

供给侧改革促发展，发掘行业新机遇

——房地产行业 2021 年年度投资策略

核心观点：

- **行业新格局，房企新机遇。**坚持“房住不炒”已进入第五年，金融审慎管理制度的出台是行业面临的最新变局，行业供给侧改革进入深化阶段。“三稳”背景下，龙头房企盈利能力中长期将触底回升。
- **房地产行业 2021 年核心运行数据判断：**预计商品房销售额增速 5.2%，商品房销售面积与 2020 年持平，房地产开发投资 5.5-6.2%，新开工面积增速 1%，竣工面积增速 7%。行业投资和销售韧性较强。
- **住宅开发板块投资吸引力不断提升。**市场总体表现为销售延续修复节奏，韧性超预期。土地市场 2020 年下半年逐步回归理性，预计未来溢价率也将保持低位。房地产板块估值目前处于历史底部区域，修复空间较大。房地产行业头部公司较高股息率呈现较优投资性价比，将持续吸引资金关注，带动估值提升。
- **“新”变化不改成长逻辑，“品牌力”决定物管企业扩展蓝图。**物业管理板块估值分化，8 月份以来进入调整期，部分新股赚钱效应减弱。集中上市潮短期影响估值但不改行业长期成长逻辑，行业属性决定估值底，优质企业“品牌力”决定估值顶，公司估值分化将成趋势。外拓能力是物管公司核心竞争力。
- **经纪服务行业景气度稳步上行。**随着经纪业务在房屋交易中渗透率、佣金率的提升以及住房市场 GTV 的稳步上升，预计 4 年后佣金规模超 5000 亿，年复合增速超 15%，成长性确定，景气度持续向上。
- **投资建议：**当前行业估值处于历史低位，公募基金配置比例持续走低，政策面预计 2021 年仍保持稳定，行业供给侧改革不断深化，利好注重内部运营与具备融资优势、财务稳健的企业。我们看好当前住宅开发行业、物业管理行业以及经纪服务行业三个细分领域头部企业投资机会。建议关注低估值、高股息的优质住宅开发行业龙头股：万科 A、保利地产、金地集团；销售提速、弹性较大的优质成长型个股：阳光城、金科股份、中南建设；A 股物业行业龙头公司招商积余；经纪服务行业标的我爱我家、国创高新。
- **风险提示：**行业面临经济及行业下行压力的风险，销售超预期下行的风险，政策调控不确定性的风险。

重点公司盈利预测及估值表

代码	名称	股价	EPS	EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE	PE
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000002	万科 A	28.66	3.47	3.85	4.42	5.01	8.26	7.46	6.49	5.73
600048	保利地产	16.29	2.35	2.71	3.20	3.71	6.93	6.02	5.09	4.38
001914	招商积余	23.29	0.41	0.57	0.78	1.03	56.94	41.21	29.82	22.55
000560	我爱我家	3.80	0.36	0.20	0.36	0.41	10.66	18.81	10.69	9.19

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

房地产行业

推荐 (维持评级)

分析师

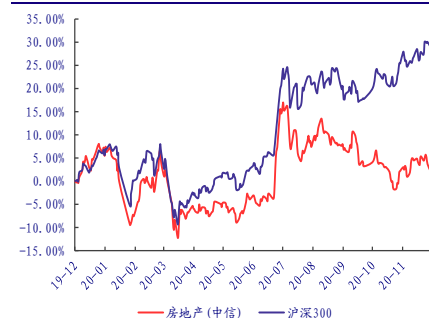
潘玮

分析师登记编码：S0130511070002

王秋薇

分析师登记编码：S0130520050006

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产潘玮团队】行业深度报告_房地产行业_住宅开发价值重估东风，扬经纪业务景气上行之帆——房地产行业 2020 年四季度策略-20200924

【银河地产潘玮团队】行业深度报告_房地产行业_住宅基本面持续改善，物业+园区 REITs 多元发展——房地产行业 2020 年中期策略

【银河地产潘玮团队】行业深度报告_房地产行业_2020 年年度策略报告：行业新形势，房企新形态-2020.1.2

目 录

一、行业新格局、房企新机遇	1
(一) 十四五规划引领房地产市场平稳健康发展	1
1、坚持“房住不炒”定位，金融审慎管理制度出台是最大新变局	1
2、规划首提物业行业，政策推动行业进步	1
(二) 金融审慎管理制度促地产业供给侧改革	3
1、土地市场的改革是地产促供给侧改革的重要一环	3
2、三道红线促行业降杠杆，房企进入从增量到提质的发展阶段	4
3、金融审慎管理制度大背景下，龙头房企盈利能力有望触底反弹	5
4、布局多元化优质业务的平台型房企将享受业绩+估值双提升	8
(三) 房地产市场迈入存量阶段，关注物业管理及经纪服务子板块	9
1、房地产市场逐渐向存量阶段过渡，存量市场规模大，机遇丰富	9
2、关注存量时代物业管理和经纪服务子板块的潜在发展空间	11
(四) 2021 年核心运行数据判断：销售及房地产开发投资韧性犹存	11
二、住宅开发行业：估值底+高股息率提升板块投资吸引力	14
(一) 销售延续修复节奏，市场韧性超预期	14
(二) 土地市场 2020 下半年回归理性，预计未来溢价率保持低位	15
(三) 估值底部+高股息率打开地产蓝筹股估值空间	16
三、物业管理行业：“新”变化不改成长逻辑，“品牌力”决定扩展蓝图	18
(一) 物业管理板块在资本市场中的“新”变化	18
1、2020 年迎来 IPO 潮，预计今年上市数量和前五年总和相当	18
2、板块估值分化，8 月份以来进入调整期，部分新股赚钱效应减弱	19
(二) 物业公司高估值是否有支撑？	20
1、千亿存量市场待开拓，万亿增量市场助飞跃	20
2、行业属性决定估值底，企业品牌力决定估值顶	22
3、多重政策利好助力估值抬升	24
(三) 基础物管是基本盘，外拓能力决定能否走的更远	27
1、基础物管业务仍是物管公司最重要的基本盘和成长性的保障	27
2、外拓能力是物管公司的核心竞争力	29
四、经纪服务行业：景气稳步上行，O2O 化是大势所趋	30
(一) 物业经纪服务行业受益于未来住房市场 GTV 稳定增长	30
1、中国住房市场 GTV 及新房销售、二手房交易、租赁市场分类 GTV 均稳步提升	31
2、经纪业务在房屋交易中的渗透率和佣金率不断提升，预计 4 年后佣金规模超 5000 亿	31
(二) 房地产经纪的 O2O 化：高速渗透，O2O 成必然趋势	32
五、板块财务分析：降杠杆初见成效、盈利能力迎改善	34
(一) 利润表：长期利润率水平将迎来改善	34
(二) 资产负债表：预收账款小幅上涨，杠杆率有望继续下降	35
(三) 现金流量表：销售强韧性对现金流形成支撑	36
六、投资建议	37
七、风险提示	37
插图目录	39
表格目录	40

一、行业新格局、房企新机遇

（一）十四五规划引领房地产市场平稳健康发展

1、坚持“房住不炒”定位，金融审慎管理制度出台是最大新变局

近期，中共中央发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》。其中提到，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。

文件指出，坚持房住不炒定位，租购并举，因城施策，促进地产市场平稳健康发展。

“房住不炒”于 2016 年年底的中央经济工作会议上首次提出，此后，相关部门陆续出台了与之相配套的政策，涉及房企融资、购房者信贷等方面。本次写入十四五规划建议，意义重大，是对中央地产调控政策方针的延续，关键点是“平稳健康发展”，未提及房产税。提法中性偏正面。预计未来地产行业将进入平稳期，将更加考验房企的管理运营能力。

11 月 25 日，国务院副总理刘鹤在《人民日报》刊发了署名文章《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》，其中，对房地产的阐述为，房地产业影响投资和消费，事关民生和发展。要坚持“房住不炒定位，坚持租购并举、因城施策，完善长租房政策，促进房地产市场平稳健康发展”。

在央行发布的《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》中，关于地产的相关阐述为，牢牢坚持“房住不炒”定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

“房住不炒”定位至今已经坚持了四年，并且仍将是下个阶段地产政策的主基调。当前行业最大的新变局在于 2020 年 8 月份房地产行业金融审慎管理制度的出台，这从供给端对行业整体进行规范和指导，化解房地产金融风险，继承和延续了“房住不炒”精神，有助于行业出清，优化竞争格局，利好龙头优质企业。

2、规划首提物业行业，政策推动行业进步

文件中提到，推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌化建设。十三五规划中服务业的内容没有提及物业行业，十四五规划首次提及物业行业，其重要性凸显，随着地产进入存量时代，优质物业管理公司将引领新的消费需求，成为扩内需，促消费的重要抓手。预计未来该细分赛道在政策支持下，随着科技赋能，服务品质提升，将诞生一批优秀的标杆企业。

表 1：十三五规划建议及十四五规划建议对地产相关内容表述的对比

	十三五规划建议（地产相关内容表述）	十四五规划建议（地产相关内容表述）
主要目标	就业比较充分，就业、教育、文化、社保、医疗、住房等公共服务体系更加健全，基本公共服务均等化水平稳步提高。	建议目标中未具体提及房地产。

构建发展新格局	没有类似表述。	1、畅通国内大循环。推动金融、房地产同实体经济均衡发展，实现上下游、产供销有效衔接。 2、全面促进消费。促进住房消费健康发展。
区域发展	以区域发展总体战略为基础，以“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设为引领，形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带。发挥城市群辐射带动作用，优化发展京津冀、长三角、珠三角三大城市群，形成东北地区、中原地区、长江中游、成渝地区、关中平原等城市群。	布局建设综合性国家科学中心和区域性创新高地，支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心。 推动区域协调发展。推动西部大开发形成新格局，推动东北振兴取得新突破，促进中部地区加快崛起，鼓励东部地区加快推进现代化。支持革命老区、民族地区加快发展，加强边疆地区建设，推进兴边富民、稳边固边。推进京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展，打造创新平台和新增长极。 优化行政区划设置，发挥中心城市和城市群带动作用，建设现代化都市圈。推进成渝地区双城经济圈建设。推进以县城为重要载体的城镇化建设。
地产行业定位及纲领	未提及定位。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。
生活性服务业	未提及物业行业。	推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌建设。
新型城镇化及户籍制度改革	推进以人为核心的新型城镇化。提高城市规划、建设、管理水平。加大城镇棚户区和城乡危房改造力度。 深化户籍制度改革，促进有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口举家进城落户，并与城镇居民有同等权利和义务。实施居住证制度，努力实现基本公共服务常住人口全覆盖。健全财政转移支付同农业转移人口市民化挂钩机制，建立城镇建设用地增加规模同吸纳农业转移人口落户数量挂钩机制。	推进以人为核心的新型城镇化。实施城市更新行动，推进城市生态修复、功能完善工程，统筹城市规划、建设、管理，合理确定城市规模、人口密度、空间结构，促进大中小城市和小城镇协调发展。 深化户籍制度改革，完善财政转移支付和城镇新增建设用地规模与农业转移人口市民化挂钩政策，强化基本公共服务保障，加快农业转移人口市民化。
人口政策	促进人口均衡发展。坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略。全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。	制定人口长期发展战略，优化生育政策，增强生育政策包容性。
城乡统一建设用地市场	维护进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，支持引导其依法自愿有偿转让上述权益。深化住房制度改革。	健全城乡统一的建设用地市场，积极探索实施农村集体经营性建设用地入市制度。建立土地征收公共利益用地认定机制，缩小土地征收范围。探索宅基地所有权、资格权、使用权分置实现形式。保障进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，鼓励依法自愿有偿转让。

资料来源：新华社、中国银河证券研究院

（二）金融审慎管理制度促地产业供给侧改革

1、土地市场的改革是地产促供给侧改革的重要一环

2020年3月12日，国务院发布《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》，决定提出“一、将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准；二、试点将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批事项委托部分省、自治区、直辖市人民政府批准。首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年”。

我们认为除永久基本农田外的农用地转建设用地审批权的下放，赋予了各省级政府更大的自主权，有利于缩短用地审批时间，提高土地利用效率。根据《土地管理法》，土地供应总量仍由国务院规划确定，未因审批权下放而发生变化，因此《决定》不会引起土地供应的大量释放，而《决定》提出，试点将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批事项委托给北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆这八个省市。试点区域覆盖了京津冀、长三角、珠三角、成渝都市圈内的主要省市，符合加快建设都市圈协同经济的思路。这八个省市的城镇化率较高，人口高度密集，土地供需缺口巨大，《决定》有利于缓解区域内的土地供需矛盾，优化土地资源配置，促进都市圈经济发展。

2020年4月9日，国家发改委发布《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》。文件提出，改革建设用地计划管理方式。推动建设用地资源向中心城市和重点城市群倾斜。鼓励盘活低效存量建设用地。修改土地管理法实施条例并完善配套制度，分步实现城乡建设用地指标使用更多由省级政府负责。探索建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制。全面推开农村集体经营性建设用地直接入市。

2020年4月9日，新华社受权发布《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。意见提出，建立健全城乡统一的建设用地市场。全面推开农村土地征收制度改革，扩大国有土地有偿使用范围。加快修改完善土地管理法实施条例。全面推开农村土地征收制度改革。鼓励盘活存量建设用地。完善土地管理机制。完善土地利用计划管理，实施年度建设用地总量调控制度，增强土地管理灵活性，推动土地计划指标更加合理化，城乡建设用地指标使用应更多由省级政府负责。

此次国务院和发改委同时发布政策文件，重申土地制度改革，强调推进土地要素市场化配置，有利于结构性增加供给，稳定房地产市场。并且，文件中制定出台农村集体经营性建设用地入市指导意见，并明确入市用地可按照国土空间规划确定的经营性用途入市，这一举措有利于增加“土地要素”的供给来源，并促进土地要素的市场化和多元化。这是继之前农用地审批权限下放之后的进一步举措，实现农用地转农村建设用地再转城市建设用地的环节，逐步破除土地流动的城乡二元结构。

2020年11月3日，中共中央发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》。规划建议中提到，健全城乡统一的建设用地市场，积极探索实施农村集体经营性建设用地入市制度。建立土地征收公共利益用地认定机制，缩小土地征收范围。探索宅基地所有权、资格权、使用权分置实现形式。保障进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，鼓励依法自愿有偿转让。未来，城乡统一的土地市场建设或将提速，但预期不会太快，对楼市的实质影响偏中性。并且，建立土地征收公共利益用地认

定机制，缩小土地征收范围，鼓励依法自愿有偿转让等建议，也将对楼市构成支撑。

综上所述，2020 年以来，国家颁布了一系列土地改革相关的政策和文件，对土地改革的步伐加快，对土地要素的改革将改变土地供应的节奏和数量，将成为房地产市场促供给侧改革的重要一环。

2、三道红线促行业降杠杆，房企进入从增量到提质的发展阶段

我们统计了重点跟踪的 30 家住宅开发、4 家商业地产、10 家园区 2020Q3 的截止到 2020 年三季报的净负债率、扣除预收账款后的资产负债率以及现金短债比的情况。在 30 家住宅开发企业中，三条红线均未踩的只有 7 家，分别为保利地产、招商蛇口、金地集团、华侨城 A、信达地产、中华企业、上实发展，只踩了一条红线的企业有 6 家，踩两条红线的企业有 8 家，踩三条红线的企业有 9 家。相较于 2020 上半年，分别+3、+2、+1、-4 家，住宅开发企业积极降杠杆成效初现，预计伴随去杠杆政策的深化，年末三年红线均未踩企业将稳步增加。中小企业想通过高杠杆快周转的方式来实现弯道超车的可能性已经不大，行业格居趋于稳定、集中度显著增强，行业将进入从增量到提质的发展阶段。

表 2：2020Q3 房企“三道红线”指标梳理

证券代码	证券简称	净负债率 (%)	扣除预收账款的资产负债率 (%)	货币资金/短期债务
住宅开发				
600606.SH	绿地控股	183.51	82.38	0.69
000002.SZ	万科 A	28.51	74.20	1.96
600048.SH	保利地产	70.87	67.03	1.71
601155.SH	新城控股	42.54	77.69	1.83
001979.SZ	招商蛇口	36.83	59.11	1.02
600340.SH	华夏幸福	190.43	76.48	0.37
000656.SZ	金科股份	112.23	72.71	0.84
000961.SZ	中南建设	136.01	82.51	0.81
002146.SZ	荣盛发展	97.25	75.26	0.75
000671.SZ	阳光城	108.35	79.21	1.37
600325.SH	华发股份	148.37	78.54	1.18
600383.SH	金地集团	66.99	69.91	1.09
600376.SH	首开股份	169.93	75.35	1.02
600466.SH	蓝光发展	97.64	70.58	0.71
000031.SZ	大悦城	97.01	72.07	2.62
002244.SZ	滨江集团	103.00	69.76	1.35
000069.SZ	华侨城 A	96.44	69.61	1.10
600657.SH	信达地产	82.42	69.03	1.46
000537.SZ	广宇发展	149.21	73.09	0.39
000736.SZ	中交地产	227.94	84.69	1.54
600675.SH	中华企业	22.47	59.40	2.86
600748.SH	上实发展	57.92	60.36	1.23
600223.SH	鲁商发展	97.24	85.37	0.74

600266.SH	城建发展	144.41	75.05	1.44
000517.SZ	荣安地产	53.16	77.43	1.77
000926.SZ	福星股份	73.06	66.13	0.56
600185.SH	格力地产	197.26	75.34	0.45
000732.SZ	泰禾集团	279.99	81.96	0.05
600708.SH	光明地产	211.86	77.88	0.48
002314.SZ	南山控股	132.45	75.17	0.81
商业地产				
000402.SZ	金融街	195.84	74.58	0.55
000608.SZ	阳光股份	37.00	41.19	0.31
600007.SH	中国国贸	13.03	34.21	0.00
600823.SH	世茂股份	23.02	65.15	2.01
园区				
600463.SH	空港股份	49.23	51.18	0.32
600515.SH	海航基础	51.71	60.13	0.37
600604.SH	市北高新	91.41	55.98	0.26
600639.SH	浦东金桥	55.77	56.38	1.04
600648.SH	外高桥	117.99	66.67	0.34
600663.SH	陆家嘴	120.34	66.89	0.26
600736.SH	苏州高新	92.34	62.98	1.46
600895.SH	张江高科	70.98	52.55	0.54
601512.SH	中新集团	1.29	39.39	3.62
600848.SH	上海临港	50.81	55.58	1.33

