

房地产行业 2019 年报综述：盈利能力承压，负债率显著下行

上次评级： 优于大势

报告摘要：

业绩持续释放增速有所下滑，利润率承压负债率显著下行。2019 年报房企结算主力主要为 2017 年左右项目，2017 年前后行业销售仍然维持高增，体现为营收和利润增速仍然靓丽，但由于已开启密集调控，重点城市限价包括地价的上行导致 2019 年房企利润率有所下行，预计房企盈利能力未来将继续承压。2019 年行业销售增速有所下滑，体现为房企预收账款增速放缓，但预收账款对营收的覆盖率仍然保持高位，房企未来业绩释放仍具备充分保障。2019 年行业整体融资环境偏紧，受此影响土地市场热度较低，行业负债水平下降明显。在此环境下，龙头房企凭借在融资、拿地、销售端的多方优势进一步提高市场份额，利润率水平也显著领先行业。

秉承房住不炒基调，地方因城施策边际放松可期。尽管宏观层面政治局会议和两会重申房住不炒，我们认为此番表述符合市场预期，房住不炒意味着抑制房价过快上涨的硬约束不能破。考虑到当前经济形势下房地产的托底功能，因城施策的边际放松仍然可期，需求端，进一步放宽落户，鼓励有效购房需求入市，此外包括税费端购房相关税费的调整、信贷端居民按揭利率的下行等。供给端，采取更加积极的土地出让政策、降低房屋预售条件、房企较为宽松的融资环境等政策，加大市场供给。

基金低配地产板块，板块估值处于历史底部。复盘板块十年走势来看，板块绝对 PE (TTM) 波动区间在 9~30 倍左右，目前为 8.9 倍左右。相对 PE 走势与绝对 PE 基本一致，目前板块相对 PE 也已处于近十年最底部区域。PB 估值方面，板块绝对 PB 水平波动区间在 0.9~3.5 倍左右，目前板块绝对 PB 为 1.09 倍，相对 PB 为 0.86 倍，两者均处于历史底部区域。2019 年起房企将进入竣工结算高峰期，在较强的业绩保障下，房地产板块的低估值优势更加彰显。

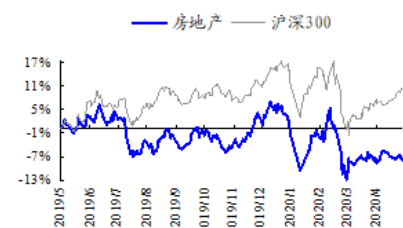
个股方面推荐业绩确定性强、资源卓越的一线房企：万科 A、金地集团、保利地产、华夏幸福和华侨城 A；建议关注二线龙头房企：中南建设、蓝光发展、金科股份、荣盛发展和阳光城；持续看好龙头物管公司：碧桂园服务、保利物业、永升生活服务和招商积余；

风险提示：行业资金面超预期收紧；市场表现超预期下行

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
万科 A	25.16	3.44	4.11	4.88	7.31	6.12	5.16	买入
保利地产	14.75	2.34	2.58	2.88	6.30	5.72	5.12	买入
金科股份	7.83	1.06	1.34	1.68	7.39	5.84	4.66	买入
蓝光发展	5.04	1.15	1.66	2.23	4.38	3.04	2.26	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-0.03%	-6.82%	-10.37%
相对收益	-2.81%	-1.14%	-17.10%

行业数据

成分股数量 (只)	134
总市值 (亿)	20073
流通市值 (亿)	17773
市盈率 (倍)	7.73
市净率 (倍)	1.73
成分股总营收 (亿)	25520
成分股总净利润 (亿)	2300
成分股资产负债率 (%)	79.05

相关报告

《东北证券房地产周报：央行发布一季度货币政策执行报告》

2020-05-11

《东北证券房地产周报：4 月房企销售显著回暖 布局一二线房企增速亮眼》

2020-05-06

《当前时点再议新冠疫情对房地产行业影响》

2020-04-27

证券分析师：张云凯

执业证书编号： S0550519080009
13917726696 zhangyk@nesc.cn

研究助理：沈路遥

执业证书编号： S0550118070032
18616639299 shenly@nesc.cn

联系人：吴胤翔

执业证书编号： S0550119080063
18117166023 wuyx@nesc.cn

目 录

1.	2019 年报综述：业绩持续增长，房企盈利能力承压.....	5
1.1.	重点房企市值占比稳定，头部房企市值集中度提升.....	5
1.2.	业绩持续释放，增速有所放缓.....	6
1.3.	利润水平逐步承压，龙头房企盈利能力优势显著.....	9
1.4.	行业集中度提升趋势不变，房企提质降速诉求提升.....	12
1.5.	土地市场先热后冷，房企拿地力度放缓.....	14
1.6.	降杠杆仍在进行，2019 年融资环境整体偏紧.....	15
2.	当前行业基本面分析：各项指标持续回暖，土地市场火热.....	17
2.1.	土地购置拉动开发投资额跌幅收窄，景气指数持续回升.....	17
2.2.	新开工面积及施工面积进入回升通道.....	18
2.3.	土地市场回暖，百城成交溢价率突破 15%.....	20
2.4.	销售复苏，三十大中城市销售表现不及全国数据.....	21
2.5.	国内到款、自筹资金拉动开发企业到位资金回暖.....	24
3.	当前行业政策面分析：秉承房住不炒主基调，因城施策边际宽松可期...26	
3.1.	秉承房住不炒主基调，地方因城施策边际宽松可期.....	26
3.2.	中央持续支持落户宽松，地方因城施策持续跟进.....	34
4.	投资逻辑.....	36
4.1.	基金低配地产板块，物业公司受到青睐.....	36
4.2.	板块各项估值指标均处于历史底部.....	37

图表目录

图 1:	万得全 A 与申万房地产指数涨幅.....	5
图 2:	重点房企合计市值.....	6
图 3:	市值占申万房地产板块比重.....	6
图 4:	30 家重点房企市值占比.....	6
图 5:	五类企业占申万房地产板块比重占比.....	6
图 6:	重点房企营业收入合计.....	7
图 7:	重点房企归母净利润合计.....	7
图 8:	分类别重点房企营收构成.....	7
图 9:	分类别重点房企归母净利润构成.....	7
图 10:	经营性现金净流入.....	8
图 11:	五类企业中报经营性现金流净额情况.....	8
图 12:	重点房企预收账款合计.....	8
图 13:	重点房企预收账款/营收.....	8
图 14:	毛利总量变化情况及构成.....	9
图 15:	净利润总量变化情况.....	9
图 16:	毛利率变化情况.....	10
图 17:	归母净利率变化情况.....	10

图 18: 分类毛利率变化图	10
图 19: 分类净利率变化	10
图 20: 三费合计比例	11
图 21: 三费各项占比	11
图 22: 各类企业三费合计变化情况	11
图 23: 各类企业管理费用变化情况	11
图 24: 各梯队房企累计权益销售金额入榜门槛	12
图 25: TOP100 各梯队房企销售权益金额集中度	12
图 26: 商品房销售面积及累计同比	13
图 27: 30 大中城市商品房当月成交面积	13
图 28: 重点房企回款情况	13
图 29: 一线房企回款情况	13
图 30: 二线房企回款情况	14
图 31: 三线房企回款情况	14
图 32: 2019 年销售金额及新增货值集中度	14
图 33: 2019 与 2018 年拿地销售比	14
图 34: 存货情况	15
图 35: 存货/预收账款情况	15
图 36: 存货饼图	15
图 37: 购买商品、接受劳务支付的现金	15
图 38: 重点房企有息负债合计	16
图 39: 五类企业净负债率	16
图 40: 重点房企筹资活动产生的净现金流	16
图 41: 五类企业筹资活动产生的净现金流情况	16
图 42: 房企境内债券发行情况	17
图 43: 房企境外债券发行情况	17
图 44: 房地产开发投资完成额累计同比	17
图 45: 住宅开发投资完成额及累计同比	17
图 46: 开发投资: 其他费用累计同比与土地购置同比	18
图 47: 房地产开发投资: 建筑工程与施工面积走势	18
图 48: 各地区房地产开发投资额及同比	18
图 49: 国房景气指数	18
图 50: 房屋新开工面积及累计同比	19
图 51: 住宅新开工面积及累计同比	19
图 52: 房屋施工面积及累计同比	19
图 53: 住宅施工面积及累计同比	19
图 54: 房屋竣工面积及累计同比	19
图 55: 住宅竣工面积及累计同比	19
图 56: 房屋单月新开工面积及单月同比	20
图 57: 房屋单月竣工面积及单月同比	20
图 58: 土地成交价款及累计同比	20
图 59: 购置土地面积及累计同比	20
图 60: 供应土地建筑面积及成交土地建筑面积	21
图 61: 单月百城成交楼面价及溢价率	21
图 62: 单月百城土地成交结构	21

图 63: 商品房销售面积及累计同比	22
图 64: 住宅销售面积及累计同比	22
图 65: 30 大中城市商品房当月成交面积	22
图 66: 一、二、三线城市当月成交占比	22
图 67: 商品房待售面积及同比	22
图 68: 住宅待售面积及同比	22
图 69: 办公楼待售面积及同比	23
图 70: 商业营业用房待售面积及同比	23
图 71: 各地区房地产销售金额及同比	23
图 72: 各地区房地产销售面积及同比	23
图 73: 百城住宅价格指数当月环比	24
图 74: 房地产开发资金来源累计同比	24
图 75: 房地产开发资金来源	25
图 76: 国内贷款资金来源及累计同比	25
图 77: 自筹资金及累计同比	25
图 78: 定金及预收款累计同比	25
图 79: 首套房、二套房房贷平均利率	26
图 80: 个人按揭贷款及累计同比	26
图 81: 历史相对标准配置	37
图 82: 相对持仓	37
图 83: 2020 年至今各板块涨幅对比 (截至 2020 年 5 月 22 日)	38
图 84: 申万房地产板块历史绝对 PE 和相对 PE 波动水平	38
图 85: 申万房地产板块历史绝对 PB 和相对 PB 波动水平	38
表 1: 年报综述重点房企分类	5
表 2: 预收账款表现优秀企业	9
表 3: 净利润增长表现优秀企业	11
表 4: 近期房企直接融资情况	25
表 5: 近期地方因城施策边际宽松政策梳理 (截至 5 月 22 日)	27
表 6: 历年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务: 总体要求差异	34
表 7: 历年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务: 提高农业转移人口市民化质量	35
表 8: 历年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务: 提高城市群建设质量	35
表 9: 历年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务: 城市发展质量	36
表 10: 地产股重仓持股市值	37

1. 2019 年报综述：业绩持续增长，房企盈利能力承压

本次年报综述依然选用之前的筛选标准，在房地产板块中筛选出三十一家 A 股优质公司，并根据其主营业务、销售规模、行业地位等条件，分为五类企业：一线房企、二线房企、三线房企、地产+X、商业地产，就其营收、利润、负债、销售等等方面数据进行分析。

表 1：年报综述重点房企分类

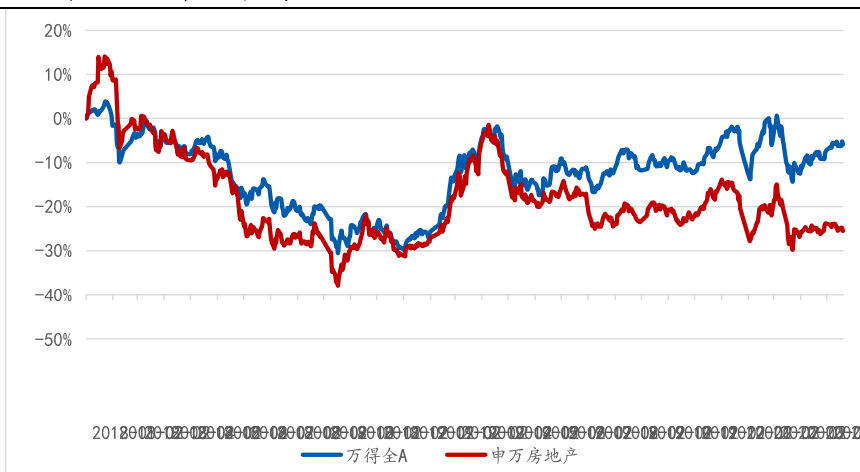
房企分类	公司
一线房企	万科 A、保利地产、招商蛇口、绿地控股、新城控股
二线房企	金地集团、荣盛发展、中南建设、首开股份、 滨江集团、阳光城、华发股份、蓝光发展、金科股份
三线房企	北辰实业、中华企业、光明地产、金融街、 泰禾集团、迪马股份、信达地产、世茂股份
地产+X	华侨城 A、华夏幸福、建发股份、福星股份、天健集团、卧龙地产
商业地产	中国国贸、陆家嘴、大悦城

数据来源：东北证券整理

1.1. 重点房企市值占比稳定，头部房企市值集中度提升

截至 2020 年 5 月 20 日，申万房地产指数收于 3754.36，目前申万房地产指数较年初下跌 13.53%，而万得全 A 较年初下跌 1.71%，相对跑输大盘。

图 1：万得全 A 与申万房地产指数涨幅

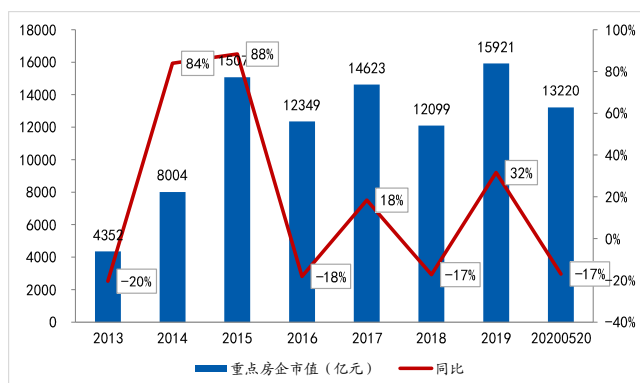


数据来源：东北证券，Wind

截止 2020 年 5 月 20 日，本次统计的 31 家重点房企其市值总和为 13220 亿元，较 2019 年底下跌 17%，合计市值在申万房地产板块占比 66%，占比保持稳定，近年来市值向头部房企集中的趋势愈发明显。

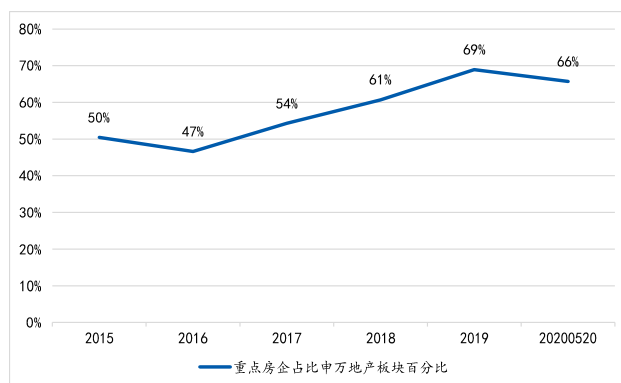
分类来看，5 家一线房企在 32 家重点房企中市值占比进一步提升，达到 56%，保利地产上半年表现明显领先于板块，回撤较小。

图 2：重点房企合计市值



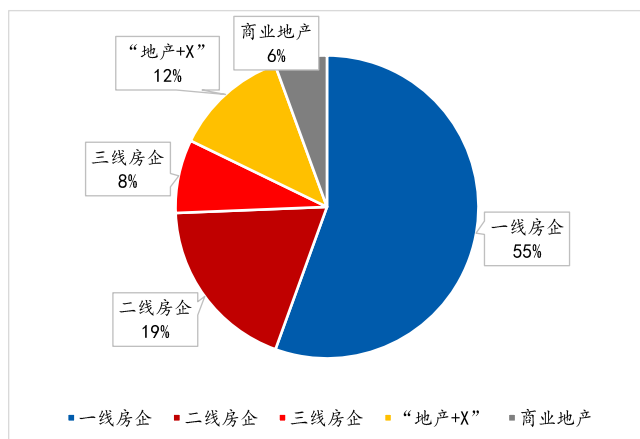
数据来源：东北证券，公司公告

图 3：市值占申万房地产板块比重



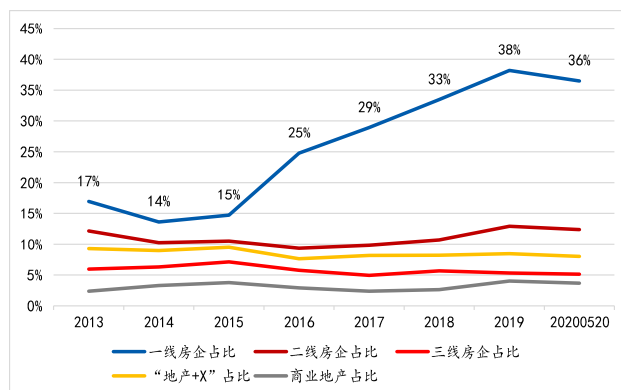
数据来源：东北证券，公司公告

图 4：31 家重点房企市值占比



数据来源：东北证券，公司公告

图 5：五类企业占申万房地产板块比重占比



数据来源：东北证券，公司公告

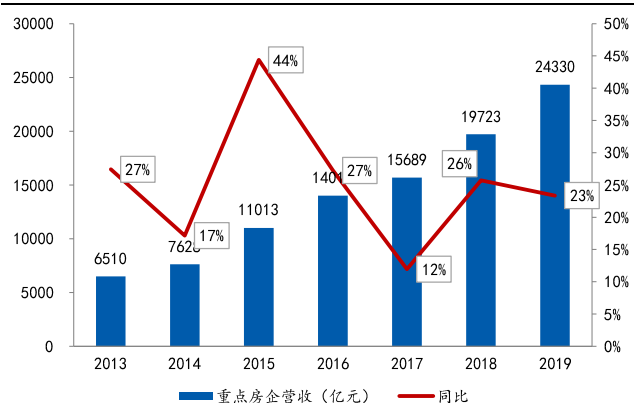
注：绿地控股于 2015 年借壳金丰投资上市，因此 2015 年之前绿地控股数据有一定偏差，下同

1.2. 业绩持续释放，增速有所放缓

2019 年，重点房企合计实现营收 24330.48 亿元，同比增长 23.36%；合计实现归母净利润 2099.60 亿元，同比增长 19.95%，由于 2017 年后房地产市场开启密集调控，项目利润率水平有所下滑，当前结算主力主要为 2017 年左右项目，导致利润增速低于营收增速。同时调控也使得行业量价增速放缓，并最终体现为 2019 年行业整体营收和利润增速的放缓。

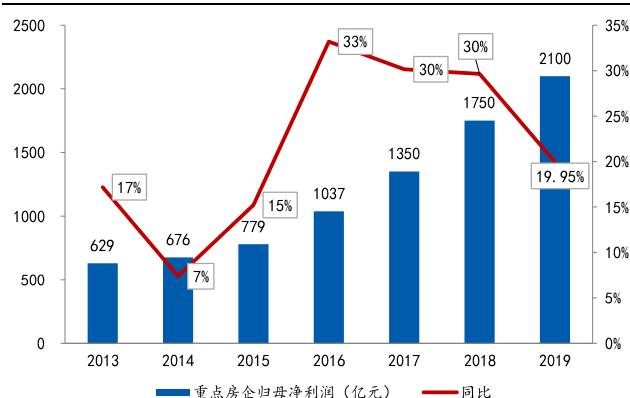
一线房企在合计营收中贡献了近半数比例，相应的其归母净利润贡献比例为 53%，表现出了高于行业平均的利润水平；而商业运营类地产企业凭借 2% 的营收占比贡献 3% 的净利润，中国国贸、陆家嘴的归母净利率均在 20% 以上，较地产开发为主业的公司有明显优势。

图 6: 重点房企营业收入合计



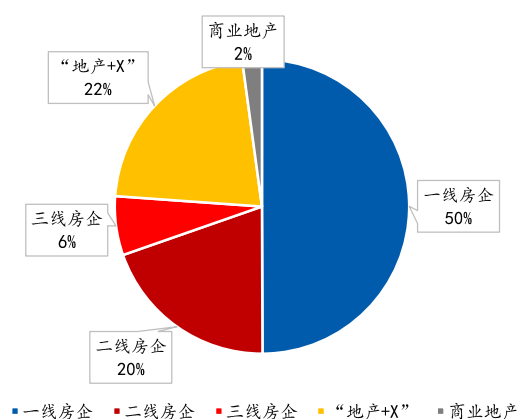
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 重点房企归母净利润合计



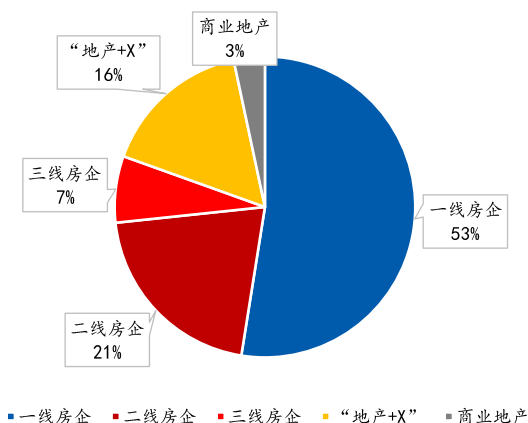
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 分类别重点房企营收构成



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 分类别重点房企归母净利润构成

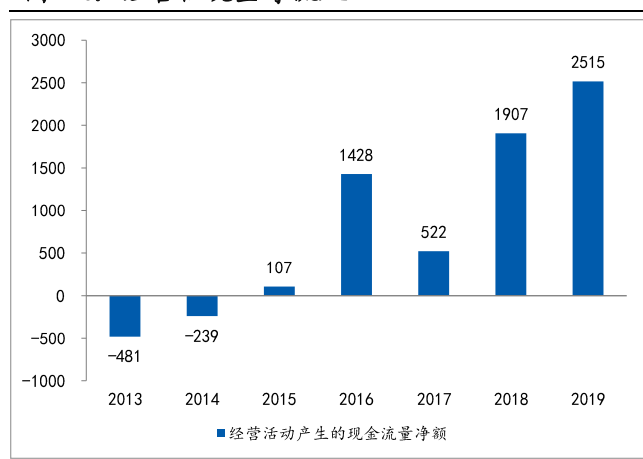


数据来源: 东北证券, Wind

2019 年, 重点房企经营性净现金流全年合计净流入 2515 亿元, 同比增长 31.9%, 由于行业融资环境的收紧, 各大房企对于现金流、销售回款的重视程度愈发提高, 也带来了经营性现金流的持续好转。

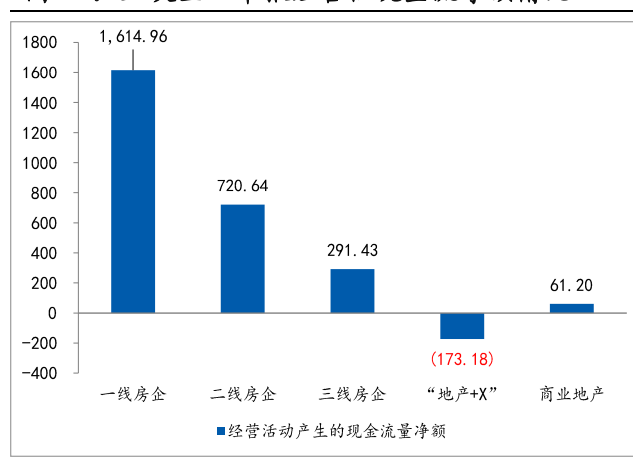
拆分来看, 一线房企经营性净现金流合计净流入 1615 亿元, 同比增长 58.4%, 又以万科 A、保利地产、新城控股净流入最多, 分别为 457、392、436 亿元; 二线房企经营性现金流同比有所减少, 由 2018 年同期的 724 亿元微降至净流入 721 亿元; 重点房企中地产+X 类企业经营性现金为净流出, 主要受华夏幸福和华侨城 A 影响, 两家公司经营性现金流分别净流出 318、52 亿元。大悦城 2019 年经营性现金流大幅转正, 由 2018 年的净流出 18 亿元转为 2019 年净流入 41 亿元, 带动商业地产板块样本公司总体经营性现金流净额同比增长 57% 至 61 亿元。

图 10: 经营性现金净流入



数据来源: 东北证券, Wind

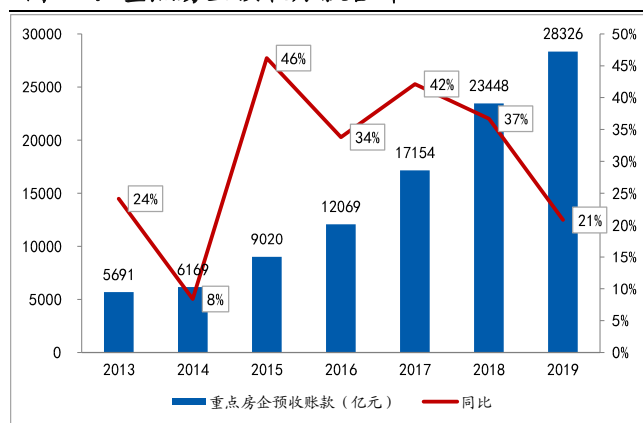
图 11: 五类企业中报经营性现金流净额情况



数据来源: 东北证券, Wind

2019 年, 重点房企其预收账款总额达到 28326 亿元, 同比上升 21%, 增速连续两年下滑, 预收账款作为房企当期销售金额的报表反映, 体现了行业整体销售增速的下滑。重点房企的预收账款金额与营业收入的比值 2019 年也有所下降, 由 2018 年的 1.19 回落至 1.16, 但可结算资源仍然充沛, 行业业绩锁定性较强, 其中一线房企、二线房企、三线房企的预收账款/营业收入比值分别为 1.30、1.55、1.05, 相比较而言一二线龙头房企的待结转货值更为充裕; 地产+X、商业地产的预收账款/营收比值分别为 0.57、0.78 倍。其中, 新城控股、滨江集团、泰禾集团、华发股份、中南建设、蓝光发展等业绩保障倍数较高。

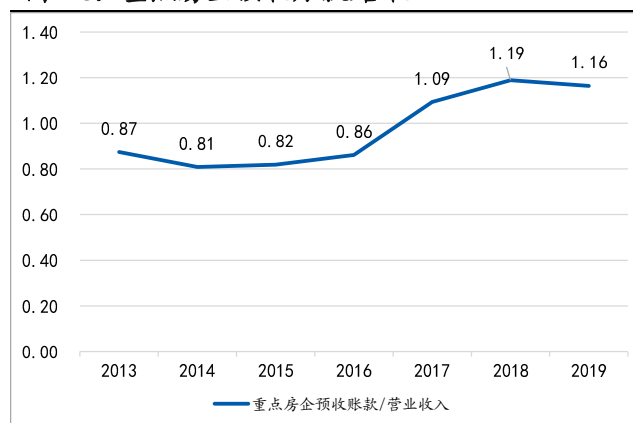
图 12: 重点房企预收账款合计



数据来源: 东北证券, Wind

注: 部分公司由于会计政策改变, 将原有预收账款记于合同负债, 因此图表中预收账款包括预收账款与合同负债;

图 13: 重点房企预收账款/营收



数据来源: 东北证券, Wind

以下为重点房企中预收账款与合同负债取得明显增长的公司, 其中滨江集团和新城控股不仅预收账款增速较高, 并且预收账款对营业收入的覆盖倍数也较高, 分别达到了 2.23 和 2.31, 未来业绩释放具备充足保障。

表 2: 预收账款表现优秀企业

公司	预收账款+合同负债 (亿元)	同比增长	预收账款/营业收入
滨江集团	555.96	120.21%	2.23
天健集团	79.66	113.15%	0.54
福星股份	114.98	98.53%	1.20
大悦城	375.57	67.95%	1.11
新城控股	1982.29	67.19%	2.31
建发股份	810.96	65.35%	0.24

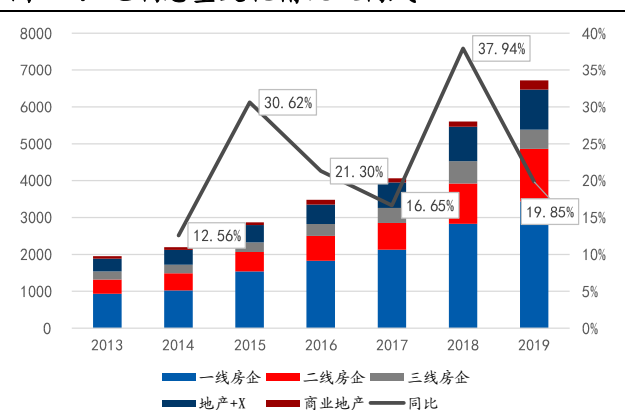
数据来源：东北证券，Wind

1.3. 利润水平逐步承压，龙头房企盈利能力优势显著

重点房企 2019 年结算毛利为 6717.90 亿元，同比增长 19.85%；其中一线、二线、三线、地产+X、商业地产五类公司毛利占比分别为 51%、21%、8%、16%、4%，一线企业贡献了过半数利润；增速方面，商业地产类、二线房企、一线房企分别以 70.00%、30.37%、21.52% 的利润增速占据榜首与二三名，商业地产类公司主要是受大悦城重组带来的影响，与此同时三线房企毛利同比下滑 13.45%，房企利润分化进一步加剧。

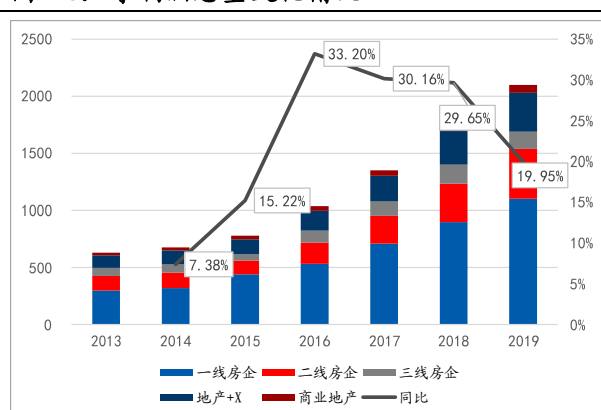
重点公司 2019 年平均毛利率、归母净利率分别为 27.61% 与 8.63%，较 18 年同期分别下降 0.81 个百分点和 0.25 个百分点。考虑到 2016 年以来地价逐渐上行、重点城市限价导致项目利润端承压，随着这部分项目逐渐进入结转周期，我们认为房企的利润水平将逐步承压。

图 14: 毛利总量变化情况及构成



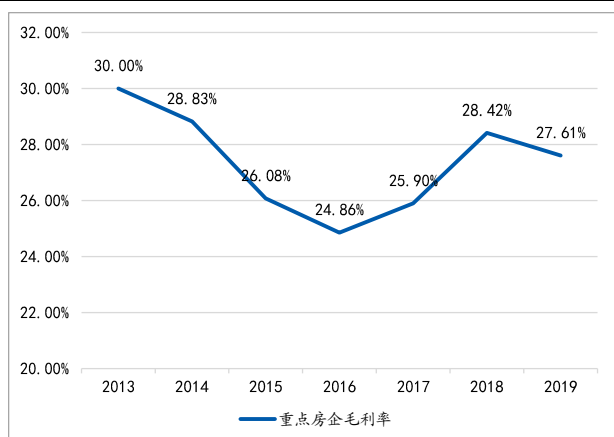
数据来源：东北证券，Wind

图 15: 净利润总量变化情况



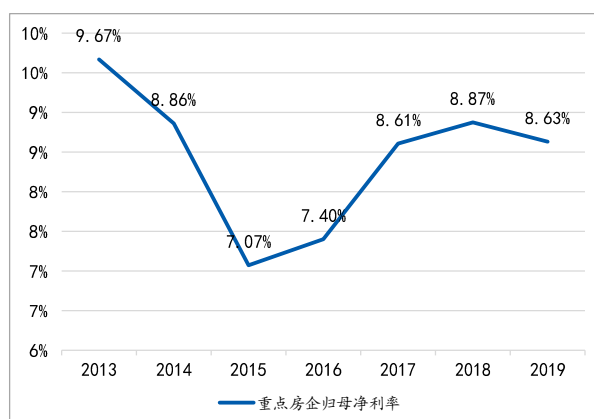
数据来源：东北证券，Wind

图 16: 毛利率变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 17: 归母净利率变化情况

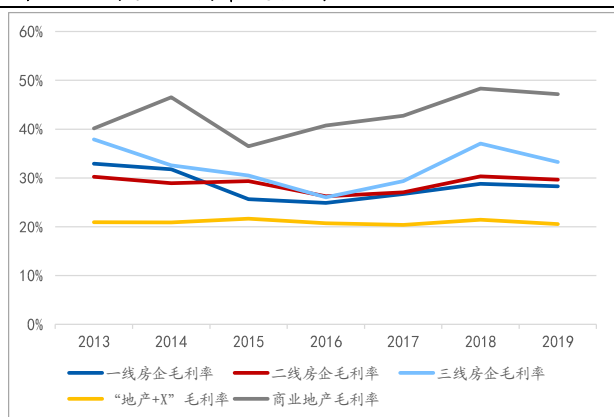


数据来源: 东北证券, Wind

由于业务模式的特点, 商业地产类房企的毛利率、归母净利率分别为 47%、13%, 均明显高于以地产开发为主业的公司, 而像是新城控股这样的收入结构中包含部分商业地产的房企, 其利润水平也明显高于以地产开发为绝对主业的房企, 随着未来存量时代的到来, 商业地产运营可能会成为龙头房企的重要收入来源。

