2020 年 12 月 14 日

房地产

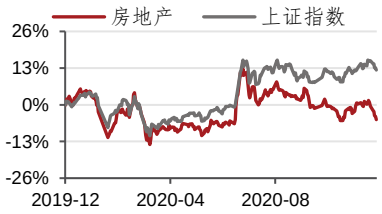
推荐（维持）

谨守而中，与时偕行

2021年房地产行业年度投资策略

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.15	2.40	-3.83
相对表现	-3.27	-12.24	-16.62



相关报告

1、《11 月全国成交累计同比继续回温，土地市场整体继续降温，楼板价和溢价率有所回升：全国 11 月成交面积及市场跟踪》2020-12-04

2、《周专题：百强房企销售稳健，部分业绩已超去年全年：周度高频数据跟踪（11.21-11.27）》2020-12-02

3、《指数走势弱于大盘，居民长短期贷款敞口大幅扩大：克而瑞内房股领先指数 11 月监测》2020-12-02

分析师 董浩
执业证号：BOI846
hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君
zhouzhuojun@cric.com

联系人 李凯
likai@cric.com

投资要点

- **融资监管新常态强化行业分化格局，预计主流房企未来三年销售复合增速10.5%。**我们认为房企负债规模分档管控措施出台后，公司未来数年销售增速将跟随产生分化，类比制造业构建**“有息负债”-“销售规模”**传导模型，对主流房企未来三年销售规模情况进行预判：1）主流房企未来三年销售平均增速分别为 11.8%/9.2%/10.4%；2）百强门槛提高，行业集中度持续提升，预计到 2023 年末 TOP50 市占率将达到 75%（较 2019 年末+14PCT）；3）财务稳健的央企国企以及区域深耕型房企未来拥有更大资源支配度，有望取得领先行业平均水平的增速。

- **低容错阶段，探寻房企破局之路。**1）运营端：增加无息负债，提高经营杠杆，当前预收款杠杆整体增长空间有限，应付款杠杆仍有较大增长空间；2）投资端：土拍市场竞争日趋激烈，独特资源获取方式的重要性凸显，同时积极介入产业链上下游环节；3）融资端：融资收紧，有息负债在房地产开发资金中比重下降，关注资产证券化机遇，盘活存量资产，改善负债结构；4）营销端：92%的百强房企已发起线上售楼，通过流量优势增强蓄客能力。

- **预计 2021 年行业将维持高位运行。**2020 年行业在经历疫情冲击后快速反弹，全国楼市表现出较强韧性。预计 2021 年全国商品房销售金额同比-2.3%至+2.8%；销售面积同比-5.5%至-0.5%；预计全国房地产开发投资同比+4.2%至+7.5%；预计新开工面积同比-7.6%至-2.6%；预计竣工面积同比+10.0%，行业仍将维持高位运行态势。

- **以内涵提效及外延拓展为着力点，拥抱存量时代。**1）内涵：科技赋能，通过数字手段精细化运营，以降本增效，控制风险，驱动业务增长；2）外延：以住宅开发业务为圆心，修炼“开发销售+资产管理”综合能力，如商业、租赁、代建、房产交易平台等或可为房企带来新增长曲线。

- **投资建议：**2020 年受新冠疫情及融资监管预期等影响，房地产企业扩张速度整体趋缓，我们预计融资监管新常态将进一步强化行业分化格局，主流房企未来三年销售复合增速或达 10.5%。同时，于行业天花板显现及土地市场竞争日趋激烈的背景下，房企纷纷探寻破局之路，以内涵提效及外延拓展为着力点，迎接存量时代到来。我们认为财务稳健自律，业务布局良好，组织管理高效的优质房企优势将进一步扩大，持续推荐配置组合：**【金地集团】、【龙湖集团】、【万科 A】、【旭辉控股集团】**（财务健康叠加基本面良好，全年销售不悲观），以及布局合理，稳步扩张的中等规模房企**【弘阳地产】、【中骏集团控股】、【美的置业】**，同时推荐大湾区旧改资源充沛标的：**【龙光集团】、【中国奥园】**。

- **风险提示：疫情尚存不确定性，调控政策超预期，行业基本面不及预期。**

内容目录

1. 房企负债规模分档管控，行业或迎来供给侧改革.....6
1.1. 房企融资端差异化调控政策出台背景.....6
1.2. 未来三年主流房企销售规模增速测算.....7
1.3. 根据上述模型推演结果，得出以下结论.....13
2. 低容错阶段，探寻房企破局之路.....17
2.1. 运营端：增加无息负债，提高经营杠杆.....17
2.2. 投资端：拿地多元化、供应链资源整合加速.....21
2.3. 融资端：融资受限，关注资产证券化机遇.....23
2.4. 营销端：线上、下营销去库存、提升造血能力.....26
3. 预计 2021 年行业将维持高位运行.....28
3.1. 2021 年商品房销售额 16.84 亿元至 17.72 万亿，同比-2.3%至+2.8% .29
3.2. 2021 年商品房销售面积 16.44 亿方至 17.31 亿方，同比-5.5%至-0.5% 31
3.3. 2021 年房地产开发投资 14.68 万亿至 15.14 万亿，同比+4.2%至+7.5% 32
4. 以内涵提效及外延拓展为着力点，拥抱存量时代到来.....38
4.1. 科技赋能，通过数字化精细运营提高经营杠杆.....38
4.2. 扩展业务半径，探索商业新模式.....39
5. 配置建议.....48
金地集团 600383.SH——跻身两千亿梯队，老牌龙头变新贵.....48
龙湖集团 0960.HK——行稳致远，长跑型选手韧性凸显.....49
万科 A 000002.SZ——基本盘稳扎稳打，多元业务护城河已现.....50
旭辉控股集团 0884.HK——提质增效，二千亿新贵打开增长新空间.....50
龙光集团 3380.HK——规模与效益兼具，发力“城市综合服务商”战略.....51
6. 投资建议.....53
7. 风险提示.....53
评级指南及免责声明.....54

图表目录

图 1：主要金融机构涉房贷总额.....6
图 2：新增房地产贷款占新增贷款比重.....6
图 3：模型测算逻辑示意图.....7
图 4：样本房企未来 3 年“三道红线”触线情况.....9
图 5：总资产货值覆盖倍数计算模型.....10
图 6：2021E 主流房企总系数变动情况.....12
图 7：头部房企未来三年销售增速预测模型结果输出.....13
图 8：五十强房企集中度提升.....14
图 9：各类型房企融资成本中位数.....15
图 10：其他资金和各项应付款占房地产开发资金比重.....17
图 11：TOP50 房企预收款/净资产.....18
图 12：TOP50 房企应付款/净资产.....18
图 13：房地产产业链.....22
图 14：国内贷款占房地产开发资金比重.....23
图 15：利用外资占房地产开发资金比重.....23
图 16：房地产开发贷余额及占比.....24
图 17：房地产信托余额及占比.....24
图 18：地产信用债发行量（亿元）.....24
图 19：中资美元地产债发行量（亿美元）.....24
图 20：新发行企业 ABS（个）.....25
图 21：新发行 ABN（个）.....25
图 22：CMBS 发行规模（亿元）.....25
图 23：地产供应链 ABS 发行规模（亿元）.....25
图 24：全国商品房销售面积情况.....28
图 25：全国商品房销售金额情况.....28
图 26：各区域累计同比回正月份.....28
图 27：新增人民币贷款（亿元）.....30
图 28：新增涉房贷占比情况.....30
图 29：新增按揭贷款占涉房贷比重.....30
图 30：商品房住宅销售杠杆率.....30
图 31：克而瑞监测 106 城分能级城市 3 年截面库存.....31
图 32：各能级城市商品房均价（元/平方米）.....31
图 33：房地产开发投资额（亿元）.....32
图 34：年内房地产开发投资额（亿元）.....32
图 35：商品房开发投资额预测逻辑.....33
图 36：新开工面积、销售面积、土地购置面积同比增速.....34
图 37：新开工面积和销售面积月同比增速.....34

图 38：待开发土地面积情况.....34
图 39：土地购置面积（万方）.....34
图 40：新开工面积和竣工面积同比增速情况.....35
图 41：年内当月竣工面积（万方）.....35
图 42：净停工面积、竣工面积（万方）.....36
图 43：单位面积施工成本和 PPI 情况.....36
图 44：土地成交价及土地购置款累计同比增速.....37
图 45：数字化运营示意图.....38
图 46：过去两年房地产科技公司受聘实施的业务改进.....39
图 47：购物中心数量同比增长率.....40
图 48：2018 年主要国家人均零售面积（平方英尺）.....41
图 49：2019 年典型城市人均购物中心面积（平方米）.....41
图 50：商业企业核心三要素.....41
图 51：流动人口规模（亿人）.....42
图 52：重点十城各类租赁住宅供给占比.....43
图 53：主要国家租赁住宅机构化率.....43
图 54：开发商进入长租公寓领域数量.....43
图 55：长租公寓暴雷数量.....43
图 56：商品房销售面积.....44
图 57：代建新定约项目总面积.....44
图 58：地产开发价值链.....44
图 59：2017-2019 绿城三种代建模式的新签约面积占比.....45
图 60：绿城 2019 年代建项目分布.....45
图 61：贝壳三大业务线 GTV（千亿）.....46
图 62：贝壳门店与员工数.....46
图 63：单店效益及增速.....47
图 64：单人效益及增速.....47

表 1：十四五规划中房地产相关描述.....6
表 2：2020 年政府工作报告中房地产相关描述.....7
表 3：部分房企总资产货值覆盖比情况.....8
表 4：“三道红线”指标降档假设.....10
表 5：测算表主要影响因子调整逻辑.....11
表 6：典型房企总系数.....12
表 7：财务自律性房企在未来具备进一步加杠杆空间.....14
表 8：2020 年 1-11 月各类型房企拿地金额排行.....15
表 9：深耕型房企主要深耕区域市占率及排名.....16

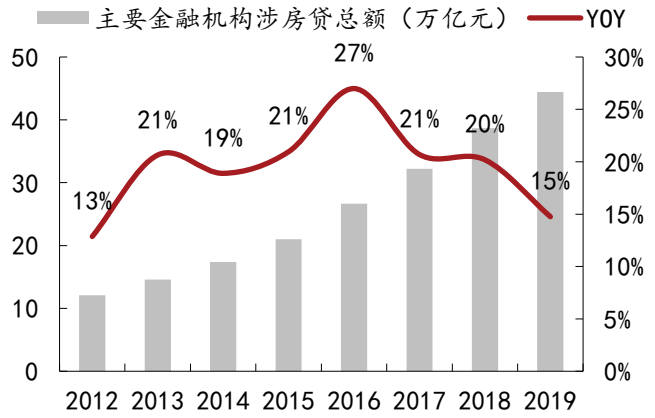
表 10：TOP50 上市房企预收款/净资产 18
表 11：TOP50 房企应付款/净资产 19
表 12：房企线上营销模式 26
表 13：百强房企自有平台媒介使用情况 26
表 14：消费者线上购房担忧问题问卷调查 27
表 15：商品房销售额预测（单位：亿元人民币） 30
表 16：分能级商品房销售面积预测（单位：万平方米） 32
表 17：暴雷房企危机原因 39
表 18：代建行业 TOP5 市场份额 45
表 19：推荐标的估值水平 48

1. 房企负债规模分档管控，行业或迎来供给侧改革

1.1. 房企融资端差异化调控政策出台背景

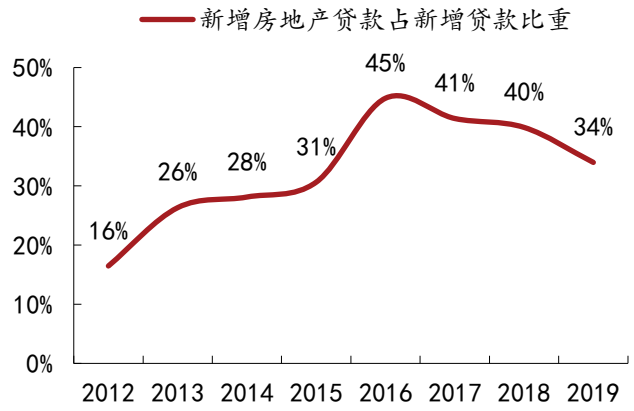
近年来，各地区于“房住不炒”主基调下优化金融资源配置，严防资金违规流入房地产市场。对比 2016 年，2019 年房地产贷款增速下降 12PCT，新增房地产贷款占全部新增贷款的比重下降 10PCT，满足行业平稳发展的正常需要，同时避免因资金过度集中出现较大金融风险。

图 1：主要金融机构涉房贷总额



数据来源：中国人民银行、克而瑞证券研究院

图 2：新增房地产贷款占新增贷款比重



数据来源：中国人民银行、克而瑞证券研究院

8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行召开重点房地产企业座谈会，会议上，明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，也就是房企融资“三道红线”。其中将对 12 家房企进行融资债务总规模的控制，自 2021 年 1 月 1 日起试点房地产企业施行。我们认为房企负债规模分档管控措施出台，旨在提高房企风险意识，有序降低行业杠杆水平、引导行业长期稳定健康发展。

表 1：十四五规划中房地产相关描述

政策方向	核心内容
房地产延续“稳”基调	“房住不炒、因城施策、平稳健康”仍将作为长期调控主基调
推进区域协调发展和新型城镇化	推动城市群一体化发展，发挥中心城市和城市群综合带动作用，深化人为核心的新型城镇化发展
落实租购并举的政策	坚持房地产领域租赁、购房市场两发展，同时提出完善长租房政策
有效增加保障性住房供给	强调有效增加保障性住房供给及扩大保障性租赁住房供给
完善土地出让收入分配机制	完善土地出让收入分配机制，由以往支撑城市建设转为反哺农村
鼓励集建地租赁住房建设	提出利用集体建设用地建设租赁住房试点方案，增加租赁住房供给

数据来源：公开数据整理、克而瑞证券研究院

表 2：2020 年政府工作报告中房地产相关描述

政策方向	核心内容
房地产相关表述延续稳定思路	坚持“房住不炒、因城施策”的政策主基调没有变化
棚改货币化式微，当前旧改“民生意义”大于“经济效益”	老旧小区改造，明确改造数量以适应安家置业需求
城镇化建设深入推进，城市群购房需求有支撑	加快落实区域发展战略，明确京津冀、粤港澳、长三角城市群推进

数据来源：公开数据整理、克而瑞证券研究院

1.2. 未来三年主流房企销售规模增速测算

“三道红线”融资新政下，房企有息负债总额实行分档管理；类比制造业构建**“有息负债”-“销售规模”传导模型**，对主流房企未来三年销售规模情况进行预判，模型说明如下：

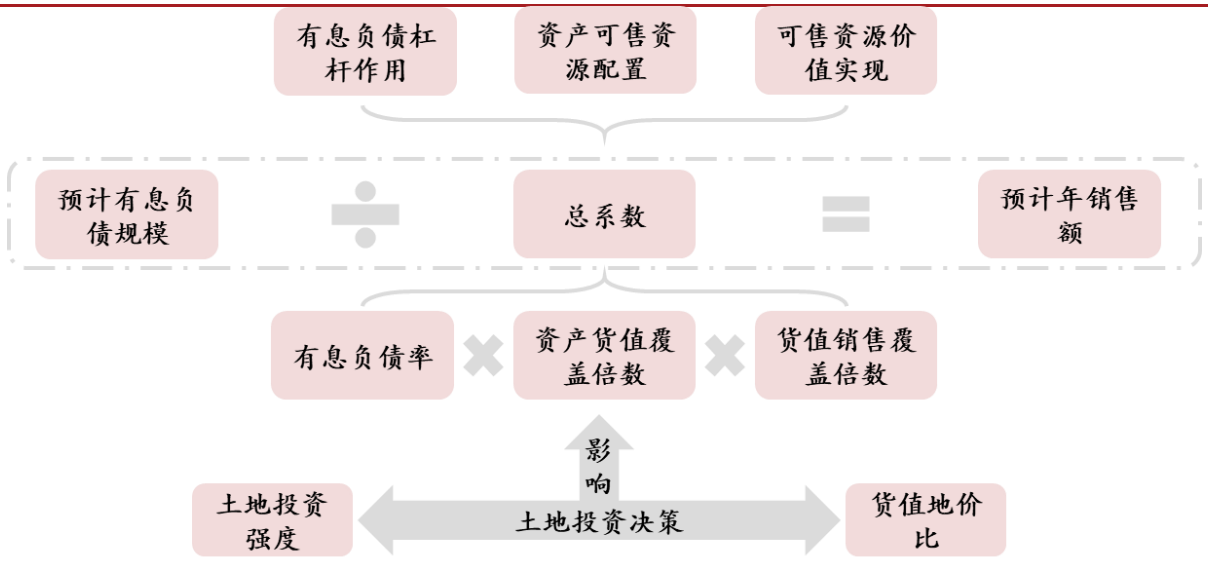
1）政策预期 2021 年 1 月 1 日全行业施行；因此以最近一期经审计财务数据为基础测算，即**以 2019 年年报数据测算**；

2）政策要求 2023 年 6 月 30 日前 12 家试点房企“三道红线”指标均达标；为保证涵盖该要求和预测准确性，**对 2020-2023 年房企销售额进行预测**；

3)确保数据充足,仅对 2020 年 9 月克而瑞全口径销售 TOP50 上市房企进行测算，其中祥生集团、新力地产、金辉集团、卓越集团因未上市或近期上市而剔除，建发地产、新希望地产因未拆分上市而剔除，仁恒置地因于新加坡上市而剔除，华夏幸福因公司业务转型而剔除，累计样本共 42 家。

模型测算逻辑如下：

图 3：模型测算逻辑示意图



数据来源：克而瑞证券研究院

1）**有息负债杠杆作用。**有息负债作为杠杆撬动房企总资产规模，通过有息负债额除以有息负债率得到房企总资产规模；

2）**资产中可售资源配置情况。**总资产货值覆盖比（总资产/（上年末货值+本年度新增货值））拟合资产中商品的配置情况，总资产除以上述比值得到本年度未扣除销售总货值；

3）**可售资源的价值实现。**将年末货值覆盖年销售倍数看作房企总货值去化系数，通过前述货值除以年末货值覆盖年销售倍数+1 得到房企年销售额。

上述传导路径中，尽管总资产货值覆盖比在过去 3 年渐趋稳定，但该比值受行业环境和房企土地投资决策影响，需考虑“三道红线”融资新措施下，房企土地投资强度和投资土地质量（地块货值地价比）对房企新增货值的影响。此外，随着房企进入降杠杆阶段，为保证资金使用效率，货值销售覆盖倍数或进一步下降。

表 3：部分房企总资产货值覆盖比情况

企业简称	2017	2018	2019	企业简称	2017	2018	2019
碧桂园	39.1%	53.8%	55.9%	金地集团	30.0%	38.8%	32.8%
中国恒大	55.4%	57.5%	73.1%	金科股份	48.3%	47.8%	49.7%
融创中国	27.2%	30.6%	31.3%	正荣地产	22.2%	27.4%	28.6%
保利地产	31.8%	31.9%	34.8%	佳兆业集团	53.4%	41.6%	42.0%
中国海外发展	49.3%	42.6%	47.3%	中国奥园	38.6%	42.1%	48.0%
世茂集团	34.6%	34.6%	34.6%	荣盛发展	42.9%	48.2%	50.5%
华润置地	77.3%	74.4%	71.1%	中骏集团控股	21.6%	28.1%	30.8%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

融资新规下，未来 3 年房企有息负债测算假设：

1）各房企**有息负债总额以 2019 年年报为基础**；

2）假设 2021-2023 年有息负债增速为各企业所在档位最高增速；

3）因 2020 年政策尚未施行，2020 年有息负债增速在 2019 年有息负债增速基础上调整得出；

4）保证指标改善连贯性，对 2020-2023 年房企指标改善情况均有假设；

5）假设房企各指标边际改善意愿下降，并按照现金短债比最容易改善，净负债率次之，剔除预收款资产负债率最难改善设定每年指标降档阈值；

6）根据现有政策信息，12 家试点房企 1 年内降档，2023 年 6 月 30 日前，“三道红线”指标全部达标，试点公司为红档（恒大、融创、绿地）、橙档（阳光城、中梁、华侨城）、黄档（万科、碧桂园、新城）、绿档（保利、中海、华润）；

