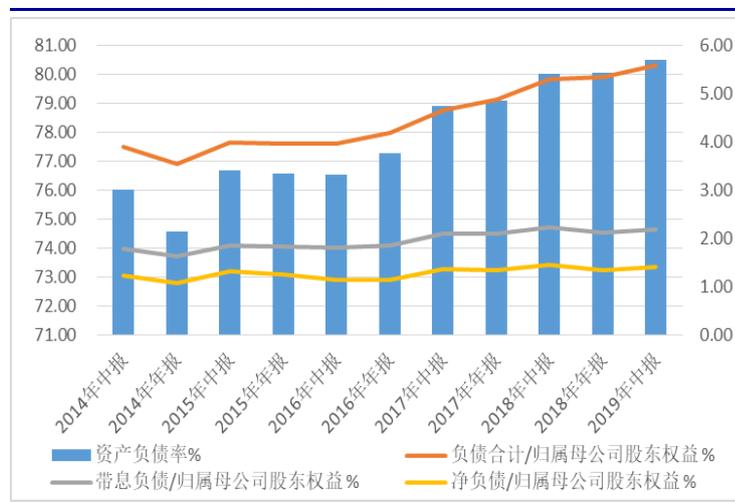


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

5. 负债水平进一步上升 业绩保障度高

2019年上半年上市房企整体资产负债率为80.5%，较2018年末提升约0.5个百分点，处于历史较高负债率水平。其中流动比、速动比分别为1.45和0.51，流动比较2018年末小幅提升，速动比则小幅回落。行业整体负债占归属母公司股东权益达5.59倍，而2018年末为5.33倍；其中带息负债占归属母公司股东权益为2.17倍，也较2018年底2.12的水平有所提升；净负债则为归属股东权益的1.39倍，也高于2018年底的1.33倍的水平。整体看，2019年上半年行业整体负债率较2018年末有所上升。行业近年融资渠道扩大，叠加行业景气度提升，开发商融资增加，杠杆率上升，导致行业整体负债率水平也持续的上升。

图 15：房地产行业负债水平变化

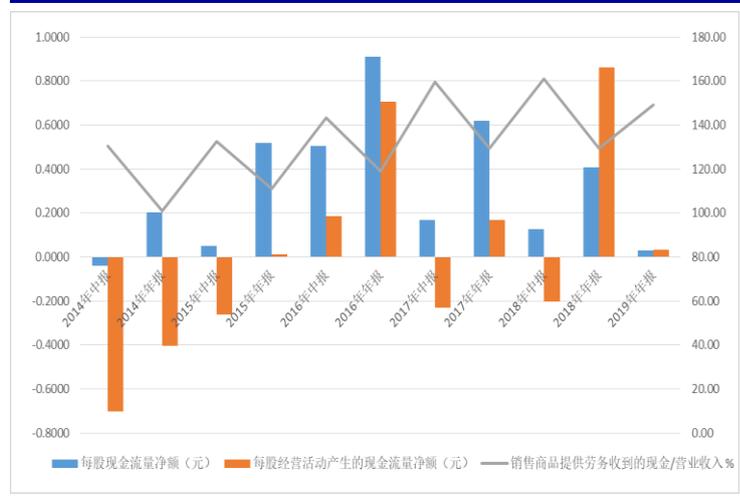


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2019年中期上市房企每股现金流量净额为0.029元，较2018年同期每股下降约0.1元，每股现金流量净额大幅下降；每股经营活动产生现金流量净额为0.033元，与2018年中期相比则明显回升（2018年中期每股经营活动产生现金流量净额为-0.2元）。而销售产

品提供劳务收到现金占营业收入为 149%，较 2018 年末上升 20 个百分点。总的来看，2019 年上半年行业整体融资有所收紧，开发商推盘相对积极回流现金，而拿地及新开工则相对理性。而行业继续增加融资，提升负债率，表现在财务上则是负债率水平提升及现金流向下。但另一方面，由于持续的销售回升，并且开发商结算增幅低于销售增幅，留存可结算资源丰富。全年来看行业整体业绩保障度高。

图 16：房企现金流情况变化



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

6. 总结与投资建议

上市房企 2019 年上半年整体结算业绩增幅超一成七，较 2018 年全年结算业绩增幅提升 3.48 个百分点，中报业绩令人满意。同时行业整体毛利率、净利润率持续探底回升，盈利能力改善。行业上半年整体销售额增幅回落，这与基数也有一定关系，6 月份绝对值为年内高位，行业销售明显转冷仍没有看到。而从当前一二线龙头房企销售情况观察，销售增速大部分高于行业整体增速，并且二季度增速明显回升，行业集中度加速提升趋势不改。

从资金面及政策面观察，社会整体资金流动性仍保持合理充裕，四季度流动性收紧可能性较低。而由于出于引导资金流向实体经济，避免大量资金快速流向房地产带来系统性风险及阻碍经济结构转型等，今年以来政府对房地产行业的融资规范规管有所加严，行业融资收紧，但整体来看仍没有 2018 年上半年去杠杆时期情况差。行业资金面及政策面最悲观时期过去。对于开发商来说，加大推盘回流资金预期提升，这将可能带来销售的持续上升，为结算业绩带来保障。

预计行业全年销售量也将保持在高位徘徊，系统性风险较低。同时由于过去两年行业及一二线房企销售数据理想，当前进入结算期，2019 年全年业绩保持理想增长值得期待，将有力支持板块个股走强。

而地产板块 2019 年以来整体走势偏弱，跑输大盘。当前行业整体估值水平跌至历史底

部区间，向下空间及风险较低。建议重点关注基本面理想、业绩锁定性及股息率较高、估值便宜的一二线龙头地产股，包括招商蛇口（001979）、保利地产（600048）、万科 A（000002）、华夏幸福（600340）、金地集团（600383）、荣盛发展（002146）、华发股份（600325）、金融街（000402）等。

7. 风险提示

融资进一步收紧

销售回落

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn