



# 2019：千钧将一羽—— 房地产行业2019年投资策略

作者：何缙南

执业证书编号：S0930518060006

作者：王梦恺

执业证书编号：S0930518110003

2019年1月7日

证券研究报告

- 1、2019政策面：在平衡稳健的基础上，以结构微调来实现总量平衡
- 2、2019需求侧：信贷约束下的总量下行与结构切换
- 3、2019供给侧：预测新开工同比6-8%，房地产投资同比4-6%
- 4、2019投资建议：板块或迎估值修复，关注A+H龙头和上海国企改革标的
- 5、风险提示

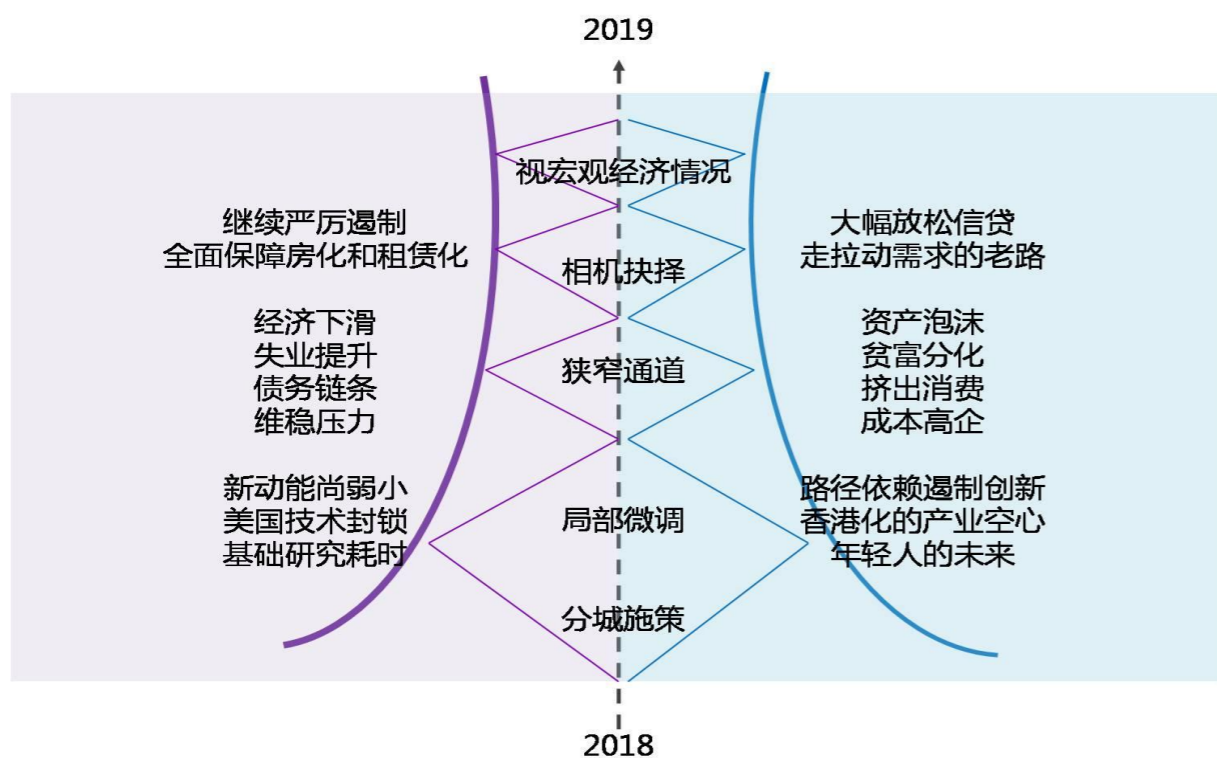
# 核心观点

- 政策面：狭窄通道相机抉择，结构微调总量平稳，因城施策，轻重在平衡
- 需求侧：住房信贷余额小幅放缓至14%，区域结构微调；2019E商品住宅成交额-3.5%，成交面积-8.0%
- 供给侧：新开工6-8%（待开发土地增速10年新高、低显库、资金此消彼长），施工面积7-8%（基建促复工），单价-1%（大宗回落/统计口径），土地购置0-5%，预测2019E房地产投资4%~6%
- 投资建议：关注光大地产A+H板块（50家），龙头迎估值修复，关注长三角一体化和上海国改提速
- 风险提示：国际宏观大环境动荡或导致全球总需求下滑；国内经济增速放缓和失业率提升或影响居民结构性信用扩张及按揭贷款偿还

# 千钧将一羽，轻重在平衡

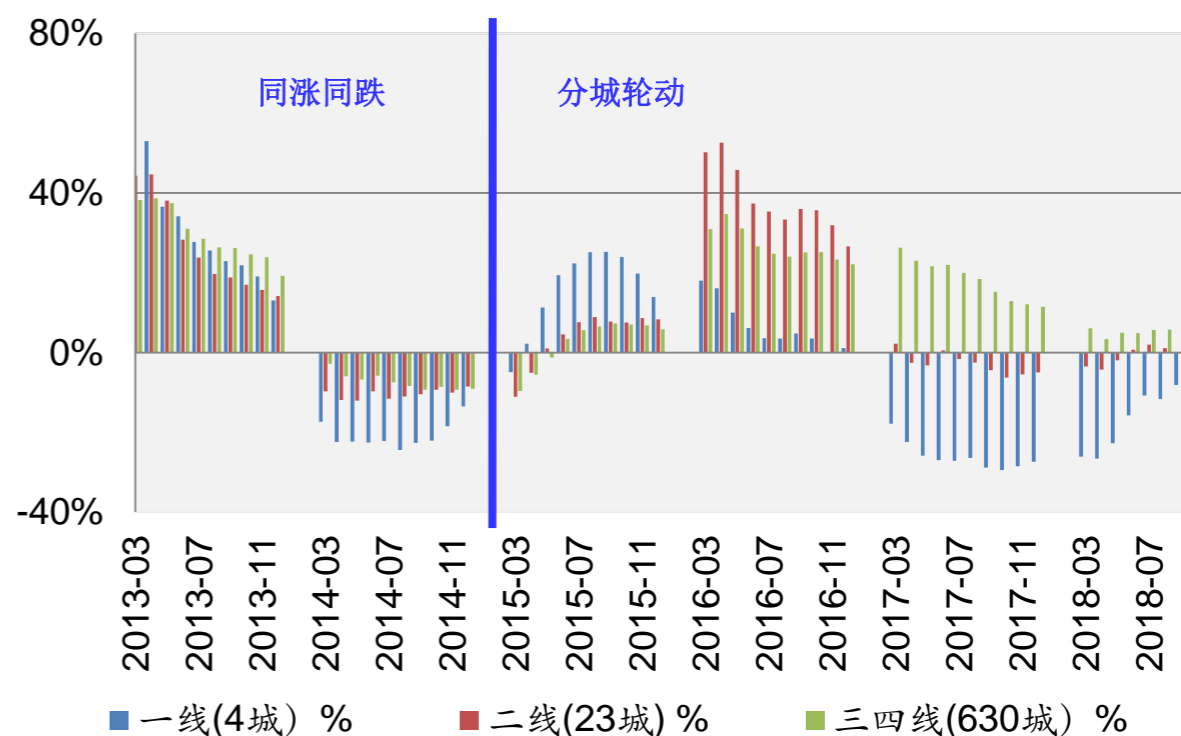
- 复杂的国际形势制约国内政策操作空间
- 短期内，旧动能无法说去就去
- 短期内，居民购房信贷扩张总量约束
- 房地产政策“地方化”加强，局部微调维持总量平衡

图：房地产政策或在狭窄通道内相机抉择进行局部微调



资料来源：光大证券研究所

图：不同能级城市的销售面积同比增速

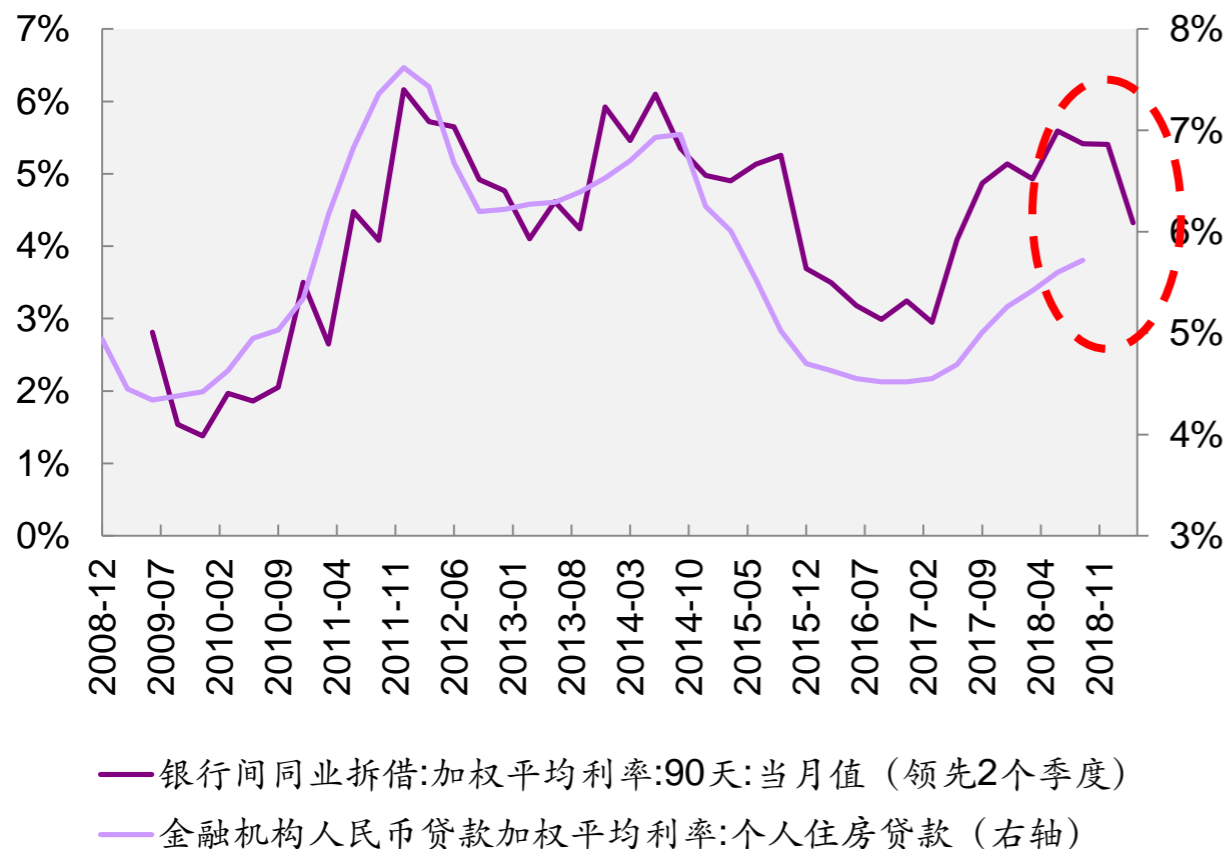


资料来源：Wind，光大证券研究所

# 按揭利率稳中略降，房贷余额增速放缓

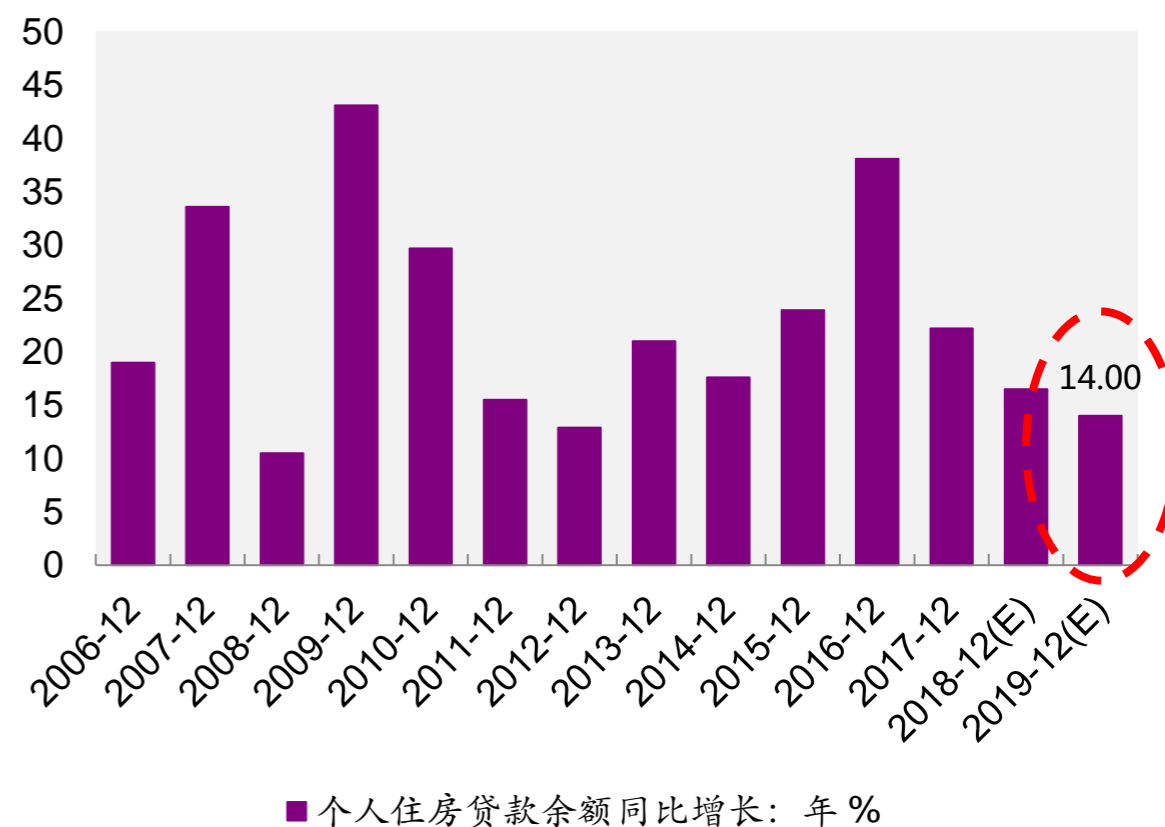
- 居民信贷总量约束下，预计2019年按揭利率微降，投放量增速放缓，房贷余额增速14%

图：90天同业利率和个人住房贷款利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图：个人住房贷款余额同比增长（季度）

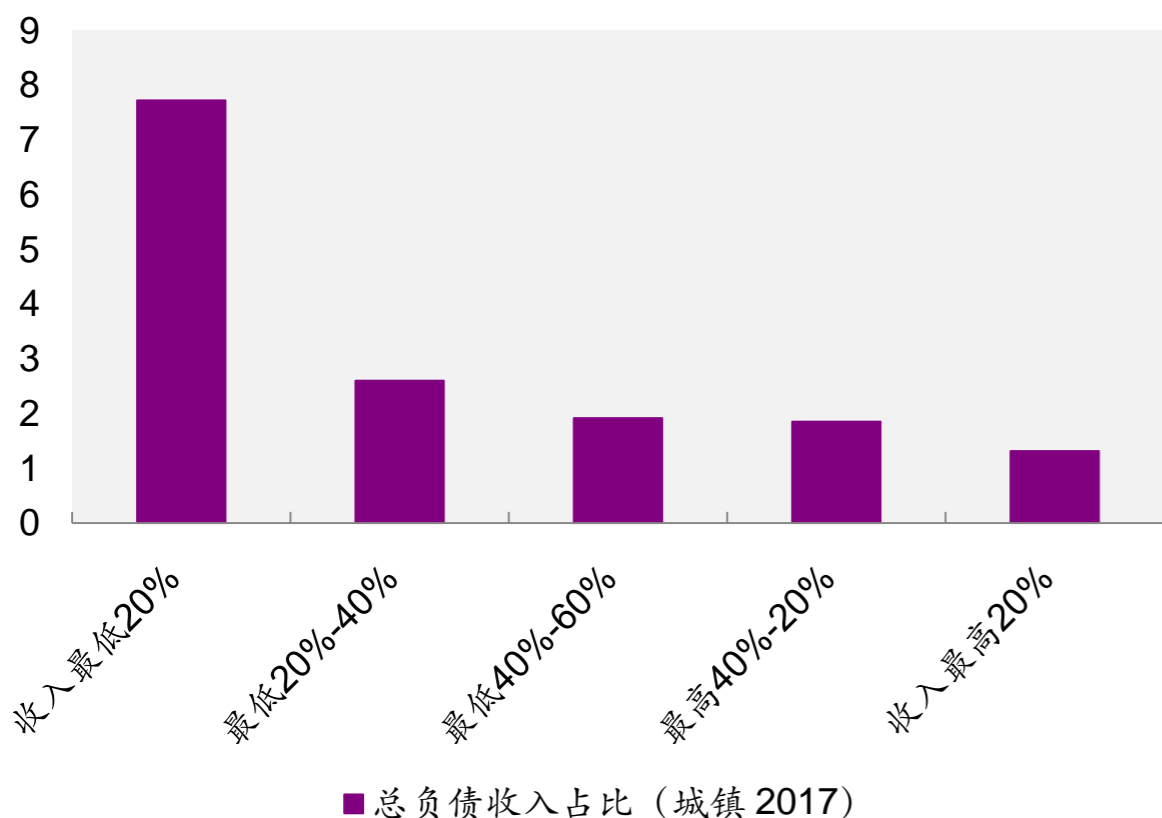


资料来源：Wind，光大证券研究所预测

# 结构性加杠杆存在可能性

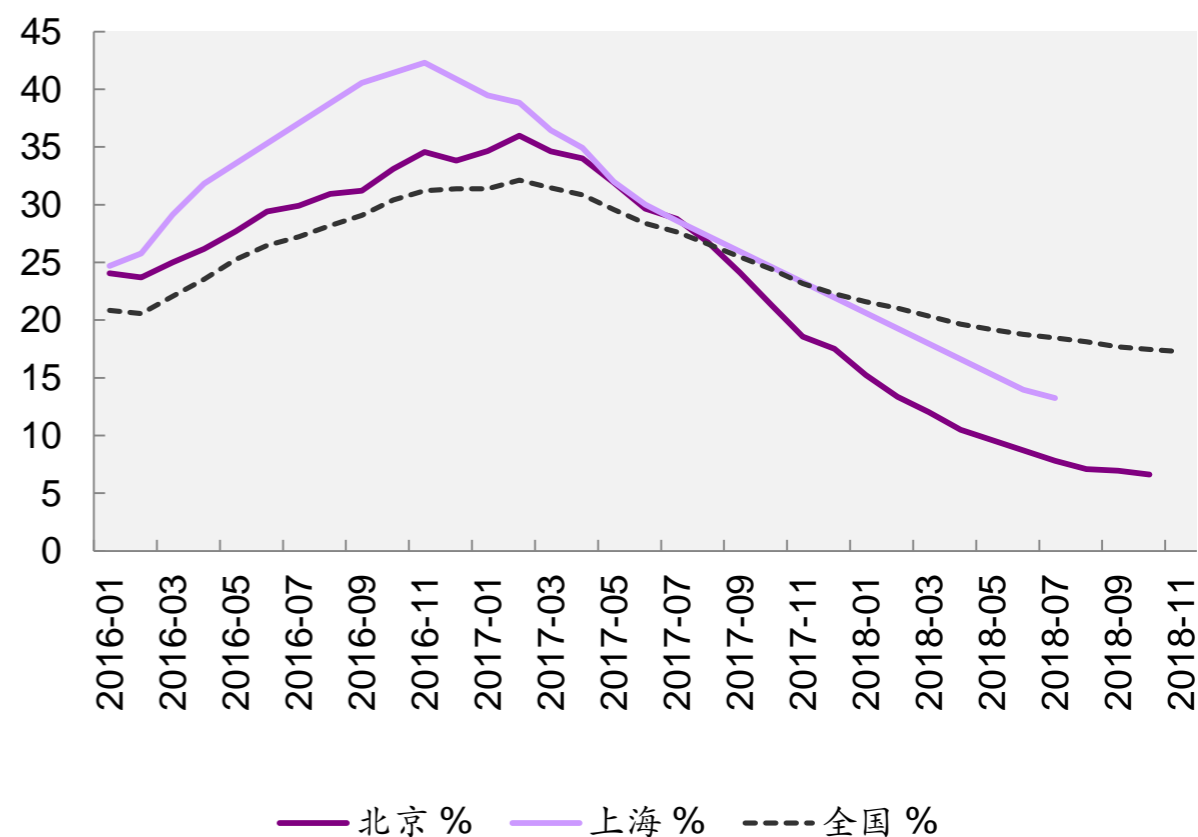
- 低收入者债务负担较重，高收入者债务负担较轻
- 一二线核心城市调控已久，大量改善性需求被压制
- 易纲行长：“例如住房金融就有一些宏观审慎，具体到首付比例可以逆周期地调节”  
(2018.12.13)

图：我国城镇家庭总负债收入比（2017）



资料来源：CHFS

图：北京、上海、全国居民中长期贷款增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

# 总量下行，结构倾向一二线

需求侧销售预测模型：预计2019年全国销售金额-3.5%，销售面积-8.1%，销售均价+5.0%

单位	个人住房 贷款增速	个人住房 贷款余额	公积金 贷款	当年住房信 贷支持金额	居民购 房杠杆	居民购 房总额	新建商品住宅 (一手)		存量住房 (二手)		一二手 比例
	%	万亿	亿元	万亿	%	万亿	销售额	增速	销售额	增速	倍
2017年	22.2%	21.90	9535	6.24	37%	16.82	11.02	11.3%	5.80	-16.1%	1.9
2018年(E)	16.5%	25.51	9535	6.25	37%	16.90	12.60	14.3%	4.30	-25.9%	2.9
2019年(E)	14.0%	29.09	9535	6.49	37%	17.54	12.17	-3.5%	5.37	25.0%	2.3

资料来源：央行，Wind，链家，光大证券研究所预测

预计2019年一线城市销售面积+10%；二线+3%；三四线-12.6%

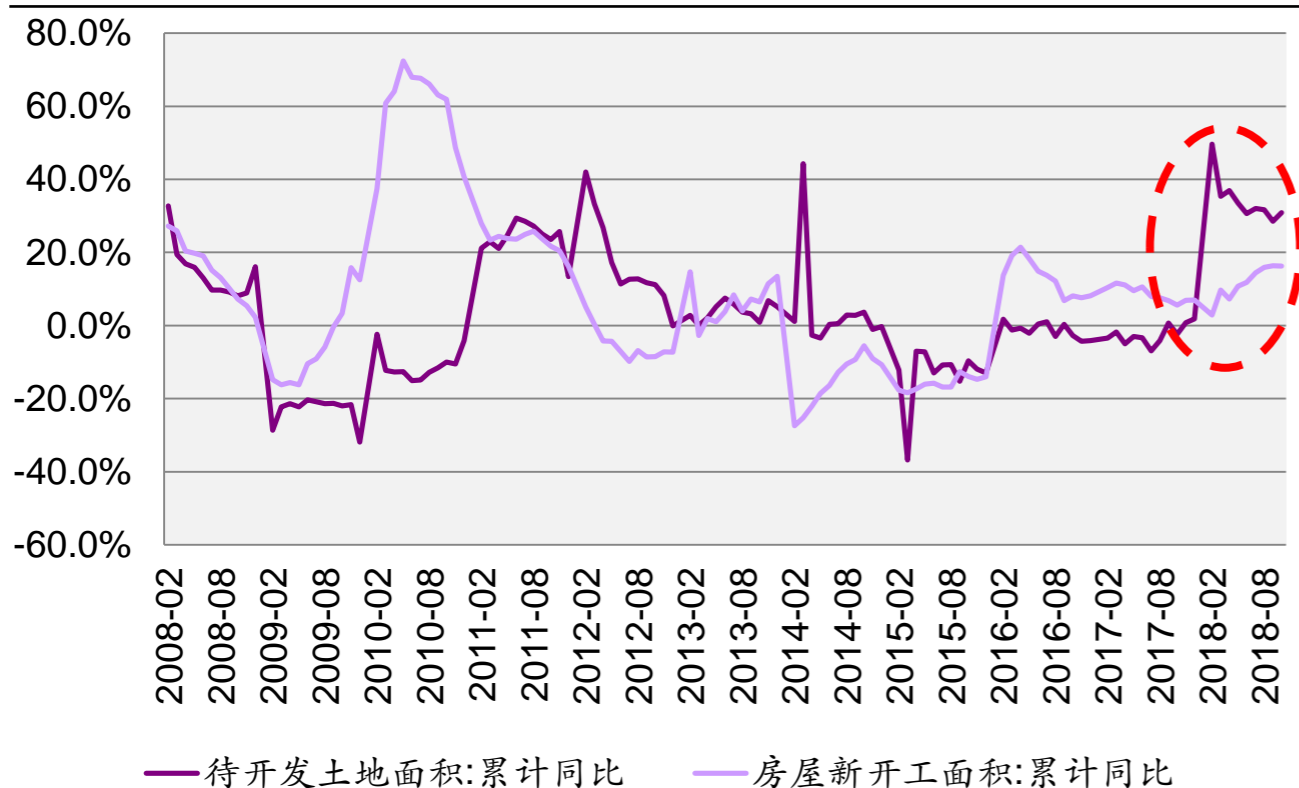
单位	一线（4城）		二线（23城）		三四线（630城）	
	销售面积（万方）	同比（%）	销售面积（万方）	同比（%）	销售面积（万方）	同比（%）
2017	3839	-27.4%	37126	-5.0%	103824	11.4%
2018E	3609	-6.0%	37497	1.0%	106000	2.1%
2019E	3969	10.0%	38622	3.0%	92670	-12.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

# 2019E新开工增速6%-8%

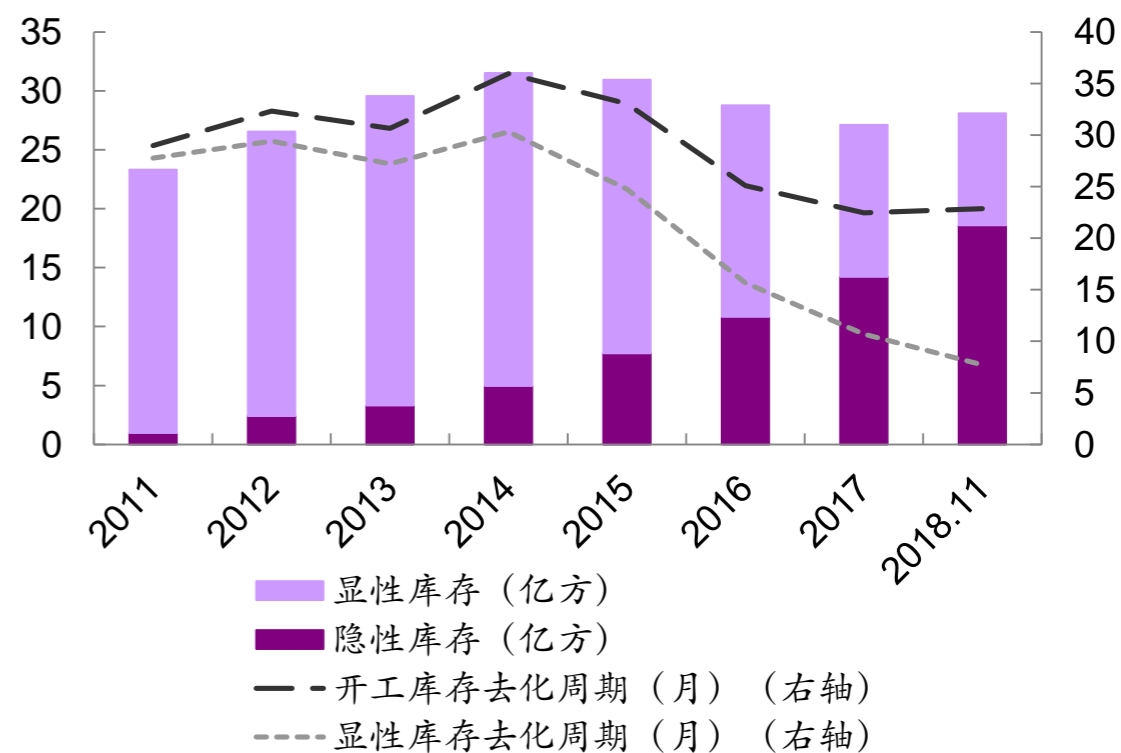
- 待开发土地高增（+30.9%），房企土地温和补库存（存货/营业成本回升）
- 显性库存处于历史低位（7.7个月），86%的在建面积已售
- 资金来源此消彼长，整体维持均衡（回款降，融资升）
- 回款导向（而非利润导向）下，房企更注重存量资源变现，开工意愿较强

图：全国待开发土地面积累计同比和新开工面积累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图：全国商品住宅显性库存规模及去化周期



资料来源：Wind，光大证券研究所



# 2019E施工类投资增速回升至6%-7%

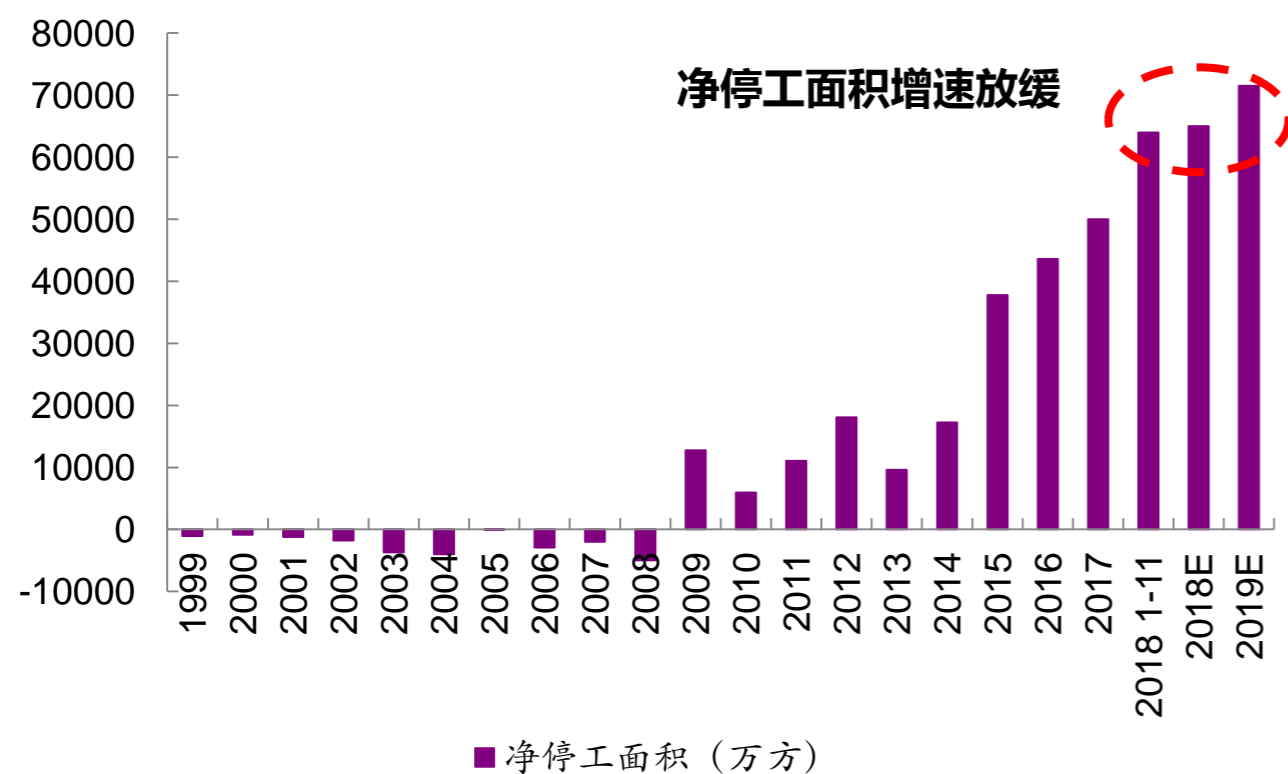
## ■ 2019E施工面积增速回升至7%-8%

新开工维持较高增长，竣工周期拉长

基建提速+并购复工，2019隐性库存或加速显性化

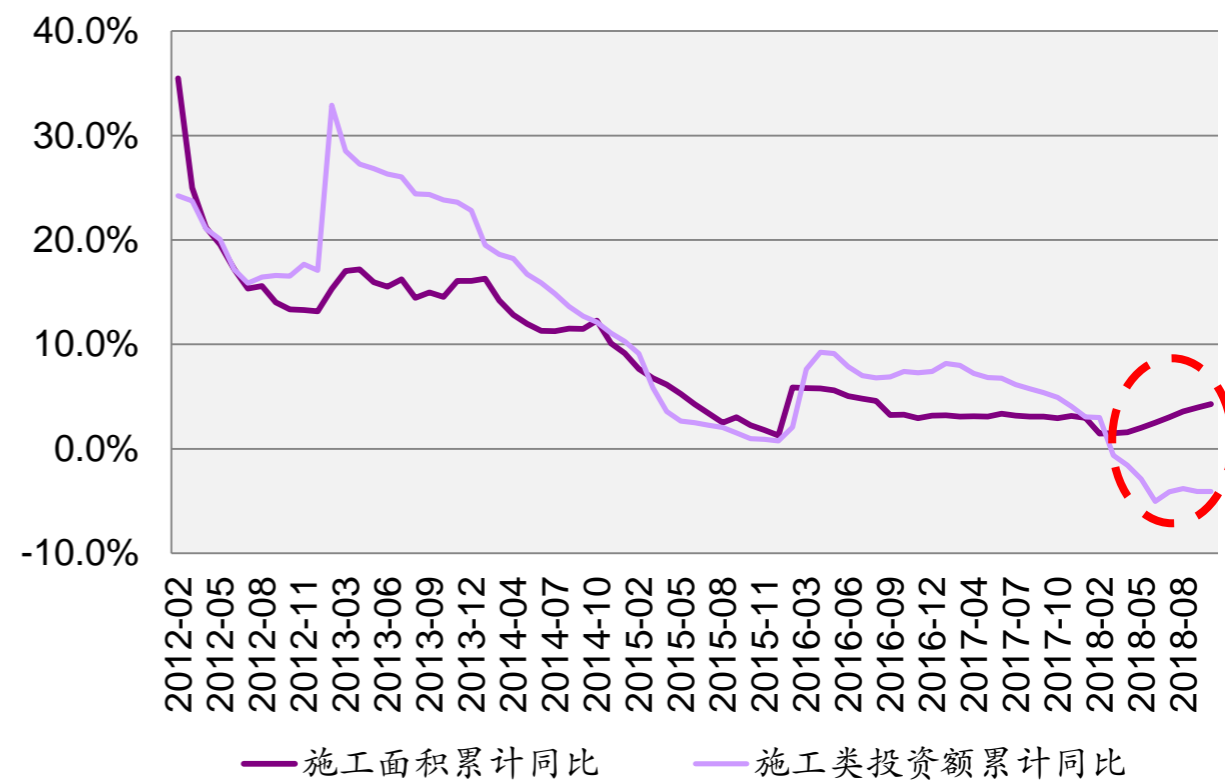
## ■ 大宗回落/口径统一，施工单价同比-1%

图：全国房屋年度净停工面积



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图：2018年施工单价下降推测主要系统口径变动所致



资料来源：Wind，光大证券研究所

# 2019E房地产投资增速4%-6%（施工回升，土地购置费拖累）

- 预计2019年土地市场降温延续，土地购置费同比增速回落至0-5%，对房地产投资由支撑转拖累

房地产开发投资数据预测汇总

	房地产开发投资 完成额 (万亿 元)	房地产开发投资 完成额增速 (%)	施工类投资 增速 (%)	土地购置费 增速 (%)	新开工面积 增速 (%)	施工面积 增速 (%)	竣工面积 增速 (%)	净停工面积 (亿方)
2016	10.26	6.9%	7.4%	6.2%	8.1%	3.2%	0.061	4.36
2017	10.98	7.0%	3.0%	23.4%	7.0%	3.0%	-0.044	5.00
2018 1-10	9.93	9.7%	-4.1%	63.4%	16.8%	4.3%	-0.125	6.43
2018E	12.03	9.5%	-3.4%	57.0%	16.5%	5.3%	-12.0%	6.50
2019E (乐观)	12.73	5.8%	6.7%	5.0%	8.0%	7.8%	-5.0%	7.15
2019E (悲观)	12.51	4.0%	6.2%	0%	6.0%	7.3%	-5.0%	7.15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

# 2019E房地产投资增速4%-6%（施工回升，土地购置费拖累）

- 预计2019年土地市场降温延续，土地购置费同比增速回落至0-5%，对房地产投资由支撑转拖累

新开工面积土地购置费和对房地产投资增速的敏感性分析

2019年房地产投资 增速		2019年新开工面积增速				
		10%	8%	6%	4%	2%
2019年土地购置费 增速	10%	7.7%	7.3%	7.0%	6.7%	6.4%
	5%	6.1%	5.8%	5.5%	5.2%	4.9%
	0%	4.6%	4.3%	4.0%	3.7%	3.3%
	-5%	3.1%	2.8%	2.5%	2.1%	1.8%
	-10%	1.6%	1.3%	1.0%	0.6%	0.3%

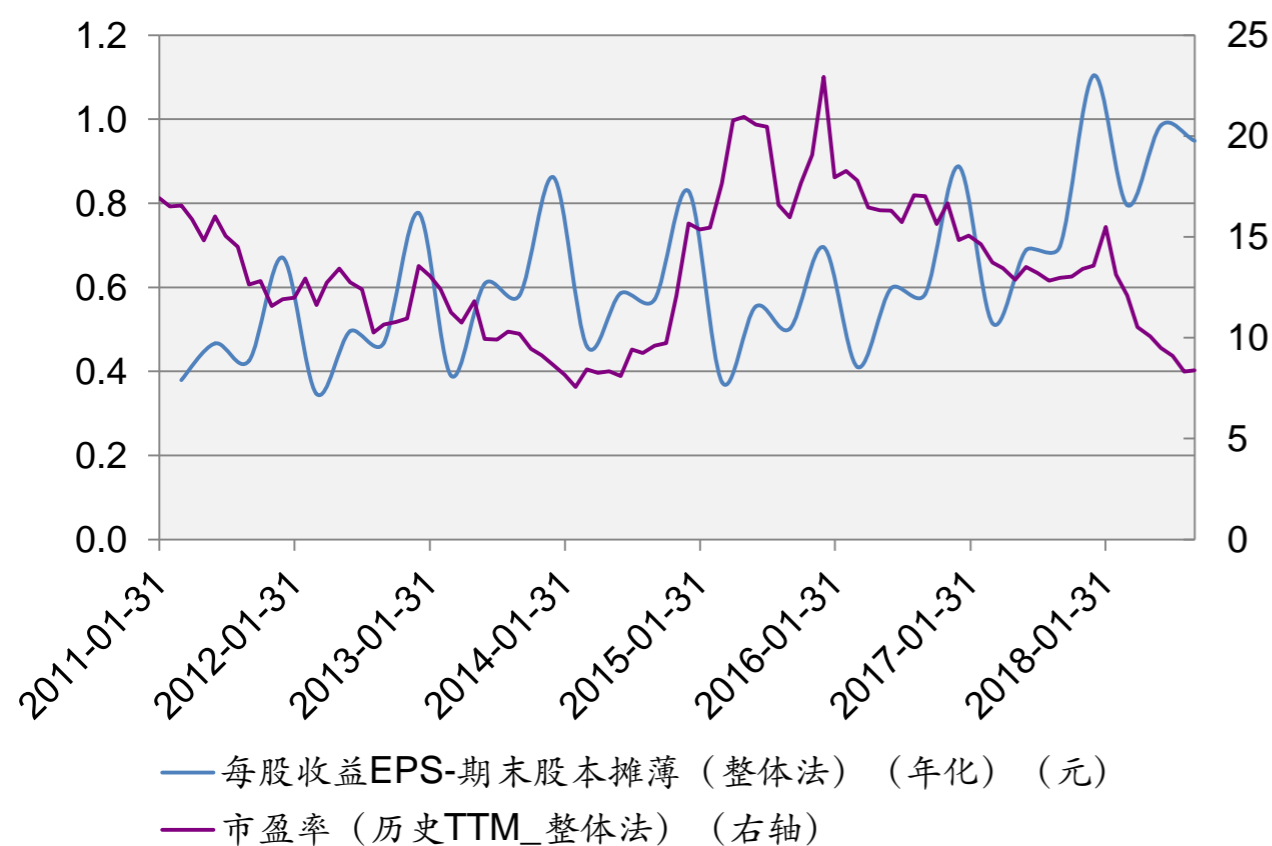
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

# 板块或迎估值修复，关注A+H龙头和上海国企改革标的

## 2018年板块EPS增速与市盈率大幅背离，2019年或迎估值修复

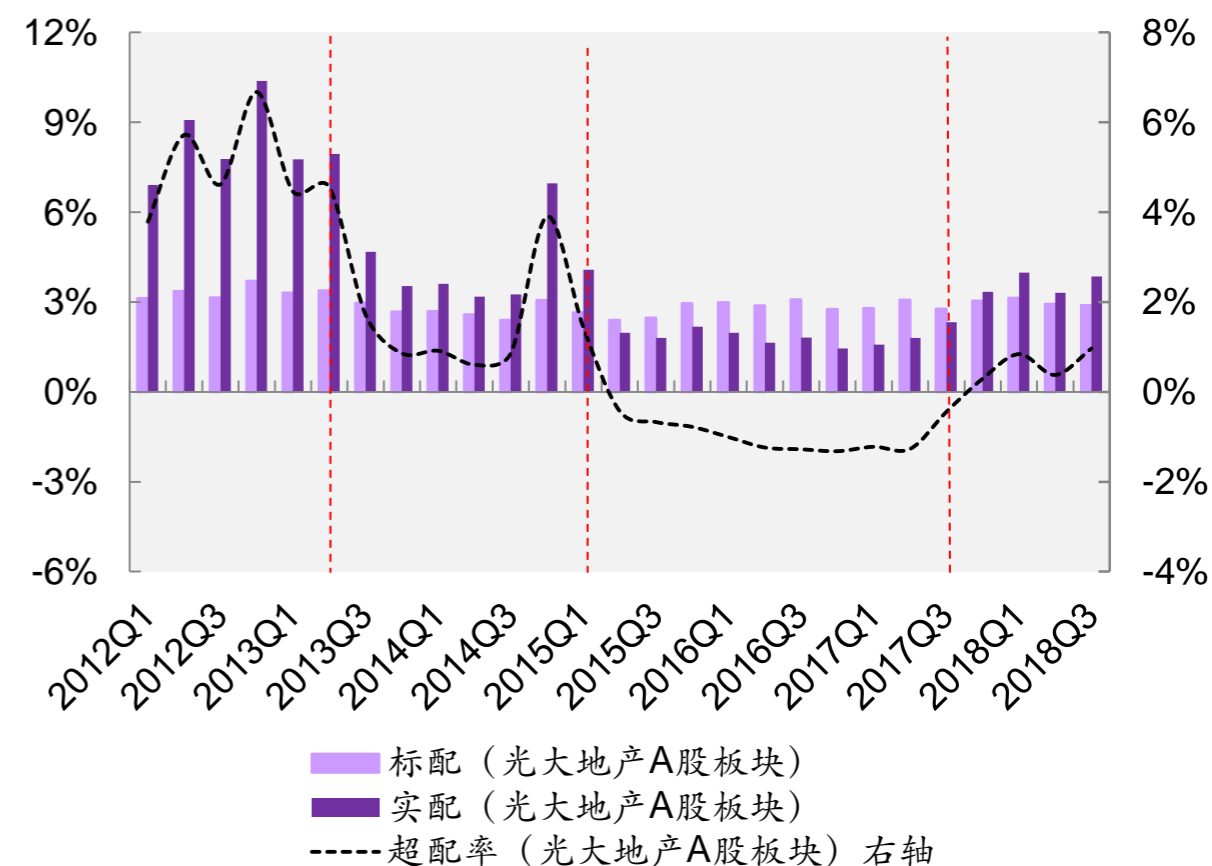
- 推荐配置A+H地产龙头，如万科A、保利发展、招商蛇口、融创中国、中国金茂、华润置地
- 建议关注上海国改，如中华企业、光明地产和上实发展

图：光大地产A股板块EPS与PE变动



资料来源：Wind，光大证券研究所

图：经过长达10个季度的低配，2017Q4光大地产A股板块超配率转正



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 风险提示

近期法国的“黄背心”政治运动开始出现在欧洲蔓延的趋势，欧洲多国出现类似的政治抗议活动，部分影响了欧洲经济；国际宏观大环境存在较大不确定，导致全球总需求下滑，全球经济出现超预期失速；

近期美股出现明显波动，道琼斯指数和纳斯达克指数出现明显下跌，美国国内对美联储加息节奏和力度存在较多争议，认为过快加息将影响美国资产价格，加大美股的波动性；由此美联储给出的联邦基准利率指引存在较大不确定性，或导致全球流动性变化幅度超预期；

受经济结构换挡、中美贸易摩擦以及欧洲政治风波的内外叠加影响，国内宏观经济增速放缓或超预期，或导致部分行业的就业情况恶化；一旦就业情况恶化或导致居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，从而影响居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还；

2019年开始房企将迎来债务到期高峰，叠加我们预测全国销售增速下滑，部分中小型房企信用风险有所抬升，现金流管理能力较弱及负债结构较差的中小房企或出现局部违约；

2019年随着棚改货币化影响减弱及地方政府棚改专项债模式开启，预计前期棚改依赖度较高的部分三四线城市将出现较明显的购房需求下滑，从而导致当地房地产销售出现明显下跌，不排除部分三四线城市房价出现明显调整的可能性。

# 谢谢观看!

THANK YOU!

## 光大证券研究所地产研究团队

**何缅甸**

**房地产首席分析师**

执业证书编号：S0930518060006

电子邮件：hemiannan@ebscn.com

联系电话：021-52523801

**王梦恺**

**房地产分析师**

执业证书编号：S0930518110003

电子邮件：wangmk@ebscn.com

联系电话：021-52523855

**黄帅斌**

**联系人**

电子邮件：huangshuaibin@ebscn.com

联系电话：021-52523828

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。