图 4：样本房企未来 3 年“三道红线”触线情况

【克而瑞证券】五十强上市房企三类指标及触及红线情况									
销售排名	企业名称	剔除预收款资产负债率	净负债率	现金短债比	触及个数	2020E	2021E	2022E	2023E
5	保利地产	67.42%	72.07%	1.96	0	0	0	0	0
6	中国海外发展	53.80%	31.63%	3.33	0	0	0	0	0
9	华润置地	59.73%	45.93%	2.19	0	0	0	0	0
11	龙湖集团	67.09%	51.40%	4.55	0	0	0	0	0
12	金地集团	69.91%	66.63%	1.18	0	0	0	0	0
1	碧桂园	81.60%	65.22%	1.78	1	1	0	0	0
3	万科A	75.55%	27.90%	1.95	1	1	0	0	0
8	世茂集团	70.81%	61.21%	1.57	1	0	0	0	0
10	招商蛇口	58.60%	40.06%	0.97	1	0	0	0	0
13	新城控股	77.49%	21.86%	2.22	1	1	0	0	0
15	旭辉控股集团	74.24%	63.32%	2.35	1	1	0	0	0
20	绿城中国	74.21%	34.28%	2.29	1	1	0	0	0
21	融信中国	73.80%	91.25%	1.70	1	0	0	0	0
22	龙光集团	78.26%	48.94%	2.09	1	1	1	0	0
23	正荣地产	77.22%	71.40%	1.76	1	1	1	0	0
25	滨江集团	72.30%	83.77%	2.62	1	0	0	0	0
28	美的置业	78.61%	86.80%	1.73	1	1	1	0	0
31	禹洲集团	79.83%	93.78%	1.57	1	1	1	0	0
33	远洋集团	70.59%	65.13%	1.90	1	0	0	0	0
37	中骏集团控股	76.36%	82.37%	2.01	1	1	0	0	0
40	合景泰富集团	79.16%	72.03%	1.45	1	1	1	0	0
44	中国铁建	74.09%	38.27%	1.26	1	1	0	0	0
46	越秀地产	70.70%	71.16%	2.07	1	0	0	0	0
47	时代中国控股	77.63%	84.47%	1.23	1	1	1	0	0
48	大悦城	73.61%	103.87%	1.95	1	0	0	0	0
49	弘阳地产	74.19%	68.71%	2.33	1	1	0	0	0
14	中国金茂	76.40%	76.58%	0.51	2	2	0	0	0
16	阳光城	78.17%	110.99%	1.39	2	2	1	0	0
16	金科股份	74.11%	124.62%	1.01	2	2	0	0	0
19	中梁控股	80.77%	69.91%	0.85	2	1	1	1	0
26	雅居乐集团	72.79%	84.67%	0.95	2	0	0	0	0
27	佳兆业集团	74.61%	195.43%	1.02	2	2	1	1	1
38	首开股份	75.29%	174.41%	1.00	2	2	1	1	0
2	中国恒大	85.28%	219.53%	0.36	3	2	2	2	0
4	融创中国	82.22%	175.61%	0.61	3	2	2	2	0
7	绿地控股	82.74%	180.31%	0.72	3	2	2	1	0
18	中南建设	82.86%	146.90%	0.83	3	2	2	1	1
24	富力地产	78.16%	197.73%	0.24	3	3	2	1	1
29	中国奥园	80.85%	118.83%	0.79	3	2	1	1	0
35	华发股份	76.90%	180.48%	0.98	3	2	1	1	0
36	荣盛发展	75.01%	101.03%	0.97	3	1	0	0	0
39	蓝光发展	72.46%	105.63%	0.79	3	0	0	0	0

数据来源：Wind、公司公告、克而瑞证券研究院；

表 4：“三道红线”指标降档假设

未来三年房企三道红线指标降档阈值

现金短债比高于阈值当年指标达标，净负债率和剔除预收款资产负债率相反

	2020E	2021E	2022E	2023E
现金短债比	>0.6X 达标	>0.4X 达标	>0.2X 达标	>0.1X 达标
净负债率	<110%达标	<130%达标	<155%达标	<185%达标
剔除预收款资产负债率	<74%达标	<77%达标	<80%达标	<82%达标

数据来源：克而瑞证券研究院

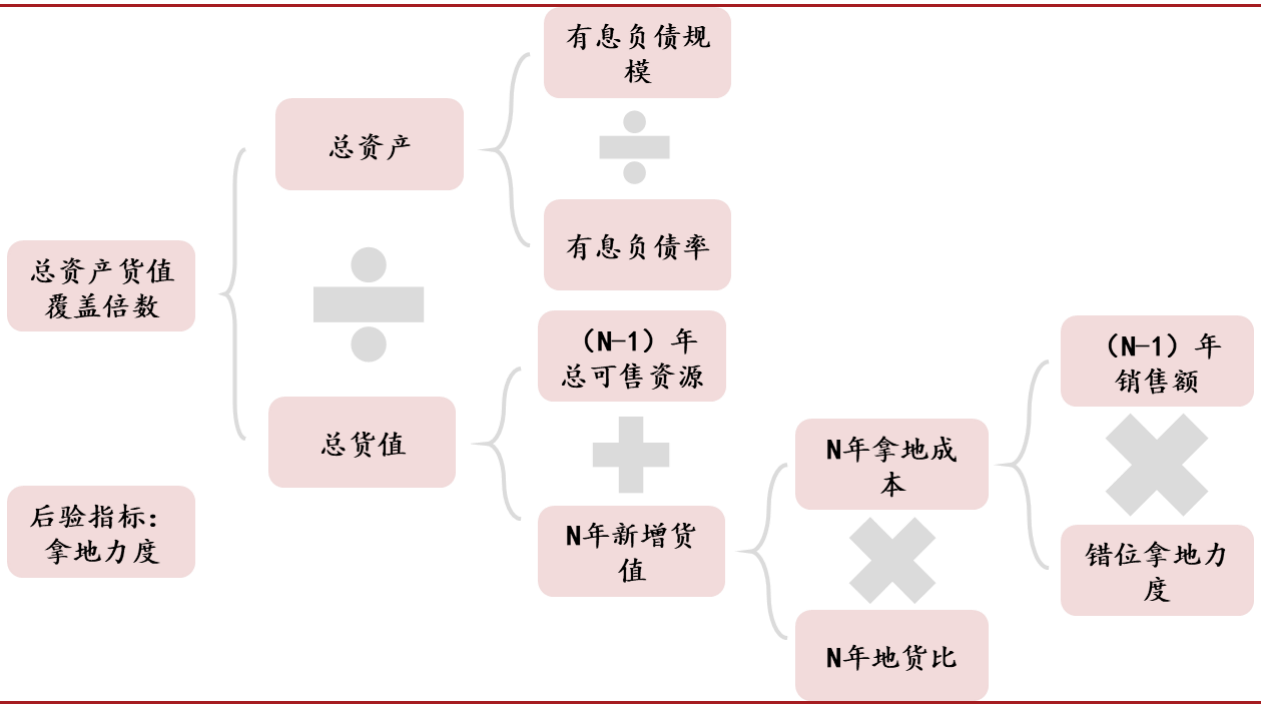
测算逻辑涉及**有息负债率、总资产货值覆盖倍数与货值销售覆盖倍数（库存去化周期），通过上述因子相乘的总系数传导有息负债增速与销售规模增速的联系**，同时进一步拆分得到拿地总成本、新增货值、总可售资源、拿地强度、地货比等影响因子，其主要计算逻辑为：

1）2016-2019 年影响因子以现值计算公式得出；

2）2020 年预测值主要参考：①2020 前十一月值；②公司近三年影响因子中枢值；③公司未来经营战略（高周转与否、主要土储区域、未来外拓策略等）。同时 2020 预测辅以后验调整，以平滑较大波动。

3）2021-2023 年预测主要参考公司近三年影响因子中枢值。

图 5：总资产货值覆盖倍数计算模型



数据来源：克而瑞证券研究院

以总资产货值覆盖倍数测算为例：

1）计算样本房企过去 3 年总资产货值覆盖倍数，发现多数房企该比值呈上升趋势，部分房企覆盖倍数较稳定。总资产货值覆盖倍数上行趋势或因：**①房企拿地力度下降。**当前总量市场见顶情况下，多数房企拿地偏保守叠加土地市场土地成本价格偏高等问题致拿地力度或下行；**②房企涉足城市更新项目。**旧改项目前期孵化为有效货值时间较长，当前新增货值或无法涵盖未完全孵化土地储备。

2）假设 2020 总资产货值覆盖倍数通过预测年新增货值计算得出。此外，通过拿地力度进行检测，确保房企土地投资力度处于合理区间。

3）假设 2021-2023 总资产货值覆盖倍数于前一年基础上+2.5PCT 缓慢提升。我们认为“三道红线”融资新措施下，覆盖倍数上行趋势或难以改善：**①有息负债增速限制下，房企土地投资资金有限；②公开市场竞争趋于激烈，项目利润率难以保障；③拿地金额超销售金额 40%需说明拿地资金来源，一定程度限制激进土地投资。**此外，房企可以通过牺牲权益比提升全口径货值，延缓覆盖倍数提升。

表 5：测算表主要影响因子调整逻辑

影响因子	现值计算公式	未来值推算公式	后验调整公式
拿地总成本	拿地建面*拿地金额	以房企 2020 年前十一月拿地金额推算	当期新增货值/当期地货比
新增货值	地货比*拿地总成本	以房企 2020 年前十一月拿地货值推算	有息负债规模/财务杠杆中枢/货值配置比-N-1 年总货值规模
总可售资源	N-1 年销售规模+N 年新增货值规模-N 年销售规模	-	-
错位拿地强度	N 年拿地金额/N-1 年销售金额	以近两年拿地强度差值及参考公司经营策略推算	N 年新增货值/N 年地货比/N-1 年销售金额
当期拿地强度	当期拿地金额/当期销售金额	以近两年拿地强度差值及参考公司经营策略推算	当期新增货值/当期地货比/当期销售金额
地货比	拿地总成本/新增货值	近三年地货比中枢	-
总资产货值覆盖倍数	总资产规模/总货值规模	有息负债规模/财务杠杆中枢/（N-1 年总可售资源+新增货值规模）	货值配置比是否稳定参考拿地力度反推区间
有息负债率	年有息负债规模/年总资产规模	近三年财务杠杆中枢	-
库存去化周期	年总货值规模/年销售规模	近三年去化周期中枢及参考拿地强度调整	有息负债规模/销售规模/财务杠杆中枢/货值配置比-1

数据来源：Wind、公司公告、数据整理、克而瑞证券研究院

通过输出房企总系数（总资产货值覆盖倍数*财务杠杆*库存去化周期）可知：

1）房企总系数波动较小且呈缓步上升趋势；

2）总系数拆分下①**2020-2023 年房企财务杠杆中枢保持稳定。**②考虑到 2020 年初疫情冲击房地产市场，区域分化显著；因此基于融资监管预警下“去库存”假设

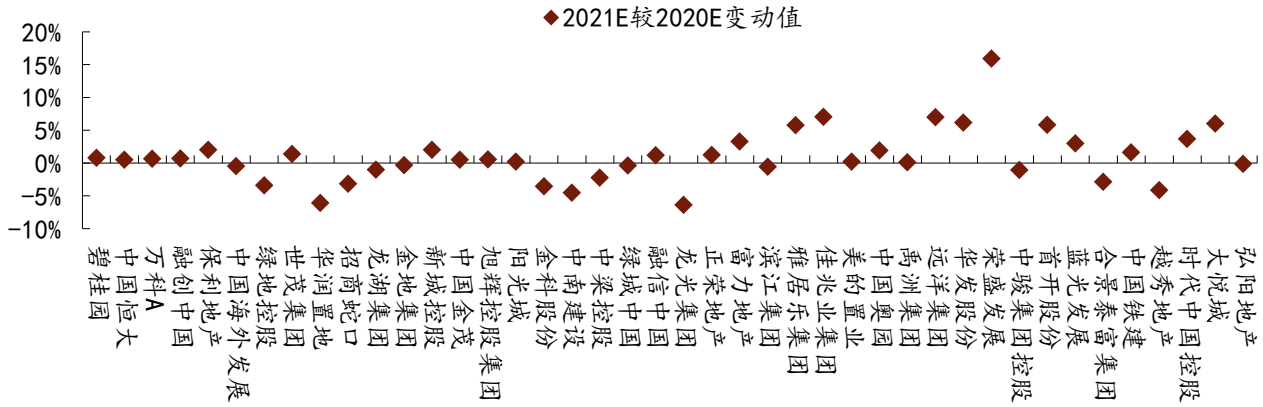
及周期性假设，**我们认为房企将提高资金使用效率，谨慎补库存，货值销售覆盖倍数或将逐渐下行，探底后有所回升。**预计 2020-2021 年房企倾向于去库存，致去化周期普遍下滑；而 2022-2023 年考虑到财务压力相对疏缓及可售资源覆盖倍数安全边际，房企或加大补货力度致去化周期小幅度回升。③总资产货值覆盖倍数呈缓步上升趋势（逻辑见上文）。

表 6：典型房企总系数

企业名称	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
碧桂园	47.9%	48.8%	49.6%	51.5%	53.4%
中国恒大	132.6%	131.2%	131.8%	135.8%	139.9%
万科 A	41.0%	43.4%	44.0%	44.3%	44.5%
融创中国	58.0%	59.8%	60.5%	59.8%	63.7%
保利地产	57.4%	58.6%	62.0%	66.2%	70.4%
中国海外发展	54.9%	58.6%	58.2%	60.7%	63.3%
绿地控股	75.6%	101.2%	97.9%	102.4%	106.9%
世茂集团	48.5%	48.3%	49.7%	50.6%	51.6%

数据来源：Wind、公司公告、数据整理、克而瑞证券研究院

图 6：2021E 主流房企总系数变动情况



数据来源：克而瑞证券研究院

经房企未来 3 年有息负债规模除以总系数可得未来 3 年销售规模，模型测算结果如下表：

图 7：头部房企未来三年销售增速预测模型结果输出

	2020年				2021E		2022E		2023E		2020E-2023ECAGR
公司名称	目标销售额	前11月销售额	销售额E	同比增速	销售额	同比增速	销售额	同比增速	销售额	同比增速	
华润置地	2620	2460.0	2774.4	14.2%	3569.1	28.6%	3970.8	11.3%	4422.5	11.4%	16.8%
越秀地产	802	850.0	948.8	29.7%	1142.1	20.4%	1344.4	17.7%	1492.8	11.0%	16.3%
金科股份	2200	1957.7	2191.1	21.5%	2694.0	23.0%	3041.5	12.9%	3435.0	12.9%	16.2%
万科A		6025	6573.0	4.1%	7440.5	13.2%	8508.7	14.4%	9730.7	14.4%	14.0%
招商蛇口	2500	2454.6	2790.3	26.5%	3381.0	21.2%	3732.3	10.4%	4126.8	10.6%	13.9%
中国铁建		986.1	1271.6	15.6%	1447.0	13.8%	1646.6	13.8%	1873.9	13.8%	13.8%
龙光集团	1100	1298.3	1439.0	45.1%	1837.9	27.7%	1962.6	6.8%	2106.6	7.3%	13.5%
龙湖集团	2600	2428.0	2756.0	13.6%	3218.9	16.8%	3561.8	10.7%	3946.9	10.8%	12.7%
世茂集团	3000	2628.1	3039.7	16.6%	3398.7	11.8%	3834.4	12.8%	4329.2	12.9%	12.5%
中国海外发展	3500	3201.3	3552.3	7.6%	4117.5	15.9%	4535.6	10.2%	5004.9	10.3%	12.1%
滨江集团	1000	1183.8	1297.1	15.8%	1522.5	17.4%	1661.3	9.1%	1817.5	9.4%	11.9%
绿城中国	2500	1666.7	1864.4	37.7%	2154.0	15.5%	2368.3	10.0%	2609.0	10.2%	11.9%
保利地产		4630.4	5055.5	7.5%	5617.3	11.1%	6273.6	11.7%	7044.8	12.3%	11.7%
碧桂园		7703.1	8510.4	10.3%	9624.1	13.1%	10667.8	10.8%	11840.2	11.0%	11.6%
合景泰富集团	1033	907.1	1025.2	19.1%	1163.5	13.5%	1282.9	10.3%	1417.0	10.5%	11.4%
金地集团		2051.5	2241.6	6.4%	2593.2	15.7%	2819.7	8.7%	3075.1	9.1%	11.1%
旭辉控股集团	2300	2000.2	2277.1	8.9%	2590.5	13.8%	2841.0	9.7%	3122.4	9.9%	11.1%
中骏集团控股	930	903.7	1056.9	31.2%	1244.4	17.7%	1336.5	7.4%	1441.6	7.9%	10.9%
中梁控股	1680	1486.8	1687.4	10.5%	2005.0	18.8%	2089.8	4.2%	2283.6	9.3%	10.6%
弘阳地产	750	742.5	840.5	28.6%	940.7	11.9%	1030.9	9.6%	1132.1	9.8%	10.4%
中国金茂	2000	2003	2250.1	39.9%	2565.9	14.0%	2782.1	8.4%	3026.4	8.8%	10.4%
融信中国	1540	1336.7	1524.1	7.8%	1704.4	11.8%	1860.5	9.2%	2036.1	9.4%	10.1%
大悦城	900	740.7	860.1	38.7%	932.7	8.4%	1032.9	10.7%	1145.4	10.9%	10.0%
新城控股	2500	2201.8	2547.7	-7.3%	2744.5	7.7%	3075.5	12.1%	3391.1	10.3%	10.0%
蓝光发展		910.5	1053.7	-2.4%	1152.2	9.3%	1294.6	12.4%	1399.8	8.1%	9.9%
禹洲集团	1000	986.1	1025.0	36.5%	1125.1	9.8%	1233.0	9.6%	1354.3	9.8%	9.7%
中南建设	2300	1946.8	2243.1	13.3%	2669.9	19.0%	2782.4	4.2%	2907.7	4.5%	9.0%
阳光城	2000	1880.1	2130.4	1.0%	2332.8	9.5%	2533.8	8.6%	2760.7	9.0%	9.0%
正荣地产	1400	1286.0	1500.3	6.6%	1606.5	7.1%	1790.4	11.4%	1943.5	8.6%	9.0%
美的置业		1098.3	1181.9	16.9%	1294.4	9.5%	1404.7	8.5%	1529.2	8.9%	9.0%
中国奥园	1320	1137.6	1327.9	12.5%	1429.2	7.6%	1524.2	6.6%	1701.0	11.6%	8.6%
雅居乐集团	1200	1158.1	1351.4	14.0%	1447.2	7.1%	1575.6	8.9%	1720.2	9.2%	8.4%
时代中国控股	823	835.9	933.6	19.1%	970.4	3.9%	1069.9	10.2%	1181.5	10.4%	8.2%
绿地控股		2763.8	3169.3	-18.3%	3442.5	8.6%	3619.3	5.1%	3985.9	10.1%	7.9%
首开股份	1033	853.1	1049.8	10.1%	1102.6	5.0%	1175.7	6.6%	1311.7	11.6%	7.7%
远洋集团	1300	1083.0	1323.0	1.8%	1376.5	4.0%	1481.0	7.6%	1600.0	8.0%	6.5%
融创中国	6000	5201	5932.2	6.8%	6155.7	3.8%	6547.4	6.4%	7064.7	7.9%	6.0%
中国恒大	6500	6855.9	7307.9	20.2%	7643.3	4.6%	7784.0	1.8%	8690.1	11.6%	5.9%
华发股份		926.7	1075.7	16.6%	1111.7	3.3%	1158.3	4.2%	1265.1	9.2%	5.6%
富力地产	1520	1266.8	1457.2	-2.4%	1475.7	1.3%	1577.2	6.9%	1687.1	7.0%	5.0%
佳兆业集团	1000	1194.1	1339.3	16.2%	1370.7	2.3%	1437.5	4.9%	1510.9	5.1%	4.1%
荣盛发展	1210	1008.7	1208.3	7.1%	1089.3	-9.8%	1138.3	4.5%	1276.7	12.2%	1.9%
汇总		86239.6	96984.4	11.2%	108445.3	11.8%	118388.9	9.2%	130741.8	10.4%	10.5%

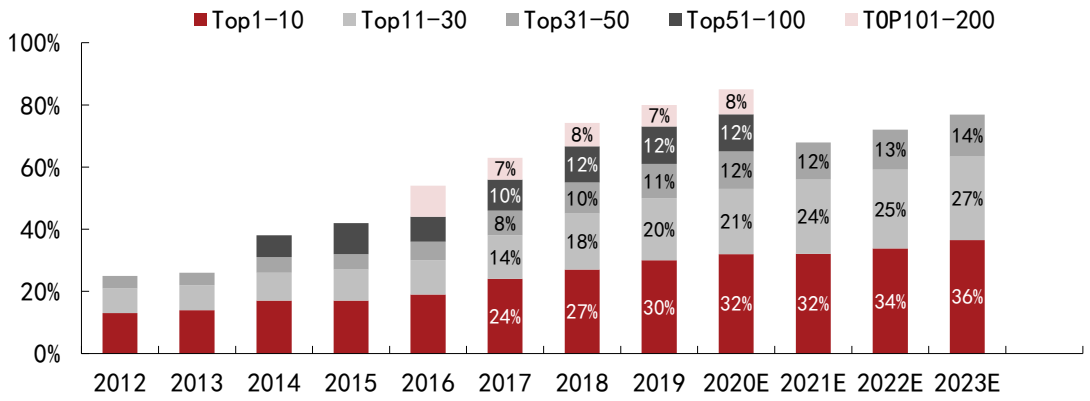
数据来源：Wind、公司公告、数据整理、克而瑞证券研究院；
注：本输出结果根据假设模型推导得出，仅供参考。

1.3. 根据上述模型推演结果，得出以下结论

1.3.1. “三道红线”融资新政下行业集中度进一步提升

据测算，样本房企未来四年（2020E-2023E）CAGR 为 10.5%，高于近四年全国商品房销售金额 CAGR（7.9%）。此外，当前我国虽仍处于城市化率中期发展阶段，但由于劳动年龄人口和购房适龄人口的减少，住房建设量难以跟随城市化率的提高而持续增加，我们预计未来十年商品房总量趋于见顶并小幅回落。因此，全国商品房销售额增速将远低于 10.5%，从而带动五十强房企集中度的进一步提升，预计 TOP50 房企市占率将由 2020H1 的 65%提升至 2023 年的 75%左右。

图 8：五十强房企集中度提升



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

1.3.2.过往财务自律性房企在未来具备进一步加杠杆空间

房企财务杠杆及偿债指标反映了房企资金链的安全程度，“三道红线”无疑会斩断部分高负债房企的现金流，但同时也为财务指标健康的房企带来更多发展机会。优质房企如金地、龙湖等具备强管理、低融资、稳投资、优财务等特点，并逐步形成业务协同效应支撑公司未来于投资端有更大的弹性空间，同时为公司的营收增长可持续性奠定良好基础。

表 7：财务自律性房企在未来具备进一步加杠杆空间

	低融资	稳投资		优财务		加杠杆空间
	综合融资成本	有息负债总额	过去三年有息负债 CAGR	ROE	ROIC	预测模型下未来三年融资增速
金地集团	5.0%	1084.5	24%	5.7	1.1	15%
龙湖集团	4.5%	1685.6	29%	6.7	1.2	15%
金科股份	5.6%	1103.5	26%	12.7	1.5	15%
世茂集团	5.6%	1429.8	16%	7.4	1.3	15%
旭辉控股集团	6.0%	1052.7	44%	10.8	1.4	15%
50 强房企	6.6%	2379.1	30%	7.7	1.1	12%

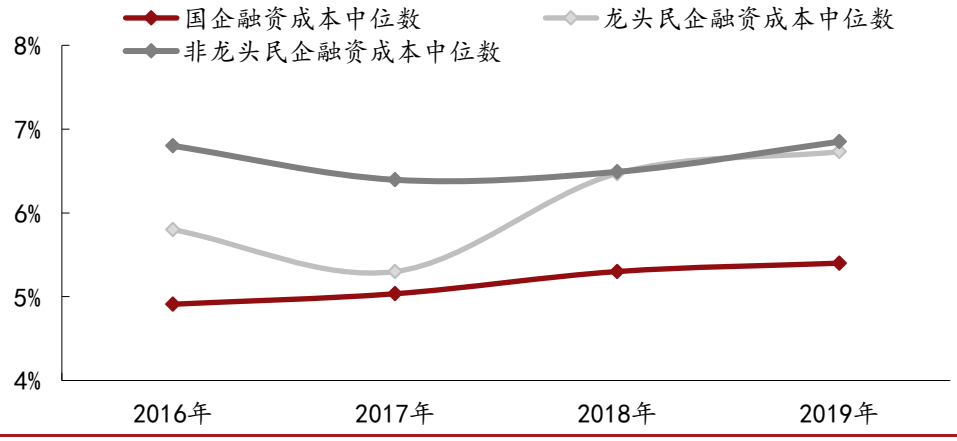
数据来源：Wind、公司公告、克而瑞证券研究院
注：1）50 强房企为 50 强上市样本房企，2）50 强房企有息负债总额为加权平均融资总额，3）融资成本、有息负债、ROE、ROIC 皆为 2020 年中期业绩报数据。

1.3.3.央企国企或迎来规模弯道超车机遇

以中海、华润、越秀等为代表的央企、国企，近四年融资成本中位数显著低于民企；同时现金流优势下资源逐渐向国企聚合（随着公开市场拿地难度增加，与具有国资背景的涉房企业合作拿地、合作开发，正逐渐成为房企获得土储的一大途径）。见微知著，2020 年 1-11 月 TOP10 房企新增土地金额排行榜中，国企及央企背景房企

拿地较进取，其累计新增土地价格占比约 51.8%。

图 9：各类型房企融资成本中位数



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 8：2020 年 1-11 月各类型房企拿地金额排行

排名	公司名称	拿地金额（亿元）	企业性质
1	碧桂园	1271	民企
2	中海地产	1214	国企
3	万科地产	1050	国企
4	保利发展	1044	国企
5	华润置地	953	国企
6	龙湖集团	921	民企
7	中国恒大	902	民企
8	绿城中国	856	民企
9	绿地控股	822	国企
10	新城控股	779	民企

数据来源：第三方研究机构、克而瑞证券研究院

1.3.4.优质区域深耕型房企土储价值铸造护城河

疫情影响下区域分化加剧，从城市能级来看，随着棚改货币化安置政策逐步退潮叠加购买力局限，强一二线城市“成交主力”的定位愈发清晰，部分弱二线和大多数三四线城市回调压力较大；从城市群来看，长三角、珠三角表现突出，10 月东莞、徐州等新建住宅价格环比涨幅居百城前列；另部分城市如南京、无锡等新建及二手住宅价格环比涨幅均持续扩大（第三方研究机构）。优质“区域”型房企如龙光集团（大湾区）、金科集团（重庆）、滨江集团（杭州）、建业地产（河南）等于长期深耕下其产品线更加成熟，充裕优质土储或享高增长溢价；此外品牌知名度和客户忠诚度一定程度上带来其于代建、旧改项目上的优势。

表 9：深耕型房企主要深耕区域市占率及排名

企业简称	主要深耕省市	区域销售额（亿元）	区域销售额占比	区域销售额排行
龙光集团	汕头	47.23	14.0%	1
	佛山	107.55	4.7%	4
	东莞	39.57	2.2%	5
金科集团	重庆	85.93	4.0%	5
滨江集团	杭州	246.91	5.5%	1
建业集团	河南省	718.01	8.0%	1

数据来源：CRIC、公司公告、公开数据、克而瑞证券研究院；
注：建业集团采用 2019 年数据，其他公司采用 2020 年前 11 月数据。

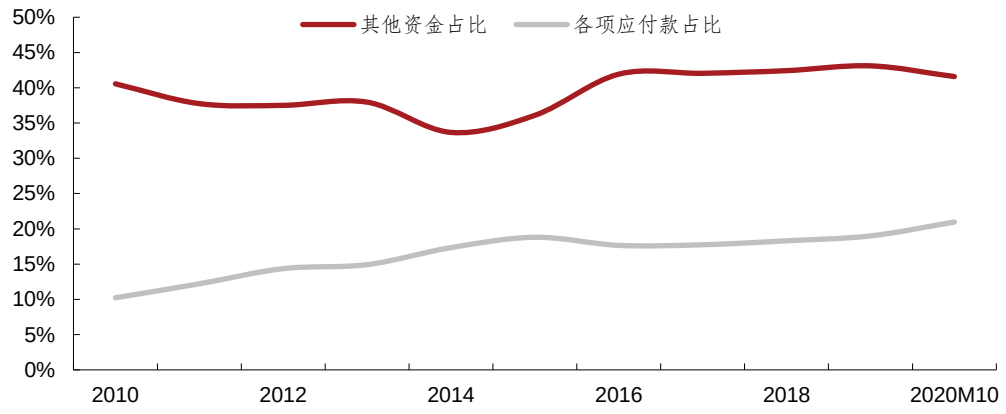
2. 低容错阶段，探寻房企破局之路

房企融资新政推动行业供给侧改革，在监管预期下，我们认为房企可从**运营方面、投资方面、融资方面和营销方面**找寻突破之道。

2.1. 运营端：增加无息负债，提高经营杠杆

融资收紧环境下，增加无息负债，通过提高经营杠杆驱动发展，成为房企的重要应对措施。无息负债主要包括各项预收款和应付款，在统计局数据中以其他资金和各项应付款体现。随着融资的逐步收紧，销售回款在房地产开发中愈发重要，相对应的，其他资金在房地产开发资金中占比自 2014 年后大幅提高，2016 年后增幅走缓，2020 年前 10 月占比 41.6%，同比降低 1pct，随着住宅开发总量见顶，预收款在开发资金占比中继续增长空间有限。各项应付款在开发资金中占比自 2010 年后呈上升趋势，体现出开发商对上游供应商的议价能力逐步增强，2020 年前 10 月占比 21.0%，同比上升 1.5pct，增幅走阔 1 个百分点，通过增加应付款提高经营杠杆可以成为房企驱动发展的重要举措。

图 10：其他资金和各项应付款占房地产开发资金比重



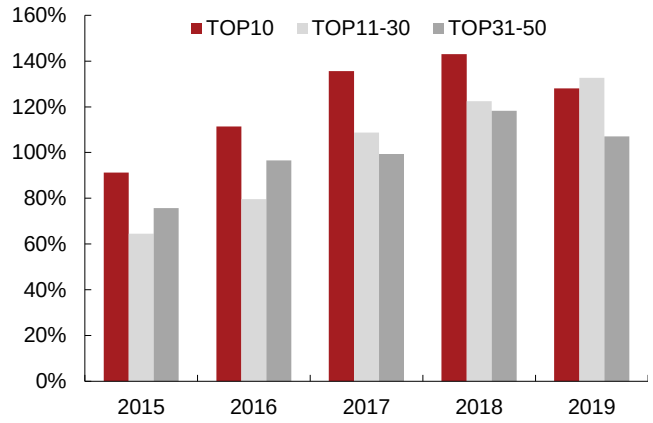
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

分析 TOP50 上市房企经营杠杆数据，预收款杠杆整体增长空间有限，应付款杠杆仍有较大增长空间：

1）TOP50 房企预收款杠杆整体增长见顶，但部分稳健型房企仍有较大增长空间。2015~2018 年 TOP50 房企预收款杠杆整体处于上升通道，但 2018 年 TOP10 房企增速收窄，2019 年，TOP10 和 TOP31~50 房企预收款杠杆同比分别回落 15pct 和 11pct，录得 128%和 107%，TOP11~30 房企同比上升 10pct，为 133%，但增速回落 4 个百分点，整体来看，TOP50 房企预收款杠杆增长空间有限。从企业端来看，中海、世茂、招商、龙湖、金茂等稳健型房企预收款杠杆仍处于较低水平，未来仍可通过扩大投资规模，增加周转速度提升预收款杠杆驱动增长。

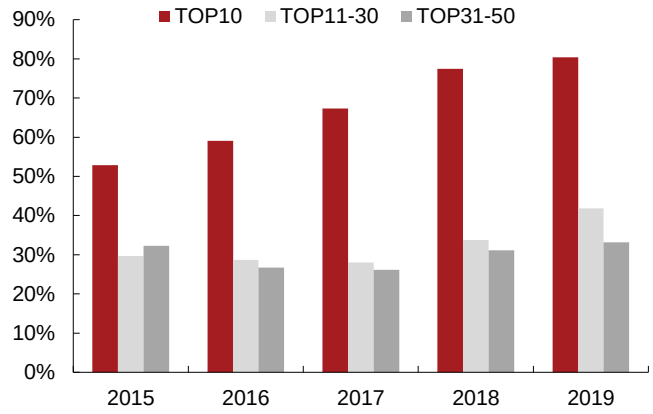
2）TOP50 房企应付款杠杆内部分化，未来有较大的提升空间。TOP10 房企 2015 年来应付款杠杆呈上升趋势，2019 年同比上升 3pct 达 80%，而 TOP11~50 房企 2017 年后逐步提高，增幅较慢，TOP11~30 和 TOP31~50 房企 2019 年分别录得 42%和 33%，和 TOP10 房企有较大差距。TOP10 房企因其规模效应和品牌效应对上游议价空间更大，应付款杠杆高，TOP11~50 房企与之相比有较大的提升空间。TOP10 房企内部来看，保利、中海、世茂、华润、招商应付款杠杆低，未来仍可继续提高。

图 11：TOP50 房企预收款/净资产



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 12：TOP50 房企应付款/净资产



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

表 10：TOP50 上市房企预收款/净资产

序号	企业名称	2015	2016	2017	2018	2019	2019 年较 2018 年变动百分比
23	滨江集团	161%	126%	156%	131%	248%	117pct
34	建发房产	4%	10%	191%	123%	186%	87pct
8	世茂集团	41%	36%	35%	45%	64%	62pct
50	花样年	50%	26%	34%	67%	93%	37pct
12	新城控股	114%	182%	196%	233%	320%	35pct
29	龙光集团	63%	62%	72%	46%	61%	26pct
27	华侨城 A	15%	31%	47%	58%	74%	23pct
14	中国金茂	33%	51%	59%	60%	75%	19pct
26	中国奥园	85%	140%	128%	195%	233%	18pct
39	中骏集团	70%	103%	94%	97%	115%	18pct
46	宝龙地产	20%	16%	13%	50%	58%	18pct
11	龙湖集团	53%	59%	88%	81%	93%	16pct
44	弘阳地产	179%	172%	122%	120%	138%	15pct
28	美的置业	767%	580%	299%	237%	273%	15pct
35	华发股份	41%	104%	118%	121%	135%	14pct
25	雅居乐	17%	24%	44%	46%	52%	13pct
16	金科股份	173%	117%	192%	202%	220%	8pct

38	合景泰富	14%	17%	6%	38%	41%	6pct
6	中海地产	29%	40%	34%	32%	34%	5pct
48	建业地产	77%	98%	178%	398%	420%	3pct
18	阳光城	71%	94%	131%	151%	157%	2pct
47	首创置业	54%	58%	66%	45%	46%	2pct
42	越秀地产	44%	47%	48%	74%	76%	2pct
43	时代中国	111%	103%	72%	59%	60%	2pct
45	大悦城控股	6%	10%	12%	15%	16%	1pct
41	首开股份	96%	113%	111%	118%	118%	0pct
19	绿城中国	61%	98%	141%	110%	110%	0pct
3	万科 A	156%	170%	218%	214%	214%	-1pct
13	金地集团	53%	52%	100%	105%	102%	-3pct
7	绿地控股	166%	218%	254%	311%	290%	-4pct
37	蓝光发展	142%	144%	165%	188%	174%	-8pct
30	远洋集团	34%	33%	41%	42%	39%	-9pct
9	华润置地	87%	85%	99%	106%	97%	-9pct
1	碧桂园	108%	236%	297%	325%	296%	-14pct
15	旭辉集团	68%	89%	75%	89%	81%	-18pct
5	保利地产	136%	132%	142%	161%	143%	-20pct
24	富力地产	37%	42%	45%	56%	49%	-24pct
31	荣盛发展	110%	172%	228%	239%	199%	-26pct
17	中南建设	267%	248%	412%	562%	460%	-29pct
21	融信中国	199%	91%	134%	180%	146%	-34pct
4	融创中国	69%	97%	216%	273%	211%	-34pct
40	华夏幸福	262%	270%	187%	251%	170%	-37pct
36	佳兆业	110%	121%	99%	108%	71%	-40pct
22	正荣地产	338%	363%	322%	193%	125%	-42pct
10	招商蛇口	82%	67%	59%	69%	43%	-62pct
2	中国恒大	58%	101%	110%	60%	36%	-68pct
33	禹洲集团	71%	119%	59%	64%	30%	-81pct
49	路劲集团	39%	69%	85%	75%	33%	-102pct
20	中梁控股	/	2578%	2205%	1414%	555%	-565pct
32	新力地产	/	254%	437%	794%	230%	-858pct
TOP50 平均		81%	100%	121%	133%	126%	-7pct

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

表 11：TOP50 房企应付款/净资产

序号	企业名称	2015	2016	2017	2018	2019	2019 年较 2018 年变动百分比
38	合景泰富	11%	24%	9%	13%	24%	37pct
5	保利地产	35%	36%	30%	27%	49%	22pct
29	龙光集团	23%	18%	27%	34%	56%	22pct
22	正荣地产	72%	61%	45%	34%	54%	20pct
35	华发股份	14%	13%	15%	15%	24%	20pct
28	美的置业	272%	188%	66%	67%	104%	16pct
43	时代中国	40%	20%	14%	26%	41%	15pct

37	蓝光发展	53%	40%	32%	27%	42%	15pct
8	世茂集团	28%	24%	27%	39%	59%	14pct
14	中国金茂	23%	19%	14%	15%	22%	12pct
16	金科股份	62%	34%	52%	43%	60%	12pct
11	龙湖集团	23%	20%	22%	32%	45%	12pct
42	越秀地产	0%	0%	0%	3%	4%	12pct
26	中国奥园	31%	31%	27%	36%	49%	11pct
39	中骏集团	22%	21%	19%	38%	49%	11pct
44	弘阳地产	59%	33%	25%	21%	27%	10pct
19	绿城中国	31%	31%	30%	36%	45%	9pct
24	富力地产	19%	22%	22%	40%	49%	9pct
12	新城控股	86%	84%	83%	52%	63%	7pct
15	旭辉集团	26%	22%	14%	21%	24%	6pct
13	金地集团	27%	25%	17%	21%	24%	6pct
31	荣盛发展	50%	42%	40%	52%	58%	4pct
46	宝龙地产	21%	21%	24%	30%	33%	3pct
21	融信中国	32%	17%	25%	27%	30%	3pct
2	中国恒大	93%	95%	106%	137%	152%	3pct
48	建业地产	79%	76%	100%	157%	169%	3pct
41	首开股份	22%	15%	13%	16%	17%	2pct
33	禹洲集团	61%	51%	30%	32%	34%	2pct
25	雅居乐	28%	28%	31%	31%	33%	2pct
45	大悦城控股	4%	4%	6%	5%	5%	2pct
34	建发房产	2%	3%	23%	31%	33%	1pct
23	滨江集团	12%	13%	15%	14%	14%	1pct
4	融创中国	39%	36%	61%	57%	58%	1pct
1	碧桂园	60%	93%	142%	147%	151%	1pct
9	华润置地	28%	30%	29%	30%	30%	1pct
3	万科 A	79%	88%	95%	97%	99%	1pct
17	中南建设	67%	78%	97%	128%	130%	1pct
7	绿地控股	123%	158%	149%	160%	160%	0pct
18	阳光城	42%	37%	29%	40%	40%	0pct
27	华侨城 A	21%	21%	17%	18%	18%	0pct
30	远洋集团	22%	26%	23%	29%	27%	-2pct
6	中海地产	10%	15%	19%	20%	18%	-2pct
49	路劲集团	39%	41%	35%	32%	27%	-4pct
47	首创置业	26%	26%	28%	25%	20%	-5pct
40	华夏幸福	70%	57%	48%	77%	62%	-7pct
50	花样年	37%	19%	22%	29%	22%	-8pct
36	佳兆业	111%	46%	51%	35%	26%	-9pct
10	招商蛇口	29%	24%	25%	24%	16%	-15pct
32	新力地产	/	56%	54%	62%	38%	-24pct
20	中梁控股	/	303%	206%	126%	58%	-68pct
TOP50 平均		43%	45%	48%	56%	61%	4pct

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

2.2. 投资端：拿地多元化、供应链资源整合加速

2.3.1.土拍市场竞争日趋激烈，独特资源获取方式的重要性凸显

2019 年受政策调控及土地出让条件限制影响，各大房企拿地态度更趋理性。其中，收并购、产业勾地等成为房企新拓市场的主要手段之一。从拿地目的来看，一方面，大型房企通过收并购加大全国化布局力度；另一方面，各大房企可通过收并购完成战略调整以应对市场变化。当前房企主流拿地模式为：

1）**地产+商旅文产业。**代表房企：万达以“文旅”聚势，以“商业”增值，拉动消费，提升当地经济水平，借此实现大幅低价拿地。华侨城主打文化牌，借助旅游业实现大面积低价拿地，打造“旅游培养-地价升值-住宅开发-深耕旅游”的联动模式。

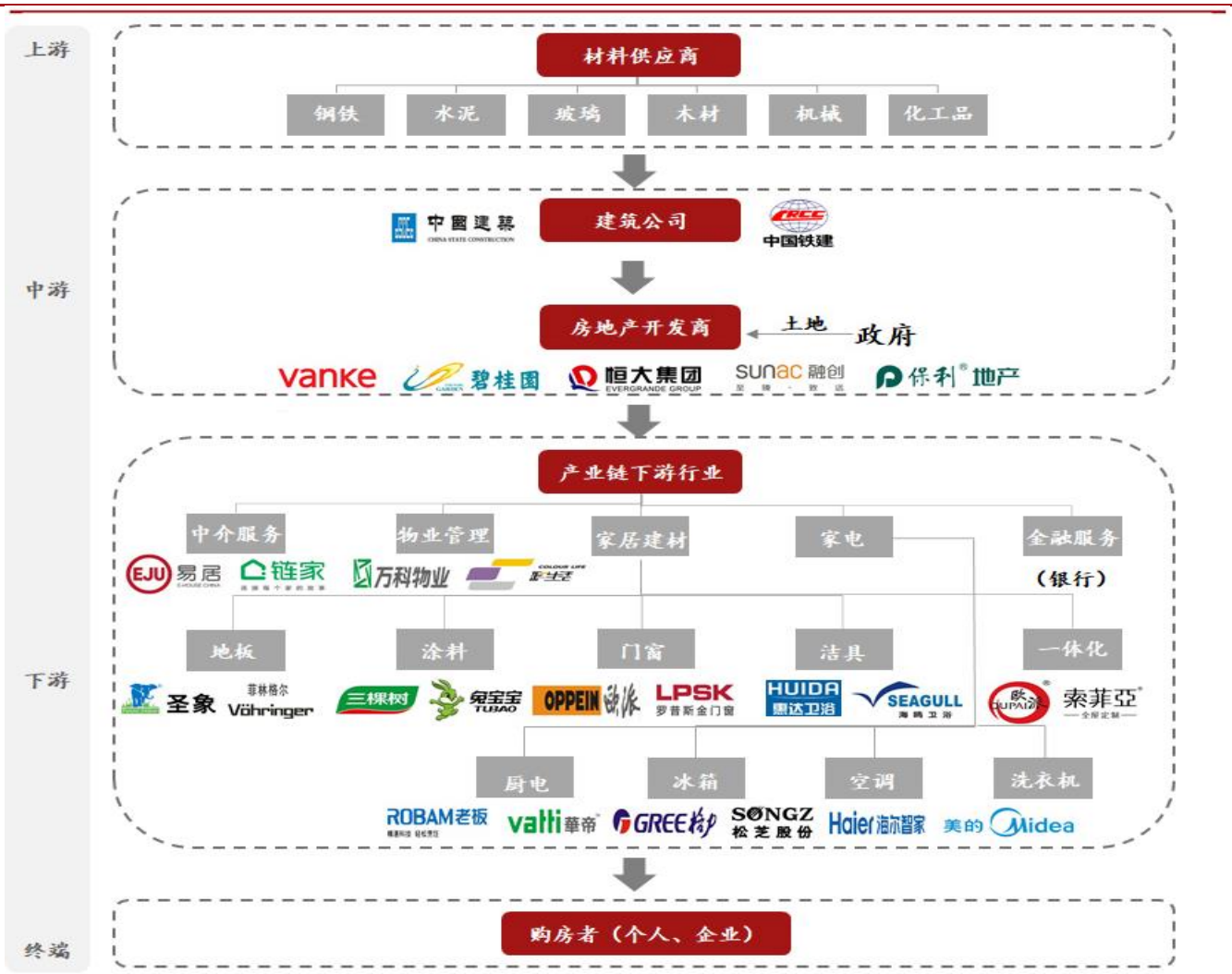
2）**地产+一二级联动。**代表房企：中国金茂充分发挥在一二级联动方面的经验和优势，获取更多项目并提升业务的稳定性。

3）**地产+产业园。**代表房企：华夏幸福通过“产业新城+X”的业务模式，借助平台嫁接产业，通过住宅开发，形成一体化联动发展模式，带来较低的土地成本。

2.3.2.多渠道介入产业链整合资源，房企寻破局之路

考虑到我国虽仍处于城市化率中期发展阶段，但由于劳动年龄人口和购房适龄人口的减少，住房建设量难以跟随城市化率的提高而持续增加，我们预计未来十年商品房总量趋于见顶并小幅回落。与此同时，受 2017 年一线、热点二三线和环核心三四线城市限价政策项目进入结算周期影响，2020H1 样本 40 家房企毛利率整体下行。于上述背景下，房地产企业纷纷加快资源整合以寻求新的利润增长点，其中主要通过以下几种方式：1）提高精装修比例；2）地产系资本加速布局上下游产业链。

图 13：房地产产业链



数据来源：克而瑞证券研究院

1）提高精装修比例：通过成品房交付比例的提高，带动集采规模效应从而提高议价能力。当前我国一线城市精装房市场相对成熟、行业集中度较高，预计随着市场逐步下沉，三、四线城市及沿海旅游地区精装房市场价值将逐渐凸显。此外，竣工回升趋势的高预见性、城镇化进程与可支配收入的提升将为成品房市场提供充足动力。精装房渗透率加速也为房企利润增长提供贡献：1）改善现金流：房地产开发周期为“项目施工-预售-精装修-竣工验收-交房”，因此前期销售价格更高的成品房有助于形成资金蓄水池，并在后期装修环节逐渐转化为成本，进而优化企业现金流。2）减轻限价影响：拿地成本逐年走高及限价双重困境下，精装拆分或可变相减轻价格天花板对于部分项目的影响。3）提高产品溢价率：地产商通过集中采购控制成本，同时完善家居配套设施带来产品溢价的提高。

2）地产系资本加速介入产业链：通过上下游互补优势相互赋能。房企投资多元化

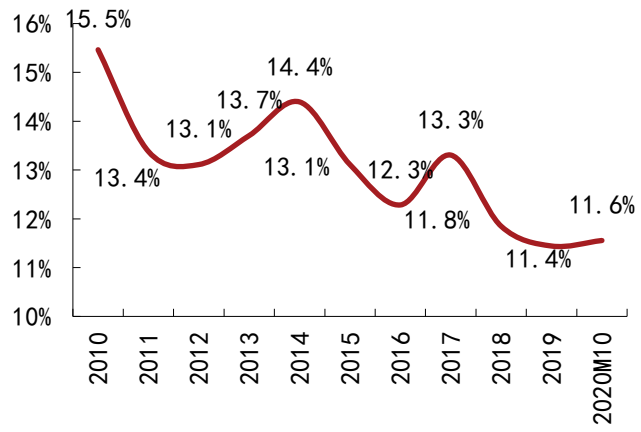
已成趋势，而地产产业链上下游互补优势明显，因此房企普遍推进产业链股权投资及业务布局。自 2015 年来，碧桂园即积极合作上下游联动密切企业，此外众多地产公司尤其头部房企纷纷与家居、建筑、物业服务等品牌谋求合作。据粗略统计，2020 年以来地产产业链相关合作数量创往年新高，其主要合作形式为：1）房地产开发、运营、装修等环节客户互通、优势互补；2）成立合资公司，研发新家装品牌。

资本加持深度绑定房企及家居建材公司的共同利益，双方赋能实现跨周期的穿越。于房企：1）财务投资。房企通过优质投资标的的长期发展或将获得可观的财务收益。2）战略投资。针对地产生态链上下游企业，就供给商产品签订长期供货合同，实现战略协同以辅助公司主营业务，确保供货来源的同时降低渠道依赖。于产业链企业：1）增加订单的确定性。2）资金注入有利于缓解现金流压力。3）相互赋能打造产业链生态集群：例如碧桂园创投联手保利资本设立产业链赋能基金，通过其自身的房地产业务部门“赋能”产业链相关新技术、新产品与新服务；结合地产、物业、教育、健康等多个相关场景形成“大地产行业的产业链生态集群”。

2.3. 融资端：融资受限，关注资产证券化机遇

融资收紧，有息负债在房地产开发资金中比重下降。2010 年以来，国内贷款和利用外资在房地产开发资金中占比波动下降，截至 2020 年前 10 月，国内贷款占比 14.1%，利用外资占比 0.1%。分类来看：1）银行贷款：传闻 9 月部分大型银行收到监管通知，控制新增涉房贷款规模不能超过 30%，目前开发贷款余额占各项贷款余额稳定在 7.5%左右，该规模限制或仍将持续；2）信托贷款：银保监会要求压缩融资类信托业务规模及压缩信托通道业务，且信托额度不得超过 2019 年底，信托贷款受到严格限制，自 2019 年三季度起，房地产信托余额占比已连续 5 个季度下降，未来下降趋势或难扭转；3）债券融资：2020 年由于宽松的货币政策，境内地产信用债发行规模大涨，前 11 月发行 6944 亿元，同比上升 25.7%，境外债受海外疫情影响发行规模 611.3 亿美元，同比减少 11.8%，但是在“三道红线”政策调控下，房企负债规模上涨空间有限，且债券融资用途受限，其火热行情或难以维系。

图 14：国内贷款占房地产开发资金比重



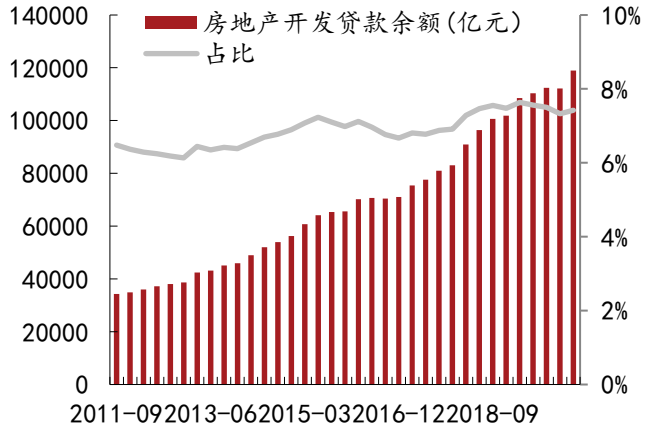
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 15：利用外资占房地产开发资金比重



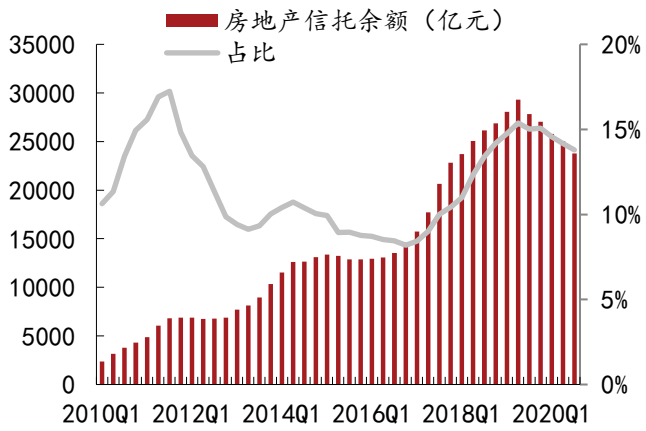
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 16：房地产开发贷余额及占比



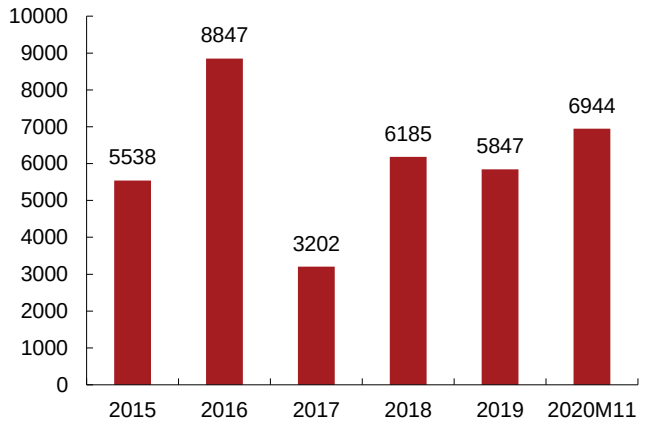
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 17：房地产信托余额及占比



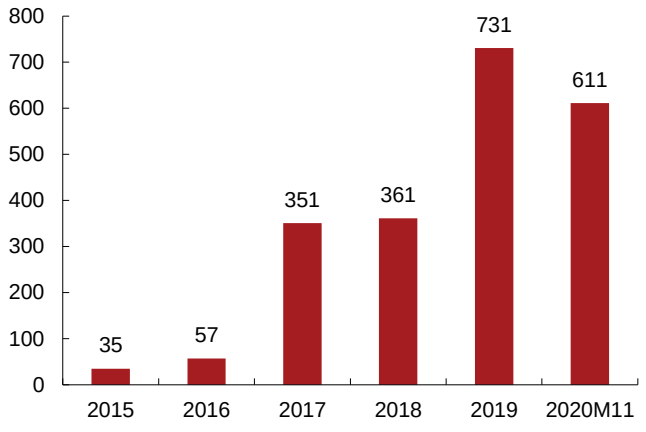
数据来源：信托业协会，克而瑞证券研究院

图 18：地产信用债发行量（亿元）



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

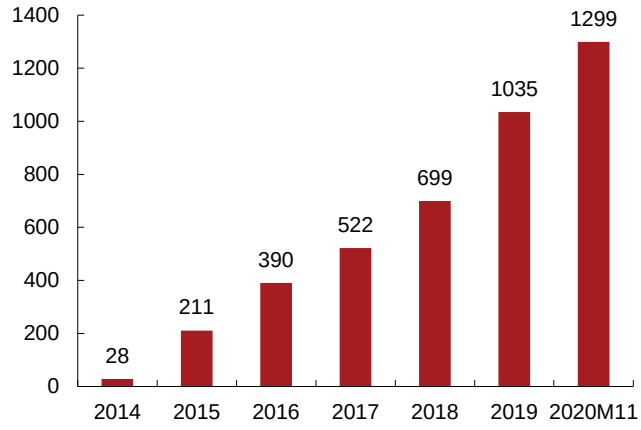
图 19：中资美元地产债发行量（亿美元）



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

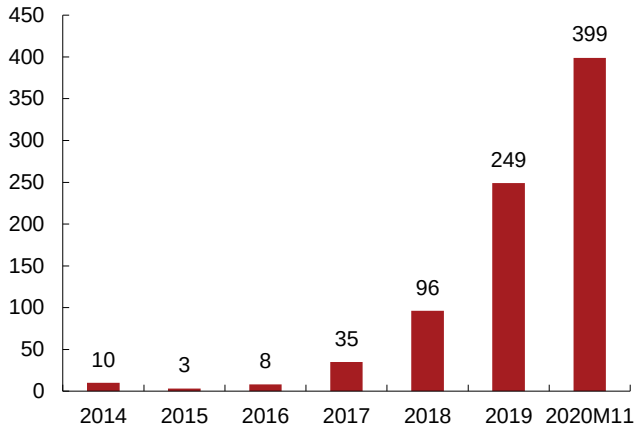
关注资产证券化机遇，盘活存量资产，改善负债结构。自 2014 年 11 月资产证券化实施备案制改革以来，便迎来井喷式发展，资产证券化产品成为金融市场的重要构成和企业融资的重要手段。地产作为资金密集型行业，融资需求强烈，银行贷款、信托融资、债券融资等传统融资渠道都受到严格限制，而其应收、应付款、租金、物业费是天然的优质资产证券化基础资产，此时盘活存量，发行资产证券化产品作用凸显。

图 20：新发行企业 ABS（个）



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 21：新发行 ABN（个）

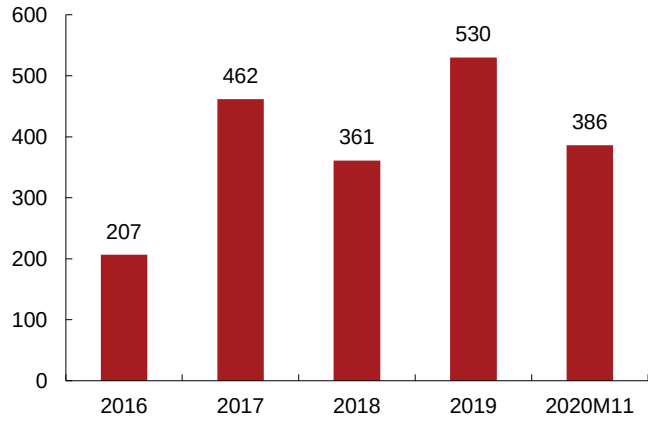


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

CMBS 是房企用于盘活经营性物业的优质选择。商业地产目前已是房企补充住宅开发业务的第一选择，商业地产虽有稳定的租金收益，但资金沉淀大，投资回收期长，盘活资产成为房企需要考虑的重要问题。CMBS 融资规模大，抵押率可到 70%，融资期限一般 10~25 年，募资用途监管不做限制，传统的经营性物业贷抵押率一般不超过 50%，融资期限不超过 10 年，且资金用途需严格按照合同约定使用。CMBS 的特性与房企需求更加匹配，成为房企盘活存量资产，补充现金流的优质选择。

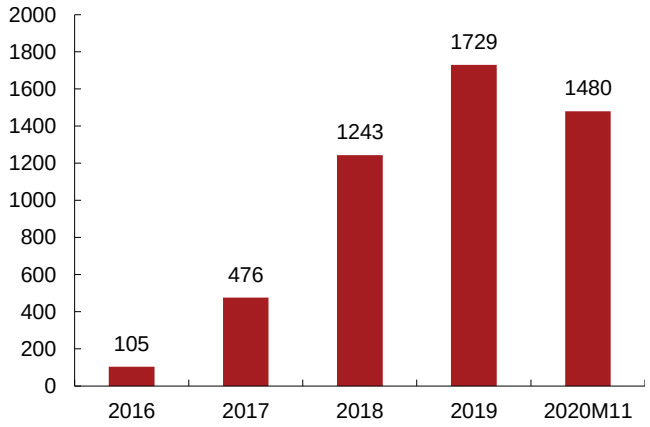
供应链 ABS 发行灵活，不占用房企发债额度，且可达到税收筹划、优化房企负债结构，在“三道红线”监管下作用突出。1）采取储架式发行制度，可以一次申报，分期发行，提高发行效率，且不占用房企发债额度；2）会计上，仍在应付账款中体现，但保理商将应收账款债权折价出售给专项计划后，折价部分需核心房企补贴，计入建安成本，进一步做大了房企应付账款规模与开发成本规模，不改变资产负债率，但有助于进行税收筹划；3）将应付账款转换成资产支持证券，有助于延长应付账款账龄，改善负债结构，达到变相融资目的。供应链 ABS 对核心企业的偿付能力要求高，龙头房企可利用资源优势，在“三道红线”监管下，以其作为重要的融资工具。

图 22：CMBS 发行规模（亿元）



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 23：地产供应链 ABS 发行规模（亿元）



数据来源：CNABS，克而瑞证券研究院
注：2020 年数据截至 11 月 9 日

2.4. 营销端：线上、下营销去库存、提升造血能力

传统房地产开发企业线下营销成本持续走高，2017-2019 年百强房企平均销售费用分别约为 15.1/18.5/23.9 亿元。与此同时，2020 年初时值商品房市场的传统销售淡季，叠加疫情影响致百余城暂停开放售楼处，1-2 月 TOP100 房企整体销售规模同比-23.8%，营销线上化的发展一定程度上缓和了线下销售停摆对项目整体销售去化带来的冲击。

表 12：房企线上营销模式

载体	形式
微信小程序	图片、视频、VR 实景等形式展示楼盘信息
微信公众号	提供咨询/预约服务，留存用户通讯信息
自有平台 APP	嵌入辅助购房的信息和功能，如房贷计算、资格审核等
第三方直播（淘宝、苏宁易购、京东、抖音等）	线上开展优惠活动，如送红包、送礼、抽奖和打折等，吸引用户流量

数据来源：公开数据整理、克而瑞证券研究院

表 13：百强房企自有平台媒介使用情况

小程序	公众号	小程序、公众号	APP、小程序	APP、小程序、公众号
69 家	22 家	8 家	3 家	5 家
一种自有平台	**仅推第三方**	**两种及以上自有平台**	**第三方及一种自有平台**	**第三方及两种自有平台**
1%	17%	10%	8%	64%

数据来源：公开数据整理、克而瑞证券研究院

线上营销通过互动、优惠等方式蓄客，加速线下去化。克而瑞数据显示，92%的百强房企已发起线上售楼，其中碧桂园凤凰云 APP 自 2019 年 6 月上线至今年 7 月累计访问量约 4.2 亿人次，促成交易额累计超 2488 亿元。而于今年疫情影响下，房企线上营销推广度进一步提升，据乐居《2020 好房双 11 白皮书》数据，今年双十一线上售房涉及 316 个房企品牌，释放补贴总额 13.1 亿元，覆盖 217 城的 1577 个项目；仅一周吸引线上流量约 4000 万，近 2019 全年天猫线上看房客流 8000 万的 1/2。房产电商平台以原生态系统资源将线上渠道和线下服务打通，实现了流量、数据能力、金融服务等和房产行业上下游直接相关的业务融合。

当前探索模式下，线上售楼局限性较强。1）房地产具备大额投资属性，线上客户难以建立信任，需长时间维系。2）不同客群对标不同置业顾问，而统一线上渠道信息很难捕捉特定购房需求。3）线上媒体基本以信息展示为主，体验度尚缺。我们认为或可通过以下几点提升线上营销安全属性：1）线上购房退款保障。2）通过 DSP 平台分析各项指标信息，精准研判目标房源和对应目标客户，以便监测营销推广的效果。3）强化电商在交易中的功能，从信息导流客户转移到交易，可通过线上缴纳意向金线下到访退款等方式。

表 14：消费者线上购房担忧问题问卷调查

纯线上交易怕被骗	担心假房源	资金安全存疑虑
69%	16%	15%
更好的技术手段保障资金安全	**更强的电子合同法律效力**	**明确顺畅的选房流程**
39%	31%	30%

数据来源：公开数据整理、克而瑞证券研究院

案例分析：天猫好房

天猫好房通过线上平台提供流量，线下经纪人提供服务，贯穿各大交易场景：1）**流量优势增强蓄客能力，**天猫平台品牌流量叠加阿里云大数据应用和易居基于使用场景的产品支持为地产商线上营销有效蓄客；2）**保障交易资金安全，积极推进线上交易。**蚂蚁金服联合易居通过区块链技术积极尝试 ETC 系统，可以解决线上大额交易资金安全性问题并积极推进线上房地产交易。

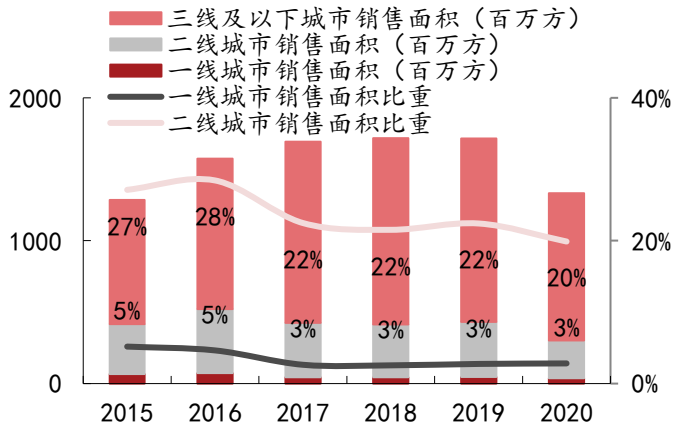
受制于商品房市场体量过大且生态复杂叠加商品房权属转移办理手续等原因，当前天猫好房偏向于购房优惠领取平台而非商品房成交平台；短时间内，购房流程和中介行业很难受线上购房的影响。在房企融资渠道收紧，企业对销售去化回款依赖度提升的环境下，预计未来法规和行政手续完善，技术逐渐成熟以及客群偏年轻化或一定程度上推动房地产线上销售的发展。

3. 预计 2021 年行业将维持高位运行

预计 2021 年全国商品房销售金额同比-2.3%至+2.8%；销售面积同比-5.5%至-0.5%。

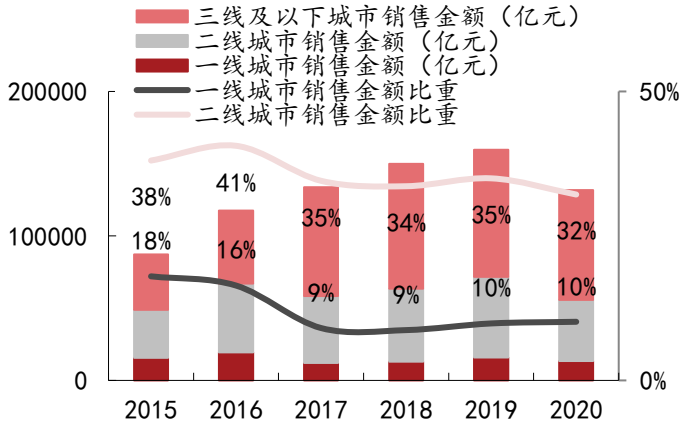
2020 年前 10 月全国商品房销售额 13.17 万亿元，同比+5.8%；商品房销售面积 13.33 万亿方，与上年同期持平，全国商品房均价提升导致销售金额增长高于销售面积增长。于商品房销售总量见顶及新冠疫情爆发的背景下，全国楼市表现出较强韧性。分区域看，东部地区商品房销售额 7 月累计同比增速年内首次回正，达 2.0%，其中南京、杭州、深圳等地楼市需求强劲，受疫情冲击较小；西部地区商品房销售额 8 月累计同比+0.3%，实现年内首次回正，其中成都楼市较为火热；中部和东北部地区尚未实现年内累计销售同比正增长。

图 24：全国商品房销售面积情况



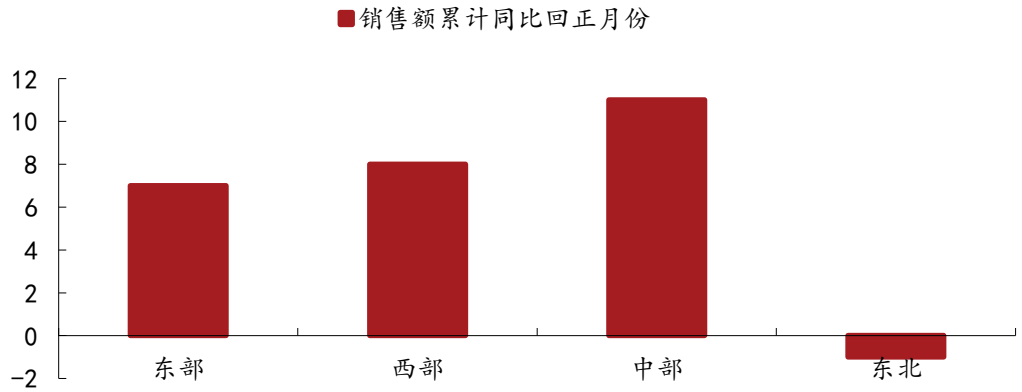
数据来源：CRIC、克而瑞证券研究院
注：2020 年为前 10 月数据

图 25：全国商品房销售金额情况



数据来源：CRIC、克而瑞证券研究院
注：2020 年为前 10 月数据

图 26：各区域累计同比回正月份



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院
注：累计同比回正月份为负，表示预计年内该区域商品房销售额同比增速无法回正；此外，中部为预计值

2020 年前 10 月，一线/二线/三线及以下城市商品房销售面积占全国商品房销售面积 2.8%/20.5%/76.7%，一线城市销售面积占比较稳定，二线城市销售面积占比出现 8 年来首次下滑，跌破 20.0%。此外，2020 年前 10 月一线/二线/三线及以下城市商品房销售额占全国商品房销售额 10.1%/32.2%/57.7%，分别维持在 10.0%/33.0%/57.0%附近。

3.1. 2021 年商品房销售额 16.84 亿元至 17.72 万亿，同比-2.3%至+2.8%

货币角度出发推算明年商品房销售额和销售面积，测算逻辑如下：

1）通过新增人民币贷款、新增涉房贷占比和新增按揭贷款占比得到新增按揭贷款；

2）通过个人购买商品住宅杠杆率（按揭贷款）推得商品住宅销售额；

3）由商品住宅销售额占商品房销售额比重得出商品房销售额；

4）各能级商品房销售额比重及各能级商品房均价推算各能级商品房销售面积；

5）加总各能级商品房销售面积即为全国商品房销售面积。

主要测算假设：

1）2020 年新增人民币贷款同比增速采用央行预计+13.8%，2021 年采用瑞银证券预计+11.1%；

2）根据相关窗口指导，明年新增涉及房地产贷款占总新增贷款 28.5-30.0%，以此确定测算结果的上限和下限；

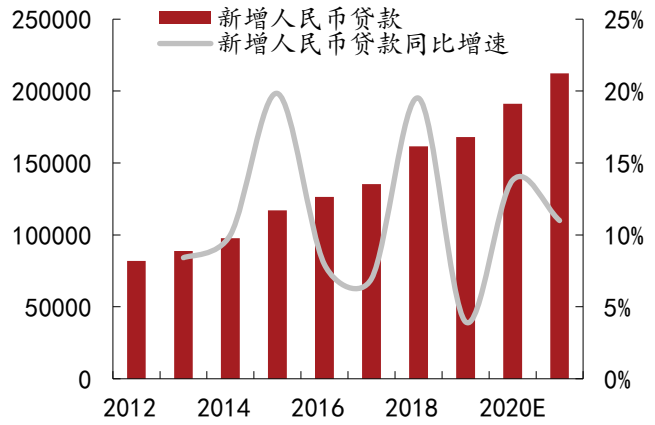
3）年按揭贷款净投放额占新增房地产贷款仅 2017、2018 年房地产上行周期中有所下降，我们认为“三道红线”融资新政叠加房地产去库存，按揭贷款风险或弱于房地产开发贷款，因此假定 2020 年占比维持 2019 年水平，为 75.7%，2021 年微升至 76.5%；

4）假设商品住宅销售杠杆率维持 2018、2019 水平，2020 年预计达到 31.7%，2021 年预计微降至 31.0%；

5）商品住宅销售占商品房销售比重存在上升趋势，截至 2020 年前 10 月住宅销售占比达到 90.0%，2020 年全年假定维持前 10 月水平，2021 年取 2019 和 2020 年均值。

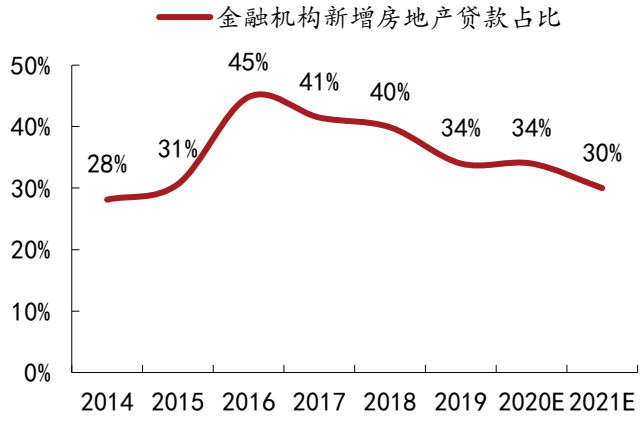
上述假设下，2020 年商品房销售额 17.23 万亿，同比+7.9%，2021 年商品房销售额 16.84 亿元至 17.72 万亿，同比-2.3%至+2.8%。

图 27：新增人民币贷款（亿元）



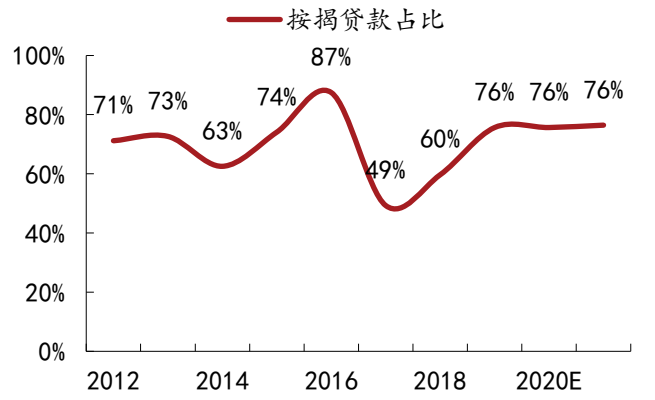
数据来源：中国人民银行、克而瑞证券研究院

图 28：新增涉房贷占比情况



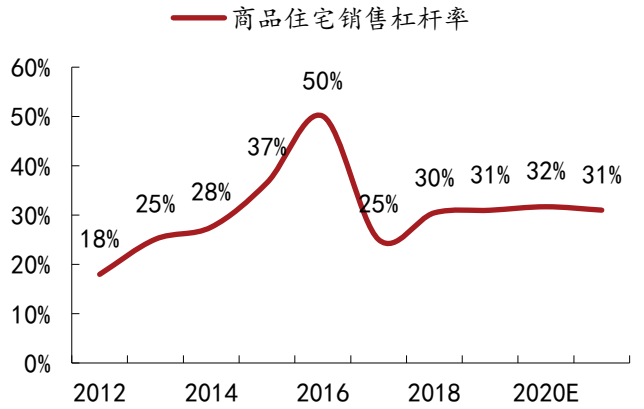
数据来源：中国人民银行、克而瑞证券研究院

图 29：新增按揭贷款占涉房贷比重



数据来源：中国人民银行、克而瑞证券研究院

图 30：商品房住宅销售杠杆率



数据来源：中国人民银行、克而瑞证券研究院

表 15：商品房销售额预测（单位：亿元人民币）

年份	新增贷款	涉房贷占比	新增涉房贷	按揭贷款占比	净增按揭贷款	住宅销售杠杆率	商品住宅销售额	商品住宅占比	商品房销售额
2012	82000	16.5%	13500	71.2%	9610	18.0%	53467	83.0%	64456
2013	88900	26.3%	23400	72.7%	17000	25.1%	67695	83.1%	81428
2014	97800	28.1%	27500	62.6%	17200	27.6%	62411	81.8%	76292
2015	117200	30.6%	35900	74.1%	26600	36.6%	72753	83.4%	87281
2016	126500	44.8%	56700	87.5%	49600	50.1%	99064	84.2%	117627
2017	135300	41.4%	56000	49.3%	27600	25.0%	110240	82.5%	133701
2018	161700	39.9%	64500	59.7%	38500	30.5%	126393	84.3%	149973
2019	168100	34.0%	57100	75.7%	43200	31.0%	139440	87.3%	159725
2020E	191298	34.0%	64979	75.7%	49162	31.7%	155109	90.0%	172343
2021E 下限	212341	28.5%	60517	76.5%	46271	31.0%	149263	88.7%	168373
2021E 上限	212341	30.0%	63702	76.5%	48707	31.0%	157119	88.7%	177235

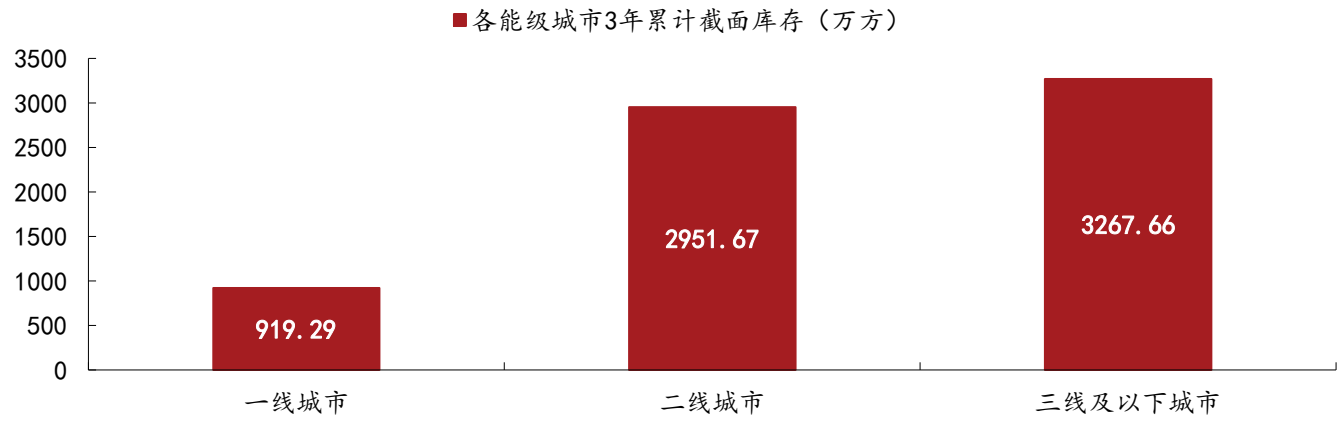
数据来源：中国人民银行、统计局、克而瑞证券研究院

3.2. 2021 年商品房销售面积 16.44 亿方至 17.31 亿方，同比-5.5%至-0.5%

商品房销售面积推算假设：

1）参考 2017 年来各能级商品房销售金额占全国商品房销售额比重，考虑到当前销售板块分化现象明显，一线城市库存较低，二线城市内部分化严重整体库存较高，假定 2020 年和 2021 年一线城市/二线城市/三线及以下城市销售金额占全国比重分别为 10.5%/32.0%/57.5%和 10.5%/33.0%/56.5%；

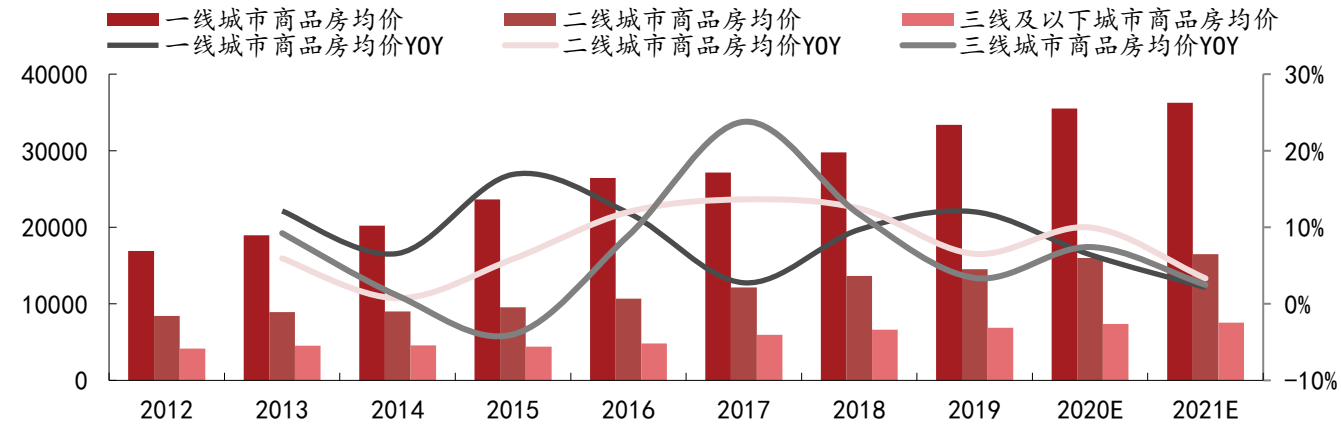
图 31：克而瑞监测 106 城分能级城市 3 年截面库存



数据来源：CRIC、克而瑞证券研究院

2）一二线商品房销售均价在 2014-2019 年处高速增长态势，2020 年受疫情影响，住宅占商品房比重进一步提升，城市板块分化严重，商品房均价涨幅略有抬升；在房地产“三稳”政策和融资新规叠加经济复苏内循环构建，住宅占商品房比重下降，部分地区房企或采取以量换价策略，房价涨幅有限。根据 2020 年前 10 月各能级商品房销售均价同比增速，我们假定 2020 年和 2021 年各能级商品房销售均价同比增速分别为 6.4%/10.0%/7.4%和 2.1%/3.3%/2.5%，对应销售均价分别为 35508 元/15977 元/7373 元和 36267 元/16508 元/7555 元。

图 32：各能级城市商品房均价（元/平方米）



数据来源：CRIC、克而瑞证券研究院

根据前述推理假设得出 2020 年全国商品房销售面积为 17.40 亿方，同比+1.4%，2021 年全国商品房销售面积 16.44 亿方至 17.31 亿方，同比-5.5%至-0.5%。

表 16：分能级商品房销售面积预测（单位：万平方米）

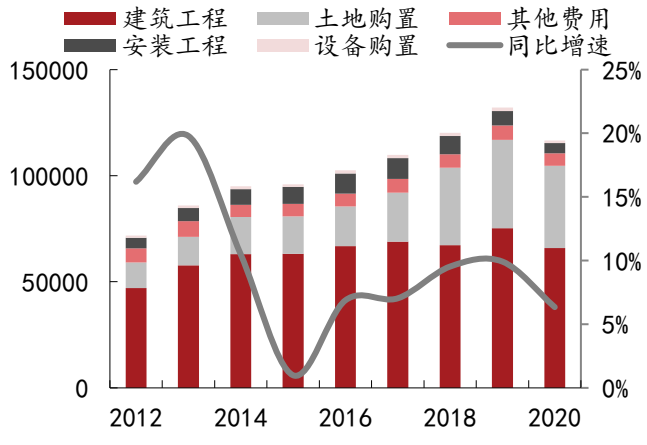
	一线城市		二线城市		三线及以下城市		全国	
	销售面积	同比增速	销售面积	同比增速	销售面积	同比增速	销售面积	同比增速
2015	6653	33.0%	34848	17.6%	86994	1.1%	128495	6.5%
2016	7305	9.8%	44743	28.4%	105301	21.0%	157349	22.5%
2017	4460	-38.9%	38073	-14.9%	126875	20.5%	169408	7.7%
2018	4383	-1.7%	36949	-3.0%	130323	2.7%	171654	1.3%
2019	4719	7.7%	38446	4.1%	128393	-1.5%	171558	-0.1%
2020E	5096	8.0%	34519	-10.2%	134407	4.7%	174022	1.4%
2021E 下限	4875	-4.4%	33659	-2.5%	125912	-6.3%	164446	-5.5%
2021E 上限	5131	0.7%	35430	2.6%	132539	-1.4%	173101	-0.5%

数据来源：CRIC、统计局、克而瑞证券研究院

3.3. 2021 年房地产开发投资 14.68 万亿至 15.14 万亿，同比+4.2%至+7.5%

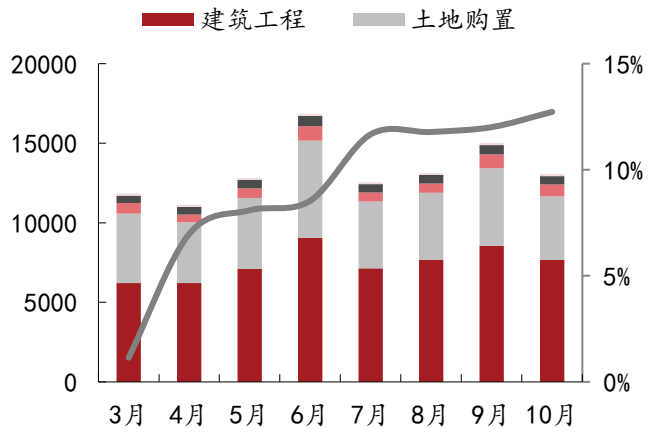
因本轮周期房地产销售额同比持续正增长，房地产开发投资额同比增速抬升，土地购置费用占比提升；年内受疫情影响，2 月房地产开发投资额下滑严重，3 月部分区域复工后，单月投资回升明显；年中 6 月房地产开发投资额累计同比增速回正，三季度投资额持续回升。此外，年内土地购置费用占比逐月下滑，由 3 月单月 36.8%下降至 10 月单月 30.6%，随着疫情后经济逐渐回复，土地供应减少叠加“三道红线”土地购置款占比下滑。

图 33：房地产开发投资额（亿元）



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院
注：2020 年为前 10 月数据

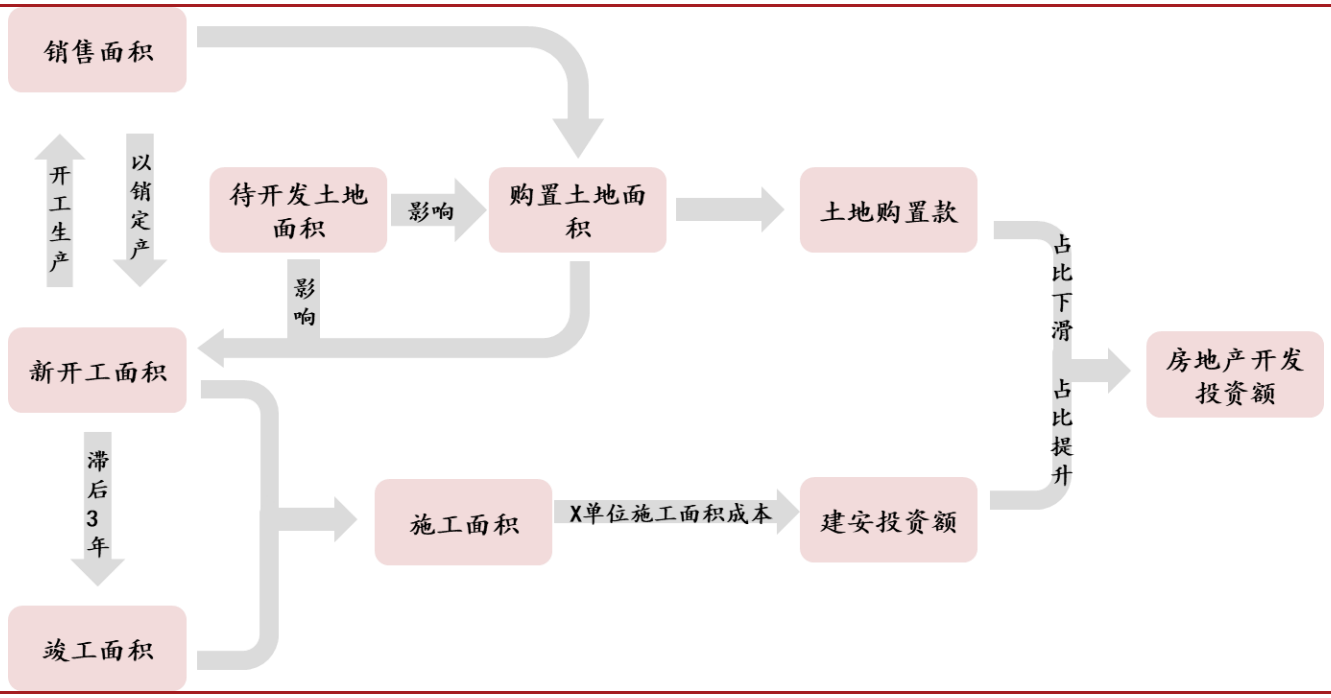
图 34：年内房地产开发投资额（亿元）



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院

房地产开发投资额测算逻辑：房地产开发投资额包括建筑工程开支、安装工程开支（合称建安成本开支）、设备购置费、土地购置费和其他开支；通过推算建安成本开支预测房地产开发投资额。建安成本开支由年施工面积和单位面积施工费用决定；其中当年施工面积=上年施工面积-上年竣工面积+本年新开工面积-上年净停工面积。因此，依次预测 2021 年新开工面积、2020 年竣工面积、2021 年施工强度和单位面积施工成本即可得到 2021 年房地产开发投资额。

图 35：商品房开发投资额预测逻辑

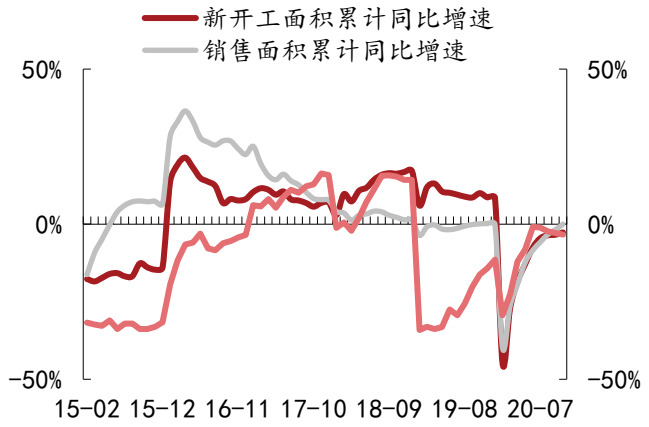


数据来源：克而瑞证券研究院

预计 2021 年新开工面积为 20.76-21.87 亿方，同比-7.6%至-2.6%。

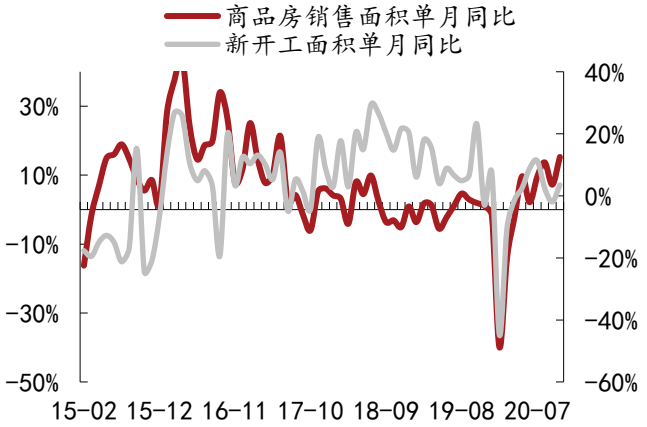
新开工同比增速同商品房销售面积增速同步调变动。新开工将待开发不可售资源转化为可售资源，在待开发土地充足情况下，其与销售的关联性强于土地购置面积。通过复盘 2015 年来新开工面积、销售面积和购置土地面积累计同比增速，我们发现新开工面积增速和销售面积增速走势高度一致，走势高度一致性或因**房企在待开发土地充足情况下**（2019 年末待开发土地接近 2019 年土地购置面积两倍）**的有效可售库存管理，动态管理可售资源，提升销售去化指标。**

图 36：新开工面积、销售面积、土地购置面积同比增速



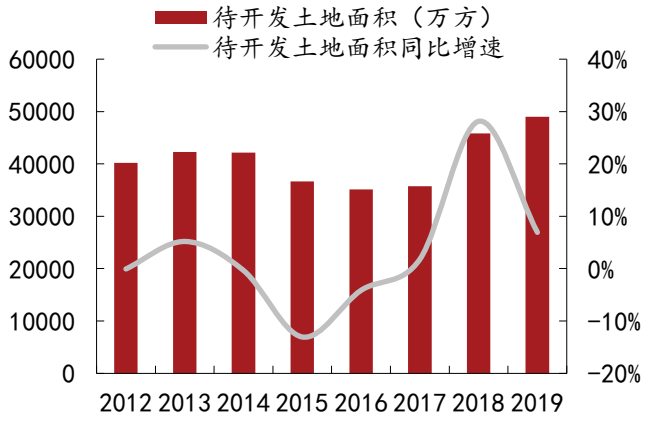
数据来源：统计局、克而瑞证券研究院

图 37：新开工面积和销售面积月同比增速



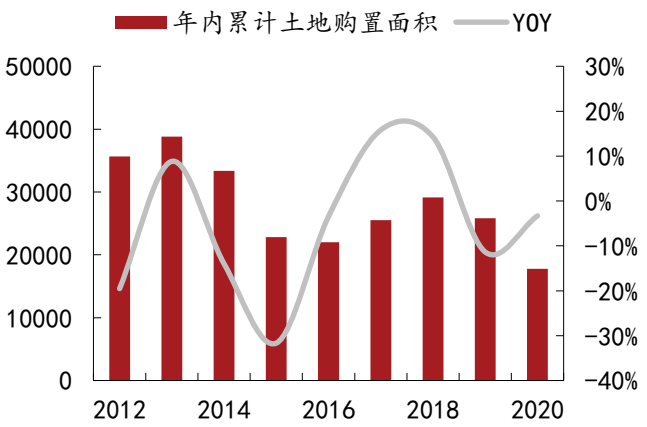
数据来源：统计局、克而瑞证券研究院

图 38：待开发土地面积情况



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院

图 39：土地购置面积（万方）



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院
注：2020 年为前 10 月数据

新开工面积和销售面积剪刀差或先下行后微弱回升。本轮周期新开工面积和销售面积同比增速剪刀差于 2018 年初由负转正；2020 年初受疫情影响，剪刀差由正转负，进入去库存周期，预计尽管房企可能会抢开工，增加可推货值，提升销售规模；但受前期疫情影响和累计库存影响，2020 年剪刀差或下降；2021 年“三道红线”全行业施行后，房企或对库存进行更精细化管理，避免可售货值不足及可售库存堆积影响项目去化，因此剪刀差或在 2020 年基础上微升。

基于上述分析，假定 2020 年剪刀差为-2.5%，2021 年为 2.1%，即 2020 年新开工面积累计同比增速-1.1%，2021 年为-7.6%至-2.6%。**2020 年全年新开工面积为 22.47 亿方；2021 年新开工面积为 20.76-21.87 亿方。**

2021 年竣工面积同比+10.0%，达 10.08 亿方。

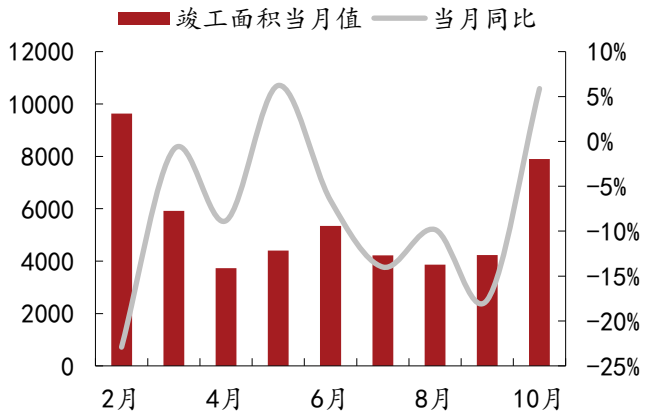
2020 年竣工面积同比-4.5%，达 9.16 亿方；2021 年竣工面积同比+10.0%，达 10.08 亿方。复盘房地产竣工面积累计同比增速和新开工面积累计同比增速，我们发现自 2016 年新开工面积陡增后，竣工和新开工 3 年的滞后关系被打破，施工周期有被拉长趋势，其主要或因 1）高周转策略下，房企压缩开工到达到预售标准时间，并拉长预售到再复工时间，干扰新开工对竣工的引导；2）三四线城市预售标准较低，干扰原本新开工对竣工的引导。此外，2020 年受疫情影响，房企施工受到影响，年内仅 5 月和 10 月当月竣工面积同比为正，面对加大竣工压力及每年季节性年末强施工，我们预计今年竣工面积同比-4.5%，达 9.16 亿方。由于今年低基数叠加房企有交付结算增厚权益需求，我们预计明年竣工面积同比+10.0%，达 10.08 亿方。

图 40：新开工面积和竣工面积同比增速情况



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院

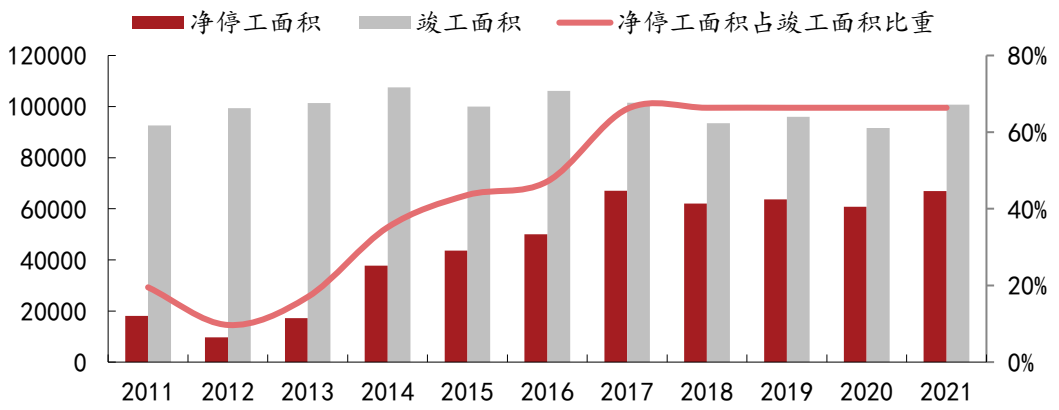
图 41：年内当月竣工面积（万方）



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院

2021 年施工面积 100.79 亿方至 101.91 亿方，同比+5.1%至+6.3%。复盘净停工面积和竣工面积，净停工面积占竣工面积比重于 2015、2016 年稳定在 45.0%附近，2017 和 2018 年则攀升至 65.0%附近，主要原因系房企融资环境趋紧、且为提高资金使用效率压缩施工时间，延长预售后停工到复开工导致该比例有一定提升。我们假设 2019 年和 2020 年净停工面积占竣工面积比重仍维持 2018 年水平，则 2019 和 2020 净停工面积分别为 6.37 亿方和 6.08 亿方。带入新开工面积和竣工面积预测值，可以得出 2020 年施工面积为 95.89 亿方，同比+7.3%；2021 年施工面积 100.79 亿方至 101.91 亿方，同比+5.1%至+6.3%。

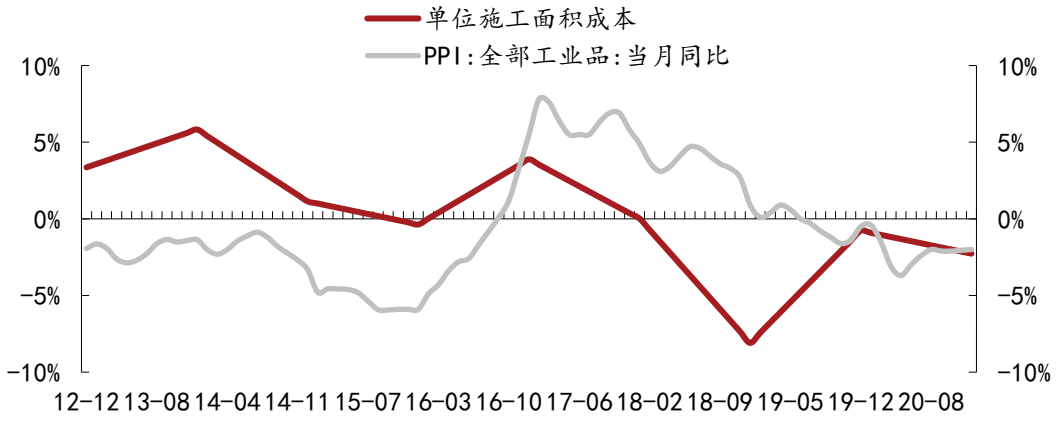
图 42：净停工面积、竣工面积（万方）



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院
注：2020 和 2021 为预计值

2021 年建安成本费为 9.03 万亿元至 9.31 万亿元，同比+5.1%至+8.4%。单位面积施工成本受原材料和人工成本影响，通过复盘单位施工成本和 PPI 当月同比，发现单位施工成本同 PPI 走势高度关联，因此我们使用 PPI 同比变动作为单位施工成本的预测指标，2020 年 PPI 累计同比变动采用一致预测-2.0%，2021 年-0.5%至+1.5%；则 2020 年单位面积施工成本同比-2.3%，2021 年单位面积施工成本同比-0.0%至+2.0%；结合前述的施工面积，2020 年房地产开发建筑安装工程费用为 85931.00 亿元，同比+4.8%；2021 年建安成本费为 9.03 万亿元至 9.31 万亿元，同比+5.1%至+8.4%。

图 43：单位面积施工成本和 PPI 情况

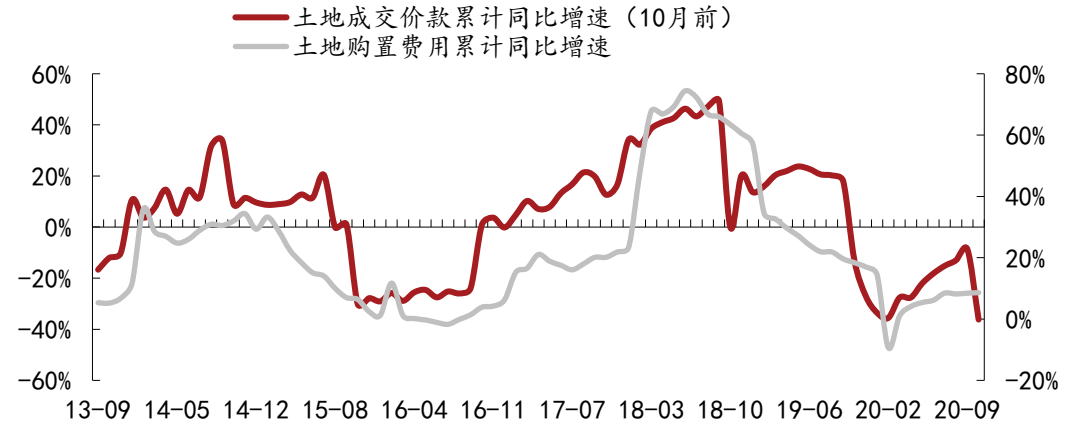


数据来源：统计局、克而瑞证券研究院

预计今明两年建安成本占房地产开发投资额比重提升。融资新规下，房企为强化自身现金流和加快增厚权益，抢开工、按时交付结转销售叠加谨慎投资补库存，导致

施工面积增加，土地投资力度或下行，建安费用占比有所提升。此外，因土地成交非一次性付款，土地成交价款对土地购置费用有约 10 个月引领作用；今年上半年，受疫情影响各地供地积极，质量较高，土地成交价款回正迅速；下半年，“三道红线”提出后，土地成交结构提升导致土地成交款微增。明年“三道红线”全行业施行下，土地市场或出现降温，在稳地价方针下，供地节奏及结构或有所调整，我们预计明年全年土地购置款占房地产开发投资额比重下降，建安成本占开发投资额比重提升，预计 2020 年建安费用占房地产开发投资额微升至 62.0%，2021 年占比提升至 65.0%；**2020 年房地产开发投资额为 14.09 万亿，同比+6.6%；2021 年房地产开发投资额为 14.68 万亿至 15.14 万亿，同比+4.2%至 7.5%。**

图 44：土地成交价及土地购置款累计同比增速



数据来源：统计局、克而瑞证券研究院

4. 以内涵提效及外延拓展为着力点，拥抱存量时代到来

住宅开发红利逐渐消失，倒逼房企寻找新的增长空间。住宅市场规模见顶，融资收紧促使房企瘦身，依靠土地红利粗放式增长的时代已过，房企需要寻找新的增长点。新的增长驱动可以从内涵和外延两方面分析：1）内涵：从土地红利转向管理红利，从财务杠杆驱动转向经营杠杆驱动，科技赋能，通过数字手段精细化运营，以降本增效，控制风险，驱动业务；2）外延：以住宅开发核心业务为起点，扩展业务半径，探索新的商业模式。

4.1. 科技赋能，通过数字化精细运营提高经营杠杆

数字化不是简单地信息化，是以数据资产为核心建立起来的生态闭环。通过数字化智能平台的搭建，将投融资、规划、开发、销售、资产管理等全生命周期业务环节串联起来，形成闭环，针对员工、客户、供应商的不同使用场景，提供不同的服务，在此过程中形成关于公司经营的数据资产，通过对其的挖掘、运营与应用，构建业务生态圈。

图 45：数字化运营示意图

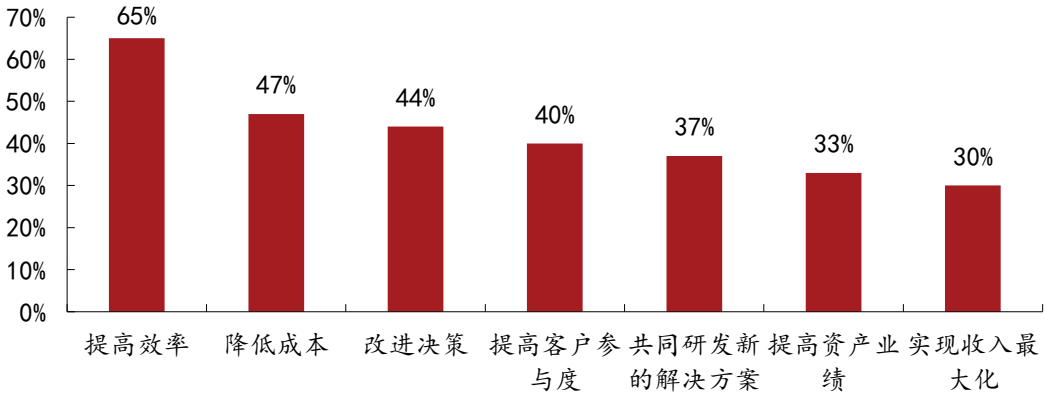


数据来源：克而瑞证券研究院

房企规模庞大，业务复杂，数字化运营有助于房企优化流程，促进房企降本增效，增强风险控制能力，提高经营杠杆，驱动业务发展。1）组织管理方面：打破部门间信息壁垒，统一数据口径，促进部门之间，总部与区域公司、城市公司、项目之间的协同，减少人工造成的摩擦成本，增强信息传递的有效性，提高效率；2）成本管理方面：建立起企业层面的合同管理、预算管理、供应商管理机制，增强对上游的议价能力；3）运营提速方面：明确全流程运营节点，及时发现项目推进过程中存

在的问题，利用集团优势资源加以解决，提高运营效率；4）风险控制方面：根据数据资产的沉淀与挖掘，对项目风险点进行预警，增强风险控制能力；5）增加收益方面：通过大数据的搜集分析，提供满足消费者个性化需求的服务，增强消费者体验。根据德勤的一项调查，房地产科技公司受聘对房企进行数字化建设也主要是用于降本增效和改进决策。

图 46：过去两年房地产科技公司受聘实施的业务改进



数据来源：德勤，克而瑞证券研究院

4.2. 扩展业务半径，探索商业新模式

以住宅开发业务为圆心，修炼“开发销售+资产管理”综合能力。住宅市场总量见顶，开发利润逐渐走低，房企需要寻找新的业务类型驱动持续增长。扩张业务范围并非盲目多元化，进入不熟悉的领域极易造成资金沉淀，回款缓慢，带来现金流压力。据统计，近三年发生债券违约的 9 家房企中有 6 家与盲目多元化有关。房企业务扩张，应以地产开发主业为起点，结合自身的资源禀赋，扩展业务半径，地产企业自建物业公司且纷纷赴港上市就是多元化的成功案例。而在开发红利消失后，房企从开发思维转向经营管理思维尤为重要，在此条件下，商业、租赁、代建、房产交易平台或可成为房企新的增长曲线。

表 17：暴雷房企危机原因

公司名称	剔除预收款资产负债率	净负债率	现金短债比	债务危机原因
国购投资	75%	238%	0.6	举债扩张、盲目多元化，转型化肥行业，资金回笼慢
泰禾集团	86%	280%	-2.2	激进扩张导致高杠杆，产品高端导致回款慢，疫情冲击
新华联	83%	224%	46.8	盲目多元化，沉淀资金，回收期长，疫情对文旅业务冲击
华业资本	223%	-77%	1.9	多元化扩张，陷入百亿诈骗案，内部人事管理混乱
银亿股份	67%	110%	2.7	多元化扩张并未增厚业绩，控股股东占用大量资金
中宏控股	102%	-1417%	0.2	大规模举债扩张，文旅项目沉淀大量资金，回款慢
天房集团	76%	1971%	21.1	过度举债，业务布局集中于天津，难以应对市场下滑风险

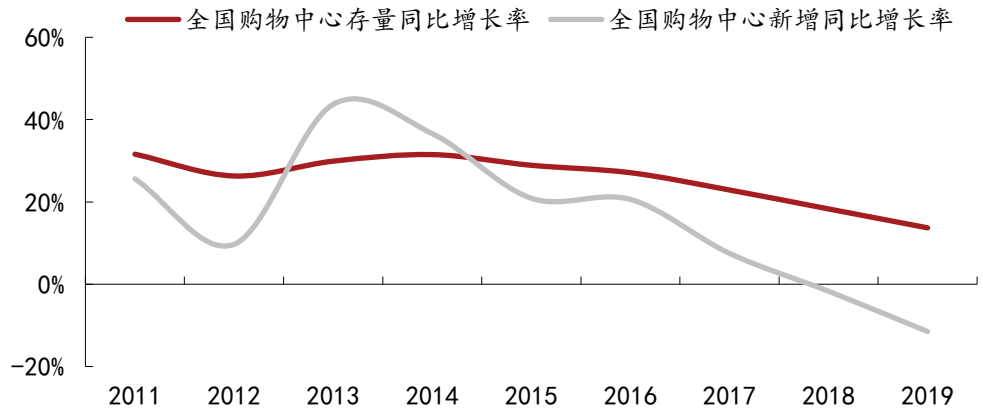
爱普地产	62%	219%	4.6	关联方陷债务危机，疫情下回款下降
三盛宏业	71%	271%	-23.0	管理不科学，多元化经验不足，占用资金，回款慢

数据来源：Wind，公开资料整理，克而瑞证券研究院
注：天房集团数据为 2018 年中报，国购投资、三盛宏业为 2019 年中报，爱普地产为 2020 年中报，其余为 2020 年三季报

4.2.1.商业：资源拓展与运营为王

购物中心供给逐年收缩，将步入存量时代。我国购物中心供应在 2013 年达到巅峰，同比增长 43.7%，之后随着住宅利润走低对商业地产支持下降以及部分开发商离场，购物中心开发趋于理性，新增供应增长率收窄，2018 年同比增长率转负为-1.7%，2019 年为-11.5%。从存量来看，2014 年同比增长 31.5%，之后增速逐年下滑，2019 年仅录得 13.7%，同比降低 4.6pct，未来将逐步进入存量时代。

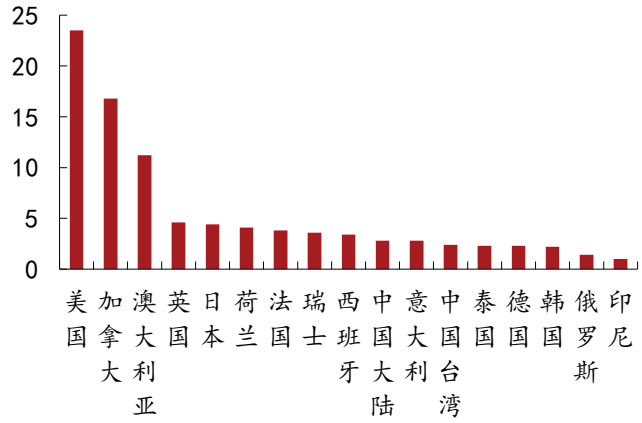
图 47：购物中心数量同比增长率



数据来源：赢商网，克而瑞证券研究院

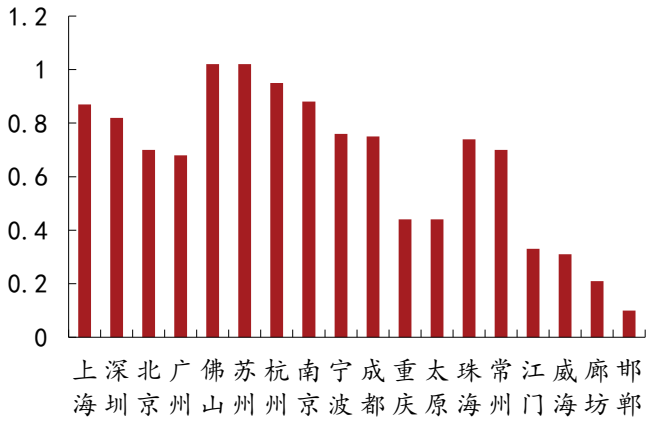
结构上，一二线进入存量时代，三四线具备增量空间。与发达国家相比，2018 年我国人均零售面积为 2.8 平方英尺（约 0.26 平方米），仅为美国的八分之一，与东亚国家相比，低于日本的 4.4（约 0.41 平方米），略高于韩国的 2.2（约 0.2 平方米），和成熟市场对比，我国购物中心仍有较大发展空间。分能级看，2019 年一线城市人均购物中心面积为 0.77 平方米，已经属于发达国家水平，二线城市中佛山、苏州均高于 1 平方米，而重庆、太原为 0.44 平方米，三线城市中位于长三角的常州有 0.7 平方米，珠三角的江门和华北的人口大市邯郸分别仅有 0.3、0.1 平方米。考虑经济实力差异，我国购物中心发展依旧不够均衡，一二线和强三线城市市场已进入存量时代，面临较高的空置率和较大比例的商业调改，而多数三四线城市缺少头部企业和头部品牌，商业业态落后，存在较大的增量空间。

图 48：2018 年主要国家人均零售面积（平方英尺）



数据来源：Statista，克而瑞证券研究院

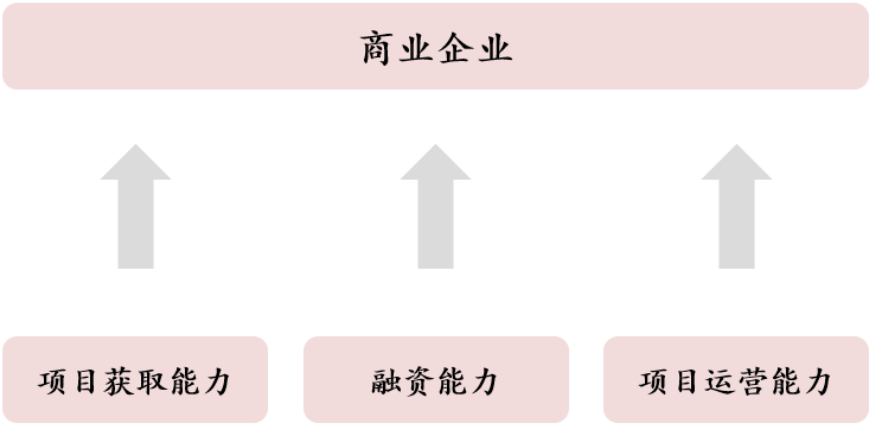
图 49：2019 年典型城市人均购物中心面积（平方米）



数据来源：赢商网，克而瑞证券研究院

商业企业核心竞争力可以从三方面来评判：项目获取能力是基础，融资能力是保障，项目运营能力是关键。商业企业可以分为核心利润型和规模扩张型两类：1）核心利润型项目数量少，但都位于一二线城市中心区域，资产价值高，典型代表为港资企业，如恒隆、太古、九龙仓；2）规模扩张型追求全国或者区域的全面覆盖，项目大多配有销售型物业用以平衡现金流，典型代表为万达、新城、宝龙。优质项目的获取是一切的开始，较低的融资成本和充足的现金流是企业与项目健康运营的保障，运营能力方面来看，1）对于核心利润型企业，在运营方面需要做出品质，对周转速度要求低，而要求有强大的设计规划能力和招商运营能力。2）对于规模扩张型企业，周转速度至关重要，包括开发建设速度，品牌落位速度，开业速度，销售物业回款速度，运营提速也是保障其现金流安全的重要措施。

图 50：商业企业核心三要素

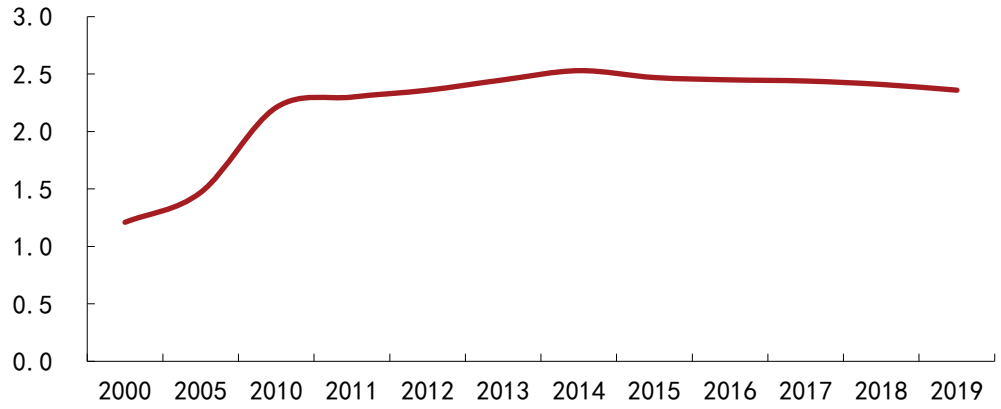


数据来源：克而瑞证券研究院

4.2.2.租赁：市场空间广阔，但需提升造血能力

流动人口规模维持高位，住宅租赁需求旺盛。2015-2010 年，我国流动人口规模同比显著增长，2010 年录得 2.21 亿人。2011 年后，流动人口规模保持持续上升趋势而增幅收窄，并于 2014 年达到最高位，为 2.53 亿人。2015 年开始，随着我国劳动力向中西部回流，流动人口数量同比变化由正转负，持续逐年下滑。2019 年流动人口规模回落至 2012 年水平，录得 2.36 亿人，约占全国总人口的 19%。2019 年我国城镇化率突破 60%，与发达国家相比，仍有约 20%的差距，随着城镇化的逐步推进，城镇流动人口规模有望维持高位，住宅租赁需求将随之进一步释放。

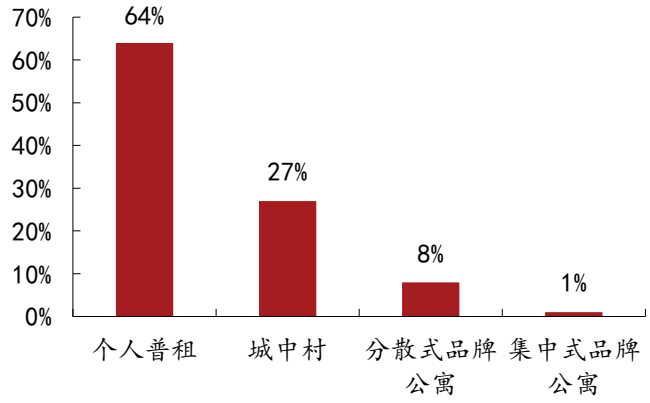
图 51：流动人口规模（亿人）



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

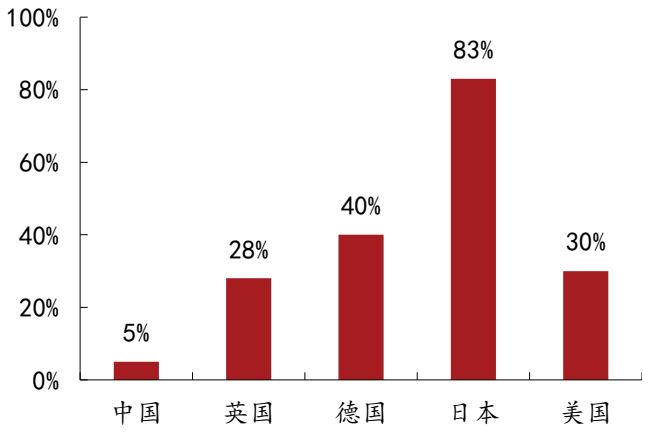
品牌公寓市场占比低，行业机构化率提高空间大。在各类租赁住宅中，个人普租和城中村为供给端主要构成，各类品牌公寓总占比不足一成。与成熟市场相比，我国租赁住宅机构化率为 5%，仅为德国的 1/8，日本的 1/16，行业发展分散。品牌公寓通常拥有较强的运营能力和专业的服务能力，随着城市居民消费升级和对生活品质追求的提升，品牌公寓渗透率有望进一步提升。

图 52：重点十城各类租赁住宅供给占比



数据来源：链家，克而瑞证券研究院

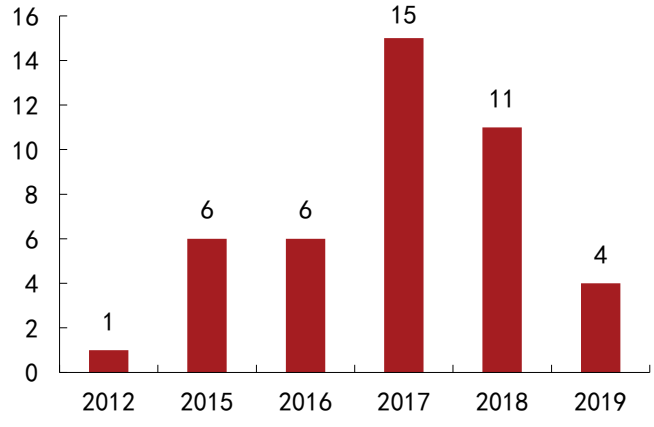
图 53：主要国家租赁住宅机构化率



数据来源：链家，克而瑞证券研究院

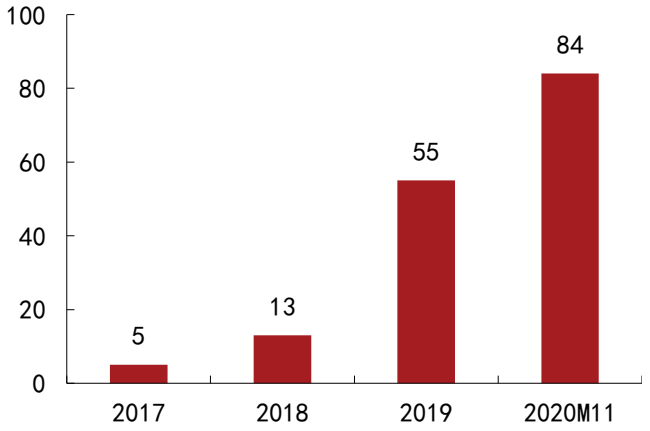
长租公寓发展遇瓶颈，需提升自身造血能力。2012 年长租公寓发展起步，2015 年起，在政策支持下，长租公寓进入高速发展阶段，众多开发商进场，2019 年后市场逐渐趋于理性，问题也逐渐凸显：1）过度依赖租金贷，“高收低租，长收短付”模式考验现金流管理能力，资金和期限错配风险暴露 2）盈利空间较低但对运营商要求高，“二房东模式”要求企业精细化运营，严控拿房成本和空置率，而大多数平台能力不足。未来行业竞争格局趋稳，需依靠平台自身造血能力维持成长，行业应回归重资产长周期逻辑，注重精细化管理，提升服务增加值并向平台化发展，提升自身造血能力。

图 54：开发商进入长租公寓领域数量



数据来源：公开资料整理，克而瑞证券研究院

图 55：长租公寓暴雷数量

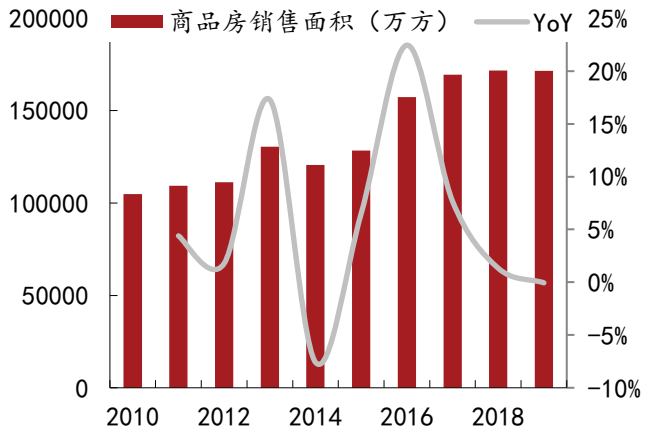


数据来源：公开资料整理，克而瑞证券研究院

4.2.3.代建：行业迎来发展机遇

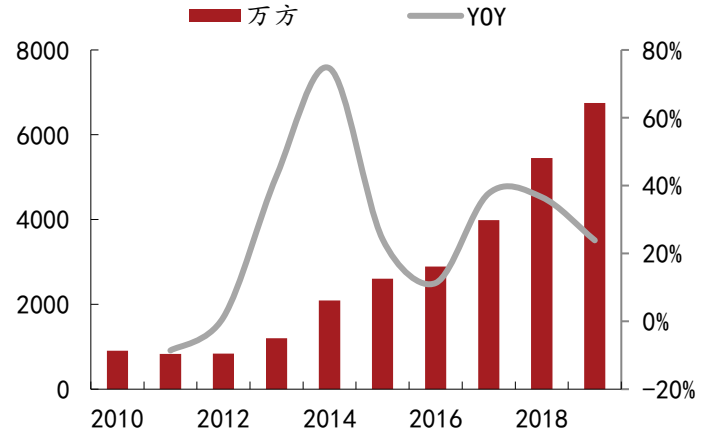
商品房总量见顶，代建行业增长潜力巨大。我国商品房销售面积总体呈增长态势，近年总量见顶。2013-2017 年，商品房销售维持着较高的复合增长率。2018 年，商品房销售面积同比增幅收窄并于 2019 年由正转负，商品房总量规模见顶。而代建行业方面，自 2010 年至 2019 年，新订约项目的总建筑面积以 25.0%的复合年增长率增加，规模扩张迅速。随着房地产行业规模和利润率的逐步见顶，代建企业迎来发展机遇。

图 56：商品房销售面积



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

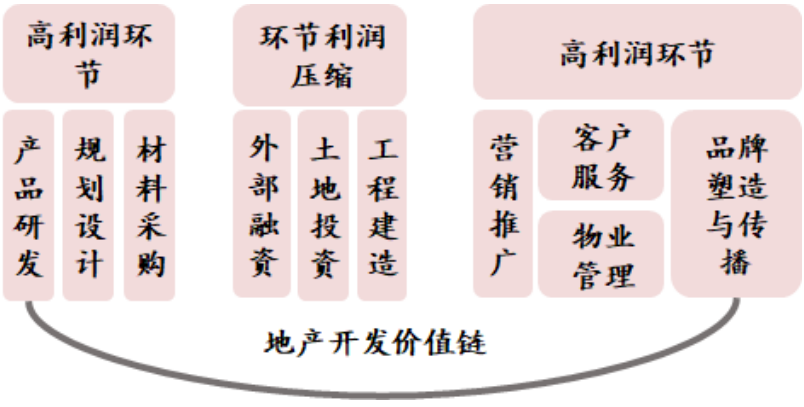
图 57：代建新定约项目总面积



数据来源：第三方研究机构，克而瑞证券研究院

代建业务占据地产开发价值链高利润环节。纵观地产开发价值链各环节，工程建造因要价低，人员密集，利润空间小；外部融资因行业筑顶，竞争加剧而分化，除头部房企外，融资成本高；土地投资受 2017-2018 年土地市场火热和稳房价政策影响，利润逐渐压缩。代建业务正剔除了上述三个利润被压缩的环节，占据剩余高利润环节，保障业务高收益率。

图 58：地产开发价值链



数据来源：公开资料整理，克而瑞证券研究院

代建行业集中度较高，一超多强格局显现。2019 年，中国共有 28 家于房地产行业承接项目的大型代建公司，其中已订约总建筑面积的 58.9%及 71.1%由代建行业 TOP5 及 TOP10 公司承揽。此外，TOP5 与 TOP10 代建公司的收入市场份额分别为 55.4%及 75.7%，龙头代建企业占据主要市场份额。龙头企业于品牌溢价上先发优势明显，结合轻资产运营具备较高利润率。从市场参与者来看，绿城历经十余年的发展，已成为全国最大的代建公司；千亿房企如建业、金地、滨江、雅居乐等也开始参与代建业务。随着房地产金融化属性凸显，短期市场金融机构参与者将增多。

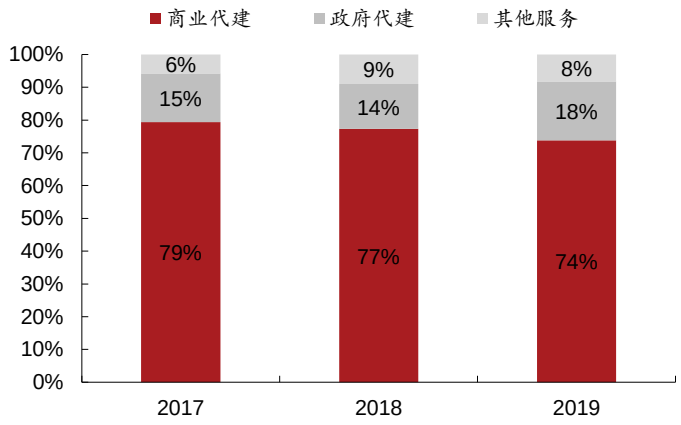
表 18：代建行业 TOP5 市场份额

公司	已签约建面市场份额占比	公司	收入市场份额占比
绿城	23.7%	绿城	22.0%
TOP2	10.8%	TOP2	11.6%
TOP3	8.8%	TOP3	11.3%
TOP4	7.9%	TOP4	6.2%
TOP5	7.7%	TOP5	4.3%
TOP5 合计	58.9%	TOP5 合计	55.4%

数据来源：第三方研究机构，克而瑞证券研究院

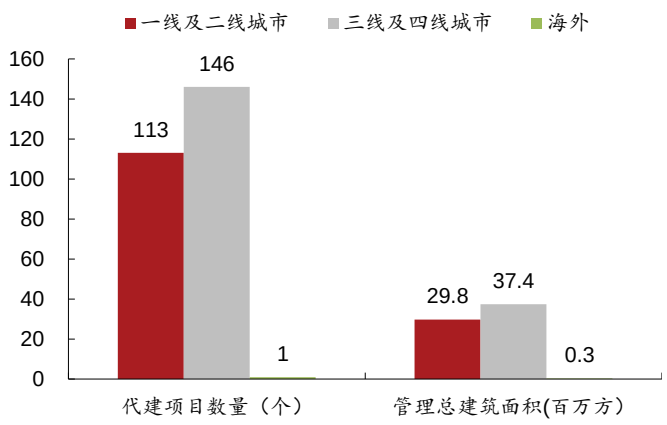
商业代建成市场主流，三四线城市代建需求旺盛。2017-2019 年代建行业头部企业绿城的代建新签约面积中，商业代建占 7 成以上，原因有二：1）房地产企业普遍追求较高的代建管理费，更倾向于承接商业代建。 2）房地产行业处于下行周期，叠加融资监管，中小房企多处于竞争弱势，其寻求具有品牌优势的房地产公司代建或为项目解套的次优选择。从城市能级看，房地产代建项目主要分布在三四线城市，主要因对于在三四线城市拿地的中小企业来说，这些城市的库存压力普遍较大，导致其代建需求相对较高。规模房企可依托其运营能力与品牌优势，拓展三四线商业代建项目，完善城市布局，规避重资产风险，提高企业利润。

图 59：2017-2019 绿城三种代建模式的新签约面积占比



数据来源：第三方研究机构，克而瑞证券研究院

图 60：绿城 2019 年代建项目分布

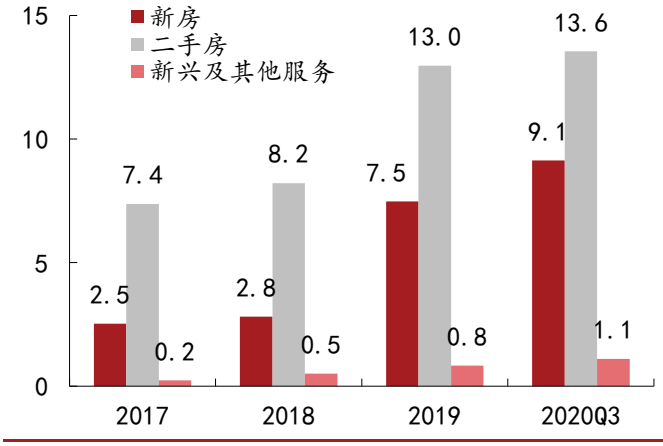


数据来源：第三方研究机构，克而瑞证券研究院

4.2.4.房产交易平台：带来行业新变革

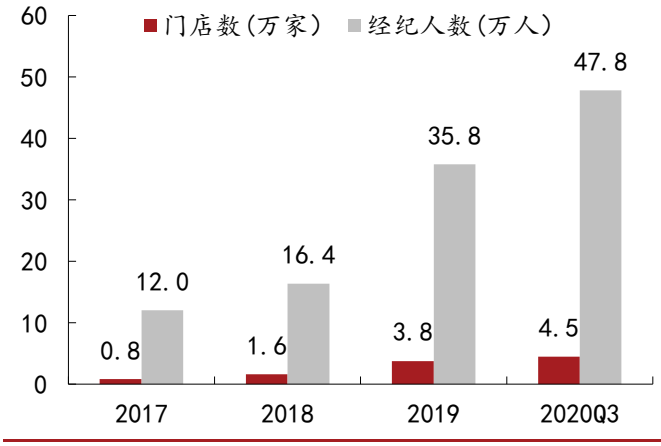
以贝壳为代表的房产交易平台，为行业注入新的活力。贝壳主要从事新房与二手房交易、房屋租赁、房屋装修、房地产金融及其他相关服务，从中收取佣金与服务费。贝壳改变了传统中介的分散与低效；1）通过 ACN 平台，促进行业信息与资源共享，加强不同门店与不同品牌间的协同，使得中介、门店、品牌和其他服务商可以在平台上连接起来；2）通过“房屋词典”等大数据和 VR、人工智能等新技术，为用户提供最优化产品与服务。贝壳极大的提高了成交效率，2019 年全平台 GTV2.1 万亿，同比增长 84.5%，2020 年前三季度实现 GTV2.4 万亿，同比增长 64.0%，规模已超去年全年，其中新房成交量 0.9 万亿，占全国新房成交的 8.8%。贝壳模式得到了市场的认可，同期门店与经纪人数量也快速扩张，2019 年门店数量 3.8 万家，同比增长 273.3%，经纪人 35.8 万人，同比增长 218.7%，2020 年前三季度，这两个数字已经达到 4.5 万和 47.8 万。贝壳已经是房地产市场中不可忽视的角色，其在中介市场颠覆性的改变，为行业注入了新的活力。

图 61：贝壳三大业务线 GTV（千亿）



数据来源：贝壳招股书，克而瑞证券研究院

图 62：贝壳门店与员工数

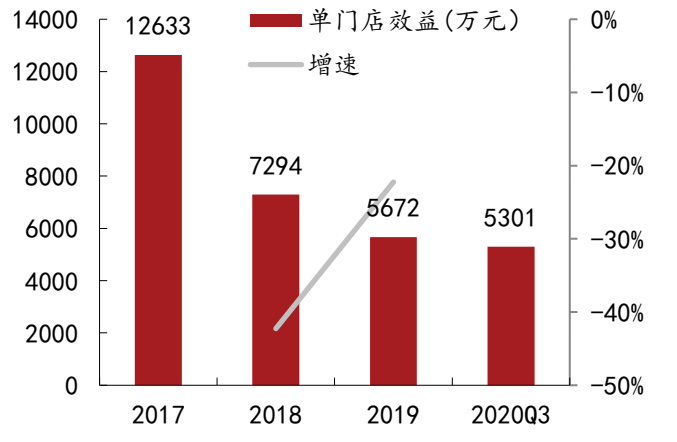


数据来源：贝壳招股书，克而瑞证券研究院

房屋中介渗透率将进一步提高，为开发商带来新的机遇。根据 CIC 预计，中国房屋交易与租赁中介渗透率将从 2019 年的 47.1%提高到 2024 年的 62.2%，届时 GTV 将达到 19.1 万亿元，其中新房销售渗透率将从 25.5%提高到 42.5%，中介渠道在新房销售中至关重要。在此背景下，开发商迎来新的机会：1）与中介渠道合作，利用其平台、数据与技术优势，快速锁客，提高客户转化率，借此可以加快滞销项目的去化，提高整体周转速度；2）进入中介领域，扩大业务布局：新房销售总量见顶，未来将进入存量时代，提前布局将业务由新房延伸至二手房，成为存量玩家；租赁住房是众多房企的布局重点，自建渠道可推动出租率的提高；贝壳近年来由于其大规模扩张，受新店及新人数据拖累，单店及单人效益在 18、19 年快速下滑，20 年有望企稳回升，重新进入上行通道，贝壳模式的有效性已得以验真，随着中介

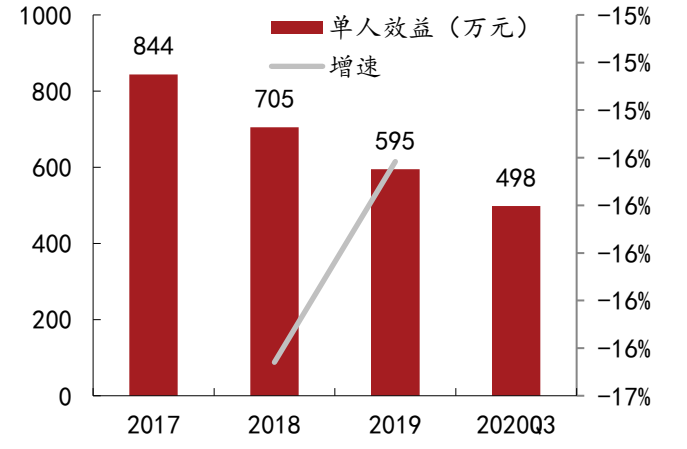
渗透率的进一步提高，行业空间将继续打开；3）或将重塑开发商营销模式，开发商的销售与传统房产中介类似，呈现出分散、低效的特点，贝壳模式证明了共享与合作的价值，未来开发商或将加强营销方面的合作，将客户争夺变成客户共享，提高成交效率。

图 63：单店效益及增速



数据来源：贝壳招股书，克而瑞证券研究院

图 64：单人效益及增速



数据来源：贝壳招股书，克而瑞证券研究院

5. 配置建议

首选过往有较强的财务自律性，未来能充分受益于融资差异化政策，带来规模稳健增长的标的。我们认为过往审慎财务发展策略为低位补货留下了足够的弹性空间，一定程度保障未来规模和利润的均衡增长。代表公司如【金地集团】【龙湖集团】等；

基本面视角，重点推荐“均好型”公司，长期价值位居行业前列，未来预计能通过精细化运营与管理带来长期价值持续增厚的标的。代表公司如【万科 A】【旭辉控股集团】等；

资源获取角度，积极推荐拥有独特拿地模式，能够对土储形成有效补充的标的。我们认为公司较强资源获取方式将逐步成为其主航道业务稳定收入的贡献来源。代表公司如【龙光集团】【弘阳地产】【中国奥园】等。

表 19：推荐标的估值水平

				PE(TTM)			PB（MRQ）		
企业简称	公司代码	总市值(亿，CNY)	收盘价（元）	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
万科 A	000002. SZ	3233. 8	28. 9	8. 1	7. 2	6. 3	1. 7	1. 5	1. 3
龙湖集团	0960. HK	2176. 2	42. 6	10. 6	9. 3	8. 0	1. 2	1. 0	0. 9
金地集团	600383. SH	636. 6	14. 1	5. 9	4. 9	4. 2	0. 7	0. 6	0. 6
龙光集团	3380. HK	544. 6	11. 7	5. 2	4. 0	3. 4	1. 4	1. 0	0. 8
旭辉控股集团	0884. HK	417. 3	6. 0	7. 8	6. 1	4. 8	0. 7	0. 7	0. 6
阳光城	000671. SZ	283. 5	6. 9	7. 0	5. 2	3. 9	1. 1	1. 1	0. 9
美的置业	3990. HK	180. 1	17. 4	4. 6	3. 9	3. 4	0. 6	0. 6	0. 5
时代中国控股	1233. HK	168. 7	10. 3	3. 6	2. 9	2. 5	0. 5	0. 5	0. 4
中国奥园	3883. HK	168. 2	7. 4	5. 2	3. 4	2. 5	0. 6	0. 5	0. 4
蓝光发展	600466. SH	150. 2	5. 0	4. 6	3. 1	2. 4	0. 4	0. 4	0. 3
中骏集团控股	1966. HK	116. 8	3. 3	3. 5	2. 7	2. 3	0. 4	0. 4	0. 3
弘阳地产	1996. HK	74. 8	2. 7	5. 2	4. 0	3. 1	0. 4	0. 4	0. 4
银城国际控股	1902. HK	29. 0	2. 4	20. 8	15. 4	13. 9	0. 8	0. 7	0. 6

数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

核心标的推荐逻辑：

金地集团 600383.SH——跻身两千亿梯队，老牌龙头变新贵

受新冠疫情对竣工交付节奏影响，公司前三季度业绩小幅下滑，但单季度边际改善且未来业绩锁定性良好。**公司 2020 年销售增速位居行业前列，良好的债务结构和较低的融资成本支撑公司未来在投资端有更大弹性空间。稳健的分红比例使得公司当前时点投资价值凸显。**

单季度业绩增速回正，未来保障系数提升。2020 年前三季度，公司实现营业收入

404.4 亿，同比-4.9%；实现归母净利润 49.9 亿，同比-8.0%。其中第三季度业绩增速回正带动前三季度整体降幅收窄，单季度实现营收 205.6 亿，同比+2.6%，实现归母净利润 9.8 亿，同比+12.1%。前三季度公司毛利率和归母净利率分别为 38.1%、12.3%，同比分别-3.6pct 和-0.4pct，小幅下滑但整体盈利能力仍然位居行业前列。截至期末公司预收账款 1054.1 亿，较年初增长 25.5%，覆盖 2019 年地产结算收入 1.8 倍，未来业绩保障倍数进一步提升。

销售增速亮眼，土地投资进取。公司前三季度实现销售金额 1700.5 亿，同比+19.9%，实现销售面积 823.5 万方，同比+15.9，销售均价 20650 元/平，较 2019 年增长 5.8%。华东、东南和华北是公司销售主要贡献区域，销售金额占比分别为 32.9%/22.5%/14.4%。期内公司利用多元化投资方式获取土地 79 宗，新增土地储备 988 万方，较去年同期减少约 9%，当期拿地面积/销售面积约 120%，投资端仍较为进取。从区域分布来看，新获取土地储备主要分布在华东、东北和华南区域，分别占比 34%、18%和 14%。从城市能级来看，一二线城市占比约 60%，三四线城市占比约 40%。

财务稳健，融资成本持续降低。截至期末，公司剔除预收账款后的资产负债率 50.2%（低于 70%），净负债率 67.1%（低于 100%），现金短债比 1.1（大于 1 倍）。公司融资渠道通畅，且成本优势明显，年初至今累计融资约 130 亿元，加权融资成本 3.32%，较 2019 年进一步降低。

龙湖集团 0960.HK——行稳致远，长跑型选手韧性凸显

公司自成立以来穿越多轮周期，成长为稳健发展的民营房企典范，适度扩张的同时公司坚持聚焦与深耕一二线城市策略，通过精细化运营与管理提升综合实力。公司上半年业绩经受住疫情考验，实现稳健增长，且于过往审慎财务策略为低位补货留下了足够的弹性空间，2020 年销售目标不悲观。我们认为**公司良好的信用优势将逐步在经营端体现，地产、商业、长租和智慧服务等主航道业务未来有望进一步协同发展。**

业绩稳健增长。2020 年 H1 公司实现营业额 511 亿元，同比+33%；当前公司合同负债/2019 年营收为 1.3X。尽管疫情对开竣工及销售造成一定影响，公司地产板块结转金额仍稳健增长，当期地产收入 452.5 亿元，同比+32.4%。受限价等因素影响，行业利润率下行，H1 公司实现毛利润 157 亿元，同比+25%；对应毛利率 30.8%，同比下滑 1.8PCT。公司实现核心权益后净利 52.7 亿元，同比+12%，不及业绩增速主要因：1）三费占比提高。2020H1 三费占比 9.2%，同比+0.4PCT，销售/行政/财务开支分别同比+45.9%/+33.9%/+24.8%,增长主要因公司业务发展需要所致。2）投资性物业和金融衍生品公允价值变动减少，分别下滑 17.3 和 0.2 亿元，对应同比-25%和-89%。此外，公司注重股东回报，年中分红人民币 40 分/股，同比+11%。

销售稳中有进，下半年可售资源充裕。2020H1 公司实现销售额 1111 亿元，同比+5.2%；销售面积 655 万方，同比+0.6%；销售均价 16973 元/平，同比+4.6%。其

中，一二线城市销售贡献占比高达 88%；长三角/西部/环渤海/华南/华中销售额占比为 37.0%/24.9%/22.4%/12.0%/3.7%。下半年公司主力推盘项目 211 个，其中新项目 46 个，新入城市 6 个；一线/二线分别占比 19%/67%。

上半年补库存较进取，布局严守一二线城市。截至 2020 年 H1，公司土储总建面达 7354 万方，权益比 70%，对应货值约 1 万亿元，可覆盖公司未来 4 年的销售需求。土储平均成本 5829 元/方，地房比 34.3%，产品溢价较高。2020 年 H1 公司新增地块 53 幅，总建面 1101 万方（权益比 67.5%）；新增土地平均成本为 6425 元/平。新增土储招拍挂/收并购占比分别为 83%/ 17%。从区域划分来看，环渤海/西部/华南/华中/长三角新增建面占比分别为 26%/23%/22%/17%/12%。从城市能级来看，一线及领先二线/其他二线/环都市圈卫星城新增建面占比分别为 43%/38%/19%。

万科 A 000002.SZ——基本盘稳扎稳打，多元业务护城河已现

公司 2020 年前三季度业绩稳健增长且未来保障性良好，第三季度公司销售金额实现 20%以上高增长且土地拓展更趋积极，我们认为**在行业融资监管趋严背景下，公司充裕的现金流和较低的融资成本将助力销售规模持续提升。同时公司早起各项多元化业务均已位居行业前列，未雨绸缪带来的先发优势有望在未来逐步显现。**

业绩稳健增长，结算结构拖累毛利率阶段性下滑。公司前三季度实现营业收入 2414.9 亿，同比+7.9%，实现归母净利润 198.6 亿，同比+8.9%。受结算结构及限价政策影响，期内房地产业务结算面积 1725.0 万方，同比+18.6%，结算均价 12400 元/平，同比-17.8%，拖累销售毛利率同比下降 6.1pct 至 29.9%。截至期末公司已售未结资源达 7248.8 亿元，较上年末增长 19.0%，覆盖去年地产业务结算收入 2.1 倍，未来业绩保障系数良好。

单季度销售改善明显且拿地更为进取。1-9 月累计实现销售面积 3264.8 万方，同比+6.6%，销售金额 4927.6 亿元，同比+3.6%，其中第三季度实现销售面积 1187.9 万方，同比+30.3%，销售金额 1722.8 亿元，同比+21.7%，单季度改善显著。公司 1-9 月新增 101 个开发项目，总建筑面积约 1,832.3 万平方米，权益规划建筑面积约 1,066.4 万平方米。其中第三季度新增 46 个开发项目，总建筑面积约 851.3 万平方米（占首 9 月 46.5%），权益规划建筑面积约 572.2 万平方米（占首 9 月 53.7%）。截至期末，公司当前在建及规划建设项目面积约 1.1 亿平米，静态观测大约可保障未来 2.5 年销售需求。

财务稳健，杠杆率指标持续改善。截至期末，公司剔除预收账款后资产负债率为 74.2%，较上年末下降 6.1pct；净负债率 27.6%，较上年末下降 7.2pct，位于行业低位；现金短债比高达 2.0 倍。各项指标明年均有望符合监管要求。

旭辉控股集团 0884.HK——提质增效，二千亿新贵打开增长新空间

公司为均好发展的民营房企，2019 年销售跨越 2000 亿门槛，2020 年维持稳健增长。近年来公司销售权益比稳步提升，多渠道投资有效控制成本，叠加商业、物管等存量端业务布局带来长期价值持续增厚，我们看好公司在行业下半场的发展空间。

2020 年销售剑指 2300 亿。2013-2019 年公司销售额 CAGR 达 54.5%，远高于 TOP30 房企均值 28.6%。通过合作杠杆完成全国化布局，也带来公司销售权益比徘徊于 55%上下。2019 年起公司加速提升权益，近年来新增土储权益比例随之上升。2020 年前 11 月，公司实现销售额 2000.2 亿元，同比+12.5%，为年内首次转正且增速超行业 TOP10 均值。 2020 年公司目标 2300 亿（60.5%去化），同比+15%，高于 TOP20 房企平均目标增速 4.2PCT。当前已完成 87.0%，参考 60%的去化率 及 H2 可推售 2800 亿货值，销售目标可期。

公司管理红利释放、产品力稳健提升，同时积极拓展多元拿地模式并以内生性经营驱动支撑规模放量。1）管理红利释放：从管理层看，自 2006 年起公司逐渐重视职业经理人团队，同时以股权激励制及项目成就共享制提升治理质量；从架构看，2017 年后公司加速培育“集团总部-区域集团-项目集群”的三级结构，一方面以小集团 300-500 亿左右销售目标的落实来实现公司战略；另一方面“总部+区域+项目”管控模式有效促进区域深耕。**2）产品力提升：**公司作为为数不多拥有独立产品研发中心的房企，每年持续创新并推出新的产品系，力求产品保持 3-5 年的领先性，并运用科技赋能做大差异，赢得客户。**3）融资端监管预期下利好公司获取资源：**随着限价、限贷等政策出台，土地红利已逐渐消逝，公司拿地策略也从规模走向利润、从扩张走向深耕。当前融资端监管预期下利好优质房企拿地，公司一方面聚焦高能级城市以快周转、高去化保障现金流；另一方面拓展多元拿地模式压缩成本，保持核心竞争力。**4）财务管控有力：**随着地产行业步入“白银时代”，金融红利逐渐淡化，房企也多由杠杆驱动向经营驱动转变。早年公司以合作杠杆扩张，现今财务指标维持规模、负债、盈利的平衡：截止 2020H1，公司核心净利率 13.9%；1-7 月回款率达 95%，回款金额超千亿；现金短债比 2.4X，净负债率严守 70%红线；融资成本下行长趋势，2020 年公司债票息创新低。

龙光集团 3380.HK——规模与效益兼具，发力“城市综合服务商”战略

公司深耕粤港澳大湾区，是受益于湾区快速发展的核心标的。过往数轮地产周期中，公司通过精准择时，在深圳、惠州、东莞、南宁等城市积累了充足的可售资源，同时公司积极介入大湾区旧改项目，预计未来将成为稳定的收入贡献来源。我们看好公司未来更加均衡的全国化布局，且认为领先行业的盈利能力得以保持。

核心盈利破百亿，盈利能力持续领先行业。2020 年上半年公司实现营收 310.4 亿元，同比+14.9%；实现核心净利润 54.6 亿元，对应核心净利率 17.6%，盈利能力领先行业。净利率维持高位主要原因有：1）公司核心净利率 17.6%，同比增长 0.3 个 PCT；2）公司三费占比为 7.8%，较上年下降 0.1 个 PCT，成本管控能力的提升推动公司净利润高速增长。

2020 年销售超额完成目标，未来三年复合增速有望达到 20%。2020 年上半年年公司实现权益合同销售金额 463.5 亿元，同比+12.1%；权益合同销售面积 304.3 万方，同比-10.2%。2020 年公司权益合约销售目标为 1100 亿元（对应 20%增速以及 1800 亿可售资源 60%去化率）。公司当前销售并未涉及湖北区域因此受新冠疫情影响相对有限（前三月销售同比持平），我们认为 2020 年公司大概率完成全年销售目标。此外，公司近期可推货值约 4791 亿，集中在大湾区、长三角以及大西南地区，以 60%去化率计算足够支撑未来三年销售额 20%的增长目标，实现跨区域的可持续发展。

扎根大湾区，旧改已经开始贡献业绩。2020 年上半年公司招拍挂新增建面 295.6 万方，同比-29.0%。现有土储货值中公司旧改货值超过 4500 亿元，其中 94%位于大湾区。旧改项目以较低成本带来高盈利，同时弥补大湾区优质土储的稀缺性的特征成为公司新的业绩增长引擎，2019 年旧改贡献收入约 49 亿元，预计未来 3 年旧改货值将有序释放并持续贡献核心利润的 20%，助力公司平稳穿越周期。

净负债率稳定行业低位，融资成本下行长趋势。2020 年上半年公司资产负债率 78.3%，同比降低 0.8pct；净负债率 68.3%，同比提升 0.9pct，维持行业偏低水平。公司加权平均融资成本自 2014 年到达高点后稳步下降，2019 年平均融资成本 5.9%，与去年同期持平，于民营房企中处于较低水平。2020 年初公司境内外债券票息较去年同期债券融资成本下降明显，此外报告期内多家评级机构上调公司信用评级，有利于公司未来持续改善财务结构。

6. 投资建议

2020 年受新冠疫情及融资监管预期等影响，房地产企业扩张速度整体趋缓，我们预计融资监管新常态将进一步强化行业分化格局，主流房企未来三年销售复合增速或达 10.5%。同时，于行业天花板显现及土地市场竞争日趋激烈的背景下，房企纷纷探寻破局之路，以内涵提效及外延拓展为着力点，迎接存量时代到来。我们认为财务稳健自律，业务布局良好，组织管理高效的优质房企优势将进一步扩大，持续推荐配置组合：【金地集团】、【龙湖集团】、【万科 A】、【旭辉控股集团】（财务健康叠加基本面良好，全年销售不悲观），以及布局合理，稳步扩张的中等规模房企【弘阳地产】、【中骏集团控股】、【美的置业】，同时推荐大湾区旧改资源充沛标的：【龙光集团】、【中国奥园】。

7. 风险提示

1.新冠疫情尚存不确定性：2020 年 3 月以来，国内对疫情进一步扩散取得良好管控效果。但近期部分城市仍有部分新增确诊病例，给明年整体行业运行带来不确定性。

2.房地产行业调控政策超预期：因城施策深化演绎，地方针对性调控持续落地。供给端在融资差异化调控之后，未来或有进一步降低开发商杠杆水平的长效机制落地。

3.房地产行业基本面运行不及预期：在行业总量已经基本见顶的大环境下，未来城镇化推进速度、居民购房意愿、居民持续加杠杆能力或不及预期，造成行业销量等核心指标下滑。

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。
本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。
本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。
本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。
本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。
投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。