

行业研究/专题研究

2019年09月01日

行业评级:

房地产

增持(维持)

业绩结转量质齐升，融资分化格局重塑

房地产行业 2019 半年报综述

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

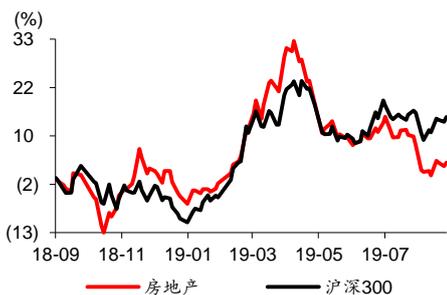
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《房地产: 行业周报(第三十五周)》2019.09
- 2《房地产: 8月同比略有回落, 龙头资源底蕴彰显》2019.09
- 3《华侨城 A(000069 SZ,买入): 资源禀赋兑现盈利, 片区模式穿越周期》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

核心观点

2019H1 龙头房企在业绩、销售、扩张、融资方面均彰显优势, 业绩集中度提升趋势渐明。我们认为随着利率市场化所带来的中枢下行, 以及房地产调控效果显现带来的政策压力趋缓, 优质房企业绩潜力有望推动估值低位修复。其中融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的优质房企发展空间更为明确。继续推荐: 1、具备融资优势且受益于核心城市发展的优质房企(万科 A 等); 2、具备高周转能力和回款能力的成长企业(中南建设、金地集团、华发股份等); 3、受益于公募 REITs 未来推进的优质商业物业企业(大悦城等); 4、推进收购招商物业的机构物管央企旗舰中航善达。

业绩: 结转周期量质齐升, 业绩集中度趋势明确

业绩规模层面, 2019H1 总体房企营收同比+24%, 较 2018 年+3 个百分点; 归母净利润同比+18%, 增速-3 个百分点。龙头房企营收和业绩增速保持 20% 以上, 业绩增速持续领先; 中型房企营收和业绩增速较 2018 年继续提升。业绩质量层面, 总体房企毛利率、净利率较 2018 年继续提升, 加权平均 ROE 同比改善, 管控能力提升使得销售管理费用率维持低位。从加权平均 ROE 的角度看, 龙头房企绝对值和增长幅度均高于中小型房企, 彰显优质本色。随着并表合作项目结算, 总体房企少数股东损益占比为 20%, 继续处于历史较高水平, 但非并表合作项目结算减少导致投资收益下滑。

销售: 增速回落但好于行业, 大中型房企更为稳定

以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企销售, 2019H1 总体房企同比+13%, 较 2018 年-7 个百分点。受行业下行影响, 总体房企回款增速有所放缓, 但依然大幅领先行业。龙头、中型房企销售回款表现明显好于小型房企, 销售集中度提升的趋势在该指标上继续体现。2019H1 总体房企预收账款同比+20%, 相对营收覆盖率为 144%, 较 2018 年+20 个百分点, 龙头、中型房企待结算资源更为充足, 我们预计未来将推动业绩平稳增长。8 月百强房企销售增速略回落, 龙头资源底蕴彰显逆周期优势。

扩张: 上半年暂时转向积极, 中型房企补库存意愿更高

以“购买商品接受劳务支付的现金”为口径衡量房企扩张, 2019H1 总体房企同比+14%, 较 2018 年+6 个百分点; 以该指标比上“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企拿地强度, 2019H1 总体房企为 73%, 较 2018 年+5 个百分点。年初宏观流动性边际宽松, 叠加 3、4 月土地市场回暖, 龙头、中型房企扩张指标较 2018 年低点有所回升, 但较前期高点仍有较大差距, 规模扩张意愿更强烈的中型房企扩张指标回升程度相对较高。但随着 5 月以来融资收紧, 我们预计扩张指标的持续回升不可持续, 下半年总体房企扩张意愿将明显减弱。

融资: 上半年杠杆有所回升, 强者恒强态势凸显

融资规模层面, 2019H1 总体房企净负债率为 102%, 较 2018 年末+6 个百分点; 短债覆盖率为 126%, 较 2018 年末持平; 经营性现金流净额为 4 亿元, 同比增长 528 亿元。宏观流动性边际宽松叠加房企拿地力度提升, 总体房企杠杆有所增加, 其中龙头房企略加杠杆, 但负债指标依旧处于行业最优水平; 中型房企延续去杠杆节奏。融资成本层面, 2019H1 多数房企较 2018 年继续提升。原先融资成本更高的房企, 融资成本进一步提升的概率和幅度更大, 龙头房企的融资优势正在进一步凸显, 我们预计未来行业融资集中度将重新提升。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 行业基本面下行风险; 部分房企经营风险。

正文目录

业绩：结转周期量质齐升，业绩集中度趋势明确.....	5
营收增速进一步提高，净利润增速不及营收.....	5
盈利质量持续改善.....	5
少数股东损益占比继续处于较高水平，投资收益下滑.....	7
销售管理费用率保持低位，龙头优势进一步凸显.....	8
销售：增速回落但好于行业，大中型房企更为稳定.....	9
回款增速放缓，销售集中度提升.....	9
预收账款增速随销售放缓，营收覆盖率持续提升.....	9
8 月百强房企销售增速略有回落，龙头资源底蕴彰显逆周期优势.....	10
扩张：上半年暂时转向积极，中型房企补库存意愿更高.....	11
融资：上半年杠杆有所回升，强者恒强态势凸显.....	13
净负债率有所回升，经营性现金流净额明显改善.....	13
融资成本强者恒强，融资集中度上升将是大势所趋.....	14
投资建议.....	16
风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 房企分类.....	4
图表 2： 总体房企营业收入同比增速.....	5
图表 3： 龙头/中型/小型房企营业收入同比增速.....	5
图表 4： 总体房企归母净利润同比增速.....	5
图表 5： 龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速.....	5
图表 6： 总体房企毛利率.....	6
图表 7： 龙头/中型/小型房企毛利率.....	6
图表 8： 总体房企净利率.....	6
图表 9： 龙头/中型/小型房企净利率.....	6
图表 10： 总体房企加权平均 ROE.....	7
图表 11： 龙头/中型/小型房企加权平均 ROE.....	7
图表 12： 总体房企少数股东损益占净利润的比重.....	7
图表 13： 龙头/中型/小型房企少数股东损益占净利润的比重.....	7
图表 14： 总体房企投资收益同比增速.....	8
图表 15： 龙头/中型/小型房企投资收益同比增速.....	8
图表 16： 总体房企销售管理费用率.....	8
图表 17： 龙头/中型/小型房企销售管理费用率.....	8
图表 18： 总体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速.....	9
图表 19： 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速.....	9