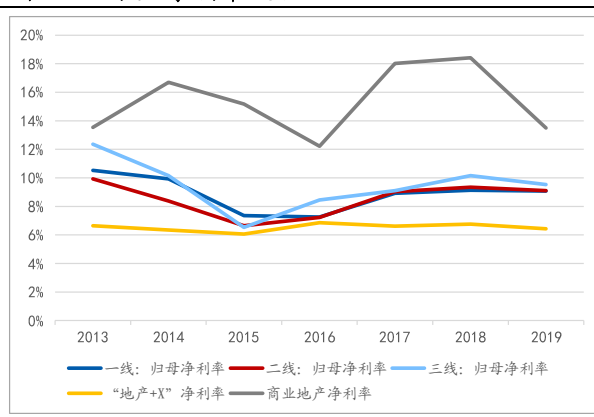
在地产开发公司中, 一线、二线、三线房企的平均归母净利率为 9.07%、9.11%、9.53%, 一线房企平均归母净利率较低主要受绿地控股影响 (多元业务拉低平均毛利率), 剔除绿地控股后一线房企平均毛利率高达 12.13%, 一线房企盈利能力显著优于其他房企。三线房企净利率高于二线房企主要由于其项目布局集中性更强, 更容易受区域市场波动和结算结构影响, 同时分化显著, 如三线房企中的中华企业, 其 2019 年归母净利率达到 17.62%, 此外, 三线房企样本中较多房企具有高利润率的多元业务, 如金融街、世茂股份等由于商业地产业务的贡献导致利润率也高于传统开发型房企。

图 18: 分类毛利率变化图



数据来源: 东北证券, Wind

图 19: 分类净利率变化



数据来源: 东北证券, Wind

以下为重点房企中部分净利率表现良好、净利润同比高速增长的公司, 其中中南建设、大悦城 (重组影响)、蓝光发展 2019 年业绩表现突出。

表 3: 净利润增长表现优秀企业

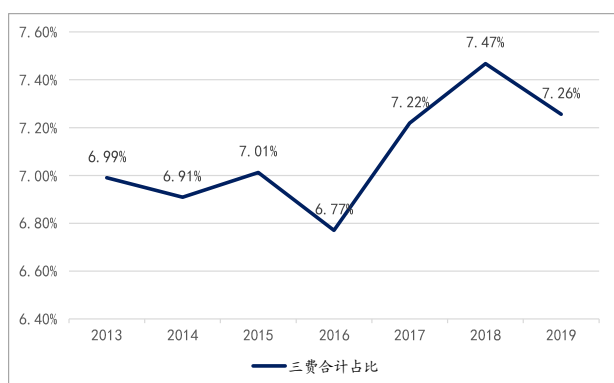
股票代码	公司	归母净利润(亿元)	同比增长	归母净利率
000961.SZ	中南建设	41.63	89.83%	5.80%
000031.SZ	大悦城	23.78	71.26%	7.04%
000090.SZ	天健集团	12.36	58.17%	8.43%
600466.SH	蓝光发展	34.59	55.53%	8.83%
600048.SH	保利地产	279.59	47.90%	11.85%
000656.SZ	金科股份	56.76	46.06%	8.37%

数据来源: 东北证券, Wind

重点房企 2019 年全年三费费用合计占比为 7.26%，较去年同期下降 0.25 个百分点，主要是由于行业整体销售增速下行下房企当期费用支出增速相对放缓，但收入结算仍然体现的是 2017 年左右较快的销售增速，其中销售、管理、财务费用分别是 2.79%、2.88%、1.59%，分别较去年同期+0.06pct、-0.17pct、-0.09pct，管理费率方面改善较为明显。

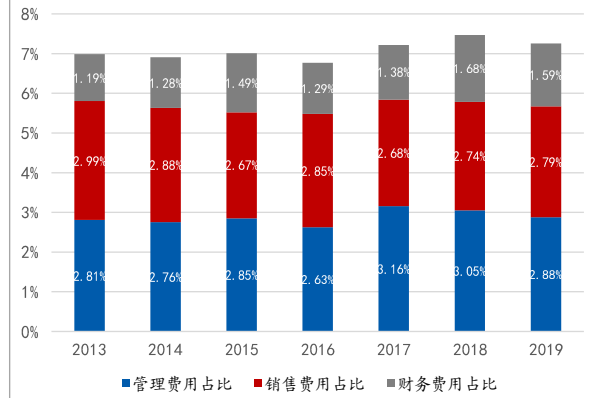
分类别来看，一线房企三费合计占比 6.59%，明显低于二线、三线房企的 9.09% 与 10.37%，一方面是由于一线房企融资渠道多元，在 2019 年偏紧的融资环境中优势彰显，而融资集中度的提高也使得房企间的财务费用水平进一步分化，另一方面也体现出了一线房企更为成熟高效的管控体系，费用管控能力较强。

图 20: 三费合计比例



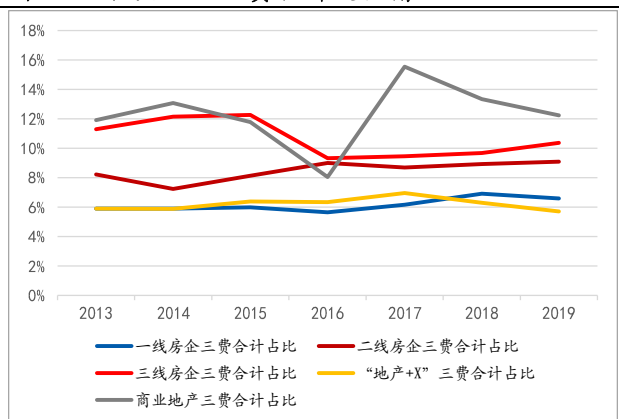
数据来源: 东北证券, Wind

图 21: 三费各项占比



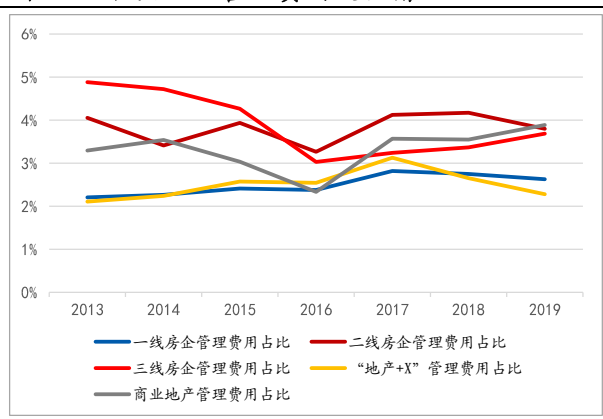
数据来源: 东北证券, Wind

图 22: 各类企业三费合计变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 23: 各类企业管理费用变化情况



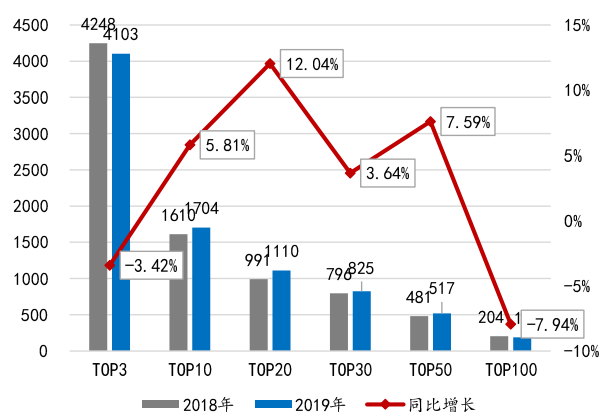
数据来源: 东北证券, Wind

2019 年重点房企的全面摊薄 ROE 为 17.67%，较去年同期上升 0.20 个百分点，其中一线、二线、三线、地产+X 类、商业地产类房企的全面摊薄 ROE 分别为 19.82%、17.09%、9.50%、19.63%、15.58%，分别较去年同期+0.05pct、+1.82pct、-2.03pct、+0.27pct、-2.27pct，一二线房企盈利能力优势显著。

1.4. 行业集中度提升趋势不变，房企提质降速诉求提升

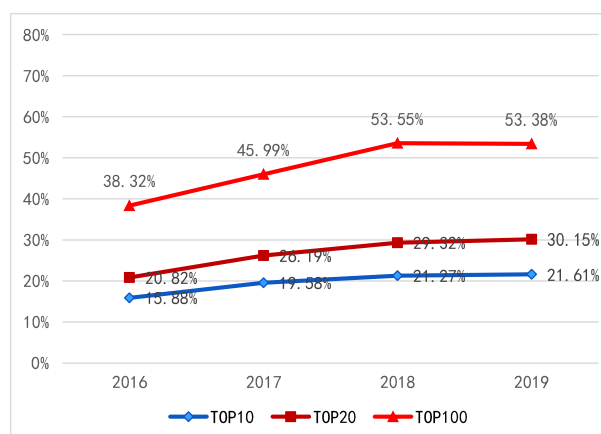
2019 年房地产行业马太效应继续凸显，龙头房企凭借在融资、拿地和销售端的多方优势进一步提升市场份额，强者恒强。根据克而瑞数据，2019 年，TOP10 和 TOP20 房企的权益销售金额占比继续提升，分别从 2018 年的 21% 提升至 22% 和从 2018 年的 29% 提升至 30%，TOP100 房企权益销售金额占比同比微降，从 2018 年的 53.55% 下降至 53.38%。门槛上，2019 年 TOP10、20、30 的权益销售金额门槛分别为 1704 亿元、1110 亿元、825 亿元，分别同比提升 5.81pct、12.04pct、3.64pct。

图 24：各梯队房企累计权益销售金额上榜门槛



数据来源：东北证券，克而瑞

图 25：TOP100 各梯队房企销售权益金额集中度



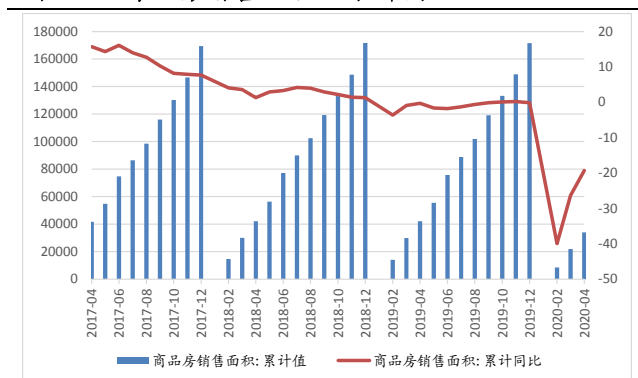
数据来源：东北证券，克而瑞

全国商品房市场分化持续加剧，一、二线城市表现好于低能级城市。2019 年全国商品房销售面积约 17.16 亿平米，同比下降 0.10%；商品房销售金额约 15.97 亿元，同比增长 6.50%。根据克而瑞数据，TOP100 房企的累计权益销售金额同比增长 6.5%，不及 2017 年的 40.5% 和 2018 年的 35.1%，百强销售增速相较前两年显著放缓，一方面是受行业整体销售增速下行背景影响，另一方面，部分龙头房企在提质控速战略下规模诉求有所减弱。

在行业整体销售增速放缓背景下，仍有部分龙头房企的销售实现了较快增长，其中中海地产、世茂房地产、绿城中国、金科股份、奥园集团、建业地产均取得操盘、权益销售金额同比 15% 以上的增长，销售规模位列前五的房企中融创中国的操盘、权益销售金额增速超过 10%。我们认为，受新冠疫情影响，行业集中度提升的趋势将进一步加速：一方面，疫情以来各地普遍采取了较为积极的土地出让政策，包括降低拿地门槛、降低竞买保证金比例、缓缴土地出让金等，同时增加了优质住宅用地供应，我们认为这一趋势仍将持续，而大型房企具备更加的融资优势，资金和拿地实力强，能够在这一优质的拿地窗口期获取更多优质土储，而小型房企更多思考的是生存问题，此时往往没有能力逆势拿地；另一方面，疫情影响下，很多小型房企被迫退出行业，大型房企能够趁此时机加大并购；此外，长期来看，此次疫情由于长时间的居家隔离政策，从购房心理上加强居民对居住品质的追求，包括户型

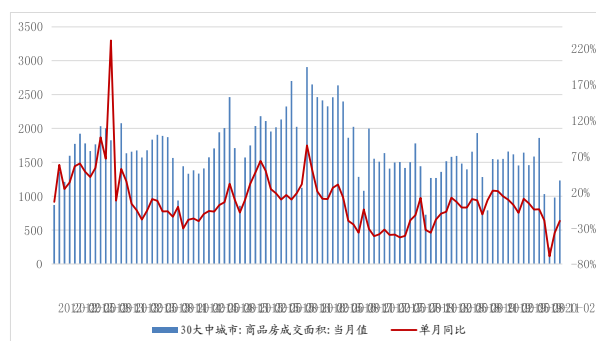
设计、配套设施、物业服务等，而龙头房企在产品方面具备更强的专业优势，长期来看去化水平和溢价能力将有望提高。

图 26: 商品房销售面积及累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 27: 30 大中城市商品房当月成交面积

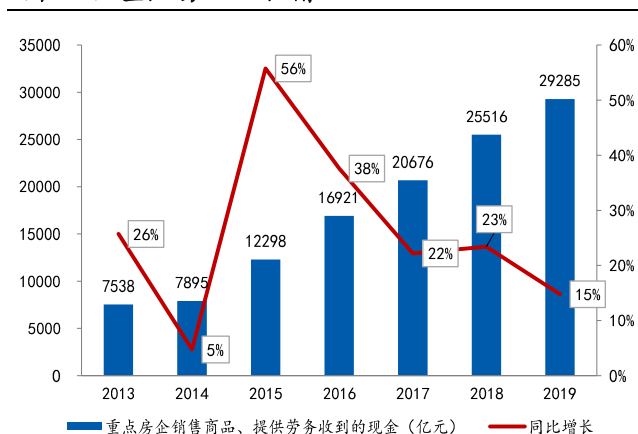


数据来源：东北证券，国家统计局

2019 年，重点房企销售商品、提供劳务收到的现金为 29285 亿元，同比增长 14.77%，分开看一、二、三线房企回款情况，一线房企回款 14491 亿元，同比增长 11.98%；二线房企回款 6352 亿元，同比增长 16.26%；三线房企回款 1801 亿元，同比下滑 10.46%。虽然销售商品、提供劳务收到的现金主要为房企并表项目，对于小股操盘、或者财务投资类项目的参考价值并不大，但考虑当前环境下重点房企均强调紧抓销售回款，寻求质量与规模的同步发展，因此可以看到一二线房企 2019 年的销售商品、提供劳务收到的现金大多表现良好。

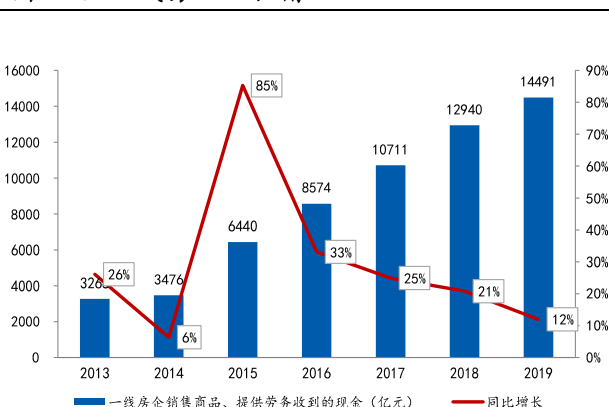
重点房企中，销售商品收到现金、提供劳务收到的现金项取得明显增长的公司有滨江集团、新城控股、华发股份和金科股份等。

图 28: 重点房企回款情况



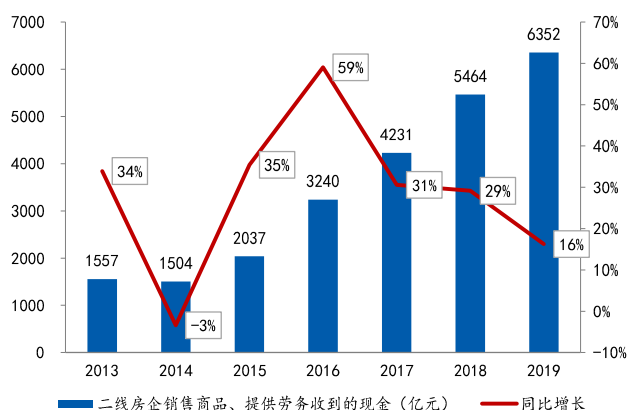
数据来源：东北证券，Wind

图 29: 一线房企回款情况



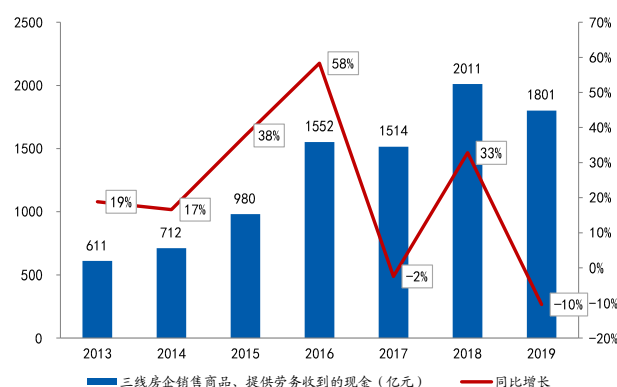
数据来源：东北证券，Wind

图 30: 二线房企回款情况



数据来源：东北证券，Wind

图 31: 三线房企回款情况

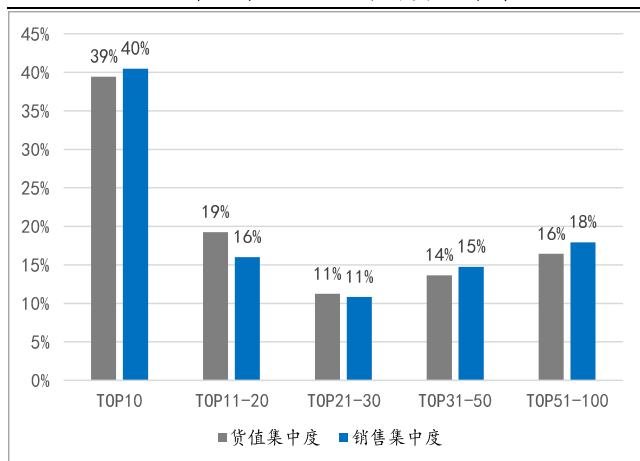


数据来源：东北证券，Wind

1.5. 土地市场先热后冷，房企拿地力度放缓

2019 年土地市场呈现先热后冷，在小阳春阶段表现出明显的回暖趋势，但随着后续融资环境收紧与销售数据的下行，土地市场立即转冷。根据克而瑞数据，2019 年龙头房企拿地销售比较去年同期都有所下降，各大房企表现出更为理性的投资策略。全年百强房企拿地销售比降至 0.34，与去年同期相比下滑 0.04，四季度近 3 成房企未拿地。市场低迷的同时企业表现持续分化，部分头部企业和国企拿地积极性凸显，中海、绿地、世茂等拿地金额同比不降反升。且年末收并购活动频发，加之疫情影响，行业整合加速，收并购的“浪潮”还将持续。

图 32: 2019 年销售金额及新增货值集中度

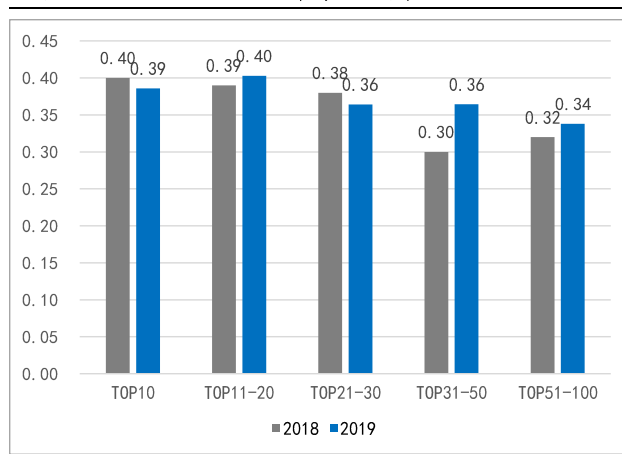


数据来源：东北证券，Wind

注：1、销售金额百强内集中度：各梯队房企销售金额/TOP100 销售金额之和

2、新增货值百强内集中度：销售百强各梯队房企新增货值/对应销售百强房企新增货值之和

图 33: 2019 与 2018 年拿地销售比



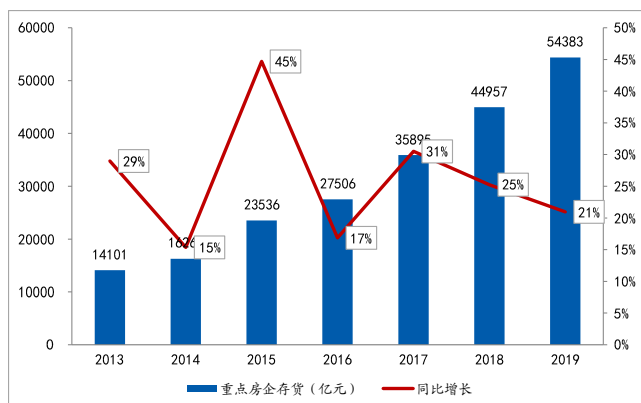
数据来源：东北证券，Wind

截至 2019 年底，重点房企存货总额为 54383 亿元，同比增长 20.97%，增速继续放缓；从存货绝对值来看，仅泰禾集团、信达地产、世茂股份出现存货同比下降的情况。面对去化率下降的市场，房企没有选择 2015 年时的转型发展，均选择聚焦主业，深耕地产业务，加快推盘，促进回款。

存货占比中，一线房企存货达 26944 亿元，同比增长 23.78%，占重点房企全部存货的 50%；二线、三线房企合计存货分别为 14131、5224 亿元，分别同比+25.80%、-1.85%。

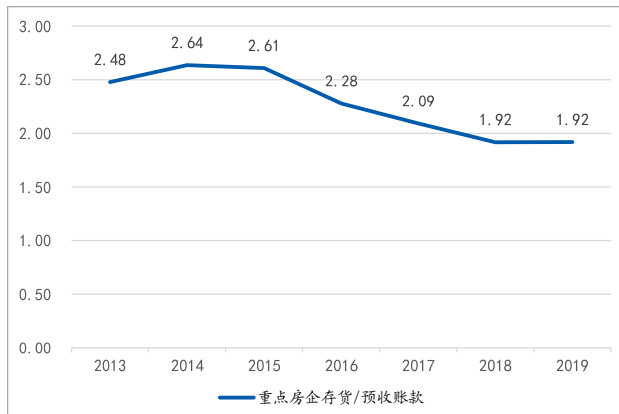
2019 年，重点房企用于购买商品、接受劳务支付的现金为 22375.06 亿元，同比增长 23.54%，增速扩大 12.12 个百分点。

图 34: 存货情况



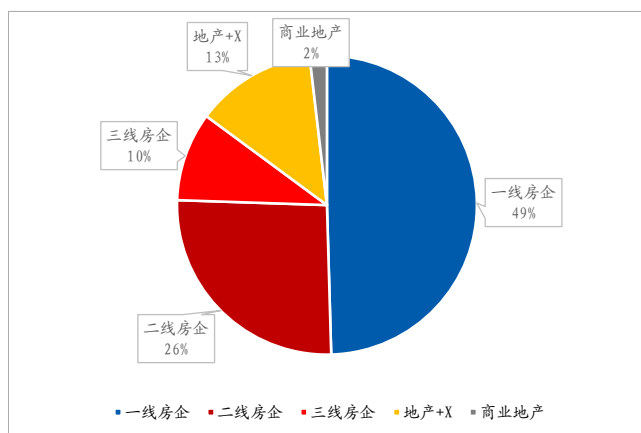
数据来源：东北证券，Wind

图 35: 存货/预收账款情况



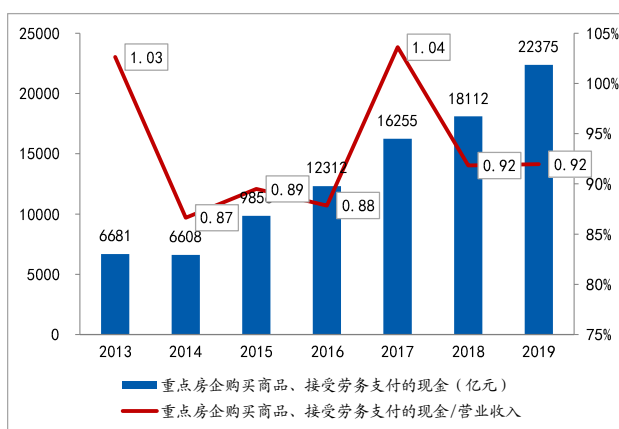
数据来源：东北证券，Wind

图 36: 存货饼图



数据来源：东北证券，Wind

图 37: 购买商品、接受劳务支付的现金



数据来源：东北证券，Wind

1.6. 降杠杆仍在进行，2019 年融资环境整体偏紧

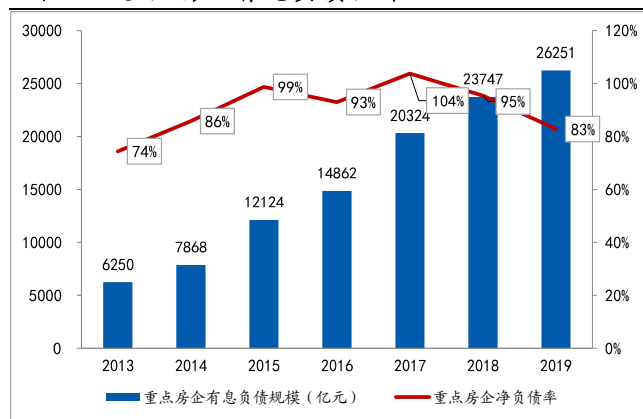
截至 2019 年底，重点房企有息负债合计规模为 26251 亿元，较 2018 年同期增长了 2504 亿元，同比增长 10.54%，净负债由 95.41% 下降至 82.84%，下行 12.57 个百分点，负债率下降明显。

截至 2019 年底，一线、二线、三线、地产+X 类、商业地产类房企的净负债率分别为 54.23%、113.42%、117.54%、103.62%、92.85%，分别同比-12.81%、-14.86%、-16.92%、+6.66%、-21.67%。

2019 年整体融资环境偏紧，监管层包括对房企前融、信托融资等各个融资渠道持续收紧，使得房企筹资活动现金流净流入明显下降，2019 年重点房企筹资活动产生的

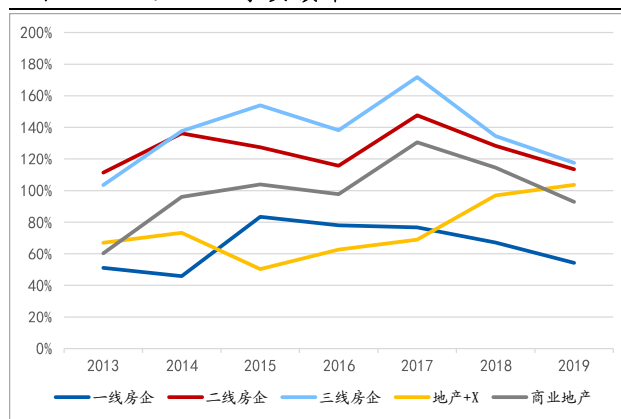
净现金流流入为 224 亿元，同比 2018 同期下降-89.63%，绝对值减少了 1938 亿元。一线、二线、三线、地产+X、商业地产企业 2019 年筹资活动净现金流分别为-304.07 亿元、+326.22 亿元、-448.65 亿元、+515.53 亿元、+135.13 亿元。值得一提的是，在平安入股后华夏幸福的融资情况有明显好转，2019 年筹资活动现金流净流入 259.19 亿元，而去年同期为净流出 64.90 亿元。

图 38: 重点房企有息负债合计



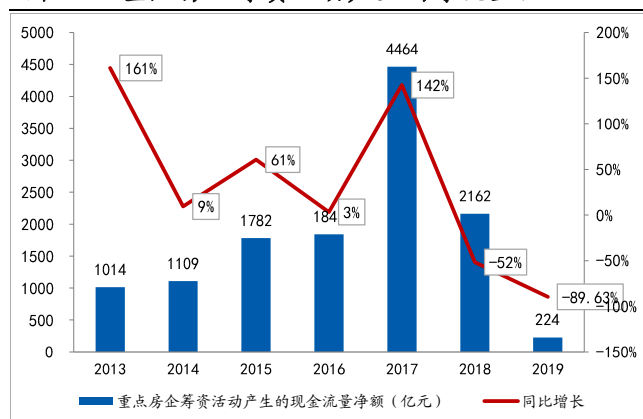
数据来源：东北证券，Wind

图 39: 五类企业净负债率



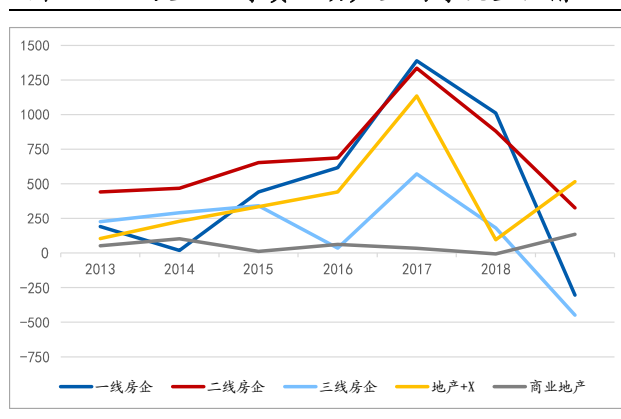
数据来源：东北证券，Wind

图 40: 重点房企筹资活动产生的净现金流



数据来源：东北证券，Wind

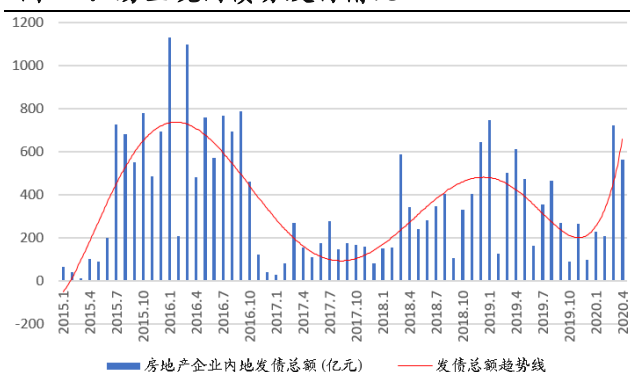
图 41: 五类企业筹资活动产生的净现金流情况



数据来源：东北证券，Wind

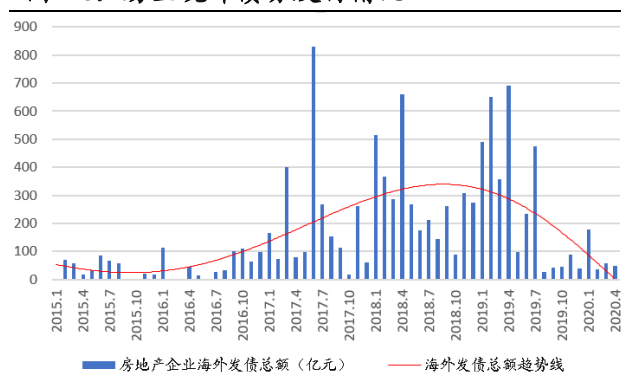
2019 年 3 月、4 月房企单月境内发债规模都在 500 亿元以上，恒大集团更是于当时成功发行了 200 亿规模的公司债；随着融资环境的持续收紧，二季度后债券一级市场发行规模明显收缩，10 月、12 月单月发行量不足百亿元。今年以来，融资环境方面则保持较为宽松的态势，我们于周报中定期跟踪房企公开债券融资成本，春节以来债券发行成本大多低于 2019 年发行水平。从债券发行量上看，年初以来境内债发行规模也呈现放量抬升趋势，3 月境内债发行规模超过 700 亿元，我们预计今年国内融资环境整体将维持相对宽松的状态。

图 42: 房企境内债券发行情况



数据来源：东北证券，Wind

图 43: 房企境外债券发行情况



数据来源：东北证券，Wind

2. 当前行业基本面分析：各项指标持续回暖，土地市场火热

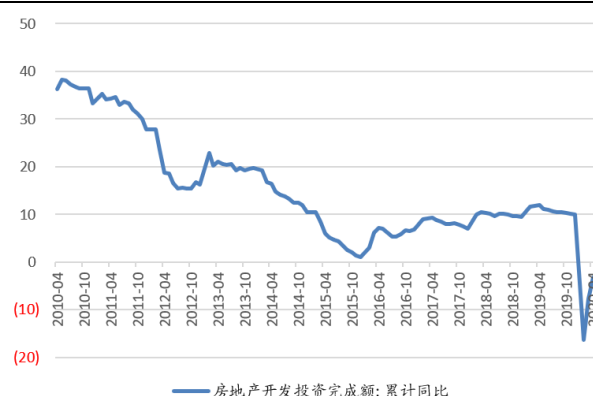
2.1. 土地购置拉动开发投资额跌幅收窄，景气指数持续回升

2020 年 1-4 月，全国房地产开发投资完成额 33103 亿元，同比减少-3.3%，降幅较 1-3 月收窄 4.4 个百分点；同期住宅开发投资完成额为 24238 亿元，同比减少-2.8%，降幅收窄 4.4 个百分点，但对整体开发投资完成额继续起拉动作用，占比 73.2%。此外，从前 3 月数据来看，土地购置对房地产开发投资完成额起带动作用，助力开发投资完成额跌幅收窄。

分区域来看，东部、中部、西部和东北区域房地产开发投资完成额分别为 18444、6418、7342、900 亿元，分别同比变化-3.1%、-10.6%、+3.7%、-1.6%，环比均有所收窄，环比分别收窄 3.0、8.1、4.5、12.4 个百分点，西部区域实现年内首次增速由负转正，起明显拉动作用。

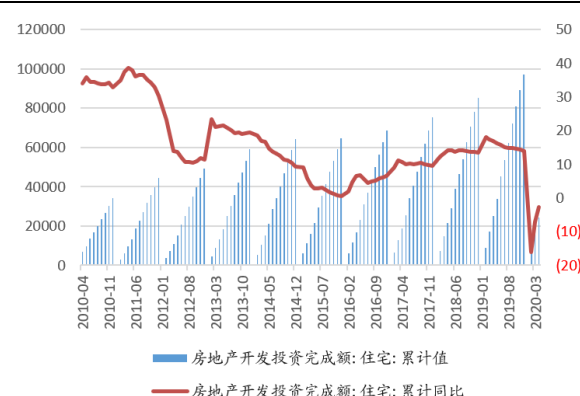
2020 年 4 月份，房地产开发景气指数为 98.86，较 2020 年 3 月底提升 0.67。

图 44: 房地产开发投资完成额累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 45: 住宅开发投资完成额及累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 46: 开发投资: 其他费用累计同比与土地购置同比



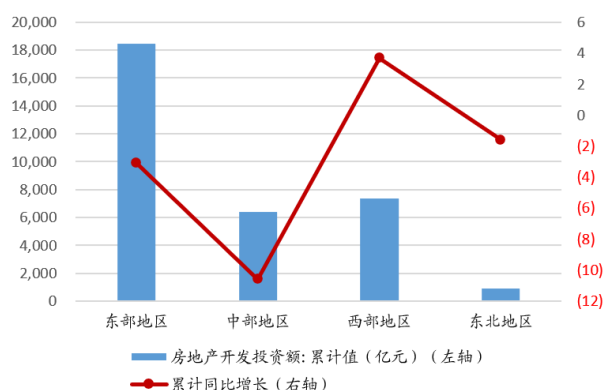
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 47: 房地产开发投资: 建筑工程与施工面积走势



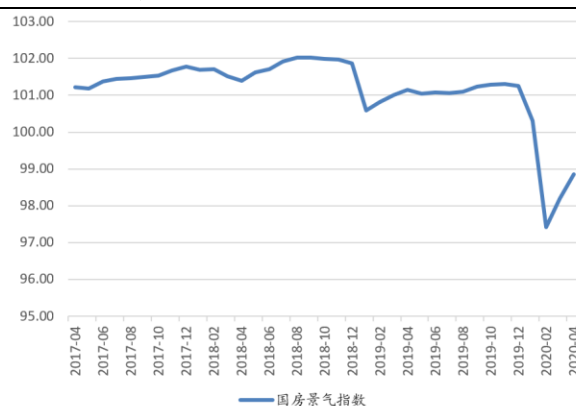
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 48: 各地区房地产开发投资额及同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 49: 国房景气指数

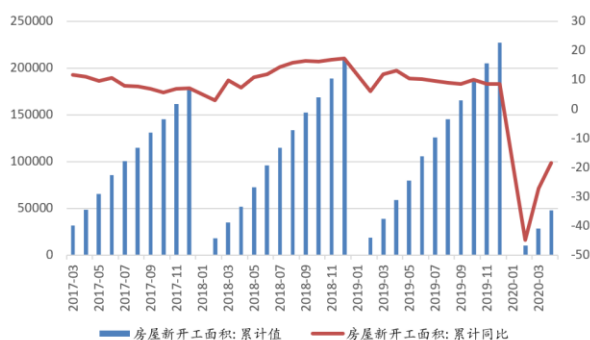


数据来源: 东北证券, 国家统计局

2.2. 新开工面积及施工面积进入回升通道

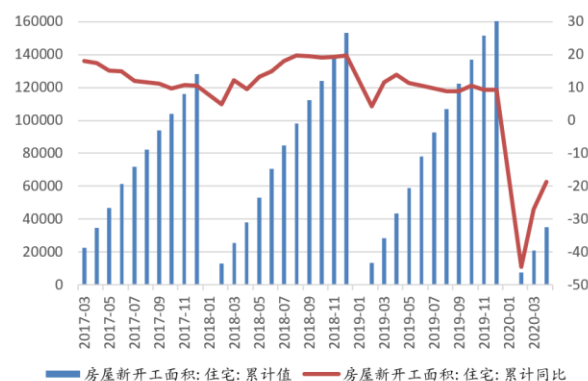
2020 年 1-4 月，房地产开发企业房屋新开工面积 47768 万平方米，同比下降 18.4%，降幅收窄 8.8 个百分点；其中住宅新开工面积 35248 万平方米，同比下降 18.7%。同期房屋竣工面积 19286 万平方米，同比减少 14.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；住宅竣工面积 13709 万平方米，同比减少 14.5%，增幅收窄 12.4 个百分点。2020 年 1-4 月，房屋累计施工面积 740568 万平方米，同比增长 2.5%，增速同比降低 0.1 个百分点。随着疫情影响的消退、复工复产的有序推进，新开工、竣工指标逐步回暖，4 月单月新开工 19565 万平方米，同比下降 1.31%，降幅大幅收窄 9.14 个百分点。我们预计后续新开工面积增速将持续回暖。

图 50: 房屋新开工面积及累计同比



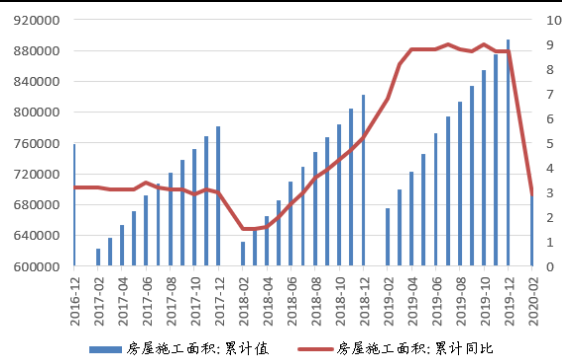
数据来源：东北证券，国家统计局

图 51: 住宅新开工面积及累计同比



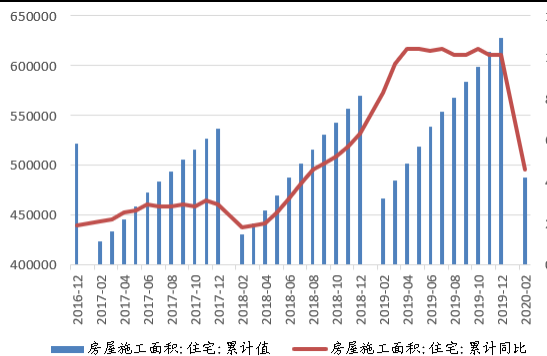
数据来源：东北证券，国家统计局

图 52: 房屋施工面积及累计同比



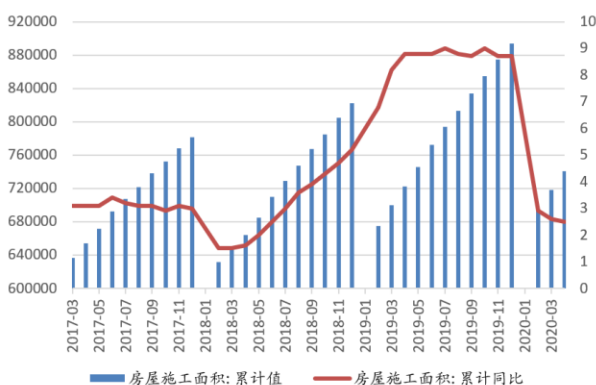
数据来源：东北证券，国家统计局

图 53: 住宅施工面积及累计同比



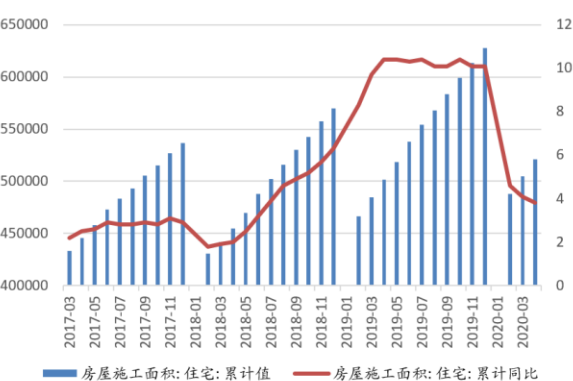
数据来源：东北证券，国家统计局

图 54: 房屋竣工面积及累计同比



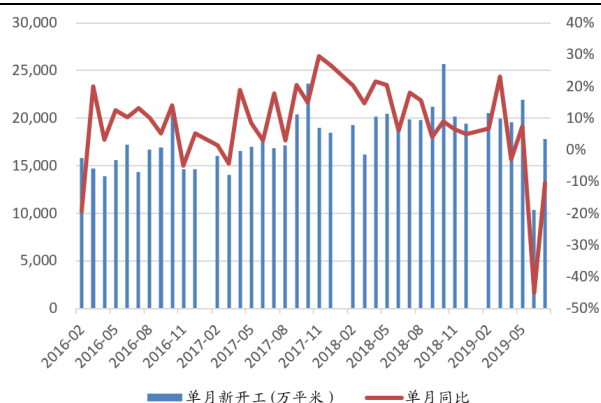
数据来源：东北证券，国家统计局

图 55: 住宅竣工面积及累计同比



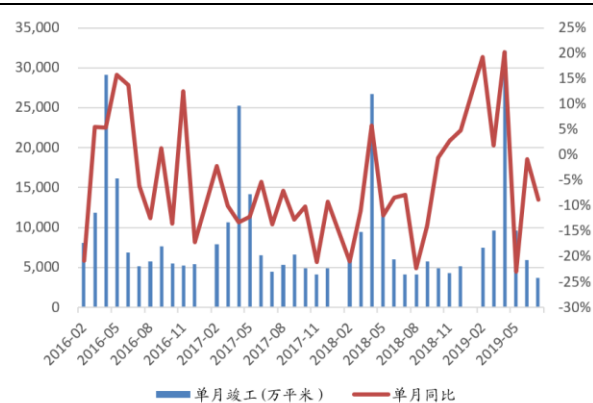
数据来源：东北证券，国家统计局

图 56: 房屋单月新开工面积及单月同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 57: 房屋单月竣工面积及单月同比



数据来源：东北证券，国家统计局

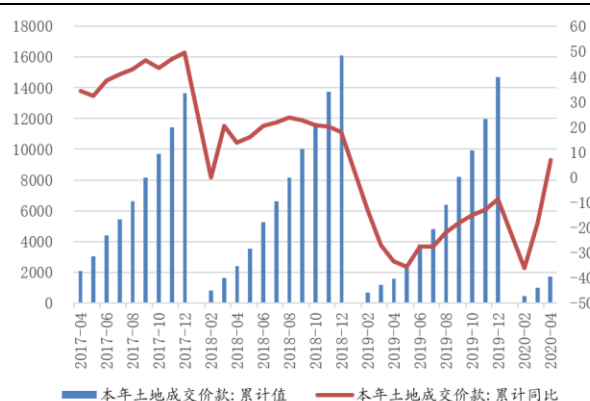
2.3. 土地市场回暖，百城成交溢价率突破 15%

2020 年 1-4 月，房地产开发企业土地购置面积 3151 万平方米，同比降低 12.0%，降幅环比收窄 10.6 个百分点；土地成交价款 1669 亿元，同比增长 6.9%，1-3 月份为下降 18.1%，实现年内首次增速由负转正。

百城土地供应成交数据来看，4 月单月供应 11924 万平米，成交 9275 万平米，成交楼面均价 4010 元/平米，百城土地成交溢价率为 15.46%，连续两个月保持 15% 以上，土地市场较年初有明显回暖。4 月百城土地成交中一线、二线、三线成交分别成交 682、4795、3798 万平米。成交面积结构中一线、二线、三线城市土地成交面积占比分别占比 7.35%、51.70%、40.95%，二线城市土地成交占比较 3 月提升约 10 个百分点，为 2019 年下半年以来首次超 50%。

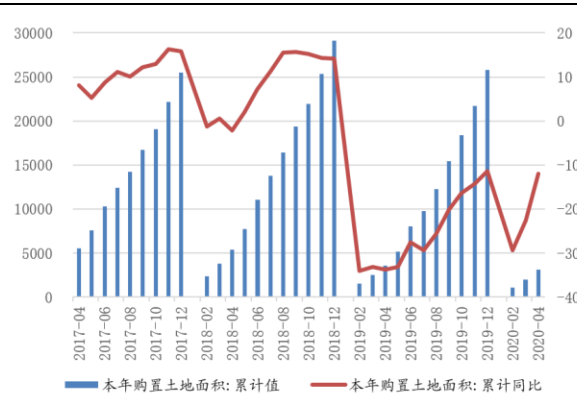
受益于较为宽松的融资环境和房企补库存需求，3-4 月土地市场持续回暖，我们预计后续土地市场将进一步改善。

图 58: 土地成交价款及累计同比



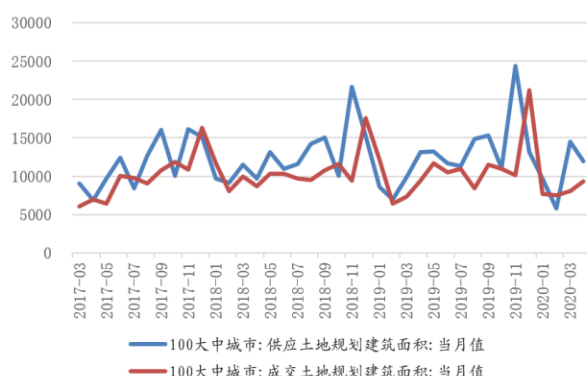
数据来源：东北证券，国家统计局

图 59: 购置土地面积及累计同比



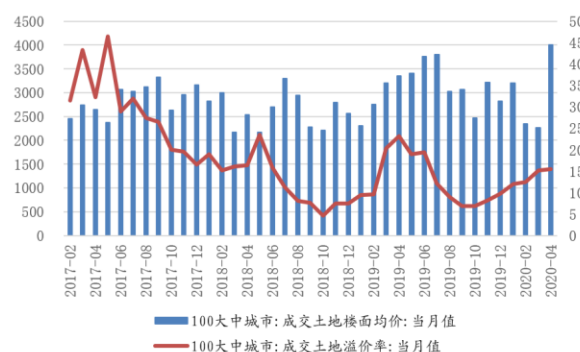
数据来源：东北证券，国家统计局

图 60: 供应土地建筑面积及成交土地建筑面积



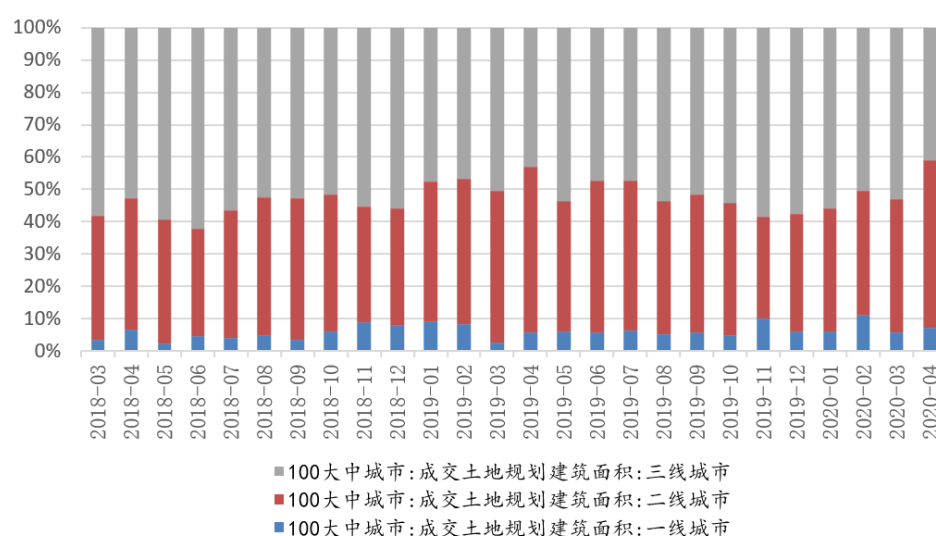
数据来源：东北证券，Wind

图 61: 单月百城成交楼面价及溢价率



数据来源：东北证券，Wind

图 62: 单月百城土地成交结构



数据来源：东北证券，国家统计局

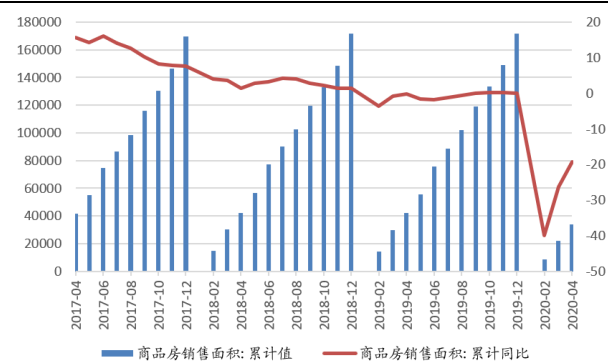
2.4. 销售复苏，三十大中城市销售表现不及全国数据

2020 年 1-4 月商品房销售面积 33973 万平米，同比减少 19.3%，降幅环比收窄 7.0 个百分点；其中商品住宅销售面积为 29916 万平米，同比减少 18.7%，降幅收窄 7.2 个百分点；商品房销售额 31863 亿元，同比减少 18.6%，降幅环比收窄 6.1 分点。

1-4 月累计销售均价为 9376 元/平米，较去年同期增长 76 元/平米；4 月单月住宅销售均价为 9586 元/平米，环比上月上升 580 元/平米，同比下降 288 元/平米，价格保持稳定。

4 月单月三十大中城市商品房成交面积 1234 万平米，同比减少 20.0%，降幅收窄 16.6 个百分点；1-4 月累计成交面积 3490 万平米，同比下降 32.45%，降幅收窄 5.3 个百分点，表现不及全国商品房销售数据。

图 63: 商品房销售面积及累计同比



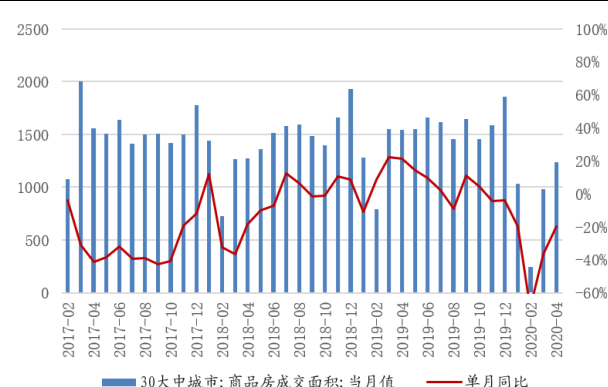
数据来源：东北证券，国家统计局

图 64: 住宅销售面积及累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

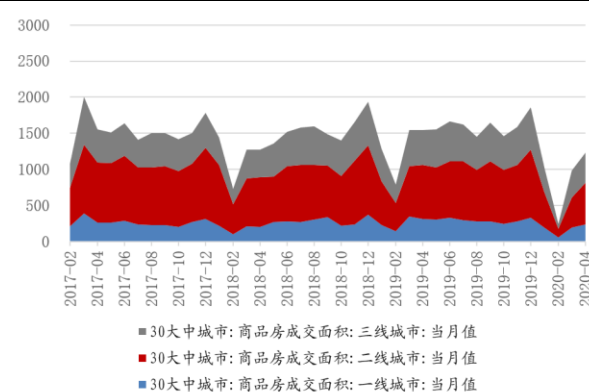
图 65: 30 大中城市商品房当月成交面积



数据来源：东北证券，Wind

30 大中城市中二线城市包括：天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春；三线城市包括：无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。

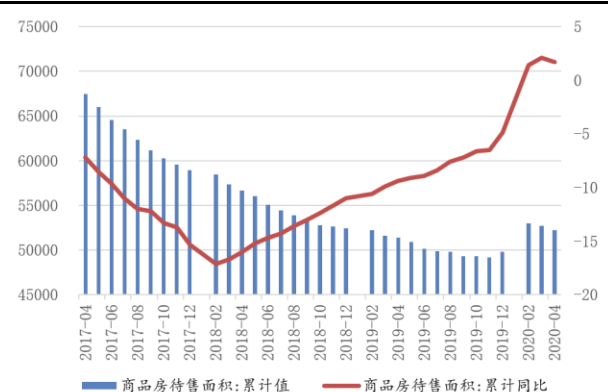
图 66: 一、二、三线城市当月成交占比



数据来源：东北证券，Wind

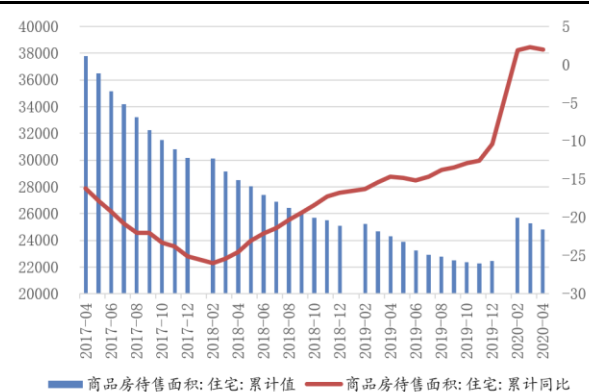
2020 年 4 月末，商品房待售面积 52255 万平方米，比 3 月底减少 472 万平方米；其中，住宅待售面积减少 453 万平方米，办公楼待售面积减少 7 万平方米，商业营业用房待售面积减少 17 万平方米。

图 67: 商品房待售面积及同比



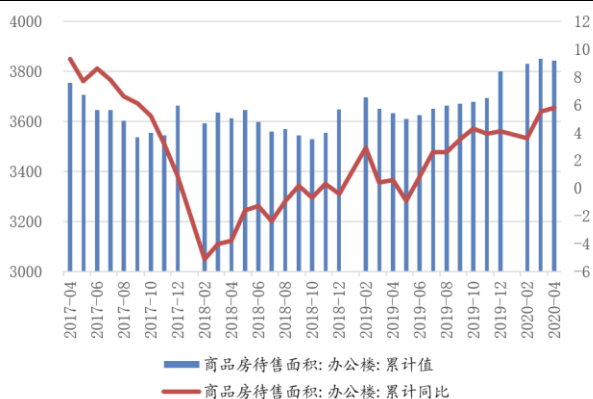
数据来源：东北证券，国家统计局

图 68: 住宅待售面积及同比



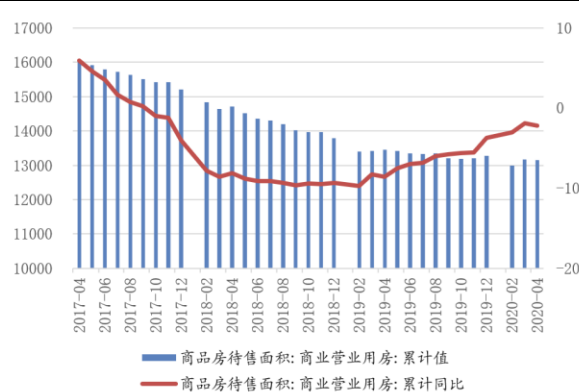
数据来源：东北证券，国家统计局

图 69: 办公楼待售面积及同比



数据来源：东北证券，国家统计局

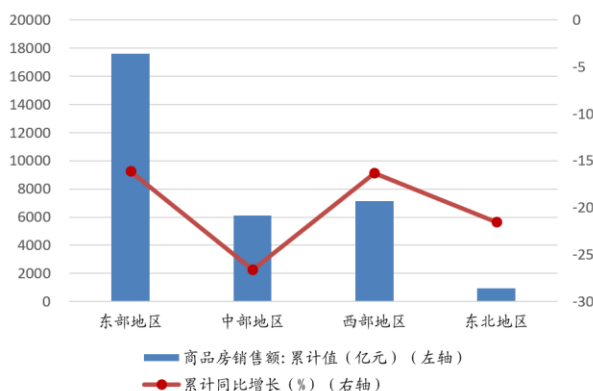
图 70: 商业营业用房待售面积及同比



数据来源：东北证券，国家统计局

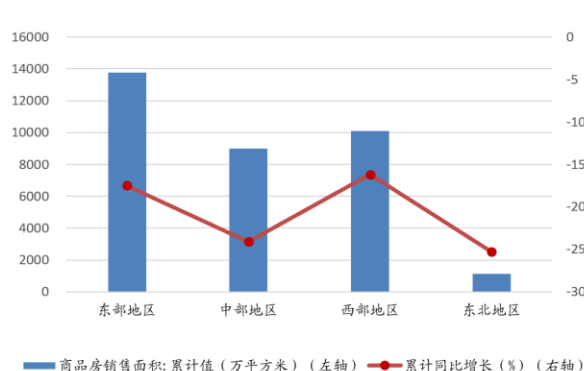
2020 年 1-4 月，东部地区商品房销售面积 13762 万平方米，同比下降 17.5%，降幅收窄 6.8 个百分点；销售额 17629 亿元，同比下降 16.1%，降幅环比收窄 4.8 个百分点；中部地区商品房销售面积 8982 万平方米，同比下降 24.1%，降幅收窄 8.7 个百分点；销售额 6114 亿元，同比降低 26.6%，降幅环比收窄 9.5 个百分点；西部地区商品房销售面积 10085 万平方米，同比下降 16.2%，降幅收窄 5.7 个百分点，销售额 7155 亿元，同比下降 16.3%，降幅环比收窄 5.8 个百分点；东北地区商品房销售面积 1144 万平方米，同比下降 25.3%，降幅收窄 7.5 个百分点；销售额 965 亿元，同比下降 21.5%，降幅收窄 6.9 个百分点。四大区域的销售面积、金额同比降幅均出现了收窄，其中中部区域改善最为明显。

图 71: 各地区房地产销售金额及同比



数据来源：东北证券，国家统计局

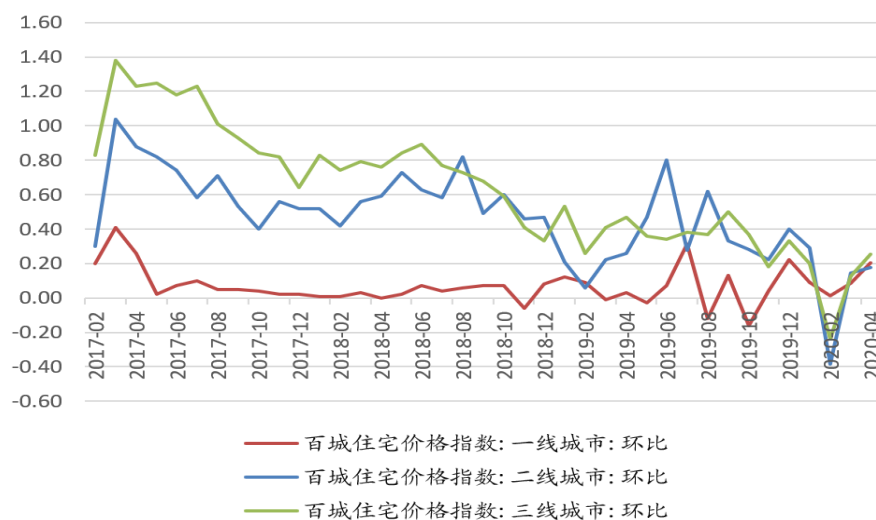
图 72: 各地区房地产销售面积及同比



数据来源：东北证券，国家统计局

2020 年 4 月，百城住宅价格指数同比上升 2.93%，涨幅收窄 0.02 个百分点，房价得到了良好的控制；其中一线、二线、三线城市住宅价格指数分别同比上升 0.87%、3.69%、3.21%，总体保持稳定。

图 73: 百城住宅价格指数当月环比

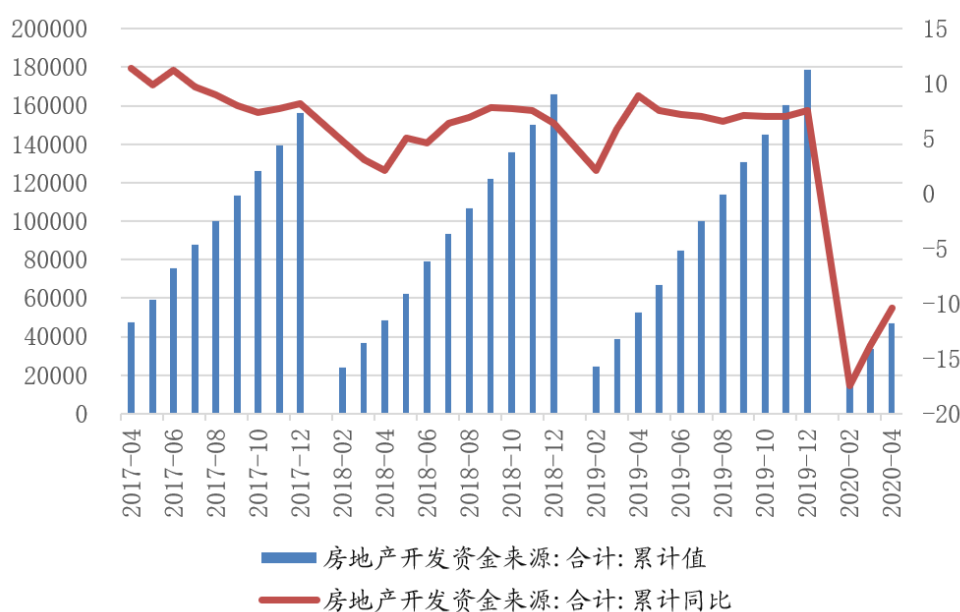


数据来源: 东北证券, 国家统计局

2.5. 国内到款、自筹资金拉动开发企业到位资金回暖

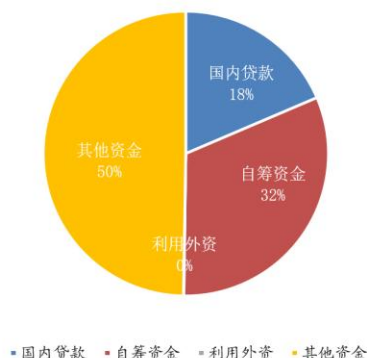
2020 年 1-4 月, 房地产开发企业到位资金 47004 亿元, 同比减少 10.4%, 降幅环比收窄 3.4 个百分点。来自国内贷款 8730 亿元, 同比减少 2.5%, 降幅环比收窄 3.4 个百分点; 自筹资金 14875 亿元, 同比减少 5.2%, 降幅环比收窄 3.6 个百分点; 定金及预收款 13990 亿元, 同比减少 18.9%, 降幅环比收窄 3.5 个百分点; 个人按揭贷款 7601 亿元, 同比减少 5.4%, 降幅环比收窄 2.0 个百分点。

图 74: 房地产开发资金来源累计同比



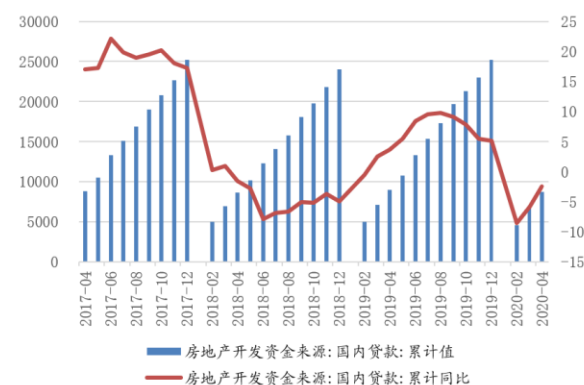
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 75: 房地产开发资金来源



数据来源：东北证券，国家统计局

图 76: 国内贷款资金来源及累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 77: 自筹资金及累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 78: 定金及预收款累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

表 4: 近期房企直接融资情况

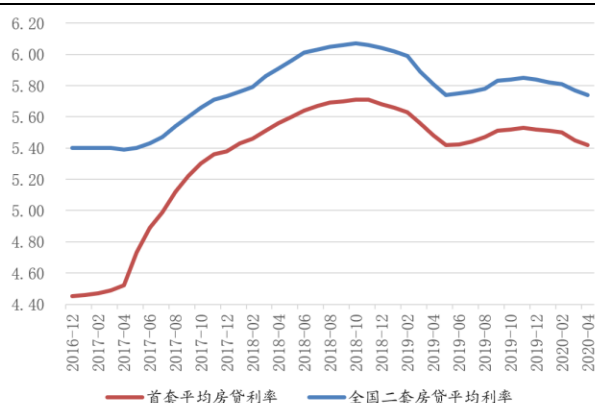
发行主体	融资方式	融资金额 (亿元)	借款年限 (年)	票面利率 (%)	起息日
蓝光发展	一般中期票据	5.00	5	7.20	2020-05-11
世茂建设	一般公司债	31.00	3+2	3.20	2020-05-11
华发股份	超短期融资债券	4.50	180D	1.69	2020-04-30
华润置地	一般中期票据	15.00	3	2.42	2020-05-06
华润置地	一般中期票据	5.00	5	2.95	2020-05-06
泛海控股	一般公司债	7.00	2+1	7.50	2020-04-29
宝龙实业	超短期融资债券	5.00	270D	4.80	2020-05-06
首开股份	超短期融资债券	10.00	90D	1.60	2020-04-29
华发股份	超短期融资债券	10.00	244D	1.80	2020-04-29
武汉地产	超短期融资债券	5.00	270D	1.88	2020-04-29
新城控股	超短期融资债券	5.00	180D	4.28	2020-04-28
世茂股份	定向工具	5.00	2+1	3.70	2020-04-26
上实发展	一般公司债	8.00	3+2	2.74	2020-04-28
绿城集团	一般中期票据	15.00	3+N	4.20	2020-04-28
海宁皮城	超短期融资债券	3.00	270D	2.27	2020-04-24

首开股份	一般中期票据	42.00	3+2	2.70	2020-04-27
高速地产	超短期融资债券	2.70	270D	2.97	2020-04-24
华发集团	超短期融资债券	10.00	270D	1.90	2020-04-24
首创置业	定向工具	15.00	3	3.40	2020-04-24
天恒置业	一般中期票据	9.00	5	3.70	2020-04-24
阳光城	一般公司债	12.00	2+2	6.95	2020-04-24
阳光城	一般公司债	8.00	3+2	7.30	2020-04-24
华发股份	一般中期票据	9.30	3+N	4.10	2020-04-23
远洋集团	定向工具	20.00	3	3.35	2020-04-24
富力地产	定向工具	10.00	2+2	6.30	2020-04-23
保利地产	一般中期票据	6.00	5+N	3.49	2020-04-22

数据来源：东北证券，Wind

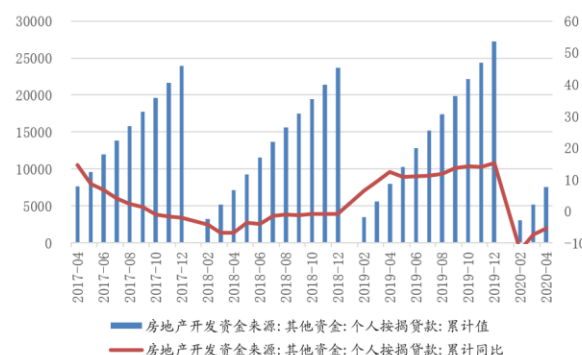
近期房贷利率稳中微降。2020年4月，首套房房贷利率为5.42%，环比减少3bp，二套房贷款利率为5.74%，环比减少3bp。

图 79：首套房、二套房房贷平均利率



数据来源：东北证券，Wind

图 80：个人按揭贷款及累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

3. 当前行业政策面分析：秉承房住不炒主基调，因城施策边际

宽松可期

3.1. 秉承房住不炒主基调，地方因城施策边际宽松可期

受新冠疫情冲击影响，宏观经济下行压力进一步加大，近年来我国的宏观房地产政策一直维持稳经济与稳地产的紧平衡，房地产作为宏观经济的压舱石，稳经济与稳房地产密不可分。尽管宏观层面政治局会议和两会再次重申房住不炒，但我们认为此番表述仍然较为中性，房住不炒意味着抑制房价过快上涨的硬约束不能破。考虑到当前经济形势下房地产的托底功能，因城施策的边际放松仍然可期，需求端，在落户等购房资格判定上有改善空间，此外包括税费端购房相关税费的调整、信贷端居民按揭利率的下行等。供给端，采取更加积极的土地出让政策、降低房屋预售条件等政策，加大市场供给。

从地方实际政策层面，我们的观点也确实得到了印证，根据我们对地方政策的梳理，

疫情爆发以来，截至 5 月 22 日，一共有 75 个城市公布了房地产的边际放松政策，政策着力点主要集中在更为积极的土地出让和信贷政策、更低要求的预售条件等。当前疫情仍未完全缓解，境外输入压力仍然较大，疫情的负面影响还在持续，因此我们预计未来将有更多城市出台地产边际放松政策。

表 5: 近期地方因城施策边际宽松政策梳理（截至 5 月 22 日）

时间	省份	城市	土地政策	预售政策	信贷政策	其他
2/4	浙江	嘉兴	可采取延期还贷；可申请城镇土地使用税困难减免；可延期缴纳税款	/	/	/
2/6	河北	承德	延期缴纳税款；缓缴土地出让金；竞买保证金减至 20%，可延期或分期；还款困难的企业应展期和续贷	/	/	/
2/7	湖北	武汉	/	/	对防疫一线人员实施住房公积金使用倾斜政策；放宽支援武汉的外地人员的公积金贷款限制	/
2/7	上海	/	部分企业可申请减免房产税、城镇土地使用税	/	/	/
2/9	贵州	/	延期缴纳税款；减免相关税收	/	/	/
2/10	海南	三亚	允许延期缴纳土地出让金；土地竞买保证金比例下降；暂缓征收相关税款；还款困难的企业可展期	提高预售监管资金提取最高比例	/	/
2/11	浙江	杭州	延长临时用地审批许可时效；延后土地出让时间节点	/	/	/
2/11	上海	/	调整土地价款缴付方式和期限；降低产业用地成本	/	/	/
2/12	陕西	西安	调整公开出让土地的时间节点；分期缴纳土地出让价款；允许变更出让价款缴纳期限；实施预办理不动产登记制度	/	/	/
2/12	江西	南昌	允许延期签订成交确认书和出让合同；允许延期缴纳出让金；调整土地出让竞买保证金比例；调整土地出让金缴纳期限；鼓励租赁方式供地	/	/	/
2/12	江苏	无锡	可延期申报及缴纳税款；保持房地产企业信贷合理适度增长；延迟交地和缴纳出让金；延期缴纳城市基础设施配套费	调整商品房预售条件	/	/
2/12	浙江	/	适当调整土地出让时间节点；可延期签订成交确认书和出	/	/	/

			让合同；可延期缴纳出让金			
2/13	江苏	南京	延期缴纳土地出让金	/	/	/
2/13	天津	/	延期缴纳土地出让金	/	/	/
2/13	山东	济南	允许延期签订土地出让合同； 允许延期缴纳土地出让金；允 许土地收回签约和交地延期	/	/	/
2/13	浙江	/	/	商品房预售资金中可用 费用由总额的 20%提高 至 30%	/	/
2/13	广西	/	允许土地出让金延期缴纳；适 当调整以公开方式供地的时 间节点	/	/	/
2/14	福建	厦门	实施租金优惠的企业，可予以 税收减免；可延期缴纳土地出 让款	适当调整商品房预售资 金的监管方式	/	发放购房契税补贴
2/14	湖南	衡阳	降低开发企业土地资金使用 成本	/	调整发放个人住房公积 金贷款条件	实行购房契税补贴；扩 大人才购房补贴对象 范围
2/14	安徽	合肥	允许延期缴纳土地出让金	/	/	/
2/15	福建	福州	调整土地出让金缴交期限；可 延期缴纳税款	调整商品房预售条件	加大公积金支持力度	/
2/15	江苏	苏州	/	/	放宽公积金贷款条件；可 阶段性降低企业公积金 缴存比例	/
2/16	重庆	/	优化调整土地出让合同履行 方式；降低企业融资成本；降 低企业涉地成本	/	/	/
2/17	辽宁	沈阳	可延期缴税	/	可适度下调或缓缴公积 金缴存比例	/
2/18	海南	海口	可延期缴纳出让金；实行新出 让土地分期缴款；暂缓缴税； 可变更还款计划或展期	/	/	/
2/18	山东	济南	可延期缴纳税；还款困难的企 业可展期或续贷；允许延期缴 纳土地出让金；调整预售形象 进度	/	/	/
2/19	江苏	苏州	延长土地出让金缴纳时限；调 整超过市场指导价报价规则； 部分项目预售、销售时点可提 前	/	/	/
2/19	广东	广州	/	/	降低或暂缓公积金缴存 比例；可申请延长住房公 积金贷款还款期限	/
2/21	河南	驻马店	降低土地竞买保证金缴纳比	降低商品房预售门槛	上调住房公积金贷款额	/

			例（该政策已撤回）；加大房地产业金融支持力度（该政策已撤回）	（该政策已撤回）；优化商品房预售资金监管（该政策已撤回）	度（该政策已撤回）；下调首套房公积金贷款最低首付比例（该政策已撤回）	
2/21	广东	佛山	/	/	可调整住房公积金贷款还款安排；可调整或暂缓公积金缴存比例	/
2/21	河南	/	可申请延期缴纳或减免税款；土地出让金余款可延期缴纳；可申请延期缴纳城市基础设施配套费；部分贷款适当展期	/	对符合按揭贷款条件的购房人做到应贷尽贷	/
2/21	广东	/	/	加快施工和商品房销售相关许可办理	/	/
2/21	安徽	马鞍山	/	/	/	对购买首套普通住房发放补贴
2/21	江苏	苏州市相城区	/	/	/	降低人才落户门槛
2/22	山东	青岛	调整土地竞买保证金，余额可分期	调整商品房预售条件	可暂缓缴存住房公积金	放宽落户政策；推进人才住房配售
2/22	江西	九江	加强企业信贷支持	降低商品房预售资金监管比例	/	/
2/23	广西	南宁	/	/	允许二套房使用公积金贷款	/
2/25	广西	钦州	降低土地竞买保证金比例；放宽土地出让价款缴付期限；预办理不动产登记手续	阶段性下调预售资金重点监管额度；阶段性放宽预售许可形象进度要求	/	增加购房契税补贴
2/25	广东	东莞	/	/	个人住房贷款贷款最长期限统一设定为 30 年	/
2/25	浙江	杭州	/	/	/	给予差异化的人才购房补贴
2/25	浙江	绍兴	/	/	/	放宽高校毕业生落户政策；对引进的高校毕业生给予房票补贴、安家补贴
2/25	广西	钦州	/	/	/	发放购房契税补贴
2/26	上海	/	/	/	住房公积金可缓缴；公积金贷款还款困难的可延期；企业可申请降低住房公积金缴存比例	/
2/26	江苏	南通	购地可延期	放宽预售资金监管；放松预售条件	/	/
2/27	江西	抚州	可申请延期签订土地合同；可申请延期缴纳土地出让金；竞	调整预售重点资金监管比例；放宽商品房预售	提高公积金贷款额度	/

			买保证金比例下调；可适当延期还贷；发放新商品房和新建商业用地补贴	申报条件		
2/27	北京	/	/	/	可缓缴公积金；公积金贷款还款可延期	/
2/27	河北	鹤壁	鼓励银行业金融机构适当下调房地产贷款利率；还款困难企业可予以展期或无还本续贷；可申请增值税、企业所得税、土地使用税减免	放宽商品房预售许可办理条件；提前拨付预售资金	/	/
2/27	河北	石家庄	/	下调预售项目条件	可申请降低或缓缴住房公积金	/
2/27	河北	霸州	/	/	/	放宽落户政策
2/28	江苏	苏州	/	调整项目预售条件；调整分期预售面积要求	/	完善购房资格认定
2/28	福建	厦门	/	/	/	放宽人才落户条件
2/28	江苏	镇江	受影响企业可延期缴纳城市市政公用基础设施配套费	下调商品房预售资金监管缴款比例	优化住房公积金使用政策	/
3/2	广东	广州	可申请免征或减免税款	商服类项目未完成规划报建手续的不再限定最小分割单元，商服类项目不再限定销售对象，已确权登记的不再限定转让对象（该政策已撤回）	可按规定缓缴住房公积金	/
3/2	天津	/	/	/	/	放宽购房条件
3/3	江苏	常州	可申请延迟交地和延期缴纳出让金；可申请延期缴纳城市基础设施配套费	适度降低商品房预售条件和预售资金监管留存比例	/	/
3/3	山东	/	/	/	/	放开农业转移人口落户限制；济南、青岛中心城区尽快放开落户限制
3/3	河北	邢台	/	/	/	发放人才购买首套房补贴；发放人才房租补贴
3/5	广东	广州	对利用集体、国有建设用地建设租赁住房给予补贴	/	/	/
3/6	山东	/	/	适度降低商品房预售条件和预售资金监管留存比例	实施住房公积金缴存弹性管理	/
3/6	广东	江门	实施土地出让“预申请”政策，鼓励对地块感兴趣的企业在地块正式挂牌出让前提交购	/	/	支持各类外地人才在我市限购区域购买首套新建商品住房

			买意向			
3/7	湖南	怀化	/	/	/	发放购房契税补贴
3/8	福建	福州	/	/	钢混结构二手房的房龄将不影响职工申请公积金贷款的可贷年限	/
3/10	四川	泸州	/	/	/	对购买营业用房、自住住房的发放补贴
3/11	广东	深圳	/	适度降低商品房预售资金监管留存比例	/	/
3/12	陕西	宝鸡	困难企业可申请减免房产税和城镇土地使用税；适度降低土地竞买保证金比例，允许分期缴纳土地价款	适度降低商品房预售条件	各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策；公积金贷款最高额度由 40 万提高到 50 万	/
3/12	广西	桂林	/	/	鼓励金融机构适度下调个人住房按揭贷款利率	发放购房契税全额补贴
3/13	天津	/	/	/	/	放宽人才落户条件
3/14	湖南	湘潭	困难企业可申请减征或者免征城镇土地使用税、房产税；土地出让价款可延期缴纳	适度提高预售资金拨付比例和预售许可形象进度标准	/	/
3/15	湖北	荆门	/	/	/	对硕博人才发放一次性安家费补贴
3/20	江苏	苏州	/	/	/	放宽本科和大专学历落户条件
3/24	湖南	益阳	加大银行信贷支持；延缓交纳税金；降低土地资金使用成本，困难企业可分期缴纳全部土地价款	降低预售资金专用账户留存额度；优化预售许可办理流程	/	/
4/2	湖南	岳阳	加大金融支持；适当减免税款；可分期缴纳土地出让款	放宽预售许可和调整预售款拨付	/	/
4/2	辽宁	沈阳	/	/	/	全面取消人才落户限制，7 类人可在沈落户
4/4	辽宁	沈阳	/	有序释放预售监管资金，现有商品房预售监管项目沉淀的监管资金提前释放 10%，企业可在今年 6 月底前提取	/	/
4/8	江苏	南京	/	/	/	放宽落户条件
4/10	山东	青岛	/	/	/	住房不动产权证书满两年即可上市交易（该政策已撤回）
4/10	上海	/	提前向各区下达 50%建设用地减量指标，必要时“直供”；允许房地产开发企业延期申报、缴纳土地增值税；降低制	/	/	/

			造业项目用地成本			
4/15	四川	成都	/	/	可按规定缓缴住房公积金	/
4/16	广东	深圳	允许延期缴纳土地出让价款	适度降低商品房预售条件	/	/
4/20	湖北	/	调整土地竞买保证金比例;可分期缴纳土地出让金	适度降低商品房预售条件和商品房预售重点监管资金比例	可按规定缓缴住房公积金	/
4/22	湖北	荆州	降低土地竞买保证金,分期缴纳土地出让价款(该政策已撤回);缓交城市基础设施配套费(该政策已撤回)	/	加快个贷放款速度(该政策已撤回);提高公积金贷款额度(该政策已撤回);可缓期缴存公积金(该政策已撤回)	实行购房契税优惠(该政策已撤回)
4/28	浙江	/	/	/	/	放宽落户政策;取消集体宿舍的条件限制
4/28	湖北	武汉	/	/	因疫情影响导致商品房购房人失去收入来源或收入减少造成还贷困难的,经申请可合理适当延后还款期限	/
4/30	山东	济南	/	/	/	全面放开落户限制
4/30	海南	/	/	/	/	向符合条件的基层教师和医务人员推出安居型商品住房
5/1	河北	廊坊	/	/	/	实行区域差别化户口迁移政策
5/7	湖北	武汉	/	/	/	在全市开通存量房自行交易网签系统
5/7	广东	东莞	/	/	将租住提取公积金比例上限提高至70%、额度上限提高至1800元/月	/
5/8	广东	深圳	挖掘用地潜力、合理确定住房类型;鼓励已批未建用地和已建合法用地,在无偿移交公共利益用地后建设公共住房	/	/	/
5/9	广东	广州	/	/	广州市市长与建设银行签署《发展政策性租赁住房战略合作协议》,建行未来3年将向广州住房租赁企业提供不低于500亿元的贷款,助力广州3年筹集政策性租赁住房15万套(间),着力解决广州新市民,特别是非户籍	/

					常住人口和新落户新就业大学生的住房问题	
5/9	江苏	/	/	/	加强住房金融宏观审慎管理,严格落实差别化住房信贷政策	/
5/12	北京	/	/	/	/	针对棠韵家园、观岭家园等三个共有产权房项目剩余的 1465 套房源,不再单独发布销售公告,而是改为动态申购,且允许城六区家庭申购
5/12	福建	福州	/	/	福州市政府与中国建设银行签订《发展政策性租赁住房战略合作协议》。建设银行将通过对公及个人信贷产品、REITs、专项债券等方式,提供不少于 200 亿元的融资支持福州政策性租赁住房的建设发展	/
5/13	上海	/	上海市颁布土地交易新规,此次新版《管理办法》新增诚信管理条款,失信主体将被依法限制或禁止参与上海市土地交易活动。同时,调整了土地交易入市范围,新增了“集体经营性建设用地使用权出让、出租”等相关业务	/	/	/
5/13	湖北	武汉	/	/	/	国有土地上新建租赁住房项目和利用集体建设用地建设租赁住房项目:按照年度住房部分投资完成的 25%(申请补助首年,可包括项目前期累计投资额),给予投资补助
5/15	四川	成都	/	/	商品房并联竣工验收合格证作为商品房首次登记要件之一,实行商品房交付使用同时交不动产权证制度	/
5/18	山东	泰安	/	/	/	实行购房补贴;取消二手房限售期;保障网签

						户子女入学；；是降低首付额度；降低贷款利率；鼓励企业优惠打折销售。
5/19	上海	/	明确大力发展养老产业导向，支持社会资本设计开发适合老年人居住的商业住宅产品；拓展用地空间，降低养老用地成本；引导整体地价水平与标准厂房类工业基准地价相当	/	/	/
5/20	河南	郑州	/	/	/	非郑州籍人才在郑州购买首套自住商品住宅的，在限购审查时只审查学历、职称和教育、人社部门的认定情况，以及购房人就业状况，不再审核社保和个税证明的缴纳期限

数据来源：政府官网，东北证券整理

3.2. 中央持续支持落户宽松，地方因城施策持续跟进

国家发展改革委员会在4月9号印发的《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》总体要求中进一步强调了实现1亿非户籍人口在城市落户目标和国家新型城镇化规划圆满收官。在“提高农业转移人口市民化质量”一章中，2020年的《任务》进一步强调了取消落户限制，提到要：督促城区常住人口300万以下城市全面取消落户限制；推动城区常住人口300万以上城市基本取消重点人群落户限制。同时新提出举措——鼓励有条件的I型大城市全面取消落户限制，超大特大城市取消郊区、新区落户限制。

我们认为尽管近年来中央层面鲜有“一刀切”的总量层面上的房地产放松政策出台，但落户政策的宽松也将在一定程度上刺激一部分购房需求的释放，而地方层面因城施策的边际放松也仍然可期。

表 6: 历年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务：总体要求差异

类别	2018 年	2019 年	2020 年
总体要求	坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，紧扣我国社会主要矛盾变化，推动新型城镇化高质量发展，努力实现在新起点上取得新突破	推动 1 亿非户籍人口在城市落户目标取得决定性进展，培育发展现代化都市圈，推进大城市精细化管理，支持特色小镇有序发展，加快推动城乡融合发展， <u>实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高 1 个百分点以上</u> ，为保持经济持续健康发展和社会大局稳定提供有力支撑	<u>实现 1 亿非户籍人口在城市落户目标和国家新型城镇化规划圆满收官</u> ，为全面建成小康社会提供有力支撑

数据来源：东北证券，政府文件

表 7: 历年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务: 提高农业转移人口市民化质量

类别	2018 年	2019 年	2020 年
农业转移人口市民化	中小城市和建制镇要全面放开落户限制。大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年, 其中 II 型大城市不得实行积分落户, 有条件城市要进一步降低社保年限要求; I 型大城市中实行积分落户的要大幅提高社保和居住年限的权重, 鼓励取消年度落户数量限制	继续加大户籍制度改革力度, 在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上, 城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制; 城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件, 并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要调整完善积分落户政策	督促城区常住人口 300 万以下城市全面取消落户限制; 推动城区常住人口 300 万以上城市基本取消重点人群落户限制; 促进农业转移人口等非户籍人口在城市便捷落户。鼓励各城市政府简化户籍迁移手续, 加强落户政策宣传, 开通线上申请审核系统, 大幅提高落户便利性。推动超大特大城市和 I 型大城市改进积分落户政策。
基本公共服务/居住证	实现居住证制度覆盖城镇全部未落户常住人口, 显著提高居住证发放量。	确保有意愿的未落户常住人口全部持有居住证, 鼓励各地区逐步扩大居住证附加的公共服务和便利项目。	提高居住证发证量和含金量, 推动未落户常住人口逐步享有与户籍人口同等的城镇基本公共服务。
土地出让	深化“人钱挂钩、钱随人走”, 在安排中央和省级财政转移支付时综合考虑农业转移人口落户数量等因素, 完善对落户较多地区的中央财政资金奖励政策	深化落实支持农业转移人口市民化的财政政策, 在安排中央和省级财政转移支付时更多考虑农业转移人口落户数量, 2019 年继续安排中央财政奖励资金支持落户较多地区。	提高城市政府吸纳农业转移人口落户积极性, 加大农业转移人口市民化奖励资金支持力度, 加大新增建设用地计划指标与吸纳落户数量挂钩力度。
土地出让	深化“人钱挂钩、钱随人走”, 在安排中央和省级财政转移支付时综合考虑农业转移人口落户数量等因素, 完善对落户较多地区的中央财政资金奖励政策	深化落实支持农业转移人口市民化的财政政策, 在安排中央和省级财政转移支付时更多考虑农业转移人口落户数量, 2019 年继续安排中央财政奖励资金支持落户较多地区。	提高城市政府吸纳农业转移人口落户积极性, 加大农业转移人口市民化奖励资金支持力度, 加大新增建设用地计划指标与吸纳落户数量挂钩力度。

数据来源: 东北证券, 政府公文

关于城市群建设一章中, 2020 年《任务》中再次强调成渝地区双城经济圈, 并由 2019 年的“研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措, 培育形成新的重要增长极”更新为“编制成渝地区双城经济圈建设规划纲要”。

表 8: 历年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务: 提高城市群建设质量

类别	2018 年	2019 年	2020 年
城市群规划/建设	编制实施粤港澳大湾区发展规划, 印发实施关中平原、兰州—西宁、呼包鄂榆等跨省区城市群规划, 加快实施长三角、长江中游、成渝、中原、哈长、北部湾等城市群规划, 指导省级行政区内城市群规划编制实施	有序实施城市群发展规划。加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设。扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估, 研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措, 培育形成新的重要增长极	加快发展重点城市群。加快实施京津冀协同发展、长三角区域一体化发展、粤港澳大湾区建设、长江经济带发展、黄河流域生态保护和高质量发展发展战略。 <u>编制成渝地区双城经济圈建设规划纲要。</u>
大中小城市协调发展	稳妥有序增设一批中小城市, 继续开展撤县设市、撤地设市, 推动城市群及国家新型城镇化综合试点地区范围内符合条件的县和非县级政府驻地特大镇率先设市	中小城市发展要分类施策, 都市圈内和潜力型中小城市要提高产业支撑能力、公共服务品质, 促进人口就地就近城镇化; 收缩型中小城市要瘦身强体, 转变惯性的增量规划思维; 强化边境城市稳边成边作用; 稳步增设一批中小城市, 落实非县级政府驻地特大镇设市	提升中心城市能级和核心竞争力; 推进以县城为重要载体的新型城镇化建设

数据来源: 东北证券, 政府公文

此外，城市发展质量一章中，2020 年《任务》首次提及城市更新，值得注意。

表 9: 历年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务：城市发展质量

类别	2018 年	2019 年	2020 年
城市更新	-	-	加快推进城市更新。改造一批老旧小区，完善基础设施和公共服务配套，引导发展社区便民服务。改造一批老旧厂区，通过活化利用工业遗产和发展工业旅游等方式。改造一批老旧街区，引导商业步行街、文化街、古城古街打造市民消费升级载体。改造一批城中村，探索在政府引导下工商资本与农民集体合作共赢模式。
公共设施	-	在优化大城市公共资源布局 的同时，立足实际在中小城市适度增加公共资源供给。鼓	健全城市路网系统，完善公交专用道、非机动车和行人交通系统、行人过街设施。完善市政管网和排水防涝设施。健全停车场、智能快件箱、社区菜市场等便民设施。扩大普惠性养老、幼儿园和托育服务供给。实施全民健康保障工程、全民健身提升工程、智慧广电公共服务工程。

数据来源：东北证券，政府公文

4. 投资逻辑

4.1. 基金低配地产板块，物业公司受到青睐

根据基金最新公布的 2020 年一季度持仓情况，其中房地产行业持仓市值约为 989.6 亿元，占基金净值比为 0.60%，以相对行业配置比例来看，为低配情况，-0.11%，在 19 个行业中排名第 11 位。

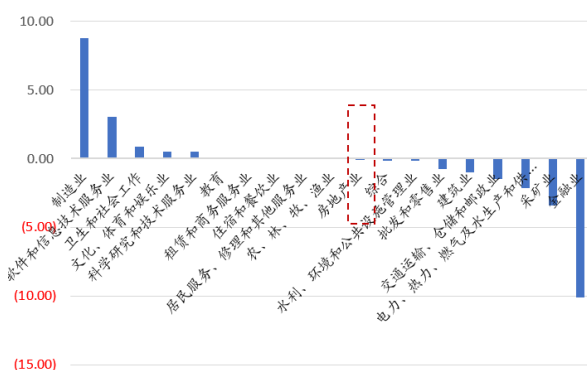
从历史相对标准配置来看，自 2018 年三季度起基金对于房地产业的配置比例有所提升，至四季度为顶，超配 0.72%，此后相对标准行业配置比例又有所下降，2019 年四季度有所反弹，受疫情影响今年一季度再次回落至低配状态。

图 81: 历史相对标准配置



数据来源: 东北证券, Wind

图 82: 各行业相对标准配置



数据来源: 东北证券, Wind

表 10: 地产股重仓持股市值(截至一季报末)

持股基金排名	公司名称	持股总市值(万元)
1	万科 A	2,390,459.80
2	保利地产	1,689,232.54
3	金地集团	356,751.36
4	中南建设	304,062.86
5	招商积余	191,364.76
6	华夏幸福	122,621.70
7	金科股份	115,924.86
8	阳光城	108,997.53
9	招商蛇口	88,076.83
10	绿地控股	64,817.46

数据来源: 东北证券, Wind

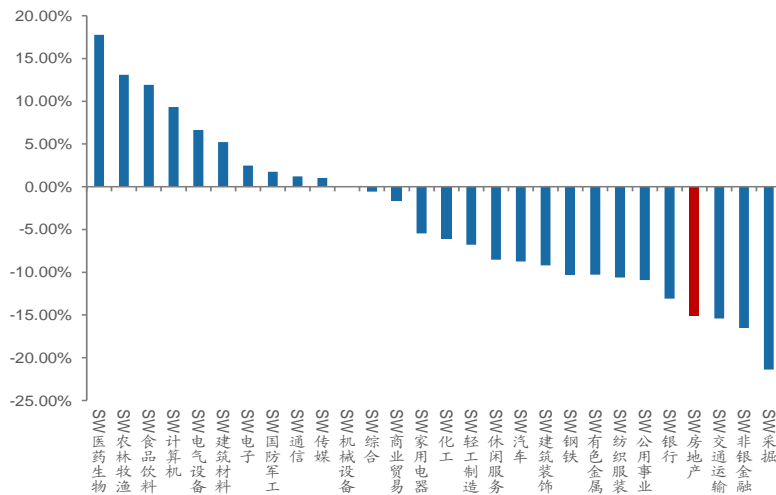
从基金重仓前十大地产股来看,均为行业龙头公司,前三分别为万科 A、保利地产、金地集团,持股总市值分别为 239 亿元、169 亿元与 35.7 亿元,持股占流通股比例分别为 9.59%、9.52%、5.61%。A 股稀缺的物业股标的招商积余获机构积极增持,机构持股占流通股比为 12.16%;另外一只物业股,新大正也获机构积极增持,机构持股占流通股比为 19.05%,疫情之后,机构看好物业板块的长期投资价值。

4.2. 板块各项估值指标均处于历史底部

在政策常态化调控以及疫情冲击等负面因素持续影响下,地产板块 2020 年整体表现相对较弱,板块涨幅在所有板块中处于下游水平。复盘板块十年走势来看,板块绝对 PE(TTM)波动区间在 9~30 倍左右。自 15 年 12 月板块达到周期估值顶点 28 倍后,此后整体估值一直处于下行趋势,并于 18 年 12 月创下新低 8.4 倍。当前板块估值水平在 2019 年初小幅反弹后再次回落至历史底部区域,目前为 8.9 倍左右。相对 PE 走势与绝对 PE 基本一致,目前板块相对 PE 也已处于近十年最底部区域。PB 估值方面,板块绝对 PB 水平波动区间在 0.9~3.5 倍左右,16 年后板块也一直震荡下行,目前板块绝对 PB 为 1.09 倍,相对 PB 为 0.86 倍,两者均处于历史底部区

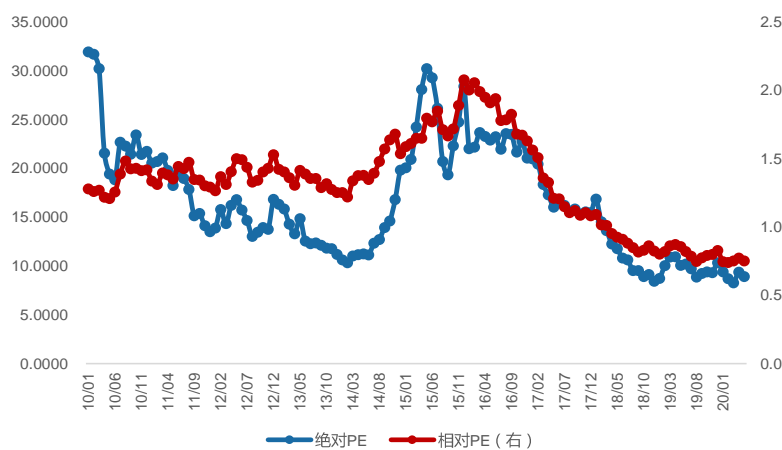
域。而需要指出的是，2019 年起房企将进入竣工结算高峰期，从 2019 年报房企披露业绩来看，较多房企都进入了业绩集中释放期，同时预收账款对营收的覆盖率也保持高位。在较强的业绩保障下，房地产板块的低估值优势更加彰显。

图 83: 2020 年至今各板块涨幅对比 (截至 2020 年 5 月 22 日)



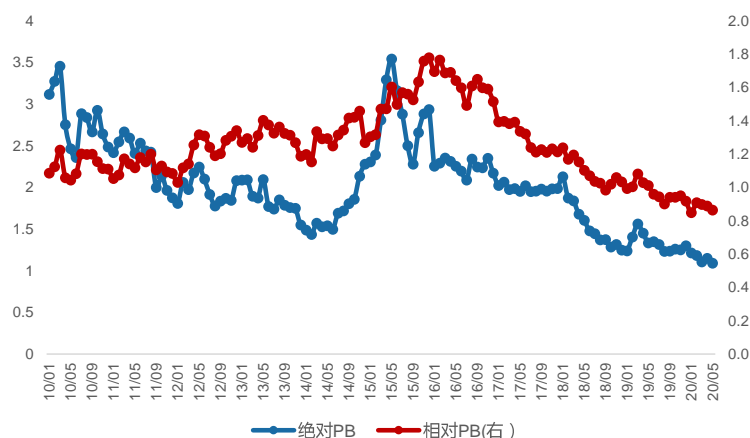
数据来源: 东北证券, Wind

图 84: 申万房地产板块历史绝对 PE 和相对 PE(相对沪深 300)波动水平



数据来源: 东北证券, Wind

图 85: 申万房地产板块历史绝对 PB 和相对 PB(相对沪深 300)波动水平



数据来源: 东北证券, Wind

分析师简介:

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，四川大学金融学本科，现任东北证券房地产行业组组长。曾任职上海国际信托和四川信托，3年半信托公司一线房地产业务从业经验。2017年加入东北证券研究所，曾获得东方财富2018年度房地产行业最佳分析师第2名；2019年证券时报“金翼奖”房地产行业第2名。

沈路遥，同济大学建筑与土木工程专业本科、硕士，现任东北证券房地产组研究助理。曾就职于金地商置集团，一年半房地产从业经验，2018年以来具有2年证券研究从业经历。

吴胤翔，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn