

增速换挡回归行业本源，精耕细作考验公司内功

——2019 年年报及 2020 年一季报回顾

核心观点

- **2019 及 2020Q1 上市房企营收增速放缓，毛利率、净利率均出现回落。**我们统计的 125 家 A 股上市房企 2019 年营收增速为 19.5%，归母净利润增速为 13.1%。整体毛利率为 31.6%，较 2018 年下降 0.9 个百分点，净利率为 11.8%，较 2018 年下降 0.4 个百分点，归母净利率同样下滑，从 2018 年的 9.6% 下降到 2019 年的 9.1%。受疫情影响 2020Q1 结算速度大幅放缓，125 家 A 股上市房企营收增速为-4.5%，归母净利润增速为-42.4%。整体毛利率和净利率分别为 30.9% 和 8.5%，较上年同期分别下降 1.6 和 4.4 个百分点。受严格的限价政策影响，行业利润率回落会是一个长期的趋势。
- **大型房企（TOP20）整体盈利能力仍明显好于中型房企和小型房企，但中型房企利润增速更快。**以 ROE 衡量盈利能力，在绝对数值上，大型房企表现更为优异，达到 13.4%，中型房企和小型房企分别为 11.4% 和 6.7%。但 2019 年大型房企和小型房企 ROE 回落，中型房企则在提升。主要原因是大、小型房企的净利率率分别由 12.3% 和 10.2% 下滑至 11.3% 和 9.6%，而中型房企净利率率则由 11.9% 提升至 12.4%，此外大型房企降杠杆力度较大，导致权益乘数由 5.5 下降至 5.3，而中型房企仅由 5.0 微降至 4.9。
- **2019 年行业集中度进一步提升，但 TOP100 的提升幅度略高于 TOP20。**以全国房地产销售额作为分母计算，TOP20 集中度达到 41%，较 2018 年提升 4 个百分点，TOP100 集中度达到 73%，较 2018 年提升 6 个百分点。未来市场竞争可能转向龙头之间的博弈。
- **一线龙头房企格局稳定，二线龙头投资迅猛增长，最具有成长空间。**2019 年 TOP20 上市房企中加权平均综合融资成本前三低的是中海地产、华润置地、龙湖地产，分别为 4.21%/4.45%/4.54%。而 2019 年土地投资强度排名前三的分别是中国金茂、世茂房地产、华润置地，均为销售规模在 2000 亿左右的二线龙头，投资强度分别为 69.9%/59.9%/58.7%。中国金茂和世茂房地产的融资成本为 4.94% 和 5.60%，与第一梯队相差不大。在一线龙头普遍进入稳杠杆甚至降杠杆的阶段，二线龙头的规模诉求更强，最具成长空间。

投资建议与投资标的

- **新冠疫情使得市场不确定性增加，在房住不炒、因城施策的主线下，政策节奏仍会循序渐进，下半年城市分化将更加严重。我们建议根据年报和一季报情况，聚焦板块龙头公司。具体来说，我们认为有三类公司值得看好：**
 - 1) 稳健经营的低估值蓝筹龙头：推荐万科 A(000002，买入)、保利地产(600048，买入)、金地集团(600383，买入)；
 - 2) 业绩高速增长能力均衡的一二线龙头公司，推荐融创中国(01918，买入)、旭辉控股集团(00884，买入)、世茂房地产(00813，买入)；
 - 3) 契合都市圈发展逻辑的公司，推荐 中南建设(000961，买入)、金科股份(000656，买入)。

风险提示

- 疫情影响导致销售大幅低于预期。
- 政策调控严厉程度高于预期。
- 利率发生明显上升。



行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

房地产行业

报告发布日期

2020 年 05 月 25 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

房诚琦

021-63325888*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518070003

联系人

吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

相关报告

因势利导，顺势而为：债务视角下的择股方 2020-05-19
法论：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 行业综述：营收增速稳定，降杠杆稳步推进.....	4
1.1 营收增速稳定，少数股东损益占比上升	4
1.2 结算毛利率净利率均下滑.....	5
1.3 销售回款增速下降，降杠杆成效显著	6
2. 企业比较：大型房企经营仍有优势，但中型房企增速较快	8
2.1 ROE：大型房企 ROE 较高，中型房企增速较快	8
2.2 盈利能力：中型房企利润率高	9
2.3 偿债能力：大型房企杠杆率下降较快	9
2.4 偿债能力：大型房企周转能力更强，中型房企增速更快	10
3. TOP20：集中度持续提升，二线龙头投资强度更高	11
3.1 销售：集中度持续提升	11
3.2 投资：龙头房企多处投资扩张区间	11
3.3 融资：融资能力分化加大.....	12
4. 投资建议：关注“稳健、高成长、都市圈”三类公司	13
风险提示	13
附录一：指标说明.....	13
附录二：股票池说明	14

图表目录

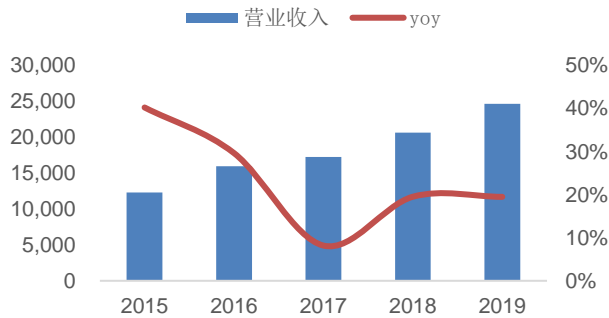
图 1：2019 年 125 家房企实现营业收入 24669.9 亿元.....	4
图 2：2019 年 125 家房企实现归母净利润 2239.8 亿元	4
图 3：2019 年亏损的上市房企数量为 16 家.....	4
图 4：2019 年 125 家房企中 79 家实现了业绩增长	4
图 5：2020Q1 125 家房企实现营业收入 3500.1 亿元.....	5
图 6：2020Q1 125 家房企实现归母净利润 223.8 亿元	5
图 7：2019 年港股主流上市房企营业收入 23153.4 亿元.....	5
图 8：2019 年港股主流上市房企归母净利润 2510.6 亿元	5
图 9：19 年上市房企毛利率净利率分别为 31.6%和 11.8%.....	6
图 10：20Q1 上市房企毛利率净利率分别为 30.9%和 8.5%	6
图 11：2019 年港股主流上市房企毛利率和净利率分别为 29.2%和 10.9%	6
图 12：19 年上市房企销售回款同比增长 10.1%（亿元）	7
图 13：20Q1 上市房企销售回款同比减少 21.1%（亿元）	7
图 14：19 年上市房企净负债率为 83.9%	7
图 15：20Q1 上市房企净负债率为 92.7%	7
图 16：2019 年港股主流上市房企有息负债率与净负债率分别达到 99.7%和 30.6%	8
图 17：2019 年上市房企整体 ROE 为 11.7%，其中大型房企明显领先于中小型房企.....	8
图 18：2019 年上市房企营业收入同比增长 19.4%.....	9
图 19：2019 年上市房企净利润同比增长 13.1%	9
图 20：2019 年上市房企整体净利率为 11.3%，其中中型房企高于大型和小型房企	9
图 21：2019 年上市房企整体杠杆率为 4.9，其中大型房企杠杆率下降更快	10
图 22：2019 年上市房企整体周转率为 21.1%，其中大型房企明显高于中小型房企	10
图 23：2019 年 TOP20 及 TOP100 房企集中度水平	11
图 24：2019 上市房企 TOP20 新增土储建面和平均楼面价	11
图 25：2019 上市房企 TOP20 新增土储投资额和拿地强度	12
图 26：2019 上市房企 TOP20 加权平均融资成本	12
表 1：A 股股票池名单	14
表 2：H 股股票池名单	14

1. 行业综述：营收增速稳定，降杠杆稳步推进

1.1 营收增速稳定，少数股东损益占比上升

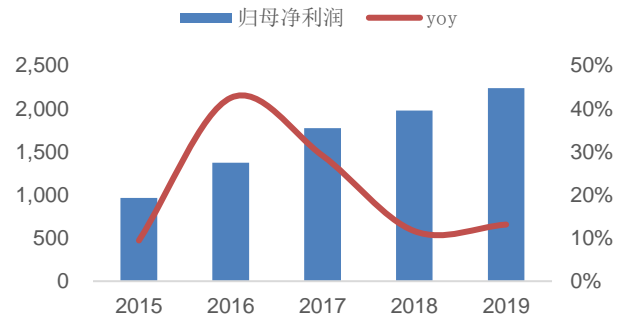
2019 年，A 股上市房企营收增速稳定。我们统计的 125 家 A 股上市房企 2019 年营收总计达到 24669.9 亿元，同比增长 19.5%，增速较 2018 年持平。归母净利润总计 2239.8 亿元，同比增长 13.1%，增速较 2019 年上升 1.5 个百分点。统计的 125 家企业中，79 家企业归母净利润实现增长，占 63.2%；亏损企业从 2018 年的 13 家上升到 16 家。我们认为 2019 年营收增速稳定的主要原因系为上轮房地产上行周期的项目尚未结算完毕，导致结算收入维持一个较高增速。同时由于合作比例提升，少数股东损益占比从 2018 年的 21.6% 提升至 2019 年的 23.0%，导致归母净利润增速低于营收增速。

图 1：2019 年 125 家房企实现营业收入 24669.9 亿元



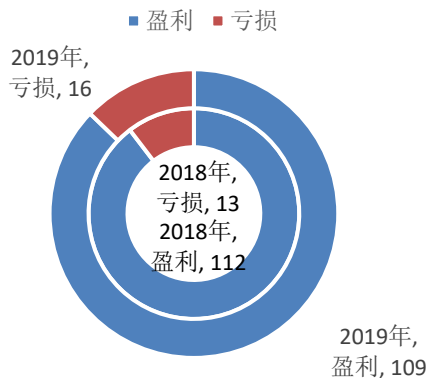
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：2019 年 125 家房企实现归母净利润 2239.8 亿元



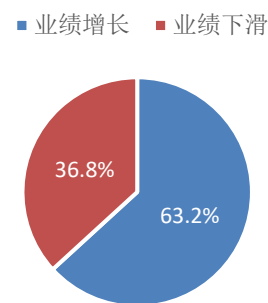
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 3：2019 年亏损的上市房企数量为 16 家



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 4：2019 年 125 家房企中 79 家实现了业绩增长

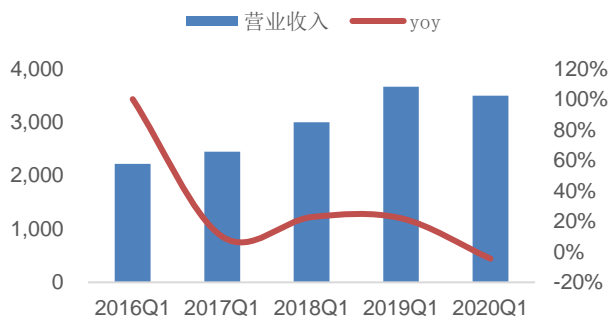


数据来源：Wind、东方证券研究所

受新冠疫情影响，2020 年第一季度，A 股上市房企营收同比下跌。2020Q1，125 家 A 股上市房企营业收入为 3500.1 亿元，同比下跌 4.5%，归母净利润为 223.8 亿元，同比下跌 42.4%，营收与业绩皆为负增长，较 2019 年全年的同比增速分别下滑了 24.0 个和 55.5 个百分点。2020 Q1 业

