



## 强于大市

公司名称	代码	评级	收盘价 (人民币)
万科 A	000002.SZ	买入	26.86
保利地产	600048.SH	买入	14.79
绿地控股	600606.SH	买入	6.80
招商蛇口	001979.SZ	买入	19.04
华夏幸福	600340.SH	买入	28.75
荣盛发展	002146.SZ	买入	8.83
华侨城 A	000069.SZ	买入	7.13
我爱我家	000560.SZ	增持	4.33
金融街	000402.SZ	未有评级	8.08
嘉宝集团	600622.SH	未有评级	4.10
华发股份	600325.SH	未有评级	7.41
中南建设	000961.SZ	未有评级	8.11
金科股份	000656.SZ	未有评级	6.82
阳光城	000671.SZ	未有评级	6.29

以2019年11月4日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

### 相关研究报告

《房地产 2019 年半年报综述》20190903  
《地产行业 2019 年一季报前瞻》20190416

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010002

# 房地产行业2019年三季度报综述

## 盈利能力小幅回落，回款改善投资回暖

2019年1-9月地产板块主营业务收入和归母净利润增速分别为19.2%和9.0%，分别较19年中期收窄1.2个百分点和3.3个百分点，由于16-17年涨价项目结算进入尾声，营收和业绩增速呈现收窄的趋势。利润率方面，板块总体毛利率和净利率分别为35.6%和10.3%，分别较19年中期下降1.1和1.5个百分点。19Q3房企资产负债率80.6%，较19年中期下降0.1个百分点；净负债率102.1%，较19年中期下降1.2个百分点。现金流方面，2019年1-9月，板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升13.0%，较1-6月回落1.8个百分点；板块购买商品及劳务的现金流入累计同比上升16.4%，较1-6月上升6.4个百分点。

### 点评

- 盈利方面，由于16-17年涨价项目结算进入尾声，营收和业绩增速呈现收窄的趋势，19年三季度主营业务收入和归母净利润增速分别为19.2%和9.0%，分别较19年中期收窄1.2个百分点和3.3个百分点。其中，二线房企表现亮眼，收入及利润增速均领跑行业。
- 利润率方面，房企整体毛利率同比上升，环比下降，呈现回落趋势；并由于少数股东权益及计提资产减值损失显著上升，净利润率下行更为显著。板块2019年三季度毛利率和净利率分别为35.6%和10.3%，分别较19年中期下降1.1和1.5个百分点。
- 负债率方面，19Q3房企资产负债率80.6%，较19年中期下降0.1个百分点，其中预售账款及合同负债上升影响较大。板块净负债率102.1%，较19年中期下降1.2个百分点，二线房企杠杆率下降显著，财务结构更加健康。另一方面，2019年1-9月板块投资现金流出累计同比上升16.4%，较19年中期扩大6.4个百分点，投资呈回暖趋势。
- 展望未来，我们认为在房地产融资环境不断收紧的情况下，行业拿地及开工投资或将逐步下降，房企有望加快销售回款，销售价格增速或将回落，叠加16-17年土地购置价格上涨，行业利润率水平或将承压。另一方面，房企间持续分化，一二线房企销售依旧稳健及预收账款充足，19年业绩望延续高增，而尾部房企将逐渐淡出市场，行业集中度或再度提升。

### 投资建议

- 我们判断2019年四季度，随着“一城一策”的深化落地，部分城市调控呈小幅放松态势。目前主流房企2019年平均PE4-8倍(详见文末估值表)，处历史低位，估值修复动力较大；同时，主流房企2019年平均股息率超过5%，远高于10年起国债收益率；伴随龙头房企销售、投资、融资等集中度持续提升，四季度配置价值凸显。
- 我们维持板块**强于大市**评级，建议积极关注政策及融资环境变化，推荐龙头房企：万科A、保利地产；区域龙头：华夏幸福、荣盛发展，招商蛇口；建议关注高成长性房企：大悦城、阳光城、中南建设及房地产服务商：我爱我家。

### 评级面临的主要风险

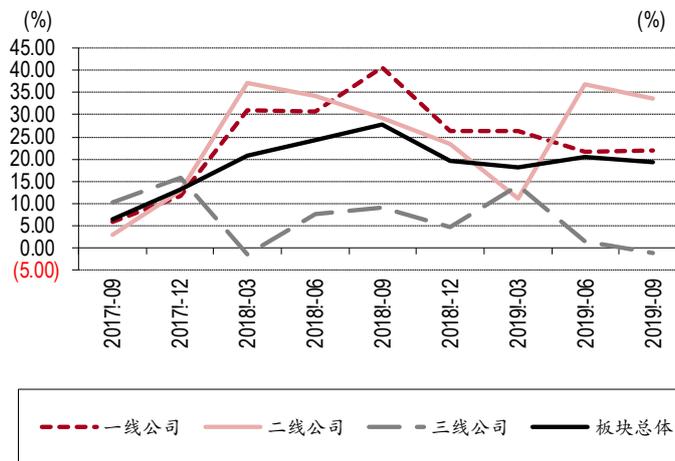
房地产行业销售大幅下滑，调控政策力度超预期。

## 1. 收入增速持续回升，龙头房企优势凸显

2019年1-9月地产板块主营业务收入同比增长19.2%，较1-6月收窄1.2个百分点。其中，一线公司收入同比增长22.09%，比1-6月扩大0.3个百分点；二线公司收入同比增长33.74%，比1-6月收窄2.9个百分点；三线公司收入同比下降1.25%，较1-6月收窄2.7个百分点。

2019年前9月板块结转收入增速为19.2%，较上季度收窄1.2个百分点，其中一线房企的收入增速与上季度基本持平；二线房企和三线房企收入增速较上季度分别收窄2.9和2.7个百分点，销售现金流较上季度分别收窄6.2和0.5个百分点；在结算收入上一线及二三线出现较大分化，一线房企稳中有升，二线房企高位小幅回落，三线则营收增速持续走弱直至转负。目前主流房企预售账款充足，计划竣工增速普遍提速，2019年结算收入增长保障性较强。2019Q3结算收入方面，一线龙头房企中，华夏幸福、金地集团和万科分别录得42%、27%和27%的较高增速，主要由于结转规模大幅增长及毛利率提升，领跑一线房企。二线房企中，大悦城(+184%)、金科股份(+61%)、南湖中宝(+56%)、金融街(+54%)均实现超过50%的高增速。

图表 1. 板块营业收入增长率

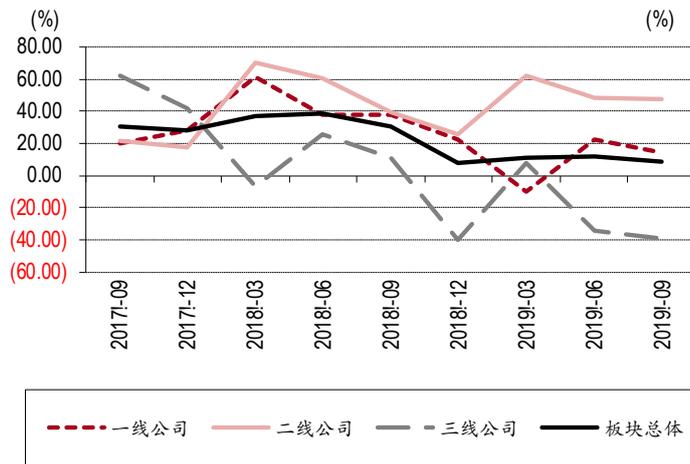


资料来源：万得，中银国际证券

2019年1-9月，板块净利润同比增长8.97%，较1-6月收窄3.3个百分点。其中，一线公司净利同比增长14.51%，较1-6月收窄7.6个百分点；二线公司同比增长47.37%，比1-6月收窄0.7个百分点；三线公司同比下降38.90%，同比1-6月收窄4.2个百分点。

三季度房企盈利能力出现下滑，主要由于利润率见顶回落，以及房企普遍结算项目权益占比下降，少数股东权益占比提升：板块前9月毛利率和净利率分别为35.6%和10.3%，分别较上季度扩大0.9个和回落1.5个百分点。受到项目利润率回落和项目权益比例下滑的影响，板块前9月净利润同比增长9%，较上季度回落3.3个百分点，逊色于收入端表现。一线房企中，保利地产(+34%)、绿地控股(+33%)、万科(+30%)的净利润均录得较高增速；二线房企中，大悦城(+168%)、北京城建(+168%)、金科股份(+82%)、中南建设(+79%)均实现高增速，领跑二线房企。

