

## 【华泰地产陈慎团队】

### 春季北上深“千亿房企”纪要大礼包！

2019年开年一个月以来，华泰地产团队连续组织了珠三角、长三角、环渤海区域市场联合调研，一共拜访13家龙头房企和2家区域经纪公司，记录了我们开年勤奋的脚印！现将纪要打包集中奉上，助您在最短时间内掌握房地产行业最新动向！

龙头房企：碧桂园、万科、融创中国、保利地产、绿地控股、新城控股、招商蛇口、华夏幸福、阳光城、金地集团、中南建设、首开股份、金融街

核心城市：上海、深圳

欢迎联系华泰证券房地产研究团队

交流行业最新观点

陈慎 13817345646

韩笑 18518481815

林正衡 18516388591

## 【华泰地产】2019 开年“千亿房企”珠三角站及深圳链家调研纪要

陈慎 13817345646 / 韩笑 18518481815 / 林正衡 18516388591

如往年一样，我们团队在开年之际启动“千亿房企”调研行，第一站拜访了“珠三角”区域几大龙头房企，在集中度愈发提高的当下，龙头房企对于行业的观点也显得更加重要，尤其在于对去年的总结以及对 2019 年的规划，我们此次是连续第三年“千亿房企”调研，也让我们得以对每年公司的观点和数据进行跟踪。

### 2018 年先扬后抑，1-2 月份市场去化有压力

2018 年整体以 8 月份为拐点，市场出现冷却，表现为去化率明显下降，但是 12 月份又开始去化率重新回升，主要原因为年末加大了推货量以及优惠折扣营销力度。分结构来看，三四线城市去化率水平还是要高于一二线城市，但是从去年三四季度来看，三四线城市去化率同比降幅是要高于一二线城市的。

头部房企普遍反映 2019 年 1-2 月份去化不太理想，主要原因在于：1、很多房企 2017 年末销售存余在 2018 年 1 月集中释放，导致 2018 年同期基数较高。而 2019 销售预期相对谨慎，2018 年末销售存余释放相对平缓；2、2018 年 1 月为完整的销售周期，2019 年 1 月实际销售周期 3 周左右，受春节假期的影响明显，且春节返乡置业需求明显转冷；3、1 月折扣力度相比去年 12 月有所减少。春节假期期间，房企反映虽然没有量化数据，但感受上返乡置业的需求确实在转冷。

去化率的持续下行是一种压力，但需求依然存在，有房企监测到去年四季度以来开盘盘均到访量有所上升，说明需求观望情绪加强，只是决策周期再拉长，往往当月开盘去化不理想，但是次月和再次月的续销情况会不错。综合考虑多个因素，龙头房企认为 3 月份的销售对于全年更有参照意义。

### 2019 年整体谨慎期待边际改善，销售目标增速普遍下调

龙头房企普遍认为调控政策会延续去年的基调，但是部分政策存在边际改善的空间。尤其从去年四季度开始，部分华南地区能观察到限价等政策有所放松，预售证获取上有所改善。结构上龙头房企普遍反映相对看好一二线城市，很多一二线城市已经经历了 2-3 年的调整周期，已经逐步见底。

在这样的基调下，龙头房企对 2019 年增速预期较为谨慎，2000 亿以上规模的房企预期降至 10%及以下，而 2000 亿以下的房企相对弹性更高，能保持 15-20%左右的增速预期。我们统计的 5 家房企合计增速从 2018 年的 25%，回落至 2019 年的 8%左右。

### 开工节奏趋于均衡，竣工保持平稳

开工竣工方面，龙头房企普遍表示开工和推货的进度取决于销售进展，但不会收缩开工，因为预期 2019 年去化率下滑，保障销售不下滑的情况下意味着开工和推货还是有规模的要求。由于三四季度如果新开工占比较高的话，面对市场调整往往会更加被动，所以房企希望上下半年推货更加均衡一些，所以预计上半年推货还是能保持一定节奏。

竣工方面，市场普遍关心统计局数据新开工和竣工增速的差异，但是从龙头房企角度，每年

竣工面积增速保持平稳增长，而且项目销售到竣工验收的工程节点较为紧张，延迟交楼的滞纳金惩罚较为严重，一般不存在刻意降低竣工节奏的现象。但是从统计口径而言，确实存在开工数据口径较为宽松，而竣工面积口径较为严格的可能性。

### **融资持续改善，拿地灵活拓展**

龙头房企表示去年以来的流动性宽松也为融资带来改善，由于都是头部企业，中票和公司债发行难度都不大，主要体现在融资成本上，尤其去年四季度以来，开发贷、公司债的融资成本都比年中下降。而境外发债的成本也趋于下行，已经和境内发债接近。

2019 年房企拿地相对灵活，目前并没有明确的投资规划，投放额度和区域布局取决于市场表现，如果销售回款补偿，会调整拿地力度。一般龙头房企土地拓展的立项标准会考虑 IRR 和利润率，12-15%是比较合理的目标，也有公司因为市场预期谨慎，将 IRR 标准上调。结构上，房企表示会继续关注一二线城市和都市圈三四线城市。

### **2019 年更注重运营和现金流管理，多元化业务为新增长埋伏笔**

2019 年考虑到规模增速的下调，龙头房企普遍表示会更加注重运营和现金流管理，强化对销售人员的现金回款考核。跟投机制仍会延续，尤其央企在推进跟投机制后，存货周转率方面有所提升，国企和民企之间的员工激励机制正在缩小。架构上，金地和招商近期有所变化，金地从原投资运营部门分拆出运营部门，强化产业园、公寓、购物中心等运营管理工作，招商蛇口将原有 5 大区域调整为 9 大战区，引入市场化竞争和考核。

行业增速面临回落压力下，龙头房企普遍考虑多元化业务拓展。碧桂园发展重点为“农业、机器人”，机器人未来有望服务内部项目；万科已经在商业办公、物流、长租公寓、物业等多元产业进行长时间布局；保利地产“两翼”战略覆盖社区消费和房地产金融。这些业务在相当一段时间内可能都是净支出，但是是这些龙头房企未来非常重要的潜在增长点。

# 碧桂园调研纪要

2019年2月19日

## 【基础信息】

**销售回款：**2018年1-12月公司实现权益销售金额5018.8亿元，同比增长31.25%。实现权益销售面积5416万平，同比增长23.06%。合约单价0.93万元/平，同比增长6.7%。2019年1月实现权益销售金额330.7亿元，权益销售面积382万平。克尔瑞的数据显示，碧桂园2018年全口径销售额7287亿元，同比增长32.3%，累计销售面积7.73亿平，同比增长27.4%。

**拿地土储：**截至2018年6月底，土地储备总建筑面积约为3.64亿平方米，其中75%分布于广东省以外（包括江苏、安徽、湖南等地）。按发展阶段划分，约45%在建，23%已经预售。权益土地储备总建筑面积约为2.30亿平方米。克尔瑞数据显示，2018年公司新增土地总建筑面积3004万平，同比减少28.70%。总地价为1607亿元，同比减少52.37%。

**负债融资：**2018年6月末有息负债总额2939亿元，净借贷比率59%，较2017年末提升2.1pct。截至目前，存量债券美元债余额63.75亿美元，境内债余额178.07亿元。2019-2021存量债券到期规模分别为2.5亿美元、9亿美元+43.1亿元、7.5亿美元+59.5亿元。2018年以来发行4只美元企业债，1只人民币企业债和2只人民币资产支持证券，募资27.75亿美元+26.67亿元，票面利率为5.125%-8%。

**业绩：**2018上半年实现营业收入1318.9亿元，同比增长69.7%。其中物业开发销售占比96.2%，建筑及其他业务（物业投资、物业管理、酒店及其他）占比3.8%。实现归母净利润129.4亿元、归母核心净利129.5亿元，同比增长72.5%、80.2%。

## 【细节信息】

**1月销售实际同比降幅28%左右，高基数和假期效应影响。**剔除销售口径的影响，公司2019年1月权益销售金额实际同比增速在-28%左右。增速放缓的原因在于（1）2018全年销售预期相对乐观，2017年末销售存余在2018年1月集中释放，导致2018同期基数较高。而2019销售预期相对谨慎，2018年末销售存余释放相对平缓；（2）2018年1月为完整的销售周期，2019年1月实际销售周期3周左右，受春节假期的影响明显，且春节返乡置业需求明显转冷；（3）受假期影响，2019年初推货力度相对不足。

**2019预计去化率60-65%，全年销售增速0-10%。**2018全年可售货值累计去化率70%左右，且下半年以来基本维持70%左右的去化水平。11月以来每周全新开盘、货值1亿以上、蓄客时间相对较长的重点项目去化率70%左右，相比之前80%的高位水平有所回落。去化率的绝对表现来看，三四线依然高于一二线。相对表现来看，三四线去化率同比降幅高于一二线城市。从区域表现来看，长三角热度下降明显，华南地区项目相对抗跌。预计2019年去化率降至2014年60-65%左右水平（历史最低去化率60%左右）。全年可售货值总量充裕（2018年滚存货值1500亿左右），具体推盘节奏取决于19年销售和结转目标。预计2019年销售增速实现正增长，在0-10%之间，不会超出市场预期。

**土储分布趋于均衡，权益比 60-70%。**2019 拿地计划预计 1500-2000 亿元，具体投放额度和区域布局取决于市场销售表现。公司潜在锁定资源充分，如有需要可以将潜在土地储备转化为正式的土地储备。公司当前土地储备一二线、三四线面积占比为 40%：60%，货值占比为 50%：50%，总体布局较为均衡。2019 推货结构同储备结构基本保持一致，如果一二线城市销售表现较好，未来相应推货占比或有所提升。公司土储权益比 60-70%之间，预计 19 年拿地的权益比会继续降低。考虑到合作方回款率不高，绝大部分合作项目由公司操盘。

**财务延续稳健，短期负债压力不大。**随着流动性趋于实质性宽松，公司境外融资成本下降比较明显，目前跟境内成本基本持平。公司计划 2 年内获取标普或穆迪的投资评级，多获取一个评级，预计融资成本可以下降 100bp 左右。2019 年只有 17 亿人民币的美元债到期，境内不能续期的存量债券规模共计 70 亿左右，目前可用融资额度 100 亿左右。2019 年经营现金流净额预计继续为正，同时继续坚守净借贷比率 70%的红线。

**部分地区限价松动，同时定价灵活度有所降低。**公司注意到从 2018 年四季度的广州开始，华南地区多个城市陆陆续续放松限价，预售证获取相对容易。但是限价放松之后，房价不一定上涨，且不允许房价下跌（如广州备案价下调 10%需要重新取证），房企定价的灵活空间有所收窄。

**2019 发展重点为“地产、农业、机器人”。**地产依然坚持高周转模式，重视现金流管理。2018 年四季度开始强化对销售人员的现金回款考核，2018 年回款率在 90%左右。机器人战略重点解决人力成本和施工问题。目前公司项目工人平均年龄 40-55 岁，成本较高，且新生代劳动力后续接力不足。未来机器人主要服务内部项目，参与土地平整和施工环节。而农业目前主要为零售商业凤凰优品提供原材料和特供产品，未来计划进一步拓展至种植、畜牧、种业等等领域。

# 保利地产调研纪要

2019年2月19日

## 【基础信息】

**销售回款：**2018年1-12月，公司实现签约面积2766.11万平方米，同比增长23.36%；实现签约金额4048.17亿元，同比增长30.91%。2019年1月，公司实现签约面积227.85万平方米，同比增长4.58%；实现签约金额335.91亿元，同比增长6.14%。

**拿地土储：**前三季度，公司累计新拓展项目108个，新增容积率面积2456万平方米，总获取成本1636亿元，其中一二线城市拓展金额占比75%。前三季度，公司新开工面积3297万平方米，竣工面积1173万平方米，在建面积9242万平方米，分别同比增长84.2%、9.2%和47.1%。截至三季度末，公司已覆盖国内外104个城市，共有在建拟建项目605个，总建筑面积23131万平方米，待开发面积9289万平方米。2019年1月公司在莆田、长春新获取2幅地块，总地价23.0亿元，权益地价16亿元；拿地面积49.15万平米；拿地均价4679元/平米。

**负债融资：**2018年9月末有息负债总额2771.20亿元，净负债率107.40%，同比增加3.6个百分点，较2017年末提升14个百分点。扣除预收账款的资产负债率为43.41%，同比降低0.09pct。截至目前债券余额349.91亿元，全部为境内债。2019-2021年，债券到期余额分别为10、63、136亿元。2018年公司发行4只中票，共募集资金65亿元，3只为3年期，1只为3+N年期。票面利率为4.59%-4.88%。

