

行业研究/年度策略

2019年11月25日

行业评级:

房地产

增持 (维持)

**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**刘璐** 执业证书编号: S0570519070001  
研究员 liulu015507@htsc.com

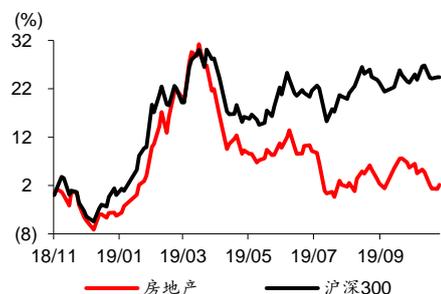
**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 01056793959  
hanxiao012792@htsc.com

**林正衡** 021-28972087  
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《房地产: 行业周报(第四十六周)》2019.11
- 2《中航善达(000043 SZ,买入): 强化战略定位, 加持百年荣光》2019.11
- 3《房地产: 行业周报(第四十五周)》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 平稳孕育分化, 拥抱存量价值

## 房地产行业 2020 年度策略

### 策略: 平稳孕育分化, 拥抱存量价值

展望 2020 年, 我们预计二季度后地产板块在流动性和需求端政策的共振下, 能够走出估值修复行情。龙头房企销售、拿地、融资集中度依然在进一步提升, 头部优势正在进一步凸显, 今年以来公募基金地产股持仓比重连续三个季度下滑, 我们认为地产股的低估值、业绩增长稳定性以及较高的股息率都能构筑良好的配置机会。重点推荐: 1、融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企: 万科 A、金地集团、华发股份、中南建设; 2、存量资产核心品种: 大悦城、中航善达。

### 行业: 开启供给侧改革, 平稳中孕育分化

2019 年房地产行业关键词除了房住不炒外, 最重要的是防范房地产金融化。全国销售韧性超预期, 主要因为: 紧融资强化回款, 供给维持力度; 按揭款增速回正, 贷款利率下行; 棚改支撑延迟效应, 三四线下行缓于预期。我们预计 2020 年一二线上行、三线及以下收缩的情况将深化, 全国销售面积、金额同比-4.0%、+0.9%。今年开发投资增速温和下行但韧性超预期, 主要因为: 土地购置费滞后确认; 强回款诉求下延续快开工、慢施工, 施工投资反弹。我们预计 2020 年新开工、竣工、施工面积同比-1.6%、+7.8%、+8.0%, 土地购置费同比+2%, 开发投资增速回落至 5.9%。

### 政策: 供给端逐步常态化, 需求端有望边际改善

展望 2020 年, 在经济下行压力仍大、实体融资成本纠结下行的背景下, 我们预计央行将继续完善 LPR 机制并逐步下调政策利率, 适时降准, 保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。实体经济可能仍然缺乏优质投资机会, 预计中央仍将延续对房地产融资“设卡布防”的态度, 融资端政策大概率步入常态化阶段。但从需求端来看, 预计中央仍将延续调控基调, 保持“三稳”目标, 但在市场逐渐弱化的背景下, 可能从二季度开始逐渐由“防上行风险”过渡为“防下行风险”, “一城一策”指导下适度松绑需求端政策的城市数量可能逐渐增多, 松绑力度可能逐渐加大。

### 企业: 销售、业绩、融资集中度全面提升

2019 前 10 月主流上市房企全年销售目标完成 82%, 百强销售金额市占率较 2018 年提升 7 个百分点; 前三季度 77 家上市房企龙头、中型归母净利润占比各提升 2 个百分点, 业绩集中度提升如期兑现; 融资集中度重新提升, 信用利差重新走阔, 龙头和高评级央企国企结构性受益。TOP50 房企近两年拿地强度维持低位, A+H 股 TOP30 上市房企现有土储满足 4 年左右开发销售需求, 存量变现依然为行业主基调。主流上市房企 ROE 经历利润率 and 杠杆驱动后逐渐迎来周转红利和管理红利, ROE 预计延续稳健表现。

### 转型: 决胜存量资产, 把握物管和商业地产新机遇

如何发掘存量不动产的充沛价值, 成为众多房企在后开发时代的必修课。物业管理和商业地产作为两个切入点, 今年以来均出现了新的变化。非住宅物业管理已经成为龙头物管公司发力布局的新蓝海, 将从新的角度加速行业规模扩张和龙头集中度提升的进程, 也将通过单一服务到高附加值的模式升维, 抬升物管企业战略地位。商业地产目前面临多重改善: 促消费政策红利、线上饱和、供需改善、管理溢价提升等四因素提升营运收益, 资本化率下行带来重估机遇, 资产证券化打开管理半径。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 行业基本面下行风险; 部分房企经营风险。

## 正文目录

行业：开启供给侧改革，平稳中孕育分化.....	3
2019 年，房地产进入供给侧改革.....	3
销售：韧性好于预期，一二线城市如期改善.....	4
新房成交：各能级城市表现分化，一、二线城市如期改善.....	4
二手房成交：一线城市有望筑底，二线城市具备弹性.....	5
成交结构：一线城市刚需为主，二线城市改善型需求发力.....	7
为什么 2019 年销售会超预期？.....	7
投资：开发投资维持高位，土地投资结构性分化.....	12
土地市场：融资收紧下趋于回落.....	12
库存：逐步回升，一线和三线回升更为明显.....	13
政策：供给端逐步常态化，需求端有望边际改善.....	14
供给端：融资端供给侧改革，管控可能常态化.....	14
需求端：行业政策和利率政策有望在“因城施策”中迎来边际改善.....	15
2020 年核心判断：销售开工投资回落，竣工开启修复周期.....	18
销售：分化走势进一步演绎，预计销售面积同比降 4%.....	18
施工：新开工面积下行 1.9%，施工面积提升 8%.....	19
竣工：拉长滞后效应因子依旧强劲，预计明年增长 8%.....	20
投资：预计 2020 年房地产投资增速约 5.9%.....	22
企业：销售、业绩、融资集中度全面提升.....	24
销售：销售集中度进一步上行.....	24
业绩：业绩集中度如期兑现.....	26
融资：集中度重新提升，信用利差重新走阔.....	27
拿地：存量变现提速，增量拿地放缓.....	29
ROE 的演变方向：从利润和杠杆驱动到周转和管理红利.....	32
转型：决胜存量资产，把握物管和商业地产新机遇.....	35
非住宅物业管理：升维新模式，掘金新蓝海.....	35
商业地产：陌上花开，运营为王.....	39
策略：平稳孕育分化，拥抱存量价值.....	44
政策：流动性偏乐观，供给端常态化，需求端不悲观.....	44
仓位：持仓连降三季度，打开增配空间.....	44
估值：业绩稳健，低估值提升配置价值.....	45
股息率：吸引力继续提升.....	46
投资建议.....	47
融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企：万科 A、金地集团、华发股份、中南建设.....	47
存量资产核心品种：大悦城、中航善达.....	48
风险提示.....	49

## 行业：开启供给侧改革，平稳中孕育分化

### 2019 年，房地产进入供给侧改革

如果要总结 2019 年房地产行业的“关键词”，除了耳熟能详的“房住不炒”之外，我们认为最重要的就是“防范房地产金融化”，2019 年 6 月，人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清主席提出“要重视一些地方房地产金融化的趋势”，开启了 2019 年各领域针对房地产行业控杠杆的序幕。

由于我国房地产行业的融资模式、预售制度等特征，在其快速发展的近 30 年，也是逐步呈现金融特征的 30 年，从企业端来看，我国的房地产开发贷款余额从 2004 年年底的 7800 亿元，发展到 2019 年 9 月的 11.24 万亿元，这还不包括其他表外融资体量；从需求端来看，居民部门的杠杆率从 1996 年的 8.94% 提升到今年 9 月的 56.31%，杠杆率在过去 4 年每年保持 3-4 个百分点左右的比例提升；重点上市房企净负债率在 2019 年三季度上升到了 102%，也是历史新高。因此遏制房地产金融化泡沫化倾向，本质上就是防范房地产行业发生系统性风险的一步。

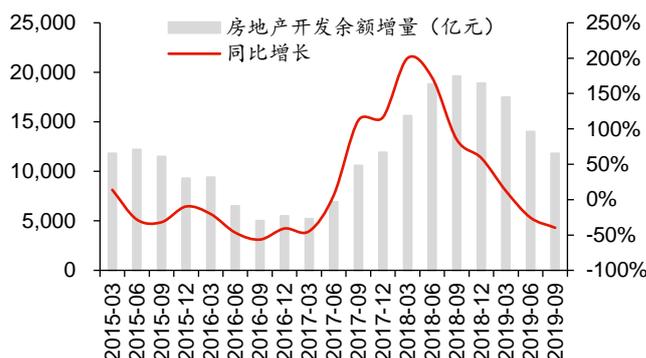
我们之所以把这部分放在最前面，是希望从这一大前提开始，理清房地产行业调控思路自上而下的逻辑，才能去理解今年所发生的种种，以及去展望未来可能的下一步。

图表1：房地产开发贷款余额及同比



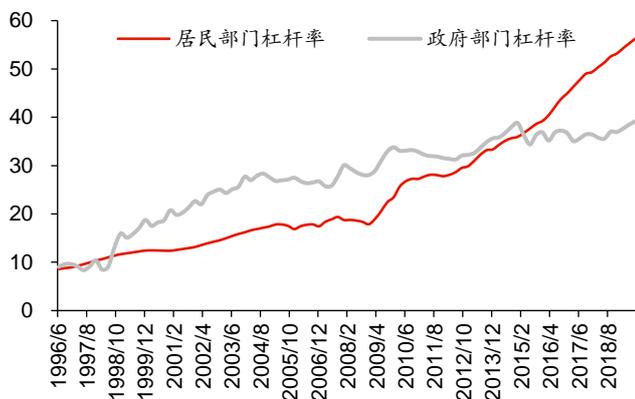
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表2：房地产开发贷款余额同比增量及增幅



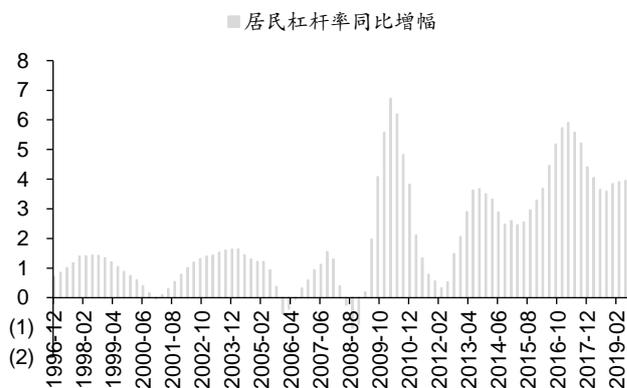
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表3：居民部门及政府部门杠杆率 (%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：居民杠杆率同比增幅 (pct)



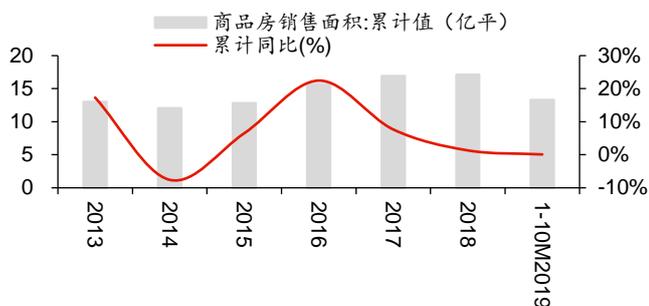
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**销售：韧性好于预期，一二线城市如期改善**

**新房成交：各能级城市表现分化，一、二线城市如期改善**

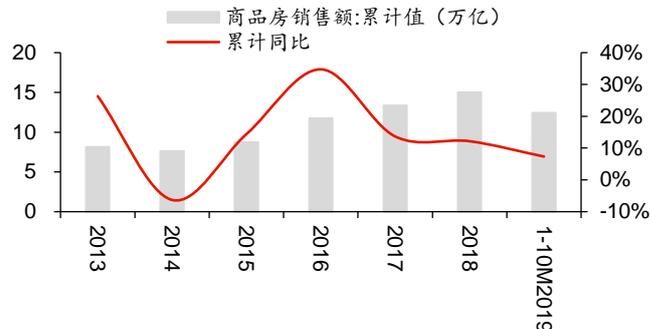
2019年一二线城市表现优于三四线，全年市场韧性依然好于预期。前10月全国商品房销售面积为13.3亿平，同比微增0.1%。其中一二线城市的增速显著高于三线及以下城市，一、二、三四线城市前10月销售面积同比增速分别为14%、23%和-9%。一二线城市单月增速基本维持正增长，而三四线城市大部分时间保持负增长。

图表5：全国商品房销售面积累计值



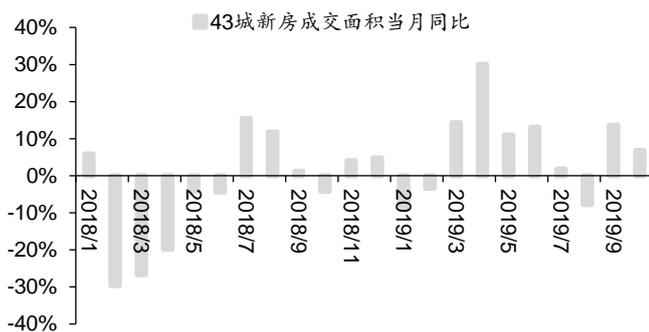
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表6：全国商品房销售金额累计值



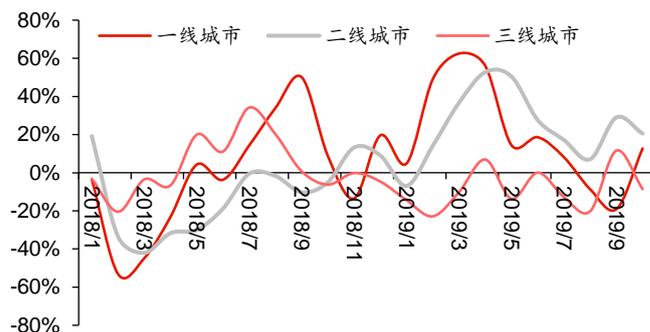
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表7：43城新房成交面积当月同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

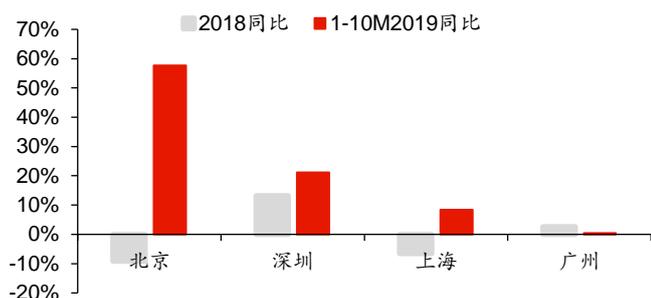
图表8：43城各能级城市新房销售面积当月同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

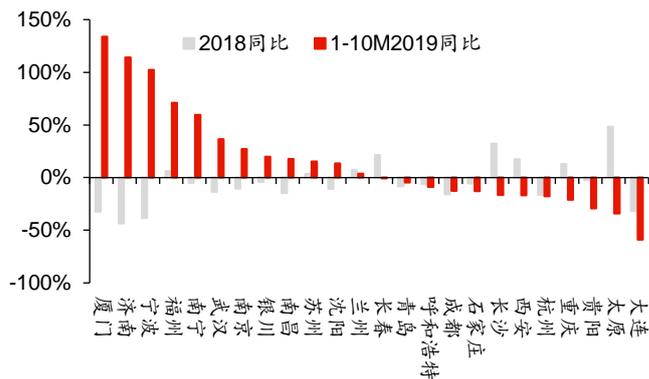
从重点城市的具体数据来看，市场的结构性分化在各大能级城市内部也有所体现：一方面受**基数效应**影响，一线4城在过去两年低基数效应下均实现不同程度的修复，厦门、济南、宁波、福州、武汉、南京等经历过调整的城市在今年表现更优；另一方面，**高能级城市圈具备更强的市场韧性**。53个三线样本城市中，近两年均维持正增长城市有9个，而其中8个城市均位于长三角以及珠三角，大多数三四线城市表现依旧低迷。

图表9： 一线城市 2018 年和 2019 年前 10 月新房成交面积同比



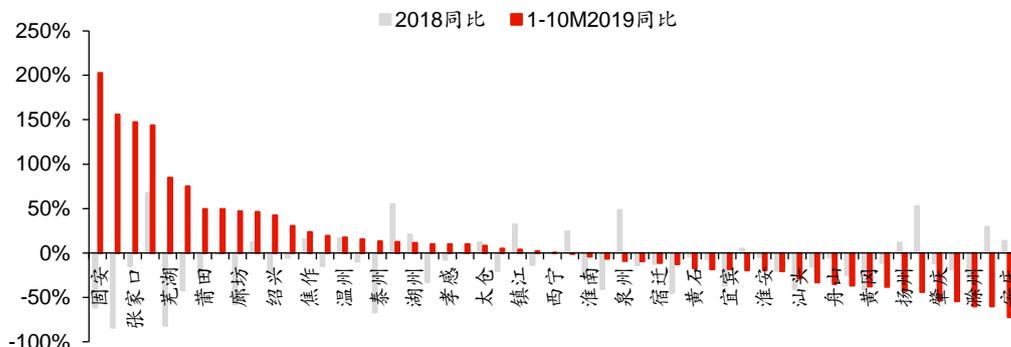
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 部分二线城市 2018 年和 2019 年前 10 月新房成交面积同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 部分三、四线城市 2018 年和 2019 年前 10 月新房成交面积同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**二手房成交：一线城市有望筑底，二线城市具备弹性**

今年以来的二手房市场与一手房市场走势趋同，2019 年前 10 月，可跟踪的 16 个城市二手房成交面积同比增长 6%，从节奏上看，二季度以来增速持续稳定在 5%-8% 区间内。

分城市能级来看，一、三线城市累计同比分别下滑 5% 和 4%，二线城市同比增长 19%。二三线的二手房销售同比与新房市场基本一致，但一线城市二手房热度低于新房市场，这反映一线城市今年市场预期整体向下，二手房市场因具备更大的供给弹性，存在供需双降。但 9、10 月成交热度有所回温，我们认为一线市场有望筑底。首先，一线城市对流动性的敏感度更高，同时，区域政策存在一定的微调，例如 11 月深圳调整了豪宅界定标准，降低了“被豪宅”住房交易的税费。

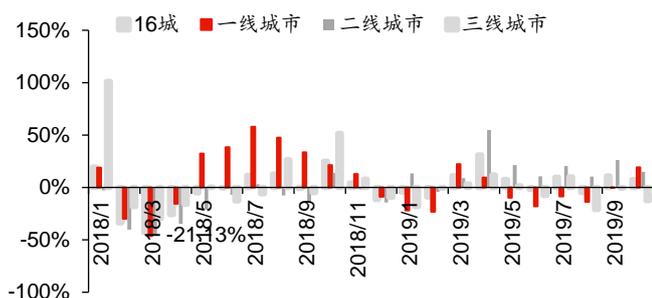
图表12: 重点城市二手房热力图

日期	总体	北京	上海	广州	深圳	天津	杭州	南京	武汉	成都	济南	南宁	苏州	厦门	青岛	大连	佛山	无锡	扬州	岳阳	金华
1701	-50	-54	-78	62	-83	-39	-6	-50	232		-22	18	-67	-39	38	36		24	76	-2	72
1702	-14	-20	-61	253	-74	1	82	-36	104		87	79	-37	13	236	128		138	133	33	260
1703	-24	-19	-64	104	-73	-12	26	-46	17		64	20	-58	7	44	48		66	124	28	143
1704	-17	-36	-21	25	-26	-67	-10	-46	33		9	28	-43	-44	17	10		66	102	10	135
1705	-17	-55	-32	-1	61	-72	10	-25	40		-20	23	-14	-59	-21	46		61	79	-7	119
1706	-20	-35	-56	11	40	-80	27	-53	38	-7	-17	27	13	-76	-13	34		79	98	6	150
1707	-41	-67	-69	-10	0	-80	-43	-32	33	-32	-38	65	-7	-70	-25	28		-4	99	29	285
1708	-50	-70	-78	-21	-20	-83	-18	-37	-14	-23	-31	36	-22	-78	-25	47		-10	71	226	45
1709	-48	-71	-60	-34	-26	-80	-23	-52	-29	-11	-59	37	-72	-73	-35	34		-24	62	91	71
1710	-47	-71	-51	-35	-12	-35	-50	-72	19	-27	-35		-48	-53	-43	48		-57	33	62	-38
1711	-31	-56	-40	-28	19	-41	-46	-44	90		-45		-18	-45	-22	25		-17	40	25	10
1712	-14	-43	-11	-39	97	-26	-33	-21	92		-27	-46	6	8	-17	46		52	9	4	-6
1801	13	-2	22	-14	139	44	-12	-13	229		101	-16	95	-67	22	71		0	9	43	55
1802	-38	-40	-33	-66	41	-66	-55	-40	-26		-65	-28	6	-76	-42	31		-51	-37	23	-25
1803	-42	-57	-16	-65	16	-59	-52	-41	-3		-47	-32	-15	-88	-24	-3		-52	-43	-6	-42
1804	-18	-14	-17	-20	-6	80	-22	-44	-6		-23	-44	22	-70	2	32		-45	-29	3	-1
1805	6	68	6	7	9	750	-20	-46	4		29	-27	32	-43	3	17		-21	2	31	13
1806	14	77	23	-4	2	429	-22	9	-5	68	2	-24	24	18	-21	11		-27	-7	-16	-15
1807	16	107	17	3	20	100	14	-23	-19	24	-7	-22	55	42	-15	-6	-11	23	-5	0	-9
1808	12	95	15	-6	26	57	-49	-22	-22	11	-49	-32	77	117	-34	-6	68	5	-9	-7	-26
1809	-2	67	10	-29	-16	23	-65	-12	-21	-29	-54	-53	222	39	-52	-32	102	-30	-34	-28	-53
1810	6	44	11	-27	-29	33	-63	31	-35	-8	-31		191	18	-44	-26	192	29	-36	-32	-32
1811	-3	32	20	-57	-26	81	-62	-1	-42	-20	-6		88	40	-52	-19	129	-3	-52	-29	-58
1812	-10	13	27	-53	-47	32	-35	-20	-29	-11	8	-33	48	-21	-58	-26	115	-42	-48	8	-61
1901	-2	-12	42	-52	-38	5	-13	-10	-30	31	-21	44	52	330	-51	-31	23	-14	-29	-26	-73
1902	-3	-17	38	-49	-36	44	-28	1	-8	31	31	-28	22	226	-47	-67	101	-6	-24	-55	-41
1903	22	44	50	-32	-19	82	-2	26	5	113	30	0	4	360	-47	21	89	1	-29	-12	-38
1904	34	1	91	-31	28	51	-19	73	18	176	31	9	84	309	-27	-11	95	18	-22	-7	-42
1905	3	-24	44	-42	17	-61	-24	19	10	-13	11	-29	58	197	9	-12	141	5	-28	-31	-44
1906	1	-26	42	-39	-10	-17	-18	-7	19	-27	23	-49	64	127	30	-1	79	6	-29	-21	-30
1907	20	-14	45	-26	-4	39	-6	23	28	22	25	103	37	85	61	21	56	28	-4	-17	9
1908	9	-20	45	-32	-7	48	15	45	47	10	92	69	-5	35	66	16	-18	18	-15	-15	11
1909	22	-17	26	-10	48	61	52	76	49	46	124	119	-12	55	132	62	-21	57	17	4	46
1910	27	-5	37	-17	89	49	70	58	52	15	90	97	-17	43	61	14		43	6	1	65

