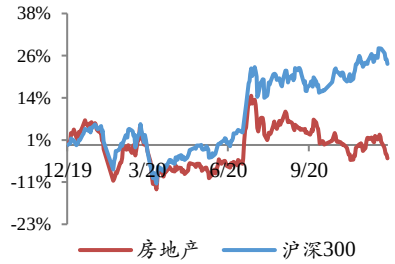
淡化周期，分流中寻觅成长机遇

行业评级：增持

报告日期：2020-12-13

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：邹坤
执业证书号：S0010520040001
邮箱：zoukun@hazq.com
联系人：王洪岩
执业证书号：S0010120060026
邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

1.供给冲击致物管板块调整，内承加外拓迎赛道分化 2020-12-13
2.年末供给延续积极，土地放量致库存分化 2020-12-05
3.气温渐寒，百强 11 月销售如梅绽放 2020-12-03

主要观点：

- **板块估值处于历史下沿，阶段调整有助 α 凸显**

2018 年预期中的“底部”似乎并未出现，取代“一刀切”式的“因城施策”登上“舞台”。包括棚改货币化等政策刺激后，调控转向“松紧结合+高频微调”，熨平周期波动的同时，亦给市场带来行业 β 弱且 α 并不突出的预期。当前政策调控已来到“主体层面”，享受板块红利的阶段渐行渐远，竞争格局逐步清晰的帷幕已经拉开。回顾历次板块行情的开启似乎大多数情况下源于政策的放松，而对明年调控的预判依然是“稳”的主基调。单纯的基本面韧性对估值修复的贡献有待观察。共享“蛋糕”步入尾声的同时，“双分”局面印证强者恒强的时代已经来临。

- **基本面韧性依旧，回归合理中枢值势在必行**

对于基本面的预判如下：**（1）销售：**2021 年商品房销量小幅个位数下滑，整体趋势稳中有降，销售面积同比-3.5%，销售金额同比 1.0%；**（2）新开工：**考虑到当前库存水平依然偏低，叠加对销售的预判，及供货诉求偏强，预计全年新开工增速在 1%左右；**（3）竣工：**从合同履约及竣工确认收入两个角度而言，预计 2021 年竣工面积同比增速为 6.5%；**（4）开发投资：**土地投资回落、建安投资修复的双重作用下，预计房地产开发投资增速在 6.0%左右。

- **资源有望迎来合理分流，实现优化配置带动集中度进一步提升**

从开发链条来看，优质房企普遍具备：一、土储（截至 2020H1）覆盖近一年销量普遍处于 3 倍+的水平，可售货值可满足企业 2-3 年的发展需求（考虑稳步增长的假设前提）；二、上半场，行业拿地靠加杠杆的勇气正消耗殆尽，下半场，企业围绕管理红利和项目运营展开；三、过去的财务端看能否融到钱，在房价上涨与购地成本之间权衡，未来财务看成本管控及渠道拓宽，负债水平合理、结构清晰将迎来突破；四、多元业务价值有望获重估，以物管为例，除了确定的增量拓展、丰厚的存量规模以外，稳定现金流的“消费属性”也是与开发估值存在差异的关键因素。此外，商业、物流、租赁等板块均有望在市场增量转存量的过程中重估价值。

- **投资建议**

受疫情的影响，2020 年前三季度可归总为“疫情冲击下挫期+复产复工调整期+销售回补释放期”。步入四季度后基本面持续向好，印证在整条开发链条上，外部催化向内生支撑正在潜移默化的改变。2021 年，基本面惯性将在一定程度上推动行业平稳向合理中枢水平回归。“稳字当头”将是长效机制构建下的主基调，短期调整带来的阵痛在所难免，经寒彻骨获得的“梅香”才是“绽放”关键。中期板块将步入竞争格局加速清晰化的通道。站在当前时点建议关注：万科 A、保利地产、金地集团、金科股份、中南建设、阳光城及物管优质企业等。

- **风险提示**

房地产调控政策趋严，销售及回款不达预期，资金面大幅收紧等。

正文目录

1 调控由简入繁再至精，周期熨平+主体突出 5

2 链条调整：谨慎前端、抢推中端、强化后端 7

2.1 抢推中端：供给侧放量，成交下行具备缓冲垫 8
2.2 谨慎前端：主客观同行，内外因共振 10
2.3 强化后端：合同约束+结转诉求，带动竣工修复 13

3 借“外力”告一段落，练“内功”行稳致远 17

3.1 借新还旧使然，净增量难回“从前” 17
3.2 杠杆“降-稳-降”，内生增长成可持续力量 19

4 集中度提升是果，资源向优质标的倾斜是因 22

4.1 板块估值处于历史下沿 22
4.2 头部房企在手货值充裕，“弹药充足” 22
4.3 上半场拿地拼杠杆，下半场销售凭运营 24

5 物业管理锦上添花，多元细分赛道待重估 25

5.1 行业规模：增量提速释放，存量资源丰厚 25
5.2 业务发展：基础服务稳固筑底，增值服务多元开花 25
5.3 竞争格局：资源向头部倾斜，集中度进一步提升 26

风险提示： 27

图表目录

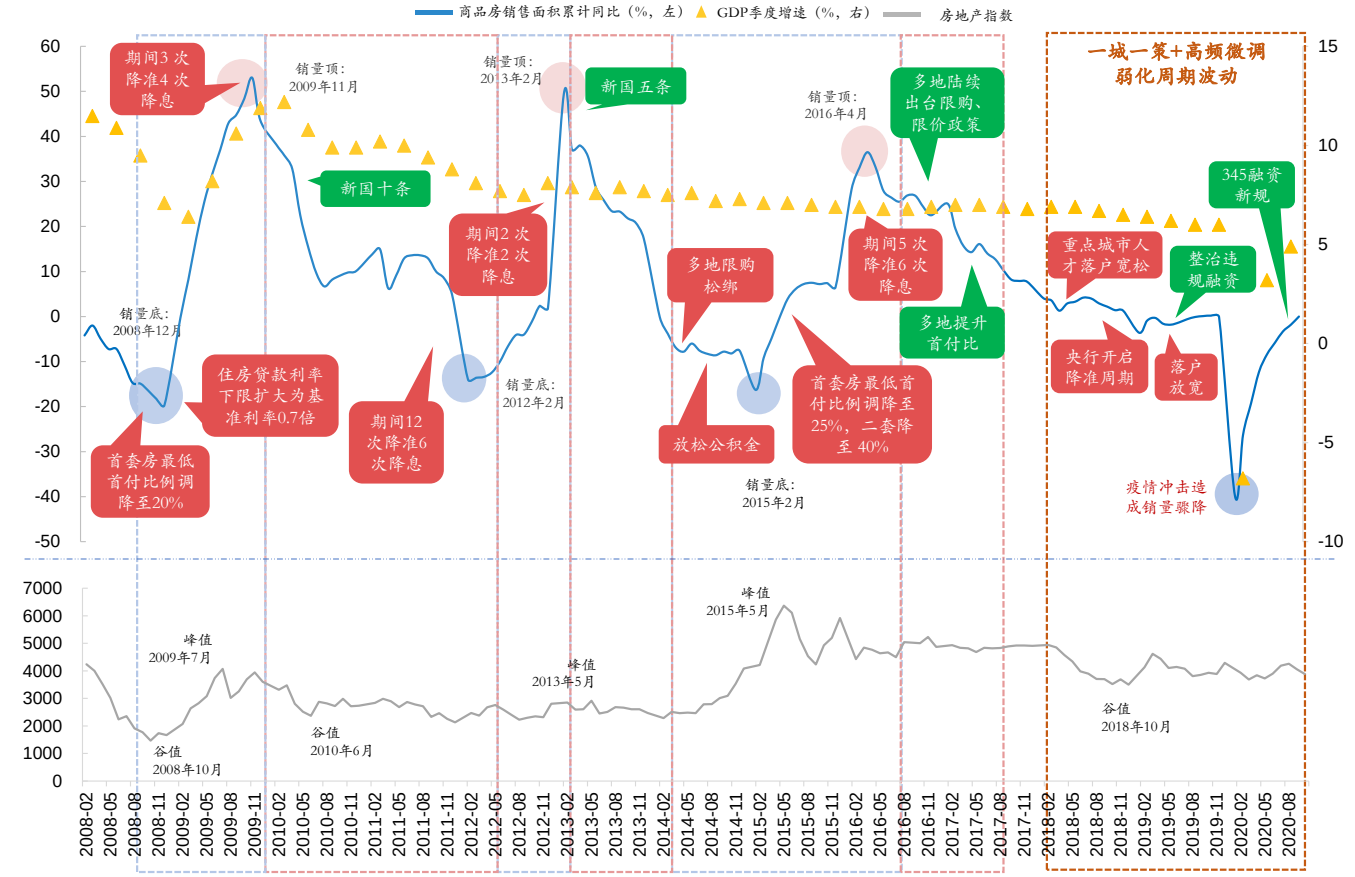
图表 1 与“经济”相适应的调控政策作用下的销量与板块走势 5
图表 2 财务指标的调整对应开发链条的操作 6
图表 3 主流房企“三条红线”数据指标（截至 2020H1 末） 6
图表 4 房地产开发链条 7
图表 5 商品房销售额及销售面积累计同比 8
图表 6 2020 年至今单月销售额及销售面积同比 8
图表 7 我国城镇化率水平与日本城镇化进程的比较 9
图表 8 分城市能级看销量走势 10
图表 9 分区域看销量走势 10
图表 10 土地购置与 M2 增速走势 10
图表 11 土地市场呈现“价增量减”的迹象 11
图表 12 土地购置面积及其同比（2020 年至今） 11
图表 13 土地成交价款及其同比（2020 年至今） 11
图表 14 新开工及销售走势 12
图表 15 单月新开工面积同比（2020 年至今） 12
图表 16 住宅库存水平及去化周期测算 13
图表 17 房地产开发投资框架 13
图表 18 开发投资构成 14
图表 19 土地投资额及其增速 14
图表 20 土地投资的计入滞后于土地成交 14
图表 21 住宅类用地成交面积同比走势（分城市能级） 15
图表 22 施工强度减弱致新开工与竣工周期拉长 16
图表 23 建安投资与施工面积走势 16
图表 24 单位施工面积对应建安投资额 16
图表 25 生产资料 PPI 单月同比 16
图表 26 销售向竣工的传导时滞拉长 17
图表 27 年初至今单月竣工面积及其同比 17
图表 28 历年地产行业信用债发行规模 17
图表 29 近两年为偿债高峰 17
图表 30 房地产信用债净融资规模（单月值） 18
图表 31 新增信托投向房地产金额及其同比 18
图表 32 房地产行业资产证券化发行规模及其同比 19
图表 33 房地产到位资金合计值 20
图表 34 个人按揭贷款投放量 20
图表 35 定金及预收账款单月值 20
图表 36 新增人民币中长期贷款单月值 20
图表 37 全国首套房贷利率 21
图表 38 十年期国债收益率 21
图表 39 行业剔除预收账款后的资产负债率 21
图表 40 行业净负债率及现金短债比 21
图表 41 房地产板块历史市盈率水平（TTM_中值） 22

图表 42 样本房企拿地规模与百城比值.....23
图表 43 部分头部房企土地储备（按建面）覆盖 2019 销售倍数.....23
图表 44 TOP3/10/30 市占率（按金额）.....24
图表 45 美国房地产市场 TOP3 市占率（按套数）.....24
图表 46 主流房企 2020.1-10 销售情况.....24
图表 47 百强收入构成中增值服务占比提升.....26
图表 48 百强净利润构成中增值服务占比提升.....26
图表 49 2019 年百强增值服务收入构成.....26
图表 50 物管公司上市 IPO 募集资金使用情况.....27

1 调控由简入繁再至精，周期熨平+主体突出

提及房地产，便以“周期”冠名。政策的调控对周期波动起到了重要的影响。以销量为观测指标，我们可以看到 2008-2018 年间出现的三轮调控放松期均带动销量增速实现触底反弹，相当“规律”。自 2018 年起，预期中的“底部”似乎并未出现，取代“一刀切”式的“因城施策”登上“舞台”。包括棚改货币化等政策刺激后，调控转向“松紧结合+高频微调”，熨平周期波动的同时，亦给市场带来行业 β 弱且 α 不突出的偏见。基本面和股价的相关性似乎并未受到市场关注，行业是否具备 α 成为当前亟待解决的核心矛盾。

图表 1 与“经济”相适应的调控政策作用下的销量与板块走势



资料来源：wind，相关政府网站，华安证券研究所

通过对 2008 年至今的调控政策梳理，我们发现 ***(1）调控方式上：前两轮集中在资金层面，而第三轮将资金端与市场端相结合的倾向更明显；(2）放松时点上：政策的反应越来越快，市场敏感度越来越高。*** 但是，这三轮的调整更多的作用于行业层面，换言之所有标的面临着同样的“压力”。而到近期出现了“主体调控”蕴含于“因城施策”的迹象。**“三条红线”的出现，将促使房企对开发链条上的主要节点“拿地+开工+销售+竣工”进行资源的分配及诉求的倾斜。** 将“3”套进项目开发链条的调整中，以调整“3”个指标为目的，结合房企动作对行业基本面进行反推。

我们假设行业大环境在未来 2-3 年由基本面惯性推动前行，不出现重大的突发事件，且公司不存在主观逆规则操作的情况。如下图所示：

（1）剔除预收账款的资产负债率：有望带动竣工交付的强化，报表中反应为将预收账款确认为收入；

（2）净负债率：有望加速销售并强化回款及加强竣工交付来调整（此处需考虑施工强度变化对应的资金量），报表中反应为货币资金的提升及所有者权益的增厚；

（3）现金短债比：除调整长短期债务结构外，有望加速销售并强化回款来增加在手资金规模。

图表 2 财务指标的调整对应开发链条的操作



资料来源：wind，华安证券研究所

备注：此处对于竣工节点，以加强销售及回款为前提。因此，对资金端假设施工强度的变化有缓冲效应，假设不会以牺牲后两个指标来满足剔除预收账款的要求

图表 3 主流房企“三条红线”数据指标（截至 2020H1 末）

股票代码	证券简称	剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比
2007.HK	碧桂园	81.6%	58.1%	1.94
3333.HK	中国恒大	85.3%	199.3%	0.52
000002.SZ	万科 A	75.5%	27.0%	1.95
1918.HK	融创中国	82.2%	149.0%	0.86
600048.SH	保利地产	67.4%	72.1%	1.96
0688.HK	中国海外发展	53.8%	33.0%	3.33
0960.HK	龙湖集团	67.1%	51.4%	4.55
1109.HK	华润置地	59.7%	45.9%	1.47
600383.SH	金地集团	69.9%	66.6%	1.18
001979.SZ	招商蛇口	58.6%	37.0%	0.97
601155.SH	新城控股	77.5%	21.9%	2.22
0813.HK	世茂集团	70.8%	57.8%	1.77
0817.HK	中国金茂	67.2%	76.6%	0.83

0884.HK	旭辉控股集团	74.2%	63.2%	2.35
000656.SZ	金科股份	74.1%	124.6%	1.01
000671.SZ	阳光城	78.2%	109.7%	1.39
000961.SZ	中南建设	82.9%	147.2%	1.19

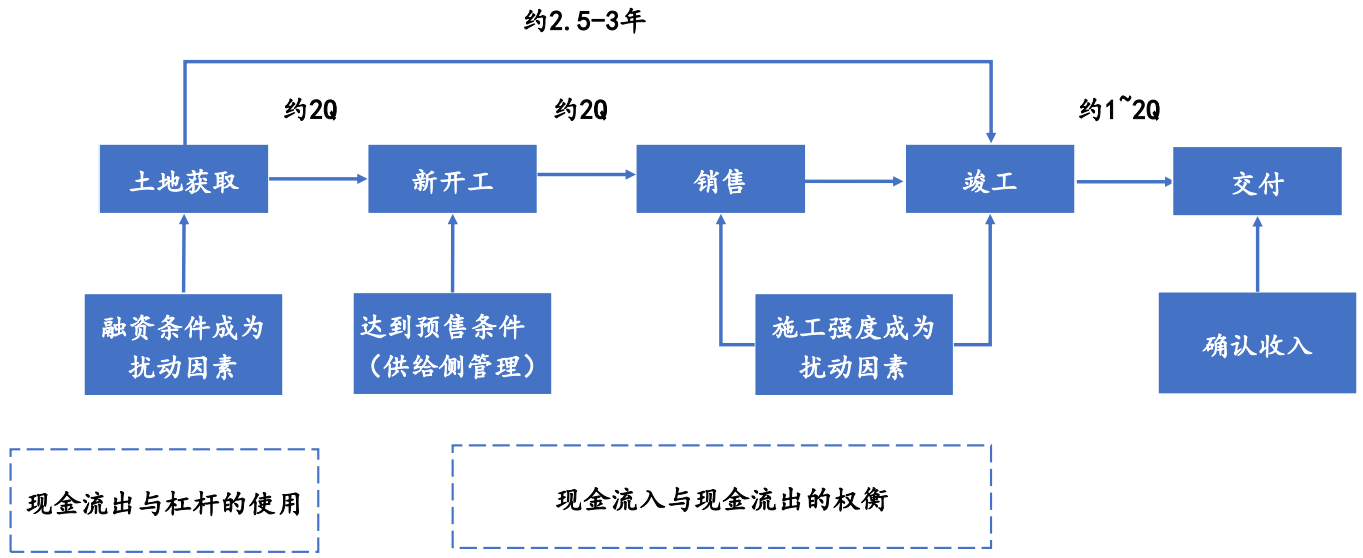
资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

备注：中国金茂剔除预收账款的资产负债率为 2019 年末数据，其余为 2020H1 末数据

2 链条调整：谨慎前端、抢推中端、强化后端

由于商品房采取预售制的方式，对整个开发链条的影响会体现在两个方面：(1) 拿地后需通过开工达到预售条件，方可取证进行销售（当然，采取快周转的项目在开发链条前半程对应的时间会缩短）；(2) 销售后，再经历一段施工期达到竣工条件后，方可进行交付。因此，保守估计，行业从拿地到竣工交付普遍存在 2.5-3 年的传导期。施工强度成为开工向竣工传导过程中的重要影响因素（这里采取开工向竣工的传导分析，而非拿地到竣工，出于对过去“囤地模式”的考虑）；而对于整个链条起始点的“拿地”似乎受到融资环境的扰动更为明显。我们在本章的分析中，将开发链条的顺序打乱，先对中端以“销售”为核心指标的相关内容进行讨论；然后在中端预测的基础上，映射到前端的反应；最后我们对后端的走势进行梳理。

图表 4 房地产开发链条

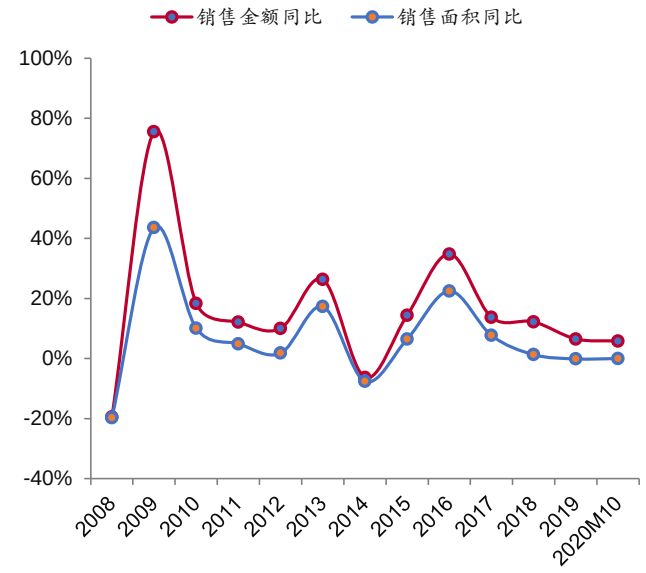


资料来源：wind，华安证券研究所

2.1 抢推中端：供给侧放量，成交下行具备缓冲垫

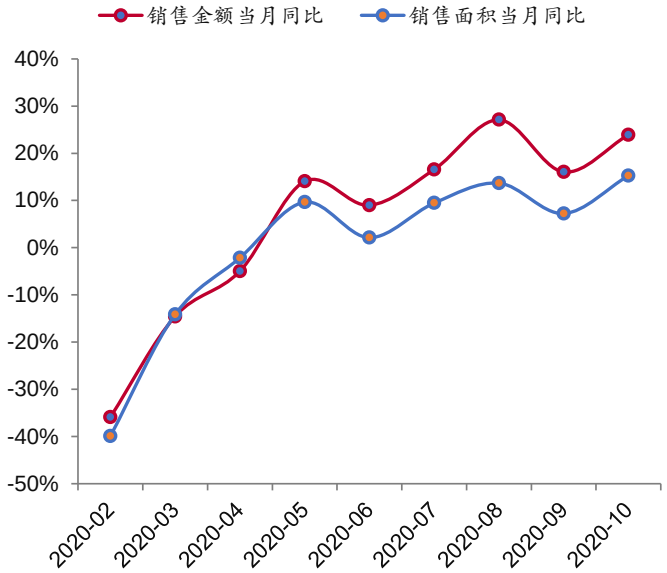
受疫情的影响，今年销售数据的走势可谓“一波三折”。我们按照季度为时间间隔，将前三季度归总为“疫情冲击下挫期+复产复工调整期+销售回补释放期”。从统计局数据来看，进入四季度以来，销售表现依旧亮眼。2020 年 1-10 月，商品房销售金额同比+5.8%（10 月单月同比+23.9%，较前值变动+7.9pct）；1-10 月，商品房销售面积同比 0.0%（10 月单月同比+15.3%，较前值变动+8.0pct）；10 月单月销售均价 9874 元/平方米（环比-1.9%），连续两个月下行，但从主要城市成交及调研情况来看，房价下行与销量在城市能级间进行调整关系更为紧密。

图表 5 商品房销售额及销售面积累计同比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2020 年至今单月销售额及销售面积同比

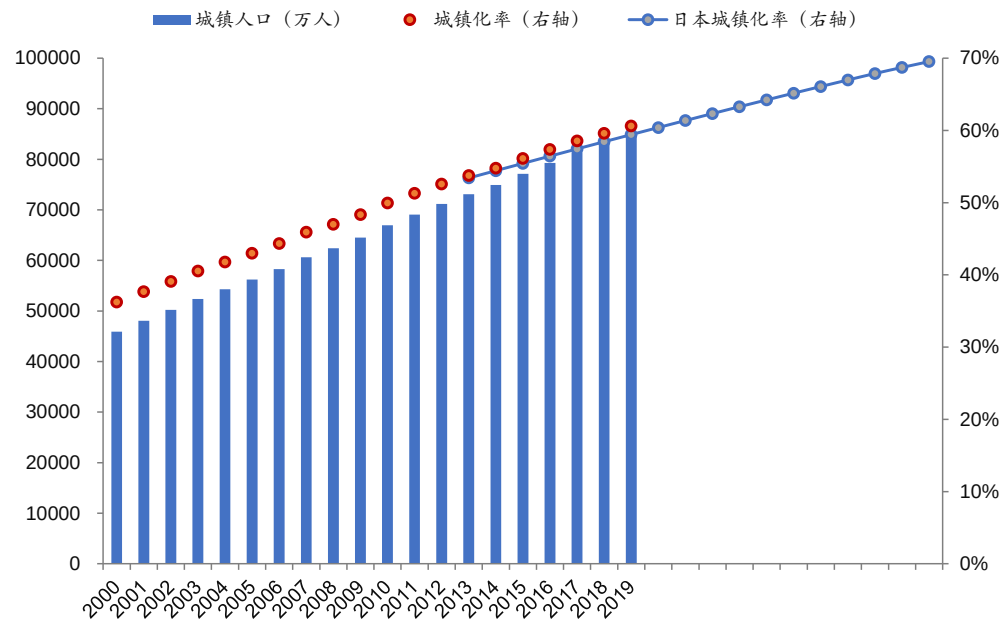


资料来源：wind，华安证券研究所

2021 年商品房销量有望延续整体稳定的态势，但回归合理中枢势在必行，预计**销售面积将出现个位数下滑，同比增速约-3.5%，销售金额同比+1.0%。**需求来自于：（1）城镇化率提升带来的城镇新增人口需求；（2）城镇新生人口的住房需求；（3）改善型需求。

通过对城镇化率、人均居住面积以及净出生率的假设，估算未来十年刚需+改善的合理需求在年均 10~12 亿方。较近几年的高成交量而言，下行并非一蹴而就。截至 2019 年末，我国城镇化率约 60.6%，对标美国、日本等国家的城镇化水平，保守估计我国城镇化率至少存在 20%的提升空间，但是考虑到城镇化进程中达到 70%~75%会经历一段平台期。叠加我国近几年在政策的推动下，后续的需求释放存在“折扣”的可能。

图表 7 我国城镇化率水平与日本城镇化进程的比较

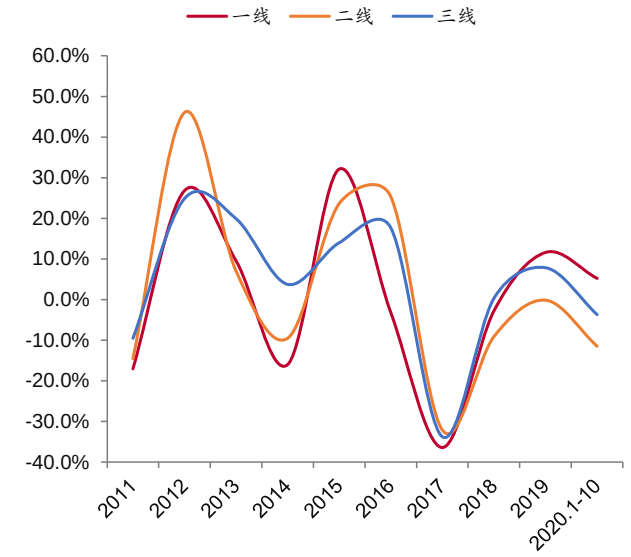


资料来源：wind，华安证券研究所

备注：日本城镇化率选取与我国当前阶段相当的水平以及之后的走势（日本在 1957 年达到 60.39%的水平，到 1966 年提升至 68.7%）

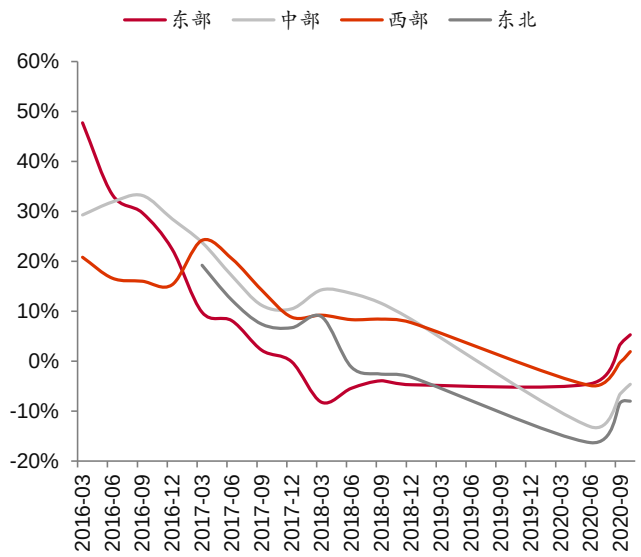
发展格局：由划分城市能级的单核发展，过渡到城市群崛起。2019 年 2 月 19 日，《国家发展改革委关于培育发展现代化都市圈的指导意见》出台，标志着我国从传统的区别能级城市发展过渡到以都市圈为载体的新城镇化阶段。2019 年 4 月 8 日，国家发改委网站公布《2019 年新型城镇化建设重点任务》，“城区常住人口数量在 300 万-500 万的 I 型大城市全面放开放宽落户限制，并取消重点群体落户限制；城区常住人口在 100 万-300 万的 II 型大城市全面取消落户限制，充分利好都市圈内二线及强三线城市。”从变化来看，地产发展上半场享受的是大范围的城市化红利，下半场在现有的基础上打破城市能级的边界，提升区域吸引力带来核心城市周边出现补涨区将成为“必争之地”。

图表 8 分城市能级看销量走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 分区域看销量走势

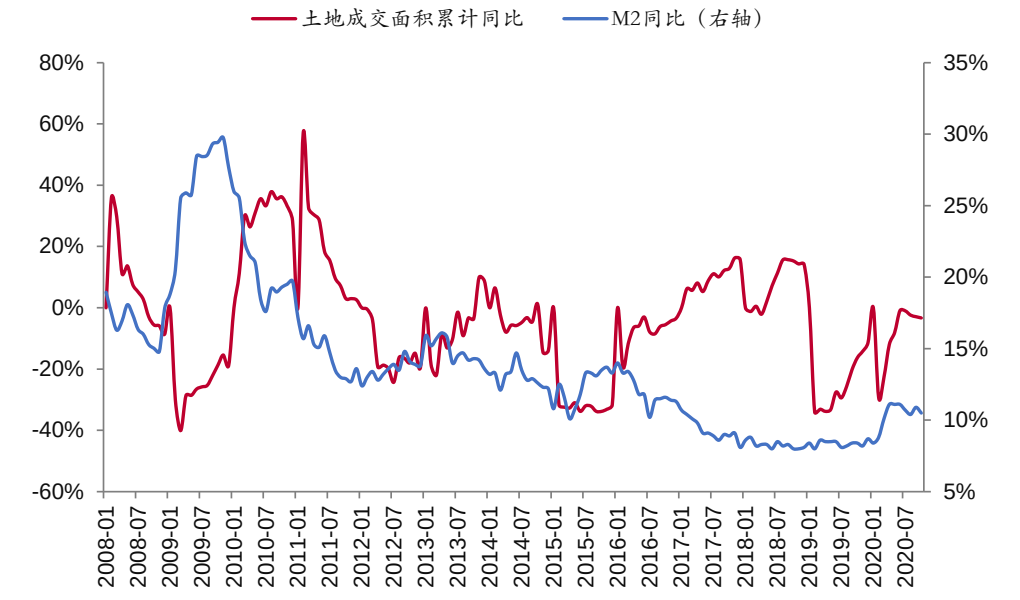


资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 谨慎前端：主客观同行，内外因共振

（1）拿地：土地成交量在一定程度上似乎是对流动性边际变化预期的反应。我们以 M2 同比增速作为外部流动性的变化指标，土地购置量的变化与 M2 走势由“紧随”转为“趋异”，这一变化似乎说明行业自身与外部环境的关联度变化已反应在土储端。

图表 10 土地购置与 M2 增速走势

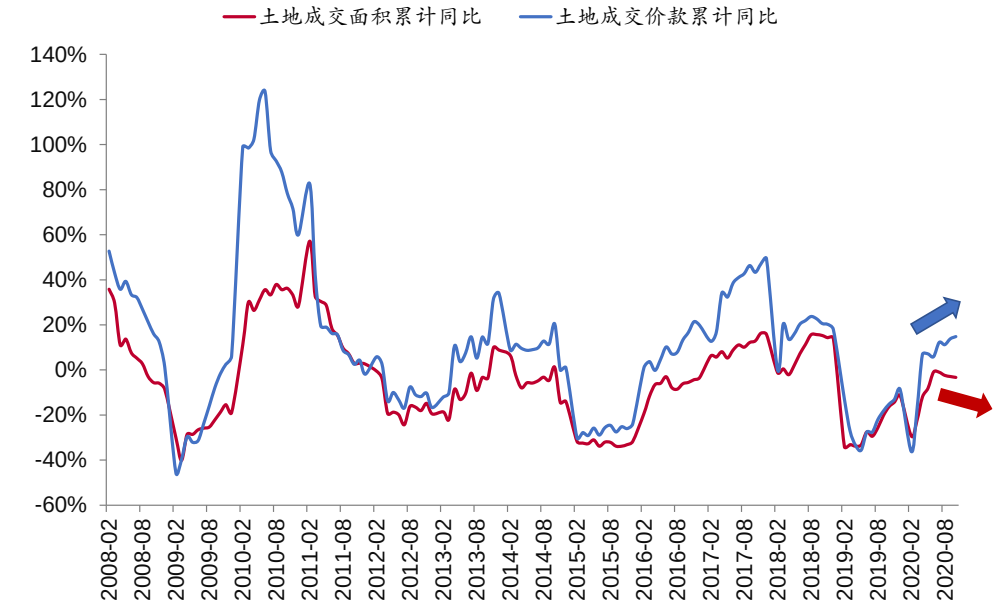


资料来源：wind，华安证券研究所

在“三条红线”的约束下，既要严控拿地力度又要实现土储扩张成为行业发展最先面对的矛盾点，对新增土储质量的考量会比以往更苛刻。回顾过去几轮周期，土地市场成交面积和价款的走势基本一致。受疫情的影响，年初土地市场成交量大幅下行至

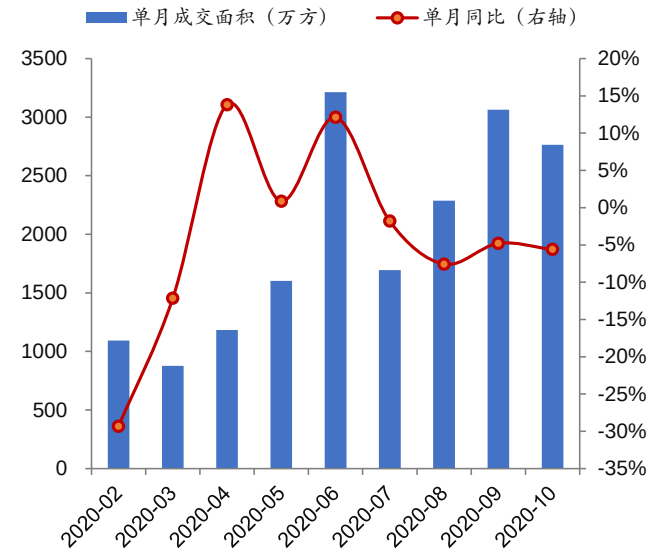
2020M2 的-29%后逐步回升，此段时间内的土地市场热度提升主要源于疫情后销售修复预期的带动。自今年 7 月起，土地成交面积累计同比由修复转下行，同阶段内的土地成交价款增速持续提升。2020 年 1-10 月，土地成交面积累计同比为-3.3%，而土地成交价款一路上行至 14.8%。**345 持续发酵，房企对拿地趋于谨慎，但核心区域出让的优质地块依然受到青睐，区域结构调整导致 7 月后，土地市场出现“价增量减”的结果。考虑到当前库存处于历史中低水平，房企补库存意愿较强，“价增量减”的惯性或延续至 2021 年。**

图表 11 土地市场呈现“价增量减”的迹象



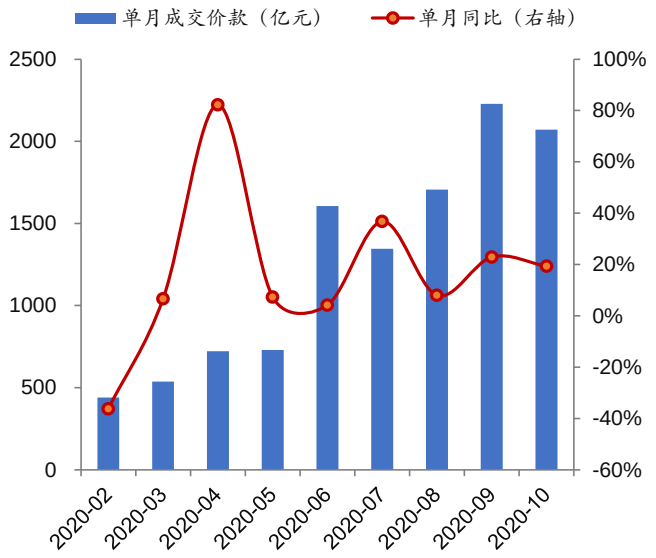
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 12 土地购置面积及其同比（2020 年至今）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 土地成交价款及其同比（2020 年至今）

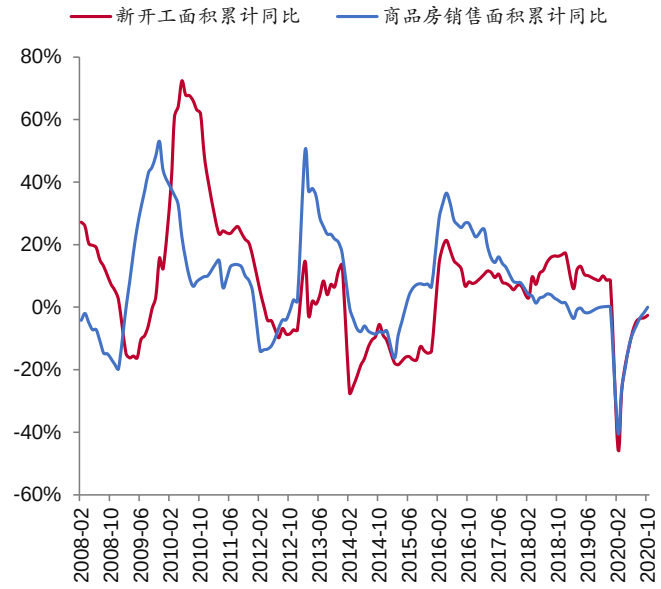


资料来源：wind，华安证券研究所

（2）新开工：新开工增速主要受销售和库存的影响。在预售制的设定下，新开工成为拿地到销售的必经之路，一般呈现“市场升温-销量回暖-新开工上行-市场降温-销量承压下行-新开工回落”的规律。库存对新开工的影响主要体现在两个方面：（a）库存水平会间接影响销量向新开工的传导时间。若库存水平较高，销量的传导时滞相应拉长，反而反之；（b）库存水平对新开工的直接传导，主要体现在新开工的弹性强弱。对销售走势的预期主要参考前面的内容，下面对销售、库存水平对新开工的传导进行分析。

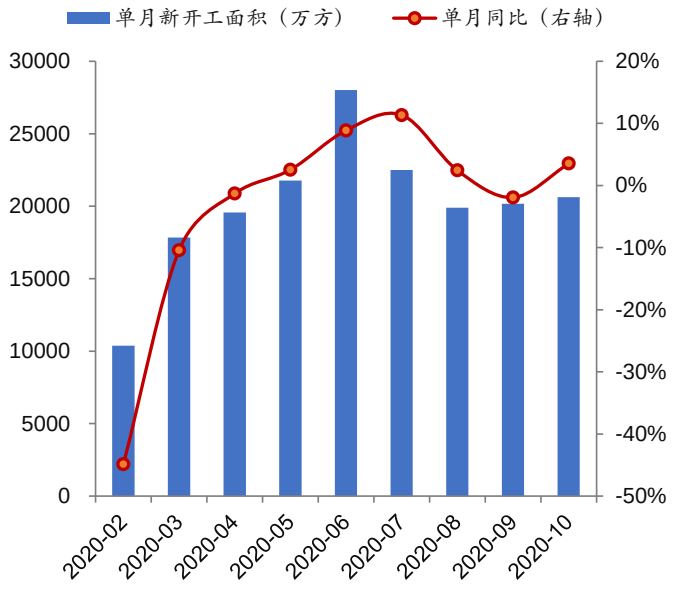
我们回顾过去三轮“完整周期”的表现。时滞大体维持在 2Q-3Q。如：2007Q3 末销量见顶回落，而同一区间内，新开工于 2008Q3 末见顶，时隔 4Q；2009Q3 销量见顶后，2010Q2 新开工见顶，时隔 3Q。

图表 14 新开工及销售走势



资料来源：wind，华安证券研究所

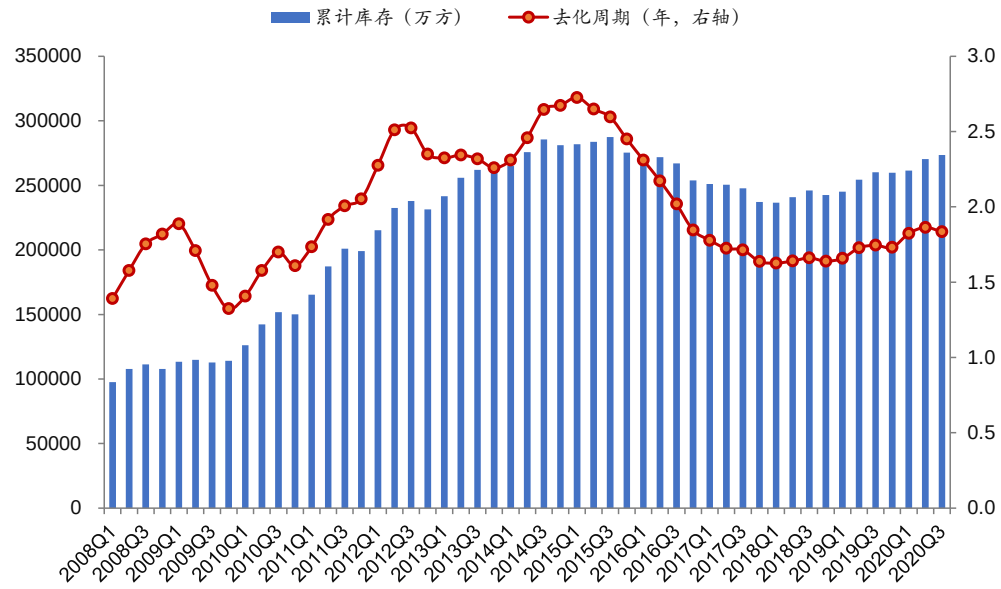
图表 15 单月新开工面积同比（2020 年至今）



资料来源：wind，华安证券研究所

在本轮周期中，销售向新开工的传导，不仅仅是滞后，而是二者的走势较以往出现了一定程度的背离。我们认为造成这种结果的原因有二：（1）周期错位：不同能级、不同区域的城市周期出现错位现象。（2）三四线去库存造成了去化周期的下降。据我们测算，2016 年初商品房住宅去化周期约 2.41 年（历史较高位置），三四线去库存带来的结构化差异使得去化周期一路下行至 2018Q1 的 1.63 年，后虽在供给侧放量的情况下回升至 2020Q3 末的 1.83 年，但依然处于 2011 年以来的较低水平。**综上，考虑到当前库存水平依然偏低，叠加对销售的预判，及房企在供给侧放量意愿偏强，预计全年新开工增速在 1%左右。**

图表 16 住宅库存水平及去化周期测算

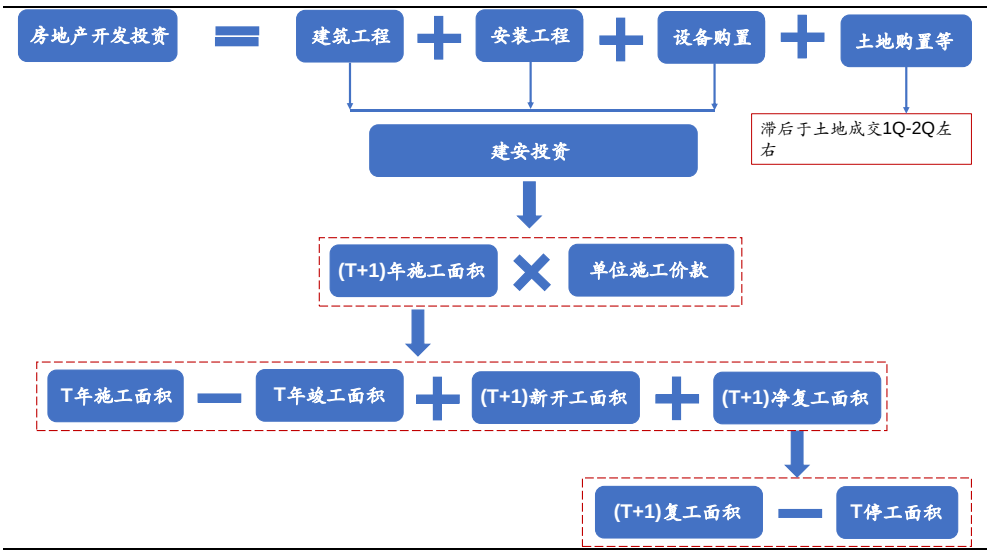


资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 强化后端：合同约束+结转诉求，带动竣工修复

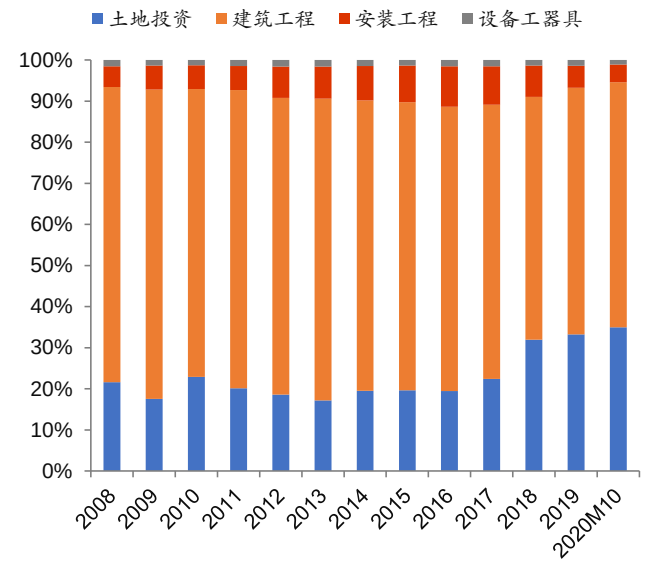
土地投资和建安投资构成了房地产开发投资的主要部分。从历史数据看，土地投资的占比（以土地+建安+设备为基数）由 2016 年的 19%，一路上行至 2020 年 10 月末的 35%；同期建筑工程及安装工程投资占比分别回落至 60%和 4%，而设备工器具占比仅为 1%。占比的变化在一定程度上反映出 2016 年至今，土地成本高企叠加融资端未见明显放松的背景下，房企对于前端拿地的热情高于中后端的施工及竣工，也对应出这一阶段施工弱而开工强的走势。

图表 17 房地产开发投资框架



资料来源：wind，华安证券研究所

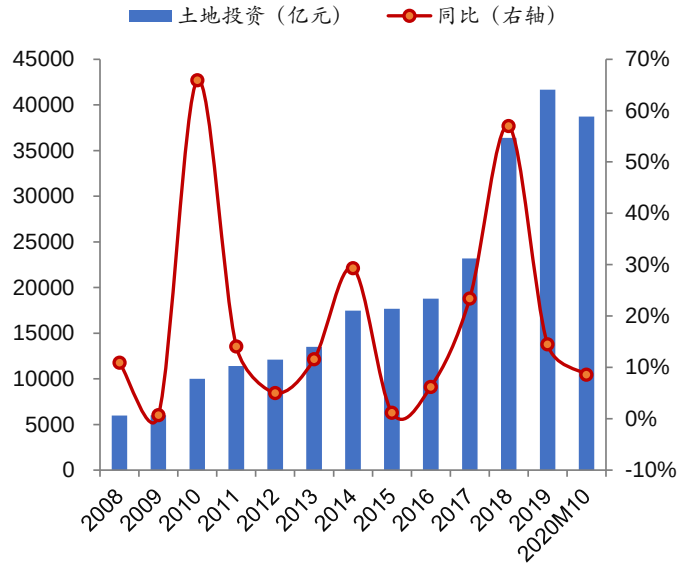
图表 18 开发投资构成



资料来源：wind，华安证券研究所

注：以土地+建筑+安装+设备为总和口径

图表 19 土地投资额及其增速



资料来源：wind，华安证券研究所

土地投资：土地购置费用一般是在土地成交后，采取分期付款的方式进行确认。因此，可以将土地成交价款等数据作为土地投资的前置指标进行参考。通过对前三轮土地成交到土地投资确认的时间梳理，我们发现其间隔普遍在 1Q-2Q 左右。当然，具体到不同城市，成交到确认的时滞也呈现一城一策的表现。

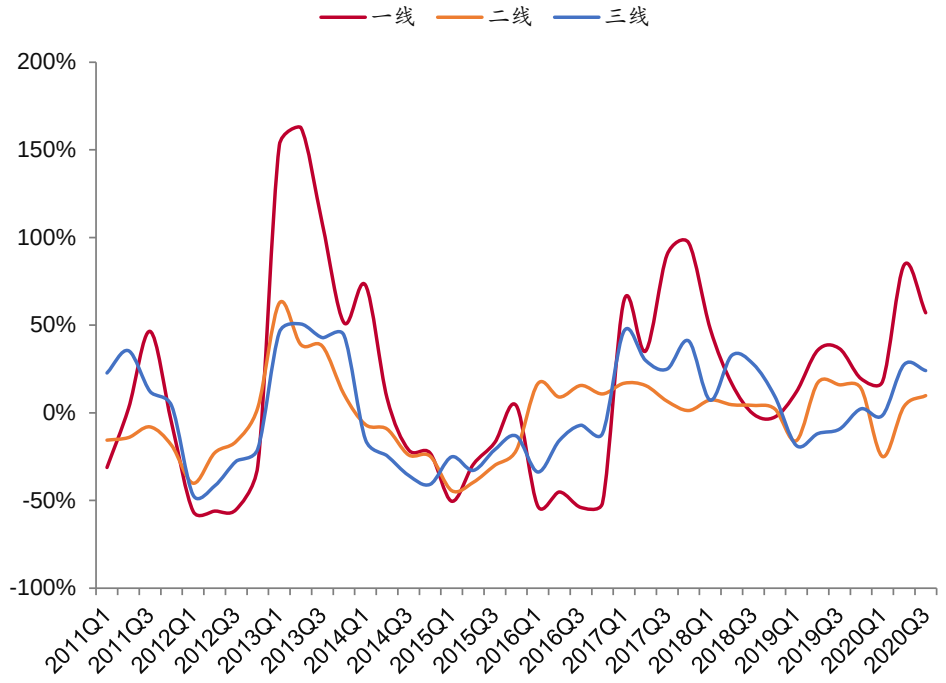
图表 20 土地投资的计入滞后于土地成交



资料来源：wind，华安证券研究所

分城市能级来看，截至 2020Q3，以百城口径计算一线城市成交土地规划建面（住宅类）累计同比 57.1%，二线城市 9.8%，三线城市 24.0%。从历史数据来看，2016 年一线成交大幅下行，主要与房企在这一阶段能级下沉，叠加棚改货币化等政策催化的情况下市场对低能级城市的销售较为乐观。随着政策的退潮，城市间分化加深的结果是土地投资在一二线维持韧性而三四线高基数下行压力增大。**我们预计 2021 土地投资增速在 5%左右。**

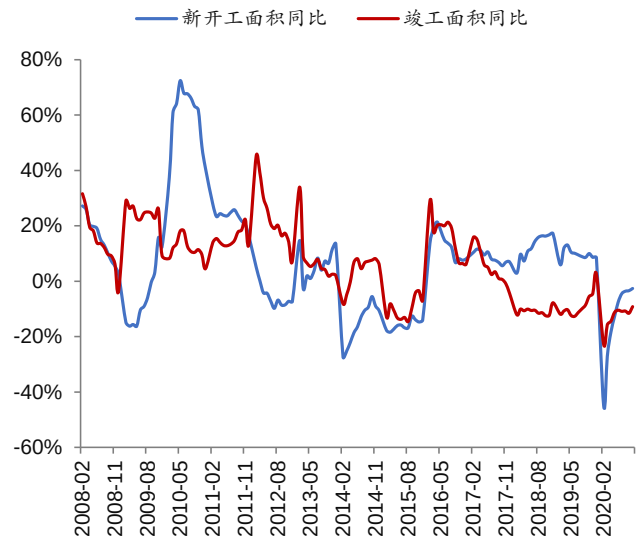
图表 21 住宅类用地成交面积同比走势（分城市能级）



资料来源：wind，华安证券研究所

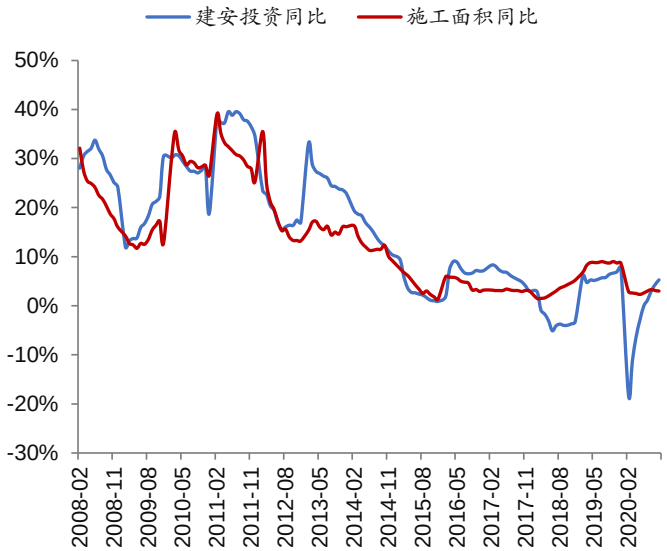
建安投资：我们以施工面积及施工单价作为建安投资的主要影响因素，对前三轮与本轮建安投资的异同进行分析。通过对建安投资与施工面积的对比，我们发现自 2017Q1 开始，二者走势首次出现背离，且剪刀差逐步拉大，对应单位施工面积的建安投资也形成见顶回落的趋势，表明这一时间开工的项目对施工面积的增长形成支撑，但开工后施工强度有所降低，从而拉长施工周期。我们认为这与行业融资环境收紧后，部分房企对销售回款带来的现金流入渴求较强，对应了行业数据强开工、弱竣工的走势。今年复产复工后，疫情影响逐步淡化，房企抓住回补窗口期“抢销售”的现象依然较为严重。考虑到合约束缚及调指标对于竣工的诉求，将带动后续复工修复或对冲开工增速放缓带来的施工面积下行。**综上，2021 年在土地投资回落、建安投资修复企稳的双重作用下，预计房地产开发投资增速在 6.0%左右。**

图表 22 施工强度减弱致新开工与竣工周期拉长



资料来源：wind，华安证券研究所

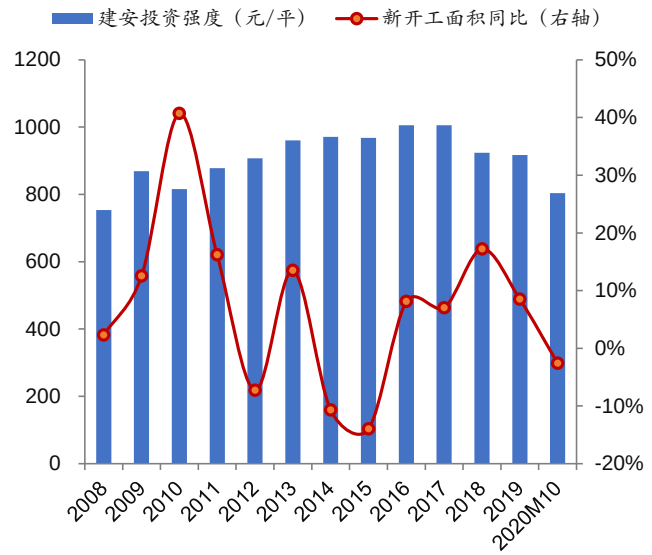
图表 23 建安投资与施工面积走势



资料来源：wind，华安证券研究所

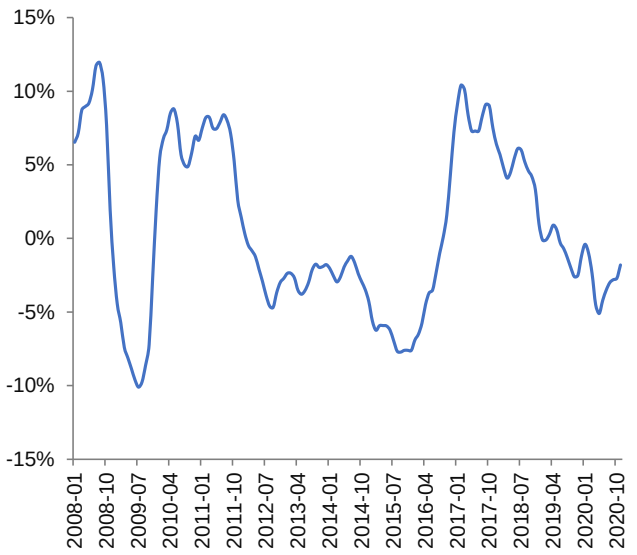
2016、2017 商品房实现销量大幅增长之后，如果对照着施工周期来看 2-3 年应出现竣工潮。但 2018、2019 年竣工端似乎并未表现出强劲的增长势头。根据国家统计局数据，2018 年全年竣工面积 9.36 亿，同比增速-7.8%。本轮竣工并未与销售形成特定的滞后反应，原因或在于：在行业融资环境收紧、政策趋严的情况下，造成了施工强度下降带来的是弱竣工。即开发前端提前执行，中端强度走弱，自然就拖累了后端交付的程度。但是从合同约束及竣工确认收入对“三条红线”的调整作用，**预计 2021 年竣工面积同比增速为 6.5%。**

图表 24 单位施工面积对应建安投资额



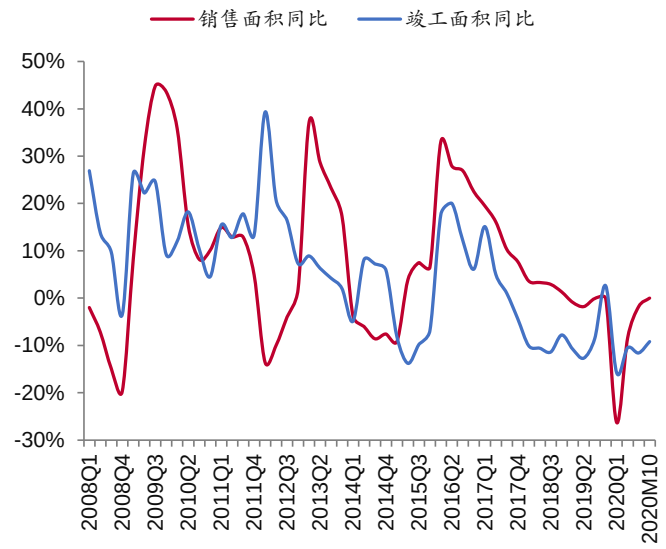
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 生产资料 PPI 单月同比



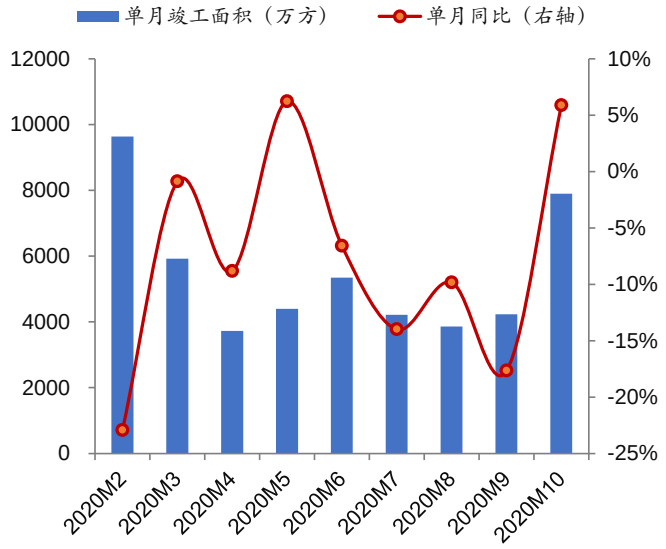
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 销售向竣工的传导时滞拉长



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 年初至今单月竣工面积及其同比



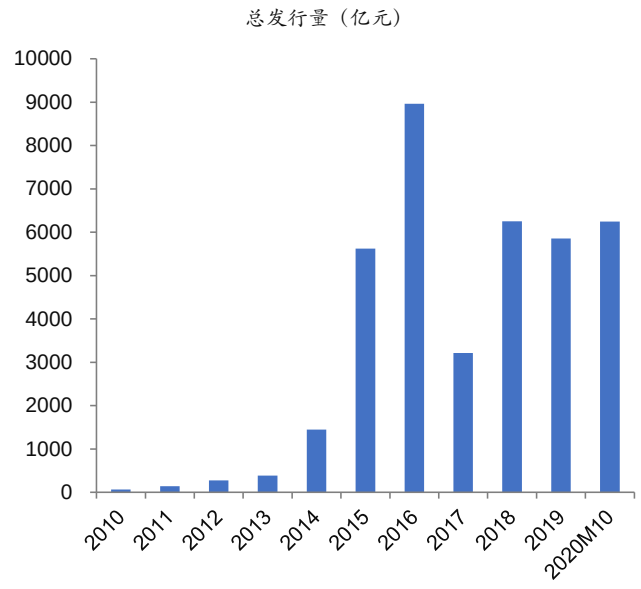
资料来源：wind，华安证券研究所

3 借“外力”告一段落，练“内功”行稳致远

3.1 借新还旧使然，净增量难回“从前”

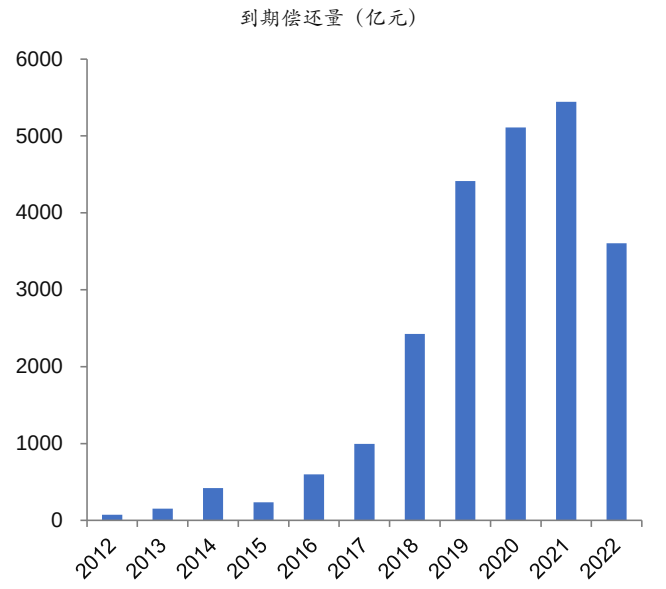
2016-2017 年，商品房销量大增带动市场预期向好，房企通过提升财务杠杆的方式加大拿地力度，带来土地市场热度升温，推升溢价率。我们对房地产行业信用债发行与到期数据进行整理（截至 2020 年 10 月末数据），2016 年发债规模为近几年峰值。而从债券到期偿还规模来看，2019-2021 年均为偿债高峰期，且目前来看 2021 年的偿债额为未来 3 年峰值。

图表 28 历年地产行业信用债发行规模



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 29 近两年为偿债高峰

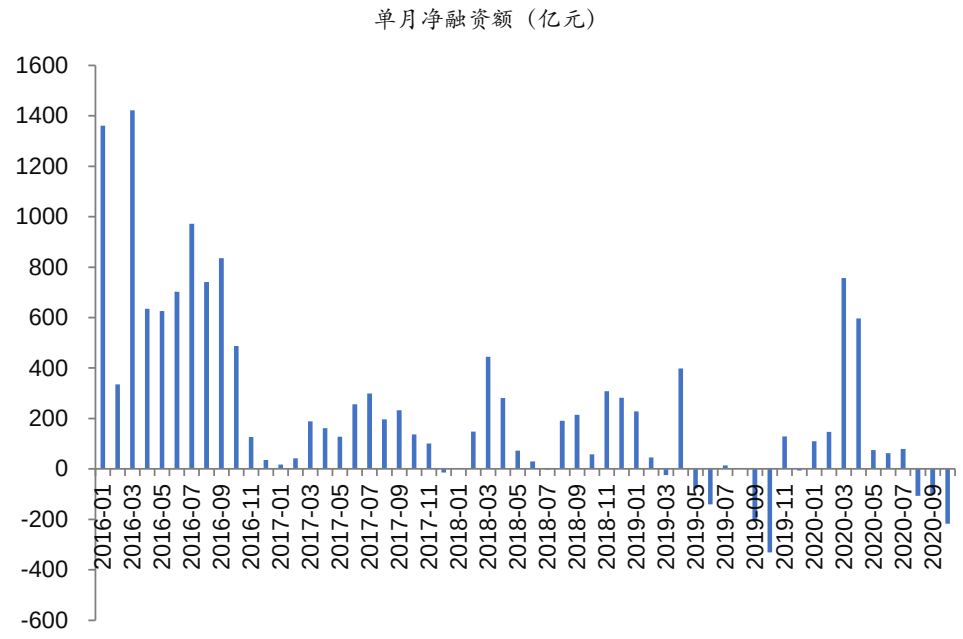


资料来源：wind，华安证券研究所

我们从月度频率来看今年地产融资情况的变化。

（1）信用债：上半年在宏观流动性宽松的背景下，房企单月发债净融资额呈正值，但 5 月明显收缩，8 月净融资额已转负，10 月负值规模扩大；

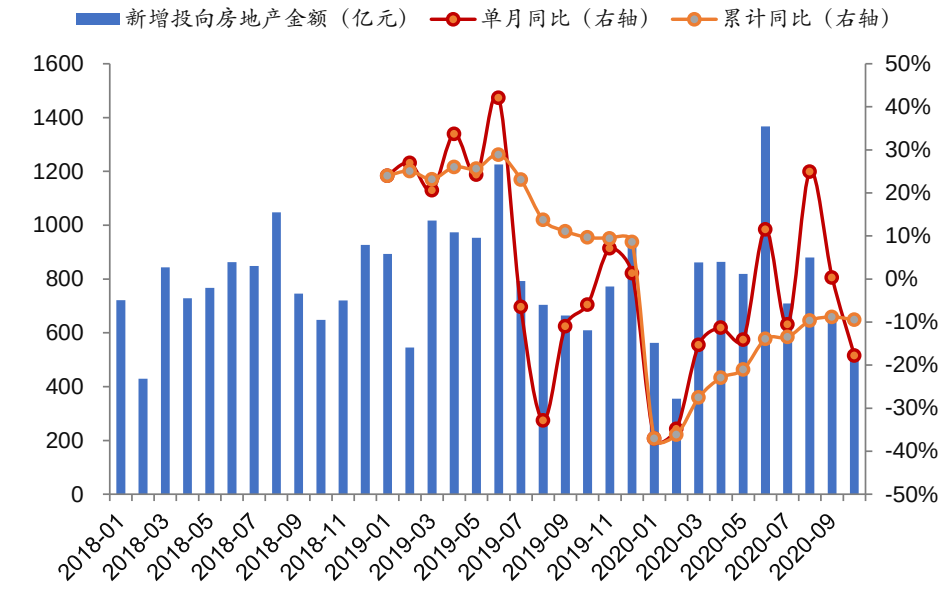
图表 30 房地产信用债净融资规模（单月值）



资料来源：wind，华安证券研究所

（2）信托：新增信托投放房地产规模自 2019 年 6 月冲高后逐步回落。2020 年，随着疫情影响逐步转淡，单月发行规模同比有收窄趋势，进入四季度后 10 月单月同比-17.8%。截止目前（2020 年 10 月）年内有 7 个月负增长，信托管控较为严格；

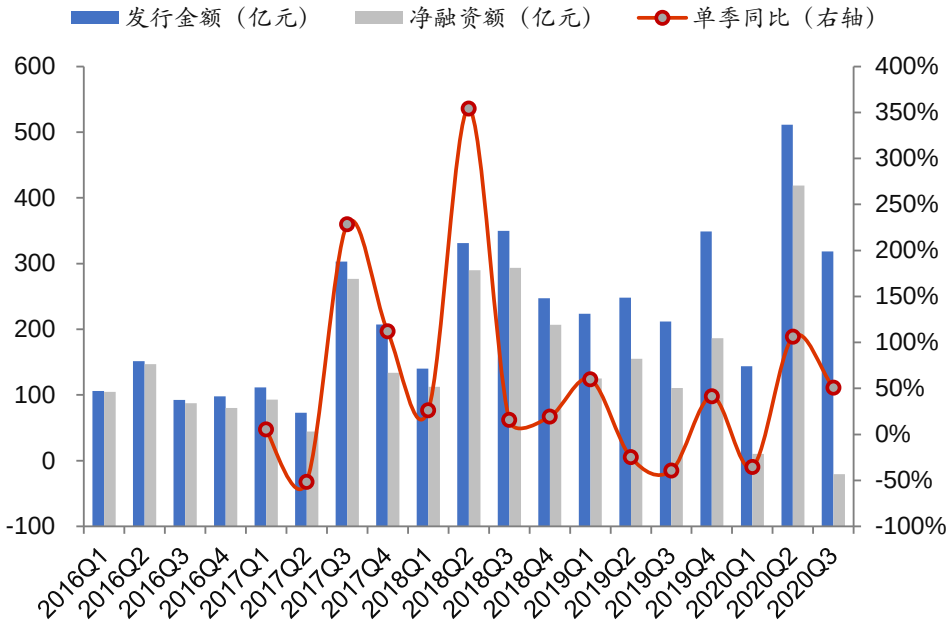
图表 31 新增信托投向房地产金额及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

（3）资产证券化：作为房地产重要融资渠道之一，自 2017 年下半年起，房企通过资产证券化方式带来的融资规模明显提升，当然这与传统渠道收紧有一定的关系。尤其在今年二季度，发行规模及净融资额均创近五年单季峰值。但进入三季度后，伴随着发行规模的下行，净融资额转负，一定程度上反映出地产当前“借新还旧”的味道更重一些。

图表 32 房地产行业资产证券化发行规模及其同比

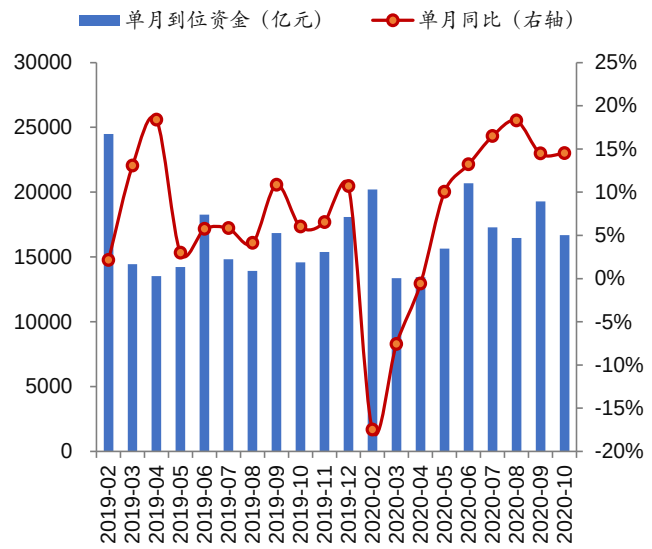


资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 杠杆“降-稳-降”，内生增长成可持续力量

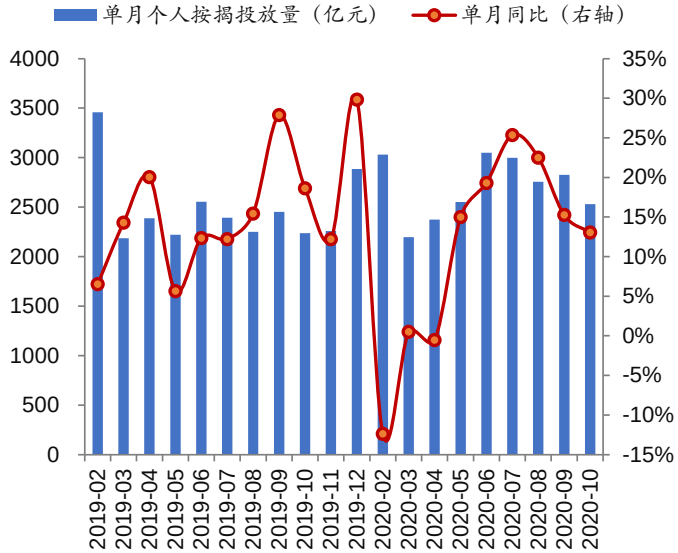
资金端对房地产行业的负债水平由“降杠杆”到“稳杠杆”又回到“降杠杆”上。从国家统计局发布的行业数据来看，2020 年 1-10 月份，房企到位资金累计同比 5.5%（较前值提升 1.1pct），10 月单月到位资金同比 14.5%（与 9 月持平），结构上看国内贷款（单月 18.5%，9 月为 4.3%）、自筹资金（11.8%，9 月为 19.7%）、回款（首付+按揭）15.3%（9 月为 14.9%）【其中个人按揭（13.1%，9 月为 15.3%）、首付款（16.2%，9 月为 14.7%）】。从占比来看，销售回款依然作为主要的资金来源渠道，行业融资端由外部催化向内生供给的调整结构未变。如果说行业发展上半场比拼加杠杆及投资的勇气，那么下半场比拼的就是控杠杆和投资的效率。

图表 33 房地产到位资金合计值



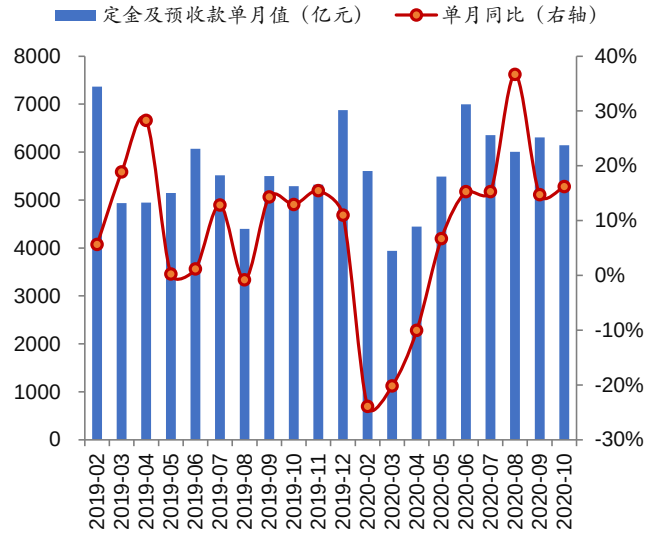
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34 个人按揭贷款投放量



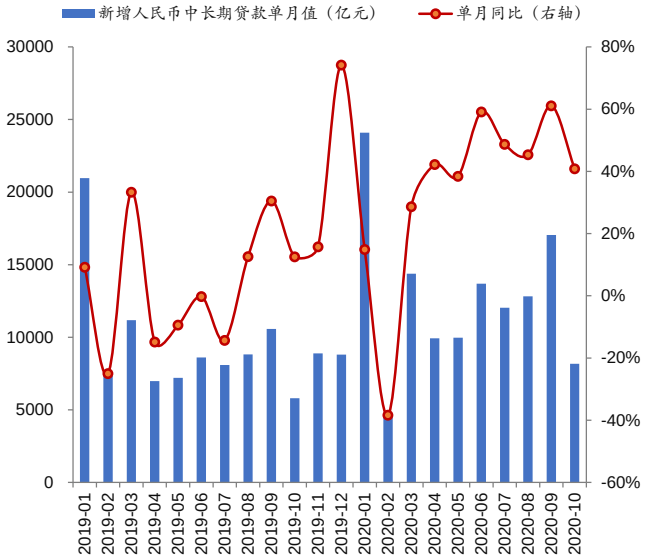
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 35 定金及预收账款单月值



资料来源：wind，华安证券研究所

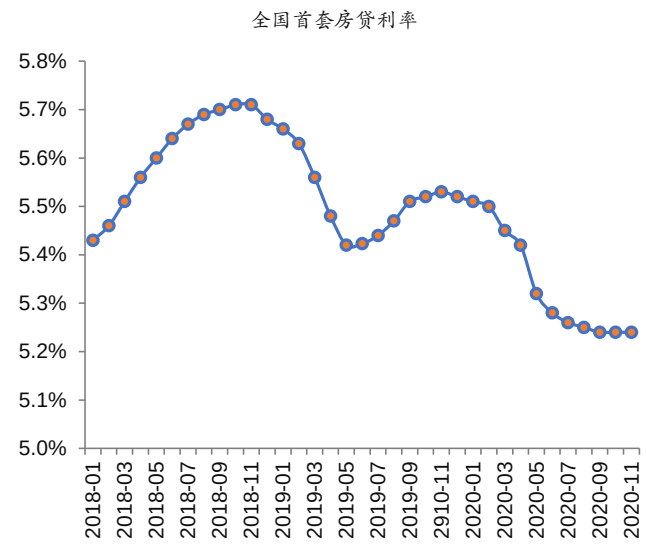
图表 36 新增人民币中长期贷款单月值



资料来源：wind，华安证券研究所

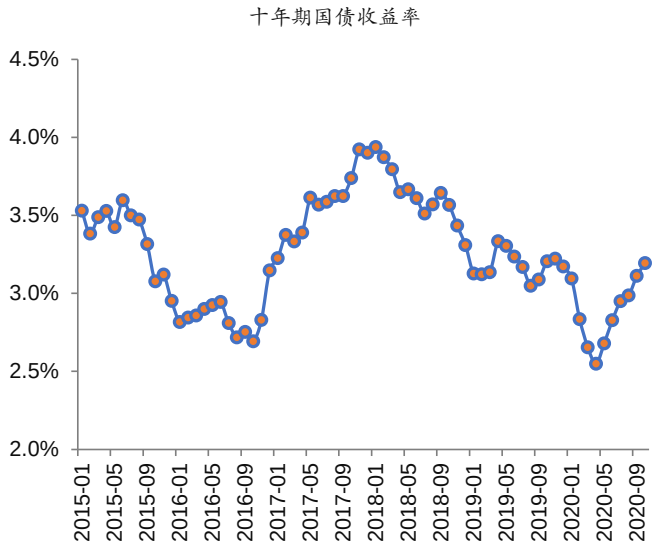
自 2019 年 8 月首次发布 LPR 以来，5 年期 LPR 分别于 2019 年 11 月、2020 年 2 月调降 5BP，又于 2020 年 4 月调降 10BP。央行公布最近一期 LPR 利率（2020 年 11 月 20 日）：1 年期 LPR 报价 3.85%、5 年期 LPR 报价 4.65%。对照全国首套房贷利率水平来看，2018 年四季度达到高点后逐步回落至 2020 年 9 月的 5.24%，并连续三个月保持在这一水平。预计后续融资上在需求端大放的可能性较低，小幅边际改善可以期待。

图表 37 全国首套房贷利率



资料来源：融 360，华安证券研究所

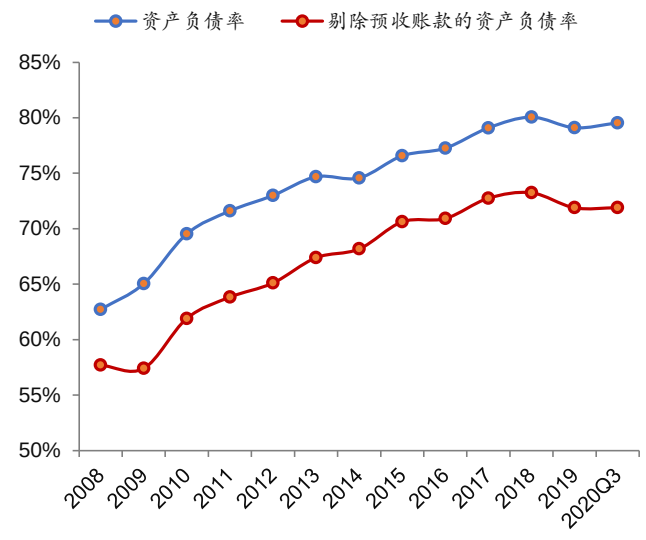
图表 38 十年期国债收益率



资料来源：wind，华安证券研究所

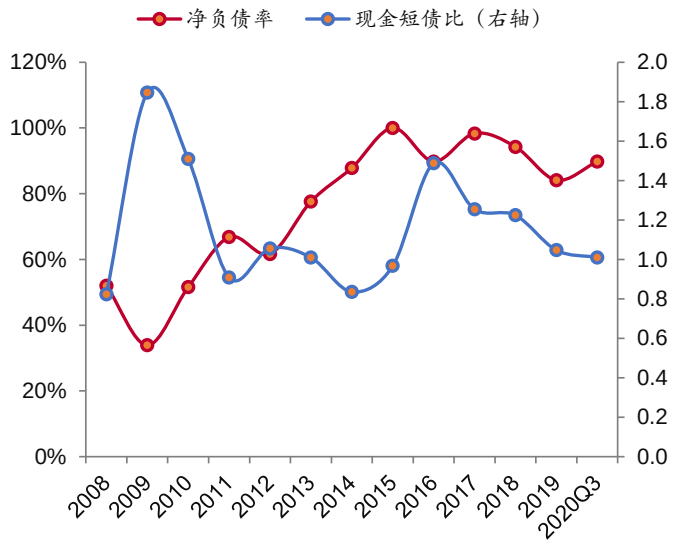
截至 2020Q3 末，A 股地产板块整体净资产负债率达 79.5%，较 2019 年末增加 0.4 个百分点；剔除预收账款后的资产负债率约 71.9%，与 2019 年末持平。从历史数据来看，2018 年资产负债率达到近十年高点后逐步回落，未来随着行业粗狂的外融催化渐行渐远，内生支撑有望崭露头角，叠加三条红线的管控，负债水平有望迎来优化。

图表 39 行业剔除预收账款后的资产负债率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 行业净负债率及现金短债比



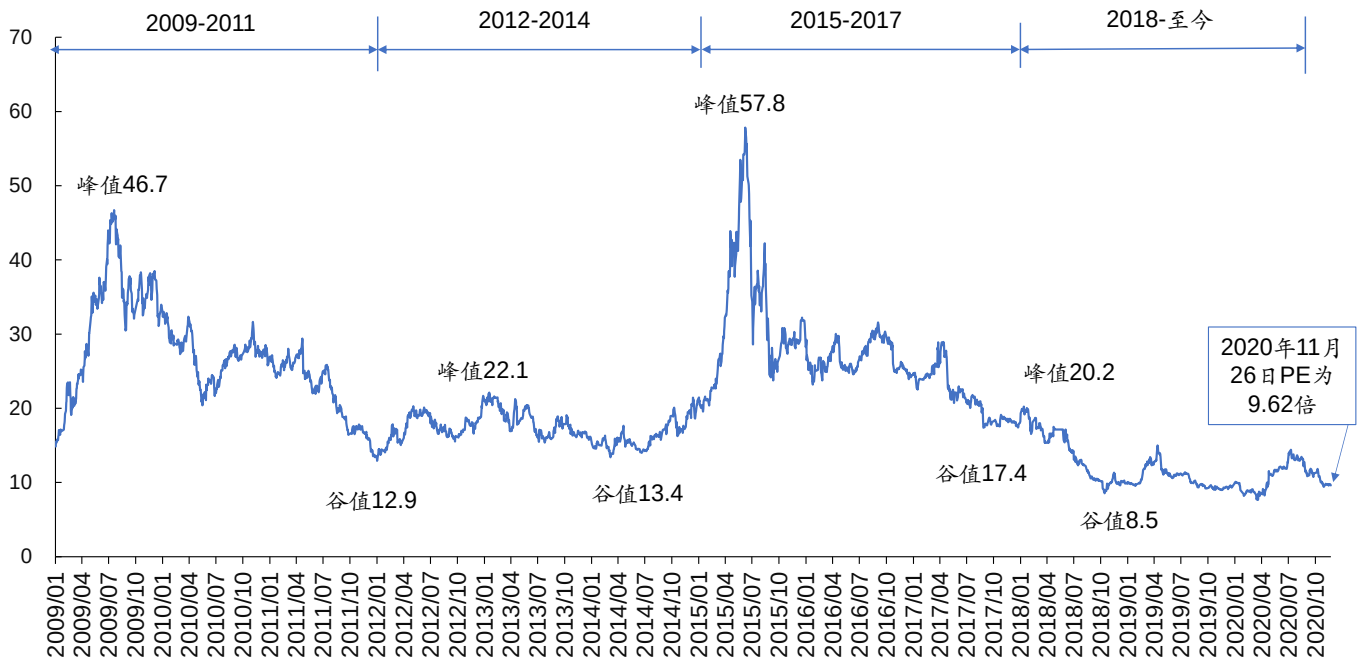
资料来源：wind，华安证券研究所

4 集中度提升是果，资源向优质标的倾斜是因

4.1 板块估值处于历史下沿

地产作为稳经济的重要部分，**政策端：**大幅收紧的概率较低，结合“房住不炒”、“不作为短期刺激经济”等表态来看，大幅放松的可能性亦不大。后续政策端大概率在“以稳为主”的基调下，采取“一城一策”的方式进行微调，平滑震荡幅度，因此来自“稳态”政策端对于板块估值的影响相对有限。**基本面：**逐步进入窄幅波动区间，考虑到当前一二线城市韧性依存，三四线政策对冲下行速度趋缓，后续基本面大概率温和缓降。在此基础上，板块估值有望企稳修复。回顾过去三轮周期，发现历史底在 8-18 倍 PE 左右，目前（2020.11.26）PE（TTM）为 9.6 倍，处于历史估值水平下沿。

图表 41 房地产板块历史市盈率水平（TTM_中值）



资料来源：wind，华安证券研究所

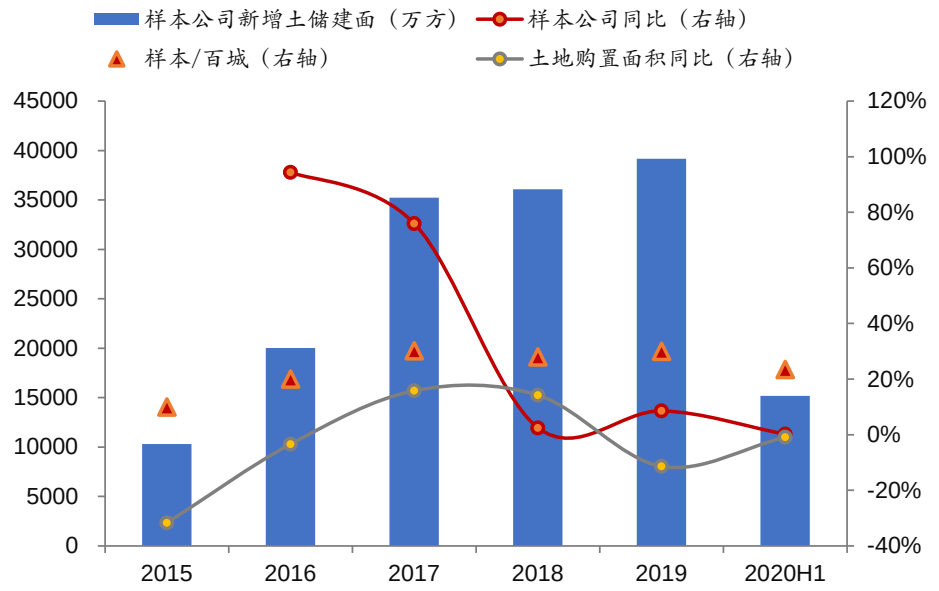
我们认为后续行业估值整体修复幅度有限，优质房企或逆势走出独立行情。对于地产板块而言，政策端的改善触发整体估值修复短期内存在较大不确定性，而个股通过“内生性”的成长带来估值修复值得期待。

4.2 头部房企在手货值充裕，“弹药充足”

土地资源作为房地产开发链条的首个节点，为房企实现销售提供支撑作用。我们以 15 家主流房企为样本，从近几年全口径新增土储建面增速来看，2018、2020H1 样本增速并未较行业有明显优势（其余年份均明显高于行业）。而从纵向数据来看，样本公司增速除 2019 年回升外，整体趋势下行。而从与百城口径的比例来看，2017-2019 年这一数值稳定在 28%~30%，而 2020H1 降至 23%。如果结合流动性宽松与否看，在行业步入下行周期后，头部企业在拿地端的优势并没有我们想象中那么大(能级和量的角度)。考虑到，

随着主体调控的逐步深入，真正优质的标的将在各个环节凸显价值，运营管理带来的红利释放将从土地端加速行业出清，促进格局的优化。

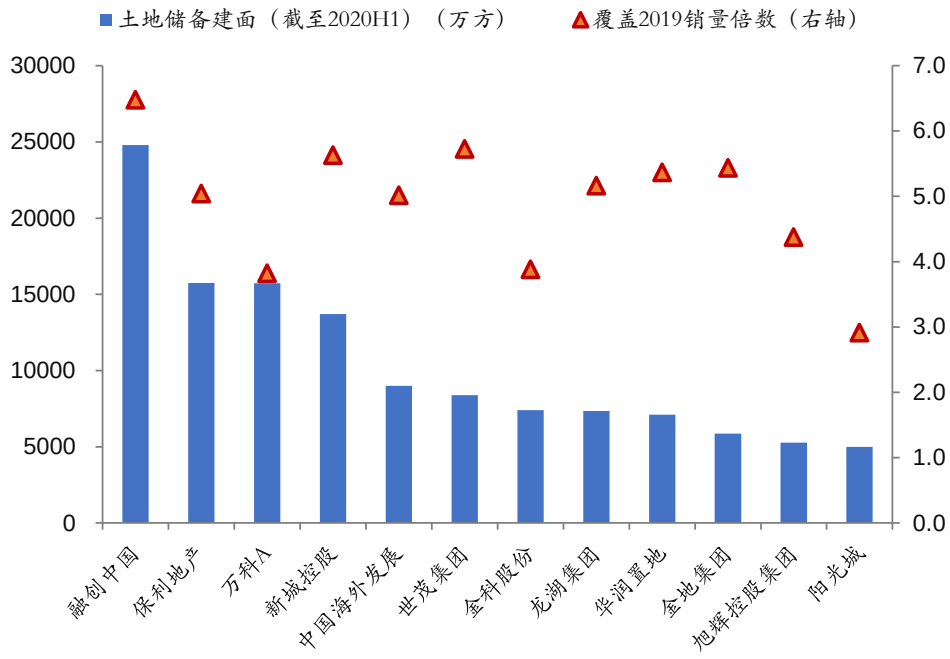
图表 42 样本房企拿地规模与百城比值



资料来源：wind，公司公告，克而瑞，华安证券研究所

我们将部分头部房企截至 2020H1 末的土地储备（按建面）与近一年的销售规模进行比较，平均覆盖水平在 3 倍+的状态。从货值的角度来看，可以满足企业 2-3 年的发展需求（已考虑稳步增长的假设）。

图表 43 部分头部房企土地储备（按建面）覆盖 2019 销售倍数

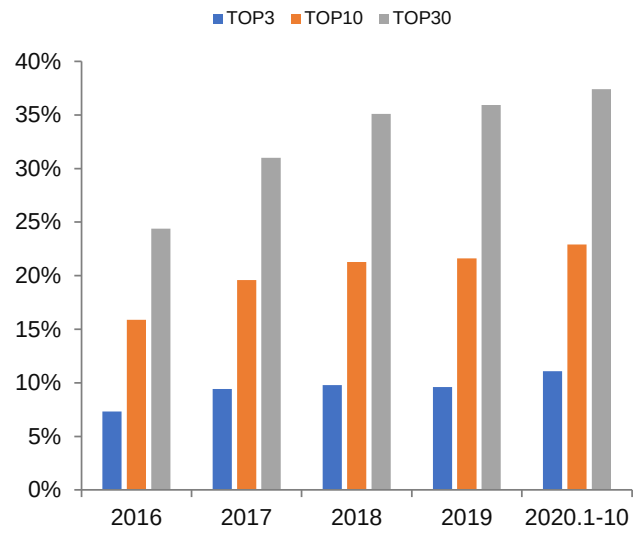


资料来源：wind，华安证券研究所

4.3 上半场拿地拼杠杆，下半场销售凭运营

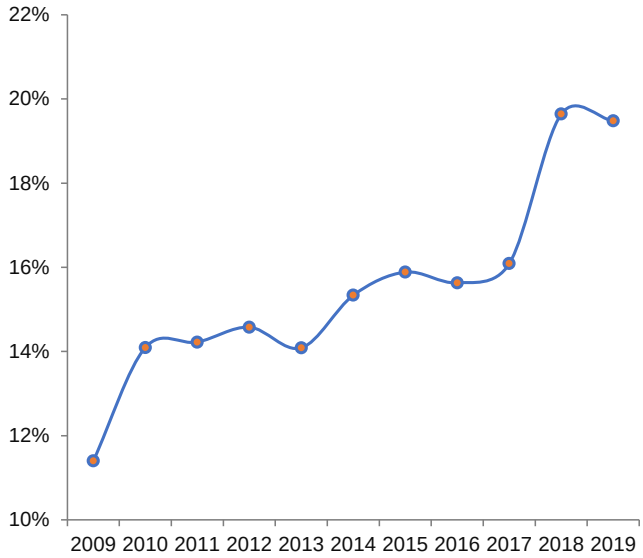
根据克而瑞数据计算，百强 11 月权益销售金额同比增长 18.9%（10 月 22.6%，变动-3.7pct）；1-11 月权益口径销售金额同比增幅 8.8%（1-10 月 7.5%，变动+1.3pct），前十月累计增速高于全行业 5.8%。2018 年后，似乎头部房企市占率的提升速度放缓，2020 年 1-10 月，TOP3/10/30 的市占率（销售额口径）分别为 11%、23%和 37%。对标美国住房建造商的市场格局，TOP3（DR Horton Inc.、Lennar Corporation、PulteGroup）2016-2019 年市占率由 15.6%提升至近 20%（按住房套数）。因此，我国房地产市场的集中度仍然存在较大的提升空间。

图表 44 TOP3/10/30 市占率（按金额）



资料来源：克而瑞，wind，华安证券研究所

图表 45 美国房地产市场 TOP3 市占率（按套数）



资料来源：克而瑞，wind，华安证券研究所

备注：*DR Horton Inc 财年为每年 10 月起至次年 9 月

房企销售延续之前的分化势头。从克而瑞销售金额榜单来看：2020 年 1-10 月，碧桂园、中国恒大、万科 A、融创中国、保利地产位列前五，分别实现销售金额 6903 亿元、6325 亿元、5468 亿元、4512 亿元和 4223 亿元，同比增速分别为 4%、16%、5%、4%和 9%，头部房企在高基数效应下，依然实现稳步增长，实属不易。考虑到三条红线下弯道超车的几率大幅下降。我们认为在货值充裕、快周转等优势的支撑下，行业集中度（销售端）将进一步提升，资源向头部倾斜呈加速的趋势。

图表 46 主流房企 2020.1-10 销售情况

	2020.1-10		2020.10		
公司名称	累计销售金额（亿元）	累计同比	单月销售金额（亿元）	单月同比	累计销售均价（元/平）
碧桂园	6903.1	3.7%	750	-11.8%	8731
万科	5467.6	5.4%	540	24.5%	15093
中国恒大	6325.2	16.4%	1006	11.4%	8969
融创中国	4512	4.0%	705.1	9.4%	13973
保利地产	4223	9.1%	549.22	35.8%	15249
绿地控股	2413.8	-10.3%	235.8	-6.0%	12250

中国海外发展	2866.9	1.8%	295.04	14.9%	18788
新城控股	1906	-14.3%	275.53	11.6%	10771
世茂集团	2312.9	17.3%	300.7	29.4%	17537
华润置地	2170	8.2%	259.84	3.3%	18659
龙湖集团	2143.5	6.3%	280.1	3.7%	17000
金地集团	1900.6	20.6%	200.1	26.6%	20656
阳光城	1700.5	3.6%	228.14	63.0%	14000
旭辉控股集团	1743.7	11.9%	200.2	5.2%	14802
中南建设	1681.5	14.1%	250.6	44.0%	13301
金科股份	1723.3	26.7%	249.3	137.2%	10004
招商蛇口	2162.5	20.7%	260.74	52.8%	23005
中国金茂	1803.2	32.6%	185	52.3%	19173

资料来源：克而瑞，wind，华安证券研究所

5 物业管理锦上添花，多元细分赛道待重估

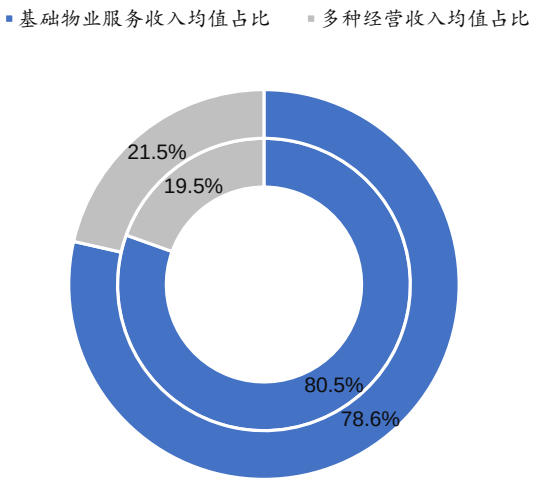
5.1 行业规模：增量提速释放，存量资源丰厚

物管行业具有一定的房地产开发链条后周期板块属性，开工及销售数据均可作为其潜在增量规模的前置指标。我国商品房销量自 2014 年受政策调整出现负增长后，2015 年开启新一轮的高速扩张。2016 年商品房销售面积同比达 22.5%，2018 年规模达到近十年峰值约 17.2 亿方，2019 年销量微降 0.1%，但体量依然维持在 17 亿方之上。对应 2017-2019 年商品房的销售规模，物管行业未来 2-3 年增量规模将进入提速释放期。截至 2019 年末，我国城镇化水平为 60.6%，与发达国家相比至少还有 20%的提升空间，随着区域经济的崛起，我国商品房市场将呈现逐步回归合理中枢的趋势，叠加丰厚的存量资源，物管行业规模、业绩具有较为可观的提升空间。

5.2 业务发展：基础服务稳固筑底，增值服务多元开花

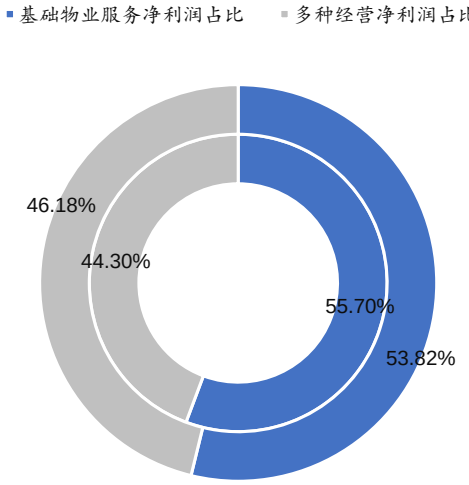
近几年，物管公司积极由传统的物业服务向多元化业务领域拓展，基础服务业绩稳步提升的同时，增值服务也为公司发展竞争力添砖加瓦。**一方面，头部企业推出的增值服务更具定制化，**将公司优势与客户需求紧密连接，服务由单纯的增量转向质量齐升。**另一方面，增值服务具备高盈利和多类型等特点，**有望成为公司业绩提升的新动能。

图表 47 百强收入构成中增值服务占比提升



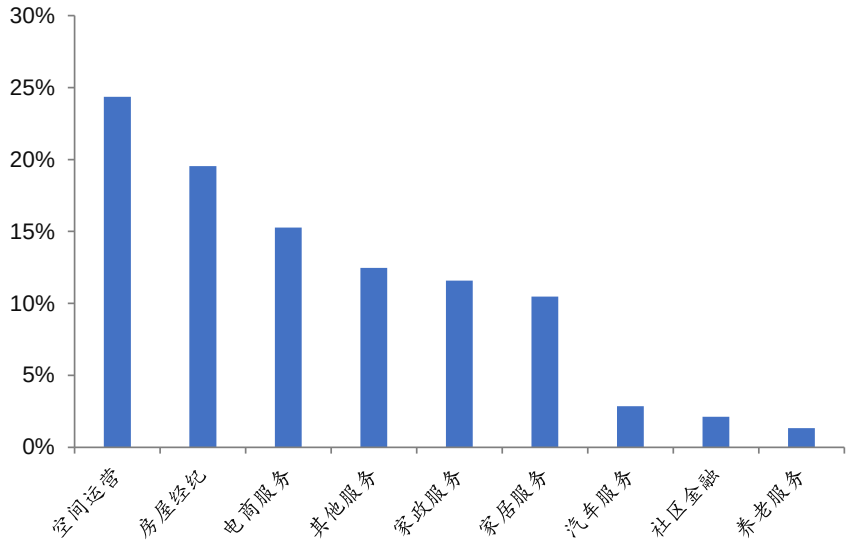
资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所
备注：内圈为 2018 年数据、外圈为 2019 年数据

图表 48 百强净利润构成中增值服务占比提升



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所
备注：内圈为 2018 年数据、外圈为 2019 年数据

图表 49 2019 年百强增值服务收入构成

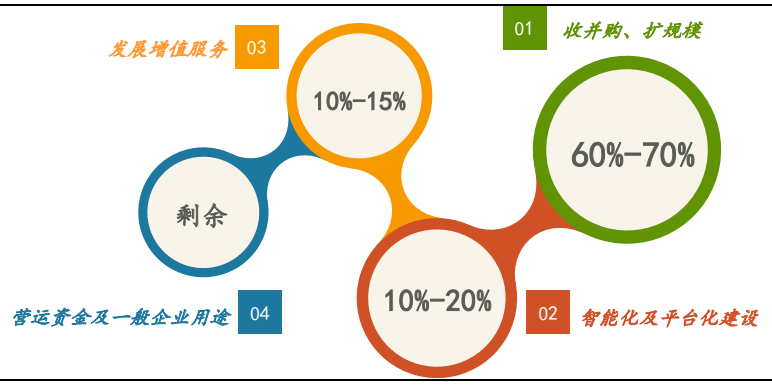


资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，wind，华安证券研究所

5.3 竞争格局：资源向头部倾斜，集中度进一步提升

2016-2019 年，物管行业百强管理面积由 2725 万方提升至 4279 万方，市占率增至 43.6%。我们认为行业集中度的提升主要在于：(1) 物管行业头部公司多具备关联地产开发商，充分享受集团内部资源输送带来的内源性增长。随着地产开发商集中度提升，行业资源向物管头部倾斜较为显著。(2) 随着彩生活 2014 年在香港上市，近几年掀起物管公司上市潮。从资金用途来看，60%-70%的募集资金用于收并购，10%-15%用于发展增值服务等。头部企业借力资本市场实现规模和业务的双线扩张，带动集中度提升。

图表 50 物管公司上市 IPO 募集资金使用情况



资料来源：中国物业服务百强企业研究报告，wind，华安证券研究所

随着商品房市场由增量向存量过渡，物管品牌影响力愈发凸显。一方面，开发商对自有物业板块的服务质量提出更高的要求，以便形成良好的口碑和品牌效应为集团开发项目提供加持作用。另一方面，需要与第三方物管公司合作的开发商在进行合作对象选择时，品牌效应成为重要的考虑因素之一。人力成本的逐年攀升将会进一步压榨基础业务的盈利空间，**通过“科技+人才”实现降本提效将在未来的市场竞争中更具优势，而“品牌”等软实力或为公司带来更多成长空间。**

风险提示：

房地产调控政策趋严

房地产板块的表现受调控政策影响较为明显，我们根据基本面及政策端的表现，预计未来调控以稳为主，通过一城一策进行微调。但是如果未来调控政策超预期收紧，会存在行业销量大幅下行的可能性。

销售及回款不达预期

销售作为上承开工，下启竣工的关键环节，尤以对行业未来业绩确定的前置影响预期。若市场成交不及预期，或影响未来业绩的确认。同时，若销售回款不达预期，会影响公司现金流的稳健与否。

资金面大幅收紧

当前房地产板块的资金面依然偏紧。2020-2021 年，行业将迎来偿债高峰期。若资金端进一步恶化，不排除杠杆水平高、负债结构差、现金流管控水平低的企业出现违约的可能性。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。