

中信证券研究部

**核心观点**


**陈聪**  
首席房地产业  
分析师  
S1010510120047



**张全国**  
地产分析师  
S1010517050001



联系人：李金哲

**房地产行业**

 评级 **强于大市（维持）**

**10 月，房地产产业链运行持续景气，单月竣工同比+19.2%，竣工拐点如期而至。**

■ **以价换量，销售持续景气。**2019 年前 10 个月，商品房销售额 12.4 万亿元，增长 7.3%，增幅扩大 0.2 个百分点。LPR 平稳切换，企业的理性定价、积极推盘是促使销售保持高位的主要原因。10 月全国商品房销售平均单价为 9186 元/平方米，较 4 月份单月 9874 元/平方米的高点下降约 700 元/平方米。这固然有结构因素，但也反映出企业理性定价。接近岁末，销售推盘高峰来临，预期各地因城施策，维稳需求，销售有望以价换量，维持增速。

■ **企业心态外松内紧，加快建设，新开工单月增速较快，投资有望微复苏。**尽管融资在下半年收紧，但企业仍在供给端质量不错的情况下适度拿地。不过企业对于中长期销售前景并不乐观，仍尽可能加快前期开发，促进规划中面积转在建。以此为基础，我们认为开发投资将在 2020 年维持微复苏态势。

■ **竣工拐点如期而至，持续且确定性高。**前 10 月，房屋竣工面积 5.42 亿平米，同比下降 5.5%，降幅大幅收窄 3.1 个百分点。单月看，10 月竣工面积同比大幅增长 19.2%，增速继续提升。当前，在建面积庞大，开发周期拉长的边际影响即将告一段落，我们预计竣工面积将在 2020-2022 年较长的时间内持续上升，推动相关后周期行业，尤其是物业管理和消费建材行业（不受空置率上升影响）需求景气。

■ **风险因素：**房地产企业盈利能力逐渐下降的风险。

■ **把握高信用主线，推荐竣工端高确定性机会。**政策调控效果明显，产业运行去周期化。企业自身能力对业绩影响分化加剧，而信用能力是企业关键的非周期能力。我们建议地产股投资把握高信用主线，推荐保利地产、华夏幸福、招商蛇口、世茂房地产、龙湖集团、万科 A 等。同时，我们推荐受益于交付规模提升和存量运维成长性需求的物业管理品质龙头，看好中航善达、绿城服务、永升生活服务和中海物业。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价	NAV	EPS				PE (x)			
		(元)	(元)	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
万科 A	买入	26.39	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	8.6	7.2	5.9	4.7
招商蛇口	买入	18.26	33.38	1.89	2.56	3.11	3.75	9.7	7.1	5.9	4.9
保利地产	买入	14.14	19.43	1.59	2.05	2.66	3.19	8.9	6.9	5.3	4.4
华夏幸福	买入	27.73	26.51	4.03	5.09	6.27	8.8	6.9	5.4	4.4	3.2
龙湖集团	买入	29.07	20.93	2.16	2.82	3.42	4.05	13.5	10.3	8.5	7.2
世茂房地产	买入	24.525	26.73	2.59	3.44	4.49	5.24	9.5	7.1	5.5	4.7
绿城服务	买入	7.866		0.17	0.2	0.26	0.33	46.3	39.3	30.3	23.8
中海物业	买入	4.9		0.12	0.17	0.22	0.28	40.8	28.8	22.3	17.5
中航善达	买入	22.6		0.81	0.59	0.98	1.17	66.8	45.3	31.3	23.5

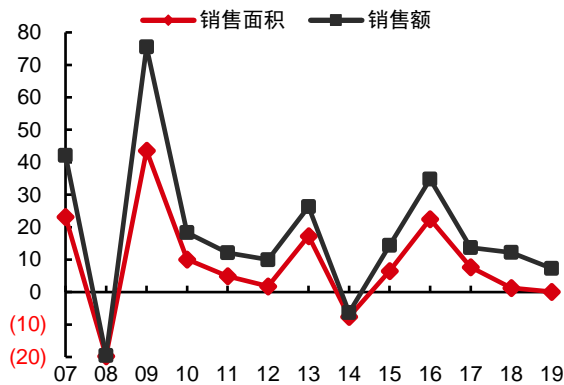
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 11 月 14 日收盘价，除中海物业外港币已换算为人民币。中航善达 PE 为物业管理部分 PE

2019 年 10 月，房地产行业运行数据良好，竣工端机会尤为明显。

## ■ 积极推盘，销售表现强劲

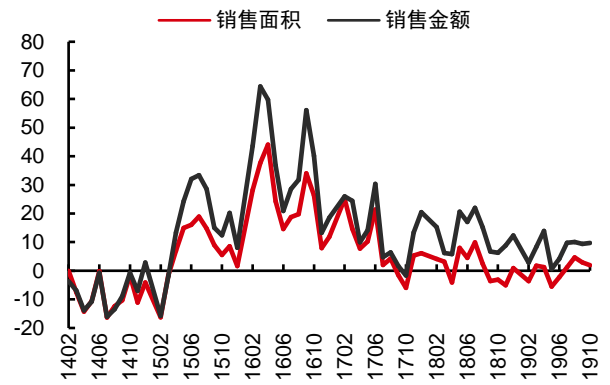
2019 年前 10 个月，商品房销售面积 13.3 亿平米，同比增长 0.1%，增速在今年以来首次由负转正。商品房销售额 12.4 万亿元，增长 7.3%，增幅扩大 0.2 个百分点。10 月单月，商品房销售金额 1.29 万亿，同比增长 9.7%，销售面积 1.4 亿平米，同比增长 1.9%。

图 1：房地产销售增速：按年 (%)



资料来源：国家统计局 注：19 为 2019 年 1-10 月，下同

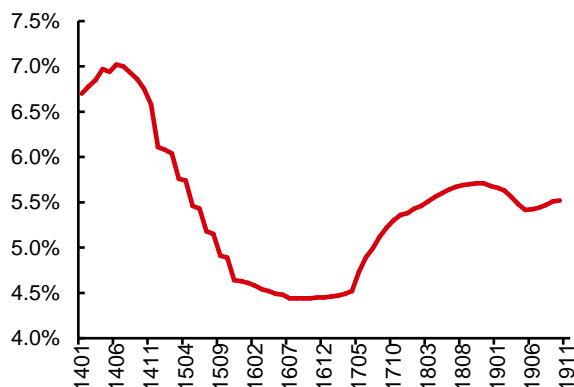
图 2：房地产销售增速：按月 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

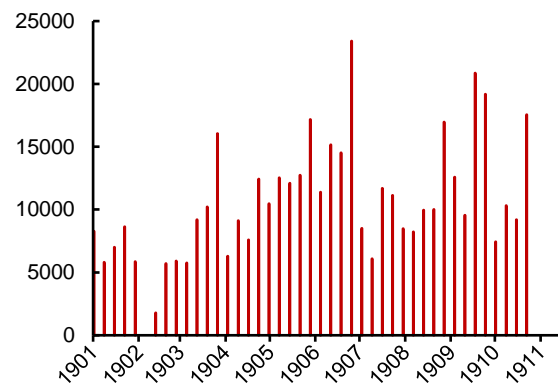
前 10 个月，销售整体表现强劲。但房地产市场并无明显升温，10 月 LPR 亦平稳切换，并未对市场预期产生冲击，企业的理性定价、积极推盘是促使销售保持高位的主要原因。一方面，前期政策环境收紧，企业融资难度加大，企业对于销售回款更为重视。另一方面，由于过去一段时间的开工规模庞大，绝大多数企业都有货可推。

图 3：首套房贷款平均利率



资料来源：Rong360，中信证券研究部

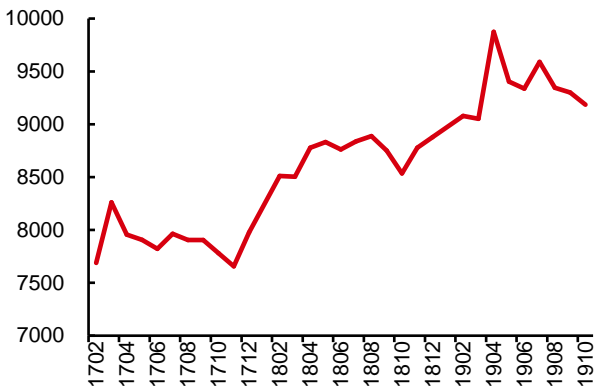
图 4：重点城市新房推盘套数



资料来源：中国指数研究院

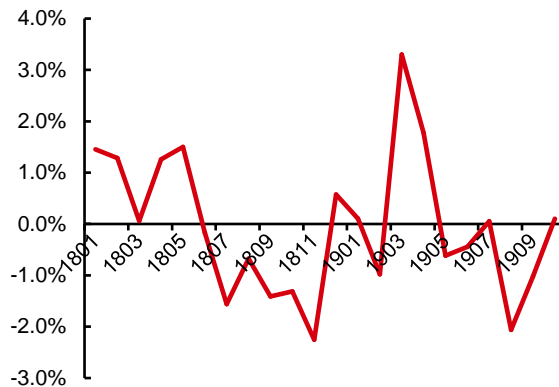
合理定价成为本轮去化的明显条件。10 月全国商品房销售平均单价为 9186 元/平方米，较 4 月份单月 9874 元/平方米的高点亦下降约 700 元/平方米。19 个大中城市的二手房市场成交均价自 4 月以来亦平稳中略有疲软。

图 5：全国商品房销售均价变化（单位：元/平米）



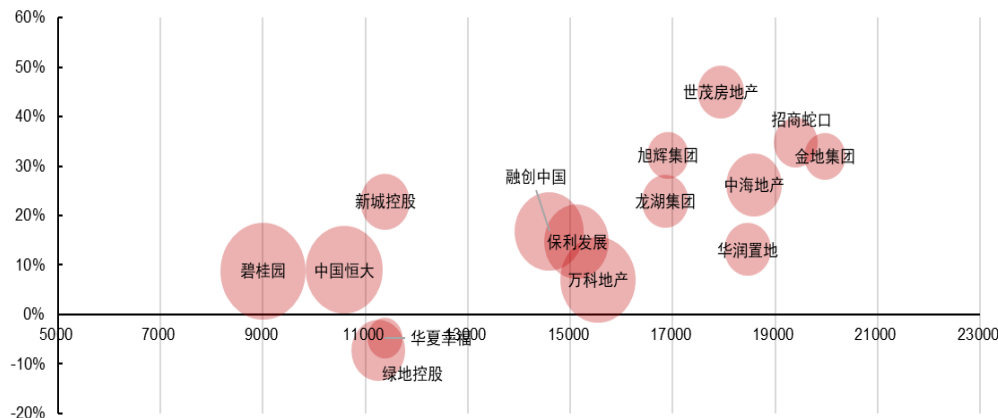
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 6：中国首套房按揭利率：按月



资料来源：Rong360，中信证券研究部

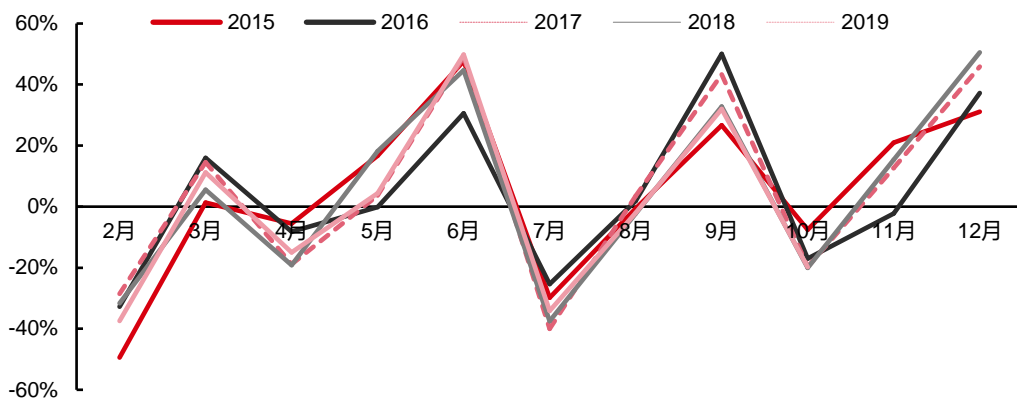
图 7：龙头公司 2019 年前 10 月销售增速与销售均价关系  
横轴：销售均价 纵轴：销售增速 面积：前 10 月销售额



资料来源：CRIC，公司公告，中信证券研究部

我们认为，随着 LPR 定价机制进入常态，未来按揭利率有望缓慢下降。在企业理性定价，积极去化的情况下。接近岁末，亦是销售推盘高峰期，本年度的销售将持续保持强劲。

图 8: 历年单月销售金额环比变化幅度

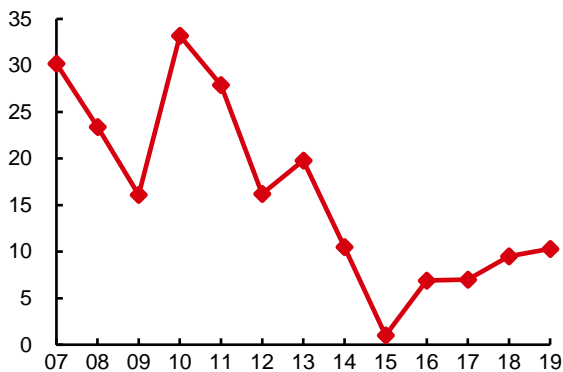


资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

## ■ 开发投资韧性十足，调控下土地市场回稳

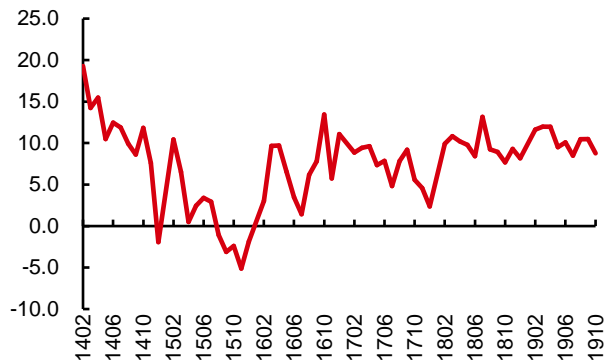
2019 年前 10 个月，房地产开发投资 10.96 万亿，同比+10.3%，增速降低 0.2%。单月来看，10 月房地产开发投资 1.16 万亿，同比+8.8%。企业在建热情高涨，土地成交也较为活跃，开发投资全年保持韧性。

图 9: 房地产开发投资增速：按年 (%)



资料来源: 国家统计局 注: 19 为 2019 年 1-10 月

图 10: 房地产开发投资增速：按月 (%)

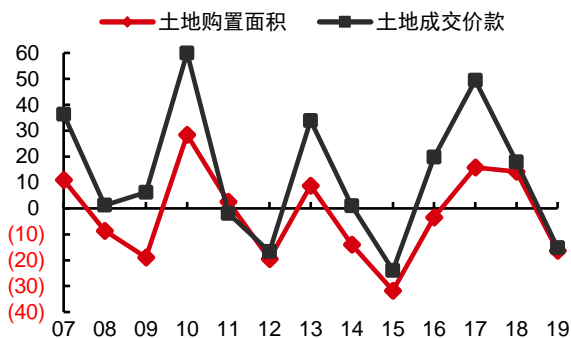


资料来源: 国家统计局

2019 年前 10 个月，企业土地购置面积 1.84 亿平米，同比下 16.3%，降幅收窄 3.9 个百分点；土地成交价款 9921 亿元，下降 15.2%，降幅收窄 3.0 个百分点。单月看，土地购置面积同比上升 12.8，土地成交价款同比上升 2.5%。而据中国指数研究院数据，1-10 月，全国共成交土地价款 4.06 万亿，同比上升 10.93%。

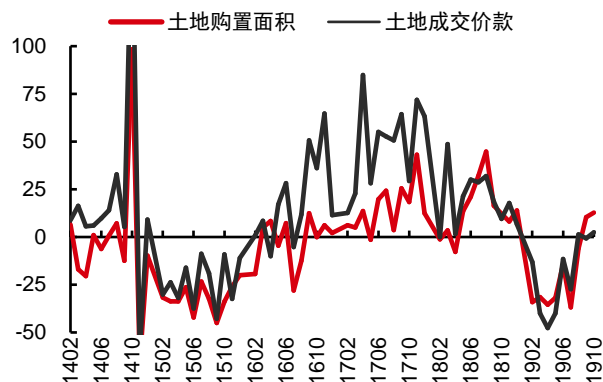
整体土地市场相对活跃，保证了地方的财政收入水平，亦抑制住房价快速上涨的风险。

图 11：土地购置面积及成交价款同比：按年，%



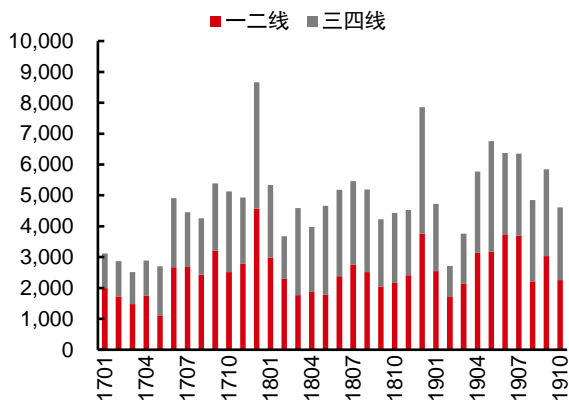
资料来源：国家统计局 注：19 为 19 年 1-10 月

图 12：土地购置面积及成交价款同比：按月，%



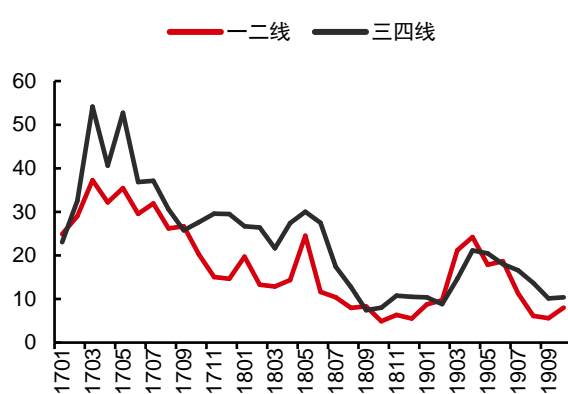
资料来源：国家统计局

图 13：全国土地成交金额（单位：亿元）



资料来源：中国指数研究院

图 14：全国土地成交溢价率（单位：%）

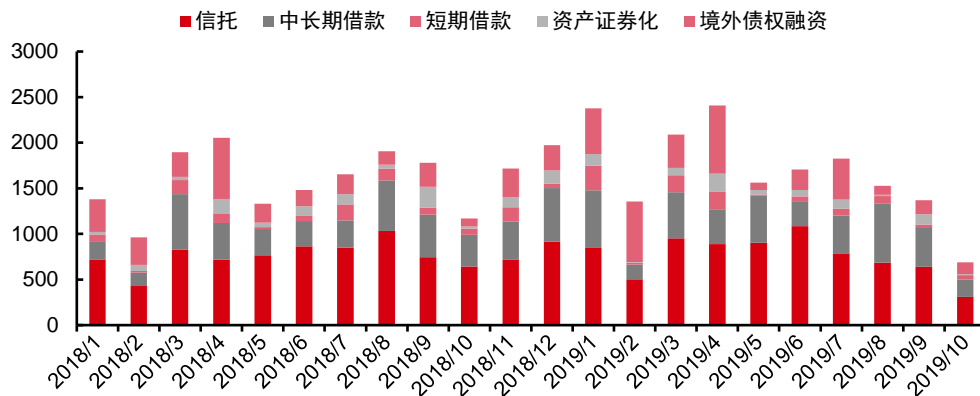


资料来源：中国指数研究院

回顾本次融资收紧的背景，即是在 2019 年二季度之后，由于地价上涨较多，房价也有上涨苗头。至今看来，政策调控卓有成效。到 2019 年三季度，地价上涨势头明显放缓，销售也面临压力。开发商的积极推盘也抑制了房价上涨的可能。

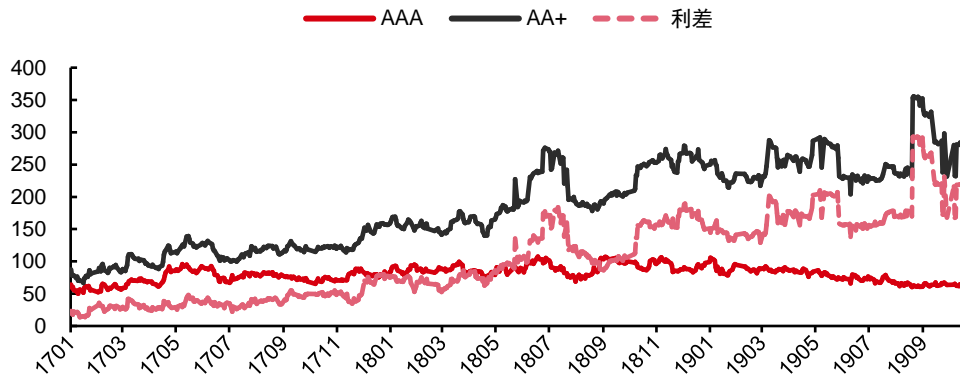
本轮调控的目标可谓已经达成，我们相信，房地产融资快速收紧的趋势已告结束（尽管当前融资仍然是比较紧）。未来一段时间，地产公司的资金成本预计将维持稳定或略有下行。不过预计信用分化仍将成为地产股投资主线。

图 15: 房地产行业公开债券市场融资走势 (单位: 亿元)



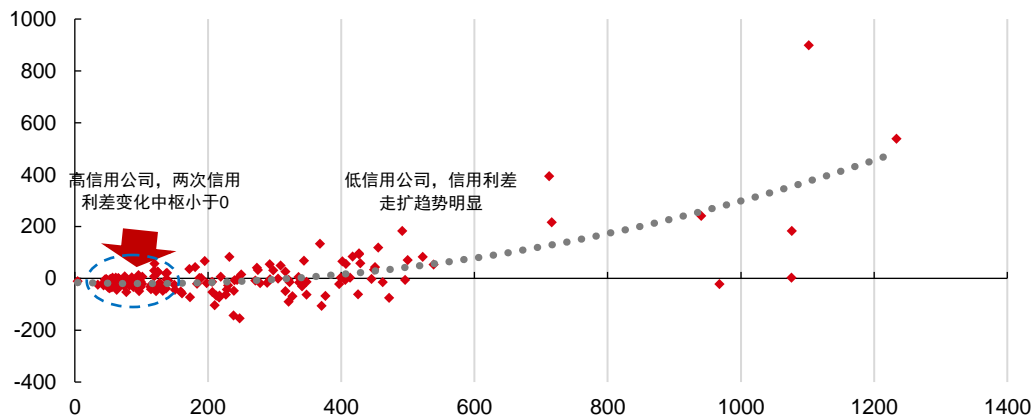
资料来源: 用益信托网, Wind, 中信证券研究部

图 16: 房地产企业信用利差较上月有所抬升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17: 剩余期限 1-1.5 年的房地产企业信用债的信用利差变化 (单位: bp)

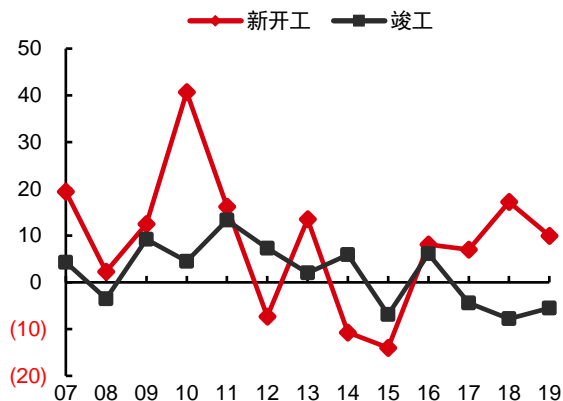


资料来源: Wind, 利差为公司代表利差, 非个券, 基准收益曲线为当日国开债到期收益曲线横轴: 2019 年 11 月 1 日信用债信用利差分布, 纵轴: 2019 年 11 月 1 日信用利差减 2019 年 4 月 1 日信用利差的差值

## ■ 竣工拐点如期而至，持续且确定

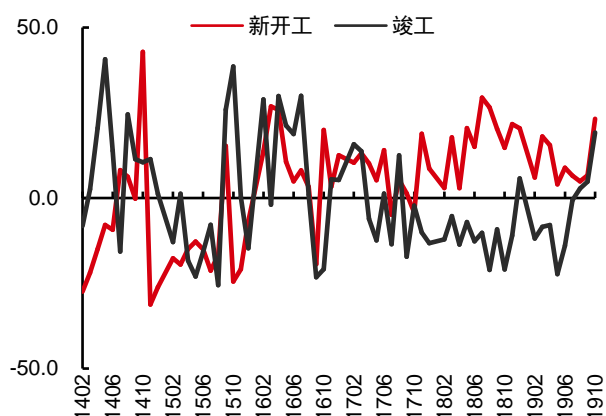
10 月，竣工面积拐点如期而至。2019 年前 10 个月，房屋竣工面积 5.42 亿平米，同比下降 5.5%，降幅大幅收窄 3.1 个百分点。单月看，10 月竣工面积同比大幅增长 19.2%，增速继续提升。

图 18：新开工及竣工面积同比：按年，%



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 19：新开工及竣工面积同比：按月，%

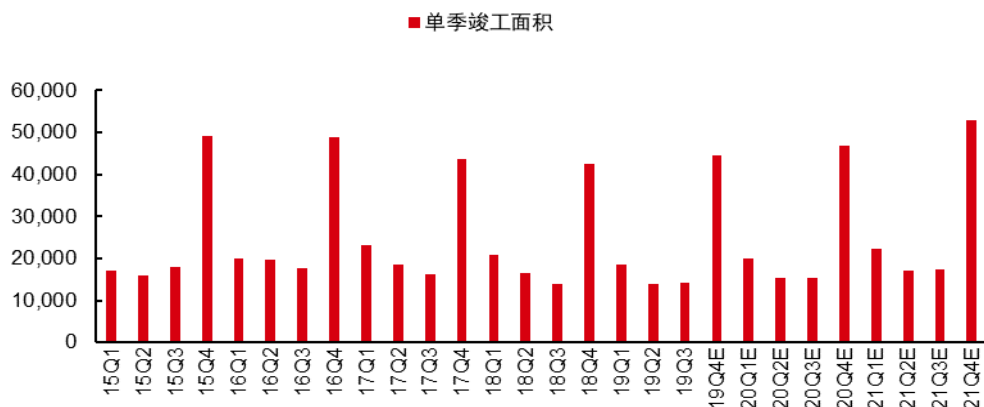


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

竣工面积的复苏如期而至，由于开发企业在 2016 年到 2019 年显著拉长了开发周期，导致在建面积庞大，待竣工规模超过历史以往任何水平。这种新开工和竣工的缺口如此之大，以至于我们相信竣工面积并非只有 1-2 年的增速回暖，而会有持续 3 年以上的表现。

我们认为，确定性最高的机会即在不动产的交付（竣工）和存量养护（服务）环节。

图 20：季度竣工面积预测（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

新开工的数据亦超预期，2019 年前 10 个月，房屋新开工面积 19.56 亿平米，同比上升 10.0%，增速提升 1.4 个百分点。单月看，10 月新开工面积同比大幅增长 23.2%，增速超预期。从第三方（中国指数研究院）和财政部的口径来看，今年土地成交较为活跃，并无大幅下跌；另一方面，地产开发商加快周转，亦是共同促进了 10 月的开工超预期。

## ■ 把握高信用主线，推荐竣工端确定机会

政策调控效果越发明显，房地产产业链整体运行稳健。在目前时点看来，以房价波动触发的地产股投资机会已经被削弱。在选择个股时，我们相信，资金成本、建安成本控制能力、产品定价能力等都将更加重要。我们看好高信用的地产开发龙头，推荐保利地产、华夏幸福、招商蛇口、世茂房地产、龙湖集团、万科 A 等。

同时，我们推荐竣工端的高确定性投资机会，物业管理即是其中之一，竣工兑现的环境下，物业管理行业的成长增速将得到有力保证。我们推荐中航善达、中海物业、绿城服务。

表 1：房地产板块重点企业估值表

公司名称	评级	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE (x)			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
万科 A	买入	26.39	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	8.6	7.2	5.9	4.7
万科企业	买入	25.16	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	8.2	6.8	5.7	4.4
华侨城 A	买入	6.89	12.92	1.29	1.47	1.67	1.90	5.3	4.7	4.1	3.6
招商蛇口	买入	18.26	33.38	1.89	2.56	3.11	3.75	9.7	7.1	5.9	4.9
中南建设	买入	7.92	14.64	0.59	1.01	1.74	1.81	13.4	7.8	4.6	4.4
保利地产	买入	14.14	19.43	1.59	2.05	2.66	3.19	8.9	6.9	5.3	4.4
绿地控股	买入	6.52	12.86	0.93	1.19	1.40	1.76	7.0	5.5	4.7	3.7
华夏幸福	买入	27.73	26.51	4.03	5.09	6.27	8.80	6.9	5.4	4.4	3.2
金地集团	买入	11.74	12.43	1.79	2.07	2.28	2.49	6.6	5.7	5.1	4.7
首开股份	买入	7.40	12.76	1.23	1.38	1.67	1.76	6.0	5.4	4.4	4.2
龙湖集团	买入	29.07	20.93	2.16	2.82	3.42	4.05	13.5	10.3	8.5	7.2
中国金茂	买入	4.74	7.67	0.44	0.59	0.79	0.98	10.8	8.0	6.0	4.8
世茂房地产	买入	24.53	26.73	2.59	3.44	4.49	5.24	9.5	7.1	5.5	4.7
光大嘉宝	买入	3.94	6.97	0.76	0.60	0.65	0.69	5.2	6.6	6.1	5.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 11 月 14 日收盘价，港币已换算为人民币。

表 2：物业管理板块重点企业估值表

公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE (x)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
绿城服务	买入	7.87	0.17	0.20	0.26	0.33	46.3	39.3	30.3	23.8
永升生活服务	买入	4.44	0.07	0.13	0.26	0.35	63.4	34.1	17.1	12.7
中海物业	买入	4.90	0.12	0.17	0.22	0.28	40.8	28.8	22.3	17.5
新城悦	买入	9.81	0.18	0.30	0.45	0.69	54.5	32.7	21.8	14.2
中航善达	买入	22.60	0.81	0.59	0.98	1.17	66.8	45.3	31.3	23.5
南都物业	买入	21.10	0.70	0.77	0.92	1.12	30.1	27.4	22.9	18.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 11 月 14 日收盘价，除中海物业外港币已换算为人民币。中航善达 PE 为物业管理部分 PE



## ■ 风险因素

房地产企业盈利能力逐渐下降的风险。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。