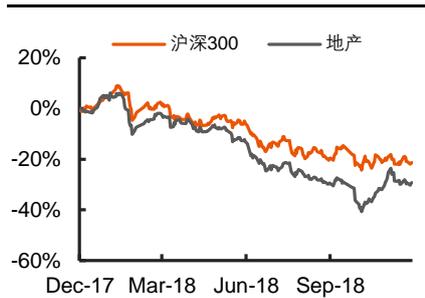


2019年地产行业年度策略报告

防守反击，伺机而动

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*地产*改革开放四十周年系列研究（地产篇）：四十年风雨改革路，行业在变革中前行》 2018-11-23
 《行业专题报告*地产*市场回归理性，预期正起变化》 2018-11-05
 《行业专题报告*地产*严调控量缩价调，市场信心有待恢复》 2018-08-31

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
 S1060514080002
 0755-22621493
 YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑茜文 一般从业资格编号
 S1060118080013
 ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 政策托而不举，以稳为主。**经济下行压力加大、楼市降温背景下，预计2019年政策面有望从过紧回归平衡。但考虑“房住不炒”的总基调，结合前几轮周期底部强刺激带来的房价暴涨、居民杠杆大幅攀升等副作用，我们对调控大幅松绑相对偏谨慎。预计2019年政策放松路径将类似2012年，以地方政策微调、货币政策松动为主，整体托而不举，难有地产“再泡沫”。
- 投资增速下台阶，预计增长2%。**地产投资包括土地购置费用和施工建安投资。2018年下半年来百城土地成交持续下滑，十大标杆房企前11月拿地销售比为147%，较2017年下降37个百分点，叠加2018年高基数，预计2019年土地购置费将大幅回落。考虑到三四线城市景气度中期向下，当前为三四线房企最后脱逃机会，预计短期三四线新开工仍将相对积极，叠加住宅已开工未售库存低位，将为全国商品房新开工提供一定支撑。预计2019年新开工同比下降2%，投资同比增长2%。
- 销售软着陆，阵痛之后再平衡。**我们相对看淡2019年基本面，其中一二线好于三四线，下半年优于上半年。2018年国庆后楼市已明显降温，2019年大概率延续调整趋势，其中一二线城市已历经两年调整，预计以筑底盘整为主；三四线供应增加、需求萎缩，加上此前未有明显调整，量价均将面临较大压力。随着量价调整充分、政策微调及货币环境改善，下半年基本面有望迎来缓慢复苏，一二线成交将早于三四线回升，预计2019年全国销售面积同比降6.9%。
- 资金端未至陌路，压力点在2019H1。**由于开发商2018H2主动收缩拿地、加快销售回款、储备资金过冬，房企整体资金状况好于前三轮周期底部。2018Q3末上市房企在手现金对一年内到期长短期债务覆盖比例为115%，远好于2008、2011和2014年。多次降准、国债利率回落背景下，按揭利率及房企融资成本亦缓慢回落；测算2019年房企信托及债券到期7858亿，若2019H1销售超预期下滑、且融资渠道依旧偏紧，不排除个别中小房企面临资金链断裂风险。
- 投资建议：**展望2019年，楼市趋势下行将更加考验各大开发商应对能力，唯有融资渠道畅通、布局一二线、定位主流产品的房企方能穿越周期保持增长，行业集中度有望继续提升。尽管行业基本面下行，但板块估值已处于历史低位，且从前三轮周期底部来看，行业触底过程中板块均存在反弹，我们看好2019年地产板块整体表现，维持“强于大市”评级，全年机会在于政策与基本面的博弈，以防守反击为主。从节奏上来看，上半年楼市将继续触底，整体以防守为主，但震荡行情中有政策博弈的反弹机会，建议配置资金状况佳、业绩确定性强、一二线货值占比高的低估值龙头及高股息率个股，如万科、保利、金地、招商等；下半年随着政策环境改善、盈利下调及资金链风险释放，将迎来基本面复苏的反弹，高周转快销售弹性标的表现更佳，如新城、中南、荣盛等。
- 风险提示：**1) 2019年上半年存在楼市超调而政策迟迟未见松动的风险；2) 楼市大幅调整带来的资产大幅减值及净利率下滑的风险；3) 若楼市降温超预期，且融资渠道依旧偏紧，不排除部分中小房企面临资金链风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS (元/股)			PE (倍)			评级	
		2018-12-13	2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E		2019E
招商蛇口	001979.SZ	19.01	1.21	1.55	2	2.57	15.7	12.3	9.5	7.4	强烈推荐
万科 A	000002.SZ	27.10	1.9	2.54	3.26	4.11	14.3	10.7	8.3	6.6	强烈推荐
保利地产	600048.SH	13.33	1.05	1.32	1.7	2.15	12.7	10.1	7.8	6.2	强烈推荐
金地集团	600383.SH	10.15	1.4	1.52	1.85	2.13	7.3	6.7	5.5	4.8	强烈推荐
新城控股	601155.SH	27.21	1.34	2.67	3.84	5.17	20.3	10.2	7.1	5.3	强烈推荐
天健集团	000090.SZ	5.18	0.31	0.42	0.5	0.74	16.7	12.3	10.4	7.0	推荐
世联行	002285.SZ	5.17	0.37	0.49	0.57	0.7	14.0	10.6	9.1	7.4	推荐
宋都股份	600077.SH	2.88	-0.15	0.12	0.19	0.25	-19.2	24.0	15.2	11.5	推荐

正文目录

前言	7
一、政策：托而不举，以稳为主	7
1.1 经济增速下台阶，土地财政依旧突出	7
1.2 调控效果渐显，政策频率明显下降	9
1.3 预计 2019 年托而不举，纠结中回归平衡	10
二、资金：边际改善，未至山穷水尽	13
2.1 国债利率持续回落，按揭利率高点已现	13
2.2 到位资金增速回升，资金链状况好于过往	14
2.3 2019 年迎来偿债小高峰，压力点或在上半年	16
三、投资：高位回落，预计小幅增长	18
3.1 “低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”演变	18
3.2 “紧资金+高库存”的 2011-2012，投资开工拿地全面回落	20
3.3 预计新开工同比微降，拿地持续收缩	21
3.4 预计 2019 年投资同比增长 2%	26
四、销售：阵痛之后，量价再平衡	26
4.1 2018 年一二线低位盘整，三四线韧性足	26
4.2 核心城市去化下行，2019 年成交或延续低位	27
4.3 三四线供给攀升叠加需求弱化，2019 年持续承压	29
4.4 下行周期或延续至 2019Q2-Q3，预计 2019 销售同比降 6.9%	31
4.5 行业步入下半场，中期需求仍将维持较高水平	32
五、投资建议	34
5.1 地产跌幅同步大盘，估值持仓处于低位	34
5.2 资产减值风险可控，盈利下调空间有限	36
5.3 历轮行业下行、政策底部周期，反弹行情均可期	38
5.4 2019 年防守反击、伺机而动	39
六、风险提示	40

图表目录

图表 1	2019 年大势判断：行业软着陆，板块防守反击	7
图表 2	GDP 增速下台阶	8
图表 3	2018 年 11 月社融增速跌至 9.9%	8
图表 4	2018 年 11 月社零增速下降至 9.1%	8
图表 5	房地产仍为经济增长重要拉动力	8
图表 6	2017 年土地出让金占地方本级收入超 50%	9
图表 7	地方政府显性债务余额高达 18.4 万亿	9
图表 8	地方土地出让金增速逐步回落	9
图表 9	2018H2 百城土地成交日趋平淡	9
图表 10	2018 年下半年各地楼盘促销信息一览	9
图表 11	房价整体平稳，增速持续收窄	10
图表 12	2018 年下半年调控政策出台频率明显下降	10
图表 13	楼市下行周期，政策整体偏缓和	11
图表 14	经济下行周期，政策整体偏缓和	11
图表 15	历轮政策放松期指标对比	11
图表 16	本轮周期与 2011-2012 周期均存在短期居民杠杆率大幅提升	12
图表 17	本周周期累计涨幅及持续时间更类似 2011-2012	12
图表 18	2011-2012 年政策松绑以地方政府微调及房贷利率松动为主	13
图表 19	预计本轮周期亦以地方政府微调及信贷政策宽松为主	13
图表 20	11 月首套房按揭利率平均达 5.71%	14
图表 21	十年期国债利率持续下行	14
图表 22	不同按揭利率水平下月供敏感度分析	14
图表 23	2018H2 房企到位资金增速缓慢回升	15
图表 24	2018H2 房企发债金额大幅攀升	15
图表 25	2018H2 第二梯队房企发债成本小幅改善	15
图表 26	货币资金/一年内到期长短期负债	16
图表 27	信贷资源进一步向优质房企集中	16
图表 28	上市房企净负债率处于高位	16
图表 29	房地产行业资金情况分析	16
图表 30	房地产信托及债券类合计到期规模分布	17
图表 31	房地产信托到期规模分布	17
图表 32	地产公司债等到期规模分布	18
图表 33	2018 年“低库存+紧资金”下房企快开工、快回款、缓竣工	18

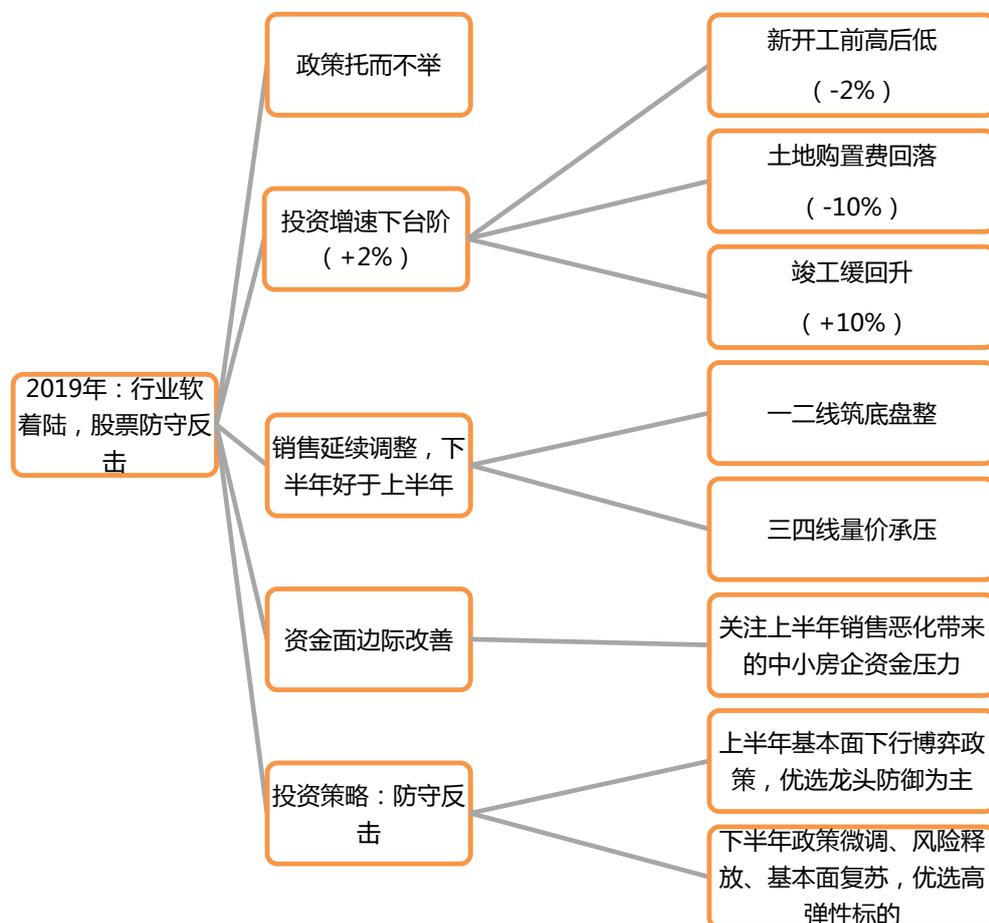
图表 34	重点城市库存逐步回升	19
图表 35	重点城市去化周期拉长	19
图表 36	“低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”环境演变	19
图表 37	2011H2-2012H1 新开工单月增速下降	20
图表 38	2011H2-2012H1 土地购置面积持续下滑	20
图表 39	2011H2-2012H1 单月投资增速下滑	20
图表 40	上市房企当前在手库存低于 2011 年（年）	21
图表 41	市场已开工未售商品房库存低于 2011 年（年）	21
图表 42	地产投资构成	22
图表 43	前 10 月土地购置费占比达 30.3%	22
图表 44	剔除土地购置费后投资同比降 4%	22
图表 45	百城溢价率大幅回落	23
图表 46	百城土地流拍率逐步上升	23
图表 47	2018 年房企拿地逐步回归一二线	23
图表 48	2018 年代表房企拿地销售比明显放缓	23
图表 49	土地成交价款回落将带动未来土地购置费增速回落	24
图表 50	2012 年三四线新开工降幅小于全国	24
图表 51	2018 年一二线开工补货、三四线快开工高周转	24
图表 52	销售回落带动住宅开工回落	25
图表 53	目前住宅开工未售库存处近年较低水平	25
图表 54	期房销售增速持续高于竣工增速	25
图表 55	竣工周期滞后新开工三年左右	25
图表 56	2016-2018 年期房销售明显增长	26
图表 57	中性假设下，预计 2019 年投资增长 2%	26
图表 58	销售面积：核心城市缓回升，三四线韧性足	27
图表 59	分城市单月销售面积表现	27
图表 60	供应增加去化下行，核心城市单月增速转负	27
图表 61	2018 年以来核心城市供应量持续上升	27
图表 62	一二线城市去化率有所回落	28
图表 63	十大城市库存缓慢回升	28
图表 64	2018 前 11 月 11 城二手房同比降 6.9%	28
图表 65	19 个城市二手房挂牌量较上年末增 70%	28
图表 66	主流城市二手房挂牌量较年初上升明显	29
图表 67	2018 年前 10 月三四线新开工同比增长 21%	29
图表 68	2017 年来三四线土地成交持续增长	29
图表 69	2017 年三四线拿地占比上升	30

图表 70 缺乏限价的三四房价涨幅更快	30
图表 71 三四线需求逐步承压	30
图表 72 主要省份 2018 年棚改计划均较 2017 年下滑 (万套)	30
图表 73 城市轮动角度, 三四线 2019 年将步入调整周期	31
图表 74 对比前三轮周期, 单月销售负增长将延续 8-13 个月	31
图表 75 预计 2019 年销售面积同比下降 6.9%	32
图表 76 按揭贷款余额增长 12% 假设下, 预计 2019 年全国销售额同比降 6.2% (亿元)	32
图表 77 2018-2030 年新增住宅需求测算	33
图表 78 当前国内阶段类似日本 70 年代	33
图表 79 日本 1970 时代后期新开工仍维持较高规模	34
图表 80 地产板块累计下跌 21.9%	34
图表 81 机构持仓回升至标配 (%)	34
图表 82 地产板块整体 PE 处于历史较低水平 (倍)	35
图表 83 地产板块整体 PB 处于历史较低水平 (倍)	35
图表 84 地产板块估值处于低位	35
图表 85 上市房企业绩保障度创新高	35
图表 86 龙头股息率具备一定吸引力	36
图表 87 龙头当期估值处于历史低位	36
图表 88 2018Q1-Q3 房企毛利率及净利率持续回升	36
图表 89 降价幅度对房企净利率影响敏感度分析	36
图表 90 资产减值损失占营业收入比例	37
图表 91 三轮周期保利市场盈利预期低点较高点下调幅度	37
图表 92 保利 2008 年盈利市场一致预期走势图	37
图表 93 保利 2012 年盈利市场一致预期走势图	38
图表 94 保利 2014 年盈利市场一致预期走势图	38
图表 95 2007-2008 政策底、股价底与销售底	38
图表 96 2011-2012 政策底、股价底与销售底	38
图表 97 2013-2014 政策底、股价底与销售底	39
图表 98 2011H2-2012H1 两轮超额收益 (相比沪深 300)	39
图表 99 2018 年末处于政策博弈的第一阶段	39

