

无可奈何花落去 似曾相识燕归来

行业——需求迎接调整，政策压力缓解：需求市场：已经逐步入冬，总体成交如期下滑，但韧性超市场预期，景气度的分水岭出现在今年 8 月份，预计刚性需求将成为明年的关键。**销售预测：**预计 2019 年销售面积增速在-6%左右。但中长期维度行业需求依然具备一定刚性支撑。**开工投资：**市场库存已经见底回升，土地市场演绎从补库存到流拍潮的变化，热点城市供应计划完成率不高。**投资预测：**投资数据呈现几大变化：土地购置费对投资的支撑大幅提升；竣工面积与新开工、销售面积出现背离；施工投资与施工面积背离，预计土地购置费预计将从高位回落至 3%，新开工同比下滑 8%，施工面积同比增长 0.7%，预计全年投资额同比增长 2.3%。**政策：**不再成为矛盾焦点，预计调控政策已逐步见顶，预售制度改革短期也无需多虑。

周期回顾——资金成本向下为见底标志：回顾过去三轮下行周期，有以下几个结论：成交量：调整在 3-4 个季度，重点城市最大跌幅多在 30%-50%；价格：见底滞后于销量见底约 1-2 个季度，区间降幅在 20%-30%。推盘：供销比持续低于 1，去化率下降 20%-30%。库存：下行周期库存累计增加 30%-60%；**见底信号：市场见底需要预期扭转，每轮周期市场预期的转向往往需要政策助力。而政策变化的背后往往带来流动性与政策支持力度的改变，资金成本的趋势性向下可视为市场见底的重要标志。**

企业——去杠杆趋于稳定，大战略布局长远：杠杆：三季度以来略有改善，融资集中度继续提升，中期融资集中度逻辑持续兑现，行业利差扩大。融资成本分化，龙头房企优势开始凸显，同时，融资收缩压力逐渐传导至投资端。**转型：**过去是中小企业积极转型，但近年来规模房企利用其行业地位以及资金优势也纷纷在长租公寓、物业服务、金融投资、社区商业、酒店文旅等相关行业探路。产业布局角度，我们认为物业服务迎来资本化进程加速之年，区域布局角度，长三角一体化的进展我们认为值得重视。

策略——似曾相识燕归来：1. 货币政策转向带来流动性边际改善；2. 房贷利率预计见顶回落；3. 房地产政策趋于温和，三方面积极因素下，我们认为 19 年地产板块可期待。配置角度，龙头房企估值溢价如期显现，我们建议三方面优选融资绩优生，挖掘价值洼地：具备强融资以及 ROE 突破能力（招商蛇口、保利地产、万科、华侨城）、具备成长弹性（阳光城、荣盛发展）、享受存量价值红利（光大嘉宝、中粮地产、建发股份），物业管理发展机遇（碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务、彩生活）。

风险提示：调控政策趋严，行业景气度下滑超预期

房地产

维持

买入

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

刘璐

liulu@csc.com.cn

18621286899

执业证书编号：S1440513090012

江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

王嵩

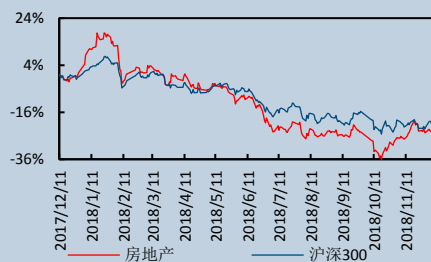
wangsong@csc.com.cn

18801066758

执业证书编号：S1440517120001

发布日期：2018 年 12 月 11 日

市场表现



相关研究报告

目录

行业：需求迎接调整，政策压力缓解	1
需求市场：已经逐步入冬	1
销售预测：2019 年迎接调整，中长期仍具备支撑	7
开工投资：库存见底回升，投资力度减弱	11
房地产投资预测：预计 2019 年投资增速回落至 2% 左右	14
政策：不再成为矛盾焦点	20
周期回顾：过去三轮下行周期的详细回顾	22
成交量：调整周期 3-4 季度，重点城市最大跌幅多在 30%-50%	22
价格：见底滞后于销量见底约 1-2 个季度，区间降幅在 20%-30%	25
推盘：销供比持续低于 1，去化率下降 20%-30%	28
见底信号：政策往往是预期变化的第一助力	30
企业：去杠杆趋于稳定，大战略布局长远	32
房企杠杆：三季度以来略有改善，融资集中度继续提升	32
房企转型：从以前的小转型到大转型	36
产业布局——物业服务迎来资本化进程加速之年	39
区域布局——长三角一体化提速	43
策略：似曾相识燕归来	48
积极因素累积，期待政策改善	48
龙头房企估值溢价如期显现	50
把握融资集中度，挖掘存量价值	52

图表目录

图表 1：商品房销售面积同比	1
图表 2：商品房销售额同比	1
图表 3：新开工面积累计同比和单月同比	1
图表 4：全国商品房期房和现房销售累计同比	1
图表 5：各能级商品房销售面积累计同比	2
图表 6：各区域商品房销售面积累计同比	2
图表 7：限购与非限购城市成交面积单月增速	2
图表 8：22 个重点城市成交户型结构	3
图表 9：重点城市项目开盘去化率	3
图表 10：19 个重点一、二线城市 10 月新开/加推项目总体开盘去化率变化	4
图表 11：重点一二线城市批准上市面积同比	4
图表 12：重点一二线城市批售比	4
图表 13：一线城市批售比	5
图表 14：重点二线城市批售比	5

图表 15: 重点 16 城二手房成交面积及同比	5
图表 16: 重点 16 城分能级二手房成交单月同比	5
图表 17: 重点城市 10 月二手房成交量环比	6
图表 18: 70 个大中城市二手住宅价格同环比	6
图表 19: 部分城市二手住宅价格指数 1-10 月累计涨幅	6
图表 20: 70 个大中城市分能级新建商品住宅价格环比	7
图表 21: 70 个大中城市分能级新建商品住宅价格同比	7
图表 22: 棚改计划以及完成情况 (万套)	8
图表 23: 棚改货币化率	8
图表 24: 全国 2018、2019 年销售面积预测	8
图表 25: 2018、2019 年销售均价预测	8
图表 26: 分线城市销售额预测	9
图表 27: 全国销售额预测	9
图表 28: 我国城镇居民人均住房建筑面积	9
图表 29: 全球主要国家人均实际居住面积	9
图表 30: 我国住宅存量结构	10
图表 31: 推算不同住宅形态得房率	10
图表 32: 日本、韩国城市化率	10
图表 33: 日本人均居住面积变化	10
图表 34: 住宅需求总量简要预测	10
图表 35: 商品房待售面积及累计同比	11
图表 36: 80 城库存及去化周期	11
图表 37: 二线城市库存及去化周期	11
图表 38: 三线城市库存及去化周期	11
图表 39: 全国土地成交价款和土地购置面积累计同比	12
图表 40: 全国土地成交均价及同比	12
图表 41: 百城土地供需比	12
图表 42: 百城土地成交溢价率 (%)	12
图表 43: 300 城宅地流拍宗数及流拍率	13
图表 44: 300 城分能级宅地流拍率	13
图表 45: 截至 11 月底各城市 2018 年住宅 (全住宅口径, 苏州除外)、商服用地供应计划完成率	13
图表 46: 土地购置费占开发投资比重	14
图表 47: 开发投资额以及土地购置费同比	14
图表 48: 各地关于土地出让金缴纳政策	15
图表 49: 土地购置费组成结构	16
图表 50: 土地购置费以及土地成交价款同比	16
图表 51: PSL 新增贷款额及同比	16
图表 52: 近年全国房地产销售面积结构	17
图表 53: 近年净停工面积占施工面积比重	17
图表 54: 新开工以及竣工面积同比	17
图表 55: 期现房销售面积、待售面积同比	17

图表 56: 建安及其他费用以及施工面积同比	18
图表 57: 2018 年、2019 年房地产投资测算	19
图表 58: 一二线城市新开工、销售同比	19
图表 59: 三线及以下城市新开工、销售同比	19
图表 60: 净停工面积及同比	19
图表 61: 各线城市净停工面积	19
图表 62: 新开工面积	20
图表 63: 施工面积	20
图表 64: 重点城市上半年政策方向	20
图表 65: 广州增城、南沙、花都调整政策	20
图表 66: 下半年地方政策	21
图表 67: 房地产市场量价齐跌形成 3 个周期底部	22
图表 68: 全国商品房单季度销售面积及同比增速	23
图表 69: 2008 年下行周期单月销售面积增速	23
图表 70: 2008 年下行周期国房景气指数	23
图表 71: 2011 年下行周期单月销售面积增速	23
图表 72: 2011 年下行周期国房景气指数	23
图表 73: 2014 年下行周期单月销售面积增速	24
图表 74: 2014 年下行周期国房景气指数	24
图表 75: 2008 年下行周期各重点城市成交量跌幅情况	24
图表 76: 2011 年下行周期各重点城市成交量跌幅情况	24
图表 77: 2014 年下行周期各重点城市成交量跌幅情况	25
图表 78: 70 个大中城市房价环比变化	26
图表 79: 2008 年下行周期各重点城市房价跌幅情况	26
图表 80: 2011 年下行周期各重点城市房价跌幅情况	27
图表 81: 2014 年下行周期各重点城市房价跌幅情况	28
图表 82: 2011 年开发商推盘同比增速	28
图表 83: 2014 年开发商推盘同比增速	28
图表 84: 重点城市销供比变化	29
图表 85: 十大城市可售面积	29
图表 86: 各线城市去化周期变化	30
图表 87: 底部周期出台货币政策及行业放松政策	30
图表 88: 个人住房贷款净增加额	31
图表 89: 房地产开发资金中个人按揭贷款累计同比	31
图表 90: 个人住房贷款利率与房地产销售面积增速对比	31
图表 91: 房地产开发资金来源累计增速	32
图表 92: 国内贷款资金来源累计增速	32
图表 93: 公司债发行规模及数量	32
图表 94: 企业债发行规模及数量	32
图表 95: 房企融资集中度变化	33
图表 96: 房地产行业信用利差变化	33

图表 97: 重点房企融资成本变化	33
图表 98: 重点房企公司债发行成本对比	34
图表 99: 重点房企中票发行成本对比	34
图表 100: 重点上市房企购买商品劳务支出现金流增速	35
图表 101: 重点上市房企购买商品劳务支出现金占销售商品收到现金比重	35
图表 102: 重点上市房企分结构购买劳务现金流增速	36
图表 103: 重点上市房企分结构购买商品劳务支出现金占销售商品收到的现金比重	36
图表 104: TOP20 房企多元产业布局	36
图表 105: TOP20 房企长租公寓拓展	37
图表 106: TOP20 房企社区商业拓展	38
图表 107: 万科松山湖度假区	39
图表 108: 恒大海花岛	39
图表 109: 物业公司登录资本市场	40
图表 110: 百强企业管理面积均值 (万平方米)	40
图表 111: TOP10 及 TOP100 市占率	40
图表 112: 上市企业在管面积 (百万平方米)	41
图表 113: 上市公司合约面积/在管面积	41
图表 114: 主要上市企业物业费对比 (元/平米/月)	41
图表 115: 主流物业公司在管面积中来自第三方的比例	41
图表 116: 百强企业不同物业收费水平 (元/平方米/月)	42
图表 117: 百强物业在管面积业态占比	42
图表 118: 费用成本结构	42
图表 119: 主流上市物业服务毛利率趋势	42
图表 120: 增值服务类型	43
图表 121: 上市企业物业服务和增值服务规模 (万元)	43
图表 123: 营收结构占比对比	43
图表 124: 长三角城市群与其他世界级城市群比较	44
图表 125: 长三角一体化进程	44
图表 126: 一核五圈四带发展路径	45
图表 127: 长三角周边城市人口规划	45
图表 128: 长三角一体化政策梳理	45
图表 129: 长三角群各城市区位与房地产交易规模	46
图表 130: 杭州 50-80 公里都市圈城市房地产市场规模	46
图表 131: 南京 50-80 公里都市圈城市房地产市场规模	46
图表 132: 长三角主要城市房价	46
图表 133: 上海 2035 总规中明确的四大跨区域战略协同区	47
图表 134: 今年四次降准情况及比较	48
图表 135: 全国首套房平均贷款利率	49
图表 136: 全国二套房贷平均利率	49
图表 137: 金融机构个人住房贷款加权平均利率与 10 年期国债利率 (%)	49
图表 138: 历次政治局会议房地产表述	49

图表 139: 龙头房企和非龙头房企 PE 变化.....	51
图表 140: 龙头房企和非龙头房企 PE 比值.....	51
图表 141: 龙头房企和非龙头房企 PB 变化.....	51
图表 142: 龙头房企和非龙头房企 PB 比值.....	51
图表 143: 不同类型上市房企 PE 情况.....	51
图表 144: 不同类型上市房企 PB 情况.....	51
图表 145: 招商蛇口销售额及增速（亿元）	52
图表 146: 招商蛇口归母净利及同比	52
图表 147: 保利地产销售额及增速（亿元）	53
图表 148: 保利地产拿地金额及占销售金额比重.....	53
图表 149: 万科拿地金额占销售额比重	53
图表 150: 万科市占率	53
图表 151: 华侨城销售现金流同比增速	54
图表 152: 华侨城、万科、保利 PE.....	54
图表 153: 阳光城拿地金额及占销售额比重（亿元）	54
图表 154: 阳光城销售额及增速	54
图表 155: 阳光城增持回购	54
图表 156: 荣盛发展销售额及同比增速	55
图表 157: 荣盛发展土地储备规模	55
图表 158: 荣盛发展高管增持详情	55
图表 159: 营业收入及净利润完成情况	56
图表 160: 光大嘉宝房地产基金规模	56
图表 161: 重组前后中粮地产股权架构变化	56
图表 162: 建发股份剩余地块出让可贡献利润测算.....	57

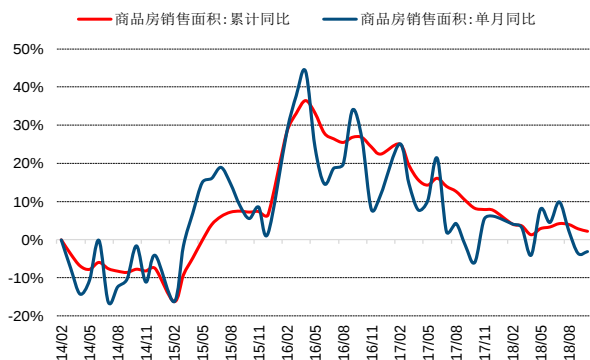
行业：需求迎接调整，政策压力缓解

需求市场：已经逐步入冬

总体成交：如期下滑，但韧性超市场预期

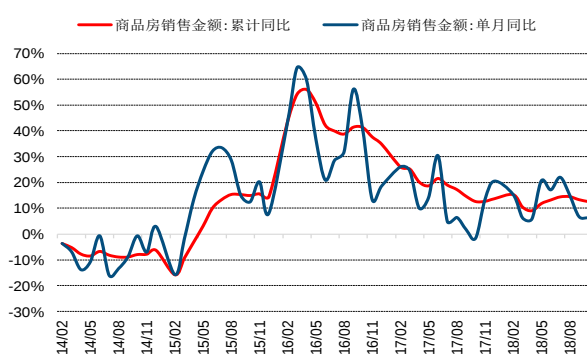
2018 年全国房地产市场如期开始回落，但依然呈现较强的韧性，销售面积在二季度还出现了反弹，直至 8 月份才重新回落，9、10 月份单月销售面积同比已呈负增长。截至 10 月，商品房销售面积累计同比增长 2.2%，增速回落 0.7 个百分点；销售金额累计同比增长 12.5%，增速回落 0.8 个百分点。我们认为，8 月是成交的一个分水岭，在四季度供应充足之下，需求逐渐取代供给成为实现成交的主要因素，而去年同期成交高基数叠加 9 月开始的需求萎缩，我们预计今年最后两个月增速将继续承压。

图表1：商品房销售面积同比



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

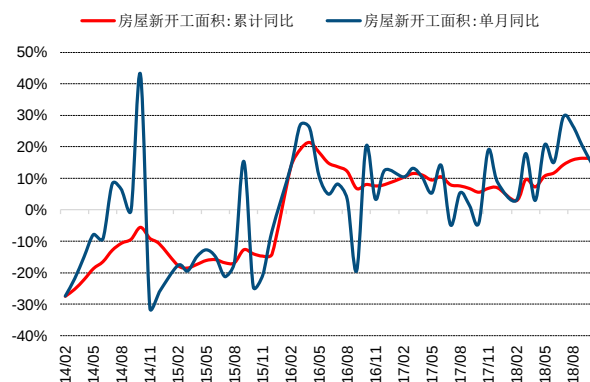
图表2：商品房销售额同比



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

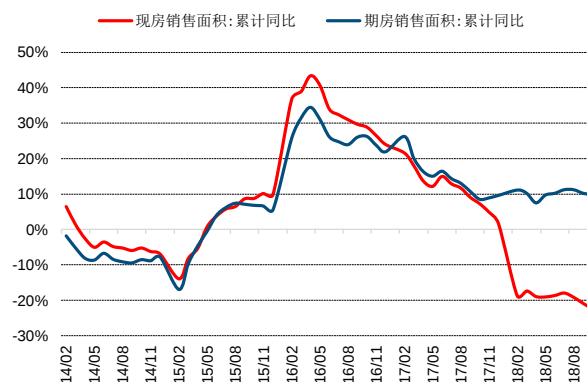
我们认为今年市场韧性超年初市场的因素在于：1、棚改货币化余热继续推动三四线市场高涨，在一、二线城市受政策压制的情况下成为支撑销售的重要力量；2、房企高周转模式带来的快开工加速了市场供应，在前期需求尚不差的情况下支撑成交。

图表3：新开工面积累计同比和单月同比



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表4：全国商品房期房和现房销售累计同比



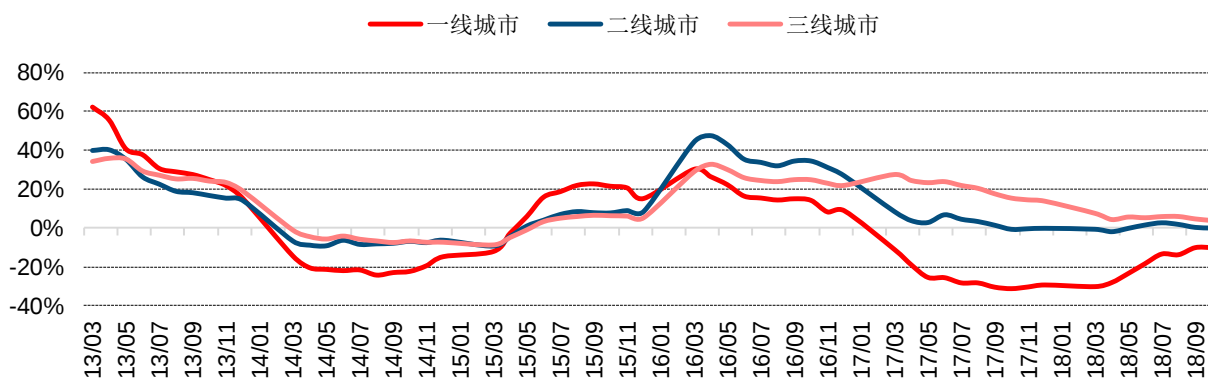
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

区域结构：一二线修复，三四线回落

分城市层级来看，如果说 2017 年是一二线城市低迷，三四线城市逆袭的一年，则 2018 年是一二线城市修复，三四线城市回落的一年。一线、二线、三四线销售面积累计增速从 2017 年末的-29.2%、-0.4%、13.6%分别转为 2018 年 10 月的-13.3%、2.43%、5.7%。这点同样体现在分限购和非限购城市，限购城市今年以来截至 10 月单月成交增速逐步修复，而非限购城市单月保持负增长。

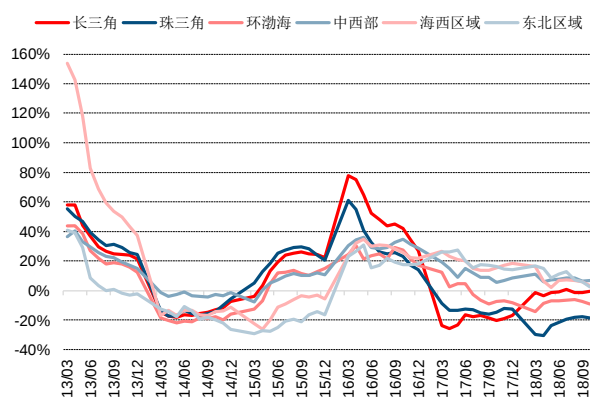
分具体区域来看，长三角、珠三角和环渤海区域前 10 月累计同比负增长，其中珠三角跌幅最大，环渤海其次，长三角微跌，相对而言，中西部、海西区域和东北区域仍实现累计同比正增长，但自 8 月份开始出现不同程度的下滑，截至 10 月分别下滑 1.7 个百分点、3.6 个百分点、10.2 百分点。

图表5： 各能级商品房销售面积累计同比



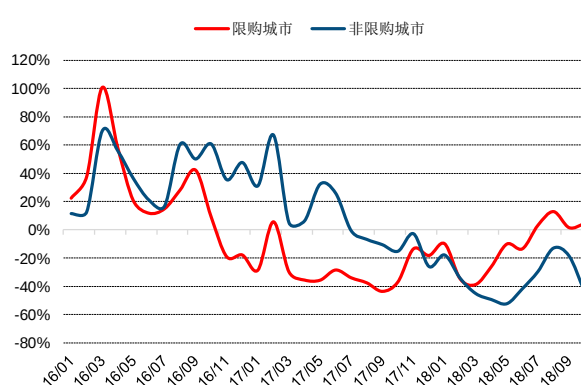
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表6： 各区域商品房销售面积累计同比



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表7： 限购与非限购城市成交面积单月增速



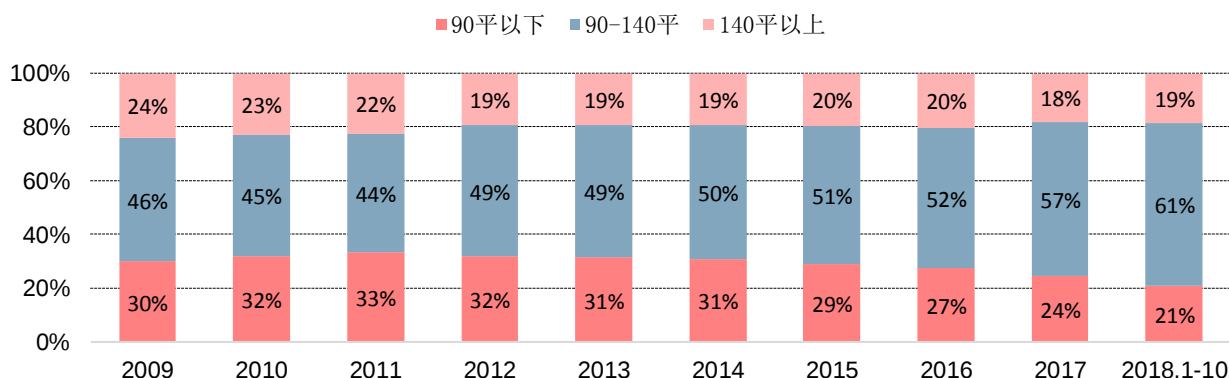
资料来源：wind，中信建投研究发展部

户型结构：2019 年刚性需求将成为关键

产品结构方面，市场继续延续 2015 年以来改善型需求占比提升的趋势，我们跟踪的 22 个重点城市 90-140 平户型成交占比在今年前 10 月达到 61%创历史新高，而代表首置刚需的 90 平以下占比不断下降，前 10 月成交

占比降至 21%，为近年来新低。我们认为，刚需占比的下滑和改善型需求的提升是遵循人口结构的自然变化，但在市场低迷期，刚需以及改善需求整体占比提升，而 140 平以上的豪改产品显著下降，例如 2012 年、2014 年以及 2017 年以来都可以看出这一趋势，所以在 2019 年市场回落的阶段，我们认为刚性需求将重新成为市场的关键，占比将提高，而刚性需求更为旺盛的城市其韧性将更好。

图表8： 22 个重点城市成交户型结构

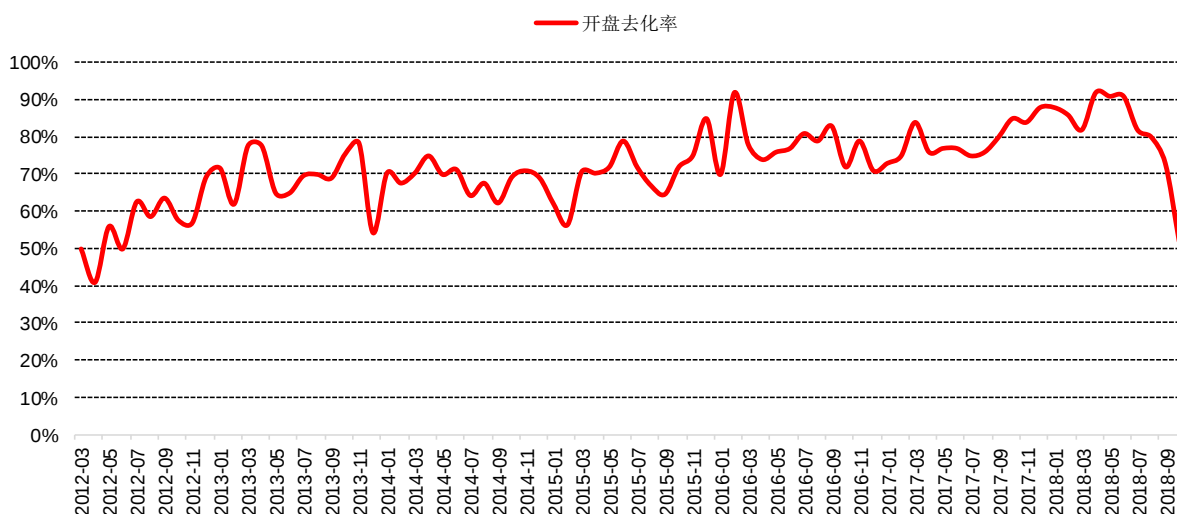


资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

去化率：从高点逐步回落

无论是从数据显示还是我们市场调研，今年以来重点城市去化率持续回落，从去年的普遍开盘高去化逐步演变成低去化率楼盘开始逐步出现，根据中国指数研究院数据，我们跟踪重点城市 2018 年二季度以来去化率明显回落，其中 19 个重点城市 10 月总体开盘去化率较三季度下降 17 个百分点，其中成都、长沙、长春、常州降幅在 25 个百分点以上，厦门略有修复。我们认为在调控政策延续的情况下，部分城市将继续由前期过高的去化率向正常水平回归，主要是供应加速和需求变差两方面共同作用的结果。

图表9： 重点城市项目开盘去化率



资料来源：中国指数研究院，中信建投研究发展部

图表10： 19个重点一、二线城市10月新开/加推项目总体开盘去化率变化

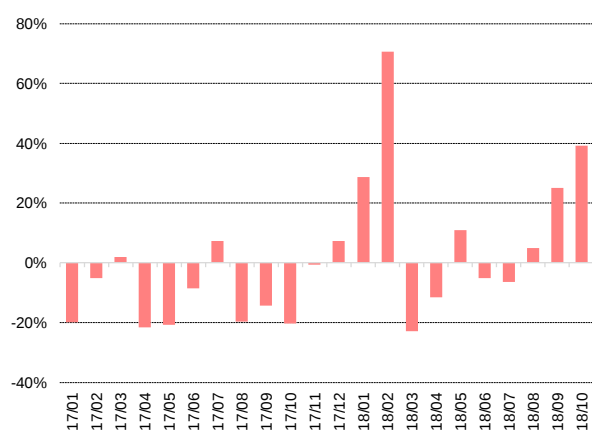
能级	城市	10月份新开/加推项目去化率	三季度新开/加推项目去化率	10月较三季度项目去化变化情况（百分点）
一级	北京	26%	44%	-18
	上海	40%	63%	-23
	深圳	28%	46%	-18
	沈阳	37%	56%	-19
	长春	40%	68%	-28
	厦门	41%	29%	12
	济南	45%	66%	-21
	长沙	50%	79%	-29
	常州	51%	76%	-25
二三线	宁波	57%	80%	-23
	成都	62%	95%	-33
	合肥	64%	82%	-18
	重庆	69%	90%	-21
	南京	70%	71%	-1
	无锡	72%	78%	-6
	青岛	72%	85%	-13
	昆明	78%	83%	-5
	西安	82%	92%	-10
	南宁	84%	79%	5
总计		56%	73%	-17

资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

供应：一线全年放量，二线三季度开始放量

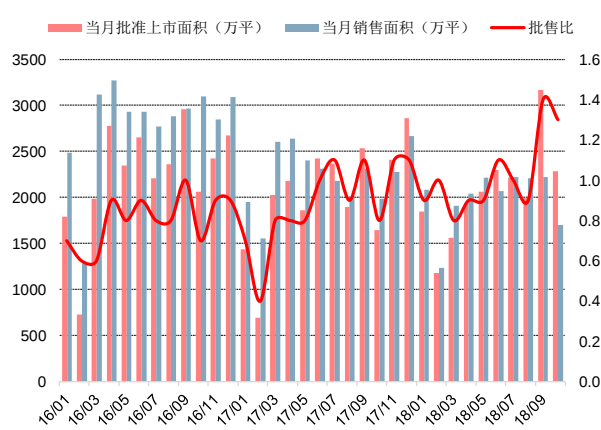
今年以来一二线城市增速持续修复，其中供给放量为关键。观察 22 个重点一二线城市数据，2018 年以来供应整体相较 2017 年提升，其中 1 月和 2 月、9 月和 10 月两个时段放量明显，同比增速在 20% 以上，其中，9 月、10 月的批售比为 1.4、1.3，年末供应充足。一线城市而言，供应全年放量，截至 10 月除 1 月、3 月外，批售比均在 1 以上；对于二线城市，前 8 月供应相较成交整体不足，但是自 9 月以来供应也开始放量，第四季度供应相对充足。

图表11： 重点一二线城市批准上市面积同比



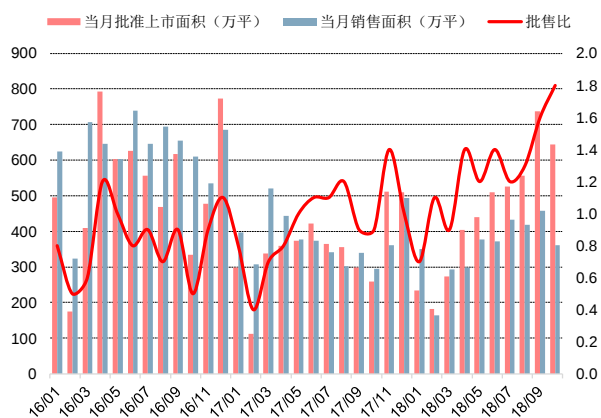
资料来源：CREIS，中信建投研究发展部

图表12： 重点一二线城市批售比



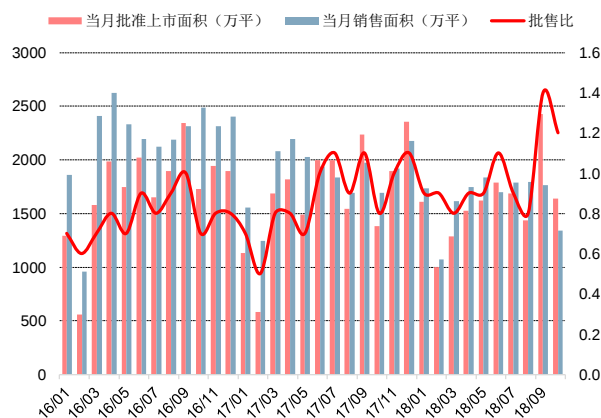
资料来源：CREIS，中信建投研究发展部

图表13：一线城市批售比



资料来源：CREIS，中信建投研究发展部

图表14：重点二线城市批售比

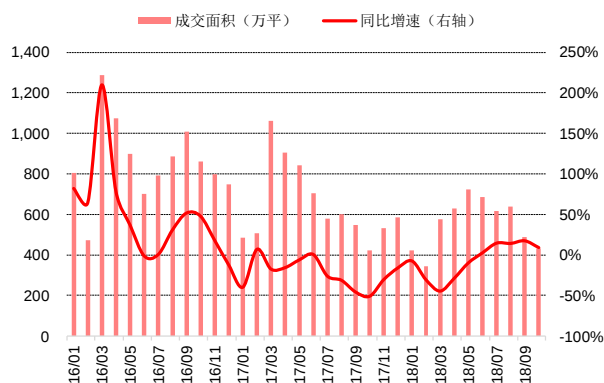


资料来源：CREIS，中信建投研究发展部

二手房：重点城市成交持续回落

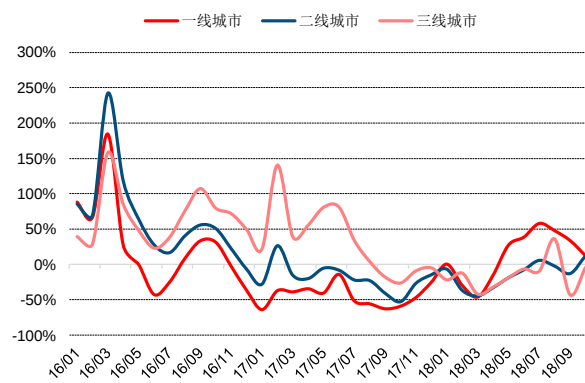
在重点城市中，二手房市场已经开始占据越来越重要的地位。我们跟踪的重点 16 城二手房二季度以来单月成交面积持续回落，多数城市下半年以来二手房成交量环比持续下跌，深圳、武汉表现相对平稳。二手房市场整体观望情绪较重，带看量、新增房源、新增客源等指标有所下降，成交周期和议价空间有所提升，整体来看二手房市场成交节奏将继续趋于放缓。一手房入市分流、更为严厉的限制措施如更高的首付、更高的房贷利率等因素，均将对二手房新增需求形成压制，而这也可能反过来对一手房的刚改需求形成影响。

图表15：重点 16 城二手房成交面积及同比



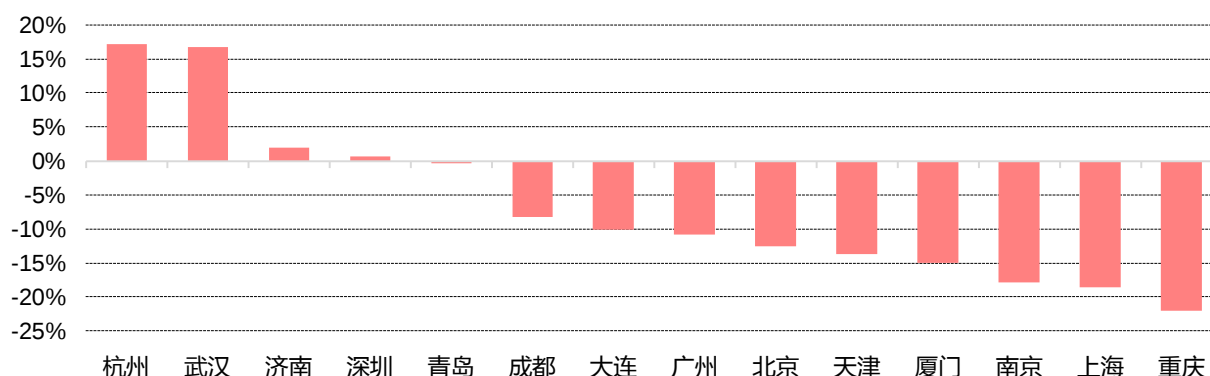
资料来源：wind，中信建投研究发展部

图表16：重点 16 城分能级二手房成交单月同比



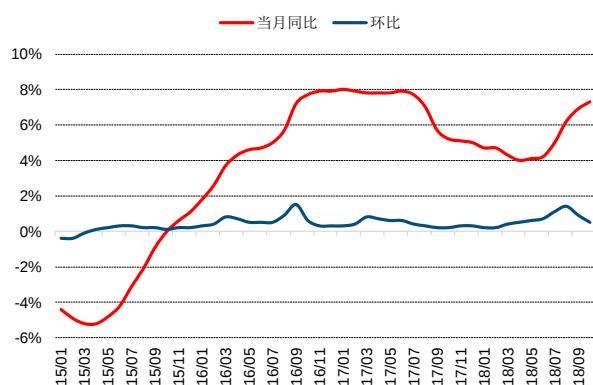
资料来源：wind，中信建投研究发展部

图表17：重点城市10月二手房成交量环比



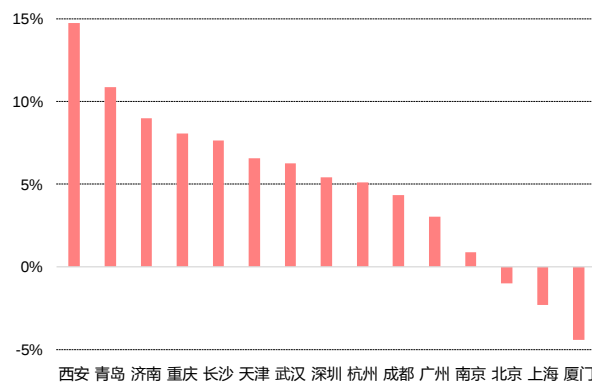
资料来源：贝壳研究院，中信建投研究发展部

图表18：70个大中城市二手住宅价格同环比



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表19：部分城市二手住宅价格指数1-10月累计涨幅

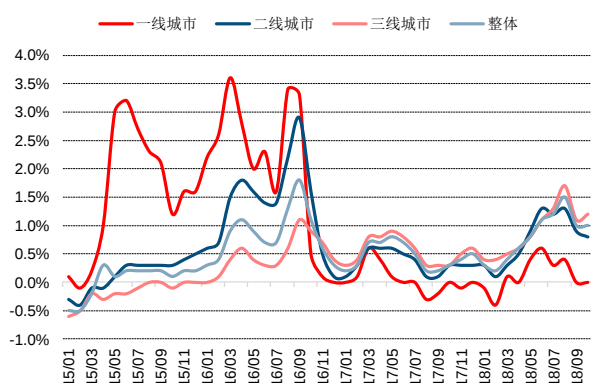


资料来源：统计局，中信建投研究发展部

价格：预计将会逐步回落

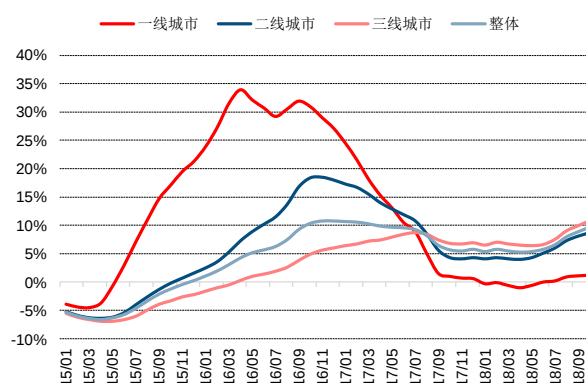
今年以来，由于上半年市场整体景气度较高，市场价格整体保持略微上行，但结构分化明显。三线环比平均涨幅最高，二线次之，一线最低；同比的分化更为明显，但仍是三线涨幅最高，二线次之，一线最低。我们认为，在后市去化率下降、成交趋于平淡的环境下，降价促销的情况将会更多的出现。但考虑到此轮周期的库存相对处于低位，且此前拿地成本持续上升，我们认为整体房价下行的空间相对前几轮周期更为有限。

图表20： 70 个大中城市分能级新建商品住宅价格环比



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表21： 70 个大中城市分能级新建商品住宅价格同比



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

销售预测：2019 年迎接调整，中长期仍具备支撑

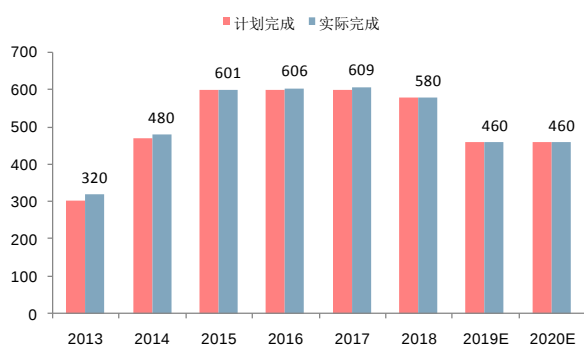
展望 2019：明年销售增速预计在-6%左右

展望 2019 年，我们认为销售将会承压，今年 9 月份以来基本面下行趋势将在明年进一步演绎。自 16 年四季度以来，持续而空前的调控政策以及趋紧的信贷市场对一二线市场需求的挤压终于显现，且多地已经出现价格松动，三四线城市内部虽有分化，但整体表现尚且稳定。但我们认为明年一二线市场表现将相对更好，而需要警惕的是三四线城市。明年维稳主题占主导，流动性继续宽松是大概率事件，同时，一二线城市专项政策边际改善的空间也更显著，因此将优先受益，从多地正在发生的房贷利率下行可见一斑。三四线市场过去三年从复苏走向全面繁荣，在明年棚改支持力度渐弱的环境下，需求的持续性会迎来挑战。整体来看，我们认为市场会呈现前低后高的趋势。

量化考量，我们认为明年最值得关注的是棚改力度变化对三四线的影响。自 15 年起，棚改货币化比例开始大幅提升，从而拉起三四线城市快速去库存的序幕，预计 17 年货币化安置比例在 60%左右，18 年有所下降，预计全年在 50%左右。随着三四线城市库存下降，货币化安置的比重下降，我们预计明年货币化安置比例会再度下滑至 40%。据住建部数据，2016 年全国棚改开工 606 万套，其中货币化安置比例为 48.5%，去化商品房库存 2.5 亿平米，我们推算 2017、2018 年棚改所带来的销售量分别为 3.11 和 2.47 亿方，而 2019-2020 年棚改计划为 920 万套，预计明年的棚改量在 460 万套左右，较 18 年下降了 20.7%，因此可推断，棚改可带来的去化量约为 1.57 亿平，绝对值下降 0.9 亿方，我们综合预判三线及以下城市销售面积同比下降 6.6%。

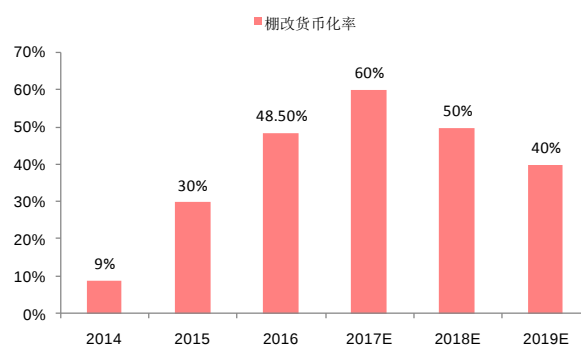
整体而言，我们预计今年一线、二线及三线以下城市销售面积同比增速分别为-9%、-0.5%和 3.2%，明年各线城市销售面积同比增速分别为 2.0%、-4.0%以及-6.6%，全国销售面积同比下降 5.7%。我们参照 2014 年，预计一线、二线及三线以下城市的销售均价同比分别增长 2.5%、1.0%和 1.0%，全国销售额同比增速在-3.8%左右。

图表22: 棚改计划以及完成情况(万套)



资料来源: 住建部, 中信建投研究发展部

图表23: 棚改货币化率



资料来源: 住建部, 中信建投研究发展部

图表24: 全国 2018、2019 年销售面积预测

销售面积	销售面积				同比增速			
	一线城市	二线城市	三线及以下城市	全国	一线城市	二线城市	三线及以下城市	全国
2014	5,611	32,957	82,080	120,649	-14.6%	-6.5%	-7.5%	-7.6%
2015	6,470	35,703	86,322	128,495	15.3%	8.3%	5.2%	6.5%
2016	7,050	45,212	105,087	157,349	9.0%	26.6%	21.7%	22.5%
2017	4,990	45,028	119,389	169,408	-29.2%	-0.4%	13.6%	7.7%
2018	4,541	44,803	123,210	172,554	-9.0%	-0.5%	3.2%	1.9%
2019	4,632	43,011	115,110	162,753	2.0%	-4.0%	-6.6%	-5.7%

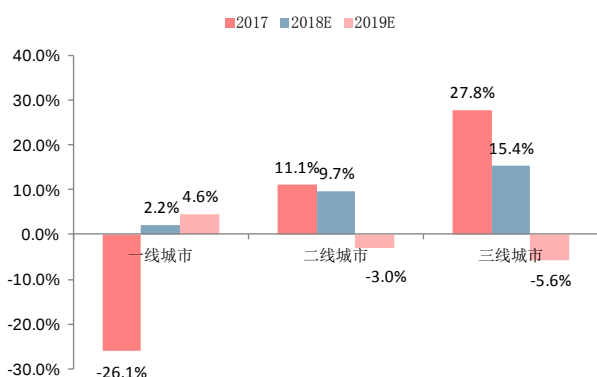
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表25: 2018、2019 年销售均价预测

销售均价	销售均价				同比增速			
	一线城市	二线城市	三线及以下城市	全国	一线城市	二线城市	三线及以下城市	全国
2014	17,777	7,818	4,940	6,324	1.8%	0.5%	3.1%	1.4%
2015	21,404	8,223	5,106	6,793	20.4%	5.2%	3.4%	7.4%
2016	25,212	9,315	5,494	7,476	17.8%	13.3%	7.6%	10.1%
2017	26,329	10,393	6,179	7,892	4.4%	11.6%	12.5%	5.6%
2018	29,581	11,458	6,907	8,708	12.4%	10.3%	11.8%	10.3%
2019	30,321	11,573	6,976	8,855	2.5%	1.0%	1.0%	1.7%

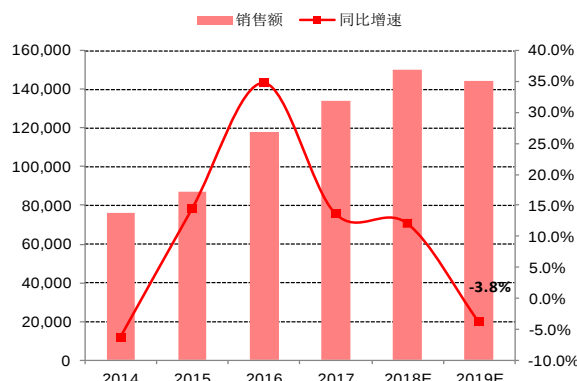
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表26： 分线城市销售额预测



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图表27： 全国销售额预测

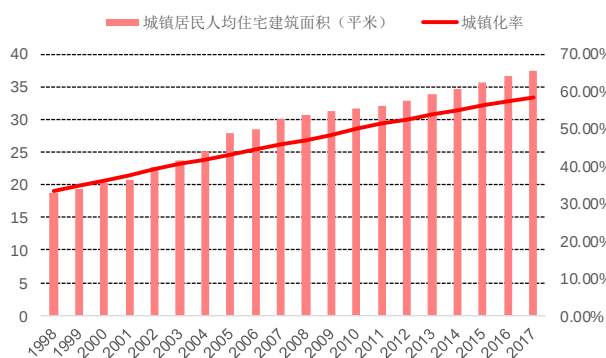


资料来源: wind, 中信建投研究发展部

但中长期具有刚性支撑

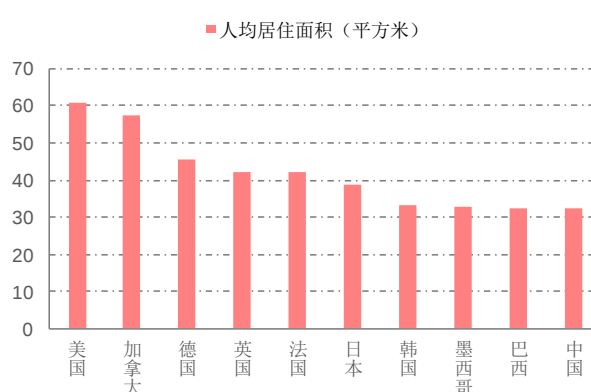
中长期角度，房地产市场未来的市场容量我们认为核心在于：一方面是城镇化率提升带来的增量，另一方面，是人均住宅面积的上升空间。从城镇化率的角度来看，2017 年我国城镇化率为 58.52%，近 5 年年均提升 1.19 个百分点，近 10 年年均提升 1.29 个百分点，仍处于快速提升阶段，但对标国际主流发达城市，仍处于较低水平。目前美国、日本等发达国家城镇化率都在 80-90%以上的水平，且在城镇化率在达到 70%之前往往都经历了发展的黄金期。从人均住宅面积来看，根据国家统计局的历史数据和线性外推得到 2017 年城镇居民人均住房建筑面积约为 37.5 平方米。由于我国存在公摊面积，根据我们测算得出我国平均的得房率在 86.2%的水平，因此我国城镇居民人均住房实际使用面积为 32.33 平方米，对比国际主要国家来看仍处于中低水平。

图表28： 我国城镇居民人均住房建筑面积

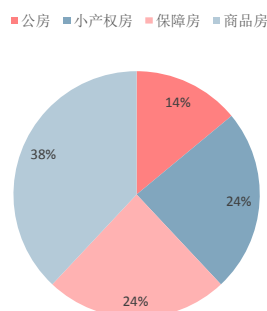


资料来源: 统计局, 中信建投证券研究发展部

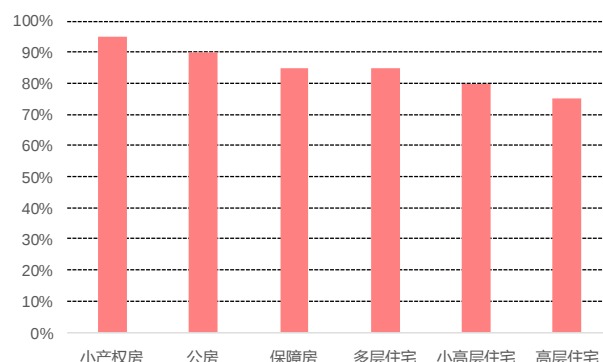
图表29： 全球主要国家人均实际居住面积



资料来源: 各国统计局, point2home, 中信建投证券研究发展部

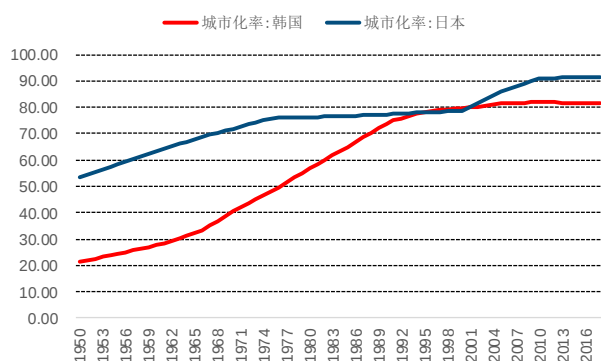
图表30： 我国住宅存量结构


资料来源：如是金融研究院，中信建投证券研究发展部

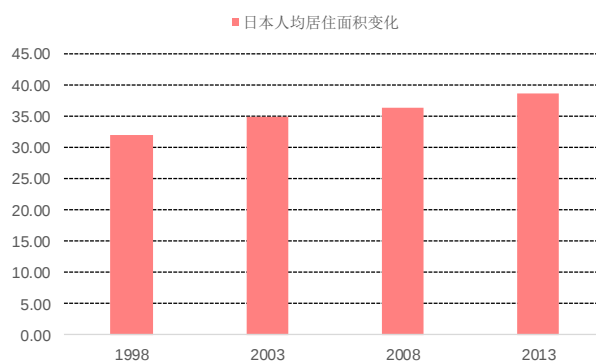
图表31： 推算不同住宅形态得房率


资料来源：中信建投证券研究发展部测算

根据韩国、日本经验，两国在城镇化率不断提升的过程中，人均居住面积同样持续上升。韩国城市化率从1980年的56.42%快速增长至2000年的80%的水平，人均居住面积从2006年的26.2平方米提高到2014年的33.5平方米，年均增长0.91平方米，2015年人均居住面积才首次下降至33.2平方米。日本的城镇化率从2000年的78.65%增长至2017年91.54%，在此期间，日本的人均住宅面积从1998年的32.1平米增长至2013年38.7平，年均增长0.44平方米。因此我们判断未来我国城镇化率提升过程中，我国人均居住面积仍存提升空间。

图表32： 日本、韩国城市化率


资料来源：联合国，中信建投证券研究发展部

图表33： 日本人均居住面积变化


资料来源：日本统计局，中信建投证券研究发展部

根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016—2030年）》人口预测，2025年我国总人口将达14.25亿，我们假设城镇居民人均建筑面积每年增长0.5平方米，则2025年人均住房建筑面积将分别达到41.5平方米。假设2025年之前年均城镇化率提升1.2%的百分点，至2025年年均净增加12.23亿平，而且这当中还并未包含旧改和城市更新带来的存量需求，因此从长期来看，我们认为中期之内，行业的需求依然存在，只是会面临阶段性的波动。

图表34： 住宅需求总量简要预测

指标	2017 年	2025 年
人口（亿）	13.9	14.25
城镇化率	58.52%	68.12%
城镇居民人均住房建筑面积（平）	37.5	41.5

城镇住宅总量（亿平）

305.04

402.84

年均净新增（亿平）

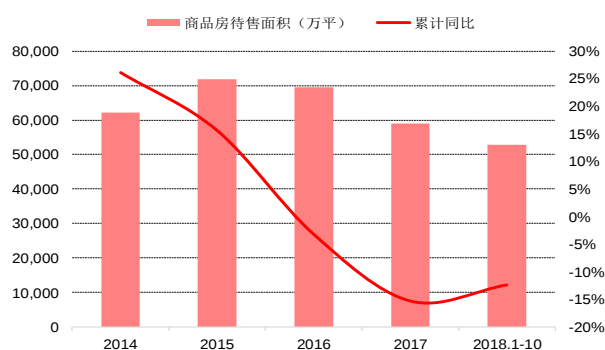
12.23

资料来源：《国家人口发展规划（2016—2030年）》，中信建投证券研究发展部测算

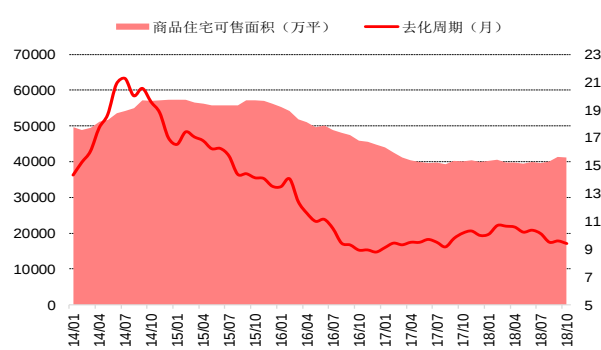
开工投资：库存见底回升，投资力度减弱

库存结构：已经开始见底回升

在去库存取得阶段性成效后，近两年整体库存一直处在低位徘徊。以统计局现房库存口径，1-10月商品房待售面积累计下滑12%，连续第3年下滑。但如果以80城商品住宅可售面积口径，库存较2017年末略涨3.2%，分城市结构来看，一线和三线城市库存分别较2017年末增长19.6%和6.4%，二线城市则略降0.7%，背后原因在于市场景气度下行以及供应增加。

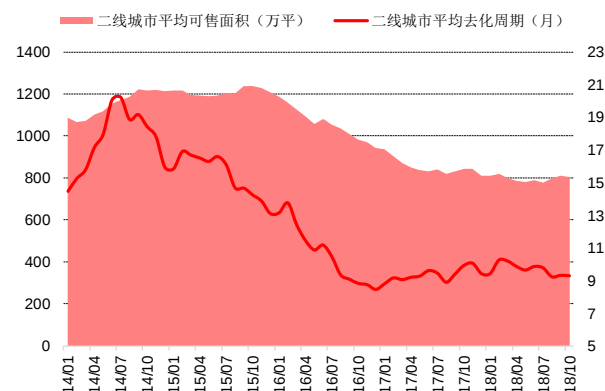
图表35：商品房待售面积及累计同比


资料来源：统计局，中信建投研究发展部

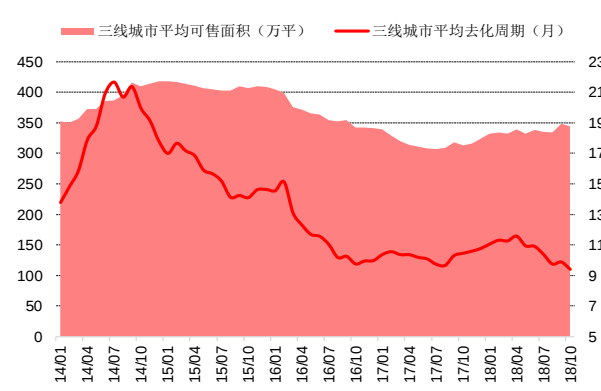
图表36：80城库存及去化周期


资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

去化周期层面，房企二季度以来加快开工、推盘使得销售具备一定的支撑，六个月移动平均测算下的去化周期经历了一季度近年来的高点之后重新下降，截至10月80城去化周期9.4个月，较2017年末下降0.6个月。其中，一线、二线及三线城市平均去化周期分别为10.9个月、9.3个月和9.4个月，较上年末均有所下降。

图表37：二线城市库存及去化周期


资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

图表38：三线城市库存及去化周期


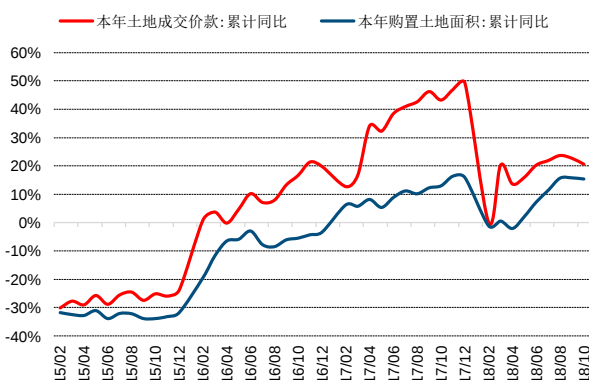
资料来源：CRIC，中信建投研究发展部

土地市场：从补库存到流拍潮

经历了 2017 年的土地热潮之后，2018 年土地市场开始出现拐点。前三季度土地成交面积和成交金额累计增速渐创新高，单月成交均价环比则持续提升，此外，百城土地单月供需比今年以来基本保持在 1 以上，土地供应充足。但三季度开始土地成交增速开始回落，同时流拍潮迅速来临。二季度以来 300 城土地流拍率已超过 2014 年水平，二三线流拍率较一线更甚，土地溢价率则低位徘徊，成交均价增速逐步回落。

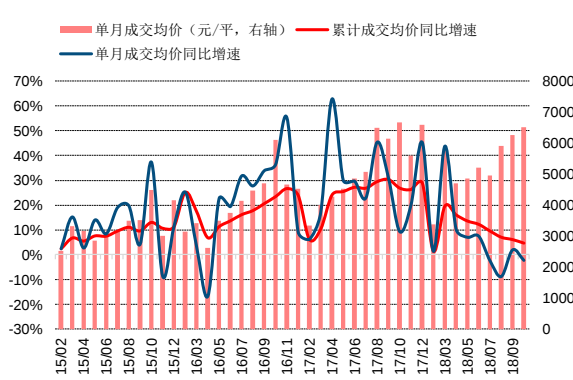
上半年市场保持火热态势，我们认为主要是房企高周转模式叠加前期便已存在的补库存需求所致；然而下半年骤然预冷，主要在于限价政策、土地成本不断抬升、尤其是房企资金压力的三重夹击下，房企出于项目利润率的考虑趋向于理性拿地。土地市场骤然趋冷，我们认为争取政策空间宽容度的一大前提。

图表39： 全国土地成交价款和土地购置面积累计同比



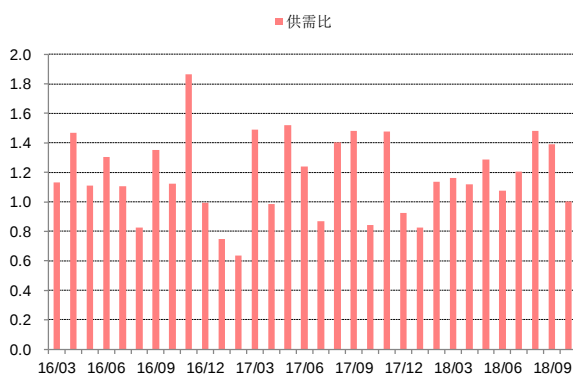
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表40： 全国土地成交均价及同比



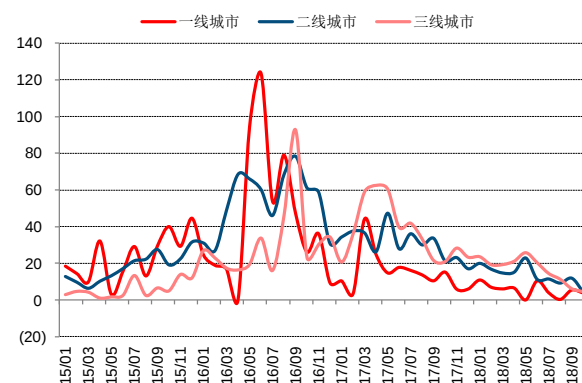
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表41： 百城土地供需比

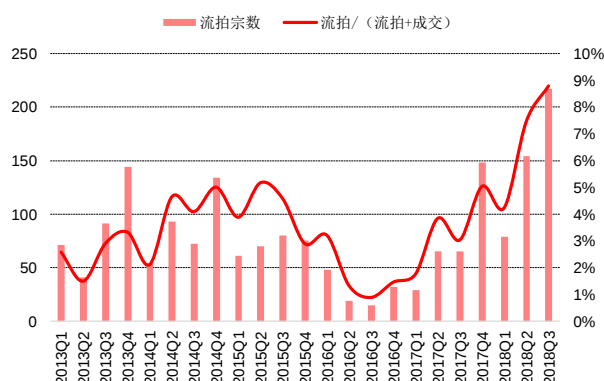


资料来源：统计局，中信建投研究发展部

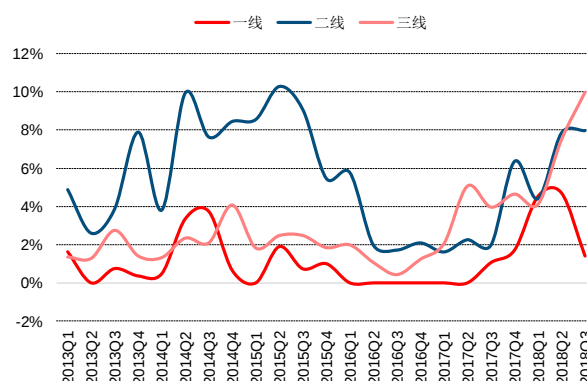
图表42： 百城土地成交溢价率（%）



资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表43： 300 城宅地流拍宗数及流拍率


资料来源：CREIS，中信建投研究发展部

图表44： 300 城分能级宅地流拍率


资料来源：CREIS，中信建投研究发展部

供应计划完成率：二线高于一线，总体不高

在土地供应层面，经历了 2017 年的高土地供给完成率后，2018 年有所回落。我们整理了 28 个重点一二线城市截至 2018 年 11 月底的全年住宅、商服用地供应计划完成率情况，可以看到：**1、总体完成率低**。28 个重点城市中仅太原、南宁两个城市完成率超 100%，其余城市均尚未完成全年计划；**2、二线城市整体完成率高于一线城市**。二线整体完成率 56%，而一线整体完成率仅 33%，其中广州、北京、深圳宅地供应计划完成率分别为 40%、31%和 13%。临近年末，完成率较低的城市会出现加速供地以完成指标的情况，相对而言，我们认为全年三四线城市的土地供应完成度会更高。

图表45： 截至 11 月底各城市 2018 年住宅（全住宅口径，苏州除外）、商服用地供应计划完成率

城市	住宅用地供应计划完成率	商服用地供应计划完成率	住宅、商服用地合计供应计划完成率
太原	226%	59%	184%
南宁	119%	51%	110%
苏州	83%（分母为商品住宅用地）	--	--
长沙	82%	100%	86%
温州	72%	142%	77%
石家庄	72%	23%	61%
天津	70%	28%	62%
武汉	70%	43%	65%
无锡	68%	82%	70%
重庆	67%	--	--
沈阳	59%	111%	67%
郑州	54%	24%	46%
福州	52%	155%	57%
贵阳	51%	10%	29%
济南	51%	88%	60%
青岛	50%	101%	62%
成都	47%	29%	42%
杭州	43%	79%	50%

城市	住宅用地供应计划完成率	商服用地供应计划完成率	住宅、商服用地合计供应计划完成率
南昌	42%	83%	49%
广州	40%	13%	30%
南京	38%	77%	44%
西安	32%	22%	29%
北京	31%	42%	33%
合肥	29%	23%	29%
厦门	27%	17%	23%
宁波	25%	5%	18%
深圳	13%	43%	23%

资料来源：各政府网站，wind，中信建投证券研究发展部

房地产投资预测：预计 2019 年投资增速回落至 2% 左右

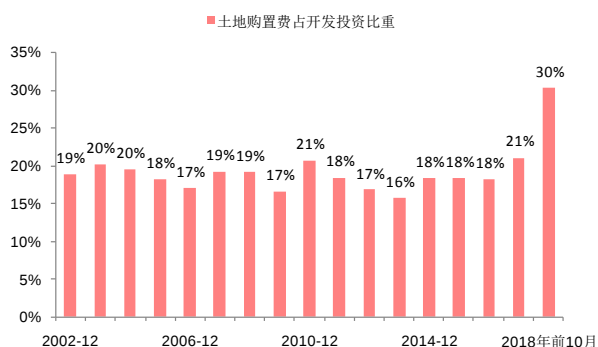
影响房地产投资最关键的变量即施工面积及土地购置费，施工面积对应行业整体工程支出，土地购置费直接计入房地产投资额。但分拆投资数据，今年投资数据的结构与以往有很大差异，缕清结构性的变化是预判明年趋势的前提。

投资数据的几大变化：土地购置费项对投资的支撑大幅提升

过去土地购置费占开发投资的比重一直在 20% 左右，而今年前 10 月，土地购置费占比达 30%。这一变化主要来自于两方面：

一方面，是往期土地支付周期滞后效应，叠加当期土地购置费缴纳周期缩短。过去土地成交价款首付比例为 20%-50%，支付周期多为半年到一年，因此今年的土地购置费与去年土地成交价款的高速增长相呼应，与此同时，当期土地购置费缴纳期限也在缩短。对于一二线城市而言，这一调整自去年 16 年四季度开始已经在蔓延，苏州、济南等热点城市调控政策中已提出“提升土地保证金以及首付比例、缩短缴纳年限”的政策，至去年也有城市持续跟进。如果说 16-17 年出台的土地政策是为了抑制地价，而近期趋严的出让金缴纳政策主要在于去杠杆周期下地方政府的债务问题以及上半年持续火热的土地市场，这在三四线市场相对突出。

图表46： 土地购置费占开发投资比重



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图表47： 开发投资额以及土地购置费同比



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图表48： 各地关于土地出让金缴纳政策

时间	城市	文件	内容
2018 年 5 月	贵阳	关于切实做好促进房地产市场健康稳定发展有关工作的通知	由市国土、土储、公共资源交易中心等部门负责，合理确定新增住宅供地价格，避免出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况。建立房价与地价联动机制，严防地价过快上涨。严格执行土地利用动态巡查制度，督促房地产开发企业及时足额缴纳土地出让价款，市各职能部门督促房地产开发企业严格按照合同约定及时开工、竣工，加快商品住房项目建设和上市节奏，尽快形成市场有效供应。 经营性房地产用地出让竞价溢价率超出一定比例时，要逐阶段要求缩短全额付清土地出让金的时间、提高商品房可销售的条件，避免“地王”扰乱市场预期。金融管理部门要加强房地产开发贷款、银行理财、资产管理计划、信托计划等流向开发企业的资金用途监管，不得用于支付土地出让价款。
2017 年 10 月	福建省	关于进一步加强房地产市场调控八条措施的通知	提高住宅用地竞买保证金和土地出让金首付款比例，竞买保证金由原来的 20% 提高到 30% 或以上，首付款由 50% 提高到 60% 或以上。缩短土地出让金付款期限，全额土地出让金支付期限调整为 3 个月内。
2017 年 4 月 26 日	苏州	苏州市局积极维护土地市场健康稳定	缩短土地出让价款缴纳期限对上市出让宗地成交溢价率在 60% 及以上的，要从《国有建设用地使用权出让合同》签订之日起 3 个月内缴清全部土地出让价款。
2017 年 2 月 7 日	成都	成都市人民政府办公厅关于完善经营性建设用地供应调控机制促进我市土地市场平稳健康发展的通知	缩短土地出让价款缴纳时间。土地出让起始价不超过 3 亿元（含）的，土地出让价款应在出让合同签订之日起 30 日内全部缴清。土地出让起始价超过 3 亿元且溢价率不超过 50%（含）的，土地出让起始价款的 50% 及全部溢价部分应在出让合同签订之日起 30 日内缴清，剩余价款应在出让合同签订之日起 90 日内缴清；溢价率超过 50% 的，土地出让价款应在出让合同签订之日起 30 日内全部缴清。凡溢价率超过 100% 的，土地出让价款应在出让合同签订之日起 15 日内全部缴清。
2016 年 9 月 28 日	济南	济南市人民政府办公厅关于保持房地产市场持续平稳健康发展的通知	适当提高福州城区公开出让项目用地竞买保证金和缩短土地出让金付款期限，竞买保证金由现行的 20% 提高到 30%，全额土地出让金支付期限调整为 3 个月，付款比例为合同签订之日起 30 天内支付 50%，其余在 90 天内全部付清。
2016 年 9 月 28 日	福州	《福州市进一步促进房地产市场平稳健康发展若干意见的通知》	经市政府同意，杭州市区调整土地公开出让竞价方式。
2016 年 9 月 26 日	杭州	杭州市国土资源局	一、当土地竞价溢价率超过 100% (含) 时，该地块竞得人应在签订土地出让合同起一个月内全额付清土地出让金。 二、当土地竞价溢价率超过 120% (含) 时，除需满足上述第一款条件外，该地块所建商品房屋还须在取得不动产登记证后方可销售。 三、当土地竞价溢价率达到 150% 时，不再接受更高报价，转为在此价格基础上通过现场投报配建养老设施面积的程序并按投报面积最高者确定竞得人，并需同时满足上述第一、二款条件。
2016 年 9 月 14 日	郑州	关于促进房地产市场持续平稳健康发展的通知	除大棚户区改选用地外，居住用地及兼容居住用地的其他用地，土地出让竞买保证金缴纳比例提高到 100%，溢价部分土地出让金在土地出让合同签订后 10 个工作日内缴清。
2016 年 7 月 6 日	宜春	宜春市关于加强宜春中心城区土地出让金收缴管理工作的通知	进一步规范土地交易行为，提高土地竞买保证金的缴纳比例，缩短土地出让金缴纳期限。土地竞买保证金缴纳比例原则上不低于宗地起始价的 60%，土地出让金缴纳期限为三个月。自合同签订之日起，受让人在一个月内缴纳不低于土地出让

时间	城市	文件	内容
2016年6月21日	合肥	合肥市土地管理委员会第五次主任（扩大）会议召开	金成交总额50%的首付款，余款三个月内缴清。 会上决定对合肥商品房贷款将执行差别化政策执行。提升居住用地竞买保证金至不低于参考总价的50%，缩短居住用地的土地出让金缴纳时限，出让金总额在20亿元以下含20亿元的，须在土地出让合同签订后1个月内一次性付清，出让金20亿元以上的，缴纳时间不超过6个月。在合肥市各区县（除县级巢湖市和庐江县外）拍出“地王”（即楼面地价超过当地历史最高成交单价）的，开发企业必须在土地出让合同签订一个月内一次性付清出让金。

资料来源：各地房管局官网，中信建投研究发展部

另一方面，棚改对于土地购置费可能有较强的带动效应。我们认为土地购置费增速与土地成交价款增速近年来的背离除了滞后效应，还可能和统计范畴的差异有关。土地购置费除了包含招拍挂等土地出让途径所涉及的资金，还包含划拨方式供应用地涉及的资金，主要是土地征收环节涉及的费用。近年来棚改的推进提速，以PSL资金参照棚改投入资金的力度，18年前10月PSL新增贷款同比增长19%，因此对土地购置费的支撑又有所提升，也能在一定程度上印证我们观点。

图表49：土地购置费组成结构

方式	内容
划拨	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
出让	通过出让方式取得土地使用权所支付的出让金
招拍挂	通过“招、拍、挂”方式取得土地使用权所支付的资金

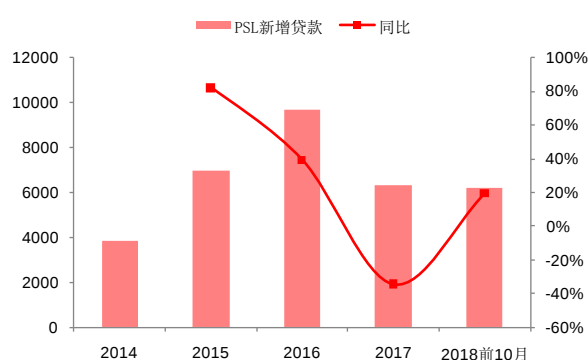
资料来源：wind，中信建投研究发展部

图表50：土地购置费以及土地成交价款同比



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图表51：PSL新增贷款额及同比

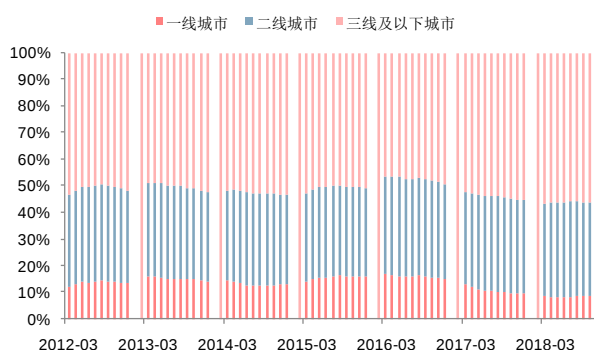


资料来源：wind，中信建投研究发展部

投资数据的几大变化：竣工面积的背离

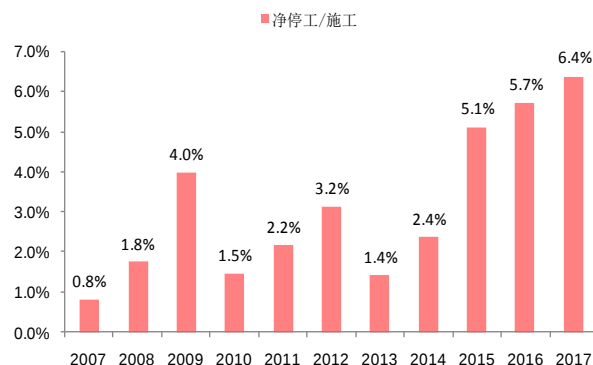
今年另一大现象则是竣工面积与新开工、以及销售面积增速的大幅背离。竣工面积增速近年来持续负增长，两者走势大幅背离。我们认为竣工面积的持续负增长有两个原因：1、近年来三四线城市的销售开工占比明显提升，而三四线城市的预售条件相对比重点城市更宽松，这导致了三四线城市开工、销售到竣工的周期相对更长，而近年来成交结构中三四线城市的成交占比明显提升；2、近年来施工面积中净停工面积持续提升，项目开工后停工导致竣工面积增长小于新开工，也是一种可能。

图表52： 近年全国房地产销售面积结构



资料来源：wind，中信建投研究发展部

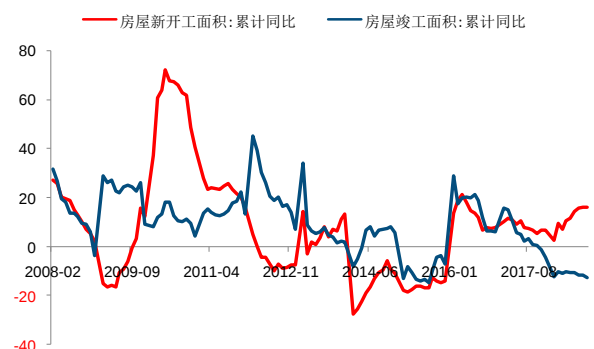
图表53： 近年净停工面积占施工面积比重



资料来源：wind，中信建投研究发展部

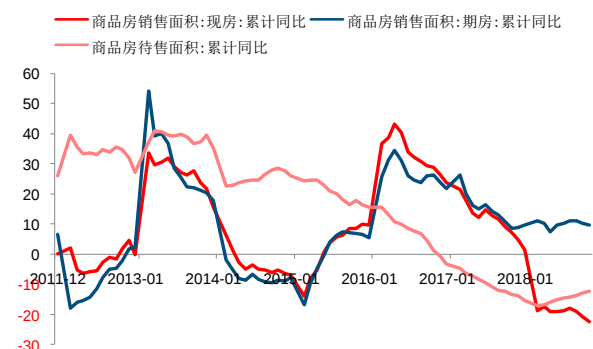
另外关于资金诉求下“快开工、慢竣工”的现象还可从期现房销售情况得以印证。今年来期房销售同比增长的整体环境下，现房销售同比下降，同时全国待售面积维持负增长，现房库存也在下降。即现房销售走弱主要是供给力度下降造成的，开发商再度提升了期房销售的比例。两种模式最大的差别在于回款速度，再度说明今年趋紧的信贷环境提升了大家对回款的依赖程度。

图表54： 新开工以及竣工面积同比



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图表55： 期现房销售面积、待售面积同比



资料来源：wind，中信建投研究发展部

投资数据的几大变化：施工投资与施工面积背离

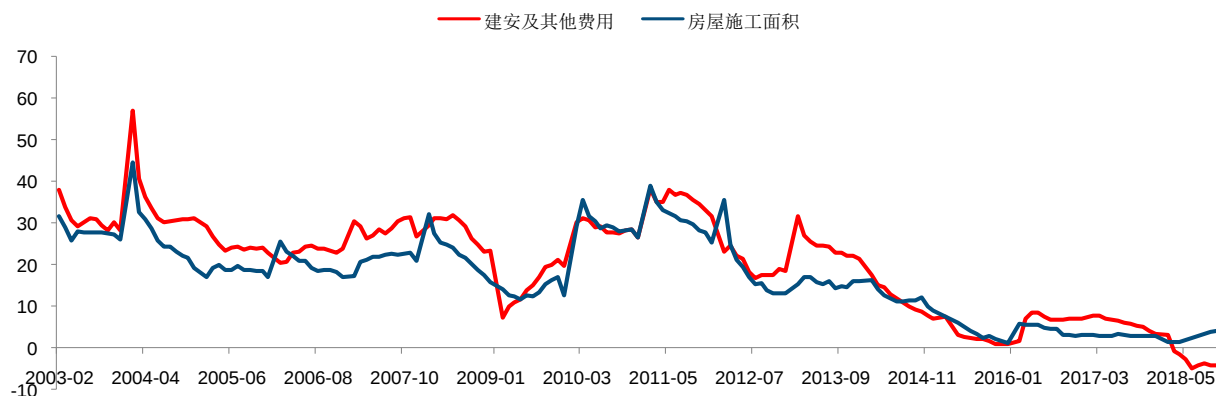
除了土地购置费，影响投资的最重要因素在于施工投入，对应于除土地购置费外的建安以及其他费用。今年以来，施工面积保持正增长，然而建安等费用投资自二季度开始同比持续下行，前 10 月同比下降 4%，我们认为施工投资与施工面积的背离主要有两方面因素：

1. 施工强度下降。正如前文所述，开发商在整体资金压力趋紧的大环境下，提前开工，延长工期。即开竣工的背离反映的是施工周期的拉长，因此今年来单位面积施工投资明显下滑。

2. 统计口径的变化。今年在房地产开发企业本年完成投资的统计原则上，国家统计局取消了按照形象进度的统计原则，转为财务支出法。两者最大的区别在于对投资完成额确认的时间不同，一般而言由于垫资、赊销等情况的存在，财务支出法原则下投资完成额确认的时间可能会滞后于形象进度法原则下投资额发生的时间，尤其在财报季窗口期间，这一情况将更为明显，因此形象进度法统计改为财务支出法统计后，会降低当期统计的施

工投资额，进一步加大了两者的背离。

图表56：建安及其他费用以及施工面积同比



资料来源：wind，中信建投研究发展部

投资预测：预计 2019 年投资增速回落至 2%左右

对于明年的投资预测，首先需要看各项影响因子的持续性。如同我们上述拆分中所总结，影响投资的一方面是土地购置费，另一部分是施工量及施工强度。我们拟通过对土地购置费、施工情况等测算来推导出 2019 年的投资增速。

- **土地购置费**——我们认为明年增速会从今年 60%左右高位大幅下行。首先目前开发商补库存周期进入尾声，从待开发土地面积的角度，今年以来同比数据持续在相对高位，尤其在目前销售趋冷的大环境下，下半年开始的拿地热情退温现象再持续半年以上是大概率事件。另一方面，从目前的政策口径来看，棚改已经步入尾声阶段，对土地购置费的支撑也将走弱，我们预计 2019 年土地购置费增速回落至 3%。
- **新开工面积**——关于新开工以及净停工的走势，均与销售情况息息相关。今年新开工增速明显高于销售增速，一方面去年年底待开工面积达到历史低位，狭义库存低迷，同时全市场在对资金回笼的诉求下普遍存在抢跑意识。但从大趋势上看，14 年以来新开工与销售走势基本同步，在 19 年销售下滑预判下，我们预计 19 年各线城市的新开工同比增速分别为-3%、-6%和-9%。
- **施工面积**——决定施工的三个因素为：施工强度、新开工以及施工面积中的净停工面积。今年施工强度大幅下滑，但我们认为明年这一趋势将有所缓解。提前开工、拉长工期对于施工强度的影响造成今年施工投入呈现低基数，而下半年确立的宽松通道将逐步缓解房企资金面压力，因此施工强度预计会有所恢复。

净停工面积在销售低迷期将进一步扩大，而今年以来补库存的主场在三四线城市，无论从参与开发商还是区域本身的灵活性，都意味着净停工对于销售的敏感度更高，因此我们预判各线城市的净停工面积同比增速分别为 40%、25%和 42%。综合计算可得，明年施工面积同比增速为 0.7%。

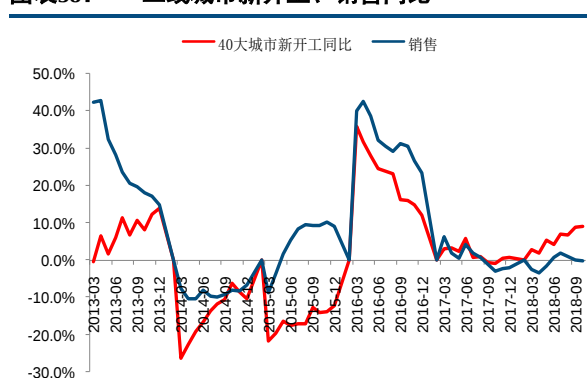
据分线城市测算汇总可得，2019 年我们预计全国新开工面积同比-8%，净停工面积同比增速为 37%，预计施工面积同比增长 0.7%。我们以土地购置费、施工面积以及销售面积这三项同比数据对投资同比进行回归，Multiple R 为 0.97，最后我们预判明年投资增速为 2.3%。

图表57： 2018 年、2019 年房地产投资测算

时间	土地购置费增速	施工面积增速	净停工面积占施工面积比重	新开工面积增速	竣工面积增速	房地产投资增速
2013	11.6%	16.1%	1.4%	13%	2.0%	19.8%
2014	29.3%	9.2%	2.4%	-11%	5.9%	10.5%
2015	1.2%	1.3%	5.1%	-14%	-6.9%	1.0%
2016	6.2%	3.2%	5.7%	8%	6.1%	6.9%
2017	23.4%	3.0%	6.4%	7%	-4.4%	7.0%
2018E	55.0%	4.5%	8.0%	13%	-11.0%	9.3%
2019E	3.0%	0.7%	11.0%	-8%	2.5%	2.3%

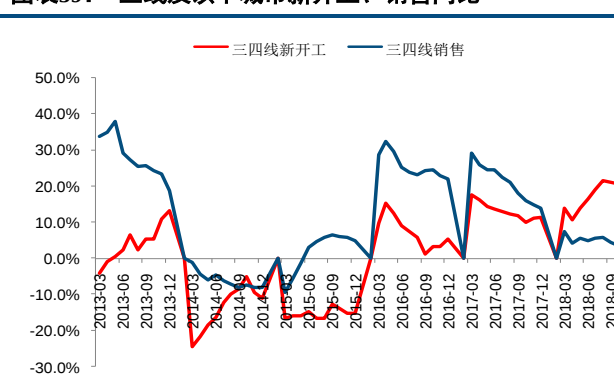
资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图表58： 一二线城市新开工、销售同比



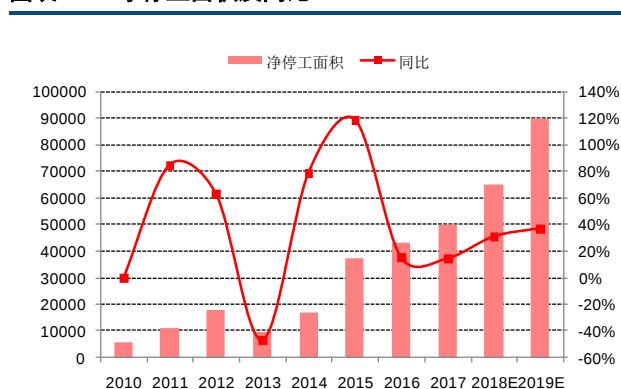
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表59： 三线及以下城市新开工、销售同比



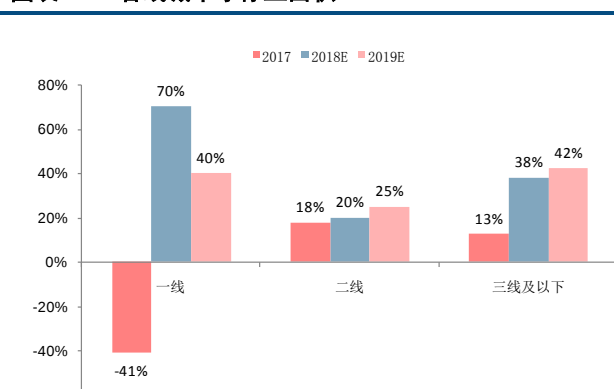
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表60： 净停工面积及同比



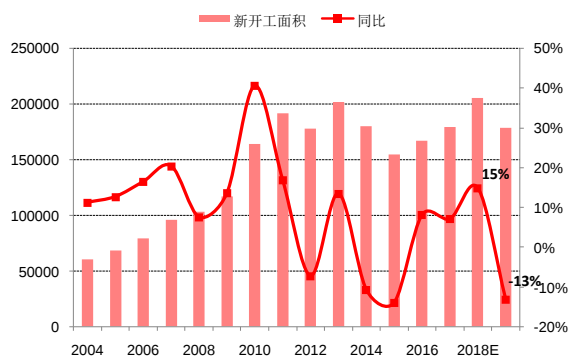
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表61： 各线城市净停工面积



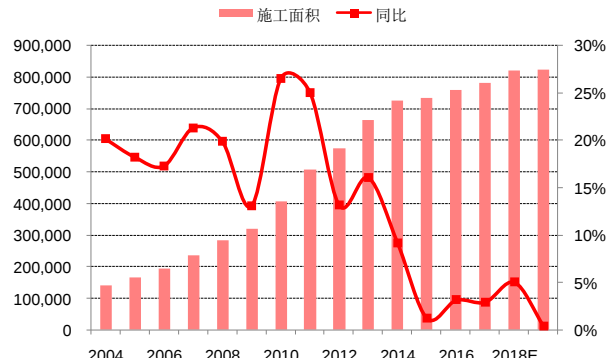
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表62：新开工面积



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表63：施工面积



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

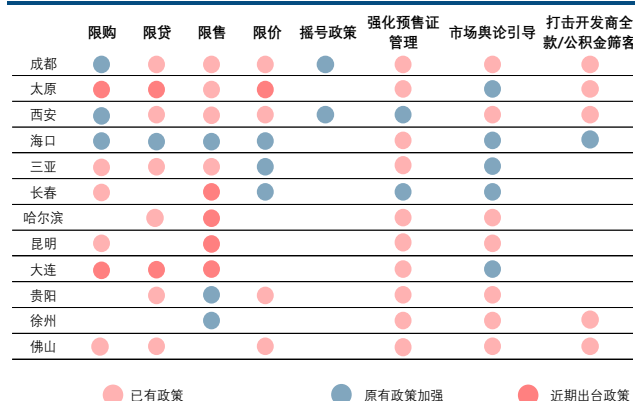
政策：不再成为矛盾焦点

预计房地产调控政策将逐步见顶

我们认为地产政策的核心在于防止市场大起大落。上半年为防止市场大起，在原有基础上进一步出台了一系列补丁政策。尤其是5月住建部约谈12个重点城市后，各地方纷纷出台补丁政策，在限购、限贷、限售、限价、摇号等一系列政策上各有加码动作。下半年随着基本面的退温，市场预期向下，各地出台补丁加码政策的节奏也逐步趋缓。7月有5个城市在企业限购等方面有新的指引，而8月出台政策的城市为3个，9月仅北京就公积金政策作出调整，而四季度至今，仅苏州等个别城市对个别区域作出政策调整。

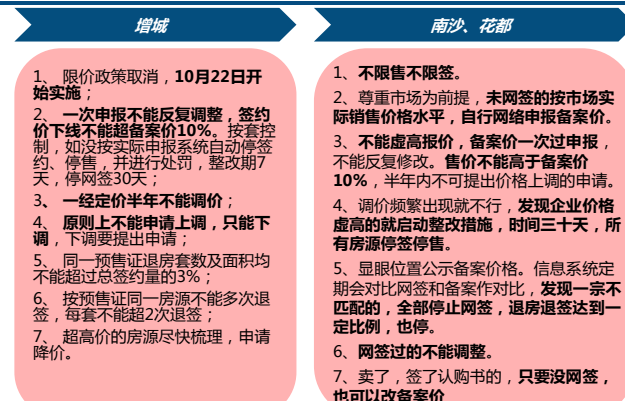
今年以来影响经济预期的最大因素在于国内外经济压力，实体经济在去杠杆周期下本身进入增速下滑通道，然而二季度开始复杂的国内外形势进一步强化了未来的不确定性。中央政治局会议时隔三年再提扩大内需，10月底会议进一步强调“六稳”时未涉及房地产领域，这都预示着行业面临的整体政策环境压力也将有所缓解。

图表64：重点城市上半年政策方向



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图表65：广州增城、南沙、花都调整政策



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表66： 下半年地方政策

城市	时间	涉及方面	具体内容
深圳	2018 年 7 月	企业限购、个人限售	企业限购：停止办理企事业单位、社会组织等法人单位购买新建商品住房和二手住房网签手续 /个人限售：居民家庭新购买商品住房的，自取得不动产权利证书之日起 3 年内禁止转让
普洱	2018 年 7 月	限购、限售	非本市户籍限购 1 套，满两年可交易
宁德	2018 年 7 月	限价、限购、限售	商品房销售价格确定后，原则上不得调整，确需调整的，须间隔 12 个月，且单栋未售套数不得少于 20 套。调整幅度控制在 5% 以内，且不得超过年度控价目标；取得不动产权证未满 3 年的，不得上市交易
上海	2018 年 7 月	企业限购、限售	企业购买商品住房必须同时满足设立年限已满 5 年、在本市累计缴纳税款金额已达 100 万人民币、职工的企业除外。同时，企业购买的商品住房再次上市交易年限从“满 3 年”提高至“满 5 年”
昆明	2018 年 7 月	限购	非云南省户口只能买 1 套新房：在昆明市主城五区及三个国家级开发（度假）园区范围内，暂停向已拥有上述区域内 1 套及以上住房的非云南省户籍人士销售新建商品住房；暂停向未满十八周岁非云南省户籍人士销售新建商品住房；
南京	2018 年 8 月	企业限购	企业限购：在全市范围内暂停向企事业单位及其他机构销售商品住房
沈阳	2018 年 8 月	限购	限购扩围到全市：对户籍居民家庭在市内拥有 2 套及以上住房的，暂停向其销售限购区域的商品住房。
海口	2018 年 8 月	限价	房企须 9 月 28 日前主动核实成本重新申请备案价格
北京	2018 年 9 月	公积金	实行贷款额度与借款申请人住房公积金的缴存年限挂钩，每缴存一年可贷 10 万元，缴存年限不够一整年的，按 1 整年计算，最高可贷 120 万元。
苏州	2018 年 11 月	人才引进 限购	引进人才购首套自住住房，可不受户籍个税等限制，同时享有人才乐居补贴等优惠政策 非苏州户口的必须缴纳 12 个月社保，积分满 600 分才可以在相城区购房

资料来源：各地政府房管局官网，中信建投研究发展部

预售制度改革短期无需多虑

关于政策，今年还有一大焦点即现售制的推进。9 月广东省拟定了《关于请提供商品房预售许可有关意见的紧急通知》，提出为解决预售所带来的管理风险、消费风险、社会风险以及金融风险，建议在当前建立房地产市场长效机制的“窗口期”，对预售制进行改革，降低预售制带来的高杠杆效应，逐步取消商品房预售制度，全面实施现售。

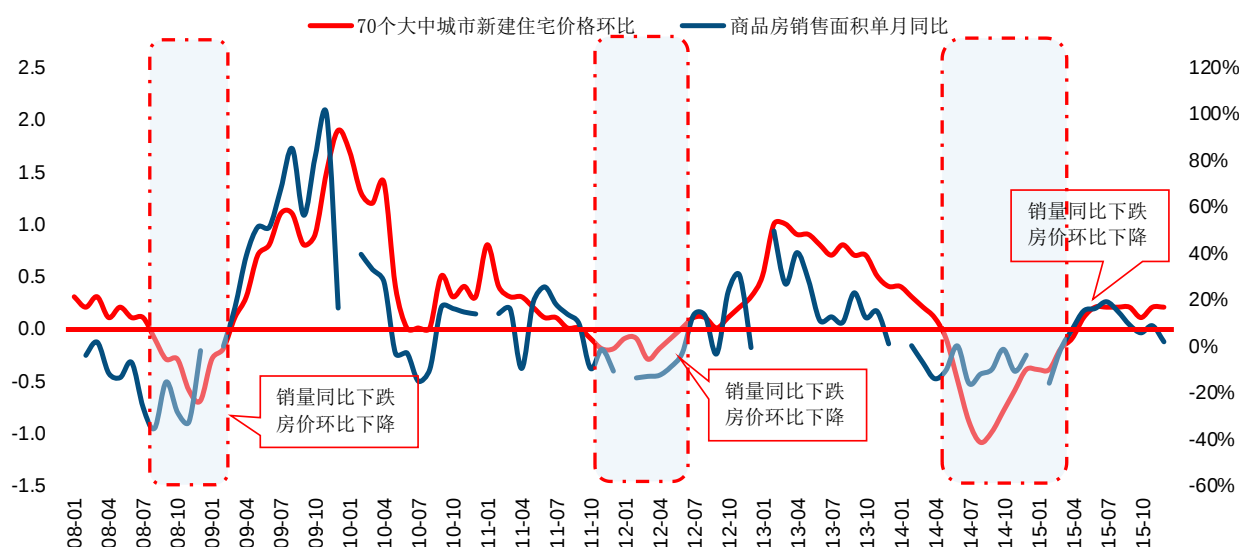
但我们认为短期内取消预售制度的条件不具备。**首先是金融端**，房企融资渠道已经从 2016 年以来持续收紧，房企到位资金的增速在今年出现 3 年来第一次负增长，如果一刀切取消预售，意味着房企 20-30% 左右的资金来源将出现空白，资金链断裂以及由此带来的系统性风险不可轻视。**其次是供给端**，近两年以来，全国城市尤其三四线城市在去库存思路下效果明显，预售制的突然取消意味着原本今年入市的房屋将推后 1-2 年以上，供给“休克”的风险将使得当前原本就脆弱的供需结构变得恶化，也和“遏制房价上涨”思路不符。

因此我们认为有关于预售制度的改革更多会在增量领域入手，其次，即使预售环节取消，意味着融资渠道原本就不多的中小型房企将面临更高的门槛，而拥有更为坚实金融机构背书、更为多元资源渠道、具备更强开发品质的优质房企反而拥有了更为宽松的发展环境，2016 年以来房地产行业的集中度提升，也将在去杠杆节奏中持续加速。

周期回顾：过去三轮下行周期的详细回顾

随着市场景气度的下降，这轮周期将持续多久、多深也将是大家关注的焦点，全国 2008 年以来一共经历了三轮周期，我们试图通过该阶段成交量变化、房价下跌幅度、市场供需关系变化、库存变化等指标回顾市场过往周期见底所呈现的特征。

图表67： 房地产市场量价齐跌形成 3 个周期底部



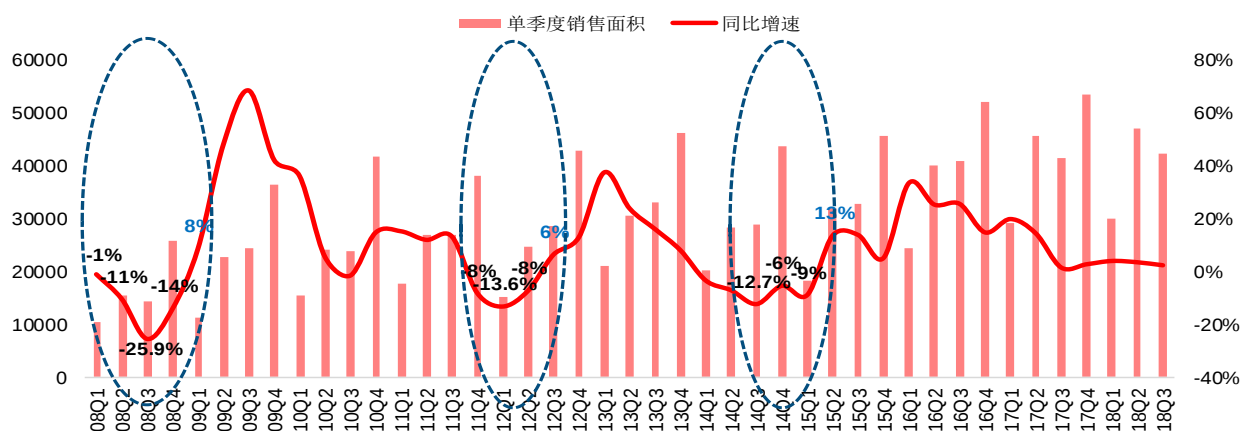
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

成交量：调整周期 3-4 季度，重点城市最大跌幅多在 30%-50%

成交量的萎缩是市场低迷的重要显像表现，根据我们统计，2008 年全国销售面积增速从高点到底部共持续 20 个月，其中负增长周期为 12 个月，单季度销量增速下降幅度最大为-26%；2011 年全国销售面积增速从高点到底部共持续 13 个月，其中负增长周期为 9 个月，单季度销量增速下降幅度最大为-13.6%；2014 年全国销售面积增速从高点到底部共持续 17 个月，其中负增长周期为 13 个月，单季度销量增速下降幅度最大为-12.7%。

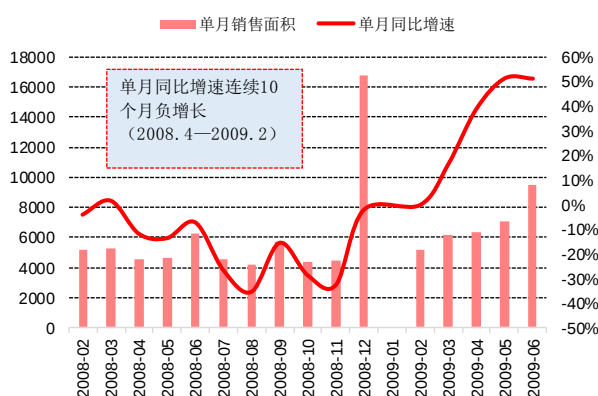
因此对于成交量来说，在市场探底的过程中均经历了 3-4 个季度销售增速为负的阶段，行业景气度经历一年以上的环比回落。从楼市销量下降幅度来看，2008 年市场调整更为剧烈，单月最大跌幅为 2008 年 11 月的-32.9%，整个底部周期销量则同比下降近 20%，后两个周期同比下跌幅度分别为 9.3%和 8.0%，单月最大跌幅分别为 2012 年前两月的-14%和 2014 年 7 月的-16.3%。

图表68： 全国商品房单季度销售面积及同比增速



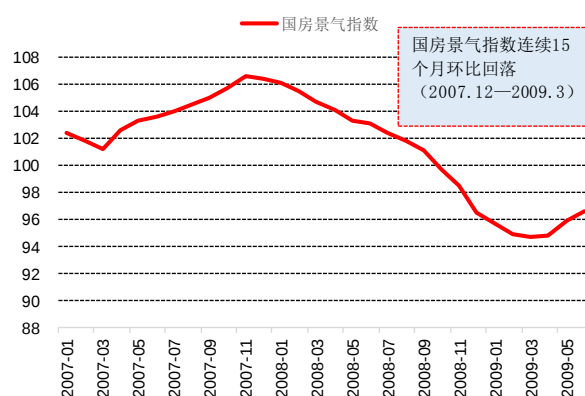
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表69： 2008 年下行周期单月销售面积增速



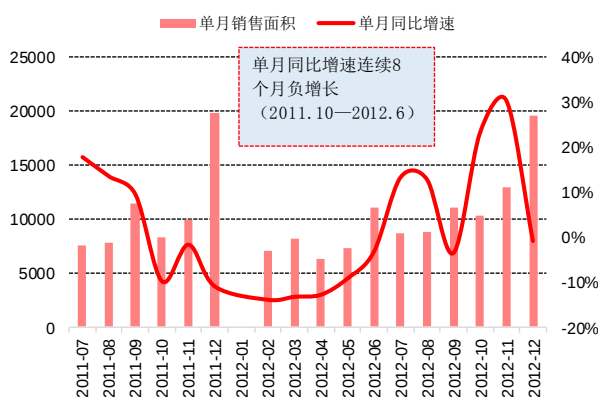
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表70： 2008 年下行周期国房景气指数



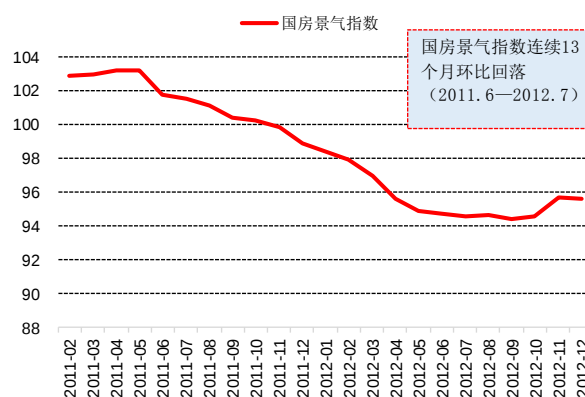
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表71： 2011 年下行周期单月销售面积增速

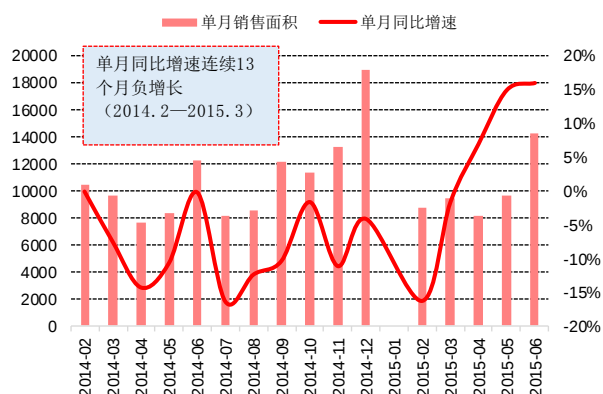


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

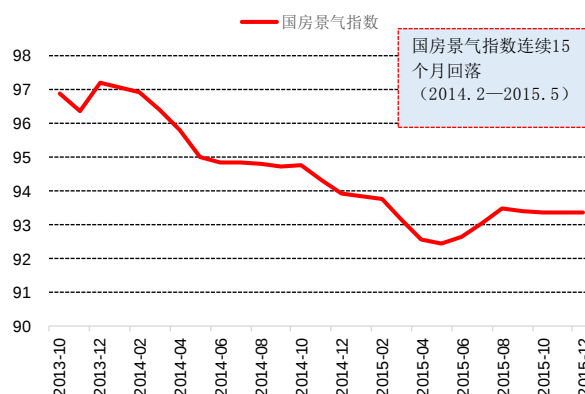
图表72： 2011 年下行周期国房景气指数



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表73： 2014 年下行周期单月销售面积增速


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表74： 2014 年下行周期国房景气指数


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从重点一二线城市来看，2008 年全年销量下跌在 30%-50%之间，单月销售面积同比负增长维持在一年左右，最大单月同比跌幅超 60%；2011 年的下行周期中，区间连续同比负增长的时间多为半年，区间单月最大同比跌幅多在 50%-60%；2014 年的下行周期中，区间连续同比负增长的时间多为半年到一年不等，区间单月最大同比跌幅多在 30%-50%。

图表75： 2008 年下行周期各重点城市成交量跌幅情况

城市	最大跌幅时间	单月同比跌幅	2008 年全年跌幅	区间负增长最长月数	止跌时间
北京	2008 年 8 月	-62%	-39%	13 个月	2009 年 2 月
上海	2008 年 9 月	-66%	-38%	12 个月	2009 年 2 月
广州	2008 年 2 月	-70%	-26%	11 个月	2008 年 12 月
深圳	2008 年 2 月	-89%	-21%	9 个月	2008 年 10 月
南京	2008 年 9 月	-73%	-46%	13 个月	2009 年 2 月
杭州	2008 年 6 月	-69%	-33%	11 个月	2008 年 12 月
成都	2008 年 8 月	-64%	-45%	13 个月	2009 年 2 月
天津	2008 年 9 月	-73%	-47%	12 个月	2009 年 2 月
西安	2008 年 8 月	-48%	-30%	12 个月	2009 年 2 月

资料来源：克而瑞，中信建投证券研究发展部

图表76： 2011 年下行周期各重点城市成交量跌幅情况

城市	单月最大跌幅时间	单月同比跌幅	区间连续同比负增长月数
北京	2011 年 9 月	-55%	6 个月
上海	2011 年 10 月	-48%	6 个月
深圳	2011 年 9 月	-65%	6 个月
广州	2012 年 1-2 月	-41%	4 个月
杭州	2011 年 9 月	-65%	6 个月
南京	2011 年 10 月	-50%	6 个月
武汉	2011 年 11 月	-15%	4 个月
天津	2012 年 1-2 月	-73%	6 个月
成都	2012 年 1-2 月	-62%	6 个月

城市	单月最大跌幅时间	单月同比跌幅	区间连续同比负增长月数
厦门	2011 年 11 月	-53%	6 个月
西安	2012 年 1-2 月	-72%	6 个月
长沙	2011 年 12 月	-63%	12 个月
福州	2011 年 10 月	-64%	6 个月
青岛	2012 年 1-2 月	-51%	5 个月
沈阳	2011 年 12 月	-55%	7 个月
合肥	2012 年 1-2 月	-70%	8 个月
无锡	2011 年 9 月	-66%	8 个月
三亚	2012 年 1-2 月	-44%	7 个月

资料来源：克而瑞，中信建投证券研究发展部

图表77： 2014 年下行周期各重点城市成交量跌幅情况

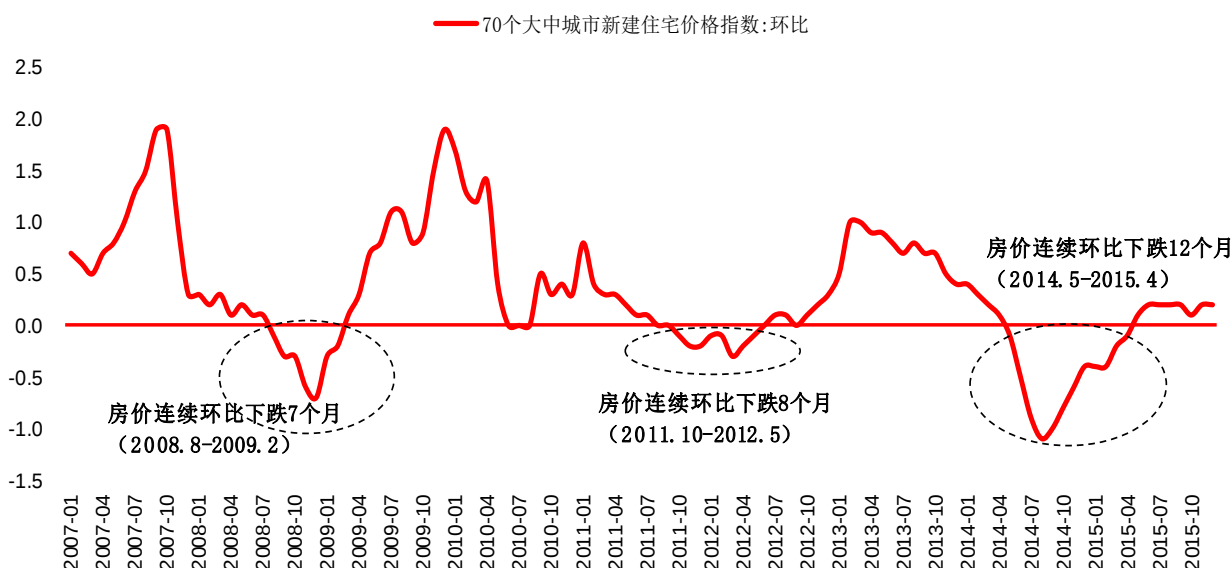
城市	最大跌幅时间	单月同比跌幅	区间连续负增长最长月数	止跌时间
北京	2014 年 3 月	-59%	18 个月	2014 年 10 月
上海	2014 年 9 月	-31%	12 个月	2014 年 12 月
深圳	2014 年 6 月	-50%	10 个月	2014 年 10 月
广州	2013 年 12 月	-35%	4 个月	2014 年 4 月
杭州	2014 年 3 月	-56%	7 个月	2014 年 7 月
南京	2014 年 7 月	-49%	10 个月	2014 年 11 月
武汉	2014 年 1 月	-27%	3 个月	2014 年 8 月
天津	2014 年 7 月	-45%	9 个月	2015 年 3 月
成都	2014 年 6 月	-47%	6 个月	2014 年 12 月
厦门	2014 年 5 月	-75%	8 个月	2014 年 10 月
西安	2014 年 4 月	-27%	10 个月	2014 年 9 月
长沙	2014 年 8 月	-48%	3 个月	2014 年 10 月
福州	2013 年 9 月	-60%	12 个月	2014 年 7 月
青岛	2014 年 3 月	-56%	8 个月	2015 年 1 月
沈阳	2014 年 9 月	-42%	9 个月	2014 年 11 月
合肥	2014 年 10 月	-48%	11 个月	2015 年 5 月
无锡	2014 年 1 月	-42%	8 个月	2014 年 6 月
三亚	2014 年 1 月	-47%	7 个月	2014 年 6 月

资料来源：克而瑞，中信建投证券研究发展部

价格：见底滞后于销量见底约 1-2 个季度，区间降幅在 20%-30%

量在价先，成交量的萎缩导致房价开始出现实质性回落，回顾过往可发现房价环比下跌是小周期见底的重要标志，2008 年、2011 年及 2014 年均经历过房价环比连续下跌的情况，持续时间分别达到 7 个月、8 个月和 12 个月，而对比销量见底的时间点可以发现，房价整体性向下调整在销量反弹初期仍会持续，只是环比跌幅收窄，三个周期价格见底分别滞后于销量见底 4 个月、3 个月和 2 个月。

图表78： 70个大中城市房价环比变化



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

我们回顾了重点城市的房价下跌历程:

2008年周期中,房价首次出现大规模回调,2007年四季度房价下跌率先在广州、深圳等珠三角区域城市蔓延,随后扩大至一二线城市,至2008年二季度末已形成全国的降价潮。从回调幅度来看,部分重点城市在下行周期中均价水平最大跌幅普遍在20%-30%之间。从房价反弹的角度观察,一线城市中北京、上海调整速度较快,一个季度内即分别完成均价41%和28%的下调,随后于2008年9月开始房价便开始上行,而其他重点城市房价从区间内高点到低点的向下调整需要半年左右,相应的房价反弹时间也滞后一线城市1-2个季度。

图表79： 2008年下行周期各重点城市房价跌幅情况

城市	区间高点房价	区间低点房价	同比降幅
北京	2008年7月 16809	2008年9月 9912	-41.0%
上海	2008年6月 12816	2008年9月 9265	-27.7%
广州	2007年11月 15139	2009年2月 7507	-50.4%
深圳	2007年10月 16939	2008年5月 12139	-28.3%
杭州	2008年4月 15256	2009年3月 9804	-35.7%
南京	2008年5月 7566	2008年10月 5510	-27.2%
成都	2008年9月 5982	2009年2月 4584	-23.4%

武汉	2008 年 5 月	2008 年 12 月	
	6061	4630	-23.6%
天津	2008 年 2 月	2009 年 3 月	
	8183	6713	-18.0%

资料来源：克而瑞，中信建投证券研究发展部

2011 年周期中，此前 2010 年 4 月至 2011 年 9 月全国房价一直处于平台期，期间房价每月环比涨幅均在 0-0.5% 之间，具体城市来看，上海、武汉、南京房价率先出现调整，而北京、深圳等城市在 9 月份达到区间房价高点后也相继进入下行通道。从房价调整周期来看，一线城市中北京、上海、深圳在 2011 年末至 2012 年初即到达了价格低点，期间均价下跌 30% 左右，而其他二线城市调整周期较为漫长，南京、武汉、成都房价下跌一直延续到 2012 年中旬，期间均价调整 20%-35%。

图表80： 2011 年下行周期各重点城市房价跌幅情况

城市	区间高点房价	区间低点房价	同比降幅
北京	2011 年 9 月 19745	2012 年 1 月 13543	-31.4%
上海	2011 年 5 月 17824	2012 年 1 月 12427	-30.3%
广州	2012 年 1 月 14425	2012 年 3 月 12745	-11.6%
深圳	2011 年 9 月 25283	2011 年 12 月 17641	-30.2%
杭州	2012 年 1 月 13162	2012 年 2 月 10766	-18.2%
南京	2011 年 4 月 19998	2012 年 5 月 13136	-34.3%
成都	2011 年 9 月 7517	2012 年 5 月 5381	-28.4%
武汉	2011 年 7 月 8450	2012 年 6 月 6679	-21.0%
天津	2011 年 12 月 11610	2012 年 2 月 10106	-13.0%

资料来源：克而瑞，中信建投证券研究发展部

2014 年的下行期中，一线城市在年初率先达到价格高点，随后进入了缓慢回调阶段，销售均价普遍回调 20%-30%，“930”政策出台叠加降息刺激房价迎来新一波上涨，因此该类城市调整周期仅为半年左右。而重点城市中杭州、成都、武汉的房价高点及低点均滞后于一线城市 1 个季度左右。

综合来看，在此前各个下行周期，重点城市房价从高点到低点的绝对降幅多在 20%-30% 之间，而一线城市往往率先达到价格相对低点，调整周期较二线城市更短，一线城市房价反弹时间点对于政策出台更为敏感，往往在宽松政策初期便实现房价的止跌反弹，二线城市则滞后于一线城市 1-2 个季度，调整周期往往更长。

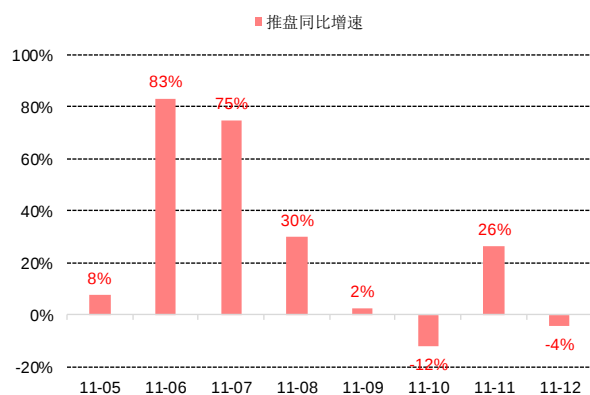
图表81： 2014 年下行周期各重点城市房价跌幅情况

城市	区间高点房价	区间低点房价	同比降幅
北京	2014 年 3 月 26263	2014 年 8 月 20642	-21.4%
上海	2014 年 5 月 21244	2014 年 7 月 16251	-23.5%
广州	2014 年 4 月 19131	2015 年 1 月 14686	-23.2%
深圳	2014 年 2 月 33146	2014 年 10 月 23771	-28.3%
杭州	2014 年 12 月 15378	2015 年 3 月 12826	-16.6%
南京	2014 年 3 月 16747	2014 年 6 月 14977	-10.6%
成都	2014 年 7 月 9557	2015 年 1 月 7691	-19.5%
武汉	2014 年 12 月 8870	2015 年 1 月 8199	-7.6%
天津	2013 年 9 月 11497	2014 年 5 月 9424	-18.0%

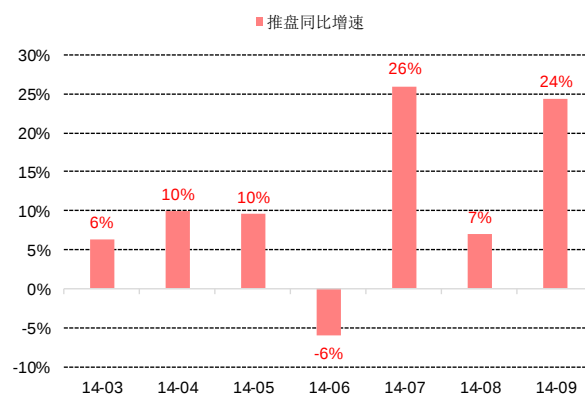
资料来源：克尔瑞，中信建投证券研究发展部

推盘：销供比持续低于 1，去化率下降 20%-30%

从供求关系来看，2011 年及 2014 年开发商在市场较为低迷的阶段主动去库存，推盘量均有所增加，而与之对应的则是销供比以及开盘去化率指标的下行，整体供应充足也意味着房价上涨的动力被进一步抑制，市场购房者往往在该阶段观望情绪渐浓。

图表82： 2011 年开发商推盘同比增速


资料来源：克而瑞，Wind，中信建投证券研究发展部

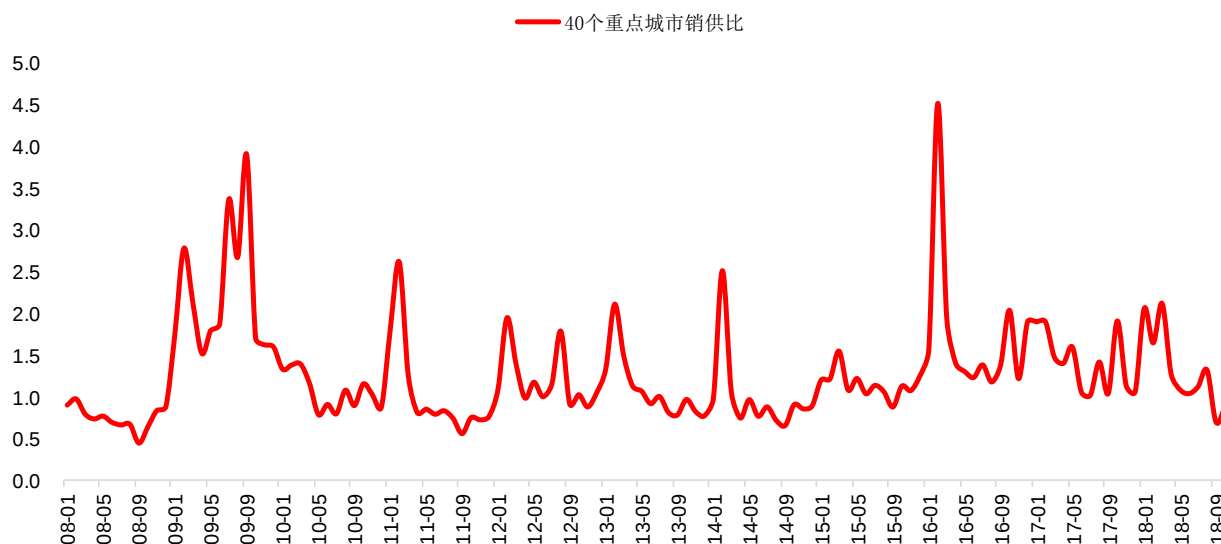
图表83： 2014 年开发商推盘同比增速


资料来源：克而瑞，Wind，中信建投证券研究发展部

销供比方面，2008 年 3 月-2008 年 10 月、2011 年 4 月-2011 年 12 月销供比连续低于 0.8，2014 年 4 月-2014

年 12 月则连续低于 1，市场供求关系的转变使得前期炙手可热的局势逐步降温。同样观察重点城市的开盘去化率情况，新推项目的去化率在市场进入底部区间维持在低位，平均去化率也较前期高点下降 20-30 个百分点。

图表84： 重点城市销供比变化

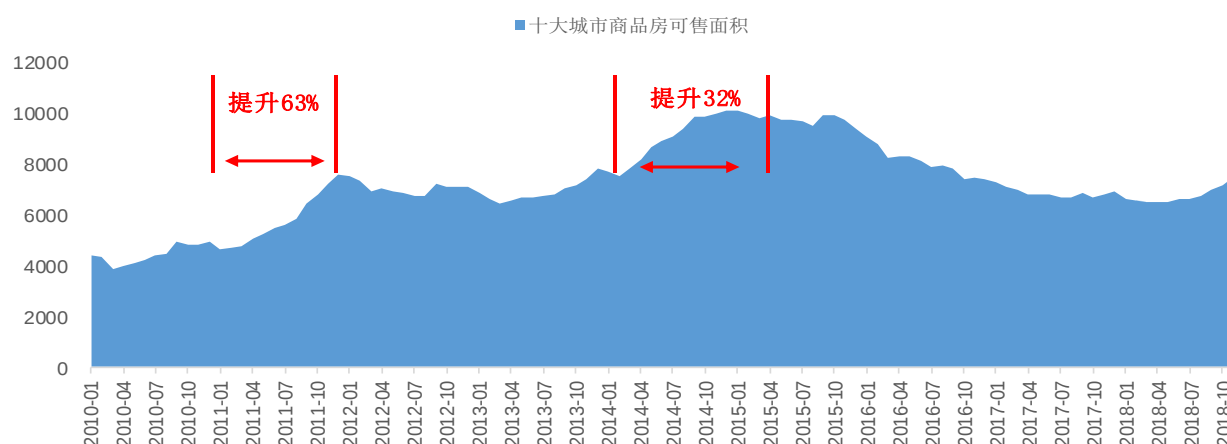


资料来源：克而瑞，Wind，中信建投证券研究发展部

库存：下行周期库存累计增加 30-60%

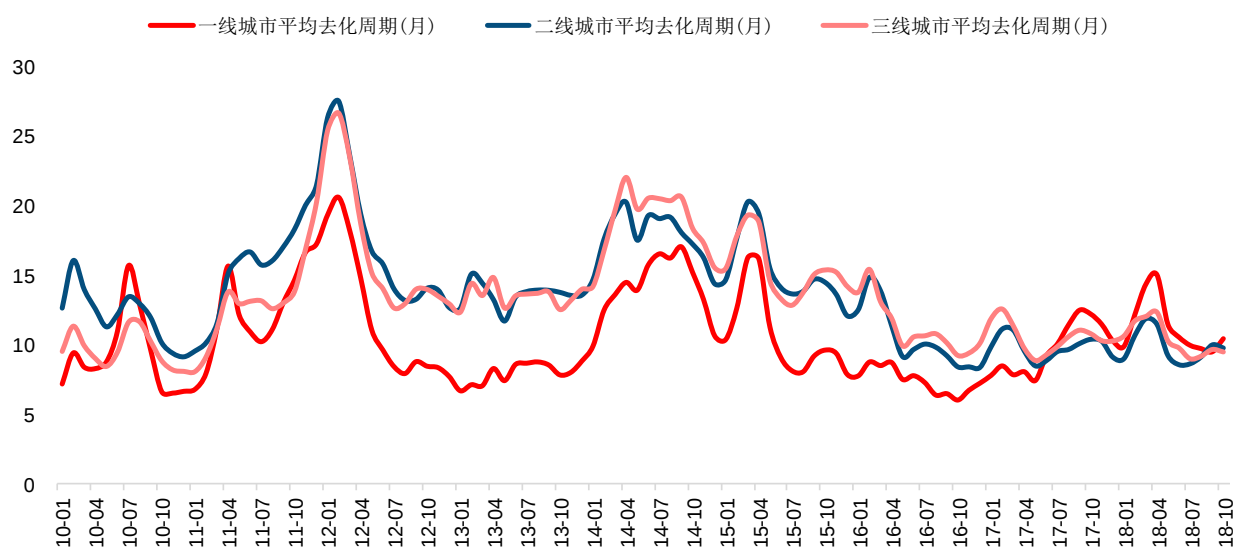
由于去化变缓，库存也将逐步累积，据我们整理，重点城市 2011 年库存高点较低点大幅提升 63%，2014 年则提升 32%。去化周期方面，2011 年库存的累计叠加市场成交节奏的放缓令二、三线城市去化周期提高至 25 个月以上，2014 年在市场底部时同样达到过 20 个月，与之对应的，一线城市在两阶段市场底部去化周期分别超过 20 个月和 15 个月。

图表85： 十大城市可售面积



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表86： 各线城市去化周期变化



资料来源：克而瑞，中信建投证券研究发展部

见底信号：政策往往是预期变化的第一助力

我们认为市场见底往往需要预期的扭转，而回顾过去三轮周期，市场预期的扭转往往需要政策的助力，过去三轮周期货币政策以及行业政策层面的转变是景气度修复拐点的重要标志。其中 2008 年 11 月和 2014 年 9 月的楼市新政均针对刚需释放给予了一系列的政策扶持，包括首付比例下调、贷款利率降低等，从效果来看，该类政策也起到立竿见影的作用，行业销售增速迅速回升。另外尽管 2011 年未出台行业宽松政策，但 2012 年初的货币宽松也成为行业回暖的重要催化因素。总体来看，政策层面的积极变化使市场景气度以及预期快速扭转，实现从底部改善的周期反转。

图表87： 底部周期出台货币政策及行业放松政策

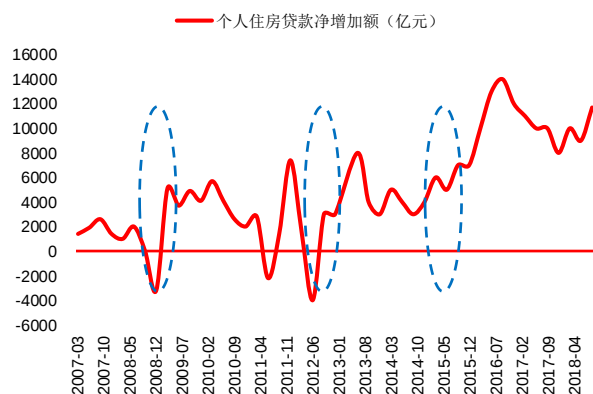
	政策方向	时间点	政策内容
第一轮周期	货币政策	2008 年 8 月-2009 年 1 月	3 次降息、4 次降准
	行业宽松政策	2008 年 11 月	《关于继续加大保障民生投入力度切实解决低收入群众基本生活通知》：首套首付比例降至 20%，90 平米以下普通住房契税税率下调到 1%，贷款利率下限扩大至基准利率 0.7 倍，下调住房公积金贷款各档次利率 0.27 个百分点。
第二轮周期	货币政策	2012 年 2 月-2012 年 7 月	2 次降息、2 次降准
第三轮周期	货币政策	2014 年 4 月-2014 年 6 月	2 次降准
	行业宽松政策	2014 年 9 月	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》：首套住房贷款首付比例降至 30%，贷款利率下限为基准利率 0.7 倍。对于已结清二套住房相应购房贷款的家庭，执行首套房贷款政策。
	货币政策	2014 年 11 月-2015 年 10 月	5 次降息、5 次降准

资料来源：央行、财政部、住建部、中信建投证券研究发展部

政策的变化背后往往带来流动性和政策支持力度的改变，从而体现到住宅信贷政策的支持，从而进一步释

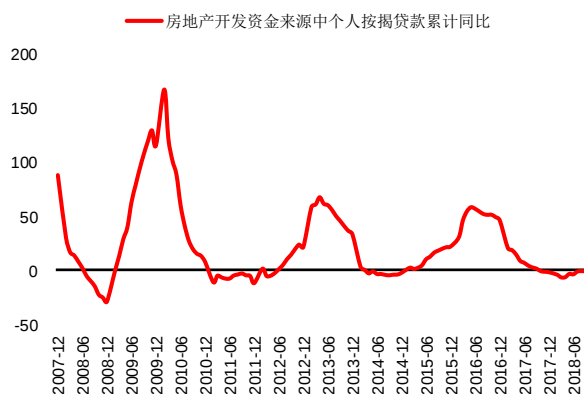
放居民购买力。2009年一季度、2012年二季度以及2015年二季度的贷款利率分别环比下降49、75和48个基点，从央行公布的净增加购房贷款额来看，个人住房贷款均在市场转好阶段取得了较大的净增加额。历史来看，房贷利率的变化和房地产销售面积呈现鲜明的负相关，因此资金成本的趋势性向下可视为房地产市场见底的一个重要信号。

图表88：个人住房贷款净增加额



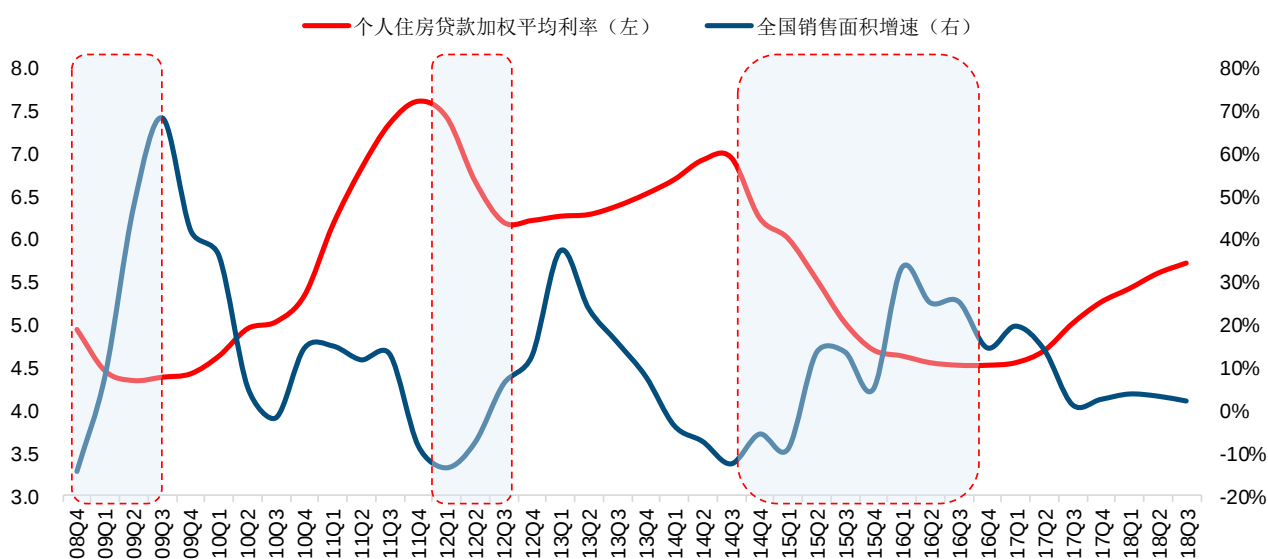
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表89：房地产开发资金中个人按揭贷款累计同比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表90：个人住房贷款利率与房地产销售面积增速对比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

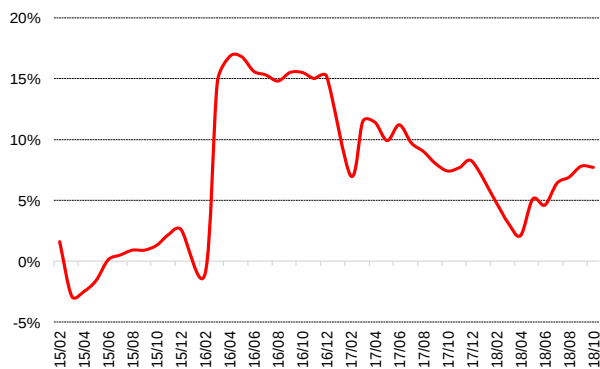
企业：去杠杆趋于稳定，大战略布局长远

房企杠杆：三季度以来略有改善，融资集中度继续提升

去杠杆节奏趋稳

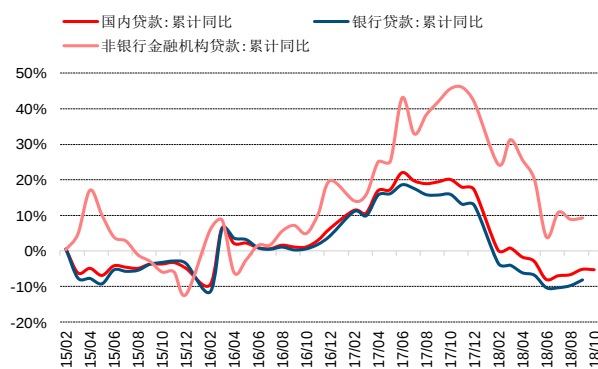
2018年房地产开发资金来源累计增速呈V型走势，从年初的4.8%降至4月的2.1%，后修复至10月的7.7%。国内贷款层面，银行贷款资金来源跌幅上半年有所扩大，下半年开始收窄，主要金融机构房地产贷款余额同比增速前三季度保持在20%左右。而且随着去杠杆节奏的边际改善，我们能观察到房地产企业公司债融资有了明显的修复。三季度房企共发行公司债881.8亿，同比去年增长278.5%，环比今年二季度增长109.0%，单季度房企公司债的发行规模创下了16年3季度以来的新高。

图表91： 房地产开发资金来源累计增速



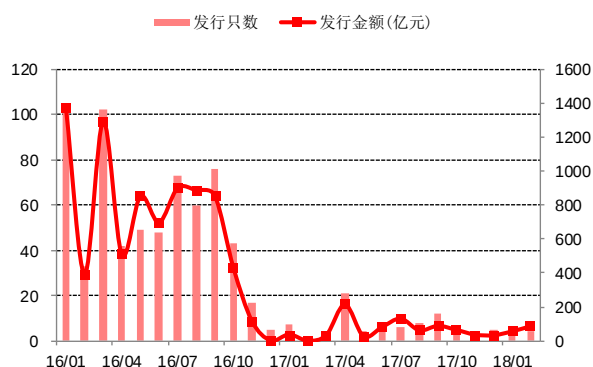
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表92： 国内贷款资金来源累计增速



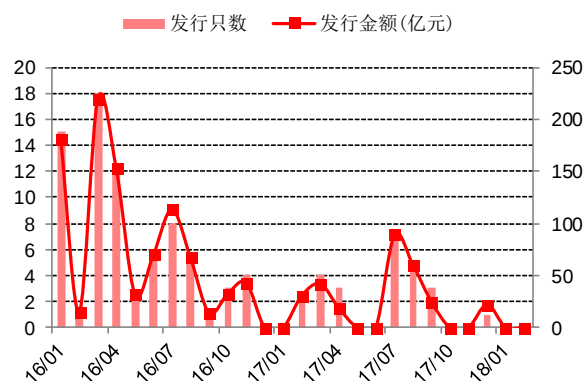
资料来源：统计局，中信建投研究发展部

图表93： 公司债发行规模及数量



资料来源：wind，中信建投研究发展部

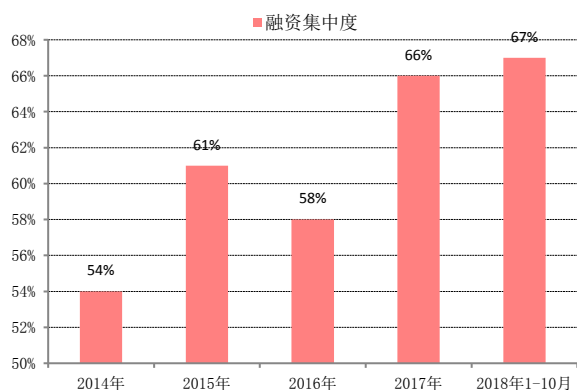
图表94： 企业债发行规模及数量



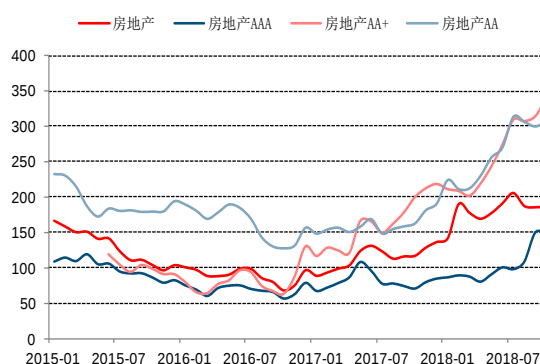
资料来源：wind，中信建投研究发展部

中期融资集中度逻辑持续兑现，行业利差扩大

我们在 2018 年的中期策略提出房企融资集中度逻辑继续兑现，今年 1-10 月份 TOP30 房企融资规模占到百强房企融资规模的 67%，继续创新高，另外行业利差变化也在持续，三季度以来 AAA 级房企、AA+级、AA 级房企的信用利差继续扩大，我们认为未来在行业景气度持续下行的情况下，资源向头部房企集中的情况不会改变，龙头房企尤其国企央企的凭借规模效应在信用市场的优势将会更为凸显，融资集中度提升的逻辑将继续保持。

图表95： 房企融资集中度变化


资料来源：Cric，中信建投证券研究发展部

图表96： 房地产行业信用利差变化


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

融资成本开始分化，龙头房企优势开始凸显

如我们预期，今年绝大部分的房企融资成本都迎来了不同程度的上升，我们跟踪的重点房企在今年中报披露的综合融资成本平均较 17 年末增长 23 个 bp。但进入三季度以来，随着去杠杆节奏的趋缓和流动性的边际宽松，我们也观察到房企的融资开始出现明显分化，诸如绿城、万科、龙湖、保利等房企融资成本环比或者同比开始出现改善，例如保利地产在 7 月份发行的 25 亿中期票据，较 5 月份发行的中期票据，利率下降了 22bp，较去年四季度发行的两期中期票据，利率下降了 90 个 bp，而另一方面，部分杠杆较高、杠杆较高的中小民企融资成本依然保持上行趋势。

图表97： 重点房企融资成本变化

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018H
碧桂园	8.16%	6.20%	5.66%	5.22%	5.81%
中国恒大	9.74%	9.59%	8.27%	8.09%	7.92%
万科 A	-	-	-	-	5.05%
融创中国	9.12%	7.60%	5.98%	6.24%	6.74%
保利地产	6.50%	5.20%	4.69%	4.82%	4.90%
中国海外发展	4.30%	4.20%	4.76%	4.27%	4.27%
绿地控股	-	5.98%	5.45%	5.19%	5.33%
招商蛇口	-	4.93%	4.50%	4.80%	4.87%
金地集团	6.31%	5.32%	4.52%	4.56%	4.79%
新城控股	7.70%	7.20%	5.70%	5.30%	5.75%
华夏幸福	9.64%	7.92%	6.97%	5.98%	6.14%
龙湖集团	6.40%	5.74%	4.92%	4.50%	4.81%

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018H
华润置地	4.47%	4.63%	4.23%	4.13%	4.41%
旭辉集团	8.30%	7.20%	5.50%	5.20%	5.30%
世茂房地产	-	6.90%	5.80%	5.30%	5.60%
绿城中国	7.60%	6.60%	5.90%	5.40%	5.30%
富力地产	8.20%	7.83%	4.65%	5.12%	5.62%
雅居乐	-	-	6.10%	6.20%	6.75%
阳光城	10.90%	9.41%	7.35%	7.08%	7.49%
泰禾集团	-	14.24%	7.62%	8.10%	8.22%
中南建设	-	11.15%	7.46%	6.57%	7.20%
荣盛发展	-	-	7.80%	6.50%	-
蓝光发展	0.00%	10.27%	9.06%	7.19%	7.33%
中国金茂	-	5.00%	4.50%	4.83%	4.98%
龙光地产	8.80%	6.80%	6.10%	5.80%	6.00%
合景泰富集团	8.30%	7.40%	6.00%	5.80%	5.80%
远洋集团	-	6.25%	5.38%	5.20%	5.26%
华侨城 A	-	-	-	-	5.07%
迪马股份	-	8.33%	6.61%	6.85%	-
滨江集团	-	-	4.56%	5.00%	-
首开股份	7.79%	7.53%	6.43%	5.15%	-
华发股份	9.55%	9.17%	6.85%	5.75%	-

