

行业新形势，房企新形态

——房地产行业2020年度投资策略

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

房地产行业分析师/潘玮
执业证书编号：S0130511070002

2020年1月

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

- 01 | 房地产行业在国民经济中的重要地位
- 02 | “去库存”告一段落，各线城市库存分化
- 03 | 行业政策新形势
- 04 | 行业财务稳健，持仓估值双低凸显配置价值
- 05 | 未来新趋势，房企新形态



01 | 房地产行业在国民经济中的重要地位

China galaxy securities

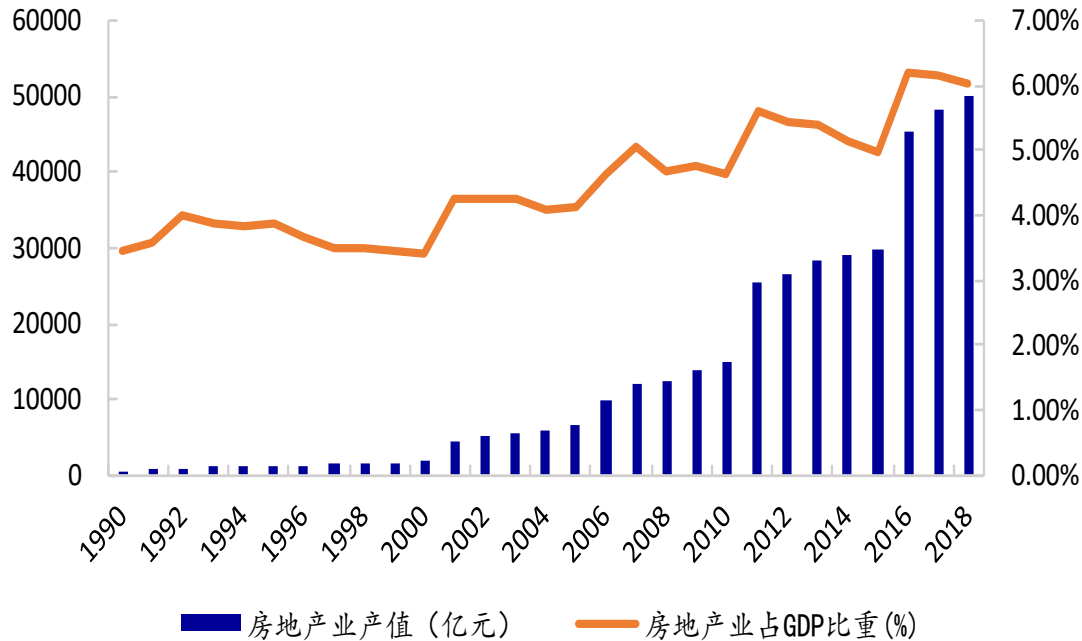
1.1 房地产行业是我国经济的重要支柱

房地产行业在国民经济中的重要地位
China galaxy securities

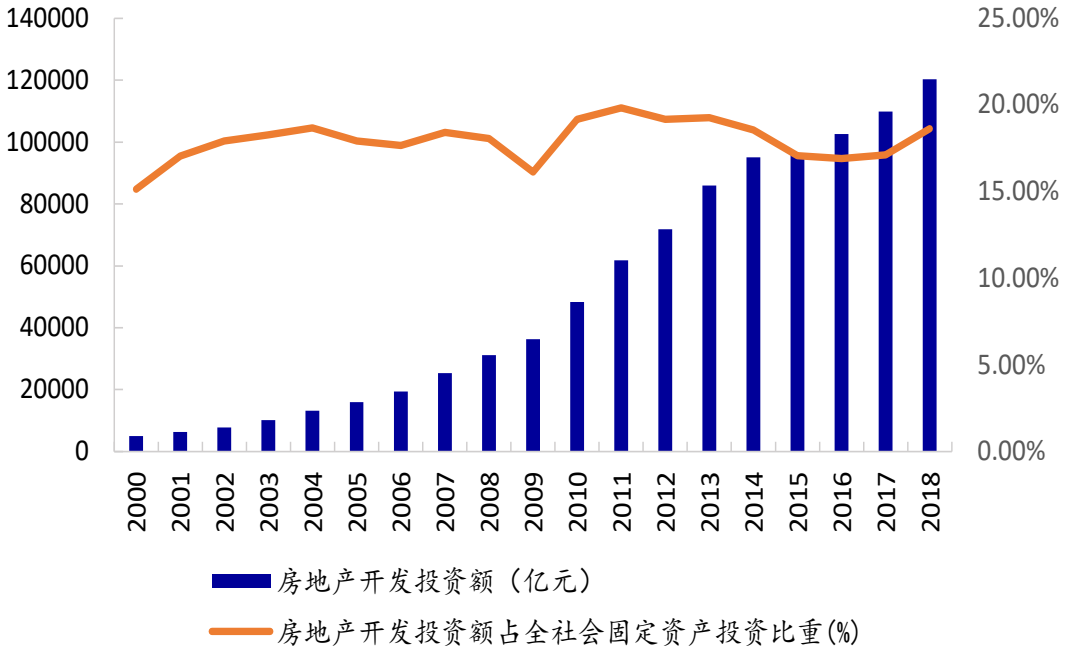


- 房地产业对GDP贡献程度较高，是我国经济增长的重要推动力。截至2018年，房地产业产值已达到50101亿元，在GDP中比重为6.01%，与地产相关的行业产值占GDP比例在30%左右，对经济的拉动作用显著；2018年我国全社会固定资产投资完成额为64.57万亿元，房地产开发投资完成额为12.03万亿元，占当年全社会固定资产投资完成额的18.63%，仅次于制造业。
- 房地产业增速放缓，但作用依然显著。“房住不炒”已成为未来行业调控的主基调，投机需求逐步离场，市场预期正在转变，行业销售规模虽已告别高速增长时代，但也将保持15万亿以上的规模，所以无论从规模还是结构分析，房地产行业对经济发展仍有举足轻重的作用。

中国房地产产值占GDP比重



房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重



资料来源：中国银河证券研究院整理

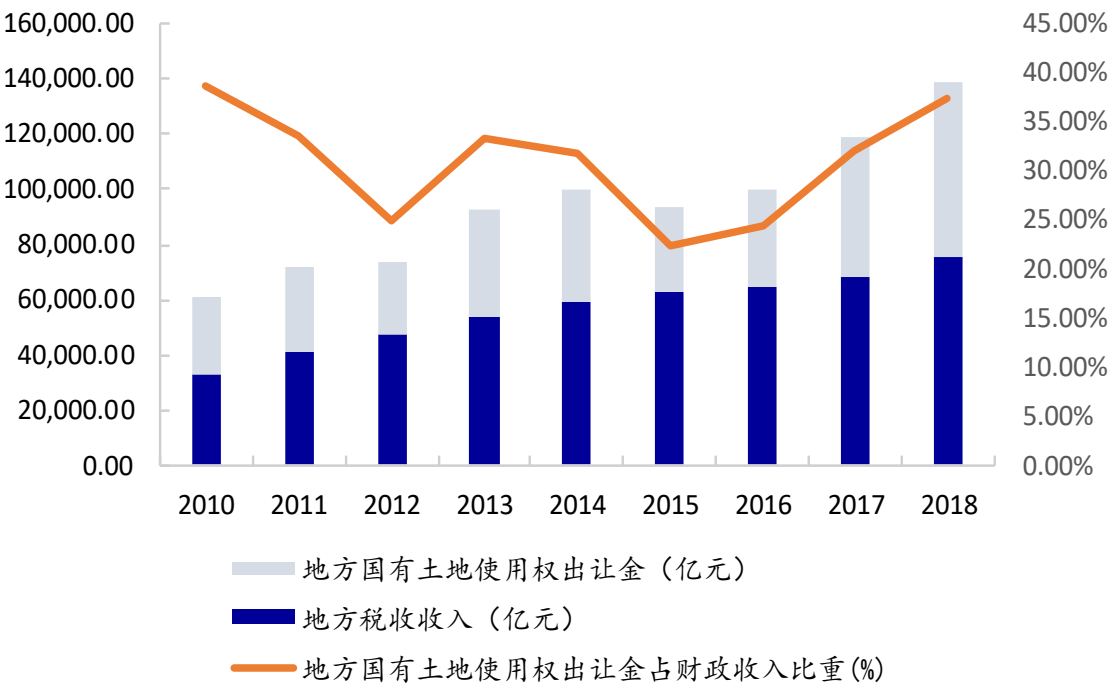
1.2 地方政府对房地产行业依赖程度较大

房地产行业在国民经济中的重要地位
China galaxy securities



- 目前我国国有土地使用权出让金逐年上升，2018年为62875.11亿元，占财政收入比重为37.52%，相比于税收收入约45%的比重，该数值较为可观，地方政府对房地产业依赖较大，房地产业关系到政府与国家的经济命脉。但这种依赖也增强了房地产的投资属性，容易造成房地产业的过度增长甚至泡沫的形成。
- 判断：本轮调控是基于房地产重要性的国家级战略选择，是一个长期行为，也会维持很长的时间。

