

业绩可期，行业龙头强者恒强

报告摘要：

盈利质量得到改善，未来业绩可期。2017 年上半年，房地产板块整体实现营业收入 6166.17 亿元，同比增长 4.34%，同比微增；归母净利润 624.24 亿元，同比增长 24.42%。上市房企整体毛利率为 28.23%，较 2016 年上升 0.98%；销售净利率 12.09%，较 2016 年上升 1.6%，预期短期将持续小幅回升。上市房企预收账款为 17027.19 亿元，较 2016 年末增加 3582.68 亿元，增长 26.65%，同比增长 31.75%，为近年来的高位，上市房企的后续营业收入有所保障，锁定未来业绩。上市房企扣除预收账款的资产负债率继续回落，由 2016 年末的 55.39%降至 53.89%，降低了 1.5%，上市房企在手现金充裕，短期偿债能力无忧。

行业稳中有降，全年不悲观。随着调控政策影响的不断深入，银行持续上调首套房按揭，房企融资成本上升及融资渠道收紧，房地产开发投资高峰已过，很难向上超预期。预期下半年土地供给增加，房企拿地热情不减，补库存动力较强，新房销售仍将同比上升。一二线核心城市上半年受到限价、限购政策的影响，商品房供给有限，呈现供不应求、“一房难求”的情况，刚性需求未得到满足。随着传统的房地产销售“金九银十”行情的到来以及开发商回笼资金的需求，预计下半年一二线城市的销量会有释放空间，一定程度上弥补下半年三四线城市销售增速放缓的影响。房地产投资增速和销售增速将会呈现“稳放缓”的态势。

投资建议：

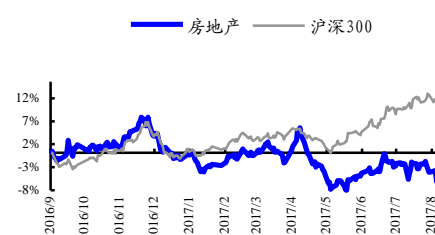
优先推荐关注业绩确定性强的低估值蓝筹龙头股：招商蛇口、万科 A、保利地产和金地集团；

建议关注一二线城市布局完善业绩弹性较大的行业二线排头兵：新城控股、阳光城、蓝光发展和首开股份；

长期看好转型类以及房地产服务类房企：张江高科、上海临港、市北高新、嘉宝集团、中天金融和世联行。

风险提示：行业政策调控持续收紧；货币政策收紧。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	2.67%	3.51%	-1.22%
相对收益	-1.37%	-7.68%	-17.40%

重点公司

投资评级

保利地产	买入
招商蛇口	买入
万科 A	增持
首开股份	增持
泰禾集团	增持
张江高科	增持
上海临港	增持

相关报告

《保利地产 (600048)：销售快速增长，即将迎来业绩释放》

2017-09-04

《万科 A (000002)：发展进入快轨道，行业龙头优势明显》

2017-09-04

证券分析师：高建

执业证书编号：S0550511020011

联系人：张云凯

13917726696 zhangyk@nesc.cn

目 录

1. 营收小幅增长，未来业绩可期	3
1.1. 营业收入小幅增长，规模净利润高位增长.....	3
1.2. 毛利率、净利率同比回升.....	4
1.3. 货币现金、存货持续增长.....	4
1.4. 预收账款大增，锁定未来业绩.....	5
1.5. 净负债率有所回升，扣预收后资产负债率小幅降低.....	6
2. 行业稳中有降， 全年不悲观.....	7
2.1. 房地产投资增速继续下跌，7月投资增速创年内新低.....	7
2.2. 销售整体回落，库存去化周期创新低.....	7
2.3. 融资渠道以开发贷为主，龙头房企融资优势显现.....	9
3. 投资逻辑-行业集中度进一步提高，龙头房企优势明显.....	11

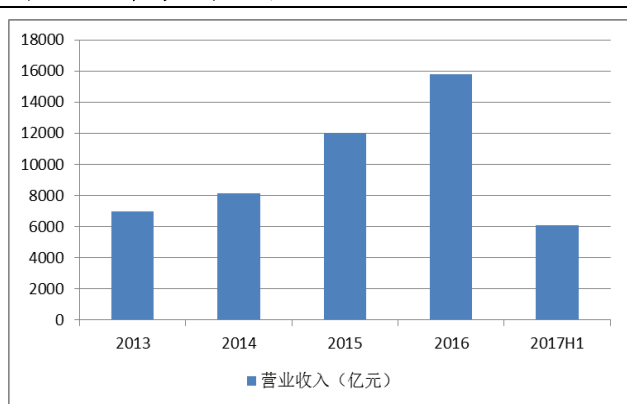
1. 营收小幅增长，未来业绩可期

1.1. 营业收入小幅增长，规模净利润高位增长

2017 年上半年，房地产板块整体实现营业收入 6166.17 亿元，同比增长 4.34%，同比微增，较 2016 年增速降低 25.35%；归母净利润 624.24 亿元，同比增长 24.42%，保持高速增长，但较 2016 年增速降低 12.75%。今年结算的项目主要为 2015-2016 年销售的项目，考虑到房企的结算周期，以及 2017 年上半年房地产销售仍保持高速增长，预期短期房企的业绩仍可维持较好的表现。

