

行稳致远，马太效应下集中度继续提升



——房地产行业年度投资策略回顾与展望

核心观点

截至2019年12月13日，沪深300指数累计上涨31.81%，房地产板块累计上涨15.97%，板块PE(TTM)为9.27倍，估值处于历史下沿。

展望2020年，不同能级城市、不同经济区域带来的周期错位将继续扰动房地产板块的整体调整。当前地产股估值水平已处历史下沿，行业销量在近几年政策催化透支后将逐步回归合理中枢。考虑到头部房企在土储资源获取、销售规模提升、融资渠道拓宽等方面的优势，2020年有望走出与板块不一样的行情。

建议关注：(1) 低估值、稳健经营的规模型房企：万科A、保利地产、金地集团；(2) 受益于边际改善的二线蓝筹：阳光城、中南建设等。

❖ 政策端：“以稳为主”+“松紧结合”+“因城施策”

本轮周期的政策调控与以往出现了一些变化，主要体现在两个方面：**(1) 调控风向“松紧结合”；(2) 调控方式“中央定调”、“一城一策”。**在“以稳为主”的基调下，我们看到的是地方性政策带来松紧结合的微调，叠加政府对于地产“不作为短期刺激经济的手段”的表态，预计2020年政策端大收大放的可能性较低，更倾向于不同城市根据自身情况，因地制宜的实行“分类调整”，以实现由“限房价”向“稳地价、稳房价、稳预期”的转变。

❖ 基本面：销量略降、施工韧性、竣工修复

我们主要从以下几个指标对行业基本面进行分析：**(1) 销量：**我们认为2020年销售将延续今年稳定的态势，销售面积出现个位数下滑，同比增速-3.5%，销售金额同比1%；**(2) 新开工、施工、竣工面积：**考虑到当前库存水平依然较低，叠加对销售及土地市场的预判，预计2020年新开工增速在-2%左右、施工面积同比增速为6.5%左右、竣工进一步修复至同比6.5%；**(3) 开发投资：**2020年在土地投资走弱、建安投资修复企稳的共同作用下，预计房地产开发投资增速在7%左右。

❖ 公司端：资源向头部房企倾斜，集中度进一步提升

行业“囤地即盈利”的模式已经渐行渐远，销量逐步回归至合理中枢的过程中，更多的是要求房企进行积极的变革以适应市场发展节奏。**从土储端来看，**头部房企的获取途径更为丰富，除传统的招拍挂以外，合作开发、股权收购等成为重要的补充方式，充裕的货值可以满足未来2-3年发展。**从销售端来看，**自2017年起，头部房企增速大幅领先行业水平。2019年1-10月，TOP10/30/50的销售金额同比增速分别为12.2%、15.0%、16.1%。考虑到目前行业融资端依然偏紧，头部房企凭借拓宽融资渠道及低成本的融资水平将进一步巩固规模优势，行业集中度有望继续提升。

❖ 风险提示：房地产调控政策趋严，资金面进一步收紧等。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部/
金融团队
行业评级 | 增持评级
报告时间 | 2019/12/17

👤 分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

👤 联系人

王洪岩
证书编号：S1100119110001
021-68416608
wanghongyan@cczq.com

📍 川财研究所

北京 | 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海 | 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 | 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000
成都 | 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、政策端：“稳”字当头下的“松紧结合”+“因城施策”	6
1. 回顾过去三轮周期中的政策调整	6
2. 当前政策以稳为主，因城施策或成主要调控方式	8
二、销售：逐步回归合理中枢	10
三、新开工：销售定性、库存定量	17
四、房地产开发投资：土地缓降，建安修复	19
1. 土地投资下行回落	20
2. 建安投资上行修复	22
五、竣工：修复趋势已现	24
六、资金面未来走势？	25
1. 未来两年迎来偿债高峰期	25
2. 由降杠杆到稳杠杆，头部房企负债水平可控	27
七、公司端：资源向头部倾斜，集中度进一步提升	29
1. 头部房企销售表现亮眼，市占率进一步提升	29
2. 头部房企货值充裕，权益比有所提升	32
3. 头部房企业绩逐步释放	34
八、物业板块的发展？	38
1. 竞争格局：行业加速整合，集中度持续提升	38
2. 业务拓展：基础业务稳步增长，增值服务锦上添花	39
3. 马太效应下的新生核心竞争力	40
九、板块估值水平如何？	43
十、如何筛选标的？	45
1. 维度一：土储“质”与“量”的分析	46
2. 维度二：融资渠道多元化，快周转对抗行业融资端收紧	47
3. 维度三：业绩锁定性强	48
4. 维度四：成本管控强	49
风险提示	50

图表目录

图 1:	地产与基建相伴而生	6
图 2:	政策放松时点愈发提前, 反应更灵敏	8
图 3:	商品房销售面积及其同比	11
图 4:	近 6 个月单月销售面积及同比	11
图 5:	商品房销售额及其同比	11
图 6:	近 6 个月单月销售额及同比	11
图 7:	累计销售均价 (元/平)	12
图 8:	近 6 个月单月销售均价 (元/平)	12
图 9:	分区域销售面积累计同比	12
图 10:	分区域销售面积市占率	13
图 11:	我国城镇人口及城镇化率	14
图 12:	不同城市能级周期错位	16
图 13:	新开工及销售同比走势	17
图 14:	一线城市销售与新开工情况	18
图 15:	二线城市销售与新开工情况	18
图 16:	三线城市销售与新开工情况	18
图 17:	其他城市销售与新开工情况	18
图 18:	库存水平及去化周期	19
图 19:	房地产开发投资示意图	20
图 20:	土地投资的计入滞后于土地成交	21
图 21:	百城及不同城市能级土地建面成交情况	22
图 22:	施工强度减弱致新开工与竣工时间拉长	22
图 23:	建安投资与施工面积相背离	22
图 24:	2015-2019 年 3-10 月份, 净复工面积 (万方)	23
图 25:	房地产开发链条	24
图 26:	销售到竣工时间拉长	25
图 27:	竣工面积累计值及其同比	25
图 28:	行业债券发行量统计 (亿元)	25
图 29:	行业债券到期偿还额统计 (亿元)	25
图 30:	单月发债净融资额 (亿元) 及其同比	26
图 31:	新增信托投向房地产金额及其同比	26
图 32:	房地产行业资产证券化规模	26
图 33:	行业到位资金	27
图 34:	个人按揭贷款投放量	27
图 35:	定金及预收账款单月值	27
图 36:	新增人民币中长期贷款单月值	27
图 37:	首套房贷利率	28
图 38:	十年期国债收益率	28
图 39:	头部房企净负债率低于行业水平	29
图 40:	一线房企杠杆可控, 二线有所下行	29
图 41:	TOP30 销售金额及其同比	29

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42:	TOP50 销售金额及其同比	29
图 43:	TOP10/30/50 销量增速领先行业平均水平	30
图 44:	TOP10/30/50/100 市占率 (按销售金额)	30
图 45:	TOP10/30/50/100 市占率 (按销售面积)	30
图 46:	美国房地产市场 TOP3 市占率 (按销售套数)	31
图 47:	部分房企拿地到开盘时间	32
图 48:	重点跟踪主流房企新增土储建筑面积及与百城土地成交比值	33
图 49:	头部房企在售货值充裕	33
图 50:	百城土地溢价率	34
图 51:	A 股部分房企今年以来新增土储权益比	34
图 52:	归母净利润增速	35
图 53:	营业收入增速	35
图 54:	毛利同比增速	36
图 55:	毛利率水平	36
图 56:	头部房企存量土储地价/售价 (2019H1)	36
图 57:	头部公司 2018 在管规模构成 (按来源)	38
图 58:	头部公司关联开发商 2018 年销售情况	38
图 59:	物业百强基础服务及增值服务收入占比	40
图 60:	物业百强基础服务及增值服务净利润占比	40
图 61:	2018 物业百强营收情况	41
图 62:	2018 物业百强净利润水平	41
图 63:	绿城服务智慧园区服务平台	42
图 64:	碧桂园服务社区“大脑”运行图	42
图 65:	物业百强从业人员构成	43
图 66:	物业百强人均产出	43
图 67:	地产板块市盈率(历史 TTM_中值)	44
图 68:	重点覆盖 A 股房企估值处于低位	44
图 69:	保利可售面积构成 (按城市能级)	46
图 70:	保利可售面积构成 (按城市群)	46
图 71:	阳光城土储货值构成 (按城市能级)	46
图 72:	阳光城土储建面构成 (按城市群)	46
图 73:	头部房企杠杆可控	47
图 74:	二线房企净负债率逐步改善	47
图 75:	保利、金地融资成本处于行业低位	48
图 76:	阳光城融资成本有所改善	48
图 77:	预收款项对营业收入覆盖倍数	49

表格 1.	回顾三轮周期中的政策宽松期	7
表格 2.	当前政策调控与前三轮相比出现的变化	9
表格 3.	今年以来地方政策梳理	9
表格 4.	棚改政策梳理	14
表格 5.	棚改完成情况	15

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 6.	都市圈发展政策梳理	15
表格 7.	施工面积测算（万方）	23
表格 8.	2019.1-10 主流房企销售情况	31
表格 9.	部分主流房企融资成本	37
表格 10.	2019 年至今，A 股主流房企发债梳理	37
表格 11.	2014 至今物业公司上市梳理.....	38
表格 12.	碧桂园服务增值业务	39
表格 13.	主流房企估值表	45
表格 14.	重点房企多元化土地获取方式.....	47
表格 15.	重点公司融资渠道一览	48
表格 16.	重点公司销售管理费用率.....	49

一、政策端：“稳”字当头下的“松紧结合”+“因城施策”

1. 回顾过去三轮周期中的政策调整

我们将政策的放松时点作为每一轮周期的起点，梳理出 2008 年至今出现的三轮政策利好区间：2008.09-2009.12、2012.06-2013.01、2014.04-2016.08。根据调控类型的不同，又可以进一步细化为市场调控政策（限购、限售、限价等）和资金调控政策（首套房贷利率、首付比等）。且从行业开发投资的角度看，每一次地产行情的启动均处于经济下行承压，基建在先、地产在后的顺序。2019 年 11 月 13 日，国务院常务会议决定完善固定资产投资项目资本金制度，下调部分基建项目的资本金比例，丰富融资渠道，逆周期调控加码对基建的政策态度已经明确。但考虑到，基建的投入更多的依赖于地方的财政支持，而通过对地产的投资可以带动上下游多个行业，托底效果好于基建。若经济下行压力进一步增加，地产板块政策调整的向下空间不大。

图 1： 地产与基建相伴而生



资料来源：Wind，川财证券研究所

我们对过去三轮周期的政策变化，按照政策类型的不同将市场调控和资金调控进行分别梳理，叠加部分宏观指标和行业数据进行复盘，发现政策的放松或收紧大致遵循以下顺序：

宏观经济下行承压——商品房销量累计同比转负——调控政策出现放松迹象

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

——商品房销量触底回升——经济企稳——“成交及房价明显回升”成为一个宽松周期的结束信号。

表格 1. 回顾三轮周期中的政策宽松期

时间	风向	资金调控	市场调控	行业流动性	销量变化	宏观经济
2008.09-2009.12	松	(1) 3次降准、4次降息；(2) 首套房最低首付比例调降至20%；(3) 住房贷款利率下限扩大为基准利率0.7倍	-	开发商融资宽松开启	销量累计同比自2008.02开始由正转负，至2009.03实现由负转正	GDP 当季同比由2017Q3开始下行至2019Q1企稳回升
2010.01-2012.05	紧	(1) 12次升准、6次加息；(2) 首套房最低首付比升至30%，二套房不低于40%；(3) 住房贷款利率下限调升至基准利率的1.1倍	“国十条”出台、多地实施限购	有违法违规记录的房地产开发企业，要暂停其发行股票、公司债券和新购置土地，各商业银行停止对其发放新开发项目的贷款和贷款展期	销量累计同比自2009.03回升至2009.11的53.0%高点后回落至2011.12的4.9%，后转负	由2009Q1的6.4%回升至2010Q1的12.2%后回落
2012.06-2013.01	松	2次降准，2次降息	-	-	销量累计同比自2012.02转负至2012.11回正	GDP 当季同比自2011Q3出现下行，至2012Q3企稳
2013.02-2014.03	紧	部分城市进一步提高二套房首付比例，最高提升至70%	对拥有住房的非当地户籍家庭或无社保及纳税证明家庭进行限售，“国五条”出台	针对房地产行业，意见提出应认真执行房地产调控政策，落实差异化住房信贷政策，加强名单制管理，严格防控房地产融资风险	销量累计同比自2013.02的49.5%，一路回落至2013.12的17.3%，后转负	GDP 当季同比自2012年Q4的8.1%回落至2014Q1的7.4%后换挡小幅回落
2014.04-2016.08	松	(1) 5次降准、6次降息；(2) 首套房首付比调降至25%，二套降至40%，首套贷款结清后，二套公积金贷款首付比降至30%；(3) 贷款利率下限降至基准利率的0.7倍	地方性政策陆续出台，如西安、杭州直接或间接放松限购；甘肃、四川放松限价等	个人住房贷款投放力度有所增强，房企融资宽松再度开启	销量累计同比自2014.02转负至2015.06回正	GDP 当季同比自2014Q1出现下行，经济换挡

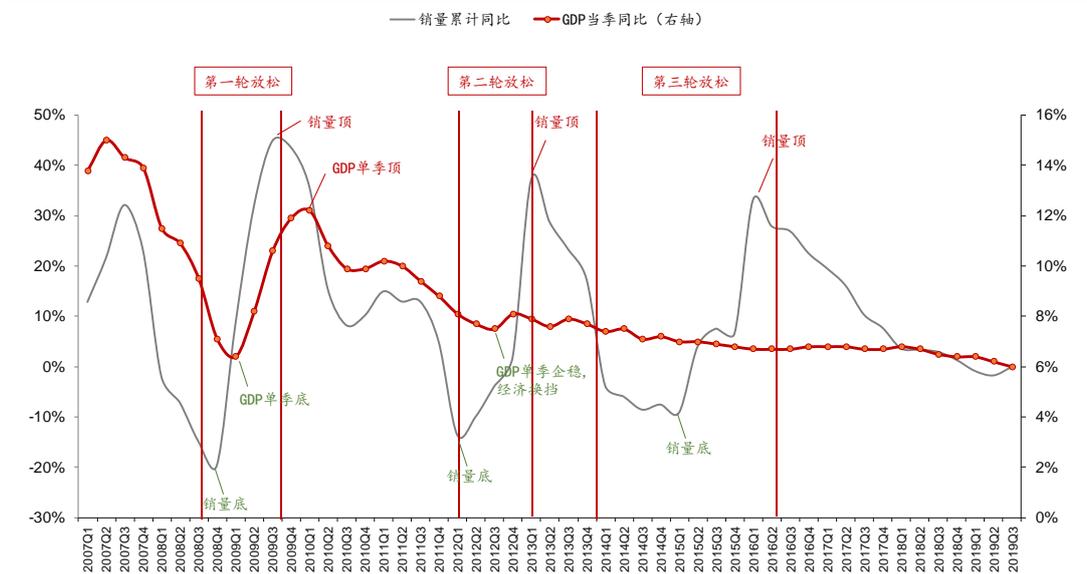
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2016.09-2017.09	紧	多地提升首付比	多地陆续出台限购、限价政策	对发行公司债的房地产企业进行限制	销量累计同比于2016.04至顶达36.5%后开始回落	换挡后, GDP当季同比稳定在6.7%-6.8%
-----------------	---	---------	---------------	------------------	-----------------------------	--------------------------

资料来源: 相关政府网站, wind, 川财证券研究所

通过对政策调整的梳理, 我们发现, **调控方式上**: 前两轮的调整更多的是在资金层面的宽松而第三轮则是将资金端与市场端的调控相结合。**放松时点上**: 每一轮政策端放松的周期起始点, 都是来自于行业销量累计同比转负及宏观经济承压下行之, 但放松的滞后时间却出现了一定变化。第一轮放松滞后于销量由正转负及经济开始下行约 3Q-4Q; 第二轮滞后于销量 1Q、经济 2Q; 第三轮滞后于销量、GDP, 约 1Q, 甚至更短。政策反应越来越快, 市场敏感度越来越高。参考前三轮的放松后销量增长高点与销量底部的涨跌程度来看, 第一轮为 72.7%、第二轮为 63.5%、第三轮为 52.8%。可以看出政策放松带来的市场反弹强度有递减趋势, 即简单的调控向复杂途径的转变过程中, 政策刺激效果边际减弱, 更倾向于调整过程中平滑市场波动。

图 2: 政策放松时点愈发提前, 反应更灵敏



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2. 当前政策以稳为主, 因城施策或成主要调控方式

本轮周期的政策端与以往出现了一些变化, 主要体现在两个方面: (1) 调控

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风向：资金调控与市场调控不再是单纯的同向运作，而是采取松紧结合的形式对行业进行调整；**(2) 调控方式：**中央“一刀切”式的政策调控逐渐淡化，取而代之的是“因城施策、分类指导”的调控手段。地产“三年一周期”的规律在本轮周期内已被打破，取而代之的是不同城市能级、不同经济区域产生的周期错位，即城市分化加深、运行周期因城而异。因此，在“以稳为主”的基调下，我们看到的是地方性政策带来的松紧结合的微调，叠加政府对于地产“不作为短期刺激经济的手段”的表态，未来大收大放的可能性较低，更倾向于不同城市根据自身情况，因地制宜的实行“分类调整”，以实现由“限房价”向“稳地价、稳房价、稳预期”的转变。

表格 2. 当前政策调控与前三轮相比出现的变化

调控风向	金融层面	政策层面	房企资金端	行业数据	宏观经济
放松	2019 年 3 次降准;2019Q1 多地银行下调房贷利率	多地出现限购松绑或限价调整等，结合人才引进等变相放松政策	继续实行审慎的风险管理标准，要继续审慎发放开发贷款和个人按揭贷款，促进房地产金融、房地产市场平稳健康发展	销量探底，2019 年 1-10 月累计同比首次由负转正	2019Q3 单季同比下行至 6.0%
收紧	-	重申“房子是用来住的，不是用来炒的”；西安限购升级、苏州部分地区重启限售等	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		

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 3. 今年以来地方政策梳理

时间	城市	政策内容	政策类型
2019.01	北京	发布人才新政：规定 5 类人才可按规定直接办理人才引进，其配偶及未成年子女可一并随调随迁。	人才政策
2019.04	保定	对五个类型的高层次人才进行不同程度的安居补贴，高层次人才均可在清苑区购房，最高一档可在购房时一次性补贴 50 万元。	人才政策
2019.06	海南	实际引进并在海南工作但尚未落户的急需紧缺人才，其家庭成员均在海南无房的，本人可申请购买 1 套住房。	人才政策
2019.08	安阳	夫妻双方均在我市及时足额缴存住房公积金 6 个月以上，安阳市区内购买自住住房，满足住房公积金贷款条件，最高贷款额度由原来的 40	公积金政策

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

万元提高到 50 万元；夫妻双方一方或单身人员及时足额缴存住房公积金的，住房公积金贷款单笔最高限额由原来的 30 万元提高到 40 万元。

2019.08	上海	对于非上海市户籍人才购房资格将由居民家庭调整为个人。原政策还要求缴纳个税或者社保年限 5 年，新片区将缩短到 3 年。	人才政策
2019.08	武汉	武汉市将多渠道筹集租赁住房房源、推进存量房“非改租”和长租公寓服务人才安居、推进住房租赁平台建设。	人才政策
2019.09	中山	个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额缴纳增值税；2 年以上（包括 2 年）的，则免收增值税。个人转让自用 5 年以上的家庭唯一住房，免收个人所得税。	税费政策
2019.09	无锡	借款申请人本人符合条件的，最高贷款额度为 30 万元(人民币，下同)；借款申请人及配偶均符合条件的，最高贷款额度为 60 万元，但借款申请人及配偶各自的最高贷款额度均不得超过 30 万元。	信贷政策
2019.09	杭州	余杭区对符合 A-F 类标准的人才进行购房补贴或租赁补贴。	人才政策
2019.09	贵阳	取消二套房贷款时间限制，降低二手房贷款最低首付款比例，调整贷款年限认定标准。	信贷政策
2019.09	宁波	新政在去年出台的政策基础上大幅度放宽人才落户、居住就业落户条件，取消老年父母投靠落户限制，并新增了租赁落户和投资创业落户。	人才政策
2019.09	徐州	徐州首先与宿州、淮北、商丘、菏泽、枣庄、连云港、宿迁等 7 个已签约的淮海经济区城市开办住房公积金贷款互认互贷。	公积金政策
2019.10	南京	大专学历及以上的外地人，提供南京市居住证和学历证明，单身买房人提供个人身份证和户口本，已婚家庭提供相关婚姻材料，即可在六合不动产登记中心开具购房证明。	人才政策
2019.10	天津	对户籍暂未迁入天津市的职工，其家庭在天津无住房的，可在天津市购买住房 1 套，不再提供在津社会保险或个人所得税证明。	人才政策
2019.10	扬州	从 2019 年 10 月 15 日起，将扬州市住房公积金贷款最高限额从 35 万元恢复至 50 万元（单职工缴存住房公积金的，最高限额从 21 万元恢复至 30 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。	公积金政策
2019.10	深圳	取消部分证明材料、延长购房提取时间间隔、对租房提取额度进行差异化安排、违规骗提职工被限制提取以及实施联合惩戒、部分限制交易类住房可申请公积金贷款等。	公积金政策

资料来源：Wind，各地方政府网站，川财证券研究所

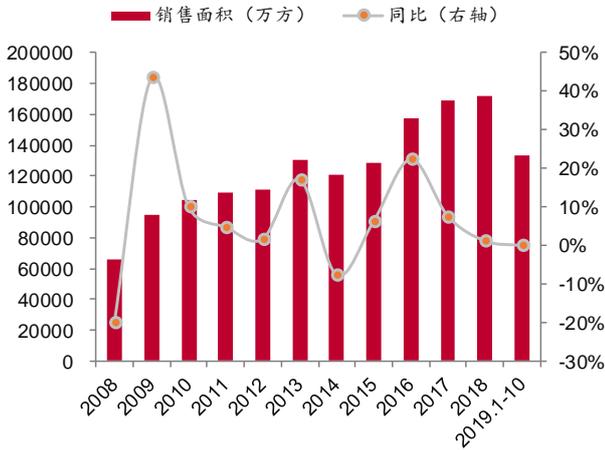
二、销售：逐步回归合理中枢

根据统计局公布的全国商品房销售情况来看：2019 年 1-10 月，商品房销售面积累计值达 13.33 亿方，年内累计同比首次由负转正为 0.1%；实现销售额 12.44 万亿元，同比增长 7.3%。值得注意的是销售均价自 7 月份以来一路回落，1-10 月累计均价回落至 9337 元/平，10 月单月销售均价为 9185 元/平，隐含着销量的转正，部分原因来自于房企年末加速推盘、以价换量带来的正向

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

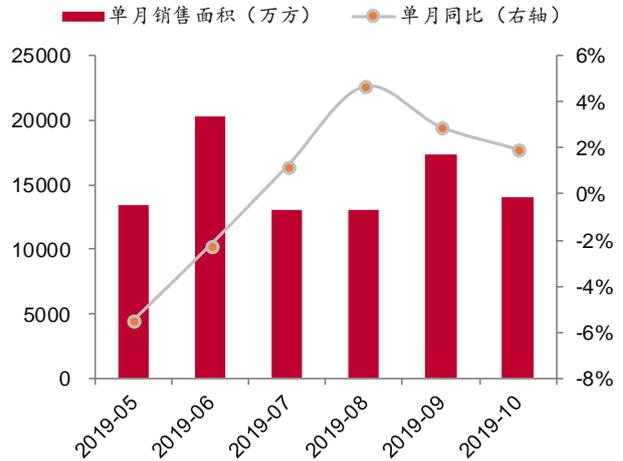
推动。值得注意的是，单月销量增速连续两个月出现下滑，10月单月同比为1.94%，年内销量回正持续性有待观察，未来下行依然承压。

图 3： 商品房销售面积及其同比



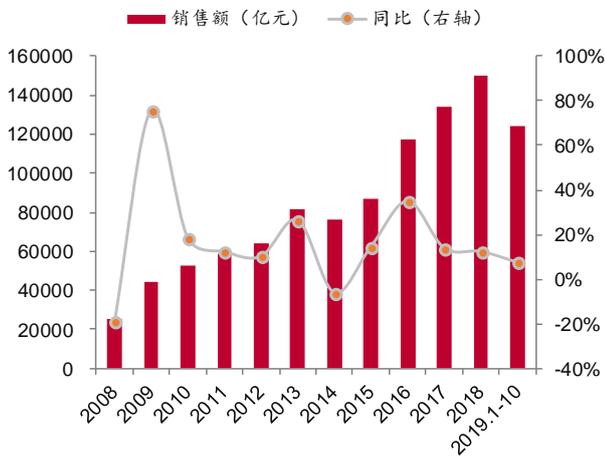
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 近 6 个月单月销售面积及同比



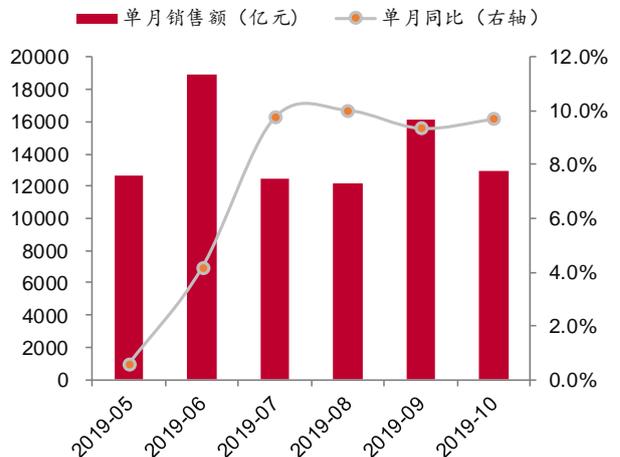
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 商品房销售额及其同比



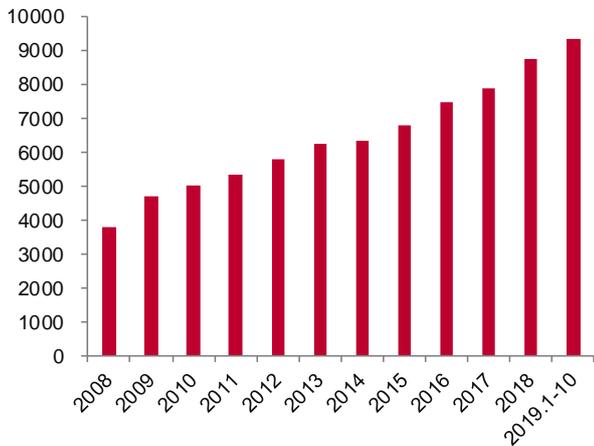
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 近 6 个月单月销售额及同比



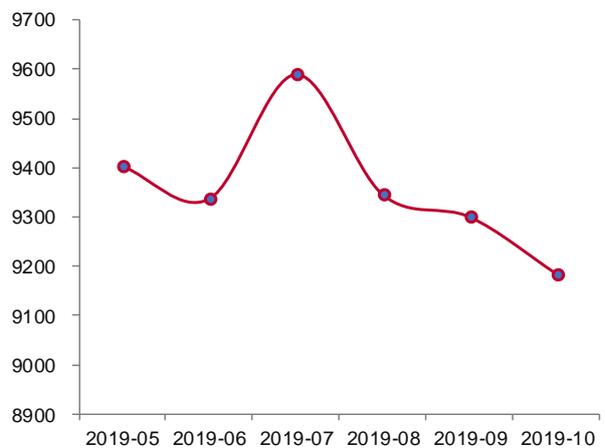
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7: 累计销售均价 (元/平)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

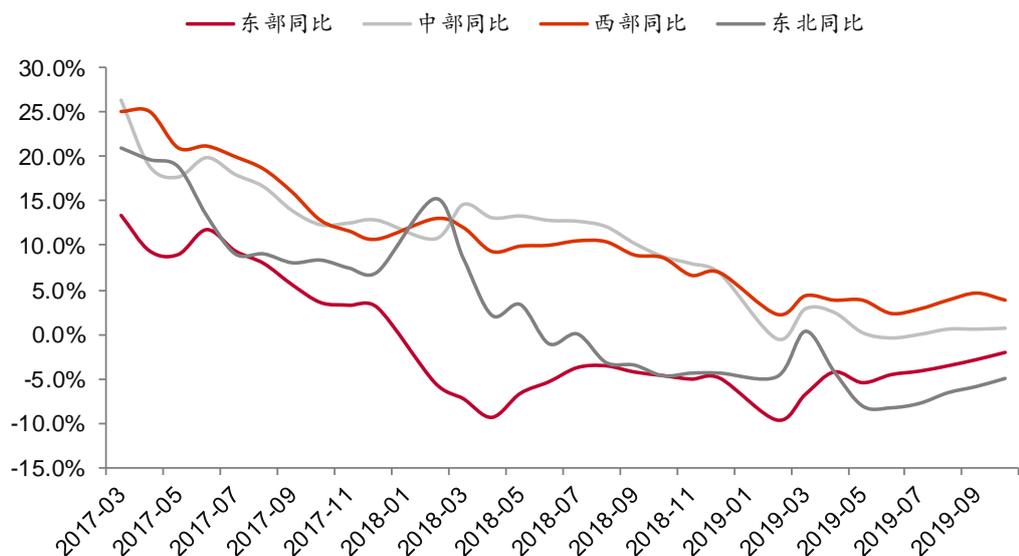
图 8: 近 6 个月单月销售均价 (元/平)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

从销量的区域分布来看:2017年3月至今,东部区域占比由46.4%降至39.3%;中、西部发力,占比分别提升3.7、1.9个百分点;东北区域占比虽提升1.5个百分点,但整体占比处于四大区域最低,截至2019年10月占比仅4.6%。东部区域作为最先发展起来的都市圈,调控政策趋严的影响下,占比有所回落,随着我国由单核城市向区域协同发展,中西部热点城市及地区开始逐渐发力,未来市场或进一步延续区域调整态势。

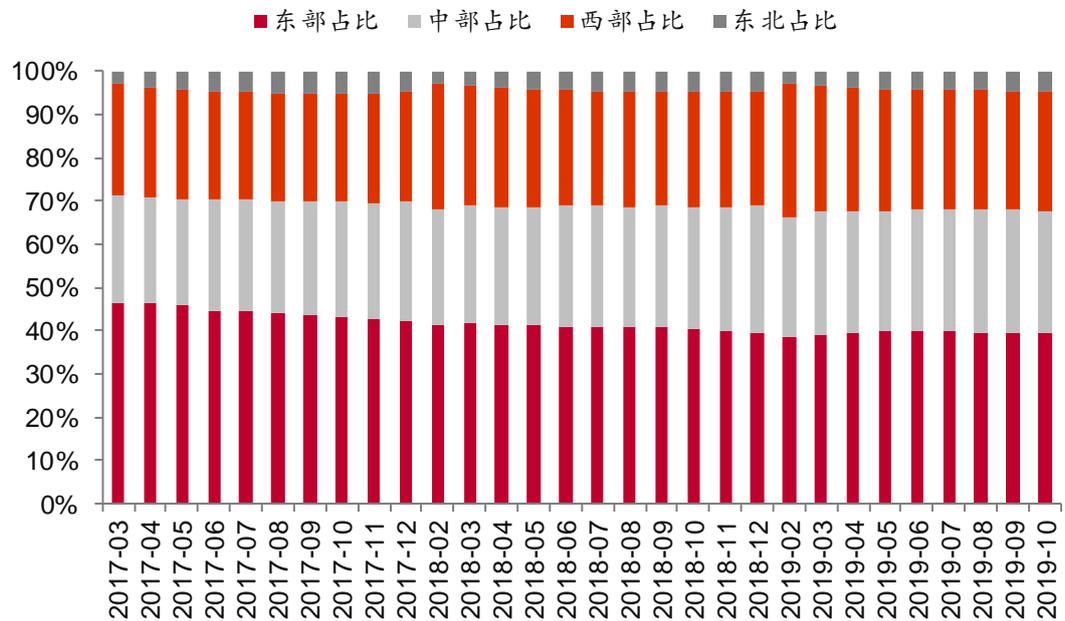
图 9: 分区域销售面积累计同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 10: 分区域销售面积市占率

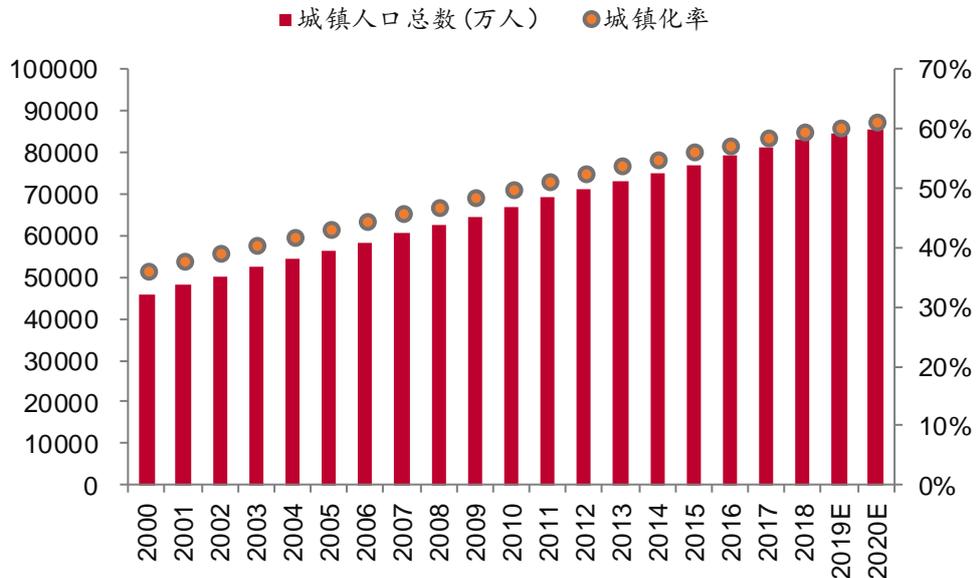


资料来源: Wind, 川财证券研究所

我们认为 2020 年商品房销量将延续今年稳定的态势, 预计全年商品房销售面积将出现个位数下滑, 同比增速约-3.5%, 销售金额同比 1%。主要基于以下考虑:

因素一: 城镇化进程稳步推进, 未来需求回归合理中枢势在必行, 但回归速度或趋缓, 2020 年维持今年稳定态势, 估算 2021-2030 年中枢值在 9-10 亿方/年。我们将住房需求量按照 3 个指标进行拆分: (1) 新生人口的住房需求; (2) 城镇化率提升带来的需求; (3) 改善型需求。截至 2018 年末, 我国城镇化率约 59.6%, 对标美国、日本等国家的城镇化率水平, 保守估计我国城镇化率至少存在 20% 的上升空间, 但是考虑到城镇化进程中达到 70%-75% 会经历一段平台期。叠加我国近几年在政策的推动下, 需求提前释放。2020 年预计销量增速在 -3.5% 左右。2021-2030 年来源于 (1) (2) 的新增住房需求+ (3) 的改善型需求中枢将逐步回落至 9-10 亿方/年的合理区间内。

图 11: 我国城镇人口及城镇化率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

近几年城镇化率的大幅提升，与政策密不可分，主要包含两部分：**(1) 2014 年**，棚改货币化安置计划正式启动，**2015-2016 年**，全国棚改货币化安置比例分别达 **30%、49%**，**2017 年** 迎来货币化安置比例峰值。2018 年李克强总理在十三届全国人大一次会议上提出计划在 2018-2020 年三年间继续推进 1500 万套(平均每年 500 万套)的棚改计划，2018 年计划棚改数量为 580 万套，实际开工棚改数量为 626 万套。2016 年，一二线城市调控政策收紧的情况下，来自于三四线的棚改货币化安置计划对全国商品房销量起到支撑作用的同时，带来城镇化水平的提升。

表格 4. 棚改政策梳理

时间	政策内容
2007.08	国务院出台《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，首次明确将加快集中成片棚户区改造作为解决城市低收入家庭住房困难的重要途径。
2014.03	国家发布《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》，提出明确将棚户区 and 城中村改造纳入国家新型城镇化发展战略中，明确到 2020 年基本完成城市棚户区改造的任务。
2015.06	国务院发布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，要求各地摸清存量商品住房底数，制定推进棚改货币化安置的指导方案和具体安置目标。
2017.08	住建部、发改委、财政部等六部委发布《关于申报 2018 年棚户区改造计划任务的通知》，明确商品住宅消化周期在 15 个月以下的市县，应控制棚改货币化安置比例，更多采取新建安置房的方式。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2017.11	住建部、国开行、农发行发布《关于进一步加强棚户区改造项目和资金管理的通知》，对商品住房库存不足、房价上涨压力较大的城市，仍采取货币化安置的2018新开工棚改项目，棚改专项贷款不予支持。
2018.03	财政部和住房城乡建设部联合发布《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》，坚决遏制地方政府隐性债务增量，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作。
2018.07	国务院发布《关于开展2018年国务院大督查的通知》，明确启动启动新的棚改三年攻坚计划，也就是2018年-2020年三年1500万套，2018年开工580万套的任务。

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 5. 棚改完成情况

项目	2014	2015	2016	2017	2018
住建部计划开工 (万套)	470	580	600	600	580
完成 (万套)	470	601	606	609	580
完成率	100%	104%	101%	102%	100%
货币化安置比例	9%	30%	49%	60%	40%
货币化安置房屋数量 (万套)	42.3	180.3	296.94	365.4	232
转换为等价货币化安置面积 (亿方)	0.36	1.53	2.5	3.11	2.47
全国住宅销售面积 (亿平)	10.5	11.2	13.8	14.5	14.5
货币化安置贡献率	3.4%	13.7%	18.1%	21.4%	17.0%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

注: 2017、2018 货币化安置比例为估算值

(2) 发展格局: 由区分城市能级的单核发展, 过渡到城市群区域经济崛起。 2019年2月19日,《国家发展改革委关于培育发展现代化都市圈的指导意见》出台, 标志着我国从传统一二三四线城市能级发展过渡到以都市圈为载体的新城镇化阶段。2019年4月8日, 国家发改委网站公布《2019年新型城镇化建设重点任务》指出, 城区常住人口数量在300万-500万的I型大城市全面开放放宽落户限制, 并取消重点群体落户限制; 城区常住人口在100万-300万的II型大城市全面取消落户限制, 充分利好都市圈内二线及强三线城市。

表格 6. 都市圈发展政策梳理

时间	内容
2018.02	《国家发展改革委 住房城乡建设部关于印发关中平原城市群发展规划的通知》, 提出培育发展关中平原城市群的具体规划。
2018.03	《国家发展改革委 住房城乡建设部关于印发兰州—西宁城市群发展规划的通知》, 提出培育兰州-西宁城市群。
2019.02	《国家发展改革委关于培育发展现代化都市圈的指导意见》, 明确提出到2022年形成若干空间结构清晰、城市功能互补、要素流动有序、产业分工协调、交通往来顺畅、公共服务均衡、环

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

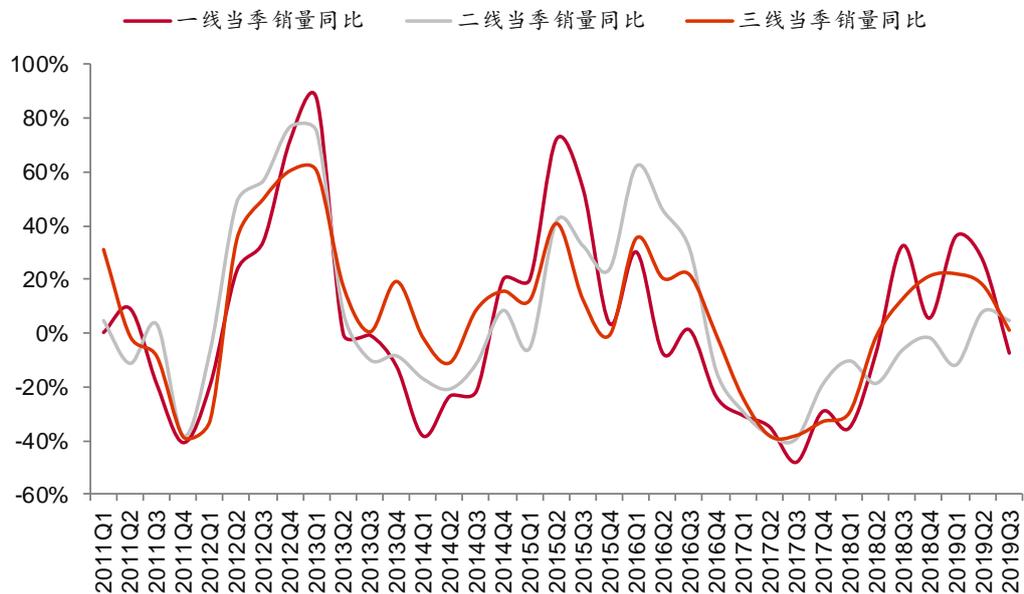
2019.04

境和谐宜居的现代化都市圈；到 2035 年形成若干具有全球影响力的都市圈。
《2019 年新型城镇化建设重点任务》，明确提出推动大中小城市协调发展，推动产业和人口向
一小时交通圈地区扩散

资料来源：Wind，川财证券研究所

因素二：当前政策调控以稳为主，“因城施策”或对低能级城市下行形成缓冲，高能级城市需求韧性依存。本轮周期，政策与以往最大的差别在于：“松紧结合”+“因城施策”。与以往“一刀切”的调控相比具备三点优势：（1）当前不同能级、不同区域的城市分化较为明显，所处周期时点不同，“一刀切”的调控无法收到预期的效果，一城一策的调控手段对于周期错位的不同能级的城市更具可行性；（2）地方权限有所提升，相较以往上传下达的政策调整，更具高效性；（3）中央政策定基调，地方政策微调，可降低政策调整带来的市场波动。由 30 大中城市分能级销量数据来看，自 2014 年开始，不同城市能级周期错位的现象开始出现，但整体振幅呈收窄趋势，印证当下以稳为主的基调并未改变，2020 年大体与今年相仿。

图 12：不同城市能级周期错位



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：一线：北京、上海、广州、深圳（均为住宅数据）；二线：天津、成都、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、大连、武汉、南昌、福州、长春、长沙、哈尔滨（其中杭州、武汉、南昌和哈尔滨为商品房的数据，其它城市为住宅数据）；三线：无锡、东莞、佛山、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、江阴、昆明、石家庄、兰州（其中佛山、扬州、安庆、南宁、江阴、昆明、兰州为商品房数据，其它城市为住宅数据）。

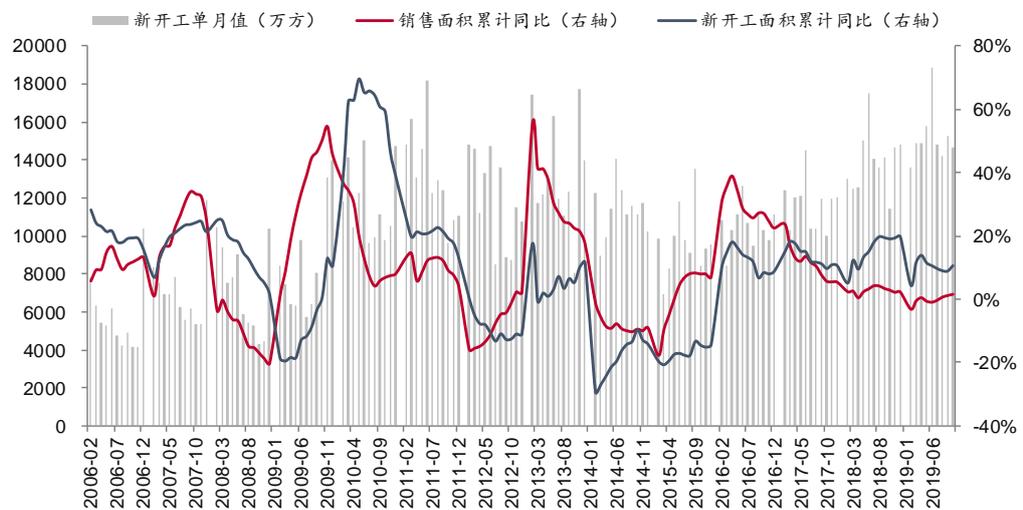
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

三、新开工：销售定性、库存定量

我们认为新开工主要与两项指标关联度较高：**销量和库存**。新开工作为实现预售的必经之路，变化方向主要取决于前期商品房市场的销量水平，一般遵循“市场升温-销量规模提升-新开工向上，市场降温-销量下行承压-新开工回落”的规律。库存对新开工的影响主要体现在两个方面：(1) 库存水平会间接影响销量向新开工的传导。若库存水平较高，销量的传导时滞拉长，反而反之；(2) 库存水平对新开工的直接传导，主要体现在新开工的弹性强弱。对销售的分析可见上一章节的内容，下面主要对销售、库存水平对新开工的传导及影响进行分析。

我们对比销量和新开工的数据，可以看到前三轮销售向新开工的传导具备一定的时滞性，但大体维持在 2Q-3Q。如：2007Q3 末销量见顶回落，而同一区间内，新开工于 2008Q3 末见顶，时隔 4Q；2009Q3 销量见顶后，2010Q2 新开工见顶，时隔 3Q。

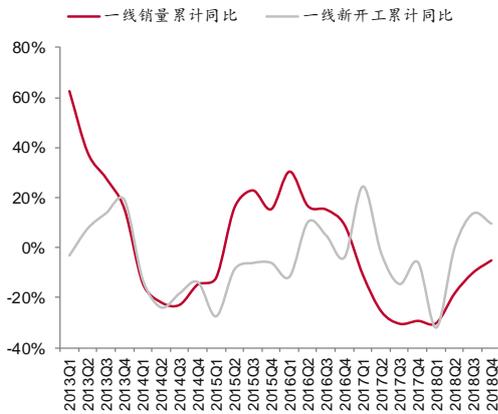
图 13：新开工及销售同比走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

值得注意的是，在本轮周期中，销售向新开工的传导，不仅仅是滞后，而是二者的走势较以往出现了一定程度的背离。我们认为造成这种结果的原因主要有二：(1) 周期错位：不同能级、不同区域的城市周期出现错位现象。

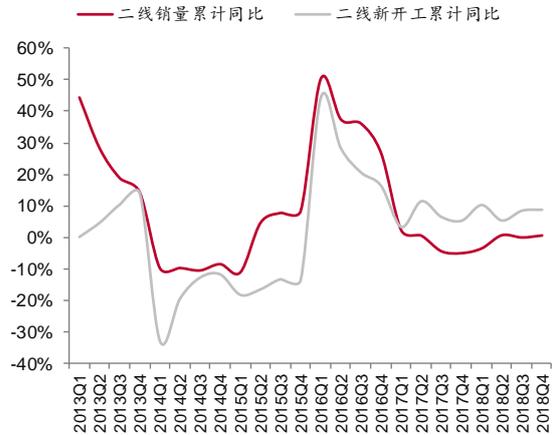
图 14： 一线城市销售与新开工情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：一线城市：北京、上海、广州、深圳

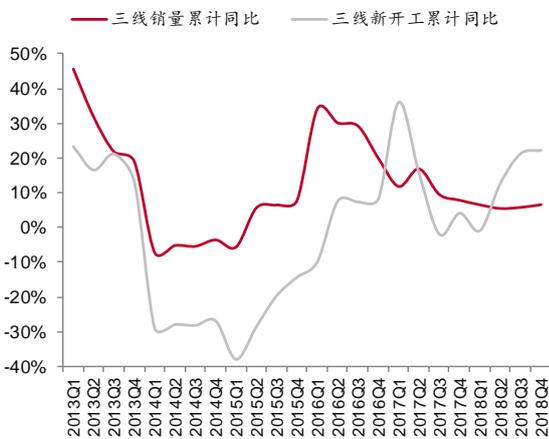
图 15： 二线城市销售与新开工情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄

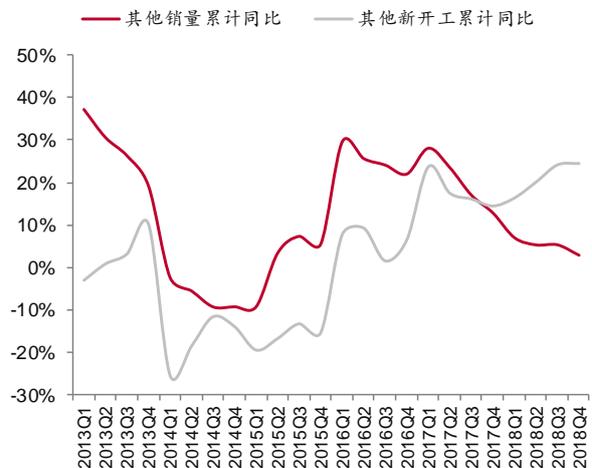
图 16： 三线城市销售与新开工情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐

图 17： 其他城市销售与新开工情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

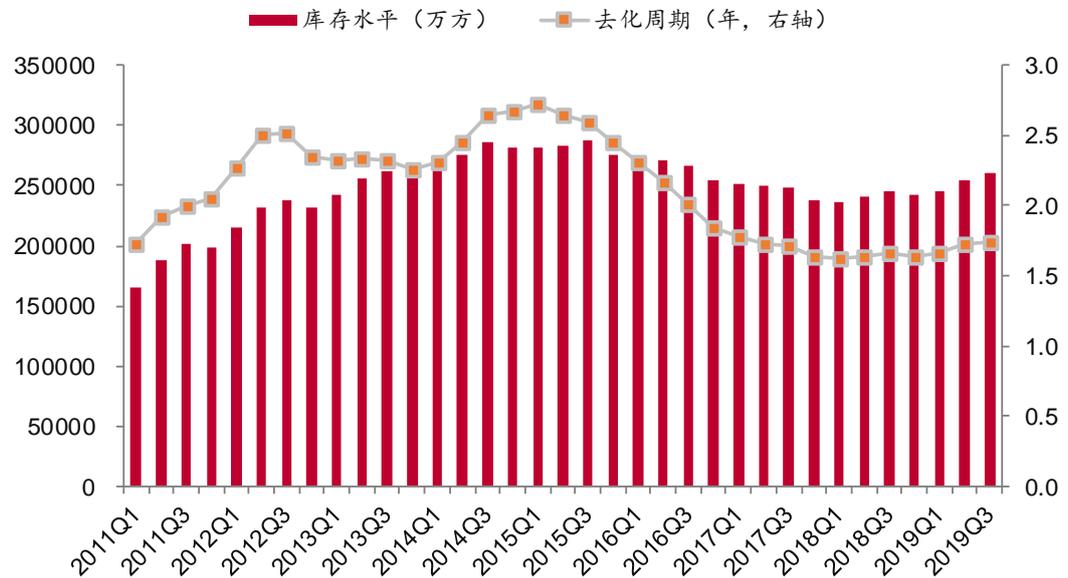
(2) 三四线去库存造成了去化周期的显著下降。据我们测算，2016 年初商品房住宅去化周期约 2.41 年，三四线去库存带来的结构化差异使得去化周期一路下行至 2018Q1 的 1.63 年，后虽回升至 2019Q3 的 1.75 年，但依然处于 2011 年以来的较低水平，预计低库存及销量下行导致新开工弹性有所回落。

综上，考虑到当前库存水平依然较低，叠加对 2020 年销售及土地市场的预判，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

预计 2020 年新开工增速在-2%左右。

图 18: 库存水平及去化周期

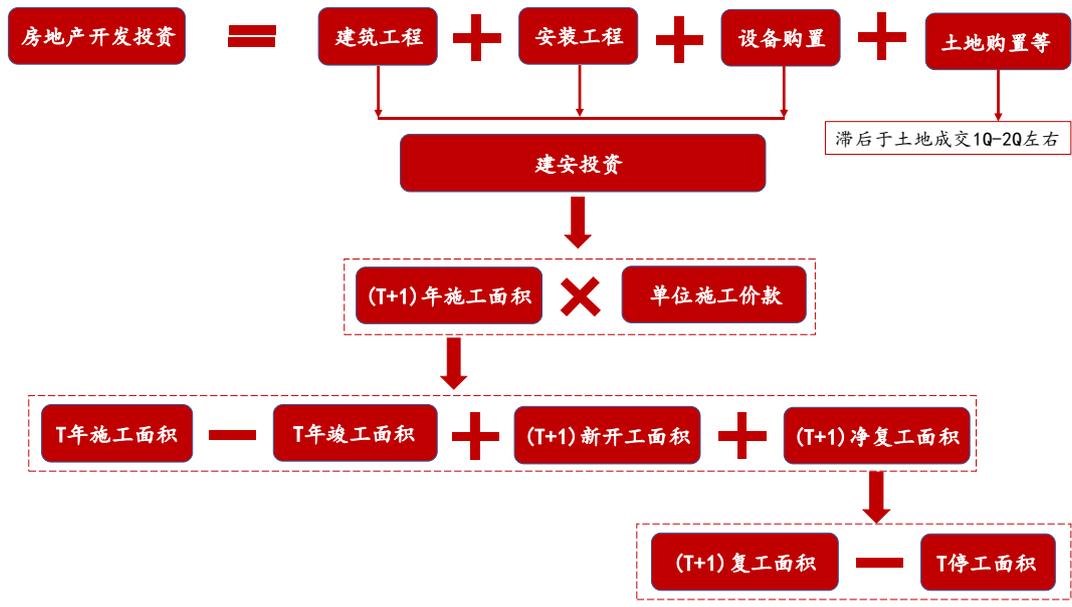


资料来源: Wind, 川财证券研究所

四、房地产开发投资：土地缓降，建安修复

房地产开发投资主要由：土地购置费、建筑工程费、安装工程费、设备购置费组成。除了土地购置费（土地投资）以外的部分可以统称为建安投资。因此在对房地产开发投资的预测中，我们主要分为两部分进行。

图 19: 房地产开发投资示意图



资料来源: Wind, 川财证券研究所

1. 土地投资下行回落

土地购置: 土地购置费用一般是在土地成交后, 采取分期付款的方式进行逐步确认。因此可以将土地成交面积、土地成交价格等作为土地购置费用的前置指标进行分析。通过对前三轮土地成交到土地投资确认的时间梳理, 我们发现其间隔在 1Q-2Q 左右, 但滞后时长通常会受到房企支付节奏及政府催促缴付程度的影响。

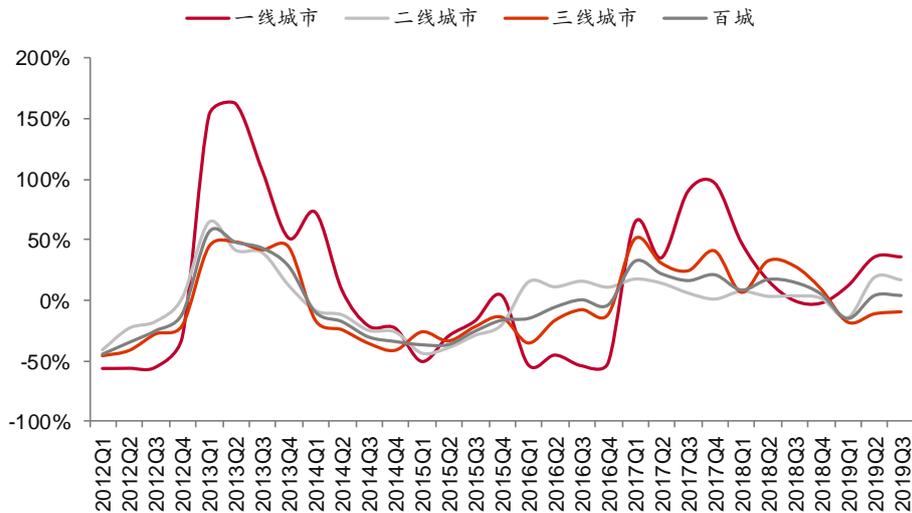
图 20: 土地投资的计入滞后于土地成交



资料来源: Wind, 川财证券研究所

分城市能级来看,截至 2019Q3,以百城口径计算一线城市成交土地规划建面(住宅类)累计同比 36.0%,二线城市 16.9%,三线城市-9.1%,百城合计累计增速 4.2%。随着三四线去库存带来的扰动,作为房地产开发链条前端的土地获取在城市间分化加深。目前,一二线城市土地成交溢价率维持韧性,三线城市经过 2017-2018 上半年的冲高后,于 2018Q4 开始降温,2019Q1 增速转负。考虑到,土地投资在一二线维持韧性及三线高基数下行压力增大的情况下,叠加房企拿地态度趋于谨慎等因素,我们预计 2020 年全年土地投资增速降至 7.5%左右。

图 21: 百城及不同城市能级土地建面成交情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2. 建安投资上行修复

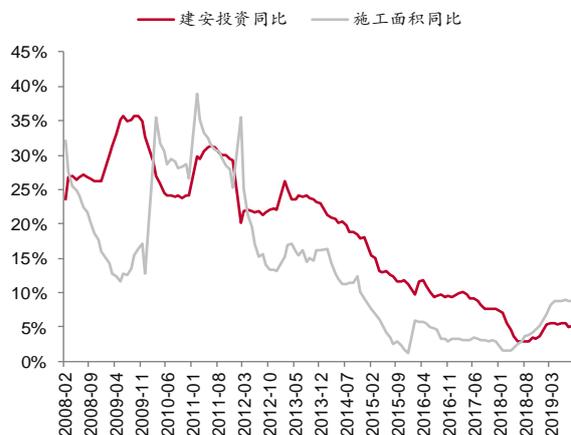
建安投资: 施工面积可以作为对建安投资起到影响的主要因素, 我们对前三轮与本轮建安投资的异同进行分析。通过对建安投资与施工面积的对比, 我们发现自 2017Q1 开始, 二者走势首次出现背离, 且剪刀差逐步拉大。这表明 2016 年底、2017 年初新开工的项目, 后续施工强度有所降低, 从而施工周期出现拉长的现象。对于这一点, 我们认为与融资环境收紧后, 部分房企抢开工、抢销售、加速回款、滞后竣工有关。近期, 建安投资出现逐步修复的迹象, 带动实际竣工有企稳之势。

图 22: 施工强度减弱致新开工与竣工时间拉长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 建安投资与施工面积相背离

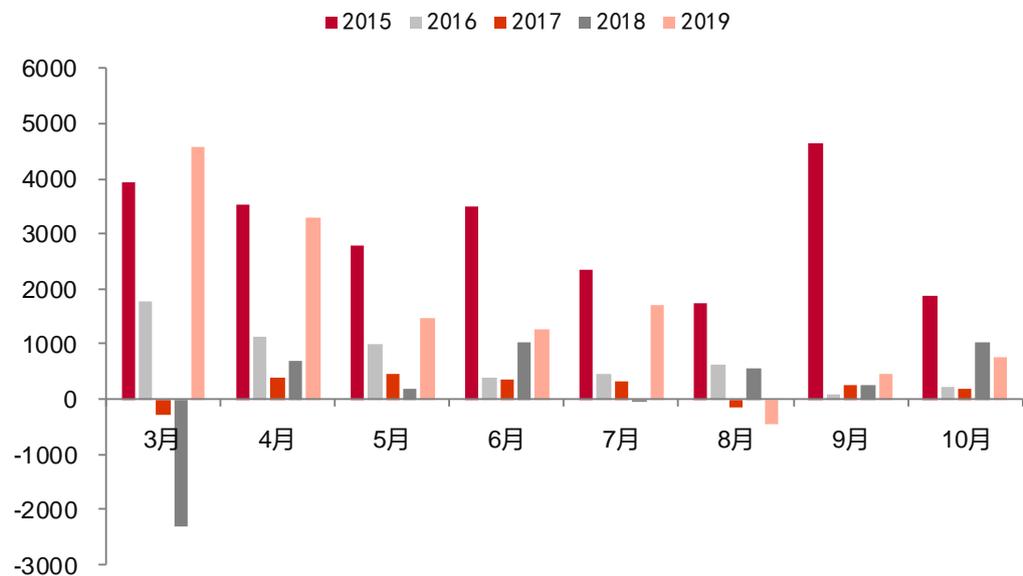


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

我们根据 $(T+1)$ 年施工面积 = T 年施工面积 - T 年竣工面积 + $(T+1)$ 年新开工面积 + $(T+1)$ 年净复工面积对施工面积进行测算。考虑到过去几年因限价及融资收紧等政策带来的影响，房企抢开工、抢销售，拖延施工、竣工的现象比较明显。在房价由“限价”转为“稳地价、稳房价、稳预期”，流动性宽松预期逐渐升温的情况下，2019 年复工强度高于以往三轮周期，后续复工韧性或对冲开工增速放缓带来的施工面积下行幅度，预计 2020 年施工面积同比增速 6.5% 左右。综上，2020 年在土地投资走弱、建安投资修复企稳的共同作用下，我们给予房地产开发投资增速在 7.0% 左右的判断。

图 24： 2015-2019 年 3-10 月份，净复工面积（万方）



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 7. 施工面积测算（万方）

T 对应年份	T 年施工	T 年竣工	T 年新开工	T 年净复工
2015	735693	100039	154454	-37784
2016	758975	106128	166928	-43608
2017	781484	101486	178654	-50017
2018	822300	93550	209342	-67039
2019E	883973	101034	222949	-67726
2020E	941431	110127	225179	-66686

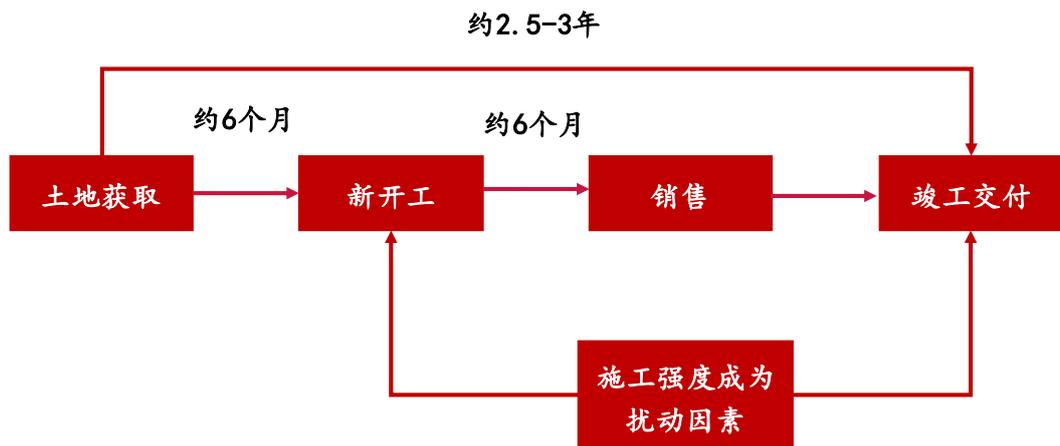
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

五、竣工：修复趋势已现

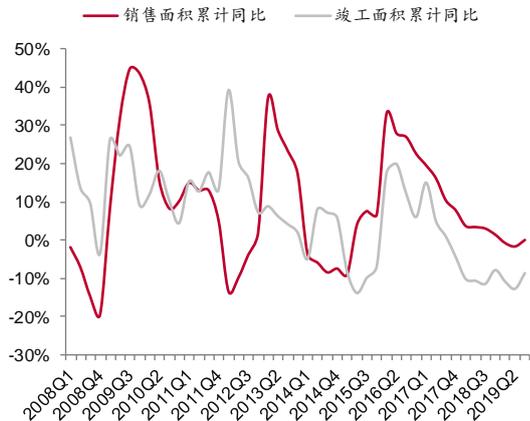
从房地产项目开发的时间来看，企业从拿地到房屋竣工交付，保守估计需要 2.5-3 年。期间，拿地到开工约 6 个月，开工到预售约 6 个月，由预售到竣工交付普遍存在 1.5 到 2 年左右的滞后期。但在 2016、2017 实现销量大幅提升之后，2018 年竣工并未表现出强劲的增长势头。根据国家统计局数据，2018 年全年竣工面积 9.36 亿，同比增速-7.8%。本轮竣工并未与销售形成规律的滞后期反应，我们认为时滞拉长的原因主要有：（1）在行业融资环境收紧、政策趋严的情况下，房企普遍采取抢开工、抢销售、快周转等手段保证现金流水平。进而造成了强开工、强销售，但施工强度下降带来的是弱竣工。即开发前端提前执行，中端强度走弱，自然就拖累了后端交付的程度。（2）统计局的竣工统计口径为：房屋建筑按照设计要求已全部完工，达到住人和使用条件，经验收鉴定合格或达到竣工验收标准，可正式移交使用的各栋房屋建筑面积的总和。竣工面积以房屋单位工程为核算对象，在整栋房屋符合竣工条件后按其全部建筑面积一次性计算，而不是按各栋施工房屋中已完成的部分或层次分割计算。因此统计口径和实际口径存在一定的出入，使得数据存在一定的偏差。随着融资环境宽松预期升温，建安投资有企稳之势，后续竣工将得到进一步的修复，预计 2020 年竣工面积同比增速为 6.5%。

图 25： 房地产开发链条



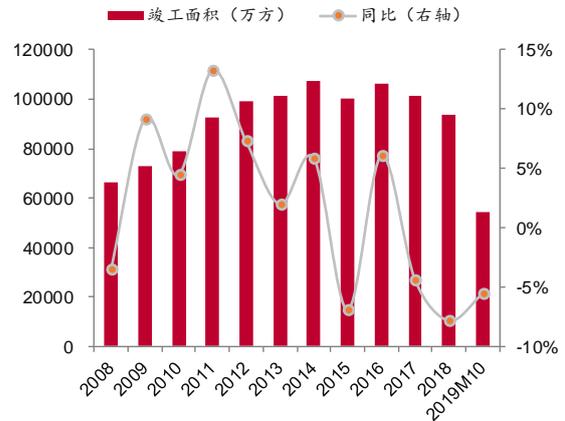
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26: 销售到竣工时间拉长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 27: 竣工面积累计值及其同比



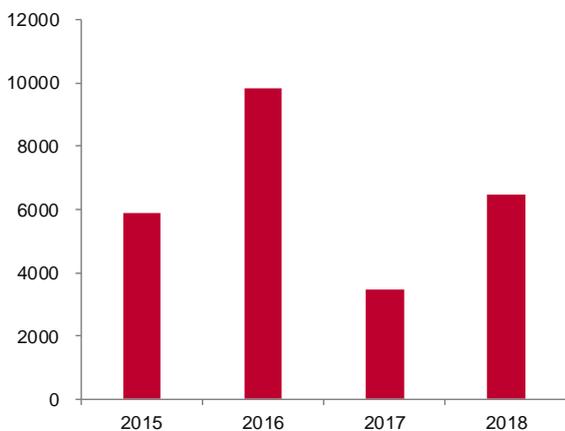
资料来源: Wind, 川财证券研究所

六、资金面未来走势?

1. 未来两年迎来偿债高峰期

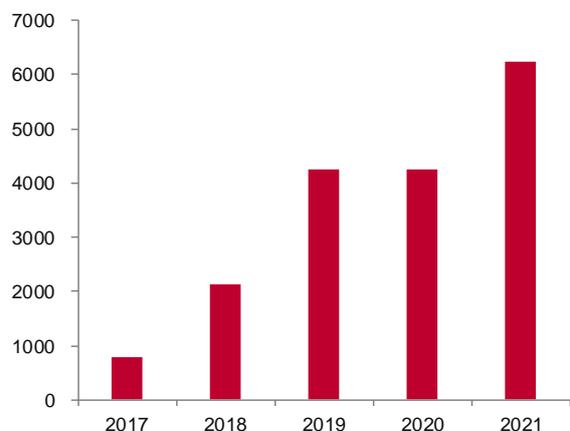
2016-2017 年, 商品房销量实现大幅提升的同时, 也促使房企加大力度补充货值。一方面, 带来土地市场热度升温, 推升土地溢价率; 另一方面, 促使房企加杠杆, 带来发债潮。我们对行业信用债发行与到期情况进行统计, 2016 年发债规模为近几年发行峰值。而从债券到期偿还规模来看, 2019-2021 年为偿债高峰期, 且目前来看 2021 年的偿债额为未来 3 年峰值。

图 28: 行业债券发行量统计 (亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 29: 行业债券到期偿还额统计 (亿元)

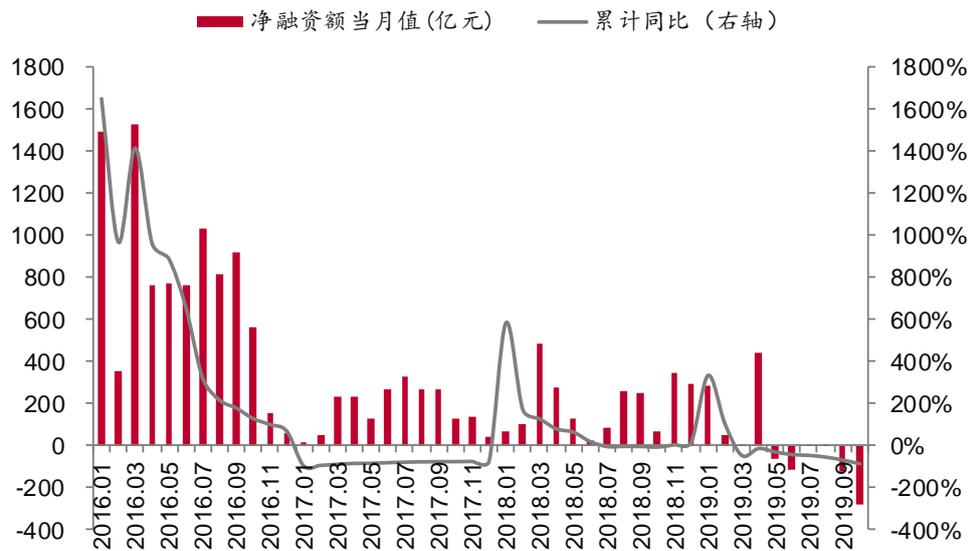


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

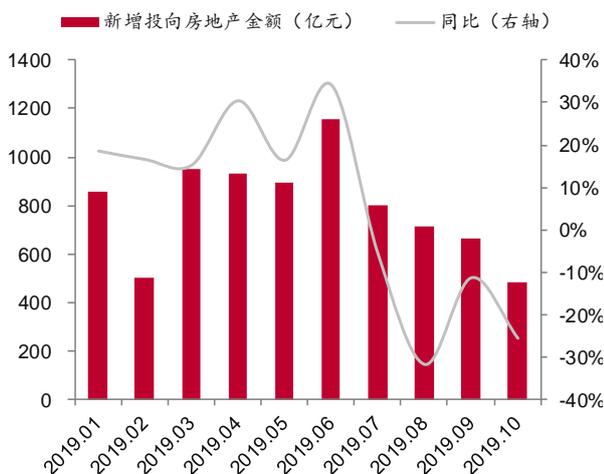
进入 2019 年下半年，房地产融资端有所收紧。分类型来看，(1) 房企单月发债量在进入三季度后，持续下行，累计同比一路回落至 5.1%，考虑到借新还旧等原因，本年度单月净融资额四次为负；(2) 新增信托投放房地产规模自 2019 年 6 月冲高后，持续回落至 2019 年 10 月的 482.12 亿元，单月同比连续 4 个月为负。

图 30: 单月发债净融资额 (亿元) 及累计同比



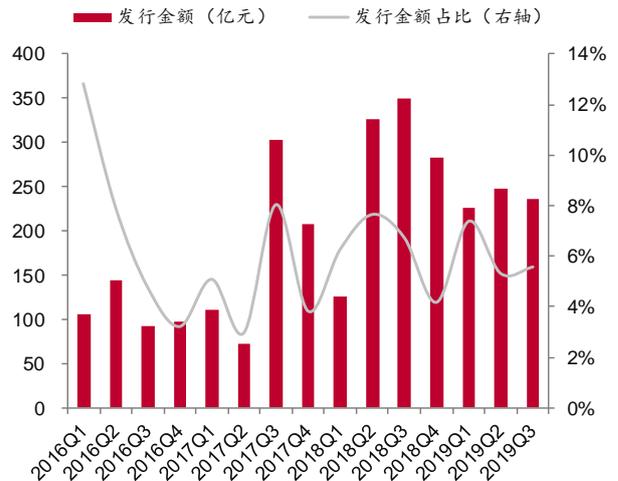
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 31: 新增信托投向房地产金额及其同比



资料来源: 用益信托网, 川财证券研究所

图 32: 房地产行业资产证券化规模



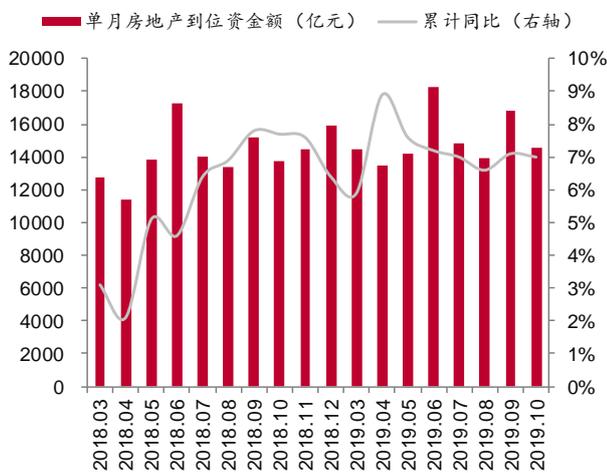
资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 由降杠杆到稳杠杆，头部房企负债水平可控

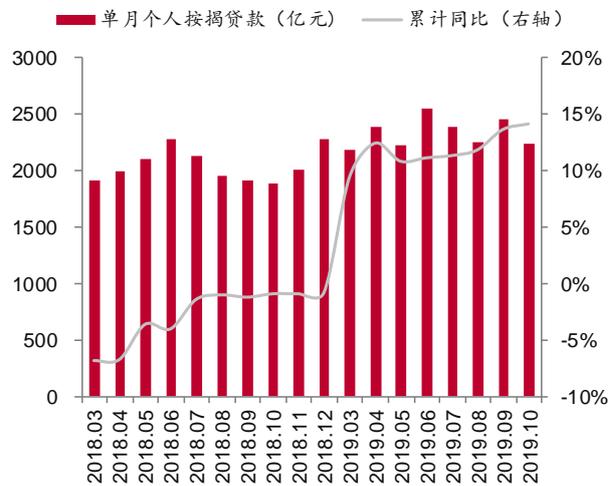
资金端对房地产行业的负债水平由“降杠杆”到“稳杠杆”。从国家统计局发布的行业数据来看，2019年1-10月份，房地产行业开发资金来源合计14.52万亿元，同比增长7%。其中，个人按揭贷款累计值达2.2万亿元，同比增长14.1%，涨幅环比提升0.5个百分点；来自于定金及预收款的累计同比达9.4%，较前值增加0.4个百分点。

图 33： 行业到位资金



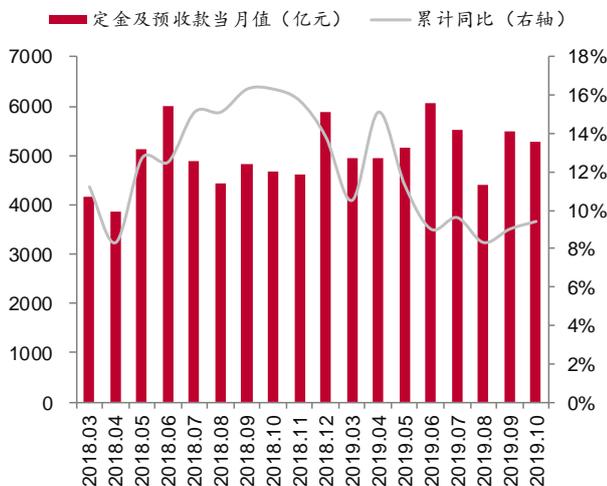
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34： 个人按揭贷款投放量



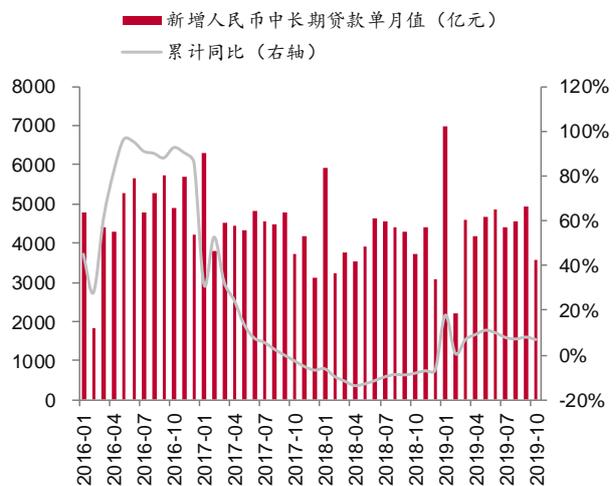
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35： 定金及预收账款单月值



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36： 新增人民币中长期贷款单月值

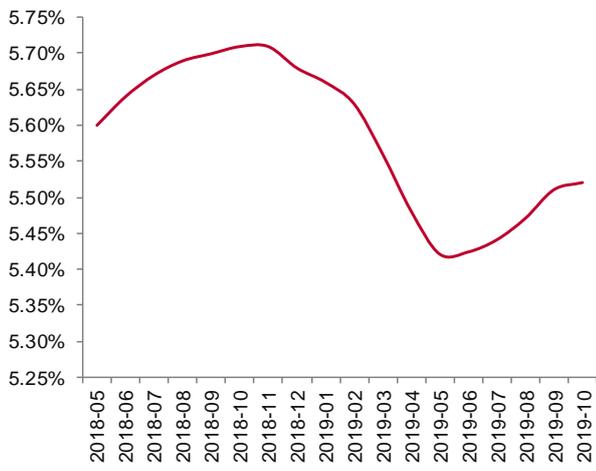


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

11月20日，央行公布LPR利率第四次报价：1年期LPR利率为4.15%，5年期LPR利率为4.8%，均较前值下调5BP。根据融360数据，10月份全国首套房贷利率5.52%，较前值提升1BP，但涨幅趋缓。目前外部流动性宽松预期持续升温，经济下行依然承压，但考虑到政府对于行业“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的表态，预计后续融资端大放的可能性较低，小幅边际改善可以期待。

图 37: 首套房贷利率



资料来源：融360网，川财证券研究所

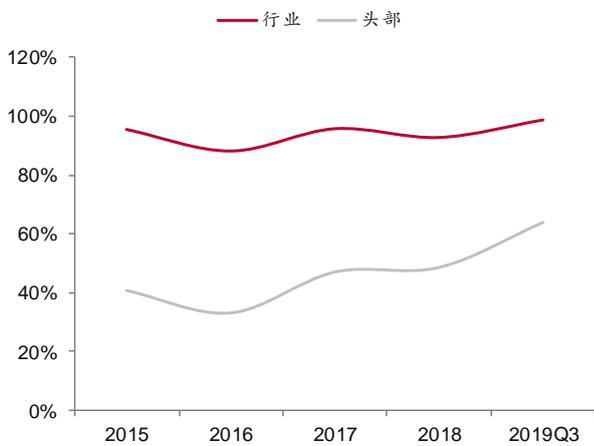
图 38: 十年期国债收益率



资料来源：Wind，川财证券研究所

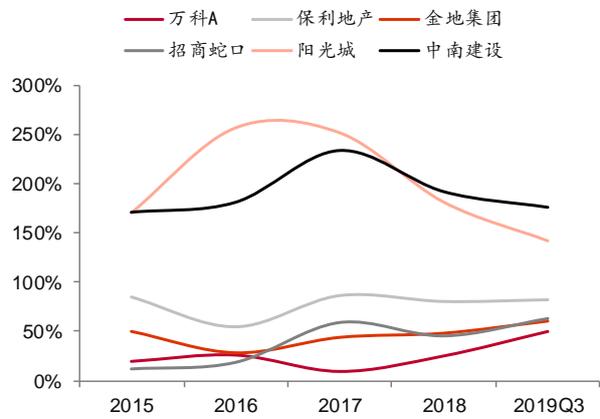
截至2019Q3，地产板块整体净资产负债率达98.9%，较2018年末提升6个百分点。具体公司来看，(1) 头部房企的净负债率明显低于行业水平，存在一定的提升空间，资金风险较低；(2) 为了实现规模扩张，二线房企的净负债率有所攀升，但随着企业由扩张期逐步进入收获期，净负债率虽高于一线房企，但是可以看到边际改善。

图 39: 头部房企净负债率低于行业水平



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 40: 一线房企杠杆可控, 二线有所下行



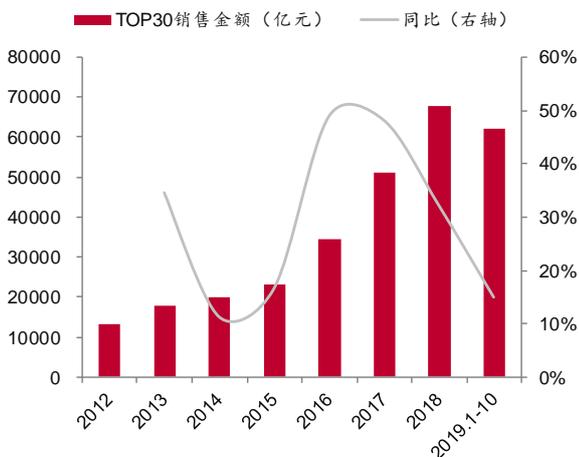
资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

七、公司端: 资源向头部倾斜, 集中度进一步提升

1. 头部房企销售表现亮眼, 市占率进一步提升

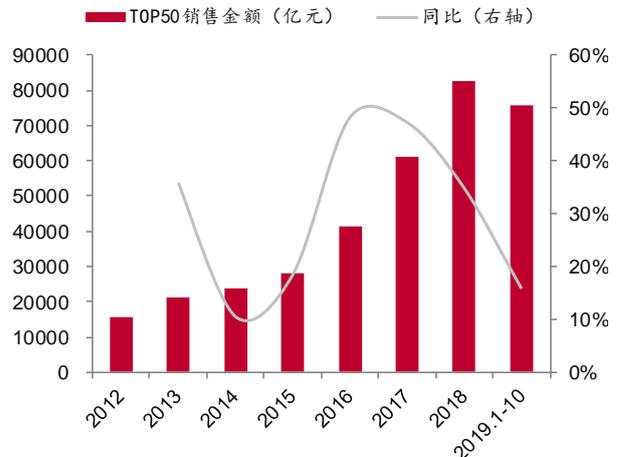
根据克而瑞数据: TOP10/30/50, 2019年1-10月分别实现销售金额 3.72 万亿、6.20 万亿和 7.56 万亿, 同比增速分别为 12.2%、15.0%、16.1%。自 2017 年起, 头部房企增速大幅领先于同期行业水平。

图 41: TOP30 销售金额及其同比



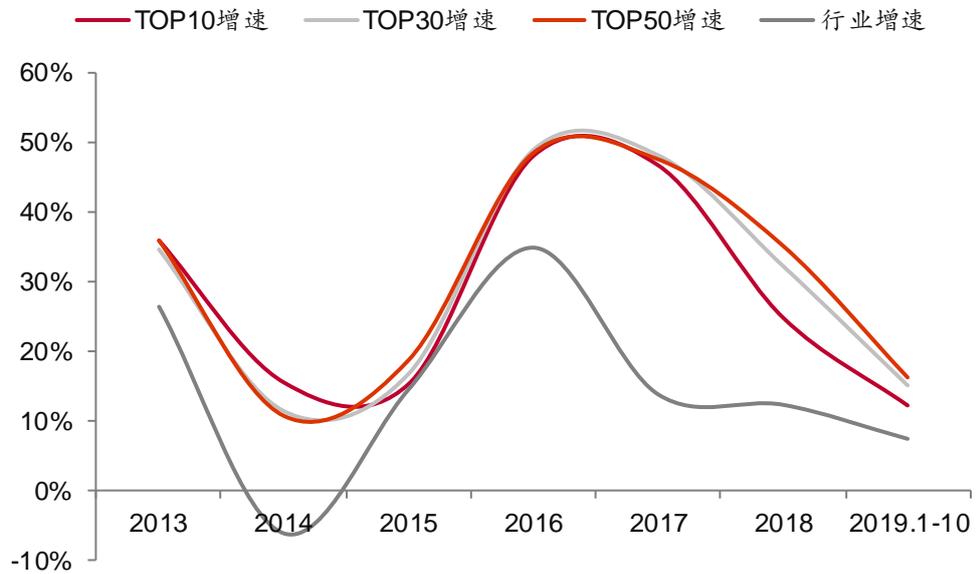
资料来源: 克而瑞, Wind, 川财证券研究所

图 42: TOP50 销售金额及其同比



资料来源: 克而瑞, Wind, 川财证券研究所

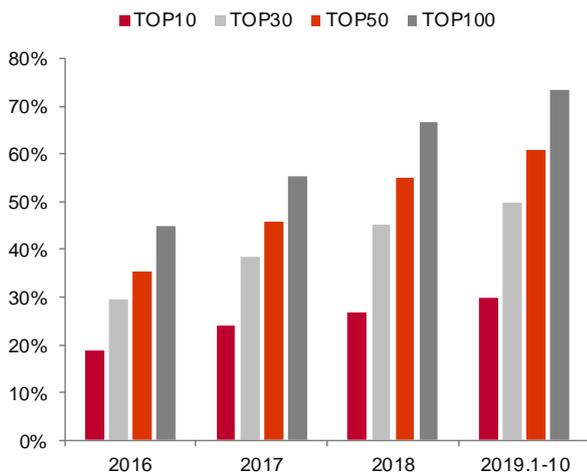
图 43: TOP10/30/50 销量增速领先行业平均水平



资料来源: 克而瑞, Wind, 川财证券研究所

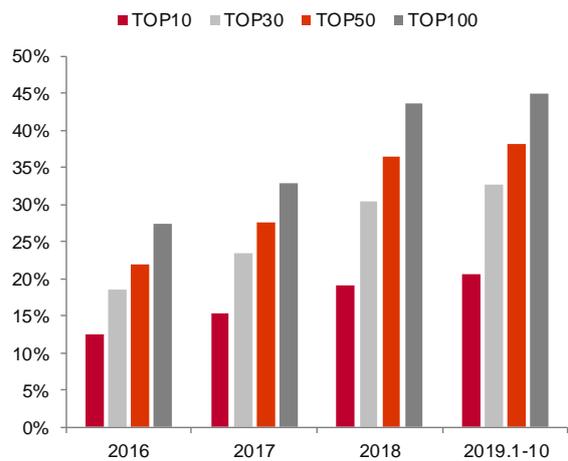
2019年1-10月, TOP10/30/50/100的销量市占率分别为20.6%、32.6%、38.1%和45%。对标美国住房建造商的市场格局, TOP3 (DR Horton Inc.、Lennar Corporation、PulteGroup) 2016-2018年市占率由15.6%提升至近20% (按住房套数)。因此, 我国房地产市场的集中度仍然存在一定的提升空间。

图 44: TOP10/30/50/100 市占率 (按销售金额)



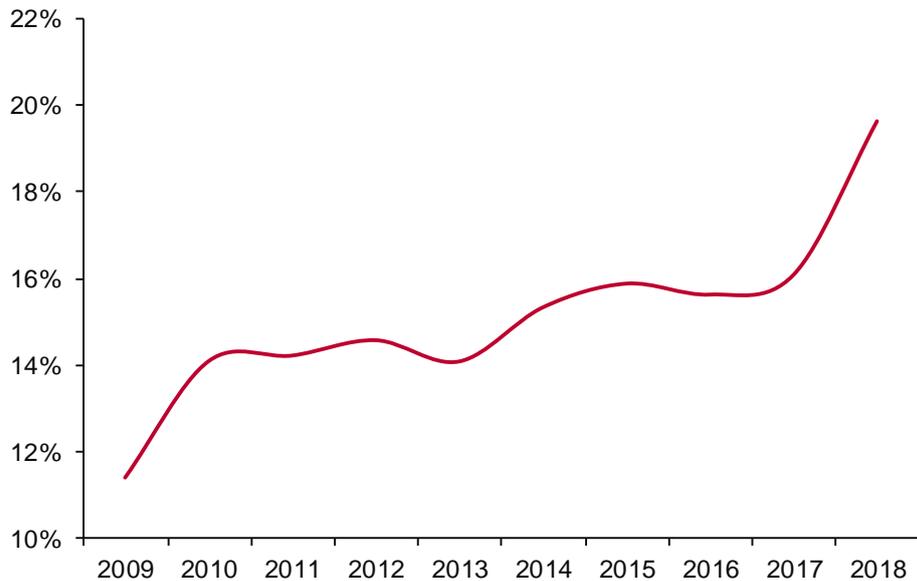
资料来源: 克而瑞, Wind, 川财证券研究所

图 45: TOP10/30/50/100 市占率 (按销售面积)



资料来源: 克而瑞, Wind, 川财证券研究所

图 46: 美国房地产市场 TOP3 市占率 (按销售套数)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

房企销售延续之前的分化势头, 头部房企稳步增长、二线梯队具备高弹性。从克而瑞销售金额榜单来看: 2019年1-10月, 碧桂园、中国恒大、万科、融创中国、保利地产位列前五, 分别实现销售金额6655亿元、5462亿元、5199亿元、4337亿元和3840亿元, 同比增速分别为9%、9%、7%、17%和15%, 头部房企在高基数效应下, 依然实现稳步增长, 实属不易。二梯队代表企业金地集团、阳光城、中南建设, 增速分别达32%、37%和28%, 二线房企高弹性逐步兑现。我们认为在货值充裕、快周转等优势的支持下, 行业集中度(销售端)将进一步提升。

表格 8. 2019.1-10 主流房企销售情况

公司名称	2019.1-10 销售金额 (亿元)	2019.1-10 销售金额 同比	2019.10 销售金额 (万方)	2019.10 销售金额 同比	2019 销 售目标 (亿元)	完成率
碧桂园	6655	9%	850	43%	7700	86%
万科	5199	8%	443	-13%	6175	84%
中国恒大	5462	9%	931	66%	6000	91%
融创中国	4337	17%	641	22%	5500	79%
保利地产	3840	14%	370	9%	5000	77%
新城控股	2228	23%	244	19%	2700	83%
龙湖集团	2016	23%	271	80%	2200	92%
世茂房地产	1972	45%	232	60%	2100	94%

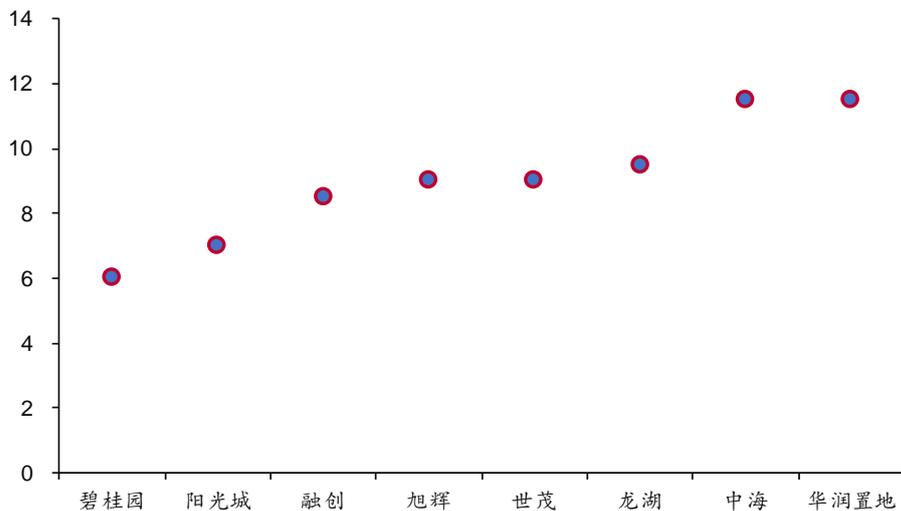
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

招商蛇口	1791	36%	171	7%	2000	90%
华夏幸福	1146	-5%	142	39%	-	-
阳光城	1642	37%	140	19%	2000	82%
金地集团	1575	31%	157	16%	1900	83%
旭辉集团	1558	31%	190	73%	1900	82%
中南建设	1464	28%	160	46%	2000	73%
金科股份	1360	35%	147	72%	1500	91%
中国金茂	1360	32%	122	155%	1500	91%
蓝光发展	838	6%	67	-34%	1100	76%

资料来源：克而瑞，Wind，川财证券研究所

注：2019年销售目标为估算值

图 47：部分房企拿地到开盘时间

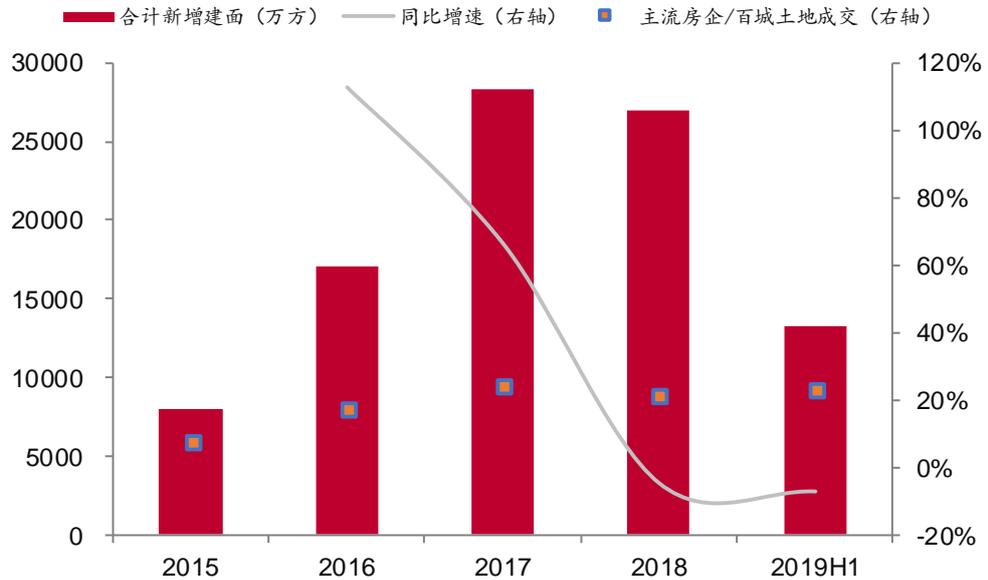


资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

2. 头部房企货值充裕，权益比有所提升

土地资源作为房地产开发链条的首个节点，为房企实现销售提供支撑作用。我们跟踪的 12 家主流房地产公司，本轮周期在拿地上表现出张弛有度、积极与谨慎相结合的策略。整体上可以看到合计新增土储力度在行业上行期明显提升，行业下行预期增强后，转向谨慎。考虑到，头部房企的土地获取方式更为丰富，除传统的招拍挂手段以外，合作开发、股权收购等也成为土地资源获取的重要补充方式。充裕的货值可以满足公司未来 2-3 年发展。

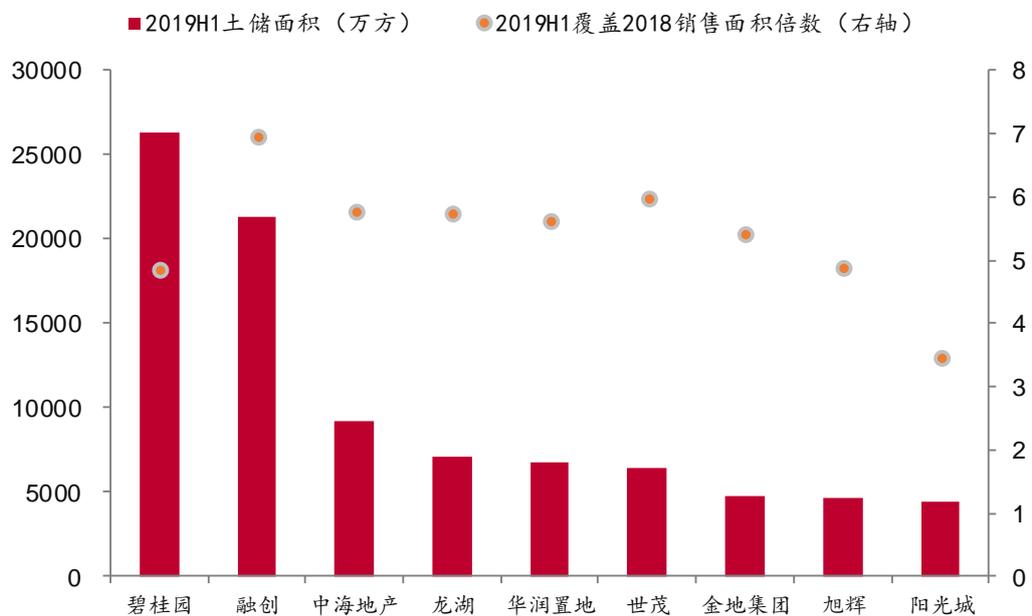
图 48: 重点跟踪主流房企新增土储建筑面积及与百城土地成交比值



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

注: 12 家房企名单: 万科 A、保利地产、招商蛇口、金地集团、中南建设、蓝光发展、阳光城、融创中国、中国海外发展、龙湖集团、华润置地、世茂房地产。

图 49: 头部房企在售货值充裕



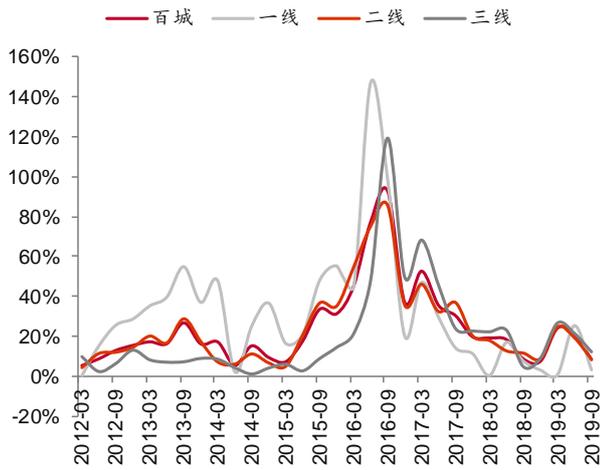
资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

在 2016 年地价高企，土地市场升温的情况下，头部房企普遍采取收并购、合

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

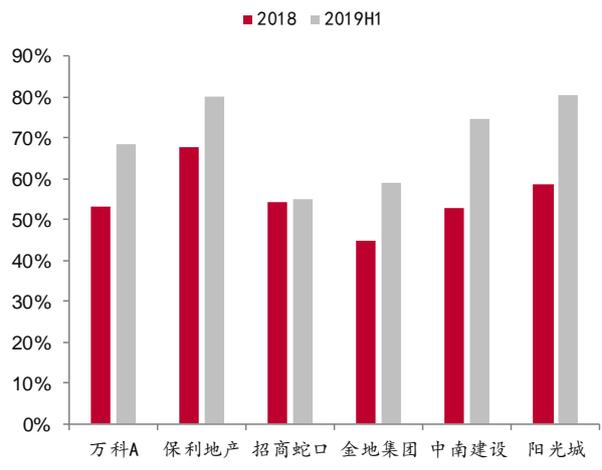
作开发的模式进行土地资源的获取。多元化拿地扩充土储、加快周转、缓解资金压力的同时，对权益占比也产生了一定的影响。今年随着土地市场降温，溢价率低位运行，房企主动降低合作开发力度，新增土储权益比有所提升，后续销售权益占比或受益于前端土储获取方式的调整，逐步修复。

图 50: 百城土地溢价率



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 51: A 股部分房企今年以来新增土储权益比



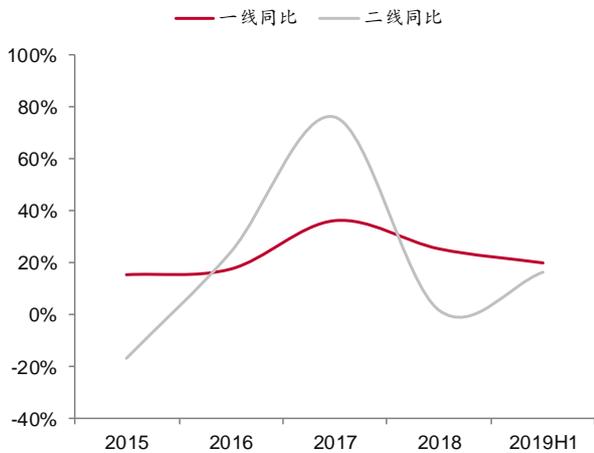
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

3. 头部房企业绩逐步释放

我们主要通过利润水平、毛利率等指标对头部房企业绩走势进行分析。结果如下：

(1) 我们对 A 股的归母净利润、H 股的核心净利润合并进行统计。结果显示一线房企凭借稳健经营，在行业下行周期 2018、2019H1 依然实现 25.2%、19.7% 的同比增速，抗周期性较强。而二线房企受行业、政策及资金面的影响较为明显，盈利水平波动幅度较大，但 2019H1 增速回升至 16.5%。一二线房企 2019H1 的营业收入增速分别为 28.7%、21.8%，增速高于利润增速。我们认为这可能与近期结算的项目多为土地市场升温、严格限价条件下入市的项目逐步进行结算有关，因此对利润存在一定的侵蚀作用。

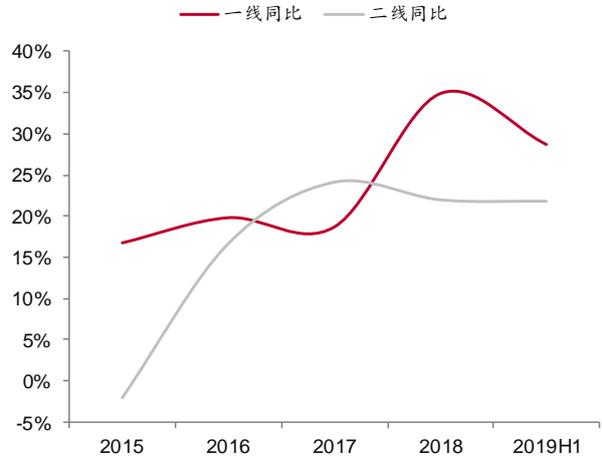
图 52: 归母净利润增速



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

注：一线代表房企为：碧桂园、万科、保利地产、融创中国、中海地产、龙湖集团、华润置地、招商蛇口；二线代表房企为：中国金茂、新城控股、世茂房地产、旭辉控股、富力地产、金地集团、雅居乐、远洋地产、龙光地产、合景泰富、中国奥园、阳光城、中南建设、禹洲地产

图 53: 营业收入增速

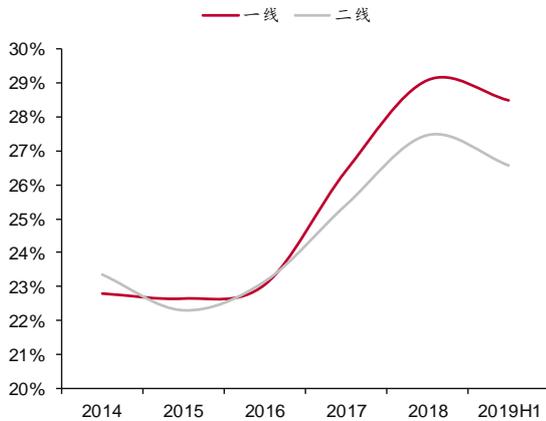


资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

注：一线代表房企为：碧桂园、万科、保利地产、融创中国、中海地产、龙湖集团、华润置地、招商蛇口；二线代表房企为：中国金茂、新城控股、世茂房地产、旭辉控股、富力地产、金地集团、雅居乐、远洋地产、龙光地产、合景泰富、中国奥园、阳光城、中南建设、禹洲地产

(2) 随着行业由“囤地即盈利”的模式逐步过渡到重经营、快周转、重视现金流管控的发展模式。近几年，主流房企在土地获取上普遍秉承着松紧结合的态度。当地价高企、土地市场升温时，运用多元化方式控制拿地成本；当土地市场降温、溢价率回落，便加大招拍挂的力度。必须承认，在由“限价”到“稳地价、稳房价、稳预期”的转变过程中，全行业的利润水平确实承压下行。但是，我们认为在行业利润率进入下行通道的同时，头部房企凭借规模优势，盈利水平有望维持在行业高位。

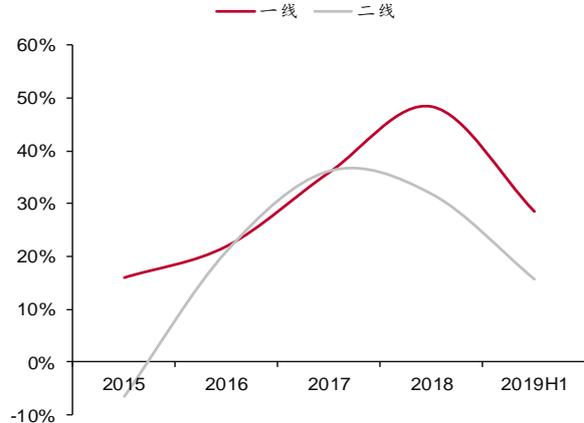
图 54: 毛利同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 川财证券研究所

注: 一线代表房企为: 碧桂园、万科、保利地产、融创中国、中海地产、龙湖集团、华润置地、招商蛇口; 二线代表房企为: 中国金茂、新城控股、世茂房地产、旭辉控股、富力地产、金地集团、雅居乐、远洋地产、龙光地产、合景泰富、中国奥园、阳光城、中南建设、禹洲地产

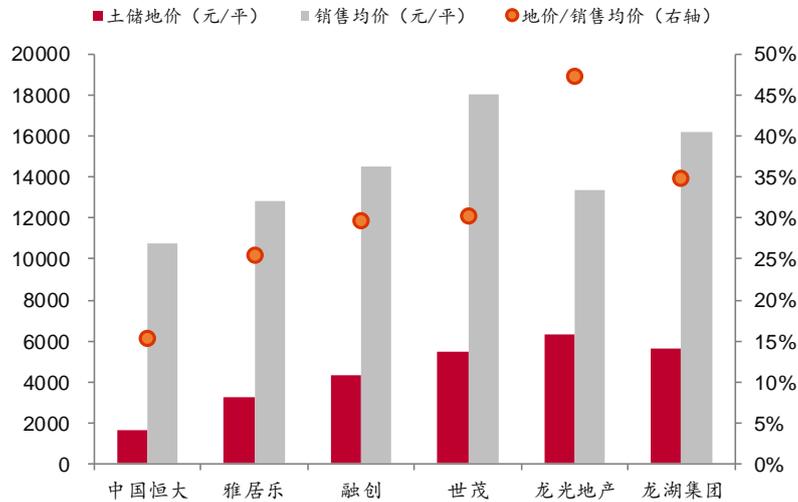
图 55: 毛利率水平



资料来源: Wind, 公司公告, 川财证券研究所

注: 一线代表房企为: 碧桂园、万科、保利地产、融创中国、中海地产、龙湖集团、华润置地、招商蛇口; 二线代表房企为: 中国金茂、新城控股、世茂房地产、旭辉控股、富力地产、金地集团、雅居乐、远洋地产、龙光地产、合景泰富、中国奥园、阳光城、中南建设、禹洲地产

图 56: 头部房企存量土储地价/售价 (2019H1)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

(3) 2019 年下半年, 行业资金端有所收紧。头部房企凭借规模优势及稳健经营, 融资优势愈发凸显。主要体现在两个方面: (1) 融资渠道多样化。在传统融资方式受限的情况下, 头部房企积极拓宽融资渠道, 通过综合运用公司债、ABN、CMBS、REITs 等方式保证融资端的畅通。(2) 融资成本维持行业较低水平。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 9. 部分主流房企融资成本

股票代码	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019H1
600048.SH	保利地产	5.20%	4.69%	4.82%	5.03%	4.99%
001979.SZ	招商蛇口	4.93%	4.50%	4.80%	4.85%	4.91%
600383.SH	金地集团	5.32%	4.52%	4.56%	4.83%	4.87%
600340.SH	华夏幸福	7.92%	6.97%	5.98%	6.42%	7.23%
000671.SZ	阳光城	9.41%	8.42%	7.08%	7.94%	7.72%
2007.HK	碧桂园	6.20%	5.66%	5.22%	6.11%	6.13%
3333.HK	中国恒大	9.59%	8.27%	8.09%	8.18%	8.62%
1918.HK	融创中国	7.60%	5.98%	6.24%	6.81%	-
0688.HK	中国海外发展	4.23%	4.76%	4.27%	4.30%	4.28%
0960.HK	龙湖集团	5.74%	4.92%	4.50%	4.55%	4.56%
1109.HK	华润置地	4.63%	4.23%	4.16%	4.47%	4.45%
0813.HK	世茂房地产	6.90%	5.80%	5.30%	5.80%	5.60%
0884.HK	旭辉控股集团	7.20%	5.50%	5.20%	5.80%	5.90%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 10. 2019 年至今，A 股主流房企发债梳理

时间	债券简称	债券类型	发行公司	发行规模 (亿元)	币种	利率类型	票面利率 (%)
2019.01	19 招商蛇口 SCP001	超短期融资债券	招商蛇口	15.00	CNY	固定利率	2.98
2019.01	19 保利发展 MTN001	一般中期票据	保利地产	15.00	CNY	固定利率	3.60
2019.02	19 万科 01	一般公司债	万科 A	20.00	CNY	累进利率	3.65
2019.03	19 金地 SCP001	超短期融资债券	金地集团	30.00	CNY	固定利率	3.20
2019.04	19 招商蛇口 SCP002	超短期融资债券	招商蛇口	35.00	CNY	固定利率	2.80
2019.06	19 蛇口 02	一般公司债	招商蛇口	12.00	CNY	固定利率	3.75
2019.06	19 蛇口 01	一般公司债	招商蛇口	23.00	CNY	固定利率	4.21
2019.07	19 蛇口 03	一般公司债	招商蛇口	15.00	CNY	固定利率	4.13
2019.07	19 蛇口 04	一般公司债	招商蛇口	6.00	CNY	固定利率	3.58
2019.07	19 招商蛇口 SCP003	超短期融资债券	招商蛇口	10.00	CNY	固定利率	3.14
2019.07	万科 08A1	证监会主管 ABS	万科 A	16.50	CNY	固定利率	3.62
2019.09	19 招商蛇口 ABN001 优先	交易商协会 ABN	招商蛇口	10.00	CNY	固定利率	3.98
2019.09	19 万科 02	一般公司债	万科 A	25.00	CNY	累进利率	3.55
2019.10	19 万科 SCP001	超短期融资债券	万科 A	5.00	CNY	固定利率	3.18

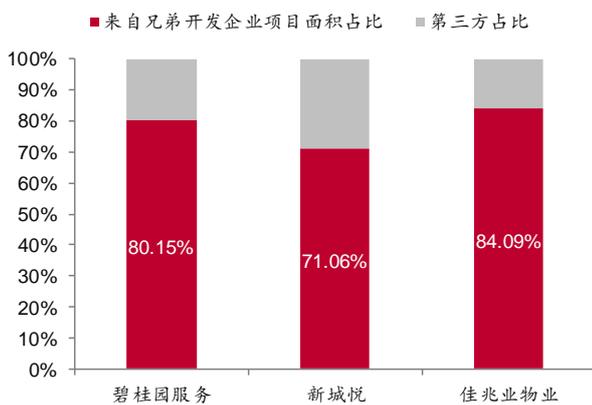
资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

八、物业板块的发展？

1. 竞争格局：行业加速整合，集中度持续提升

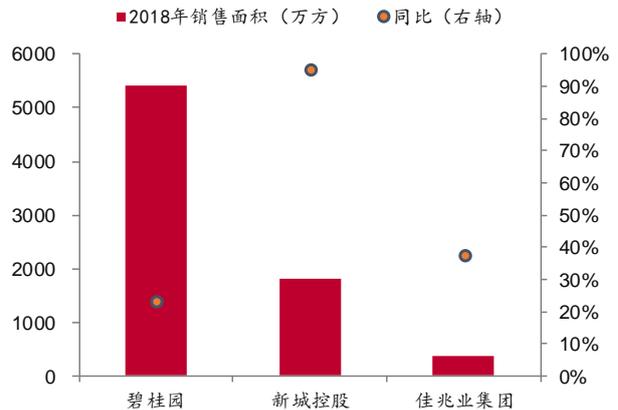
我们认为物管行业作为房地产开发链条的后周期节点，受益于2016-2018年商品房销量的大幅增长，市场空间扩容进入提速期。虽然行业依然存在“大市场、小企业”的格局，但就目前的发展阶段来看，已经出现资源向头部物管公司倾斜的趋势，集中度提升背后的原因在于：（1）关联开发商集中度的提升，带来物管规模向行业头部倾斜；（2）登陆资本市场巩固头部优势，收并购助推行业资源整合。

图 57： 头部公司 2018 在管规模构成（按来源）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 58： 头部公司关联开发商 2018 年销售情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 11. 2014 至今物业公司上市梳理

股票代码	证券简称	上市时间	上市地点	总市值（亿元）
1778.HK	彩生活	2014-06-30	香港联交所	54.3
2669.HK	中海物业	2015-10-23	香港联交所	143.7
1538.HK	中奥到家	2015-11-25	香港联交所	4.5
2869.HK	绿城服务	2016-07-12	香港联交所	207.5
3686.HK	祈福生活服务	2016-11-08	香港联交所	5.4
1417.HK	浦江中国	2017-12-11	香港联交所	7.3
603506.SH	南都物业	2018-02-01	上海	30.5
3319.HK	雅生活服务	2018-02-09	香港联交所	300.5
6098.HK	碧桂园服务	2018-06-19	香港联交所	628.0
1755.HK	新城悦服务	2018-11-06	香港联交所	81.1
2168.HK	佳兆业美好	2018-12-06	香港联交所	24.0
1995.HK	永升生活服务	2018-12-17	香港联交所	64.7

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3316.HK	滨江服务	2019-03-15	香港联交所	17.4
3662.HK	奥园健康	2019-03-18	香港联交所	39.4
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019-10-18	香港联交所	78.3

资料来源: Wind, 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

注: 总市值数据日期为 2019 年 12 月 13 日, 单位为人民币亿元

2. 业务拓展: 基础业务稳步增长, 增值服务锦上添花

行业发展至今, 由追求规模增长转为“量身定制”的业务扩张, 由单纯的增量逐步向质、量共同提升靠拢。对于增值服务的拓展, 头部物管公司更趋向于结合自身优势, 实现有针对性的选择。如绿城服务的物业资产管理服务、园区空间服务、文化教育服务等; 碧桂园服务提供的房地产经纪服务; 雅生活服务的小区资源服务; 中海物业的自有资产经营等等。

表格 12. 碧桂园服务增值业务

增值服务类别	服务内容	优势
业主增值服务	房屋配套服务、场地运营服务、生活团购服务、汽车服务、房屋短租服务、保险服务	资源优势、营销优势、平台优势
非业主增值服务	配合房地产开发的时间节点, 提供需求分析、服务策划、开荒精细保洁、开放开盘现场维护、案场日常接待服务、样板房保鲜及解说服务等	三级组织管控体系、认购即服务模式、定制化服务+标准化培训、卓越的员工团队

资料来源: 碧桂园服务官网, 川财证券研究所

从收入构成来看, 2018 年物业百强基础物业服务收入均值为 7.13 亿元, 占比达 80.49%, 较 2017 年下降 1.31 个百分点; 多种经营收入均值达 1.73 亿元, 占比 19.51%。多种经营收入中, 空间运营、房屋经纪业务收入贡献占比靠前。从净利润构成来看, 物业百强 2018 年基础物业服务净利润占比 55.70%, 较 2017 年下降 2.62 个百分点; 多种经营业务净利润均值占比 44.30%。可见, 增值服务的盈利能力远高于基础物业服务。一方面, 随着物业公司对增值服务的持续拓展, 多种经营业务规模提升可期。另一方面, 随着人力成本的增加, 基础物业服务盈利水平或进一步受到压制, 增值服务有望成为行业新的业绩增长点。

图 59: 物业百强基础服务及增值服务收入占比

■ 基础物业服务收入均值占比 ■ 多种经营收入均值占比

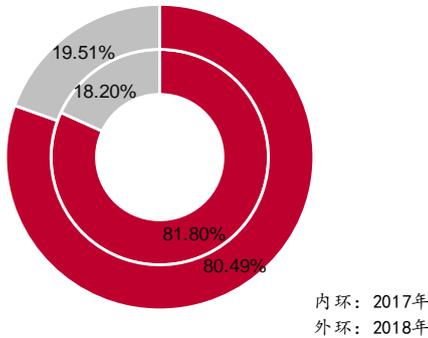
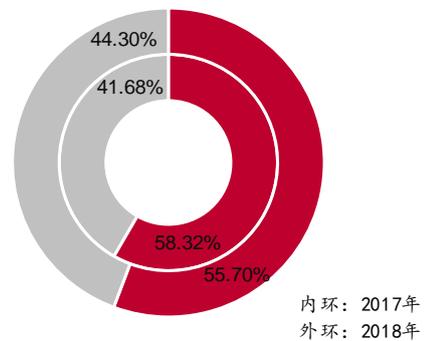


图 60: 物业百强基础服务及增值服务净利润占比

■ 基础物业服务净利润均值占比 ■ 多种经营净利润均值占比



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

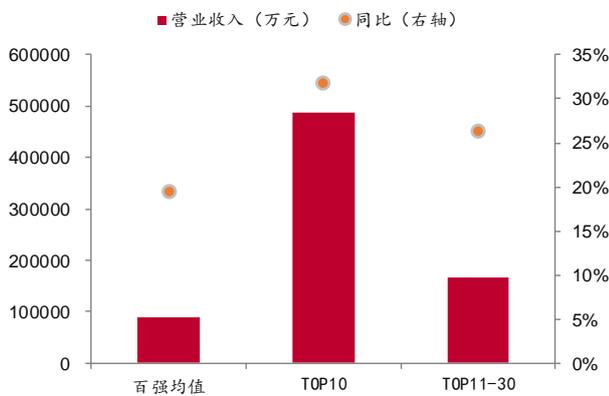
资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

3. 马太效应下的新生核心竞争力

物管行业规模为王的竞争优势正在发生着细微的变化,我们认为在提升管理规模的同时,头部企业已经开始注意到行业竞争的新生力量:

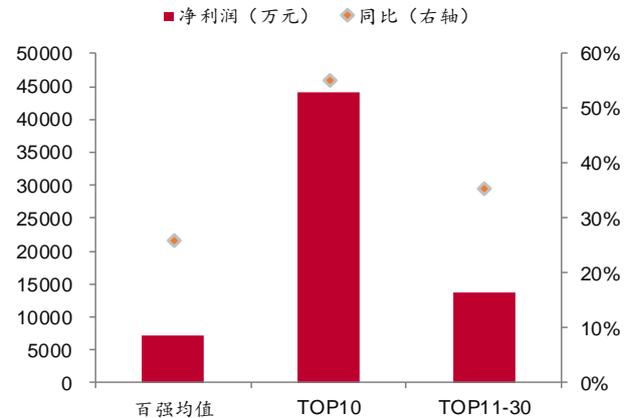
(1) 规模扩张向质量提升的转变: 物管头部公司通过自上而下承接关联开发商给予的新资源及向外拓展获取的项目,成功实现规模的提升。近几年行业头部不再追求规模上的盲目扩张,而是向有质量的成长转变。以物业百强为例,2018年营业收入均值达88617.51万元,同比增长19.41%。其中,头部企业增速超平均水平:TOP10,实现营收均值48.82亿元,同比增长31.69%;TOP11-30作为第二梯队,同比增长26.26%。物业百强净利润均值为7221.40万元,同比增长25.95%;净利润率为8.15%,较上年同期提升0.42个百分点。值得注意的是,百强企业在净利润的表现上,相较营收规模分化更为明显。TOP10、TOP11-30,分别实现净利润均值44199.88万元、13758.77万元,增速分别为54.97%、35.39%,头部盈利增速大幅高于百强均值。

图 61: 2018 物业百强营收情况



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

图 62: 2018 物业百强净利润水平



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

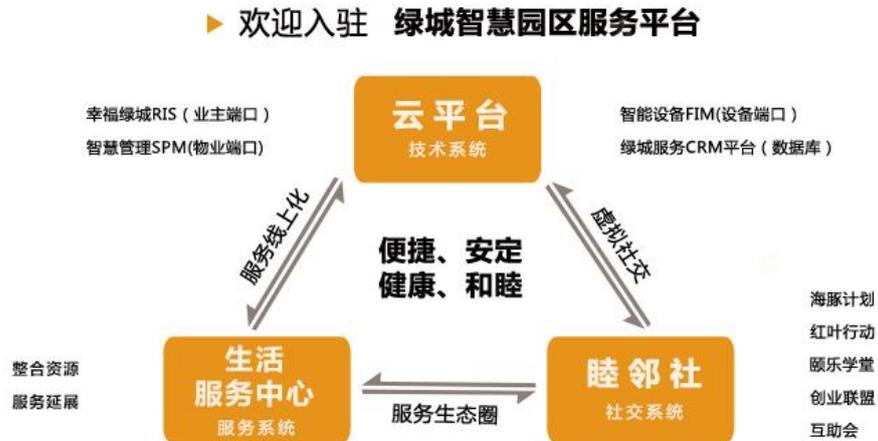
(2) 品牌效应重要性日益突出: 物业管理作为房地产开发后的服务型企业, 有一定的附属性, 对住宅项目的售价、租赁项目的租金均具有一定的影响。因此, 房地产开发商在物业管理公司的选择上存在两种情况: 一、拥有自己的物业板块的开发商, 会要求物业公司进行服务品质的提升, 以及管理能力的加强, 以便形成较好的口碑, 为公司开发项目实现加持效果; 二、开发商自己没有相应业务板块的, 在选择第三方物业公司时, 品牌效应会成为影响结果的重要因素之一。我们认为, 随着增量市场逐步向存量市场转化, 品牌效应将成为继规模之后, 新的核心竞争力之一。

(3) 技术创新、降本提效: 随着行业规模的提升, 对从业人员的需求、专业素质水平提出了更高的要求, 人力成本的增加直接导致物业公司经营成本的增加。2018 年, 百强企业的经营成本均值达 67743.08 万元, 同比增长 17.50%。其中, 人员费用占比超五成, 达 57.80%, 较 2017 年增加 2 个百分点。因此, 如何实现规模扩张的同时, 进一步加强成本管控, 成为物业公司竞争力提升的主要问题。

行业内头部企业纷纷尝试采取科技创新的方式实现提效降本。如: 绿城服务的“智慧园区服务体系”, 即通过构建技术系统(云平台)、服务系统(一体化服务平台)、社交系统(睦邻社)三大系统, 提升服务的便捷性。碧桂园服务已与腾讯、海康、阿里、华为等多家企业开展战略合作, 共同研发社区场景下的算法模型和智能化平台, 并在行业内率先布局「AI+」人工智能社区, 大幅降低社区管理成本, 提高管理效率, 助力提升客户满意度。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 63: 绿城服务智慧园区服务平台



资料来源: 绿城服务官网, 川财证券研究所

图 64: 碧桂园服务社区“大脑”运行图



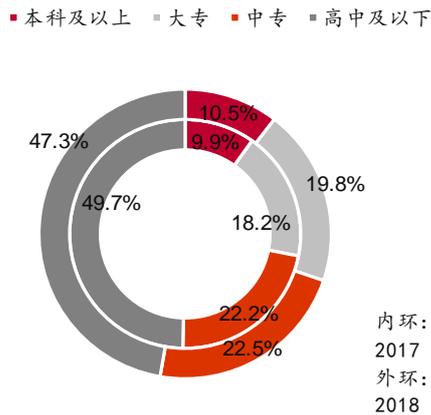
资料来源: 碧桂园服务官网, 川财证券研究所

(4) 以人为核、共同发展: 随着行业在管理规模和业务线条的双维度扩张, 对于从业人员的知识水平和业务素质提出了更高的要求。为了保障业务的顺利拓展, 龙头企业对高科技创新型、复合型人才的引进力度持续增加, 以实现员工结构的不断优化。以物业百强为例, 2018 年从业人员中本科以上占比 10.46%、大专学历占比 19.76%、中专学历占比 22.53%、其他占比 47.25%。行业龙头紧随行业变化纷纷推出人才战略, 如碧桂园服务推出的“火箭军计划”; 中海物业积极与国内外高效组建联合研发团队; 绿城服务将人才定义为服务的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

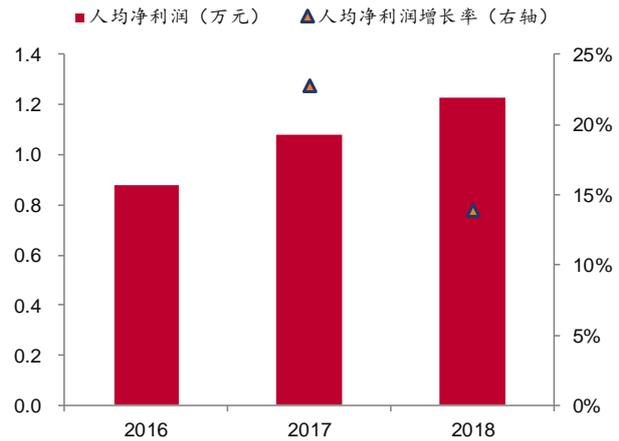
“芯片”，并将 2018 年作为提升人才战略的一年。随着人才引进，从业人员的专业能力及综合素质得到大幅提升，从而带动人均产出的持续增长，结合“科技创新”形成“1+1>2”的协同效应，可在提升服务效率的同时有效地管控成本。

图 65: 物业百强从业人员构成



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

图 66: 物业百强人均产出



资料来源: 2019 中国物业服务百强企业研究报告, 川财证券研究所

九、板块估值水平如何?

我们认为当前经济下行依然承压。**政策端**: 未来大幅收紧的概率不大, 但结合“房住不炒”、“不作为短期刺激经济”等表态来看, 大幅放松的可能性亦不大。后续政策端大概率是“以稳为主”的基调下, 采取“一城一策”的手段进行微调, 平滑震荡幅度, 因此来自“稳态”政策端对于板块估值的影响相对有限。**基本面**: 依然处于行业下行区间, 但考虑到当前一二线城市韧性依存, 三四线政策对冲下行速度趋缓, 后续基本面大概率温和缓降。在此基础上, 板块估值有望企稳。回顾过去三轮及本轮周期, 发现历史底在 8-18 倍 PE 左右, 目前 (2019 年 12 月 13 日) PE(TTM)为 9.27 倍, 处于历史估值水平下沿。

图 67: 地产板块市盈率(历史 TTM_中值)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 68: 重点覆盖 A 股房企估值处于低位



资料来源: wind, 川财证券研究所

我们认为后续行业及头部房企估值或走出分化路线。对于地产板块而言，政策端的改善触发整体估值修复，当前政策端并未出现明显的放松，后续基调“以稳为主”，因此板块的估值大体企稳；而个股方面，不排除通过“内生性”的成长带来估值修复。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 13. 主流房企估值表

股票代码	公司名称	前收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (EPS)			对应 PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000002.SZ	万科 A	28.15	3181.6	3.06	3.66	4.33	9.2	7.7	6.5
600048.SH	保利地产	15.70	1873.2	1.59	2.06	2.5	9.9	7.6	6.3
600383.SH	金地集团	12.94	584.2	1.79	2.18	2.6	7.2	5.9	5.0
001979.SZ	招商蛇口	19.08	1510.4	1.93	2.31	2.82	9.9	8.3	6.8
601155.SH	新城控股	37.03	835.7	4.65	5.76	7.92	8.0	6.4	4.7
000671.SZ	阳光城	7.80	315.9	0.75	1.03	1.39	10.4	7.6	5.6
000961.SZ	中南建设	9.29	346.3	0.59	1.09	1.87	15.7	8.5	5.0
600466.SH	蓝光发展	6.97	209.8	0.75	1.13	1.69	9.3	6.2	4.1
600340.SH	华夏幸福	27.50	828.8	3.91	4.98	6.39	7.0	5.5	4.3
000656.SZ	金科股份	7.60	405.8	0.73	0.98	1.25	10.4	7.8	6.1
002146.SZ	荣盛发展	9.31	404.8	1.74	2.2	2.69	5.4	4.2	3.5
2007.HK	碧桂园	11.84	2324.4	1.55	1.93	2.28	7.6	6.1	5.2
1918.HK	融创中国	43.25	1727.0	3.74	5.64	7.2	11.6	7.7	6.0
0688.HK	中国海外发展	29.20	2875.1	4.1	4.48	5.14	7.1	6.5	5.7
0960.HK	龙湖集团	34.00	1826.4	2.73	3.16	3.82	12.5	10.8	8.9
0884.HK	旭辉控股集团	6.30	446.7	0.68	0.89	1.11	9.3	7.1	5.7
0817.HK	中国金茂	5.72	604.8	0.45	0.6	0.78	12.7	9.5	7.3

资料来源: wind, 川财证券研究所

注: 对应收盘价及市值均为 2019 年 12 月 13 日数据

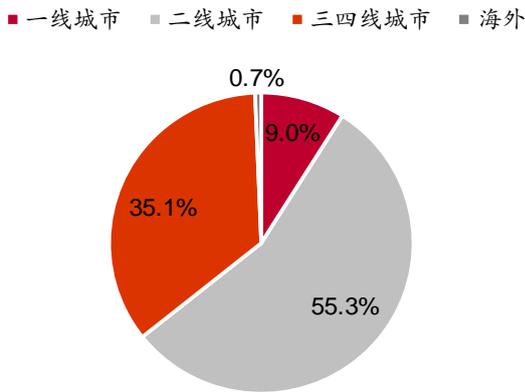
十、如何筛选标的?

我们对于标的的筛选,依然是将房地产开发链条打开,对各个时间的指标进行分析,并选取具备投资的价值标的。房地产开发链条为:拿地(土储获取)-销售(确认销售金额及销售面积)-交付(结算收入)。因此,我们对于标的的筛选将从:土储存量的“质与量”、增量的获取方式,销售周转及回款能力,成本管控水平,融资渠道及成本,杠杆水平,盈利水平,业务布局等多个维度对上市公司进行甄选。综合以上指标建议关注:保利地产、金地集团、阳光城、中南建设、万科 A、华夏幸福等。在这一小节,我们只是进行简要的指标列举,对应具体公司的详细内容请参阅我们发布的公司深度报告。

1. 维度一：土储“质”与“量”的分析

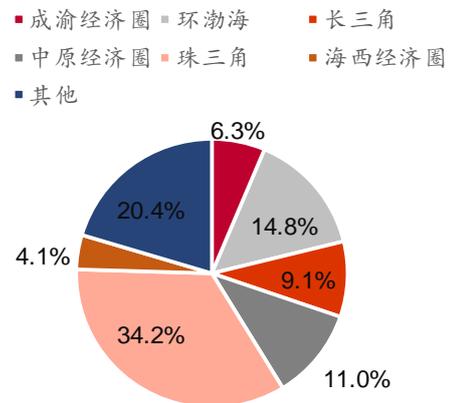
我们将土储的“质量”拆分为“质”与“量”两个更小的维度进行讨论。“质”主要由土储的布局来体现；“量”主要由土储的存量来体现。在一二线企稳、三四线走弱，都市圈协同发展的前提下，优选深耕一二线及核心都市圈的房企。

图 69：保利可售面积构成（按城市能级）



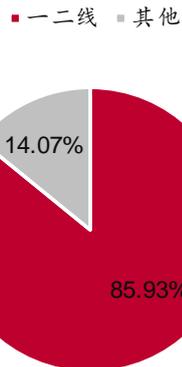
资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

图 70：保利可售面积构成（按城市群）



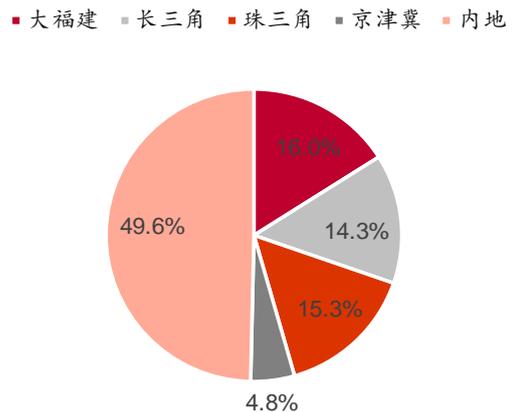
资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

图 71：阳光城土储货值构成（按城市能级）



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

图 72：阳光城土储建面构成（按城市群）



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

随着行业的发展，土地获取的方式也开始发生了变化。由早期的招拍挂为主，到近期的招拍挂结合收并购、合作开发、城市更新等方式。往往多元化拿地方式的房企具备更强的抗周期属性，一方面保证获取土地的“质优量丰”，另一方

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

面避免地价高企带来的成本及现金流压力。

表格 14. 重点房企多元化土地获取方式

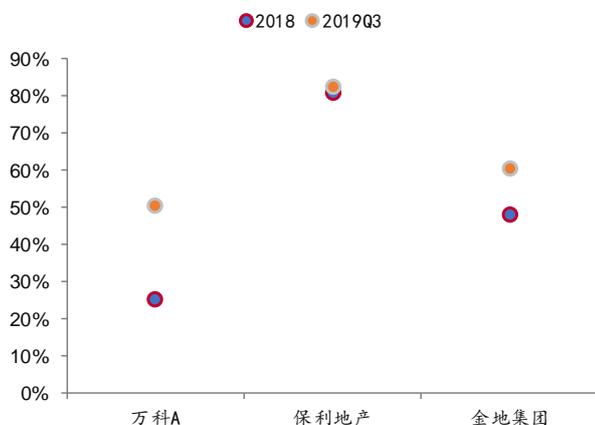
股票代码	公司名称	土储获取方式
000002.SZ	万科 A	住宅、物流等多业态获取土储
600048.SH	保利地产	央企背景，资源禀赋优先
600383.SH	金地集团	招拍挂
000671.SZ	阳光城	招拍挂+收并购，双维度拿地
000961.SZ	中南建设	招拍挂
600340.SH	华夏幸福	"产业新城+房地产"双轮驱动，1+1>2 的协同发展

资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

2. 维度二：融资渠道多元化，快周转对抗行业融资端收紧

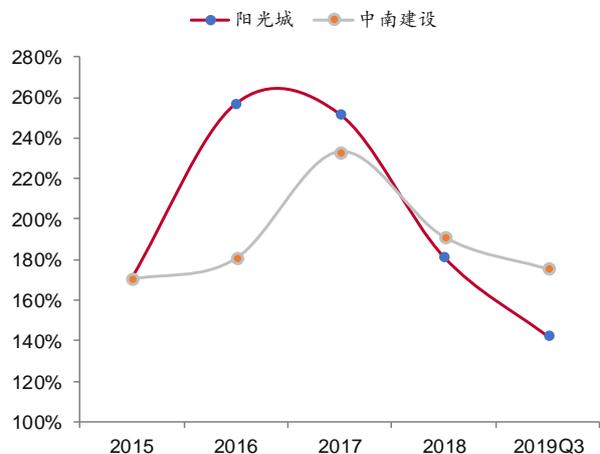
2019 年下半年开始行业资金面有所收紧，在这一背景下，具备多元化融资渠道的房企在融资端的优势将更加凸显，杠杆水平可控将为公司后续实现规模再提升提供支撑，多数房企通过快周转保证回款的同时，有效的减轻资金面带来的压力。但杠杆水平并不能作为一个单独的指标去分析，杠杆的上行如果可以匹配土储、销售以及业绩的提升，我们认为这类公司更多的需要观察公司净负债率的改善与否，即具备增加杠杆空间的稳健型房企、具备边际改善的二线弹性房企，均处于我们的筛选队列。

图 73： 头部房企杠杆可控



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

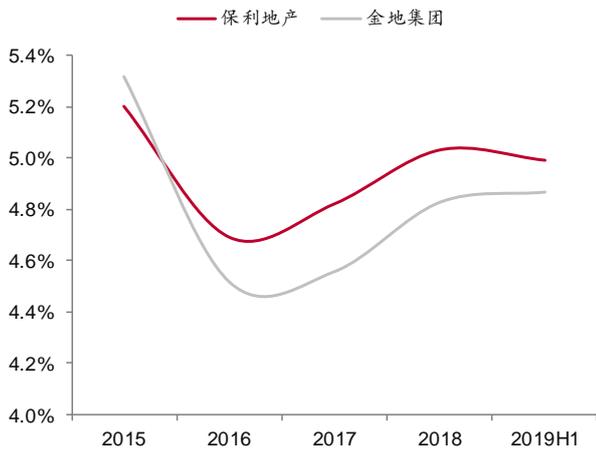
图 74： 二线房企净负债率逐步改善



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

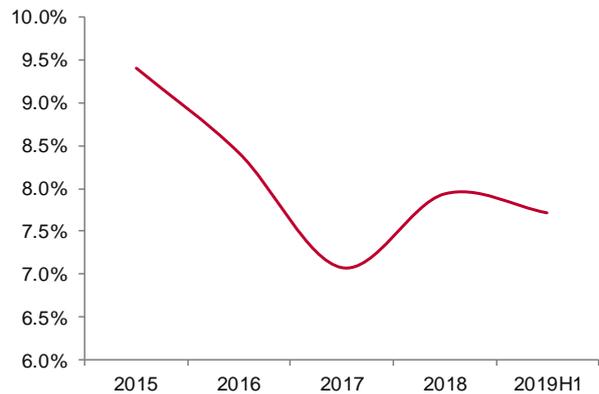
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 75: 保利、金地融资成本处于行业低位



资料来源: 公司公告, Wind, 川财证券研究所

图 76: 阳光城融资成本有所改善



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

表格 15. 重点公司融资渠道一览

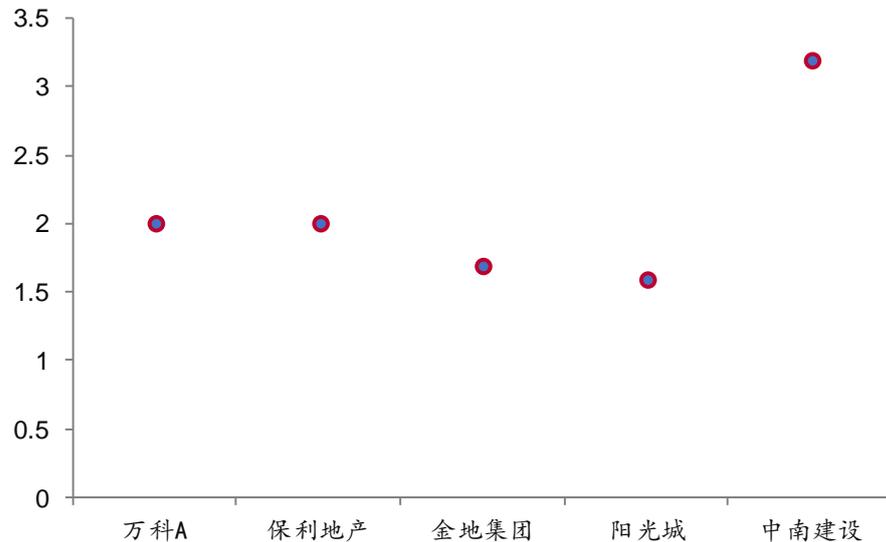
股票代码	公司名称	融资渠道
000002.SZ	万科	银行贷款、公司债券、超短期融资券、中期票据、资产证券化等
600048.SH	保利地产	以银行信贷为主, 股权融资、直接债务融资、资产证券化等为辅的多元化融资体系,
600383.SH	金地集团	中期票据、公司债、资产证券化 (ABS)、超短期融资券等
000671.SZ	阳光城	银行贷款、公司债券、中期票据、购房尾款资产支持计划、类 REITs 等
000961.SZ	中南建设	银行贷款、资产证券化、公司债券、中期票据等

资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

3. 维度三: 业绩锁定性强

我们采用预收账款对近一年营收的覆盖倍数对房企的短期业绩锁定性进行分析。指标越高, 证明公司短期内可释放业绩越强。其中, 中南建设为 3.倍 2、万科为 2.0 倍、保利 2.0 倍、金地 1.7 倍、阳光城 1.6 倍, 均高于板块平均水平, 业绩有望持续释放。

图 77: 预收款项对营业收入覆盖倍数



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

4. 维度四: 成本管控强

成本管控能力的提升,一方面带来“降本”,另一方面带来“提效”。为适应规模化扩张,头部房企积极采取市场化的激励机制与较为灵活的组织架构,提升公司的管控水平及执行效率。从销售管理费用率(销售金额口径)来看,截至2019年三季度末,万科销管费率2.77%、保利地产1.87%、金地集团2.64%、阳光城2.02%、中南建设2.46%。

表格 16. 重点公司销售管理费用率

股票代码	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019Q3
000002.SZ	万科A	3.40%	3.28%	2.86%	3.00%	2.77%
600048.SH	保利地产	2.99%	2.77%	2.17%	2.32%	1.87%
600383.SH	金地集团	4.13%	2.75%	2.76%	2.89%	2.64%
000671.SZ	阳光城	3.37%	2.38%	2.34%	2.05%	2.02%
000961.SZ	中南建设	8.84%	4.40%	2.60%	2.29%	2.46%

资料来源: Wind 资讯, 川财证券研究所

风险提示

房地产调控政策超预期收紧

房地产板块的表现受调控政策影响较为明显，我们根据基本面及政策端的表现预计未来政策以稳为主，通过一城一策进行微调。但是如果未来调控政策超预期收紧，会存在行业销量大幅下行的可能性。

资金面进一步收紧等

当前房地产板块的资金面依然偏紧。2020-2021年，行业将迎来偿债高峰期。若资金端进一步恶化，不排除杠杆水平高、负债结构差、现金流管控水平低的企业出现违约的可能性。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004