

证券研究报告

2019年12月15日

策略报告 | 年度策略

房地产行业2020年度策略

利率下行和竣工上行、把握四大投资机遇

行业投资建议：强于大市

上次行业投资建议：强于大市

作者：

分析师 陈天诚 SAC执业证书编号：S1110517110001



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

回顾2019的房地产市场韧性超出市场预期，呈现了：三四线韧性超预期、期房现房销售结构出现背离、房价上涨放缓但拿地成本下降也明显、库存处于低位但也出现了显著上行、土地购置费成为拖累地产投资的因素、拿地重回一二线、银行地产授信没有预期中严格、竣工加速回升、行业集中度仍在上行等几大特征。

展望2020年，我们认为地产政策在因城施策的长效机制下有局部宽松趋势，地产融资宽松和利率下行可期对开发企业和持有企业都将形成利好，竣工将大幅上行利好物业公司，棚改或将再成为关键变量，我们预计：销售面积-2.8%、销售金额+0.2%、销售均价3%；新开工+3.4%、竣工+21.6%、施工增长9.2%、土地购置费+2.7%、地产投资额+6.7%，地产龙头企业优势仍在继续，集中度持续提升，估值处于低位，我们建议关注四大机遇：机遇一：坚定推荐优质地产龙头：万科、融创、保利、金地、招蛇、中南建设、阳光城等；机遇二：物业企业将迎量价双击：中航善达、保利物业、绿城服务、碧桂园服务、新城悦服务等；机遇三：商业地产价值重估开启：大悦城、中国国贸等；基于四：棚改旧改等低估国企股：城投控股、城建发展等。

风险提示：利率波动不及预期、房屋销售不及预期、竣工回升不及预期

目录

- Part 01 2019年回顾：期现结构背离、地产韧性超预期
- Part 02 2020年展望：销售面临压力、施工投资仍较强
- Part 03 物业管理行业策略：竣工加速恢复、万亿市场启航
- Part 04 商业地产行业策略：利率持续下行、配置优质资产
- Part 05 房地产行业2020年投资建议

2019年特征之一：三四线销售韧性超预期

- **销售韧性十足、前三季度面积-0.1%、金额7.1%，均超出预期：2019年1-9月，商品房销售额111491亿元，同比增长7.1%，增速较1-8月上升0.4个百分点；9月单月销售额16118亿元，同比增长9.4%，增速较8月收窄0.6个百分点。2019年1-9月，商品房销售面积119179万平方米，同比下降0.1%，降幅较1-8月收窄0.5个百分点；9月单月销售面积17330万平方米，同比增加2.9%，增速较8月下降1.8个百分点。**

图1：商品房销售额增速

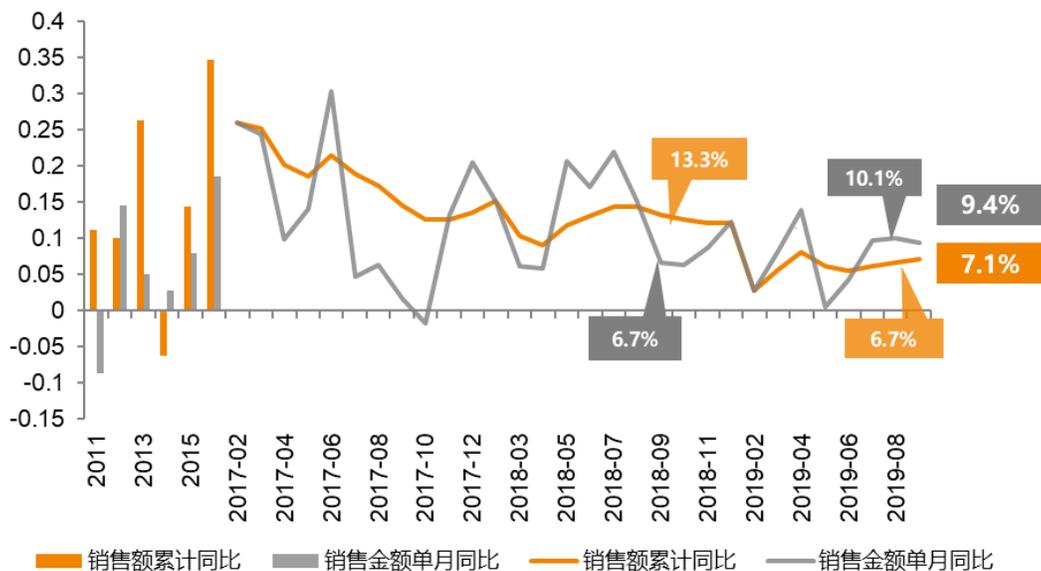
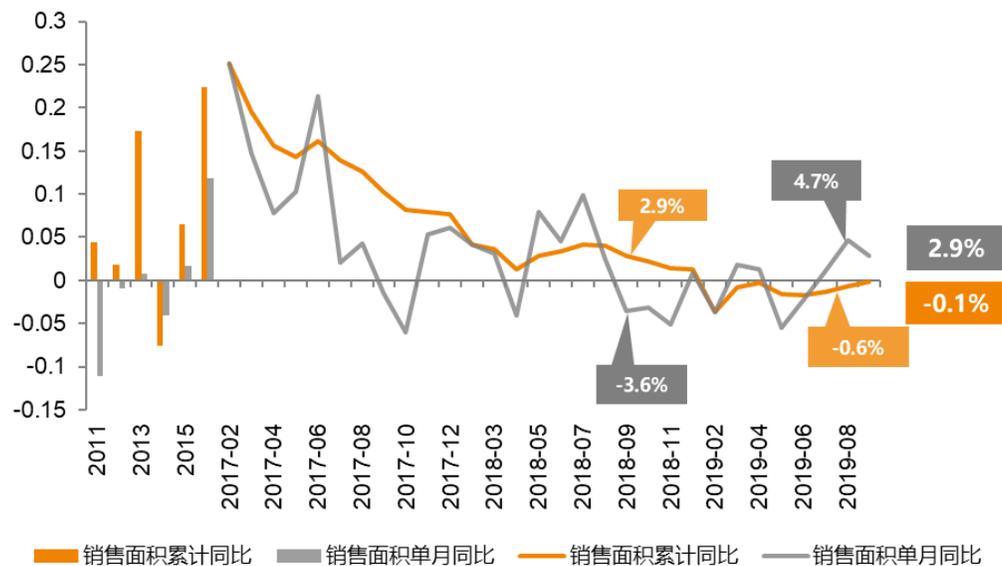


图2：商品房销售面积增速



2019年特征之一：三四线销售韧性超预期

- **三四线韧性超预期是全年超预期的关键**：三四线城市占多数的中西部区域销售同比大幅反弹是超预期的关键，由于一季度的信用宽松以及社融规模提升，中部破10.4%、西部破12.2%、东北破6.3%、东部仅1.1%，随后东部逐渐回暖，中西部逐步回落，后面基数逐渐走低；三四线城市超预期的原因，我们认为：1) 并不是基数低的原因，相反基数较高；2) 年初的信用宽松促进了供需两旺；3) 棚改的减弱效应并不如预期；4) 人口及户籍政策边际宽松。

图3：商品房销售额累计同比（%）

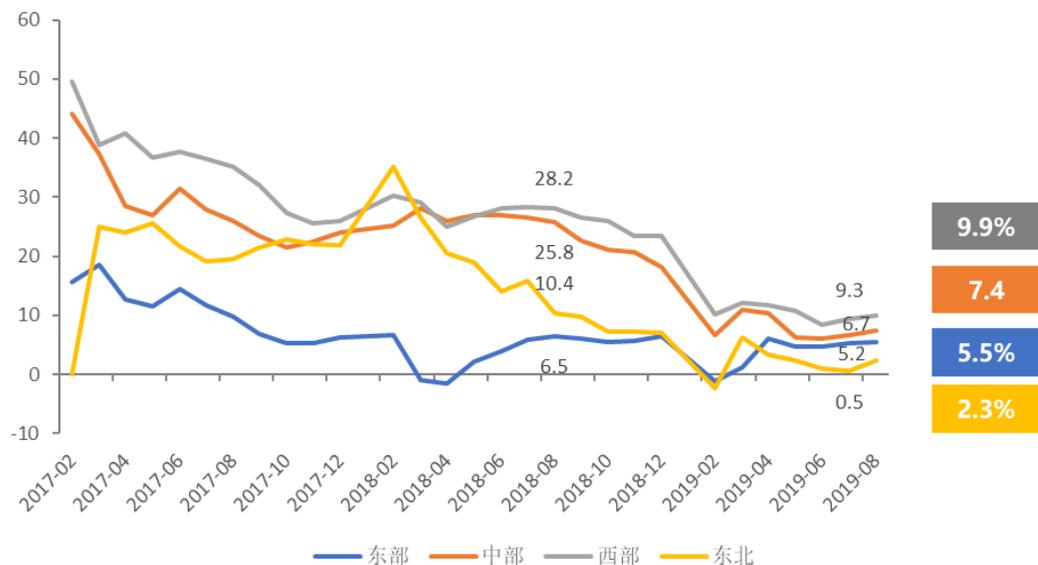


表1：分区域商品房销售面积增速%

	东部	中部	西部	东北
19-02	-1.2	6.6	10.2	-2.4
19-03	1.1	10.9	12.2	6.3
19-04	6	10.4	11.8	3.3
19-05	4.6	6.2	10.8	2.3
19-06	4.7	6.1	8.4	0.9
19-07	5.2	6.7	9.3	0.5
19-08	5.5	7.4	9.9	2.3
19-09	6	7.2	10.6	2.5

2019年特征之二：销售期现结构背离严重

- **期房销售增速远快于现房销售增速已经持续两年：**过去大部分时间，期房销售增速和现房销售增速保持大致一致，而2018年2月以后，期房销售增速明显快过现房销售增速，平均相差26pct，分化严重，这个差距曾在19年初略有缩小至17pct，但随后继续分化，截止2019年Q3，期房增速减现房增速继续扩大至25pct，我们认为其中的主要原因是：1) 库存整体较低导致供给不足；2) 主动性购房意愿较预期强；3) 企业回款意愿较强，加大开工推盘和缓竣工的现象明显。

图4：商品房（现房、期房）销售面积累计同比

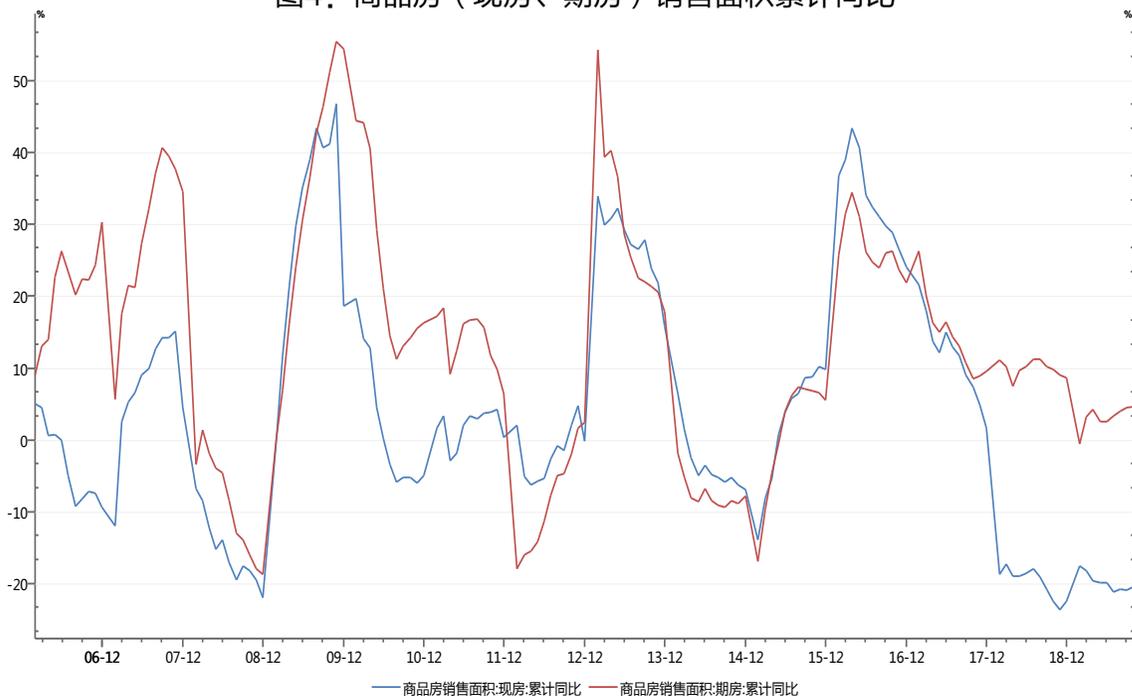
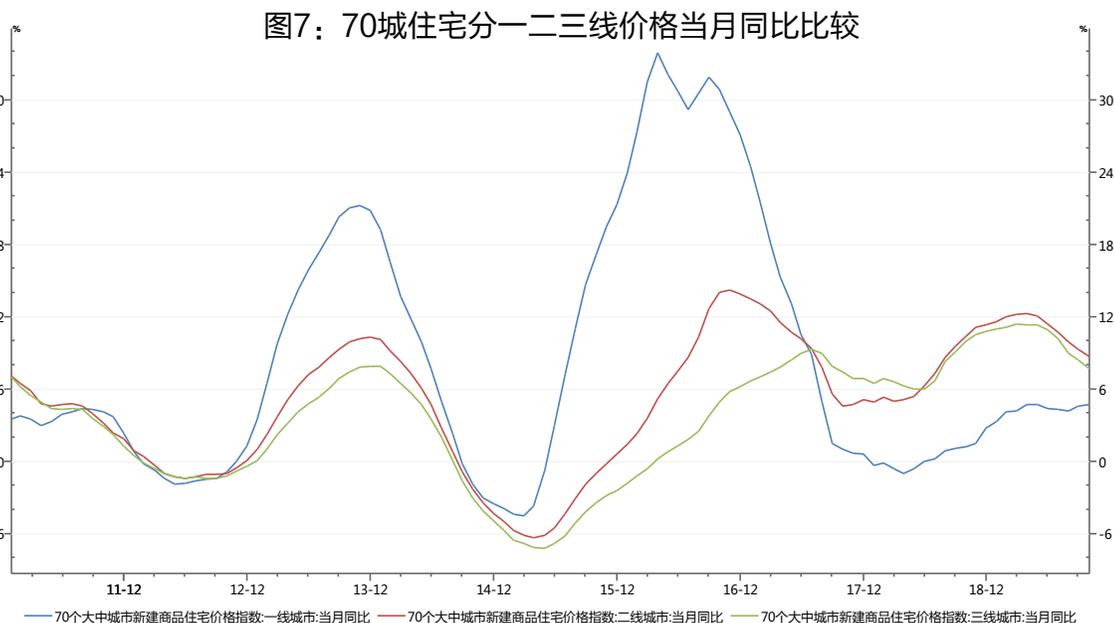
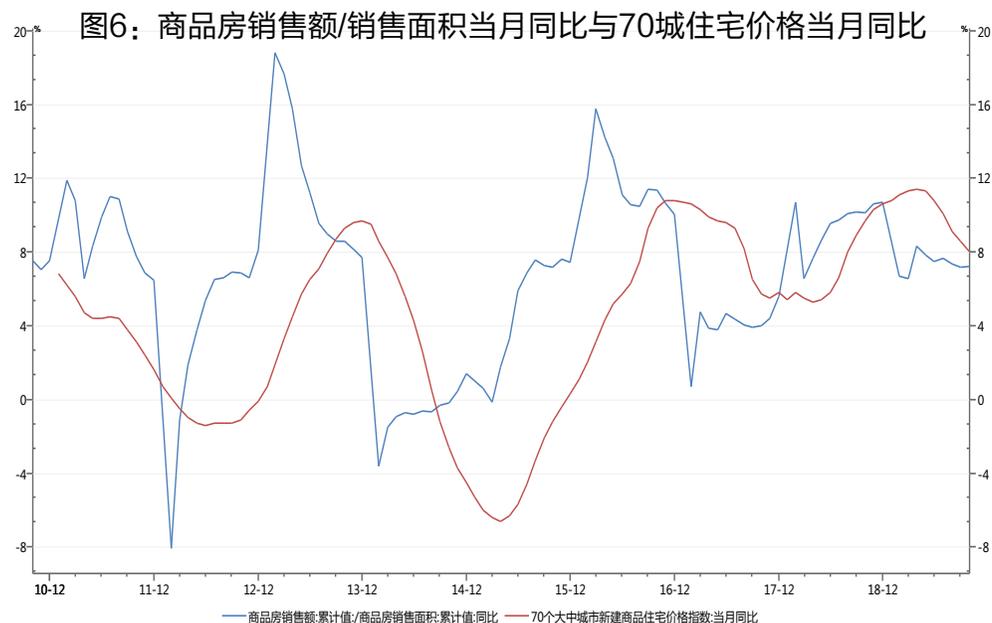


图5：商品房销售面积（现房减期房）累计同比



2019年特征之三：房价上涨放缓但房企拿地成本下降明显

- **全国房价全年维持上涨，但三四线房价增速在4月见顶，而一线城市则持续恢复：70城新房价格仍然维持上涨态势，但增速在2019年4月见顶，达到11.4%，随后增速持续下降；近10年，全国房价经历了两轮负增长周期：1) 2012年3月-2012年12月，最大跌幅为2012年6月的-1.4%；2) 2014年9月-2015年11月，最大跌幅为2015年4月的-6.6%；整体而言，二三线城市的房价周期和全国保持一致，但一线城市则不同，分化明显，一线城市房价增速在2016年4月到顶达到33.9%，随后经历两年的下行周期，直到2018年4月，一线城市开始恢复，目前一线城市新房价格同比增速从-1%恢复到4.7%，目前仍在恢复中；而三四线城市增速从2019年4月开始逐步下行。**



2019年特征之三：房价上涨放缓但房企拿地成本下降明显

- 拿地均价下沉，2019M11龙头平均拿地成本下降-19.5%，TOP30房企拿地成本下降13.2%。
- 销售均价涨幅狭小，2019M11龙头销售均价上涨2%，TOP30房企销售均价上涨1%。
- 2019年行业毛利率继续上涨，后续或仍有空间。

图8：30强房企拿地均价（元/方）变化

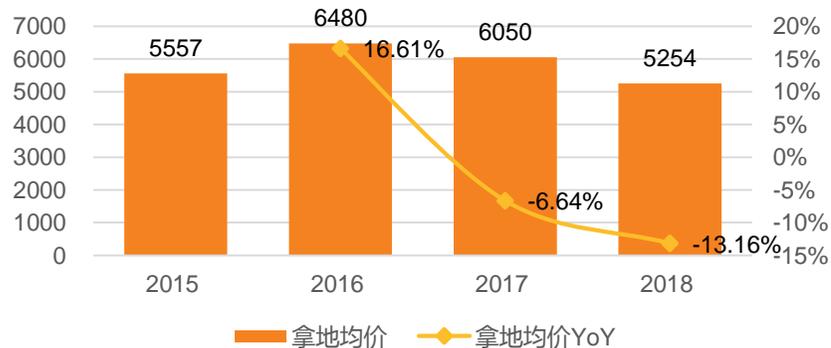


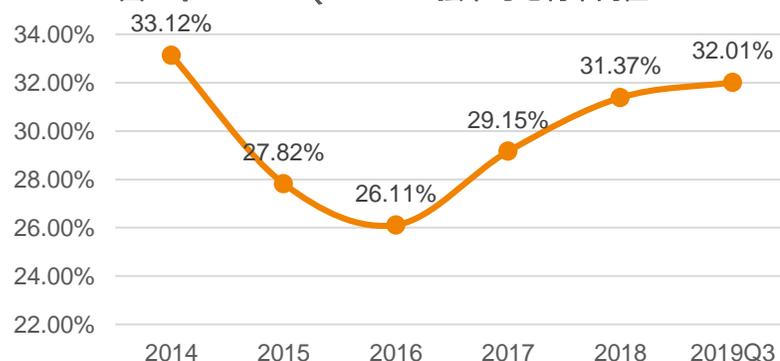
图9：龙头房企拿地均价（元/方）变化



图10：30强房企销售均价（元/方）变化



图11：2014-3Q2019 30强平均毛利率高位



2019年特征四：库存虽在低位但已经显著上行

- **广义库存持续累积因开工未售面积提升及销售速度下降影响**；我们定义：广义库存=累计新开工-0.9*累计销售，截止目前全国广义库存2.767亿方（从2009年开始累积），2019年前三季度新增广义库存近2.81亿平米，已经超过过去四年之总和（2015-2018年年度新增库存为0.55亿、-0.79亿、-0.22亿、2.02亿），截止2019年Q3去化周期23.78个月，2018年末去化周期为20.17个月，增加约3.62个月，其中一部分是开工未售面积增长，另一部分原因是销售速度有所下降。而从高频库存来看，全国14城商品房可售套数合计40.1万套，去化周期24.3周，其中一线（4城）、二线（6城）、三线（4城）分别为17.6周、35.8周、11.3周。

图12：广义库存（亿平方米）及去化周期（月）

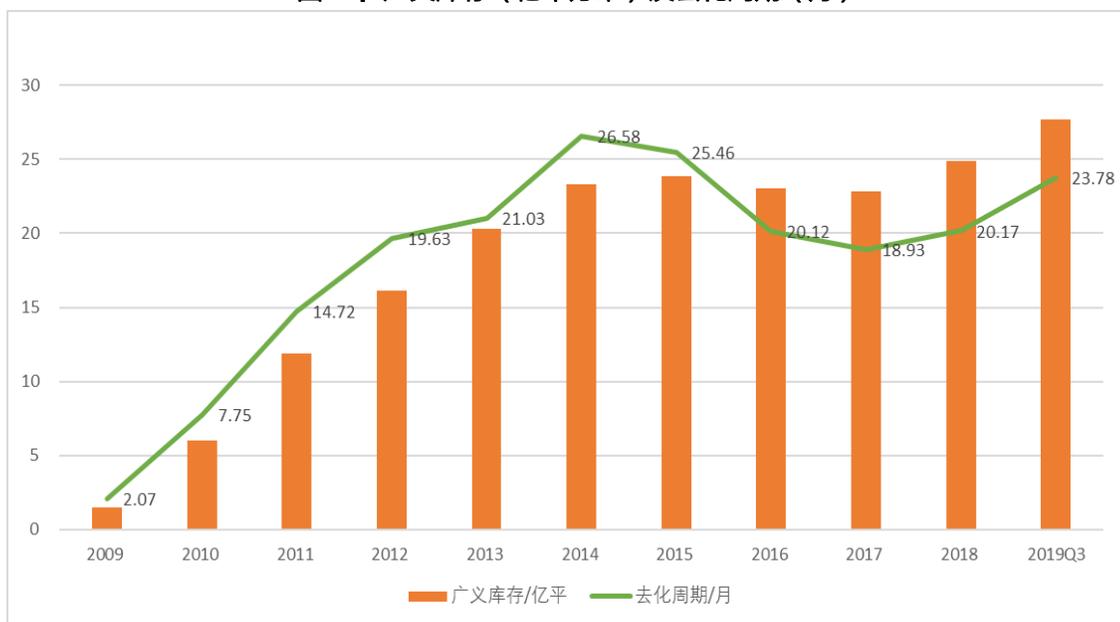


图13：全国商品房可售套数及去化周期（周） 图14：一线城市商品房可售套数及去化周期（周）

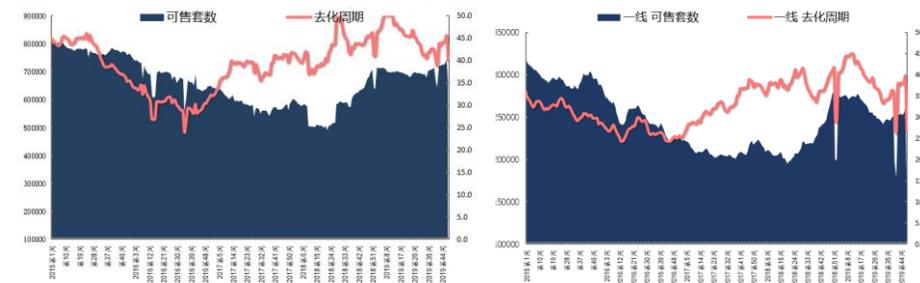
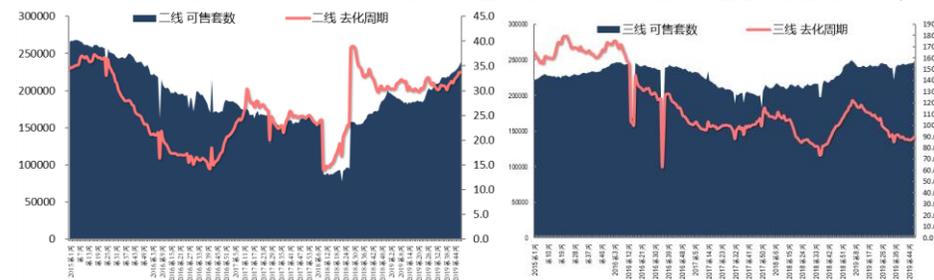


图15：二线城市商品房可售套数及去化周期（周） 图16：三线城市商品房可售套数及去化周期（周）



2019年特征五：土地购置费成为支撑投资的关键因素

■ **房地产投资韧性今年来自土地购置费：**2019年Q3，房地产开发投资98008亿元，同比增长10.5%，增速与1-8月持平；整体地产投资韧性略超市场预期，房地产投资额=建筑工程+安装工程+设备工具+其他（土地购置费），根据建设的进程，我们发现与新开工增速匹配的是设备工器具投资、与施工增速相对匹配的是建筑工程投资、与竣工面积增速相对匹配的是安装工程投资，而这些共同构成施工支出或者说建安支出，往年与施工投资占地产投资的比例稳定在74%左右，而2018年到现在则大幅下降至60%左右，主要是土地购置费的支撑明显提升，土地购置费占投资额的比例今年都超过30%。

图17：房地产投资拆分（亿元）

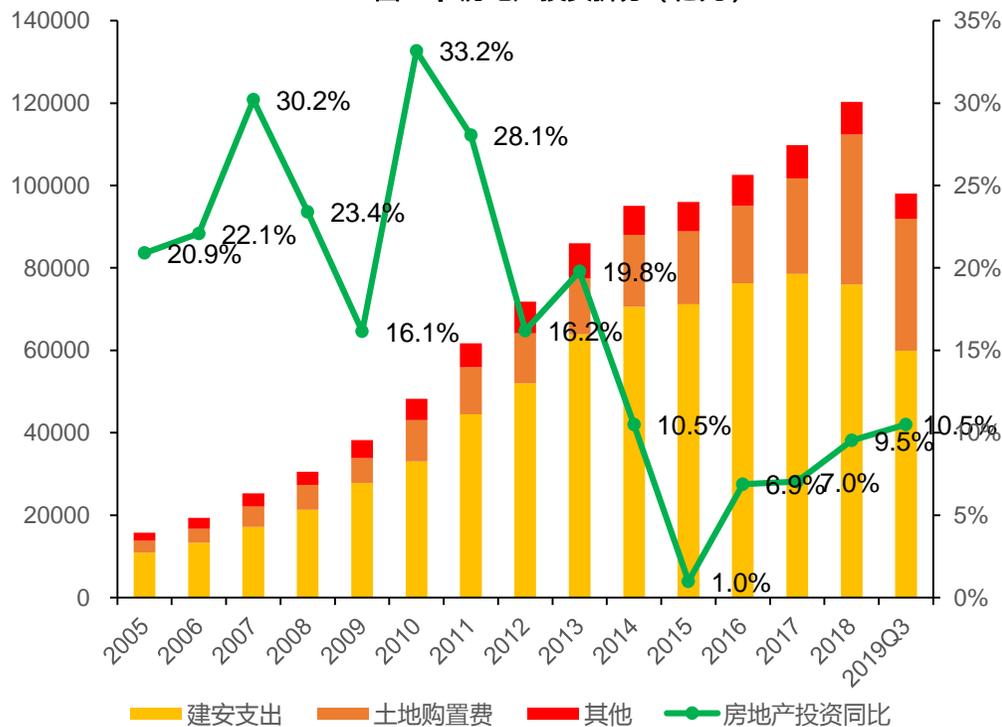


表2：房地产投资支出拆分（亿元）及同比增长

	房地产投资	房地产投资同比	建安支出	土地购置费	其他	施工面积	施工面积增速	单位建安	建安支出占比	土地购置费占比	其他占比
2002	7791		5151	1459	1127	9.41		547	66%	19%	14%
2003	10154	30.3%	6724	2046	1336	11.75	24.9%	572	66%	20%	13%
2004	13158	29.6%	8825	2574	1759	14.05	19.5%	628	67%	20%	13%
2005	15909	20.9%	10872	2904	1983	16.61	18.2%	655	68%	18%	12%
2006	19423	22.1%	13344	3318	2721	19.48	17.3%	685	69%	17%	14%
2007	25289	30.2%	17191	4873	3216	23.63	21.3%	727	68%	19%	13%
2008	31203	23.4%	21340	5996	3244	28.33	19.9%	753	68%	19%	10%
2009	36242	16.1%	27844	6024	4379	32.04	13.1%	869	77%	17%	12%
2010	48259	33.2%	33085	10000	5182	40.54	26.5%	816	69%	21%	11%
2011	61797	28.1%	44494	11413	5833	50.68	25.0%	878	72%	18%	9%
2012	71804	16.2%	52036	12100	7667	57.34	13.2%	907	72%	17%	11%
2013	86013	19.8%	63919	13502	8592	66.56	16.1%	960	74%	16%	10%
2014	95036	10.5%	70561	17459	7016	72.65	9.2%	971	74%	18%	7%
2015	95979	1.0%	71196	17675	7108	73.57	1.3%	968	74%	18%	7%
2016	102581	6.9%	76302	18779	7500	75.90	3.2%	1005	74%	18%	7%
2017	109799	7.0%	78578	23169	8051	78.15	3.0%	1005	72%	21%	7%
2018	120264	9.5%	75992	36387	7885	82.23	5.2%	924	63%	30%	7%
2019Q3	98008	10.5%	59940	32011	6057	83.42	1.4%	719	61%	33%	6%

2019年特征六：拿地从三四线回顾一二线

土地成交持续走弱、百城好于全国、将抑制后续开工和投资；2019年1-9月，房地产开发企业土地购置面积15454万平方米，同比下降20.2%，2019年1-9月，土地成交价款8186亿元，同比下降18.2%，但同期百城成交8.8亿平米、成交金额2.82万亿（一线0.4，二线1.52万亿，三四线0.9万亿），同比分别-1.9%、18.6%，而一线、二线、三线累计增速分别为27%、0%、-14%。需要注明的是，统计局公布的土地成交价款口径明显小于百城，但统计局数据限定在全国房地产企业的招拍挂价格，可以揭示整体结构和趋势，我们认为全国数据和百城的背离，大概率是三四线成交的差异，预计三四线土地成交低于预期。

