

房地产产业链深度研究报告

地产产业链赋能，房企定价权凸显

推荐（维持）

产业链融合：房企参投产业链，实现“1+1>2”共赢，产业链融合开启

我们估算房地产及产业链对我国 GDP 影响占比超 30%，其中前者占比约 11%，后者占比超 20%，大比重凸显了房地产产业链在疫情下稳经济的重要性。虽然身处同一房地产产业链中，不过政策导向却有所差异，政府对于房地产仍按房住不炒的政策基调严格限制，对于产业链却积极推出装配式建筑、精装修等支持政策，并且近两年产业链企业基本面成长性和估值认可度均明显高于房企。但房企是产业链的主导者，定价权和受益权的不对等必然会推动产业链中利润再分配过程的出现，如房企参投产业链等，而产业链利益的绑定也将推动资源更合理分配，实现“1+1>2”的共赢局面，利好房地产及产业链。近期桂园创投参投帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴等产业链公司，并与保利资本合作设立“房地产产业链赋能基金”，或标志着房地产产业链融合大趋势的开启。

两阶段模型：三大趋势促产业链集中度提升，长期更新需求赋予长久市场

我们认为房地产产业链融合或呈现两阶段模型：1）第一阶段：短期来看，房地产集中度传导至产业链，竣工趋势性修复，叠加精装修比例提升，三大趋势将推动房地产产业链逐步由 C 端转为 B 端主导，并且房地产集中度显著高于产业链将推动后者集中度加速提升，此外这也将进一步强化房企在产业链中的定价权；2）第二阶段：中长期来看，我们估算 2030 年全国住宅存量预计将达 355 亿平米，假设每年城镇存量住房更新率稳定在 2%-3% 左右，每年的市场更新需求约 7.1-10.7 亿平米，对应市场 10 万亿，而更新需求（旧改）所支撑的是一个更长久持续的市场，也由此赋予产业链更长久而持续的发展。

集中度对比：产业链行业规模大、格局分散，后续产业链融合将大有可为

我们估算 2019 年全国建筑装饰行业总产值约 4.34 万亿，剔除人工和费用后，估算与房地产产业链直接相关的行业规模（硬装部分）约 2.60~2.86 万亿，另外再考虑灯饰、家具、饰品等软装市场，合计规模约 3~4 万亿。另外，我们估算了防水、涂料、管材、门窗五金、陶瓷、整体橱柜、板材等七大产业链子行业的行业规模及集中度情况：CR1 来看，仅陶瓷和板材低于地产，CR3 中建材与房地产基本持平，陶瓷、橱柜、板材低于房地产，而当比较范围扩大至 CR5 时，房地产集中度明显高于产业链子行业，差额约 6~15pct。综上，鉴于产业链行业规模大、格局分散，我们认为后续产业链融合将大有可为。

盈利及估值对比：产业链盈利能力及成长性优，房企业绩和估值有望受益

经横向对比：1）产业链子行业 ROE 大多在 15% 以上，高于二线房企盈利水平。除卫生陶瓷外，2019 年产业链中主要子行业 ROE 平均值均高于二线房企，其中防水、管材、涂料、整体橱柜超过 20%，门窗五金、建筑陶瓷相对较低，但也均在 15% 以上；2）产业链估值大多明显高于房地产，其中，五金、涂料 2020 年对应 PE 超 40x，其次是防水、整体橱柜、建筑陶瓷，估值大约在 20x 左右，管材、卫生陶瓷、板材相对较低，估值约在 15x 上下，也均高于主流房企 2020 年平均估值 5.6x；3）业绩方面，上下游的主要企业成长性大多优于或持平于房企。综上，参投产业链企业有望强化房企定价权，催化房企估值提升。

投资建议：地产产业链赋能，房企定价权凸显，重申地产、建材推荐评级

房地产行业仍是我国经济稳定的压舱石，产业链融合趋势已现，三大趋势推升产业链集中度、业绩高增确定性加强、估值中枢抬升，而房企定价权价值也有望逐步提升。我们重申地产、建材板块推荐评级，1）住宅开发推荐：金科股份、世茂房地产、金地集团、保利地产、旭辉控股、融创中国、龙湖集团、万科 A、中南建设、新城控股、阳光城、龙光地产、美的置业；2）物业管理推荐：招商积余、永升生活服务、碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、绿城服务、新大正；3）建筑建材关注①防水：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份；②管材：永高股份、伟星新材、中国联塑、雄塑科技；③涂料：三棵树、亚士创能；④五金：坚朗五金；⑤陶瓷：蒙娜丽莎、帝欧家居；⑥板材：兔宝宝。

风险提示：新冠肺炎疫情超预期、房地产调控政策超预期收紧

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536
邮箱：yuanhao@hcyjs.com
执业编号：S0360516120001

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com
执业编号：S0360519060002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	132	3.42
总市值(亿元)	21,389.49	3.14
流通市值(亿元)	18,976.86	3.8

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.9	-2.16	-3.92
相对表现	-1.21	-5.87	-17.45



相关研究报告

《房地产行业周报：房企 5 月销售靓丽，基本面正逐步改善》

2020-06-07

《房地产行业重大事项点评：美国 Capital 接连增持房企，优质价值获长线资本认可》

2020-06-07

《房地产行业深度研究报告：三大基本面改善，逆转偏见、价值凸显》

2020-06-08

投资主题

报告亮点

我们估算房地产及产业链对我国 GDP 影响占比超 30%，其中前者占比约 11%，后者占比超 20%，大比重凸显了房地产产业链在疫情下稳经济的重要性。虽然身处同一房地产产业链中，不过政策导向却有所差异，政府对于房地产仍按房住不炒的政策基调严格限制，对于产业链却积极推出装配式建筑、精装修等支持政策，并且近两年产业链企业基本面成长性和估值认可度均明显高于房企。但房企是产业链的主导者，定价权和受益权的不对等必然会推动产业链中利润再分配过程的出现，如房企参投产业链等，而产业链利益的绑定也将推动资源更合理分配，实现“1+1>2”的共赢局面，利好房地产及产业链。近期桂园创投参投帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴等产业链公司，并与保利资本合作设立“房地产产业链赋能基金”，或标志着房地产产业链融合大趋势的开启。

我们认为房地产产业链融合或呈现两阶段模型：1）第一阶段：短期来看，房地产集中度传导至产业链，竣工趋势性修复，叠加精装修比例提升，三大趋势将推动房地产产业链逐步由 C 端转为 B 端主导，并且房地产集中度显著高于产业链将推动后者集中度加速提升，此外这也将进一步强化房企在产业链中的定价权；2）第二阶段：中长期来看，我们估算 2030 年全国住宅存量预计将达 355 亿平米，假设每年城镇存量住房更新率稳定在 2%-3% 左右，每年的市场更新需求约 7.1-10.7 亿平米，对应市场 10 万亿，而更新需求（旧改）所支撑的是一个更长久持续的市场，也由此赋予产业链更长久而持续的发展。

我们估算 2019 年全国建筑装饰行业总产值约 4.34 万亿，剔除人工和费用后，估算与房地产产业链直接相关的行业规模（硬装部分）约 2.60~2.86 万亿，另外再考虑灯饰、家具、饰品等软装市场，合计规模约 3~4 万亿。另外，我们估算了防水、涂料、管材、门窗五金、陶瓷、整体橱柜、板材等七大产业链子行业的行业规模及集中度情况：CR1 来看，仅陶瓷和板材低于地产，CR3 中建材与房地产基本持平，陶瓷、橱柜、板材低于房地产，而当比较范围扩大至 CR5 时，房地产集中度明显高于产业链子行业，差额约 6~15pct。综上，鉴于产业链行业规模大、格局分散，我们认为后续产业链融合将大有可为。

投资逻辑

房地产行业仍是我国经济稳定的压舱石，产业链融合趋势已现，三大趋势推动产业链集中度、业绩高增确定性加强、估值中枢抬升，而房企定价权价值也有望逐步提升。我们重申地产、建材板块推荐评级，1）住宅开发推荐：金科股份、世茂房地产、金地集团、保利地产、旭辉控股、融创中国、龙湖集团、万科 A、中南建设、新城控股、阳光城、龙光地产、美的置业；2）物业管理推荐：招商积余、永升生活服务、碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、绿城服务、新大正；3）建筑建材关注①防水：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份；②管材：永高股份、伟星新材、中国联塑、雄塑科技；③涂料：三棵树、亚士创能；④五金：坚朗五金；⑤陶瓷：蒙娜丽莎、帝欧家居；⑥板材：兔宝宝。

目录

一、房地产产业链对 GDP 的影响：估算房地产产业链影响 GDP 占比超 20%，重要并大有可为	6
（一）房地产行业本身及产业链对于我国国民经济影响的研究框架	6
（二）房地产本身对 GDP 影响估算：估算房地产行业本身影响 GDP 占比为 11%	7
（三）房地产产业链对 GDP 影响估算：估算房地产产业链影响 GDP 占比超 20%，重要并大有可为	8
1、从投资拉动来看（直接影响），房地产产业链影响 GDP 占比约为 10%	8
2、从消费拉动来看（间接影响），房地产产业链影响 GDP 占比预计大于 10%	12
二、房地产产业链规模估算：剔除人工和费用后，我们估算房地产产业链行业规模约 3-4 万亿	13
三、房地产产业链融合：房企参投产业链，地产产业链赋能、房企定价权凸显，实现共赢局面	15
（一）宏观背景：经济、财政、地产三大政策放松信号力度加强，房地产及产业链稳定重要性提升	15
（二）政策导向：房地产行业坚持房住不炒，而产业链装配式建筑、精装修等支持政策频出	17
（三）产业链融合：房企参投产业链，地产产业链赋能、房企定价权凸显，实现共赢局面	24
四、房地产产业链两阶段模型：短期三大趋势推动产业链集中度提升，长期更新需求赋予更长久市场	26
（一）第一阶段：地产集中度、竣工提速、精装修比例提升，三大趋势促产业链转为 B 端主导、集中度提升	26
（二）第二阶段：长期更新需求（旧改）赋予更长久市场，赋予产业链更持续的发展	31
五、房地产产业链集中度分析：房企参投产业链有望推动上下游行业加速集中、推升成长性	33
（一）房地产行业集中度逐步提升，并呈现“融资、拿地、销售”三重集中度跳增	33
（二）上下游行业集中度普遍较低，产业链融合有助于形成双赢局面。	33
六、房地产及产业链盈利能力比较：高周转驱动产业链 ROE 水平优于二线房企	35
七、房地产及产业链估值比较：产业链估值远高于房企，强话语权下房企估值有望提升	37
八、投资建议：地产产业链赋能，房企定价权凸显，重申地产、建材“推荐”评级	40
九、风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧	40

图表目录

图表 1、支出法和生产法两种角度核算房地产对 GDP 的贡献	6
图表 2、房地产产业链示意图	7
图表 3、支出法和生产法核算下，房地产对 GDP 影响占比	8
图表 4、主流国家房地产增加值占 GDP 比重	8
图表 5、房地产行业直接拉动上下游拉动需求（直接消耗）和完全拉动需求（完全消耗）	9
图表 6、2012 年投入产出表中，房地产业直接拉动投入（直接消耗）和完全拉动投入（完全消耗）	9
图表 7、2012 年投入产出表中，房屋建筑业直接拉动需求（直接消耗）和完全拉动需求（完全消耗）	10
图表 8、商品房竣工同比和空调销量同比的关系	12
图表 9、商品房竣工同比和洗衣机销量同比的关系	12
图表 10、商品房竣工同比和彩电销量同比的关系	12
图表 11、商品房竣工同比和电冰箱销量同比的关系	12
图表 12、商品房销售面积同比和汽车销量同比的关系	13
图表 13、商品房销售面积同比和乘用车销量同比的关系	13
图表 14、装修装饰流程图	14
图表 15、装饰行业产值及其增速	14
图表 16、建筑装饰企业成本构成	14
图表 17、住宅装饰、公共建筑装饰占比变化	15
图表 18、建筑装饰企业数量及集中度情况	15
图表 19、全国 GDP 与 GDP 24M-MA 差值大幅走差，政策放松信号出现	16
图表 20、全国财政支出和收入增速差大幅走阔，政策放松信号出现	16
图表 21、全国新开工与销售面积单季度同比大幅走差，政策放松信号出现	17
图表 22、历年国务院政府工作报告关于房地产、房地产税、棚改、城镇化、增值税等方面的内容	17
图表 23、装配式建筑相关政策	20
图表 24、近年来精装修相关政策	22
图表 25、近期碧桂园创投战投产业链情况	24
图表 26、近年腾讯投资情况	25
图表 27、总量稳定下，销售、融资、拿地三重集中度跳增	27
图表 28、1Q16 开始新开工走强	28
图表 29、新开工同比 11QMA 与竣工同比	28
图表 30、中国拟在建住宅（含住宅）项目装修类型结构	29
图表 31、2020 年主流企业精装修占比	29
图表 32、近年来精装修相关政策	29

图表 33、2015 年、2030 年我国城镇存量住宅和 2016-2030 年城镇住宅增量需求估算	32
图表 34、2016-2030 年内全国住宅销售面积走势大致预测（蓝色虚线为示意图）	32
图表 35、2012-2019 年地产行业集中度变化	33
图表 36、产业链上下游行业规模	34
图表 37、产业链上下游行业 CR1	34
图表 38、产业链上下游行业 CR3	35
图表 39、产业链上下游行业 CR5	35
图表 40、地产 VS 建材 ROE 对比	36
图表 41、地产 VS 轻工 ROE 对比	36
图表 42、地产 VS 建材 净利率对比	37
图表 43、地产 VS 轻工 净利率对比	37
图表 44、地产 VS 建材 估值对比	38
图表 45、地产 VS 轻工 估值对比	38
图表 46 主流房企与产业链公司 2020 年估值对比（股价为 6 月 9 日收盘价）	38
图表 47、地产 VS 产业链企业业绩增速对比	40

一、房地产产业链对 GDP 的影响：估算房地产产业链影响 GDP 占比超 20%，重要并大有可为

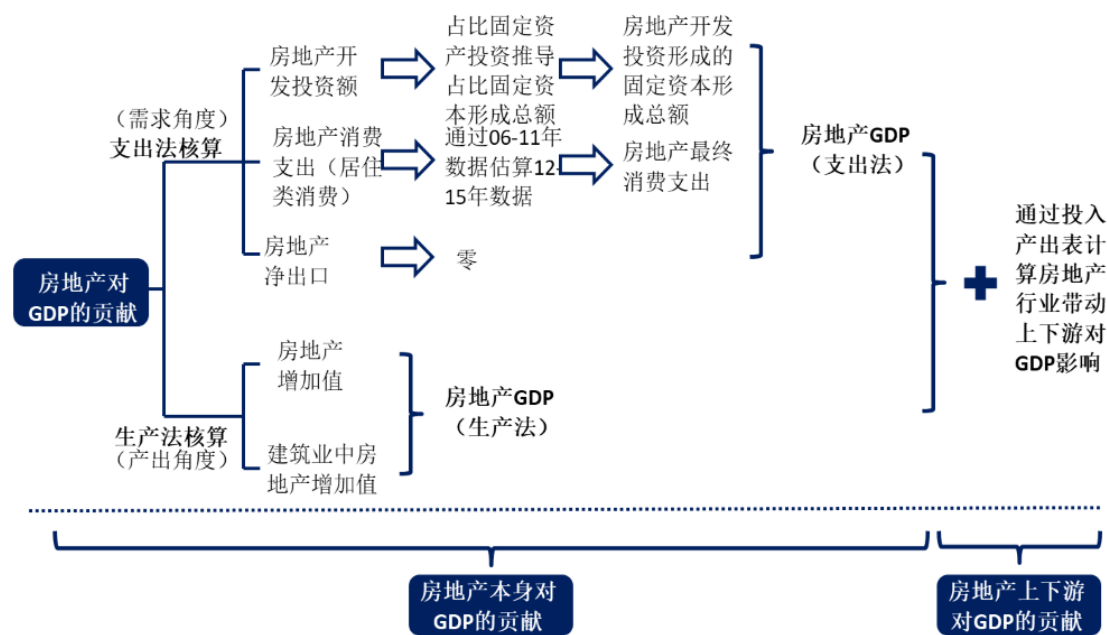
我们估算我国房地产行业本身及产业链对我国 GDP 影响占比超 30%，其中前者房地产行业本身影响占比约 11%，后者房地产产业链合计影响占比超 20%（直接影响占比 10%+间接影响占比估算超 10%），因而大比重显示房地产行业依然是国民经济支柱产业，同时也显示出了房地产产业链对于经济的重要性。

（一）房地产行业本身及产业链对于我国国民经济影响的研究框架

房地产业作为国民经济的支柱产业，对我国国民经济其他产业的带动作用明显，但由于我国对于房地产增加值统计口径的差别（很大一部分房地产业投资带动的增加值统计进了建筑业当中）以及房地产上下游影响（关系到上下游产业较多、并且直接和间接带动的影响也较难量化）等方面问题，先前市场研究机构对房地产本身及产业链对我国国民经济的真正而全面的影响程度的研究也较少，同时官方也一直没有给出较为全面的数据。