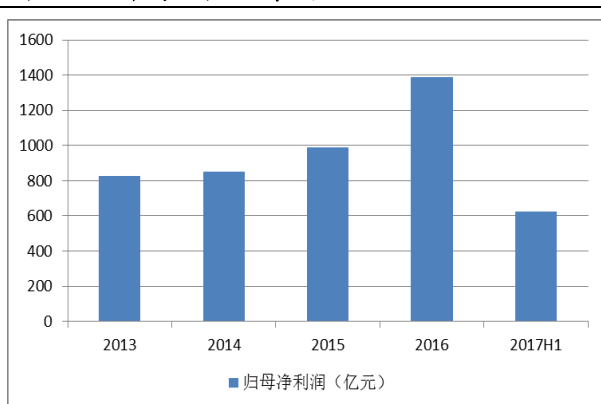
归母净利润增速保持高速增长，系上市房企毛利率和净利率有所提升，且投资净收益较去年同期增长 40.93%。投资净收益增多，为上市房企非并表项目增多，即增加了合作项目，优势互补，分散风险。

图 1：上市房企营业收入



数据来源：东北证券，wind

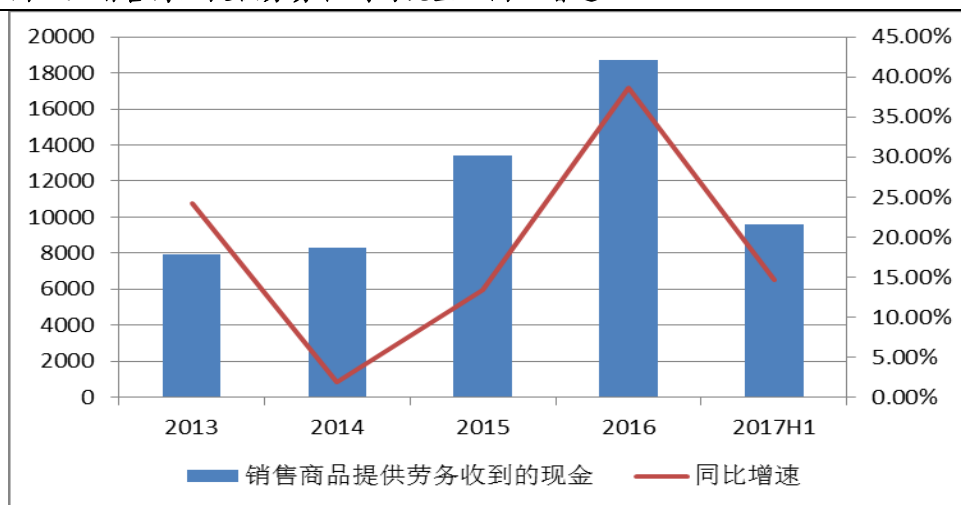
图 2：上市房企归母净利润



数据来源：东北证券，wind

受银行按揭贷款发放节奏放缓的影响，上市房企上半年的销售回款率均有所下降，上市房企上半年销售商品、提供劳务收到的现金为 9612.13 亿元，同比增长 14.63%，较 2016 年增速降低 24.01%。

图 3：销售商品提供劳务收到的现金及同比增速

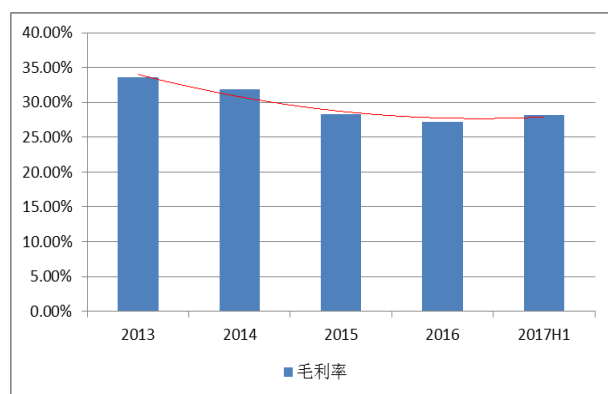


数据来源：东北证券，Wind

1.2. 毛利率、净利率同比回升

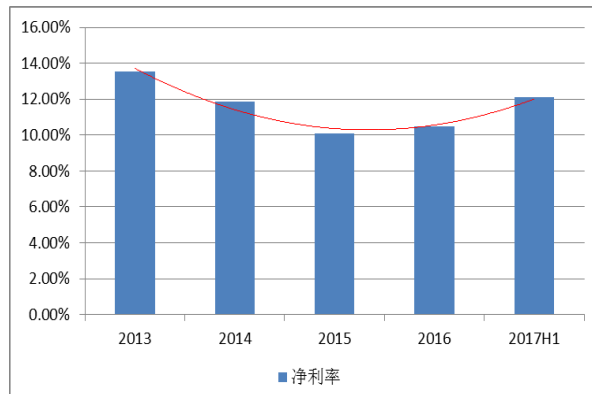
2017 上半年上市房企整体毛利率为 28.23%，较 2016 年上升 0.98%；销售净利率 12.09%，较 2016 年上升 1.6%。2015 年年初以来，本轮房地产小周期初期，房价大幅上涨，预计短期上市房企盈利能力有望持续小幅回升。中长期来看，由于近年拿地成本上涨幅度较大，原材料、人力成本上涨等原因导致建安成本上升，以及小周期后期房价上涨幅度放缓，房企的盈利能力未来将承压。

图 4：上市房企毛利率



数据来源：东北证券，wind

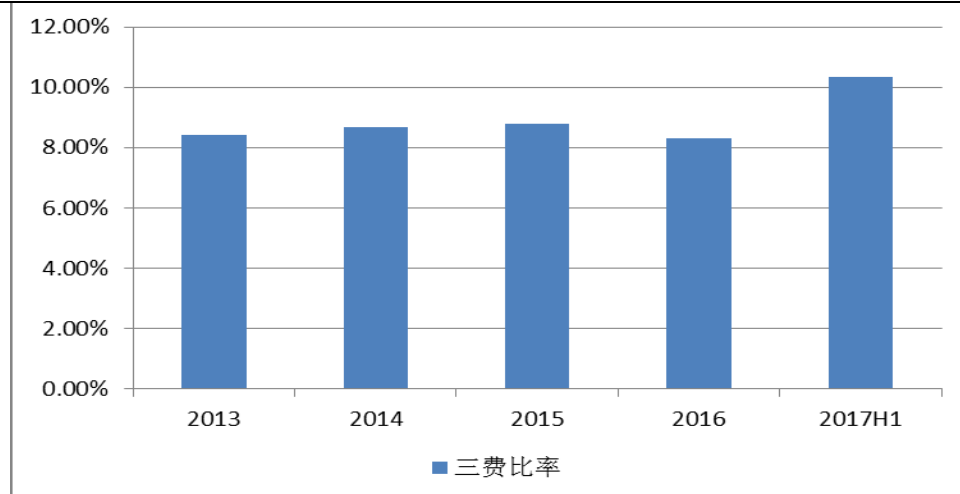
图 5：上市房企净利率



数据来源：东北证券，wind

2017 上半年上市房企三费比率为 10.32%，较 2016 年增长 2.02%，增幅较大，主要原因为财务费用上升较为迅速。上市房企财务费用增加的原因为，2017 年上半年的融资难度加大导致融资成本上浮，同时房企为预防下半年融资难度加大的情况出现，在上半年加大了融资力度，储备充足现金。但我们认为全年来看，三费比率会较上半年有所降低，主要系房企上半年确认的收入往往少于下半年。

图 6：三费比率



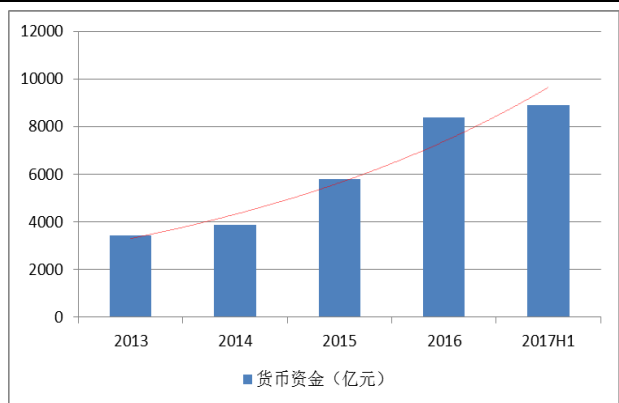
数据来源：东北证券，Wind

1.3. 货币现金、存货持续增长

受益本轮房地产小周期牛市，大型房企销售良好，回笼了大量销售回款，上市房企在手货币资金快速推高，截止 2017 年半年末，房企在手货币现金 8887.88 亿元，较

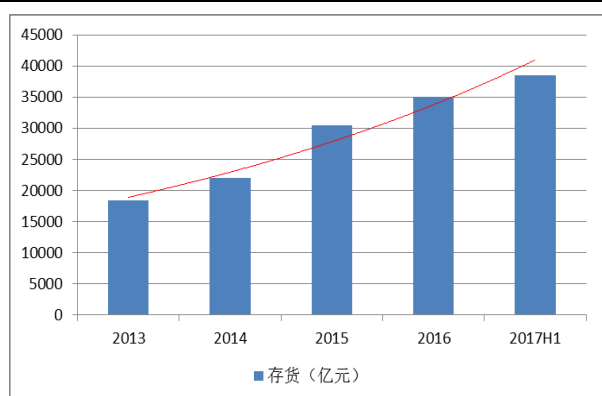
2016 年底增长 512.78 亿元，增幅为 6.12%，同比增速为 29.21%。上市房企补库存致存货持续增长。2017 年上半年末上市房企存货为 38503.07 亿元，同比增长 17.90%，较 2016 年增速增长 4.21%。

图 7：上市房企在手货币现金



数据来源：东北证券，wind

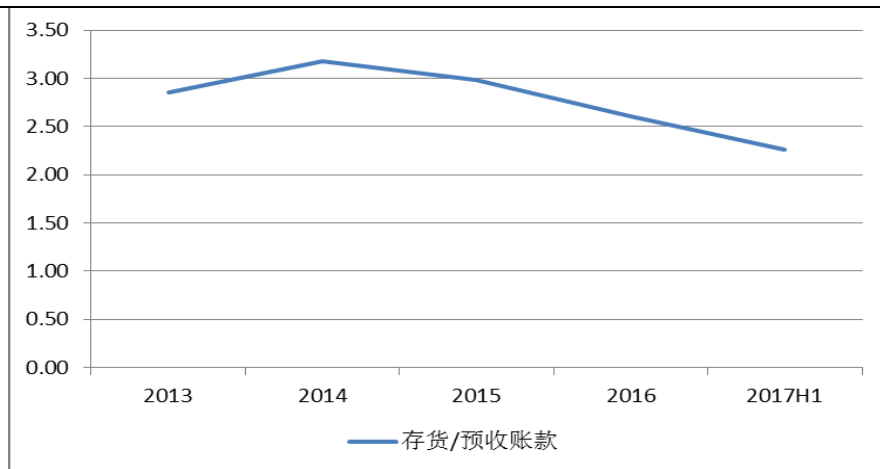
图 8：上市房企存货



数据来源：东北证券，wind

2017 上半年末，“存货/预收款”为 2.26，较 2016 年上半年末降低 0.34，处于近年来的一个低位，上市房企的库存压力并不大。

图 9：上市房企存货/预收账款

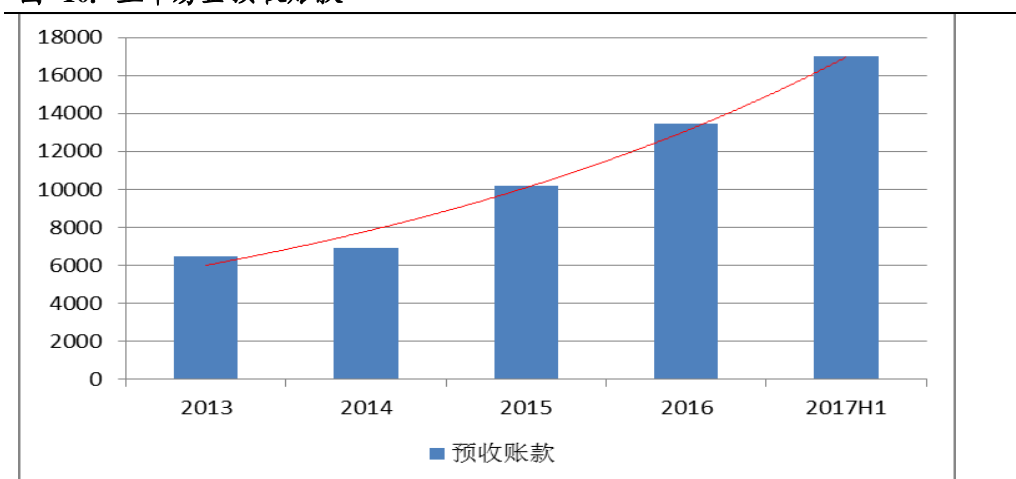


数据来源：东北证券，Wind

1.4. 预收账款大增，锁定未来业绩

2017 年上半年末，上市房企预收账款为 17027.19 亿元，较 2016 年末增加 3582.68 亿元，增长为 26.65%，同比增长 31.75%，为近年来的高位，上市房企的后续营业收入有所保障，锁定未来业绩。

图 10: 上市房企预收账款

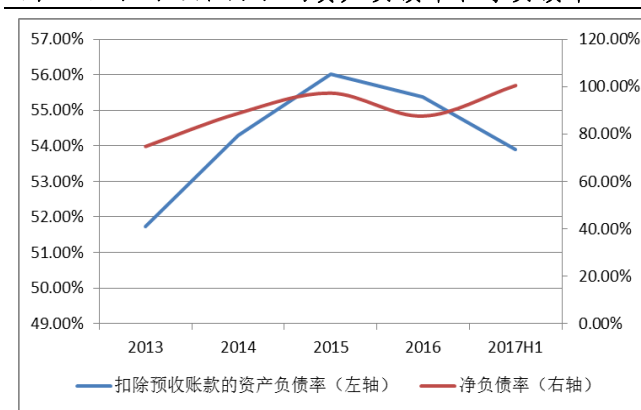


数据来源: 东北证券, Wind

1.5. 净负债率有所回升, 扣预收后资产负债率小幅降低

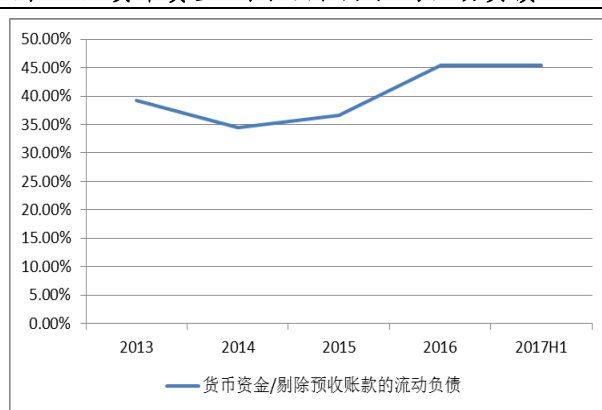
2017 年上半年, 上市房企扣除预收账款的资产负债率继续回落, 由 2016 年末的 55.39% 降至 53.89%, 降低了 1.5%; 板块业净负债率回升, 2017 年上半年板块净负债率达 100.49%, 相比 2016 年末上升了 12.91%; 短期偿债能力方面, 上市房企的 (货币资金/剔除预收账款的流动负债) 为 45.46%, 较 2016 年末微升 0.02%, 保持稳定, 短期偿债能力较好。

图 11: 扣除预收账款的资产负债率和净负债率



数据来源: 东北证券, wind

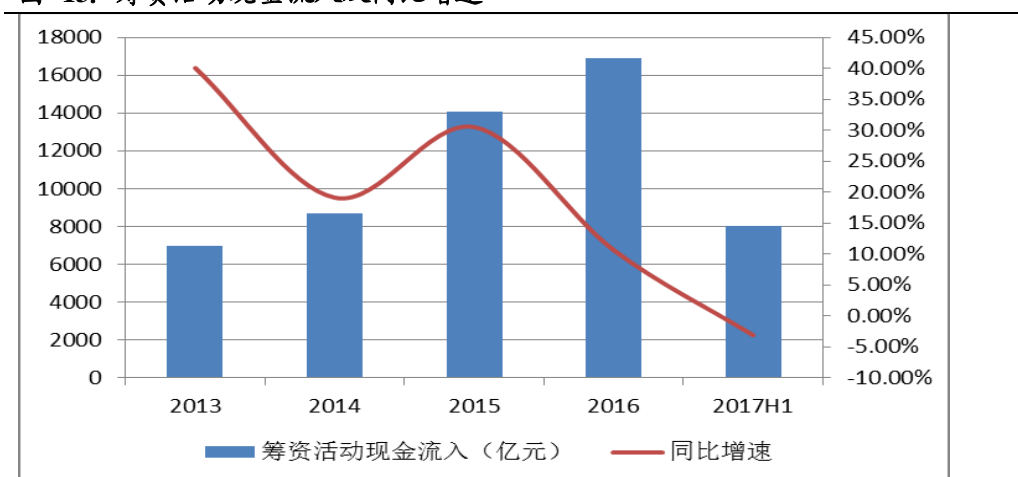
图 12: 货币资金/剔除预收账款的流动负债



数据来源: 东北证券, wind

2017 年上半年上市房企筹资活动现金流入为 8006.63 亿元, 较去年同期减少了 3.13%, 也是近年来该项数据首次减少。细分来看, 主要是因为去年上市房企利用资金面宽松的时机, 通过发债等方式储备资金, 导致 2016 年的基数偏高。2017 年上半年, 随着货币政策中性, 上市房企资金面偏紧, 且严格的监管环境和发债条件, 导致 2017 年上半年房企发债金额锐减, 较去年同期减少了近 1000 亿元, 是导致筹资活动现金流入同比减少的主要原因。

图 13: 筹资活动现金流入及同比增速



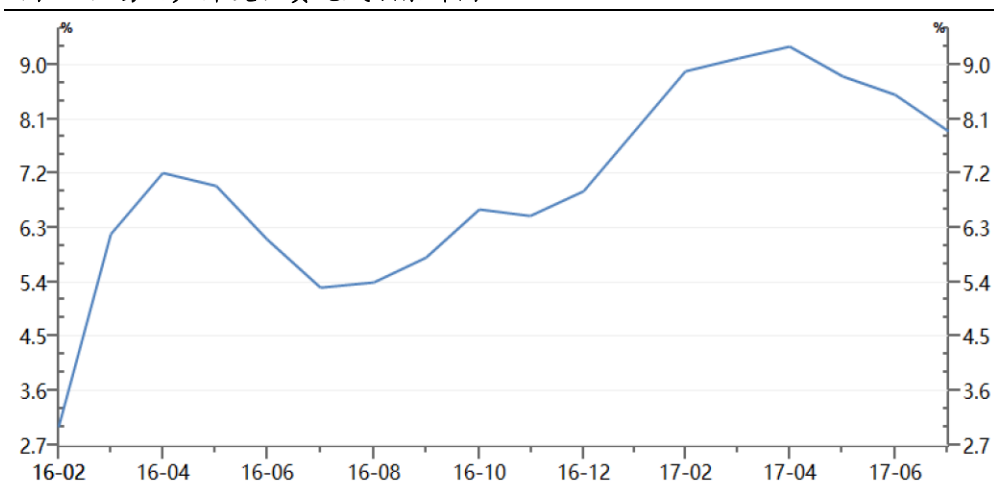
数据来源：东北证券，Wind

2. 行业稳中有降，全年不悲观

2.1. 房地产投资增速继续下跌，7月投资增速创年内新低

2017年1-7月份，全国房地产开发投资59761亿元，同比名义增长7.9%，增速比1-6月份回落0.6个百分点。其中，住宅投资40683亿元，增长10.0%，增速回落0.2个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为68.1%。在前4月房地产开发投资额累计增速达到近两年最高的9.3%后，出现了连续三个月的下滑，降幅达到1.4个百分点，冲高回落趋势已现。7月房地产开发投资9151亿，同比增长4.8%，不仅低于近一年平均值，且同比增速为年内新低。

图 14: 房地产开发投资完成额累计同比



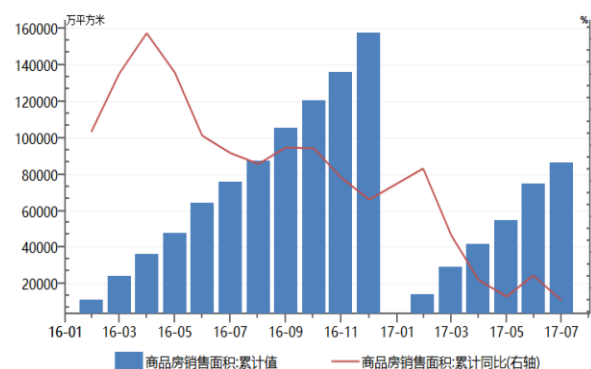
数据来源：东北证券，国家统计局

2.2. 销售整体回落，库存去化周期创新低

1-7月份，商品房销售面积86351万平方米，同比增长14.0%，增速比1-6月份回落2.1个百分点。7月末，商品房待售面积63496万平方米，比6月末减少1081万平方米，同比继续回落，较去年降幅为11%。其中，住宅待售面积减少988万平方米，较去年降幅为20.8%。办公楼待售面积增加1万平方米，商业营业用房待售面积减

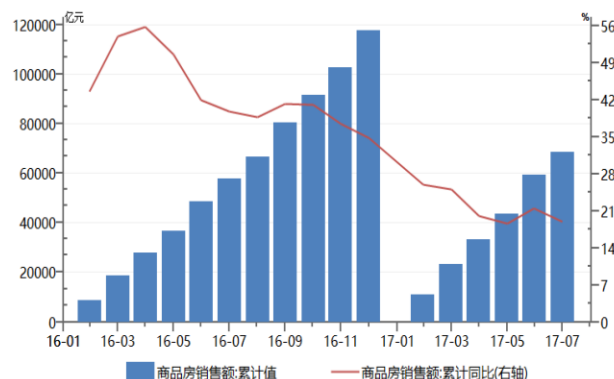
少 64 万平方米。从增速上来看商品房待售面积增速在 2016 年 11 月由正转负，住宅商品房增速在 2016 年 8 月转负。销售面积环比大幅下滑，住宅单月销售面积增速趋零。因预售政策及限购等原因导致核心城市供不应求的局面未改，三四线销售火热（40 大中城市中的三线城市主要为一二线周边的强三线城市，销售数据不能代表三四线城市整体状况），商品住宅待售面积持续下滑，同比降幅达到 20.8%，开发商有较强的补库存意愿。

图 15: 商品房销售面积及累计同比



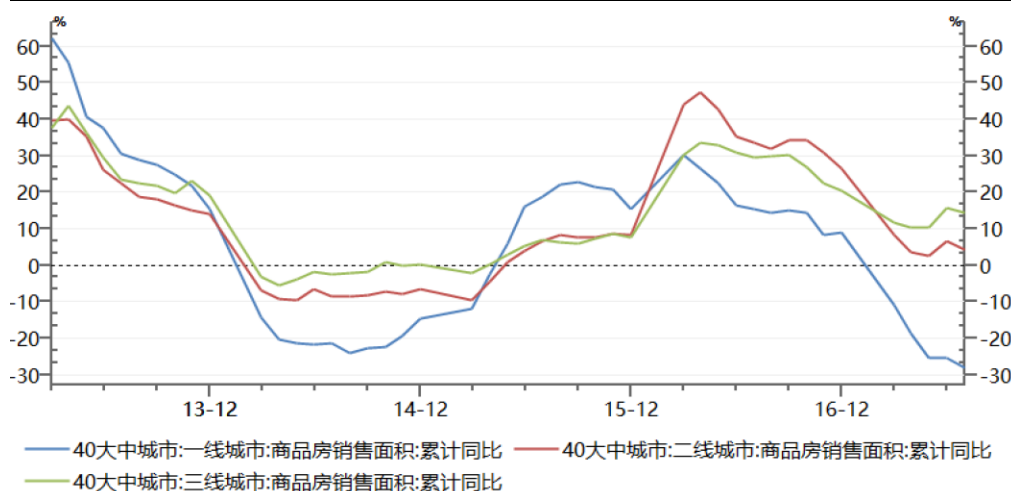
数据来源：东北证券，国家统计局

图 16: 商品房累计销售额及同比



数据来源：东北证券，国家统计局

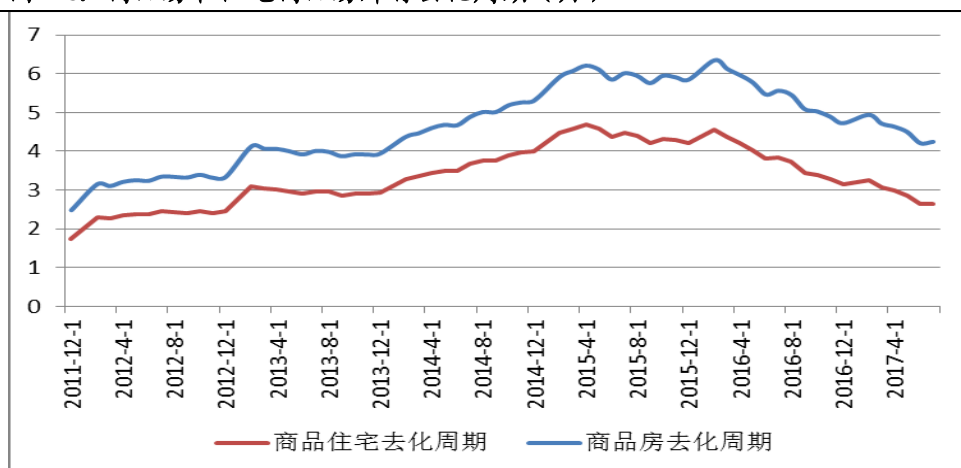
图 17: 40 大中城市一二三线商品房销售面积累计同比



数据来源：东北证券，Wind

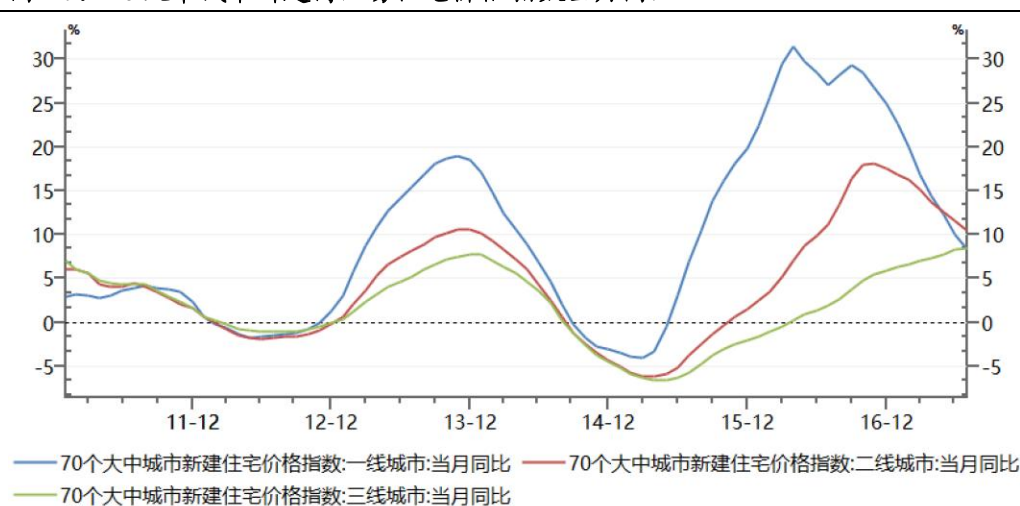
从狭义地产库存去化周期（商品房待售面积/过去十二个月销售面积均值）看，2017 年 7 月底，商品库存去化周期为 4.25 个月，其中住宅商品库存去化周期为 2.64 个月，均创下过去 2014 年以来新低。

图 18: 商品房和住宅商品房库存去化周期（月）



数据来源：东北证券，Wind

图 19: 70 大中城市新建商品房住宅价格指数当月同比

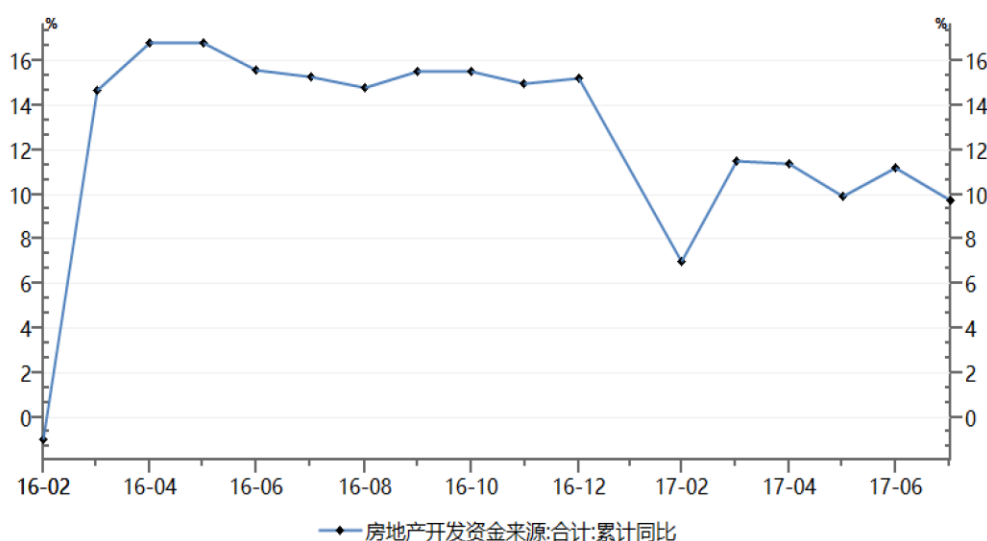


数据来源：东北证券，Wind

2.3. 融资渠道以开发贷为主，龙头房企融资优势显现

1-7 月份，房地产开发企业到位资金 87664 亿元，同比增长 9.7%，增速比 1-6 月份回落 1.5 个百分点。1-7 月份房企的开发资金来源中，国内贷款 15094 亿元，增长 19.8%；利用外资 112 亿元，增长 20.6%；自筹资金 27340 亿元，下降 1.9%；其他资金 45118 亿元，增长 14.8%。在其他资金中，定金及预收款 26937 亿元，增长 20.7%；个人按揭贷款 13852 亿元，增长 4.1%。

图 20: 房地产开发资金来源累计同比



数据来源: 东北证券, Wind

在严格的监管政策下, 房地产开发贷款仍保持较为快速的增长势头。房企自 2016 年下半年发债融资受阻后, 开发贷再次成为房企融资的一个重要资金来源。我们认为, 一方面, 相关监管部门的限制政策对房地产企业融资的并非“一刀切”禁止, 而且把资源集中在优势的房企上, 以保证资产端的安全性, 控制风险。各大国有行、股份制银行和大型城商行对房地产企业实行“名单准入制”, 名单内的优质房企放款畅通无阻; 另一方面, 随着银行资金端成本的不断提高以及房地产企业对高成本资金的天然耐受性, 开发贷仍是银行的优质资产。同时, 存量的地产债的偿债高峰期从 2019 年开始, 房企兑付压力较大。在现行的监管口径和融资环境下, 更有利于大型龙头房企获取低成本资金来源, 而中小房企无论是发债还是银行开发贷款, 融资难度都在不断提升。

表 1: 2016 年下半年以来的监管重要文件

日期	文件	内容
2016 年 10 月 28 日	上交所 《关于实行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》	对房企发债分类监管, 收紧房企发债; 规定发行主体必须具备 AA 以上评级, 并且符合下面四个条件之一: (1) 境内外上市公司 (2) 省级政府、省会城市、副省级城市及计划单列市的地方政府所属房企 (3) 以房地产为主业的央企 (4) 中国房地产业协会排名前 100 名的其他民营非上市房企。
2016 年 11 月 4 日	银监会 《关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知》	禁止银行资金违规用于购地、违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域; 信托公司严禁通过多层嵌套等产品规避监管要求、发放用于支付土地出让价款的信托贷款、向房地产开发企业发放流动资金信托贷款。
2017 年 2 月 13 日	中基协 《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号—私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》	禁止私募资产管理计划以委托贷款、嵌套信托计划及其他金融产品、受让信托受益权及其他类资产收 (受) 益权和以回购、第三方收购、对赌、定期分红等明股实债方式受让房地产开发企业股权以及其他投资方式直接或间接投资于 16 个城市普通住宅地产项目;
2017 年 4 月 7 日	中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见	建立全口径房地产风险监测机制, 将房地产企业贷款、个人按揭贷款、以房地产为抵押的贷款、房地产企业债券, 以及其他形式的房地产融资纳入监测范围, 定期开展房地产压力测试。加强房地产业务合规性管理, 严禁资金违规流入房地产

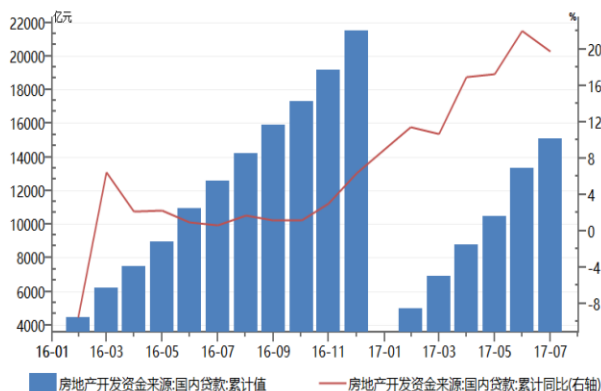
领域。各级监管机构要重点关注房地产融资占比高、贷款质量波动大的银行业金融机构，以及房地产信托业务增量较大、占比较高的信托公司。

2017年5月 银监会《2017年信托公司现场检查要点》

将违规开展房地产信托业务列入检查要点

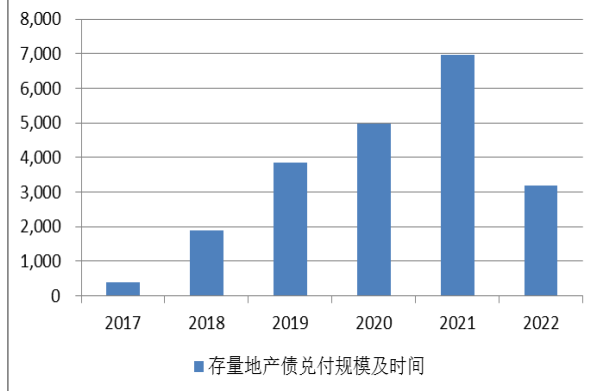
数据来源：东北证券，银监会，交易所，证监会

图 21: 国内贷款资金来源及累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 22: 存量地产债兑付规模及时间



数据来源：东北证券，wind

随着调控政策影响的不断深入，银行持续上调首套房按揭，房企融资成本上升及融资渠道收紧，房地产开发投资高峰已过，很难向上超预期。同时，我们看到下半年土地供给增加，房企拿地热情不减，补库存动力较强，新房销售仍在同比上升。一二线核心城市上半年受到限价、限购政策的影响，商品房供给有限，呈现供不应求、“一房难求”，刚性需求未得到满足。随着传统的房地产销售“金九银十”行情的到来以及开发商回笼资金的需求，预计下半年一二线城市的销量会有释放空间，一定程度上弥补接下来三四线城市销售增速放缓的影响。在一二线城市布局较完善的房企可能会从中受益。

3. 投资逻辑-行业集中度进一步提高，龙头房企优势明显

随着拿地成本的不断推升，中小房企的融资难度不断加大、融资成本进一步攀升，中小开发商的生存空间进一步被压缩，行业集中度将进一步提高。

根据克而瑞的数据，房企前 30 强今年以来拿地力度强势增长，拿地规模已达去年七成；百强房企半年度的销售金额集中度达 58.1%，占据了中国房地产市场的半壁江山，较去年提升了 13.3%；前十大房企的市场占有率达 26.6%，较 2016 年底上升了 7.9 个百分点，房企集中度上升趋势明显。龙头公司，尤其是国企背景的龙头房企，融资端成本优势明显。我们判断强者恒强的主题不变，大地产商的规模和市场占有率将不断提升，健全的管理机制和强大的股东背景，也有利于大企业降低融资成本，在现有的土地成交政策下获取优质土地资源。

优先推荐关注业绩确定性强的低估值蓝筹行业龙头股：招商蛇口、万科 A、保利地产和金地集团；

建议关注一二线城市布局完善业绩弹性较大的行业二线排头兵：新城控股、阳光城、蓝光发展和首开股份；

长期看好转型类以及房地产服务类房企：张江高科、上海临港、市北高新、嘉宝集团、中天金融、世联行。

表 2：重点跟踪公司估值表

公司代码	股票简称	当前价格（元）	投资评级	PE	EPS
001979	招商蛇口	18.85	买入	16.2	1.38
600048	保利地产	10.49	买入	9.5	1.09
000002	万科 A	23.80	增持	11.4	1.89
600376	首开股份	11.06	增持	22.3	0.58
000732	泰禾集团	16.83	增持	11.3	1.30
600848	上海临港	24.51	增持	51.8	0.41
600895	张江高科	17.01	增持	35.3	0.48

数据来源：东北证券

分析师简介:

张云凯, 美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 三年半信托公司一线业务从业经验, 2017年加入东北证券研究咨询分公司, 现任房地产行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
 邮编: 130119
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
 邮编: 200127
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210890
 手机: 185-1501-8255
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn