

# 没有房地产企业的时代，只有时代中的房地产企业

## 报告要点：

- **房住不炒下，地产有别于其他商品的资产属性也在逐渐淡化，褪去黄金光环后，房地产也越来越靠近商业本质。经过30余年的摸索，发展，主流房企已经将房屋建造视为一种标准化的流程。初期的房企，考验的是果敢及眼光：踏准节奏，锁定区域。乘风而行，即使有意外，都还有转机！**

1) 敢于负债，敢于拉杠杆。尤其是在地产处于上行周期的趋势之中时，越敢于负债的地产商越容易逆袭。就最近5年来看，在总资产在2000亿以上的大型房企中，新城、碧桂园、恒大及融创所摸到的最高的资产负债率在众多地产商中排名前十，这意味着，这些企业在行业上升的趋势之中时，其负债给了企业发展一个宝贵的乘数。

2) 在资产负债表快速扩张的情况下，企业的节奏总体不能踩错(城市、品质)。存货周转天数不仅仅是一个形容房企本身存货的变现难易程度的数据，而且该数据反应的是该企业的存货在各个方面是否符合当前地产消费趋势。从这个角度看，目前逆袭的四家地产其实存货周转情况并不算差，这代表着这些房企其实在城市布局或产品定位上不存在明显失误，而在资产负债率同样偏高的房企中，华夏幸福、美的、正荣、泰禾等企业的存货周转率是存在问题的。

## ● 时代中的房企：

- 1) 融创中国：土储来源多元化，深耕+合作显成效
- 2) 恒大：规模优先到跨越式发展
- 3) 碧桂园：顺德碧江畔的华丽转身，城镇化的弄潮儿

- **而当下，融资端受限，地区人口增减依赖存量流动，城镇化率已接近发达国家等等迹象表明：风停了，存量博弈开启！复制企业本身也许可行，但时代已成往事，毕竟我们永远无法两次踏进同一条河流！**

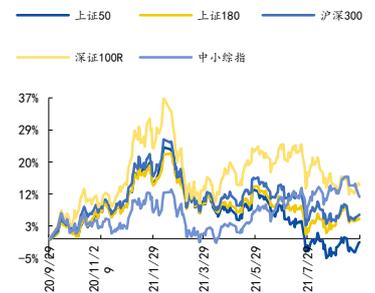
## ● 风险提示：

本文意图在于梳理典型房企销售扶摇直上的线索，也仅从销售一个角度阐述，并非对涉及到的房企进行推荐。反而，我们仍然认为，中短期房企仍然承受巨大压力，相当一部分房企债的投资似火中取栗，并不具备性价比。

## 主要数据：

上证综指：	3602.22
深圳成指：	14313.82
沪深300：	4883.83
中小盘指：	4885.09
创业板指：	3211.45

## 主要市场走势图



资料来源：Wind

## 相关研究报告

《富力的镜鉴》2021.09.24

《房企的海外融资已到了最严峻的时刻》  
2021.09.14

## 报告作者

分析师	梁岩涛
执业证书编号	S0020521050001
邮箱	liangyantao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	王宇辰
邮箱	wangyuchen@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 内容目录

1. 乘时代的东风远航 .....	5
2. 融创中国：土储来源多元化，深耕+合作显成效 .....	7
2.1 2003-2009 年：天津起步，聚焦重点城市，树立品牌形象 .....	7
2.2 2010-2014 年：香港上市，继续深耕区域，稳健发展。 .....	7
2.3 2015-2016 年：并购拿地的白衣骑士，多元化经营起步。 .....	9
2.4 2017 年：收购万达文旅，主业业绩表现持续强劲。 .....	10
2.5 2018 至 2020 年：多元化经营初具规模 .....	11
2.6 融创中国发展路线总结 .....	11
3. 恒大：规模优先到跨越式发展 .....	12
3.1 1996-2006 年：规模优先，深耕二线，拓展三线 .....	12
3.2 2007-2016：跨越式发展，重回一二线 .....	12
3.3 2017-2020 年：规模与效益并行 .....	15
3.4 第四阶段：杠杆负面效应发酵，冰与火的碰撞。 .....	16
4. 碧桂园：顺德碧江畔的华丽转身，城镇化的弄潮儿 .....	16
4.1 1992-2006 年：深耕广东，初探珠三角 .....	16
4.2 2007-2010 年：挂牌香港，征战省外 .....	18
4.3 2010-2014 年：踏城镇浪潮而行，共享千亿成就 .....	22
4.4 2015-2017 年：乘棚改货币化东风 .....	24
4.5 2018 至 2020 年：严调控红线压顶，多元化布局小步慢行 .....	26
5. 总结：回望 30 年与启示 .....	27
6. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1：商品房销售金额及同比增速 .....	5
图 2：商品房销售面积及同比增速 .....	5
图 3：2003-2019 年中国 25-34 岁人口数量 .....	6
图 4：房地产开发企业资产总计及同比增速 .....	6
图 5：房地产开发企业总数及同比增速 .....	6
图 6：近年房企销售排行榜 .....	7

图 7: 融创中国 2010-2014 年新增土储面积分布 .....	9
图 8: 融创中国 2010-2014 年新增土储金额分布 .....	9
图 9: 融创中国 2010-2014 年新增土储权益金额分布 .....	9
图 10: 融创中国 2010-2014 年新增土储宗数分布 .....	9
图 11: 融创中国 2018-2020 年主营业务收入构成 (亿元) .....	12
图 12: 2018-2020 年平均土地成本及增速 .....	12
图 13: 恒大一二线城市项目数量占比 (%) .....	15
图 14: 2012 年-2016 年恒大一二线城市销售金额占比 (%) .....	15
图 15: 2010 年-2017 年恒大土地储备面积 (万平方米) .....	15
图 16: 2017 年-2020 年恒大销售额及同步增速变化 .....	16
图 17: 2006 年碧桂园 23 个项目分布 .....	17
图 18: 2004 年-2006 年公司营收、净利实现快速增长 .....	18
图 19: 2006 年存量项目以大于 100 万方为主 .....	18
图 20: 2010 年存量项目以大于 100 万方有所降低 .....	18
图 21: 2007-2010 年新增土储面积城市分布 .....	19
图 22: 2007-2010 年新增土储面积城市能级分布 .....	19
图 23: 新增土储权益成交金额占比 .....	19
图 24: 新增土储总成交金额占比 .....	19
图 25: 2007-2010 年公司营收、净利均于 08 年出现大幅下滑后进入平稳增长 .....	20
图 26: 2013 年碧桂园销售金额、面积同比大幅上升 .....	22
图 27: 2014 年合同销售按地区分布 .....	23
图 28: 2014 年合同销售按城市类型分布 .....	23
图 29: 2011-2014 年新增土储城市类型 .....	23
图 30: 2010-2014 年新增土储宗数及城市分布 .....	23
图 31: 2014 年土地储备省份及海外分布 .....	24
图 32: 2014 年存量项目 50 万方以下占比 30% .....	24
图 33: 2014 年土地储备省份及海外分布 .....	24
图 34: 我国城镇化人口比重不断提升 .....	25
图 35: 2015-2017 年各城市类型销售面积及均价 .....	25
图 36: 2015-2017 年新增土储均价及溢价率 .....	25
图 37: 2015-2017 年各城市类型销售面积及均价 .....	26

图 38: 2015-2017 新增土储均价及溢价率 .....	26
图 39: 2014-2017 年合同销售金额及面积增长迅速 .....	26
图 40: 2014-2017 营收稳步增长, 净利增速加快 .....	26
图 41: 2018-2020 年碧桂园销售情况 .....	27
图 42: 2020 年合同销售地区分布 (按权益金额) .....	27
图 43: 各房企资产负债率 (%) .....	28
图 44: 各房企存货周转天数 (单位: 天) .....	29
表 1: 融创中国 2010-2014 年新增土储按城市分布 .....	8
表 2: 融创中国 2015-2016 年并购事件 .....	10
表 3: 恒大 2010 年销售分布的主要城市 .....	13
表 4: 2011-2012 年恒大新增土储城市等级分布 .....	14
表 5: 2010 年末碧桂园存量项目分布多个省份、自治区 .....	20

## 1. 乘时代的东风远航

写在前面：本文意图在于梳理典型房企销售扶摇直上的线索，也仅从销售一个角度阐述，并非对涉及到的房企进行推荐。反而，我们仍然认为，中短期房企仍然承受巨大压力，相当一部分房企债的投资似火中取栗，并不具备性价比。

上世纪 90 年代末福利分房制度的终结，房地产行业伴随着我国居民日益提高的生活水平经历了 20 余年的发展。在经历过“黄金十年”后，房地产行业进入了白银时代。而在这 20 余年的发展过程中，我们的房地产企业也经历了从无到有，从有到优，从优到精。

自 1998 年国务院 23 号文后，我国商品房市场正式起飞。2000-2020 的 20 年间，房地产销售规模从 3572 亿元，增长至 172612 亿元。年度累计销售面积从 16984.16 万平方米增长至 176086.22 万平方米。

图 1：商品房销售金额及同比增速

图 2：商品房销售面积及同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

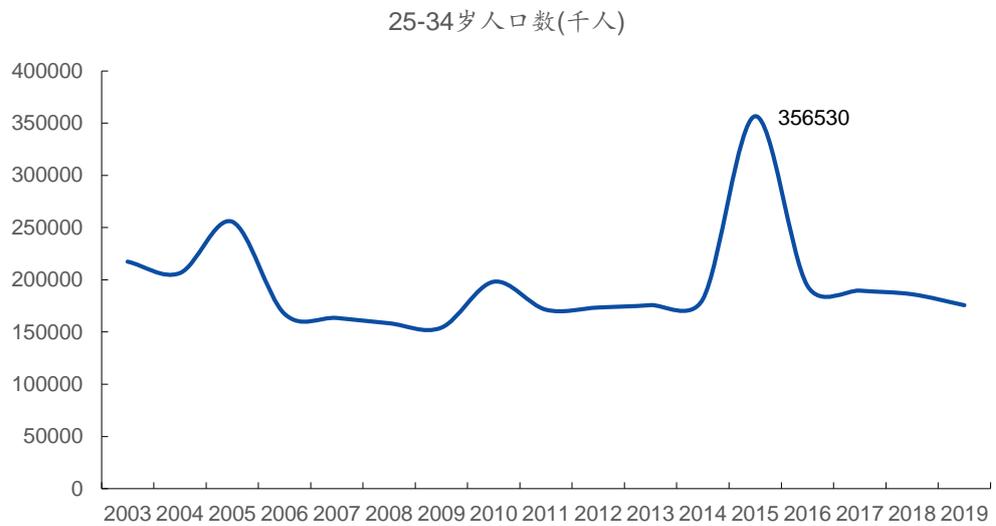
在此期间，我国房地产经历了两次量价齐升的热潮。

**第一次是 2008 年-2009 年。**2008 年，次贷危机的爆发引发了全球动荡。我国为了刺激经济推出较为宽松的货币政策，信贷支持、增加保障房供应和税收减免政策，较为直接推动了房地产价格的上涨。几乎在 1 年之间，全国房价增长率达到 23% 左右。

**第二次是 2015 年，资本市场牛市结束后。**政府积极去杠杆，年底国务院出台去库存政策刺激房地产，房价引爆了一波翻倍行情。

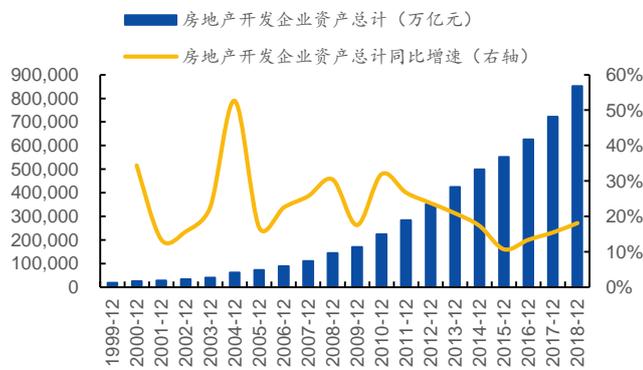
在这两次行情中，虽然表面看均是政策作为先头部队点燃市场，而在这背后，仍是需求即人口因素起到了强大的支撑作用。2008 年前后进入购房年龄段的人数不断增加，并在 2015 年到底顶峰，就此婴儿潮效应带动的房地产大周期也进入了尾声。

图 3：2003-2019 年中国 25-34 岁人口数量



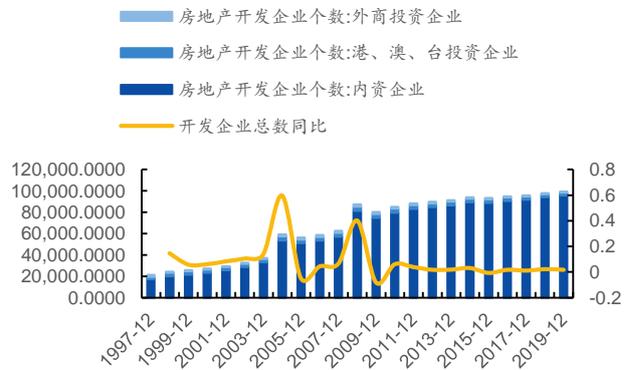
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 4：房地产开发企业资产总计及同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：房地产开发企业总数及同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

销售是产品力较为直观的表现，地产行业也不例外。从 2002 至 2020 历年房企销售排名来看，碧桂园、恒大、融创以及新城发展自进入 Top20 榜单起，名次逐年上升，且即使在进入白银时代后，仍保持着良好的势头，截至 2020 年的成绩均在 Top10 内。

**图 6：近年房企销售排行榜**

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
万科	绿地	万科	恒大	碧桂园	万科	万科	恒大							
绿地	绿地	绿地	绿城	保利发展	恒大	保利发展	绿地	万科	绿地	万科	万科	恒大	恒大	万科
上实	中海	中海	保利发展	中海	保利发展	恒大	保利发展	保利发展	恒大	碧桂园	恒大	碧桂园	融创	融创
合生创展	富力	保利	中海	绿城	中海	中海	中海	恒大	保利发展	绿地	融创	融创	碧桂园	碧桂园
中海	碧桂园	碧桂园	恒大	恒大	碧桂园	绿城	碧桂园	碧桂园	中海	保利发展	保利发展	保利发展	保利发展	保利发展
绿城	富力	华润置地	龙湖	龙湖	华润置地	恒大	中海	碧桂园	中海	中海	绿地	绿地	绿地	中海
保利	绿城	富力	碧桂园	华润置地	碧桂园	世茂	绿城	华润置地	融创	中海	中海	中海	中海	绿地
首开	世贸	碧桂园	雅居乐	绿城	世茂	华润置地	世茂	华夏幸福	华夏幸福	龙湖	新城发展	新城发展	世茂	世茂
金地	龙湖	雅居乐	富力	雅居乐	龙湖	绿城	华润置地	绿城	华润置地	华润置地	华润置地	世茂	华润置地	华润置地
龙湖	恒大	世茂	世茂	金地	招商蛇口	融创	融创	融创	金地	金地	龙湖	华润置地	招商蛇口	招商蛇口
合生创展	金地	金地	金地	世茂	融创	龙湖	富力	世茂	绿城	新城发展	世茂	龙湖	龙湖	龙湖
世茂	招商蛇口													
	雅居乐	远洋集团	远洋集团	远洋集团	雅居乐	招商蛇口								
		复地股份	金融街	招商蛇口	富力	龙湖	世茂	世茂	旭辉控股	旭辉控股	旭辉控股	旭辉控股	旭辉控股	旭辉控股
		首创置业	招商蛇口	融创	远洋集团	雅居乐	金地	富力	新城发展	绿城	旭辉控股	旭辉控股	旭辉控股	旭辉控股
		保利置业	复地股份	保利置业	保利置业	华夏幸福	雅居乐	雅居乐	首开	泰禾	中南建设	中南建设	中南建设	中南建设
		恒盛地产	首开	佳兆业	中国铁建	远洋集团	远洋集团	远洋集团	富力	世茂	泰禾	金科	金科	金科
		越秀地产	恒盛地产	复地股份	华夏幸福	中国铁建	荣盛发展	中国铁建	旭辉控股	万达	中梁控股	中国金茂	阳光城	阳光城
		金融街	首创置业	华夏幸福	金融街	荣盛发展	中国铁建	首开	雅居乐	中南建设	富力	中梁控股	绿城	绿城

资料来源：中指研究院，国元证券研究所

## 2. 融创中国：土储来源多元化，深耕+合作显成效

融创中国创立于 2003 年，成立之初，在总部天津之外，重点布局了重庆、北京、江苏等区域，经过几年的发展和沉淀终于在 2010 年在香港联交所上市，2011 年销售额首次进入房企的前 20，从此一路高歌猛进，2020 年，全年销售额排名所有房企第四名，达到 5752.6 亿元，排在它前面的是恒大、碧桂园、万科。

### 2.1 2003-2009 年：天津起步，聚焦重点城市，树立品牌形象

2003 年，孙宏斌在天津创立了融创，开始经营高端物业项目。次年，融创获得重庆奥林匹克花园 3300 亩土地，打开了西南的市场。

2007 年，国际战略投资者雷曼、鼎晖及新天域成为融创股东，并获得北京第一个项目，“中国式美好—禧福汇”，开始深耕北京。随即进驻苏南，以无锡为中心操作苏州、宜兴项目。

2008 年，开发第一个“壹号院系”产品。在北京开创高端精品定位的西山壹号院和北京金茂府两个项目，孙宏斌与两大央企合作，一举奠定在北京楼市的高品质定位。

孙宏斌创立的前一个企业顺驰，由于流动性枯竭等问题在 2006 年被香港企业收购，所以融创在发展的时候，孙宏斌把公司安全放在了首位，以现金流安全为纲。

上市之前，融创业务集中在北京、天津、重庆、无锡和苏州。

### 2.2 2010-2014 年：香港上市，继续深耕区域，稳健发展。

2010 年 10 月，融创在香港联合交易所成功上市。

2011 年，新增土储 200 万平方米；2012 年，在京、津、沪、渝、杭新增了 742 万平米土储；2013 年，还是在上述城市，增加土地储备超 900 万平方米；2014 年，新增土地储备有所下滑到 349 万平方米，该年新增土储的城市名单中多了苏州。

融创深耕区域，定位高端的战略在这个期间取得了一定的成绩，北京西山壹号院是融创打造的高端精品产品，于 2011 年下半年入市，入市之后以 30.5 亿元网签额获得北京下半年销冠以及年度前三名。2012 年，以 50 亿元的销售额名列北京住宅销售亚军，全国前三。2013 年，西山壹号院网签突破 60 亿元，夺当年北京商品房、商品住宅双冠，单盘业绩位列全国前三。

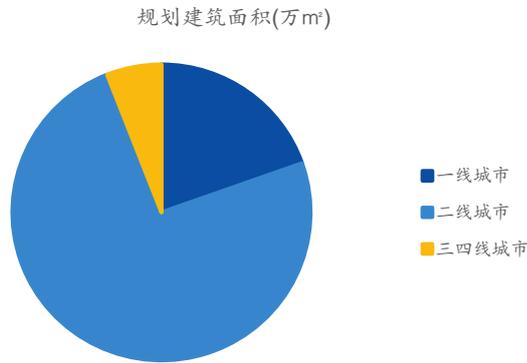
4 年间，融创实现的合同销售总额分别为 83 亿元、192 亿元、356 亿元、547 亿元和 658 亿元，2011 年至 2014 年同比增幅分别为 130.5%、85.4%、53.7%和 20.3%。2014 年，在上海、天津、重庆、无锡都位列销售排行榜首，在北京、苏州和杭州也都位列前 5 名。销售规模增速虽然有所放缓，但也实现了由 83 亿到 658 亿的蜕变。

表 1：融创中国 2010-2014 年新增土储按城市分布

城市	土地宗数(宗)	占地面积(万㎡)	总成交金额(亿元)	权益金额(亿元)
全部	71	724.36	856.19	616.82
马鞍山	7	47.44	3.25	0.49
牡丹江	1	14.23	2.20	2.20
重庆	19	265.52	131.17	124.46
济南	1	5.37	5.20	5.20
合肥	2	40.16	28.62	28.62
杭州	2	13.99	27.41	27.41
苏州	1	10.44012	12.80	6.40
天津	22	169.94881	244.00	218.32
上海	6	39.83089	160.42	72.71
北京	10	117.422689	241.12	131.02

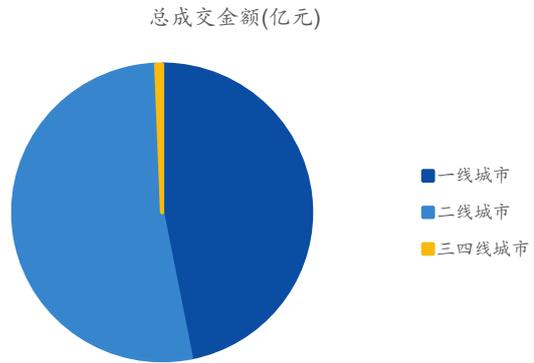
资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 7：融创中国 2010-2014 年新增土储面积分布



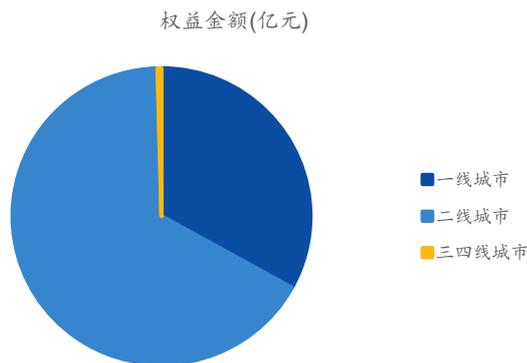
资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 8：融创中国 2010-2014 年新增土储金额分布



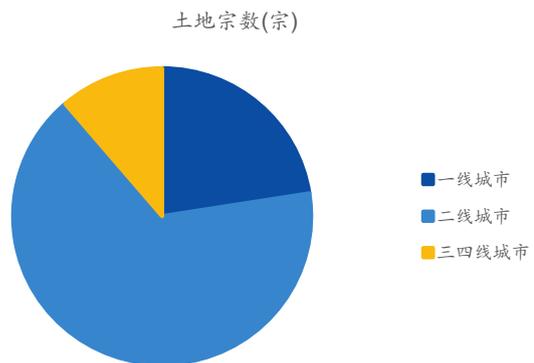
资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 9：融创中国 2010-2014 年新增土储权益金额分布



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 10：融创中国 2010-2014 年新增土储宗数分布



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

### 2.3 2015-2016 年：并购拿地的白衣骑士，多元化经营起步。

受到房地产市场调控政策影响，2015 年，合同销售金额 682 亿元，同比增长 3.6%。融创开始组建融创物业集团，物业板块开始独立运营；并成立广深区域公司、华中区域公司，开始进入重点的二线城市济南、南京、成都、西安和武汉等；并深耕海南旅游度假项目；发布“臻生活”高端生活价值体系，旨在打造一个覆盖全产品周期以及全生活周期的服务体系，为高端客群提供独树一帜的社区生活体验。

2016 年，政府强力去库存和释放流动性的背景下，融创实现合同销售金额 1506.3 亿元，同比增长约 120.8%，首次突破千亿大关。融创并购融科智地，形成北京、华北、上海、西南、东南、华中、广深和海南八大区域全国战略布局，进入了深圳、广州、佛山、东莞、郑州、厦门、青岛、南宁、昆明等重点城市，迅速完成了一线及环一线城市核心城市的布局。

2016 年 1 月至 9 月融创在全国招拍挂土地市场拿下了 42 宗土地，有 20 宗被冠以“地王”称号。截至年末，融创总土地储备到达了 7291 万平方米，遍布全国 44 座主要

城市。

**表 2：融创中国 2015-2016 年并购事件**

首次披露日	交易标的	交易买方	交易总价值(万)	币种
2016-11-15	融科智地附属 41 间目标公司相关股权及债权	融创中国 (1918. HK) ;	1,378,843.00	人民币元
2015-05-17	上海华浙外滩 25.5% 股权	绿城中国 (3900. HK) ;	197,028.49	人民币元
2015-05-17	浙江金盈 25% 股权; 浙江金盈的股东贷款	绿城中国 (3900. HK) ;	87,975.00	人民币元
2015-05-17	北京兴业万发 45% 股权; 北京兴业万发的欠付贷款	绿城中国 (3900. HK) ;	106,213.95	人民币元
2015-05-17	Sunac Greentown 的 50% 股权	融创中国 (1918. HK) ;	163,849.06	人民币元
2015-05-17	杭州融创绿城 25% 股权; 绿城房地产须偿还其欠付杭州融创绿城未偿还款项	融创中国 (1918. HK) ;	34,359.07	人民币元
2015-05-17	上海森林高尔夫 50% 股权	融创中国 (1918. HK) ;	10,454.00	人民币元
2015-05-17	上海融创绿城 50% 股权	融创中国 (1918. HK) ;	100,000.00	人民币元
2015-05-17	天津全运村项目公司 80% 股权	绿城中国 (3900. HK) ; 融创中国 (1918. HK) ;	655,000.00	人民币元

资料来源：Wind，国元证券研究所

#### 2.4 2017 年：收购万达文旅，主业业绩表现持续强劲。

2017 年全年实现合同销售金额 3,620.1 亿元，同比增长 140.3%，冲进行业前五，排在前面的为碧桂园、恒大、万科和保利。权益合同销售金额 2,656.0 亿元，同比增长 155.5%。在北京、上海、天津、重庆、杭州、武汉等 27 个核心城市销售位列前十。

2015-2017 年，融创中国销售规模快速增长，融创销售收入复合增长率达到了 131.65%。2017 年，新增土地储备约 6,764.2 万平方米，现存土地储备共计约 2.18

亿平方米，整体货值约 3 万亿元，超过 96% 的货值位于一线环一线及二线城市。

同年，融创以 438 亿元收购万达旗下 13 个文旅项目，对万达控股 91% 股权，开始着力发展文旅板块。截至 2017 年年底，融创收购或认购了北京链家、乐视网、乐视影业、金科地产、大连万达商业等公司的股份。

## 2.5 2018 至 2020 年：多元化经营初具规模

2018 年，融创坚持强运营、控投资、降杠杆的思路，高标准拿地并加速去化。全年合同销售金额 4,608.3 亿元，同比增长 27.3%，稳居房地产行业第五名。在 16 个城市销售额突破 100 亿元。

2018 年新增土地储备 4,820 万平方米，权益土地储备 2,631 万平方米，平均土地成本 3,723 元/平方米。总土储 2.56 亿平方米，总货值 3.55 万亿元。

在前一年收购万达文旅的基础上，2018 年成立了**融创文旅集团**，收购了万达的文旅团队，有效提高了文旅板块的运营能力。同时，成立融创文化集团。

2019 年，融创西南集团收购云南城投集团持有的环球世纪（成都环球世纪会展旅游有限公司）51% 的股权与时代环球（成都时代环球实业有限公司）51% 的股权，两个项目的交易对价共计 152.69 亿元，成立**环球融创会展文旅集团**；发布“融爱家”品牌，全面布局医疗康养产业，形成以地产为核心主业，涵盖服务、文旅、文化、会议会展、医疗康养业务的六大战略板块。

全年合同销售金额为 5,562.1 亿元，同比增长约 20.7%，位列行业第四名。有 3 个城市的销售金额超 300 亿元，17 个城市销售金额超 100 亿元。

2019 年，融创文旅持续优化升级商业、酒店、乐园及秀场等板块，全年收入 28.5 亿元，增长 41%，广州、无锡、昆明的文旅城开始营业，融创文旅还收购了梦之城文化、Base 等资产，初步完成了动画内容平台和 IP 运营能力的建设。

主业方面，2020 年合同销售金额 5,752.6 亿元，稳居行业第四。新增土地储备 5,877 万平方米，新增货值 7,261 亿元。截至 2020 年末，总土储为 2.58 亿平方米，货值约 3.1 万亿元，其中 78% 位于一二线城市，平均土地成本 4,270 元/平方米。

融创中国自 2010 年上市之初仅 83.3 亿销售额，到如今的 5700 亿，十年时间**融创销售额增长约 70 倍**。

## 2.6 融创中国发展路线总结

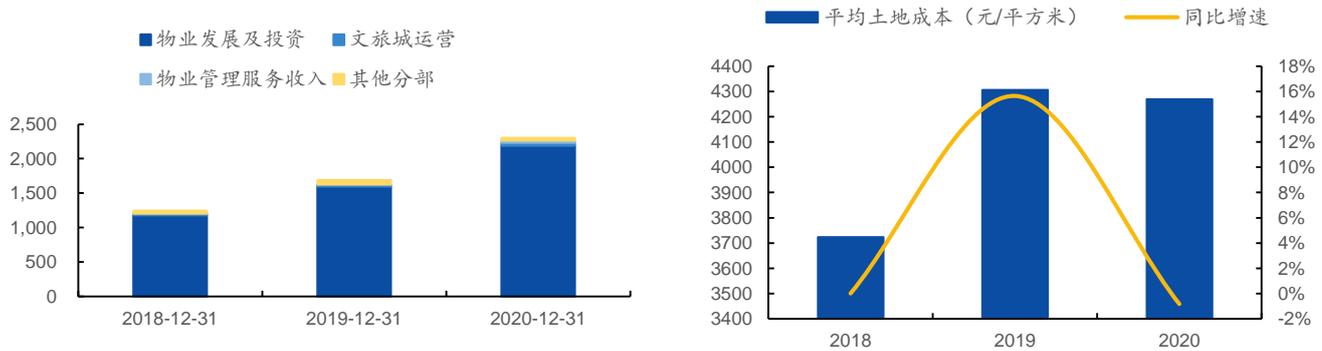
在起步期深耕了几个潜力一二线城市，用高端定位的产品站稳脚跟。用高端定位的产品站稳脚跟，树立品牌形象。土储充足，且多分布在销售潜力较大的城市，例如在 2017 年，土地储备超过 96% 的货值位于一线环一线及二线城市。

在进入新区域的方式上，融创多使用与先入企业合作开发的形式。2012 年融创与绿城合作进入上海，打开了长三角的市场，同时与葛洲坝、九龙仓、保利发展等企业合作巩固在上海的市场地位。

在拿地方式上，融创均衡使用招拍挂、产业合作和收并购的多元化方式。2015 至今

多次通过收并购等方式补充大量土地储备，同时又先后和绿城中国、佳兆业、雨润、融科、金科、万达等知名房企进行合作。这样更有利于控制成本，项目周期更短，现金流便有了一定保障。

图 11: 融创中国 2018-2020 年主营业务收入构成 (亿元) 图 12: 2018-2020 年平均土地成本及增速



资料来源: Wind, 国元证券研究所

资料来源: Choice, 国元证券研究所

### 3. 恒大: 规模优先到跨越式发展

2006 年, 恒大开始进行全国布局, 并率先进军二线省会城市, 奠定先发优势。2009 年, 恒大“深耕二线, 拓展三线”, 开始布局三线城市。2013 年, 恒大逐步进军一二线市场。2016 年, 恒大开始大举回归一线城市, 以差异化的发展战略完成了全国土地储备的布局。

#### 3.1 1996-2006 年: 规模优先, 深耕二线, 拓展三线

##### (1) 1996-2003 年, 标准化运营迅速扩大规模, 奠定基础。

1996 年, 恒大在广州成立。2000 年, 在广东地区同时开发并储备多个项目。2003 年开始, 公司实施紧密型集团化管理, 标准化运营模式, 确立了全精装修交楼的民生地产定位, 被评为广东房企竞争力第一名。

##### (2) 2004-2006 年, 规模优先, 超前布局二三线城市。

2004 年, 在大部分房地产企业集中发力一线城市之时, 恒大提出“二次创业”口号, 开始布局有潜力的二线城市。产品结构上, 中端至中高端产品占 70%, 高端产品占 10%, 旅游度假产品占 20%。2006 年, 公司开始向全国进行拓展, 率先布局二线省会城市, 从广州迅速拓展到上海、天津、武汉、成都等全国 20 多个主要城市, 开发项目从 2 个增至 50 多个。此时恒大的拿地策略以土储规模为王, 同样的资金规模, 恒大选择主要在二三线甚至四线城市进行拿地, 进而储备了大量优质土地。

#### 3.2 2007-2016: 跨越式发展, 重回一二线

##### (1) 2007-2012 年, 凭借二三线城市布局, 恒大规模取得大幅跨越。

2007 年, 恒大土地储备同比增长 6 倍, 进入全国 22 个城市。期间, 成功引进了淡

马锡、德意志银行和美林银行等国际投资者,在国际资本市场募集资金 10 多亿美元,成为中国房地产企业迈向国际的标杆。

2008 年底,通过资金支持下,齐开 18 个楼盘,凭借行之有效的促销手段,迅速回笼资金近 50 亿元,盘活了其他急待资金输血的在建项目。终于在当年大销售收入达到 118 亿元,第一次跻身国内房企的“百亿俱乐部”。

2009 年,以规模为首要目标的恒大采取“深耕二线,拓展三线”的土地策略。同年,公司在香港成功上市,成为在港市值最高的内地房企。

2010 年,限购令在一二线城市全面铺开,房市遇冷,恒大却实现逆势增长。2010 年,恒大地产的营业收入为 458 亿元,同比 2009 年 57.2 亿元增长 700.7%,毛利 133.7 亿元,同比增长 585.6%,净利润人民币 80.2 亿元,同比大幅上升。此外,恒大可售面积达到 3000 万平方米,成为中国房企中可售面积中最大的企业。究其原因,主要与恒大的土地布局相关。恒大布局区域主要位于二线城市和三线城市的刚需地带,基本不在限购区域。2010 年底,恒大已进入中国 62 个城市,其中大约有 39 个城市无限购政策,占比 63%。而在有限购政策的城市中,恒大项目大多位于非热点区域,受影响较小。

表 3: 恒大 2010 年销售分布的主要城市

城市	销售套数(套)	销售面积(万㎡)	销售均价(元/㎡)	销售金额(亿元)
北京	41	2.77	44628	12.35
郑州	434	4.62	10325	4.77
西安	2871	28.48	6801	19.37
武汉	2452	32.11	5870	18.85
天津	862	14.76	8313	12.27
唐山	1177	11.02	5663	6.24
太原	3621	41.11	7750	31.86
沈阳	3723	41.34	5847	24.17
南京	122	2.08	5496	1.14
南昌	396	6.45	6966	4.49
惠州	16	0.1	4200	0.04
合肥	2879	33.69	5896	19.86

海口	29	0.24	23000	0.56
贵阳	186	2.03	5373	1.09
广州	1625	20.31	9919	20.15
东莞	20	0.23	7077	0.16
成都	2638	26.03	6099	15.88
长春	746	8.5	6342	5.39

资料来源：中指研究院，国元证券研究所

2010年，恒大成立恒大足球俱乐部，接连夺得联赛冠军，创造了中国足球多项纪录。恒大知名度就此打开，迅速被人们知晓。凭借品牌效应，恒大在房地产市场迅速占据优势地位，股价随之上涨。恒大资金继续注入足球市场，而足球市场的新闻又将进一步提高恒大知名度，形成良性循环。

2011-2012年，恒大新增土储几乎全部位于二三线城市。2012年底，恒大共有项目229个，其中一线城市项目仅占6个。

**表 4：2011-2012 年恒大新增土储城市等级分布**

城市等级	土地宗数 (家)	占地面积(万㎡)	规划建筑面积(万 总成交金额(亿		权益金额(亿元)
			㎡)	元)	
一线城市	1	0.96	4.01	13.22	13.22
二线城市	49	495.78	1261.67	140.55	140.55
三四线城市	100	1400.62	2800.16	155.8	155.8

资料来源：中指研究院，国元证券研究所

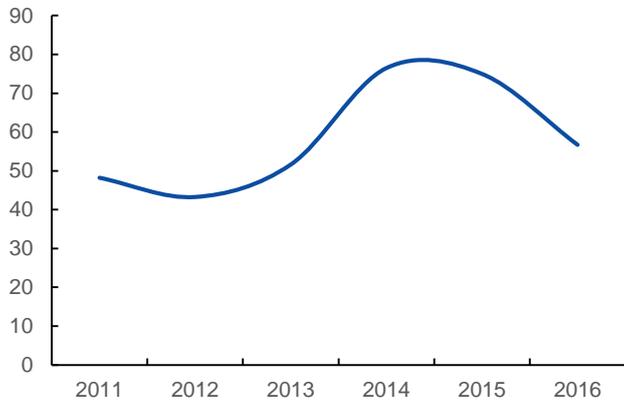
## (2) 2013-2016 年：重回一二线市场

2013年，三四线城市红利逐步减小，开发成本上升，房价增长乏力。为了寻求更大突破，恒大回归一二线市场。2013年6月18日，恒大以23亿元竞得广州核心地块。2013年7月3日，恒大首次在北京拿地，35.6亿元拍得北京昌平沙河“限价房，竞地价”地块，溢价率16.7%。2013年，恒大新购土地66幅，新增建面2684.9万平方米，主要分布于北京、上海、广州、深圳等一线城市，以及天津、杭州、南京、重庆、长沙、海口等经济发达的49个城市。在全部291个项目中，一、二线城市项目数量占45.4%。

2016年，恒大表示一二线城市将是今后投资重点，大举回归一线市场，累计实现合

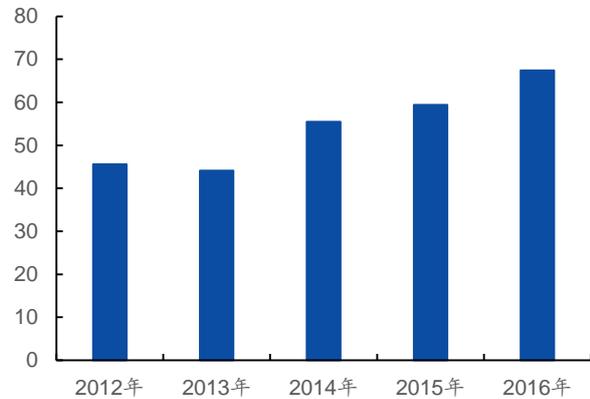
约销售 3733.7 亿元，同比增长 85.4%，登顶销售冠军，跻身世界 500 强。

图 13: 恒大一二线城市项目数量占比 (%)



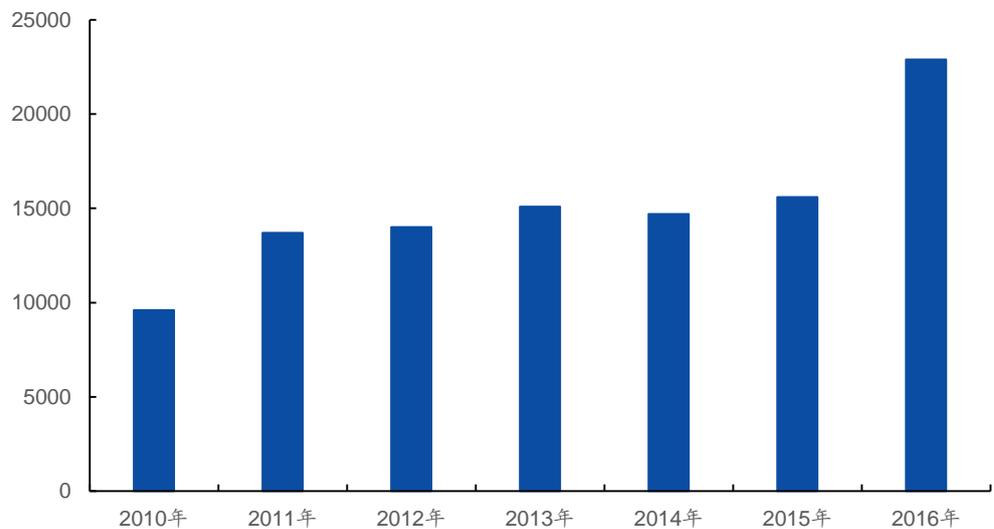
资料来源：公司资料，国元证券研究所

图 14: 2012 年-2016 年恒大一二线城市销售金额占比 (%)



资料来源：公司资料，国元证券研究所

图 15: 2010 年-2017 年恒大土地储备面积 (万平方米)



资料来源：公司资料，国元证券研究所

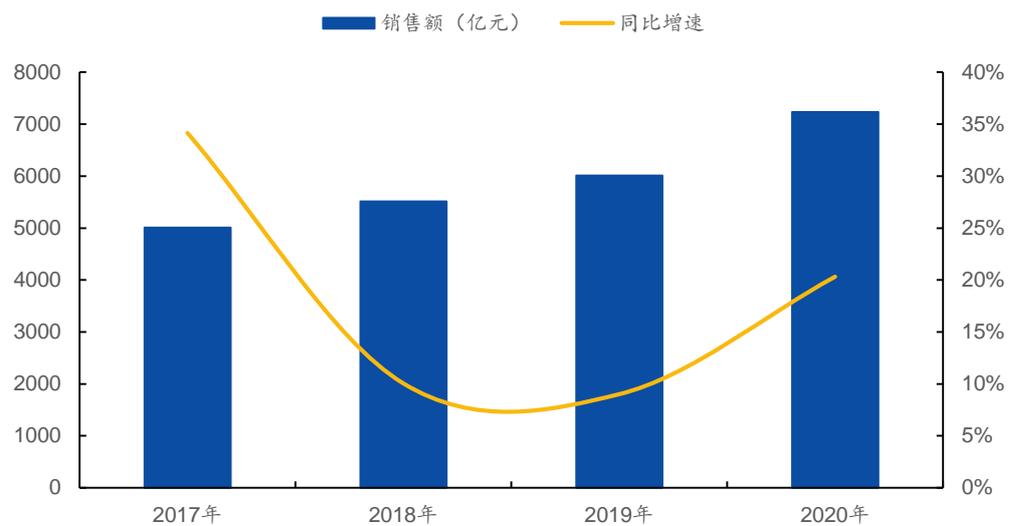
### 3.3 2017-2020 年：规模与效益并行

2017 年，恒大改变战略，由“规模型”转为“规模+效益型”，在保持规模适度增长的情况下注重增长质量。2017 年，恒大合约销售额为 5009.6 亿元，相比 2015 年增长了 148.81%，实现跨越式增长。2020 年，恒大实现 7232.5 亿元的销售额，在新冠疫情以及三道红线的政策新规约束下，实现 20.3% 的逆市增长。这大致可以归功于恒大在 2020 年的全员营销策略：通过“恒房通”等进行线上营销，吸引了一大批潜在用户。全国房价限时七折配合多重购房优惠，无理由退房等条件，成功转化了大

批客户，可谓将互联网零售策略发挥的淋漓尽致。

截至 2020 年底，恒大储备项目分布于中国 234 个城市，覆盖了几乎全部一线城市、直辖市、省会城市及绝大多数经济发达且有潜力的地级城市，总规划建筑面积 2.31 亿平方米，土地储备原值为人民币 4901 亿元。其中一二线城市土地储备原值占比 67%，三线城市占比 33%。

图 16：2017 年-2020 年恒大销售额及同步增速变化



资料来源：公司资料，国元证券研究所

### 3.4 第四阶段：杠杆负面效应发酵，冰与火的碰撞。

尽管已经意识到负债带来的隐忧开始浮上水面，但长期依赖高杠杆，甚至不惜以极高成本获取资金的恒大，如同身后燃起熊熊大火的列车，不敢降速。而三道红线又似一座高耸的冰山，坚硬的无法穿过。冰与火的碰撞，这次似乎很难全身而退。

## 4. 碧桂园：顺德碧江畔的华丽转身，城镇化的弄潮儿

1992 年杨国强先生正式进军房地产，碧桂园就此诞生于“凤城”--广东顺德的碧江畔，是一家以房地产为主营业务，涵盖建筑、装修、物业管理、酒店开发及管理、教育等行业的综合性企业集团。于 2012 年迈入千亿房企行列，现已成为中国房地产十强、福布斯亚太上市公司三十强。

### 4.1 1992-2006 年：深耕广东，初探珠三角

1992 年第一个项目在家乡顺德诞生。1995 年，碧桂园将“五星级的酒店式服务”引进楼盘小区管理，旨在让业主感受到专业的物业管家服务。这也为之后公司整体定位奠下了基础。1999 年广州碧桂园在春节期间开盘，在国内首创春节开盘、全装修卖房、免费看房巴士等创新营销手法。创下了当月销售 3000 套单位的惊人纪录，第一期产品三个月内销售一空，回笼资金近 10 亿元。

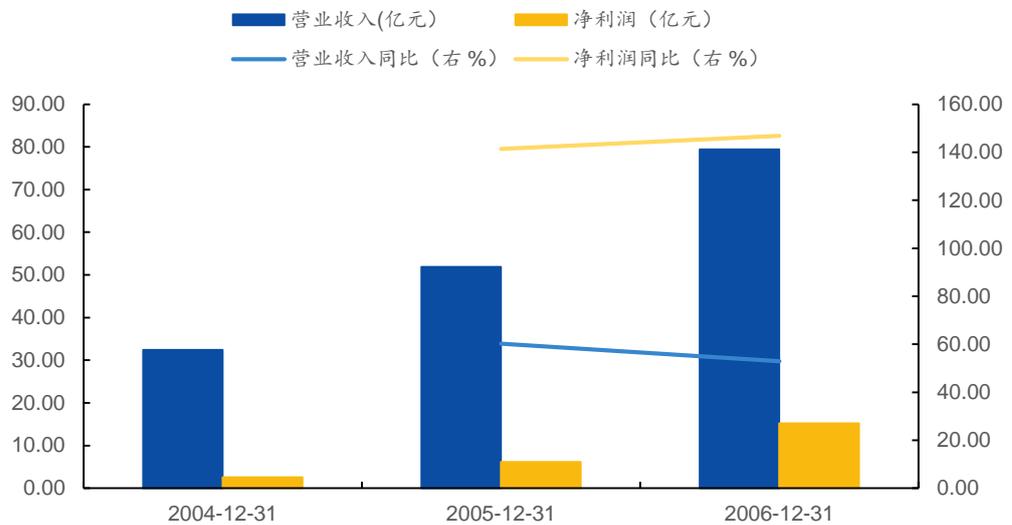
2003-2004 年加快了省内布局节奏并开始向广佛以外的珠三角地区拓展，在高明、鹤山、江门、清远、南沙、肇庆、台山等地纷纷落子，并在此后加大了拿地规模，2006 年公司在湖南、内蒙等地尝试布局。财报数据显示，2004 年-2006 年公司营收增速超过 40%，净利润增速连续两年超 100%，公司进入快速发展阶段。截至 2006 年碧桂园仍以广州近郊及三四线城市项目为主，且单体项目的面积大于 100 万方居首。

图 17：2006 年碧桂园 23 个项目分布



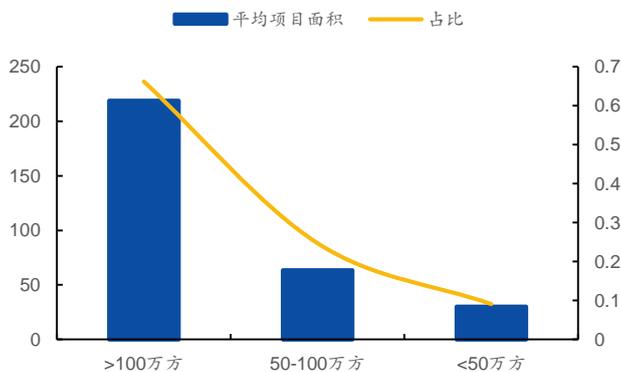
资料来源：公司资料，国元证券研究所

图 18: 2004-年-2006 年公司营收、净利实现快速增长



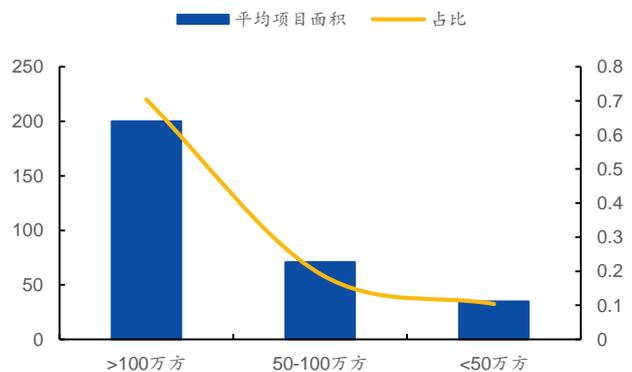
资料来源: 公司资料, 国元证券研究所

图 19: 2006 年存量项目以大于 100 万方为主



资料来源: 中指研究院, 国元证券研究所

图 20: 2010 年存量项目以大于 100 万方有所降低



资料来源: 中指研究院, 国元证券研究所

## 4.2 2007-2010 年: 挂牌香港, 征战省外

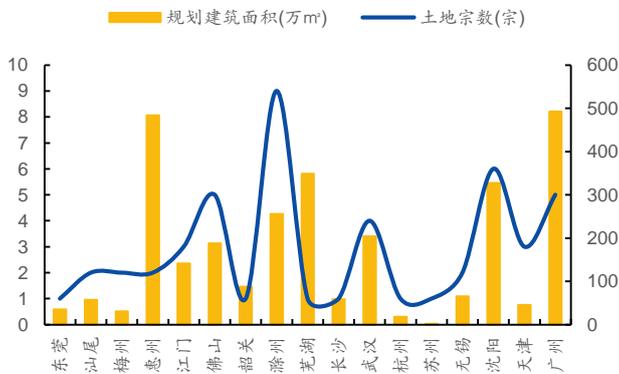
2007 年碧桂园香港挂牌上市后, 融资渠道进一步打开。在资本的助推之下, 碧桂园的拓展取得进一步发展, 省外的拿地范围从珠三角、长三角, 进一步向北方蔓延。在土地溢价率较高的一线城市, 碧桂园采取了合作经营的模式, 减少资金投入及风险, 而在自己熟悉的三四线城市, 依然果敢。

省外扩张之路并非一马平川。国际危机爆发的 2008 年销售面积仅为 21.48 万平方米, 相比 2007 年度的 26.11 万平方米, 减少了 17.8%。虽然物业及酒店业务同比增

长,但公司营收及利润均大幅下滑。从区域来看,省外销售面积及金额贡献率仍不高。省内单独项目销售面积也有所下滑。大环境不友好,以及产品结构以别墅、洋房为主,而项目分布仍以三、四线及重点城市为主,产品和目标区域的基本面错配使得 07、08 年的开疆扩土受阻。

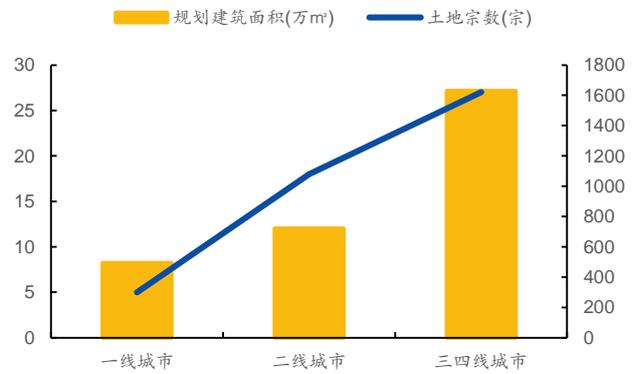
2009 年,公司项目数量达到 65 个,省外数量也已经占据半壁江山,新增土储仍延续之前的结构,截至 2010 年末存量项目数量拓展到 84 个,除广东省内的 51 个项目外,在湖南、湖北、江苏、安徽等多个省份均有布局,但单体项目面积有所收敛,50 万方以下的项目比例有所提升,大于 100 万方的项目占比有所下降。同年 7 月,新总裁莫斌的上任。

图 21: 2007-2010 年新增土储面积城市分布



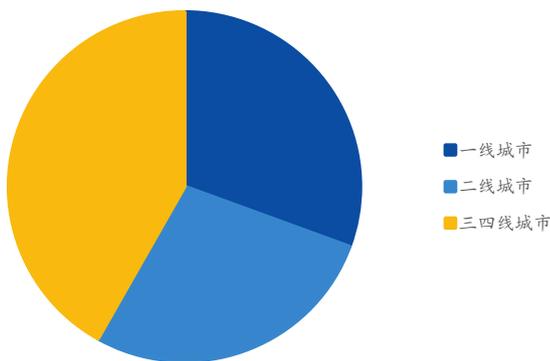
资料来源:中指研究院,国元证券研究所

图 22: 2007-2010 年新增土储面积城市能级分布



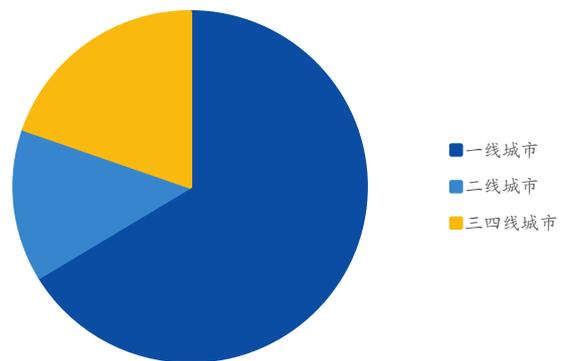
资料来源:中指研究院,国元证券研究所

图 23: 新增土储权益成交金额占比



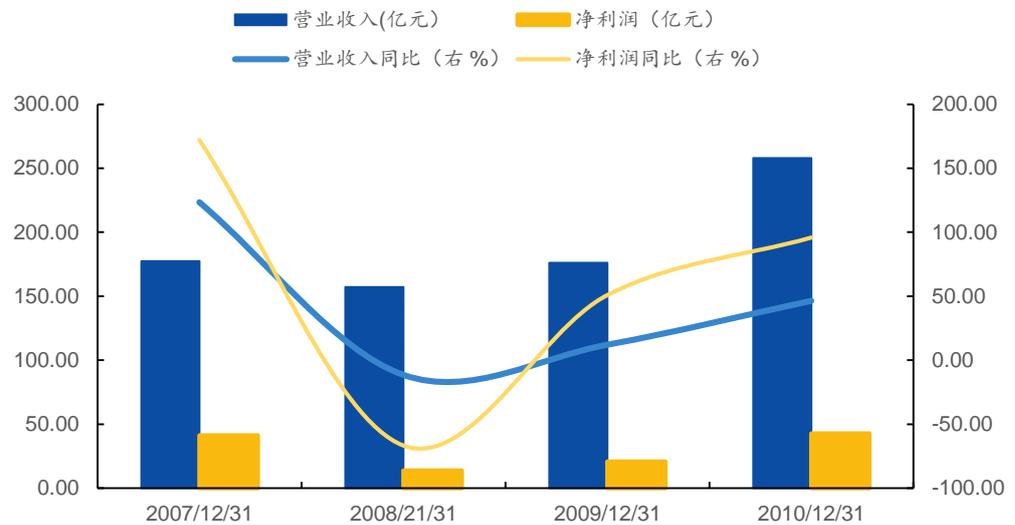
资料来源:中指研究院,国元证券研究所

图 24: 新增土储总成交金额占比



资料来源:中指研究院,国元证券研究所

图 25：2007-2010 年公司营收、净利均于 08 年出现大幅下滑后进入平稳增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

表 5：2010 年末碧桂园存量项目分布多个省份、自治区

2010/12/31	省份	市级	项目数量
省内项目	广东	广州	11
		佛山	8
		江门	10
		江阳	1
		韶关	3
		肇庆	7
		惠州	2
		汕尾	1
		茂名	1
		清远	3
		云浮	1

		东莞	1
		中山	1
		河源	1
	湖南	长沙	3
		益阳	1
		武汉	1
	湖北	咸宁	2
		随州	1
		荆门	1
	江苏	泰州	1
		镇江	1
		巢湖	3
		安庆	1
省外拓展	安徽	池州	1
		黄山	1
		燕湖	1
		滁州	1
	辽宁	沈阳	5
		鞍山	1
		呼伦贝尔	1
	内蒙古	兴安盟	1
		通辽	1
	黑龙江	绥化	1
		重庆市	1

	天津	2
广西	玉林	1
总计		84

资料来源：Wind、国元证券研究所

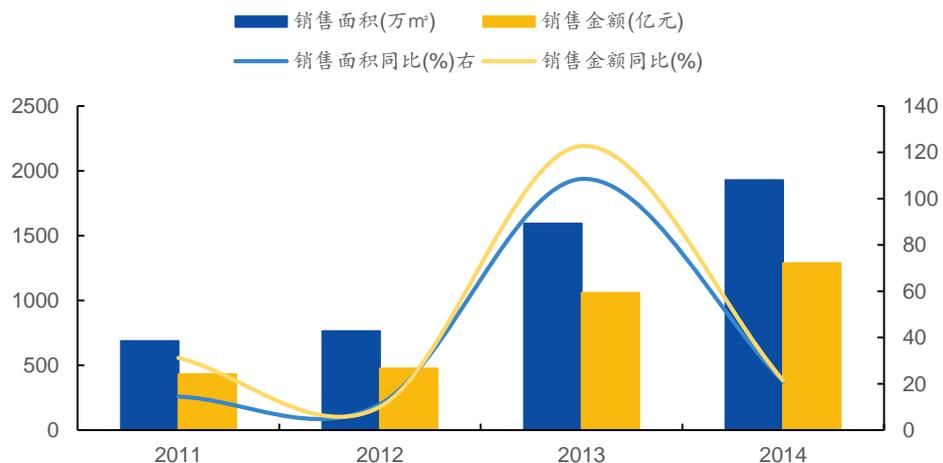
### 4.3 2010-2014 年：踏城镇浪潮而行，共享千亿成就

2011 年，碧桂园再次将目光投向三、四线城市，不断探索城镇化的新型模式，提出了“幸福碧桂园”的理念，陆续推出极具性价比的产品。“日光盘”屡屡出现。

2012 年末，碧桂园开始实行“成就共享计划”的激励制度，计划的实施对接下来碧桂园销售额的快速增长起到了强有力的推动作用。公司全年实现合同销售金额约人民币 476 亿元，合同销售建筑面积约 764 万平方米，同比增长分别约 10%及 11%，其中广东省合同销售金额占总销售金额约 60%，其他地区约占 40%，碧桂园继续将房地产项目向除广东以外的二、三、四线城市转移。酒店业务板块中，已经拥有了 7 家五星级酒店、27 家五星级标准酒店以及 2 家四星级酒店。酒店的建立不仅对楼盘的销售起到了促进的作用，而且也提升了地产项目的附加值。

2013 年碧桂园成功晋级千亿集团，共实现合同销售金额约 1060 亿元，合同销售建筑面积约 1593 万平方米，同比增长分别约为 123%和 109%。此时的碧桂园拥有 171 个项目，广东省内 75 个，其余近百个项目均在省外。其广东省以外的项目的合同销售金额所占比例，从 2008 年的约为 24%提升至了 2013 年的约为 56%。同年，碧桂园首度试水海外项目，取得了成功。其投资的位于马来西亚新山，比邻新加坡的碧桂园金海湾，根据其年报可知，仅 2013 年一年，合同销售金额近 70 亿元，成为全年最大的合同销售贡献者。

图 26：2013 年碧桂园销售金额、面积同比大幅上升

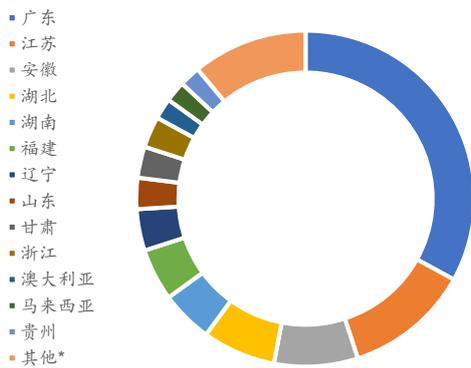


资料来源：Wind，国元证券研究所

2014 年房地产行业清淡，碧桂园聚焦三、四线城市，实现了多项指标的逆势增长。2014 年其合同销售金额约为 1288 亿元，同比增长了 21.5%，合约销售面积约 1928 万

平方米。其年报中指出，2014年的平稳发展，得益于碧桂园聚焦全国范围内城镇化机遇的战略。本年来自三四线城市的销售额就已达到了48%的比例。同年，碧桂园也对其区域公司的管理进行了重新的规划与调整，引入了合伙人制度，实现了核心层的职业经理人与公司股东共同进退。同时执行了严格的管理制度，对“管理半径”进行重新规划。从存量项目的平均建筑面积来看，50万平方以下的项目比例较之前有很大提升，约30%左右，产品结构由早期的别墅洋房过度向高层住宅。

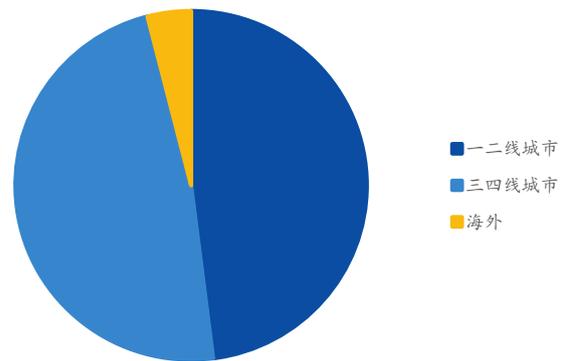
图 27：2014 年合同销售按地区分布



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

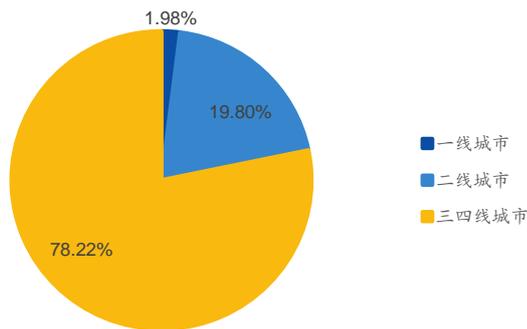
其他\*包含四川、海南、河南、重庆、广西、天津、江西、河北、内蒙古、云南、吉林、黑龙江、山西

图 28：2014 合同销售按城市类型分布



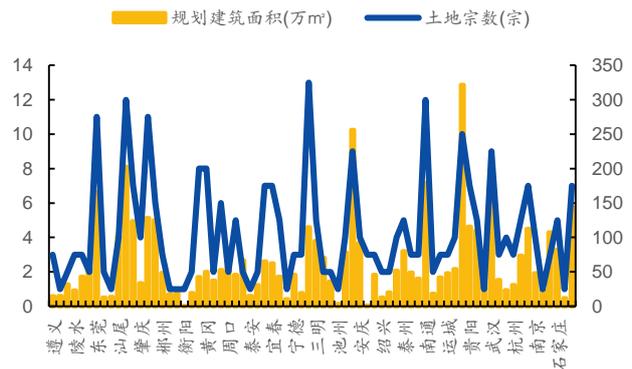
资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 29：2011-2014 年新增土储城市类型



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 30：2010-2014 新增土储宗数及城市分布



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

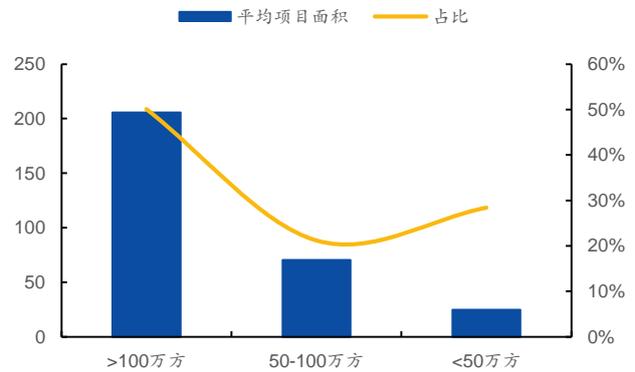
图 31：2014 年土地储备省份及海外分布

■ 广东 ■ 江苏 ■ 安徽 ■ 辽宁 ■ 湖北 ■ 内蒙古  
■ 湖南 ■ 山东 ■ 福建 ■ 浙江 ■ 其他\*



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

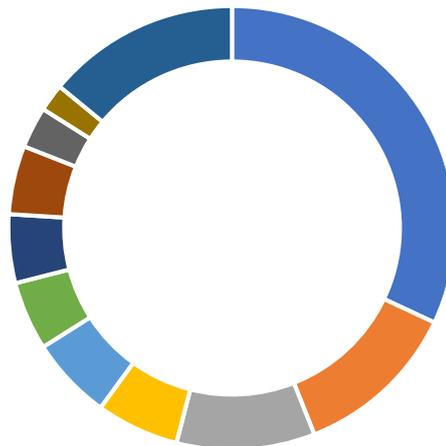
图 32：2014 年存量项目 50 万方以下占比 30%



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 33：2014 年土地储备省份及海外分布

■ 广东 ■ 江苏 ■ 安徽 ■ 辽宁 ■ 湖北 ■ 内蒙古 ■ 湖南 ■ 山东 ■ 福建 ■ 浙江 ■ 其他\*



资料来源：Wind，国元证券研究所

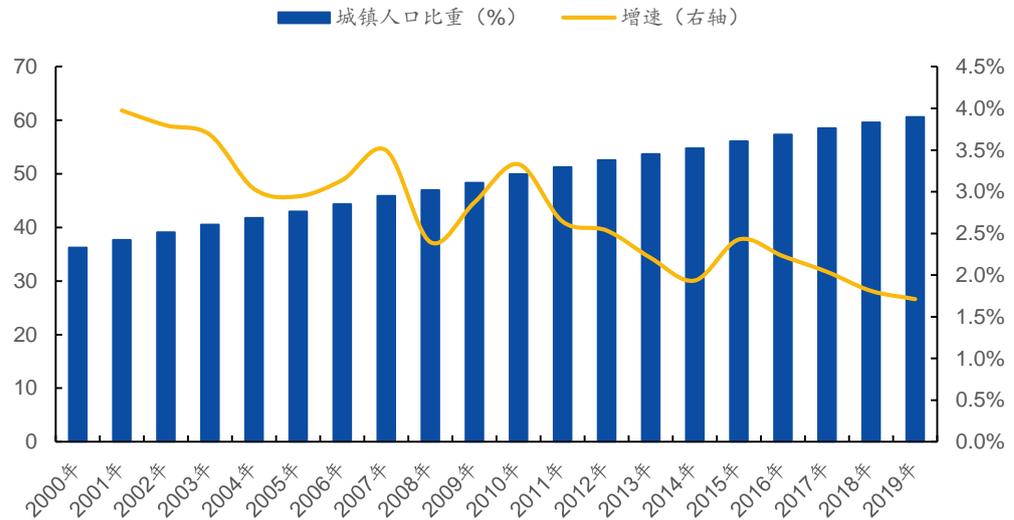
其他\*包含马来西亚、重庆、四川、江西、河南、广西、甘肃、贵州、天津、河北、海南、吉林、云南、黑龙江、山西、澳大利亚

#### 4.4 2015-2017 年：乘棚改货币化东风

碧桂园在 2015 年的拿地方向又有了些许变化，一二线城市拿地比重有所上升，同时三四线城市的部署仍在按部就班进行，而从楼面的均价及溢价率来看，一线城市价格及溢价率都较低，二三四线城市的溢价率逐步抬高，这 2 条线索都同时指明了当时的碧桂园仍以“乘风城镇化建”为重心，布局一线城市的非核心地带，二线重点城市及周边区域，三四线城市中经济发展，人口流入情况均较好的地区。一线城市仍以 90 平米刚需为主，三四线主攻改善性需求。果然，2014 年开始的“棚改货币化”也的

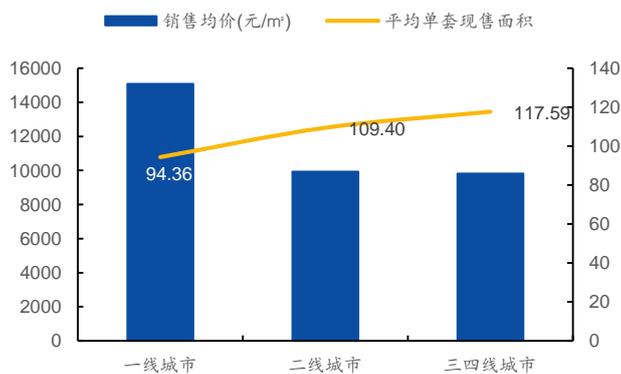
确让碧桂园在接下来的几年中风头尽显。2015年4月，中国平安以63亿港元入股碧桂园，当前持股比例8.85%。

图 34：我国城镇化人口比重不断提升



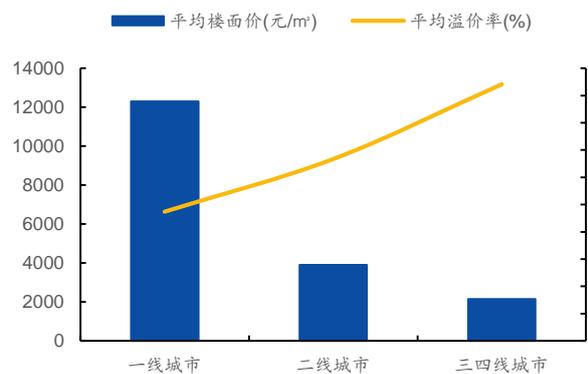
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35：2015-2017 年各城市类型销售面积及均价



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 36：2015-2017 新增土储均价及溢价率



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

2017年，集团连同其合营企业和联营公司共实现合同销售金额约5508亿元，合同销售建筑面积约6066万平方米。2013年到2017年，合同销售额年复合增长率为51.0%，2017年合同销售额同比增长78.3%。其中，广东省以外地区的合同销售占总体的70%，按城市类型划分，位于三四线城市约58%，位于二线城市约占33%，其他占9%。这一年，碧桂园首次入选《财富》世界500强榜单、获国际三大权威信用评级机构之一惠誉的投资级评级、晋级恒生指数蓝筹股。

图 37：2015-2017 年各城市类型销售面积及均价

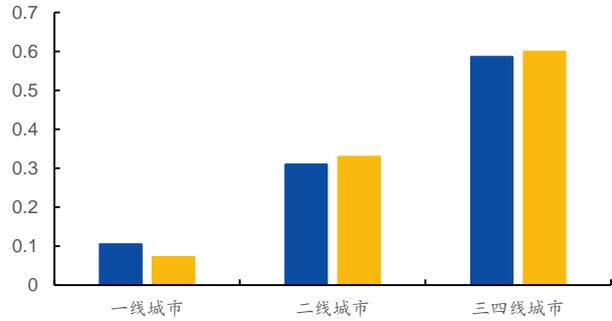
■ 广东 ■ 江苏 ■ 安徽 ■ 湖南 ■ 湖北 ■ 河南  
■ 浙江 ■ 广西 ■ 贵州 ■ 山东 ■ 其他\*



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 38：2015-2017 新增土储均价及溢价率

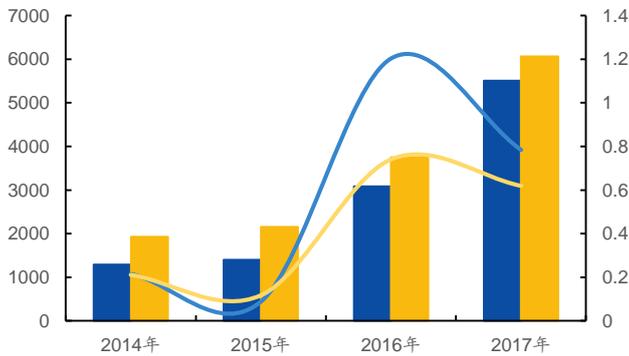
■ 销售金额占比 ■ 销售面积占比



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 39：2014-2017 年合同销售金额及面积增长迅速

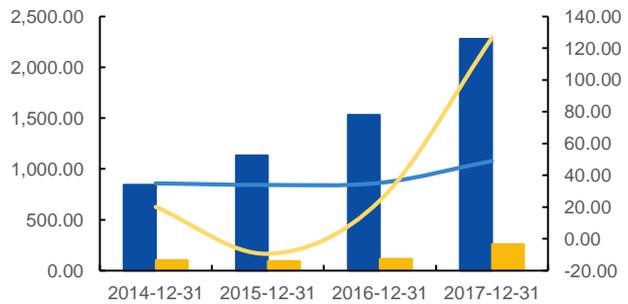
■ 合销售金额 (亿元) ■ 合同销售面积 (万平方米)  
— 金额同比增速 — 面积同比增速



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

图 40：2014-2017 营收稳步增长，净利增速加快

■ 营业收入(亿元) ■ 净利润 (亿元)  
— 营业收入同比 (右 %) — 净利润同比 (右 %)



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

#### 4.5 2018 至 2020 年：严调控红线压顶，多元化布局小步慢行

走过了棚改的高速期，经历了房价的又一波猛烈上涨，2018 年后对于房地产的调控继续升级，市场遇冷。而此时的碧桂园已经完成了从设计到物业服务的完成产业链布局，且同年，物业管理子公司碧桂园服务于 18 年 6 月上市。无疑，全产业链的专业化覆盖势必会提升企业运营效率。同年，碧桂园开始了自己多元化的布局，形成了地产、机器人、农业，三驾马车并驾齐驱的局面。2018 年成立碧桂园全资附属公司广东博智林机器人有限公司，开启了智能创造的新篇章，其通过将建筑机器人与住宅产业化的研发、制造相整合，进一步提升了施工的质量和工作的效率。截止到 2020 年底，碧桂园在研建筑机器人共 46 款，已有 14 款建筑机器人进入项目开展批量商业化施工。同时，碧桂园也大踏步的迈入了现代农业的行列，其在黑龙江建三江七星农

场，是国内外首个超万亩无人化农场试验示范项目，采用无人机、农机等万人化作业。

2018,19 年，碧桂园凭借前期打拼奠定的基础，土地储备充足，区域布局既全面又有侧重，尤其在长三角，珠三角地区土储比重较大，公司营收增长仍较显著，2019 年碧桂园权益去化率达 72%，销售回款 5300 亿元。快速强劲的现金回笼是对流动性强大的保障，也是对风险强有力的抵抗。

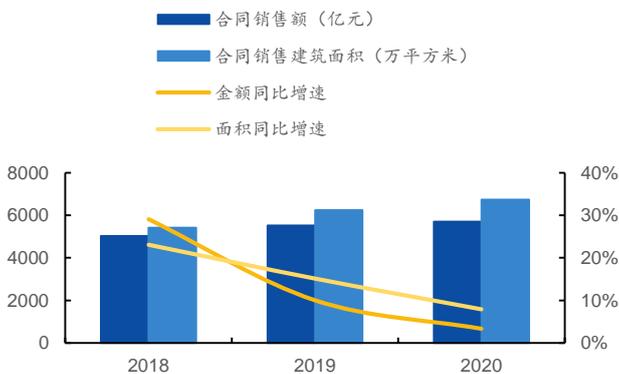
2020 年新冠疫情全球肆虐，而同年出台的“三道红线”使这一年成为地产史上一个重要的里程碑。中国房地产调控已进入一城一策，甚至一企一策的精细化管控新阶段。而早在 2018 年，碧桂园就已经有所意识，提出“行稳致远”全新战略，将稳健经营放在最重要的位置，牢牢把控财务风险。除剔除预收账款资产负债率一项略高于标准外，其余两项均远低于红线标准，且 2020 年综合融资成本“再下一城”，较上年下降 78BP。

截止到 2020 年 12 月 31 日，碧桂园实现权益的合同销售金额约为 5706.6 亿元，权益的合同销售合约面积约为 6733 万平方米。其中位于三四线城市的权益合约销售额约占 54%，位于二线城市的权益合约销售额约占 32%，其余约占 14%。截止到 2020 年底，碧桂园在全国 31 个省、289 个地级市、1350 个乡镇开展了 2987 个项目，土地储备面积约为 27515 万平方米。面对销售金额及面积的增速连续下滑下，在年报说明会上，公司总裁公开了“三年增长”计划，即未来三年每年录得 10% 以上的权益销售额增长，并保持各项经营指标同步增长。

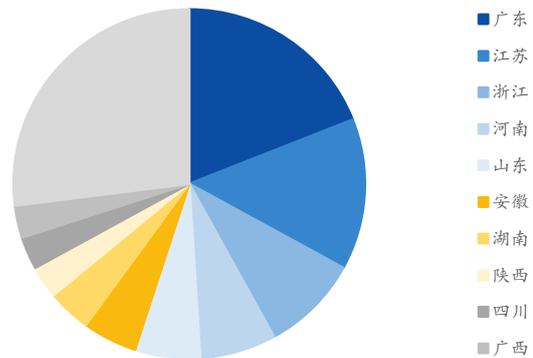
2021 年上半年，碧桂园权益合同销售金额 3030.9 亿元，同比增长 14%；营收 2349.3 亿元，同比增长 27%。据中指研究院数据，上半年碧桂园的拿地面积位居榜首。

图 41：2018-2020 年碧桂园销售情况

图 42：2020 年合同销售地区分布（按权益金额）



资料来源：中指研究院，国元证券研究所



资料来源：中指研究院，国元证券研究所

## 5. 总结：回望 30 年与启示

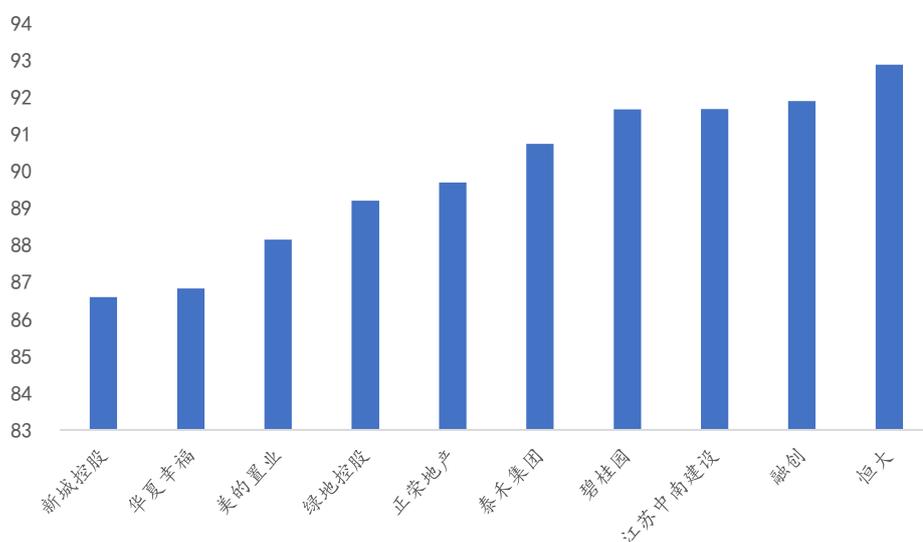
经过 30 余年的摸索、发展，主流房企已经将房屋建造视为一种标准化的流程。房住不炒下，地产有别于其他商品的资产属性也在逐渐淡化，褪去黄金光环后，房地产也越来越靠近商业本质。在此期间，中国的房地产业经过了几轮调整，也在逐步完善自己的商业模式。房企的成功不可或缺的元素是我国婴儿潮尾声刚需的延伸，城镇化率

不断提升的历史背景，充裕的流动性。而初期的房企，考验的是果敢及眼光：踏准节奏，锁定区域。乘风而行，即使有意外，都还有转机！

细究下来，当年成功逆袭的房企都有两个共性：

1) **敢于负债，敢于拉杠杆**。尤其是在地产处于上行周期的趋势之中时，越敢于负债的地产商越容易逆袭。就最近 5 年来看，在总资产在 2000 亿以上的中大型房企中，新城、碧桂园、恒大及融创所摸到的最高的资产负债率在众多地产商中排名前十，这意味着，这些企业在行业上升的趋势之中时，其负债给了企业发展一个宝贵的乘数。

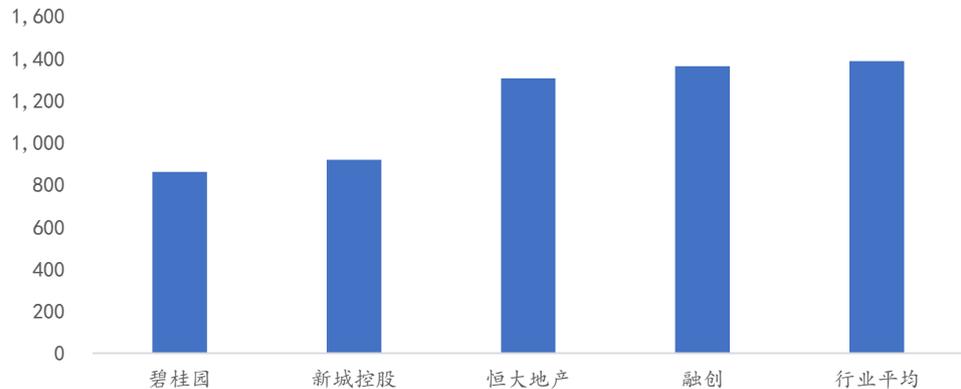
图 43：各房企资产负债率（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) **在资产负债表快速扩张的情况下，企业的节奏总体不能踩错（城市、品质）**。存货周转天数不仅仅是一个形容房企本身存货的变现难易程度的数据，而且该数据反应的是该企业的存货在各个方面是否符合当前地产消费趋势。从这个角度看，目前逆袭的四家地产其实存货周转情况并不算差，这代表着这些房企其实在城市布局或产品定位上不存在明显失误，而在资产负债率同样偏高的房企中，华夏幸福、美的、正荣、泰禾等企业的存货周转率是存在问题的。

图 44：各房企存货周转天数（单位：天）



资料来源：Wind，国元证券研究所

而当下，融资端受限，地区人口增减依赖存量流动，城镇化率已接近发达国家等等迹象表明：风停了，存量博弈开启！我们无法期待过去 30 年的历史大潮再次上演，房企自身修炼则成为当下最重要的属性。自身产业链的完善程度，富有经验的管理层，行之有效的管理制度，营销策略、财务体系及品牌价值都在发挥着比以往更加重要的作用。现在看来，房地产企业也许并不拥有像高新技术产业那样的技术壁垒，复制企业本身也许可行，但时代已成往事，毕竟我们永远无法两次踏进同一条河流！

## 6. 风险提示

本文意图在于梳理典型房企销售扶摇直上的线索，也仅从销售一个角度阐述，并非对涉及到的房企进行推荐。反而，我们仍然认为，中短期房企仍然承受巨大压力，相当一部分房企债的投资似火中取栗，并不具备性价比。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188