

2019年11月22日

证券研究报告·固定收益报告

房地产行业 2019 年三季度报点评



现金为王时代，警惕结构分化加剧

摘要

- 房地产作为下游高杠杆行业，在调控政策强化环境下，过度加杠杆时代已经过去，迎来了现金为王时代。依照现金的融入-投资-回笼的路径，我们分析房地产行业融资、投资和销售端情况，我们认为：**房地产融资端继续保持偏紧，投资增速继续放缓，销售端保持韧劲。房地产企业将逐步适应行业低增长状态，行业内将继续分化，现金流管理较差的企业或将出清。**
- **信用基本面：**2019年以来，共有**13只**房地产行业债券违约，涉及发行主体**3家**，为颐和地产集团有限公司、国购投资有限公司和北京华业资本控股股份有限公司，除北京华业资本控股股份有限公司为外资企业外均为民营企业，累计涉及债券金额为**59.24亿元**；共有**4个**房地产开发行业发债主体涉及评级下调，颐和地产集团有限公司、国购投资有限公司、上海三盛宏业投资（集团）和北京华业资本控股股份有限公司。
- **销售确认加快，期间费用上升带动净利率下滑。**19年三季度，样本企业共录得平均营业收入**136.47亿元**，同比增长**17.16%**，企业平均增长率为**70.38%**，平均净利润为**16.69亿元**，同比增长**7.13%**，企业平均增长率为**49.40%**；企业平均毛利率为**32.51%**，相比于18年同期小幅上升了**0.60%**；企业平均净利率为**11.09%**，相比于2018年同期的**12.50%**下降了**1.41%**，主要受行业期间费用上升的影响。
- **营运能力下降，行业平均应收账款周转率中幅下行。**2019年三季度的平均应收账款周转率为**52.12次**，相比于18年同期的**64.58**下降了**12.46**；平均存货周转率为**0.16次**，与18年同期基本持平，行业营运能力有所下降，同时高企的应收账款周转率与较低的存货周转率并存，凸显了房地产行业高周转的特征。
- **现金流状况个体分化明显，行业整体处于回笼资金状态。**行业经营性现金流净额为**-1.14亿元**，同比增加**5.72亿元**，行业平均投资活动现金流净额为**-17.48亿元**，同比增加**12.2亿元**。个体间分化严重，更多企业出现现金流异常；经营现金流净额与投资现金流净额同比双增则表示行业整体处于加快销售回笼资金，减少新增投资的状态。
- **杠杆率基本持平，有息债务比重稍微下降，流动债务率微弱走高。**行业平均资产负债率为**70.62%**，基本与同期持平；平均有息债务率为**50.89%**，同比减少了**0.95%**；平均流动债务率为**55.86%**，同比增加了**0.52%**。行业短期偿债能力有所下降。平均流动比率为**2.28**，同比下降了**0.02**；平均速动比率为**0.81**，同比下降了**0.08**；平均货币资金与短期债务之比为**1.99**，同比下降了**0.92**。
- **风险提示：**行业信用风险超预期上升。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：李清荷
电话：010-57631229
邮箱：lqh@swsc.com.cn

相关研究

1. 供给收缩，行业高景气维持可期——水泥行业 2019 年三季度报点评 (2019-11-20)
2. 信用债双周报：盈利空间收窄，密切关注下游需求变化——钢铁行业 2019 年三季度报点评 (2019-11-18)
3. 快递行业龙头，建议积极申购——顺丰转债投资价值分析 (2019-11-15)
4. 警惕行业供给过剩加剧，信用利差再上升——煤炭行业 2019 年三季度报点评 (2019-11-12)
5. 信用债双周报：14 年以来已兑付违约债券及主体特征——哪些主体更可能获得兑付资金？ (2019-11-04)
6. 可转债月报：浦发转债上市后是否还会有配置价值 (2019-11-03)
7. 雷区是否有迹可循？——基于 2019 违约主体的分析 (2019-10-18)
8. 可转债月报：触发强赎后转债怎么走？ (2019-10-08)
9. 被市场“低估”的城投主体在哪儿？——基于有序选择模型的主体挖掘方法 (2019-09-25)
10. 信用债双周报：警惕信用利差再扩大与违约风险再上升 (2019-09-22)

目 录

1 融资端或将继续保持偏紧	1
1.1 中长期政策基调不变，行业融资依旧保持偏紧	1
1.2 房地产开发资金增速在低位保持平稳	2
2 房地产需求保持弱平稳，关注棚改收缩的影响	4
2.1 房地产市场依然保持韧劲，销售累计同比年内首次转正.....	4
2.2 关注棚改收缩对相关区域房企的影响	5
3 房地产投资或继续下滑	6
4 三季度点评：行业分化加剧，进入现金为王时代	7
4.1 销售确认加快，期间费用上升带动净利率下滑	8
4.2 行业营运能力有所下降，行业高周转特征明显	10
4.3 现金流状况个体分化明显，行业整体处于回笼资金状态.....	11
4.4 杠杆率基本持平，即期偿付压力有所增加	12
5 附表	16

图 目 录

图 1: 房地产开发各资金来源累计同比增速	3
图 2: 存款准备金率与房地产贷款余额增速	3
图 3: 房地产行业债券净融资额	4
图 4: 2019 年以来房地产债券等级分布	4
图 5: 海外发债年度数据	4
图 6: 海外发债月度数据	4
图 7: 房地产开发投资与销售面积	5
图 8: 百城住宅价格指数	5
图 9: 2016 年以来居民新增中长期贷款: 当月同比	5
图 10: 2014-2019 年棚改套数	6
图 11: 本年购置土地面积: 累计同比	6
图 12: 房地产开发投资当月同比	7
图 13: 2015 年以来房屋施工、新开工面积累计同比	7
图 14: 160 家样本企业评级分布	8
图 15: 2010 年来房地产行业信用利差	8
图 16: 2019 年 Q3 样本企业营业收入同比增长率分布	9
图 17: 2019 年 Q3 样本企业净利润同比增长率分布	9
图 18: 2019 年 Q3 样本企业净利率分布	10
图 19: 2019 年 Q3 样本企业毛利率分布	10
图 20: 2019 年 Q3 样本企业应收账款周转率情况	11
图 21: 2019 年 Q3 样本企业存货周转率情况	11
图 22: 2019 年 Q3 样本企业经营活动现金流净额增长情况	12
图 23: 2019 年 Q3 样本企业投资活动现金流净额增长情况	12
图 24: 2019 年 Q3 样本企业资产负债率情况	13
图 25: 2019 年 Q3 样本企业有息债务率情况	13
图 26: 2019 年 Q3 样本企业流动债务率情况	13
图 27: 2019 年 Q3 样本企业短债货币资金覆盖率情况	13
图 28: 2019Q3 样本企业流动比率情况	14
图 29: 2019 年 Q3 样本企业速动比率情况	14
图 30: 2019 年三季度样本企业经营活动现金流净额对带息债务比率分布	15

表 目 录

表 1: 2019 年以来房地产行业相关政策	1
表 2: 2019 年来房地产开发行业违约债券信息	7
表 3: 2019 年来房地产行业主体评级调低信息	8
附表 1: 房地产发债企业 2019 年三季度报主要财务数据	16

房地产作为下游高杠杆行业，在调控政策强化环境下，过度加杠杆时代已经过去，迎来了现金为王时代。依照现金的融入-投资-回笼的路径，我们通过分析房地产行业融资、投资和销售端情况，我们认为：房地产融资端继续保持偏紧，投资增速继续放缓，销售端保持韧劲。房地产企业将逐步适应行业低增长状态，行业内将继续分化，现金流管理较差的企业或将出清。

1 融资端或将继续保持偏紧

1.1 中长期政策基调不变，行业融资依旧保持偏紧

今年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，多次提及“房住不炒”，出台了多项房地产金融政策来整治市场融资行为乱象。1) 房地产信托资金受限；2) 严禁消费贷款违规用于购房；3) 加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；4) 加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。11月16日，央行发布19年第三季度货币政策执行报告，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，市场有理解为中央放松地产调控，我们认为，不能将其简单作为放松信号，但后续基建增速依旧提振缓慢，短期政策或将出现边际调整，中长期来看仍将围绕总基调不变。

表 1：2019 年以来房地产行业相关政策

颁布机构	时间	政策文件名	主要内容
国税总局	2月	《关于2019年开展“便民办税春风行动”的意见》	2月20日，国家税务总局发布《关于2019年开展“便民办税春风行动”的意见》。其中提到，强化与房地产管理部门协作，积极推进房地产交易合同网签备案信息、不动产登记信息共享，整合房地产交易、办税、办证业务流程，推动实施跨部门业务联办。2019年6月底前启动。
国务院	3月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落。
银保监会	5月	《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资。
国务院	7月	中央政治局会议	中央政治局会议中：房地产被点名，会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。巩固拓展脱贫攻坚成果。所以，中央对于房地产的态度仍然是稳定房价。
发改委	7月	《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	7月12日，国家发改委网站发布，要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况。
央行	7月	银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	本次会议“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明

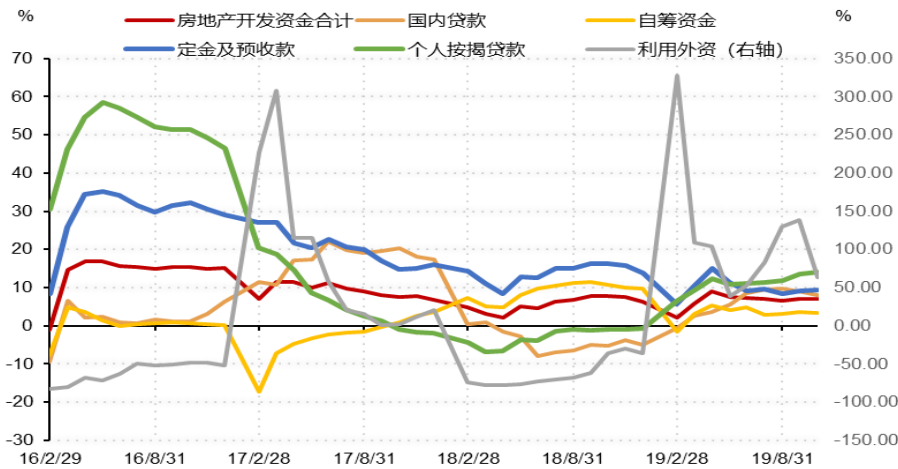
颁布机构	时间	政策文件名	主要内容
银保监会	8月	《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》	<p>明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：1、保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；2、加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；3、加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。</p> <p>为防范房地产贷款业务风险，银保监会办公厅日前发布《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》，决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况。二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等。三是房地产业务风险管理情况。四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等。五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等。</p>
全国人民代表大会	9月	《关于修改〈中华人民共和国土地管理法〉、〈中华人民共和国城市房地产管理法〉的决定》第三次修正)	<p>主要针对：房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正。</p>
财政部	9月	国务院第63次常务会议	<p>财政部：专项债额度提前下达 不能用于房地产领域。9月4日，国务院第63次常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，特别部署了用好专项债工作，要求提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围。许宏才表示，下一步，按照国务院常务会议部署，财政部将继续指导和督促地方加大工作力度，确保今年全国人大批准的限额内地方政府专项债券9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，尽快形成实物工作量。</p>
央行	11月	第三季度货币政策执行报告	<p>删除“房住不炒”，仅强调“因城施策”，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。</p>

数据来源：西南证券整理

1.2 房地产开发资金增速在低位保持平稳

2019年二季度以来，房地产开发资金来源累计同比保持在7%左右，除受地产境外发债限制政策的影响，外资来源渠道迅速收缩，其余资金来源渠道累计增速均较为平稳。1-10月，房地产开发资金来源累计同比增长7%，其中，国内贷款同比增长7.9%，利用外资增长63.2%，自筹资金增长3.3%，定金及预收款增长9.4%和个人按揭贷款增长14.1%。

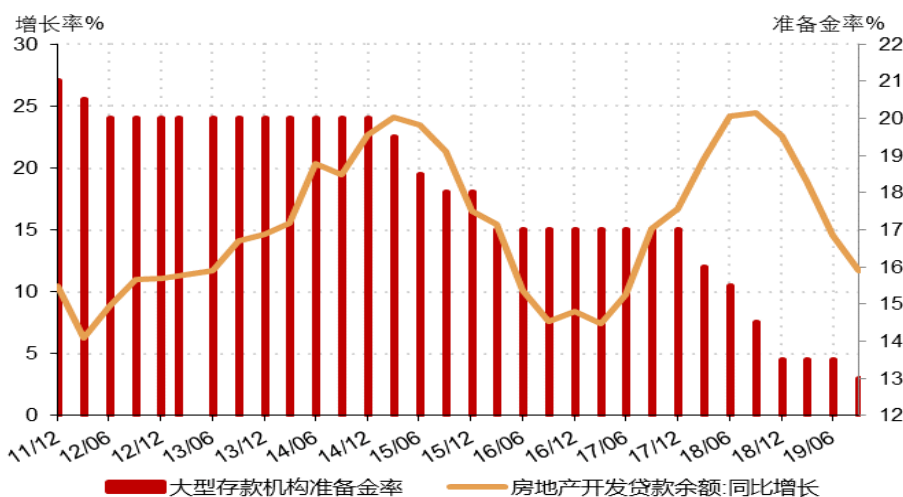
图 1：房地产开发各资金来源累计同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

当下，全球进入降息潮，虽然央行表示货币政策“以我为主，保持定力”，但在经济增速持续低迷的情况，央行也无法做到独善其身。11 月央行先后调低 MLF 利率、7 天 OMO 利率和 1 年期、5 年期 LPR 利率，旨在降低实体融资成本压力，央行已经处于降息周期内，节奏有所加快。展望后市，央行在 3 季度货币政策执行报告中删除“闸门”的表述，并表示要加强逆周期调节力度，因而总体货币政策基调依然偏宽松，MLF 依然有下调空间。然而，历史数据显示货币宽松操作与房地产开发贷款增长无显著关系，不能简单地认为降息降准会推动房地产贷款增加。目前房地产开发贷款余额增速处于收缩周期，在房地产调控政策能保持连续和平稳性下，明年银行仍将持续管控房地产开发贷款。

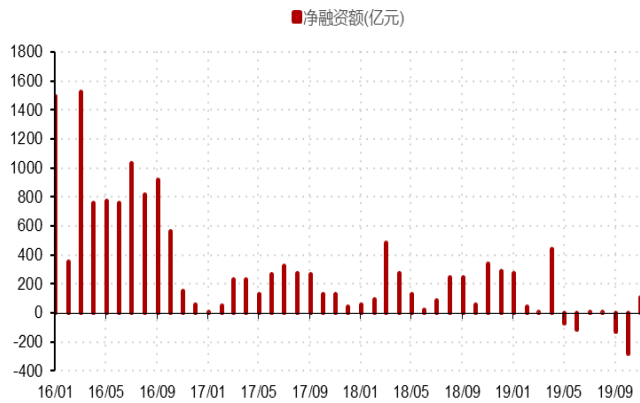
图 2：存款准备金率与房地产贷款余额增速



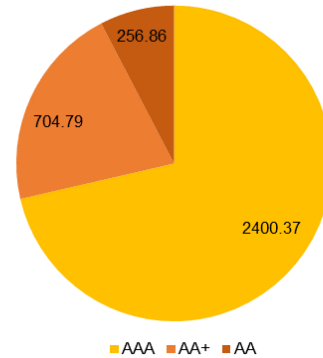
数据来源：Wind，西南证券整理

境内发债方面，按申万一级行业分类统计，2016 年以来房地产行业债券净融资额逐年下降，2016-2018 年以及 2019 年至今债券净融资额分别为 9223.77、2089.74、2356.35 和 296.63 亿元。从发行债券的级别来看，2019 年以来 AAA 房地产债发行规模 2400.37 亿元，占比 71.2%，AA+ 发行规模 704.79 亿元，AA 发行规模 256.86 亿元，行业内不同等级间在

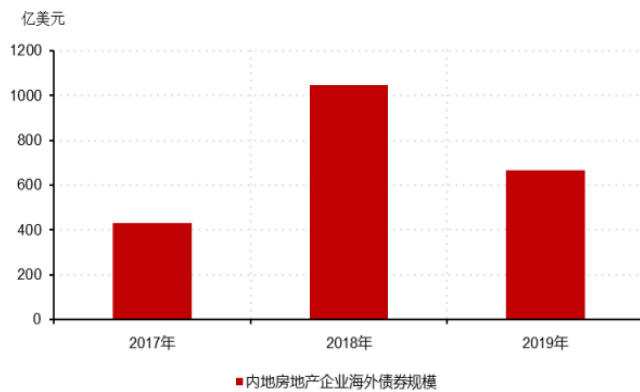
债券市场上获取资金的难易程度明显不同；境外发债方面，2019 年，受地产企业境外发债管控政策的影响，海外发债同比减少 36.29%，地产企业海外融资渠道受到明显压制。

图 3：房地产行业债券净融资额


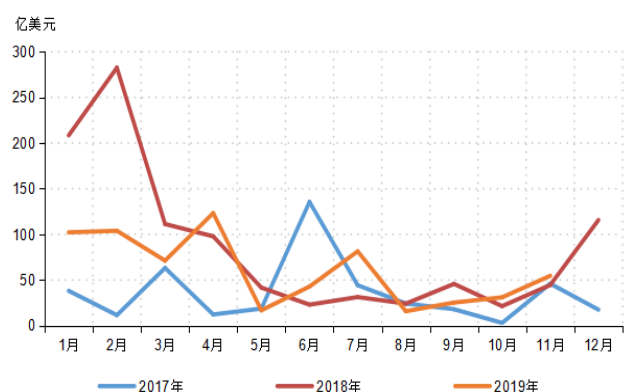
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2019 年以来房地产债券等级分布


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：海外发债年度数据


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：海外发债月度数据


数据来源：Wind，西南证券整理

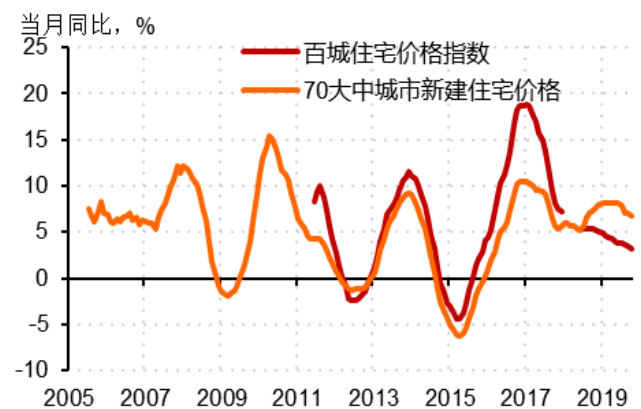
2 房地产需求保持弱平稳，关注棚改收缩的影响

2.1 房地产市场依然保持韧劲，销售累计同比年内首次转正

销售方面，房地产市场依然保持韧劲。2019 年以来，房地产销售面积累计同比跌幅持续收窄，由年初 2 月累计同比 -3.6% 到 10 月累计同比 0.1%，实现由负转正，由此可见，在国家对房地产严监管政策下，房地产销售仍保持韧性；价格来看，百城住宅价格指数和 70 个大中城市新建住宅价格指数仍维持当月同比在 5% 左右的正增长，但涨幅缓慢收窄。此外，居民新增中长期贷款当月同比年初出现反弹，表明居民中长期消费端存在修复迹象，购房意愿或出现改善。综合来看，在“房住不炒”政策的贯彻下，房地产需求端的投资属性会逐渐减弱，而消费属性会凸显，预计房地产需求将继续保持弱平稳。

图 7：房地产开发投资与销售面积


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：百城住宅价格指数


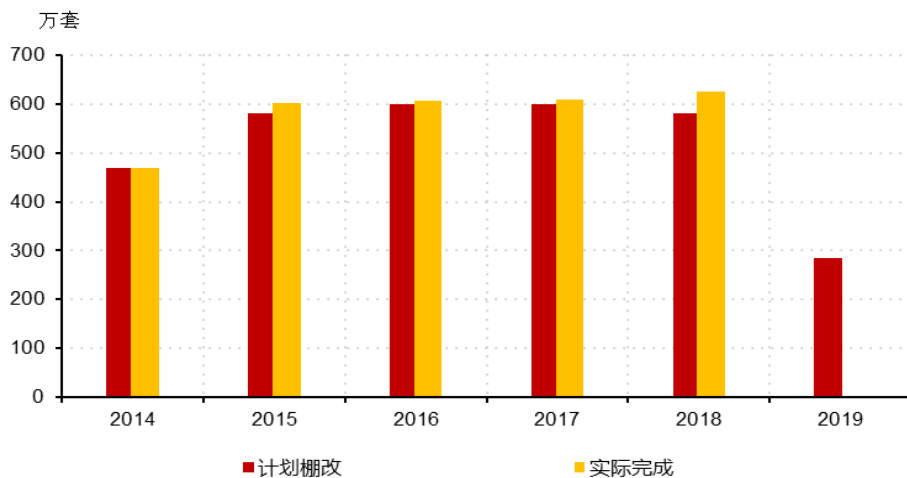
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2016 年以来居民新增中长期贷款：当月同比


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 关注棚改收缩对相关区域房企的影响

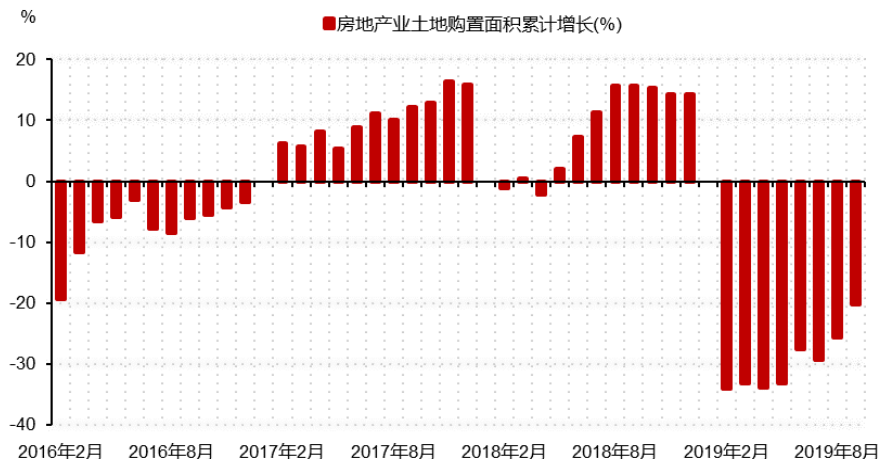
2019 年棚改政策的急速降温成为影响商品房销售的重要因素。2019 年我国各地棚户区改造任务约 285 万套，相比 2018 年的 580 万套计划减半、相比 626 万套的实际执行规模降幅过半。19 年 9 月 4 日，国务院国常会指出，今年将继续提前下达明年部分专项债额度，资金将向生态环保和服务业领域倾斜，不得用于土地储备和房地产相关领域。明显看出中央以基建托底经济，严控资金流入房地产的意图。2015 年以来的“棚改”货币化政策对商品房的销售起到了显著拉动作用，因而“棚改”政策的转向将加大商品房销售压力，压缩房地产企业利润空间。在“旧改”接力“棚改”、“棚改”资金受限、“房住不炒”的政策背景下，预计明年“棚改”力度将持续收缩较大，对房地产销售和投资均产生一定拖累，尤其对三四线城市的影响会更显著，需密切关注业务重点在相关区域的房企的经营状况。

图 10: 2014-2019 年棚改套数


数据来源: Wind, 西南证券整理

3 房地产投资或继续下滑

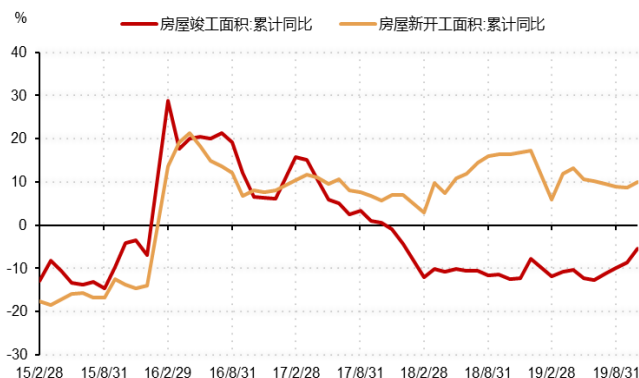
投资方面,在房地产融资收缩的背景下,2019 年房地产开发投资额当月同比保持在 8-12% 区间,1-10 月房地产开发投资额累计同比增长 10.3%;拿地方面,2019 年 1-9 月房企土地购置面积累计同比减少 20.2%,处于 2016 年以来的底部位置,显示出当前房企较低的拿地意愿;开竣工方面,2017 年以来,房地产竣工面积累计同比一路向下,与新开工面积累计同比形成剪刀差,表明建设进度放缓,实际在建的待售商品房库存在增加。综合来看,预计未来房企面临商品房库存上升、土地库存下降的情况,为适应偏弱的需求端与融资端,预计明年房地产投资增速或将下滑。

图 11: 本年购置土地面积: 累计同比


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 房地产开发投资当月同比


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 2015 年以来房屋施工、新开工面积累计同比


数据来源: Wind, 西南证券整理

4 三季度报点评: 行业分化加剧, 进入现金为王时代

2019 年以来, 共有 13 只房地产行业债券违约, 共涉及发行主体 3 个, 发行人为颐和地产集团有限公司、国购投资有限公司和北京华业资本控股股份有限公司, 违约前均为 AA 低评级主体。从企业性质上来看, 除北京华业资本控股股份有限公司为外资企业外均为民营企业, 累计涉及债券金额为 59.24 亿元。

表 2: 2019 年来房地产开发行业违约债券信息

代码	名称	发生日期	发行人	最新主体评级	债券余额 (亿元)	公司属性	到期日期	省份	Wind 债券二级分类
145118.SH	17颐和01	2019-09-30	颐和地产集团有限公司	BBB	3.04	民营企业	2020-08-04	广东省	私募债
145774.SH	17颐和04	2019-09-30	颐和地产集团有限公司	BBB	7.60	民营企业	2020-09-08	广东省	私募债
112417.SZ	16国购03	2019-07-25	国购投资有限公司	C	8.40	民营企业	2021-07-25	安徽省	一般公司债
135532.SH	16华业02	2019-06-03	北京华业资本控股股份有限公司	C	0.70	外资企业	2019-06-03	北京	私募债
112669.SZ	18国购01	2019-03-26	国购投资有限公司	C	5.00	民营企业	2023-04-11	安徽省	一般公司债
112746.SZ	18国购03	2019-03-26	国购投资有限公司	C	1.12	民营企业	2023-08-16	安徽省	一般公司债
112709.SZ	18国购02	2019-03-26	国购投资有限公司	C	4.78	民营企业	2023-05-21	安徽省	一般公司债
114273.SZ	17国购03	2019-03-26	国购投资有限公司	C	3.00	民营企业	2020-12-29	安徽省	私募债
114217.SZ	17国购01	2019-03-26	国购投资有限公司	C	8.00	民营企业	2020-08-29	安徽省	私募债
112756.SZ	18国购04	2019-03-26	国购投资有限公司	C	1.00	民营企业	2023-08-24	安徽省	一般公司债
112354.SZ	16国购02	2019-03-18	国购投资有限公司	C	6.60	民营企业	2021-03-17	安徽省	一般公司债
112334.SZ	16国购01	2019-02-01	国购投资有限公司	C	5.00	民营企业	2021-02-01	安徽省	一般公司债
114068.SZ	16国购债	2019-02-01	国购投资有限公司	C	5.00	民营企业	2019-11-22	安徽省	私募债

数据来源: Wind, 西南证券整理

2019 年来, 共有 4 个房地产开发行业发债主体涉及评级下调事项, 分别为颐和地产集团有限公司、国购投资有限公司、上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司和北京华业资本控股股份有限公司。民企颐和地产集团有限公司最新评级为 BBB, 目前存续债券 2 只, 债券余额 10.64 亿元; 民企国购投资有限公司最新评级为 C, 目前存续债券 10 只, 债券余额 47.9 亿元; 民企上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司最新评级为 AA, 目前存续债券 6 只, 债券余额 60.44 亿元; 外企北京华业资本控股股份有限公司最新评级为 C, 目前存续债券 2 只, 债券余额 18.46 亿元。

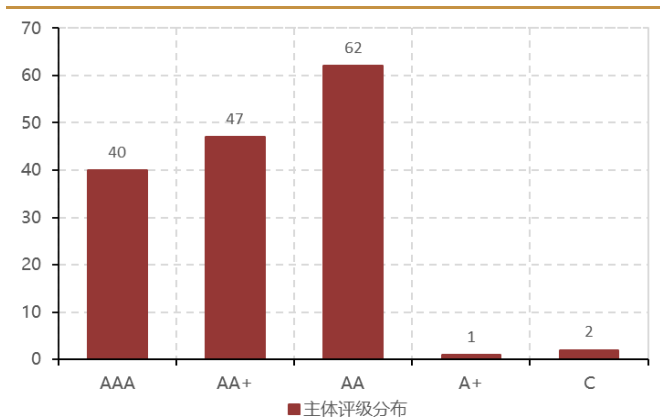
表 3：2019 年来房地产行业主体评级调低信息

企业名称	已发债券名称	评级机构	评级调整日	最新主体评级	评级展望	上次评级	上次展望	企业性质	地区
国购投资有限公司	18国购04	联合信用评级有限公司	2019/1/17	B	负面	BBB		民营企业	安徽省
国购投资有限公司	18国购04	联合信用评级有限公司	2019/2/1	C		B	负面	民营企业	安徽省
颐和地产集团有限公司	17颐和04	联合信用评级有限公司	2019/4/12	AA	负面	AA	稳定	民营企业	广东省
颐和地产集团有限公司	17颐和04	联合信用评级有限公司	2019/7/19	A	负面	AA	负面	民营企业	广东省
颐和地产集团有限公司	17颐和04	联合信用评级有限公司	2019/8/9	BBB	负面	A	负面	民营企业	广东省
北京华业资本控股股份有限公司	17华业资本CP001	联合信用评级有限公司	2019/6/21	C		CC	负面	外资企业	北京
上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	19三盛05	东方金诚国际信用评估有限公司	2019/10/24	AA	负面	AA	稳定	民营企业	上海

数据来源：Wind，西南证券整理

二级市场方面，2019 年以来，房地产行业整体信用利差持续收窄，较年初下降 36.92bps，主要系年初以来 AAA 级房地产债信用利差明显下行的影响，但行业内不同级别间信用利差明显分化，中低等级地产债信用利差自年中持续攀升，尤其 AA+ 地产债信用利差自 17 年起不断向 AA 级看齐。

我们根据证监会二级行业分类，获得煤炭开采和洗选业存续信用债 2408 只，剔除没有公布 2019 年三季报的主体后，本次研究覆盖发行主体共 160 家，其中 AAA 评级 40 家、AA+ 评级 47 家、AA 评级 62 家、A+ 评级 1 家、C 评级 2 家和无评级 8 家，存续债券余额合计 12940.23 亿元。

图 14：160 家样本企业评级分布


数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2010 年来房地产行业信用利差


数据来源：Wind，西南证券整理

4.1 销售确认加快，期间费用上升带动净利率下滑

2019 年三季度房地产开发行业营业收入、净利润和毛利率均有所增加，受期间费用增加的影响，净利率有所下降。19 年三季度，160 家样本企业共录得平均营业收入 136.47 亿元，相比于 2018 年同期的 116.48 亿元增长了 17.16%，企业平均增长率为 70.38%，为消除异常值对平均增长率的影响，我们将偏离均值超过两个标准差的企业增长率视为异常值并剔除，剔除异常值后企业营收平均增长率为 20.21%（之后提及企业平均增长率/行业平均比率均为剔除异常值后的平均增长率/平均比率）；平均净利润为 16.69 亿元，相比于 2018 年同期的 15.58 亿元增长了 7.13%，企业平均增长率为 49.40%；企业平均净利率为 11.09%，相比于 2018 年同期的 12.50%下降了 1.41%；企业平均毛利率为 32.51%，相比于 18 年同期小幅上升了 0.60%。

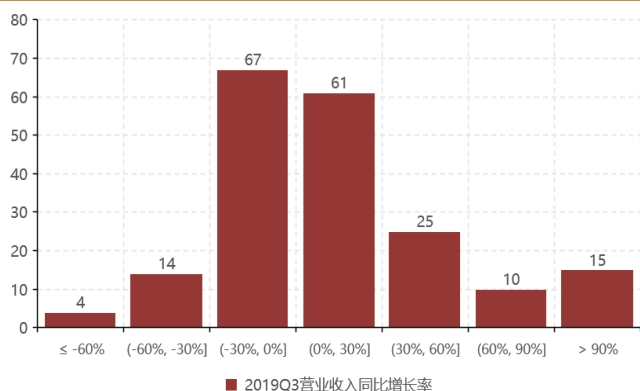
从个体的营业收入同比增长率看，2019 年第三季度里 160 个样本企业中 14 家在 -60% 到 -30% 之间，67 家在 -30% 到 0% 之间，61 家在 0% 到 30% 之间，25 家在 30% 到 60% 之间，10 家在 60% 到 90% 之间，4 家营业收入同比减少超过 60%，同比增长率后三位的公司为北京华业资本控股股份有限公司、天津天保基建股份有限公司和贵阳高科控股集团有限公司，分别减少 96.73%、91.12%、63.71%；15 家营业收入同比增长超过 90%，同比增长率前三位的公司为温州高新技术产业开发区投资建设开发有限公司、杭州市拱墅区经济发展投资有限公司和南京徐庄高新创业投资有限公司，分别增长 5533.23%、2407.51%、413.16%。

从净利润同比增长率看，21 家在 -60% 到 -30% 之间，61 家在 -30% 到 0% 之间，38 家在 0% 到 30% 之间，19 家在 30% 到 60% 之间，8 家在 60% 到 90% 之间，24 家净利润同比减少超过 60%，同比增长率后三位的公司为北京市大兴区国有资本投资运营有限公司、北京华业资本控股股份有限公司和铁岭新城投资控股（集团）股份有限公司，分别减少 136.6 倍、35.8 倍、5.4 倍；25 家净利润同比增长超过 90%，同比增长率前三位的公司为淮安开发控股有限公司、苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司和南京江宁经济技术开发区总公司，分别增长 56.4 倍、18.9 倍、13.8 倍。

从净利率看，3 家在 -40% 到 -20% 之间，10 家在 -20% 到 0% 之间，110 家在 0% 到 20% 之间，27 家在 20% 到 40% 之间，5 家净利率低于 -40%，净利率后三位的公司为北京华业资本控股股份有限公司、长沙经济技术开发区集团有限公司和广州高新区投资集团有限公司，净利率分别为 -3293.61%、-123.72%、-75.73%；5 家净利率高于 40%，净利率前三位的公司为泛海控股股份有限公司、浙江滨海新城开发投资有限公司和温州高新技术产业开发区投资建设开发有限公司，净利率分别为 160.93%、67.90%、60.09%。

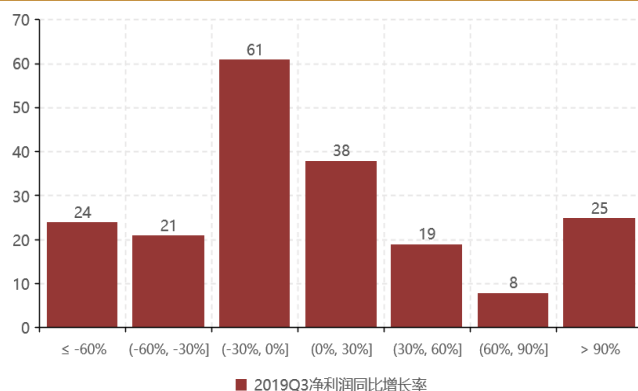
从毛利率看，29 家在 10% 到 20% 之间，34 家在 20% 到 30% 之间，40 家在 30% 到 40% 之间，31 家在 40% 到 50% 之间，11 家在 50% 到 60% 之间，6 家毛利率低于 10%，毛利率后三位的公司为北京生物医药产业基地发展有限公司、吉安市井冈山开发区金庐陵经济发展有限公司和宁波保税区投资开发有限责任公司，毛利率分别为 1.01%、3.79%、4.66%；9 家毛利率高于 60%，毛利率前三位的公司为上海帝泰发展有限公司、浙江滨海新城开发投资有限公司和重庆西永微电子产业园区开发有限公司，毛利率分别为 90.78%、89.80%、82.78%。

图 16：2019 年 Q3 样本企业营业收入同比增长率分布

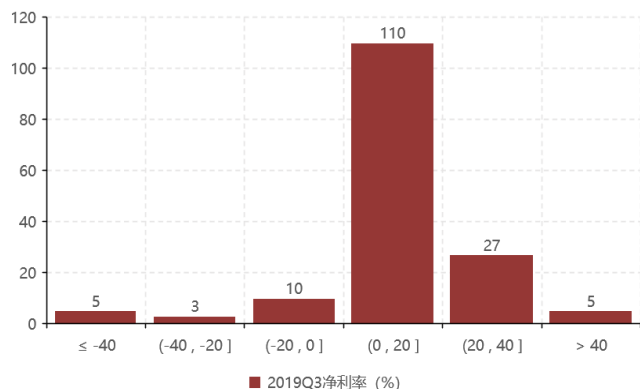


数据来源：Wind，西南证券整理

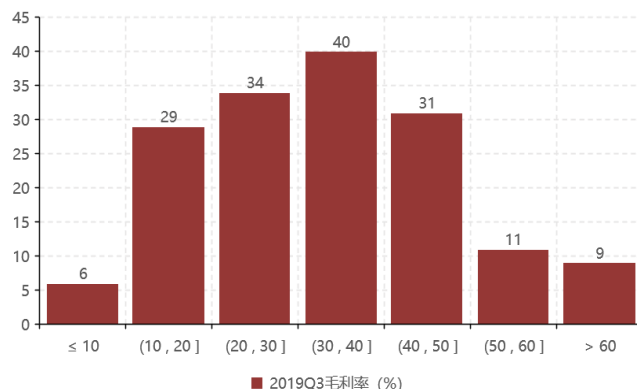
图 17：2019 年 Q3 样本企业净利润同比增长率分布



数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2019 年 Q3 样本企业净利率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：2019 年 Q3 样本企业毛利率分布


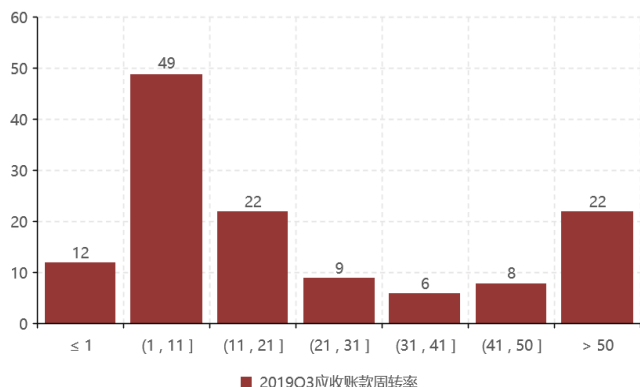
数据来源：Wind，西南证券整理

4.2 行业营运能力有所下降，行业高周转特征明显

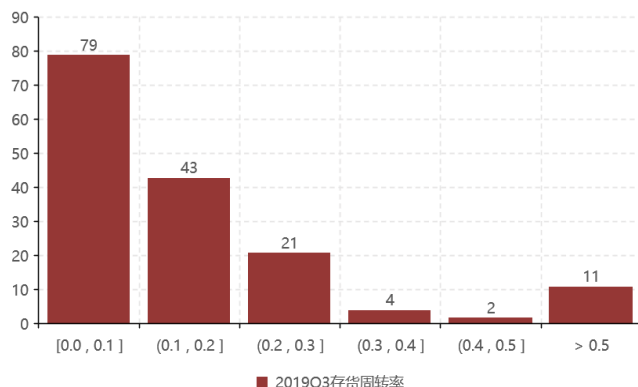
2019 年第三季度房地产开发行业的营运能力下降，行业平均应收账款周转率中幅下行。在 2019 年三季度报中公布了应收账款的 128 家样本公司中，平均应收账款周转率为 52.12，相比于 18 年同期的 64.58 下降了 12.46；在 160 家样本公司中，2019 年第三季度的平均存货周转率为 0.16，与 18 年同期基本持平，行业营运能力有所下降，同时高企的应收账款周转率与较低的存货周转率并存，凸显了房地产行业高周转的特征。

从个体的应收账款周转率看，2019 年三季度里 128 家样本公司中 49 家的应收账款周转率（次）在 1 到 11 之间，22 家在 11 到 21 之间，9 家在 21 到 31 之间，6 家在 31 到 41 之间，8 家在 41 到 50 之间，12 家低于 1，应收账款周转率后三名的公司为长沙经济技术开发区集团有限公司、天津北辰科技园区总公司和苏州市恒澄建设发展有限公司，应收账款周转率分别为 0.064、0.127 和 0.134 次；22 家高于 50，应收账款周转率前三名的公司为国贸地产集团有限公司、天津市房地产发展（集团）股份有限公司和天津广宇发展股份有限公司，应收账款周转率分别为 9555.64 次、1312.83 次和 828.18 次。

从存货周转率看，79 家的存货周转率（次）在 0 到 0.1 之间，43 家在 0.1 到 0.2 之间，21 家在 0.2 到 0.3 之间，4 家在 0.3 到 0.4 之间，2 家在 0.4 到 0.5 之间，存货周转率后三名的公司为南京徐庄高新创业投资有限公司、浙江滨海新城开发投资有限公司和南京奥体建设开发有限责任公司，存货周转率分别为 0.0014、0.0064 和 0.0082 次；11 家高于 0.5，存货周转率前三名的公司为上海帝泰发展有限公司、中国金茂（集团）有限公司和中国国际贸易中心股份有限公司，存货周转率分别为 76.26、52.25 和 40.86 次。

图 20：2019 年 Q3 样本企业应收账款周转率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：2019 年 Q3 样本企业存货周转率情况


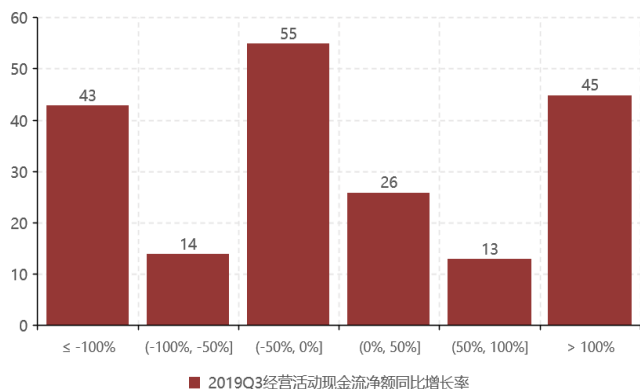
数据来源：Wind，西南证券整理

4.3 现金流状况个体分化明显，行业整体处于回笼资金状态

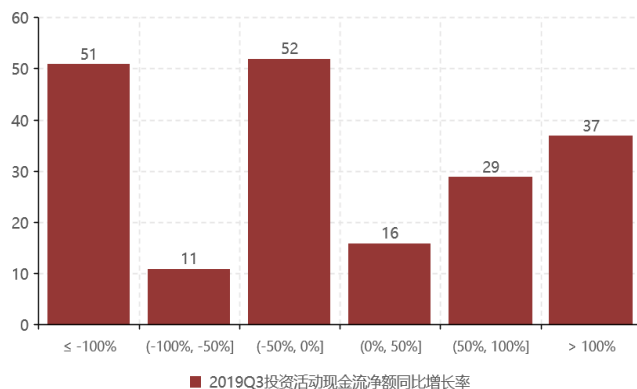
2019 年第三季度房地产开发行业的平均现金流状况有较大幅度改善，而企业平均的现金流增长率则同比大幅下跌。160 家样本公司中，平均经营活动现金流净额为-1.14 亿元，相比于 18 年同期的-6.89 亿元同比增加 5.72 亿元；平均投资活动现金流净额为-17.48 亿元，相比于 18 年同期的-29.68 亿元同比增加 12.2 亿元。个体间分化严重，更多企业出现经营现金流异常，同时从行业平均现金流状况看的话，经营现金流净额与投资现金流净额同比双增则表示行业整体处于加快销售回笼资金，减少新增投资的状态。

从个体的经营活动现金流净额看，2019 年第三季度 160 家样本公司中 14 家的同比增长率在-100%到-50%之间，55 家在-50%到 0%之间，26 家在 0%到 50%之间，13 家在 50%到 100%之间，43 家低于-100%，经营活动现金流净额同比增长率后三位的公司为南京六合经济技术开发区总公司、武汉地产开发投资集团有限公司和联发集团有限公司，经营活动现金流净额分别同比减少 15 倍、14.7 倍、13.1 倍；经营活动现金流净额同比增长率前三位的公司为泰禾集团股份有限公司、无锡城市发展集团有限公司和安徽省高速地产集团有限公司，经营活动现金流净额分别同比增长 138.5 倍、20 倍、15.7 倍。

从投资活动现金流净额看，11 家的同比增长率在-100%到-50%之间，52 家在-50%到 0%之间，16 家在 0%到 50%之间，29 家在 50%到 100%之间，51 家低于-100%，自由现金流同比增长率后三位的公司为重庆西永微电子产业园区开发有限公司、自贡市国有资本投资运营集团有限公司和苏州浒墅关经开区浒创经济技术发展有限公司，投资活动现金流净额分别同比减少 11.7 倍、53.8 倍、47.7 倍；37 家大于 100%，投资活动现金流净额同比增长率前三位的公司为南京六合经济技术开发区总公司、江苏凤凰置业投资股份有限公司和上海世博发展（集团）有限公司，投资活动现金流净额分别同比增长 71.3 倍、69.8 倍、44.1 倍。

图 22：2019 年 Q3 样本企业经营活动现金流净额增长情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：2019 年 Q3 样本企业投资活动现金流净额增长情况


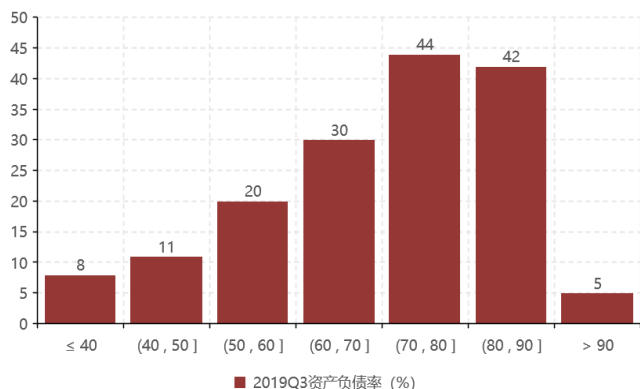
数据来源：Wind，西南证券整理

4.4 杠杆率基本持平，即期偿付压力有所增加

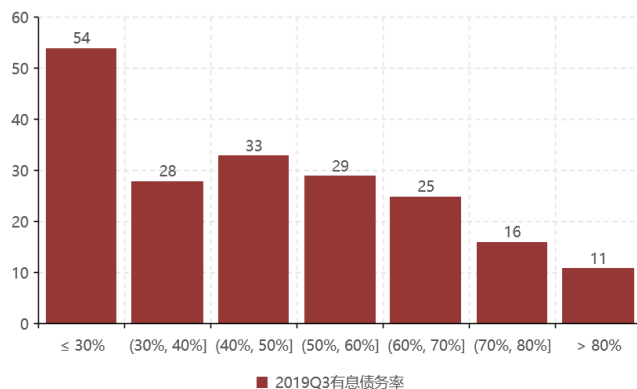
2019 年第三季度房地产开发行业的杠杆率较上期基本持平，有息债务比重稍微下降，流动债务率微弱走高。160 家样本公司中，平均资产负债率为 70.62%，相比于 18 年同期的 71.34% 同比稍微降低了 0.72%；其中，预收账款同比增长 18.48%，若扣除预收账款，行业平均资产负债率为 59.57%，较上期基本持平；平均有息债务率为 50.89%，相比于 18 年同期的 51.84% 同比减少了 0.95%；平均流动债务率为 55.86%，相比于 18 年同期的 55.34% 同比增加了 0.52%。行业短期偿债能力有所下降。160 家样本公司中，平均流动比率为 2.28，相比于 18 年同期的 2.30 同比下降了 0.02；平均速动比率为 0.81，相比于 18 年同期的 0.89 同比下降了 0.08；我们计算短期债务为短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债之和，平均货币资金与短期债务之比为 1.99，相比于 18 年同期的 2.91 同比下降了 0.92。行业的长期偿债能力微微上升。经营活动现金流净额与带息债务比率平均值为 -0.44%，相比于 18 年同期的 -1.13% 同比上升了 0.69%。

从个体的资产负债率看，2019 年第三季度 160 家样本公司中 11 家在 40% 到 50% 之间，20 家在 50% 到 60% 之间，30 家在 60% 到 70% 之间，44 家在 70% 到 80% 之间，42 家在 80% 到 90% 之间，8 家低于 40%，资产负债率后三位的公司为上海世博发展（集团）有限公司、江苏凤凰置业投资股份有限公司和江苏筑富实业投资有限公司，资产负债率分别为 22.15%、23.55%、29.15%；5 家大于 90%，资产负债率前三位的公司为北京华业资本控股股份有限公司、云南城投置业股份有限公司和京投发展股份有限公司，资产负债率分别为 153.57%、91.29%、91.22%。

从有息债务率看，2019 年第三季度 160 家样本公司中 28 家在 30% 到 40% 之间，33 家在 40% 到 50% 之间，29 家在 50% 到 60% 之间，25 家在 60% 到 70% 之间，16 家在 70% 到 80% 之间，54 家低于 30%，有息债务率后三位的公司为华润置地控股有限公司、上海世茂建设有限公司和国贸地产集团有限公司，有息债务率分别为 6.05%、6.98%、10.47%；11 家大于 80%，资产负债率前三位的公司为宜春市城市建设投资开发有限公司、南京徐庄高新创业投资有限公司和宁波保税区投资开发有限责任公司，资产负债率分别为 92.75%、91.61%、91.48%。

图 24：2019 年 Q3 样本企业资产负债率情况


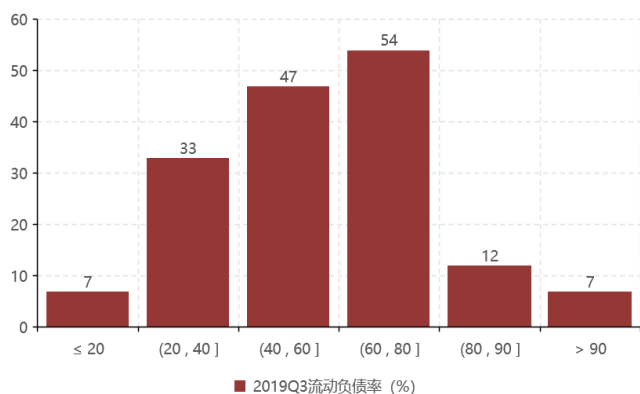
数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：2019 年 Q3 样本企业有息债务率情况


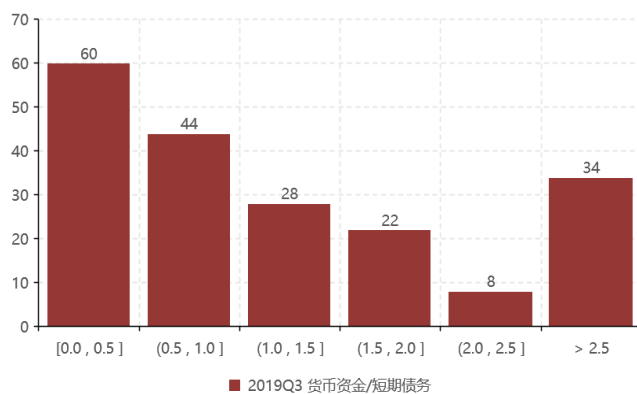
数据来源：Wind，西南证券整理

从流动债务率看，2019 年第三季度 160 家样本公司中 33 家在 20%到 40%之间，47 家在 40%到 60%之间，54 家在 60%到 80%之间，12 家在 80%到 90%之间，7 家低于 20%，流动债务率后三位的公司为荆门高新技术产业开发有限责任公司、宜春市城市建设投资开发有限公司和南京徐庄高新创业投资有限公司，流动债务率分别为 4.99%、7.81%、8.39%；7 家高于 90%，流动债务率前三位的公司为南京奥体建设开发有限责任公司、中国金茂(集团)有限公司和上海世茂建设有限公司，流动债务率分别为 100.00%、99.87%、97.65%。

从货币资金与短期债务的比率看，2019 年第三季度 160 家样本公司中 60 家在 0 到 0.5 之间，44 家在 0.5 到 1 之间，28 家在 1 到 1.5 之间，22 家在 1.5 到 2 之间，8 家在 2 到 2.5 之间，货币资金与短期债务的比率后三位的公司为北京华业资本控股股份有限公司、铁岭新城投资控股(集团)股份有限公司和上海帝泰发展有限公司，货币资金与短期债务的比率分别为 0.014、0.017、0.057；34 家大于 2.5，货币资金与短期债务的比率前三位的公司为中国国际贸易中心股份有限公司、重庆渝开发股份有限公司和上海世博发展(集团)有限公司，货币资金与短期债务比率分别为 200.31%、17.02%、16.44%。

图 26：2019 年 Q3 样本企业流动债务率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：2019 年 Q3 样本企业短债货币资金覆盖率情况


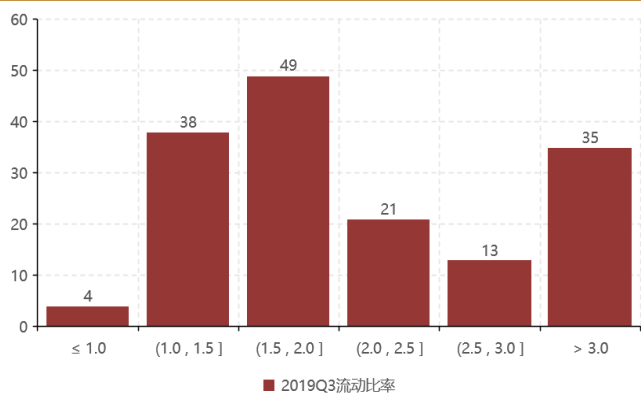
数据来源：Wind，西南证券整理

从流动比率看，2019 年第三季度 160 家样本公司中 38 家在 1 到 1.5 之间，49 家在 1.5 到 2 之间，21 家在 2 到 2.5 之间，13 家在 2.5 到 3 之间，4 家低于 1，流动比率后三位的公司为中国金茂(集团)有限公司、北京华业资本控股股份有限公司和银亿股份有限公司，流

动比率分别为 0.50、0.52、0.84；35 家大于 3，流动比率前三位的公司为荆门高新技术产业开发有限公司、南京徐庄高新创业投资有限公司和宜春市城市建设投资开发有限公司，流动比率分别为 25.97、16.53、14.77。

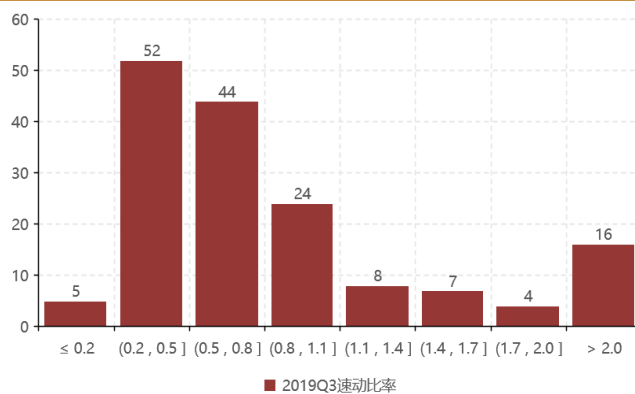
从速动比率看，2019 年第三季度 160 家样本公司中 52 家在 0.2 到 0.5 之间，44 家在 0.5 到 0.8 之间，24 家在 0.8 到 1.1 之间，8 家在 1.1 到 1.4 之间，7 家在 1.4 到 1.7 之间，4 家在 1.7 到 2 之间，5 家小于 0.2，速动比率后三位的公司为天津市房地产发展（集团）股份有限公司、云南城投置业股份有限公司和国贸地产集团有限公司，速动比率分别为 0.098、0.133、0.134；3 家大于 1.4，16 家大于 2，速动比率前三位的公司为宜春市城市建设投资开发有限公司、上海世博发展（集团）有限公司和荆门高新技术产业开发有限公司，速动比率分别为 12.92、6.21、5.57。

图 28：2019Q3 样本企业流动比率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

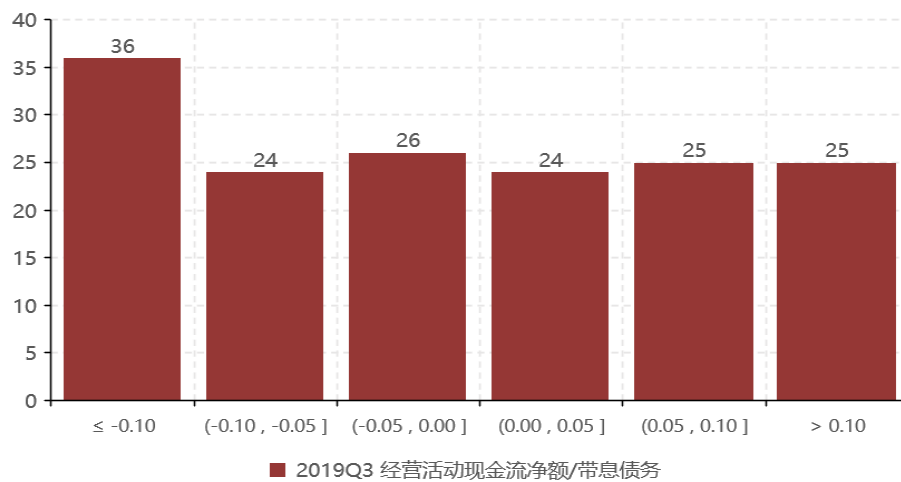
图 29：2019 年 Q3 样本企业速动比率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

从经营活动现金流净额与带息债务的比率看，2019 年第三季度 160 家样本公司中 24 家在 -0.1 到 -0.05 之间，26 家在 -0.05 到 0 之间，24 家在 0 到 0.05 之间，25 家在 0.05 到 0.1 之间，36 家低于 -0.1，经营活动现金流净额与带息债务的比率后三位的公司为江苏凤凰置业投资股份有限公司、华润置地控股有限公司和中国金茂（集团）有限公司，经营活动现金流净额与带息债务的比率分别为 -1.38、-0.97、-0.48；25 家大于 0.1，经营活动现金流净额与带息债务的比率前三位的公司为上海世茂建设有限公司、深圳香江控股股份有限公司和黑牡丹（集团）股份有限公司，经营活动现金流净额与带息债务的比率分别为 0.76、0.47、0.44。

图 30：2019 年三季度样本企业经营活动现金流净额对带息债务比率分布



数据来源：Wind，西南证券整理

5 附表

附表 1：房地产发债企业 2019 年三季度报主要财务数据

公司名称	发行人评级	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生的现金流净额 (亿元)	净利率 (%)	毛利率 (%)	应收账款周转率	资产负债率 (%)	流动比率	货币资金/短期债务
保利发展控股集团股份有限公司	AAA	1118.26	175.54	-308.45	15.70	35.87	49.91	79.64	1.63	2.00
保利南方集团有限公司	AAA	1118.35	174.73	-333.67	15.63	35.89	49.78	79.61	1.64	2.13
北京城建投资发展股份有限公司	AAA	106.63	19.62	-129.34	18.40	22.25	144.48	76.62	2.80	1.79
北京金融街投资(集团)有限公司	AAA	231.48	22.38		13.44	42.52		73.37	1.92	1.57
北京首都开发股份有限公司	AAA	295.45	46.39	-147.80	15.70	42.53	128.41	81.77	1.67	0.67
大连万达商业管理集团股份有限公司	AAA	490.98	185.28	124.44	37.74	59.00	62.61	55.08	1.25	1.39
大悦城控股集团股份有限公司	AAA	223.32	37.49	-33.96	16.79	48.41	60.66	78.92	1.55	1.32
广州富力地产股份有限公司	AAA	505.24	47.51	-73.96	9.40	39.25	5.52	82.55	1.66	0.57
广州珠江实业集团有限公司	AAA	142.44	9.98	-16.36	7.01	27.57	5.18	75.42	2.17	1.21
华润置地控股有限公司	AAA	145.16	17.30		11.92	28.43		81.71	1.11	4.73
华夏幸福基业股份有限公司	AAA	643.18	98.88	-224.32	15.37	40.40	1.76	84.94	1.59	0.66
建发房地产集团有限公司	AAA	62.08	4.01	-130.17	6.46	32.79		82.37	1.66	1.31
金地(集团)股份有限公司	AAA	425.32	82.40	-0.56	19.50	41.75	310.56	76.42	1.54	2.03
金融街控股股份有限公司	AAA	133.50	18.22	-26.44	13.64	47.90	43.90	76.45	2.09	0.77
绿城房地产集团有限公司	AAA	173.49	25.24	-94.66	14.55	33.22	17.36	82.52	1.43	1.19
南京安居建设集团有限责任公司	AAA	63.85	2.61	25.89	4.09	12.26		67.47	3.55	3.83
上海城投控股股份有限公司	AAA	20.99	5.25	-19.06	25.00	22.39	28.83	48.04	3.44	1.65
上海地产(集团)有限公司	AAA	197.35	53.22	55.83	26.97	43.93	12.23	63.26	2.81	3.72
上海金茂投资管理集团有限公司	AAA	131.37	41.24	-245.04	31.39	40.69	28.79	80.87	1.40	2.39
上海世博发展(集团)有限公司	AAA	4.21	0.21	-0.78	4.92	50.86	4.45	22.15	12.67	16.44
上海世博土地控股有限公司	AAA	7.47	3.17		42.39	64.59		56.56	2.06	1.18
上海世茂股份有限公司	AAA	150.71	25.41	47.32	16.86	32.46	5.90	60.04	1.66	0.99
上海市北高新(集团)有限公司	AAA	10.22	1.17	10.79	11.62	37.53	2.89	70.90	1.68	0.46
深圳华侨城股份有限公司	AAA	298.61	68.23	-88.88	22.85	62.59	76.09	76.89	1.66	1.53
首创置业股份有限公司	AAA	149.94	19.13	-17.79	12.76	35.93	3.65	77.59	2.19	0.75
苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司	AAA	66.65	5.15	12.82	7.72	29.50		66.60	1.62	1.61
苏州苏高新集团有限公司	AAA	78.21	4.15	27.97	5.30	34.06	0.97	74.96	2.01	0.79
万科企业股份有限公司	AAA	2239.15	285.90	167.06	12.77	35.99	127.31	85.06	1.13	1.68
无锡城市发展集团有限公司	AAA	19.97	1.55	35.71	7.74	18.19		70.94	3.09	1.00
武汉地产开发投资集团有限公司	AAA	43.41	5.22	-25.98	12.02	37.59	8.88	71.54	2.63	1.42
新城控股集团股份有限公司	AAA	295.60	41.79	-39.09	14.14	36.59	156.61	88.01	1.08	1.63
信达投资有限公司	AAA	116.73	20.16	16.02	17.27	44.89		81.56	1.28	0.50
徐州市新盛投资控股集团有限公司	AAA	53.89	5.33	-19.86	9.89	20.82	3.81	69.94	6.15	2.54
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA	255.43	58.31	-150.51	22.83	36.00	17.92	75.62	1.48	1.27
中国葛洲坝集团有限公司	AAA	731.61	43.44	-74.26	5.94	15.99	4.76	74.96	1.13	0.39
中国国际贸易中心股份有限公司	AAA	26.02	7.40	10.29	28.42	54.42	6.87	37.06	0.96	200.31
中国铁建房地产集团有限公司	AAA	108.73	21.43	-40.32	19.71	27.25	24.42	84.77	1.97	0.81
中海企业发展集团有限公司	AAA	400.91	75.18	-286.08	18.75	33.08	35.31	75.88	1.47	4.91
中交房地产集团有限公司	AAA	329.25	24.01	-98.29	7.29	29.33	18.66	81.64	1.61	1.37
珠海华发实业股份有限公司	AAA	194.38	21.77	64.50	11.20	34.15	590.30	83.09	1.77	0.87
北京北辰实业股份有限公司	AA+	100.72	15.02	5.46	14.91	43.04	103.50	80.15	1.77	2.09
北京市大兴区国有资本投资运营有限公司	AA+	12.79	-1.49		-11.62	20.46		71.39	2.66	2.24
泛海控股股份有限公司	AA+	82.97	27.54	-185.63	160.93	47.66	1.34	81.27	1.51	0.58
福建阳光集团有限公司	AA+	554.20	30.10	48.51	5.43	20.30	8.68	83.70	1.49	1.14
福州市城乡建设发展有限公司	AA+	22.93	4.26	-6.95	18.58	17.47	9.24	43.59	1.67	0.87
光大嘉宝股份有限公司	AA+	33.65	3.11	1.46	9.26	37.34	17.67	67.39	1.58	2.78
光明房地产集团股份有限公司	AA+	85.23	7.32	9.35	8.59	27.18	4.83	82.32	2.06	0.56
广州高新区投资集团有限公司	AA+	4.31	-3.27	-9.66	-75.73	46.12		76.10	1.67	0.66
杭州滨江房产集团股份有限公司	AA+	99.39	18.37	59.64	18.48	40.22	26.37	81.38	1.42	1.87
黑牡丹(集团)股份有限公司	AA+	61.06	11.49	13.69	18.81	41.86	1.27	67.36	1.63	1.55
华南国际工业原料城(深圳)有限公司	AA+	39.33	6.51	0.40	16.54	50.57		66.64	1.15	0.70
淮安开发控股有限公司	AA+	9.75	2.12	-15.78	21.72	31.68	0.45	52.86	4.24	0.45
江苏中南建设集团股份有限公司	AA+	409.56	23.36	-0.20	5.70	19.98	4.81	90.90	1.24	0.98
金科地产集团股份有限公司	AA+	432.03	46.62	-142.94	10.79	30.10	22.04	83.85	1.55	0.90
联发集团有限公司	AA+	78.83	7.58	-22.57	9.61	26.19	15.33	80.60	1.53	1.77
绿地控股集团有限公司	AA+	2942.18	159.67	306.52	5.43	14.38	4.03	87.49	1.31	0.82
南京江宁经济技术开发区总公司	AA+	21.96	2.84	5.56	12.94	16.78	0.57	63.38	2.43	0.36
南京栖霞国有资产经营有限公司	AA+	19.76	4.35	-47.44	22.04	43.71	4.22	72.66	2.22	0.81
南宁威宁投资集团有限责任公司	AA+	50.43	-0.33	-11.91	-0.66	16.32	6.04	57.38	2.19	3.33

荣盛房地产发展股份有限公司	AA+	388.39	48.32	-75.71	12.44	31.31	14.30	83.69	1.32	0.65
厦门经济特区房地产开发集团有限公司	AA+	42.52	11.12	-11.76	26.16	22.08	18.67	76.71	2.42	2.72
厦门住宅建设集团有限公司	AA+	22.73	0.88	-11.79	3.89	60.29	13.66	81.10	1.52	7.61
上海宝龙实业发展(集团)有限公司	AA+	167.36	33.55	5.91	20.05	38.63	9.07	69.33	1.34	2.82
上海大名城企业股份有限公司	AA+	74.13	7.01	-1.60	9.45	33.03	33.12	69.20	1.74	0.91
上海实业发展股份有限公司	AA+	54.49	5.58	-11.49	10.24	27.11	9.22	69.74	1.76	0.70
上海世茂建设有限公司	AA+	457.89	79.91	25.65	17.45	30.81	27.39	69.02	1.21	3.91
上海外滩投资开发(集团)有限公司	AA+	2.75	-1.13	-4.72	-40.99	46.66		80.80	1.43	0.56
上海新长宁(集团)有限公司	AA+	38.16	3.42	-1.76	8.96	39.63		74.94	1.29	2.89
深圳市天健(集团)股份有限公司	AA+	60.65	2.42	1.64	3.99	18.84	3.11	77.45	1.53	2.14
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	AA+	30.92	1.28	4.49	4.14	42.94	3.45	69.75	1.41	1.38
四川蓝光发展股份有限公司	AA+	278.81	25.90	53.56	9.29	26.01	16.04	80.43	1.62	1.25
苏州新建元控股集团有限公司	AA+	41.95	4.55	1.93	10.84	30.60	41.47	72.02	1.36	2.76
苏州新区高新技术产业股份有限公司	AA+	66.37	5.53	37.92	8.33	33.40	15.56	65.97	2.14	2.48
泰禾集团股份有限公司	AA+	211.92	22.97	-64.03	10.84	28.95	17.86	84.24	1.54	0.46
天津北辰科技园区总公司	AA+	9.55	0.59	-1.54	6.20	17.34	0.13	70.88	2.29	0.89
天津广宇发展股份有限公司	AA+	130.81	24.60	23.39	18.81	41.35	828.18	83.23	1.42	0.76
新湖中宝股份有限公司	AA+	110.62	24.36	17.35	22.02	39.83	20.69	74.49	1.85	0.57
信达地产股份有限公司	AA+	87.06	6.86	54.01	7.88	28.63	29.35	79.20	1.49	0.83
阳光城集团股份有限公司	AA+	320.26	25.15	58.56	7.85	28.38	33.65	84.39	1.54	1.31
长沙经济技术开发区集团有限公司	AA+	3.60	-4.45	-28.83	-123.72	29.92	0.06	54.03	5.26	1.47
中国电建地产集团有限公司	AA+	147.89	9.92	-15.85	6.71	24.73	13.61	83.27	2.02	1.80
中国金茂(集团)有限公司	AA+	17.01	2.12	-8.15	12.48	55.82		37.64	0.50	0.32
中华企业股份有限公司	AA+	104.53	24.10	32.48	23.05	54.59	85.77	65.46	2.01	5.11
中交地产股份有限公司	AA+	45.92	3.56	-28.18	7.76	23.30	52.74	90.24	1.64	2.69
中天金融集团股份有限公司	AA+	174.63	14.67	-37.97	14.57	37.21	6.56	82.01	1.87	0.31
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	AA+	11.23	1.21	7.25	11.27	38.06		41.59	3.43	0.79
重庆西永微电子产业园区开发有限公司	AA+	10.29	3.10	14.80	30.14	82.78	14.11	50.16	2.77	1.08
天津市房地产发展(集团)股份有限公司	AA-	32.36	2.57	12.38	7.95	20.05	1312.83	82.12	1.36	0.08
安徽省高速地产集团有限公司	AA	27.32	4.88	-12.54	17.87	33.21	307.34	77.53	1.58	6.71
北京生物医药产业基地发展有限公司	AA	2.96	-0.18	1.62	-6.06	1.01	0.52	56.42	5.85	0.28
北京住总房地产开发有限责任公司	AA	32.21	2.11	-14.70	6.55	20.21	4.15	80.43	2.54	4.05
格力地产股份有限公司	AA	34.32	5.03	-8.30	14.66	28.47	14.54	75.25	3.52	1.20
冠城大通股份有限公司	AA	52.64	2.94	-9.15	5.58	29.92	7.92	65.50	1.63	0.72
广州珠江实业开发股份有限公司	AA	20.83	1.14	4.39	5.48	31.31	130.96	74.22	2.58	1.74
贵阳高科控股集团有限公司	AA	7.26	-0.09	-17.00	-1.18	15.98		54.22	5.87	1.13
桂林新城投资开发集团有限公司	AA	3.92	1.02	0.58	25.97	61.12	14.44	46.66	4.67	4.26
国贸地产集团有限公司	AA	41.78	6.56	0.28	15.70	40.44	9555.64	79.79	1.30	4.11
海安开发区经济技术开发区总公司	AA	6.52	1.11	-17.57	17.06	7.89	1.85	62.99	3.17	0.29
杭州市拱墅区经济发展投资有限公司	AA	27.40	2.20	-42.14	8.03	13.02	2.82	67.74	8.57	1.12
湖北福星科技股份有限公司	AA	57.16	4.63	-16.60	8.10	28.58	10.22	76.27	1.80	0.66
华鑫置业(集团)有限公司	AA	5.45	0.33	-1.53	6.08	24.93	1.68	56.96	1.67	0.36
华远地产股份有限公司	AA	31.59	2.73	6.62	8.66	33.63	20.10	85.08	1.76	1.12
淮安市中盛投资发展有限公司	AA	4.05	0.56	-3.63	13.79	13.31		54.28	2.83	0.40
吉安市井冈山开发区金庐陵经济发展有限公司	AA	9.86	0.46	-8.58	4.66	3.79		58.99	4.79	0.56
江苏凤凰置业投资股份有限公司	AA	9.90	0.41	1.14	4.13	17.43		23.55	6.18	
江苏筑富实业投资有限公司	AA	7.30	1.57	1.91	21.48	19.45		29.15	5.09	0.69
金华市城市建设有限公司	AA	3.61	1.04	-4.24	28.90	38.46	1.36	51.69	5.53	1.48
京投发展股份有限公司	AA	13.01	1.63	-2.08	12.49	47.28	3.44	91.22	3.12	1.22
荆门高新技术产业开发有限责任公司	AA	6.37	0.82	-20.47	12.94	25.99	1.13	61.83	25.97	8.66
昆明经济技术开发区投资开发(集团)有限公司	AA	7.72	1.02	8.10	13.17	27.26		61.78	3.17	5.55
美好置业集团股份有限公司	AA	18.31	0.40	-12.43	2.16	33.40	41.14	70.86	1.45	0.59
南国置业股份有限公司	AA	40.08	1.63	-8.78	4.07	10.59	4.49	77.89	2.44	1.42
南京奥体建设开发有限责任公司	AA	1.21	0.37	-3.17	30.20	54.30	26.29	43.75	2.10	1.19
南京六合经济技术开发区总公司	AA	6.91	0.71	10.24	10.30	16.67		48.04	4.13	1.98
南京栖霞建设股份有限公司	AA	16.90	4.96	1.24	29.47	47.37	96.84	80.68	1.78	1.22
南京雨花国资投资管理有限公司	AA	24.35	0.33	-36.28	1.36	22.12	0.72	64.26	2.65	1.07
南宁绿港建设投资集团有限公司	AA	8.27	0.58	-3.11	7.02	16.25	1.54	73.56	4.80	1.82
南宁新技术产业建设开发总公司	AA	6.35	1.65	1.40	25.98	60.24		59.55	1.62	1.55
宁波保税区投资开发有限责任公司	AA	4.51	-0.70	0.01	-15.43	4.66		35.42	6.12	6.91
宁乡经济技术开发区建设投资有限公司	AA	8.80	1.73	0.50	19.68	16.47		55.57	5.95	0.58
荣安地产股份有限公司	AA	25.24	5.74	-4.75	22.74	40.48	42.06	85.49	1.34	1.96
厦门思明国有控股集团有限公司	AA	11.45	0.72	-9.90	6.33	20.96	14.02	74.79	2.17	0.58
陕西省西咸新区沣西新城开发建设(集团)有限公司	AA	26.51	1.01	-11.45	3.82	18.34	0.73	64.81	3.14	0.77
上海帝泰发展有限公司	AA	5.82	0.90	2.58	15.50	90.78	3.40	36.47	1.36	0.06
上海新黄浦实业集团股份有限公司	AA	6.86	0.55	-3.15	8.23	35.86	34.84	66.32	1.94	
深圳市振业(集团)股份有限公司	AA	19.63	4.62	10.79	23.51	40.84	262.70	56.69	2.16	6.43
深圳香江控股股份有限公司	AA	26.22	2.33	4.79	8.87	53.24	29.64	76.88	1.28	1.49
苏州浒墅关经开区浒创经济发展有限公司	AA	2.49	-0.59		-23.70	5.00		44.36	4.56	0.67
苏州市恒澄建设发展有限公司	AA	2.77	-0.14	0.95	-5.11	8.41	0.13	70.51	1.84	0.99

天安数码城(集团)有限公司	AA	15.86	2.90	-3.87	18.27	49.94	5.64	65.02	1.78	1.28
天地源股份有限公司	AA	24.71	2.42	5.30	9.80	24.76	178.67	85.36	2.24	1.55
天津天保基建股份有限公司	AA	2.00	-0.30	-17.29	-14.81	49.19	40.64	44.19	2.64	4.89
温州高新技术产业开发区投资建设开发有限公司	AA	1.81	1.09	-17.39	60.09	66.26		53.83	6.15	0.46
武汉光谷联合集团有限公司	AA	18.73	2.46	12.94	13.15	32.79		57.35	1.77	0.72
武汉市蔡甸城建投资开发集团有限公司	AA	1.51	-0.29	1.44	-19.15	11.65	70.42	38.22	4.89	2.59
西藏城市发展投资股份有限公司	AA	9.38	0.69	2.77	7.34	42.02	8.44	73.98	3.16	2.61
新华联文化旅游发展股份有限公司	AA	56.25	1.59	21.19	2.83	29.14	13.65	83.86	1.21	0.71
盐城市盐都区国有资产投资经营有限公司	AA	5.20	1.14	-2.88	21.87	47.88		51.64	2.19	2.09
伊宁市国有资产投资经营(集团)有限责任公司	AA	15.44	1.46	-1.85	9.44	15.40	2.69	53.29	2.54	0.77
宜春市城市建设投资开发有限公司	AA	1.03	0.56	2.72	54.18	28.77		76.27	14.77	10.20
云南城投置业股份有限公司	AA	48.52	-12.36	11.97	-25.48	34.33	8.90	91.29	1.09	0.11
云南省城乡建设投资有限公司	AA	6.33	0.46	30.20	7.23	51.36	9.86	65.61	1.51	1.24
浙江滨海新城开发投资有限公司	AA	8.02	5.45	-3.98	67.90	89.80	5.85	74.28	2.67	0.54
中国武夷实业股份有限公司	AA	28.58	1.79	2.77	6.25	17.07	2.03	66.54	1.67	0.45
中航善达股份有限公司	AA	39.18	1.25	17.26	3.18	19.12	4.94	60.58	1.48	1.55
重庆百盐投资(集团)有限公司	AA	3.22	0.80		24.76	36.42	6.49	49.78	5.06	1.87
重庆豪江建设开发有限公司	AA	3.43	1.10	-12.73	31.93	43.61	0.61	51.47	7.07	1.96
重庆市迪马实业股份有限公司	AA	63.79	6.00	7.33	9.40	30.56	12.91	82.20	1.27	0.79
重庆渝开发股份有限公司	AA	2.00	0.15	5.85	7.32	34.67	16.03	44.26	2.50	17.02
自贡市国有资本投资运营集团有限公司	AA	46.19	1.07	-5.56	2.33	13.82	3.47	60.18	2.24	1.51
铁岭新城投资控股(集团)股份有限公司	A+	0.78	-0.51	3.98	-65.34	18.29	0.90	44.88	3.41	0.02
北京华业资本控股股份有限公司	C	1.53	-50.49	-14.84	-3293.61	47.08	0.32	153.57	0.52	0.01
银亿股份有限公司	C	52.36	-6.04	4.89	-11.53	16.38	4.44	60.64	0.84	0.12
保利置业集团有限公司(上海)		82.80	6.42	41.03	7.76	37.22		87.62	1.76	4.34
北京首都开发控股(集团)有限公司		353.87	53.22	-173.19	15.04	40.04	117.24	79.41	1.70	0.96
大连友谊(集团)股份有限公司		5.81	-1.57	-1.14	-27.08	15.42	49.61	82.36	1.07	0.06
南京徐庄高新创业投资有限公司		0.06	0.02	-0.50	32.48	58.05	4.21	72.09	16.53	
上海中建东孚投资发展有限公司		218.76	18.02		8.24	17.99	42.75	83.82	1.26	2.69
深圳市南山房地产开发有限公司		14.47	3.08	-0.35	21.31	53.04		78.45	1.33	9.18
宋都基业投资股份有限公司		12.31	-0.69	-18.02	-5.61	46.57	38.06	86.93	1.31	8.49

数据来源: Wind, 西南证券整理

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
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn