

房地产

2019年行业现金流压力增加，但整体风险可控

热点速评

事件

1月17日房地产板块尾盘出现明显回调，原因在于个别公司事件¹再度引发投资者对房地产行业债务违约系统性风险的担忧。经过测算，我们认为2019年行业现金流风险整体可控，龙头公司资金面压力有限。

评论

2019年行业资金面趋紧，但无系统性风险。房地产行业境内外公司债、ABS等债券到期量2019年将同比增长逾50%，达到约人民币9000亿，开发商现金流压力增加；但经过对全行业销售回款、拿地及建安支出、运营费用、债务发行及偿还等现金流活动的通盘分析（图表1），我们预计行业整体在手资金将由2019年初约2.7万亿降至年底约2.1万亿，净负债率将有所提高，现金流风险整体可控，其中龙头公司资金面压力有限。我们覆盖公司目前在手资金对短期债务覆盖普遍超1倍，最高接近5倍，现金储备充裕；此外受益于行业集中度进一步提升，预计覆盖公司2019年平均可实现15%左右有韧性的销售增长，进一步加强现金流。

继续提示基本面开年加速下滑风险，而房地产政策在中央层面的调整或将滞后于市场预期。我们预计1-2月全国商品房销售面积将出现10%以上同比下跌，跌幅较2018年12月（预计-8%）继续扩大，高频数据显示1月前两周60城销售面积同比下降15%。近期菏泽、珠海、广州、杭州等多地楼市政策相继出现调整，未来可能有更多城市跟进，但我们认为政策在地方层面的微调难改基本面下行趋势，而中央层面的政策调整或将滞后于市场预期。我们重申对2019年实体市场的谨慎观点，维持全国商品房销售面积和金额下滑10%、新开工面积下滑10%、投资下滑5%的预测不变，预计基本面向下将超出市场预期。

提示股价短期回调风险。虽然A、H地产股目前估值（5.9倍、5.4倍2019年预测市盈率）仍处于过去10年相对底部区域，但板块自10月末低点已累计上涨15-20%，个别公司股价已接近历史高点，考虑到基本面将加速下滑而中央层面地产政策调整有滞后风险，我们仍提示股价短期回调风险。

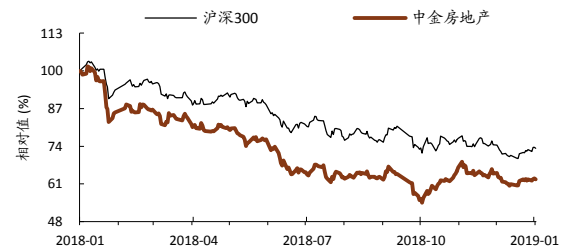
风险

楼市政策加码，融资环境再度收紧。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2019E	2020E
招商蛇口-A	推荐	27.87	7.2	6.1
保利地产-A	推荐	15.77	6.3	5.5
中国海外发展-H	推荐	36.00	6.0	5.2
龙湖集团-H	推荐	27.38	7.8	6.5
华润置地-H	推荐	38.78	6.7	5.8

中金一级行业

房地产



相关研究报告

- 中金房地产周报#127: 推盘量创新低, 首套房贷款利率首现边际下行 (2019.01.15)
- 央行近三年首次“全面降准”, 密切关注后续行业政策动向 (2019.01.06)
- 1-2月基本面展望: 关注开年销售端下行压力 (2019.01.01)
- 政策大基调未改, 继续提示基本面向下风险 (2018.12.24)

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 中金公司研究部

张宇

分析员

eric.zhang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080512070004

SFC CE Ref: AZB713

王惠菁

联系人

huijing.wang@cicc.com.cn

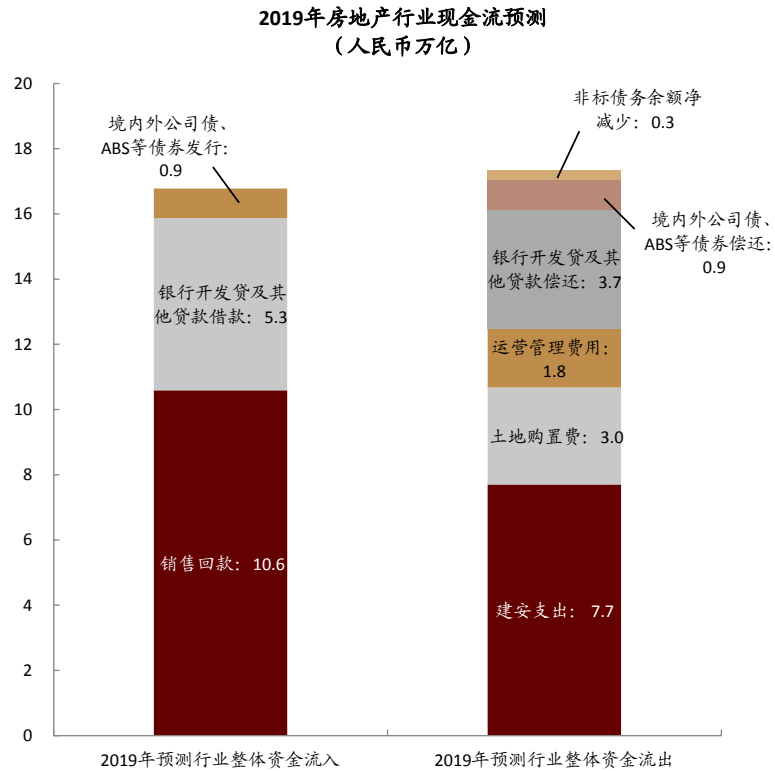
SAC 执业编号: S0080116110020

SFC CE Ref: BND383

¹ <http://finance.sina.com.cn/wm/2019-01-17/doc-ihqfskcn8074838.shtml>

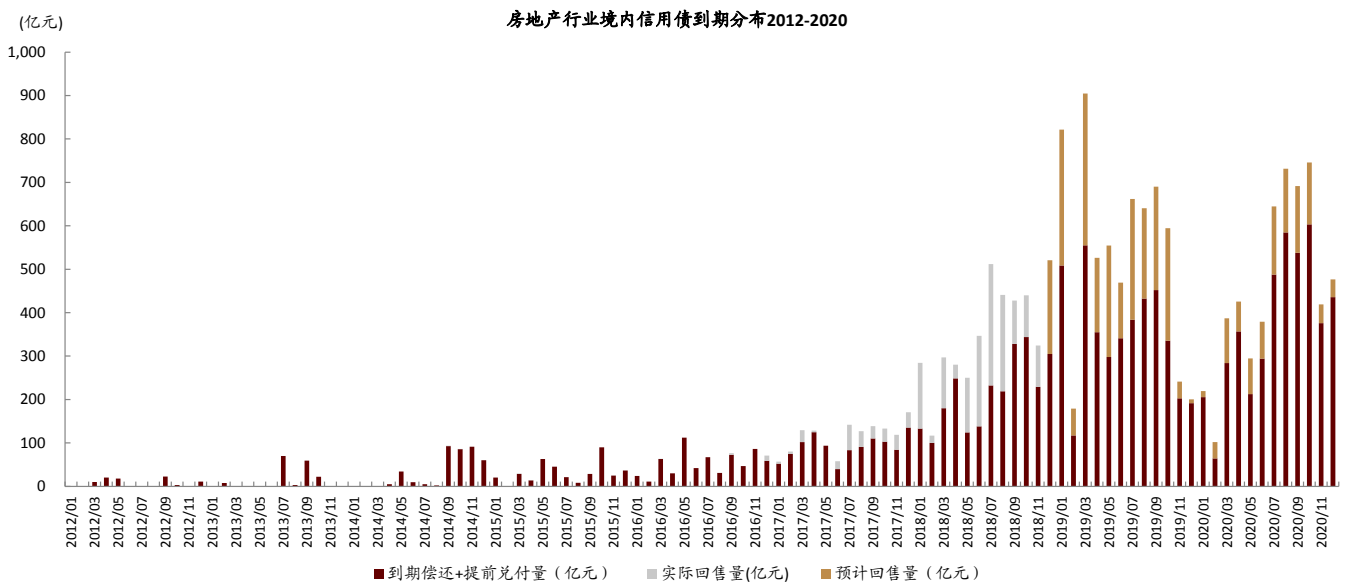


图表1：我们预计2019年行业将产生现金净流出约5500亿，整体在手资金将由年初约2.66万亿降至年底约2.11万亿



注：运营管理费用包括营销费用、管理费用、税费支出等。资料来源：国家统计局，中央人民银行，万得资讯，中金公司研究部

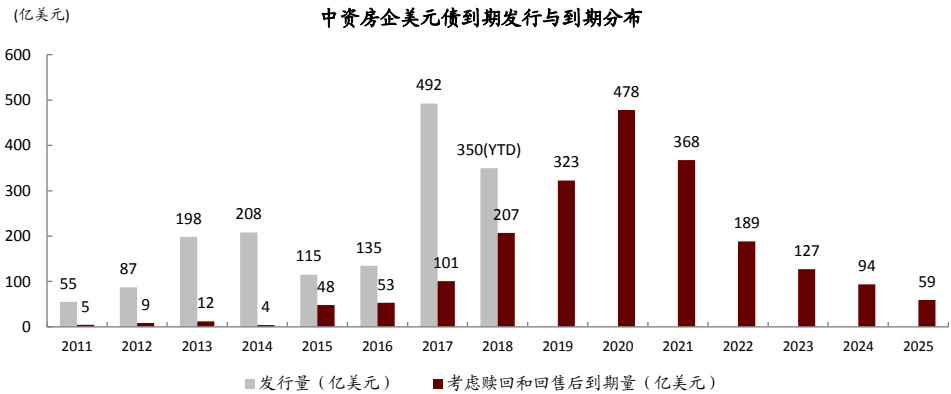
图表2：2019年行业将进入境内信用债偿付高峰期，全年到期量预计超人民币6000亿元



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

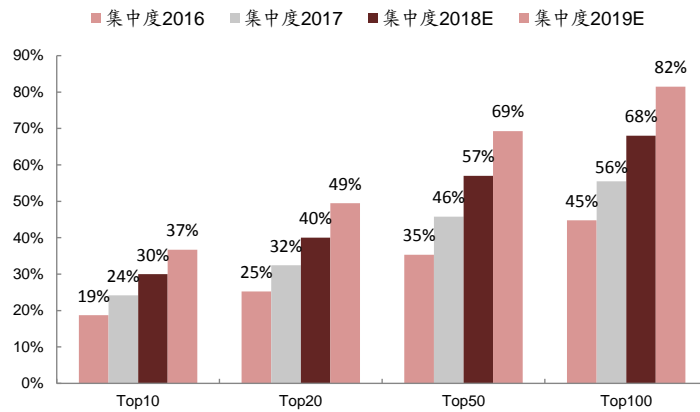


图表 3: 2019 年行业美元债到期量预计同比增长逾 50% 至 323 亿美元, 2020 年将达到高峰, 至 478 亿美元



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: 我们预计 2019 年行业销售额集中度将进一步提升



资料来源: 克尔瑞, 中金公司研究部

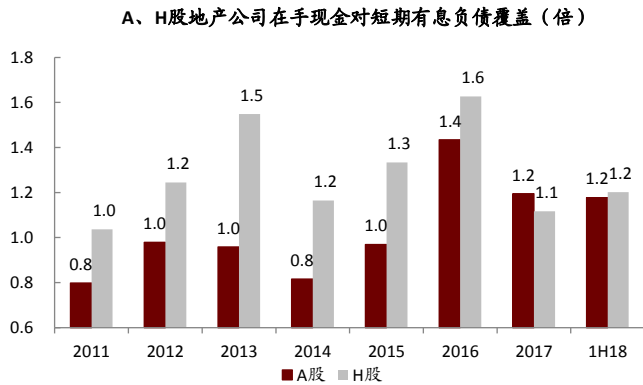
图表 5: 我们预计覆盖房企 2019 年平均仍可实现 15% 左右销售增长, 其中一二线公司销售增长将彰显强韧性, 而三四线公司销售额预计同比不增, 甚至微跌

房企	2018年销售额	同比增速	2019年预测销售额	同比增速
	人民币亿	%	人民币亿	%
招商蛇口	1,706	51%	2,047	20%
保利地产	4,048	31%	4,858	20%
远洋地产	1,095	55%	1,424	30%
合景泰富	655	72%	852	30%
世茂房地产	1,761	75%	2,202	25%
龙光地产	718	65%	898	25%
旭辉集团	1,520	46%	1,900	25%
中海宏洋 (港币)	505	36%	632	25%
中国海外 (港币)	3,012	30%	3,615	20%
融创中国	4,608	27%	5,530	20%
中国金茂	1,280	85%	1,536	20%
禹洲地产	560	39%	672	20%
龙湖地产	2,006	29%	2,307	15%
华润置地	1,850	22%	2,128	15%
雅居乐	1,027	14%	1,129	10%
中国恒大	5,513	10%	5,513	0%
碧桂园 (权益口径)	5,019	31%	4,768	-5%
合计		32%		14%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

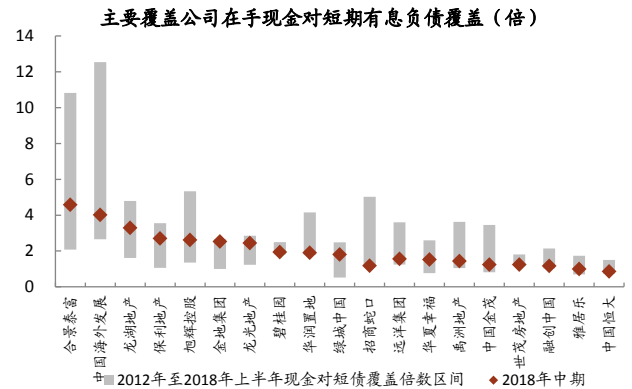


图表6: A、H股开发商目前在手现金对短期有息负债覆盖超过1倍



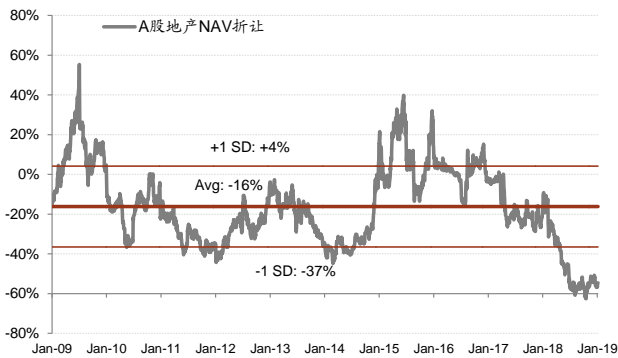
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表7: 我们覆盖的公司在手现金对短期有息负债覆盖普遍超1倍, 最高接近5倍



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

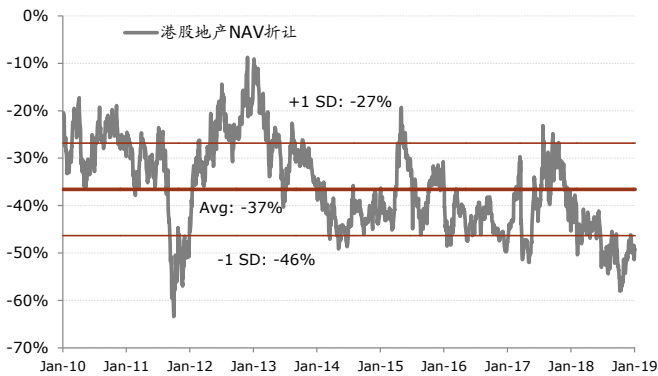
图表8: A股地产公司历史NAV折让水平和动态市盈率



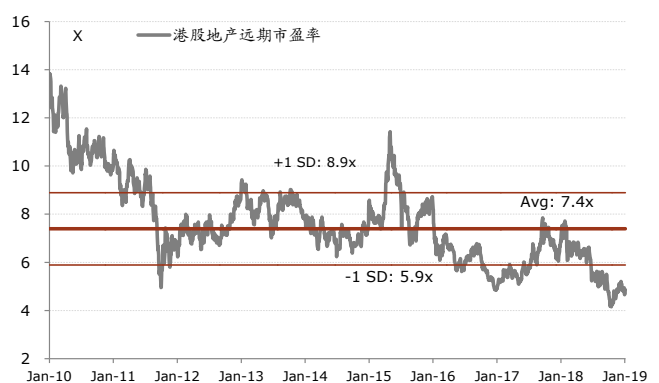
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



图表9: 港股地产公司历史NAV折让水平和动态市盈率



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518000
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京 建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海 黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京 汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门 莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆 洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山 季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波 扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京 科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳 福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州 天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉 中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津 南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮 新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州 五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海 浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州 教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都 滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛 香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连 港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙 车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安 雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868