注: 表内数据为城市二手房成交套数同比增速, 单位为%, 红色表示同比上升, 绿色表示同比下降, 颜色深度反应变化幅度; 成都、南宁、佛山部分时间数据缺失; 上海、成都为中指院二手住宅城市全口径, 广州为中原二手住宅全市中介网签口径, 武汉、天津、济南为链家口径, 无锡为 Wind 二手商品房城市全口径, 其余城市为 Wind 二手住宅城市全口径, 部分城市根据不同口径有所修正。部分城市数据暂未更新, 总体增速为已更新数据的城市口径。

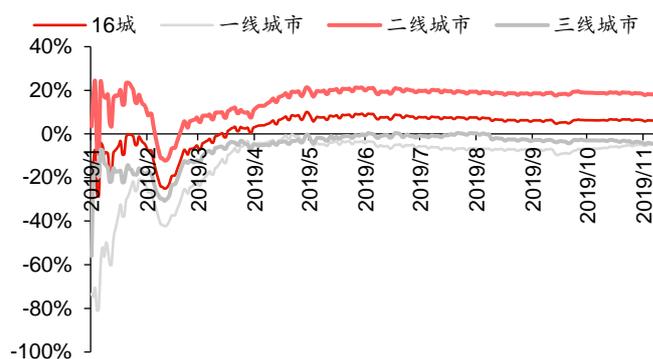
资料来源: Wind, 链家, 中原地产, 华泰证券研究所

图表13: 16城二手房成交面积(当月同比)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 16城二手房成交面积(累计同比)

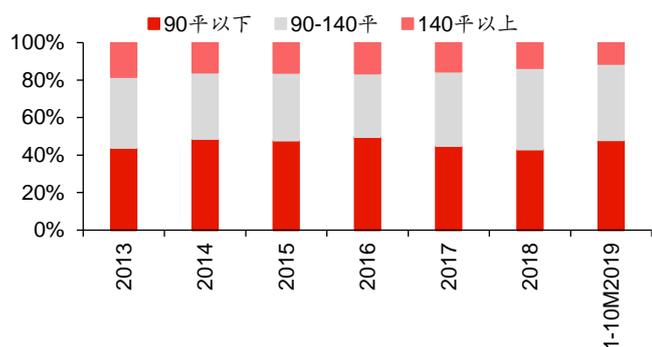


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**成交结构: 一线城市刚需为主, 二线城市改善型需求发力**

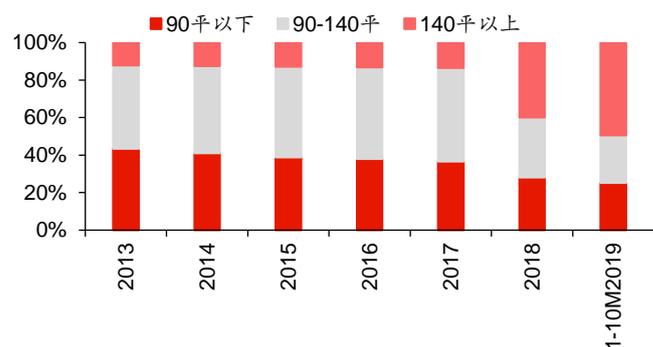
成交结构方面, 各能级城市表现分化, 新房市场上, 一线城市以 90 平以下的刚需型需求为主, 二线城市改善型需求逐渐发力。2019 年前 10 月, 一线城市 90 平方米以下刚需型成交套数占比 48.0%, 较 2018 年增长 4.9pct。二线城市 90 平方米以下刚需型成交套数占比 25.1%, 较 2018 年下跌 3.1pct。

图表15: 一线城市成交户型结构



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

图表16: 二线城市成交户型结构



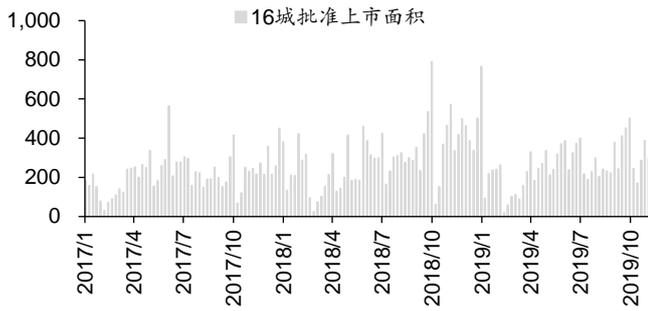
资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

**为什么 2019 年销售会超预期?**

**原因 1: 供给持续放量: 融资端收紧强化回款诉求, 供给维持力度**

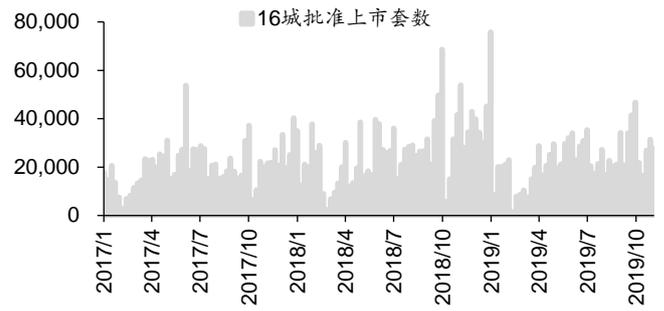
供给层面, 推货意愿的提升是一二线城市新房销售改善的重要动力。如果说全市场去年的集体抢跑源于对三线及以下市场的谨慎心态, 今年加大供货的核心因素是融资端收紧下的回款诉求。我们跟踪的 16 城数据显示, 自去年四季度以来, 批准上市面积持续放量, 在去年整体强供应的高基数下, 同比微降 4%。9 月以来加大供给的情况更为明显, 批售比达 1.09, 在一定程度上说明了下半年以来全国销售数据好转的动力。

图表17: 16城批准上市面积(单位: 万平)



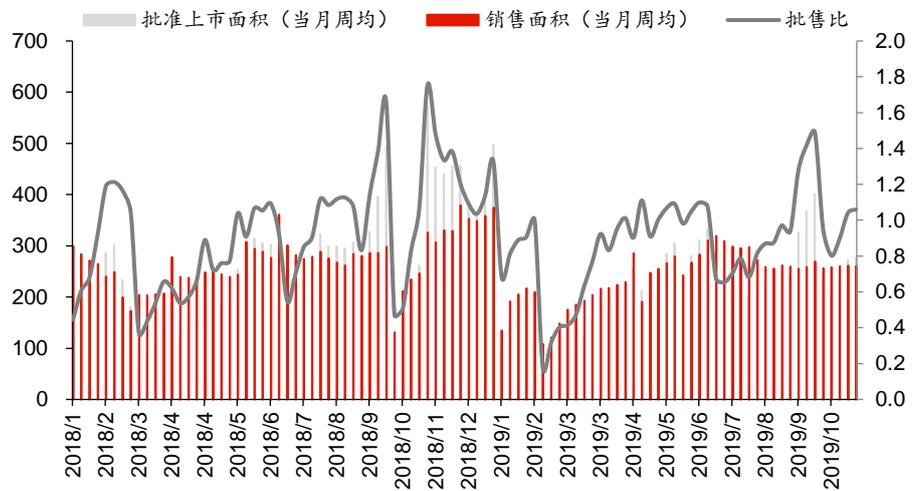
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 16城批准上市套数(单位: 套)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

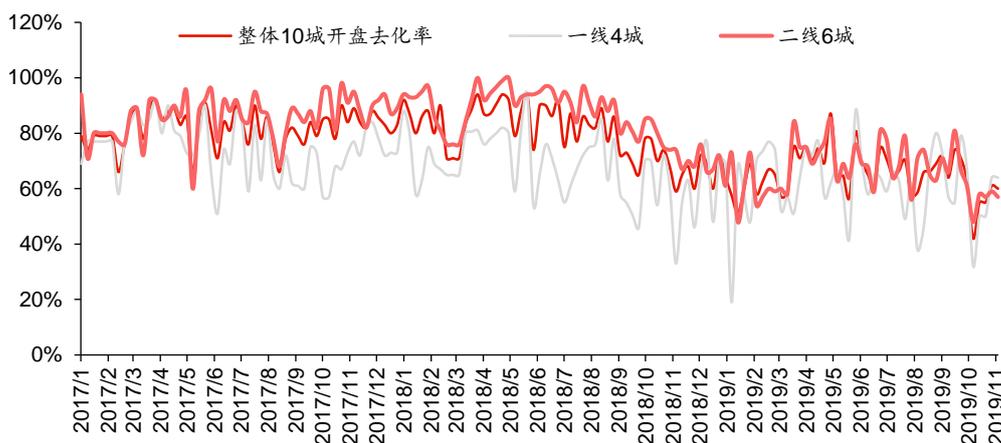
图表19: 16城批售比(面积单位: 万平)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

去化率层面,今年核心城市去化率整体维持在70%的水平。节奏上看,一季度延续了去年下半年以来的下行趋势,但二三季度有所修复,较为明显的趋势性变化出现在四季度,10月以后开盘去化率中枢降至60%左右,是17年以来的相对低位,但较荣枯线仍有一段距离。整体而言,目前市场的去化情况较前期有所下降,但依然在安全范围内,房企依靠促销等手段依然能维持去化,但需要关注未来情况能否进一步恶化。

**图表20: 10城开盘去化率**



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

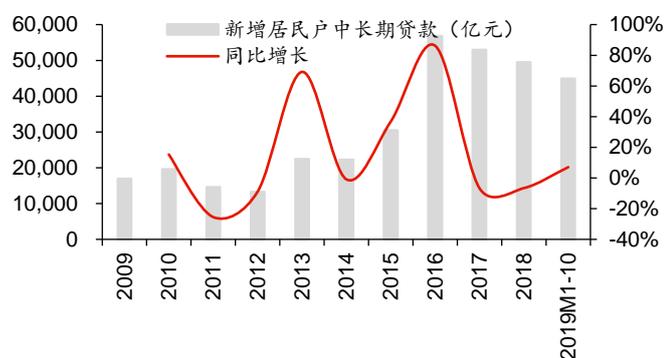
**原因 2: 流动性支撑: 按揭款增速回正, 贷款利率有望重启下行通道**

我们一直强调, 市场预期与房贷利率息息相关, 2018年12月起全国首套房平均房贷利率步入下行通道, 符合我们去年的判断。2019年5月达最低点5.42%, 二套房平均房贷利率也降至5.74%, 6月起略有回升, 10月首套及二套平均房贷利率分别为5.52%以及5.84%, 较去年四季度高点分别下降19BP和23BP。

今年流动性宽松已是明确方向, 尽管中央采取定向滴灌的模式避免资金流向房地产, 但从需求端来看, 总量上依然受益于整个宏观环境。今年前10月新增居民中长期贷款达4.5万亿, 同比增长7%, 结束了连续两年的负增长; 新增居民中长期贷款占总贷款比重达31.5%, 较去年30.6%的低位略升0.9pct。

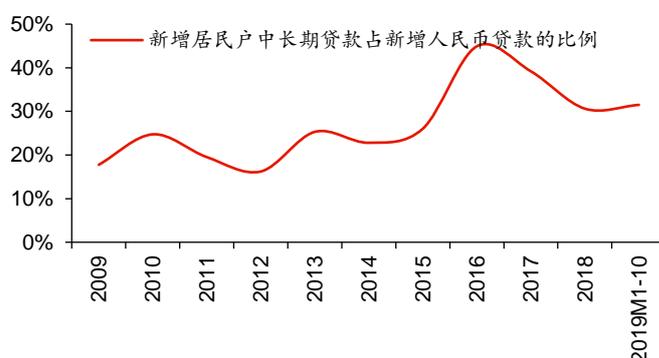
11月20日, 5年LPR下降5BP, 这意味着房贷利率也将重启下行通道。从覆盖范围的角度, 首套以及二套房停贷的比例较18年分别下降了1.1和3.4pct, 说明覆盖范围也有扩大。整体而言, 今年的流动性依然边际利好于行业需求端释放。

**图表21: 新增居民户中长期贷款规模及同比**



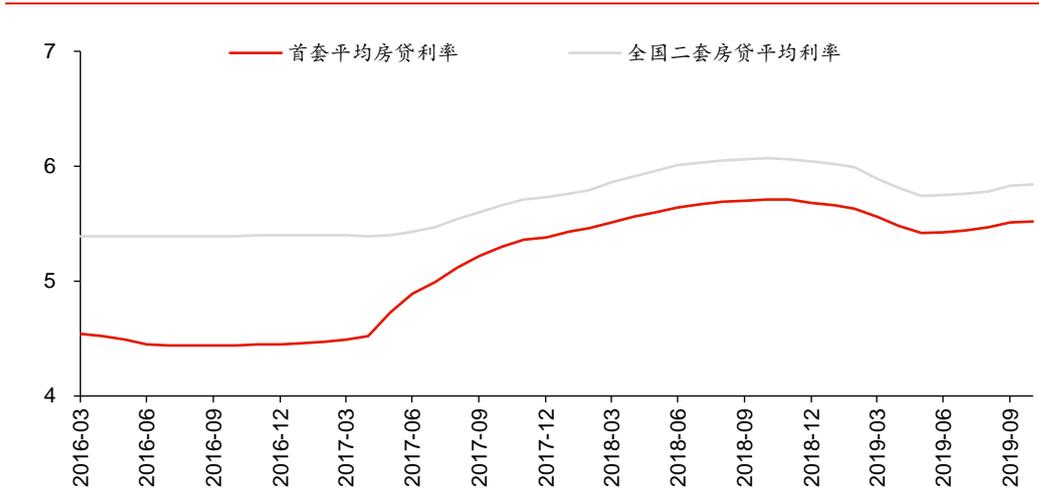
资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

**图表22: 新增居民户中长期贷款占比**



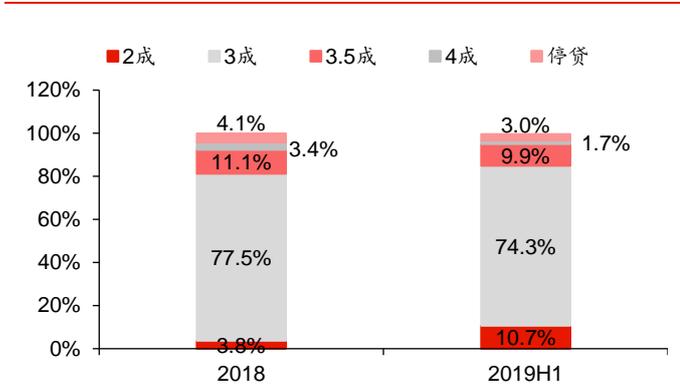
资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表23：首套房和二套房平均房贷利率（单位：%）



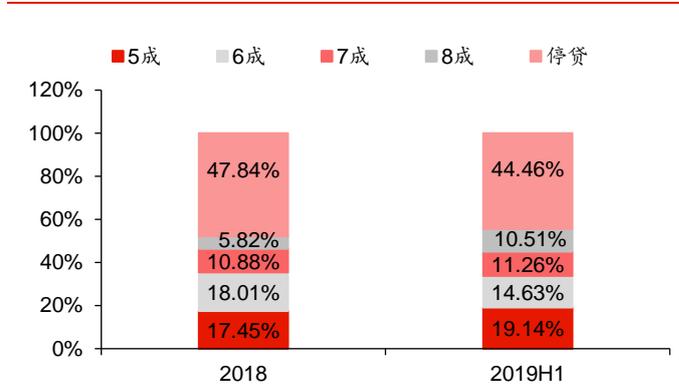
资料来源：融 360，华泰证券研究所

图表24：样本银行首套房首付比例占比



资料来源：融 360，华泰证券研究所

图表25：样本银行二套房首付比例占比



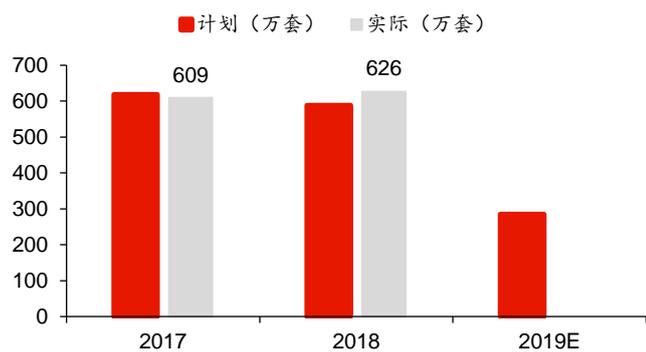
资料来源：融 360，华泰证券研究所

### 原因 3：棚改支撑延迟效应下，三四线城市下行趋势缓于预期

2014 年以来棚改货币化大潮对三四线城市房地产市场的拉动明显，我们认为期间棚改货币化安置在居民购房环节中不仅扮演了购买力的支撑，同时也带来了加杠杆空间。今年以来三四线城市同比增速略好于预期，我们认为核心原因在于去年的棚改新开工达 626 万套的高体量，因棚改资金下发到居民进一步促进销售的进程具备一定时滞，我们认为这是今年三四线市场下行趋势缓于预期的核心因素。

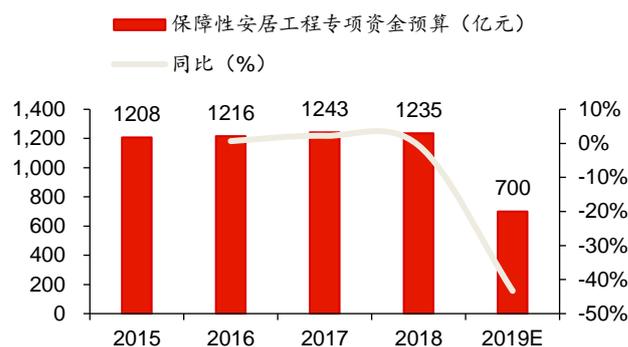
随着去库存任务的阶段性完成，棚改对三四线城市的意义预计将逐步淡化。2019 年计划新开工棚户区改造 285.3 万套，同比大幅减少 51.5%。截止至 10 月，棚改新开工达 300 万套，已超额完成任务，较去年实际完成量依然下降 50%。资金方面，2019 年保障性安居工程专项资金中央总预算 700 亿元，较 2018 年同比大幅下降 43.32%，前 10 月，PSL 累计同比下降 58%，其中 4-8 月没有新增 PSL，9-10 月重新放量，但从官方口径推测，这部分政策性资金的投向大概率会是非棚改的类地产项目。整体而言，我们认为今年棚改对三四线城市的承托或因资金下发的时滞所带来的延迟效应，但随着去库存目标的达成，今后对市场的影响将日益式微。

图表26: 近三年棚户区改造计划开工与实际开工



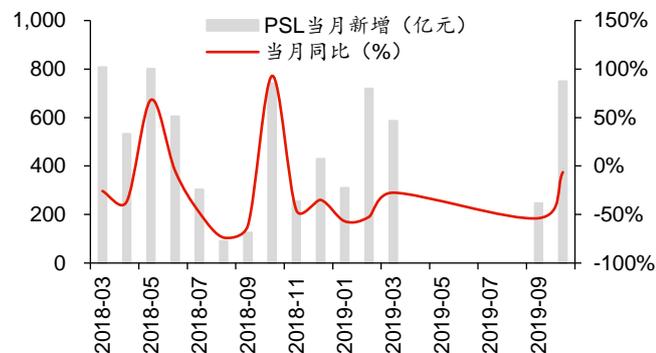
资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

图表27: 财政部保障性安居工程专项资金预算



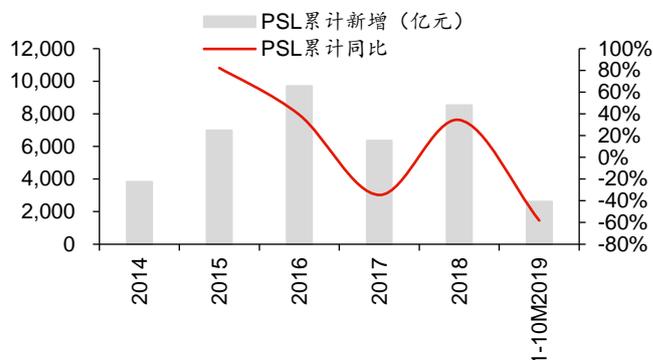
资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

图表28: PSL 当月新增规模 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: PSL 累计新增规模 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

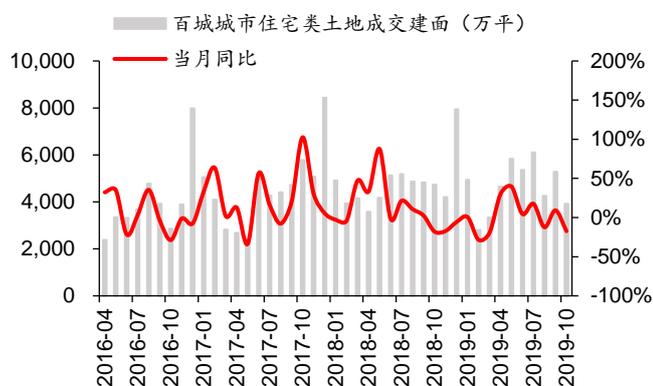
## 投资：开发投资维持高位，土地投资结构性分化

### 土地市场：融资收紧下趋于回落

土地市场今年先扬后抑，二季度初二线城市迎来土地市场小阳春，我们认为推动因素主要在两个层面：1) 一二线销售市场在低基数效应下有所回暖；2) 17-18年的下沉策略导致多数房企库存结构中三四线储备占比大幅提升，今年年初有结构调整的诉求。而随着5月开始的融资端收紧政策逐步排开，首先影响房企再投资策略。

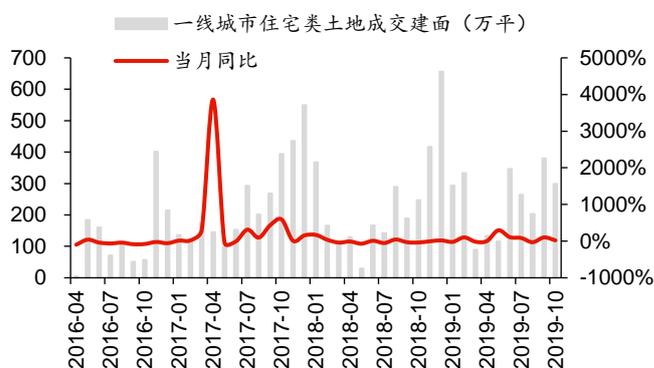
正因如此，二季度开始二线土地市场明显降温，10月百城土地成交建面同比降至-17%，其中一二线城市同比分别为+21%、-17%和-21%。土地成交溢价率方面，二季度以来百城土地成交溢价率回落，由2019年4月的26%降至2019年10月的7%。分城市能级看，各能级城市溢价率均在低位，2019年10月，一、二、三线城市溢价率分别为4.71%、7.70%和8.01%。整体而言，土地市场热度消退。

图表30：百城住宅类土地成交建面



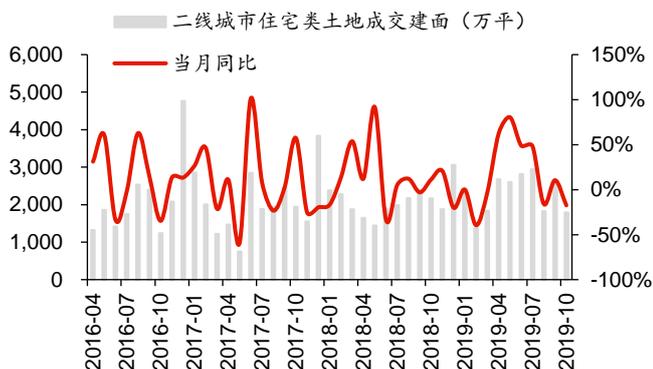
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31：一线城市住宅类土地成交建面



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：二线城市住宅类土地成交建面



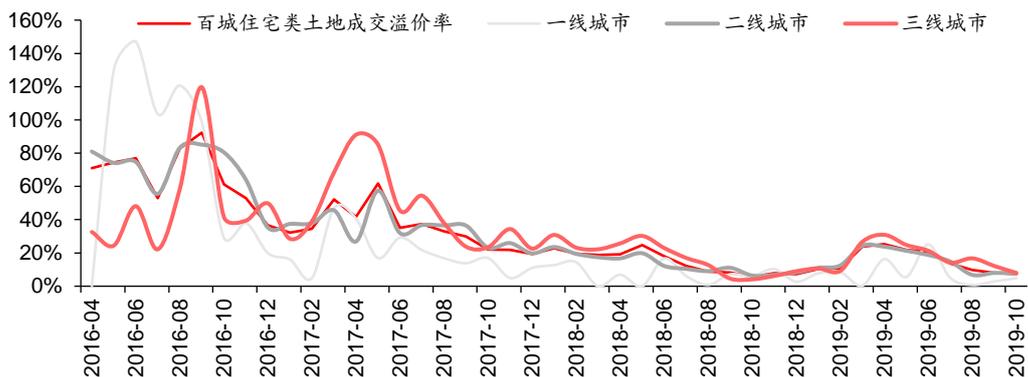
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：三线城市住宅类土地成交建面



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34：百城住宅类土地成交溢价率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**库存：逐步回升，一线和三线回升更为明显**

今年的狭义库存水平经历了一次V型反转，底部出现在二季度末，因市场销售在二季度有所升温，尤其是一二线城市。与此同时，结构性补库周期刚刚启动，导致库存在上半年持续回落。但下半年随着供给放量、销售趋缓，狭义库存有所回升。从克而瑞80城数据来看，目前的库存水平与18年底基本持平，但整体仍处于相对低库存状态，较15年初高点下降19.3%。分城市能级来看，一二三线城市2019年10月可售面积较2018年末同比分别增长2%、0%和2%，未来三线城市的库存水平可能会上升更快。

图表35：80城整体可售面积



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表36：一线4城可售面积



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表37：二线27城可售面积



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表38：三线49城可售面积



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

## 政策：供给端逐步常态化，需求端有望边际改善

### 供给端：融资端供给侧改革，管控可能常态化

5 月银保监会下发 23 号文以来，房地产融资连续出现针对性收紧政策，信托、境内债、境外债、开发贷等房地产传统融资渠道相继被加强监管，是 2008 年以来最严格的一轮融资收紧周期。如我们在前文所述，此次融资端的管控背景在于对房地产行业的去金融化思考，所以我们认为在“不让更多资金流向房地产领域”的定调下，房地产行业的融资“设卡布防”可能在中期会趋于常态化，这也将带来当前房企对现有杠杆以及模式的新一轮思考。

图表 39：2019 年以来融资端政策变化

融资渠道	政策事件	具体内容
信托	5 月 17 日银保监会《关于开展“巩固需要规范的问题：向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》(23 号文)	项目直接提供融资；通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资；直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款
	7 月窗口指导	第一，对房地产信托放款的结构进行明确规定，禁止前端融资；第二，严格控制地产信托的规模，这是过去 8-9 年没有明确遇到过的；第三，对信托给没有放款资格的机构提供通道进行限制。
	8 月银保监会《信托部关于进一步做严格执行《中国银保监会办公厅关于进一步加强信托公司房地产信托业务监管的通知》(银保监办便函好下半年信托监管工作的通知)(64〔2019〕957 号)等监管规定,结合近期信托部约谈警示有关信托机构提出的工作要求,督促辖内信托机构依法合规开展房地产信托业务,提高风险防控前瞻性和主动性,控制业务发展增速。按月监测房地产信托业务变化情况,及时采取监管约谈、现场检查,暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施,坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头	部分拿下“地王”、土地投资金额较大的房企被限制公开市场融资,包括公司债、私募债、短融、中票、ABS 等多种渠道
境内债	5 月末以来窗口指导	部分拿下“地王”、土地投资金额较大的房企被限制公开市场融资,包括公司债、私募债、短融、中票、ABS 等多种渠道
境外债	7 月 12 日发改委《关于对房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务,并在外债备案等级材料中列明拟业发行外债申请备案登记有关要求置换境外债务的详细信息,提交《企业发行外债真实性承诺函》,加强信息披露,制定发行外债总体计划,有效防控外债风险。	
开发贷	5 月 17 日银保监会《关于开展“巩固需要规范的问题：表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质,违规固治乱象成果促进合规建设”工作的向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎,资金被挪用于房地产开发。	
	6 月 13 日银保监会主席郭树清发言	必须正视一些地方房地产金融化问题。近些年来,我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升,相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。更严重的是,新增储蓄资源一半左右投入到房地产领域。房地产业过度融资,不仅挤占其他产业信贷资源,也容易助长房地产的投资投机行为,使其泡沫化问题更趋严重。
	7 月 29 日央行召开银行业金融机构	要求各类银行要转变传统信贷路径依赖,合理控制房地产贷款投放,加强对存在高杠杆经营的大型房企信贷结构调整优化座谈会
	8 月 8 日银保监会办公厅《关于开展在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作,“严厉查处各种将资金通过挪用、转道等方式流入房地	2019 年银行机构房地产业务专项检查行业的违法违规行”。检查内容不仅包括供给端(面向房企的开发贷、并购贷、经营性物业贷款等),还包括需求端(面向居民户的个人住房贷款,个人综合消费贷款、经营性贷款、首付贷、信用卡透支资金挪用于购房)。
	8 月 30 日银保监会《关于对部分地	银保监会检查发现的主要问题为:部分地方中小银行未能全面贯彻落实国家宏观政策,违规为“四证”方中小银行机构现场检查情况的通不齐房地产项目提供融资、向资本金不足的房地产项目发放贷款、为环保排放不达标且严重污染环境企业提供授信、向政府平台发放贷款。
	9 月 10 日银保监会主席郭树清发言	对部分交叉金融产品流入房地产领域等问题果断采取监管措施,做到立查立改、即知即改。
	9 月 11 日银保监会首席风险官、办调整信贷结构是进行时,没有完成时。房地产过度融资不好,社会资金都进入一个行业,对整个经济均	平衡发展不利。监管部门没有控制房地产企业贷款增量,银行对房地产行业授信要遵循国家房地产调控规的发言
		则,同时要遵循监管规则。过去有银行与房企合谋,通过表外资金,违规绕道“输血”房地产,监管部门压降的主要是这些资产。

资料来源：央行，银保监会，发改委，华泰证券研究所

**需求端：行业政策和利率政策有望在“因城施策”中迎来边际改善**

2019 年以来中央对房地产坚持“房住不炒”，并在 7 月政治局会议进一步提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，保持调控定力，基本达成“稳房价、稳地价、稳预期”的调控目标。但我们同时注意到，今年以来“一城一策”终于体现其因有之意：一方面部分房价过快上涨的城市出现政策收紧，如苏州、西安、呼和浩特等；另一方面大量城市通过调整限购、限价、人才政策、落户政策、公积金、税费等多种方式对呵护市场韧性，如深圳、南京、珠海等，尤其是 10 月以来，我们统计到各类需求端“微放松”政策数量达到 14 次。展望 2020 年，我们预计中央仍将延续调控基调，保持“三稳”目标，但在市场逐渐弱化的背景下，可能从二季度开始逐渐由“防上行风险”过渡为“防下行风险”，“一城一策”指导下适度松绑需求端政策的城市数量可能逐渐增多，松绑力度可能逐渐加大。

**图表40： 2019 年以来中央对房地产的定调**

时间	来源	房地产相关表述
2019 年 4 月	两会政府工作报告	更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。健全地方税体系，稳步推进房地产税立法。
2019 年 4 月	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019 年 7 月	政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

资料来源：中国政府网，华泰证券研究所

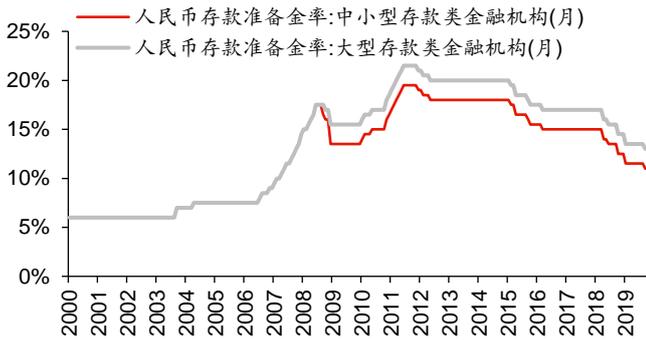
图表41: 2019Q4 一城一策汇总

时间	城市	政策变化	政策具体内容
10月9日	扬州	公积金	扬州为帮助城镇中低收入职工解决住房困难,支持刚性住房需求,将公积金贷款最高限额由35万元恢复至50万元;将住房公积金贷款还贷能力系数由目前的0.3上调为0.5。
10月9日	宿州	落户政策	宿州出台关于加快推进农业转移人口市民化若干措施,主要包括:1)全面放开城镇落户,取消一切门槛;2)农业转移人口原享有的三权等在户口迁移城镇后保持不变;3)保障农业转移人口享有城镇基本公共服务权利,其中,农业转移人口在主城区购买首套商品住房、办理不动产登记并落户,对缴纳的契税给予全额财政补贴。
10月10日	常德	人才政策, 购房补贴	提供人才购房补贴,博士20万,硕士5万,双一流本科3万。
10月15日	天津	落户政策, 人才政策	天津拟在滨海中关村科技园、宝坻中关村科技城试行以下落户/住房政策一年:1.符合天津产业发展定位的来津非首都功能疏解项目,对任职于企业3年及以上且在津缴纳社会保险的全日制本科及以上学历以上在职职工,可随项目来津工作落户;2.对承接北京非首都功能疏解的项目,户籍迁入本市的职工,按照本市户籍居民政策购房;对户籍暂未迁入本市的职工,若在天津无住房,可购房1套,取得不动产权证满3年后方可上市转让。
10月15日	南京	人才政策	拥有大专以上学历者,提供南京市居住证和学历证明,即可在六合区开具购房证明并购房,不需工作证明及累计2年社保或个税。
10月15日	天津	落户政策, 人才政策	天津拟在滨海中关村科技园、宝坻中关村科技城试行以下落户/住房政策一年:1.符合天津产业发展定位的来津非首都功能疏解项目,对任职于企业3年及以上且在津缴纳社会保险的全日制本科及以上学历以上在职职工,可随项目来津工作落户;2.对承接北京非首都功能疏解的项目,户籍迁入本市的职工,按照本市户籍居民政策购房;对户籍暂未迁入本市的职工,若在天津无住房,可购房1套,取得不动产权证满3年后方可上市转让。
10月20日	三亚	人才政策	从三亚市住房和城乡建设局等政府部门了解到,全日制大专及以上学历以上的人才,在三亚实际工作满一年,且缴纳满一年社保及个税,即可在海南省购买一套房产。此前外地购房者需在海南省缴纳60个月社保或个税方可购房。
10月20日	燕郊	人才政策	三河住建局会议:凡燕郊省直单位、高校、医院的员工(户籍不限)或燕郊高新区名义引进的企业,在燕郊(含三河市区)无住房,可以在燕郊购买一套商品房,并将实施一定三限(严限制特定人员,限购一套住房,限售三年)。人员包括迁入北京城市副中心机关企事业单位的干部及职工,北京市国有企业央企及中省市在我市设有机构的职工,燕郊高新技术企业职工,承接非首都功能企业的职工,驻燕郊高等院校的讲师及教授,二级以上医院及医生。
10月25日	海南	落户政策	海南省人民政府办公厅:制定海南省新一轮户籍制度改革实施方案(试行)。具体包括:1.基本取消本省(除三沙外,下同)落户限制,省内省外居民符合相关条件者均可落户;2.居民在落户地点无自有产权住房的,一律在其合法稳定住所所在的城镇社区集体户落户;3.落实有关政策要求,取消农业户口与非农业户口性质区分,统一登记为居民户口。同时要求省住房城乡建设厅要会同相关部门做好稳定房地产市场工作。
10月27日	郑州	人才政策	郑州放宽了人才首次购房补贴发放范围,夫妻双方均符合条件的,从原有的“标准就高、只享受一次”调整为按各自应享受的标准累计领取购房补贴。
10月28日	通州	人才政策	发布《关于加快推进北京城市副中心高精尖产业发展若干设施》,对在通州实际注册、经营,符合条件的高精尖企业实施政策扶持和补贴。对贡献突出的企业人才租赁住房等支持;优秀人才给予医疗、子女入学、人才落户及工作居住证办理、出入境等便利;为外籍高层次人才提供优质生活配套服务。
11月7日	南京	人才政策	《2020年南京市人才购买商品住房办法(试行)》出台,为国内首次为人才购房出台专门文件开辟优先通道。全市可售商品房均对人才优先供应,符合条件的7类对象须同时与单位签订1年以上劳动合同并缴纳社保个税。
11月7日	粤港澳大湾区限购		粤港澳大湾区建设领导小组第三次会议中提到,豁免港澳居民在粤港澳大湾区内地城市购房所需的在本地居住、学习或工作年限证明,以及缴纳个人所得税及社保条件,港澳居民享有与内地居民同等的待遇。
11月8日	上海	限购	《上海市公有住房差价交换办法》规定对上海户籍购买使用权房进行限购。上海市户籍家庭拥有2户(套)及以上住房(包括公有住房承租权和住房产权)的、单身且年满18周岁个人拥有1户(套)及以上住房的、非同一户籍家庭成员的2名及以上个人,不得通过差价换房取得同一户公有住房承租权。办法自2019年12月1日起施行。
11月11日	深圳	税费	深圳住建局自2019年11月11日起,将市辖区内(含深汕特别合作区)普通住房认定标准调整为“同时满足住宅小区建筑容积率在1.0以上,单套建筑面积144平方米以下的住房”,取消原先的分区域最高总价限制,以及“单套住房套内面积120平方米以下”的要求。

资料来源:各地住建局,华泰证券研究所

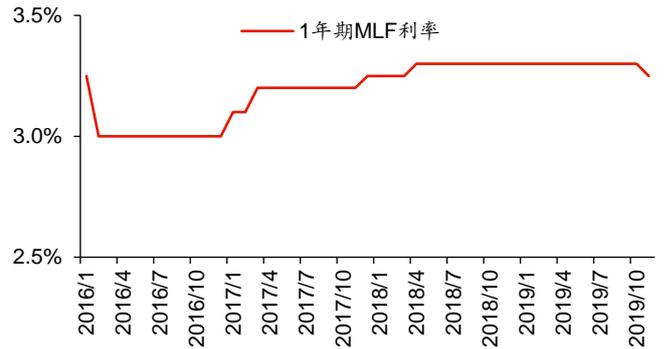
利率政策同样有望通过“因城施策”来对不同城市进行结构性对冲。2019 年货币政策呈现松紧适度、灵活调整的特点，11 月在 CPI 突破 3% 且预期继续走高的情况下，央行仍然通过下调 1 年期 MLF 利率 5bp 引导 1 年期和 5 年期 LPR 双双降低 5bp，下调 7 天逆回购利率 5bp 降低金融机构负债端成本，说明逆周期调节的优先级已然较高。展望 2020 年，在经济下行压力仍大、实体融资成本纠结下行（2019Q3 一般贷款加权平均利率甚至上行 2bp）的背景下，我们预计央行将继续完善 LPR 机制并逐步下调政策利率，适时降准，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长，当前大部分城市房贷利率保持平稳，但随着 2020 年不同城市景气度下行，我们相信通过加点幅度的变化来实现对需求端的对冲依然是可选的措施。

图表42： 存款准备金率



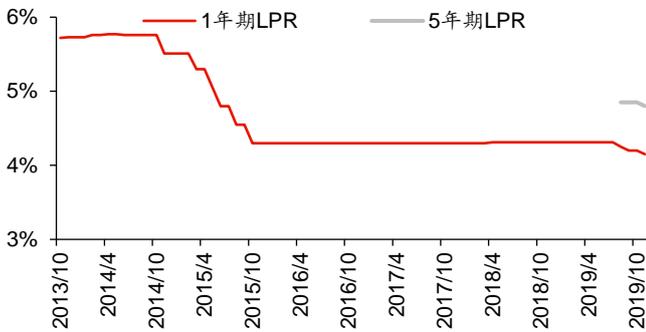
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表43： 1 年期 MLF 利率



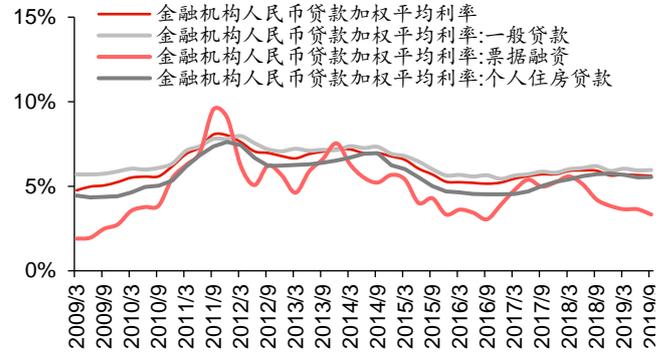
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表44： 1 年期和 5 年期 LPR



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表45： 金融机构人民币贷款加权平均利率



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

## 2020 年核心判断：销售开工投资回落，竣工开启修复周期

### 销售：分化走势进一步演绎，预计销售面积同比降 4%

**销售**——对于 2020 年的地产销售前瞻，我们认为今年出现的一二线上行、三线及以下市场收缩的情况将进一步深化。核心在于：

一二线市场自 17 年起周期轧平，近三年销售维持相对低位，为后续需求释放的持续性予以支撑，与此同时，因宏观流动性持续宽松，远期房贷利率有望进一步下行，一二线城市对于流动性更为敏感，因此我们认为 20 年还将能有优于大市的表现；

三线及以下市场面临的情况则正好相反：自 16 年起销售持续转暖，直至去年四季度开始收敛，今年整体缓步下行，叠加 2019 年拿地力度的收窄，我们认为自然需求的释放叠加供给力度的减弱都会导致销售回落。同时，今年直接缩量 50% 的棚改力度也会在明年充分兑现。最后，三线及以下市场对于流动性相对钝感，这些都会成为三线及以下市场的拖累因素。

我们预计明年一、二、三线及以下市场的销售面积增速分别为 9%、8%和-10%，全国销售面积增速约-4.0%。假设销售均价增速略低于今年水平，一、二、三线及以下市场均价增速分别为 2.5%、2%、2%，经分层计算，全国销售额增速约为 0.9%。

图表46： 房地产销售面积（万平）

	销售面积				同比增速			
	一线城市	二线城市	三线及以下城市	全国	一线城市	二线城市	三线及以下城市	全国
2013	6,574	35,265	88,712	130,551	15.0%	14.0%	19.0%	17.3%
2014	5,611	32,957	82,081	120,649	-14.6%	-6.5%	-7.5%	-7.6%
2015	6,470	35,703	86,322	128,495	15.3%	8.3%	5.2%	6.5%
2016	7,050	45,212	105,087	157,349	9.0%	26.6%	21.7%	22.5%
2017	4,990	45,028	119,389	169,408	-29.2%	-0.4%	13.6%	7.7%
2018	4,735	45,026	121,893	171,654	-5.1%	0.0%	2.1%	1.3%
<b>2019E</b>	<b>5,114</b>	<b>51,780</b>	<b>114,579</b>	<b>171,474</b>	<b>8.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>-6.0%</b>	<b>-0.1%</b>
<b>2020E</b>	<b>5,575</b>	<b>55,922</b>	<b>103,121</b>	<b>164,618</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>-10.0%</b>	<b>-4.0%</b>

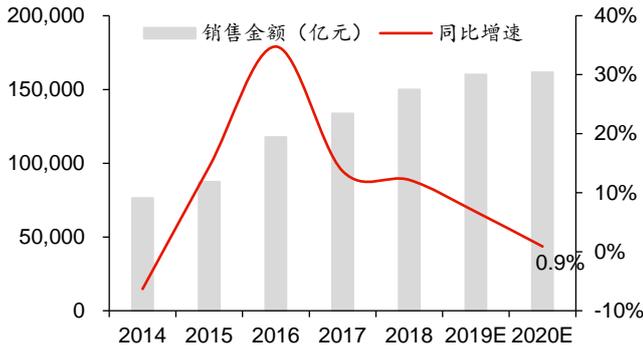
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47： 房地产销售均价（元/平方米）

	销售均价				同比增速			
	一线城市	二线城市	三线及以下城市	全国	一线城市	二线城市	三线及以下城市	全国
2013	17,470	7,777	4,793	6,237	13.7%	7.1%	7.7%	7.7%
2014	17,777	7,818	4,940	6,324	1.8%	0.5%	3.1%	1.4%
2015	21,404	8,223	5,106	6,793	20.4%	5.2%	3.4%	7.4%
2016	25,212	9,315	5,494	7,476	17.8%	13.3%	7.6%	10.1%
2017	26,329	10,393	6,179	7,892	4.4%	11.6%	12.5%	5.6%
2018	29,859	11,584	6,864	8,737	13.4%	11.5%	11.1%	10.7%
<b>2019E</b>	<b>30,456</b>	<b>12,048</b>	<b>7,169</b>	<b>9,337</b>	<b>2.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.4%</b>	<b>6.9%</b>
<b>2020E</b>	<b>31,217</b>	<b>12,289</b>	<b>7,313</b>	<b>9,813</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>5.1%</b>

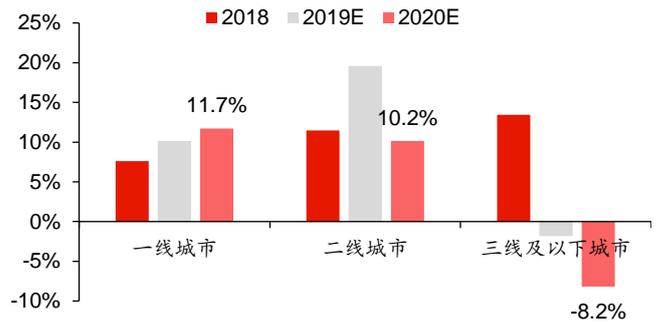
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48: 房地产销售额及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49: 各能级城市销售额增速



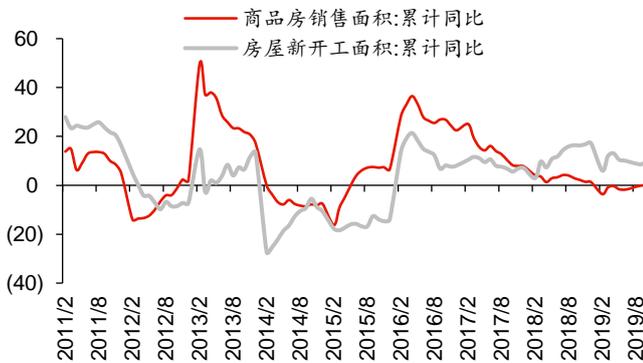
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**施工: 新开工面积下行 1.9%, 施工面积提升 8%**

决定施工投资的三大因素为: 新开工、净停工面积以及上一年的竣工面积。

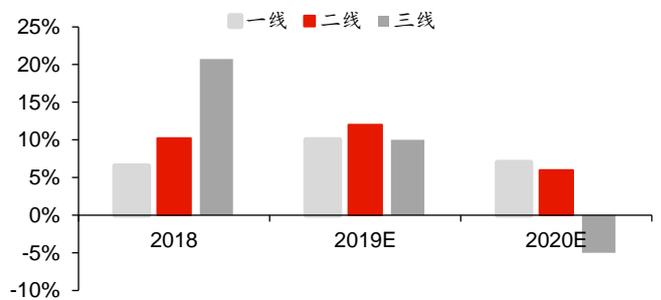
**新开工面积**——新开工与销售情况息息相关。自 18 年起, 新开工增速明显高于销售增速, 一方面基于融资收紧的压力, 房企为加速回款继续抢跑; 另一方面, 在全市场房价预期已充分管理到位的背景下, 房企对周转的诉求更为强烈。但我们认为, 明年新开工的持续性将面临挑战: 一方面, 在棚改力度大幅收缩的前提下, 我们预判 20 年全国销售面临下滑的压力, 这将弱化房企新开工动力; 另一方面, 房企经历两年抢跑期, 叠加今年补库力度不足, 有限的储备也将阻碍新开工进一步增长。同时, 三线及以下城市在过去两年都呈现高增速, 两方面阻碍因素更为突出。我们预计 20 年各线城市的新开工同比增速分别为 7%、6%和-5%, 整体新开工下行 1.9%。

图表50: 全国销售面积以及新开工面积同比



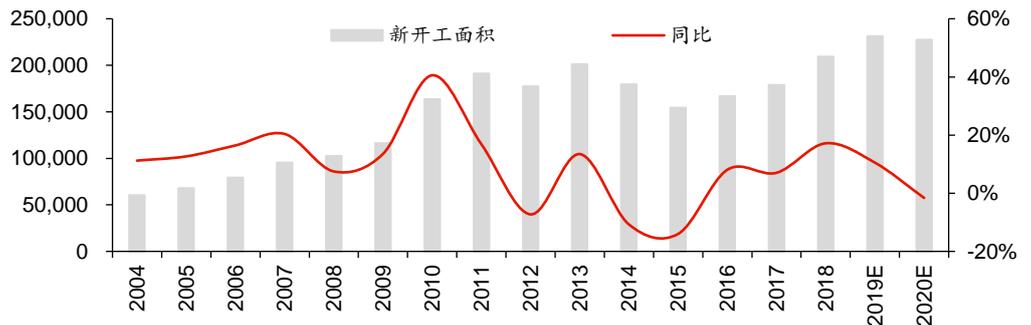
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表51: 各线城市新开工面积同比



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

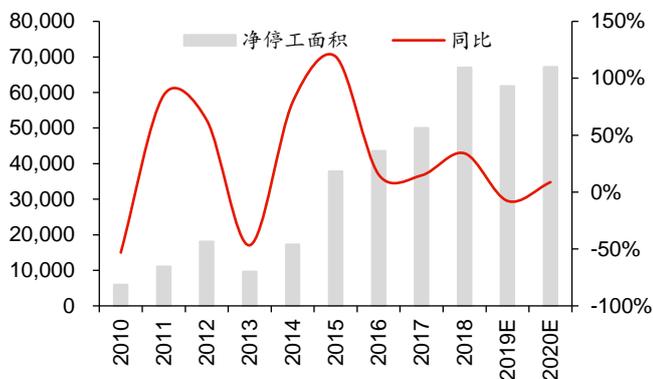
图表52: 新开工面积及同比增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

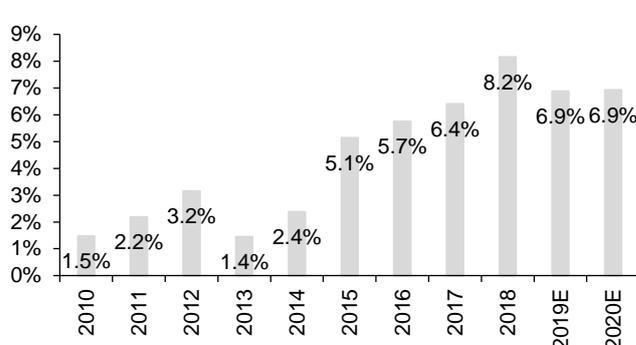
**净停工面积**——销售低迷阶段净停工面积往往进一步扩大。但今年在高回款诉求下，尽管销售平稳，净停工面积却有所收敛，前 10 月同比下降 7%。房价平稳预期叠加较低库存的行业背景下，我们认为净停工面积大幅扩张的可能性较低。无论从参与开发商还是区域本身的灵活度，都意味着净停工对于销售的敏感度更高，因此我们预判各线城市的净停工面积同比增速分别为 0%、5%和 10%。

图表53: 净停工面积及增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表54: 净停工面积/施工面积



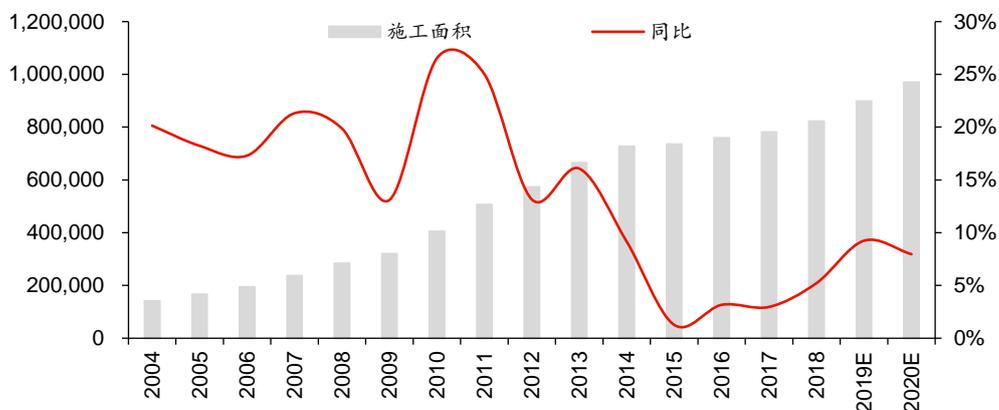
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**施工面积**——根据公式：

$$\text{施工面积} = (\text{上年施工面积} - \text{上年竣工面积}) + \text{当年新开工面积} - \text{当年净停工面积}$$

通过我们上述预判，综合计算可得，明年施工面积约 97 亿方，同比增速为 8.0%。

图表55: 施工面积及增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

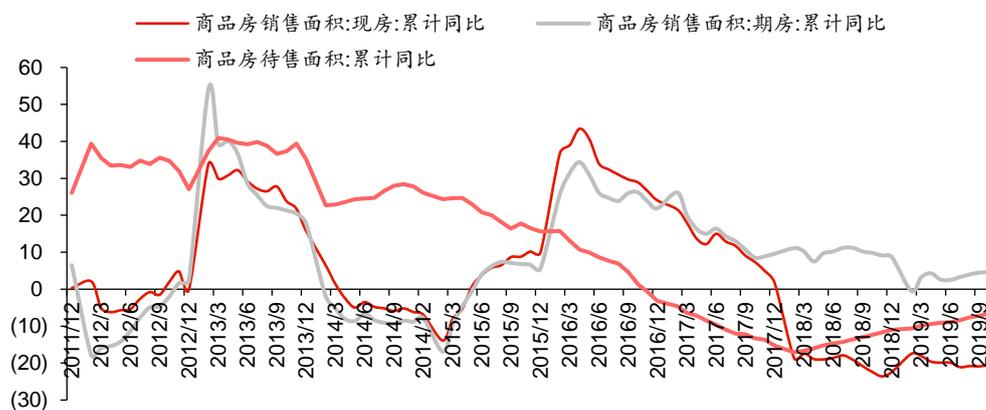
**竣工：拉长滞后效应因子依旧强劲，预计明年增长 8%**

今年前 10 月竣工面积依然延续了去年与销售以及新开工背离的走势。我们曾在 2018 年的策略报告里指出，竣工面积近三年与销售面积的背离，核心在于如下几方面：

- 1、三四线城市的销售开工占比明显提升。三四线城市的预售条件相对比重点城市更宽松，导致三四线城市开工、销售到竣工的周期相对更长。而近年来成交结构中三四线城市的成交占比明显提升，结构性的差异进一步拉长竣工面积的滞后期；
- 2、现房交易占比持续下降。17 年以前期房与现房销售增速趋同，但是 18 年至今两者增速差十分显著，同时全国待售面积维持负增长，现房库存也在下降。即现房销售走弱主要是供给力度下降造成的，开发商提升了期房销售的比例。现房销售占比由 17 年的 23.6%、18 年的 18.1%进一步降至 14.3%，进一步拉大销售与竣工的时滞。

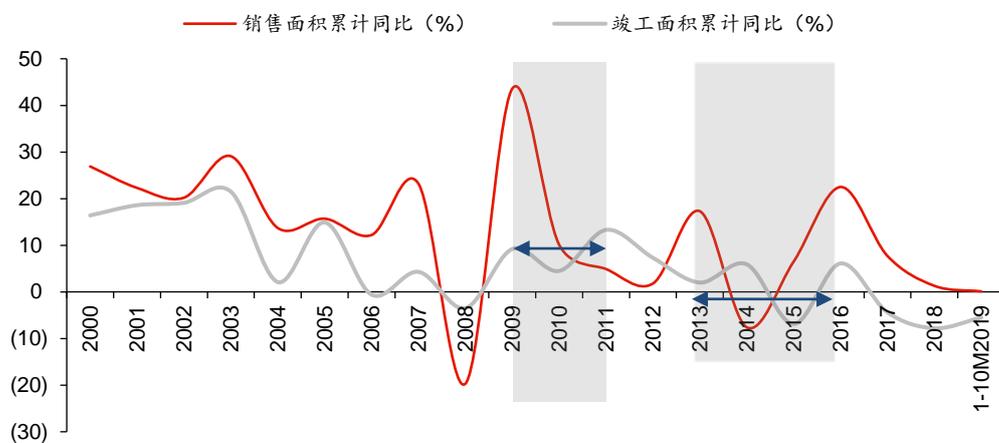
从数据来看，在2011年以前，销售与竣工的时滞约为2年；13年的销售高峰一直到16年兑现，时滞拉长到3年；而16年后，因滞后因子更为突出。我们预期16年销售高峰兑现到竣工的时滞会进一步拉长，预计会在3.5-4年左右。而从最新的竣工数据来看，单月竣工已经连续两月回正，我们预判竣工的回暖将会持续，以销售数据预判，2020年全国竣工面积同比可达8%。

**图表56：商品房销售面积结构**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表57：销售面积与竣工面积同比**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

### 投资：预计2020年房地产投资增速约5.9%

截止到10月，2019年房地产开发投资增速温和下行，符合我们年初前高后低的趋势判断，但整体增速超预期，核心因素在于土地购置费韧性和施工投资反弹因子对投资的支撑在今年维持较强的持续性：

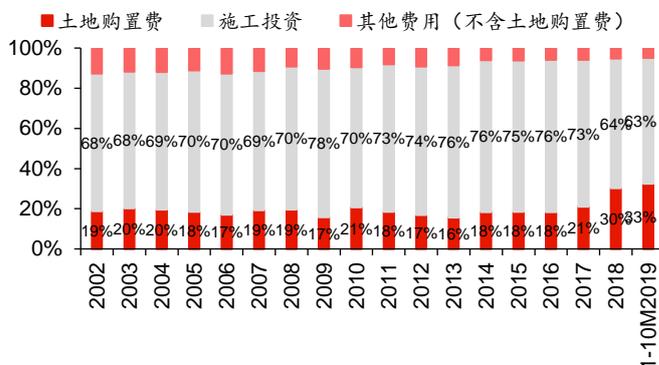
1) 土地购置费滞后确认效应影响。前10月，土地购置费同比增长18%，占开发投资的比重甚于去年，达33%，递延计算叠加可能的统计口径变化使得今年土地购置费增速依然较快；2) 强回款诉求下延续“快开工、慢施工”。如果说去年这一现象的出现是基于三四线市场占比提升这一结构性因素，今年的核心动力来自于融资收紧环境下的资金回笼诉求。前10月新开工面积维持10%的增长，施工面积增长9%，进而推动施工投资增长7%。而投资强度（单位施工面积投资）同比依然下降2%，这也从另一角度佐证了“慢施工”现象。

图表58： 房地产投资增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表59： 房地产投资结构



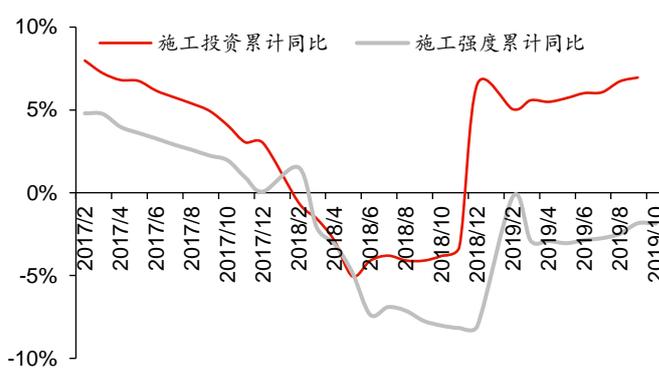
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表60： 土地购置费累计同比



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表61： 施工投资累计同比



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

对于明年的投资预测，首先需要看各项影响因子的持续性。如同我们上述拆分中所总结，影响投资的一方面是土地购置费，另一方面是施工量及施工强度。我们拟通过对土地购置费、施工情况等测算来推导得出2020年的投资增速。

**土地购置费**——我们认为明年增速会从今年18%左右进一步下行。核心原因在于融资收紧降低房企再投资意愿，土地市场已从三季度转入淡静，这点在三线及以下市场更为明显。19年单月土地购置费增速走势同样呈现单边下行趋势，10月同比增速已降至8%。但因为今年下半年开始补库周期已经结束，我们预计明年拿地节奏可能会在二三季度重新提速。递延兑现至土地购置费，其增速预计会呈现先抑后稳的趋势。我们预计2020年土地购置费增速回落至2%。

**施工投资**——决定施工投资的两大因素为：施工面积以及施工强度。施工面积我们预判同比增长6.4%。施工强度层面，截止至19年10月，施工强度在去年的基础上进一步下滑1.9%，我们认为基于前面对新开工的判断，明年提前开工、拉长工期对于施工强度的影响将会有所下降，尤其是结构上新增供给中一二线占比提升是大概率事件，过去两年拉低施工强度的因子在弱化，但另一方面，我们预判明年的竣工增速回正，这意味着施工面积的平均投入时间会缩短，这一因子会减弱施工强度。综合考量，我们预判明年施工强度将维持今年水平。

因房地产投资=土地购置费+施工投资+其他费用(除土地购置费)，我们假设其他费用维持5%的稳定增速，计算可得20年房地产投资同比增速约为5.9%。

图表62： 房地产投资预测一览

时间	土地购置费增速	施工强度增速	施工面积增速	净停工面积占施工		新开工面积增速	竣工面积增速	房地产投资增速
				面积比重	面积比重			
2013	11.6%	5.8%	16.1%	1.4%	1.4%	13.0%	2.0%	19.8%
2014	29.3%	1.0%	9.2%	2.4%	2.4%	-11.0%	5.9%	10.5%
2015	1.2%	-0.5%	1.3%	5.1%	5.1%	-14.0%	-6.9%	1.0%
2016	6.2%	4.1%	3.2%	5.7%	5.7%	8.0%	6.1%	6.9%
2017	23.4%	0.1%	3.0%	6.4%	6.4%	7.0%	-4.4%	7.0%
2018	57.0%	-8.1%	7.0%	8.2%	8.2%	17.2%	-7.8%	9.5%
2019E	15.0%	-1.8%	8.9%	6.9%	6.9%	9.3%	-2.6%	9.3%
2020E	2.0%	0.0%	8.0%	6.9%	6.9%	-1.6%	7.8%	5.9%

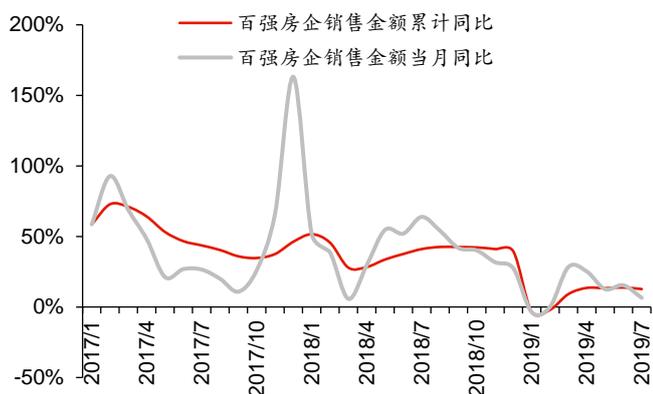
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

## 企业：销售、业绩、融资集中度全面提升

### 销售：销售集中度进一步上行

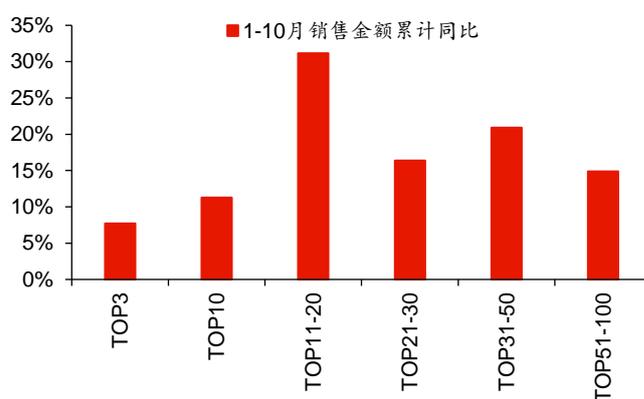
2019 年 1-10 月亿翰百强房企销售金额同比增长 17%，增速较 2018 全年回落 22 个百分点。1-10 月 TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50、TOP51-100 房企累计同比增长 11.29%、31.15%、16.37%、20.92%、14.89%。2019 年 1-10 月 TOP10、TOP20、TOP30、TOP50、TOP100 房企销售金额市占率分别为 30%、42%、50%、61%、73%，较 2018 年增长 3、5、5、6、7 个百分点；销售面积市占率分别为 23%、31%、37%、44%、52%，较 2018 年增长 4、5、6、7、8 个百分点。百强房企销售集中度继续保持稳步提升，优质二线房企销售弹性更佳。截至到 10 月，2019 全年销售目标 2000 亿以上房企销售目标完成率为 84%，1000-2000 亿目标完成率 77%，1000 亿以下目标完成率为 83%。

图表63： 百强房企销售金额增速



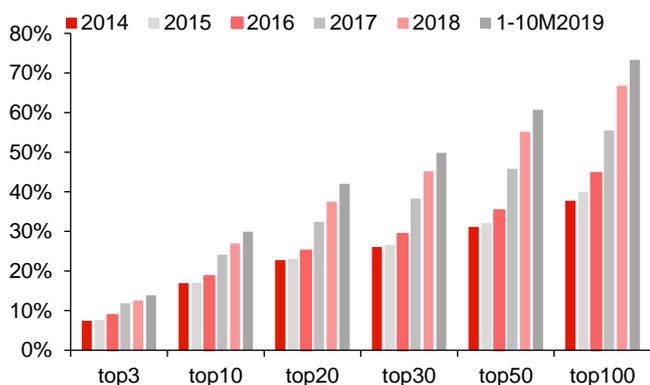
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表64： 百强房企 1-10 月销售金额累计增速



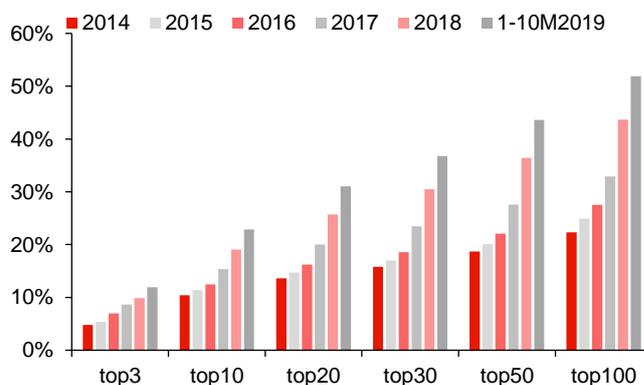
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表65： 房企销售金额市占率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表66： 房企销售面积市占率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表67: 部分房企 2018 年至今销售情况及 2019 年销售目标完成度

房企	2018 年销售金额		2019 年销售金额前瞻		2019 年 1-10 月销售金额		目标完成度
	(亿元)	2018 年增速	(亿元)	增速	(亿元)	增速	
碧桂园	5019	31%	5250	5%	4797	5%	91%
万科 A	6070	15%	6500	7%	5190	7%	80%
恒大地产	5513	7%	6000	9%	5435	8%	91%
融创中国	4608	27%	5500	19%	4339	17%	79%
保利地产	4048	31%	4655	15%	3872	16%	83%
绿地控股	3875	52%	4000	3%	2556	-12%	64%
中海地产	2644	32%	3067	16%	2906	30%	95%
新城控股	2211	75%	2700	22%	2224	23%	82%
华润置地	2107	39%	2420	15%	2005	13%	83%
龙湖地产	2006	29%	2207	10%	2016	23%	91%
世茂房地产	1762	74%	2100	19%	1972	45%	94%
招商蛇口	1706	51%	2000	17%	1791	35%	90%
华夏幸福	1628	7%	1791	10%	1146	-5%	64%
阳光城	1629	78%	1800	11%	1642	36%	91%
金地集团	1623	15%	2000	23%	1576	32%	79%
绿城中国	1564	7%	1800	15%	986	38%	55%
旭辉控股	1520	46%	1900	25%	1558	32%	82%
中南建设	1466	52%	1800	23%	1474	29%	82%
富力地产	1311	60%	1600	22%	1066	11%	67%
泰禾集团	1383	37%	1500	8%	781	-32%	52%
中国金茂	1280	85%	1500	17%	1360	29%	91%
融信中国	1219	73%	1400	15%	1090	15%	78%
金科股份	1188	81%	1500	26%	1399	37%	93%
正荣地产	1080	19%	1300	20%	1204	5%	93%
雅居乐集团	1027	19%	1130	10%	1003	28%	89%
荣盛发展	1016	50%	1120	10%	770	11%	69%
中国奥园	913	100%	1141	25%	886	31%	78%
蓝光发展	855	24%	1112	30%	865	-12%	78%
美的置业	790	76%	1000	27%	816	25%	82%
建业地产	724	97%	635	-12%	737	80%	116%
龙光集团	718	65%	850	18%	717	20%	84%
首创置业	706	27%	800	13%	602	25%	75%
佳兆业	701	50%	875	25%	551	12%	63%
合景泰富	655	60%	850	30%	683	28%	80%
时代中国	606	42%	750	24%	600	26%	80%
华发股份	582	88%	800	37%	674	48%	84%
越秀地产	578	41%	680	18%	525	20%	77%
禹洲集团	560	55%	670	20%	581	45%	87%
中骏集团	514	49%	700	36%	608	55%	87%
弘阳地产	473	166%	600	27%	495	43%	83%
宝龙地产	410	87%	500	22%	505	52%	101%
当代置业	322	45%	360	12%	282	9%	78%
佳源集团	202	95%	280	39%	182	16%	65%
整体平均增速		36%		15%		17%	82%

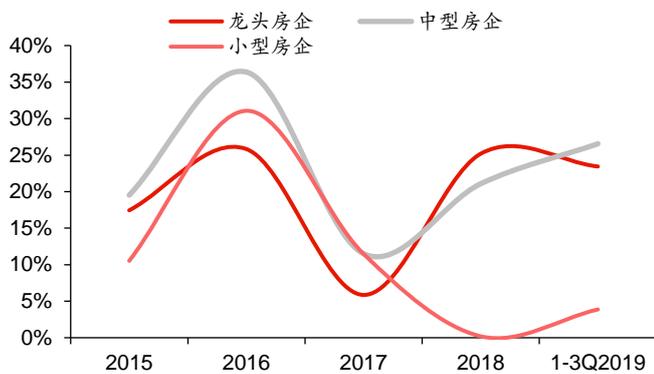
注: 碧桂园、富力地产、佳兆业为权益销售金额, 其它房企为全口径销售金额; 碧桂园、万科、保利地产、绿地控股、华夏幸福、泰禾集团、华发股份 2019 年全年销售目标为我们预测值, 其余房企来自公司公告或业绩发布会公开披露的数据

资料来源: 公司公告, 公司业绩会, 亿翰智库, 华泰证券研究所

### 业绩：业绩集中度如期兑现

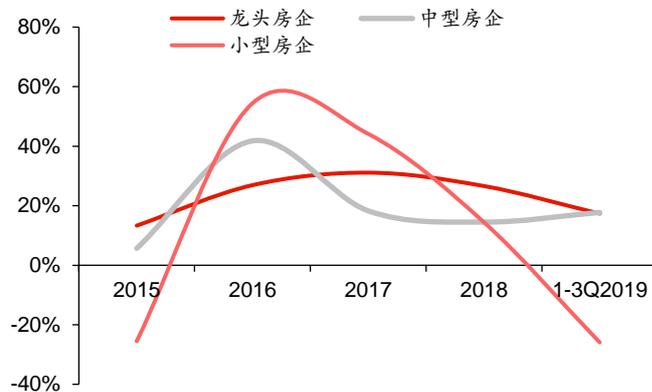
我们整理的 77 家重点 A 股地产企业来看，龙头、中型、小型房企营收占比分别为 56%、36%、8%，其中中型房企同比提升 1 个百分点，小型房企下降 1 个百分点。龙头、中型、小型房企归母净利占比分别为 51%、43%、6%，大型、中型房企各同比提升 2 个百分点。销售集中度提升在业绩集中度层面逐渐显现。龙头、优质中型房企品牌溢价和拿地能力的综合区别在业绩上开始体现。

图表68：龙头/中型/小型房企营业收入同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表69：龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速



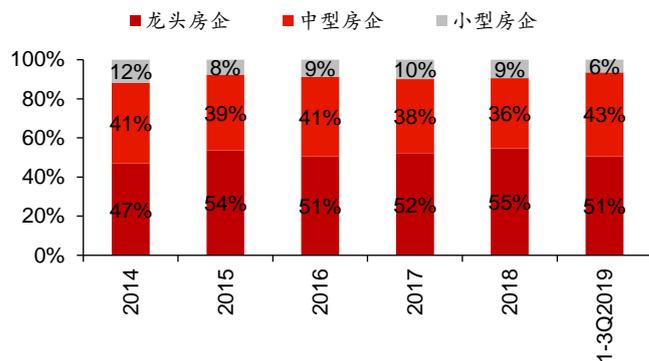
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70：龙头/中型/小型房企营收占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

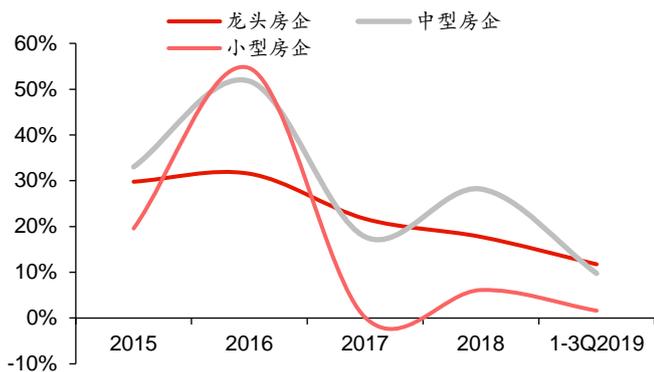
图表71：龙头/中型/小型房企归母净利占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

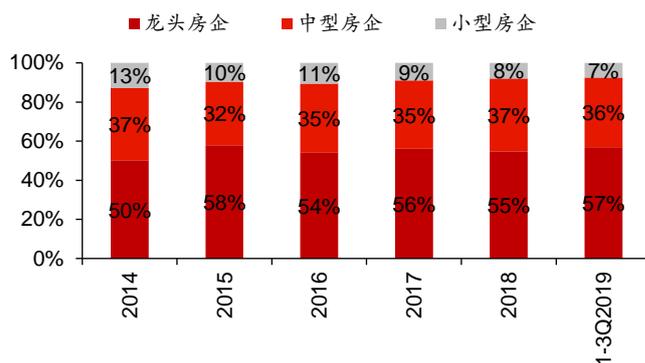
2019 年三季度末总体房企预收账款同比增长 19%，相对 2018 年营收覆盖率为 155%，较 2018 年增长 31 个百分点。总体房企待结算资源对营收的覆盖程度继续提升，龙头、中型房企待结算资源更为充足，业绩增长潜力依然可观。

**图表72: 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速**



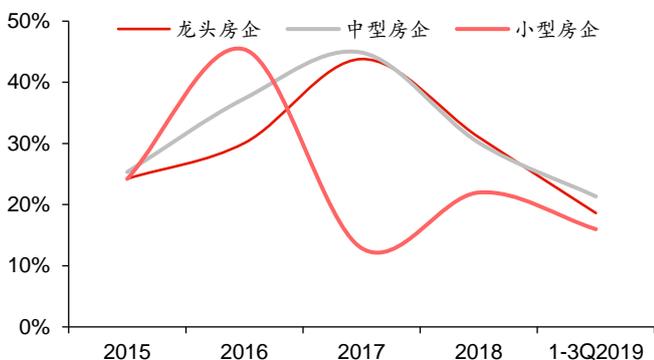
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表73: 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金占比**



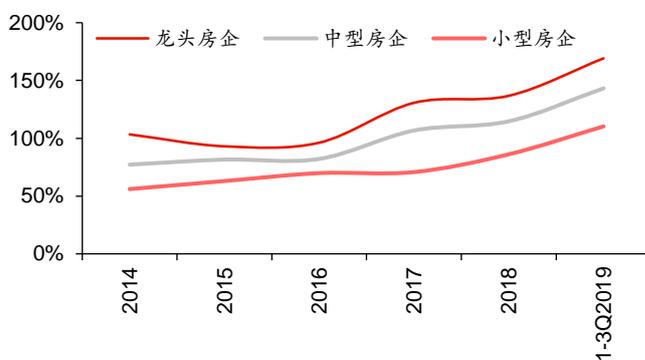
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表74: 龙头/中型/小型房企预收账款同比增速**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表75: 龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率**

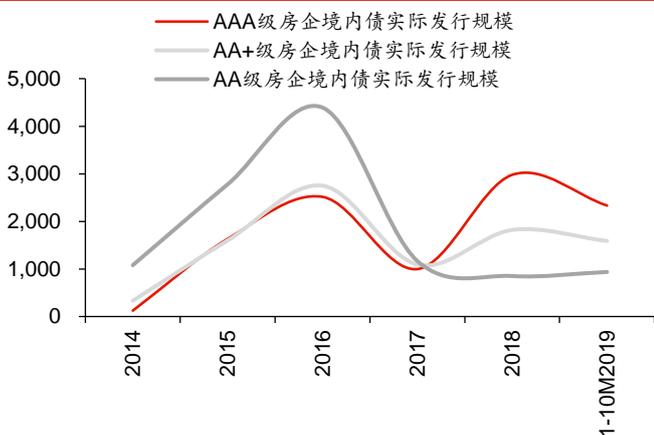


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**融资：集中度重新提升，信用利差重新走阔**

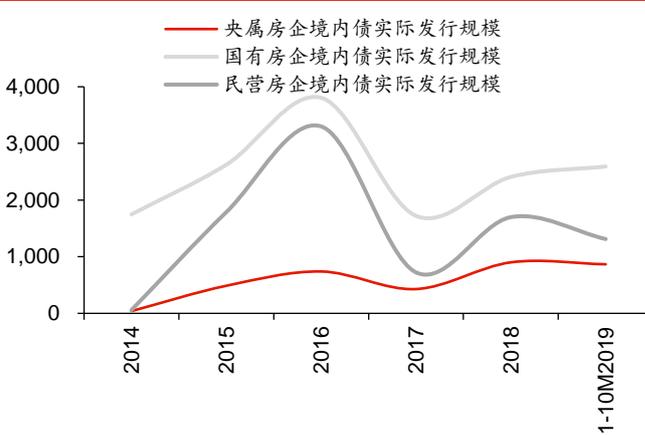
在年初短暂的融资蜜月期过后，融资环境重新收紧，由此带来的房企融资集中度进一步提升，债券发行数据显示，高评级房企境内债发行规模依然保持高位，央企、国企发行规模逆势提升，受窗口指导的影响明显弱于民企。此外根据克而瑞的融资数据，我们计算 1-9 月 30 家房企融资总额占 95 家重点房企的比重达到 70%，较 2018 年提升 4 个百分点，我们预计未来行业融资集中度将进一步提升。

**图表76: 各评级房企境内债实际发行规模 (亿元)**



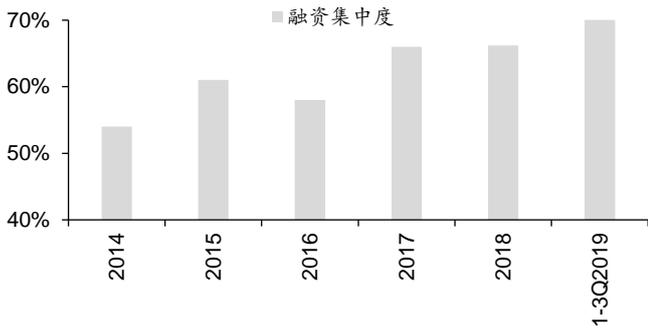
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表77: 各所有制房企境内债实际发行规模 (亿元)**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

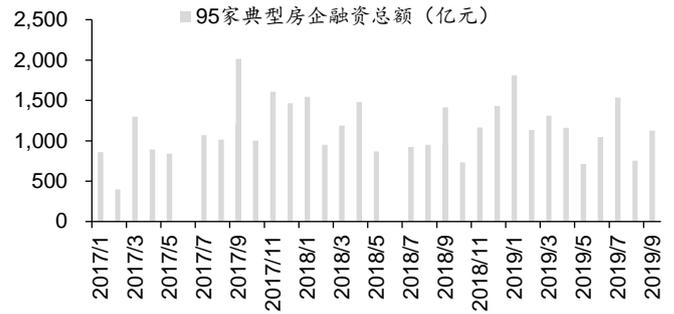
**图表78: 克而瑞融资集中度**



注: 根据克而瑞企业月报数据测算, 融资集中度=TOP30 融资总额/典型房企融资总额。2019年之前是85家典型房企, 2019年之后是95家典型房企。

资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

**图表79: 95家典型房企融资总额**



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

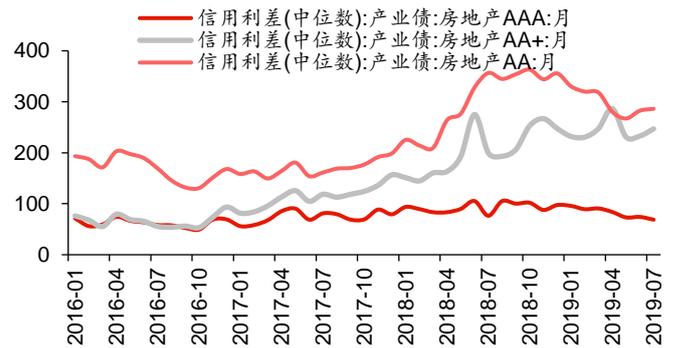
利率也重新分化, Wind 数据显示, 2019年10月AAA地产债信用利差为66.1BP, 2016年以来历史分位数25.5%, 显著低于AA+的93.6%和AA的68.0%。上半年流动性环境阶段性宽松带动AA+和AA房企信用利差显著收窄, 下半年尤其是7月之后融资收紧持续发酵, AAA与AA+、AA级房企的信用利差重新走阔。

**图表80: 地产行业信用利差(中位数)**



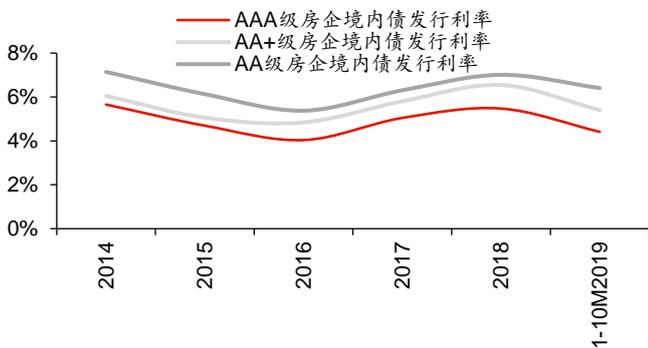
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表81: 房企信用利差(中位数)**



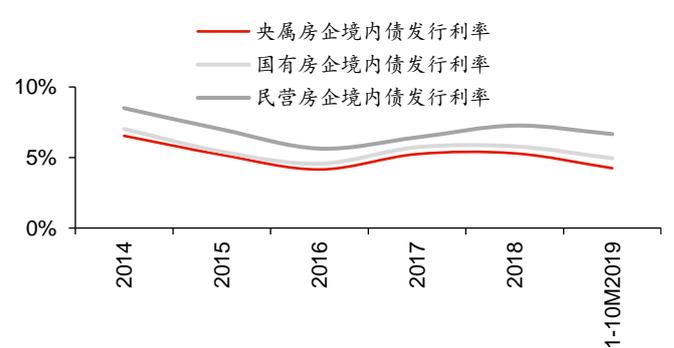
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表82: 各评级房企境内债发行利率**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表83: 央企、国企、民企境内债发行利率**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

重点上市房企融资成本方面, 2019上半年综合融资成本在7%以上的为中国恒大、泰禾集团、中南建设、蓝光发展、荣盛发展、阳光城、金科股份、华夏幸福, 其中仅阳光城边际改善; 5%-7%的为碧桂园、新城控股、华发股份、滨江集团、首开股份、万科A, 其中滨江集团、万科A有所改善; 5%以下包括中海地产、龙湖集团、华润置地、保利地产、招商蛇口、金地集团, 其中中海、华润、保利均呈现小幅改善。

图表84： 主流上市房企平均融资成本

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
碧桂园	7.50%	6.20%	5.66%	5.22%	6.11%	6.13%
中国恒大	9.74%	9.59%	8.27%	8.09%	8.18%	8.62%
万科A	9.39%	6.53%	5.32%	5.14%	5.28%	5.21%
融创中国	9.10%	7.60%	5.98%	6.24%	6.81%	
保利地产	6.50%	5.20%	4.69%	4.82%	5.03%	4.99%
中海地产	4.30%	4.23%	4.76%	4.27%	4.30%	4.28%
绿地控股		5.98%	5.45%	5.19%	5.40%	
新城控股	7.70%	7.20%	5.70%	5.30%	6.47%	6.48%
龙湖集团	6.40%	5.74%	4.70%	4.50%	4.55%	4.56%
华润置地	4.47%	4.63%	4.23%	4.16%	4.47%	4.45%
招商蛇口	5.10%	4.93%	4.50%	4.80%	4.85%	4.91%
阳光城	10.90%	9.41%	7.35%	7.08%	7.94%	7.72%
金地集团	6.31%	5.32%	4.52%	4.56%	4.83%	4.87%
中南建设		11.60%	8.50%	6.57%	8.30%	8.43%
金科股份				7.04%	7.32%	7.58%
华夏幸福	9.64%	7.92%	6.97%	5.98%	6.42%	7.23%
滨江集团			4.56%	5.00%	5.80%	5.60%
蓝光发展		10.27%	9.06%	7.19%	7.54%	8.30%
泰禾集团		14.24%	7.62%	8.10%	8.52%	9.30%
荣盛发展		8.56%	7.80%	6.50%	7.88%	8.00%
华发股份	9.55%	9.17%	6.85%	5.75%	5.87%	6.37%
首开股份	7.79%	7.53%	6.43%	5.15%	5.36%	5.38%

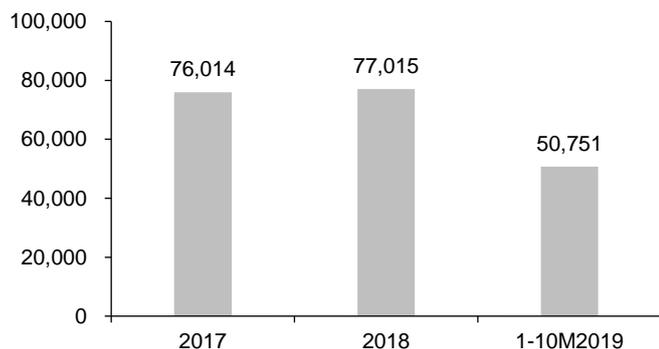
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 拿地：存量变现提速，增量拿地放缓

#### 重点房企拿地力度普遍减弱

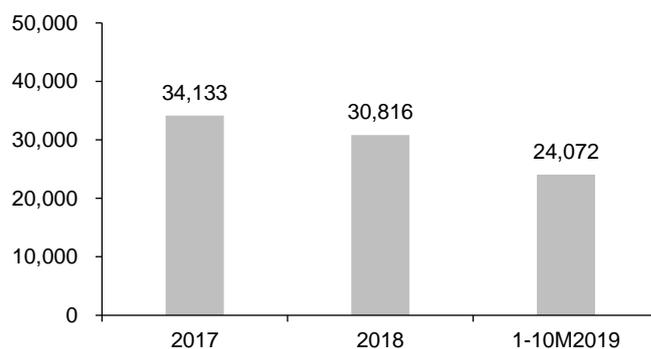
融资收紧环境下，重点房企拿地力度减弱。2019年1-10月克而瑞50家房企累计拿地建筑面积50751万平，同比减少26%，增速较2018年下降28个百分点。拿地金额24072亿元，同比减少12%，增速较2018年下降2个百分点。拿地强度（面积口径）为129%，较2018年下降4个百分点，较2017年下降47个百分点；拿地强度（金额口径）为38%，较2018年下降2个百分点，较2017年下降22个百分点。受限于融资收紧，同时基于可售货值相对充裕，TOP50房企总体投资强度连续两年保持低位。

图表85： 50家房企拿地面积（万平）



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表86： 50家房企拿地金额（亿元）



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

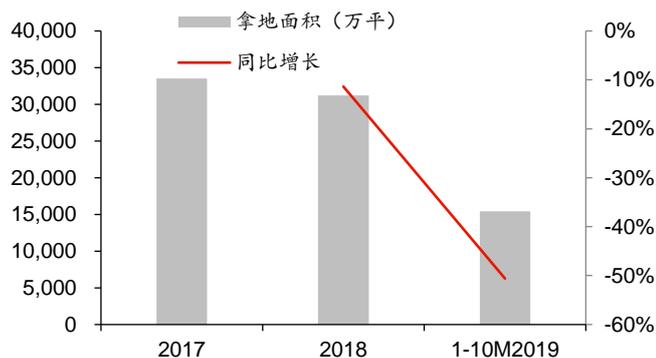
各梯队拿地表现来看，TOP10拿地收缩明显，1-10月拿地面积、拿地金额分别同比减少42%和22%，但是投资强度回落幅度有限，或主要受去年四季度销售放量以及拿地节奏不均衡的影响；TOP11-30梯队拿地强度小幅回落，拿地金额同比减少6%，金额口径投资强度微降1个百分点至39%，为上半年一二线城市拿地的主力军；TOP31-50拿地金额同比增长14%，但是34%的金额口径投资强度为所有梯队的最低水平。

图表87: 2019年1-10月50家房企拿地情况

	拿地面积 (万平)	拿地面积同 比增长	拿地金额 (亿元)	拿地金额同 比增长	拿地强度 (面积口径)	拿地强度较 2018年增长 (面积口径)	拿地强度 (金额口径)	拿地强度较 2018年增长 (金额口径)
TOP10	24,638	-42%	11,107	-22%	145%	-2pct	38%	-2pct
TOP11-30	17,646	-3%	8,974	-6%	110%	-7pct	39%	-1pct
TOP31-50	8,467	6%	3,992	14%	112%	-4pct	34%	-4pct

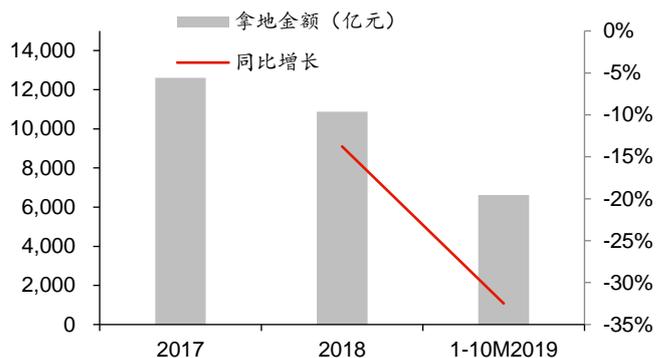
资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

图表88: TOP5 龙头房企拿地面积和同比增速



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

图表89: TOP5 龙头房企拿地金额和同比增速

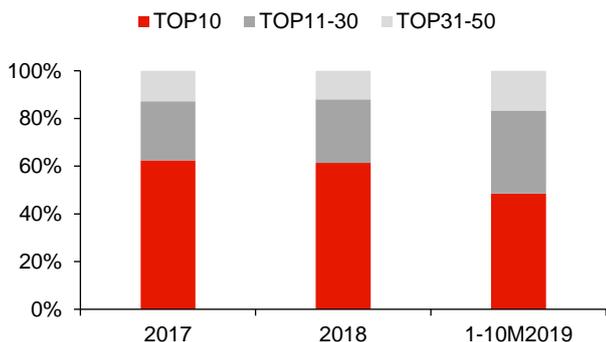


资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

### 拿地集中度向优质头部房企倾斜

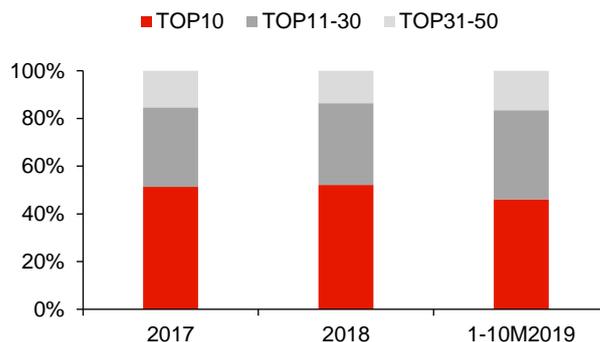
从拿地集中度来看, 2019年1-10月TOP10龙头房企的拿地面积占比由2017-2018年平均61.9%的高位回落至48.5%, 拿地金额占比由51.7%回落至46.1%。相比之下, 受益于上半年流动性宽松和销售复苏的优质二线房企展现更强的投资弹性, 2019年前10月TOP11-30梯队拿地面积占比较2018年提升8.2个百分点至34.8%, 金额占比提升3.1个百分点至37.3%, 集中度连续两年稳步提升; TOP31-50拿地面积和金额占比同样分别有4.7和2.9个百分点的提升。

图表90: 50家房企各梯队拿地面积比重



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

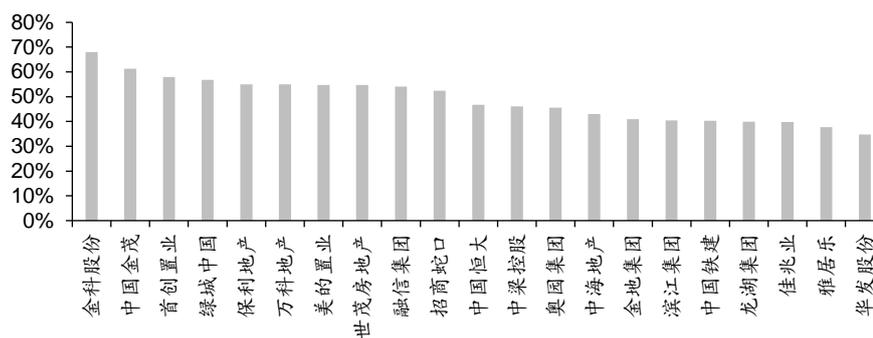
图表91: 50家房企各梯队拿地金额比重



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

从拿地节奏来看, 随着下半年土地市场溢价率回落, 主流上市房企金科股份、中国金茂、绿城中国、保利地产、万科、招商蛇口等一二线龙头中展现良好的投资节奏, 7-10月拿地金额占全年比重分别达到68%、61%、57%、55%、55%、52%。四季度土地市场热度预计延续下行, 龙头房企拿地有望进一步修复, 同时叠加货值充裕, 融资收紧常态化下的逆周期优势有望持续凸显。

**图表92： 主流上市房企 2019 年 7-10 月拿地金额全年占比**



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

### 主流房企当前土地储备规模持续分化

我们采用 2019 上半年末 A+H 股 TOP30 上市房企的可售土储 ÷ 2018 年销售面积作为衡量资源储备充裕程度的指标。测算结果显示，现有土储平均可以满足 4.1 年的开发销售需求。如果假设 2019 年开始销售面积复合增速分别为 5%、10%、20%，当期储备能够满足未来 3.7、3.2、2.6 年的开发需求。

上市房企总体可售资源充裕，进一步释放拿地自由度的同时维持开工、施工韧性，加速存量资源变现成为行业的主基调。其中，去化周期排名前五为中国金茂、新城控股、融创中国、远洋集团、龙光集团，分别为 9.5、6.3、6.0、5.9、5.8 年；去化周期排名后五为蓝光发展、华夏幸福、中梁控股、碧桂园、中南建设，去化周期分别为 0.6、2.0、2.1、2.2、2.3 年，未来补库存的诉求和压力更大。

图表 93: TOP30 房企土地储备情况

	土地储备面积 (万平)	未售土储 (万平)	2018 销售面积 (万平)	去化周期 (年)
碧桂园	26,314	16,925	7,731	2.2
中国恒大	31,900	30,343	5,240	5.8
万科地产	15,340	10,274	4,016	2.6
融创中国	20,400	18,210	3,020	6.0
保利地产	13,282	10,017	2,715	3.7
中海地产	9,175	8,563	1,631	5.3
绿地控股	12,967	9,333	3,575	2.6
新城控股	13,400	11,348	1,791	6.3
龙湖集团	7,093	5,764	1,246	4.6
华润置地	6,737	5,037	1,206	4.2
世茂房地产	6,407	6,000	1,066	5.6
招商蛇口	5,300	4,667	815	5.7
阳光城	4,396	3,562	1,239	2.9
金地集团	4,760	4,171	866	4.8
旭辉集团	4,680	4,253	1,029	4.1
中南建设	4,042	2,624	1,158	2.3
金科集团	5,794	4,319	1,499	2.9
中国金茂	4,906	4,741	501	9.5
富力地产	6,100	5,487	1,094	5.0
中梁控股	4,200	2,699	1,297	2.1
华夏幸福	4,834	3,121	1,539	2.0
正荣集团	2,630	2,212	907	2.4
融信集团	2,654	2,218	562	3.9
远洋集团	3,925	3,606	608	5.9
雅居乐	3,927	3,578	796	4.5
绿城中国	3,412	2,770	814	3.4
奥园集团	4,012	3,067	819	3.7
滨江集团	794	595	203	2.9
蓝光发展	1,489	570	1,026	0.6
龙光集团	3,592	3,260	566	5.8

注:假设已售未结资源的销售均价为 2019 年上半年销售均价的 0.9 倍;同时考虑土地储备为全口径而预收账款为表内口径,假设上市房企表内、表外土储的比例为 80%:20%;土地储备面积为全口径土地储备面积,包括拟建和在建土地储备面积;由于金科、滨江、蓝光未披露 2019 年上半年土地储备情况,采用 2018 年年底数据;碧桂园、中梁控股土储为权益口径;部分上市公司披露主要项目表,可能会导致土储统计偏低。

资料来源:公司公告,克而瑞,华泰证券研究所

### ROE 的演变方向:从利润和杠杆驱动到周转和管理红利

2015 年以来 74 家上市房企(为保证数据连续性,样本剔除绿地控股、招商蛇口、蓝光发展)总体 ROE 稳步提升,2018 年达到 15.4% 的阶段高点,其中龙头房企高达 22.5%,中型房企 12.8%。我们认为本轮房地产行业 ROE 改善的契机来自于 2014-2015 年行业政策、货币政策双宽松周期所带来的利润率修复和充裕的加杠杆空间。我们预计 2018-2019 年 ROE 或为这轮周期的顶部,2020 年虽然面临杠杆空间受限的制约,但是快周转红利有望滞后显现,同时优质龙头品牌溢价、管控效率、精准投拓的管理红利预计在净利率层面展现,ROE 有望延续稳健表现。

从 ROE 贡献的具体构成来看：

1、2014-2015 年 ROE 低点主要受净利率拖累，对 ROE 的解释程度分别达到 59%、77%（龙头 53%、75%；中型 46%、62%），同时随着行业、货币双宽松周期的到来开启新一轮加杠杆周期；

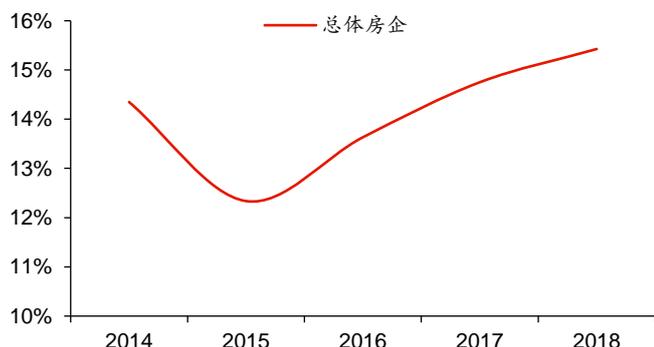
2、2016-2017 年融资宽松的大环境下房企杠杆率继续攀升，对 ROE 的正向贡献持续加大，对 ROE 的解释程度分别达到 36%和 23%（龙头 38%、20%；中型 33%、40%）。同时叠加高景气周期内利润率显著修复，推动 ROE 快速攀升至 14.8%的高位水平，期间净利率对 ROE 的解释程度高达 10%和 39%（龙头 39%、44%；中型 23%、17%）。此外，资产快速扩张和开发周期的延长导致周转率贡献转负；

3、2018 年以来三四线城市周期的延长引导房企布局下沉，快周转和融资收紧倒逼的规模诉求下杠杆率提升幅度继续扩大，在一定程度上对冲了净利率的见顶回落，2018 年杠杆率对 ROE 贡献高达 64%（龙头 68%；中型 52%）。同时随着销售高增长的滞后结转以及房企主动去库存节奏的加快，周转率稳步修复，对 ROE 的贡献逐渐转正，2018 年贡献率

达到 28%（龙头 24%；中型 20%）；

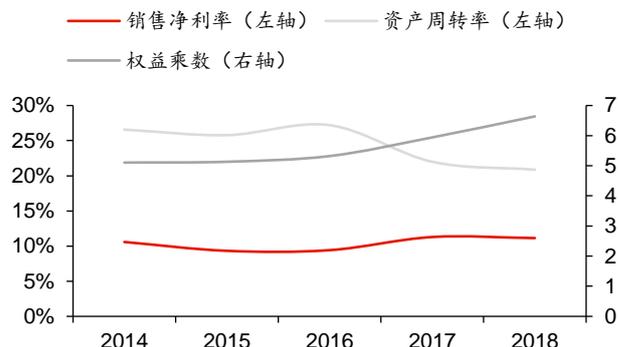
4、2014-2018 年 ROE 数据显示龙头房企在下行周期具有更强的抗周期性，净利率同比降幅窄于中型房企，且在上行周期具有更强的利润弹性和加杠杆优势。2019-2020 年我们预计快周转红利有望在财务数据层面滞后显现，同时龙头房企管理红利维持净利率的相对优势，共同对冲负债率平稳下行和土地成本上行，支撑 ROE 韧性表现。

图表94： 总体房企 ROE



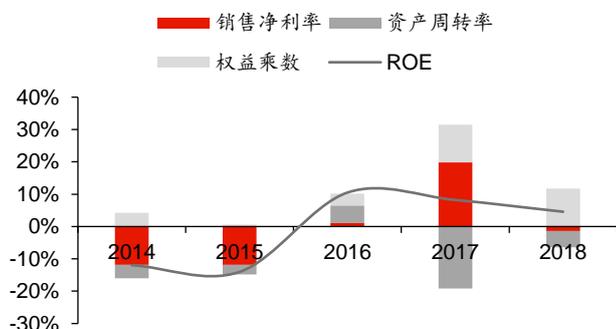
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表95： 总体房企净利率、资产周转率、权益乘数



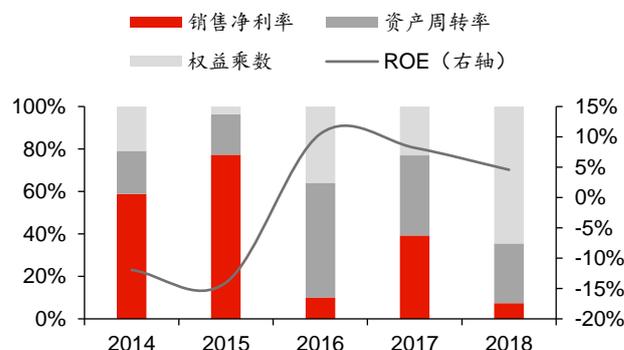
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表96： 总体房企 ROE、净利率、周转率、权益乘数变动率



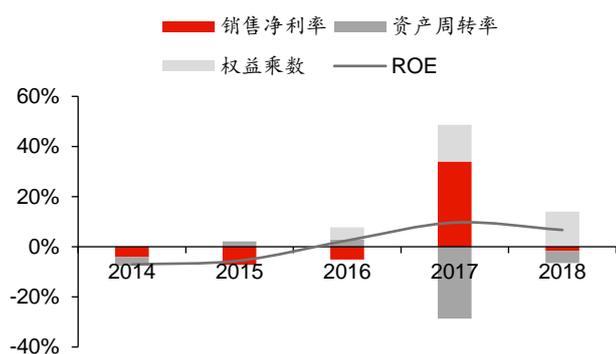
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表97： 总体房企净利率、周转率、权益乘数对 ROE 变动的解释程度



资料来源：Wind，华泰证券研究所

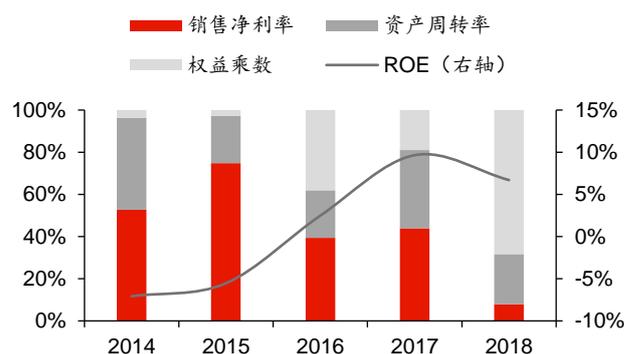
**图表98: 龙头房企 ROE、净利率、周转率、权益乘数变动率**



注：2016 年净利率偏低主要受龙头房企样本中加入绿地控股导致

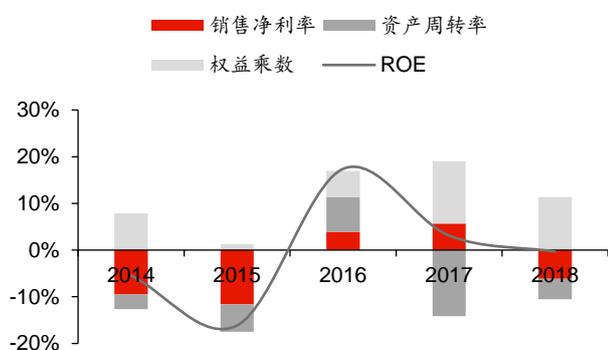
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表99: 龙头房企净利率、周转率、权益乘数对 ROE 变动的解释程度**



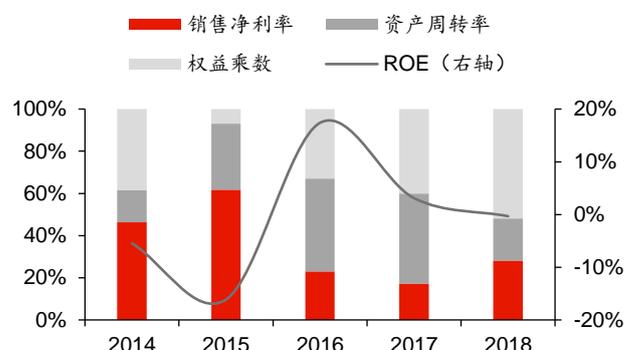
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表100: 中型房企 ROE、净利率、周转率、权益乘数变动率**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表101: 中型房企净利率、周转率、权益乘数对 ROE 变动的解释程度**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

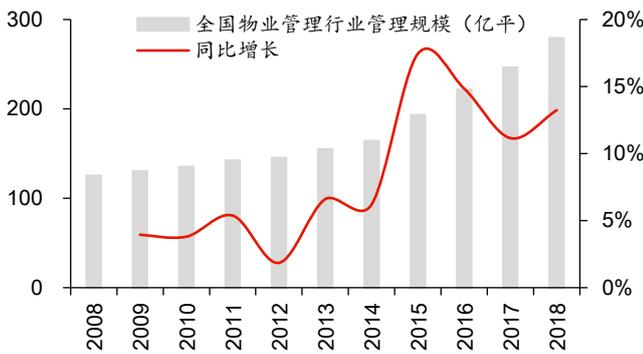
## 转型：决胜存量资产，把握物管和商业地产新机遇

随着房地产住宅开发业务增速逐步平稳，以及杠杆率回落带来的潜在回报率回落，我们认为市场的目光将逐步转向存量不动产的发展和运营。如何发掘其中蕴藏的充沛价值，成为众多房企在后开发时代必修的课题。我们今年重点研究了物业管理和商业地产，两者均是撬动存量价值的可能切入点，有望打开千亿乃至万亿级别的市场空间。

### 非住宅物业管理：升维新模式，掘金新蓝海

当前市场对住宅物业管理研究较多，但是对非住宅物业管理的探索还处于初级阶段，我们今年在市场上率先展开了针对非住宅物业管理领域的研究。非住宅物业主要包括商办物业、公共建筑和城市公共空间三大类。根据物协和易居的数据，2018 年我国非住宅物管市场规模 2941 亿元，占据基础物业服务半壁江山。相较住宅物业，行业竞争格局分散复杂，进入门槛、物业费、收缴率更高，盈利能力存提升空间，将成为国内物管公司拓展的重要方向，今年以来证券化也在提速。我们测算 2025 年非住宅物管市场规模有望超 8000 亿元，后勤服务社会化提速和城市公共空间的模式拓展可能进一步拓宽行业规模。商办物业、产业园区、学校、医院、公共场馆等业态百花齐放，产业园区、学校、医院等业态 500 强企业覆盖度不足 30%，覆盖度和集中度提升空间广阔。

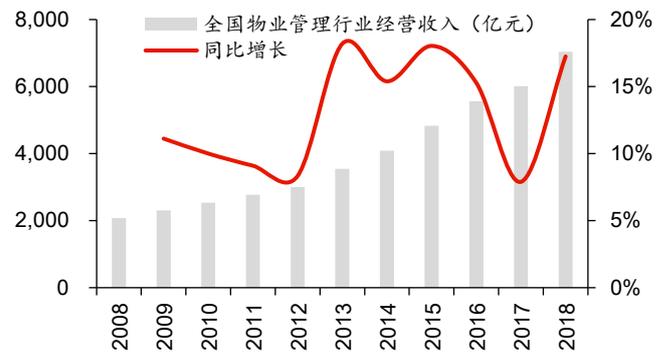
图表102： 全国物业管理行业管理规模和同比增速



注：2008、2014 年数据源于全国经济普查，2012、2017、2018 年数据为中国物业管理协会调查数据

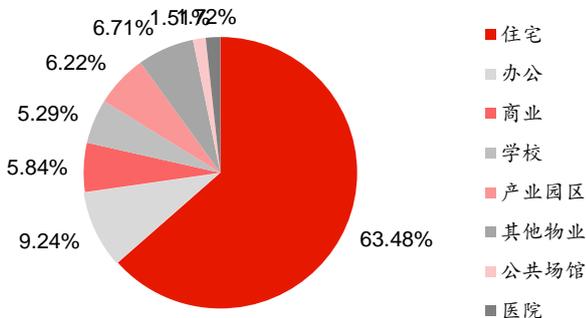
资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰证券研究所

图表103： 全国物业管理行业经营收入和同比增速



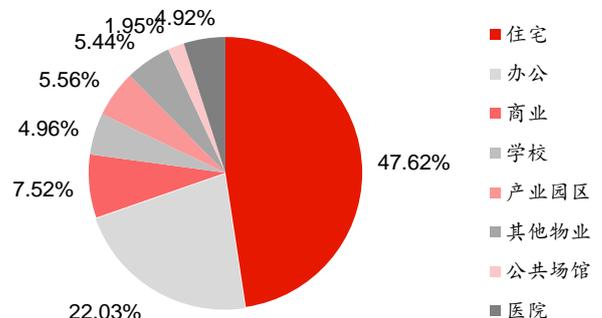
资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰证券研究所

图表104： 2018 年 500 强物管企业管理面积业态分布



资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰证券研究所

图表105： 2018 年 500 强物管企业基础物业服务营收业态分布



资料来源：中国物业管理协会，上海易居房地产研究院，华泰证券研究所

图表106: 非住宅物业管理细分业态概况

业态	管理空间	管理特点	500 强业态结构					一二三线城市	
			布局数量 (家)	平均管理面积 (万平)	平均项目数量 (个)	收入<5000 企业占比	平均物业费 (元/平/月)	写字楼	商业
商办物业	1999-2018 年累计新开工写字楼 7 亿平, 商业营业用房 27 亿平	To B+To C, 服务深化空间大, 智慧物业场景多	写字楼 376 商业 370	写字楼 236 商业 187	写字楼 35 商业 16	写字楼 56% 商业 79%	11.27	11.64	
产业园区	2008-2018 年工业用地成交总建面 116 亿平	从基础物管到园区运营, 产业链条向运营管理、资产管理、企业孵化等后期延伸	272	272	12	76%	4.95	6.84	
学校	2018 年末仅公办小学/初中/高中/高等学校校舍建面 29 亿平	后勤服务社会化推动发展, 公益属性突出, 倒逼参与者加强延伸服务	314	201	15	84%	4.01	3.71	
医院	2017 年末医疗卫生机构房屋建面 8 亿平	后勤服务社会化推动发展, 专业化塑造高门槛, 多元化服务空间大	208	154	11	85%	4.59	3.01	
公共场馆	范围广, 面积大: 体院馆、展览馆、图书馆、机场、火车站、邮轮码头等	安全严要求, 不同场馆对应特色延伸服务, 城市公共空间物管的切入点	236	309	6	90%	3.40	3.01	

注: 500 强业态结构中的数据时间均为 2018 年

资料来源: 中国物业管理协会, 上海易居房地产研究院, 国家统计局, 华泰证券研究所

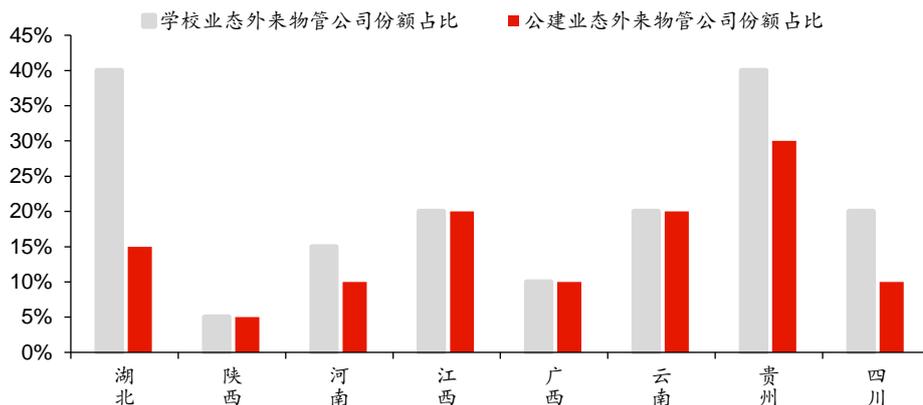
后勤服务社会化有望加速非住宅物管面积和市场规模的扩张。后勤服务社会化是指学校、医院、政府机关、交通枢纽等城市公共建筑和公共空间转变后勤服务模式, 从原先自己成立后勤部门或公司, 转变为外包给市场化运作的公司, 从而发挥专业化分工降本增效、转移运营风险的作用。我国早在 1992 年便提出后勤服务社会化的概念, 此后在学校、医院领域出台了较多支持政策。根据物协和易居的数据, 2018 年全国 60%-70% 的高校已将后勤服务外包, 其中 30%-40% 将所有后勤服务外包; 全国一二线城市的医院已基本全部将后勤服务外包, 三四线城市仍有 30%-40% 的医院尚未外包。近年来改革提速, 并开始向更多公共业态延展, 但根据新大正招股说明书, 不同省份后勤服务社会化的程度差别较大, 西北、东北、华北等地区开放程度仍有较大提升空间。我们预计随着后勤服务社会化的持续推进, 非住宅物管的在管面积和市场规模将加速扩张, 央企、国企背景的物管公司在项目获取方面确实具备一定资源优势, 但品牌物管公司也能凭借服务口碑和特定业态服务经验争夺市场份额。

图表107: 后勤服务社会化的主要政策文件

时间	政策文件	主要内容
1985 年	《中共中央关于教育体制改革的决定》	高等学校后勤服务工作的改革, 对于保证教育改革的顺利进行, 极为重要, 改革的方向是实行社会化
1992 年	《中共中央国务院关于加快发展第三产业的决定》	首次明确提出后勤服务社会化的课题
1999 年	《中共中央国务院关于深化教育改革全面推进素质教育的决定》	决定“要扩大高等教育规模”, 之后国务院办公厅连续四年召开全国高校后勤社会化改革推进会
2000 年	《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》	开始了公立医院后勤服务社会化改革进程
2002 年	《关于医疗卫生机构后勤服务社会化改革的指导意见(试行)》	为我国公立医院后勤服务社会化改革提供了切实有效和科学可行的实施办法, 并指出医疗机构后勤改革主要内容是将医院行政管理职能与服务职能相分离
2010 年	《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》	在建设现代学校制度、完善中国特色现代大学制度方面, 重申“推进高校后勤社会化改革”意见
2015 年	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	强化公立医院精细化管理, 推进公立医院后勤服务社会化
2018 年	《关于开展建立健全现代医院管理制度试点的通知》	健全完善后勤管理, 探索医院“后勤一站式”服务模式, 推进后勤服务社会化

资料来源: 中国政府网, 华泰证券研究所

**图表108: 新大正布局区域学校和公建业态外来物管公司份额占比**



注: 数据来自新大正 2016-2017 年的调研

资料来源: 新大正招股说明书, 华泰证券研究所

海外非住宅物管以“设施管理”为核心, 从非核心业务外包的思路出发, 三十余年来出现了从单一到集成服务、从本地到全球、从低附加值到高附加值的进化过程。相比之下, 国内非住宅物业存量广阔, 但存在着管理粗放、服务少且品质弱等问题, 蕴含着专业服务供需错配带来的较大发展机会。我们认为未来国内非住宅物管的发展路线将与住宅物管呈现明显差异, 在丰富的物业业态、迥异的增值服务需求驱动下, 将产生更为专业化、多元化的延伸服务机会。

**图表109: 设施管理行业的发展历程**

	20世纪80年代	20世纪90年代	21世纪初期	当前
外包比例	很小, 10%左右	逐渐扩大	持续扩大	持续扩大
服务范畴	保安、保洁、团餐、设备管理等建筑运营和维护、支持服务	扩大至不动产管理领域	扩大至业务流程外包领域	切入战略规划层级的外包服务
业务模式	与多家专业外包公司签署外包合同	总包-分包模式出现	集成设施管理模式出现	集成设施管理市场份额逐渐提升
地理布局	区域型	区域型, 全国型	区域型, 全国型, 全球型	区域型, 全国型, 全球型

资料来源: 欧艾斯官网, 华泰证券研究所

回溯海外非住宅物管龙头的发展路径, 以世邦魏理仕为代表的五大行模式, 一方面利用租售经纪和交易衍生服务等资产管理业务的优势, 为设施管理业务赢得更多获客机会; 另一方面设施管理也为资产管理的开展创造了更多基础数据和客户粘性, 全产业链得以紧密协同。爱玛客和欧艾斯则是另一种模式, 两者分别从团餐和保洁业务起步, 逐渐叠加保安、保养、办公支持、商品零售、公司制服等多元化业务, 最终目标是承接物业所有者的各类非核心业务, 成长为集成设施管理龙头。

**图表110: 世邦魏理仕基于全产业链的业务组合**



资料来源: 世邦魏理仕, 华泰证券研究所

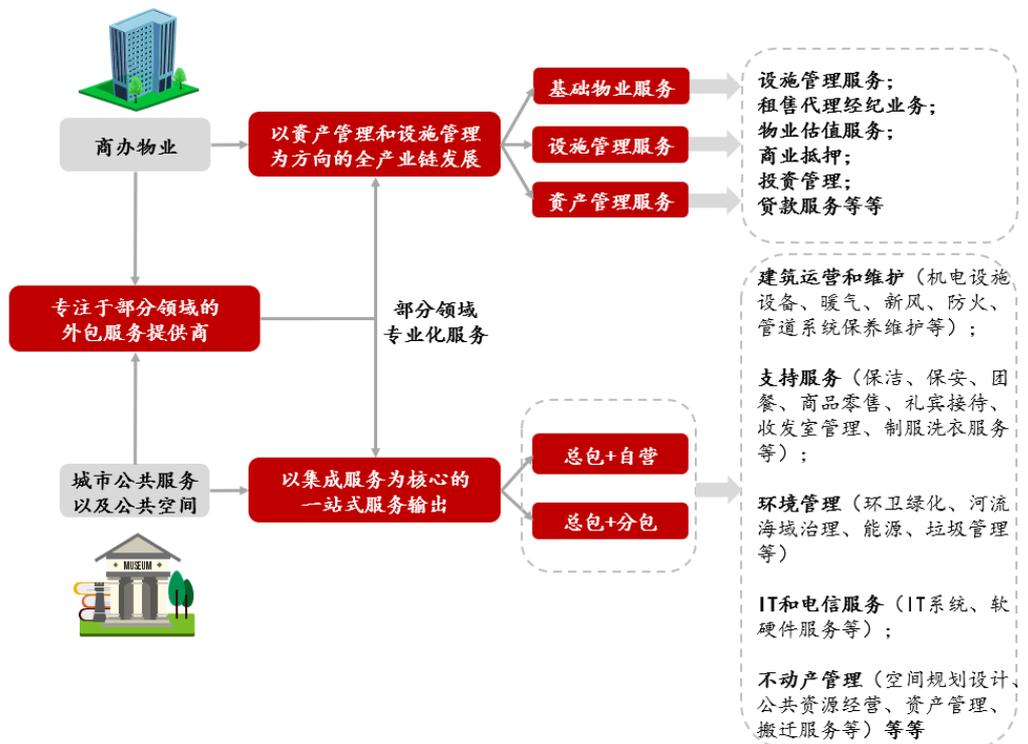
**图表111: 爱玛客团餐与设施管理服务业务概况**

领域	客户类型	团餐服务	设施管理服务
教育	高等教育; K12 教育	学生团餐解决方案; 咖啡厅; 果汁吧/水吧; 茶歇和会议服务; 便利店; 餐厅设计	行政支持服务; 环境清洁服务; 安保服务; 设施设备管理
医疗康养	医院; 养老院	患者团餐解决方案; 和住院及门诊病人分享营养信息	设施运行管理; 环境服务; 安保服务; 中央运送服务; 其他临床支持服务
办公场所	工商企业; 政府部门	员工团餐解决方案; 咖啡厅; 果汁吧/水吧; 茶歇和会议服务; 便利店; 餐厅设计	行政支持服务; 环境清洁服务; 安保服务; 设施设备管理
文娱设施和其他	体育馆; 会展场馆; 公园、风景名胜; 惩戒设施	宴会和餐饮; 零售和商品销售; 营养食品服务; 高级餐厅	娱乐和住宿服务; 小卖部服务; 洗衣和配送服务; 物业管理服务; 家政服务; 设施管理服务

资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰证券研究所

我们认为非住宅物管龙头的发展路径, 是通过产业链上的某项强势业务为切入点, 形成自己的优势、壁垒或粘性, 再借力资本市场进行横向或者纵向收购, 拓展多元化业务和服务区域, 最终形成对物业所有者的集成产业链服务或者集成设施管理服务, 自身定位从物业所有者的“外包业务执行者”升级为“战略合作伙伴”, 从一开始帮助物业所有者进行基础管理、降费增效, 到最终反哺核心业务、创造更高附加值。国内公司可以沿三条发展思路布局非住宅物管: 一、商办物业管理, 以资产管理和设施管理为方向的全产业链发展; 二、公共服务物业管理, 以集成服务为核心的一站式服务输出; 三、专注于部分领域的外包服务提供商, 在部分服务领域成为标杆。

**图表112: 非住宅物管公司的三条发展思路**

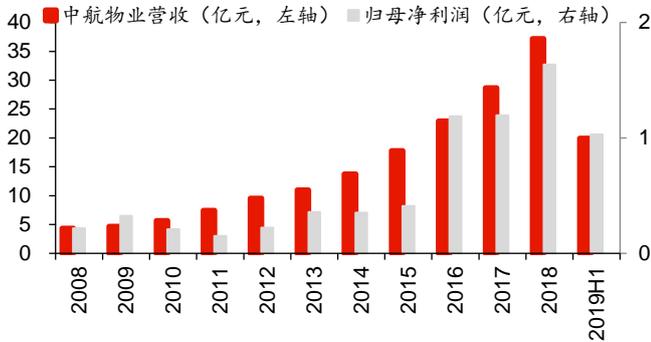


资料来源: 华泰证券研究所

我们认为随着物业管理行业的加速发展, 原本不受重视的非住宅物业管理领域也将迎来快速发展的机会, 管理面积占比提升、服务内容从单一到更高附加值, 都有望成为行业的增长特色, 2025 年市场空间有望超过 8000 亿元。建议 A 股投资者关注物管龙头集中度提升、非住宅物管加速证券化带来的投资机会, 包括推进收购招商物业的稀缺非住宅物管标

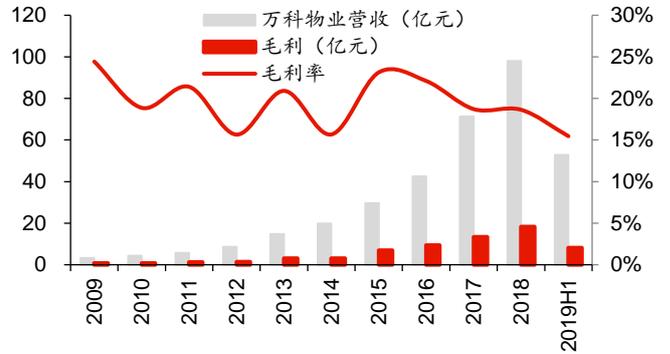
的中航善达，开发企业中具备发力非住宅物管业务禀赋的万科A、华夏幸福等，控股90%的物管子公司蓝光嘉宝服务已在香港上市的蓝光发展。此外，目前仍有很多物业管理公司证券化仍在进行当中，我们认为发力布局非住宅领域的物管公司标的将会逐步增多，蓝海赛道值得长期关注。

图表113: 中航善达物业管理业务营收和归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表114: 万科物业营收和毛利



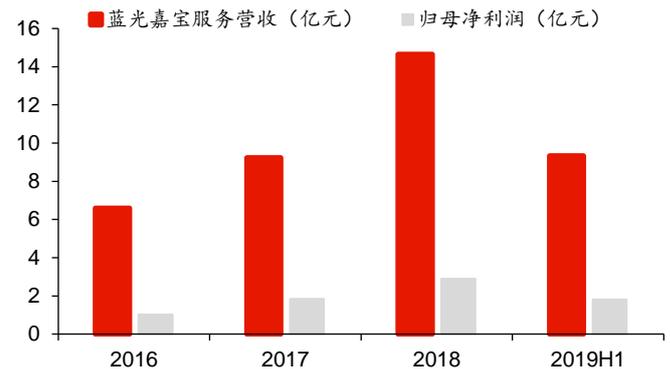
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表115: 2018年末华夏幸福产业新城基础设施建设情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表116: 蓝光嘉宝服务营收和归母净利润



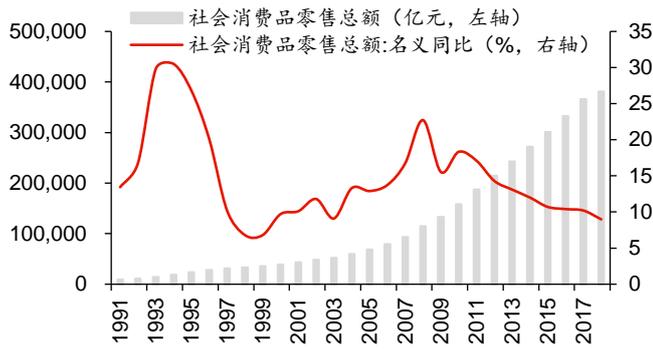
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 商业地产: 陌上花开, 运营为王

商业地产过去市场关注度较低的核心在于三方面掣肘: 1、消费降速, 零售业利润空间面临收缩; 2、供给过剩, 人均商业面积已经步入成熟市场体量; 3、线上冲击, 电商价格优势显著, 区域渗透能力均衡, 尤其在不发达地区的竞争力突出。

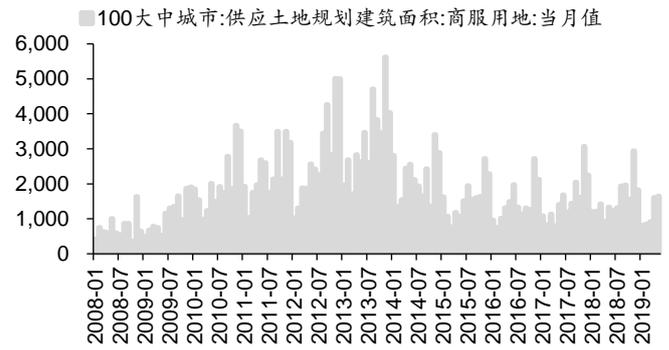
但这些因素在近年都得到了边际改善。商业地产企业价值主要取决于 NOI、资本化率以及企业管理半径三要素, 其中: 1、“促消费”导向、线上替代效应弱化、供需结构改善以及管理溢价提升四因素扩大行业运营收益空间; 2、利率步入下行通道, 降低资本化率进而带来商业地产资产重估; 3、资金配置需求以及金融发展逐步解决商业地产最为困顿的资金沉淀命题, 打开运营商管理边界。

图表117: 社会消费品零售总额和同比增速



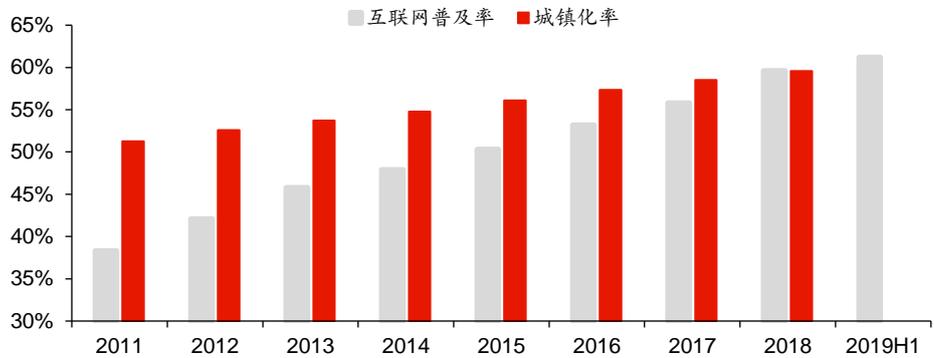
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表118: 100大中城市商用用地供应情况(万平)



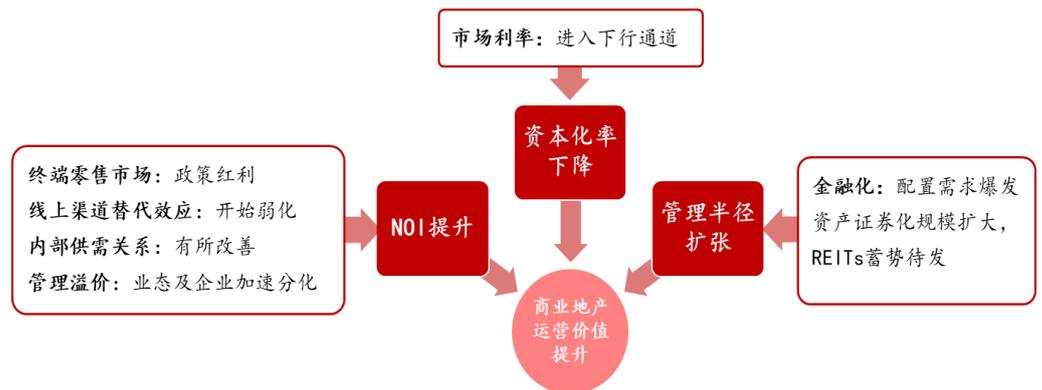
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表119: 我国互联网普及率以及城镇化率



资料来源: CNNIC, 国家统计局, 华泰证券研究所

图表120: 提升商业地产运营价值的影响因素



资料来源: 华泰证券研究所

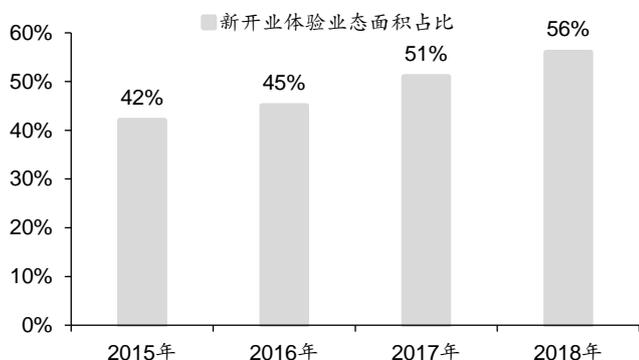
展望商业地产管理方向, 主要是两方面: 1) 互联化, 新零售时代来临。线上与线下各有优劣, 对于一个成功的商业运营商而言, 两者融合的能力将成为标配。新科技涌现为实现全渠道运营、打造新零售的技术基础。2) 精细化, 以体验式运营为内核。包括多元化场景消费的打造、原创 IP 实现高精度体验都是实现管理溢价的途径。此外, 由于土地驱动模式下商业地产经历了一轮高供给, 存量改造将成为新战场。

**图表121：零售业态的变迁**

	传统零售	电子商务	新零售
<b>场景</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 受限于地域</li> <li>● 运输、储货难</li> <li>● 支付方式单一</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 跨地域销售</li> <li>● 运输、储货难度降低</li> <li>● 线上支付诞生</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 线上下联合销售</li> <li>● 配货速度提高</li> <li>● 智能消费+大数据分析</li> </ul>
<b>盈利性</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 纯利润较低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 互联网红利</li> <li>● 线上具成本优势，利润提高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 互联网红利减少</li> <li>● 线上成本优势弱化，联合线下产生溢价</li> </ul>
<b>品质</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 缺乏消费体验及服务质量</li> <li>● 消费水准较低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 服务体验和质量提高</li> <li>● 消费水准提高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 服务质量兑现附加值</li> <li>● 消费体验升级</li> </ul>
	小卖部、旧百货	淘宝、京东、亚马逊	盒马生鲜、超级物种

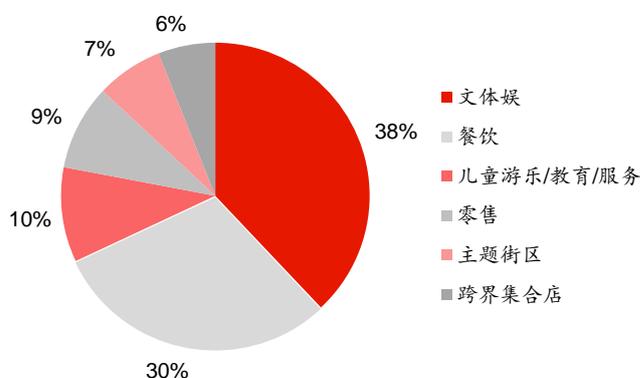
资料来源：华泰证券研究所

**图表122：新开业购物中心体验业态占比**



资料来源：中城商业，华泰证券研究所

**图表123：2018年新开业购物中心体验业态细分占比**



资料来源：中城商业，华泰证券研究所

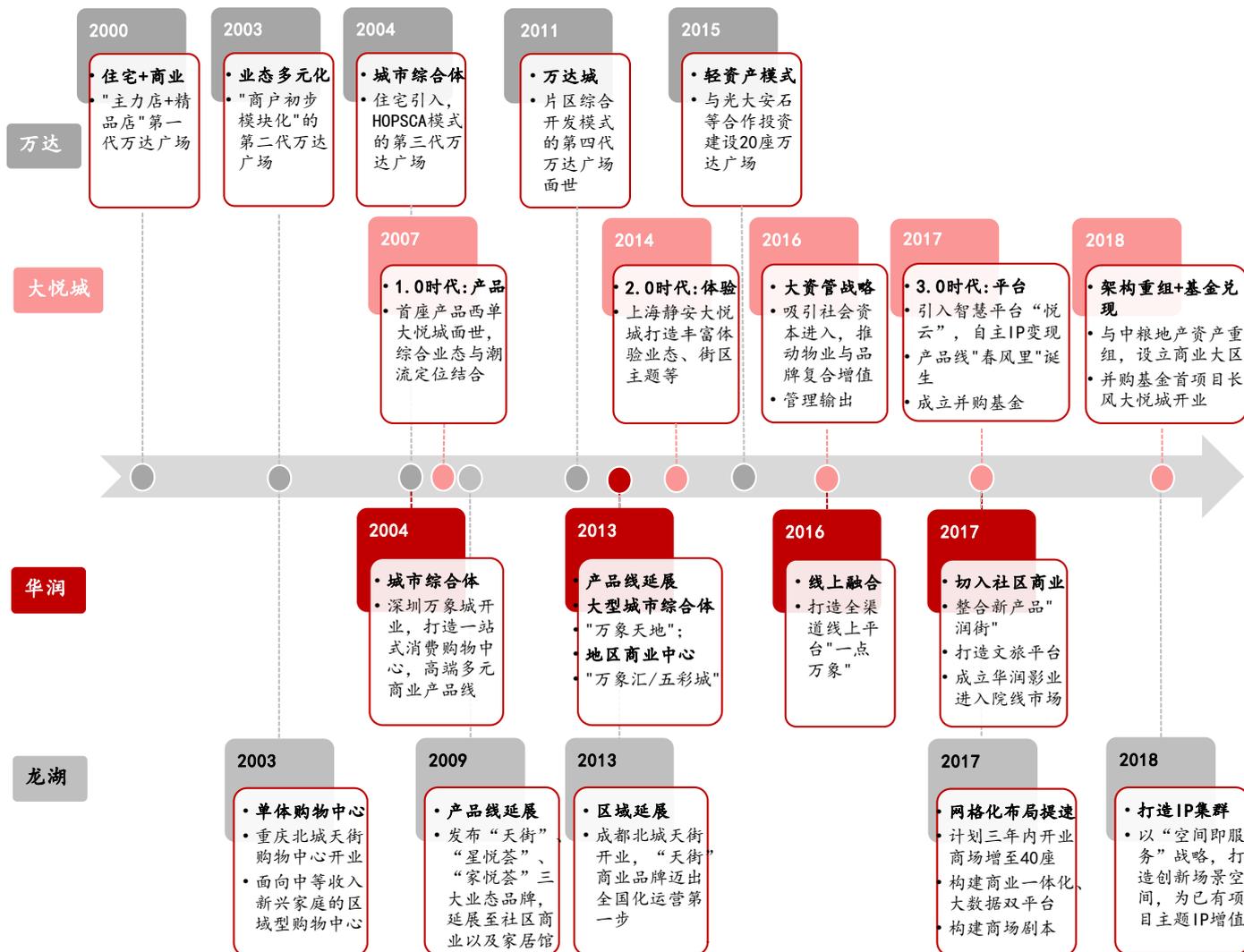
**图表124：存量改造更新类型**

类型	特点	代表案例
周期性更新	定期的硬件维护和品牌替换，为适应新的消费潮流所进行的局部更新	北京 SKP 广州太古
效率提升型更新	项目在区位、体量、品牌等方面仍具备一定的市场优势，但需要提升效率以适应新的竞争环境，所进行整体改造提升	天津津汇广场北京龙德广场
优势增强型更新	标杆项目为巩固其领先的市场地位，或细化定位，或洞悉新的消费潮流，提前投资以引领市场为目标进行的改造活动	朝阳大悦城广州正佳广场
功能转换型更新	通过改变物业功能，转换竞争轨道，以实现物业价值的最大化而进行的全面改造	798 三里屯盈科中心

资料来源：RET，华泰证券研究所

国内商业地产已从港资企业占据第一高地，逐步演进国内品牌一同逐鹿市场的格局。以万达、华润置地、龙湖集团以及中粮大悦城为标杆解析企业运营模式，得出以下结论：1) 低融资成本是标杆运营企业的共性，也是管理规模实现有质量成长的门槛；2) 行业 To C 属性在强化；3) 管理溢价已经在业绩层面充分兑现，尤其是科技赋能以及体验性能提升层面；4) 非市场化扩张能力是实现规模增长关键因素；5) 金融化布局已经充分展开。

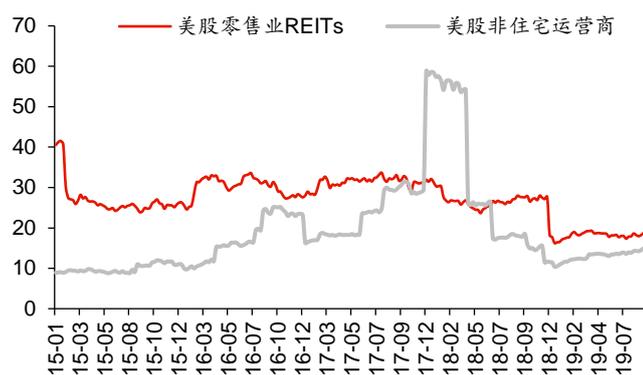
图表125：国内商业龙头发展历程



资料来源：各公司公告、官网，华泰证券研究所整理

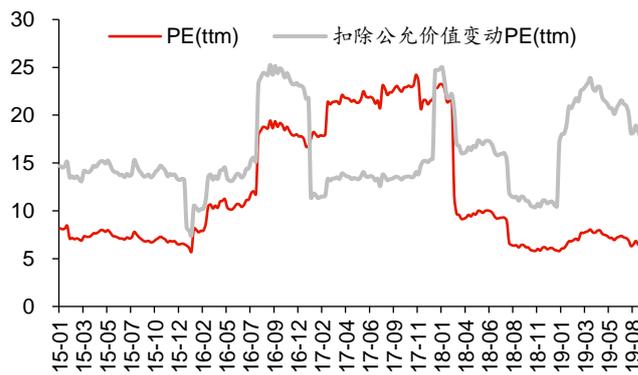
整体而言，我们认为国内商业地产存在结构性机会，具备如下优势的企业将抢占先机：1. 融资优势；2. 运营能力，尤其是科技化融合与体验式运营的构建；3. 存量改造能力；4. 资产证券化布局。无论是运营商还是 REITs，海外可比公司 PE(TTM)为 15-25 倍，A 股平均 PE(TTM)为 13.3 倍，国内公司具备估值优势。

图表126: 美股运营商以及 REITs 的 PE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表127: 香港典型运营商 PE 以及扣除公允价值变动后的 PE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表128: A股商业地产运营商估值表

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价(元)	PE(TTM)	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
大悦城	280.70	7.15	9.63	0.35	0.69	0.82	1.02	20.21	10.37	8.73	7.02
金融街	226.26	7.57	6.28	1.09	1.22	1.37	1.53	6.92	6.20	5.51	4.94
陆家嘴	535.74	13.28	14.50	0.83	0.95	1.04	1.23	15.99	13.96	12.81	10.76
中国国贸	168.42	16.72	18.23	0.77	0.88	0.98	1.05	21.74	18.94	16.98	15.99
A股行业平均			12.16					16.22	12.37	11.01	9.67

注: 数据截至2019年11月22日, 盈利预测来自Wind一致预期

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 策略：平稳孕育分化，拥抱存量价值

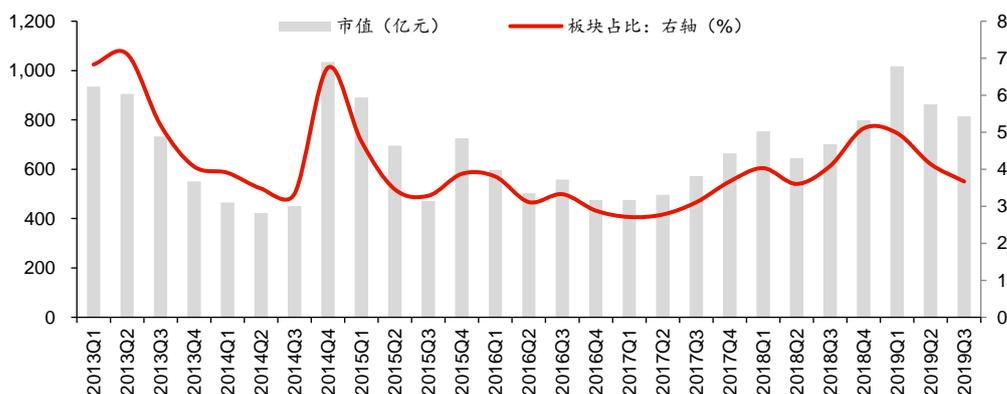
### 政策：流动性偏乐观，供给端常态化，需求端不悲观

供给端的“紧”是明牌，2020 年二季度后期待流动性和需求端利好共振。如前所述，我们预计 2020 年在经济下行压力仍大、实体融资成本纠结下行的背景下，央行将继续完善 LPR 机制并逐步下调政策利率，适时降准，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长，尤其是 2020 年春节后结构性通胀的担忧有望缓解，预计进一步打开货币政策空间。在此背景下，我们预计中央仍将延续对房地产融资“设卡布防”的态度，防止资金过度涌入房地产，融资端政策大概率走向常态化。但从需求端来看，我们预计中央仍将延续调控基调，保持“三稳”目标，但在市场逐渐弱化的背景下，可能从二季度开始逐渐由“防上行风险”过渡为“防下行风险”，“一城一策”指导下适度松绑需求端政策的城市数量可能逐渐增多，松绑力度可能逐渐加大。

### 仓位：持仓连降三季度，打开增配空间

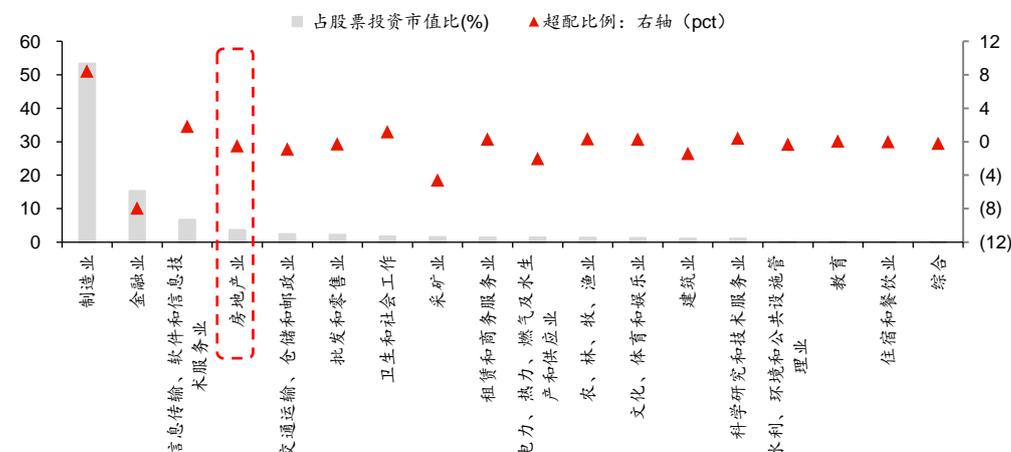
2019Q3 房地产板块基金持仓市值占比 3.67%，环比降低 0.47 个百分点，自今年一季度以来连续三个季度回落；房地产板块相对标准行业配置低配 0.47 个百分点，延续上季度低配格局且低配比例扩大，逐渐打开增配空间。

图表129：房地产行业基金持仓总市值及占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表130：2019Q3 各行业基金重仓持股比例及超配比例

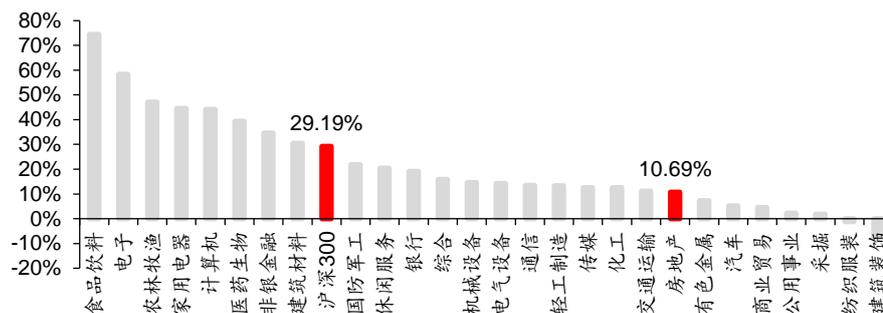


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 估值：业绩稳健，低估值提升配置价值

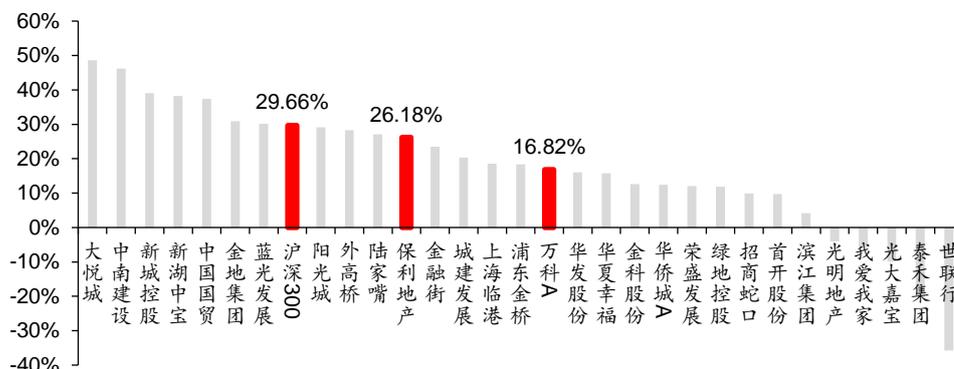
2019Q1 地产股在边际放松的流动性和需求端政策环境下，走出“小阳春”行情；但随着部分城市政策转向和5月以来的融资端收紧，板块走势转弱。今年截至2019年11月21日，地产板块绝对收益10.69%，跑输沪深300指数18.50个百分点，多数重点房企出现回撤。但我们同时注意到，重点A股房企凭借持续的业绩增长消化估值，目前PE(TTM)大多已处于2014年以来的底部区间。2020年在充裕的已售未结资源支撑下，我们覆盖的开发类房企预测业绩增速均值26%，中位数20%，配置价值继续放大。

图表131：申万板块绝对收益（2019年1月1日-11月21日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

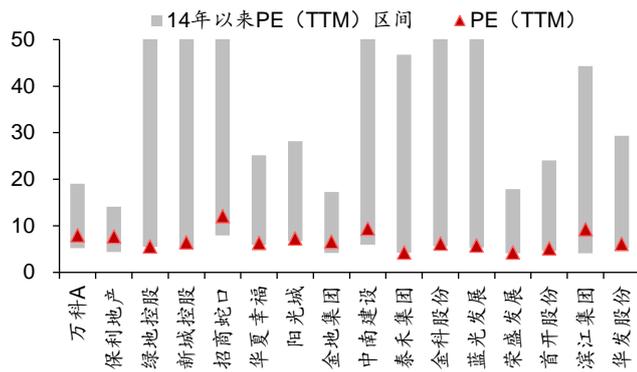
图表132：重点地产股绝对收益（2019年1月1日-11月21日）



注：中航善达区间绝对收益为206.78%，为保证图表可读性未予展示

资料来源：Wind，华泰证券研究所

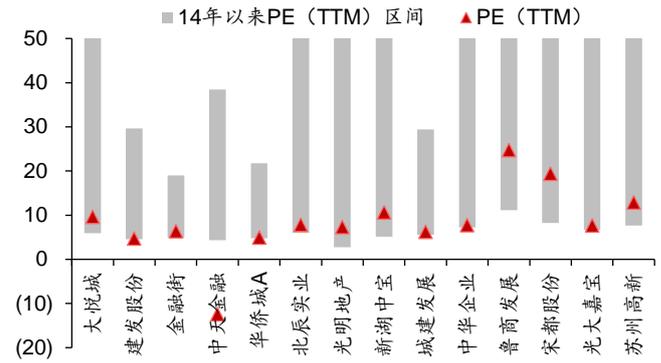
图表133: TOP50A股上市房企PE (TTM)



注: 最新估值数据截至2019年11月21日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表134: TOP51-200A股上市房企PE (TTM)



注: 最新估值数据截至2019年11月21日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 股息率: 吸引力继续提升

受益于稳健的业绩增长和优质的分红率, 重点 A 股房企股息率吸引力继续提升。我们假设 2019 年分红率与 2018 年保持一致, 重点 A 股房企 2019 年预期股息率较 2018 年进一步增长, 其中市值前十房企股息率均超过 4.5%, 金科股份、荣盛发展、建发股份、首开股份、金地集团股息率更是超过 6%。

图表135: 重点房企股息率

股票	市值 (亿元)	2018 归母净利润 (亿元)	2019E 归母净利润 (亿元)	2018 分红比例	2018 股息率	2019E 股息率
万科 A	3,053	338	412	35%	3.87%	4.72%
保利地产	1,714	189	246	31%	3.47%	4.51%
招商蛇口	1,451	152	184	40%	4.21%	5.07%
华夏幸福	842	117	150	31%	4.28%	5.46%
绿地控股	795	114	145	32%	4.59%	5.87%
新城控股	712	105	132	32%	4.73%	5.94%
华侨城 A	555	106	126	23%	4.43%	5.27%
金地集团	541	81	98	33%	5.00%	6.08%
荣盛发展	372	76	96	26%	5.26%	6.66%
金科股份	348	39	52	49%	5.52%	7.42%
新湖中宝	329	25	31	20%	1.52%	1.91%
中南建设	296	22	41	20%	1.51%	2.78%
中华企业	282	26	29	35%	3.24%	3.58%
大悦城	281	14	27	31%	1.54%	2.96%
阳光城	265	30	42	8%	0.85%	1.18%
金融街	226	33	36	27%	3.96%	4.33%
建发股份	223	47	48	30%	6.35%	6.47%
中天金融	218	15	22	24%	1.61%	2.42%
蓝光发展	199	22	34	35%	3.89%	5.94%
首开股份	197	32	38	33%	5.25%	6.23%
城建发展	148	12	20	31%	2.54%	4.12%
华发股份	145	23	29	14%	2.18%	2.82%
泰禾集团	139	26	31	11%	1.96%	2.38%
滨江集团	128	12	17	15%	1.46%	2.02%

注: 市值数据截至 2019 年 11 月 22 日, 2019 年归母净利润来自 Wind 一致预期, 假设 2019 年分红比例与 2018 年保持一致

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

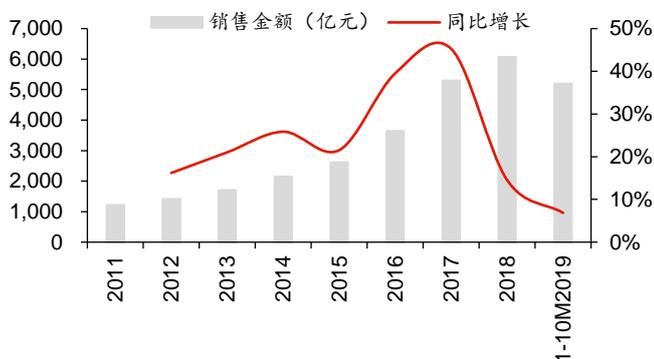
### 投资建议

展望 2020 年，我们预计二季度后地产板块在流动性和需求端政策的共振下，能够走出估值修复行情。龙头房企销售、拿地、融资集中度依然在进一步提升，头部优势正在进一步凸显，今年以来公募基金地产股持仓比重连续三个季度下滑，我们认为地产股的低估值、业绩增长稳定性以及较高的股息率都能构筑良好的配置机会。

#### 融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企：万科 A、金地集团、华发股份、中南建设

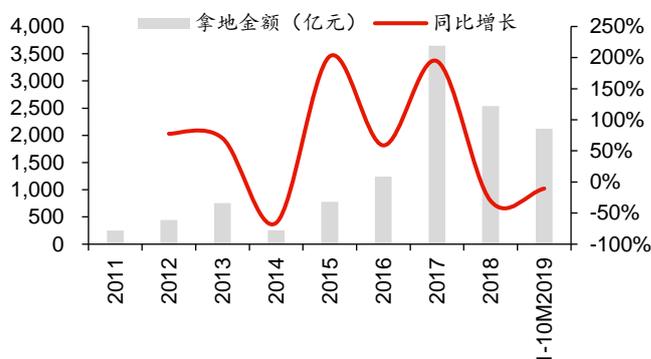
**万科 A：**公司作为行业一直以来的龙头房企，成长稳健且思路长远，在房地产融资收紧背景下，经营和融资优势更加凸显，有望把握土地市场和收并购机遇。一二线为主的深耕布局将受益于重点城市需求韧性。万科物业、印力商业、万纬物流、泊寓长租、冰雪养老等多元业态平稳推进，为未来新增利润来源打下基础。我们认为 Q3 安邦、前海人寿及钜盛华的短期减持影响不改长期发展空间，建议把握短期影响带来的布局机遇。

图表 136： 公司销售金额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

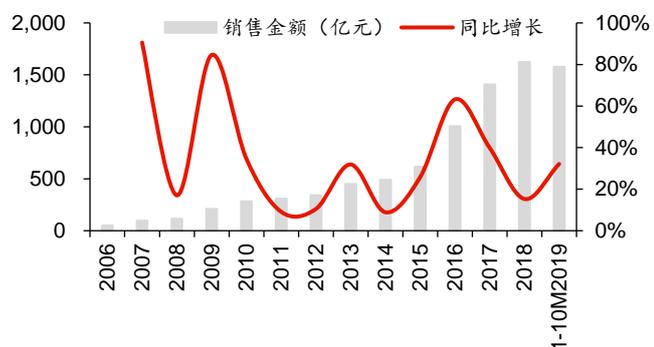
图表 137： 公司拿地金额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

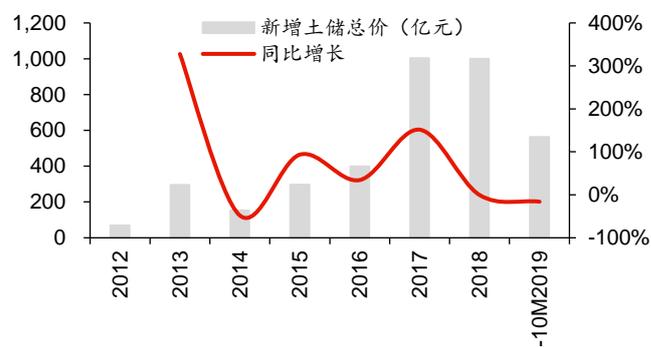
**金地集团：**公司连续两年强拓展积累充沛的一二线城市货值，看好公司在主流城市聚焦策略下持续施展弹性。强拓展不改财务稳健，公司净负债率、短债覆盖率、融资结构均处于行业稳健水平，上半年平均融资成本仅为 4.9%，融资优势将愈加明显。以 2019 年预测归母净利润估算的股息率有望超过 6%，高分红属性强化配置价值。

图表 138： 公司销售金额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

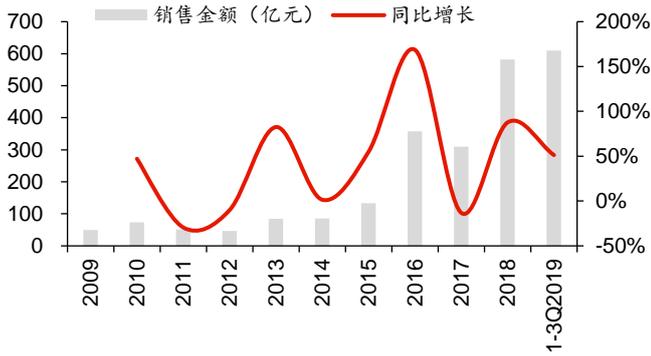
图表 139： 公司拿地金额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

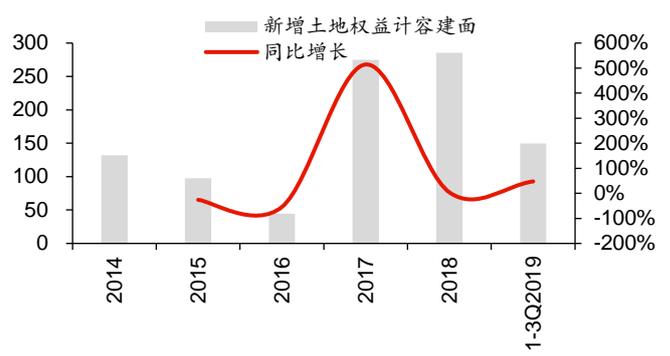
**华发股份：**公司在上一轮增长中证明了自己的成长能力，而 2017 年以来公司加大拿地力度、全国布局趋于均衡，政策环境的边际改善叠加公司充裕货值将助推其迎来新机遇。我们预计 2019 年销售金额有望超过 800 亿元、冲击 900 亿元，对应增速 55%，彰显成长成色；同时全年归母净利润增速有望继续攀升至 25%，释放业绩弹性。公司依靠珠海华发集团的国企背书，融资渠道和成本优势明显。公司和大股东在大湾区的深厚资源将受益于区域红利提振。

图表140: 公司销售金额和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

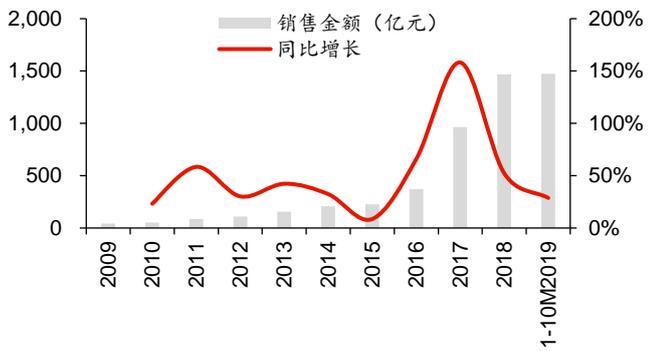
图表141: 公司新增土地权益建面和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

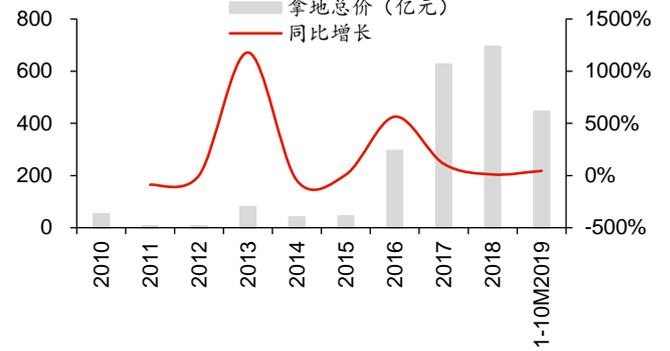
**中南建设:** 公司中短期看点在于销售高速增长, 拿地稳健提升, 负债率平稳下降, 存量可结算资源丰富带动业绩高速增长。长期看点在于职业经理人改善公司治理, 高标准股权激励推动管理红利兑现。

图表142: 公司销售金额和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表143: 公司拿地金额和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**存量资产核心品种: 大悦城、中航善达**

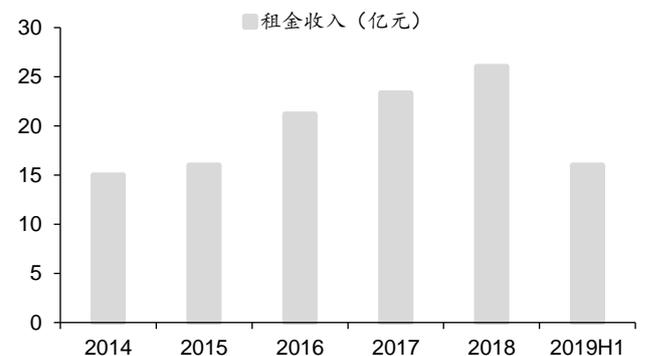
**大悦城:** 开发业务方面, 公司储备建面总计逾 1200 万平, 对应可售货值逾 2600 亿元, 倚赖集团存量资源盘活、大湾区城市更新机遇以及产业整合能力, 公司未来拓展具备空间。商业地产方面, 作为内地四大购物中心品牌之一的大悦城, 一直是科技赋能下的创新者, 在智慧平台、大资管布局层面均走在行业前列。此外在融资集中度持续提升的大环境下, 央企背书以及商业地产运营为公司带来的融资优势凸显。

图表144: 公司销售金额和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

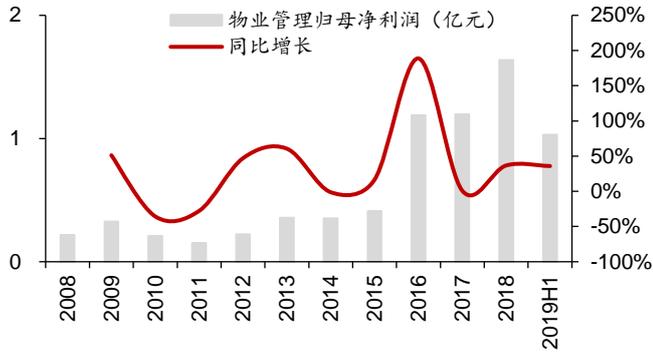
图表145: 公司租金收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

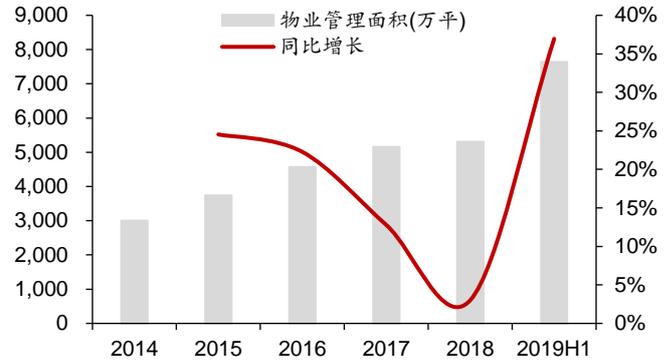
**中航善达：**公司物管业务具备较强内生增长实力，2006 年以来物业管理营收连续 12 年正增长。公司收购招商物业的交易已接近完成，招商物业 100% 股权已过户至公司旗下，11 月公告更名“招商积余”彰显重要战略地位，有望实现规模翻番、资源翻番。国内非住宅物管空间广阔，2025 年市场规模有望达 8000 亿元，将产生多元延伸、基础服务升维高附加值的机会，是一片亟待开发的新蓝海，公司有望整合招商局在住宅和商办、中航工业在机构物业的资源优势，打造非住宅物管央企旗舰，领航新赛道。

图表146：中航物业归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表147：中航物业管理面积和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 风险提示

**行业政策风险：**宏观流动性政策的变化，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

**行业下行风险：**若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、新开工、投资增速低于我们的预测值。

**部分房企经营风险：**房地产行业融资端政策难以放松，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com