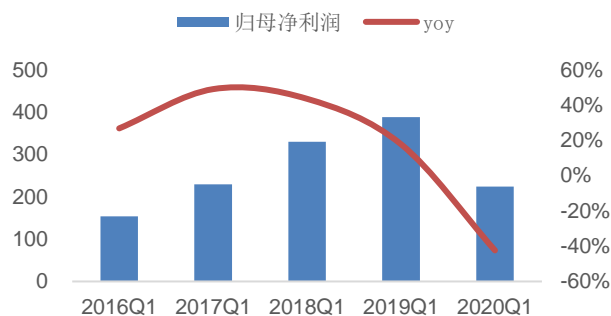
绩增速低于营收增速，一方面是净利润率下滑，另一方面也是由于少数股东损益占比从 2019Q1 的 17.7% 提升至 2020Q1 的 25.0%，进一步稀释了母公司的利润。

图 5：2020Q1 125 家房企实现营业收入 3500.1 亿元



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 6：2020Q1 125 家房企实现归母净利润 223.8 亿元



数据来源：Wind、东方证券研究所

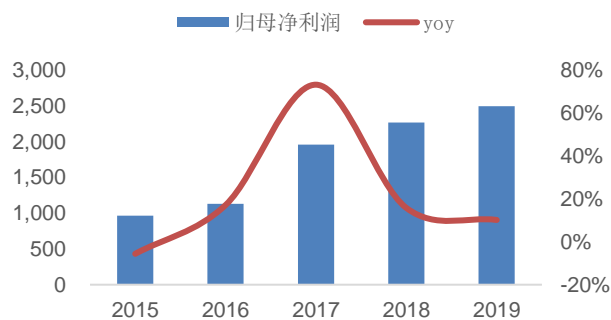
内房股营收增速略高于 A 股，利润率增速则略低于 A 股。我们选取了 22 家港股主流的上市房企进行统计，可以观察到 2019 年 22 家港股房企实现营业收入 19320.9 亿元，同比增长 19.8%，实现归母净利润 2510.6 亿元，同比增长 9.9%，内房股营收增速略高于 A 股，利率增速则略低于 A 股上市房企。H 股统计的 22 家房企规模较大整体业绩较好，业绩增速不佳的主要原因是恒大的归母净利润大幅度缩水，拖累了整体表现。

图 7：2019 年港股主流上市房企营业收入 23153.4 亿元



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 8：2019 年港股主流上市房企归母净利润 2510.6 亿元



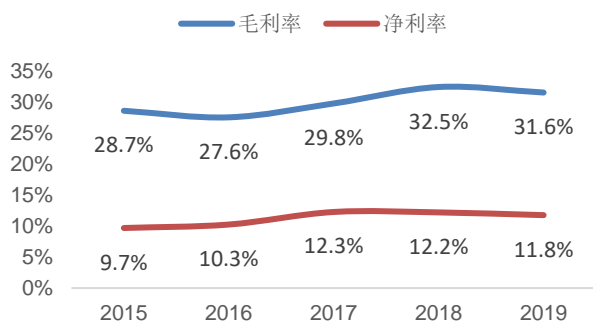
数据来源：Wind、东方证券研究所

1.2 结算毛利率净利率均下滑

限价导致的低利润项目进入结算期，整体结算毛利率净利率均下滑。2019 年 125 家 A 股上市房企整体毛利率达到 31.6%，同比下降了 0.9 个百分点，实现净利润率 11.8%，同比下降 0.4 个百分

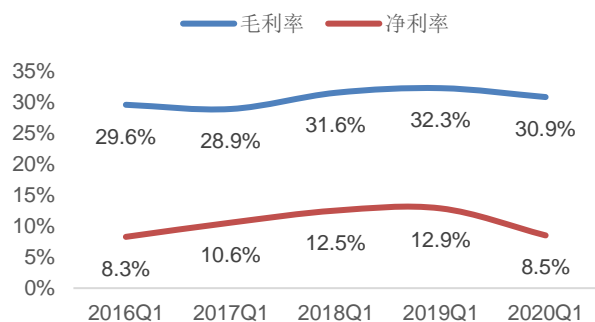
点。2020 年第一季度，125 家 A 股上市房企整体毛利率和净利率分别为 30.9% 和 8.5%。2019 年 22 家港股房企的毛利率达到了 29.2%，同比下降了 3.7 个百分点，净利率为 10.9%，同比下降 1.0 个百分点。上一轮上升期结束后 2017 年开始的较为严格的限价政策，使得项目利润率走低，随着这部分低利润项目进入结算期，行业的利润率水平将趋势性下滑，总体来看，2019 和 2020Q1，内房股和 A 股上市房企的毛利率净利率均有所下滑。

图 9：19 年上市房企毛利率净利率分别为 31.6% 和 11.8%



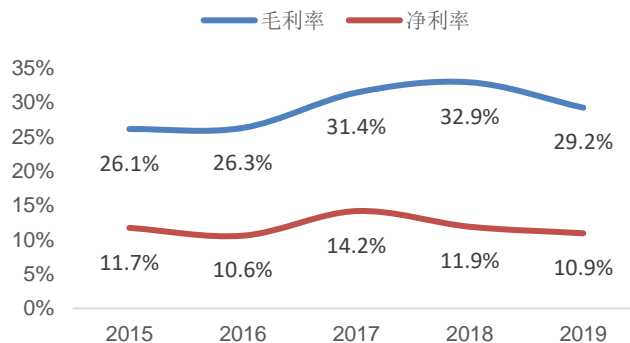
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 10：20Q1 上市房企毛利率净利率分别为 30.9% 和 8.5%



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 11：2019 年港股主流上市房企毛利率和净利率分别为 29.2% 和 10.9%

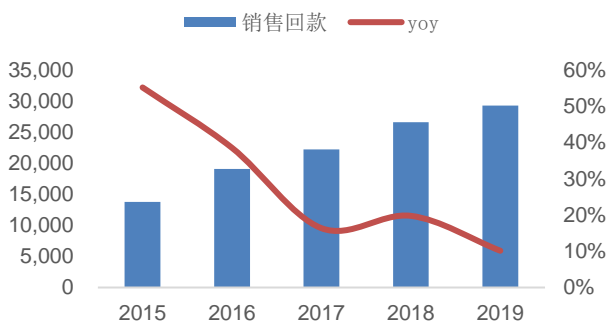


数据来源：Wind、东方证券研究所

1.3 销售回款增速下降，降杠杆成效显著

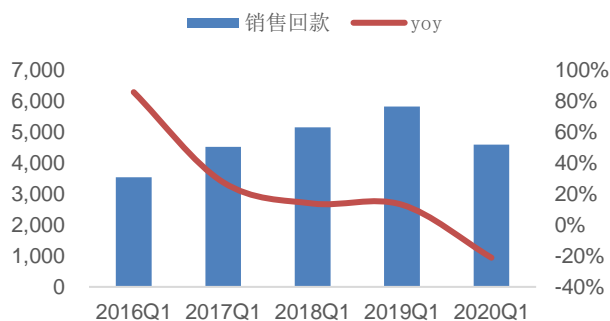
2019 年销售回款增速下降。2019 年 125 家上市房企销售回款总额达到 29300.2 亿元，同比增长 10.1%，增速同比下降 9.7 个百分点。尽管房企在 2019 年偏紧的融资环境下加大了对预售房款的回笼力度，但 2019 年全国房地产销售金额同比仅微增 6.5%，增速同比下滑 5.7 个百分点，因而整体回款增速放缓。2019 年一季度上市房企销售回款总额为 4610.5 亿元，同比下降 21.1%，增速同比下滑 34.3 个百分点，主要是疫情影响了营销活动的正常开展。

图 12：19 年上市房企销售回款同比增长 10.1%（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

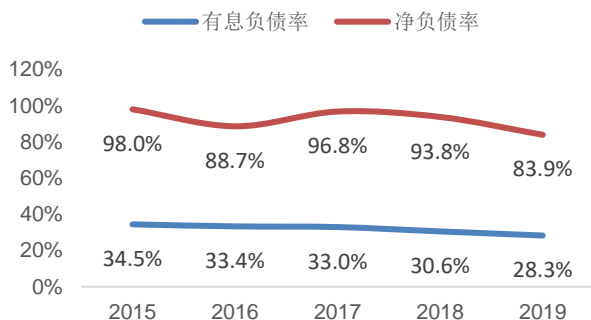
图 13：20Q1 上市房企销售回款同比减少 21.1%（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

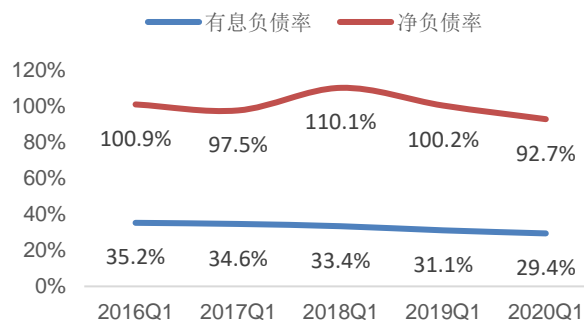
整体负债率下降，降杠杆成效显著。2019 年 125 家 A 股上市房企整体的有息负债率为 28.3%，较 2018 年下降了 2.33 个百分点，2019 年 A 股上市房企的整体净负债率为 83.9%，较 2018 年下降了 9.9 个百分点。2020 年第一季度，A 股上市房企的有息负债率和净负债率分别达到 29.4% 和 92.7%，分别同比降低 1.7 和 9.5 个百分点。2019 年 22 家港股房企整体有息负债率和净负债率分别为 30.6% 和 99.7%，分别较 2018 年同期下降 0.3 和上升 2.5 个百分点。

图 14：19 年上市房企净负债率为 83.9%

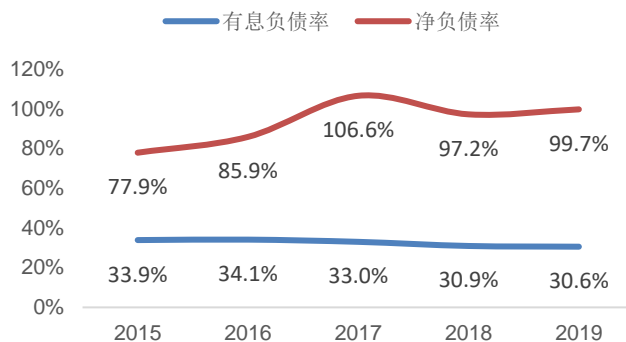


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 15：20Q1 上市房企净负债率为 92.7%



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 16：2019 年港股主流上市房企有息负债率与净负债率分别达到 99.7%和 30.6%


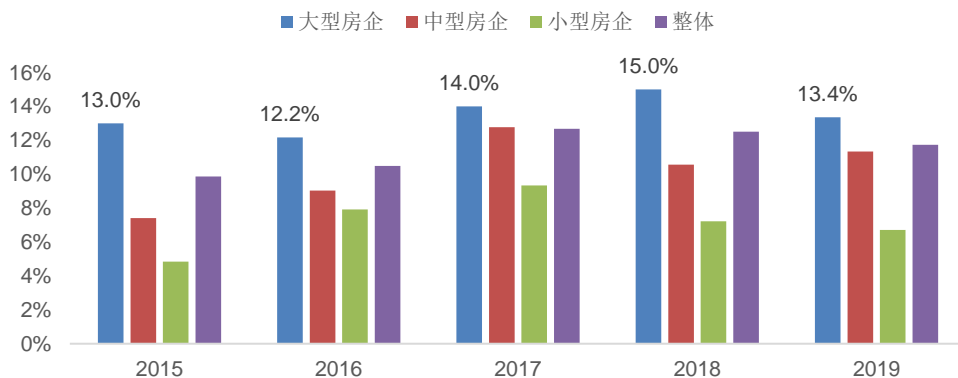
数据来源：Wind、东方证券研究所

2. 企业比较：大型房企经营仍有优势，但中型房企增速较快

我们根据克而瑞的《2019 年中国房地产企业销售 TOP200》报告公布的签约合同销售金额，按照相对排名将上市房企分为大型房企（排名前 20）、中型房企（排名在 20-50 之间）、小型房企（其他房企）三类，进行三类企业的比较。

2.1 ROE：大型房企 ROE 较高，中型房企增速较快

2019 年上市房企整体 ROE 略有下降，大型房企领先于中小型房企。我们将 A+H 股中的 147 家上市房企的 ROE 进行了统计，2019 年上市房企整体 ROE 为 11.7%，较 2018 年降低了 0.8 个百分点，整体 ROE 水平略有下降。其中大型房企、中型房企和小型房企的 ROE 分别为 13.4%、11.4%、6.7%，大型房企的 ROE 明显领先于中小型房企。

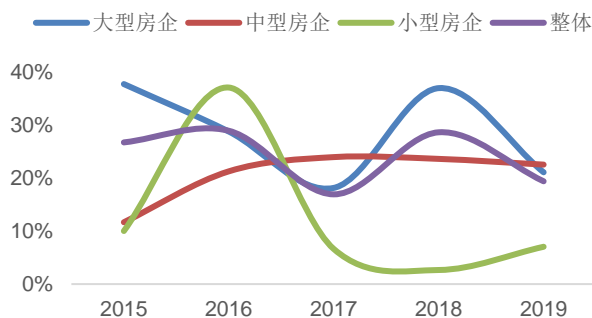
图 17：2019 年上市房企整体 ROE 为 11.7%，其中大型房企明显领先于中小型房企


数据来源：Wind、东方证券研究所

2.2 盈利能力：中型房企利润率高

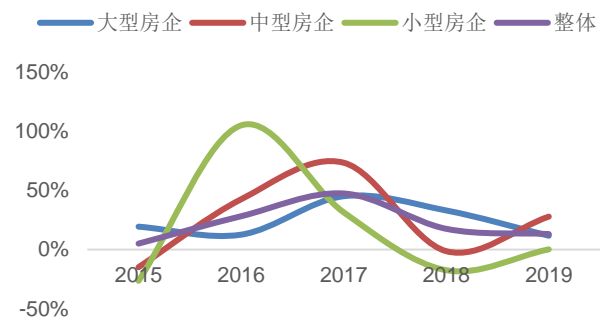
营收增速快于业绩增速，中型房企营收、业绩增长相对略快。2019 年 147 家上市房企实现营业收入 48116.8 亿元，同比增长 19.6%，实现净利润 5441.5 亿元，同比增长 13.1%，营收增速快于业绩增速。其中大型房企、中型房企和小型房企营收同比增速分别为 21.1%、22.5%、7.0%，净利润同比增速分别为 11.7%、27.8%和 0.2%，中型房企营收、业绩增长更快。

图 18：2019 年上市房企营业收入同比增长 19.4%



数据来源：Wind、东方证券研究所

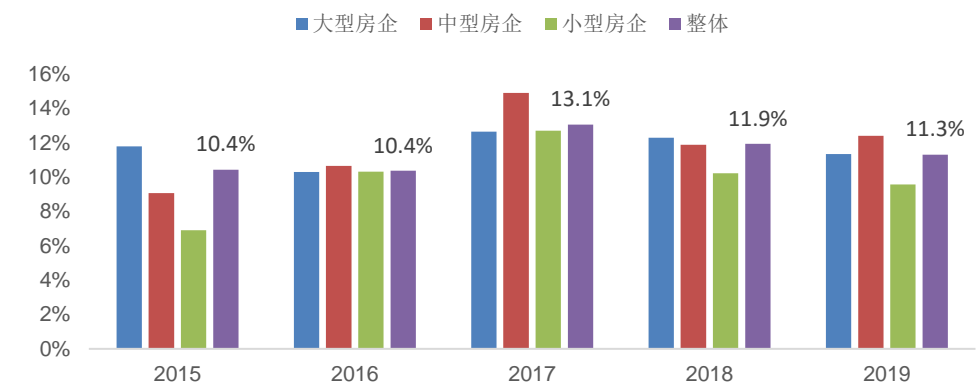
图 19：2019 年上市房企净利润同比增长 13.1%



数据来源：Wind、东方证券研究所

中型房企的净利率高于大型和小型房企。从净利率来看，2019 年上市房企的净利率达到 11.3%，同比降低 0.8 个百分点。其中大型房企、中型房企、小型房企的净利率分别为 11.3%、12.4%、9.6%，中型房企的净利率高于大型和小型房企。

图 20：2019 年上市房企整体净利率为 11.3%，其中中型房企高于大型和小型房企



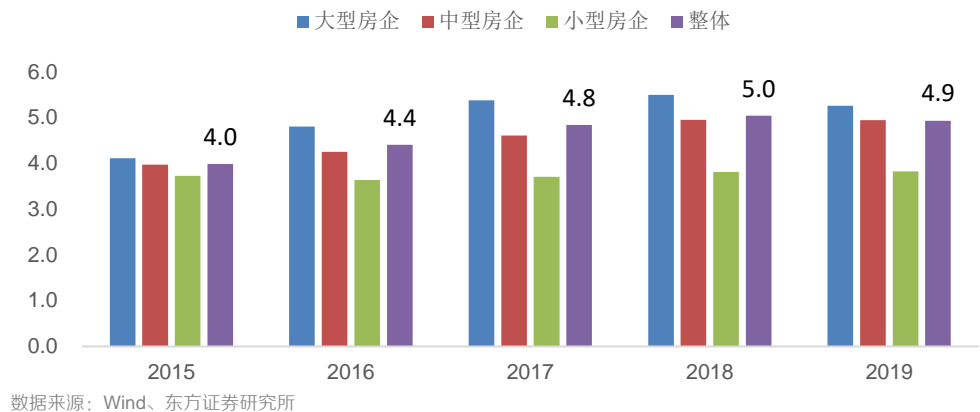
数据来源：Wind、东方证券研究所

2.3 偿债能力：大型房企杠杆率下降较快

大型房企的杠杆率高但下降较快。2019 年 147 家上市房企的权益乘数（总资产/净资产）为 4.9，较 2018 年下降了 0.1 个。其中大型房企、中型房企、小型房企的权益乘数分别为 5.3/4.9/3.8，大

型房企的杠杆率高于中小型房企。2019 年行业容量见顶，市场风险增加，龙头房企开始执行稳杠杆甚至降杠杆的策略，此前大型房企杠杆率较高下降也较快。

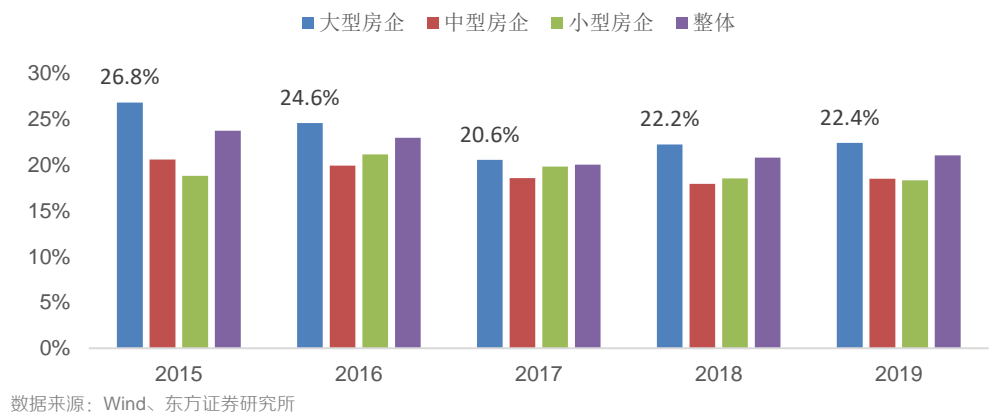
图 21：2019 年上市房企整体杠杆率为 4.9，其中大型房企杠杆率下降更快



2.4 偿债能力：大型房企周转能力更强，中型房企增速更快

大型房企大多采用高周转模式加速销售规模扩张。2019 年 147 家上市房企整体的周转率（营业收入/总资产）为 21.1%，较 2018 年上升了 0.3 个百分点，主要是由于目前房企大多以快周转模式加速销售规模的扩张。其中大型房企、中型房企、小型房企的周转率分别为 22.4%/18.5%/18.3%，大型房企的周转率明显高于中小型房企，但中型房企的周转率增长也较快。

图 22：2019 年上市房企整体周转率为 21.1%，其中大型房企明显高于中小型房企



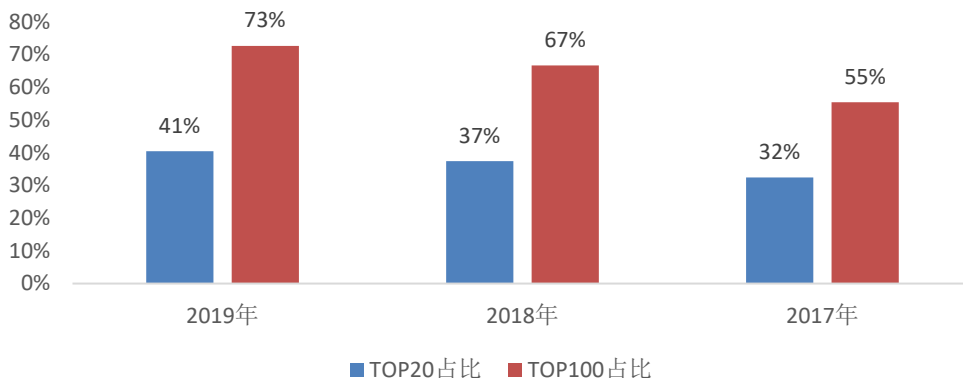
3. TOP20：集中度继续提升，二线龙头投资强度更高

对于 2019 年销售额排名前 20 的大型房企，我们对其从销售、投资、融资三个视角进行了深入分析。

3.1 销售：集中度继续提升

2019 年的行业集中度进一步提升，但 TOP100 的提升幅度略高于 TOP20。以全国房地产销售额作为分母计算，TOP20 集中度达到 41%，较 2017 年提升 4 个百分点，TOP100 集中度达到 73%，较 2018 年提升 6 个百分点。

图 23：2019 年 TOP20 及 TOP100 房企集中度水平

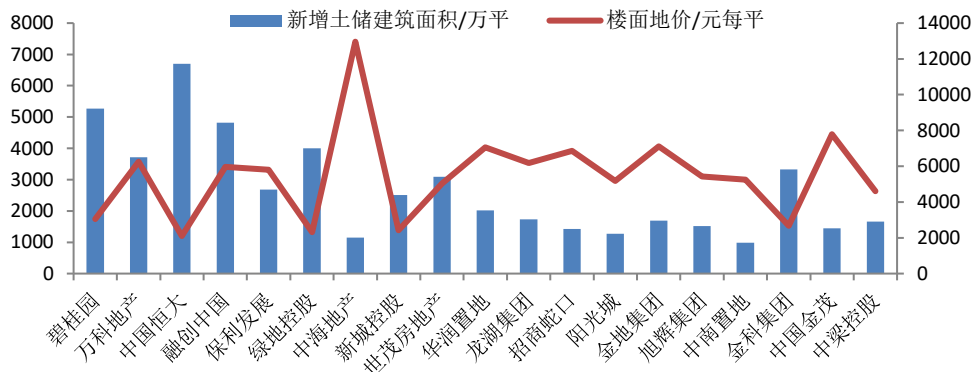


数据来源：CRIC、东方证券研究所

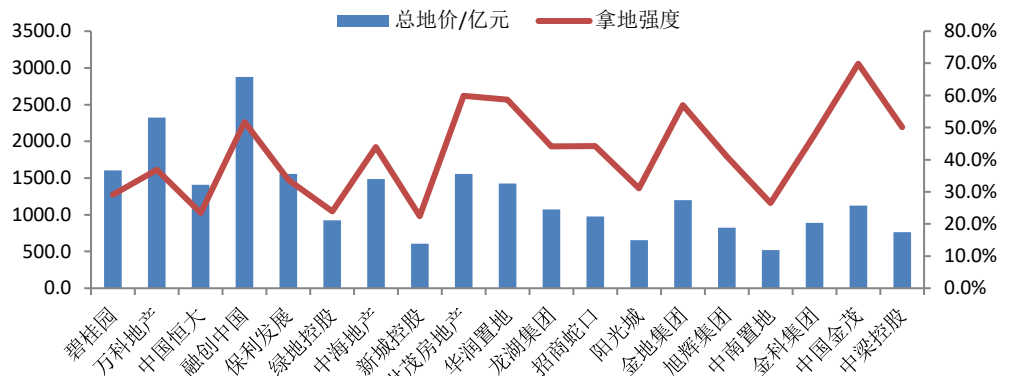
3.2 投资：龙头房企仍处投资扩张区间

龙头房企拿地积极，2000 亿左右房企投资强度更大。2019 年新增土储计容建筑面积排名前三的分别是中国恒大、碧桂园、融创中国，分别拿地 6703/5272/4820 万平方米。2019 年土地投资强度排名前三的分别是中国金茂、世茂房地产、华润置地，投资强度分别为 69.9%/59.9%/58.7%。

图 24：2019 上市房企 TOP20 新增土储建面和平均楼面价



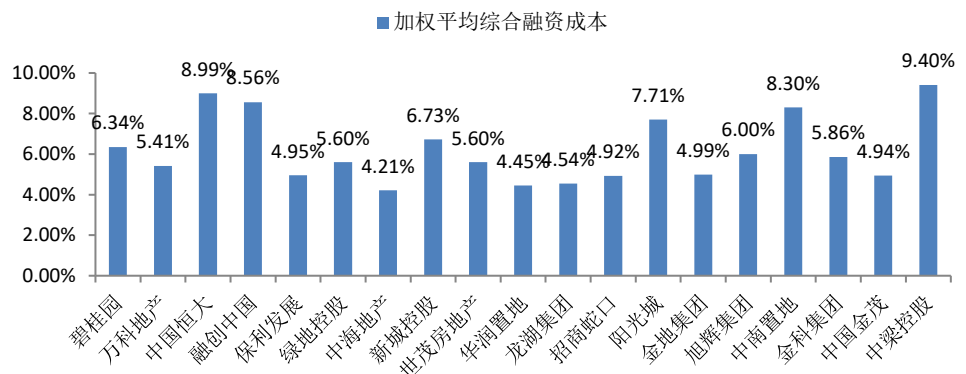
数据来源：Wind、公司公告、CRIC、东方证券研究所

图 25：2019 上市房企 TOP20 新增土储投资额和拿地强度


数据来源：公司公告、CRIC、东方证券研究所

3.3 融资：融资能力分化加大

2019 年行业融资环境趋紧，融资能力分化加大。2019 年 TOP20 上市房企中加权平均综合融资成本前三高的是中梁控股、中国恒大、融创中国，分别为 9.40%/8.99%/8.56%，前三低的是中海地产、华润置地、龙湖地产，分别为 4.21%/4.45%/4.54%。结合上文分析可以发现，在 2019 年整体融资环境趋紧的大背景下，低融资成本是房企实现平衡投资强度和杠杆率的重要基石。

图 26：2019 上市房企 TOP20 加权平均融资成本


数据来源：公司公告、CRIC、东方证券研究所

4. 投资建议：关注“稳健、高成长、都市圈”三类公司

新冠疫情使得市场不确定性增加，在房住不炒、因城施策的主线下，政策节奏仍会循序渐进，下半年城市分化将更加严重。我们建议根据年报和一季报情况，聚焦板块龙头公司。具体来说，我们认为有三类公司值得看好：1) 稳健经营的低估值蓝筹龙头：推荐万科 A、保利地产、金地集团；2) 业绩高速增长能力均衡的一二线龙头公司，推荐融创中国、旭辉控股、世茂房地产；3) 契合都市圈发展逻辑的公司，推荐中南建设、金科股份。

风险提示

销售大幅低于预期。由于新冠肺炎疫情影响，销售增长可能不达预期，从而影响开发商的周转能力和盈利能力。

政策调控严厉程度高于预期。目前部分城市房价上涨仍处于可控情况下，若未来房价进一步攀升，不排除中央及地方进一步出台政策打压，其严厉程度可能高于预期。

利率发生明显上升。目前的低利率环境是推升房地产市场的主要因素，未来因为全球利率环境变化（如美国加息）及中国金融风险局部爆发等因素导致国内利率出现明显上升，将对房地产市场量价产生负面影响。

附录一：指标说明

1. 毛利率=1-营业成本/营业收入
2. 净利率=1-净利润/营业收入，净利润指标未扣除少数股东损益
3. 有息负债率=有息负债/总资产，其中 A 股公司有息负债的计算方式是：有息负债=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券；港股公司有息负债的计算方式是：有息负债=短期借贷及长期借贷当期应还部分+交易型金融负债+指定以公允价值记账之金融负债+长期借贷
4. 净负债率=（有息负债-货币资金）/净资产
5. ROE=净利润/净资产，净利润指标未扣除少数股东损益，净资产指标未扣除少数股东权益
6. 销售净利率=净利润/营业收入，净利润指标未扣除少数股东损益
7. 权益乘数=总资产/净资产，净资产指标未扣除少数股东权益
8. 周转率=营业收入/总资产

附录二：股票池说明

报告参考的股票池共涉及 147 只股票，其中 A 股公司共 125 家，选取标准是根据申万行业分类中的房地产一类行业，并扣除了仍然处于“ST”阶段的股票，此外添加了 3 家房地产收入占总收入比重较高的公司，分别是三湘印象、海南高速和东湖高新。

表 1：A 股股票池名单

股票代码	简称	股票代码	简称	股票代码	简称	股票代码	简称	股票代码	简称
000002.SZ	万科 A	000069.SZ	华侨城 A	000979.SZ	中弘股份	600067.SH	冠城大通	600639.SH	浦东金桥
000671.SZ	阳光城	000090.SZ	天健集团	000981.SZ	银亿股份	600077.SH	宋都股份	600641.SH	万业企业
000732.SZ	泰禾集团	000402.SZ	金融街	002016.SZ	世荣兆业	600094.SH	大名城	600648.SH	外高桥
000961.SZ	中南建设	000502.SZ	绿景控股	002077.SZ	大港股份	600133.SH	东湖高新	600649.SH	城投控股
001979.SZ	招商蛇口	000506.SZ	中润资源	002133.SZ	广宇集团	600159.SH	大龙地产	600657.SH	信达地产
600048.SH	保利地产	000514.SZ	渝开发	600665.SH	天地源	600162.SH	香江控股	600658.SH	电子城
600340.SH	华夏幸福	000517.SZ	荣安地产	600675.SH	中华企业	600173.SH	卧龙地产	600663.SH	陆家嘴
600383.SH	金地集团	603506.SH	南都物业	600683.SH	京投发展	600185.SH	格力地产	600791.SH	京能置业
601155.SH	新城控股	000558.SZ	莱茵体育	600684.SH	珠江实业	600208.SH	新湖中宝	600848.SH	上海临港
600823.SH	世茂股份	000573.SZ	粤宏远 A	600716.SH	凤凰股份	600215.SH	长春经开	600890.SH	中房股份
600606.SH	绿地控股	000608.SZ	阳光股份	600724.SH	宁波富达	600223.SH	鲁商置业	600895.SH	张江高科
000031.SZ	中粮地产	000609.SZ	中迪投资	600736.SH	苏州高新	600239.SH	云南城投	601588.SH	北辰实业
000537.SZ	广宇发展	000616.SZ	海航投资	600743.SH	华远地产	600240.SH	华业资本	000056.SZ	皇庭国际
000656.SZ	金科股份	000620.SZ	新华联	600748.SH	上实发展	600246.SH	万通地产	000505.SZ	京粮控股
002146.SZ	荣盛发展	000631.SZ	顺发恒业	600773.SH	西藏城投	600266.SH	北京城建	000534.SZ	万泽股份
002244.SZ	滨江集团	000667.SZ	美好置业	600095.SH	哈高科	600322.SH	天房发展	000567.SZ	海德股份
600376.SH	首开股份	000718.SZ	苏宁环球	600515.SH	海航基础	600325.SH	华发股份	000615.SZ	京汉股份
600466.SH	蓝光发展	000736.SZ	中交地产	600555.SH	海航创新	600393.SH	粤泰股份	000668.SZ	荣丰控股
000006.SZ	深振业 A	000797.SZ	中国武夷	600568.SH	中珠医疗	600463.SH	空港股份	000691.SZ	亚太实业
000011.SZ	深物业 A	000838.SZ	财信发展	600647.SH	同达创业	600503.SH	华丽家族	000909.SZ	数源科技
000014.SZ	沙河股份	000863.SZ	三湘印象	002208.SZ	合肥城建	600533.SH	栖霞建设	600708.SH	光明地产
000029.SZ	深深房 A	000886.SZ	海南高速	002285.SZ	世联行	600565.SH	迪马股份		
000036.SZ	华联控股	000897.SZ	津滨发展	002305.SZ	南国置业	600604.SH	市北高新		
000042.SZ	中洲控股	000918.SZ	嘉凯城	600007.SH	中国国贸	600621.SH	华鑫股份		
000043.SZ	中航地产	000926.SZ	福星股份	600052.SH	浙江广厦	600622.SH	光大嘉宝		
000046.SZ	泛海控股	000965.SZ	天保基建	600064.SH	南京高科	600638.SH	新黄浦		

数据来源：Wind，东方证券研究所

港股公司共 22 家，选取标准是根据克而瑞 2019 年销售榜单中排名前 50 并在港股上市的公司。股票池具体的信息如下表所示：

表 2：H 股股票池名单

股票代码	简称	股票代码	简称	股票代码	简称	股票代码	简称	股票代码	简称
------	----	------	----	------	----	------	----	------	----

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2007.HK	碧桂园	1109.HK	华润置地	3377.HK	远洋集团	3883.HK	中国奥园	0123.HK	越秀地产
3333.HK	中国恒大	0884.HK	旭辉控股集团	0817.HK	中国金茂	0137.HK	金辉集团	3900.HK	绿城中国
1918.HK	融创中国	6158.HK	正荣地产	3380.HK	龙光地产	1233.HK	时代中国控股		
0688.HK	中国海外发展	2777.HK	富力地产	2868.HK	首创置业	0119.HK	保利置业集团		
0960.HK	龙湖地产	3383.HK	雅居乐集团	1638.HK	佳兆业集团	1813.HK	合景泰富		

数据来源：Wind，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有万科A(000002)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有中南建设(000961)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

