

房企盈利能力分化，一线房企强者恒强



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——房地产行业 2019 年中报业绩综述 (20190911)

核心观点

❖ 2019 年上半年房地产板块整体营业收入稳步增长，净利润持续上行。

2019 年上半年，房地产整体板块营业收入实现平稳增长。二线房企营业收入增速最大，边际改善程度较为突出，而三线房企营业收入增速远低于一线和二线房企。房地产行业营业收入分化较为明显，一些尾部房企营业收入表现依然较为疲软，头部化趋势进一步加强。房地产板块整体净利润增速上行，板块内部净利润增速分化明显，三线房企净利润增速明显低于一线和二线房企。一线房企中，金地集团、阳光城、万科、保利地产的净利润增速表现较为亮眼，分别达到了 70.27%、48.8%、42.62% 和 39.58%。

❖ 2019 年上半年房地产板块销售毛利率和销售净利率平稳增长，ROE 小幅上升。

房地产板块销售毛利率仍然持续改善，主要是因为 2016-2017 年房价上行，而 2019 年上半年的结算项目很多是 2016-2017 年销售的项目。一线房企在 2019 年上半年的销售毛利率平均值明显高于二线房企和三线房企。一线房企中销售毛利率表现较为突出的华侨城、华夏幸福和保利地产。由于销售项目涨价和成本管控能力较强，一线房企在 2019 年上半年销售净利率高于二线和三线房企。一线房企中，销售净利率表现较好的是招商蛇口、金地集团、华夏幸福、和保利地产。2019 年上半年一线房企 ROE 明显领先于二线和三线房企。一线房企中，绿地控股、万科、保利地产、华夏幸福、阳光城、荣盛发展、金地集团和华侨城的 ROE 均较去年同期有一定上升。

❖ 2019 年上半年房地产板块资产负债率小幅升高，资金链有所收紧。

一线房企资产负债率较高的原因一方面是由于 2019 年销售上行促使预收账款增加，另一方面是由于一线房企普遍在 2019 年上半年还处于扩张之中，而二线和三线房企在拿地和开发上较为谨慎。2019 年上半年，受融资端政策收紧影响，很多房企资金链趋于紧张，房企经营活动产生之现金流量净额的平均值较 2018 年出现了明显下滑。

❖ 投资建议

2019 年初以来房地产行业涨幅低于大盘，估值处于历史低位。考虑到房地产行业政策处于收紧阶段，预计行业内部分化将进一步加大，中小房企面临的挑战和压力将逐步加大，预计行业整体景气度的恢复还需要一定时间，强者恒强将会成为未来较长时间内的发展趋势。中长期看好业绩表现较为亮眼、土储丰富、杠杆水平可控的优质大型房企，相关标的为保利地产、金地集团、万科，同时看好建设粤港澳大湾区相关概念的大型房企，相关标的为招商蛇口和华侨城。

❖ 风险提示：经济增长不及预期；行业政策大幅持续收紧。

📌 证券研究报告

所属部门 | 行业研究部
报告类别 | 深度报告
所属行业 | 金融地产/地产
报告时间 | 2019/09/11

📌 分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

📌 联系人

王一棠
证书编号：S1100118050005
0755-25333092
wangyitang@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、房地产行业 2019 年半年报分析	4
1.1 板块整体营业收入稳步增长，净利润持续上行	4
1.2 销售毛利率和销售净利率平稳增长，ROE 小幅上升	6
1.3 资产负债率小幅升高，资金链有所收紧	9
二、2019 年以来房地产板块涨幅及估值	13
2.1 2019 年以来房地产板块涨幅	13
2.2 2019 年以来房地产板块市盈率	14
三、投资建议	15
风险提示	15

图表目录

图 1:	2013-2019H1 房地产板块营业收入增长率 (%)	4
图 2:	2013H1-2019H1 一线房企营业收入增速 (%)	5
图 3:	2013-2019H1 房地产板块净利润增长率 (%)	5
图 4:	2013-2019H1 房地产板块净利润增长率 (%)	6
图 5:	2013-2019H1 房地产板块销售毛利率 (%)	6
图 6:	2013-2019H1 一线房企销售毛利率 (%)	7
图 7:	2013-2019H1 房地产板块销售净利率 (%)	7
图 8:	2013-2019H1 一线房企销售净利率 (%)	8
图 9:	2013H1-2019H1 房地产板块 ROE (%)	8
图 10:	2013H1-2019H1 一线房企 ROE (%)	9
图 11:	2013-2019H1 房地产板块资产负债率 (%)	9
图 12:	2013-2019H1 一线房企资产负债率 (%)	10
图 13:	2019H1 一线房企新增土地情况	10
图 14:	2013-2019H1 房地产行业剔除预收账款资产负债率 (%)	11
图 15:	2013-2019H1 一线房企剔除预收账款资产负债率 (%)	11
图 16:	2019H1 一线房企净负债率 (%)	11
图 17:	2013-2019H1 房地产行业经营活动产生之现金流量净额 (亿元)	12
图 18:	2013-2019H1 一线房企经营活动产生之现金流量净额 (亿元)	12
图 19:	房地产指数和上证指数表现对比	13
图 20:	2019 年初至今 A 股各板块涨幅比较 (%)	13
图 21:	2019 年房地产板块涨幅排名前十个股 (%)	14
图 22:	A 股各行业市盈率	14
图 23:	房地产行业市盈率表现	15

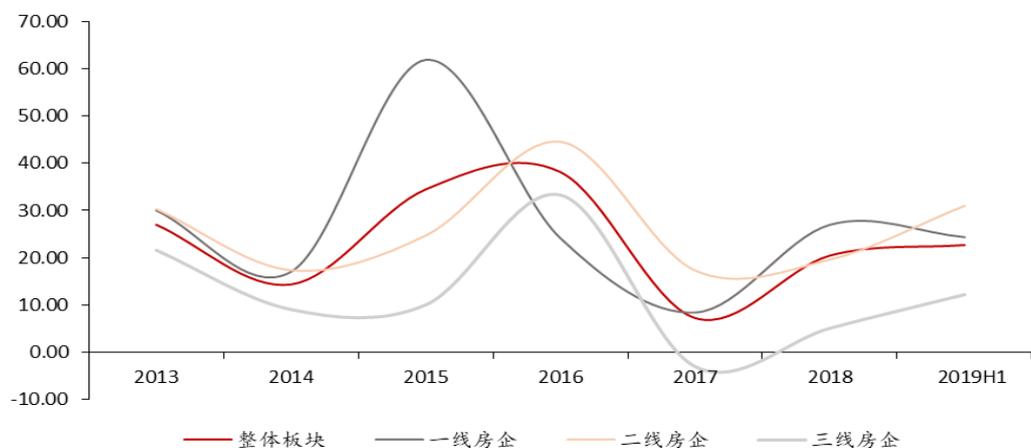
一、房地产行业 2019 年半年报分析

1.1 板块整体营业收入稳步增长，净利润持续上行

我们根据 2018 年的年报营业收入将房地产板块的公司分为一线房企、二线房企和三线房企来分析上市房企的业绩情况。一线房企为 2018 年营业收入排名前十的房企（2018 年营业收入超过 450 亿元），二线房企为 2018 年营业收入排名第十一名至二十五名的房企（2018 年营业收入在 150 亿元以上并在 450 亿元以下），三线房企为 2018 年营业收入排名在二十五名以后的全部房企（2018 年营业收入在 150 亿元以下）。

2019 年上半年，房地产整体板块营业收入实现平稳增长，营业收入增速为 22.69%，较 2018 年提高 2.23 个百分点。其中一线房企 2019 年上半年的营业收入同比增长 24.35%，较 2018 年下降 2.63 个百分点；二线房企营业收入同比增长 31.02%，较 2018 年上升 11.4 个百分点；三线房企营业收入同比增长 12.18%，较 2018 年上升 7.14 个百分点。2019 年上半年二线房企营业收入增速最大，边际改善程度较为突出，其中信达地产和蓝光发展的营业收入增速高至 87.56% 和 81.51%。行业营业收入分化较为明显，营业收入最大的仍然是一线房企，营业收入破千亿的只有绿地控股和万科，分别为 2014.46 亿元和 1393.2 亿元。一线房企营业收入增速表现较为突出的是金地集团、阳光城和万科，营业收入增速分别为 49.3%、48.03% 和 31.74%。而三线房企营业收入增速在 2019 年上半年远低于一线和二线房企。2019 年上半年，房地产行业营业收入分化较为明显，一些尾部房企营业收入表现依然较为疲软，房企头部化趋势进一步加强，呈现强者恒强的发展趋势。

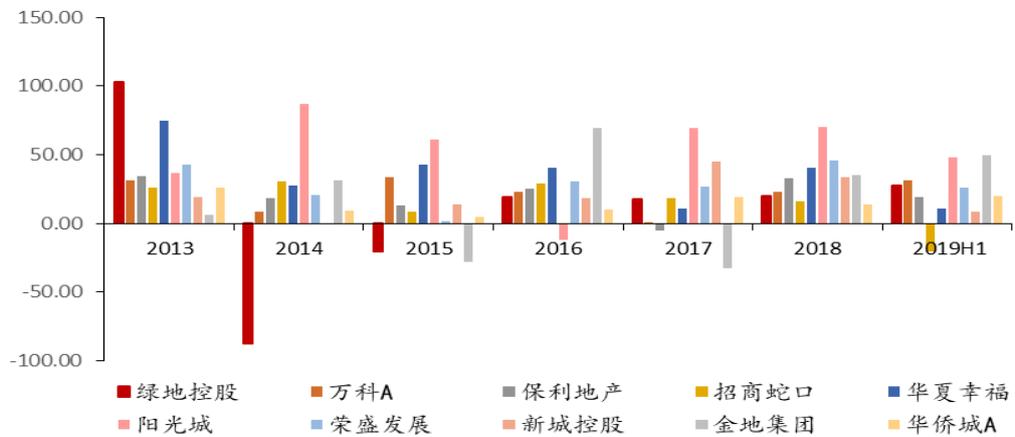
图 1： 2013-2019H1 房地产板块营业收入增长率（%）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

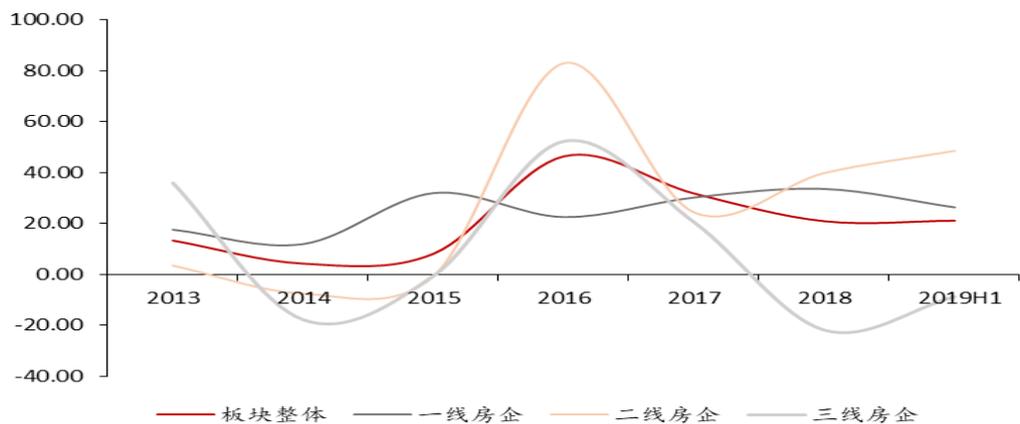
图 2： 2013-2019H1 一线房企营业收入增速 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