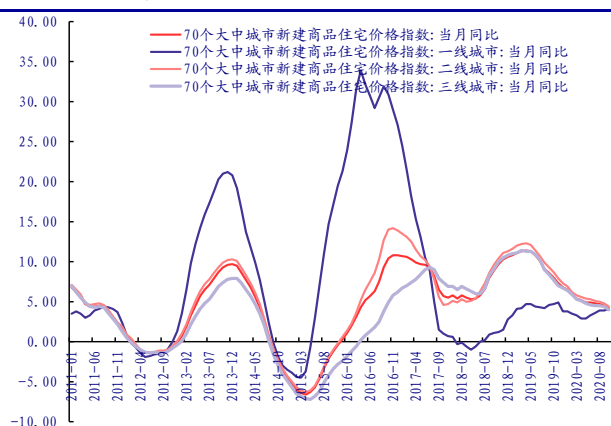
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3、金融审慎管理制度大背景下，龙头房企盈利能力有望触底反弹

“三稳”大背景下，房价未来将保持稳定。房价观察方面，我们通常使用统计局口径的70城新建商品住宅及二手房价格指数，以及中指院口径的百城价格指数数据。两组数据的趋势略有不同，但是2019年5月之后的走势基本趋于一致。可以看到，无论是70城价格指数，还是百城价格指数，2019年5月之后至今价格指数同比增速均呈现总体下滑态势，略有波动。按城市能级来看，70城价格指数中一线城市2019年5月之后房价同比增速围绕4%微幅波动，二三线城市房价同比增速从11.5%左右一路下滑至4.5%左右。百城价格指数中一线城市房价同比增速从0.5%小幅上升至当前的2.5%，二线城市从5.4%下滑至当前3.2%，三线城市从6.7%下滑至6%。

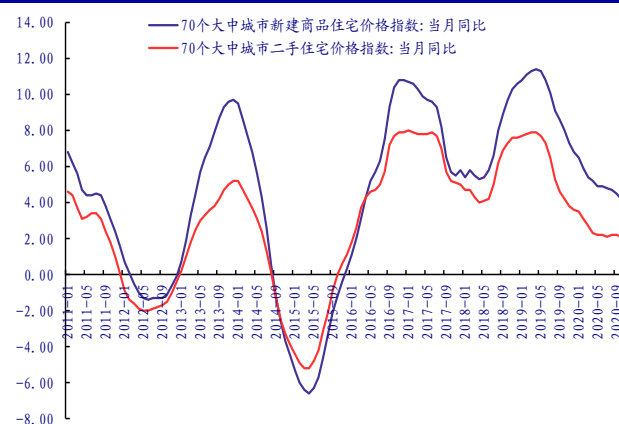
总体来看，我们判断，随着流动性回归常态，并且在“稳地价、稳房价、稳预期”的三稳的大背景下，全国房价指数将保持平稳的个位数小幅增长，不同能级城市涨幅分化，一线城市中小幅上涨，二三线同比增速将保持继续平稳或小幅下降态势。

图 1: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比变化 (%)



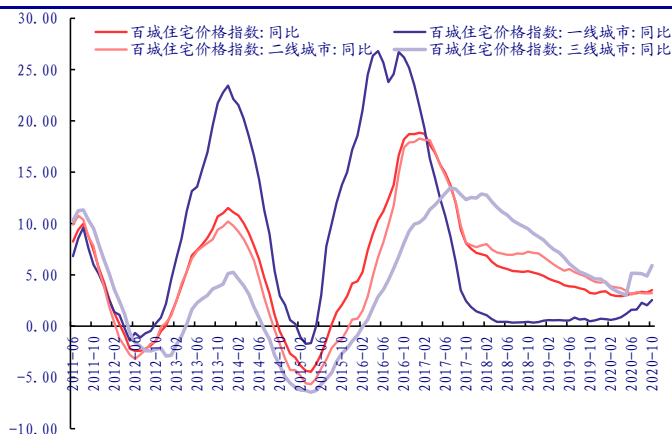
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅价格同比变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

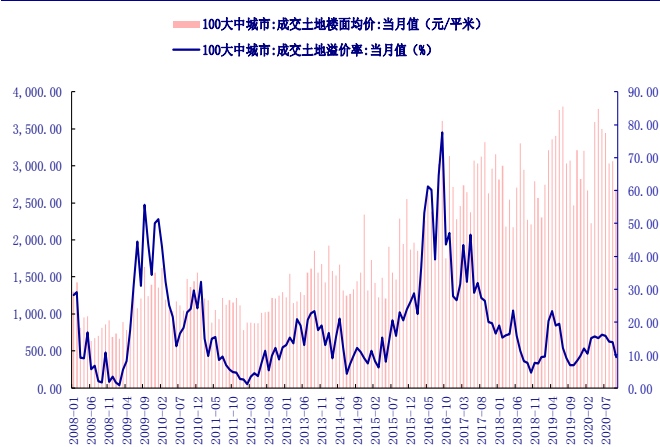
图 3: 百城住宅价格指数同比变化 (%)



资料来源: 中国银河证券研究院

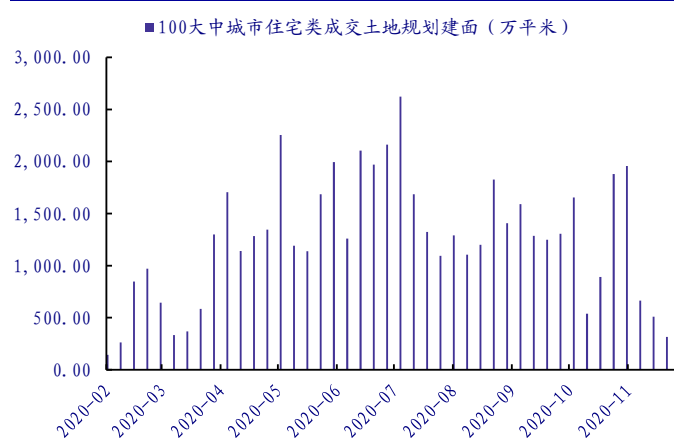
未来土地溢价率料将持续维持低位。从 100 大中城市成交土地楼面均价及溢价率的变化趋势来看,成交土地楼面均价和溢价率都有所下降,土地市场有所降温。2020 年复工复产初期,土地市场热度较高,100 大中城市土地成交溢价率经历了一轮上涨,6 月达到年内高点 16%。但随着“金融审慎管理制度”新政对地产融资端的约束,房企杠杆率不断下降,土地市场热度回归常态,下半年溢价率回落,到 10 月份,100 大中城市成交溢价率回落至 9.7%。预计未来融资环境约束持续、流动性回归适度中性的背景下,土地溢价率将维持低位,土地价格维持稳定。

图 4: 100 大中城市成交土地楼面均价及溢价率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

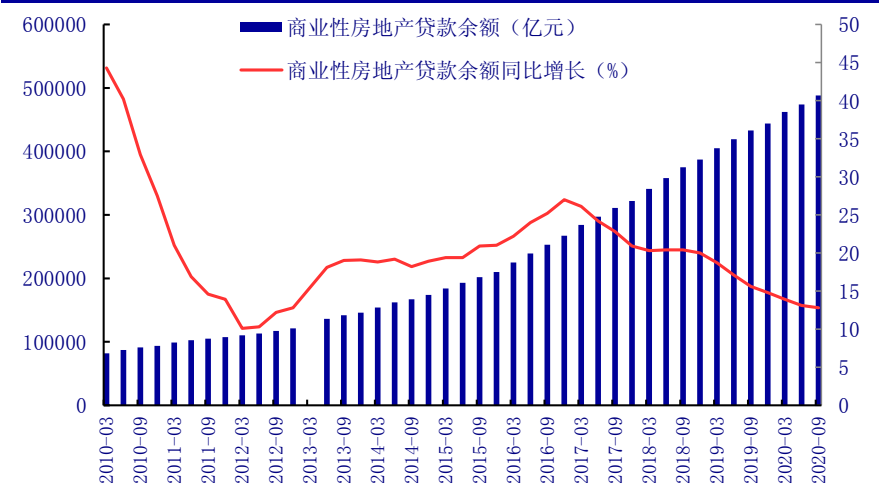
图 5: 100 大中城市住宅类成交土地规划建面 (万平方米)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

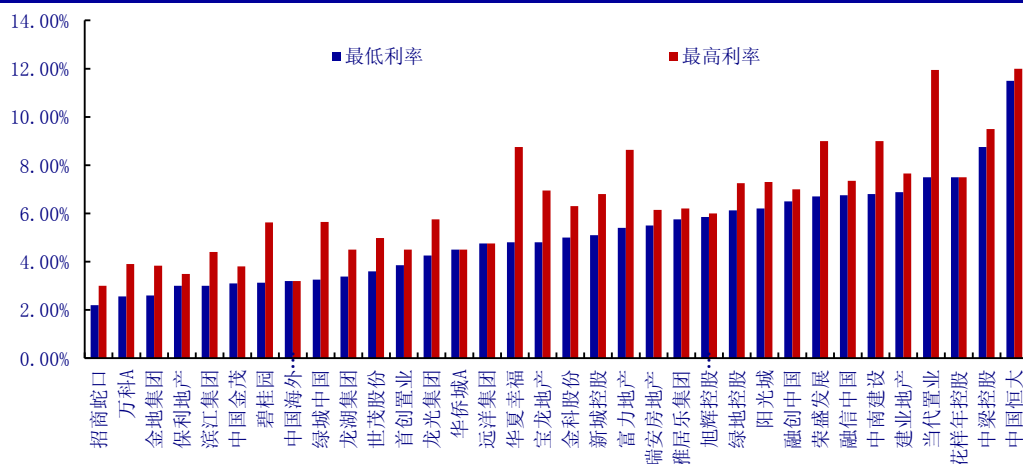
房地产行业融资成本持续下行。房地产贷款余额同比增速从 2016 年 12 月的 27% (近 10 年最高点) 开始一路下滑至 2020 年第三季度的 12.8%。房企融资需求不旺盛, 融资成本有所下降。根据同策研究院对 40 家典型上市房企监测的数据, 2020 年 8、9、10 月份, 40 家房企共完成融资额为 827、402、570 亿元, 对比 7 月的 991 亿元处于低位, 融资需求有所下降。同策对 34 家房企融资利率进行统计的结果显示, 1-10 月份, 公开披露融资利率的共 150 笔, 5% 以下的 58 笔, 5%-7% 之间的 58 笔, 7-10% 之间的 25 笔, 10% 以上的 9 笔。而 2019 年大部分融资利率均在 10% 以上, 由此可以看出, 2020 年房企融资成本呈现下降趋势。

图 6: 房地产贷款余额 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 7: 1-10 月份 40 典型房企融资利率区间（按最低利率排序）



资料来源：同策研究院、中国银河证券研究院

展望未来，房价将维持稳定，不同能级城市房价涨幅略有分化；土地市场热度回归理性，土地溢价率有望维持低位；房地产行业融资成本持续下行；财务稳健、管理运营能力强、有持续获取土地储备能力的企业将受益于行业供给侧改革带来的发展机会，有望提升利润率水平，盈利能力将触底反弹。

4、布局多元化优质业务的平台型房企将享受业绩+估值双提升

从头部企业的战略定位描述来看，发展多元化业务、从单一的地产开发企业向平台型企业过渡是行业普遍趋势。龙头公司除了在原有的房地产开发、物业管理等领域发展，多元化平台化的主要方向包括商业、物流、会展、装修、建筑、教育、医疗、养老等产业。布局多元化业务的房企，可以通过多样化的产品、服务为主业赋能，并且能够突破单一房地产开发行业的估值天花板，享受未来多元化资产价值重估的先机，享受业绩+估值双提升。

表 3: 头部房企战略定位

战略定位	
碧桂园	我们是为全世界创造美好生活产品的高科技综合性企业，企业发展的三驾马车包括：地产、机器人、现代农业，是中国新型城镇化进程的身体力行者。展望未来，集团将聚焦城镇化带来的住宅及相关需求，挖掘房地产价值链内业务及资产价值，打造覆盖客户全生命周期的资源整合平台。
中国恒大	公司将继续坚定不移实施高增长、控规模、降负债发展战略，夯实房地产基础，扩大旅游集团盈利规模，加速推进新能源汽车、新能源科技集团的产品研发及生产销售，力争 3-5 年建成世界规模最大、实力最强的新能源汽车集团，不断巩固民生地产为基础，文化旅游、健康养生为两翼，新能源起车为龙头的产业格局，实现集团持续稳健发展。
万科地产	公司定位已经升级迭代为“城乡建设与生活服务商”，公司当前业务范围包括：住宅开发、物业服务、商业开发和运营、租赁住宅、物流仓储服务、标准办公与产业园、冰雪度假、教育等。
融创中国	围绕“地产+”全面布局，成为中国家庭美好生活整合服务商。
保利发展	公司致力于打造“不动产生态发展平台”，以扎实的不动产投资、开发、运营、资本运作能力为基础，提供基于行业生态系统的综合服务，与客户美好生活同行，立志成为家国建设的先锋队、美好生活的同行者、行业新生态的开拓者。

中海地产	公司定位于成为卓越的国际化不动产开发运营集团，历经 41 年的发展，公司建立起“住宅开发”“城市运营”“创意设计 & 现代服务”三大产业群。
绿地控股	公司坚持产业经营与资本运作双轮驱动，坚持“走出去”与“引进来”同步发展，在全球范围内形成以房地产、基建为主业，金融、消费等综合产业并举发展的格局。
世茂集团	业务版图涉及地产、酒店、商业、主题娱乐、物管、文化、金融、教育、健康、高科技、海外投资等领域，形成了多元化业务并举的“可持续发展生态圈”。与城市共成长，与人民同幸福。
华润置地	坚持“品质给城市更多改变”的品牌理念，逐步转向“城市综合投资开发运营商”，以开发物业与投资物业为主导，积极探索“2+X”创新业务。除了地产之外，将重心放在城市更新、物业服务、康养地产、长租公寓、产业基金、产业小镇、文化体育等领域。
招商蛇口	招商蛇口致力于成为“美好生活承载者”，目前业务覆盖教育、文化、写字楼、园区、文创、特色产城、长租公寓、住宅、酒店、综合体、商业、邮轮、健康、养老等业务板块，输出 25 条标杆型产品线，360 度启航美好生活新方式。
龙湖集团	龙湖将秉承“空间即服务(SaaS, Space as a Service)”战略，以客户为视角，以技术为驱动，深度参与城市空间和服务的重构，不断升级空间营造和服务的能力，打造有生命的空间，有温度的服务，持续践行善待你一生的理念，为消费者和合作伙伴提供更加多元的服务和发展空间，成为以客户为中心的空间营造服务企业。
新城控股	坚持住宅地产和商业地产双轮驱动的长期战略模式，逐步完成全国中心城市和重点城市群的深耕布局，横跨房地产开发、投资、商业运营管理、康养服务等领域，形成产品协同及战略纵深。聚焦“资本回报率”，确保规模有质量、可持续的增长。
金地集团	金地集团将以价值创造为目的，以效益与规模的均衡好发展为导向，向“做中国最有价值的国际化企业”的宏伟愿景持续迈进。
中国金茂	中国金茂以“释放城市未来生命力”为己任，始终坚持高端定位和精品路线，在以品质领先为核心的“双轮两翼”战略基础上，聚焦“两驱动、两升级”的城市运营模式，致力于成为中国领先的城市运营商。
旭辉集团	旭辉围绕为客户提供美好生活的出发点，开展多元化业务，推动房地产生态圈的打造，借助房地产主业的优势，不断开拓创新，业务和关联公司的业务遍及社区生活服务、长租公寓、教育、养老、商业管理、建筑产业化、基金管理、工程建设、装配式装修等。
金科集团	形成了以民生地产开发、科技产业投资运营、生活服务、文化旅游康养等相关多元化产业四位一体协同发展的大型企业集团，具备强大的综合竞争力，是城市发展进程中领先的“美好生活服务商”。
阳光城	以房地产开发为主业的全国化品牌企业，业务涵盖地产开发、商业运营、物业服务三大领域。以“缔造品质生活”为企业使命，以“最受尊敬的成长性房地产企业”为愿景，阳光城集团定位“高成长性精品地产运营商”。
中南置地	作为美好生活服务商，中南置地倡导“美好就现在”的企业理念，认为健康是美好生活的核心。
绿城中国	公司以“理想生活综合服务商”为愿景，致力于成为中国房地产开发模式的改变者，传承绿城理想主义精神，聚焦轻资产领域的探索与实践。

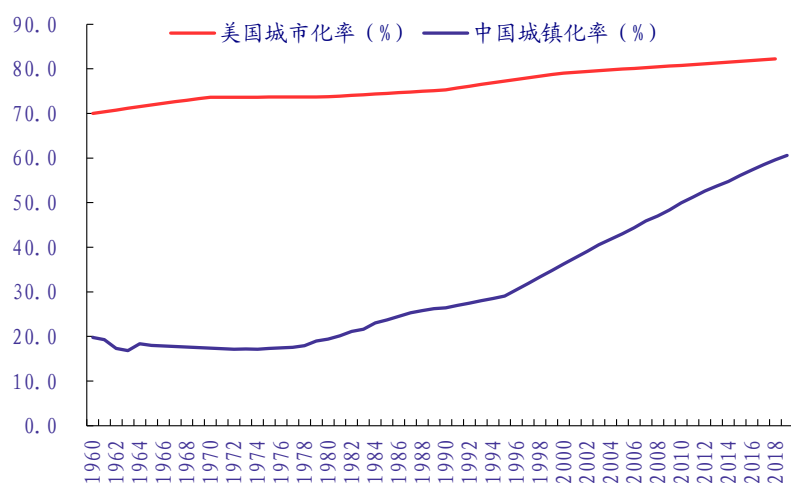
资料来源：各公司官网、公司公告、中国银河证券研究院

（三）房地产市场迈入存量阶段，关注物业管理及经纪服务子板块

1、房地产市场逐渐向存量阶段过渡，存量市场规模大，机遇丰富

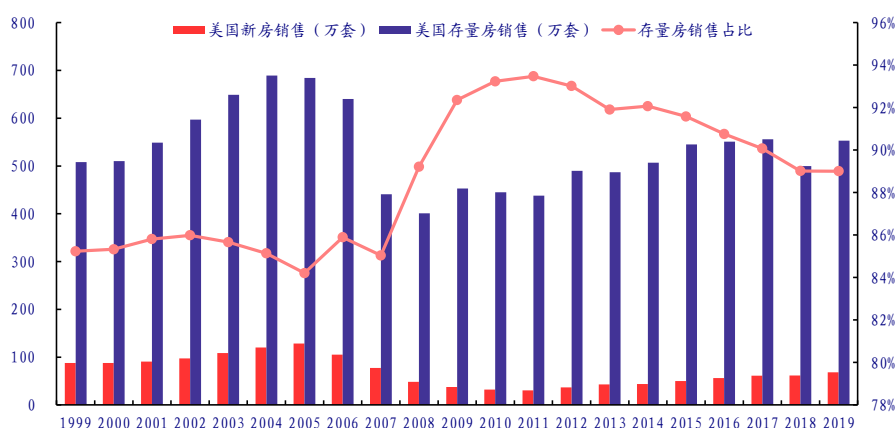
对标美国住宅市场发展路径，存量市场规模将不断扩大并占主导地位。美国 1950 年城市化率 64%，相当于我国当前水平，2005 年，美国城市化率达到 80%并之后维持在这一水平。美国作为成熟的房地产交易市场，存量住房交易占全美住房市场交易规模的比例接近 90%。

图 8: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

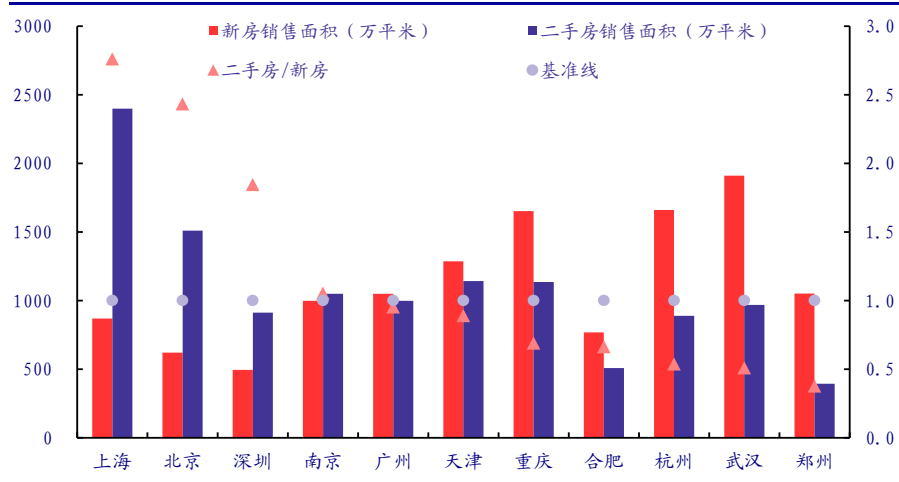
图 9: 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位



资料来源: wind, 美国商务部, 全美房地产经纪商协会, 中国银河证券研究院

中国房地产市场也将逐步向存量阶段过渡。中国城镇化率过去 20 年, 由 1999 年的 35% 提升至 2019 年的 60.6%, 年均提高 1.3%。2018 年美国、英国、日本、韩国的城市化率分别为 82.26%、83.40%、91.62%、81.46%。相比于发达国家的都市化水平, 我国城市化虽仍有较大发展空间, 随之带来的住房需求是推动地产行业维持繁荣的重要驱动力。根据 CIC 的报告, 2019 年, 中国新房销售量 13.9 万亿元, 二手房交易量 6.7 万亿元, 二手房占住房销售总销售额的比重仅为 32.5%, 我们观察到, 在中国经济比较发达的一些一二线城市 (如上海、北京、深圳、南京、广州), 城镇化进程较快, 这些城市住宅市场已经出现存量房交易超过或接近新房交易量的现象。预计这一趋势将逐步扩大和延续, 未来主流城市地产市场将逐步成熟, 迈入存量阶段, 存量房交易占比还有较大提升空间。

图 10：中国主流城市二手房及新房交易情况（2019.11-2020.10）



资料来源：克尔瑞信息集团、中国银河证券研究院

2、关注存量时代物业管理和经纪服务子板块的潜在发展空间

根据《国家人口发展规划(2016年-2030年)》指出，2030年城镇化率将提升至70%，2019年末我国城镇化率为60%，城镇化率的提升将催生增量物业管理服务需求。2018年以来，物业公司进入上市集中爆发期，行业及龙头企业均处于高速发展阶段。《关于加强北京市物业管理工作提升物业服务水平三年行动计划(2020-2022年)》的通知显示，目前北京市物业服务覆盖率尚未达到60%，通知中要求2021年达到70%以上，2022年达到90%以上。2018年中国物业协会行业发展年报中提到，全国物业企业服务覆盖人口约5亿人，物业覆盖率仅58.9%，提高物业覆盖率是大势所趋。物业管理板块潜在发展空间较大。

随着中国房地产市场结构逐渐发生变化，从增量时代过渡到存量时代，服务的价值不断凸显。经纪业务在房屋交易（新房、二手、租赁）中的渗透率不断提升。根据CIC的报告，中国通过经纪业务出售和租赁的房屋的古TV总额从2014年的3.2万亿元增加至2019年的10.5万亿元，预计到2024年达到19.1万亿元，以GTV计，经纪服务在中国所有房屋交易（包括新房、二手房、租赁）中的渗透率从2014年的33%提升至2019年的47.1%，并将在2024年进一步增至62.2%。经纪服务子板块的投资机会也值得高度关注。

（四）2021年核心运行数据判断：销售及房地产开发投资韧性犹存

商品房销售额 2021 年预计实现 5.2% 的增长：2021 年，房地产行业面临的信贷环境较 2020 年预计将有所收紧，金融审慎管理制度下，“三道红线”的要求将加速房企去杠杆，推动住房需求的释放更加理性和稳定。我们团队在 2019 年 8 月的房地产行业深度报告《不一样的地产周期：从“同起同落”到“城市分化”》中，对地产行业周期进行了详细研究。我们认为，2005 年以前，受人口红利、房改政策红利、城镇化快速推进的共同作用，房地产行业基本面长周期向好，此后受政策调节影响，小周期分化凸显。到目前为止，大致每三年左右可划分为一个小周期。第一个小周期从 2005 年 5 月房价同比下降起，到 2008 年 8 月，共历时 38 个月；第二个小周期从 2008 年 9 月房价负增长开始，到 2011 年 12 月，共历时 40 个月；第三个小周期从 2012 年 1 月起，到 2015 年 3 月，历时 39 个月；第四个小周期从 2015 年 4

月开始一直持续至今，第四个周期至今已延续五年的时间，并且仍在继续，不同于以往平均三年一个小周期的规律，各线城市周期位置出现分化是导致本轮小周期呈现出周期性延长的原因。我们分析了 2015 年至今的商品房销售额当月同比和环比的变化规律，结合季节性变化因素影响、2020 年疫情影响、以及对 2021 年流动性的考虑，综合预测了 2021 年商品房销售额当月同比及环比，并以此预测出 2021 年，全国商品房销售额同比增速在 5.2% 左右。根据商品房销售面积的历年变化趋势，我们预测，2021 年商品房销售面积与 2020 年持平。

表 4: 2015-2020 年商品房销售额当月同比及 2021 年预测值

月份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	均值	2021 年当月 同比预测
2 月	-15.8%	43.6%	26.0%	15.3%	2.8%	-35.9%	6.0%	25%
3 月	-2.0%	64.4%	24.4%	6.2%	8.3%	-14.6%	14.5%	10%
4 月	13.3%	59.8%	10.0%	5.8%	13.9%	-5.0%	16.3%	5%
5 月	24.3%	36.7%	14.1%	20.6%	0.6%	14.0%	18.4%	5%
6 月	32.1%	20.9%	30.3%	17.1%	4.2%	9.0%	18.9%	-1%
7 月	33.4%	28.6%	4.8%	22.0%	9.8%	16.6%	19.2%	-2%
8 月	28.5%	31.8%	6.4%	15.2%	10.0%	27.1%	19.8%	5%
9 月	15.0%	56.1%	1.6%	6.7%	9.4%	16.0%	17.5%	6%
10 月	12.4%	40.1%	-1.7%	6.3%	9.7%	23.9%	15.1%	5%
11 月	20.2%	13.2%	13.3%	8.8%	7.3%		12.6%	7%
12 月	8.0%	18.5%	20.5%	12.3%	1.2%		12.1%	4%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 5: 2015-2020 年商品房销售额当月环比及 2021 年预测值

月份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	均值	2021 年当月 环比预测
3 月	1.3%	16.0%	14.5%	5.5%	11.2%	48.2%	16.1%	10.0%
4 月	-5.5%	-8.2%	-18.9%	-19.2%	-15.0%	-5.5%	-12.0%	-12.0%
5 月	16.7%	-0.1%	3.7%	18.2%	4.4%	25.3%	11.3%	11.3%
6 月	47.7%	30.6%	49.1%	44.7%	49.8%	43.2%	44.2%	24.0%
7 月	-29.8%	-25.4%	-40.0%	-37.5%	-34.1%	-29.6%	-32.7%	-25.0%
8 月	-0.6%	1.9%	3.5%	-2.3%	-2.0%	6.8%	1.2%	1.2%
9 月	26.7%	50.0%	43.3%	32.8%	32.0%	20.5%	34.2%	15.0%
10 月	-7.6%	-17.0%	-19.7%	-20.1%	-19.8%	-14.4%	-16.4%	-16.4%
11 月	21.0%	-2.2%	12.7%	15.4%	12.9%		11.9%	11.9%
12 月	31.1%	37.2%	45.9%	50.5%	42.0%		41.4%	15.0%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 6: 2020 年商品房销售额当月值及 2021 年商品房销售额预测值 (按月份) (亿元)

商品房销售额 (当月值/亿)	2020	2021E 按同比	2021E 按环比	2021 年当月 同比预测	2021 年当月 环比预测
-------------------	------	-----------	-----------	------------------	------------------

元)					
1-2 月	8,203	10254	10254	25%	
3 月	12,161	13378	13378	10%	10.0%
4 月	11,498	12073	10114	5%	-12.0%
5 月	14,406	15127	16041	5%	11.3%
6 月	20,625	20419	25575	-1%	24.0%
7 月	14,527	14237	10896	-2%	-25.0%
8 月	15,521	16297	15709	5%	1.2%
9 月	18,705	19827	21510	6%	15.0%
10 月	16,018	16819	13388	5%	-16.4%
11 月	17928	19183	20067	7%	11.9%
12 月	20618	21442	23710	4%	15.0%
全年	170,211	179,055	180,643	5.2%	6.1%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

我们预计房地产开发投资 2021 年同比增速在 5.5-6.2%。开发投资额按投资内容为标准,可划分为建筑工程、安装工程、设备工器具购置、其他费用(包含土地购置费),截止到 2020 年 10 月,四项费用分别占开发投资的比例为 56.6%、4.1%、1%及 38.3%,其中,单看土地购置费的占比是 33.2%。可以看出,建安工程费用和土地购置费用是影响房地产开发投资变动的主要因素。

土地购置费:从历史走势看,土地成交价款作为先行指标,领先土地购置费约 2-3 个季度,可根据土地成交价款的变动预期未来半年左右土地购置费的变动趋势。随着 18 年大规模拿地的价款支付完结,19 年房企谨慎拿地,2020 年上半年拿地热度有所回升,带动土地购置费用也呈现底部小幅回升趋势,近期走平,土地购置费累计同比增速连续四个月位于 8.5%左右,在融资“三道红线”约束的大背景下,土地市场将回归理性,土地成交价款增速也将呈现逐渐收敛态势,传导到土地购置费,我们预计,土地购置费 2021 年增速将回落至 4.5%。

建筑工程费用:建筑工程费用的决定因素有施工面积和单位建筑安装费用。新开工和竣工面积决定施工面积。

新开工面积的影响因素有土地购置面积和存量土地开发面积。2019 年及 2020 年 1-10 月,土地购置面积同比均呈现下滑趋势,“三道红线”大背景下,开发企业将优先开发数量较大的存量土地,2020 年下半年土地市场热度降温,2020 年 1-10 月,新开工面积累计同比下滑 2.6%,综合来看,我们预计,2021 年新开工面积增速为 1%。

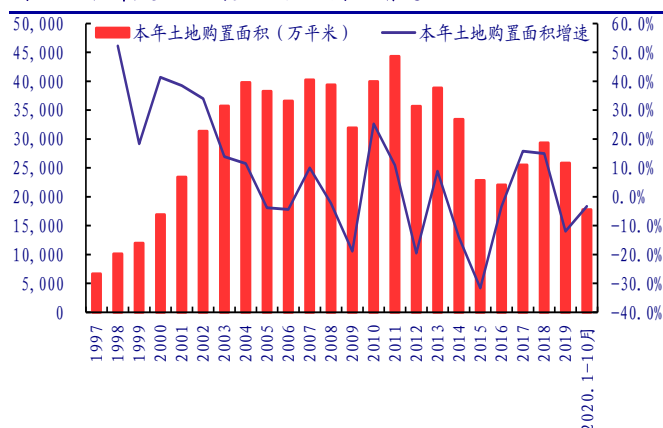
竣工面积:从 2015 年至今,新开工面积减竣工面积的差值在逐年不断扩大,其差值增速也维持在较高水平,2019 年达 14%。2016 年至 2019 年,新开工年均复合增速高达 10.8%,按照新开工到竣工一般周期在 2-3 年的规律计算,2019-2022 年将迎来竣工高峰,但实际 2019、2020 年 1-10 月的竣工增速为 2.6%、-9.2%,远低于预期,多重因素造成竣工周期延长:1)三四线城市施工面积占比大幅增加,且普遍竣工周期较长;2)住房精装修渗透率逐年提高,延长竣工周期;3)2016 年以来资金环境偏紧;4)2020 年初疫情导致竣工周期延后。2020 年 1-10 月竣工面积累计同比下降 9.2%,降幅较 1-9 月份收窄 2.4 个百分点,10 月单月竣工增速为 5.88%,虽然累计同比增速仍为负,但是单月竣工增速已回正,并回到年内的次高点,竣工

修复趋势显现。我们预测，随着复工复产，经济活动恢复正常节奏，2016 年以来销售高增长带来的竣工未兑现，将在 2021 年以后逐步兑现，**预计 2021 年竣工面积增速达到 7%**。

根据当年施工面积=上年度施工面积-上年度竣工面积+当年新开工面积-当年净停工面积的计算公式，我们测算 2021 年施工面积将达到 96.9 亿平方，同比增速 5.3%。

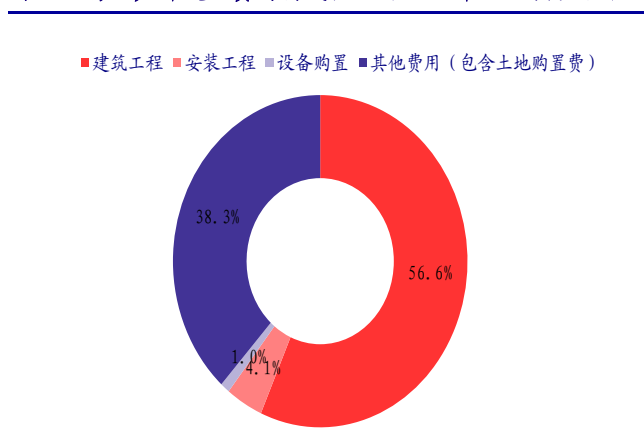
预计单位建安费用 2021 年增速为 2%，综合计算建筑工程费用的同比增速为 7.3%，结合土地购置费的 4.5%的增速，我们综合测算得出，房地产开发投资 2021 年同比增速在 5.5-6.2%。

图 11：各年度土地购置面积及同比增速



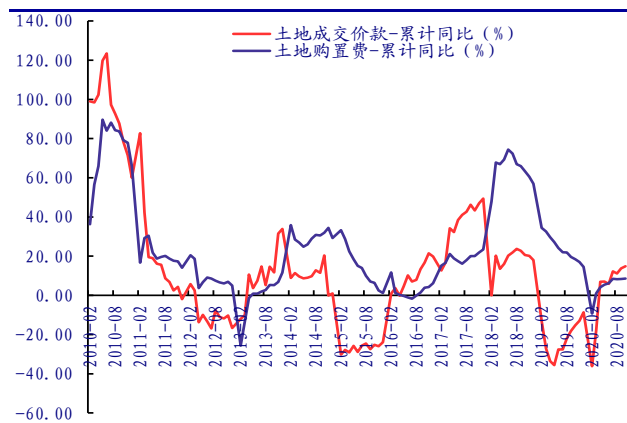
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 12：房地产开发投资的构成占比（2020 年 1-10 月数据）



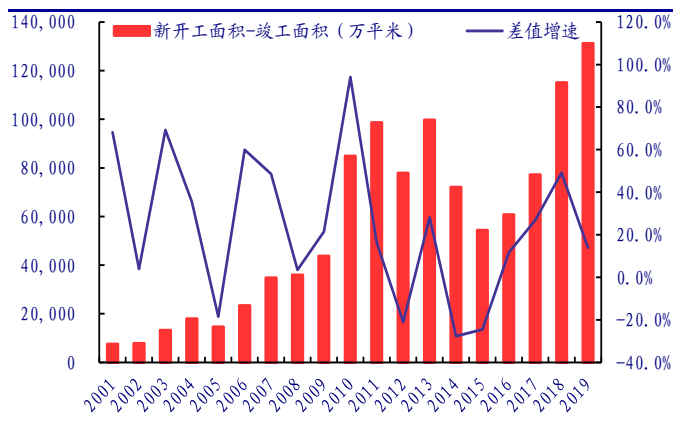
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 13：土地成交价款变动领先土地购置费半年左右



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 14：近年来新开工面积和竣工面积差值逐年扩大



资料来源：wind，中国银河证券研究院

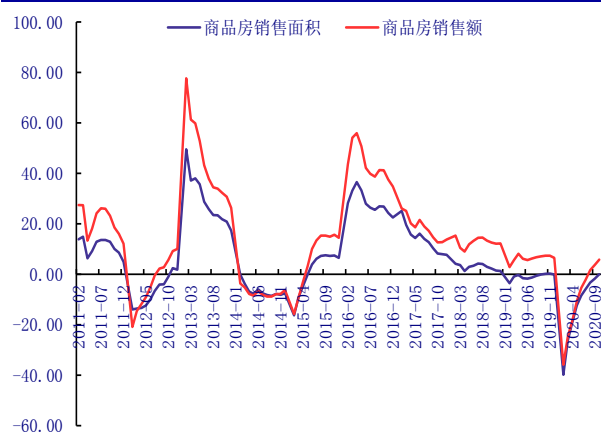
二、住宅开发行业：估值底+高股息率提升板块投资吸引力

（一）销售延续修复节奏，市场韧性超预期

市场总体表现为销售延续修复节奏，韧性超预期。2020年1-10月，商品房销售面积累计同比增速为0，较1-9月份降幅收窄1.8个百分点；销售金额累计同比增长5.8%，年内连续第三个月转正，1-9月份为同比增长3.7%。销面和销售金额累计增速都创年内新高。单月来看，10月当月商品房销售面积同比+15%（前值为+7%），商品房销售金额同比+24%（前值为+16%），销售热度重回8月份的水平，均处于年内高点。分业态来看，住宅、办公楼、商业营业用房1-10月销售面积同比分别为0.8%/-14.5%/-14%，降幅均较上月继续收窄，住宅表现相对较好。

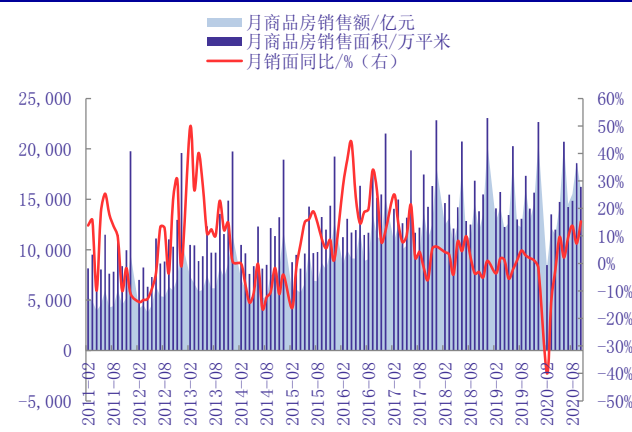
根据克尔瑞公布的2020年10月百强房企销售额的数据，10强、50强、100强10月单月销售金额同比增速分别为9.7%、23.7%、22.6%；1-10月，10强、50强、100强房企累计销售金额同比增速分别为5%、9%、9%，从单月及累计的数据来看，房企销售数据持续向好。

图 15：商品房销售面积及销售金额累计表现/%



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 16：月商品房销售面积、销售额及销面同比



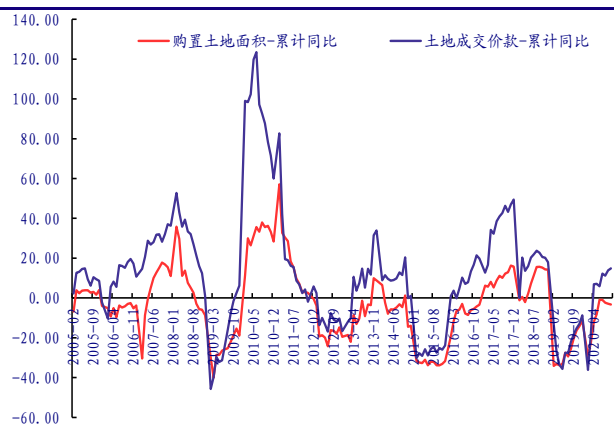
资料来源：wind，中国银河证券研究院

（二）土地市场 2020 下半年回归理性，预计未来溢价率保持低位

土地市场 2020 年下半年逐步回归理性，预计未来溢价率也将保持低位。2020 年 1-10 月土地购置面积累计同比下降 3.3%，降幅相比 1-9 月份扩大 0.4 个百分点；土地成交价款同比增长 14.8%，增速上升 1 个百分点。10 月单月土地购置面积增速为 -6%，较上月降幅扩大 1 个百分点。土地市场热度持续回落，在融资监管的环境下房企的拿地趋于谨慎，未来土地市场或趋于理性。

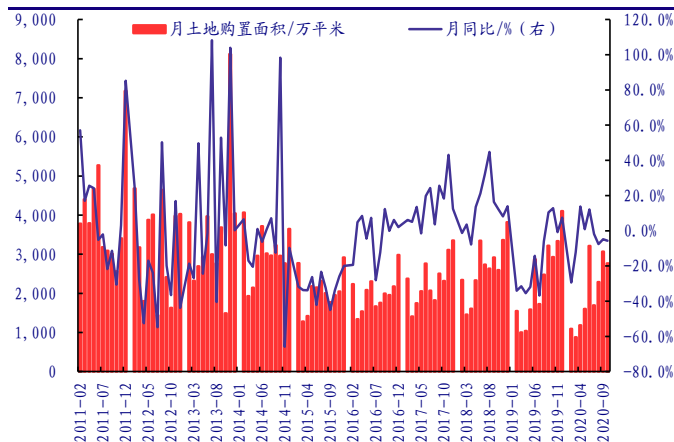
从 100 个大中城市的土地数据来看，10 月份百城土地成交楼面均价为 2685 元/平方米，成交土地溢价率为 9.34%，较上月下降 4.52 个百分点，土地市场热度持续降温。分一二三线城市来看，住宅类用地土地成交楼面均价分别为 13194/4920/3659 元/平方米，10 月一线城市土地溢价率为 5.64%，较上月增加 1.53pct；二线城市土地溢价率 8.21%，较上月 -3.2pct；三线溢价率为 11.82%，较上月 -9.68pct。与 9 月相比，一线城市土地成交溢价率略回升，相对稳定，二三线土地成交溢价率均下降，与上半年相比，土地市场热度也是有所下降的。

图 17: 土地购置面积及成交价款累计同比



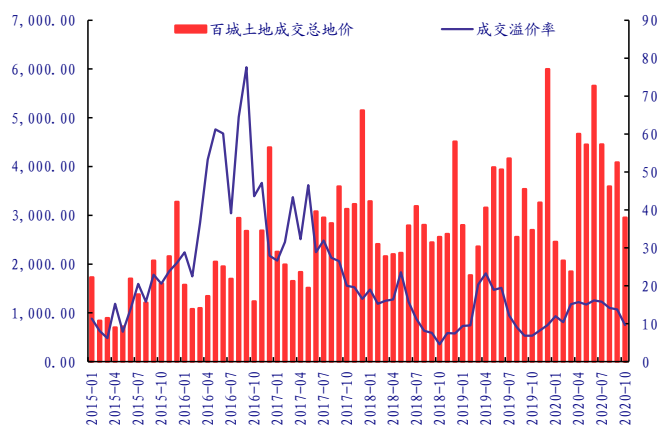
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 月土地购置面积及同比



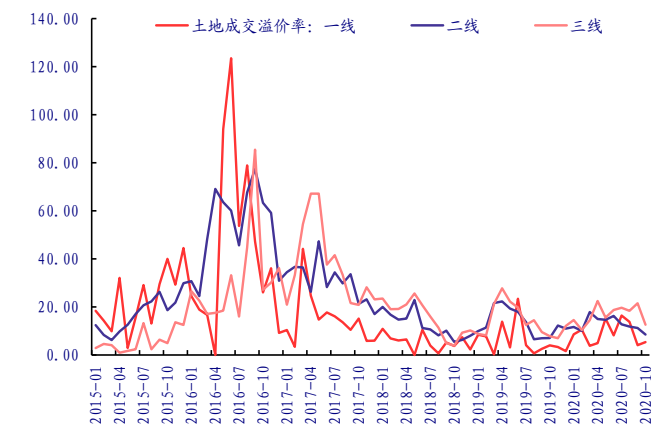
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19: 百城土地成交总地价（亿元）及溢价率（%）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 20: 一二三线城市土地成交溢价率（%）



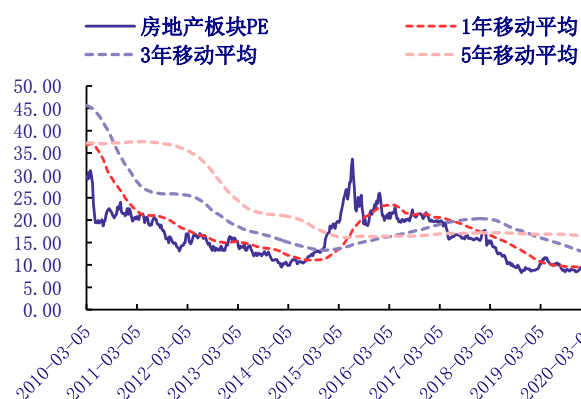
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（三）估值底部+高股息率打开地产蓝筹股估值空间

房地产板块估值目前处于历史底部区域，修复空间较大。截至 12 月 4 日，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 8.7X，低于 1 年移动均值 8.8X，低于 3 年移动均值 10.3X，低于 5 年移动平均值 14X。地产板块目前处于历史底部水平，向上修复空间较大；房地产行业 PB（整体法，最新）为 1.2X，低于 1 年、3 年、5 年移动平均值，也处于历史底部水平。

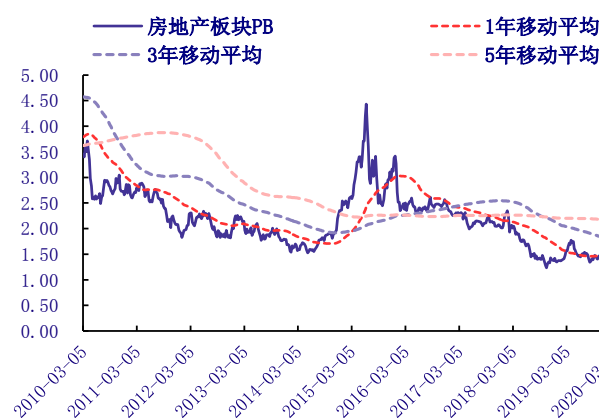
金融审慎管理制度“三道红线”下，房地产企业供给侧改革加速推进，房企优胜劣汰步伐加快，“三道红线”虽然对行业融资端进行了一些限制，但是这正是注重运营、苦练内功、融资具备优势的房企面临的机遇，有助于行业资源进一步向财务稳健的头部房企集中，从而提升优质地产蓝筹股的估值；另外，当前高频数据显示房地产投资和销售活动韧性仍然较强，11 月份的行业运行数据公布在即，预计 11 月份及 2020 年全年的房地产企业销售、开发投资仍将保持高增长，从而带动投资者预期的修复，也将持续提升优质地产蓝筹股的估值水平。

图 21: 房地产板块 PE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 22: 房地产板块 PB



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

房地产行业头部公司较高股息率呈现较优投资性价比，将持续吸引资金关注，带动估值提升。我们选取了数据较完整的 31 家主流地产公司作为分析样本，31 家房企 2019 年分红率均值为 31.2%，且全样本股息率均值从 2015 年的 1.1% 上升到 2021 年的 5.48%（预测）。对 31 家样本公司按市值进行分类统计不同梯队的平均股息率，市值千亿以上梯队平均股息率 > 市值 200-1000 亿元 > 市值 200 亿元以下梯队。

将五家典型开发型房企（万科、保利地产、招商蛇口、金地集团、新城控股）的 2020 年 1-10 月融资利率区间与其 2019 年股息率相比较，部分股息率已经超越融资利率。未来预计蓝筹地产企业的债券融资利率将持续稳步下行，蓝筹房企未来 2-3 年业绩锁定度高，盈利能力稳健，预计分红率将保持稳定，带动股息率持续上行，股息率和债券融资利率差值将逐步收窄，头部房企在低利率融资优势及高股息率前提下，股息率将大概率逐步超越融资利率，房地产股呈现较优投资性价比，对资金的吸引力将逐步增强，从而带动蓝筹房企的估值提升。

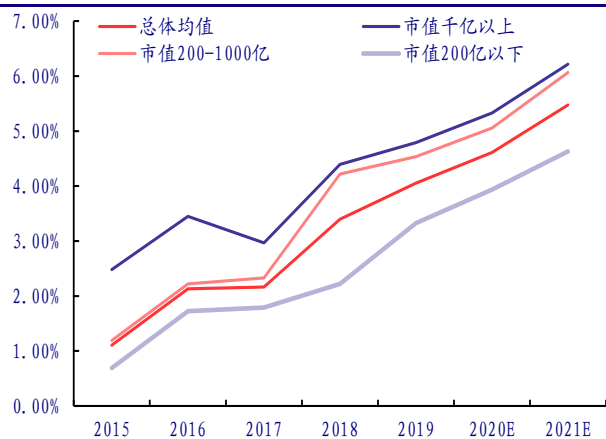
表 7: 主流房企 2015-2021E 股息率及 2019 年分红率、市值（2020 年 12 月 7 日）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2019 分红率	股息率						
				2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
600606.SH	绿地控股	778.8	33.01%	1.22%	2.87%	3.42%	4.91%	6.25%	7.20%	8.44%
000002.SZ	万科 A	3,291.0	30.38%	2.95%	3.84%	2.90%	4.39%	3.59%	4.13%	4.74%
600048.SH	保利地产	1,979.4	35.00%	3.24%	3.45%	2.83%	4.24%	4.94%	5.73%	6.76%
601155.SH	新城控股	795.8	30.31%	0.53%	2.81%	2.76%	6.33%	4.82%	5.91%	7.13%
001979.SZ	招商蛇口	1,098.8	40.06%	1.25%	3.05%	3.17%	4.55%	5.85%	6.12%	7.15%
600340.SH	华夏幸福	567.1	30.91%	1.76%	2.76%	2.87%	4.72%	7.96%	8.44%	10.05%
000656.SZ	金科股份	406.9	42.27%	0.95%	3.82%	5.05%	5.82%	5.90%	7.29%	8.98%
000961.SZ	中南建设	363.2	25.42%	0.26%	0.14%	0.31%	2.14%	2.91%	4.96%	6.38%
002146.SZ	荣盛发展	312.6	22.88%	2.62%	5.10%	4.41%	5.66%	6.68%	7.77%	9.04%
000671.SZ	阳光城	286.8	20.19%	0.59%	0.90%	0.64%	1.09%	2.83%	3.72%	4.70%
600325.SH	华发股份	134.4	45.62%	0.92%	6.25%	4.08%	2.42%	9.45%	10.85%	12.96%
600383.SH	金地集团	643.3	30.02%	3.04%	5.40%	4.20%	6.24%	4.70%	5.27%	6.19%
600376.SH	首开股份	159.7	37.41%	0.00%	5.08%	6.46%	5.56%	6.46%	7.10%	8.08%
600466.SH	蓝光发展	152.4	25.18%	0.84%	1.03%	1.07%	4.83%	5.72%	7.59%	9.24%

000031.SZ	大悦城	204.0	30.64%	0.28%	0.45%	0.69%	2.25%	3.57%	3.61%	4.42%
002244.SZ	滨江集团	158.4	25.18%	0.41%	0.97%	1.04%	1.51%	2.59%	3.50%	4.29%
000069.SZ	华侨城 A	574.9	19.94%	0.80%	1.44%	3.53%	4.72%	4.28%	4.86%	5.63%
000736.SZ	中交地产	49.2	10.85%	0.11%	0.10%	3.25%	2.56%	1.20%	1.26%	1.66%
600675.SH	中华企业	229.8	35.95%	0.00%	0.00%	0.00%	3.23%	3.66%	2.60%	3.52%
600748.SH	上实发展	96.8	23.59%	0.28%	0.46%	0.75%	0.56%	1.90%	2.24%	2.59%
600223.SH	鲁商发展	111.0	31.96%	0.00%	0.00%	0.00%	1.62%	0.99%	1.39%	1.79%
600266.SH	城建发展	125.5	21.62%	1.91%	2.10%	2.13%	3.03%	3.60%	3.56%	4.07%
002314.SZ	南山控股	92.9	39.01%	2.22%	2.72%	0.00%	0.00%	1.69%	3.26%	2.91%
000402.SZ	金融街	202.1	26.05%	3.47%	3.88%	2.70%	4.66%	4.44%	4.42%	5.04%
600007.SH	中国国贸	128.7	39.36%	1.06%	1.74%	1.87%	2.50%	2.97%	2.64%	3.19%
600823.SH	世茂股份	207.8	40.14%	0.90%	1.14%	1.21%	6.91%	4.69%	4.23%	5.29%
600639.SH	浦东金桥	125.8	32.07%	0.63%	0.92%	1.53%	2.66%	2.77%	3.48%	4.36%
600648.SH	外高桥	148.0	31.13%	0.57%	1.01%	1.08%	1.60%	1.84%	1.90%	2.31%
600663.SH	陆家嘴	391.3	50.02%	1.01%	1.78%	2.45%	3.84%	4.70%	4.64%	5.14%
600895.SH	张江高科	280.0	31.89%	0.42%	0.85%	0.70%	0.74%	0.66%	0.93%	0.98%
601512.SH	中新集团	159.9	30.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.06%	2.37%	2.74%
平均值			31.24%	1.10%	2.13%	2.16%	3.40%	4.05%	4.61%	5.48%

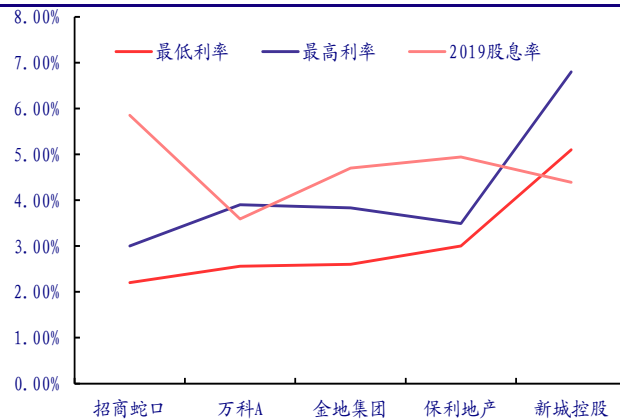
资料来源: wind, 中国银河证券研究院, 2020、2021 年股息率计算中, 归母净利润来自于 Wind 一致预期, 假设 2020、2021 分红率维持 2019 水平

图 23: 主流房企历年股息率均值及各梯队股息率均值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 24: 典型房企 1-10 月份融资利率区间及 2019 股息率比较



资料来源: wind, 同策研究院, 中国银河证券研究院

三、物业管理行业：“新”变化不改成长逻辑，“品牌力”决定扩展蓝图

(一) 物业管理板块在资本市场中的“新”变化

1、2020 年迎来 IPO 潮，预计今年上市数量和前五年总和相当

自 2018 年以来，房企分拆物业赴港股上市成为热潮。截止 2020 年 12 月 8 日，全年共计

13 家物业公司赴港上市，根据香港联交所相关公开信息显示，今年仍有 8 家物业公司排队上市，包括恒大物业、华润万象等大型物业公司。预计 2020 年末赴港上市物业公司总数将达到 21 家，是 2018 年的 3.5 倍，与前五年上市总和相当。

图 25：物业管理公司上市情况

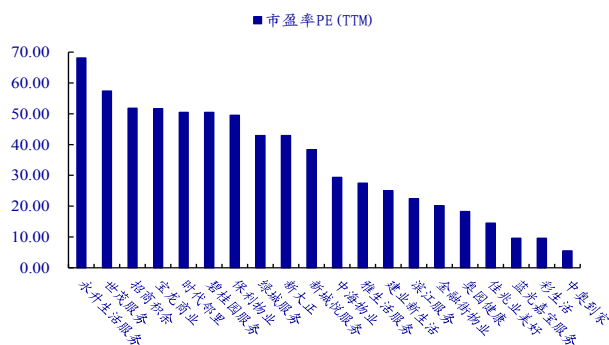


资料来源：wind，中国银河证券研究院

2、板块估值分化，8 月份以来进入调整期，部分新股赚钱效应减弱

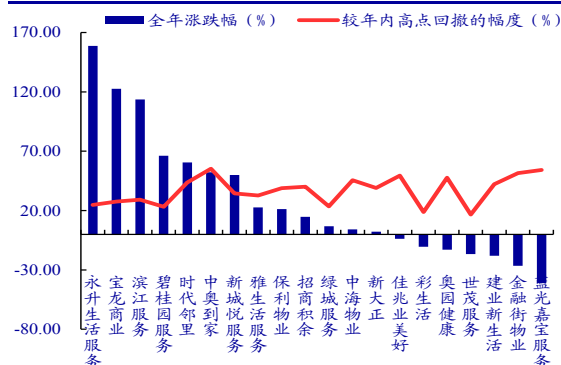
我们统计了重点跟踪的 20 家“A+H”物业管理公司截至 11 月 30 日的估值水平、全年涨幅及较年内高点回撤幅度。大部分已上市物业股目前市盈率在 20-40 倍，在 20 家物管公司中，大于 40 倍市盈率的物业公司有 9 家，分别为碧桂园服务、绿城服务、保利物业、新城悦服务、永升生活服务、宝龙商业、时代邻里、招商积余、新大正；小于 20 倍市盈率的物业公司有 6 家，分别为彩生活、蓝光嘉宝服务、中奥到家、佳兆业美好、金融街物业、奥园健康。8 月以来板块进入了调整期，截至 11 月 30 日在我们重点跟踪的 20 家物管公司中，中奥到家、蓝光嘉宝服务和金融街服务较年内高点的回撤幅度高达 50%以上，而碧桂园服务、绿城服务、永升生活服务显示出较强的韧性，回撤幅度为 20%左右。随着板块稀缺性降低及行业的发展，物业管理公司的估值水平逐渐分化，关联公司实力雄厚、品牌力强、业务拓展增速快的公司更能得到市场的认可。

图 26：20 家物业管理公司目前的估值水平



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 27：20 家物业管理公司全年涨幅及较年内高点回撤幅度



资料来源：wind，中国银河证券研究院

部分新股出现破发现象，赚钱效应减弱。随着上市企业增多，物管行业赛道逐渐拥挤，同质性增强、稀缺性降低，新股的赚钱效应减弱，部分新股甚至出现了破发的现象。随着近两年物管公司在二级市场的高热度，后期上市的物管公司在一级市场的定价也相应抬升，因此留给二级市场的空间有限。

从 2018 年 12 月以来上市的 10 家物业管理公司可以看出，在规模相似的情况下，近期上市的物业公司首发市盈率普遍高于前期上市的公司。比如，时代邻里首发市盈率为 65x，是在管面积相近但是早上市一年的永升生活服务的 3 倍；今年 10 月上市的世茂服务首发市盈率为 91x，更是远超规模相似、去年同期上市的蓝光嘉宝服务（19x），是行业龙头保利物业首发市盈率的近 2 倍。

表 8: 物业管理公司首发市盈率及在管面积和签约面积对比

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)	在管面积(百万平方米)	签约面积(百万平方米)
1995.HK	永升生活服务	2018 年 12 月	29.1970	77.2	142.8
2168.HK	佳兆业美好	2018 年 12 月	15.3654	48.8	59.2
3316.HK	滨江服务	2019 年 3 月	27.1394	16.8	30.2
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019 年 10 月	19.2339	89.9	140.7
6049.HK	保利物业	2019 年 12 月	48.8071	316.8	493.4
9928.HK	时代邻里	2019 年 12 月	64.5476	79	105.9
9909.HK	宝龙商业	2019 年 12 月	37.4548	7	9.9
9983.HK	建业新生活	2020 年 5 月	31.4733	70.1	144
1502.HK	金融街物业	2020 年 7 月	22.5577	21.6	23.9
0873.HK	世茂服务	2020 年 10 月	90.9891	85.7	125.5

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

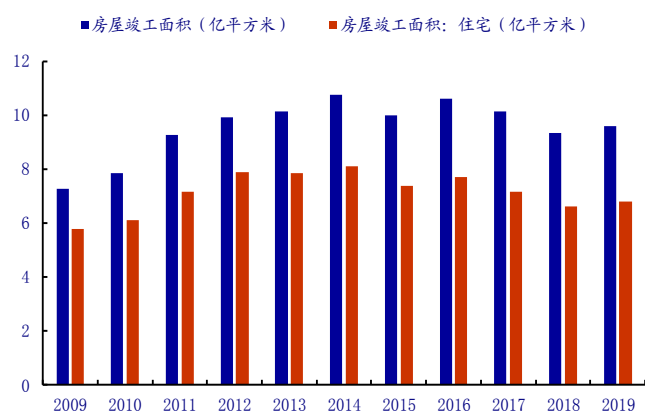
今年物业板块迎来了“新”变化，也迎接着市场的考验。随着新股集中上市，对板块形成了一定的冲击，这种冲击是暂时的调整，还是板块的估值逻辑已经发生变化？我们接下来将对板块的估值和成长性进行探讨，以求解答以上疑惑。

（二）物业公司高估值是否有支撑？

1、千亿存量市场待开拓，万亿增量市场助飞跃

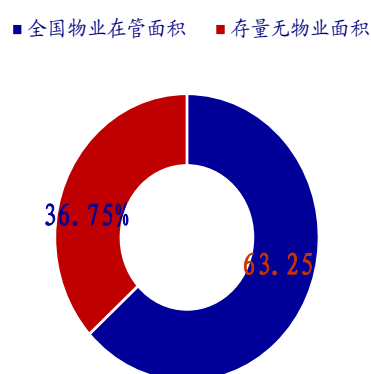
存量市场方面，当前无物业面积占比 36.75%，在管面积远远未达天花板。根据国家统计局 2019 年数据，我国城镇居民人均住房建筑面积 39 平方米，当前全国城镇人口数 8.48 亿，折算存量住房面积累计 330.72 亿平方米。由于 2009 年至今住宅竣工面积在全部业态中的占比为 74.9%，可估算出全国全业态存量面积为 441.55 亿平方米，中国指数研究院报告显示，当前全国物业在管面积约 279.3 亿平方米，则存量无物业面积为 162.25 亿平方米，占比 36.75%，当前在管面积远远未达市场天花板。若以百强物管公司管理项目平均物业服务费 3.86 元/平方米/月来计算，仅基础物业服务就有千亿级市场可待开拓。

图 28: 全业态竣工面积及住宅竣工面积



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 29: 当前物业管理面积与存量市场差距



资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

表 9: 当前物业管理行业存量测算

项目	数据
城镇居民人均住房面积	39 平方米/人
全国城镇人口	8.48 亿
当前住房存量面积=城镇人均住房面积 x 全国城镇人口	330.72 亿平方米
2009-2019 住宅竣工总面积	78.6 亿平方米
2009-2019 全业态竣工总面积	104.94 亿平方米
住宅业态占全业态之比=2009-2019 住宅竣工总面积/2009-2019 全业态竣工总面积	74.9%
当前全国全业态存量面积=当前住房存量面积/住宅业态占全业态之比	441.55 亿平方米
当前全国物业在管面积	279.3 亿平方米
当前无物业存量面积=当前全国全业态存量面积-当前全国物业在管面积	162.25 亿平方米
物业覆盖率=当前全国物业在管面积/当前全国全业态存量面积	63.25%
无物业存量面积占比=当前无物业存量面积/当前全国全业态存量面积	36.75%
百强公司平均物业服务费	3.86 元/平方米/月
当前在管市场规模=当前全国物业在管面积 x 百强公司平均物业服务费 x12	12937.18 亿元
当前可开拓市场规模=当前无物业存量面积 x 百强公司平均物业服务费 x12	7515.42 亿元

资料来源: 国家统计局, 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

增量市场方面, 预计 2030 年市场规模可达 2 万亿, 增量规模达 1 万亿, 天空海阔助力行业飞跃。按照《国家人口发展规划 (2016-2030 年)》的预期发展目标, 2030 年我国人口达到 14.5 亿人, 城市化率增长至 70%。2018 年数据人均住房面积为 39 平方米, 假定按照 1 平方米/年的速度增长, 到 2030 年人均住房面积约为 51 平方米; 住宅面积在全部业态中的占比、平均物业服务费均按上文中的 74.9%、3.86 元/平方米/月计算; 随着消费升级和政策推动, 物业覆盖率将逐步提升, 我们保守估计每年提升 1%, 到 2030 年物业覆盖率将达到 73.25%。预计 2030 年我国物业在管面积将达 506.25 亿平方米, 市场规模可达 23403.72 亿元, 上文中我们测算当前的市场规模为 12937.18 亿元, 那么 10 年后的增量规模也可达 10465.82 亿元, 成长空间广阔。

表 10: 2030 年物业管理行业发展空间测算

项目	数据
总人口	14.5 亿人
城镇化率	70%
城镇人口=总人口 x 城镇化率	10.15 亿人
人均住宅面积	51 平方米/人
总住宅面积=城镇人口 x 人均住宅面积	517.65 亿平方米
住宅业态占全业态之比	74.9%
全业态房屋面积=总住宅面积/住宅业态占全业态之比	691.12 亿平方米
物业覆盖率	73.25%
预计 2030 年物业服务在管面积=全业态房屋面积 x 物业覆盖率	506.25 亿平方米
平均物业服务费	3.86 元/平方米/月
年均物业服务费=平均物业服务费 x12	46.32 元/平方米/年
预计 2030 年物业服务市场规模=预计 2030 年物业服务在管面积 x 平均物业服务费	23403.72 亿元

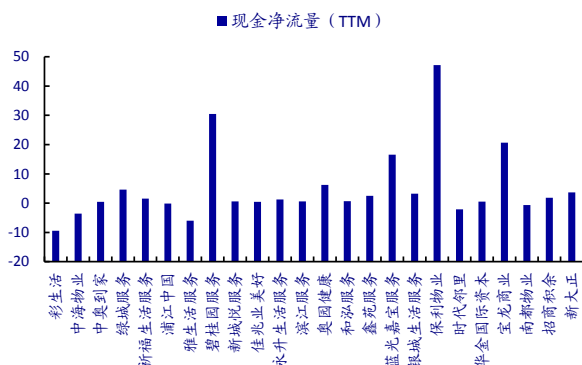
资料来源: 国家统计局, 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

2、行业属性决定估值底, 企业品牌力决定估值顶

物管行业的轻资产、低杠杆、现金牛的属性决定估值底。相较于房企地产开发, 物管行业具有轻资产、低负债率、现金流稳定的优势且不受行业周期性波动影响, 这决定了行业较高的估值下限水平。物业管理行业具有“现金牛”的特点, 行业轻资产、现金流充足等属性能够带来稳定充沛的现金流。轻资产方面, 物管行业是人力密集型产业, 其价值创造不依赖资本的投入, 而更多的依赖人力和科技对附加值的提升, 属于内生性增长, 因而物管企业资本支出较少, 通常有充裕的货币资金在手。

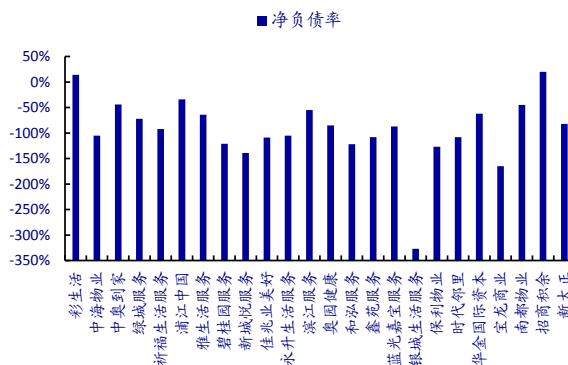
现金流和杠杆方面, 由于物业管理具有用户黏性, 项目存续时期长, 不受宏观经济波动影响, 类似于“坐地收租”模式, 可产生持续稳定的现金流。根据 2019 年公司年报, 物业管理行业上市公司普遍在账现金充足、杠杆率较低。24 家 A+H 股上市公司平均净现金流量(TTM)达到 5.04 亿元, 其中碧桂园服务、保利物业等头部企业可自由支配的现金达到 30.45 亿元和 47.15 亿元; 同时, 2019 年上市公司净负债率((有息负债-货币资金)/净资产)普遍为负, 物管公司有息负债较少, 有充沛在账现金, 经营稳健。强劲的资金储备支持企业开展收并购业务, 不断扩大规模, 形成协同效应、吸收规模红利。良性的经营带来高收入, 继续形成现金流, 得以良性循环。

图 30：2019 年 24 家 A+H 股净现金（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 31：2019 年 24 家 A+H 股净负债率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

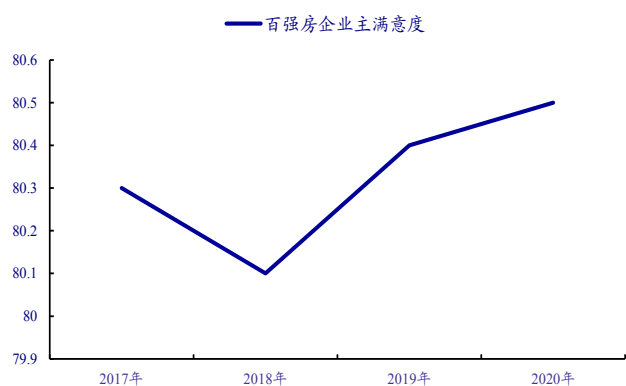
物管公司的品牌力决定估值顶。物管公司优质的服务水平带来的品牌效应为业绩增长提供有效背书，我们认为品牌力是公司具有较强定价能力以及实现长久发展的关键。物业公司的品牌力的表现方式很多，我们主要从客户满意度、收缴率和续约率、在管项目二手房及租金溢价、增值服务这几个方面来着手分析。

物管公司在管项目二手房及租金的溢价情况、客户满意度、收缴率和续约率是衡量公司品牌力的重要指标。物管公司通过优质的服务，使良好的品牌形象深入人心，业主在购房选择时关注点从“选小区看开发商”转变为“选择拥有好物业的小区”，帮助业主实现房屋保值增值。2019 年，百强物管企业在管项目二手房价格为 2.23 万元/平方米，高于周边项目二手房价格 4.21%；年套租金价格比周边项目租金高 4.81%。

2020 年 1-5 月，百强物业的整体服务水平满意度为 80.50 分，满意度呈现上升趋势。此次新冠疫情使物业行业的重要性显著提升，优质物业成为抗疫主力之一，居民对专业优质的物业服务的认可度提高，这种品牌认可在居民收入高速增长的情况下转化为实际需求，为服务认可度高的优质企业带来发展机遇。企业的收缴率和续约率也在一定程度上反映了客户对品牌的认可，百强企业分别长期保持在 94%、98% 左右，并且优质物管公司的收缴和续约的情况呈逐年提升的趋势。

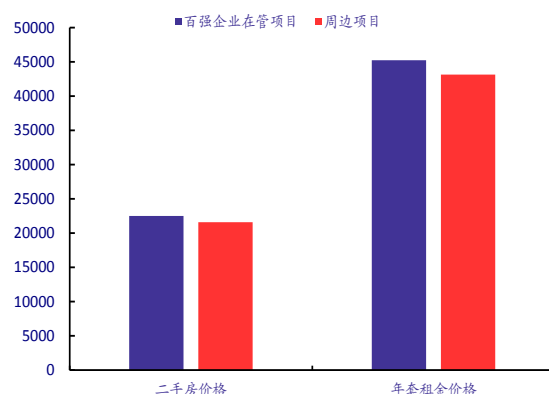
优质的增值服务为业绩增长注入持久动力。2019 年物业服务百强企业增值服务收入增速为 28.9%，大于基础物业服务增速（14.59%），增值业务发展渐入佳境。我们重点分析了绿城服务、碧桂园服务、永升生活服务、保利物业和中海物业五家公司的非业主增值服务发展情况。就 2019 年非业主增值服务收入来看，排名前两位的绿城服务和保利物业分别为 19.13 亿元和 11.54 亿元，占总收入的比重达 22.30%和 19.54%，占比最高的永升生活服务达 25.70%，超过 1/4。2019 年六家公司增值业务收入增速均处于高位，其中永升生活服务和碧桂园服务增值业务收入增速高达 143.49%和 107.38%，增速最低的中海物业也达 38.20%，5 家物管公司增值业务收入均高于基础物业服务收入增速。每平方米增值服务收入较 2018 年也实现快速增长，增速最高的永升生活服务达 50.51%，而绿城服务每平方米增值服务收入达 9.01 元，位于五家企业之首。头部物管公司近年来增值服务的发展进入快车道，今年突如其来的一场新冠疫情更成为物管公司社区发展增值服务的加速器。未来，加速发展多元化增值服务，切入细分市场，深挖社区增值服务增长空间，将成为物管公司业绩增长的重要推动力。

图 32: 百强物管企业整体服务满意度



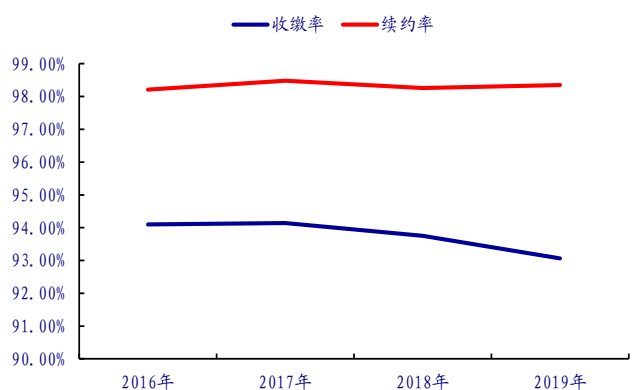
资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

图 33: 2019 年百强企业在管项目价格与周边项目均价比较



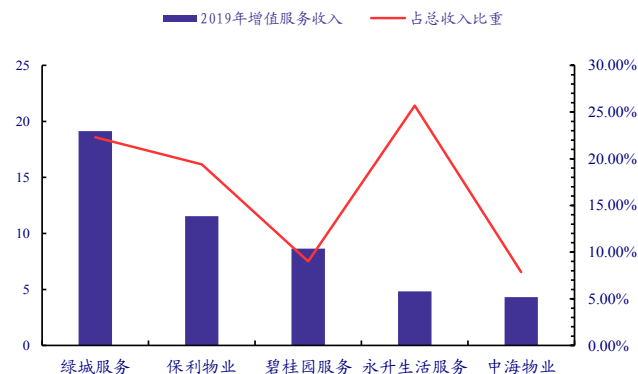
资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

图 34: 百强物管企业续约率与收缴率情况



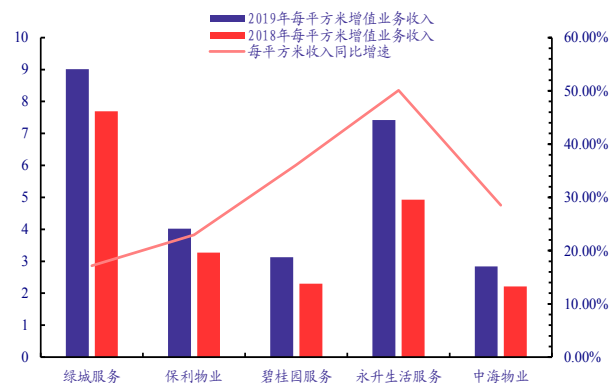
资料来源: 中国指数研究院, 中国银河证券研究院

图 35: 2019 年非业主增值业务收入及占比 (亿元)



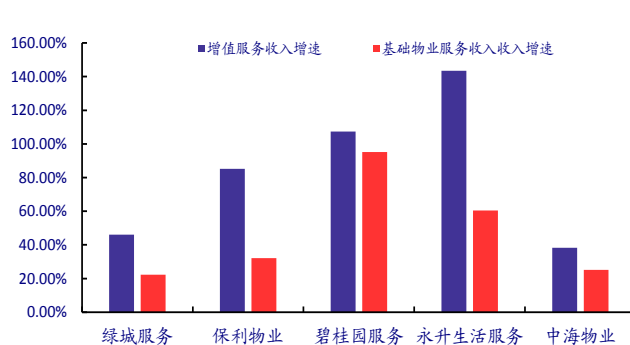
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 36: 2018、2019 年单位增值业务收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 37: 基础物管收入和增值服务收入增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3、多重政策利好助力估值抬升

十四五规划首提物业行业，智慧物业引领未来。十四五规划中提到，推动生活性服务业

向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌化建设。2020年10月29日，国家发改委联合多部门发布《近期扩内需促消费的工作方案》，特别提出“推动物业服务线上线下融合发展。搭建智慧物业平台，推动物业服务企业对接各类商业服务，构建线上线下生活服务圈，满足居民多样化生活服务需求。”十三五规划中服务业的内容没有提及物业行业，十四五规划首次提及物业行业，其重要性凸显。随着地产进入存量时代，优质物业管理公司将引领新的消费需求，成为扩内需，促消费的重要抓手。

规范型政策向鼓励型政策转变，物管费动态定价逐渐推行。我国的物业管理行业自1981年产生以来，经历了由2003-2014年的规范管理到2014年之后的市场化运作阶段。2014年之后我国实施一系列鼓励性政策，如放开对物业管理的收费管制和人员管制、允许进项税额加计扣除等。在物业费价格方面，各个地方调价政策不同，总体呈现价格弹性提升、动态定价的趋势。2020年北京、重庆等城市出台了相应的物业管理条例，实行市场调节定价的动态定价机制；提价细则方面，部分城市允许物业费在政府最高指导价基础上上浮10-30%。政策的大力支持缓解了物管行业一直以来的提价困难的问题，同时疫情使得客户对物业管理公司的黏性提升，居民对于专业优质的物业服务的支付意愿更为强烈，我们认为随着物业费定价市场化的推行，以及消费升级和黏性提升带来的支付意愿提升，行业发展向好动增强助推估值提升。

表 11：我国物业管理行业主要的鼓励性政策

时间	法律法规	主要内容
2014 年	《国家发改委关于放开部分服务价格意见的通知》	放开非保障性住房物业服务收费管制，规定前期政府指导服务收费定价，后续实行市场调节
2016 年	《国务院关于修改部分行政法规的决定》	从事物业管理的人员将无需取得职业资格证书
2016 年	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	以推行新型城镇化战略为契机，进一步扩大物业管理覆盖面，健全物业服务市场机制，完善价格机制改善税收政策转变物业服务发展方式，创新商业模式，提升物业服务智能化、网络化水平、个人住房公积金允许用于支付自住住房物业费
2017 年	《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》	取消服务企业一级资质核定，支持建立物业服务企业“黑名单”制度，推动对失信者实行联合惩戒
2018 年	《住房城乡建设部关于废止<物业服务企业资质管理>办法的决定》	取消物管企业资质等级划分
2019 年	《关于明确生活性服务业增值税加计抵减政策的公告》	生活性服务业纳税人进项税额加计抵减 15%
2020 年	《北京市物业管理条例》	物管公司在业主、政府部门和行业协会三方监管下实行市场调节定价，并适时调整
2020 年	《重庆市物业管理条例》	价格主管部门应当会同住房城乡建设主管部门根据物业管理服务等级标准等因素，制定和动态调整相应的基准价及其浮动幅度，并定期公布
2020 年	《近期扩内需促消费的工作方案》	推动物业服务线上线下融合发展。搭建智慧物业平台，推动物业服务企业对接各类商业服务，构建线上线下生活服务圈，满足居民多样化生活服务需求。
2020 年	《十四五规划》	推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育

幼、文化、旅游、体育、家政、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。推进服务业标准化、品牌化建设。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

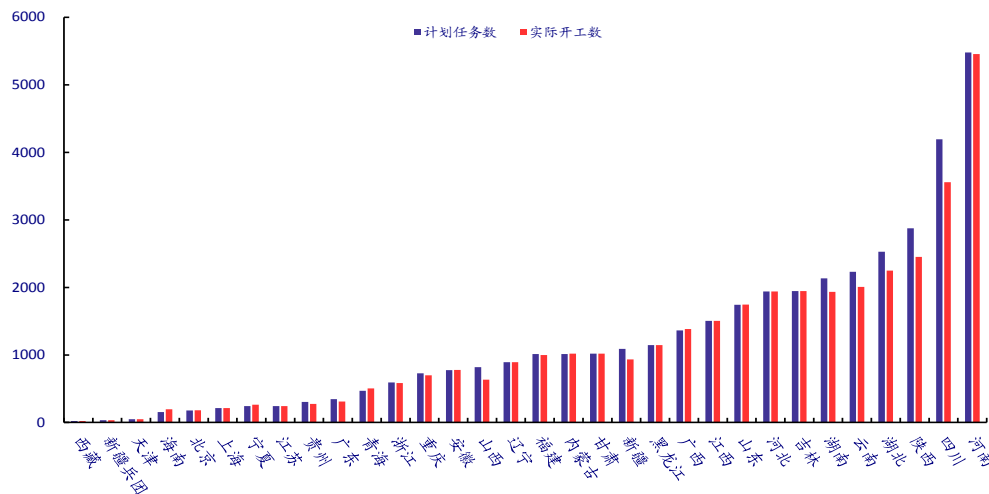
表 12：部分城市普通住宅物业服务最高限价及提价政策

城市	最高指导价（元/平方米/月）	可浮动空间	城市	最高指导价（元/平方米/月）		可浮动空间
				带电梯	不带电梯	
深圳	高层 5.63，多层 2.2	--	珠海	3	1.9	--
北京	市场调节价	--	东莞	3	2.05	--
上海	市场调节价	发布参考价格	中山	3	2.05	--
广州	2.80	--	江门	2.4	1.5	--
佛山	2.70	--	青岛	2.08	2.52	20%
惠州	市场调节价	--	成都	1.9	1.25	15%
厦门	市场调节价	--	重庆	1.9	1.35	15%
天津	1.20	20%	柳州	1.95	1.5	15%
济南	2.37	10%	宁波	2.2	1.8	25%
沈阳	1.5	--	合肥	1.7	1.2	15%
杭州	2.2	25%	阜阳	1.2	0.7	15%
南京	2.6	--	武汉	3.2	2.7	20%
苏州	3.58	--	徐州	1.3	0.6	20%
常州	1.58	--				
无锡	2.5	--				
扬州	1.6	--				
温州	1.7	30%				
台州	2.15	20%				

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

老旧小区改造为市场带来增量空间。2020 年 5 月 22 日，国务院发布的政府工作报告中指出，“新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。”19 年政府工作报告中已经对老旧小区改造有所提及，今年进一步明确了改造的数量。老旧小区的加速改造扩大了物业管理行业的市场空间，利好品牌效应强、管理服务优质的物管企业。2020 年 7 月，国务院在《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》中明确提出老旧小区改造的目标，到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。在顶层设计引导下，各省老旧小区改造计划也逐步落地实施。根据住建部数据，2020 年全国新开工改造老旧小区计划数共计 39299 个，截至 2020 年 10 月末，实际开工数 37178 个，涉及居民 706.69 万户。若按 2020 年改造进度，全国有望于 4~5 年内完成老旧小区改造，改造期间和改造完成后将创造出颇具规模的物业服务增量需求。

图 38：截至 2020 年 10 月全国老旧小区改造进展情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

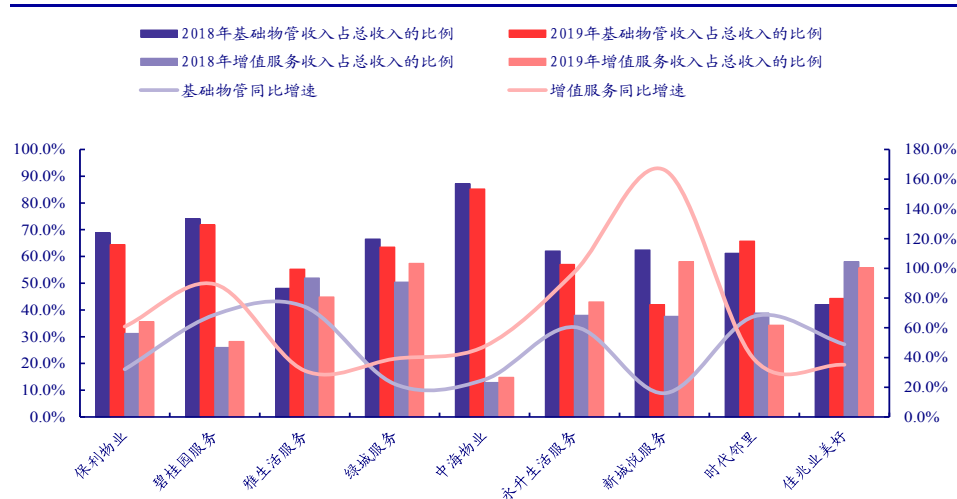
综上，我们认为物管板块的万亿级市场为公司高速发展提供广阔空间；物管行业的消费属性所决定的估值底为安全垫，物管公司的品牌效应决定了估值顶足够高；多重政策的利好助力估值底的抬升。行业的高估值是具备足够的支撑，所以近期的上市潮并不会从根本上改变行业的投资逻辑和企业价值。但需要注意的是，我们并不认为所有的物管公司都应该享有高估值，行业正处于成长期，随着竞争加剧、经营效率提升，在经过大浪淘沙之后，具备强品牌力、强业务拓展能力及经营效率高的优质物管公司将迎来市场的认可。

（三）基础物管是基本盘，外拓能力决定能否走的更远

1、基础物管业务仍是物管公司最重要的基本盘和成长性的保障

基础物管仍然是公司的基本盘。我们重点分析了保利物业、碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务、中海物业、永升生活服务、新城悦服务、时代邻里和佳兆业美好九家公司的基础物管和增值服务占总收入的比例、基础物管和增值业务的增速。2019 年九家物管公司基础物管占总收入的比例均值为 61.0%，有六家物管公司基础物管占总收入的比例存在下降趋势，其中新城悦服务相关比例下降高达 20.4%。仅有两家物管公司基础物管占比高于 70%，中海物业和碧桂园服务基础物管占比分别为 85.2%、71.8%，绝大多数物管公司增值服务收入占比呈现上涨趋势。尽管绝大多数物管公司增值服务收入增速大于基础物管收入增速，但就占总收入的比例来看，绝大多数物管公司增值服务收入占比仍低于 45%，物管公司主要的收入来源仍依赖于基础物管收入，基础物管收入仍然属于公司的基本盘。

图 39：物管公司基础物管和增值业务收入占比及同比增速

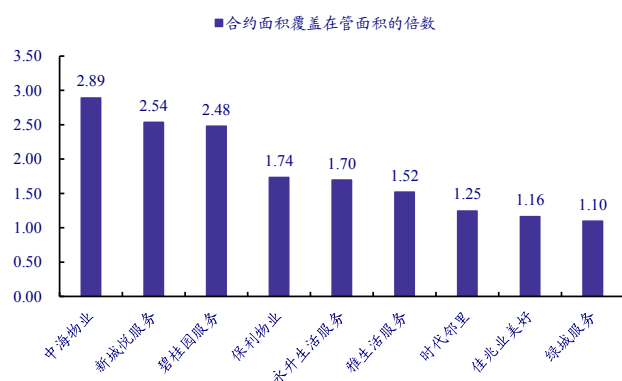


资料来源：wind，中国银河证券研究院

基础物管是成长的基石。我们选取 9 家有地产母公司关联方的物管公司，重点统计了物管公司合约面积覆盖在管面积的倍数以及其关联地产母公司近三年销售面积及增速情况。合约面积覆盖在管面积的倍数中大于 2 倍的物管公司分别为中海物业、新城悦服务和碧桂园服务，其在管面积分别为 151.4、276.1、60.2 百万平方米，其中新城悦服务在合约面积覆盖在管面积倍数中表现亮眼，主要得益于其地产母公司新城控股集团近三年销售面积及增速的显著提升。通过分析 2017 年-2019 年物管关联地产母公司的销售增速均值，我们发现旭辉控股集团和新城控股三年平均销售增速分别高达 64.67% 和 46.48%，其物管公司合约面积覆盖在管面积倍数均位于九家物管公司前列。关联地产公司的近三年的高销售将会在未来逐步转化为物管公司的签约及在管面积，为基础物管业务的增长提供了有力支撑及成长的确性。

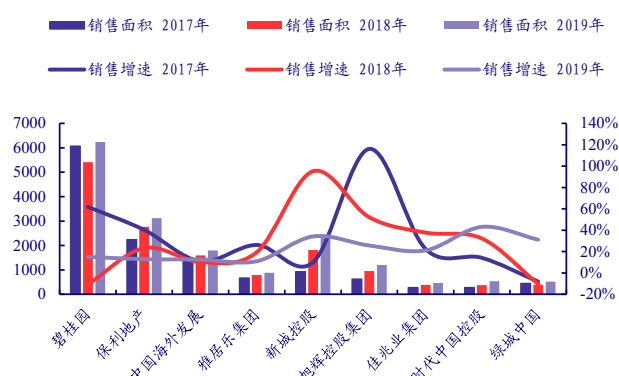
竣工回暖逻辑不变，行业短期增长有保障。由于受到疫情及资金等方面的影响，2020 年未能如期迎来竣工高峰，我们认为交房周期作为一个非常刚性的约束条件，竣工只会延后不会消失。根据统计局发布的数据，1-10 月竣工面积累计同比下降 9.2%，降幅较 1-9 月份收窄 2.4 个百分点，10 月单月竣工增速为 5.88%，虽然累计同比增速仍为负，但是单月竣工增速已回正，并回到年内的次高点，竣工修复趋势显现，我们对未来的竣工增速数据持乐观态度。竣工高峰的逐步到来，也将带来物业管理行业管理面积在未来的 2-3 年内大幅增长，行业短期增长有保障。

图 40: 物业管理公司合约面积覆盖在管面积的倍数



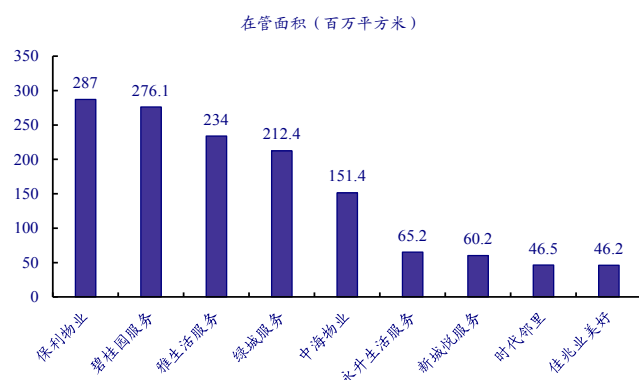
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 41: 物业管理公司 2017 年-2019 年销售面积及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 42: 物业管理公司在管面积



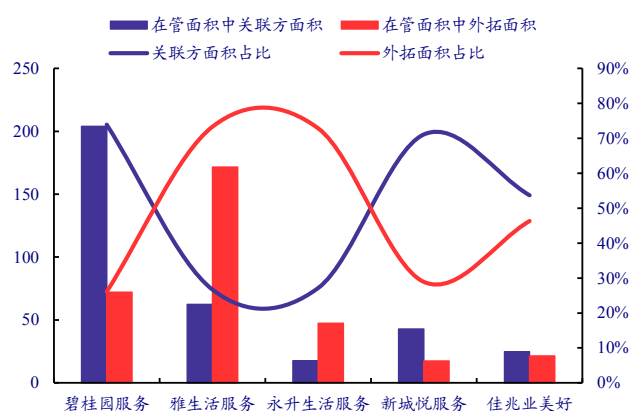
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2、外拓能力是物管公司的核心竞争力

外拓能力将成为公司的核心竞争力。目前物管公司,短期增长收益于竣工周期带来的总体合约面积覆盖在管面积的比例增加,而长期来看,企业的外拓能力成为能否胜出的关键因素。我们重点统计了 5 家上市物管公司 2019 年在管面积中来自关联方的面积以及外拓面积,其中物管行业龙头企业碧桂园服务来自于关联方在管面积占比高达 73.9%,新城悦服务为 71.1%,雅生活服务及永升生活服务则积极拓展第三方物管服务,外拓能力逐渐增强,外拓面积占比分别为 73.3%、72.85%。

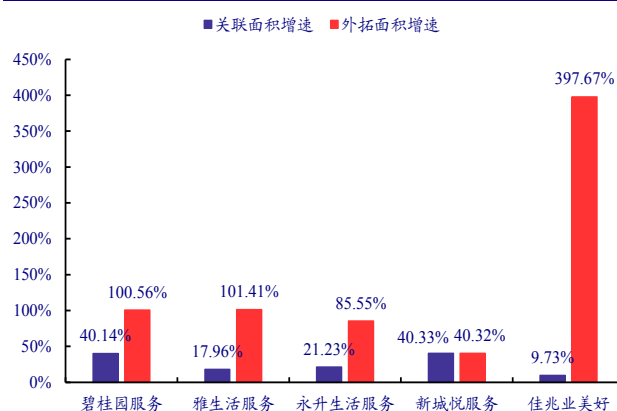
随着竞争加剧,物管公司纷纷加大外拓力度,2019 年 5 家物管公司外拓面积增速均表现亮眼,其中佳兆业美好实现了外拓面积 397.67%的增速,一方面是由于此前佳兆业美好的外拓面积基数较小,另一方面在于公司外拓力度的加大。关联方交付带来的业绩增长的高确定性并非企业核心竞争力的决定性因素,只能起到短期增长的支撑作用。长期来看物管公司的持续成长,仍依托于品牌影响力的不断强化,当关联方地产母公司交付高峰过去后,品牌影响力将在各大物业管理公司竞争市场时,占据显著优势。

图 43: 物业管理公司在管面积成份



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 44: 物业管理公司 2017 年-2019 年销售面积及增速



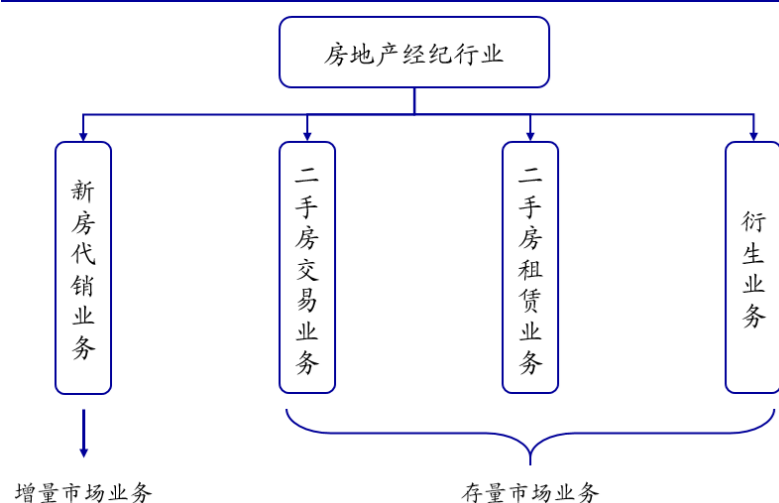
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

四、经纪服务行业：景气稳步上行，O2O 化是大势所趋

（一）物业经纪服务行业受益于未来住房市场 GTV 稳定增长

依据现有的房地产经纪公司的业务构成，我们将房地产经纪行业划分为：新房代销、二手房交易、二手房租赁、衍生业务等四个子行业，其中新房代销业务为经纪公司利用自己的渠道优势与房地产开发企业签订协议，向其新房销售业务引流并收取交易佣金，为房地产增量市场业务；二手房交易、租赁业务则为经纪公司利用线上平台与线下门店，为二手房市场与租赁市场的供需双方提供信息撮合交易，收取交易佣金，为存量市场业务；衍生业务的种类很多，主要聚焦于存量市场，包括金融服务、房屋检查、产权保险、物业管理等服务，目前中国的房地产经纪公司的衍生业务以房地产金融服务为主，未来在种类与规模上尚有较大发展空间。

图 45: 房地产经纪行业划分



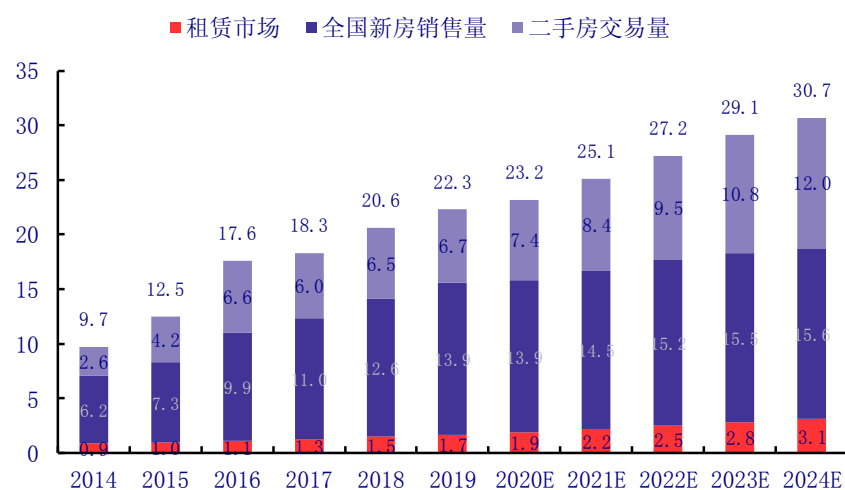
资料来源: 中国银河证券研究院

1、中国住房市场 GTV 及新房销售、二手房交易、租赁市场分类 GTV 均稳步提升

根据 CIC 的报告，中国拥有全球最大的住房市场。2019 年，全国新房销售量、二手房交易量、以及房屋租赁市场规模三者总额 GTV 为 22.3 万亿元，其中新房销售量 13.9 万亿元，二手房交易量 6.7 万亿元，租赁市场规模 1.7 万亿元，占比分别为 62%、30%及 8%。根据预测，未来 5 年预计整个住房交易市场规模将达到 30.7 万亿元，CAGR 达 6.6%，其中二手房交易量 2024 年将达到 12 万亿元，CAGR 为 12.4%；新房销售量 2024 年将达 15.6 万亿元，CAGR 为 2.3%；租赁市场规模 2024 年将达 3.1 万亿元，CAGR 达 12.8%。

根据 CIC 的报告，除了传统的住房经纪业务（新房、二手房及租赁），中国住房经纪衍生业务（其他住房相关服务）的总市场规模从 2014 年的 3.6 万亿元提升至 2019 年的 7.9 万亿元，CAGR 达 17%，预计 5 年后 2024 年该业务 GTV 将增至 15 万亿元，CAGR 为 13.7%。

图 46：2014-2024 中国住房市场 GTV（总交易额）（万亿人民币）

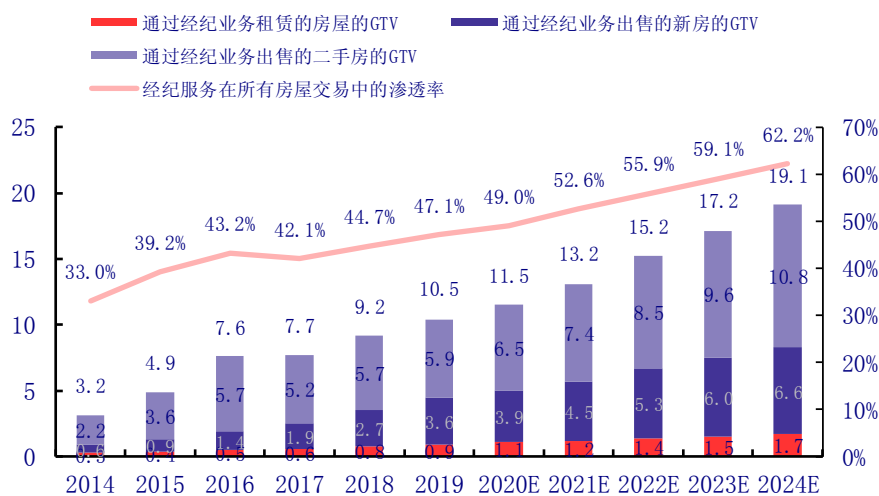


资料来源：CIC 报告，中国银河证券研究院

2、经纪业务在房屋交易中的渗透率和佣金率不断提升，预计 4 年后佣金规模超 5000 亿

中国通过经纪业务出售和租赁的房屋 GTV 总额从 2014 年的 3.2 万亿元增加至 2019 年的 10.5 万亿元，预计到 2024 年达到 19.1 万亿元，以 GTV 计，经纪服务在中国所有房屋交易（包括新房、二手房、租赁）中的渗透率从 2014 年的 33%提升至 2019 年的 47.1%，并将在 2024 年进一步增至 62.2%。其中，根据统计，经纪业务在新房销售中的渗透率从 2014 年的 10%上升至 2019 年的 25.9%，五年后 2024 年有望提升至 42%，这一数据 2019 年在美国为 70%，未来新房销售的经纪业务渗透率还有很大的提升空间；经纪业务在二手房交易中的渗透率从 2014 年的 84.6%提升至 2019 年的 88%，稳定增长，五年后 2024 年有望提升至 90%；经纪业务在租赁成交中的渗透率由 2014 年的 33%提升至 2019 年的 53%，五年后 2024 年有望提升至 55%。总体来看，二手房交易及租赁市场领域经纪业务渗透率都处于较高水平，新房销售的经纪业务渗透率也在快速提升过程中。

图 47：2014-2024 中国通过经纪业务出售和租赁房屋的 GTV（总交易额）（万亿人民币）



资料来源：CIC 报告，中国银河证券研究院

经纪业务佣金率在各细分领域都有提升空间，二手房佣金率提升空间较大。二手房交易佣金率整体在 1%-3% 不等，2019 年链家二手房业务佣金率约为 2.56%，在美国，2019 年二手房销售的佣金率约为 5%，未来随着中国二手房经纪服务质量的提高和客户体验的提高，国内二手房佣金率有望稳步提高。中国房屋租赁的佣金通常为月租金的一半或者一个月的租金。

新房的经纪业务是一个未来成长空间较大的领域。传统上，中国房地产开发商主要部署内部销售人员进行新房销售，但未来随着城市群中较发达地区的土地供应受限，预计新房项目的平均规模将减少，从而使房企维持庞大的全职销售团队的经济可行性降低，更多新房项目位于城市群中的外围城市，这为经纪服务商提供了新的机会，随着经纪服务在新房销售发挥越来越重要的作用，中国新房销售中的经纪服务平均佣金率从 2017 年的约 2.1% 提升至 2018 年的 2.2% 和 2019 年的 2.3%，但我们认为，在中国当前的房企经营环境下，2019 年房企销售费用率基本能够和使用中介的佣金率水平相当，所以短期内新房佣金率提升空间有限。2018 年，链家新房佣金水平为 2.66%，略高于同年链家二手房的佣金率 2.49%，在业内属于较高水平。

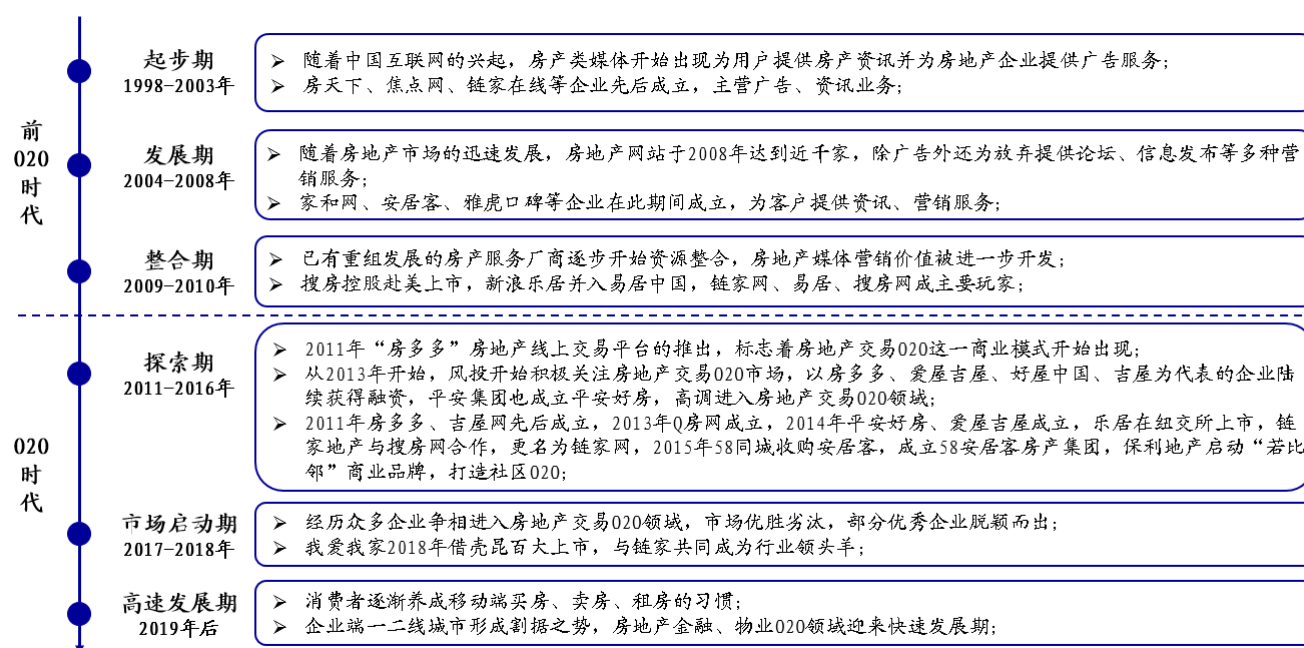
经纪业务佣金规模约 2000 亿元，远期预计可达超过 5000 亿元规模。当前经纪业务佣金率水平在 1%-3% 的水平，按照 2% 的平均佣金率计算，2019 年经纪业务总的市场规模在 2100 亿元（10.5 万亿元*2%），不考虑佣金率提升的前提下，经纪业务总的市场规模在 2024 年可达 3820 亿元（19.1 万亿元*2%）；假设远期佣金率平均提升至 2.7%，则经纪业务总市场规模 2024 年将达到 5157 亿元（19.1*2.7%），CAGR 达 15.1%，成长性确定，行业景气度稳步提升。

（二）房地产经纪的 O2O 化：高速渗透，O2O 成必然趋势

房地产经纪的 O2O 历程：O2O 模式进入高速发展期。O2O 模式即 Online To Offline 的模式，是把实体的商业机会与网络结合在一起，让网络成为实体交易的前台，这种商业模式的核心是：在网络中寻找客户，然后将他们带到实体店铺中实现消费，它是支付模式和为经营者创造客流量的一种结合。

随着互联网技术的逐渐成熟和覆盖度的逐渐提升，同时为了解决传统房地产经纪业务成本高、效率低、透明度低和信息不对称带来的不信任感强等痛点，能够增强信息公开与交易效率的房地产经纪行业 O2O 模式应运而生。房地产 O2O 的前身为由互联网的兴起带来的传统房地产服务 PC 网站的建立，线上房地产经纪企业的成立为全行业的 O2O 化奠定了基础，2011 年“房多多”房地产线上交易平台的推出，标志着房地产交易 O2O 这一商业模式的出现，至今经过了 9 年左右的发展，行业已经逐渐走出探索期与启动期，并即将迎来快速发展期。

图 48：房地产经纪的 O2O 历程



资料来源：Analysys，中国银河证券研究院

从交易模式上来看，可以将房地产经纪企业分为平台型、自营型、综合型三大类，其中平台型指经纪公司通过聚合各类房源信息以吸引用户，并在线上平台引入支付和交易功能，形成 O2O 闭环，以赚取撮合交易佣金，这一模式的代表包括安居客、房多多等企业；自营型企业则是传统的房地产中介公司互联网化后的产物，本质上相当于把店铺搭建在互联网上的房产中介，本身持有一定量的房源，依靠佣金与价差产生利润，这一模式的代表包括链家、我爱我家等头部企业；另外还有平台、自营特点兼而有之的综合型企业，贝壳找房、Q 房网、房天下则为其中的代表。我们建议投资者重点关注 A 股房地产经纪稀缺标的我爱我家、国创高新。

图 49：房地产经纪 O2O 主要玩家



资料来源：Analysys，中国银河证券研究院

五、板块财务分析：降杠杆初见成效、盈利能力迎改善

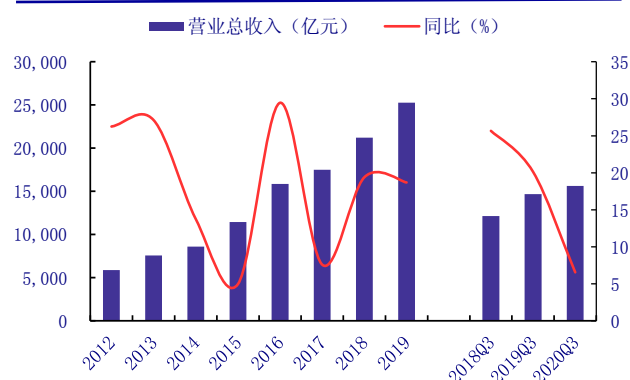
（一）利润表：长期利润率水平将迎来改善

2020 年前三季度房地产行业总营业收入为 15,609.10 亿元，增速为 6.65%，同比 -13.58pct，较 20H1+4.81pct；实现归母净利润 1,191.47 亿元，增速为 -15.92%，同比 -27.74pct，较 20H1+5.9pct。今年前三季度营收维持正增长但较去年同期增幅明显收窄，归母净利润下滑，主要系疫情影响了竣工节奏，但可以看到三季度增速较二季度明显改善，企业盈利正在逐步修复。在“三道红线”的资金监管体系下，年末房企销售和结算两手抓，全年业绩进一步修复。今年由于疫情、资金、天气等因素的影响，竣工修复不及预期，我们认为延后的竣工终将会回归，房企明年的业绩有保障。

前三季度房地产销售费用率、管理费用率、财务费用率为 2.78%、4.09%、3.32%，同比 -0.20pct、-0.29pct、+0.00pct。整体三费率为 10.18%，同比 -0.49pct。行业整体费用控制水平良好，主要得益于对于管理费用率的持续降低，企业经营水平的不断提高。

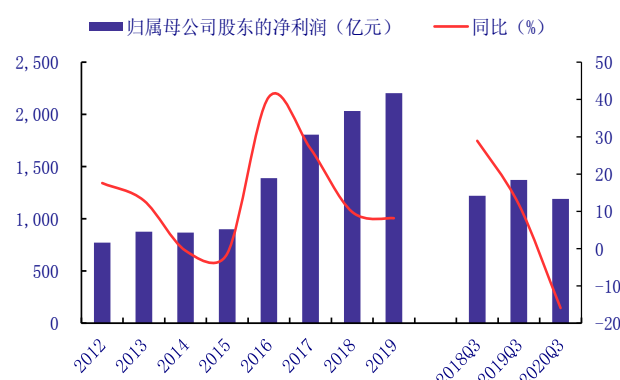
2020Q1-Q3 销售毛利率为 27.25%，同比 -4.21pct，较 20H1-1.03pct；实现销售净利率 10.12%，同比 -1.75pct，较 20H1-0.58pct。毛利率和净利率均下滑主要在于：（1）由于前几年土地市场景气度较高，房企整体拿地价格攀升，高土地成本项目现进入结转期间；（2）受“房住不炒”政策管控，行业利润空间被压缩，自 18 年来毛利率、净利率总体均呈下降趋势；（3）由于疫情影响，部分房企第一季度采取促销措施降低盈利水平。我们认为短期内行业利润率水平仍有下行压力，但长期来看随着融资新规的逐步渗透，土地市场回归理性将有助于行业内耗现象的修正，同时房企作为业务孵化平台，多元化业务的发展将带来新的业绩增长点，未来行业的利润率水平将筑底回升，迎来改善。

图 50: 房地产行业 2020Q3 营业总收入及同比增速



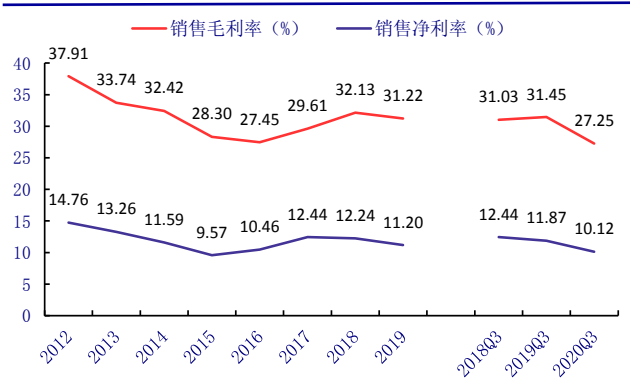
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 51: 房地产行业 2020Q3 归母净利润及同比增速



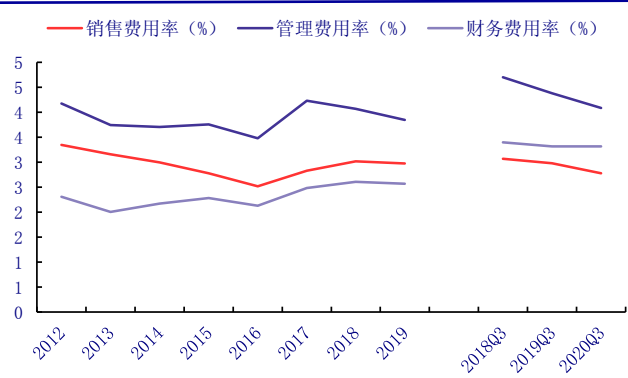
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 52: 房地产行业 2020Q3 销售毛利率及销售净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 53: 房企 2020Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率



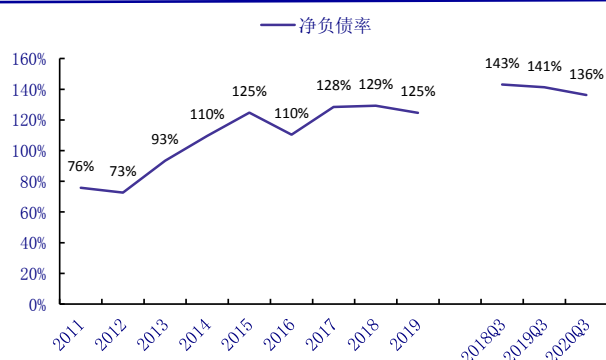
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（二）资产负债表：预收账款小幅上涨，杠杆率有望继续下降

房地产行业截至三季度末预收账款为 35,371.96 亿元，同比增长 8.62%，增速较去年同期 -11.65pct，较 20H1-0.01pct，覆盖 2019 年全年营收的 1.4 倍，房企未来业绩仍有保障。行业面临融资调控叠加全年销售目标压力，预计年末房企仍将加大推盘及销售回款力度，供给持续放量将为成交提供一定支撑，但由于热点城市调控、银行信贷额度紧张以及前期需求释放超预期，预计未来两个月销售将回归理性增长。

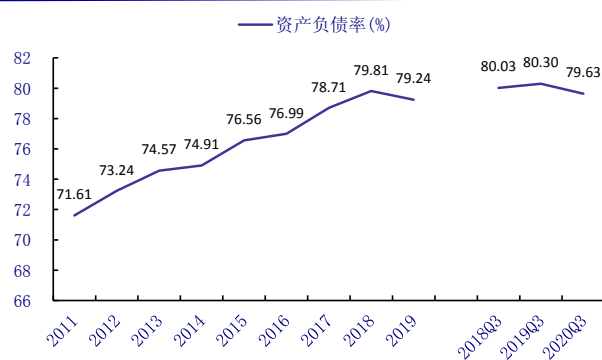
截至 2020 年三季度末，行业净负债率为 136.20%，同比-5.06pct，较 20H1-3.23pct；资产负债率为 79.63%，同比-0.66pct，较 20H1+0.07pct，三季度行业杠杆下降明显。整体来看，目前行业净负债率、资产负债率均处于历史较高水平，在“三条红线”的融资监管下，房企开始积极降低杠杆水平，预计年末行业杠杆率还将迎来更大幅度的下降。

图 54: 房地产行业 2020Q3 净负债率



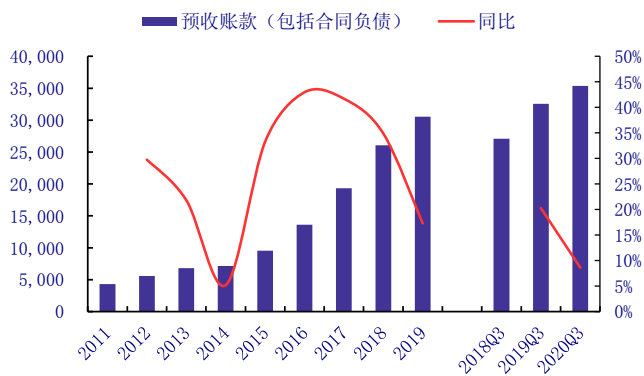
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 55: 房地产行业 2020Q3 资产负债率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 56: 房地产行业 2020Q3 预收账款及同比增速



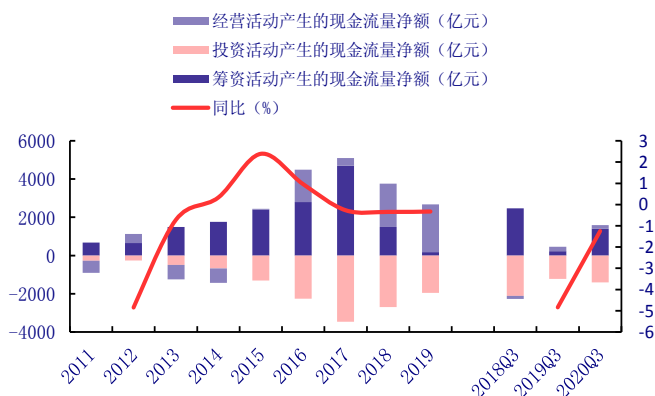
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 现金流量表: 销售强韧性对现金流形成支撑

2020 年前三季度房地产行业的销售商品、提供劳务收到的现金达 20,976.16 亿元, 同比下降 1.64%, 增速较 2019 年前三季度-11.79pct, 较 20H1+10.44pct。2020Q3 同比增速下降, 主要是年初疫情对销售的影响较大, 但从 5 月份以来销售热度持续在高位, 显示出较强的韧性。我们认为在目前的融资监管环境下, 并且随着销售旺季的到来, 房企有较强的动力积极推盘促回款, 预计年末销售商品收入的现金将持续上涨。

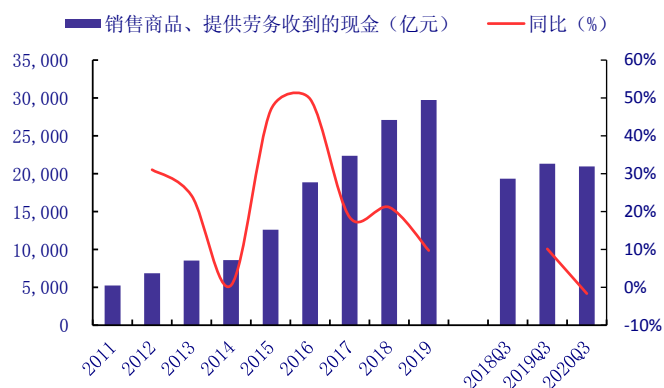
2020Q1-Q3 现金流净额为 188.95 亿元, 表现为现金净流入, 流入额同比增加 124.81%。分类来看, 经营活动现金流净流入 191.72 亿元, 2019Q3 为净流入 222.65 亿元, 尽管由于疫情的影响, 上半年销售基本停滞导致回款大幅减少, 伴随着下半年销售热度持续高位, 2020Q3 销售额的同比转正, 三季度业绩显著回升到以前年度水平; 投资活动净流出 1,400.51 亿元, 同比增加 15.26%; 筹资活动现金流净流入 1,397.73 亿元, 较去年同期大幅增加 505.46%, 主要得益于上半年友好的融资环境, 房企融资额大幅增加, 但随着下半年政策收紧, 融资环境难现上半年的宽松。

图 57: 房企 2020Q3 现金流量及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 58: 房企 2020Q3 销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

六、投资建议

我们对房地产行业 2021 年核心运行数据的判断是: 预计商品房销售额增速 5.2%, 商品房销售面积与 2020 年持平, 房地产开发投资 5.5-6.2%, 新开工面积增速 1%, 竣工面积增速 7%。行业投资和销售韧性较强。

坚持“房住不炒”已进入第五年, 金融审慎管理制度的出台是行业面临的最新变局。“三稳”大背景下, 龙头房企盈利能力中长期将触底回升。市场加快向存量阶段过渡, 物业管理及经纪服务子行业受益于市场结构的变化。当前行业估值处于历史低位, 公募基金配置比例持续走低, 政策面预计 2021 年仍保持稳定, 供给侧改革不断深化, 利好注重内部运营与具备融资优势、财务稳健的企业。我们看好当前住宅开发行业、物业管理行业以及经纪服务行业三个细分领域头部企业投资机会。

住宅开发行业: 景气度持续, 估值底部叠加主流房企高股息率将提升板块投资吸引力。建议关注低估值、高股息的优质住宅开发行业龙头股: 万科 A、保利地产、金地集团; 销售提速、弹性较大的优质成长型个股: 阳光城、金科股份、中南建设。

物业管理行业: 集中上市潮短期影响估值但不改行业长期成长逻辑, 行业属性决定估值底, 优质企业“品牌力”决定估值顶, 公司估值分化将成长期趋势, 建议关注 A 股物业行业龙头公司招商积余。

经纪服务行业: 随着经纪业务在房屋交易中渗透率、佣金率的提升以及住房市场 GTV 的稳步上升, 预计 4 年后佣金规模超 5000 亿, 行业景气度持续向上, 建议关注 A 股经纪服务行业标的我爱我家、国创高新。

七、风险提示

行业面临经济及行业下行压力的风险, 销售超预期下行的风险, 政策调控不确定性的风险。

表 13: 重点公司盈利预测及估值表

公司名称	股 价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
万科 A	28.66	3.47	3.85	4.42	5.01	8.26	7.45	6.48	5.72
保利地产	16.29	2.35	2.71	3.20	3.71	6.93	6.02	5.10	4.39
金地集团	14.17	2.23	2.50	2.94	3.39	6.35	5.66	4.83	4.18
阳光城	6.88	0.90	1.28	1.62	1.94	7.64	5.37	4.24	3.54
金科股份	7.36	1.05	1.31	1.62	1.93	7.01	5.60	4.54	3.81
中南建设	9.36	1.12	1.88	2.41	2.87	8.39	4.99	3.88	3.26
招商积余	23.29	0.41	0.57	0.78	1.03	56.94	41.21	29.82	22.55
我爱我家	3.80	0.36	0.20	0.36	0.41	10.66	18.81	10.69	9.19

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 (股价日期为 2020 年 12 月 9 日)

插图目录

图 1: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比变化 (%)	6
图 2: 70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅价格同比变化	6
图 3: 百城住宅价格指数同比变化 (%)	6
图 4: 100 大中城市成交土地楼面均价及溢价率	7
图 5: 100 大中城市住宅类成交土地规划建面 (万平方米)	7
图 6: 房地产贷款余额 (亿元) 及同比增速 (%)	7
图 7: 1-10 月份 40 典型房企融资利率区间 (按最低利率排序)	8
图 8: 美国城市化率及中国城镇化率 (%) 变化趋势	10
图 9: 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位	10
图 10: 中国主流城市二手房及新房交易情况 (2019.11-2020.10)	11
图 11: 各年度土地购置面积及同比增速	14
图 12: 房地产开发投资的构成占比 (2020 年 1-10 月数据)	14
图 13: 土地成交价款变动领先土地购置费半年左右	14
图 14: 近年来新开工面积和竣工面积差值逐年扩大	14
图 15: 商品房销售面积及销售额累计表现/%	15
图 16: 月商品房销售面积、销售额及销面同比	15
图 17: 土地购置面积及成交价款累计同比	16
图 18: 月土地购置面积及同比	16
图 19: 百城土地成交总地价 (亿元) 及溢价率 (%)	16
图 20: 一二三线城市土地成交溢价率 (%)	16
图 21: 房地产板块 PE	17
图 22: 房地产板块 PB	17
图 23: 主流房企历年股息率均值及各梯队股息率均值	18
图 24: 典型房企 1-10 月份融资利率区间及 2019 股息率比较	18
图 25: 物业管理公司上市情况	19
图 26: 20 家物业管理公司目前的估值水平	19
图 27: 20 家物业管理公司全年涨幅及较年内高点回撤幅度	19
图 28: 全业态竣工面积及住宅竣工面积	21
图 29: 当前物业管理面积与存量市场差距	21
图 30: 2019 年 24 家 A+H 股净现金 (亿元)	23
图 31: 2019 年 24 家 A+H 股净负债率	23
图 32: 百强物管企业整体服务满意度	24
图 33: 2019 年百强企业在管项目价格与周边项目均价比较	24
图 34: 百强物管企业续约率与收缴率情况	24
图 35: 2019 年非业主增值业务收入及占比 (亿元)	24
图 36: 2018、2019 年单位增值业务收入 (亿元) 及增速	24
图 37: 基础物管收入和增值服务收入增速	24

图 38: 截至 2020 年 10 月全国老旧小区改造进展情况	27
图 39: 物管公司基础物管和增值业务收入占比及同比增速	28
图 40: 物业管理公司合约面积覆盖在管面积的倍数	29
图 41: 物业管理公司 2017 年-2019 年销售面积及增速	29
图 42: 物业管理公司在管面积	29
图 43: 物业管理公司在管面积成份	30
图 44: 物业管理公司 2017 年-2019 年销售面积及增速	30
图 45: 房地产经纪行业划分	30
图 46: 2014-2024 中国住房市场 GTV (总交易额) (万亿人民币)	31
图 47: 2014-2024 中国通过经纪业务出售和租赁房屋的 GTV (总交易额) (万亿人民币)	32
图 48: 房地产经纪的 O2O 历程	33
图 49: 房地产经纪 O2O 主要玩家	34
图 50: 房地产行业 2020Q3 营业总收入及同比增速	35
图 51: 房地产行业 2020Q3 归母净利润及同比增速	35
图 52: 房地产行业 2020Q3 销售毛利率及销售净利率	35
图 53: 房企 2020Q3 销售费用率、管理费用率及财务费用率	35
图 54: 房地产行业 2020Q3 净负债率	36
图 55: 房地产行业 2020Q3 资产负债率	36
图 56: 房地产行业 2020Q3 预收账款及同比增速	36
图 58: 房企 2020Q3 销售商品、提供劳务收到的现金及增速	37

表 格 目 录

表 1: 十三五规划建议及十四五规划建议对地产相关内容表述的对比	1
表 2: 2020Q3 房企“三道红线”指标梳理	4
表 3: 头部房企战略定位	8
表 4: 2015-2020 年商品房销售额当月同比及 2021 年预测值	12
表 5: 2015-2020 年商品房销售额当月环比及 2021 年预测值	12
表 6: 2020 年商品房销售额当月值及 2021 年商品房销售额预测值 (按月份) (亿元)	12
表 7: 主流房企 2015-2021E 股息率及 2019 年分红率、市值 (2020 年 12 月 7 日)	17
表 8: 物业管理公司首发市盈率及在管面积和签约面积对比	20
表 9: 当前物业管理行业存量测算	21
表 10: 2030 年物业管理行业发展空间测算	22
表 11: 我国物业管理行业主要的鼓励性政策	25
表 12: 部分城市普通住宅物业服务最高限价及提价政策	26
表 13: 重点公司盈利预测及估值表	38

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：潘玮，房地产行业分析师，清华大学管理学硕士、金融学学士。2008年进入银河证券研究部，曾获新财富、东方财富、金融界等多个分析师评选奖项。2013年团队获得新财富最佳分析师房地产行业第五名；2019年获得东方财富最佳分析师榜单房地产行业第一名。

分析师：王秋霁，房地产行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事房地产行业及上下游相关产业链的研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。



让企业科技闪耀人性光芒

THANKS

www.yuanquan.com

上海原圈网络科技有限公司

总部地址：上海市闵行区申滨路88号·虹桥丽宝广场5号楼3层

联系电话：021-68388750