

行业评级:

房地产

增持 (维持)

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

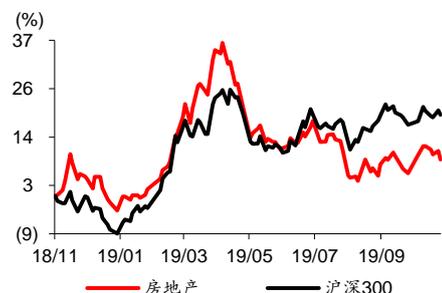
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

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

相关研究

- 1《天健集团(000090 SZ,增持): 拟组建大建工平台, 国企改革更进一步》2019.11
- 2《房地产: 行业周报(第四十四周)》2019.11
- 3《房地产: 百强销售加速分化, 需求托底预期增强》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

销售拿地融资集中度全面提升

2019年重点房企三季报综述

核心观点

重点房企三季报业绩增速虽然有所放缓, 但是已售未结储备充裕且盈利质量维持高位, 我们认为全年业绩增速预期修复。前三季度销售、拿地、融资集中度依然在进一步提升, 头部优势预计进一步凸显。去年四季度以来公募基金地产股持仓比重连续三个季度下滑, 我们认为地产股的低估值、业绩增长潜力以及持续增长的股息率都能构筑四季度配置机会, 建议优选融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企: 万科 A、金地集团、华发股份、中南建设等, 存量市场核心品种: 中航善达、大悦城等。

业绩: 业绩增速有所放缓, 盈利质量维持高位

2019 前三季度总体房企营收同比+23%, 增速同比-7 个百分点; 归母净利润同比+13%, 增速同比-29 个百分点。结转季节性放缓导致总体房企收入保持稳定, 但利润增速明显回落, 我们认为这和公司的结转节奏有关, 预计 2019 年全年的业绩增速会有所修复。其中, 龙头房企业绩延续稳健表现, 四季度结转高峰有望推动归母净利润增速重回 20% 以上区间; 中型房企业绩增速小幅回落, 营收和归母净利润增速依然高于 2018 全年, 且归母净利润增速赶超龙头房企, 业绩弹性依然强势。

销售: 回款增速略有放缓, 规模优势依然明显

以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企销售, 2019 年前三季度总体房企同比+10%, 增速同比-17 个百分点。龙头、中型、小型房企该指标占比 57%、36%、7%, 其中龙头占比同比提升 1 个百分点, 小型房企占比下滑 1 个百分点。2019 年 1-9 月全国商品房销售金额同比增长 7.1%, 2018 年增速为 12.2%, 比 2018 年有所下滑, 但下半年以来行业销售韧性超出市场预期。我们认为销售韧性源于推盘营销力度的加大以及去化率的相对平稳, 销售集中度依然稳健提升。

扩张: 融资制约效应明显, 龙头房企加大逆周期投资

以“购买商品接受劳务支付的现金”为口径衡量房企扩张, 2019 年前三季度总体房企同比+16%, 增速同比-4 个百分点; 以该指标除以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企拿地强度, 2019 年前三季度总体房企为 76%, 同比+4 个百分点。5 月份以来的融资收紧对房企再投资预期的影响逐渐兑现, 杠杆率偏高的中型房企扩张速度下降更为明显。我们认为随着行业融资监管持续, 具备融资优势的优质房企有望把握新一轮的行业供给侧改革机遇, 为集中度的持续提升奠定基础。

融资: 总体杠杆持续抬升, 龙头房企保持最优

2019 年前三季度总体房企筹资活动现金流入总额 15408 亿元, 同比增长 3%; 总体房企有息负债规模 31707 亿元, 较 2018 年末增长 8%; 总体房企净负债率为 102%, 较 2018 年末上升 6 个百分点, 龙头、中型、小型房企分别+17、-6、+4 个百分点。融资收紧叠加龙头加大逆周期投资力度, 总体房企杠杆率持续抬升, 货币资金短债覆盖倍数小幅回落, 资金链依然承压。其中龙头房企虽然加大扩张投资导致经营现金流净额转负幅度扩大、短期负债率上行明显, 但杠杆率和现金覆盖倍数依然保持梯队最优。

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

正文目录

四维梳理 A 股上市房企 2019 三季度报表现	4
业绩：业绩增速有所放缓，盈利质量维持高位	5
利润增速较去年有所放缓，预计全年增速有所修复	5
盈利质量维持高位区间，中型房企改善明显	6
少数股东损益占比继续上行，投资收益增速大幅回落	7
销售管理费用率小幅优化，龙头成本控制能力突出	8
销售：回款增速略有放缓，规模优势依然明显	9
销售增速稳中有降，销售集中度稳步提升	9
预收账款增速同步放缓，业绩储备依然充沛	9
10 月百强房企销售加速分化，头部房企增速逆势改善	10
扩张：融资制约效应明显，龙头房企加大逆周期投资	12
融资增速减缓，但融资集中度持续提升	14
净负债率持续回升，龙头房企把握优势逆势扩张	16
风险提示	18

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：龙头/中型/小型房企营收占比	6
图表 7：龙头/中型/小型房企归母净利占比	6
图表 8：总体房企毛利率	6
图表 9：龙头/中型/小型房企毛利率	6
图表 10：总体房企净利率	7
图表 11：龙头/中型/小型房企净利率	7
图表 12：总体房企加权平均 ROE	7
图表 13：龙头/中型/小型房企加权平均 ROE	7
图表 14：总体房企少数股东损益占净利润的比重	8
图表 15：龙头/中型/小型房企少数股东损益占净利润的比重	8
图表 16：总体房企投资收益同比增速	8
图表 17：龙头/中型/小型房企投资收益同比增速	8
图表 18：总体房企销售管理费用率	8
图表 19：龙头/中型/小型房企销售管理费用率	8
图表 20：总体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速	9
图表 21：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 22: 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金占比	9
图表 23: 龙头/中型/小型房企预收账款占比	9
图表 24: 总体房企预收账款同比增速	10
图表 25: 龙头/中型/小型房企预收账款同比增速	10
图表 26: 总体房企预收账款营收覆盖率	10
图表 27: 龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率	10
图表 28: 2019 年 8-9 月不同梯度房企单月销售金额增速	11
图表 29: 总体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速	12
图表 30: 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	12
图表 31: 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 32: 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 33: 总体房企存货占总资产的比例	13
图表 34: 龙头/中型/小型房企存货占总资产的比例	13
图表 35: 龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金占比	13
图表 36: 龙头/中型/小型房企存货占比	13
图表 37: 龙头/中型/小型房企筹资活动现金流入占比	15
图表 38: 龙头/中型/小型房企有息负债占比	15
图表 39: 龙头/中型/小型房企短期负债占比	15
图表 40: 龙头/中型/小型房企中长期负债占比	15
图表 41: 总体房企净负债率	16
图表 42: 龙头/中型/小型房企净负债率	16
图表 43: 总体房企短债覆盖率	16
图表 44: 龙头/中型/小型房企短债覆盖率	16
图表 45: 总体房企经营性现金流净额 (单位: 亿元)	17
图表 46: 龙头/中型/小型房企经营性现金流净额 (单位: 亿元)	17
图表 47: 部分 A 股上市房企平均融资成本	17
图表 48: 房企融资集中度	17

四维梳理 A 股上市房企 2019 三季度报表现

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 三季度报概况。

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、新湖中宝、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：业绩增速有所放缓，盈利质量维持高位

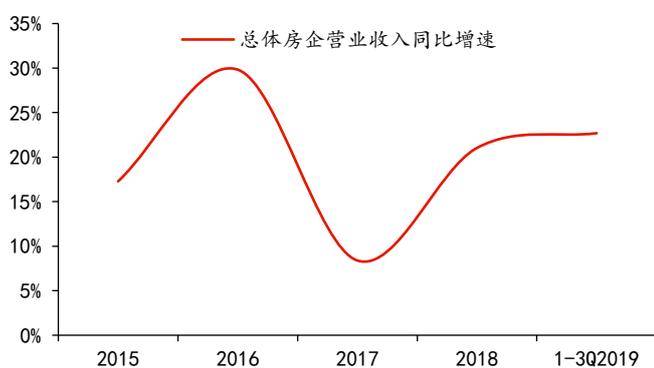
利润增速相较于去年有所放缓，预计全年增速有所修复

业绩规模层面，2019 年前三季度总体房企营收同比增长 23%，增速较 2018 年前三季度减少 7 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长 23%、27%、4%，增速较 2018 年前三季度-14、+2、-8 个百分点；总体房企归母净利润同比增长 13%，增速较 2018 年前三季度回落 29 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长 17%、18%、-26%，增速较 2018 年前三季度减少 25、31、49 个百分点。

业绩集中度层面，龙头、中型、小型房企营收占比分别为 56%、36%、8%，其中中型房企提升 1 个百分点，小型房企下降 1 个百分点。龙头、中型、小型房企归母净利占比分别为 51%、43%、6%，大型、中型房企各提升 2 个百分点。近年来，大中型房企的收入和净利润集中度提升更快，2019 年前三季度，中型房企净利润提升更为明显。

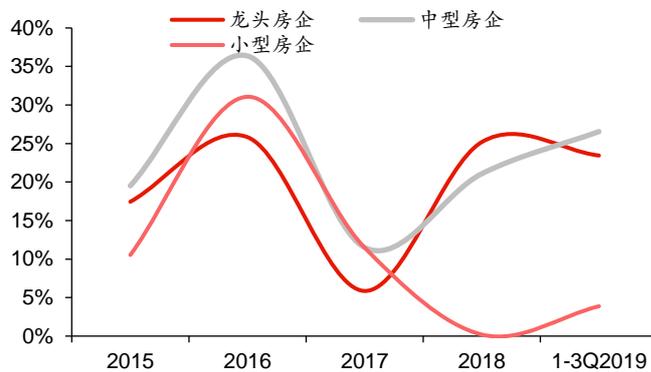
2019 三季度结转季节性放缓导致总体房企收入保持稳定，但利润增速明显回落，我们认为这和公司的结转节奏有关，预计 2019 年全年的业绩增速会有所修复。其中，龙头房企业绩延续稳健表现，四季度结转高峰有望推动归母净利增速重回 20% 以上区间；中型房企业绩增速小幅回落，营收和归母净利增速依然高于 2018 全年，且归母净利增速赶超龙头房企，业绩弹性依然强势；小型房企营收和归母净利增速延续小幅修复，保持逐步退出的格局。

图表2：总体房企营业收入同比增速



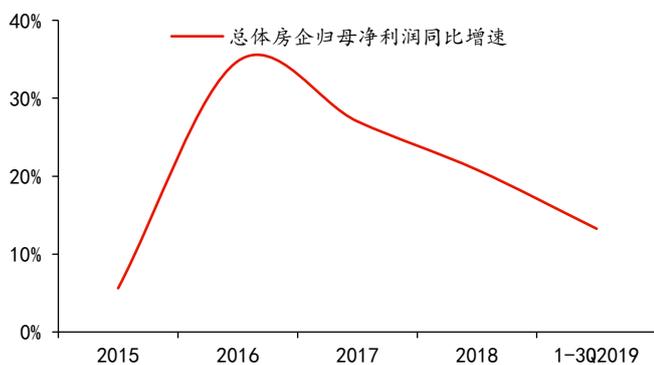
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：龙头/中型/小型房企营业收入同比增速



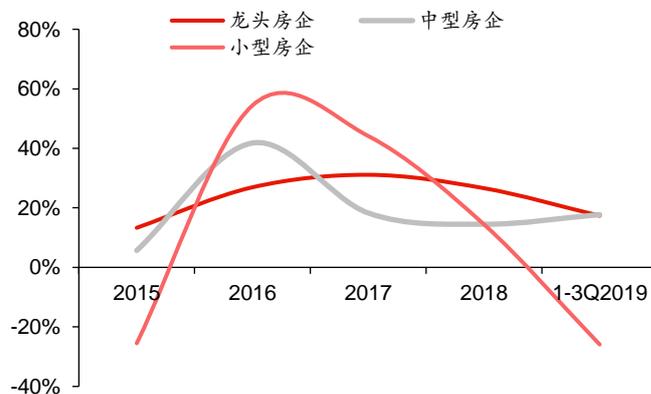
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：总体房企归母净利润同比增速



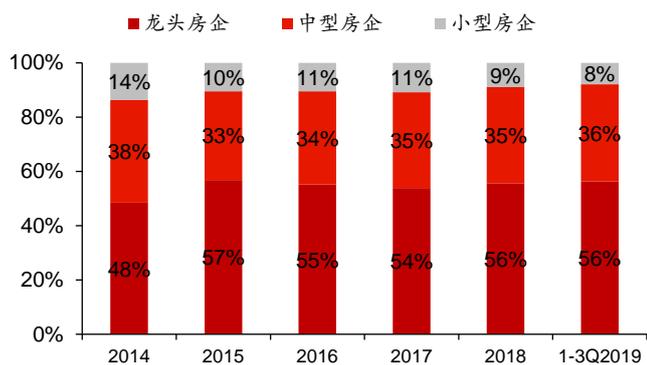
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速



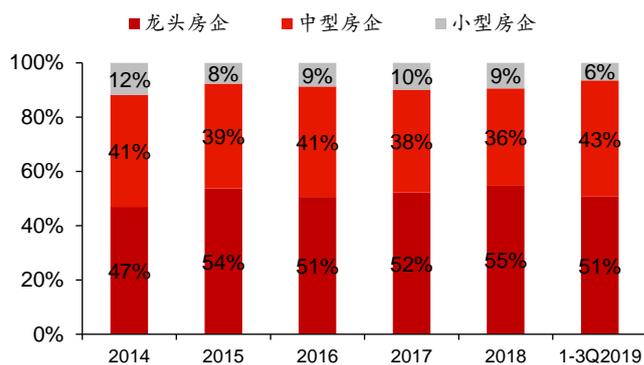
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6: 龙头/中型/小型房企营收占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 龙头/中型/小型房企归母净利占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利质量维持高位区间, 中型房企改善明显

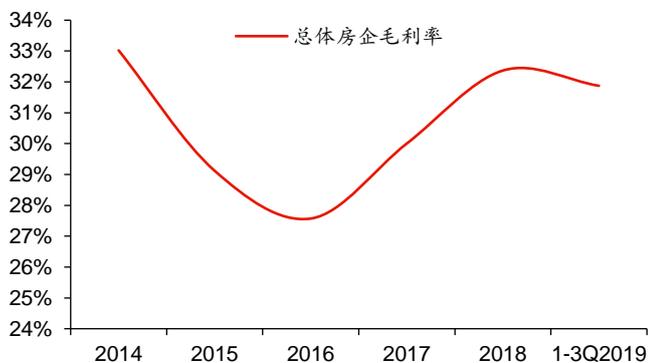
盈利质量层面, 2019年前三季度总体房企毛利率为31.9%, 同比增长0.5个百分点。龙头、中型、小型房企毛利率分别为28.7%、36.9%、32%, 较2018年前三季度-0.2、+2.6、-3.3个百分点。

2019年前三季度总体房企归母净利率为9.4%, 较2018年前三季度下滑0.8个百分点。龙头、中型、小型房企归母净利率分别为8.4%、11.3%、7.6%, 较2018年前三季度减少0.5、0.9、3.1个百分点。

2019年前三季度总体房企加权平均ROE为9.5%, 同比下滑0.1个百分点, 仍维持在历史较高水平。龙头、中型、小型房企加权平均ROE分别为11.9%、9.2%、4.1%, 同比+0.1、+0.3、-1.7个百分点。

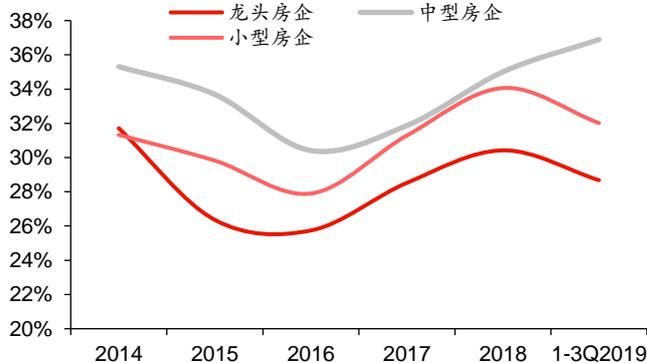
2019前三季度高景气周期项目结转对盈利质量的改善仍在持续, 总体房企毛利率继续上行, 维持2015年以来的高位区间。尤其是龙头房企凭借强大的规模、品牌、管理、成本等优势毛利率、加权平均ROE相对优势依然突出, 中型房企凭借上一轮周期的高速成长盈利能力改善最为明显, 小型房企的净利润水平下滑最为明显, 也说明品牌溢价和拿地能力的综合区别在企业业绩上开始体现。

图表8: 总体房企毛利率



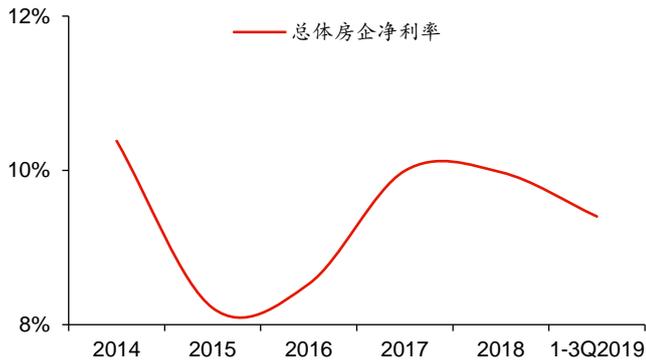
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 龙头/中型/小型房企毛利率



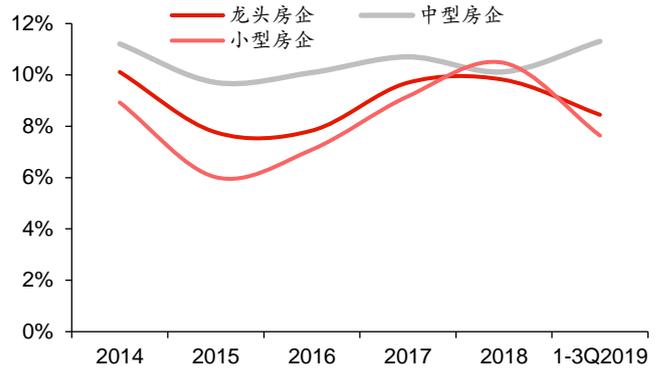
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 总体房企净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 龙头/中型/小型房企净利率



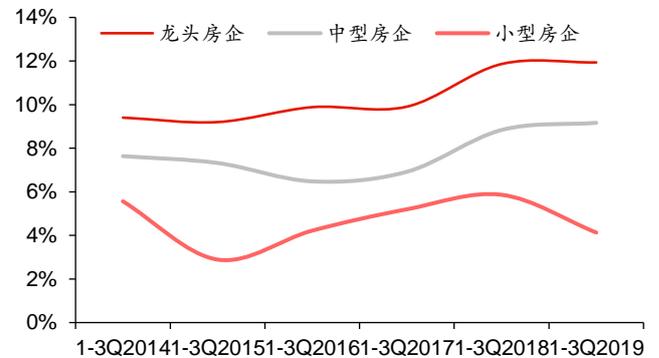
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 总体房企加权平均ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 龙头/中型/小型房企加权平均ROE



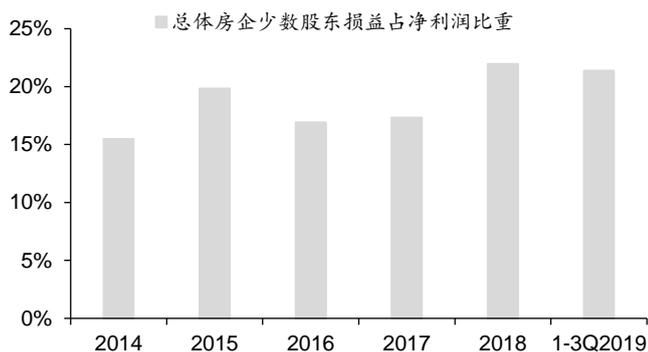
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

少数股东损益占比继续上行, 投资收益增速大幅回落

2019年前三季度总体房企少数股东损益占净利润比重达到21%,同比上升1.5个百分点。其中龙头、中型、小型房企分别为26%、17%、13%,同比增长0.5、2.6、0.5个百分点。表内合作项目结转推动少数股东损益占比继续上行。

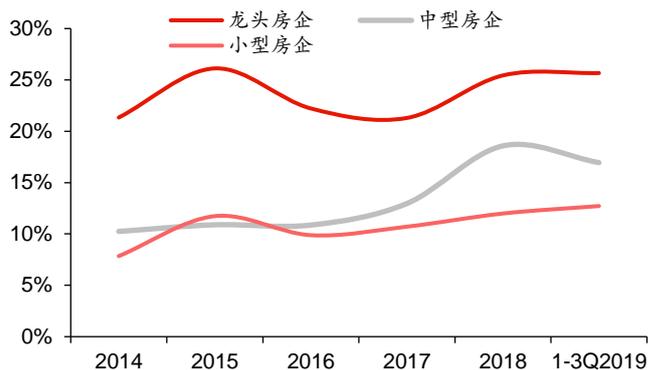
2019年前三季度总体房企投资收益同比下滑9%,增速较2018年前三季度回落64个百分点。龙头、中型、小型房企投资收益分别同比下滑3%、11%、27%,增速较2018年前三季度下滑46、75、102个百分点。非并表合作项目结算继续减少,导致投资收益下滑。

图表14: 总体房企少数股东损益占净利润的比重



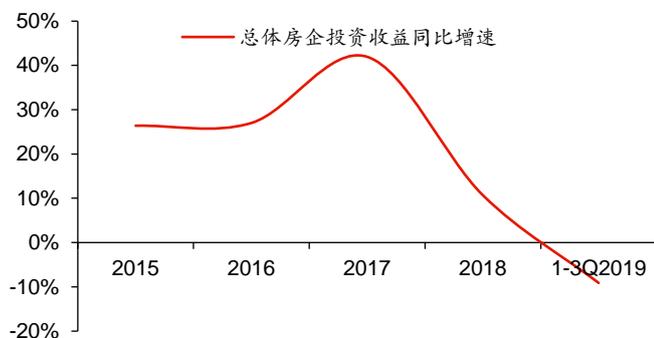
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 龙头/中型/小型房企少数股东损益占净利润的比重



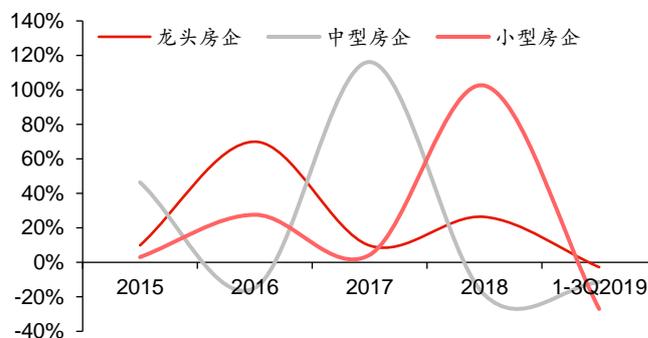
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 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17: 龙头/中型/小型房企投资收益同比增速

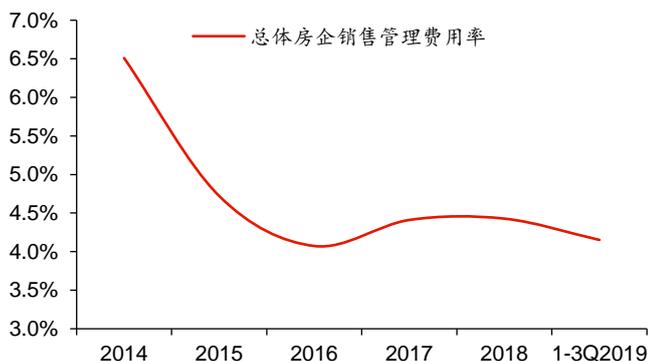


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

销售管理费用率小幅优化, 龙头成本控制能力突出

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。2019年前三季度总体房企销售管理费用率为4.2%, 较2018年前三季度增长0.4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4.1%、5.8%、6.5%, 较2018年前三季度增长0.1、0.8、0.9个百分点, 2019年去化难度相较2018年有所加大, 营销难度提升, 但龙头房企对于销售管理费用的管控优势进一步凸显。

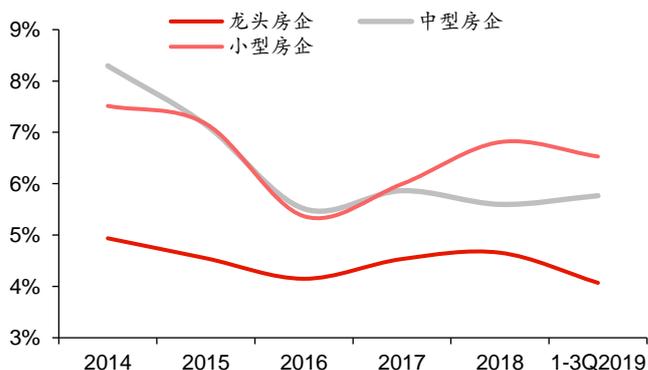
图表18: 总体房企销售管理费用率



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19: 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：回款增速略有放缓，规模优势依然明显

销售增速稳中有降，销售集中度稳步提升

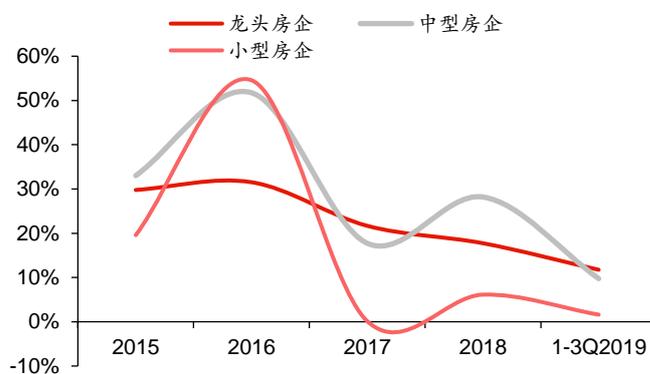
我们以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企销售进展，2019年前三季度总体房企该指标同比增长10%，增速较2018年前三季度下滑17个百分点。龙头、中型、小型房企分别同比增长12%、10%、2%，增速同比下滑14、23、12个百分点。2019年1-9月全国商品房销售金额同比增长7.1%，2018年增速为12.2%，比2018年有所下滑，但下半年以来行业销售韧性超出市场预期。我们认为销售韧性源于推盘营销力度的加大以及去化率的相对平稳，销售集中度依然稳健提升。龙头、中型、小型房企该指标占比57%、36%、7%，其中龙头占比同比提升1个百分点，小型房企占比下滑1个百分点。

图表20：总体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速



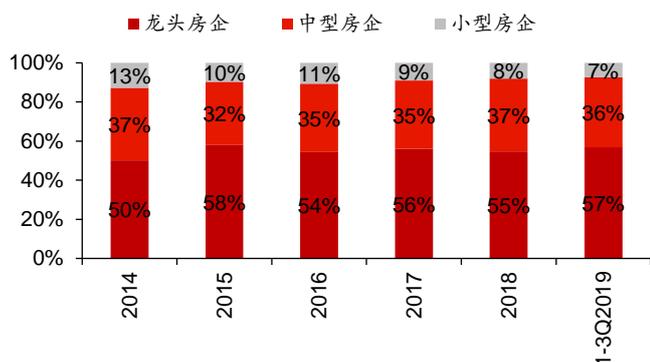
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：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



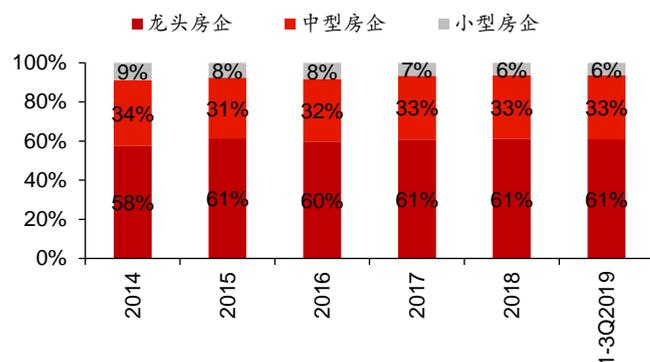
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23：龙头/中型/小型房企预收账款占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

预收账款增速同步放缓，业绩储备依然充沛

2019年前三季度总体房企预收账款同比增长19%，增速较2018年三季度末回落15个百分点，相对2018年营收覆盖率为155%，较2018年增长31个百分点。龙头、中型、小型房企预收账款分别同比增长19%、21%、16%，增速较2018年三季度末-16%、-17%、+5个百分点，相对2018年营收覆盖率为169%、143%、110%，较2018年增长32、28、24个百分点。

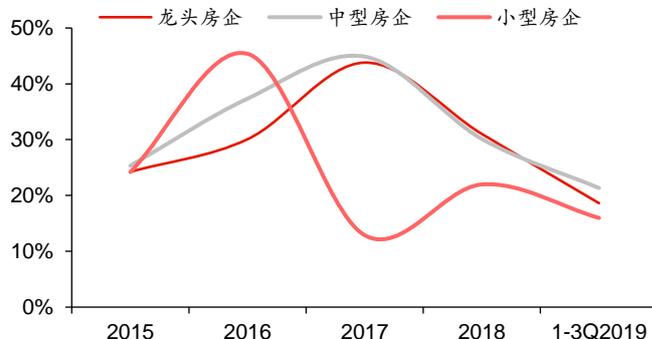
受限于销售回款增速的回落，总体房企预收账款增速同步放缓。此外，龙头房企已售未结资源体量庞大，基数较高同样导致预收账款增速收窄。总体房企待结算资源对营收的覆盖程度继续提升，龙头、中型房企待结算资源更为充足，业绩增长潜力依然可观。

图表24： 总体房企预收账款同比增速



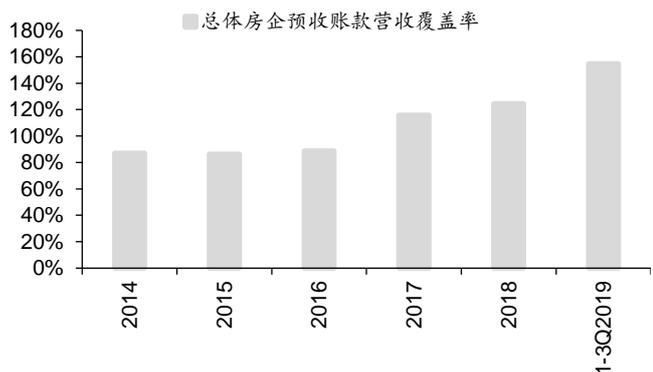
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 龙头/中型/小型房企预收账款同比增速



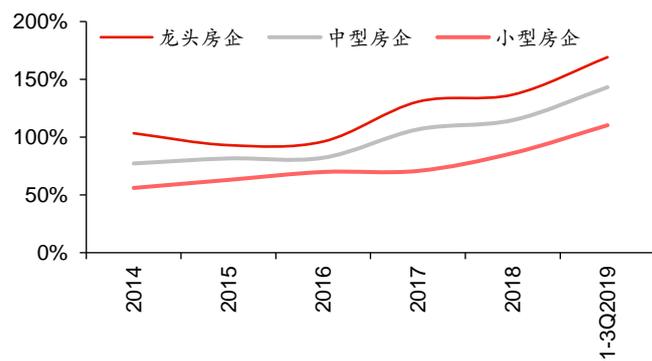
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 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27： 龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率



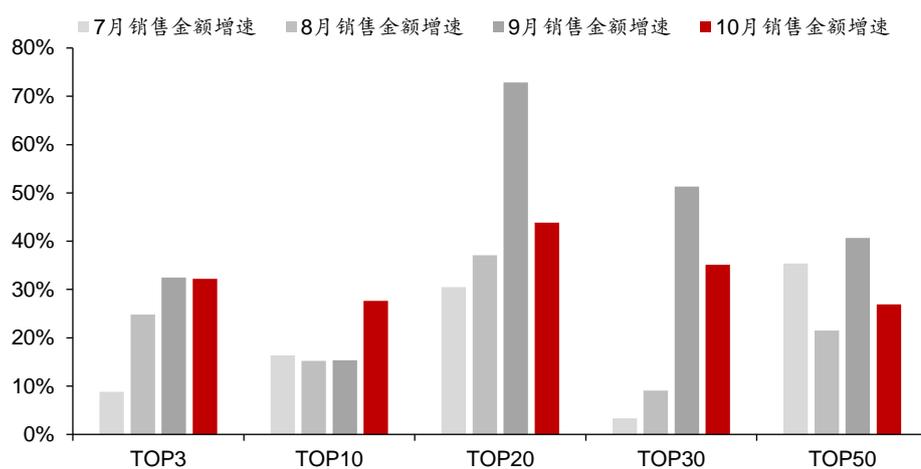
资料来源：Wind，华泰证券研究所

10月百强房企销售加速分化，头部房企增速逆势改善

根据亿翰的数据,2019年10月百强房企(公司可比口径)单月销售金额同比增长27.76%，增速较9月降低3.60个百分点，单月环比增长4.46%。1-10月累计销售金额同比增长16.84%，增速较1-9月上升0.88个百分点，销售增速延续9月初性。TOP3、TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50、TOP51-100单月销售金额同比增长32.21%、27.62%、43.84%、35.13%、26.95%、11.9%，增速较9月分别-0.28、+12.28、-29.04、-16.17、-13.70、-5.52个百分点。

10月整体市场景气度有所回落，全国43城10月新房销售面积同比增长7.18%，同比增速较9月回落9.21个百分点。一、二、三四线城市10月分别同比+8.20%、+15.22%、-2.08%，增速分别较9月+25.33、-13.77、-19.59个百分点。10月份三亚、天津、南京等地区政策边际松动，海南、南通等人才引进力度加大，我们预计四季度需求调控政策转向温和，助推头部房企销售增速保持平稳。其中，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28： 2019年8-9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

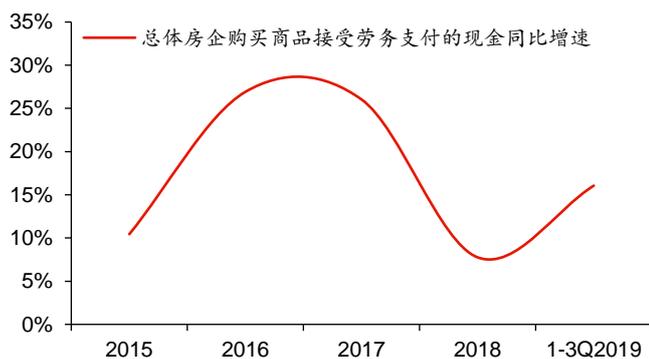
扩张：融资制约效应明显，龙头房企加大逆周期投资

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），2019前三季度总体房企同比增长16%，增速较2018年前三季度下滑4个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长19%、15%、3%，增速较2018年前三季度下滑1、7、9个百分点。

虽然拿地规模整体回落，但拿地集中度依然在上升，龙头、中型、小型房企该指标占比分别为59%、34%、8%，龙头同比上升1个百分点，小型房企下滑1个百分点。同样体现在拿地强度上，以“购买商品接受劳务支付的现金”除以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企拿地强度，2019前三季度总体房企为76%，较2018年前三季度增长4个百分点；龙头、中型、小型房企分别为78%、72%、78%，同比增长5、3、1个百分点。

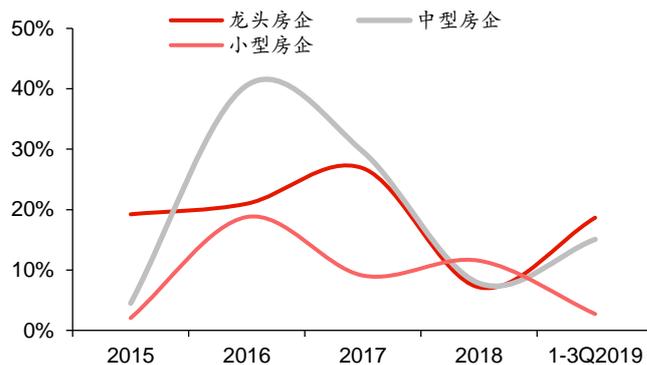
5月份以来的融资收紧对房企再投资预期的影响逐渐兑现，杠杆率偏高的中型房企扩张速度下降更为明显。我们认为随着行业融资监管持续，具备融资优势的优质房企有望把握新一轮的行业供给侧改革机遇，为集中度的持续提升奠定基础。

图表29：总体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速



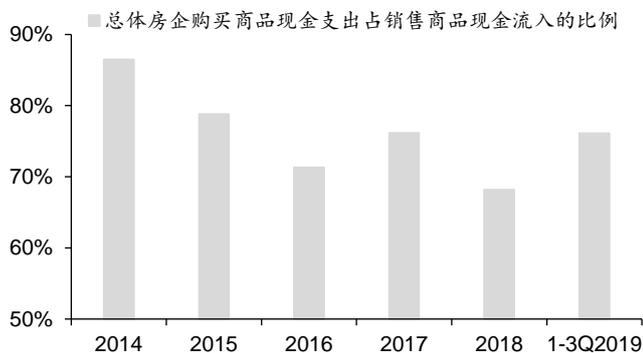
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：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



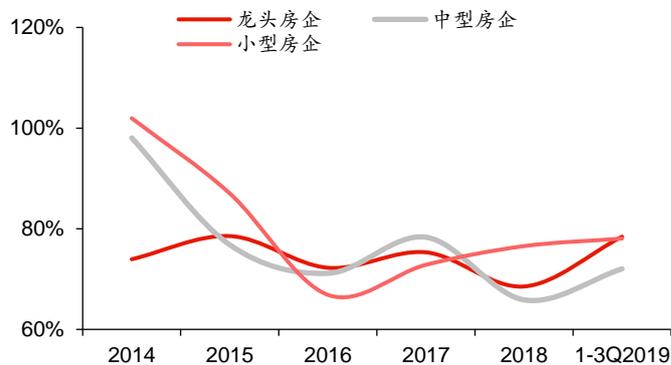
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31：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

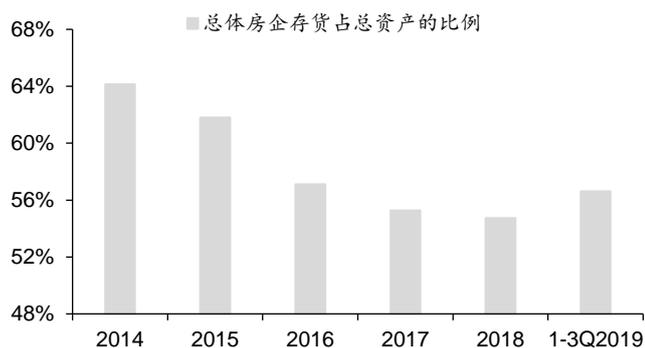
图表32：龙头/中型/小型房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

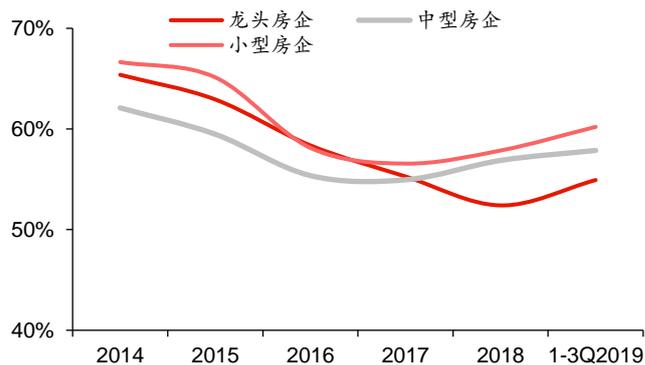
2019 三季度总体房企存货占总资产比重为 57%，较 2018 年三季度末上升 1 个百分点。其中龙头、中型、小型房企存货占总资产比重分别为 55%、58%、60%，较 2018 年三季度末增长 1、2、3 个百分点。

图表33: 总体房企存货占总资产的比例



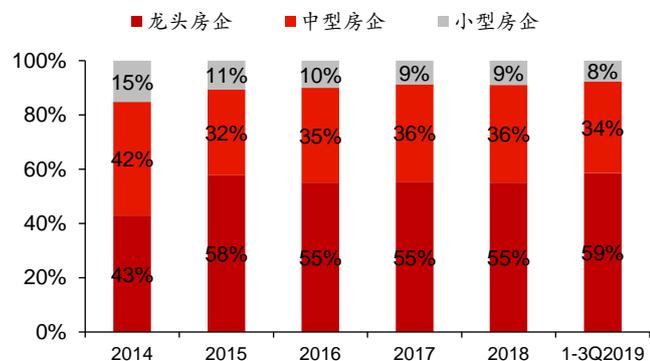
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表34: 龙头/中型/小型房企存货占总资产的比例



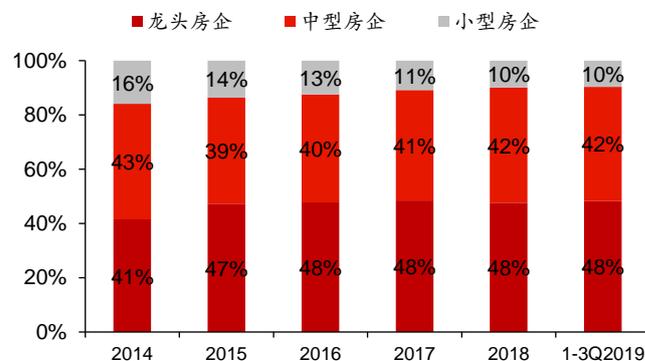
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表35: 龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 龙头/中型/小型房企存货占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

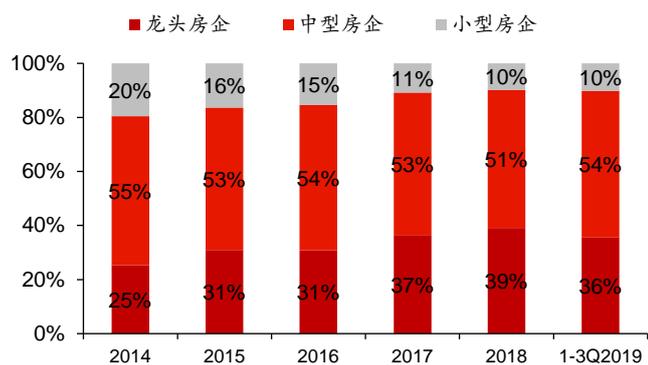
融资：总体杠杆持续抬升，龙头房企保持最优

融资增速减缓，但融资集中度持续提升

融资规模层面，2019年前三季度总体房企筹资活动现金流入总额 15408 亿元，同比增长 3%，增速较 2018 前三季度放缓 17 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比-7%、+9%、+8%，增速较 2018 前三季度-44、-2、+1 个百分点；龙头、中型、小型房企筹资现金流入占比为 36%、54%、10%，较 2018 前三季度-4、+3、+1 个百分点。2019 年前三季度总体房企筹资活动现金流净额 362 亿元，同比减少 2086 亿元；龙头、中型、小型房企筹资净额分别为-11、372、1 亿元，同比-1578、-641、+133 亿元。

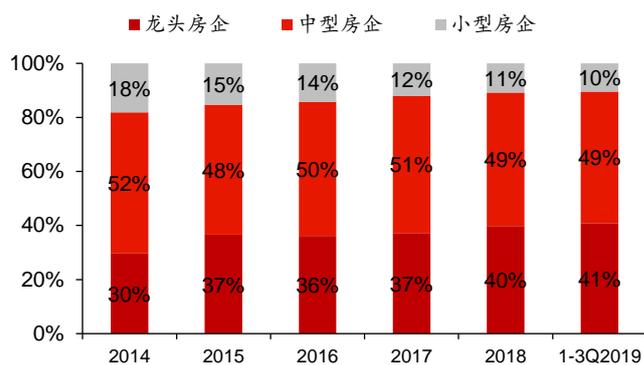
2019 年三季度末总体房企有息负债（短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券）规模 31707 亿元，较 2018 年末增长 8%，其中短期负债增长 1%，中长期负债增长 11%；龙头、中型、小型房企有息负债分别较 2018 年末增长 11%、6%、5%；龙头、中型、小型房企有息负债占比分别为 41%、49%、10%，龙头占比较 2018 年末提升 1 个百分点，中型下降 1 个百分点；2019 年三季度末龙头、中型、小型房企长短期债务比分别为 28%：72%、30%：70%、31%：69%，相比 2018 年末龙头短期债务占比上升 2 个百分点，中型、小型分别下降 5、2 个百分点。

图表37: 龙头/中型/小型房企筹资活动现金流入占比



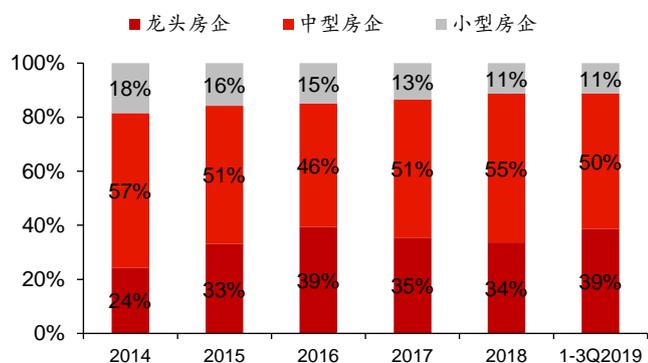
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表38: 龙头/中型/小型房企有息负债占比



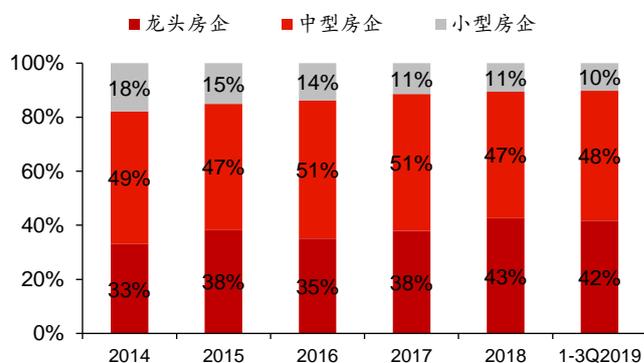
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表39: 龙头/中型/小型房企短期负债占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 龙头/中型/小型房企中长期负债占比



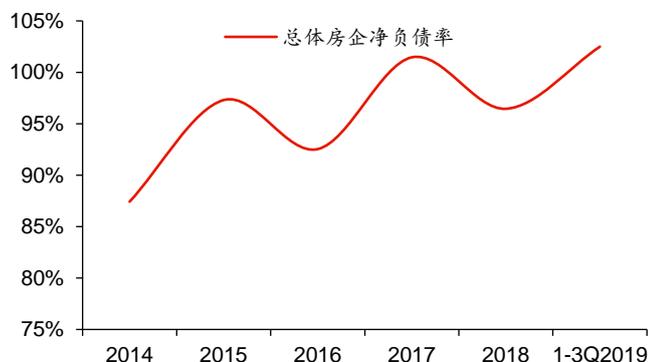
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

净负债率持续回升，龙头房企把握优势逆势扩张

2019年三季度末总体房企净负债率为102%，较2018年末上升6个百分点；龙头、中型、小型房企分别为89%、119%、90%，较2018年末+17、-6、+4个百分点。总体房企货币资金/短期负债的比重为116%，较2018年末下降10个百分点；龙头、中型、小型房企分别为134%、98%、113%，龙头、中型较2018年末-40、+9个百分点，小型房企保持不变。

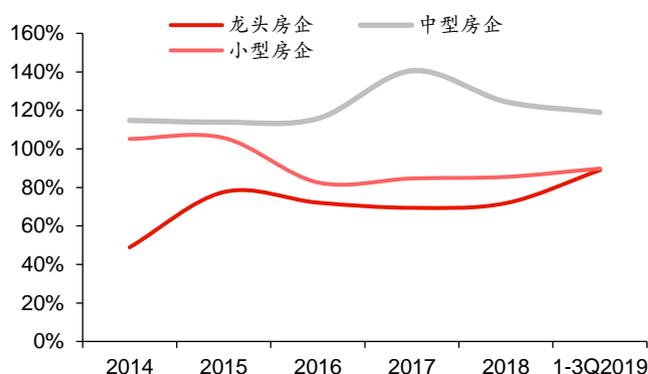
融资收紧叠加龙头加大逆周期投资力度，总体房企杠杆率持续抬升，货币资金短债覆盖倍数小幅回落，资金链依然承压。其中龙头房企虽然加大扩张投资导致经营现金流净额转负幅度扩大、短期负债率上行明显，但杠杆率和现金覆盖倍数依然保持梯队最优。中型房企在规模发展诉求下加杠杆节奏依然平稳，小型房企经营现金流有所改善，但负债率依然制约扩张意愿。

图表41：总体房企净负债率



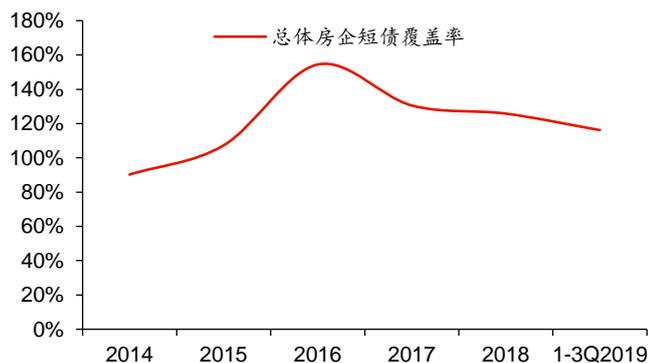
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42：龙头/中型/小型房企净负债率



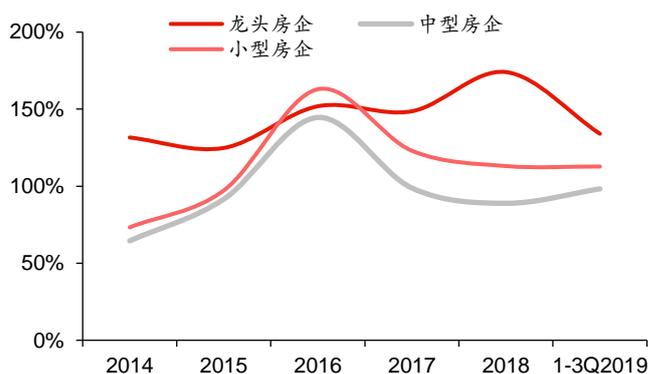
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43：总体房企短债覆盖率



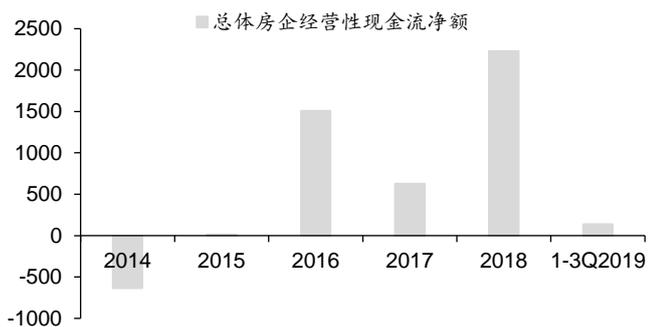
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44：龙头/中型/小型房企短债覆盖率



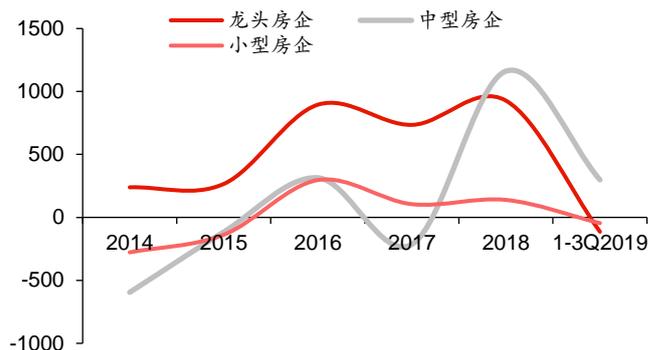
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45: 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

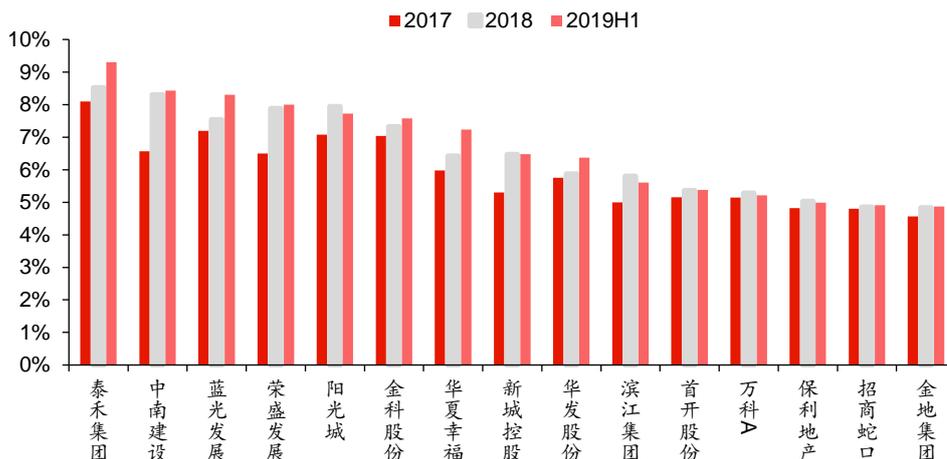
图表46: 龙头/中型/小型房企经营性现金流净额(单位:亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

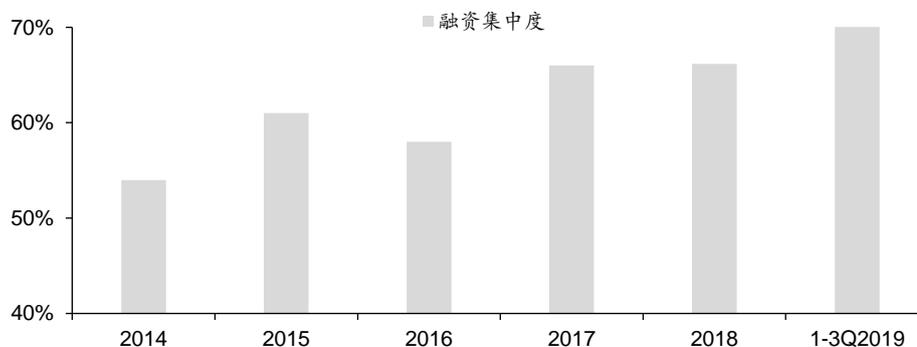
随着5月以来信托、境内债、境外债、开发贷融资相继收紧,房企经历年初流动性宽松后融资难度陡然加大,2019H1多数房企平均融资成本较2018年继续提升。规模房企的融资优势正在进一步凸显,克而瑞数据显示1-9月30家房企融资总额占95家重点房企的比重达到70%,我们预计未来行业融资集中度将进一步提升。

图表47: 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48: 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。

资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

低估值和稳业绩构筑板块优势，看好融资通畅的优质房企

去年四季度以来公募基金地产股持仓比重连续三个季度下滑，我们认为地产股的低估值、业绩增长潜力以及持续增长的股息率都能构筑四季度配置机会，建议优选融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企，推荐顺序上：万科 A、金地集团、华发股份、中南建设等，存量市场核心品种：中航善达、大悦城等。

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