

九阡寒意老 七陌柳色新

——房地产行业 2019 年策略报告

2018 年 12 月 12 日

看好/维持

房地产	行业年度
-----	------

投资摘要:

销售: 市场整体下行, 预计明年销售面积同比增速为-4%, 销售额同比增速为-2%, 整体房价涨幅为 2%。区域分化缓和, 虽然温度相近, 但一线大致在初春, 三线及以下可能已处初秋, 二线城市则预计呈现更多的冷热不均。

投资: 过去两年“土地购置拉动投资, 建安投资拉后腿”的趋势不会持续, 土地购置的拉动作用将逐渐下行, 建安投资将接棒土地购置, 支撑房地产投资。我们预计明年房地产开发投资增速为 2.1%。

土地: 市场预计继续降温, 但前两年土地成交并不明显过剩, 供给层面不存在明显大幅增加的可能性。明年上半年预计土地流拍率将在三季度 7.3% 的基础上小幅上升, 下半年预计有所回落。成交土地溢价率下行空间较小。

政策: 调控必要性减弱, 叠加放松调控动机增强是实际情况。但我们认为明年房地产调控不会出现国家层面的整体转向, 政策放松更多会以“小幅+局部+默许”的形式出现。一线及强二线城市政策小幅放松可期, 三线及以下则面临较大不确定性。

投资建议:

延续上明年“销售下行+分化缓和+政策小幅局部回暖”的判断, 我们看好“一长一短”两类房企: 一是布局一二线城市为主的**全国型龙头房企**(长期阿尔法收益), 二是深耕高潜力区域的**高弹性黑马房企**(中短期贝塔收益)。

全国型龙头寻求穿越周期, 享受集中度提升带来的阿尔法收益, 看好布局一二线城市为主、不过度依赖快周转的龙头房企, 其销售增速的可持续性更强、市占率提升的趋势更加不可逆, 推荐**万科 A、保利地产、招商蛇口**。

黑马的高弹性主要来自于销售方面的弹性和估值方面的弹性。在板块估值的上升周期和全国房地产销售的下降周期, 销售的高增速更加可贵, 中短期内有望取得超越板块的表现。推荐**滨江集团、蓝光发展、荣盛发展**。

风险提示: 市场整体超预期下行, 政策超预期继续收紧, 房产税推出时间和力度超预期, 房企业绩释放低于预期。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理:

任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

执业证书编号:

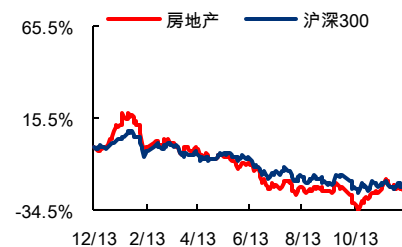
S1480118020022

行业基本资料

占比%

股票家数	79	5.49%
重点公司家数	-	-
行业市值	10625.71 亿元	3.19%
流通市值	9277.43 亿元	3.88%
行业平均市盈率	4.33	/
市场平均市盈率	8.99	/

行业指数走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《房产税专题报告: 从征税目的看税负水平与落地节奏》2018-11-21
- 2、《10 月统计局房地产数据点评: 销售购地双回落 到位资金初见顶》2018-11-14
- 3、《房地产行业报告: 政策稳定期趋近 看好地产后续表现》2018-11-12
- 4、《房地产行业三季度报点评: 业绩优秀现金流改善 净负债率有所降低》2018-11-01

目 录

九阡寒意老 七陌柳色新.....	5
1. 地产板块：正是种柳迎春时	5
2. 销售：整体下行+分化缓和 明年看好一线及强二线	6
3. 投资：建安接力土地购置 投资缓慢下行至 2.1%.....	9
3.1 土地购置拉动房地产投资，建安投资拉低投资 2.8 个百分点.....	9
3.2 “此起彼伏”背后的原因	10
3.3 明年房地产投资增速预计为 2.1%.....	12
4. 土地：土地市场预计继续降温	12
5. 政策：满园花开虽难求 积雪厚处先逢春	14
5.1 一二线调控必要性减弱	14
5.2 放松调控动机边际增强	15
5.3 调控会彻底转向吗？	16
5.4 房产税：不管出于财政目的还是调控目的，短期内大概率不会出台	17
5.5 对预售制度改革的思考	19
5.6 明年政策判断：小幅+局部+默许 积雪厚处先逢春.....	20
6. 公司：穿越周期真龙头 潜力区域寻黑马	20
6.1 快周转：本质是融资扩表手段 下行周期中有待观察	21
6.1.1 快的是拿地到销售，通过提升杠杆而非周转率来提高 ROE	21
6.1.2 上行期造就高增速 下行期效果有待观察	22
6.2 重申看好布局一二线城市房企	22
7. 投资建议：地产股值得看好 正是种柳迎春时	23
7.1 万科 A.....	23
7.1.1 高增长+高 ROE+稳健现金流，新时代延续有质量的增长.....	23
7.1.2 创新先行者，引领行业诗与远方	24
7.1.3 已售未结算资源充足，无惧短期销售下行	26
7.2 保利地产	26
7.2.1 布局集中一二线 货值丰富粮草先行	26
7.2.2 激励整合迎破局，兵强马壮再出发	27
7.2.3 竣工均价双提升 加速推动业绩释放	28
7.2.4 三季度少数股东损益影响将逐渐消除 今明两年业绩确定性强	29
7.3 滨江集团	30
7.3.1 坐拥杭州地利，短期业绩与未来潜力俱佳	30
7.3.2 积极补充土地 货值充足支撑销售高增	32
7.3.3 业绩边际改善，拿地销售酝酿下一个天亮	32
7.4 蓝光发展	33
7.4.1 控巴蜀以谋天下，地产业务进可攻退可守	33
7.4.2 开工竣工双修复 毛利率有望继续提升	35
7.4.3 三季度销售加速 可结算资源质高量足	36

8. 风险提示.....	36
--------------	----

表格目录

表 1:2019 年销售面积预测 单位：万平方米.....	7
表 2:2019 年销售额预测 单位：亿元.....	8
表 3:一二线城市调控收紧时点与同期房价表现.....	8
表 4:2019 年房地产开发投资估算.....	12
表 5:1 亿元住宅土地出让金对应的拿地、开发和销售环节税费.....	17
表 6:2010-2014 土地出让支出明细.....	18
表 7:房产税税负水平测算：全国.....	18
表 8:万科管理创新和业务创新一览.....	24
表 9:万科 A 业绩预测.....	26
表 10:两次股权激励计划内容.....	28
表 11:保利地产业绩预测.....	29
表 12:杭州历年销售额 TOP10 房企.....	31
表 13:滨江集团盈利预测.....	33
表 14:蓝光发展业绩预测.....	36

插图目录

图 1:2018 年地产指数表现.....	6
图 2: 商品房销售面积累计同比.....	7
图 3: 商品房销售额累计同比.....	7
图 4: 各分项对房地产投资的拉动.....	10
图 5: 各分项对房地产投资增速的贡献率.....	10
图 6:房地产开发投资明细项占比，近两年土地购置占比明显加大.....	10
图 7:单位面积施工强度增速（累计同比）.....	11
图 8: 三线及以下城市销售面积及销售占比.....	11
图 9: 部分城市单方建安工程造价（高层）.....	11
图 10: 一二线城市流拍比例.....	13
图 11: 三四线城市流拍比例.....	13
图 12:成交土地溢价率 单位：%.....	13
图 13: 一二线城市土地成交情况.....	14
图 14: 三四线城市土地成交情况.....	14

图 15: 一二线城市供销比 (截至 2018 年 10 月)	15
图 16: 70 城新建商品住宅价格指数同比	15
图 17: 商业性房地产贷款余额及增速	15
图 18: 70 城新建商品住宅价格指数同比	15
图 19: 全国税收收入增速 单位: %	16
图 20: 全国公共财政收入增速 单位: %	16
图 21: 货币政策周期与商品房销售面积增速 单位: %	17
图 22: 一般法律立法流程及时间	19
图 23: 预售变现售后的项目现金流分布	19
图 24: TOP15 房企销售增速	21
图 25: 代表性房企总资产周转率变化情况	22
图 26: 万科销售面积及增速	23
图 27: 万科销售额与市场份额	23
图 28: ROE (行业 VS 万科) 单位: %	24
图 29: 万科销售额与市场份额	24
图 30: 可售面积能级分布	27
图 31: 土地储备能级分布	27
图 32: 销售额及同比增速	27
图 33: 销售面积及同比增速	27
图 34: 保利置业股权架构: 收购前	28
图 35: 保利置业股权架构: 收购后	28
图 36: 杭州供销比与房价涨幅	30
图 37: 杭州待开发土地面积与去化周期	31
图 38: 公司营业收入与杭州收入占比	31
图 39: 未结算货值分布 (未计入旧改项目和无股权代建项目)	31
图 40: 可比公司净负债率及变化	32
图 41: 可比公司扣除预收账款后资产负债率及变化 单位: %	32
图 42: 蓝光发展销售面积及增速	34
图 43: 蓝光发展销售金额及增速	34
图 44: 蓝光发展业务布局	34
图 45: 未结算货值分布	35
图 46: 土地储备面积及成都占比	35
图 47: 开工计划及完成率	35
图 48: 竣工计划及完成率	35

九阡寒意老 七陌柳色新

2018 年，房地产行业整体景气度呈现前高后低的走势，房地产销售在 8 月份后开始下行，房地产投资、到位资金增速随后见顶。展望明年，我们认为销售及投资下行之下，**调控寒意渐老**，全国调控一夕入春虽不可期，但**先得春光处，政策坚冰一定会逐渐融化**。反映到地产股上，严调控对估值的压制有望逐渐减轻，**板块整体性机会逐渐增加，当下正是种柳迎春时**。具体而言，我们的主要观点如下：

- ◆ **销售**：市场整体下行，预计明年销售面积同比增速为-4%，销售额同比增速为-2%，整体房价涨幅为 2%。**区域分化缓和**，虽然温度相近，但一线大致在初春，三线及以下可能已处初秋，二线城市则预计呈现更多的冷热不均。
- ◆ **投资**：过去两年“土地购置拉动投资，建安投资拉后腿”的趋势不会持续，土地购置的拉动作用将逐渐下行，**建安投资将接棒土地购置，支撑房地产投资**。我们预计明年房地产开发投资增速为 2.1%。
- ◆ **政策**：明年房地产调控不会出现国家层面的整体转向，政策放松更多会以“**小幅+局部+默许**”的形式出现。一线及强二线城市政策小幅放松可期，三线及以下则面临较大不确定性。
- ◆ **土地**：市场预计继续降温，但前两年土地成交并不明显过剩，供给层面不存在明显大幅增加的可能性。
- ◆ **地产股**：**看好地产股表现，存在板块整体性机会**，重点推荐两类房企：一是布局一二线城市为主、不过度依赖快周转的龙头房企，二是重仓潜力城市的高弹性黑马房企。

1. 地产板块：正是种柳迎春时

2018 年 8 月份开始，近两年不断收紧的调控政策影响逐渐显现，叠加房价不断上涨对短期购买力的透支，房地产销售、拿地、融资和投资等方面的增速先后见顶，行业景气度开始下行。

对地产股而言，本年表现可分为三个阶段：**第一阶段是 1 月份**，市场在少数城市放松限购的刺激下，对调控放松存在一定“幻想”，加之多数房企销售高增、业绩确定，地产板块短期内涨幅明显；**第二阶段是 2 月到 10 月中旬**，二三线城市销售火热，房价上涨压力增大的背景下，多个城市连续出台调控政策，放松幻想打破，板块相对收益转负；**第三阶段是 10 月中旬至今**，地产销售、投资等数据开始下行，房价上涨压力明显减轻，调控随之进入“静默期”，板块相对收益明显。

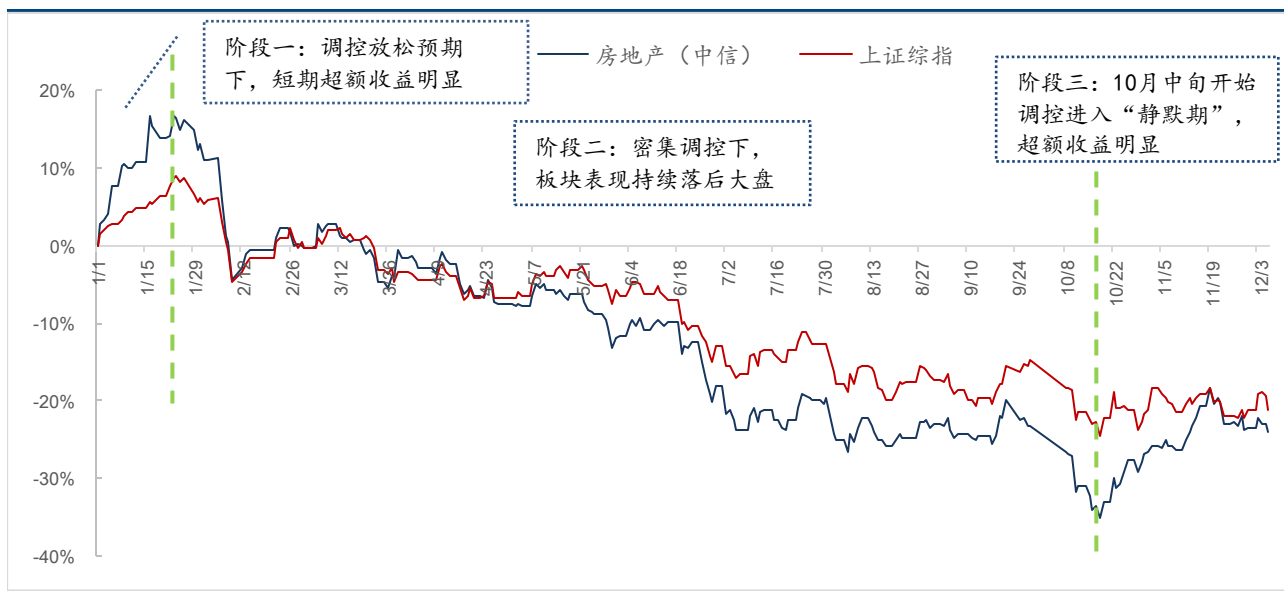
我们在专题报告《政策周期中地产股的相对收益》中对地产股相对收益与政策周期的关系做过系统性分析，并认为调控政策周期是地产股相对收益的主要决定因素。负向周期中，地产股往往跑输大盘，而平稳周期和正向周期中，地产股则有较好的相对表

现。虽然每个周期中市场对地产行业“恐惧”和“贪婪”的来源并不相同，我们认为短周期内的政策走向对于地产股表现，仍然非常重要。

我们认为目前正是布局地产股的良机，未来地产板块存在整体性机会，核心逻辑如下：

- ◆ 政策边际平稳+高业绩确定性，板块下行空间很小。我们认为明年的调控放松会更多以“小幅+局部+默许”的形式出现，进一步收紧的可能性很低。同时，房企未结算资源充足且质量较高，明年业绩确定性强。
- ◆ 潜在超预期因素多，板块上行空间大。对地产的悲观预期逐渐淡化，每一个悲观预期的淡化都是板块估值上升的契机。
- ◆ 区域分化、能级分化带来销售分化。明年整体销售预计继续下行，“同行衬托”之下，销售高增速更显可贵，黑马弹性更高。

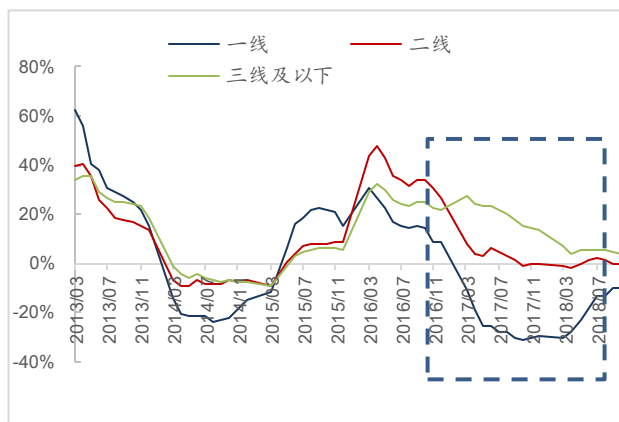
图 1:2018 年地产指数表现



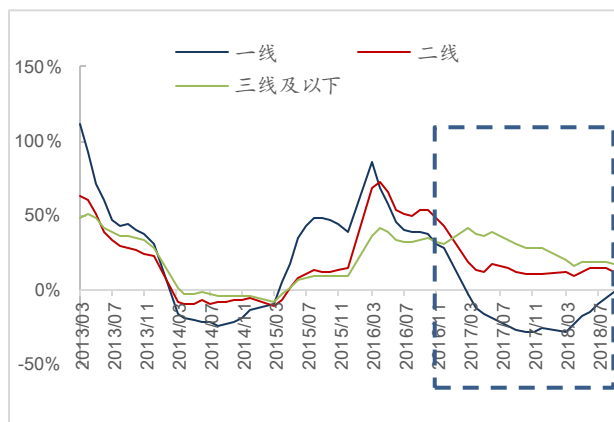
资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 销售：整体下行+分化缓和 明年看好一线及强二线

在调控政策持续收紧、房价上涨透支部分购买力等多方面因素作用下，本年全国房地产销售面积和销售额增速呈现先升后降的整体趋势。具体来看，呈现两个特点：一是不同能级城市销售增速由背离走向趋同，能级之间销售的分化趋于缓和；二是不同能级城市的销售趋势明显不同，一线城市销售增速持续上行，二线持续磨底，三线及以下则呈现一定下行趋势。虽然温度相近，但一线大致在初春，三线及以下可能已处初秋，二线城市则预计呈现更多的冷热不均。

图 2：商品房销售面积累计同比


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：商品房销售额累计同比


资料来源：Wind，东兴证券研究所

展望明年，我们对各能级城市的判断如下：

- ◆ **一线城市**：2016 年 10 月一线率先开始调控，随后不断加码，商品房市场迅速下行。本年在调控未见放松的情况下，销售增速筑底回升，背后的原因是投资投机需求大量挤出后刚需和改需等消费性需求的自发释放。受益于较好的城市基本面和调控影响边际减弱，我们预计**明年一线城市房地产市场将延续缓慢上行趋势**，全年销售面积增速为 5%，房价涨幅为 5%，销售额增速为 10%。
- ◆ **二线城市**：由于二线城市基本面悬殊，调控收紧时点亦有先后，我们预计**二线城市明年将呈现更多的冷热不均**，强二线城市（杭州、厦门、武汉等）由于政策收紧较早，基本面也由于二线平均水平，其销售量表现值得期待，但价格继续上涨的空间不大。综合来看，我们预计**明年全年二线城市销售面积、销售额和房价均与本年持平**。
- ◆ **三线及以下**：近两年三线及以下城市表现明显优于全国整体，背后的原因包括棚改货币化带来的刚需和对投资投机需求的“点燃”，龙头房企在三四线的下沉，较低的房价收入比等。由于这些城市整体调控力度很弱，短期需求不是被压制而是略有透支，加之两年以来购买力的部分透支，**自发的下行趋势预计仍将延续**。我们预计明年三线及以下城市**销售面积增速为-6%，房价持平，销售额增速为-6%**。

以上述判断为基础，我们预计明年全国销售面积为 165389 万平方米，同比增速为-4%，商品房销售额为 145488 亿元，同比增速为-2%，整体房价涨幅为 2%。

表 1：2019 年销售面积预测 单位：万平方米

年份	一线	二线	三线及以下	全国
----	----	----	-------	----

2017	4990	45028	119389	169408
2018E	4541	45028	122971	172540
YoY(19vs18)	5%	0%	-6%	-4%
2019E	4768	45028	115593	165389

资料来源：东兴证券研究所

注：2018 年数据按照一线、二线、三线及以下同比增速-9%、0、3%估算，反算出全年全国增速为 1.85%，与截至 10 月份的趋势相符。

表 2: 2019 年销售额预测 单位：亿元

年份	一线	二线	三线及以下	全国
2017	13139	46796	73766	133701
2018E	13927	50774	84462	149163
YoY	10%	0%	-6%	-2%
2019E	15320	50774	79394	145488

资料来源：东兴证券研究所

注：2018 年数据按照一线、二线、三线及以下同比增速 6%、8.5%、14.5%估算，反算出全年全国增速为 11.6%，与截至 10 月份的趋势相符。

表 3:一二线城市调控收紧时点与同期房价表现

城市	调控收紧转折点	同期房价同比增速	近 7 年最高同比增速	同期房价增速所处历史分位
北京	2016/10	30.2	30.4	99%
天津	2016/10	26.6	26.6	100%
上海	2016/3	30.5	39.5	80%
石家庄	2017/3	19.0	19.0	100%
太原	2017/10	7.4	12.7	71%
沈阳	2017/8	10.3	13.3	87%
南京	2016/9	43.0	44.4	97%
杭州	2016/11	30.1	31.5	97%
宁波	2017/3	10.0	12.6	88%
福州	2017/3	21.3	29.2	79%
厦门	2016/10	45.9	47.0	98%
济南	2017/4	17.3	20.0	90%
青岛	2017/3	13.1	13.8	97%
郑州	2016/10	28.6	29.0	99%
武汉	2016/10	25.7	26.8	97%

长沙	2017/3	19.6	19.6	100%
广州	2016/10	23.8	24.3	98%
深圳	2016/10	32.1	63.4	53%
南宁	2017/4	11.5	13.0	92%
成都	2016/10	6.5	9.8	81%
贵阳	2017/9	9.2	11.2	88%
西安	2017/4	11.7	15.1	84%
兰州	2017/8	3.7	12.0	51%
重庆	2017/3	8.9	12.9	81%
大连	2018/3	10.8	10.8	100%
长春	2018/4	9.3	9.5	99%
南昌	2017/3	13.6	15.9	90%
海口	2017/5	7.4	21.6	49%
昆明	2018/3	11.5	11.5	100%
三亚	2017/3	10.3	19.1	66%
哈尔滨	2017/3	3.1	11.5	52%

资料来源：wind，东兴证券研究所

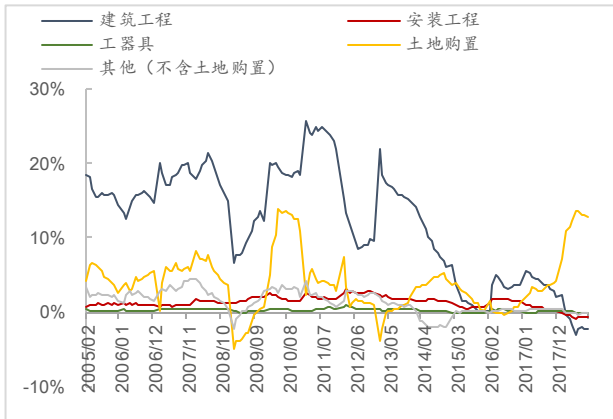
3. 投资：建安接力土地购置 投资缓慢下行至 2.1%

3.1 土地购置拉动房地产投资，建安投资拉低投资 2.8 个百分点

房地差开发投资由建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置投资和其他费用（主要为土地购置，近三年平均占比约 80%）构成。通过对房地产投资明细项的拆分，我们计算了历年各分项对房地产开发投资增速的拉动和贡献率，可见：

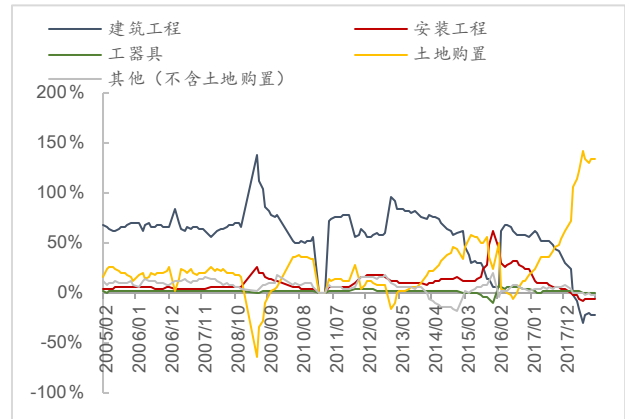
- ◆ 2016 年年中至今，土地购置一枝独秀，对房地产投资的拉动一路上扬。截至本年 10 月，土地购置对地产投资的拉动为 12.9%，接近 2011 年以来的最高水平。目前已呈见顶回落趋势。
- ◆ 其余分项的拉动作用和贡献率皆为负值，尤其是建筑工程和安装工程投资。目前其拉动作用为-2.1%和-0.7%，合计拉低房地产开发投资增速 2.8 个百分点。
- ◆ 2016 年下半年以来土地购置费占比明显增大，而建筑工程和安装工程投资占比迅速下降，总体呈现“此起彼伏”。

图 4：各分项对房地产投资的拉动



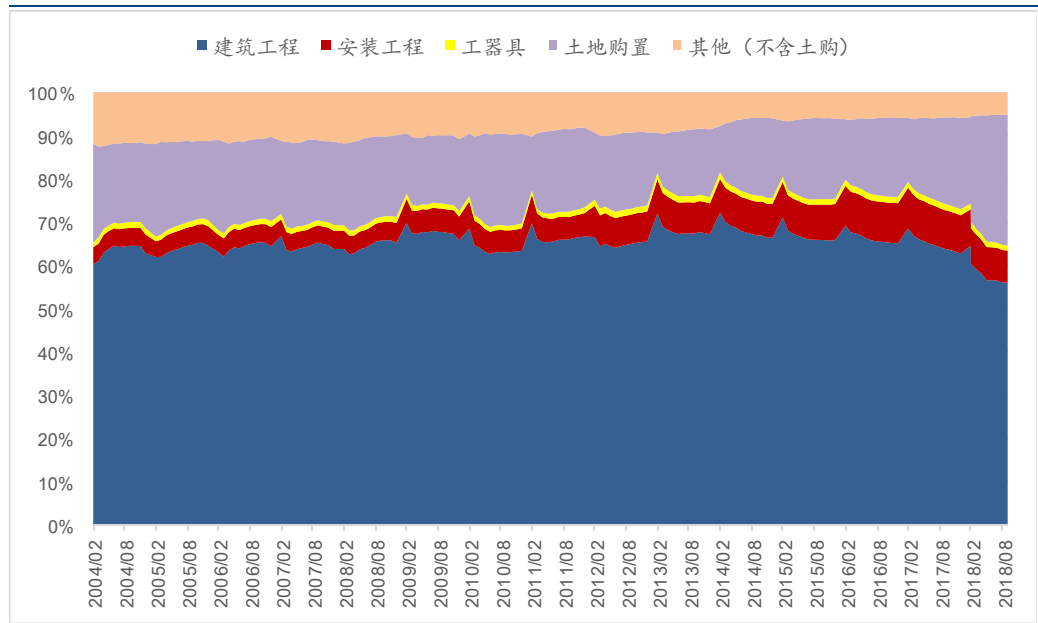
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 5：各分项对房地产投资增速的贡献率



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 6：房地产开发投资明细项占比，近两年土地购置占比明显加大



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

3.2 “此起彼伏”背后的原因

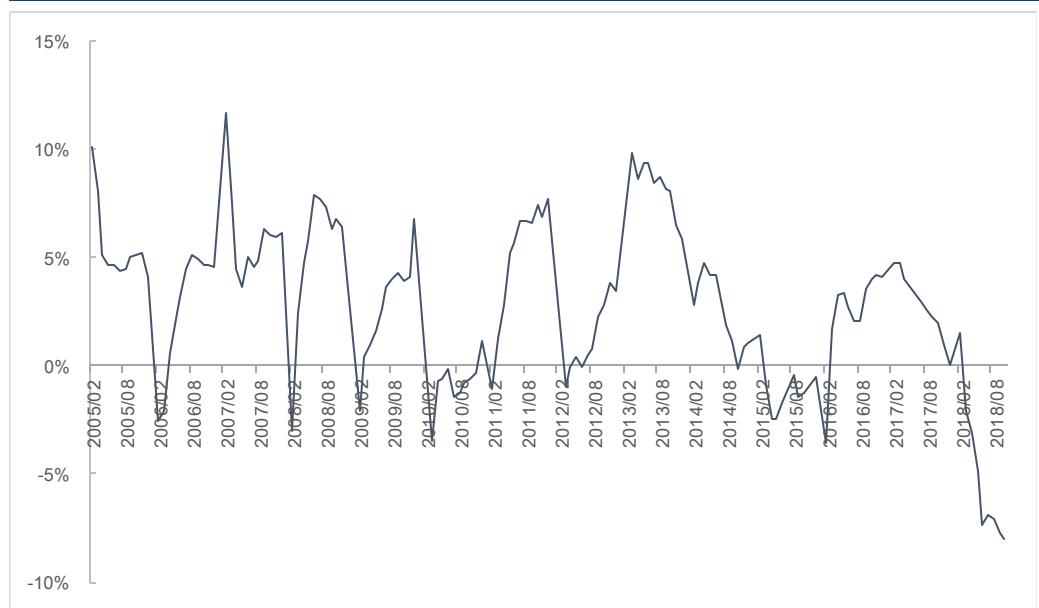
我们认为，房地产投资自 2016 年 6 月份之后“此起彼伏”的结构变化背后的原因主要有三个：

- ◆ 快周转模式下拿地到销售加快，但销售到竣工交房并未加速，导致单位施工面积

的施工强度下降。按照我们的计算,2018 年 10 月单位面积施工强度同比降低 8%,为 2005 年以来最低水平。

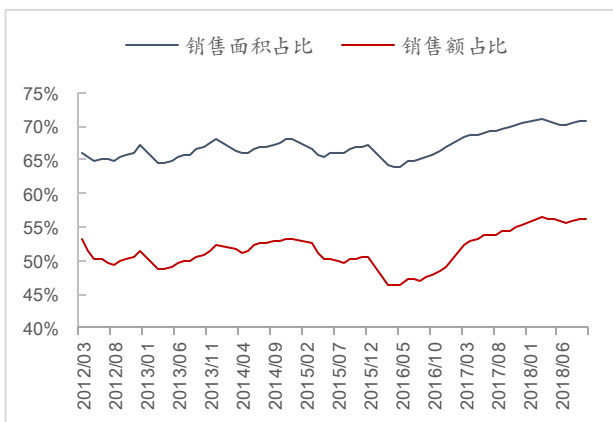
- ◆ 市场上行期开发商规模诉求强烈,拿地积极,土地购置费增速自 2017 年初的 15.2% 快速提升至今年 6 月份 74.4% 的高点。目前虽已见顶,但仍然维持在 60% 以上的高位。
- ◆ 三线及以下城市土地购置及销售面积占比提升,其较低的单位面积施工成本拉低了整体施工强度。

图 7:单位面积施工强度增速(累计同比)



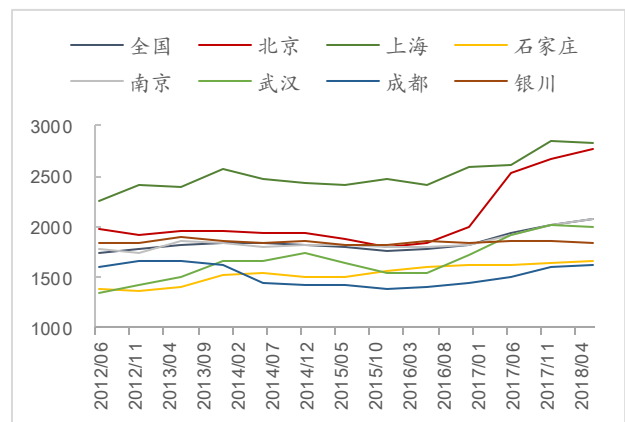
资料来源:国家统计局,东兴证券研究所

图 8:三线及以下城市销售面积及销售额占比



资料来源:国家统计局,东兴证券研究所

图 9:部分城市单方建安工程造价(高层)



资料来源:Wind,东兴证券研究所

3.3 明年房地产投资增速预计为 2.1%

展望明年，我们认为过去两年“土地购置拉动投资，建安投资拉后腿”的趋势不会持续，土地购置的拉动作用将逐渐下行，建安投资将接棒土地购置，支撑房地产投资。我们预计明年房地产开发投资增速为 2.1%，依据如下：

- ◆ 销售下行已成开发商一致预期，供需扭转之下房价上涨动力不足，加之地价尚未开始明显下降，毛利率下降风险提升。在此背景下，开发商拿地越发谨慎，6 月以来土地购置费增速降低的趋势预计将持续。考虑到今年土地购置的高基数，我们预计明年土地购置费同比增速为-10%。
- ◆ 由于施工面积同时受到新开工、竣工、净复工面积三者的共同影响，本年新开工面积的较高增速并不能显著提升施工面积增速。从目前的趋势看，我们认为明年施工面积增速将缓慢上行至 5% 左右。
- ◆ 单位面积施工强度增速目前处在多年来的最低水平，我们认为这一趋势会得到一定程度的扭转。原因一方面在于新房销售之后建安投入是确定的，不具有进一步大幅下降的基础，另一方面在于三西线销售面积占比提升的趋势预计不会进一步提升，边际影响减小。我们预计明年施工强度同比增速为 3%。

表 4:2019 年房地产开发投资估算

年份	施工强度 (元/平方米)	施工面积	建安投资	土地购置费	其他费用 (不含土地购置)	房地产开发投资
2017	1025	781484	80102	23169	6501	109799
2018E	943	816651	77010	37070	6306	120480
YoY (19vs18)	3.0%	5.0%	8.2%	-10.0%	0.0%	2.1%
2019E	971	857484	83287	33363	6306	122956

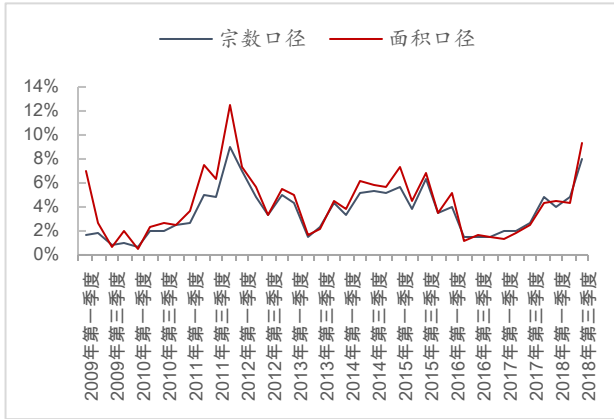
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

注：建安投资=建筑工程投资+安装工程投资+工器具购置

4. 土地：土地市场预计继续降温

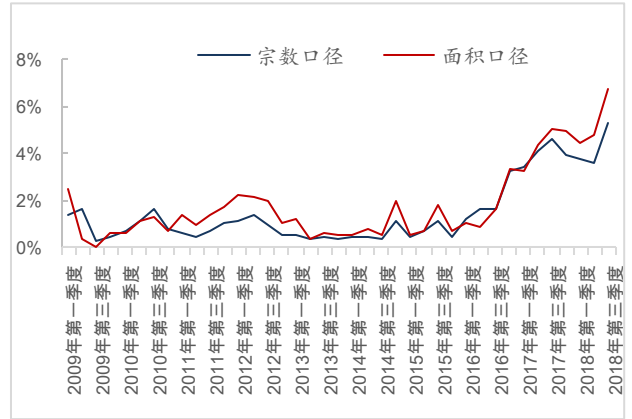
2018 年年初开始，土地市场开始不同程度转冷，随着调控政策的不断收紧，土地市场下行趋势已接近一年。我们认为土地市场将继续降温，同时，我们认为过去两年的土地供应并不明显过剩，市场并不会出现明显的供过于求的局面。

图 10：一二线城市流拍比例



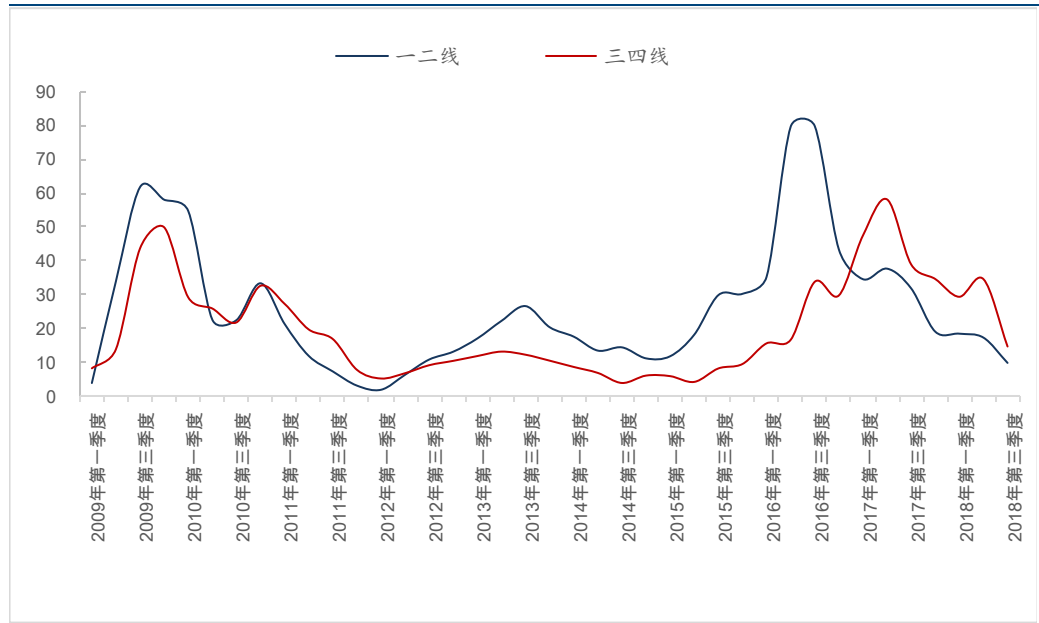
资料来源：中指院，东兴证券研究所

图 11：三四线城市流拍比例



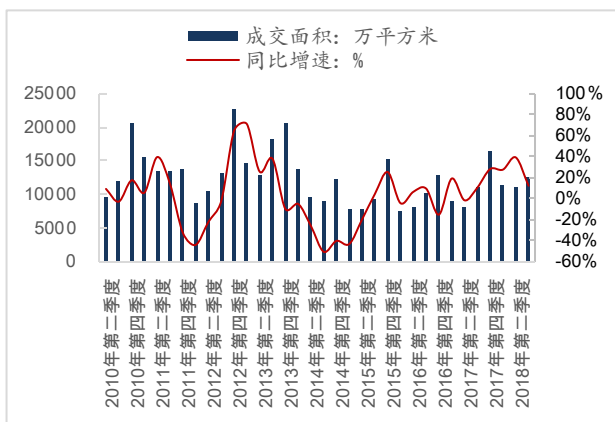
资料来源：中指院，东兴证券研究所

图 12:成交土地溢价率 单位：%



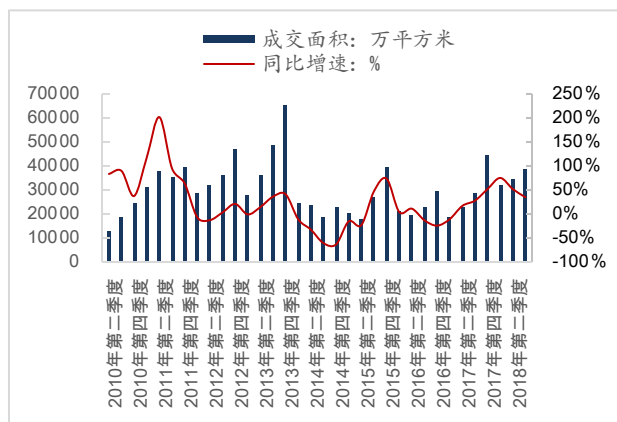
资料来源：中指院，东兴证券研究所

图 13：一二线城市土地成交情况



资料来源：中指院，东兴证券研究所

图 14：三四线城市土地成交情况



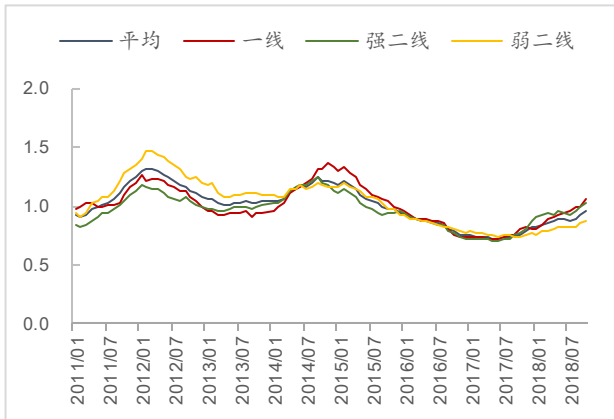
资料来源：中指院，东兴证券研究所

5. 政策：满园花开虽难求 积雪厚处先逢春

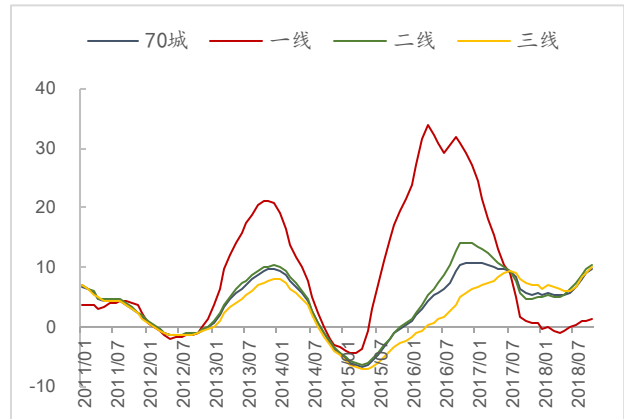
5.1 一二线调控必要性减弱

在商品房销售数据下行、供需关系逐渐改善、房价上涨动力减弱的背景下，即使仅看房地产行业本身，进一步收紧调控的可能性也是较低的。我们认为，政府进行房地产调控的目的大致可分为抑制房价过快上涨和避免房地产行业过分挤占社会资源两个方面，从目前数据看，一二线城市调控必要性正在边际减弱。具体而言：

- ◆ **供不应求逐渐扭转，房价上涨动力减小。**从历史经验看，各城市调控政策的出台时间与当地房价上涨速度的历史分位水平明显相关。目前来看，上半年供不应求的局面逐渐扭转，新建商品住宅价格指数环比已有回落。因此，从控制房价的角度，一二线城市进一步收紧调控的必要性减弱。
- ◆ **房地产贷款增速回落，挤出效应减弱。**商业性房地产贷款包括开发贷和个人购房贷款两部分，其增速自 2016 年底的 27% 会落至本年的 20% 左右。同时，由于销售增速大概率继续下行，预计居民中长期贷款余占贷款余额的比重将由目前的 24.6% 逐渐回落。

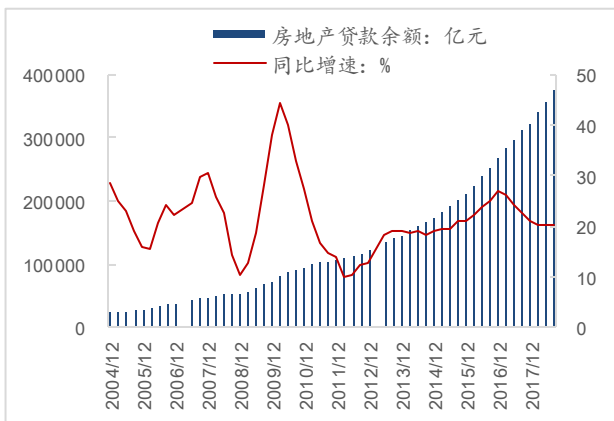
图 15：一二线城市供销比（截至 2018 年 10 月）


资料来源：中指院，东兴证券研究所

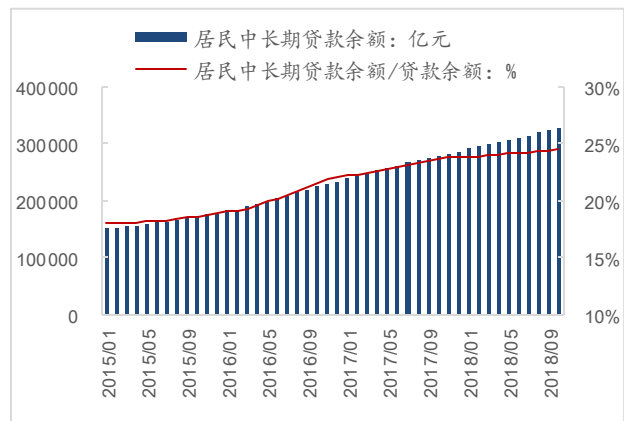
图 16：70 城新建商品住宅价格指数同比


资料来源：Wind，东兴证券研究所

注：数据可得性所限，供销比数据仅包含 22 个城市。

图 17：商业性房地产贷款余额及增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 18：70 城新建商品住宅价格指数同比


资料来源：Wind，东兴证券研究所

5.2 放松调控动机边际增强

在严调控的必要性逐渐减弱的同时，我们认为**政府放松房地产调控的动机边际增强**：

- ◆ **税收收入增速大幅下降，财政有压力。**在经济增长放缓和减税的背景之下，年初以来税收收入（累计同比由年初的 18.5% 下降至 10 月份的 10.7%）和公共财政收入（累计同比由年初的 16.5% 下降至 10 月份的 7.5%）**增速下滑的趋势很有可能延续**。与此同时，财政支出相对刚性，短期内并不具有大幅减少的空间。此外，土地出让金收入增速下半年有所降低。这些都将加强政府放松调控的动机。
- ◆ **经济增长承压，就业有担忧。**受多方面因素影响，经济增长承压已成共识，多项经济数据也较为充分的反映了这一情况。在此背景下，经济增长与保障就业的诉

求更强，也会加强政府放松调控的动机。

图 19：全国税收收入增速 单位：%



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 20：全国公共财政收入增速 单位：%



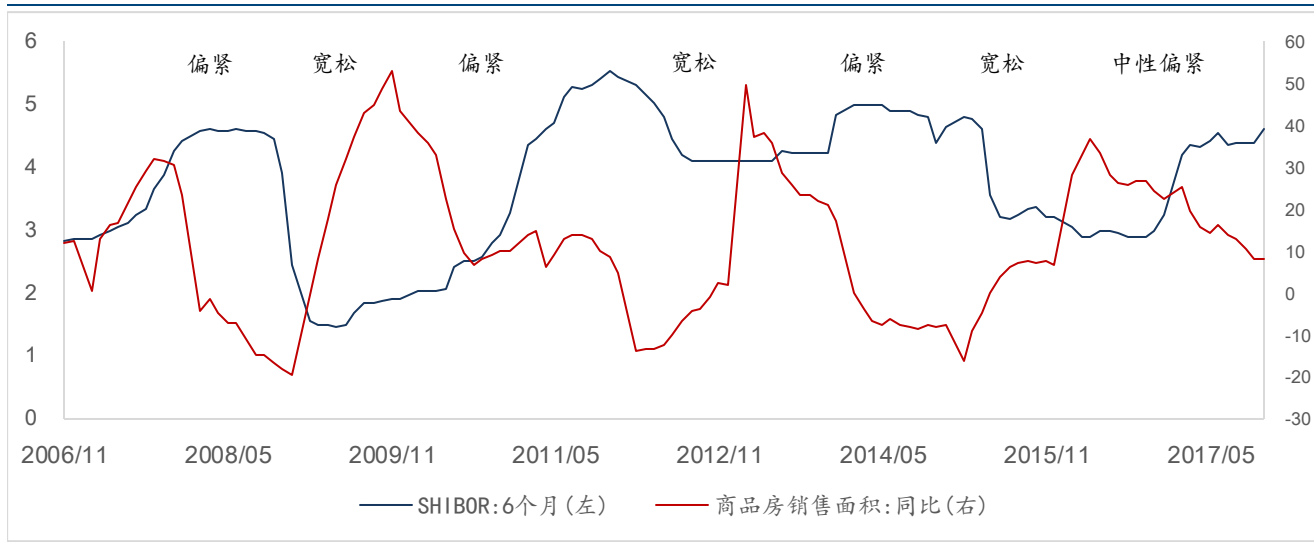
资料来源：Wind，东兴证券研究所

5.3 调控会彻底转向吗？

目前来看，调控不会继续收紧是市场上比较一致的预期，分歧更多在于是否会彻底放松。我们的观点是，短期内房地产调控在国家层面不具有彻底转向的可能性，部分地方政府小幅放松，中央层面默许应该是更大概率的政策走向。原因如下：

- ◆ **货币边际宽松背景下，需要调控政策对冲。**从历史上看，货币宽松与房地产市场上行和房价上涨具有比较明显的相关性。在当前货币边际宽松的背景下，如果没有调控政策对冲，房地产市场的表现有可能超过政府底线。
- ◆ **大幅放松调控会伤害政策的权威性和一贯性。**目前房地产销售和投资均未出现大幅下滑，未来也大概率缓慢下行，此时大范围放松调控一方面必要性不强，另一方面对政策的权威性和一贯性将造成比较大的负面影响。

图 21:货币政策周期与商品房销售面积增速 单位：%



资料来源：wind，东兴证券研究所

5.4 房产税：不管出于财政目的还是调控目的，短期内大概率不会出台

我们在房产税专题报告《从征税目的看税负水平与落地节奏》中，从房产税的两个主要目的（筹集财政收入和调控房地产市场）出发，分析了房产税可能的税负水平和落地节奏。主要结论如下：

- ◆ 从全国来看，即使不考虑征税成本，以房产税代替部分土地出让收入将引起**税负水平提升约 8.3%**，短期内社会接受程度有待观察。
- ◆ 分地方来看，**税负水平提升幅度正相关于土地收入与税收收入之比**，税负水平提升越大的省份，推行房产税的动机和意愿可能更低。
- ◆ 土地出让与房产税对地方经济和就业的影响截然不同，这将直接影响地方落地的意愿，即**房产税的影响更多在财政之外的经济增长压力和保障就业**。地方政府的**征税动机有待观察**。
- ◆ 从调控角度，由于市场对房产税的反应难以预期，税负高低面临两难选择，销售下行背景下，**落地节奏预计不会太快**。

表 5:1 亿元住宅土地出让金对应的拿地、开发和销售环节税费

	契税	印花税	城镇土地使用税	增值税及附加	企业所得税	土地增值税	合计
拿地环节	500	5	/	/	/	/	505
开发环节	/	5	30	448	200	/	683
销售环节	250	25	/	1820	833	1250	4178
合计	750	35	30	2268	1033	1250	5366

资料来源：东兴证券研究所

注：

- 1.开发环节计算中，建安成本按照地价的 80%计算，上市建筑业企业利润总额/营业收入为 10%；
- 2.城镇土地使用税计算中，建设周期按照 3 年计算；
- 3.企业所得税计算中，开发商净利润率按照 10%计算；
- 4.开发商在预售环节会进行所得税和土地增值税等的预缴，由于不影响总量，计算中不再划分单独的预售环节。

表 6:2010-2014 土地出让支出明细

指标名称	支出合计	征地和拆迁补偿	土地开发	城市建设	农村基础设施建设	补助被征地农民	土地出让业务支出	廉租房	教育、棚改等支出	其他	成本性支出合计	成本性支出占比
2010	26622	10207	2480	7621	1077	457	134	422	/	4225	13144	49%
2011	31052	14359	5325	5565	760	690	217	520	/	3616	20373	66%
2012	26664	13829	5116	3049	486	521	181	356	974	2152	19466	73%
2013	38266	20918	8350	3775	517	852	239	392	/	3223	30120	79%
2014	38701	20282	8952	4076	459	857	222	368	/	3485	30091	78%

资料来源：财政部，东兴证券研究所

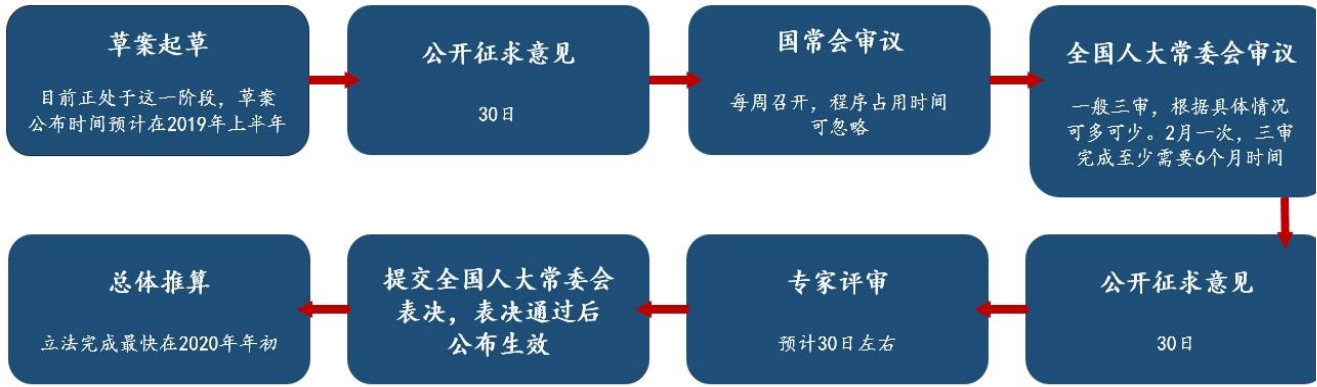
表 7:房产税税负水平测算：全国

房地产土地出让金减少程度	土地出让金减少	开发及销售过程税费减少	出让相关支出减少	净收入减少	所需新增房产税税额	人均税负	税负提高幅度
减少 25%	5792	3108	2896	6004	6004	429	4.2%
减少 50%	11585	6216	5792	12008	12008	858	8.3%
减少 75%	17377	9324	8688	18013	18013	1287	12.5%

资料来源：东兴证券研究所

注：相关数据取自 2017 年

图 22:一般法律立法流程及时间



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

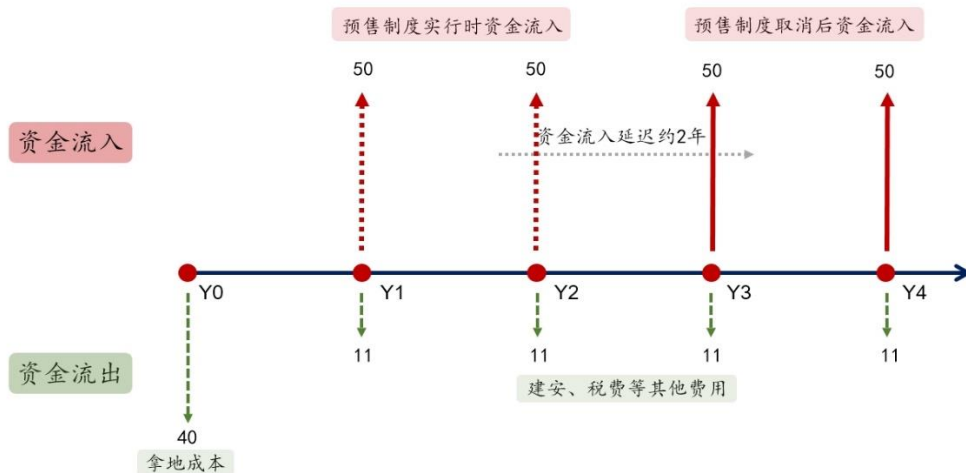
5.5 对预售制度改革的思考

单从目前所知信息，我们很难对政策作出比较准确的判断。我们倾向于认为即使推出相关政策，大概率是**逐步推进+增量改革+因城（因项目）施策**的形式，**短期内不会对房企现金流造成压力。**

我们想讨论的是，预售为什么重要，以及如果取消预售房企会受到哪些影响。我们认为：

- ◆ 预售最大的作用是为房企提供了低成本快速扩张资产规模的途径，以此助力规模增长。**预售制度带来房企资产负债率上升的幅度大约是 19%。**
- ◆ 如果取消预售，房企将面临**收缩报表和增加利息支出**两种选择。如果维持资产规模不变，则需要增加有息负债来填补预收账款的“空白”，**增加的利息支出约为总资产的 2.9%**，如果收缩负债，营业收入规模将大幅下降。
- ◆ 由于现金流分布改变，投资回收期显著拉长，**项目 IRR 承压明显**。以我们假设的项目为例（项目周期 4 年，净利润率 15%），IRR 由 43%下降为 8%。
- ◆ 如果取消预售，土地市场将较大幅度下行，并向头部集中，同时新房供给减少，房价有上涨压力。

图 23:预售变现售后的项目现金流分布



资料来源：东兴证券研究所

5.6 明年政策判断：小幅+局部+默许 积雪厚处先逢春

综合上述分析，我们认为明年房地产调控不会出现国家层面的整体转向，政策放松更多会以“小幅+局部+默许”的形式出现。结构上看：

- ◆ 一线及强二线城市政策小幅放松可期，看好一线及强二线城市明年的表现。
- ◆ 弱二线及强三线城市政策总体以平稳为主，这些城市之间各个方面均差别很大，政策走向也会千差万别。
- ◆ 三线及以下城市面临最大的政策不确定性，实际上三线及以下城市调控并不普遍，或者严厉程度较低。其政策不确定性一方面来自于棚改货币化的逐渐降低或退出，另一方面在于政策回转余地小，难以通过放松调控来对抗市场的自发下行。

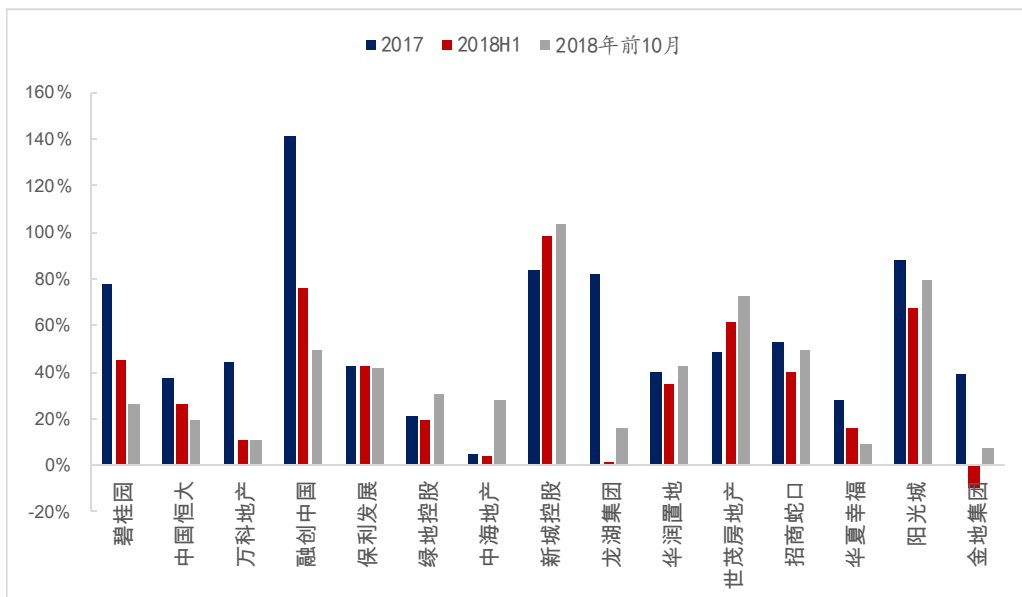
6. 公司：穿越周期真龙头 潜力区域寻黑马

延续上文对明年“销售下行+分化缓和+政策小幅局部回暖”的判断，我们看好“一长一短”两类房企：一是布局一二线城市为主的全国型龙头房企（长期阿尔法收益），二是深耕高潜力区域的高弹性黑马房企（中短期贝塔收益）。

- ◆ 全国型龙头。全国型龙头的主要逻辑在于寻求穿越周期，享受集中度提升带来的阿尔法收益。基于我们对明年的判断，我们认为布局一二线城市为主、不过度依赖快周转的龙头房企，其销售增速的可持续性更强、市占率提升的趋势更加不可逆。对过分依赖三线及以下城市的龙头房企，明年销售方面的表现存在更大的不确定性。推荐万科 A、保利地产、招商蛇口。
- ◆ 弹性黑马。黑马的高弹性主要来自于销售方面的弹性和估值方面的弹性。在板块

估值的上升周期和全国房地产销售的下降周期，销售的高增速更加可贵。同时，黑马房企一般市值不大，估值相对低廉，中短期内有望取得超越板块的表现。推荐滨江集团、蓝光发展。

图 24:TOP15 房企销售增速



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

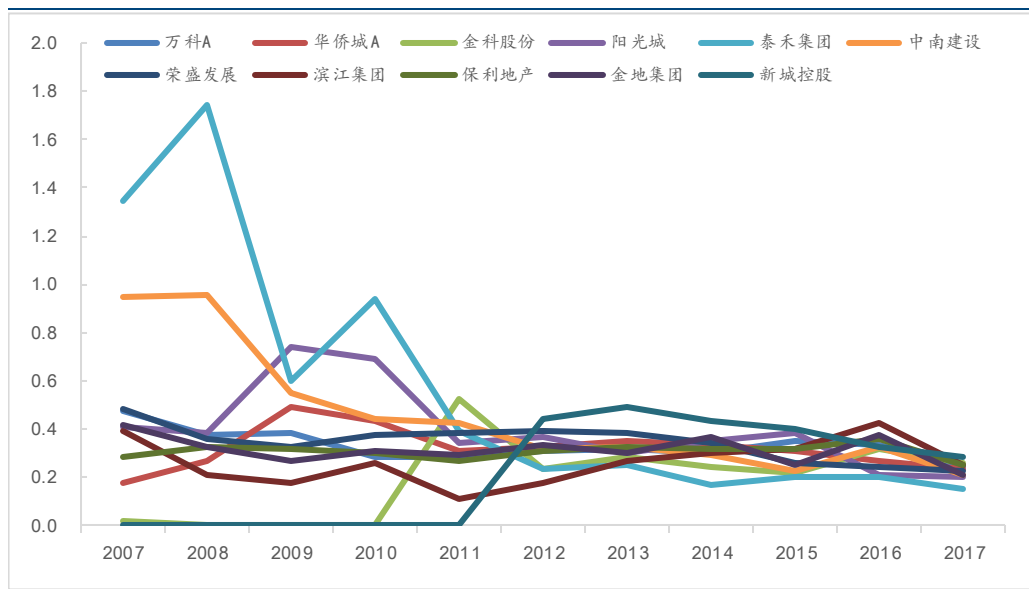
6.1 快周转：本质是融资扩表手段 下行周期中有待观察

6.1.1 快的是拿地到销售，通过提升杠杆而非周转率来提高 ROE

目前所谓的快周转更多指的是拿地到销售和回款这一环节的快，而不是财务分析中各类周转率指标的提升。快周转的作用并不体现在各类周转率的提升，其主要作用有两个方面：

- ◆ 更充分的利用预售制度，通过“拿地-销售-拿地”循环快速增加预收账款，低成本扩张报表，提升财务杠杆。需要说明的是，从财务角度，上述循环并不构成生产过程，而是更接近融资过程。
- ◆ 将现金流入时间提前来提高 IRR，并以此提升对更高资金成本的承受能力。

图 25:代表性房企总资产周转率变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

6.1.2 上行期造就高增速 下行期效果有待观察

客观上, 由于快周转带来的杠杆提升近两年恰逢销售大幅上行周期, 不少房企实现了行业地位和市场份额的迅速上升。在行业扩张期加杠杆本就是正确的选择。但展望明后年, 我们认为快周转的效果是存疑的, 原因是:

- ◆ 销售大概率继续下行, 新推项目去化下降越发普遍。在销售和回款“快不起来”的情况下, 快周转模式本身面临更大的难度。
- ◆ 市场下行期, 购房者观望情绪浓厚, 对品质关注度提升, 快周转模式比较依赖的产品标准化可能面临压力。
- ◆ 高能级城市占比提升, 建设监管更加严格, 施工进度可能有所减缓。

6.2 重申看好布局一二线城市房企

综合以上判断, 我们看好布局一二线城市的房企, 核心逻辑是我们对明年不同能级城市销售的判断。我们认为明年一线城市销售面积和销售额分别有 5%到 10%的增长, 二线城市则与今年持平, 一二线城市表现预计均好于三线及以下城市(预计销售面积和销售额均下降 6%)。具体而言:

- ◆ 对龙头房企, 由于明年一二线预计好于三线及以下, 布局一二线城市为主的房企, 整体销售增速受到来自全国整体下行的压力会小于布局三四线为主的房企。龙头房企增速将呈现更进一步的分化。
- ◆ 对黑马房企, 大多数黑马房企并未完成全国布局, 其销售绝大多数来自于为数不

多的几个城市或区域。虽然从长逻辑上看，其能否最终走出去成为龙头存在不确定性。但从中短期看，重仓潜力区域的中小房企，销售更有可能呈现“一枝独秀”，在板块整体上行期贡献更大的贝塔收益。

7. 投资建议：地产股值得看好 正是种柳迎春时

我们对 2019 年房地产市场的判断如下：

- ◆ **销售：市场整体下行**，预计明年销售面积同比增速为-4%，销售额同比增速为-2%，整体房价涨幅为 2%。**区域分化缓和**，虽然温度相近，但一线大致在初春，三线及以下可能已处初秋，二线城市则预计呈现更多的冷热不均。
- ◆ **投资**：过去两年“土地购置拉动投资，建安投资拉后腿”的趋势不会持续，土地购置的拉动作用将逐渐下行，**建安投资将接棒土地购置，支撑房地产投资**。我们预计明年房地产开发投资增速为 2.1%。
- ◆ **政策**：我们认为明年房地产调控不会出现国家层面的整体转向，政策放松更多会以“**小幅+局部+默许**”的形式出现。一线及强二线城市政策小幅放松可期，三线及以下则面临较大不确定性。
- ◆ **土地**：市场预计继续降温，但前两年土地成交并不明显过剩，供给层面不存在明显大幅增加的可能性。

以此判断为基础，我们认为 **2019 年地产股存在板块整体性机会**，并看好两类公司：

- ◆ **全国型龙头**。全国型龙头的主要逻辑在于寻求穿越周期，享受集中度提升带来的阿尔法收益。基于我们对明年的判断，我们认为布局一二线城市为主、不过度依赖快周转的龙头房企，其销售增速的可持续性更强、市占率提升的趋势更加不可逆。对过分依赖三线及以下城市的龙头房企，明年销售方面的表现存在更大的不确定性。推荐**万科 A、保利地产、招商蛇口**。
- ◆ **弹性黑马**。黑马的高弹性主要来自于销售方面的弹性和估值方面的弹性。在板块估值的上升周期和全国房地产销售的下降周期，**销售的高增速更加可贵**。同时，黑马房企一般市值不大，估值相对低廉，中短期内有望取得超越板块的表现。推荐**滨江集团、蓝光发展、荣盛发展**。

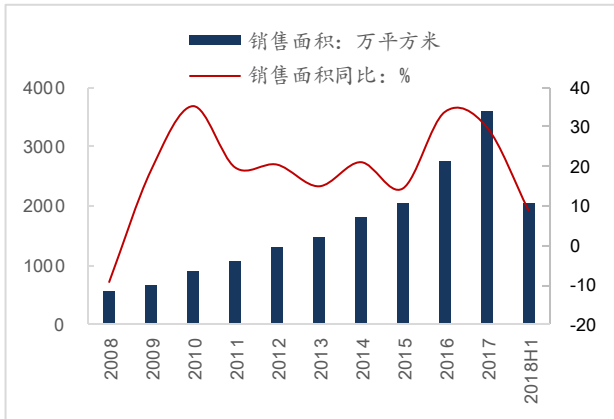
7.1 万科 A

7.1.1 高增长+高 ROE+稳健现金流，新时代延续有质量的增长

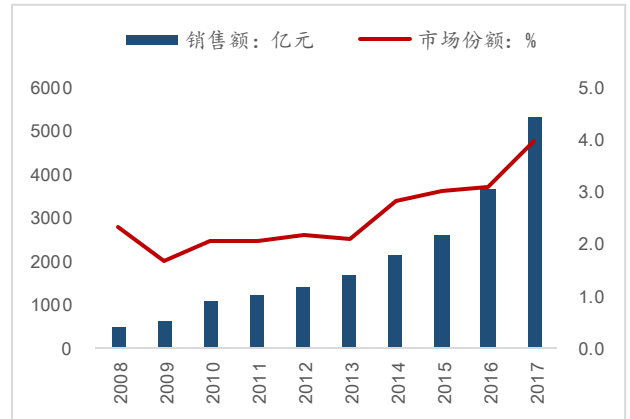
公司坚持有质量的增长，高速增长、市占率稳步提升的同时，ROE 大幅领先，经营活动现金流持续为正。增长质量的背后是公司优秀的运营管理能力、融资成本优势和合理资本结构。合作开发与产业基金助力未来 ROE 优势持续扩大。

图 26：万科销售面积及增速

图 27：万科销售额与市场份额

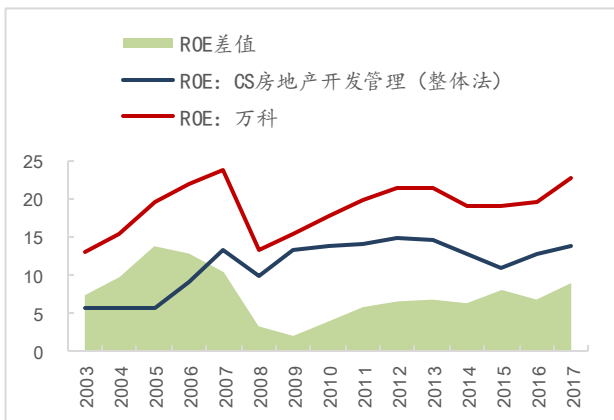


资料来源：公司公告，东兴证券研究所



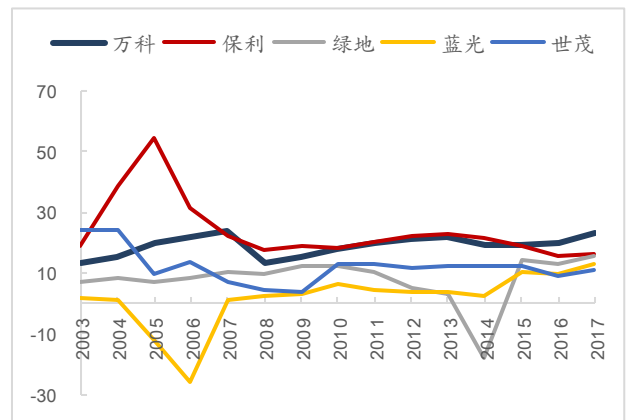
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 28：ROE（行业 VS.万科） 单位：%



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 29：万科销售额与市场份额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

7.1.2 创新先行者，引领行业诗与远方

公司持续引领行业创新，从 2000 年开始，在企业管理和业务拓展方面一直走在行业前沿。这些创新奠定了万科长期快速发展的基础，也一定程度上影响了整个行业。

目前，公司坚持住宅开发为核心业务的同时，积极探索布局长租公寓、物流、商业运营、教育养老等业务。我们认为随着创新业务，特别是住宅租赁、物流和“轨道+物业”三项新业务的落地和成长，公司业绩和估值均有上升空间。

表 8: 万科管理创新和业务创新一览

时间	创新	主要内容
2001	专业化、住宅小型化	转让万佳百货股权，聚焦居民住宅；将中小住宅作为重点研发方向之一

2004	有质量的增长，均好中加速	通过客户细分、 城市圈聚焦 和产品创新，提高资本与人力资源回报率，提升客户忠诚度。
2005	现金为王，不囤地、不捂盘	完善现金流管理体系。
2005	合作拿地	通过合作方式获取同行企业拥有的存量土地，以争取更为有利的付款条件。
2006	三级组织架构	从以往总部、一线公司的两级管理架构，过渡到战略总部、专业区域、执行一线的三级管理架构，将过去总部负责的设计、工程、销售等专业管理职能逐步下放到区域中心，以打造更为高效的组织平台。
2006	住宅产业化、绿色建筑	推进标准化、工厂化进程，加快项目发展节奏
2007	推广装修房	新开工住房中装修房的比例达到 53.4%，2010 年超过 93%
2007	中低收入人群居住保障	广州“万汇楼”项目，由万科出资，探索中低收入人群居住解决方案
2009	标准化与集中采购	推动成熟定型产品的快速复制和装修房的部品标准化，并在此基础上强化集中采购。
2009	实测实量	引入第三方对施工质量进行独立检测
2012	千亿计划	组织工程系统管理人员和技术骨干赴日研修，全面学习发达国家先进的工程管理经验，并计划建立项目试点，引入国外资深管理人员，树立管理标杆
2012	探索和加强服务配套	相继推出了包括第五食堂、万物仓、幸福驿站在内的一系列服务创新
2013	进军海外市场	通过和当地知名开发商合作的方式，先后进入香港、美国、新加坡市场
2014	转型“ 城市配套服务商 ”	在住宅业务以外，公司将加大在度假物业、 服务式公寓 、新型商用中心、社区商业等消费体验地产； 创业产业园 、 物流地产 等产业地产； 布局长租公寓 。
2014	项目跟投机制	原则上要求项目所在一线公司管理层和该项目管理人员必须跟随公司一起投资，除公司董事、监事、高级管理人员以外的其他员工可自愿参与跟投。
2014	事业合伙人	事业合伙人以其在经济利润奖金集体奖金账户中的全部权益，引入杠杆增持公司股票。
2015	布局物流地产	成立物流公司 ，借力万科深耕城市多年形成的不动产投资经验，与各地投资团队联动，通过战略合作、并购等多种方式，初步形成了以核心城市群为基础的网络化布局。
2015	国内首只公募 REITs	以前海万科企业公馆为投资标的的鹏华前海万科 REITs 成为国内首只公募 REITs。
2016	天网行动	对采购的材料、部品及设备进行不定期抽检
2016	国内首单地产供应链金融 ABS	成功发行四期，总金额近人民币 60 亿元
2016	“沃土”计划	以信息化建设为抓手，全面提升经营效率并推动业务持续增长

2017	定位迭代“ 城乡建设与生活服务商 ”	在巩固住宅开发和物业服务固有优势的基础上， 业务延伸至商业开发和运营、物流仓储服务、租赁住宅、产业城镇、冰雪度假、养老、教育等领域。
2017	以 成为全球领先的租赁企业 为目标	截至 2017 年底，已在全国 29 个城市开业 96 个项目，已开业房间数超过 3 万间，获取 房间数超过 10 万间。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

7.1.3 已售未结算资源充足，无惧短期销售下行

公司已售未结算资源均有所上升。截至三季度末，公司已售未结算面积为 3849 万平方米，较年初增长 29.9%，已售未结算金额约 5524 亿元，较年初增长 33.3%。可结算资源仍然十分充足，销售增速的短期下滑并不会对公司业绩产生较大程度的负面影响。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 2973 亿元/4004 亿元/5581 亿元，归母净利润 374 亿元/427 亿元/520 亿元，EPS 分别为 3.39 元/3.86 元/4.71 元。目前板块平均 PE 为 10 倍，我们保守给予公司相同估值。考虑到公司多方面优秀表现，具备较大安全边际。对应 2018 年 EPS 目标价为 33.9 元，维持“强烈推荐”评级。

表 9:万科 A 业绩预测

指	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	240,477	242,897	297,300	400,400	558,100
增长率(%)	22.98%	1.01%	22.40%	34.68%	39.39%
净利润(百万元)	21,023	28,052	37,392	42,650	52,036
增长率(%)	16.02%	33.44%	33.30%	14.06%	22.01%
净资产收益率(%)	18.53%	21.14%	24.09%	23.59%	24.54%
每股收益(元)	1.90	2.54	3.39	3.86	4.71
PE	11.44	8.56	6.42	5.62	4.61
PB	2.11	1.81	1.55	1.33	1.13

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

7.2 保利地产

7.2.1 布局集中一二线 货值丰富粮草先行

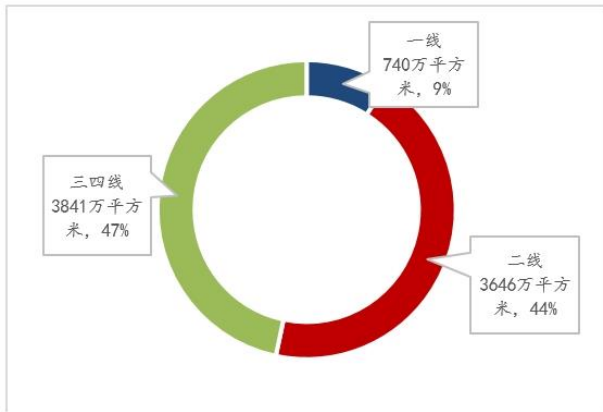
从目前项目分布和本年拿地情况来看，公司总体上延续了**聚焦一二线、立足城市群**的布局战略，**面积分布大致呈 1:4.5:4.5 的比例关系**，截至 2018 年 6 月 30 日：

- ◆ 从可售面积看，一线占比 9%，二线占比 44.3%，三四线占比为 46.7%。
- ◆ 从在建面积看，一线占比 10%，二线占比 48.8%，三四线占比 41.4%。
- ◆ 从土地储备看，一线占比 12.1%，二线占比 40.3%，三四线占比 47.6%。

- ◆ 公司布局的三四线城市绝大多数位于珠三角、长三角和成渝等主要城市群内，珠三角和长三角两大核心城市群 4124 万平方米，占比约 46%。

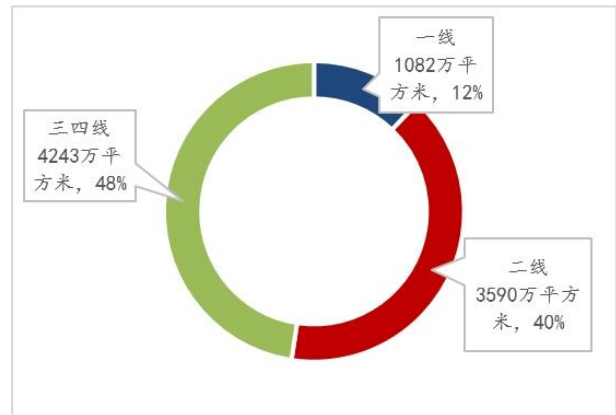
我们认为未来一段时间内公司销售和结算中，三四线占比将有一定提升，但仍然是以一二线为主。而受益于一二线相对较好的基本面，棚改货币化安置退出等政策变动对公司的影响相对较小，公司销售有望持续超出板块平均表现。

图 30：可售面积能级分布



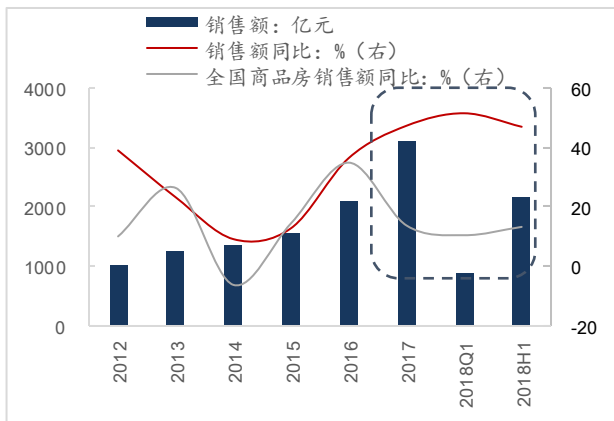
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 31：土地储备能级分布



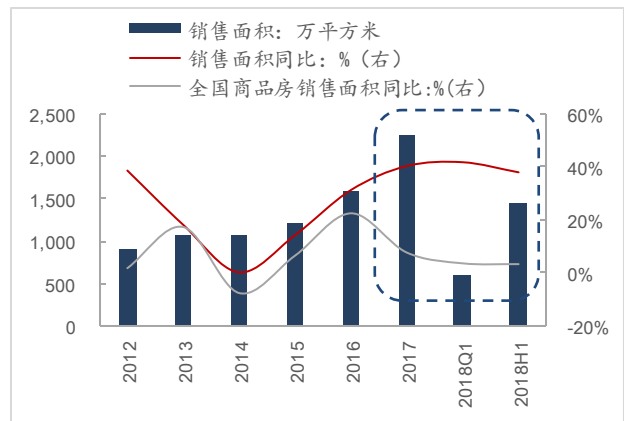
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 32：销售额及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 33：销售面积及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

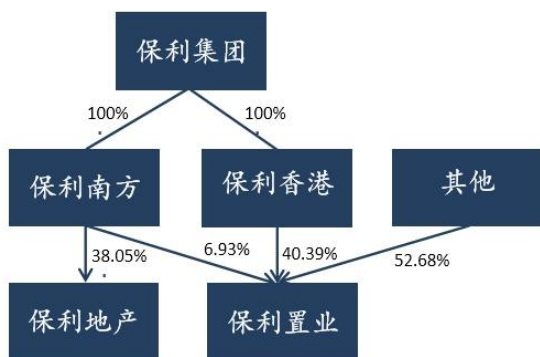
7.2.2 激励整合迎破局，兵强马壮再出发

在销售和业绩之外，我们认为公司已经完成和正在进行的变革和整合同样值得关注，激励机制和业务整合的破局将提升公司的长期核心竞争力。站在当下时点，我们认为

这些变革和整合是公司相对于整个板块的“个性”所在，且并未充分体现于公司的估值中：

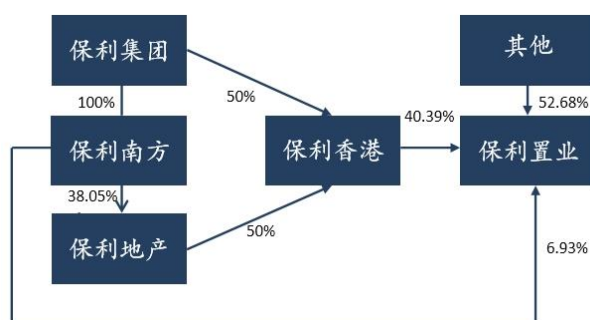
- ◆ 保利置业整合开启，同业竞争基本解除。
- ◆ 第二期股权激励开启，激励范围扩展至中层骨干。
- ◆ 项目跟投全力推进，上下同欲者胜。

图 34：保利置业股权架构：收购前



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 35：保利置业股权架构：收购后



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 10:两次股权激励计划内容

	第一次股权激励	第二次股权激励
数量	5567 万股，占公司股本总额的 0.936%	12978.3018 万份股票，占公司股本总额的 1.095%
价格	9.97 元/股	8.72 元/股
激励对象人数	175 人	682 人
行权有效期	6 年	6 年
行权有效期各期行权比例	三期行权有效期内，分别有 30%、30%、40% 的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利	三期行权有效期内，分别有 33%、33%、34% 的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利
授予业绩条件	股票期权授权日前一个会计年度：净利润增长率不低于 20%；营业利润占利润总额比重不低于 90%；加权平均净资产收益率（ROE）不低于 14%	股票期权授权日前三个会计年度净利润年复合增长率不低于 8%；股票期权授权日前一个会计年度：总资产周转率不低于 0.25；加权平均净资产收益率（ROE）不低于 14%；对标企业相同指标的 50 分位值水平依次为 3.7%、13.2%、0.25，公司上述指标均不低于对标企业相同指标的 50 分位值水平。
行权业绩条件	营业利润占利润总额比重大于 92%，其他相同	总资产周转率不低于 0.25，其他相同

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

7.2.3 竣工均价双提升 加速推动业绩释放

受公司计划竣工面积和结算均价的双重提升，我们预计公司本年具有业绩加速释放的条件，竣工面积和结算均价的同步提升将为公司结算提供双重保险，有力推动公司业绩释放：

- ◆ **竣工面积加速增长。**公司 2018 年计划竣工面积为 1900 万平方米，相比上年实际竣工面积增长 22.3%，增速创近 6 年新高。考虑到公司 2016 年以来，竣工计划完成率持续修复，我们预计公司本年竣工计划完成率为 100%，对应竣工面积为 1900 万平方米，同比增长 22.3%。
- ◆ **结算均价稳步提升。**受结算结构变动影响，公司 2017 年结算均价为 9925 元/平方米，相对 2016 年有所下滑。2018 年上半年结算均价为 10500 元/平方米，考虑到高售价项目相机进入结转，我们预计公司 2018 年结算均价为 11000 元/平方米，同比提高 10.8%

7.2.4 三季度少数股东损益影响将逐渐消除 今明两年业绩确定性增强

前三季度，公司整体毛利率为 32.7%，相对半年小幅下降，但较去年仍提约 1.6 个百分点。我们预计毛利率的下降并非趋势，预计全年毛利率仍将在 34%左右。较高的毛利率将有力保障公司业绩增长。

同时，我们注意到公司三季度营收增速基本符合市场预期，但归母净利润增速明显低于营收增速。除了毛利率小幅下降的影响外，少数股东损益占比由去年同期的 18.6% 上升为本期的 28.8%也是很重要的原因。

2017Q3、2017、2018H1、2018Q3 的少数股东损益占净利润比例分别为 18.6%、20.6%、30.2%、28.8%。18H1 归母净利润增速高于营收增速的原因是毛利率相对去年同期提升 4.6%，而本期毛利率相对去年同期仅提升 0.5%。也就是说，少数股东损益占比在 18H1 已经提升 10%以上，但 H1 的毛利率提升抵消了少数股东占比提升的影响。本期则恰逢去年同期的毛利率高点，因此少数股东损益占比提升的影响显现出来。

从全年看，上年全年毛利率仅 31%，本年预计约 34%，提升 3%，因此可以部分抵消少数股东影响，我们预计全年归母净利润为 202 亿元，同比增长 29.2%

表 11:保利地产业绩预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	154,773	146,342	194,380	264,858	340,844
增长率 (%)	25.4%	-5.4%	32.8%	36.3%	28.7%
净利润(百万元)	12,422	15,626	20,186	25,945	33,493
增长率 (%)	0.6%	25.8%	29.2%	28.5%	29.1%

净资产收益率 (%)	13.9%	14.6%	17.7%	21.5%	25.8%
每股收益(元)	1.10	1.32	1.70	2.18	2.82
PE	11.64	9.70	7.54	5.87	4.54
PB	1.70	1.42	1.33	1.26	1.17

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

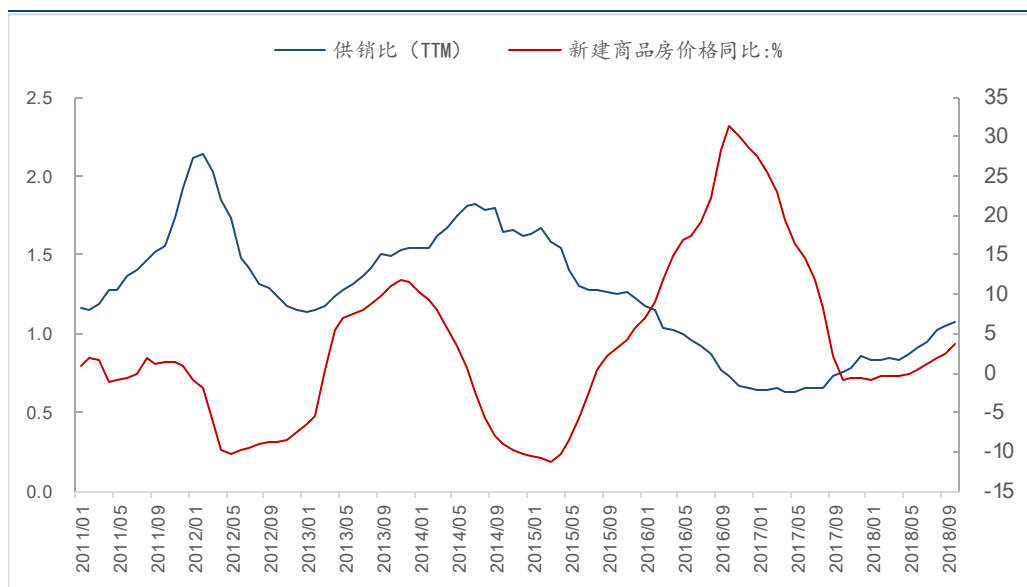
7.3 滨江集团

7.3.1 坐拥杭州地利，短期业绩与未来潜力俱佳

公司生于杭州，长于杭州，壮大于杭州，战略定位亦坚持“聚焦杭州”。从项目分布看，公司绝大多数项目均位于杭州，长租业务也立志成为“杭州市集中式长租公寓的龙头”。杭州房地产市场长中短期的潜力很大程度上决定了公司的表现。

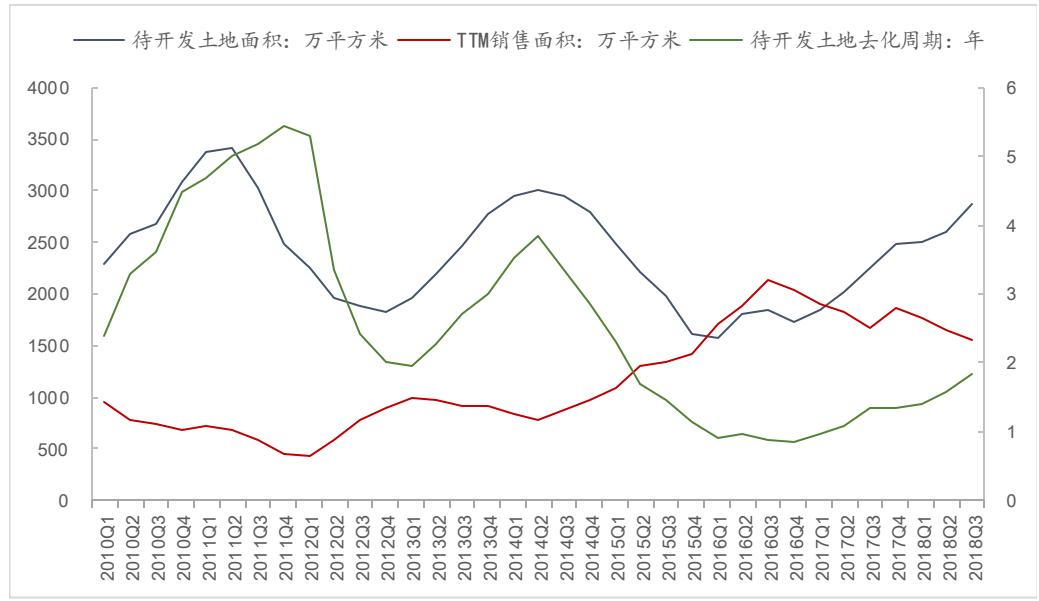
公司未销售和未结算项目中，按规划建筑面积口径、未结算面积口径、未结算货值口径和未售货值口径分别有 59.4%、56.6%、73.6%和 74.3%位于杭州（未考虑无股权代建项目和部分商业项目）。其他项目也大部分位于杭州附近城市，如湖州、衢州、温州等，体现了公司“聚焦杭州，深耕浙江”的战略定位。

图 36:杭州供销比与房价涨幅



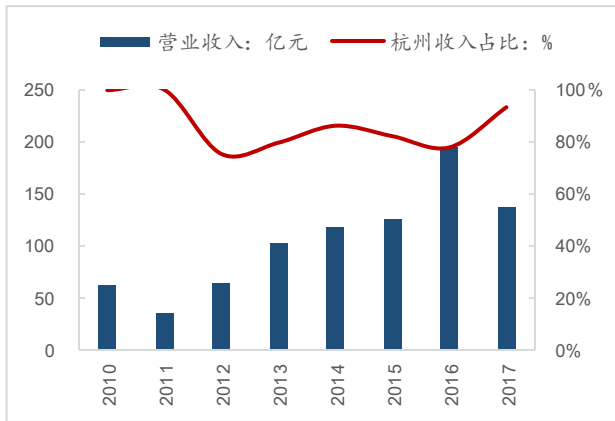
资料来源：克而瑞，东兴证券研究所

图 37:杭州待开发土地面积与去化周期



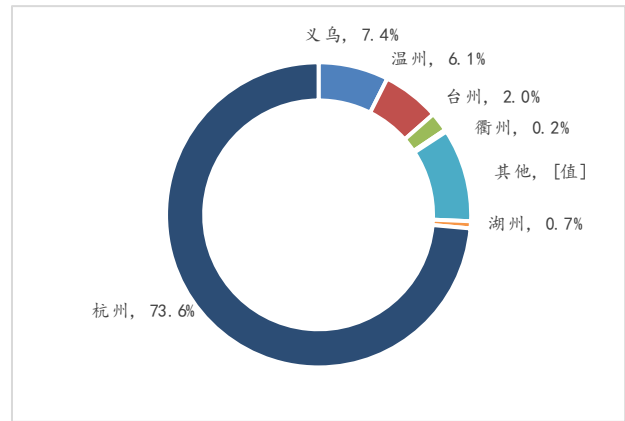
资料来源：克而瑞，wind，东兴证券研究所

图 38：公司营业收入与杭州收入占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 39：未结算货值分布（未计入旧改项目和无股权代建项目）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 12:杭州历年销售额 TOP10 房企

排名	2014	2015	2016	2017	2018Q1
1	绿城	绿城	绿城	万科	万科
2	万科	滨江	万科	滨江	绿城
3	滨江	万科	滨江	融创	滨江
4	龙湖	龙湖	融创	绿城	融信
5	融创	融创	德信	龙湖	融创
6	远洋	顺发	龙湖	阳光城	龙湖

7	绿都	德信	保利	融信	保亿
8	德信	金地	旭辉	旭辉	绿城
9	杭州城建	宋都	中铁建	新城	阳光城
10	世茂	九龙仓	融信	保利	金茂

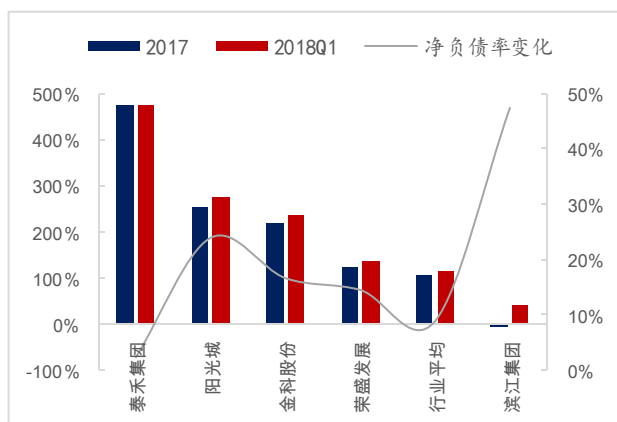
资料来源：住在杭州网，搜狐房产，东兴证券研究所

7.3.2 积极补充土地 货值充足支撑销售高增

公司积极提升杠杆加速扩张，1-9月有息负债净增加153亿元，净负债率由上年年末的-4%上升至101%。负债结构方面，有息流动负债占有息负债比例仅11%，远低于货币资金。我们认为，公司杠杆率大幅提升彰显出公司做大做强的强烈意愿，加杠杆迅速完成亦显示出公司优秀的融资能力。

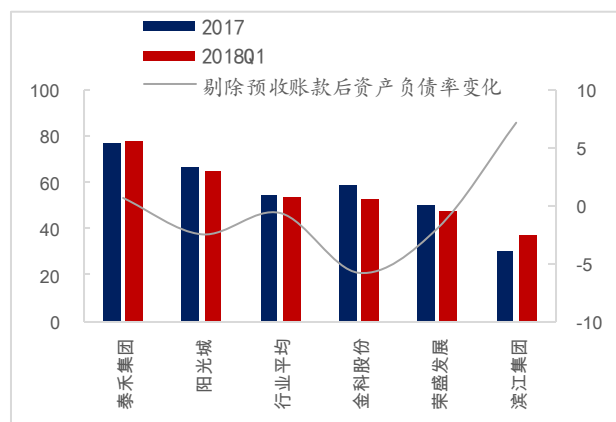
拿地方面，公司1-9月并表口径新增土地规划面积234万平方米，对应新增货值669亿元。从并表口径看，公司上半年新增并表货值达到并表销售额的2.2倍，公司未来货值充足。

图 40：可比公司净负债率及变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 41：可比公司扣除预收账款后资产负债率及变化 单位：%



资料来源：Wind，东兴证券研究所

7.3.3 业绩边际改善，拿地销售酝酿下一个天亮

受多个因素拖累，公司前三季度业绩延续低迷。原因有四：一是结转结构变动，导致毛利率同比降低10.7个百分点，压低营业利润约13亿元；二是新增借款增多，导致财务费用率提升1.1个百分点；三是合作开发增加，导致少数股东损益在净利润中的占比由15%大幅提升至59%；四是上年同期处置子公司股权，产生非经常性损益2.6亿元。

考虑到除毛利率以外的其他三个因素，在短期内仍将维持，而毛利率在短期内也很难大幅提升，预计本年公司业绩表现将相对弱势。

我们认为公司仍然值得关注。原因有四：

- ◆ 公司销售维持高增速，受益杭州发展及政策边际收紧空间小，未来销售增速确定

- 性高。
- ◆ 拿地积极进取，新增货值丰富，可售货值丰富。
 - ◆ 明年结转毛利率提升，非经常性损益影响消除，叠加本较低基数，业绩有望实现大幅好转。
 - ◆ 公司股价表现及估值已较充分反映本年的业绩下滑，继续下行空间有限。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 200.7 亿元、276.2 亿元和 309.7 亿元，归母净利润分别为 18.4 亿元、28.6 亿元和 32.2 亿元，每股收益分别为 0.59 元、0.92 元和 1.03 元，对应 PE 分别为 6.7X、4.3X 和 3.8X。维持“强烈推荐”评级。

表 13:滨江集团盈利预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万 元)	19,452	13,774	20,065	27,624	30,966
增长率(%)	54.2%	-29.2%	45.7%	37.7%	12.1%
净利润(百万元)	1,399	1,711	1,836	2,864	3,216
增长率(%)	7.3%	55.9%	7.3%	55.9%	12.3%
净资产收益率 (%)	10.9%	12.0%	12.1%	17.2%	17.6%
每股收益(元)	0.45	0.55	0.59	0.92	1.03
PE	8.8	7.2	6.7	4.3	3.8
PB	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7

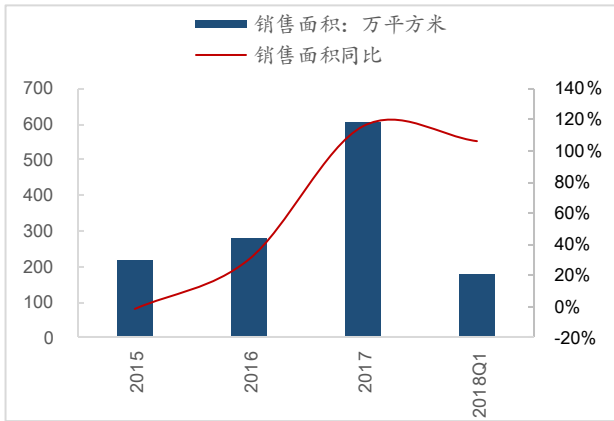
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

7.4 蓝光发展

7.4.1 控巴蜀以谋天下，地产业务进可攻退可守

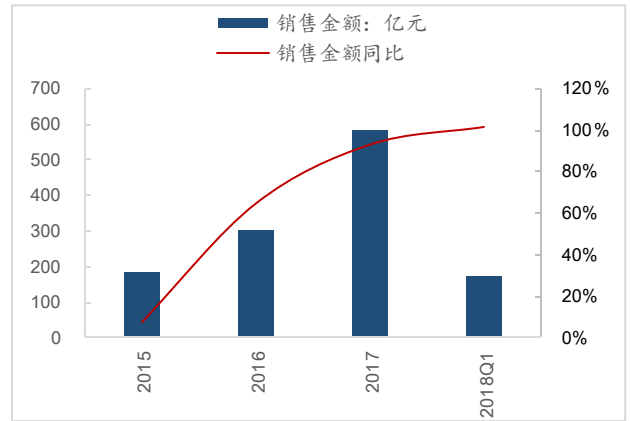
公司立足成都，充分受益成都市场的良好基本面。成都楼市连续调控后，真实需求仍然旺盛，市场更加健康和理性。成都市场将成为公司业绩的压舱石。同时，公司全国化布局初具规模，华东和华南快速推进。加之激励机制到位，外拓动力充足。公司地产业务进可攻退可守，未来值得关注。

图 42：蓝光发展销售面积及增速



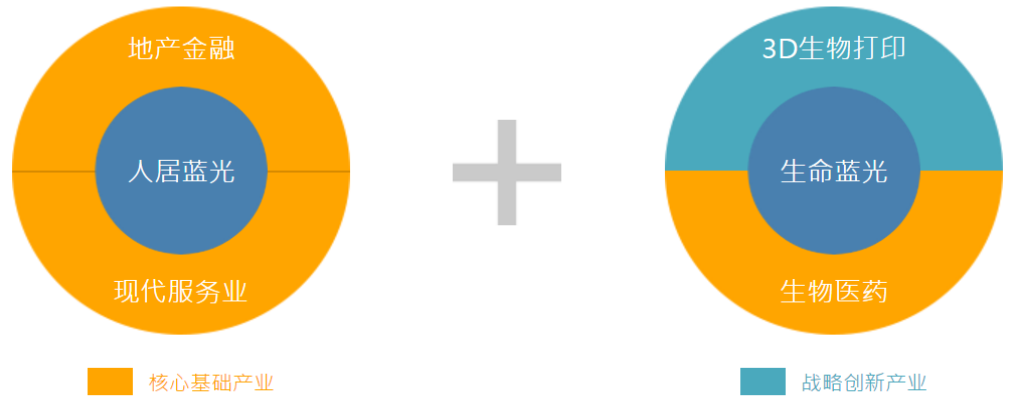
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 43：蓝光发展销售金额及增速

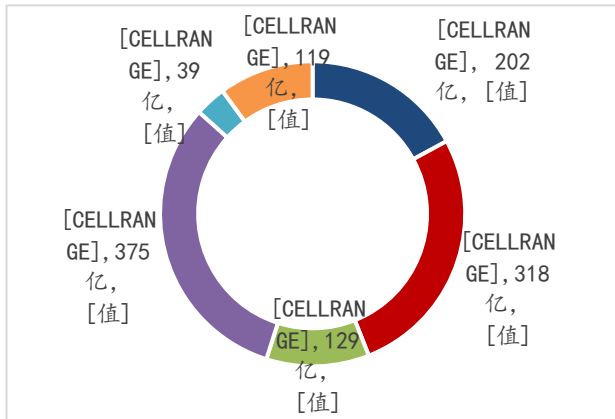


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

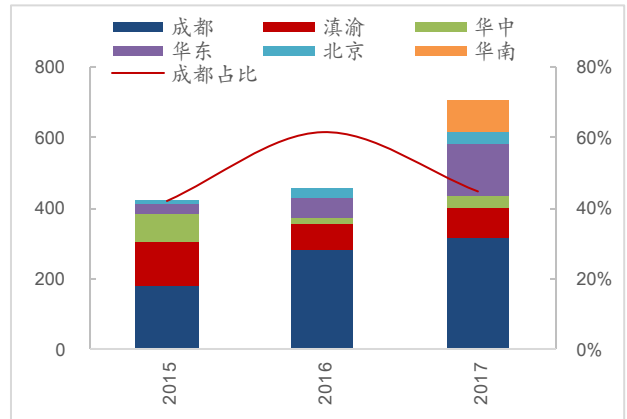
图 44:蓝光发展业务布局



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 45：未结算货值分布


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 46：土地储备面积及成都占比


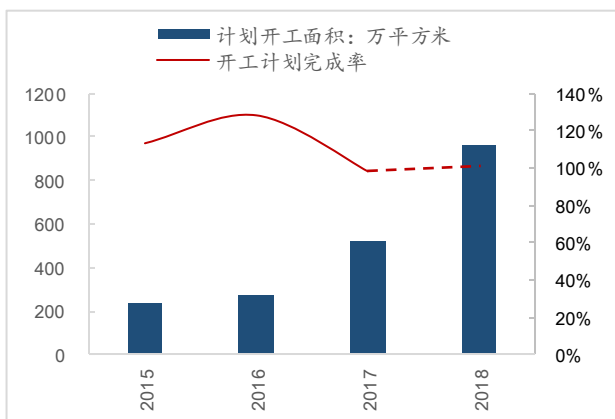
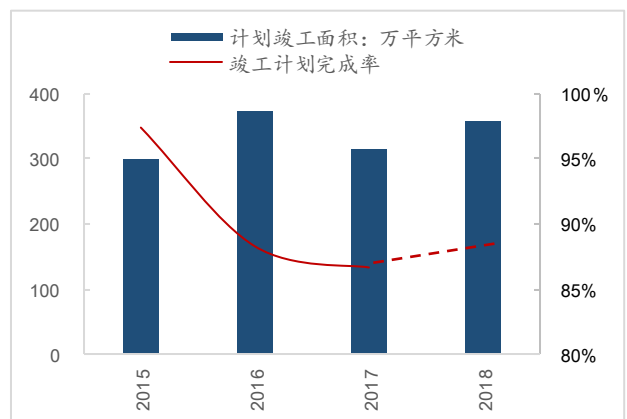
资料来源：中指院，东兴证券研究所

7.4.2 开工竣工双修复 毛利率有望继续提升

公司 2018 年计划开工面积和计划竣工面积分别为 960 万平方米和 359 万平方米，同比上年实际开工增长 88%，同比上年实际竣工增长 31%。按照以往的计划完成情况，我们认为公司开工计划基本可以完成。但从在建项目来看，竣工计划如期完成有一定难度，我们预计公司今年的实际竣工面积在 305 万平方米左右，同比增长 11.7%。

同时，随着毛利率较高的华东区域进入结转的比例提升，以及华南区域进入结算，公司毛利率有望获得提升，预计公司本年结算毛利率将提升至 25%。

开工面积的大幅增长将大大推进公司可售货值的变现，有力支撑公司销售业绩和现金流，而竣工面积的提升以及毛利率的提高将为公司结算收入提供有力保证，公司本年销售和结算均值得期待。

图 47：开工计划及完成率

图 48：竣工计划及完成率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

7.4.3 三季度销售加速 可结算资源质高量足

1-9 月，公司实现销售额 670.8 亿元，同比增长 52%，销售面积 600.8 万平方米，同比增长 31.8%。在较高销售增速的驱动下，公司报告期末预收账款达到 508 亿元，对上年结转收入的覆盖率达到 397%。同时，可结算资源毛利率水平较高。公司可结算资源丰富且质量较高，为未来业绩的释放奠定坚实基础。

销售金额的高速增长有两方面原因，一方面公司 2018 年计划开工面积达 960 万平方米，同比去年实际开工大幅增长 88%，前三季度新开工 673.5 万平方米，同比增长 83.5%，新开工大幅增加有力保证了可售货值向销售的转化；另一方面，公司深耕成都+开拓全国的战略布局已初具规模，在发挥成都压舱石作用的基础上，华东、华南和华中持续释放业绩。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 330.3 亿元/428.8 亿元/516.7 亿元，归母净利润为 25.3 亿元/38.0 亿元/50.2 亿元，EPS 分别为 0.75 元/1.18 元/1.59 元。我们给予公司 10 倍 PE。对应 2018 年 EPS 目标价为 7.5 元。重申“强烈推荐”评级。

表 14:蓝光发展业绩预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,329	24,553	33,032	42,884	51,666
增长率 (%)	21.2%	15.1%	34.5%	29.8%	20.5%
净利润(百万元)	896	1,366	2,527	3,801	5,021
增长率 (%)	11.3%	52.5%	85.0%	50.4%	32.1%
净资产收益率 (%)	9.0%	9.4%	14.2%	19.0%	21.8%
每股收益(元)	0.41	0.57	0.75	1.18	1.59
PE	12.74	9.11	6.92	4.42	3.28
PB	1.12	0.77	0.88	0.78	0.68

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

8. 风险提示

市场整体超预期下行，政策超预期继续收紧，房产税推出时间和力度超预期，房企业绩释放低于预期。

分析师简介

郑闯钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

研究助理简介

任鹤

清华大学工学硕士，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，注册会计师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为 wind，东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。