

业绩稳健增长，现金流持续向好

投资要点

- **中型地产公司迎来较高速的业绩放量，板块盈利能力持续提升。**2019 年上半年，申万地产板块合计实现营业收入 8828 亿元 (+21.6%)，17 家大房企（包括 9 家 H 股）共计实现营业收入 12714 亿元 (+14.7%)，44 家重点公司共计实现营业收入 3073 亿元 (30.1%)，2019 年中期中型地产公司迎来较高速的业绩放量，考虑到核心公司预收账款总额同比增速高达 51%，重点公司预收账款总额同比增速高达 40%，对营业收入的覆盖倍数维持在近年高位，未来可结算规模具备保障。利润端 2019 年上半年，申万板块业绩增速为 15.6%，重点公司业绩增速为 20.2%，领跑行业。另外，随着合作开发成为行业主流并体现在财务报表，申万地产板块少数股东损益同比增速为 37.2%，占净利润的比提升至 40%。2019 年上半年，申万地产板块按营业收入加权平均毛利率为 32.2%，加权平均净利率为 13.1%，同比稳中有升，依旧维持在高位，其中 2018 年核心公司及重点公司加权平均净利率为 14.6%，重点公司盈利能力显著提升。板块近年期间费用率呈小幅攀升，而其中核心公司费用率管控水平能力凸显。
- **销售集中度持续提升，板块销售回款好转，核心公司销售增速回落。**2019 年上半年，全国商品房销售面积 7.58 亿方，同比下降 1.8%，商品房销售额 7.07 万亿元，同比增长 5.6%。2018 年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率分别达到 30.5%、42.4% 以及 50.3%，行业集中度持续提升。2019 年上半年，核心公司销售拿地均有回落，核心公司共计实现销售金额 2.5 万亿元，同比增长 4.3%。上半年房企明显加快了预售现金回流速度，2019 年上半年核心公司经营性现金流入增速显著高于销售额的增速。同时核心公司土储充沛，截至上半年末总土储合计为 16.9 亿方，较 18 年末持平。
- **板块有息负债增速持续放缓，净负债率维持稳定。**2019 年上半年末，板块加权平均净负债率小幅提升，核心公司杠杆率稳定，现金流充沛。2019 年上半年末，申万地产板块总计存续的有息负债总额约为 3.4 万亿元，较 18 年末增加 6.8%。
- **投资建议：**目前时点市场的系统性风险充分释放，托底信号显现，看好利空出尽估值修复行情维持板块“强于大市”的投资评级，推荐万科 A、保利地产、招商蛇口、金地集团、中南建设等。
- **风险提示：**房地产调控政策风险、行业信用紧缩风险等。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000002	万科 A	25.8	买入	3.06	3.73	4.33	8.43	6.92	5.96
600048	保利地产	13.45	增持	1.59	2.01	2.49	8.46	6.69	5.40
001979	招商蛇口	19.75	增持	1.89	2.35	2.80	10.45	8.40	7.05
600383	金地集团	11.23	买入	1.79	2.13	2.65	6.27	5.27	4.24
000961	中南建设	7.31	买入	0.59	1.09	1.90	12.36	6.71	3.85

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如
执业证号：S1250517060001
电话：0755-23900571
邮箱：hhr@swsc.com.cn

联系人：尉鹏洁
电话：021-58351917
邮箱：ypj@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	131
行业总市值 (亿元)	20,873.69
流通市值 (亿元)	20,098.87
行业市盈率 TTM	8.52
沪深 300 市盈率 TTM	12.0

相关研究

1. 房地产行业政策点评：新提法为应有之义，利空出尽行情可期 (2019-07-31)
2. 房地产行业 2018 年报及 2019 一季报总结：业绩快速释放，集中度持续提升 (2019-05-15)
3. 房地产行业动态点评：大幅取消落户限制，加速推动城市群协同发展 (2019-04-09)
4. 房地产行业动态点评：拿地明显回落，推升政策宽松预期 (2019-03-15)
5. 房地产行业动态点评：板块仓位持续提升，防御价值不断凸显 (2019-01-27)
6. 房地产行业数据点评：投资增速好于预期，拿地销售有所回暖 (2019-01-21)

目 录

1 营收业绩高增长，盈利能力持续提升	1
1.1 收入稳健增长，可结算资源充沛	1
1.2 盈利能力稳中有升，龙头公司费用控制能力强	4
1.3 板块加权 ROE 稳健，周转率趋缓，盈利能力及杠杆有所提升	7
2 销售增速有所趋缓，现金回流情况明显改善	8
2.1 行业集中度进一步提升，中型房企更具备发展潜力	8
2.2 现金流持续好转，龙头房企销售回款率亮眼	10
2.3 核心公司土地储备充沛，拿地力度有所减弱	11
3 融资收紧逐步传导，龙头房企融资优势凸显	12
4 风险提示	14

图 目 录

图 1: 2014-2019H1 申万地产板块营业收入 (亿元)	1
图 2: 2014-2019H1 各类公司营业收入增速对比	1
图 3: 2014-2019H1 各类公司营业收入 (亿元)	2
图 4: 2014-2019H1 年各类公司营业收入占比	2
图 5: 2014-2019H1 申万地产板块公司预收账款 (亿元)	2
图 6: 2014-2019H1 年各类公司预收账款增速 (%)	2
图 7: 2014-2019H1 年各类公司预收账款占比情况	3
图 8: 2014-2019H1 年各类公司预收账款/营业收入	3
图 9: 2014-2019Q1 申万地产板块归母净利润 (亿元)	3
图 10: 2014-2019Q1 各类公司归母净利润增速对比	3
图 11: 2014-2019Q1 申万地产板块少数股东权益 (亿元)	4
图 12: 2014-2019Q1 申万地产板块少数股东损益 (亿元)	4
图 13: 2014-2019Q1 申万地产板块少数股东损益/净利润	4
图 14: 2014-2019Q1 各类公司少数股东损益/净利润	4
图 15: 2014-2019Q1 申万地产板块加权平均毛利率	5
图 16: 2014-2019Q1 申万地产板块加权平均净利率	5
图 17: 2014-2019Q1 各类公司加权毛利率	5
图 18: 2014-2019Q1 各类公司加权净利率	5
图 19: 2014-2019Q1 申万地产板块期间费用率	6
图 20: 2014-2019Q1 各类公司期间费用率	6
图 21: 2014-2019Q1 各类公司销售费用率	6
图 22: 2014-2019Q1 各类公司管理费用率	6
图 23: 2014-2019Q1 各类公司财务费用率	7
图 24: 2014-2019Q1 申万地产板块三项费用率情况	7
图 25: 2014-2018 申万地产板块 ROE	7
图 26: 2014-2018 申万地产板块总资产周转率 (年化)	7
图 27: 2014-2019H 申万地产加权净利率 (包括少数股东损益)	8
图 28: 2014-2018 申万地产板块权益乘数	8
图 29: 2014-2019H1 年全国商品房销售金额	8
图 30: 2014-2019H1 年全国商品房销售面积	8
图 31: 2014-2019H1 年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率	9
图 32: 2014-2019H1 年 TOP10、TOP20、TOP30 销售门槛	9
图 33: 2019H1 TOP30 房企全年销售金额及同比增速	10
图 34: 2019H1 TOP30 房企全年销售面积及同比增速	10
图 35: 2014-2019H1 年核心公司销售金额及增速	11
图 36: 2014-2019H1 年核心公司销售面积增速	11
图 37: 2014-2019H1 年核心公司经营现金流入 (亿元)	11
图 38: 2014-2019H1 年重点公司经营现金流入 (亿元)	11
图 39: 2014-2018 年核心公司土地储备及同比增速 (万方)	12

图 40: 2018 年末核心公司总土地储备 (万方)	12
图 41: 2014-2019Q1 申万地产板块净负债率	12
图 42: 2014-2019Q1 各类公司净负债率	12
图 43: 2014-2019Q1 申万地产板块调整预收账款后净负债率	13
图 44: 2014-2019Q1 各类公司整预收账款后净负债率	13
图 45: 2014-2018 年剔除预收账款的资产负债率	13
图 46: 2014-2019Q1 一年内到期的有息负债/有息负债	13
图 47: 2014-2019Q1 申万地产板块有息负债及同比增速 (亿元)	14
图 48: 2014-2018 各类公司有息负债同比增速 (亿元)	14

表 目 录

表 1: 地产板块公司划分及统计范围	1
表 2: 2019 年上半年年销售金额前 30 强房企 (单位: 亿元)	9

1 营收业绩高增长，盈利能力持续提升

上市房企 2019 年半年报披露完毕，我们对申万房地产板块以及内房股核心公司（包括 9 家 H 股）进行研究，为更好的进行对比分析，我们将目标股分为以下三类：（1）核心公司：申万房地产板块以及内房股市值 500 亿以上（内房股 9 家）公司，共 17 家；（2）重点公司：申万房地产板块市值 100-500 亿公司，共 44 家；（3）其他公司：申万房地产板块市值 100 亿以下公司，共 78 家。

表 1：地产板块公司划分及统计范围

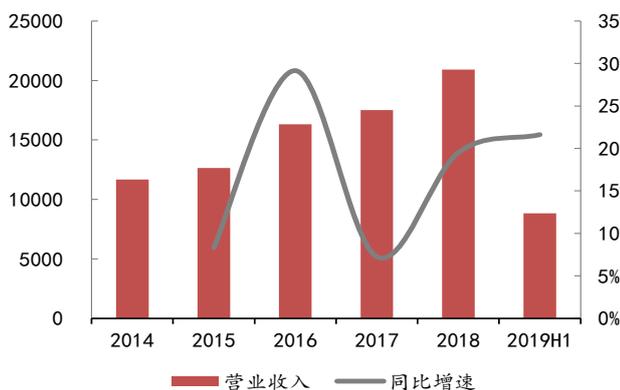
公司维度	公司数量	选择标准
申万地产	129 家	申万一级行业分类申万地产板块所有公司
核心公司	17 家	申万房地产板块 A 股及 H 股内房股市值 450 亿元以上地产公司，其中包含 9 家内房股上市房企
重点公司	44 家	申万房地产板块市值 100-450 亿公司
其他公司	78 家	申万房地产板块市值 100 亿以下公司

数据来源：Wind，西南证券整理

1.1 收入稳健增长，可结算资源充沛

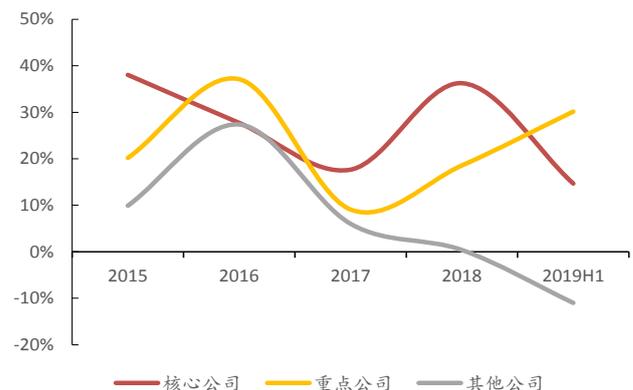
板块营业收入稳健增长，中型地产公司迎来较高速业绩放量。2019 年上半年，申万地产板块 129 家公司合计实现营业收入 8828 亿元，同比增长 21.6%，自 2017 年增速迅速回落后实现较大幅度增长。而我们选取的以核心公司（包括 9 家 H 股）为代表的龙头房企共计实现营业收入 12714 亿元，同比增长 14.7%，龙头地产公司 2019 年中期结算增速较 2018 年全年显著回落，我们更加期待 2019 年全年的结算表现，但随着过去两年龙头地产公司销售增速的回落，我们预计 2019 年龙头公司整体结算增速不会超过 2018 年全年水平。44 家重点公司共计实现营业收入 3073 亿元，同比增长 30.1%，2019 年中期中型地产公司迎来较高速的业绩放量，我们期待全年中型地产公司营业收入的表现，而其他公司共计实现营业收入 749 亿元，同比下滑 11.0%。

图 1：2014-2019H1 申万地产板块营业收入（亿元）



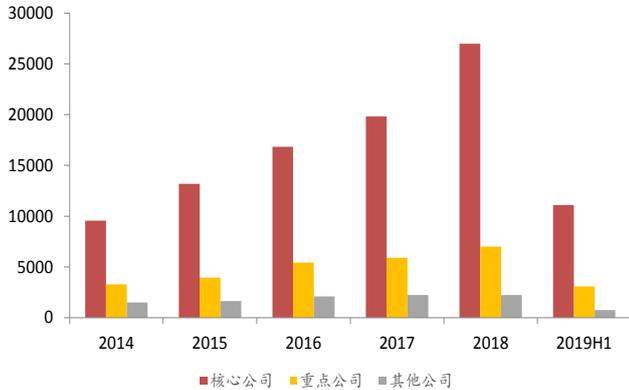
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：2014-2019H1 各类公司营业收入增速对比

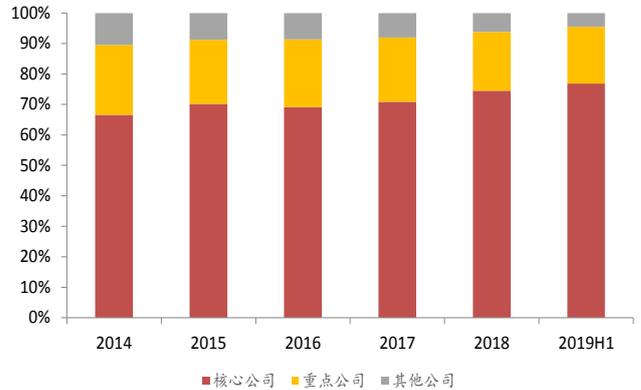


数据来源：Wind，西南证券整理

核心和重点公司收入贡献呈现逐年上升趋势，近年占比均在 90% 以上。2015 年以来，17 家核心公司和 44 重点公司的营收增长速度均高于 78 其他公司的营收增速，从收入贡献占比来看，核心公司和重点公司贡献达 90% 以上，并随着时间的推移这一占比逐年上升，行业集中度不断提升。

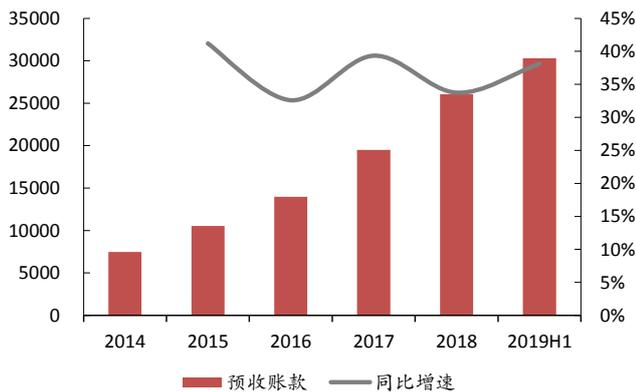
图 3：2014-2019H1 各类公司营业收入（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

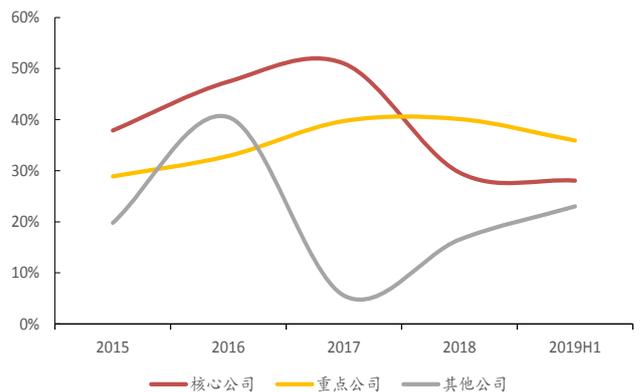
图 4：2014-2019H1 年各类公司营业收入占比


数据来源：Wind，西南证券整理

板块预收账款规模增速维持在高位，中型地产公司贡献力量增大。随着 2017 年地产行业销售的高增长，申万地产板块预收账款总额大幅增长 39.4%，我们统计的核心公司（包括 9 家 H 股）预收账款总额同比增速高达 51%，重点公司预收账款总额同比增速高达 40%。2019 年上半年，申万地产板块共计实现预收账款规模为 3.0 万亿元，同比增长 38.1%，依旧维持在高位。而以核心公司为代表的龙头房企 2019 年上半年预收账款同比增速较 2018 年全年持平，核心公司共计实现预收账款总计 3.4 万亿，同比增长 28.1%；重点公司共计实现预收账款 9680.9 亿元，同比增长 35.9%。

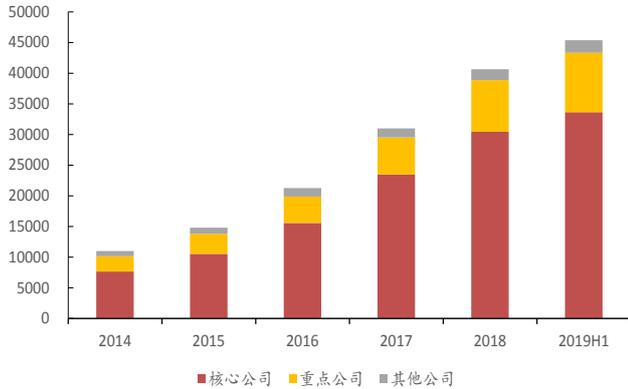
图 5：2014-2019H1 申万地产板块公司预收账款（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

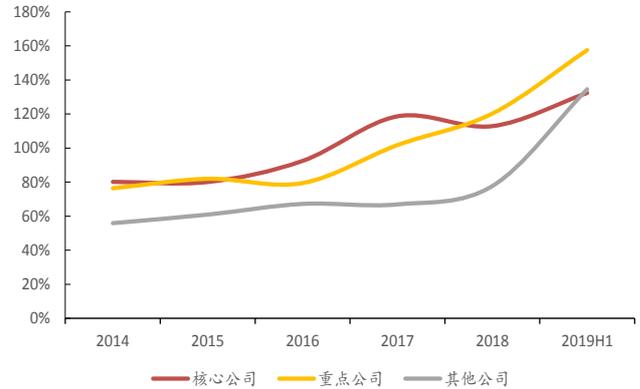
图 6：2014-2019H1 年各类公司预收账款增速（%）


数据来源：Wind，西南证券整理

各类公司预收账款对营业收入的比值呈现逐年上升，未来业绩保障性高。自 2014 年以来，核心公司和重点公司对整个行业的预收账款占比维持在较高水平，同时，截至 2019 年上半年末，核心公司和重点公司预收账款对营业收入的比例均在 1.0 以上，较强保障了未来的结算业绩。

图 7：2014-2019H1 年各类公司预收账款占比情况


数据来源：Wind，西南证券整理

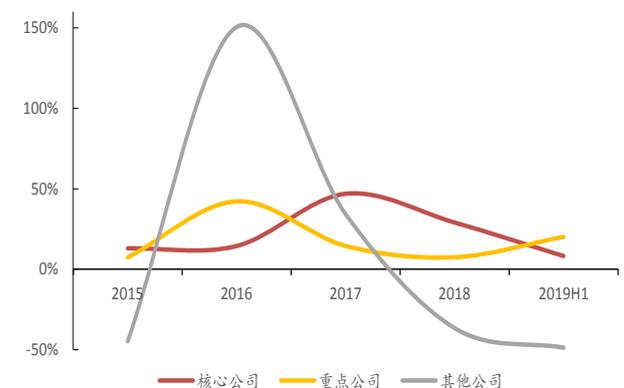
图 8：2014-2019H1 年各类公司预收账款/营业收入


数据来源：Wind，西南证券整理

板块归母净利润稳步增长，中型地产公司整体归母净利润增长速度高于龙头公司。2019 年上半年，申万地产板块共计实现归母净利润 1000.3 亿元，同比增长 15.6%，板块归母净利润的增速低于营收增速，主要原因是房企合作开发项目变多等因素影响下少数股东权益的增速显著提升以及投资收益同比提升。我们统计的 17 家核心公司（包括 9 家 H 股）共计实现归母净利润 1489.6 亿元，同比增长 8.2%；重点公司共计实现归母净利润 424.7 亿元，同比增长 20.2%，增速明显高于龙头公司，对整个板块业绩增速的提升有较明显的提振作用。

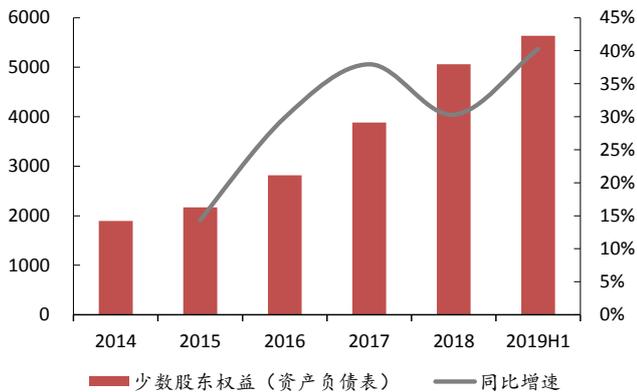
图 9：2014-2019Q1 申万地产板块归母净利润（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

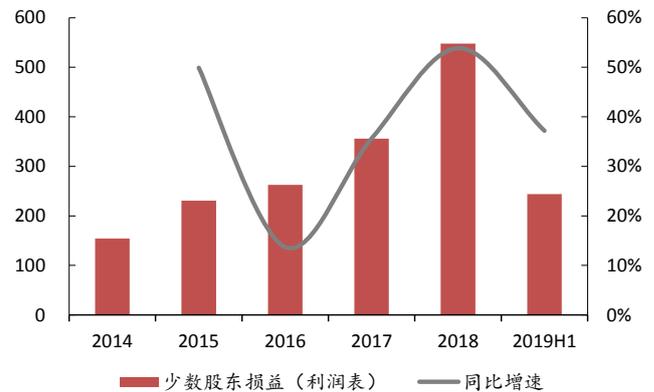
图 10：2014-2019Q1 各类公司归母净利润增速对比


数据来源：Wind，西南证券整理

板块少数股东损益占比持续提升，龙头房企这一特征尤为明显。2019 年上半年，申万地产板块共计实现少数股东损益总额为 243.7 亿元，同比增速高达 37.2%，房企加大合作投资后结算到利润端的情况逐渐显现。截止 2019 年上半年末，申万地产板块少数股东权益总额为 5623.2 亿元，同比增速高达 40.3%，我们预计未来利润表端少数股东权益总额还有待进一步创新高。

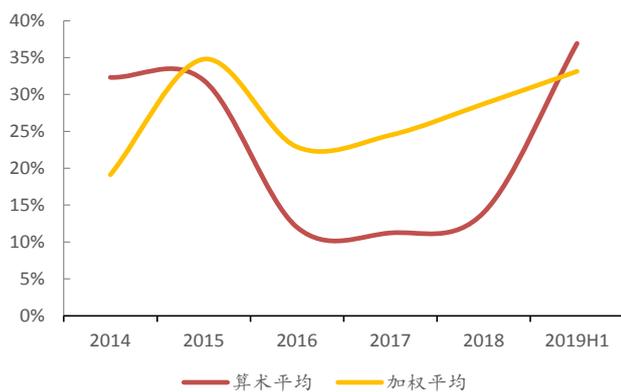
图 11: 2014-2019Q1 申万地产板块少数股东权益 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

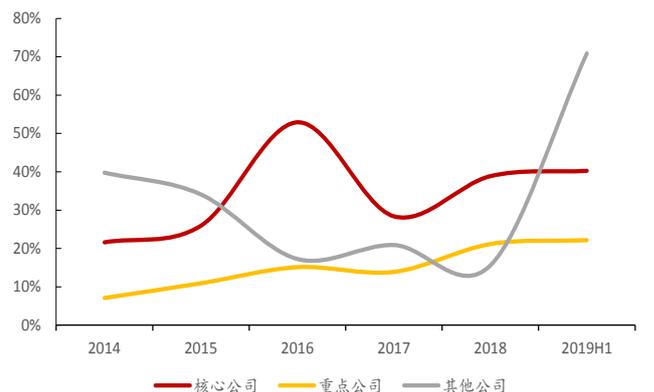
图 12: 2014-2019Q1 申万地产板块少数股东损益 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

2016 年以来, 申万地产板块少数股东损益总额占净利润总额的比重维持在 20-35% 之间并逐年攀升, 而其中, 核心公司 2019 年上半年少数股东损益占比高达 40%, 而重点公司和其他公司占比分别为 22% 和 71%。

图 13: 2014-2019Q1 申万地产板块少数股东损益/净利润


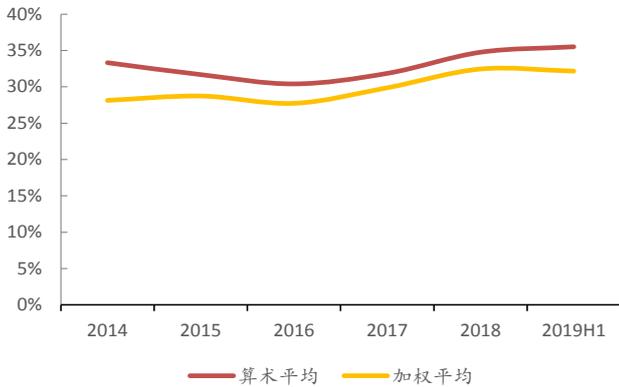
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2014-2019Q1 各类公司少数股东损益/净利润


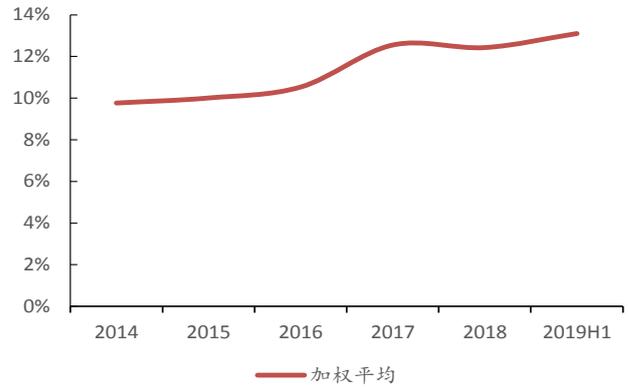
数据来源: Wind, 西南证券整理

1.2 盈利能力稳中有升, 龙头公司费用控制能力强

板块整体毛利率、净利率稳中有升。2019 年上半年, 申万地产板块按营业收入加权平均毛利率为 32.2%, 维持在 2018 年的高位。2019 年上半年, 申万地产板加权平均净利率为 13.1%, 同比稳中有升, 依旧维持在较高水平。

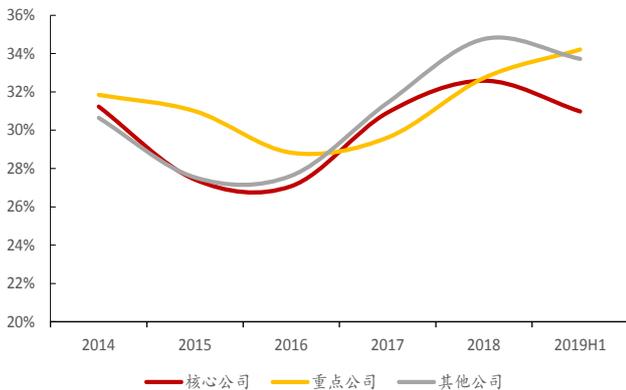
图 15：2014-2019Q1 申万地产板块加权平均毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

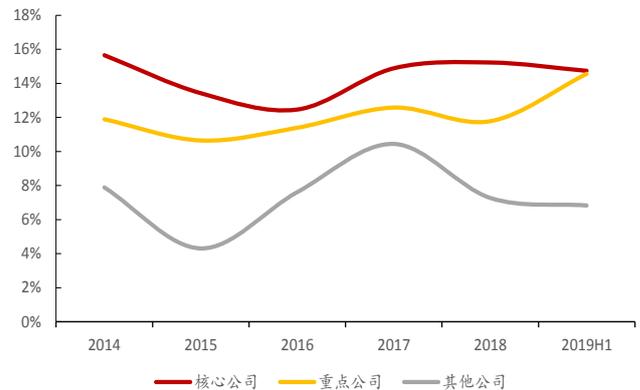
图 16：2014-2019Q1 申万地产板块加权平均净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

各类公司盈利能力持续提升，中型公司加权平均净利率持续提升。从我们统计的各类公司的盈利表现来看，2019 年上半年，核心公司和重点公司的加权平均毛利率均分别为 31.0% 和 34.2%，其他公司的加权平均毛利率为 33.7%。整体来看，从 2016 年以来，各类公司毛利率呈现出逐年攀升的趋势。核心公司净利率水平显著高于核心公司和其他公司，2019 年上半年核心公司和重点公司加权净利率均为 14.6%，其他公司为 6.8%，同比小幅下滑。

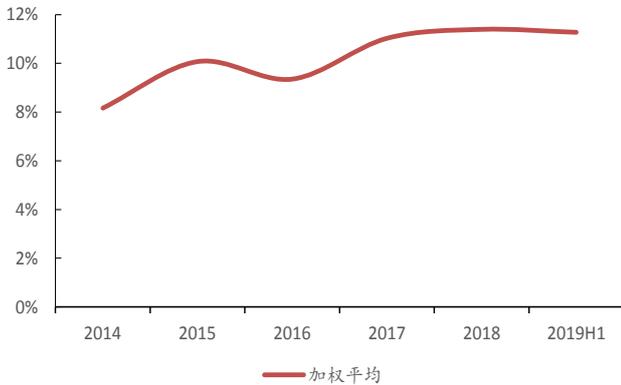
图 17：2014-2019Q1 各类公司加权毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

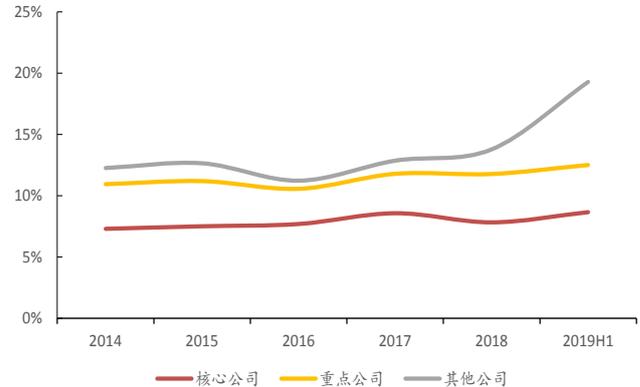
图 18：2014-2019Q1 各类公司加权净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

板块近年期间费用率呈小幅攀升，核心公司费用率管控水平能力凸显。2019 年上半年，申万地产板块期间费用率为 11.3%，维持在近两年平均水平。从我们统计的各类公司表现来看，其它公司期间费用率有明显的升高，其他两类公司维持稳定，2014-2019H1 年核心公司期间费用率一直稳定在 7% 左右的水平，重点公司的期间费用率基本处于 11% 左右，而其它公司 2019 年上半年期间费用率显著攀升至 19%，预计随着下半年结算量的释放，费用率还有进一步优化的空间。

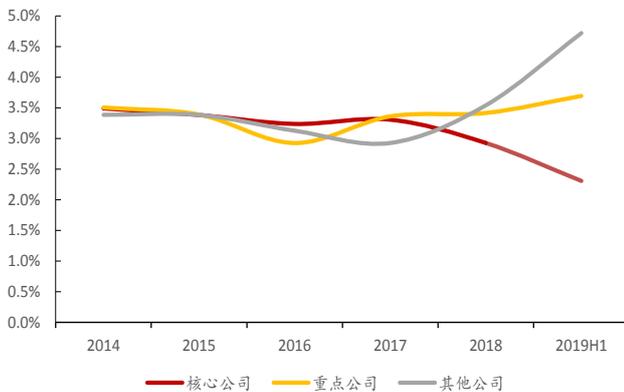
图 19: 2014-2019Q1 申万地产板块期间费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

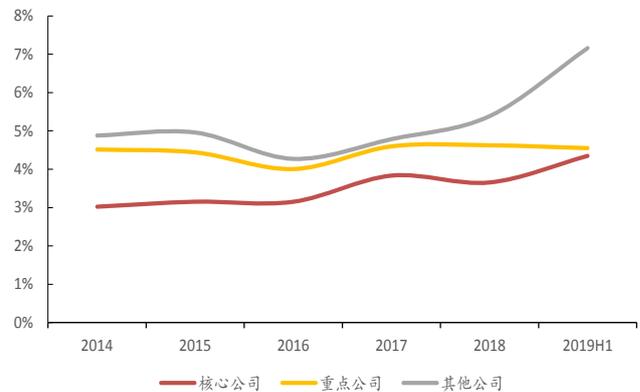
图 20: 2014-2019Q1 各类公司期间费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

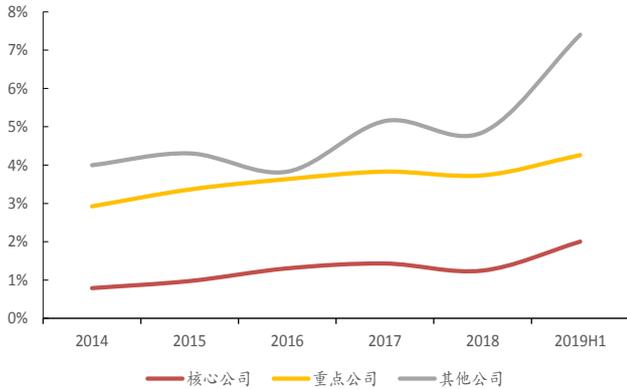
从期间费用率的细分来看,管理费率占比较高,其它公司销售和财务费用率明显抬升。申万地产板块 2019 年上半年加权平均管理费用率为 4.7%,与 2018 年全年基本持平。从结构看,其他公司加权平均管理费用率显著高于重点公司和核心公司,核心公司 2019 年上半年加权平均管理费用率仅为 4.3%,而其它公司 2019 年上半年加权平均管理费用率高达 7.2%。2014-2019H 年申万地产板块加权平均财务费用率和销售费用率均维持在 2-4%之间,其中,由于去年以来融资端的收紧及融资成本的提升,核心公司加权平均财务费用率在上半年小幅抬升至 2.0%,其他公司加权平均财务费用率最高,上半年抬升至 7.4%。销售费用率方面,由于 2019 年上半年分化明显,核心公司销售费用率为 2.3%,自 2017 年以来呈下滑趋势,而其它公司销售费用率 4.7%,自 2017 年以来明显提升。

图 21: 2014-2019Q1 各类公司销售费用率


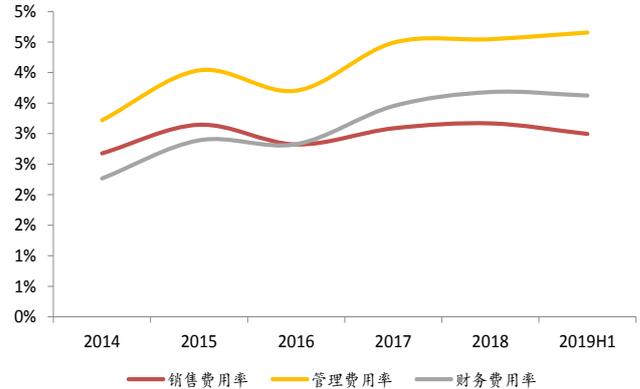
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 22: 2014-2019Q1 各类公司管理费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 23: 2014-2019Q1 各类公司财务费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 2014-2019Q1 申万地产板块三项费用率情况


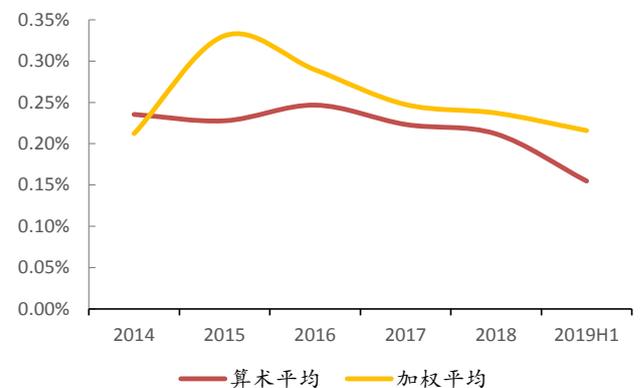
数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 板块加权 ROE 稳健，周转率趋缓，盈利能力及杠杆有所提升

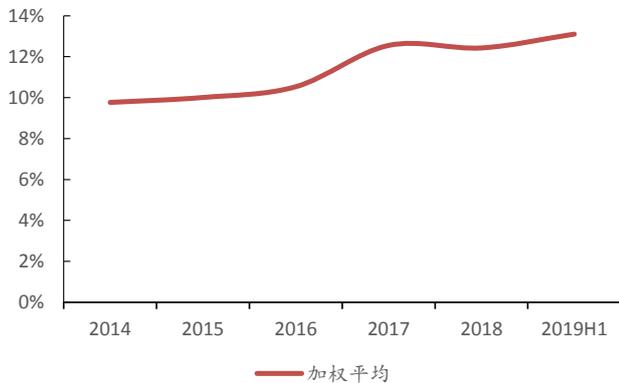
2014-2019H 年，申万地产板块加权平均净资产收益率在 14-18% 之间，2019 年上半年板块加权净资产收益率为 16.8%，基本与 2018 年全年持平，申万地产板块加权总资产周转率基本与 2018 年持平为 0.2%，板块整体盈利能力强，2019 年上半年净利率稳中有升，权益乘数在上半年有明显的提升一部分来自杠杆的上升，另一部分是由于预售的累积叠加房企结算不均匀，大量结算在年底导致，而地产板块真实的负债情况需参考后文有息负债的情况。

图 25: 2014-2018 申万地产板块 ROE

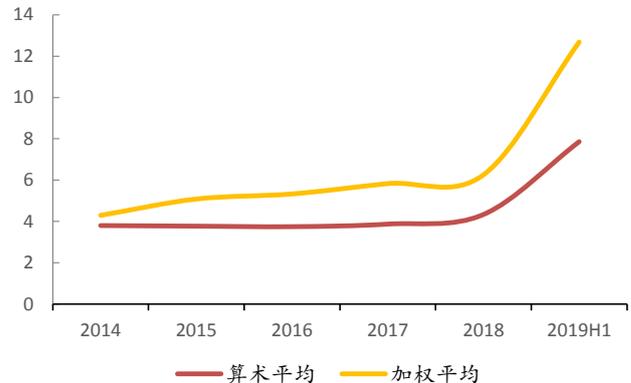

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 26: 2014-2018 申万地产板块总资产周转率 (年化)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 27: 2014-2019H 申万地产加权净利率 (包括少数股东损益)


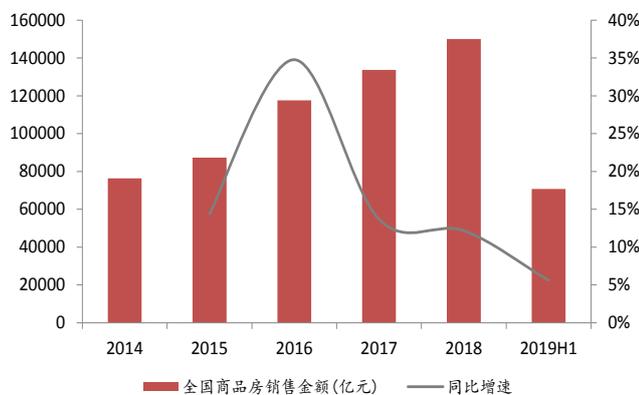
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 28: 2014-2018 申万地产板块权益乘数


