



中国房地产行业趋势与终局展望

——房地产行业首次覆盖

人口和政策两大需求维度变化引发行业变迁，布局和商业模式优势成为房企竞争核心。房地产行业经历了数十年的改革发展和多轮小周期波动后，似乎再次走到了十字路口。为何近年来房企排名出现显著变化？为何顶层此轮调控定力十足？在这样一个充满变化的时点，我们从上述两大现象出发，抽丝剥茧出现象背后城镇化与政策导向两大需求维度变化的宏大逻辑，进而总结出行业在**城市布局和商业模式**两大维度的 α ，以期探寻行业中长期之趋势。

经济发展方式变化带来的行业地位变化是政策导向变化的核心原因。1994年的分税制改革与1998年的商品房市场改革使得土地成为地方政府“资产负债表”的核心，房地产成为“朱氏改革”中拉动经济“三驾马车”的重要组成部分。但是，当前经济态势表明增长方式亟待转型。从7月政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”和近期系统性收紧融资，反映出顶层对于行业思路的变化和行业地位的变迁，此为行业需求逻辑重大变化。短期内调控大幅放松概率不大，而房企商业模式面临重大变革。

都市圈化是未来十年城镇化主题，寻找城市布局 α 是房企重要破局之道。我国城镇化仍处于人口由中小城市向大城市集中阶段，一线郊区及卫星城开始逐步发展。《2019年新型城镇化建设重点任务》的发布表明顶层对于城镇化发展的思路出现了重大转变，中心城市和都市圈地位得到强化。在此过程中，产业转移、市场供需等因素使得房地产行业成长性向二线城市及一线城市卫星城转移。近年来排名大幅提升的房企多数是享受了城镇化梯次发展的红利；在都市圈大发展时代，寻找城市布局的 α 是房企突破的重要途径。

模式之美，寻找房企商业模式的 α 。土地财政的存在使得土地供给难以有效放大，而聚焦都市圈已成为当前房企一致预期，土地竞争或将持续激烈；通过商业模式有效突破土储瓶颈成为房企中长期脱颖而出的关键。目前，我国房地产商业模式可分为强调周转的**万科模式**、追求单项目利润最大化的**香港模式**、产业拿地的一二级联动模式、依托禀赋的**资源型模式**、商业持有经营的**凯德模式**、“销售+持有”的**万达模式**以及可能是超大型房企终局的“开发+持有+资产管理”模式。“住宅销售+商业持有”模式也许是未来多数房企的最终选择。除并购外，低价获取土储的模式或多或少都带有“与地方经济共成长”的“政企共赢”意味，如一二级联动、旧改、商业勾地等。商业模式本身无高低之分，寻找房企适合的模式与破局之道是存量时代竞争的核心。

首次覆盖内地房地产行业，给予“强于大市”评级。尽管行业增长有所放缓，但优秀公司仍能够通过布局和商业模式优势获得超越同侪增长。具体而言，能够通过“政企共赢”等商业模式低价获取优质资源的房企有望于激烈竞争中脱颖而出；此外，具备真正高周转能力和布局优势的房企也能随城镇化发展而向前发展。基于此，在当前城镇化阶段，我们的行业首选为**碧桂园、融创中国、金科股份和中国金茂**，上述公司具备中长期稳健增长潜力。就短期而言，地方试探性的政策松动对股价作用也已不大，板块核心矛盾仍为政策导向。若房价和地价出现实质性下行，调控政策或在“房住不炒”基调下，由严厉逐步转向中性，而房地产板块的估值压力或也将边际改善。由于加杠杆渠道受限、房企财务更为稳健，房地产债权性价比有望边际提升。

强于大市

(首次)

微信公众号



行业首选

碧桂园 (2007.HK)

融创中国 (1918.HK)

金科股份(000656.SZ)

中国金茂(817.HK)

申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cws.com.hk

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

联系人

+852 3958 4600

caihongfei@cws.com.hk



目录

引言：两大现象背后的行业逻辑转变	6
现象一：房企排名缘何涨落？	7
现象二：顶层调控定力为何远强于以往？	9
行业变迁的背后：如何在存量时代脱颖而出？	9
1. 经济步入存量时代，增长模式面临转型	10
1.1 “三驾马车”逐渐降速，发展模式面临转型	10
1.2 产业聚集将带来人口进而区域的分化	12
2. 政策导向生变，布局与模式更趋重要	14
2.1 总量需求增长放缓，房企更需差异化发展	14
2.2 政策导向逐步转变，平衡增长模式受益	16
3. 平稳周期下存结构性行情，寻找城市布局的 α	19
3.1 顶层思路现重大转变，核心城市迎发展良机	19
3.2 城镇化仍处聚集阶段，二线及一线都市圈发展提速	21
3.3 城市分化，行业成长性将向二线及一线卫星城转移	24
3.4 分化大势下，房企应该选择哪些城市？	24
3.5 小结：我们的城市选择组合	28
4. 模式之美，寻找房企商业模式的 α	29
4.1 土拍拥挤度快速上升，商业模式重要性凸显	29
4.2 存量时代，寻找房企商业模式的 α	30
4.2.1 快速开发、强调周转的万科模式：维持高周转、稳步进入新城市将是关键	30
4.2.2 慢周转、追求单项目利润最大化的香港模式：瓶颈明显，逐步掉队	33
4.2.3 产业拿地的一二级联动模式：产业导入与城市运营能力是关键	33
4.2.4 资源型模式：平衡利润与周转为成功关键	37
4.2.5 凯德模式：基金模式撬动商业地产全周期运营	39
4.2.6 “销售+持有”的万达模式：房地产商业模式的终极形态？	41
4.2.7 住宅开发+物业投资+资产管理：也许是超大型房企的终局	42



5. 多元化是房企未来发展的一剂良药吗？	45
5.1 开发业务仍将是房企未来数年核心主业	45
5.2 投资物业等相关业务是可行的多元化方向	46
5.3 金融化、平台化或是超大型房企转型的终局	46
6. 估值之辩：房企如何获得估值溢价？	47
7. 投资建议	49
8. 风险提示	49

图表目录

图 1：本文核心逻辑图，寻找城市布局和商业模式的 α 将是未来房企竞争的关键	6
图 2：经济增速趋势性下滑，财富增长速度开始降低	10
图 3：流动人口数量减少，经济增长动能趋缓	10
图 4：春运客流量高位回落，存量经济特性逐步显现	10
图 5：社零与商品房销售增速趋势性下行	11
图 6：经济逐步迈入存量时代，竞争性行业利润率趋势性下行	11
图 7：更高的投资回报率使得核心城市拥有更强的产业聚集能力	12
图 8：追求更高劳动报酬率与更优居住环境，人口不断向少数核心城市集中	13
图 9：城镇化率接近 60%，提升空间逐步缩窄	14
图 10：美日城镇化率超过 60% 后城市化推进有所放缓	14
图 11：小婴儿潮人群刚需与改善需求在过去十余年集中释放，未来增量人口带来需求将放缓	15
图 12：老龄化有所加速，抑制整体购房需求	15
图 13：结婚人数连续下滑，“丈母娘效应”开始减弱	15
图 14：经历了过去数年需求集中释放，商品房销售面积首现同比负增长	16
图 15：居民杠杆率短期内上升较快，加杠杆空间受限	17
图 16：以汽车为代表的耐用品消费持续下滑	17
图 17：人口与政策变化将使得房企发展模式向平衡、差异化模式演变	18
图 18：产业变迁使得美国过去发达的重工业区衰落为“铁锈地带”	20
图 19：我国处典型城市化进程第二阶段，人口由中小城市向大城市聚集，郊区及卫星城初步发展	21

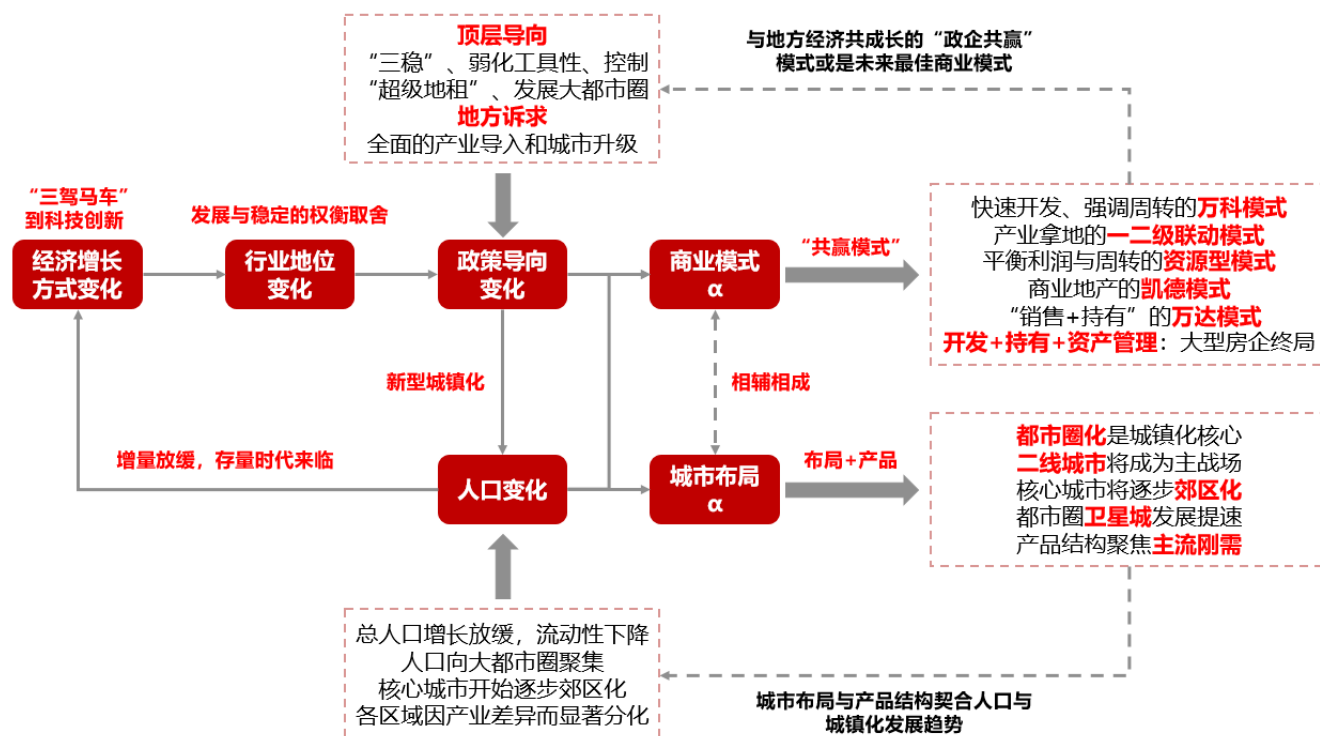
图 20: 卫星城、大都市圈将是我国下一阶段城镇化发展方向.....	22
图 21: 深圳城市规划向“双中心、多组团”模式发展	22
图 22: 我国人口超 100 万城市群人口占比仍然较低, 尚处占比快速提升阶段.....	23
图 23: 一线城市宅地成交趋势性下行	24
图 24: 一线城市宅地成交溢价率较高	24
图 25: 南方及中西部经济圈人口吸引力远好于北方	25
图 26: 人口流入靠前城市仍是产业经济发展较好城市	25
图 27: 今年前 10 个月一线及热点二线成交复苏明显, 都市圈内部分化较大.....	26
图 28: 珠三角及长三角卫星城逐步成型, 其余城市发展仍呈点状, 核心城市经济活跃度明显较高.....	27
图 29: 各线城市住宅类用地成交溢价率快速上升, 拍地盈利空间或受限.....	29
图 30: 越来越多房企通过激励机制激发员工动力与主动性, 实现整体高周转.....	31
图 31: 主流房企可通过需求细分(产品力)、合理流程、授权一线和充分激励实现高周转.....	31
图 32: 帕尔迪根据客户支付能力与生命周期将需求细致划分为 11 个大类.....	32
图 33: 华夏幸福拥有较强的产城一体化开发能力, 自我造血能力突出.....	34
图 34: 华侨城武汉欢乐谷项目已成为城市新地标	35
图 35: 金茂梅溪湖项目已成为长沙城市新中心	36
图 36: 广州融创雪世界为华南最大室内滑雪主题乐园, 人气持续火热.....	36
图 37: 佳兆业在深圳拥有大量优质旧改项目, 禀赋优势明显.....	38
图 38: 凯德商业地产开发经营业务丰富	39
图 39: 借助双基金模式, 凯德以轻资产实现高速发展	40
图 40: 黑石是全球最大资产管理公司之一, 投资领域涵盖房地产等多个领域.....	43
图 41: 行业增长见顶后, 板块或在一定时期内维持较低估值.....	47
图 42: 美国地产商近年来滚动市盈率多在 10-20 倍的区间内	48
表 1: 龙头房企近年销售额排名变化情况, 龙光、奥园、美的等明显提升, 部分房企排名下滑	7
表 2: 顶层逆周期调控信号明显, 政策变动趋于平稳.....	17
表 3: 行业总量数据增幅普遍放缓	18
表 4: 苏宁低线城市效益远低于副省级以上的核心城市(2018 年)	27
表 5: 重点布局如下核心城市房企有望受益于城镇化第二阶段发展.....	28
表 6: 绿景中国控股股东拥有较多旧改项目, 未来或通过孵化联动模式开发.....	38
表 7: 内地开发商中, 万科、华润、龙湖及大悦城商业地产经营较为领先.....	40

表 8：万科在股权投资领域探索较早，目前已取得一定成果.....	44
表 9：香港十大开发商中开发业务仍为营收主要来源，投资物业亦贡献较多收入.....	45

引言：两大现象背后的行业逻辑转变

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春。房地产行业经历了数十年的改革发展和多轮小周期波动后，似乎再次走到了十字路口。在这样一个充满变化的时点，我们从近年来房地产行业排名涨落和政策实施路径两大现象出发，抽丝剥茧出现象背后**城镇化与政策导向**两大需求维度变化的宏大逻辑，进而总结出行业在城市布局和商业模式两大维度的 α 。在存量时代，优秀公司仍然能够通过精准的城市布局和特色的商业模式实现长期增长。厘清房地产行业纷繁复杂的深层逻辑后，也许就不难在存量时代发现下一个“长跑冠军”。

图 1：本文核心逻辑图，寻找城市布局和商业模式的 α 将是未来房企竞争的关键



数据来源：中达证券研究

现象一：房企排名缘何涨落？

表 1：龙头房企近年销售额排名变化情况，龙光、奥园、美的等明显提升，部分房企排名下滑

公司	2014年排名	2015年排名	2016年排名	2017年排名	2018年排名	2019前10月排名	2014-2019M10 排名变化
碧桂园	6	7	3	1	1	1	5
中国恒大	4	2	1	3	3	2	2
万科地产	1	1	2	2	2	3	-2
融创中国	10	9	7	4	4	4	6
保利地产	5	6	5	5	5	5	0
中海地产	7	5	6	7	7	6	1
绿地控股	2	3	4	6	6	7	-5
新城控股	25	21	15	13	8	8	17
华润置地	9	8	11	10	9	9	0
龙湖集团	14	15	13	8	10	10	4
世茂房地产	8	12	16	16	11	11	-3
绿城中国	12	11	9	11	17	12	0
金地集团	16	13	12	12	16	13	3
阳光城	29	28	26	19	14	14	15
旭辉集团	30	25	18	15	15	15	15
中南置地	36	42	23	18	18	16	20
招商蛇口	14	14	14	14	12	17	-3
中国金茂	33	27	27	29	24	18	15
金科集团	20	31	30	32	22	19	1
富力地产	11	16	19	23	19	20	-9
华夏幸福	13	10	8	9	13	21	-8
中梁控股			40	25	23	22	
龙光集团	71	38	35	37	32	23	48
远洋集团	18	18	22	27	26	24	-6
雅居乐	17	17	21	24	29	25	-8
美的置业		87	78	41	39	26	
奥园集团	64	68	65	40	38	27	37
融信集团	44	29	29	28	25	28	16
荣盛发展	21	20	25	26	30	29	-8
滨江集团	78	39	42	34	37	30	48
建业地产	46	63	74	52	42	31	15
祥生地产				35	28	32	
佳兆业	22		46	39	36	33	-11
蓝光发展	34	53	39	30	27	34	0
正荣集团	42	26	24	20	20	35	7
泰禾集团	39	22	32	17	20	36	3
中国铁建	23	19	28	31	34	37	-14
时代中国	47	50	49	44	46	38	9
佳源集团				152	35	39	
新力地产			97	43	33	40	

数据来源：克而瑞，中达证券研究；注：空值为当年未上榜，部分房企因数据不完整未计算排名变化



龙光、奥园、美的、中梁等房企通过布局享受都市圈、卫星城发展红利，近年来增长远超同侪。销售排名是房企行业地位的最直接表现。近五年来，房地产行业经历了一轮较长的小周期，房企之间也出现显著地分化。部分老牌龙头房企因战略与商业模式的问题，排名出现明显下滑；而一些新兴房企则通过围绕都市圈、卫星城的前瞻性布局，后来居上实现高速增长，代表企业如龙光地产、中国奥园、美的置业、中梁控股等。其核心逻辑在于，我国城镇化仍处于聚集阶段，人口由低线城市向大都市圈聚集，同时一线城市周边的卫星城开始逐步发展。上述房企踏准了此轮城镇化发展趋势，在适当时点加大杠杆，同时推出符合主流需求的产品，充分享受了区域人口重构带来的需求红利。

中国金茂、新城控股、融创中国等房企通过特色的商业模式驱动规模高速增长。城市布局是公司战略的重要维度，而如何通过商业模式低价获取优质土地则是匹配城市布局的关键。除并购外，低价获取土地储备的方式或多或少都带有“与地方经济共成长”的“政企共赢”意味，典型模式如产业拿地的一二级联动模式、以旧改为代表的资源型模式以及住宅销售+商业持有的万达模式等。此类“政企共赢”商业模式的特点在于，开发商利用自身优势，迎合了地方政府在产业导入、城市升级、区域活化等方面的需求，地方政府自然有意愿让渡部分土地出让收入以获得更为长远的收益。此模式的典型代表有中国金茂、新城控股等；华夏幸福、佳兆业等房企由于一些特殊事件的影响排名出现一定波动，但不可否认的是商业模式本身具有一定的领先性。并购则是差异化拿地的另一种重要方式，成功的关键在于信息优势、口碑优势和机制优势，代表企业为融创中国。与“政企共赢”模式类似，此商业模式也具有较高的护城河。

部分房企因产品和布局问题，近年来排名持续下滑。近年来，部分曾经长期领先的老牌房企出现发展滞后、排名下滑的情况，如绿城中国、泰禾集团等，核心原因在于布局和产品方面与主流需求之间存在错配。布局方面，上述房企集中于核心城市市中心进行布局，产品方面则以高端、豪宅为主，而这些区域和产品恰恰是受到了最严格的调控，且核心城市需求近年来普遍出现了一定外溢。发展的滞后仍然是对人口和政策两大需求维度把握的偏差造成。

房企排名缘何涨落？核心是人口与政策两大需求层面变化。对行业需求的把握程度直接决定了房企的成败。从近年来后来居上者和守成落后者的发展路径来看，顺应人口和政策变化趋势的房企才能于激烈竞争中脱颖而出。都市圈化、卫星城化的人口城镇化趋势已较为清晰，而政策、顶层思路则是影响行业需求的另一重要维度。



现象二：顶层调控定力为何远强于以往？

本轮调控已逾三年，政策定力显著强于以往。2018 年年初起，催促调控放松的声音越来越大，但政策并未如大多数预测的那样显著放松，反而有愈加严格的趋势。以往的小周期时长约为三年，而此轮调控自 2016 年 9 月至今已逾三年，监管层近期更是系统性地管控房地产融资，部分房企因错误预判形势、盲目加大杠杆导致经营出现困难。监管层的政策定力明显强于以往。

经济发展方式变化带来的行业地位变化是政策导向变化的核心原因。历代经济改革的内生逻辑无外乎是“发展是硬道理”和“稳定压倒一切”的权衡。1994 年的分税制改革与 1998 年的商品房市场改革使得土地成为地方政府“资产负债表”的核心，房地产成为“朱氏改革”中拉动经济“三驾马车”的重要组成，土地与房地产一道成为驱动城镇化发展和财政经济运转的关键。但是，对于此类财政模式的讨论从未停止过；如著名的“桑弘羊之问”和“延和殿廷辩”等，今日香江之波澜亦可见微知著。顶层对于经济发展的思路也从“唯 GDP 论”转向了强调科技创新，主要经济官僚对于短期刺激经济有所抵触。从 7 月末政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”和近期系统性的融资收紧，反映出顶层对于行业思路的变化和行业地位的变迁，此为行业需求端逻辑的重大变化。

行业变迁的背后：如何在存量时代脱颖而出？

顺应都市圈化和政策导向趋势，以商业模式寻求资源突破。必须承认，房地产行业整体增量在逐步缩减。但是，优秀企业仍然有望于存量时代实现规模突破，重点在于顺应都市圈化和政策导向变化对应的需求变化，调整战略布局，并推出与布局城市需求对应的产品。具体而言，房企需要更多布局于长三角和珠三角两大经济圈，以及具有虹吸效应的中西部中心城市。在此基础上，更重要的是如何通过自身的商业模式低价获取优质资源。具体的，我们总结出六大类可行的商业模式，包括快速开发、强调周转的**万科模式**；产业拿地的一二级**联动模式**；平衡利润与周转的**资源型模式**；商业地产的**凯德模式**；“销售+持有”的**万达模式**以及可能是大型房企终局的**“开发+持有+资产管理”模式**。商业模式本身并无高低之分，房企根据自身禀赋和理念选择适合的模式是脱颖而出的关键。

我们将详细论述上述观点，并据此给出我们的投资建议。



1. 经济步入存量时代，增长模式面临转型

1.1 “三驾马车”逐渐降速，发展模式面临转型

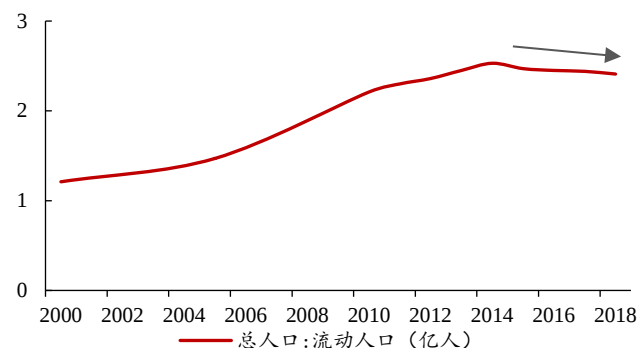
经济增长动能逐步减弱，存量经济特征日趋明显。改革开放至今已逾 40 年，经历了长期高速增长后，经济增速趋势性下降已是不争的事实。2019 年前三季度，我国实际 GDP 同比增长约 6.2%，增速较 2018 年全年继续下滑 0.4 个百分点。从人口流动指标来看，全国流动人口 2015 年起开始高位回落，春运中客流量也在 2015 年大幅下降后走平。流动人口数量的下降，意味着劳动力这一生产要素的流动性下降，经济整体活力必然降低，存量经济特征将日趋明显。整体经济蛋糕快速做大、参与者共享红利的时代即将成为过去式。

图 2：经济增速趋势性下滑，财富增长速度开始降低



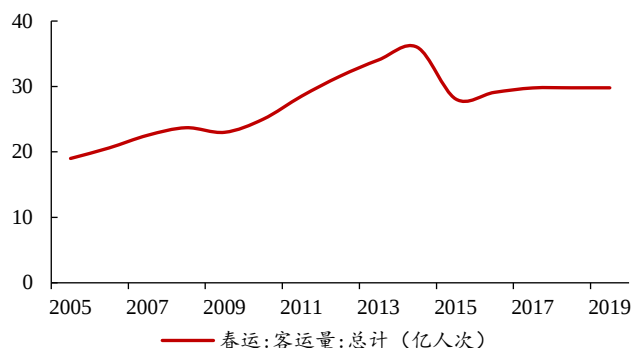
数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 3：流动人口数量减少，经济增长动能趋缓



数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 4：春运客流量高位回落，存量经济特性逐步显现

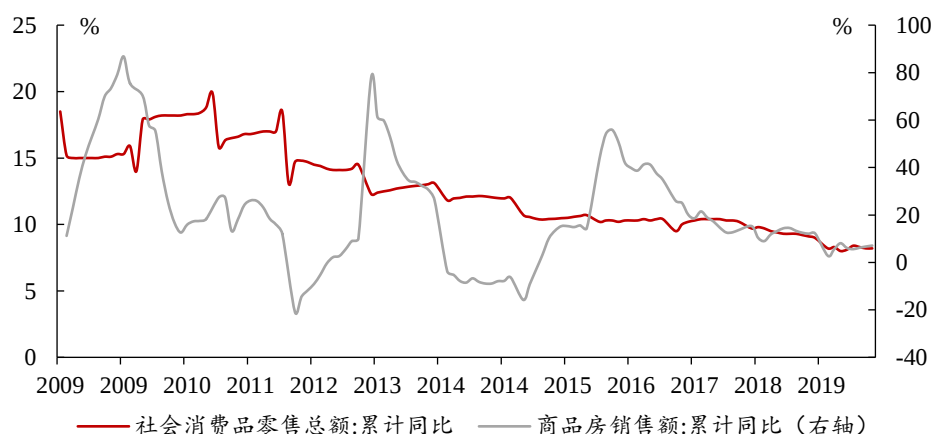


数据来源：Wind，中达证券研究



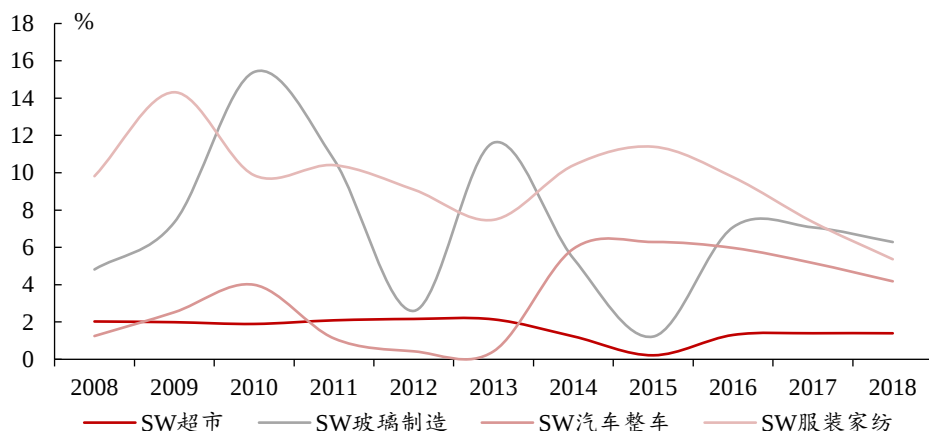
经济增长动能放缓，发展模式面临转型。由于经济增量的减少，各行各业的竞争逐步趋向零和博弈，即由原来的“分享蛋糕做大”变为现在的“互相分蛋糕”。由于整体生产率提升缓慢，各行业的市场规模增长也将放缓，如社会消费品零售总额和商品房销售额增速均持续下滑。与之对应的，竞争性领域的盈利空间也在缩窄，典型的如超市、玻璃制造、汽车整车、纺织家纺等子行业销售净利率近年来出现趋势性下滑。总体而言，存量博弈使得投资机会与利润空间均受到影响，经济增长模式面临转型；**聚焦优势主业、通过商业模式构建护城河**将是企业未来长期发展的关键。

图 5：社零与商品房销售增速趋势性下行



数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 6：经济逐步迈入存量时代，竞争性行业利润率趋势性下行



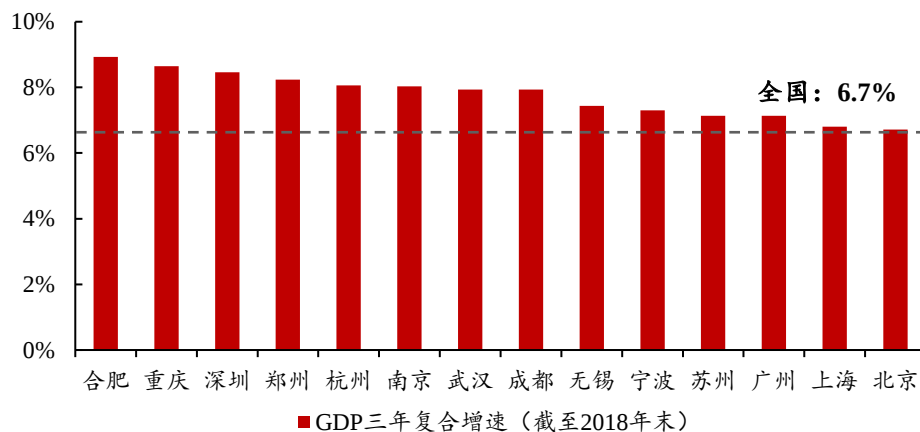
数据来源：Wind，中达证券研究

经济发展模式面临转型，房地产行业地位或出现下降。中国过去的经济增长模式实质上是“东亚模式”的一种具体表现，该模式强调以银行为主导的金融体系和投资驱动。1994 年分税制改革后，土地成为地方“资产负债表”的重要组成部分；1998 年后，房地产作为“朱氏改革”中拉动经济三驾马车的重要组成部分，土地与房地产一道成为驱动城镇化发展和财政经济运转的关键。但从近年来的经济和行业表现来看，传统的“三驾马车”正面临一定问题。从仅有的跨过“中等收入陷阱”的日韩经验来看，东亚模式转型需要提升整体科技创新能力，而这正是当前国家大力强调的。对投资和土地财政依赖度的下降意味着房地产行业特殊性的弱化。从这个角度来看，房企当前需要更加聚焦资源于主业，并通过差异化的战略和商业模式实现卡位。

1.2 产业聚集将带来人口进而区域的分化

资本追逐更高报酬率使得产业向核心城市聚集。由于经济增速放缓，核心城市在基础设施、营商环境、产业结构等方面的优势将更趋明显，资本为追逐更高回报率将使得产业进一步向核心城市聚集，这也是存量经济时代的特征之一。可以看到，一线城市及热点二线城市近三年 GDP 复合增速普遍高于全国平均水平，部分承接了沿海优势产业的二线城市如合肥等增速远高于全国及部分一线城市的水平。

图 7：更高的投资回报率使得核心城市拥有更强的产业聚集能力

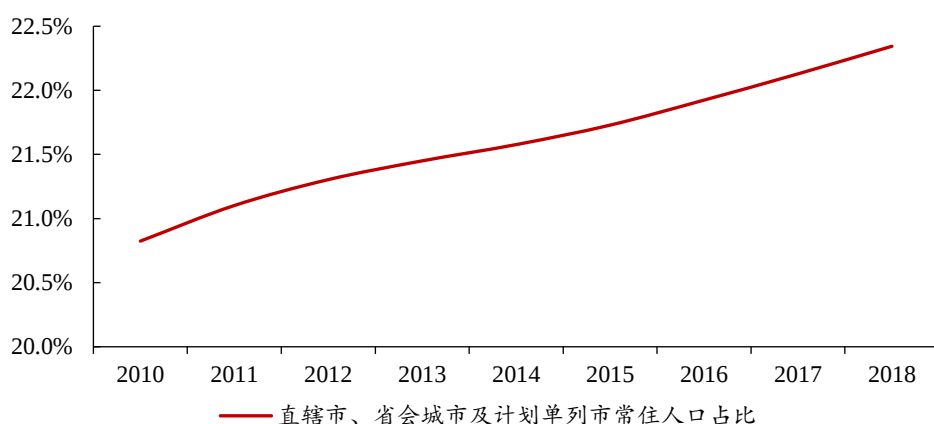


数据来源：Wind，国家统计局，中达证券研究



产业的聚集将直接导致人口和区域的分化，都市圈化成为发展重点。居民通过劳动获取收入，人口会流向产业经济更为发达的城市以获取更高的劳动报酬率。从 2010 年至今，直辖市、省会城市及计划单列市（因数据缺失不包含长春、哈尔滨和拉萨）常住人口占总人口比例持续提升，近八年提升了约 1.52 个百分点。资本和劳动都是重要的生产要素。更好的产业发展吸引更多人口流入，更多的人口流入使得区域产业经济发展更好，这种正向反馈使得地区间发展水平乃至房地产市场均出现明显的分化，大都市圈的发展将远好于其他区域，马太效应愈加显著。

图 8：追求更高劳动报酬率与更优居住环境，人口不断向少数核心城市集中



数据来源：Wind，国家统计局，中达证券研究；注：由于数据缺失，样本不包含长春、哈尔滨及拉萨，大连 2018 年数据使用 2017 年代替，乌鲁木齐 2017 年数据使用 2016 年代替

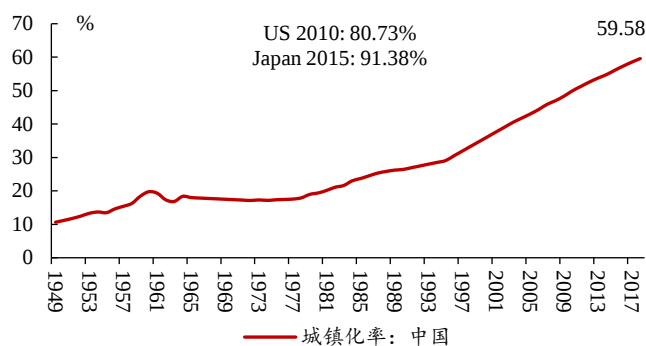
小结：企业发展更加强调聚焦与特色，城市投资逻辑由面到点。经济增长模式转型背景下，房地产行业特殊性或逐渐弱化。房企在发展过程中更应聚焦具有竞争优势和经验的主业，并通过战略和商业模式优势实现卡位。另一方面，尽管整体经济增长放缓，但城市间的分化发展远未结束，如在 19 世纪后期到 20 世纪初期，美国中西部因为水运便利、矿产丰富，因此成为了重工业中心，钢铁、玻璃、化工、伐木、采矿、铁路等行业纷纷兴起，匹兹堡、密尔沃基、克利夫兰等工业城市也一度相当发达。然而当美国步入第三产业为主导的经济体系之后，这些地区的重工业纷纷衰败。很多工厂被废弃，而工厂里的机器渐渐布满了铁锈，因此那里被称为了铁锈地带；目前以新兴产业为主导的洛杉矶、旧金山等城市成为了美国人口和经济最发达的城市。对应到城市投资，过去“炒地图”逻辑可能不再适用，未来更多的将是以“点”为单位的结构性行情。

2. 政策导向生变，布局与模式更趋重要

2.1 总量需求增长放缓，房企更需差异化发展

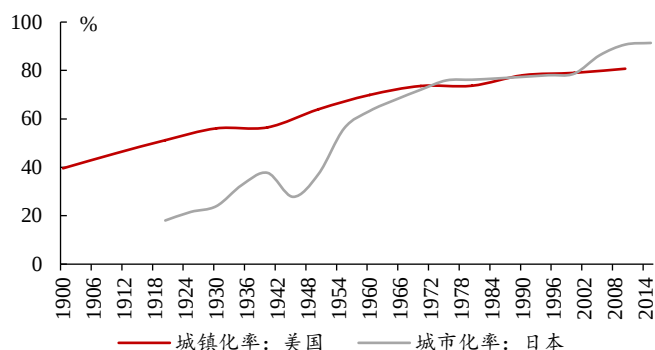
城镇化空间仍在，但快速增长阶段或已结束。截至 2018 年末，我国城镇化率为 59.58%，增长速度继续放缓。对比海外，美国 2010 年城镇化率超过 80%，而日本 2015 年超过 90%；与美国和日本相比，我国城镇化率仍有提升空间。但另一方面，从发达国家经验来看，城镇化率超过 60% 后增速将明显放缓（日本 2000 年后城镇化加速系老龄化和少子化导致人口减少，许多农村被废弃，出现被动城镇化）。整体而言，房地产市场仍有发展空间，但短期快速增长的动力可能并不充足。

图 9：城镇化率接近 60%，提升空间逐步缩窄



数据来源：Wind，中达证券研究

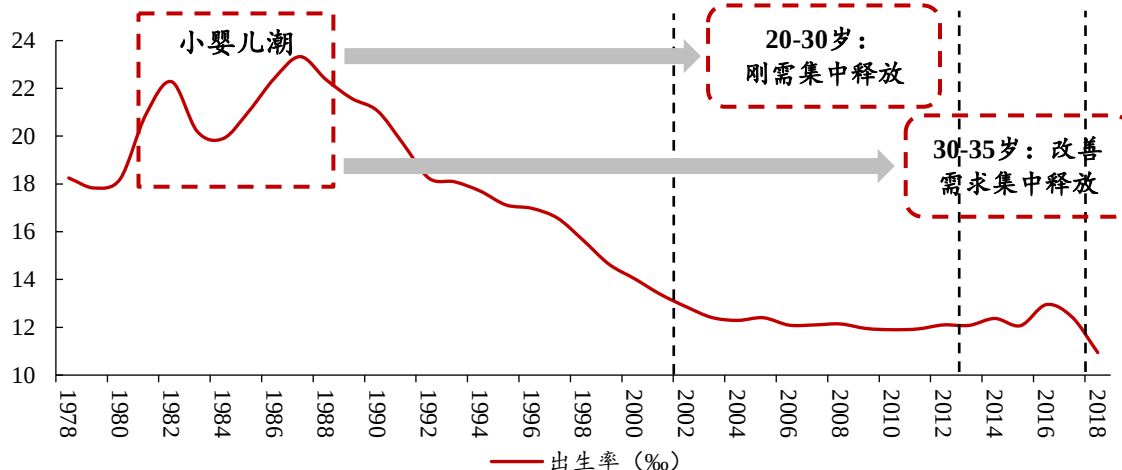
图 10：美日城镇化率超过 60% 后城市化推进有所放缓



数据来源：Wind，中达证券研究

小婴儿潮人群刚需与改善需求在过去十余年集中释放，未来增量人口带来需求将放缓。人口是房地产中长期需求核心。1982 年与 1987 年是我国上一轮出生人口高峰（对应上世纪 60 年代的大婴儿潮）。这部分人群进入 20 岁-35 岁年龄区间后刚性需求和改善性需求集中释放，推动了过去十余年的地产牛市。另一方面，2014 年至 2016 年出台的鼓励改善性住房消费政策也使得潜在改善需求借助金融杠杆集中释放。客观而言，人口结构的调整需要较长时间。随着小婴儿潮人群逐步迈入生命周期中的稳定阶段，未来增量人口带来的需求释放将会逐步放缓。

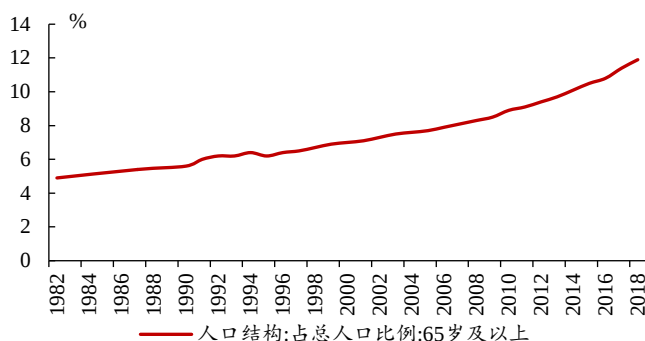
图 11：小婴儿潮人群刚需与改善需求在过去十余年集中释放，未来增量人口带来需求将放缓



数据来源：国家统计局，中达证券研究

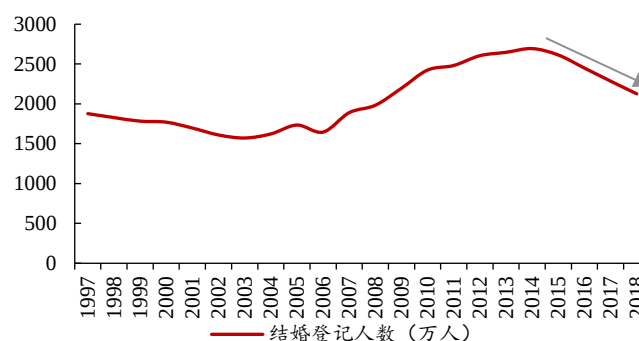
老龄化有所加速，结婚人数连续下滑影响购房需求。过去长期执行的独生子女政策等因素使得我国人口年龄结构逐步趋于老龄化，总人口中 65 岁以上老年人口占比近年来持续提升，2015 年后出现一定加速。另一方面，我国登记结婚人数自 2014 年见顶后逐年回落，“丈母娘效应”（婚房需求）开始减弱。上述因素将对房地产行业中长期需求产生一定的影响。

图 12：老龄化有所加速，抑制整体购房需求



数据来源：Wind，中达证券研究

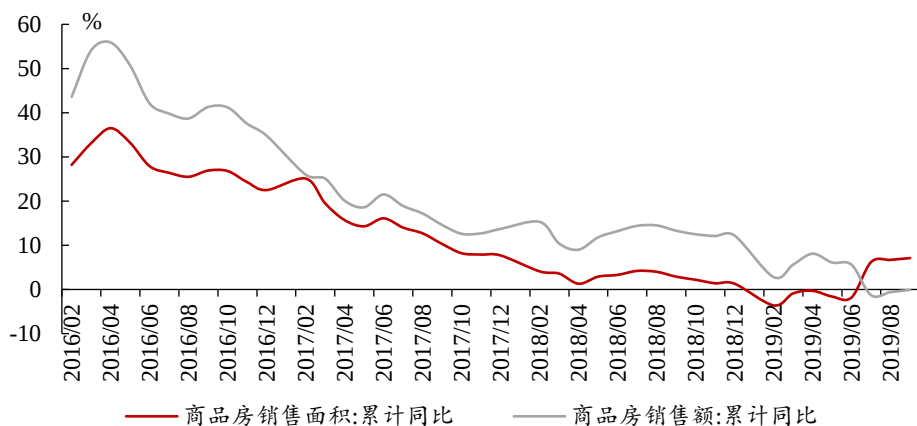
图 13：结婚人数连续下滑，“丈母娘效应”开始减弱



数据来源：Wind，中达证券研究

需求集中释放后，商品房市场销量近年来首现下滑。2019 年 1-9 月，全国商品房销售额累计同比增长约 7.1%，销售面积累计同比下降 0.1%；商品房销售面积自 2019 年 2 月开始负增长，为 2015 年 6 月后首次。经历了过去数年的需求集中释放后，商品房市场销量整体增速放缓，行业进入高位平台期。在此阶段，房企发展需更加差异化。

图 14: 经历了过去数年需求集中释放, 商品房销售面积首现同比负增长



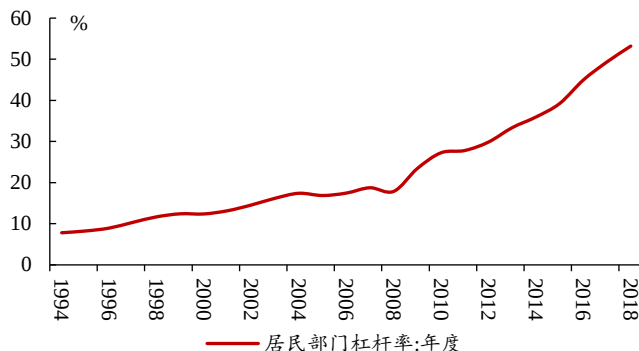
数据来源: 国家统计局, 中达证券研究

2.2 政策导向逐步转变, 平衡增长模式受益

行业地位变化导致顶层导向变化, 政策路径将更为稳定。人口和经济增长方式的变化使得短期刺激政策的边际效应越来越低, 顶层更加强调科技创新、制度改革等长期要素, 房地产行业地位的变化使得调控政策路径更为稳定, 行业难以出现短期快速上行的情况。房企为实现规模的高速增长, 必须依托布局和商业模式上独特的优势。

政策对楼市把控力度逐步加强, 市场预计进入高位平台期。房地产市场长期看人口、短期看政策已是普遍接受的事实。上一节讨论的多为中长期影响因素。从短期内外部环境来看, 居民收入提升、地方政府土地财政模式未变都将支撑楼市需求; 但另一方面, 贸易战背景下打压超级地租、居民杠杆率上升过快、经济对房地产依赖度边际下降等都将对房地产市场形成压制。值得注意的是, 当前政府任期更长, 政策更具一致性, 主要经济官僚对于货币宽松、刺激房地产有着一定抵触, 更加重视科技创新; 这些是与之前最大的区别。我们也看到, 当今年 3、4 月份出现小阳春、土拍热度快速上升之际, 中央重提“房住不炒”, 热点城市苏州、西安等再度加码调控, 融资渠道也再度收紧; 而去年四季度楼市与经济前景不明朗时, 部分地方政府对政策进行微调, 小幅放宽楼市调控, 政策并非像过去那样单向。基于此, 我们认为房地产市场整体进入高位平台期, 短期政策大幅变动的可能性不大, 市场波动将趋缓。

图 15: 居民杠杆率短期内上升较快, 加杠杆空间受限



数据来源: 社科院, 中达证券研究

图 16: 以汽车为代表的耐用品消费持续下滑



数据来源: 中汽协, 中达证券研究

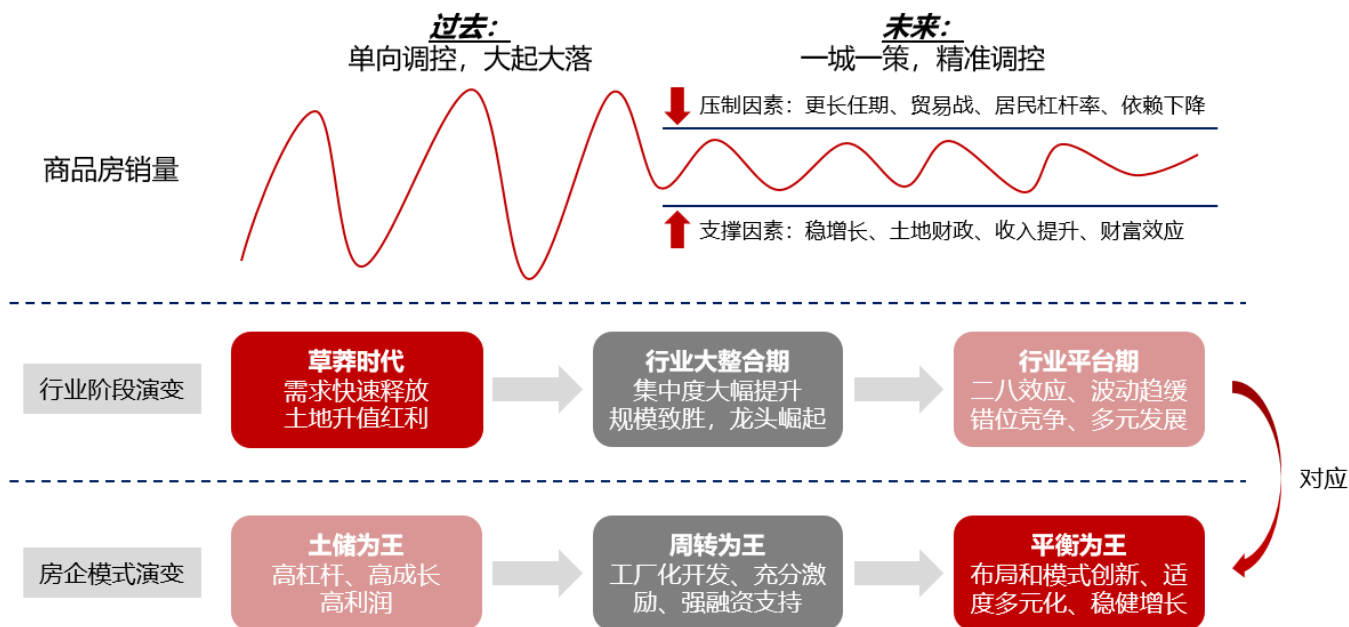
表 2: 顶层逆周期调控信号明显, 政策变动趋于平稳

时间	城市/部门	政策内容
2019.4	中共中央	重提“房住不炒”, 落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019.4	住建部	对 2019 年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示
2019.4	银保监会	继续遏制房地产泡沫化, 控制居民杠杆率过快增长
2019.5	苏州	对工业园区全域、高新区部分重点区域的新建商品住房实施“限售”, 规定新房须取得房产证 3 年后方可转让; 园区全域二手房须取得房产证 5 年后方可转让。
2019.6	西安	非本地户籍居民家庭在限购区域范围内, 无住房条件下, 需提供 5 年以上 (含 5 年) 个人所得税或社会保险证明的, 方可购买 1 套商品住房或二手住房; 将临潼区纳入住房限购范围
2019.7	银保监会	加强房地产信托领域风险防控
2019.7	中共中央	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实房地产长效管理机制; 首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”

数据来源: 政府网站, 新华网, 人民网, 中达证券研究

行业逐步进入平台期, 平衡增长模式胜过赌周期。1998 年房改后, 居民商品房需求集中释放, 叠加分税制改革后土地财政重要性增加, 土地价值快速上升; 在此阶段, 房企增长模式为“土储为王”, 利用高杠杆获取土地, 通过土地快速升值红利实现高成长、高利润。随着行业日趋成熟, 规模效应开始显现, 龙头房企通过工厂化开发、充分激励以及强融资配合快速抢占市场份额, “周转为王”成为行业大整合期的主流模式。随着行业逐步进入平台期, 房地产市场的波动料将趋缓, 结构性行情料将成为主导; 与之对应, “平衡为王”的增长模式将更加适合未来的市场情况, 龙头房企通过聚焦开发主业、适度多元化以获得稳健增长, 中型房企通过错位竞争、创新商业模式获得规模增长。赌周期的发展模式的风险在加大。

图 17：人口与政策变化将使得房企发展模式向平衡、差异化模式演变



数据来源：中达证券研究

表 3：行业总量数据增幅普遍放缓

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019.1-9
房地产开发投资（万亿元）	8.60	9.50	9.60	10.26	10.98	12.03	9.80
YOY	19.8%	10.5%	1.0%	6.9%	7.0%	9.5%	10.5%
房地产开发投资：住宅（万亿元）	5.90	6.44	6.46	6.87	7.51	8.52	7.21
YOY	19.4%	9.2%	0.4%	6.4%	9.4%	13.4%	14.9%
房屋新开工面积（亿平）	20.12	17.96	15.45	16.69	17.87	20.93	16.57
YOY	13.5%	-10.7%	-14.0%	8.1%	7.0%	17.2%	8.6%
房屋新开工面积：住宅（亿平）	14.58	12.49	10.67	11.59	12.81	15.34	12.23
YOY	11.6%	-14.4%	-14.6%	8.7%	10.5%	19.7%	8.8%
商品房销售面积（亿平）	13.06	12.06	12.85	15.73	16.94	17.17	11.92
YOY	17.3%	-7.6%	6.5%	22.5%	7.7%	1.3%	-0.1%
商品住宅销售面积（亿平）	11.57	10.52	11.24	13.75	14.48	14.79	10.46
YOY	17.5%	-9.1%	6.9%	22.4%	5.3%	2.2%	1.1%
商品房销售额（万亿元）	8.14	7.63	8.73	11.76	13.37	15.00	11.15
YOY	26.3%	-6.3%	14.4%	34.8%	13.7%	12.2%	7.1%
商品住宅销售额（万亿元）	6.77	6.24	7.28	9.91	11.02	12.64	9.75
YOY	26.6%	-7.8%	16.6%	36.1%	11.3%	14.7%	10.3%

数据来源：国家统计局，中达证券研究

基于此，寻找城市布局和商业模式的 α 将是房企中长期脱颖而出的关键。

3. 平稳周期下存结构性行情，寻找城市布

局的 α

我国 2018 年城镇化率为 59.58%，目前仍处于人口由中小城市向大城市聚集、一线城市逐步郊区化的城镇化第二阶段。作为人口众多而发展空间有限的国家，我国 2018 年人口超 100 万城市群人口占比仅约 27.89%，而发展模式等相似的日本和韩国该比例在达到 50% 之前均快速提升。值得注意的是，顶层在城镇化发展思路上出现重大转变，强调坚持以中心城市引领城市群发展，并大幅放宽各层次大城市落户门槛，破除了对于“逆城镇化”的担忧。基于人口流动、产业转移和市场供需等因素，我们认为城市之间分化将会加大，房地产行业成长性将向二线城市市区及一线城市卫星城转移，城市布局是房企获取 α 的重要途径。

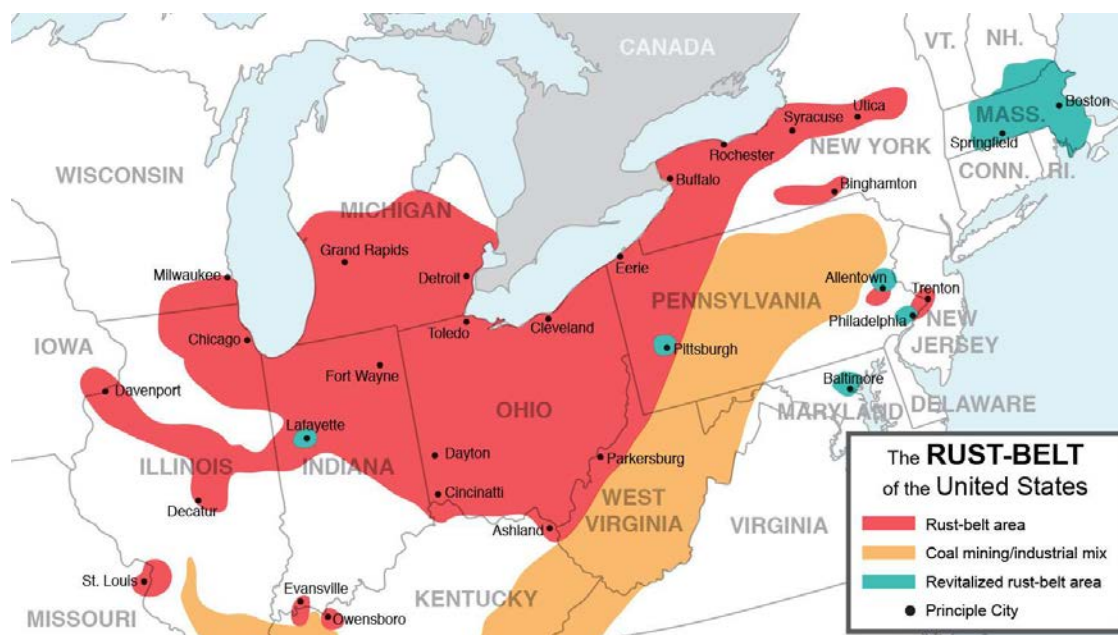
3.1 顶层思路现重大转变，核心城市迎发展良机

根据发改委近日发布的《2019 年新型城镇化建设重点任务》，2019 年发改委等部门将积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户，推动 1 亿非户籍人口在城市落户目标取得决定性进展。文件提出将继续加大户籍制度改革力度，在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口 100 万-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万-500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制；超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。随着落户门槛较大幅度降低，城市化建设将会持续稳定推进。

中心城市地位得到强化，逆城镇化担忧逐步消除。《2019 年新型城镇化建设重点任务》的意义在于明确了坚持城镇化发展方向。过去一段时间“振兴乡村”、“严控城市人口规模”等提法曾引发对于“逆城镇化”的担忧。此次文件提出，要优化城镇化布局形态，坚持以中心城市引领城市群发展，推动一些中心城市地区加快工业化城镇化，增强中心城市辐射带动力，形成高质量发展的重要助推力。文件同时也提出超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，中心城市发展定位进一步明确。作为我国经济最具活力的地区，北上广深等一线城市及成都、重庆、南京、天津、武汉等核心二线城市或将继续受益于人口和产业的聚集。

大城市化顺应经济客观规律，城市间分化料将加大。大城市人口、资源分布更为集中，产业分工更为合理，大城市化更有利于产业发展和生活水平的提高；根据世界银行发布的《2009 年世界发展报告》，全球有半数的经济活动发生在 1.5% 的陆地区域。基于此，可以推测我国未来人口和产业将进一步向少数发达城市聚集，城市与区域分化将是大势所趋。在 19 世纪后期到 20 世纪初期，美国中西部因为水运便利、矿产丰富，因此成为了重工业中心，钢铁、玻璃、化工、伐木、采矿、铁路等行业纷纷兴起，区内城市一度相当发达。然而当美国步入第三产业为主导的经济体系之后，这些地区的重工业纷纷衰败，很多工厂被废弃，形成了所谓的“铁锈地带”；与之类似的还有德国鲁尔区、日本北九州地区等。目前以新兴产业为主导的洛杉矶、旧金山等城市成为了美国人口和经济最发达的城市。国内部分传统重工业城市也正在经历人口外流与经济衰落，如近期因“房价可低至 200 元/平”报道而走红的甘肃玉门市老城区。可以预见的是，城市选择在房企投资活动中的重要性将更加凸显。

图 18：产业变迁使得美国过去发达的重工业区衰落为“铁锈地带”

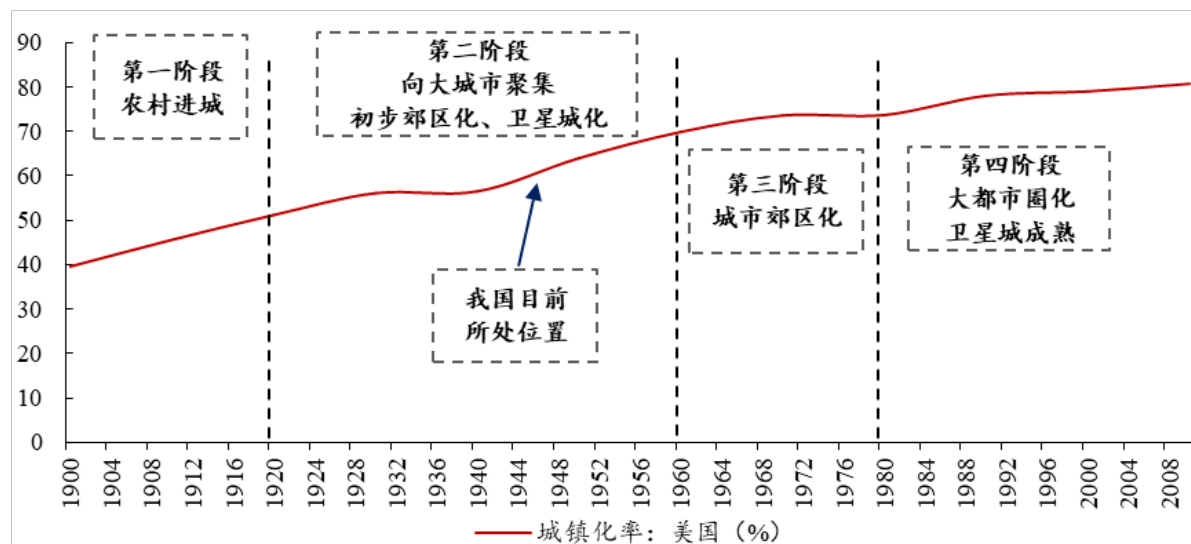


数据来源：搜狐网，中达证券研究

3.2 城镇化仍处聚集阶段，二线及一线都市圈发展提速

我国城市化仍处于人口由中小城市向大城市集中阶段，一线郊区及卫星城初步发展。典型的城市化进程通常分为四个阶段。第一阶段为农村人口大量向城市转移，各能级城市均得到较快发展。当城镇化率超过 50%后（即城市人口首次超过农村后），城市化进入人口由中小城市向大城市聚集的第二阶段，城市之间分化加剧。随着城市中心区人口密度上升、大城市病出现以及交通基础设施的逐步完善，城市化进入人口由中心城区向城市郊区转移的第三阶段，即“郊区化”阶段；此阶段通常在城镇化率达到 70%后加速。当郊区人口、商业形成一定规模后，部分企业也会将办公地迁至郊区以享受较低的地价；在第四阶段，中心城市外围将形成具备就业、商业等完备城市功能的卫星城，大都市圈逐步成型，城镇化率将达到 80%-90%的较高水平。结合当前城镇化率与城市发展实际，我国仍然处于城市化第二阶段的中后段，人口由中小城市向大城市聚集，发达一线城市的周边的郊区及卫星城开始逐步发展。

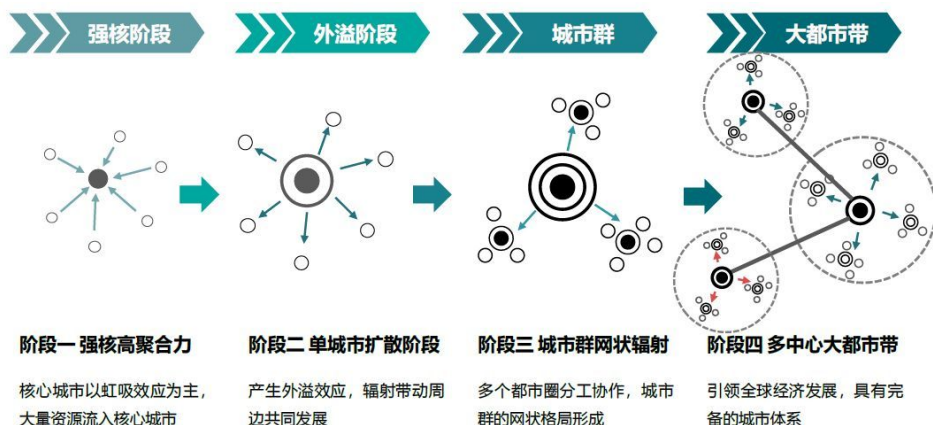
图 19：我国处典型城市化进程第二阶段，人口由中小城市向大城市聚集，郊区及卫星城初步发展



数据来源：美国调查局，中达证券研究

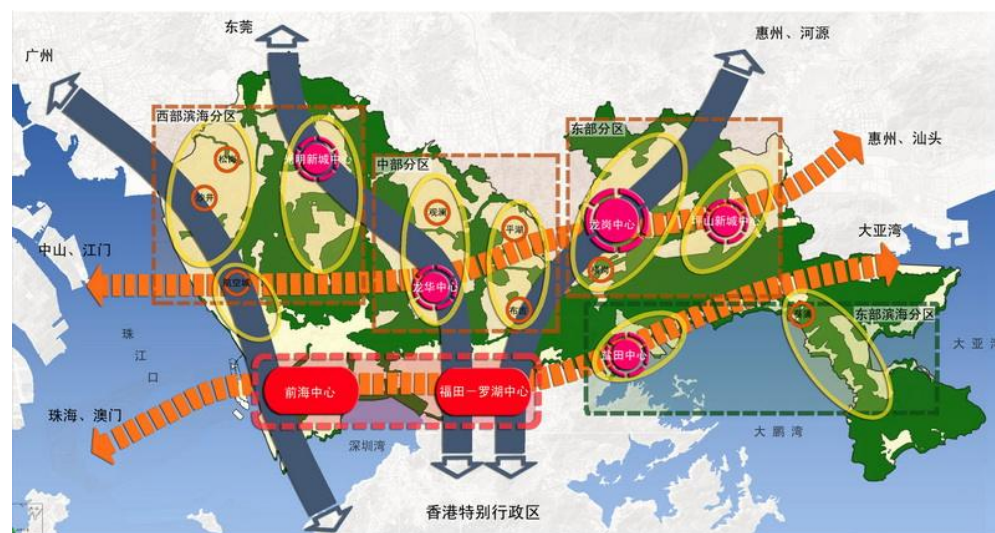
卫星城是大城市发展的必然产物，一线城市卫星城得到初步发展。从海外经验来看，城市发展通常将会经历“城市—都市圈—城市群”的过程。在发展早期，大城市集中了大部分资源，城市发展以虹吸效应为主。而当核心城市资源及人口承载力趋于饱和后，人口与产业开始向周边城镇迁移，核心城市开始城市更新的过程（如城市功能区调整、旧城改造等），产业形态向坪效更高的服务业升级；当前我国中心城市处于此发展阶段。随着外溢效应的扩散，核心城市与周边区县联系更为紧密（郊区化），都市圈、卫星城逐步形成；我国一线城市目前处于郊区化的初级阶段。城市化进程较快的一线城市由于中心区已较为饱和，周边卫星城将逐步发展，而二线城市发展仍集中在中心城区。

图 20：卫星城、大都市圈将是我国下一阶段城镇化发展方向



数据来源：中国指数研究院，中达证券研究

图 21：深圳城市规划向“双中心、多组团”模式发展



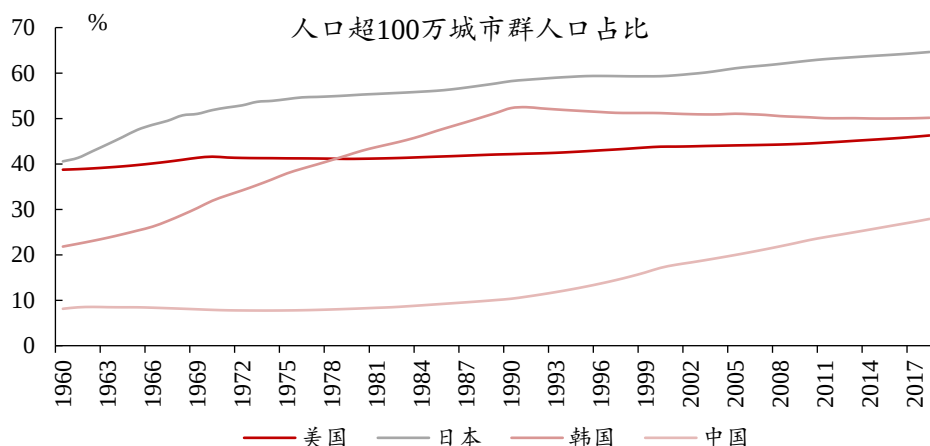
数据来源：深圳市城市规划设计院，中达证券研究



郊区化并非逆城镇化，城市化梯次发展将带动相应城市楼市发展。需要注意的是，郊区化并不是城市化的倒退，而是城市化的一种方式，是使郊区变为具有完备城市功能的城市化地域的过程。随着我国城镇化不断推进，**当前一线城市周边卫星城已初具规模，其余大城市也将逐步开始郊区化进程**。城市由中心区向外围郊区发展的过程中也会带动相应房地产需求释放，推动当地楼市发展。

核心二线与一线卫星城处人口快速聚前期，投资价值日益凸显。如前所述，我国城市化处于人口由中小城市向大城市聚集的第二阶段，而一线城市周边卫星城将逐步得到发展。相较可比发达国家，我国人口超 100 万城市群人口占比仍然较低，尚处在占比快速提升阶段（对应上世纪 60 年代末韩国状态）。作为人口众多而发展空间有限的国家，我国 2018 年人口超 100 万城市群人口占比仅约 27.89%，而发展模式等相似的日本和韩国该比例在达到 50% 之前均快速提升。大城市的公共资源配置与经济发展条件与远好于中小城市；**随着发改委逐步开放宽大城市落户门槛，人口将持续向核心二线城市及一线城市周边卫星城聚集，上述城市投资价值日益凸显。**

图 22：我国人口超 100 万城市群人口占比仍然较低，尚处占比快速提升阶段



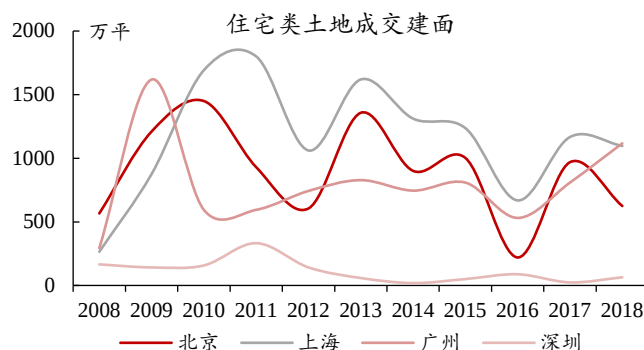
数据来源：世界银行，中达证券研究



3.3 城市分化，行业成长性将向二线及一线卫星城转移

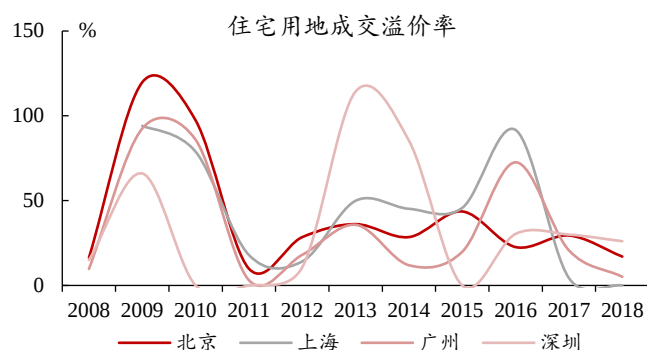
产业转移、市场供需等因素使得房地产行业成长性向二线及一线卫星城转移。从宏观角度看，二线核心城市与一线卫星城的加速发展符合产业转移的需要（如富士康），符合人口流动方向与国家新型城镇化政策导向。从需求层面来看，一线城市中占较大比例的投资性需求将长期受到打压。从城市发展空间来看，一线城市开发早、成熟度高，土地资源瓶颈日益凸显，城市扩张速度逐年放缓，2004 年以来建成区增速已开始慢于二线。从土地供应上看，一线城市普遍面临供地瓶颈，土地市场竞争激烈，门槛日益提高；以深圳 2019 年 6 月土拍为例，总保证金高达约 1100 亿元，5 宗地块最后均以最高限价被斩获，全场举牌达 343 次，出让总金额达 224 亿，参与房企均为龙头房企或大型央企。近两年由于土拍限价，一线城市宅地成交溢价率回落，但由于出让条件中多附带配建、公建等，实际溢价率仍然较高。行业成长性将向二线及一线卫星城转移。

图 23：一线城市宅地成交趋势性下行



数据来源：Wind，中达证券研究

图 24：一线城市宅地成交溢价率较高

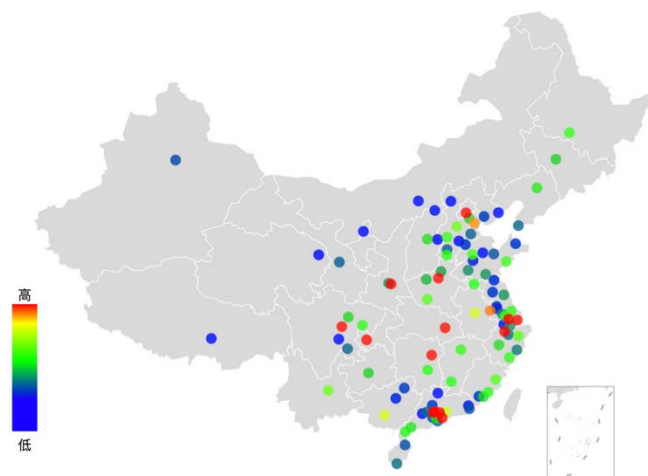


数据来源：Wind，中达证券研究

3.4 分化大势下，房企应该选择哪些城市？

都市圈并非铁板一块，投资仍需精选城市。目前国内公开报道中提及的都市圈多达十余个，但并非所有都市圈均具备投资价值；并且，同一都市圈内各城市分化也较为明显，这一点从上半年销量情况与近年来人口流入情况均可看出。从经济圈人口流入情况来看，长三角、珠三角、中部的武汉、郑州及长沙、西南的成都和重庆人口流入居前。而京津冀都市圈中除北京外整体表现不佳；华北、西北以及东北人口吸引力较低。楼市看人口，人口看产业，在落户门槛放松的大背景下，人口继续向南方核心城市集中预计是大势所趋。

图 25：南方及中西部经济圈人口吸引力远好于北方



数据来源：百度地图，中达证券研究

注：数据为 2019 年 Q1 人口吸引力指数

图 26：人口流入靠前城市仍是产业经济发展较好城市

Q1总排名	城市	人口吸引力指数	同比排名变化	环比排名变化
1	北京市	8.521	—	↑ 1
2	广州市	8.040	↑ 1	↓ 1
3	深圳市	7.860	↓ 1	—
4	上海市	6.809	—	—
5	重庆市	6.761	—	↑ 1
6	成都市	6.219	—	↓ 1
7	东莞市	5.453	↑ 1	↑ 1
8	苏州市	5.157	↓ 1	↑ 2
9	西安市	4.520	↑ 3	↑ 2
10	郑州市	4.399	—	↓ 3
11	武汉市	4.390	—	↓ 2
12	杭州市	4.080	↓ 3	—
13	长沙市	3.600	↑ 2	—
14	佛山市	3.591	↓ 1	↑ 2
15	南京市	3.341	↓ 1	↓ 1
16	天津市	3.284	—	↓ 1
17	南宁市	2.921	↑ 4	↑ 2
18	合肥市	2.911	↑ 5	↓ 1
19	惠州市	2.853	↓ 1	↑ 2
20	昆明市	2.498	↑ 6	↓ 2

数据来源：百度地图，中达证券研究

注：数据为 2019 年 Q1 人口吸引力指数

一二线城市复苏明显，都市圈城市分化明显。一线与热点二线城市经过近两年的持续调控，市场调整已较为充分；随着去年底开始的一系列政策微调，上述城市楼市成交复苏明显。由于基数较低，一线城市中的北京、深圳，二线城市中的成都、宁波、厦门、福州、珠海等上半年商品住宅（商品房）成交面积同比均有较大幅度增长。值得一提的是，都市圈城市并非均好，而是出现较大分化。例如，长三角的苏州、无锡、常州上半年成交同比增长较快，但区域内的扬州、淮安、江阴、连云港等同比出现了明显下滑；珠三角方面，东莞、佛山、珠海上半年保持了可观的增长，但同处大湾区内的江门、肇庆、惠州等却出现了明显的下滑。背后逻辑在于，都市圈在承接产业与人口导入时也有明显分化；虽然房企普遍看好都市圈发展，但仍需判断产业发展及人口情况后再行投资。上述表现较好城市均为区域内综合实力靠前城市，强者恒强态势愈发明显。

图 27：今年前 10 个月一线及热点二线成交复苏明显，都市圈内部分化较大

城市 / 区域	过去7日			过去30日			本月截至 10-31			本年截至 10-31	
	平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	同比
北京	130,731	10%	-33%	558	17%	10%	558	10%	10%	5,892	61%
上海	322,100	31%	16%	995	-15%	8%	995	-16%	7%	11,448	8%
广州	245,331	61%	91%	669	-25%	22%	683	-24%	18%	7,570	0%
深圳	58,387	-8%	47%	232	-10%	34%	232	-14%	30%	2,859	21%
一线城市	756,549	31%	18%	2,454	-12%	14%	2,468	-14%	13%	27,768	15%
二线城市	2,746,670	-7%	14%	10,810	-10%	41%	11,022	-11%	40%	103,357	33%
三线城市	2,437,683	6%	4%	9,678	-6%	5%	9,836	-6%	5%	96,251	-1%
环渤海	130,731	↑10%	↓-33%	558	↑17%	↑10%	558	↑10%	↑10%	5,892	↑61%
北京	344,847	↓-3%	↓-12%	1,272	↓-19%	↑73%	1,303	↓-17%	↑77%	11,675	↓-5%
青岛	28,166	↓-24%	↓-62%	131	↑20%	↓-11%	131	↑20%	↓-11%	1,456	↓-33%
东营	503,744	↓-2%	↓-24%	1,960	↓-9%	↑41%	1,992	↓-9%	↑43%	19,022	↑5%
环渤海	322,100	↑31%	↑16%	995	↓-15%	↑8%	995	↓-16%	↑7%	11,448	↑8%
上海	78,422	↓-69%	↓-68%	840	↓-22%	↑63%	840	↓-25%	↑62%	6,717	↑27%
南京	131,396	↓-8%	↓-32%	535	↓-39%	↓-24%	536	↓-39%	↓-24%	6,337	↓-18%
杭州	215,483	↑3%	↓-13%	815	↓-9%	↑18%	831	↓-8%	↑14%	8,467	↑15%
苏州	192,600	↑17%	-	482	↓-42%	-	482	↓-53%	-	6,271	↑46%
无锡	6,936	↓-87%	↓-76%	141	↓-2%	↓-67%	148	↑2%	↓-66%	1,849	↓-43%
扬州	65,079	↓-34%	↓-1%	338	↑40%	↑48%	342	↑33%	↑48%	2,555	↓-19%
江阴	262,494	↑20%	↑34%	963	↓-15%	↑91%	981	↓-15%	↑86%	10,424	↑29%
温州	46,815	↓0%	↑229%	180	↑21%	↑186%	182	↑21%	↑189%	1,593	↓-12%
金华	45,034	↓-38%	↓-33%	265	↑23%	↑4%	265	↑23%	↑1%	4,148	↑30%
常州	102,056	↓-5%	↓-29%	609	↑38%	↑11%	617	↑38%	↑10%	4,406	↓-19%
淮安	138,373	↓-10%	↑38%	597	↓-37%	↑30%	602	↓-38%	↑30%	5,647	↓-9%
连云港	57,899	↑30%	↑198%	180	↓-6%	↑174%	189	↓-1%	↑182%	1,940	↑43%
绍兴	23,849	↑79%	↑104%	98	↓-2%	↑59%	98	↓-2%	↑59%	820	↑13%
泰州	196,332	↑40%	↑43%	658	↓-11%	↑17%	664	↓-11%	↑16%	6,550	↑4%
镇江	26,813	↓-29%	↓-30%	150	↓-6%	↓-26%	152	↓-7%	↓-31%	1,643	↓-4%
淮南	56,854	↑19%	↑532%	166	↓-15%	↑321%	166	↓-17%	↑321%	1,678	↑85%
芜湖	99,052	↑29%	↑37%	304	↓-13%	↓-23%	304	↓-13%	↓-23%	3,036	↓-10%
盐城	38,543	↑161%	↑50%	83	↓-14%	↑31%	83	↓-15%	↑29%	987	↓-19%
舟山	24,936	↓-46%	↑17%	129	↑34%	↑9%	129	↑33%	↑9%	1,102	↑1%
池州	204,464	↑66%	↑196%	571	↑6%	↑67%	573	↓-2%	↑55%	6,387	↑102%
宁波	2,335,531	↑1%	↑18%	9,101	↓-14%	↑27%	9,179	↓-16%	↑25%	94,005	↑9%
长三角	245,331	↑61%	↑91%	669	↓-25%	↑22%	683	↓-24%	↑18%	7,570	↑0%
广州	58,387	↓-8%	↑47%	232	↓-10%	↑34%	232	↓-14%	↑30%	2,859	↑21%
深圳	46,363	↓-24%	↓-30%	224	↓-27%	↓-1%	227	↓-27%	↓-1%	2,285	↑71%
福州	153,347	↑13%	↓-8%	421	↓-28%	↑11%	459	↓-22%	↑20%	4,405	↑15%
东莞	0	↓-100%	↓-100%	237	↓-39%	↑29%	237	↓-50%	↑29%	4,050	↑161%
珠海	61,802	↓-13%	↓-18%	268	↓-4%	↓-5%	273	↓-5%	↓-7%	2,913	↓-12%
泉州	39,022	↓-1%	↑788%	196	↑4%	↑203%	201	↑4%	↑197%	1,779	↑50%
莆田	63,039	↑11%	↓-7%	232	↓-10%	↓-2%	235	↓-11%	↓-3%	2,271	↑2%
惠州	41,313	↑31%	↓-23%	150	↑12%	↓-30%	154	↑14%	↓-30%	1,339	↓-18%
韶关	199,563	↑17%	↓-53%	771	↓-22%	↓-50%	821	↓-20%	↓-48%	11,164	↑0%
佛山	31,096	↑19%	↑52%	110	↑28%	↑57%	111	↑29%	↑56%	945	↓-13%
江门	66,858	↑13%	↑55%	303	↑21%	↑67%	306	↑22%	↑65%	1,986	↓-5%
肇庆	60,318	↑23%	↑195%	206	↑17%	↑75%	213	↑17%	↑61%	1,716	↑18%
湛江	1,066,439	↑4%	↓-9%	4,019	↓-16%	↓-5%	4,151	↓-16%	↓-5%	45,281	↑11%
珠三角及南部其它城市	218,523	↑12%	↓-7%	778	↓-25%	↓-17%	790	↓-25%	↓-17%	8,702	↓-1%
长春	50,015	↑46%	↓-27%	195	↓-15%	↓-18%	198	↓-14%	↓-17%	2,037	↓-1%
吉林	59,552	↑21%	↑118%	234	↓-12%	↑46%	240	↓-14%	↑45%	2,176	↓-7%
泰安	328,090	↑18%	↓0%	1,207	↓-21%	↓-10%	1,228	↓-21%	↓-10%	12,915	↓-2%
北部	570,511	↓-5%	↑18%	2,410	↑15%	↑55%	2,503	↑17%	↑53%	18,841	↑36%
武汉	63,620	↓-7%	↑18%	261	↑8%	↑40%	265	↑9%	↑40%	1,758	↑5%
岳阳	263,730	↑14%	↑12%	980	↑12%	↑18%	980	↑8%	↑18%	7,631	↓-5%
赣州	897,861	↓0%	↑16%	3,650	↑14%	↑42%	3,747	↑14%	↑41%	28,230	↑20%
中部	366,378	↓-17%	↑66%	1,520	↓-3%	↑22%	1,527	↓-3%	↑22%	16,001	↑72%
成都	442,858	↑25%	↑66%	1,483	↑18%	↑39%	1,504	↑18%	↑37%	11,922	↑50%
南宁	809,236	↑2%	↑66%	3,003	↑7%	↑30%	3,031	↑7%	↑29%	27,923	↑62%
西部	5,940,901	2%	10%	22,941	-9%	21%	23,327	-10%	20%	227,376	14%
总计	25	24	17	32	17	32	26	19	19	19	
上升城市数目	19	19	28	12	28	12	19				
下降城市数目											

数据来源：各地房管局，中达证券研究；数据截至 2019 年 10 月 31 日

图 28：珠三角及长三角卫星城逐步成型，其余城市发展仍呈点状，核心城市经济活跃度明显较高



数据来源：NASA，中达证券研究；注：上图为 NASA 2016 年发布的城市夜景灯光图，越亮代表经济人口越活跃

非都市圈低线城市产业与人口孱弱，房企布局谨慎采取过度下沉模式。如前所述，核心城市聚集人口与产业的马太效应日趋明显，三四线城市楼市也出现了明显的分化。从美国经验来看，产业变迁带来的人口和财富分化将使得不同区域房价出现较大分化，以新兴产业为主导的城市房价涨幅远超以传统产业为主导的城市。另外，经历了过去数年的大力推进后，2019 年棚改新开工计划已降至 285 万套；近期，中央政府也开始对地方政府隐性债务进行集中清理与规范，棚改的拉动作用或将弱化。一个现象是，从苏宁线下门店坪效与销售收入变动来看，一级市场（副省级及以上城市）效益远好于其他低线城市，侧面印证了低线城市人口与需求不振的事实；过度下沉可能并非发展良方。

表 4：苏宁低线城市效益远低于副省级以上的核心城市（2018 年）

	家电 3C 家居生活专业店		
	坪效		销售收入同比变动
	金额（元/平）	同比变动	
一级市场	26,285.82	9.86%	7.94%
二级市场	14,177.83	-2.10%	-4.38%
三级市场	11,710.07	-2.75%	-5.30%
四级市场	13,321.41	-1.41%	-7.03%
合计	18,684.12	4.72%	2.39%

数据来源：公司公告；注：一级市场指副省级以上城市；二级市场指一级市场以外的地级市；三级市场指一二级市场下辖的县、县级市或一二级市场远郊区；四级市场主要指镇级城市

3.5 小结：我们的城市选择组合

我国城市化仍处于人口由中小城市向大城市集中阶段，一线郊区及卫星城得到初步发展。《2019 年新型城镇化建设重点任务》的发布表明顶层对于城镇化发展的思路出现了重大转变，中心城市和都市圈地位得到强化，都市圈化是未来十年城镇化进程的重点。在此过程中，产业转移、市场供需等因素使得房地产行业成长性向二线城市及一线城市卫星城转移。而如果没有出众的标准化和成本管控能力，过度下沉可能影响房企经营。正如我们在一开始提到的，近年来排名大幅提升的房企多数是享受了城镇化梯次发展的红利。在都市圈大发展时代，寻找城市布局的 α 是房企突破的重要途径。

表 5：重点布局如下核心城市房企有望受益于城镇化第二阶段发展

区域	城市选择组合
一线城市	北京、上海、广州、深圳外围区域
珠三角及华南	东莞、佛山、珠海、中山、茂名、福州、厦门、泉州、南宁
长三角	苏州、杭州、南京、合肥、无锡、温州、宁波、徐州、南通、金华、常州、绍兴、嘉兴
中西部	重庆、成都、武汉、西安、郑州、长沙、南昌、昆明、贵阳
北方	天津、保定、济南、青岛、石家庄

数据来源：中达证券研究

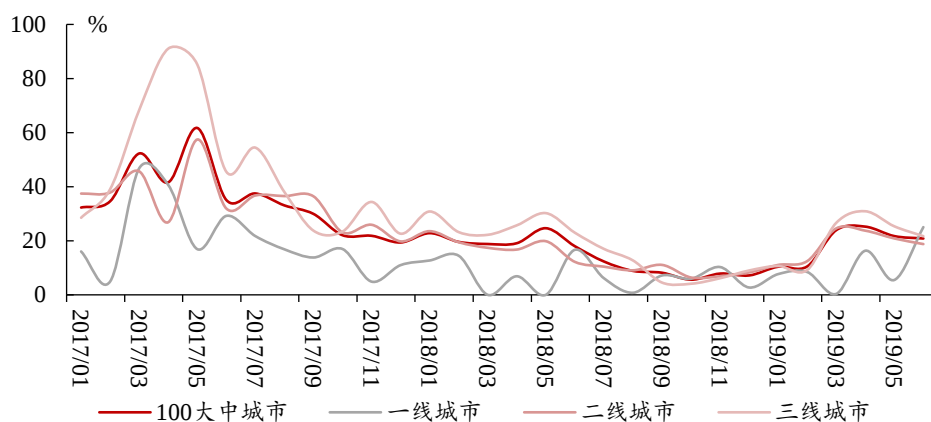
4. 模式之美，寻找房企商业模式的 α

土地财政的存在使得土地供给难以有效放大，而聚焦核心城市及都市圈投资似乎已成为当前房企一致预期，住宅用地竞争或将在相当长一段时间激烈。通过商业模式有效突破土地储备瓶颈成为房企中长期脱颖而出的关键。目前，我国房地产商业模式可分为强调周转的万科模式、追求单项目利润最大化的香港模式、产业拿地的一二级联动模式、依托禀赋的资源型模式、商业持有经营的凯德模式、“销售+持有”的万达模式以及可能是超大型房企终局的“开发+持有+资产管理”模式。“住宅销售+商业持有”模式也许是未来房企商业模式的最终选择。经济增长方式和行业地位的变化使得地方政府诉求已转变为全面的城市升级和产业导入；除并购外，低价获取土储的模式或多或少都带有“与地方经济共成长”的“政企共赢”意味，如一二级联动、旧改、商业勾地等。商业模式本身无高低之分，寻找房企适合的模式与破局之道是存量时代竞争的核心。

4.1 土拍拥挤度快速上升，商业模式重要性凸显

土拍拥挤度快速上升，平稳周期下潜在盈利空间受限。去年四季度至今年1月土地市场降至冰点；随着“小阳春”的到来，房企对核心城市土地的争夺极为激烈，深圳、杭州、苏州等热点城市土地市场热度快速放大，溢价率快速上升，反映出房企对未来楼市较乐观的预期。考虑到地方土拍中普遍包含竞自持、竞配建等条款，公开市场拿地实际溢价率或远高于统计数据所显示的溢价率。我们认为，在中央严控楼市大起大落、宏观层面去杠杆调结构的大背景下，房价涨幅预计有限，土地市场的过热或反映了部分房企的过度乐观情绪；随着土拍溢价率的快速上升，最佳拍地窗口或已过去，房企拿地潜在盈利空间受到挤压。

图 29：各线城市住宅类用地成交溢价率快速上升，拍地盈利空间或受限



数据来源：Wind，中达证券研究

通过商业模式有效突破土地储备瓶颈成为房企中长期脱颖而出的关键。分税制与土地财政的存在使得土地供给难以有效放大，而聚焦核心城市及都市圈投资似乎已成为当前房企的一致预期，住宅用地竞争或将在相当长一段时间激烈。另一方面，前期激烈的土地争夺已招致管理层对房地产融资的严厉调控，尤其是拿地相关的融资，如前融等。基于此，如何通过商业模式有效突破土地储备瓶颈、在成本可控的前提下尽可能多获取核心城市及都市圈的土地储备，并利用多元化融资渠道为拿地提供资金支持，成为房企在中长期脱颖而出的另一关键要素。

4.2 存量时代，寻找房企商业模式的 α

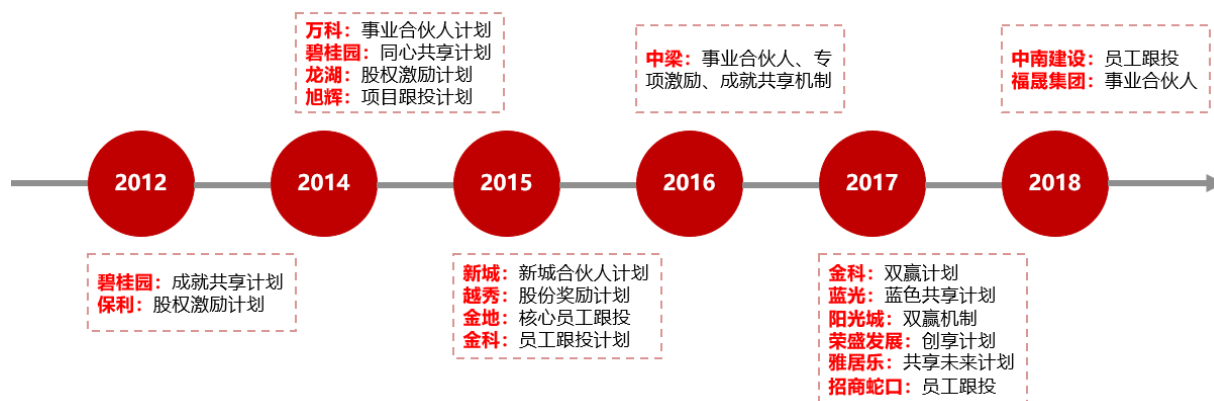
4.2.1 快速开发、强调周转的万科模式：维持高周转、稳步进入新城市将是关键

以万科为代表的快速开发、强调周转模式为内地房地产开发市场的主流模式。与香港开发商习惯于慢开发、充分享受土地升值红利不同，万科等内地主流房企以快速开发、强调周转为特征，在毛利率相对合理的条件下利用周转扩大规模与盈利。借助国内近二十年高速的梯次化城镇化进程，该模式成为国内房地产开发领域的主流。虽然在重点布局城市、是否主动判断周期等方面有所差异，但国内龙头房企如万科、保利、融创、碧桂园等均是快速周转的开发模式。

以住宅快速开发为特征的万科模式需要两个重要条件。第一，充裕的土地获取空间和相对合理的地价水平，以保障其规模扩张速度；其二，拿地、设计、施工、销售、资金周转等方面均需做到足够优秀，在项目毛利率相对合理的情况下，通过快速周转以扩大规模并获取更多利润；高周转是主流房企平衡规模、利润与稳健的关键。

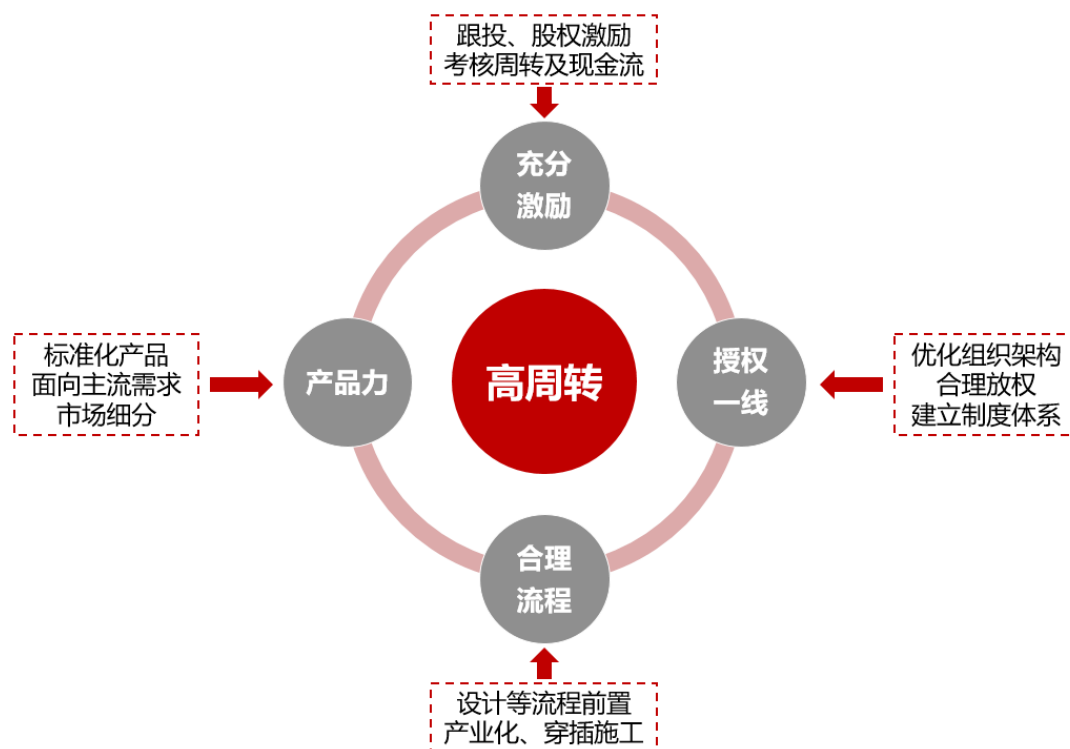
破局之道一：通过需求细分（产品力）、合理流程、授权一线和充分激励实现高周转。快速周转需要控制两个时间间隔：拿地到开工与开工到预售。拿地到开工时间是提升周转速度的关键；以万科为例，公司多年来坚持面向主流需求，针对不同客群划分出了对应的标准化产品，将设计规划等流程前置，同时对业务一线充分授权的组织架构也提升了公司的决策效率。开工到销售过程涉及建筑工艺工期问题，公司主要通过穿插施工与工厂化开发的方式缩短时间。激励机制方面，公司较早建立了项目跟投与股权激励的激励机制，团队整体积极性较高，且明确了现金流回款考核指标，提高了核心团队加速周转的意愿。充分授权与激励是房企高周转成功的不二法门。

图 30：越来越多房企通过激励机制激发员工动力与主动性，实现整体高周转



数据来源：公司公告，公司网站，中达证券研究

图 31：主流房企可通过需求细分（产品力）、合理流程、授权一线和充分激励实现高周转

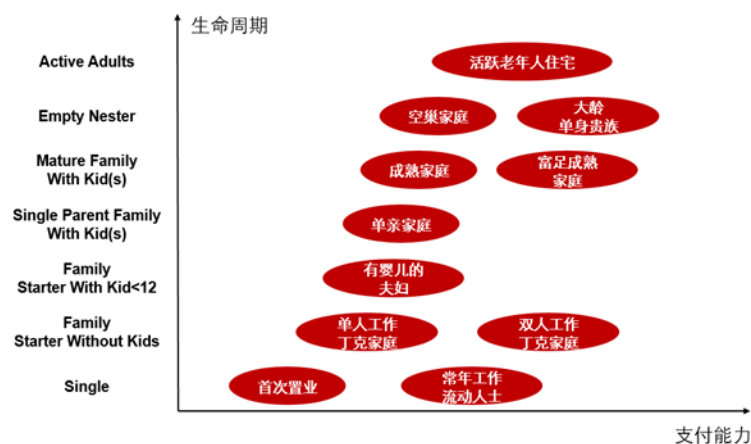


数据来源：中达证券研究

破局之道二：稳步进入更多低线城市。随着高能级城市竞争日趋激烈、单城市占率提升遇到瓶颈，越来越多房企开始向三线及以下城市下沉。至 2018 年末，我国地级市数量达 293 个，县级市多达 375 个，但并非所有城市均适合进入。从城镇化阶段来看，我国目前处于人口向大城市聚集、同时核心城市卫星城初步发展的阶段，人口流动方向以少数大城市及其卫星城为主。另一方面，根据我们的观察，目前部分低线城市由于房企集中布局、供应量大增，市场出现了需求承载力不足的现象，传统旺季的去化情况亦不甚理想。**房企在进入低线城市过程中最重要的是严格的标准化和成本管控，目前而言碧桂园在这方面较为出色。**房企在下沉过程中应采用更为严格的拿地标准。从人口流动及市场体量等方面来看，结合前述的城镇化发展规律，广大的二线城市将成为房企未来竞争的主战场。

破局之道三：丰富产品线，充分抢占各细分市场。房企在产品打造上往往集中于特定领域，如万科面向主流中端需求，绿城中国定位于高端精品，恒大定位为“民生地产”等。通过丰富产品线能够使房企适应更多城市和地块类型的开发，顺应细分市场需求，有效提升城市市占率。目前，部分中小型房企尚未形成成熟的产品序列。这需要房企在产品设计与产业化开发上加大投入。从目前情况看，迎合主流市场自住需求、符合政策导向的刚需、首改等产品应是房企发力重点，相关开发商受调控影响也会相对较小。

图 32：帕尔迪根据客户支付能力与生命周期将需求细致划分为 11 个大类



数据来源：公司网站，中达证券研究

破局之道四：通过并购与合作进入新城市并扩大单城市占率。目前较多城市中仍存有大量中小型本土房企，这些房企往往拥有较好的土地资源和政策沟通能力，但资金实力与开发能力已达不到目前市场的要求，有意愿与大型品牌开发商合作或出让项目。对大型开发商而言，与上述中小房企合作或并购项目是进入新城市以及扩大单城市市占率的可能策略，如长三角房企进入大湾区市场时往往选择与当地实力开发商合作，融创中国通过并购快速撬动规模增长等。但合作的同时也需加强财务、人事及案场的管理，防止合作中可能的利益受损。目前而言，核心一二线城市集中度提升最快阶段已过去，融创中国式的强大并购能力成为为数不多扩大核心城市市占率的方法之一。

4.2.2 慢周转、追求单项目利润最大化的香港模式：瓶颈明显，逐步掉队

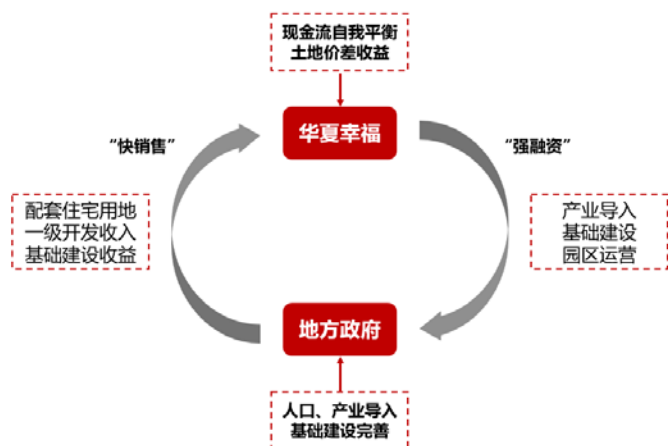
依靠慢开发充分获取土地升值红利的香港模式增长瓶颈明显，相关开发商目前已逐步掉队。受益于香港特殊的地理环境、社会生态与税制，港资开发商普遍习惯于慢开发模式，通过充分获取土地升值收益已最大化项目利润，代表项目如长实在上海的世纪汇广场、瑞安房地产在上海的“天地”系列等。香港模式过去的成功依赖于核心城市地价快速上涨、囤地监管不严以及土地增值税征缴不严格等。随着行业逐步进入平台期，以及政府对土地增值税征缴更为严格，香港模式的生存空间已越来越小。近年来，采用此类慢开发模式的房企如瑞安房地产、合生创展等均出现了增长乏力的现象。

4.2.3 产业拿地的一二级联动模式：产业导入与城市运营能力是关键

产业拿地模式能够低价获取优质土地资源，成功关键在于房企产业导入与城市运营能力。近年来，产业拿地成为房企低价获取优质土地的重要手段之一。该模式下，房企实际上承担了一部分政府职能，担当了区域内的土地一级开发、产业引入、城市运营等角色；作为补偿，政府也向房企让渡了部分土地出让收益，使得房企能够获得土地价差带来的收益。从政府的角度而言，以相对低价出让土地虽然影响了当期收入，但通过产业导入与城市建设，项目周边土地价值能够得到充分释放，在后期增加土地出让收入；同时，良好的产业导入与城市建设也能为政绩增光添彩。因此，产业导入与城市运营能力是房企与地方议价的关键。从目前情况看，华夏幸福、华侨城、中国金茂和融创中国在该领域已取得了一定的成功。产业拿地已成为为数不多能与地方政府议价的拿地方式之一。

华夏幸福模式：产城一体开发引领者，项目自我造血能力突出。华夏幸福是产业园区一体化开发领域的龙头企业。依托强大的选址、招商引资以及园区运营能力，华夏幸福能够将城市新区开发为拥有成熟产业布局、完善商业及居住配套的成熟片区，顺应了政府在产业发展和一级土地开发方面的诉求。相应的，地方政府也会将配套住宅用地以较低的价格出让予华夏幸福。**通过配套住宅的“快销售”，华夏幸福能够实现项目现金流的自我平衡同时获得较多的土地价差收益**，同时无需地方政府大额财政资金投入或兜底。至 2018 年末，公司在全国范围内布局了 15 个核心都市圈，形成了“3+3+4”的战略格局，累计布局了 77 个产业新城；固安、大厂、嘉善等产业新城的良好发展证明了公司一二级联动模式的优势。

图 33：华夏幸福拥有较强的产城一体化开发能力，自我造血能力突出



数据来源：公司公告，中达证券研究

华侨城模式：文旅产业强 IP，一二线城市低价拿地能力较强。华侨城模式堪称产业导入模式的经典。华侨城的核心能力不在于住宅开发，而是引入文旅产业的能力。公司欢乐谷、欢乐海岸、世界之窗等 IP 的品牌力突出，公司 2018 年共计接待游客 4696 万人次，同比增长 16%，稳居亚洲第一，连续 5 年位居全球主题公园集团四强。就地方政府而言，引入一个欢乐谷能够导入人口与产业，带动城市副中心整体发展，也更能达到产业升级的效果。即便是当期损失了部分土地出让收益，地方政府愿意以较低价格将配套住宅用地出让予华侨城，以期获得更为长远的收益。**华侨城模式顺应了地方政府诉求，该模式成功的关键在于公司文旅 IP 的影响力。**我们认为该模式是大型房企低价获取核心城市土地资源的可能手段之一。

图 34：华侨城武汉欢乐谷项目已成为城市新地标

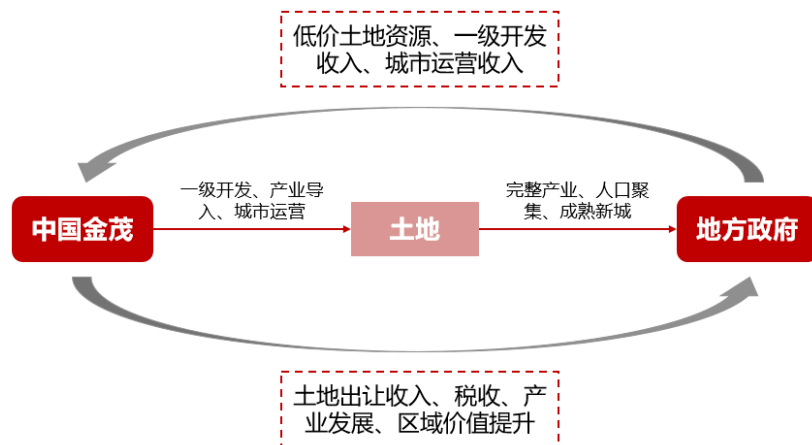


数据来源：公司网站，中达证券研究

金茂模式：一二级联动突破核心城市土地储备瓶颈。中国金茂战略定位为“城市运营商”；公司多年来深耕土地一级开发，凭借强大开发运营能力与央企平台优势，公司已具备将城市新区打造成集产业、商业、居住、教育、休闲等功能齐备的城市副中心的能力。在土地一级开发方面的经验和综合实力将有利于帮助公司获取更多的项目，与公司二级土地开发销售业务形成良好的协同效应。公司的一二级联动开发模式实际上承担地方政府的部分职责，较好的满足了地方政府对于产业发展和城市建设的需求，同时也顺应了核心城市逐步郊区化的趋势。长沙梅溪湖、南京青龙山生态新城、青岛中欧国际城等项目的顺利推进也已证明公司商业模式的成功。

独特的一二级联动与城市运营模式保障公司开发业务利润率。以中国金茂青岛中欧国际城项目为例，该项目为 2015 年中国金茂与青岛市政府签约项目，是公司长沙梅溪湖项目后又一大体量城市运营项目。2016 年 1 月，公司以 4.48 亿竞得该项目中总建面约 28 万平的 4 幅地块，楼面价仅约 1,600 元/平；2017 年 12 月，公司以 21.45 亿元竞得中欧国际城 6 幅地块（包含 1 幅工业用地），其中 5 幅商住地块总建面约 68.63 万平，对应楼面价仅约 3,100 元/平。而根据房天下数据，该项目目前住宅均价已升至 13,500 元/平。优秀的土地成本控制保障了开发业务的利润空间。

图 35：金茂梅溪湖项目已成为长沙城市新中心



数据来源：公司网站，中达证券研究

融创模式：承接万达文旅项目，探索地产主业与文旅产业协同发展之路。融创在 2017 年通过与万达的交易获取了广州、青岛、无锡、成都、西双版纳等地的 13 个文旅项目，近期也承接了万达成熟的文旅项目开发运营团队；公司在 2018 年度业绩发布会上表示，目前融创文旅有 7000 人团队，其中有 5000 人来自万达。虽然文旅集团已独立运营，但融创的文旅业务并非简单的多元化业务，而是与开发主业协同的“房地产+”业务。文化旅游产业符合地方产业升级的诉求。通过引入人气极高的乐园，同时发展出配套住宅、商业、酒店、秀场、会议中心等业态，融创文旅项目也能够实现带动地方产业发展与就业、促进城市改造升级的效果，迎合了地方政府的实际需求。地方政府也相应的愿意让渡部分土地出让收益以引入融创文旅项目。这种文旅与地产开发相协同的商业模式是房企获取核心城市低价土地资源的可能模式之一。

图 36：广州融创雪世界为华南最大室内滑雪主题乐园，人气持续火热



数据来源：公司网站，中达证券研究



4.2.4 资源型模式：平衡利润与周转为成功关键

禀赋亦是房企取得独特竞争优势的方式之一，招商蛇口、佳兆业及绿景中国等为此类房企代表。资源型房企通常拥有某些特殊位置的土地资源。随着土地价值不断提升，公司特殊禀赋的稀缺性也日益凸显。例如，作为蛇口片区的主要建设者及运营者，招商蛇口拥有深圳蛇口、前海片区大量土地资源，公司拥有的大体量核心区资源是难以复制的竞争优势；华侨城也与之类似。资源型的另一种表现形式为旧改储备。例如，至2019年中期，佳兆业集团占地面积约3200万平方米旧改项目尚未纳入土储（未计容积率），项目全部位于大湾区内，深圳市占比达31.9%，潜在转化货值体量较大。又如，绿景中国地产控股股东拥有土地储备1210万平，项目均位于粤港澳大湾区核心城市的核心地段，其中尤以深圳白石洲旧改项目最为突出；该项目位于深圳南山区核心位置，总计计容开发规模达358万平方米，潜在开发价值巨大。除佳兆业与绿景中国外，龙光地产、合景泰富集团、时代中国控股也在大湾区内拥有丰富的旧改储备资源。旧改也是民企获得核心资源的重要手段之一。

禀赋优势能否转化为增长之势？关键在于平衡利润与周转。资源型房企在土地成本方面有较大优势，但部分房企由于过度关注土地升值收益而忽视了周转速度，导致企业发展较为迟缓。另一方面，由于开发周期较长，部分资源型房企在资金链、负债率和财务成本方面表现不佳。解决上述问题的核心在于通过商业模式平衡单项目利润与公司整体的周转。

佳兆业模式：稳步孵化旧改项目，通过招拍挂项目平衡利润与周转。旧改项目开发周期较长，但由于公司旧改储备较多（至2019年中期拥有旧改储备项目128个，占地面积约3200万方，深圳和广州占比逾60%），公司每年能够稳步孵化体量可观的旧改项目，2008年至2018年每年平均转化旧改项目建筑面积约94万平；截至2019年中期，公司土储货值（已获取）约5000亿元，其中旧改货值近2000亿元，绝大多数位于大湾区内。在拥有大量利润空间丰厚旧改项目的同时，公司也通过招拍挂等方式收购土地；由于招拍挂项目具有“短平快”的特点，这些项目能够较好的加快周转、促进现金回流，增强公司财务稳健性。公司通过上述方式较好地平衡了利润、周转与现金流，2018年权益销售额达700.6亿元，同比增长57%；净负债率下降至236%，预计2019年将进一步下降至200%以内（业绩会指引）。

图 37：佳兆业在深圳拥有大量优质旧改项目，禀赋优势明显



数据来源：公司网站，中达证券研究；注：储备中旧改项目尚未纳入土储，因此尚未计算容积率

绿景中国模式：控股股东孵化联动，但周转速度相对较慢。绿景中国地产采用的是控股股东孵化注入的联动开发模式。在这种模式下，由控股股东负责整合资源进行项目孵化及一级开发；待条件成熟后，控股股东将在适当的时间将项目注入到上市公司。就上市公司而言，这种操作方式规避了城市更新项目的前期不确定性风险，同时也无需为土地储备积压大量资金，降低上市公司财务成本和现金流压力。2018年12月，绿景中国地产与集团控股股东订立认购协议，绿景珠海东桥项目成功注入上市公司，联动开发模式稳步推进。但是，由于更多强调项目利润，公司近年来周转速度相对较慢，销售业绩受单项目影响相对较大。

表 6：绿景中国控股股东拥有较多旧改项目，未来或通过孵化联动模式开发

城市	项目名称	区域	立项时间	占地面积 (万平)	大约建筑面积 (百万平)
深圳	白石洲	华侨城	2014	46	4.4
珠海	南溪	香洲区	2015	44.6	1.3
东莞	樟木头	樟木头	2013	205	5.5
其他	-	-	-	2.5	0.9
总和					12.1

数据来源：公司数据，中达证券研究；注：总计 12.1 百万平方米为含计容面积及非计容面积

4.2.5 凯德模式：基金模式撬动商业地产全周期运营

与住宅开发相比，商业地产在内地的发展相对缓慢；但随着行业存量时代逐步到来，投资性物业的重要性在不断加大。同时，纯住宅用地供给越来越稀缺，商业地产开发经营能力也是房企拿地能力的重要组成部分之一。凯德集团无疑是商业地产领域的翘楚，内地开发商中万科、华润、龙湖、大悦城等实力相对较强。

凯德集团是知名的大型多元化房地产集团。凯德集团总部设在新加坡，业务遍及全球 30 多个国家的 200 多个城市，以新加坡和中国为核心市场，并不断开拓印度、越南、澳大利亚、欧洲和美国等市场。截至 2019 年 6 月 30 日，集团管理资产 1291 亿新元。凯德集团的投资组合横跨多元房地产类别，包括办公楼、购物中心、产业园区、工业及物流地产、商业综合体、城镇开发、服务公寓、酒店、长租公寓及住宅。

图 38：凯德商业地产开发经营业务丰富

凯德集团（中国）	凯德新加坡&凯德国际	凯德印度	服务公寓、酒店及长租公寓	凯德基金管理	集团卓越中心
地产与城镇开发	住宅	产业园区、工业及物流地产	服务公寓	管理8支上市房地产投资信托基金	城市发展战略
商业管理	商业管理		酒店	管理23支私募基金	商业社区开发
产业园区、工业及物流地产	产业园区、工业及物流地产				商用创新
					客户服务及解决方案
					可持续发展
					数字化战略与科技

数据来源：公司网站，中达证券研究

凯德集团的房地产投资管理业务（房地产基金）业内领先。公司管理着在新加坡和马来西亚上市的 8 支房地产投资信托基金（REITs）和商业信托，包括凯德商用新加坡信托、腾飞房产投资信托、凯德商务产业信托、雅诗阁公寓信托、凯德商用中国信托、腾飞印度信托、凯德商用马来西亚信托和腾飞酒店信托，以及 20 多支私募基金。凯德基金管理同时为集团的投资管理业务提供支持。目前，凯德在中国的总开发规模约 2300 万平方米，管理的总资产超过 2700 亿元人民币。

“双基金”模式驱动公司轻资产模式高速发展。公司的私募基金+REITs 的“双基金”模式业内闻名。根据底层物业资产的风险收益属性与投资者偏好，凯德将投资物业分为培育期物业和成熟期物业，培育期的物业具有比开发物业更高的风险，相应资本增值的潜在回报空间也更大，更适合私募基金投资者的要求；

而成熟期的物业收益率相对稳定，且具备稳定分红的特性，适合 REITs 投资者的风险收益偏好。公司培育期项目通常由私募基金培育孵化，经旗下专业的商管团队管理、运营后，项目逐步成熟，回报率趋于稳定；待物业资产增值后，公司会在适当时机将项目注入 REITs 实现退出。借助于强大的投资物业管理运营能力以及“双基金”模式，公司成功打通了“募投管退”全周期环节，以轻资产模式驱动公司高速发展。

图 39：借助双基金模式，凯德以轻资产实现高速发展



数据来源：公司网站，中达证券研究

何以实现管理项目增值？核心是专业化与集约化。专业化方面，凯德重视人才团队建设，新人入司后都会接受系统化的培训和学习，并有经验丰富员工带教；同时，公司在投资物业改造升级和日常运维细节方面也做到足够优秀，使得凯德的品牌力与经营能力不断加强。集约化方面，公司借助成熟的基金运作模式撬动大体量投资物业资产，集中资源发展商业地产，借此实现规模经济效应。就目前情况而言，内地开发商中万科、华润、龙湖、大悦城等在投资物业经营方面具备一定优势，该业务也能与住宅开发业务形成一定协同。

表 7：内地开发商中，万科、华润、龙湖及大悦城商业地产经营较为领先

公司	商业地产品牌	经营情况
万科	印力集团	截至 2018 年 12 月，运营管理项目超 120 个，遍布全国 50 多个城市，资产规模近 800 亿，管理面积近 1000 万平方米
华润置地	印象系列	连续三年蝉联观点指数评选的《中国商业地产 TOP100》榜首，代表项目有深圳万象天地、中国华润大厦等
龙湖集团	龙湖天街	已将商业运营作为四大主航道业务之一，位列 2018 年度中国商业地产 TOP100 榜单第四名，天街系列口碑卓著
大悦城	大悦城系列	成功打造了大悦城、大悦春风里、祥云小镇三条产品线，现已覆盖北京、上海、天津、沈阳、烟台、成都、杭州等 20 余个一、二线核心城市

数据来源：公司网站，中达证券研究

4.2.6 “销售+持有”的万达模式：房地产商业模式的终极形态？

开发业务增长空间受限背景下，持有投资物业成为稳定收入与现金流的重要来源。必须承认，房地产行业的天花板似乎已经触手可及，全国范围内销售面积已开始负增长。为维持现有资产规模，并在长期获取稳定的收入与现金流，增加投资性物业的持有成为房企的可行选择之一。另一方面，商业地产也能与住宅开发主业形成一定协同效应。香港开发商在上世纪 70、80 年代开发业务见顶后普遍选择了向“住宅销售+投资物业持有”模式转型。目前，香港主流发展商如长实集团、新鸿基等投资物业收入占比通常在 20%-40%左右，为公司重要的收入来源之一。目前内地主流开发商投资物业租金收入占比通常在 10%之下。“住宅销售+商业持有”模式也许是未来缩量时代房企商业模式的最终选择。

土地出让业态日趋复杂，商业地产经营能力成为房企拿地优势之一。目前，地方政府对于房企的要求不仅仅在于拍地、建房与卖楼，而是更多强调产业升级、人口导入与区域活化，所出让土地的业态也越来越复杂，住宅+商业的混合用地占比越来越大。较强的商业地产开发经营能力能够使房企适应更多类型地块的开发，同时也成为房企在拿地时与地方政府议价的重要优势之一。

万达模式：国内“销售+持有”模式的集大成者，商业管理能力为模式关键。尽管经历一些波折，但不可否认的是万达是国内“住宅销售+商业持有”模式的集大成者。**万达模式成功的关键在于其强大的自我造血能力、招商能力与标准化复制能力。**首先，公司通过配套住宅的销售带动商业项目开发，利用住宅销售现金流解决了商业开发的资金沉淀问题，实现了项目层面现金流的自我平衡，自我造血能力突出。其次，公司在招商方面能力业内顶尖，通常在开业时即已满租。另外，公司商管团队能力出众，能够通过标准化复制在异地快速开业。上述能力使得万达敢于打出“万达广场就是城市中心”的广告语。基于此，公司能够通过万达广场的开发带动地方消费、税收和就业，带动所在片区价值提升。万达也借此获得了与地方政府的强大议价能力，使得公司能够在核心地段（或副中心）低价获取大幅土地，其中又大都包含了较大比例的可售住宅用以平衡现金流。**万达的核心竞争力并非开发销售，而是强大的商业地产经营管理能力。**

目前，新城控股、华润置地、大悦城等在“销售+持有”模式方面具备一定优势。新城控股在引入万达商管核心高管后获得了较强的商业地产经营管理能力，通过“住宅+商业”双轮驱动模式推动规模高速增长。2018 年，公司已实现 80 个大中城市、96 个综合体项目的布局，已累计开业 42 座吾悦广场，已开业面积共计 390.40 万方，同比增长 72.25%；全年实现合同销售额达 2210.98 亿，同比增长 74.82%，增速位列 2018 年十强房企第一。华润置地坚持“2+X”的商业模式，旗下万象系列为国内著名商业地产品牌。至 2018 年末，华润已开业万象城/万象天地 23 个，万象汇/五彩城 12 个，储备项目 43 个；公司另有管理输出购



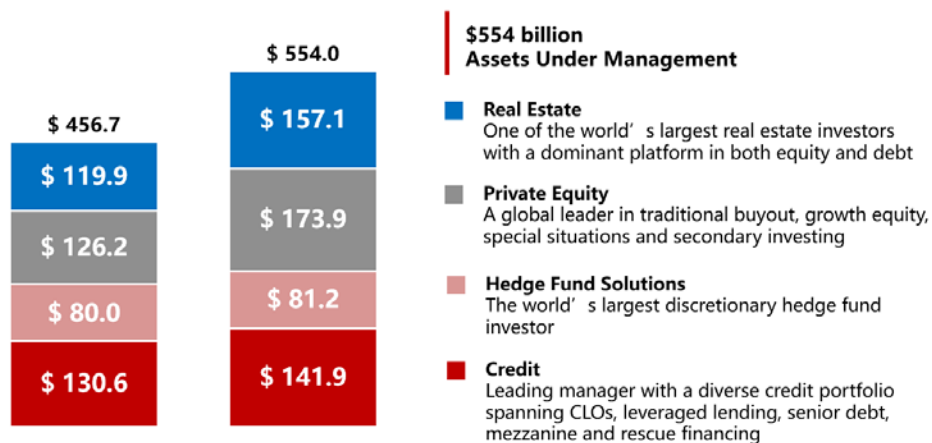
物中心项目 25 个，其中在营项目 17 个，储备项目 8 个。通过住宅+商业的综合开发模式，公司在核心区位土地获取方面具备明显优势，开发了如深圳大冲综合体（华润润府+万象天地+大冲商务中心）等大型综合项目。大悦城地产为中粮旗下全国性的商业地产运营商，中粮地产（现大悦城）在成为大悦城地产控股股东后获得了城市综合体开发能力，形成了住宅开发与商业地产双轮驱动的格局，土地获取能力进一步增强。2019 年前 9 个月，大悦城合约销售金额累计同比增长约 34%，为增长较快的房企之一。

4.2.7 住宅开发+物业投资+资产管理：也许是超大型房企的终局

房地产开发经营+资产管理集团或是国内超大型房企的终局。长期来看，房地产及“房地产+”业务的市场空间恐难支撑多家超大型房企持续增长，万科们可能不得不跨入其他非房地产相关领域。从美国及香港经验来看，大型资产管理平台或是超大型房企转型的方向之一。资产管理不仅限于房地产基金投资（如凯德、普洛斯），还可包含科技、能源、公用事业、消费等多元行业（如黑石）。从企业经营的角度来看，房企在跨界经营时往往会面临人才缺乏、经验不足等问题，直接介入生产经营环节或增加整体经营风险。资产管理平台模式能够规避直接经营时的一些风险，房企充裕的现金流也可为投资业务带来充足的资金支持。除非房业务投资外，房企还能借助自身的开发运营能力使物业项目增值，通过房地产项目投资管理获取收入与利润。或许在不久的将来，我们可以看到一个“住宅开发+凯德+黑石”的大型控股集团的出现。

黑石模式：全球最大资产管理公司之一，投资领域涵盖房地产、能源、科技、医疗等多元行业。房地产投资方面，公司投资业态包括零售、住宅、物流、办公、酒店等，通过折价收购—运营增值—择机出售的方式实现资本增值。截至 2018 年末，黑石房地产投资在管规模达 1540 亿美元，为全球最大的房地产基金管理公司之一。私募股权基金方面，截至 2019 年 6 月末黑石在管规模达 1710 亿美元，所投资公司超过 97 家，涉及领域包括能源、医疗、工业等诸多行业。黑石是大型控股集团中较为成功的案例之一。

图 40：黑石是全球最大资产管理公司之一，投资领域涵盖房地产等多个领域



数据来源：公司网站，中达证券研究

长和模式：投资于全球现金牛型产业。在稳步推进地产业务发展的同时，长和系通过全球化产业投资以获取可持续增长。从投资对象看，长和系所投资公司多属于能源、基建、公用事业、电讯、港口、零售等行业，业务遍布全球 52 个国家或地区，所投业务特点在于为日常生活所必需的，同时能够产生持续稳健的现金流。目前，能源、电讯、公用事业等领域仍由国资主导，房企在资金出海方面也存在一定限制；但是，随着我国对外开放程度的提高，以及国企混改的推进，房企作为重要社会资本或将有机会进入更多新领域。

万科在资产管理领域探索较早、理念领先，竞争优势较为突出。从目前情况看，万科是国内开发商中向资产管理行业进军较早的超大型房企，及早在境外搭建了资本市场平台，2018 年更是完成了普洛斯的私有化交易，成为普洛斯最大权益拥有者。公司近年来也参投了华人文化基金、中信资本医疗健康专项基金等私募股权基金，股权投资经验逐步增加，同时公司的企业文化与人才储备也能够支撑公司资产管理平台的发展。普洛斯近期参与了招商局资本的混合所有制改革，万科未来或通过成熟的境内外资本市场平台加大股权投资力度。我们认为，万科是最有机会在资产管理领域取得成功的超大型房企之一。



表 8：万科在股权投资领域探索较早，目前已取得一定成果

时间	投资基金	基金计划出资规模	投资标的
2017.5	中城乾元基金	不超过 53.85 亿元	股权投资
2017.5	招银成长壹号、招银成长玖号	128.91 亿元	公司或下属控股子公司所持有的 42 项商业地产项目
2017.10	物流地产投资基金	60 亿元	中国境内确定区域的拟建、在建及已建成的物流地产项目
2017.12	华人文化基金	75.20 亿元	包括但不限于中国媒体、娱乐、体育和影视等行业项目
2017.12	金晟硕庆、金晟硕丰基金	100 亿元	存量资产盘活类标的和企业转型升级过程中的资产整合、股权重组、企业并购类标的
2018.7	中信资本医疗健康专项基金	17 亿元	包括但不限于医疗服务等行业项目
2019.10	和谐鼎泰基金	11.01 亿元	科技、物流等领域的优秀子基金

数据来源：公司公告，中达证券研究

5. 多元化是房企未来发展的一剂良药吗？

我们认为，未来数年开发业务仍将是房企的核心主业，存量更新业务将成为房企新的增长点。展望未来，随着人口密度与可支配收入的提升，投资物业等“房地产+”业务是房企多元化转型的可行方向，而舍弃优势主业的盲目跨界并不可取。而对万科等超大型房企而言，金融化、平台化或是其转型的终局。无论如何，房企在多元化转型过程中都应关注项目现金流与收益率，避免多元业务对主业经营的影响。

5.1 开发业务仍将是房企未来数年核心主业

房地产开发业务仍是房企值得聚焦的主业，盲目多元化并不可取。从香港十大开发商的情况来看，房地产开发收入仍是其营收的主要来源；投资性物业也是收入的重要来源，而其他业务收入占比普遍较低。虽然内地房地产市场与香港有许多相似之处，但内地人口规模庞大，城市发展空间相对充裕，房地产开发市场规模仍然庞大，适合快周转的开发商继续扩大市场份额。目前来看，房企短期内难以找到市场规模与盈利性能与开发业务相媲美的新业务。因此，房地产开发在未来数年内仍是房企不可弱化的基本盘，过度跨界可能并不是解决发展问题的良策。在增量开发空间见顶的背景下，存量更新业务将是房企未来发力的重点之一。近年来，万科等大型房企也已开始加码布局城市更新业务。

表 9：香港十大开发商中开发业务仍为营收主要来源，投资物业亦贡献较多收入

公司名称	营业收入 (亿港元)	分部收入占比		
		物业销售	投资物业及酒店	其他
长实集团	503.7	69.0%	25.1%	5.9%
新鸿基地产	856.4	46.5%	27.8%	25.7%
恒基地产	219.8	60.7%	27.4%	12.0%
新世界发展	606.9	38.5%	7.6%	53.9%
太古地产	147.2	7.2%	91.9%	0.9%
九龙仓集团	210.6	61.3%	19.2%	19.4%
恒隆地产	94.1	13.0%	87.0%	0.0%
嘉里建设	214.3	67.5%	32.5%	0.0%
信和置业	107.3	51.1%	38.0%	11.0%
希慎兴业	38.9	0.0%	100.0%	0.0%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：数据来自 2018 年或财年年报，九仓已将旗下旗舰投资物业分拆上市（九置），新世界发展旗下其他业务包括建筑、免税店、医疗等

5.2 投资物业等相关业务是可行的多元化方向

人口密度与可支配收入的提升将提升投资性物业价值。持有经营类物业能为公司提供持续稳定的现金流与收入，是开发业务增量收窄背景下房企的可行选择。从香港主流开发商的业务组合来看，部分开发商绝大部分收入都来自收租类物业贡献，如太古地产、恒隆地产、希慎兴业等。目前，我国仍处于城镇化第二阶段，人口由中小城市向大城市聚集，一线城市逐步呈现郊区化趋势，核心都市圈的人口密度逐步提升。随着人口密度以及人均可支配收入的持续提升，核心城市投资物业的租金收入与价值也将得到明显提升，**投资物业将会是房企中长期的主要赛道之一。**

知名企业多元化失败原因：转型跨度太大、抛弃优势主业、缺乏协同效应、资金沉淀风险等。巨人集团、海尔、联想等失败的多元化案例表明，企业在拓展新领域时需考虑其市场规模、与主业的协同效应、资金链安全等，同时还要继续坚持优势主业，避免陷入“规模扩大、盈利下滑”的多元化陷阱，典型的案例如巨人集团、联想集团。从目前情况看，**文旅、消费、物业管理与投资性物业可能是房企多元化扩张的良好路径，符合消费升级的大方向同时市场规模能与房地产开发相比；另外上述产业能与房地产开发主业相协同，华侨城、万达模式已经证明联动模式的成功。**盲目舍弃优势主业而进入并不熟悉领域并非转型良策；无论如何，现金流与资产收益率都是房企评估新业务的核心。

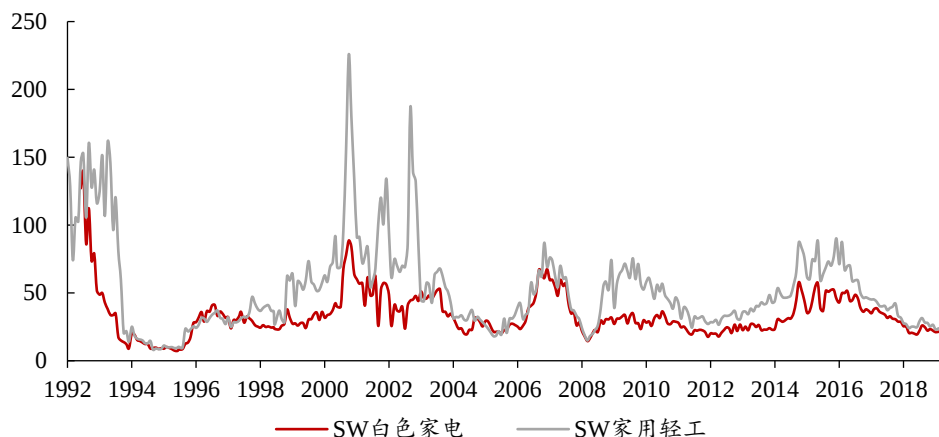
5.3 金融化、平台化或是超大型房企转型的终局

大型投资控股集团可能是万科等超大型房企未来转型的终局。必须承认，以目前超大型房企超过 5000 亿、6000 亿甚至 7000 亿的年度销售额而言，进入更多非房地产行业可能是维持业务规模和增长的必由之路。如前所述，房企在跨界经营时往往会面临人才缺乏、经验不足等问题，直接介入生产经营环节或增加整体经营风险。投资控股集团模式能够规避直接经营时的一些风险，充分发挥职业经理人的专业能力，而房企充裕的现金流也可为投资业务带来充足的资金支持。目前，龙头房企已在机器人、农业、新能源车等领域进行了一些投资尝试。除非房业务投资外，房企还能借助自身的开发运营能力使物业项目增值，通过房地产项目投资管理获取收入与利润，如铁狮门、凯德集团等。**如此，房企的角色除开发商外更多是作为资金和资源的中介和平台。**或许在不久的将来，我们可以看到一个“住宅开发+凯德+黑石”的大型控股集团的出现。

6. 估值之辯：房企如何获得估值溢价？

行业总量空间收窄后，板块或在一定时期内维持较低估值。公司金融理论表明，公司股票市盈率与公司利润（股利）的增速成正比；公司业绩增长越快通常市盈率会越高，反之当业绩增速下降时，市盈率也会趋于降低。举例而言，白色家电、家用轻工等行业过去估值水平较高，但随着行业空间触顶，板块的估值水平也逐级下降；政策等事件性驱动能够在短期推动估值快速上行，但长期看板块估值中枢呈明显下降趋势。地产行业同样如此；由于总量空间收窄，地产板块小周期估值上升峰值或难以超过前期高点，估值中枢也将趋势性下降。对周期行业而言，简单使用估值分位来判断股价走势可能并不合理。

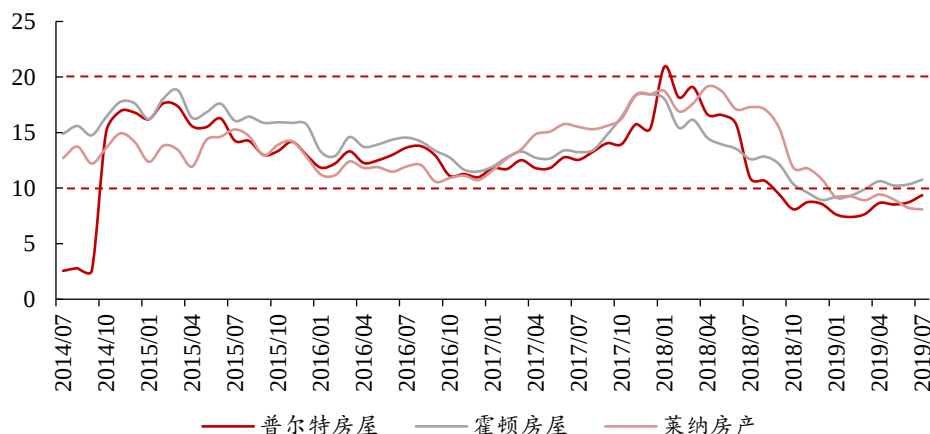
图 41：行业增长见顶后，板块或在一定时期内维持较低估值



数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据为板块 TTM 市盈率

简单对比国内外估值水平或存一定问题。近年来，美国主要地产商滚动市盈率通常维持在 10-20 倍区间内，明显高于内港中资房地产公司估值；不少投资者据此认为房地产板块估值有较大提升空间。但事实上，国内外估值的差异更多是反映行业发展阶段的差异。例如，假设当前内地房地产公司估值为 5 倍，海外成熟公司为 10 倍，二者存明显差距。但由于内地房地产市场规模长期呈下降趋势，未来业绩或难维持当前水平；假设到稳定期，市场规模缩减一半，则其他条件不变情况下内地公司估值也将达到 10 倍。事实上，当前的低估值隐含了投资者对行业空间的考量，简单对比国内外估值水平也许并不合适。

图 42：美国地产商近年来滚动市盈率多在 10-20 倍的区间内



数据来源：Wind，中达证券研究；注：数据为公司 TTM 市盈率

如何获取估值溢价？依托核心城市布局、清晰的商业模式和积极的市场沟通。

当前对房地产公司的估值体系短期内或难有显著改变，如何通过自身差异化策略获取相对估值溢价则成为房企的重要课题。从近年来房地产企业股价变化、交投活跃度和估值对比来看，依托核心城市进行布局、拥有清晰且可持续的商业模式，同时积极与资本市场进行沟通交流的房企往往更加受到投资者认可，与同济也能因此享受一定估值溢价，如融创中国、中国金茂、中国奥园、宝龙地产等。估值溢价的的核心仍与我们之前反复强调的竞争优势对应：寻找城市布局和商业模式的 α 。



7. 投资建议

首次覆盖内地房地产行业，给予“强于大市”评级。尽管内地房地产行业增长放缓，但优秀公司仍然能够通过布局和商业模式优势获得超越同侪的增长。具体而言，能够通过“政企共赢”等商业模式低价获取优质资源的房企有望于激烈竞争中脱颖而出；除此之外，具备真正高周转能力和布局优势的房企也能随城镇化发展而向前发展。基于此，在当前城镇化阶段，我们的行业首选为碧桂园、融创中国、金科股份和中国金茂，上述公司具备在中长期稳健增长的潜力。

板块短期核心矛盾仍为政策导向，销售业绩对股价影响或将有限。就当前市场环境而言，板块走势的核心矛盾并非销售业绩的增长，而是行业调控政策的实质性变化。严格的调控政策已对行业资金面造成明显的影响，地方试探性的政策松动对于股价作用也已不大。板块短期内是否有投资机会取决于政策导向能否出现实质性变化。

行业政策或由负面转向中性，板块压力有望边际缓解。2019 年第三季度我国 GDP 同比增长 6.0%，略低于此前预期，人民日报也发文称“把稳增长放在更突出位置”。尽管行业地位有所变化，但房地产行业仍对经济增长有着明显托底作用。目前行业销量有所止跌，房企普遍采取以价换量的促销政策，热点城市楼市和土地市场均出现一定降温，进而对地方经济和财政造成一定影响。若房价和地价出现实质性下行，调控政策或将在“房住不炒”基调下，由严厉逐步转向中性，而房地产板块的估值压力或也将得到一定边际改善。

财务稳健性受益于加杠杆渠道受限而边际提升，房企债权资产性价比有望提升。就目前的顶层思路而言，监管层将系统性地管控房地产相关融资，房企加杠杆空间将明显收窄，房企财务稳健性也将得到边际提升。另一方面，由于监管层对房地产债权类资产增量管控较为严格，作为债权融资和投资的重要标的行业，房地产相关债权资产稀缺性将会增加，房地产行业债权类资产性价比有望提升。

8. 风险提示

- 1) 国内外宏观经济可能出现一定波动；
- 2) 行业调控政策或存在一定不确定性；
- 3) 流动性水平或出现一定波动；
- 4) 上市公司经营业绩存一定不确定性。



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；

增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；

持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；

卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；

中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。