



# 基本面如期探底，政策面边际改善， “稳”字当头，估值修复可期

倪一琛 中泰证券房地产行业首席分析师

SAC执业证书编号：S0740517100003

中泰证券研究所  
专业|深度|可信 投资知识服务

中泰证券研究所  
2018年12月28日

# 目录

一、基本面：景气度下行

二、政策面：拐点已至

三、公司面：

四、板块投资机会

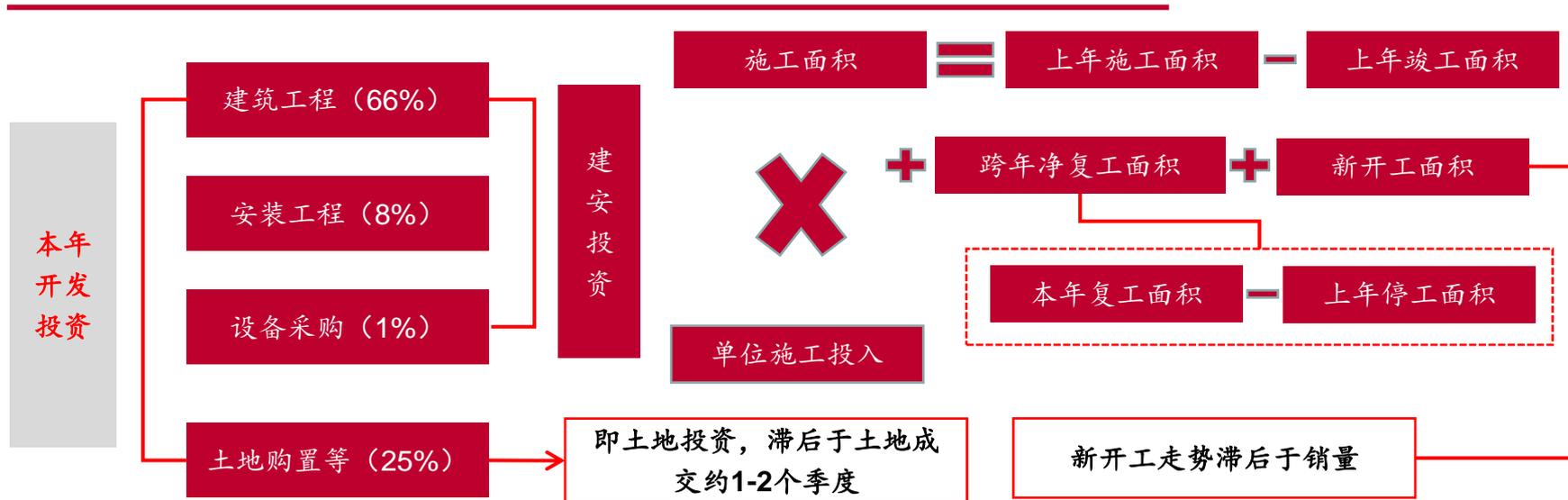
五、展望存量时代：

- 公募REITs——
- 物业管理——

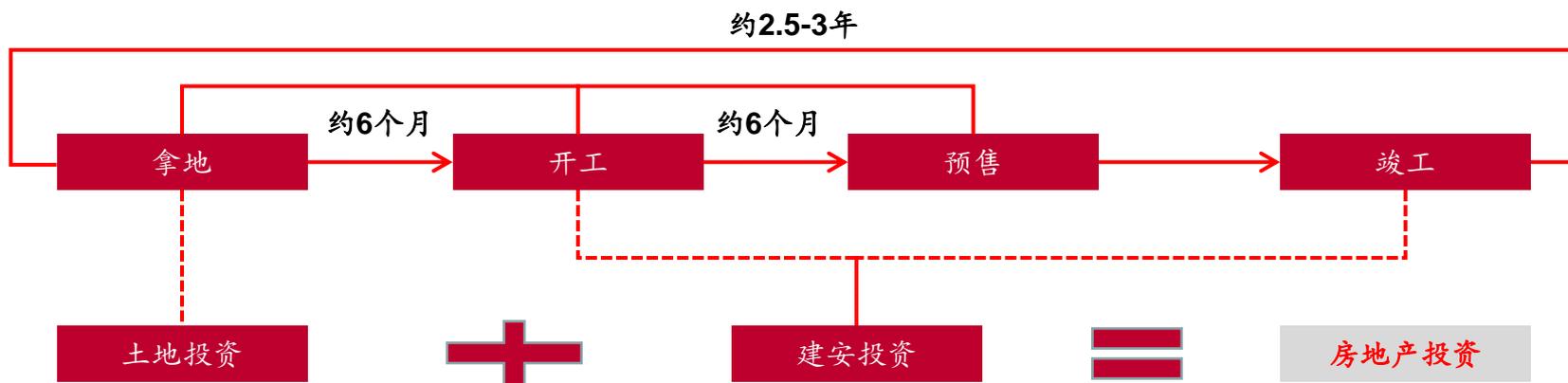
六、推荐标的

# 房地产行业投资结构研究框架

图：房地产投资推导公式



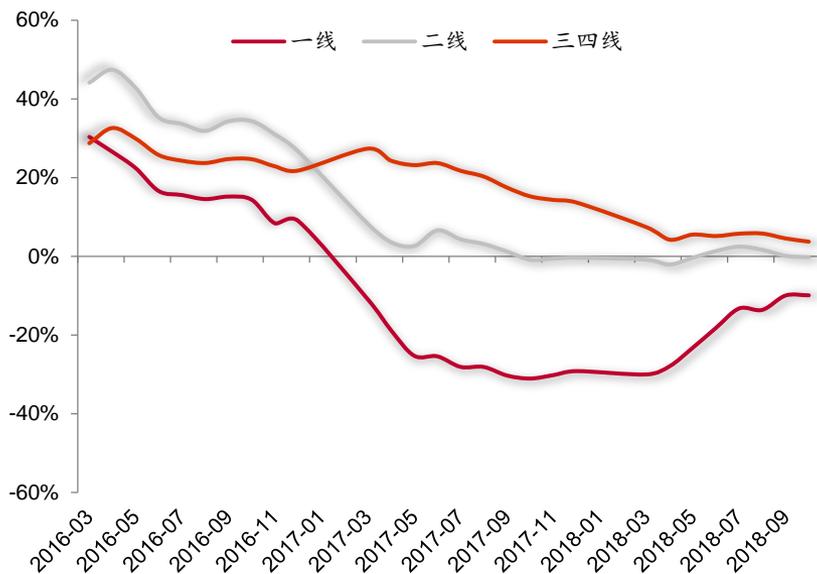
图：房地产投资微观流程中科目拆解



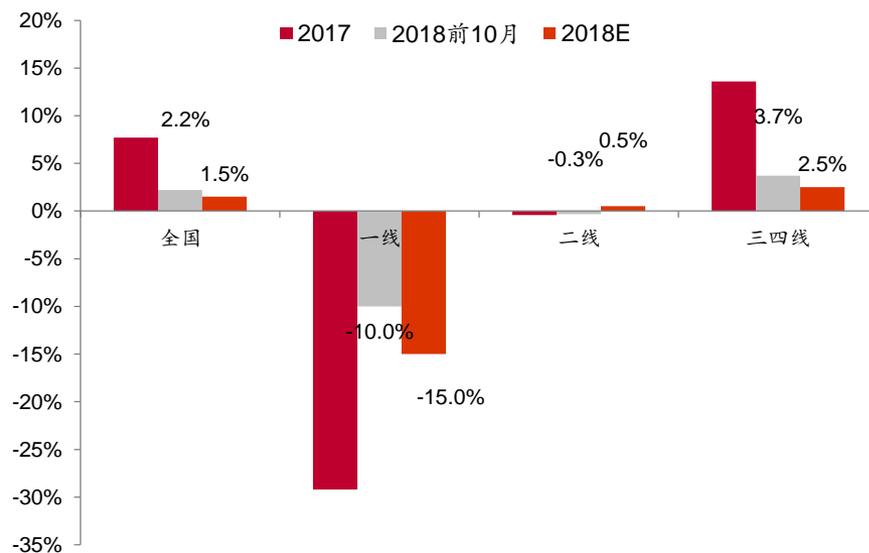
## 1.1、市场景气度下行，城市之间分化显著

- 2018年开年以来，三四五线楼市的销售韧性超出市场预期，市场热度随城市能级不断下沉，但随着棚改货币化安置力度走弱，叠加高基数等因素，2018年Q4预计将逐步走弱。
- 往后看，考虑多地棚改货币化的大幅下降甚至退出、过往两年的需求透支和中长期不可逆的人口流出，三四线明年上半年存在加速下行的可能性。
- 同时随着一二线楼市去化下行、热度下降，主流城市成交反弹或将结束，叠加三四线成交回落，2018年全国商品房销量增速预计在1.5%左右。（对一二线的分析见下张PPT）

图：分城市商品房销量增速



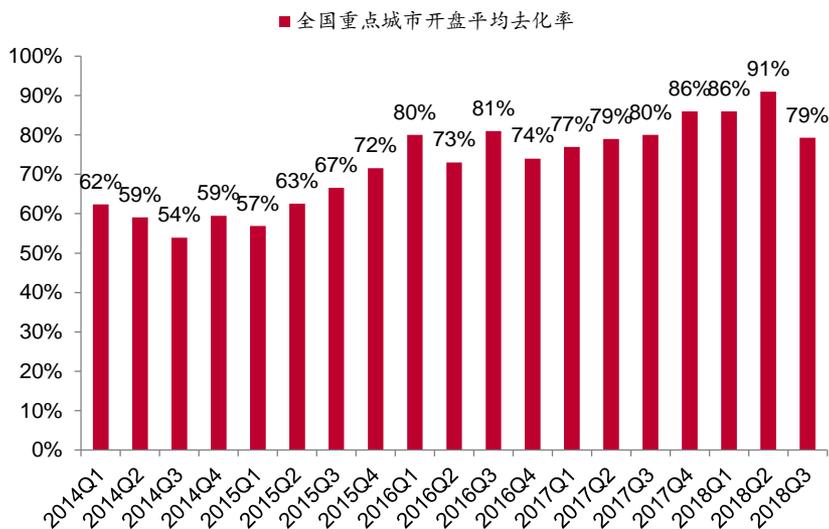
图：2018年全国商品房销量增速预计1.5%左右



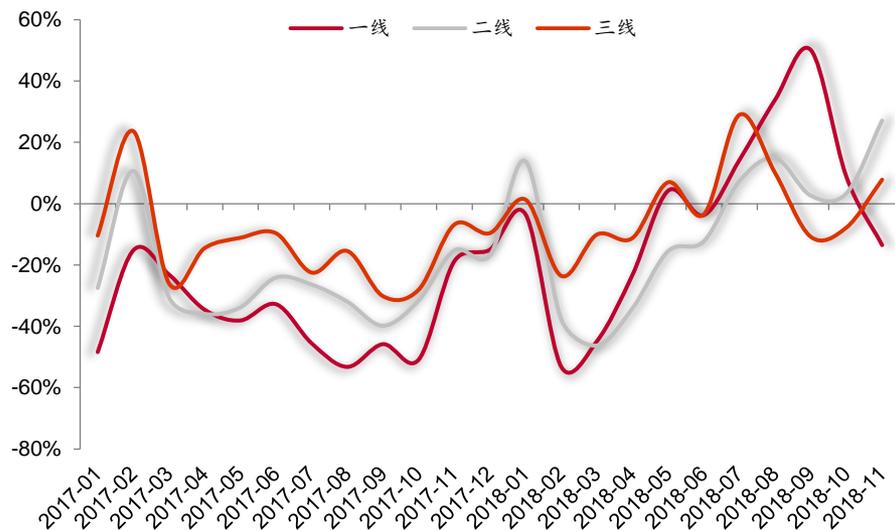
## 1.2、2018年Q4一二线去化下降，成交回落

- 受2017年以来限价令带来的一二手房价倒挂影响，主流城市新房供不应求，而自2018Q2以来，预售证管控边际放宽、房企推盘快销意愿亦有所增强，在供给改善情形下，主流城市成交迎来反弹，但我们反弹趋势逐步回落：
- 第一，考虑去年以来许多城市存在的限签情况，网签数据或滞后于真实的成交场景，因而四季度数据有所滞后。
- 第二，从微观调研和多数房企后市预期来看，销售去化是逐步转淡的，如我们调研的厦门楼市8月新盘开盘当日去化率仅20-30%（3月还有40-50%）、中指监测的14个重点城市18年Q3去化率为79%，较Q2的91%有所下降。

图：重点城市开盘去化率



图：重点城市住宅成交单月同比

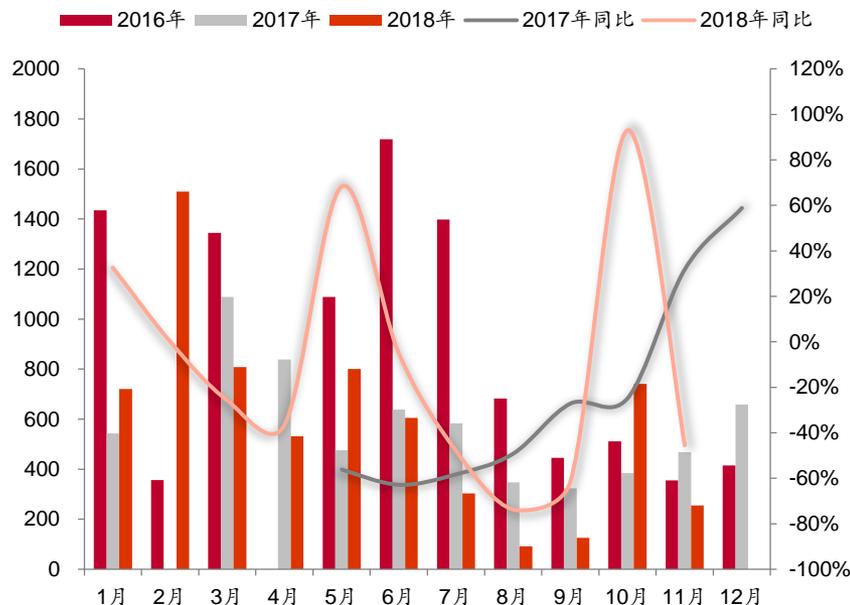


### 1.3、2019年销售：三四线走弱、一二线企稳

➤ **展望2019：PSL收紧、棚改缩量与下调货币化安置比例，让三四线城市销售下行压力增大。**

棚改是支撑近几年三四线城市销售火热主要推力之一，关键点在于政策支持力度及货币化安置比例，而这两点在17年已经到达顶峰。18-20年的棚改总规划与货币化安置比例下调，一定程度上肯定了去库存阶段性的完成。然而棚改褪去后，留下的是改善型需求被透支，刚需被杠杆助推的高房价折损，这让明年三四线城市的去化与维持房价，面临较大压力。

图：PSL情况



图：2018、2019年棚改预测

时间	棚改完工套数(万套)	货币化安置比例	消化商品房库存面积(万平)	全国商品房销售面积(万平)	占全国商品房销量比重
2014	480	9%	0.4	12.1	3%
2015	601	30%	1.5	12.8	12%
2016	606	49%	2.5	15.7	16%
2017	609	60%	3.11	16.9	18%
2018E	580	30%	1.48	17.2	9%
2019E	500	20%	0.85	16.0	5%

## 1.3、2019年销售：三四线走弱、一二线企稳

图：PSL政策梳理

时间	机构	文件	内容
2014/4/25	中国人民银行	---	中国人民银行创设抵押补充贷款（PSL），由央行向国家开发银行发放贷款，用于支持棚改区改造。
2017/5/3	财政部及发改委、司法部、人民银行、银监会和证监会六部委	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）	推进政府购买服务公开，地方政府及其所属部门应当重点公开政府购买服务决策主体、购买主体、承接主体、服务内容、合同资金规模、分年财政资金安排、合同期限、绩效评价等内容。
2017/6/2	财政部	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号）	地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，不得通过政府购买服务向金融机构等融资，不得以任何方式虚构或超越权限签订应付（收）账款合同帮助融资平台公司等企业融资。
2018/4/3	财政部	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》	2018年在棚户区改造领域开展试点，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作
2018/10/25	住建部	研究2019年棚改政策的部分省市座谈会	会议明确了五方面内容：1.新三年棚改计划必须实施，但棚改项目必须区分收益与融资能否平衡；2.棚改货币化不搞一刀切；3.政府购买棚改服务模式取消，但鼓励国家开发银行、中国农业发展银行对收益能平衡的棚改项目继续贷款；4.融资以发行棚改专项债为主。

### 1.3、2019年销售：三四线走弱、一二线企稳

#### ➤ 政策边际改善已现、一二线城市企稳、部分城市宽松可期。

一二线城市自16年底调控收紧后进入下行期，量价持续了一年多的底部运行。2018年下半年以来，随着市场平稳，一二线城市风向转变，调控并未进一步加深，各地开始针对人才引进有相应松动政策，同时，多地按揭利率上浮也有下调迹象。我们认为，中央经济工作会议尘埃落定，确立的因城施策而不是一刀切的基调，对于整体而言较为严苛的一二线城市，不排除部分市场条件合适的城市，有进一步放松的举措。

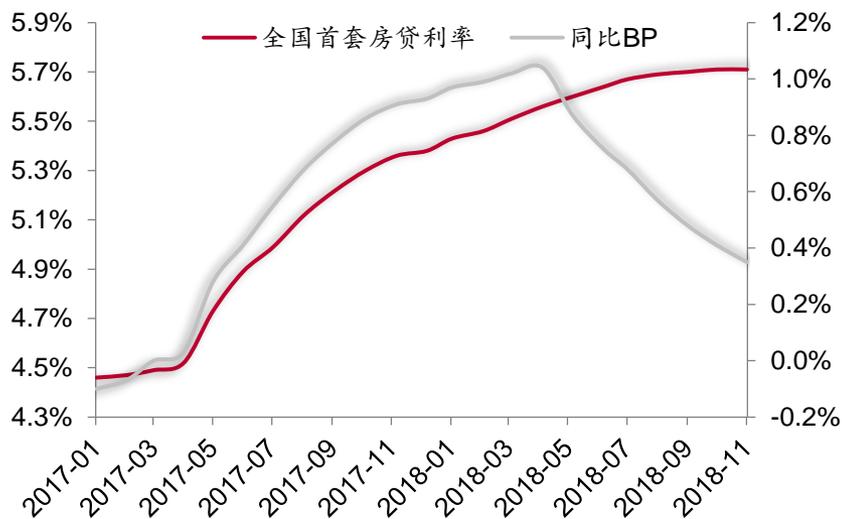
图：重点城市人才引进政策一览

时间	城市	政策方向	政策内容
1月5日	南京	人才落户	1.研究生以上学历及40岁以下的本科学历人才凭毕业证落户；2.需满足本人、配偶和未成年人在本市无房，且签订1年以上劳动合同的高级人才，限购1套，限售5年
1月9日	广州	落户	适当放宽放开重点群体落户限制，适当放宽入户年龄要求
2月1日	西安	落户宽松	1.学历落户群体扩大至35岁以下的中专人群；2.放宽集体户家属随迁限制和投靠直系亲属限制
2月8日	天津	人才政策	支持高端人才（博士、院士等）在津购买首套自用房，高端外籍人才在缴存提取公积金方面同本市居民享相同待遇
2月12日	武汉	人才住房	计划筹集大学毕业生租房房源60万方
3月22日	北京	人才落户	满足一定条件的高新技术企业、金融机构的职工、天使和创投基金高管、获得融资的创业团队人才可落户，引进人才的配偶和未成年子女可随调随迁
3月26日	上海	人才落户	生物医药、新能源、人工智能、物联网等13个领域的高峰人才及家属、核心团队成员及家属可直接落户
9月11日	江苏	人才补贴	1.将高层次人才创业企业用地纳入城乡规划、土地利用总体规划和主体功能规划；2.政府投资建设的公租房在满足当地保障性需求后，经批准，可调剂部分作为人才临时租赁住房。
10月8日	杭州	落户宽松	45周岁以下具有技师以上职业资格人员、35周岁以下具有高级工职业资格人员，在杭州市区同一用人单位连续工作3年且有合法固定住所，可申请落户
10月16日	广州	购房补贴	对当年新引进的高层次金融人才分层次分别给予安家补贴100万元、30万元、20万元
11月14日	广东	人才落户	符合条件高尖端人才和在粤工作外籍或海归人才及其配偶、子女可落户
11月18日	北京顺义	购/租补贴	在顺义新购商品住房的高层次人才，给予购房补贴；选择租房高层次人才，给予租金减免或租房补贴

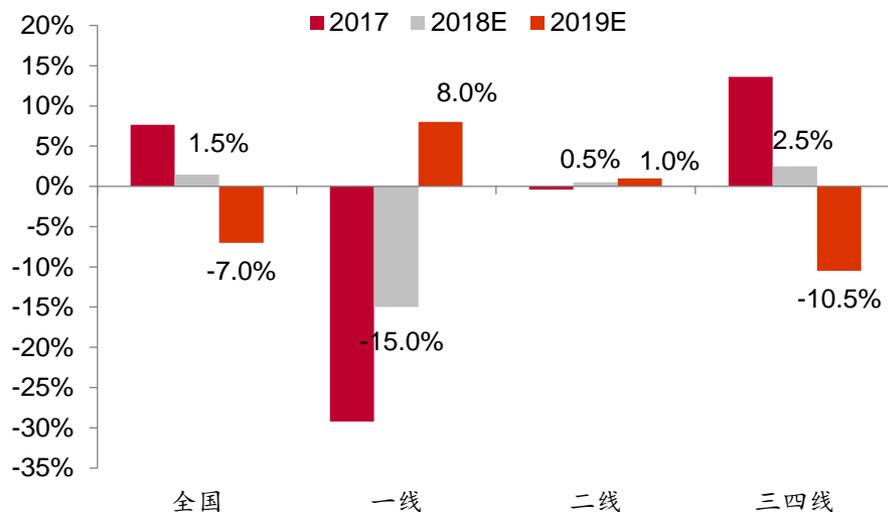
## 1.4、2019年销量预计下滑7%左右

- 对于判断行业销量走势，关键在于预判货币和调控政策的走向。
- **确定的宽松流动性：**站在目前时点来看，流动性已在逐步放宽，按揭投放预计将逐步加快；从融360数据来看，全国首套房贷利率涨幅在逐步收窄，11月份利率为5.71%，与10月持平，预计今年Q4大概率见顶，2019年按揭利率有望维稳或迎来回落，助力销售提振。
- **不确定的政策博弈：**在当前宏观经济、行业基本面下行趋势下，政策放宽的概率在逐步加大，但具体的时点和方式仍有较强的不确定性。但12月中旬，菏泽、杭州、广州、珠海等地陆续出台调控松动，我们判断明年一二线（含强三线）城市调控有继续适度放宽的可能性。
- 根据一二线调控适度放宽的假设，我们预计2019年全国商品房销量增速为-7%左右。

图：全国房贷利率或将见顶

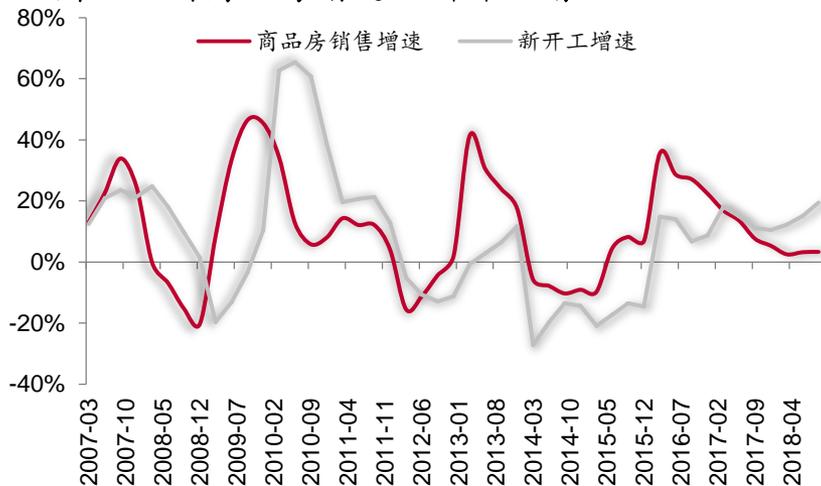


图：2019年全国商品房销量增速预计为-7%

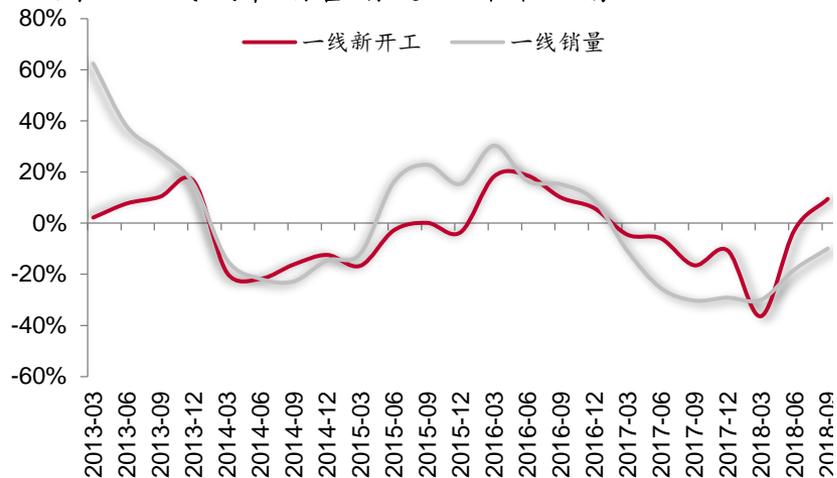


## 1.5、如何看新开工：销量定方向，库存定弹性

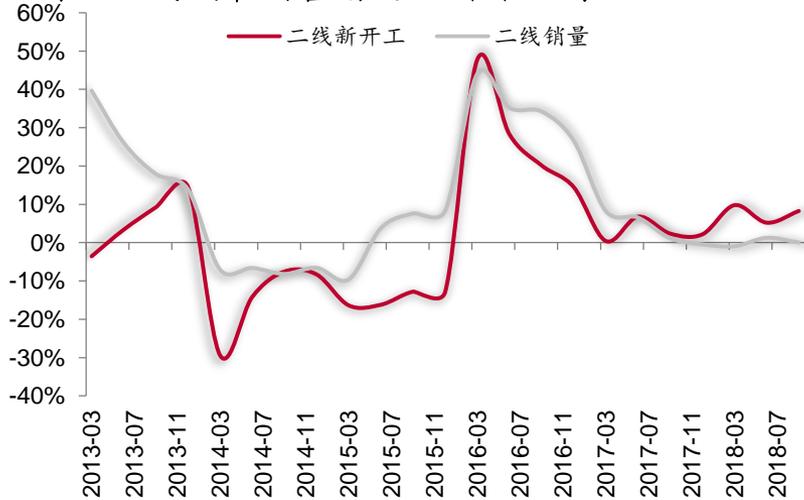
图：全国商品房增速及新开工情况



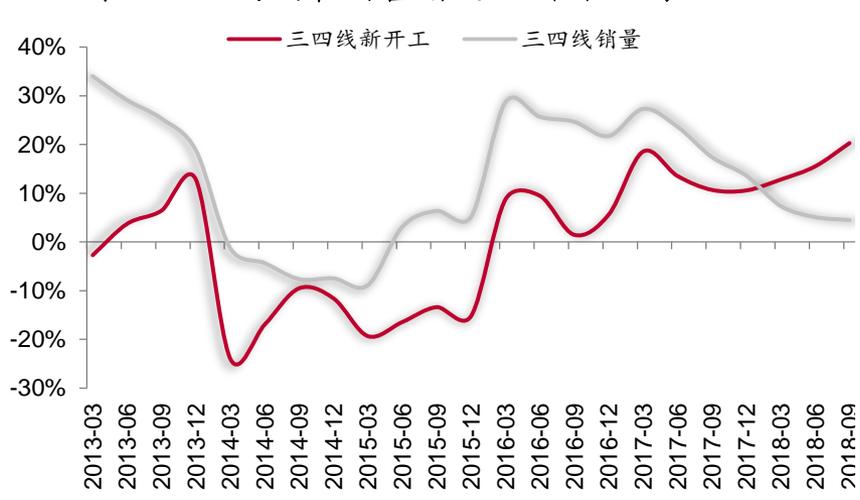
图：一线城市销售增速及新开工情况



图：二线城市销售增速及新开工情况



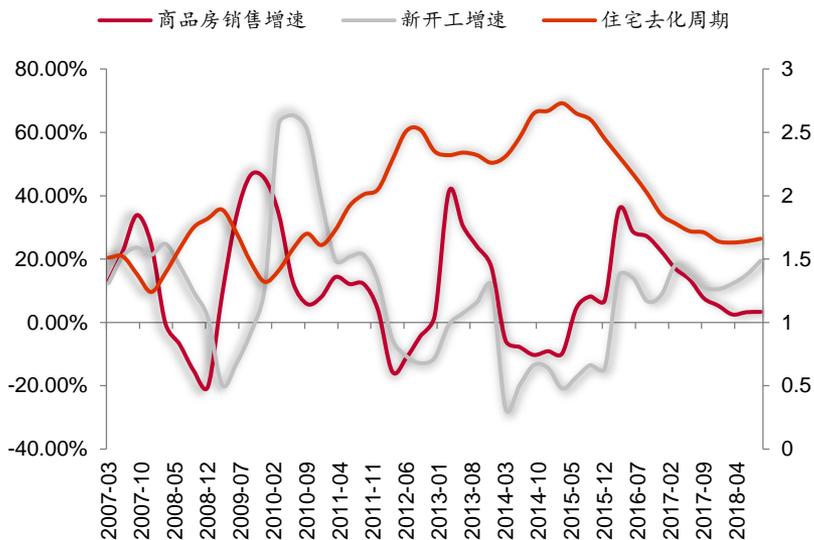
图：三四线城市销售增速及新开工情况



## 1.5、如何看新开工：销量定方向，库存定弹性

- 一般来说，房企开工是为了推盘预售，因此新开工走势主要取决且滞后于销售。但在销售向开工传导过程中，库存水平的高低会带来一定的扰动。
- 从07至15年历次销量与开工拐点的对应情况来看：库存水平越低，销量与开工顶部时滞越长；库存水平越高，销量与开工底部时滞越长（顶背离与底背离不同），由于高库存，15年初销量见底之后，直至15年底开工才方有起色；
- 而自16年Q2至今的这轮周期又有所不同，销量与去化走势首次同向而不是反向（主要原因在于三四线去库存造成的结构差异），使得在销量温和下行时行业一直处于低库存状态（18年Q3末全国去化水平1.66年，为11年以来的较低水平），导致新开工具备较大的弹性。

图：销量对开工传导需考虑库存因素



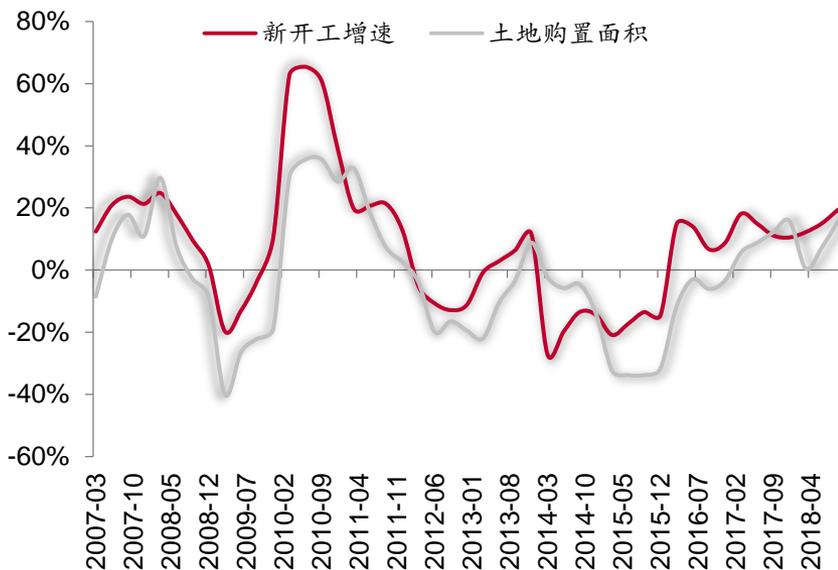
图：07至15年销量与开工拐点大致对应情况

时间段	销量拐点	开工拐点	时滞	去化水平 (年)
07Q3至08Q3	07Q3见顶	08Q3见顶	4个季度	1.2-1.4
09Q3至10Q6	09Q3见顶	10Q6见顶	3个季度	1.4-1.6
13Q1至13Q4	13Q1见顶	13Q4见顶	3个季度	2.3
08Q4至09Q1	08Q4见底	09Q3见底	1个季度	1.8-1.9
12Q1至12Q3	12Q1见底	12Q3见底	2个季度	2.3-2.5
15Q1至15Q4	15Q1见底	15Q4见底	3个季度	2.6-2.7

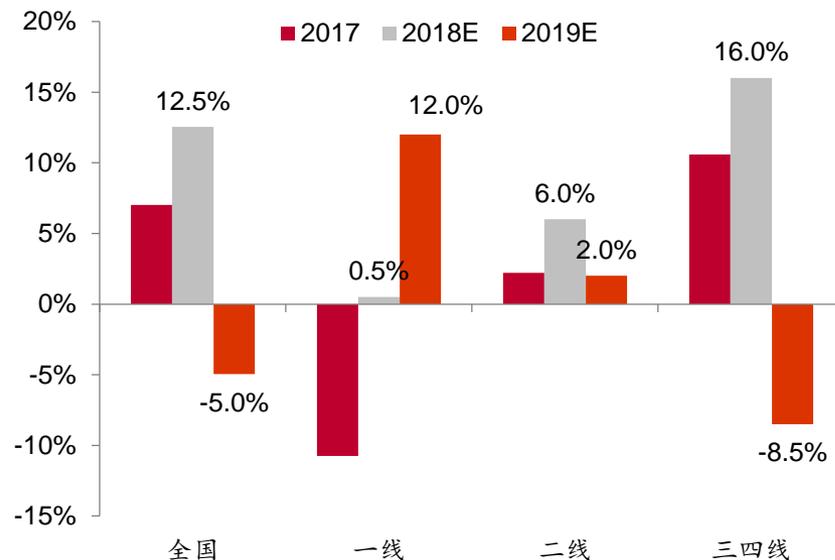
## 1.5、2018、2019年新开工增速：12.5%、-5%左右

- 如前所述，结合对2018、2019年商品房销量的预判及当前低库存的背景，我们认为2018、2019年全国新开工增速为12.5%、-5%左右。
- 分结构来看，与销售走势基本一致，2019年三四线新开工将大幅回落、一线大幅回升、二线小幅正增长，由于当前库存较低的特征，我们认为明年新开工降幅或小于销量。

图：新开工与土地购置情况



图：2019年新开工增速-5%



## 1.6、2018、2019年施工面积增速：3.85%、2%左右

- **施工面积推导公式：**年末施工面积=上年末施工面积-上年竣工面积+新开工面积+跨年净复工面积（今年复工面积-上年停工面积）；其中我们预计2019年的跨年净复工量要小于2018年，原因在于2018年预计存在大量停工现象（逻辑见后述）。

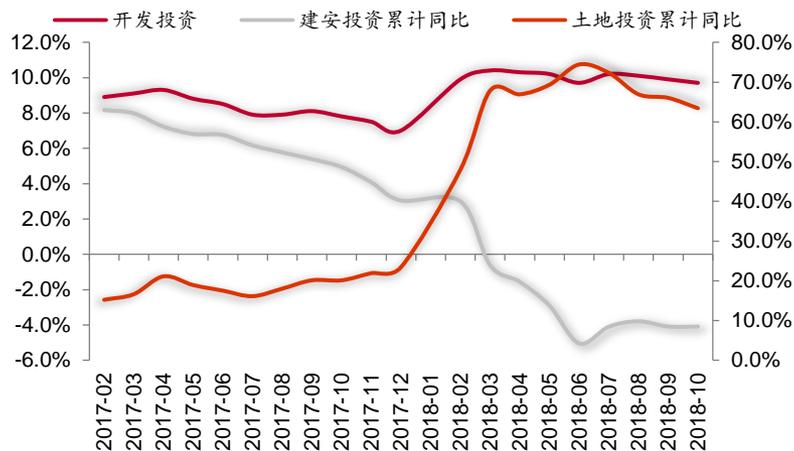
表：2018、2019年施工面积测算

时间	施工面积	竣工面积	新开工面积	跨年净复工
2012	573418	99425	177334	-18072
2013	665572	101435	201208	-9629
2014	726482	107459	179592	-17247
2015	735693	100039	154454	-37784
2016	758975	106128	166928	-43608
2017	781484	101486	178654	-50017
2018E	811571	89815	201064	<b>-69491</b>
2019E	827863	----	191107	<b>-85000</b>
18年Q3增速	3.95%	-11.4%	20%	-43%
2018年增速	<b>3.85%</b>	-11.5%	<b>12.5%</b>	-38.9%
2019年增速	<b>2.0%</b>	----	<b>-5.0%</b>	-22.3%

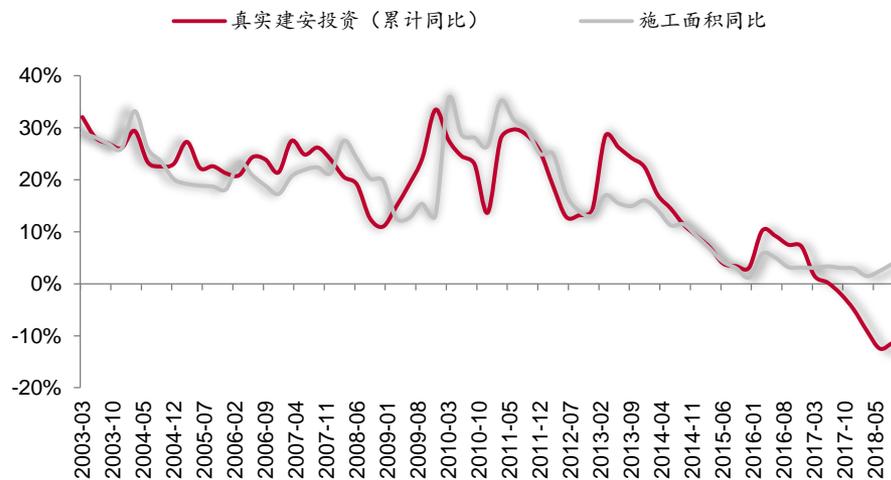
## 1.7、建安与开发投资背离，真实建安投资大幅回落

- 在对建安投资测算之前，我们先对本轮房地产投资做些回顾。自2017年Q4开始，建安投资与开发投资增速持续背离，建安投资持续回落（18年Q3累计同比增速-4.1%，为该数据公布以来首次负增长），开发投资则由于土地投资高增而高位企稳。
- 为了更真实考量建安投资，我们以“固定资产投资价格指数：建安工程”作为地产建安投资的近似价格指标，通过剔除价格因素得到真实建安投资增速（更能准确反映建安投资量）。我们发现自2017年Q1开始，真实建安投资首次与施工面积大幅背离，且增速级差逐步拉大，2018年Q3施工面积增速为3.9%、真实建安投资增速则为-11.3%。我们认为这表明自2017年以来，行业大量项目施工周期拉长、施工强度降低，行业潜在的停工缓建问题可能较为突出，这也部分解释了为何竣工连续2年低于预期。

图：建安投资与开发投资持续背离（累计同比）



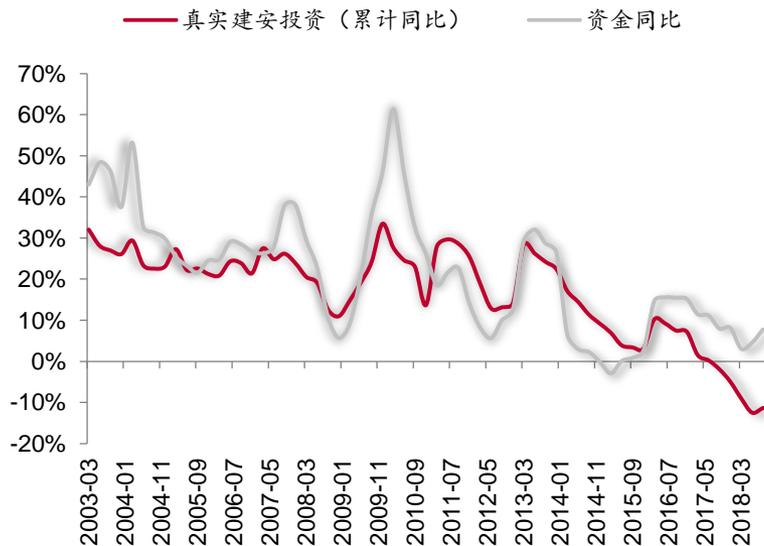
图：真实建安投资大幅回落，施工周期拉长



## 1.8、建安投资回落原因的探讨

- ▶ 一般来说，开发商是将项目的建安施工整体外包给建筑承包商，与承包商签订总包合同，然后按照工程进度逐月或逐季给承包商打款。因此，建安投资回落是开发商与承包商共同作用结果。
- ▶ 对于开发商而言，自2017年以来，行业融资渠道逐步收紧，资金面恶化使得房企的施工投入受到一定制约，延缓了项目施工进度；而对于承包商而言，由于近两年钢材、水泥等原材料价格快速上涨，使得承包商成本大幅攀升，叠加下游开发商传导来的资金压力，项目施工强度有所降低、施工周期也就拉长了。

图：资金面恶化致房企降低建安投入



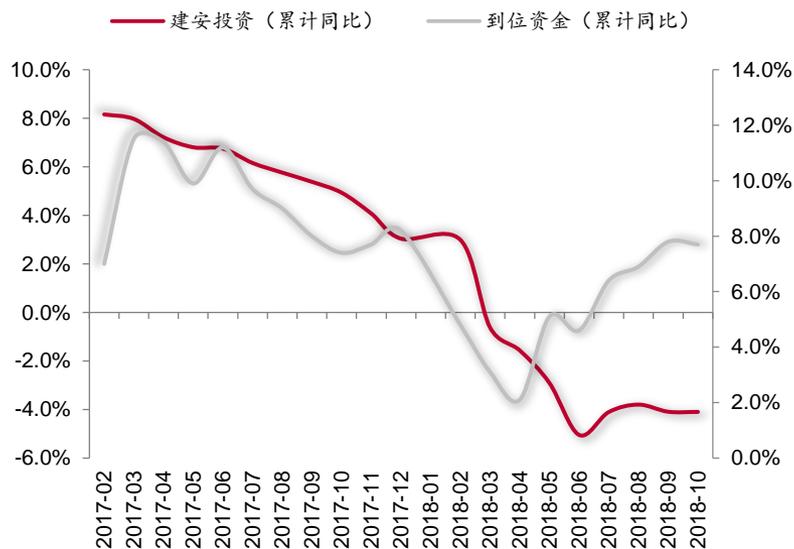
图：建材成本攀升挤压施工利润



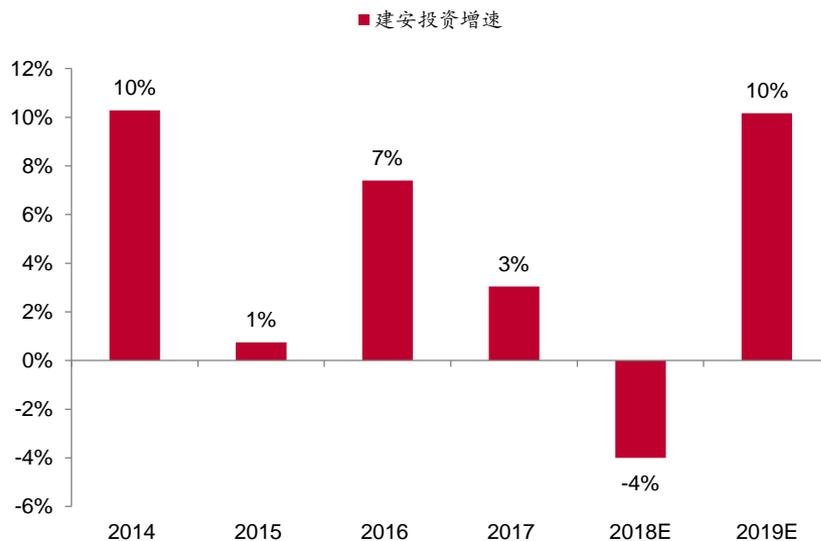
## 1.9、2018、2019年建安投资增速：-4%、10%左右

- 如前所述，由于开发商资金紧张、施工商经营压力加大，行业存在大量潜在的停缓建现象，且绝大部分停缓建项目应集中在融资较为困难的中小开发商手中（从微观调研情况来看，规模房企项目施工停缓并不普遍）。
- 自2018年Q2以来，行业资金面温和改善，建安投资亦低位企稳，预计全年增速在-4%左右；展望明年，基于低基数和资金面的好转预期，我们预计建安投资增速在10%左右。但必须承认，我们这一预估增速隐含着对明年行业资金尤其是中小房企资金面好转的相对乐观假设。鉴于目前宽货币、紧信用的资金环境，未来中小房企信用传导机制能否打通，仍需持续观察。

图：建安投资与到位资金累计同比



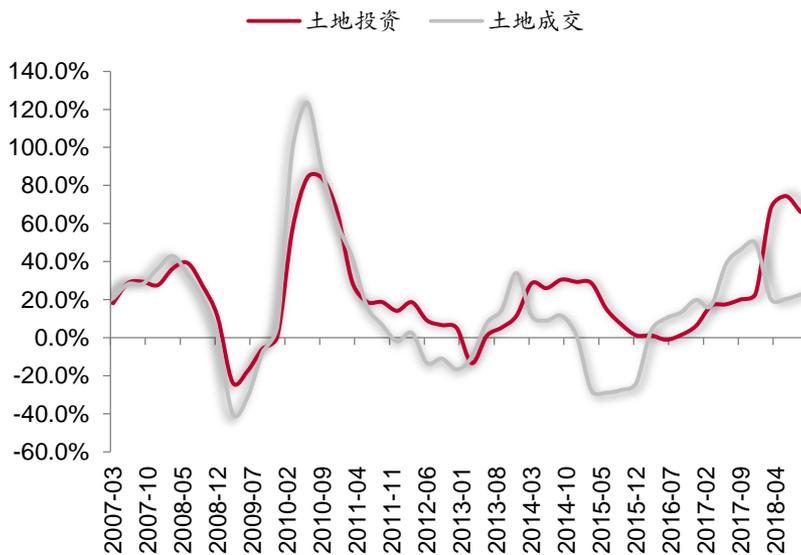
图：2018、2019年建安投资增速预计为-4%、10%左右



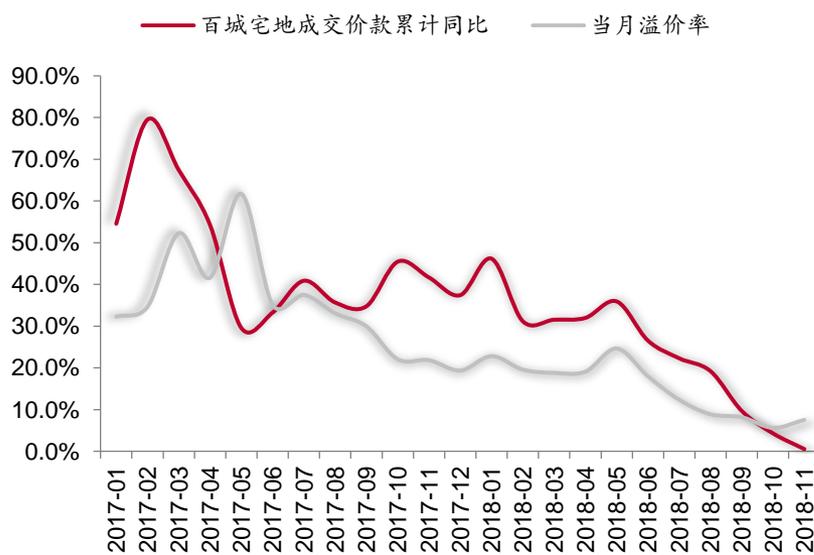
## 1.10、2018、2019年土地投增速预计：44%、-10%

- 从目前数据来看，房企拿地较为谨慎，土地成交增速持续收窄、溢价率逐步回落；在当前销售下降、去化率回落背景下，我们预计2018年Q4及2019年房企拿地态度仍趋保守，土地成交下行压力较大，进而带动土地投资下行。鉴于2018年较高的基数，我们预计2018、2019年土地投资增速：44%、-10%左右。
- 土地投资滞后于约1-3Q，且滞后时长有拉长的趋势，土地付款的方式采取分期付款，在流动性收紧的情况下，土地成交后，土地购置费用的支付受到了一定的影响，房企普遍采取延后支付以减少资金压力。

图：土地投资滞后于土地成交



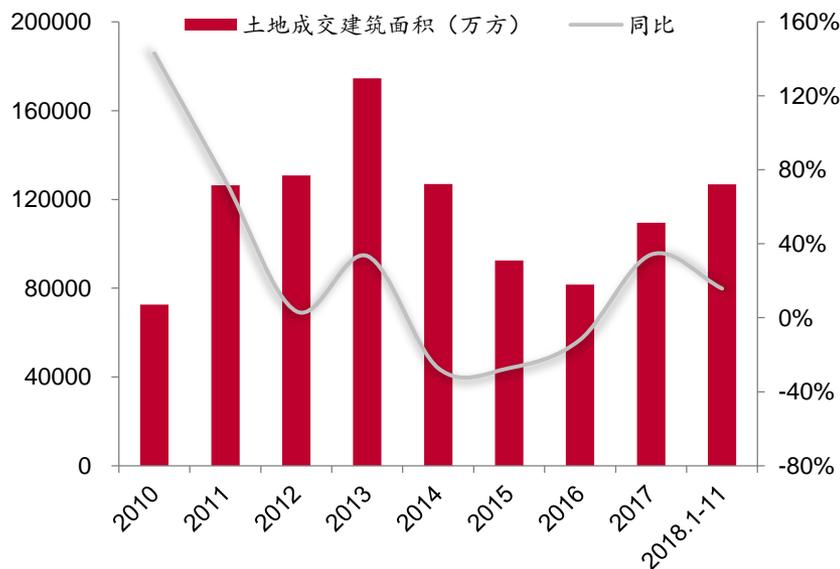
图：百城土地市场热度不断下降



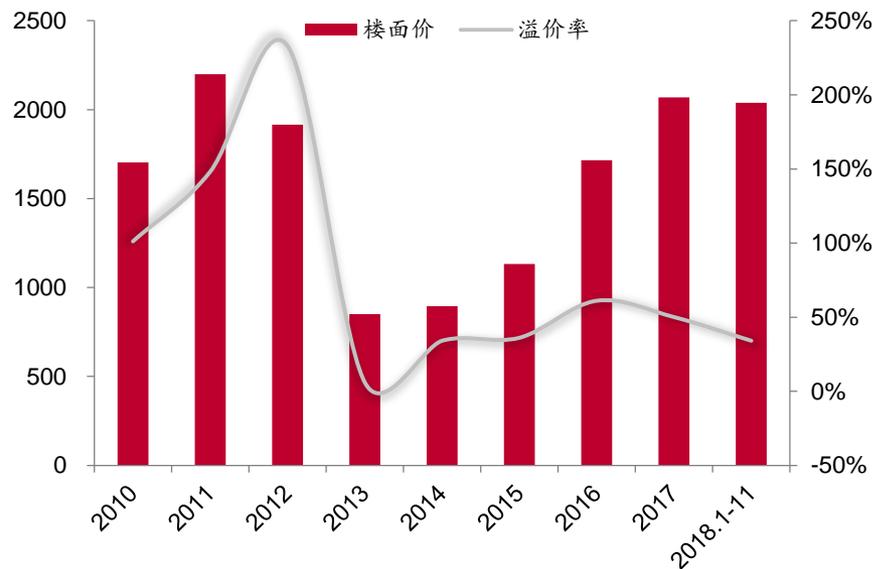
## 1.10、2018、2019年土地投增速预计：44%、-10%

- 18年1-11月土地成交建面12.69亿方，同比增长15.8%，较17年增速下降18.4个百分点；土地成交均价2039元/平，较17年下降1.4%，印证土地市场正在逐渐降温。
- 根据中国指数研究院公布的数据显示，仅2018年12.1-12.15推出招拍挂的土地，已出现53块土地流拍，合计流拍建筑面积约630万方。预计19年土地市场将继续降温，土地投资增速在-10%左右。