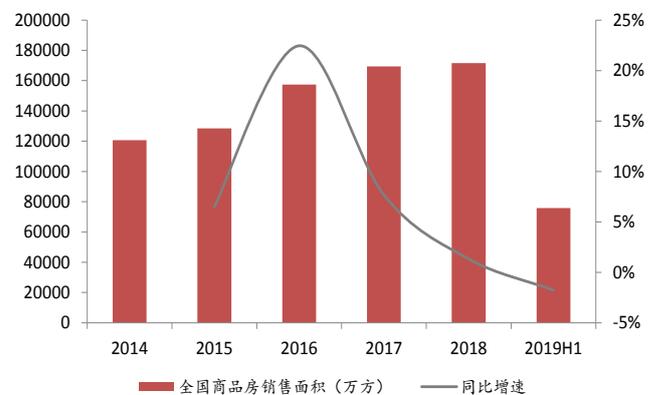
数据来源: Wind, 西南证券整理

2 销售增速有所趋缓, 现金回流情况明显改善

2019 上半年全国商品房销售面积 7.58 亿方, 同比下降 1.8%, 比 2018 全年增速下降 3.1 个百分点, 商品房销售额 7.07 万亿元, 同比增长 5.6%, 比去年同期增速回落 0.5 个百分点。

图 29: 2014-2019H1 年全国商品房销售金额


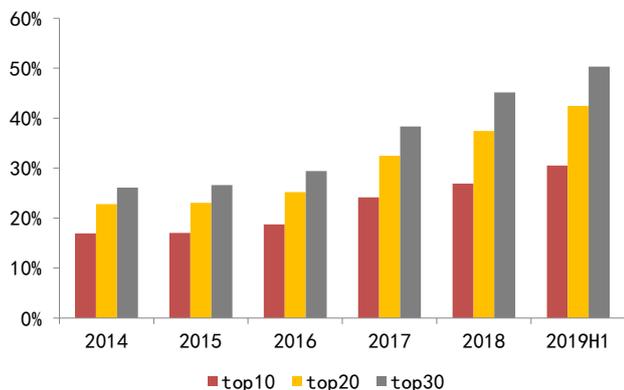
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 30: 2014-2019H1 年全国商品房销售面积


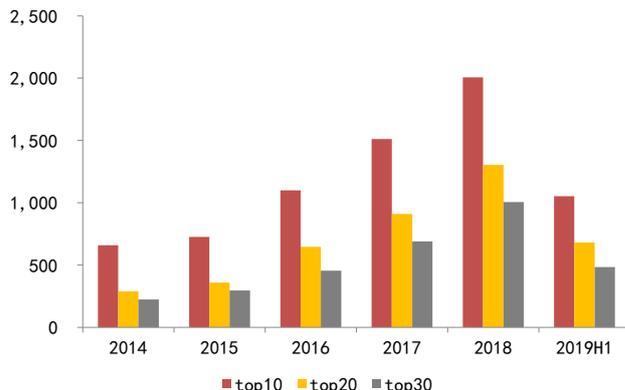
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.1 行业集中度进一步提升, 中型房企更具备发展潜力

从克而瑞公布的百强房企销售数据统计来看, 2019 上半年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率分别达到 30.5%、42.4% 以及 50.3%, 前三十房企销售占比接近半成, 行业集中度持续提升, 尤其是 TOP20 的市占率增长速度最快。2019 上半年 TOP10、TOP20、TOP30 销售门槛分别达到 1050 亿、680 亿以及 480 亿元。

图 31：2014-2019H1 年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率


数据来源：克而瑞，西南证券整理

图 32：2014-2019H1 年 TOP10、TOP20、TOP30 销售门槛


数据来源：克而瑞，西南证券整理

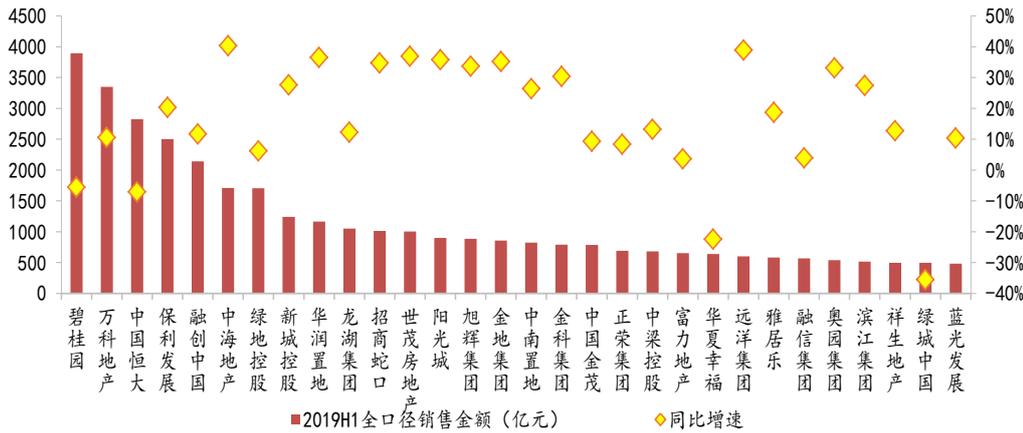
表 2：2019 年上半年年销售金额前 30 强房企 (单位：亿元)

企业简称	2019H1 销售额	2019H 销售面积	企业简称	2019H1 销售额	2019H 销售面积
碧桂园	2819.5	3128.0	中南建设	811.9	646.0
万科地产	3340.0	2150.1	金科集团	788.7	849.3
中国恒大	2818	2620.2	中国金茂	784.6	357.9
保利发展	2501.0	1623.8	正荣集团	688.4	477.2
融创中国	2141.6	1472.0	中梁控股	681.0	802.0
中海地产	1707.2	910.0	富力地产	650.7	611.3
绿地控股	1619.8	1402.4	华夏幸福	640.0	588.0
新城控股	1224.2	1049.5	远洋集团	600.1	307.7
华润置地	1188.2	626.0	雅居乐集团	582.0	386.1
龙湖集团	1056.2	650.8	融信集团	566.8	282.0
招商蛇口	1011.8	521.0	奥园集团	536.3	532.0
世茂房地产	1011.9	515.2	滨江集团	516.7	174.4
阳光城	900.0	727.6	祥生地产	496.0	460.6
旭辉控股集团	884.4	507.0	绿城中国	495.5	198.4
金地集团	856.0	423.6	蓝光发展	483.0	529.3

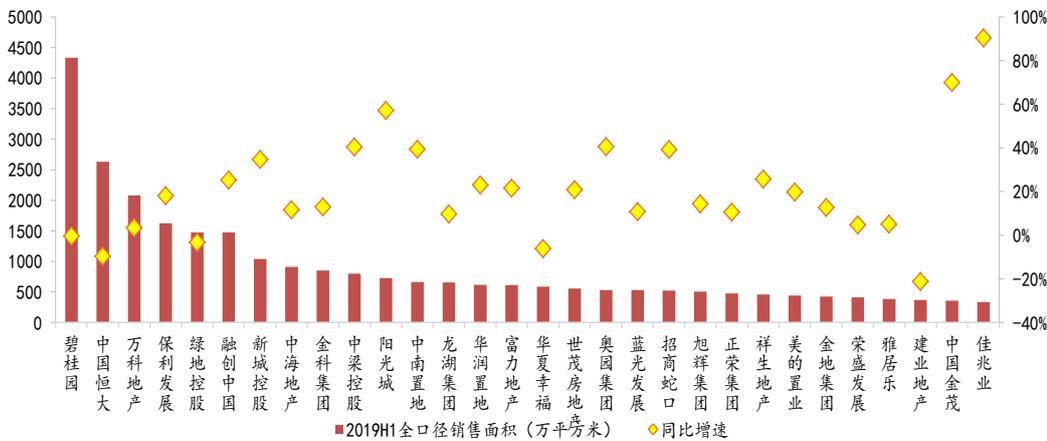
数据来源：Wind，克而瑞，西南证券整理

从 2019 年上半年 TOP30 房企全年销售数据来看，多家龙头房企销售同比增速亮眼。2019 年上半年，招商蛇口实现签约销售金额 1011.92 亿元，同比增长 34.75%；实现签约销售面积 515.23 万平方米，同比增长 43.77%。金地集团实现销售金额 855.9 亿元，同比增长 35.7%，实现销售面积 428.0 万平方米，同比增长 14.0%，销售单价 19992 元/平方米，同比大幅增长 20%。中国金茂实现销售额 784.6 亿，同比增长了 9.3%，如果剔除去年同期上海星外滩大宗交易影响，上半年销售同比增速超过 70%。佳兆业实现权益销售金额 347 亿，同比增长 37%（销售均价 17,700 元每平米，基本持平）。中南建设 2019 年 1-6 月公司实现合同销售金额 812 亿元，同比增长 24%，销售面积约 645 万平方米，同比增长 24%。龙光地产 2019 年 1-6 月公司合约销售额为 453.1 亿元，同比增长 27.7%，完成了全年 850 亿元目标销售额的 53.3%，合约销售面积为 339.2 万方，同比大幅增长 85.9%。华发股份 2019

年上半年公司实现签约销售额 435.9 亿，同比增长 72.2%，实现签约销售面积 179.1 万方，同比增长 62.0%。融创中国，公司实现合同销售金额 2141.6 亿元，同比增长 11.8%。旭辉地产在 2019 上半年实现合约销售金额及销售面积分别为 884.4 亿元和 508.8 万方，同比分别增长 33.9%和 17.5%。保利地产实现签约金额 2526.2 亿元，同比增长 17.3%，实现签约面积 1636.5 万方，同比增长 12.6%。

图 33：2019H1 TOP30 房企全年销售金额及同比增速


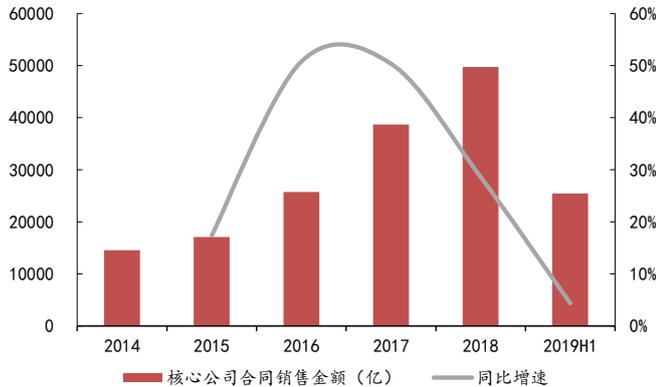
数据来源：克尔瑞，西南证券整理

图 34：2019H1 TOP30 房企全年销售面积及同比增速


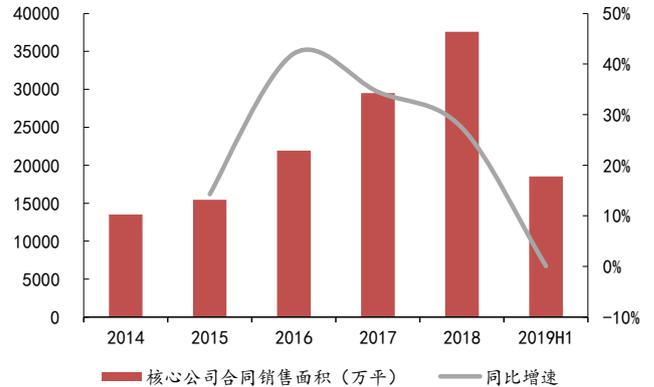
数据来源：克尔瑞，西南证券整理

2.2 现金流持续好转，龙头房企销售回款率亮眼

2019 上半年，核心公司共计实现合约销售金额 2.5 万亿元，同比增长 4.3%；共计实现销售面积 1.85 亿方，增速与 2018 年同期接近。同时，上半年房企明显加快了预售现金回流速度，2019 年上半年核心公司经营性现金流入增速显著高于销售额的增速，而重点公司 2019 年上半年经营性现金流入 6490 亿元，同比增长 15%。2019 年，公司实现权益径合约销售金额 2819.5 亿元，回款率高达 94.3% (2018H 91%)，权益销售现金回笼 2659.4 亿元。

图 35：2014-2019H1 年核心公司销售金额及增速


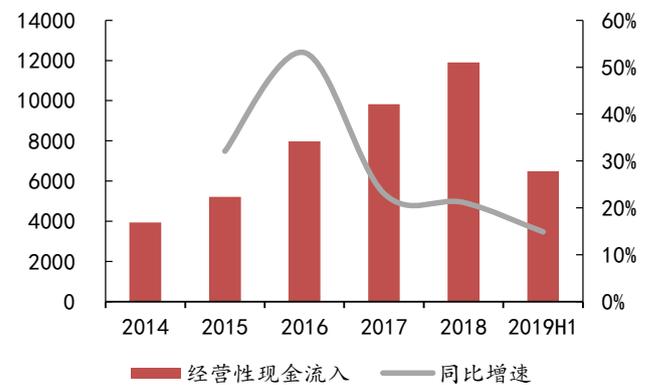
数据来源：克而瑞，西南证券整理

图 36：2014-2019H1 年核心公司销售面积增速


数据来源：克而瑞，西南证券整理

图 37：2014-2019H1 年核心公司经营现金流入（亿元）

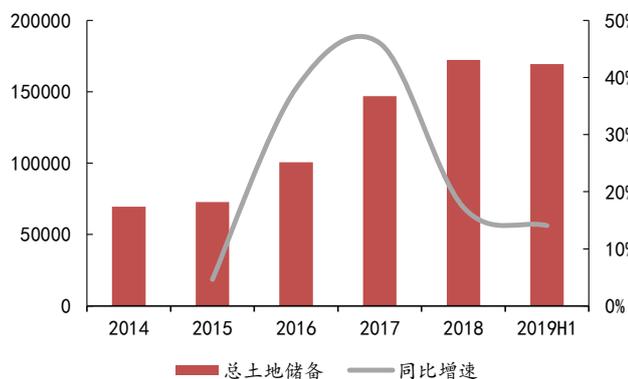

数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：2014-2019H1 年重点公司经营现金流入（亿元）


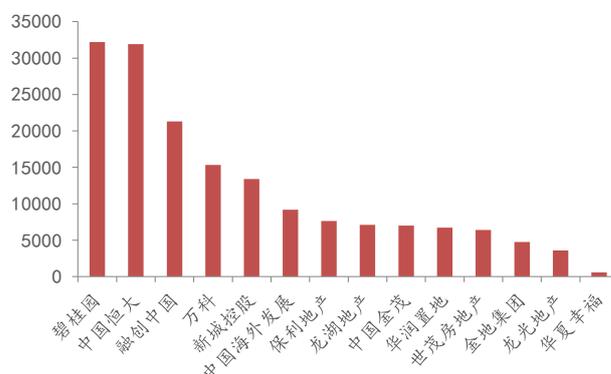
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 核心公司土地储备充沛，拿地力度有所减弱

2019 年上半年末，我们统计的核心公司年末总土储合计为 16.9 亿方，较 2018 年末持平。其中，碧桂园 2019H1 末土地储备 3.2 亿方；恒大 2019H1 末总土储约为 3.2 亿方；融创中国 2019H1 末总土地储备为 2.1 亿方；万科 2019H1 末土地储备为 1.5 亿方；龙湖地产 2019H1 末土地储备为 0.71 亿方。

图 39：2014-2018 年核心公司土地储备及同比增速（万方）


数据来源：Wind，西南证券整理，除碧桂园均为全口径土储

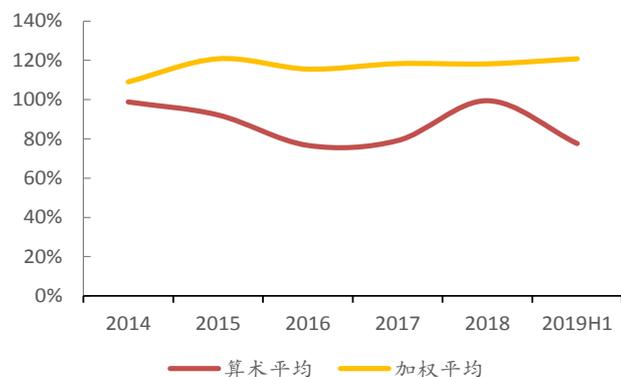
图 40：2018 年末核心公司总土地储备（万方）


数据来源：Wind，西南证券整理，除碧桂园均为全口径土储

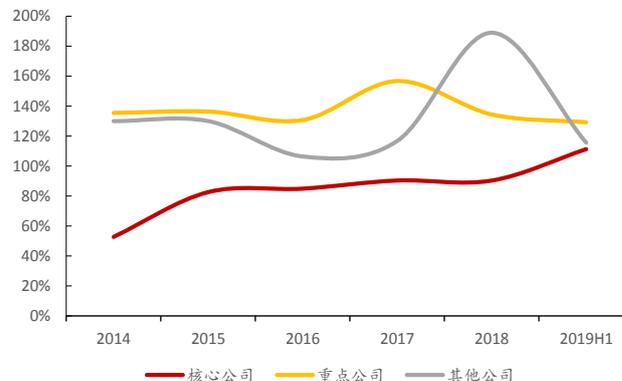
3 融资收紧逐步传导，龙头房企融资优势凸显

板块加权平均净负债率小幅提升，核心公司杠杆率稳定，现金流充沛。2014-2019H 年申万地产板块加权平均净负债率基本维持在 110-120% 之间，维持较为稳定的态势，而分结构看，核心公司近四年加权平均净负债率稳定在 80-90% 的区间，2019H1 核心公司加权平均净负债率为 111%，较 18 年末提升了 21PP 主要由于营业收入权重较高的融创中国(2019H 净负债率 206%，较 18 年末提升 57PP)、华夏幸福(2019H 净负债率 202%，较 18 年末提升 41PP) 净负债率较上年末提升作用所致，其他公司净负债率基本与 2018 年末维持在同一区间。同时。重点公司和其他公司加权平均净负债率较高，均在 120-160% 之间，2019H 重点公司和其他公司加权平均净负债率均有不同程度回落，其它公司上半年末加权平均净负债率降至 116%，较 18 年末的下降了 73PP。

而对净负债率升高的房企无需过多担忧，融创中国 2019 年上半年末有息负债总额 3021 亿元，相比去年末增长 32% 导致净负债率有所上升。而公司现金流充沛，下半年现金短债比为 3.1 倍，短期偿债能力无需过多担忧，未来随着严控拿地支出、利润释放和净资产的快速累计，年末净负债率有望明显改善。华夏幸福 2019 年上半年负债率上行主要由于短期借款增加所致，而公司 2019 年上半年销售回款率明显提升至 62%，预计随着公司与平安战略合作的深入，公司融资环境及债务结构将持续优化。

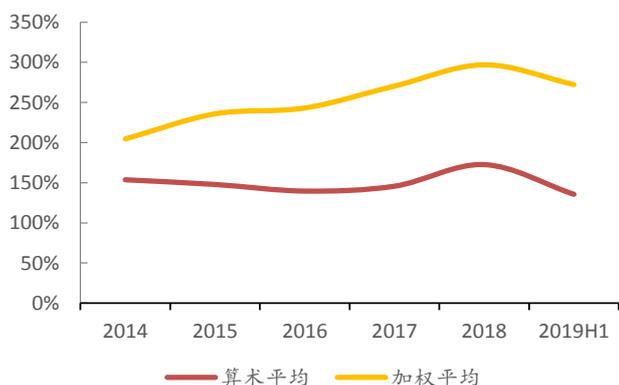
图 41：2014-2019Q1 申万地产板块净负债率


数据来源：Wind，西南证券整理

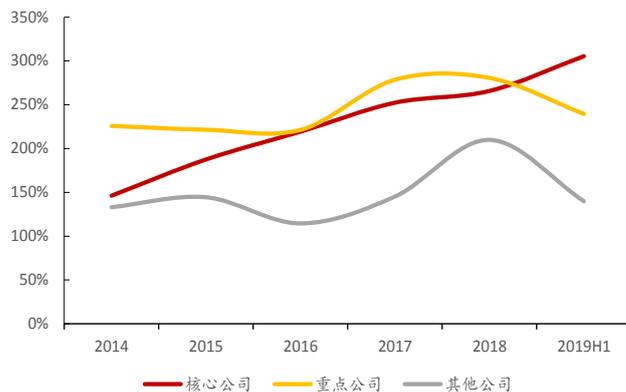
图 42：2014-2019Q1 各类公司净负债率


数据来源：Wind，西南证券整理

我们考虑到预收账款也为房企的一项占比较高的短期负债，用预收账款调整净负债率来看，2014 年以来申万地产板块加权平均调整后净负债率呈现出逐年上升的趋势。这其中核心公司该项比率从 2014 年的 146% 逐年攀升至 2019H1 的 313%，主要由于以核心公司为代表的龙头房企拥有较高预售额，重点公司该项比率从 2014-2019H 维持在 220-280% 之间波动，而其他公司该项比率最低。

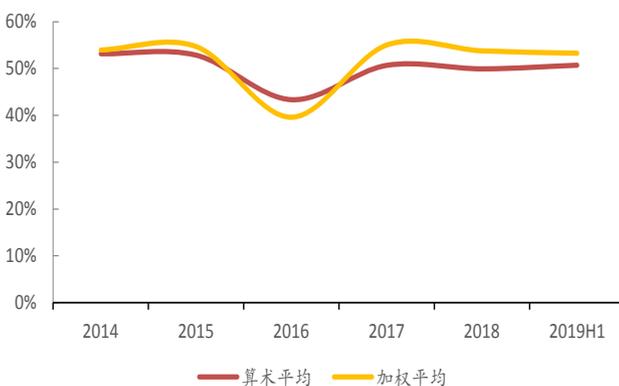
图 43: 2014-2019Q1 申万地产板块调整预收账款后净负债率


数据来源: Wind, 西南证券整理

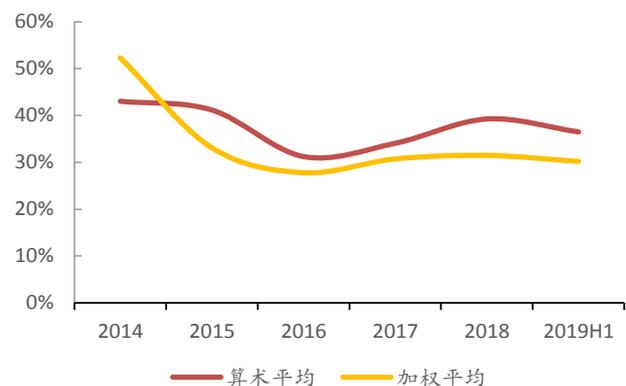
图 44: 2014-2019Q1 各类公司整预收账款后净负债率


数据来源: Wind, 西南证券整理

板块剔除预收账款的资产负债率小幅回落，一年内到期的有息负债占比小幅提升。2019H 申万地产板块扣除预收账款后加权平均资产负债率为 53%，较 2018 年小幅回落 1 个百分点。而在有息负债结构中，一年内到期的短期负债占比于 2018 年全年维持平稳，房企短期偿债压力可控。

图 45: 2014-2018 年剔除预收账款的资产负债率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 46: 2014-2019Q1 一年内到期的有息负债/有息负债


数据来源: Wind, 西南证券整理

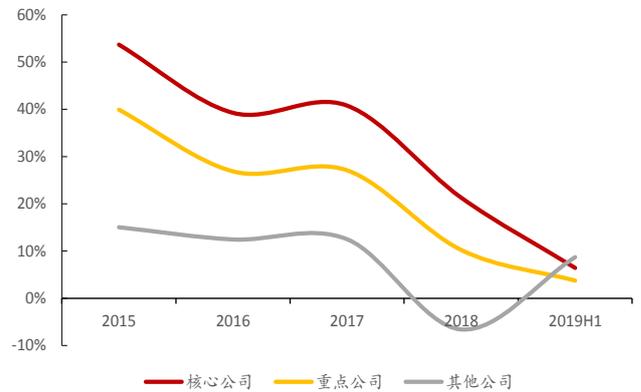
2019 年上半年，申万地产板块总计存续的有息负债总额约为 3.4 万亿元，较 18 年末增长 6.8%，而我们统计的三类公司中，由于龙头地产公司拿地规模及销售增速均高于其他两类房企，再加上融资的便利性和额度更为宽裕，核心公司有息负债总额的增速显著高于重点公司和其他公司，重点公司和其他公司均呈现持续下探趋势，中小房企在融资方面承压。

图 47: 2014-2019Q1 申万地产板块有息负债及同比增速(亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 48: 2014-2018 各类公司有息负债同比增速 (亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 风险提示

房地产调控政策风险、行业信用紧缩风险等。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn