

砥砺前行，稳中有进

—房地产行业 2020 年度中期投资策略

报告摘要：

►行业基本面：疫情之下，韧性犹在

2020 年开年以来，受到新冠疫情影响，全国房地产销售规模出现大幅下滑，1-4 月商品房销售面积和销售金额同比-19.3%和-18.6%；而近期随着疫情逐步得到控制，叠加宽松的货币环境，前期积压的居民购房需求得到释放，同时，全面开复工下，房企推盘量充足，使得整体销售情况逐月好转。此外，1-4 月房地产投资同比-3.3%，当月同比+7.0%，单月增速回正，强势回暖。展望全年，我国的城镇化将持续推进，居民购房需求仍然具备了一定的韧性，我们预计全年销售面积增速为-7%左右，销售金额增速为-4%左右，地产投资增速为+3%左右。

►板块表现：业绩稳步增长，估值仍处低位

2019 年及 2020 年一季度，房企业绩稳定增长，盈利能力保持高位，财务杠杆率下行，短期偿债能力加强，同时已售未结资源丰富，未来业绩持续增长有保障。今年年初至 5 月 26 日，申万房地产板块下跌 12.7%，跑输沪深 300 指数 7.2 个百分点，涨幅在 28 个行业中排名第 24。我们重点关注的房企中，金科股份（涨幅 2.73%）及保利地产（涨幅-5.38%）表现优于板块。从估值角度看，截止 2020 年 5 月 26 日，申万房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 8.18，相比年初 9.55 倍的 PE 降低了 1.37，历史 PE 分位点为 2.34%，股息率为 3.10%，板块估值处于历史低位。

►政策面：总体调控方针不变，新型城镇化继续推进

中央层面对房地产行业调控政策的定调总体不变，基本保持了连续性和稳定性，其施政思路目标上来说基本围绕“房住不炒”这一核心，力求做到“三稳”，即“稳房价、稳地价、稳预期”；而具体措施上“因城施策”则成为了主基调，且以市场预期管理作为中介目标。总的来说，我们认为，对于 2020 年下半年的调控政策，仍要紧抓“房住不炒”与“因城施策”这两个关键点。

投资建议：

2020 年房地产板块投资应紧抓业绩优异的房企，行业集中度提升的逻辑也将持续演绎，而巨大物管蓝海市场也同样值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、华夏幸福以及物管板块新大正。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、旭辉集团、中国奥园、中国金茂、招商积余、碧桂园服务、永升生活服务、保利物业等

风险提示：

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑；计提过多存货跌价准备导致年报业绩不达预期。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：由子沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司							
				EPS (元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000002	万科 A	25.49	增持	3.44	4.15	4.95	5.83	7.4	6.1	5.1	4.4
600048	保利地产	15.26	增持	2.34	2.83	3.32	3.88	6.5	5.4	4.6	3.9
000656	金科股份	8.02	买入	1.06	1.36	1.62	1.91	7.6	5.9	5.0	4.2
000961	中南建设	7.84	增持	1.12	1.93	2.43	2.8	7.0	4.1	3.2	2.8

资料来源：Wind、华西证券研究所

正文目录

1. 引言	5
2. 行业基本面：疫情之下，韧性犹在	5
2.1. 销售数据持续回暖，购房需求仍具韧性	5
2.2. 预计全年投资维持正增速，对新开工及竣工保持乐观	8
2.3. 资金来源数据持续改善，房企融资压力整体可控	9
2.4. 调控张弛有度，房价趋于平稳	9
3. 板块分析：业绩稳步释放，财务状况改善	10
3.1. 销售与业绩持续高增，盈利能力保持高位	10
3.2. 财务杠杆持续优化，短期偿债风险可控	14
3.3. 预收款保持高覆盖率，保障未来业绩增长	16
4. 市场分析：涨幅落后大盘，估值处于历史低位	17
5. 政策面：总体调控方针不变，新型城镇化继续推进	19
5.1. 调控层面：以房住不炒为目标，以因城施策为手段	19
5.2. 新型城镇化：从“区域均衡发展”到“城市群”	21
5.3. “旧改”接替“棚改”，物管行业或迎新机	22
6. 投资建议	25
7. 风险提示	26

图表目录

图 1 房地产行业宏观数据汇总	6
图 2 各都市圈宏观数据汇总（2020 年 1-3 月，分城市月度数据滞后全国数据两周左右）	6
图 3 房地产销售面积与销售金额累计同比	7
图 4 30 大中城市成交面积同比（移动 8 周平均）	7
图 5 销售数据当月同比	7
图 6 各都市圈销售面积累计同比	7
图 7 库存总面积及同比增速	7
图 8 各类商品房库存面积同比增速	7
图 9 分地区销售面积增速	8
图 10 PSL 新增投放与累计同比增速	8
图 11 房地产开发到位资金累计同比	9
图 12 住房贷款利率走势	9
图 13 70 城房价指数当月同比	9
图 14 全国住宅库销比	9
图 15 M2 同比增速	10
图 16 板块营业收入及同比增速	11
图 17 15 家大中型房企营业收入及同比增速	11
图 18 板块归母净利润及同比增速	11
图 19 15 家大中型房企归母净利润及同比增速	11
图 20 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速	12
图 21 15 家大中型房企销售收到的现金及增速	12
图 22 板块销售毛利率及销售净利率	13
图 23 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率	13
图 24 板块期间费用率	13
图 25 15 家大中型房企期间费用率	13
图 26 板块少数股东损益及少数股东权益占比	14
图 27 15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比	14
图 28 板块货币资金及变动	15
图 29 15 家大中型房企货币资金及变动	15
图 30 板块现金短债比	15

图 31	15 家大中型房企现金短债比.....	15
图 32	板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率.....	16
图 33	大中房企资产负债率及剔除预收款后的资产负债率.....	16
图 34	板块净负债率.....	16
图 35	15 家大中型房企净负债率.....	16
图 36	年初至今申万房地产板块与其他行业板块涨跌幅比较（%，2020/5/26）.....	18
图 37	申万房地产板块估值变化.....	19
图 38	历次政治局会议对于房地产的表述.....	20
表 1	A 股 15 家大中型房企 2019 年预收账款+合同负债保障倍数.....	16
表 2	年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名（2020/5/26）.....	18
表 3	各层级城市落户限制放松情况.....	22
表 4	各机构发布的相关重点任务.....	22
表 5	历年两会政府工作报告关于房地产的表述.....	23

1. 引言

房地产行业的形势判断与房地产板块的投资策略，离不开两个核心因素：行业基本面与行业政策，而这两个核心因素又是互为因果、互相反馈调节的，当行业基本面对过热，房价上涨过快时，政策出于防范风险的角度考虑，会不断收紧从而对行业估值形成压制，导致行业基本面数据下行；而当行业基本面数据下行到一定程度时，由于宏观经济维稳以及地方财政收入方面的考量，政策又会出现一定程度的宽松。因此，本篇房地产行业 2020 年度中期投资策略，将首先分别从行业基本面与行业政策面两个维度进行回顾与展望，以此引出对房地产板块上市公司业绩与估值情况的分析和预测，并由此阐述我们对 2020 年下半年房地产行业形势的判断与投资的逻辑。

2. 行业基本面：疫情之下，韧性犹在

2.1. 销售数据持续回暖，购房需求仍具韧性

政策方面来看，一方面两会政府工作报告、央行、银保监会及政治局会议均传递出“房住不炒”、“因城施策”的政策主基调，而另一方面各地方政府实行一城一策的方针，疫情发生后，在政策上持续放松。销售方面来看，受疫情影响，1-2 月行业销售数据断崖式下跌，而 3-4 月销售展现出较强的韧性，在去年 3-4 月房地产“小阳春”基数较高的情况下，4 月的销售面积单月同比已收窄至-2.1%，表明需求复苏持续向好；整体来看，在上有“顶”，下有“底”的局面下，行业基本面韧性犹在。

受到新冠疫情影响，全国房地产销售规模出现了显著的下滑，2020 年 1-4 月，商品房销售面积同比下降 19.3%，商品房销售金额同比下降 18.6%。而 3-4 月份行业销售数据持续回暖，主因系随着疫情逐步得到控制，线下售楼处重新开放，购房需求也逐渐释放。分区域销售来看，东部、中部、西部及东北地区销售规模分别同比下降 17.5%、24.1%、16.2%和 25.3%，西部及东部区域的销售增速优于其他区域。综合来看，在疫情得到控制，同时叠加宽松的货币环境，前期积压的居民购房需求得到释放，并在全面开复工的情况下，房企推盘量充足，使得整体销售情况逐月好转。

展望全年，我国的城镇化将持续推进，在货币及政策宽松的背景下，被压抑许久的一、二线主流城市的需求将迎来持续改善的机会，而低能级城市在棚改落幕或将持续转冷，此外，考虑到疫情发生在行业销售淡季，综上所述我们认为，2020 年的全国商品房销售仍将持续修复，预计全年全国房地产销售面积增速为-7%左右，销售金额增速为-4%左右。

图1 房地产行业宏观数据汇总

指标	2020年1-3月				2020年1-4月				2020年3月			2020年4月		
	累计值	占比	相比上月		累计值	占比	相比上月		当月值	当月环比	当月同比	当月值	当月环比	当月同比
			累计同比	变化百分点			累计同比	变化百分点						
商品房销售面积 (万平方米)	21,978	100.0%	-26.3%	3.6	33,973	100.0%	-19.3%	7	13,503	59.3%	-14.1%	11,995	-11.2%	-2.1%
其中:住宅	19,235	87.5%	-25.9%	13.3	29,916	88.1%	-18.7%	7.2	11,746	56.8%	-13.8%	10,681	-9.1%	-1.5%
办公楼	428	1.9%	-36.2%	12.2	643	1.9%	-32.0%	4.2	262	58.3%	-24.9%	215	-18.2%	-21.8%
商业营业用房	1,221	5.6%	-35.1%	10.9	1,828	5.4%	-29.1%	6	768	69.5%	-26.4%	607	-20.9%	-12.9%
商品房销售金额 (亿元)	20,365	100.0%	-24.7%	11.2	31,863	100.0%	-18.6%	6.1	12,161	48.2%	-14.6%	11,498	-5.5%	-5.0%
其中:住宅	17,934	88.1%	-22.8%	11.9	28,291	88.8%	-16.5%	6.3	10,737	49.2%	-12.1%	10,357	-3.5%	-2.6%
办公楼	607	3.0%	-36.8%	3.8	883	2.8%	-37.5%	-0.7	306	2.0%	-32.6%	276	-9.9%	-38.9%
商业营业用房	1,294	6.4%	-39.8%	6.2	1,920	6.0%	-34.5%	5.3	777	50.2%	-34.8%	626	-19.5%	-19.6%
房地产开发投资完成额 (亿元)	21,963	100.0%	-7.7%	8.6	33,103	100.0%	-3.3%	4.4	11,847	17.1%	1.1%	11,140	-6.0%	7.0%
其中:住宅	16,015	72.9%	-7.2%	8.8	24,238	73.2%	-2.8%	4.4	8,697	18.8%	1.8%	8,223	-5.4%	7.2%
办公楼	1,036	4.7%	-10.8%	7.0	1,530	4.6%	-4.8%	6	486	-11.6%	-1.4%	494	1.7%	11.1%
商业营业用房	2,106	9.6%	-14.8%	10.8	3,145	9.5%	-10.4%	4.4	1,127	15.1%	-2.6%	1,039	-7.8%	0.0%
房屋新开工面积 (万平方米)	28,203	100.0%	-27.2%	17.7	47,768	100.0%	-18.4%	8.8	17,833	72.0%	-10.5%	19,565	9.7%	-1.3%
其中:住宅	20,799	73.7%	-26.9%	17.5	35,248	73.8%	-18.7%	8.2	13,240	75.1%	-11.0%	14,449	9.1%	-2.8%
办公楼	807	2.9%	-38.0%	20.0	1,370	2.9%	-28.7%	9.3	503	65.6%	-13.1%	563	12.0%	-9.0%
商业营业用房	2,361	8.4%	-29.7%	21.0	3,873	8.1%	-20.4%	9.3	1,486	69.7%	-6.3%	1,512	1.8%	0.2%
土地购置面积 (万平方米)	1,969	100.0%	-22.6%	6.7	3,151	100.0%	-12.0%	10.6	877	-19.7%	-12.2%	1,182	34.9%	13.8%
土地成交价款 (亿元)	977	100.0%	-18.1%	18.1	1,699	100.0%	6.9%	25	537	34.3%	6.7%	722	34.3%	82.2%
房企到位资金 (亿元)	33,566	100.0%	-13.8%	3.7	47,004	100.0%	-10.4%	3.4	13,356	-33.9%	-7.6%	13,438	0.6%	-0.6%
其中:国内贷款	6,716	20.0%	-5.9%	2.7	8,730	18.6%	-2.5%	3.4	2,169	-52.3%	0.5%	2,014	-7.1%	10.6%
利用外资	19	0.1%	-42.5%	34.7	23	0.0%	-31.6%	10.9	7	-39.2%	-78.3%	4	-46.8%	603.0%
自筹资金	10,755	32.0%	-8.8%	6.6	14,875	31.6%	-5.2%	3.6	4,595	-25.4%	1.8%	4,120	-10.3%	5.8%
定金及预收款	9,542	28.4%	-22.4%	1.5	13,990	29.8%	-18.9%	3.5	3,939	-29.7%	-20.2%	4,448	12.9%	-10.1%
个人按揭贷款	5,228	15.6%	-7.4%	5.0	7,601	16.2%	-5.4%	2	2,198	-27.5%	0.5%	2,373	8.0%	-0.6%

资料来源:国家统计局, 华西证券研究所

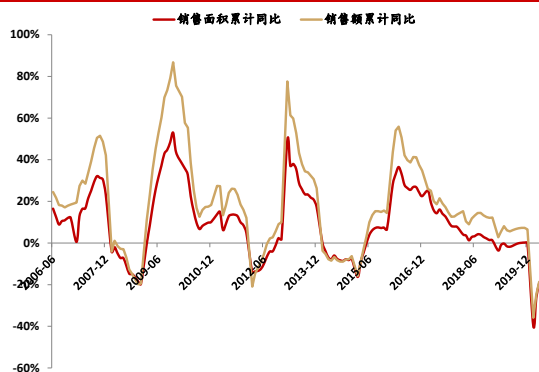
图2 各都市圈宏观数据汇总 (2020年1-3月, 分城市月度数据滞后全国数据两周左右)

指标	累计同比					当月同比					当月环比				
	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝
商品房销售面积	-38.45%	-16.72%	-29.06%	-48.29%	-25.38%	-43.29%	1.09%	-23.57%	-40.04%	-2.43%	68.19%	48.99%	31.01%	94.12%	74.93%
其中:住宅	-38.82%	-16.53%	-27.33%	-47.69%	-25.69%	-42.47%	-0.30%	-20.57%	-39.68%	-3.84%	79.21%	45.34%	31.86%	91.24%	64.19%
商品房销售金额	-37.02%	-10.33%	-25.38%	-55.76%	-24.41%	-43.83%	6.56%	-20.67%	-50.74%	-0.64%	20.85%	36.34%	32.09%	83.11%	82.13%
其中:住宅	-39.54%	-7.47%	-24.02%	-53.88%	-23.11%	-41.78%	8.73%	-16.87%	-49.32%	0.04%	44.04%	35.62%	39.36%	79.52%	72.14%
房地产开发投资完成额	-9.89%	-3.11%	-8.27%	-34.44%	-4.10%	-7.28%	6.69%	1.78%	-27.52%	17.02%	60.41%	-12.51%	-5.37%	62.14%	18.72%
房屋新开工面积	-27.65%	-13.39%	-23.46%	-50.83%	-37.71%	-25.71%	32.74%	-23.36%	-38.92%	-30.57%	192.39%	63.94%	2.04%	98.65%	42.31%
其中:住宅	-29.18%	-13.60%	-25.96%	-50.02%	-32.67%	-31.71%	34.66%	-29.94%	-39.16%	-26.84%	198.65%	70.00%	-4.02%	91.79%	39.92%

资料来源:国家统计局, 华西证券研究所

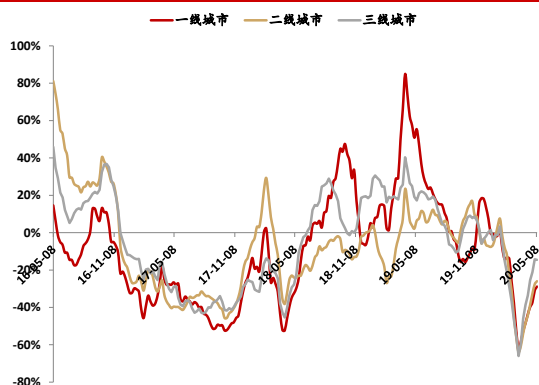
注:本报告中京津冀包含北京、天津、河北;江浙沪包含上海、江苏、浙江;珠三角包含广东;中原包含河南、湖北;川渝包含重庆、四川。

图3 房地产销售面积与销售金额累计同比



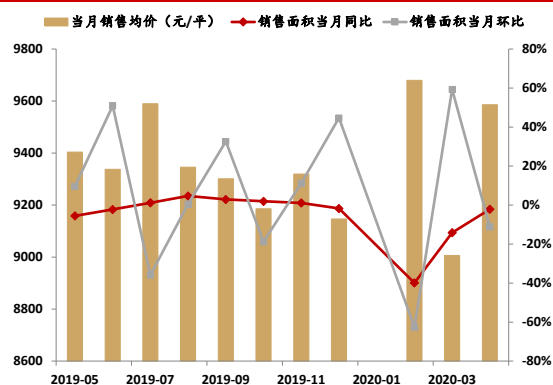
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图4 30大中城市成交面积同比（移动8周平均）



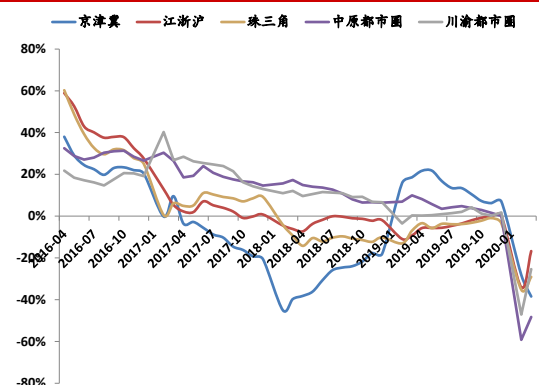
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图5 销售数据当月同比



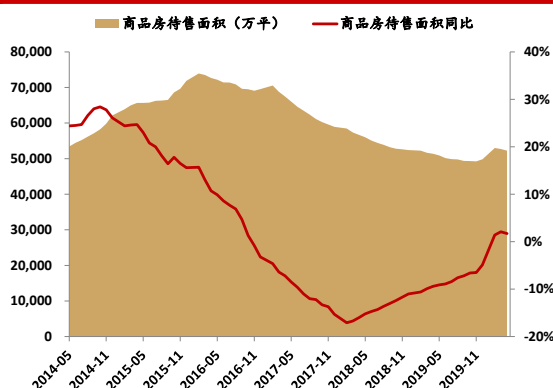
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图6 各都市圈销售面积累计同比



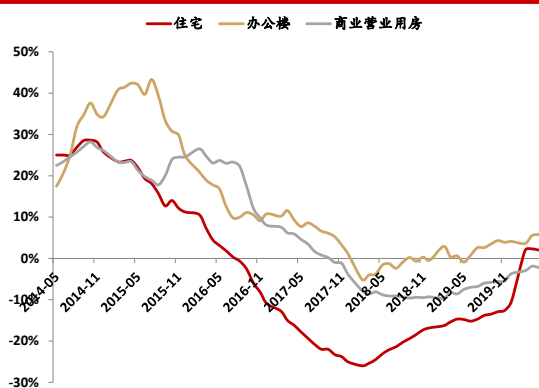
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图7 库存总面积及同比增速



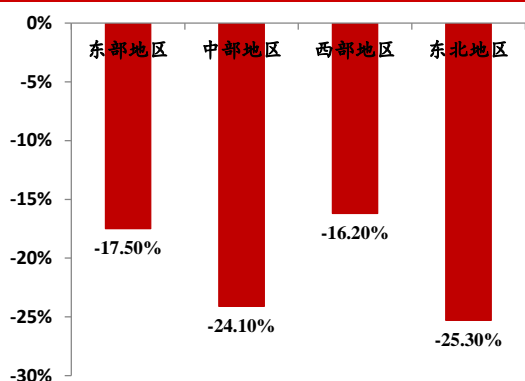
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图8 各类商品房库存面积同比增速



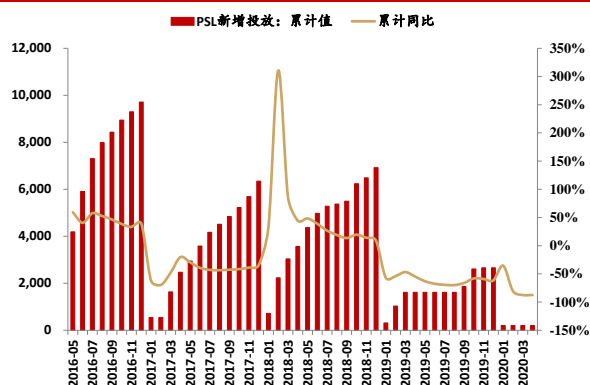
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图9 分地区销售面积增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图10 PSL 新增投放与累计同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2.2. 预计全年投资维持正增速，对新开工及竣工保持乐观

2020年1-4月，全国房地产开发投资完成额33103亿元，同比下降3.3%，增速较1-3月上升4.4pct，当月同比+7%，强势回暖；分项来看，住宅、办公楼及商业营业用房投资增速分别为-2.8%、-4.8%及-10.4%，住宅表现强于办公楼及商业营业用房。从增速绝对值来看，住宅投资也仍然是房地产开发投资的主要拉动点。总体来看，考虑到土地市场的大幅回暖和复工率的进一步回升，我们认为后续土地购置与建安均将呈现进一步回暖态势，叠加较为宽松的货币政策，地产投资大概率继续上行。同时，对比同期全国固定资产投资（不含农户）-10.3%、基础设施投资-11.8%，制造业投资-18.8%的增速，地产行业将持续扮演着国民经济压舱石的角色。

2020年1-4月，房屋新开工面积累计同比下降18.4%，增速较1-3月上升8.8pct，随着复工复产的持续进行以及需求复苏带来的补货意愿，4月新开工数据大幅回暖。在当前较为宽松的货币环境以及各地一城一策持续放宽的情况下，我们对未来销售与新开工继续维持乐观态度。

2020年1-4月土地购置面积3151万平米，同比下降12.0%，增速较1-3月上升10.6pct；土地成交价款1699亿元，同比上升6.9%，增速较1-3月上升25pct，单月同比+82.2%。土地市场整体呈现火热态势，得益于商品房销售的逐步修复，融资端的边际宽松，以及财政压力下成交地块多为重点城市核心地段；然而，在“稳地价”的大背景下，这一数据使得土地市场有过热的嫌疑，需要关注政策端收紧的可能。随着销售的修复与融资环境的改善，在政策不收紧的情况下，我们认为土地市场的景气度有望延续。

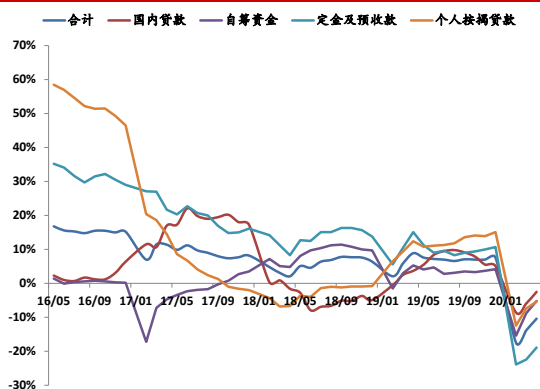
2020年1-4月竣工面积同比下降14.5%，增速较1-3月回升1.3pct。但单月同比-8.8%，降幅扩大7.9pct。我们认为，随着房企结算高峰期到来，全年竣工面积增速将持续回暖，确定性较强，但考虑房企回收现金流的意愿，短期竣工回暖速度或将弱于新开工。

综上，短期来看，建安投资和土地购置大幅回暖对投资增速形成明显的支撑，新开工在销售回升及宽松政策的环境下进一步改善，而考虑到现金回收意愿的情况下，竣工回暖速度或将表现疲软；长期来看，在疫情得到全面控制后，复工率将持续上升带动建安投资逐渐恢复，同时，地方对于土地财政的依赖度仍高，土地供应情况也将继续好转；在土地端政策支持及资金成本下降的双重驱动下，土地购置数据将显著上升，未来在建安投资和土地购置双双回升的情况下，投资增速的韧性十足。综上，我们预计全年投资增速为+3%左右。

2.3. 资金来源数据持续改善，房企融资压力整体可控

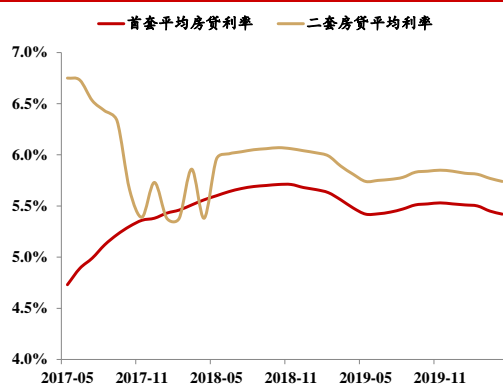
2020 年 1-4 月，房地产开发企业到位资金同比下降 10.4%，增速较 1-3 月上升 3.4pct，仍受到销售回款不佳的影响。分项来看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款及个人按揭贷款分别下降 2.5%、5.2%、18.9%及 5.4%，销售回款与国内贷款项回暖较为明显。我们认为，未来随着销售的持续修复，以及货币政策的持续宽松，房企资金情况有望继续好转。

图 11 房地产开发到位资金累计同比



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 住房贷款利率走势

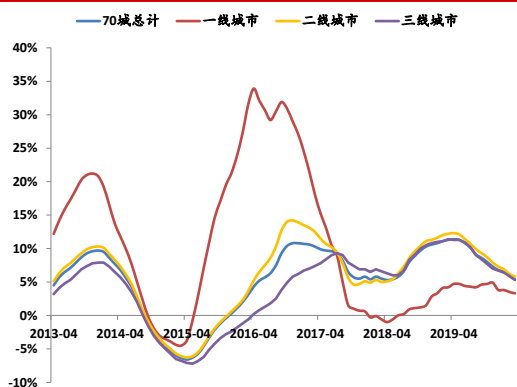


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2.4. 调控张弛有度，房价趋于平稳

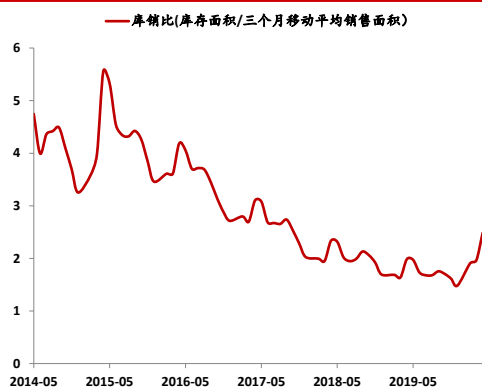
从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，房价增速持续下滑，一定程度上反映长效机制和因城施策正在发挥作用。房价快速上涨区域调控力度加强，房价有下行风险区域则适当放松，一城一策精准调控。短期由于销售不畅导致全国住宅库销比有所上升，但整体仍然处于合理区间，同时，在中央贯彻“房住不炒”的方针，以及 M2 增速显著上升的情况下，我们预计 2020 年房价将保持整体平稳的态势。

图 13 70 城房价指数当月同比



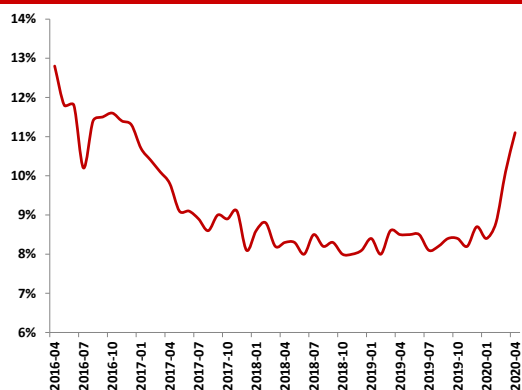
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 14 全国住宅库销比



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 15 M2 同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

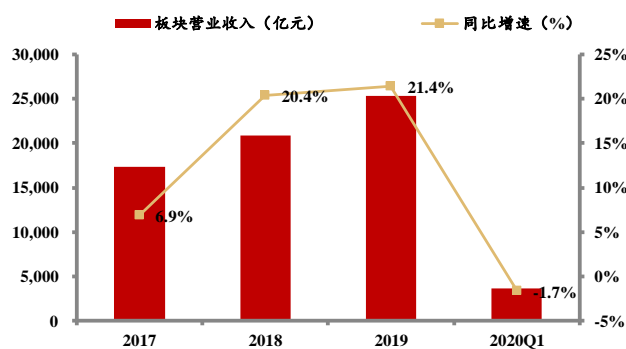
3. 板块分析：业绩稳步释放，财务状况改善

为了总结上市房企的业绩情况，我们选取申万房地产板块的 143 家公司，以 2019 年年报及 2020 年一季报数据作为板块数据的样本。另选取 15 家 A 股上市公司中销售排名 TOP40 的大中型房企，作为 15 家大中型房企进行着重分析，这 15 家包括：万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股、绿地控股、华夏幸福、金科股份、阳光城、大悦城、中南建设、华侨城 A、金地集团、蓝光发展、荣盛发展和首开股份。

3.1. 销售与业绩持续高增，盈利能力保持高位

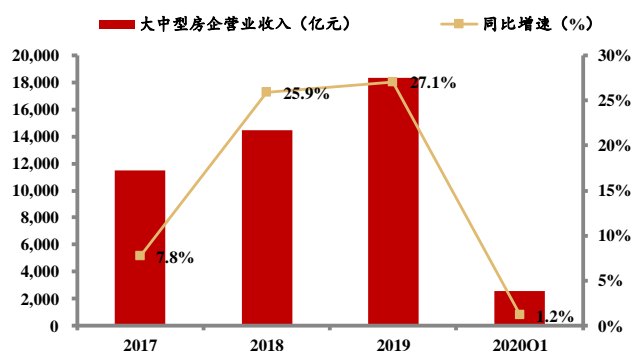
2019 年 A 股地产公司业绩稳步增长，板块整体营业收入增长 21.4%，归属母公司股东净利润同比增长 11.8%；2020 年一季度，板块整体营业收入同比减少 1.7%，归属母公司股东净利润同比减少 39.7%。2019 年 15 家大中型房企营业收入 27.1%，归属母公司股东净利润同比增长 24.5%；2020 年一季度，15 家大中型房企营业收入增长 1.2%，归属母公司股东净利润同比减少 8.5%。从营收来看，2019 年板块和 15 家大中型房企营业收入增速较去年分别提升了 1.0pct 和 1.2pct，主要系 2016 年-2018 年以来的高速增长的销售进入结算期，推动营收增速不断走高；2020Q1 营收出现明显放缓，主要系疫情冲击影响。从归母净利润来看，2019 年全年归母净利润增速有所下滑，2020Q1 归母净利润增速转负，同时归母净利润增速低于营收增速，其主要原因是：1) 结算项目毛利率下滑；2) 存货减值准备计提增加；3) 合作开发导致少数股东损益占比提高。整体来看，大中型房企业绩弹性优于板块，呈现强者恒强的趋势。

图 16 板块营业收入及同比增速



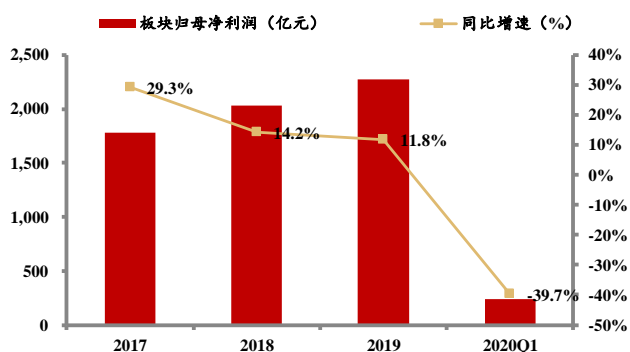
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 17 15 家大中型房企营业收入及同比增速



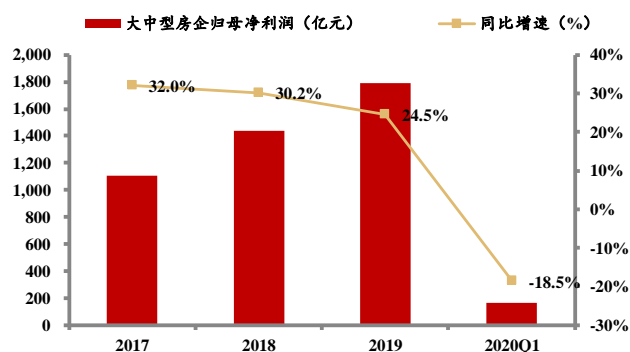
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 18 板块归母净利润及同比增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

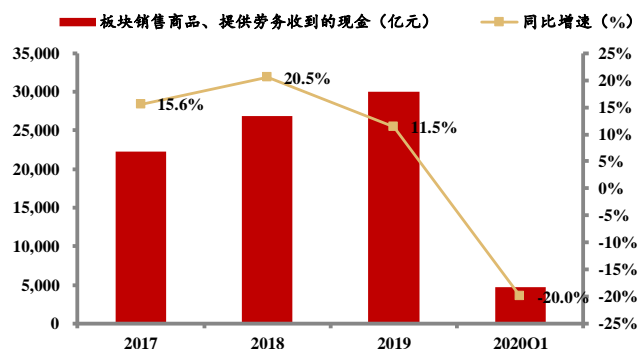
图 19 15 家大中型房企归母净利润及同比增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

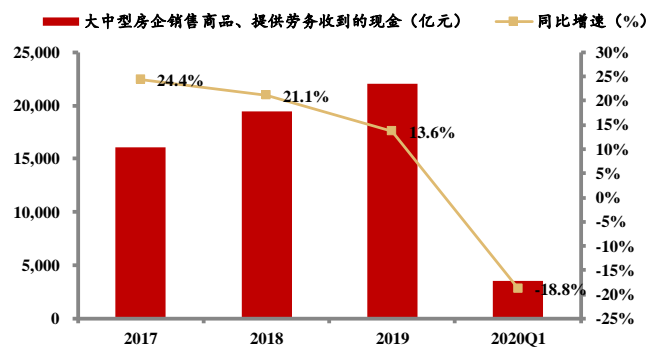
销售方面，我们通过“销售商品、提供劳务收到的现金”这个指标来观察整个板块的销售情况。2019 年全年，板块销售商品、提供劳务收到的现金为 29977 亿元，同比增长 11.5%，较 2018 年全年 20.5% 的增速下降 9.0 个百分点；2020 年一季度，板块销售商品、提供劳务收到的现金为 4701 亿元，同比减少 20.0%，同比转负。2019 年全年，15 家大中型房企销售商品、提供劳务收到的现金为 22078 亿元，同比增长 13.6%，较 2018 年全年 21.1% 的增速下降 7.4 个百分点；2020 年一季度，15 家大中型房企销售商品、提供劳务收到的现金为 3532 亿元，同比减少 18.8%，同比转负，其中招商蛇口、金科股份和新城控股逆市实现了正增长。整体来看，大中型房企销售情况优于整体板块，2019 年全年增速较 2018 年有所放缓，2020Q1 主要受疫情冲击同比转负。

图 20 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 21 15 家大中型房企销售收到的现金及增速

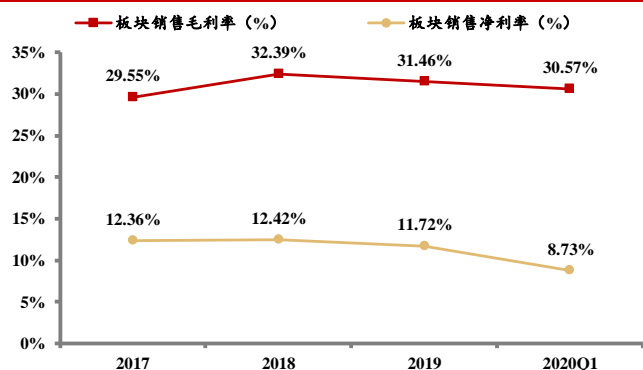


资料来源：WIND、华西证券研究所

从利润率情况来看，2019 年板块整体销售毛利率为 31.46%，较 18 年减少 0.93 个百分点，板块整体盈利能力略有下降，15 家大中型房企销售毛利率为 30.58%，较 18 年同期下降 0.44 个百分点，其中华侨城 A、华夏幸福、大悦城及金地集团的销售毛利率分别为 56.58%、43.68%、41.20%和 40.50%，均显著高于大中型房企的平均水平。而 2020 年一季度，板块整体销售毛利率为 30.57%，较 19 年同期降低 1.61 个百分点，板块整体盈利能力有所下滑。15 家大中型房企销售毛利率为 28.79%，较 19 年同期下降 1.51 个百分点，其中华侨城 A、大悦城、华夏幸福及保利地产的销售毛利率分别为 64.78%、43.68%、42.41%和 39.78%，均显著高于大中型房企的平均水平；大中型房企中绿地控股的销售毛利率为 16.53%，由于绿地控股营收占 15 家大中型房企的比例较大，且营收中低毛利率基建业务占比较大，导致 15 家大中型房企销售毛利率低于板块销售毛利率；如剔除绿地控股的影响，其余 14 家大中型房企销售毛利率为 34.43%，高于板块 3.86 个百分点，盈利能力强于板块。

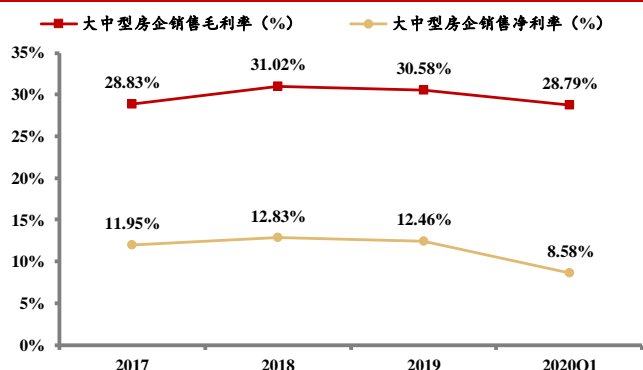
2019 年板块整体销售净利润率为 11.72%，较 18 年同期下降 0.70 个百分点；15 家大中型房企销售净利润率为 12.46%，较 18 年同期下降 0.37 个百分点，净利率水平高于板块；其中，金地集团、华侨城 A、招商蛇口及保利地产的销售净利率分别为 24.51%、23.89%、19.31%和 15.92%，均显著高于大中型房企的平均水平。2020 年一季度板块整体销售净利润率为 8.73%，较 19 年同期下降 4.40 个百分点；15 家大中型房企销售净利润率为 8.58%，较 19 年同期下降 2.11 个百分点，净利率水平略低于板块，同样主要系绿地控股的低净利率基建业务拖累；其中，金地集团、华夏幸福、保利地产及首开股份的销售净利率分别为 30.93%、15.75%、15.14%及 14.08%，均显著高于大中型房企的平均水平。总体来看，毛利率的下降使房企盈利能力小幅下滑。

图 22 板块销售毛利率及销售净利率



资料来源：WIND、华西证券研究所

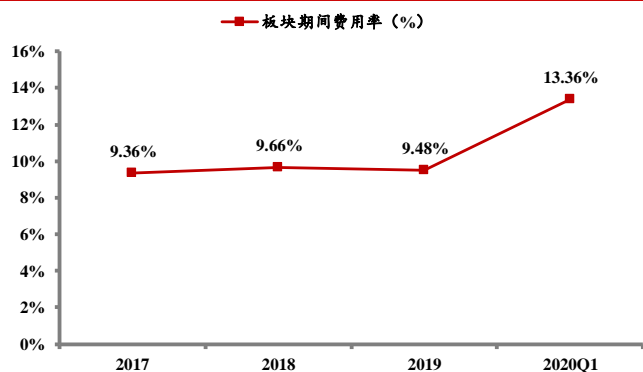
图 23 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率