图表 20: 总体房企预收账款同比增速.....	9
图表 21: 龙头/中型/小型房企预收账款同比增速.....	9
图表 22: 总体房企预收账款营收覆盖率.....	10
图表 23: 龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率.....	10
图表 24: 2019 年 7-8 月不同梯度房企单月销售金额增速.....	10
图表 25: 总体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速.....	11
图表 26: 龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速.....	11
图表 27: 总体房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例.....	12
图表 28: 龙头/中型/小型房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例.....	12
图表 29: 总体房企存货占总资产的比例.....	12
图表 30: 龙头/中型/小型房企存货占总资产的比例.....	12
图表 31: 总体房企净负债率.....	13
图表 32: 龙头/中型/小型房企净负债率.....	13
图表 33: 总体房企短债覆盖率.....	13
图表 34: 龙头/中型/小型房企短债覆盖率.....	13
图表 35: 总体房企经营性现金流净额（单位：亿元）.....	14
图表 36: 龙头/中型/小型房企经营性现金流净额（单位：亿元）.....	14
图表 37: 部分 A 股上市房企平均融资成本.....	14
图表 38: 房企融资集中度.....	15
图表 39: 2019 年 5 月以来房地产信托、境内债、境外债、开发贷融资收紧情况.....	15

四维梳理 A 股上市房企 2019 半年报表现

我们延续此前的分析框架,在 A 股上市房企中挑选出 77 家房企(以下统称为“总体房企”,其中包括 7 家龙头房企、34 家中型房企、36 家小型房企),从业绩、销售、扩张、融资四个维度,梳理 A 股上市房企 2019 半年报概况。

图表1: 房企分类

房企分类	房企
龙头房企 7 家	万科 A、招商蛇口、保利地产、金地集团、绿地控股、华夏幸福、新城控股
中型房企 34 家	泛海控股、华侨城 A、中天金融、金科股份、阳光城、泰禾集团、福星股份、中南建设、银亿股份、荣盛发展、合肥城建、滨江集团、南湖中宝、北京城建、华发股份、首开股份、迪马股份、浦东金桥、城投控股、陆家嘴、世茂股份、张江高科、北辰实业、中华企业、大悦城、蓝光发展、世茂股份、广宇发展、光明地产、信达地产、荣安地产、北辰实业、迪马股份、世联行
小型房企 36 家	中航善达、顺发恒业、美好置业、中国武夷、世荣兆业、广宇集团、南国置业、冠城大通、香江控股、格力地产、鲁商置业、云南城投、万通地产、宁波富达、苏州高新、京能置业、大名城、上实发展、市北高新、光大嘉宝、中洲控股、天房发展、皇庭国际、中交地产、电子城、华远地产、福星股份、深振业 A、华联控股、香江控股、天健集团、宋都股份、凤凰股份、合肥城建、天地源、西藏城投

资料来源:华泰证券研究所

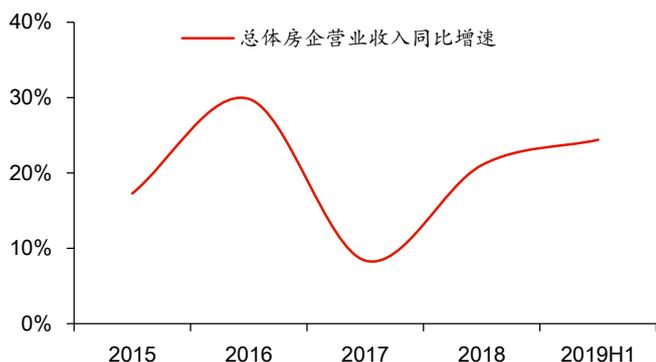
业绩：结转周期量质齐升，业绩集中度趋势明确

营收增速进一步提高，净利润增速不及营收

业绩规模层面，2019H1 总体房企营收同比增长 24%，增速较 2018 年提升 3 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长 24%、32%、1%，增速较 2018 年提升-1、11、1 个百分点。总体房企归母净利润同比增长 18%，增速较 2018 年回落 3 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长 24%、21%、-24%，增速较 2018 年提升-3、7、-38 个百分点。

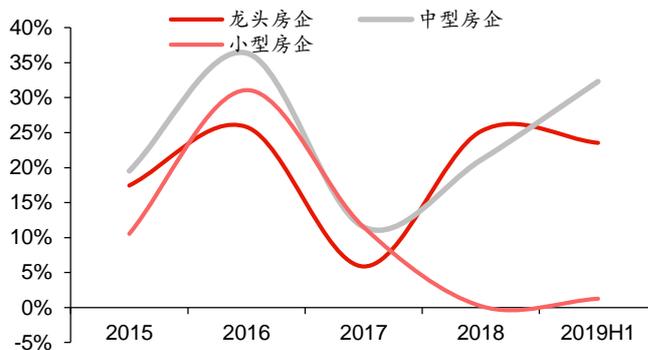
2019H1 总体房企依然处在结转周期，营收和归母净利润延续较快增长，融资、拿地、销售集中度向业绩集中度转化的趋势日渐明晰。其中，龙头房企营收和归母净利润增速虽然略有下滑，但依然保持在 20% 以上，且在归母净利润增速上持续领先，凸显业绩稳健性；中型房企表现最为出色，是三类房企中唯一营收和归母净利润增速超过 2018 全年的，且在营收增速上超过龙头房企；而小型房企持续式微，尽管营收增速艰难回正，但归母净利润出现明显下滑。

图表2： 总体房企营业收入同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 龙头/中型/小型房企营业收入同比增速



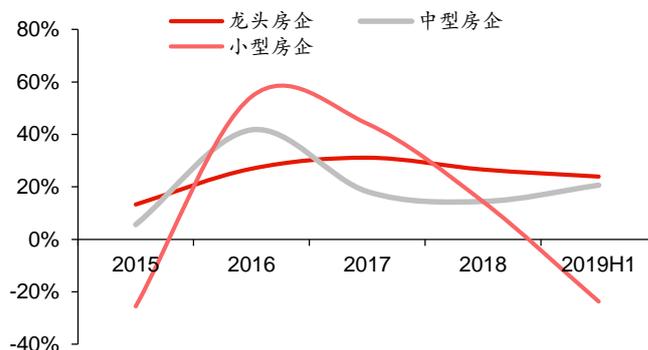
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 总体房企归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利质量持续改善

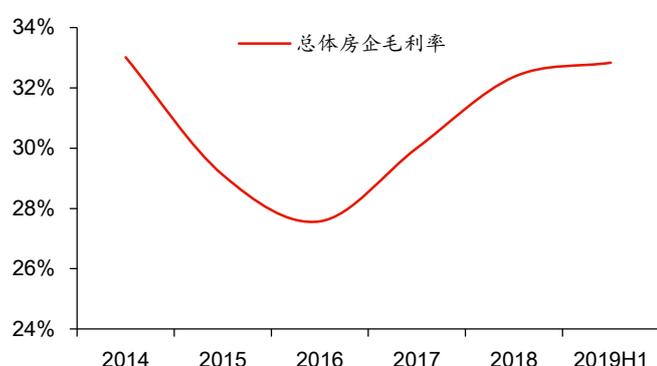
盈利质量层面，2019H1 总体房企毛利率为 32.8%，较 2018H1 增长 1.2 个百分点，较 2018 年增长 0.4 个百分点。龙头、中型、小型房企毛利率分别为 29.6%、37.6%、33.1%，较 2018H1 增长 0.8、2.6、-2.6 个百分点，较 2018 年增长-0.8、2.6、-1.0 个百分点。

2019H1 总体房企归母净利率为 10.5%，较 2018H1 下滑 0.6 个百分点，较 2018 年增长 0.5 个百分点。龙头、中型、小型房企归母净利率分别为 9.9%、11.8%、8.1%，较 2018H1 增长 0、-1.2、-2.7 个百分点，较 2018 年增长 0.1、1.7、-2.4 个百分点。

2019H1 总体房企加权平均 ROE 为 7.1%，同比增长 0.3 个百分点，创出 2014 年以来新高。龙头、中型、小型房企加权平均 ROE 分别为 9.1%、6.6%、2.9%，同比增长 0.5、0.3、-1.2 个百分点。

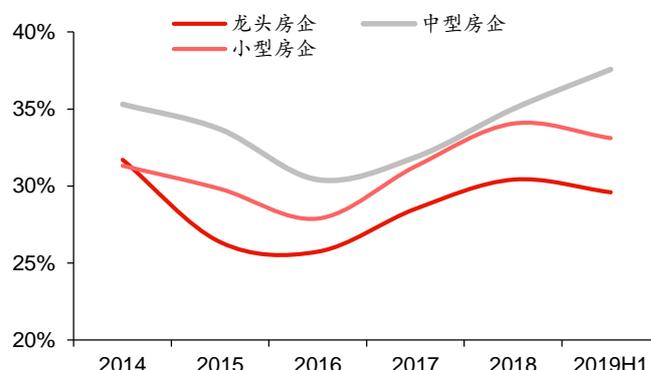
随着 2017 年前后市场相对高热度时期所销售的项目持续进入结转区间，总体房企盈利质量继续改善，尤其是中型房企，毛利率和净利率较 2018 年均有明显提升。但随着 2017 年后销售的项目盈利能力逐渐受到地价提升及限价调控趋严的影响，我们预计总体房企后续结算项目的盈利能力提升空间已经不大。从加权平均 ROE 的角度看，龙头房企绝对值和增长幅度均高于中小型房企，继续彰显优质本色。

图表6： 总体房企毛利率



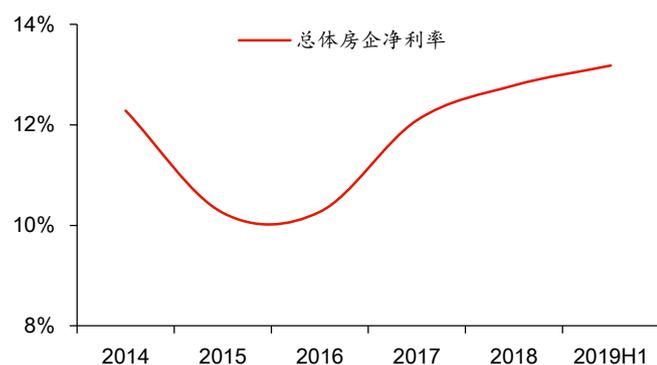
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 龙头/中型/小型房企毛利率



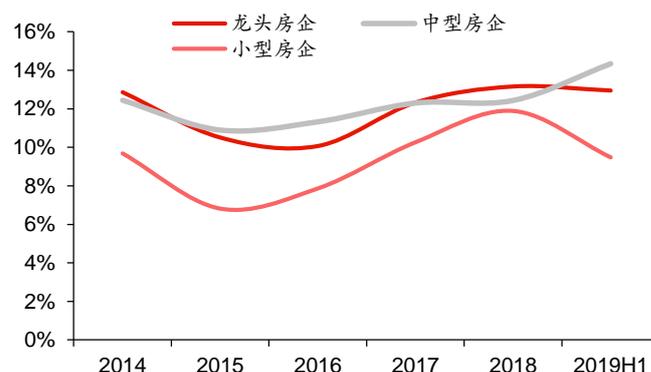
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 总体房企净利率



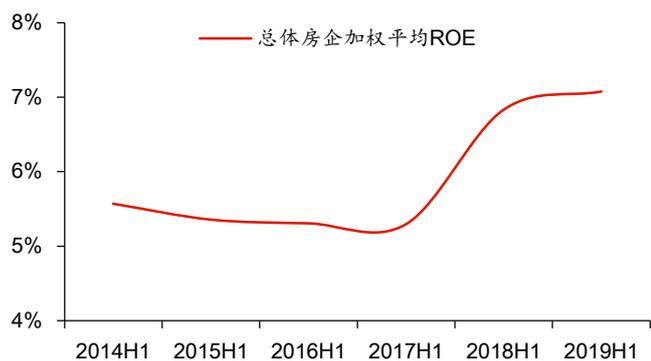
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 龙头/中型/小型房企净利率



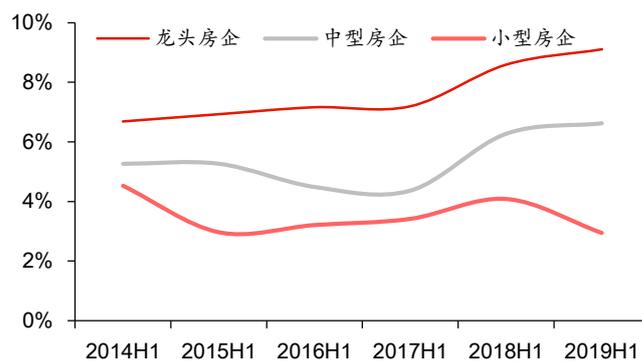
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10: 总体房企加权平均ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 龙头/中型/小型房企加权平均ROE