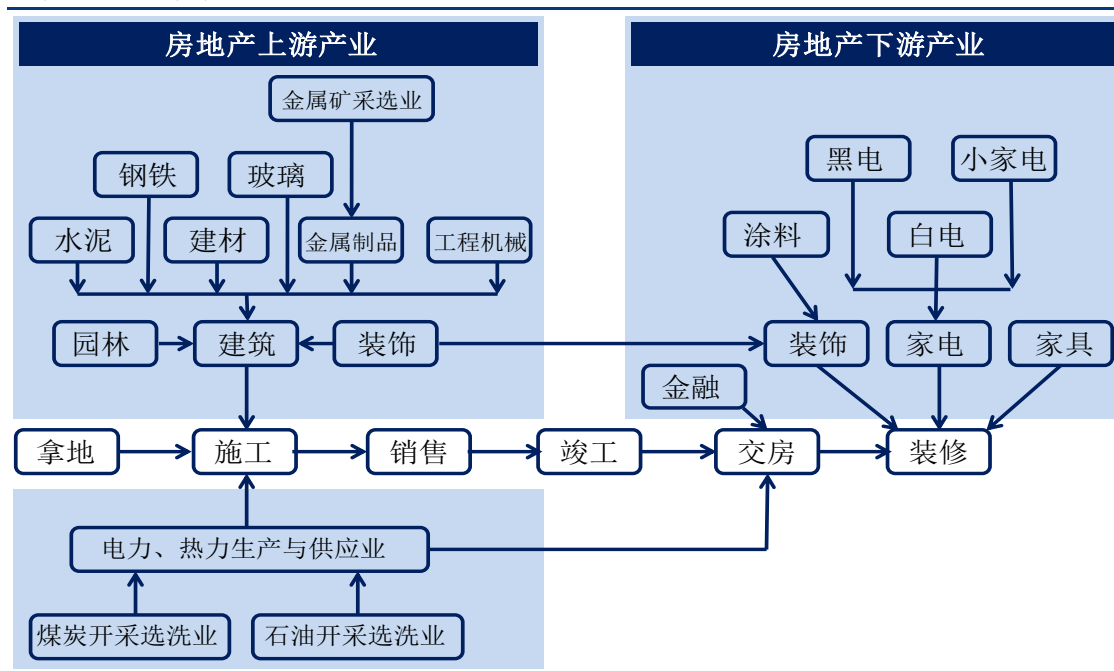
因而，为了更全面、更详细地了解房地产行业对国民经济的量化影响，也即计算房地产真正对 GDP 的贡献，在我们 2017 年的深度报告《房地产及产业链对 GDP 的影响分析：大比重却小贡献，弱市下维稳为先》中，我们从房地产行业本身和房地产产业链两个方面进行了量化分析。

图表 1、支出法和生产法两种角度核算房地产对 GDP 的贡献



资料来源：华创证券整理

图表 2、房地产产业链示意图



资料来源：华创证券整理

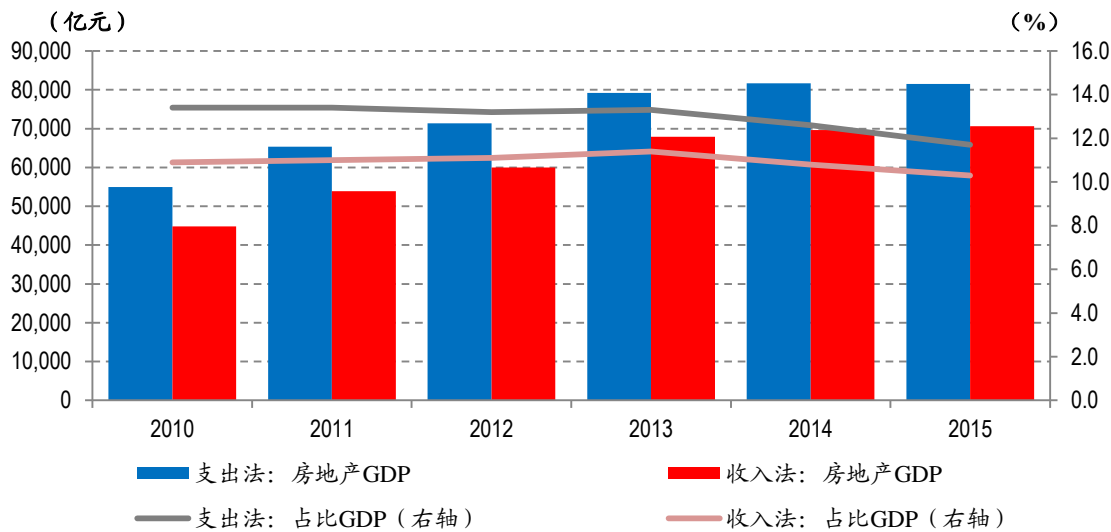
（二）房地产本身对 GDP 影响估算：估算房地产行业本身影响 GDP 占比为 11%

在 2017 年的深度报告《房地产及产业链对 GDP 的影响分析：大比重却小贡献，弱市下维稳为先》中，我们分别通过估算了支出法和生产法下房地产对 GDP 的影响：1）支出法房地产 GDP 估算：通过对于房地产行业资本形成总额和房地产行业最终消费支出的估算，我们可以通过等式：房地产行业 GDP = 房地产行业最终消费支出+房地产行业资本形成总额+房地产行业净出口额，得到在支出法下房地产行业 GDP 的估算值，计算结果显示：2015 年支出法发房地产 GDP 对支出法 GDP 占比 11.7%；2）生产法房地产 GDP 估算：通过房地产行业增加值和统计进建筑业的部分房地产增加值的分析，我们就可以得到完成房地产行业增加值（即房地产 GDP），计算结果显示：2015 年生产法房地产 GDP 对生产法 GDP 占比 10.3%。

综合支出法和生产法两种方式的测算，我们估算房地产行业本身对 GDP 平均影响占比为 11.0%

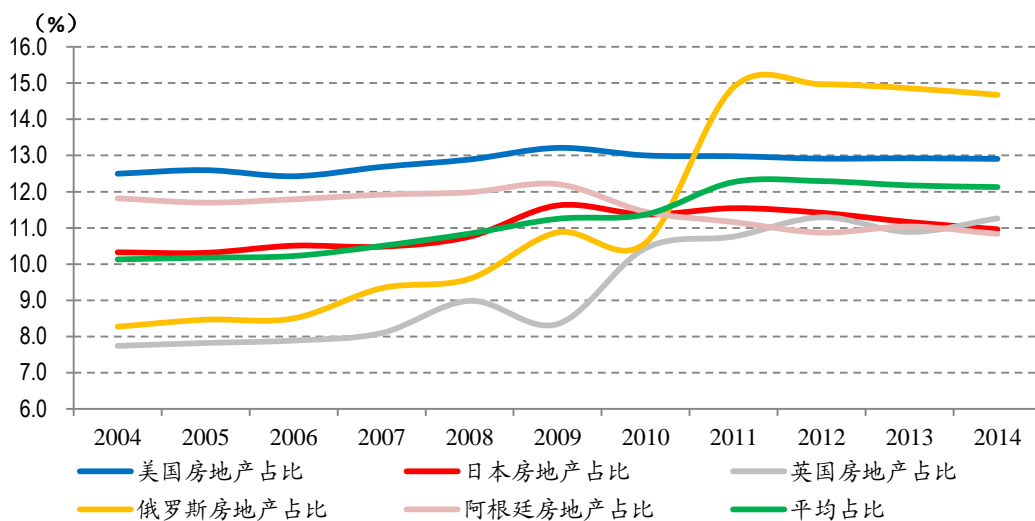
*注：详细计算过程参见 2017 年 1 月 6 日发布的《房地产及产业链对 GDP 的影响分析：大比重却小贡献，弱市下维稳为先》。

图表 3、支出法和生产法核算下，房地产对 GDP 影响占比



资料来源：Wind，华创证券

图表 4、主流国家房地产增加值占 GDP 比重



资料来源：Wind，华创证券

(三) 房地产产业链对 GDP 影响估算：估算房地产产业链影响 GDP 占比超 20%，重要并大有可为

1、从投资拉动来看（直接影响），房地产产业链影响 GDP 占比约为 10%

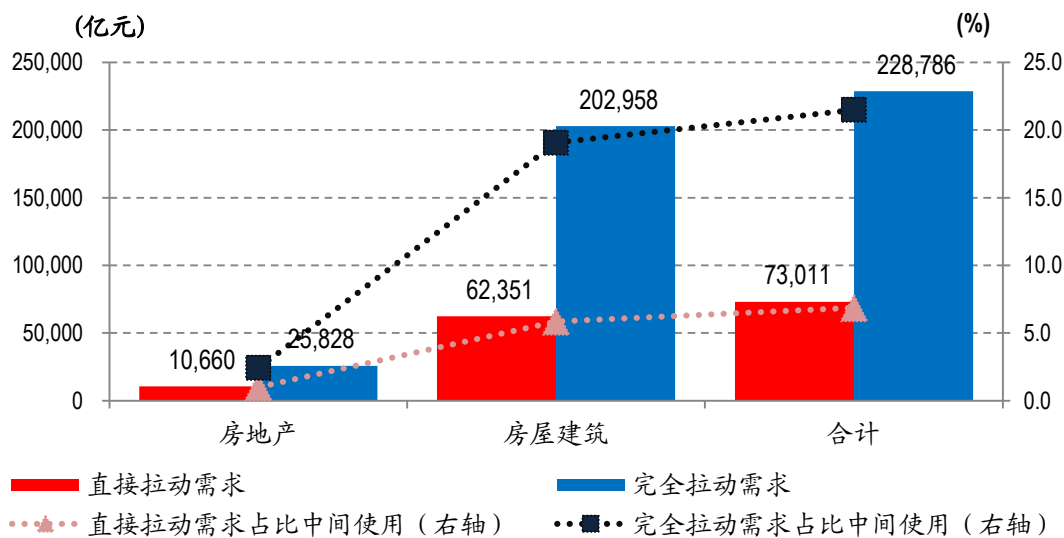
根据 2012 年投入产出表数据，并通过直接消耗系数和完全消耗系数的分析，我们可以计算出房地产对于产业链上下游行业的直接拉动需求的合计以及完全劳动需求的合计，以及分别占中间使用合计（即为中间需求合计）的比例，其中，中间使用可以理解为中间产品或者中间需求，它与最终的三大需求合计的 GDP 有所差别，但也有所关联。

我们假设某一个行业的中最终需求合计(某行业 GDP)占比中间需求的比重保持稳定(也即某一个行业中消费、投资和出口三大需求比重稳定,最近几年虽有变化,但误差可以容忍),那么我们就可以通过上文的直接拉动需求占比中间使用的比重来估算由此拉动的最终需求(支出法下的 GDP)。

计算结果显示:根据 2015 年数据,房地产完全拉动上下游 GDP 为 1.1 万亿元,房屋建筑完全拉动上下游 GDP 为 4.4 万亿元,房地产+房屋建筑合计完全拉动上下游 GDP 为 5.5 万亿元,占比支出法 GDP 为 10.3%。

*注:详细计算过程参见 2017 年 1 月 6 日发布的《房地产及产业链对 GDP 的影响分析:大比重却小贡献,弱市下维稳为先》。

图表 5、房地产行业直接拉动上下游拉动需求(直接消耗)和完全拉动需求(完全消耗)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6、2012 年投入产出表中,房地产业直接拉动投入(直接消耗)和完全拉动投入(完全消耗)

上下游行业	直接消耗系数	完全消耗系数	房地产直接拉动需求(产出)(亿元)	房地产完全拉动需求(产出)(亿元)	中间使用(需求)合计(亿元)	房地产直接拉动需求/行业中间使用(%)	房地产完全拉动需求/行业中间使用(%)
公共管理和社会组织	0.00117	0.00195	49	82	1,094	4.5	7.5
教育	0.00035	0.00125	14	52	1,393	1.0	3.8
货币金融和其他金融服务	0.10301	0.12304	4,317	5,157	43,197	10.0	11.9
批发和零售	0.00414	0.01866	173	782	42,343	0.4	1.8
纺织服装服饰	0.00143	0.00410	60	172	4,439	1.3	3.9
餐饮	0.00267	0.00805	112	338	7,902	1.4	4.3
文教、工美、体育和娱乐用品	0.00235	0.00565	99	237	4,311	2.3	5.5

上下游行业	直接消耗系数	完全消耗系数	房地产直接拉动需求(产出)(亿元)	房地产完全拉动需求(产出)(亿元)	中间使用(需求)合计(亿元)	房地产直接拉动需求/行业中间使用(%)	房地产完全拉动需求/行业中间使用(%)
建筑安装	0.00000	0.00004	-	2	46	-	3.6
建筑装饰和其他建筑服务	0.02039	0.02425	855	1,016	8,456	10.1	12.0
商务服务	0.03936	0.06217	1,650	2,605	29,021	5.7	9.0
计算机	0.00068	0.00490	29	205	7,868	0.4	2.6
土木工程建筑	0.00000	0.00000	-	0	2	-	0.9
软件和信息技术服务	0.00009	0.00162	4	68	1,988	0.2	3.4
电信和其他信息传输服务	0.00410	0.00881	172	369	9,079	1.9	4.1
家具	0.00050	0.00107	21	45	1,002	2.1	4.5
公共设施管理	0.00008	0.00045	3	19	328	1.1	5.7
卫生	0.00000	0.00010	0	4	456	0.0	0.9
保险	0.00194	0.00366	81	154	2,997	2.7	5.1
道路运输	0.00139	0.00904	58	379	23,848	0.2	1.6
文化、办公用机械	0.00027	0.00044	11	18	255	4.4	7.2
饮料和精制茶加工品	0.00132	0.00330	55	138	3,555	1.6	3.9
其他专用设备	0.00040	0.00187	17	78	4,539	0.4	1.7
鞋	0.00041	0.00057	17	24	1,001	1.7	2.4
金属制品	0.00156	0.00877	65	367	25,371	0.3	1.4
燃气生产和供应	0.00184	0.00259	77	109	1,665	4.6	6.5
采矿、冶金、建筑专用设备	0.00000	0.00103	-	43	4,065	-	1.1
烟草制品	0.00170	0.00343	71	144	4,432	1.6	3.2
居民服务	0.00011	0.00038	5	16	1,361	0.4	1.2
通信设备	0.00000	0.00067	0	28	3,303	0.0	0.9
蔬菜、水果、坚果和其他农副食品加工品	0.00000	0.00133	-	56	3,382	-	1.6
.....							
合计	0.22222	0.57167	10,660	25,828	1,064,827	1.0	2.4

资料来源: Wind, 华创证券

图表 7、2012 年投入产出表中, 房屋建筑业直接拉动需求(直接消耗)和完全拉动需求(完全消耗)

上下游行业	直接消耗系数	完全消耗系数	房地产直接拉动需求(产出)(亿元)	房地产完全拉动需求(产出)(亿元)	中间使用(需求)合计(亿元)	房地产直接拉动需求/行业中间使用(%)	房地产完全拉动需求/行业中间使用(%)
批发和零售	0.01981	0.06764	1,686	5,758	42,343	4.0	13.6

上下游行业	直接消耗系数	完全消耗系数	房地产直接拉动需求(产出)(亿元)	房地产完全拉动需求(产出)(亿元)	中间使用(需求)合计(亿元)	房地产直接拉动需求/行业中间使用(%)	房地产完全拉动需求/行业中间使用(%)
公共管理和社会组织	0.00029	0.00141	25	120	1,094	2.3	10.9
土木工程建筑	0.00000	0.00000	-	0	2	-	8.9
卫生	0.00029	0.00075	25	64	456	5.4	14.0
采矿、冶金、建筑专用设备	0.00151	0.01331	129	1,133	4,065	3.2	27.9
教育	0.00052	0.00176	44	150	1,393	3.2	10.8
纺织服装服饰	0.00322	0.00891	274	758	4,439	6.2	17.1
金属制品	0.03978	0.08152	3,386	6,940	25,371	13.3	27.4
道路运输	0.01910	0.05649	1,626	4,809	23,848	6.8	20.2
餐饮	0.00387	0.01431	329	1,219	7,902	4.2	15.4
电信和其他信息传输服务	0.01748	0.02602	1,488	2,215	9,079	16.4	24.4
货币金融和其他金融服务	0.02679	0.09284	2,280	7,904	43,197	5.3	18.3
专业技术服务	0.01687	0.02655	1,436	2,260	10,093	14.2	22.4
建筑安装	0.00000	0.00006	-	5	46	-	10.6
建筑装饰和其他建筑服务	0.02324	0.02993	1,978	2,548	8,456	23.4	30.1
软件和信息技术服务	0.00012	0.00247	10	210	1,988	0.5	10.6
汽车整车	0.00000	0.00127	-	108	2,997	-	3.6
计算机	0.00029	0.00693	24	590	7,868	0.3	7.5
文教、工美、体育和娱乐用品	0.00140	0.00591	119	503	4,311	2.8	11.7
输配电及控制设备	0.00344	0.01542	293	1,312	8,359	3.5	15.7
居民服务	0.00076	0.00181	65	154	1,361	4.8	11.3
家具	0.00091	0.00171	77	145	1,002	7.7	14.5
电力、热力生产和供应	0.01055	0.13268	898	11,295	45,856	2.0	24.6
钢压延产品	0.14906	0.21971	12,689	18,704	49,704	25.5	37.6
其他专用设备	0.00092	0.00548	79	466	4,539	1.7	10.3
物料搬运设备	0.00011	0.00283	9	241	1,774	0.5	13.6
其他通用设备	0.00126	0.02969	108	2,527	14,354	0.7	17.6
保险	0.00141	0.00577	120	491	2,997	4.0	16.4
烟草制品	0.00208	0.00956	177	814	4,432	4.0	18.4
电线、电缆、光缆及电工器材	0.03290	0.04511	2,801	3,840	12,173	23.0	31.5
.....							
合计	0.73245	2.38411	62,351	202,958	1,064,827	5.9	19.1

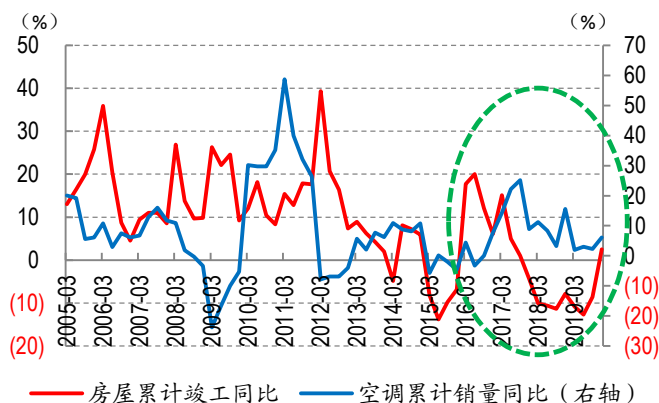
资料来源: Wind, 华创证券

2、从消费拉动来看（间接影响），房地产产业链影响 GDP 占比预计大于 10%

由于投入产出表只能反映两个产业之间直接发生投资带动的关系，因而在房地产和房屋建筑行业的直接消耗系数和完全消耗系数来看，反映出的更多是房地产对上游的拉动，比如：钢铁、水泥、电力等等，但对于下游行业的拉动关系的体现较少，比如：家电、汽车、家具等等，主要还是由于这些产业中部分和房地产行业有投资带动关系的部分已经统计在内了（主要指 B 端的拉动已经统计在内），但还有一部仅仅是通过购房之后的消费带动的影响（主要指 C 端的拉动则并未统计在内），这部份在投入产出表中就体现的较少或较弱。

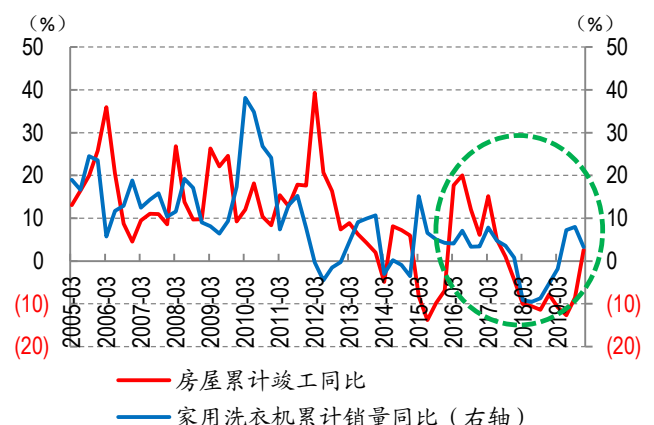
因而，除了上文投入产出表中对于产业链上下游带动的 GDP 影响之外（由投资带动部分的直接影响，上下游 B 端），如家电、汽车和家具等通过消费带动的 GDP 影响（由消费带动部分的间接影响，上下游 C 端）也应考虑在内，但一方面，由消费带动部分的间接影响无法在投入产出表中量化体现出来，另一方面，直接影响（B 端）和间接影响（C 端）之间在一个行业中难以精确区分，因为估算较难。但是考虑到间接影响涉及的范围更广，并且涉及了主要的几个成熟达行业（家电和汽车等），所以我们预计房地产对产业链上下游的拉动对 GDP 的间接影响大于直接影响的 10%。

图表 8、商品房竣工同比和空调销量同比的关系



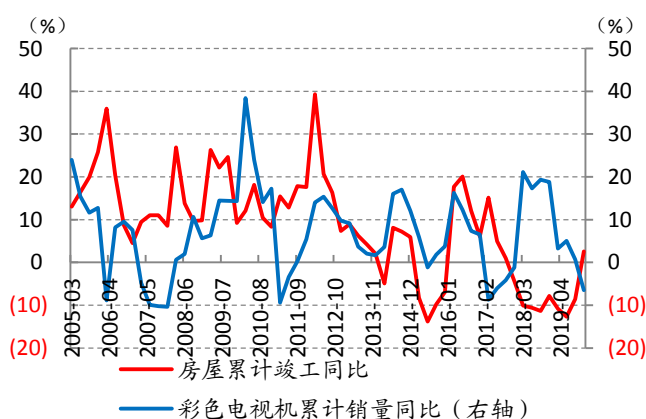
资料来源：Wind，华创证券

图表 9、商品房竣工同比和洗衣机销量同比的关系



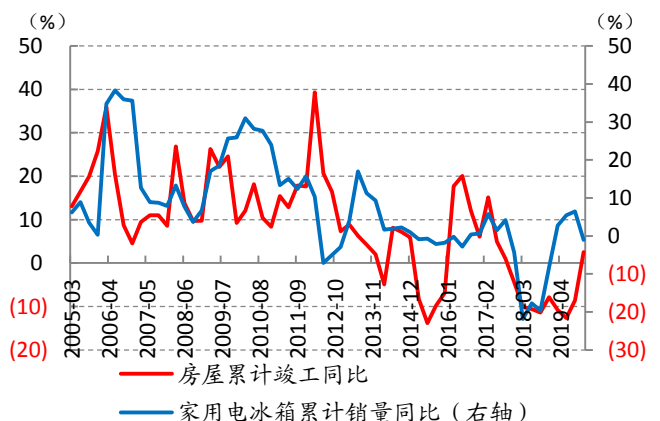
资料来源：Wind，华创证券

图表 10、商品房竣工同比和彩电销量同比的关系



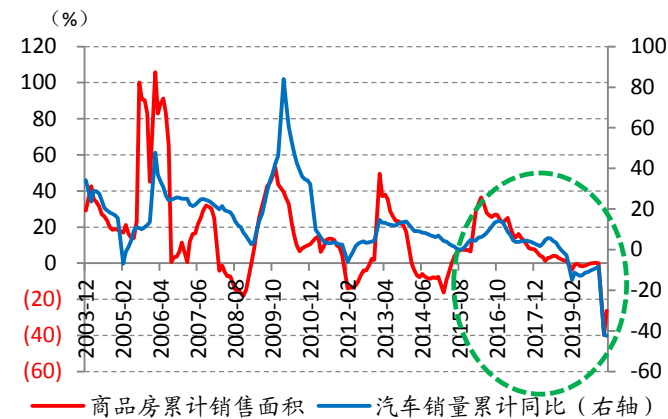
资料来源：Wind，华创证券

图表 11、商品房竣工同比和电冰箱销量同比的关系



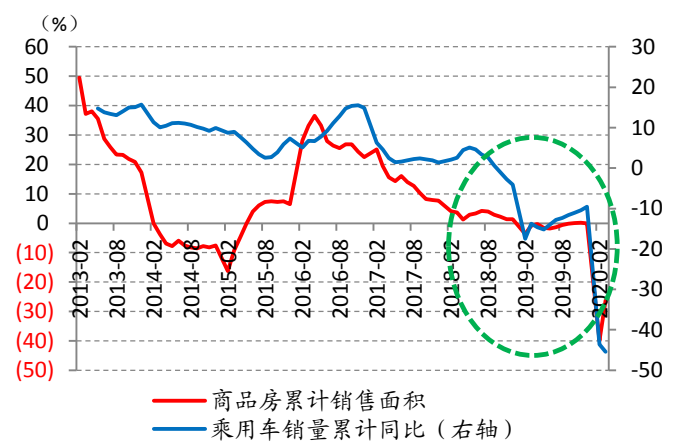
资料来源：Wind，华创证券

图表 12、商品房销售面积同比和汽车销量同比的关系



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13、商品房销售面积同比和乘用车销量同比的关系



资料来源: Wind, 华创证券

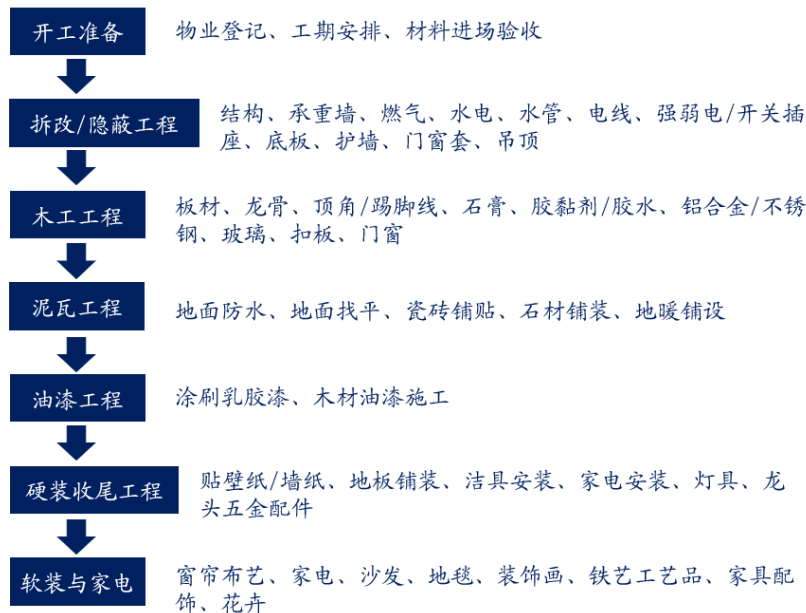
二、房地产产业链规模估算: 剔除人工和费用后, 我们估算房地产产业链行业规模约 3-4 万亿

建筑装饰即房屋装修的硬装部分, 通常包含水电改造、土木工程、泥瓦工程、油漆工程、瓷砖地板等多个环节, 基本覆盖了防水、管材、五金、涂料、陶瓷、厨柜、板材等产业链绝大多数子行业, 故我们利用“建筑装饰总产值”这一指标来衡量直接相关的产业链的总规模 (不包括软装部分)。

建筑装饰行业规模稳步增长, 集中度持续提升, 但 CR5 仍不足 2%, 行业格局分散。建筑装饰行业是建筑业重要的支柱性产业之一, 根据《国民经济行业分类》, 装饰行业可进一步细分为公共建筑装饰和装修 (公装)、住宅装饰和装修 (家装)、建筑幕墙装饰和装修 (幕墙)。2017 年全国建筑装饰行业总产值为 3.94 万亿, 同比+7.65%, 其中公装 (含幕墙) 占比 51.52%, 家装占比 48.48%。我们按近两年 5% 的复合增速保守估算, 则 2019 年全行业产值约 4.34 万亿, 但行业格局较为分散。通过统计金螳螂、江河集团、广田集团、亚厦股份、全筑股份五家上市装饰企业历年来的市场份额可以看到, 尽管 CR5 逐步提升, 但目前仍不足 2%。

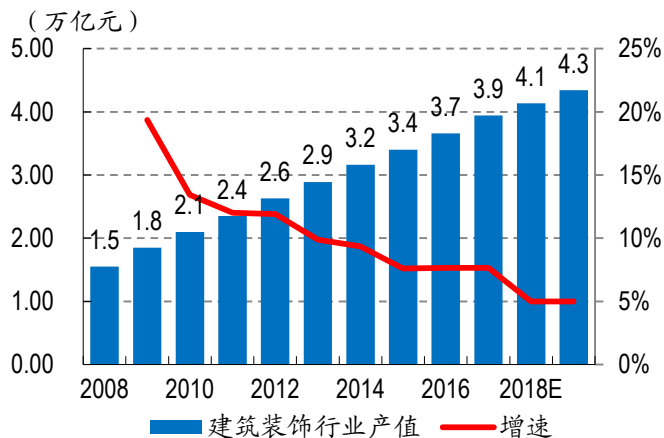
通过装饰公司的成本构成来看, 装饰行业成本主要分为材料、人工、费用三部分, 其中材料的占比约 60%~65%, 按照该比例, 我们估算与房地产产业链直接相关的行业规模 (硬装部分) 约 2.60 万亿~2.86 万亿, 另外再考虑灯饰、家具、饰品、花艺及绿化造景、布艺织物等软装市场, 合计规模约 3~4 万亿。

图表 14、装修装饰流程图



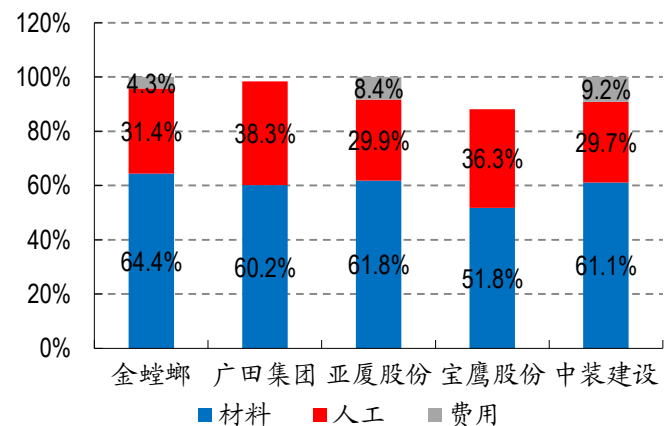
资料来源：装酷网，华创证券

图表 15、装饰行业产值及其增速



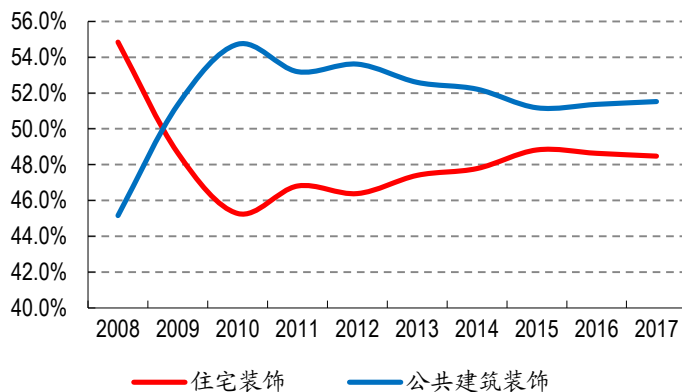
资料来源：中国建筑装饰协会《2018 中国建筑装饰蓝皮书》，华创证券

图表 16、建筑装饰企业成本构成



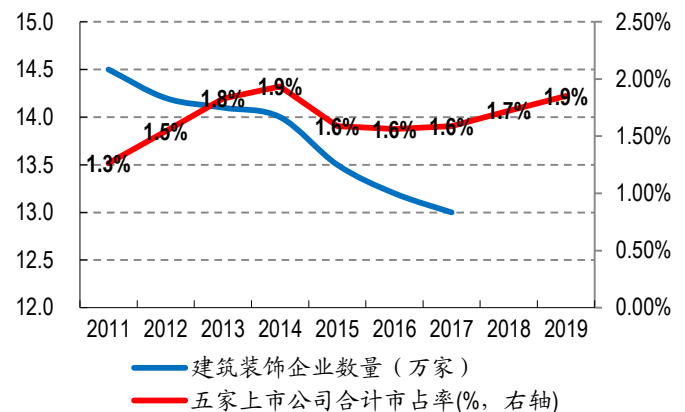
资料来源：企业年报，华创证券

图表 17、住宅装饰、公共建筑装饰占比变化



资料来源：中国建筑装饰协会《2018 中国建筑装饰蓝皮书》，华创证券

图表 18、建筑装饰企业数量及集中度情况



资料来源：中国建筑装饰协会《2018 中国建筑装饰蓝皮书》，华创证券

三、房地产产业链融合：房企参投产业链，地产产业链赋能、房企定价权凸显，实现共赢局面

我们认为，目前我国经济、财政压力加大，而房地产及产业链对于稳经济的重要性不言而喻。从政策导向来看，政府对于房地产行业本身严格限制背景下（不搞地产刺激、坚持房住不炒），但却支持房地产产业链的上下游，而房企又是整个产业链的主导主体，必然会出现一个房地产产业链合理实现利润再分配的过程，并且这个过程可以实现“1+1 大于 2”的共赢局面，符合政府的导向，而且利好于房地产产业链企业和房地产企业本身，因而我们预计房地产产业链的融合或是后续行业的大趋势。

（一）宏观背景：经济、财政、地产三大政策放松信号力度加强，房地产及产业链稳定重要性提升

目前三大政策放松信号力度加强：

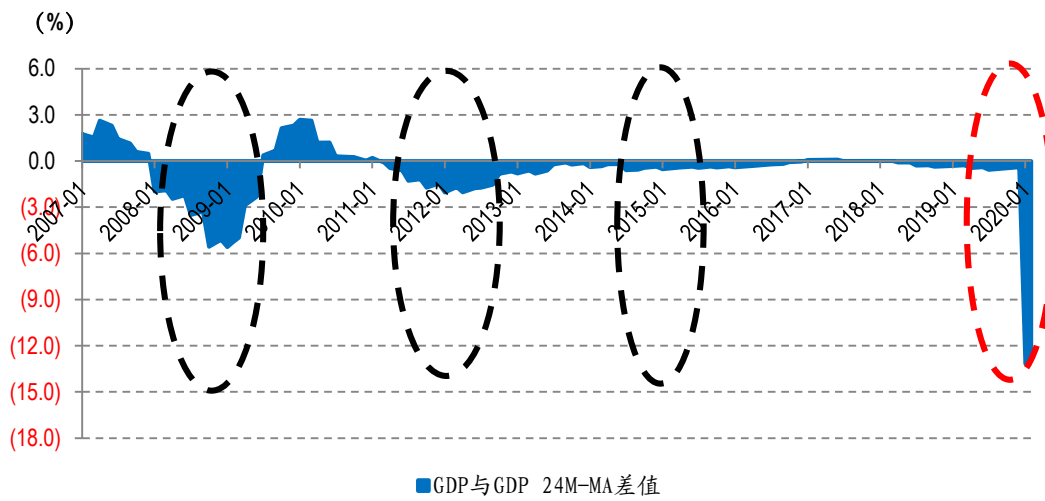
1) 经济：2020Q1 单季度 GDP 增速大幅下降，导致“GDP 和 GDP 24M-MA 增速差”进一步负向走阔，并且经济下行斜率加速，该指标将临近或超越前三轮风险位置（2008-09/2011-12/2014-15），目前政策放松信号出现。