资料来源：WIND、华西证券研究所

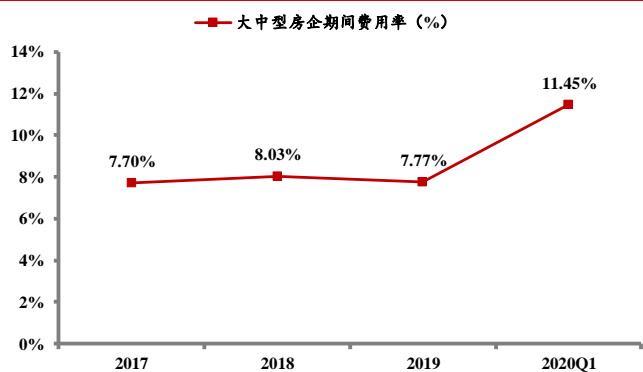
2019 年板块期间费用率为 9.48%，较 18 年同期下降 0.17 个百分点；15 家大中型房企期间费用率为 7.77%，较 18 年同期下降 0.26 个百分点，显著低于整体板块 1.71 个百分点，体现出大中型房企较强的成本管控能力。2020 年一季度，板块期间费用率为 13.36%，较 19 年同期上升 1.03 个百分点；15 家大中型房企期间费用率为 11.45%，较 19 年同期上升 0.76 个百分点，显著低于整体板块 1.91 个百分点。2019 年板块整体期间费用率有所下降，各房企优化了公司管理，对成本进行了有效管控。2020Q1 期间费用率的上升主要系营收受疫情影响有所下滑，同时房企的部分期间费用支出如利息支出并不会对应减少，导致期间费用率有所抬升。我们预计随着疫情基本得到控制，公司生产经营恢复常态，期间费用率将逐渐下降。

图 24 板块期间费用率



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 25 15 家大中型房企期间费用率



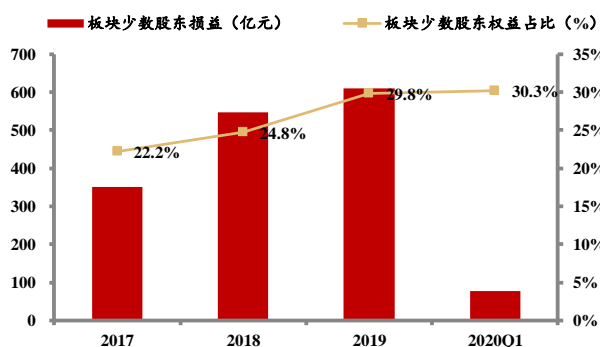
资料来源：WIND、华西证券研究所

2019 年板块少数股东损益为 611 亿元，同比增长 11.5%，少数股东权益占比为 29.8%，较上年同期提升 5.0 个百分点；15 家大中型房企的少数股东损益为 498 亿元，同比增长 19.6%，少数股东权益占比为 38.5%，较 18 年同期提升 6.0 个百分点，较板块占比更高，上升更明显；2020 年一季度，板块少数股东损益为 76 亿元，同比减少 -9.7%，少数股东权益占比为 30.3%，较 19 年同期提升 0.7 个百分点；15 家大中型房企的少数股东损益为 52 亿元，同比减少 19.5%，少数股东权益占比为 39.0%，较上年同期提升 0.8 个百分点。

房地产开发企业采取合作拿地的形式进行开发有以下几点原因：（1）和其他公司形成优势互补，从而实现更大的收益。例如 A 房企产品设计能力较强，B 房企营销能

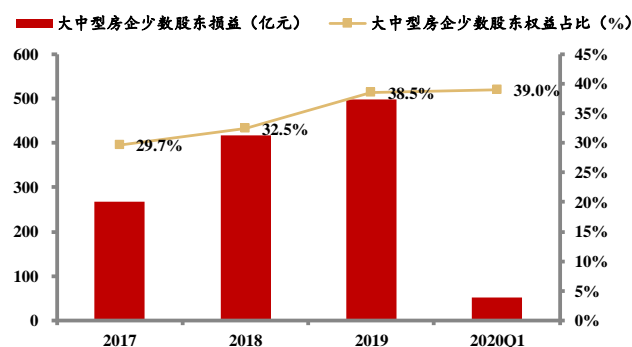
力强，则可各自发挥优势，进行合作。(2) 房企在进行全国化扩张进入新城市时，通过与在当地经营多年的房企进行合作开发，可以降低进入新城市的经营风险。(3) 由于土地出让采取招拍挂的形式，房企进行合作开发可以降低竞争激烈程度，从而以较低的成本取得土地使用权。(4) 当地块总价较高时，采取合作拿地的形式可以减轻单个房企拿地的资金压力。(5) 当房企合同销售金额较大，销售排名较高时，其通常可以获取较低成本的贷款，从而降低融资成本。通过降低权益比，房企可以使销售金额规模提升得更快。基于以上几点原因，房企加大了相互之间合作开发的比例，使少数股东权益比例持续上升。

图 26 板块少数股东损益及少数股东权益占比



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 27 15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比

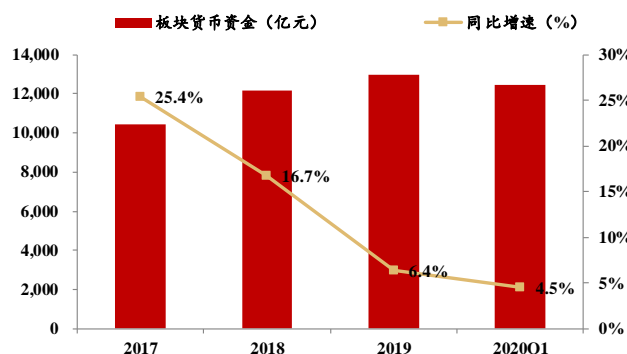


资料来源：WIND、华西证券研究所

3.2. 财务杠杆持续优化，短期偿债风险可控

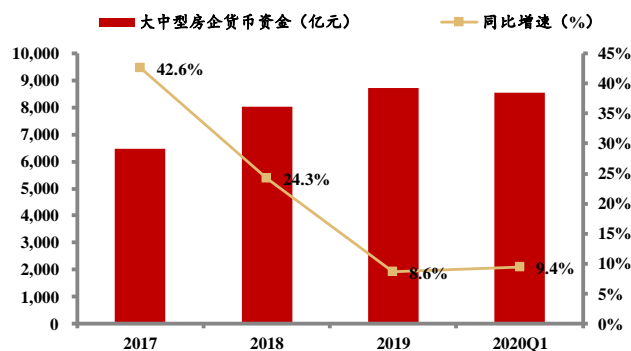
2019 年板块个股的货币资金为 12960 亿元，同比增长 6.4%；15 家大中型房企的货币资金为 8719 亿元，同比增长 8.6%，高于板块 2.2 个百分点。2020 年一季度，板块个股的货币资金为 12475 亿元，同比增加 4.5%；15 家大中型房企的货币资金为 8542 亿元，同比增长 9.4%，高于板块 4.9 个百分点。从短期还债的压力来看，2020 年一季度板块的现金短债比为 0.98，较 19 年同期下降 0.26；大中型房企的现金短债比为 1.24，较 19 年同期下降 0.26。总体来看，板块现金短债比风险可控，大中型房企在手货币资金能够覆盖短期债务，总体风险可控，大中型房企的短期还款能力强于板块。

图 28 板块货币资金及变动



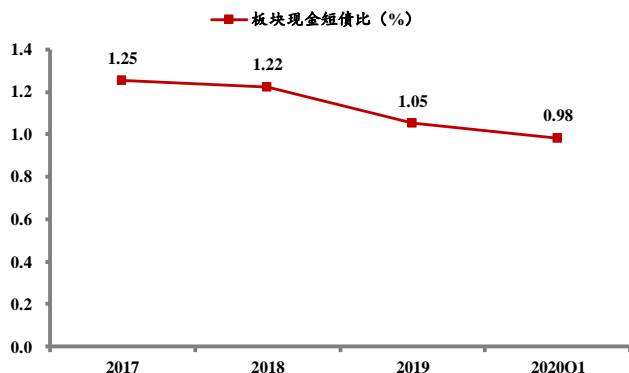
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 29 15 家大中型房企货币资金及变动



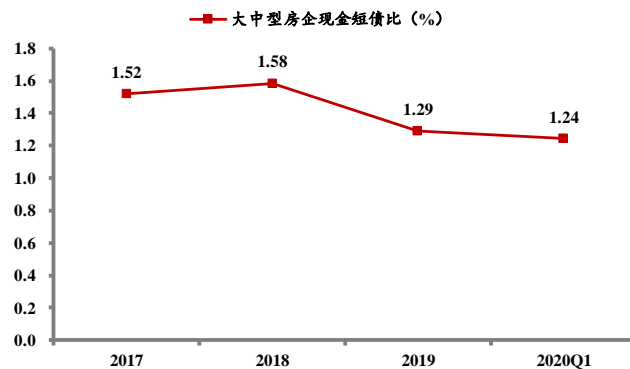
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 30 板块现金短债比



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 31 15 家大中型房企现金短债比

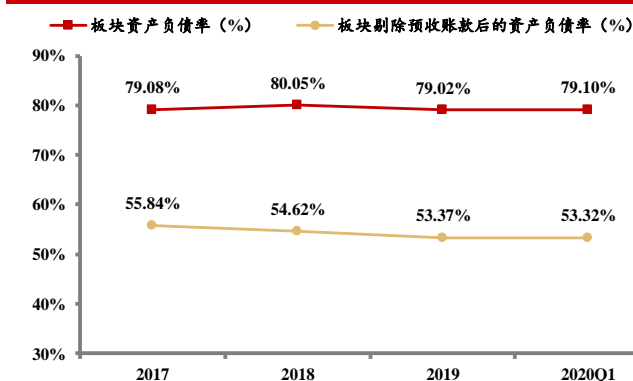


资料来源：WIND、华西证券研究所

2019 年板块整体资产负债率为 79.02%，较 18 年下降 1.03 个百分点；15 家大中型房企的资产负债率为 81.48%，较 18 年下降 1.67 个百分点，大中型房企杠杆率更高；板块剔除预收账款的资产负债率为 53.37%，较上年同期下降 1.25 个百分点；15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 51.02%，较 18 年末下降 1.09 个百分点，优于板块。板块的净负债率为 83.55%，较 18 年同期下降 10.72 个百分点；15 家大中型房企的净负债率为 77.04%，较 18 年同期下降 10.70 个百分点。

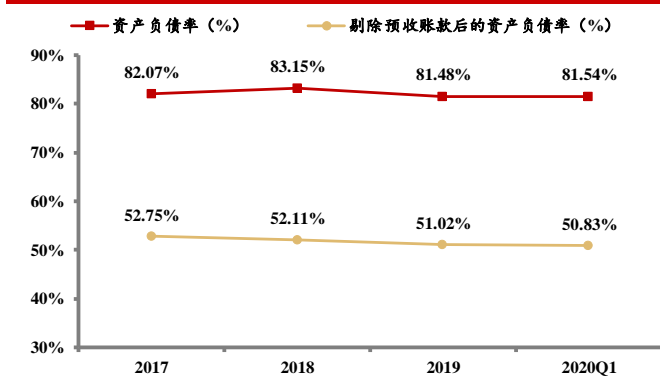
2020 年一季度，板块整体加权资产负债率为 79.10%，较 19 年同期下降 0.96 个百分点；15 家大中型房企的资产负债率为 81.54%，较 19 年同期下降 1.72 个百分点；板块剔除预收账款的资产负债率为 53.52%，较 19 年同期下降 0.50 个百分点；15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 50.83%，较 19 年同期下降 0.61 个百分点；板块的净负债率为 91.92%，较 19 年同期下降 8.38 个百分点；15 家大中型房企的净负债率为 85.86%，较 19 年同期下降 14.71 个百分点；虽然大中型房企的资产负债率高于整体地产板块，但预收账款较高使得剔除预收账款后的资产负债率低于板块。2020Q1 净负债率较 2019 年末有明显的上升，是由于疫情冲击使房企销售收入减少，在手货币资金减少所致。总体来看，在“去杠杆”的政策指引下，房企的负债情况普遍得到了改善。

图 32 板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率



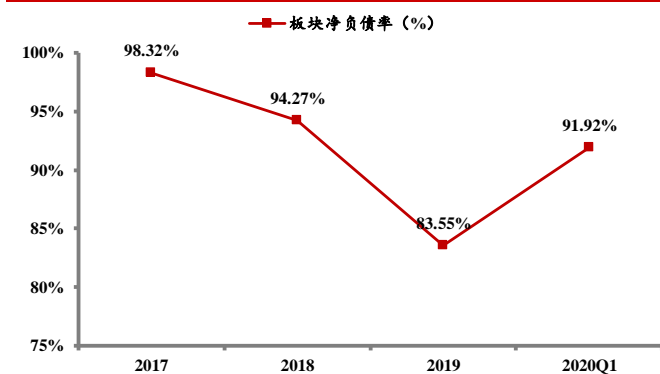
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 33 大中房企资产负债率及剔除预收款后的资产负债率



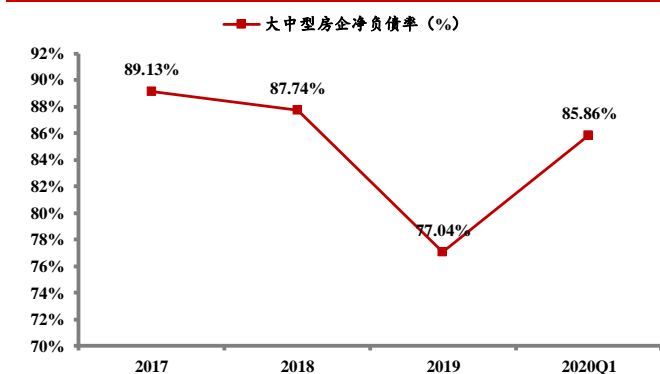
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 34 板块净负债率



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 35 15 家大中型房企净负债率



资料来源：WIND、华西证券研究所

3.3. 预收款保持高覆盖率，保障未来业绩增长

业绩方面，房地产公司的收入和利润主要取决于其前期的销售与结算的节奏。鉴于 2018-2019 年大中型房企销售规模有所扩大，2020 年大中型房企的业绩增速仍有较大保障。结算节奏方面，15 家大中型房企 2019 年全年的预收账款加合同负债对营收的覆盖倍数平均为 1.33 倍，为未来的业绩增长夯实了基础。其中新城控股、蓝光发展、中南建设和金科股份的预收账款+合同负债覆盖倍数分别为 2.31、1.74、1.72 和 1.69，显著高于大中型房企的平均水平。

表 1 A 股 15 家大中型房企 2019 年预收账款+合同负债保障倍数

证券代码	证券简称	2019 营业收入 (亿元)	2019 预收账款 (亿元)	2019 合同负债 (亿元)	预收账款+合同 负债覆盖倍数
000002.SZ	万科 A	3679	8	5770	1.57

000031. SZ	大悦城	338	298	78	1.11
000069. SZ	华侨城 A	600	624	76	1.17
000656. SZ	金科股份	678	1147	0	1.69
000671. SZ	阳光城	610	801	0	1.31
000961. SZ	中南建设	718	1234	0	1.72
001979. SZ	招商蛇口	977	835	143	1.00
002146. SZ	荣盛发展	709	890	0	1.26
600048. SH	保利地产	2360	3278	9	1.39
600340. SH	华夏幸福	1052	1253	0	1.19
600376. SH	首开股份	476	685	0	1.44
600383. SH	金地集团	634	840	0	1.32
600466. SH	蓝光发展	392	682	0	1.74
600606. SH	绿地控股	4281	3811	0	0.89
601155. SH	新城控股	858	6	1977	2.31

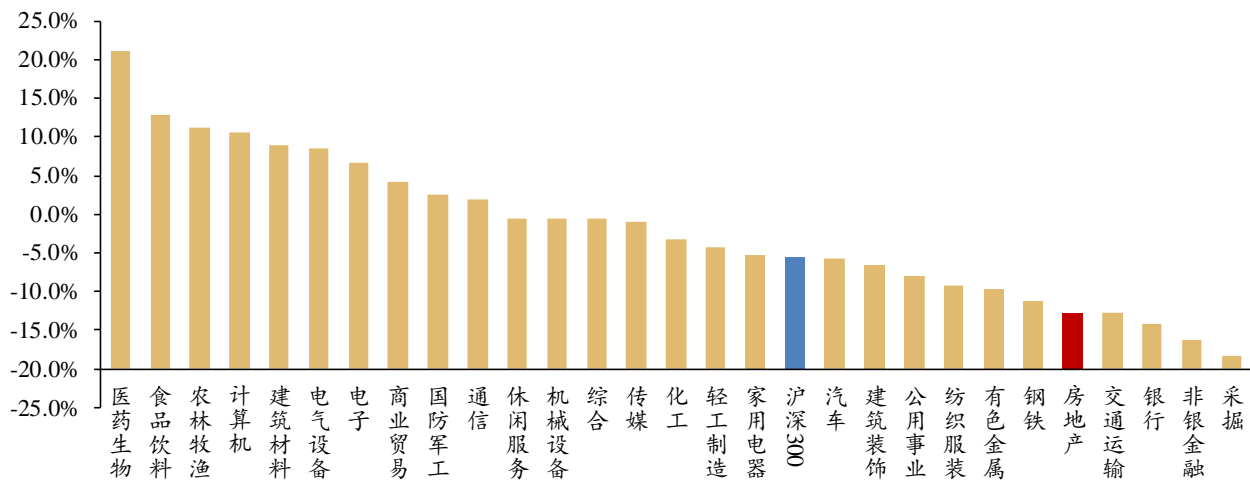
资料来源：WIND、华西证券研究所

4. 市场分析：涨幅落后大盘，估值处于历史低位

今年年初至 5 月 26 日，申万房地产板块下跌达 12.7%，跑输沪深 300 指数 7.2 个百分点，涨幅在 28 个行业中排名第 24。我们重点关注的房企中，金科股份（涨幅 2.73%）、保利地产（涨幅-5.38%）、表现优于板块。

从估值角度看，截止 2020 年 5 月 26 日，申万房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 8.18，相比年初 9.55 倍的 PE 降低了 1.37，历史 PE 分位点为 2.34%，股息率为 3.10%，板块估值处于历史低位。

图 36 年初至今申万房地产板块与其他行业板块涨跌幅比较（%，2020/5/26）



资料来源：WIND、华西证券研究所

表 2 年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名（2020/5/26）

公司名称	涨幅前 20	公司名称 2	跌幅前 20
万通地产	65.40%	天津松江	-40.54%
招商积余	61.26%	ST 新光	-36.79%
天健集团	33.77%	中珠医疗	-35.43%
格力地产	32.44%	ST 银亿	-32.61%
南都物业	31.94%	嘉凯城	-31.16%
云南城投	24.57%	泰禾集团	-30.41%
海航基础	24.44%	蓝光发展	-30.39%
大名城	21.37%	世联行	-30.13%
黑牡丹	21.34%	大悦城	-30.08%
电子城	15.34%	浙江广厦	-29.11%
亚通股份	14.24%	中南建设	-28.63%
华丽家族	12.58%	我爱我家	-28.07%
中国武夷	12.32%	泛海控股	-26.37%
中迪投资	12.18%	世荣兆业	-26.10%
万业企业	11.91%	华侨城 A	-24.26%

ST 天业	11.91%	中国国贸	-24.06%
中房股份	11.85%	新黄浦	-23.93%
阳光股份	9.74%	城建发展	-23.70%
浦东金桥	9.48%	大连友谊	-23.53%
海航投资	9.47%	首开股份	-23.34%

资料来源：WIND、华西证券研究所

图 37 申万房地产板块估值变化



资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 政策面：总体调控方针不变，新型城镇化继续推进

5.1. 调控层面：以房住不炒为目标，以因城施策为手段

自 2017 年以来，中央层面对地产调控政策的定调逐渐趋稳，基本保持了连续性和稳定性，其施政思路，目标上来说基本围绕“房住不炒”这一核心，力求做到“三稳”，即“稳房价、稳地价、稳预期”；而具体措施上“因城施策”则成为了主基调，且以市场预期管理作为中介目标。

具体来说，“房住不炒”实质上是政府对于房价的目标管控，今年两会政府工作报告、央行、政治局会议及银保监会均重申了“房住不炒”。而“因城施策”则体现了政府在“稳增长”和“控风险”中寻求平衡的精准调控的思路：对于库存较低、销售火爆、房价上涨过快的城市，调控逐渐收紧；而对于库存过剩较多、销售较为冷清的地区，则调控较松或者不调控，实现对需求的合理引导和地区间的结构性平衡。

总体来看，在房地产长效机制尚在研究、还未完全建立之际，在房地产调控正在逐步由以行政措施为主向综合施策转变的关键期，中央层面不会允许任何放松原已建立的调控政策体系、任由房价上涨的做法；中央层面对调控的态度依然较为坚决，并

未出现放松迹象。由于中央的严厉态度，从地方政府层面来看，也基本贯彻了“一城一策、因城施策”的思路，基本保持了各地房价的稳定。

图 38 历次政治局会议对于房地产的表述



注：绿色边框为放松，红色边框为收紧，黑色边框为未提及

资料来源：网站信息，华西证券研究所

展望 2020 年，我们认为房地产相关政策的核心仍然将以“稳”字当头。之所以强调“稳”为核心，是因为在过去十余年的房地产调控中，政策一直没能较好的保持连续性与稳定性，导致房地产市场大起大落，也严重扰乱了市场的预期，各种极端观点诸如“房价永远涨”“房地产已经是夕阳产业没有未来”等轮番出现，甚至引发了多地的业主维权事件影响了社会稳定。因此，在当前错综复杂的内外部经济形势下，房地产市场是潜在的风险，防止房价大起大落，实现房地产行业稳定健康发展将是房地产政策的首要目标。

从这个角度，就可以理解中央以及地方政府因城施策，一方面针对热点城市采用“五限”等行政手段来对房价进行调控，另一方面对于库存较高的地区仍然继续稳妥推进货币化安置的目的，即希望通过行政手段来改变短期内房地产市场的供求关系，做到“稳房价、稳地价、稳预期”。实际上，这一差别化调控的方法在过去一年多里也已经收到了一定的效果。

然而，类似于“五限”等政策只可以作为短期控制房价的手段。虽然短期内该类政策对于房价确实有不错的抑制效果，但是限制手段不能做到长期有效，因为其并没有从根本上改变供需关系以及人们对房价的预期，只是短时间抑制了需求和潜在供给，其并不符合长效机制的要求。

理解长效机制，要从“长效”、“机制”两个关键词上来把握。长效是指长期有效，机制是使制度能够正常运行并发挥预期功能的配套制度。中央不断推动建立长效机制的根本目的是从根源上解决供需不平衡、房价过高的问题。从十九大报告开始的数次会议及文件的表述可见，现有的长效机制主要表现在税收制度改革、住房供给侧改革等方面，当然，目前不断推进的新型城镇化建设也属于对房地产行业有长期影响的政策，因此也可置于分析内容之中。

我们认为，长效机制首先意味着政策的长期施效，长期有效。所谓长效机制要能做到可以长期实行，并其效果可以长期存在两点。房地产税作为一个税收体制的改革，对于整个国家一级城市来讲都非常重要，但中国城市众多，地区和城市间分化巨大，要立足平衡，因城施策，不宜“一刀切”。房地产税作为地方财政收入的主要来源，对于理顺中央和地方政府的关系、优化财税体系以及减少地方对土地的财政依赖和冲动具有重要意义，可以做到对房价的预期调整与管理，因此在长期施效条件下可以做到长期有效，并且对房价的控制也相对于“五限”等政策具备更长远的效应。城镇化就目前来看能在较长时间得到施行，并且城镇化带来的效应也可以长存；租售并举能

在长期上改变房地产市场结构，从消费习惯的改变促成租赁行业的长期稳定发展，进而达到长期有效平滑房地产价格上升趋势的作用。

长效机制从目的上来说，是要让房地产市场健康平稳的发展，进而保持房地产市场在中国经济中流砥柱的作用，带动上下游产业的健康运作；是要让居民的住房得到保障，解决住房基本需求以及改善性需求；是要让地方政府在房地产业取得合理的税收，支持地方政府的发展。更具体来讲，我们认为，长效机制的目标可以分为以下几点：

(1) 完善房地产税收体制，并从调节收入差距，改善地方土地财政现状，调整房地产税收结构三方面来实现其价值。房地产税的主要作用是控制房价增长，促进社会公平，通过定向征税使得中低收入人群的住房问题得以解决；房地产税也将作为地方政府筹集财政收入，逐步改善土地财政依赖现状，满足公共服务需求的基础；其次房地产税亦将通过增加保有环节的税收，降低建设交易环节税收等来调整房地产税体系的相关税种，做到合理化、简化税收体系。

(2) 土地供应做到因城施策。各个城市根据自身的发展需求进行土地供应，从土地供应以及土地价格实现房价的合理化。目前一二线城市土地供应存在不足，三四线土地供应存在过量，这也是导致一二三四线房价分化的重要原因。长效机制应从根本解决这些土地供需问题，可以利用类似土地面积与人口数量挂钩等方式，控制土地供应数量随需求合理增减。

(3) 通过金融手段，可帮助信用良好的房企获取资金；银行信贷可以为居民的住房刚需提供信用支持。房企的对外部资金的依赖度很大，杠杆高，利用 REITs 等资产证券化手段可以让房企获取资金，并且可以使资金定向流向信用良好的企业，促进行业的健康发展。为了满足中低收入人群的住房刚需，银行可以加大对信用良好的中低收入人群的信贷额度，尤其在库存多、供过于求的地区，可以通过银行信贷额度的增加，使得中低收入人群的需求得以释放，进而平衡供需。

(4) 抑制投机需求，实现住房不炒。目前的限制性措施对投机需求起到了一定的作用，但从长期来看，需要由长效机制来使得行业健康发展，需求的合理释放，进而实现对投机的抑制，使得住房的投资属性减弱，真正实现住房不炒。

(5) 完善房地产业各层次立法。一套完整、全面并且正确合理的法律体系是推动长效机制建立的强有力根本，房地产税、租售并举的有效开展都需要建立在立法健全的基础上，因此长效机制建立的首要任务就是推动法律体系的建设。

总的来说，我们认为，对于 2020 年的调控政策，一定要紧抓“房住不炒”与“因城施策”这两个关键点。理解了这一点，我们对 2020 年下半年的整体房地产市场表现便可以做到“不以物喜，不以己悲”，既不过分乐观，也不过分悲观，既不要期望房价会像之前一样出现报复性大幅上涨，也不必担忧房价会像日本、美国经济危机时一样全面崩盘，房地产的 2020 年，正如政策所表述的，将进一步迈向“平稳健康发展”。

5.2. 新型城镇化：从“区域均衡发展”到“城市群”

今年的两会政府工作报告指出：“深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业”及“常住人口城镇化率首次超过 60%，重大区域战略深入实施”。本次报告在深入推进京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展的基础上，提出了推动成渝地区双城经济圈建设，国家在推进都市圈发展的表述上更为清晰明确，同时，新型城镇化的推进也将加速土地与户籍制度的改革，进一步提高市场化机制的效率。我们认为，新型城镇化的推进标志着我国推进城镇化的思路，从之前的“区域均衡发展”转变为把城市群作为新型城镇化的主体。之前，

包括北京和上海在内的一线城市一直在实施严格的人口控制措施，而之后，随着诸多大中城市落户限制的放开，我国将进入城镇化建设的新阶段。

表 3 各层级城市落户限制放松情况

城市类别	2019	2018
超大特大城市	超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。城市政府要探索采取差异化精准化落户政策，积极推进建档立卡农村贫困人口落户。允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。	超大城市和特大城市要区分城区、新区和所辖市县，制定差异化落户条件，探索搭建区域间转积分和转户籍通道。探索租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。落实地方政府主体责任，2018年实现进城落户 1300 万人。
I 型大城市	城市常住人口 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。	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。
II 型大城市	城市常住人口 100 万-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制。	大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，其中 I 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。

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 4 各机构发布的相关重点任务

时间	机构	重点任务内容
2016.10	国务院	户籍人口城镇化率年均提高 1 个百分点以上，年均转户 1300 万人以上。2020 年，全国户籍人口城镇化率提高到 45%。
2018.03	发改委	继续落实 1 亿非户籍人口在城市落户方案，大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，深化“人地钱挂钩”配套政策。
2018.10	发改委	推动 1 亿非户籍人口在城市落户，是推进新型城镇化高质量发展的重要任务。
2019.04	发改委	II 型大城市要全面取消落户限制；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。

资料来源：Wind，华西证券研究所

5.3. “旧改”接替“棚改”，物管行业或迎新机

今年两会政府工作报告指出：“新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务”，报告内容不涉及棚改。旧改利好物管行业，在小区改造后，物管公司的引入有利于提升行业渗透率。旧改不仅是在物业管理方面进行提升，其对社区养老、托育、医疗、助餐等服务的需要，将拓宽物管公司发展增值服务的空间。