图表 2. 板块净利润增长率



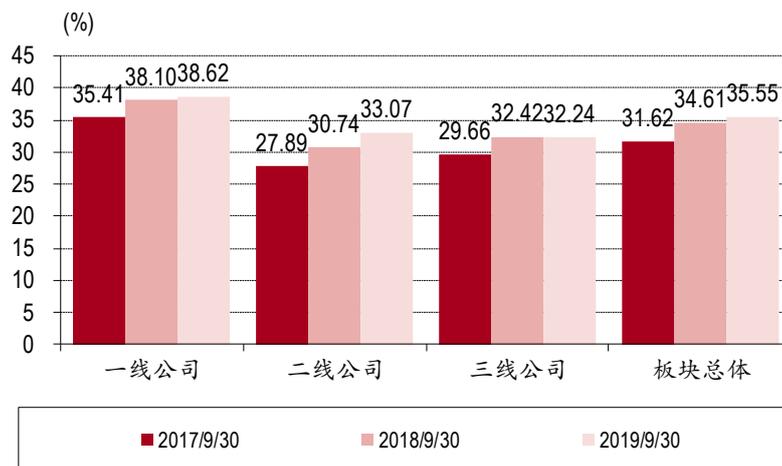
资料来源：万得，中银国际证券

## 2. 毛利率高位回落，稀缺资源优势凸显

2019年1-9月，板块总体毛利率为35.6%，较去年同期上升1个百分点。一线公司为38.6%，较1-6月下降2.1个百分点；二线公司为33.1%，与1-6月基本持平；三线公司为32.2%，较1-6月下降0.9个百分点。2019年1-9月，板块总体净利率为10.3%，较1-6月下降1.5个百分点。其中，一线公司为11.5%，较1-6月下降2.1个百分点；二线公司为10.8%，较1-6月下降0.7个百分点；三线公司为6.7%，较1-6月下降1.7个百分点。

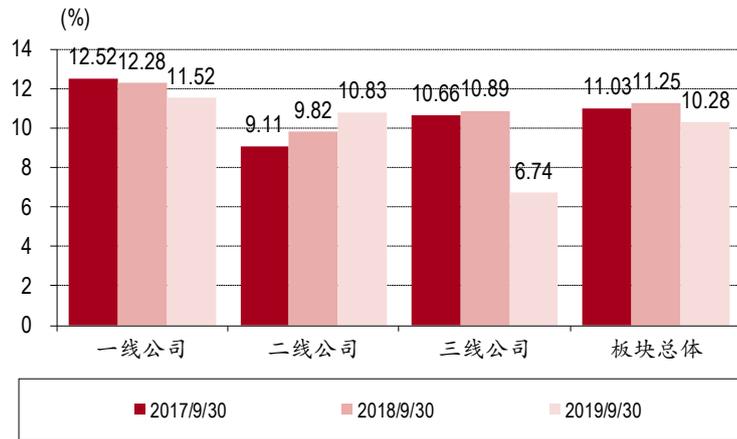
由于房企19年结转的主要为16-17年行业周期回升期的高价销售项目，房企整体毛利率同比整体回升，主要由于处于低位的土地成本和房屋销售价格回升，提升了房企的结算利润率。但18年起由于地价快速上涨以及限价等因素的影响，房企的盈利能力受到限制，高利润率的持续性待观察。一线房企整体仍维持较高的毛利率优势，继续保持平均35%以上的水平。从净利率水平来看，一二三线房企的净利率均在下降，利润率的持续下行将倒逼行业整合。在我们重点关注的一二线城市上市房企中，19年结算毛利率仍保持较高水平的企业大多具有开发模式的稀缺性，包括：华侨城（63%）、大悦城（48%）和华夏幸福（40%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：金地集团（42%）、金融街（48%）和泛海控股（48%）等。

图表 3. 板块毛利率水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 板块净利率水平

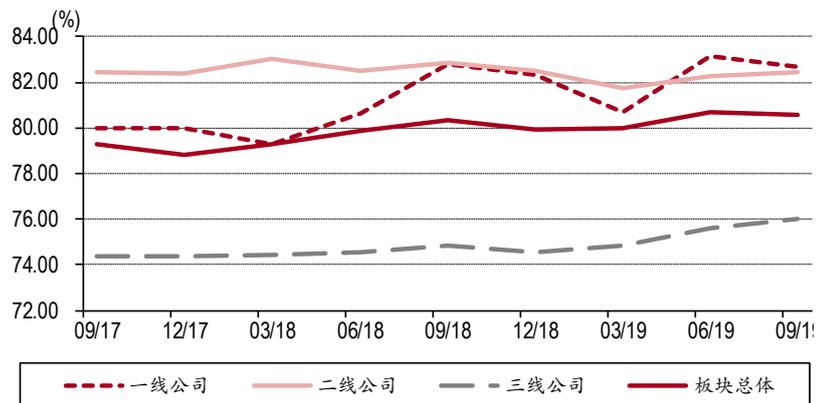


资料来源：万得，中银国际证券

### 3. 负债率维持高位，一二线房企扩张加速

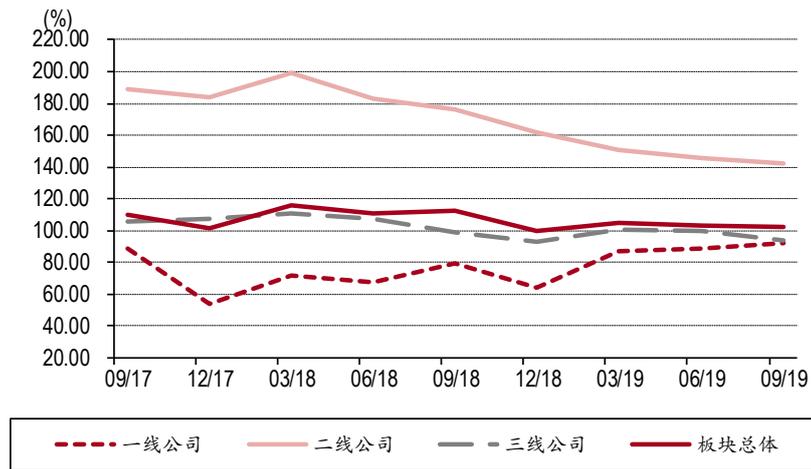
19年9月房企负债率继续维持在高位，截至2019年9月，板块资产负债率80.6%，较6月末下降0.1个百分点；其中，一线公司为82.67%，较1-6月下降0.5个百分点；二线公司为82.47%，较1-6月上升0.2个百分点；三线公司为76.00%，较1-6月上升0.4个百分点。板块净负债率102.1%，较6月末下降1.2个百分点。另一方面，前9月板块投资现金流出累计同比上升16.4%，较1-6月上升6.4个百分点，其中一线房企扩大幅度最大，较1-6月上升18个百分点。在我们重点关注的一二线上市房企中，泰禾集团(242%)、华夏幸福(202%)、金融街(184%)、首开股份(184%)、中南建设(176%)等净负债率水平较高。我们认为随着未来行业信贷收缩以及宏观流动性趋紧，房企目前过高的杠杆率或在未来面临较大的财务风险。

图表 5. 板块资产负债率水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 板块净负债率水平



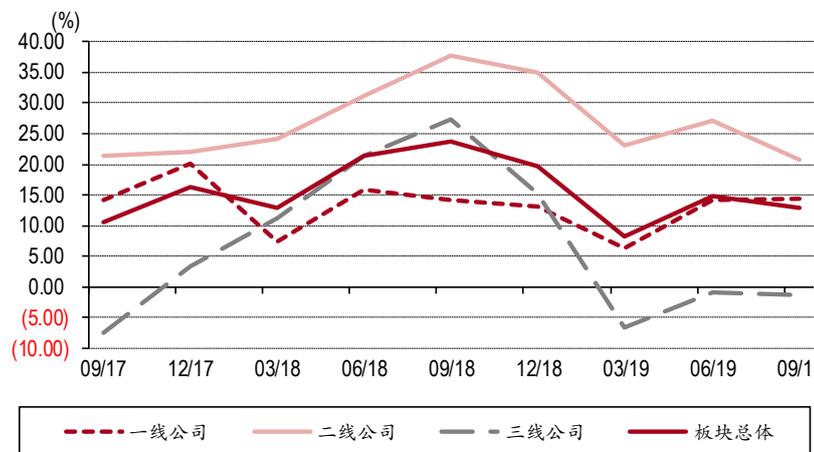
资料来源: 万得, 中银国际证券

#### 4. 销售回款小幅下降, 龙头房企加强投资

2019年1-9月, 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比上升13.0%, 较1-6月回落1.8个百分点。其中, 一线公司同比上升14.4%, 较1-6月扩大0.2个百分点; 二线城市同比上升20.9%, 较1-6月收窄6.2个百分点; 三线城市同比下降1.26%, 较1-6月收窄0.5个百分点。

由于2018年H2起全国商品房销售增速开始回落, 房企销售回款随之增速变缓, 但各大房企在融资收紧的大背景下销售回款率有所提升。在我们关注的一线房企中, 华侨城(65.8%)、招商蛇口(25.7%)、华夏幸福(19.1%)销售回款增速较快; 二线房企中, 大悦城(104.9%)、滨江集团(99.2%)、金融街(67.5%)等增速较高。我们认为在行业流动性紧张背景下, 主流房企有望通过加快竣工及销售回款以回流现金, 开发资金来源中对于销售回款的依赖度或将上升。

图表 7. 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



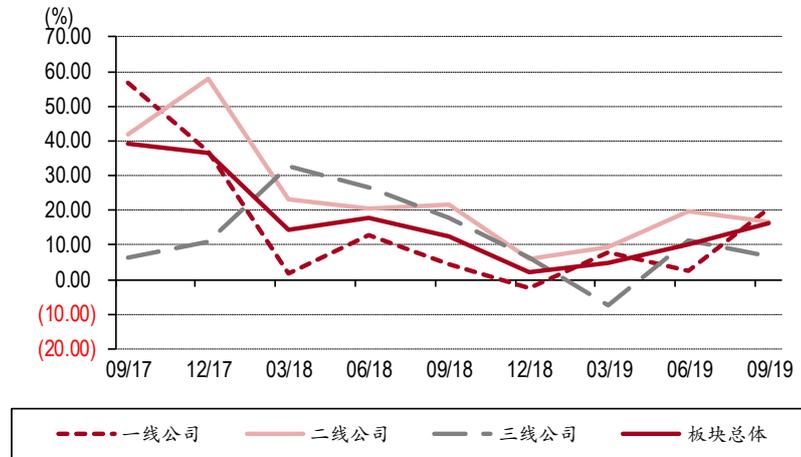
资料来源: 万得, 中银国际证券

2019年1-9月, 板块购买商品及劳务的现金流入累计同比上升16.4%, 较1-6月上升6.4个百分点。其中, 一线公司同比增长20.6%, 较1-6月扩大17.8个百分点; 二线城市同比上升16.6%, 较1-6月收窄3.2个百分点; 三线城市同比增长6.6%, 较1-6月收窄4.6个百分点。



投资方面，一线房企与二三线出现分化：一线房企 2019 年起投资增速稳步上升，而二三线则震荡回落。在融资收紧的大背景下，房企普遍投资谨慎，龙头则资金较为充裕、融资渠道畅通，利用窗口期加大土地投资，土地获取成本优势显著。在我们关注的一二线房企中，华夏幸福（92.2%）、阳光城（95.0%）、首开股份（63%）、荣盛发展（35%）、保利地产（31%）等投资力度较大。

图表 8. 板块购买商品及劳务的现金流出累计同比



资料来源：万得，中银国际证券

### 风险提示

房地产行业销售大幅下滑，调控政策力度超预期。

附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
万科 A	000002.SZ	买入	26.83	3,020.30	3.06	3.61	8.60	7.39	14.80
保利地产	600048.SH	买入	14.82	1,768.19	1.59	1.95	7.79	7.60	10.22
绿地控股	600606.SH	买入	6.81	828.65	0.95	1.15	6.13	5.92	6.18
招商蛇口	001979.SZ	买入	18.94	1,498.93	1.93	2.25	12.36	7.26	8.24
华夏幸福	600340.SH	买入	28.93	870.23	2.97	4.95	6.36	6.70	13.21
荣盛发展	002146.SZ	买入	8.84	384.38	1.73	2.18	4.62	4.06	8.44
华侨城 A	000069.SZ	买入	7.14	585.66	1.27	1.58	5.62	4.52	7.60
我爱我家	000560.SZ	增持	4.34	102.23	0.25	0.34	16.58	12.76	4.20
金融街	000402.SZ	未有评级	8.03	240.01	1.09	1.19	6.81	5.84	10.85
嘉宝集团	600622.SH	未有评级	4.13	61.94	0.76	0.71	8.70	7.46	4.16
华发股份	600325.SH	未有评级	7.42	157.13	1.08	1.39	6.81	5.70	5.95
中南建设	000961.SZ	未有评级	8.24	305.69	0.60	1.09	11.80	7.76	5.29
金科股份	000656.SZ	未有评级	6.98	372.71	0.73	0.98	6.29	6.65	4.61
阳光城	000671.SZ	未有评级	6.36	257.58	0.75	1.03	7.24	6.29	4.89

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 11 月 1 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 2DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371