图：土地成交增速收窄



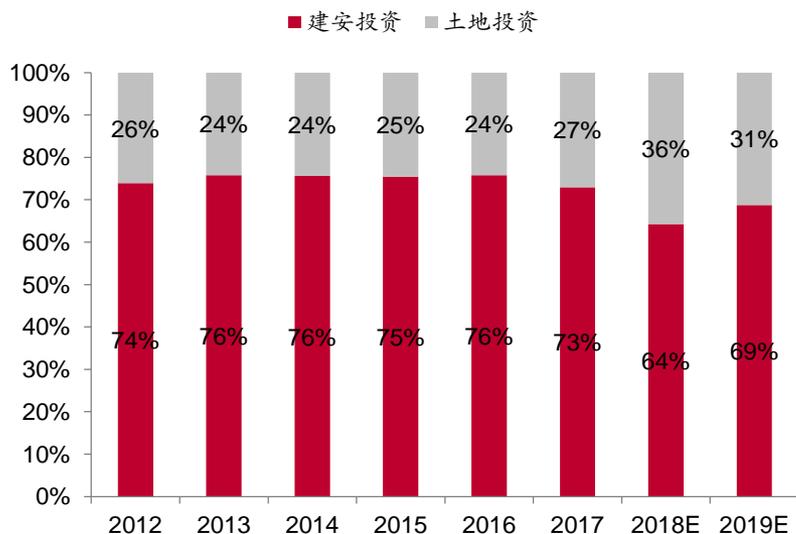
图：土地成交均价回落



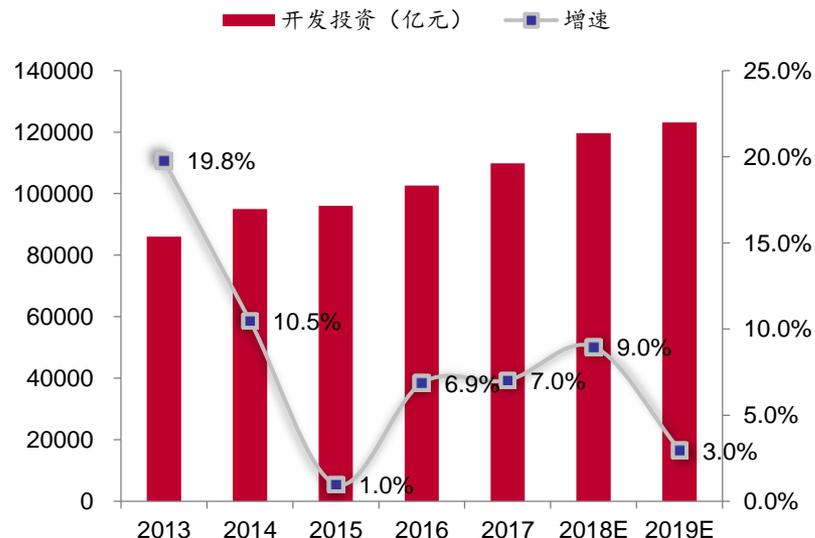
## 1.11、2018、2019年开发投资增速：9%、3%左右

- 综合之前的判断，我们汇总预估的土地投资、建安投资数据，从而得到2018、2019年房地产开发投资增速为9%、3%左右。

图：开发投资结构



图：2018、2019年开发投资增速预计：9%、3%左右



# 目录

一、基本面

二、政策面

三、公司面

四、板块投资机会

五、展望存量时代：

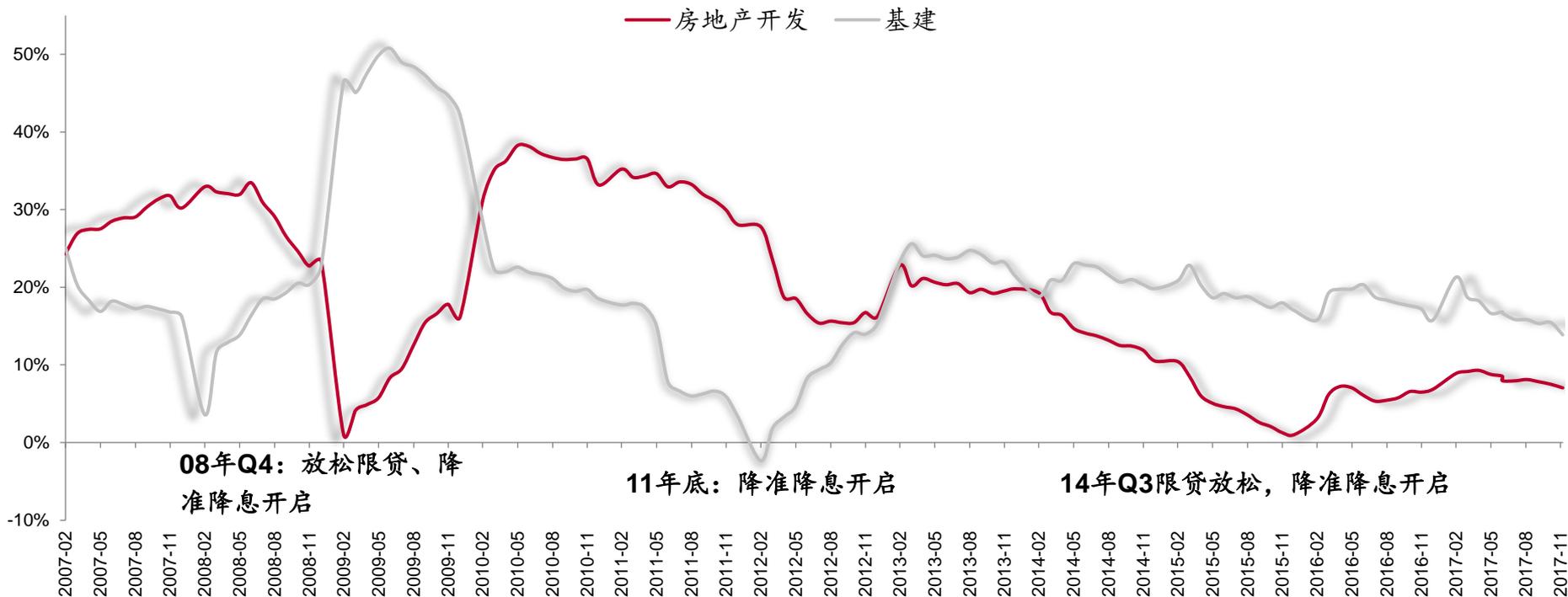
- 公募REITs——
- 物业管理——

六、推荐标的

## 2.1、周期复盘——调控是否会放宽？从稳增长看政策博弈

- 回顾历史上3次稳增长，顺序上一般都是先基建、后地产，二者都是相伴相生的。
- 当前基建底部发力的政策基调已明确，且从逻辑上讲，一方面基建的推进依赖地方财政的投入，从而对土地财政持续性提出要求；另一方面从产业拉动效果来讲，地产又好于基建（地产不仅关系钢铁、建材等上游，和家居、汽车等下游又强相关）。因此，我们认为若外部环境继续恶化、经济下行压力加大，地产对经济托底只会迟到、不会缺席。

图：房地产开发投资与基建投资累计同比



## 2.2、周期复盘——调控放宽窗口期：经济和地产销售转负

- 政策放松情逻辑演绎：经济已下行一段时间——政策或货币放松——行情随之启动——稍后行业销量见底回升——投资上行，经济逐步企稳回升——房价上行压力加剧，政策收紧预期渐浓——行情提前结束——销量增速上行一段时间后见顶回落。
- 由此得出政策放松必要条件：**GDP**下行趋势明显，行业**销售转负**，**投资开工**大幅走低。

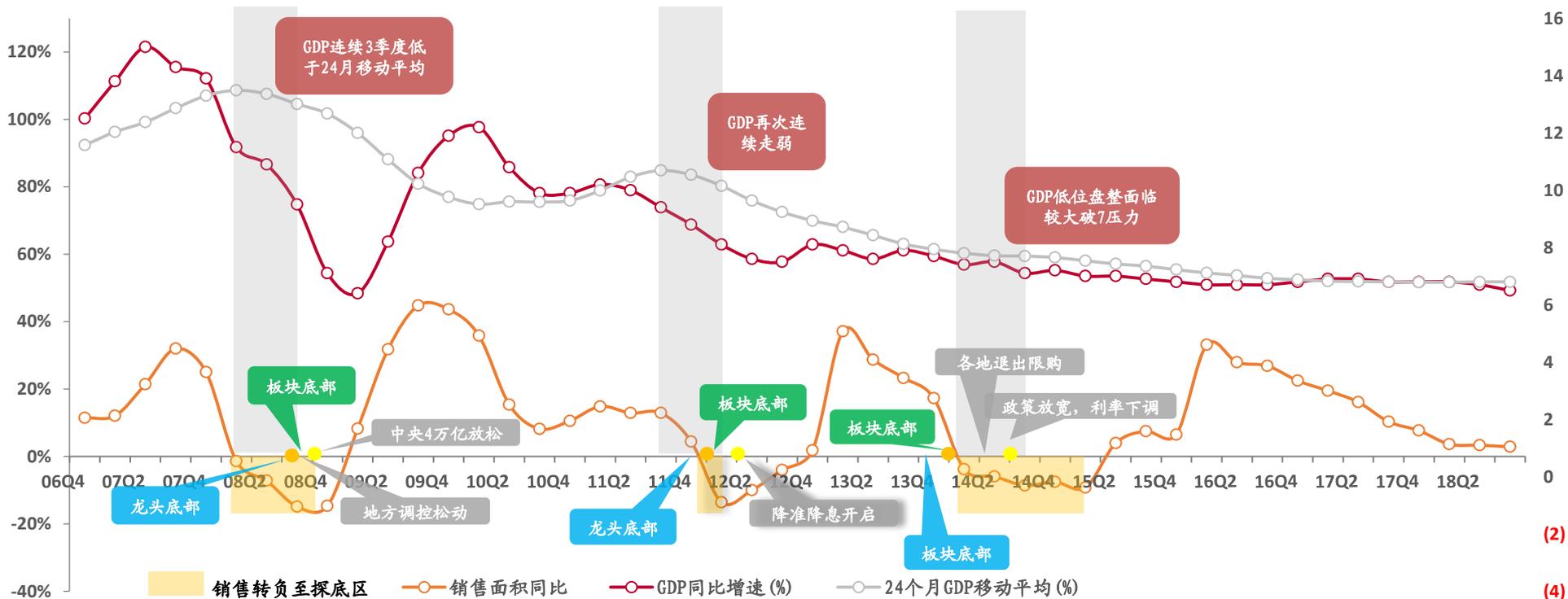
图：板块3次大行情梳理

行情	时间段	板块表现	宏观	政策	资金	行业	主题
第一波	2008.11-2009.7	203.10%	GDP：2008年期持续下滑至2009年Q1企稳上行 房地产投资：2008年持续下滑、2009年个位数增长随后上行 基建：地产下行期间发力对冲，至2009年7月见顶下行	2008.10、2008.12 <b>放松限贷</b> 2009.12“国四条”抑制购房投机	2008年Q4 <b>四次降息、两次降准</b>	量：2008.11见底 2009.11见顶 价：2008年12月环比涨幅见底 2009年12月环比涨幅见顶	四万亿
第二波	2012.1-2012.5 2012.10-2013.1	34.90% 34.60%	GDP：2010年Q2以来期持续下行至2012年Q2企稳 房地产投资：2011年Q2持续下行至2012年Q3企稳上行 基建：自2012年Q2开始上行	自2011年底多地尝试微调松动，但并未成功	2011年底 <b>降准</b> 2012年 <b>两次降准、两次降息</b>	量：2011年Q3短暂回升，后持续下行（负增长） 2012年2月底见底上行（三四线牛市） 价：2011年5月起环比涨幅持续收窄（中间负增长），2012年Q3企稳缓步上升	成长为王
第三波	2014.3-2014.10上旬 2014.11-2015.6上旬	38.90% 155.90%	GDP：经济继续回落 房地产投资：加速回落 基建：高位平稳下行对冲	2014.6起各地逐步 <b>退出限购</b> 2014年930规定：认贷不认房， <b>下调首套房贷利率</b>	一次 <b>降准</b> 房企再融资重启 2015.3.30： <b>二套房首付比例下调，各地限购政策陆续退出</b>	量：2013年Q4继续回落 价：2014年5月起环比持续增长 量：2015年2月见底回升 三四线仍低迷 价：环比跌幅逐步收窄，直至2015年Q2回正	大牛市、 转型创新

## 2.3、周期复盘——行业领先指标：销量与GDP持续下行

- **销量与GDP数据为行业领先指标：**回顾过去三轮小周期，地产销售转负与GDP连续3季度低于24月移动平均领先股价底及政策底1-2季度。
- **地方领先全国出现政策松动：**政策层面上，具体表现为地方的先行试探，随着销售与经济持续下行，全国范围内开始松动。
- **龙头房企反弹逐渐领先板块：**下图可知，龙头探底逐渐脱离板块成为领先指标，14年的板块底部在3月，而万科、保利分别在1月和2月，已经开始触底反弹。

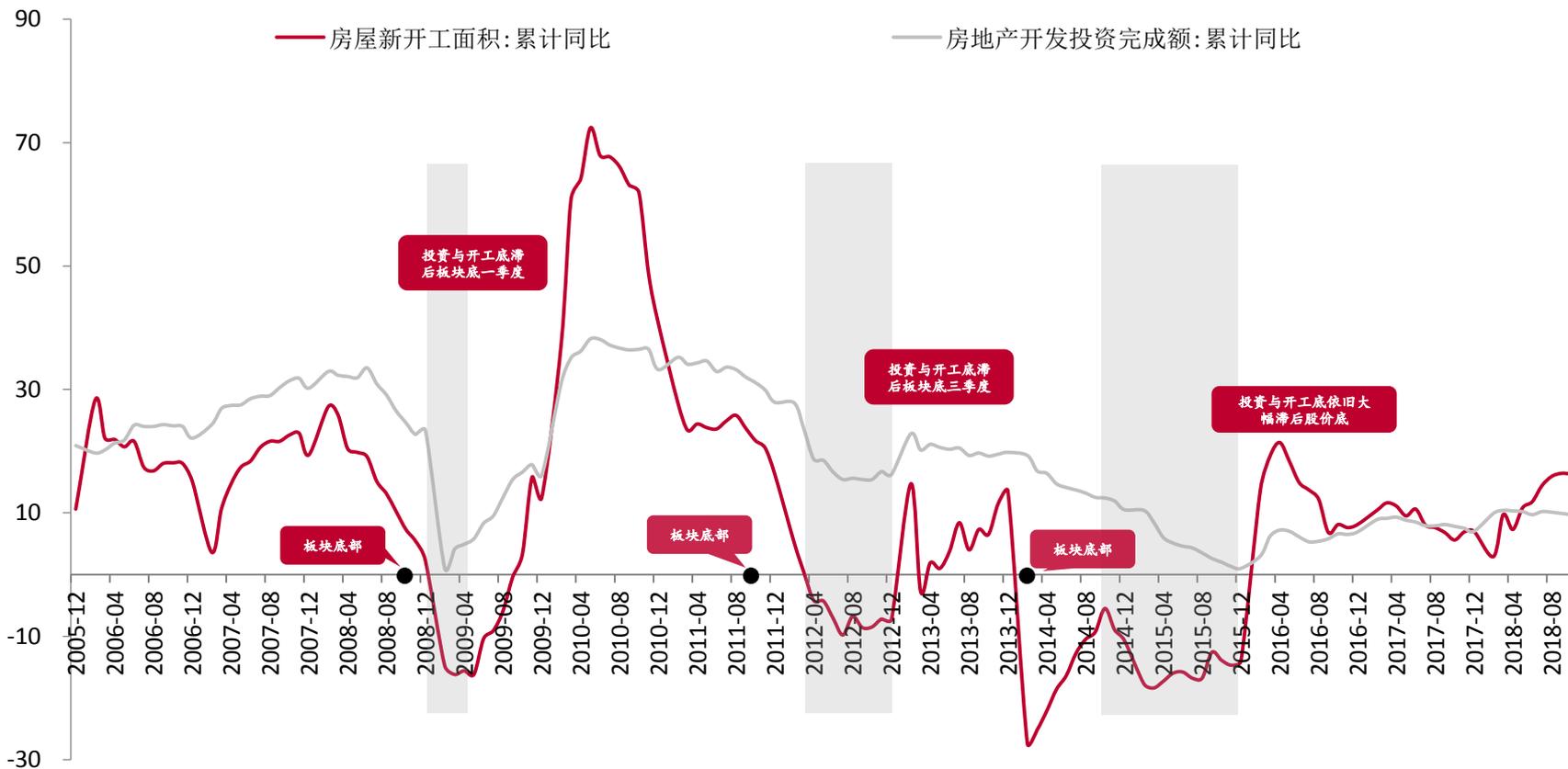
图：回顾此前三轮小周期，商品房销量转负与GDP增速下行领先股价与政策底



## 2.3、周期复盘——行业滞后指标：房地产开发投资与新开工

- ▶ **投资与新开工为行业滞后指标：**由于房企投资与开工进度会根据市场销售行情调整节奏，板块三次小周期里，房地产开发投资与新开工的数据都随着销售下行开始走弱，并滞后于板块股价反弹。

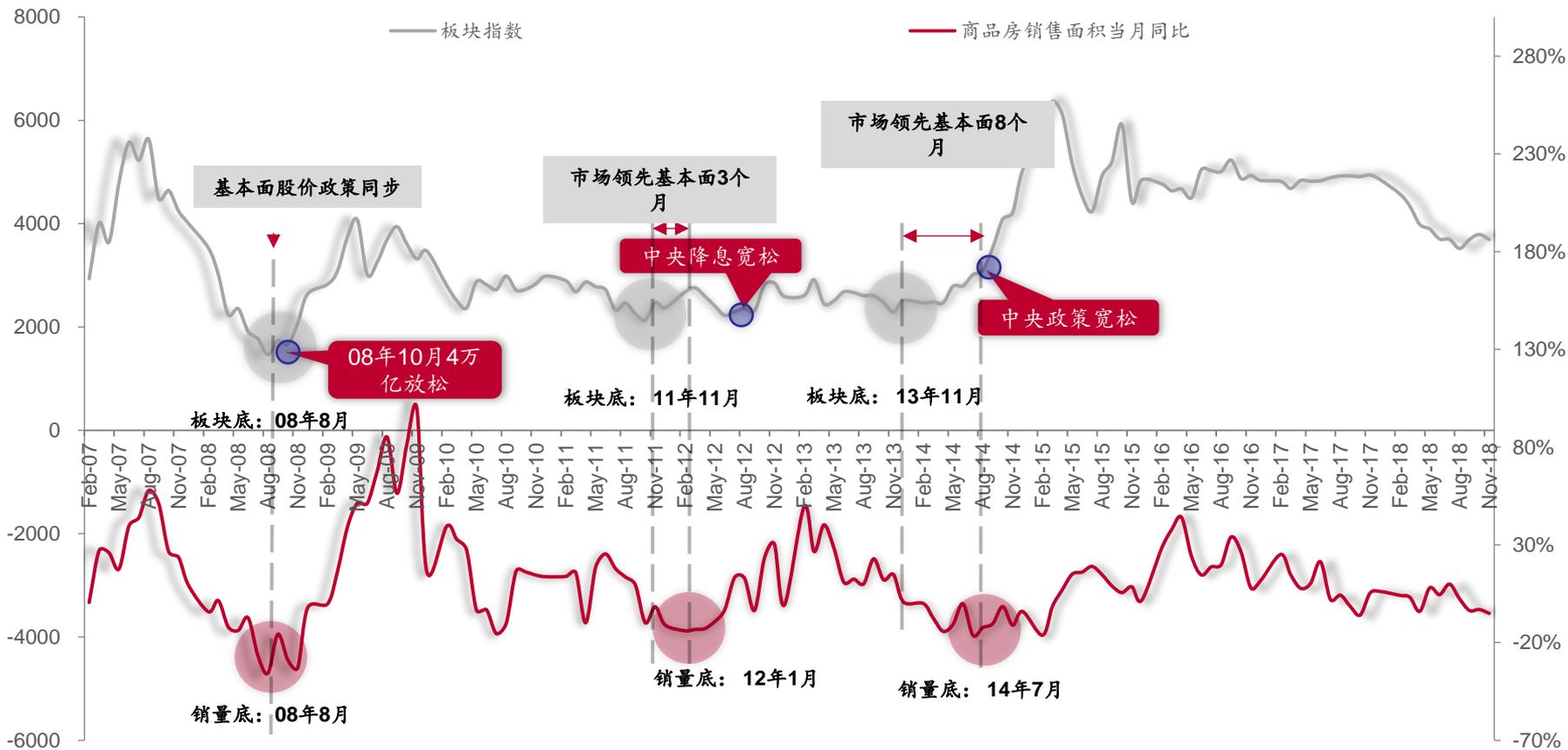
图：回顾此前三轮小周期，商品房销量转负与GDP增速下行领先股价与政策底



## 2.3、周期复盘——趋势变化：市场对政策放松预判越发提前

- 首轮周期里，市场、基本面与政策底几乎同步，12年，市场先基本面3个月探底，而14年，市场底已领先销量底8个月。回溯三波行情发现，每一次市场行情的启动，较政策放松提前的时间差越来越大，即市场对政策放松的预判越来越敏感。

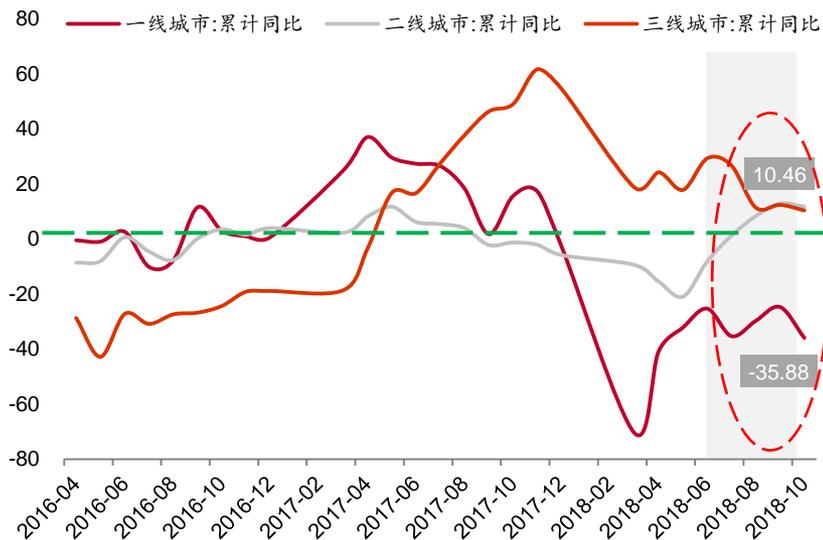
图：前三次小周期回顾、现阶段处在地方政策改善与流动性放松的临界点



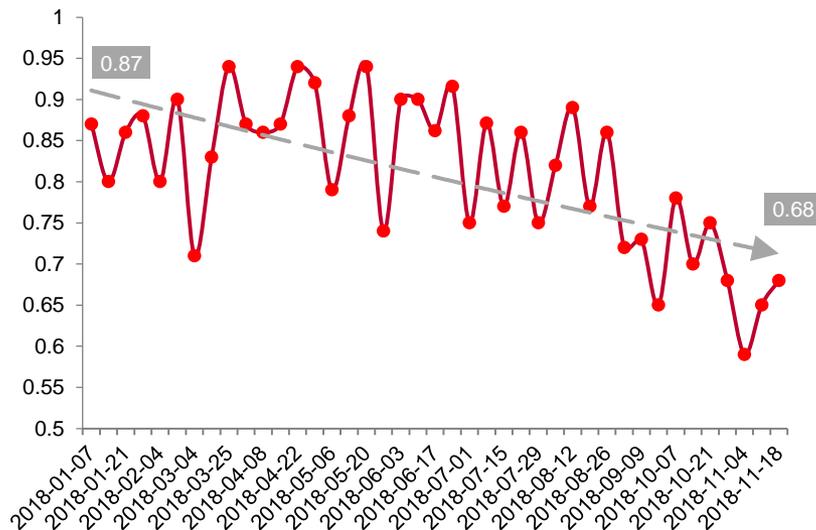
## 2.4、行业现状：商品房销量大概率转负下行

- **土地市场持续降温：**下半年以来，随着去化压力不断加大且融资未明显改善，房企拿地更为慎重，一线受制于调控，三四线销售乏力，短中期看，土地市场大概率趋于冷淡。
- **重点城市去化下行：**一线与重点二线城市，下半年以来去化率水平不断下降，在调控与维持在高位的按揭利率未放松背景下，短期内难以明显改善。
- **三四线城市需求乏力：**三四线城市缺乏长期增长的基本面，近几年棚改透支了刚改需求，随着棚改规划数量下行及货币化安置比例下调，在已被推高的房价与居民杠杆承压下，三四线城市销售短中期看，面临较大下行压力。

图：一线与三四线城市土地购置热度降温



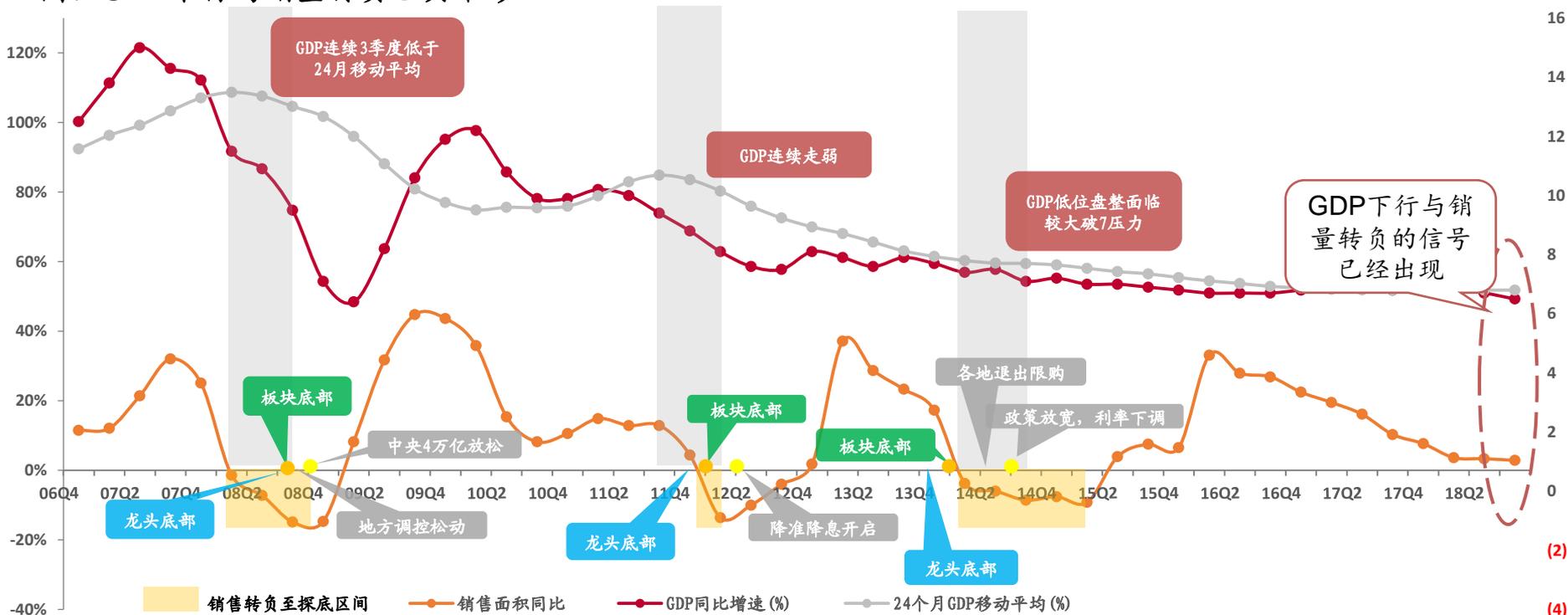
图：2018年下半年以来，重点城市去化率持续下行



## 2.5、调控放宽的信号已经出现，多地已现政策松动

- 回顾三轮小周期，调控放宽窗口期可总结为：**经济持续回落、销量转负下探，投资下行失速。**考虑到国内外环境与经济下行韧性，19年H1经济较大概率继续回落；去化率、土地购置面积及三四线热度持续降温，揭示未来1-2季度商品房销量可能转负下探。因此，我们认为经济与销量的信号已经出现——政策底已筑。

图：GDP下行与销量转负已具雏形



**调控放宽时间节点判断：**从三轮小周期销量转负、GDP下行，到全国范围放宽分别为9、8、8个月来看，考虑到本轮周期地方底已经出现，全国大范围的政策放宽或在明年二季度。

## 2.6、政策调控触底，“稳经济”为主基调

- **地方政策已现松动：**随着经济下行压力不断增大，下半年开始，调控以稳为主，各地方已经先后出台相应的松动：先有各地人才政策打破调控限制，后在Q4多地频现按揭利率下调迹象。12月中旬，深圳四大行首套房贷利率下调，由上浮15%下调至10%。地方宽松趋势已经较为明显，12月下旬，菏泽、广州、珠海、杭州等地调控松动频现松动迹象。

图：2018年下半年地方政策松动一览

时间	城市	内容
2018年1月	兰州	取消西固区、九州开发区、高坪偏远区域的住房限购政策
2018年7月	北京	引进的非京籍优秀人才可以购买自住商品房，或申请一套共有产权房
2018年7月	九江	高层次人才免费提供人才公寓、“双一流”高校本科毕业生，三年内入住人才公寓租金减半等
2018年8月	合肥	7类人才可直接购房，3类人才落户可领取租房补贴
2018年10月	杭州	10月以来，四大行部分网点，在杭州地区开始执行首套房利率上浮10%、二套上浮15%。此前，整体维持在15%-20%。
2018年10月	深圳	部分银行首套房贷利率已由20%下调至15%，而且房贷审批有所加快，最快一周就能放款。
2018年10月	北京	此前首套房贷利率为基准利率上浮20%，10月以来，下调为基准上浮15%。
2018年10月	广州	中国银行下调首套房贷利率，从上浮15%下调为上浮10%，目前四大行广州地区均执行首套房贷利率上浮10%。
2018年10月	佛山	佛山地区的部分银行分支机构，如邮储银行、汇丰银行、佛山农商行等也下调了首套房贷利率，下调幅度在5个百分点左右。
2018年10月	南京	南京邮政储蓄银行首套房利率上浮下调至16%
2018年11月	苏州	人才乐居的方式及补贴标准有5类：A~E类人才购买首套自住住房，可不受户籍、个税和社保缴纳时限等限制。
2018年11月	厦门	厦门首套房贷利率已经由10%-15%回调至基准，二套房贷由20%回调至10%。
2018年11月	南京	首套房贷利率已经由原本上浮20%调整为上浮15%，下调了5%。多家银行的二套房利率也出现松动。
2018年11月	合肥	1) 外地户口两年内在合肥至少有1个月社保，剩余月份可以一次性补缴满12个月即可； 2) 四县一市户口，可在市区买房限购1套；市区户口在市区买房，限购2套。
2018年12月	南京	对新落户并在浦口区工作且首次购买商品房的D、E、F类人才，可分别获得20万、10万、6万元的购房补贴
2018年12月	武汉	部分银行下调首套二套房贷款利率
2018年12月	深圳	四大行首套房贷利率下调，由上浮15%下调至10%
2018年12月	菏泽	取消一二手房限售
2018年12月	广州	2017年3月30日前所获得的土地，建成的产品可售予个人
2018年12月	珠海	非珠海市户籍人才购房缴纳社保将至1-12个月
2018年12月	杭州	社保允许累计补缴三次，但不得断缴

## 2.6、政策调控触底，“稳经济”为主基调

- **政治局会议态度出现转变：**伴随着Q4地方政策松动，我们也可以看到全国层面已经没有出现相应对于进一步调控的措词，由强化调控转为冷淡处理。

图：2018年中央部分调控政策一览

时间	事件	核心观点
2018.1.25	中国银监会举行2018年银行业监督管理工作会议	遏制房地产泡沫
2018.2.5	2018年中国人民银行工作会议	建立健全住房租赁金融支持体系
2018.3.	两会政府工作报告	强化调控
2018.3.6	国土资源部印发《关于严格核定土地整治和高标准农田建设项目新增耕地的通知》	强化监管
2018.3.6	国务院发布12个高新区禁止房地产开发	强化监管
2018.3.16	住建部部长王蒙徽答中外记者问	强化调控
2018.4.23	中共中央政治局会议	强化调控
2018.7.31	中央政治局会议	强化调控
2018.10.15	财政部、税务总局发布《关于去产能和调结构房产税城镇土地使用税政策的通知》	降低税负
2018.10.20	《中华人民共和国个人所得税法实施条例（修订草案征求意见稿）》	降低税负
2018.10.21	中共中央政治局会议	未提及房地产，边际放松
2018.12.13	中共中央政治局会议	未提及房地产，边际放松
2018.12.21	中央经济工作会议	因城施策、夯实城市政府主体责任

- **大范围调控松动或始于明年2季度：**全国方面，最近连续两次政治局会议均未提房地产调控，回顾历次周期，地方底先于全国底，我们判断此时地方底已现，全国范围内放宽或已不远。

# 目录

一、基本面

二、政策面

三、公司面

四、板块投资机会

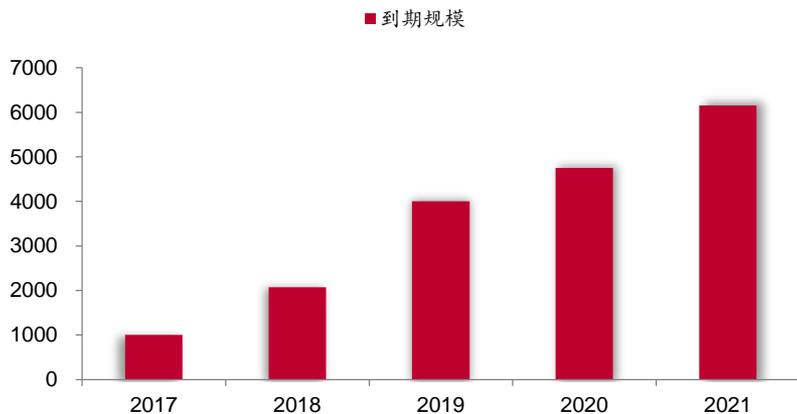
五、展望存量时代：

- 公募REITs——
- 物业管理——

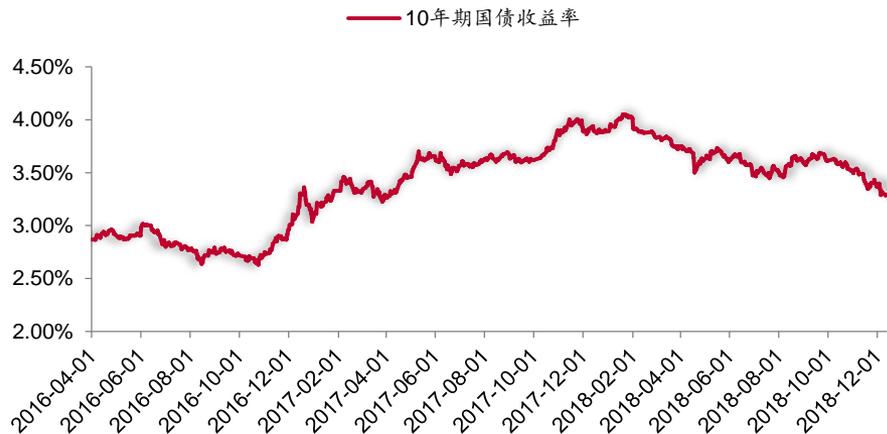
六、推荐标的

### 3.1、2018年房企进入偿债高峰，龙头融资优势凸显

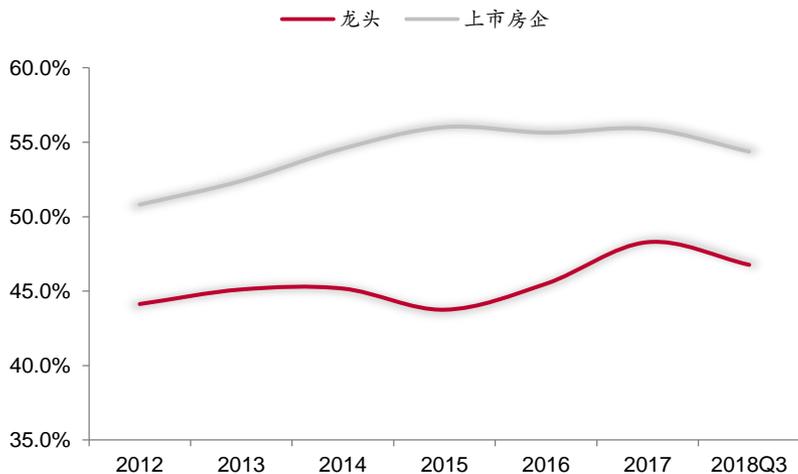
图：2018-2021年均是偿债高峰



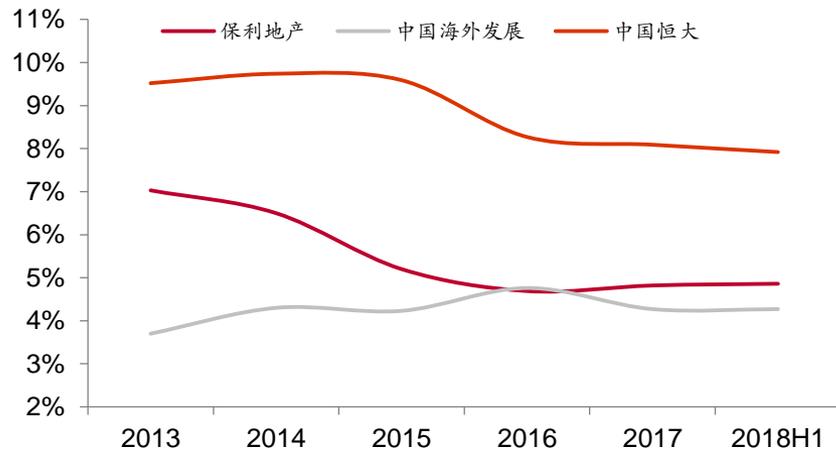
图：市场资金成本维持高位



图：龙头杠杆率可控，资金风险低



图：规模和国资背景带来融资成本优势



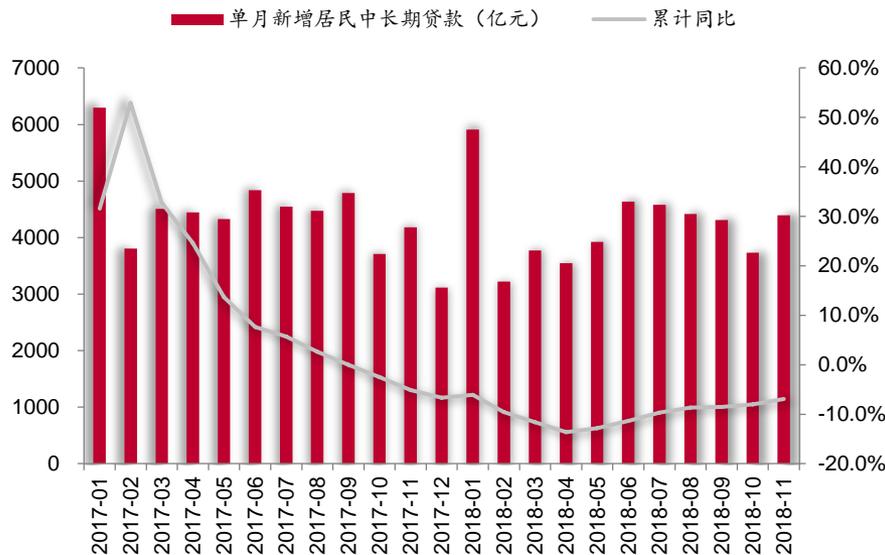
### 3.2、从去杠杆到稳杠杆，资金面改善

- 基调从去杠杆转为稳杠杆，流动性从“合理稳定”转为“合理充裕”，行业偏紧的资金面开始改善。
- 前11月全国房企到位资金同比增长7.6%，增速环比收窄0.1个百分点：分结构来看，居民按揭投放逐步加快，前11月中长期居民贷款同比-6.9%，降幅环比收窄1.2个百分点；企业端发债利率有所下行，2018年Q3发债利率为5.96%、环比Q2下降0.20个百分点，但值得注意的，9月房企发债利率有所回升（9月6.5%、8月5.7%左右），且进入12月后，发债利率回升至6.2%，较11月回升0.5个百分点。表明紧信用的矛盾仍较突出，中小及民资房企信用传导能否畅通仍需持续观察。

图：行业到位资金逐步改善

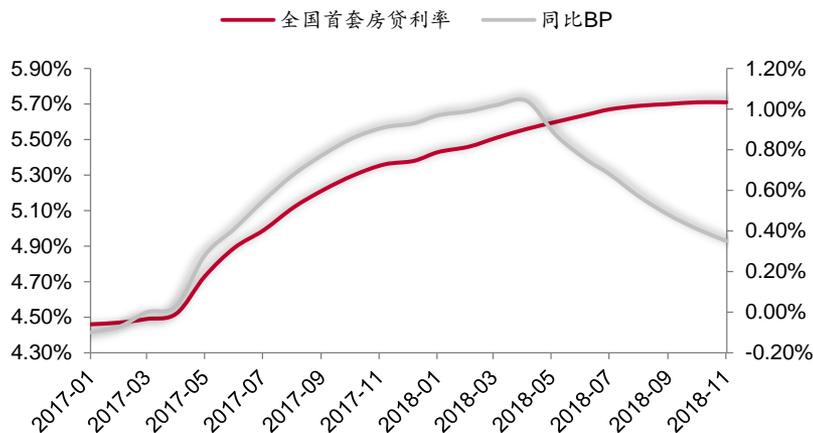


图：按揭投放逐步加快

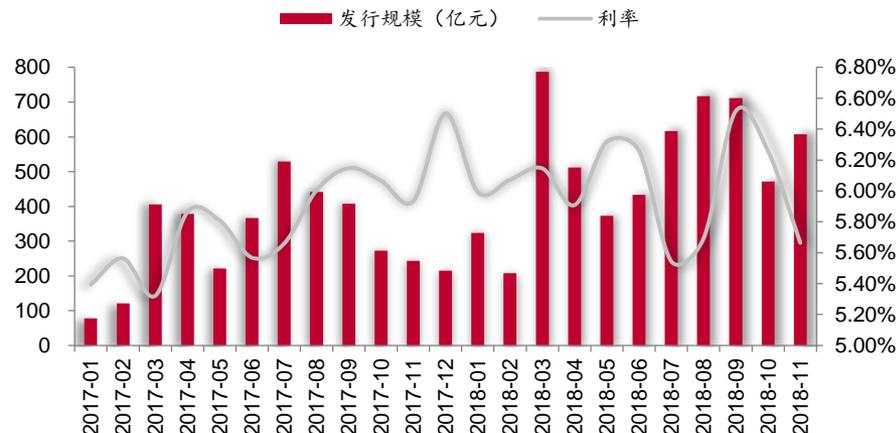


### 3.3、从去杠杆到稳杠杆，资金面改善

图：全国按揭利率上行趋缓



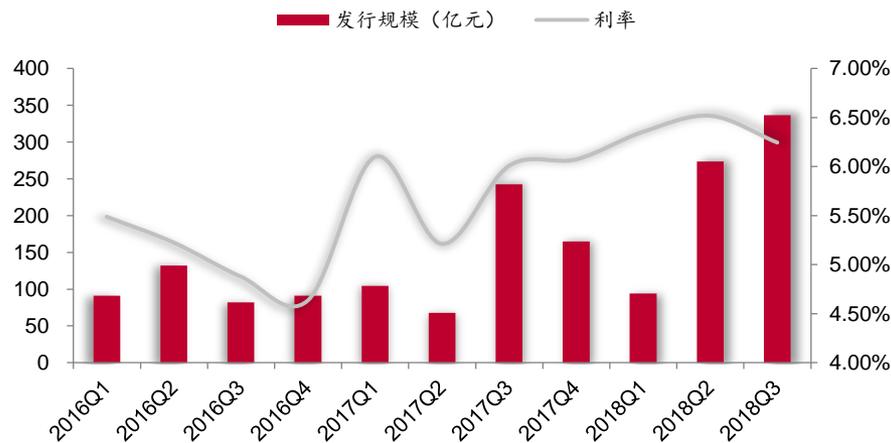
图：房企发债规模



图：新增信托投放房地产行业规模



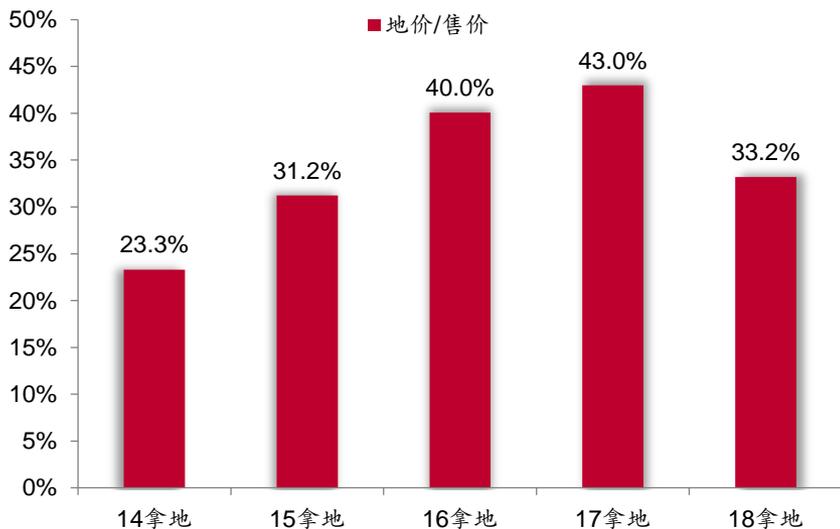
图：房企资产证券化规模



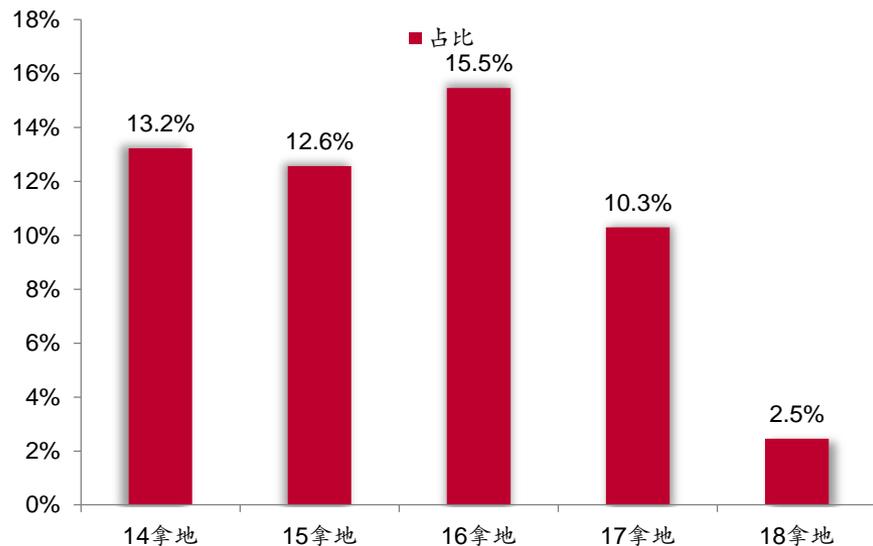
### 3.4、地价趋于下行，销售利润率或将筑底

- 2016年再度迎来地王潮，地价迅速攀升，而在2017年严格执行限价令背景下，开发商的销售利润率在一定程度上遭到侵蚀，根据CRIC提供的2018年1-11月，17个重点城市入市的近2300个项目数据来看，2016、2017年拿地入市项目地价占售价比重为40.0%、43.0%，远高于2014、2015年的23.3%、31.2%。
- 虽然18年拿地入市项目样本不足，但从样本数据来看，今年拿地入市项目地价占售价比重为33.2%，结合17年该指标略高于16年的情况，表明房企已经开始注意土地成本控制，叠加当前土地市场降温的背景，我们认为未来销售利润率或将迎来筑底。

图：重点17城18年1-11月入市项目潜在利润率一览



图：重点17城18年1-11月入市项目拿地分布



# 目录

一、基本面

二、政策面

三、公司面

四、板块投资机会

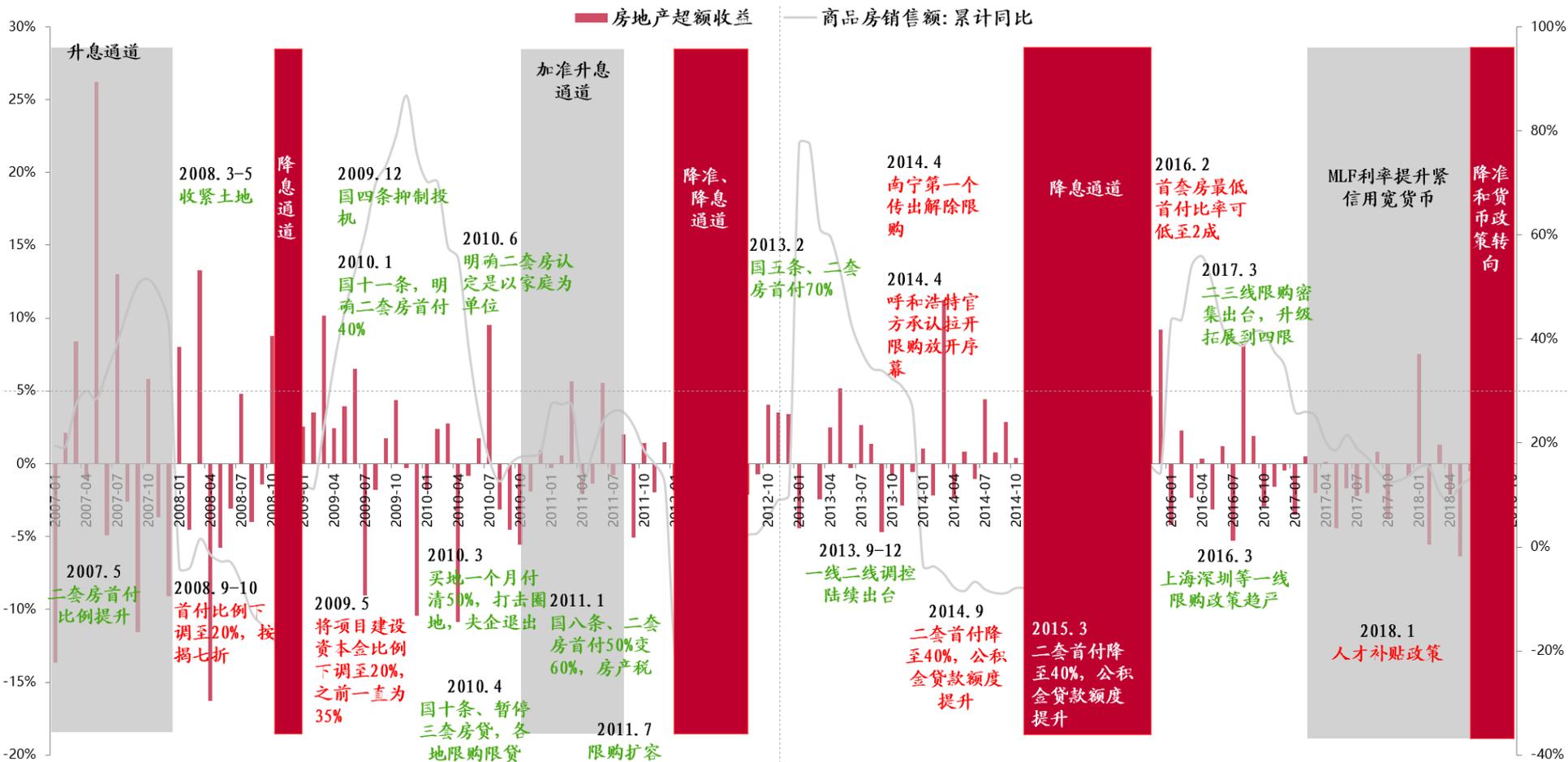
五、展望存量时代：

- 公募REITs——
- 物业管理——

六、推荐标的

## 4.1、大行情的演绎逻辑：把握政策与基本面拐点

- 大行情逻辑演绎：经济已下行一段时间——政策或货币放松——行情随之启动——稍后行业销量见底回升——投资上行，经济逐步企稳回升——房价上行压力加剧，政策收紧预期渐浓——行情提前结束——销量增速上行一段时间后见顶回落。由此得出大行情发动必要条件：**经济已下行；政策或流动性放松；销量见底回升。**



## 4.2、历次板块行情均由政策或流动性放松发动

图：板块3次大行情梳理

行情	时间段	板块表现	宏观	政策	资金	行业	主题
第一波	2008.11-2009.7	203.10%	GDP: 2008年期持续下滑至2009年Q1企稳上行 房地产投资: 2008年持续下滑、2009年个位数增长随后上行 基建: 地产下行期间发力对冲, 至2009年7月见顶下行	2008.10、2008.12 <b>放</b> <b>松限贷</b> 2009.12“国四条”抑制购房投机	2008年Q4 <b>四次降息、两次降准</b>	量: 2008.11见底 2009.11见顶 价: 2008年12月环比涨幅见底 2009年12月环比涨幅见顶	四万亿
第二波	2012.1-2012.5	34.90%	GDP: 2010年Q2以来期持续下行至2012年Q2企稳 房地产投资: 2011年Q2持续下行至2012年Q3企稳上行 基建: 自2012年Q2开始上行	自2011年底多地尝试微调松动, 但并未成功	2011年底降准 2012年两次 <b>降准、两次降息</b>	量: 2011年Q3短暂回升, 后持续下行(负增长) 2012年2月底见底上行(三四线牛市) 价: 2011年5月起环比涨幅持续收窄(中间负增长), 2012年Q3企稳缓步上升	成长为王
	2012.10-2013.1	34.60%					
第三波	2014.3-2014.10月上旬	38.90%	GDP: 经济继续回落 房地产投资: 加速回落 基建: 高位平稳下行对冲	2014.6起各地逐步 <b>退出限购</b> 2014年930规定: 认贷不认房, <b>下调首套房贷利率</b>	一次 <b>降准</b> 房企再融资重启	量: 2013年Q4继续回落 价: 2014年5月起环比持续负增长	大牛市、 转型创新
	2014.11-2015.6月上旬	155.90%					

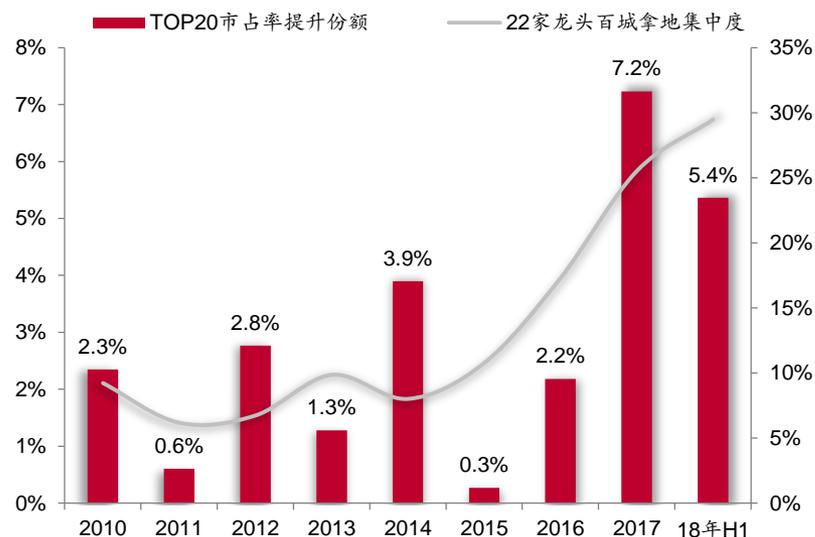
### 4.3、今年以来政策仍从严，对估值产生压制

- 经过2017年由行业集中度跳增引发的龙头个股行情后，2018年板块行情回归 $\beta$ 主导，尽管资金面的改善、销售利润率的潜在筑底预期为板块估值提供了防御，但在 $\beta$ 主导的行情下，进攻的信号仍需等待政策的拐点。因此，基于前文政策面的判断，我们认为压制板块的因素基本已经触底。

图：2017年龙头股行情看 $\alpha$ ，2018年看 $\beta$

时间	2017年	2018年H1
板块涨幅	0.12%	-22%
万科涨幅	56%	-25%
保利涨幅	60%	-19%
行业销售增速	7.70%	3.30%
万科销量增速	30%	8.90%
保利销量增速	40%	38%

图：今年以来市占率提升份额同比收窄

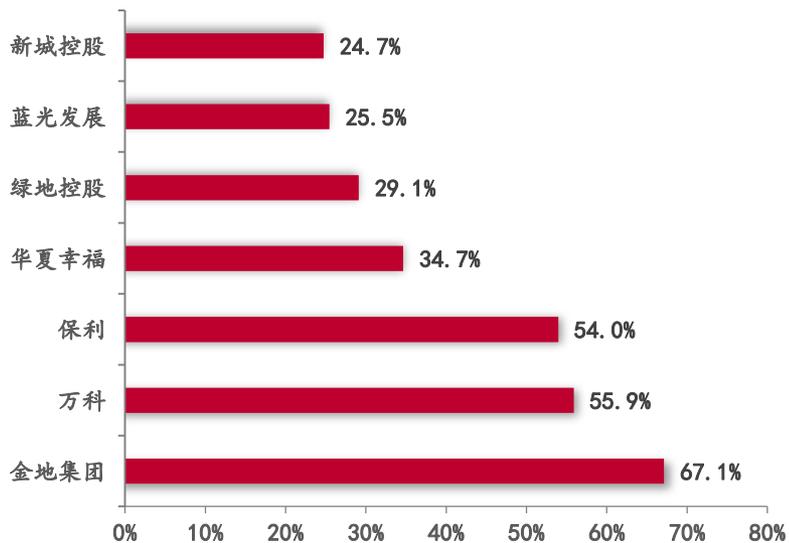


## 4.4、标的筛选

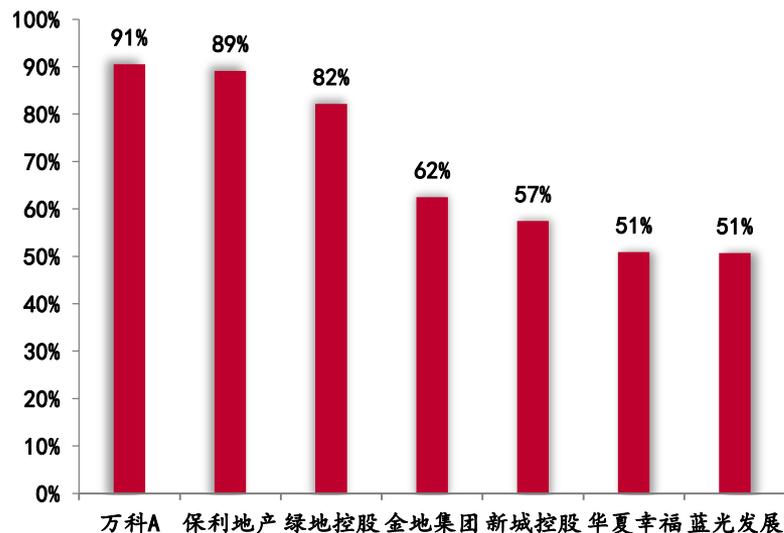
在经济周期与行业周期均处于下行通道的环境下，我们对行业的判断是明年上半年基本面会探底，反映到公司层面则是分化加剧与行业整合。在此背景下，我们对于标的选择更为审慎，会从土储、负债与融资、管控、毛利率、业绩确定性等多个维度评估房企表现，并给出分时段的投资建议。

- **土储：龙头一二线占比较高，成长型房企去化压力较大。**从前三季度看，一二线为主房企销售回款率较好，三四线城市去化压力较大，考虑到19年上半年基本面继续下行为大概率事件，三四线城市去化也将面临较大压力。

图：主流房企2018年新增土储一二线城市占比



图：主流房企2018年前三季度回款率情况

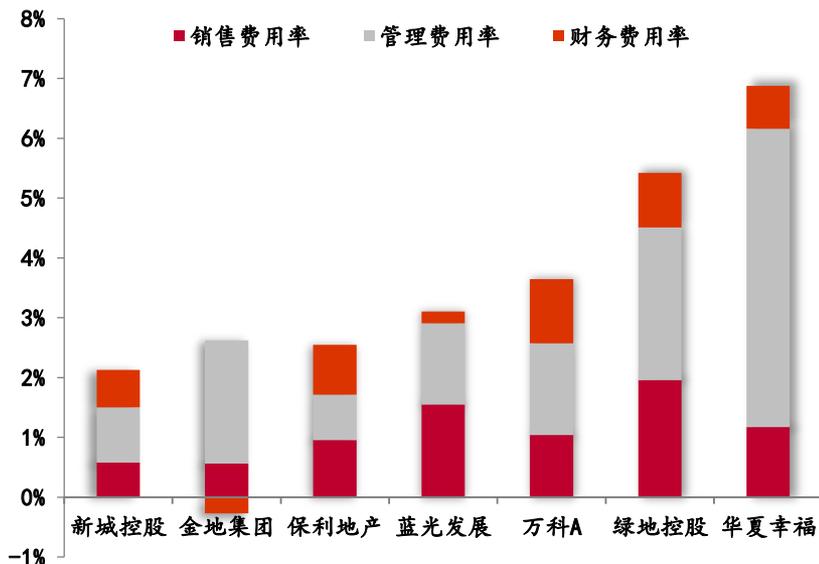


## 4.4、标的筛选

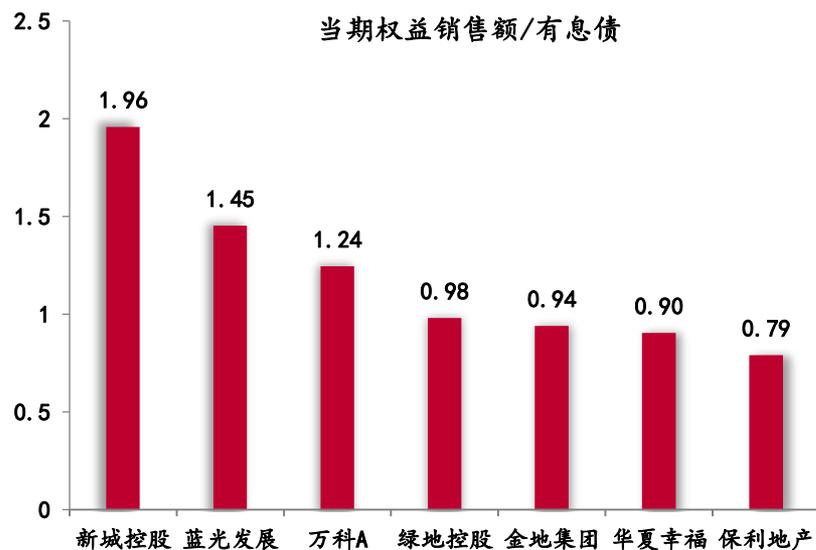
➤ 管控：公司间分化与规模无关，看好管控优良且资源利用率高的房企。

三费角度看，成长弹性好的一线房企，没有因为快速扩张规模放松管控，如新城控股、金地集团等费用控制位居前列。我们认为行业在经历价值重估后，粗狂模式的赚钱效应逐步萎缩，在毛利率开始低于30%，净利率低于10%的时代，强管控会是公司的核心竞争力。

图：主流房企2018年前三季度三费情况



图：主流房企2018年前三季度“负债利用率”情况



我们用当期权益销售额/有息债测试房企的杠杆有没有加到实处，从结果看，高杠杆房企不等于有与之匹配的销售额，新城控股杠杆在房企中不算高但由“负债”转换成销售额效率最高。需要注意一点，转换率低不代表价值低，房企销售受推盘节奏影响较大；同时，资源型房企不依赖高周转，转化率虽不高但业绩表现优异。

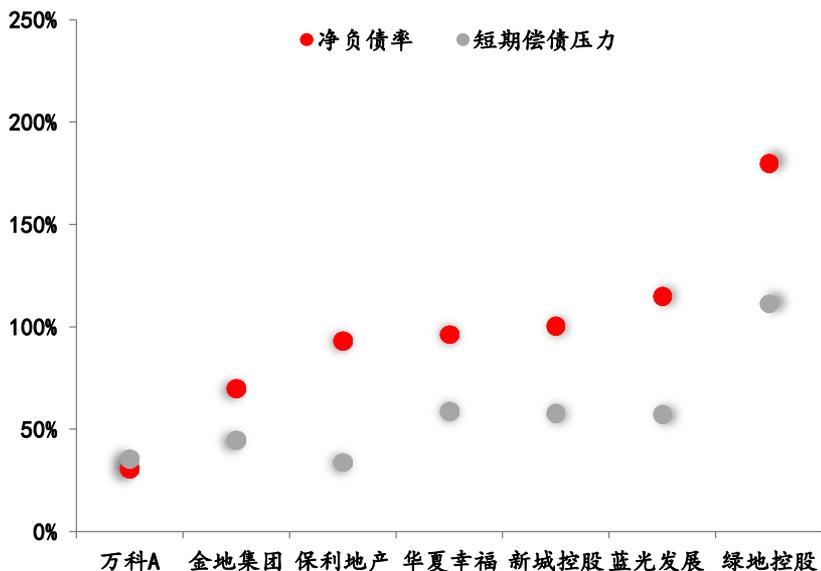
## 4.4、标的筛选

➤ 负债与融资：龙头及一二线为主的资源房企较为稳健。

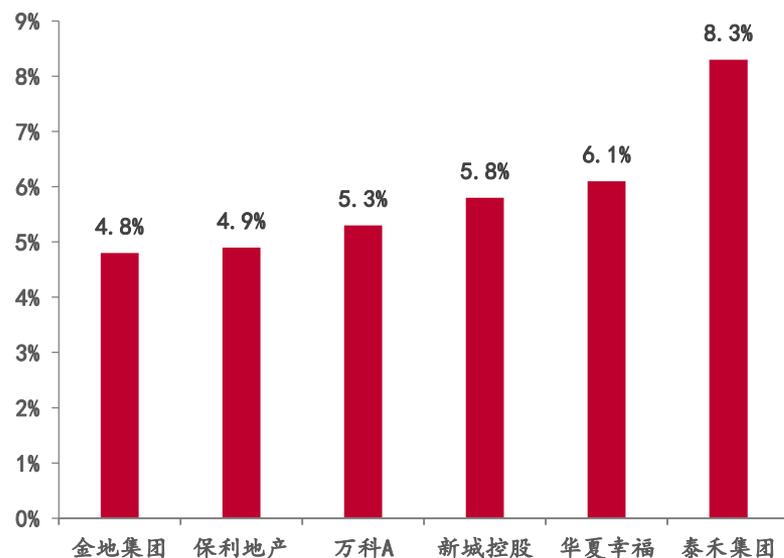
整体而言行业杠杆处在较高的水平，龙头房企优势较为明显，从净负债、偿债压力及融资成本多个方面保持行业领先水平，而这在基本面衰退期有更高的安全边际。

我们预计，成长性房企在19年将面临融资难、成本高，回款率低与还债高峰等多重压力。但在度过19年初的基本面底与政策底后，会更大反弹空间。

图：主流房企2018年前三季度负债与现金压力情况



图：主流房企2018H1平均融资成本



## 4.4、标的筛选

### ➤ 毛利率：19年销售毛利率整体下行，一二线有触底回升的空间。

我们判断，19年一二线新房售价将维稳，随着后续政策放松，在Q4有上升空间；三四线新房去化压力较大，售价有较大概率回调，短期内难以反弹。为此，一二线资源房企销售毛利率在19年将率先迎来回暖，而三四线资源房企销售毛利率修复期，则要等基本面的彻底改善。

### ➤ 业绩：一二线资源房企有更强的抗风险能力，三四线房企弹性空间更大。

业绩层面，一二线资源房企较三四线有更好的稳定性。从情景测试看，一二线房企盈利增速18年的35%左右降至19年的接近30%；三四线房企业绩18年至19年分别为42%，降至10%-15%左右。

图：一二线资源房企业绩波动较小，三四线房企调整较大

关键假设	情形	具体假设	公司	盈利增长	
				2018	2019
销售毛利率	基准情形	销售毛利率于18年Q4下行，19年为接近14年底部	一二线房企	34.60%	28.90%
			三四线房企	42.10%	14.20%
	悲观情形	销售毛利率于18年Q4下行，19年跌破14年底部水平	一二线房企	34.50%	27.50%
			三四线房企	42.00%	10.50%

## 4.4、标的筛选

### 投资建议

行业层面，无论从大小周期看，当前房地产市场均处在一个下行阶段，我们预计2019年的销售增速、投资、新开工等指标都会有较为明显的下行。政策方面，迫于宏观经济与行业下行压力，下半年调控并未加深，而是以“稳”为主，多地频现边际宽松迹象，已接近底部；11月按揭利率同比持平，结束22月连涨，或已见顶，多方面积极因素均在酝酿，但需要注意此时为政策调整期，不确定性的增强会导致板块波动大。我们认为：公司层面，土储、融资、管理、抗风险等诸多方面进一步向头部倾斜；而对于成长型房企，则成为一个分水岭。

### 配置组合

- **行业龙头**：集中度进一步提升下的龙头，往往有更高的一二线土储占比，当前环境下，对去化有较为强力的支撑，安全边际较高，推荐：万科A、保利地产。
- **优质一线**：对于成长型一线房企，我们认为在基本面与政策面接近底部的背景下，挑选要更为严苛，推荐管控高效、杠杆合理、财务健康，兼具弹性与防守的标的，如：新城控股。
- **存量市场**：房地产后端市场为一片蓝海，有稳定现金流的物业管理行业与REITs具有抗周期波动能力，看好：光大嘉宝、绿城服务。

# 目录

一、基本面

二、政策面

三、公司面

四、板块投资机会

五、展望存量时代：

- 公募REITs——
- 物业管理——

六、推荐标的

## 5.1 REITs：一种高收益、低风险、低相关性的大类资产

- REITs (Real Estate Investment Trusts) 不动产投资信托基金，是一种通过发行收益凭证汇集多数投资者的资金，交由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益，按比例分配给投资者的一种信托基金。

表：REITs定义及特点解析

定义拆分	要点诠释	特点解析
基础资产	不动产或其衍生抵押证券	不动产抗风险较强，与其他大类资产相关性小
收入来源	房地产物业的租金收入	收益稳定，而且能享受物业增值的红利
收入分派	高比例（通常为90%以上）的收入分派规定	投资者能获得稳定的即期收入
税收政策	一般有专项税收优惠（避免多环节双向征税）	让产品拥有较高的收益率
管理模式	专业管理团队及严格负债管制	产品风险得到降低
交易结构	基于公募的公司型或信托型	透明度高，流动性好

资料来源：中泰证券研究所

- REITs的主要投资对象是各类物业，主要收入来源是房地产的租金及房屋增值收益。因此，REITs兼具不动产属性（物业增值）与金融属性（由租金产生的派息），基于其基本属性，我们认为REITs同时具有高收益、低风险、低相关性与低波动这四个特点。

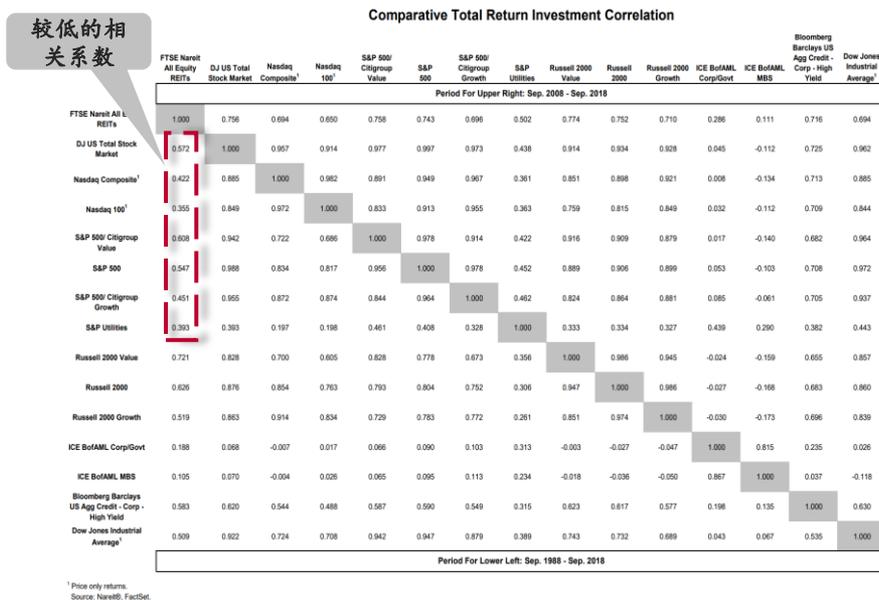
## 5.2 REITs特点——高收益、低相关性、低波动、低风险

- **REITs非常适合长期持有、中短期持有也有不错回报率：**拉长周期看，1972-2018年间，占比超过90%的权益类REITs实现了11.7%的CAGR领先其余指数。中短期下，近年美股的爆发行情并未惠及到REITs。即便如此，以权益REITs与标普500对比，美股10年长牛间REITs收益率并没有落下，在3年及15年期的回报率方面与其他股指非常接近。
- **低相关性：**REITs与其余大类资产的相关性性对较低，可以帮助分散组合风险。1988年-2018年，REITs股票与道琼斯的相关性为0.57、纳斯达克为0.42、标普500为0.61，整体相关性较低，有利于分散投资组合风险。

图：不同时间跨度下各指数年均回报率

	All REITs	All Equity REITs	S&P 500	Russell 2000	NASDAQ Composite	Dow Jones Industrial Average
2018YTD	1.8	1.78	10.56	11.51	17.48	8.83
1-Year	4.22	4.31	17.91	15.24	25.17	20.76
3-Year	9.53	9.84	9.81	9.38	9.88	8.36
5-Year	9.66	9.57	13.95	11.07	17.72	14.57
10-Year	8.06	7.77	11.97	11.11	15.72	12.22
15-Year	9.09	9.63	9.65	10.12	10.55	9.97
20-Year	9.69	10.11	7.42	9.45	8.1	8.78
25-Year	9.53	9.84	9.81	9.38	9.88	8.36

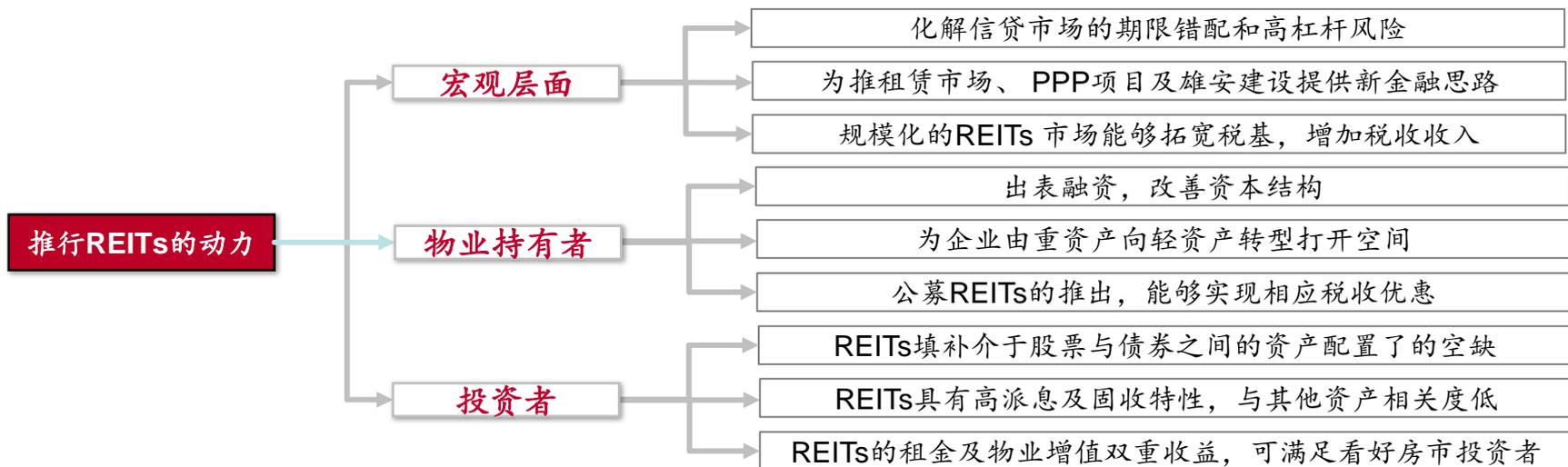
图：1988-2018年美股投资回报相关性比较



## 5.3 国内REITs探索之路——为什么推行REITs呼声高涨

- 宏观方面，REITs对于降杠杆、引导发展租赁市场及推行PPP项目都是非常有效的解决方案，政府对REITs推进有较强的诉求。
- 对于物业持有者，REITs在当前环境下打开融资渠道的作用不容忽视；同时，也是给重资产持有经营方一个难得的转型轻资产加快周转的退出渠道。
- 对机构投资者来说，REITs风险与收益大体介于股票和债券之间，能较大的缓解资本市场“资产荒”局面；同时，看好房地产市场的个人投资者也可以不用直接配置房产，借投资REITs来分享物业增值的红利。

图：REITs在国内市场推行的驱动力



## 5.3 国内REITs探索之路——类REITs距离公募REITs有多远

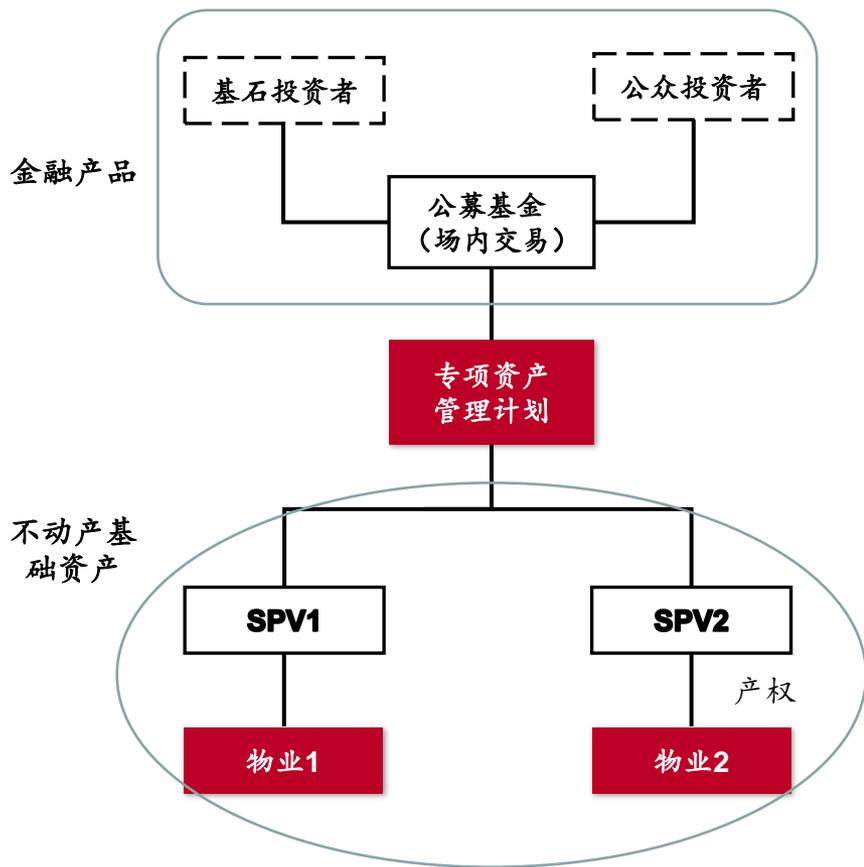
图：国内类REITs产品与国际主流公募REITs制度与架构对比

	类REITs	公募REITs
组织形式	混合、偏债属性	权益属性
产品结构	专项计划	信托基金或投资公司
负债与抵押	优先级、次级	平层
流动性	场外市场、最低门槛100万元	公开市场、交易门槛1000股
投资者限制	不超过200人	不限
期限	一般三年设置开放期	永续
增信措施	差额补足、流动性支持	少数有增信
分红制度	优先级固定收益	强制分红比例
投资者收益	优先级固定、次级靠增值	分红和资本增值
税收制度	无税收优惠	一般分红可抵扣所得税
管理模式	被动管理、重现金流归集	主动管理、重业绩

- 截至目前国内发行的大多数类REITs，总体而言是仍是一个私募范畴、偏债性的产品。在组织形式、产品结构、期限、增信、分配方式等方面，与公募REITs比较仍有差别。在这些差异中，有一些属于公募REITs规则出台一般即可以解决，如流动性、期限、投资者人数、分配等，但有些不仅仅是受规则的影响，而更多需要市场的不断演进和发展，如结构化安排，收益率定价，主动管理机制与能力等。

## 5.3 国内REITs探索之路——国内标准化公募REITs的展望

图：国内标准化REITs可能的“公募+ABS”架构



### ➤ 国内未来可能的标准化REITs——“公募基金+ABS”模式架构

我们认为，北大光华提出的“公募基金+ABS”模式，是当前环境下最为适合成为国内标准化REITs尝试的组织架构。相比于公司型严苛的上市条件，契约型信托基金会是一个高效方案。因为该模式下法律阻碍小，借用现有的基金及ABS相关已有制度，减少立法阻力与政策制定过程中的争议。

### ➤ 对于未来公募REITs的发展建议

- ✓ 突出公募REITs的不动产属性
- ✓ 鼓励发起设立权益型REITs
- ✓ 打破公募基金“双十原则”限制
- ✓ 设计相应扩募和自动续期机制

资料来源：北大光华《中国公募REITs发展白皮书》

# 目录

一、基本面

二、政策面

三、公司面

四、板块投资机会

五、展望存量时代：

- 公募REITs——
- 物业管理——

六、推荐标的

## 6.1 物业管理——房地产行业后端的蓝海市场

**房地产市场后端市场为价值洼地：**与前端市场整体已经接近饱和相反，我们认为行业在进入存量持有环节后，后端的物业服务将具有广阔前景。

### ➤ 物业在管面积持续扩张：房屋持续竣工与物业管理服务渗透率的提升。

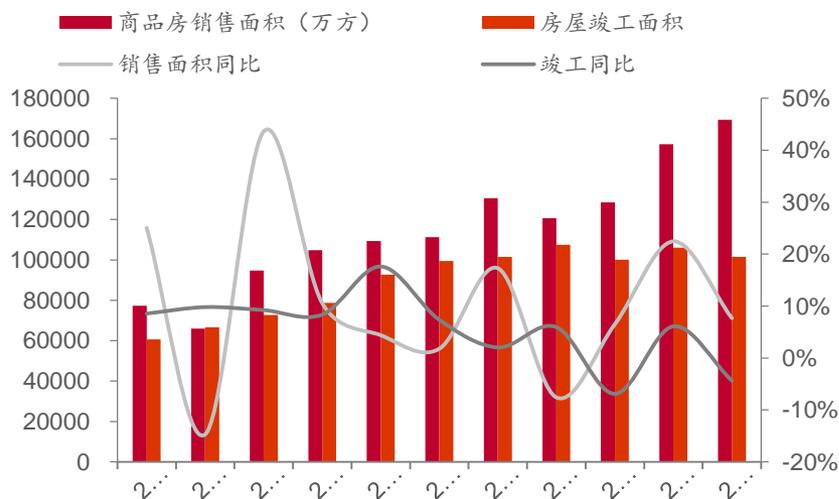
短期看，未来3-5年的竣工体量依然能够维持升高于10亿方规模，由于房屋竣工滞后销售1.5-3年，自15年开始的商品房销售与竣工面积差额不断扩大，竣工面积作为滞后指标在未来将于近几年的火爆销售相呼应。

长期看，虽然城镇化率有所放缓，但国内城镇化率依然有近20%的空间，加上改善及房屋更新的需求；同时参考欧美及日本等发达国家经验，经济水平提高有带来独居率上升倾向，据国家统计局数据，国内独居户（一人户）比例从1998年的5.89%提升至2016年的14.08%，发达国家的独居率普遍在三四成之间甚至更高，这部分需求也将对冲人口红利流失。

图：中国物业管理公司收费管理面积（亿方）



图：商品房销售及竣工面积（万方）与增速



## 6.1 物业管理——后端市场仍处价值洼地

➤ 单位面积物业管理费处上升通道：收入增长及人口结构变化带来的消费升级。

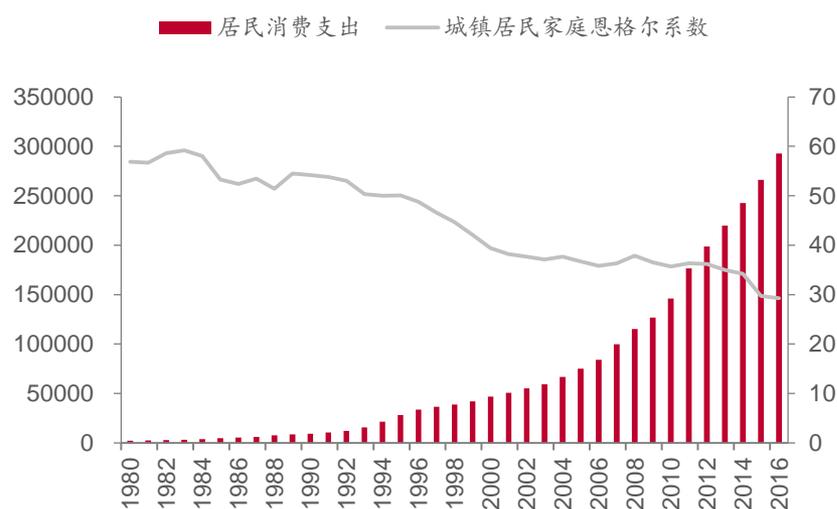
**人均收入稳步增长：**我国人均GDP与居民可支配收入保持了长期高增长，1999年至2017年可支配收入CAGR为10.69%。随着收入不断提升，生活必需品开销占比逐渐下降，转而追求品质与服务型消费，进入消费升级时代的住房需求倾向提升可拆分为对住房面积和居住品质服务的需求。

**套均面积与售价不断提升：**据统计局数据，住房竣工套数从2000年的214万套增至2016年的746万套，套均面积由93平增至104平；商品房住宅销售均价从2006年的3119元/平上升到2017年的7614元/平。

图：人均GDP及收入（元）与收入增长稳定



图：居民消费支出增长较快、恩格尔系数持续走低



**改善型需求增多对冲刚需减少：**据联合国观测预计，2021年后，国内35-49岁人口增多，20-34岁人口减少，在2030年左右分别到达顶峰和谷底，随后开始收窄，至2040年前后两者数值趋同。换句话说，自2018年起改善型需求逐渐占据市场主导地位，那么对增量置业的物业水平将会有更高标准期待。

## 6.2 行业空间测算——未来5年市场规模超1.2万亿

### ► 未来行业规模测算

物业管理行业主要分基础服务业务与增值业务，增值服务处于发展初期难以量化估算，但从收入占比看逐年提升，我们保守给予其近三年的平均增速20%为未来5年期间，增值收入对应总收入的占比。对于在管面积的测算，我们从存量渗透率提升与新建住房竣工两个维度去分析，对于单位面积管理费，我们结合不同业态的历史管理费水平及行业发展现状与趋势去预判。

表：物业管理行业市场规模测算

指标	住宅	商业	办公	其他
预计各业态占比	71.52%	6.28%	8.83%	13.38%
增量总在管面积	50			
增量分业态面积	35.76	3.14	4.41	6.69
各业态单位面积均价	2.28	7.01	7.88	4.25
基础业务 各业态市场规模	979.78	263.87	417.15	340.92
新增市场规模	2002			
存量市场规模	8103			
截至2022年市场规模	10105			
增值业务 截至2022年市场规模	2021			
截至2022年物业管理市场总规模	12126			

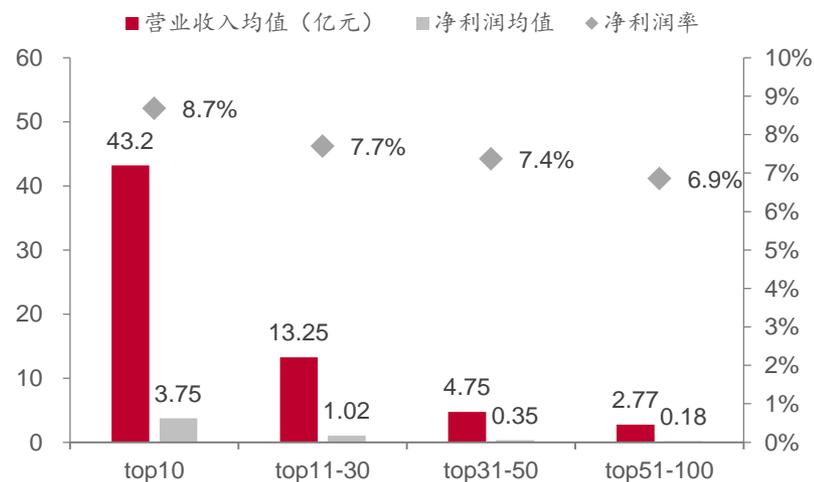
我们预计未来5年各业态的房屋带来的在管面积增量市场规模约为2002亿，加上截至2017年底的存量在管面积市场规模8103亿，那么截至2022年，基础服务业务的市场规模将达到10105亿，再加上保守估计的增值业务部分给予20%的占比，物业管理行业总体市场规模在2022年将达到12126亿。

## 6.3 行业发展现状与趋势——集中度加速提升、企业分化加剧

### ► 集中度加速提升、企业分化加剧

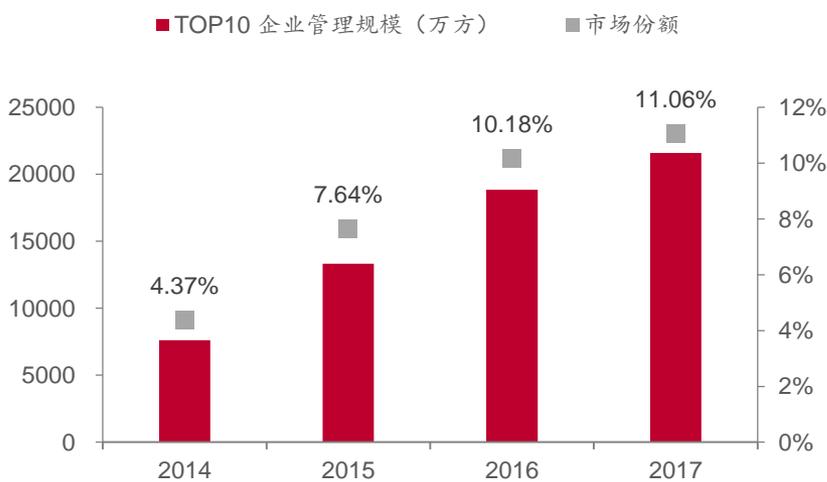
规模越大的企业，营收利润增速及净利润率越高：从龙头企业营收、业绩及利润率与行业均值的差距不断增大可以看出，企业间分化正在加剧，优胜劣汰推动行业并购整合，结果是龙头市占率进一步提升。

图：2017年TOP100营收业绩（亿元）利润率情况



资料来源：2016-2018中国物业服务百强企业研究报告

图：2012-2016年行业企业数量



资料来源：2016-2018中国物业服务百强企业研究报告

预计未来行业集中度会继续提升、龙头优势固化：我们认为有以下三点理由。

- ✓ 开发企业集中度提升背景下，对关联物业企业的项目支持带来的传导效应。
- ✓ 资本市场推动行业整合，龙头企业展开同业及产业链上下游的并购。
- ✓ 未来存量物业主导的市场竞争中，高品质与多元化服务是核心竞争力，龙头企业的品牌溢价与品牌输出筑高行业壁垒，迫使行业整合提速。

## 6.4 物业管理行业展望——潮平两岸阔，风正一帆悬

### ➤ 总结下我们对行业和公司未来的判断：

行业层面，我们认为其发展路线可从基础物业服务 and 增值服务两方面看。增值服务会伴随行业龙头普遍平台化战略在广度与深度两方面持续发展，基础物业服务发展会经历三个阶段：量增价平、量平价涨、最后价格走向市场化。

- 当前为基础物业服务的第一阶段，表现为量增价平，房屋销售及竣工增量增速还未见顶，即将迎来峰值，而价格方面由于前期物业服务合同在大多数地方依旧接受指导价调控，叠加合同履行过程中提价难的因素，短期内管理服务费用难以明显提升；
- 第二阶段为量平价涨，每年竣工面积会保持一个稳定体量缓慢下行，价格方面，我们认为服务质量在提升但价格不变不符合市场规律，随着物业管理行业市场的指导价开放，企业在定价方面也会有一定的主导权；
- 第三阶段为存量市场下的价格市场化，增量在管面积持续减少，企业以争夺存量物业经营权为主，服务性质的物业管理行业比拼价格的同时，物业管理企业通过长期服务建立的品牌知名度及美誉度，决定了它在市场竞争中报价与行业地位，不同体量企业之间物业管理费差距会因服务品质而被拉大。

企业层面，未来主线是市场集中度提升，最终行业龙头市占率超过开发企业市占率水平进入寡头时代。

- 龙头优势正在不断强化：在管面积看，有开发商背景企业会直接对接兄弟企业开发项目，未来增量物业管理面积绝大部分会落在这一部分行业龙头手里；物业管理费水平看，优质企业有一定的品牌溢价，而这大多都是其开发企业前期在业内奠定的基础；增值服务看，行业龙头的大盘项目，通过标准化、智能化的O2O平台扩大客源，能享受规模效应的同时，也能降低成本。

# 目录

一、基本面

二、政策面

三、公司面

四、板块投资机会

五、展望存量时代：

- 公募REITs——
- 物业管理——

六、推荐标的

图：主要推荐标的一览

公司	股价	市值	销售额(亿元)		EPS (元)			PE			股息率 (18E)	NAV (元/股)	折价
	(元)	(亿元)	17A	18E	17A	18E	19E	17A	18E	19E			
万科	23.44	2613	5299	6100	2.54	3.23	4.13	9.23	7.27	5.68	4.1%	35.40	-33.8%
保利地产	11.75	1405	3092	4000	1.32	1.70	2.17	8.90	6.91	5.41	4.1%	20.99	-44.0%
新城控股	23.40	528	1260	2000	2.71	4.69	6.69	8.63	4.99	3.50	6.2%	34.30	-31.8%
华夏幸福	25.08	753	1522	1700	2.83	3.94	5.10	8.86	6.37	4.92	3.6%	36.43	-31.2%

## 风险提示

- **政府对经济下行容忍度超预期。**当前宏观经济面临下行压力，在经济不景气情况下，往往会选择放松调控来让地产产业链带动经济复苏。但当下调控基调已经出现改变，从打压变为求稳。因此，此轮周期调控放松时间与力度，或会低于以往依赖地产托底经济时期；既政策松动低于预期，行业基本面修复期延后。
- **流动性改善不及预期。**行业供需两端对资金环境较为敏感，当前流动性有逐渐改善趋势，我们看到房企发债有所放开，融资利率下行，需求端按揭利率也结束了连续22个月的上行，支撑了行业基本面在明年可能到来的政策放松后的回暖。但从历史数据看，目前利率水平并不算在高位，不排除流动性维持，或有边际收紧可能。
- **三四线城市销售下滑超预期。**这几年三四线城市销售火爆，一定程度上延长了这轮调控下基本面下行的周期；但随着棚改缩量，需求被透支，加之杠杆推高的房价，18年Q4三四线城市去化压力已经有所现，不排除明年上半年三四线城市去化压力进一步加大的可能。

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

# 谢谢!

## 中泰地产团队

首席分析师：倪一琛  
**S0740517100003**  
**niyc@r.qlzq.com.cn**

研究助理：王洪岩  
**wanghy@r.qlzq.com.cn**