表 5 历年两会政府工作报告关于房地产的表述

年份	房地产相关政策
2005	重点抑制生产资料价格和房地产价格过快上涨。
2006	继续解决部分城市房地产投资规模过大和房价上涨过快的问題。要着力调整住房供应结构，严格控制高档房地产开发，重点发展普通商品房和经济适用房。
2007	房地产业对发展经济、改善人民群众住房条件有着重大作用，必须促进房地产业持续健康发展。加强房价监管和调控，抑制房地产价格过快上涨，保持合理的价格水平。
2008	坚持加强对房地产市场的调控和监管，规范和维护市场秩序，促进房地产业持续稳定健康发展。三要综合运用税收、信贷、土地等手段，完善住房公积金制度，增加住房有效供给，抑制不合理需求，防止房价过快上涨。四要加强市场监管，严格房地产企业市场准入和退出条件。依法查处闲置囤积土地、房源和炒地炒房行为。同时，要加强农村住房建设规划和管理，切实解决农村困难群众住房安全问题。我们要坚定不移地推进住房改革和建设，让人民群众安居乐业。
2009	促进房地产市场稳定健康发展。采取更加积极有效的政策措施，稳定市场信心和预期，稳定房地产投资，推动房地产业平稳有序发展。加快落实和完善促进保障性住房建设的政策措施，争取用三年时间，解决 750 万户城市低收入住房困难家庭和 240 万户林区、垦区、煤矿等棚户区居民的住房问题。中央财政将加大对廉租房建设和棚户区改造的投资支持力度，适当提高中西部地区补助标准；今年拟安排 430 亿元，用于补助低保住房困难家庭的实物廉租房建设。选择一些有条件的地区进行试点，把部分住房公积金闲置资金补充用于经济适用住房建设。积极发展公共租赁住房。落实好支持居民购买自住性和改善性住房的信贷、税收和其他政策。对符合条件的第二套普通自住住房购买者，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策；对住房转让环节营业税，按不同年限实行有区别的税收减免政策。促进普通商品住房消费和供给，加大对中小套型、中低价位普通商品房建设的信贷支持。加快发展二手房市场和住房租赁市场。鼓励引导各地因地制宜稳定和发展房地产市场，加强住房市场分类管理。继续整顿房地产市场秩序，规范交易行为。帮助进城农民工解决住房困难问题。扩大农村危房改造试点范围。深化城镇住房制度改革，满足居民多层次住房需求，努力实现居者有其屋的目标。
2010	促进房地产市场平稳健康发展。要坚决遏制部分城市房价过快上涨势头，满足人民群众的基本住房需求。一是继续大规模实施保障性安居工程。中央财政拟安排保障性住房专项补助资金 632 亿元，比上年增加 81 亿元。建设保障性住房 300 万套，各类棚户区改造住房 280 万套。扩大农村危房改造试点范围。各级政府要切实负起责任，严格执行年度建设计划，确保土地、资金和优惠政策落实到位。二是继续支持居民自住性住房消费。增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应，加快普通商品房项目审批和建设进度。规范发展二手房市场，倡导住房租赁消费。盘活住房租赁市场。三是抑制投机性购房。加大差别化信贷、税收政策执行力度。完善商品房预售制度。四是大力整顿和规范房地产市场秩序。完善土地收入管理使用办法，抑制土地价格过快上涨。加大对囤地不建、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的查处力度。
2011	坚定不移地搞好房地产市场调控。加快健全房地产市场调控的长效机制，重点解决城镇中低收入家庭住房困难，切实稳定房地产市场价格，满足居民合理住房需求。一是进一步扩大保障性住房建设规模。今年要再开工建设保障性住房、棚户区改造住房共 1000 万套，改造农村危房 150 万户。重点发展公共租赁住房。中央财政预算拟安排补助资金 1030 亿元，比上年增加 265 亿元。各级政府要多渠道筹集资金，大幅度增加投入。抓紧

	<p>建立保障性住房使用、运营、退出等管理制度，提高透明度，加强社会监督，保证符合条件的家庭受益。二是进一步落实和完善房地产市场调控政策，坚决遏制部分城市房价过快上涨势头。制定并向社会公布年度住房建设计划，在新增建设用地计划中，单列保障性住房用地，做到应保尽保。重点增加中小套型普通商品住房建设。规范发展住房租赁市场。严格落实差别化住房信贷、税收政策，调整完善房地产相关税收政策，加强税收征管，有效遏制投机投资性购房。加强房地产市场监测和市场行为监管，严厉查处各类违法违规行为。三是建立健全考核问责机制。稳定房价和住房保障工作实行省级人民政府负总责，市县人民政府负直接责任。有关部门要加快完善巡查、考评、约谈和问责制度，对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，从而影响社会发展和稳定的地方，要追究责任。</p>
2012	<p>房地产市场调控处于关键阶段。继续搞好房地产市场调控和保障性安居工程建设。严格执行并逐步完善抑制投机、投资性需求的政策措施，进一步巩固调控成果，促进房价合理回归。继续推进保障性安居工程建设，在确保质量的前提下，基本建成 500 万套，新开工 700 万套以上。抓紧完善保障性住房建设、分配、管理、退出等制度。采取有效措施，增加普通商品住房供给。加快建设城镇住房信息系统，改革房地产税收制度，促进房地产市场长期平稳健康发展。</p>
2013	<p>加强房地产市场调控和保障性安居工程建设。坚决抑制投机、投资性需求，抓紧完善稳定房价工作责任制和房地产市场调控政策体系，健全房地产市场稳定健康发展长效机制。继续抓好保障性安居工程建设和管理，让老百姓住上放心房、满意房。今年城镇保障性住房基本建成 470 万套、新开工 630 万套，继续推进农村危房改造。</p>
2014	<p>完善住房保障机制。以全体人民住有所居为目标，坚持分类指导、分步实施、分级负责，加大保障性安居工程建设力度，今年新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上，加强配套设施建设。提高大城市保障房比例。推进公租房和廉租房并轨运行。创新政策性住房投融资机制和工具，采取市场化运作方式，为保障房建设提供长期稳定、成本适当的资金支持。各级政府要增加财政投入，提高建设质量，保证公平分配，完善准入退出机制，年内基本建成保障房 480 万套，让翘首以盼的住房困难群众早日迁入新居。针对不同城市情况分类调控，增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展。做好房地产税立法相关工作。</p>
2015	<p>稳定住房消费。加大城镇棚户区和城乡危房改造力度。今年保障性安居工程新安排 740 万套，其中棚户区改造 580 万套，增加 110 万套，把城市危房改造纳入棚改政策范围。农村危房改造 366 万户，增加 100 万户，统筹推进农房抗震改造。住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举，把一些存量房转为公租房和安置房。对居住特别困难的低保家庭，给予住房救助。坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。</p>
2016	<p>推进城镇保障性安居工程建设和房地产市场平稳健康发展。今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例。完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存。建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。</p>
2017	<p>因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性，健全购租并举的住房制度，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，以市场为主满足多层次需求，以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控，遏制热点城市房价过快上涨，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。目前城镇还有几千万人居住在条件简陋的棚户区，要持续进行改造。今年再完成棚户区住房改造</p>

	600 万套，继续发展公租房，因地制宜提高货币化安置比例，加强配套设施建设和公共服务，让更多住房困难家庭告别棚户区，让广大人民群众在住有所居中创造新生活。
2018	更好解决群众住房问题。启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套。加大公租房保障力度，对低收入住房困难家庭要应保尽保，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让广大人民群众早日实现安居宜居。健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。
2019	深入推进新型城镇化。坚持以中心城市引领城市群发展。抓好农业转移人口落户，推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯，健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等生活服务设施。新型城镇化要处处体现以人为核心，提高柔性化治理、精细化服务水平，让城市更加宜居，更具包容和人文关怀。
2020	深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施，让城市更宜业宜居。

资料来源：网站信息，华西证券研究所

6. 投资建议

我们认为，2020 年下半年房地产板块投资的主线逻辑，主要有以下四方面：

1. 坚持业绩为王。回顾 2019 年，政策基调以严为主，但由于中央和地方政府博弈的存在，以及上一轮房价上涨周期在三四线的延续，使得具体调控政策经历了从年初的宽到年中的严，又从年中的严到年末逐渐放宽的几轮变化，一定程度上扰乱了市场的预期，使得地产板块估值对政策变化极为敏感。然而 2020 年开年，市场经历了新冠疫情，行业基本面受到影响，但地方政策和货币政策出现宽松，对冲了一定的风险。展望 2020 年下半年，一方面政策仍将以“房住不炒”和“因城施策”为核心思路，另一方面，全国各地销售大幅回暖，销售均价较为稳定，也为政策的连续性和稳定性创造了客观条件，我们预计 2020 年下半年的政策仍将保持平稳。在这种情况下，板块的投资思路也将坚持业绩为王的基本面层面，有着一张靓丽财务报表的地产公司，无疑将更受到投资者的关注。

2. 从规模导向逐渐转向利润导向。在过去的几年中，由于市场的火爆和三四线的崛起，以及行业集中度的快速提升，诸多房企经历了规模的快速提升，很多中型房企也在努力冲销售规模和排名。在行业市场规模快速扩张、房价上涨的整体牛市阶段，采用高周转努力做大市场份额的确是行之有效的办法。然而当市场步入平稳发展期之后，利润率将逐渐取代销售规模成为投资者更关注的指标。在这种情况下，拥有优质土地资源或者低价获取土地能力、较高经营管理以及成本管控能力，能够做出优质而精细化产品的房地产企业，即便销售规模未能名列前茅，然而由于净利润方面的优势，也能够得到资本市场的青睐。

3. 行业集中度提升的逻辑仍将延续，但速度将明显降低。过去几年中，受到三四线城市的火爆行情的吸引，一线房企纷纷下沉布局，依靠其本身强大的运营周转能

力和品牌优势，降维打击般抢占了大批三四线城市当地小型房企的市场份额，这是之前行业集中度提升的最主要逻辑。展望 2020 年下半年，由于新冠疫情影响，众多小型房企遇到财务困境，而一线房企仍将在融资端、拿地端、销售端继续享有较大优势，行业集中度的提升也仍将是长期的趋势，由于疫情，这一趋势的速度无疑将在 2020 年明显加快。长期来看，对于上市房企来说，过去几年的对手可能只是三四线本地的小型房企，不堪一击，然而未来将面临的对手可能将越来越强大，这对公司本身的运营管理、产品质量等综合能力也将提出全方位的考验，好的公司也将更有可能脱颖而出，走出 α 行情。

4. 物管行业大有可为。我国物业管理行业规模巨大、增速高、龙头企业市占率较低，在竣工周期到来，叠加国家大力提倡后勤社会化的情况下，行业头部物管企业将充分受益，未来数年保持较高增速。

综合上述分析，我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、华夏幸福以及物管板块新大正。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、旭辉集团、中国奥园、中国金茂、招商积余、碧桂园服务、永升生活服务、保利物业等。

7. 风险提示

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑。房地产行业长期受政策所影响，持续收紧的购房政策对房地产行业上市公司的销售造成较大波动，使销售段承压。

计提过多存货跌价准备导致年报业绩不达预期。受房地产调控政策影响，房地产公司的销售价格受到较大影响，致使部分项目出现亏损。

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。