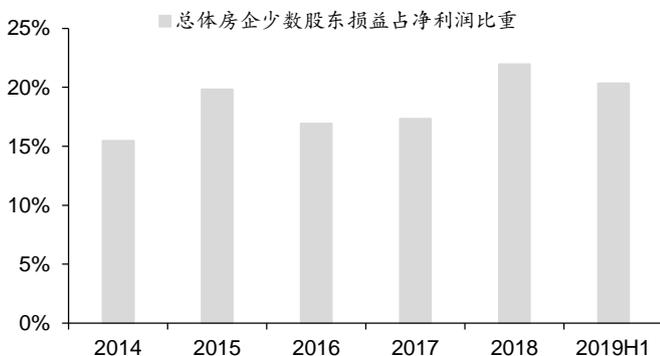
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

少数股东损益占比继续处于较高水平, 投资收益下滑

2019H1 总体房企少数股东损益占净利润比重达到 20%，较 2018 年下滑 2 个百分点。其中龙头、中型、小型房企分别为 23%、17%、14%，较 2018 年增长-2、-2、2 个百分点。总体房企少数股东损益占净利润的比例虽较 2018 年有所下滑，但仍处于历史较高水平。

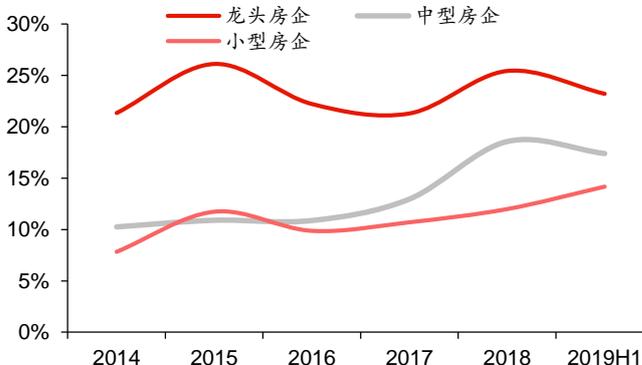
2019H1 总体房企投资收益同比下滑 26%，增速较 2018 年回落 37 个百分点。龙头、中型、小型房企投资收益分别同比下滑 7%、37%、40%，增速较 2018 年回落 33、18、143 个百分点。非并表合作项目结算继续减少，导致投资收益下滑。

图表12: 总体房企少数股东损益占净利润的比重



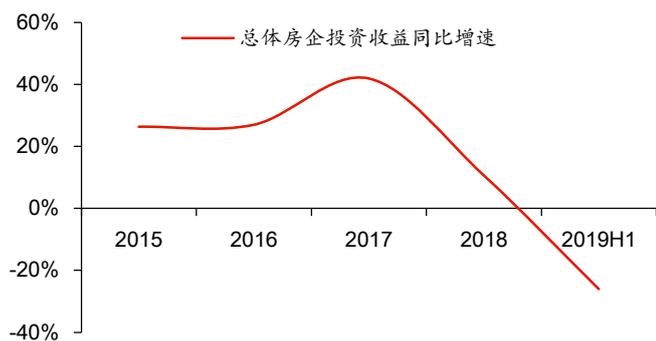
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 龙头/中型/小型房企少数股东损益占净利润的比重



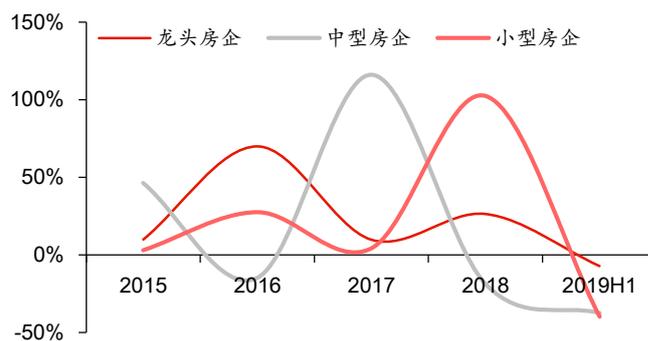
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 总体房企投资收益同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 龙头/中型/小型房企投资收益同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

销售管理费用率保持低位, 龙头优势进一步凸显

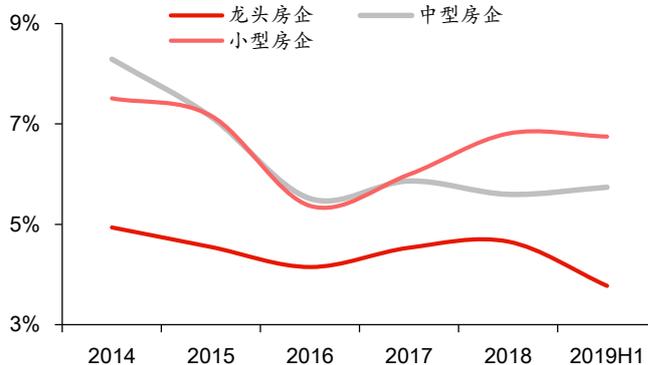
我们以“(销售费用+管理费用)/销售商品提供劳务收到的现金”为口径, 衡量房企的销售管理费用管控能力。2019H1 总体房企销售管理费用率为 3.9%, 较 2018H1 增长 0.2 个百分点, 较 2018 年下滑 0.5 个百分点, 维持低位水平。龙头、中型、小型房企销售管理费用率分别为 3.8%、5.7%、6.7%, 较 2018H1 增长-0.1、0.6、1.1 个百分点, 较 2018 年增长-0.9、0.1、-0.1 个百分点, 龙头房企对于销售管理费用的管控优势进一步凸显。

图表16: 总体房企销售管理费用率



注: 销售管理费用率=(销售费用+管理费用)/销售商品提供劳务收到的现金
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 龙头/中型/小型房企销售管理费用率



注: 销售管理费用率=(销售费用+管理费用)/销售商品提供劳务收到的现金
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

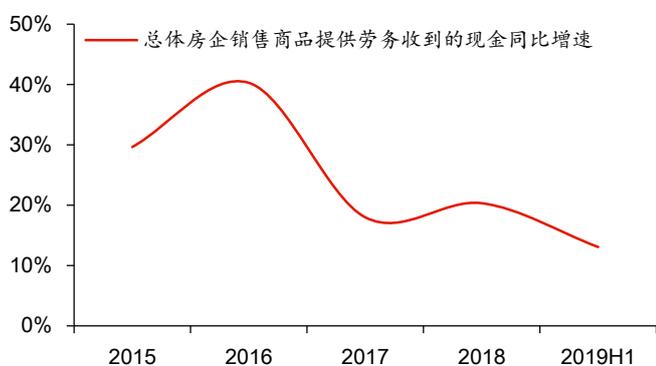
销售：增速回落但好于行业，大中型房企更为稳定

回款增速放缓，销售集中度提升

我们以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企销售进展，2019H1 总体房企该指标同比增长 13%，增速较 2018 年下滑 7 个百分点。龙头、中型、小型房企分别同比增长 16%、12%、0%，增速同比下滑 2、16、6 个百分点。

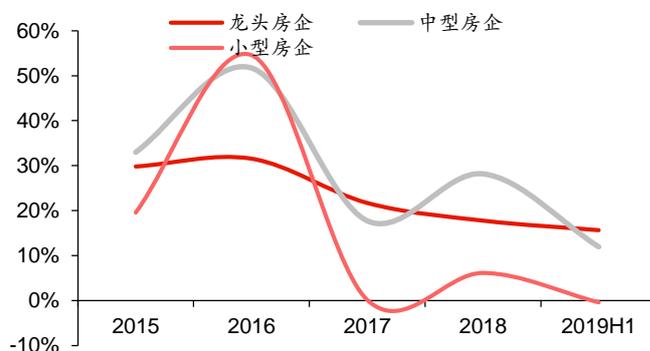
2019 年 1-6 月全国商品房销售金额同比增长 5.6%，2018 年增速为 12.2%，增速继续放缓。受此影响总体房企销售回款增速也有所放缓，但依然大幅领先于行业增速。龙头、中型房企销售回款表现明显好于小型房企，中型房企弹性较 2018 年有所减弱，销售集中度提升的趋势在该指标上继续体现。

图表18： 总体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19： 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

预收账款增速随销售放缓，营收覆盖率持续提升

2019H1 总体房企预收账款同比增长 20%，增速较 2018 年末回落 10 个百分点，相对 2018 年营收覆盖率为 144%，较 2018 年末增长 20 个百分点。龙头、中型、小型房企预收账款分别同比增长 21%、21%、13%，增速较 2018 年末回落 10、9、9 个百分点，相对 2018 年营收覆盖率为 159%、133%、97%，较 2018 年末增长 22、18、11 个百分点。

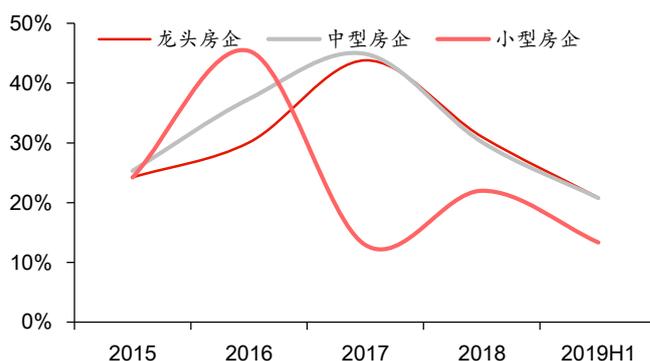
与销售增速放缓相对应，总体房企预收账款增速也出现放缓，其中小型房企颓势更为明显。但总体房企待结算资源对营收的覆盖程度继续提升，龙头、中型房企待结算资源更为充足，我们预计未来将推动业绩平稳增长。

图表20： 总体房企预收账款同比增速



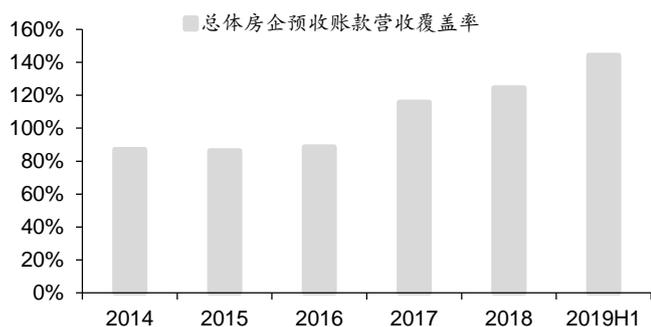
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21： 龙头/中型/小型房企预收账款同比增速



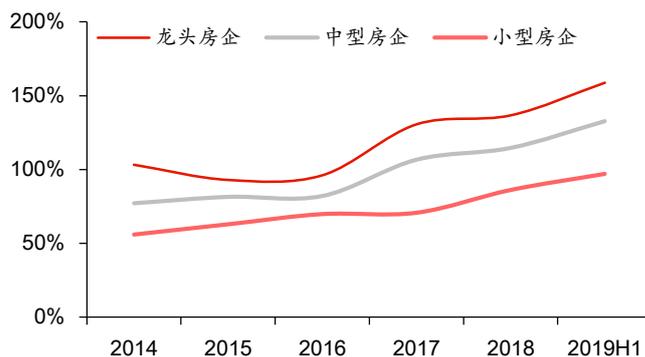
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22: 总体房企预收账款营收覆盖率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率



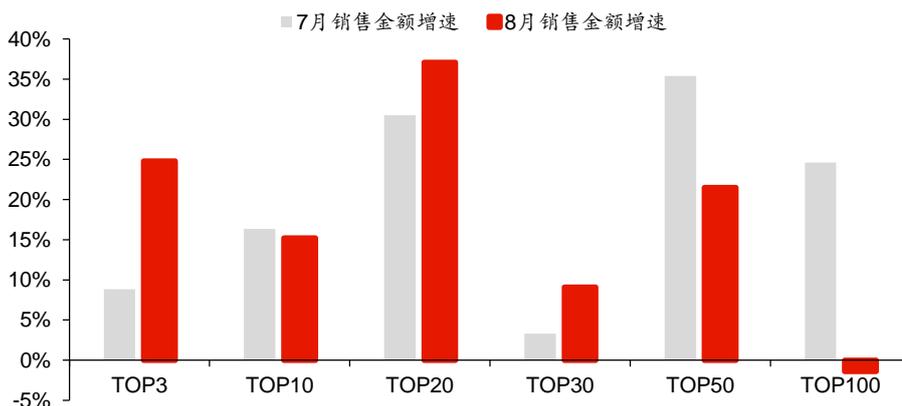
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

8月百强房企销售增速略有回落, 龙头资源底蕴彰显逆周期优势

根据亿翰的数据, 2019年8月百强房企单月销售金额环比增长6%, 同比增长17%, 同比增速较7月下月下滑4个百分点; 1-8月累计销售金额同比增长14%, 增速较1-7月下月下滑1个百分点。8月TOP3增速提升最为明显, 单月同比+25%, 较7月提高16个百分点, 城市深耕底蕴进一步彰显逆周期优势。TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50、TOP51-100梯队单月分别同比+15%、+37%、+9%、+22%、-1%, 增速较7月分别-1、+7、+6、-14、-23个百分点。

今年以来供给端推盘节奏对百强房企销售的影响程度高于需求端去化程度, 百强房企销售增速经历了年初低迷——3、4月小阳春逐步回升——7、8月增速再收窄的过程。我们认为2019年在“一城一策”环境下, 城市政策将体现有松有紧, 叠加低库存环境, 将驱动需求端保持平稳。随着后续推盘量逐渐提升(存量项目及上半年新增项目), 龙头房企今年仍能稳步前行, 而部分中型房企有望实现更好弹性。

图表24: 2019年7-8月不同梯度房企单月销售金额增速



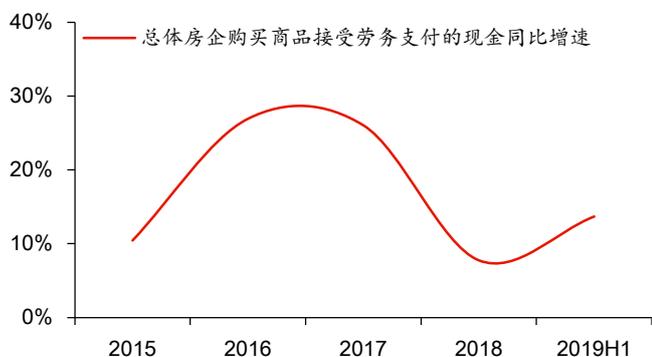
资料来源: 亿翰智库, 华泰证券研究所

扩张：上半年暂时转向积极，中型房企补库存意愿更高

我们以“购买商品接受劳务支付的现金”为口径衡量房企扩张进展（由于该数据包含房企建设施工投入，所以不能完全用来模拟房企拿地数据），2019H1 总体房企同比增长 14%，增速较 2018 年增长 6 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长 12%、19%、2%，增速较 2018 年增长 5、11、-10 个百分点。以该指标比上“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企拿地强度，2019H1 总体房企为 73%，较 2018 年增长 5 个百分点；龙头、中型、小型房企分别为 71%、75%、86%，同比增长 2、9、9 个百分点。

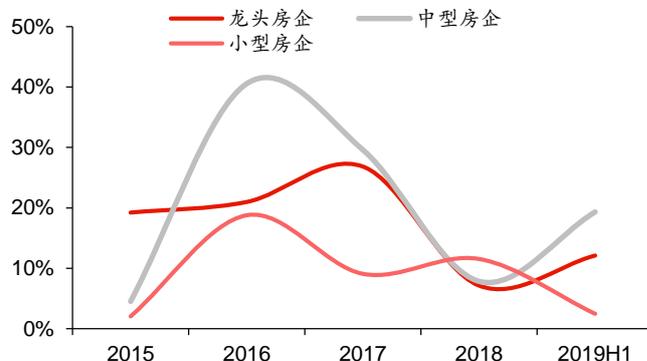
年初宏观流动性改善，叠加 3、4 月土地市场回暖，龙头、中型房企扩张指标较 2018 年低点有所回升，但较前期高点仍有较大差距。规模扩张意愿更强烈的中型房企扩张指标回升程度相对较高，小型房企购买商品接受劳务支付的现金增速仍在持续下滑，拿地强度提升只是因为销售回款增速表现更差。但随着 5 月以来融资收紧，我们预计扩张指标的持续回升不可持续，下半年总体房企扩张意愿将明显减弱。

图表25： 总体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速



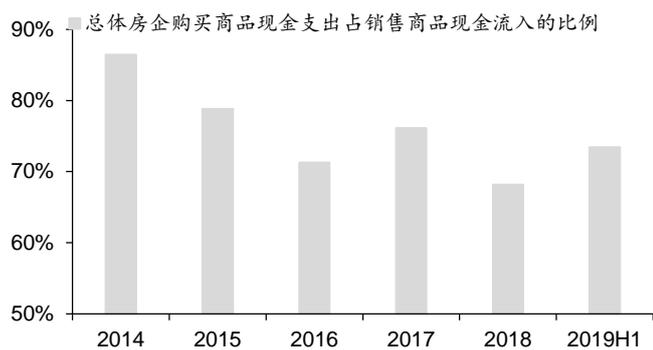
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速



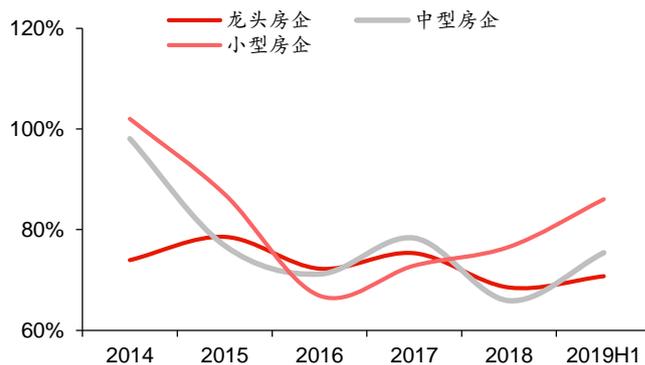
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27: 总体房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

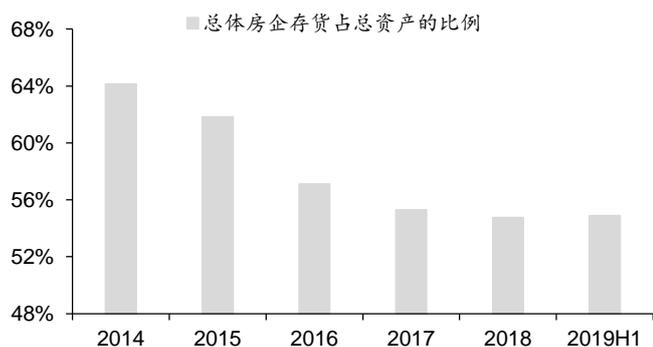
图表28: 龙头/中型/小型房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

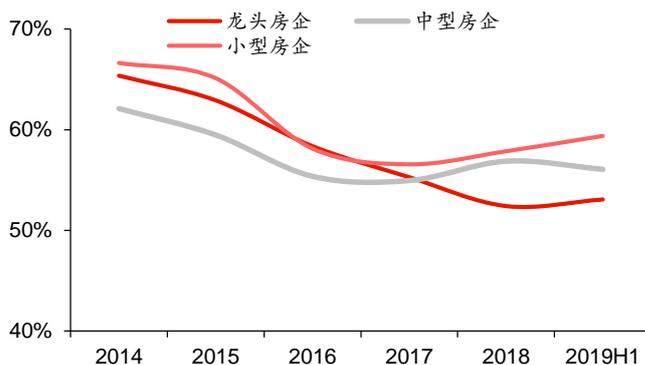
2019H1 总体房企存货占总资产比重为 55%，较 2018 年末持平，暂时止住了 2014 年以来连续下行的趋势。其中龙头、中型、小型房企存货占总资产比重分别为 53%、56%、59%，较 2018 年末增长 1、-1、1 个百分点。

图表29: 总体房企存货占总资产的比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 龙头/中型/小型房企存货占总资产的比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

融资：上半年杠杆有所回升，强者恒强态势凸显

净负债率有所回升，经营性现金流净额明显改善

融资规模层面，2019H1 总体房企净负债率为 102%，较 2018 年末增长 6 个百分点；龙头、中型、小型房企分别为 85%、119%、97%，较 2018 年末分别增长 13、-5、12 个百分点。总体房企货币资金/短期负债的比重为 126%，较 2018 年末持平；龙头、中型、小型房企分别为 157%、100%、108%，较 2018 年末增长-17、11、-5 个百分点。总体房企经营性现金流净额为 4 亿元，较 2018H1 增长 528 亿元；龙头、中型、小型房企分别为 50、119、-166 亿元，较 2018H1 增长 272、297、-41 亿元。

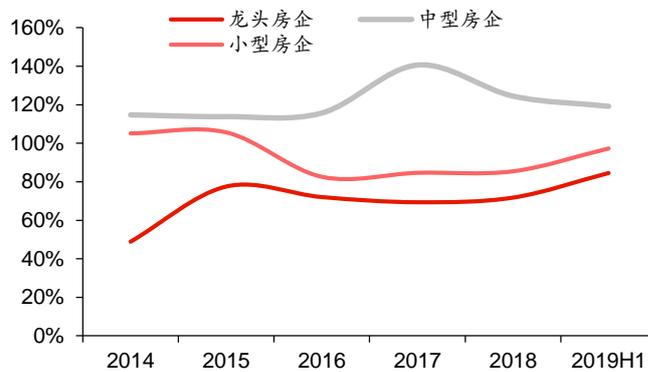
由于拿地力度提升，总体房企净负债率较 2018 年末出现回升，短债覆盖率保持平稳，经营性现金流净额也有明显改善。分梯队来看，龙头房企杠杆有所增加，但净负债率、短债覆盖率依旧处于行业最优水平；中型房企净负债率仍然在较高水平，但 2019H1 出现回落，加速去杠杆依然是这些企业 2018 年以来的核心命题；小型房企表现较为挣扎，经营性现金流反而有所恶化。

图表31： 总体房企净负债率



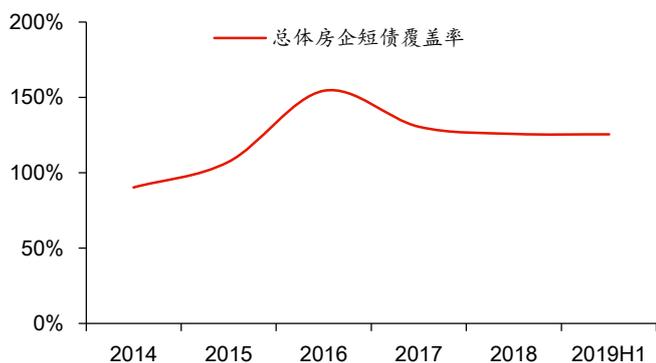
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32： 龙头/中型/小型房企净负债率



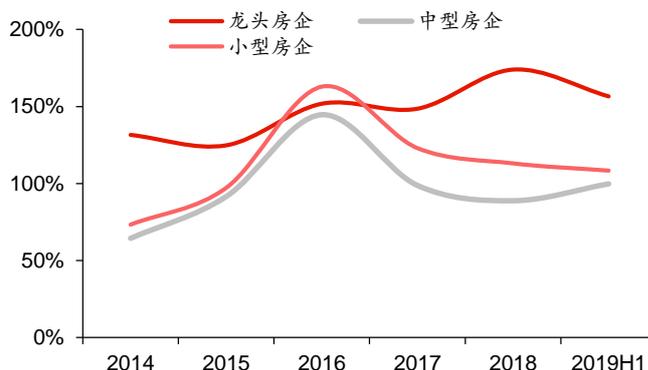
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33： 总体房企短债覆盖率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34： 龙头/中型/小型房企短债覆盖率



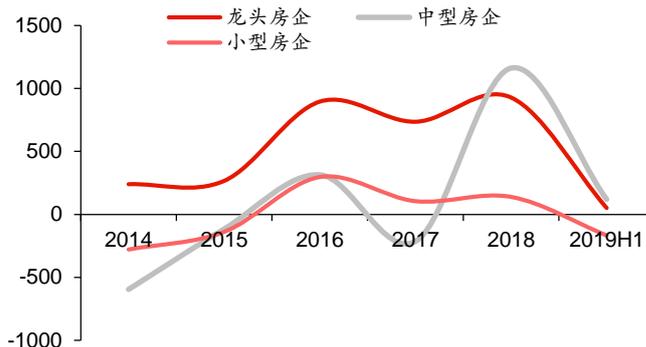
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35: 总体房企经营性现金流净额(单位:亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 龙头/中型/小型房企经营性现金流净额(单位:亿元)



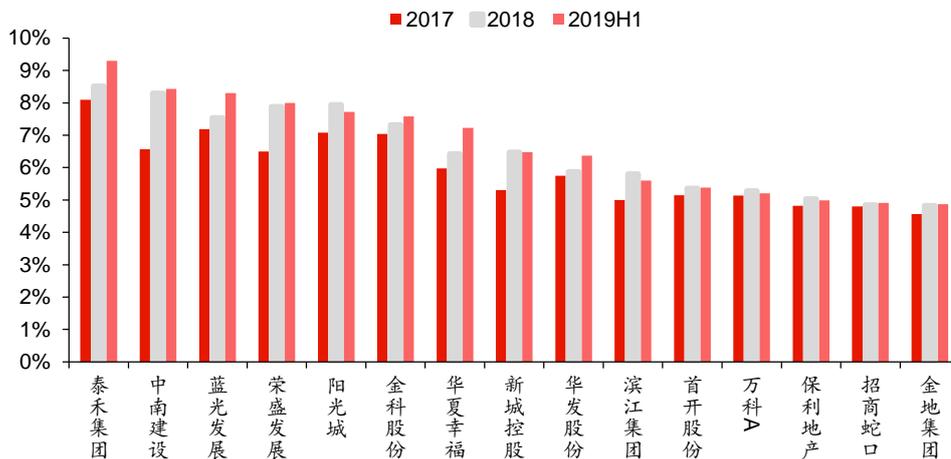
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

融资成本强者恒强, 融资集中度上升将是大势所趋

融资成本层面, 2019H1 融资成本在 7% 以上的房企包括泰禾集团、中南建设、蓝光发展、荣盛发展、阳光城、金科股份、华夏幸福, 其中仅阳光城融资成本出现改善; 5%-7% 的房企包括新城控股、华发股份、滨江集团、首开股份、万科 A, 其中滨江集团、万科 A 融资成本出现改善; 5% 以下的房企包括保利地产、招商蛇口、金地集团, 其中保利地产融资成本出现改善。

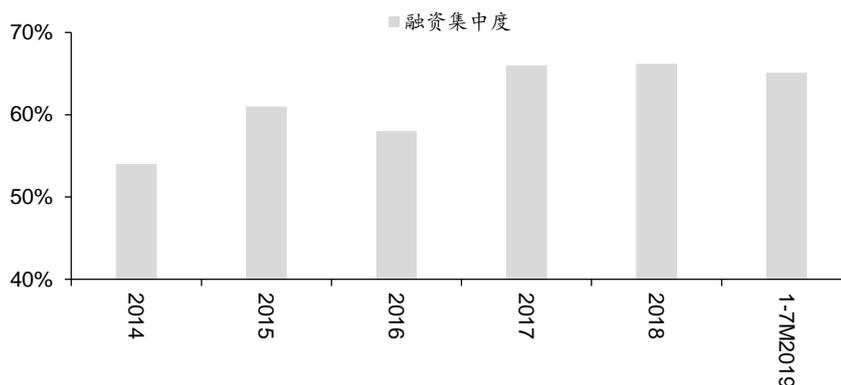
随着 5 月以来信托、境内债、境外债、开发贷融资相继收紧, 房企融资难度在年初流动性宽松带来的短暂蜜月期后陡然加大, 2019H1 多数房企平均融资成本较 2018 年继续提升。原先融资成本更高的房企, 融资成本进一步提升的概率和幅度更大, 规模房企的融资优势正在进一步凸显, 我们预计未来行业融资集中度将重新提升。

图表37: 部分 A 股上市房企平均融资成本



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表38：房企融资集中度



注：根据克而瑞企业月报数据测算，融资集中度=TOP30 融资总额/典型房企融资总额。2019年之前是85家典型房企，2019年之后是95家典型房企，因此若2019年仍以85家典型房企的同口径计算，我们预计1-7月融资集中度大概率将高于2018年水平。

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表39：2019年5月以来房地产信托、境内债、境外债、开发贷融资收紧情况

融资渠道	政策事件	具体内容
信托	5月17日银保监会《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》(23号文)	需要规范的问题：向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资；通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资；直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款
	7月窗口指导	第一，对房地产信托放款的结构进行明确规定，禁止前端融资；第二，严格控制地产信托的规模，这是过去8-9年没有明确遇到过的；第三，对信托给没有放款资格的机构提供通道进行限制。
	8月银保监会《信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》(64号文)	严格执行《中国银保监会办公厅关于进一步加强信托公司房地产信托业务监管的通知》(银保监办便函〔2019〕957号)等监管规定,结合近期信托部约谈警示有关信托机构提出的工作要求,督促辖内信托机构依法合规开展房地产信托业务,提高风险防控前瞻性和主动性,控制业务发展增速。按月监测房地产信托业务变化情况,及时采取监管约谈、现场检查,暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施,坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头
境内债	5月末以来窗口指导	部分拿下“地王”、土地投资金额较大的房企被限制公开市场融资,包括公司债、私募债、短融、中票、ABS等多种渠道
境外债	7月12日发改委《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务,并在外债备案等级材料中列明拟置换境外债务的详细信息,提交《企业发行外债真实性承诺函》,加强信息披露,制定发行外债总体计划,有效防控外债风险。
开发贷	5月17日银保监会《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》(23号文)	需要规范的问题：表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质,违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎,资金被挪用于房地产开发。
	6月13日银保监会主席郭树清发言	必须正视一些地方房地产金融化问题。近些年来,我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升,相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。更严重的是,新增储蓄资源一半左右投入到房地产领域。房地产业过度融资,不仅挤占其他产业信贷资源,也容易助长房地产的投资投机行为,使其泡沫化问题更趋严重。
	7月29日央行召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	要求各类银行要转变传统信贷路径依赖,合理控制房地产贷款投放,加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示,合理管控企业有息负债规模和资产负债率。
	8月8日银保监会办公厅《关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》	在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作,“严厉查处各种将资金通过挪用、转道等方式流入房地产行业的违法违规行为”。检查内容不仅包括供给端(面向房企的开发贷、并购贷、经营性物业贷款等),还包括需求端(面向居民户的个人住房贷款,个人综合消费贷款、经营性贷款、首付贷、信用卡透支资金挪用于购房)。

资料来源：央行，银保监会，发改委，华泰证券研究所

投资建议

2019 上半年龙头房企在业绩、销售、扩张、融资方面均彰显优势，业绩集中度提升趋势渐明。我们认为随着利率市场化所带来的中枢下行，以及房地产调控效果显现带来的政策压力趋缓，优质房企业绩潜力有望推动估值低位修复。其中融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的优质房企发展空间更为明确。继续推荐：1、具备融资优势且受益于核心城市发展的优质房企（万科 A 等）；2、具备高周转能力和回款能力的成长企业（中南建设、金地集团、华发股份等）；3、受益于公募 REITs 未来推进的优质商业物业企业（大悦城等）；4、推进收购招商物业的机构物管央企旗舰中航善达。

风险提示

行业政策风险：融资收紧的节奏、范围、力度，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

房企经营风险：房地产行业融资环境暂未出现明显放松，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com