

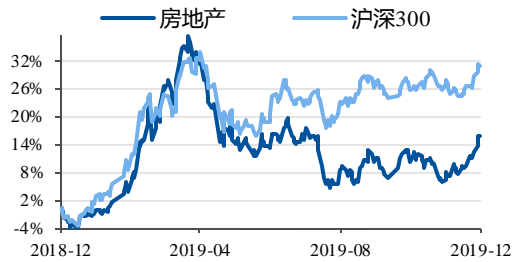
开发与后周期机会并存

2019年12月19日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
房地产	7.08	4.15	15.25
沪深300	2.17	2.76	30.46

龙靓

执业证书编号: S0530516040001  
longliang@cfzq.com

分析师

0731-84403365

韩恩瑶

hancy@cfzq.com

研究助理

18670333068

相关报告

- 《房地产: 国家统计局11月房地产行业数据点评: 销售韧性显现, 竣工继续修复》 2019-12-17
- 《房地产: 房地产行业2019年11月月报: 销售降温, 人才政策频出》 2019-12-12
- 《房地产: 国家统计局10月房地产行业数据点评: 销售面积回正, 回款快速增长》 2019-11-18

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
万科A	2.99	10.38	3.46	8.97	3.89	7.98	推荐
保利地产	1.59	9.97	1.99	7.97	2.40	6.61	谨慎推荐
招商蛇口	1.99	9.98	2.04	9.74	2.50	7.95	谨慎推荐
金地集团	1.79	7.44	2.16	6.17	2.60	5.12	推荐
招商积余	1.28	15.09	0.38	50.82	0.50	38.62	谨慎推荐
大悦城	0.77	9.30	0.70	10.23	0.82	8.73	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- **房地产开发投资增速温和回落, 托底经济作用不容忽视。**随着国内经济由过去高速增长变为中高速增长, 传统产业尤其是房地产业托底的作用不容忽视。在稳定房地产市场发展的背景下, 需求端政策调整更为灵活。但受累于土地投资不景气, 房地产开发投资增速将回落。
- **资金继续向龙头集中。**今年以来, 房地产行业融资端政策逐步收紧, 行业正在进行“供给侧改革”。银行贷款增速持续回落, 房地产信托出现净融资为负, 房企海外债2020-2021迎来偿债高峰。在行业融资整体收紧的背景下, 资金有望进一步向头部房企集中。
- **销售走弱中集中度加速提升。**从中长期来看, 一二线及都市圈内部分强三线城市受益于都市圈的发展, 以其核心区域土地稀缺性和占据具有人口、产业等集中的优势, 将表现出更优质的销售韧性。但由于棚改的拉动作用不及过往, 三四线销售将走弱。综合来看, 2020年销售将弱于2019年, 在销售走弱中, 行业集中度将呈现加速上升的趋势。
- **竣工复苏带来后周期机会。**根据房地产开发周期, 2016年以来新开工的高增速向竣工的传导是显然的, 预计2020年房地产竣工面积增速将回升至7%左右, 开工竣工增速剪刀差将反转。随着竣工的复苏, 地产后周期板块有望迎来趋势性发展。物业管理板块中, 随着行业的发展, 未来市场份额有望进一步向龙头集中。商业运营的核心是通过明确的定位、优质的招商和各类业态的合理配合有效提升租金水平, 拥有品牌优势和优异商业运营能力的运营商将脱颖而出。
- **投资建议:** 目前行业估值处于历史底部, 在维持行业稳定健康发展的大背景下, 维持行业“同步大市”评级。行业中开发板块和后周期板块均有投资机会, 开发企业中, 在行业集中度提升过程中优选龙头, 建议关注万科A、保利地产, 在业绩增速亮眼的主流房企中, 建议关注招商蛇口、金地集团; 后周期板块中, 物业板块建议关注招商积余, 商业运营板块建议关注大悦城。
- **风险提示:** 行业销售弱于预期; 行业融资政策进一步收紧。

## 内容目录

<b>1 房地产投资增速温和回落</b>	<b>4</b>
1.1 房地产托底经济增长作用仍在	4
1.2 需求端政策调整更加灵活	4
1.3 2020 年房地产投资增速将温和回落	5
<b>2 资金继续向龙头集中</b>	<b>7</b>
2.1 行业融资政策仍然较紧	7
2.2 外部融资均收缩	8
2.3 资金继续向头部房企集中	10
<b>3 销售走弱中集中度提升</b>	<b>11</b>
3.1 回顾 2019，销售好于预期	11
3.2 挖掘都市圈结构性机会	12
3.3 2020 年对三四线棚改拉动将弱于过往	13
3.4 销售走弱中行业销售集中度提升	14
3.4.1 价格让步对需求推动边际效应减弱	14
3.4.2 利率稳中有降，稳定市场需求	15
3.4.3 行业销售集中度继续提升	16
<b>4 竣工复苏带来后周期机会</b>	<b>17</b>
4.1 开工增速剪刀差反转	17
4.2 物业管理：集中度提升中龙头受益	18
4.3 商业管理：运营能力决定价值	19
<b>5 投资机会：开发与后周期机会并存</b>	<b>20</b>
5.1 开发板块机会	22
5.1.1 行业集中度提升，龙头屹立	22
5.1.2 业绩为王，优选高增长标的	22
5.2 地产后周期板块机会	23
5.2.1 物业管理板块	23
5.2.2 商业管理板块	24
<b>6 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：GDP 值及增速（亿元，%）	4
图 2：GDP：房地产业及信息传输、软件和信息技术服务业（%）	4
图 3：房地产开发投资完成额（构成）	6
图 4：房地产开发投资完成增速（构成）	6
图 5：土地购置费（亿元，%）	6
图 6：土地购置面积（万平方米，%）	6
图 7：房地产开发到位资金	9
图 8：房地产开发到位资金结构	9
图 9：房地产资金信托净增加规模（亿元）	9
图 10：房地产信托月度发行情况	9

图 11: 房企海外债到期规模 (亿元)	10
图 12: A 股房企净负债率 (%)	11
图 13: A 股房企现金短债比	11
图 14: 商品房销售面积 (统计局数据)	12
图 15: 30 大中城市成交面积	12
图 16: 30 大中城市商品房成交情况	12
图 17: 30 大中城市商品房累计成交增速 (分层级城市)	12
图 18: 出生人口数	13
图 19: 人口自然增长率 (%)	13
图 20: 历年棚改规模	14
图 21: PSL 和棚改专项债规模	14
图 22: 百城住宅价格指数 (%)	15
图 23: 百城住宅同比价格指数 (分层级城市, %)	15
图 24: 70 个大中城市新建商品房价格同比涨幅 (%)	15
图 25: 70 个大中城市二手住宅价格同比涨幅 (%)	15
图 26: 平均房贷利率 (%)	16
图 27: LPR 报价 (%)	16
图 28: 房地产行业集中度 (按销售面积, %)	16
图 29: 开竣工增速 (%)	17
图 30: 商品房待售面积 (万平方米)	18
图 31: 库存去化周期 (月)	18
图 32: 物业管理行业集中度 (%)	19
图 33: 网上商品和服务零售额增速 (%)	20
图 34: SW 房地产 PE 分位	21
图 35: SW 房地产 PB 分位	21
图 36: SW 房地产 PE、PB	22
图 37: SW 房地产 PE、PB 相对 A 股折价	22
表 1: 部分地区人才政策	5
表 2: 2019 年 1-11 月房企新增土地情况	6
表 3: 房地产行业 2019 年融资政策	7
表 4: 老旧小区改造政策	18

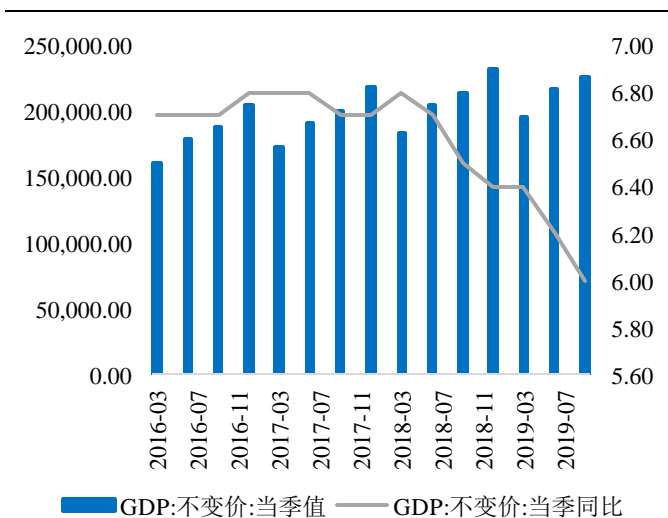
## 1 房地产投资增速温和回落

### 1.1 房地产托底经济增长作用仍在

从 2015 年李克强总理在召开的政府会议中首次提出新旧动能转换以来，新动能的确实受到政策的大力支持。但随着经济由过去高速增长变为中高速增长，尤其今年以来，国内经济增速持续放缓，GDP 增速由过去 30 年的平均 10% 下降至 2019Q3 的 6%。在经济新常态背景下，新经济对于经济增长贡献和重要性日益提高，但是在经济增速放缓的过程中，新经济增长速度也相应放缓，而传统产业仍然是经济发展的重要支撑，**新旧动能转换的进程仍有一段长路，传统产业在经济增速放缓过程中的托底作用不容忽视。**其中，房地产行业 GDP 在三季度回升至 4.2%，托底经济增速。

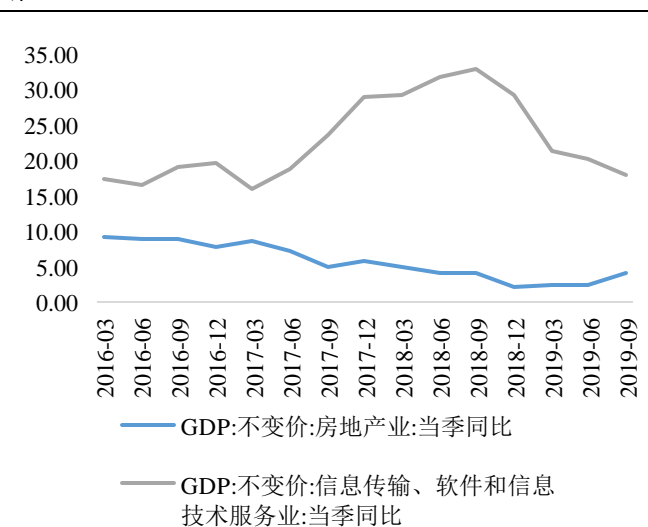
房地产作为稳定投资的重要抓手之一，尽管从房地产业 GDP 增速和整体 GDP 增速来看，随着经济发展推进，房地产对于经济的拉动作用在逐渐减弱，但由于房地产涉及上下游产业链长，上游涉及建筑、建材等行业，下游涉及家电、轻工、汽车等行业，**房地产经济影响范围依旧较广，因而，在经济增速下行压力不减的时期，房地产拖底经济增速的重要地位仍难以动摇。**

图 1：国内 GDP 值及增速（亿元，%）



资料来源：wind，财富证券

图 2：GDP：房地产业及信息传输、软件和信息技术服务业（%）



资料来源：wind，财富证券

### 1.2 需求端政策调整更加灵活

12 月召开的中央政治局会议没有提及房地产，而中央经济工作会议对房地产市场表述为“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”。与 7 月政治局会议的表述中不同的是，没有重申“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。因而，在目前行业

政策处于较紧的状态下，预计政策将不再进一步收紧，相比起上半年全行业持续收紧的状态，未来行业政策存在边际放松迹象，大方向政策主要以稳定房地产市场发展为核心。

从微观各地区层面政策来看，调控政策呈现分化格局，有松有紧。4-5月，住建部先后两次对佛山、苏州、大连等房价、地价涨幅较大的城市进行预警，而后多个房价、地价涨幅明显的城市均收紧了购房政策。下半年以来，三亚、南京、佛山等多地政府通过人才新政，针对各类人才的刚性购房需求“定向放松”，为当地楼市补充活力，并以此留住人才和产业。同时，从政策制定主体来看，政策调整由省市一级进一步下沉至区一级。例如，继南京市高淳区限购调整后，南京市六合区也进行购房资格调整；苏州、成都等也出现了“一城多区多策”的购房政策微调。因而，政策的调整变得更加灵活，对于部分房价、地价涨幅过大的城市或者区域，政府将收紧调控，而对于部分房价、地价有大幅下跌趋势的城市或者区域，政府或将略微放松房地产政策。

**表 1：部分地区人才政策**

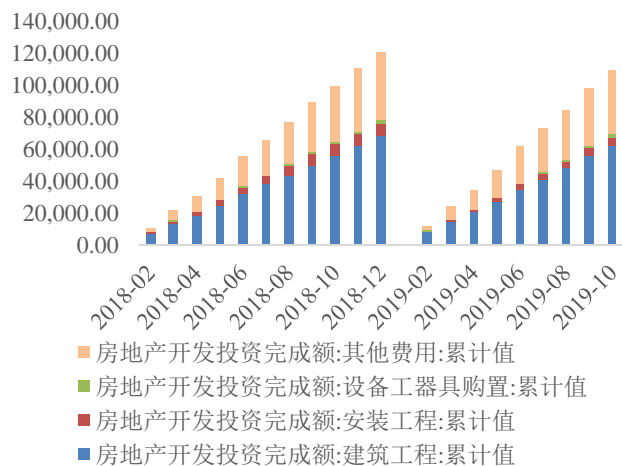
时间	省份	城市	人才政策内容
20191129	广东	佛山	在佛山工作、具有本科及以上学历或中级工及以上职业资格的人才，首套购房不受户籍和个税、社保缴存限制。 1、各类人才均适用，机关事业单位人才首次纳入政策范围。 2、全市可售商品房均对人才优先供应。 3、人才购房最优先，按人才优先、其他购房人递进的顺序选房。 商品住房供应人才对象有七类： 在南京工作，相当于《南京市人才安居办法》中的A—E类人才；在南京工作，取得博士学位的人才；在南京登记注册的规上企业、高新技术企业、已备案新型研发机构工作，取得硕士学位的人才；在南京登记注册的规上企业、高新技术企业、已备案新型研发机构工作，取得高级技师及以上职业资格的高技能人才；在南京登记注册的企业工作，年纳税收入50万元及以上的企业高级管理人才和技术骨干；在南京工作，通过南京市高层次人才举荐委员会认定，并经市委市政府批准的举荐人才。以上六类人才须同时具备与单位签订1年以上劳动合同，在南京缴纳社会保险或个人所得税。以及第七类，经南京市政府批准的其他人才。以上供应对象不限户籍，包含海外人才和港、澳、台人才。
20191107	江苏	南京	1、实际引进并在三亚工作但尚未落户的各类人才，符合琼人才局通〔2019〕24号文件精神缴纳个人所得税或社会保险，本人可申请购买1套住房。 2、实际引进并在三亚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。 3、柔性引进的各类高层次人才，聘期在3年以上且已在海南服务1年以上的，经认定，在购房方面可享受本地居民同等待遇。
20191021	海南	三亚	人才“居转户”（居住证转户籍）年限从原来的7年缩短到5年，核心人才进一步缩短到3年。
20190806		上海（临港）	对于非本市户籍人才购房资格，由居民家庭调整为个人。新片区购房需要缴纳个税或者社保年限由5年缩短到3年。

资料来源：国信房地产信息网，财富证券

### 1.3 2020年房地产投资增速将温和回落

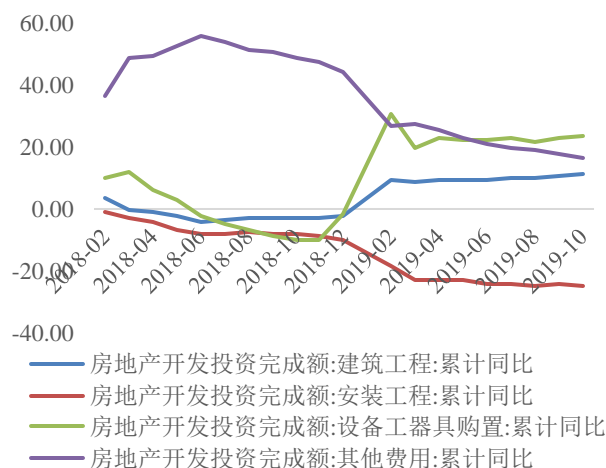
2019年1-10月，房地产开发投资完成额10.96万亿元，同比增长10.30%，增速维持高位。与2018年房地产开发投资的高增速对比，2018年上半年，房地产开发投资增速主要依靠土地投资拉动，而今年开发投资的高增速主要依靠建筑工程拉动。

图3：房地产开发投资完成额（亿元）



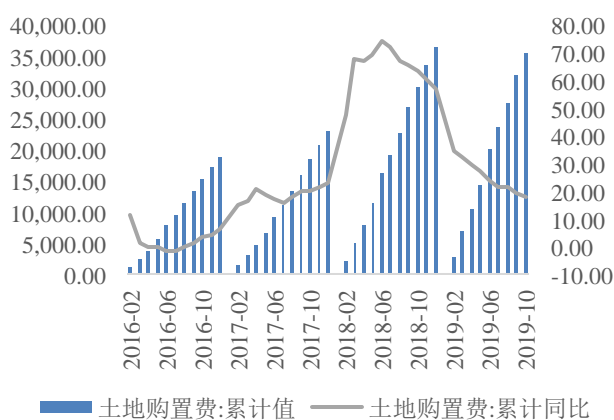
资料来源：wind，财富证券

图4：房地产开发投资完成增速（%）



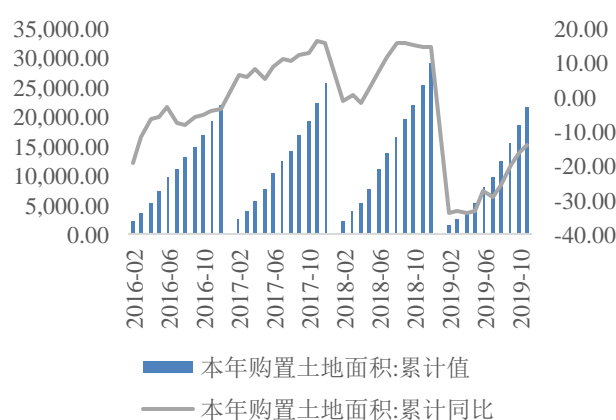
资料来源：wind，财富证券

图5：土地购置费（亿元，%）



资料来源：wind，财富证券

图6：土地购置面积（万平方米，%）



资料来源：wind，财富证券

表2：2019年1-11月房企新增土地情况

	房企	2019年1-11月		增速	
		新增土地价值（亿元）	新增建面（万平方米）	新增土地价值	新增建面
1	碧桂园	2140.4	6978.7	-31.9%	-46.0%
2	万科	2134.2	3608.1	-13.0%	-17.0%
3	融创中国	1361.2	4738.6	-2.6%	-11.5%
4	中海地产	1149.1	1014.6	24.4%	-21.7%
5	保利发展	1136.7	1810.9	-33.5%	-36.5%
6	华润置地	1113.1	1592.6	-6.2%	-14.2%

7	龙湖集团	1018.9	1472.4	-3.3%	-17.7%
8	绿地控股	998.9	3780.2	24.4%	-12.9%
9	金地集团	810.2	1092.5	1.7%	49.5%
10	招商蛇口	788.8	1214.0	-6.1%	17.7%

资料来源：克而瑞，财富证券

土地投资方面,从 2018 年下半年以来,土地投资开始走弱,土地投资增速下滑贯穿 2019 年全年。2019 年 1-11 月,土地购置面积同比下滑 14.2%,但下半年以来房企补库存需求明显,房企拿地力度有所回升。在土地市场低迷的市场中城市间分化明显,一二线及部分强三线城市土地市场热度较高,而低层级城市市场则降温明显。从房企拿地数据看,今年以来除了部分房企逆势扩张外,头部房企拿地大多放缓。展望 2020 年,一方面,稳地价预期下土地市场回归理性,同时由于土地购置费有一定滞后,2019 年的土地市场低迷将继续拖累后续土地投资增速,另一方面,房企销售不减拿地力度减弱,新的一年存在一定补货意愿,综合来看,土地投资增速下滑的趋势或将减缓。建安工程方面,施工面积维持高位下托底房地产开发投资,预期 2020 年施工面积体量依然较大,建安投资增速依然高位。

综合来看,土地投资增速回落将影响房地产开发投资增速继续回落。

## 2 资金继续向龙头集中

### 2.1 行业融资政策仍然较紧

今年以来,房地产行业融资端政策逐步收紧,行业正在进行“供给侧改革”,先后从控制银行信贷流向及投放规范、控制房企海外发债仅能用于置换债、控制房地产信托投放规范及整体规模等角度对房企融资政策进行收紧。目前,融资端政策收至历史较紧程度。中国人民银行行长易纲在《求是》上撰文指出,坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位,按照因城施策原则,加强对房地产金融市场的宏观审慎管理,强化对房地产整体融资状况的监测,综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节。从表述来看,预计行业融资端政策进一步大幅收紧的可能性较小,但“加强对房地产金融市场的宏观审慎管理”的表述显示政策放松预期依然不高,行业融资政策将以稳于目前状态为主,进行部分局部微调。

表 3: 房地产行业 2019 年融资政策

时间	部门	文件/会议	具体内容
20190731	央行	银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	1、保持个人住房贷款合理适度增长,严禁消费贷款违规用于购房; 2、加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理; 3、加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示,合理管控企业有息负债规模和资产负债率。

20190712	国务院办公厅	关于房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知	<p>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。</p> <p>关注银行业务中的“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”现象。</p>
20190517	银保监会	关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知	<p>关注信托业务中的“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项目直接提供融资，或通过股权投资+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”现象。</p> <p>金融资产管理业务中的“未执行关于房地产业务的各项政策和监管要求”现象和金融租赁“违规开展房地产业务”现象。</p>
20190417	银保监会	/	<p>继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长。</p> <p>多措并举促进信用债发行，稳步发展资产证券化，同时要加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制。</p>
20190226	央行	金融市场工作会议	

资料来源：中国政府网，财富证券

## 2.2 外部融资均收缩

2019年1-10月，房地产开发到位资金累计14.52万亿元，同比增长7%。从结构上来看，来源于房企销售回款的定金及预收款和个人按揭贷款依然是房企资金主要来源。1-10月，定金及预收款同比增长9.4%，个人按揭贷款同比增长14.10%，增速回升，按揭贷款同比增速更是创下了2017年4月以来新高。

**银行贷款方面：**9月末，人民币房地产贷款余额为43.3万亿元，同比增长15.6%，增速连续14个月回落。前三季度，新增房地产贷款4.6万亿元，占同期人民币贷款新增量的33.7%，比去年全年占比降低6.2个百分点。房地产贷款余额增速持续回落，新增贷款占比回落，均反映出行业银行贷款处于持续收紧中，融资环境依旧紧张。

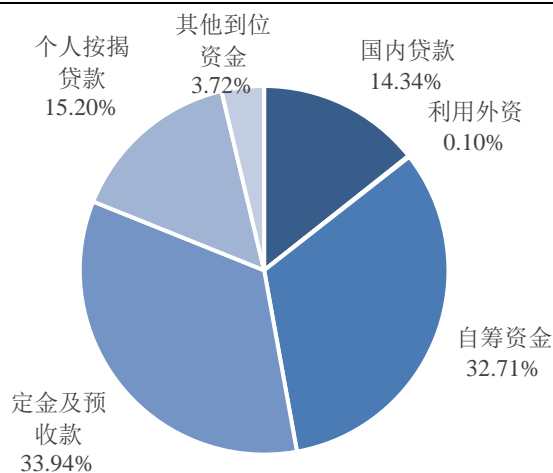


图 7：房地产开发到位资金



资料来源：wind，财富证券

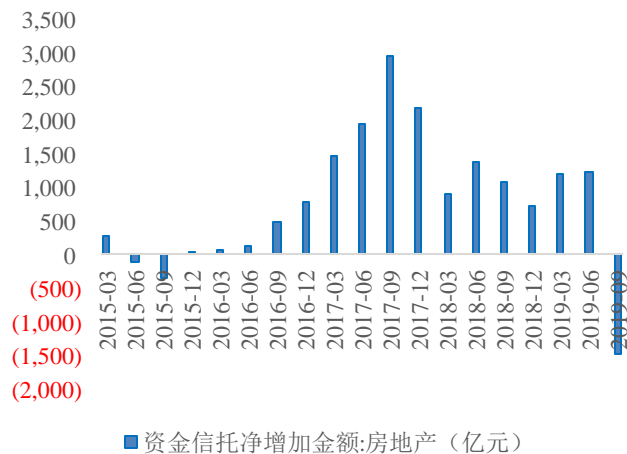
图 8：房地产开发到位资金结构（2019 年 11 月）



资料来源：wind，财富证券

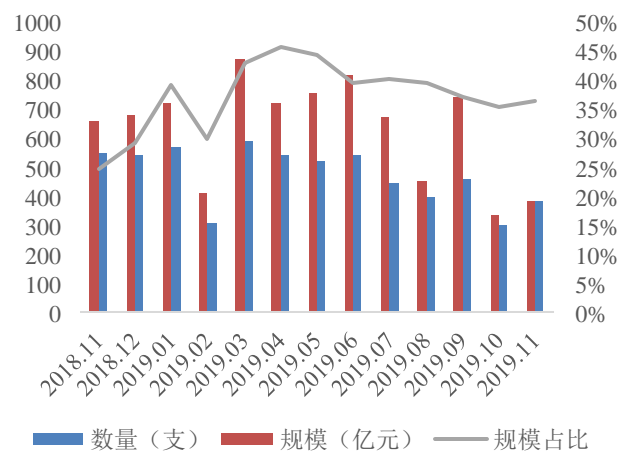
**信托方面：**房地产信托是房企银行贷款的重要补充，11 月底中国信托业协会发布的 2019 年三季度末信托公司主要业务数据显示，信托资金投向房地产的余额为 2.78 万亿元，较二季度末减少 1480.67 亿元，环比下降 5.05%，自 2015 年四季度以来，首次出现新增规模的环比负增长。从房地产信托月度发行情况来看，11 月房地产信托发行 386 支，规模 386.45 亿元，规模占比 24.69%，房地产信托发行规模收缩，规模占比也呈现出缓慢下降的趋势。房地产信托的环比减少同样显示出行业融资环境持续紧张。

图 9：房地产资金信托净增加规模（亿元）



资料来源：wind，财富证券

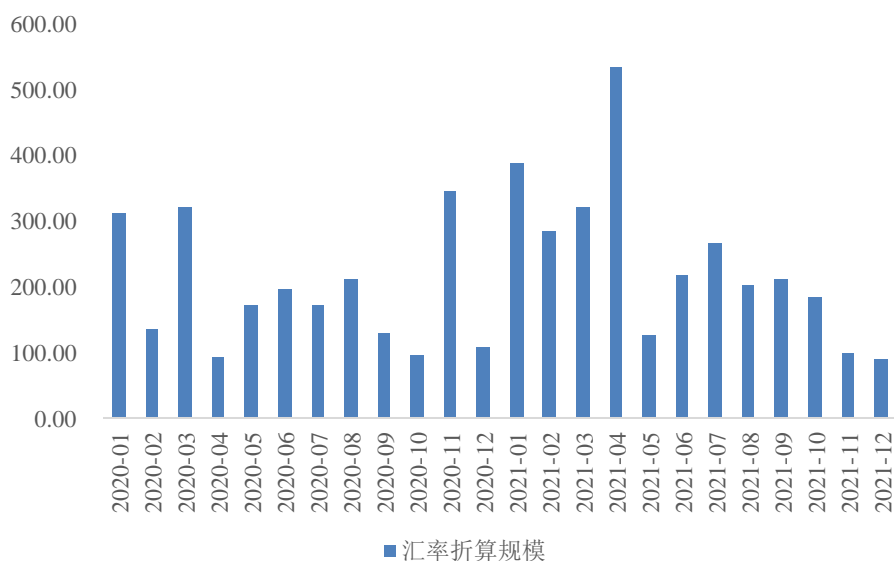
图 10：房地产信托月度发行情况



资料来源：用益信托网，财富证券

**海外债方面：**国务院办公厅 7 月表示，“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。”而根据 wind 统计数据，经汇率换算，2019 年全年到期规模约 1785.27 亿元，而 2020、2021 年房企海外债务到期规模分别为 2295.23 亿元和 2919.85 亿元，2020 年全年到期规模比 2019 年增加 28.56%，行业继续迎来偿债小高峰。而未来海外发债仅能用于置换境外债务，发债审核也相继趋严，房企偿债压力将加大。

图 11：房企海外债到期规模（亿元）



资料来源：wind，财富证券

注：折算汇率 1USD=7.01CNY, 1HKD=0.90CNY, 1SGD=5.18CNY

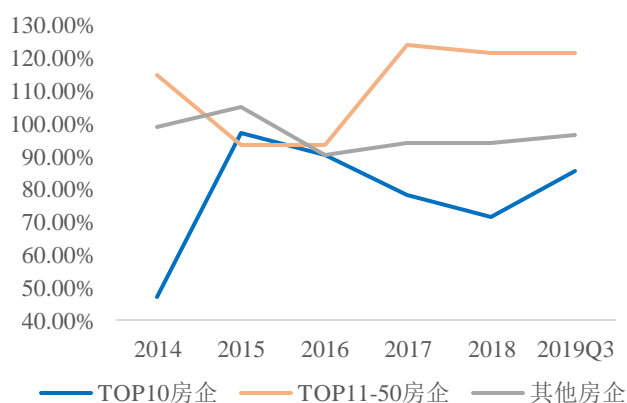
### 2.3 资金继续向头部房企集中

房企在申请融资时，金融机构主要从销售规模、成长性、偿债能力、杠杆水平（净负债率）等角度来综合考量。在销售规模和成长性方面，头部房企将继续占据优势。偿债能力和杠杆水平我们用现金短债比和净负债率来衡量。

对上市房企进行梳理后，我们不难发现，头部房企不仅在房企品牌影响、销售规模上占据优势，在偿债能力方面龙头房企也相对较优，TOP10 头部房企净负债率水平相对更低，因而，在资本市场上也更容易受到资金方的青睐。未来市场资金更将进一步向头部房企倾斜，资金集中度进一步提升。而第 11-50 位房企过去由于争抢市场份额而选择加杠杆，偿债压力相对头部房企偏大，杠杆水平偏高，但由于第 11-50 位房企其销售成长性相对较好，外部融资依然相对通畅。

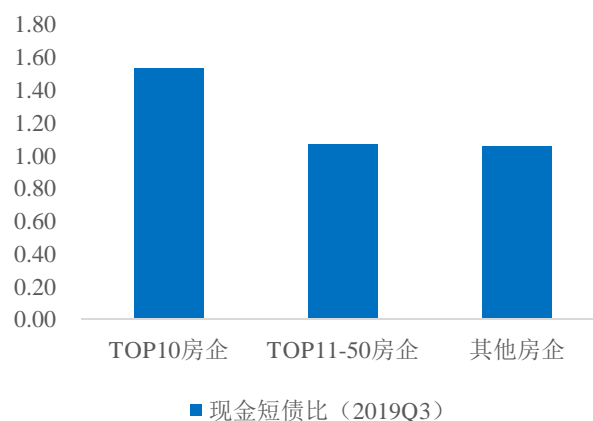
因而，受益于头部房企自身相对优异的销售回款能力，头部房企资金压力更小，同时未来行业外部融资将呈现出“僧多粥少”的局面，外部融资渠道进一步向头部房企集中。

图 12: A 股房企净负债率 (%)



资料来源: wind, 财富证券

图 13: A 股房企现金短债比



资料来源: wind, 财富证券

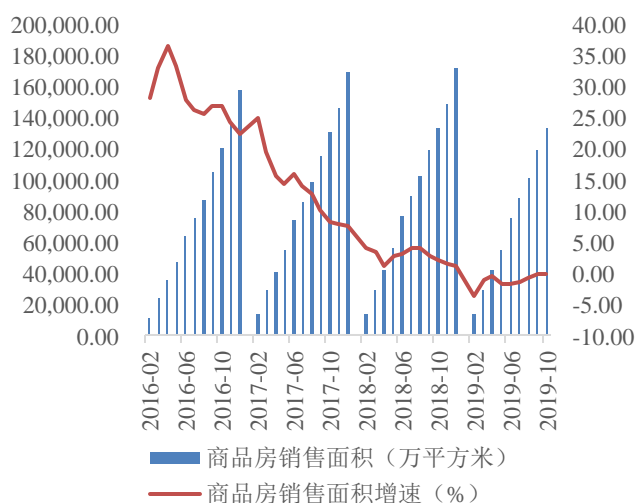
### 3 销售走弱中集中度提升

#### 3.1 回顾 2019，销售好于预期

我们先对销售情况进行回顾，2019 年行业销售整体好于我们预期。

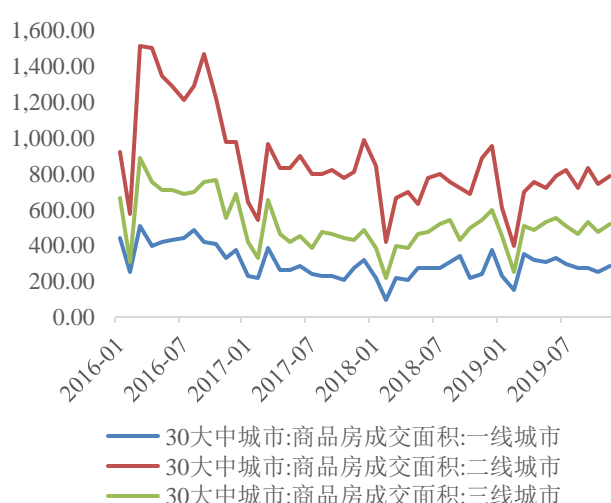
2018 年 9 月起商品房销售面积增速开始下滑，今年 1-9 月，商品房销售面积增速一直处于负区间，直至 10 月“金九银十”行情中多数房企加大营销力度，拉动商品房销售，销售面积增速由负区间转正至 0.1%。从 30 大中城市销售情况来看，1-11 月，30 大中城市商品房累计成交 16139 万平方米，同比增长 5.49%。上半年，30 大中城市商品房销售增速修复提升较快，下半年以来，增速开始放缓。30 大中城市样本主要为一二线城市及部分强三线城市，不难发现，上半年一线城市和三线城市商品房销售首先企稳后增速放缓，二线城市销售增速在底部不断修复回升。而统计局数据显示在下半年销售面积增速逐渐回升修复。30 大中城市数据与统计局数据的差异，反映出下半年以来三四线城市显示的销售韧性。

图 14: 商品房销售面积 (统计局数据)



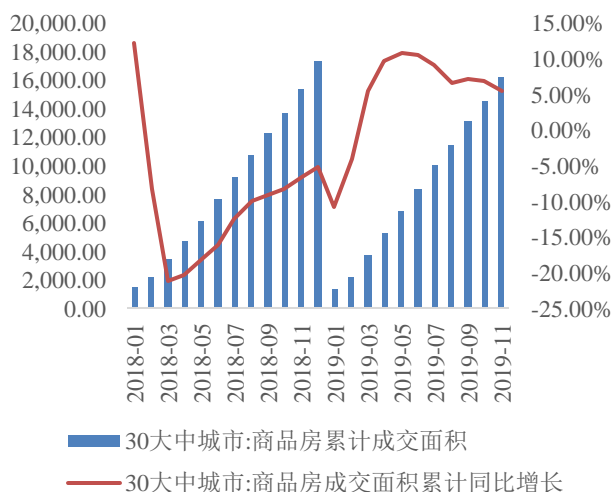
资料来源: wind, 财富证券

图 15: 30 大中城市成交面积 (万平方米)



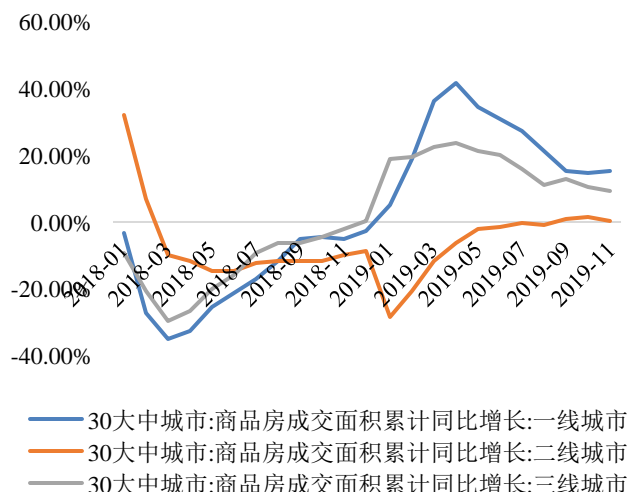
资料来源: wind, 财富证券

图 16: 30 大中城市商品房成交情况 (万平方米)



资料来源: wind, 财富证券

图 17: 30 大中城市商品房累计成交增速 (分层级城市)



资料来源: wind, 财富证券

### 3.2 挖掘都市圈结构性机会

2018 年我国出生人口数 1532 万人，较 2017 年下降 11.61%，出生人口数创 1962 年以来新低。2018 年自然增长率 3.81%，更是创下新低。中长期来看，我国人口增速逐渐放缓，人口红利逐渐减退。

尽管总人口红利减退，但随着城镇化进程的推进和国家政策的引导，一二线城市及都市圈城市均有望获得结构性红利。2019 年 2 月，在《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》中提出目标，“到 2022 年，都市圈同城化取得明显进展，基础设施一体化程度大幅提高，阻碍生产要素自由流动的行政壁垒和体制机制障碍基本消除，成本分担和利

益共享机制更加完善，梯次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、环境和谐宜居的现代化都市圈。到 2035 年，现代化都市圈格局更加成熟，形成若干具有全球影响力的都市圈”。紧接着 3 月，发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》，提到“加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设；扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估，研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极；有序推动哈长、长江中游、北部湾、中原、关中平原、兰州—西宁、呼包鄂榆等城市群发展规划实施，建立健全城市群协调协商机制”。都市圈依然存在结构性的政策倾向。

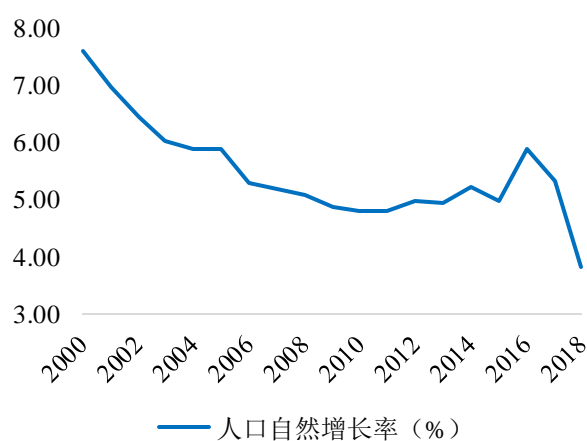
在过去几年中，一二线城市调控严格，销售表现不尽如人意，但从中长期来看，一二线及都市圈内部分强三线城市受益于都市圈的发展，仍将以其核心区域土地稀缺性的特点，占据具有人口、产业等集中的优势，从而表现出更优质的销售韧性。

图 18：出生人口数



资料来源：wind，财富证券

图 19：人口自然增长率 (%)



资料来源：wind，财富证券

### 3.3 2020 年对三四线棚改拉动将弱于过往

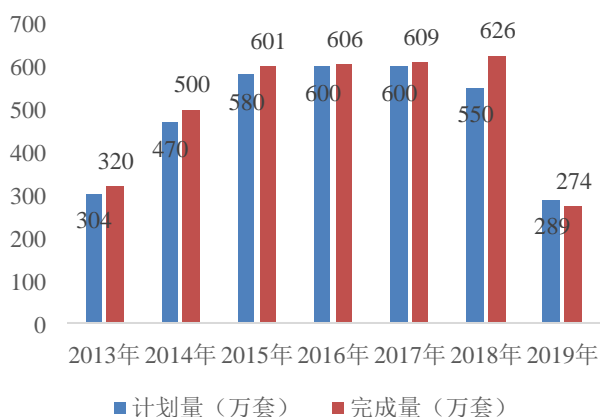
过去，三四线销售火热的重要因素源自棚改工作的开展。2018-2020 年，国家计划完成棚改 1500 万套。其中，2019 年棚改目标 289 万套，截至 9 月棚改已完成 274 万套，完成目标的 94.81%，投资额超过 9400 亿元。棚改工作逐步推进对三四线城市商品房销售具有一定拉动作用，但拉动作用具有一定滞后性。根据 2018-2020 年三年棚改计划目标及完成情况，2020 年棚改目标剩余 550 万套左右，目标高于 2019 年。

棚改资金主要来源于 PSL 和棚改专项债，从二者规模来看，棚改专项债又占据主要地位。9 月，国务院常务会议上提出“根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。专项债资金不得用于土地储

备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”。11月27日，财政部提前下达了2020年部分新增专项债务额度1万亿元，预计2020年全年新增专项债额度约3万亿元，提前下达的额度约占总新增额度的33%，提前下达的专项债新增额度不能用于棚改，而余下的2万亿专项债额度则与2019年全年专项债规模基本持平。因而预计2020年棚改工作规模基本与2019年持平。

由于棚改规模基本与2019年持平，同时考虑到棚改工作对销售拉动的滞后性，2019、2020年棚改规模明显小于2018年，因而2020年棚改对于三四线销售的拉动或将弱于过往。

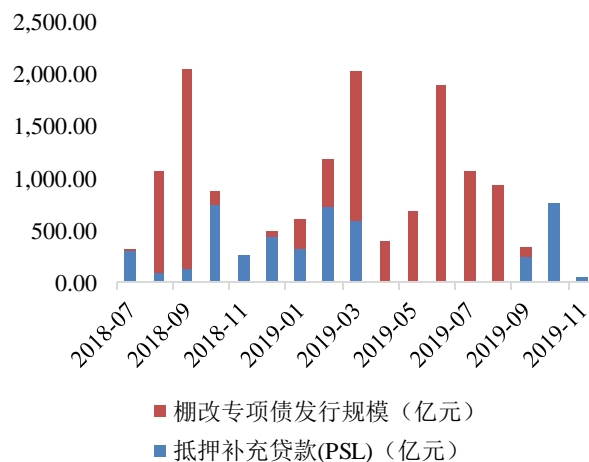
图 20：历年棚改规模



资料来源：住建部，财富证券

注：2019年完成量为1-9月数据

图 21：PSL 和棚改专项债规模



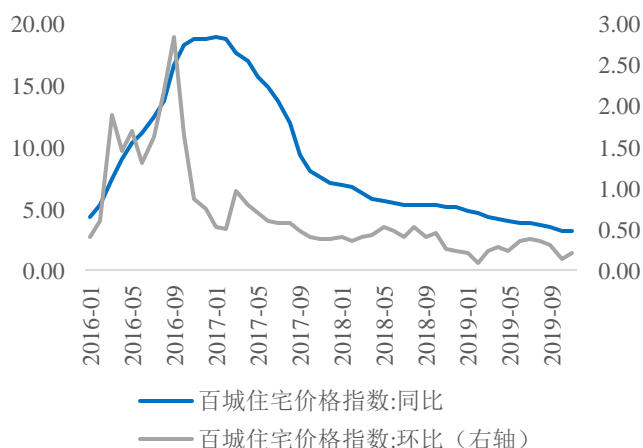
资料来源：wind，财富证券

### 3.4 销售走弱中行业销售集中度提升

#### 3.4.1 价格让步对需求推动边际效应减弱

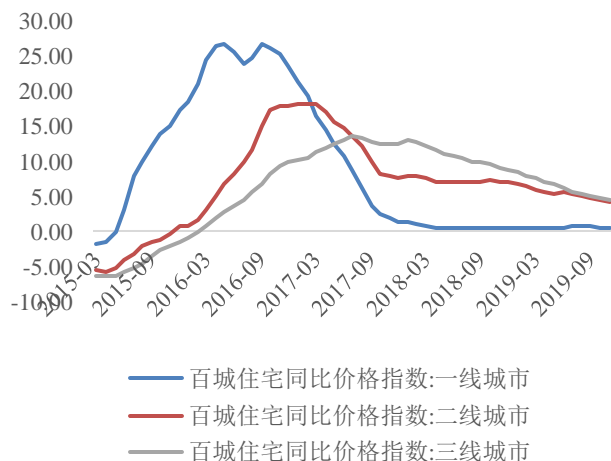
从价格上来看，百城住房销售价格同比涨幅继续收窄。从统计局公布的70个大中城市商品房价格数据来看，除了一线城市同比涨幅稳中有升外，二三线城市房价同比涨幅显著收窄，甚至更能反映市场真实需求的二手住宅价格也持续走弱，反映出市场销售韧性大多由房企以价换量支撑。一方面，未来价格让步对需求入市推动的边际效应将逐渐减弱，另一方面，价格涨幅的收窄也将继续抑制市场投资预期，市场回归真实需求，从两方面综合来看，市场需求将继续走弱。

图 22：百城住宅价格指数 (%)



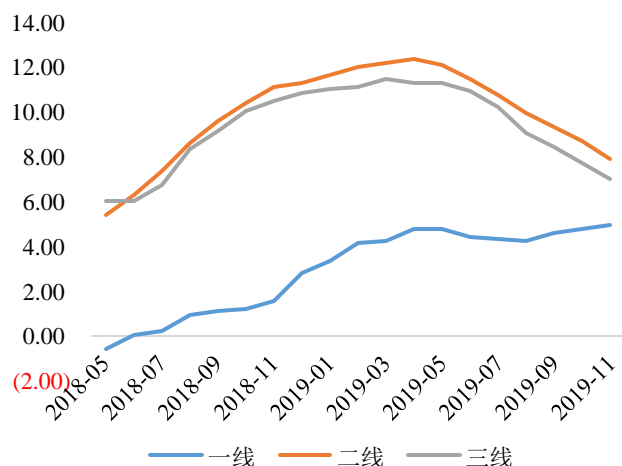
资料来源：wind，财富证券

图 23：百城住宅同比价格指数 (分层级城市, %)



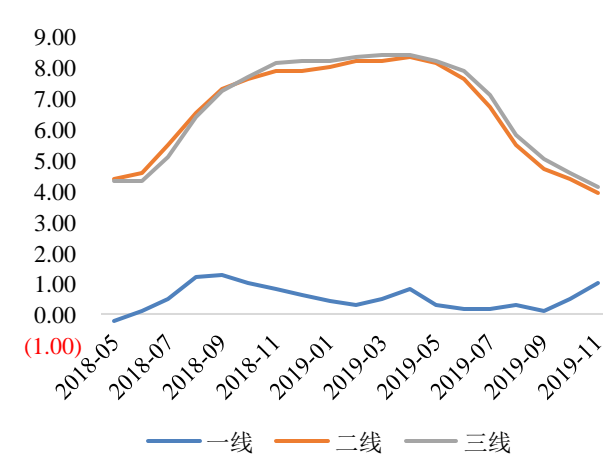
资料来源：wind，财富证券

图 24：70 个大中城市新建商品房价格同比涨幅 (%)



资料来源：国家统计局，财富证券

图 25：70 个大中城市二手住宅价格同比涨幅 (%)

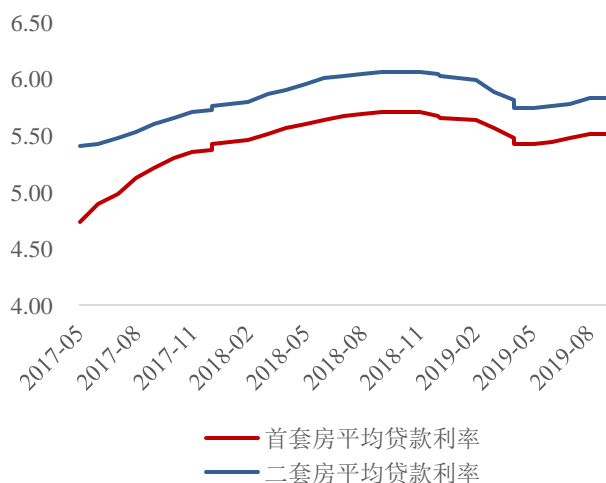


资料来源：国家统计局，财富证券

### 3.4.2 利率稳中有降，稳定市场需求

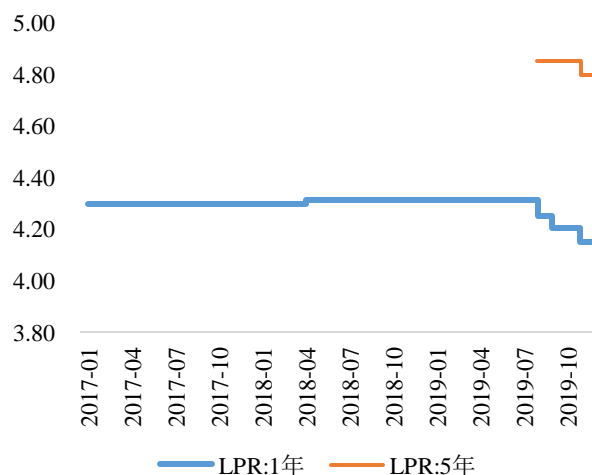
从需求端利率来看，5 月以来，房贷利率有所上行，根据融 360 数据，10 月首套房平均贷款利率 5.52%，二套房平均贷款利率 5.84%。8 月，央行发布改革完善 LPR 形成机制公告，新的 LPR 形成机制的形成，有利于疏通货币政策传导机制，提高市场配置资源的效率，促进降低市场融资成本。紧接着，央行发布个人房贷利率新规，调整了房贷利率基准和调整机制。11 月，5 年期 LPR 利率下调 5 个 bp，或由于临近年末，银行房贷额度逐渐趋紧，落实到购房者实际房贷利率上，并未见下调或其他明显反应。展望 2020 年，考虑到全社会资金利率均处于温和下行的环境中，房贷利率也将趋于下降，对于房地产需求端存在一定刺激作用。但考虑到行业政策仍然以坚持“房住不炒”为主基调，房贷利率放松空间依然相对有限。利率稳中有降，其关键意义在于 LPR 灵活的利率调整机制更有助于稳定市场需求。

图 26：平均房贷利率 (%)



资料来源：融 360，财富证券

图 27：LPR 报价 (%)



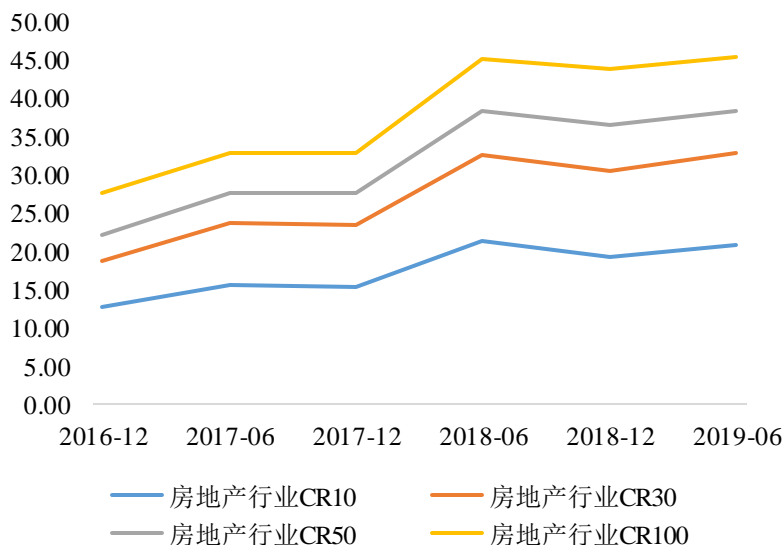
资料来源：wind，财富证券

### 3.4.3 行业销售集中度继续提升

综合来看，行业整体需求将弱于 2019 年全年，预计商品房销售面积增速约在 -3% 左右。在行业的不断发展中，除了 2018 年由于棚改对三四线商品房销售的大幅拉动，三四线小房企销售受益更深以外，在其他时期整个行业均呈现出集中度提升的趋势，至 2019 年上半年，房地产行业 CR10、CR30 分别达到 20.65%、32.63%。

展望未来，一方面，随着供给端资金趋向头部房企集中，从房企供货角度出发，资金将推动房企开发供货，因而销售也将随之向头部房企集中；另一方面，未来销售继续走弱的趋势中，市场大繁荣不再，房企更将趋向精细化管理，更注重成本控制、产品品质控制等方面，从而具有品牌效应、成本管理优势的头部房企仍将脱颖而出，行业销售集中度将呈现加速提升趋势。

图 28：房地产行业集中度（按销售面积，%）



资料来源：wind，财富证券



## 4 竣工复苏带来后周期机会

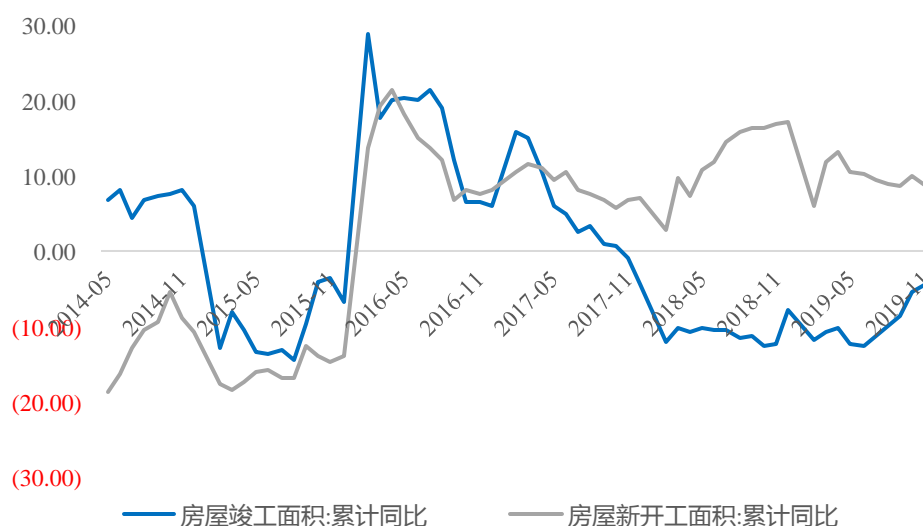
### 4.1 开竣工增速剪刀差反转

根据房地产开发周期，2016年以来新开工的高增速向2019年竣工的传导是显然的，但受到行业政策收紧的影响，竣工周期略延后，导致2019年竣工增速依然处于负区间，不及预期。但从9月开始，竣工开始逐渐复苏，至2019年11月，竣工面积增速修复至-4.50%。因而，展望2020年，竣工增速回正是确定性很高的。预计2020年房地产竣工面积增速将回至7%左右。

而新开工方面，经过2017年起的行业去库存阶段，库存水平持续降低。根据统计局公布的数据，截至2019年11月，商品房待售面积49221万平方米，降至2013年12月以来最低，我们用“商品房待售面积/商品房销售面积（6月移动平均）”来衡量行业库存去化周期，行业库存去化周期约为3.16个月，去化周期与2013年水平基本持平。行业存在一定补库存需求，房企依然有新开工意愿。但由于2020年市场销售预期相对较弱，将对房企新开工意愿产生一定负面影响。考虑到2019年存在高基数影响，预计2020年商品房新开工面积增速将放缓，预期将逐渐转负。

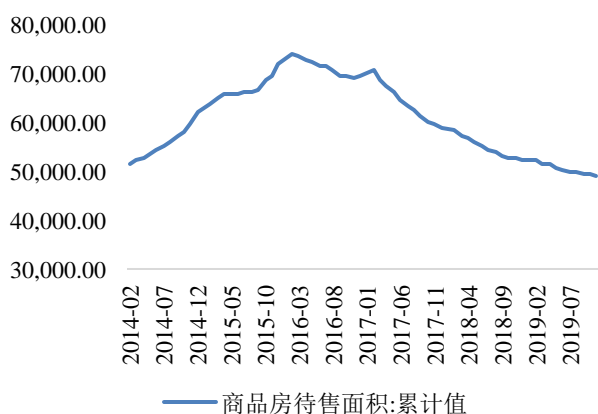
2020年新开工增速转负，竣工增速修复回正，开竣工增速剪刀差将反转。随着竣工的复苏，地产后周期板块有望迎来趋势性发展。其中，物业板块和商业运营板块得到广泛关注。

图 29：开竣工增速（%）



资料来源：wind，财富证券

图 30: 商品房待售面积 (万平方米)



资料来源: wind, 财富证券

图 31: 库存去化周期 (月)



资料来源: wind, 财富证券

## 4.2 物业管理: 集中度提升中龙头受益

我国最早的物业管理始于 1980 年代的深圳, 指业主通过选聘物业服务企业, 按照物业服务合同的约定, 对房屋及配套设施进行维护、养护和管理工作。经历了 30 余年的发展, 随着房地产行业竣工面积的增长, 物业管理行业管理规模逐年提升, 同时管理业态也由最初的单一业态向多元业态开始拓展。根据中物研协的数据, 截至 2018 年底, 全国物业管理行业总面积达 279.3 亿平方米, 相比 2017 年增加 32.65 亿平方米, 增长率 13.2%。

近年来, 生活性服务业得到了政策的支持。财政部、国家税务总局 10 月 8 日发布公告, 明确生活性服务业增值税加计抵减有关政策。10 月 21 日, 国家发展改革委、市场监管总局联合印发《关于新时代服务业高质量发展的指导意见》, 表示要建设物业服务等行业的服务标准, 改进公共设施等。随着人们对高质量生活的追求提升, 房屋改善型需求提升, 公共设施建设逐渐完善, 从而将带动物业等相关服务的需求。同时, 自今年《政府工作报告》提出对城镇老旧小区“大力改造提升”以来, 政策层面多次提及老旧小区改造工作, 我国老旧小区改造正处在从试点探索转向全面启动的关键阶段。物业管理服务的完善是老旧小区改造的重点工作之一, 老旧小区改造也将成为推动物业管理发展的重要力量。

表 4: 老旧小区改造政策

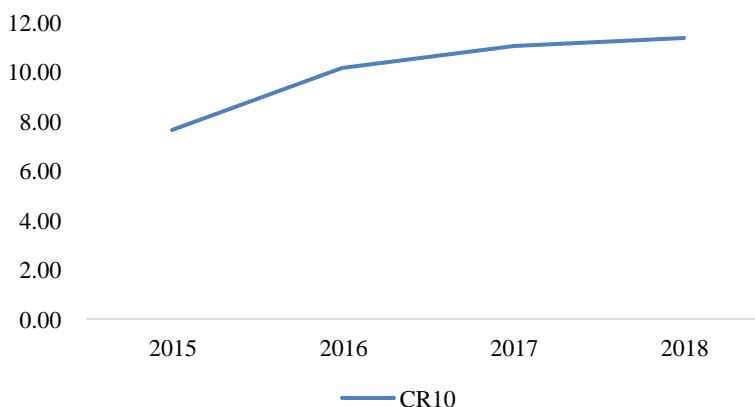
时间	会议/文件	政策要点
2019.3	政府工作报告	持续推进城镇棚户区改造, 对城镇老旧小区进行改造提升, 更新水电路气等配套设施, 支持加装电梯, 健全生活服务设施, 提高柔性化治理、精细化服务水平, 让城市更加宜居
2019.4	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	全面推进城镇老旧小区改造。主要开展的工作: 一是摸排全国城镇老旧小区基本情况; 二是指导地方因地制宜提出当地城镇老旧小区改造的内容和标准; 三是部署各地自下而上, 合理确定 2019 年改造计划; 四是推动地方创新改造方式和资金筹措机制等。按照“业主主体、社区主导、政府引领、各方支持”的方式统筹推进, 采取“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”等多渠道筹集改造资金。
2019.6	国务院常务会议	加快改造城镇老旧小区, 群众愿望强烈, 是重大民生工程和发展工程。

2019.7	政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程。
2019.12	中央经济工作会议	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。

资料来源：中国政府网，财富证券

物业管理行业发展至今，大部分龙头住宅物业或依靠房地产开发企业而占据规模优势，或依靠资金实力不断并购其他物业管理公司来抢占市场份额，行业集中度不断提升，非住宅物业则相对分散，但依靠品牌影响和规模发展，市场也呈现出集中度提升的趋势。根据中指院数据，截至 2018 年底，TOP10 物管公司在管面积均值达 2.39 亿平米，市场份额由 11.06% 上升至 11.35%，行业保持向龙头集中的趋势。随着行业的发展，未来市场份额有望进一步向龙头集中，头部物业管理公司有望受益。

图 32：物业管理行业集中度 (%)



资料来源：中指院，财富证券

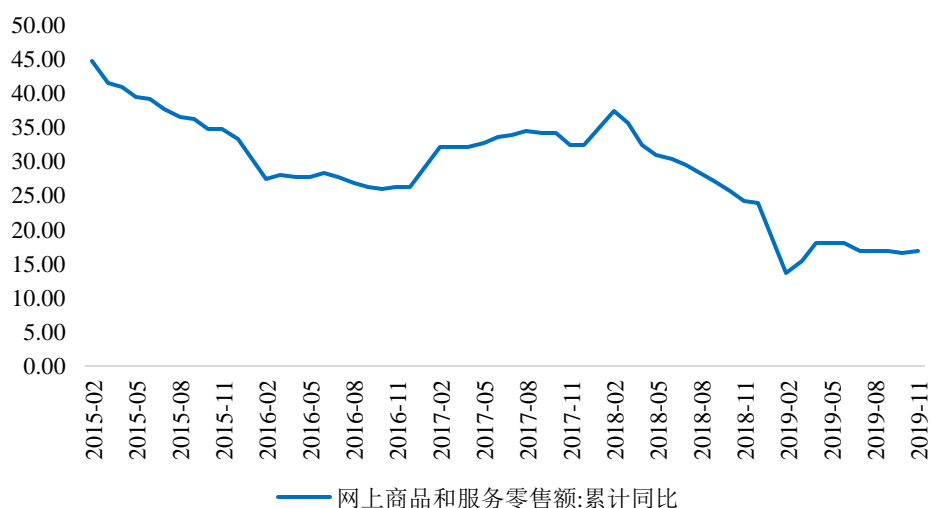
### 4.3 商业管理：运营能力决定价值

过去，线下商业曾经受到线上商业快速增长的猛烈冲击，2018 年之前，网上商品和服务零售额增速一直维持在 20% 以上。但 2018 年以来，线上商业增速开始放缓，至 2019 年 8 月，网上商品和服务零售额增速放缓至 16.6%，线上商业对线下商场的冲击在放缓，纯电商企业也开始走入线下零售，尤其随着社交网络和新媒体的发展，社交零售不断增长，线上、线下零售划分界限开始变得模糊，因而重视消费者体验感、品质感和社交感的新型综合商业业态有望迎来新一轮机遇。从消费需求端来看，新型综合商业业态的发展新机遇将给商业地产运营管理带来发展空间。

同时随着地产竣工的复苏，后周期板块中商业运营也受到了关注。近年来，商业地产市场逐渐饱和，依靠原有的开发销售模式已很难获得较大的增量空间，而能够获得相对稳定现金流的商业运营成为房企商业地产板块的发展方向，越来越多的房企开始由开发销售逐渐向销售与运营并存的模式。目前，TOP30 房企大部分都有布局商业地产，主要又以购物中心和公寓为主。

商业地产的运营模式主要是通过提供物业及相关服务获得租金收入，通过运营提升租金议价能力，并享受一定的资产增值。运营的核心是通过明确的定位、优质的招商和各类业态的合理配合使得物业收益最大化，有效提升租金水平，**拥有品牌优势和优异的商业运营能力的运营商将在市场中脱颖而出。**

图 33：网上商品和服务零售额增速（%）



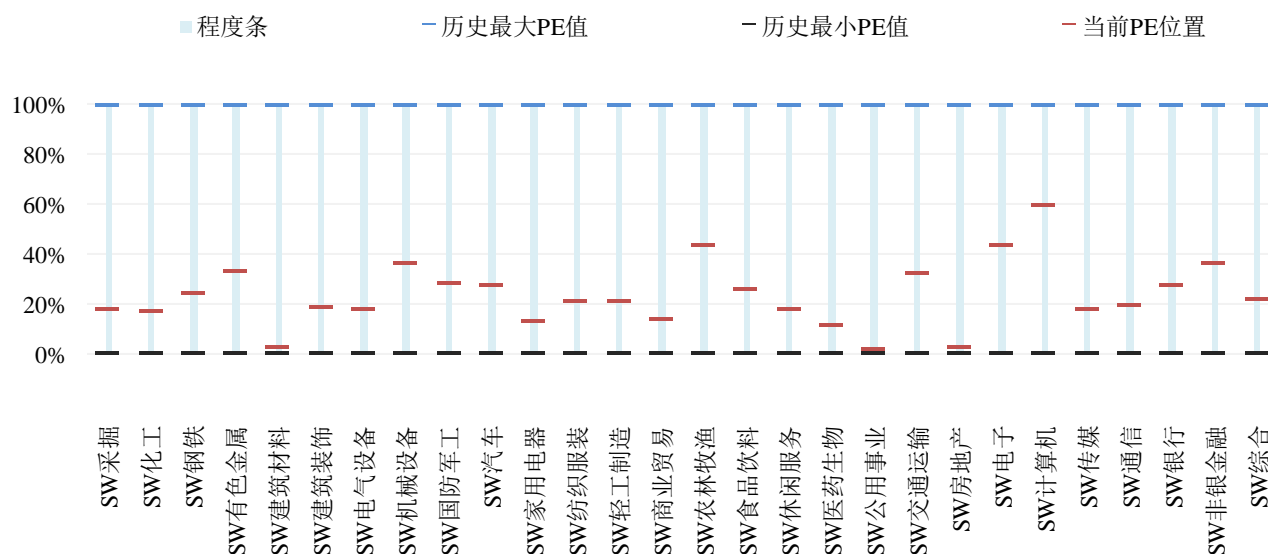
资料来源：wind，财富证券

## 5 投资机会：开发与后周期机会并存

截至 12 月 16 日，SW 房地产板块 PE (TTM) 中位数为 11.28，位于历史后 2.5% 分位，相对全部 A 股折价 40.48%；PB 中位数为 1.24，位于历史后 4.21% 分位，相对全部 A 股折价 26.78%。行业估值位于历史低位。在申万 28 个一级行业中，估值分位均处于第二低位。相对于其他行业来说，行业存在低估值优势。

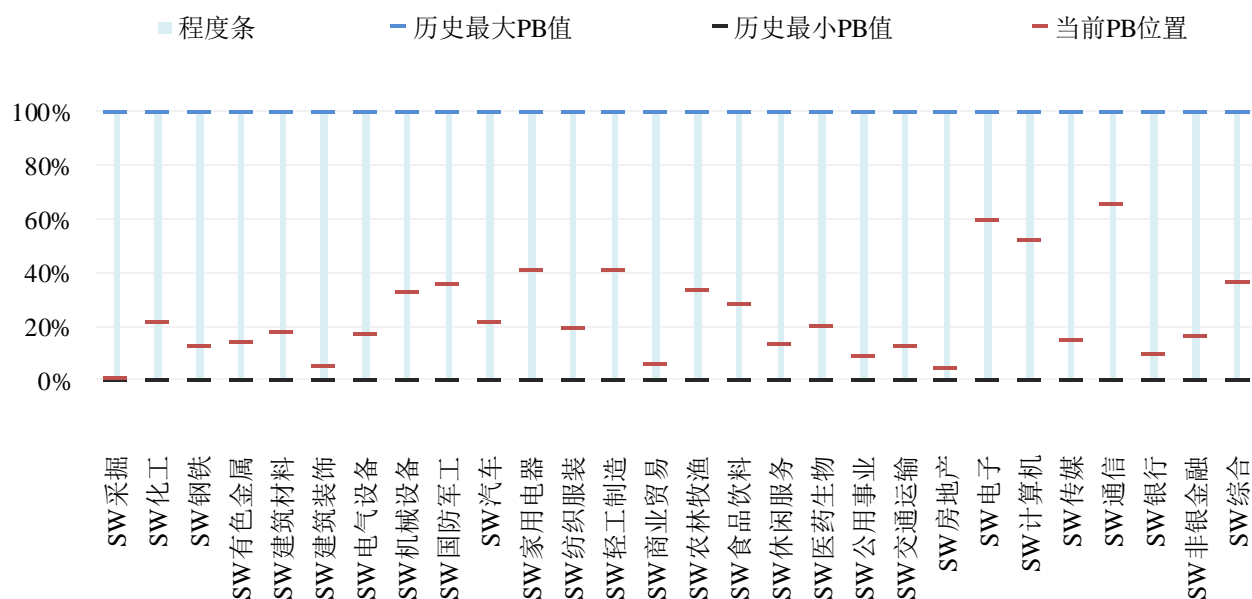
从开发板块来看，行业弹性主要取决于政策的松紧程度，尽管在“房住不炒”背景下，行业政策依然难以大范围放松，但我们预期相较于 2019 年的紧政策，2020 年行业政策很难继续收紧。在行业政策有灵活性调整的边际宽松预期下，板块也或将获得一定估值提升空间，在维持行业稳定健康发展的大背景下，维持行业“同步大市”评级。

图 34：SW 房地产 PE 分位



资料来源：wind，财富证券

图 35：SW 房地产 PB 分位



资料来源：wind，财富证券

图 36: SW 房地产 PE、PB



资料来源: wind, 财富证券

图 37: SW 房地产 PE、PB 相对 A 股估值折价



资料来源: wind, 财富证券

## 5.1 开发板块机会

### 5.1.1 行业集中度提升，龙头屹立

随着行业集中度的提升，龙头房企以其具有的品牌效应和融资便利等优势，将持续屹立于行业，不惧市场冷热。建议重点关注万科 A(000002.SZ)和保利地产(600048.SH)。

**万科 A:** 1) 公司为行业龙头，2019 年 1-11 月销售额 5735.30 亿元，同比增长 5.44%，销售额排名全行业第 2。在大体量和行业不景气的背景下，公司依然维持稳定增长。2) 财务状况稳健，截至 2019Q3，公司净负债率 50.4%，同比下降 0.8pcts，维持行业低位水平。公司现金流量充裕，账面现金 1072.4 亿元，为短期债务的 1.71 倍，短期偿债无忧，财务状况稳健。3) 公司物业管理、物流地产等地产相关多元化业务均为行业翘楚，万科物业在管面积行业领先，万纬物流在国内物流地产商中规模排名前 5。4) 预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 390.67、439.23 亿元，对应 EPS 分别为 3.46、3.89 元。综合考虑行业整体估值与公司行业龙头地位，给予公司 9-10 倍合理估值区间，对应 6-12 个月价格合理区间为 35.01-38.9 元，维持公司“推荐”评级。

**保利地产:** 1) 公司 2019 年 1-11 月实现销售额 4197.15 亿元，同比增长 13.96%。在 TOP5 房企中销售增速靠前。2017 年董事长宋广菊表示三到五年目标销售规模重回前三，在目标激励下，公司有望保持稳定的销售增速。2) 保利物业赴港股上市，保利物业在中国物业服务百强企业中排名第 4，在管面积 2.6 亿平方米。保利物业上市后将增厚公司市值。3) 预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 236.72、285.30 亿元，EPS 为 1.99、2.40 元，对应 PE 为 7X、6X，考虑到行业估值水平和公司历史估值区间，给予公司 7-8 倍估值，对应 6-12 个月合理区间为 16.8-19.2 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

### 5.1.2 业绩为王，优选高增长标的

在今年行业销售略不景气中，仍有部分房企实现了较高的销售增速。销售增速将推动未来公司未来业绩的增长，同时也将为公司带来销售回款，改善现金流。建议关注招商蛇口(001979.SZ)和金地集团(600383.SH)。

**招商蛇口：**1) 公司 2019 年 1-11 月实现销售额 1970.47 亿元，同比增长 32.41%。销售增速在主流房企中居前。2) 尽管由于结算节奏的放缓，公司 2019 年前三季度业绩不及预期，但公司暂不存在资金短缺等影响竣工的重大负面因素，未来业绩有望修复。3) 截至三季度末，公司净负债率 65.4%，受益于货币资金与净资产的增加，净负债率同比下降 11.9 个百分点，杠杆率下降明显。公司经营活动产生的现金流净额为 90.9 亿元，同比增长 255.8%，销售回款明显增加。三季度末，公司账面现金 678 亿元，现金短债比 1.27，偿债压力无忧。4) 公司于香港设立招商局商业房地产投资信托基金 (CMCREITS) 上市，公司将新时代广场、科技大厦等五项物业资产注入该 REITs，该信托基金上市将有助于增进公司对商业物业的资本运作与管理能力，为公司提供新的融资渠道。5) 预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 161.16、197.53 亿元，EPS 为 2.04、2.50 元，对应 PE 为 9.7X、7.9X，考虑到行业估值水平和公司历史估值区间，给予公司 9-10 倍估值，对应 6-12 个月合理区间为 22.5-25 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

**金地集团：**1) 公司 2019 年 1-11 月实现销售额 1751.10 亿元，同比增长 30.98%，公司推盘去化优异，销售增速亮眼。截至三季度末，公司预收账款 855.26 亿元，同比增长 27.96%，相当于 2018 年全年营业收入的 1.69 倍，未来营业收入确认有保障。2) 截至三季度末，公司有息负债规模 917.76 亿元，较年初增长 14.82%，净负债率 64.10%，较年初增加 10.06pcts，由于公司发展过程中逆势拿地，杠杆水平有所上升，但在行业中仍属于较稳健水平。公司现金/短期债务比为 1.79，经营状况良好且稳定，短期偿债仍无忧。3) 截至 2019 年上半年末，公司债务融资加权平均成本为 4.87%。融资成本在行业中处于最低水平。4) 预计公司 2019/2020 实现归母净利润 93.94、110.00 亿元，EPS 分别为 2.16、2.60 元，对应 PE 为 6X、5X。综合行业估值水平，给予公司 6-7 倍估值，对应 6-12 个月合理区间 15.6-18.2 元，维持公司“推荐”评级。

## 5.2 地产后周期板块机会

### 5.2.1 物业管理板块

A 股物业相关标的目前主要有三个：南都物业 (603506.SH)、招商积余 (001914.SZ) 和新大正 (002968.SZ)。其中，南都物业为第三方物业机构，主要专注住宅物业；新大正为机构物业的区域性龙头，其主要业务集中于重庆地区，机场、学校等物业管理为其优势业务，目前也开始逐步向全国拓展；招商积余由中航善达剥离地产业务后重组招商物业而来，公司兼具机构物业与住宅物业优势，为物业板块优质标的。建议重点关注招商积余 (001914.SZ)。

**招商积余：**1) 公司由中航善达剥离地产业务后重组招商物业而来，成为 A 股物业管理板块纯正优质标的。中航物业原为机构物业龙头企业，重组招商物业后，丰富了公司住宅物业。重组后公司在管面积达 1.49 亿平方米，跻身行业前五，依靠招商蛇口的住宅开发和自身品牌优势，在管面积有望稳步扩张。2) 重组前，2018 年底中航物业和招商物业的毛利率分别为 9.82% 和 7.79%，低于行业水平，重组后行业地位提升，同时住宅等业态的丰富能带来更多增值服务空间，因而未来公司有较大的盈利改善空间。3) 预计公司

2019/2020 实现归母净利润 4.02、5.26 亿元，EPS 为 0.38、0.50，PE 为 51X、38X，考虑到标的稀缺性并对标港股行业估值，给予公司 37-42 倍 PE，对于 6-12 个月合理区间为 18.5-21 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

### 5.2.2 商业管理板块

A 股中涉及商业运营管理的企业不少，但目前市场中兼具品牌和规模优势的企业仍较为稀缺。建议关注大悦城（000031.SZ）。

**大悦城：**1) 公司由中粮地产重组大悦城地产而来，为央企中粮集团旗下专业地产平台，重组后大悦城地产为公司并表子公司，公司“住宅开发+商业运营”双业务驱动。2) 受益于公司“住宅+商业”的运营模式，公司在具有拿地议价优势，2019 上半年公司商品房销售毛利率高达 47.77%，公司商品房销售业务毛利率明显高于行业水平。3) 公司品牌影响力大，商业运营能力优异。2019 上半年，公司旗下购物中心出租率均高于 90%，整体平均出租率高达 96%。大悦城在“中国商业地产公司综合实力排行榜 TOP10”中位列榜首，商业地产龙头地位稳固。公司目前还有 5 座大悦城和 4 个大悦春风里项目在建，预计于 2020-2022 竣工，为未来商业运营板块收入创造增长空间。4) 预计公司 2019/2020 实现归母净利润 27.58、32.16 亿元，EPS 分别为 0.70、0.82 元，对应 PE 为 10X、9X。综合行业估值水平，给予公司 9-10 倍估值，对应 6-12 个月合理区间 7.38-8.2 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

## 6 风险提示

- (1) 行业受政策影响较大，存在政策过度收紧房企销售不及预期风险；
- (2) 房地产业为资金密集型行业，存在融资端过度收紧房企偿债压力加大风险。



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438