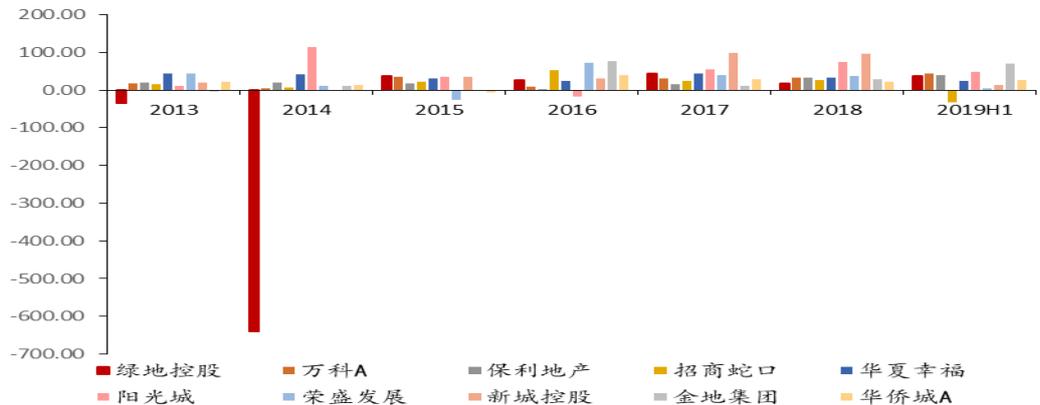
2019 年上半年，房地产板块整体净利润增速上行，板块内部净利润增速分化明显。2019 年上半年，房地产整体板块净利润同比增速为 21.11%，较 2018 年上升 0.2 个百分点。其中一线房企在 2019 年上半年的净利润同比增长 26.34%，较 2018 年下降 7.24 个百分点；二线房企净利润同比增长 48.54%，较 2018 年上升 8.73 个百分点；三线房企净利润同比增长 13.11%，较 2018 年下降 13.11 个百分点。三线房企净利润增速明显低于一线和二线房企。一线房企中，金地集团、阳光城、万科、保利地产的净利润增速表现较为亮眼，分别达到了 70.27%、48.8%、42.62% 和 39.58%。

图 3： 2013-2019H1 房地产板块净利润增长率 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2013-2019H1 房地产板块净利润增长率 (%)

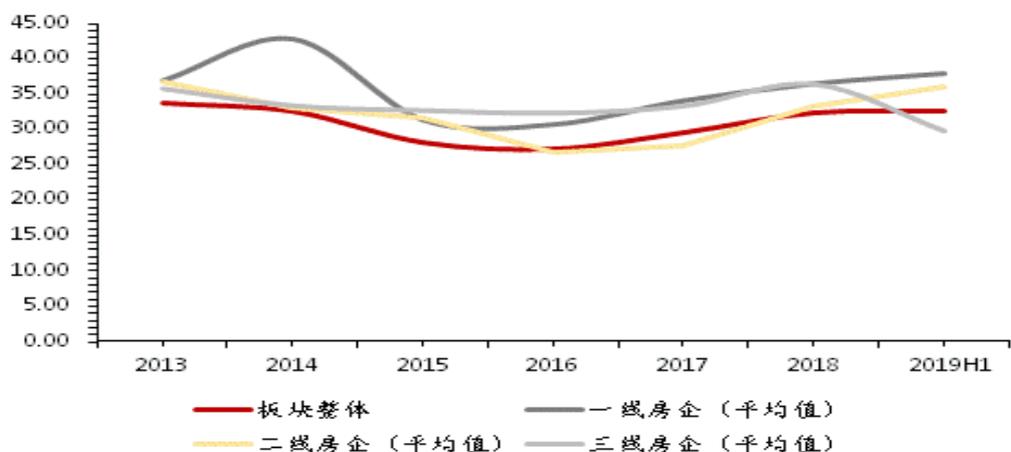


资料来源: Wind, 川财证券研究所

1.2 销售毛利率和销售净利率平稳增长, ROE 小幅上升

2019 年上半年房地产板块销售毛利率为 32.63%，较 2018 年提升 0.24 个百分点。房地产板块销售毛利率仍然持续改善，主要是因为 2016-2017 年房价上行，而 2019 年上半年的结算项目很多是 2016-2017 年销售的项目。一线房企在 2019 上半年的销售毛利率平均值达到 37.83%，而二线和三线房企分别为 36.05% 和 29.62%，一线房企在 2019 上半年的销售毛利率平均值明显高于二线房企和三线房企。一线房企中销售毛利率表现较为突出的华侨城、华夏幸福和保利地产。2019 上半年华侨城的销售毛利率为 65.38%，较 2018 年提高 5.03 个百分点；华夏幸福的销售毛利率为 48.73%，较 2018 年提高 7.11 个百分点；保利地产的销售毛利率为 39.75%，较 2018 年提高 7.33 个百分点。

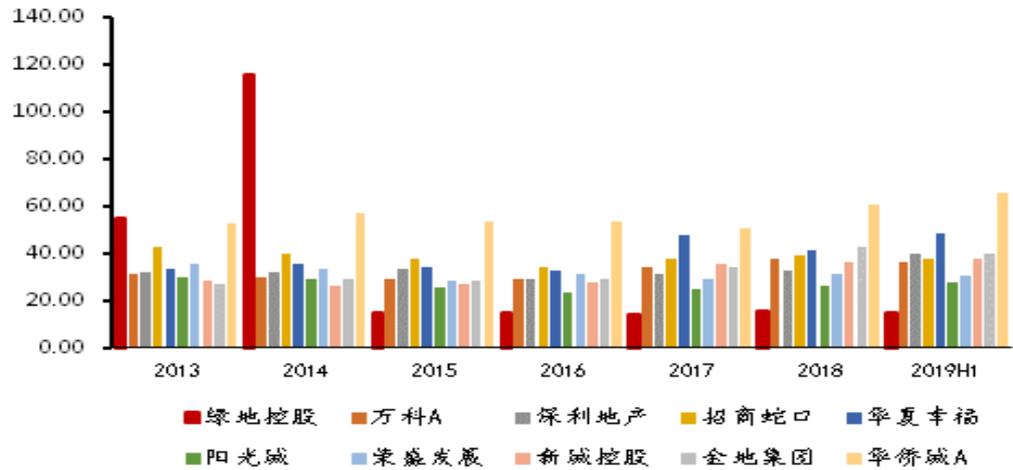
图 5： 2013-2019H1 房地产板块销售毛利率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

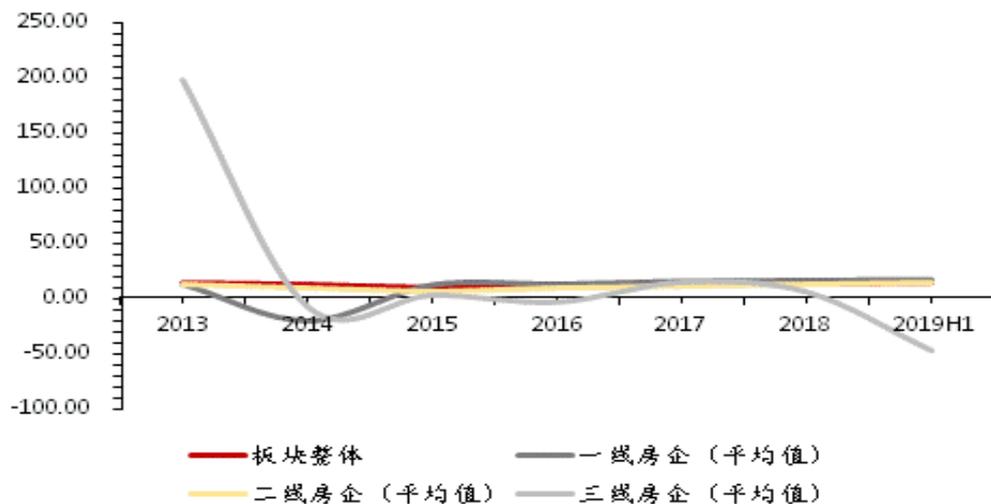
图 6： 2013-2019H1 一线房企销售毛利率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

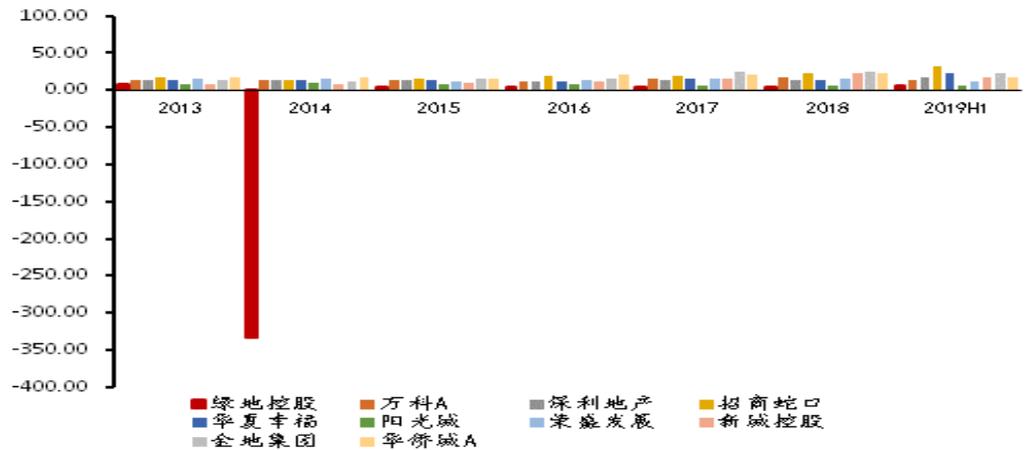
2019 年上半年房地产板块销售净利率为 13.26%，较 2018 年提升 0.84 个百分点。由于销售项目涨价和成本管控能力较强，一线房企 2019 年上半年销售净利率平均值为 16.75%，高于二线和三线房企。一线房企中，销售净利率表现较好的是招商蛇口、金地集团、华夏幸福、和保利地产，2019 年上半年销售净利率分别达到 32.38%、23.01%、22.15%和 18.23%。另外，招商蛇口和华夏幸福在 2019 年上半年的销售净利率较 2018 年分别提升了 10.34 和 8.06 个百分点。

图 7： 2013-2019H1 房地产板块销售净利率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

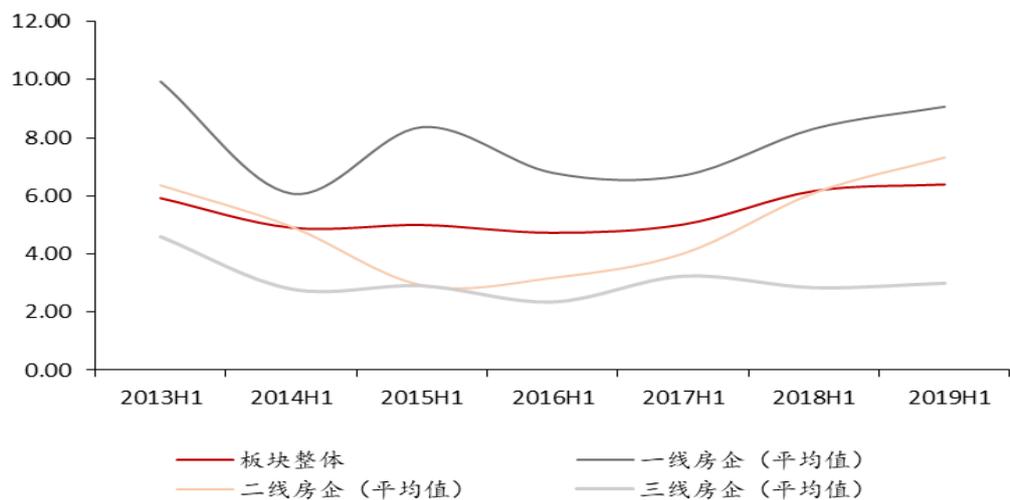
图 8: 2013-2019H1 一线房企销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

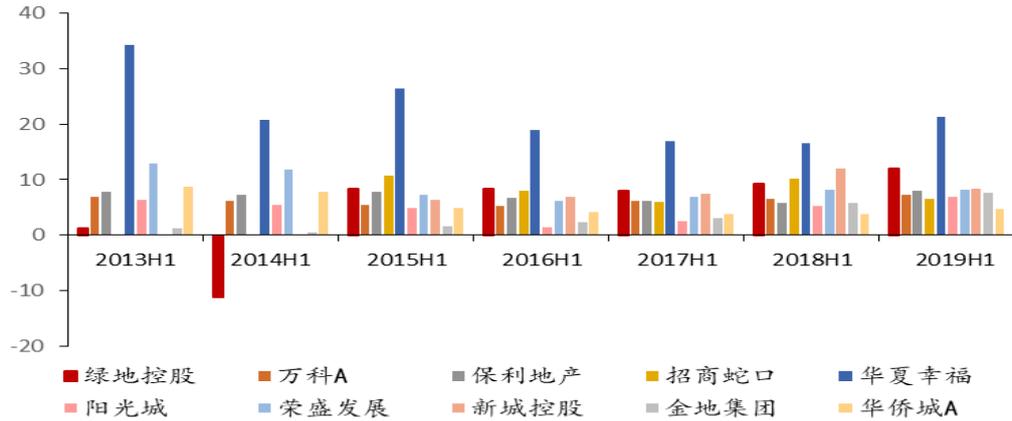
2019年上半年房地产板块 ROE 为 6.39%，较 2018 年同期上升 0.22 个百分点。2019 年上半年一线、二线和三线房企的 ROE 平均值分别为 9.07%、7.32% 和 3.00%，一线房企 ROE 明显领先于二线和三线房企。一线房企中，绿地控股、万科、保利地产、华夏幸福、阳光城、荣盛发展、金地集团和华侨城的 ROE 均去年同期有一定上升。其中，2019 年上半年一线房企里绿地控股和华夏幸福的 ROE 最高，分别达到 12.04% 和 21.34%。

图 9: 2013H1-2019H1 房地产板块 ROE (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 10： 2013H1-2019H1 一线房企 ROE (%)

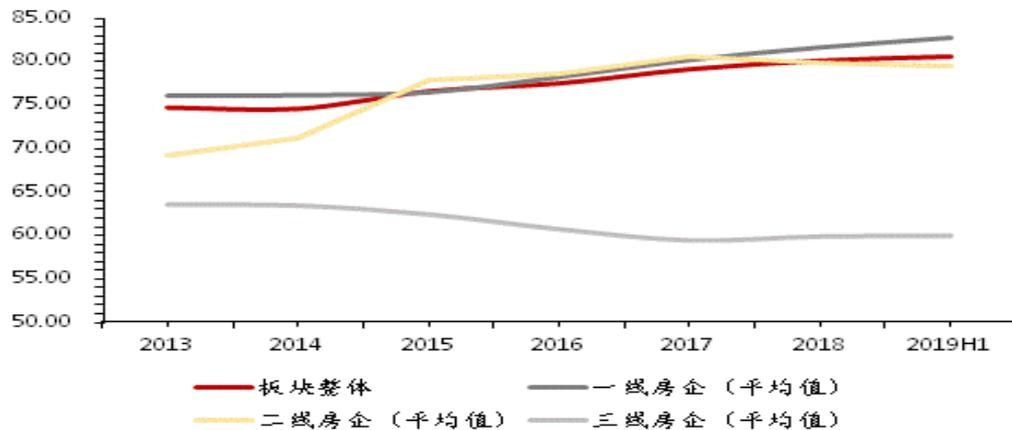


资料来源：Wind, 川财证券研究所

1.3 资产负债率小幅升高，资金链有所收紧

2019 年上半年，房地产板块整体资产负债率为 80.51%，较 2018 年上升 0.46 个百分点。其中一线房企资产负债率平均值为 82.69%，较 2018 年上升 1.1 个百分点。二线和三线房企分别为 79.46%和 59.85%。

图 11： 2013-2019H1 房地产板块资产负债率 (%)



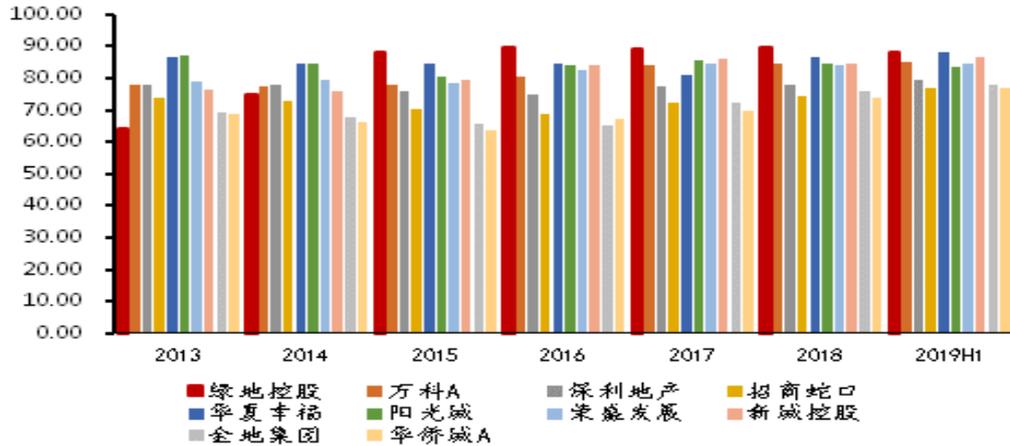
资料来源：Wind, 川财证券研究所

一线房企资产负债率较高的原因一方面是由于 2019 年销售上行促使预收账款增加，另一方面是由于一线房企普遍在 2019 年上半年还处于扩张之中，而二线和三线房企在拿地和开发上较为谨慎。从 2019 年上半年拿地情况来看，一线房企中绿地控股、万科、保利地产拿地表现较为突出。绿地控股、万科、保利地产新增土储分别达到 976、941.8 和 826 万平方米，重点布局一二线城市，土地价格分别达到 459、649.8 和 533 亿元。一线房企中绿地控股和华夏幸福资产负债率最高，分别达到了 88.3%和 88.12%。另外，阳光城、荣盛发展和

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

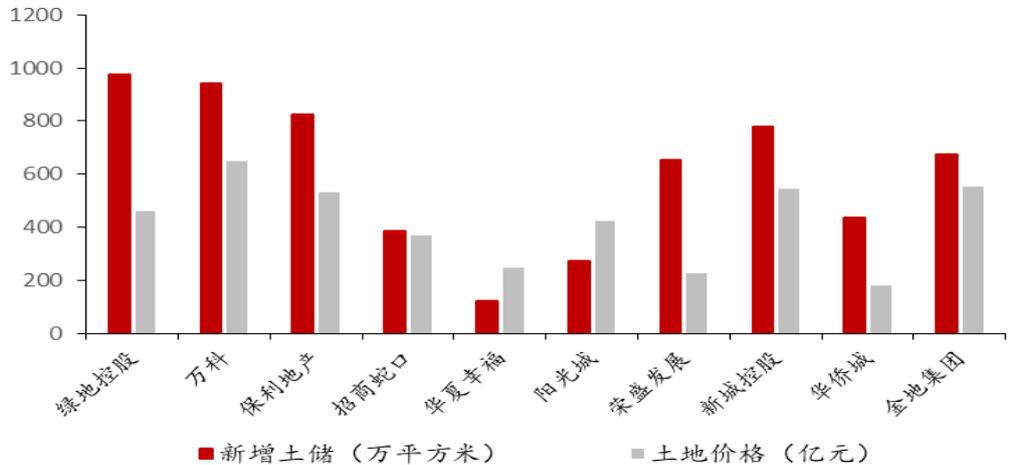
万科的资产负债率也达到 83.58%、84.38%和 85.26%。一线房企中保利地产、招商蛇口、金地集团和华侨城资产负债率相对较低，分别为 79.27%、76.72%、77.86%和 76.70%。

图 12： 2013-2019H1 一线房企资产负债率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 13： 2019H1 一线房企新增土地情况



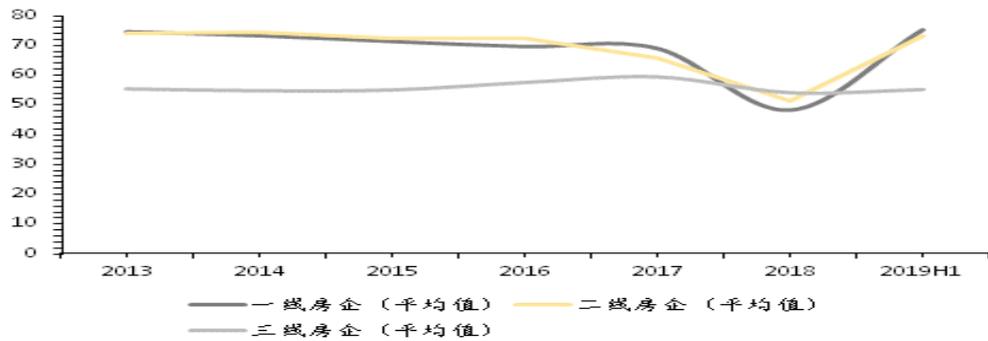
资料来源：公司公告, Wind, 川财证券研究所

剔除预收账款后，一线房企的资产负债率平均值仅为 74.93%，二线和三线房企为 73.09% 和 55.03%。一线房企剔除预收账款资产负债率较未剔除之前下降明显。这主要是因为 2019 年销售促使预收账款增加，预收账款增加是推动一线房企资产负债率上升的重要原因。万科、保利地产、招商蛇口、金地集团和华侨城这些一线房企剔除预收账款资产负债率都相对较低，分别为 76.98%、66.13%、70.11%、69.56%和 71.30%。另外，从净负债率角度来看，万科净

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

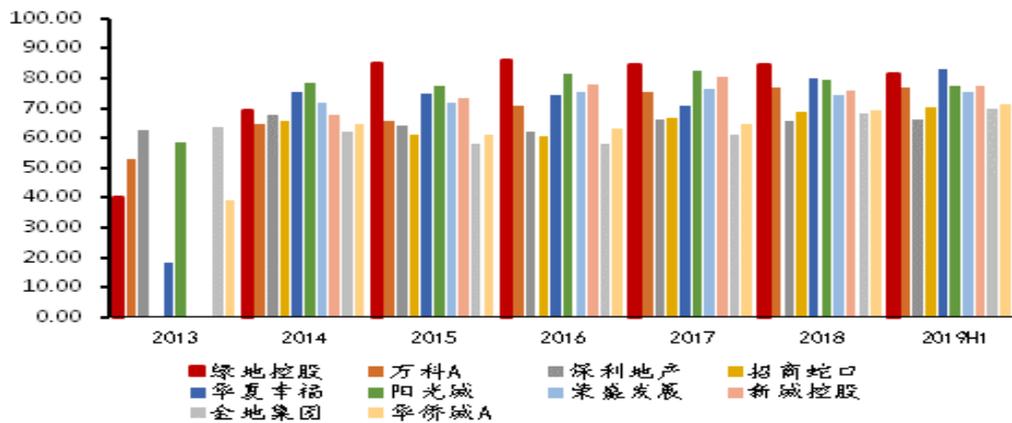
负债率仅为 36.77%，处于行业低位水平。招商蛇口净负债率也较低，仅为 52.83%。

图 14： 2013-2019H1 房地产行业剔除预收账款资产负债率 (%)



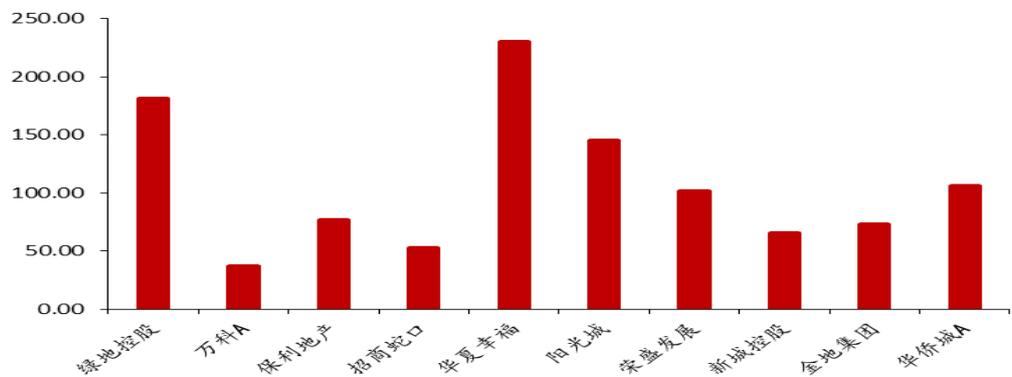
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 15： 2013-2019H1 一线房企剔除预收账款资产负债率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

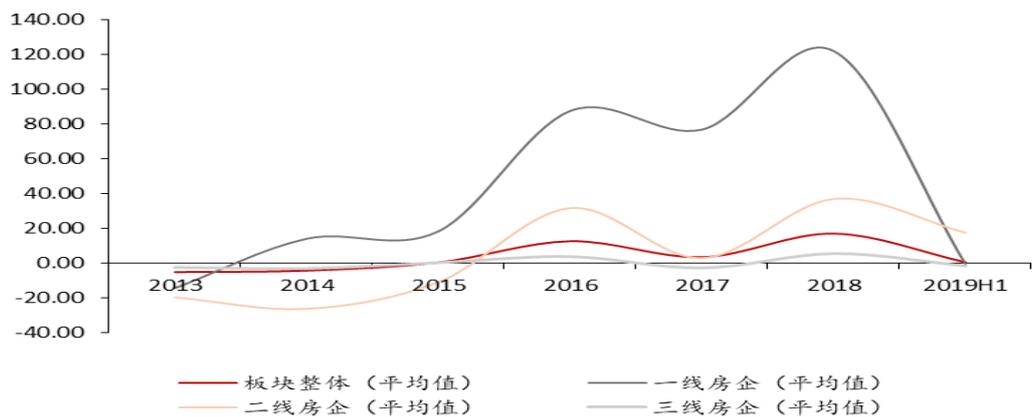
图 16： 2019H1 一线房企净负债率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

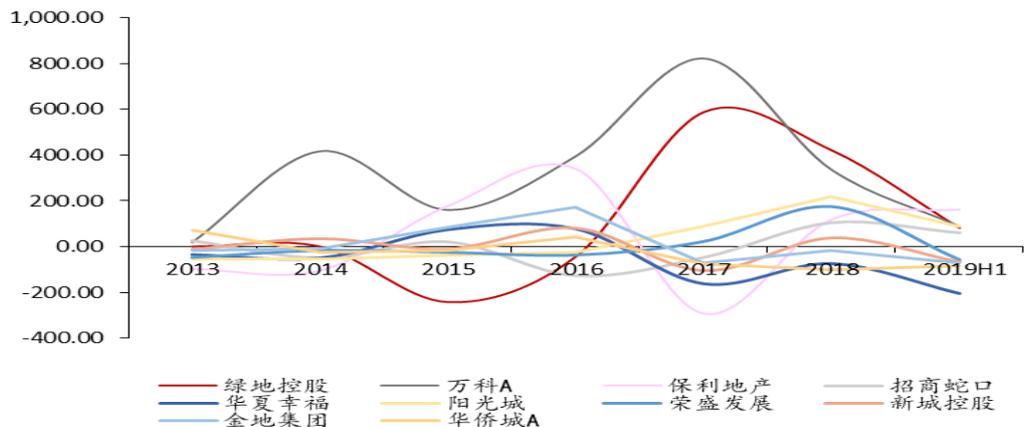
2019年上半年，受融资端政策收紧影响，很多房企资金链较2018年趋于紧张。2019年上半年房企经营活动产生之现金流量净额的平均值为0.53亿元，较2018年的17亿元出现了明显的下滑。由于一线房企仍处于扩张中，2019年上半年一线房企经营活动产生之现金流量净额的平均值为-0.55亿元；二线房企部分开始明显放慢扩张节奏，2019年上半年二线房企经营活动产生之现金流量净额平均值为17.5亿元。三线房企资金链较为紧张，2019年上半年三线房企经营活动产生之现金流量净额平均值降至-1.55亿元。另外，虽然2019年上半年一线房企经营活动产生之现金流量净额的平均值为负，但是绿地控股、万科、保利地产、招商蛇口和阳光城的经营产生之现金流量净额均为正值，分别为81.47、88.53、162.28、60.63和86.98亿元，其中保利地产资金链最为宽松，2019年上半年经营活动产生之现金流量净额比2018年上升了43.34亿元。

图 17： 2013-2019H1 房地产行业经营活动产生之现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18： 2013-2019H1 一线房企经营活动产生之现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

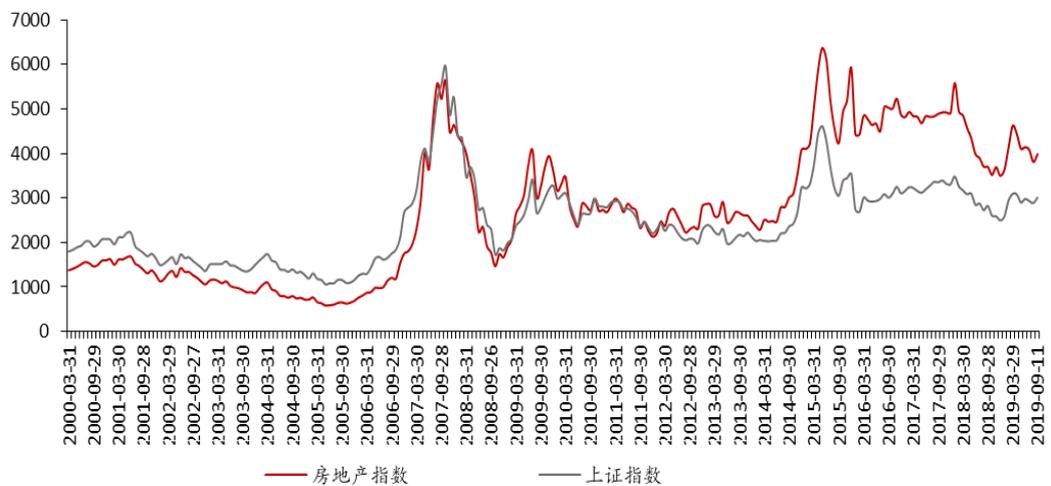
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

二、2019 年以来房地产板块涨幅及估值

2.1 2019 年以来房地产板块涨幅

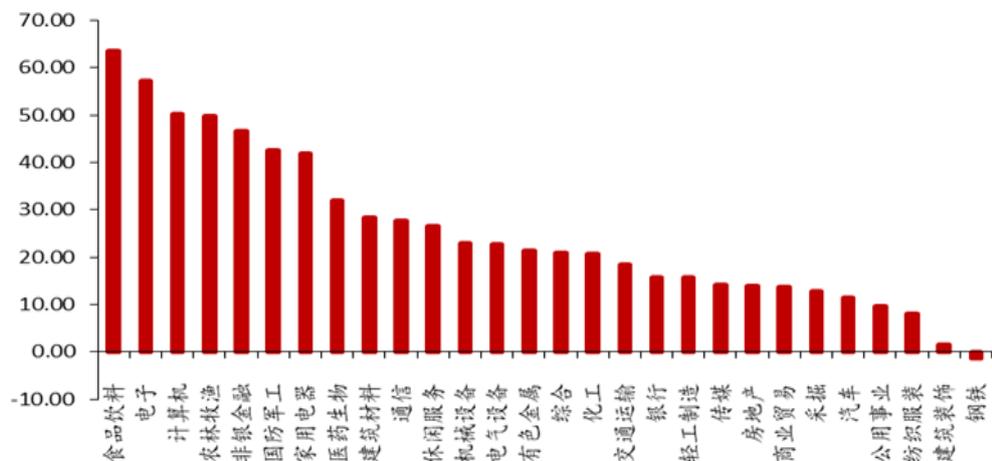
从今年年初至 2019 年 9 月 11 日，房地产指数上涨了 13.87%，低于上证指数 20.65% 的涨幅，房地产板块的表现弱于大盘走势。分行业来看，房地产行业的涨幅在 28 个行业中排名倒数第八，远低于食品饮料、电子和计算机等行业的涨幅。

