

# 窄通道内紧平衡继续，关注三大阿尔法机遇

## ——房地产行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

### ◆政策面：“房住不炒”+因城施策，重回一二线，棚改影响销售大于投资

年度策略《2019：千钧将一羽》提出，托底投资、总量平衡、结构转换、“房住不炒”前提下，2019年地产政策窄通道结构性微调；“房住不炒”是高压红线，政府对楼市过热苗头反应迅速；因城施策加强分类调控可操作性，年内截止目前超60城新出台超百次调控政策，有保有压，松紧各异；大都市圈核心城市人口加速聚集，落户放宽，受益于新型城镇化顶层设计；短期内一线落户门槛和居住成本仍高，二线要素集聚边际弹性更明显；棚改大幅收缩，计划开工减半、货币化率降低、资金来源变化、总量接近尾声，影响销售大于投资，测算2019棚改货币安置购房面积占比约1.4%，实物安置投资占比约4.1%。

### ◆需求侧：购房信贷支持高位趋缓，全年销售金额持平，销售面积下降7%

商业银行对居民按揭资产配置意愿仍在高位，但预计下半年增幅趋缓；预计按揭利率延续下降趋势但空间有限，不同城市/区域出现差异化变动策略；预测全年住房贷款余额增速为16%，全年新增住房贷款同比增长约6%；供需共振预计后续一二线销售将维持复苏，棚改收缩低能级三四线城市拖累将逐步显现；预测2019年全国新建商品住宅销售额约12.7万亿元同比持平；销售面积约13.7亿方同比下降7.3%（一线+30%，二线+10%，三四线-15%）；销售均价9228元/平同比增长8%；基数作用下销售增速或于Q3见底。

### ◆供给侧：年策观点持续印证，新开工8%，投资6%，土地结构性回暖

展望下半年，在待开发土地增速回落、销售增速趋缓、库存低位略升、资金面趋稳及2018年基数的分析框架下，维持2019年新开工面积增速8%，新开工面积约22.6亿方；在净停工增长放缓（0%），竣工向好（-5%），结合前述新开工增速（8%）的分析框架下，维持2019年房屋施工面积同比+8%，年末施工面积约88.8亿方；综合对施工类投资和土地购置费的预测，预计下半年房地产投资增速将平缓回落，全年房地产开发投资完成额约12.7万亿，同比增速6%左右；下半年总量层面土地购置仍处低位，结构分化明显；大城市放宽落户，土地供给提升，大都市圈发展预期明确，三四线的棚改收缩，都将促使房企将更多资源投向都市圈内的一二线城市。

### ◆投资建议：坚守价值蓝筹，关注区域热点、存量运营和物管扩张

随着调控水平提升以及房企逐步拓展上下游，稳定现金流比例将逐步提升，平滑营收和利润的周期性波动，地产行业周期波幅减弱，风险溢价减小，外资配置比例提升，价值蓝筹股的估值有望平缓提升；其次关注三大阿尔法机遇，①区域热点轮动，三大增长极发展提速；②公募REITs渐行渐近，行业长期桎梏或打破，存量运营渐成实力房企必选；③地产细分板块物业管理进入“提费率、减管制、加资本”的发展新阶段。综合以上推荐标的万科A+H、保利地产、招商蛇口、金地集团、新城控股、融创中国和中国金茂。

### ◆风险分析

国际宏观经济动荡，总需求下滑；中美贸易摩擦或影响国内经济增速及就业情况；失业率提升或影响居民结构性信用扩张、按揭偿还及消费支出；房企还债高峰来临，部分中小型房企信用风险提升；就业情况恶化有可能影响办公楼出租率及租金水平；消费支出下滑有可能导致零售和仓储物业租金下滑。

## 增持（维持）

### 分析师

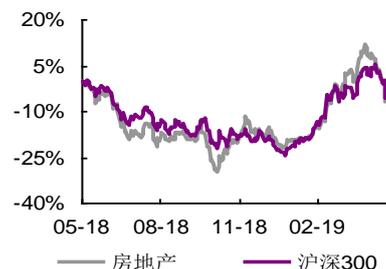
何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)  
021-52523801  
[hemiannan@ebcscn.com](mailto:hemiannan@ebcscn.com)

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)  
021-52523855  
[wangmk@ebcscn.com](mailto:wangmk@ebcscn.com)

### 联系人

黄帅斌  
021-52523828  
[huangshuaibin@ebcscn.com](mailto:huangshuaibin@ebcscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

二十年历程回顾，存量运营渐成实力房企必选项——存量物业市场动态跟踪报告(4)  
..... 2019-05-28

外资增配上海物业 关注存量长期价值——存量物业市场动态跟踪报告(1)  
..... 2019-03-01

服务提费利润限制突破在即，资本助力物业龙头优势尽显——物管行业系列报告(1)  
..... 2019-05-07

2019：千钧将一羽——房地产行业 2019 年度策略报告 ..... 2018-12-25

2018：四大红利与房企进化——房地产行业 2018 年度策略报告 ..... 2017-12-25

## 投资聚焦

### 研究背景

当前全球面临经济下行风险，民粹主义抬头，贫富分化严重，总需求不足，美联储加息放缓，低利率可能维持较长一段时间。我们在 2019 年度策略《2019：千钧将一羽》中明确提出，在托底投资、维持总量相对平衡、结构转换、“房住不炒”、避免行业基本面失速的综合大前提下，2019 年在窄通道内进行结构性的逆周期调节是较好的政策选择。

### 我们区别于市场的观点

我们在 2016 年深度报告《城市化下半场，房地产模式转变和价值重构》、2018 年度策略《2018 前路渐明：四大红利与房企进化》中提出，中长期来看中国城市化进入下半场，房地产行业模式逐步从“产销模式”转向“资管模式”，从“买地造房卖房”转向“资产整合优化运营”。

我们在存量物业系列报告（1-4）中阐述，2019-2020 是中国存量物业市场非常重要的时点，在社会普遍呼吁减税，降低企业杠杆率，发展直接融资，更好发挥资本市场作用，促消费等前提下，公募 Reits 渐行渐近，限制存量运营行业发展和巨量资金沉淀的长期桎梏有可能被打破。中国经济韧性和内生动力较强，新型城镇化，大城市放宽落户，人口向都市圈聚集，扩大进口促进消费，年轻人消费习惯变化，都会释放出巨大消费需求，给存量物业带来蓬勃发展机遇。

我们在物管深度《服务提费利润限制突破在即》中阐述物业管理行业进入“提费率、减管制、加资本”的发展新阶段。多年来由于收入端受政府价格管制，成本端不断提升，基础物业服务的利润空间不断被挤压，倒逼企业通过提效（增加人均管理面积）、加大外包力度（加强专业分工）、开展增值业务（提高利润率）和提高收费标准（扩大收入）应对成本上升和拓展盈利空间，一定程度上提升了企业的核心竞争力，使当前头部的物管企业具备较强的市场竞争力。

### 投资观点

首先地产行业周期性波幅减弱，风险溢价减小，外资配置比例提升，地产价值蓝筹估值有望平缓提升；其次建议关注三大阿尔法机遇：

①区域热点轮动，三大增长极发展提速，雄安新区推进加速，规划公示，土地征收正式实施；长三角一体化打破行政藩篱，“青嘉吴”示范区“一网通办”；粤港澳大湾区规划纲要出台，2035 年完成湾区建设。

②公募 Reits 渐行渐近，存量运营布局四大主线，1)提前布局核心存量资产的城市开发型房企，关注陆家嘴和金融街；2)运营能力出众，扩张迅速，租金提升较快的房企，推荐新城控股，关注华润置地；3)国际合作密切，综合实力雄厚，协同效应明显的城市运营商，推荐金茂和万科；4)母公司资源丰富，后续有望资产注入的区域国资房企，关注中华、光明和上实。

③房地产细分的物管行业，1)物业服务第一梯队，头部企业在管理面积均值、业绩增速和利润率方面均占优势，如万科物业、保利物业、金地物业、招商物业（借壳中航善达）；2)国内部分地产龙头正加快进行物业板块分拆上市，登陆资本市场有助于物业板块独立运作，加快扩张步伐，对公司利润增厚和估值提升具有正面效应，推荐新城控股（关联企业新城悦 H 股已上市），关注蓝光发展（旗下物管公司嘉宝股份 H 股 IPO 已获核准）。

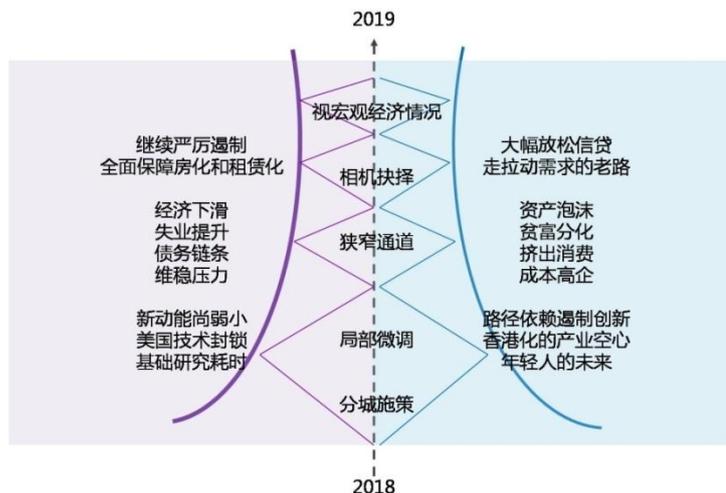
# 目录

<b>1、 政策面：“房住不炒”+因城施策，城镇化重心重回大都市</b>	<b>4</b>
1.1、“房住不炒”和“因城施策”将是房地产调控的两大核心要点	5
1.1.1、“房住不炒”是高压红线，楼市稳健运行至关重要	5
1.1.2、因城施策加强分类调控的可操作性	6
1.1.3、商业银行按揭配置意愿处于阶段高位	8
1.2、大城市放宽落户，城镇化发展重心重回都市圈	9
1.2.1、超特大城市首次出现“大幅增加落户规模”	9
1.2.2、深化“人地钱挂钩”配套政策	10
1.2.3、促进要素集聚和区域融合，都市圈协调发展	10
1.3、棚改接近尾声收缩明显，影响销售大于投资	11
1.3.1、开工量减半、货币化率降低、资金来源变化	11
1.3.2、棚改收缩对销售的影响大于对投资的影响	14
<b>2、 需求侧：预测全年商品住宅销售金额同比持平，销售面积下降 7%</b>	<b>15</b>
2.1、按揭利率下降空间有限，预测全年住房贷款余额增速为 16%	15
2.2、2019 商品住宅销售总量预判：13 万亿元，14 亿方	16
2.3、2019 分城销售结构预判：一线销售面积同比+30%	17
<b>3、 供给侧：年策观点持续印证，新开工 8%，投资 6%</b>	<b>18</b>
3.1、土地市场总量下行，一二线结构性回暖	18
3.2、2019 年新开工增速预判 8%，下半年平缓回落	20
3.2.1、待开发土地面积增速将由高位回落	20
3.2.2、开工库存水平仍在低位，出现轻微提升	21
3.2.3、预计下半年资金面维持整体均衡，资信结构分化明显	22
3.3、2019 年施工面积预判 8%，净停工收窄，竣工向好	23
3.4、2019 年房地产投资预判 6%，施工投资实质性提升	25
<b>4、 投资建议：坚守价值蓝筹，关注三大阿尔法</b>	<b>27</b>
4.1、地产行业波幅减弱，价值蓝筹估值有望提升	27
4.2、区域热点轮动，三大增长极发展提速	27
4.3、公募 Reits 渐行渐近，存量运营渐成必选	30
4.4、减管制，加资本，物管行业进入高成长阶段	32
4.5、推荐标的	34
<b>5、 风险分析</b>	<b>39</b>

## 1、政策面：“房住不炒”+因城施策，城镇化重心重回大都市

我们在 2019 年度策略《2019：千钧将一羽》中明确提出，在托底投资、维持总量相对平衡、结构转换，“房住不炒”、避免行业基本面失速的综合大前提下，2019 年在窄通道内进行结构性的逆周期调节是较好的政策选择。

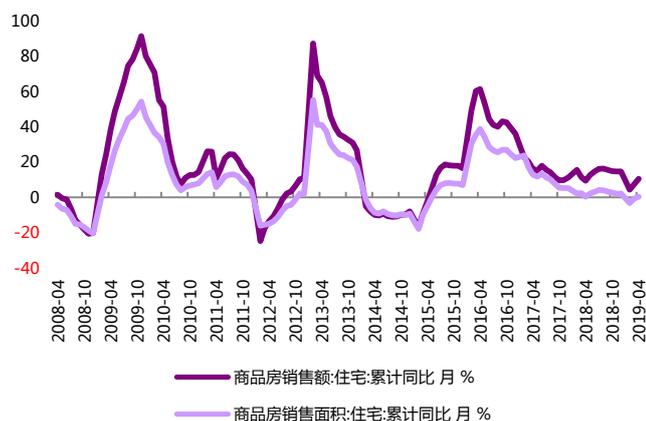
图 1：2019 年房地产政策在狭窄通道内相机抉择进行局部微调



资料来源：光大证券研究所

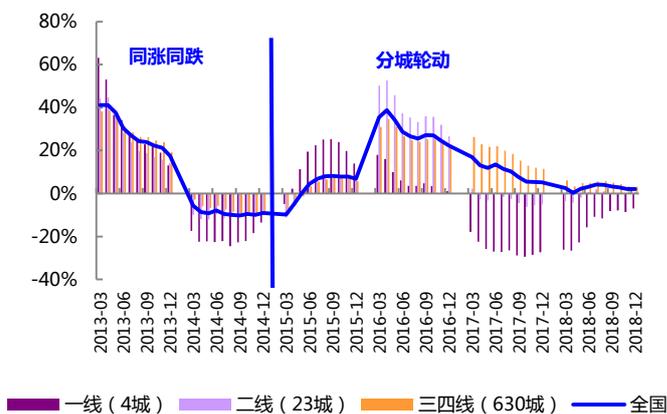
我国地域辽阔，不同区域间经济结构、发展水平、住房需求差异较大，自 2015 年“因城施策”起，房地产行业呈现出结构分化，城市轮动、周期拉长、波幅平滑的特征。

图 2：商品住宅销售金额/销售面积累计同比



资料来源：WIND

图 3：不同能级城市商品住宅销售面积同比增速



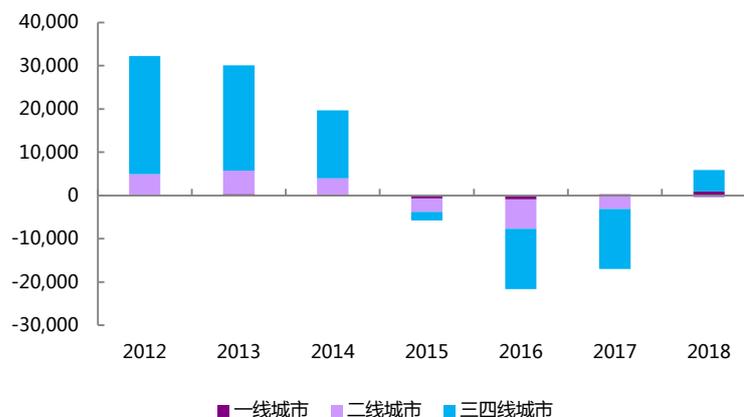
资料来源：WIND

一二线城市，前期调控严格且持续时间长，部分刚需及改善性需求存在被压制的现象；户籍改革力度加强，鼓励二胎政策催生居住条件改善需求，预计在流动性边际平稳的环境下，一二线购房信贷政策或出现边际变化，刚需及改善需求将温和释放。

三四线城市，2016-2018 年合计商品住宅销售面积超 30 亿方，开工库存合计减少 2.3 亿方，风险明显缓解，2019 年去库存政策逐步退出，棚改政

策出现较大调整，货币化安置力度减弱，棚改政策转向平稳，对于部分棚改依赖度较高、前期需求透支的低能级三四线城市，市场回调可能性较大。

图 4：各能级城市开工库存净变动（万方）



资料来源：WIND、光大证券研究所整理

## 1.1、“房住不炒”和“因城施策”将是房地产调控的两大核心要点

展望后续，“房住不炒”和“因城施策”将是房地产宏观调控的两大核心要点，将在后续较长一段时间内持续发挥指导作用。

### 1.1.1、“房住不炒”是高压红线，楼市稳健运行至关重要

2019 一季度，在发改委发布《2019 年新型城镇化重点任务》、区域热点频出、大城市放宽落户人才引进等政策、信贷宽松居民中长贷 3 月份 4600 亿创历史新高等催化下，部分一二线城市的房价和地价增长出现抬头迹象。

对此情况，住建部迅速做出政策预警，包括 4 月 19 日对一季度房价地价波动幅度较大的 6 城进行预警提示，5 月 18 日又对近 3 个月新建商品住宅和二手住宅价格指数累计涨幅较大的 4 城（佛山、苏州、大连、南宁）进行预警；5 月 17 日银保监会下发 23 号文“治乱象促合规”中对违规发放房地产类贷款做出详细说明，4 月 1 日至 5 月 20 日各地银保监局对房地产类违规贷款开出 32 张罚单；5 月 24 日人民日报海外版刊文称“坚持房住不炒，中国不会用炒房拉动经济”；5 月 29 日经参头版发文“彻底摆脱楼市路径依赖”，称当前情况下楼市稳健运行比以往任何时候都重要。

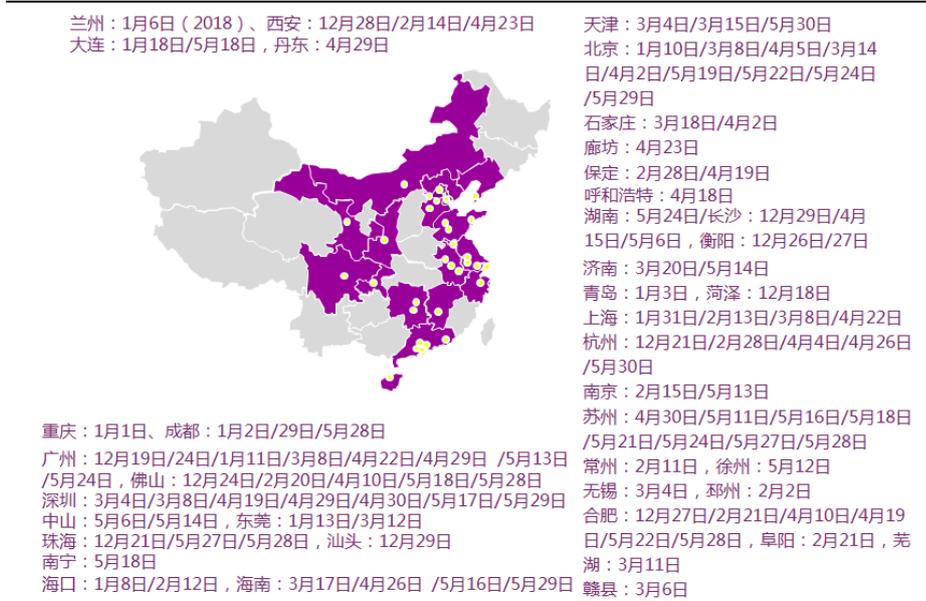
对楼市地市过热苗头反应迅速，重拳出击的典型城市当属苏州。

鉴于长三角一体化的加快推进和扎实的经济基础，2019 年一季度以来，苏州楼市地市供需两旺，成交火热，四月底房地产价格指数提高 5%，出现过热苗头；对此苏州政府相关部门在 5 月份连发三文加强调控，运用限售（高新区和工业园区）、调整学位政策、下调土地出让指导价等方式，强力遏制房价和地价上涨势头；5 月 24 日苏州市政府联合住建局、发改委、自然资源局、地产商等召开苏州房地产行业座谈会，明确如苏州楼市过热得不到控制，7 月调控将加码，包括扩大限售范围，提高非户籍购房的社保门槛等；同时明确苏州房地产长效调控机制方案已上报，2019 年房价涨幅目标 5%。

### 1.1.2、因城施策加强分类调控的可操作性

根据我们统计，2018 年底至 2019 年 5 月 31 日，以菏泽取消一二手房限售规定为起点，已有超过 60 城新出台超百次调控政策，导向有保有压；从地域看，长三角、粤港澳、京津冀（环渤海）、成渝都市圈这四大城市群发布调控政策占比超过 80%；从政策分类来看，出现次数较多的是公积金政策、落户政策及加强监管措施。

图 5：2018 年底至今全国各城因城施策政策统计



资料来源：各地方政府网站、光大证券研究所整理；截止日期：2019 年 5 月 31 日

#### 1) 公积金政策有保有压，因城施策效应明显

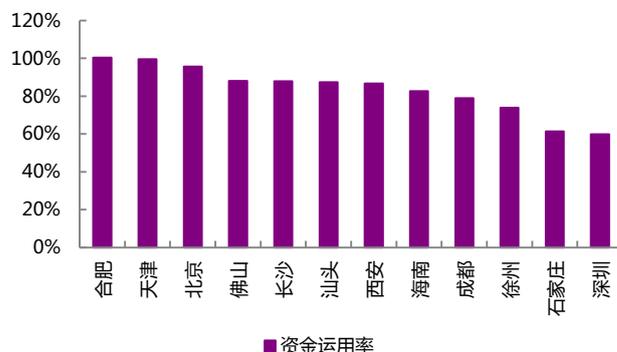
做出紧缩性调整的城市中大多数（如石家庄、合肥、长沙、西安、汕头等）的核心调整为停止公积金异地贷款，主要原因是当地公积金的资金池内资金不足，申报贷款客户多，购房贷款需求大，个贷率处于高位运行，流动性吃紧，调整政策以减少外流，首先保障本地购房需求。

图 6：2018 部分城市的公积金住房贡献率及年度变化



资料来源：各地公积金中心、光大证券研究所整理

图 7：2018 年部分城市的公积金资金运用率



资料来源：各地公积金中心、光大证券研究所整理

做出宽松性调整的城市中大多数调整核心在于扩大公积金适用范围和支持力度，用以支持住房租赁或托底楼市需求；其中包括深圳出台政策租房可提取公积金支付租金，佛山出台政策提升公积金可贷额度至 50 万且可贷

两次，海南恢复商贷转公积金并且提升贷款额度至 70 万，北京出台的公积金放宽异地购房提取，以及天津出台的职工异地公积金缴存可在本市购房等。

## 2) 抢人大战继续，放宽落户，个税减免，租赁支持

放宽落户和支持人才租赁住房的核心落脚点在于“吸引人才”，这两项相关政策占到样本总数的 22%。2019 年《国家发展改革委关于培育发展现代化都市圈的指导意见》提出放宽除个别超大城市外的城市落户限制，积极的引才措施有助于高学历人口聚集。

广州 1 月放宽引进人才的入户年龄限制，4 月份放宽高学历高级职称的落户条件，取消硕博落户社保年限，本科社保连缴半年可落户；5 月《广州市人才公寓管理办法（公开征求意见稿）》提出 5 类人才可申请广州市本级人才公寓，未设置收入限制；2018 年广州常住人口增加 40.6 万人，连续两年增量突破 40 万。

杭州在 5 月 29 日宣布人才落户新政细则，大专学历人才引进落户仅需要满足两个条件：35 周岁以下，在杭州工作并由用人单位正常缴纳社保；取消了原本对于大专学历两年社保的限制和紧缺专业大专人才方可落户的要求。

深圳为吸引境外高科技人才“放大招”，5 月 25 日深圳副市长王立新在 2019 未来论坛深圳技术峰会上表示，“在境外人才引进政策上，来粤港澳大湾区工作的短缺人才将享受 15% 的个人所得税减免优惠。“100 万年薪个税，将会从 45 万减至 15 万”，显示了深圳乃至粤港澳大湾区吸引人才的决心。

其他城市的相关举措包括：苏州和南京分别对人才购房租房给予折扣和补贴，其中南京发布企业博士安居办法，企业博士租赁公租房等可享受 3 年租金全免；北京加强人才住房保障，放宽申请限制，在北京有住房但距离申请人工作单位超过 15 公里的，也可申请人才公租房；西安、海南、常州取消了高校毕业生的落户限制，石家庄出台《关于全面放开我市城镇落户限制的实施意见》全面放开落户。

## 3) 各地市场冷热不均，限制性政策松紧各异

“限购、限价、限贷、限售”等限制性政策是房地产政策调控的常见发力点。近期各地市场冷热不均，限制性政策松紧各异。

增强限制性政策力度的城市基本集中在短期过热区域内，或以部分特定人群为前提。如海口暂停向企业出售商品住宅，4 月 22 日后入籍家庭限购一套；杭州主城区土地挂牌限价下调，溢价率达 30%（原 50%）时锁定限价竞自持/配建；丹东非户籍限购 1 套，二手房五年限售；苏州高新区和工业园区二手房限售，9 年一学位（原为 5 年），下调土地出让最高限价，明确苏州所有项目预售备案价不得超过 4 万元/平，单个区域内新备案价格不得超过目前同类在售项目最高备案价格等；这些区域近期都出现市场快速回暖。

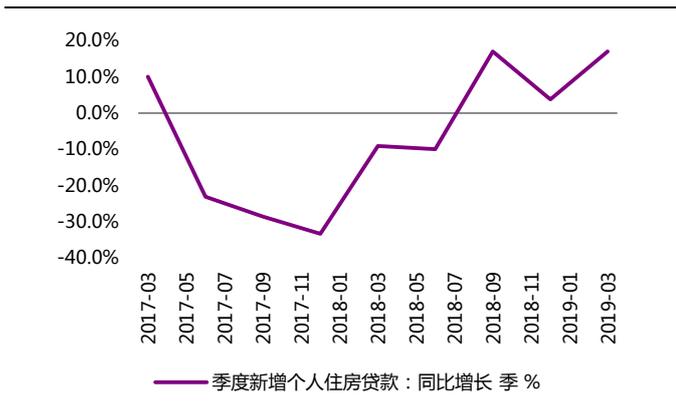
放宽限制性政策的城市多集中在三四线或个别二线城市的远郊区域。如山东菏泽取消限售、安徽阜阳取消土地限价、珠海非户籍购房人员社保缴纳年限降低至 1 年内、放开港中山东台和外籍人士购房，南京高淳区放松限购（凭居住证和劳动合同即可购房）；另外邳州禁止个别楼盘降价、赣州停止特价房销售等，均属于稳市场稳房价的托底性政策，侧面印证部分区域的房地产市场当前已面临较大下行压力。

### 1.1.3、商业银行按揭配置意愿处于阶段高位

整体来看，当前商业银行对购房按揭贷款配置意愿处于阶段性高位，个人新增住房贷款余额及居民中长贷增速持续提升，首套房和二套房的按揭贷款利率均持续回落，首套房二成首付比例提升，放款周期缩短。

按季新增个人住房贷款同比增速从2017年底的-33%提升至2019年一季度的17%，居民新增中长贷累计同比增速从2018年4月的-14%提升至2019年4月的9.3%。

图 8：新增个人住房贷款增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：新增居民中长贷累计增速

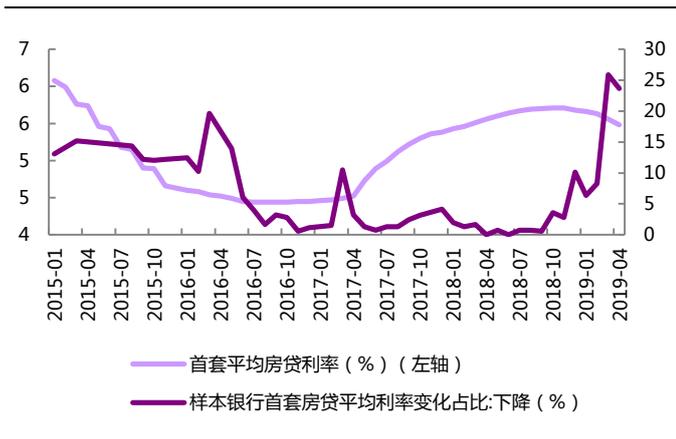


资料来源：Wind，光大证券研究所

首套平均房贷利率从2018年11月的5.71%回落至2019年4月的5.48%；2019年3月份以来样本银行首套房贷平均利率下降占比迅速提升，3月和4月分别为25.89%和23.64%，同口径数据2018年底仅为10.13%。

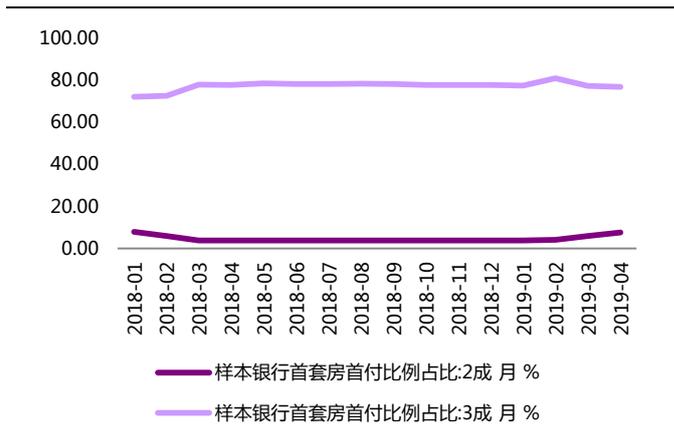
首付比例方面，样本银行首套房二成首付比例占比略微提升，自2018年底的3.75%边际回升至2019年4月的7.5%；

图 10：全国首套房贷平均利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

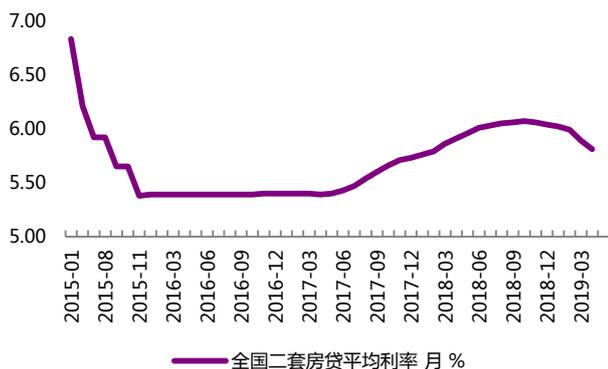
图 11：样本银行首套房首付比例变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

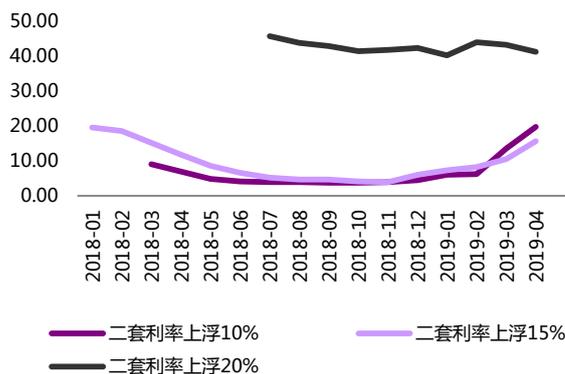
二套房平均贷款利率从2018年10月的6.07%回落至2019年4月的5.81%；样本银行中二套房按揭利率上浮10%和15%的比例出现明显提升，分别从2018年底的4.5%和6%，提升至19.7%和15.6%；上浮20%的比例出现下降。

图 12: 全国二套房贷平均利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 13: 二套利率上浮 10%、15%和 20%的比例变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

## 1.2、大城市放宽落户，城镇化发展重心重回都市圈

自 2016 年发布《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》以来，发改委连续 3 年部署推进当年重点任务，4 月 8 日印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》，延续了“以促进人的城镇化为核心、提高质量为导向的新型城镇化战略，突出抓好在城镇就业的农业转移人口落户工作，推动 1 亿非户籍人口在城市落户，常住人口和户籍人口城镇化率均提高 1 个百分点以上”的总体要求；对比 2018 年，在“大城市户籍政策改革”、“人地钱挂钩”配套、“优化城镇化形态布局”三方面，2019 年的重点任务有较为明显的调整。

### 1.2.1、超特大城市首次出现“大幅增加落户规模”

本次文件指出“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”。对比 2017、2018 年相关表述，II 型及以上城市落户条件均有放宽，其中超大特大城市首次出现“大幅增加落户规模”。

表 1: 近年来新型城镇化顶层政策文件及落户政策相关表述

年度	发布单位	文件及政策相关表述
2014	国务院	《国家新型城镇化规划 ( 2014-2020 年 ) 》
2016	国务院	《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》
2016	国务院	《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》
2018	发改委	《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的 通知》 1) 中小城市和建制镇要全面放开落户限制 2) 大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，II 型大城市不得实行积分落户 3) I 型大城市积分落户大幅提高社保和居住年限权重，鼓励取消年度落户数量限制 4) 超大城市和特大城市制定差别化落户条件，探索区域间转移积分和转户籍通道
2019	发改委	《2019 年新型城镇化建设 重点任务》 1) 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 2) 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，全面取消重点群体落户限制 3) 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

资料来源: 国务院、发改委、光大证券研究所

### 1.2.2、深化“人地钱挂钩”配套政策

相较于新型城镇化纲领性文件以及 2018 年的重点建设任务，本次文件进一步完善了“人地钱挂钩”配套政策的思路。

财政支持政策方面，“在安排中央和省级财政转移支付时更多考虑农业转移人口落户数量，2019 年继续安排中央财政奖励资金支持落户较多地区。”

土地供给方面，“在安排各地区城镇新增建设用地规模时，进一步增加上年度农业转移人口落户数量的权重，探索落户城镇的农村贫困人口在原籍宅基地复垦腾退的建设用地指标由输入地使用。”

基建配套方面，“落实中央基建投资安排向吸纳农业转移人口落户数量较多城镇倾斜政策，完善财政性建设资金对吸纳贫困人口较多城市基础设施投资的补助机制。”

### 1.2.3、促进要素集聚和区域融合，都市圈协调发展

2014 年发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》和 2016 年发布的《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》是我国城镇化两份纲领性文件，其中明确以城市群作为新型城镇化的主体形态。

在确定的“19+2”城市群中，除长三角和珠三角城市群相对成熟外，其余城市群基本处于培育和发展阶段，“城市间交通一体化水平不高、分工协作不够、低水平同质化竞争严重、协同发展体制机制不健全等问题依然突出。”

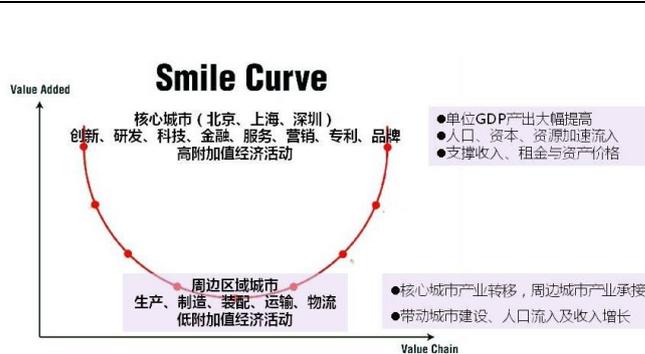
针对这一问题，2019 年新型城镇化重要任务中强调继续“深入推进城市群发展”的同时，要“探索建立中心城市牵头的都市圈发展协调推进机制”，目前的新型城镇化框架格局形态已基本落定，即“要素集核中心城市-1 小时通勤都市圈-内部协调发展的城市群”。未来超大特大城市要推动产业和人口向 1 小时通勤圈扩撒；大城市要增强要素集聚，发挥规模效应和辐射带动作用；中小城市发展要分类施策，都市圈内和潜力型中小城市要提高产业支撑能力、公共服务品质，促进人口就地就近城镇化；收缩型中小城市要瘦身强体，转变惯性的增量规划思维，严控增量、盘活存量，引导人口和公共资源向城区集中。

图 14：中国主导空间结构展望



资料来源：同济大学《中国主导空间结构展望 2040》

图 15：都市圈内微笑曲线的产业链分工示意图



资料来源：光大证券研究所

我们在 2016 年行业深度《城市化下半场 房地产模式转变和价值重构》中明确提出，未来经济发展将从“一线城市、二线城市、三四线城市”城市层级划分的方式转变为“京津冀城市群、长三角城市群、珠三角城市群、长江中游城市群、成渝城市群”等区域增长极划分方式，增长极内的一线、二线、三四线乃至广农村农村地区，都将随着资源要素的不断聚集，迎来不同程度和不同模式的增长。

我们在 2018 年度策略《四大红利与房企进化》中提出，由于都市圈核心城市的产业升级和产业转移，使都市圈周边三四线卫星城市迎来难得的产业承接机遇，带动城市建设、人口流入及收入增长。核心城市聚焦创新、创意、研发等高附加值经济活动，周边城市承担制造、装配、仓储等职能，优势互补，在产业价值链“微笑曲线”中进行分工协作。

综合来看，大都市圈将加快聚集人口（大城市落户进一步放宽）、土地指标（建设用地人口挂钩、宅基地腾退）、资金投向（财政转移支付挂钩，社会资本参与）等核心要素。中长期展望，一二线城市以及都市圈内三四线卫星城市均受益于新型城镇化顶层设计，购房需求具备支撑；短期来看，由于一线城市落户门槛和居住成本仍较高，都市圈内二线城市要素集聚的边际弹性更为明显，城市发展和人口聚集将明显提速。

### 1.3、棚改接近尾声收缩明显，影响销售大于投资

2016-2018 年间，我国棚改开工量分别达到 606 万套、609 万套及 626 万套，完成投资额分别达到 1.48 万亿、1.84 万亿、1.74 万亿，目前全国累计已有 1 亿多棚户区居民“出棚进楼”。2019 年，棚改收缩明显，主要体现在开工量、货币化率和资金来源三方面；截止今年末，全国棚改进程接近尾声，累计总量超过 3600 万套，达到目标值 86% 左右的水平。

#### 1.3.1、开工量减半、货币化率降低、资金来源变化

##### 1) 政府发布的计划开工量减半

2019 年 4 月财政部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，全国棚改计划开工 285 万套，较 2018 年计划开工量下降 51%，较 2018 年实际开工量下降 54%。

根据我们不完全统计，2019 年共有 21 个省及直辖市的棚改计划开工量同比下降，14 个省及直辖市降幅超过 50%，其中降幅较大的有：贵州计划开工量从 2018 年的 38.54 万套下降至 2019 年的 7.6 万套（-80%），山东从 84.3 万套下降至 21 万套（-75%），山西从 12.52 万套下降至 3.5 万套（-72%），湖南从 27.76 万套下降至 8 万套（-71%），河南从 50 万套下降至 15 万套（-70%）。

表 2：2018-2019 年省及直辖市棚改计划开工和实际开工情况

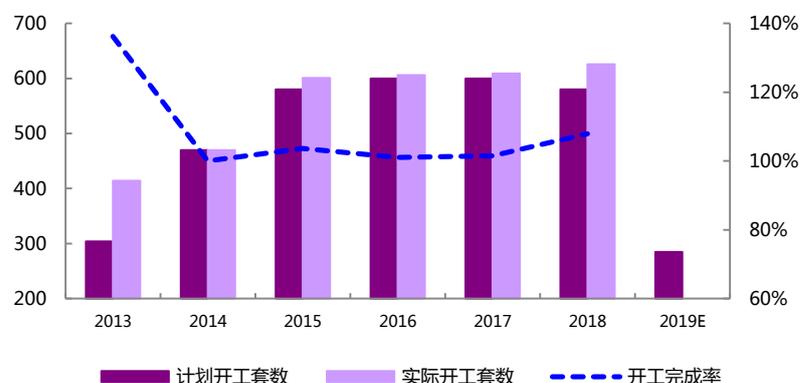
省及直辖市	2018 年计划 (万套)	2018 年实际 (万套)	2018 年 完成率	2019 年计划 (万套)	较 2018 年计 划变动
广西	9.00	9.1	101%	12.0	33%
辽宁	6.27	6.3	100%	7.7	23%
陕西	20.20	20.3	100%	9.8	-51%
重庆	5.40			5.95*	

江苏	21.50	25.6	119%	22.0	2%
浙江	18.20	40.6	223%	18.3	1%
江西	27.80	27.8	100%	27.8	0%
湖北	24.14	24.0	99%	9.1	-62%
河北	23.00	23.5	102%	12.0	-48%
福建	4.30	4.5	105%	6.4	48%
广东	2.60	3.5	133%	3.2	23%
甘肃	23.22	23.2	100%	18.3	-21%
安徽	28.18	29.4	104%	21.5	-24%
海南	1.36	1.5	113%	0.9	-38%
四川	25.50	25.5	100%	15.0	-41%
西藏	3.50	3.5	100%	1.9	-46%
北京	2.36	3.4	145%	1.2	-51%
吉林	9.53	9.5	100%	3.5	-64%
青海	3.05	3.1	100%	1.0	-67%
天津	2.00	2.2	109%	0.7	-68%
新疆	47.10	47.1	100%	14.7	-69%
河南	50.00	66.3	133%	15.0	-70%
山西	12.52	12.8	102%	3.5	-72%
山东	84.30	85.2	101%	21.0	-75%
贵州	38.54	39.8	103%	7.6	-80%
黑龙江		13.0		2.4	
湖南	27.76	28.1	101%	8.0	-71%
云南	13.93	13.9	100%	>10	
内蒙古	14.10	14.2	101%	5.3	-63%
宁夏	2.90	3.0	103%	0.8	-74%
全国	580.00	626.0	108%	285.0	-51%

资料来源：财政部，住建部，各地方政府网站，Wind，光大证券研究所  
注：\*数字为 2019-2020 年计划平均值

根据住建部普查数据，截止 2012 年末全国城市和建制镇中，各类棚户区、危房、不成套住房约 4200 万户。2013 年-2018 年，全国棚改实际完成 3326 万套，加上 2019 年 285 万套（计划），截止今年末全国棚改进程将超过 3600 万套，达到目标值 86%左右的水平，接近尾声。

图 16：2013-2019 年全国棚改计划开工及实际完成情况



资料来源：Wind，住建部，光大证券研究所；单位：万套

### 2) 货币化安置比例降低，实物安置比例重新提升

2015 年之前，棚改工程主要以实物安置为主，对于房地产投资的直接影响相对明显。2015 年 6 月国务院首次提出“积极推进棚改货币化安置”后，货币化安置比例出现大幅提升。根据住建部数据，2013-2016 年棚改货币化安置比例分别为 7.9%、9%、29.9%、48.5%；我们不完全统计 2017-2018 年货币化安置比例约为 60%和 45%。

由于棚改货币化安置需求的直接拉动作用，2016-2017 年部分三四线房价快速上涨，引发高层关注。2017 年 11 月住建部、国开行和农发行联合印发《关于进一步加强棚户区改造项目和资金管理的通知》，对于商品住房库存不足和房价上涨压力较大的地方，仍主要采取货币化安置的新开工棚改项目，国开行和农发行的棚改专项贷款不予支持。

2018 年下半年起，货币化安置政策口径逐步出现调整。

2018 年 7 月，住建部座谈会指出“商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地方，应及时调整棚改安置政策，采取新建棚改安置房的方式；商品住房库存量较大的可继续推进棚改货币化”；2018 年 8 月，住建部会同六部委发文明确“商品住宅消化周期 15 个月以下市县，应控制货币化安置比例，提高实物安置比例”。

根据政策导向调整，我们预计 2019 年全国棚改货币化安置比例将出现明显下降。

### 3) 棚改主要资金来源逐步转向地方专项债

2018 年之前，棚改资金来源主要包括地方公共财政支出、城投债、政策性银行贷款等，2018 年起逐步开始试行棚改专项债；2018 年 10 月 25 日，住建部副部长倪虹曾在北京主持召开部分省市座谈会，明确政府购买棚改服务模式取消，2019 年新开工棚改项目以发行专项债券为主。

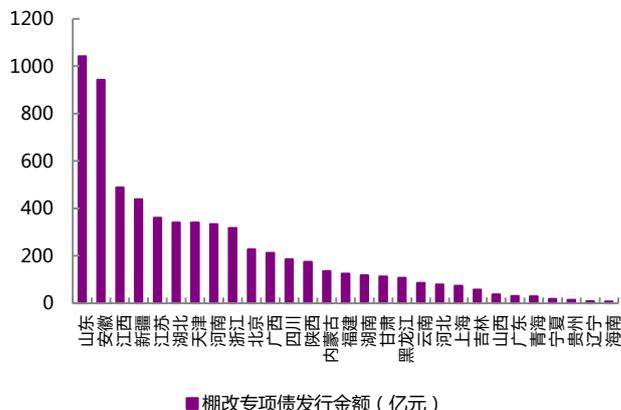
Wind 数据显示，2018 年地方政府共发行棚改专项债约 3156 亿元（主要集中在下半年），2019 年截止 6 月 3 日约发行 3293 亿元；其中安徽省发行超过 900 亿，山东省发行超过 1000 亿。

图 17：2018 至今棚改专项债发行金额（按月统计）



资料来源：Wind，财政部，光大证券研究所

图 18：各省市棚改专项债累计发行金额



资料来源：Wind，财政部，光大证券研究所；截止 2019.6.3

### 1.3.2、棚改收缩对销售的影响大于对投资的影响

综合上述，计划开工规模大幅缩减、货币化安置比例下降、主要资金来源转变的三方面影响，预计 2019 年棚改对于房地产销售和投资的拉动作用将减弱，其中对销售的影响相对较大，对投资影响相对较小（实物安置对开工和投资仍具有一定的拉动作用）。

#### 测算假设前提

- 1、2017-2019 年棚改货币化安置比例降低，分别为 60%、45%、25%
- 2、棚改货币化家庭购房比例为 30%，货币化安置套均面积约 90 平米
- 3、棚改货币化安置套均投资较实物化安置套均投资溢价 30%
- 4、2019 年全国房地产销售和 investment 数据为我们预估（详见后）
- 5、定量模型未计入货币化安置对于房地产投资的间接推动作用

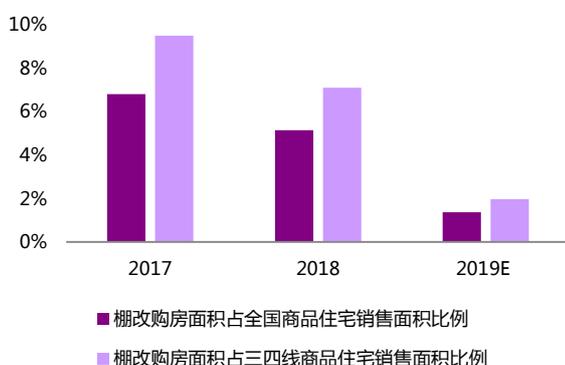
表 3：棚改对于房地产销售和投资的定量影响测算

	2017	2018	2019E
计划棚改套数（万套）	600	580	285
实际棚改套数（万套）	609	626	285
货币化安置比例	60%	45%	25%
棚改货币化安置套数（万套）	365	282	71
新增购房套数（万套）	110	85	21
新增购房面积（万平方米）	9866	7606	1924
全国商品住宅销售面积（万方）	144789	147929	141283
三四线商品住宅销售面积（万平方米）	103824	107012	97962
<b>棚改购房面积占全国商品住宅销售面积比例</b>	<b>6.81%</b>	<b>5.14%</b>	<b>1.36%</b>
<b>棚改购房面积占三四线商品住宅销售面积比例</b>	<b>9.50%</b>	<b>7.11%</b>	<b>1.96%</b>
棚改投资完成额（万亿）	1.84	1.74	0.75
货币化安置资金（万亿）	1.22	0.90	0.23
实物安置投资（万亿）	0.62	0.84	0.52
全国房地产投资完成额（万亿）	10.98	12.03	12.75
<b>实物安置投资占房地产投资比例</b>	<b>5.68%</b>	<b>7.02%</b>	<b>4.11%</b>

资料来源：住建部、光大证券研究所预测

我们测算 2019 年棚改货币化安置购房面积占比约 1.36%，对比 2017、2018 年分别为 6.81%、5.14%；2019 年棚改实物安置投资占比约 4.11%，对比 2017、2018 年分别为 5.68%、7.02%。

图 19：棚改购房面积占比



资料来源：住建部、光大证券研究所测算

图 20：棚改实物安置投资占比



资料来源：住建部、光大证券研究所测算

## 2、需求侧：预测全年商品住宅销售金额同比持平，销售面积下降7%

### 2.1、按揭利率下降空间有限，预测全年住房贷款余额增速为16%

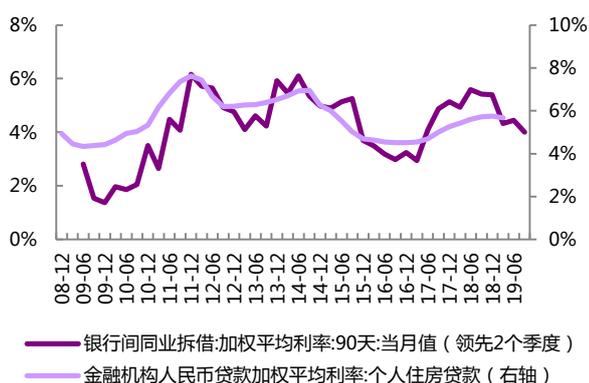
#### 1) 从资金价格来考量，预计按揭利率延续下降趋势但空间有限

得益于央行对流动性的呵护，2019年初至今90天银行间同业拆借加权平均利率（下简称“90天同业利率”）整体仍处于下行区间。根据光大证券研究所银行组预测，下半年资金利率难有大幅上行空间，有望保持当前低位平稳水平。

融360数据显示2019年4月全国首套房贷平均利率约5.48%，环比下降0.08pc，连续5个月环比回落；全国二套房贷平均利率约5.81%，环比下降0.07pc，连续6个月环比回落。

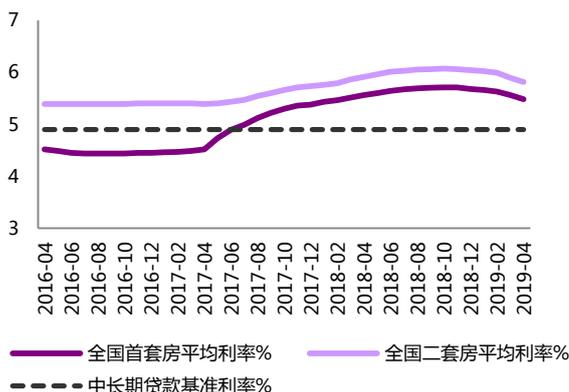
综合来看，短期内我们预计按揭利率延续下降趋势；但在银保监会下发23号文“治乱象促合规”以及“房住不炒”大前提下，我们认为按揭利率后续下行空间相对有限；因城施策路径下，不同城市/区域或将出现差异化的住房信贷利率变动策略。

图 21：90 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 22：全国首套和二套房贷平均利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

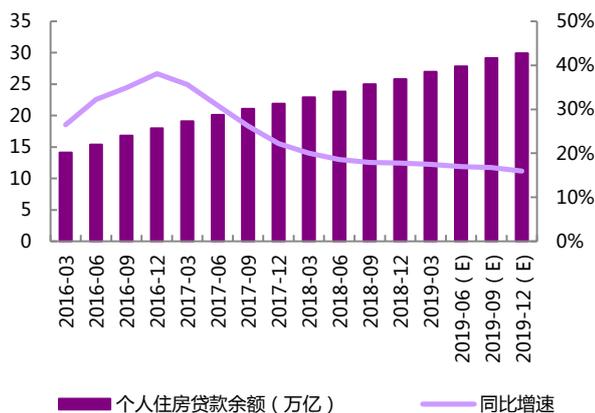
#### 2) 从住房信贷资金量来考量，预测全年住房贷款余额增速至16%

从存量来看，2018年全国个人住房贷款余额约25.8万亿，同比增长17.8%，对比2015-2017年分别为23.9%、38.1%、22.2%；从增量来看，2018年新增全国个人住房贷款3.9万亿，与2017年持平。

2019年Q1，新增全国个人住房贷款1.2万亿，同比增长17%，季度增速环比反弹较为明显；2019年1-4月，新增居民中长期贷款1.8万亿，同比增长9.3%，对比2018年全年水平（-6.6%）亦存在较明显回升。

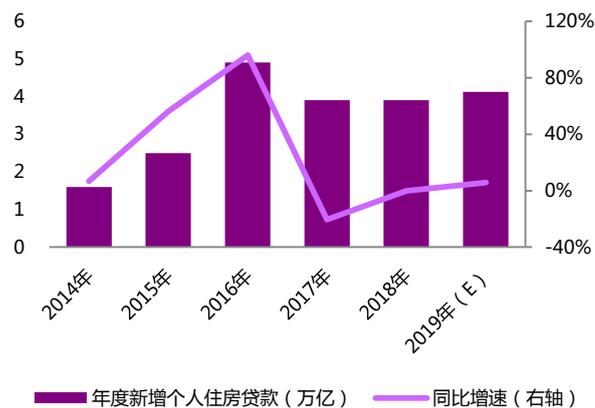
展望全年，我们预计商业银行对居民按揭资产配置意愿仍在高位，但下半年增幅相对趋缓。在2018年基数作用下，我们预计2019年个人住房贷款余额同比增速小幅放缓至16%，对应全年新增个人住房贷款同比增长6%。

图 23：个人住房贷款余额及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 24：年度新增个人住房贷款及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 2.2、2019 商品住宅销售总量预判：13 万亿元，14 亿方

2019 年 1-4 月，全国商品住宅销售面积、销售均价、销售金额同比增速分别为-4.5%、+8.0%、+3.1%。因城施策深化，信贷平稳增长，开发商加快推盘供货，一二线城市购房需求集中释放，四因素共同作用 3 月和 4 月的销售反弹。对此我们在 2019 年 5 月 16 日发布的《年策观点继续印证，房企经营杠杆提升——2019 年 1-4 月国家统计局房地产数据点评》中有详细阐述。

展望全年，政策面窄幅通道内结构性微调，“房住不炒”和因城施策共同作用，楼市地市稳字当头，供需共振下，预计一二线楼市销售将保持复苏态势，而部分棚改减弱和需求透支的低能级城市拖累作用将逐步显现。我们预测 2019 年全国新建商品住宅销售额约 12.7 万亿元，与 2018 年持平(2018 年销售额增速为+14.7%)；销售面积约 13.7 亿方，同比下降 7.3% (2018 年为+2.2%)；销售均价约 9228 元/平方米，同比增长 8%；在 2018 年基数作用下全国商品住宅销售增速或于 Q3 见底。

### 测算假设前提：

- 1、2019 年的个人住房贷款年度增速为 16%
- 2、2019 年个人住房贷款余额久期（全国平均）为 13 年
- 3、2019 年的公积金贷款金额与 2018 年持平，为 9535 亿元
- 4、2019 年的居民购房杠杆维持在 34%的水平
- 5、2018 年和 2019 年二手房销售增速分别为 12%、25%

表 4：购房信贷支持数据和商品住宅销售总额预判

	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)		存量住宅 (二手)		一二手比例
							销售额	增速	交易额	增速	
单位	%	万亿	亿元	万亿	%	万亿	万亿	%	万亿	%	倍
2017 年	22.2%	21.90	9535	6.24	37%	16.82	11.02	11.3%	5.80	-16.1%	1.90
2018 年	17.8%	25.80	9535	6.54	34%	19.14	12.64	14.7%	6.50	12.1%	1.94
2019 年(E)	16.0%	29.93	9535	7.07	34%	20.78	12.66	0.1%	8.13	25.0%	1.56

资料来源：WIND，链家，光大证券研究所预测

表 5: 全国商品住宅销售金额、销售面积、销售均价及增速预测

	全国商品住宅 销售金额	全国商品住宅 销售金额增速	全国商品住宅 销售面积	全国商品住宅 销售面积增速	全国商品住宅 销售均价	全国商品住宅 销售均价增速
单位	万亿	%	亿平方米	%	元/平方米	%
2017 年	11.0	11.3%	14.5	5.3%	7614	5.7%
2018 年	12.6	14.7%	14.8	2.2%	8544	12.2%
2019 年 1-4 月	3.4	10.6%	3.7	0.4%	9205	10.2%
2019 年(E)	12.7	0.1%	13.7	-7.3%	9228	8.0%

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

### 2.3、2019 分城销售结构预判: 一线销售面积同比+30%

展望全年, 我们预测一线 4 城商品住宅销售面积同比+30%, 销售均价同比+12%, 销售金额同比+45.6%; 二线 23 城商品住宅销售面积同比+10%, 销售均价同比+8%, 销售金额同比+18.8%; 三四线 630 城商品住宅销售面积同比-14.5%, 销售均价同比-4.3%, 销售金额同比-18.2%。

表 6: 不同能级城市商品住宅销售面积及同比增速

	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%
2018	3571	-7.0%	37346	0.6%	107012	3.1%
2019E	4643	30.0%	41081	10.0%	91448	-14.5%

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

表 7: 不同能级城市商品住宅销售金额及同比增速

	一线 (4 城)		二线 (23 城)		三四线 (630 城)	
	销售金额 (亿元)	同比 (%)	销售金额 (亿元)	同比 (%)	销售金额 (亿元)	同比 (%)
2017	10365	-24.3%	37930	5.0%	61945	25.8%
2018	11468	10.6%	42911	13.1%	72013	16.3%
2019E	16698	45.6%	50978	18.8%	58900	-18.2%

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

表 8: 不同能级城市商品住宅销售价格及同比增速

	一线 (4 城)		二线 (23 城)		三四线 (630 城)	
	销售价格 (元/平)	同比 (%)	销售价格 (元/平)	同比 (%)	销售价格 (元/平)	同比 (%)
2017	26999	4.3%	10217	10.5%	5966	12.9%
2018	32113	18.9%	11490	12.5%	6729	12.8%
2019E	35967	12.0%	12409	8.0%	6441	-4.3%

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

- 1、参考统计局 40 个大中城市定义定义一线、二线、三四线
- 2、一线城市: 北京、上海、广州、深圳; 二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄; 三四线城市除一线和二线以外的其他城市
- 3、根据住建部《2016 年城乡建设统计公报》显示, 截止 2016 年全国设市城市 657 个

### 3、供给侧：年策观点持续印证，新开工 8%，投资 6%

2019 年度策略《千钧将一羽》供给侧观点简要回顾：

预计 2019 年房地产行业供给侧保持较强韧性，得益于待开发土地高增、显性库存低位、资金面改善以及存量变现策略，新开工增速有望保持较高水平，预计 6-8%；相对积极的开复工意愿推动施工增速持续提升，预计 7-8%；竣工向好是速度问题而非方向问题，预计-5%；土地购置费和施工类投资此消彼长，房地产投资平缓下行“质量”提升，预计 4-6%。

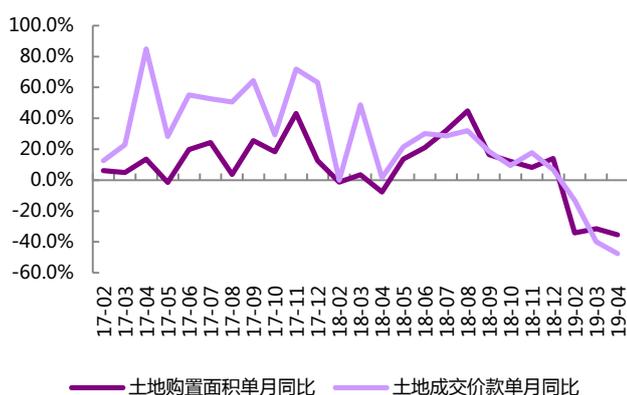
#### 3.1、土地市场总量下行，一二线结构性回暖

总量来看，2019 年至今全国土地成交降温明显。

300 城来看，CRIC 数据显示 2019 年 1-4 月 300 城经营性用地成交建筑面积共 61929 万平方米，同比下降 5.2%。

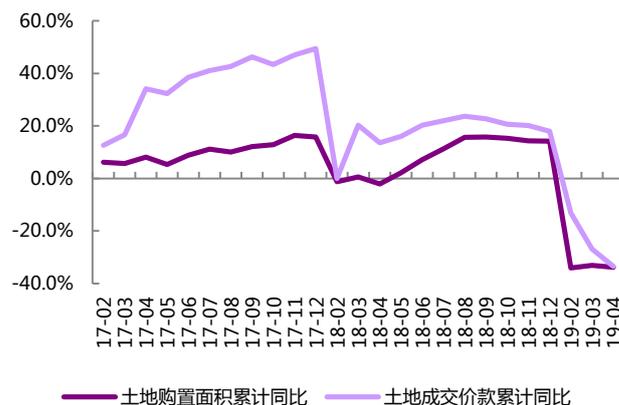
全国来看，2019 年 1-4 月全国土地购置面积 3582 万方，同比-33.8%，对比 2018 年全年水平为+14.2%；全国土地成交价款 1590 亿元，同比-33.5%，对比 2018 年全年水平为-33.5%。

图 25：全国土地购置面积和土地成交价款单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 26：全国土地购置面积和土地成交价款累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

结构来看，2019 年至今一二线土地市场成交供需两旺，主要原因包括：

- 1) 近期行业资金面受益于流动性整体平稳，融资改善，部分较高等级大中型房企的资金成本下降，AAA 和 AA+ 的房地产债超额利差持续下降。
- 2) 长时间需求压制后核心一二线城市基本面迎来底部复苏，一线城市土地供给提升明显。
- 3) 新型城镇化进一步明确，大城市落户限制放宽，都市圈核心城市长期发展前景向好。

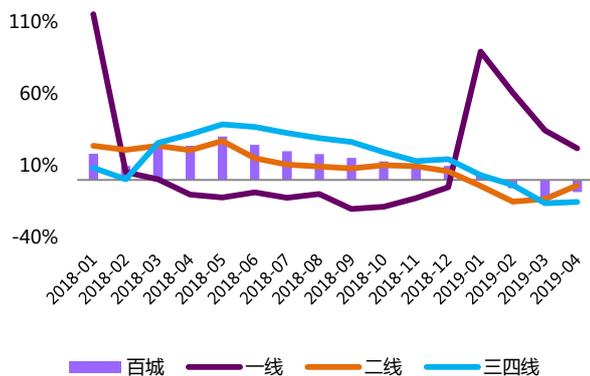
一线城市土地市场 2019 年 1 月成交建筑面积同比大幅增长 89%，成交结构中租赁住房占比提升，成交均价下降，成交总价涨幅落后于成交建面涨幅；截止 2019 年 4 月一线城市成交建面累计同比增长 22%，成交总价累计同比增长 3.4%，成交均价累计同比下降 15%。

5月下旬以来，北上广深土地挂牌量提升明显。北京5月24日挂出3宗土地总起始价105.68亿元，建设用地面积合计约22万平；上海6月份预计出让9幅地块合计金额超百亿元；深圳将于6月24日出让5宗居住用地，起始总价为154亿元。

二线城市土地市场在2019年4月出现了反弹，价量齐升，单月二线城市成交总价、成交建面、成交均价分别同比增长92%、33%、45%；1-4月二线城市成交建面累计同比下降4%，成交总价增长5%，成交均价增长9%。

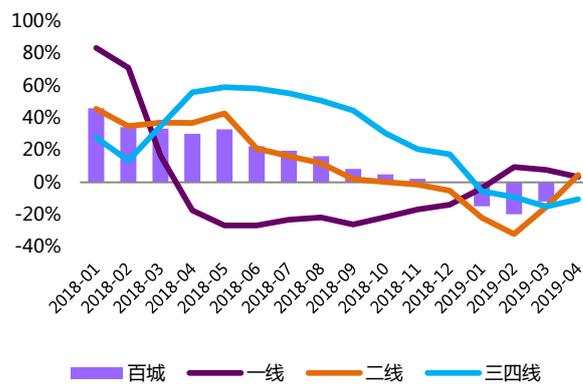
三四线城市土地市场成交面积下降明显。截止2019年4月，百城三四线城市成交建面同比下降15%，成交总价同比下降11%。

图 27：百城土地成交规划建筑面累计同比



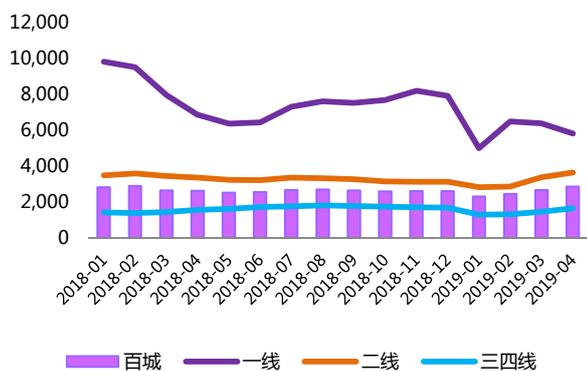
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 28：百城土地成交总价累计同比



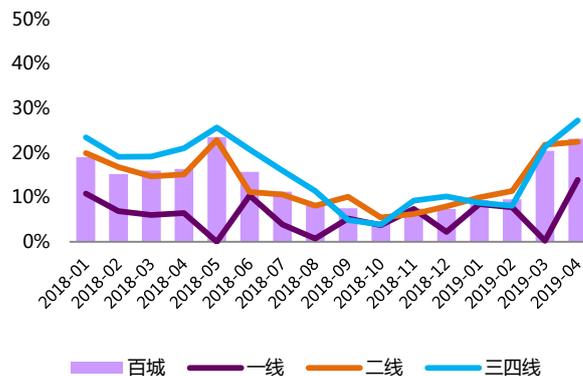
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 29：百城土地累计成交均价（元/平方米）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 30：百城土地成交单月溢价率

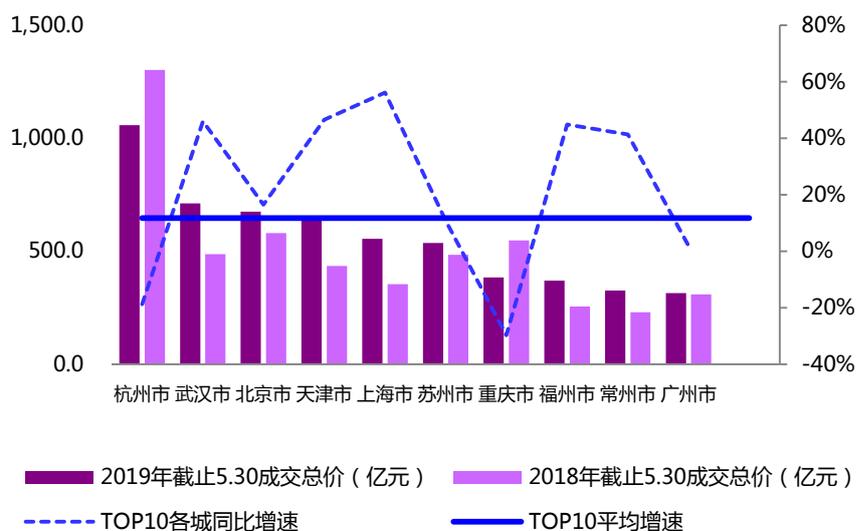


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

Wind 数据显示，2019 年截至 5 月 30 日土地成交金额（仅统计住宅用地和商服用地）超过百亿元的城市有 32 个，超过 300 亿元的 11 个，超过 500 亿元的 6 个。

统计口径内成交金额 TOP10 城市为杭州、武汉、北京、天津、上海、苏州、重庆、福州、常州、广州；平均增速为 11.7%，最高增速为上海 56%。

图 31：截止 2019.5.30 土地成交金额（住宅和商服类）TOP10 城



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

展望后续，我们认为在行业整体政策面未出现大幅宽松预期的情况下，总量层面的土地购置增速仍会处于低位；但结构层面的分化将会非常明显；房企融资改善，大城市放宽落户，一线城市土地供给放量，大都市圈发展预期明确，三四线的棚改政策收缩，都将促使房企将更多资源投向都市圈内的一二线城市，我们认为下半年一二线城市土地市场回暖将持续。

### 3.2、2019 年新开工增速预判 8%，下半年平缓回落

2019 年 1-4 月，全国房屋新开工面积同比增长 13.1%，较 2018 年全年水平（+17.2%）下降 4.1pc，绝对水平仍处于相对高位。

展望下半年，在待开发土地增速、销售面积增速、库存增速、资金面的综合分析框架下，结合 2018 年新开工基数表现，我们维持 2019 年度策略看法，预计 2019 年全国房屋新开工面积增速在 8% 左右，全年房屋新开工面积约 22.6 亿方。

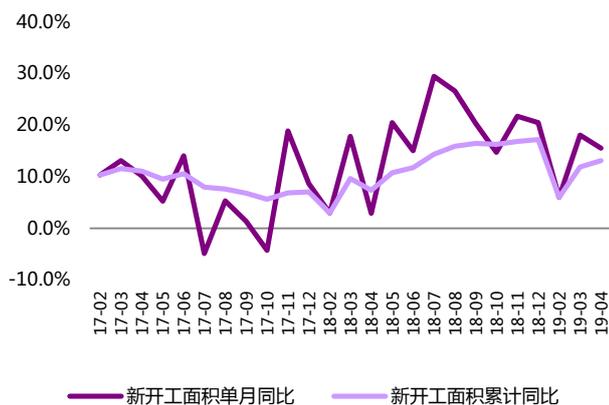
#### 3.2.1、待开发土地面积增速将由高位回落

我们在 2019 年度策略中明确提出，2018 年末全国待开发土地面积约 4.6 亿方，同比增长 27.6%，年度增速为 2007 年以来最高水平；结合 2018 年央行持续降准，资金面改善，共同推动 2018 年新开工增速的快速提升。

我们在前期多篇报告中反复强调，在“房住不炒”和待开发土地规模仍在高位的前提下，2019 年房企开发更偏重于存量资源变现和结构性重点区域的资源获取，而非大规模的全国增量资源获取，2019 年 1-4 月全国土地购置面积同比下降 33.8%。

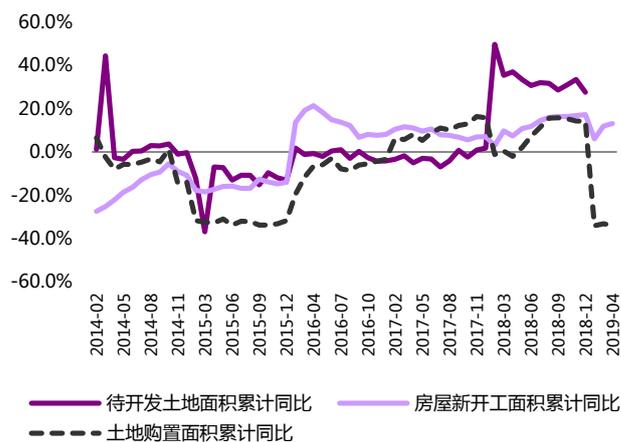
基于土地购置回落幅度较大，同时结合新开工规模的提升，我们认为后续待开发土地面积增速大概率由高位回落，对新开工的支撑作用将逐步减弱。

图 32：全国房屋新开工面积单月同比及累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 33：待开发土地、土地购置、房屋新开工累计同比

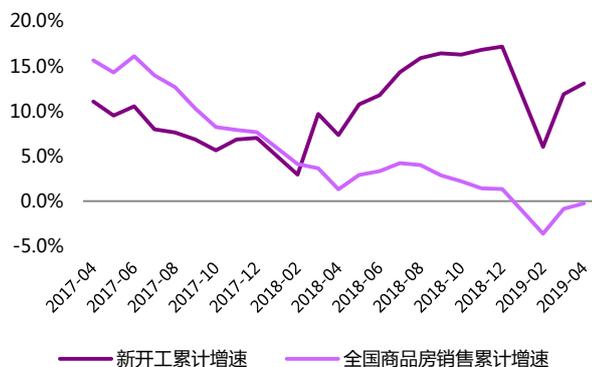


资料来源：WIND，光大证券研究所

### 3.2.2、开工库存水平仍在低位，出现轻微提升

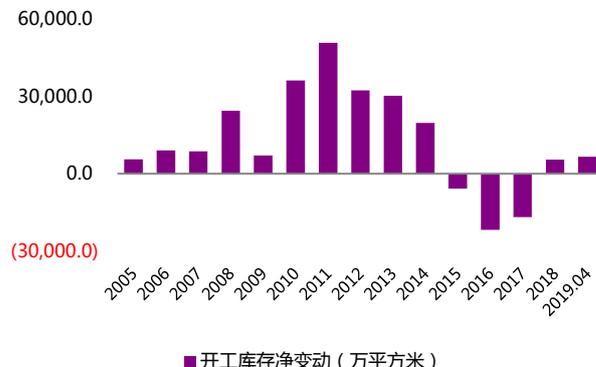
自 2019 年 2 月起，随着新开工面积增速和销售面积增速的剪刀差走阔，全国商品住宅开工库存虽仍在低位，但重新出现小幅提升；截止 2019 年 4 月全国商品住宅开工库存净变动为增加 6539 万方，对比 2018 年全年为 5423 万方。

图 34：新开工面积和全国商品房销售面积累计增速



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 35：历年商品住宅开工库存净变动量



资料来源：WIND，光大证券研究所

截止 2019 年 4 月，全国商品住宅开工库存约 28.3 亿方，比 2018 年末 27.7 亿方有轻微提升；按 12 个月滑动平均销售面积计算，去化周期约 22.9 个月，对比 2017 和 2018 年末分别为 22.5 个月和 22.4 个月。

对比 2014 和 2015 年库存高点时期的同口径开工库存分别为 31.5 和 30.9 亿方，去化周期分别为 36 和 33 个月；当前行业整体开工库存水平仍处于相对低位；CRIC 数据显示大部分典型一二线城市商品住宅的供销比仍处于 15 个月以下的安全区间。

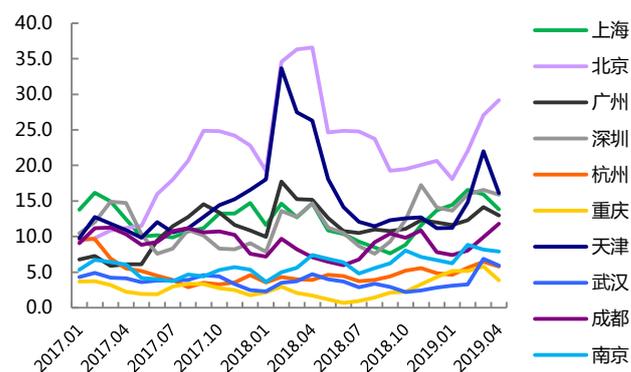
库存水平仍在低位，将支撑下半年房地产新开工保持一定增速，但在 2018 年下半年基数较高以及销售边际趋弱的情况下将逐步回落。

图 36：全国商品住宅开工库存及平均去化周期



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 37：部分典型一二线城市住宅供销比



资料来源：CRIC

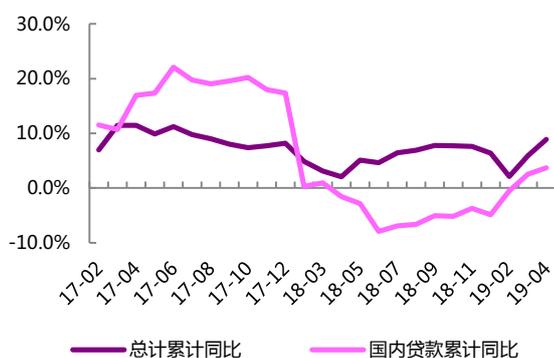
### 3.2.3、预计下半年资金面维持整体均衡，资信结构分化明显

2019年1-4月，房地产开发到位资金同比增长8.9%，拆分来源：

国内贷款来看，1-4月国内贷款同比增长3.7%，对比2018年全年为-4.9%。央行一季度货币政策执行报告显示，2019年Q1重要金融机构住房开发贷同比增长26.8%，其中保障房开发贷同比增长20.2%，非保障性住房开发贷同比增速为40%。

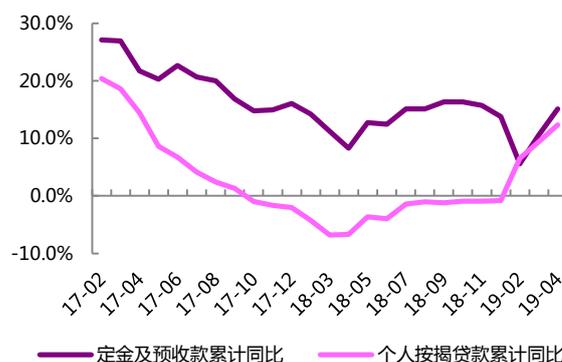
销售回款来看，1-4月定金及预收款、个人按揭贷款分别同比增长15.1%、12.4%，增速较2018年全年水平分别提升1.3pc、13.2pc，楼市小阳春行情结合银行放款提速，房企回款增速有所回升，经营杠杆提升。

图 38：房地产开发到位资金和国内贷款累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 39：定金预收和个人按揭贷款累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

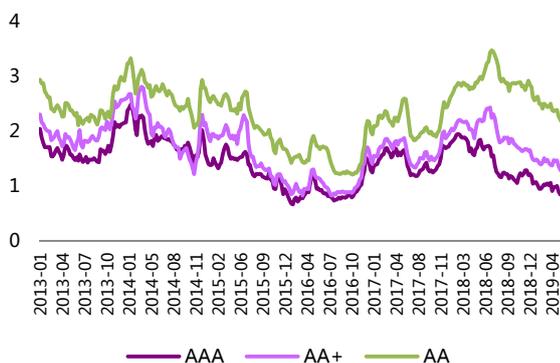
自筹资金来看，2月、3月、4月同比增速分别-1.5%、+11.3%、+13.0%，环比改善较明显；Wind数据显示1-5月房企境内发债3155.4亿元，同比增长40%；内房海外发债2297.2亿元同比增长8%；

根据光大固收行业信用利差，目前AAA、AA+、AA房企信用利差分别较2018年末收窄0.37bp、0.35bp、0.58bp；AAA和AA+房企超额利差持续收窄，资信较好的大中型房企融资环境改善明显；但资信相对较弱的AA

级地产债超额利差仍在高位，资本市场对实力较弱的中小型房企担忧情绪仍较重。

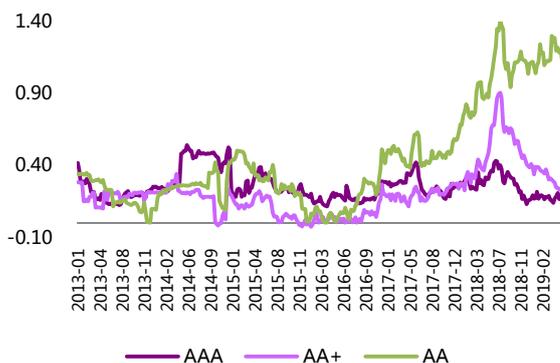
我们预计下半年房地产开发资金来源增速将维持整体均衡，但在行业内部将出现较为明显的分化；资信评级较高的大中型房企仍能受益于资金面的相对宽松，享受较低融资成本来保证一定的新开工增速；但评级较低的中小房企融资成本难以明显下降，行业集中度提升大逻辑仍将持续。

图 40: SW 房地产信用利差



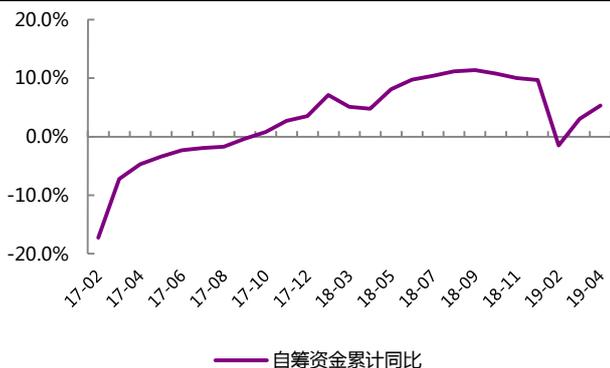
资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: bp

图 41: SW 房地产超额利差



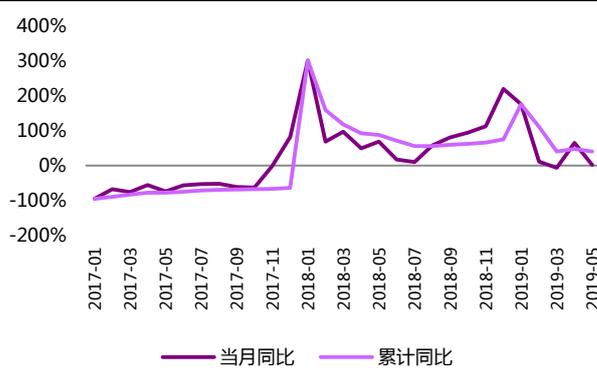
资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: bp

图 42: 房企自筹资金累计同比



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 43: 房地产债境内发行金额当月同比和累计同比



资料来源: WIND, 光大证券研究所

### 3.3、2019 年施工面积预判同比增速 8%，净停工收窄，竣工向好

2019 年 1-4 月，全国房屋施工面积 72.26 亿方，同比增速为 8.8%。

我们维持 2019 年度策略观点，在净停工增长放缓(0%)，竣工向好(-5%)，结合前述新开工增速(8%)的框架下，我们预判 2019 年房屋施工面积同比+8%，对应年末施工面积约 88.8 亿方。

#### 1) 年策观点持续印证，净停工增长如期放缓

我们在 2019 年度策略中明确提出，2019 全年房屋净停工增长将明显放缓，推动施工面积提升。原因包括：1) 交通基建项目提速，规划利好促进

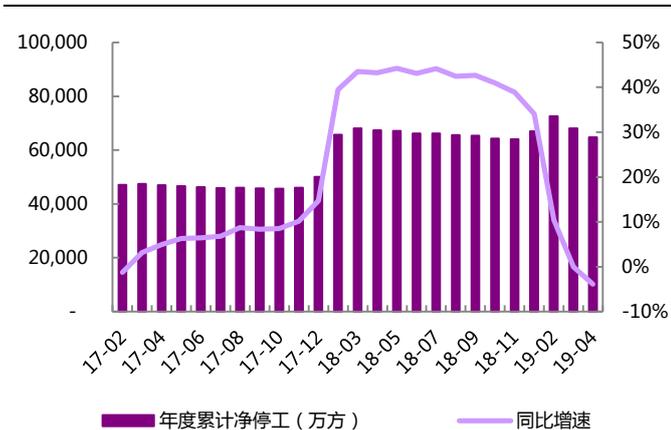
周边项目复工；2) 2018 年房企并购高位放缓，2019 年被收购项目有望复工；3) 融资改善推动停工项目复工入市。

2019 年 1-4 月，全国房屋净停工面积 6.5 亿方同比-4%，是 2017 年 2 月以来累计同比首次负增长。我们预测 2019 年全年房屋净停工面积将保持在 6.7 亿方左右，同比持平。

**2) 竣工向好是速度问题而非方向问题，维持年策-5%的增速判断**

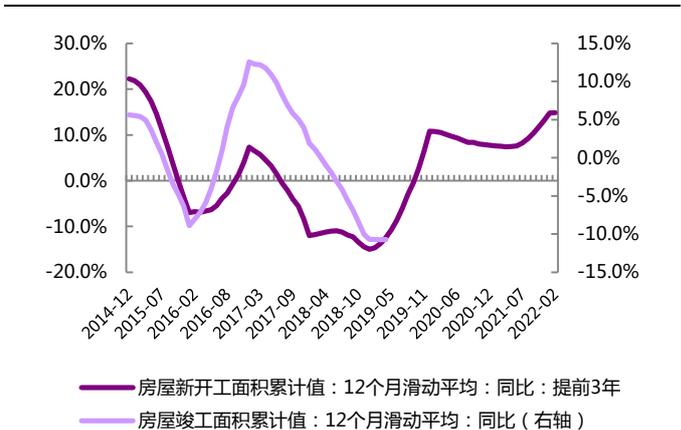
2019 年 1-4 月，全国房屋竣工面积 2.3 亿方，同比-10.3%；其中住宅竣工面积 1.6 亿方，同比-7.5%；我们维持年度策略全年竣工面积降幅收窄至-5%的判断，原因包括：1) 2016-2017 年全国房屋新开工面积见底回升，分别同比+8.1%、7.0%，正常竣工节点对应 2019-2020 年；2) 宏观流动性相对宽松，按揭投放维持平稳，房企融资持续改善，资金面压力逐步缓解，在满足 [新开工-销售] 环节投入的同时， [销售-竣工] 环节的资金需求也能得到一定保证。（具体请参阅 2019 年 3 月 24 日发布的《3 月地产销量回暖，重视产业链投资机会》）

图 44：年度房屋净停工面积及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所预测；净停工数据为光大证券研究所根据开施工数据测算

图 45：2015 年开始，房屋竣工相对新开工滞后约 3 年



资料来源：Wind，光大证券研究所预测；2019.4 以后数据为预测值

表 9：龙头房企 2019 年竣工情况梳理

单位 (万方)	2017 年竣工目标	2017 年实际竣工	2018 年竣工目标	2018 年实际竣工	2019 年竣工目标	较 2018 年竣工目标增长	较 2018 年实际竣工增长
万科	2,065	2,301	2,630	2,756	3,077	17%	12%
保利	1,500	1,554	1,900	2,217	2,750	45%	24%
中海外	1,350	1,135	1,595	1,364	1,600	0%	17%
招蛇	528	453	593	499	1,000	69%	101%
新城	608	725	914	980	1,881	106%	92%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 10：房屋施工面积、新开工面积、竣工面积、净停工面积预测

	施工面积 (亿方)	同比 (%)	新开工面积 (亿方)	同比 (%)	竣工面积 (亿方)	同比 (%)	净停工面积 (亿方)	同比 (%)
2017 年	78.15	3.0%	17.87	3.0%	10.15	-4.4%	5.00	14.7%
2018 年	82.23	5.2%	20.93	5.2%	9.36	-7.8%	6.70	34.0%

2019年1-4月	72.26	8.8%	5.86	8.8%	2.26	-10.3%	6.47	-3.9%
2019E	88.78	8.0%	22.61	8.0%	8.89	-5.0%	6.70	0.0%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

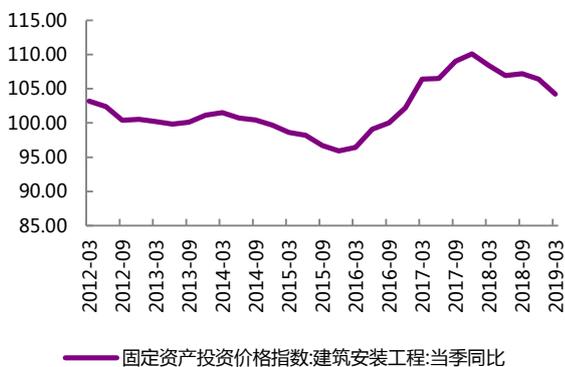
### 3.4、2019 年房地产投资预判同比增速 6%，施工投资实质性提升

#### 1) 施工面积提升，施工单价略降，施工类投资向好

2019 年 1-4 月，全国房屋施工面积同比增长 8.8%，施工类投资增长 5.6%，对应施工单价同比下降 2.9%。

我们预计 2019 年施工单价同比-2%，原因包括：1) 大宗回落，水泥、钢铁价格偏弱，2019 年建材价格或稳中有降；2) 经济换挡，就业压力提升，人力资源成本上升空间不大。综合施工面积及施工单价预测，我们预计 2019 年房地产行业施工类投资同比增长 5.8%，对比 2018 年全年水平为(-3.3%)。

图 46：固定资产投资价格指数：建安工程：当季同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 47：全国房地产施工面积/施工类投资同比



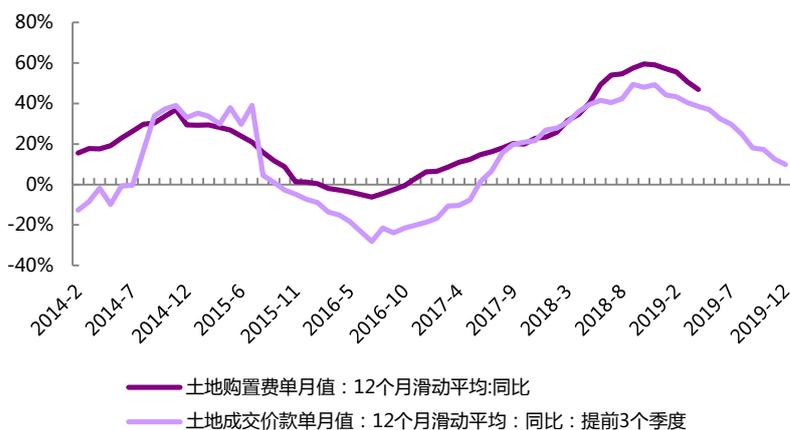
资料来源: Wind, 光大证券研究所

#### 2) 下半年土地购置费增速持续回落，从数据上拖累房地产投资

2019 年 1-4 月，全国房地产投资中土地购置费同比增长 29.7%，单月来看，2019 年 4 月全国土地购置费同比增速为 24.1%，对比 2018 年单月高点为 87.8%（2018 年 6 月）。

根据回归模型测算，2014 年以来土地购置费增速（平滑后）与三个季度前的土地成交价款增速（平滑后）相关性较高。2018 年 10 月至 2019 年 4 月，全国土地成交价款同比增速放缓至 10.4%，我们认为 2019 年后续土地购置费仍存较明显的降速压力，预计全年同比增速将回落至 5%~10%。

图 48：全国土地成交价款同比增速及全国土地购置费同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 3) 预测房地产投资增速平缓回落，全年同比 5-7%

2019 年 1-4 月，房地产投资同比增长 11.9%，增速较 2018 年全年水平小幅反弹 2.4pc。综合我们对于施工类投资和土地购置费的预测，预计下半年房地产投资增速将平缓回落，全年房地产开发投资完成额约 12.7 万亿，同比增速在 6%左右。

表 11：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%	6.1%	4.4
2017	10.98	7.0%	3.0%	23.4%	7.0%	3.0%	-4.4%	5.0
2018	12.03	9.5%	-3.3%	57.0%	17.2%	5.2%	-7.8%	6.7
2019E	12.75	6.0%	5.8%	7.5%	8.0%	8.0%	-5.0%	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：2019 年度策略《千钧将一羽》中预测数据区间为：新开工为 6-8%，房地产投资为 4-6%，竣工为-5%

我们对 2019 年房地产投资增速的核心变量，新开工面积增速和土地购置费增速进行了敏感性分析，我们认为可能性较大的区间为 5-7%。

表 12：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%	7.1%	<b>6.8%</b>	<b>6.4%</b>	6.1%	5.8%
	5%	5.6%	<b>5.3%</b>	<b>4.9%</b>	4.6%	4.3%
	0%	4.1%	3.7%	3.4%	3.1%	2.8%
	-5%	2.6%	2.2%	1.9%	1.6%	1.3%
	-10%	1.0%	0.7%	0.4%	0.1%	-0.2%

资料来源：光大证券研究所预测

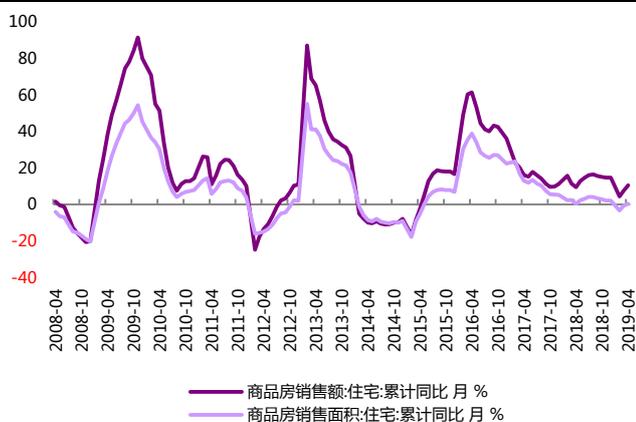
## 4、投资建议：坚守价值蓝筹，关注三大阿尔法

### 4.1、地产行业波幅减弱，价值蓝筹估值有望提升

我们在 2018 年度策略《四大红利与房企进化》中提出房地产行业周期性减弱和长期估值提升的观点：

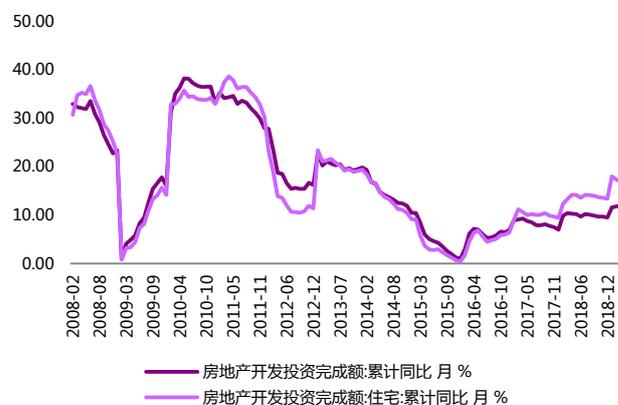
首先，随着调控水平的不断提高，长效机制逐步建立，地产行业的周期波幅将逐步减弱。扩大热点城市住房供给，加快发展租赁市场，坚决遏制投机炒房等措施将使房屋供需逐步平衡，后续商品房销售增速和投资增速将逐步平滑，事实从近 10 年的长周期销售数据和投资数据走势上，已经可以看出周期性波幅呈现逐步减弱的态势，我们认为后续这种趋势将持续。

图 49：商品住宅销售面积和销售金额累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 50：房地产开发投资和住宅开发投资累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

其次，房企逐步切入生活服务业务板块后，营收及利润中的稳定现金流比例将逐步提升，平滑公司营收和利润的周期性波动，房地产类企业将更适宜采用分部估值法，各业务板块形成的利润将对应不同 PE 估值，以更精确地衡量各部分利润的稳定程度，而非统一以强周期类公司进行估值评价。

再次，随着 A 股纳入 MSCI 比例提升，外资增配低估值蓝筹地产股，也将利于提升头部上市房企的长期估值。

综上所述我们认为，随着房地产行业集中度的提升，行业格局的逐步稳定，以及企业在产业链拓展，头部价值蓝筹房企的经营和利润表现将逐步稳定，从而逐步摆脱大起大落的周期性表现，风险溢价减小，外资增配比例提升，其估值将在较长周期内有望实现稳步提升。

### 4.2、区域热点轮动，三大增长极发展提速

#### 1) 雄安新区推进加速，规划公示，土地征收正式实施

2019 年 6 月 1 日，《河北雄安新区启动区控制性详细规划》和《河北雄安新区起步区控制性规划》进行公示；启动区规划范围 38 平方公里，起步区规划面积 198 平方公里，基本建成时间分别为 2022 年和 2035 年。

5月7日，雄安新区批准容城县实施2019年第一批次城市建设用地土地转用征收工作，雄安新区征迁安置工作正式启动实施。

表 13：雄安新区启动区与起步区数据对比

	启动区	起步区
定位	北京非首都功能疏解首要承载地、雄安新区先行发展示范区、国家创新资源重要集聚区、国际金融开放合作区	北京非首都功能疏解集中承载区、高质量高水平社会主义现代化城市主城区、贯彻落实新发展理念的创新发展示范重点区
规模	规划范围 38 平方公里，规划建设用地 26 平方公里；人口规模原则上按照新区规划建设区 1 万人/平方公里控制；地上总建设规模控制在 2860 万平方米	规划面积 198 平方公里，城市建设用地约 100 平方公里，地上建设规模 1 亿平方米左右
建设目标	2022 年城区雏形初步显现	2020 年对外骨干交通路网基本建成，基础设施建设全面展开；2035 年基本建成

资料来源：中国雄安官网、光大证券研究所整理

图 51：雄安新区建设推进时间表



资料来源：中国雄安官网、光大证券研究所整理

《中共中央国务院关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》在定位、制度、土地供应、金融创新等各个方面指出了雄安新型住房制度的探索方向，雄安新区是住房制度创新的最佳试验田，Reits 试点有望形成新的建设融资模式，多元化土地利用和供应模式有望突破现有土地财政，探索出更健康的发展模式，形成供需匹配、结构合理、流转有序、支出与消费能力基本适应的住房供应格局。

图 52：中共中央国务院关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见

<p><b>定位：</b>坚持“房住不炒”定位，落实职住平衡要求，推动雄安新区居民实现住有所居。</p>	<p><b>公积金：</b>支持在雄安新区设立住宅政策性金融机构，探索住房公积金制度改革。</p>	<p><b>土地供应：</b>制定与住房制度相配套、与开发建设方式相适应的土地供应政策，完善土地出让、租赁、租让结合、混合空间出让、作价出资入股等多元化土地利用和供应模式。</p>
<p><b>制度：</b>针对多层次住房需求建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，个人产权住房以共有产权房为主。</p>	<p><b>金融：</b>创新投融资机制，吸引各类社会主体参与雄安新区住房开发建设，支持专业化、机构化住房租赁企业发展，支持发行房地产投资信托基金（REITs）等房地产金融创新产品，明确管理制度和运行方式，探索与之相适应的税收政策。</p>	<p><b>登记：</b>探索不同供地方式下的不动产登记模式，创新购房与住房租赁积分制度。</p>
<p><b>房价：</b>严禁大规模开发商业房地产，严控周边房价，严加防范炒地炒房投机行为。</p>		

资料来源：中央人民政府官网、光大证券研究所整理

## 2) 长三角一体化打破行政藩篱，“青嘉吴”示范区“一网通办”

2019年5月22日召开的第一届长三角一体化发展高层论坛上，长三角一体化取得多项进展，政府服务“一网通办”正式开通运行，《共建长三角期现一体化油气交易市场战略合作协议》签署，三省一市政府部门及相关企业共同签约10个项目；2019年5月22日，青浦、吴江、嘉善人大常委会第一次主任例会在青浦举行，签署了三地人大常委会助推长三角一体化发展合

作框架协议。目前，三地已就统一证照跨区域通办、税收分成等问题达成初步共识。

表 14：近期长三角一体化推进情况一览

日期	进展
2019年3月6日	上海市委书记李强表示上海、江苏、浙江交界处将设立长三角一体化“青嘉吴”示范区
2019年5月13日	中央政治局会议审议《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》
2019年5月20日	长三角地区三省一市文化和旅游部门在沪签署《长三角文化和旅游高质量发展战略合作框架协议》
2019年5月22日	第一届长三角一体化发展高层论坛在安徽芜湖召开
2019年5月22日	长三角地区政府服务“一网通办”正式开通运行
2019年5月22日	《共建长三角期现一体化油气交易市场战略合作协议》签署
2019年5月22日	青浦、吴江、嘉善人大常委会第一次主任例会在青浦举行，签署合作框架协议
2019年5月23日	三省一市政府部门及相关企业共同签约10个项目

资料来源：上海市政府官网、光大证券研究所整理

长三角一体化示范区”的意义在于跨越省级行政区，有利于消弭阻滞要素流通的行政壁垒、市场壁垒和体制机制障碍；作为长三角一体化的核心试验区，有助于在更大范围内推动资源整合、一体化共享及要素自由有序流动；长三角区域将借助“俱乐部效应”，通过机制创新，率先实现邻界区域高质量一体化，为沪苏浙皖、长江经济带以及全国的区域经济合作作出示范。

### 3) 粤港澳大湾区规划纲要出台，2035年完成湾区建设

2019年2月，中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，进一步提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支撑引领作用，这标志着粤港澳大湾区建设自2015年首次提出以来，规划正式落地，进入全面项目推进与执行层面。

图 53：粤港澳大湾区相关政策时间线



资料来源：各政府部门官网、光大证券研究所整理

在规划纲要的顶层设计下，一系列合作文件陆续出台，粤港澳专项债发行。3月16日粤港澳三地房地产行业协会签署大湾区建设合作框架协议，3月22日中国联通与香港电讯、澳门电讯签署粤港澳大湾区信息通信合作协议，5月24日首单服务粤港澳大湾区的专项公司债券正式落地，5月29日广东省政府在深交所成功发行粤港澳大湾区专项债券175亿元。

针对于区域热点主题，我们建议关注：1) 雄安新区定位起点高，发展潜力大，未来有望带动人口和产业持续汇集，华夏幸福在环京地区布局深厚，产业资源丰富，未来有望受益于雄安新区辐射效应，进一步释放产业运营能力，建议关注其长期表现；2) 长三角一体化推进迅速，建议关注长三角土

储丰厚的新城控股和上实发展，区域物流储备资源丰富光明地产；3) 粤港澳大湾区规划纲要的出台，标志着湾区建设进入实质推进和项目落地阶段，推荐在大湾区土储丰厚的招商蛇口。

### 4.3、公募 Reits 渐行渐近，存量运营渐成必选

我们在 2016 年深度报告《城市化下半场，房地产模式转变和价值重构》、2018 年度策略《2018 前路渐明：四大红利与房企进化》中提出，中长期来看中国城市化进入下半场，城市发展模式和房企盈利模式将出现明显转变。简而言之，房地产行业模式逐步从“产销模式”转向“资管模式”，从“买地造房卖房”转向“资产整合优化运营”。

我们在 2019 年 3 月 1 号，3 月 13 号，4 月 2 号，5 月 28 号发了 4 篇存量物业系列报告，阐述了 2019-2020 是中国存量物业市场非常重要的时点，在社会普遍呼吁减税，降低企业杠杆率，发展直接融资，更好发挥资本市场作用，以及促消费等前提下，公募 Reits 渐行渐近，限制存量运营行业发展和巨量资金沉淀的长期桎梏有可能被打破。

虽然截止到目前，国内尚且没有真正意义上的公募 Reits 产品，但我们看到这十几年的过程中，虽然步调较为谨慎，但是针对存量物业融资，监管层在逐步推出过渡性金融产品，逐步解决存量物业融资的难题。

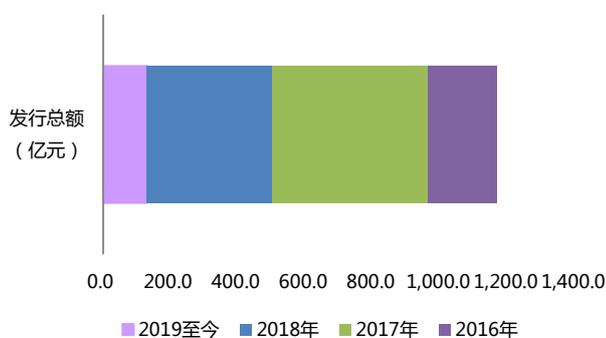
最早存量物业融资仅仅依靠传统的非标准银行经营性物业贷款，后逐步发展出了 CMBS 和类 Reits。

CMBS 商业房地产抵押贷款支持证券，把银行间的非标贷款进化为交易所标准化应付债券，从间接融资到直接融资，截止目前我国一共发行了约 1167 亿的 CMBS 产品。

2014 年的中信启航专项资产管理计划是我国第一只类 REITs 产品，实现了资产阶段性出表，企业降杠杆。截至目前，我国一共发行了 49 只类 REITs 产品，发行规模合计 970 亿元左右。

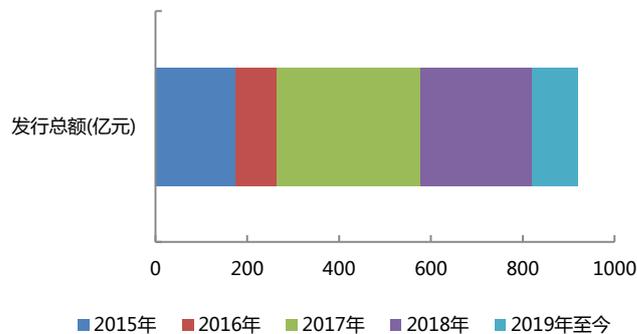
详见深度报告《20 年历程发展，存量运营渐成房企必选项——存量物业市场动态跟踪报告(4)》。

图 54：历年 CMBS 发行金额统计



资料来源：Wind、光大证券研究所；截止 2019 年 5 月 31 日

图 55：历年类 REITs 发行金额统计



资料来源：Wind、光大证券研究所；截止 2019 年 5 月 31 日

2 月份，原中国证监会主席肖钢发表《制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径》，文称目前中国推动公募 REITs 已具备较好基础。公募 REITs 底层资产主要是商业地产与基础设施，包括交通能源、物流园区、商场、写字楼、长租公寓、养老公寓等，以自持为主。

3 月 31 日，国务院发展研究中心证券化 REITs 课题组秘书长王步芳表示，公募 REITs 首批试点的一批产品近期将推出，采取公募基金+资产支持证券（ABS）运行模式，试点城市包括北上广深，雄安和海南等。

5 月 28 日国务院印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》，《意见》在“（十六）提升产业创新能力”部分中指出，支持在有条件的国家级经开区开展资本项目收入结汇支付便利化、不动产投资信托基金等试点。

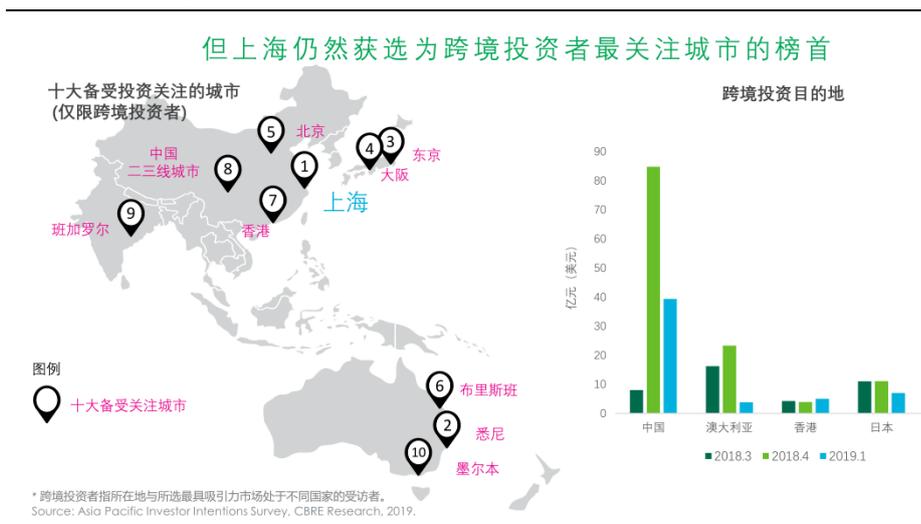
根据光大宏观分析，当前全球面临经济下行风险，民粹主义抬头，贫富分化严重，总需求不足，美联储加息放缓，低利率可能维持较长一段时间。

虽然全球经济下行，国内也受到了一些影响，但相对而言，中国经济和全球周期性的关联性较小，经济韧性和内生动力相对较强，新型城镇化，大城市放宽落户，加快农村人口转移，人口向都市圈聚集，扩大进口促进消费，年轻人消费习惯变化等，都会释放出巨大的消费需求，给存量物业带来蓬勃发展机遇。

2018 年开始，外资开始加大对国内存量物业的收购力度。2018 年中国商业地产大宗物业投资交易金额超过 2,600 亿元，较 2017 年增长 10%；其中外资在国内大宗物业的投资总额超过 850 亿元，同比大幅增长 68%。

CBRE 报告显示，2019 年上海首次获选为跨境投资者最关注城市榜首（2018 年上海外资收购占比 54%，2017 年同口径数据为 31%）；2019 年一季度，国内大宗物业交易金额超过人民币 530 亿元，外资占比进一步大幅提升至 50%，为 2016 年以来单季最高。

图 56：2019 年上海获选为跨境投资者最关注城市榜首



资料来源：CBRE

分类来看，①写字楼：核心城市写字楼需求波动较大，中长期来看受益于金融对外开放加强、TMT 细分子行业继续高速发展以及上海和北京的联合

办公的迅猛发展，仍具备配置价值；北京和上海的甲级写字楼空置率波动幅度略大于深圳和广州，上海或源于“多中心”城市规划模式及近年来非核心区办公的兴起。②零售物业：近年来随着社消零售总额增速放缓，一线城市优质商铺租金近年来出现下降，但空置率也处于较低水平，主要得益于网购增速边际放缓，线上线下加速融合，生鲜超市加速扩张。③仓储物业：2018年快递量 507 亿件同比+26.6%，结构性供需不平衡，高空置率与高租金并存，高标仓等现代物流设施不足，一线城市物流地产租金持续提升。

当前在“房住不炒”和促消费的大前提下，布局存量运营资产已成为头部房企必选项，截止 2018 年末规模 TOP30（总资产排序）上市房企基本实现存量布局。其中，TOP10 房企布局存量资产的脚步更为迅速。

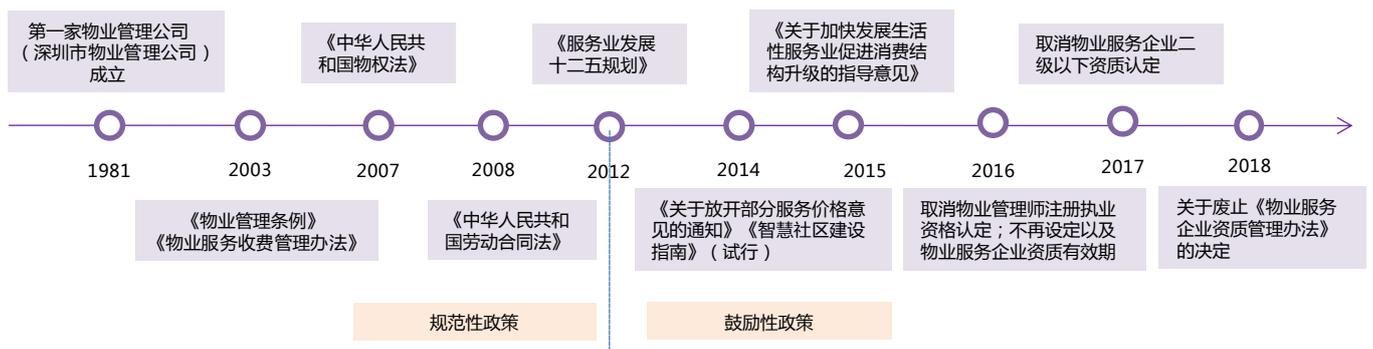
针对存量物业机遇，布局四大主线：1)提前布局核心存量资产的城市开发型房企，关注陆家嘴和金融街；2)运营能力出众，扩张迅速，租金提升较快的房企，推荐新城控股，关注华润置地；3)国际合作密切，综合实力雄厚，协同效应明显的城市运营商，推荐金茂和万科；4)母公司资源丰富，后续有望资产注入的区域国资房企，关注中华、光明和上实。

#### 4.4、减管制，加资本，物管行业进入高成长阶段

我们在 5 月 7 日发布的物业管理行业深度《服务提费利润限制突破在即，资本助力物业龙头优势尽显》中，阐述了当前物业管理行业进入了“提费率、减管制、加资本”的行业新阶段。

2018 年以来，物业企业迎来密集上市期，资本支持下头部效应将进一步显现。目前头部企业在管理面积均值、业绩增速和利润率方面均占优势，未来行业集中度有望进一步提升。

图 57：物业服务行业的政策历程

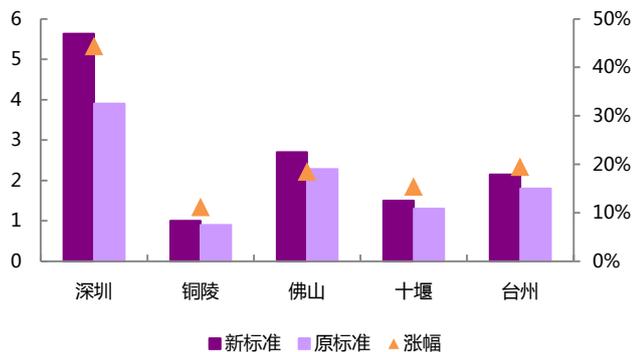


资料来源：中国政府网、光大证券研究所整理

以往由于收入端受政府价格管制，而成本端（主要是人力成本）不断提升，基础物业服务的利润空间不断受挤压，这倒逼企业通过提效（增加人均管理面积）、加大外包力度（加强专业分工）、开展增值业务（提高利润率）和提高收费标准（扩大收入）应对成本上升和拓展盈利空间，一定程度上提升了企业的核心竞争力，使当前头部的物管企业具备较强的市场竞争力。

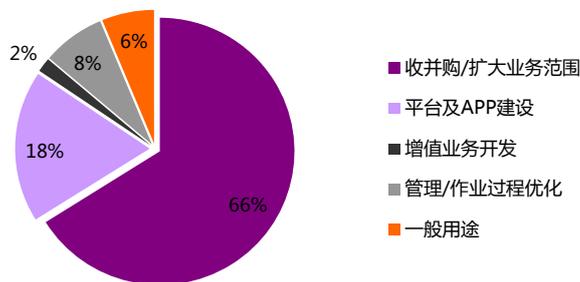
2018 年以来，深圳、佛山等多个城市提高物业收费标准。随着调升收费标准的城市增加，物业服务行业利润限制有望突破。

图 58：2018 年至今部分上调物业收费标准城市统计



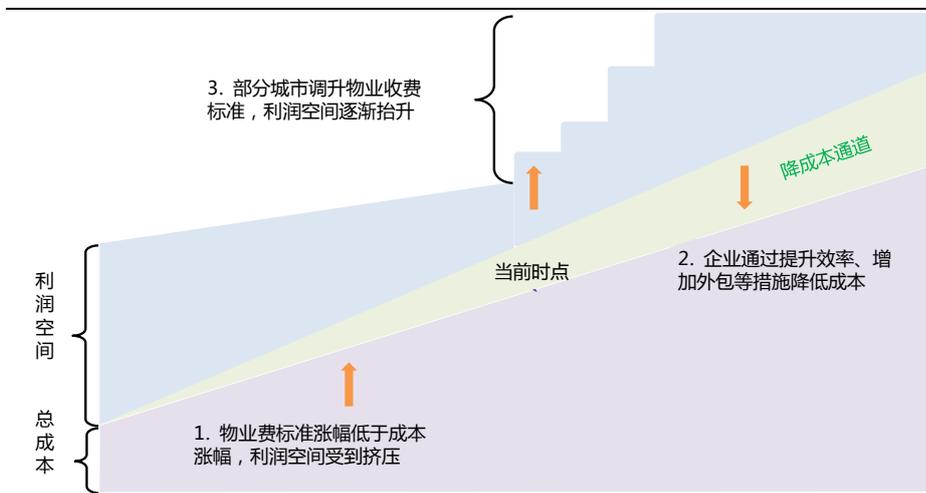
资料来源：各地方政府网站、光大证券研究所整理；截止 2019.5  
单位：元/月/平方米

图 59：2018 年至今物业企业上市募集资金用途



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；截止 2019.5

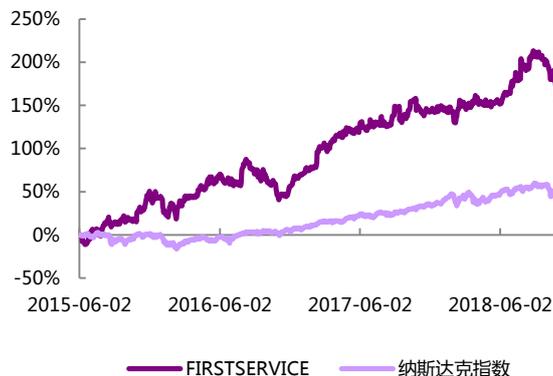
图 60：物业服务行业利润挤压与释放模型



资料来源：光大证券研究所

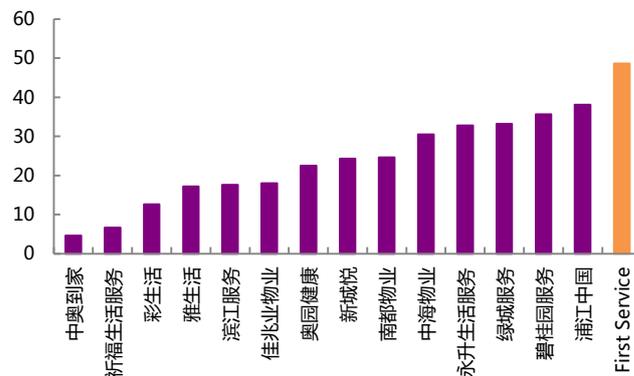
对比国际企业 FirstService Corporation（北美物管领头羊）我们发现，FirstService 与国内物管企业的主要差别在于：1) 在细分领域做到专业领先；2) 强大的组织整合能力；3) 关注房屋和财产的服务理念。收入结构对比显示，国内物管行业的增值服务占比仍有较大提升空间。2015 年分拆上市以来，FirstService 大幅跑赢纳斯达克指数，PE 估值亦显著高于国内企业平均水平。

图 61: FirstService 上市以来股价走势



资料来源: 彭博、光大证券研究所整理; 截至日期: 2019.5.31

图 62: FirstService 与国内物业公司 PE 估值对比



资料来源: 彭博、光大证券研究所整理; 截至日期: 2019.5.31

### 针对房地产细分物管行业，我们建议投资关注以下主线：

1) 目前物业服务行业第一梯队已经成型，头部企业在管理面积均值、业绩增速和利润率方面均占优势，未来头部效应将进一步显现，如万科物业、保利物业、金地物业、招商物业（借壳中航善达）。

2) 国内部分地产龙头正加快进行物业板块分拆上市，登陆资本市场有助于物业板块独立运作，加快扩张步伐，对公司利润增厚和估值提升具有正面效应，推荐新城控股（关联企业新城悦 H 股已上市），关注蓝光发展（旗下物管公司嘉宝股份 H 股 IPO 已获核准）。

## 4.5、推荐标的

综上结合价值蓝筹、区域热点、存量运营和物管拓展，我们推荐标的为万科 A+H、保利地产、招商蛇口、金地集团、新城控股、融创中国和中国金茂。

### ➤ 万科 A+H：表外及存量潜力大，外资近期增配积极

2019 年公司将战略聚焦主航道，巩固提升基本盘。我们认为公司地产平台拥有优秀的投融资风险管控意识和能力，长期经营稳定性和安全边际相对明显；物管、商业等新业务板块已初具规模，未来价值存进一步释放的空间。2018 年下半年以来，公司深股通持股量净增 2.05 亿股，2019 年 4 月公司完成 H 股配售，外资持续增配一定程度反映公司长线价值获较高认可。

维持公司 2019-2021 年净利润预测为 410、460、530 亿元，计入 H 股配售后，对应 2019-2021 年预测 EPS 分别为 3.63、4.07、4.69 元。维持公司 A 股 2019 年 11 倍 PE 估值，目标价 39.91 元，维持“买入”评级。维持公司 H 股 2019 年 9.5 倍 PE 估值，目标价 40.23 港元，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：

房地产持续调控，公司销售去化及毛利率不及预期；公司竣工、结算进度不及预期；部分新业务盈利兑现不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	242,897	297,679	358,490	431,751	515,723
营业收入增长率	1.01%	22.55%	20.43%	20.44%	19.45%
净利润 (百万元)	28,052	33,773	41,011	46,001	53,007
净利润增长率	33.44%	20.39%	21.43%	12.17%	15.23%
EPS (元)	2.48	2.99	3.63	4.07	4.69
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.14%	21.68%	21.37%	20.52%	20.26%
P/E (A股)	11	9	7	7	6
P/E (H股)	9	8	6	6	5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 3 日

#### ➤ 保利地产: 2019 开工高增支撑销售, 物业板块拆分上市

2019 年公司计划竣工面积较 2018 年实际竣工面积+24%。相对充裕的可结算资源叠加平稳的竣工节奏, 为 2019 年业绩有序释放奠定坚实基础; 新开工持续高增 (2018 年、2019 年 Q1 分别同比+43%、+51%), 重点布局的一二线城市迎来边际复苏, 预计公司 2019 年保持双位数签约额增长。

我们维持 2019-2021 年预测净利润分别为 230、268、296 亿元, 对应 2019-2021 年预测 EPS 分别为 1.93、2.25、2.49 元。当前股价对应公司 2019-2021 年预测 PE 分别为 6.3、5.4、4.9 倍。近期公司董事会、监事会审议通过物业公司海外上市相关议案, 未来两翼业务的资本支持及经营活力或进一步增强。我们维持目标价 17.43 元, 对应 2019 年预测 PE 为 9.0 倍, 维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

房地产持续调控, 公司销售去化及毛利率不及预期; 公司竣工、结算进度不及预期; 物业板块拆分上市进度不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	146,306	194,514	233,256	279,206	333,634
营业收入增长率	-5.46%	32.95%	19.92%	19.70%	19.49%
净利润 (百万元)	15,626	18,904	22,961	26,802	29,599
净利润增长率	25.80%	20.98%	21.46%	16.73%	10.44%
EPS (元)	1.31	1.59	1.93	2.25	2.49
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.61%	15.50%	16.53%	16.92%	16.49%
P/E	9	8	6	6	5
P/B	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 3 日

#### ➤ 招商蛇口: 2019 年竣工提速, 结算存期待

2019 年公司计划竣工 1000 万方, 较 2018 年计划竣工面积+69%。考虑到公司 2017-2018 年销售金额分别同比+53%、+51%, 竣工提速下, 2019-2020 年结算增长存期待。2018 年末, 公司在建/拟建项目面积 4218 万方, 其中一线占比 17%, 二线占比 51%, 粤港澳及长三角三四线占比 13%, 短期内受益于高能级城市底部复苏, 中长期匹配国家战略级区域规划, 资源增值潜力较高。

公司销售受益于行业结构切换，竣工加速有望推动业绩释放。我们维持公司 2019-2021 年预测净利润 192、217、253 亿元。扣减 3.2 亿元永续债利息后(假设与 2018 年一致)，对应 2019-2021 年预测 EPS 为 2.39、2.70、3.15 元，当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 8.8、7.8、6.7 倍。公司资源属性凸出，财务保持稳健，中长期有质量成长具备支撑，近期大额回购彰显发展信心，综合考虑给予 2019 年 12 倍 PE 估值，维持目标价 28.68 元，维持“买入”评级。

#### ◆风险提示

房地产持续调控，导致公司销售回款及毛利水平不及预期；粤港澳大湾区发展进度不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75,455	88,278	114,619	143,154	174,981
营业收入增长率	18.69%	16.99%	29.84%	24.90%	22.23%
净利润(百万元)	12,220	15,240	19,244	21,700	25,252
净利润增长率	27.54%	24.71%	26.27%	12.76%	16.37%
EPS(元)	1.55	1.93	2.39	2.70	3.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.87%	20.08%	21.70%	21.10%	21.11%
P/E	14	11	9	8	7
P/B	2.5	2.2	1.9	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 3 日

注：EPS 为扣除永续债利息后的计算结果

#### ➤ 金地集团：开工高增利销售，竣工高增利结算

公司 2018 年新开工同比+79%至 1555 万方，转换可售货值超 2800 亿元，充裕的货值储备与城市基本面轮动形成共振，预计可继续保持明显高于行业平均的销售增长；2019 年公司计划竣工 854 万方，较 2018 年实际竣工增长 27%；2019 年 Q1 公司竣工同比+107%，营收同比+61%。后续由竣工提速带动的结算面积增长将接替价格因素，继续支撑公司业绩平稳释放。

公司派息政策注重股东回报，财务表现持续稳健，对于长线资金具较强吸引力。2018 年下半年以来外资增配较为积极，目前沪股通持股占比约 1.74%，预计随着 MSCI 扩容三步走，中长期内将持续迎来增量资金。

2019-2021 年预测 EPS 为 2.10、2.35、2.55 元，现价对应 2019-2021 年预测 PE 为 5.5、4.9、4.5 倍；对应预测股息率分别为 6.0%、6.8%、7.4%，确定性收益相对明显。综合考虑我们维持 2019 年 7.5 倍 PE 估值，维持目标价 15.78 元，维持“买入”评级。

#### ◆风险提示：

公司项目权益比例较低，利润增长或不及销售规模扩张；重点城市持续调控，公司销售去化不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37,332	50,312	63,833	78,713	94,189
营业收入增长率	-32.53%	34.77%	26.88%	23.31%	19.66%
净利润(百万元)	6,843	8,098	9,497	10,597	11,529

净利润增长率	8.61%	18.35%	17.27%	11.58%	8.79%
EPS (元)	1.52	1.79	2.10	2.35	2.55
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.79%	17.43%	17.84%	17.46%	16.79%
P/E	7.6	6.4	5.4	4.9	4.5
P/B	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 3 日

### ➤ 新城控股: 资产重估盈利大增, 土储过亿方奠定地位

2019 年公司销售额目标为 2700 亿元, 对应增速约 22%; 1-2 月销售金额 237 亿元, 同比增长 24%; 2018 年末, 公司土地储备 1.1 亿方, 其中一二线、长三角三四线、其他地区三四线占比分别为 40%、37%、23%。2019 年公司新发债票面利率环比回落较为明显, 融资成本存改善迹象。

考虑到公司当前相对充裕的已售未结资源以及较高的竣工目标增长, 我们维持 2019-2021 年预测 EPS 5.99、7.29、8.61 元。当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 6.2、5.1、4.3 倍。公司双轮驱动稳健增长, 未来业绩确定性较强, 融资成本有望重回下行通道。我们维持 2019 年 8 倍 PE 估值, 对应目标价 47.90 元, 维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

三四线城市销售趋冷, 导致公司销售回款和毛利水平不及预期; 国内经济增长放缓, 新开业商场租金水平不及预期; 2019 年计划竣工规模大幅扩张, 品控压力有所提升。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	40,526	54,133	76,564	101,683	127,314
营业收入增长率	44.89%	33.58%	41.44%	32.81%	25.21%
净利润 (百万元)	6,029	10,491	13,511	16,448	19,428
净利润增长率	99.68%	74.02%	28.78%	21.74%	18.12%
EPS (元)	2.67	4.65	5.99	7.29	8.61
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.23%	34.41%	33.09%	31.08%	28.98%
P/E	14	8	6	5	4
P/B	4.1	2.7	2.1	1.6	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 3 日

### ➤ 融创中国: 从业绩弹性到价值蓝筹

截止 2019 年 Q1, 公司总土储约 1.83 亿方, 静态估算可满足未来 5 年以上的发展需求。其中位于特大超大城市、I 型城市、II 城市土储占比分别为 28%、29%、24% (合计达 81%)。从区域结构来看, 四大城市群合计占比 44%。我们认为, 公司土地储备雄厚, 成本端安全边际较高, 区位布局短期内受益于一二线楼市底部复苏, 为销售去化提供支撑; 中长期契合国家新型城镇化发展方向, 增量购房需求潜力较强。公司土地储备深厚优质, 销售规模稳居行业前四, 中长期下蓝筹价值将逐步显现。

公司逐步摆脱结转滞后和费用错配的桎梏, 我们维持 2019-2021 年预测基本 EPS 至 5.78、7.39、8.45 元, 对应 2019-2021 年预测核心 EPS 为 6.09、7.90、8.79 元, 当前股价对应 2019-2021 年预测 PE (核心) 为 4.9、3.8、

3.4 倍。综合考虑给予 2019 年 7.5 倍 PE（核心）估值，维持目标价 45.66 元（52.05 港元），维持“买入”评级。

#### ◆风险提示

房地产持续调控，公司销售不及预期；公司结算进度及盈利水平不及预期；投资策略转变，去杠杆不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	65,874	124,746	184,388	248,645	297,615
营业收入增长率	86.38%	89.37%	47.81%	34.85%	19.69%
净利润（百万元）	11,004	16,566	25,646	32,813	37,499
利润增长率	344.00%	50.55%	54.81%	27.94%	14.28%
基本 EPS（元）	2.76	3.79	5.78	7.39	8.45
核心 EPS（元）	1.31	4.91	6.09	7.90	8.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.1%	29.1%	33.2%	31.7%	28.1%
P/E（核心）	21.8	5.9	4.9	3.8	3.4
P/B	2.9	2.2	1.7	1.3	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 3 日

#### ➤ 中国金茂：费用错配逐步缓解，业绩释放潜力尽显

2018 年末，公司已签约未交付金额达 1403 亿元，同比增长 67%，为后续业绩释放提供较强保障。截止 2019 年 2 月，公司一级开发土储 2130 万方，二级开发土储 4148 万方，其中一二线城市占比达 73%。2019 年销售目标 1500 亿元，对应增速约 17%。考虑到 2019 年计划可售资源同比+42%，城市布局受益于行业销售结构切换，公司大概率可超额完成销售目标。

公司可结算资源充裕，销管费用错配逐步缓解，2019 年销售前景向好，我们维持 2019-2021 年预测基本 EPS 为 0.60、0.77、0.98 元，对应 2019-2021 年预测 EPS 为 0.60、0.77、0.98 元，预测核心 EPS 为 0.58、0.76、0.97 元，当前股价对应 2019-2021 年预测 PE（核心）为 6.6、5.1、4.0 倍。综合考虑给予 2019 年 10 倍 PE（核心）估值，维持目标价 5.85 元（6.83 港元），维持“买入”评级。

#### ◆风险提示

一级开发业务土地出让不及预期；城市运营项目推进不及预期；重点布局城市持续调控，销售回款及毛利率不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	31,075	38,733	55,436	72,977	95,620
营业收入增长率	13.81%	24.64%	43.13%	31.64%	31.03%
净利润（百万元）	3,978	5,211	6,898	8,927	11,311
净利润增长率	56.88%	31.00%	32.37%	29.43%	26.70%
基本 EPS（元）	0.37	0.45	0.60	0.77	0.98
核心 EPS（元）	0.37	0.44	0.58	0.76	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.1%	14.6%	17.3%	19.7%	21.7%
P/E（核心）	10.5	8.7	6.6	5.1	4.0
P/B	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 3 日

## 5、风险分析

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。

受经济结构换挡、中美贸易摩擦内外叠加影响，国内宏观经济增速放缓或超预期，有导致部分行业的就业情况恶化从而影响办公楼出租率及租金水平的可能；

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，有导致零售物业出租率及租金不及预期的可能；居民收入下降有导致网购增速放缓和仓储物业需求下降的可能。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 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, 本公司的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, 本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。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