前言

2018年下半年以来，持续火爆三年多的楼市终于迎来真正意义上调整，去化率大幅下滑、库存逐步积压、促销项目渐多、购房者维权事件渐起，行业正逐步迎来2014年下半年以来最痛苦的时期。展望2019年，基本面将进一步下行触底，调整或延续至二、三季度，一二线整体将好于三四线；楼市下行背景下，房企投资开工拿地均面临收紧，政策尽管有对冲效应，但在“房住不炒”基调下，预计整体托而不举，以稳为主，放松手段将局限在地方政策微调及货币信贷端松动。历史来看，行业触底阶段地产板块均有反弹行情，上半年楼市下行，板块大概率延续震荡，但存在政策博弈的反弹机会，以基本面优质、低估值龙头防御为主；下半年随着政策微调、盈利下修及资金风险释放后，将迎来基本面复苏的反弹，高弹性标的表现更佳。

图表1 2019年大势判断：行业软着陆，板块防守反击



资料来源：平安证券研究所

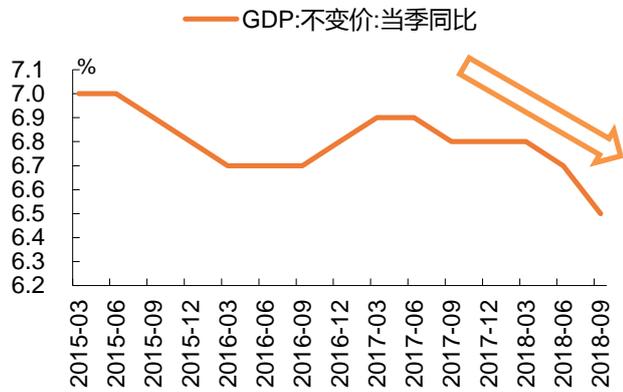
一、政策：托而不举，以稳为主

1.1 经济增速下台阶，土地财政依旧突出

经济增速下台阶，地产仍为重要拉动。2018年以来经济下行压力持续加大，三季度GDP增速回落至6.5%，社融、消费等数据亦呈现不同程度的走弱。展望2019年，国内经济仍面临短期的周期性

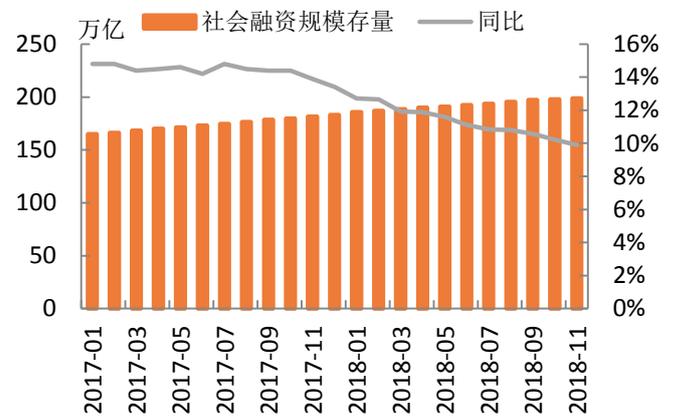
下行和中长期结构性下行压力，平安宏观组预计 2019 年 GDP 同比增长 6.3%。地产作为国民经济重要支柱产业，2018 年前三季度拉动 GDP 增长 0.3 个百分点；考虑地产上下游产业链，对经济实际贡献率将更高。

图表2 GDP 增速下台阶



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2018 年 11 月社融增速跌至 9.9%



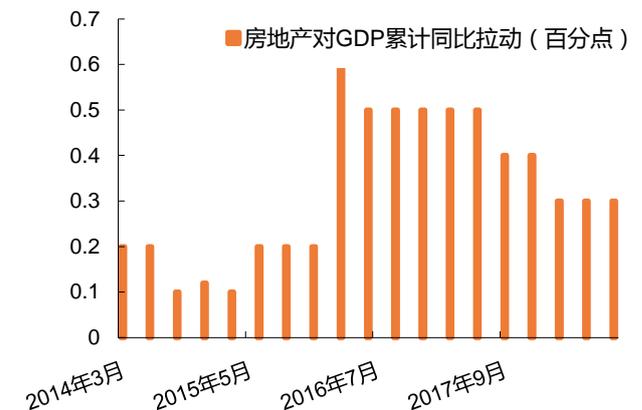
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 2018 年 11 月社零增速下降至 9.1%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 房地产仍为经济增长重要拉动力



资料来源:wind, 平安证券研究所

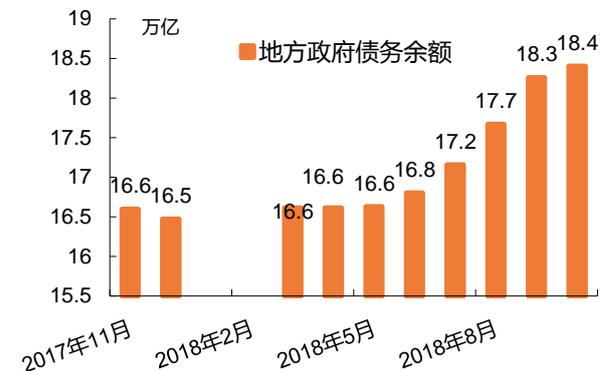
地方土地财政依赖度较高，对地价下跌容忍度较低。2015 年来随着房价及地价攀升，土地出让收入持续创新高，2017 年全国土地出让金超 5 万亿，占地方本级财政收入的 54.7%。随着楼市降温及房企资金紧张，下半年百城土地成交持续萎缩，11 月单月土地成交同比下降 23.8%。尽管 2018 年前 11 月全国土地出让收入仍达 5.34 万亿，同比增长 28.9%，但增速已持续收窄。随着土地市场逐步降温，预计后续土地出让金将持续回落。考虑地方政府仅显性债务余额就高达 18.4 万亿，且大量债务以土地作为抵押，在地方政府对土地财政依赖度较高背景下，预计其对地价及土地出让金下滑容忍度较低。

图表6 2017年土地出让金占地方本级收入超50%



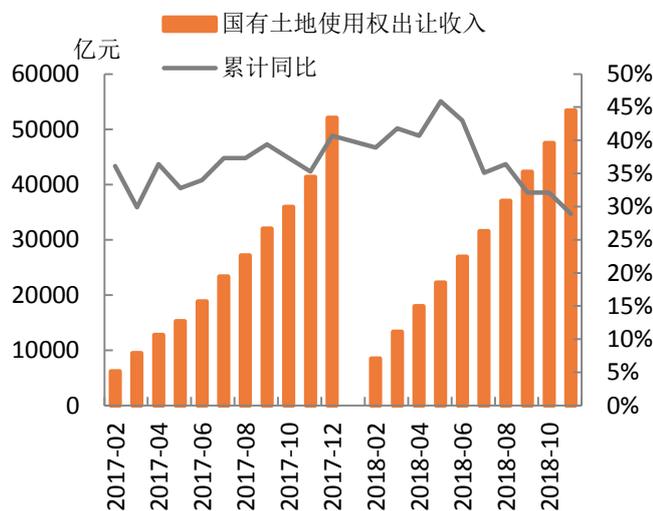
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 地方政府显性债务余额高达18.4万亿



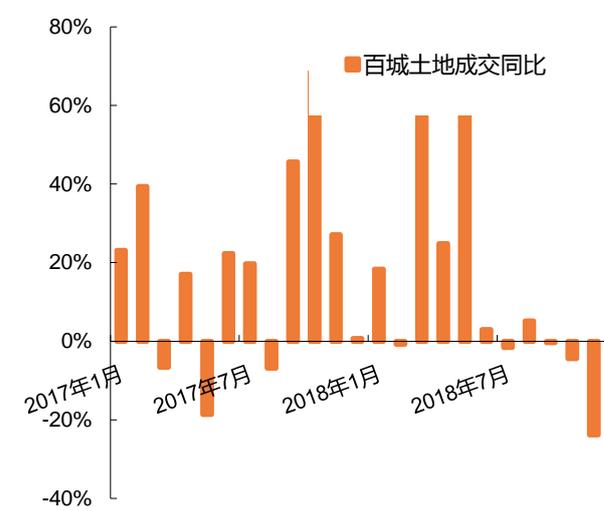
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 地方土地出让金增速逐步回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 2018H2百城土地成交日趋平淡



资料来源:wind, 平安证券研究所

1.2 调控效果渐显，政策频率明显下降

2016年下半年以来，各地密集出台限购、限贷、限价等楼市紧缩政策，2018年基本延续此前调控政策，“731”政治局会议更是明确“坚决遏制房价上涨”。随着调控持续加码及预期变化，下半年多地楼市明显降温，个别城市已出现以价换量、降价促销项目。在“稳地价、稳房价、稳预期”的背景下，2018年10月70个大中城市房价环比上涨1%，其中一线、二线、三线环比分别持平、上涨1%和上涨1.1%，涨幅整体呈现平稳回落趋势。随着楼市逐步降温，下半年调控政策出台频率亦明显下降。

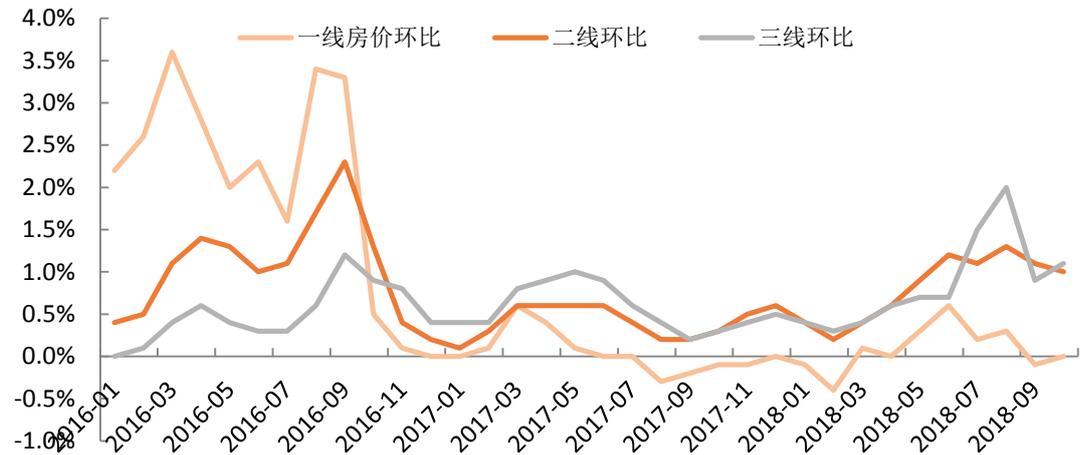
图表10 2018年下半年各地楼盘促销信息一览

楼盘	城市	销售原价	优惠情况
首开·万科白鹭郡	厦门	450万起带装修及车位	降价后毛坯278万起
宜静苑	吉安	7800元/平	一次性97折，按揭99折，买房送车位
文一泰禾·合肥院子	合肥	20000元/平	一度降至15000元/平，后恢复原价

楼盘	城市	销售原价	优惠情况
碧桂园浦东南郡	上海	总价 300 万/套起	总价 264 万/套起
中骏云景府	深圳	约 34000 元/平	推出约 96 折特价房，总价 240 万/套起

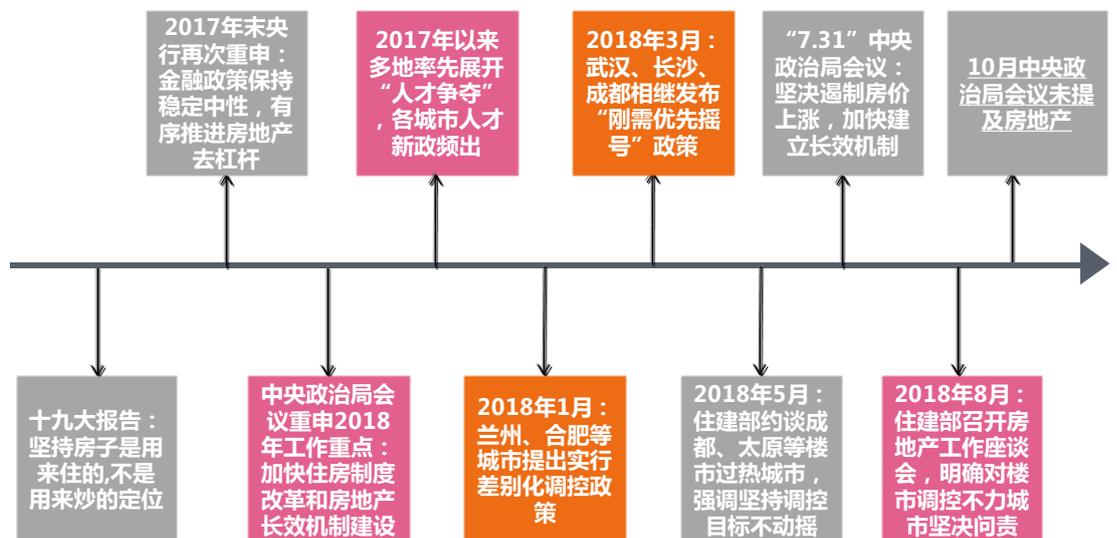
资料来源：搜房网，平安证券研究所

图表11 房价整体平稳，增速持续收窄



资料来源：wind，平安证券研究所

图表12 2018年下半年调控政策出台频率明显下降

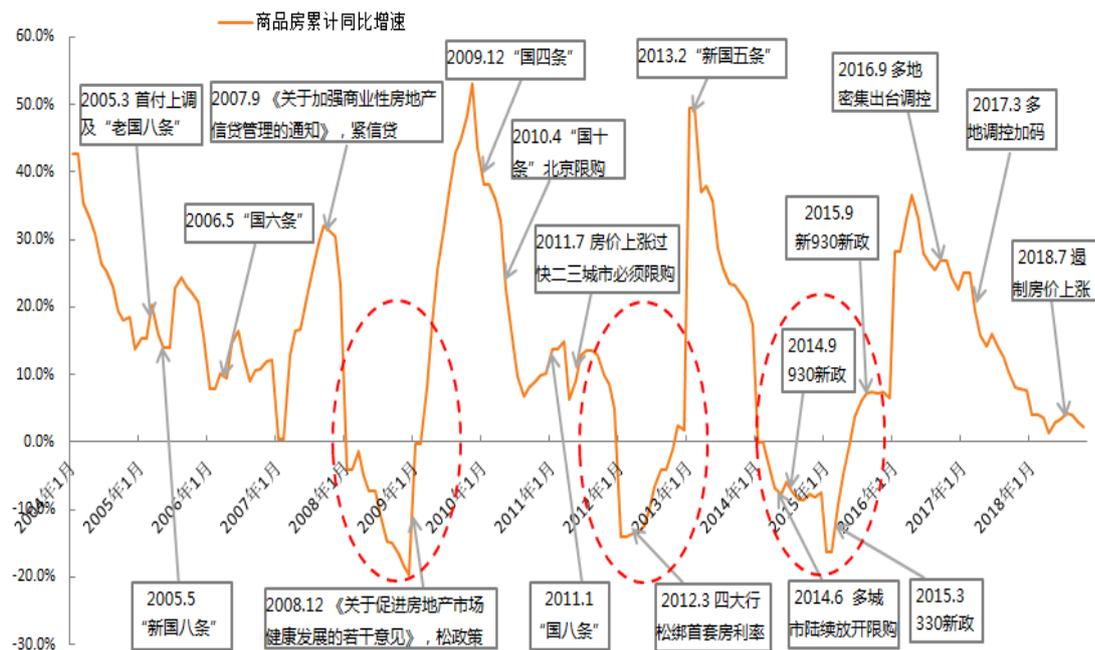


资料来源：wind，平安证券研究所

1.3 预计2019年托而不举，纠结中回归平衡

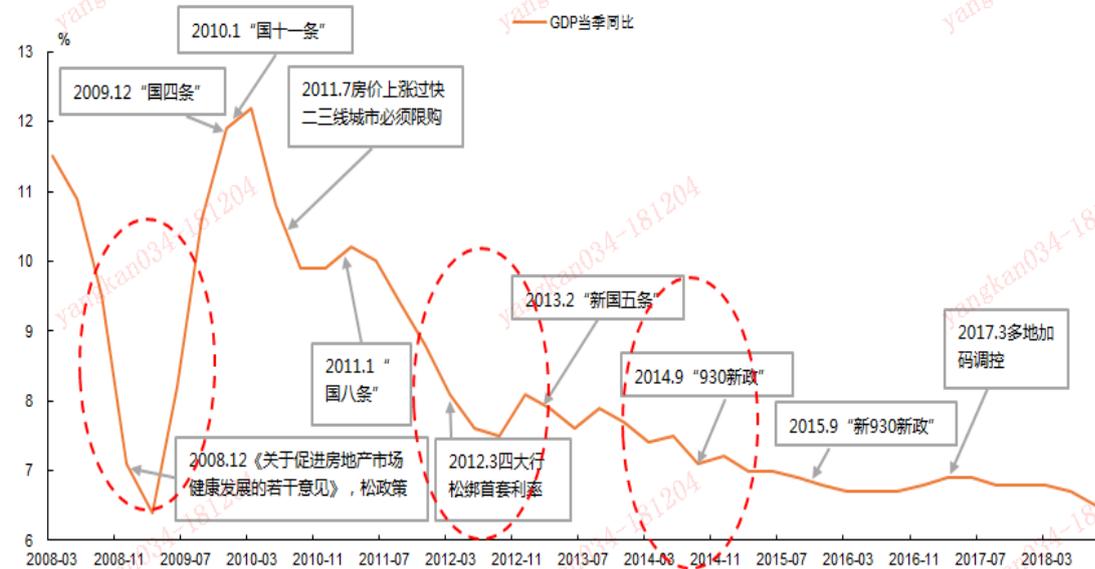
政策从过紧回归平衡，节奏上仍需等待。回顾前三轮周期，在楼市及经济下行周期，政策整体中性偏缓和。从各项指标来看，当前土地成交溢价率已明显回落、单月销售面积已连续三个月下降、库存周期逐步回升、草根调研来看国庆后新盘去化率明显下降。历史经验数据显示，当销售连续负增长5-9个月左右，政策存在边际改善；但考虑70个大中城市房价环比仍延续正增长，同时市场绝对库存仍处于较低水平，将制约政策松动节奏及幅度。

图表13 楼市下行周期，政策整体偏缓和



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 经济下行周期，政策整体偏缓和



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表15 历轮政策放松期指标对比

指标	2008.09–2010.04	2011.12–2013.02	2014.11–2016.03	2018.11
中长期贷款利率 (%)	7.83→5.94	7.05→6.55	6.55→4.9	4.9
大型机构存款准备金率 (%)	17.5→16.5	21.5→20.0	20.0→17.0	14.5

拐点前房价下跌月数（环比）	1	2	6	0
拐点前销售面积下跌月数（单月同比）	5	2	9	3
拐点前1个月土地成交溢价率	1.94	4.63	11.03	7.4
拐点前1个月商品房存销比（套数）	--	12.0	11.26	10.88

资料来源：wind，平安证券研究所

当前阶段类似 2011 年下半年，预计政策托而不举。相比 2008 和 2014 年，我们认为当前阶段更类似 2011 年下半年：

- 均经历一轮房价大幅上涨：2009.3-2011.7 月 70 城房价累计环比上涨 20.7%，月均涨幅 0.71%，2015.5-2018.10 月房价环比累计上涨 27.6%，月均涨幅 0.66%；
- 均面临经济下行及外部冲击：2011-2012 年受欧债危机冲击，当前为中美贸易冲突；
- 均存在短期居民杠杆率大幅攀升：2011 居民杠杆率较 2008 年末上升 10 个百分点至 28%，2017 年末较 2014 年末上升 12.6 个百分点至 49%；
- 楼市均呈现调整，但尚未大幅恶化。

图表16 本轮周期与 2011-2012 周期均存在短期居民杠杆率大幅提升



资料来源：wind，平安证券研究所

图表17 本周周期累计涨幅及持续时间更类似 2011-2012

	房价累计涨幅	环比上涨月数	月均涨幅
2009.3-2011.7	20.7%	29	0.71%
2012.6-2014.4	11.3%	22	0.51%
2015.5-2018.10	27.6%	42	0.66%

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

从 2011-2012 年政策放松途径来看，主要以地方政府微调及房贷利率松动为主，2018 年下半年个别城市首套利率已开始回落，同时地方政府通过人才引入、制度规范等进行微调。考虑“房住不炒”

总基调，结合前几轮周期底部强刺激带来的房价暴涨、居民杠杆大幅攀升等副作用，预计 2019 年政策难有大幅松动，仍将以地方政府微调及房贷利率松动为主。

图表18 2011-2012 年政策松绑以地方政府微调及房贷利率松动为主

城市	时间	调整措施
南京	2011 年 10 月	公积金贷款额度由 20 万/人、40 万/户，恢复至 30 万/人、60 万/户
重庆	2011 年 11 月	主城买首套按揭房可申请财政补贴
杭州	2011 年 11 月	符合条件的购房者今年内在开发区内购房可享受最多 20 万元的补贴
北京	2011 年 11 月	放宽普通商品房认定标准
中山	2011 年 12 月	“限价不限购”，2011 年 12 月 31 日限价政策到期不延续
从化	2012 年 2 月	常住农业户口购房可办非农户口，非本市籍户口可购房入户
沈阳	2012 年 2 月	上调公积金贷款额度，夫妻合贷金额由 40 万升至 50 万
天津	2012 年 2 月	调整普通住宅标准，规定建面 144 平以下、容积率 1.0 以上、成交价格低于市场指导价属普通住宅
扬州	2012 年 5 月	对个人购买成品住房给予合同价款 4%—6% 奖励
全国	2012 年 3 月	四大行松绑首套房房贷利率

资料来源：各地方房管局网址，平安证券研究所

图表19 预计本轮周期亦以地方政府微调及信贷政策宽松为主

城市	时间	文件名	主要内容
广州	2018/10/19	《关于我市进一步规范房地产市场管理的说明》	优化预售及网签价格指导机制，严禁开发企业拆分价格报备
厦门	2018/9/21	《厦门市人民政府关于完善我市户籍迁移政策的通知》	放宽高校毕业生、技术工人、留学归国人员、外来务工人员落户限制；父母投靠子女落户的，取消被投靠子女需属独生子女女限制；规定岛外居民可将户口迁入思明区、湖里区
苏州	2018/11/7	《关于申报苏州市人才乐居工程的通知》	将人才乐居方式及补贴标准分为 5 类，规定 A-E 类人才购买首套自住住房，可不受户籍、个税和社保缴纳时限等限制
杭州	2018 年下半年		首套房贷款利率由上浮 20% 以上降至 10-15%
辽宁	2018/12/11	《全省推动县城和新城区房地产去库存工作方案》	高库存区域棚户区改造可继续货币化安置、对农民进城购房给予优惠补贴

资料来源：各地方房管局网址，平安证券研究所

二、资金：边际改善，未至山穷水尽

2.1 国债利率持续回落，按揭利率高点已现

2018 年年初以来连续四次降准，存款准备金率由 17% 降到 14.5%，十年期国债利率回落至不到 3.3%。房贷利率方面，2018 年 11 月全国首套房按揭利率平均达 5.71%，与 10 月持平，自 2017 年 1 月以来首次滞涨。草根调研显示，下半年杭州、厦门等地按揭利率已有所回落，放款速度亦明显加快，四次降准背景下预计后续仍将延续下行。

图表20 11月首套房按揭利率平均达5.71%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表21 十年期国债利率持续下行



资料来源:wind, 平安证券研究所

按揭利率下滑将降低月供压力。按总贷款 500 万、30 年等额本息测算，若房贷利率从当前水平降至基准，月供将下降 8.7%；若进一步降息 25bp，则月供相比当前将下降 11.3%，对购买力将有较明显提升。

图表22 不同按揭利率水平下月供敏感度分析

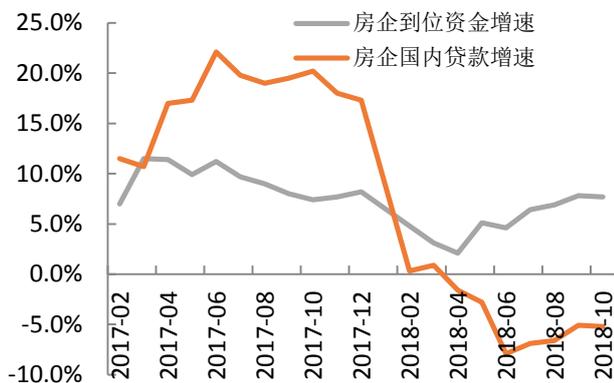
基准利率	月还款额 (元/月)			相比当前利率下滑幅度		
	4.9%	下调 25bp 至 4.65%	下调 50bp 至 4.4%			
当前 (5.71%)	29052	-	-			
1.1 倍	28045	27209	26354	-3.5%	-6.3%	-9.3%
1.05 倍	27301	26476	25692	-6.0%	-8.9%	-11.6%
基准	26536	25782	25038	-8.7%	-11.3%	-13.8%
9.5 折	25812	25097	24393	-11.2%	-13.6%	-16.0%
9 折	25068	24422	23756	-13.7%	-15.9%	-18.2%

资料来源: 平安证券研究所

2.2 到位资金增速回升，资金链状况好于过往

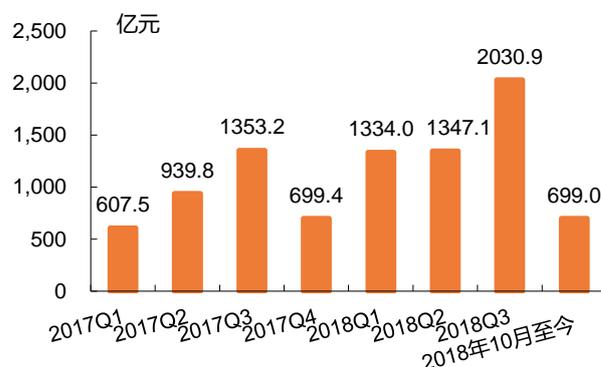
房企到位资金增速回升，成本端逐步改善。2018 年前 10 月房企到位资金 13.6 万亿、国内贷款 2 万亿，增速由年内低点的 2.1%和-7.9%回升至 7.7%和-5.2%。从发债规模及发债成本来看，房企三季度发债金额 2030.9 亿元，显著高于前两个季度千亿水平；其中泰禾、新城、阳光城、滨江、绿城等二线房企融资成本均较前次有所回落，随着信贷持续宽松，预计 2019 年房企融资环境有望进一步改善。

图23 2018H2 房企到位资金增速缓慢回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图24 2018H2 房企发债金额大幅攀升



资料来源:wind, 平安证券研究所

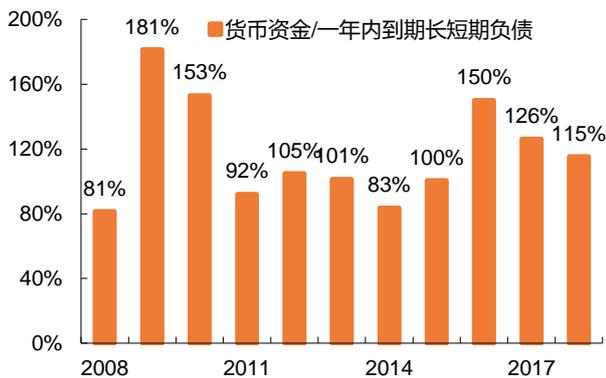
图25 2018H2 第二梯队房企发债成本小幅改善

房企	发债日期	发债利率	金额 (亿元)	期限 (年)	类型
泰禾	2018.7.30	8.5%	15	3	私募债
	2018.9.13	7.5%	15	3	私募债
新城	2018.3.23	7%	8	5	定向工具
	2018.4.26	6.9%	10	5	定向工具
	2018.8.16	7.97%	6	3	私募债
阳光城	2018.11.5	7.5%	12	3	私募债
	2018.6.7	8%	10	3	中票
	2018.7.25	7.5%	10	3	中票
	2018.6.14	7.8%	6	3	私募债
滨江	2018.11.19	7.8%	17	3	私募债
	2018.10.24	6.19%	9	1	一般短融
绿城	2018.11.7	5.9%	9	1	一般短融
	2018.10.24	6.2%	14	3	一般中期票据
光明地产	2018.11.29	5.89%	20	3	一般中期票据
	2018.7.26	7.25%	6	3	一般中期票据
	2018.11.22	6.25%	6.5	3	一般中期票据

资料来源: wind, 平安证券研究所

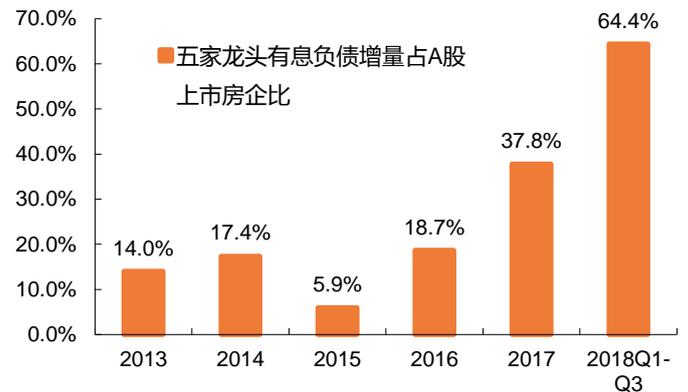
资金链状况好于过往，优质资源向龙头集中。由于开发商下半年主动收缩拿地、加快销售回款、储备资金过冬，房企整体资金状况好于前三轮周期底部。截止 2018 三季度末，上市房企在手现金对一年内到期的长短期债务覆盖比例为 115%，远好于 2008、2011 和 2014 年。2018 年前三季度，五大房企新增信贷资源占上市房企 64%，较 2017 年大幅提升 26.6 个百分点，信贷资源进一步向龙头集中。

图表26 货币资金/一年内到期长短期负债



资料来源:wind, 平安证券研究所

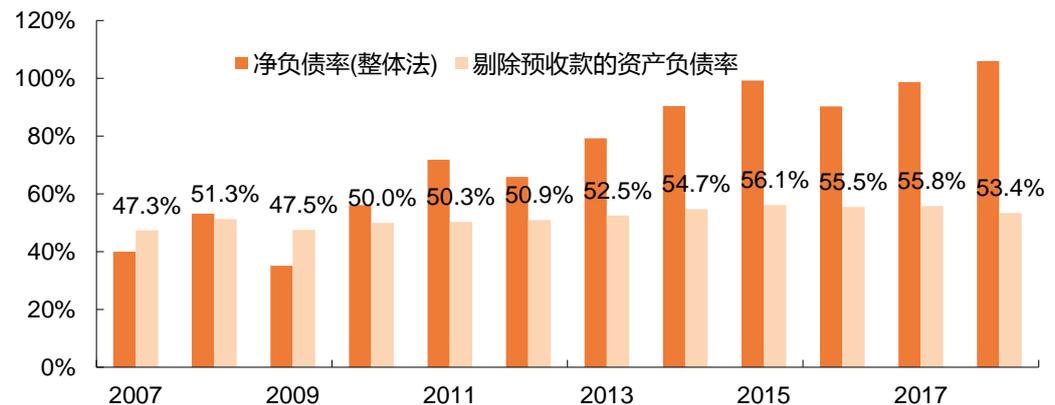
图表27 信贷资源进一步向优质房企集中



资料来源:wind, 平安证券研究所

从负债率来看, 2018 年三季度末上市房企剔除预收款资产负债率为 53.4%, 仍处于历史较低水平; 净负债率为 106%, 较上年末上升 7.3 个百分点, 随着年末房企加快回款及利润结转, 预计后续净负债率将逐步回落。

图表28 上市房企净负债率处于高位



资料来源:wind, 平安证券研究所

2.3 2019 年迎来偿债小高峰, 压力点或在上半年

行业资金处于净流出状态。在 2018 年销售额增长 10.6%、投资增长 9.5%; 2019 年销售额下降 6.2%、投资增长 2%、回款率 65%、新增信贷增长 12% 的假设下, 预计 2018、2019 年行业资金净流出 0.33 万亿、0.37 万亿, 处于存量资金净消耗状态。

图表29 房地产行业资金情况分析

		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4E	2018E	2019E
资金流入 (万亿元)	银行新增 信贷	4.86	4.17	4.11	2.76	15.90	17.81
	房地产占比	39%	39%	41%	40%	40%	40%
	银行新增房 地产贷款	1.90	1.64	1.67	1.10	6.31	7.07

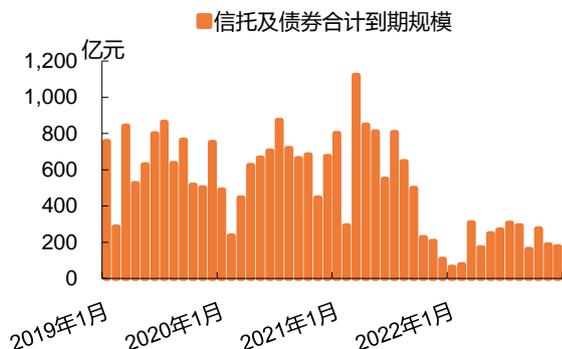
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4E	2018E	2019E
信托融资	0.18	0.25	0.25	0.25	0.93	1.06
公司债	0.13	0.13	0.20	0.20	0.66	0.76
销售回款	1.11	1.80	1.62	1.90	6.43	6.04
合计:	3.32	3.82	3.74	3.45	14.33	14.93
资金流出 (万亿元)						
投资支出	2.13	3.42	3.31	3.16	12.02	12.26
一年内到期 流动负债	0.56	0.56	0.56	0.56	2.24	2.58
管理及销售 费用支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.46
合计:	2.79	4.08	3.97	3.82	14.66	15.30
资金缺口 (万亿元)	0.54	-0.27	-0.23	-0.36	-0.33	-0.37

资料来源:国家统计局,平安证券研究所

注:由于新增房贷中已包括个人按揭贷款,因此销售回款中剔除占比约33%的银行商贷;销售回款率按65%假设

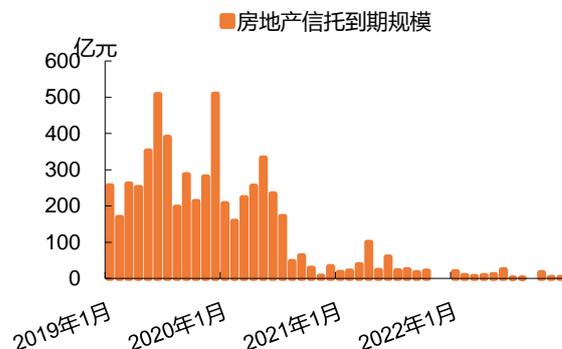
2019年迎来偿债高峰,资金压力点或在上半年。根据测算2019年房企信托到期3669亿、债券及中票类到期4189亿,合计7858亿;考虑仅A股上市房企2018Q3在手现金就达1.08万亿,兑付风险有限。目前地产债券发行审批仍局限在借新还旧,若2019年上半年销售超预期下滑、融资方面持续保持紧张,不排除个别中小房企面临资金链断裂风险。

图表30 房地产信托及债券类合计到期规模分布



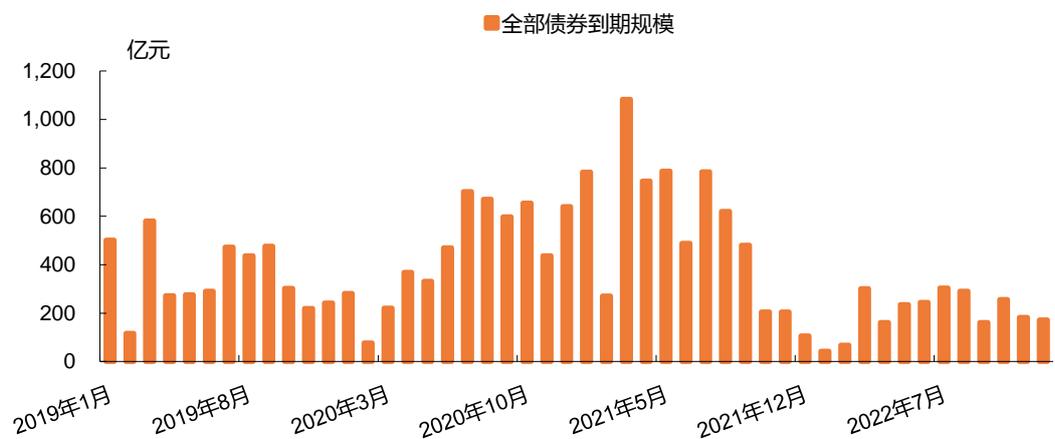
资料来源:wind,平安证券研究所

图表31 房地产信托到期规模分布



资料来源:wind,平安证券研究所

图表32 地产公司债等到期规模分布



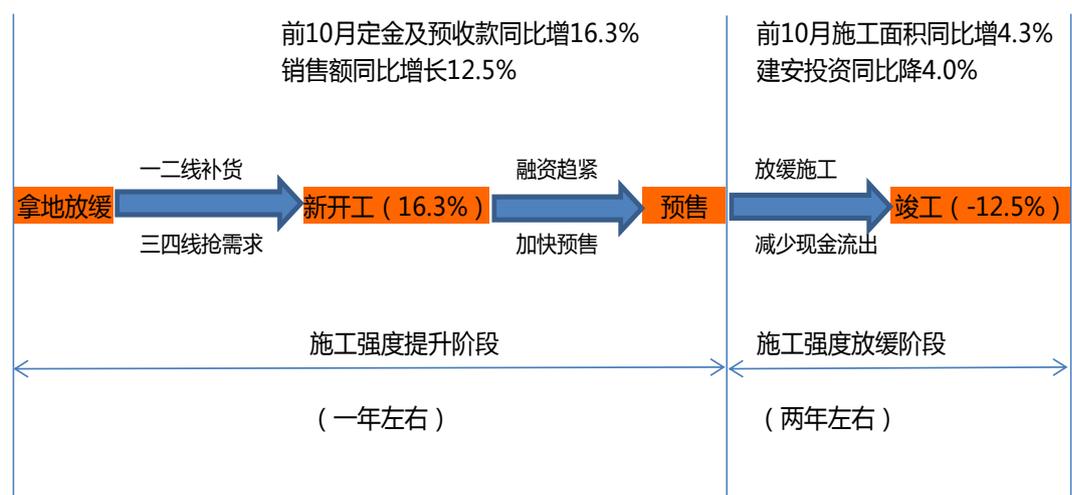
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、投资：高位回落，预计小幅增长

3.1 “低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”演变

2018年“低库存+紧资金”下快开工、快回款、缓竣工。2017年四季度以来，房企融资环境持续恶化，限价不松、资金成本高企，加快推盘回收现金流已成为房企最优选择。由于销售必须达到一定预售条件，低库存状态下房企为补充货值加快推盘回收现金流，必须持续加大开工力度补充货量，导致新开工增速维持高位。而一旦房企达到预售条件，由于现金流已经回收，房企逐步放缓预售到竣工施工强度，降低现金流流出，带动整个建安投资下降。整体来看，在“低库存+紧资金”下，房企持续加快开工补货、加快销售回款，同时降低预售到竣工施工强度来减少现金流流出。

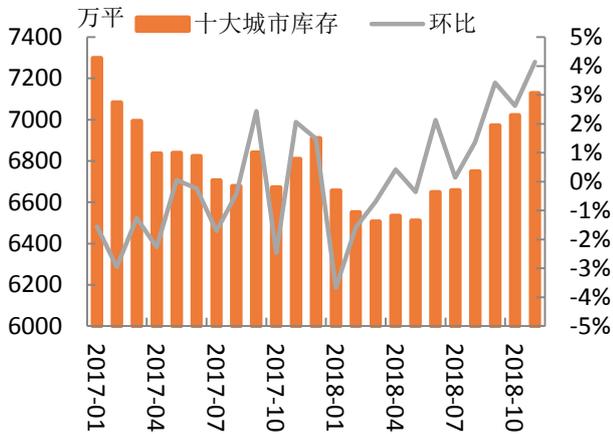
图表33 2018年“低库存+紧资金”下房企快开工、快回款、缓竣工



资料来源:wind, 平安证券研究所

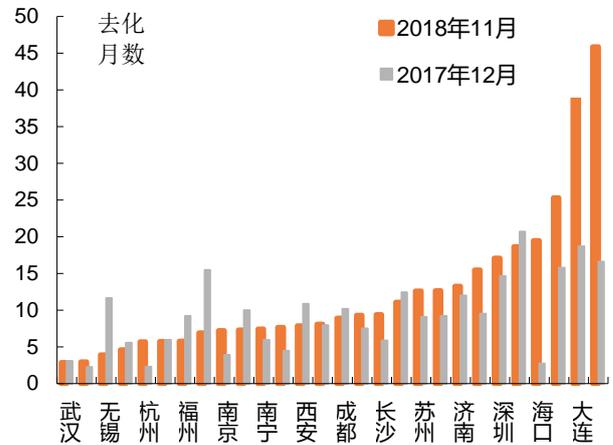
2018年下半年以来随着楼市降温、去化率下行，重点城市库存周期逐步拉长，而融资端整体依旧偏紧，市场正逐步由“低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”演变。

图表34 重点城市库存逐步回升



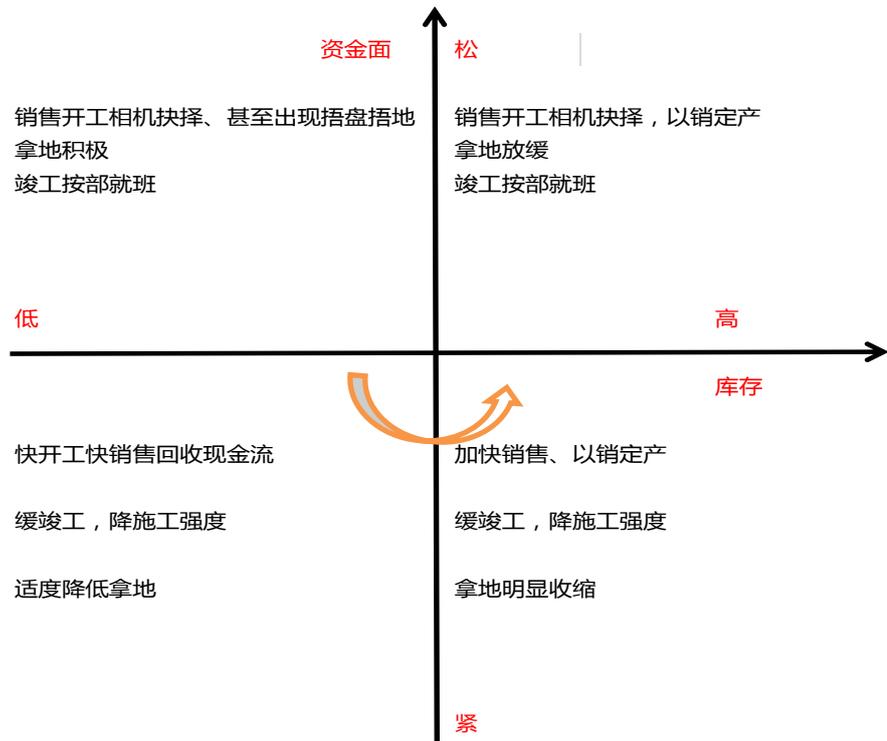
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表35 重点城市去化周期拉长



资料来源:克而瑞, 平安证券研究所

图表36 “低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”环境演变



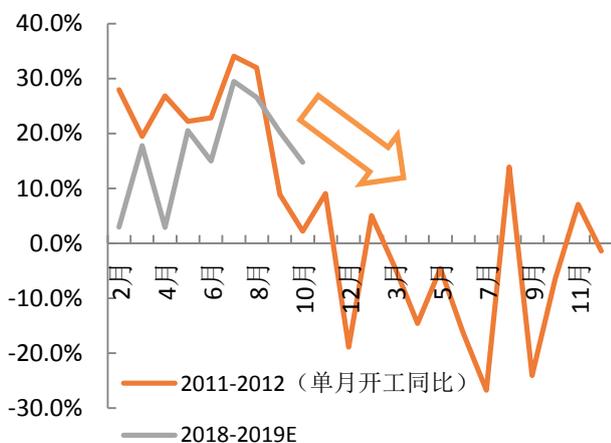
资料来源:wind, 平安证券研究所

3.2 “紧资金+高库存”的 2011-2012，投资开工拿地全面回落

对比 2011H2 到 2012H1，行业同样步入到销售下行、库存累积、资金偏紧阶段，目前趋势基本与当时一致，均呈现投资、新开工、拿地全面收缩趋势。

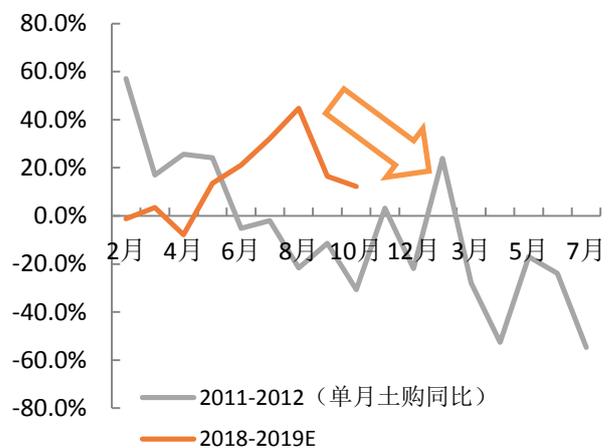
- **投资增速下行：**单月增速由 2011 年 7 月的 36.5% 降至 2012 年 4 月的 9.2%；当前由 2018 年 7 月的 13.2% 降至 10 月的 7.7%。
- **新开工增速下行：**单月增速由 2011 年 7 月的 34% 最低降至 2012 年 7 月的 -27%；当前由 2018 年 7 月的 29.4% 降至 10 月的 14.7%。
- **土地购置面积增速下行：**单月增速由 2011 年 7 月的 -2% 最低降至 2012 年 7 月的 -54.7%；当前由 2018 年 8 月 44.7% 降至 10 月的 12.2%。

图表37 2011H2-2012H1 新开工单月增速下降



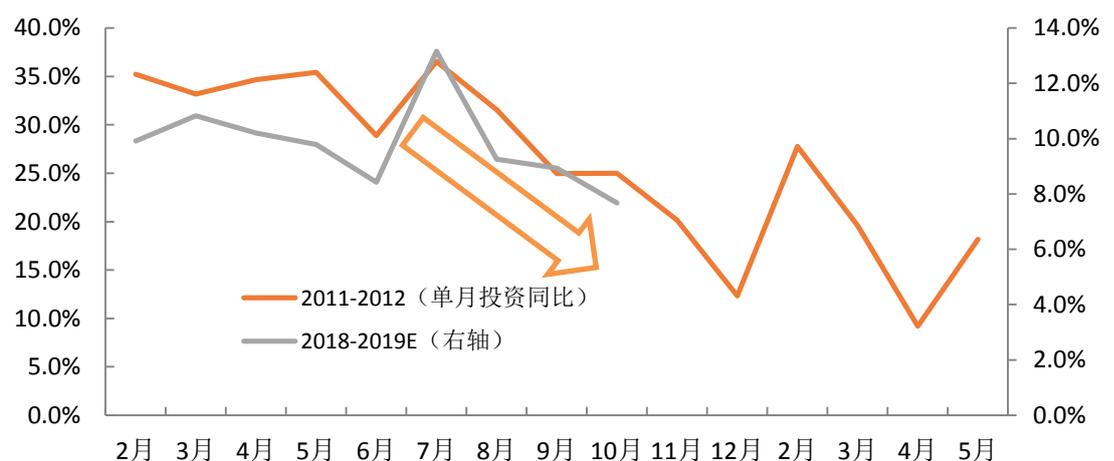
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表38 2011H2-2012H1 土地购置面积持续下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表39 2011H2-2012H1 单月投资增速下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

当前绝对库存仍处低位，拿地及新开工降速或慢于 2011-2012。历史不会简单重复，对比当前与 2011H1-2012H2，尽管投资、开工及拿地均将面临下行，但当前房企在手库存及市场已开工未售库存均远低于 2011 年，预计房企未来拿地及新开工下滑速率或慢于 2011H1-2012H2。

- 2018 年房企三季报末 A 股上市房企在手库存远低于 2011 年，或导致房企拿地下滑速率弱于 2012 年；
- 2018 年 10 月末市场已开工未售商品房库存仅 2.3 年，远低于 2011 年（3.3 年），或导致新开工下降速率弱于 2012 年。

图40 上市房企当前在手库存低于2011年（年）



资料来源:wind, 平安证券研究所

注: 去化周期为 (存货 / (1-毛利率) - 预收款) / 过去一年报表销售回款

图41 市场已开工未售商品房库存低于2011年（年）

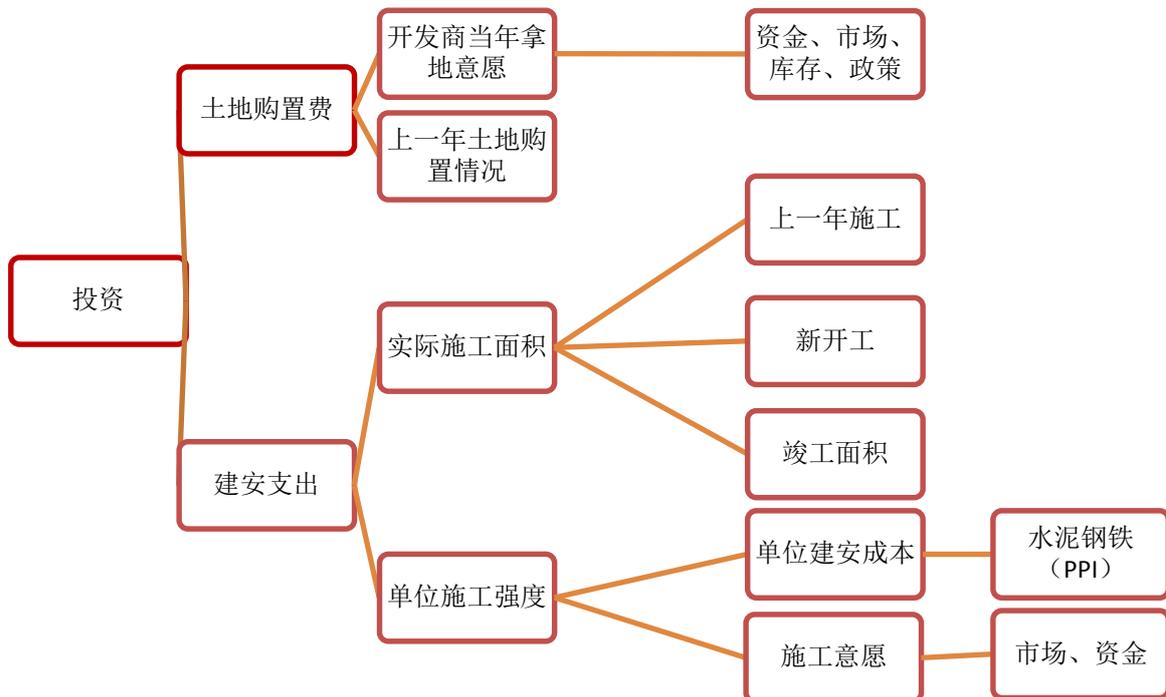


资料来源:wind, 平安证券研究所

3.3 预计新开工同比微降，拿地持续收缩

前文我们根据“库存+资金”组合分析框架，结合 2011-2012 年历史走势，预判 2019 年投资、开工及拿地增速均面临下滑。具体从各细项分析，地产投资主要包括土地购置费用和施工支出，其中拿地主要影响土地购置费，新开工则通过影响施工面积进而影响地产投资。2018 年前 10 月全国地产投资同比增长 9.7%，其中土地购置费同比增长 63.4%，剔除土地购置费后投资同比降 4.0%。除施工强度下降外，部分城市统计口径由“形象进度法”调整为“财务支出法”，由于存在承建商垫资，实际财务支出时点滞后于形象进度，亦是导致年内建安投资下滑原因。

图表42 地产投资构成



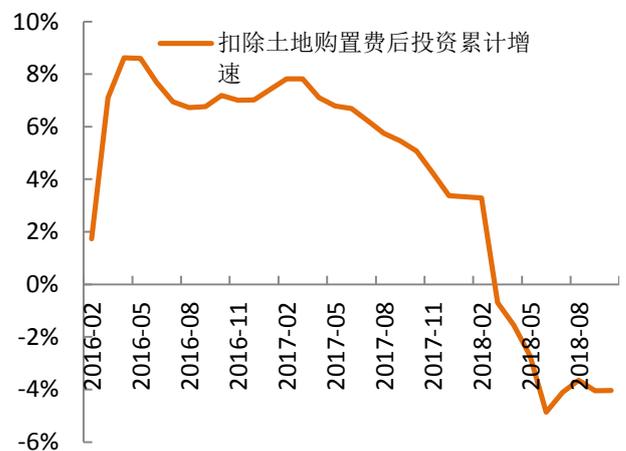
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表43 前10月土地购置费占比达30.3%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表44 剔除土地购置费后投资同比降4%

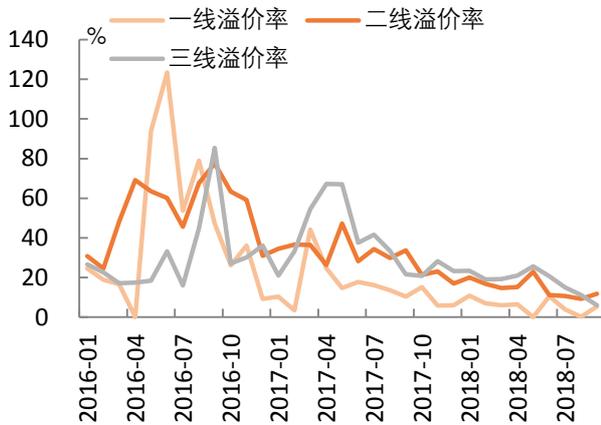


资料来源:wind, 平安证券研究所

■ 拿地：整体趋于降温，布局回归核心城市

溢价率持续回落，流拍率逐步上行。步入下半年以来，在房价调整而地价未明显调整背景下，叠加资金面紧张，房企逐步放缓拿地节奏，土地溢价率大幅回落，流拍率持续上升。2018年11月百城土地溢价率降至7.4%，三季度土地流拍率达10.7%。

图表45 百城溢价率大幅回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

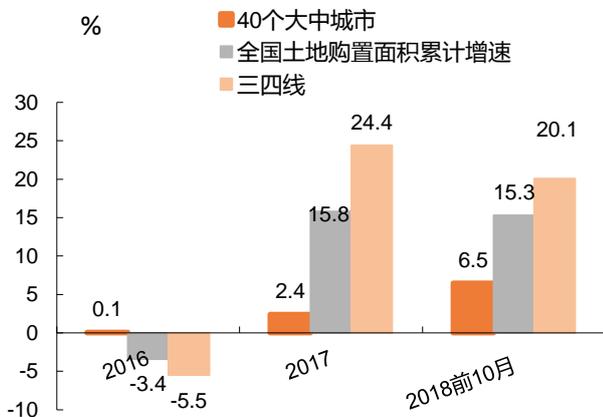
图表46 百城土地流拍率逐步上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

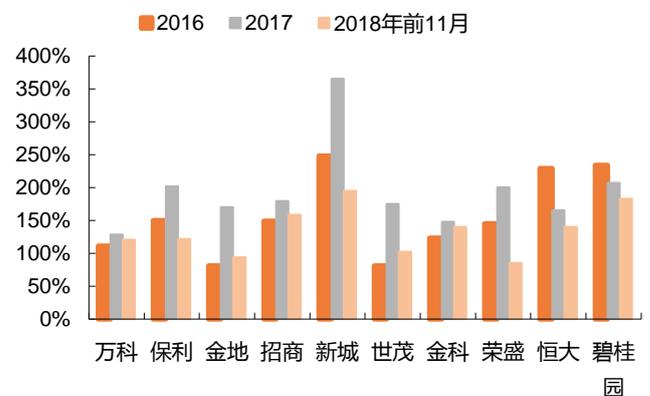
主流房企拿地收缩，布局回归一二线。从土地成交结构来看，核心城市地价回落叠加三四线楼市降温预期，房企拿地逐步回归一二线，前10月40城市土地购置面积同比增6.5%，较2017年上升4.1个百分点。从各家房企来看，前11月10家主流房企拿地与销售面积比值为147%，较2017年下降37个百分点。其中万科、保利、新城拿地销售比为121%、121%和195%，较2017年下降7个、81个和170个百分点。考虑到2019年房企依旧面临市场下行、资金偏紧的大环境，预计拿地投资仍将延续收缩。

图表47 2018年房企拿地逐步回归一二线



资料来源:wind, 平安证券研究所

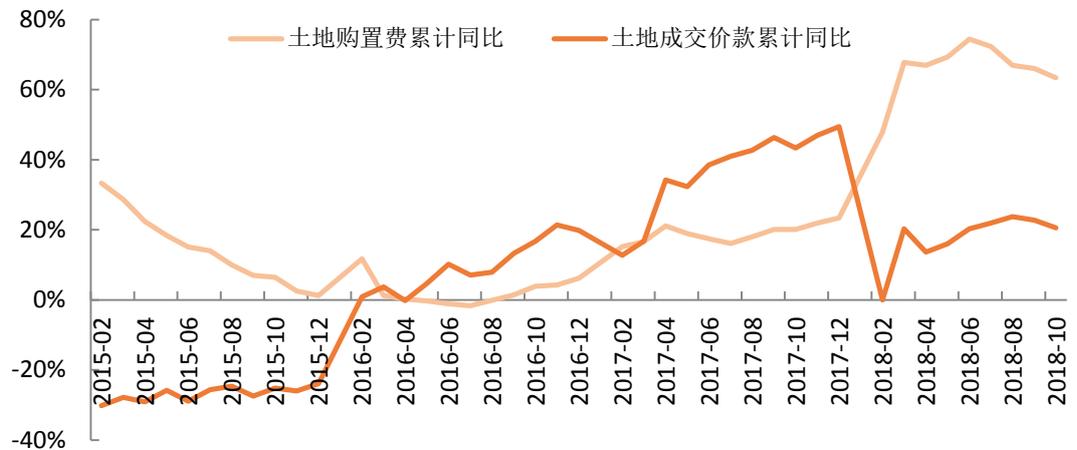
图表48 2018年代表房企拿地销售比明显放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

土地市场大幅降温背景下，2018年前10月土地成交价款同比增长20.6%，增速较2017年全年下降29个百分点。考虑土地购置费支付滞后、叠加2018年高基数，预计2019年土地购置费将逐步回落带动地产投资回落。

图表49 土地成交价款回落将带动未来土地购置费增速回落

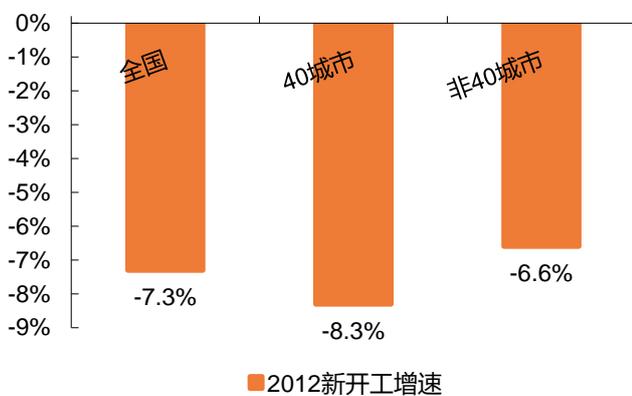


资料来源:wind, 平安证券研究所

■ 新开工：库存累积叠加楼市下行，新开工稳中趋降

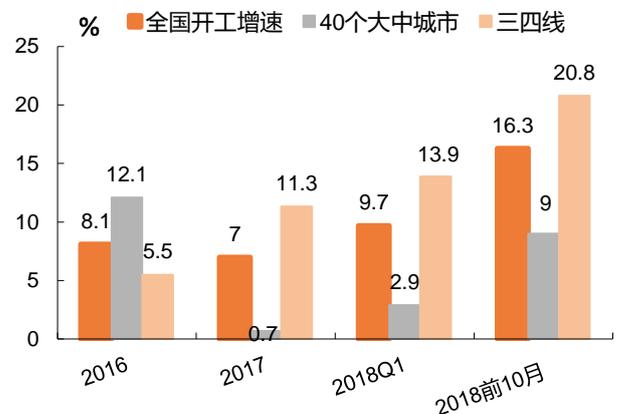
随着去化率下行及库存累积，预计新开工增速将逐步回落，但考虑到三四线楼市中期向下，当前为三四线房企最后脱逃机会，预计短期三四线新开工仍将延续积极，为全国开工提供支撑。2018年前10月三四线新开工增速达20.8%，高于全国同期增速（16.3%）；从楼市降温的2012年来看，三四线新开工降幅（-6.6%）亦小于全国（-7.3%）。

图表50 2012年三四线新开工降幅小于全国



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表51 2018年一二线开工补货、三四线快开工高周转



资料来源:wind, 平安证券研究所

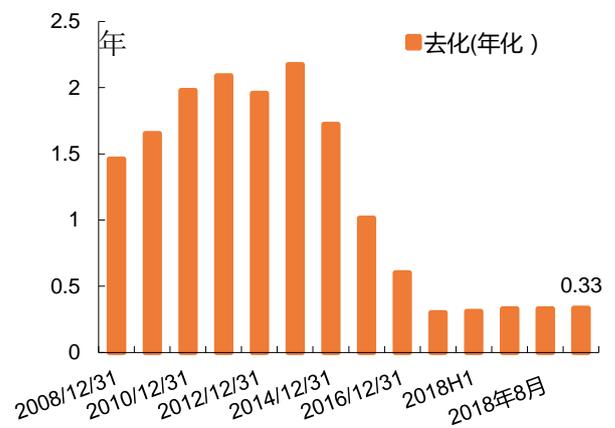
绝对库存低位，为住宅新开工提供支撑。从历史来看，住宅销售与新开工同步性明显，随着2019年住宅销售回落，住宅新开工增速将承压。我们用“历年累计住宅竣工-累计销售+(当前施工-当前竣工)”来衡量住宅库存，相比传统的“历年累计开工减去累计销售”，该指标剔除停工的死库存（历年停工在当年不复工，不计入当年施工）。按当前销售水平，全国住宅库存仅0.33年，处于近年最低水平。我们认为即使2019年销售回落，但考虑当前住宅绝对库存处于底部，住宅新开工表现将优于销售，为全国商品房开工提供一定支撑。整体来看，预计2019年商品房新开工增速前高后低，全年同比微降。

图表52 销售回落带动住宅开工回落



资料来源：统计局，wind，平安证券研究所

图表53 目前住宅开工未售库存处近年较低水平



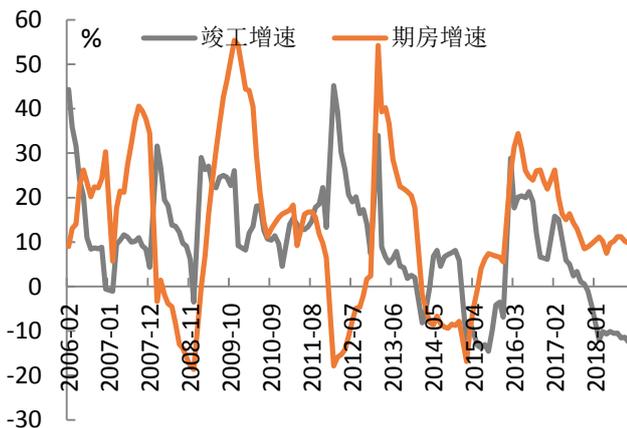
资料来源：统计局，wind，平安证券研究所

注：1999年以来累计库存数据。

■ 竣工：步入交房周期，增速有望缓回升

正如前文所述，资金偏紧背景下，房企出于资金安排角度，放缓预售到竣工施工强度，导致 2018 年前 10 月竣工同比下降 12.5%。展望 2019 年，我们认为房企不可能无限制延缓竣工期限，考虑到 2017、2018 年竣工已连续两年负增长，而 2014-2018M10 累计销售期房 54.5 亿平米，远大于同期竣工（47.3 亿平），且 2015-2018 年期房销售明显回升，无论从建设周期还是交房周期，未来竣工增速有望回升。值得注意的是，若 2019 年行业资金面大幅恶化，不排除部分中小房企停工及三四线楼盘烂尾风险，从而导致竣工低于预期。

图表54 期房销售增速持续高于竣工增速



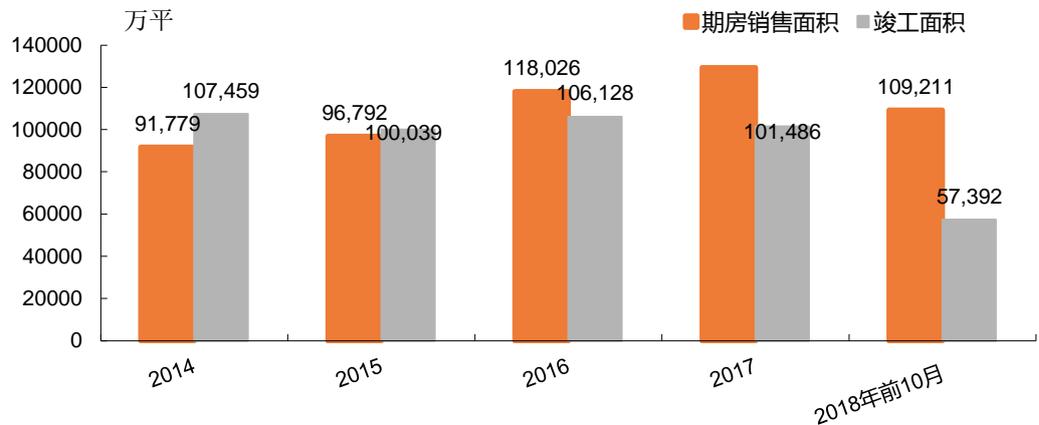
资料来源：wind，平安证券研究所

图表55 竣工周期滞后新开工三年左右



资料来源：wind，平安证券研究所

图表56 2016-2018 年期房销售明显增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

3.4 预计 2019 年投资同比增长 2%

整体来看, 由于新开工绝对值超过竣工, 施工面积仍将保持一定增速; 楼市下行及资金偏紧仍将影响房企施工意愿, 预计施工强度微幅下滑; 土地购置费受拿地下滑及高基数影响将同比下降。在施工强度降 1%、新开工降 2%、土地购置费降 10%的中性假设下, 预计 2019 年地产投资同比增长 2%。

图表57 中性假设下, 预计 2019 年投资增长 2%

	单位施工强度	竣工增速	新开工增速	土地购置费增速	房地产投资同比
2019 乐观预计	5.0%	15%	10.0%	5%	13%
2019 中性预计	-1.0%	10%	-2%	-10%	2%
2019 悲观预计	-5.0%	-5%	-10.0%	-20%	-5%
2018E	-7.6%	-12%	16.5%	60%	9.5%
2018 前 10 月	-8%	-12.5%	16.3%	63.4%	9.7%

资料来源: 平安证券研究所

注: 2018 年单位施工强度大幅下降包括: 施工意愿下降以及统计局统计标准的变化 (部分城市 500 万-5000 万项目由形象进度法变成财务支出法, 导致建安投资被低估)

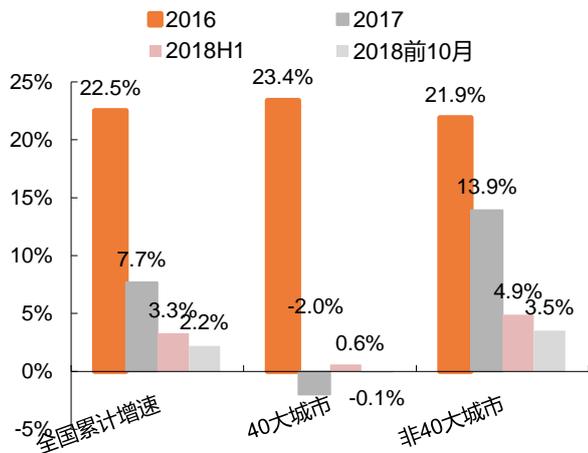
四、销售: 阵痛之后, 量价再平衡

4.1 2018 年一二线低位盘整, 三四线韧性足

一二线低位盘整, 三四线市场具备韧性。2018 年前 10 月全国商品房销售面积同比增长 2.2%, 其中 40 个大中城市受推盘增加而去化率下行影响, 销售同比微降 0.1%; 非 40 城市受益房价上涨带来需求加速释放, 销售同比增长 3.5%, 依旧呈现韧性。

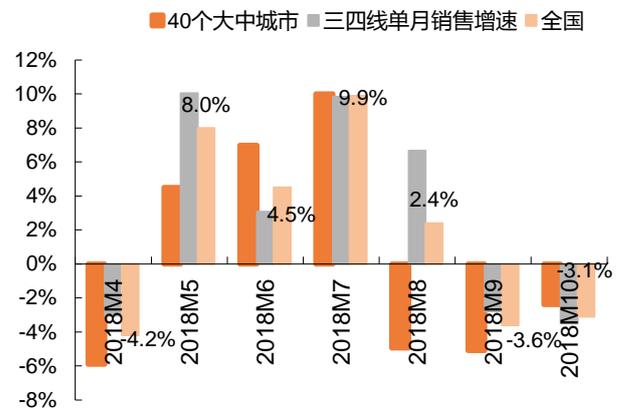
下半年市场整体呈现回落态势。受预期变化、需求透支等影响, 下半年全国楼市明显降温。10 月全国、40 城市及非 40 城市单月销售面积同比下降 3.1%、2.4%和 3.5%, 均呈现回落趋势。

图表58 销售面积：核心城市缓回升，三四线韧性足



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表59 分城市单月销售面积表现

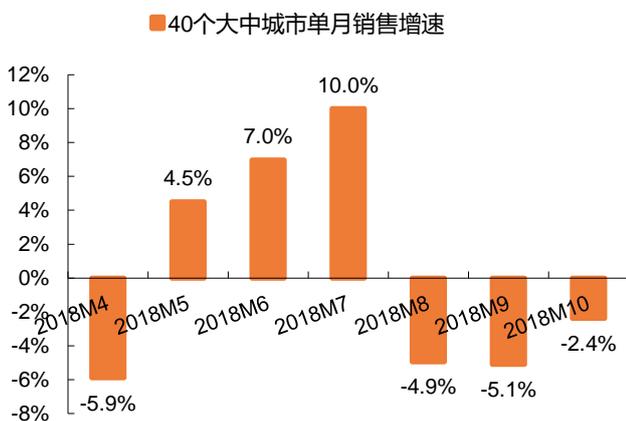


资料来源:wind, 平安证券研究所

4.2 核心城市去化下行，2019 年成交或延续低位

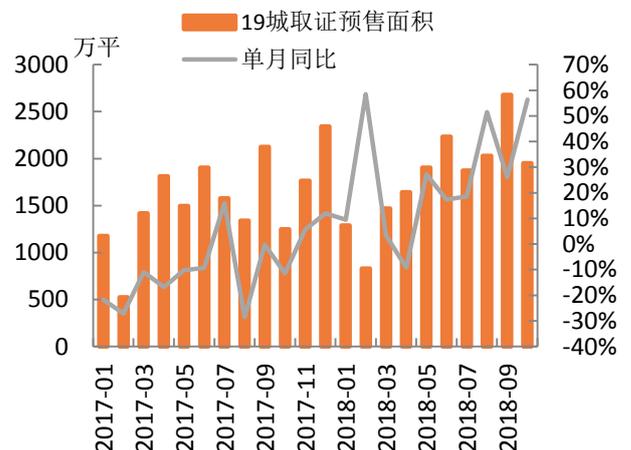
推盘增加叠加预期变化，核心城市库存上升去化下降。在限价未见松动、资金成本高企背景下，一二线开发商入市意愿逐步加强，2018 年 19 城单月取证预售面积增速趋势上行。受调控深化、部分区域楼市降温影响，市场观望情绪持续升温，2018 年三季度以来核心城市去化率明显下降，单月成交持续负增长。推盘增加叠加去化下降，一二线城市库存逐步上行，2018 年 11 月末十大城市可售面积 7458 万平，较年内最低值回升 14.6%。

图表60 供应增加去化下行，核心城市单月增速转负



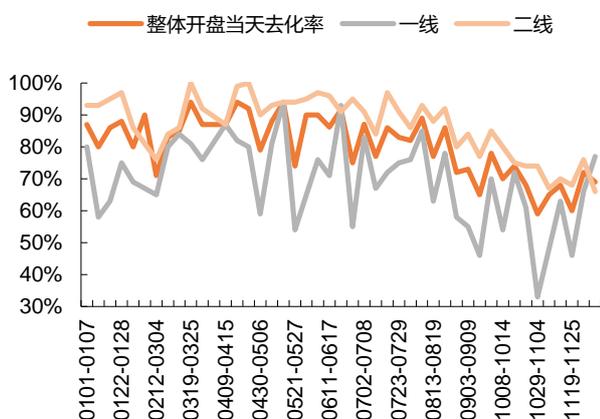
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表61 2018 年以来核心城市供应量持续上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表62 一二线城市去化率有所回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

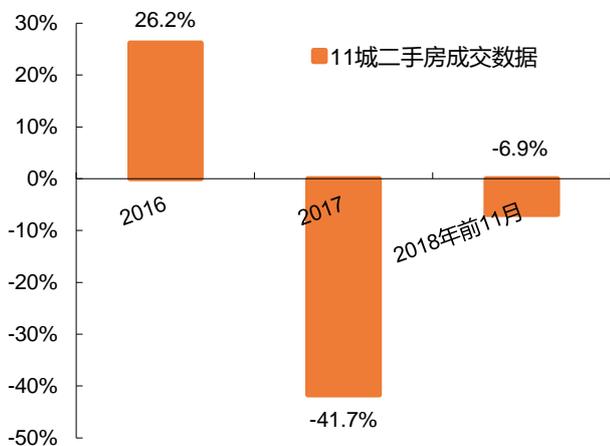
图表63 十大城市库存缓慢回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

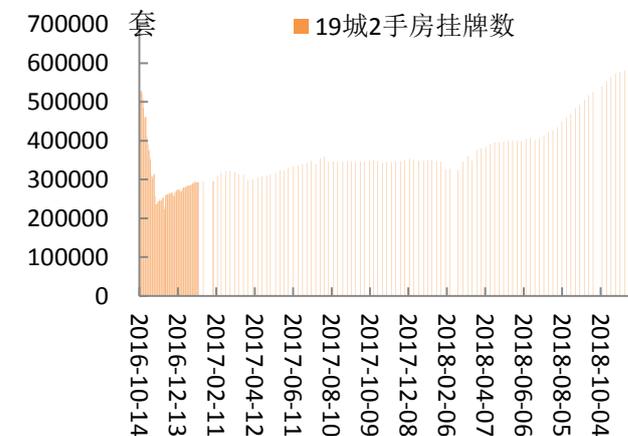
二手房挂牌量上升, 持续调控逐步影响预期。由于新房市场受开发商推盘节奏、政府预售证管控等因素影响, 二手房市场更能反映购房者预期。从二手房挂牌量来看, 2018年12月19城二手房挂牌套数达58万套, 较上年末上升70%, 较上半年末上升46%, 显示期内新增二手房房源显著高于成交, 购房者对后市相对谨慎。从二手房成交来看, 前11月11个重点城市二手房成交同比下降6.9%, 延续2017年下行趋势。

图表64 2018前11月11城二手房同比降6.9%



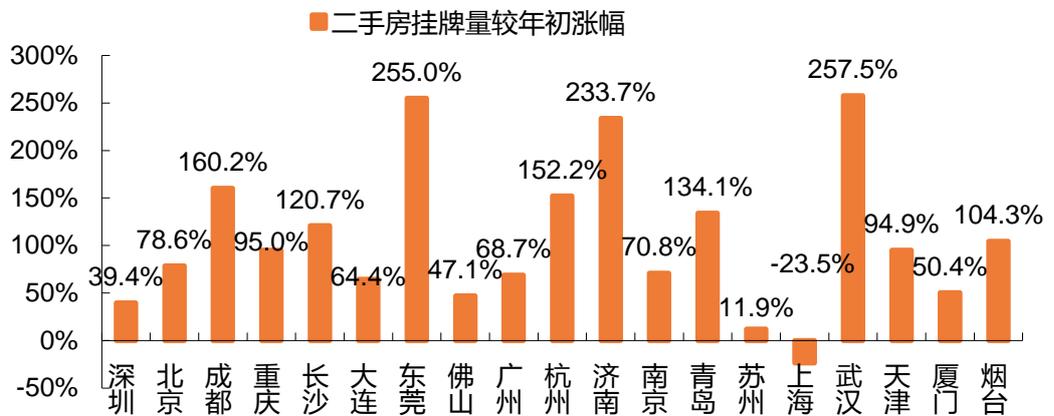
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表65 19个城市二手房挂牌量较上年末增70%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表66 主流城市二手房挂牌量较年初上升明显



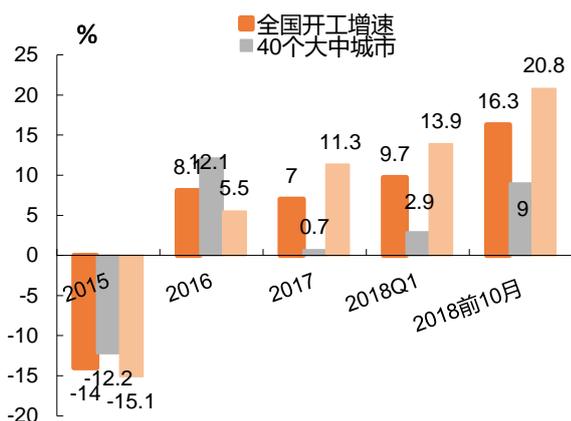
资料来源:wind, 平安证券研究所

展望 2019 年, 考虑核心城市已缩量调整两年, 预计进一步大幅下行概率较小, 但市场预期转变将对成交恢复形成掣肘, 整体而言一二线城市仍将延续低位。

4.3 三四线供给攀升叠加需求弱化, 2019 年持续承压

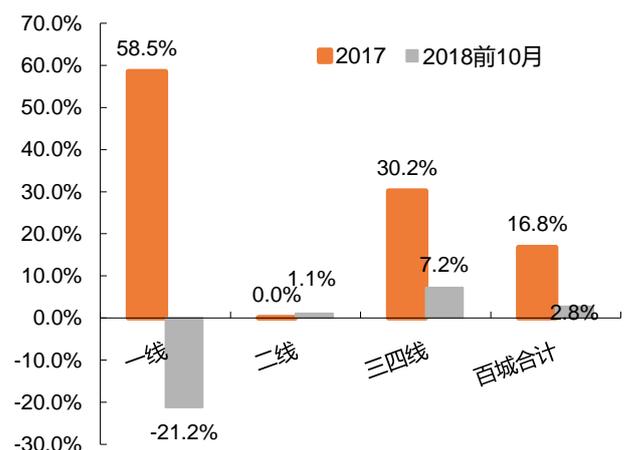
高周转快开工, 三四线供应逐步增加。一二线限价导致开发商拿地下沉, 2017 年、2018 年前 10 月三四线土地成交同比增长 30%和 7.2%, 占百城土地比重由 2016 年的 42.9%上升至 2018 年前 10 月的 53.2%。2017、2018 前 10 月三四线开工增速持续两位数增长, 意味着未来三四线供应将逐步增加。

图表67 2018 年前 10 月三四线新开工同比增长 21%



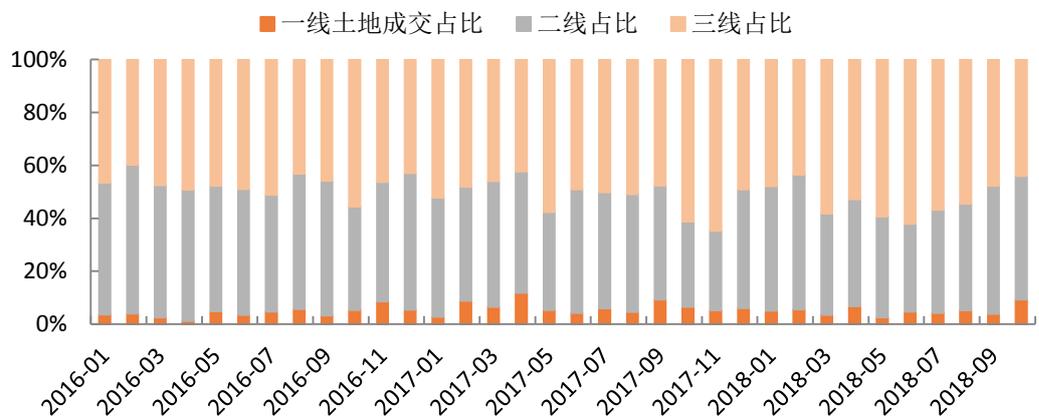
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表68 2017 年来三四线土地成交持续增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

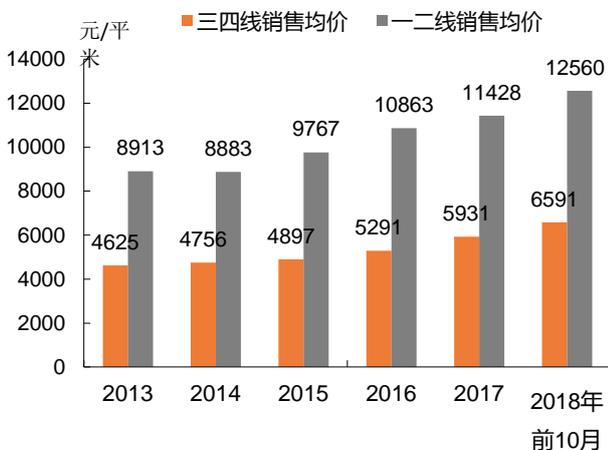
图表69 2017年三四线拿地占比上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

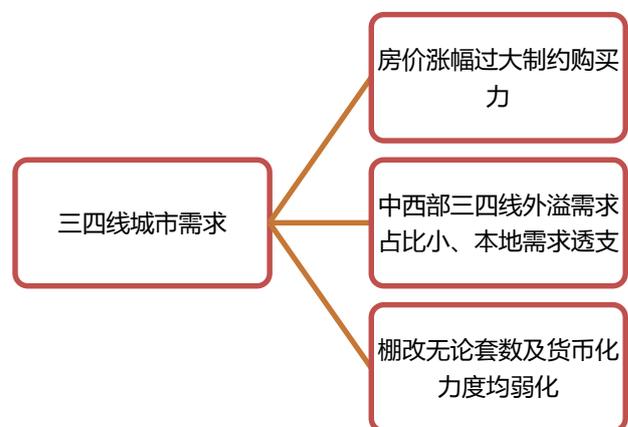
三四线需求萎缩，楼市将持续承压。受需求透支、利率上行、棚改货币化弱化、部分三四线城市纳入调控、三四线房价快速上涨制约购买力等因素影响，下半年三四线需求已有所弱化，预计 2019 年仍将延续萎缩。从棚改来看，随着房价快速上涨，多地棚改货币化比例下降、实物安置比例逐步上升。预计随着供应加大、需求端萎缩，2019 年三四线量价均将面临压力。

图表70 缺乏限价的三四房价涨幅更快



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表71 三四线需求逐步承压



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表72 主要省份 2018 年棚改计划均较 2017 年下滑 (万套)

	2017 年棚改计划	2018 年棚改计划	2018 年计划同比降幅
陕西	22.7	20.2	-10.9%
山西	13.0	12.5	-3.7%
湖南	39.4	28.6	-27.4%
山东	76.4	70.0	-8.4%
福建	7.2	4.3	-40.5%
广东	4.0	2.6	-35.0%
江苏	25.8	21.5	-16.7%

	2017 年棚改计划	2018 年棚改计划	2018 年计划同比降幅
海南	3.4	1.4	-60.1%

资料来源：各地方政府官网，平安证券研究所

基于城市轮动角度，三四线 2019 年将步入调整周期。本轮楼市周期自 2014 年 11 月降息以来，在降准降息、因城施策、棚改货币化等多重因素作用下，以深圳房价上涨为起点，扩散二线“四小龙”，再到 2017 年以来的三四线，无论升温还是降温阶段，均呈现明显由高能级向低能级城市轮动特征。目前一线城市已持续调整两年多，大多数二线城市亦跨过景气度高点步入到调整阶段，三四线楼市整体仍呈现韧性。随着预期改变、降温扩散，从城市轮动角度，2019 年三四线楼市亦将步入调整周期。

图表73 城市轮动角度，三四线 2019 年将步入调整周期

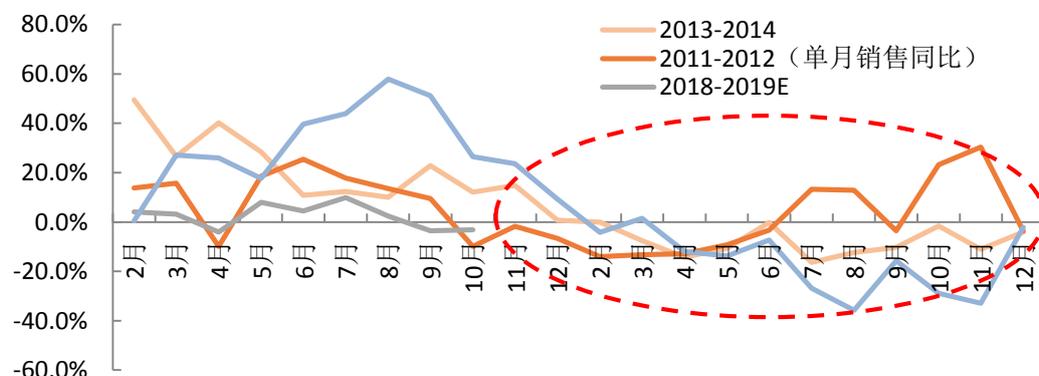


资料来源:wind, 平安证券研究所

4.4 下行周期或延续至 2019Q2-Q3，预计 2019 销售同比降 6.9%

对比前三轮下行周期，单月销售负增长通常持续 8 到 13 个月，其中销售增速底部出现在第 5 个月左右。本轮周期自 9 月来已连续 3 个月负增长，从经验数据来看预计 2019 年一季度为单月销售增速底部，整体销售下行将延续到 2019 年二、三季度。后续随着量价调整充分、政策及流动性环境改善，销售端将逐步好转，其中一二线销量回升快于三四线。

图表74 对比前三轮周期，单月销售负增长将延续 8-13 个月



资料来源:wind, 平安证券研究所

展望 2019 年，观望情绪下预计一二线楼市仍将延续低位盘整，而三四线城市将步入调整通道。整体来看，预计 2018 年全国销售面积微增 0.7%、2019 年同比下降 6.9%。尽管市场按揭利率有望回落，但考虑需求端萎缩，在按揭贷款余额增长 12%假设下，预计 2019 年新房销售额 13.9 万亿，同比下降 6.2%。

图表 75 预计 2019 年销售面积同比下降 6.9%

	2015	2016	2017	2018 前 10 月	2018E	2019E 悲观	2019E 中性	2019E 乐观
一线城市 (4 个)	15.3%	9.0%	-29.2%	-10%	-8%	-8%	-2%	5%
二线城市 (36 个)	8.2%	25.5%	1.5%	0.8%	0%	-10%	-5%	5%
其余城市	4.9%	21.9%	13.9%	3.5%	1.5%	-15%	-8%	0%
全国	6.5%	22.5%	7.7%	2.2%	0.7%	-13.2%	-6.9%	1.8%

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表 76 按揭贷款余额增长 12%假设下，预计 2019 年全国销售额同比降 6.2% (亿元)

	个人购房 贷款余额	年偿还额 (余额均 值*10%)	新增贷 款(余额 变化+偿 还额)	公积金 贷款	总新增 房贷	商品房 销售额 (万亿)	二手 房销 售额 (万 亿)	总销售 额 (万亿)	总贷款/ 总销售 额	二手房 交易金 额占比 (链家)	按揭贷 款余额 增速
2015	131000	11850	36850	11082	47932	8.7	4.7	13.5	35.6%	35.2%	24%
2016	180000	15550	64550	12702	77252	11.8	8.3	20.1	38.5%	41.4%	37%
2017	219000	19950	58950	9535	68485	13.4	5.8	19.2	35.7%	30.3%	22%
2018E	258420	23871	63291	10000	73291	14.8	5.7	20.5	35.7%	28.0%	18%
2019E	290723	27457	59760	10000	69760	13.9	5.1	19.0	36.0%	28.0%	12%

资料来源：央行，国家统计局，平安证券研究所

4.5 行业步入下半场，中期需求仍将维持较高水平

地产中期需求仍将维持较高水平。根据《国家人口发展规划（2016 年-2030 年）》预期发展目标，预计 2030 年全国总人口 14.5 亿、城镇化率 70%。2016 年国内城镇化率为 57.4%、城市人均住宅建面 36.6 平，8 亿城镇人口对应存量总建面 290 亿平。假定 2030 年城镇人均建面维持在 36.6 平/人，则 2030 年末存量建面积为 371.5 亿平。假定 2016 年末存量住宅每年更新 2%，则对应 2017-2030 年合计存量更新建面积为 81.2 亿平；则 2017-2030 年住宅新增存量及更新需求为 162.7 亿平，扣除 2017 年实际成交的 14.5 亿平，预计 2018-2030 年住宅平均年需求为 11.4 亿平，仅次于 2013、2016 和 2017 年，仍处于较高水平。

图表77 2018-2030 年新增住宅需求测算

主要假设

- 1、预计 2030 年全国总人口 14.5 亿、城镇化率 70%
- 2、假定 2030 年城市人均住宅建面与 2016 年一致，为 36.6 平
- 3、假定存量建面年更新率为 2%

主要估算过程：

2030 年末存量建面	总人口*城镇化率*人均=14.5*70%*36.6=371.5 亿平
2017-2030 年更新建面	2016 年末存量*年更新率*年数=290*2%*14=81.2 亿平
2017-2030 年住宅需求	2030 年末存量-2016 年末存量+期间更新=371.5-290+81.2=162.7 亿平
2018-2030 年住宅需求	2017-2030 年住宅需求-2017 年实际成交=162.7-14.5=148.2 亿平
2018-2030 年均住宅需求	148.2/13=11.4 亿平

资料来源：《国家人口发展规划（2016 年-2030 年）》，平安证券研究所

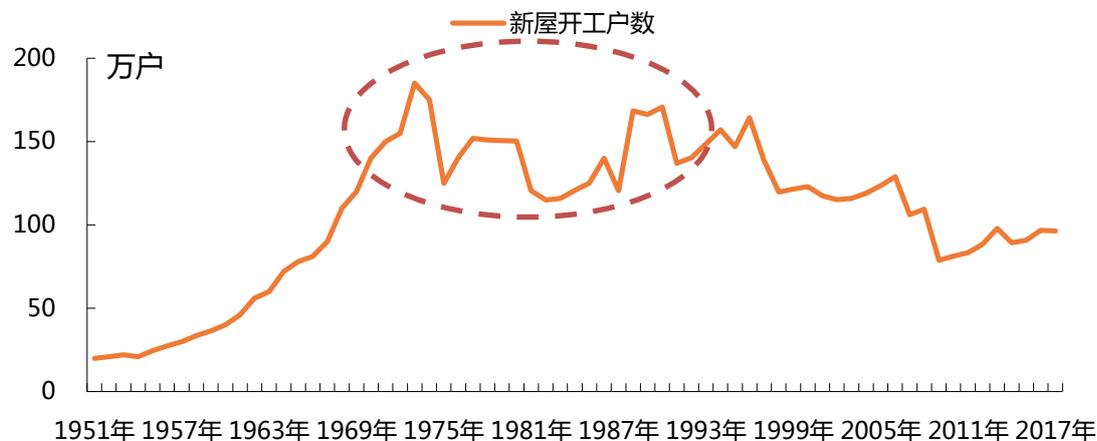
当前类似日本 70 年代，断崖式回落概率较小。与日本各发展阶段对比，当前国内 GDP 增速、城镇化率类似日本 1970 年前；人均 GDP、产业结构、老龄化结构与日本 1980 年左右相似、户均套数类似日本 1970 年代，整体来看当前国内更类似日本 1970 年代。从日本上世纪 70 年代后期楼市发展历程来看，日本新开工自 1973 年创 173 万户高点后，此后 20 年仍维持较高水平，并未出现断崖式下跌。借鉴日本发展趋势，尽管短期国内销售已达高位，但我们认为后续更多将为平稳回落，断崖式下滑概率较小。

图表78 当前国内阶段类似日本 70 年代

	日本		中国	中国当前和日本哪阶段类似	
	1965 年	1975 年			
GDP 增速	6%	3%	3%	7%	1970 年之前
人均 GDP(美元)	920	4659	43440	8827	1980 年左右
一产占比	7%	6%	2%	8%	1975 年左右
二产占比	48%	45%	40%	40%	
三产占比	45%	49%	57%	52%	
消费占比	67%	67%	69%	54%	1970 年左右
投资占比	32%	33%	30%	44%	
净出口占比	1%	0%	1%	2%	
人口增速	2.08%	2.31%	1.21%	0.53%	1990 年后
城镇化率	68%	76%	78%	59%	1965 年之前
65 岁以上人口占比	6%	8%	15%	11%	1980 年左右
住房存量(万套)	2559	3545	5025	30098	
家庭户数(万户)	3037	3373	4411	27116	
户均套数	0.84	1.05	1.14	1.11	1970 年代

资料来源：世界银行，平安证券研究所 注：日本 GDP 增速数据来自世界银行，日本、中国人均 GDP 来自世界银行；日本住房存量为 1968 年、1978 年、1998 年数据；日本第一、第二、第三产业 GDP 占比数据为 1970 年、1975 年、1995 年数据；国内存量住房按每套 100 平估算

图表79 日本 1970 年代后期新开工仍维持较高规模



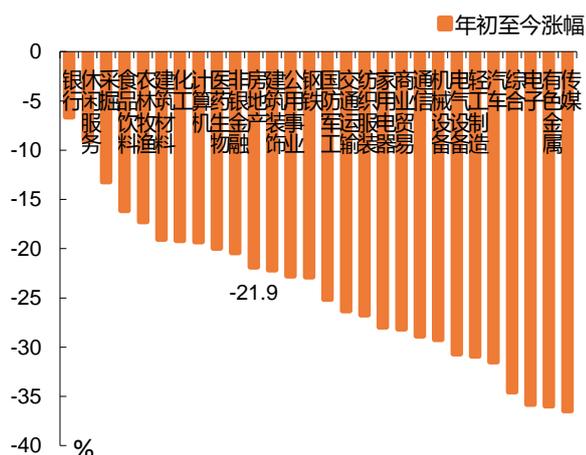
资料来源:wind, 平安证券研究所

五、投资建议

5.1 地产跌幅同步大盘，估值持仓处于低位

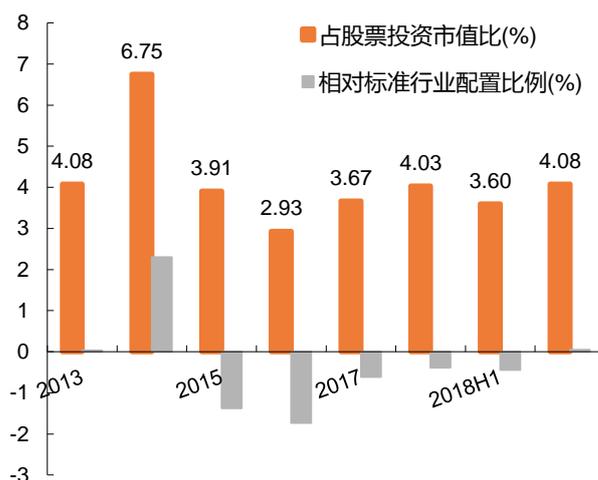
2018 年板块整体平淡，机构持仓回升至标配。截止 12 月 7 日，地产板块年初至今下跌 21.9%，位于 28 个申万行业第 11 位，与同期沪深 300 跌幅基本持平；三季度末机构持仓 4.08%，较上年末上升 0.41 个百分点，回升至标配水平。

图表80 地产板块累计下跌 21.9%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表81 机构持仓回升至标配 (%)

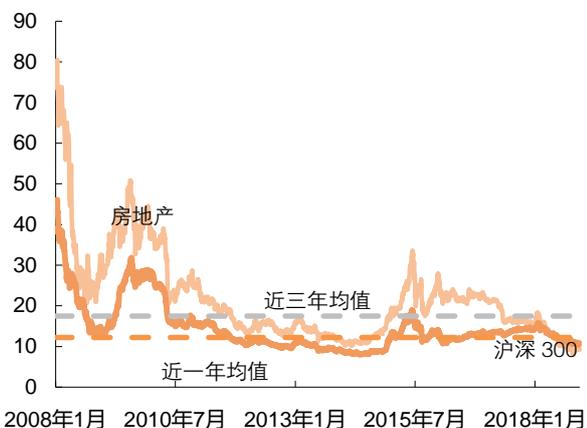


资料来源:wind, 平安证券研究所

绝对估值与相对估值处于历史低位，业绩保障度创新高。从绝对估值来看，当前地产板块整体 PE 为 8.8 倍，为近十年最低水平，仅高于银行和钢铁。从相对估值来看，地产与沪深 300 板块 PE 比为 0.83 倍，首次低于 1 倍，无论绝对估值还是相对估值均处于历史低位。考虑上市房企三季度末预收

款与过去一年营收比值达 132%，业绩保障度创十年新高，2019 年行业净利润仍有望保持增长，对应估值将更低。

图表82 地产板块整体 PE 处于历史较低水平（倍）



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表83 地产板块整体 PB 处于历史较低水平（倍）



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表84 地产板块估值处于低位

	2018/12/7	2017A	2016A	2015A	2014A	2013A	2012A	2011A	2010A
剔除金融板块全部 A 股	19.9	30.5	39.2	48.5	30.2	22.9	20.0	19.0	32.7
沪深 300	10.6	14.1	12.4	13.3	12.6	8.7	10.6	10.5	15.4
房地产开发板块 PE	8.8	15.3	18.9	25.3	18.3	11.3	15.9	13.2	20.9
房地产 PE 行业排序 (由低至高)	3	2	3	8	7	3	8	8	8
房地产 PE/剔除金融板块全部 A 股	0.44	0.50	0.48	0.52	0.61	0.49	0.79	0.69	0.64
房地产 PE/沪深 300	0.83	1.09	1.52	1.91	1.45	1.31	1.49	1.25	1.35

资料来源: wind, 平安证券研究所

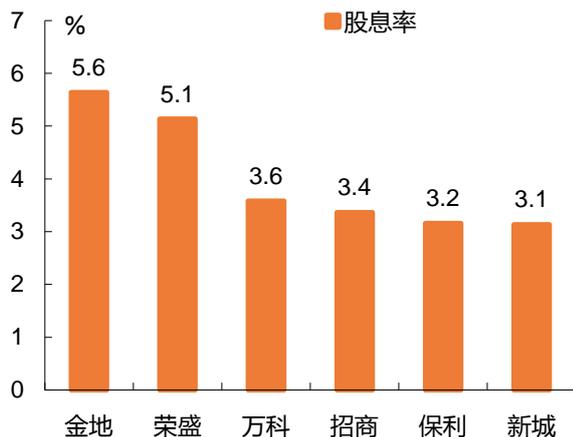
图表85 上市房企业绩保障度创新高



资料来源:wind, 平安证券研究所

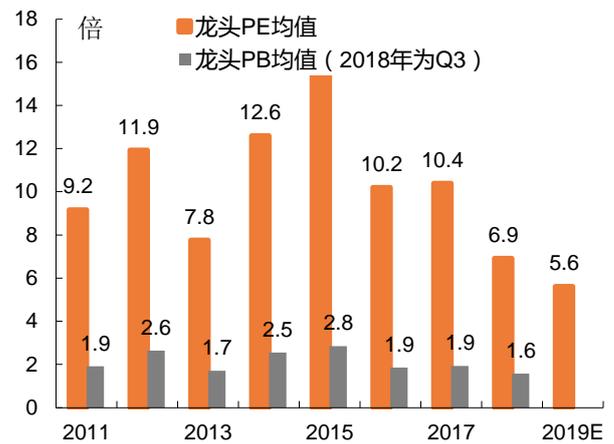
龙头估值历史低位，股息率亦具备吸引力。从龙头公司估值来看，我们选取招保万金、华夏、华侨城，用当年末市值除以当年净利润来衡量当年 PE，其中 2018、2019 年 PE 为当前市值除以 Wind 一致预期净利润，当前龙头市值对应 2018 年 PE 为 6.9 倍、2019 年 PE 仅 5.6 倍，均处于历史最低水平。从股息率来看，主流房企按照 2017 年分红计算股息率普遍超过 3%，金地、荣盛更是超过 5%，考虑 2018 年业绩增长，对应股息率将更高。

图表86 龙头股息率具备一定吸引力



资料来源:wind, 平安证券研究所 注:按2017年年报分红

图表87 龙头当期估值处于历史低位

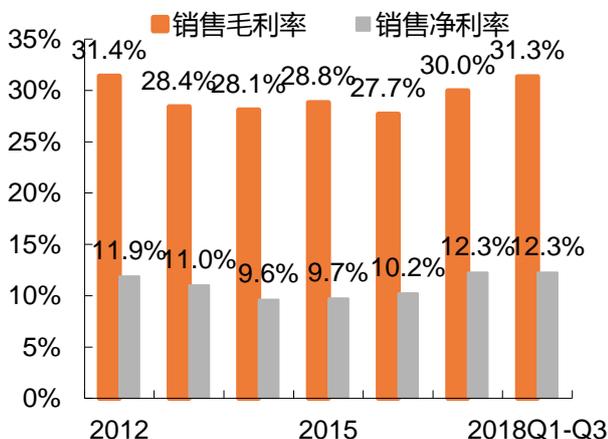


资料来源:wind, 平安证券研究所

5.2 资产减值风险可控，盈利下调空间有限

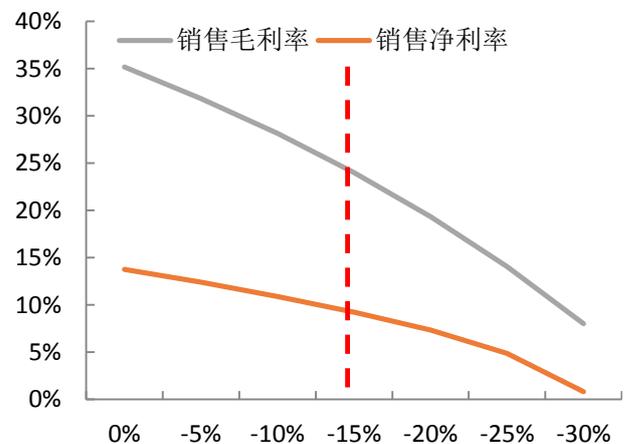
2018Q1-Q3 上市房企毛利率及净利率达 31.3%和 12.3%，创五年新高，考虑 2016 年以来房价持续上涨，预计短期毛利率仍有望维持高位。市场担心楼市调整将带来资产减值损失及未来净利率的大幅下降。按万科 2018 年 1.5w/平售价、6k/平地价、3500 元/平建安为基准，若后续房价降幅在 15% 以内，由于土增税相应下降，测算项目净利率仍将保持在 9% 以上；若降幅超过 15%，房企净利率将加速下降。我们认为当前无论市场库存、房企资金状况均好于前三轮周期，价格大幅调整空间有限。从历史来看，除 2008 年外资产减值损失占上市房企营收比重均未超过 1.2%。

图表88 2018Q1-Q3 房企毛利率及净利率持续回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表89 降价幅度对房企净利率影响敏感度分析



资料来源:wind, 平安证券研究所

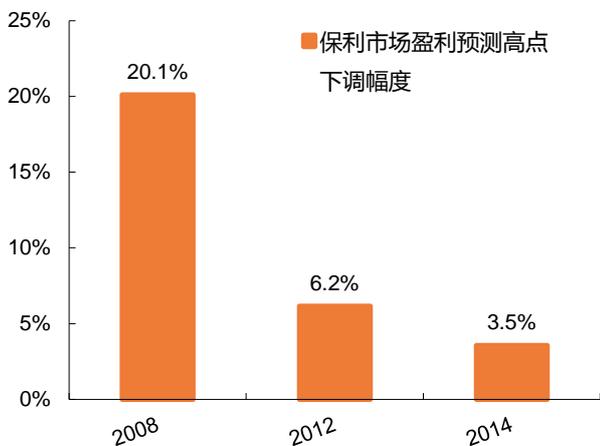
图表90 资产减值损失占营业收入比例



资料来源:wind, 平安证券研究所

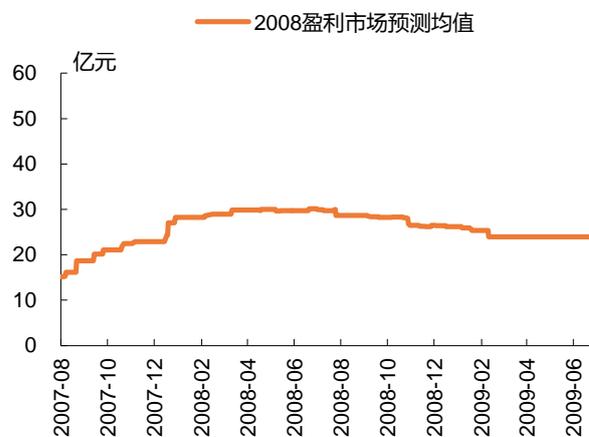
目前地产股估值已处于历史底部，未来下行风险主要来自于房价调整带来的盈利下修，而非估值杀跌。从历轮调整区间上市房企盈利一致预期走势来看，以保利为例，除 2008 年受金融危机冲击较大外，2012 年、2014 年保利盈利预期低点较高点下调幅度仅 6.2%和 3.5%，仍处于可控范围区间。

图表91 三轮周期保利市场盈利预期低点较高点下调幅度



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表92 保利 2008 年盈利市场一致预期走势图



资料来源:wind, 平安证券研究所

图93 保利 2012 年盈利市场一致预期走势图



资料来源:wind, 平安证券研究所

图94 保利 2014 年盈利市场一致预期走势图

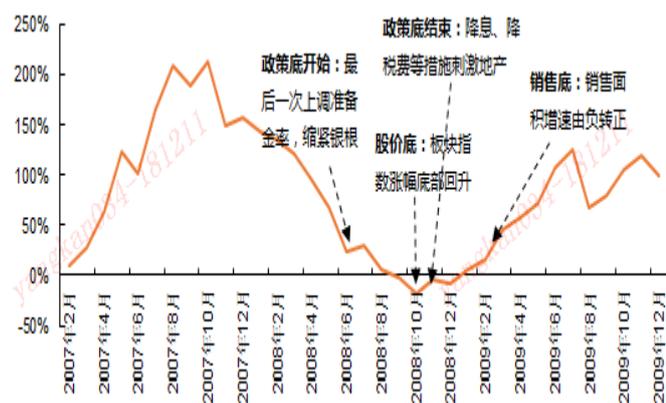


资料来源:wind, 平安证券研究所

5.3 历轮行业下行、政策底部周期，反弹行情均可期

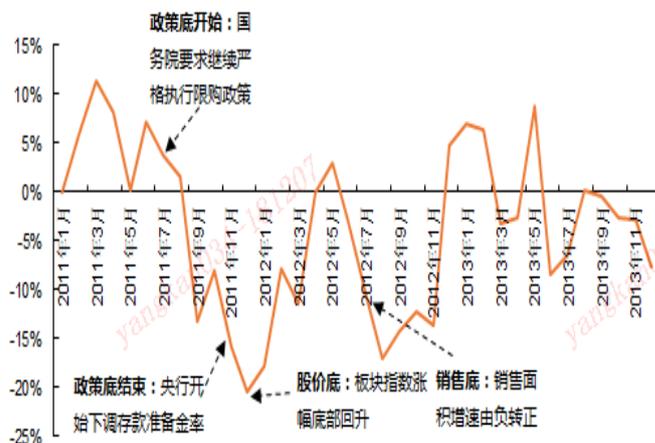
我们把政府最后一次出台严调控到政策态度转向区间称为政策底部，从前三轮周期来看，尽管政策底部区间面临销售降温、房价调整、盈利预测下调、资金链紧张等困境，但中期来看均有较明显的超额收益。相比 2008-2009 年的四万亿、2013-2014 年持续降准降息配合政策大幅松绑，2011-2012 年由于政策松绑力度较弱，存在基本面下行及政策放松不及带来的股价回撤。本轮政策底已基本确立，但相比过往三轮周期仍未有明显政策松绑迹象，结合前文对 2019 年政策托而不举的判断，预计后续地产板块走势将类似 2011-2012 年。

图95 2007-2008 政策底、股价底与销售底



资料来源:wind, 平安证券研究所

图96 2011-2012 政策底、股价底与销售底



资料来源:wind, 平安证券研究所

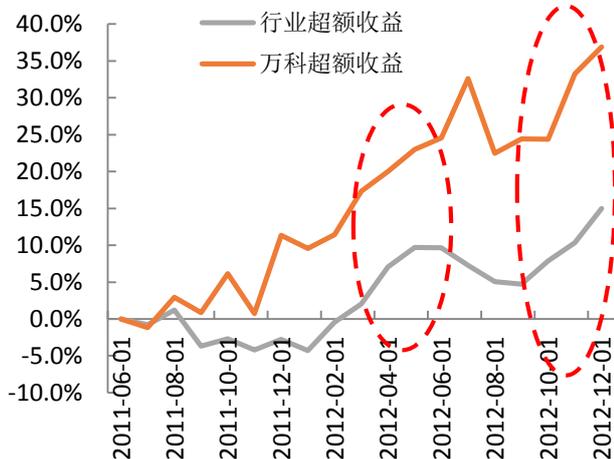
图表97 2013-2014 政策底、股价底与销售底



资料来源:wind, 平安证券研究所

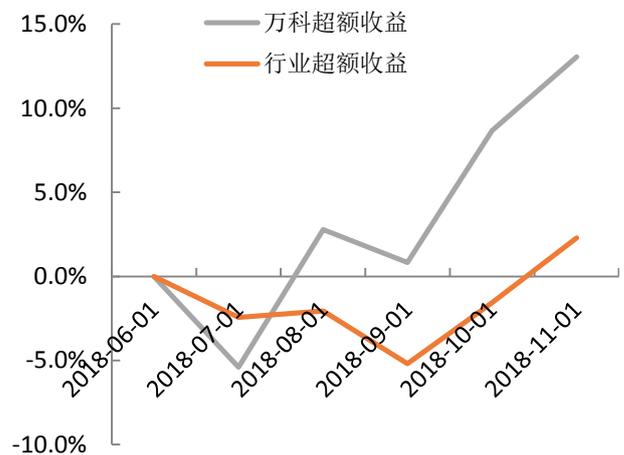
2011-2012 存在两段反弹，当前仍处于第一阶段。回顾 2011-2012 年，超额收益主要包括两个阶段：2011.11-2012.5：随着楼市降温、部分城市试探性政策微调，政策预期改善带来的超额收益；2012.11-2013.1：政策缓和，基本面超预期复苏带来的超额收益。其中 2012.7-2012.9 存在政策松绑力度低于预期、及降息利好兑现的回撤。从个股表现来看，龙头表现优于行业，第一阶段尤为明显。当前仍处于政策博弈阶段，预计 2019H1 板块存在基本面下行的冲击，投资机会来自于政策与基本面的博弈，龙头表现更佳；下半年在政策缓和及量价调整后，将迎来基本面复苏的反弹。

图表98 2011H2-2012H1 两轮超额收益(相比沪深300)



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表99 2018 年末处于政策博弈的第一阶段



资料来源:wind, 平安证券研究所

5.4 2019 年防守反击、伺机而动

展望 2019 年，楼市趋势下行将更加考验各大开发商应对能力，唯有融资渠道畅通、布局一二线、定位主流产品的房企方能穿越周期保持增长，三四线货值占比高的房企将面临调整压力，行业集中度有望继续提升。尽管行业基本面下行，但板块估值已处于历史低位，且从前三轮周期底部来看，行业触底过程中板块均存在反弹，我们看好 2019 年地产板块整体表现，维持“强于大市”评级，全年

机会在于政策与基本面的博弈，以防守反击为主。从节奏上来看，上半年楼市将继续触底，整体以防守为主，但震荡行情中有政策博弈的反弹机会，建议以资金状况佳、业绩确定性强、一二线货值占比高的低估值龙头及高股息率个股防御为主，如万科、保利、金地、招商等；下半年随着政策环境改善、盈利下调及资金链风险释放，将迎来基本面复苏的反弹，但下半年复苏为走量不走价的复苏，高周转快销售弹性标的表现更佳，如新城、中南、荣盛、阳光城等。

六、 风险提示

- 1)目前三四线楼市已步入调整通道,存在 2019 年上半年存在楼市超调而政策迟迟未见松动的风险;
- 2)若上半年中小房企资金压力加大,存在楼市降价大幅调整带来的资产大幅减值和净利率大幅下降的风险;
- 3)若楼市降温超预期,且融资渠道依旧偏紧,不排除部分中小房企面临资金链风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033