**业绩：**2018一到三季度实现营业总收入949.52亿元，同比增长25.67%。毛利率32.69%，毛利率同比增加0.48pct，毛利润310.26亿元，毛利润同比增长27.52%；净利率14.21%，同比增加0.77pct。归母净利润95.96亿元，同比增长16.05%；归母净利率10.11%，同比减少0.83pct。公司2018年业绩快报显示，2018年预计营业收入1936亿元，同比增长32.31%，归母净利润188.02亿元，同比增长20.33%，毛利润353.32亿元，同比增加38.41%，归母净利率9.71%，同比减少0.9pct。

## 【细节信息】

**行业前景和政策展望：**总体态度谨慎。公司总体行业态度较为谨慎，认为调控会大概率延续去年的基调。目前区域层面政策微调力度有所加大，对行业影响比较大的限购和信贷放松政策均尚未出现，公司认为全面放松不太可能，目前不抱有市场反转的预期。

**销售表现：**盘均到访回升，购房决策周期拉长。2018年7-11月销售去化率逐渐下滑，其中7-9月平稳下滑，10-11月快速下滑。11月为全年去化率的低点，12月个别楼盘开展促销活动，去化率有所反弹。2019年1-2月去化率较去年12月有所回落，但仍高于11月水平。其中一二线城市去化率50-60%，三四线城市相比会更差一些。春节期间销售认购金额20-30亿元，同比去年7-8亿元的增速较高，主要源于（1）推货较为积极；（2）华南区域占比较高，受益于大湾区支撑；（3）三四线认购占比较高，达到60%以上。由于春节期间销售金额占比较低，对销售前瞻的参考意义不大。公司监测2018年4季度至今盘均到访量有所上升，

需求端的观望情绪在加强，需求仍然存在，只是决策周期在拉长。当月开盘去化之后，次月和再次月的续销情况依然相对不错。公司预计 2019 年销售目标保持 10% 以上的增速。

**销售策略：定价策略不变，双代理模式效果良好。**公司近年通常不采用降价策略，近期仅在个别楼盘采用促销手段，而非定价策略的改变。公司一直采用代理销售，而且是双代理模式：公司自有代理公司+项目当地代理龙头。其中保利代理有 20 年左右的发展历程，代理销售规模全国排名第四。2018 年保利顾问同行业第二大新房代理公司合富辉煌整合（合富中国收购保利顾问集团，完成后公司持有合富中国 43.9% 股权，为第二大股东），整合之后接近行业第一的代理规模。

**推货施工：推货销售匹配，竣工预期平稳增长。**公司当前存货货值 7000 亿左右，18 年滚存货值 1000 亿左右。目前暂无明确的新开工和竣工计划。新开工和推货规模受销售引导，匹配当期销售目标。公司希望销售和利润保持长期稳定增长态势，预计 2018 竣工增速保持稳定增长，预计 18 年结算权益比例 70% 左右，未来可能会进一步降至 65% 左右。公司表示项目销售到竣工验收的工程节点较为紧张，且延迟交楼的滞纳金惩罚较为严重，因此认为行业一般不存在人为降低竣工节奏的现象。

**拿地节奏：坚持等量原则，成本优势逐渐显现。**公司投资拿地坚持“等量原则”，即根据销售目标和销售表现决定货值排布和投资拓展，近期投资拿地更加受销售回款（18 年回款率 85% 以上）以及资金面的影响。投资强度（拿地金额/销售金额）通常稳定在 40-60% 左右。公司收并购拿地多为单个项目层面的收购。年初收购的很多项目只有在完成工商变更登记、完成并购付款之后才能达到披露条件。产业拿地主要包括（1）剧院公司、文化公司等跟当地政府勾地；（2）肇庆国防主题公园等；（3）收购中航间接获取成都、珠海航空大世界主题乐园。

公司 17 年长三角和三四线城市部分地块拿地价格较高，销售毛利率可能会有所承压。18 年拿地成本有所改善，销售均价相比 17 年稳中有增，当期利润率相对更加乐观。尤其是上海、杭州、广州等核心城市规模较大的旧改项目，土储成本和项目质量优势均较为明显。公司土地拓展的立项标准为成本利润率 15% 以上，对于利润率较高的旧城改造项目，会定向设有单独的考核指标。

**融资表现：成本结构维持双优。**公司有息负债存量规模 2700 亿左右，其中 75%-80% 为开发贷，期限 3-5 年；中票、公司债规模 500 亿左右，其余为资管计划等非标融资。公司近 5 年开发贷成本保持在 4.5%-5.5% 之间，2018 年开发贷成本 5.1%-5.2% 左右，继续保持稳定；银行间市场受流动性宽松预期影响明显，公司位于中票发行的白名单中，可以持续释放融资额度；公司债成本反应最为迅速，成本下行空间较大，但是目前交易所依然坚持“借新还旧”，不能释放增量额度。

**激励机制：跟投意愿积极，员工持股有待试点。**公司员工跟投机制目前尚未到退出期，因此并没有可供参考的收益率结果。但是员工参与意愿较为积极，项目周转率改善较为明显。跟投机制会设置里程碑节点，总部进行进度把控。公司认为目前国企和民企在员工激励层面的差距在逐渐缩小，但是员工持股计划依然有待试点审批，目前仅有 10 家央企进行试点。

**战略：坚持“一主两翼”。**公司认为未来 10 年房地产住宅开发模式依然具有生存空间，未来

更长周期内住宅需求可能面临萎缩。“两翼”战略主要包括社区消费和房地产金融。其中社区消费方面，公司目前大力推进物业（未来可能境外上市）、代理、施工、展览、养老、商业、公寓等等服务领域业务的市场化发展。房地产金融方面主要为旗下三只房地产基金：信保基金、保利资本和保利太平养老基金，总计管理规模约 2000 亿元。目前房地产基金主要做公司旗下住宅项目的纯股权投资。

# 金地集团调研纪要

2019年2月20日

## 【基础信息】

**销售：**2018 全年公司实现销售面积 877.80 万平，同比增长 14.50%；销售额 1623.30 亿元，同比增长 15.28%；销售均价 18492.82 元/平，同比增长 0.69%。2019 年 1 月公司实现签约面积 46.3 万平方米，同比下降 1.75%；实现签约金额 106.3 亿元，同比上升 31.02%。

**拿地：**2018 年，金地集团共计购入 74 个项目，新增土地面积 409.42 万平方米，计容建筑面积 878.22 万平方米，成交总价 831.42 亿元，平均楼面地价成本 9467.10 元/平，占 2018 合约销售均价的比重为 51.19%。截至 2018 年 6 月 30 日，公司已布局全国 50 个城市，总土地储备近 4100 万平，权益土地储备约 2200 万平，其中一、二线城市占比超过 85%。

**融资：**2018 年公司共发行三期超短期融资券、三期一般中期票据、六期公司债券，共募资 215 亿元，其中超短融期限均为 0.74 年，票面利率为 3.75%-5.3%；中票期限为 3 年-5 年，票面利率为 4.80%和 5.90%；公司债期限为 3-5 年，票面利率为 5.00%-5.70%。2018 年三季度末，公司有息负债较 2017 年末增加 265.56 亿元，增幅 50.28%；扣除预收账款的资产负债率较 2017 年末增加 6.69pct 至 50.95%；净负债率较 2017 年末增加 21.71pct 至 65.6%；货币资金与短期有息负债比值较 2017 年末增加 48.86pct 至 253.22%。

**业绩：**2018 前三季度公司实现营业收入 335.14 亿元，同比增加 60.27%；实现归母净利 52.46 亿元，同比增加 131.21%；实现扣非后归母净利 50.83 亿元，同比增加 132.68%；三季度末预收账款较 2017 年末增加 15.34%至 668.38 亿元，毛利率较上年同期增加 6.82pct 至 41.39%。

## 【细节信息】

**2019 可售货值 3200 亿，货值排布更加均衡。**2018 年去化率销售规模低于内部预期目标，主要因为（1）2018 上下半年推货不均衡，下半年市场开始转冷，而下半年货值占比达到 70%；（2）一二线城市货值占比较高，受调控影响明显。2018 年去化率 67%左右，大部分城市三季度去化下滑较快，东北、西北等部分地区表现较好。2019 年 1-2 月总体去化表现依然良好，主要是 2018 年末销售存余较多，对 2019 指示意义不强。

公司预计 2019 年可售货值 3200 亿左右（18 年滚存 900 亿+19 年新推 2300 亿），较 2018 年增长 800 亿左右（2017、2018 可售货值分别为 1400 亿、2400 亿）。公司 18 年土地投资上半年占比 60%：40%左右，考虑 10-12 个月拿地到销售的周期，预计 2019 上下半年货值排布更加均衡。

**看好一二线弹性修复和政策调整，2019 更加重视运营管理。**公司预计 2019 市场环境会有所改善，信息更加充足一些。一方面一二线城市已经经历了 2-3 年的调整周期，目前行业政策已经出现微调迹象；另一方面预期 19 年因城施策力度加大，行业政策和货币政策均会有所改善。大方向来看，未来 5-10 年住宅开发业务依然大有可为。公司今年重点强调地产运营管理工作，从原投资运营部门中分拆出运营部门，并新提任王南为副总裁。未来产业园、公

寓、购物中心等运营管理和销售工程进度的提升预期更强。

**土地投资谨慎中偏积极，计划提升权益比例。**公司当前土地储备约 4200 万方，权益比例 50% 左右，80% 集中于一二线城市。产品结构以首置和首改为主，60% 集中在 100 平左右的主流产品，144 平以上大户型和 90 平以下小户型各占比 20% 左右，产品定位中等偏上。

公司未来土地投资保持谨慎偏积极的态度，根据自身经营计划和市场情况合理安排土地投资，依然集中看好一二线城市和都市圈三四线城市，谨慎看待四五线城市。公司总体资金充足，回款顺畅，净负债率不到 70%，具体投资额度会根据市场情况灵活决策。此外，公司权益比例较低为土地市场竞争激励所造成的被动结果，主要合作伙伴为万科、保利、融创、碧桂园等龙头房企，公司希望未来进一步提高权益比例。

**负债结构健康，融资维持行业绝对优势。**公司表内有息负债 800 多亿，其中 50% 为银行借款，50% 为公开市场直接融资，不含非标融资。开发贷平均成本上浮 5% 左右，综合融资成本不到 5% (2018 上半年 4.79%)，继续保持行业低位。

# 招商蛇口调研纪要

2019年2月20日

## 【基础信息】

**销售：**2018 全年公司实现销售面积 827.35 万平，同比增长 45.15%；销售额 1705.84 亿元，同比增长 51.26%；销售均价 20618.12 元/平，同比增长 4.21%。2019 年 1 月，公司实现销售面积 56.90 万平方米，同比减少 5.26%；实现销售金额 117.87 亿元，同比增加 0.26%。

**拿地：**2016 年、2017 年，招商蛇口分别新增 702.13 万平、1023.56 万平建筑面积的土地储备。2018 年，招商蛇口共计购入 76 个项目，新增土地面积 544.58 万平，计容建筑面积 1248.88 万平，成交总价 970.93 亿元，平均楼面地价成本 7774.41 元/平，占 2018 合约销售均价的比重为 37.71%。

**融资：**2018 年公司共发行两期一般中期票据、两期超短期融资券、四期公司债券，共募资 130 亿元，其中中票期限分别为 3 年和 5 年，票面利率分别为 4.80%和 5.27%；超短融期限分别为 0.49 年和 0.74 年，票面利率分别为 3.55%和 3.74%；公司债期限为 3-5 年，票面利率为 4.83%-5.25%。2018 年三季度末，公司有息负债较 2017 年末增加 216.41 亿元，增幅 21.50%；扣除预收账款的资产负债率较 2017 年末增加 1.53pct 至 57.08%；净负债率较 2017 年末增加 14.66pct 至 74.3%；货币资金与短期有息负债比值较 2017 年末减少 25.80pct 至 117.64%。

**业绩：**2018 前三季度公司实现营业收入 337.80 亿元，同比增加 25.76%；实现归母净利 82.75 亿元，同比增加 114.42%；实现扣非后归母净利 70.46 亿元，同比增加 99.04%；三季度末预收账款较 2017 年末增加 53.05%至 842.74 亿元，毛利率较上年同期增加 14.58pct 至 41.17%。2018 年预计实现归母净利 145-155 亿元，比上年同期追溯调整前增长 19%-27%，比上年同期追溯调整后（同一控制下合并招商局漳州）增长 15%-22%。

## 【细节信息】

**2019 可售货值 3600 亿，销售目标 2000 亿左右。**2018 年公司工期达预售货值 2600 亿，销售 1706 亿，权益比例 60%左右，去化率 65%左右。其中 8 月下旬去化率骤降，12 月去化率有所上行。2019 年 1-2 月新推盘数量较少，最新开盘去化率同 18 年四季度相比基本持平，其中 1 月份新推盘去化率 60%左右，春节期间去化率表现较弱。区域表现来看，华东区域相对较好（项目拿地时间较早），华南、华北相对较差，华中相对一般，成都、重庆、西安等中西部回归平稳状态。

2019 年公司预计销售规模 2000 亿左右，权益比例维持 60%左右。2019 预计操盘口径可售货值更为充裕，预计可达 3500 亿左右（2018 滚存 900 亿左右、2019 新推 2600 亿左右），上下半年各占比 50%左右，上半年货值占比较往年有所提升，二季度、四季度全年占比较高。区域分布以华东、深圳和华南区域为主（华东占比 30%左右，深圳+华南 35%左右）。公司对 2019 销售前景总体相对谨慎一些，预计难有超预期的空间。新开工增速可能会接近 20%。

**确权土储 4000 万方，2019 并购值得期待。**公司目前已确权土地储备（包含前海）共计 4000

万方，权益比例 65%左右。2018 年新增土储 1200 万方，权益比例 55%左右。2019 准备资金比较充裕，拿地标准（IRR 和成本利润率）由双 12%提高至双 15%。总部鼓励各区域参加公开市场，同时区域公司自己寻找并购机会。公司认为 2019 发展跨上新的台阶肯定需要收并购的支持，希望集团给予更多的支持，重点考虑（1）集团可以孵化的项目，转化相对较慢；（2）直接并购地产类项目和企业。除此之外，公司旧改项目储备充裕，规模不低于前海+蛇口，目前开发进度依然相对缓慢。

**前海稳步推进，最快 2020 年贡献利润。**前海片区 500 万方土地储备前期准备工作主要包括土地整备和合资合作两个阶段。其中（1）土地整备阶段：政府收地（前海管理局收回 9 家持地公司土地使用权）、拆迁补偿（按照 2015 年 1 月 1 日的评估价值和 40%的收益分成对应的补偿价值为 432.1 亿元）、土地置换（前海管理局向招商驰迪置换价值相等的新规划土地使用权，对应规划建筑面积 212.9 万平方米）；（2）合资合作：招商前海实业和前海投控将各自获得的合资合作范围内新规划下的持地公司股权注入合资公司，通过现金对价补足实现 50%。合资合作阶段土地价值需要进行再次评估，公司预计评估价值同 432 亿相差不大。

前海片区项目地上地下规划建面共计 515 万平，其中地上建面 497 万平，住宅占比不超 5%，公寓建面约 30 万平，其余为商业和办公。片区预计分 10 年开发，每年开工量在 50 万平左右。目前前海区域已经有两个项目开工：招商前海湾和深港创意产业园区。如果前期工作推进顺利的话，前海湾项目补办手续之后预计今年下半年已预售的部分可以实现网签备案，预计明年可以贡献利润。

**战投解禁希望以大宗交易方式解决，集团可交换债依然在沟通询价过程中。**2019 年 1 月总股本 6.35%的定增限售股解禁，公司同战略投资人积极沟通，目前解禁股东在当前价位没有明确减持的意愿。公司希望同机构保持沟通、做好对接工作，以大宗交易的方式缓解解禁对二级市场的冲击。

为避免公司股权进一步划转至国有资本运营公司、满足集团资金需求，招商局集团依然计划可交换债的发行。集团持股比例计划减持至 50%以上，计划发行规模不超过 150 亿元，目前依然在跟投资人的沟通和询价过程中。

20 日公司完成首次股权回购，回购总股本比例的 0.31%，回购金额 5.23 亿元。公司计划 6 个月内回购金额 23-40 亿元，回购计划尽量向 40 亿上限靠拢。后续每个月月初 3 个交易日会公告最新的回购和交易情况。公司公告股权回购用于员工持股、股权激励和可转债发行的用途并非实际计划，仅仅为了满足披露条件，未来实际用途会做调整。

**2018 改革元年，周转率改善明显。**（1）5 大区域调整为 9 大战区，以核心城市覆盖周边地区：由原华北、华中、华南、华东、深圳调整为华北（北京）、华中（武汉）、西南（成都、重庆）、华东（上海）、江南（南京、苏州）、东南（漳州、厦门）、华南（广州）、深圳（深圳、东莞、惠州）、海南等。（2）提质增效，考核更加关注 ROE 和存货周转率。进行内部组织架构调整，引进市场化竞争。（3）地产、园区、邮轮融合度提升，三大业务全部下放到地方，总部进行考核激励引导，在政府资源、城市规划、产业引进等层面给予支持。

地方考核指标存在一定差异，主要考核销售和利润，资源配置充分考虑市场情况和区域公司能力。如华东区域作为改革的重点区域，未来目标打造类似华南的优势区域。跟投方面，2017

年6月开始实施,以公开市场招拍挂项目为主,员工跟投积极性较高,工期考核完成率较好,存货周转率提升明显,项目回报层面的经济效益尚无参考。

**融资维持绝对优势,负债率指标有望进一步改善。**公司存量有息负债中银行贷款占比80%左右,公司债+银行间工具占比20%左右。18年四季度以来成本改善明显,目前新增开发贷成本较基准利率上浮5%左右,部分地区(上海等)基准或基准以下,较2018年中最高15%的上浮比例改善明显。最新有息负债综合资金成本4.82-4.83%左右,2018年6月底综合资金成本4.87%左右。未来前海整备完成之后,公司净资产的增厚将进一步改善负债率指标。

# 万科调研纪要

2019年2月21日

## 【基础信息】

**销售回款：**2018年1-12月份公司累计实现合同销售面积4,037.7万平方米，同比增长12.3%；合同销售金额6,069.5亿元，同比增长14.5%；合约单价1.50万元/平，同比增长2.05%。公司2019年1月份实现销售金额488.8亿元，同比下降28.1%，实现销售面积317.7万平，同比下降28.5%，实现销售均价1.54万元/平，同比增长0.6%。

**拿地土储：**2018年1-12月累计新增241个项目，总建筑面积5,070.5万方，同比增长9.82%；权益建筑面积2,967.14万方，同比增长7.19%；权益价款总额1659.82亿元，同比降低24.17%；新增项目均价5594元/平米，同比降低29.26%。2019年1月新增项目10个，占地面积134.1万方，权益建筑面积203.8万方，权益地价72.60亿元，权益地价与去年单月同期基本持平。2019年1月新增物流地产项目3个，占地面积30.1万方，权益建筑面积22.5万方，权益地价5.31亿元。

按2018年1-9月土地投资金额计算，83.6%新增项目位于一二线城市。截至2018年9月底，在建项目总建筑面积8,858.9万平，权益建筑面积5350.3万平；规划中项目总建筑面积约6300.6万平，权益建筑面积3893.5万平。此外公司还参与一些旧城改造项目，权益建筑面积约为296.5万平。

**负债融资：**2018年9月末有息负债总额2,432.03亿元，净负债率51.2%，同比增加10.3个百分点，较2017年末提升40.6个百分点。主要是因为货币资金减少和长期借款增加。截至目前，公司债券余额295亿元，全部为境内债。2019-2021年，债券到期额分别为60、80和80亿元。2018年公司发行8只债券，募集金额295亿元，分别为4只超短融，2只3年年期中票和2只3+2年期公司债。超短融的票面利率在3.13%-4.6%，中票的票面利率为4.03%和4.6%，公司债的票面利率为4.05%和4.18%。

**业绩：**2018年一到三季度实现营业总收入1760.22亿元，同比增长50.32%。毛利率34.76%，同比增加3.03pct，实现毛利润611.9亿元，同比增长64.68%；归母净利润139.85亿元，同比增长26.09%；归母净利率7.04%，同比减少1.53pct。

## 【细节信息】

**1月销售受同比基数、去化放缓和推盘减少的共同影响。**18年四季度以来推货较为积极，12月末的可售库存总计2000亿左右，其中短库存（新推货）1000亿左右。1月销售负增长，除同比基数较高之外，同时受到去化放缓和推盘减少的影响。一方面1月折扣力度相比去年12月有所减少，市场并未充分接受折扣力度较小的价格体系，总体销售不畅；另一方面1月推盘货值仅在300亿左右（实际认购规模200亿左右），较去年12月1000亿的推盘规模大幅减少。1月签约销售金额主要由18年末的推盘来贡献，且公司19年初销售存余并未进行明显调整（18年末已售未签约同17年末基本持平，维持700亿左右，历史月度数据同样保持在600-800亿左右）。

**2019 年力争销售保持增长。**公司监测到 1-2 月客户到访量表现不好。但考虑到 18 年 2 月基数较低，公司预计 2019 年 1-2 月销售累计同比降幅有所收窄，3 月以来的销售数据对上半年的参考意义相对更强一些。公司认为行业经营相比 18 年更为困难一些，但政策环境更为友好，政策效果将在一定程度上决定市场表现。公司希望 2019 年销售保持增长。

**2019 新开工积极，拿地维持去周期化。**公司依然保持比较积极的开工态度。(1) 部分项目拿地价格较高，考虑到新开工投资占项目总投资金额的比重较低，因此依然倾向于加速开工。

(2) 此前三四季度新开工占比较高，面对市场调整通常处于被动局面，因此有意调整施工节奏。(3) 公司预期 19 年去化率继续下行，为保证销售不下滑的目标对推货提出更高的规模要求。竣工方面公司同样没有努力赶工的意愿，预计竣工数据保持平滑。土储方面，公司希望维持现有水平，土地投资同销售回款挂钩，不会进行逆周期拿地。

**非开发业务占比继续提升，未来中期 ROE 回落至 15% 左右。**公司持续调整业务发展方向，未来房地产开发业务大概率不会大幅扩张城市数量。未来长期房地产开发业务的合同销售额可能不会再有双位数的增长，未来 5-10 年 ROE 可能从 20% 降至 15% 左右，但是希望未来 3-5 年业绩依然能保持双位数的增长。

未来 10 年非开发业务资产占比可能达到一半，发展战略逐渐从开发业务的现金流逻辑向持有物业的资产升值逻辑转变，通过提升资产回报效率和金融化的退出安排提升收益率。目前公司非住宅业务累计总投超过 2000 亿（包括合作方），年均投入 200-300 亿（年均权益拿地金额 1500 亿左右），未来自己和合作方累计资产规模有望超过 5000 亿，甚至达到 1 万亿。

**持有型业务 NOI 待提升，REITs 等退出机制有待完善。**目前 2000 亿的非开发业务中，商业和办公占比较多，物流和长租公寓其次。目前实力较强的板块为物业、物流、商办和长租。其中 (1) 写字楼项目多为地块出让时的配套开发要求，商业依然以印力集团为主，但是区域公司业务范围允许同事业部存在重叠。(2) 公寓业务虽然管理规模较大，但是盈利模式依然存在缺陷，商业模式有待完善，公司每年会约束长租公寓的投资上限。(3) 物流地产已累计投资 200 亿左右，2018 年租金收入 10 多亿，2017 年租金 7-8 亿。

公司大部分非开发业务资产难以在报表中体现，REITs 等退出机制对公司持有业务的运营至关重要，公司会通过运营提升 NOI 表现，同时等待 REITs 等金融工具的完善。除此之外公司未来可能直接处置部分质量不好的商业项目，收购换取核心区更加优质的资产。

# 深圳链家调研纪要

2019年2月22日

**链家客户渠道较多，新房代理销售市占率较高：**房产中介行业具有开源节流的行业性质，较多的业务类型决定了开源渠道较多。除了新房代理以外，租赁市场逐渐发达，包括长租公寓和铺租市场都有很大发展。链家拥有的客户资源很多，资源超过世联行，目前越来越多的开发商愿意通过中介销售；像去年火爆的华润城和远洋的楼盘等，很多是通过中介成交。

**看好惠州东莞房地产市场：**海南限购后，不少客户选择惠州作为替代市场；主要通过深圳的中介公司带领客户去惠州买房，惠州购房者中深圳人占比60%-70%。东莞各项指标类似多年前的深圳，一是商品房供给少，可供开发土地面积比深圳少；二是移民城市，年轻人多，实施积分落户政策。东莞的限价导致网签存在一定的滞后性，高端楼盘销售情况不太理想，但是刚需楼盘去化顺畅。限购出台后楼市降温较明显，但目前逐步回升，已过年终低点，整体来看东莞楼市热度较高。

## 深圳楼市当前情况

### 1、二手房市场：

**成交量自去年12月起开始回升：**主要原因包括(1)降准以及银行政策松动，放款加快；(2)深圳市政府考虑到经济仍存下行压力，经济数据略低于预期。从领先指标来看，看房量12月有所回升；市场回升，业主可以快速卖房，因此业主放盘量也增加；从链家角度来看，公司新增客户量是年前下半月的十倍。链家预计12月的深圳二手住宅交易量为5000套，去年7月政策调控前市场较好，3月市场火爆，交易量为9000套，9-11月降低到4000套左右，4000多套在深圳算是较低迷但不算低的状态。18年全年二手住宅交易总额为6.4万-6.5万套左右，包括商业类有7.3万套。

**价格趋势18年全年上涨：**链家数据全年价格是3.5%涨幅，预计全行业涨幅5%，只有去年四季度3到4季度是有小幅的下跌，跌幅在3%。16年以来，深圳价格几乎没有跌过。主要原因是：(1)供给量少；(2)存量低，住房自有率低（深圳住房自有率34%左右）；(3)人口结构较为年轻。从经验值来看，当二手住宅月成交量在6500-7000套左右，包括商业7500-8000套左右，容易助推二手价格上涨。

**成交周期变长：**市场由差变好，成交周期变长。因为客户去年一直在看房，当市场转好，客户入场买房，成交周期反而变长。如果市场本身一直较好，短期变得很好，成交周期会进一步缩短。

### 2、新建住宅市场：

**17年新房市场压抑，18年交易量同比增长：**原因在于(1)开发商加强二三级联动；(2)开发商降价优惠；(3)开发商为尽快卖房，加大供应量。由于开发商楼盘提前入市，因此预计19年新房供应量减少。

一二手房倒挂依然存在。由于资格限制，外加购买力限制(二手房单价高，面积小，总价低)，不少人投向二手房。另外目前来看的一个现象是，开发商今年的折扣相较于去年高折扣略有收缩。

限价上限来看，高价还是有所突破。贷款利率之前首套是基准利率的 1.15 倍，目前是 1.1 倍；二套依然是 1.2 倍。

### 3、办公楼

由于经济下行，加之 P2P 跑路对办公楼需求降低，办公楼租金下降。

#### 链家对未来深圳楼市看法

1、长期看好深圳楼市：原因在于(1)资金来源渠道较多，抵押贷受限后，转向经营贷；(2)刚需和投资动机；(3)去年整体租金涨幅在 12%。(4)不少城市调整公积金政策，深圳尚未调整，深圳公积金贷款最高 90 万较低。

2、近期深圳市场回升，出现几大利好：(1)房贷政策放松；(2)深圳普宅标准可能调整；(3)附加税减半后，买卖双方认为是松动的迹象；据链家了解，东莞限价在逐步松动，考虑深圳限价是否可能松动；(4)银行放款松动后，赎楼的短贷利息减少，降低交易成本。

## 【华泰地产】2019 开年“千亿房企”长三角站及上海中原调研纪要

陈慎 13817345646 / 韩笑 18518481815 / 林正衡 18516388591

在上周珠三角调研之后，我们本周拜访了长三角区域的优质房企。相对于珠三角的头部企业更为集中，长三角区域更多为规模成长型房企，普遍位于全国 TOP 前 20。在房企的战略选择上，也与珠三角房企略有不同。

**成长性依然较积极。**景气度变化方面，长三角区域和珠三角差异不大，但长三角成长型企业在 2019 年的成长积极性要高于珠三角企业。我们拜访的 4 家企业 2018 年平均增速在 58%，而 2019 年平均预期增速在 23%，高于珠三角平均增速。仍然较高的增速意味着在 2019 年的开工推货增速同样不低，我们跟踪的 4 家房企 2019 年新推货平均增长 41%左右。

**战略从扩张到聚焦。**在过去几年市场增长期，长三角成长型房企普遍加大了布局市场边界，至 2018 年布局的城市数量比 2017 年增长超过 40%，部分企业已经超过 100 个，接近 TOP5 房企数量。2019 年随着市场增速减弱以及区域结构性调整，长三角房企更加倾向于将重心调整至一二线城市拿地，而且加大现有城市的聚焦力度，提高现有城市的项目数量以及市场份额。但也有房企表示，目前市场对于三四线城市整体过于悲观，在长三角、珠三角等城市群范围内的三四线城市，人口和就业还有较大增长潜力，未来以“小城市、小项目”模式拓展仍有机会。

**长三角房企在过去多数处于追赶者的角度，所以杠杆普遍较高，而近年随着销售规模的成长，提高评级、降低负债率、降低融资成本是核心诉求。**整体而言，由于 2018 年融资政策相对严格，预计 2018 年整体融资成本会有所上行。但是 2019 年以来增量融资成本都明显下降，部分房企公司债发行利率下降幅度在 100-150 个 bp 左右。随着负债指标的控制，部分房企也有希望在今年提高评级，进一步改善资产负债表。

**我们拜访的房企都已经从过去的不足千亿完成了对千亿的超越，也正在逐步告别杠杆驱动，经营、管理、品质、融资等一系列管控将成为这些企业新一台阶的重点。**但大部分企业在短期内仍将以住宅业务为主，在实现 3000 亿甚至更高目标前，规模成长仍在进行中。部分房企在产业链上已经实现拓展，如新城控股已经将公司分为 3 个事业部：住宅开发事业部、商业开发事业部、商业管理事业部；绿地控股在大基建、金融等产业持续扩张，但是住宅仍是核心利润来源。

**上海市场正在见底回升。**我们本周拜访了中原上海，上海二手房市场经历了 2 年的调整周期后，大量需求有希望从观望逐步入市。2019 年初以来部分外环板块成交量明显回暖，以刚需为主。后续 3、4 月份小阳春行情值得关注，如果能回到 1.8-2.0 万套/月的成交量，将会带来市场的反弹。这点与我们上周拜访深圳二手房市场类似。我们认为随着 2018 年以来流动性以及政策的改善，一二线城市的见底回升将是大势所趋，相应布局的房企将迎来机遇。

## 新城控股调研纪要

### 【基础信息】

**销售回款：**2018 年实现销售面积 1812 万平，同比增长 95%；实现销售金额 2211 亿元，同比增长 75%，跻身行业前八。2019 年 1 月实现销售面积 97 万平，同比下滑 1%；实现销售金额 110 亿元，同比增长 7%。

**拿地土储：**2018 年新增项目建面 2536 万平，同比增长 82%；拿地总价 773 亿元，同比增长 84%；拿地强度为 35%，同比增长 1.7 个百分点；楼面均价 3048 元/平，同比基本持平，占销售均价的 25%。2019 年 1 月新增项目建面 466 万平，拿地总价 136 亿元，连续 2 个月保持较高拿地力度，且增加了二线城市拓展占比。截至 2018 上半年末，公司未结算可租售建面约 7800 万平，可租售建面约 6200 万平，其中一线、二线、三四线占比分别为 2%、35%、63%。

**商业地产：**2018 年吾悦广场新开业 19 座，年末已开业数量达到 42 座。商业板块租金和管理费收入 22 亿元，同比增长 103%；平均出租率 99%，同比提高 1 个百分点；平均租金 109 元/平/月，同比增长 19%。

**负债融资：**2018 年三季度末净负债率为 96%，较 2017 年末提高 25 个百分点；扣除预收账款的资产负债率为 55%，较 2017 年末降低 3 个百分点；短债覆盖率为 216%，较 2017 年末提高 69 个百分点。2019 年 1 月发行 6 亿元超短融，利率仅为 4.3%，较 2018 年 8 月、9 月发行的 2 单超短融分别改善 194、168bp；发行 10 亿元 3 年期中票，利率 6.0%，较 2018 年四季度的 3 单 3 年期中票改善 100-139bp。

**业绩：**2018 年前三季度实现营收 248 亿元，同比增长 47%；实现归母净利润 31 亿元，同比增长 57%。毛利率为 38.6%，较 2017 年末提高 3.0 个百分点；净利率为 16.7%，较 2017 年末提高 1.2 个百分点。根据业绩预告，预计 2018 年实现归母净利润 90-105 亿元，同比增长 49%-74%。

### 【细节信息】

**1-2 月去化率下行至 50%-60%，全年销售金额目标增长 20%。**公司 2018 年可售货值 3100 亿元，全年去化率 70%（分母包含滚存货值），销售金额 2211 亿元。2018 年 7 月前新推项目开盘当月去化率 70%-80%，731 调控后去化率明显下降到 50%-60%，来访量同步下行，但 11-12 月有所回升，主要和房企加大折扣促销力度冲刺业绩有关。2019 年 1-2 月去化率延续 11-12 月的情况，在 50-60%左右，同时由于促销力度减小，价格有所回升。公司预计 2019 年全国销售面积下滑 5%-10%，但主流房企销售金额仍能实现 10%-15%的增长。可售货值较多的城市包括苏州、上海、杭州、常州、南京、北京，其中北京货值由 2018 年 11-12 月拿下的顺义、石景山地块贡献。

**3 月推盘上量，预期竞争激烈。**公司今年 1-2 月推盘比较少，1 月新推货值 80-90 亿。公司月初和月末都会做推盘情况分析，但市场情况变动非常快，月初和月末分析结果都不太一样，目前初步规划 3 月将提高推盘力度，但同时也预期 3 月竞争可能比较激烈，销售压力比较大。

另外今年返乡置业氛围没有去年浓厚，长三角分化严重，宁波、绍兴、台州、蚌埠返乡置业情况还不错，盐城较弱，湖州就不太有返乡置业的传统。公司项目精装修占比 45%左右，不算特别高，未来计划把这个比例往上调，因为对利润率有促进作用。但有些城市精装修和毛坯限价差异也不是很大，所以上调幅度预计不会很大。

**2019 计划拿地强度维持在 40%-50%，拓展战略由“地域扩张”改为“地域聚焦”。**公司每年年初都会制定拿地计划，但会依照土地市场热度和回款情况做调整。2016-2017 年拿地强度达到 70%左右，2018 年下降至 40-50%。其中 7-11 月特别保守，拿地强度只有 20%多，12 月有所恢复，主要考虑拿地竞争较小：第一，多数房企 12 月手头资金没有那么充裕；第二，由于需要卡着 12 月 31 日的节点对财务指标做控制，房企拿地积极性减弱。公司 2019 年计划拿地强度为 40%-50%，并且更倾向于在二线城市拿地。截至 2 月末已进入 102 个城市，基本达到地域规划目标，2019 年将拓展战略由“地域扩张”改为“地域聚焦”。

**新开工预计继续增长，去年竣工弱于预期主要受环保监管影响。**2018 年上下半年各新开工 2000 万平，合计 4000 万平，此前计划仅为 2500 万平。2019 年新开工规模将会超过 4000 万平。2018 年竣工结算比预期要低一些，主要因为环境治理方面的监管比 2017 年更严格，部分项目遭遇钢筋水泥断供，使得竣工节点推迟。长三角受影响小一些，环京、东北、中西部地区影响大一些。

**吾悦广场最大竞争对手为万达。**2018 年新开业吾悦广场 19 座，累计开业 42 座，贡献租管费收入 21.65 亿，同比翻番。截至 1 月末，已开业、在建和储备的吾悦广场共 102 座。吾悦广场基本体量为 8-10 万平自持+40 万平可售，可售部分可以覆盖自持部分 80%-100%的成本，目前 102 个吾悦广场平均单个广场资金缺口大约 2 亿元，需要通过后期运营租管费逐渐补上。吾悦广场从拿地到开业最快需要 1 年半，通常需要 2 年时间，开业后经过 3-4 年培育期进入成熟阶段，贡献约 1 个亿收入。但随着公司管理能力提升，新开业吾悦广场的培育期在逐渐缩短，比如去年 7 月开业的温州瑞安吾悦广场，2018 年实现租管费收入 5171 万，开业第 2 年即 2019 年就有望达到 1 个亿收入。吾悦广场最大的竞争对手是万达，龙湖、华润商业项目的品质是公司的学习对象，但他们没怎么在三四线布局，直接竞争不大。此前万达拓展重心转向文旅地产，给了新城机会，2018 年重心重回商业地产，竞争在加大。和万达相比，新城建设和招商的时间节点会更往前赶，新城提前 1 年招商，万达提前半年。

吾悦广场公允价值由戴德梁行进行评估，拿到土地证后就可以评估公允价值，开业之前采用成本法，开业后根据租金收入转用收入法评估，开业这个节点通常会会计提比较大的公允价值收益。之所以采用公允价值进行后续计量，主要考虑新城发展在港股上市，港股通常都采用公允价值法，公司需要与其统一会计准则。与碧桂园、旭辉等房企相比，从公允价值变动损益/净利润、公允价值变动损益/投资性房地产账面价值的角度看，公司计提还是偏保守的。

**2019 年增量融资成本明显改善。**2018 上半年末综合融资成本 5.75%，年末约 6%左右，2019 年 1-2 月融资成本较 2018 年明显改善。债券类新发项目利率大约下降 150bp。开发贷成本在 2018 年三季度达到峰值，一度上浮 20%，其中一线城市低一些、三四线城市高一些。目前一线城市的土地还没定下来，银行就找上门，一线城市上浮 5-10%，其他城市 10-15%。表内非标融资做的很少，2018 年大概只有 10-11 亿元，成本 9.5%。创新融资方面，目前 42 个开业吾悦广场里，上海青浦吾悦广场做了类 REITs 出表，但当时相关政策不成熟导致税费较高。另外常州 2 个广场和总部大楼打包做了 ABN，其他都处于无抵押状态，公司会积极跟

进 REITs 相关进展。

公司 2016 年与金茂合作，在上海以 6.7 万/平楼面价拿下新城虹口金茂府地王项目，算上自持部分后土地成本较高，由金茂操盘，从拿地到入市花费 2 年多时间，目前已开盘 3 个月，去化率 40%-50%，不太赚钱。公司从这个项目中提炼 2 点教训：第一，土地市场上行期拿地应该更为谨慎；第二，合作项目中各方诉求不一定相同，比如一些央企更重视利润率，而公司更重视周转去化，之后在合作项目中要加大干预力度（金茂府项目当时如果多加干涉，2018 上半年就能推出来，去化情况应该会比下半年好一些）。2018 年 12 月公司和融创合作新静安地块，就采取双方联合操盘的模式。

公司分为 3 个事业部：住宅开发事业部，商业开发事业部（由董事长儿子王晓松负责），商业管理事业部（由前万达商管副总陈德力负责）。2018 年销售金额 75% 由住宅开发事业部贡献，25% 由商业开发事业部贡献，但销售利润上面商开事业部贡献会超过 25%，因为商业开发事业部拿地成本更低、销售均价更高，净利率比较高。公司 2017 年销售净利率达到历史高点，2018 年稍微下降一些。

## 绿地控股调研纪要

### 【基础信息】

**销售回款：**2018 年实现销售面积 3664 万平，同比增长 50%；实现销售金额 3875 亿元，同比增长 26%；回款率为 77%。根据克而瑞的数据，2019 年 1 月实现操盘销售面积 128 万平，同比增长 2%；实现操盘销售金额 153 亿元，同比增长 3%。

**拿地土储：**2018 年新增权益计容建面 4337 万平，同比增长 116%；权益拿地总价 797 亿元，同比增长 74%；拿地强度为 22.9%，同比增长 3.8 个百分点；新增货值 4541 亿元。2019 年 1 月新增权益计容建面 152 万平，同比下滑 62%；权益拿地总价 15 亿元，同比下滑 69%。截至 2018 上半年末，未竣工计容建面+持有待开发计容建面约 1.21 亿平，其中一线、二线、三四线、海外城市占比分别为 5%、48%、43%、4%。

**负债融资：**2018 年三季度末公司净负债率为 198%，较 2017 年末降低 20 个百分点；扣除预收账款的资产负债率为 56%，较 2017 年末降低 5 个百分点；短债覆盖率为 82%，较 2017 年末提高 5 个百分点。2019 年 1 月发行 3 亿美元 1 年期美元债，利率 7.875%；2018 年发行 8 单美元债，利率 5.25%-9.875%。

**业绩：**根据业绩快报，2018 年实现营收 3510 亿元，同比增长 21%；实现归母净利润 117 亿元，同比增长 29%；加权平均 ROE 为 17.3%，同比增长 2.1 个百分点。2018 年前三季度房地产业务毛利率为 26.3%，同比提升 4.3 个百分点，带动综合毛利率提升 1.1 个百分点至 15.1%。

### 【细节信息】

**货值增速 20%以上，销售目标尚未确定。**公司 2018 年货值 5000 亿元，今年 6000 亿元（不包括董家渡收购项目 900 亿货值），货值增速 20%，具体销售目标还未确定。推货区域方面，长三角 1500 亿元，粤港澳 500 亿元，大西安、大成都、江苏、江西、山东济南、湖南长沙推货量比较多。推货节奏方面，上半年推货占比 35-40%，3 月份推货量较大，目标单月销售 500 亿元。1-2 月去化率 60%，基本处于正常水平，高铁新城续推项目春节期间大概贡献 3 亿元销售。

**新开工预计增长 30%以上。**去年新开工增速 50%以上，今年新开工预计增速 30%以上，其中长三角 600 万平，粤港澳将近 300 万平。施工面积峰值 1.3 亿平，增速 20%以上，其中长三角 2500 万平，粤港澳 1500 万平。

**拿地新增货值计划有所增加，一二线占比提升。**公司 2018 年拿地新增 4500 亿元货值，今年会有一定增幅。1 月新增货值 110 亿元，2 月算上董家渡 900 亿元，新增货值 1000 亿元。2018 年高铁新城拿地占比 30%，今年会有很多后续拿地，但整体占比将回落。2018 年拿地按货值分，一二线 40%；按面积分，一二线 36%。今年可能一二线会稍微多一些。

**收购董家渡地块是补充一线城市大体量货值的难得机会。**总共 121 亿元对价中，50%股权对价 50 亿元，71 亿元是承接的负债。整个项目住宅占比虽然只有 18%，但体量也在 10 万平以

上。考虑到公司较少参与招拍挂拿地，独有的“高铁新城”模式在一线城市不适用，今年在一线城市拿地很少。公司认为收购董家渡地块是难得的在一线城市补充大体量货值的机会。

**继续降杠杆。**融资主要来源是开发贷，去年新增 240 亿授信。去年开发贷利率上浮 15-20%，目前没有太大变化。公司今年目标降低负债率。前 2 年财务更重视现金流，首要目标不是降负债。2018 三季度末综合融资成本 5.2%，全年还会更高一点，主要因为四季度发的美元债利率较高。

**利润率有望延续改善趋势。**公司此前因为商办占比较高、三四线占比较高、基建等多元化业务，利润率比较低。今年利润率将延续改善趋势，主要因为：第一，入市项目商办比例由 2014 年的 50%以上逐渐降低至目前的 30%以下，使得结转项目中住宅比例逐渐提升；第二，2016 年涨价项目占比增加；第三，降本增效带来的成本降低。

**市场化拿地较少不适合跟投，事业部考核利润、销售金额和回款。**公司曾在 2017 年做了跟投方案，后续没有执行，原因在于跟投主要针对市场化拿地项目，而绿地主要通过非市场化拿地，每块地注入了集团资源在里面，不能简单算到一个团队头上，不适合做跟投。公司激励机制其实很严格，18 个按区域划分的事业部，一把手收入差距非常能达到 2-3 倍，效益好的区域总收入比集团高管还要高。公司对于事业部只考核三个指标：利润，销售金额，回款。其中利润权重最高，销售金额和回款权重差不多。

**基建业务迅速扩张。**公司收购的几家基建公司发展都非常快，主要因为：第一，以前拿不到的成片开发等项目，现在借助集团影响力可以拿到了；第二，管理层真金白银持股确实激发了积极性，市场化待遇比之前好很多。基建这几年收入规模增速跑赢地产，利润由于基数比较小，占比仍然较低。

## 阳光城调研纪要

### 【基础信息】

**销售回款：**2018 年实现销售面积 1266 万平，同比增长 92%；实现销售金额 1629 亿元，同比增长 78%，超额完成 1400 亿元销售目标。2019 年 1-2 月实现销售金额 201 亿元，同比增长 50%。

**拿地土储：**截至 2018 年三季度末，土地储备超过 4000 万平，总货值超过 5000 亿元，其中 80%以上均为一二线城市。根据克而瑞的数据，2018 年新增项目建面 1060.4 万平，同比下滑 9%；拿地总价 380.5 亿元，同比下滑 47%。2019 年 1 月新增项目计容建面 66 万平，拿地总价 29 亿元。

**负债融资：**2018 年三季度末公司净负债率为 208%，较 2017 年末降低 45 个百分点（不调整永续债）；扣除预收账款的资产负债率为 58%，较 2017 年末降低 9 个百分点；短债覆盖率为 78%，较 2017 年末提高 3 个百分点。2018 年发行 3 单 3 年期中票，利率 7.8%-8.0%；2 单 3 年期公司债，利率 7.5%；1 单 3 年期私募债，利率 7.8%。2019 年 3 月发行的 15 亿元 3 年期公司债，利率仍为 7.5%；另外以上海总部为底层资产的类 REITs 获无异议函，发行总额不超过 21 亿元。

**业绩：**2018 年前三季度实现营收 259 亿元，同比增长 67%；实现归母净利润 16 亿元，同比增长 156%。毛利率为 26.5%，较 2017 年末提高 1.4 个百分点；净利率为 6.3%，较 2017 年末降低 0.4 个百分点。

### 【细节信息】

**可售货值 3000 亿，目标销售增速 20%-30%。**2018 年可售货值 2250 亿元，其中滚存 350 亿元，新推 1900 亿元，实现销售金额 1629 亿元，去化率约 70%，回款率达 80%，权益比例 72%。今年可售货值超过 3000 亿元，其中滚存 650 亿元，新推 2400 亿元。推货分布和土储分布差不多。预计全年销售超过 2000 亿元，增速 20%-30%。市场热度方面沿海一二线城市>中部和西南>北方，重庆周边城市热度有所退潮。

**2019 全口径拿地上限仍为 800 亿元，土储货值一二线占 86%。**2018 年全口径拿地总价 500 亿元（公告披露为财务确权口径，数量偏少），权益总价 311 亿元，新增计容建面 1292 万平，拿地总价相较年初制定的 800 亿额度偏少。今年全口径拿地总价上限 800 亿元。截至 2018 年末，公司土储可售面积 4418 万平，货值 5494 亿元，楼面价 3333 元/平（以总建筑面积计算），权益比例约为 65%。货值按城市能级分类，一二线占 86%（其中一二线下辖的县级市占比约 10%），三四线占 14%。货值按区域分类，大福建占 19%，长三角占 18%，珠三角（主要分布在广州、佛山、东莞）占 19%，京津冀占 7%，内地城市（主要分布在西安、长沙、重庆、太原、郑州等）占 37%。储备货值中约有 10%-15%暂时推不出来，是此前收并购获取的项目，仍在积极推进，其中北京密云、福州登云等大盘项目今年有望可以推出一些货值。

**最快 5 月上调至 AAA 评级。**随着公司对负债指标的控制，最快今年 5 月能上调至 AAA 评级。

2018 年末综合融资成本上升到 8%左右。开发贷方面，除四大行之外，公司也在中信银行白名单内，首次进入招行白名单。非标融资最火热的时候成本在 7%-8%，现在最高到了 12%。债券端公司发债利率还是偏高，即使评级调升后也不准备马上把利率降下来，主要目的在于培育债券市场投资者关系，给予适当让利。公司认为恒大、世茂、旭辉等房企发公司债不会特别计较 1-2 个点的利率，换来的结果就是投资者认可度较高，发行通常较为顺利。

**中民投股权问题仍在推进。**中民投缺少实际控制人，决策存在问题，面临兑付却没有及时处置资产。此前公司公告，中民嘉业将上海嘉闻（持股 18.04%的第一大股东）50%股权转让给福建捷成贸易有限公司，入股是为了推动决策，引入合适的战略投资人，但目前还未确定具体方案。中民投股权处置问题确实存在不确定性。

**规模导向和较高杠杆，导致公司利润率偏低，但均存在改善空间。**第一，过去为了追求规模，会拿一些 2%-3%利润率的项目，1.5 年结算周期下，对公司利润率的压制会持续到 2019 年；目前新拿地和在售项目利润率基本能达到 8%，未来结算利润率将会逐渐改善。第二，大量使用土地款前端融资造成负债率和利息资本化程度较高，导致毛利率较低；未来随着杠杆率下降、评级调高，利息资本化会逐渐改善。公司是 TOP15 当中少数没有享受到 2008 年之前土地红利的房企，家底较薄，2012 年开始加足杠杆抓住了 2 轮小周期，才使规模达到当前水平，目前正处于由杠杆驱动转向经营驱动的阶段。

**公司历史上经历精英治理的 3 个阶段，真正实现“放权管理层”的民营房企。**第一阶段是 2012-2015 年的陈凯团队，实现销售额从 20 亿到 200 亿元的跨越，建立起投资、预算、授权的管理三大体系。第二阶段是 2015-2017 年的张海民团队，在突出匮乏的局面下，通过大量收并购为千亿规模奠定基础，打入京津冀和珠三角。第三阶段是 2017 年至今的双斌团队，在已经较为成熟的管理机制和企业文化基础上，进一步提出“投资+产品+成本控制+融资”全流程管控、强现金流管理、资产高周转、品质树标杆。

## 中南建设调研纪要

### 【基础信息】

**销售回款：**2018 年实现销售面积 1144 万平，同比增长 56%；实现销售金额 1466 亿元，同比增长 52%，首次进入全国前 20 强。2019 年 1-2 月实现销售金额 166 亿元，同比增长 14%。

**拿地土储：**2018 年新增项目建面 1595 万平，同比增长 6%；拿地总价 693 亿元，同比增长 11%；拿地强度为 47.3%，同比下降 17.8 个百分点；权益比例降至 55.3%；楼面均价 4346 元/平，占销售均价的 33.9%。截至 2018 上半年末，公司未结算建面约 5437 万平，其中一线、二线、三四线城市占比分别为 2%、33%、65%。2019 年 1 月新增项目建面 55 万平，同比下滑 66%；拿地总价 22 亿元，同比下滑 75%。

**负债融资：**2018 年三季度末公司净负债率为 156%，较 2017 年末降低 102 个百分点；扣除预收账款的资产负债率为 42%，较 2017 年末降低 9 个百分点；短债覆盖率为 139%，较 2017 年末提高 56 个百分点。2018 年发行 3 年期定向工具，利率 7.5%；3 年期中票，利率 7.8%；3 年期私募债，利率 7.99%。

**业绩：**2018 年前三季度实现营收 300 亿元，同比增长 58%；实现归母净利润 13 亿元，同比增长 223%。毛利率位 21.3%，较 2017 年末提高 5.0 个百分点；净利率为 5.2%，较 2017 年末提高 3.4 个百分点。根据业绩预告，2018 年预计实现归母净利润 19-22 亿元，同比增长 220%-270%。

### 【细节信息】

**全年销售冲刺 2000 亿，目标增速 30%。**2018 年前 5 月去化率 70%以上，5 月之后降到 50%，9 月后降到 40%，12 月折扣促销力度加大后略微反弹至 40%-45%，今年 1-2 月去化率和 12 月差不多。去化率和城市能级没有明显关系，更多是在区域和项目层面的分化。去年总可售货值不到 1900 亿元，其中滚存 200 亿元，新推 1600 亿元，最终实现销售 1466 亿元，全年去化率约 75%，回款率约 80%。今年总可售货值 3000 亿元，其中滚存 500 亿元，新推 2500 亿元，新推当中 2000 亿元来自储备资源，500 亿元来自今年新拿地。推货节奏方面，1-2 月新推盘很少，二季度开始逐季增加，下半年推货占比 65%。今年销售目标为增长 30%，冲刺 2000 亿元。

**长三角货值占比 50%，百城之后将加大深耕力度。**截至 2018 年末，公司土储货值 3000-3500 亿元，其中长三角占 50%，山东占 15%。公司目前已布局超过 100 座城市，35%为一二线，65%为三四线，三四线主要集中在长三角，其次是珠三角佛山、惠州等城市。项目数量共 300 多个，平均每个城市 3 个项目。公司未来不会大幅扩张城市数量，将会加大深耕力度。

**拿地规模继续扩张，基本面扎实的三四线城市仍为主要布局方向。**公司今年拿地规模将超过去年，主要考虑到 3000 万平土储、3000-3500 亿元土储货值相对今年 2000 亿元销售目标，覆盖率还不到 2 年，补充土储的意愿较强。而且今年行业销售下行，部分房企投资能力受到制约，土地市场竞争程度将会下滑，有望拿到更多低价优质地块。拿地结构上公司会适当增

加一二线占比，但三四线占比仍会在 50%以上。公司认为一二线城市虽然需求基础扎实，但政策不确定性较大，公司快周转重规模的风格更多还是要靠三四线城市。市场对三四线城市过度悲观、一刀切，认为 2017-2018 年行情都是投机性需求在驱动，但其实处于长三角、珠三角等城市群范围内的三四线城市，人口和就业还有较大增长潜力。公司未来在拓展三四线资源时，会加大这类城市的比重，但在项目体量上仍将以 10 万平以下的小项目为主，通过“小城市小项目”来分散风险。目前拿地净利率标准由此前的 10%提高到 12%。拿地方式仍将以招拍挂为主，主要因为收并购不确定性较高、周转速度偏慢。

**受制于净资产规模，负债率偏高，融资成本暂未改善。**公司 2018 年末综合融资成本为 7.6%，新增融资成本在 8%以上。开发贷去年初上浮 15%-20%，二季度开始上浮 50%；其他融资渠道成本变化不大，流动性放松后信托融资量有所增加，但成本还是在 10%左右。和同销售规模房企相比，公司受制于净资产规模较小，有息负债绝对规模较小，虽然利息覆盖倍数很高，但净负债率、资产负债率较高，对融资成本改善形成制约，也使得公司 AA+评级难以进一步提升。公司去年下半年将投资性房地产由成本模式改为公允价值模式，就是为了增加净资产；目前结算利润逐渐开始释放，也有利于扩大净资产规模。

**管理改善进行时。**公司过去主业是建筑业，同时会投机性拿一些大体量开发项目。这些项目利润率离散度很大，平均下来是亏损的，目前大约还有几百万平，分布在湖北黔江、辽宁等地区，每年销售几十万平，这些项目的结算拖累公司利润率。陈凯入主后对公司拿地体系做了系统梳理，拿地项目利润率提升到 8%-9%左右。同时也积极开展人员调整，杭州、浙西、武汉、海南战区负责人因为项目去化表现不佳而做了调整。公司近期意识到市场调整阶段跟投制度的负面作用会被放大，执行机制存在一些漏洞（现金流回正就进行利润分配，但那个时点的利润率需要主观估算），正在讨论是否要做一些调整。暂时不考虑回购，不希望牺牲净资产规模。考虑到大股东利润分配的诉求，公司会守住 20%的分红率底线。公司会坚守房地产主业，建筑业务规模占比会继续下降。

## 上海中原地产调研纪要

中原集团 1978 年创立于香港，是一家以新房和二手房的房地产经纪、代理业务为主的房地产服务企业。中原地产是中原集团开展一二手房经纪代理业务的核心品牌，1993 年进入上海，目前上海门店数接近 500 家，二手房交易套数市占率为 7%。

1 月上海二手房成交量环比增长，市场出现回暖征兆。年初通常是二手房成交淡季，成交量会比年末少，但今年反过来。根据上海房管局的数据，1 月上海二手房成交 1.7 万套，去年 12 月 1.6 万套，2018 年平均每月 1.4 万套。2 月受春节影响，预计成交 1 万套，5-6 号出数据。这轮成交量回暖主要由浦江、三林、金山新村、嘉定新城等板块拉动，以 300 万以内刚需为主。

上海二手房市场已经历了 2 年的调整周期，大量需求处于观望状态。成交量方面，上海历史二手房正常交易量为 1.8-2.0 万套/月，2016 年市场最火热的时候平均能到 3 万套/月，2017、2018 年成交量剧烈收缩至 1-1.5 万套/月。成交价格方面，根据中原指数，上海二手房价格指数在 2017 年 3 月达到 611.5 的历史高点，此后出现调整；2018 年 2-5 月一度反弹至 605.1，但由于没有成交量的支撑，之后继续下跌，2019 年 1 月跌至 569.0，大概回到了 2016 下半年的价格水平。价格在区域之间的分化很大，中环内平均挂牌价超过 9 万/平，外环 5.5 万/平，郊环 4.5 万/平。城市外围之前因为新房精装修拉抬价格，涨幅较大，这轮调整里跌幅也更大。目前很多小区出现成交价相对挂牌价打八折的房源，这与之前周期调整底部的情况类似。二手房价格持续调整后，一二手倒挂程度降低，二手房的吸引力相对提升。



**拆迁和社保政策带来增量需求。**增量需求来源之一是拆迁户。据上海中原观察，今年上海黄浦区、老静安区拆迁力度较大，比如黄埔张桥地块拆了 5000 多户，还有闸北彭浦、大宁等板块。增量需求来源之二是受 325 社保政策影响的那批人。2016 年 3 月 25 日上海收紧调控政策，将社保满 2 年改为满 5 年，当时被限制住的那些人今年将逐渐获得房票，可能还是以观望为主，一旦市场确定回暖，可能触发他们入市。

**后市判断：小阳春成交量回暖将持续，价格将继续盘底，关注成交量修复力度。**上海中原判断，如果没有政策上的扰动，通常二手房调整周期在 1-1.5 年，此后成交量会缓慢修复，等到连续几个月达到正常成交量，价格就会反弹。目前上海二手房价格仍处于盘底过程，最多再调整 2-3 个百分点就能在需求支撑下企稳。成交量回暖将在 3-4 月小阳春中延续，关键要看回暖的力度，能否回到 1.8-2.0 万套/月的历史平均水平（去年小阳春成交量接近 1.5 万套/月），成交活跃了价格才有可能反弹。当然价格也不会有多少上涨的空间，因为有新房价格作为天花板，而新房价格仍将受到政策严格调控。

**一些来自中原平台的监控数据。**去年挂牌到成交平均周期为 4 个月，今年目前没有变化。新增挂牌量去年 11 月开始下降，最近有所恢复，但距离平均的 1 万套/月还有距离。新增挂牌量降低主要因为二手房价格持续回调，卖家不愿意再降价出手。通常市场环境越差，新增挂牌量越少。二手房买家还是以首套房刚需为主（通过杠杆率判断是否首套房，通常首套房会用足杠杆），大约占到 55%，近期没什么变化，改善需求在 2013 年之后明显增多。2010 年后纯投资占比越来越少，目前大概只占 1%-3%，主要因为政策限制。与首套房刚需为主相印证的是，300 万以内总价成交占到 50%左右。

## 【华泰地产】2019 开年“千亿房企”北京站调研纪要

陈慎 13817345646 / 韩笑 18518481815 / 林正衡 18516388591

不同于珠三角地区行业龙头的谨慎增长预期，以及长三角地区依然高涨的成长诉求，京津冀地区的地方龙头在经历了区域市场调控所带来的长时间的趋势性调整之后，相比更加稳健，一方面本土化向全国化的布局提速，进一步摆脱对单一市场的依赖，同时期待区域市场触底回暖的持续；另一方面发展路径更加多元化，积极把握一级开发、棚改、商业、园区等细分行业的结构性机会。

北京二手房逐步回暖，环京市场见底反弹。剔除春节错位的影响，北京二手房的量价水平有可能延续 18 年 4 季度以来的持续回暖。相比之下，燕郊地区延续 2018 年末的回暖态势，挂牌均价上涨 2000-3000 元/平左右，2 月涨价房源数量达到 1495 套，降价房源 213 套，反弹比较强势。在环京市场热点提升和限竞房集中入市的分流效应下，京津冀市场表现出多层分化、总体回暖的趋势。

销售表现同步分化，2019 谨慎乐观。多层分化的市场结构下，2018 年区域一线房企销售增速从个位数到 40% 不等。区域房企普遍认为 2019 年行业不可能恢复至 2017 年和 2018 年上半年的水平，最大可能是价格平稳中略有上升，且房地产的流动性环境难以全面放开，预期全年新开工面积和投资增速均下降。2019 年 1000 亿销售规模以上房企预期销售增速 10% 左右，1000 亿规模以下依然有信心保持 20% 左右的增速。总体态度乐观中保持谨慎。

更加均衡、更趋全国化的布局。京津冀地区的一线房企近年来逐渐摆脱对单一市场的依赖，加速全国化的布局。过去 3 年京津冀地区的全面调控所带来的市场调整基本到位，一方面区域市场的预期见底有望为传统资源优势的兑现带来弹性空间，另一方面主动把握全国化布局的机会为销售稳健增长增添韧性。

更加多元化的发展路径。不同于珠三角行业龙头在细分行业领域前瞻性的大力布局，京津冀区域龙头的多元业务更具区域性的特色。一方面商业地产依赖于核心区位优势享受着极为稳定的现金流和融资潜力，同时有望进一步享受到 REITs 等制度红利的释放；一方面一级开发和棚改业务的空间巨大，且利润空间稳定，国企背景优势和较强的区域理解能力打造了较高的业务壁垒；另一方面园区地产受益于行政副中心、北京新机场、雄安新区等重大规划落地推进所带来的土地市场解冻，以及长三角一体化等国家战略的后续推进。

# 首开股份调研纪要

2019年3月7日

## 【基础信息】

**1、销售回款：18年全年销售额首次突破1000亿元。**2018年1-12月，公司共实现签约面积377.56万平方米，同比增加27.97%；签约金额1007.27亿元，同比增加45.58%。权益占比68%，全年去化率65%。京内地区同比增加58%，销售额占比48.21%；北方地区同比减少17.6%，销售额占比3.72%；南方地区同比增加40.9%，销售额占比48.07%。合同单价2.67万元/平，同比增加13.76%。京内地区4万/平，同比增加17%；北方地区1.2万/平，同比增加27%；南方地区2.1万/平，同比增加12%。

**2.拿地土储：京内及南方地区土储丰厚，今年销售额保底千亿，预计去化率54%。**2018年土地成本支出428亿，权益支出180亿，同比减少65%；获得土地23块，地上建筑面积269万方，权益比例51%。其中京内地区地上规模104万方，权益比例42%；北方地区地上规模26万方，权益比例78%；南方地区地上规模138万方，权益比例51%。

截至2018年末，公司剩余可售面积1692万方，货值均价3.3万/平，京内未售占比33%，南方占比50%。未售面积中公司所占权益为61%，北京地区49%，南方地区58%，北方地区89%。未售项目中，保障性住房6个，建筑面积77万方；限竞房15个，建筑面积163万方。可供2019年销售面积665万方，初步计划销售面积约350万方，去化率54%。

公司在京内在建项目共计62个，总可售面积（不含地下）合计1091万方，未售面积（不含地下）合计567万方，预计货值约2,000亿。在南方区域在建项目共计68个，总可售面积（不含地下）合计1,711.2万方，未售面积（不含地下）合计848万方，预计货值1,900亿。

**3.负债融资：**目前开发贷贷款利率为基准或者基准上浮10%，银行授信规模1700亿，剩余一半的可用额度。截至目前，公司债券余额291.24亿元，全部为境内债。2019-2021年，债券到期额分别为45、91和60亿元。2019年可能新发公司债偿还，同时看企业债是否存在机会。2018年有笔40亿公司债到期回售，成本仅为4.9%。债务到期规模1,200亿，包括54%的开发贷，30%债券，10%银行表外资金，80亿永续债。2018年以来公司发行1只30亿元私募公司债，1只25亿元中票，票面利率分别为5.7%和5.46%，即将发行1只短融，不超过50亿的中票和不超过15亿的债权融资计划。

**4.业绩：**2018年一到三季度实现营业总收入206.73亿元，同比增长36.23%。毛利率25.86%，同比减少4.42pct，实现毛利润24.88亿元，同比增长34.05%；归母净利润17.32亿元，同比增长89.62%；归母净利率8.38%，同比增加2.36pct。

## 【细节信息】

**1、今年推盘节奏将更加平衡。**18年上半年销售占比30%，下半年占比70%。一方面北京上半年迟迟没有出台限竞房的预售方案；另一方面受可售资源分布的影响，导致18年销售不

均衡。

**2、棚改项目：**北京市棚改的特点包括（1）鼓励国有企业参与；（2）可用杠杆，自有资金20%加专项贷款80%；（3）12%-15%的收益保障；（4）滚动开发，减少资金压力。公司目前获得主体授权的棚改项目有6个，预计直接开发投入328亿，自有资金投入66亿，四年内完成地块整理及土地上市工作。预计未来1-3年内棚改业务可释放利润规模40亿，税后净利润30亿，2019年预计释放1-2个项目的利润。

**3、多元化投资：**投资中信并购基金，挖掘行业龙头，目前基金已退出的3个项目毛利率均在30%以上；跟投康龙化成项目，充分享受康龙化成上市估值溢价；投资高和融德投资基金和高和新街项目，定位写字楼高租金收入；投资远洋资本城市更新基金，开发升级存量物业，预期IRR 16.5%。

**4、公司坚持做一线和强二线城市，判断三四线回暖需要时间。**从京内到访量和蓄客情况来看，销售较去年好转；厦门和杭州的情况也有所回暖。当前是弱势拿地的好时机，在土地出让条件较好的情况下公司会积极拿地；计划今年150-200亿的权益支出规模。去年北京土地出让条件较为严苛，导致公司上半年拿地一直冷淡。目前城市布局超过30个，对于新进城市较为谨慎。

**5、分红上依然维持较高的股息率。**股息率有望保持5%以上。国资委对集团有资产负债率的考核，资产负债率应降低1%。公司层面降低资产负债率较为困难，将努力提高资产周转率。暂无跟投的激励措施，国企改革进展较为缓慢。

# 金融街调研纪要

2019年3月7日

## 【基础信息】

**1、未来计划以20%的销售增速稳健发展:**18年按签约口径销售收入307亿,同比增加30%,北京、广州、惠州销售排在地区前十,北京、广州销量均达到100亿,另有中国武夷项目中的23亿写字楼没有计入;未来销售增速目标保持20%。

**2、拿地土储:**根据克尔瑞数据,公司18年拿地18块,拿地面积123.54万方。公司目前土地储备1,500多万平,权益部分1,200多万平。17年投入240亿权益资金,18年投入190亿权益资金,城市布局更加完善,受调控影响可以相对减少。

**3、负债融资:**目前公司债券余额294.18亿元。19年公司新发行一只15亿元5年期私募公司债,票面利率4.47%;一只5亿元4年期私募公司债,票面利率4.33%。截至2018年3季度末,公司净负债率198.3%,同比增加63.8pct;扣除预收账款的资产负债率为76.18%,同比增加3.42pct。

**4、业绩:**根据公司最新的业绩预告,预期2018年全年归母净利润在30.36亿-33.07亿,同比增加1%-10%。2018年1-3季度,公司毛利率47.30%,同比增加17.51pct;净利率14.07%,同比增加3.63pct。

## 【细节信息】

**1、17年管理层发生变化,公司推行更广泛的城市布局。**14-17年布局在强调控的城市,业绩波动较大。目前公司主动把握都市圈发展的机会,布局更多,分布在京津冀、长三角、粤港澳(广州、深圳、惠州、东莞、佛山)、成都重庆武汉等15个城市。近来公司收购中国武夷副中心120万方的项目,在多地打造旅游地产、特色小镇项目,今年有意向和政府合作在成都打造“金融城”。

**2、激励机制发生变化。**原先薪酬与职级对应,现在薪酬与业绩对应,设置分级体系带动积极性。一方面是与利润指标挂钩,(1)国有资产保留增值率、利润增长率、收入增长率等指标,达到总公司基本面的要求后,将取一定比例的利润作为奖金。(2)与对标企业进行对比,对标评分后,根据得分按比例分利润。另一方面与外部竞争挂钩,在所在区域销售前十是一级公司,前二十是二级公司(一二级公司销售额可能差距在10%-20%),一二级公司的薪酬待遇不同。

**3、自持物业:**自持物业规模120万平,2/3在北京,20%在上海,估值500-600亿,租金收入27亿,有望增加至200多万平。增量部分来自自己持有的项目,增量部分存在于北京西城、北京副中心、上海火车站写字楼、武汉鲁巷、重庆的项目。

# 融创中国调研纪要

2019年3月8日

## 【基础信息】

**1、销售回款：**2018年实现合约销售金额4,649.5亿元(其中,合同销售金额4,608.3亿元,预订销售金额41.2亿元),同比增长27%。合约销售面积约3,056.2万平方米,合约销售均价约15,210元/平方米。2019年1-2月,累计实现合同销售金额约422.3亿元,同比增长2%,累计合同销售面积约280.8万平方米,合同销售均价约15,040元/平方米。**19年销售目标5,000亿**,目前总可售货值7,000亿,2018年滚存1700-1800亿。2018年全年去化率72%,18年库存主要为次新盘,可变现能力较强,**今年70%的去化率为底线**。上半年推货40%,下半年推货60%。

**2、拿地土储：**2018年上半年新增土地储备约2,920万平方米,权益土地储备约1,545万平方米,平均土地成本3,620元/平米。土地储备共计约2.31亿平方米,总货值约人民币3.29万亿元,并且主要分布于一二线及环一线城市,充足高质量的土地储备将支持公司未来几年的稳健发展。

**3、负债融资：**截至2018年6月30日,债务净额与资产总额比率为18.3%,较2017年末的19.7%下降1.4pct。资本负债比率为65.8%,较2017年末的66.9%下降1.1pct。截至目前,公司存续8只境外债,余额46.5亿美元,2019年新发2只海外企业债,总规模14亿美元,期限在2年和3年,票面利率分别为7.875%和8.375%。境内主体评级AAA,公司目前综合融资成本在7%-7.5%。公司计划降杠杆,将净负债率从150%降至120%。

**4、业绩：**2018年上半年毛利润115.3亿元,同比增加251.0%。毛利的增加主要由于销售收入的增加及毛利率的上升。毛利率为24.7%,同比增加约2.5个百分点。净利润63.6亿元,同比增加287.7%。

## 【细节信息】

总的来说,18年是完全没有机会的市场,目前是有机会的市场,乐观中保持谨慎。融创在拿地上坚持“好城市、好地段、好价格、好融资、好周转”的“五好”原则。八大区域尤其是老五区的管理层流动性非常小,有利于积累当地人脉和对市场足够的敏感度。

**1、土地市场出现机会。**12月以后土地市场出现机会,为了减少流拍政府低价出让土地,二线城市不少地块以底价成交,今年2月份竞争略有激烈,但整体来看比17年、18年上半年充分改善。公司在12月份、1月份有所拿地,尤其是收购泛海明显提升品牌效应,之后具体看机会。

**2、融资成本降低带来利润空间。**金融环境趋好,银行在无其他资产可投的情况下,房贷是较好的资产选择。目前海外债利率下降2pct,境内债利率降低0.5-1pct,开发贷利率下降0.2-0.3pct,按揭贷近乎为基准。

**3、市场回暖早于预期，尤其是二手房市场。**根据公司对 40 个一二线城市二手房的监测，春节后两周二手房成交量同比增加 20%-30%。北京、天津、上海、厦门、苏州、无锡、南京、天津、重庆二手房市场均回暖。就一二手房到访量而言，春节前已开始明显回升，主要看未来能否再持续 2 周，形成趋势。

**4、流动性环境和供需结构持续改善。**流动性放松加之一城一策，明显改善预期。流动性改善明显有利于大型房企，可以充分把握收并购的机会。增值税率的降低减少了房企成本。一二线库存较少，40 城市库存大概在 2 亿平方，扣除网签大约 1 亿平方。

**5、市场不至于彻底好转。**2019 年市场不可能恢复至 2017 年和 2018 年上半年的水平，价格大概率平稳中略有上升。去化率无法达到 17 年高点，可能在 70%左右。地产行业的流动性环境不大可能全面放开。虽然流动性改善，但是土地难以周转，现金流也无法回流。预期全年新开工面积和投资增速均下降。

# 华夏幸福调研纪要

2019年3月8日

## 【基础信息】

**1、销售回款：**2018年产业园区结算收入310.39亿元，同比增加4.75%；房地产开发签约销售额1,291.76亿元，同比增加7.6%。销售面积1,502.23万方，同比增加32.76%。应收账款方面，增加部分来源于环京区域，但是期限结构较好，大部分在一年以内。

**2、拿地土储：**三季度末土储1000万方，和原来现拿地现销售的策略保持一致。去年向北京万科转让环京地区土地，主要是基于盘活存量土地的考虑。未来对合作拿地秉持积极态度。

**3、负债融资：**公司目前债券余额396.70亿元。去年5+2年期的40亿元公司债，票面利率8.3%。2019年公司新发1只25亿元的超短融，票面利率5.5%。2019-2021年债券到期额度分别为33.65、18.05、151亿元。

**4、业绩：**2018年1-3季度毛利率45.37%，同比减少11.06 pct；净利率17.60%，同比减少2.55 pct；营业总收入451.41亿元，同比增加46.14%；归母净利润78.78亿，同比增加26.49%。

## 【细节信息】

**1、信用已经得到明显修复，且资金开源渠道多。**平安入股以后，华夏幸福资金情况好转。同时可以用PPP去银行贷款，成本5%-6%，期限10年以上，融资方向多元。

**2、公司已从区域发展到核心都市圈。**异地复制速度很快，三年时间可以构建规模化的都市群。杭州、南京、郑州、武汉区域均有良好发展，去年40%-50%的销售额来自非环京区域。招商引资方面，新增签约投资额1,500亿以上，非环京占比超过80%。

公司在环京地区的诉求是稳定。受三年社保政策影响，17年2、3季度环京地区销售陷入冰冻。18年年中以来，固安、大厂略有放量，价格止跌。目前情绪面回暖，底部已在去年到今年期间完成。公司布局已经布局70个产业新城，近期不会拓展新的城市。

**3、以聚焦和控制风险为业务核心。**聚焦核心都市圈，在一小时核心都市圈布局产业新城。除北京以外，在南京、杭州、武汉、郑州、合肥、广州、深圳、成都八大城市布局，不论以后是否发展新业务，都将更加聚焦产业新城。控制风险方面，公司积极降杠杆保持安全性。去年拿地节奏较为缓慢，很好地控制了风险。二三季度净经营现金流为正，回款率达到60%。

**4、业务发展和经营管理双管齐下。**谋发展方面，近几月将在非环京市场支出50-100亿拿地。另一方面，夯实经营质量。销售增速和行业保持同步。更重回款率，环京地区销售政策不变，采用全款或者1年分期的销售政策。降低管理费用和融资成本，改善融资期限结构。目前存量债务40%为银行贷款，45%为银行间产品公司债和ABS，15%为信托非标。18年三季度末净负债率有所提高，主要是由于偿还少数股东权益。随着今年权益性融资落地和表外债务收缩，实际的净负债率会减少。

**5、平安入股华夏幸福：**平安不动产已花1年时间研究华夏幸福，看中华夏幸福的土地增值能力，认可业务模式和区域布局，而平安的长线资金是对当前业务的良好补充。平安目前可以提名2个董事并行使股东权利。吴向东在商业领域有逻辑，华夏幸福有最好的产业新城团队，未来将有非常好的商业团队。未来新业务团队将商业先行，前期以轻资产为主，商业板块的新加资金部分由平安注入。吴向东的核心团队加上广深资源将对公司业务是很大的助力。管理层自此不会再发生变化，只是在原来的基础上加上吴向东。

平安资金注入公司后，其他保险资金明显追随。平安及其子公司已把华夏幸福内部评级调整为投资级，华夏幸福的标准债券产品，平安都可以配置60%。目前华夏幸福与平安的债权存量在小100亿。

**6、推盘节奏影响今年前2月销量。**去年拿地较少导致19年1、2月份新盘不多，加之受去年一季度高基数拖累，内部忙于高管入职，因此今年销量不多，公司将在二季度加大推盘，环京市场推货以稳为主。

## 【华泰地产】核心城市预期正先于市场回暖——如何展望核心城市楼市

陈慎 13817345646 / 韩笑 18518481815 / 林正衡 18516388591

### 预期先于市场回暖

刘渊 中原集团研究中心总监

我们最近对中原集团在内地设有分公司的 34 个城市做了一次调研，主要通过当地同事了解目前市场上的一些变化，包括政策、信贷、开发商动向和购房者心理预期，最终形成报告《预期先于市场回暖》。这个题目的意思是说，作为房地产一线人士，我们率先感知到市场出现了很多回暖的信号，但是从市场数据来看，从普通购房者的角度来看，还没有明显感知到市场开始回暖。

从我们对 34 个城市的调研来看，大约三成的城市出现政策微调，主要是对过去过于严格的调控政策的放松，包括限价限签，多数城市放宽了落户条件，有一半的城市房贷利率出现下调，大约下调 10 个百分点，最常见的比如原先上浮 20%，现在上浮 10%。从各地同事对 3 月的预期来看，绝大多数城市都对 3 月的量价保持乐观态度，相比去年十一期间明显乐观。

年后大家开始关注的市场回暖，其实从去年 12 月底开始就出现了，主要集中在一线和二线发达城市。中原在二手房市场上有两个领先指标：一个是二手房报价指数，反映卖房业主度对市场的判断；另一个是二手房经理指数，反映中介对市场的判断。对于部分一线和房价较高的发达二线城市，这两个指标都是从去年 12 月底开始触底回稳，部分城市已经基本回升到历史平均水平。

我们还监测了“新开盘认购率”的指标，目前覆盖将近 30 个城市，覆盖面要比二手房指标更广。这个指标目前来看仍处于下行趋势，去年 8 月为 80%左右，目前降到 50%左右。为什么新房和二手房指标会出现差异？主要原因是目前市场回暖主要集中在一线和二线发达城市，并没有扩展到其他城市，一些发展中二线城市目前市场还是比较低迷。

城市之间出现明显结构分化，主要原因是一线城市为首的发达城市，在成交量和价格方面，都已经历过明显调整。1、成交量方面，一线城市在 2017-2018 年，一手和二手房总成交量连续 2 年处在历史底部，这在之前从未出现过。之前市场比较差的 2008、2011、2014 年成交量到底部之后，第二年都回升了。因此目前市场上积压了一部分改善需求，因为严格的调控政策，包括 7 成首付、限购政策等限制了需求。2、价格方面，一线和二线发达城市基本上都出现了实质性调整。根据中原二手住宅价格指数，我们有数据的 8 个城市（北上广深、天津、重庆、成都和南京）从去年 9 月到今年 1 月，二手房价格持续下跌 5 个月，平均每个城市跌 5-6 个百分点，跌幅超过 2011 年、接近 2014 年，部分楼盘跌幅能达到 10-15 个点。

在量价充分调整后，随着政策、信贷转向宽松，市场预期开始回升，带动成交量先回暖，而价格跌幅也在收窄。核心城市成交量之前处在历史低位，有一部分积压需求，现在随着预期改善开始逐渐入市，叠加信贷政策出现宽松，利率和限制贷款的门槛在下降，对购房者来讲，贷款的难度和成本在下降，同样有利于成交量恢复。房价方面，去年 12 月、今年 1 月开始，8 个城市二手房价格跌幅逐月收窄；最新 2 月数据尚未发布，但从目前估算情况来看，部分城市止跌回升，但是幅度还很小。

我们认为今年核心城市楼市的表现主要看此前有没有经历过调整，结构分化将延续。按照目前这个趋势，一线和二线发达城市后续市场表现值得期待，当然也还要看后续政策宽松程度，我们认为核心城市成交量回暖仍可持续，但二手房价格大幅上涨可能性很小，整体有望保持平稳状态。但很多二线、三线城市目前还处在量价高位，没怎么调整过，在限购、限贷大环境没有明显放松的前提下，仅靠预期改善很难出现大幅度反弹。

我们对今后政策面的判断，大方向是稳市场和稳预期，但也要防止投资投机需求反弹。目前政策微调的方向也是鼓励自住需求，包括刚需和改善，为他们提供支持，鼓励他们回到市场来；但同时要抑制投资需求。

## 问答环节

**Q：上海二手房成交量在年初出现回暖，您认为今年复苏空间有多大？**

A：上海成交量复苏的空间会比较大，上海过去2年一二手住宅总成交量都处在历史底部，哪怕只是回升到历史平均水平，都会有比较大的空间。价格方面，限购限贷政策还在，对自住需求影响较小，对投资需求影响仍然很大，价格稳住、小幅增长的可能性较大，大涨不太可能。这次回暖主要靠刚需和改善，周边很多朋友想改善，但七成首付带来的资金周转难题，限制了改善需求的释放。目前信贷略微有放宽，购房者预期也在改善，部分观望客户近期可能会出手。

**Q：您对上海新房市场未来怎么看？**

A：上海当前二手房成交量已经超过一手房，二手房的量价更能反映市场热度。二手房出现回暖的趋势，意味着购房者对新房的态度也会趋于稳定。但是在2015-2017年的大涨周期里，上海一些郊区房价涨幅甚至超过中心城区，有的外环新房卖8万/平，而目前内环二手房均价也就是8万/平左右，可以看出郊区价格虚高。随着市场变化，可以看到郊区开盘的价格已经低在降低，价格逐渐回归到正常水平。

今年上海新房供应量可能比之前增加，一是开发商对市场预期转好，二是预售证等限制有所改善。在增量供应带动下，整体新房成交量有望增长，价格将保持平稳。郊区价格虚高的有调整空间，靠近市区的可以参考二手房价格，整体比较平稳。因为新房价格受政策影响被控制住，二手房上涨空间也会比较有限。

**Q：上海1-2月成交回暖的原因？和利率宽松有关？还是和2年社保变5年等因素有关？**

A：我们认为主要是预期的恢复。我们的报价和经理指数12月触底回稳，主要在一线和二线发达城市，基本上同时出现，具有预期驱动的特征。从市场上看，政策面从12月就有一些转向，不再像过去那样对地产高度压制，逐渐释放一些稳定市场的声音。在这样的情况下，购房者对未来市场走势的预期发生好转，信贷宽松和其他因素主要起到辅助作用。

**Q：2月百强房企销售下滑比较明显，您认为什么时候能企稳？三四线城市销售走势怎么看？**

A：从我们1-2月调研反馈的网签数据、中原自己的经营数据都比去年同期弱，这也是为什么我们报告叫《预期先于市场企稳》的原因，市场实际还比较弱，但大家的心理预期已经恢复了。我们认为行业销售3月可能企稳，一方面市场预期回升，另一方面开发商对3月预期比较乐观，将会增加推盘量。

三四线和一二线完全不一样。三四线 2016-2018 年主要靠棚改货币化在推动，因此三四线的表现主要取决于未来政策的力度。今年全国棚改目标尚未公布，按之前的提法，理论上今年和明年各剩 450 万套，相对 2018 年 600 万套降幅很大。另一方面棚改资金来源也在收紧，去年棚改贷款审批权上收到国开行总行，地方政府承担更多责任，以地方债支持棚改。

但我们认为棚改依然是政府稳定市场的重要调节器。政府要稳市场，首要稳的是成交量，而不是价格。按销售面积来看，三四线成交量占 80%，稳市场关键是稳三四线的成交量。在这样的判断下，我们认为棚改不会一刀切停止，依然会通过各种稳市场的政策把三四线的成交量稳在和目前比较接近的水平上。我们预计今年一二线成交量回升 10%；三四线经过 3 年棚改，政策效果递减，可能面临 7%-8% 的下滑；全国下滑幅度在 5% 以内。

**Q：这轮重点城市预期回暖大概能持续多久？**

A：政策面要稳市场，稳市场先稳预期。大方向下，一线城市成交量已经处在历史低位，只要不出更紧缩的政策打压市场，**按照趋势惯性恢复，成交量将回升到历史平均水平，价格保持平稳，预计能持续至少一年时间。**更长的时间来看，通过内其他城市相比，一线城市还是处在相对有利的位置，主要是土地供应量有限，需求又比较大，看好一线城市的楼市前景。部分三四线主要靠政策推动，一旦没有政策支持，基本面很难支撑目前的量价水平。

**Q：对比发达国家，上海房价还有空间吗？**

A：第一，我们政府对房地产市场的影响力是国外没法比的，具体包括对供应的控制，如土地出让；对需求的控制，如首付、贷款政策；对游戏规则的调整，如限购限售。我国对市场的掌控力很强，可以把这个市场至少在短期内维持在比较高的水平。第二，长期经济增长预期也会体现在房价里。第三，市场资金流动，如果资金不能轻易流到境外，还是会流到国内相对优质的资产。以上三点都能够对一线城市房价形成较强支撑。