

房地产

2020年展望：十大关键问题

观点聚焦

投资建议

地产股当前风险收益优势突出，建议投资者加配基本面扎实的优质个股，2020年A股推荐排序保利、金地、阳光城、中南、万科，H股重点推荐融创、中海、华润、龙湖、旭辉、时代、金茂。继续看好物业管理板块投资机会，首选碧桂园服务，永升生活服务和中海物业，建议关注雅生活（未覆盖）。

理由

一、销售仍能保持坚挺吗？我们判断2020年销售整体仍将保持平稳，预计全国销售面积同比下跌4%、销售金额同比增长1%。其中一二线城市销售面积走平，三四线市场虽趋势向下，但不会大幅失速。

二、政策有可能放松吗？我们认为维稳基调不变，金融口政策料将保持定力，住建口政策则将更有灵活性，体现为因城施策框架下各地行政手段的适时调节。

三、竣工会提速吗？我们研究认为国家统计局竣工数据一定程度上低估了实际物竣竣工水平，后者自2019年四季度进入加速通道，预计明年同比增长9%。

四、开工和投资还能再超预期吗？我们测算认为2020年全国新开工面积将小幅下跌3%，开发投资增速降至6%（其中建安投资增速平稳，土地购置费增速下行）。

五、房企集中度还有多大提升空间？我们判断TOP10市占率最终可达40-50%（目前约30%），未来5年销售额平均可实现10%以上年化增长。我们预计2020年TOP10/30/50集中度将由当前29%/51%/61%提高至32%/57%/68%，所覆盖标的平均可实现15%销售额增长（利润率稳、权益比升）。

六、盈利增速是否会显著下滑？我们预计覆盖A、H标的今、明两年均可实现平均不低于20%的核心利润增长。当前市场一致预期下调风险很低。

七、地产股估值中枢见底了吗？未来一年板块估值中枢料将大体平稳（远期市盈率历史中枢7-8倍，当前估值约6倍、接近历史底部），估值延续区间震荡走势。长期来看，我们认为个股在发展路径、增长前景和估值方面的分化将进一步加剧。头部公司在行业持续整合出清中规模扩张和利润率整体有支撑，可保障基础估值倍数，投资性物业等多元赛道以及房地产基金等运营模式创新亦可显著抬升估值中枢。

八、如何挑选地产股？我们仍然最为看重“有质量、可持续的增长”，体现在资源价值、扩张能力、成长性、防御性四个方面。当前基本面温和向下、政策取态平稳、地产股估值/仓位均较低，是为板块风险收益上佳情形；若销售今年内或明年初失速下滑（虽然此情形可能性较低），则有望带来由政策积极预期主导的板块整体性估值扩张和更为强劲的反弹。

九、物管公司高成长可持续吗？中长期前景清晰，三大动能——市场加速整合、社区服务不断深耕、新业务空间逐渐打开——持续推动增长。保守预计覆盖标的盈利在2020-2023年可以实现约25%-35%年化复合增长。

十、物管板块估值能站得住吗？上述持续高增长为行业当前25-30倍P/E提供了有力支撑（隐含约1倍PEG）。DCF方法也显示当前股价并未被高估。此外，我们认为新股上市在目前阶段不会对板块估值中枢构成负面冲击。

风险

宏观经济过强或过弱；地产政策进一步收紧；货币信贷环境恶化。

张宇

分析员
SAC 执证编号: S0080512070004
SFC CE Ref: AZB713
eric.zhang@cicc.com.cn

王璞

联系人
SAC 执证编号: S0080117100019
SFC CE Ref: BOL362
pu.wang@cicc.com.cn

王惠菁

联系人
SAC 执证编号: S0080116110020
SFC CE Ref: BND383
huijing.wang@cicc.com.cn

王翼羽

联系人
SAC 执证编号: S0080117080111
SFC CE Ref: BOR985
yiyu.wang@cicc.com.cn

股票名称	评级	目标 P/E (x)		
		价格	2019E	2020E
保利地产-A	跑赢行业	18.77	7.5	6.3
金地集团-A	跑赢行业	16.17	5.7	4.8
阳光城-A	跑赢行业	8.98	6.3	4.2
中南建设-A	跑赢行业	11.24	7.6	4.4
万科-A	跑赢行业	34.62	7.2	6.0
融创中国-H	跑赢行业	47.90	5.3	4.2
中国海外发展-H	跑赢行业	34.58	6.4	5.4
华润置地-H	跑赢行业	41.14	9.5	7.5
龙湖集团-H	跑赢行业	41.08	11.2	9.1
旭辉控股集团-H	跑赢行业	6.99	5.6	4.3
时代中国控股-H	跑赢行业	16.89	4.8	3.9
中国金茂-H	跑赢行业	6.61	8.8	7.0
碧桂园服务-H	跑赢行业	30.50	44.9	35.0
永升生活服务-H	跑赢行业	5.50	31.4	21.3
中海物业-H	跑赢行业	5.70	31.5	25.3
中金一级行业				房地产

相关研究报告

- 房地产 | 2019下半年展望与投资策略:把握不确定性中的相对确定性 (2019.06.17)
- 房地产 | 2019展望:基本面衰退年,政策面修正年,估值面修复年 (2018.11.12)

资料来源:万得资讯,彭博资讯,中金公司研究部



目录

摘要	4
行业展望篇	6
关键问题一：销售仍能保持坚挺吗？.....	6
关键问题二：政策有可能放松吗？.....	9
关键问题三：竣工会提速吗？.....	11
关键问题四：开工和投资还能再超预期吗？.....	11
地产开发商篇	14
关键问题五：房企集中度还有多大提升空间？.....	14
关键问题六：盈利增速会否显著下滑？.....	17
关键问题七：地产股估值中枢见底了吗？.....	19
关键问题八：如何选股？.....	20
物管服务商篇	24
关键问题九：物管公司高成长可持续吗？.....	24
关键问题十：物管板块估值能站得住吗？.....	28

图表

图表 1：我们核心推荐公司的推荐逻辑及盈利、估值情况.....	5
图表 2：预计 2020 年全国商品房销售面积同比下滑 4%.....	6
图表 3：预计 2020 年全国商品房销售金额同比增长 1%.....	6
图表 4：三四线城市当前已开工库存去化月数仍低于 2011-2012 年和 2014 年水平.....	7
图表 5：我们预测 2020 年全国住房按揭投放量 6.6 万亿元，同比增长 3%.....	7
图表 6：我们测算 2015-2020 年新房年均合理需求中枢 11-12 亿平方米，之后十年将逐渐降至每年 8-10 亿平方米.....	8
图表 7：自 2017 年以来强三四线城市与弱三四线城市销售走势显著背离.....	9
图表 8：此轮周期三四线新房销售市场的波动性在逐渐减弱.....	9
图表 9：以往几轮周期房地产政策梳理.....	10
图表 10：以往几轮周期政策的放松均出现于商品房市场和土地市场持续六个月左右负增长之后.....	11
图表 11：统计局口径的竣工面积与我们推算的竣工面积增速比较.....	11
图表 12：预计 2020 年全国房屋新开工面积同比下滑 3%.....	12
图表 13：预计 2020 年全国房地产开发投资同比增长 6%.....	12
图表 14：全国新开工面积的走势滞后于 300 城土地成交面积半年左右.....	12
图表 15：一二线城市土地成交延续韧性，料带动明年开工保持正增长.....	12
图表 16：三四线城市土地成交已出现同比下滑，明年开工大概率转负.....	12
图表 17：土地购置费增速通常滞后于合约口径的土地出让金增速 1 年到 2 年.....	13
图表 18：国内头部房企销售集中度将进一步提升.....	14
图表 19：受行业竞争加剧、经营门槛提高驱动，美国 TOP3 房企销售市占率近年来持续提升，2018 年已接近 20%.....	14
图表 20：预测 TOP10 房企销售的长期增长空间.....	14
图表 21：覆盖房企 2019-20 年销售金额及增速预测.....	15
图表 22：覆盖房企 2019 年前 9 月销售表现.....	15
图表 23：截至 2019 年中期，覆盖房企存量土储充裕，普遍可支持未来 3-4 年销售.....	16
图表 24：覆盖标的销售去化率 2019 年仅小幅下滑，彰显强韧性.....	16
图表 25：绝大部分覆盖标的拿地权益比今年以来有所回升.....	16
图表 26：覆盖 A 股房企 2016A-2020E 归母净利润平均增速.....	17
图表 27：覆盖 H 股房企 2016A-2020E 核心净利润平均增速.....	17



图表 28: 覆盖房企 2019-20 年盈利预测及与市场一致预期对比	17
图表 29: 截至 2019 年中期, 主要覆盖房企总土储平均楼面地价仍处于合理水平	18
图表 30: 预计龙头房企合约毛利率有望于 2019-20 年逐步企稳, 带动结算毛利率于 2021-22 年企稳	18
图表 31: 覆盖 A 股房企 2015A-20E 平均利润率	18
图表 32: 覆盖 H 股房企 2015A-20E 平均利润率	18
图表 33: 覆盖 A 股及 H 股房企在过去几轮政策放松期市盈率均实现明显扩张	19
图表 34: 覆盖房企可比估值表	20
图表 35: 覆盖房企土储按城市能级和都市圈拆分	21
图表 36: 覆盖大、中、小市值房企增长动能对比	21
图表 37: 我们对覆盖标的拿地渠道多元程度进行定性评估	22
图表 38: 覆盖 A 股和 H 股标的投资性物业财务表现	22
图表 39: 当前零售物业一级市场资本化率对标	23
图表 40: 典型房企在投资性物业公允价值重估时使用的资本化率较实际成交水平更为保守	23
图表 41: 从当前市值来看, 市场对龙湖和华润拥有的持有型物业组合给予 5%甚至更高的资本化率	23
图表 42: 中期维度, 核心公司仍可实现可观在管面积的年化复合增长	24
图表 43: 丰厚储备面积和被验证的存量市场拓展及收并购能力保证中期维度的管理规模扩张	24
图表 44: 对社区服务的挖掘仍在初级阶段	24
图表 45: 社区增值服务在发展初期增长迅速	24
图表 46: 前十强/百强物管公司市占率	25
图表 47: 绿城服务在新房销售市场中第三方签约市占率提升	25
图表 48: 碧桂园服务在新房销售市场中第三方签约市占率提升	25
图表 49: 碧桂园服务科技化进程	26
图表 50: 龙头物业公司抢滩布局科技化, 年均研发投入甚至超过百强企业平均净利润	26
图表 51: 2018 年主要上市公司合约面积增长来源	26
图表 52: 未来可能的社区增值服务需求集合与分发模式	27
图表 53: 政府推进“向社会力量购买服务”、释放非核心职能	27
图表 54: 龙头物管公司有能力和政府和企业提供一站式服务产品	28
图表 55: 物管公司可比估值表	28
图表 56: 以较早上市的绿城服务为例, 展示后续新股上市对其股价表现的影响	29



摘要

行业基本面预判：

- ▶ **销售：**2020年全国商品房销售面积下滑4%，销售金额增长1%，整体趋势前低后高。其中一二线城市销售面积走平，销售金额增长8%；三四线城市销售面积下滑7%，销售金额下滑5%。
- ▶ **房价：**2020年全国房价走势大体平稳（类似于今年的表现，一二线和强三线稳中略涨，弱三四线有所回落）¹。
- ▶ **开发投资额：**2020年全国房地产开发投资额增长6%，其中建安投资额增长6%，土地购置费增长7%。
- ▶ **新开工面积：**2020年全国房屋新开工面积下滑3%，其中一二线城市增长5%，三四线城市下滑10%。
- ▶ **竣工面积：**2020年全国房屋竣工面积（物理意义，非统计局口径）增长9%。
- ▶ **政策：**整体基调不变，年初相对平稳，二季度后可能具备更大调整空间。金融口政策保持定力，住建口政策更多体现各地方差异化调控的灵活性。

地产开发商

- ▶ **增长：**预计覆盖标的2020年平均将实现约15%销售增长（2019年约18%），合约毛利率企稳；预计覆盖A股标的归母净利润2019-20年将同比增长23.7%、20.4%，覆盖H股标的核心净利润将同比增长22.3%、21.7%。
- ▶ **估值：**当前覆盖A股及H股标的分别交易于6.1倍和6.0倍远期市盈率，仍接近历史底部。我们预计未来一年估值中枢将大体平稳（历史中枢7-8倍）。长期而言，行业新一轮洗牌整合过程中，头部公司估值整体有支撑，个股分化加剧。
- ▶ **交易策略及选股：**2020年A股推荐排序保利、金地、阳光城、中南、万科，H股重点推荐融创、中海、华润、龙湖、旭辉、时代、金茂。
 - 情形A（销售温和向下 - 概率高，弹性低）该情形下政策带来的估值扩张相对有限，股价驱动力更多来自于“增长”。
 - 情形B（销售失速下滑 - 概率低，弹性高）市场预期及风险偏好降低可能会引起短暂获利回吐（估值难突破2018年10月历史底部，距离目前仅约10%下行空间），但政策积极预期后续将为板块带来整体性的估值扩张和更为强劲的反弹。

物管服务商

- ▶ **成长性：**保守预计核心覆盖标的2020-2023年盈利年化增长约25-35%，其中，面积增长中枢将维持在约15-30%，增值服务可实现双位数的单位收入及利润增长。长期而言，物管公司增长驱动力来自于三个方面：1) 行业集中度提升，品牌、科技和资本助力市场整合；2) 增值服务加深渗透；3) 新业务空间打开，例如城市服务、企业服务。
- ▶ **估值：**物管公司正处于高速成长期，细分赛道和新驱动力频出，我们认为P/E估值更为合理。DCF不能充分反映增长前景，但可用来测试某些因子（如毛利润率）在长期趋势下的变化对公司价值的影响，并且可以基于现有业务测算公司的底线估值来交叉验证当前估值的安全边际。当前覆盖标的交易于28倍2020年市盈率，考虑

¹ 需要强调的是，上述对明年销售面积和金额的预测似乎隐含了平均销售价格上涨5%，但该涨幅只是统计意义上全年均价的变化，并不是房价从年初至年末时点意义的上涨（详见正文）。



到其长期增长前景，我们认为仍然合理。未来一年估值切换仍将主导板块走势，新股上市有望提供额外催化剂。

- **选股：**1) 坚定抱紧长期发展空间广阔的蓝筹龙头，推荐碧桂园服务；2) 优选中期增长爆发力强、基本面扎实的中型物业服务商，推荐永升生活服务；3) 买入增长前景稳健、但股价或估值相对低估的标的，推荐中海物业，建议关注雅生活（未覆盖）。

图表1：我们核心推荐公司的推荐逻辑及盈利、估值情况

标的	核心推荐逻辑	盈利预测 (亿元)				估值	
		2019E	同比 (%)	2020E	同比 (%)	2019E P/E	2020E P/E
A股开发商							
保利发展	稳增长央企龙头。公司作为在央企中销售规模居首的行业传统龙头，2019、2020年销售端仍可实现15%-20%的增长，增速领先同规模房企。公司融资端额度充裕且成本优势显著，将有力支持公司未来拿地扩张和销售增长。	236.29	25%	279.7	18%	7.5	6.3
金地集团	资源价值优厚、低估值高分红的稳健标的。公司深耕一二线城市核心城市，土储资源价值优势凸显（尤其在市场下行周期），可有力支撑销售的稳健增长。公司分红比例领先行业且估值显著低于可比公司，股息收益率具备吸引力。	97.32	20%	113.91	17%	5.7	4.8
阳光城	经营优化、财务端改善、业绩高增。公司凭借对成本端更严格的管控及产品端更高的品质要求驱动经营质量的提升，财务端压降杠杆、优化债务结构并提升债务偿付能力，叠加盈利明年高速释放，可有力带动公司估值提振。	40.63	35%	61.26	51%	6.3	4.2
中南建设	高盈利增长、高确定性。公司已进入业绩收获期，前期销售增长开始在利润率和盈利增速上显现，且公司当前拿地和销售依然延续扩张势头，我们认为至少未来3年内盈利端都将实现确定性高增长。	40.31	84%	69.5	72%	7.6	4.4
万科A	高ROE、低杠杆，多元业务卡位，长线配置价值。公司住宅开发业务规模已从高速增长长期转为高位平稳（略有增长）期，在依靠高周转效率和优秀成本管控能力保障高ROE的同时，公司大力布局和卡位存量市场，商业地产、仓储物流、物业服务等多元业务有助于公司在长周期维度上应对住宅开发行业的下行风险。	422.39	25%	502.84	19%	7.2	6.0
H股开发商							
融创	高资源价值，杠杆向下，估值向上。2019年下半年公司明显放缓拿地节奏，加强业绩释放及财务状况。未来两到三年维度，我们认为由资产负债表修复驱动的估值扩张和盈利充分释放将成为其价值重估的主要动力。	280.98	31%	351.38	25%	5.3	4.2
中海	优质资源加快释放，盈利增速稳步回升。作为老牌龙头国企，中海具备充裕的土储资源和完善的供销管理管理能力。2016-17年公司经历管理层调整，销售、盈利增长暂时承压，2018-19年销售重回稳健高速增长，这将带动盈利重回稳健高速增长通道。	430.2 (亿港元)	16%	509.5 (亿港元)	18%	6.4	5.4
华润置地	“开发+持有”双轮增长。受益于国企背景，公司在获取土地和资金方面竞争优势突出，助其夯实龙头地位。此外，华润早年进入商业地产领域，目前从资产规模、经营能力、财务表现等方面均为行业佼佼者。2019-20年预计商业地产板块将贡献其盈利约15%以上，有望进一步带动价值重估。	221.38	6%	278.96	26%	9.5	7.5
龙湖	开发主业稳健发展，多元业务开花结果。公司是兼具进攻与防御能力的均好型标的。除地产主业稳健发展外，龙湖早期布局商业地产领域，随着其空间运营管理能力日臻完善，公司进一步将战略重心拓展至物业管理和长租公寓业务。2019-20年预计商业地产板块将贡献其盈利约10%以上，有望进一步带动价值重估。	157.8	23%	194.12	23%	11.2	9.1
旭辉	基本面持续改善，销售、盈利、杠杆更趋均好。估值的主要压制在于其过去两年拿地权益低、成本高，致使销售质量2018年来持续承压。然而，2018年四季度以来公司积极把握窗口补充土地，前期锁定的一二级联动项目亦不断落地，新增项目利润率及权益比已边际改善，将带动公司销售质量修复，加强投资者对其增长前景信心。	70.06	27%	91.05	30%	5.6	4.3
时代中国	城市更新步入快车道。公司是大湾区城市更新龙头，相应土储量领先区域同行及其他全国性房企。受益于这一资源禀赋，公司兼具进攻和防御能力。我们预计大湾区城市更新的积极推进将促使公司资源价值进一步释放，实现销售和盈利稳健持续增长。	52.4	25%	66.69	27%	4.8	3.9
中国金茂	城市运营禀赋助力高质量增长。截至2019年中期二级开发总土储接近4,900万方，潜在城市运营土储近3,900万方。此外，受益于国企背景，公司融资端优势突出。基于其资源禀赋，公司长期维度增长前景清晰。	64.49	27%	82.21	28%	8.8	7.0
物业管理公司							
碧桂园服务	中期盈利确定性高增长，长期发展空间广阔。保守预计未来3-5年盈利年化复合增速有望维持在约30%；长期持续受益于行业整合、增值服务渗透、新市场打开等，综合服务能力持续提升研发投入有望逐步构建护城河。	14.4	57%	18.8	30%	44.9	35.0
永升生活服务	增长爆发力强，基本面优质，估值具有吸引力。公司项目拓展能力和社区增值服务发展能力突出，有望带动盈利快速增长，保守预计2020-23年盈利年化复合增速达到约35%。	2.1	106%	3.1	47%	31.4	21.3
中海物业	基本面扎实，盈利增长稳健。国企基因，品质优质，改革有望带动业绩稳健释放，预计未来3-5年盈利年化复合增速达到约25%。	5.0 (亿港元)	24%	6.2 (亿港元)	25%	31.5	25.3

注：估值截至2019年11月1日。资料来源：万得资讯，中金公司研究部



行业展望篇

关键问题一：销售仍能保持坚挺吗？

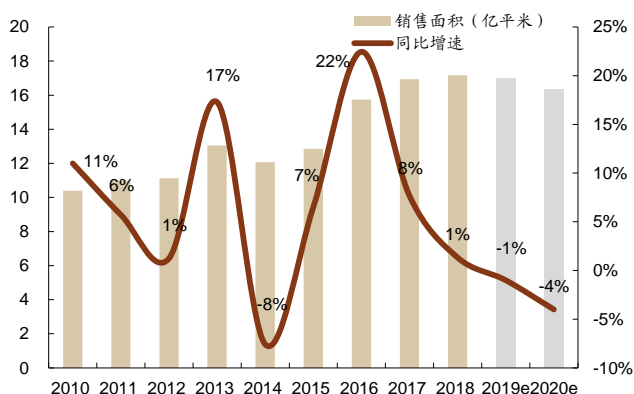
我们判断明年全国新房成交仍将保持相对平稳，预计商品房销售面积同比下滑4%，销售金额同比增长1%。主要基于以下四点理由：

- ▶ **经济增长边际进一步放缓，利率趋势下行，但货币政策空间上半年不大。**中金宏观组判断2020和2021年实际GDP增速将分别降至5.9%和5.8%，一年期LPR、MLF利率及RRR明年整体呈下行趋势，人民币汇率平稳，信贷环境平稳。考虑到CPI上半年仍将居高不下，货币政策空间明年下半年才可能打开²。
- ▶ **地产政策稳字当头，差异化调控继续深化。**我们判断明年金融口政策将保持定力，不会大幅放松或收紧；而住建口政策则更多展示灵活性，体现为因城施策框架下各地行政手段的适时调节。
- ▶ **行业库存水平不高。**当前一二线城市已开工未售（含竣工未售）库存虽有小幅修复但去化月数仍然很低（7.5个月），三四线库存虽有上升但也不高（15.7个月）³，该库存水平下市场供需结构不存在短期迅速失配的基础。
- ▶ **市场买、卖双方预期波动不大。**当前行业环境下购房人和开发商对房价的预期均较为平稳（尤其相较于以往市场大起大落时预期的剧烈波动），这有利于稳定市场情绪，有助于市场在发生小幅扰动时不因预期的影响而放大波动。

我们认为明年房价走势仍将平稳（类似于今年的表现）。值得特别指出的是，上述对明年销售面积和金额的预测似乎隐含了平均销售价格上涨5%，但该涨幅只是统计意义上全年均价的变化，并不是房价从年初至年末时点意义的上涨（举例而言，假设房价今年年初为100，至明年初均匀涨至110，明年全年维持110，则明年较今年平均房价涨幅为 $110/105-100\%=4.8\%$ ，而实际明年年初至年末房价并未上涨）。

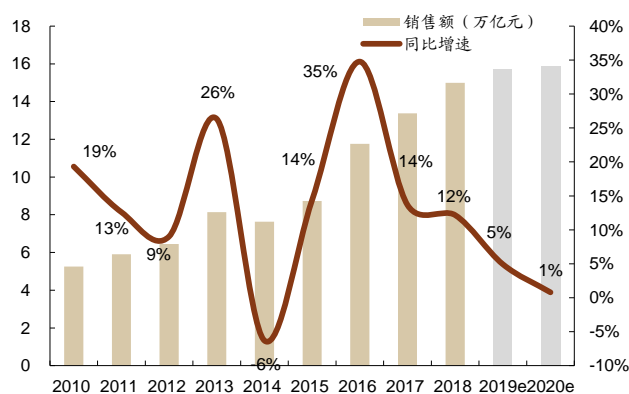
从季度间变动趋势来看，我们判断明年一季度销售增速将延续今年四季度的走弱态势，二季度起开始边际回升，三、四季度持续上行，全年整体呈现“前低后高”走势。该趋势一方面由今年销售基数决定，另一方面因明年地产及货币政策的宽松大概率出现在二季度之后。

图表2：预计2020年全国商品房销售面积同比下滑4%



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表3：预计2020年全国商品房销售金额同比增长1%



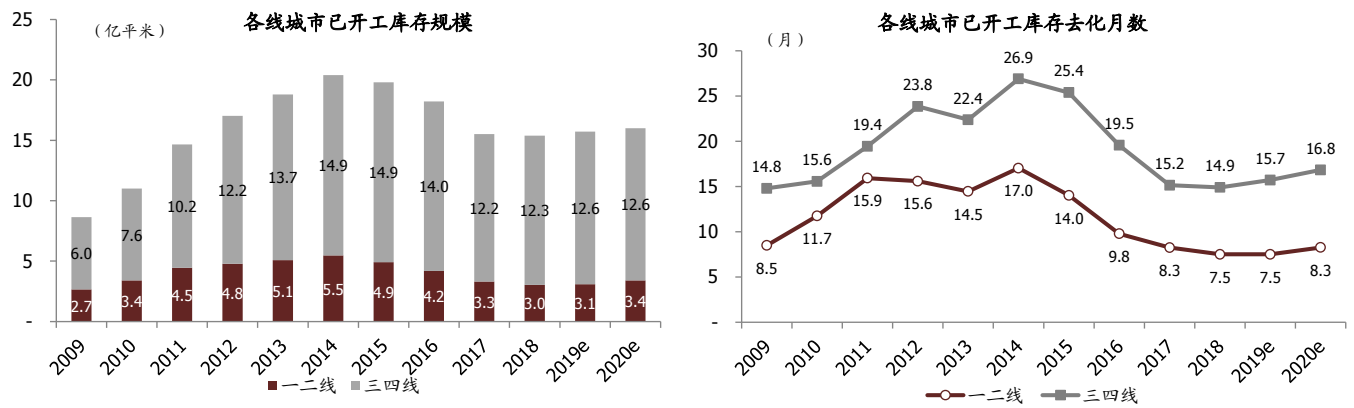
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

² 具体可参阅中金宏观组2020年展望报告。

³ 已开工未售库存的具体含义及测算方法可参阅报告《时空坐标下的中国房地产（五）：再论库存——从重庆说起》（2017.02.07）。



图表4：三四线城市当前已开工库存去化月数仍低于2011-2012年和2014年水平



注：关于已开工库存的定义及详细测算请参见报告《时空坐标下的中国房地产（五）：再论库存——从重庆说起》（2017年2月7日）。资料来源：国家统计局，各地统计局，中金公司研究部

图表5：我们预测2020年全国住房按揭投放量6.6万亿元，同比增长3%

人民币万亿元	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
净新增贷款	4.9	9.6	7.9	7.5	8.2	8.9	9.8	11.3	12.6	13.5	16.2	16.8	18.4
住房抵押贷款增加额	0.3	1.4	1.4	1.0	1.0	1.7	1.7	2.7	5.0	3.9	3.9	4.0	3.9
净新增抵押贷款占净新增贷款比例	7%	15%	18%	13%	12%	19%	18%	24%	39%	29%	24%	24%	21%
存量贷款	30.3	40.0	47.9	54.8	63.0	71.9	81.7	94.0	106.6	120.1	136.3	153.1	171.5
存量住房抵押贷款	3.0	4.8	6.2	7.1	7.5	9.0	10.6	13.1	18.0	21.9	25.8	29.8	33.6
存量住房抵押贷款占存量贷款比例	10%	12%	13%	13%	12%	13%	13%	14%	17%	18%	19%	19%	20%
住房抵押贷款还款额 (估算)	0.6	0.7	0.8	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.6	1.8	2.0	2.3	2.7
住房抵押贷款发放额 (净新增加还款额)	1.0	2.1	2.2	1.9	2.0	2.9	3.0	4.0	6.5	5.7	5.9	6.4	6.6
同比	-26%	120%	4%	-11%	2%	45%	2%	35%	64%	-13%	4%	8%	3%
新建商品住宅销售额	2.0	3.8	4.4	4.9	5.3	6.8	6.2	7.3	9.9	11.0	12.6	13.3	13.4
二手商品住宅销售额 (估算)	0.8	1.5	1.8	2.0	2.3	3.0	2.9	3.8	5.0	4.5	4.8	5.0	5.3
商品住宅销售额 (一手房加二手房)	2.8	5.3	6.2	6.9	7.6	9.8	9.1	11.1	14.9	15.5	17.4	18.3	18.7
住房抵押贷款发放额占销售额比例	34%	40%	35%	28%	26%	30%	32%	36%	44%	36%	34%	35%	35%

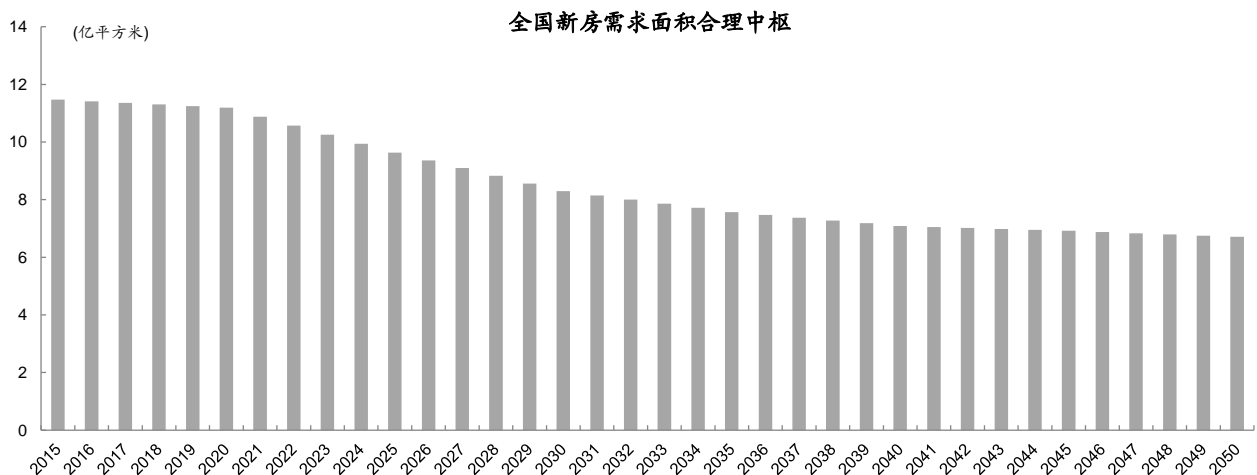
资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

长期来看，我们认为当前中国新房成交量正处于大周期的高位平台期。我们基于人口和经济模型的测算结果显示2016-2020年将是全国新房需求量的高位平台期，年均合理需求中枢11-12亿平方米（基于偏保守的假设预测）⁴，之后十年将逐渐降至每年8-10亿平方米，2040年之后基本稳定在7亿平方米左右。实际市场销售表现将是围绕上述长期合理需求中枢的短期波动，过去几年商品住宅销售面积较中枢明显偏高（2016-2019年年均14.6亿平方米，高出合理中枢约3亿平方米），我们认为未来该偏离程度将会逐渐回归，但回归速度取决于短期的政策作用（因此很可能不会出现短期大幅下滑）。

⁴ 请参见报告《时空坐标下的中国房地产（四）：量降价升——中国住房市场未来三十年》（2016.7.19）。



图表 6：我们测算 2015-2020 年新房企年均合理需求中枢 11-12 亿平方米，之后十年将逐渐降至每年 8-10 亿平方米



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

为何我们判断三四线市场销售走弱，但不会太差？

当前市场对明年基本面判断的分歧主要在于三四线城市的销售表现，我们的观点是明年三四线市场销售虽趋势向下，但出现大幅回落的可能性不高，主要考虑以下三点理由：

- ▶ **三四线市场内部本身存在分化，“因城施策”下整体波动性在减弱。**此轮周期与以往最大的不同在于差异性调控思路下不同城市间的分化与轮动，这不仅发生于一二线城市和三四线城市之间，也同样发生在三四线市场内部。2017 年以来，我们定义的强三四线城市⁵销售走势明显更接近于一二线城市，并与弱三四线城市⁶显著背离。我们认为城市间的周期错位将拉长市场整体的周期长度并减弱其波动性，未来市场无论上行或下行幅度都将小于以往“一刀切”式调控下的振幅。
- ▶ **当前三四线市场的库存水平、信贷环境均好于此前两轮下行周期。**对比此前两轮下行周期（2011 年-2012 年、2014 年-2015 年）的市场环境，三四线市场在出现成交量的显著收缩前往往首先出现库存的持续攀高和信贷的快速收缩。此轮三四线城市虽然也开始在边际上呈现出类似迹象，但库存去化周期（16 个月）明显低于此前两轮（2011 年 19 个月、2014 年 27 个月），且我们微观调研发现按揭投放强度和放款周期并未出现大幅下滑。
- ▶ **市场可能夸大了棚改对三四线市场的直接作用。**2016 年起大力实施的棚改货币化被广泛认为是拉动此轮三四线需求的核心因素，但我们看到在去年下半年开始棚改出现退坡（今年开工规模近乎“腰斩”）后实际三四线市场销售规模并未明显下行。事实上，过去几年年均 600 万套棚改规模中货币化补贴的比例只有半数左右，其中使用补贴款购房的比例更低，我们估算棚改对三四线城市销售的直接贡献占比实际只有 10-15%。棚改更大的作用体现在对房价预期的影响上，尤其配合市场上行周期时的政策宽松，大幅提振了三四线城市居民的房价预期。但在当前平稳的政策环境和偏低的库存水平下，棚改退坡对房价预期的负面影响将远小于上行周期的提振效果，对三四线市场成交量的拖拽也相对有限。

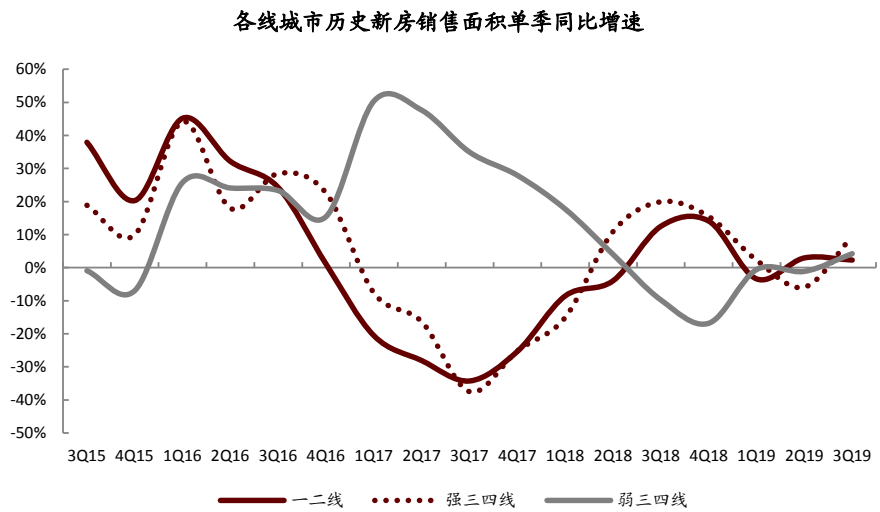
综上，我们认为以过去几轮周期的波动幅度来预期此轮三四线市场的走势是不准确的（正如去年底展望今年时，市场对三四线城市预期普遍的过度悲观），此轮三四线的下行幅度应较以往更小（历史年度最深跌幅 10%），预计 2020 年三四线城市商品房销售面积同比下跌 7%，其中强三四线城市同比走平，弱三四线城市同比跌 10%。

⁵ 强三四线城市：位于核心都市圈、承接一二线城市需求外溢的 47 个三四线城市，约占三四线市场新房成交量的三分之一。

⁶ 弱三四线城市：除强三四线城市以外的全部三四线城市。

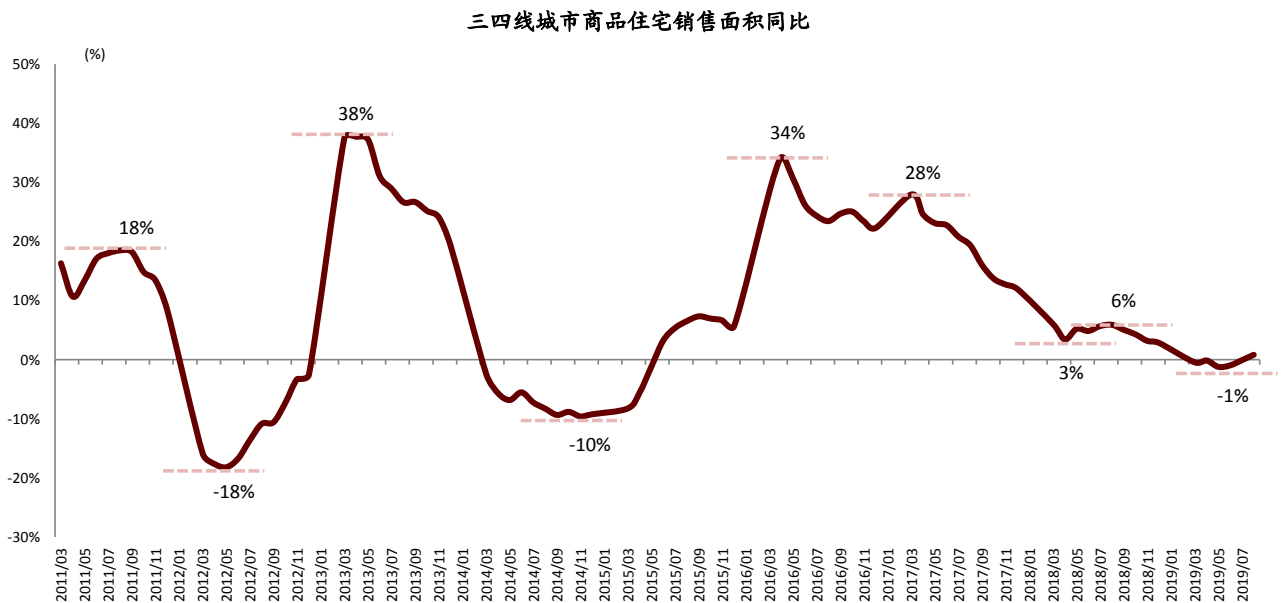


图表7：自2017年以来强三四线城市与弱三四线城市销售走势显著背离



注：因数据所限，可比口径的历史序列只能向前追溯至2015年3季度。资料来源：国家统计局，各地统计局，中金公司研究部

图表8：此轮周期三四线新房销售市场的波动性在逐渐减弱



资料来源：国家统计局，各地统计局，中金公司研究部

关键问题二：政策有可能放松吗？

政府通常采用住建口政策（限购、限价、限售等）和金融口政策（降息降准、按揭投放、首付比例、房企融资监管等）两类工具配合调节市场。以往周期我们看到金融口政策的灵活性明显大于住建口政策，政策宽松或紧缩周期的拐点大多首先始于金融口政策的调整（例如今年年初流动性的显著宽松），而住建口政策往往为防范随之产生市场快速上行或下行风险而必须维持平稳取态，从而客观上表现为更强的政策定力。

我们认为此轮政策端的不同将更多体现为金融口政策更强的定力和住建口政策更大的灵活性，尤其在中央明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”这一基本要求后，我们判断未来流动性宽松的时点更晚且幅度较以往更小、各地行政手段的正向调整力度更大（体现为各地在因城施策框架下行政手段的灵活性）。



图表9：以往几轮周期房地产政策梳理

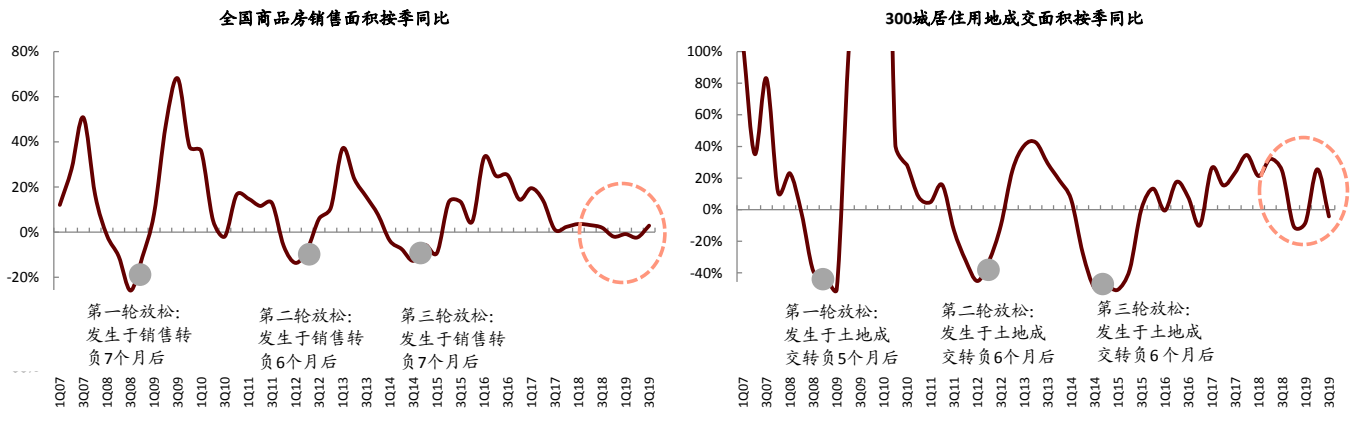
政策周期	政策方向	金融政策				财税政策	
		调息调准	首付比例调整	房贷利率调整	房企融资政策	营业税调整	契税、印花税调整
第一轮	宽松 2008.10-2009.12	4次降息 3次降准	首套房最低首付比例由30%减至20%	贷款利率下限扩大为基准利率的0.7倍（原0.85倍），公积金贷款利率下调0.27%	2008.12：支持开发商合理融资需求，加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设信贷支持	个人购买普通住房转让免征营业税年限从5年降至2年，不足2年转让由按照收入全额征税转为差额征税	90平以下首套房契税下调到1%（原3%-5%）个人买卖住房暂免征收印花税（原0.05%），免征土地增值税
	紧缩 2010.1-2011.12	6次加息 12次升准	首套房首付比例不得低于30%，二套房首付比例不得低于40%（后增至60%）；暂停三套房贷款	贷款利率不得低于基准利率的1.1倍；5次上调公积金贷款利率	2010.4：有违规记录房企停发股票、公司债、停止新项目贷款和贷款展期	个人购房营业税征免时限恢复到5年	-
第二轮	宽松 2012.6-2013.1	2次降准	-	2次下调公积金贷款利率	-	积极推进营业税改增值税	严格实施差别化住房税收
	紧缩 2013.2-2014.6	-	房价上涨过快的城市可进一步提高第二套房首付比例，多城市提高至70%	房价上涨过快的城市可进一步提高第二套房贷款利率	2013.7：严控房地产融资风险	-	二手房交易个税由交易总额的1%调整为差额的20%
第三轮	宽松 2014.7-2016.8	6次降息 5次降准	首套房最低首付比例降至25%，二套房降至40%（后降至30%）；首套房贷款结清的，二次公积金贷款最低首付30%（后降至20%）	贷款利率下限降至基准利率的0.7倍，适当提高首套公积金贷款额度，5次下调公积金贷款利率	2014.9：增强金融机构个人住房贷款投放能力，继续支持房地产开发企业的合理融资需求	2年以上非普通住房转让免征营业税，上海等一线城市调整普通住宅认定标准	契税由3%改为首套房1.5%，二套房2%
	紧缩 2016.9-2017.6	-	多城市提高首付比例：北京40%-70%、广深30%-70%	-	2016.10：仅四类资质良好企业可申请发债，房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地	-	-
本轮 差异化 政策组合	偏松	2019年内3次降准	-	2019年2-3月杭州、南宁、合肥、厦门、无锡、深圳等城市多家银行下调房贷利率	2019.2：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	-	-
	偏紧	-	-	-	2019.5：23号文明确禁止各类不满足“四三二”条件的变相融资业务 2019.7：房企发外债只能置换一年内到期中长期境外债务	-	-
政策周期	政策方向	行政政策					
		限购政策	限价政策	限售政策	监管表态	土地政策	保障房建设
第一轮	宽松 2008.10-2009.12	-	-	-	-	-	3年投资9000亿元廉租房、建设400万套经适房
	紧缩 2010.1-2011.12	“国十条”后16个一二线城市陆续出台限购政策；半年后提出二三线城市限购标准，共46城颁布限购令	地方政府制定房价目标并向社会公布，未达成目标将问责；多城市设定房价涨幅上限	-	加大对捂盘惜售、囤积房源，散布虚假信息、扰乱市场秩序等违法违规行为的查处力度	土地款分期支付首付比例不低于50%（原20%-30%）	未来5年，中国将建设3600万套保障性住房
第二轮	宽松 2012.6-2013.1	-	-	-	-	加大住房用地供应量，重点监测土地溢价率、底价过高情况	-
	紧缩 2013.2-2014.6	对拥有1套及以上住房的非当地户籍居民家庭或无社保及纳税证明家庭要暂停在本行政区域内向其售房	“国五条”后北京等城市执行明码标价、一房一价规定，项目明显高于周边价格的不予备案发放预售证	-	坚决抑制投机投资性购房，加强预售管理	多城采用“限房价、竞地价”或配建保障房、公共设施等办法出让土地	2013年城镇保障性安居工程基本建成470万套、新开工630万套
第三轮	宽松 2014.7-2016.8	杭州、西安等41城取消或松绑限购	四川、甘肃等多个省市全面取消限价	-	-	住房供应明显偏多的，应减少住宅用地供应量直至暂停计划供应	-
	紧缩 2016.9-2017.6	北京、南京等22个城市陆续重启限购	多城市重启限价，商品房销售价格报备主管部门，溢价不得超过规定幅度	厦门等40城开启限售，新购房拿证满2-5年后允许交易	坚持房住不炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展	-	-
本轮 差异化 政策组合	偏松	青岛取消摇号 南京六合、高淳限购放松	广州改一刀切限价为根据周边价格浮动调整 丹东要求售价月环比涨幅不得超过0.6%	赤峰限售5年改为2年	2019.7：中央政治局会议：坚持房住不炒，不将房地产作为短期刺激经济的手段	阜阳取消土拍限价	海口、三亚发布人才住房保障实施细则
	偏紧	西安限购条件收紧	大连要求加强售价监控	苏州工业园区、高新区出台限售	2018.7：中共中央政治局会议：坚决遏制房价上涨 2019.5：南宁、合肥严肃查处捂盘惜售、哄抬房价等行为	合肥不允许关联公司竞买同一幅土地，建立房价和地价联动机制 苏州下调某地块指导价	太原、合肥、广州、深圳等城市出台发展租赁住房方案

资料来源：国家统计局，住建部网站，中国人民银行，各地政府网站，中金公司研究部

什么可能引起政策的超预期？我们认为明年行业政策取向很大程度上取决于商品房销售和土地市场的表现（二者是开发投资和地方收入的先行指标），以往几轮政策的放松均出现于新房和土地成交量持续录得（6个月左右）负增长之后。当前新房市场和土地市场虽已出现边际降温，但成交量仍保持基本平稳，政策不存在大幅正向调整的基础。但若明年两市场均出现类似2008年、2012年、2014年和2018年四季度的持续收缩，我们认为不排除政策为稳定市场而超预期宽松的可能性。



图表 10：以往几轮周期政策的放松均出现于商品房市场和土地市场持续六个月左右负增长之后



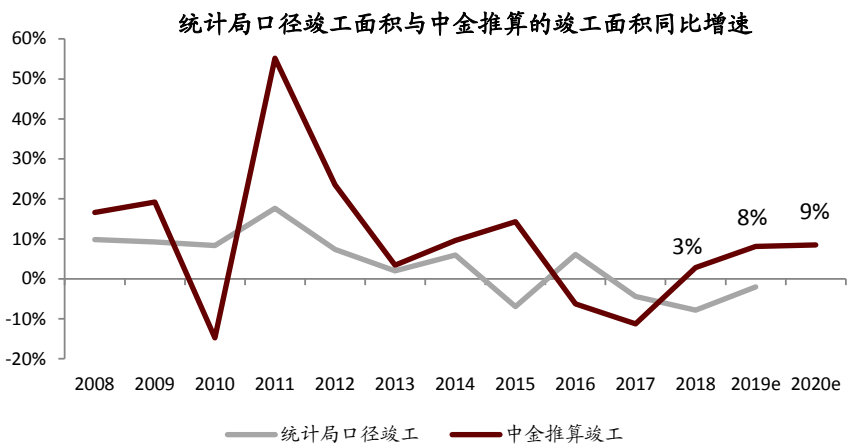
资料来源：国家统计局，中指数据库，中金公司研究部

关键问题三：竣工会提速吗？

近几年竣工数据的趋势和开工、销售及下游相关行业表现均呈现出显著背离，我们认为原因有二：1) 统计局的竣工数据因环评等统计因素存在一定程度失真，不反映实际物理竣工；2) 房企抢回款、加速周转使得预售时点前移，在缩短了开工到预售时间的同时客观上拉长了预售到竣工的时间，叠加部分房企延迟竣工以拖后清缴土增税，竣工周期被拉长。我们判断上述影响从今年下半年起开始逐渐减弱（统计因素扰动逐渐平抑且多数房企周转速度已提升至自身高水平），并将带动竣工数字持续回升。

我们采用经调整后的滞后期销售面积推算实际竣工面积（可售系数及滞后周期均予以动态调整），结果显示实际物理竣工数字在 2018 年已基本企稳，2019、2020 年将加速提升，预计将分别录得 8% 和 9% 的同比增长。统计局口径的竣工数据虽因失真无法定量预测，但趋势上大概率也将进入上行通道。

图表 11：统计局口径的竣工面积与我们推算的竣工面积增速比较



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

关键问题四：开工和投资还能再超预期吗？

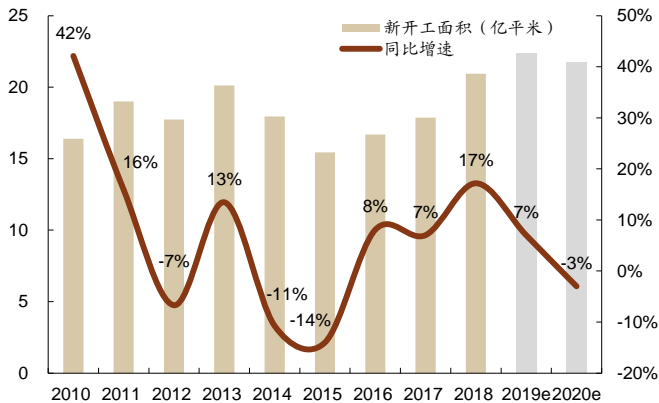
我们预计 2020 年全国房屋新开工面积同比下滑 3%。我们认为今年四季度到明年年初土地市场将伴随实体市场的边际降温而延续下行趋势，并传导至明年的新开工（新开工面积的走势一般滞后于土地成交面积半年左右）。与去年不同的是，今年三四线土地市场成交量自 2016 年以来首次转负（2017、2018、1~3Q2019 分别同比+28%、+16%、-7%），其



中三季度降幅达到 14%。我们估计今年三季度至明年二季度三四线城市的土地成交量跌幅可能达到 15%-20%，但考虑此类市场土地库存高且销售不会出现大幅下行，新开工料缓于土地成交的下滑速度，降幅预计 10%左右。对于一二线城市，预计开工数字将延续今年平稳小升的表现，增幅约 5%。

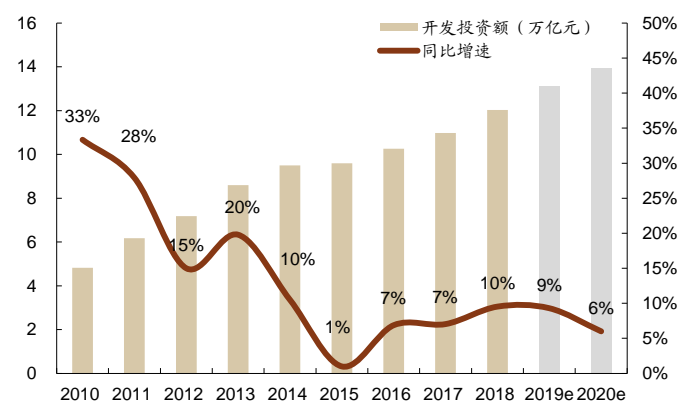
基于上述对新开工及竣工的判断，我们推算明年施工面积增速将录得 6%的同比增长，假设单位投资强度持平，建安投资增速预计在 6%左右。

图表 12: 预计 2020 年全国房屋新开工面积同比下滑 3%



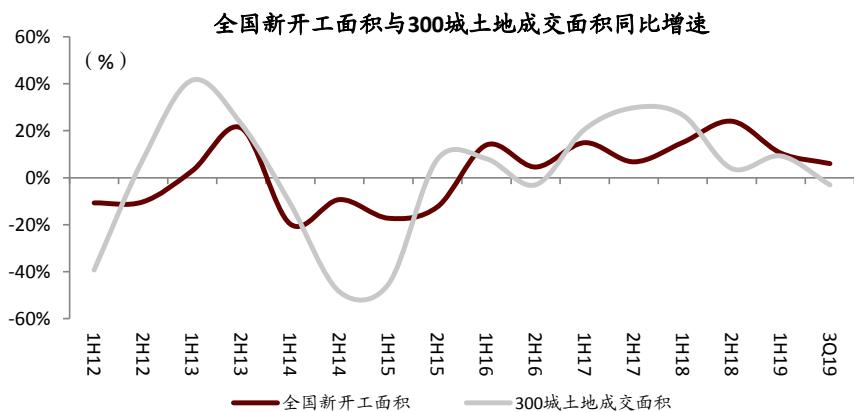
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 13: 预计 2020 年全国房地产开发投资同比增长 6%



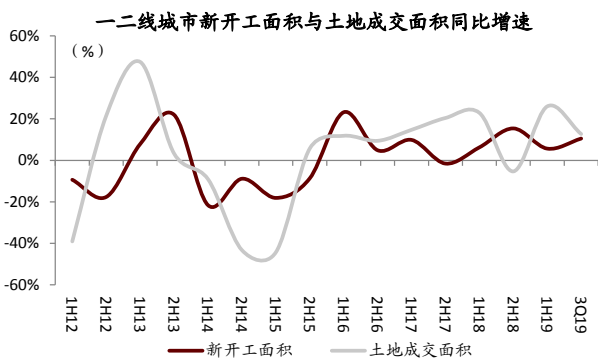
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 14: 全国新开工面积的走势滞后于 300 城土地成交面积半年左右



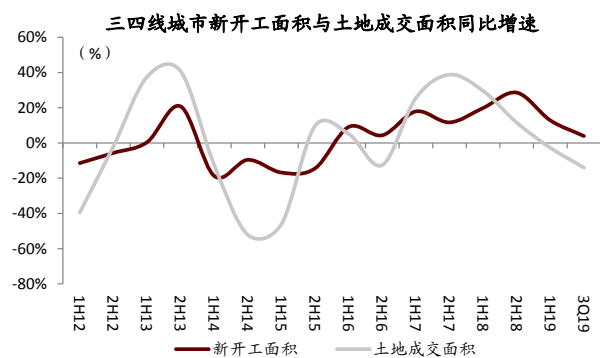
资料来源：国家统计局，中指数据库，中金公司研究部

图表 15: 一二线城市土地成交延续韧性，料带动明年开工保持正增长



资料来源：国家统计局，中指数据库，中金公司研究部

图表 16: 三四线城市土地成交已出现同比下滑，明年开工大概率转负



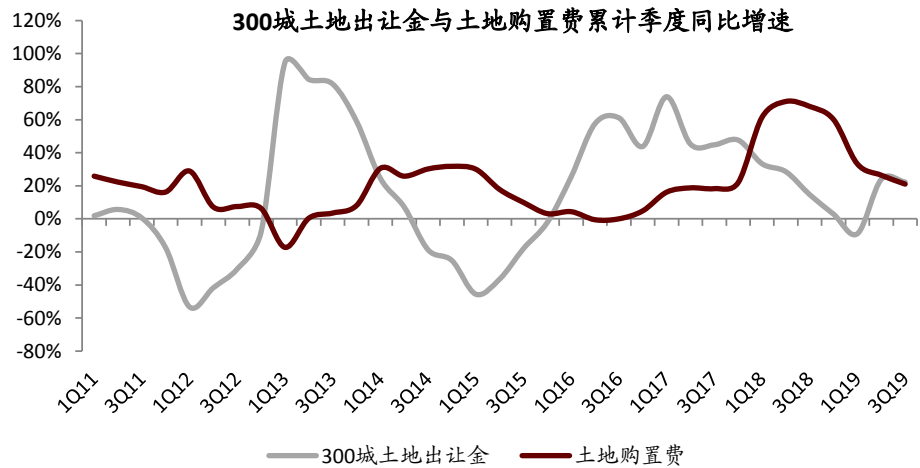
资料来源：国家统计局，中指数据库，中金公司研究部



土地购置费还会维持高增长吗？土地购置费作为房地产开发投资的细项，在土地出让金支付时确认，并根据工程建设进度分期计入投资。因此，土地购置费的趋势显著滞后于合约口径的土地成交数字（通常滞后1至2年），我们推算明年土地购置费同比增速将降至7%左右，较过去三年显著降速（2017、2018、1-3Q2019分别同比增长22%、60%、21%）。

综上，我们预计明年房地产开发投资额同比增长6%。须说明的是，投资增速的下行主要来自土地购置费增速的显著回落（建安投资增速基本保持平稳），而土地购置费不直接形成GDP，因此整体对明年GDP的影响幅度有限。

图表 17: 土地购置费增速通常滞后于合约口径的土地出让金增速 1 年到 2 年



资料来源：国家统计局，中指数据库，中金公司研究部



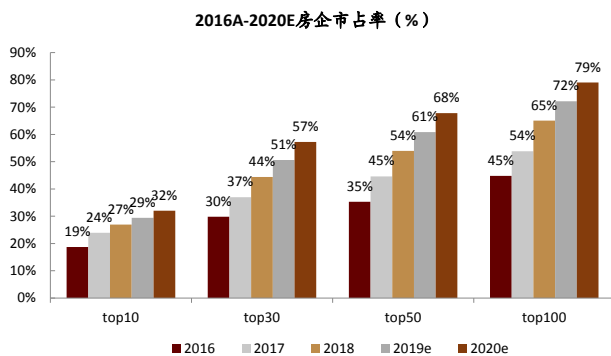
地产开发商篇

我们认为房企融资端严监管未来将成为新常态，这将使资金和土地资源获取进一步向头部公司倾斜，叠加竞争加剧、运营门槛提高，我们预计头部公司销售集中度在行业整合出清中仍有可观提升空间，这为其中期增长及估值奠定基础，个股分化也将进一步加剧。当前基本面温和向下、政策取态平稳、地产股估值/仓位均较低，是为板块风险收益上佳情形；若销售今年内或明年初失速下滑（虽然此情形可能性较低），则有望带来由政策积极预期主导的板块整体性估值扩张和更为强劲的反弹。

关键问题五：房企集中度还有多大提升空间？

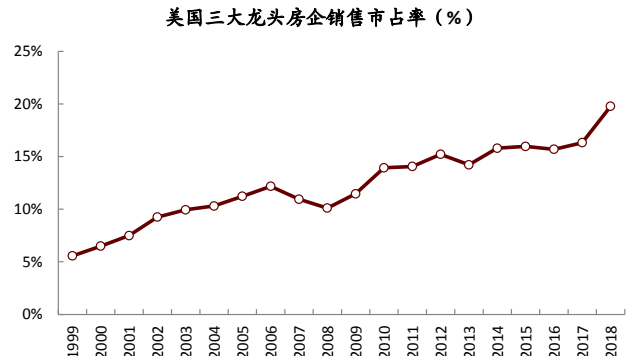
头部公司销售市占率仍有可观提升空间。我们预计 TOP10/30/50/100 房企销售市占率将由 2019 年 29%/51%/61%/72% 提高到 2020 年 32%/57%/68%/79%，其中 TOP3 房企市占率接近 14%，与海外国家如美国 TOP3 近 20% 的占比相比仍有可观提升空间。长期看头部公司扩张空间，我们判断 TOP10 市占率最终可达 40-50%（目前约 30%），其 2019 年拿地集中度（以货值计算）已接近 50%。参考下图展示的情景测试，TOP10 房企未来 5 年销售额平均实现 10% 以上年化增长将是大概率事件。

图表 18：国内头部房企销售集中度将进一步提升



资料来源：中指数据库，国家统计局，中金公司研究部

图表 19：受行业竞争加剧、经营门槛提高驱动，美国 TOP3 房企销售市占率近年来持续提升，2018 年已接近 20%



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 20：预测 TOP10 房企销售的长期增长空间

2019E 全国商品房销售额 (亿元)	2019E 前十房企销售市占率 (%)	2019E 前十房企销售额 (亿元)	2019E-2024E 全国商品房销售 CAGR	2024E 全国商品房销售额 (亿元)	2024E 前十房企销售市占率 (%)	2024E 前十房企销售额 (亿元)	2019E-2024E 前十房企销售 CAGR
154,472	29%	45,416	5.0%	197,150	45%	88,717	14%
			2.5%	174,771		78,647	12%
			0.0%	154,472		69,512	9%
			-2.5%	136,105		61,247	6%
			-5.0%	119,527		53,787	3%

资料来源：中指数据库，国家统计局，中金公司研究部

预计覆盖标的 2020 年仍将实现 15% 左右销售增长（2019 年约 18%）。除备货足、去化率有韧性外，伴随着 2019 年拿地权益回升，我们预计 2020 年龙头房企销售权益有望修复，加强销售质量。



图表 21: 覆盖房企 2019-20 年销售金额及增速预测

	2019e销售金额 (亿元)	2019e 同比	2020e销售金额 (亿元)	2020e 同比
A股				
中南建设	1,800	23%	2,200	22%
金地集团	2,000	23%	2,400	20%
保利	4,800	19%	5,760	20%
阳光城	2,000	23%	2,300	15%
万科	6,500	7%	6,700	3%
H股				
时代中国	750	24%	1,000	33%
禹洲	670	20%	870	30%
旭辉	1,900	25%	2,375	25%
世茂	2,600	48%	3,250	25%
金茂	1,600	25%	2,000	25%
远洋	1,400	28%	1,750	25%
美的置业	1,000	27%	1,200	20%
奥园	1,140	25%	1,368	20%
龙光	900	25%	1,080	20%
融创	5,500	19%	6,600	20%
中海宏洋 (港元)	606	20%	727	20%
合景泰富	850	30%	1,000	18%
中海 (港元)	3,765	25%	4,330	15%
雅居乐	1,181	15%	1,358	15%
龙湖	2,307	15%	2,584	12%
华润	2,420	15%	2,710	12%
恒大	6,000	9%	6,500	8%
碧桂园 (权益口径)	5,521	10%	5,797	5%
平均		18%		15%

注：中海和中海宏洋销售金额为港币口径；碧桂园销售金额为权益口径。资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 22: 覆盖房企 2019 年前 9 月销售表现

公司	2019年初至今累计值			同比			截至日期	2019E 销售目标 或中金估计销售金额 (亿元)	完成比例
	销售面积 (万平方米)	销售金额 (亿元)	销售单价 (元/平方米)	销售 面积	销售 金额	销售 均价			
A股									
万科	3,062	4,766	15,534	5%	10%	4%	2019.9	6,500	73%
金地集团	710	1,418	19,972	22%	34%	9%	2019.9	2,000	71%
保利地产	2,294	3,468	15,118	13%	14%	1%	2019.9	4,800	72%
荣盛发展	634	678	10,703	11%	14%	3%	2019.9	1,120	61%
中南建设	1,024	1,300	12,685	32%	27%	-4%	2019.9	1,800	72%
H股									
中海 (港元)	1,376	2,902	21,092	12%	28%	15%	2019.9	3,765	77%
龙湖集团	1,036	1,746	16,857	12%	17%	5%	2019.9	2,307	76%
华润置地	956	1,754	18,353	11%	16%	4%	2019.9	2,420	72%
融创中国	2,532	3,695	14,590	23%	16%	-6%	2019.9	5,500	67%
雅居乐	630	876	13,898	17%	25%	6%	2019.9	1,181	74%
远洋集团	438	889	20,300	35%	26%	-7%	2019.9	1,400	64%
碧桂园 (权益口径)	4,699	4,229	9,000	7%	2%	-5%	2019.9	5,521	77%
中国金茂	561	1,238	22,060	51%	27%	-16%	2019.9	1,600	77%
世茂房地产	970	1,740	17,934	32%	44%	9%	2019.9	2,600	67%
中国恒大	4,279	4,532	10,590	0%	1%	1%	2019.9	6,000	76%
合景泰富	329	582	17,670	17%	20%	2%	2019.9	850	68%
龙光地产	528	717	13,575	76%	31%	-26%	2019.9	900	80%
禹洲地产	326	489	14,986	42%	44%	2%	2019.9	670	73%
旭辉集团	802	1,368	17,000	19%	28%	7%	2019.9	1,900	72%
中海宏洋 (港元)	356	454	12,730	6%	7%	1%	2019.9	606	75%
中国奥园		786			29%		2019.9	1,140	69%
美的置业	695	708	10,189	21%	22%	1%	2019.9	1,000	71%
时代中国	338	507	15,011	34%	20%	-11%	2019.9	750	68%
覆盖公司平均					16%		2019.9		72%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

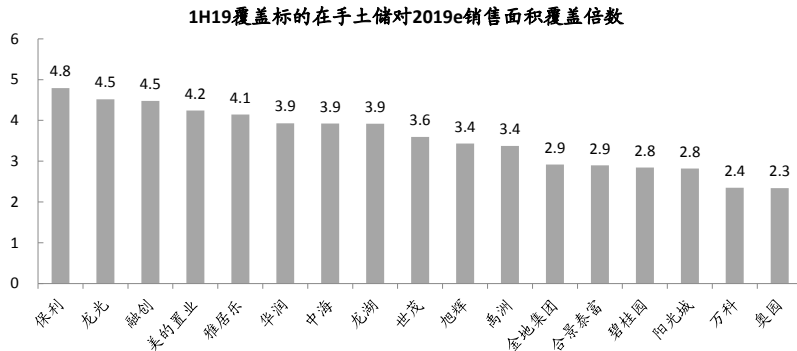
- ▶ **可售货量充裕。**2019 年房企拿地集中度进一步提升，截至中期覆盖标的在手土储充裕，普遍可支持未来 3-4 年销售。另外，龙头公司积极开工备货，即便保守预计 2020 年新开工面积同比持平，覆盖标的为 2020 年锁定的可售货量同比增长近 30%，为销售提供强支撑。
- ▶ **去化率彰显强韧性。**龙头公司近年来品牌品质意识不断加强，供销存管理能力持续改善，这些夯实“内功”的投入将有效转化为有韧性的去化水平。此外，在逐步适应窄幅波动为主的市场环境后，我们相信龙头房企将更从容应对区域市场的分化和



轮动，灵活把握窗口实现销售。以覆盖标的为例，2019年平均销售去化率仅从2018年约67%小幅降低至63%，预计2020年将大体平稳。

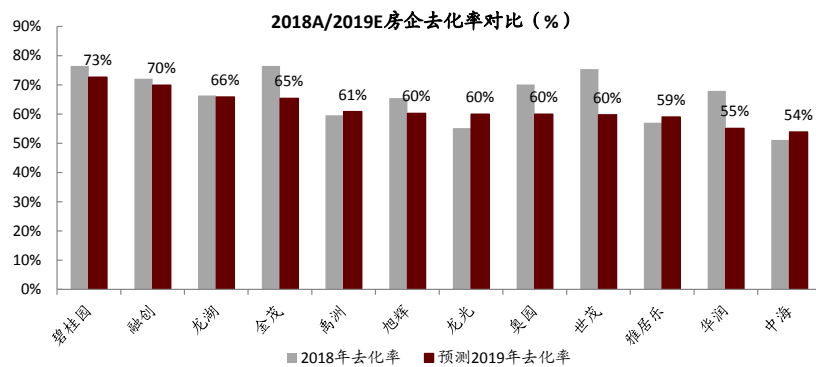
- ▶ **销售权益比有望见底回升。**今年以来土地市场竞争不如2017-18年激烈，房企“被动”合作拿地的状况有所减少（预计该状况2020年仍将延续），因此绝大部分覆盖标的新增项目权益比开始回升。随着新增项目未来几年逐步投入销售，我们预计销售权益比将逐步修复。

图表 23: 截至 2019 年中期，覆盖房企存量土储充裕，普遍可支持未来 3-4 年销售



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 24: 覆盖标的销售去化率 2019 年仅小幅下滑，彰显强韧性



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 25: 绝大部分覆盖标的拿地权益比今年以来有所回升

	2017A	2018A	1H19
万科	68.8%	56.1%	70.5%
保利	60.2%	63.1%	83.4%
金地集团	47.1%	40.4%	53.8%
中南建设		52.2%	80.8%
阳光城	66.1%	54.7%	88.6%
中海	76.4%	75.2%	76.3%
龙湖	51.2%	67.9%	72.4%
华润	62.5%	67.3%	65.9%
融创	72.7%	61.0%	65.8%
雅居乐	74.6%	68.9%	80.4%
远洋	35.1%	50.0%	54.1%
碧桂园	68.2%	60-65%	65-70%
金茂	51.9%	42.8%	62.1%
世茂	59.0%	63.0%	62.9%
合景泰富	62.7%	57.2%	71.2%
禹洲	58.8%	58.5%	57.0%
旭辉	48.5%	57.5%	67.8%
中海宏洋	100.0%	95.6%	95.4%
奥园	74.4%	81.2%	70.6%

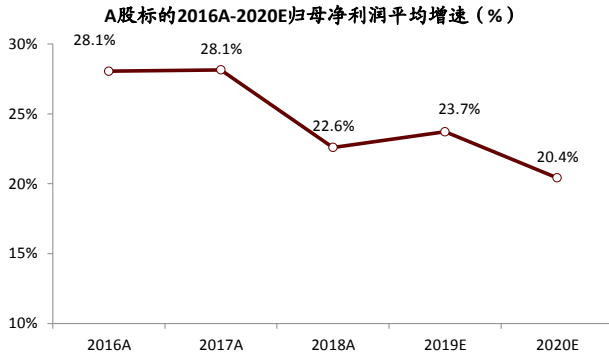
注：单元格数值越高，颜色越深。资料来源：公司公告，中金公司研究部



关键问题六：盈利增速会否显著下滑？

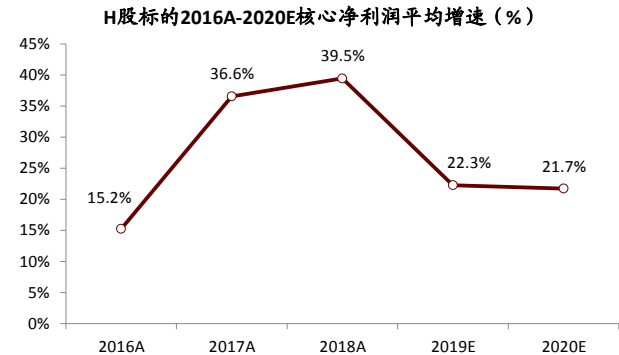
龙头房企今、明两年盈利锁定度高，当前市场一致预期下调风险很低。预计覆盖 A 股标的的归母净利润 2019-20 年将同比增长 23.7%、20.4%，覆盖 H 股标的的核心净利润 2019-20 年将同比增长 22.3%、21.7%，与当前市场预期基本一致。截至中期已售未结加下半年新增销售可基本覆盖下半年及明年结算，覆盖倍数普遍在 1-1.5 倍。此外，考虑到 2020 年覆盖标的将延续稳定的销售增长，且权益比例、利润率等指标显著恶化的可能性低，我们预计这将进一步增强房企盈利增长的确定性和延续性。

图表 26: 覆盖 A 股房企 2016A-2020E 归母净利润平均增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 27: 覆盖 H 股房企 2016A-2020E 核心净利润平均增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 28: 覆盖房企 2019-20 年盈利预测及与市场一致预期对比

	中金预测				一致预期				中金预测 vs. 一致预期	
	2019E	同比 (%)	2020E	同比 (%)	2019E	同比 (%)	2020E	同比 (%)	2019E	2020E
A股										
中南建设	40.3	83.8%	69.5	72.4%	40.6	85.0%	69.7	71.8%	-0.6%	-0.3%
阳光城	40.6	34.6%	61.3	50.8%	41.7	38.3%	56.4	35.3%	-2.6%	8.5%
华夏幸福	146.8	25.0%	185.0	26.1%	149.6	27.4%	192.7	28.8%	-1.9%	-4.0%
华发股份	29.1	27.3%	36.0	23.7%	29.5	29.1%	37.6	27.4%	-1.4%	-4.3%
滨江集团	13.9	14.5%	16.8	20.4%	17.7	45.2%	21.7	22.5%	-21.1%	-22.5%
万科	422.4	25.1%	502.8	19.0%	412.1	22.0%	488.6	18.6%	2.5%	2.9%
保利	236.3	25.0%	279.7	18.4%	245.7	30.0%	298.7	21.5%	-3.8%	-6.3%
荣盛发展	95.9	26.8%	112.7	17.4%	96.2	27.2%	117.8	22.5%	-0.3%	-4.3%
金地集团	97.3	20.2%	113.9	17.1%	98.1	21.1%	116.6	18.9%	-0.8%	-2.3%
北京城建	14.8	19.9%	17.2	16.8%	14.8	19.9%	17.2	16.8%	0.0%	0.0%
华侨城A	125.0	18.1%	141.3	13.1%	125.3	18.3%	150.1	19.8%	-0.2%	-5.8%
首开股份	37.0	16.8%	41.7	12.7%	37.6	18.7%	43.1	14.8%	-1.6%	-3.4%
世茂股份	26.3	9.4%	29.1	10.6%	26.1	8.4%	29.8	14.3%	0.9%	-2.4%
华远地产	8.0	6.6%	8.8	10.0%	8.0	6.7%	8.8	10.0%	0.0%	0.0%
金融街	35.3	8.1%	37.9	7.3%	35.7	9.2%	40.1	12.3%	-1.1%	-5.4%
A股平均		23.7%		20.4%		24.6%		22.4%	-0.7%	-2.4%
H股										
奥园	41.5	61.3%	64.0	54.2%	41.7	61.9%	59.9	43.8%	-0.4%	6.9%
中海宏洋 (港元)	34.3	41.7%	46.4	35.0%	35.7	47.2%	42.6	19.5%	-3.7%	8.7%
美的置业	44.4	35.1%	57.6	30.0%	43.4	32.3%	59.3	36.4%	2.1%	-2.7%
旭辉	70.1	26.5%	91.1	30.0%	71.1	28.5%	88.8	24.8%	-1.5%	2.6%
合景泰富	47.7	25.0%	61.9	30.0%	50.1	31.5%	62.3	24.2%	-4.9%	-0.6%
金茂	64.5	26.9%	82.2	27.5%	64.8	27.5%	82.6	27.5%	-0.5%	-0.5%
时代中国	52.4	24.8%	66.7	27.3%	52.3	24.6%	65.5	25.2%	0.1%	1.7%
世茂	108.1	26.5%	136.7	26.4%	109.6	28.2%	136.2	24.2%	-1.3%	0.4%
华润	221.4	5.5%	279.0	26.0%	230.6	9.9%	273.8	18.7%	-4.0%	1.9%
融创	281.0	30.8%	351.4	25.1%	262.5	22.1%	328.6	25.2%	7.1%	6.9%
禹洲	39.8	20.1%	49.7	25.0%	40.8	23.3%	49.9	22.2%	-2.5%	-0.3%
远洋	32.7	24.9%	40.8	24.9%	34.1	30.3%	44.7	31.0%	-4.2%	-8.7%
龙湖	157.8	22.8%	194.1	23.0%	163.4	27.2%	199.0	21.8%	-3.4%	-2.4%
龙光	101.0	43.9%	122.2	20.9%	98.0	39.6%	122.7	25.1%	3.1%	-0.4%
中海 (港元)	430.2	16.0%	509.5	18.4%	449.3	21.1%	526.1	17.1%	-4.3%	-3.1%
雅居乐	70.7	5.9%	82.0	16.0%	76.6	14.8%	88.4	15.4%	-7.7%	-7.3%
碧桂园	413.6	21.2%	455.5	10.1%	413.3	21.1%	471.7	14.1%	0.1%	-3.4%
H股平均		22.3%		21.7%		23.7%		20.8%	-1.1%	-0.4%

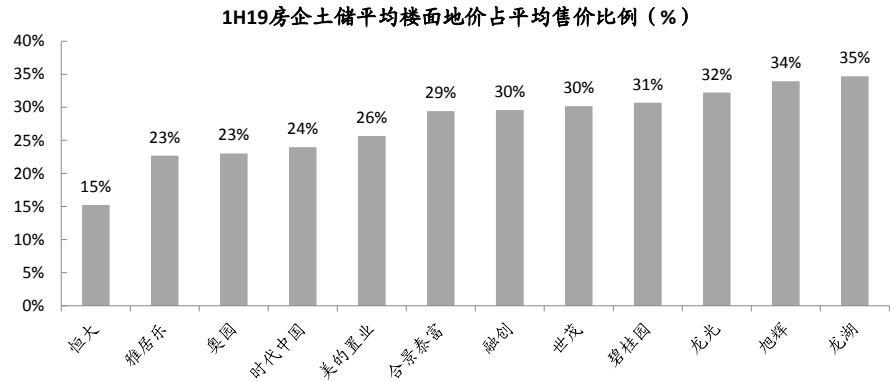
注：A 股为归母净利润，H 股为核心净利润。资料来源：公司公告，中金公司研究部

行业整体难改利润率下行趋势，但局部亮点仍值得关注，我们对龙头公司不悲观。今年以来覆盖标的对房价预期普遍更谨慎，不对赌趋势性机会，而是注重把握土地市场波段，土储成本上升势头已明显放缓，部分公司新增项目利润率边际企稳甚至改善。考虑到房企拿地受到内部收益率等指标约束（龙头公司纪律性相对更强），我们认为“房价平稳、



地价单边上涨”的局面难以长期持续。此外，多元拿地优势今年以来被进一步放大，例如金茂凭借“城市运营”获取大量低成本、高权益项目，成功进行土储换仓。同样值得注意的是，在行业整合出清过程中，头部公司有望通过收并购吸收优质资源。总结来看，我们预计覆盖标的合约毛利率2019-20年将逐步企稳，带动结算毛利率于2021-22年企稳。

图表 29: 截至 2019 年中期，主要覆盖房企总土储平均楼面地价仍处于合理水平

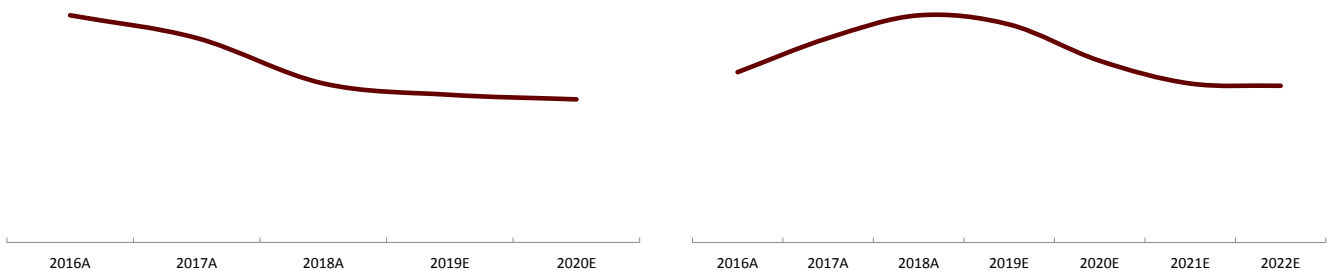


资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 30: 预计龙头房企合约毛利率有望于 2019-20 年逐步企稳，带动结算毛利率于 2021-22 年企稳

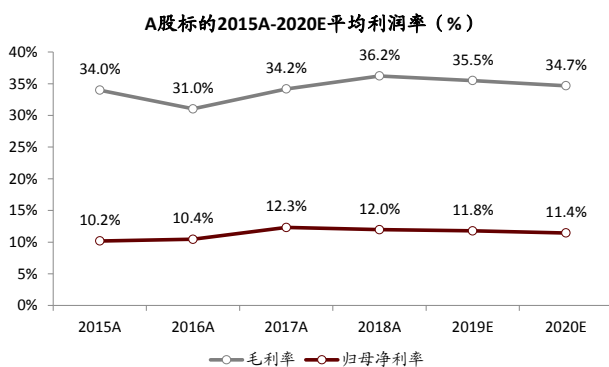
龙头房企销售毛利率走势示意图

龙头房企结算毛利率走势示意图



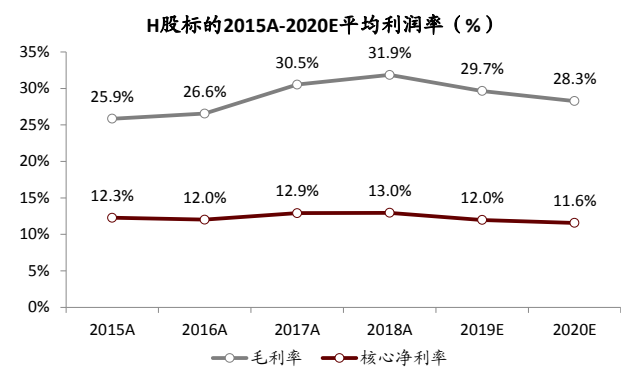
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31: 覆盖 A 股房企 2015A-20E 平均利润率



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 32: 覆盖 H 股房企 2015A-20E 平均利润率



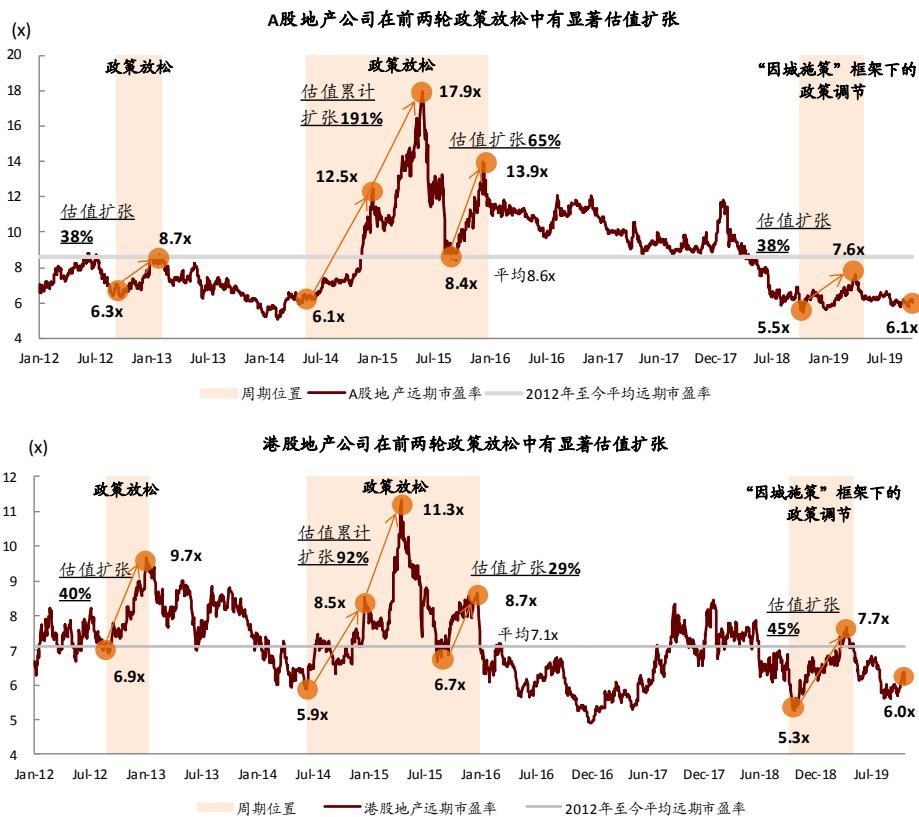
资料来源：公司公告，中金公司研究部



关键问题七：地产股估值中枢见底了吗？

未来一年板块估值中枢料将大体平稳。预计未来一年基本面将温和向下、窄幅波动，板块估值中枢将大体平稳（远期市盈率历史中枢 7-8 倍），估值将延续区间震荡走势。覆盖 A 股与 H 股房企目前分别交易于 6.1 倍和 6.0 倍远期市盈率，仍接近历史底部。当前实体市场温和降温、政策取态平稳，此情形下政策带来的估值扩张相对有限，股价驱动力更多来自“增长”，我们认为房企业绩兑现以及 2020-21 年增长确定性加强将主导地产股未来几个月走势。然而，我们不排除今年内或 2020 年初销售出现失速下滑的可能，这一方面会引发市场预期及风险偏好降低，触发短暂的获利回吐，一方面又会为政策更快、更大力度调整腾出空间，这将带来板块整体更为强劲的估值扩张及反弹，参考 2012 年四季度、2014 年下半年至 2015 年上半年及 2019 年一季度三轮政策放松，覆盖 A 股及 H 股标的的分别反弹至 8.7/9.7 倍、17.9/11.3 倍和 7.6/7.7 倍远期市盈率。

图表 33：覆盖 A 股及 H 股房企在过去几轮政策放松期市盈率均实现明显扩张



资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部

中期维度头部公司估值有支撑，个股分化加剧。头部公司在行业持续整合出清中规模扩张和利润率整体有支撑，可保障基础估值倍数。我们认为个股在发展路径、增长前景和估值方面的分化将进一步加剧：随着集中度逐步见顶，部分纯开发型房企在销售及利润规模均趋于稳定、财务状况更加稳健时可能会选择（也有条件）提升派息率，以支撑股息收益率和长期估值；我们更会看到部分房企（尤其 TOP10）积极拓展以投资性物业为代表的多元业务、加强持续性收入，走出“地产主业提供弹性，多元业务当压仓石”的发展道路，或者探索房地产基金等运营模式创新，估值有望迎来结构性提升；此外，部分在区域布局和拿地方式上有特色的房企未来几年持续高增长确定性强，此类“小而美”标的成长风格将依旧延续。然而，若房企在资源和周转模式方面无突出优势，即便短期可能存在正向预期差，也难改长期规模和估值向下趋势，那么在合适时点进行转型或通过收并购退出不失为合理选择。



图表 34：覆盖房企可比估值表

公司名称	代码	当前评级	股价	目标价	上涨/下跌空间	市值	每股收益				P/E (x)				P/B (x)				股息收益率				每股NAV	溢价率	
							17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E			
A股地产：侧重开发																									
万科A	000002	跑赢行业	26.83	34.62	29.0%	302.0	2.48	2.99	3.74	4.45	10.8	9.0	7.2	6.0	2.3	1.9	1.5	1.2	3.3%	3.9%	4.9%	5.8%	38.5	-30%	
华夏幸福	600340	跑赢行业	28.93	34.21	18.3%	87.0	2.94	3.91	4.89	6.16	9.8	7.4	5.9	4.7	2.3	2.0	1.6	1.3	3.1%	4.1%	5.2%	6.4%	68.5	-58%	
保利地产	600048	跑赢行业	14.82	18.77	26.7%	176.8	1.31	1.58	1.98	2.34	11.3	9.4	7.5	6.3	1.7	1.5	1.2	1.0	2.7%	3.4%	4.2%	5.0%	26.4	-44%	
华侨城A	000069	跑赢行业	7.14	8.38	17.4%	58.6	1.05	1.29	1.52	1.72	6.8	5.5	4.7	4.1	1.1	1.0	0.9	0.7	4.2%	4.2%	5.0%	5.6%	9.7	-26%	
金地集团	600383	跑赢行业	12.21	16.17	32.4%	55.1	1.52	1.79	2.16	2.52	8.1	6.8	5.7	4.8	1.4	1.2	1.0	0.8	4.3%	4.9%	6.2%	6.9%	21.1	-42%	
金融街	000402	跑赢行业	8.03	9.44	17.6%	24.0	1.01	1.09	1.18	1.27	8.0	7.3	6.8	6.3	0.8	0.8	0.7	0.6	3.7%	3.7%	4.0%	4.3%	12.6	-37%	
荣盛发展	002146	跑赢行业	8.84	11.03	24.8%	38.4	1.32	1.74	2.21	2.59	6.7	5.1	4.0	3.4	1.4	1.1	0.9	0.8	4.0%	5.1%	6.2%	7.3%	20.3	-56%	
滨江集团	002244	跑赢行业	4.33	4.48	3.5%	13.5	0.55	0.39	0.45	0.54	7.9	11.1	9.7	8.0	0.9	0.9	0.8	0.8	1.9%	1.4%	1.6%	1.9%	6.9	-37%	
华发股份	600325	跑赢行业	7.42	9.37	26.3%	15.7	0.76	1.08	1.37	1.70	9.8	6.9	5.4	4.4	1.2	1.1	1.0	0.8	4.0%	2.0%	2.6%	3.2%	14.0	-47%	
中南建设	000961	跑赢行业	8.24	11.24	36.4%	30.6	0.19	0.59	1.09	1.87	44.5	13.9	7.6	4.4	2.0	1.8	1.5	1.2	0.2%	1.5%	2.7%	4.6%	15.3	-46%	
阳光城	000671	跑赢行业	6.36	8.98	41.2%	25.8	0.51	0.75	1.00	1.51	12.5	8.5	6.3	4.2	1.3	1.1	1.0	0.7	0.8%	0.9%	1.2%	2.2%	15.0	-57%	
南京高科	600064	中性	9.40	10.07	7.1%	11.6	0.77	0.78	1.29	1.25	12.3	12.1	7.3	7.5	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1%	2.7%	4.1%	4.0%	20.4	-54%	
首开股份	600376	中性	8.14	8.95	9.9%	21.0	0.90	1.23	1.43	1.62	9.1	6.6	5.7	5.0	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	3.1%	3.1%	3.8%	4.4%	19.6	-62%
北京城建	600266	中性	7.43	7.06	-5.0%	14.0	0.77	0.65	0.78	0.92	9.6	11.4	9.5	8.1	0.7	0.6	0.6	0.5	3.1%	3.1%	3.8%	4.4%	19.6	-62%	
世茂股份	600823	中性	4.04	4.18	3.5%	15.2	0.59	0.64	0.70	0.78	6.8	6.3	5.8	5.2	0.7	0.6	0.6	0.6	1.5%	6.4%	6.9%	7.7%	8.9	-55%	
中华地产	600743	中性	2.37	2.39	0.7%	5.6	0.35	0.32	0.34	0.38	6.8	7.4	7.0	6.3	0.8	0.7	0.7	0.6	4.2%	5.1%	5.0%	5.5%	4.5	-47%	
中华企业	600675	中性	4.63	5.20	12.2%	28.2	0.16	0.43	0.47	0.52	29.9	10.9	9.8	9.0	2.4	2.1	1.7	1.4	0.0%	3.2%	3.8%	3.9%	8.6	-46%	
平均值											12.3	8.6	6.9	5.8	1.4	1.2	1.1	0.9	3.0%	3.6%	4.3%	5.1%		-46%	
中间值											9.7	8.0	6.9	5.6	1.3	1.1	1.0	0.8	3.2%	3.8%	4.5%	5.3%		-46%	
市值加权平均											11.7	8.7	7.0	5.8	1.8	1.6	1.3	1.1	3.1%	3.8%	4.7%	5.5%		-42%	
A股地产：开发和持有																									
中国国贸	600007	中性	17.67	19.69	11.5%	17.8	0.63	0.77	0.88	0.98	28.0	23.0	20.0	17.9	2.8	2.6	2.4	2.2	1.8%	1.8%	2.1%	2.3%	20.3	-13%	
陆家嘴	600663	中性	13.77	14.88	8.1%	49.0	0.78	0.83	0.88	0.93	17.7	16.6	15.6	14.8	3.9	3.5	3.1	2.8	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	19.6	-30%	
平均值											22.9	19.8	17.8	16.4	3.3	3.0	2.8	2.5	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%		-21%	
中间值											22.9	19.8	17.8	16.4	3.3	3.0	2.8	2.5	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%		-21%	
市值加权平均											20.5	18.3	16.8	15.7	3.6	3.2	2.9	2.7	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%		-25%	
A股地产：房地产服务商																									
世联行	002285	中性	3.50	3.62	3.5%	7.2	0.49	0.20	0.18	0.21	7.1	17.2	19.3	16.7	1.4	1.3	1.3	1.2	2.3%	0.6%	0.5%	0.6%	n.a.	n.a.	
H股地产																									
中国海外发展	0688.HK	跑赢行业	25.30	34.58	37%	277	3.1	3.4	3.9	4.7	8.1	7.5	6.4	5.4	1.0	1.0	0.9	0.8	3.2%	3.6%	4.3%	5.3%	40.85	-38%	
华润置地	1109.HK	跑赢行业	33.90	41.14	21%	242	2.8	3.4	3.5	4.4	11.9	9.8	9.5	7.5	1.6	1.4	1.3	1.1	2.9%	3.6%	3.7%	4.6%	45.64	-26%	
中国金茂	0817.HK	跑赢行业	5.44	6.61	22%	64	0.4	0.5	0.6	0.8	12.8	10.9	8.8	7.0	1.5	1.5	1.4	1.2	4.8%	4.0%	4.5%	5.7%	8.37	-35%	
龙湖集团	0960.HK	跑赢行业	32.55	41.08	26%	194	2.0	2.5	2.9	3.6	16.7	13.2	11.2	9.1	2.3	2.1	1.9	1.6	2.8%	3.5%	4.1%	5.0%	43.27	-25%	
世茂房地产	0813.HK	跑赢行业	27.10	27.70	2%	89	2.5	2.9	3.7	4.6	11.0	9.3	7.4	5.9	1.3	1.3	1.2	1.0	3.7%	4.4%	5.4%	6.8%	38.69	-30%	
远洋集团	3377.HK	中性	2.92	2.66	-9%	22	0.6	0.4	0.5	0.6	4.6	7.4	6.1	4.9	0.4	0.4	0.4	0.4	11.0%	7.3%	7.3%	9.0%	7.51	-61%	
合景泰富	1813.HK	跑赢行业	8.05	8.71	8%	26	1.4	1.4	1.7	2.2	5.9	5.9	4.8	3.7	0.8	0.8	0.7	0.6	6.1%	7.9%	7.3%	9.5%	17.53	-54%	
碧桂园	2007.HK	跑赢行业	11.14	11.41	2%	241	1.4	1.7	2.1	2.3	8.0	6.4	5.4	4.9	2.1	1.8	1.5	1.2	4.3%	5.0%	5.7%	6.3%	20.84	-47%	
雅居乐	3383.HK	中性	10.84	12.10	12%	42	1.9	2.0	2.0	2.3	5.8	5.5	5.4	4.6	1.0	0.9	0.8	0.7	8.4%	9.1%	9.3%	10.8%	22.99	-51%	
龙光地产	3380.HK	跑赢行业	12.28	13.40	9%	67	1.0	1.4	2.0	2.5	12.3	8.6	6.1	5.0	2.7	2.2	1.8	1.4	3.3%	6.2%	6.7%	8.1%	17.01	-31%	
旭辉控股	0884.HK	跑赢行业	5.48	6.99	28%	43	0.7	0.8	1.0	1.3	8.1	7.0	5.6	4.3	1.6	1.5	1.3	1.1	4.2%	5.5%	6.4%	8.4%	8.22	-33%	
禹洲地产	1628.HK	跑赢行业	3.41	4.20	23%	17	0.9	0.9	0.9	1.1	3.9	4.0	3.9	3.1	0.7	0.7	0.7	0.6	8.8%	9.2%	9.1%	11.3%	8.39	-59%	
中海地产	0081.HK	跑赢行业	4.19	5.22	25%	14	0.5	0.7	1.0	1.4	8.5	5.7	4.2	3.1	0.7	0.7	0.6	0.5	1.0%	3.4%	4.8%	6.5%	7.97	-47%	
融创中国	1918.HK	跑赢行业	37.10	47.90	29%	165	1.3	5.5	7.0	8.8	27.9	6.7	5.3	4.2	2.9	2.5	1.9	1.4	1.6%	2.5%	3.8%	4.7%	65.80	-44%	
中国恒大	3333.HK	中性	19.42	15.12	-22%	255	2.7	4.1	3.0	2.8	7.1	4.8	6.5	7.0	1.9	1.7	1.6	1.4	0.0%	6.6%	8.2%	7.4%	30.29	-36%	
中国奥园	3883.HK	跑赢行业	10.68	13.84	30%	29	0.7	1.1	1.7	2.7	14.8	9.8	6.2	4.0	2.3	2.1	1.6	1.2	2.8%	3.8%	7.5%	11.0%	15.32	-30%	
美的置业	3990.HK	跑赢行业	19.66	25.27	29%	23	1.9	3.1	4.2	5.4	10.4	6.3	4.7	3.6	1.9	1.3	1.1	0.9	0.0%	6.2%	8.5%	11.0%	50.51	-61%	
时代中国控股	1233.HK	跑赢行业	14.84	16.89	14%	29	1.7	2.6	3.1	3.8	9.0	5.7	4.8	3.9	1.5	1.4	1.2	1.0	3.4%	5.3%	6.2%	7.8%	31.81	-53%	
平均值											10.1	7.2	6.0	5.1	1.5	1.4	1.2	1.0	4.4%	5.8%	6.8%	7.7%		-42%	
中间值											8.7	6.9	5.8	4.8	1.6	1.4	1.2	1.0	3.3%	5.1%	6.3%	7.6%		-44%	
市值加权平均											11.6	7.9	7.1	6.0	1.8	1.6	1.4	1.2	3.0%	4.6%	5.5%	6.3%		-37%	

注：股价和市值截至2019年11月1日；所有公司均为中金覆盖公司，数据采用中金预测数据。资料来源：万得资讯，中金公司研究部

关键问题八：如何选股？

我们坚定看多地产股，建议投资者积极加仓。择股方面我们仍然最为看重“有质量、可持续的增长”，体现在资源价值、扩张能力、成长性、防御性四个方面。2020年A股推荐排序保利、金地、阳光城、中南、万科，H股重点推荐融创、中海、华润、龙湖、旭辉、时代、金茂。

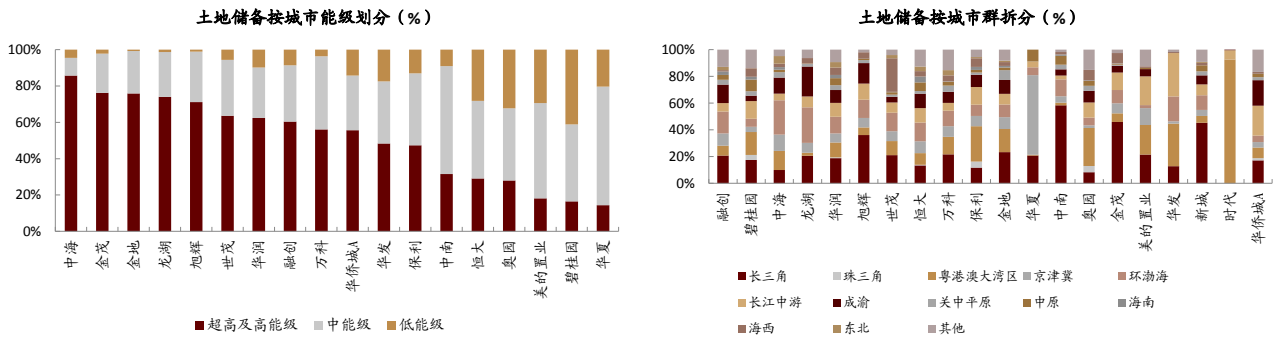
情形 A (销售温和向下 - 概率高, 弹性低) 增长兑现及估值切换将会主导未来几个月板块走势。

情形 B (销售失速下滑 - 概率低, 弹性高) 在短暂获利回吐后 (估值难突破 2018 年 10 月历史底部, 距离当前估值仅 10% 左右下行空间), 板块预计将在政策积极预期主导下开启新一轮整体性的估值扩张及由此带来的更为强劲的反弹。

- 优选土储聚焦高能级城市及核心都市圈的房企，资源价值有保障。



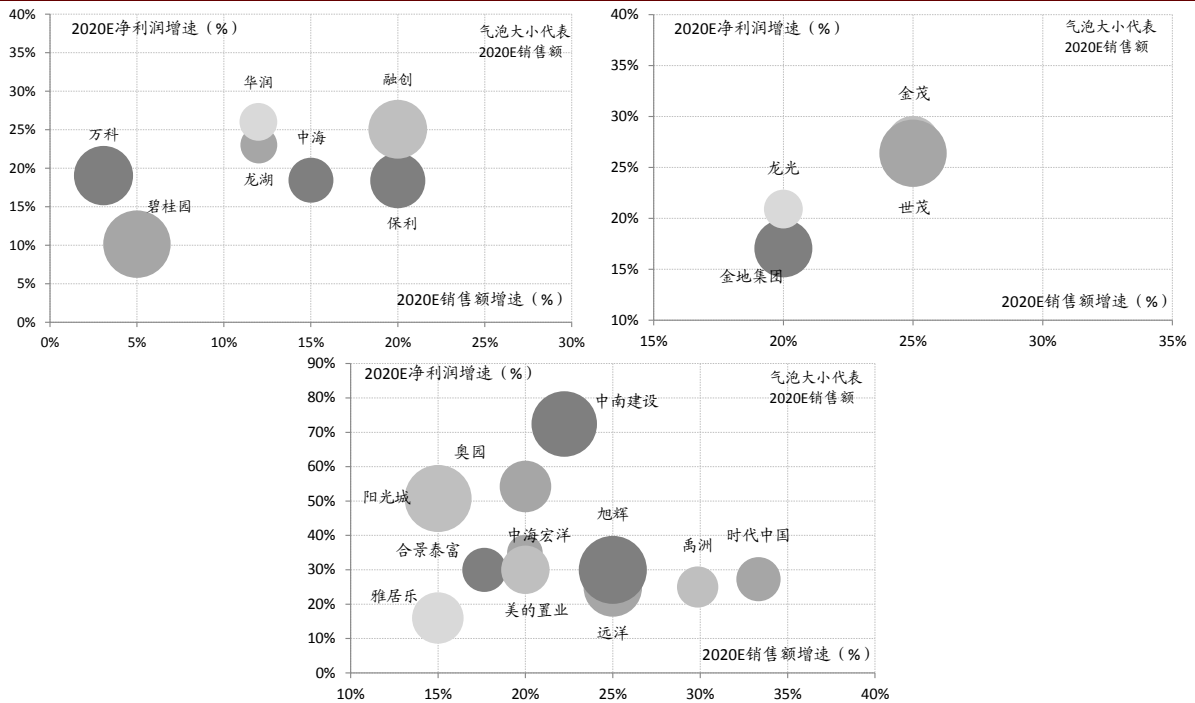
图表 35: 覆盖房企土储按城市能级和都市圈拆分



注：数据截至2018年末。资料来源：公司公告，中金公司研究部

► 对比短期增长动能，筛选确定性高增长标的。

图表 36: 覆盖大、中、小市值房企增长动能对比



注：“大市值标的”指市值超过800亿人民币(A股)/港币(H股)，“中市值标的”指市值在400-800亿人民币(A股)/港币(H股)，“小市值标的”指市值低于400亿人民币(A股)/港币(H股)。资料来源：公司公告，中金公司研究部

► 多渠道拿地加强中长期增长前景。



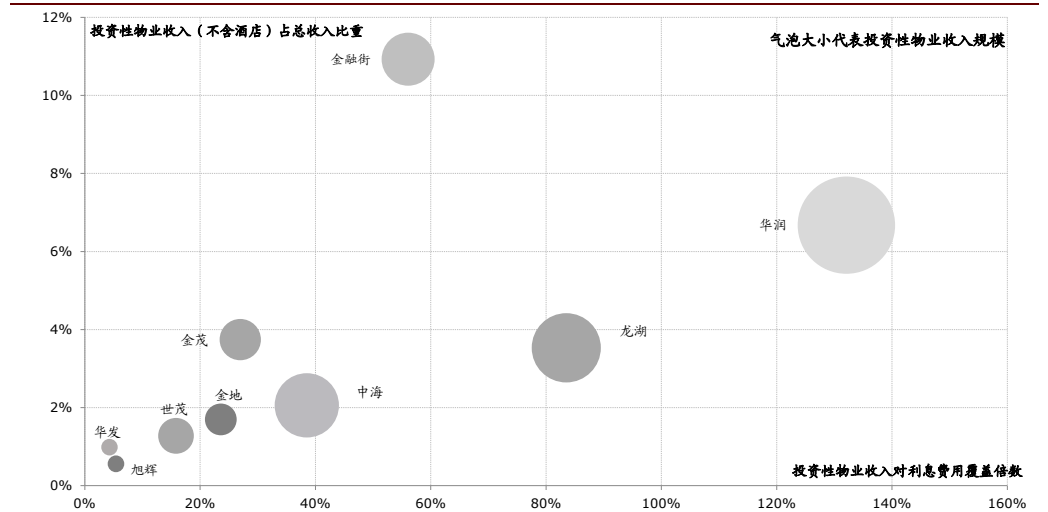
图表 37: 我们对覆盖标的拿地渠道多元程度进行定性评估

公司	评级	关键词
A股		
华夏幸福	■■■■■	产业园区 商业综合体 勾地
阳光城	■■■■■	收并购
万科	■■■■■	招拍挂为主 多元业态拿地为辅
保利	■■■■■	招拍挂为主
中南	■■■■■	招拍挂为主
金地	■■■■■	招拍挂为主
H股		
融创	■■■■■	“并购王” 一二级联动 合作勾地
金茂	■■■■■	城市运营
华润	■■■■■	商业综合体勾地 核心城市大型旧改 地方国企混改
时代	■■■■■	城市更新 收并购
奥园	■■■■■	城市更新 收并购
合景泰富	■■■■■	城市更新 收并购
龙湖	■■■■■	商业综合体勾地 收并购
旭辉	■■■■■	收并购 一二级联动
美的置业	■■■■■	美的集团生产基地工厂腾退
龙光	■■■■■	城市更新
中海	■■■■■	国企大型资产包收购 核心城市大型旧改
世茂	■■■■■	收并购
碧桂园	■■■■■	招拍挂为主 收并购、城市更新等为辅
雅居乐	■■■■■	招拍挂为主 收并购、城市更新、小镇等为辅
禹洲	■■■■■	招拍挂为主

资料来源：中金公司研究部

- ▶ **重点关注在国内核心城市拥有优质投资性物业标的。**持续稳定的租金增长将有效增强公司整体增长前景及确定性，带来估值扩张。此外，全球已开启新一轮降息潮，核心资产可能受益于资本化率下降而进一步释放价值。如果看一级市场定价，当前中国一线城市在交易中实现的4-4.5%资本化率与亚太地区大多数门户城市（如香港、新加坡）相比更具吸引力。如果看二级市场估值，目前覆盖标的对持有型物业做账面价值重估时采用的资本化率普遍在5%以上。进一步地，以龙湖和华润为例，当前市值隐含其持有型物业组合平均资本化率亦在5%以上。换言之，覆盖标的持有的此类核心资产当前估值安全边际高，未来价值重估空间大。

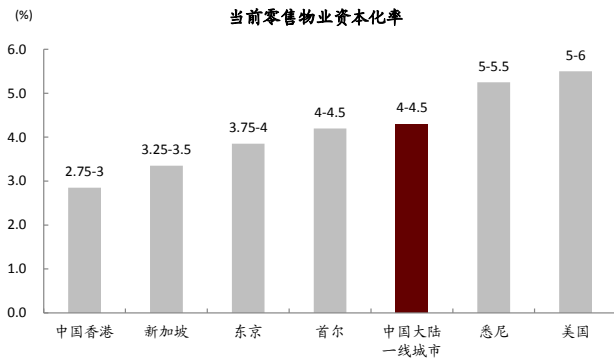
图表 38: 覆盖 A 股和 H 股标的投资性物业财务表现



资料来源：公司公告，中金公司研究部

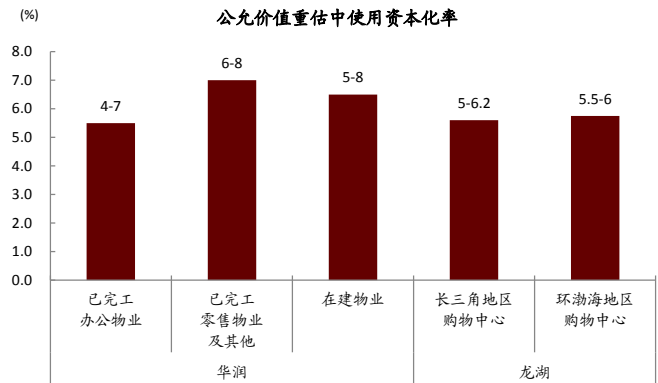


图表 39: 当前零售物业一级市场资本化率对标



资料来源: Real Capital Analytics, 中金公司研究部

图表 40: 典型房企在投资性物业公允价值重估时使用的资本化率较实际成交水平更为保守



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 41: 从当前市值来看, 市场对龙湖和华润拥有的持有型物业组合给予 5% 甚至更高的资本化率

当前市值隐含零售物业资本化率测算	龙湖					华润						
	综合远期市盈率	9.3					8.0					
商场业务贡献核心盈利占比	11.5%					14.5%						
假设物业开发及其他业务整体市盈率	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5		
隐含商场业务市盈率	38.5	34.7	30.8	27.0	23.2	22.7	19.8	16.8	13.9	10.9		
对应 NOI 倍数	19.77	17.79	15.82	13.85	11.87	15.58	13.56	11.54	9.52	7.50		
隐含零售物业资本化率	5.06%	5.62%	6.32%	7.22%	8.42%	6.42%	7.38%	8.67%	10.51%	13.34%		
不同估值假设下公司综合市盈率中枢	龙湖: 物业开发及其他业务整体市盈率					华润: 物业开发及其他业务整体市盈率						
	资本化率	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5	资本化率	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5
	4.0%	10.5	10.9	11.4	11.8	12.2	4.0%	10.0	10.4	10.9	11.3	11.7
	4.5%	9.9	10.3	10.7	11.2	11.6	4.5%	9.4	9.8	10.3	10.7	11.1
	5.0%	9.4	9.8	10.2	10.7	11.1	5.0%	8.9	9.4	9.8	10.2	10.6
	5.5%	8.9	9.4	9.8	10.3	10.7	5.5%	8.6	9.0	9.4	9.8	10.3
	6.0%	8.6	9.0	9.5	9.9	10.4	6.0%	8.2	8.7	9.1	9.5	9.9
6.5%	8.3	8.8	9.2	9.6	10.1	6.5%	8.0	8.4	8.8	9.2	9.7	

资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部



物管服务商篇

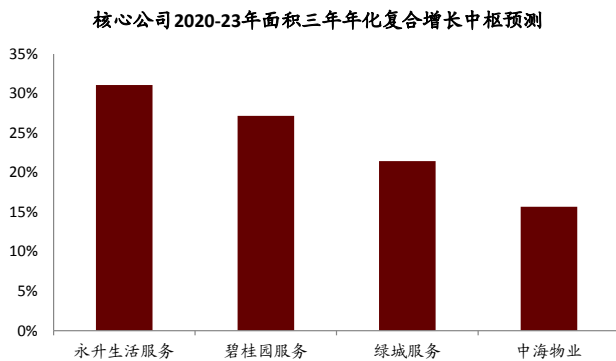
坚定看好物业管理板块。覆盖标的目前交易于 28 倍 2020 年市盈率，并不算高、有合理性；基于我们保守预计的核心标的在 2020-23 年约 25-35% 的确定性三年年化盈利增长、以及行业长期广阔的发展空间（例如传统物业市场加速整合、社区增值服务持续深耕、新业务空间不断打开等），我们认为未来一年维度估值切换仍将主导板块走势，为投资人带来可观回报。推荐**碧桂园服务**、**永升生活服务**和**中海物业**，建议关注**雅生活**（未覆盖）。

关键问题九：物管公司高成长可持续吗？

中期维度的驱动力

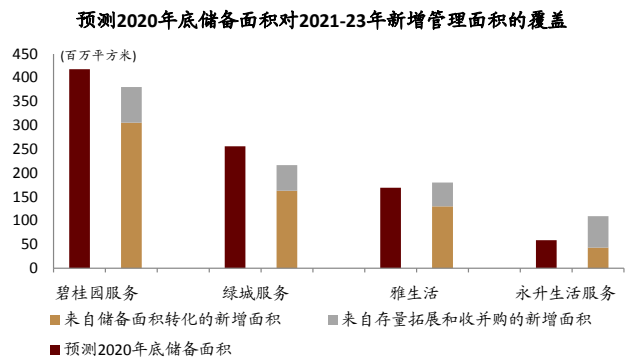
保守预计核心标的在 2020-2023 年可以实现约 25%-35% 的确定性三年年化盈利增长。首先，我们认为物业管理公司丰厚的储备面积和被验证的存量市场拓展及收并购能力保证了其中期维度管理规模的扩张，保守预计核心覆盖标的 2020-2023 年三年面积增长中枢将维持在约 15-30%。其次，我们认为大多数物业公司社区增值服务发展仍在初步阶段，通过充分利用社区资源、整合零散需求即可实现双位数的单位收入及利润复合年化增长。

图表 42：中期维度，核心公司仍可实现可观在管面积的年化复合增长



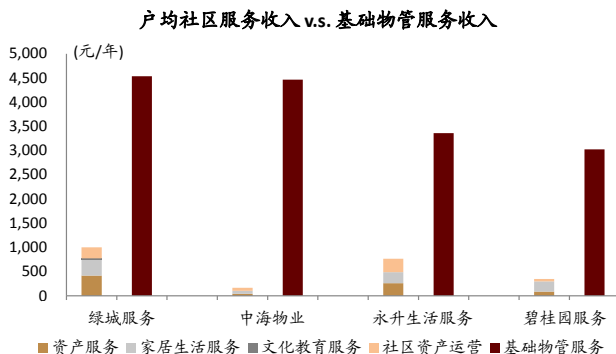
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 43：丰厚储备面积和被验证的存量市场拓展及收并购能力保证中期维度的管理规模扩张



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 44：对社区服务的挖掘仍在初级阶段



注释：“社区服务收入”中不包括“园区增值服务”中物业公司针对开发商的车位代销佣金或包销收入；每户按照 120 平方米估计 资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 45：社区增值服务在发展初期增长迅速



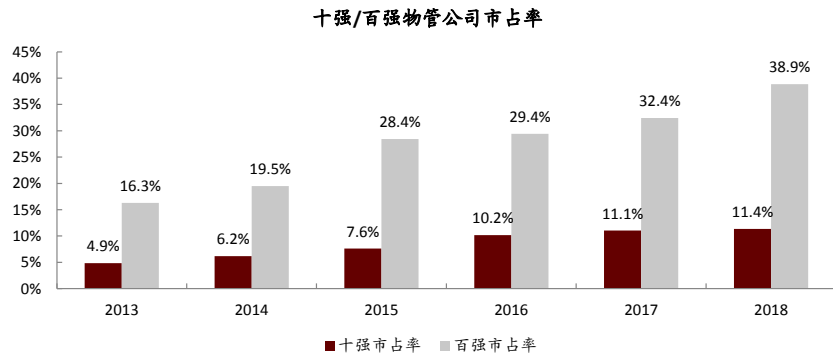
资料来源：公司公告，中金公司研究部



长期维度的新动能

动能一：传统物业管理市场加速整合。物业管理市场目前高度分散，截止2018年，市场上有超过12万家物业管理公司，前十强市场份额占比仅为11%，前百强占比仅为39%，对比北美市场住宅物业服务龙头FirstService约6%的市场占有率，以及模式更重的国内开发商19%/44%的前十/百强市场集中度（根据克尔瑞，按面积口径），我们看好物业管理市场未来的整合空间。长期来看，我们认为品牌、科技和资本将助力市场整合。

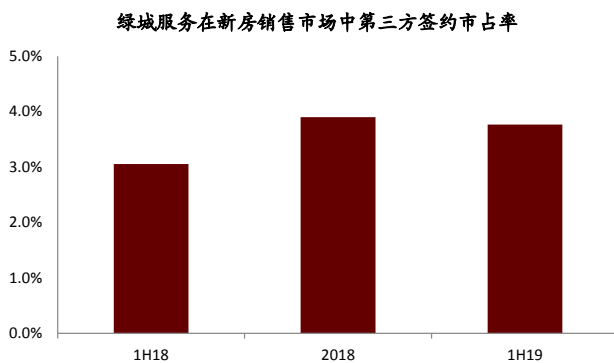
图表46：前十强/百强物管公司市占率



资料来源：中国指数研究院，中金公司研究部

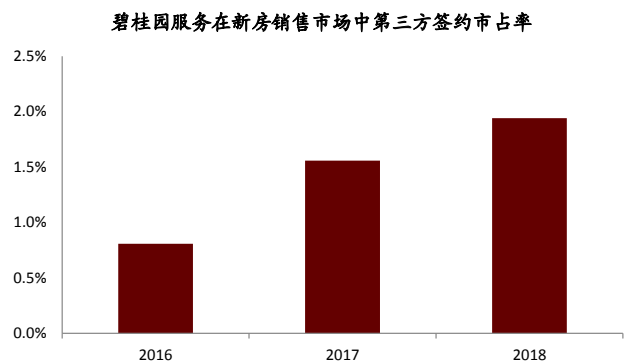
- **品牌化是大势所趋。**考虑到物业管理品质是房屋资产定价的重要因素，我们认为开发商、业主均将更倾向于选择品牌物业公司的服务，从而推动品牌物业公司市占率持续上升。

图表47：绿城服务在新房销售市场中第三方签约市占率提升



资料来源：公司公告，国家统计局，中金公司研究部

图表48：碧桂园服务在新房销售市场中第三方签约市占率提升

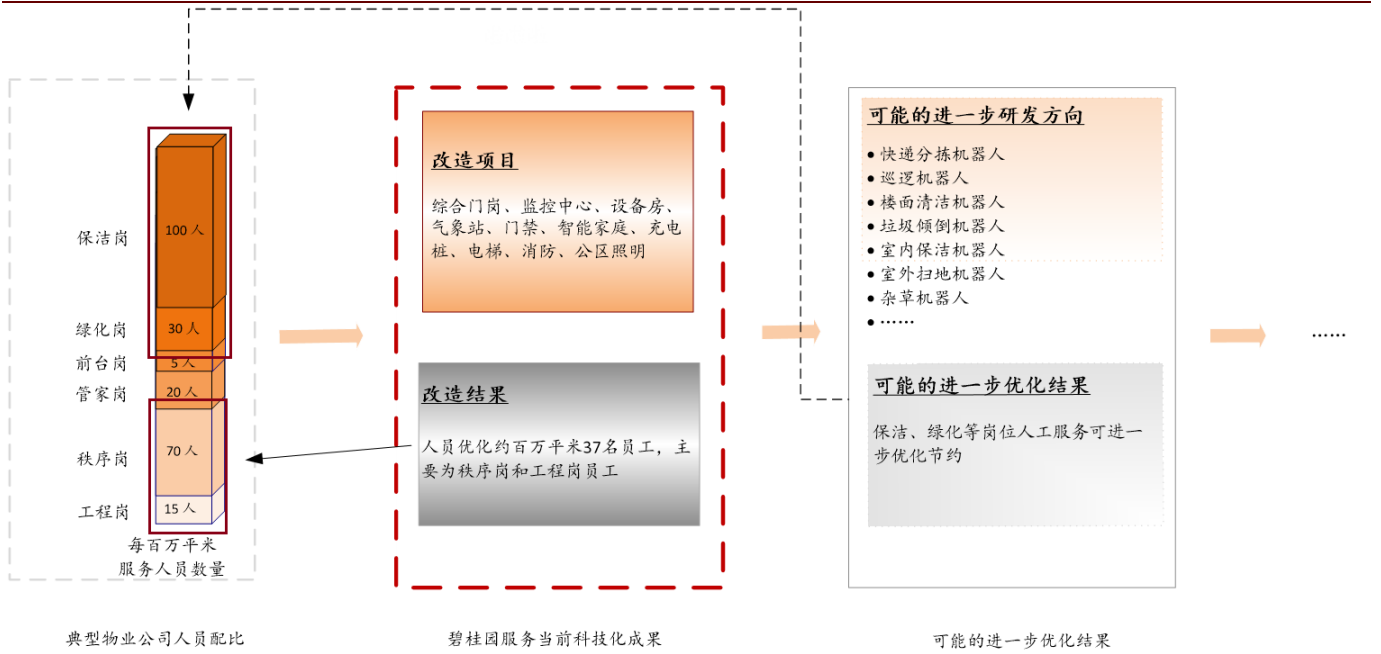


资料来源：公司公告，国家统计局，中金公司研究部

- **科技化助力大浪淘沙。**相较于人力，我们认为规模化使用技术的成本优势将更为突出，物业公司将逐步转型成“由机器提供机械化服务、由人提供有温度的服务”的模式，最终仅保留管家、门岗等直接对接业主的核心职位。我们认为科技化程度高的物业公司将有能力提供品质更优、性价比更高的服务，进而通过项目获取或平台输出的形式进一步整合市场。

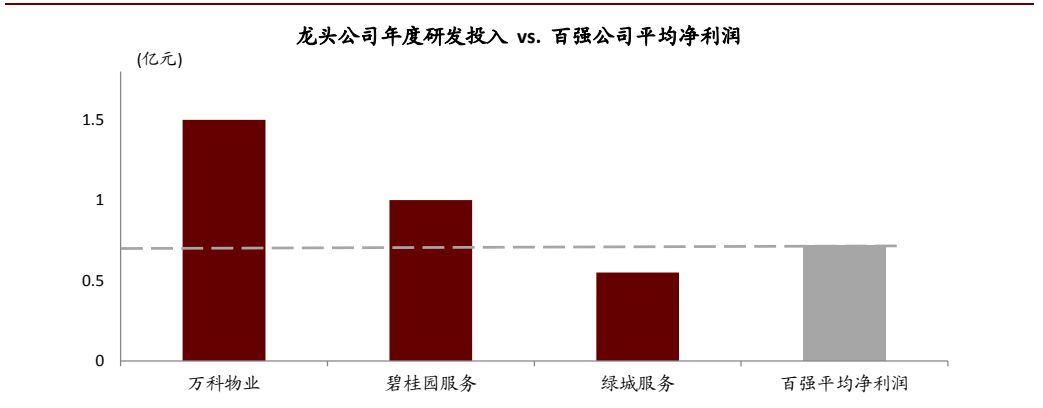


图表 49: 碧桂园服务科技化进程



资料来源：公司调研，中金公司研究部

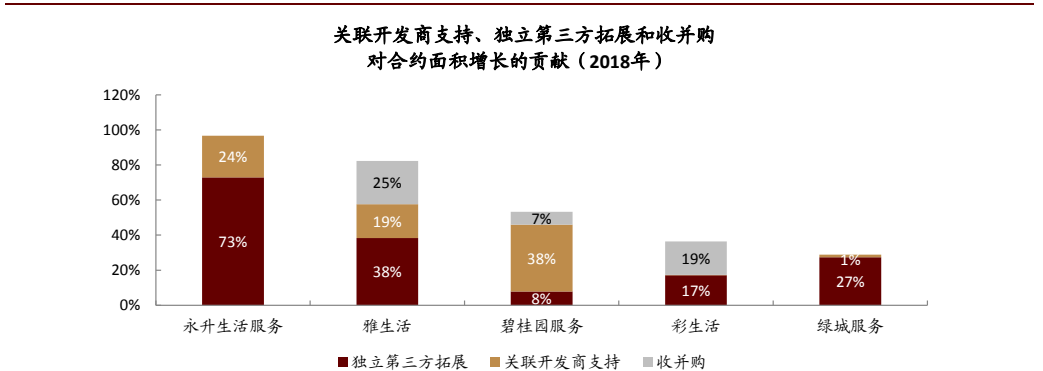
图表 50: 龙头物业公司抢滩布局科技化，年均研发投入甚至超过百强企业平均净利润



资料来源：公司调研，中国指数研究院，中金公司研究部

► **资本推动前进车轮。**我们认为单纯通过合约方式进行项目拓展进程相对缓慢，收并购可以迅速获取优质项目股权、加速资源整合进程，因此具备资金、资本优势的公司将具备更强的扩张能力。

图表 51: 2018 年主要上市公司合约面积增长来源

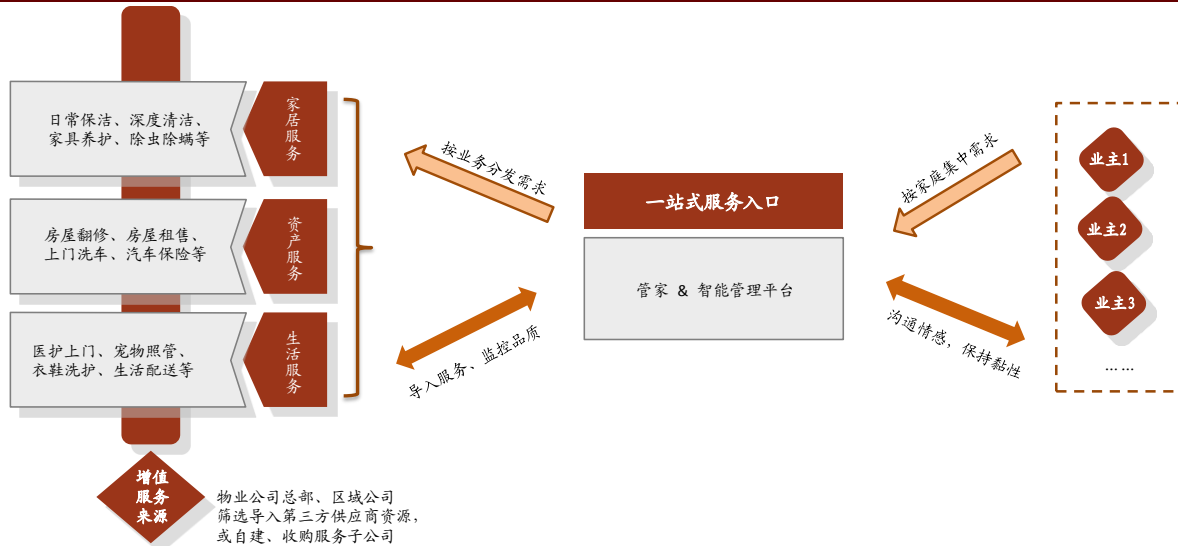


资料来源：公司公告，中金公司研究部



动能二：社区增值服务得到有效梳理和打磨。除绿城服务运营的较为成熟的早教业务线外，目前物业管理公司对于社区增值服务的思路主要为多方尝试、多点开花，在充分运营社区资源的基础上、抓住业主部分偶发需求提供产品与服务，整体看来业务零散、渗透率低。我们认为未来龙头物管公司管理项目在单一城市或区域达到一定密度、且通过优质基础服务和业主家庭建立高黏度纽带后，将有能力通过管家和智能管理平台为业主提供一站式服务入口，按家庭集中家居服务、资产服务、生活服务等多重服务需求后，按业务分发给第三方供应商或自身服务子公司，整体打开增值服务业务空间。

图表 52：未来可能的社区增值服务需求集合与分发模式

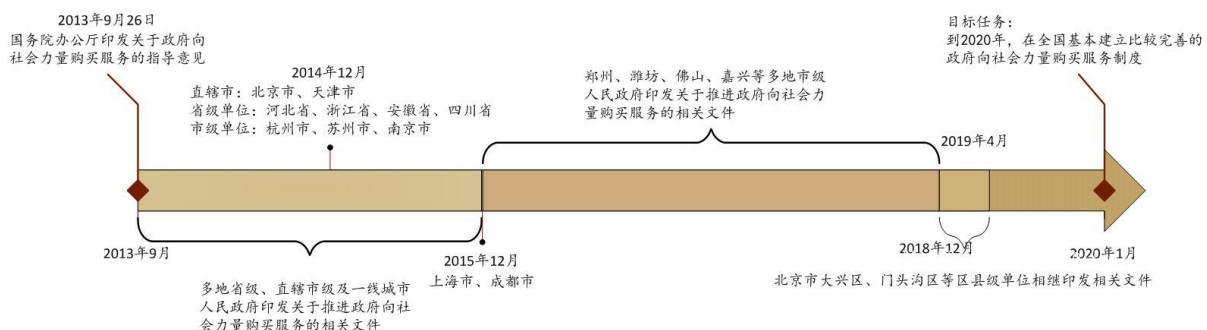


资料来源：中金公司研究部

动能三：城市服务、企业服务等新业务空间不断打开。我们认为，随着政府非核心职能和企业非核心业务外包需求的释放，龙头物业管理公司有望凭借其现有经验，以较低成本进入其他相关细分领域、拓宽业务范围、增厚公司利润。

- ▶ **在城市服务方面**，万科物业、碧桂园服务、保利物业等已领先尝试，万科物业旗下合资公司为珠海横琴区 106 平方公里区域提供的“物业城市”服务年合同额超过 3 亿元，碧桂园服务已与陕西省韩城市等 4 个城市签订战略框架协议、2018 年相关收入超过 1 亿元，保利为西塘镇等提供“全域化”管理。我们认为，整合、优化、高效的一站式城市服务可以打造示范效应，具有跨区域横向拓展的可能，有望在长期为龙头物管公司打开新的增长空间。
- ▶ **在企业服务方面**，物业管理公司有望以写字楼、产业园等业态的传统物业管理作为切入点，为企业提供包括工程设施运维、后勤服务等在内的综合服务，包括万科物业等在内的龙头物管公司已经为华为等知名企业和国家机关等提供相关服务。

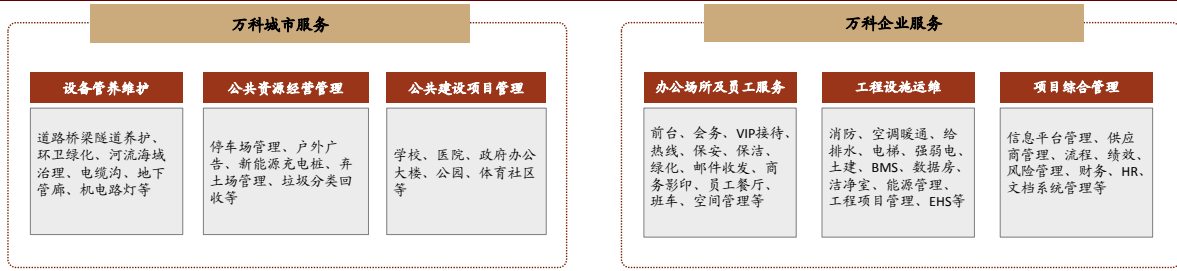
图表 53：政府推进“向社会力量购买服务”，释放非核心职能



资料来源：各级政府门户网站，中金公司研究部



图表 54: 龙头物管公司有能为政府和企业提供一站式服务产品



资料来源：万科物业官网，中金公司研究部

关键问题十：物管板块估值能站得住吗？

当前估值有支撑

P/E 估值法更合理，行业增长前景对当前估值提供强支撑。考虑到业内标的正在高速增长期，且细分赛道和驱动力频出，公司增长前景广阔，我们认为采用 P/E 估值更为合理，也方便进行横向和跨行业对比。目前覆盖标的的交易于 28 倍 2020 年市盈率，基于我们保守预计的、核心标的在 2020-2023 年约 25-35% 的确定性年化盈利增长，以及行业长期广阔的发展空间，我们认为这一估值并不算高、有合理性，判断未来一年维度估值切换仍将主导板块走势，为板块带来稳定回报。

DCF 方法交叉验证估值底线。对于 DCF 估值法，我们认为其难以充分反映行业和公司不断拓展的发展空间，且具有较高敏感性、市场难以形成一致预期，因此难以直接用来定价，但可以用来测试某些因子（如毛利率）在长期趋势下的变化对公司价值的影响，并且可以基于现有业务测算公司的底线估值来交叉验证当前估值的安全边际。⁷主要龙头公司当前股价相对于我们估算的 DCF 下 2020 年每股权益价值仍有 12%-39% 的折价（理论上应该有溢价），因此物业公司当前股价未被高估。

图表 55: 物管公司可比估值表

公司名称	代码	评级	股价	目标价	上涨空间	市值	每股收益			P/E (x)			P/B (x)			股息收益率			DCF (2020E)	
							18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	EV/sh	EV disc.
碧桂园服务	6098.HK	跑赢行业	26.65	30.50	14%	71.1	0.42	0.59	0.76	64.1	44.9	35.0	26.2	12.5	9.8	0.4%	0.5%	0.7%	31.5	-15%
永升生活服务	1995.HK	跑赢行业	4.73	5.50	16%	7.3	0.09	0.15	0.22	50.6	31.4	21.3	7.1	6.1	4.9	0.5%	1.0%	1.5%	7.8	-39%
中海物业	2669.HK	跑赢行业	4.77	5.70	19%	15.7	0.12	0.15	0.19	39.0	31.5	25.3	14.0	10.6	8.1	0.8%	1.0%	1.3%	6.8	-30%
绿城服务	2869.HK	中性	8.82	8.30	-6%	24.5	0.17	0.22	0.28	53.1	40.7	31.8	9.2	8.3	7.1	0.9%	0.9%	1.1%	10.0	-12%
彩生活	1778.HK	中性	4.46	4.80	8%	6.3	0.43	0.47	0.54	10.3	9.5	8.3	1.6	1.5	1.4	3.9%	4.2%	4.8%	n.a.	n.a.
雅生活*	3319.HK	n.a.	23.70	n.a.	n.a.	31.6	0.74	0.94	1.30	32.2	25.2	18.2	1.7	4.7	4.0	0.0%	1.4%	1.9%	n.a.	n.a.
平均值										41.6	30.5	23.3	10.0	7.3	5.9	1.1%	1.5%	1.9%	n.a.	-24%
中间值										44.8	31.5	23.3	8.2	7.2	6.0	0.7%	1.0%	1.4%	n.a.	-23%
市值加权平均										50.6	36.8	28.4	15.5	9.3	7.5	0.6%	1.0%	1.3%	n.a.	-18%

注：所有股价均截至 2019 年 11 月 1 日收盘。除雅生活服务外，上述所有公司均为中金公司覆盖的股票；中金覆盖的公司数据采用中金预测数据；雅生活服务数据基于彭博一致预期。

资料来源：公司公告、彭博资讯、中金公司研究部

⁷ 具体 DCF 估值方法请见我们 2018 年 11 月 26 日发布的《物业管理：空间广阔、估值安全；甄选品质、择优龙头》报告



新股上市不会对板块估值中枢构成负面冲击

资本市场对于新股上市可能带来的资金分散和估值摊薄担忧是合理的，但是我们认为这一风险有限。

- ▶ 优质龙头的上市将会进一步加深资本市场对行业认知，帮助市场梳理行业长期发展方向、增强信心。
- ▶ 物业管理服务虽然在国内已发展了三十余年，但行业内根本性变革才刚刚开始，目前竞争格局分散，未来赛道足够宽、空间足够大，万亿市场中能够跑出来的细分龙头必然不只一家。
- ▶ 个股公司中期增长确定性高、长期前景广阔，当前估值具备强支撑，新股上市对估值带来的压力有限。

图表 56: 以较早上市的绿城服务为例，展示后续新股上市对其股价表现的影响



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

遵循三条思路选股

我们认为股票风格已经出现分化，选股可以沿三条思路进行：

- ▶ 坚定抱紧长期发展空间广阔的蓝筹龙头，推荐**碧桂园服务**；
- ▶ 优选中期增长爆发力强、基本面扎实的中型物业服务商，推荐**永升生活服务**；
- ▶ 买入增长前景稳健、但股价或估值相对低估的标的，推荐**中海物业**，建议关注**雅生活**（未覆盖）。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 1%以上：永升生活服务-H。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：金地集团-A、龙湖集团-H。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