图 19： 房地产指数和上证指数表现对比



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 20： 2019 年初至今 A 股各板块涨幅比较 (%)



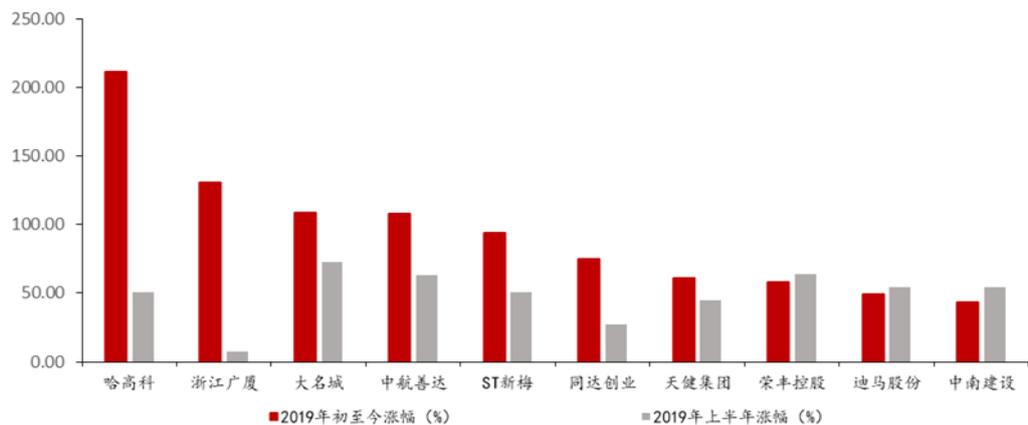
资料来源：Wind, 川财证券研究所

注：统计时间截至 2019 年 9 月 11 日。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

房地产行业，涨幅排名前十分别是哈高科、浙江广厦、大名城、中航善达、ST 新梅、同达创业、天健集团、荣丰控股、迪马股份和中南建设，皆为是二线和三线房企，年初至今涨幅分别为 211.42%、130.37%、108.81%、107.91%、93.81%、74.49%、60.60%、57.86%、49.46%和 43.11%，除了哈高科、浙江广厦和同达创业的涨幅主要集中在 2019 年 6 月以后，其他七只股票的涨幅主要是集中在 2019 年上半年。

图 21： 2019 年房地产板块涨幅排名前十个股 (%)



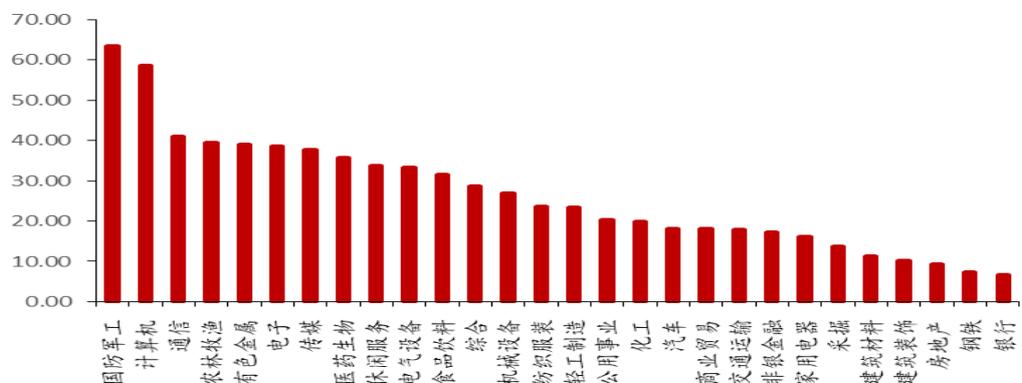
资料来源：Wind, 川财证券研究所

注：统计时间截至 2019 年 9 月 11 日。

2.2 2019 年以来房地产板块市盈率

目前房地产估值偏低，市盈率仅为 9.26，在二十八个行业中排名倒数第三。而且从近十年历史分位点来看，目前房地产板块的市盈率占近十年历史分位点的 2.53%，处于历史低位水平，目前该板块仍具有一定的估值优势。

图 22： A 股各行业市盈率

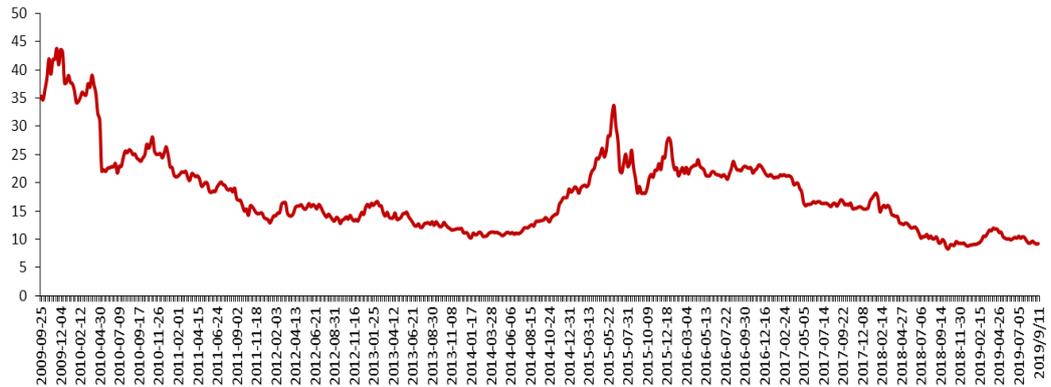


资料来源：Wind, 川财证券研究所

注：统计时间截至 2019 年 9 月 11 日。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 23：房地产行业市盈率表现



资料来源：Wind, 川财证券研究所

注：统计时间截至 2019 年 9 月 11 日。

三、投资建议

2019 年初以来房地产整体涨幅低于大盘，估值处于历史低位水平。但考虑到房地产整体行业政策处于收紧阶段，预计行业内部分化将会进一步加大，中小房企面临的挑战和压力将逐步加大，预计行业整体景气度的恢复还需要一定时间，强者恒强将会成为未来较长时间内的发展趋势。中长期看好业绩表现较为亮眼、土储丰富、杠杆水平可控的优质大型房企，相关标的为保利地产、金地集团、万科，同时看好建设粤港澳大湾区相关概念的大型房企，相关标的为招商蛇口和华侨城。

风险提示

经济增长不及预期；行业政策大幅持续收紧。

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004