2) 财政：2020Q1 经济走弱将导致税收下降、近期各项财政补助和税收减免政策，将造成财政减收不减支、甚至减收增支，导致“全国财政支出和财政收入增速差”或将大幅走阔，并且财政恶化加速，该指标临近或超越前三轮风险位置（2008-09/2011-12/2014-15），目前政策放松信号出现。

3) 地产：本次肺炎疫情导致 2020Q 开工同比和销售同比将出现大幅下降，该指标临近或超越前三轮风险位置（2008-09/2011-12/2014-15），目前政策放松信号出现。

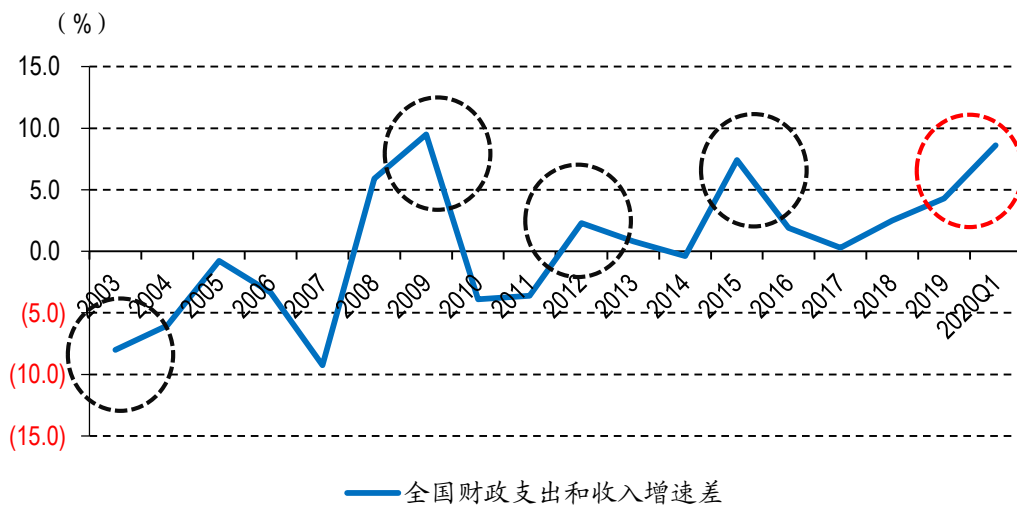
我们认为，新冠疫情之下，目前经济、财政、地产三大政策放松信号力度加强，并且将临近或超越前三轮小周期的风险位置，政府逆周期调控力度进一步加码，土地和户籍改革、公募 REITs 试点等也在逐步推进，而房地产及产业链占我国 GDP 大比重，房地产行业仍是我国经济稳定的压舱石，并且房地产行业链稳定的重要性也进一步提升。

图表 19、全国 GDP 与 GDP 24M-MA 差值大幅走差，政策放松信号出现



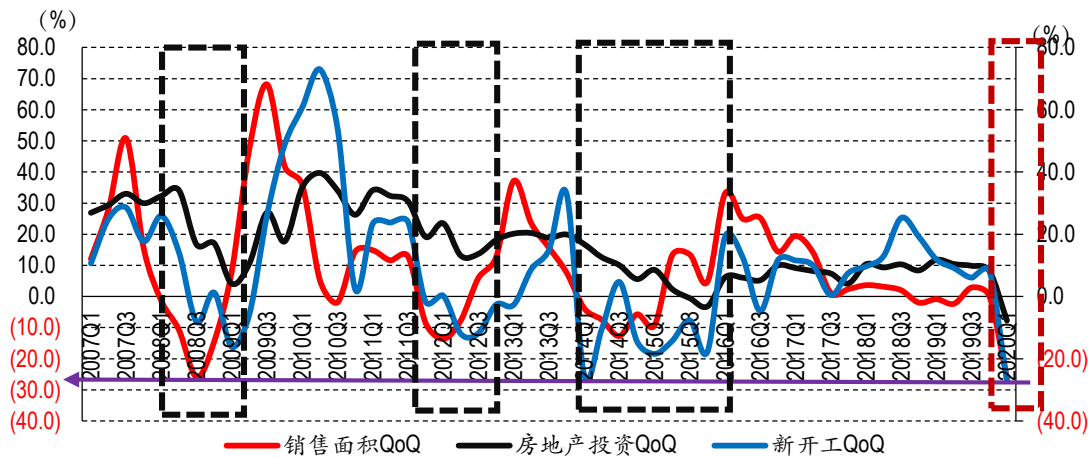
资料来源: Wind, 统计局, 华创证券

图表 20、全国财政支出和收入增速差大幅走阔，政策放松信号出现



资料来源: Wind, 统计局, 华创证券

图表 21、全国新开工与销售面积单季度同比大幅走差，政策放松信号出现



资料来源：Wind，统计局，华创证券

（二）政策导向：房地产行业坚持房住不炒，而产业链装配式建筑、精装修等支持政策频出

从政策导向来看，政府对于房地产行业本身严格限制背景下（不搞地产刺激、坚持房住不炒），但却支持房地产产业链的上下游，而房企又是整个产业链的主导主体，必然会出现一个地产产业链合理实现利润再分配的过程，并且这个过程可以实现“1+1 大于 2”的共赢局面，符合政府的导向。

房地产政策方面，两会政府工作报告提到：“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”，报告重申“房住不炒”、“促进房地产市场平稳健康发展”，延续了房住不炒的政策基调，2020 年 4 月 17 日政治局会议里没有提及“因城施策”，这次重新提及“因城施策”，考虑到 2020 年在疫情影响背景下，稳经济、稳房地产的诉求，预计“因城施策”仍是主要趋势。

图表 22、历年国务院政府工作报告关于房地产、房地产税、棚改、城镇化、增值税等方面的内容

时间	房地产表述	房地产税	棚改	城镇化	增值税
2020/5/22	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。加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。 新开工改造	未提及	大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。 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、保洁等多种社区服务。	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。常住人口城镇化率首次超过 60%， 重大区域战略深入实施。	今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约 5000 亿元。 前期出台六月前到期的减税降费政策，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口

	<p>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。常住人口城镇化率首次超过 60%，重大区域战略深入实施。</p>				<p>建设费，执行期限全部延长到今年年底。小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。</p>
2019/3/5	<p>稳步推进结构性去杠杆，稳妥处置金融领域风险，防控地方政府债务风险，改革完善房地产市场调控机制。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。</p>	<p>健全地方税体系，稳步推进房地产税立法。</p>	<p>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。</p>	<p>城镇新增就业 1100 万人以上。今年城镇新增就业要在实现预期目标的基础上，力争达到近几年的实际规模。促进区域协调发展，提高新型城镇化质量。坚持以中心城市引领城市群发展。优化区域发展格局。将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要。</p>	<p>深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低</p>
2018/3/5	<p>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。</p>	<p>健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。</p>	<p>更好地解决群众住房问题，启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套。</p>	<p>坚持实施区域协调发展和新型城镇化战略，着力推动平衡发展。积极推进京津冀协同发展、长江经济带发展。实施重点城市群规划，促进大中小城市和小城镇协调发展。绝大多数城市放宽落户限制，居住证制度全面实施，城镇基本公共服务向常住人口覆盖。今年再进城落户 1300 万人，加快农业转移人口市民化。</p>	<p>进一步减轻企业税负。改革完善增值税制度，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率。</p>
2017/3/5	<p>因城施策去库存。坚持住房的居住属性，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，健全租购并举的住房制度，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，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销</p>	<p>未提及</p>	<p>今年再完成棚户区住房改造 600 万套，继续发展公租房等保障性住房，因地制宜、多种方式提高货币化安置比例。支持农民工在城镇购房，提高棚改货币化安置比例，房地产去库存取得积极成</p>	<p>加快推进新型城镇化，深化户籍制度改革，全面推行居住证制度，2016 又有 1600 万人进城落户。支持中小城市和特色小城镇发展，推动一批具备条件的县和特大镇有序设市，发挥城市群辐射带动作用推动农业现代化与新型城镇化互促共进。</p>	<p>简化增值税税率结构，今年由四档税率简并至三档，营造简洁透明、更加公平的税收环境，进一步减轻企业税收负担。</p>

	售、中介等行为， 遏制热点城市房价过快上涨。		效。		
2016/3/5	推进城镇保障性安居工程建设和房地产市场健康发展。 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，促进房地产市场平稳运行。 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。	未提及	城镇保障性安居工程住房基本建成 772 万套，棚户区住房改造开工 601 万套，农村危房改造 432 万户，提高棚改货币化安置比例。完善住房保障体系，城镇棚户区住房改造 2000 万套。	推进新型城镇化和农业现代化，促进城乡区域协调发展。 要深入推进以人为核心的新型城镇化，实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户，完成约 1 亿人居住的棚户区和城中村改造，引导约 1 亿人在中西部地区就近城镇化。 到 2020 年，常住人口城镇化率达到 60%、户籍人口城镇化率达到 45%。	全面实施营改增，从 5 月 1 日起，将试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围，确保所有行业税负只减不增。
2015/3/5	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。 用改革的办法解决城镇化难点问题。抓紧实施户籍制度改革，落实放宽户口迁移政策。对已在城镇就业和居住但尚未落户的外来人口，以居住证为载体提供相应基本公共服务，取消居住证收费。	未提及	加大城镇棚户区 and 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。	城镇化是解决城乡差距的根本途径，也是最大的内需所在，要坚持以人为核心，以解决三个 1 亿人问题为着力点，发挥好城镇化对现代化的支撑作用。坚持节约集约用地，稳妥建立城乡统一的建设用地市场，完善和拓展城乡建设用地增减挂钩试点。加强资金和政策支持，扩大新型城镇化综合试点。	未提及

资料来源：新华社，华创证券

房地产产业链政策方面，自 2017 年元月国务院出台《“十三五”节能减排综合工作方案》之后，国务院以及住房和城乡建设部等有关中央部委就发展装配式建筑政策频出，装配式建筑的规模化发展、标准规范等方面政策逐步完善；很多省市紧接出台相关装配式建筑政策，提出相关发展目标，关于装配式建筑的项目也是遍地开花。此外，2017 年 4 月份住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，明确要求到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，各省市也陆续出台关于发展成品住宅的指导意见，并出台相关成品住宅的标准规范、验收标准等，据奥维云网监测数据显示，2019 年精装修比例已达 32%。

图表 23、装配式建筑相关政策

日期	地区/部门及文件	内容
2017/01/01	上海市住房和城乡建设管理委员会《上海市工程总承包试点项目管理办法》	政府投资项目、采用装配式或者 BIM 建造技术的项目应当积极采用工程总承包模式。采用 BIM 技术或者装配式技术的，招标文件中应当有明确要求；建设单位对承诺采用 BIM 技术或装配式技术的投标人应当适当设置加分条件。
2017/01/05	国务院《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017/01/10	住房城乡建设部《装配式混凝土建筑技术标准》、《装配式钢结构建筑技术标准》、《装配式木结构建筑技术标准》	同时发布混凝土、钢结构、木结构三本装配式建筑技术标准，2017 年 6 月 1 日起实施。
2017/02/08	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议	强调，深化建筑业“放管服”改革，推广智能和装配式建筑。
2017/02/22	北京市人民政府办公厅《北京市人民政府办公厅关于加快发展装配式建筑的实施意见》	到 2018 年，实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 20% 以上，基本形成适应装配式建筑发展的政策和技术保障体系。到 2020 年，实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30% 以上。
2017/02/24	国务院《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》。	要坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017/03/01	住房城乡建设部《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	确定大力发展装配式建筑，加快建设装配式建筑生产基地，培育设计、生产、施工一体化龙头企业；完善装配式建筑相关政策、标准及技术体系；积极发展钢结构、现代木结构等建筑结构体系。
2017/03/01	住房城乡建设部建筑节能与科技司印发 2017 年工作要点	从制定发展规划、完善技术标准体系、提升装配式建筑产业配套能力、加强装配式建筑队伍建设四个方面全面推进装配式建筑。
2017/03/23	住房和城乡建设部《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》和《装配式建筑产业基地管理办法》	确定到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上，并规定了装配式建筑示范城市和产业基地的申报程序、申报条件和管理、监管等方面的要求。
2017/03/28	住房城乡建设部 全国装配式建筑工作会议	提出大力促进装配式建筑发展。
2017/05/24	湖南省人民政府办公厅《湖南省人民政府办公厅关于加快推进装配式建筑发展的实施意见》	到 2020 年，全省市州中心城市装配式建筑占新建建筑比例达到 30% 以上，其中：长沙市、株洲市、湘潭市三市中心城区达到 50% 以上；尚未建成装配式建筑生产基地的市州中心城市在 2017 年底前建设好装配式建筑生产基地；督促各地编制本地 2017-2020 年装配式建筑发展规划；从 2017 年起，绿色（装配式）建筑年度目标任务已纳入省委省政府对市州的绩效考核内容。
2017/07/06	上海市人民政府《上海市住房发展“十三五”规划》	大力推进装配式建筑发展，积极推行全装修住宅建设，鼓励“大开间”的住宅设计理念。符合条件的新建住宅应全部按照装配式建筑要求实施，建筑单体预制率不应低于 40% 或单体装配率不低于 60%。
2017/07/29	天津市人民政府办公厅《关于大力发展装配式建筑实施方案》	对采用建筑工业化方式建造的新建项目，达到一定装配率比例，给予专项基金或资金奖励；)实行建筑面积奖励；高新技术企业的装配式建筑企业，减 15% 企业所得税。

2017/09/30	上海市人民政府办公厅《关于促进本市建筑业持续健康发展的实施意见》	要加强制度和能力建设，建立适应本市特点的装配式建筑制度、技术、生产和监管体系，进一步强化培训管理，加快形成适应装配式建筑发展的市场机制和发展环境。通过大力推广装配式建筑，加快创建国家装配式建筑示范城市，符合条件的新建建筑全部采用装配式技术，装配式建筑单体预制率达到 40% 以上或装配率达到 60% 以上。
2017/11/24	江苏省人民政府《省政府关于促进建筑业改革发展的意见》	提出，推广装配式建筑，至 2020 年，全省装配式建筑占新建建筑面积比例达 30%。
2017/12/06	黑龙江省发改委《黑龙江省人民政府办公厅关于推进装配式建筑发展的实施意见》	要求，到 2017 年末，试点城市编制完成装配式建筑发展规划，明确推进装配式建筑发展的目标和政策措施；其他市地要研究启动装配式建筑发展规划工作。到 2020 年末，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例不低于 10%；试点城市装配式建筑占新建建筑面积的比例不低于 30%。到 2025 年末，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例力争达到 30%。
2017/12/12	住房和城乡建设部《装配式建筑评价标准》	确定了国家标准的衡量装配式建筑的评价指标体系；适用于评价民用建筑的装配化程度，根据装配化水平，分为 1A、2A、3A 三个等级。
2017/12/14	河南省政府办公厅《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	提出，到 2020 年底，全省装配式建筑占新建建筑面积比例达到 20%，到 2025 年年底比例达到 40%；并确定了编制发展规划等 11 项任务；在优先安排建设用地、专项资金奖补等方面提出了相关政策措施。
2018/01/25	天津住建委《天津市装配式建筑“十三五”发展规划》	2017 年底前，政府投资项目、保障性住房和 5 万平方米及以上公共建筑应采用装配式建筑，建筑面积 10 万平方米及以上新建商品房采用装配式建筑的比例不低于总面积的 30%；2018 至 2020 年，新建的公共建筑具备条件的应全部采用装配式建筑；采用装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%；2021 至 2025 年，全市范围内国有建设用地新建项目具备条件的全部采用装配式建筑。
2018/03/29	上海市人民政府办公厅《上海市 2018-2020 年环境保护和建设三年行动计划》	加大装配式建筑推广力度，全市符合条件的新建建筑原则上采用装配式建筑，到 2020 年，全市装配式建筑的单体预制率达到 40% 以上或装配率达到 60% 以上。
2018/07/03	上海市人民政府办公厅《上海市清洁空气行动计划（2018-2022 年）》	持续推进符合条件的新建民用、工业建筑全部按装配式建筑实施。建筑单体预制率不应低于 40% 或单体装配率不低于 60%。
2018/12/25	全国住房城乡建设工作会议	提出 2019 年工作总体要求和十个方面重点任务，其中，第八项重点任务涉及以发展新型建造方式为重点，大力发展钢结构等装配式建筑。
2019/02/03	住房和城乡建设部《关于开展农村住房建设试点工作的通知》	决定开展农村住房建设试点工作，并要求，要应用绿色节能新技术工艺，探索装配式建筑、被动式阳光房等建筑应用技术，注重绿色节能技术设施与农房的一体化设计。
2019/04/23	住房和城乡建设部《装配式内装修技术标准（征求意见稿）》	对装配式建筑内装修从设计、生产、施工、验收到维护五大环节的技术标准做出规范。
2019/05/05	国务院《政府投资条例》	自 2019 年 7 月 1 日起施行，条例明确：政府投资项目不得由施工单位垫资建设；政府投资项目应当按照国家有关规定合理确定并严格执行建设工期，任何单位和个人不得非法干预。
2020/03/20	上海市住房城乡建设管理委、发展改革委、财政局《上海市建筑节能和绿色建筑示范项目专项扶持办法》	符合装配整体式建筑示范的项目（居住建筑装配式建筑面积 3 万平方米以上，公共建筑装配式建筑面积 2 万平方米以上，建筑要求：装配式建筑单体预制率应不低于 45% 或装配率不低于 65%），每平方米补贴 100 元。
2020/04/09	安徽省人民政府办公厅《关于促进装配	到 2020 年末，全省培育 10 个左右省级装配式建筑产业基地，产能达到 1000

	式建筑产业发展的意见》	万平方米，装配式建筑占到新建建筑面积的 15%。到 2025 年，各设区的市培育或引进设计施工一体化企业不少于 3 家，全省培育 50 个以上省级装配式建筑产业基地、3—5 个省级装配式建筑产业园区，产能达到 5000 万平方米，装配式建筑占到新建建筑面积的 30%。
2020/04/24	北京市住建委联合市规自委、市财政局《北京市装配式建筑、绿色建筑、绿色生态示范区项目市级奖励资金管理暂行办法》	提出符合条件的非政府投资民用装配式建筑，可获得每平方米 180 元的财政奖励。
2020/05/26	海南省人民政府办公厅《关于加快推进装配式建筑发展的通知》	通知共涉及政策措施 13 条，其中提出，到 2022 年年底，各市县年度商品住宅实施计划项目中，采用装配式方式建造的比例应不低于 80%；经申请并由省住房和城乡建设厅审核确定达到国家装配式建筑评价标准的项目，可适当增加该项目年度商品住宅计划指标。

资料来源：国务院、住建部、相关政府网站，华创证券

图表 24、近年来精装修相关政策

日期	省份/部门	文件	内容
2017/04	住建部	住房和城乡建设部《建筑业发展“十三五”规划》	明确要求，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2017/05/22	海南省	海南省住房和城乡建设厅《海南省商品住宅全装修管理办法（试行）》	提出，海南省从 2017 年 7 月 1 日(含)后取得施工许可证的商品住宅工程全部实行全装修。
2017/08/02	江苏省	苏州市《市政府办公室印发关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则（试行）的通知》	新建普通商品住房应实施全装修，其他居住建筑倡导实施全装修。
2017/08/05	北京市	北京市住建委&市规土委《北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）》	规定，自 2017 年 9 月 30 日起，北京共有产权住房全装修成品交房，依合同规定自交房之日起五年内不得对内部装饰装修进行拆除。
2017/08/22	河南省	河南省住房和城乡建设厅等七部委共同下发《关于加快发展成品住宅的指导意见》	规定 2018 年 1 月 1 日起，全省所有市、县新开工建设商品住宅，全部要按照成品住宅设计建设(不含 4 层以下住宅及单套面积大于 200 m ² 的住宅)；郑州航空港经济综合实验区、郑州经济技术开发区、郑东新区，新开工商品住宅项目要全部推行成品住宅。
2017/10/11	四川省	成都市政府《成都市人民政府办公厅关于进一步加快推进我市成品住宅发展的实施意见》	指出，至 2020 年底，全市新开工商品住宅和保障性住房，中心城区和郊区市县的成品住宅面积比例逐步达到 100%和 80%；至 2022 年底，全市成品住宅面积比例达到 100%。
2017/10/12	天津市	天津市城乡建设委员会《天津市人民政府办公厅印发关于大力发展装配式建筑实施方案的通知》	规定，民用建筑项目应当按照规定要求实施装配式建筑；自 2018 年 1 月 1 日起，五类房屋建筑全部实施装配式建造；实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%。
2018/08/22	山西省	山西省人民政府办公厅《关于加快推进住宅全装修工作的实施意见》	规定，即日起，各设区城市中心城区(由各市划定)范围内新出让或划拨国有土地上的新建住宅，原则上实行住宅全装修，推行成品交房。

2018/08/28	江西省	南昌市住房保障和房产管理局《关于进一步加强城区新建全装修住宅销售管理的通知》	规定，在新建全装修住宅交付时，交房装修标准与样板房装修标准一致。
2018/12/29	陕西省	西安市住房保障房屋管理局《西安市推进新建住宅全装修工作实施意见》	自 2019 年 1 月 1 日起，在全市行政区域内新建住宅推行全装修成品交房；蓝田县、周至县根据实际确定实施全装修的新建住宅项目范围，但全装修总施行比例不低于新建住宅总面积的 50%；此后逐年递增，2021 年后达到 100%全装修建设；加强监督全装修住宅的分户验收。
2019/01/15	山西省	山西省住房和城乡建设工作会议	2019 年 1 月 15 日后，山西省各设区城市中心城区新批土地上建设的住宅，全部实行全装修。
2019/01/20	江苏省	南京市住房保障与房产局《关于进一步加强南京市商品住房全装修建设管理的通知》	对全装修工程的全过程监管、明确装修标准、装饰装修单位和从业人员的管理等方面进行规定，并规定样板间共识截止时间须至项目交付后三个月以上。
2019/02/15	住建部	住房和城乡建设部办公厅《住宅项目规范（征求意见稿）》	明确提出城镇新建住宅应全装修交付。
2019/03/22	浙江省	杭州市萧山区住建局《关于加强住宅全装修项目质量安全管理的通知》	2019 年 4 月 26 日起，开展全装修住宅保险试点，鼓励开发商自愿引入保险公司聘请的第三方风险管理机构对住宅全装修进行全过程质量管控；要求首次申领预售证的楼盘，每个户型要有一套实体样板房，并且保留影像证据，对外开放前应监管单位验收合格，并在购房者入住前不允许拆除、移位或者调换。
2019/03/28	河南省	洛阳市人民政府《关于推进成品住宅发展的实施意见》	全市新开工商品住宅和保障性住房全部按照成品住宅设计建设；成品住宅实行分户验收，未实行分户验收或分户验收不合格的住宅工程建设单位不得组织竣工验收。
2019/05/27	宁夏	宁夏回族自治区住房和城乡建设厅、自治区财政厅《宁夏回族自治区商品住宅全装修项目评审办法》	规定自 2019 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，经评审通过的商品住宅全装修项目，按照《自治区人民政府办公厅关于印发促进服务业发展若干政策措施的通知》有关规定，统筹相关专项资金，兑现奖励资金。
2019/06/20	广西	广西壮族自治区住房和城乡建设厅《全装修住宅室内装饰装修设计标准》	广西推出工程建设地方标准，适用于新建住宅的全装修住宅室内装饰装修设计，几乎涵盖室内装饰装修设计的方方面面；自 2019 年 9 月 1 日起执行。
2019/08/22	浙江省	宁波市住建局《宁波市住房和城乡建设局关于进一步完善住宅全装修质量购房人监督机制的通知》	规定，2019 年 10 月 1 日起，住宅全装修施工质量实施购房人监督机制，分为工地开放日检查活动和建立购房人质量监督小组两种方式，建设单位应提出不少于 3 家具有房屋建筑甲级专业资质的监理单位作为候选第三方单位供购房人选择其中一家参与装饰装修工程验收；建设单位应与购房人签订《购房人质量监督协议》作为《商品房预售合同》的补充协议。
2019/12/13	湖北省	武汉市住房保障和房屋管理局《武汉市商品房买卖合同（预售）、（现售）》（征求意见稿）	明确了全装修商品房总价款由毛坯部分和装修部分价款组成，购房人可按照全装修商品房总价款向金融机构申请贷款；未按约定增加的“精装”将视为赠送；明确商品房设施设备交付条件。
2019/12/16	江苏省	江苏省高级人民法院第六庭《商品房装修买卖合同装修质量纠纷案件审理指南》	规定，交付房屋装修质量应与样板房相同；明确何时以装修价格作为装修质量要求；给出因质量问题减少装修价款的计算公式；装修环保不达标可以解除合同。

2020/05	海南省	海南省住房和城乡建设厅《海南省全装修住宅工程质量分户验收管理办法》	规定，5月10日起，将实施新建商品住房全装修分户验收100%覆盖办法，分户验收不合格将不得进行竣工验收。
---------	-----	-----------------------------------	--

资料来源：相关政府网站，华创证券

（三）产业链融合：房企参投产业链，地产产业链赋能、房企定价权凸显，实现共赢局面

近期，碧桂园创投小股权参投了帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴等产业链公司，随后，碧桂园创投和保利资本正式宣布将共同发起设立一支规模为50亿元、首期10亿元的“房地产产业链赋能基金”。该基金将由保利资本和碧桂园创投作为基石投资者出资，基金主要聚焦房地产产业链上下游，包括建筑装饰、建筑材料、建筑新工艺、家居消费等多个领域。

碧桂园创投成立于2019年1月，是碧桂园集团从事股权投资的一级部门，全面负责集团除地产投资外的对外股权投资业务。其主要关注地产和社区生态链的上下游企业，参与投资项目金额约116亿元，包括企鵝杏仁、贝壳找房、快兔物流等企业。2019年底碧桂园创投开始参投房地产产业链公司，于2019年11月参投固克节能，并于2020年4月-5月参投蒙娜丽莎、帝欧家居、惠达卫浴等房地产产业链公司。

保利资本成立于2015年12月，由保利地产、保利投资控股有限公司及中国国际金融股份有限公司共同出资，其核心业务包括开发类地产股权投资基金管理、商业不动产投资基金、私募股权投资基金管理、创业投资基金管理等资产管理业务。保利资本参投项目包括舟山保泓、超级智慧家、求实美居、麦家公寓等公司。2020年5月，碧桂园创投和保利资本正式宣布将共同发起设立一支规模为50亿元、首期10亿元的“房地产产业链赋能基金”，并聚焦建筑装饰、建材、家居等房地产产业链上下游公司。

图表 25、近期碧桂园创投战投产业链情况

公司	时间	标的	行业	金额	轮次	股权占比
碧桂园创投	2020/5/21	惠达卫浴	卫浴	5亿人民币	定向增发	11.76%
	2020/5/7	蒙娜丽莎	瓷砖	5.6亿人民币	定向增发	6.22%
	2020/4/12	帝欧家居	卫浴	5亿人民币	定向增发	6.50%
碧桂园创投和保利资本	2020年5月25日，共同设立一支规模50亿元人民币、首期10亿元人民币的“房地产产业链赋能基金”					

资料来源：公司公告，天眼查，华创证券

注：1）蒙娜丽莎：其中碧桂园创投认购数量为2,713万股，认购金额为5亿元；实际控制人萧华和霍荣铨，以及邓啟棠、张旗康合计认购数量为326万股，认购金额为0.6亿元；2）惠达卫浴：其中碧桂园创投认购数量为5,061万股，认购金额为4亿元；王惠文、王彦庆、王彦伟认购数量为1,037万股，认购金额为1亿元。

我们认为，过往地产和产业链公司的关系更多局限于经营层面的合作，而股权层面的合作相对很少。2016年以来，随着房地产行业集中度的逐步提升，头部房企在产业链中的定价权愈加凸显，当然由于精装修的推行，下游产业链业务模式逐步由C端转向B端主导，也导致了产业链的集中度加速提升。现阶段经济下行压力加大背景下，地产和产业链仍是稳经济的压舱石，而地产仍是以房住不炒、不搞地产刺激等限制态度为主基调，产业链则是受政策支持更多，但地产和产业链往往是密不可分、共同运转的一个综合体，现阶段房企和产业链的合作或突破经营层面，向股权层面进一步拓展。

此外，我们认为，现阶段房企在产业链中的定价权，可类比互联网公司和物业公司流量变现的逻辑，对于房企而言，房企通过参投产业链企业，获得股权增值、分红等投资收益，对于产业链企业而言，房企主导的集中度提升，也将推动产业链公司未来盈利的成长性更确定，尤其是附属于龙头房企的产业链公司，从而实现共赢的局面。类比腾讯在产业链上下游投资了几百家公司、Apple 通过 Apple Store 抽成 APP 营收、物业公司增值服务变现，也都是流量变现的逻辑，而现在房地产延伸到了产业链的流量和定价权，全国房地产企业一年的销售额约 15 万亿元，粗略估算 30% 建安约 4-5 万亿元（直接拉动需求），如果加上间接拉动需求（家电、家居等），那么房地产可以控制的流量规模将大于每年 5 万亿元（按照上文测算，剔除人工和费用后，估算房地产产业链行业流量规模约为 3-4 万亿元），而且由于下游企业大多是房企的产业链上下游的附属公司（尤其是龙头房企），这个产业链的格局上，房企拥有很强的定价权，房企对于流量控制的定价权也有望在未来逐步体现出价值。

图表 26、近年腾讯投资情况

标的公司	时间	金额	轮次	行业	内容
世茂服务	2020/5/14	2.44 亿美元	战略投资	物业管理	协同加速世茂服务数字化升级与多元服务生态的构建。
天阙科技	2020/5/8	NA	战略投资	政府和公共事业解决方案提供商	腾讯产业生态投资宣布投资政务领域 SaaS 厂商天阙科技，进一步补充其在智慧城市领域的生态布局。
瑞迪欧	2020/4/27	NA	战略投资	环境音乐服务及媒体分类音乐库	腾讯音乐娱乐集团 TME 将为瑞迪欧提供更丰富的内容曲库，并利用瑞迪欧覆盖的数十万个线下门店，进行音乐宣发，增值音乐内容。
明略科技	2020/3/27	3 亿美元	E 轮及以后	大数据与人工智能	大数据与人工智能领域服务商明略科技以搭建智能化时代的数据中台与营销智能平台为战略目标。
魔筷科技	2020/2/25	NA	战略投资	移动电商营销服务	魔筷科技为网红电商综合服务平台，其主打短视频及直播生态中的社交电商和供应链服务。
Farfetch	2020/1/31	2.5 亿美元	战略投资	电商服务	帮助全球领先的时尚精品科技平台 Farfetch 为时尚精品行业提供全球科技平台的长期战略，并有助于该公司继续专注于执行其增长计划（包括在关键的中国市场），并努力实现运营盈利。
向心云	2019/11/26	亿级人民币	B 轮	业务运营 SAAS 平台	向心云旗下 APP 超级导购是一个品牌零售数字化智能化运营平台，专门为零售行业提供终端系统培训和管理，以数字化和智能化的方式指导企业运营员工经营。
销售易	2019/9/5	1.2 亿美元	E 轮及以后	CRM	基于腾讯的 IaaS 能力，销售易也将推出“客户数字化平台”，持续打通腾讯在 QQ、微信等方面的大数
	2018/4/2	1 亿人民币	D+ 轮		

标的公司	时间	金额	轮次	行业	内容
					据能力。
易久批	2019/8/21	8000 万美元	战略投资	B2B 电子商务平台	快消产业互联网创业企业, 平台产品涉及酒饮副食与休食百货等。
森亿智能	2019/7/3	2.5 亿人民币	C 轮	医疗人工智能	医疗人工智能企业森亿智能将加快探索智慧医疗综合解决方案。
东方金信	2019/4/28	数亿元人民币	战略投资	大数据	双方将着力于大数据产品和解决方案的紧密合作, 共同助力客户数字化解决方案, 共建大数据领域生态体系。
长亮科技	2018/4/23	4 亿人民币	上市后	金融 IT	长亮科技是一家为金融机构提供业务金融 IT 解决方案的供应商。
永辉云创	2018/3/23	NA	战略投资	线下生鲜门店	推动消费零售和人工智能两大赛道加速融合的尝试。
新腾数致	2018/3/12	5000 万人民币	战略投资	数字产业	腾讯与新希望集团正式启动战略合作, 旨在携手打造政务、产业、民生相结合的数字经济品牌。

资料来源: 天眼查、钛媒体, 华创证券

四、房地产产业链两阶段模型：短期三大趋势推动产业链集中度提升，长期更新需求赋予更长久市场

我们认为，房地产产业链融合或呈现两阶段模型：1）第一阶段：短期来看，房地产公司集中度传导至产业链，竣工趋势性修复，叠加精装修比例提升，三大趋势将推动房地产产业链逐步由 C 端转为 B 端主导，并产业链的集中度也有望获得加速提升；2）第二阶段：估算 2030 年全国住宅存量预计将达 355 亿平米，假设每年城镇存量住房更新率稳定在 2%-3% 左右，每年的市场更新需求约 7.1-10.7 亿平米，对应市场 10 万亿元，更新需求（旧改）赋予更长久永续市场，赋予房地产产业链更持续的发展。

（一）第一阶段：地产集中度、竣工提速、精装修比例提升，三大趋势促产业链转为 B 端主导、集中度提升

1）地产行业集中度：“融资、拿地、销售”三重集中度跳增，预计未来 3 年龙头销售稳增可期

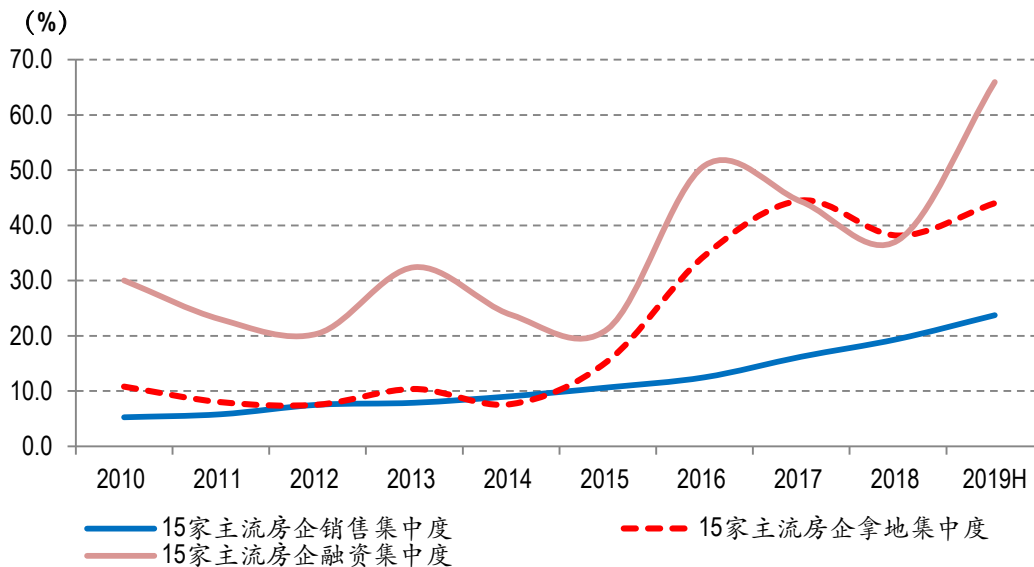
过去三年中，我们分别发布 2017 年 7 月 3 日的《对房地产小周期的深度研究：周期反常、经验失效，重构投资逻辑》、2017 年 12 月 21 日的《2018-20 年房地产行业展望：供给盛世已至，龙头风鹏正举》、2019 年 8 月 20 日的《房地产小周期延长的延伸研究：供给端调控，小周期延长，弱波动+强分化新格局》这 3 篇行业深度报告，其中我们在市场中首先提出了“融资、拿地、销售”三重集中度跳增的观点。

我们认为，本轮房地产小周期中，供给端调控下资金、土地和预售证等三大资源分配机制发生了变化，由此导致了融资、拿地和销售集中度提升都会导致龙头资源集聚，使龙头获得更多、更便宜的土地，也将会带来后续的销售集中度继续提升。销售集中度提升体现的是当期的资源变现，而拿地集中度的提升则可以保证未来 3 年的销售业绩稳定增长。

在 2015-2019 年中，上述观点得到了强有力的验证，我们可以看到：在预售证资源、资金资源和土地资源的三大资源要素的供给侧改革下，主流 15 家房企销售集中度/融资集中度/拿地集中度分别由 2015 年的 11%/21%/16% 快

速提升至 2019H1 的 24%/66%/46%，其中融资集中度和拿地集中度的遥遥领先于销售集中度，也就意味着行业销售集中度仍有望进一步显著提升，龙头房企未来 3 年的销售业绩稳定增长确定性较高。

图表 27、总量稳定下，销售、融资、拿地三重集中度跳增



资料来源: Wind, 华创证券

注: 15 家主流房企为: 碧桂园、恒大地产、万科、融创中国、保利地产、中海地产、龙湖地产、华润置地、金地集团、绿城中国、招商蛇口、新城控股、世茂房地产、富力地产、远洋地产。

2) 竣工趋势提升: 预计 2020、2021 年竣工面积将逐步修复, 推动下游产业链需求释放

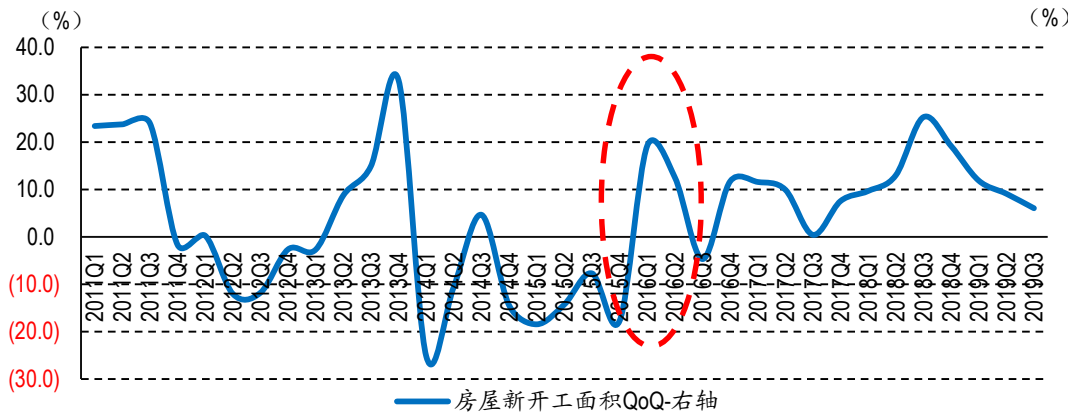
从统计局数据来看, 在 2010-2015 年, 商品房竣工同比大约滞后于商品房新开工同比 10-11 个季度, 理论来说, 2016Q1 开始新开工的大幅走强, 将直接推动两年半后, 即 2018Q3 以后的项目集中竣工交付。然事实上, 2018、2019 年 1-9 月全国竣工累计同比分别为-7.8%、-8.6%, 尤其 2018Q3 的竣工并没有如期走强。我们认为, 一方面源于精装修比例的逐步提升导致新开工到竣工的延迟, 另一方面在于棚改缩量 and 资管新规导致资金受限, 从而拖慢竣工进度。

综合考虑棚改缩量、资管新规致资金受限、精装修比例提升等因素导致新开工到竣工的传导延迟和损耗, 我们对 3Q18 后, 新开工对竣工的传导按 20%的竣工损耗估算, 发现过往新开工和竣工的拟合程度明显提升, 从而一定程度上更好的解释竣工和新开工的剪刀差走阔。

从 2019Q3 后的统计局竣工数据来看, 月频数据已显示出竣工数据的趋势性向好。预计后续行业的真实竣工数据会好于目前统计局的数据, 尤其是主流房企的竣工交付都将确定性大幅增长。因此, 在我们 2019 年末的深度报告《房地产 2020 年投资策略: 稳中前行, 多元开花》中, 我们原先预计 2020、2021 年竣工面积将逐步修复, 分别同比+3.0%、+10.1%。

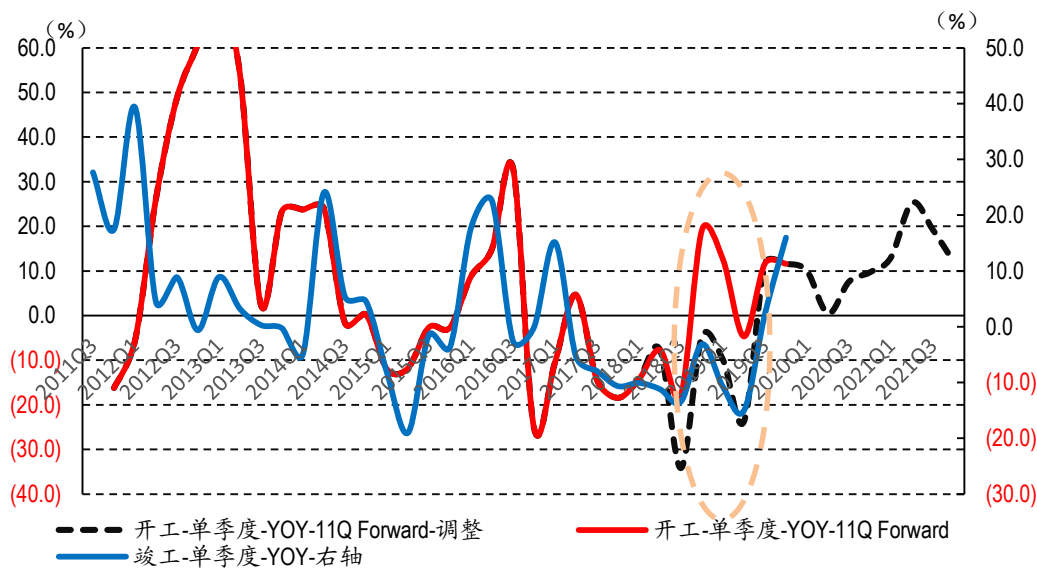
但考虑到今年疫情影响, 2020Q1 行业销售、新开工、竣工均受到不同程度影响, 2020Q1 竣工同比-15.8%, 但我们认为这部分竣工量的下降只是延后, 而非消失, 假设 2020Q2-Q4 回补 Q1 竣工量下降的 30%, 2021 年回补剩余的 70%, 那么调整后估算 2020、2021 年竣工面积分别同比+0.1%、+16.3%。而房地产竣工的趋势性修复, 也有望将在未来 2-3 年推动下游产业链的需求大幅释放。

图表 28、1Q16 开始新开工走强



资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

图表 29、新开工同比 11QMA 与竣工同比



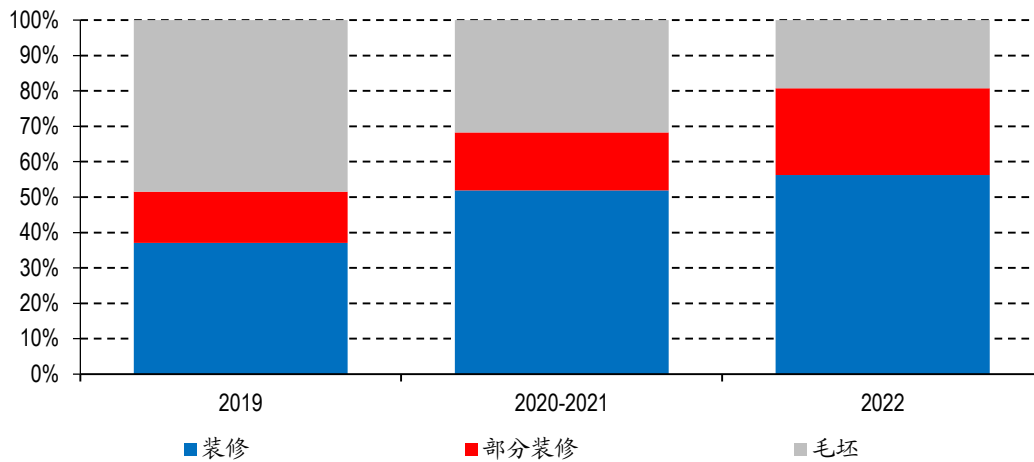
资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

3) 精装修比例提升：精装修比例持续提升，产业链B端业务加速，推动下游行业集中度提升

据奥维云网数据，截至2019年9月末，中国拟建在建市场住宅（含住宅）工程项目累计6.9万个，受政策因素与市场的双层影响，2019年内将完工装修项目的住宅建筑面积占比超过35%，而且在未来几年，预计这一比重还将持续提升，2022年的装修占比或超过50%、至2029年达到70-80%（接近目前欧美的水平）。随着精装修比例的持续提升，下游产业链B端业务有望进一步加速，推动下游行业集中度提升。

我们认为：1) 房地产行业集中度的持续提升；2) 地产竣工趋势修复；3) 精装修比例逐步提升，三大趋势将推动地产产业链逐步由C端转为B端主导，房地产产业链的集中度也有望获得加速提升。

图表 30、中国拟在建住宅（含住宅）项目装修类型结构



资料来源：国家统计局，奥维云网（AVC），华创证券

图表 31、2020 年主流企业精装修占比

公司	精装修比例
碧桂园	60-70%
金地集团	40%
融创中国	50%
万科	90%
中国恒大	100%
阳光城	50%
世茂股份	40-50%
蓝光发展	40%
招商蛇口	80%
新城控股	40-50%

资料来源：调研资料，公司公告，华创证券

注：万科 2013 年之后不再公布精装修比例，按 2013 年数据估算；恒大为 2016 年数据。

图表 32、近年来精装修相关政策

日期	省份/部门	文件	内容
2017/04	住建部	住房和城乡建设部《建筑业发展“十三五”规划》	明确要求，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。
2017/05/22	海南省	海南省住房和城乡建设厅《海南省商品住宅全装修管理办法（试行）》	提出，海南省从 2017 年 7 月 1 日(含)后取得施工许可证的商品住宅工程全部实行全装修。

2017/08/02	江苏省	苏州市《市政府办公室印发关于推进装配式建筑发展加强建设监管的实施细则（试行）的通知》	新建普通商品住房应实施全装修，其他居住建筑倡导实施全装修。
2017/08/05	北京市	北京市住建委&市规土委《北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）》	规定，自 2017 年 9 月 30 日起，北京共有产权住房全装修成品交房，依合同规定自交房之日起五年内不得对内部装饰装修进行拆除。
2017/08/22	河南省	河南省住房和城乡建设厅等七部委共同下发《关于加快发展成品住宅的指导意见》	规定 2018 年 1 月 1 日起，全省所有市、县新开工建设商品住宅，全部要按照成品住宅设计建设(不含 4 层以下住宅及单套面积大于 200 m ² 的住宅)；郑州航空港经济综合实验区、郑州经济技术开发区、郑东新区，新开工商品住宅项目要全部推行成品住宅。
2017/10/11	四川省	成都市政府《成都市人民政府办公厅关于进一步加快推进我市成品住宅发展的实施意见》	指出，至 2020 年底，全市新开工商品住宅和保障性住房，中心城区和郊区市县的成品住宅面积比例逐步达到 100% 和 80%；至 2022 年底，全市成品住宅面积比例达到 100%。
2017/10/12	天津市	天津市城乡建设委员会《天津市人民政府办公厅印发关于大力发展装配式建筑实施方案的通知》	规定，民用建筑项目应当按照规定要求实施装配式建筑；自 2018 年 1 月 1 日起，五类房屋建筑全部实施装配式建造；实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%。
2018/08/22	山西省	山西省人民政府办公厅《关于加快推进住宅全装修工作的实施意见》	规定，即日起，各设区城市中心城区(由各市划定)范围内新出让或划拨国有土地上的新建住宅，原则上实行住宅全装修，推行成品交房。
2018/08/28	江西省	南昌市住房保障和房产管理局《关于进一步加强城区新建全装修住宅销售管理的通知》	规定，在新建全装修住宅交付时，交房装修标准与样板房装修标准一致。
2018/12/29	陕西省	西安市住房保障房屋管理局《西安市推进新建住宅全装修工作实施意见》	自 2019 年 1 月 1 日起，在全市行政区域内新建住宅推行全装修成品交房；蓝田县、周至县根据实际确定实施全装修的新建住宅项目范围，但全装修总施行比例不低于新建设住宅总面积的 50%；此后逐年递增，2021 年后达到 100% 全装修建设；加强监督全装修住宅的分户验收。
2019/01/15	山西省	山西省住房城乡建设工作会议	2019 年 1 月 15 日后，山西省各设区城市中心城区新批土地上建设的住宅，全部实行全装修。
2019/01/20	江苏省	南京市住房保障与房产局《关于进一步加强南京市商品住房全装修建设管理的通知》	对全装修工程的全过程监管、明确装修标准、装饰装修单位和从业人员的管理等方面进行规定，并规定样板间共识截止时间须至项目交付后三个月以上。
2019/02/15	住建部	住房和城乡建设部办公厅《住宅项目规范（征求意见稿）》	明确提出城镇新建住宅应全装修交付。
2019/03/22	浙江省	杭州市萧山区住建局《关于加强住宅全装修项目质量安全管理的通知》	2019 年 4 月 26 日起，开展全装修住宅保险试点，鼓励开发商自愿引入保险公司聘请的第三方风险管理机构对住宅全装修进行全过程质量管控；要求首次申领预售证的楼盘，每个户型要有一套实体样板房，并且保留影像证据，对外开放前应经监理单位验收合格，并在购房者入住前不允许拆除、移位或者调换。
2019/03/28	河南省	洛阳市人民政府《关于推进成品住宅发展的实施意见》	全市新开工商品住宅和保障性住房全部按照成品住宅设计建设；成品住宅实行分户验收，未实行分户验收或分户验收不合格的住宅工程建设单位不得组织竣工验收。

2019/05/27	宁夏	宁夏回族自治区住房和城乡建设厅、自治区财政厅《宁夏回族自治区商品住宅全装修项目评审办法》	规定自 2019 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，经评审通过的商品住宅全装修项目，按照《自治区人民政府办公厅关于印发促进服务业发展若干政策措施的通知》有关规定，统筹相关专项资金，兑现奖励资金。
2019/06/20	广西	广西壮族自治区住房和城乡建设厅《全装修住宅室内装饰装修设计标准》	广西推出工程建设地方标准，适用于新建住宅的全装修住宅室内装饰装修设计，几乎涵盖室内装饰装修设计的方方面面；自 2019 年 9 月 1 日起执行。
2019/08/22	浙江省	宁波市住建局《宁波市住房和城乡建设局关于进一步完善住宅全装修质量购房人监督机制的通知》	规定，2019 年 10 月 1 日起，住宅全装修施工质量实施购房人监督机制，分为工地开放日检查活动和建立购房人质量监督小组两种方式，建设单位应提出不少于 3 家具有房屋建筑甲级专业资质的监理单位作为候选第三方单位供购房人选择其中一家参与装饰装修工程验收；建设单位应与购房人签订《购房人质量监督协议》作为《商品房预售合同》的补充协议。
2019/12/13	湖北省	武汉市住房保障和房屋管理局《武汉市商品房买卖合同（预售）、（现售）》（征求意见稿）	明确了全装修商品房总价款由毛坯部分和装修部分价款组成，购房人可按照全装修商品房总价款向金融机构申请贷款；未按约定增加的“精装”将视为赠送；明确商品房设施设备交付条件。
2019/12/16	江苏省	江苏省高级人民法院第六庭《商品房装修买卖合同装修质量纠纷案件审理指南》	规定，交付房屋装修质量应与样板房相同；明确何时以装修价格作为装修质量要求；给出因质量问题减少装修价款的计算公式；装修环保不达标可以解除合同。
2020/05	海南省	海南省住房和城乡建设厅《海南省全装修住宅工程质量分户验收管理办法》	规定，5 月 10 日起，将实施新建商品住房全装修分户验收 100% 覆盖办法，分户验收不合格将不得进行竣工验收。

资料来源：相关政府网站，华创证券

（二）第二阶段：长期更新需求（旧改）赋予更长久市场，赋予产业链更持续的发展

需求方面，住宅长期需求主要由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升和旧房拆迁更新等四方面因素推动的需求组成。在我们的需求估算模型中，分类两大类需求估算：1）一方面，由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升推动的需求：根据卫计委预测 2030 年我国总人口 14.5 亿人，世界银行预测 2030 年我国城镇化率 70% 以及住建部预测 2030 年人均住房面积 35 平方米（其实预测 2020 年达 35 平方米），可以估算 2030 年我国的住房存量需要达到 355.3 亿平方米（我国总人口*城镇化率*人均住房面积），因而由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升推动的需求增量为 127.4 亿平方米（2030 年城镇存量住房面积-2015 年城镇存量住房面积）；2）另一方面，由旧房拆迁更新推动的需求：假设 2016-2030 年城镇存量住房更新率为 1.5%，可以估算 2016-2030 年因旧房拆迁更新推动的需求合计为 66.6 亿平方米（城镇存量住房面积*城镇存量房更新率）。

因而，我们估算 2016-2030 年的住房增量需求合计为 194.0 亿平方米（包括住房需求净增部分和旧房拆迁更新需求部门），对应未来 15 年内的年均住房需求为 12.9 亿平方米，略高于 2015 年的全国住宅销售面积 11.2 亿平方米，略低于 2017 年的全国住宅销售面积 14.5 亿平方米，证明了中期需求仍有一定支撑。

按照我们的估算模型测算，估算 2030 年全国住宅存量预计将达 355 亿平方米，假设 2030 年开始，每年城镇存量住房更新率（旧改等）稳定在 2%-3% 左右，那么每年的市场更新需求约 7.1-10.7 亿平方米，对应市场 10 万亿，市场总量空间并不会萎缩或消失，因此更新需求（旧改）赋予更长久永续市场，赋予房地产产业链更持续的发展。

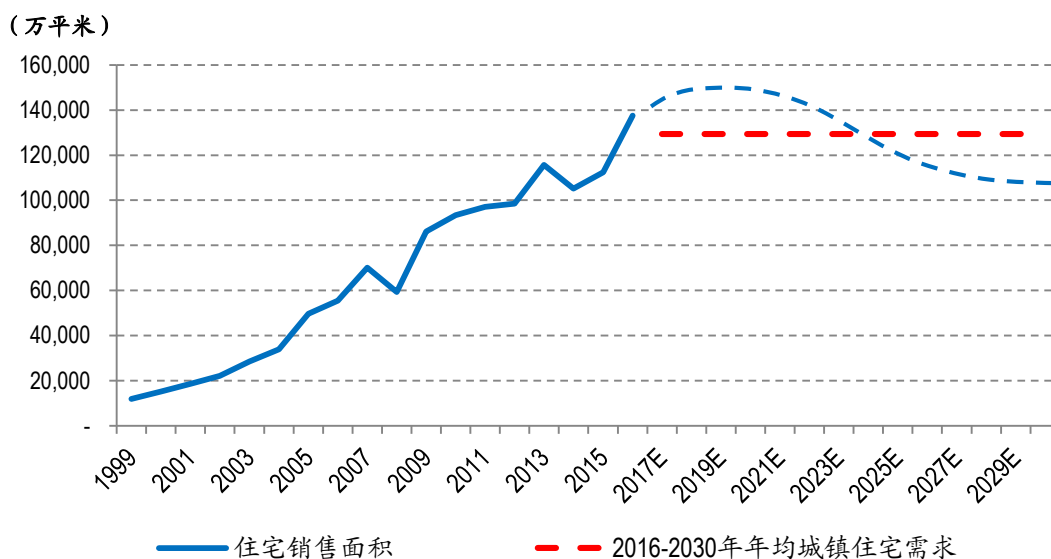
图表 33、2015 年、2030 年我国城镇存量住宅和 2016-2030 年城镇住宅增量需求估算

年份	城镇住宅存量 (亿平米)	总人口 (亿人)	城镇化率 (%)	城镇常住人口 (亿人)	常住人口人均住房面积 (平米)
2000	44.1*	12.67	36.22	4.6	9.61
2005	107.7*	13.08	42.99	5.6	19.16
2010	190.7* (估算)	13.41	49.95	6.7	28.48
2015	227.8 (估算)	13.75	56.10	7.7	29.54
2030	355.3 (估算)	14.50*	70.00*	10.2	35.00*
2016-2030 城镇住宅增量需求	127.4	注: 这个增量需求主要包括: 自然人口增加、城镇人口增加和人均居住面积提升等三方面住房需求			
2016-2030 城镇住宅折旧需求	66.6	注: 我们假设 2016-2030 年城镇住宅存量房更新率为 1.5% (同时参考: 1) 根据 RECIO 数据目前城镇存量房更新率为 0.75%; 2) 按照我国住房 70 年产权对应的折旧率为 1.4%)			
2016-2030 城镇住宅需求合计	194.0	注: 城镇住宅需求合计=城镇住宅增量需求+城镇住宅折旧需求			
2016-2030 年年均城镇住宅需求	12.9	注: 年均需求 12.9 亿平米代表是一个平均值, 持平于 16 年的住宅销售面积			

资料来源: Wind、建设部《城镇房屋概况统计公报》、中国指数研究院、REICO 工作室, 华创证券

注: 1) 2000 年和 2005 年的城镇住宅存量数据来自于《城镇房屋概况统计公报》, 2010 年城镇住宅存量数据来自于国务院发展研究中心、中国指数研究院和 REICO 工作室的估算值的平均数, 2015 年和 2030 年城镇住宅存量数据为华创证券地产组估算值; 2) 2030 年我国总人口采用了国际卫计委预测 2030 年我国总人口达到 14.5 亿人; 3) 2030 年我国人均住房面积采用了住建部预测 2020 年我国人均住房面积将达到 35.00 平米 (建筑面积) 的小康标准; 4) 2030 年我国城镇化率采用了世界银行预测 2030 年我国城镇化率将达到 70%。

图表 34、2016-2030 年内全国住宅销售面积走势大致预测 (蓝色虚线为示意图)



资料来源: Wind, 华创证券预测

五、房地产产业链集中度分析：房企参投产业链有望推动上下游行业加速集中、推升成长性

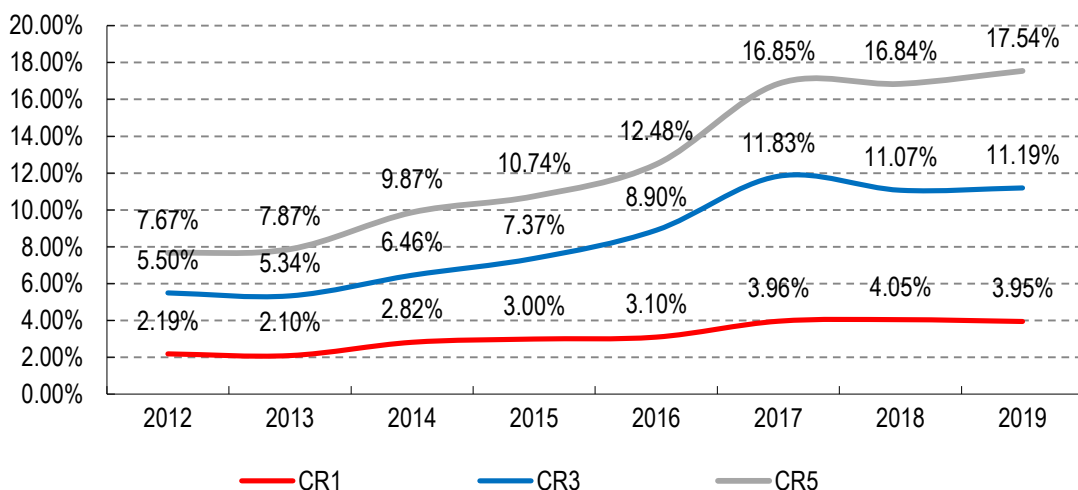
（一）房地产行业集中度逐步提升，并呈现“融资、拿地、销售”三重集中度跳增

2016年起房地产行业集中度加速提升。我们以地产企业年度销售额为衡量标准，计算了2012年以来的行业集中度变化。七年时间，地产CR5由7.67%提升至17.54%，CR3由5.50%提升至11.19%，CR1由2.19%提升至3.95%

我们认为，本轮房地产小周期中，供给端调控下资金、土地和预售证等三大资源分配机制发生了变化，由此导致了融资、拿地和销售集中度提升都会导致龙头资源集聚，使龙头获得更多、更便宜的土地，也将会带来后续的销售集中度继续提升。

在2015-2019年中，上述观点得到了强有力的验证，我们可以看到：在预售证资源、资金资源和土地资源的三大资源要素的供给侧改革下，主流15家房企销售集中度/融资集中度/拿地集中度分别由2015年的11%/21%/16%快速提升至2019H1的24%/66%/46%，其中融资集中度和拿地集中度的遥遥领先于销售集中度，也就意味着行业销售集中度仍有望进一步显著提升。

图表 35、2012-2019 年地产行业集中度变化



资料来源：Wind，华创证券

（二）上下游行业集中度普遍较低，产业链融合有助于形成双赢局面。

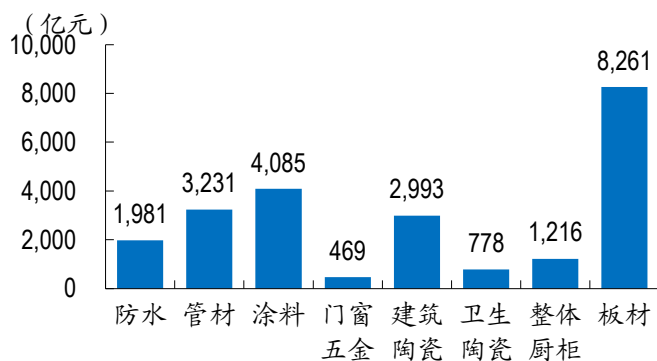
我们统计或估算了防水、涂料、管材、门窗五金、陶瓷、整体厨柜、板材等七大产业链子行业的行业规模及集中度情况，合计市场规模超过2.3万亿元。CR1来看，仅陶瓷和板材低于房地产，CR3中建材与房地产基本持平，陶瓷、厨柜、板材低于房地产，而当比较范围扩大至CR5时，房地产集中度明显高于产业链子行业，差额约6~15个百分点。受精装修比例提升、房地产集中度提升以及需求增速下滑等多重因素影响，近年来产业链相关企业逐渐加大B端业务拓展力度，防水、涂料、管材等行业的头部企业份额不断扩大，产业链融合有望加速推动这一发展态势，形成双赢局面。

1、防水：根据工信部，2019年全行业规模以上企业实现收入990.4亿元，我们按规模以上企业规模占全行业

规模的一半估算,全行业规模将近 2,000 亿元,龙头企业东方雨虹市占率约 9.16%,高于房地产 CR1 的 3.95%;另外两家上市公司科顺股份、凯伦股份的市占率各为 2.35%、0.59%,CR3 以外企业市场份额大幅下滑。

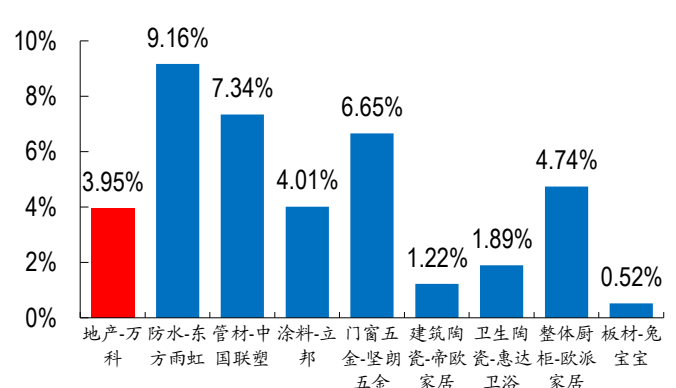
- 2、管材:**根据前瞻产业研究院,2018 年全国塑料管道销售收入为 3,231.3 亿元,中国联塑市占率最高,约 7.34%,永高股份、伟星新材位列二、三位,市占率各为 1.66%、1.41%,CR3 为 10.42%,略低于房地产,其他企业市场份额均较小,CR5 仅为 11.51%。
- 3、涂料:**根据《涂界》发布的“2019 年中国涂料企业 100 强排行榜”,我国涂料行业规模约 4,085 亿元,且外资品牌较多,其中立邦 2018 年实现销售收入 163.73 亿元,市占率最高,为 4.01%,紧随其后的 PPG、阿克苏诺贝尔市场份额各为 2.59%、2.54%,CR3 仅 9.14%;根据该排行榜,前 10 强中仅四家中国企业,分别为东方雨虹、湘江涂料、宣伟和三棵树。
- 4、门窗五金:**2019 年全国建筑业房屋竣工面积为 40.24 亿平,我们按 25%的占比计算,门窗面积约 10.06 亿平;平均每 1.5 平配套一套门窗五金,则市场需求量约 6.71 亿套;假设每套均价约 70 元,估算全市场规模将近 470 亿元,唯一一家上市的五金企业坚朗五金,市占率为 6.65%。
- 5、陶瓷:**陶瓷行业可细分为建筑陶瓷和卫生陶瓷,根据中国建筑卫生陶瓷协会,2018 年建筑陶瓷与卫生陶瓷规模以上的企业收入各为 2,993.48 亿元、778.09 亿元,与涂料类似,高端陶瓷品牌同样以外资企业为主。**建筑陶瓷方面**,东鹏控股是最大的国有品牌之一,市占率在 1%以上,帝欧家居旗下的欧神诺,市占率约 1.22%,五家上市企业帝欧家居、蒙娜丽莎、悦心健康、惠达卫浴、四通股份合计市占率仅 2.79%。**卫生陶瓷行业规模相对较小**,约为建筑陶瓷的四分之一,最大的上市公司惠达卫浴市占率 1.89%,五家上市公司合计市占率也仅有 3.55%。
- 6、整体厨柜:**整体厨柜指厨柜、电器、燃气具、厨房功能用具四位一体的厨柜组合,2018 年全行业规模约 1,216.18 亿,产量 1,810 万套,平均每套价值 6,719 元。整体厨柜行业共有 4 家上市公司,规模最大的欧派家居,2018 年厨柜收入 57.65 亿元,市占率 4.74%,其他三家志邦家居、金牌橱柜、索菲亚市占率各为 1.59%、1.26%、0.58%,行业 CR4 仅 8.17%,我们估算 CR5 不足 9%。
- 7、板材:**根据中华板材网,2018 年板材行业规模同比增长 4.7%至 8,261 亿元,但行业格局分散,全市场企业数量约 5,000 家,唯一一家上市企业兔宝宝市占率只有 0.52%。

图表 36、产业链上下游行业规模



资料来源:工信部、前瞻产业研究院、涂界、行业协会、Wind 等,华创证券

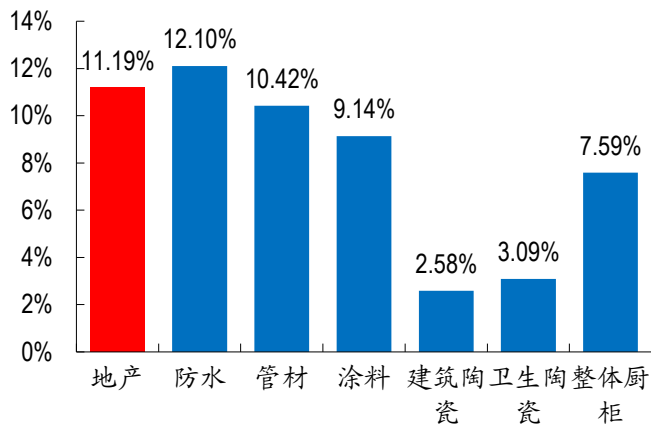
图表 37、产业链上下游行业 CR1¹



资料来源:工信部、前瞻产业研究院、涂界、行业协会、Wind 等,华创证券

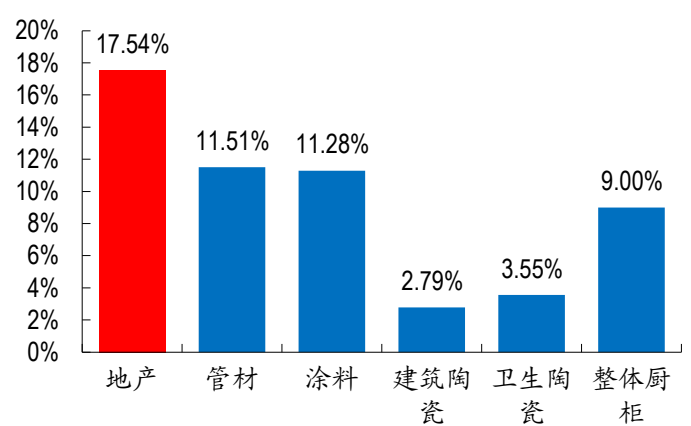
¹ 建筑陶瓷行业中,马可波罗、东鹏控股等非上市品牌较多,由于缺少相关数据,故本篇报告测算的建筑陶瓷行业集中度略低于实际值

图表 38、产业链上下游行业 CR3



资料来源：工信部、前瞻产业研究院、涂界、行业协会、Wind 等，华创证券

图表 39、产业链上下游行业 CR5



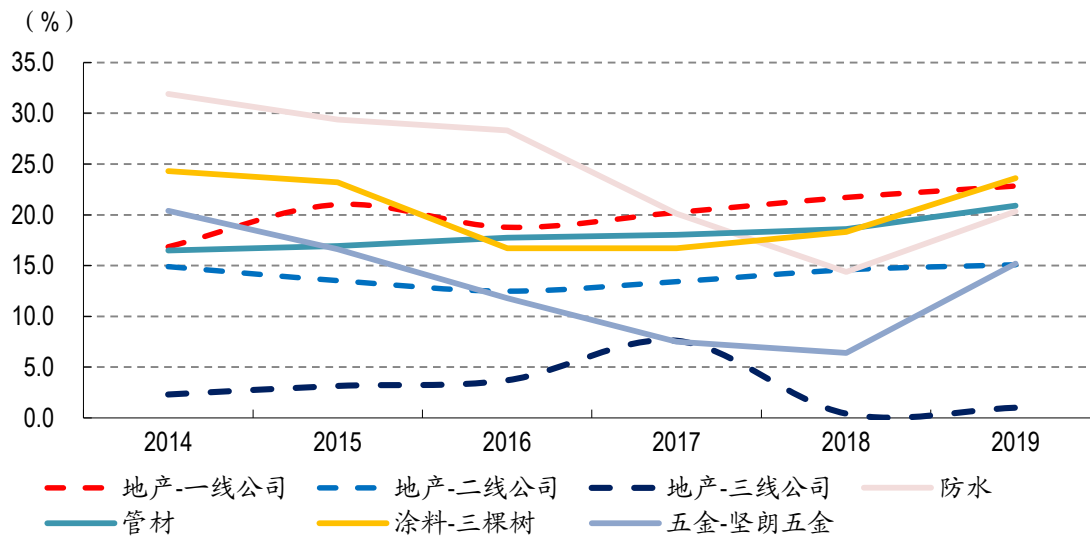
资料来源：工信部、前瞻产业研究院、涂界、行业协会、Wind 等，华创证券（注：整体橱柜 CR5 为估算值）

六、房地产及产业链盈利能力比较：高周转驱动产业链 ROE 水平优于二线房企

房地产产业链子行业 ROE 大多在 15% 以上，高于二线房企公司的盈利水平。我们统计了 2014 年至今，各子行业规模前三的上市公司的 ROE 及净利率平均值（不足三家以一家代表），可以看出，除卫生陶瓷外，2019 年其他子行业的 ROE 平均值均高于二线房企，其中防水、管材、涂料、整体橱柜超过 20%，门窗五金、建筑陶瓷相对较低，但也均在 15% 以上。**净利率方面**，头部房企遥遥领先，2019 年一二线房企的净利率平均值约 16%，20% 以上的三线房企处于亏损状态，而建材和轻工企业的净利率大多在 8%~12% 之间。**房企参投产业链相关公司**，不仅能够直接提升公司本身的 ROE，还有望通过扩大参投企业业务量、改善其周转情况等渠道间接促进自身 ROE 提升。

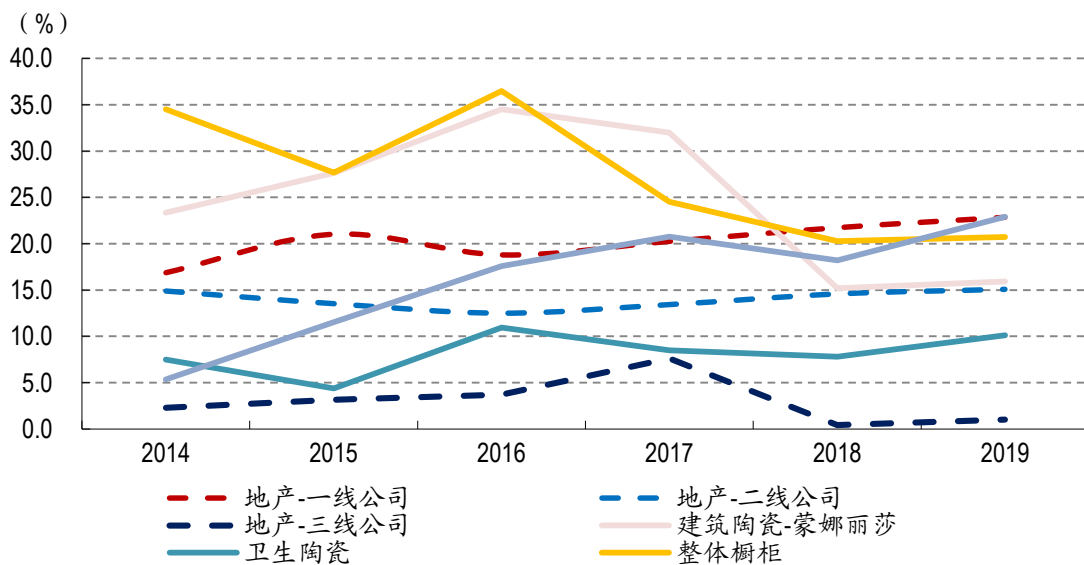
我们认为，产业链格局较为分散，防水、管材、涂料虽相对集中，但市场份额主要是由头部企业抢占，行业第二梯队仍有不少潜力企业，且盈利能力较好。受益于地产集中度提升以及精装修比例提升双重因素驱动，行业成长性优异。综合以上分析，我们推荐顺序为防水、管材、涂料，建议关注五金、陶瓷、板材。

图表 40、地产 VS 建材 ROE 对比



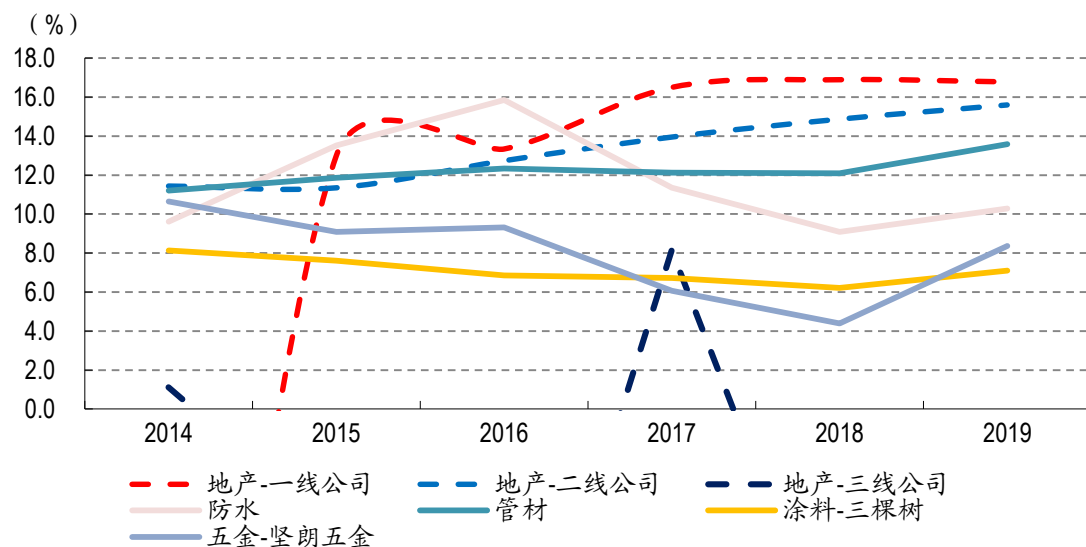
资料来源: Wind、华创证券

图表 41、地产 VS 轻工 ROE 对比



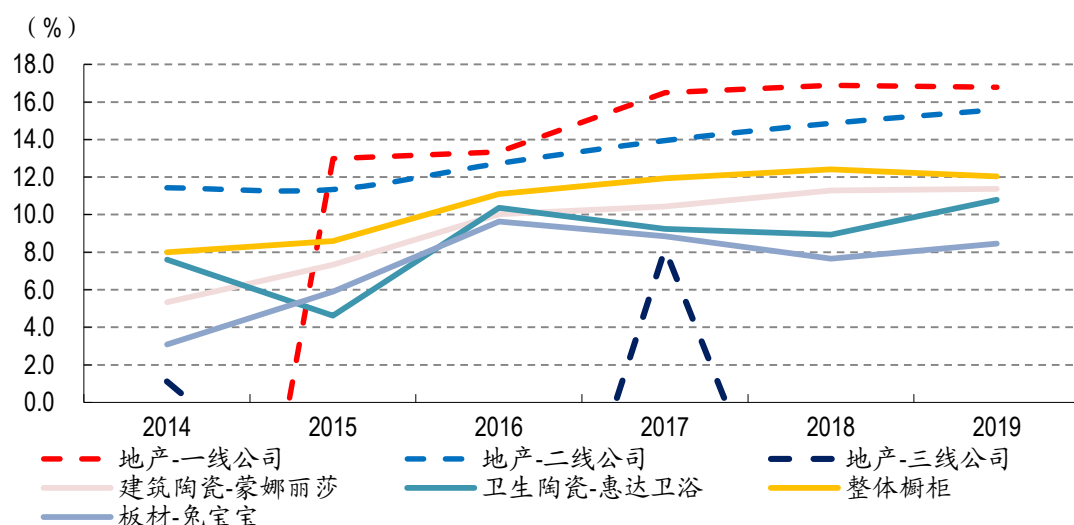
资料来源: Wind、华创证券

图表 42、地产 VS 建材 净利率对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43、地产 VS 轻工 净利率对比

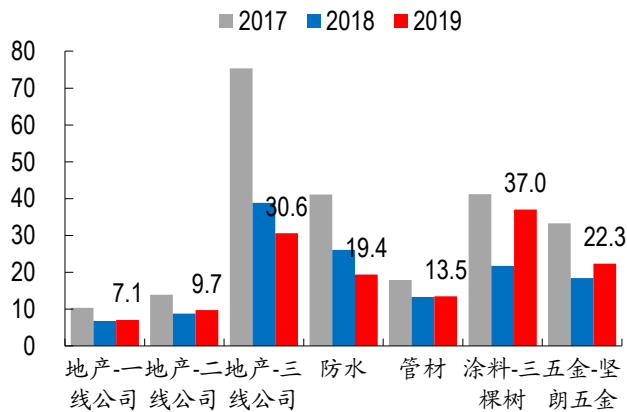


资料来源: Wind, 华创证券

七、房地产及产业链估值比较：产业链估值远高于房企，强话语权下房企估值有望提升

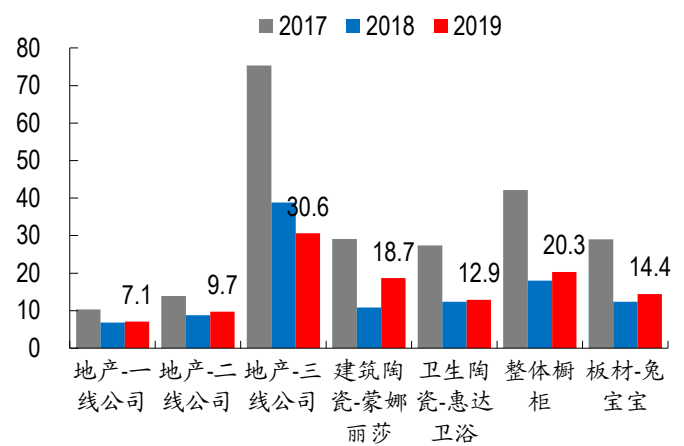
产业链行业估值明显高于地产。受经济增长方式转型以及地产调控影响，房地产估值中枢逐渐下移，主流房企2020年平均估值仅5.6x。产业链子行业估值大多高于房地产，其中，五金、涂料估值较高，2020对应估值超40x，其次是防水、整体橱柜、建筑陶瓷，估值大约在20x左右，管材、卫生陶瓷、板材相对较低，估值约在15x上下，也均高于地产。业绩方面，我们选取了各行业的代表公司进行对比，上下游的主要企业成长性大多优于或持平于房企，参投产业链企业有望强化房企定价权价值发现，房企在产业链中的定价权或通过股权投资收益等方式体现，并有望推动房企估值提升。

图表 44、地产 VS 建材 估值对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 45、地产 VS 轻工 估值对比



资料来源: Wind, 华创证券

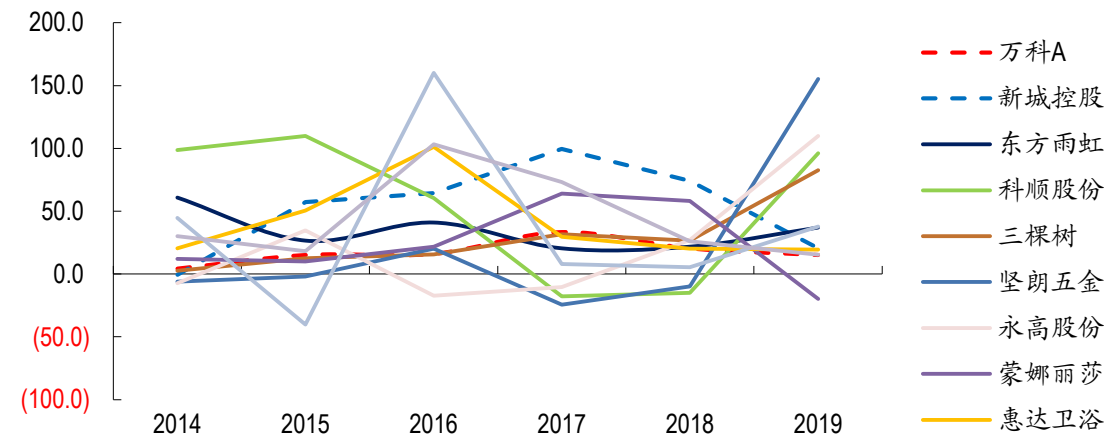
图表 46 主流房企与产业链公司 2020 年估值对比 (股价为 6 月 9 日收盘价)

	公司	股票代码	股价 (元)	现价对应 20PE
主流房企	万科 A	000002.SZ	26.44	6.6
	保利地产	600048.SH	14.95	5.6
	招商蛇口	001979.SZ	16.98	7.6
	新城控股	601155.SH	32.99	4.2
	金地集团	600383.SH	13.80	5.2
	阳光城	000671.SZ	6.84	5.1
	首开股份	600376.SH	6.28	3.8
	中南建设	000961.SZ	8.19	4.4
	华夏幸福	600340.SH	22.55	4.1
	蓝光发展	600466.SH	5.21	3.1
	金科股份	000656.SZ	8.09	6.2
	荣盛发展	002146.SZ	8.07	3.2
	绿地控股	600606.SH	5.54	3.8
	华侨城 A	000069.SZ	6.08	3.5
	北京城建	600266.SH	6.25	5.4
	大悦城	000031.SZ	5.07	7.5
	金融街	000402.SZ	6.64	5.5
	光大嘉宝	600622.SH	4.00	12.1
	融创中国	1918.HK	35.85	4.9
	旭辉控股	0884.HK	6.74	5.9
	龙湖集团	0960.HK	36.45	8.8
	世茂房地产	0813.HK	33.50	7.8

	公司	股票代码	股价（元）	现价对应 20PE
	龙光地产	3380.HK	13.18	4.9
	美的置业	3990.HK	21.90	4.2
	平均值			5.6
防水	东方雨虹	002271.SZ	38.12	21.13
	科顺股份	300737.SZ	18.14	18.88
	凯伦股份	300715.SZ	37.91	28.63
	平均值			22.88
涂料	三棵树	603737.SH	125	41.90
	亚士创能	603378.SH	43.35	41.34
	平均值			41.62
五金	坚朗五金	002791.SZ	83.46	45.16
管材	伟星新材	002372.SZ	12.24	18.34
	永高股份	002641.SZ	6.96	11.80
	中国联塑	2128.HK	10.8	9.00
	雄塑科技	300599.SZ	14.3	15.06
	东宏股份	603856.SH	15.9	15.80
	平均值			14.00
建筑陶瓷	蒙娜丽莎	002918.SZ	31.45	23.11
卫生陶瓷	惠达卫浴	603385.SH	14.9	14.73
整体橱柜	欧派家居	603833.SH	113.4	23.34
	志邦家居	603801.SH	25.6	15.30
	金牌厨柜	603180.SH	47.84	16.12
	平均值			18.25
板材	兔宝宝	002043.SZ	9.62	16.90

资料来源：Wind、华创证券

图表 47、地产 VS 产业链企业业绩增速对比



资料来源: Wind、华创证券

八、投资建议：地产产业链赋能，房企定价权凸显，重申地产、建材“推荐”评级

房地产行业仍是我国经济稳定的压舱石，产业链融合趋势已现，三大趋势推升产业链集中度、业绩高增确定性加强、估值中枢抬升，而房企定价权价值也有望逐步提升。我们重申地产、建材板块推荐评级，1) 住宅开发推荐：金科股份、世茂房地产、金地集团、保利地产、旭辉控股、融创中国、龙湖集团、万科 A、中南建设、新城控股、阳光城、龙光地产、美的置业；2) 物业管理推荐：招商积余、永升生活服务、碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、绿城服务、新大正；3) 建筑建材关注①防水：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份；②管材：永高股份、伟星新材、中国联塑、雄塑科技；③涂料：三棵树、亚士创能；④五金：坚朗五金；⑤陶瓷：蒙娜丽莎、帝欧家居；⑥板材：兔宝宝。

九、风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500