国有土地使用权出让金占财政收入比重



资料来源：中国银河证券研究院整理

02 | “去库存”告一段落，各线城市库存分化

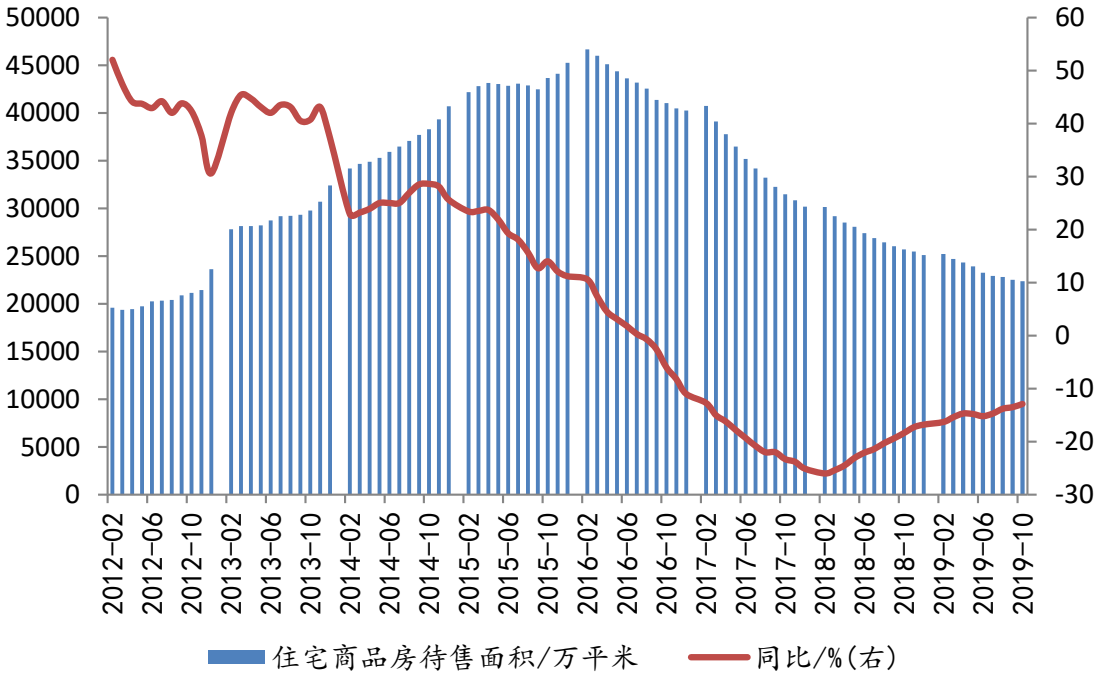
China galaxy securities

2.1 商品房库存总量处于低库存阶段

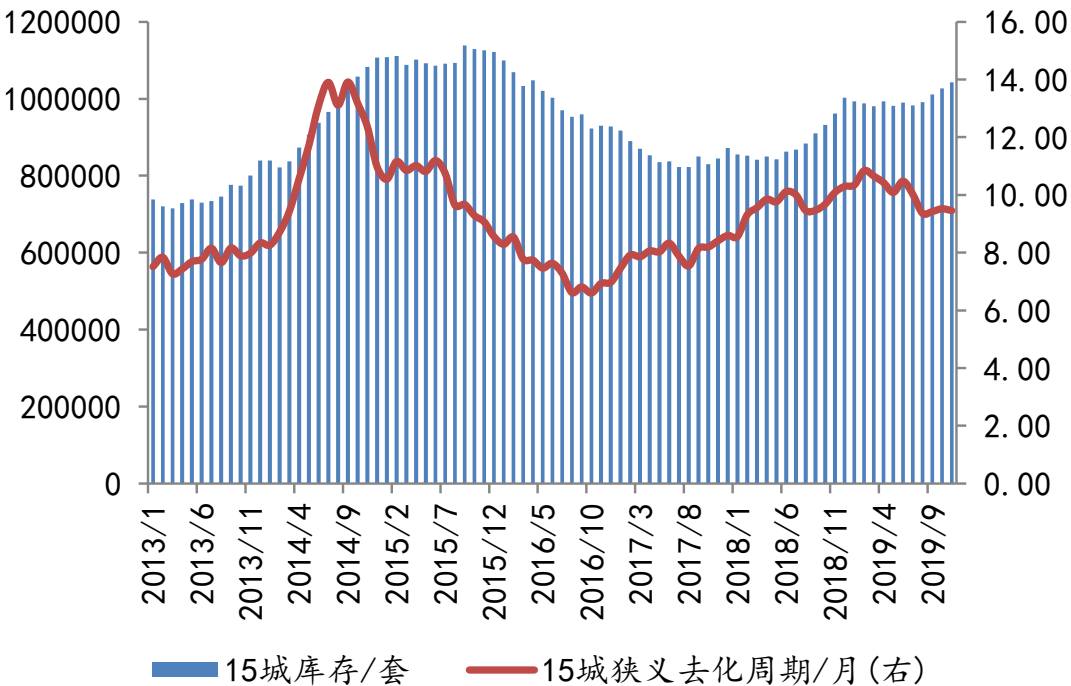
“去库存告一段落，各线城市库存分化”
China galaxy securities

- 我国商品房市场当前处于低库存阶段。2015年12月，习总书记在中央经济工作会议上首次提出供给侧改革的五大重点任务“三去一降一补”，“去库存”作为重点任务之一，之后房地产行业进入去库存阶段。“棚改货币化”也为主要抓手，2015年起每年实际棚改数量均在600万套以上，棚改财政支出也增加至1700亿元，去库存政策效果明显。
- 在经历两年的快速去库存之后，2018开始行业去库存的速度开始逐步减慢，这主要是由于在“房住不炒”的政策基调下，政策主要以调控为主，需求得不到有效释放。截至2019年10月，我国住宅类商品房待售面积为2.24亿平方米，同比降幅收窄至12.9%，去库存的速度虽有所下降，但总量仍处在低位，较15年高点下降了54%。2019年以来，由于房企在融资压力下加快销售促回款，推动库存量进一步下降。

住宅商品房待售面积（万平米）及同比



重点关注的15城库存及去化周期情况



资料来源：中国银河证券研究院整理

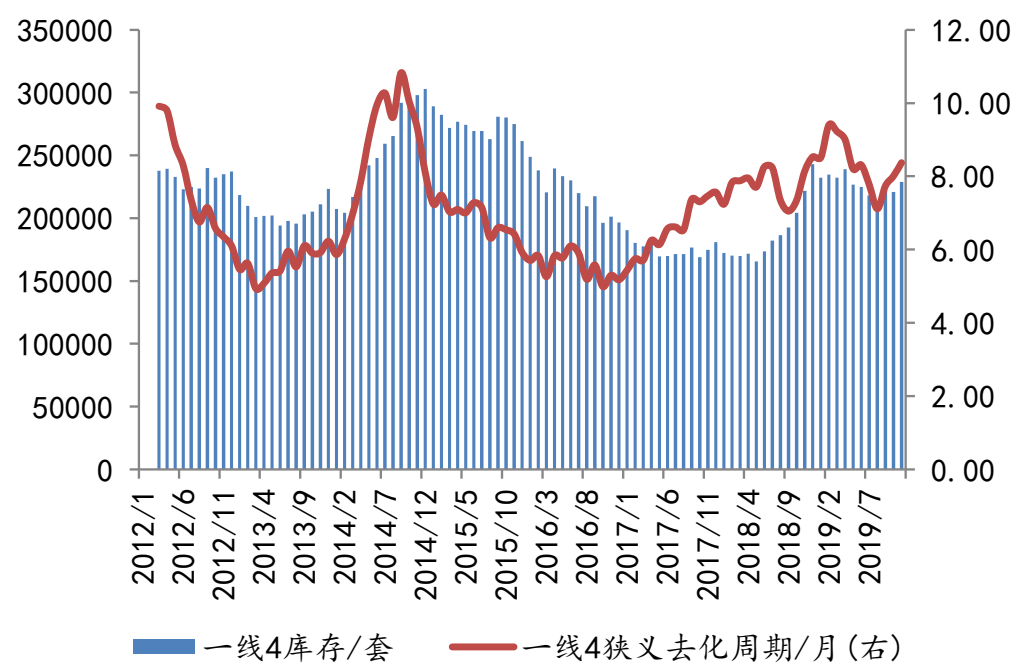
2.2各线城市库存分化显著，风险下沉到三四线

“去库存告一段落，各线城市库存分化”
China galaxy securities

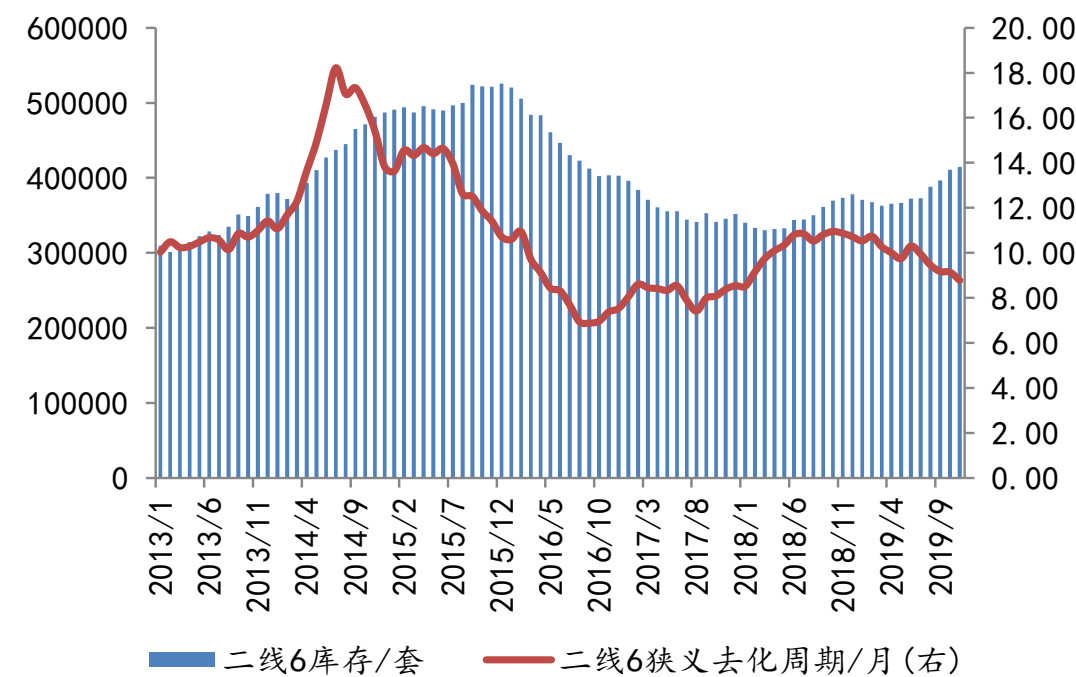
1 2 3 4 5

- **总体结论：一二线库存总量处于低位，三四线库存压力较大。**从库存总量上看，一二线城市库存总量处于低位，分别较高点下降27%、22%，而三线城市库存仍面临较大压力，目前库存量较15年高点增加4%。
- **一线城市政策持续收紧，去化周期震荡上行。**在一线城市将近三年的调控期内，去化周期震荡上行，而今年呈现了一个“V”形反转，主要原因是在年初的楼市“小阳春”带动下，去化加速库存走低，而进入三季度之后随着供给放量，销售增速趋缓，库存再次回升，2019年11月一线城市去化周期为8.5个月。
- **二线城市人才引进政策主导宽松，去化较为温和。**2019年以来，二线城市的销售和土地呈现显著回暖，带动去化周期下行，11月我们跟踪的二线重点6城的去化周期为8.8个月。

一线4城库存（套）及去化周期



二线6城库存（套）及去化周期



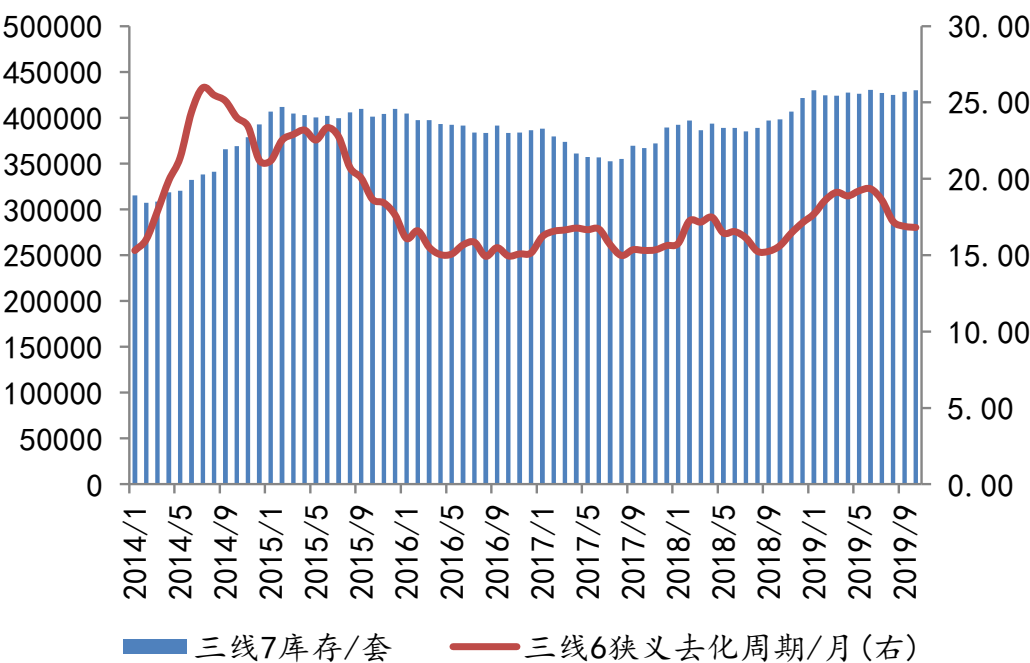
2.2各线城市库存分化显著，风险下沉到三四线

“去库存告一段落，各线城市库存分化”
China galaxy securities

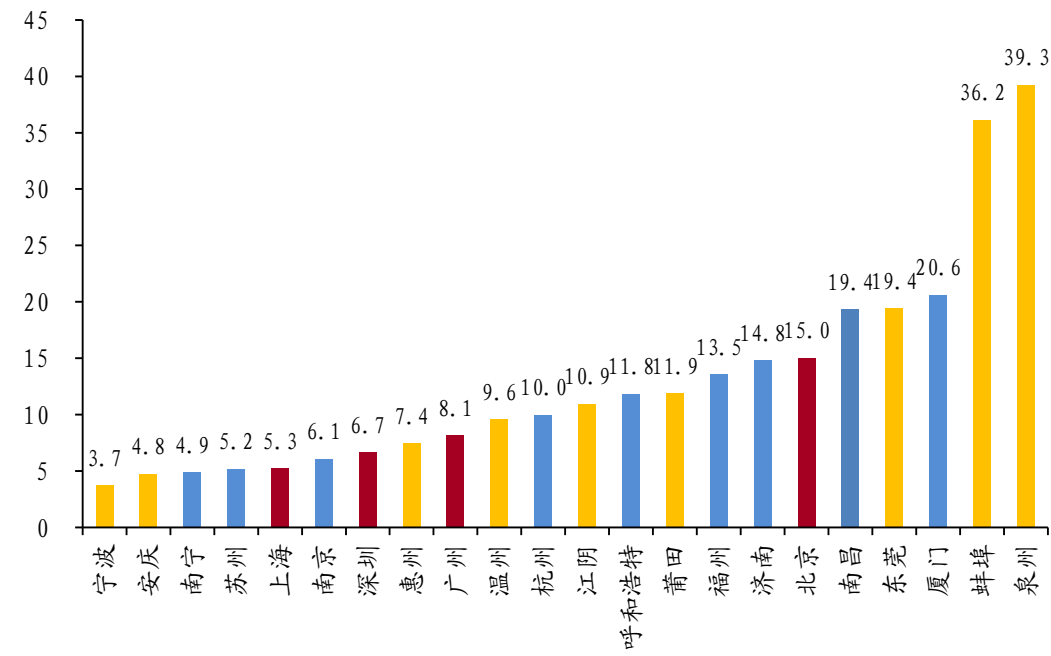
1 2 3 4 5

- 三线城市库存处在高位，结构性风险显现。2019年，三线城市政策维持去年态势“因城施策”，但市场总体仍呈现疲态，供给过剩而需求不足，在棚改渐进式退出之后，市场缺乏新的驱动力，11月我们跟踪的三线重点7城的去化周期为16.8个月，大幅高于一二线的去化周期，高库存下风险逐渐显现，我们预计未来三四线库存水平较一二线上升较快。
- 一二、三四线分化显著，风险主要在三四线集中。一二三线城市中，一线城市住宅去库存能力最强，二线城市次之，三四线城市最弱。无论在总量还是去化速度方面，目前一二、三四线城市的库存水平及去库存能力分化明显，库存消化压力主要在三四线城市集中。

三线7城库存（套）及去化周期



二线6城库存（套）及去化周期



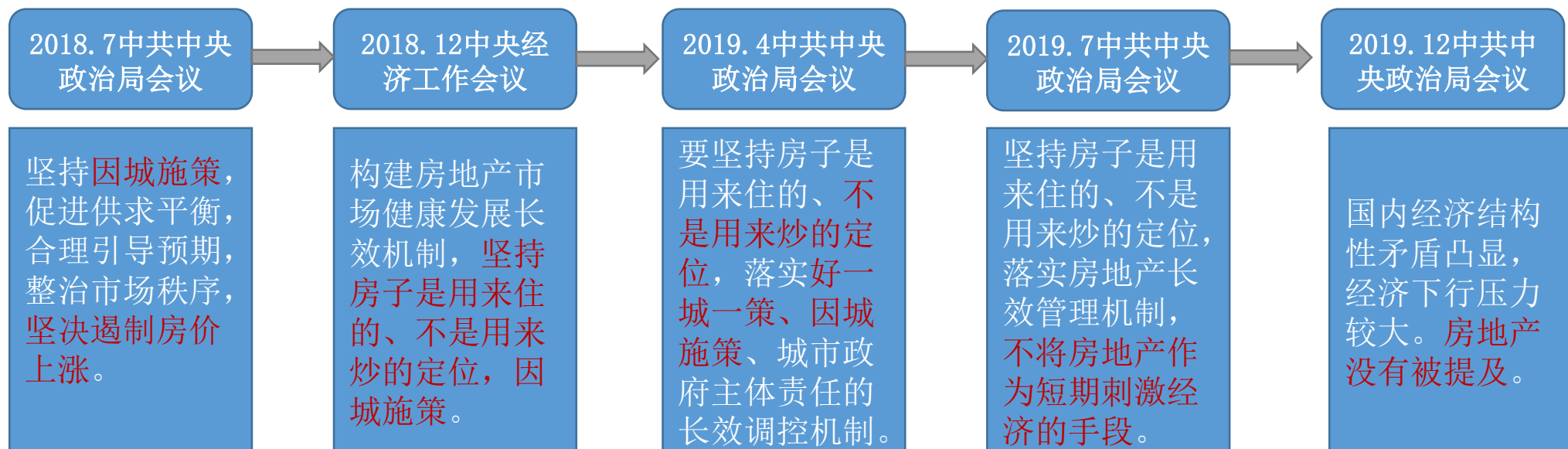
资料来源：中国银河证券研究院整理

03 | 行业政策新形势

China galaxy securities

3.1 房地产调控政策常态化，“一城一策”下或迎边际改善

- **房地产调控政策继续深化，“房住不炒”仍是主基调。**今年以来政策调控趋势未变，并且在7月召开政治局会议中，首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，再次体现了中央调控的决心和政策的连续性。从市场的数据来看，在政策调控的基调下，基本达成。预计“房住不炒”+“长效机制”仍是未来政策的主基调，“因城施策”在平衡房价与城镇化进程、人才引进、都市圈发展中发挥重要作用。
- **12月政治局会议未提房地产，或为“一城一策”打开放松空间。**值得注意的是12月的政治局会议未提及房地产相关内容，经济或仍存在下行压力，会议的表述更倾向于“稳增长”，政策透露出严调控边际改善的态度，为“因城施策”打开空间。并结合近期佛山、深圳、南京六合等城市出现调控政策边际宽松的现象，在“一城一策”的指导下明年一二季度或出现更多城市的楼市政策逐步松绑，赋予地方政府更大的自主权。



3.2 “一城一策”+“高频微调”主导市场

1

2

3

4

5

“以稳为主，一城一策”的政策基调不会变。今年以来多个城市根据自身市场特点通过“一城一策”进行“高频微调”：部分房价过快上涨的城市出现政策收紧，如苏州、西安、呼和浩特等；部分市场偏弱的城市通过调整限购、限价、人才政策、落户政策、公积金等多种方式进行偏松调整，如深圳、南京、珠海等。在房地产市场“以稳为主”的基调下，“一城一策”将继续灵活实施。

时间	范围	具体内容	政策松紧
2019年1月9日	海口	通知重申了5大方面的政策，包括暂停企业购房，新落户家庭限购，房屋规划限制，办公用房规定和房价维稳，其中将暂停向企事业单位、社会组织及个体工商户出售商品住宅。	紧
2019年1月29日	成都	《细则》将二套房认定由“只认贷”升级成“认房又认贷”，借款申请人偿还住房贷款月还款额不得高于月收入的50%。	紧
2019年4月27日	丹东	1. 要毫不动摇地坚持“房住不炒”定位，认真落实“稳地价、稳房价、稳预期”工作目标。2. 调控对象由外地人扩大到本地居民，限售房屋由新建商品住房扩大到二手住房，还增加了限购相关规定，坚决遏制投机炒房	紧
2019年6月20日	西安	将临潼区纳入限购范围，增加了新落户居民家庭购房限制性条件，延长了非本市居民家庭购房的社保（或个税）缴存年限。	紧
2019年7月4日	深圳	通过多渠道增加租赁住房有效供应、加强租赁市场行为监管和秩序整顿、加大政策支持力度等方式，进一步规范和发展住房租赁市场，加快构建购租并举的住房供应体系。	紧
2019年10月8日	沈阳	价格指导部门应当对申报装修的项目进行检查，对装修标准未公示或公示内容不全的，应当责令改正，拒不整改的，关闭其网签备案系统；对申报装修但毛坯交付或实际交付与申报材料不符的，关闭其网签备案系统。	紧
2019年10月15日	天津	1. 符合天津产业发展定位的来津非首都功能疏解项目，对任职于企业3年及以上且在津缴纳社会保险的全日制本科及以上学历以上在职员工，可以随项目来津工作落户。2. 对承接北京非首都功能疏解的项目，户籍迁入本市的职工，按照本市户籍居民政策购房；对户籍暂未迁入本市的职工，其在天津无住房的，可在本市购买住房1套	松
2019年10月15日	南京六合	非南京户籍名下无房者，只要拥有大专以上学历或者中级职称、拥有南京市居住证或与在南京企业签订合同，即可在六合区开具购房证明并购房	松
2019年11月25日	成都	直管区招商引资企业（机构）员工、行政企事业单位员工、引进（推荐）人才三类人员购买直管区范围内的住房，不受户籍、社保缴纳时限的限制	松
2019年11月29日	佛山	1. 认定为优粤佛山卡A卡、B卡、C卡、T卡的人才，享受佛山市户籍人口购房政策。2. 在佛山市工作，具有本科及以上学历或中级工及以上执业资格的人才，首套购房不受户籍、个税、社保缴存限制。	松
2019年12月2日	深圳	冻结了两年的深汕合作区房地产市场，正式启动过渡期商品房销售工作。	松

3.3 “三稳”目标下，行业融资端迎来最强管控

- 今年上半年在销售高增的带动下，房价和土地溢价率应声上涨，在“三稳”目标下，政策再次出拳。5月银保监会下发23号文以来，房地产融资连续出现针对性收紧政策，信托、境内债、境外债、开发贷等房地产传统融资渠道相继被加强监管，几乎管控房企所有的融资渠道，是2008年以来最严格的一轮去杠杆。政策效果也比较显著，房价回归理性，土地溢价率下降明显，基本实现“稳房价、稳地价、稳预期”的调控目标。

2019年5月
银保监会

需要规范的问题：向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标的房地产开发项目直接提供融资。通过股权投资加股东借款、股权投资加债权认购劣后等方式变相提供融资，直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资；直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款。

2019年7月
银保监会

按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取监管约谈，现场检查，暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

2019年7月
发改委

房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，有效防控外债风险。

2019年7月
央行

要求各类银行要转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款。加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。

2019年8月
银保监会

32个城市开展银行房地产业务专项检查工作，严厉查处各种资金通过挪用，转道等方式流入房地产行业的违法违规行为。

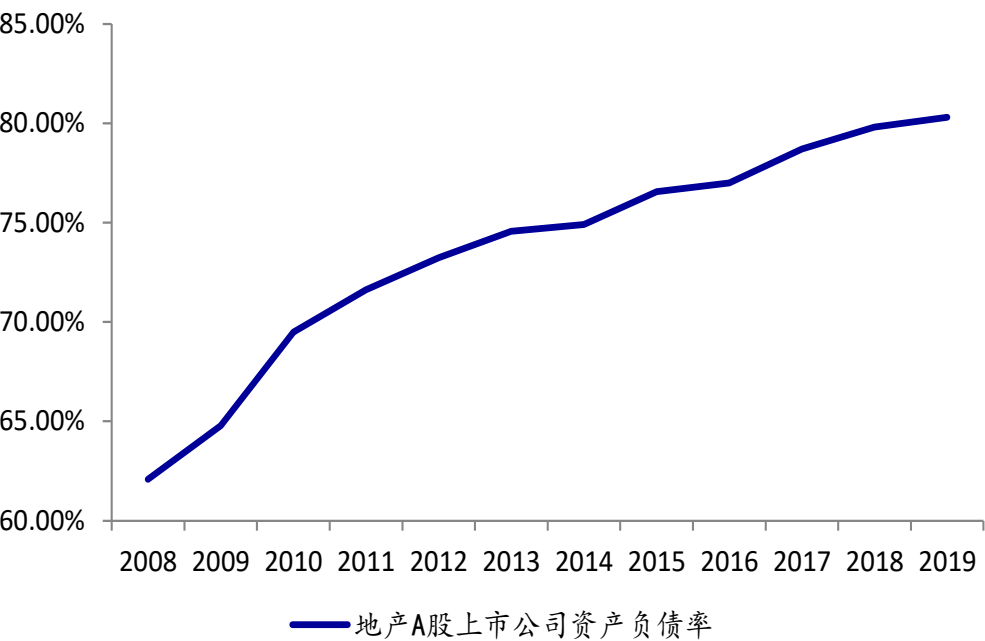
2019年11、12月
央行

继续遏制房地产泡沫化倾向；加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，强化对房地产整体融资状况的检测，综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节。

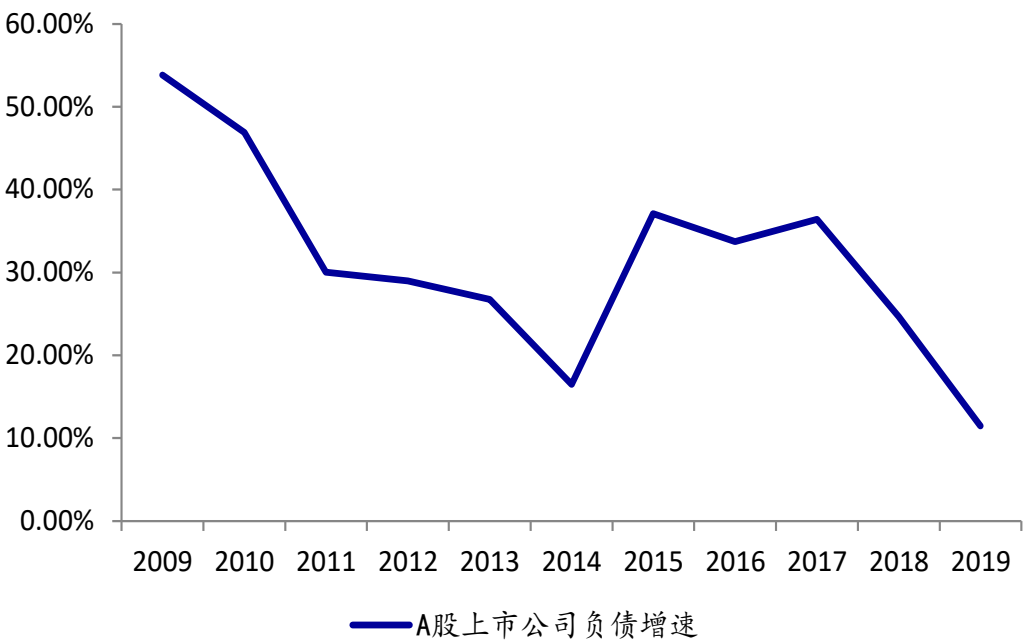
3.4 行业杠杆率趋稳

■ 在16年提出“房住不炒”的调控方向之后，行业的杠杆率趋稳。从行业资产负债率上看，A股房地产上市公司资产负债率上升幅度逐步收窄，目前稳定在80%；2017年至今，A股地产上市公司的负债增速收窄也较为明显，增速从36%降到11%。由此可见，目前行业杠杆率总体可控并趋于稳定。

A股上市公司资产负债率



A股上市公司负债增速



资料来源：中国银河证券研究院整理

3.5 政策组合拳下，“稳房价、稳地价、稳预期”目标基本实现

1

2

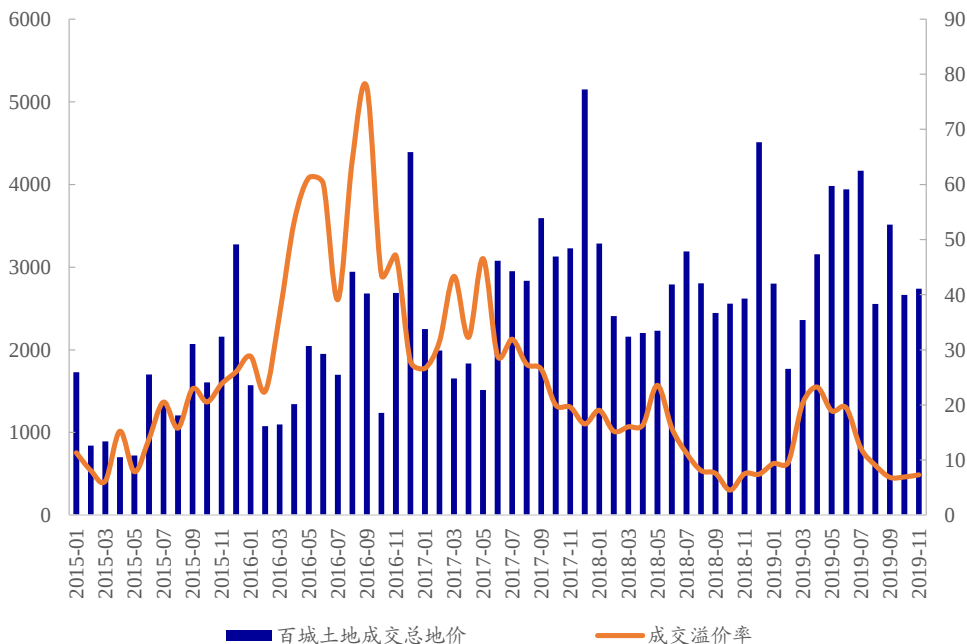
行业政策新形势
China galaxy securities
3

4

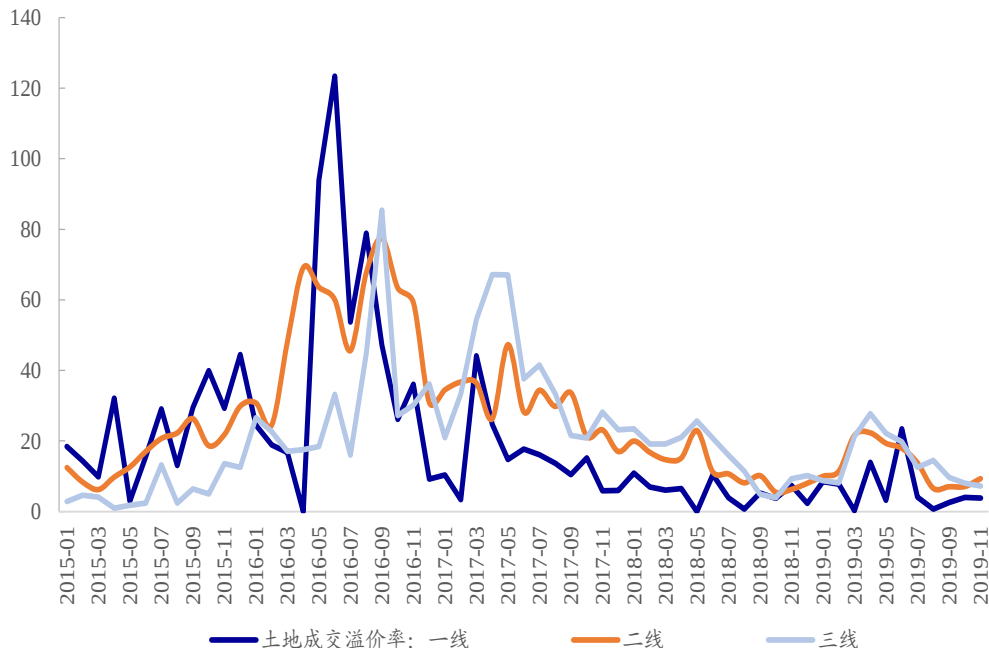
5

■ 在今年上半年流动性偏松的环境下，土地溢价率节节攀升，在4月达到了23%。在中央大的调控基调和融资政策收紧的组合拳下，土地溢价率下降明显，从100个大中城市的土地数据来看，11月份百城土地溢价率为7%，较今年峰值减少16个百分点，政策调控效果显著。分线来看，11月一线城市土地溢价率为4%，较年内高点降低了19个百分点；二线城市土地溢价率最高为9%，较高点降低13个百分点；三线城市土地溢价率下降最为显著，三线溢价率为7%，较年内峰值降低21%。我们认为一二线城市的土地市场明显好于三四线，未来会继续分化。

百城土地成交总地价及溢价率



土地成交溢价率：一、二、三线

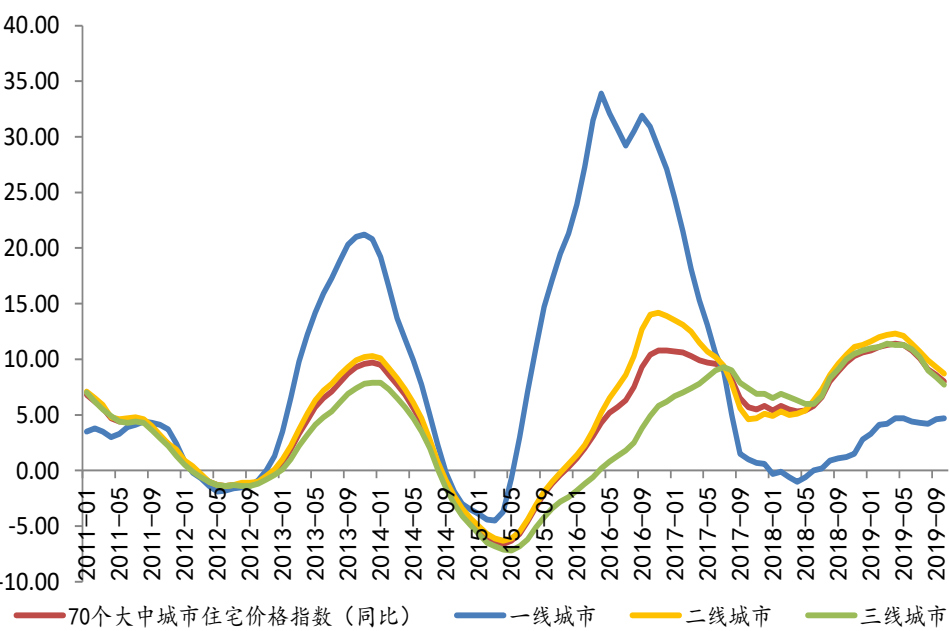


资料来源：中国银河证券研究院整理

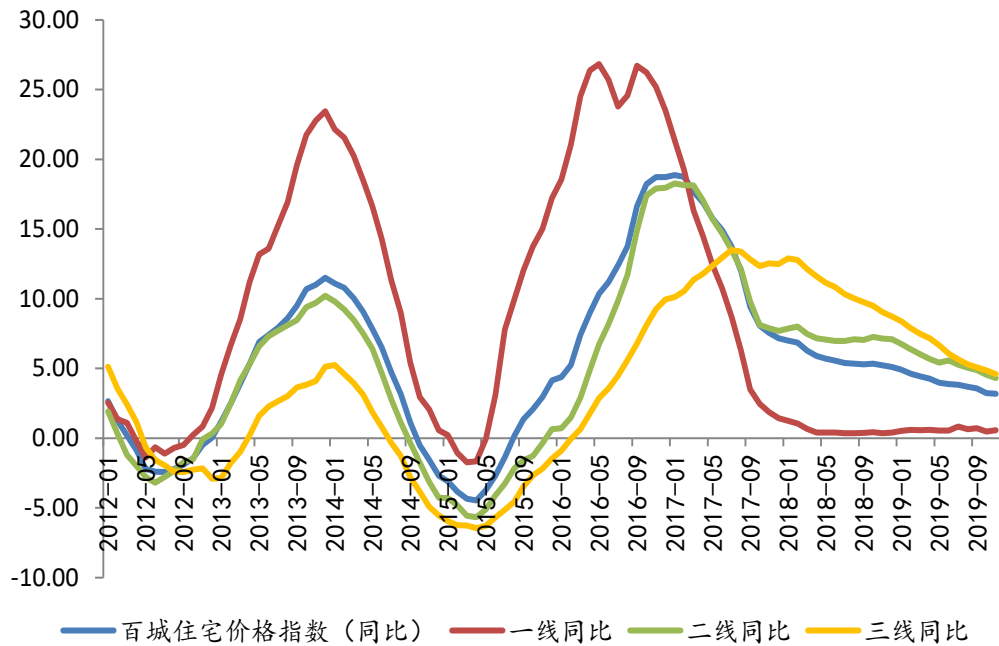
3.5 政策组合拳下，“稳房价、稳地价、稳预期”目标基本实现

- 百城住宅价格指数同比从2015年开始实现了连续52个月上涨，环比实现了连续55个月上涨，较上轮小周期时间明显拉长，主要原因在于各地城市分化显著，一二三线城市周期结构错位、依次轮动，总体走势受区域效果叠加的影响，变动趋势放缓。
- 在房地产政策调控下，房价涨幅逐步收窄，2019年11月百城住宅价格指数同比为3.17%，较上月下降0.05个百分点。分线来看，一线城市一直处于调控周期，价格指数从2018年开始同比增速一直处于低位，2019年11月同比增速为0.57%，较上月上升0.1个百分点；二线住宅价格指数同比增幅稳中有降，11月住宅价格指数同比为4.31%，较上月下降0.24个百分点；三线城市住宅价格指数涨幅收窄幅度最为显著，11月同比为4.60%，较上月下降0.25个百分点。

70城住宅价格指数：一、二、三线



百城住宅价格指数：一、二、三线



资料来源：中国银河证券研究院整理

04 | 行业财务稳健，持仓估值双低凸显配置价值

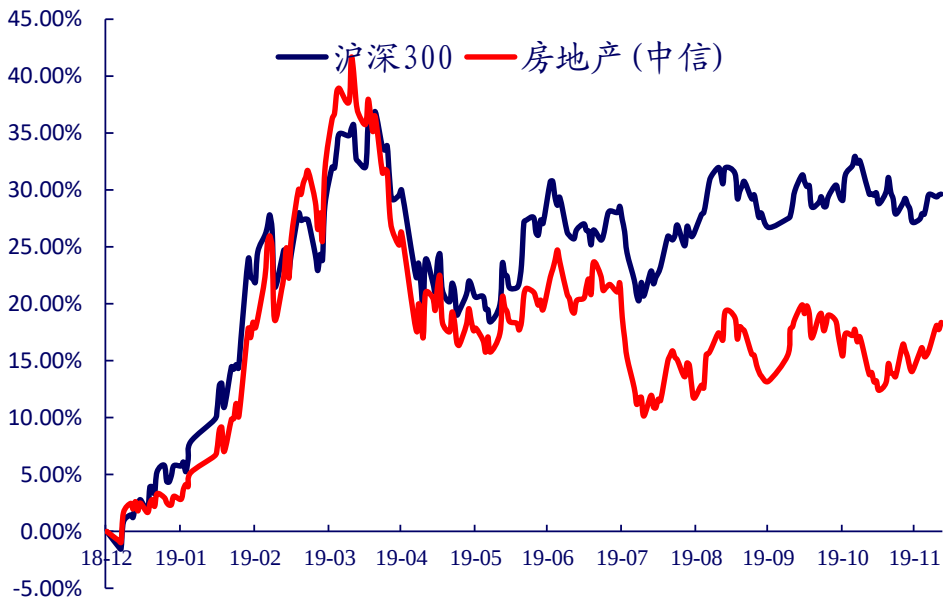
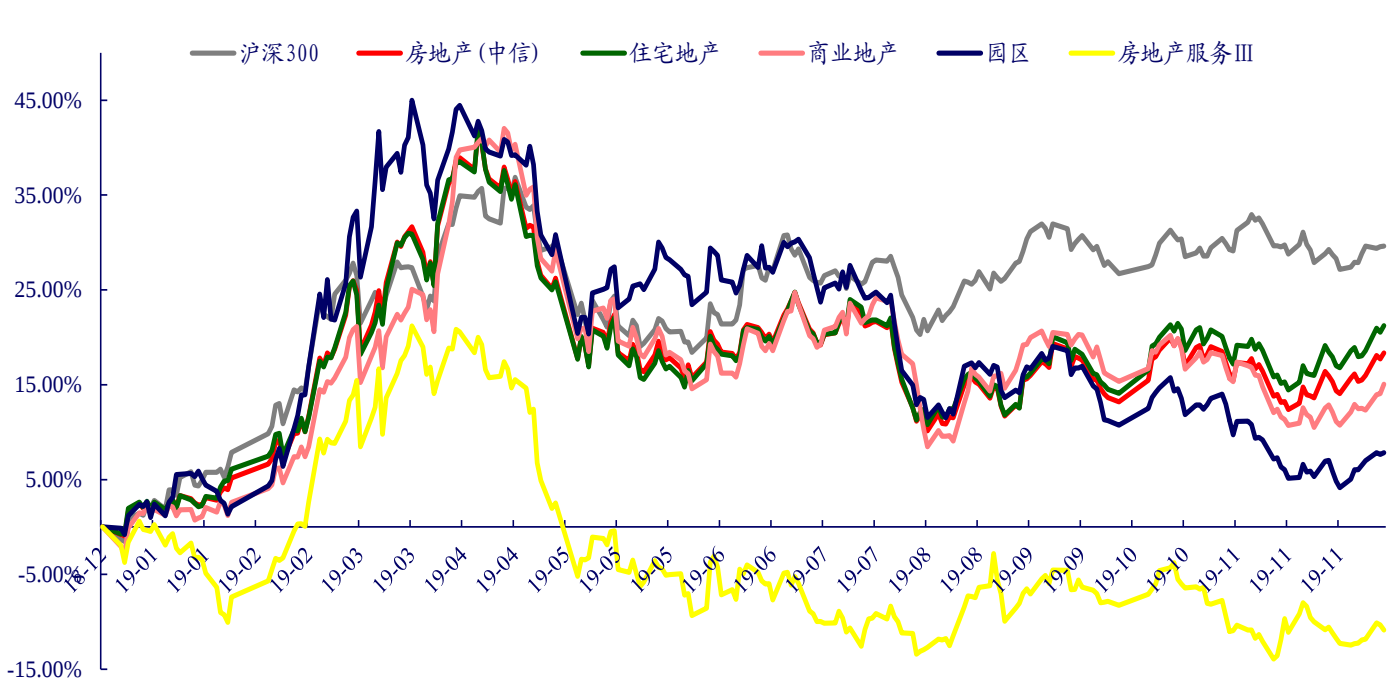
China galaxy securities

4.1 地产板块年初至今表现

行业财务稳健，持仓估值双低凸
显配置价值

China galaxy securities

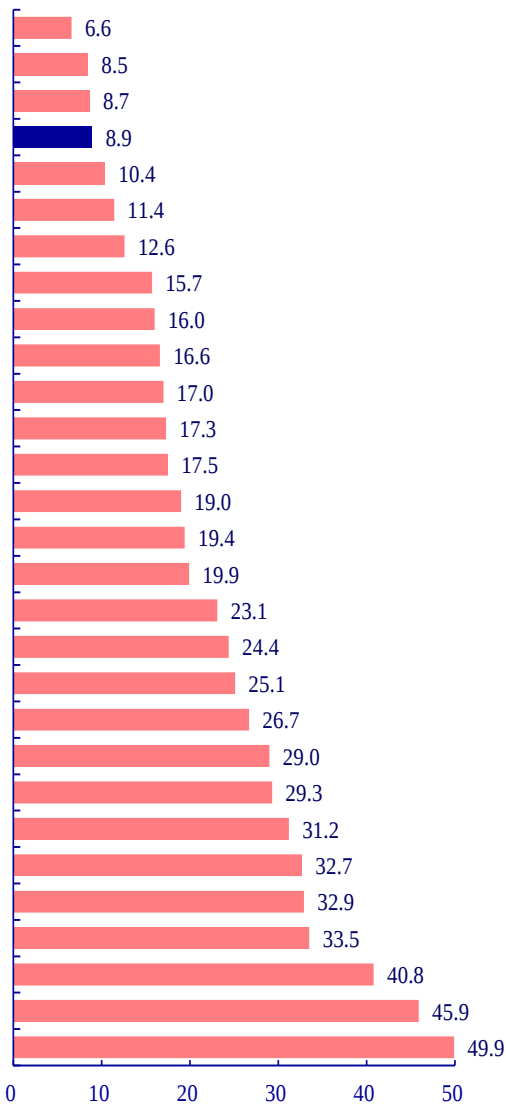
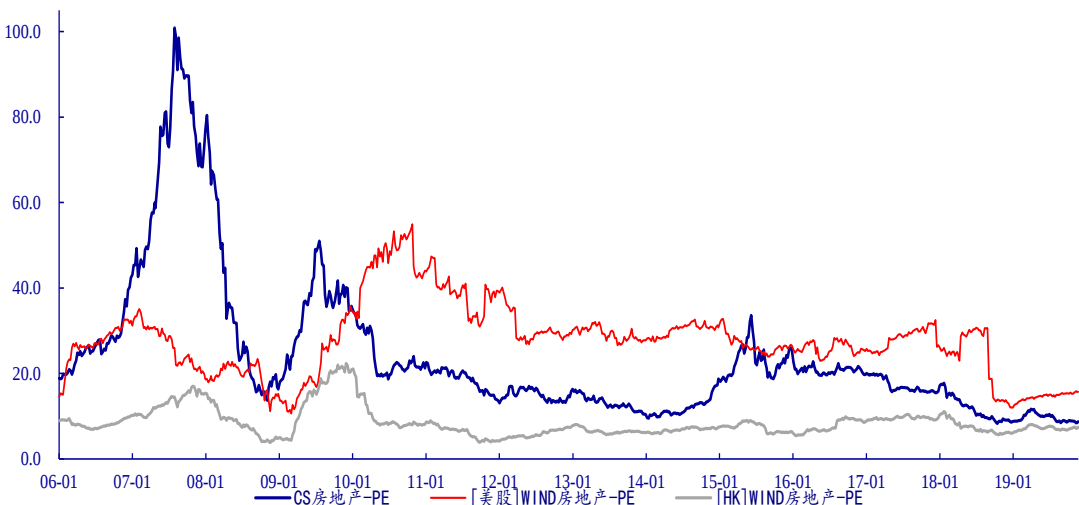
- 各子行业表现来看，年初至今，房地产中信一级行业指数涨幅为18.36%，住宅地产指数涨幅21.22%，商业地产指数涨幅15.05%，园区指数涨幅7.83%，房地产服务指数跌幅10.86%，各子行业中，住宅子板块表现好于其他。
- 同期沪深300涨幅29.63%，房地产行业指数跑输沪深300。



资料来源：中国银河证券研究院整理

4.2 地产板块估值（国内及国际估值比较）

行业财务稳健，持仓估值双低凸
显配置价值
China galaxy securities



- 过去13年房地产行业TTM市盈率平均值为24.2X，当前房地产板块市盈率为8.9X，较历史均值折价在49%。
- 美股、港股地产板块PE的历史均值（2006至2019年）分别为28.2X、8.5X，当前美股和港股PE较其历史均值折价分别为43.5%、12.3%，我们认为A股从PE相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。
- 全行业估值比较来看，房地产行业列倒数第四位，估值偏低。

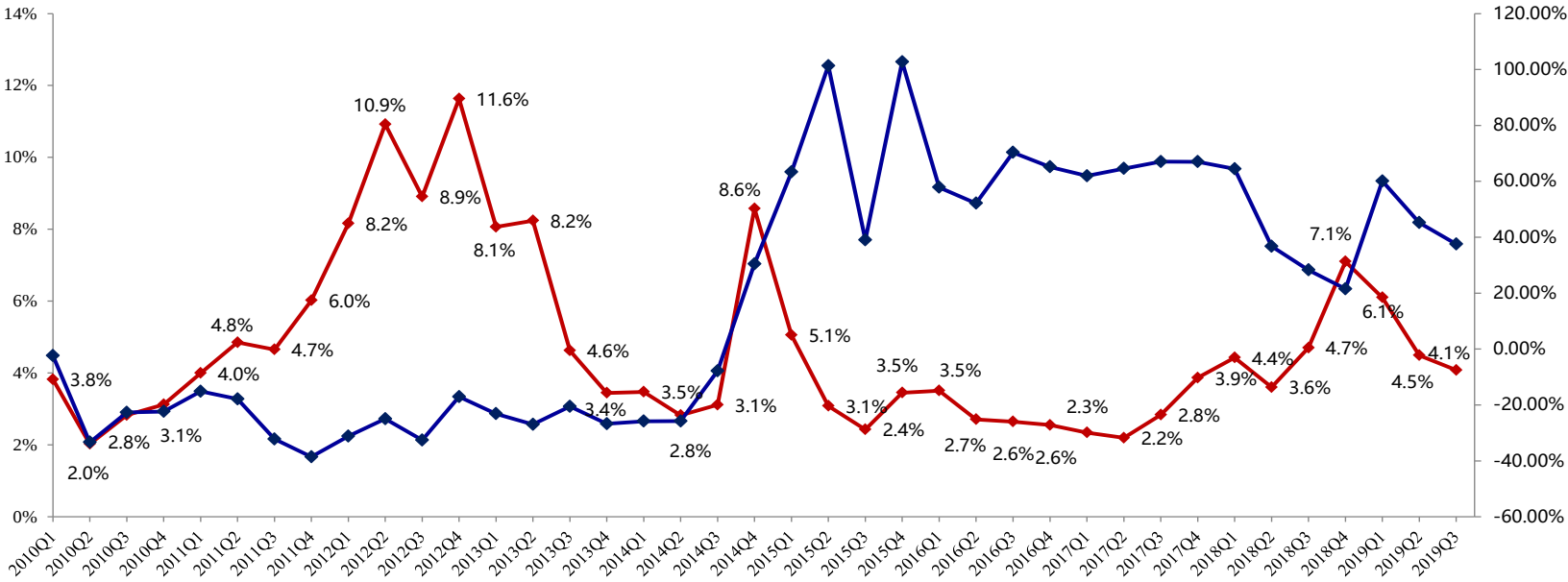
资料来源：中国银河证券研究院整理

4.3 公募基金持仓分析 (2019年Q3)

行业财务稳健，持仓估值双低凸显配置价值
China galaxy securities

- 2019Q3基金房地产持仓下降，已连续三个季度仓位减少：2019年Q3基金房地产持仓总市值为340.81亿元，环比减少2.61%，在中信一级行业中排名第8，与上季度持平，处于历史低位。
- 三季度基金对房地产板块持仓为低配：从2015Q2以来，房地产板块一直处于低配格局，直到18Q3首次回升到超配状态，2018Q4-2019Q2配置比例逐步降低，2019Q3板块又回归到低配状态。
- 集中度继续提升，刷新2010年以来新高：在调控政策趋严的背景下，房企集中度不断提升，基金持仓的聚集效应增强，资源优势明显、成长弹性较高、现金流稳定的头部房企更获青睐。
- 公募基金对二线成长类标的持仓降低，偏好现金流稳定的房企。前十大重仓股中，公募基金对中航善达（000043.SZ）增持幅度为27倍，大悦城（000031.SZ）环比增加86%，而持仓环比降幅较大的房企为绿地控股（600606.SH）、荣盛发展（002146.SZ），分别减少24.97%和24.61%。

公募基金房地产持仓占比及地产板块走势对比



资料来源：中国银河证券研究院整理

基金房地产持仓占比 (左轴) 中信房地产走势 (右轴)

1

2

3

4

5

05 | 未来新趋势，房企新形态

China galaxy securities

5.1 未来新趋势

5.1.1 对行业投资和销售2020年增速的预测

研究假设：

- 1、宏观经济平稳健康发展（GDP增速6%）
- 2、城镇化进程稳步推进（城镇化率提升至61.6%）
- 3、货币政策稳健，信贷规模稳步增长（人民币贷款余额增长12%）
- 4、地产市场调控目标不放松，但因城施策背景下，部分地区政策存在边际改善空间

我们的预测：

- 2020年房地产投资增速6-8%
- 销售面积增速0~1.5%，销售金额增速1~2%
- 新开工面积增速3%左右
- 商品房销售价格稳中有升，其中，一二线城市涨3.5%，三四线0%
- 竣工面积增速6~8%

5.1 未来新趋势

5.1.2 地产主战场的变化：从增量到存量

1

2

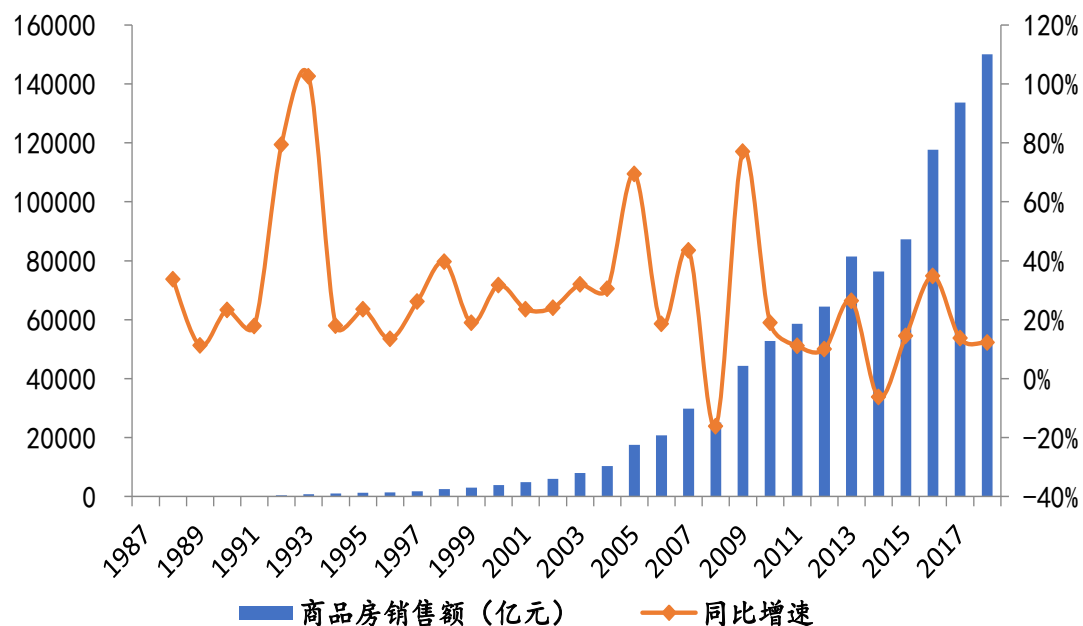
3

4

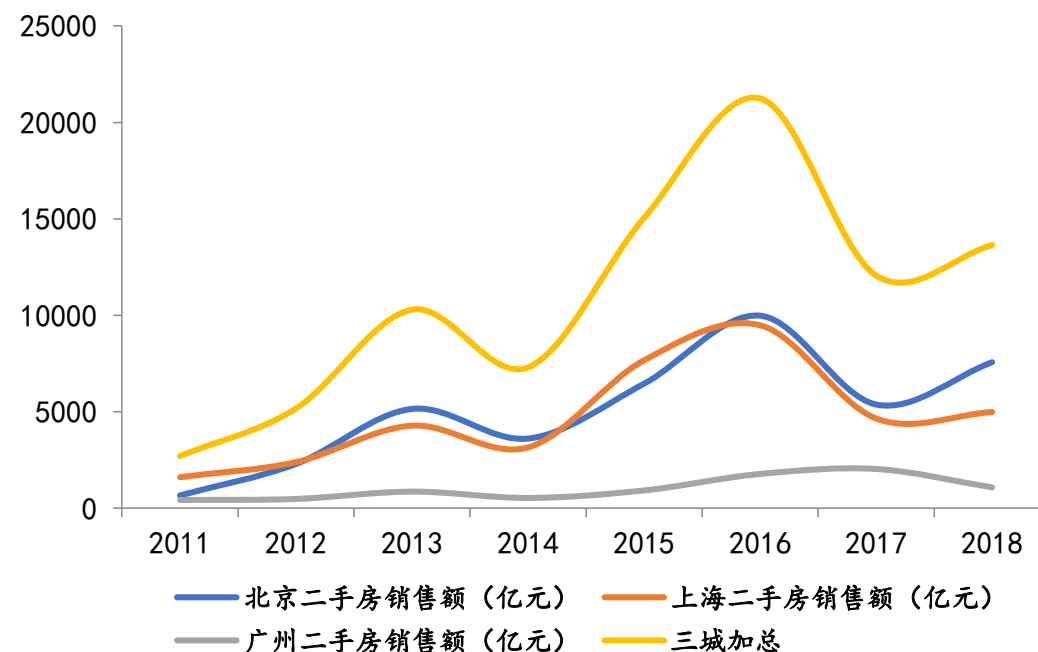
5

- 从1998年到2018年的20年间，商品房销售金额增长了58倍，预计未来行业整体销售规模保持在15-16万亿的水平，增速将保持稳定，虽然行业空间仍较大，但15万亿以后市场重点逐步从增量过渡到存量。
- 从2011年到2018年的二手房交易市场也可以看到这种趋势。鉴于数据的可获得性，我们采用的是北京、上海、广州三个城市的二手房销售额的分类数据及加总，来观察存量市场的交易趋势。可以看出，一线城市总体存量市场的交易是呈现稳步向上的态势。

1987-2018年商品房销售金额变化及同比增速



北京、上海、广州三个一线城市二手房销售额走势



资料来源：中国银河证券研究院整理

5.1 未来新趋势

5.1.3 物业和商业地产市场的崛起

1

2

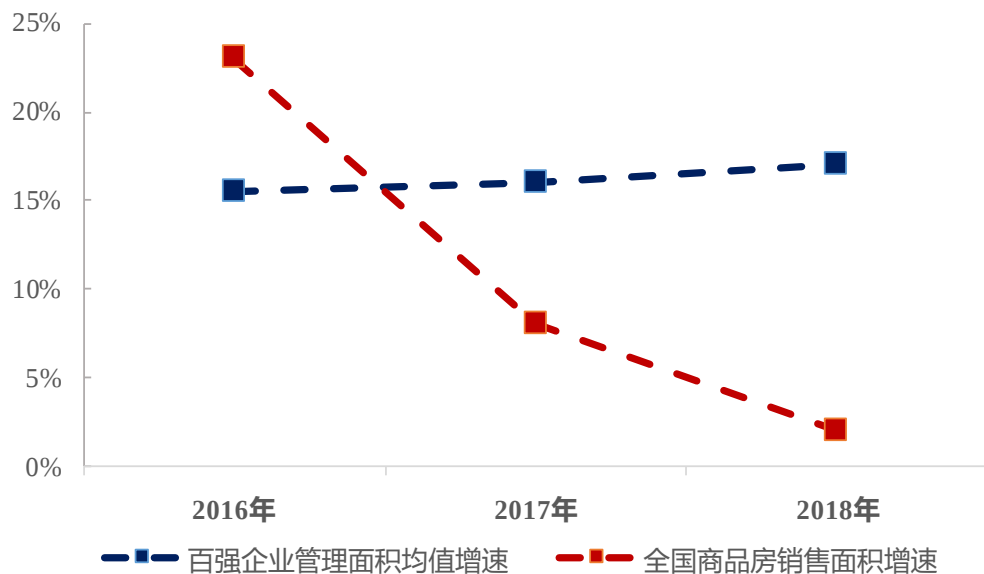
3

4

5

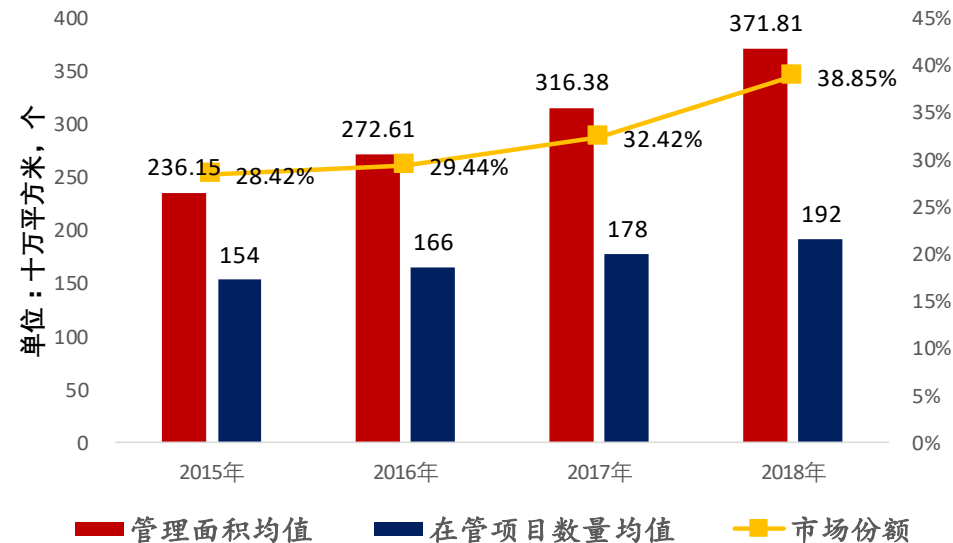
- 物业管理和商业地产是未来存量物业的切入点。
- 伴随城镇化不断推进、居民消费升级以及存量物业的持续增长，物业管理驶入高速发展的快车道。2018年百强企业管理面积均值达3718.13万平方米（同比17.52%），远高于同期全国商品房竣工面积增速（-7.82%）和销售面积增速（1.33%）。2018年百强企业市场份额进一步提高至38.85%，较2017年增长6.43个百分点，行业集中度快速提升。
- 无论从资产配置还是行业发展的角度，商业地产对房地产行业的重要性都在逐步提升，我国的城镇化率，二三产业占比，人均商业地产面积，人均可支配收入和行业集中度等相关指标均有较大提升空间，未来我国商业地产发展空间广阔。

2016-2018年百强企业管理面积均值增速与全国商品房销售面积增速情况



资料来源：中国银河证券研究院整理

2015-2018百强企业管理规模与市场份额变化情况



5.1 未来新趋势

5.1.4 行业集中度仍将快速提升

1

2

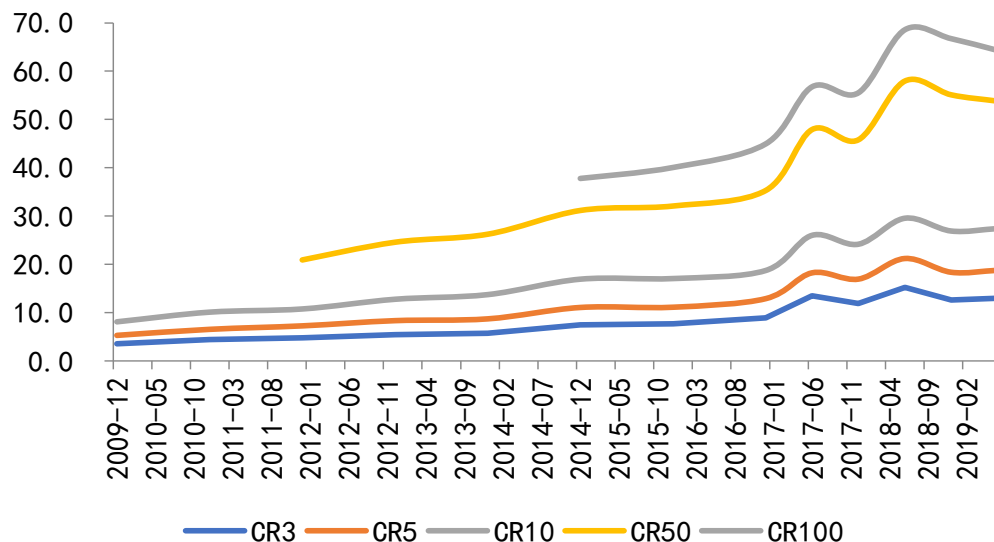
3

4

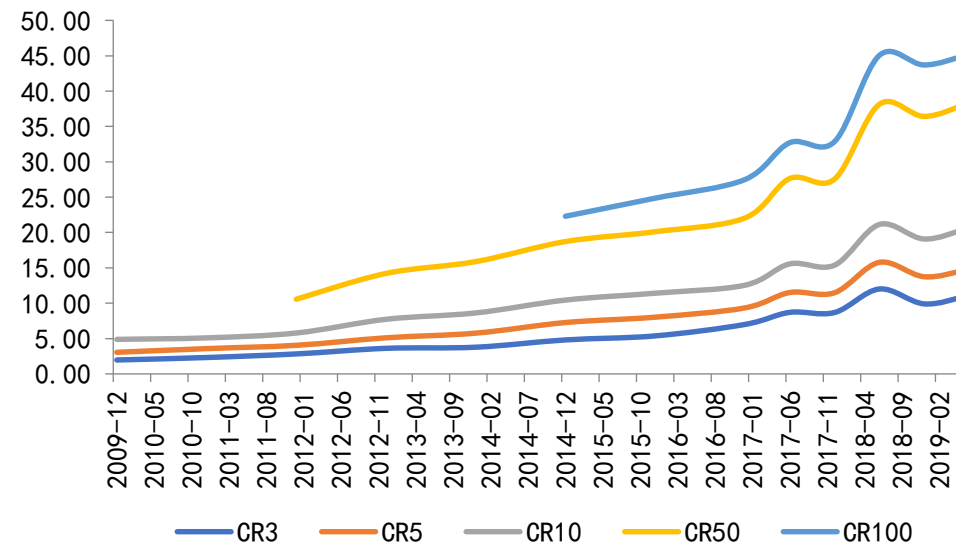
5

- 从行业集中度不断提升的逻辑上讲，我们依旧要重点关注头部企业。按照当前房地产行业企业集中度的数据，截止到2019年6月份，房地产行业销售金额排名前十的企业的总体市占率达到了27.4%，销售面积排名前十的企业的总体市占率达到21%
- 未来集中度提高仍然是大趋势，头部企业享有融资、拿地、销售等方面的优势，能够获取更多资源得到更快的发展。

龙头房企销售金额的集中度(单位：%)



龙头企业销售面积集中度(单位：%)

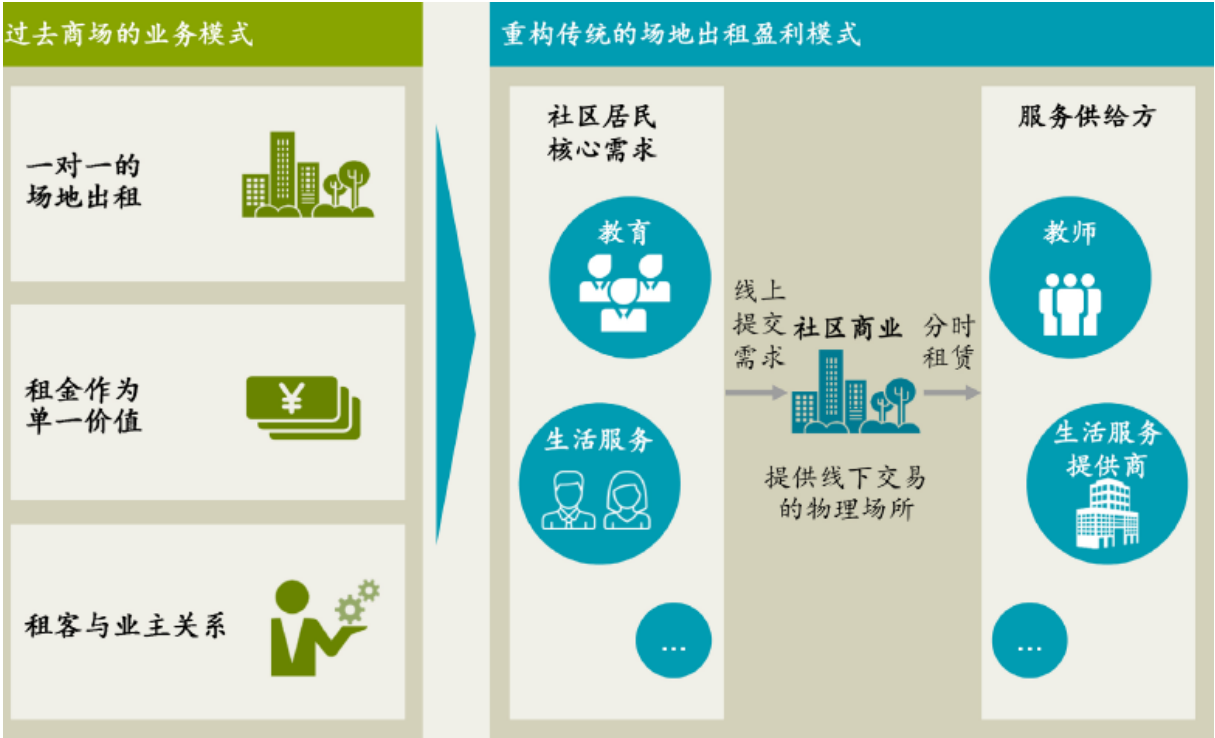
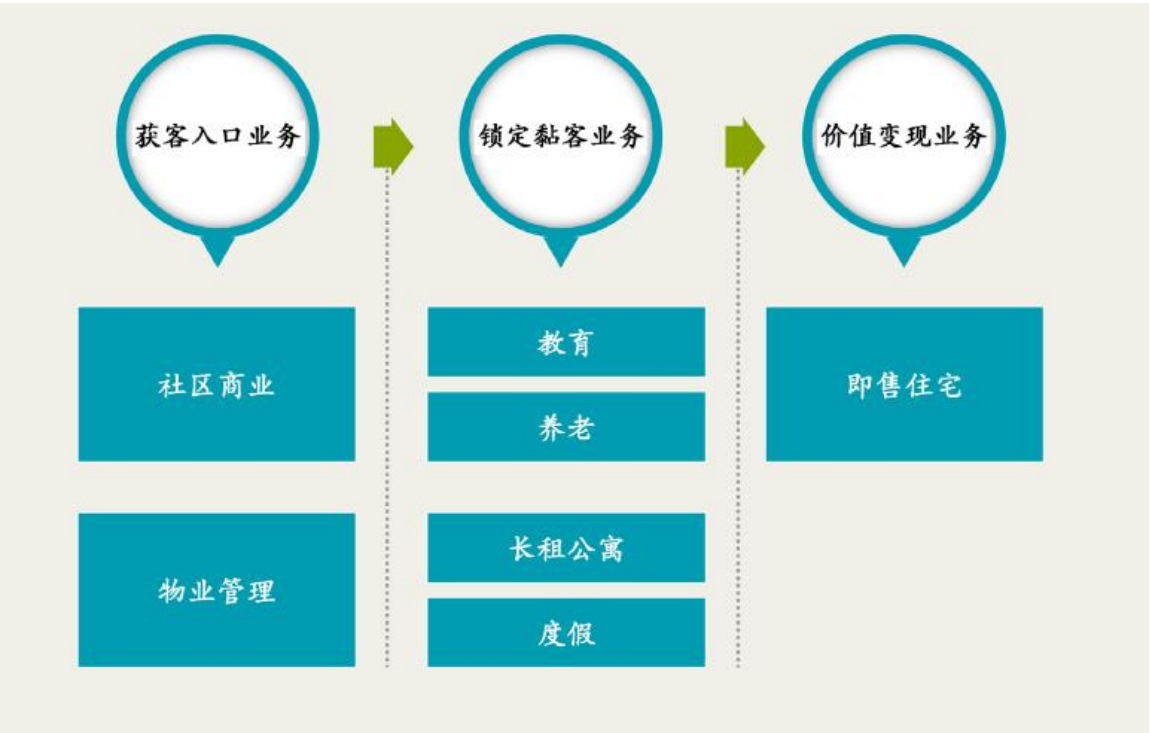


资料来源：中国银河证券研究院整理

5.2 房企新形态

5.2.1 地产企业竞争升级，从土地资源之争走向客户之争

- 随着中国房地产市场逐渐结束高增长时代，领先地产企业纷纷启动了“房地产+”模式的创新与转型，比如商业地产、产业地产、养老地产、旅游地产等。企业之间的竞争已经不单单是土地的竞争，而是客户的竞争。企业的战略资源从土地变为客户以及对客户需求的把握。
- 传统地产企业的业务模式是来料加工式，企业的开发逻辑是获取土地、快周转、工业化生产等。在转型的过程中，过往的商业逻辑和自身优势反而会制约和拖累转型，未来企业要找到新业务的成功路径，要彻底改变业务逻辑和发展方式，从以“资产”为导向转向以“客户”为导向的新模式。



5.2 房企新形态

5.2.2 主流地产开发商大多数开启多元化布局

房企	布局创新化业务情况
碧桂园	农业、长租业务、科技小镇、机器人等
中国恒大	发展“健康+旅游+金融”业务，成立恒大高科技集团等
万科地产	长租公寓、物流仓储、滑雪度假、养老、教育、乡村振兴、文化艺术、健康、安全食品等领域
保利发展	建筑、商业、公寓、康养、教育、文旅、金控、科创等
融创中国	聚焦住宅和文旅；关注教育、医疗、养老等
绿地控股	大基建、大金融、大消费、康养、科创等
中海地产	长租公寓等创新业务探索
新城控股	探索养老地产、模板化建筑、长租公寓、共享空间等
龙湖集团	长租公寓、智慧服务等
华润置地	长租公寓、养老住房、智能系统、物业管理等创新业务
华夏幸福	布局文旅地产、教育地产、大健康等
绿城中国	理想小镇、运动等
招商蛇口	长租公寓、养老、医院、康养小镇、教育地产等
世茂房地产	业务覆盖主题乐园、物管、金融、教育、健康、高科技等领域
中国金茂	重点关注大文化、大医疗、大技术三大产业
阳光城	开展长租公寓业务；培育养老、文旅、科技等新型产业发展
旭辉集团	坚持一体两翼总体战略，做大做强主业
泰禾集团	涉足长租公寓、医疗、教育、文娱、商业购物、物业服务等配套内容
中南置地	特色小镇、旅游养生、产业园区、文教产业、绿色园林等
正荣集团	前沿教育、医疗健康、文化旅游、颐养康复、特色小镇、文旅
金地集团	涉足长租公寓、教育、餐饮、养老、健康等业务板块
富力地产	布局养老地产、长租公寓、大健康等
金科集团	布局养老地产、文旅地产、教育地产、大健康、装配式建筑
中梁地产	布局文旅地产、教育地产、大健康等
融信集团	长租公寓
雅居乐地产	涉足特色小镇、教育、特色小镇
祥生地产	布局特色小镇
蓝光发展	布局文旅地产、金融、大健康等创新业务
龙光集团	文旅地产、物业服务、教育产业、健康产业、产业地产、租赁服务、金融
远洋集团	涉足养老地产、长租公寓等领域

- 主流地产开发商大多数开启多元化布局，但商品住宅市场仍有望维持15亿平米左右的规模，行业机会依旧巨大，从国外经验来看，即使行业逐步步入成熟阶段，地产开发业务仍贡献90%以上的收入。行业中期仍面临毛利率下行的压力，物业、商业、租赁等存量市场中长期仍有较大的市场空间。
- 受经济发展大环境减速的影响，很多开发商不得不寻找新的利润来源，从而形成了多元化的发展战略。地产企业的收入和规模利润均比较大，为了避免转型过程中利润波动剧烈，地产企业实际选择过程中可代替的领域较少，大多数集中在大金融及大健康领域。地产行业具有高杠杆及周期性的特征，地产公司普遍关注ROE水平及投资回报周期，企业多元化的拓展多以地产为主业来进行，并以追求稳定现金流为目标。

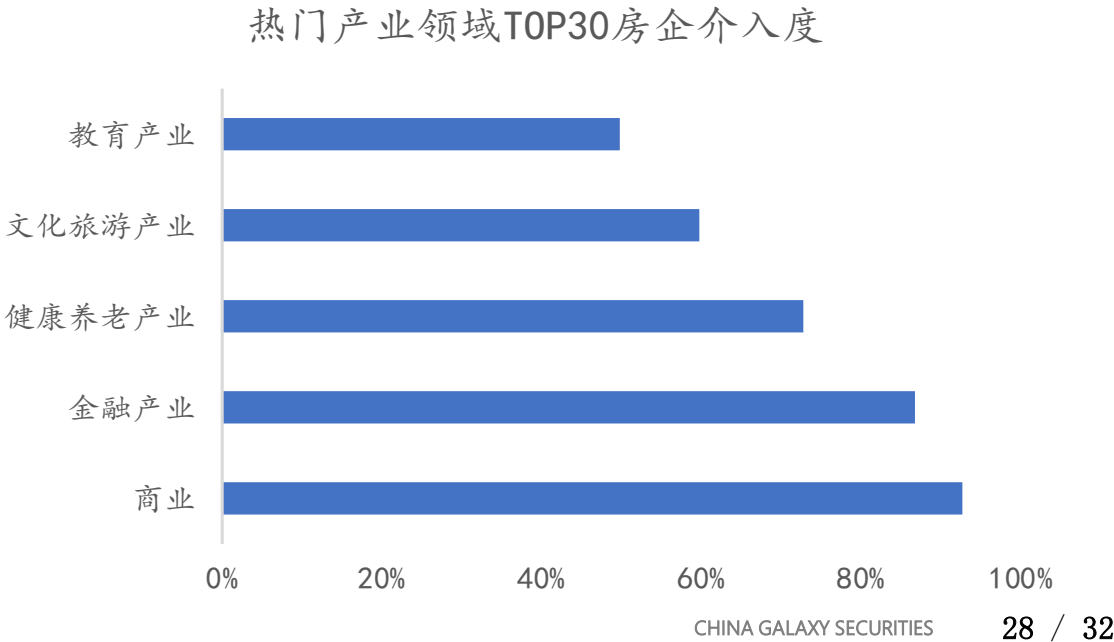
5.2 房企新形态

5.2.2 房企以地产开发为基础，参与“地产开发+”板块业务

业务	业务内容	房企数量	具体房企参与状况
养老地产	以养老服务为核心发展地产开发业务	18家	碧桂园、中国恒大、万科地产、保利地产、融创中国、绿地控股、中海地产、新城控股、龙湖集团、华润置地、绿城中国、招商蛇口、阳光城、泰禾集团、中南置地、富力地产、金科集团、远洋集团
文旅地产	依托文化、旅游资源发展地产开发	17家	中国恒大、万科地产、保利发展、融创中国、绿地控股、中海地产、华润置地、华夏幸福、招商蛇口、阳光城、泰禾集团、中南置地、金科集团、中粮地产、雅居乐、蓝光发展、龙光集团
特色小镇	坚持特色产业发展架构为核心	20家	中国恒大、保利发展、融创中国、绿地控股、新城控股、龙湖集团、华润置地、华夏幸福、绿城中国、世茂房地产、中国金茂、阳光城、泰禾集团、中南置地、金地集团、富力地产、中梁地产、雅居乐、祥生地产、龙光集团
教育地产	自建自营或引进名校教育资源	18家	碧桂园、中国恒大、万科地产、保利发展、绿地控股、中海地产、新城控股、华润置地、华夏幸福、绿城中国、世茂房地产、阳光城、旭辉集团、泰禾集团、中南置地、金科集团、雅居乐、龙光集团
物流地产	服务于物流产业链打造地产项目	6家	万科地产、绿地控股、中海地产、华夏幸福、招商蛇口、远洋集团

资料来源：中国银河证券研究院整理

- 未来新趋势，房企新形态
China galaxy securities
- 12345
- 房企以地产开发为基础，参与地产开发+板块业务，主要分为五大方向：养老地产、文旅地产、特色小镇、教育地产、物流地产。
 - 房企一种相对稳健的多元化业务拓展方式就是向地产上下游拓展。上游包括金融、装配式建筑和代建三个板块，下游包括物业管理和互联网家装，以服务地产开发的后续管理和居住需求为主，其中，物管凭借利润率高、拓展速度快的特点，最受房地产企业的青睐。
 - 在房地产开发时代，房地产实际只是「住宅」，而不是全面的房地产市场。开发时代所有的创新就围绕三件事：规模、成本、速度。
面对土地红利逐步减退、行业步入存量时代，持有和经营物业成为越来越有吸引力的运营方式。



5.3 行业投资建议

1

2

3

4

5

- 1、行业基本面2020年保持稳定：我们预计2020年房地产投资增速6-8%，销售面积增速0~1.5%，销售金额增速1~2%，新开工面积增速3%左右，商品房销售价格稳中有升，其中，预计一二线城市涨3.5%，三四线0%；竣工面积增速6~8%。
- 2、行业集中度将进一步提升的大趋势不变。龙头房企在销售、融资、拿地等方面的优势进一步凸显。公募基金地产股持仓连续三季度下滑，叠加地产行业的低估值，我们认为行业的配置机会将来临。
- 3、政策方面，对房地产融资端供给端的收紧趋势在2020年仍将保持，但是需求端我们认为将有政策边际改善的空间。央行将继续完善LPR机制并小幅度多频次逐步下调利率，在经济下行压力加大的背景下，需求端的资金面将得到改善，从而促进地产基本面的回暖。因城施策，一城一策的基调下，地方政府的自主性加强，政策改善的城市数量将逐步增加，托底楼市。
- 4、存量时代逐步来临，如何发掘存量市场的价值，是未来众多房企的必修之课。也是我们未来将要重点研究的方向。物业管理和商业地产是未来存量物业的切入点。同时，头部企业的多元化布局已经开启，行业机会仍然巨大，行业新趋势下地产公司新形态逐渐形成，未来发展空间广阔。

潘 玮

银河证券研究院 房地产行业分析师
执业证书编号：S0130511070002

清华大学管理学硕士、金融学学士。

2008年进入银河证券研究部，从事房地产行业研究。

2012年获得金融界“慧眼识券商”地产行业平均涨幅第一名；

2012年获得中金在线“海峡金融高峰论坛财经排行榜”最佳行业分析师称号；

2013年获得新财富最佳分析师房地产行业第五名；

2014年获得新财富最佳分析师房地产行业入围奖。

2018年获得东方财富百强分析师榜单第12名。

2019年获得东方财富上半年最佳分析师榜单房地产行业第一名。

2019年获得东方财富三季度最佳分析师榜单房地产行业第二名。

2019年获得金融界慧眼量化评选最佳分析师房地产行业第二名。

团队成员：

王 秋 衡

银河证券研究院 房地产行业助理分析师

杜伦大学金融学硕士、北京交通大学金融学学士。

2018年进入银河证券研究院，从事房地产行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

分析师承诺

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

