东兴证券 DONGXING SECURITIES

房地产：龙头具有更扎实的阿尔法，板块超额收益亦值得期待

2020 年 05 月 11 日

看好/维持

房地产 | 行业报告

行业：疫情加大行业基本面波动性，加重了行业基本面下行趋势。行业自 2019Q2 起处于供给侧驱动的逻辑内，销售、新开工、开发投资等数据增速下行趋势较明确，但受到短期低库存因素的影响，新开工和开发投资增速下行幅度或弱于销售增速下行幅度。尤其是开发投资，将受到建安投资的支撑，大幅下落的可能性较低，开发投资增速或仍将高于 GDP 增速，继续充当经济压舱石的作用。**我们预计全年销售面积增速-5%，销售金额增速-8%，新开工增速 4%，开发投资增速 8.5%，到位资金增速-0.7%。**

政策：政治局会议提“平稳健康”，“关闸放水”连续性强，“因城施策”供给先行。中央层面，“平稳健康发展”的意义是政策意在维持房地产基本面各项数据在窄幅区间震荡，房价、销售、开发投资等数据既不持续向上跳增也不持续向下滑落，但当下向下滑落的风险在显著提升，尤其是房价。资金层面，总量型的货币政策宽松，但房企融资总量受监管的态势不变。后续房地产也将持续受益于货币政策宽松，一端是房企融资成本下行，另一端居民按揭利率跟随 LPR 下调。地方层面：“因城施策”供给先行，需求端放松政策往往出台几日内即撤销。**我们认为既然政策目标是“稳地产”，则后续需求端“因城施策”托底行业基本面下行的概率很高。**

公司：销售和融资主导分化，龙头房企有望凭借全方位优势更胜一筹。疫情之下，销售集中度提升逻辑得以强化和印证。TOP30 尤其是排名靠前的龙头房企和大型房企销售表现强于行业，销售下滑幅度更小。长期我们依然看好 TOP10 和 TOP11-20 两个区间段房企市占率提升。

2019 年业绩复盘：将样本房企分成的龙头组、二线和其他三个样本组。**营收方面，**三个样本组在 2019 年均实现较高的营收增速，增速分别为 27.1%、26.7%和 14.7%，**龙头更占优；2020Q1 龙头组和二线组仍保持正增长。待结转资源方面，龙头组强于二线组和其他组，**截止 2019 年底，龙头组、二线组、其他组的预收款与合同负债之和对营业收入覆盖比率分别为 158.8%、126.2%和 127.0%。**业绩方面，2019 年龙头、二线和其他组分别同比增长 27.3%、23.8%和 13.0%。龙头和二线房企的增速呈下降趋势。盈利能力方面，2019 年龙头组、二线组和其他组归母净利润率分别为 10.9%、7.3%和 4.5%，均呈现上升趋势。我们预期龙头房企有望凭借自身在成本、费用控制能力和提高权益比的方法实现盈利能力的稳定。而中小房企盈利能力或将继续微降。在短期偿债能力和杠杆率方面龙头房企均优于二线组和其他组。**

投资建议：

房地产开发：当前时点我们看好地产板块，板块有望逐渐实现从绝对收益向超额收益过渡，龙头配置价值凸显。疫情加大行业基本面波动性、加重向下趋势。而当前的政策组合是中央层面“房住不炒+平稳健康”，资金层面“关闸放水”连续性强，地方层面“因城施策”供给先行。房企融资持续受益于货币宽松，居民按揭利率也将继续跟随 LPR 下行。同时**我们认为后续需求端“因城施策”托底行业基本面下行的概率较高。龙头集中度提升逻辑在疫情中得以验证和强化，龙头有望凭借融资、成本优势和提高权益比对冲销售增速下滑，维持盈利能力。个股方面，推荐金地集团、保利地产、金科股份、万科 A。**

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐
010-66554046 linjl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519070002
研究助理：曹钧鹏
010-66554041 caojp@dxzq.net.cn
研究助理：陈刚
010-66554042 chen_gang@dxzq.net.cn

物业服务：我们认为行业基本逻辑为“短期看在管面积外拓能力，长期看品牌服务能力”。短期内，行业仍然以跑马圈地为主，龙头企业可以依靠关联开发企业扩张在管面积或凭借资本优势进行并购，快速的实现规模增长。长期来看，具有良好品牌价值和优质服务整合能力的企业才能持续获得客户认可，在存量市场的竞争长跑中获得胜出。我们重点推荐：（1）具有强大的央企、国企背景，有强力开发商支持的同时，在拓展公建物业项目方面有天然优势的公司。同时也推荐：（2）关联地产公司实力较强，管理面积规模及增速具有优势的公司，建议关注碧桂园服务；（3）具有优质品牌价值和较强的市场化拓展能力的企业，建议关注绿城服务。

风险提示：

房地产开发：宏观经济超预期下行，政策边际改善不及预期，房企结转不及预期。

物业服务：人工成本超预期增加；房地产销售遇冷导致行业后续规模增长不及预期；区域差异风险。

目 录

1. 2019 和 2020Q1 业绩回顾：销售和融资主导分化，龙头更胜一筹 5
1.1 销售：疫情之下 TOP30 房企销售强于行业，集中度提升逻辑强化 5
1.2 营收和业绩：2020 年营收锁定性仍较高 8
1.3 盈利能力：归母净利润率或继续上升，其他企业盈利能力大幅提升 10
1.4 安全性和杠杆：龙头房企短期偿债能力较强，但呈现高杠杆 13
2. 公司公告和行业新闻 16
3. 行业数据 17
4. 投资建议 21
5. 风险提示 22

插图目录

图 1： 商品房销售额及同比 ..... 错误!未定义书签。
图 2： 商品房销售面积及同比 ..... 错误!未定义书签。
图 3： 商品房销售面积和销售均价同比增速 ..... 错误!未定义书签。
图 4： 当前处于加库存过程 ..... 错误!未定义书签。
图 5： 累计新开工及同比增速 ..... 错误!未定义书签。
图 6： 单月新开工及同比增速 ..... 错误!未定义书签。
图 7： 开发投资累计值及同比增速 ..... 错误!未定义书签。
图 8： 开发投资各分项累计值及同比增速 ..... 错误!未定义书签。
图 9： 开发投资单月值及同比增速 ..... 错误!未定义书签。
图 10： 开发投资各分项单月值及同比增速 ..... 错误!未定义书签。
图 11： 开发投资两个主要分项建安投资和土地购置错位 ..... 错误!未定义书签。
图 12： 中期库存同比增速和建安投资同比增速同周期 ..... 错误!未定义书签。
图 13： 开发投资两个主要分项建安投资和土地购置错位 ..... 错误!未定义书签。
图 14： 中期库存同比增速和建安投资同比增速同周期 ..... 错误!未定义书签。
图 15： 中央层面历次会议对地产的表述 ..... 错误!未定义书签。
图 16： 隔夜 SHIBOR 因货币政策宽松而下行 ..... 错误!未定义书签。
图 17： 2020 年以来房贷利率伴随 LPR 下行 ..... 错误!未定义书签。
图 18： 开发贷和按揭贷余额同比增速均下滑 ..... 错误!未定义书签。
图 19： 疫情后供给端政策统计 ..... 错误!未定义书签。
图 20： 行业和宏观经济基本面仍是政策的“锚” ..... 错误!未定义书签。
图 21： 2020Q1 龙头和大型房企（前 30 名）销售表现优于行业 5
图 22： 不同规模房企市占率 6
图 23： 样本房企营业收入（亿） 8
图 24： 样本房企营业收入同比增速 8
图 25： 样本房企预收款与合同负债之和对营业收入覆盖比率 ..... 错误!未定义书签。
图 26： 样本房企归母净利润（亿） 10

图 27： 样本房企归母净利润同比增速 10
图 28： 样本房企毛利率 11
图 29： 样本房企期间费用率 11
图 30： 样本房企投资收益/营业总收入 11
图 31： 样本房企少数股东损益占比 11
图 32： 样本房企归母净利润率 ..... 错误!未定义书签。
图 33： 样本房企 EBITDA/利息费用 14
图 34： 样本房企货币资金/短期有息负债 14
图 35： 样本房企剔除预收账后的资产负债率 14
图 36： 样本房企净负债率 14
图 37： 中信房地产板块 PE Bands(PE-TTM) ..... 错误!未定义书签。

表格目录

表 1： 房地产开发投资增速测算表 ..... 错误!未定义书签。
表 2： 到位资金增速测算表 ..... 错误!未定义书签。
表 3： 房地产金融政策一致性连续性较强 ..... 错误!未定义书签。
表 4： 疫情后多地出台需求端放松政策但后续均撤销 ..... 错误!未定义书签。
表 5： 部分一二线城市计划增加土地供应 ..... 错误!未定义书签。
表 6： 行业关键指标预测更新 ..... 错误!未定义书签。
表 7： 主流房企 2020 年销售目标增速 6
表 8： 样本房企分类 8
表 9： 样本房企分类 ..... 错误!未定义书签。
表 10： 主流房企未来两年股息率较高 ..... 错误!未定义书签。

1. 2019 和 2020Q1 业绩回顾：销售和融资主导分化，龙头更胜一筹

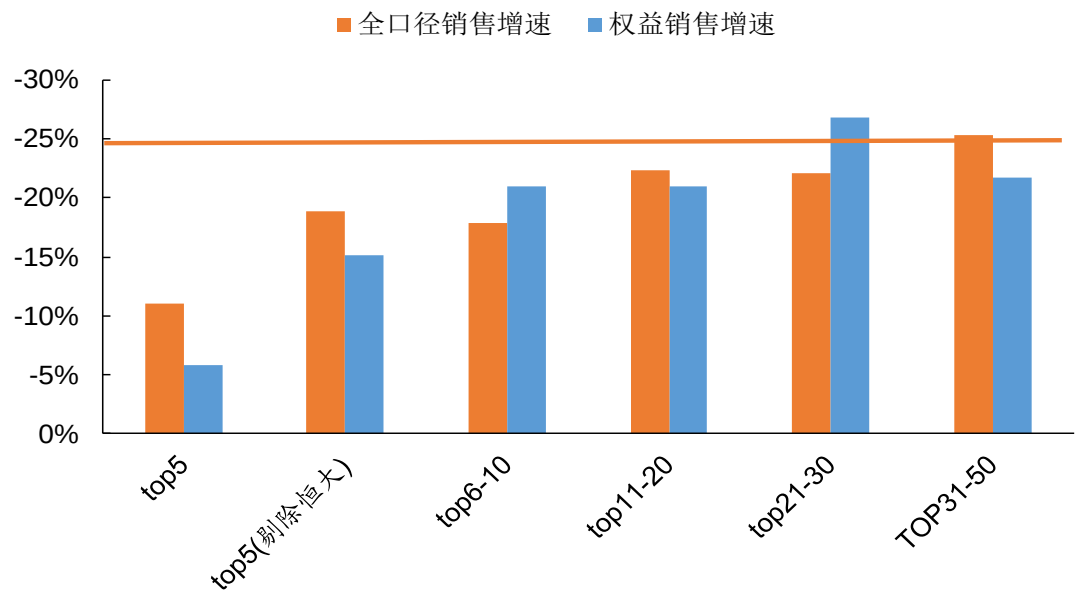
1.1 销售：疫情之下 TOP30 房企销售强于行业，集中度提升逻辑强化

疫情冲击之下，龙头房企集中度提升再次被证明。不同规模房企 2020 年 1 季度销售均大幅下滑，TOP5（剔除恒大）/TOP6-10/TOP11-20/TOP21-30/TOP31-50 全口径销售金额同比增速分别为-18.9%/-17.8%/-22.3%/-22.1%/-25.4%。从全口径来看，龙头房企（TOP5）表现最好，TOP6-10 次之，二线房企 TOP11-20 和 TOP21-30 表现再次之，但以上规模层次房企表现都好于行业。龙头房企销售集中度提升的逻辑得到验证。前 30 名房企中，仅龙光集团和佳兆业全口径销售实现增长，分别同比提高 1.0%和 1.8%。其余表现稍好房企有金科（yoy-0.2%），招商蛇口（yoy-3.1%），绿城（yoy-5.8%），金茂（yoy-8.0%），万科（yoy-8.2%）、世茂（yoy-9.1%）。

万科、世茂权益比提升对冲销售下行。2020 年一季度不同规模房企权益销售亦大幅下滑，TOP5（剔除恒大）/TOP6-10/TOP11-20/TOP21-30/TOP31-50 权益口径销售金额同比增速分别为-15.2%/-21.0%/-21.0/-26.8%/-21.7%。TOP30 房企中，表现稍好的房企有万科（yoy-0.6%）、世茂（yoy-2.2%）、金科（yoy-0.8%）、金茂（yoy-8.0%）和龙光地产（yoy-3.0%），其余房企销售下滑均在 10%以上。

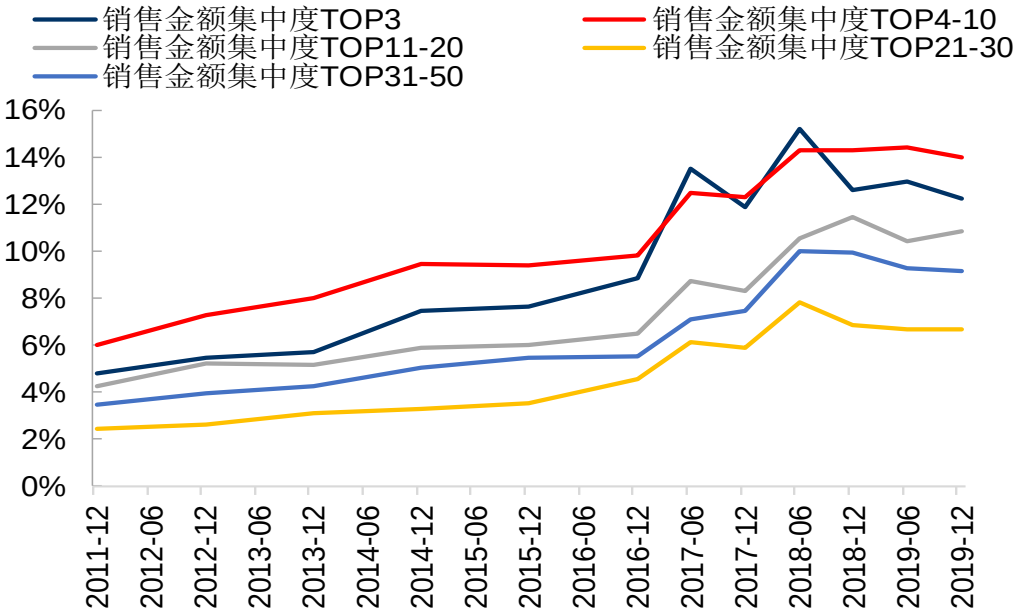
展望全年，虽然行业销售下行，但龙头房企下行幅度仍会小于行业从而逆市提升市占率，这或得益于龙头房企较小房企更强的成本、销售、产品力、知名度、全国布局能力等优势。**我们依旧看好 TOP10 龙头房企市占率提升。结合房企公布的 2020 年销售目标来看，亦看好 TOP11-TOP20 房企市占率提升。**

图1：2020Q1 龙头和大型房企（前 30 名）销售表现优于行业



资料来源：wind，东兴证券研究所 注：2020Q1 行业销售增速-24.7%

图2：不同规模房企市占率



资料来源：wind，东兴证券研究所

表1：主流房企 2020 年销售目标增速

2019 年权益金额排名	公司简称	2020 年销售目标增速
1	中国恒大	8%
2	碧桂园	10%
4	中国海外发展	6%
7	融创中国	8%
8	华润置地	8%
9	龙湖集团	7%
10	世茂房地产	15%
11	招商蛇口	13%
12	金科股份	18%
13	新城控股	-8%
14	阳光城	-5%
15	中国金茂	24%
17	富力地产	10%
18	龙光地产	20%
21	旭辉控股集团	15%
22	荣盛发展	5%

2019 年权益金额排名	公司简称	2020 年销售目标增速
24	时代中国控股	5%
25	中梁控股	10%
26	正荣地产	7%
27	佳兆业集团	14%
28	中国奥园	12%
29	融信中国	9%
30	雅居乐集团	2%
32	远洋集团	0%
36	绿城中国	24%
37	新力控股集团	20%
42	越秀地产	11%
43	合景泰富集团	20%
48	建业地产	-21%
49	建发股份	38%

资料来源：东兴证券研究所

1.2 营收和业绩：2020 年营收锁定性仍较高

我们将样本房企如下表所示根据销售规模分成如下三组。

表2：样本房企分类

龙头	万科 A、保利地产、新城控股、金科股份、阳光城
二线	中南建设、世茂股份、华夏幸福、招商蛇口、蓝光发展、荣盛发展、金地集团
其他	华发股份、滨江集团、首开股份、华侨城 A、中交地产、大悦城、荣安地产、光明地产、中迪投资、信达地产、城投控股、北辰实业、金融街、华远地产、大名城、鲁商发展、福星股份、宋都股份、新湖中宝、城建发展、中洲控股、珠江实业、广宇发展、广宇集团、南山控股、天地源、世荣兆业、苏宁环球

资料来源：东兴证券研究所

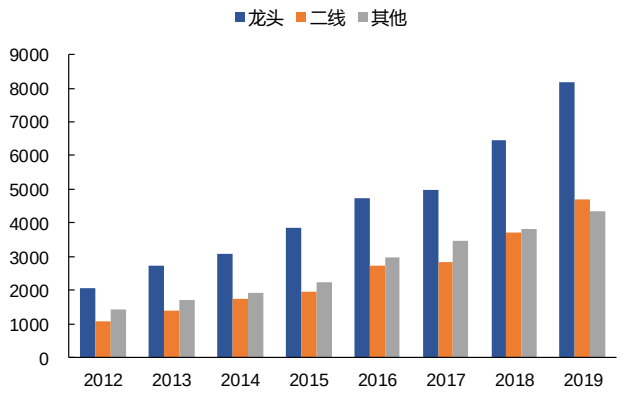
本节使用整体法分析。

2019 年龙头房企合计实现营业收入 8185.0 亿元，略低于二线和其他组共计 35 家房企营收之和。营收增速方面，虽然 18 年增速不及二线房企，但 **19 年龙头房企营收增速超过二线房企，达到 27.1%，而二线和其他分别为 26.7%和 14.7%。**从增速趋势来看，龙头组和二线组营收增速下滑，其他组营收增速有所上升。

待结转资源方面，龙头组强于二线组和其他组。截止 2019 年底，龙头组、二线组、其他组的预收款与合同负债之和对营业收入覆盖比率分别为 158.8%、126.2%和 127.0%。样本房企的预收款与合同负债之和对营业收入覆盖比率仍然处于高位，**2020 年营收确定性仍然较强。**

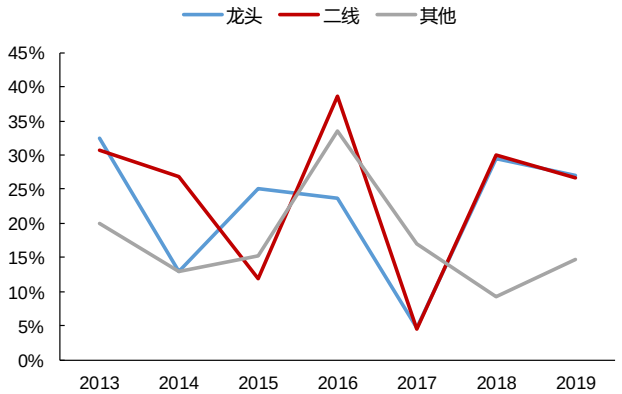
2020Q1，龙头房企实现营业收入 930.3 亿元，二线房企次之，达 665.0 亿元。增速方面，虽然新冠疫情冲击行业节后复工节奏，但除其他房企呈现负增长，**龙头组和二线组仍保持正向增速。**其中二线组增速高达 33.7%，为近五年的峰值；龙头房企达 6.1%，低于 2019 年一季度 2.7 个 pct。总体而言，此次疫情对龙头、二线房企的冲击较小，对其他房企的负面影响较大。

图3：样本房企年度营业收入（亿）



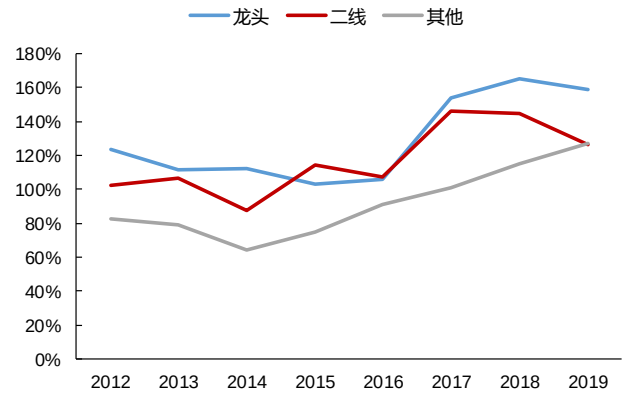
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：样本房企年度营业收入同比增速



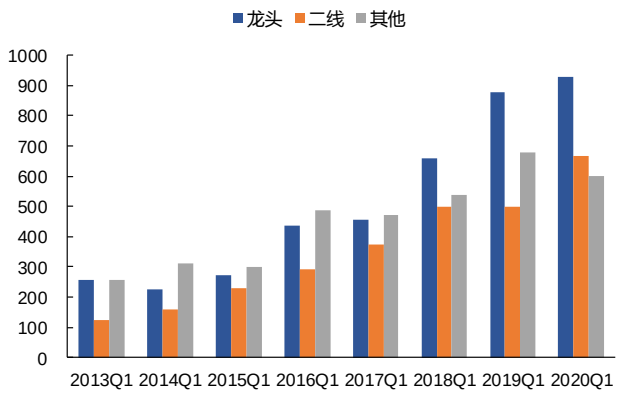
资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：样本房企年度预收款与合同负债之和对营业收入覆盖比率



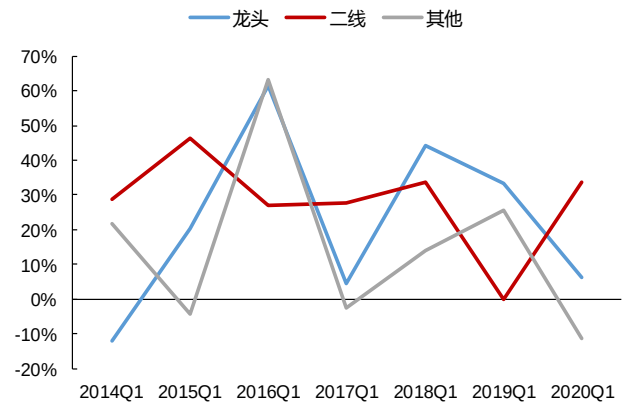
资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：样本房企一季度营业收入（亿）



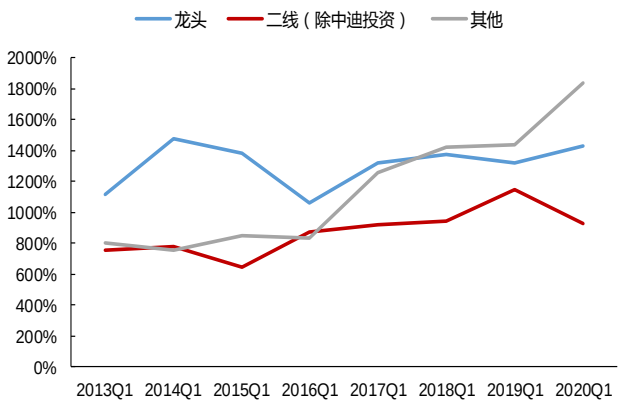
资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：样本房企一季度营业收入同比增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：样本房企一季度预收款与合同负债之和对营业收入覆盖比率



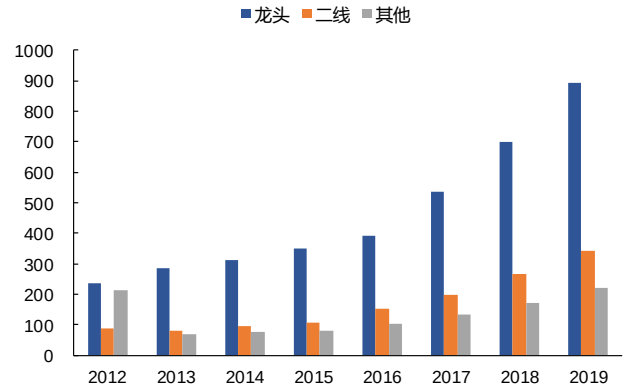
资料来源：wind，东兴证券研究所。

注：因为中迪投资缺少预收账款和合同负债的数据，此处该比值剔除中迪投资。

2019 年，龙头、二线和其他组分别实现归母净利润 891.8 亿、343.8 亿和 222.6 亿，同比增长 27.3%、23.8%和 13.0%。龙头和二线房企的增速呈下降趋势，其他组增速呈上升趋势。

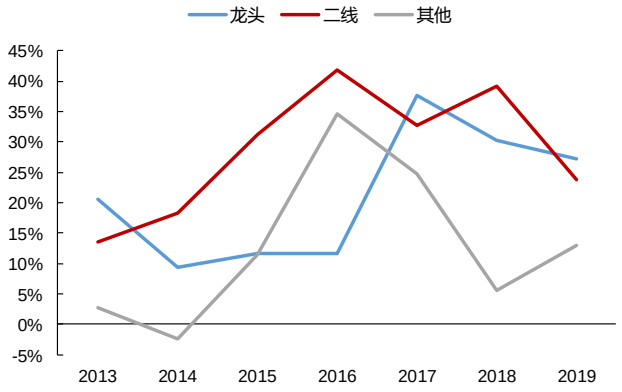
2020 年一季度，样本房企归母利润呈现下降趋势。二线房企的归母净利润高于其他高于龙头，龙头、二线和其他组的归母净利润分别为 47.3 亿、343.8 亿和 222.6 亿。增速方面，龙头房企归母净利润增速放缓，二线和其他组均受到较大冲击。龙头、二线和其他组的归母净利润的一季度增速分别为 27.3%、23.8%和 13.0%。

图9：样本房企年度归母净利润（亿）



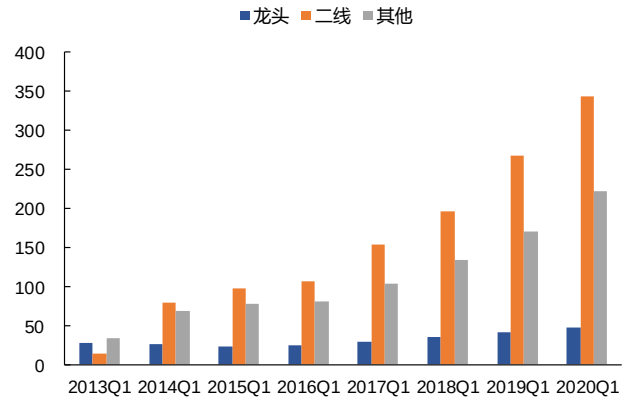
资料来源：wind，东兴证券研究所

图10：样本房企年度归母净利润同比增速



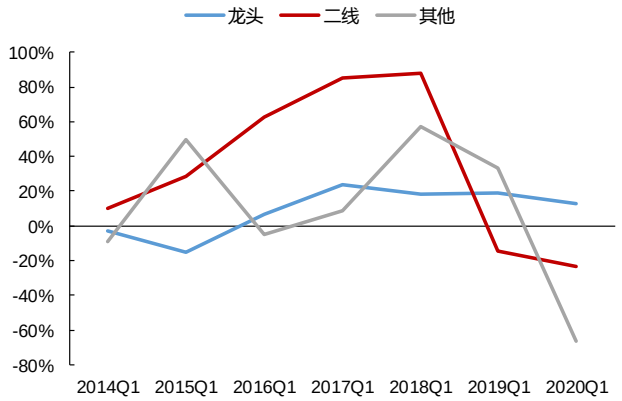
资料来源：wind，东兴证券研究所

图11：样本房企一季度归母净利润（亿）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图12：样本房企一季度归母净利润同比增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 盈利能力：归母净利润率或继续上升，其他企业盈利能力大幅提升

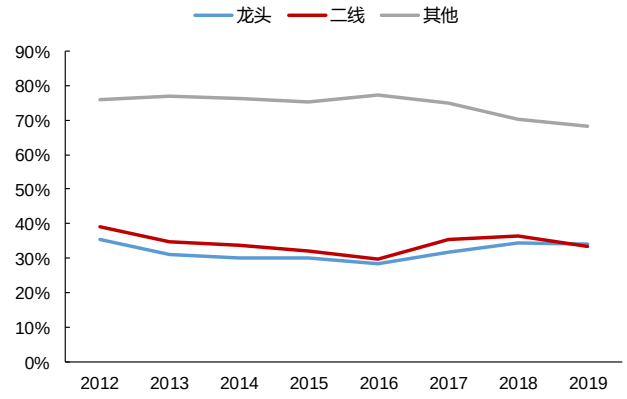
本节使用整体法分析。

2019 年，样本组房企的归母净利润率呈现上升趋势。龙头组、二线组和其他组归母净利润率分别为 10.9%、7.3%和 4.5%，分别同比+0.2pct、+1.4pct 和+13.6pct。分拆来看，造成其他组盈利能力上升的原因在于投资收益的上升。毛利率方面，**样本房企的毛利率呈现下降趋势。**费用控制方面，龙头房企和二线房企的期间费用率较低且趋势下降，显示了两类房企在融资、控费方面的优势，其他房企费用率较高，或预期仍处于扩张态势更显著有关。投资收益/营业总收入，龙头房企处于低位且呈现下降趋势；二线组和其他组处于高位，呈现上升趋势。少数股东损益占比，龙头房企略微下滑、二线房企显著下滑。

2020 年 Q1，除二线组房企的归母净利润率呈现负增长趋势，龙头房企和其他房企均呈现上升趋势。龙头组、二线组和其他组归母净利润率分别为 5.1%、51.7%和 37.1%，分别同比+6.0pct、-3.8pct 和+47.1pct。**毛利率方面，样本房企的毛利率均呈下降趋势。**费用控制方面，龙头房企的费用率略有上升，其他房企的费用率仍处于高位，二线房企的费用率回落。投资收益/营业总收入方面，龙头房企处于低位且呈现上升趋势，二线组和其他组处于高位。少数股东损益占比方面，龙头房企显著下滑，以应对毛利率下滑的负面影响。预计这一趋势仍将延续，行业整体销售处于高位平台期，龙头房企或提高项目权益比，对冲销售增速下行，万科、世茂等房企 2020Q1 销售权益比有所提高是一例证，一惯使用合作杠杆的旭辉也在近年逐渐提高拿地权益比。

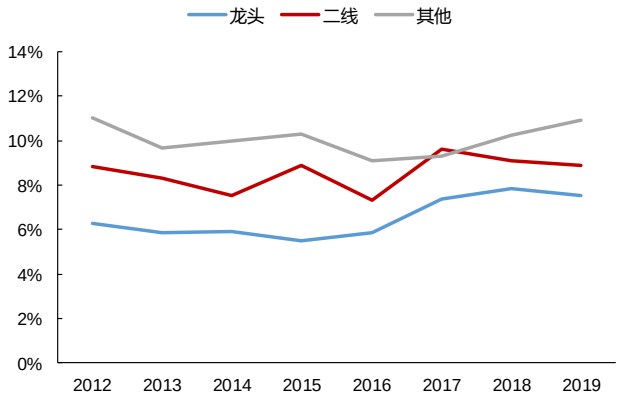
综上，我们预期龙头房企有望凭借自身在成本和费用控制和提高权益比的方法实现盈利能力的稳定。而二线房企的盈利能力或将继续微降。

图13：样本房企年度毛利率



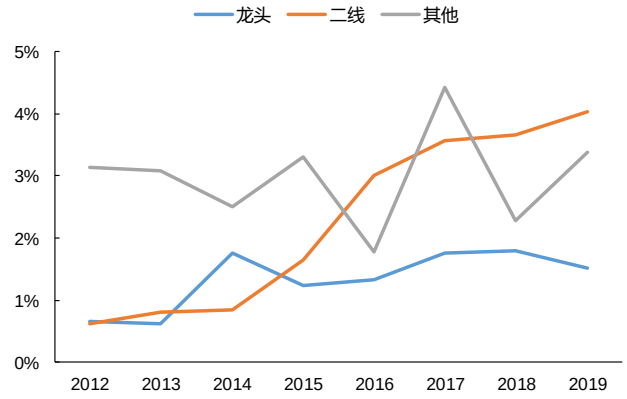
资料来源：wind，东兴证券研究所

图14：样本房企年度期间费用率



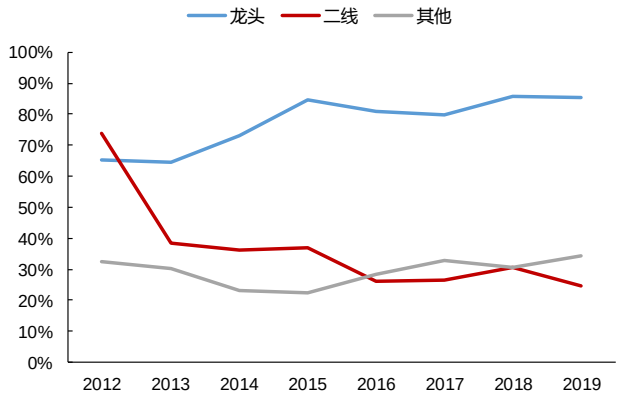
资料来源：wind，东兴证券研究所

图15：样本房企年度投资收益/营业总收入



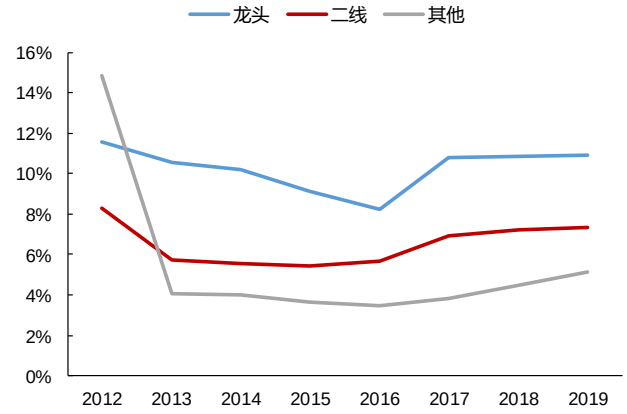
资料来源：wind，东兴证券研究所

图16：样本房企年度少数股东损益占比



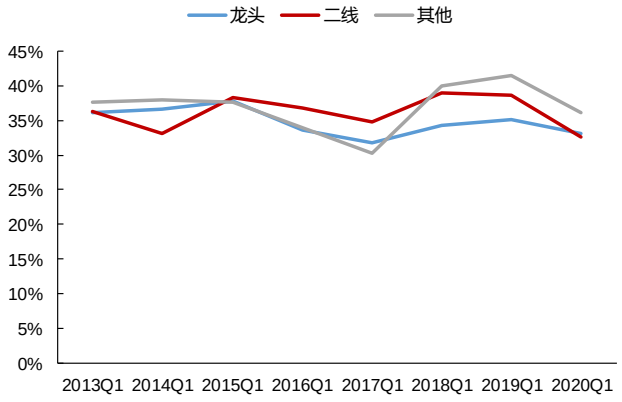
资料来源：wind，东兴证券研究所

图17：样本房企年度归母净利润率



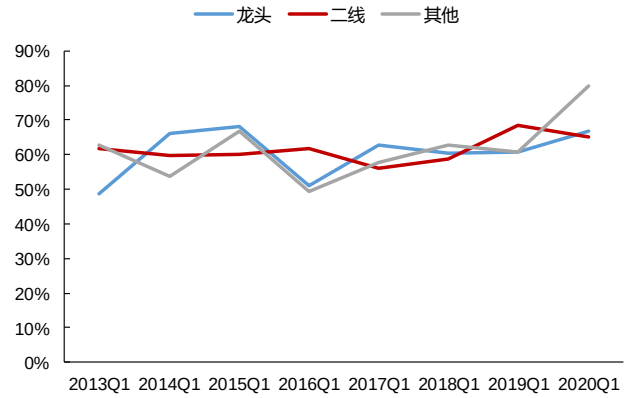
资料来源：wind，东兴证券研究所

图18：样本房企一季度毛利率



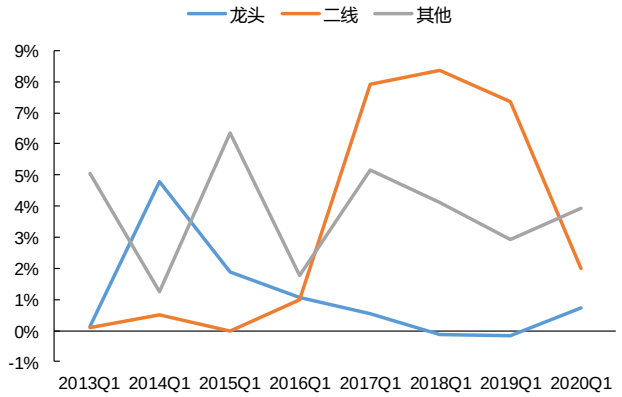
资料来源：wind，东兴证券研究所

图19：样本房企一季度期间费用率



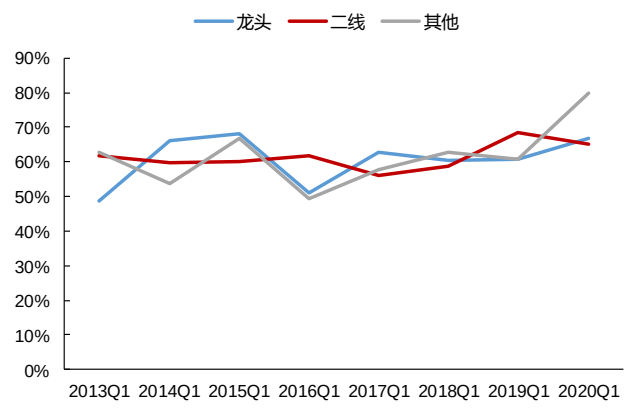
资料来源：wind，东兴证券研究所

图20：样本房企一季度投资收益/营业总收入



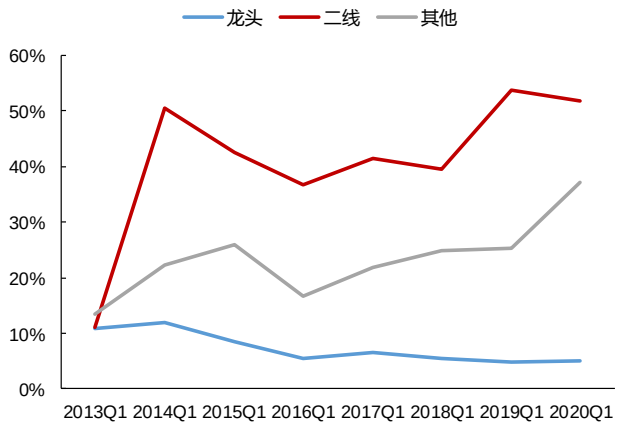
资料来源：wind，东兴证券研究所

图21：样本房企一季度少数股东损益占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图22：样本房企一季度归母净利润率



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.4 安全性和杠杆：龙头房企短期偿债能力较强，但呈现高杠杆

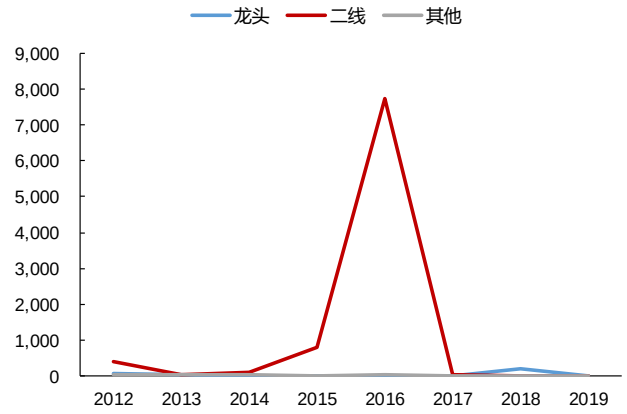
本节使用平均法分析。样本房企见下表。

龙头房企的短期偿债能力整体强于于二线组和其他组。样本房企的短期偿债能力均较佳。从 EBITDA 对利息费用的覆盖来看，截止 2019 年底，样本房企组合均值均大于 1，个股仅新城控股较低，为 1.3。从货币资金对短期有息负债覆盖比率来看，截止 2019 年底，样本房企组合均值均在 1 以上，龙头、二线 A 和二线 B 分别为 177.2%、112.0%和 144.5%，二线主要受华夏幸福影响（71.1%），其他主要受华远地产（52.0%）和广宇发展（42.5%）影响。

龙头房企杠杆率高于二线组和其他组，但净负债率较低。从剔除预收账款后的资产负债率来看，截止 2019 年底，龙头组、二线组和其他组分别为 74.6%、70.0%和 70.0%。个股中阳光城和华夏幸福较高，分别为 77.6%和 77.8%。从净负债率来看，龙头房企优势较为明显，截止 2019 年底，龙头组、二线 A 组合二线 B 组分别为 70.7%、88.6%和 102.5%。个股中华夏幸福和华发股份较高，分别为 182.8%和 162.4%。

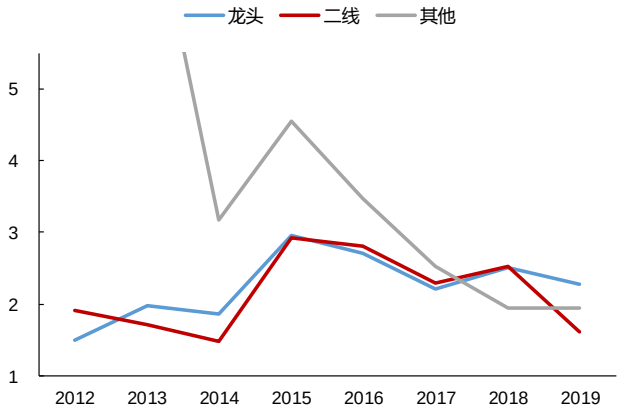
2020Q1 在安全性和杠杆方面的趋势与 2019 年基本一致。综上，龙头房企的短期偿债能力较强，以净负债率为代理指标的资本结构也优于其他两组房企。

图23：样本房企年度 EBITDA/利息费用



资料来源：wind，东兴证券研究所

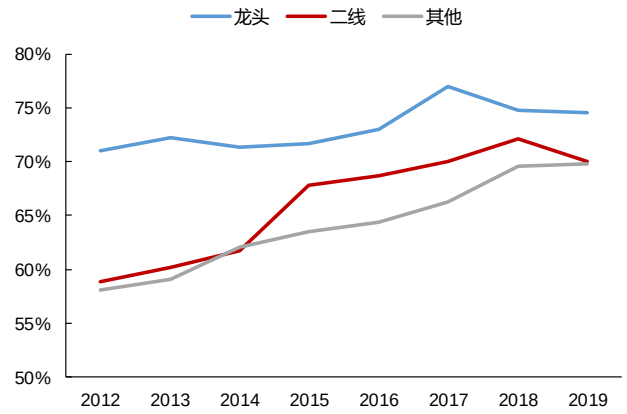
图24：样本房企年度货币资金/短期有息负债



资料来源：wind，东兴证券研究所

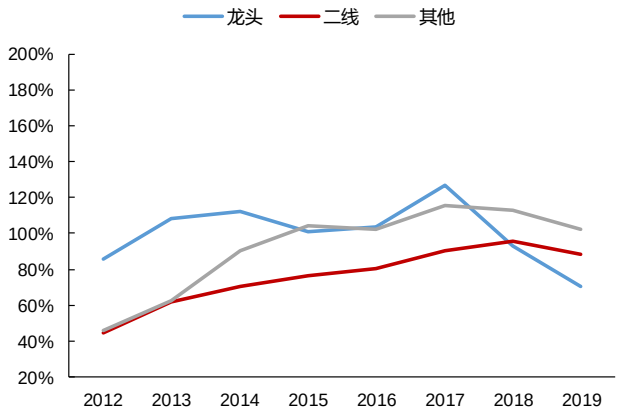
注：由于部分房企缺少短期债务数据，此处计算时仅对剩余企业采用平均分析法。

图25：样本房企年度剔除预收账后的资产负债率



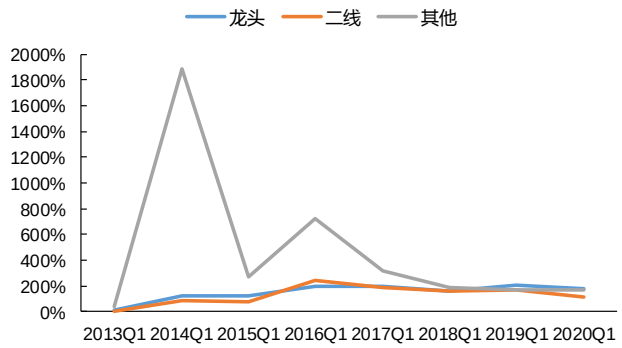
资料来源：wind，东兴证券研究所

图26：样本房企年度净负债率



资料来源：wind，东兴证券研究所

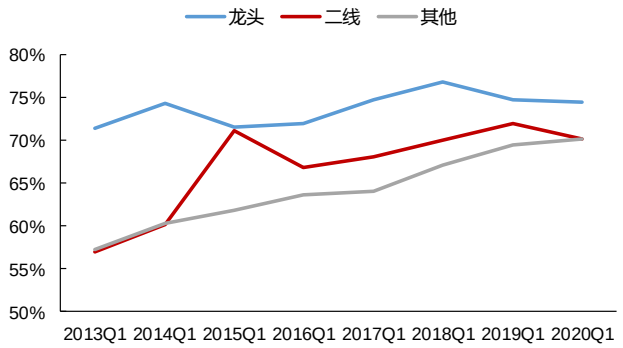
图27：样本房企一季度货币资金/短期有息负债



资料来源：wind，东兴证券研究所

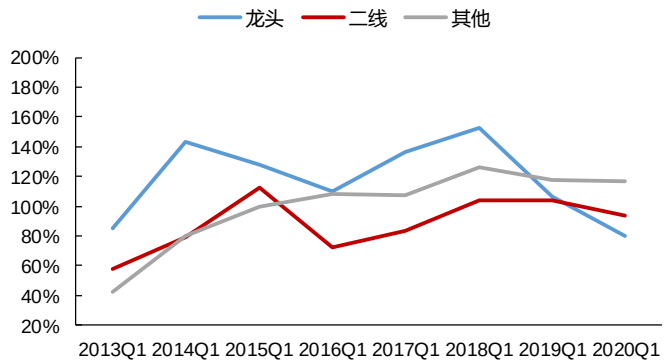
注：由于部分房企缺少短期债务数据，此处计算时仅对剩余企业采用平均分析法。

图28：样本房企一季度剔除预收账后的资产负债率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图29：样本房企一季度净负债率



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 公司公告和行业新闻

表3：重点公司公告

个股	公告内容
碧桂园	2020 年 4 月，公司实现权益销售额 490 亿元，同比增长 3.8%，环比增长 4.2%；实现权益销售面积 589 万平方米，同比增长 16.1%，环比增长 3.2%。
招商蛇口	2020 年 4 月，公司实现签约销售面积 85.85 万平方米，同比减少 6.09%；实现签约销售金额 195.91 亿元，同比增加 9.25%。
保利地产	2020 年 4 月，公司实现签约面积 244.01 万平方米，同比下降 4.37%；签约金额 375.89 亿元，同比增加 0.44%。
佳兆业集团	2020 年 4 月，公司实现约人民币 65.09 亿元的合约销售，合约建筑面积约为 43.25 万平方米，平均售价约为每平方米人民币 15.051 元。
万科 A	2020 年 4 月，公司实现合同销售面积约 107.2 亿元，同比增长 16.14%；对应合约销售面积约为 69.4 万平方米，较去年同期增长约 28.5%。
中国恒大	2020 年 4 月，公司实现合同销售金额约 652.1 亿元，较去年同期增长约 11.6%；对应合约销售面积约为 713.0 万平方米，较去年同期增长约 28.5%。
富力地产	2020 年 4 月，公司实现权益合约销售总金额约人民币 92.2 亿元，销售面积达约 81.72 万平方米，同比分别上升 4%和 14%。
融创中国	5 月 6 日及 5 月 7 日，公司间接全资附属公司于公开市场通过大宗交易方式出售 2.67 亿金科股份，约占金科地产已发行股本总数的 5.00%，出售价格为每股 8.0 元，合计代价约为 21.36 亿元。
华侨城 A	截至 4 月 30 日，公司以集中竞价方式累计回购了 5235.25 万股，对总股本占比 0.64%，最高成交价为 6.50 元/股，最低成交价为 6.33 元/股，支付总金额为 3.36 亿元（不含交易费用）。

资料来源：wind，东兴证券研究所

表4：行业新闻

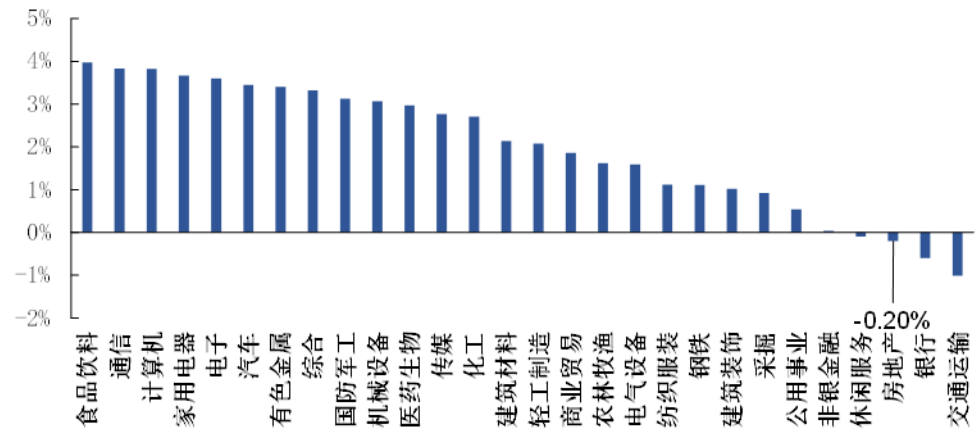
部门	时间	主要内容
北京	5 月 5 日	自 5 月 6 日，北京将实施“六年一学位”，“多校划片”等措施，降温学区房。此外，北京通过集团化办学和学区制改革等方式，扩大优质教育资源覆盖面。市教委介绍，本市三分之二以上的中小学校已纳入学区制管理。
住建部	5 月 7 日	住建部决定组织开展城市建设领域防疫情补短板扩内需调研，重点从城市、社区、建筑等 3 个层面开展，城市层面主要从城市在区域协同发展、城市空间布局等方面进行分析评估。建筑层面主要从公共建筑、住宅建筑尤其是高层住宅在设计等方面进行分析评估。
央行	5 月 7 日	央行明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。
国务院	5 月 8 日	国务院将支持上海、广东、浙江等地开展金融改革创新先行先试，在相关领域加大再贷款、再贴现的支持力度，将鼓励符合条件的全国性股份制银行在上述地方开设分支机构，支持符合条件的企业发行“双创”公司债券、绿色公司债券等金融创新产品

资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 行业数据

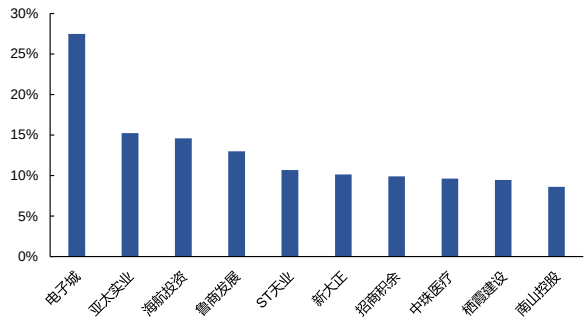
申万房地产板块本周表现一般，下跌 0.20%，跑输上证综指和沪深 300。个股方面，电子城、亚太实业、海航投资、鲁商发展、ST 天业位列涨幅前五，分别上涨 27.48%，15.23%，14.58%，13.01%和 10.69%；长春经开、光大嘉宝、浙江广厦、金融街、蓝光发展位列跌幅前五，分别下跌 14.29%，7.08%，4.63%，4.32%和 3.78%。

图30：申万二级行业本周涨跌幅



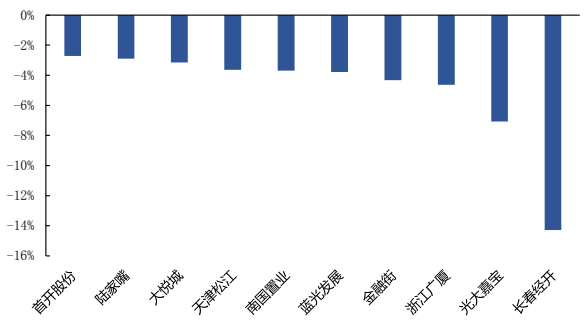
资料来源：wind，东兴证券研究所

图31：个股本周涨幅前十



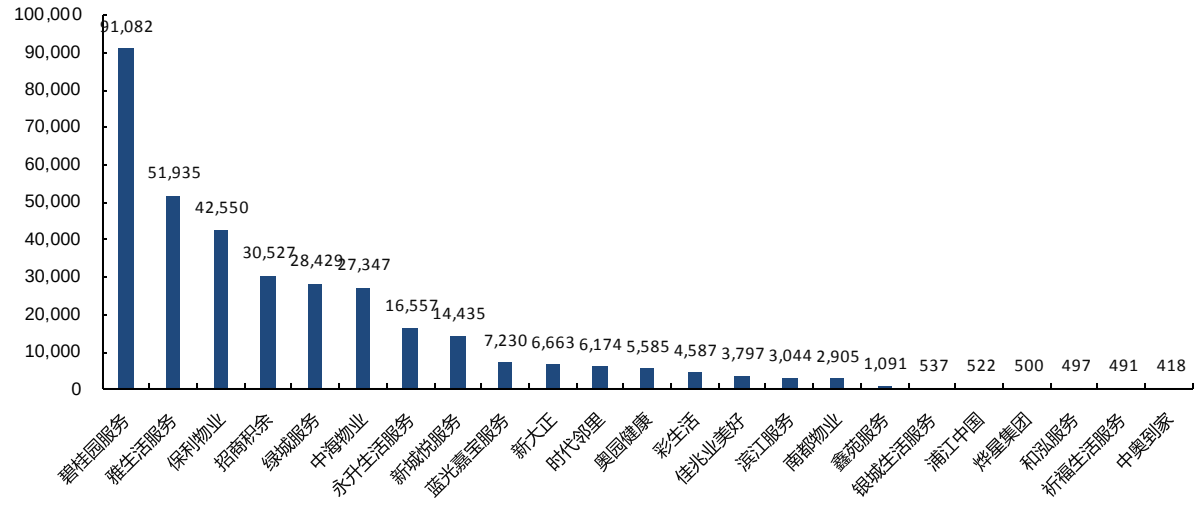
资料来源：wind，东兴证券研究所

图32：个股本周跌幅前十



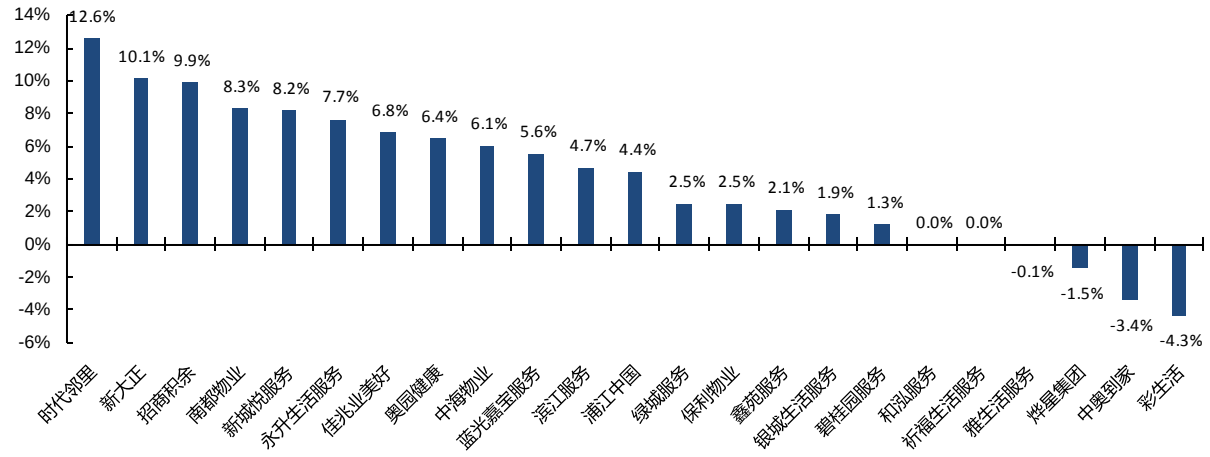
资料来源：wind，东兴证券研究所

图33：AH 股物业公司市值排名（百万元 RMB）



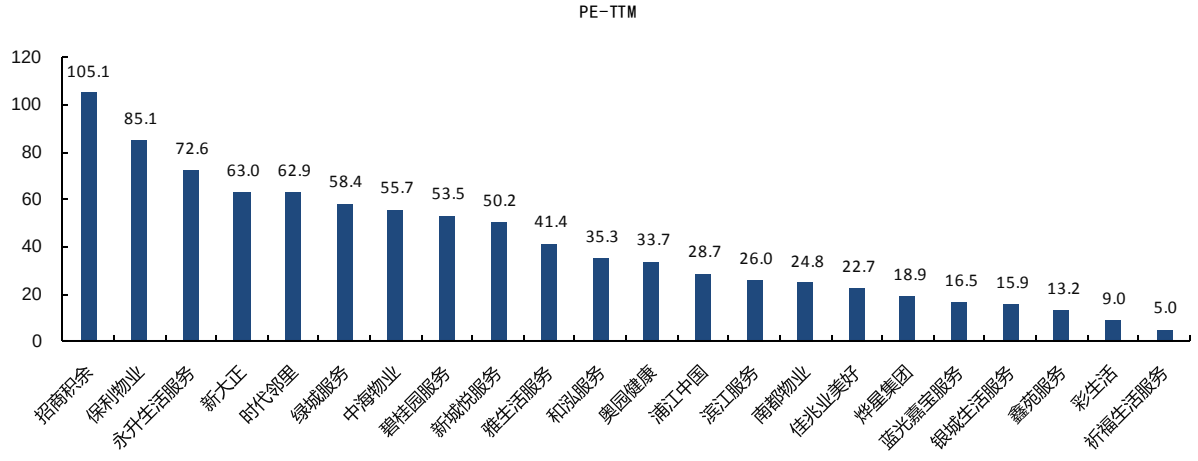
资料来源：Wind，东兴证券研究所，注：股价采用5.8日收盘价，汇率为1港币=0.91人民币

图34：AH 股物业公司周涨跌幅排名（5.4-5.8）



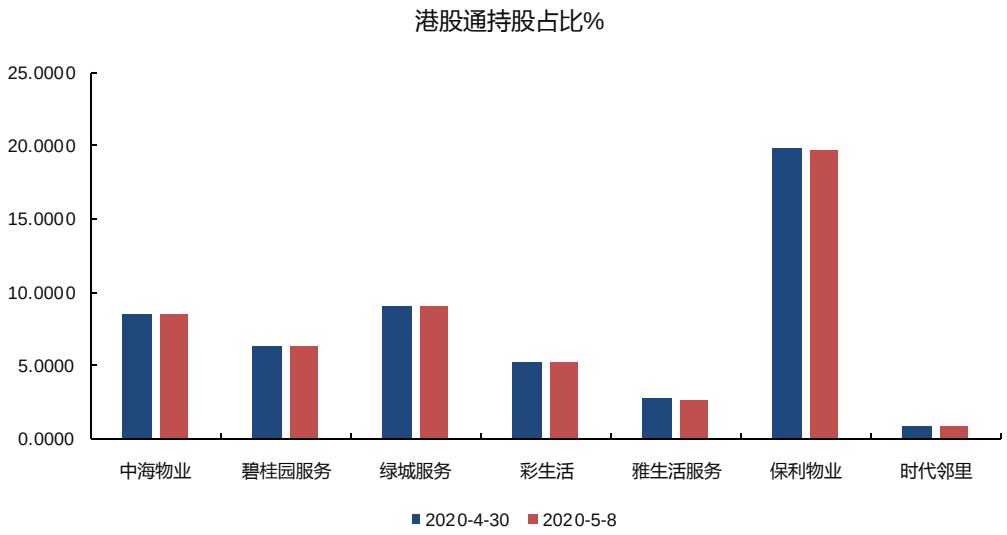
资料来源：wind，东兴证券研究所

图35：AH 股物业公司动态估值



资料来源：Wind，东兴证券研究所，注：股价采用5.8日收盘价

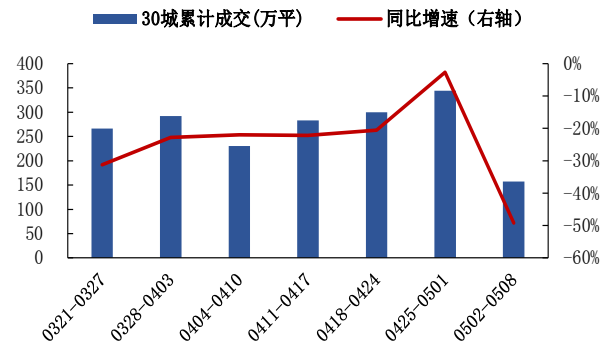
图36：H股物业公司港股通持股占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

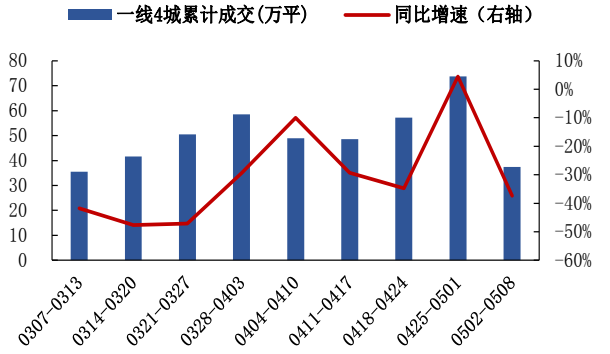
30 城本周（5 月 2 日至 5 月 8 日）累计成交 157.1 万平方米，成交同比下滑 49.18%。一线、二线和三线城市本周成交面积分别为 37.38 万平、64.44 万平和 55.28 万平，分别同比下滑 37.37%、54.86%和 48.48%。

图37：30 城每周成交面积



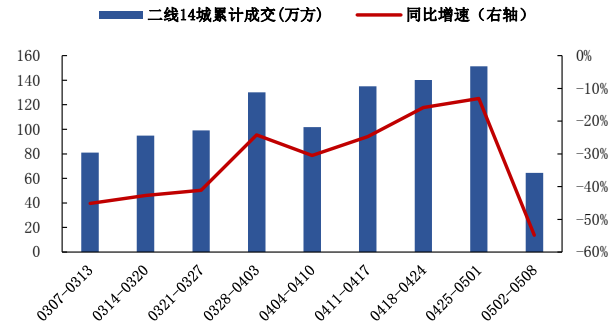
资料来源：wind，东兴证券研究所

图38：一线四城每周成交面积



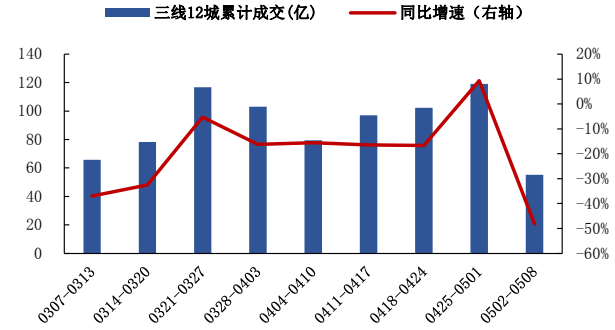
资料来源：wind，东兴证券研究所

图39：二线 14 城每周成交面积



资料来源：wind，东兴证券研究所

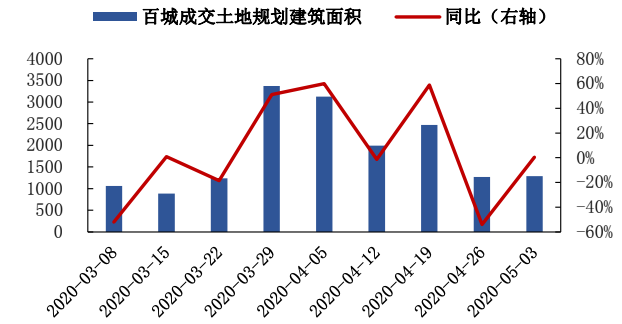
图40：三线 12 城每周成交面积



资料来源：wind，东兴证券研究所

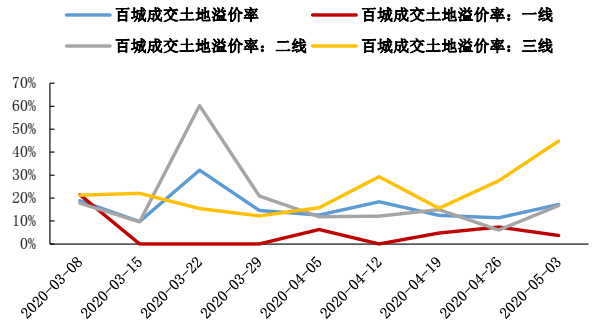
土地市场方面，溢价率上行且出让面积小幅上升。上周（4 月 27 日到 5 月 3 日）百城土地成交规划建筑面积为 1286.549 万平，同比上涨 0.34%，溢价率 17.21%。一线、二线和三线城市土地出让溢价率分别为 3.64%，16.78%和 44.81%。

图41：百城土地成交面积及同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

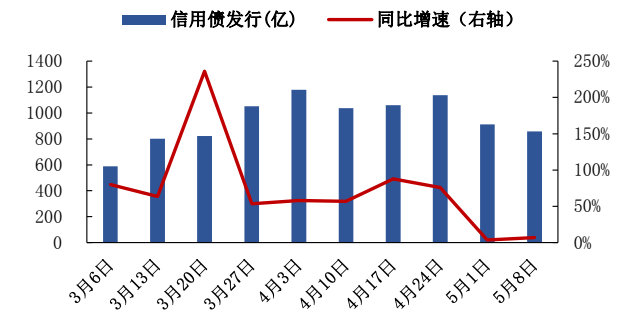
图42：百城土地溢价率



资料来源：wind，东兴证券研究所

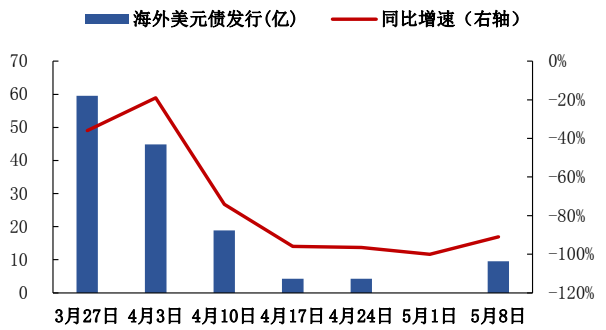
融资方面，截止到本周五（5 月 8 日）过去的一个月房企发行信用债 857.1 亿，同比上升 7.08%。房企美元新债发行超过一个月停滞，但随全球疫情渐缓而略有好转，截止到本周五（5 月 8 日）过去的一个月发行海外美元 9.5 亿美元，环比改善明显。

图43：截止到每周五过去一个月的信用债发行量



资料来源：wind，东兴证券研究所

图44：截止到每周五过去一个月的美元债发行量



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 投资建议

行业：疫情加大行业基本面波动性，加重了行业基本面下行趋势。行业自 2019Q2 起处于供给侧驱动的逻辑内，销售、新开工、开发投资等数据增速下行趋势较明确，但受到短期低库存因素的影响，新开工和开发投资增速下行幅度或弱于销售增速下行幅度。尤其是开发投资，将受到建安投资的支撑，大幅下落的可能性较低，开发投资增速或仍将高于 GDP 增速，继续充当经济压舱石的作用。**我们预计全年销售面积增速-5%，销售金额增速-8%，新开工增速 4%，开发投资增速 8.5%，到位资金增速-0.7%。**

政策：政治局会议提“平稳健康”，“关闭放水”连续性强，“因城施策”供给先行。中央层面，“平稳健康发展”的意义是政策意在维持房地产基本面各项数据在窄幅区间震荡，房价、销售、开发投资等数据既不持续向上跳增也不持续向下滑落，但当下向下滑落的风险在显著提升，尤其是房价。资金层面，总量型的货币政策宽松，但房企融资总量受监管的态势不变。后续房地产也将持续受益于货币政策宽松，一端是房企融资成

本下行，另一端居民按揭利率跟随 LPR 下调。地方层面："因城施策"供给先行，需求端放松政策往往出台几日内即撤销。**我们认为既然政策目标是"稳地产"，则后续需求端"因城施策"托底行业基本面下行的概率很高。**

公司：销售和融资主导分化，龙头房企有望凭借全方位优势更胜一筹。疫情之下，销售集中度提升逻辑得以强化和印证。TOP30 尤其是排名靠前的龙头房企和大型房企销售表现强于行业，销售下滑幅度更小。长期我们依然看好 TOP10 和 TOP11-20 两个区间段房企市占率提升。

2019 年业绩复盘：将样本房企分成的龙头组、二线和其他三个样本组。**营收方面，**三个样本组在 2019 年均实现较高的营收增速，增速分别为 27.1%、26.7%和 14.7%，**龙头更占优；2020Q1 龙头组和二线组仍保持正增长。待结转资源方面，龙头组强于二线组和其他组，**截止 2019 年底，龙头组、二线组、其他组的预收款与合同负债之和对营业收入覆盖比率分别为 158.8%、126.2%和 127.0%。**业绩方面，2019 年龙头、二线和其他组分别同比增长 27.3%、23.8%和 13.0%。龙头和二线房企的增速呈下降趋势。盈利能力方面，2019 年龙头组、二线组和其他组归母净利润率分别为 10.9%、7.3%和 4.5%，均呈现上升趋势。我们预期龙头房企有望凭借自身在成本、费用控制能力和提高权益比的方法实现盈利能力的稳定。而中小房企盈利能力或将继续微降。在短期偿债能力和杠杆率方面龙头房企均优于二线组和其他组。**

投资建议：

房地产开发：当前时点我们看好地产板块，板块有望逐渐实现从绝对收益向超额收益过渡，龙头配置价值凸显。疫情加大行业基本面波动性、加重向下趋势。而当前的政策组合是中央层面"房住不炒+平稳健康"，资金层面"关闸放水"连续性强，地方层面"因城施策"供给先行。房企融资持续受益于货币宽松，居民按揭利率也将继续跟随 LPR 下行。同时**我们认为后续需求端"因城施策"托底行业基本面下行的概率较高。龙头集中度提升逻辑在疫情中得以验证和强化，龙头有望凭借融资、成本优势和提高权益比对冲销售增速下滑，维持盈利能力。个股方面，推荐金地集团、保利地产、金科股份、万科 A。**

物业服务：我们认为行业基本逻辑为"短期看在管面积外拓能力，长期看品牌服务能力"。短期内，行业仍然以跑马圈地为主，龙头企业可以依靠关联开发企业扩张在管面积或凭借资本优势进行并购，快速的实现规模增长。长期来看，具有良好品牌价值和优质服务整合能力的企业才能持续获得客户认可，在存量市场的竞争长跑中获得胜出。我们重点推荐：（1）具有强大的央企、国企背景，有强力开发商支持的同时，在拓展公建物业项目方面有天然优势的公司。同时也推荐：（2）关联地产公司实力较强，管理面积规模及增速具有优势的公司，建议关注碧桂园服务；（3）具有优质品牌价值和较强的市场化拓展能力的企业，建议关注绿城服务。

5. 风险提示

房地产开发：

宏观经济超预期下行，政策边际改善不及预期，房企结转不及预期。

物业服务：

人工成本超预期增加；房地产销售遇冷影响行业后续规模增长不及预期；区域差异风险。

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019 年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526