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表98: 重点房企公司债发行成本对比

发行公司	发行时期	起息日期	债券期限(年)	发行总额(亿元)	债券分类	主体评级(发行时)	票面利率(发行时)
绿城集团	最新发行	2018-08-10	5.00	16.50	一般公司债	AAA	4.73
	前期发行	2018-03-12	5.00	20.00	一般公司债	AAA	5.50
万科	最新发行	2018-08-09	5.00	15.00	一般公司债	AAA	4.05
	前期发行	2017-08-04	5.00	10.00	一般公司债	AAA	4.54
泰禾集团	最新发行	2018-08-02	3.00	15.00	私募债	AA+	8.50
	前期发行	2017-10-10	3.00	30.00	私募债	AA+	7.50
龙湖集团	最新发行	2018-08-02	5.00	30.00	一般公司债	AAA	4.96
	前期发行	2018-03-21	5.00	30.00	一般公司债	AAA	5.60
蓝光发展	最新发行	2018-07-27	3.00	18.90	私募债	AA+	7.50
	前期发行	2018-05-29	3.00	6.00	私募债	AA+	7.90
金地集团	最新发行	2018-07-18	5.00	10.00	一般公司债	AAA	5.00
	前期发行	2018-05-28	3.00	10.00	一般公司债	AAA	5.29

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表99: 重点房企中票发行成本对比

发行公司	发行时期	起息日期	债券期限(年)	发行总额(亿元)	债券分类	主体评级(发行时)	票面利率(发行时)
金地集团	最新发行	2018-08-24	3.00	20.00	一般中期票据	AAA	4.80

请参阅最后一页的重要声明

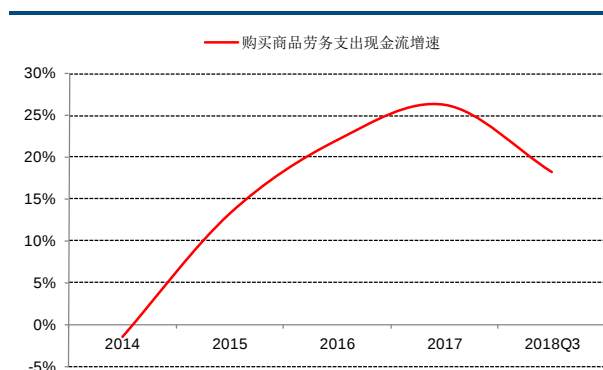
发行公司	发行时期	起息日期	债券期限(年)	发行总额(亿元)	债券分类	主体评级(发行时)	票面利率(发行时)
阳光城	前期发行	2018-05-07	3.00	20.00	一般中期票据	AAA	5.18
	最新发行	2018-07-27	3.00	10.00	一般中期票据	AA+	7.50
中粮地产	前期发行	2018-06-08	3.00	10.00	一般中期票据	AA+	8.00
	最新发行	2018-07-19	3.00	12.00	一般中期票据	AA+	5.00
保利地产	前期发行	2018-04-24	3.00	15.00	一般中期票据	AA+	4.99
	最新发行	2018-07-09	3.00	25.00	一般中期票据	AAA	4.60
	前期发行	2018-05-04	3.00	20.00	一般中期票据	AAA	4.88

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

融资收缩压力逐渐传导至投资端

融资集中度的调整也开始对房企投资决策产生影响,我们以购买商品劳务支出的现金来衡量房企的投资规模,前三季度我们跟踪的重点房企购买商品劳务支出的现金规模达到 12701.9 亿,同比增长 18.2%,较去年全年增速下降了 8 个百分点,从力度上看,前三季度我们跟踪的重点房企购买商品劳务支出的现金占销售商品收到的现金流的比重为 72.9%,较去年全年下降了 3.1 个百分点,所以无论从规模还是力度上均可以看到,今年融资端的资金压力已经开始传导至企业端投资决策,导致今年房企普遍开始收缩拿地规模。

图表100: 重点上市房企购买商品劳务支出现金流增速



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

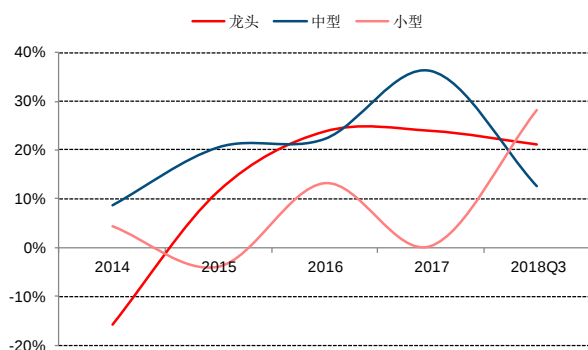
图表101: 重点上市房企购买商品劳务支出现金占销售商品收到现金比重



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

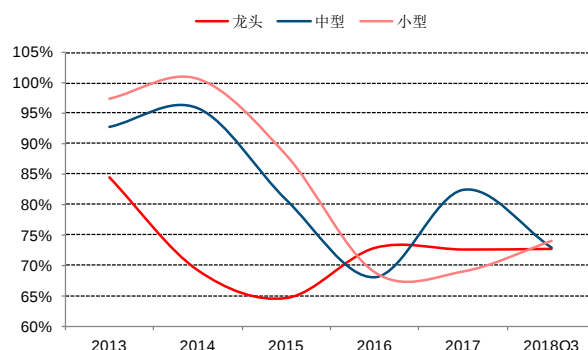
分结构来看,前三季度龙头房企今年继续保持拿地力度,购买商品劳务支出的现金流增速达到 21.0%,较去年全年下降 2.8 个百分点,但占销售商品收到的现金比重达到 72.7%,较去年保持持平,在行业整体拿地力度下降的情况下,龙头房企逆市扩张,而中型房企在今年则明显保持收缩的态势,购买商品劳务支付的现金流增速降至 12.5%,较去年全年下降 23.7 个百分点,占销售商品收到的现金比重也较去年下降 9.5 个百分点至 73.0%。

图表102：重点上市房企分结构购买劳务现金流增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表103：重点上市房企分结构购买商品劳务支出现金占销售商品收到的现金比重



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

在过去市场波动的不同阶段，人才的流动都反映了当前行业的变化趋势，如 14、15 年房企高管在离职后均选择转型抑或创业，一度形成 O2O 等产业链的风潮；随后到 15、16 年房企人才开始流向大资管领域，反映了当时行业向资管逐步融合；到 17 年，市场集中度持续提升和三四线城市热度的带动下，房企纷纷提出千亿口号，行业开始“抢人大战”；进入 18 年，市场景气度下，行业资金链承压，房企悄然开启了裁员和瘦身的人事调整。随着融资以及投资拓展的压力，房企在管理运营层面开始瘦身、精简，主要集中在人员精简、控制投资等，调整的中心主要集中在投资部、财务部等，包括像人员配置的优化、转岗、裁员等，这也与我们对明年市场开工、投资回落的预判符合。

房企转型：从以前的小转型到大转型

伴随着房地产行业的每一轮周期波动，转型就会成为房企的选择之一，但从历史来看，跨行业转型、出于估值等短期诉求的转型往往难以成功，而随着行业告别过去野蛮生长的阶段，逐渐进入成熟期，转型升级不再只是少数房企逃避房地产行业的借口，而是成为众多房企战略上的必然选择，而其中也不是中小型房企担当主角，而是规模房企利用其行业地位以及资金优势所带来的大势所趋。

我们整理了全国 TOP20 的房企产业链的布局，其多元产业布局的覆盖面较为广泛，众多行业均有涉及，其中围绕住宅产业链或者房地产相关产业进行拓展最为集中，如社区商业、物业服务、长租公寓、酒店文旅等四大板块，TOP20 房企中涉足这三大产业的房企数量范别达到 11 家、13 家、10 家和 11 家，此外作为和地产行业属性相匹配的金融领域拓展频度也较高，达到 6 家。

同时在我国发展高新技术产业的背景下，我们也观察到大型龙头房企也开始更多跳出地产产业链加入高新技术投资的领域，碧桂园计划 5 年内在机器人领域投资至少 800 亿元人民币，恒大计划在未来十年，投资 1000 亿，在生命科学、航空航天、集成电路、量子科技、新能源、人工智能、机器人、现代科技农业等重点领域，和中科院共同创建科学技术研究基地、科研孵化基地、科研成果产业化基地，都意味着龙头房企的发展战略紧跟国家战略和布局未来产业风口。

图表104：TOP20 房企多元产业布局

涉及领域 公司

物业服务 万科、保利地产、碧桂园、融创中国、龙湖集团、金地集团、中海地产、新城控股、旭辉集团、泰禾集团、阳光城、绿城中国、

涉及领域 公司

	中国恒大、中南建设、富力地产、华润置地、招商蛇口、绿地控股、华夏幸福、世茂房地产
长租公寓	万科、碧桂园、龙湖集团、中海地产、旭辉集团、招商蛇口、华润置地、金地集团、绿城中国、保利地产
社区商业	招商蛇口、龙湖地产、万科、中国恒大、保利地产、阳光城、旭辉集团、世茂房地产、金地集团、华润置地、碧桂园
酒店文旅	碧桂园、绿地控股、中国恒大、中海地产、旭辉集团、泰禾集团、招商蛇口、阳光城、中南建设、绿城中国、融创中国、万科、富力地产
金融投资	保利地产、绿地控股、金地集团、旭辉集团、泰禾集团、阳光城、中南建设、中国恒大、碧桂园、万科
养老健康	绿地控股、泰禾集团、中国恒大、保利地产、万科、绿城中国、龙湖地产、新城控股
教育发展	中海地产、旭辉集团、泰禾集团、阳光城、碧桂园、万科
园区新城	华夏幸福（产业新城）、招商蛇口（产业园区）、中南建设（科技园区）、碧桂园（特色小镇）
体育竞技	中国恒大、绿城集团、富力地产、绿地控股、华夏幸福、金地集团
科技创新	中国恒大、碧桂园、中南建设
基建工程	绿地控股、碧桂园、中南建设
农业养殖	碧桂园(养猪)、万科（生鲜）、中南建设（种粮）、中国恒大（粮油）
物流地产	万科、招商蛇口

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

备注：

碧桂园科技创新：2018年9月12日，碧桂园宣布计划5年内在机器人领域投资至少800亿元人民币，打造机器人产业生态圈；2016年8月正式对外公布科技小镇战略以来，碧桂园已公开的小镇项目达到10个

中南建设科技创新：2014年5月公司与苏州大学电工程学院、苏州大学机器人与微系统中心签订的协议为框架性协议，双方就“建筑机器人及智能装备”的研究进行合作；随后出资10亿，投资设立江苏中南智能制造（机器人）有限公司，以该公司为核心平台进行投资并购国内外在智能制造系统集成领先的企业。

恒大科技创新：计划在未来十年，投资1000亿，在生命科学、航空航天、集成电路、量子科技、新能源、人工智能、机器人、现代科技农业等重点领域，和中科院共同创建科学技术研究基地、科研孵化基地、科研成果产业化基地，

长租公寓——

2015年以来住建部、国务院等机构相继出台政策支持租赁市场发展，其后“只租不售”地块的不断入市和类REITs产品的发行等措施也有效增加了租赁住房的供给、拓宽了房企的融资渠道。对于房企而言，当前不仅在土地、金融政策向上利好其的长租业务，在房源与客户的获取这两个关键环节上也具备天然优势。尤其对于龙头房企而言，由于其自持大量物业运营资源，在房源获取便利度、物管经验等方面占据领先，同时大型房企依托于自身雄厚的资金实力和线上线下布局入口，可以为长租公寓行业的供需两端提供金融支持和流量导入。

图表105： TOP20 房企长租公寓拓展

开发商	长租公寓品牌	进入时间	布局城市
万科	泊寓	2016年5月	目前已布局北京、上海、广州、深圳等全国30个主要城市
招商蛇口	招商蛇口壹间、壹棧、壹堂	2016年7月	主要在深圳
龙湖地产	龙湖冠寓	2016年8月	目前已在上海、广州、苏州、南京等全国22个重点城市布局
旭辉集团	旭辉领寓	2017年年初	完成了在北京、上海、广州、深圳、杭州、武汉、南京、成都、郑州等19个一二线核心

请参阅最后一页的重要声明

开发商	长租公寓品牌	进入时间	布局城市
			城市的布局
金地集团	金地荣尚荟自在寓、草莓社区	2017 年年初	主要集中在武汉和深圳
绿城地产	绿城优客	2016 年	主要在重庆、西安、大连、长沙等地布局
保利地产	Uoko 公寓	2016 年 8 月	在深圳、成都、北京有布局
华润置地	有巢	2017 年	已完成在全国 23 个重点一二线城市的业务布局

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

物业服务——

我们早在 2015 年就曾提出，随着房地产白银时代的到来，房地产行业链价值中枢逐渐后移，物业作为社区服务的核心，必将从房地产整体业务中脱颖而出。物业服务在经历了快速扩张之后，其经营模式已经接受市场检验，品牌认知度正逐渐提高，政府行政管控趋弱，物业服务不再是传统意义上的看门扫地，其稳定的现金流、可预期的规模增长，将有效对抗周期的波动。**具体可查看我们后文的详细描述。**

金融投资——

我们在 2016 年策略中最早提出拥抱金融化的转型道路，主要原因在于我国正处于资产管理服务需求的爆发期，在地产进入后开发时代的时代背景下，传统房地产产品在资产配置中的重要性逐渐降低，而同时资产配置需求与渠道都在不断膨胀，地产作为金融属性极强的行业，跨界金融将形成地产和金融两者的互补与结构，**目前 A 股上市房企中已经有 4 家公司已经明确向金融化转型。**

社区商业——

当前中国城镇化进程正快速推进，新的社区不断涌现，而在目前大型购物中心趋于饱和的背景下，不少房企都将目光投向了社区商业，近年来各大房企先后提出布局社区商业，相对于大型的商超，社区商业投入成本不高，运营难度和风险都相对较低，同时其社交的属性也能提升相应社区住宅的产品溢价能力。目前像万科、保利、华润、龙湖等龙头房企都明确提出了自身的社区商业产品线。

图表106： TOP20 房企社区商业拓展

企业名称	布局时间	社区商业产品线	类型
招商蛇口	2006 年	花园城	商业中心
龙湖集团	2011 年	星悦荟、龙湖天街	商业中心、商业街
万科地产	2011 年	万科里、万科红、万科 2049 等	底商、商业中心、商业街
中国恒大	2013 年	恒大影城社区	商业中心
保利地产	2015 年	若比邻商业中心	商业中心
阳光城	2015 年	阳光小镇、阳光天地	商业中心
旭辉集团	2015 年	旭辉 U 天地	商业街
世茂房地产	2015 年	52+Mini Mall	商业中心
绿地控股	2016 年	熙街、绿地和乐城、绿地邻里中心等	商业中心、商业街
金地集团	2016 年	仟百汇、满街	商业中心、商业街
碧桂园	2016 年	凤凰优选	商业中心

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

酒店文旅——

近年来战略布局酒店文旅产业已逐渐成为房企转型新趋势，据我们跟踪百强房企中近 1/3 涉足文旅，TOP20 房企中涉足酒店文旅的房企数量也超过半数达到 11 家，早期房企涉足文旅地产的主要原因在于通过文旅项目获得土地储备。但随着近年来打在 IP 业态的商业模型兴起，文旅地产的运营变的越发重要，而文旅 IP 的稀缺性和独特性又能提供旅游目的地的重复消费，带动周边土地价值的重估，实现旅游拉动地产，地产反哺旅游的良性循环。

图表107： 万科松山湖度假区



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

图表108： 恒大海花岛



资料来源：公司网站，中信建投证券研究发展部

我们认为未来房企转型和以前的地产+X 模式将逐步产生区别，将具备以下共性：

1、集中依托地产产业链：在上一轮周期中众多中小型房企积极转型，船小好调头的观念在当时深入人心，基于当时的市场环境和经济环境，众多中小型房企选择了例如传媒、互联网、医疗、养老、高端制造等与地产非相关的行业进行转型，但最终成功的寥寥，相对而言依托于自身优势在地产产业链上下游进行的拓展更易于成功。

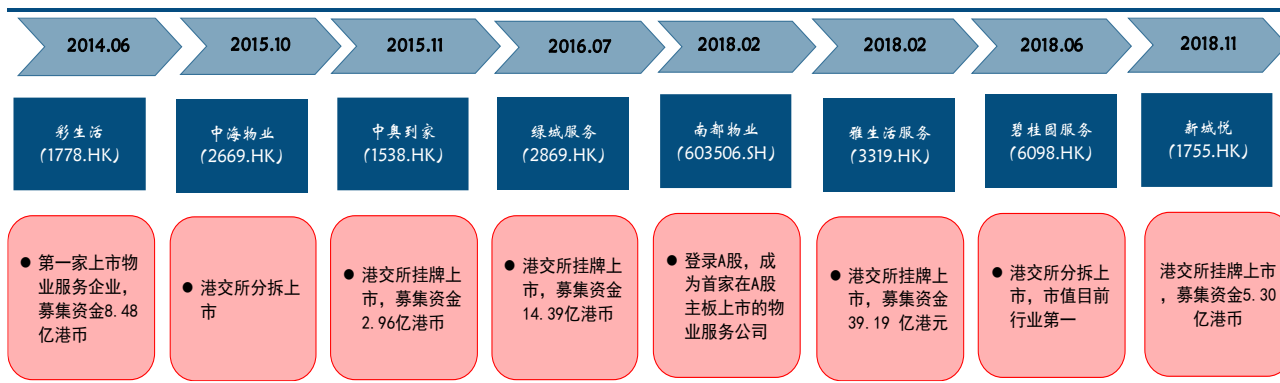
2、必须具备雄厚和资本和持续的投入能力：产业转型并非一朝一夕之功，需要日积月累的不断投入，上一轮众多中小房企转型无果的一个重要原因在于不具备持续投入的能力和基础，且新兴产业无法提供足够的回报来支撑公司的持续投入，因而众多房企转型失败。相比中小型房企的转型，我们更看好龙头房企在多元化方面的拓展，典型如万科，已经在物流地产、物业管理、长租公寓等都成为佼佼者，这也为未来公司的产业布局和估值构成带来不一样的空间。我们认为无论是行业发展还是产业转型，更看好龙头和大型房企在多元产业中占据主导地位。

产业布局——物业服务迎来资本化进程加速之年

我们今年发布了《资本赋能成长，服务重塑未来——社区 O2O 系列四》报告，深度挖掘物业服务企业的 4 元变量增长逻辑，即“量”在管面积、“质”物业费用、“费”成本管控以及“增”增值服务。物业服务是目前开发商多元化触角遍及最多的子领域，而 2018 年物业公司登录资本市场呈加速趋势。年初以来挂牌上市的主流物业企业就包括港股的雅生活服务 and A 股物业第一股——南都物业，2018 年 6 月份又迎来碧桂园服务的分拆上市，11 月新城控股旗下的新城悦和佳兆业集团旗下的佳兆业物业在港上市，未来滨江服务集团、以及旭辉旗下

的永升物业都在港交所筹备上市的路上。

图表109： 物业公司登录资本市场



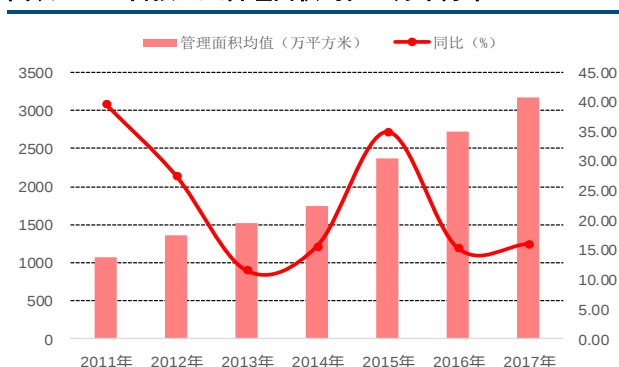
资料来源：中信建投证券研究发展部

我们认为，物业公司拥抱资本将具备以下优势：1、为后续的收购兼并及升级信息化储备资金弹药，抢占赛道；2、由于大部分物业公司之前从属于母公司房地产开发企业，剥离后作为独立实体，业务更加规范，权责更加清晰；3、物业服务公司属于轻资产行业，拥有稳定的现金流，因此相对传统地产开发获得更高估值。

大行业小公司，业绩增速保障强

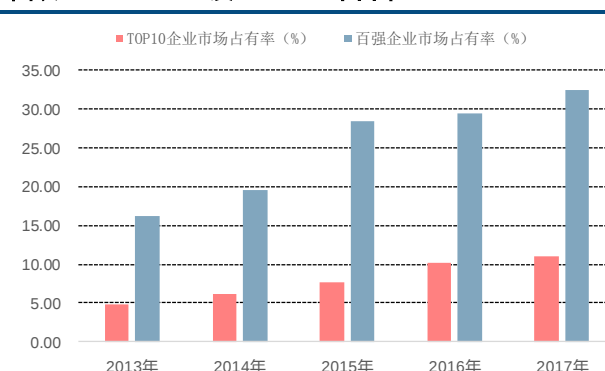
目前物业行业仍属于行业快速发展，集中度稳健提升的阶段。根据中指百强物业报告统计，2017年百强企业管理面积均值超3000万平方米，百强物业服务企业市场占有率达32.42%，相较2016年提升3个百分点，前10强的市场占有率达11.06%，相较于传统地产开发销售的集中度仍属于较低水平。

图表110： 百强企业管理面积均值（万平方米）



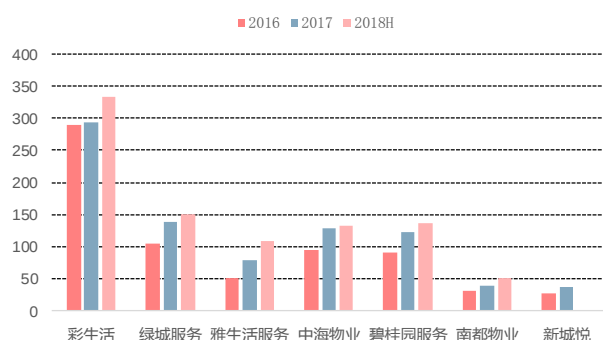
资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表111： TOP10及TOP100市占率

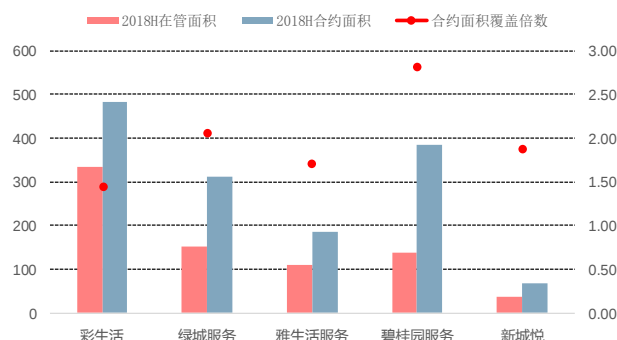


资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

由于我国住房大多采用预售制度，在预售时已经确定了物业公司，但是直到楼盘交付时物业公司才开始收费，物业公司一般将这部分已经签订合同但仍未收费的面积与实际收费面积加总计入合约面积，因此合约面积的规模是衡量公司未来发展潜力的重要指标。碧桂园服务由于背靠强大的母公司，因此合约面积达3.86亿方，是在管面积1.37亿的约2.8倍，这余下的2.5亿平方米的待生效面积估计会在未来2-3年逐步生效并转化作收费面积，为传统物业营收增长提供有力保障，其余公司的合约面积/在管面积也在1.5-2之间，在不考虑合约面积增长的前提下，潜在的静态在管面积复合增长率仍高达17.6%-31.95%。（假设2.5年转化）

图表112： 上市企业在管面积（百万平方米）


资料来源：各公司公告，， 中信建投证券研究发展部

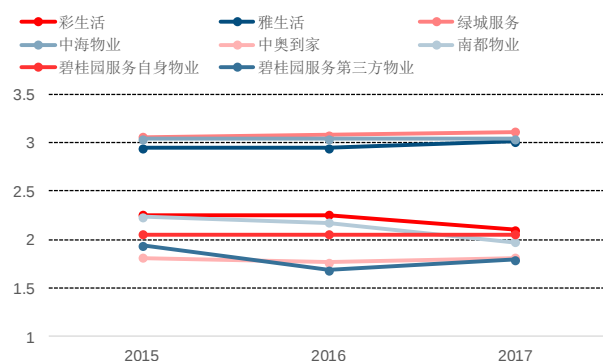
图表113： 上市公司合约面积/在管面积


资料来源：中国指数研究院， 中信建投证券研究发展部

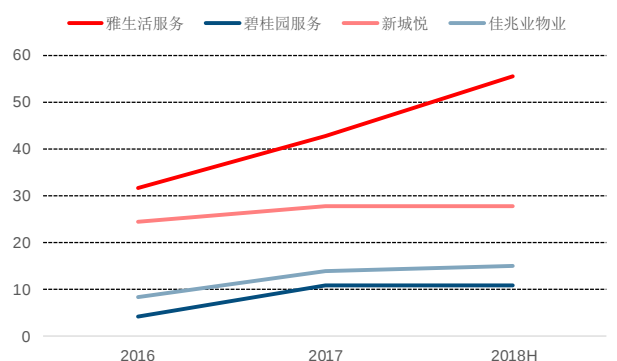
注：南都物业未披露在管面积，因此以合约面积代替

第三方拓展体现差异化竞争能力

除了依托母公司输送管理项目外，目前各大物业公司都在加大第三方拓展的比例。我们认为在三四线布局的企业在长跑中更具后发优势，原因在于三四线住房无论是存量还是增量，面积占比都高达 50%，市场空间广阔。其次能级较低城市的地产开发仍以当地房企为主，自身物业运营实力有限，规模企业在当地建立了一定的品牌辨识度，之后的第三方拓展无论从管理半径还是品牌效应都具有优势。此外，随着社会的发展，对于服务的付费意识也在逐渐加强，传统物业的竞标不再是价低者得，而是差异化的服务来满足客户需求。

图表114： 主要上市企业物业费对比（元/平米/月）


资料来源：各公司年报， 中信建投证券研究发展部

图表115： 主流物业公司在管面积中来自第三方的比例


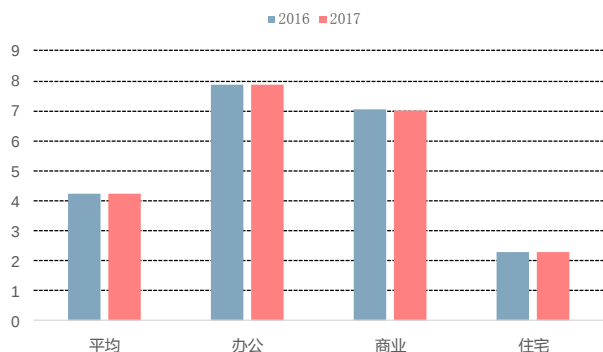
资料来源：各公司报告， 中信建投证券研究发展部

非住宅占比提升，经营业态进一步多元化

除了传统的住宅物业，物业公司管理形态进一步多元化，每家公司依托自身资源，在商业、办公、旅游等非住宅物业管理布局。一方面是非住宅市场物业费水平具有较大的溢价空间，另一方面也是公司在为差异化竞争进行布局。根据中指百强物业研究报告，2017 年办公和商业的物业费分别为 7.88 元/平方米/月和 7.02 元/平方米/月，显著高于住宅物业的 2.30 元/平方米/月收费水平。例如南都物业以商办物业起家，商办物业在管面积占比近年来一直处于 30-40%的水平，在传统物业板块中贡献了 40-50%的营收。而佳兆业物业近年来对体育场馆运营的持续布局，非住宅物业仅为 290 万平方米，占比仅为 11.6%，但 2018 年中却贡献了 47%物业营收。碧桂园则成立合资公司，首次进入“三供一业”领域并取得重要突破，扩大服务种类和范围。绿城服务和雅生活服务

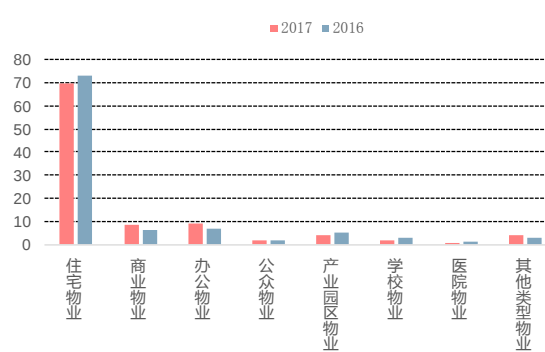
务的非住宅面积占比也处于稳步攀升阶段。

图表116： 百强企业不同物业收费水平（元/平方米/月）



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表117： 百强物业在管面积业态占比

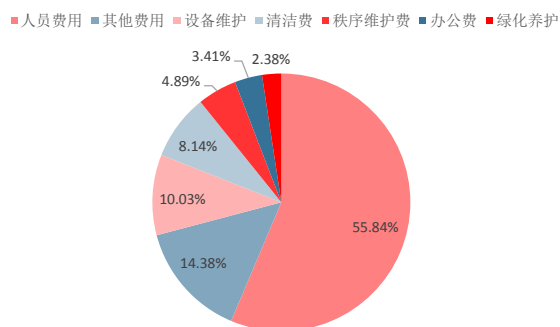


资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

中短期新项目交付提高毛利率，远期科技赋能降成本

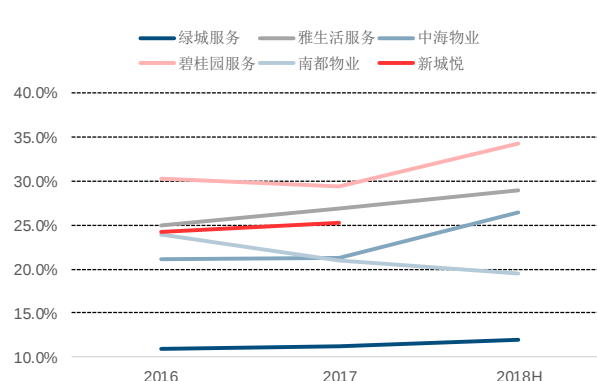
在成本端，市场的疑虑集中于物业费调价困难和人工成本上升刚性支出增加。虽然各家公司在加大信息化投入，减轻对人力的依赖，但是目前缺乏一个明确的指标或者计算公式。根据调研的实际情况，一般 1500 户的小区大致需要 30-50 人的管理团队，包括了保安、保洁、维修以及财务、经理等，人均在管面积约 3000-5000 平方米，其中人员配置比例为保安 10-20 人，保洁 15-20 人，维修 2-5 人，项目经理 1 人，结算 1 人。科技化的投入例如面部识别，智能化小区进出缴费可以减少保安的人数，综合扫地机器人可以减少保洁人员的数量，在保证服务质量的前提下，未来保安和保洁的人数可缩减 1/3-1/2。这是远期科技对人力成本替代的乐观前景，就现阶段而言，我国近年来住宅销售连创新高，为物业公司在管面积的增长提供动力，新交付的住宅项目一般毛利率较高，对公司整体毛利率产生积极提升作用。这是因为物业公司通常在定价时已经考虑到后续人力成本上升问题，因此交付初期物业费盈利空间较大，此外新交付的项目大多数设备处在质保期内，因此维修成本较低。可以看到主流上市公司的物业板块毛利率近两年都处于稳步提升的状态。

图表118： 费用成本结构



资料来源：中国指数研究院，中信建投证券研究发展部

图表119： 主流上市物业服务毛利率趋势



资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

增值进入 2.0 时代，共筑美好生活场景

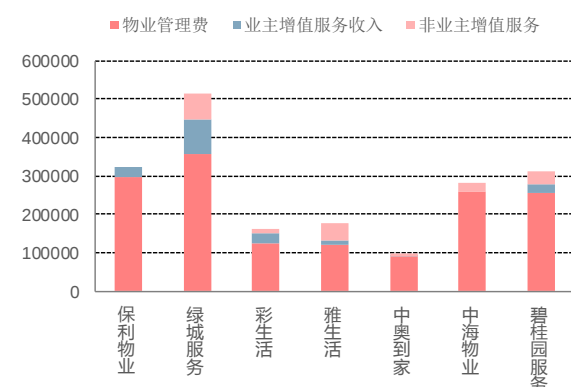
回顾物业企业增值服务的探索和发展，我们认为现在增值服务已经进入一个新的阶段。其特点首先在于随着企业规模的发展壮大，主流企业积累的用户已经初具规模，为增值服务的快速发展奠定了群众基础；其次，增值服务不再是空喊口号，目前主流企业增值服务业绩贡献占比接近 4-5 成；最后，通过一定时间的探索，企业不再盲目拓展线上，而是根据自身优势，选择合适的赛道，增值服务的形式更加多元化。如果以前的增值服务是 1.0 的“仰望星空”时代，目前的增值服务已经进入 2.0 的“脚踏实地”阶段。

图表120： 增值服务类型

主流企业增值服务形态	营收来源	代表企业	近期重要布局
	线上抓手	彩生活	打造「彩生活住宅」销售模式及「彩富人生」增值产品，构建社区消费场景的抓手产品，促进开放式生态圈的建设。
	协约销售	雅生活	目前以协销为主，未来将会投入 IPO 融资所得净额约 10% 即 3.98 亿港元，用于继续开发集团的一站式服务平台
	房地产相关	绿城服务	“绿城置换”和“幸福绿城”围绕房地产打造线下、线上生态链闭环。

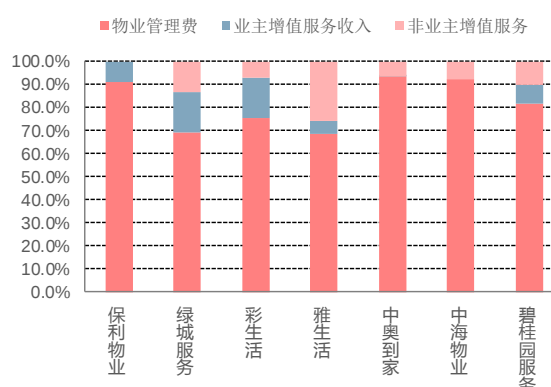
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表121： 上市企业物业服务 and 增值服务规模（万元）



资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

图表123： 营收结构占比对比



资料来源：各公司年报，中信建投证券研究发展部

区域布局——长三角一体化提速

我们认为从房企区域布局的角度，城市群的发展弥足关键，从环渤海的雄安新区、到粤港澳大湾区，再到近期长三角一体化进程提速，也将带来新的房地产市场需求和产业的布局重构，其中长三角一体化的进展我们认为值得重视。

长江三角洲城市群是中国东部沿海地区发展程度较高的经济区域，目前是中国第一大经济圈以及经济中心。根据 2016 年 5 月国务院批准的《长江三角洲地区区域规划》，长三角城市群包括上海市、浙江省、江苏省、安徽省 26 市，区域面积 21.17 万平方公里。2017 年地区生产总值 2.45 万亿美元，总人口 1.53 亿人。

图表124： 长三角城市群与其他世界级城市群比较

城市群	中国长三角城市群	美国东北部大西洋沿岸城市群	北美五大湖城市群	日本太平洋沿岸城市群	欧洲西北部城市群	英国中南部城市群
面积（万平方公里）	21.2	13.8	24.5	3.5	14.5	4.5
人口（万人）	15033	6500	5000	7000	4600	3650
GDP（亿美元）	20652	40320	33600	33820	21000	20186
人均 GDP（美元/人）	13737	62030	67200	48315	45652	55305
地均 GDP（万美元/平方公里）	974	2920	1370	9662	1448	4485

资料来源：《长江三角洲地区区域规划》，中信建投证券研究发展部

注：①长三角城市群数据为2014 年统计数据。②美国东北部大西洋沿岸城市群包括波士顿、纽约、费城、巴尔的摩、华盛顿等城市及其周边市镇。北美五大湖城市群包括芝加哥、底特律、克利夫兰、匹兹堡、多伦多、蒙特利尔等城市及其周边市镇。日本太平洋沿岸城市群包括东京、横滨、静冈、名古屋、大阪、神户、长崎等城市及其周边市镇。欧洲西北部城市群包括巴黎、阿姆斯特丹、鹿特丹、海牙、安特卫普、布鲁塞尔、科隆等城市及其周边市镇。英国中南部城市群包括伦敦、伯明翰、利物浦、曼彻斯特、利兹等城市及其周边市镇。相关数据来源于中科院南京地理与湖泊研究所研究报告。

图表125： 长三角一体化进程

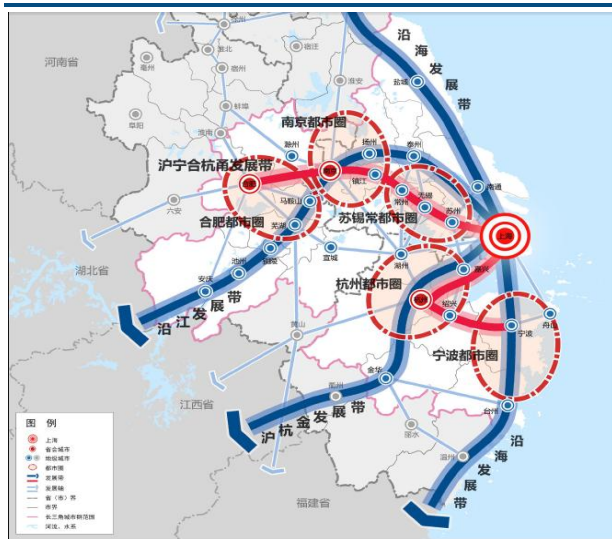
1992	长三角15个城市经济协作办主任联席会议制度建立
1997	联席会议升格为长三角城市经济协调会
2001	沪苏浙三省市发起成立由常务副省长（市）长参加的“沪苏浙经济合作与发展座谈会”制度
2004	沪苏浙三省市主要领导座谈会制度启动
2008	《国务院关于进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》正式印发
2008	长三角政府层面实行决策层、协调层和执行层“三级运作”区域合作机制。决策层即“长三角地区重要领导座谈会”，协调层即“长三角地区合作与发展联席会议”，执行层包括“联席会议办公室”和“重点合作专题组”
2009	沪苏浙三省市吸纳安徽作为正式成员出席长三角地区主要领导座谈会、长三角地区合作与发展联席会议
2011	安徽省首次作为轮值方成功举办长三角地区主要领导座谈会、长三角地区合作与发展联席会议
2016	国务院批复《长江三角洲城市群发展规划》
2018	长三角区域合作办公室成立
2018	长一体化上升为国家战略

资料来源：长江三角洲地区区域规划（2010）和，长江三角洲城市群发展规划（2016），中信建投证券研究发展部

长三角城市群作为“一带一路”与长江经济带的重要交汇地带，在国家现代化建设大局和全方位开放格局中具有举足轻重的战略地位。自 1982 年长三角区域发展一体化以来，长三角之间的协调主要依赖高层之间的定

期会晤、长三角协调会议等磋商机制。进入 2000 年之后，长三角一体化的进程逐渐加快，分别于 2010 年和 2015 年出台了长江三角洲地区区域规划（2010）和长江三角洲城市群发展规划（2016）。2018 年 3 月起，长三角区域协调机构有了新突破，在上海设立了常设性的机构：长三角区域合作办公室，由安徽省、浙江省、江苏省和上海市抽调的人员组建而成，沟通协调更加通畅。2018 年 11 月上海举办的进口博览会中，国家主席习近平宣布把建立长三角一体化上升为国家战略，规划以改革创新深入推进长三角城市群国际竞争优势，内部各城市明确自身功能定位，分工协作，协同发展。

图表126： 一核五圈四带发展路径

**图表127： 长三角周边城市人口规划**

城市	2014年市域常住人口	2030规划市域常住人口	规划新增市域常住人口 (万)	新增比率(%)
上海	2426	2500	74	3.05%
南京	822	1060	238	28.95%
苏州	1059	1150	91	8.59%
合肥	770	1000	230	29.87%
无锡	650	850	200	30.76%
南通	730	910	180	24.65%
常州	470	650	180	38.29%
扬州	447	570	123	27.51%
杭州	889	950	61	6.86%
滁州	399	560	161	40.35%
镇江	317	400	83	26.18%

资料来源:《长江三角洲地区区域规划》, 中信建投证券研究发展部

资料来源:《长江三角洲地区区域规划》, 中信建投证券研究发展部

图表128： 长三角一体化政策梳理

时间	纲领	部门	内容	要点
2010.05	长江三角洲地区区域规划（2010）	发改委	规划期为 2009-2015 年，展望到 2020 年。将长江三角洲地区战略定位为亚太地区重要的国际门户、全球重要的现代服务业和先进制造业中心、具有较强国际竞争力的世界级城市群并进行了产业发展与布局	首次将长江三角洲地区定位为 全球重要的现代服务业中心 ，并 提出到 2020 年形成以服务业为主的产业结构发展目标 。到 2020 年，形成以服务业为主的产业结构，人均地区生产总值达到 110000 元（核心区 130000），服务业比重达到 53%（核心区 55%），城镇化水平达到 72%（核心区 75%左右）。
2016.06	长江三角洲城市群发展规划（2016）	发改委	规划期为 2016 年至 2020 年，远期展望到 2030 年。规划以改革创新深入推进长三角城市群国际竞争优势，内部各城市明确自身功能定位，分工协作，协同发展。联手打造世界五大城市群并肩的世界级城市群	将 围绕上海国际经济、金融、贸易、航运中心建设中国（上海）自由贸易试验区，规划中期目标为到 2020 年基本形成高效的世界级城市群框架 ，在全国 2.2%的国土空间上聚集 11.8%的人口和 21%的地区生产总值； 远期目标为到 2030 年，全球配置资源枢纽作用更加凸显，全面建成全球一流品质的世界级城市群。
2017.07	沪嘉杭 G60 科创走廊建设战略合作协议	上海杭州嘉善三地签署协议	上海松江、嘉兴、杭州三地将以 G60 高速公路为纽带，打破行政区划，产生“1+1>2”的效应。在提升区域协同创新能力，共同打造横跨三地的科创走廊，争取建成具有全球影响力的科技创新高地	建立 科创走廊 ，打破行政区划，使得人才、技术、资本等要素自由流动

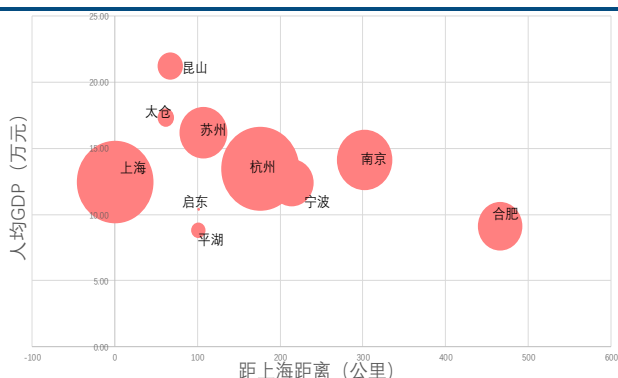
时间	纲领	部门	内容	要点
2018.08	长三角地区一长	长三角地区	共建互联互通综合交通体系，提升能源护济 完善交通布局，支持龙头企业联合高校设立长三角人	
	体化发展三年主要	领导座 互保能力，	共建高速泛在的信息网络，合力 工智能研究院，建设 G60 科创走廊，2020 年完成区域	
	行 动 计 划 谈 会		打好污染防治攻坚战，共享普惠便利的公共 5G 网络部署	
	(2018-2020)		服务，共创有序透明的市场环境。	

资料来源：长江三角洲地区区域规划（2010），长江三角洲城市群发展规划（2016），长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020）中信建投证券研究发展部

从区域内部来看，随着交通布局进一步完善和产业的协同发展，上海跟浙江、江苏、安徽等周边地区之间，特别是大城市跟中小城市之间的发展差距明显缩小，人均收入水平等越来越接近，为一体化打下了很好的物质基础。

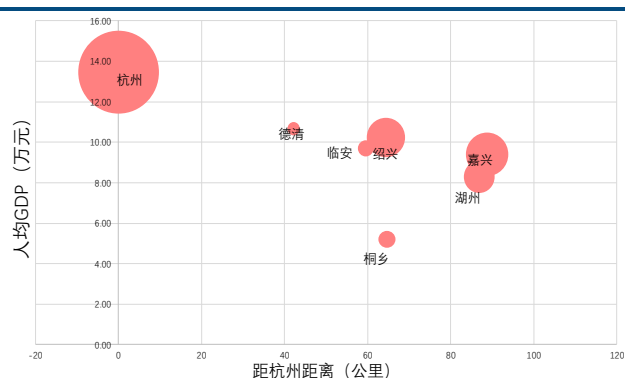
对应到房地产市场，我们以到核心城市的距离为横轴，以人均 GDP 为纵轴，气泡大小表示房屋销售金额来进行分析，可以直观看到长三角城市群存在多个核心城市，形成多个都市圈，围绕各核心城市的卫星城都会受到外溢需求的影响，部分强卫星城甚至还会形成二级外溢，未来随着人口的导入和产业升级，增长潜力有望得到释放。

图表129： 长三角群各城市区位与房地产交易规模



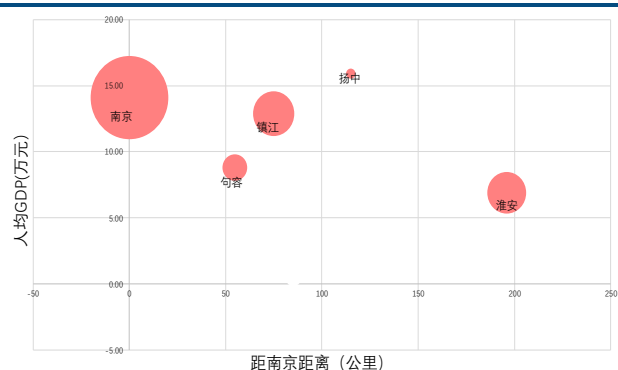
资料来源：wind，克而瑞，中信建投证券研究发展部

图表130： 杭州 50-80 公里都市圈城市房地产市场规模



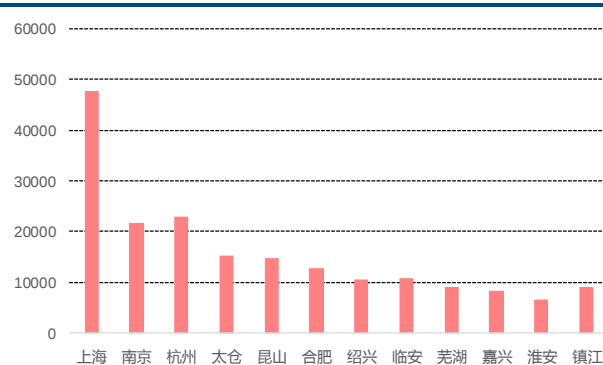
资料来源：wind，克而瑞，中信建投证券研究发展部

图表131： 南京 50-80 公里都市圈城市房地产市场规模



资料来源：wind，克而瑞，中信建投证券研究发展部

图表132： 长三角主要城市房价



资料来源：克而瑞，中信建投证券研究发展部

在上海城市总体规划（2017-2035 年）中，除了突出上海区域带头引领地位和推动上海和近沪地区功能网络

一体化进程，还明确的四大跨区域战略协同区：1、环淀山湖战略协同区，2、东部沿海战略协同区，3、杭州湾北岸战略协同区，4、长江口战略协同区。重点强化在生态保护、设施共享、城镇布局、产业发展、港口资源、河口海洋空间利用等方面的空间统筹力度，未来这些区域的协同效应带来的发展空间值得期待。

图表133： 上海 2035 总规中明确的四大跨区域战略协同区

战略区域	包括主要城市和区域	目标	主要内容
环淀山湖战略协同区	青浦、昆山、苏州吴江	突出江南水乡历史文化和自然风貌	在加强生态环境保护的前提下，保护江南水乡历史文化和自然风貌，推动世界级湖区水乡古镇文化休闲和旅游资源的整体开发利用，形成文化休闲生态的战略空间。
东部沿海战略协同区	临港、舟山、岱山	形成沿海开放国际门户	以中国（上海）自由贸易试验区为引领，充分发挥区域组合港的集聚效应，推进国际航运枢纽建设，提升贸易服务功能，形成沿海全面开放的国际门户。
杭州湾北岸战略协同区	奉贤、金山、平湖	推进海洋环境修复	形成集产业、城镇和休闲功能于一体的战略空间。重点推动重化工产业布局优化和转型升级，强化战略性新兴产业和新型产业集聚
长江口战略协同区	崇明、启东、南通	强化长江下游生态保护	推动崇明世界级生态岛建设，成为辐射带动内陆地区发展的战略空间。重点优化长江口地区产业布局，严格保护沿江各市水源地，推进沿江自然保护区与生态廊道建设。

资料来源：上海市城市总体规划（2017-2035 年），中信建投证券研究发展部

策略：似曾相识燕归来

积极因素累积，期待政策改善

自我们在 5 月份强调地产板块的机遇逐渐显现，其中货币政策转向将是地产板块最值得关注的改善动力以来，年内央行已降准 4 次，累计释放流动性超 2.3 万亿。四季度以来房贷利率的走势也印证了我们 8 月份在《从历史展望未来房贷利率演化方向》中提出的按揭贷款利率上行空间有限的判断。同时考虑到板块处于历史低位的估值以及政策边际改善预期，我们认为 2019 年的房地产板块值得期待：

积极因素一：货币政策转向带来流动性边际改善

2018 年以来中央对于货币政策的定调逐步发生变化，4 月份中央政治局会议时隔三年再提扩大内需，货币政策从“中性”转向“松紧适度”，流动性从“维护基本稳定”，转向“合理充裕”。从今年 1 月份央行实施的普惠金融定向降准开始，四次降准累计释放流动性超过 2.3 万亿。展望明年，我们认为国内面临内外经济压力的环境下，货币政策宽松依旧可期，将会继续助力房地产行业尤其是需求层面的边际改善。

图表134： 今年四次降准情况及比较

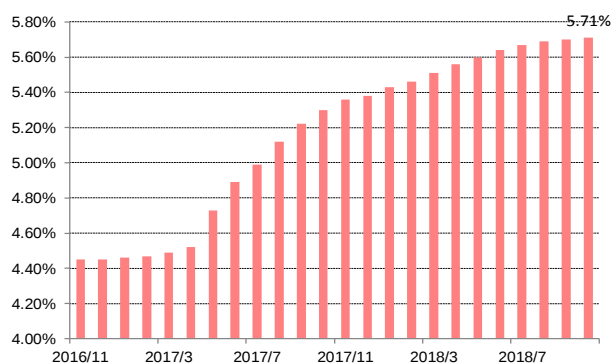
时间	降准	内容	目标
1 月 25 日	普惠金融	凡前一年上述贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上支持金融机构发展普惠金融业务，提高金融服务的覆盖率和可得性；原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。	
4 月 25 日	定向降准	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。	释放资金给银行偿还央行的中期借贷便利 (MLF) 以及对冲 4 月中下旬企业缴税，增加银行体系资金的稳定性，优化流动性结构。
7 月 5 日	全面降准	下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资。	进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度。
10 月 7 日	定向降准	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。降准所释放的部分资金用于偿还 10 月 15 日到期的约 4500 亿元中期借贷便利 (MLF)，这部分 MLF 当日不再续做。	优化商业银行和金融机构的流动性结构，通过降低中小企业的融资成本来支持实体经济发展

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

积极因素二：房贷利率预计见顶回落

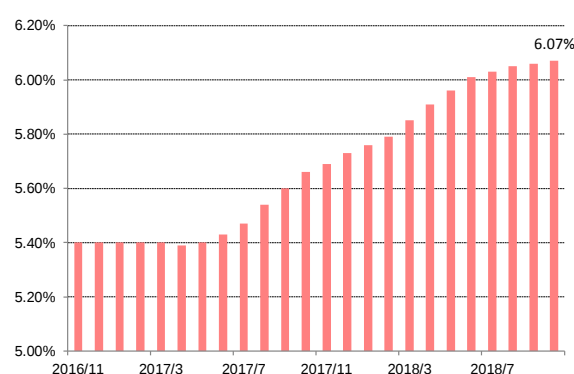
我们一直强调流动性的影响，对于估值底部的确定举足轻重。今年中期以来，宽松的货币政策对于基本面的积极效应开始显现。融 360 的数据显示，10 月份首套以及二套平均贷款利率虽然环比依然有所上升，但涨幅微弱，仅为 0.01 个百分点，尤其值得关注的是，10 月首套房贷利率下调的银行达 19 家，较上月增加 16 家。如杭州、广州等部分热点城市按揭利率有所下行，房贷利率的见顶回落意味着信贷端对行业的钳制即将得到缓解。

图表135： 全国首套房平均贷款利率



资料来源：融360，中信建投研究发展部

图表136： 全国二套房贷平均利率



资料来源：融360，中信建投研究发展部

图表137： 金融机构个人住房贷款加权平均利率与 10 年期国债利率 (%)



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

积极因素三：房地产政策趋于温和

9月26日三季度央行货币政策例会表述“宏观杠杆率趋于稳定”，后续“国际形势面临更加严峻挑战”，未来坚持“稳就业、稳投资、稳预期”等六稳，体现去杠杆虽然仍在推进，但是稳经济下去杠杆节奏会更为稳健。同时我们认为2019年房地产政策有望逐步见顶，在房地产景气度回落、稳字当先的经济政策框架下，房地产量价不再是主要矛盾，我们认为后续进一步打压政策的出台可能性降低，同时不排除明年二季度之后，个别城市房地产政策有改善的空间。

图表138： 历次政治局会议房地产表述

时间	关键词	表述
2016.10.28	抑制资产泡沫	坚持稳健的货币政策，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。
2016.12.09	加快研究建立长效机制	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。

2017.07.24	加快建立长效机制	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 。
2017.12.08	加快住房制度改革和长效机制建设	加快住房制度改革和长效机制建设 是明年要着力抓好的一项重点工作。
	机制建设	
2018.4.23	3年来再提扩大内需	要推动 信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展 ，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。
2018.07.31	遏制房价上涨	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
2018.10.31	宏观经济进一步强调“六稳”	面对经济运行存在的突出矛盾和问题，要坚持 稳中求进 工作总基调，有针对性地加以解决。要切实办好自己的事情，坚定不移推动高质量发展， 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，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 。研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。 围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力 ，促进资本市场长期健康发展。要改进作风，狠抓落实， 使已出台的各项政策措施尽快发挥作用 。
	未直接涉及房地产领域	无

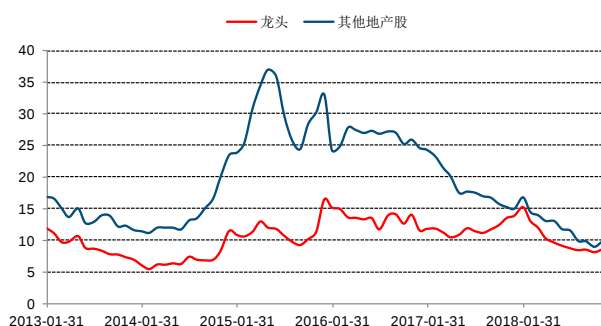
资料来源：政府网站，中信建投研究发展部

龙头房企估值溢价如期显现

我们在 2017 年《内房股大涨能给 A 股地产股带来什么思考》中提出，A 股地产股一荣俱荣的现象将会改变，龙头房企应该获得更高的溢价。而去年以来，我们的观点也得到确认。伴随着地产板块在过去几年中的整体估值中速不断下移，估值的分化和差异在龙头房企和中小型房企之间已经开始出现明显的变化，从市盈率的角度来看，虽然龙头房企的估值水平持续低于行业的估值水平，但龙头房企和其他房企的估值水平的差异已经开始明显收敛。

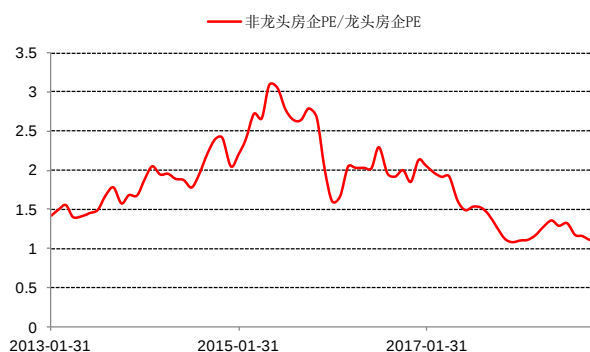
我们以剔除了龙头房企之后的板块 PE/龙头房企 PE 来衡量两者之间的差异，在 16 年之前板块的估值分化基本上表现为越小的房企其估值水平越高，典型如 13 年到 15 年，在传媒互联网行业景气度上升的带动下，中小型房企凭借着转型、互联网+等标签，更容易获得更高的估值，两者的 PE 比值在 15 年最高一点一度达到 3.0 倍，且从 13 年 8 月份其他地产企业的 PE/龙头房企 PE 的比值一直维持在 1.5 倍以上，直到 17 年开始，龙头房企的估值水平开始上升，而中小房企估值水平开始下降，两者不断收敛，至今比值已经接近 1 倍左右。市净率角度，我们以剔除了龙头房企之后的板块 PB/龙头房企 PB 为指标来看，至今年 10 月份，比值最低达到 0.68 的水平，创下历年以来的新低，龙头房企市净率较非龙头房企溢价达到 46.2%，行业市净率开始表现出越大的房企市净率越高的特征。

图表139： 龙头房企和非龙头房企 PE 变化



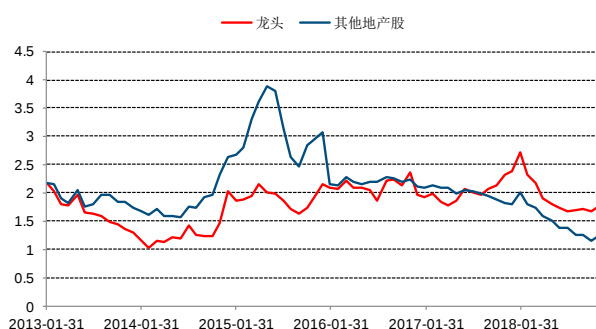
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表140： 龙头房企和非龙头房企 PE 比值



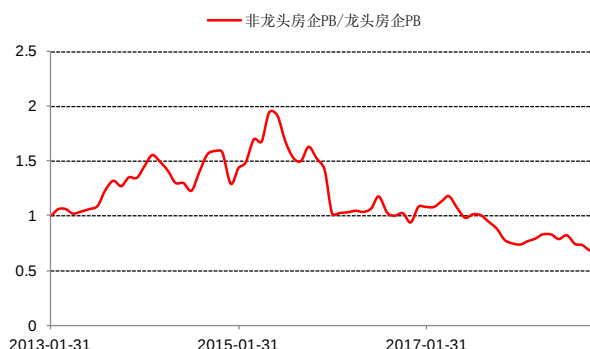
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表141： 龙头房企和非龙头房企 PB 变化



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

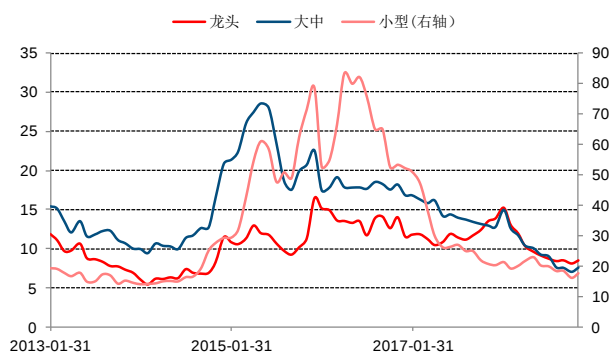
图表142： 龙头房企和非龙头房企 PB 比值



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

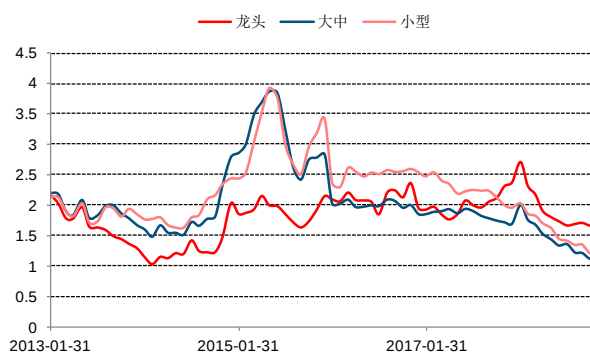
我们把比较进一步细化，将行业内的地产企业按规模大小，细分为龙头房企、中型房企和小型房企。从市盈率角度看，16年以前龙头房企的估值水平明显低于中小型房企，从18年开始龙头房企相对中型房企的溢价效益已经开始凸显。从市净率的角度来看，2018年龙头房企的市净率水平基本上保持在1.7倍以上，中小房企的市净率持续维持在1.5倍以下。

图表143： 不同类型上市房企 PE 情况



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表144： 不同类型上市房企 PB 情况



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

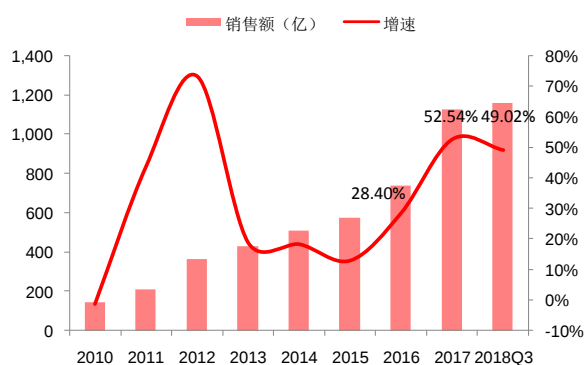
把握融资集中度，挖掘存量价值

我们认为当前地产板块的估值具备较强吸引力，同时流动性的边际改善、去杠杆趋势缓和、按揭利率和行业调控政策见顶等因素将催化地产板块估值修复行情。我们建议优先关注以下几类企业：1、具备强融资能力和 ROE 突破潜力的龙头房企；2、享受成长弹性和边际催化的房企；3、享受存量红利的房企。具体标的如下：

具备强融资以及 ROE 突破能力：招商蛇口、保利地产、万科、华侨城

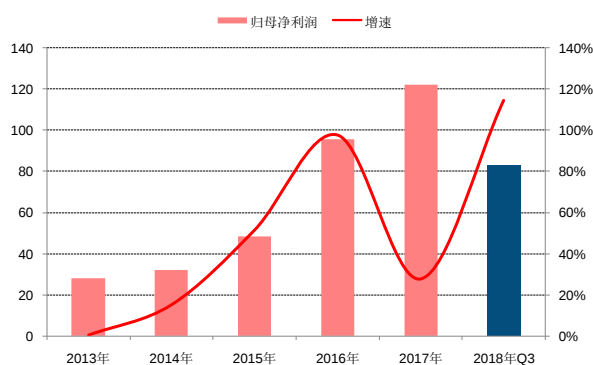
招商蛇口：在行业同质化越来越严重的当下，公司禀赋优势尤为突出。目前《粤港澳大湾区发展规划纲要》已顺利完成，预计有望在近期获得批准实施，公司作为在粤港澳区域最具资源优势的企业，有望优先受益于粤港澳大湾区战略的推进，在未来发展过程中将继续分享制度与资源的红利。9 月公司将太子湾 4 个项目半数股权打包挂牌转让，作价 63.2 亿，旨在为太子湾项目引入合作方，有利于加快太子湾片区的开发进度，提升区域价值，对于公司而言，亦是触发存量资产提前变现，在现金为王的格局下，彰显其资源禀赋带来的资金优势。同时公司的成长诉求强烈，持续的激励机制都彰显了公司上下全方面的信心。我们认为公司从禀赋优势到发展模式，都具备长期看点，在管理市场化的程度上亦是首屈一指。

图表145： 招商蛇口销售额及增速（亿元）



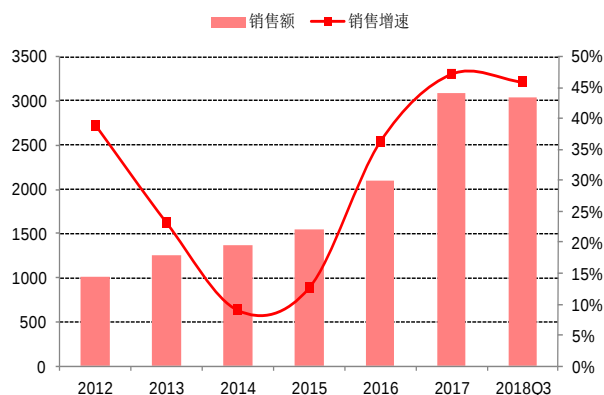
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表146： 招商蛇口归母净利润及同比

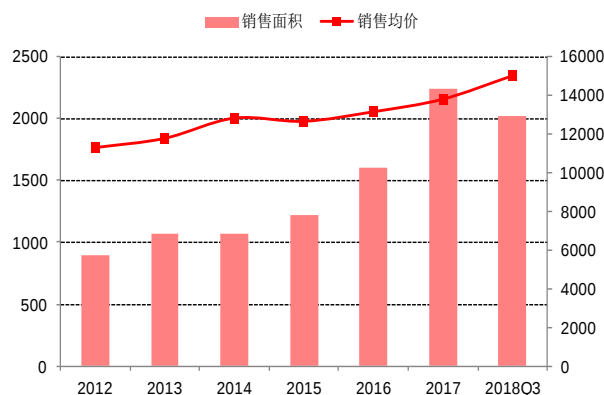


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

保利地产：公司是目前 A 股龙头企业中估值最具备优势的企业，15 年下半年开始土地投资转向积极，17 年销售额突破 3000 亿，同比增长 47%，18 年预计全年销售有望突破 4000 亿，向新的门槛迈进。同时在国改的推动下，公司良好的财务结构为未来发展奠定资金优势；未来公司将坚定“一主两翼”发展战略，延伸产业链布局，助力公司长远发展。

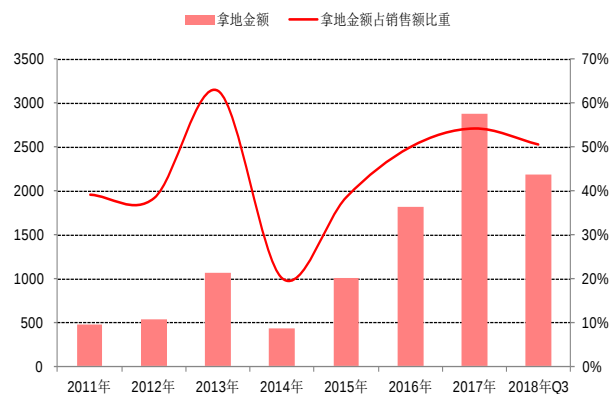
图表147： 保利地产销售额及增速（亿元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

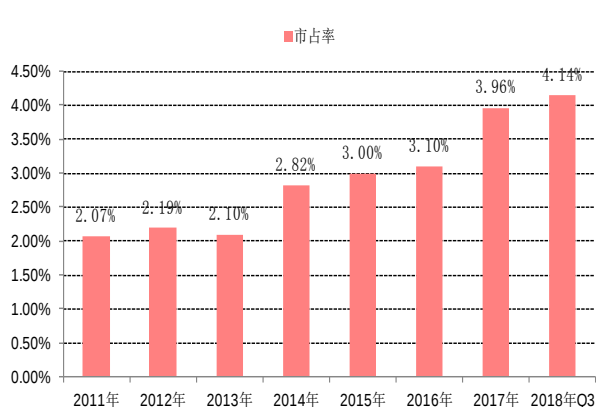
图表148： 保利地产拿地金额及占销售金额比重


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

万科：公司领跑行业三十载，在产能效率和市场化扩张无一不在引领市场，公司多年来持续创新和颠覆行业生态，提前倡导高周转模式，探索住宅产业化道路，最早推出事业合伙人+跟投的立体化激励机制，并购普洛斯、重组印力平台、创建泊寓等成果也证明了公司在创新业务上也是业内当之无愧的领头羊。在今年整体融资渠道趋紧的环境下，公司主动掌握逆势扩张和兼并整合的先导权利以有效抵御市场风险，龙头房企的优势得到进一步体现。我们相信万科未来的成长道路将更为明晰，未来的业绩释放也值得期待。

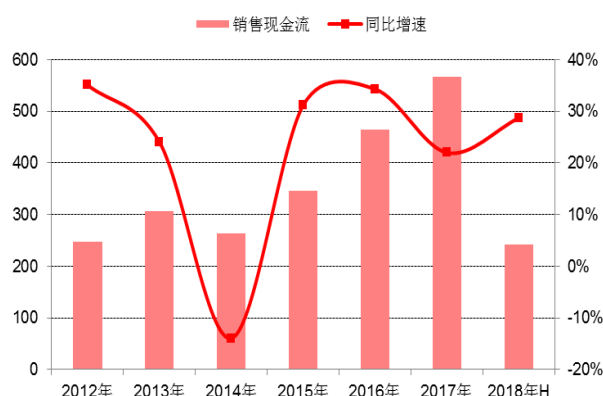
图表149： 万科拿地金额占销售额比重


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

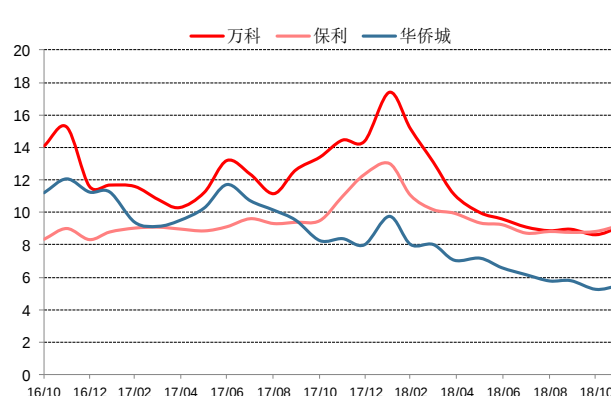
图表150： 万科市占率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

华侨城：华侨城的特点在于能够以高性价比的成本获取全国主流城市稀缺资源，而且随着华侨城集团的加速布局，近年来拿地力度加大，土地储备进一步扩充。华侨城集团作为国内“文化+地产”龙头，站在三十而立的关口，用创新来启动新跨越，新模式也将继续助长股份公司的成长空间。公司地产业务和文化旅游业务持续提速，也将为公司业绩增长带来保障。公司目前估值极具优势，还具备高分红属性。

图表151： 华侨城销售现金流同比增速


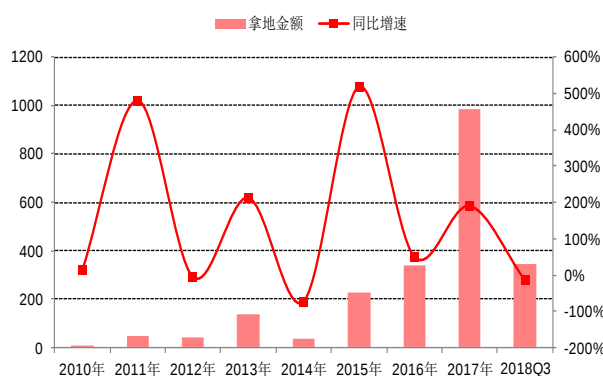
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表152： 华侨城、万科、保利 PE


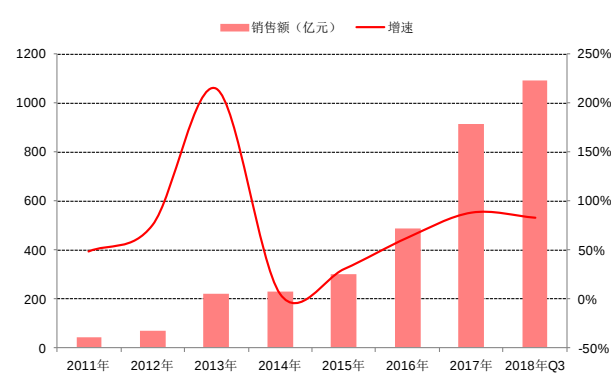
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

具备成长弹性：阳光城、荣盛发展

阳光城：当前公司累计储备超 4000 万平，总货值超 5000 亿，90%以上均为一二线城市，多年的深耕基础和丰富的资源储备是成长型公司中最大的特色，长期有望向更高的销售规模迈进。同时公司积极倡议员工增持，并同时在 10 月份启动回购计划，充分彰显公司控股股东及管理层对公司未来经营业绩和发展能力的信心，进一步体现公司价值。我们认为公司布局合理，区域结构持续优化，公司管理层的调整到位将带来公司运营效率的全面提升，跟投机制的贯彻实施将加速公司销售规模的进一步增长。

图表153： 阳光城拿地金额及占销售额比重（亿元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表154： 阳光城销售额及增速


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

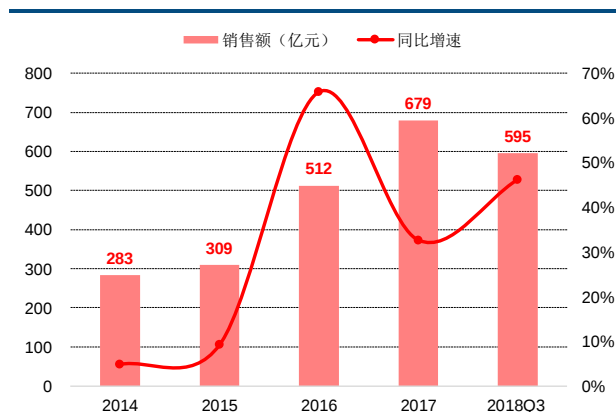
图表155： 阳光城增持回购

时间	事件
10 月 12 日	控股股东及其一致行动人拟在未来 12 个月内增持公司股份，不低于 1%，不超过 2%
10 月 22 日	控股股东倡议阳光城及下属全资子公司、控股子公司的全体员工增持公司股份
10 月 27 日	公司拟回购公司股份，回购规模不少于当前公司总股本的 0.6%，且不超过当前总股本的 1.2%

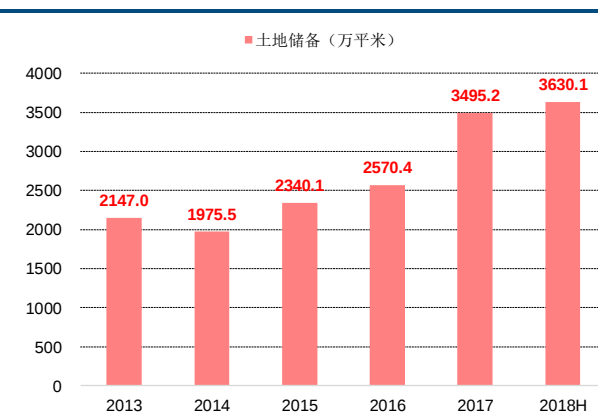
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

荣盛发展：公司近年来聚焦“京津冀”战略回归有助于企业保持高速增长：2018 年公司计划签约金额约 880 亿元，同比继续增长 30%，预计在未来充足的货源供应下公司有望达成全年目标。此外，叠加公司开展多元化战略，

努力拓展大健康、大金融、互联网等领域，我们期待公司多元化战略的成果。同时公司注重分红，股息率水平一直维持在较高位，17 年分红派息对应目前的股价，股息率高达 5%。基于对公司未来发展前景的高度信心，公司董事长等高管 3 人在今年 7 到 8 月共增持公司股票 6188 万元，此外截至三季度末，陆股通新增持股 5251.2 万股，占公司股份 1.21%，结合社保基金及前海人寿新进入公司前十大股东，公司长期投资价值已获得高度认可。

图表156：荣盛发展销售额及同比增速


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表157：荣盛发展土地储备规模


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表158：荣盛发展高管增持详情

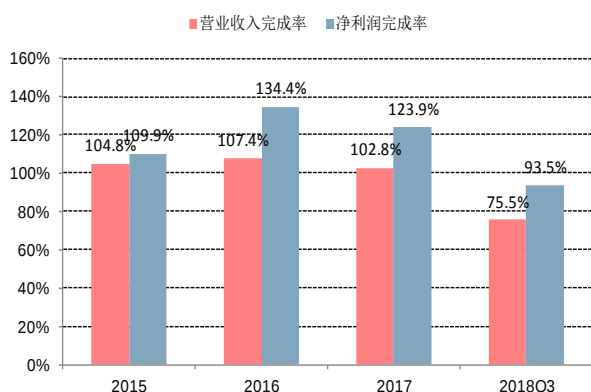
增持人	职务	增持金额 (万元)	增持均价 (元/股)	占总股本比例
耿建明	董事长	4,690.74	7.82	0.138
邹家立	监事会主席	1,056.72	7.64	0.0318
鲍丽洁	董事、副总裁	440.48	7.68	0.0132

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

享受存量价值红利：光大嘉宝、中粮地产、建发股份

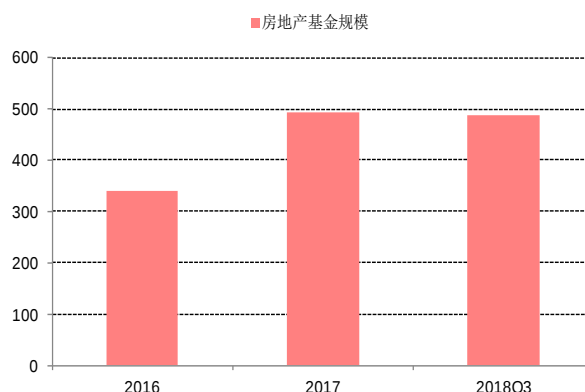
光大嘉宝：光大安石是国内房地产私募基金龙头，拥有光大集团的资源扶持，自身具备成熟且闭环的募资、投资、管理、退出能力，我们看好光大安石未来发展尤其是在中国 REITs 快速发展之后的机遇。4 月末，证监会、住建部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，我国资产证券化将更进一步，未来在租赁市场的大发展机遇下，资产证券化以及对房地产基金的需求将不断提升，而且业态将不仅仅聚焦于商业物业领域，住宅市场的发展也潜在带来机会。作为国内最大的房地产私募基金之一的光大安石，已经在这一领域走在前列，将充分受益于行业证券化水平的不断提升，突破公司管理规模的瓶颈和资产端的限制，加速公司基金产品投融资的运作效率，充分分享资产证券化带来的红利。

图表159： 营业收入及净利润完成情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

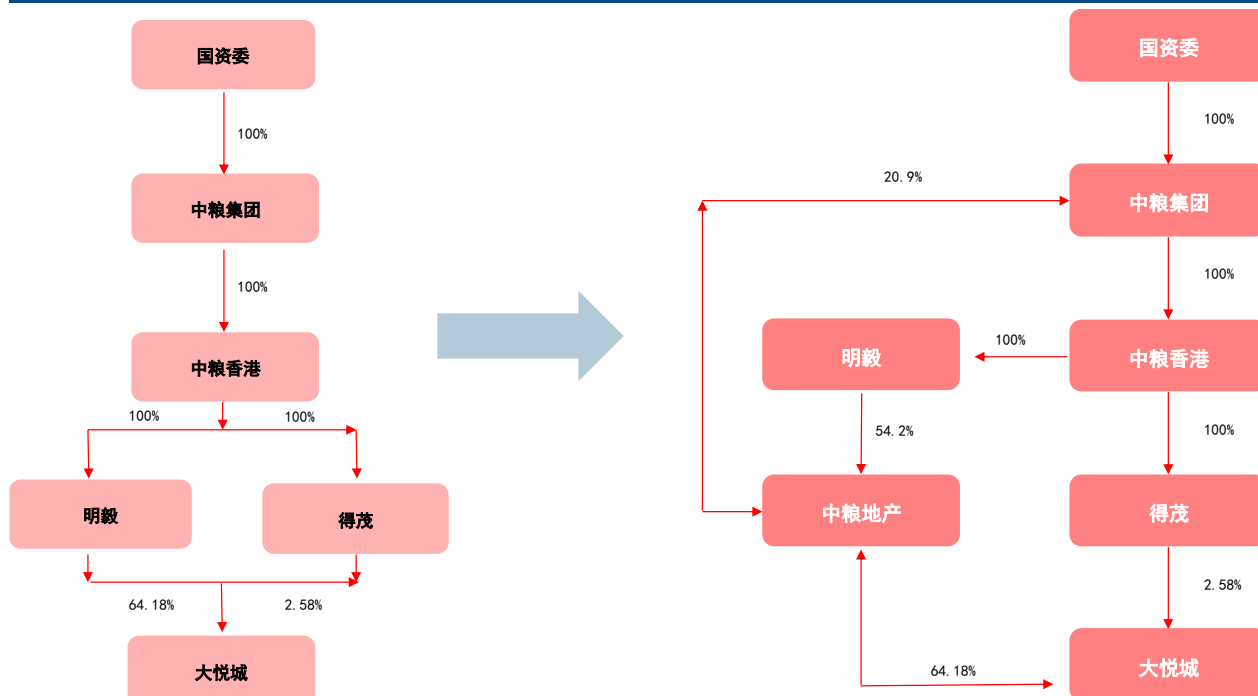
图表160： 光大嘉宝房地产基金规模



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

中粮地产——中粮地产作为起步于深圳、聚焦核心一二线城市的房企，拥有近千万方一二线城市储备，同时背靠中粮集团，在资源获取，尤其是深圳市区存量开发具备优势。尤其值得一提的是，公司今年发出重组预案，拟以 6.89 元/股的价格向明毅发行 21.4 亿股，以总对价 147.6 亿收购大悦城地产 64.2%股份，同时配资 24.3 亿用于项目建设，定增预案于 12 月顺利过会，这意味着集团层面的资源整合，促进商业与住宅协同发展，大悦城作为国内首屈一指的商业地产开发运营商，并入中粮地产后，将使得双方在融资、市场、人才、土地获取、品牌等各方面深度融合，同时重组之后，中粮地产作为集团旗下最完备的上市平台，也将进一步发挥主体优势。

图表161： 重组前后中粮地产股权架构变化



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

建发股份：公司作为厦门区域传统龙头，持续深耕厦门，在立足大本营的基础上，深入海西，逐步延伸至全国化的布局，在本轮行业周期中重新彰显成长弹性，当前公司土地资源储备充裕，总货值超 2500 亿，未来销售有

望不断取得突破。今年 9 月，公司公告称后埔-枋湖旧村改造项目的部分土地完成出让，并由控股子公司建发房产竞得上述地块。最终测算出在地价不增长的情况下，剩余地块出让可为公司贡献归母净利润约 67 亿元，我们认为，公司未来可充分享受土地红利释放，业绩增长具备保障。同时公司供应链业务也在不断优势，强大规模效益、资金优势和优质的合作伙伴构成公司强大的竞争力。

图表162： 建发股份剩余地块出让可贡献利润测算

项目	金额/数量
项目总面积（万平）	75.81
项目预计总投资额（亿元）	145.47
项目可出让总建面（万平）	161.22
项目实际可出让总建面（万平）	137.04
截止本次出让前已出让建面（万平）	41.74
本次出让建面（万平）	15.41
剩余实际可出让建面（万平）	79.89
预计出让楼面价（元/平）	38000
预计出让金额（亿元）	303.57
预计回款占比	85%
出让形成收入（亿元）	258.04
预计地块单位建面投资额（元/平）	10615
预计地块投资额（亿元）	84.80
出让地块毛利润（亿元）	173.23
出让地块税后利润（亿元）	123.43
权益占比	54.65%
剩余地块可贡献归母净利润	67.46

资料来源：中信建投证券研究发展部

子行业迎来发展机遇：碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务、彩生活

中长期来看，物业服务板块的 4 个主要变量叠加共振，行业将会迎来广阔的发展机遇，其中：1、在管面积快速增长确定性强；2、物业费用提升空间有潜力；3、成本管控有效降低人力依赖；4、增值服务非线性增长的想象空间。短期内，中报业绩的披露和港股通纳入机会有望成为行业和个股的催化剂，同时收并购之后的并表也将起到增厚 EPS 的作用。基于以上 4 要素的分析，我们建议关注：1、具备资源禀赋以及内生扩张能力带来的确定性增长的企业，如**碧桂园服务、雅生活服务以及绿城服务**等。2、增值服务方面具备突破空间的社区服务运营商，如**彩生活**等。

风险提示：调控政策趋严，行业景气度下滑超预期

分析师介绍

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，6 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

刘璐：毕业于复旦大学，从事房地产研究 4 年，所在团队获 2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队，曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

王嵩：华南理工大学工科学士，香港城市大学金融工程硕士，曾就职于国海证券研究所，2017 年加入中信建投证券

高庆勇 15021664595 gaoqingyong@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859