图18：土地购置面积增速

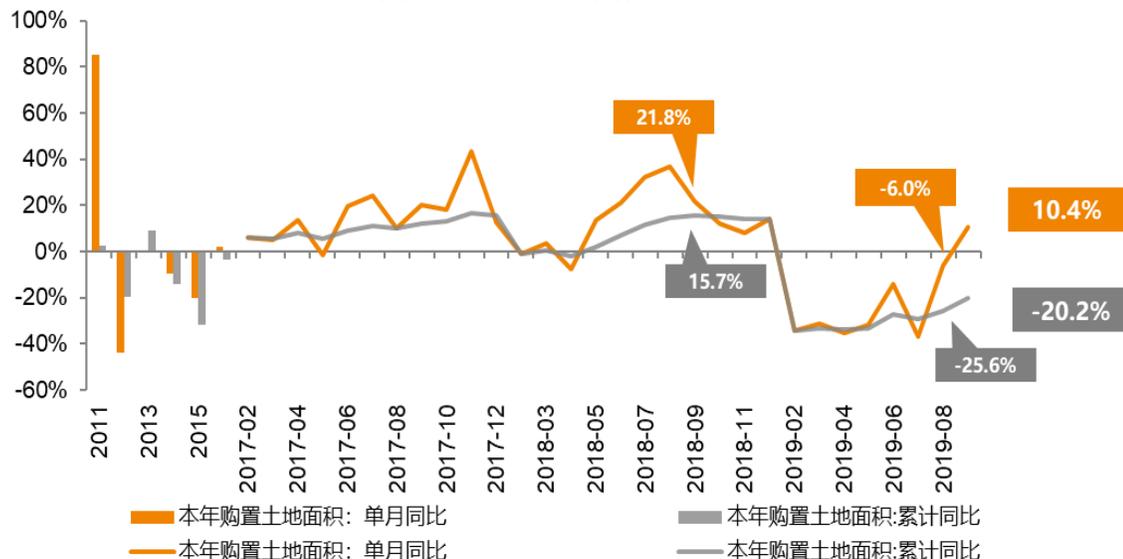


图19：百城土地成交规划建筑面积分能级累计值同比增速



2019年特征七：竣工增速逐渐回升

- 随着2017-2018年销售房屋进入交房期、竣工增速将逐步回升：2019年1-9月，房屋新开工面积165707万平方米，同比增长8.6%，增速回落0.3个百分点；8月份以后竣工同比转正，8月、9月、10月单月增速分别为2.79%、4.81%和19.22%，竣工恢复明显。

图20：竣工面积累计同比（左）及商品房销售面积累计同比（右）

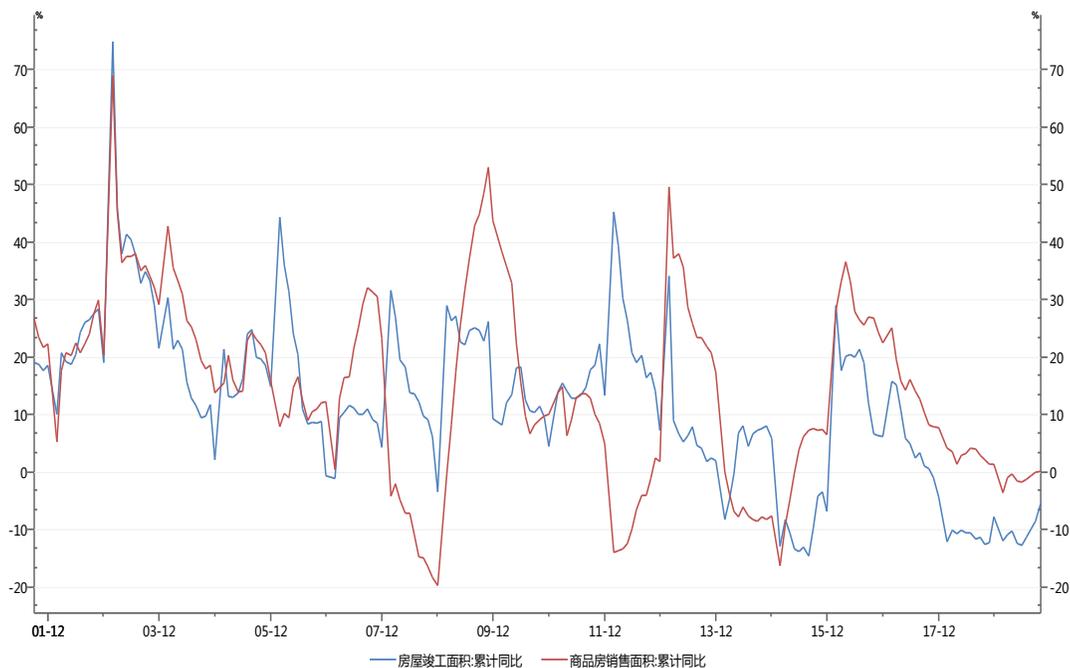
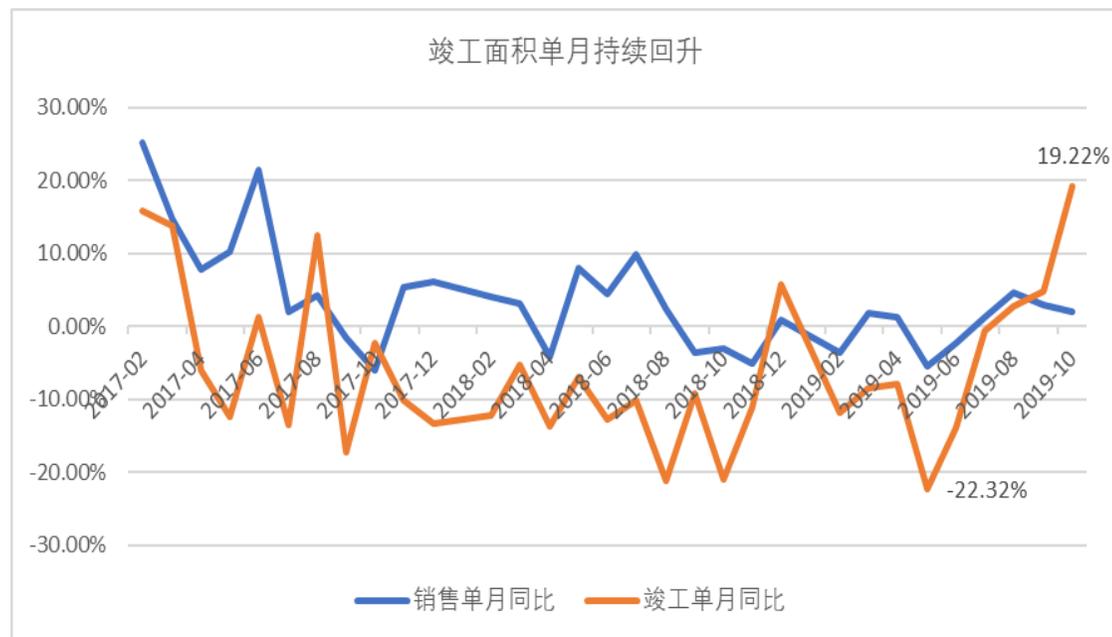


图21：竣工面积单月持续回升



2019年特征八：银行地产授信并没有预期中严格

银行授信依旧充足、需求不足导致定金款增速较低；2019年1-9月，房地产开发资金来源：总计130571亿元，累计同比7.1%，较1-8月上升0.5个PCT，其中国内贷款19689亿元，自筹资金42024亿元，定金及预收款43877亿元，个人按揭贷款19900亿元，分别同比增长9.1%、3.5%、9%、13.6%，无论是国内贷款还是按揭贷款都明显高于同期M2及信贷增速，显示银行对地产的授信并没有预期中严格。

图22：开发资金来源累计同比

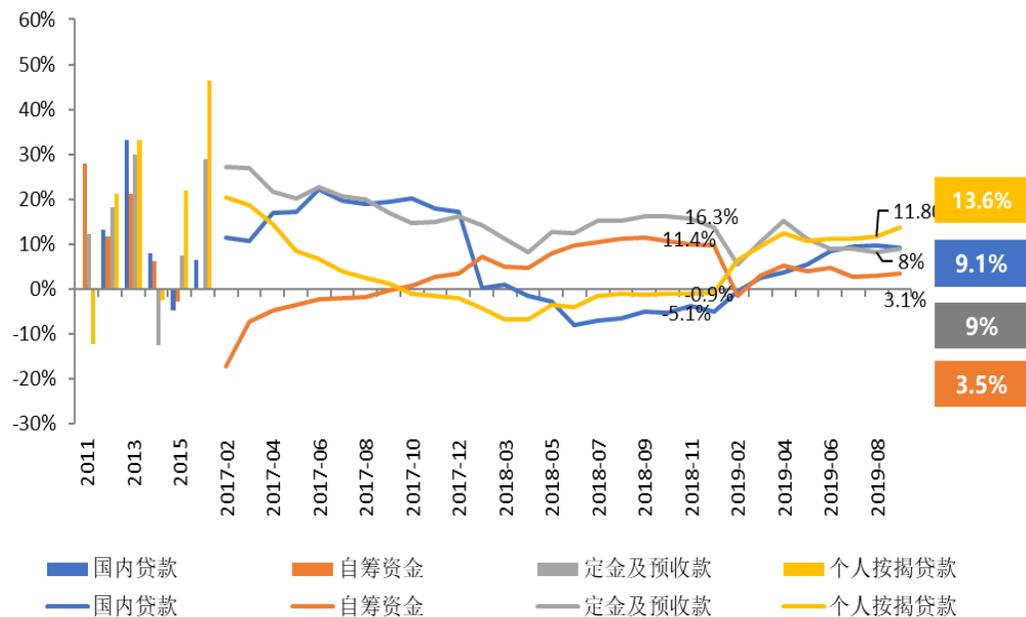
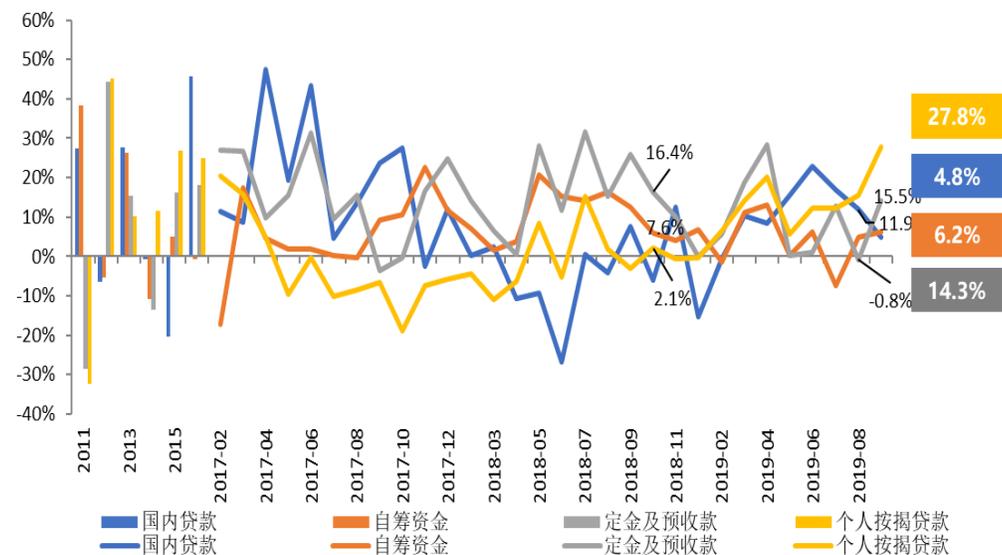


图23：开发资金来源当月同比



2019年特征九：行业集中度仍在持续提升

- 2019年集中度10强、30强、50强、100强集中度继续加速提升，市占率分别达到29.94%、42.01%、60.76%、73.26%。
- 19年市占率迈步超过18年，预期逆市情况下，集中度仍有提升空间。

图24：TOP10、30、50、100、全国房企销售额（亿元）

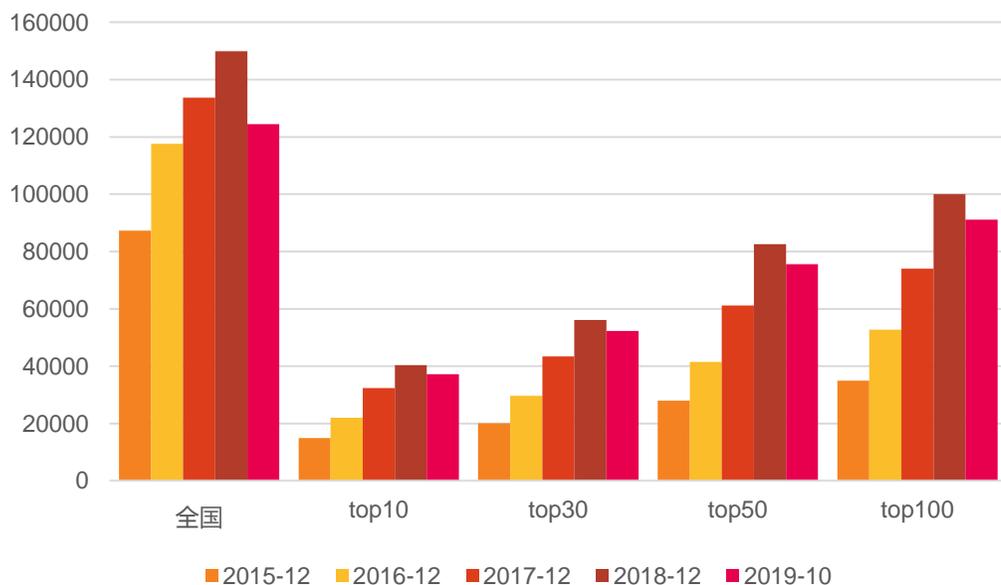
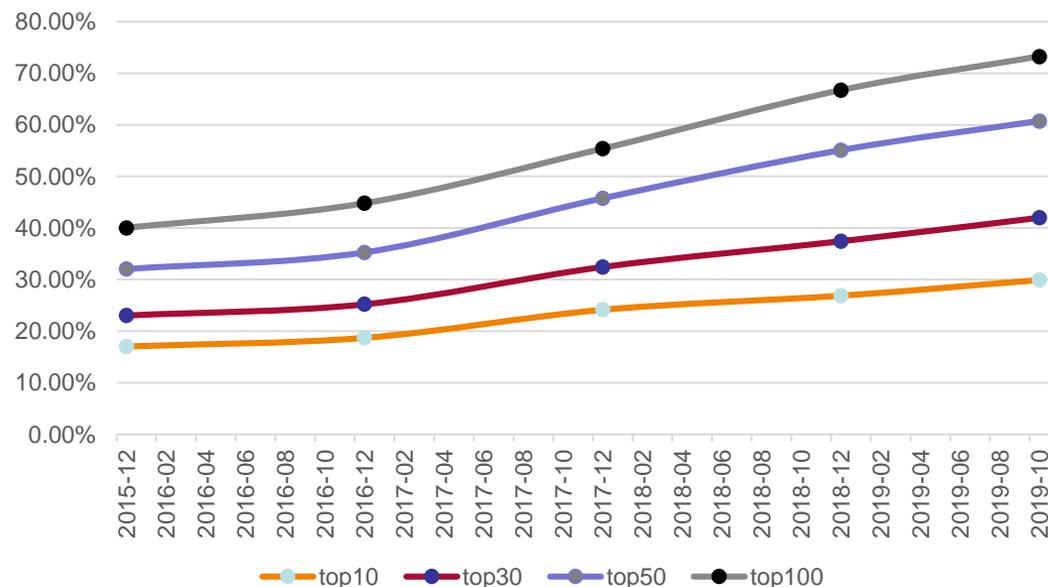


图25：TOP10、30、50、100房企销售额集中度加速提升



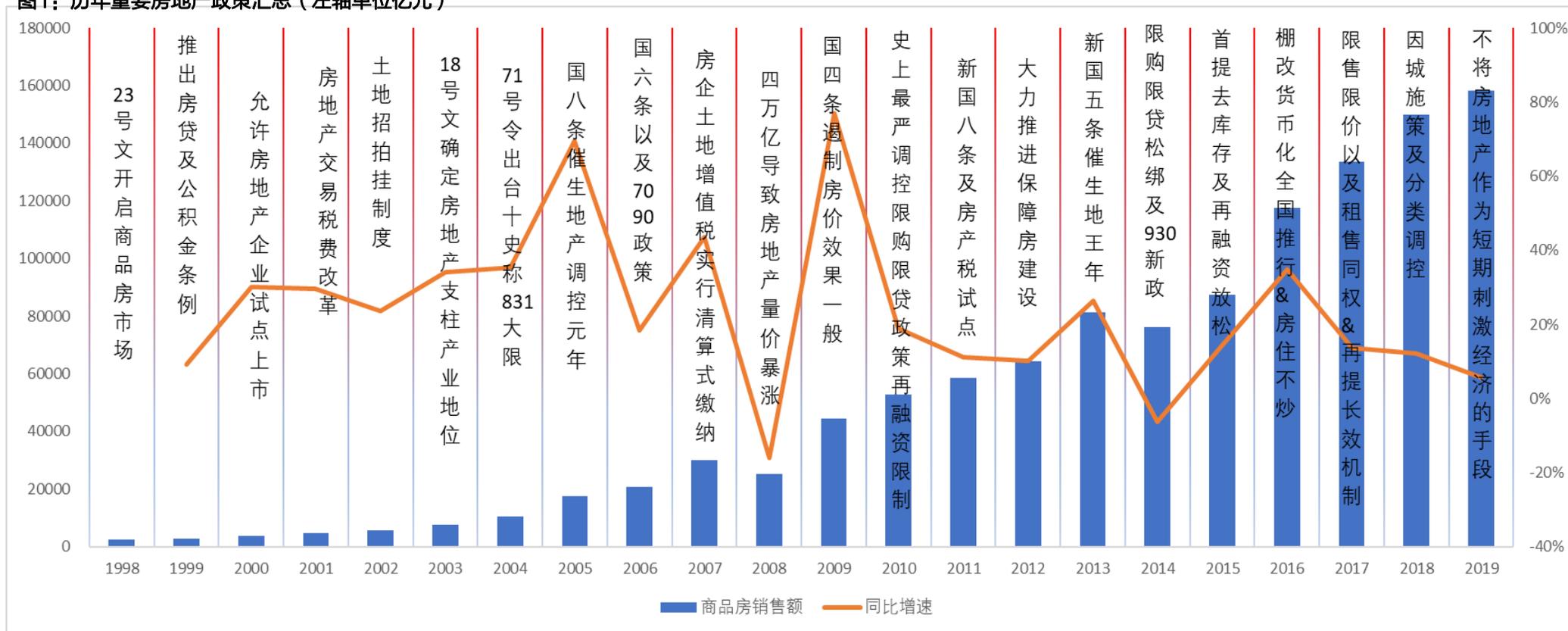
目录

- Part 01 2019年回顾：期现结构背离、地产韧性超预期
- Part 02 2020年展望：销售面临压力、施工投资仍较强
- Part 03 物业管理行业策略：竣工加速恢复、万亿市场启航
- Part 04 商业地产行业策略：利率持续下行、配置优质资产
- Part 05 房地产行业2020年投资建议

2020政策展望：地产政策中性化时代来临、棚改可能再成关键变量

- 从1998年开始，中国的商品房市场经历了20年的发展，销售额2513亿上涨到15万亿、销售面积从1.22亿平上涨到17.17亿平、投资从3614亿上涨到12万亿、新开工面积从2.04亿平上涨到20.9亿平、竣工面积从1.76亿平上涨到10.15亿平，复合增速分别为23%、15%、20%、12%、10%；房地产政策几年演变，2019年首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，地产政策中性化时代到来。

图1：历年重要房地产政策汇总（左轴单位亿元）



2020政策展望：地产政策中性化时代来临、棚改可能再成关键变量

■ 地产政策中心化指的是将地产作为一个正常的产业，不过度刺激也不过度打压，因城施策就是长效机制：在2019年4月的政治局会议中，提出“落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，也就是在不刺激地产的情况下，地方政府有因城施策的权利和义务维持房地产市场稳定。

图2：2019地产政策汇总分布图

■ 房地产调控政策省份 ● 调控政策放松城市 ▲ 调控政策收紧城市

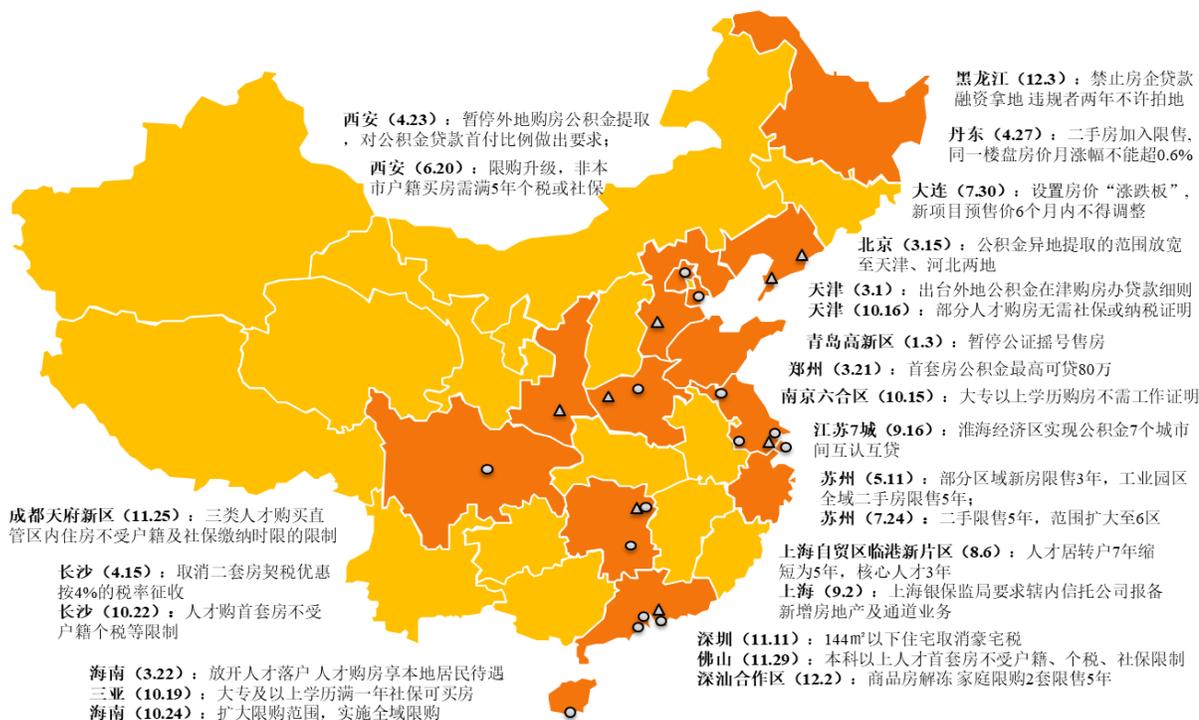


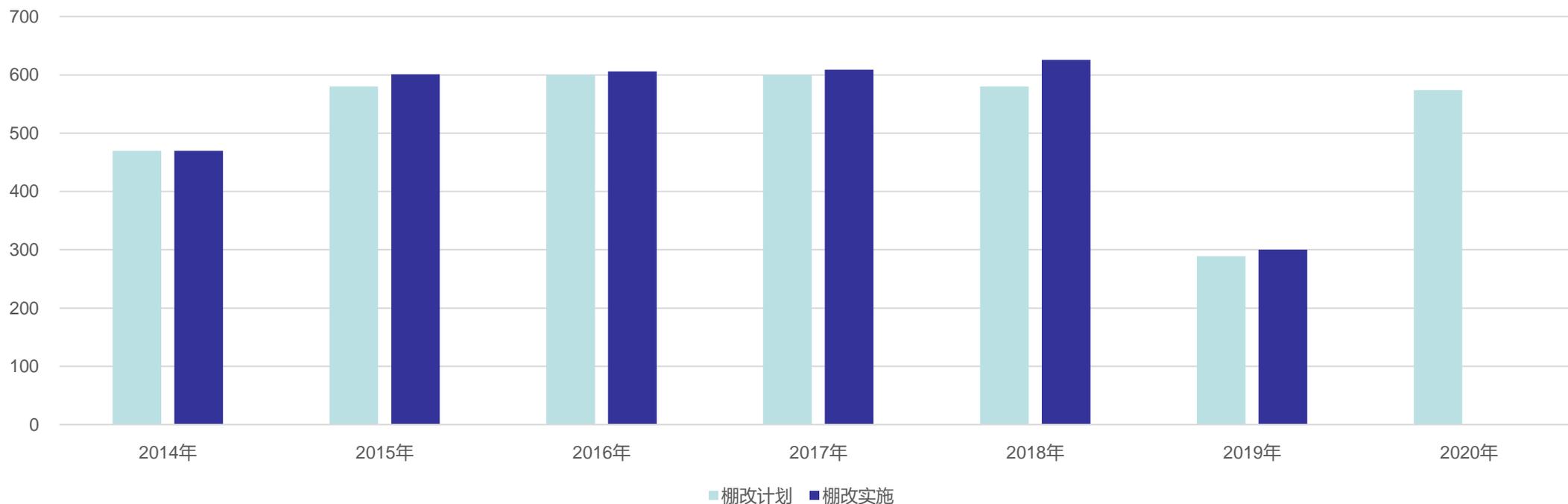
表1：历届政治局会议及财政、货币政策有关表述

时间	历届政治局会议地产行业有关表述	财政、货币政策有关表述
2012年12月4日	加强房地产市场调控和住房保障工作	
2013年7月30日	积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化，促进房地产市场平稳健康发展	
2015年4月30日	建立房地产健康发展的长效机制	
2015年12月14日	要化解房地产库存，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求，稳定房地产市场	
2016年4月29日	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，有序消化房地产库存，注重解决区域性、结构性问题，实行差别化的调控政策	要坚持适度扩大总需求，实行积极的财政政策和稳健的货币政策
2016年12月9日	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制	坚持宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的政策思路
2017年4月25日	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制	
2017年7月24日	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制	要保持政策连续性和稳定性，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，确保经济平稳健康发展，提高经济运行质量和效益
2017年12月8日	加快住房制度改革和长效机制建设	
2018年4月23日	未提及	首先要全力打好“三大攻坚战”，同时要坚持积极的财政政策取向不变，保持货币政策稳健中性，注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行。
2018年7月31日	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制	保持经济平稳健康发展，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提高政策的前瞻性、灵活性、有效性。财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，有效应对外部经济环境变化，确保经济平稳运行
2018年10月31日	未提及	
2018年12月13日	未提及	
2019年4月19日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制	积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度
2019年7月30日	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段	要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。
2019年10月24日	未提及及房地产、去杠杆	
2019年12月6日	未提及	

2020政策展望：地产政策中性化时代来临、棚改可能再成关键变量

- **棚改2020年数量可能重新恢复**：2019年全国棚改开工计划约为285万套，相较于此前450万套的预期，足足少了165万套。但是，2017年5月24日，国务院常务会议确定实施2018年到2020年3年棚改攻坚计划，再改造各类棚户区1500万套，加大中央财政补助和金融、用地等支持，因而预计2020年棚改计划数有可能重回570万套规模，这一规模和2015-2018四年高峰期接近。

图3：棚改计划及实施/万套



2020年地产销售展望：商品房销售面积预计-2.8%、金额0.2%

商品房销售的预测逻辑：商品房销售额=首付款+房贷；其中首付款由居民可支配收入及政府首付款比例决定，房贷由政府调控和银行按揭额度决定，我们通过预测房贷增速（通过二手比剔除二手房成交）及LTV比例来预测新房销售额，然后通过预测房价涨幅来推出销售面积涨幅。

1) 居民可支配收入预测：国民总的可支配收入除了消费就是储蓄，我们认为可支配收入是一个天花板概念，它限制了居民的首付和月供能力，但并不意味着会彻底决定商品房销售额，因为居民进行阶段性消费缩减及过度举债的概率高且有合理性，因此该项预测仅作为观察项，比如2018年国民总可支配收入89.7万亿，我们假定居民户占比维持在之前的62%水平（目前最新公布到2015年）不变，则居民可支配收入有近55.6万亿用于消费和储蓄，远超2018年15万亿的商品房销售额，因为可支配收入扣除掉必要消费的所有潜在储蓄都可以用于购买房产，国内的储蓄率近年连续下跌，目前约45%左右。

图4：商品房销售预测逻辑

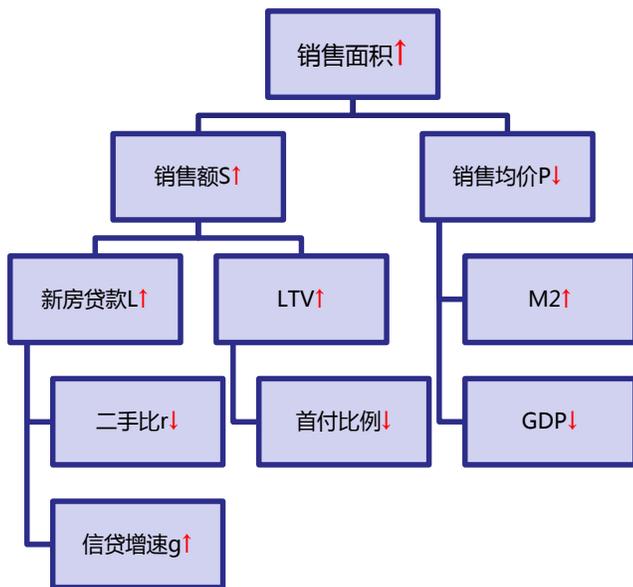
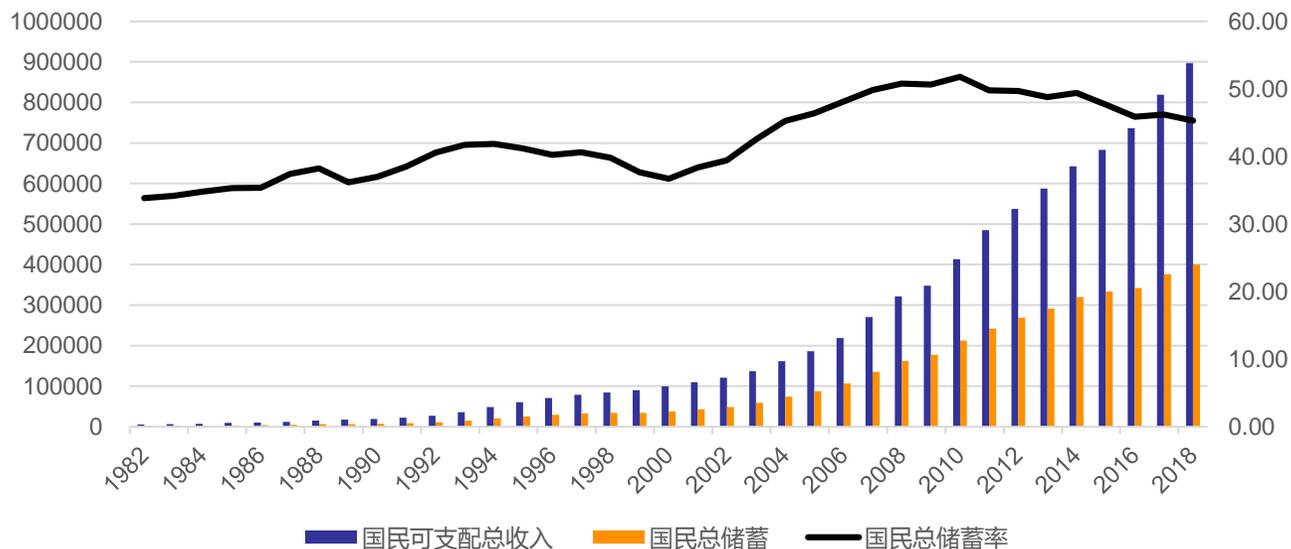


图5：国民可支配收入（亿元）及国民储蓄率（%）



2020年地产销售展望：商品房销售面积预计-2.8%、金额0.2%

2) 个人购房贷款增速预测——房贷余额：决定新房销售的核心是信贷，用信贷而不是用拿地和开工等去预测销售是更加恰当的，因为房地产市场几乎是一个完全竞争市场，房企只是价格接受者并不是决定者。信贷由政府及银行的信贷意愿和能力决定，居民的收入作为制约水平，截止2019年9月，个人购房贷款余额29.05万亿（净新增的余额增速持续下行，从35%下降至目前的17%左右），日常主要用月度公布居民中长期贷款替代以便高频跟踪，15年之前月均新增信贷都在2000亿以下，2016年之后则均超过4000亿。2018年房贷余额增长17.58%，我们预计2019、2020年的增速分别为17.5%、16.1%，略有下降，我们选择房贷余额增速进行判断是因为我们有理由相信，政府未来房地产调控，进行余额管控的概率较高。

图6：月均新增居民中长期贷款（亿元）及增速



图7：个人购房贷款余额（亿元）及增速



2020年地产销售展望：商品房销售面积预计-2.8%、金额0.2%

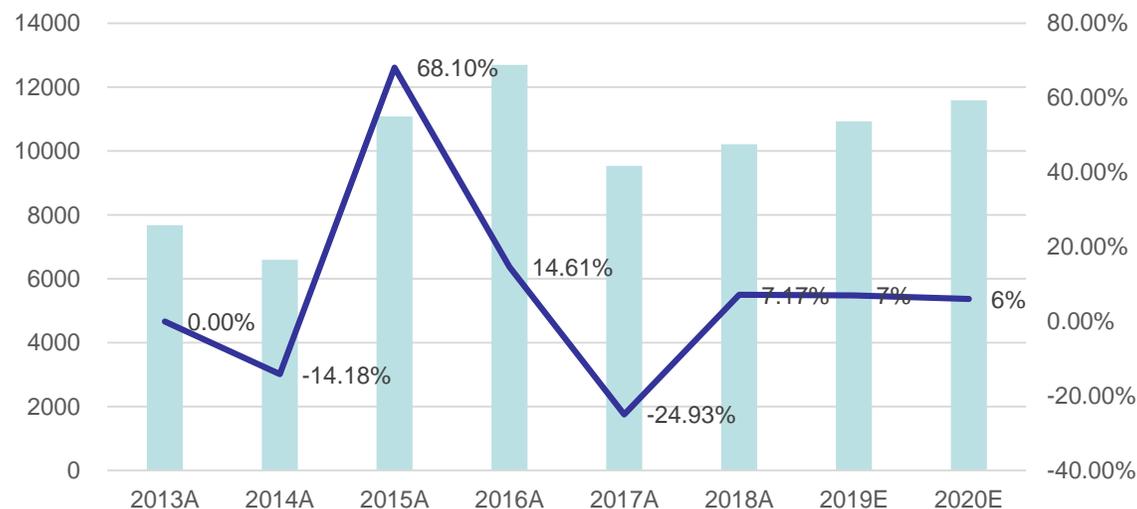
2) 个人购房贷款增速预测——房贷偿还量及公积金贷款：通过对房贷余额的预测，我们可以知道年度新增个人购房贷款金额，同时我们假设商贷的偿还年限平均是8-12年，由此可以算出每年的房贷偿还量及国家年度住房商业贷款投放量。2018年末，房贷余额月25.75万亿，年新增3.85万亿，年偿还约2.74万亿，年投放个人购房商贷为6.59万亿，根据之前对房贷余额的假设，我们预计2019、2020商贷投放约为7.73万亿和8.65万亿元。

此外，我们需要估算公积金贷款的发放情况，2018年，公积金贷款发放10219亿元，同比增长7.17%，我们假设2019、2020年公积金贷款增速保持基本稳定，大致为7%、6%，由此可知2019、2020年公积金贷款投放约为10934、11590亿元。

表2：贷款情况汇总（亿元）

	房贷余额	新增商贷	商贷偿还	商贷投放
2011A	71426	8321		
2012A	81000	9574	8928	18502
2013A	98000	17000	10125	27125
2014A	115200	17200	12250	29450
2015A	141800	26600	14400	41000
2016A	191400	49600	17725	67325
2017A	219000	27600	23925	51525
2018A	257500	38500	27375	65875
2019E	302563	45063	32188	77250
2020E	351275	48713	37820	86533

图8：公积金贷款投放（亿元）及增速



2020年地产销售展望：商品房销售面积预计-2.8%、金额0.2%

3) LTV(贷款价值比)或住房杠杆率预测：LTV在国内其实主要是受限制与政府的首付政策，国内目前的首付政策较为严格，首付比例较高，LTV比例普遍低于国际水平，根据央行发布的《中国金融稳定报告(2018)》，中国平均的首付比例为34%，对应着中国的理论LTV约66%，显著低于发达国家水平，发达国家LTV水平在80-90%之间，但由于我们二套房首付比例过高以及部分城市信贷资源难获得，在广大的三四线很多采取全款交易模式，我们通过对历史数据的还原，估计中国的LTV水平在34-40%之间。我们看到在2017、2018年调控加严且销售火爆的情况下，LTV比率较低，那时候很多楼盘均需要全款优先，但我们预计今后LTV比例将会有所上升，我们假设2019、2020年LTV分别为34%、36%。

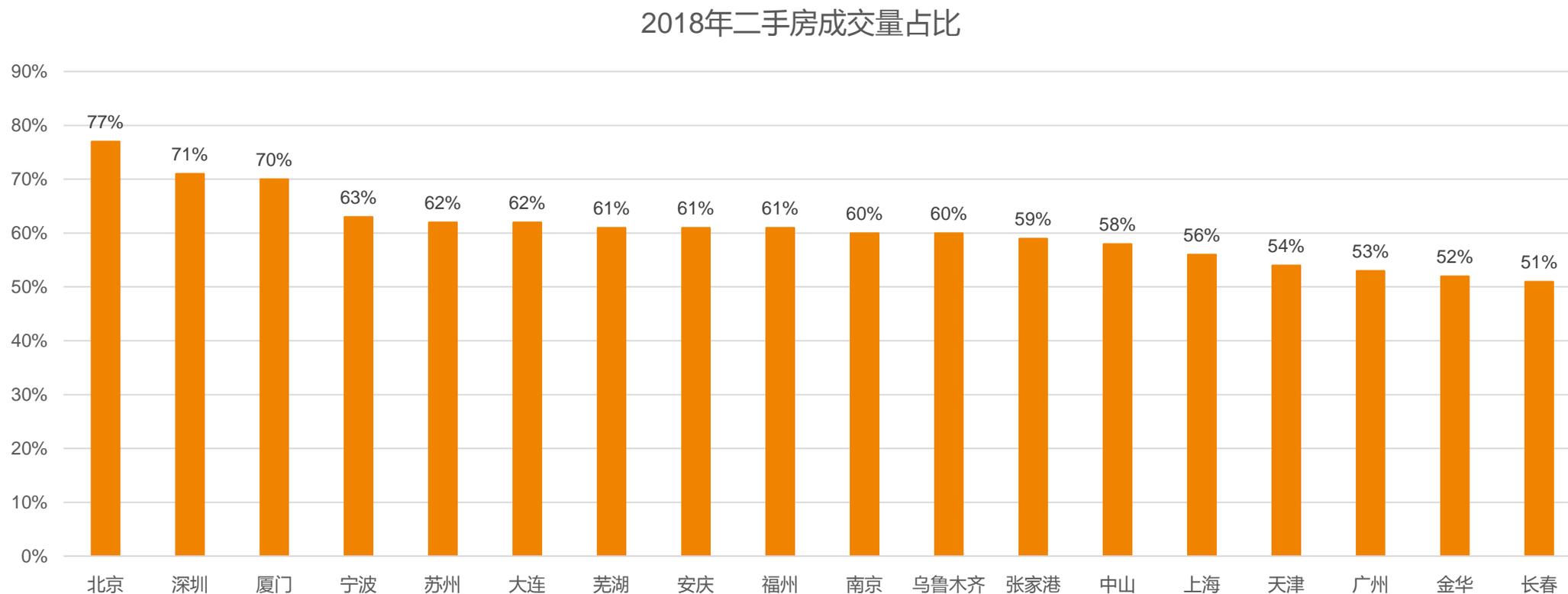
表3：LTV预测过程和结果（除%外均为亿元）

	房贷余额	新增商贷	商贷偿还	商贷投放	公积金投放	房贷总投放	商品房销售额	商品房销售面积	销售均价	二手房占比	一二手房总销售量	LTV
2011A	71426	8321						109367				
2012A	81000	9574	8928	18502				111304				
2013A	98000	17000	10125	27125	7682	34807	81428	130551	6237.3	34%	123375.8	28.21%
2014A	115200	17200	12250	29450	6593	36043	76292	120649	6323.5	36%	119206.3	30.24%
2015A	141800	26600	14400	41000	11083	52083	87281	128495	6792.5	38%	140775.5	37.00%
2016A	191400	49600	17725	67325	12702	80027	117627	157349	7475.6	40%	196045	40.82%
2017A	219000	27600	23925	51525	9535	61060	133701	169408	7892.3	36%	208907.8	29.23%
2018A	257500	38500	27375	65875	10219	76094	149973	171654	8736.9	38%	241891.9	31.46%

2020年地产销售展望：商品房销售面积预计-2.8%、金额0.2%

4) **二手比 r =二手房交易额/总交易额预测**：由于我们需要预测的是新房销售额，但信贷对应的所有个人购房贷款，其中有一大部分是二手房贷款，根据贝壳研究院的数据，目前主要一二线城市二手房成交占比都超过50%，全国二手房占比则相对较低，预计在40%左右。

图9:2018二手房成交量占比



2020年地产销售展望：商品房销售面积预计-2.8%、金额0.2%

5) 房价涨幅预测：我们一直认为，新房均价涨幅应该大致等于M2-GDP，显示为实体经济增长之外多余的流动性在房地产领域促进资产价格增长，比如2019年9月M2增速约8.4%、同期GDP增速6%，则合理的房价涨幅约为2.2%，但由于居民对房地产的阶段性好，部分年份为过渡性偏好，大部分时候都会超过合意的涨幅，我们结合经济、信贷和收入增长预期对房价涨幅假设，预计2019、2020年全国商品房销售均价涨幅分别为7%、3%，销售均价至9631元/平。

6) 销售金额及销售面积最终预测：我们在假定2020年房贷余额增长16.1%、公积金贷款增长6%、二手比为41%、LTV为36%、房价涨幅3%的中性假设情况下预计2020年商品房销售面积-2.8%、销售金额0.2%。

表4:2020房地产展望（除%外均为亿元或元/方）

	房贷余额	新增商贷	商贷偿还	商贷投放	公积金投放	房贷总投放	商品房销售额	商品房销售面积	销售均价	二手房占比	一二手房总销售量	LTV
2013A	98000	17000	10125	27125	7682	34807	81428	130551	6237	34%	123375.758	28.21%
2014A	115200	17200	12250	29450	6593	36043	76292	120649	6323	36%	119206.25	30.24%
2015A	141800	26600	14400	41000	11083	52083	87281	128495	6793	38%	140775.548	37.00%
2016A	191400	49600	17725	67325	12702	80027	117627	157349	7476	40%	196045	40.82%
2017A	219000	27600	23925	51525	9535	61060	133701	169408	7892	36%	208907.813	29.23%
2018A	257500	38500	27375	65875	10219	76094	149973	171654	8737	38%	241891.935	31.46%
2019E	302563	45063	32188	77250	10934	88184	160574	171722	9351	39%	263235.305	34%
2020E	351275	48713	37820	86533	11590	98123	160812	166968	9631	41%	272563.144	36%
	房贷余额增速	新增房贷增速	商贷偿还增速	商贷投放增速	公积金贷款增速	房贷总投放增速	销售额增速	销售面积增速	房价涨幅		一二手房销售总量涨幅	
2014A	17.55%	1.18%	20.99%	8.57%	-14.18%	3.55%	-6.31%	-7.58%	1.38%		-3.38%	
2015A	23.09%	54.65%	17.55%	39.22%	68.10%	44.50%	14.40%	6.50%	7.42%		18.09%	
2016A	34.98%	86.47%	23.09%	64.21%	14.61%	53.65%	34.77%	22.46%	10.06%		39.26%	
2017A	14.42%	-44.35%	34.98%	-23.47%	-24.93%	-23.70%	13.67%	7.66%	5.57%		6.56%	
2018A	17.58%	39.49%	14.42%	27.85%	7.17%	24.62%	12.17%	1.33%	10.70%		15.79%	
2019E	17.50%	17.05%	17.58%	17.27%	7%	15.89%	7.07%	0.04%	7.03%		8.82%	
2020E	16.10%	8.10%	17.50%	12.02%	6%	11.27%	0.15%	-2.77%	3.00%		3.54%	

2020年地产投资展望：全年投资预计增长6.7%

房地产投资的预测逻辑：房地产投资额=土地购置费用+设备工具+建筑工程+安装工程+其他（土地购置费），根据建设的进程，我们发现与新开工增速匹配的是设备工器具投资、与施工增速相对匹配的是建筑工程投资、与竣工面积增速相对匹配的是安装工程投资，因此我们进一步将房地产投资额 \approx 建安支出+土地投资+其他 \approx 施工面积*施工单价+土地购置费；我们通过预测施工面积和单价预测建安支持，通过跟踪土地成交预测土地购置费，两者相加预测房地产投资额，其他项则忽略不计。

表5：房地产投资的预测逻辑

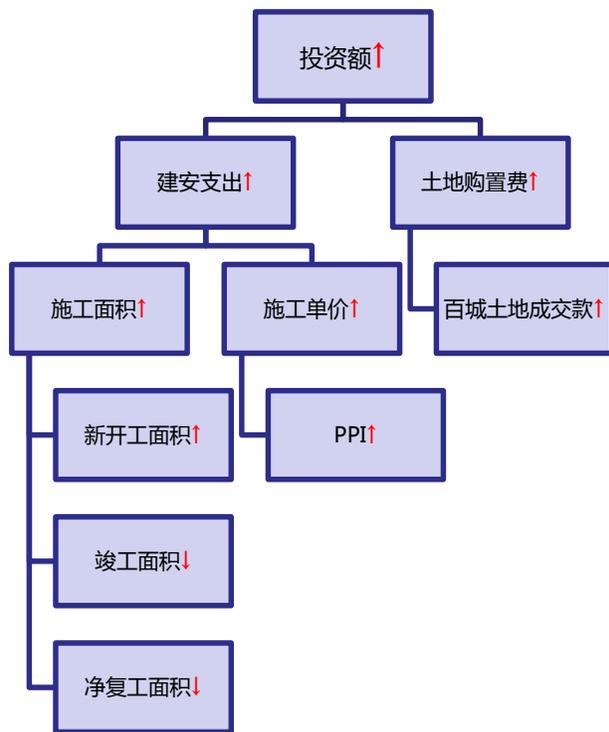


表6：房地产投资拆分（除%外均为亿元、亿方或元/方）

	房地产投资	房地产投资同比	建安支出	土地购置费	其他	施工面积	施工面积增速	施工单价	建安支出占比	土地购置费占比	其他占比
2002	7791		5151	1459	1127	9.41		547	66%	19%	14%
2003	10154	30.3%	6724	2046	1336	11.75	24.9%	572	66%	20%	13%
2004	13158	29.6%	8825	2574	1759	14.05	19.5%	628	67%	20%	13%
2005	15909	20.9%	10872	2904	1983	16.61	18.2%	655	68%	18%	12%
2006	19423	22.1%	13344	3318	2721	19.48	17.3%	685	69%	17%	14%
2007	25289	30.2%	17191	4873	3216	23.63	21.3%	727	68%	19%	13%
2008	31203	23.4%	21340	5996	3244	28.33	19.9%	753	68%	19%	10%
2009	36242	16.1%	27844	6024	4379	32.04	13.1%	869	77%	17%	12%
2010	48259	33.2%	33085	10000	5182	40.54	26.5%	816	69%	21%	11%
2011	61797	28.1%	44494	11413	5833	50.68	25.0%	878	72%	18%	9%
2012	71804	16.2%	52036	12100	7667	57.34	13.2%	907	72%	17%	11%
2013	86013	19.8%	63919	13502	8592	66.56	16.1%	960	74%	16%	10%
2014	95036	10.5%	70561	17459	7016	72.65	9.2%	971	74%	18%	7%
2015	95979	1.0%	71196	17675	7108	73.57	1.3%	968	74%	18%	7%
2016	102581	6.9%	76302	18779	7500	75.90	3.2%	1005	74%	18%	7%
2017	109799	7.0%	78578	23169	8051	78.15	3.0%	1005	72%	21%	7%
2018	120264	9.5%	75992	36387	7885	82.23	5.2%	924	63%	30%	7%
2019Q3	98008	10.5%	59940	32011	6057	83.42	1.4%	719	61%	33%	6%

2020年地产投资展望：期现差将收窄，新开工面积预计+3.4%

- 1) 施工面积预测之新开工面积：本期施工面积=上期施工-上期竣工+本期新开工+本期净复工，因此施工面积的测算主要取决于新开工，预测未来的新开工主要从两个角度入手：（1）房企手中可供开发的土地数量（2）房企的开工意愿。开工意愿我们可以用商品房销售额来度量（因为商品房销售额同时能反应房企的资金面情况和去化情况），可供开发的土地我们可以用百城土地成交面积的滞后项来度量，我们发现17年1月之后，新开工增速明显滞后百城土地成交面积增速6-9个月，随着百城拿地数据在2019年2月进入负增长阶段，地产开工下行即将开始，同时我们发现，新开工面积增速与期现差大致同步（期房销售增速-现房销售增速），这个我们大致理解为销售的速度，如果期房销售速度大幅超过现房，意味着库存显著不足，开工意愿较强，我们预计2019、2020年新开工增速分别为7.2%、3.4%

图10:新开工及百城土地建面单月增速12MA（12月移动均值）



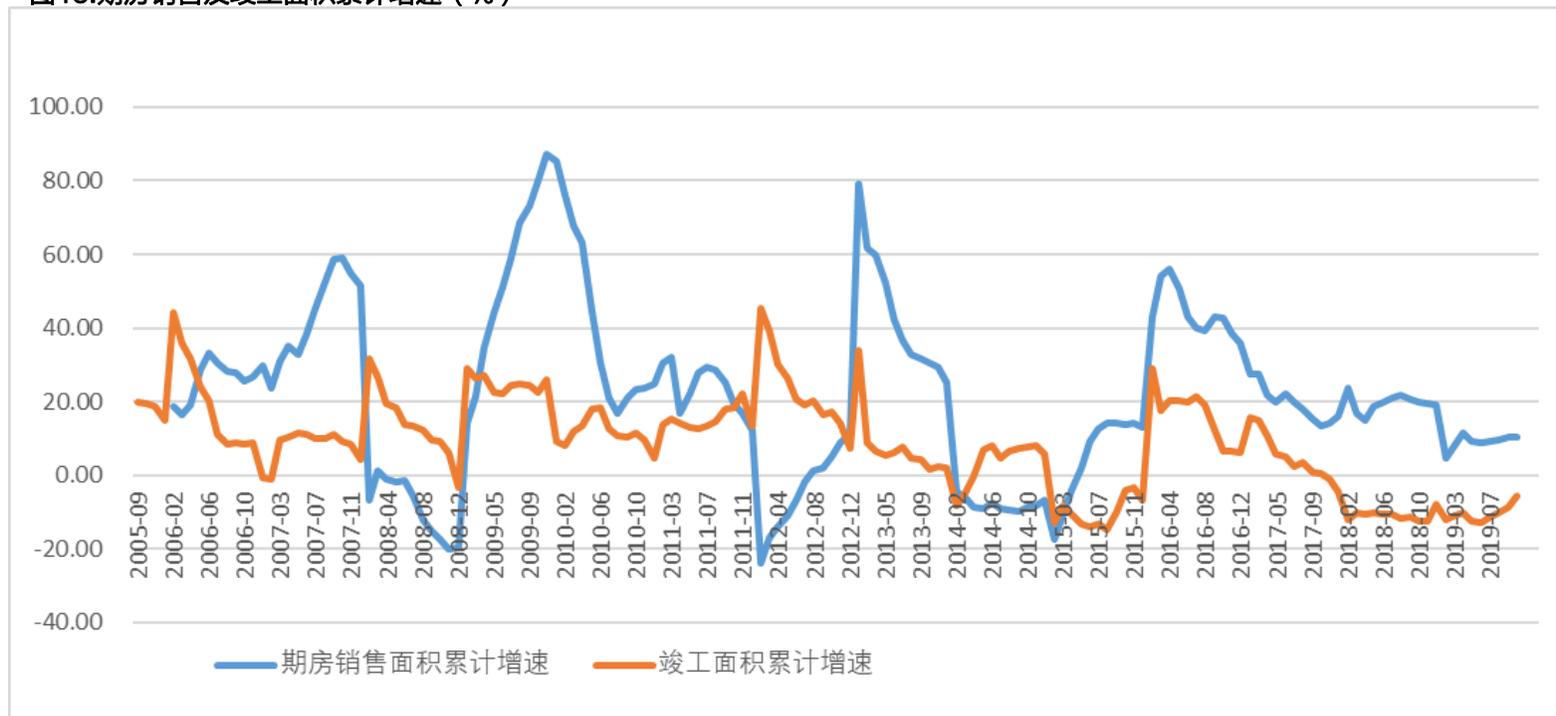
图11:房屋新开工面积（左）及期房销售额（右）累计同比



2020年地产投资展望：竣工增速预计将大增+21.6%

- 2) **施工面积预测之竣工面积**：竣工面积的多寡主要取决于过去的销售情况以及企业的工程资金配置，过去两年有融资限制导致回款诉求提升，开发商普遍选择加速开工，竣工则相对放缓，但同时有销售合同的限制，违约成本逐渐加大，开发商往往倾向于在合同结束最尾声交房，我们将期房销售增速和竣工增速进行观察，比如2009年12月销售高峰对应2013年2月的竣工高峰，领先约26个月两年左右；但2013年2月的期房销售高峰则对应2016年2月的竣工高峰，领先约36个月；此外，2016-2018年三年年均销售16.61亿平方米，但竣工面积年均仅10亿平米，2019年前三季仅竣工4.67亿平米，我们认为未来两年将是竣工高峰期，预计2019、2020的竣工增速分别为2.2%、21.6%。

图13:期房销售及竣工面积累计增速 (%)



施工面积：指房地产开发企业报告期内施工的全部房屋建筑面积。包括本期新开工的面积、上期跨入本期继续施工的房屋面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋面积、本期竣工的房屋面积以及本期施工后又停缓建的房屋面积。**注意：本期竣工面积仍算在施工面积里面。**

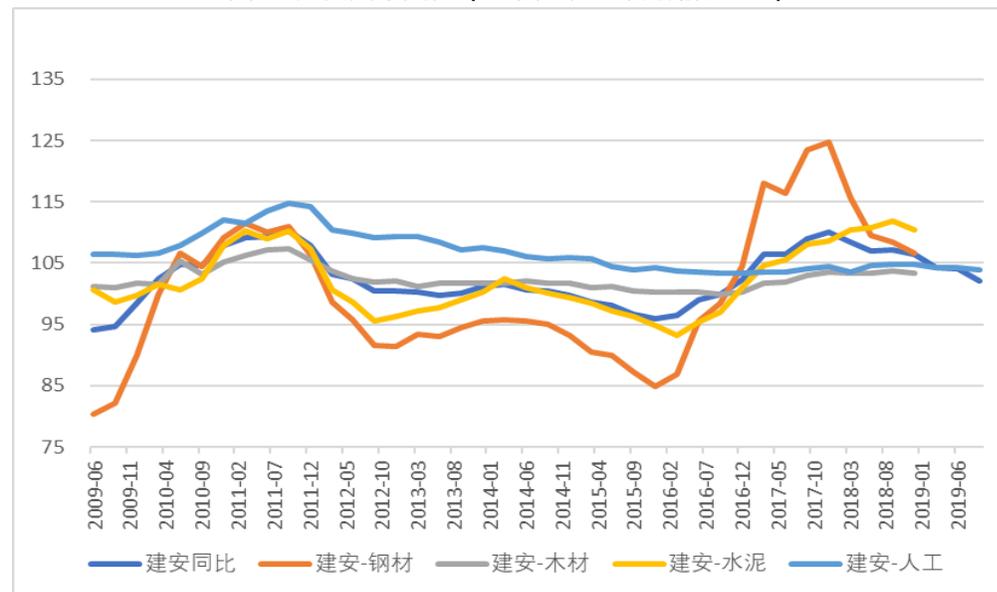
2020年地产投资展望：施工面积预计+9.2%

- 3) 施工面积预测：**过去几年由于限价等因素，开工又停工现象非常明显，净复工占比越来越高，对施工面积影响显著，但我们认为随着市场逐渐回归理性，库存又相对在地位，停工现象会相对减少，复工会逐步恢复。我们预计2019、2020的净复工面积将收窄至-6%、-5.4%，根据我们之前对新开工和竣工的预测，**本期施工面积=上期施工-上期竣工+本期新开工+本期净复工**，我们预计2019、2020的施工面积分别为89.28亿、97.49亿平米，同比增长8.58%、9.2%；
- 4) 施工单价及施工投资预计：**施工单价经历了2016和2017年的增长后，随着PPI的逐步走弱（建安成本影响巨大，因此PPI的判断很关键），建安成本有所下降，目前施工单价已经从1005元/平降至924元/平，我们预计仍将进一步降低，2019、2020年施工单价有望进一步降低至906元/平、896元/平。由此，可知2019、2020全国房地产投资中的施工投资约为80847、87400亿元。

图14:建安成本变化（基准为以上年同期为100）

图11:房屋新开工面积及期房销售额累计同比（除%外均为亿平方米或亿元）

	新开工面积	新开工增速	竣工面积	竣工增速	净复工面积	施工面积	施工增速
2013A	20.12	13.46%	10.14	2.02%		66.56	16.10%
2014A	17.96	-10.74%	10.75	5.94%	-1.72	72.65	9.15%
2015A	15.45	-14.00%	10.00	-6.90%	-3.78	73.57	1.27%
2016A	16.69	8.08%	10.61	6.09%	-4.36	75.90	3.16%
2017A	17.87	7.02%	10.15	-4.37%	-5.00	78.15	2.97%
2018A	20.93	17.15%	9.36	-7.82%	-6.70	82.23	5.22%
2019E	22.4	7.20%	9.56	2.20%	-6.03	89.28	8.58%
2020E	23.2	3.40%	11.63	21.60%	-5.43	97.49	9.20%



2020年地产投资展望：土地购置费增速或将大幅下滑至+2.7%

- 5) 土地购置费预测：**单月土地购置费与单月百城成交价款随着滞后期的增加，相关程度逐步提升，滞后10期相关程度最高，为0.7857，之后相关程度下降。需要注明的是，每月的土地成交价款是土地成交的合同价格，土地出让成交后，必须在10个工作日内签订出让合同，合同签订后1个月内必须缴纳出让价款50%的首付款，余款要按合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年。土地购置费指房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用，通过划拨方式取得的土地使用权所支付的土地补偿费、附着物和青苗补偿费、安置补偿费及土地征收管理费等（也就是土地购置费不仅仅是土地的交易价格还包括一些其他和土地相关的费用），是按实际支付的情况。此外，结合统计局公布的更小口径但涵盖全国区域的土地成交价款数据，我们预计整体土地成交将显著下降，已经公布的2019年9月和10月的土地购置费单月增速已经从8月份的21%下降至7.4%，我们预计2020年土地购置费增速会下降更为明显，我们预计2019、2020年土地购置费增速约为13.7%、2.68%，对应土地投资为4.14万亿、4.25万亿。

图15 土地成交累计同比 (%)

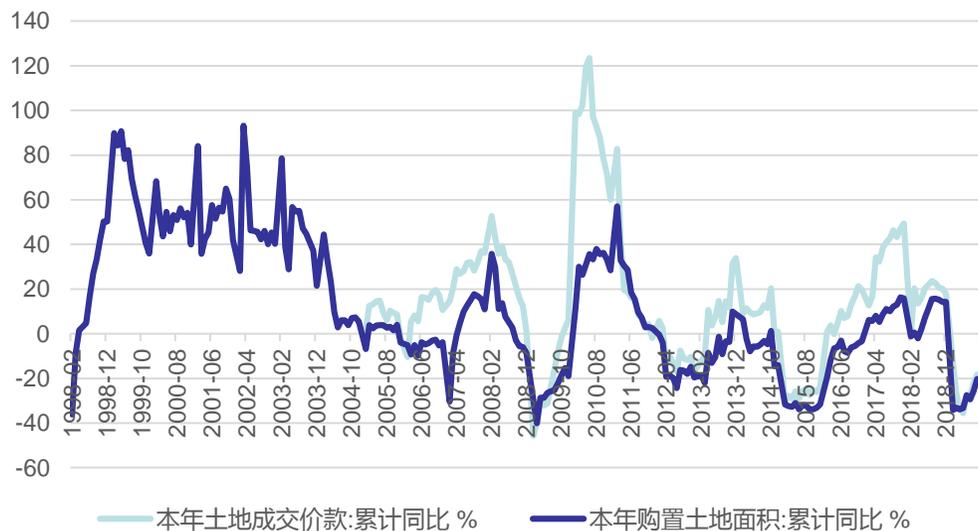


表7：土地购置费累计（相关性）

土地购置费累计	单月土地购置费	单月百城成交价款	单月土地成交价款	累计土地成交价款
T期	0.6787	0.4577	0.7813	0.8550
T-1期	0.7374	0.2038	0.4765	0.4786
T-2期	0.7276	0.2198	0.2915	0.2019
T-3期	0.7591	0.2539	0.2450	0.0061
T-4期	0.6753	0.2438	0.1403	-0.1118
T-5期	0.6479	0.2774	0.1804	-0.1138
T-6期	0.6505	0.3137	0.2921	-0.0520
T-7期	0.4424	0.3868	0.2746	0.0729
T-8期	0.4252	0.5019	0.4059	0.2904
T-9期	0.4928	0.6282	0.5464	0.4358
T-10期	0.5127	0.7857	0.6989	0.6375
T-11期	0.6468	0.4757	0.7646	0.8822

2020年地产投资展望：地产投资或将增长6.7%

- 6) 房地产投资预测：房地产投资等于建安投资+土地投资+设备等其他投资，结合我们之前的预测，我们预计2020房地产投资将增长6.65%，增速下滑主要受制于土地投资增速的大幅下滑以及单位建安成本的下降。

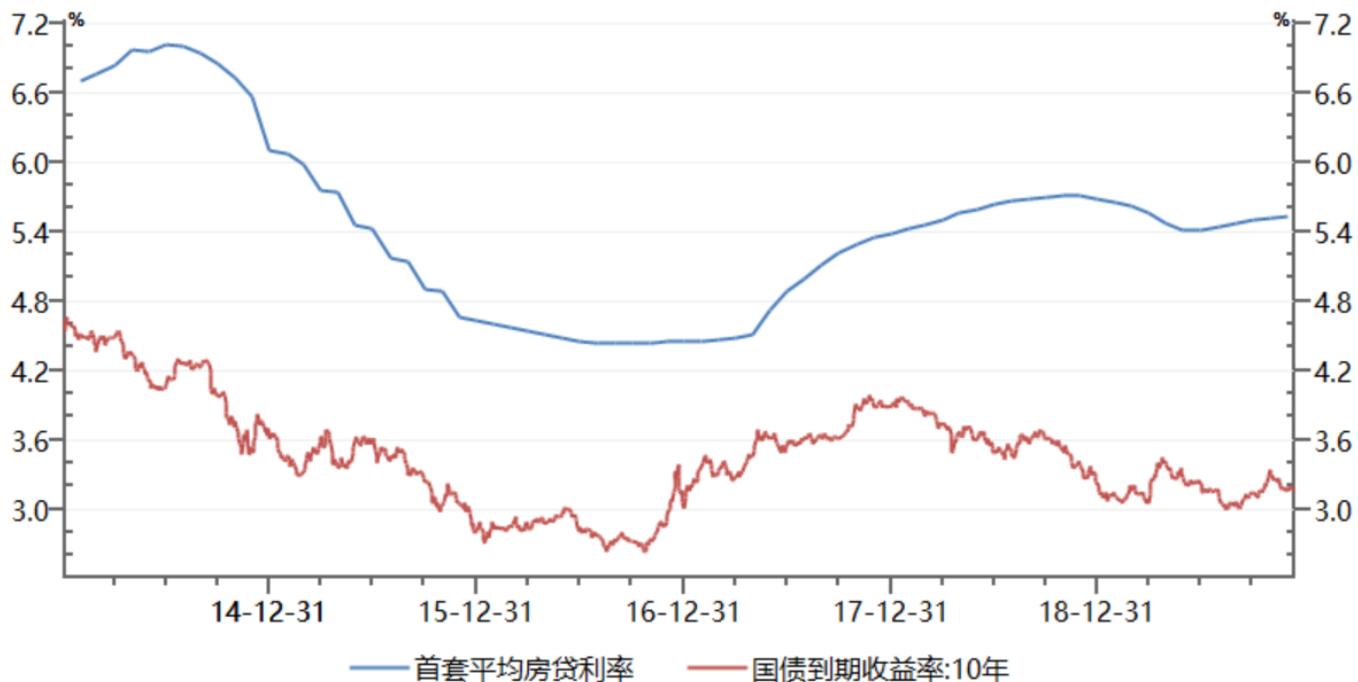
表8：房地产投资预测（除%外均为亿平方米或亿元）

	房地产投资	房地产投资同比	建安投资	土地投资	设备其他投资	施工面积	施工面积增速	施工单价	土地购置费增速	建安投资增速	其他投资增速
2002A	7791		5151	1459	1127	9.41		547		66%	14%
2003A	10154	30.30%	6724	2046	1336	11.75	24.90%	572	40.23%	30.54%	18.54%
2004A	13158	29.60%	8825	2574	1759	14.05	19.50%	628	25.81%	31.25%	31.66%
2005A	15909	20.90%	10872	2904	1983	16.61	18.20%	655	12.82%	23.20%	12.73%
2006A	19423	22.10%	13344	3318	2721	19.48	17.30%	685	14.26%	22.74%	37.22%
2007A	25289	30.20%	17191	4873	3216	23.63	21.30%	727	46.87%	28.83%	18.19%
2008A	31203	23.40%	21340	5996	3244	28.33	19.90%	753	23.05%	24.13%	0.87%
2009A	36242	16.10%	27844	6024	4379	32.04	13.10%	869	0.47%	30.48%	34.99%
2010A	48259	33.20%	33085	10000	5182	40.54	26.50%	816	66.00%	18.82%	18.34%
2011A	61797	28.10%	44494	11413	5833	50.68	25.00%	878	14.13%	34.48%	12.56%
2012A	71804	16.20%	52036	12100	7667	57.34	13.20%	907	6.02%	16.95%	31.44%
2013A	86013	19.80%	63919	13502	8592	66.56	16.10%	960	11.59%	22.84%	12.06%
2014A	95036	10.50%	70561	17459	7016	72.65	9.20%	971	29.31%	10.39%	-18.34%
2015A	95979	1.00%	71196	17675	7108	73.57	1.30%	968	1.24%	0.90%	1.31%
2016A	102581	6.90%	76302	18779	7500	75.9	3.20%	1005	6.25%	7.17%	5.51%
2017A	109799	7.00%	78578	23169	8051	78.15	3.00%	1005	23.38%	2.98%	7.35%
2018A	120264	9.50%	75992	36387	7885	82.23	5.20%	924	57.05%	-3.29%	-2.06%
2019E	130892	8.84%	80847	41372	8674	89.28	8.58%	906	13.70%	6.39%	10.00%
2020E	139595	6.65%	87400	42481	9714	97.49	9.20%	896	2.68%	8.11%	12.00%

2020年地产利率展望：利率下行趋势明显

- 房贷利率挂钩5年期LPR，长期步入下行通道：**自2019年10月8日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的LPR为定价基准加点形成，且要求首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限LPR利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限LPR加60个基点。11月20日，全国银行间同业拆借中心公布1年期LPR为4.15%，相比10月份的4.20%下调5个基点，5年期LPR为4.80%，比10月下调了5个基点。5年期LPR直接关联房贷利率，意味着首套房贷利率从不得低于4.85%，变为不得低于4.8%，二套房贷利率则变为不得低于5.4%。

图16:首套平均房贷利率、10年国债到期收益率



摘要

- Part 01 2019年回顾：期现结构背离、地产韧性超预期
- Part 02 2020年展望：销售面临压力、施工投资仍较强
- Part 03 **物业管理行业策略：竣工加速恢复、万亿市场启航**
- Part 04 商业地产行业策略：利率持续下行、配置优质资产
- Part 05 房地产行业2020年投资建议

物管行业：竣工加速恢复、万亿市场启航

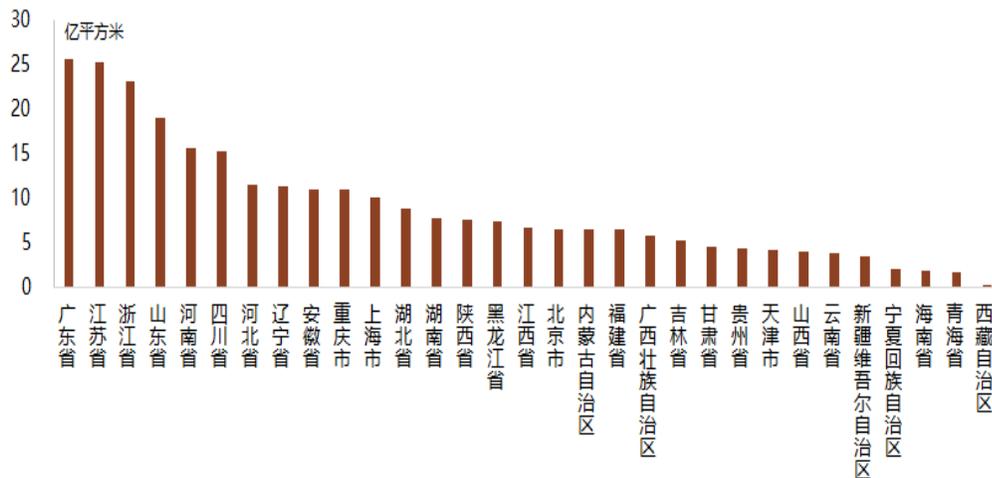
- **物业管理行业短期受益于高竣工、长期是物业服务需求的持续提升带来的万亿市场：**过去三年，全国新房销售面积年均16亿平米，未来每年竣工面积纳入物业管理面积，年均增量为10-13亿平，全国物业管理面积逐年攀升；根据克而瑞数据，2018年物业管理行业经营收入7043.63亿元，这一数据较2017年增加1036.4亿元，同比实现增长17.25%。2018年全国物业管理行业总面积达279.3亿平方米，相比2017年增加32.65亿平方米，同比增长13.2%。我们预计到2020年，管理面积方面，全国物业市场在管规模有望达到240亿平，到2025年有望达到300亿平，对应市场规模分别为1.1万亿、1.5万亿。而目前物业管理市场集中度相较于住宅开发市场集中度有较大提升空间，龙头物业公司有望显著受益。

图1:全国物业管理规模



图2:全国各省管理规模分布

2018年全国各省市物业管理规模分布情况

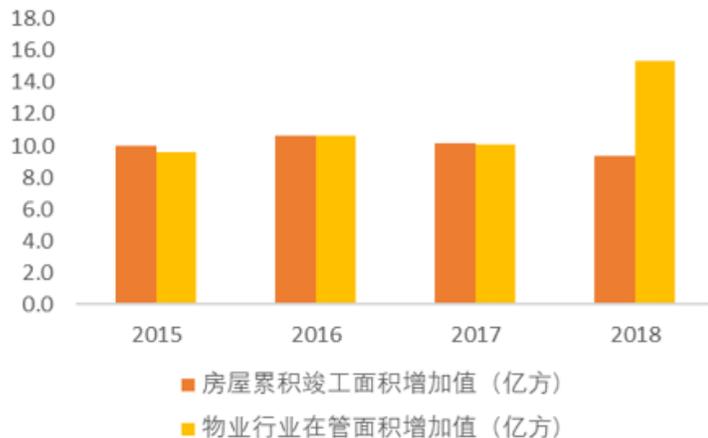


物管行业：成长2.0的时期，快速扩张+全产业链推进

19-21年为竣工交房高峰期，年均竣工面积有望达到13-15亿平：

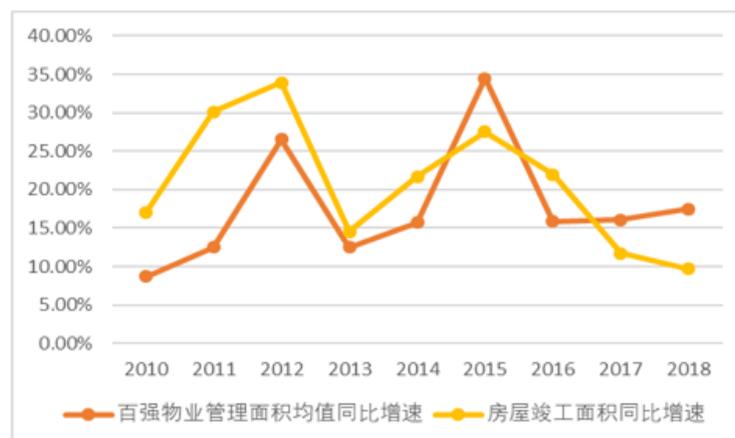
- 16-18年销售面积分别为15.73亿平米、16.94亿平米、17.16亿平米，16-18年竣工面积分别为10.61亿平米、10.14亿平米、9.36亿平米。
- 结算交房在竣工3年左右，预计19-21年为竣工高峰期。

图3：13-16年房地产竣工面积及行业新增在管面积（亿方）



资料来源：Wind，中国指数研究院，天风证券研究所

图4：百强物业管理面积均值同比增速同步于竣工面积同比增速



资料来源：Wind，中国指数研究院，天风证券研究所

图5：销售面积同比增速领先于竣工面积（%）



物管行业：成长2.0的时期，快速扩张+全产业链推进

中长期来看行业管理面积增速或将逐渐下降，但渗透率仍然有提升空间：

- 根据测算数据，2018年全国存量住宅约为253亿平，行业管理住宅面积不足150亿平，渗透率仅为57%，未来仍然有提升空间；
- 从结构来看，2016-2018年40城销售面积中三四线平均占比17%，竣工面积占比14%，表明三四线城市未竣工面积较多，物管渗透率仍有空间，40城之外三四线城市占比更高。

图6：全国存量住宅面积2018年为253亿方

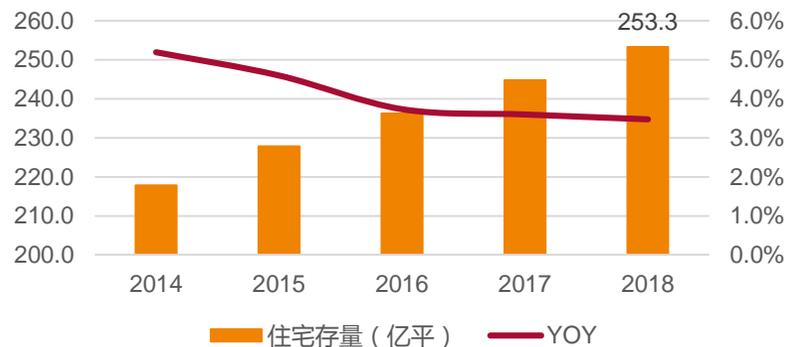


图7：2018年全国物业管理住宅面积不足150亿平、渗透率57.4%



图8：40城房屋销售面积比重，16-18年三线占比17%

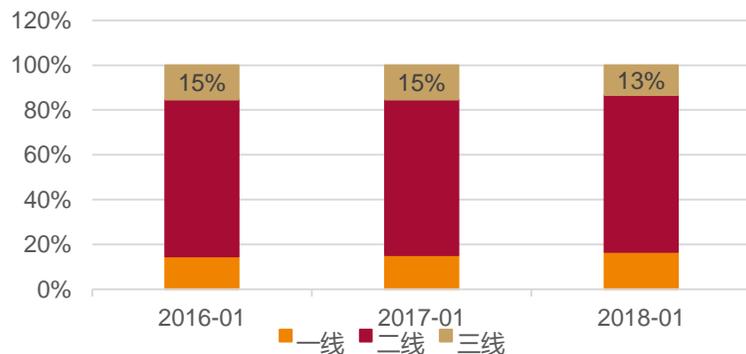
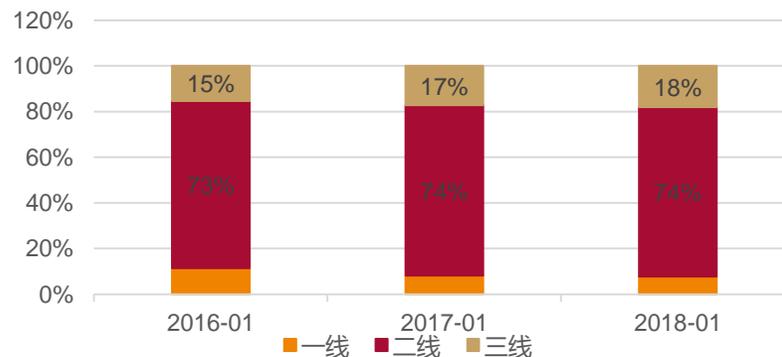


图9：40城房屋竣工面积比重，16-18年三线占比14%



物管行业：成长2.0的时期，快速扩张+全产业链推进

2025年管理面积有望达到300亿平，对应市场规模1.6万亿

- 全国物业管理面积逐年攀升，每年竣工面积纳入物业管理面积，年均增量为10-13亿平，为竣工面积；
- 在全国288亿平的存量房屋中，房龄20年以上的房屋占比约为40%（约为117亿平），如果这部分按照每年新纳入物业管理面积约1-2亿平左右，物业管理年平均增量约为12-15亿平；
- 预计到2020年，全国物业市场在管规模有望达到240亿平，到2025年有望达到300亿平，对应市场规模分别为1.1万亿、1.6万亿；

图10：全国物业管理面积（亿方）及预测



资料来源：中国指数研究院，天风证券研究所

图11：百强物业企业平均管理面积（万方）及YOY



资料来源：中国指数研究院，天风证券研究所

表2：到2025年，预计物业市场规模有望达到1.6万亿

	基础物业服务	增值物业服务	增量总计	物业市场规模 (亿元)	基础物业收入占比
2018	6647.7	1692.2		8339.8	79.7%
2020E	1278.6	548.0	1826.6	11323.28	70%
2025E	2689.3	1792.9	4482.2	15561.69	60%

资料来源：中国指数研究院，天风证券研究所测算

物管行业：行业集中度加速提升，头部企业三大策略总结

未来行业集中的继续提升，我们认为主要来自两方面的逻辑：

①上游地产公司的集中度提升，推动了物业企业集中度提升；②行业借助资本市场后，物业企业收并购的意愿与实力均有加强。

截至2018年末，全国百强、十强房企销售面积市占率分别为43.7%、19.1%，如果按照销售领先竣工2-3年估计，2年后百强物业企业集中度有望达到40%以上，由于物业为轻资产行业，因此十强的竞争或更加激烈，集中度或达到15%。

图12：百强及十强房企销售面积市占率

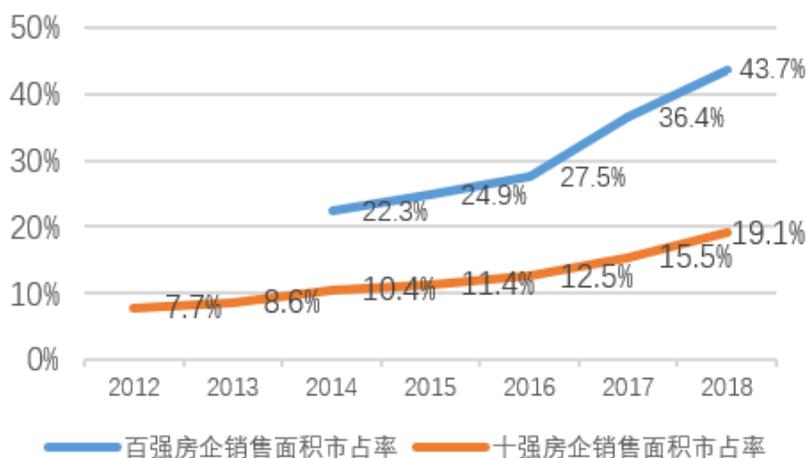
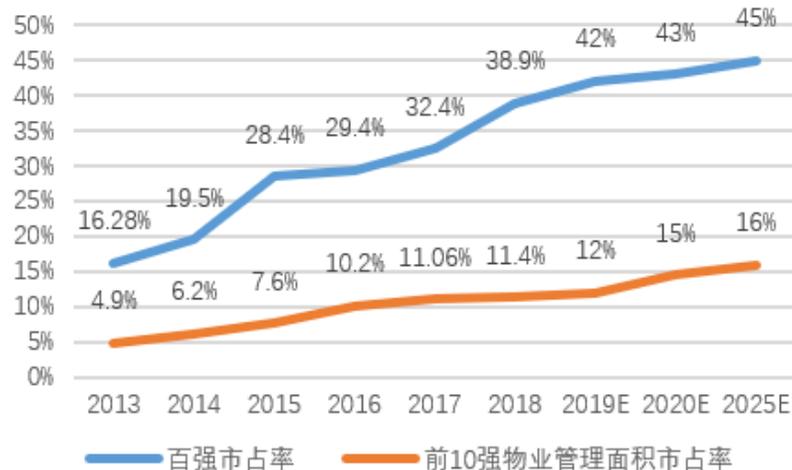


图13：百强及十强物业公司管理面积集中度及预测



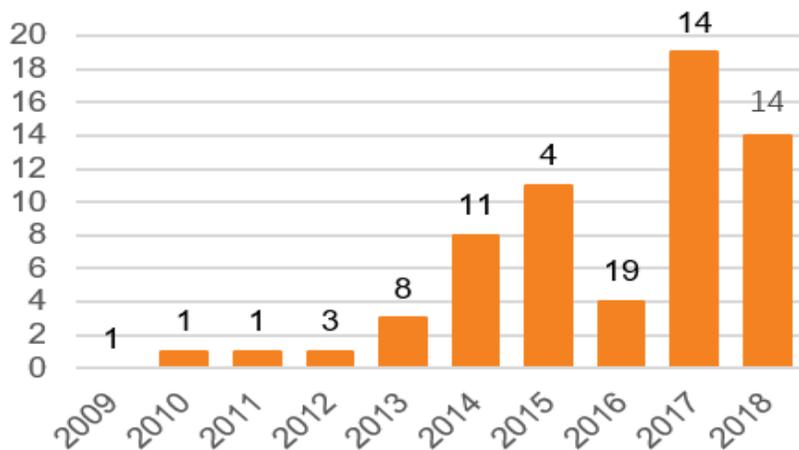
物管行业：行业集中度加速提升，头部企业三大策略总结

主流物业公司策略1——做大：多扩张战略并举

我们研究了多家上市物业公司的战略，发现当下行业主流公司仍然对规模扩张有着强烈诉求。头部的物业公司使用较多的扩张战略主要有以下几种：

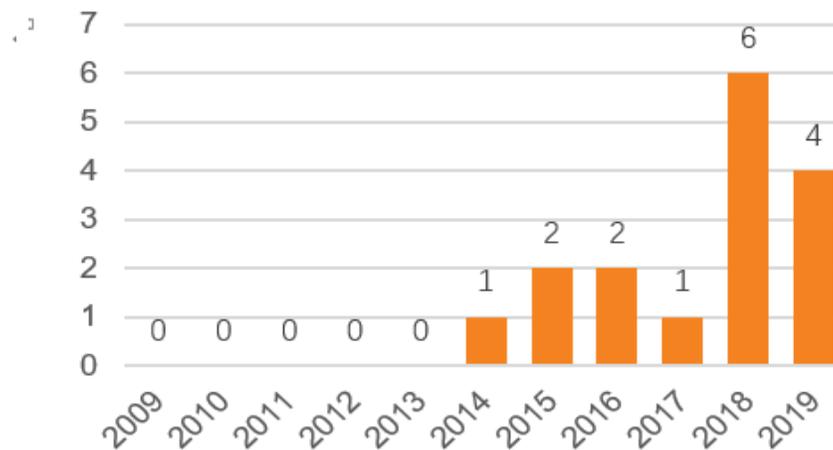
①通过关联房企继续获取管理面积，②借力资本市场，收并购获取管理项目，③通过市场化的方式，以管理输出获取项目。

图14：上市前后，行业收并购相对频繁每年的（优质）收并购案例（单位：个）



资料来源：投资界，天风证券研究所

图15：每年新上市的物业公司数量（个）



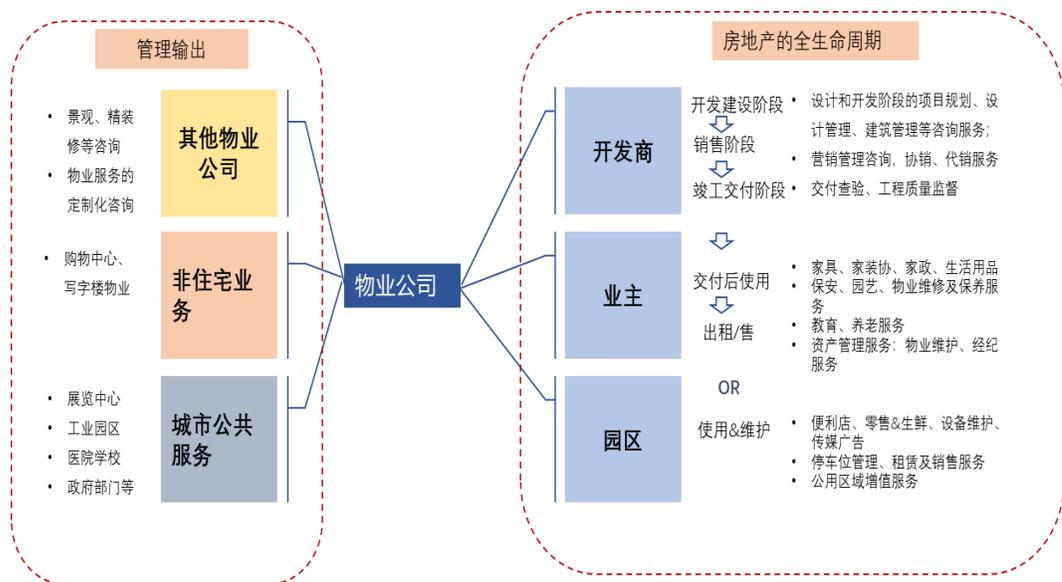
资料来源：极致网，天风证券研究所

物管行业：行业集中度加速提升，头部企业三大策略总结

主流物业公司策略2——增效：重视全产业链服务挖潜，拓宽盈利空间

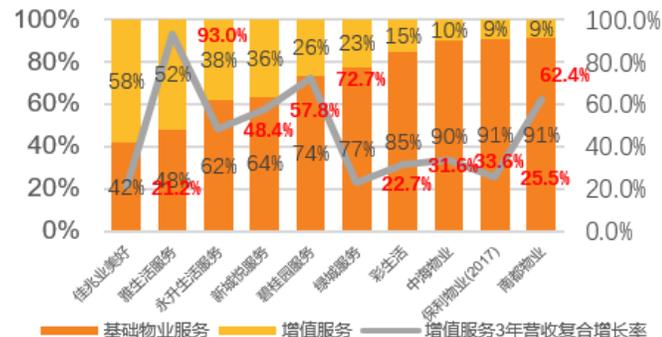
绿城服务已经将企业定位为“围绕人的全生活场景和房地产的全生命周期”的服务商。

图16：物业管理公司全产业链业务图景



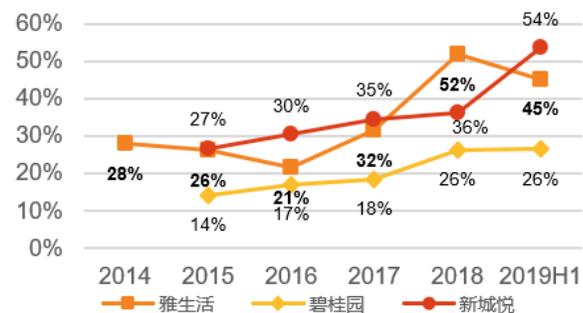
资料来源：绿城服务公司公告，天风证券研究所绘制

图17：2018年排名靠前的房企增值服务增长快速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图18：增值服务应收增长较快的公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

物管行业：行业集中度加速提升，头部企业三大策略总结

主流物业公司策略3——科技：智慧物业提升管理效率、助力降本增效

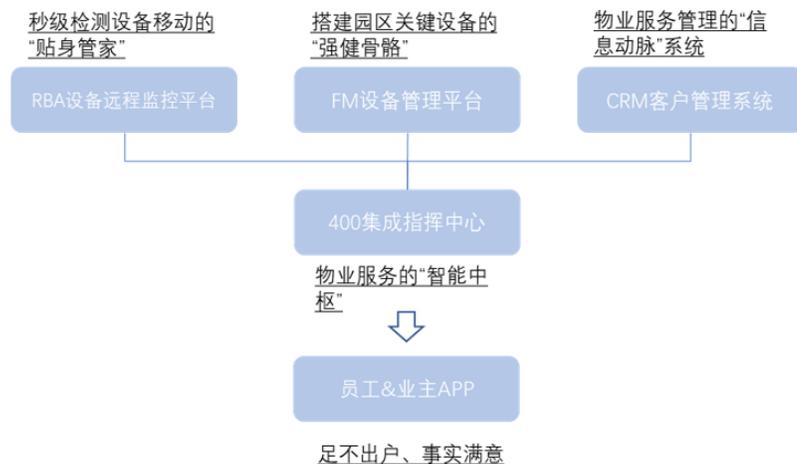
重视物业服务“标准化”，实现品质稳定的同时，构筑成本护城河。

表3：2018年部分物业公司人均薪酬（万元）占营收（万元）比重在30%-70%

	绿城服务 [↙]	保利物业 [↙]	碧桂园服务 [↙]	中海物业 [↙]	雅生活 [↙]	彩生活 [↙]
人均营收 [↙]	26.9 [↙]	15.5 [↙]	13.9 [↙]	10.1 [↙]	17.9 [↙]	25.5 [↙]
人均薪酬 [↙]	8.4 [↙]	11.0 [↙]	7.2 [↙]	5.2 [↙]	7.8 [↙]	8.4 [↙]
人均薪酬/营收 [↙]	31% [↙]	71% [↙]	52% [↙]	52% [↙]	44% [↙]	33% [↙]

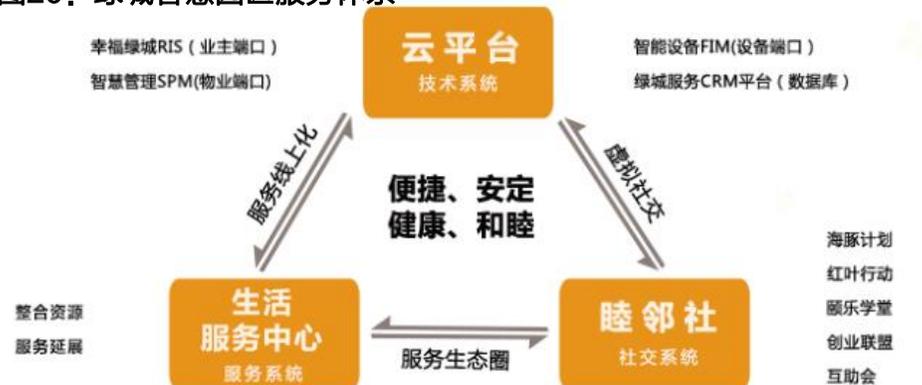
资料来源：公司公告，天风证券研究所[↙]

图19：龙湖智慧服务的科技系统



资料来源：中国指数研究院，天风证券研究所[↙]

图20：绿城智慧园区服务体系



资料来源：绿城服务官网，天风证券研究所[↙]

物管行业：行业主流公司情况比较

管理均价1.67元/平/月，均值毛利率在22%；绿城物业以质取胜、碧桂园服务成本控制更优

- 上市物管企业中，碧桂园服务、雅生活、保利物业、绿城服务在管面积领先，碧桂园服务和保利服务背靠地产龙头，雅生活则主要通过收并购项目获取项目储备，绿城更擅长市场化拓展
- 管理单价来看，中航善达服务物业为主均价较高，绿城物业、中海物业、碧桂园服务均价相近，碧桂园服务毛利率36%大幅领先，此外佳兆业毛利率也达到33%，上市公司均值为22%。

图21：2019H1重点上市房企在管面积（万方）

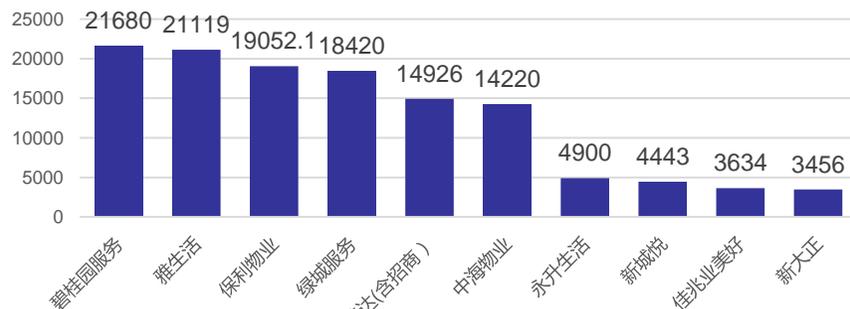


图22：2019H1重点上市房企合约面积（万方）

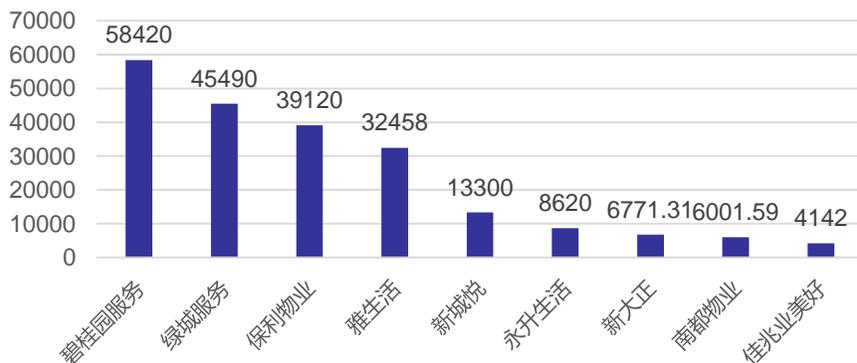
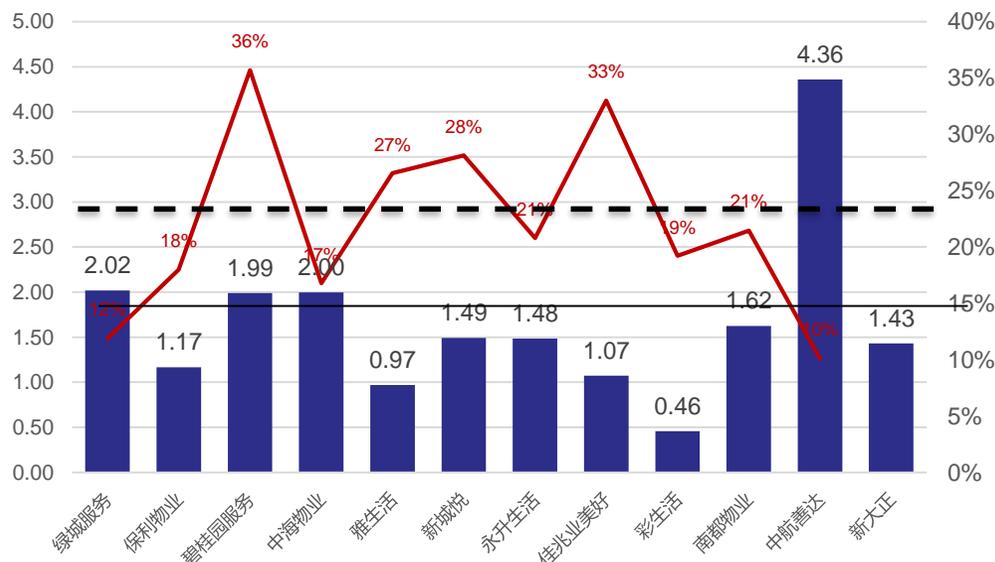


图23：2019H1物管业务单价（元/月/方）及毛利率（右轴）



物管行业：行业主流公司情况比较

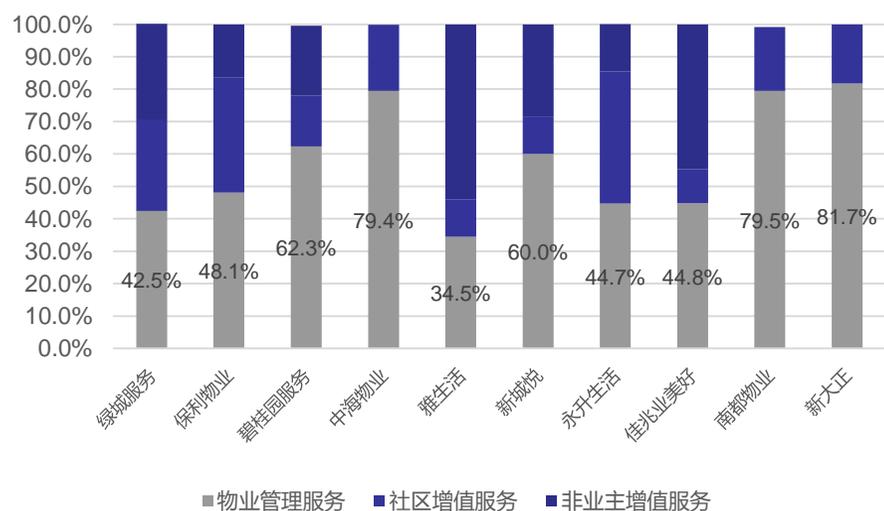
增值服务快速扩张阶段，三年复合增长率均值46.9%，2018年营收占比30%、毛利占比42.3%，将成为未来盈利主要来源

- 增值服务快速增长，2018年基础服务营收占比均值为70%，增值服务占比均值30%，增值服务三年营收复合增长率均值46.9%。
- 增值服务贡献主要利润：2018年基础服务毛利占比57.7%，非业主增值服务毛利贡献高于社区增值服务（约为3:2），表明物业公司增值服务主要依靠关联公司，业主增值服务未来带来的增长空间可期。

图24：2018年公司基础、增值服务收入占比



图25：2018年公司基础、增值服务毛利占比



物管行业：行业主流公司情况比较

2017-2019H1基础物管、园区增值服务盈利水平有所上升，非业主增值服务毛利率持平

- 盈利能力来看，2018年基础物管服务、园区增值服务、非业主增值服务毛利率均值分别为23%、51%、31%；
- 基础物管服务的毛利率长期来看或呈下行趋势，增值业务将会成为未来公司竞争所在；目前来看行业盈利水平雅生活、碧桂园服务、彩生活领先。

图27：2018年公司综合毛利率水平

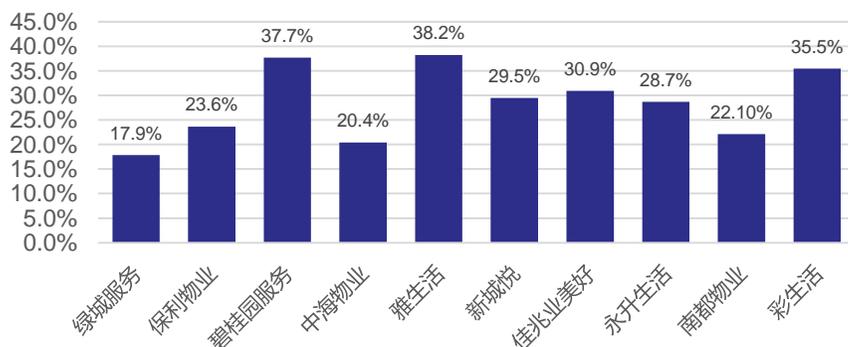


图28：2017-2019H平均毛利水平

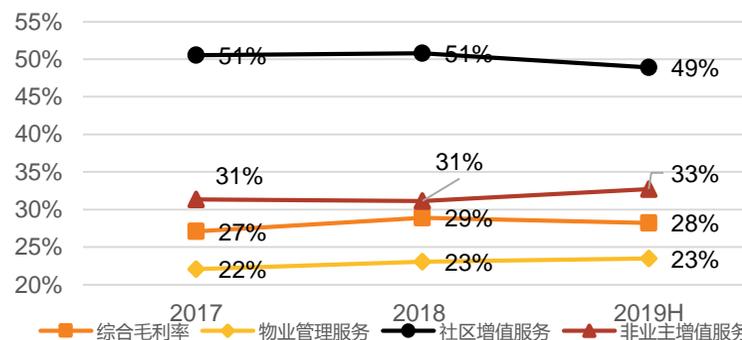


图29：2018年公司基础物管服务毛利率

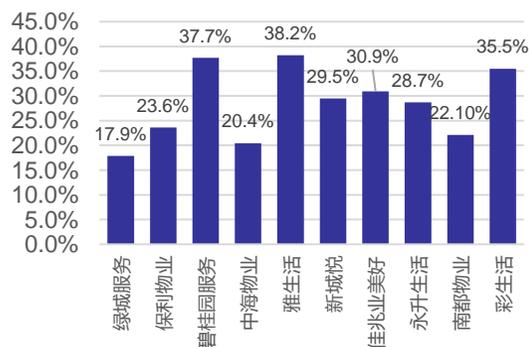


图30：2018年公司园区增值业务毛利率

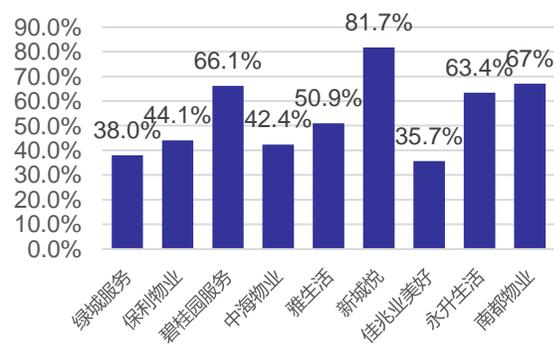
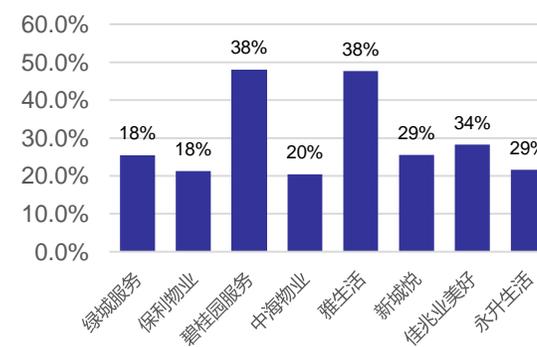


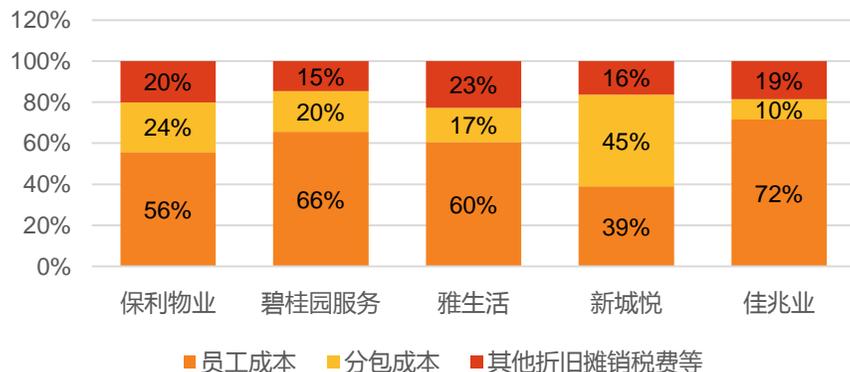
图31：2018年公司非业主增值业务毛利率



物管行业：行业主流公司情况比较

2018年综合人力成本占比58%、分包成本占比23%，人工类成本占比高达80%。

图32：2018年人力成本、分包成本、其他成本结构



- 行业成本结构大同小异、人工+外包成本占比高达80%
- 运营能效来看、新城悦、雅生活、保利人均管理面积最高；绿城、新城悦、雅生活人均创收能力最强；雅生活、新城悦、碧桂园服务人均盈利能力最强
- 人均薪酬/收入均值为45%，综合效率来看绿城、新城悦、雅生活效率较高，人均薪酬/营收占比低于平均水平。

绿城服务、新城悦、雅生活、碧桂园服务创收能力较强、运营效率较高

图33：2018年各公司人均营收（万元）、净利（万元）及在管面积（万方）

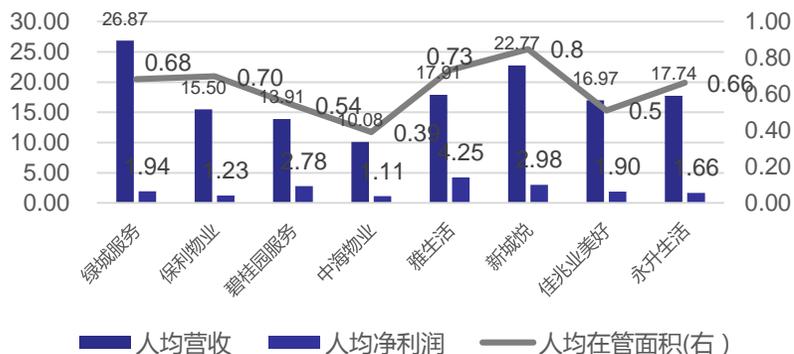
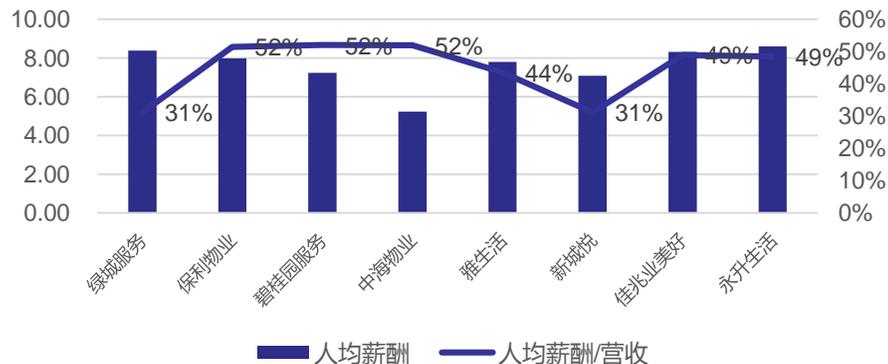


图34：2018年各公司人均薪酬（万元）及占人均营收比重

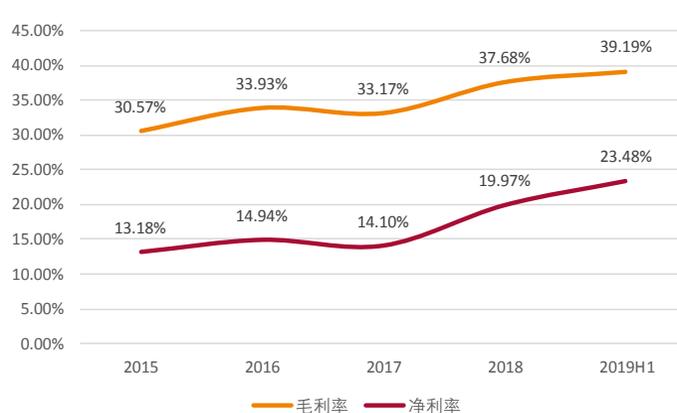


物管公司一：碧桂园服务：上市物管企业龙头、内涵外延共促增长

图1：公司营业收入（亿元）及增速



图2：公司毛利率、净利率



- 伴随管理规模快速扩张，公司业务收入快速增长且盈利能力行业领先，2019H1公司实现总营收35.16亿元，YOY74.4%，实现归母净利润7.6亿元，YOY69.27%，毛利率、净利率为39.19%、23.48%，行业领先。、物管服务、社区增值服务、非业主增值服务营收占比分别为73.6%、8.7%、16.9%，基础物管仍为主要业绩来源

图3：收入快增、以基础物管为主

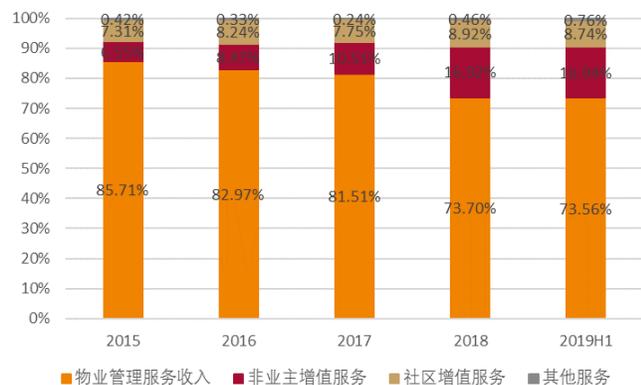


图4：各项业务毛利率情况

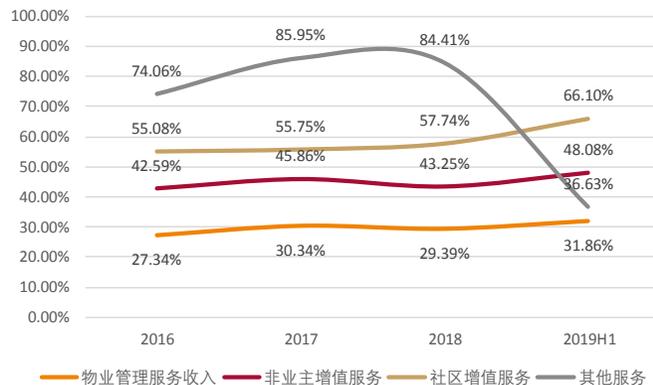
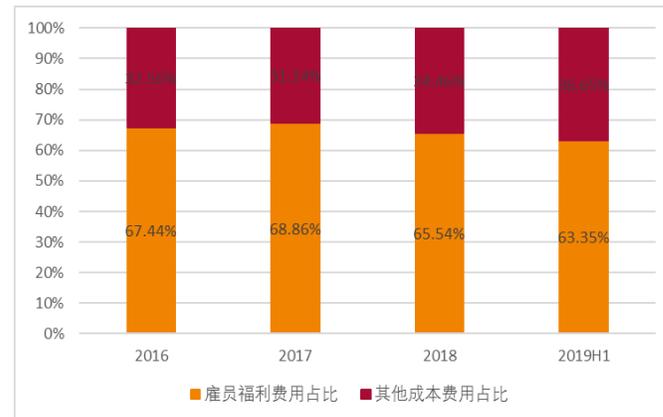


图5：雇员福利费用占比逐年下降



物管公司一：碧桂园服务：上市物管企业龙头、内涵外延共促增长

图6：公司在管面积（按来源，万方）及增速

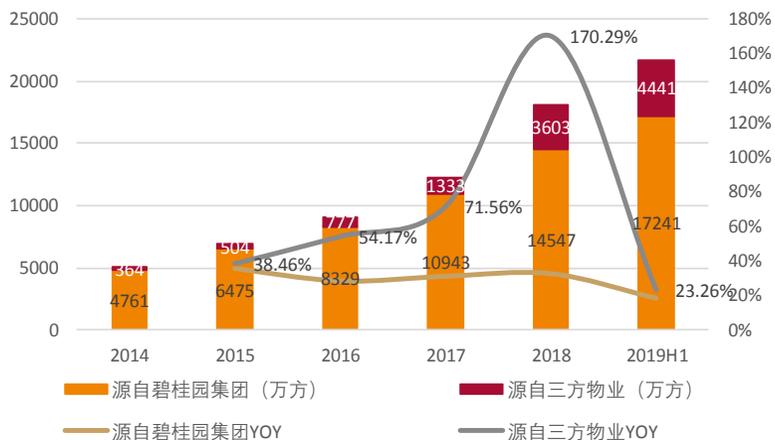
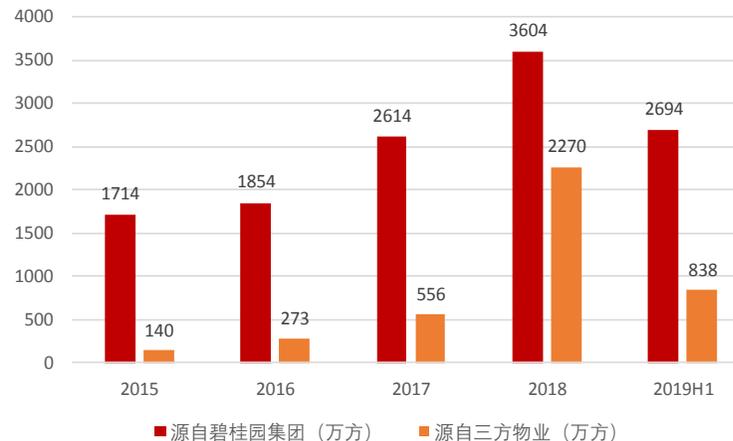


图7：新增物业管理面积（按来源，万方）



- 在管面积16-18年三年复合增长率高达37.52%。

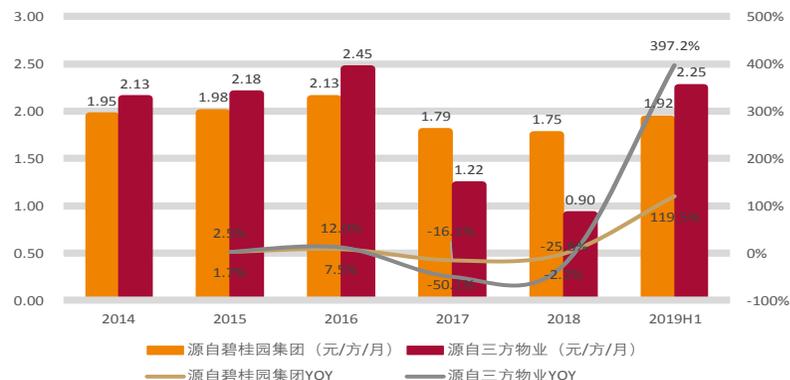
- 基础物业服务：物管均价2019H1为1.99元/平/月，主要来自集团新增项目，带动均价提升

- 2019H1公司在管的2.17亿平方米，来自碧桂园集团分别为1.72亿方,17、18年均新增3109万方，随公司步入竣工高峰期，预计19、20年均增长在5000万方左右；源自三方的在管面积0.44亿方，未来仍然有较高的提升空间。

图8：公司物业管理服务单价有所提升（单位：元/平方米·月）



图9：公司物业管理服务单价（按类型，元/平方米·月）及增速



物管公司一：碧桂园服务：上市物管企业龙头、内涵外延共促增长

- 预计碧桂园地产19-21年交付面积达4000-5000万方
- 截至2018年末，碧桂园土储建面达2.4亿方（包含已售未结算建面、未售项目），按照未来3-5年交付，保守估计年均贡献给碧桂园服务建面达4000-5000万方。

图10：碧桂园集团权益土储（万方）及增速

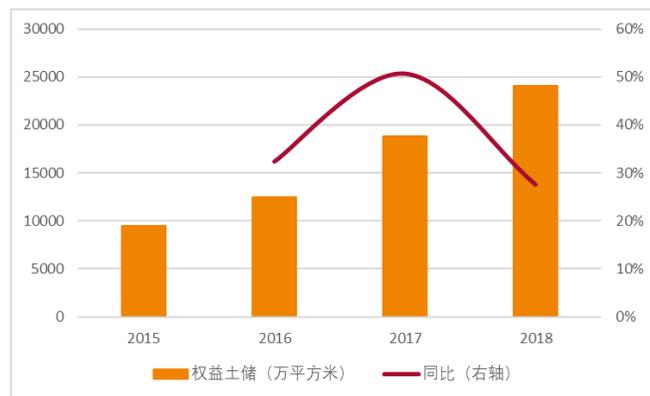


图12：公司2018年合同销售金额按城市类型划分

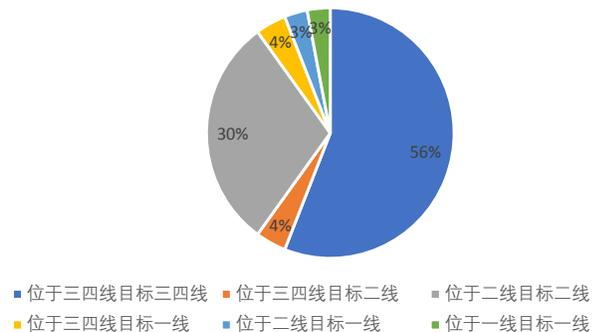


图11：碧桂园集团权益土储（万方）及增速

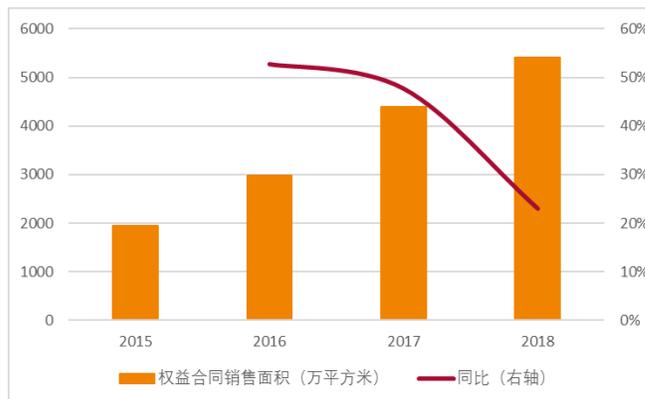
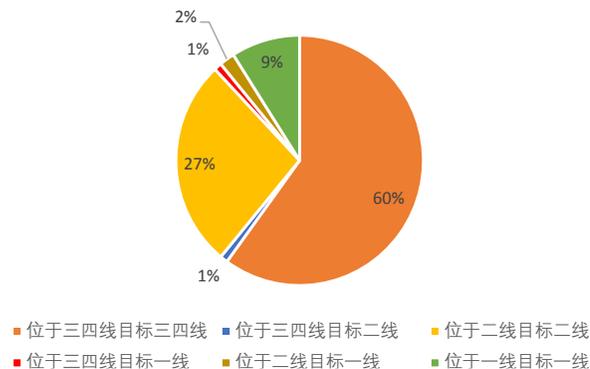


图13：2018年新增土地储备按城市类型划分



物管公司一：碧桂园服务：上市物管企业龙头、内涵外延共促增长

三四线拓展占优，账面资金充裕支持收购扩张

- 碧桂园地产在三四线城市深耕多年，对于小开发商而言，碧桂园在三四线城市的竞争力渗透率高强、品牌影响力深入人心，获取合约面积优势明显。
- 公司选择性地投资、合作或收购其他物业管理公司，在手现金充裕支持配售，并重点选择与公司品牌形象及市场定位一致的合作方。

图14：公司经营性现金流净额常年为正（亿元）

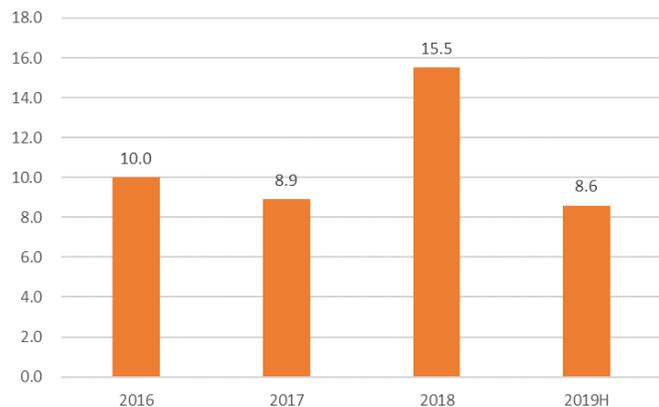
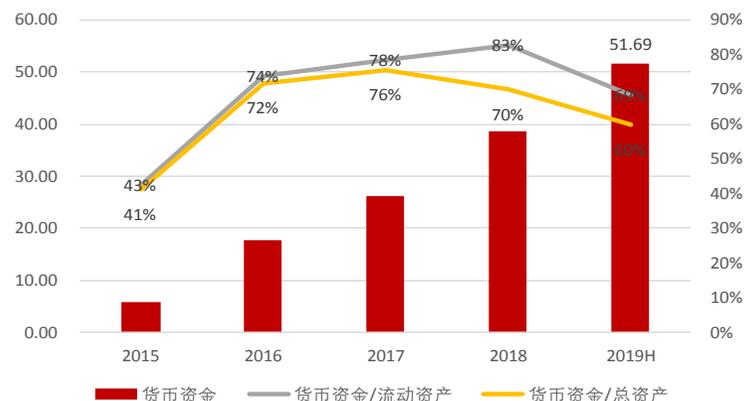


表1：碧桂园上市以来收购情况

时间 [↙]	被收购方 [↙]	收购股权比例 [↙]	交易对价 [↙]
2018年11月 [↙]	北京盛世物业服务 [↙]	70% [↙]	5家共6.83亿 [↙]
	成都嘉祥物业服务 [↙]	100% [↙]	
	成都清华溢价物业管理 [↙]	100% [↙]	
	南昌洁佳物业 [↙]	100% [↙]	
2019年7月 [↙]	上海睿靖实业 [↙]	100% [↙]	3.16 [↙]
	Sino Estate Holdings (持有港联不动产85.5%的股权) [↙]	100% [↙]	
	港联不动产服务 [↙]	5.50% [↙]	
合计 [↙]			0.2035 [↙]
			0.387 [↙]
			10.6 [↙]

资料来源：公司公告，天风证券研究所[↙]

图15：2019H1公司账面货币资金达51.69亿（另有10.4亿交易性金融资产），占流动资产69%，占总资产60%



物管公司二：保利物业：得天独厚、全力奔跑

- 1. 营收端：2019H1**
公司实现营业总收入28.2亿元，同比增长47%。
- 2. 利润端：16年以来**
公司毛利率持续走高，2019H1公司综合毛利率为23.6%。
- 3. 分业态：物业服务**
营收占比高达65%，增值类服务（非业主增值服务、社区增值服务）占比逐渐提升。

图1：公司营业收入及增速



图2：公司18年净利润快速增长，净利润增速保持10%以上



图3：毛利率&净利率持续走高

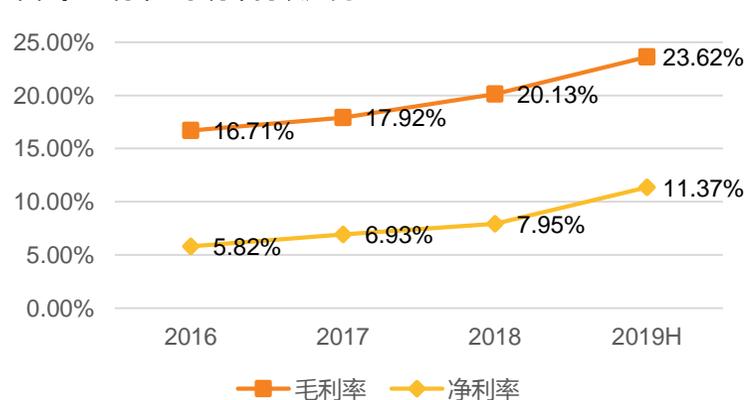


图4：基础物管业务贡献主要营收



物管公司二：保利物业：得天独厚、全力奔跑

图5：在管&合同面积快速增长（单位：万平方米）



图6：物业管理收入结构（单位：万元）



图7：关联公司及外拓项目收费均价（披露值，元/方/月）



图8：社区增值业务营收结构（万元）



图9：非业主增值业务分结构营收（万元）



1. 物管业务内外发力、获取项目能力优异，18年在管面积同比增速达79.43%，其中第三方占比43.80%；
2. 社区增值业务跟随管理面积扩张，规模效应显著，2018年实现营收6.23亿元，同比增长95.3%；
3. 2018非业主增值业务营收达6.97亿元，同比增长38.75%，子母公司之间协同效应明显

物管公司三：中航善达：重组招商物业，物业龙头启航

1. **营收端**：2018年公司实现营业总收入66.6亿元，同比增长13%，较2017年增速高出20个百分点。受业务结构调整影响，公司毛利率、净利率逐渐走低（18年由于投资收益）。

图1：公司营业收入增速有所恢复



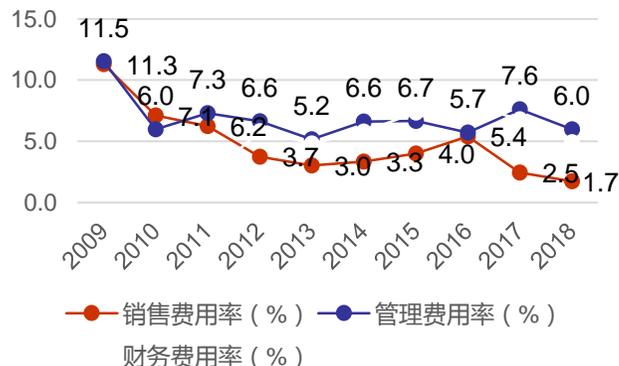
2. **利润端**：2018年公司实现归母净利润8.6亿元，同比增长469%。

图2：18年公司业绩大幅释放



3. **费用端**：公司三项期间费用率不断下降。

图3：公司三项费用率逐步走低



4. **分业态**：物业管理业务营收37.2亿元，占比56%。

图4：公司毛利率、净利率逐年走低



物管公司三：中航善达：重组招商物业，物业龙头启航

1. 公司践行轻资产运行发展战略，物业管理面积和物业管理板块营业收入快速增加。截至2019年3月，公司物业管理面积6500万+平方米，全委托管理项目530多个。

2. 相比其他已上市物业管理企业，中航善达整体的销售毛利率目前处于行业较低水平。

图5：公司营业收入增速有所恢复



数据来源：Wind、天风证券研究所

图7：2012-2018公司物业管理面积和项目个数



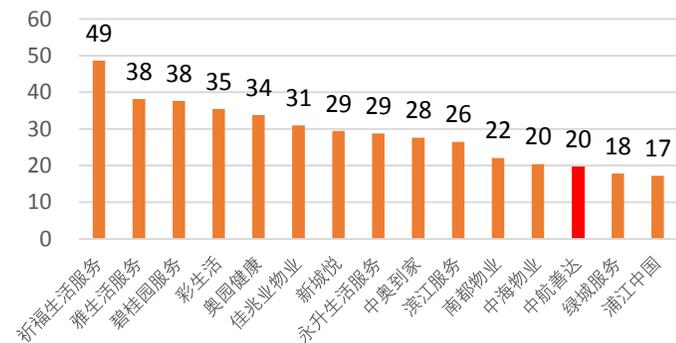
数据来源：Wind、天风证券研究所

图6：公司物业板块毛利及增速



数据来源：Wind、天风证券研究所

图8：公司整体销售毛利率与其他已上市物业管理公司对比 (%)



数据来源：Wind、天风证券研究所

物管公司四——绿城服务：品质服务、趋势引领

1. 物业管理服务：物业服务贡献

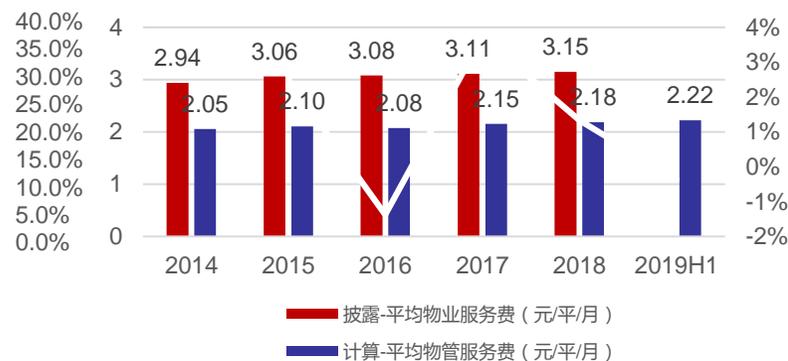
67%营业收入，2019年H1物业服务营收24.52亿元，同比增长21.7%，占总营收比例为66.9%，15-18年复合增长率达29%

图1：物业板块营业收入（亿元）及变化



数据来源：Wind、天风证券研究所

图2：物管费用均价（元/方/月）及YOY

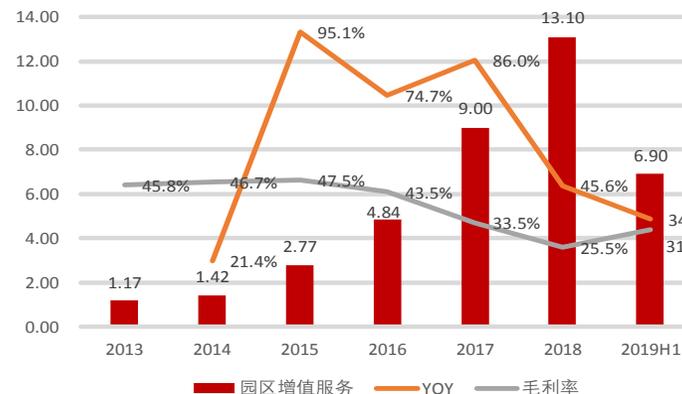


数据来源：Wind、天风证券研究所

2. 园区增值服务：2019H1，实现

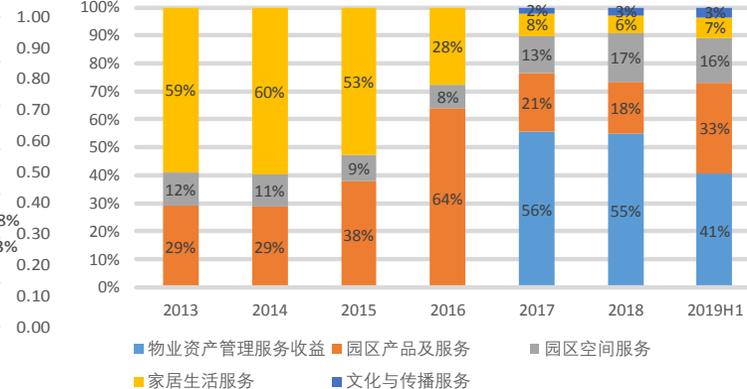
营业收入6.90亿元，由于业务规模迅速扩大以及部分园区产品和服务仍在发展阶段，同比增速较去年同期减少10.17个PCT至34.83%，但仍是集团增长速度最快的业务。

图3：公司园区增值服务营收规模（亿元）及其增速



数据来源：Wind、天风证券研究所

图4：公司园区增值服务营收拆分

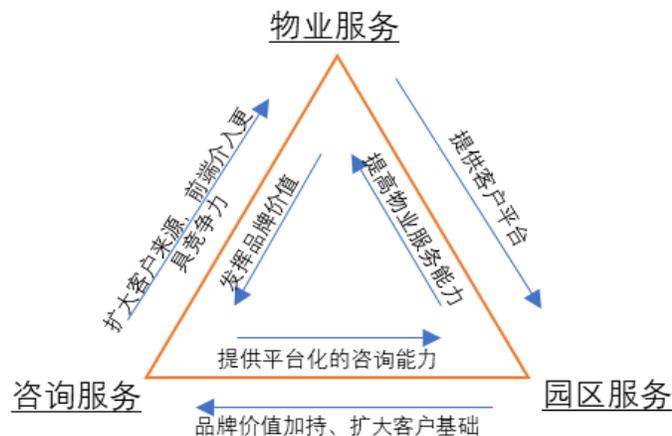


数据来源：Wind、天风证券研究所

物管公司四——绿城服务：品质服务、趋势引领

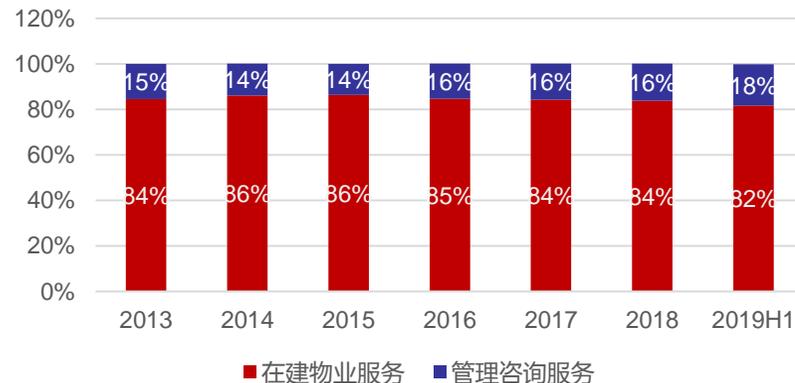
3. 咨询顾问服务：2019H1，顾问咨询服务实现营业收入5.21亿元，同比增长30.2%。中在在建物业服务与管理咨询服务分别贡献4.25、0.95亿元，占比分别为82%与18%。毛利率稳定在38%附近

图7：公司三元业务产业模式



数据来源：Wind、天风证券研究所

图5：公司提供顾问咨询服务营收拆分



数据来源：Wind、天风证券研究所

图6：公司提供顾问咨询服务营收规模（亿元）及其增速



数据来源：Wind、天风证券研究所

目录

- Part 01 2019年回顾：期现结构背离、地产韧性超预期
- Part 02 2020年展望：销售面临压力、施工投资仍较强
- Part 03 物业管理行业策略：竣工加速恢复、万亿市场启航
- Part 04 商业地产行业策略：利率持续下行、配置优质资产
- Part 05 房地产行业2020年投资建议

商业地产：利率持续下行、优质资产价值重估伊始

商业地产价值重估伊始：商业地产的市场价值 $MV=NOI/Cap\ rate$ ，跟住宅不同，商业地产并没有居住栖息的刚需需求，也没有诸如婚姻保障、个人地位象征等社会功能。无论是自用还是出租，购买商业地产归根到底其目的均是获取服务流（或租金流）以及资产增值的回报。中国商业地产经历多年的投资建设，部分区域出现了明显的供给过剩，空置率上升以及租金下调的现象，但市场集中度和品牌度在提升，优质物业租金流相对稳定，出租率的波动也相对其他物业小，其市场价值更多的会受到利率端cap rate的影响，而长期看，中国的cap rate 有显著下行的趋势，这意味着商业地产的价值重估可能刚刚开始。

图1：商业地产Cap Rate呈下降趋势

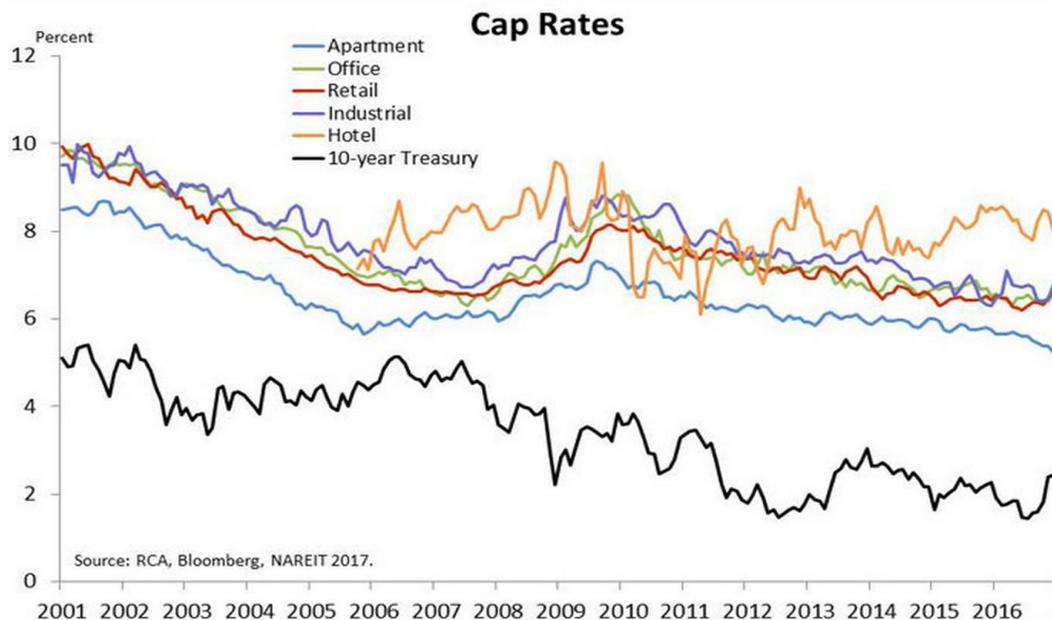
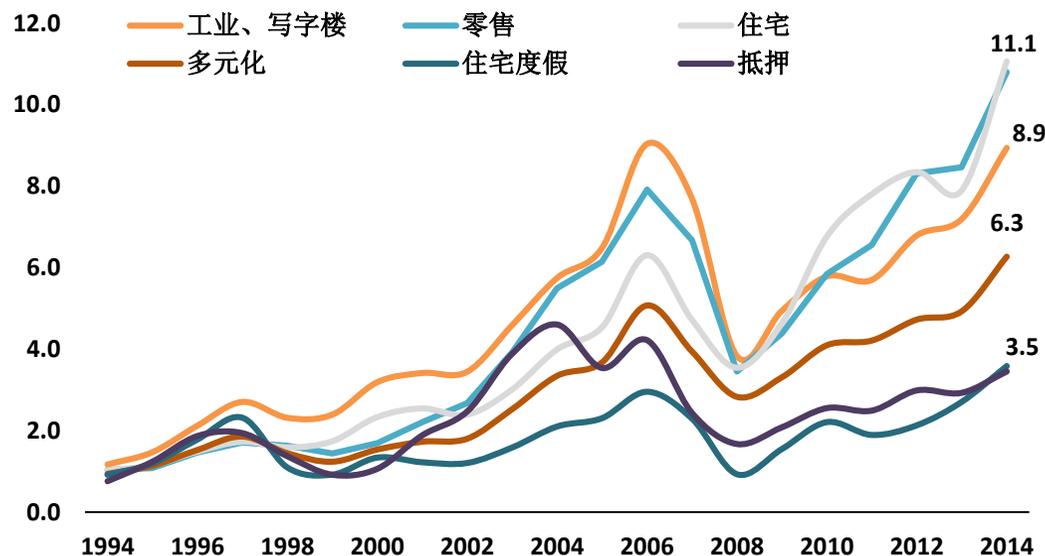


图2：典型美国权益收益的REIT收益率持续提升



零售物业供给端：供给过剩、库存去化阶段，新增供给放缓

- 商业营业用房供给端各主要指标均处于负增长区间，1-10月零售物业投资累计同比-7.6%
- 1-10月累计新开工、施工、竣工面积增速分别为-4.2%、-1.9%、-11.2%、累计销售面积2019年1-10月累计同比增速为-13.4%，持续下探
- 狭义库存从2017年开始步入去化阶段，2019年1-10月累计同比为-5.6%，处于去库存阶段。

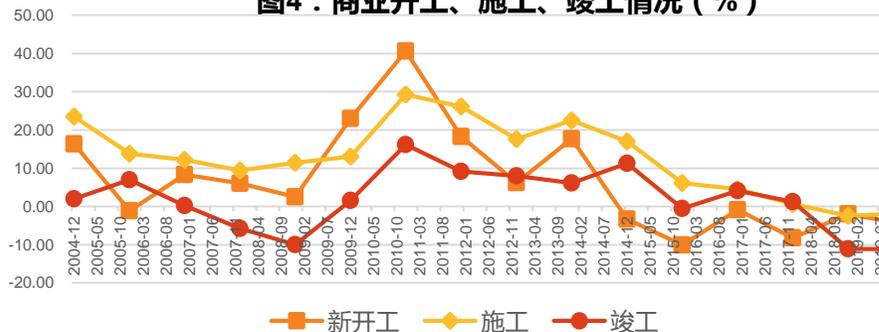
图3：商业营业用房完成投资额（亿元）及其YOY



■ 本年商业营业用房完成投资额（亿元） — 本年商业营业用房完成投资额（亿元）同比

数据来源：Wind、天风证券研究所

图4：商业开工、施工、竣工情况（%）



■ 新开工 ■ 施工 ■ 竣工

数据来源：Wind、天风证券研究所

图5：商业营业用房销售面积YOY（%）



— 商品房销售面积:商业营业用房:累计值同比

数据来源：Wind、天风证券研究所

图6：零售物业狭义库存（万平）下降



■ 商品房待售面积:商业营业用房:累计值 — 商品房待售面积:商业营业用房:累计值同比

数据来源：Wind、天风证券研究所

零售物业供给端：供给过剩、库存去化阶段，新增供给放缓

- 2018年Q3以来，除深圳（上海数据缺失），一线、二线城市新增零售物业体量均较少，一线城市新增零售物业高峰期主要在18年及之前，二线城市中除杭州、重庆新增商业面积较多，天津、沈阳、青岛新增持续较少，总体来看新增供给放缓。
- 目前部分一二线城市购物中心面积人均水平已接近纽约的0.72平方米，杭州、昆明、长沙等二线城市超过纽约水平，也有部分二线城市如贵阳、天津、重庆、青岛目前人均存量仍较低。

图7：新增零售物业供应量（万方）

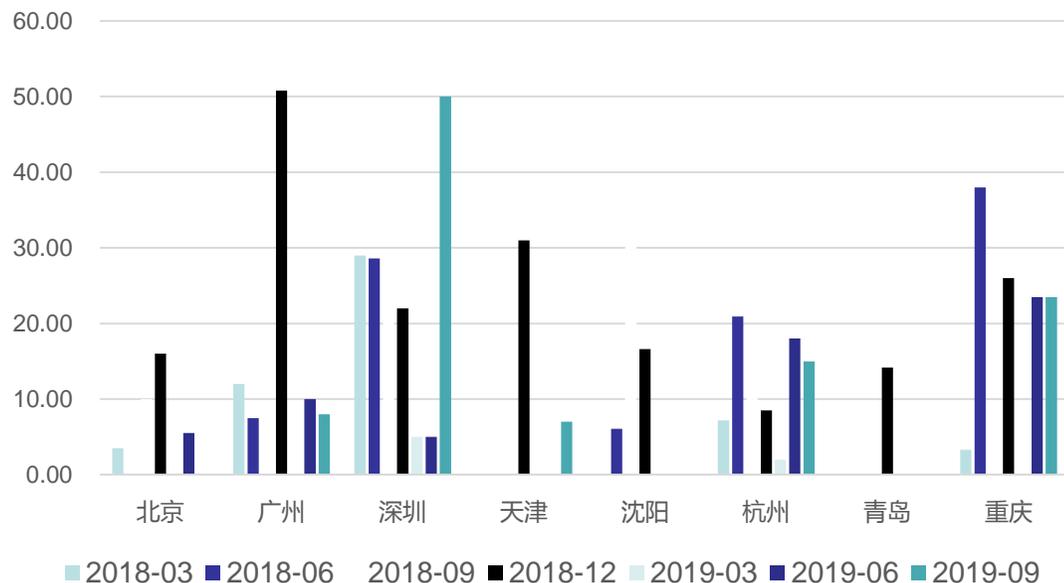
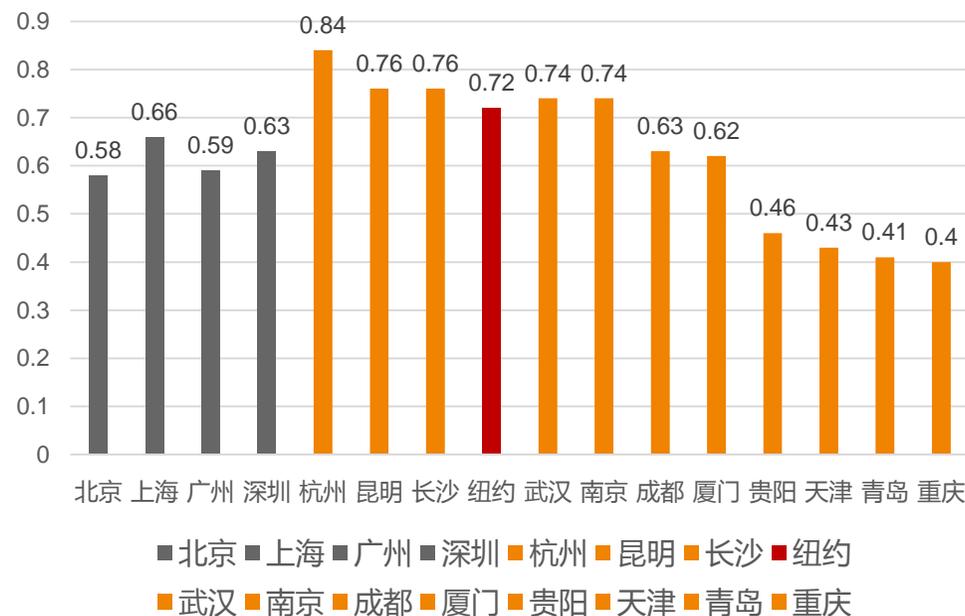
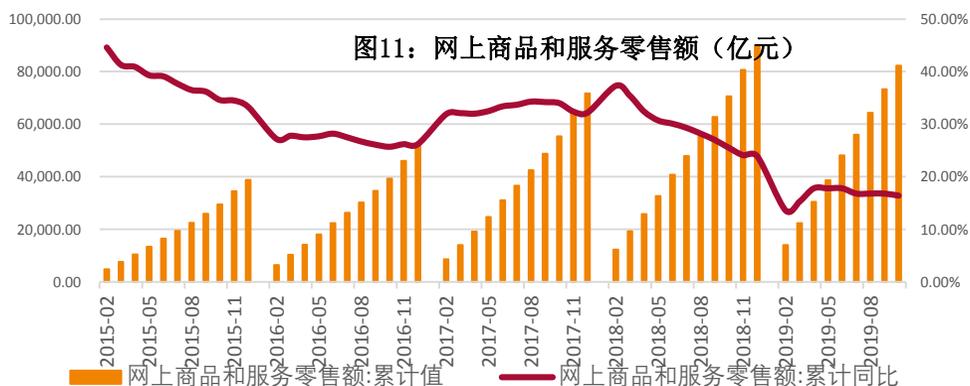
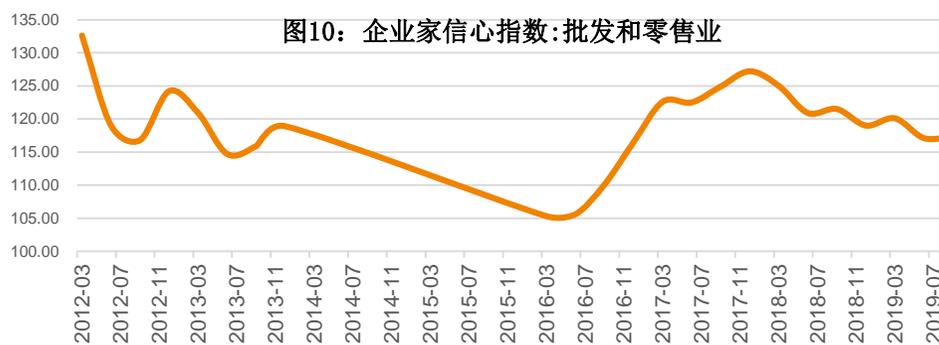


图8：人均购物中心面积（平方米）



零售物业需求端：宏观经济筑底阶段、电子商务的冲击边际递减，线下需求有待回暖

- 2018年社零增速达到低点，但2019年社会消费品零售较2018年明显复苏。2019年前10月累计社会消费品零售总额达 33.48万亿元，同比增长8.05%，购物中心等商业营业用房需求端内生增长动力充足。
- 但随着流量红利的边际递减，线上消费规模增速近年来明显放缓，线上消费规模占比自2019年来停滞不前，线上市场规模扩张遇到了瓶颈，线上零售已部分接近饱和，对线下零售的竞争压力会有所缩小。同时，伴随着新零售模式的扩张，线下零售需求端或许将迎来新发展。
- 批发与零售业信心指数自2017年底随着社零增速下滑而有所下降，但2019年后期随着社零增速回升零售业信心有所恢复。



零售物业空置率：不同城市分化明显，一线城市上涨为主、二线城市有所下降

- 一线城市空置率情况分化，以5%为界，上海、广州较高，深圳、北京相对较低；北京、上海、深圳空置率从19年开始上升，广州空置率仍在下降；二线城市中，天津、重庆、沈阳空置率高达10%，南京、宁波、杭州等地较低；从趋势来看，除沈阳、南京、武汉，其余重点二线城市空置率出现下降

图13：一线城市零售物业空置率

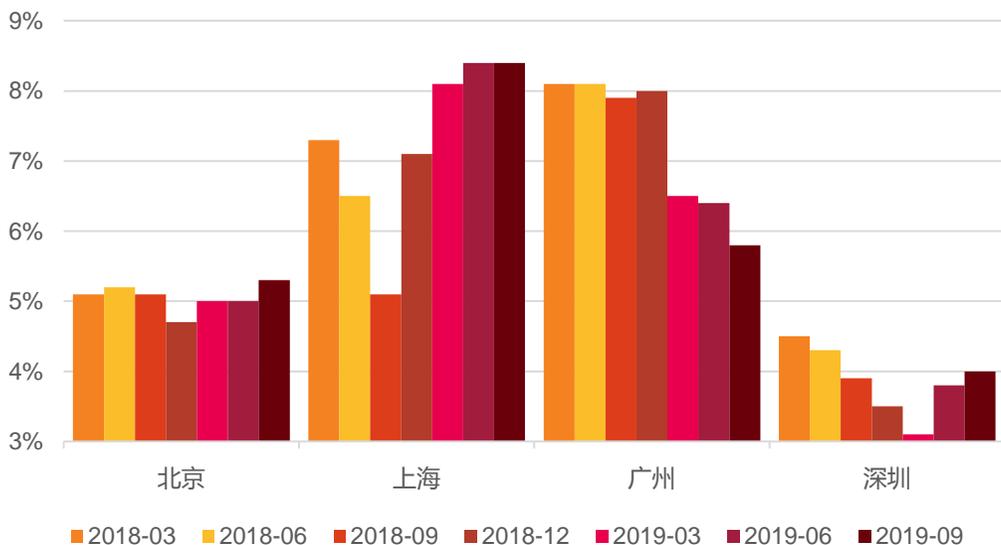
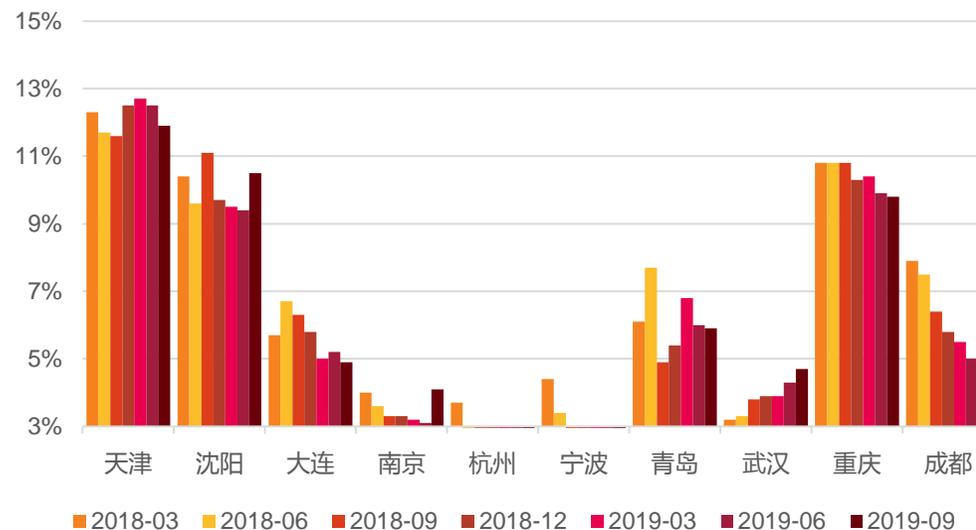
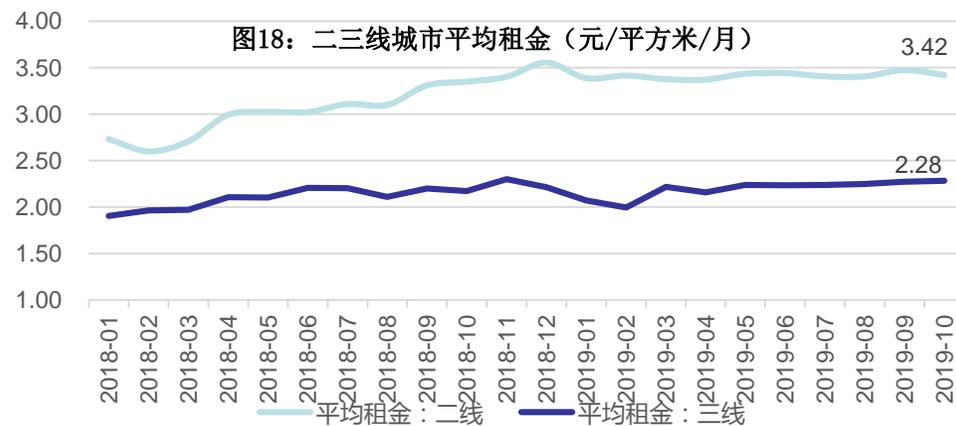
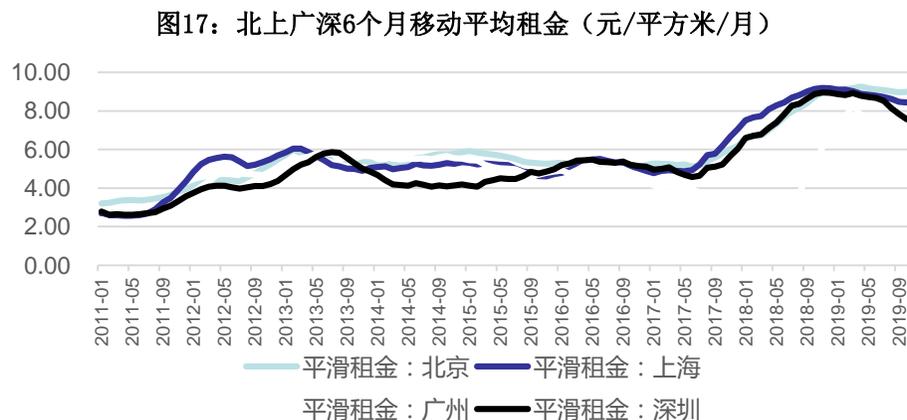
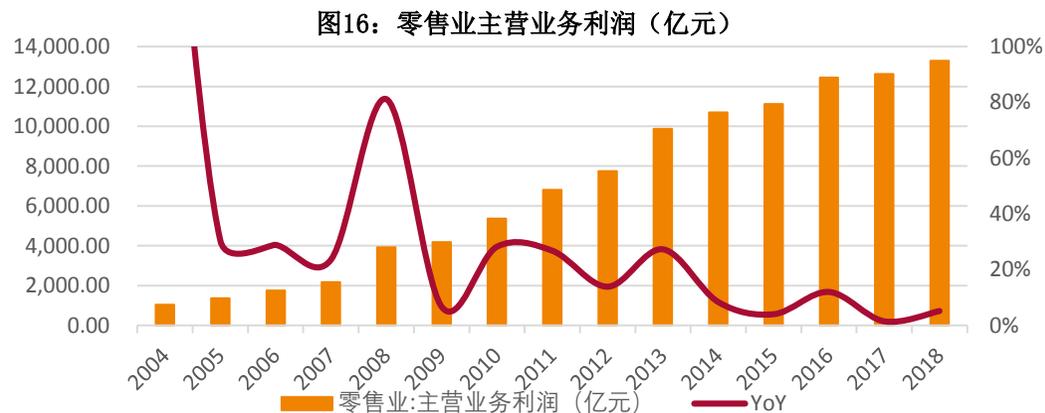
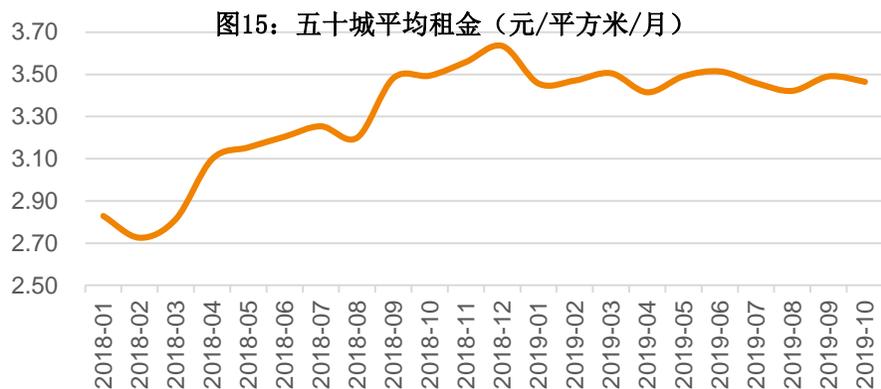


图14：部分二线城市零售物业空置率



零售物业租金：18年中开始一线城市租金下滑，二三线基本持平

■ 一线城市租金大涨后下坡，2018年中北京、上海平均租金分别达到8.7和9.3元/平/月后开始下滑，18Q3广州租金从9.89元/平/月开始下滑，19Q1深圳租金开始下滑。二三线城市租金基本持平，分别为3.4、2.3元/平/月。



零售物业供给端：弱市下，市场集中度有所提升

- **市场弱势情况下，行业集中度继续抬升。**龙头企业通过大宗商业不动产收购拓宽发展空间，2019年一季度大量收购项目在一线城市展开，新开购物中心中，龙头企业万达、万科、新城、华润、绿地等贡献领先，万达2018年新开购物中心52个远远超过其他企业。

图19：30家标杆房企存量商业体量占比

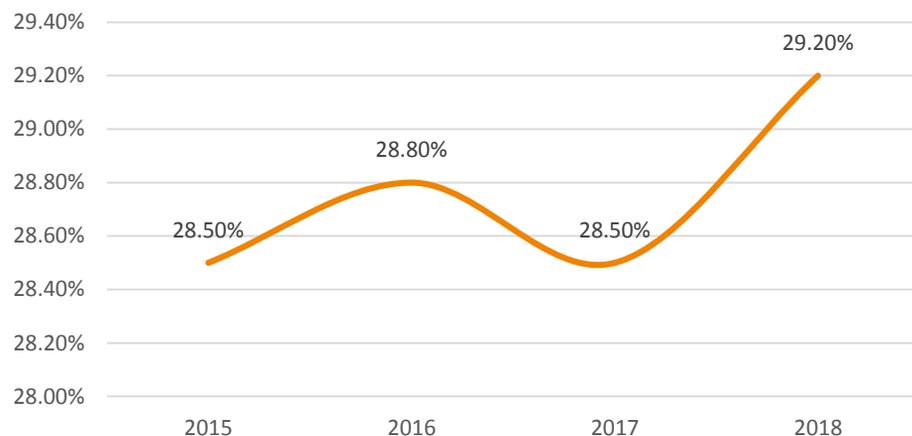
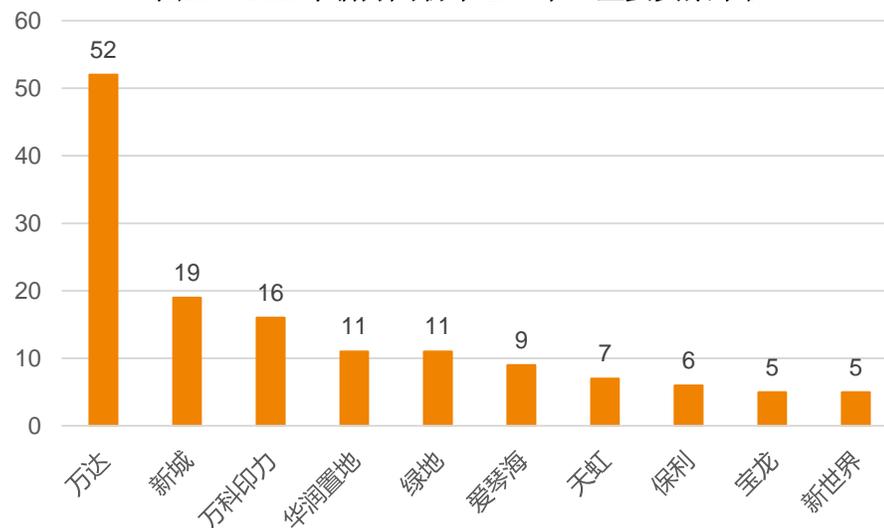


图20：2018年新开购物中心（个）主要贡献单位



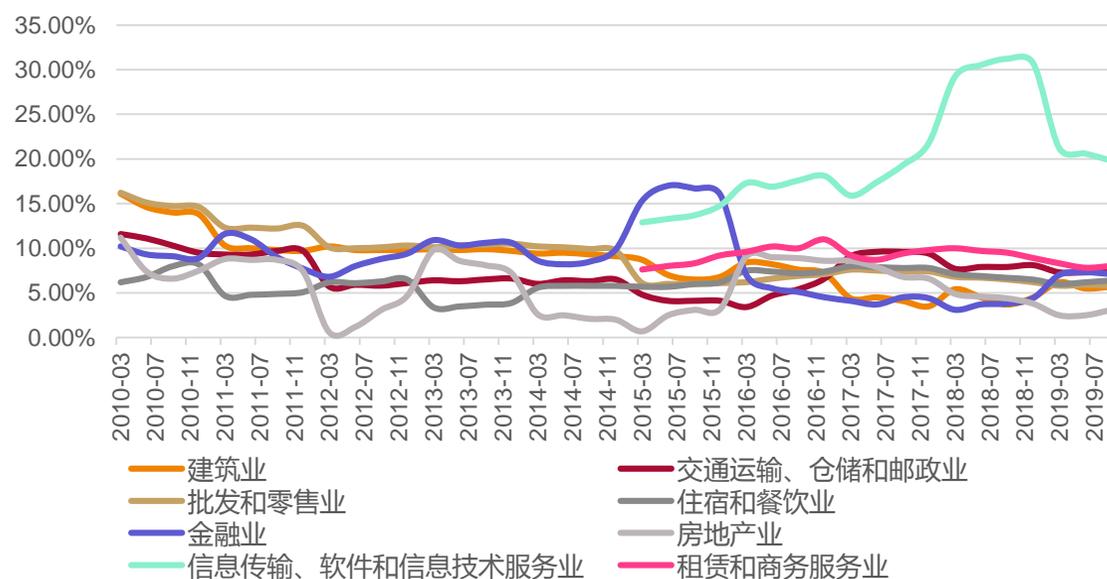
写字楼需求情况：经济放缓需求待稳，多产业增速放缓

■ 第二第三产业GDP增速下行，需求端持续疲软。2019第三季度我国第二产业及第三产业GDP增速继续下探，同比增速分别为5.60%及7.00%，对商业写字楼的需求有负面影响，预期随着经济长期处于L型底底部，我国商业写字楼的需求将长期维持低迷。

图21：二三产业GDP增速

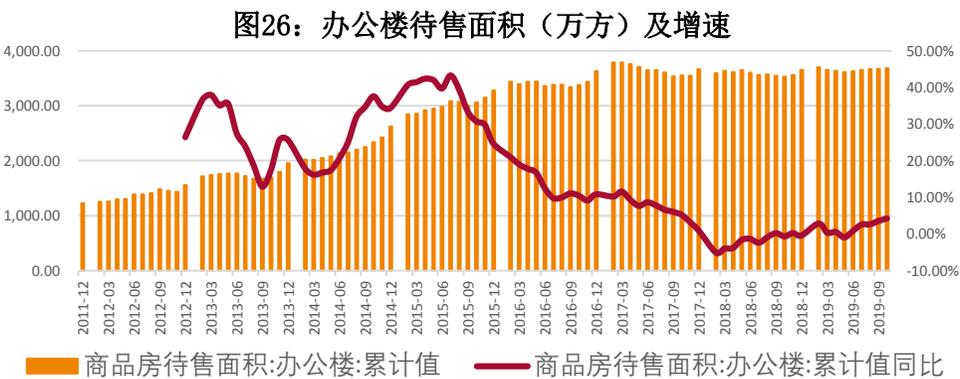
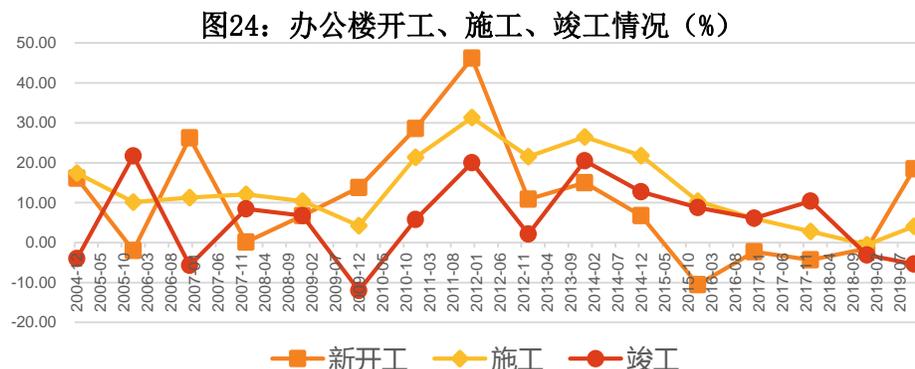


图22：部分二三产业行业GDP增速



写字楼供给端：10年周期新起点，供给重入升轨

- 上一次出现写字楼投资额负增长在2008年，2018年全年办公楼完成投资额仅5996亿元，同比下滑11.31%，为近18年来的首次负增长，投资下滑明显。2019年写字楼投资额重新步入正增长区间，行业重启供给周期。
- 2017-2018年办公楼新开工面积亦长期处于负增长区间，但2019年来重回正增长，2019M10累计新开工面积同比增长18.5%，同时竣工面积增速2019年4月以来同比跌幅有所收窄。从销售看，办公楼累计销售面积自2018年3月以来便长期处于负增长区间，降幅逐渐企稳。狭义库存逐渐企稳回升。



写字楼空置率情况：2019Q3空置率达到10年来高点

- 一二线城市，2019年第三季度均达到了近10年来的相对最高点，写字楼长期处于过剩状态
- 18Q4以来一线城市平均空置率走高，其中北京、上海、深圳空置率大幅攀升，广州空置率略有下降
- 二线城市写字楼平均空置率总体较稳，不同城市分化明显，天津、武汉、重庆较高，南京、宁波较低，但也有所上升

图27：北上广深写字楼空置率（%）

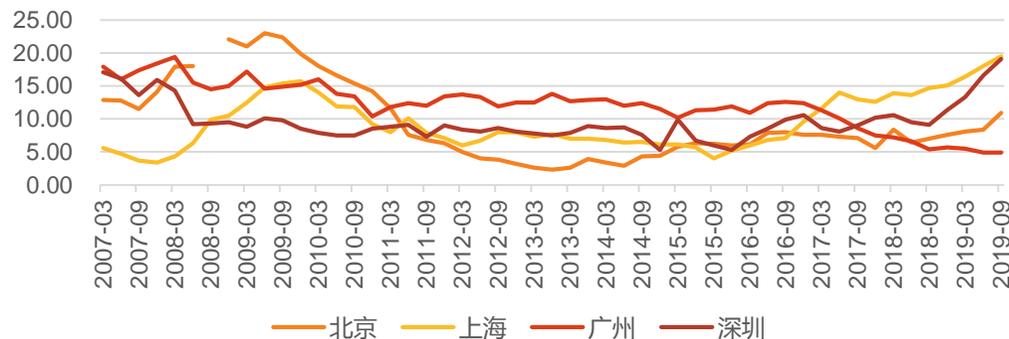


图28：北上广深写字楼空置率（%）

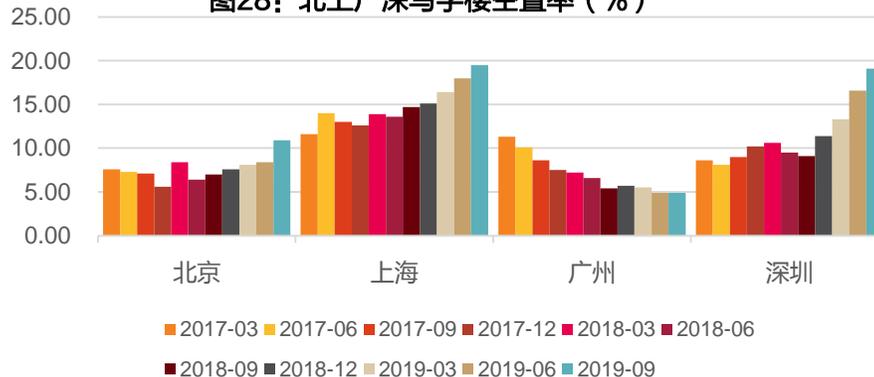


图29：一线、二线城市写字楼平均空置率

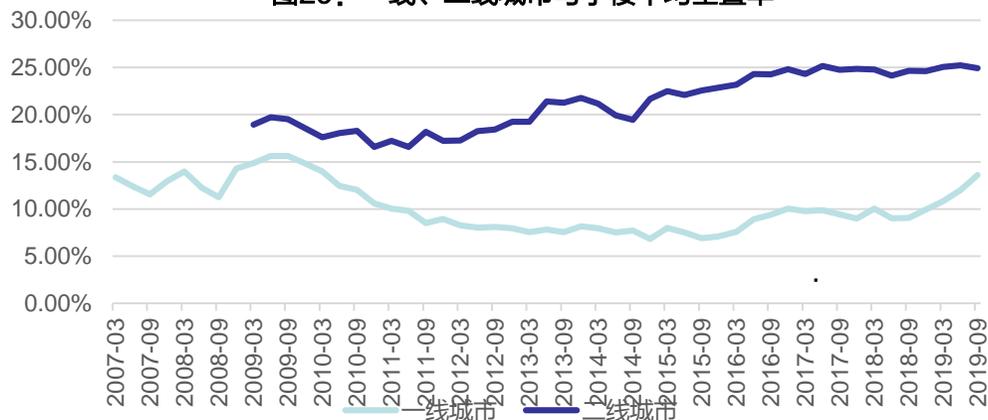
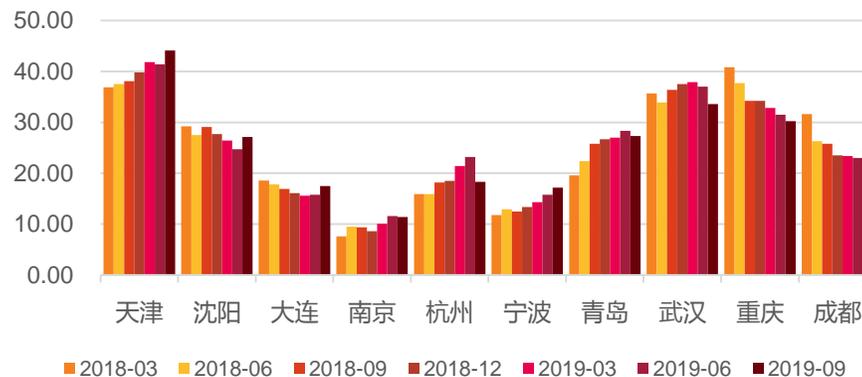


图30：部分二线城市写字楼平均空置率（%）



写字楼价格端：一线城市租金下探明显，二三线维持弱势稳定

- 2019年一线城市写字楼平均租金亦明显下滑，二三线城市低位弱稳定
- 一线城市中，北京、广州租金从19年初开始下滑，上海、深圳租金高点出现在18年中
- 二线城市及三四线城市租金均价在低位维持稳定，分别为1.9、1.4元/平/月

图31：平均租金-写字楼（元/平方米/月）

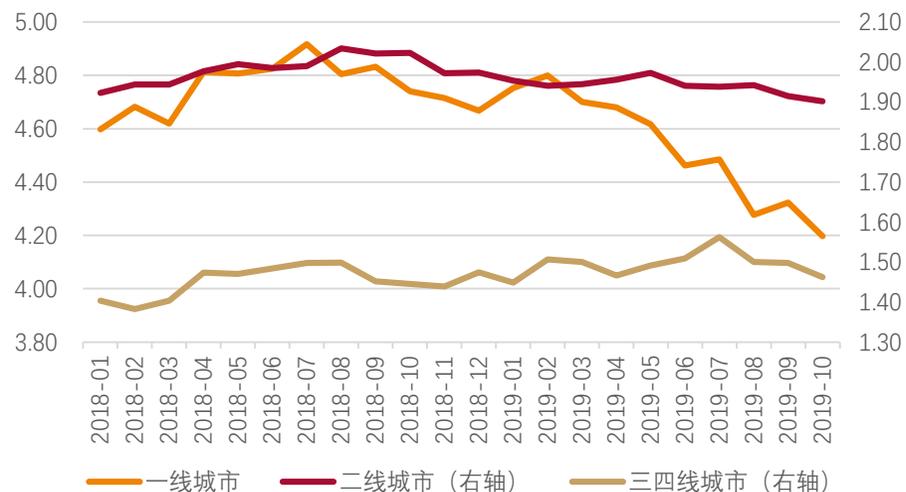
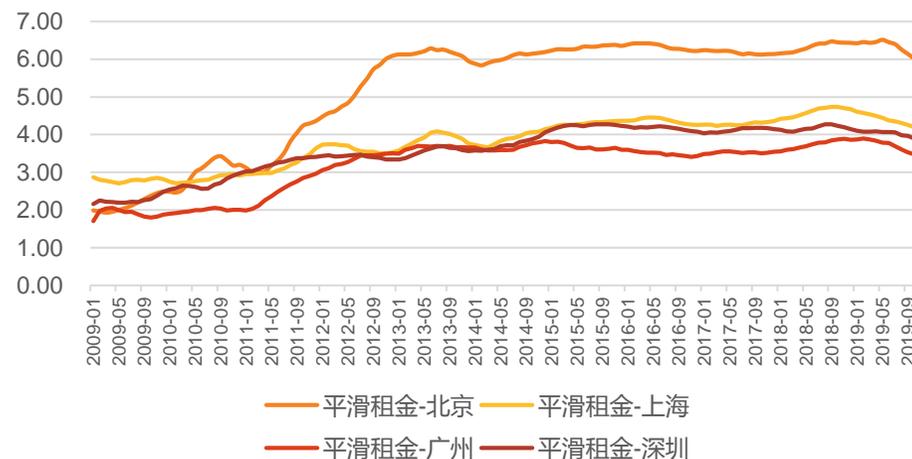


图32：一线城市6M移动平均租金（即平滑租金）
（元/平/月）



典型公司推荐：大悦城：2019年业绩加速释放，毛利、净利率行业领先

图1：18年公司营收增速明显恢复



图2：公司归母净利润增速实现42%

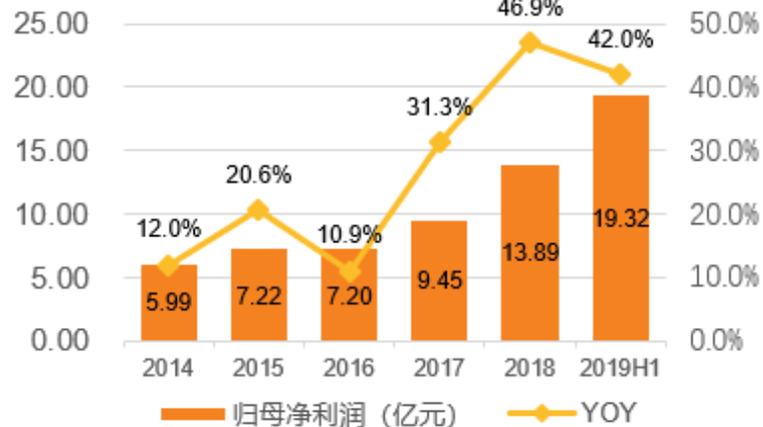


图3：公司综合毛利率、净利率均有所回升

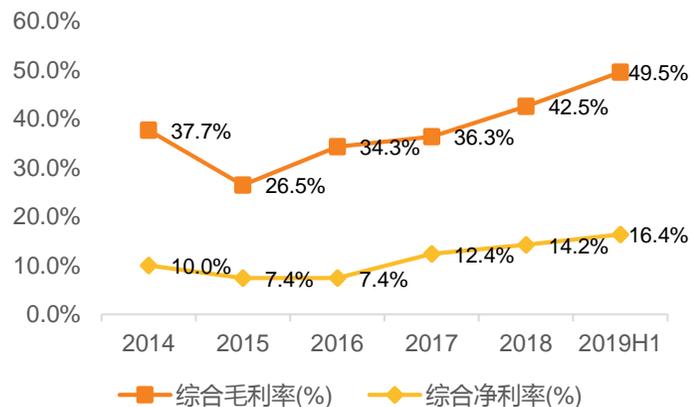
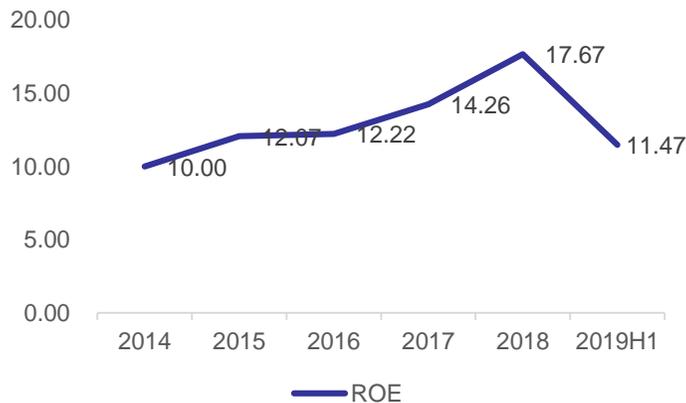


图4：受合并资产影响，公司ROE有所下降



典型公司推荐：大悦城：销售型物业结转加速，毛利率处于上升通道

图5：公司地产业务营收（亿元）提升



图6：公司地产业务毛利率稳中有升

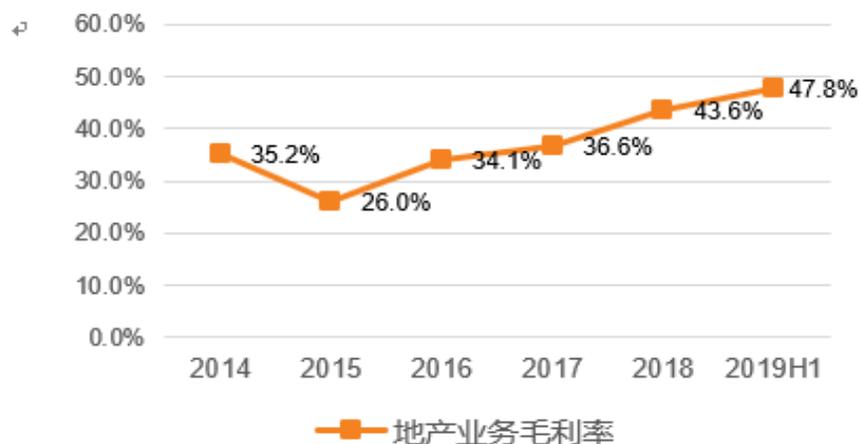
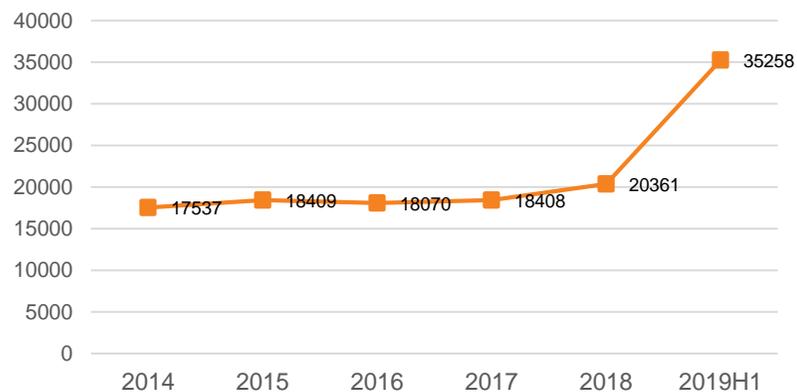


图7：公司结算均价（元/方）19年H1大幅提升



毛利率处于上升通道，结转营收或加速：

19年开始公司地产结转加速，带动业绩快速释放。1) 公司营收在17、18年实现负增长，主要由于结算放缓所致，19年H1结算加快，并表结算收入增速138.8%高于大悦城地产结算收入增速120%；2) 受益并表结算均价提升。

2019年H1结算面积6.66万平米，同比增长24.4%，结算均价达到6.03万元/平，同比增长77%，合并后公司综合结算均价提升31%至3.53万元/平。受益于结算均价的上涨，公司地产业务毛利率逐年提升，2019年H1达到47.8%，超过保利万科等一线房企。

典型公司推荐：大悦城：持有物业品牌价值过百亿，探索轻资产运营

购物中心：逆市投资、运营为王，轻资产化初步实现：1) 公司逆势投资大幅降低投资成本，2017、18年公司购物中心收入增速比16年有所放缓，其中18年公司有3家新开业大悦城（17年为0）。运营为王，品牌IP化，三年以上购物中心租金单价持续增长。2019年H1，大悦城购物中心（不含春风里）实现租金收入15.46亿元，同比提升25%，主要由于18年新开业的3家大悦城运营逐渐步入正轨，逐渐释放更高坪效。

图8：公司购物中心收入（亿元）及占投资型物业收入比重



图9：租金收入中固定租金预计占比80%以上（单位：亿元）

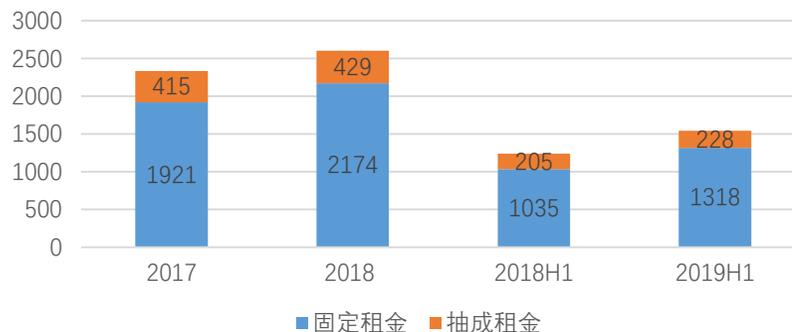


表3：公司2018年公司自持购物中心运营情况（不包含管理输出项目）

项目	总建筑面积		租金收入(百万元)			平均租金 (元/方/月)			出租率(%)		
	万方	万方	2017	2018	YOY	2017	2018	YOY	2017	2018	YOY
西单大悦城商场	19.5	5.39	646.5	683.8	6%	1131	1072	-5.2%	97	98	1
朝阳大悦城商场	33.85	12.26	584.8	644.2	10%	461	464	0.7%	92	94	2
天津南开大悦城商场	29	8.83	371.4	396.2	7%	357	381	6.7%	97	98	1
上海静安大悦城商场		6.6	216.4	239.1	10%	335	343	2.4%	94	95	1
沈阳大悦城商场	32.27	9.42	208.5	229.9	10%	161	207	28.6%	95	98	3
烟台大悦城商场	22	7.6	110.6	123.1	11%	121	143	18.2%	98	92	-6
成都大悦城商场	29	10.68	141.3	171.1	21%	126	140	11.1%	93	94	1
杭州大悦城商场	33.5	7.23		43.2						94	
西安大悦城商场	14.65	6.3									
上海长风大悦城商场	12.2	5.49		72.1						97	
合计			2279.5	2602.7	14%						

表4：公司2018年公司自持购物中心出租率（%）情况

项目	开业时间	2014	2015	2016	2017	2018
西单大悦城商场	2007.12	95	92	94	97	98
朝阳大悦城商场	2010.5	98	99	95	92	94
天津南开大悦城商场	2011.12	99	99	99	97	98
上海静安大悦城商场	南座 2010.12; 北座 2015.12	98	96	90	94	95
沈阳大悦城商场	2009.5	86	96	95	95	98
烟台大悦城商场	2014.7	96	95	99	98	92
成都大悦城商场	2015.12			97	93	94
杭州大悦城商场	2018.8					94
上海长风大悦城商场	2018.5					97

典型公司推荐：大悦城：重组产生的财务影响

预计19年融资成本将下降，财务费用资本化对毛利影响继续降低。18年公司融资成本有所提升，预计并购资产增厚后，融资成本有望下降。合并前公司财务费率处于中等水平，合并后由于资产增厚、营收提升，虽然利息支出资本化比例下降，但财务费用率也出现明显下降，或主要由于公司融资成本有所下降。此外17年开始公司资本化利息/存货占比有所上升，但到18年再度下降，预计未来融资成本对毛利率影响仍然较小。

图10：公司2018年财务费率上升，2019H1有所下滑

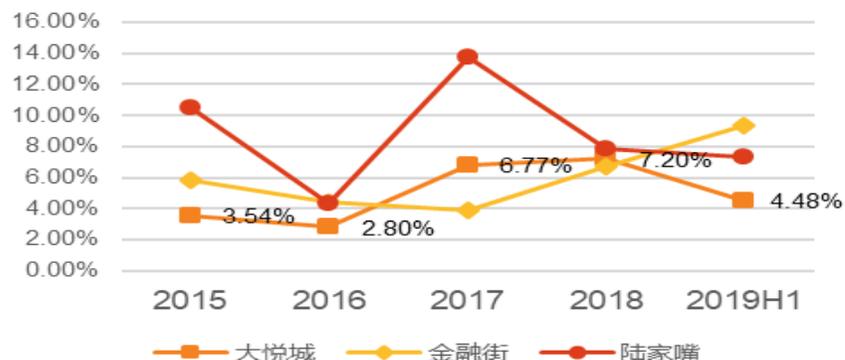


图12：资本化利息占利息支出比重有所控制

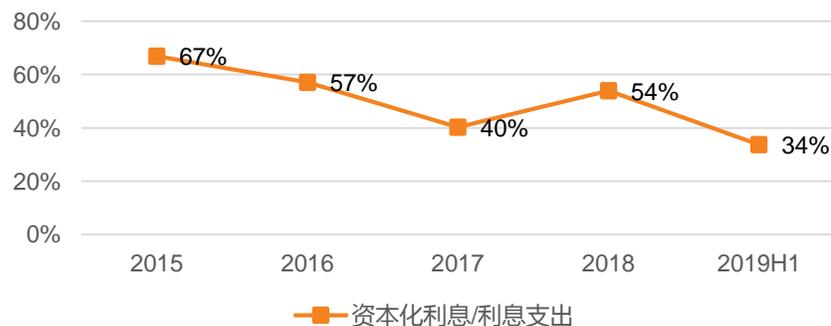


图11：公司综合融资成本保持稳定

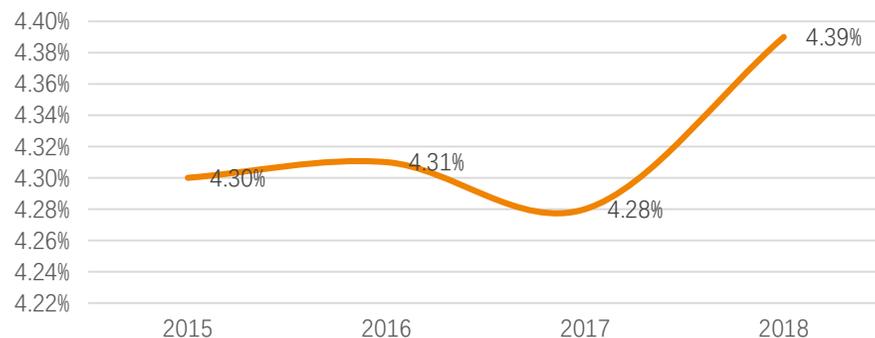
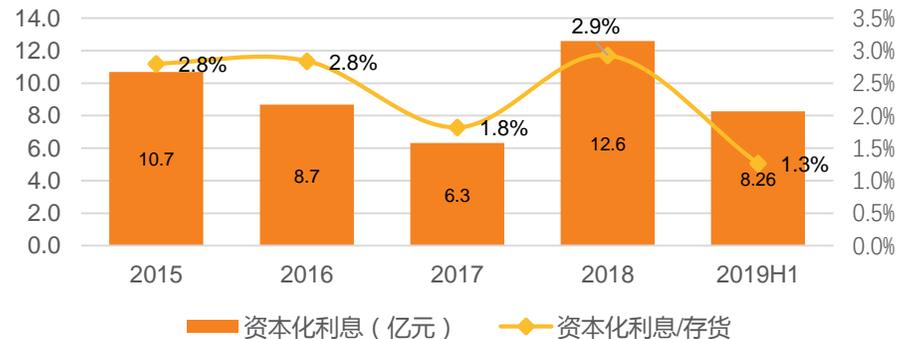


图13：2019H1资本化利息/存货比例有所下降



典型公司推荐：大悦城：重组产生的财务影响

资产增厚，长期偿债能力提升，短期现金流回正。受并表影响，公司短期偿债能力略有下降，同时经营性现金流净额转正。与可比公司相比，公司综合短期偿债能力处于中等偏上水平，流动比率、现金到期债务比值趋势性上升，19H1分别达到1.5、1.47，环比18年略有下滑，但主要为并表影响，且公司经营性现金流有所好转，2018年公司的经营性现金流净额/有息负债比值波动上升，在2017年为-0.4，19年H1上升到0，表明公司的净现金流逐渐转正

图14：公司净负债率明显下降

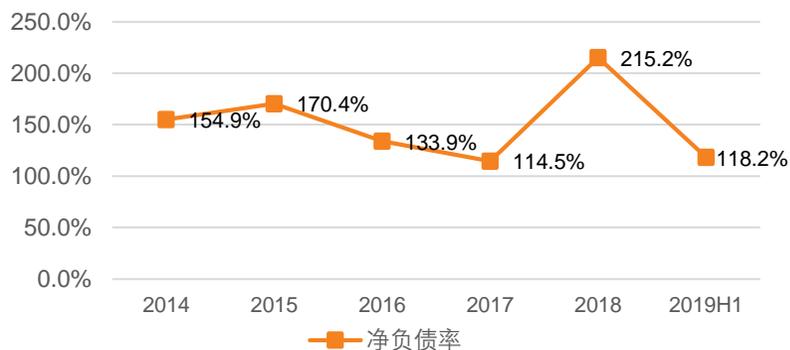


图15：公司资产负债率水平边际改善

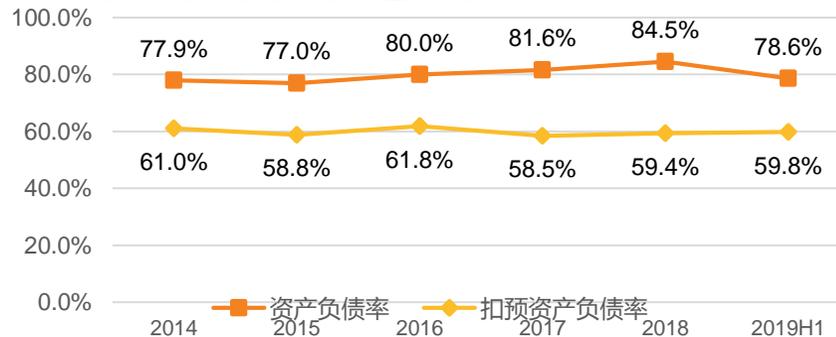


图16：2019H1公司现金流净额（亿元）转正

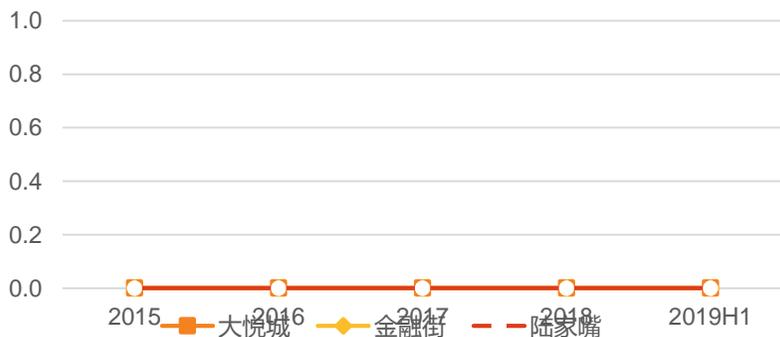
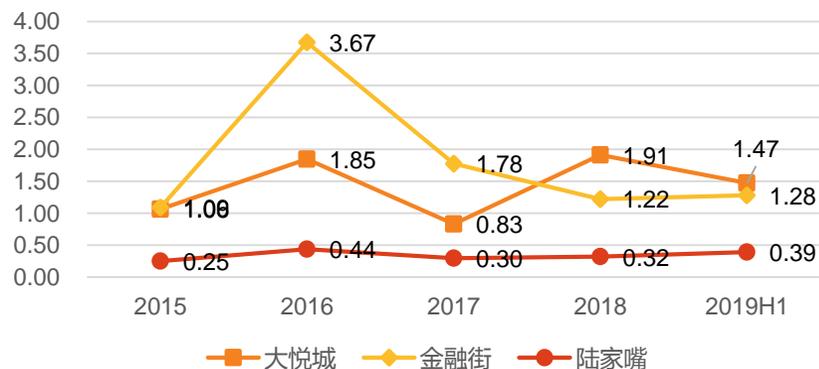


图17：公司与可比公司现金到期债务比



典型公司推荐：大悦城：重组产生的财务影响

- 公允价值变动收益减少，计提折旧或有增加：**大悦城地产（0207.HK）持有物业计入投资性房地产科目，且以公允价值计价法计量，2019年中报，大悦城地产名下投资性房地产价值约604亿元人民币，2016-2018年平均每年为大悦城地产带来公允价值变动收益约10亿元左右，占税前溢利的30%左右，并表之后1) 采用成本法计量，公允价值变动收益不计入合并报表；2) 2019年H1大悦城投资性房地产比18年增加291亿元，基本来自于大悦城并表，采用成本法计量之后，投资性房地产需要按年计提折旧，如果按照30年计提折旧，年均新增折旧9.7亿元计入公司营业成本，对归母净利润的影响约4.7亿左右。

图18：大悦城控股（000031.SZ）投资性房地产资产规模（亿元）

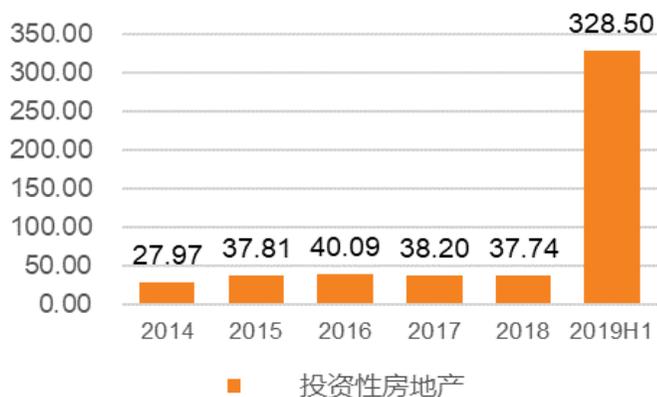
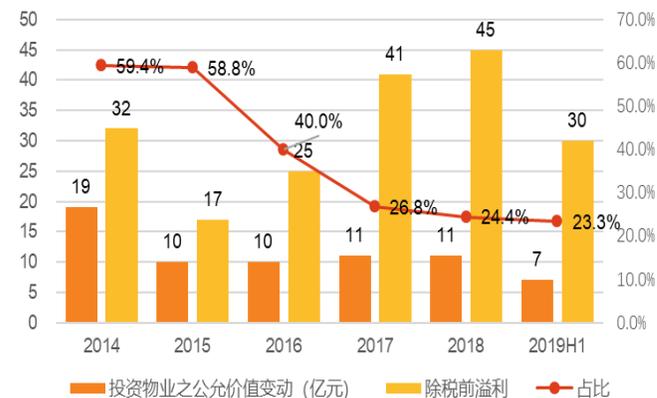


图19：大悦城地产（0207.HK）投资性房地产资产规模（亿元）

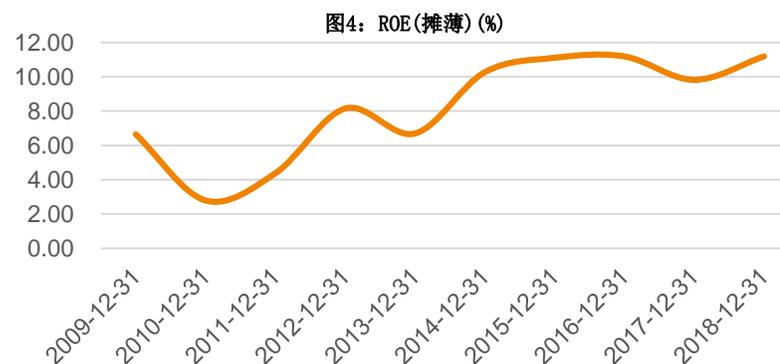
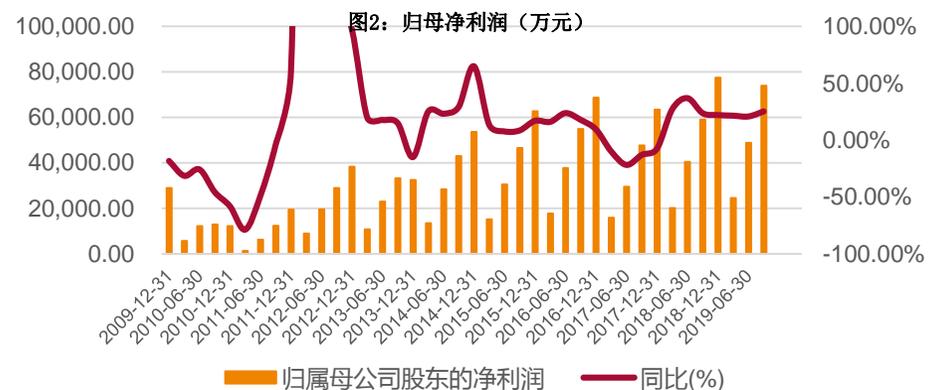
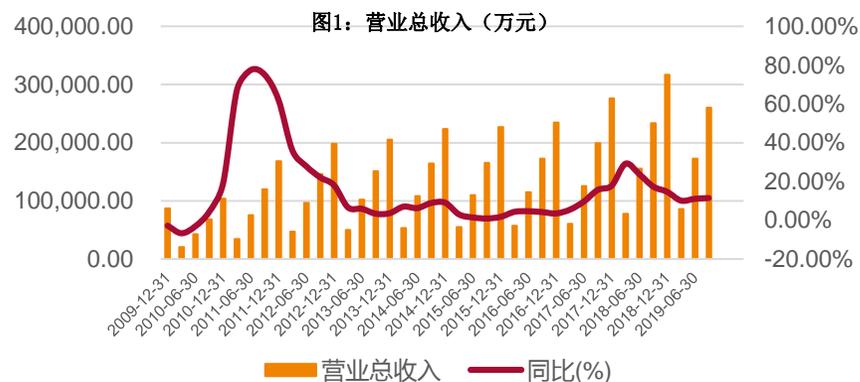


图20：大悦城地产（0207.HK）公允价值变动表（亿元）



典型公司关注：中国国贸

营收利润稳定增长，ROE与毛利高位稳定。2018年公司营收31.7亿元，同比增速14.61%，实现利润总额 10.4 亿元，同比增长22.0%。公司毛利率长期处于高位，2018年毛利率51.56%，ROE逐渐上升至11%。



典型公司关注：中国国贸

- 购物中心及写字楼业务稳定上升，出租率高位回升，平均租金有所提升。北京商业物业需求强劲，使得商业物业平均租金及出租率稳中略升。2018年公司购物中心物业收入、出租率、租金水平均稳步上升
- 受经济走势不明朗以及金融和互联网行业租赁需求放缓等多重因素的影响，北京写字楼需求下滑，但公司核心区优质写字楼出租率和平均租金仍保持高位。

图4：公司购物中心收入（亿元）及YOY



图5：公司购物中心及写字楼平均租金（元/平/月）

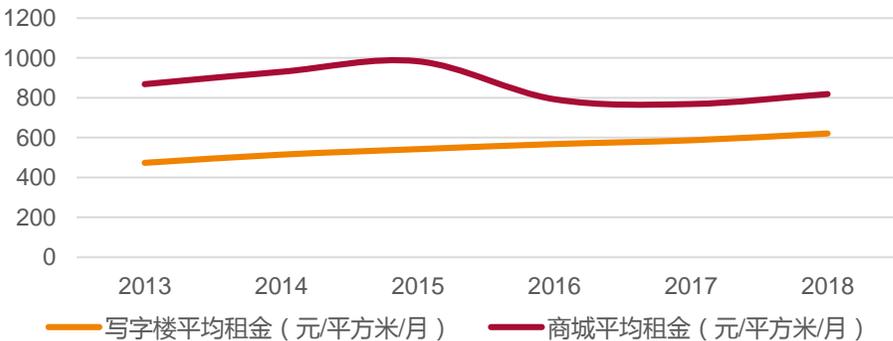


图6：公司写字楼收入（亿元）及YOY



图7：公司写字楼面积（万方）及其出租率



摘要

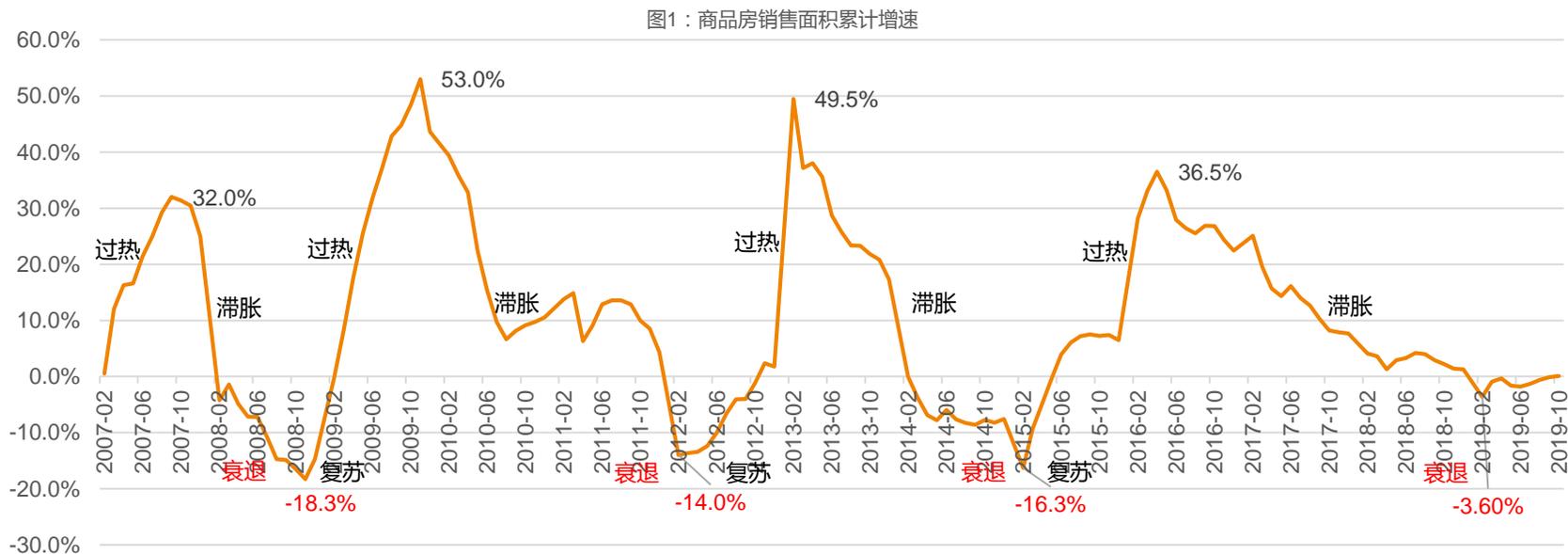
- Part 01 2019年回顾：期现结构背离、地产韧性超预期
- Part 02 2020年展望：销售面临压力、施工投资仍较强
- Part 03 物业管理行业策略：竣工加速恢复、万亿市场启航
- Part 04 商业地产行业策略：利率持续下行、配置优质资产
- Part 05 房地产行业2020年投资建议

房地产投资矩阵：衰退期买入地产股获得超额收益概率大

我们借鉴美林时钟的定义，对房地产销售周期进行划分，并将2007年近10年来的投资收益进行分析，发现了关于各个周期的投资规律，我们认为在衰退期买入房地产股票获得超额收益的概率大，目前地产正处于这一阶段。

表1：房地产投资时间表

阶段	经济特征	行业及政策特征	投资策略
衰退	购房需求（经济）下行、房价（通胀）下行	收入预期恶化导致购房需求持续下滑、货币和调控政策趋松	地产债>现金>地产股>房子，在政策实质性宽松之前，房子还需要先等等难言见底
复苏	购房需求（经济）上行、房价（通胀）下行	政策放松促进需求回暖、房企的销售和盈利逐步改善	地产股>房子>地产债>现金，股票和房子都可以布局，只不过股票反应更快更大
过热	购房需求（经济）上行、房价（通胀）上行	房子供不应求、房价持续上行、地产公司推盘及盈利增加	房子>地产股>现金>地产债，在复苏期末或者这一阶段初期买入房子或者房地产股
滞胀	购房需求（经济）下行、房价（通胀）上行	买房需求得到充分释放并明显下降，房价还在上涨但明显放缓	现金>地产债>房子>地产股，这个时候买入房子和地产股可能是上涨周期的尾声



房地产投资矩阵：衰退期买入地产股获得超额收益概率大

- **衰退期——政策博弈时机**：此时行业基本面刚明确向下，更多是做政策博弈及行业资金配置效应，但相对收益为正概率大；
- **复苏期——买入最好时机**：政策宽松已进行一段时间，行业基本面恢复，房企销售和盈利逐步改善，是地产股买入的最好时机；
- **过热期——越早收益越大**：如果在复苏期买入则可以享受过热期的涨幅，四轮过热期的相对收益分别是：26.1%、26.09%、2.71%和9.68%；过热期是一个过渡期，前期连接复苏期是买入时期，后期连接滞胀期是卖出时机。
- **滞胀期——大概率负收益**：10年来四轮滞胀期地产股相对沪深300分别是-6.81%、-12.74%、-0.44%和-27.65%；滞胀期买入地产股大概率是负收益，原因是这个是增速从顶部下降，房价在上涨但需求跟不上，因此边际预期恶化。

图2：各阶段板块、个股、沪深300涨幅情况

	周期	时间	相对收益情况	房地产涨幅	沪深300涨幅	万科涨幅	保利涨幅	相对收益	万科相对收益
第一轮周期	过热期	2007.02-2007.09	大幅正收益	196.09%	169.98%	194.62%	231.28%	26.10%	-1.47%
	滞胀期	2007.10-2007.12	负收益	-11.16%	-4.35%	-4.50%	-13.09%	-6.81%	6.65%
	衰退期	2008.01-2008.11	小幅正收益	-62.60%	-65.72%	-61.93%	-47.43%	3.12%	0.67%
	复苏期	2008.12-2009.02	小幅正收益	19.43%	16.97%	4.84%	2.41%	2.46%	-14.59%
第二轮周期	过热期	2009.03-2009.11	大幅正收益	90.15%	64.06%	62.02%	86.74%	26.09%	-28.13%
	滞胀期	2009.12-2011.12	负收益	-45.94%	-33.20%	-33.71%	-30.65%	-12.74%	12.23%
	衰退期	2012.01-2012.02	小幅正收益	15.85%	12.29%	10.84%	11.00%	3.56%	-5.01%
	复苏期	2012.03-2012.10	小幅正收益	-4.79%	-14.40%	1.94%	21.89%	9.61%	6.72%
第三轮周期	过热期	2012.11-2013.02	小幅正收益	21.27%	18.56%	44.23%	15.39%	2.71%	22.96%
	滞胀期	2013.03-2013.12	负收益	-13.28%	-12.84%	-32.00%	-34.44%	-0.44%	-18.72%
	衰退期	2014.01-2015.02	大幅正收益	70.44%	53.34%	67.51%	92.81%	17.10%	-2.93%
	复苏期	2015.03-2015.05	大幅正收益	51.12%	35.49%	12.55%	18.55%	15.63%	-38.57%
第四轮周期	过热期	2015.06-2016.04	小幅正收益	-25.11%	-34.79%	75.98%	-24.69%	9.68%	101.09%
	滞胀期	2016.04-2018.06	负收益	-16.43%	11.22%	8.48%	50.56%	-27.65%	24.91%

房地产估值：处于历史低位未充分反映业绩水平

估值处于历史低位：开发类房地产企业整体PE估值约9.3X，处于历史极低水平；而万科、保利、阳光城、中南建设等典型优质企业估值也处于历史低位，我们认为当前估值较低并未充分反映房企销售和业绩能力。

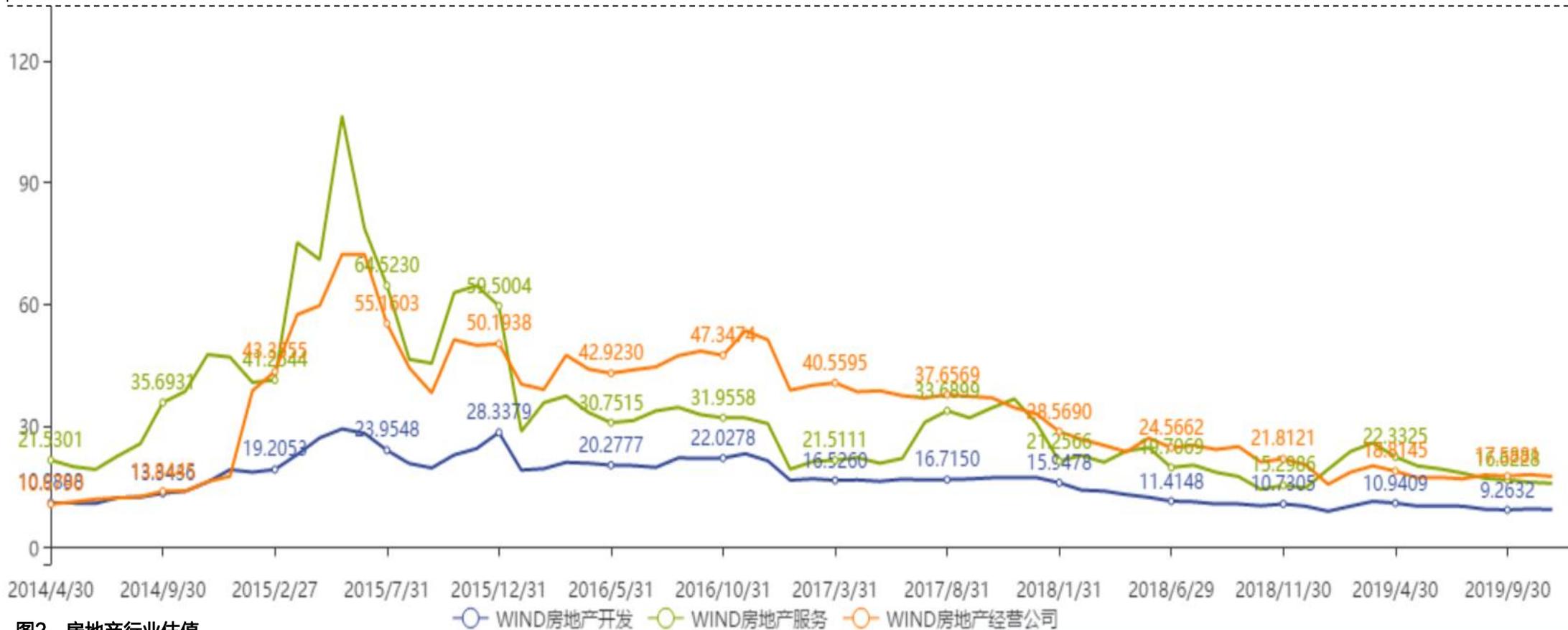


图2：房地产行业估值

房地产估值：典型企业估值也处于历史低位

万科A[000002.SZ] - 估值分析



保利地产[600048.SH] - 估值分析



中南建设[000961.SZ] - 估值分析



阳光城[000671.SZ] - 估值分析



投资建议：利率下行竣工上行、把握四大投资机遇

■ 投资建议：

- 回顾2019的房地产市场韧性超出市场预期，呈现了：三四线韧性超预期、期房现房销售结构出现背离、房价上涨放缓但拿地成本下降也明显、库存处于低位但也出现了显著上行、土地购置费成为拖累地产投资的因素、拿地重回一二线、银行地产授信没有预期中严格、竣工加速回升、行业集中度仍在上行等几大特征。
- 展望2020年，我们认为地产政策在因城施策的长效机制下有局部宽松趋势，地产融资宽松和利率下行可期对开发企业和持有企业都将形成利好，竣工将大幅上行利好物业公司，棚改或将再成为关键变量，我们预计：销售面积-2.8%、销售金额+0.2%、销售均价3%；新开工+3.4%、竣工+21.6%、施工增长9.2%、土地购置费+2.7%、地产投资额+6.7%，地产龙头企业优势仍在继续，集中度持续提升，估值处于低位，我们建议关注四大机遇：
 - 机遇一：坚定推荐优质地产龙头：万科、融创、保利、金地、招蛇、中南建设、阳光城等
 - 机遇二：物业企业将迎量价双击：中航善达、保利物业、绿城服务、碧桂园服务、新城悦服务等
 - 机遇三：商业地产价值重估开启：大悦城、中国国贸等
 - 基于四：棚改旧改等低估国企股：城投控股、城建发展等

风险提示

■ 利率波动不及预期

- 信贷利率及Cap rate对房地产行业及商业地产板块有重要影响，利率波动不及预期可能会对房企销售及板块估值有负面影响。

■ 房屋销售不及预期

- 由于二手房占比上升等因素影响，如果房企房屋销售不及预期，公司的经营业绩及增长前景可能会受到重大不利影响，进一步对公司估值有负面影响。

■ 竣工回升不及预期

- 竣工回升不及预期将对公司的经营业绩及增长前景造成重大不利影响，进一步对公司估值有负面影响。

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS