

推荐（维持）

三季度报行业结算业绩理想 全年继续值得期待

风险评级：中风险

房地产行业 2019 年三季度报综述

2019 年 11 月 5 日

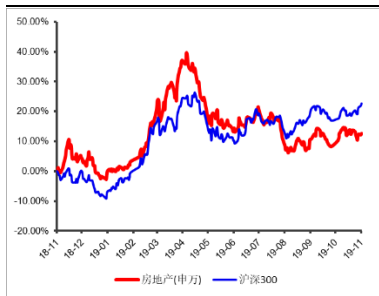
投资要点：

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-23320072
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

上市公司2019年三季度报已全部公布完毕。我们统计了全国142家上市房地产开发企业（按申万房地产分类）业绩情况：

- **前三季度行业整体归属净利增长一成四。**2019前三季度上市房企共实现营业收入同比上升23.22%，增幅较2018年全年增幅提升2.85个百分点，较2019年二季度增幅提升0.34个百分点。前三季度共实现营业利润2430亿，归属母公司股东净利1378亿，同比分别升18.85%和上升14.19%，营业利润增幅相比2018年全年下降6个百分点，归属净利润增幅则相约。整体看，行业营业收入增幅超两成，营业利润及归属净利润增幅也达双位数，绝对值更是再创同期新高。行业结算业绩继续令人满意。而从当前房企整体销售及可结算资源看，全年结算业绩维持较理想增幅保障度高。
- **毛利率及净利率小幅回落 但仍维持在较高水平。**三季度行业整体销售毛利率及净利率均小幅回落，前三季度上市房企整体销售毛利率及净利率分别为31.6%和11.9%，相比中报时分别下降1个百分点和下降1.3个百分点。但销售毛利率及净利率均维持在近年来的高位。总的来看，房地产行业近两年由于房价涨幅明显，整体结算收益率探底回升。预计全年整体结算毛利率及净利率仍将维持较高水平，盈利情况理想。
- **待售面积持续回落 新开工增速提升。**截止9月末，全国商品房及商品住宅待售面积分别为4.9亿平米和2.2亿平米，同比分别降7.2%和降13.5%。行业在过去两三年销售大年后，去库存现象明显。而由于今年上半年，尤其是一季度整体销售出现一定的回落，开发商拿地补库存相对谨慎，维持稳步补充库存基调；另外开发商融资受到一定规管限制也导致补库存进度放缓。而行业整体库存水平不高，对于房价将有一定的支撑作用。
- **负债率维持高位 可结算资源充裕。**2019年上半年行业融资有所改善，但下半年开始出于社会整体流动性增加预期，带来房地产行业融资规管从严等情况。行业整体负债率水平维持平稳状态。由于销售保持平稳回升，而开发商结算增幅低于销售增幅，留存可结算资源丰富。全年来看行业整体业绩保障度高。
- **总结与投资建议。**开发商当前可结算资源仍较多，全年结算业绩保持理想增幅值得期待。地产板块今年以来整体走势偏弱，跑输大盘。行业整体估值水平跌至历史底部区间，向下空间及风险较低。全年业绩理想带动估值提升值得期待。建议重点关注基本面靓丽、业绩锁定性及股息率较高、估值便宜的一二线龙头地产股，包括保利地产、万科A、华夏幸福、金地集团、荣盛发展、华发股份、大悦城、招商蛇口、金融街等。
- **风险提示：**楼市销售回落；楼市出现超预期调控。

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

目 录

1. 前三季行业整体归属净利增长一成四	3
2. 毛利率及净利润率小幅回落 但仍维持在较高水平	4
3. 三费率维持在较高水平 开发资金相对良好	5
4. 待售面积持续回落 新开工增速提升	6
5. 负债率维持高位 可结算资源充裕	7
6. 总结与投资建议	8
7. 风险提示	9

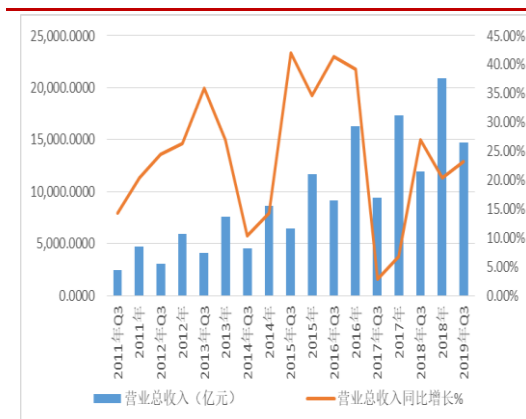
插图目录

图 1: 上市房企营业总收入	错误!未定义书签。
图 2: 营业利润、归属净利润同比变化	错误!未定义书签。
图 3: 商品房销售面积变化	错误!未定义书签。
图 4: 商品房销售额变化	错误!未定义书签。
图 5: 上市房企资产总计	4
图 6: 总资产净利率、净资产收益率变化	4
图 7: 三费同比变化	5
图 8: 三费率同比变化	5
图 9: 房企开发资金来源合计	5
图 10: 房企开发资金来源变化	5
图 11: 存货水平变化	6
图 12: 行业待售面积同比变化	6
图 13: 房屋施工、新开工面积	6
图 14: 房屋施工、新开工增长	6
图 15: 房地产行业负债水平变化	7
图 16: 房企现金流情况变化	7

1. 前三季度行业整体归属净利增长一成四

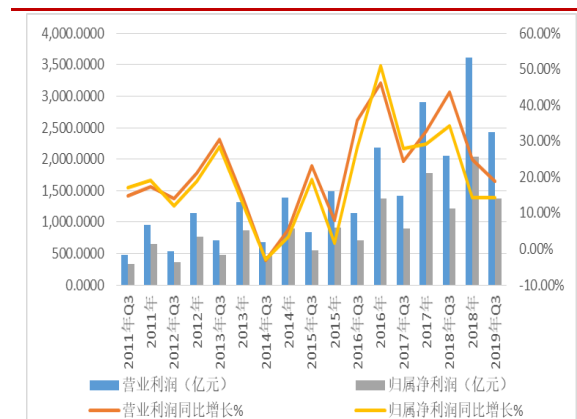
上市公司 2019 年三季度报已全部公布完毕。我们统计了 142 家上市房地产开发企业（按申万房地产分类），2019 年前三季度共实现营业总收入 14712 亿，同比上升 23.22%，增幅较 2018 年全年营收增幅提升 2.85 个百分点，较 2019 年二季度增幅提升 0.34 个百分点。前三季度共实现营业利润 2430 亿，归属母公司股东净利 1378 亿，同比分别升 18.85% 和上升 14.19%，营业利润增幅相比 2018 年全年下降 6 个百分点，归属净利润增幅则相约；相比今年中报，营业利润及归属净利润增幅均有所下降，分别下降 3.94 个百分点和 3.48 个百分点，主要由于今年中报结算增速较高。整体看，行业营业收入增幅超两成，营业利润及归属净利润增幅也达双位数，绝对值更是再创同期新高。行业结算业绩继续令人满意。而从当前房企整体销售及可结算资源看，全年结算业绩维持较理想增幅保障度高。

图1：上市房企营业总收入



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图2：营业利润、归属净利润同比变化



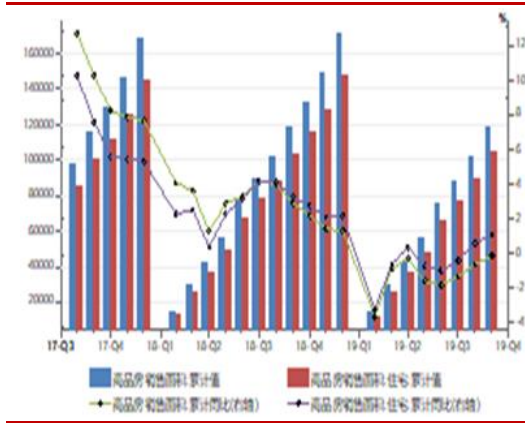
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2019 年三季度报平均每家房企实现营业总收入 110.62 亿，基本每股收益 0.29 元；平均营业总收入较 2018 年同期增加 20.2 亿元，基本每股收益与 2018 年同期相约。2019 年 1—9 月全国商品房销售面积合计 11.9 亿平方米，其中住宅销售面积 10.46 亿平方米，同比分别下降 0.1% 和上升 1.1%。2019 年以来商品房销售面积同比增速持续负增长，为近四年销售增长最差，但整体销售降幅相对较小，并且下半年开始降幅持续收窄。前 9 个月全国商品房销售额合计 11.14 万亿，商品住宅销售额合计 9.74 万亿，同比则分别上升 7.1% 和上升 10.3%，销售涨幅也跌至近四年的低位。

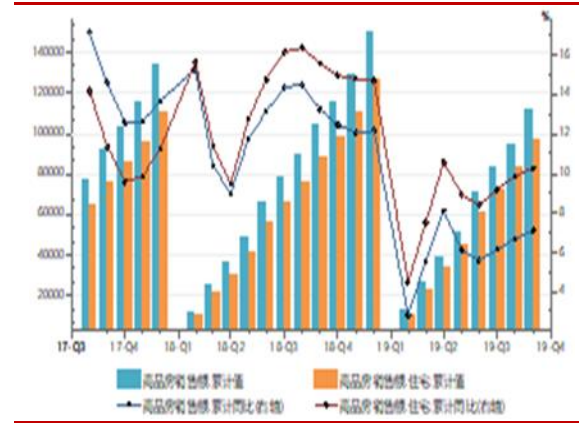
整体看，下半年开始行业销售增幅持续回升，9 月末住宅累计销售额增速达到双位数，景气度相对良好。后续楼市销售数据仍需继续观察。但在融资监管加严背景下，四季度开发商继续加大推盘回流现金可能性较大。而楼市政策因城施策继续，社会流动性保持合理充裕，预计全年楼市销售将保持平稳理想状态，销售绝对值也将维持在历史高水平。同时行业集中度继续加速提升，强者逾强也将继续凸显。

图3：商品房销售面积变化

图4：商品房销售额变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2. 毛利率及净利润率小幅回落 但仍维持在较高水平

截止 2019 年三季度报，141 家上市房企资产合计 11.44 万亿，再创历史新高，相对年初增长 11.7%，同比则增长 15.9%，增速较中报时下降 3.42 个百分点。平均每家房企资产规模 860.15 亿，较上年同期增长 15%；平均每股净资产 5.84 元，较上年同期也增长 9.15%。行业平均净资产收益率为 8.61%，较去年同期上升 0.15 个百分点，在申万 28 个行业板块中排名第 9 位；总资产净利率为 1.59%，同比则下降 0.03 个百分点，排名第 24 位。

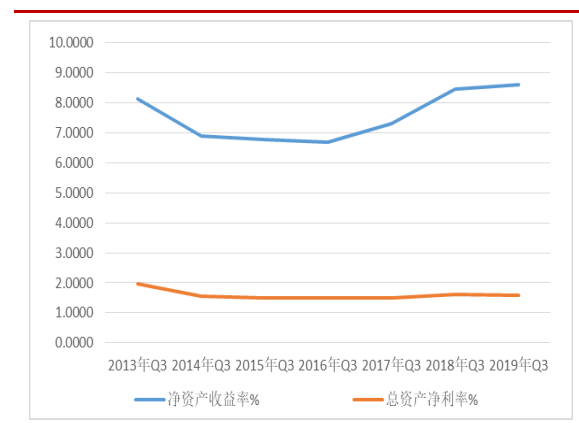
三季度行业整体销售毛利率及净利润率均小幅回落，前三季度上市房企整体销售毛利率及净利率分别为 31.6%和 11.9%，相比中报时分别下降 1 个百分点和下降 1.3 个百分点，相比去年同期则分别上升 0.3 个百分点和下降 0.6 个百分点。但销售毛利率及净利润率均维持在近年来的高位。总的来看，房地产行业近两年由于房价涨幅明显，整体结算收益率探底回升。预计全年整体结算毛利率及净利率仍将维持较高水平，盈利情况理想。

图5：上市房企资产总计



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图6：总资产净利率、净资产收益率变化

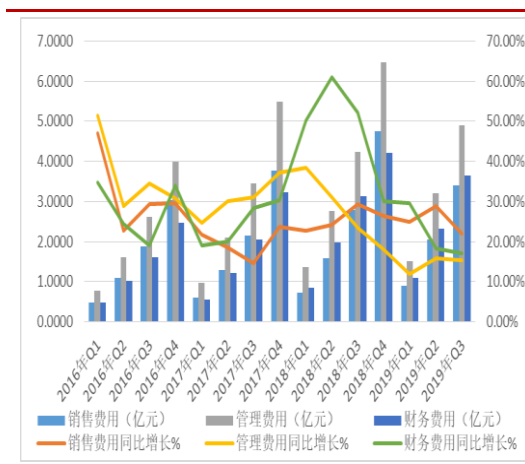


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

3. 三费率维持在较高水平 开发资金相对良好

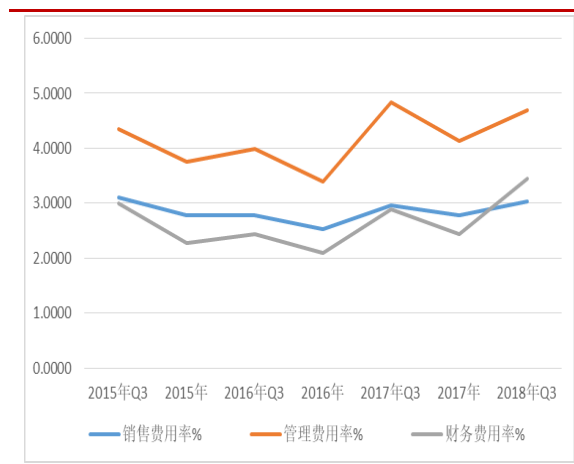
2019 年前三季度上市房企平均销售费用为 3.39 亿，较 2018 年同期上升 22.12%，增幅较二季度末收缩 6.75 个百分点；平均管理费用为 4.9 亿，财务费用 3.66 亿，较去年同期则分别增加 15.29%和增加 17.08%，管理费用增幅下降 0.5 个百分点，财务费用增幅较中报下降 1.4 个百分点。总的来看，近几年由于销售规模持续提升，整体三费均进一步上升，但增速有所收窄。2019 年前三季度销售费用占营业总收入为 3%，较中报时上升 0.2 个百分点。管理费用占营业总收入 4.42%；财务费用占营业总收入 3.3%，增幅均与中报时相约，相比 2018 年末占比则分别提升 0.4 个百分点和 0.7 个百分点。整体看，三费率均继续维持在近年较高的水平。

图7：三费同比变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图8：三费率同比变化

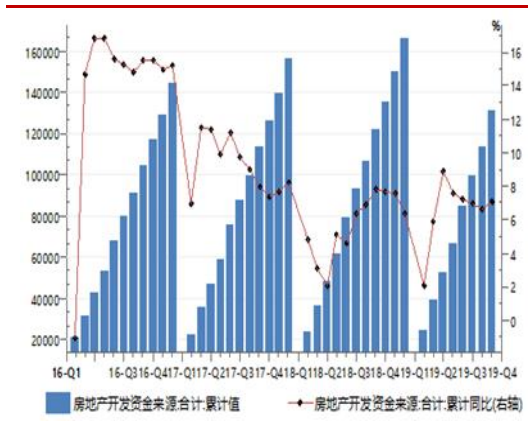


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

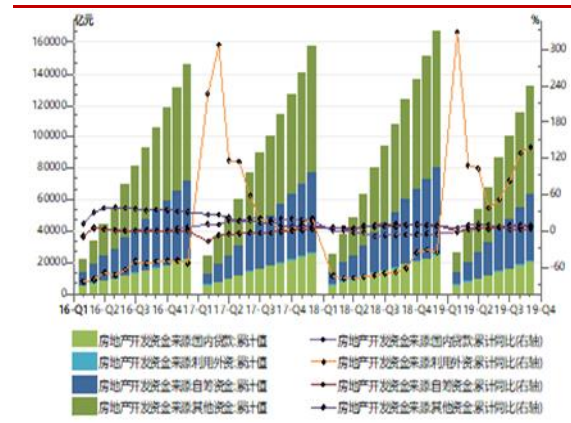
资金来源看，2019 年截止 9 月末，全国房地产开发资金来源合计 13.05 万亿，同比上升 7.1%，增幅较上月末提升 0.5 个百分点，达到近一年半的高位，开发资金来源维持相对理想状态。降准带来四季度及后续社会整体资金流动性保持合理充裕；而出于监管及避免资金过多过快流入房地产行业，近期开发商信托融资收紧、银行融资规管加大等情况出现。后续开发资金增速走势仍需观察，但行业整体流动性大幅收紧预期仍较低。其中今年前 9 个月，国内贷款、利用外资和自筹资金累计分别为 1.96 万亿、103 亿和 4.2 万亿，同比则分别上升 9.1%，上升 138%和同比上升 3.5%；其他资金来源为 6.8 万亿，同比增长 8.79%。除了国内贷款金额同比增速较上月小幅收窄，其余贷款金额同比增速均较上月进一步扩大。预计年末社会整体流动性保持充裕背景下，社融改善，开发资金来源将保持平稳良好水平。

图9：房企开发资金来源合计

图10：房企开发资金来源变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



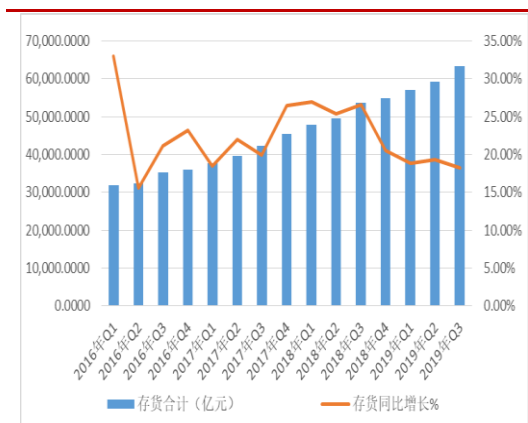
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

4. 待售面积持续回落 新开工增速提升

2019 年三季度末行业整体存货周转率为 0.168 次，与 2018 年同期相比基本持平。而总资产周转率为 0.135 次，也与上年同期相约。库存方面，2019 年三季度末上市房企整体存货 6.33 万亿，同比增长 18.19%，增幅较今年中期下降 1.2 个百分点。其中存货占总资产比例为 55.35%，占比较 2018 年同期上升 1.08 个百分点，但仍维持在近几年较低水平。

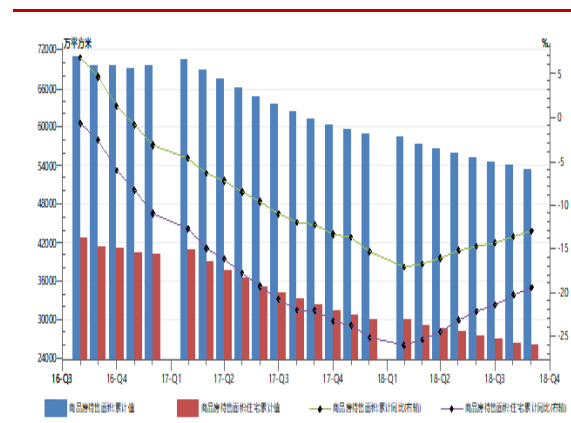
从行业待售面积来看，截止 9 月末，全国商品房及商品住宅待售面积分别为 4.9 亿平米和 2.2 亿平米，同比分别下降 7.2%和下降 13.5%。行业在过去两三年销售大年过后，去库存现象明显。而由于今年上半年，尤其是一季度整体销售出现一定的回落，开发商拿地补库存相对谨慎，维持稳步补充库存基调；另外开发商融资受到一定规管限制也导致补库存进度放缓。而行业整体库存水平不高，对于房价将有一定的支撑作用。

图11：存货水平变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图12：行业待售面积同比变化

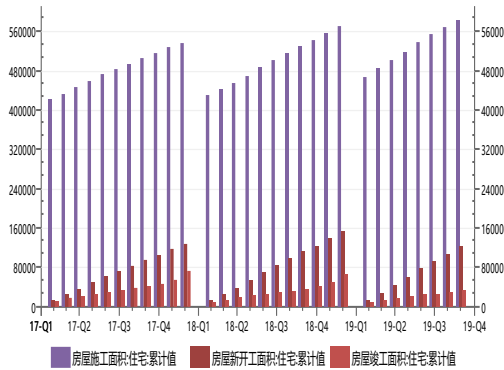


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

开工情况看，前 9 个月全国房屋施工面积累计 76.72 亿平米，其中住宅施工面积累计 53.02 亿平米，累计同比分别上升 3.9%和上升 4.9%，累计施工面积同比增幅进一步上升，达到近一年来高位。而 1—9 月累计新开工面积 15.25 亿平方米，其中住宅累计新开工面积为 11.24 亿平方米，较去年同期则分别上升 16.4%和上升 19.4%，新开工量累计同比涨

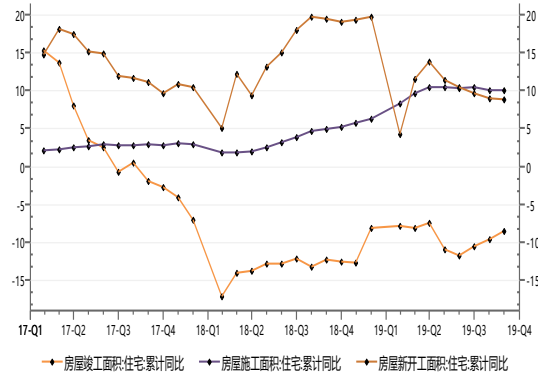
幅也持续扩大，达到 16 年下半年以来的高位。行业库存较低情况下，新开工及施工增速均持续提升。竣工方面，截止 9 月末全国房屋竣工面积为 4.67 亿平方米，其中住宅竣工面积 3.3 亿平方米，同比分别下降 8.6%和下降 8.5%，降幅较前几个月有所收窄，但仍相对明显。

图13：房屋施工、新开工面积



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图14：房屋施工、新开工增长

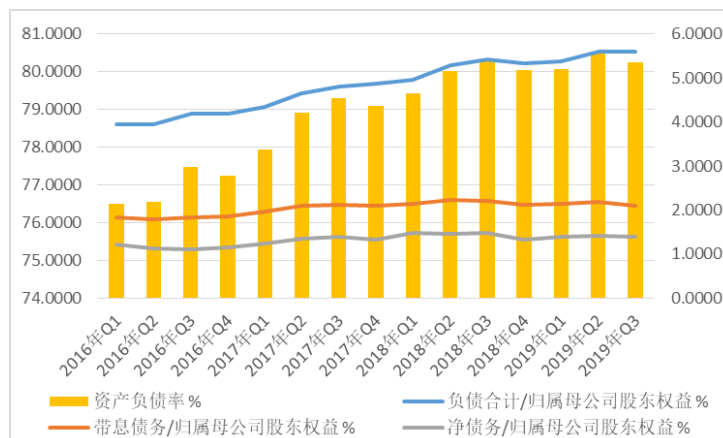


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

5. 负债率维持高位 可结算资源充裕

2019 年截止三季末上市房企整体资产负债率为 80.25%，较上年末升 0.25 个百分点，较中报降 0.25 个百分点，整体处于历史较高负债率水平。其中流动比、速动比分别为 1.43 和 0.47，流动比及速动比均较上半年小幅下降。行业整体负债占归属母公司股东权益达 5.6 倍，而 2018 年末为 5.33 倍，负债比率持续上升；其中带息负债占归属母公司股东权益为 2.09 倍，较 2018 年底 2.12 的水平小幅下降，也延续了下降趋势；净债务则为归属母公司股东权益的 1.39 倍，也高于 2018 年底的 1.33 倍的水平。整体看，2018 年下半年开始去杠杆进度有所放缓，2019 年上半年行业融资有所改善，但下半年开始出于社会整体流动性增加预期，带来房地产行业融资规管从严等情况。行业整体负债率水平维持平稳状态。

图 15：房地产行业负债水平变化

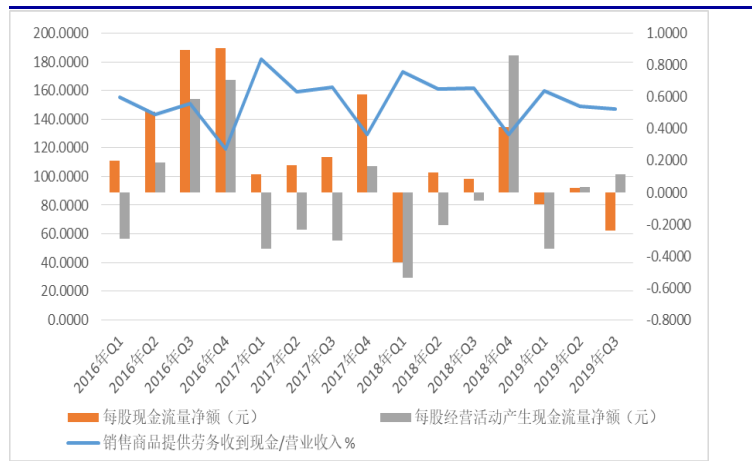


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2019 年三季度上市房企每股现金流量净额为-0.24 元，较中期每股下降 0.26 元，每股现金流量净额转正为负；每股经营活动产生现金流量净额为 0.11 元，相比 2018 年同期及中报均有所改善。而销售产品提供劳务收到现金占营业收入为 147.15%，较 2018 年末上升 17.7 个百分点，但较今年中期下降 2.2 个百分点。

总的来看，2019 年上半年销售小幅下降，但下半年开始回升明显。开发商融资受到规管，整体负债水平维持高位，而拿地补库存则相对谨慎理性。经营活动现金流改善，但净现金流向下。另一方面，由于销售保持相对平稳回升，而开发商结算增幅低于销售增幅，留存可结算资源丰富。全年来看行业整体业绩保障度高。

图 16：房企现金流情况变化



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

6. 总结与投资建议

上市房企 2019 年前三季度整体结算业绩增长一成四，业绩增幅虽然较中报有所回落，但整体保持较快增长，绝对值更是再创同期新高。整体看行业结算业绩继续令人满意。另一方面，三季度行业整体销售毛利率及净利润率均小幅回落，但维持在近年来的高位。总的来看，近两年由于房价涨幅明显，整体结算收益率探底回升。预计全年整体结算毛利率及净利率仍将维持较高水平，盈利情况理想。

9 月末住宅累计销售额增速达到双位数，景气度相对良好。下半年楼市销售持续回升。在融资监管加严背景下，四季度开发商继续加大推盘回流现金可能性较大。楼市政策因城施策将继续，社会流动性也将保持合理充裕，全年楼市销售保持平稳理想状态，绝对值维持在历史高水平可期。同时行业集中度继续加速提升，强者逾强也将继续凸显。行业在过去两三年销售大年过后，去库存现象明显。开发商拿地补库存相对谨慎，维持稳步补充库存基调；行业整体库存水平不高，对于房价将有一定的支撑作用。

开发商当前可结算资源仍较多，2019 年全年结算业绩保持理想增幅值得期待。而地产板块今年以来整体走势偏弱，跑输大盘。当前行业整体估值水平跌至历史底部区间，向下

空间及风险较低。全年业绩理想带动估值提升值得期待。建议重点关注基本面靓丽、业绩锁定性及股息率较高、估值便宜的一二线龙头地产股，包括保利地产（600048）、万科 A（000002）、华夏幸福（600340）、金地集团（600383）、荣盛发展（002146）、华发股份（600325）、大悦城（000031）、招商蛇口（001979）、金融街（000402）等。

7. 风险提示

楼市销售回落

楼市出现超预期调控

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn