



Research and
Development Center

调控政策城市分化，市场整体将保持稳健增长

—— 房地产行业 2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 21 日

崔娟 房地产行业分析师

调控政策城市分化，市场整体将保持稳健增长

2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 21 日

本期内容提要：

- ◆ **政策展望：继续落实“房住不炒”，落户放宽以及大力发展都市圈建设是中长期利好。**
 - 1) 调控政策城市分化将愈加明显。中共中央政治局在 2019 年 4 月 19 日召开的会议上，再次强调了房地产调控政策的总体基调以及落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。我们认为调控政策城市分化将愈加明显，热点城市将加大房地产调控力度，库存压力较大的城市或将推动刚需释放。
 - 2) 房地产融资环境难言宽松。银保监会 5 月 17 日印发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，对 2019 年银行保险机构整治工作进行部署。其中，房地产融资是整治的重点内容，我们预计下半年房地产融资环境难言宽松。
 - 3) 落户限制放宽以及大力发展都市圈建设有利于房地产市场中长期稳健增长。我们认为，大中型城市落户条件的进一步放宽以及大力开展都市圈建设，有利于提振房地产市场的需求，从中长期的角度看利好房地产市场的稳健增长。
- ◆ **市场展望：预计 2019 年房地产市场将保持稳定增长。**我们认为，今年一季度楼市热度快速提升是政策收紧的内因，房地产调控将继续落实“房住不炒，因城施策”。我们预计下半年房地产融资环境难言宽松，热点城市将加大房地产调控力度，库存压力较大的城市或将推动刚需释放，整体看全国房地产市场将保持稳健运营。
- ◆ **维持行业“中性”评级。**我们认为 2019 年房地产调控将继续落实“房住不炒，因城施策”，调控政策城市分化将愈加明显。预计 2019 年房地产销售和投资增速将保持稳定，维持行业“中性”评级。
- ◆ **风险因素：**房地产市场调控的风险；房地产融资政策进一步收紧。

证券研究报告

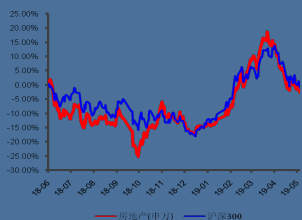
行业研究——投资策略

房地产行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级：中性，2018.12.4

房地产行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

行业规模及信达覆盖

股票家数（只）	152
总市值（亿元）	21035
流通市值（亿元）	18225
信达覆盖家（只）	9
覆盖流通市值（亿元）	6469

资料来源：信达证券研发中心

崔娟 房地产行业分析师

执业编号：S1500512050002

联系电话：+86 10 83326867

邮箱：cuijuan1@cindasc.com

相关研究

《继续坚持“因城施策”，促进供求平衡》2018.12

《投资和销售双回暖，下半年或将触底企稳》2018.6

《市场持续回落调整，城市分化格局延续》2017.12

《下半年将持续调整，关注行业龙头企业》2017.6

《回落调整是主基调》2016.12

《销售保持稳定，新开工增速超预期》2016.11

《调控加码，因城施策》2016.10

《宽松仍将持续，销售再创新高》2016.8

《库存分化明显，业绩改善可期》2016.6

《2015 年房地产市场触底回升，期待去库存政策发力》2016.1

《去库存压力犹存，政策红利将持续释放》2015.12

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

目录

政策展望：继续落实“房住不炒”，落户放宽以及大力发展都市圈建设是中长期利好	1
货币政策：继续实施稳健的货币政策，适时适度逆周期调节	1
房地产行业政策展望：坚持“房住不炒，因城施策”	1
市场展望：预计 2019 年将保持稳健增长	3
全国商品房销售面积持续回落，5 月份销售面积增速创今年最低	3
一线城市销售面积回升较快	3
主要城市销售价格增速有所回升	4
房地产开发投资保持稳健增长	5
预计 2019 年房地产市场将保持稳健增长	6
一季度房地产板块净利润增速继续回升，盈利能力继续回升	7
板块营收保持温和回升，2019Q1 板块归母净利润同比增速小幅上涨	7
房地产板块盈利能力持续改善	7
板块真实负债率小幅下降	8
2019 年一季度预收账款增速明显回升	9
行业评级与投资主线	10
维持行业“中性”评级	10
风险因素	10

图目录

图 1：商品房销售面积当月值及同比增速	3
图 2：商品房销售面积累计值及同比增速	3
图 3：30 个城市商品房成交面积及同比增速	4
图 4：一线城市月度成交面积及同比增速	4
图 5：二线城市月度成交面积及同比增速	4
图 6：三线城市月度成交面积及同比增速	4
图 7：70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比及环比增速	5
图 8：70 城一、二、三线城市新建商品住宅价格指数同比增速	5
图 9：70 城一、二、三线城市新建商品住宅价格指数环比增速	5
图 10：全国商品房各业态销售均价同比增速	5
图 11：商品房累计新开工面积及同比增速	6
图 12：商品房当月新开工面积及同比增速	6
图 13：房地产开发投资当月完成额及同比增速	6
图 14：房地产开发投资累计额及同比增速	6
图 15：A 股房地产开发企业营业收入及同比增速	7
图 16：A 股房地产开发企业归母净利润及同比增速	7
图 17：A 股房地产开发企业总资产报酬率	8
图 18：A 股房地产开发企业净资产收益率	8
图 19：A 股房地产板块三费占营业收入的比重	8
图 20：A 股房地产板块销售毛利率	8
图 21：A 股房地产板块资产负债率	9
图 22：A 股房地产板块扣除预收账款后的资产负债率	9
图 23：A 股房地产开发企业融资活动现金流情况	9
图 24：A 股房地产开发企业经营性现金流情况	9
图 25：A 股房地产开发企业预收账款及同比增速	10

政策展望：继续落实“房住不炒”，落户放宽以及大力发展都市圈建设是中长期利好

货币政策：继续实施稳健的货币政策，适时适度逆周期调节

在央行发布的《2019年第一季度中国货币政策执行报告》中提到：“2019年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期，新旧动能转换步伐加快，经济增长保持韧性。工业、服务业较快增长，投资增长加快，消费价格涨势温和，就业形势总体稳定。但外部经济环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出。面对新情况和新变化，按照党中央、国务院部署，中国人民银行坚持稳中求进工作总基调，坚持金融服务实体经济的根本要求，深化金融供给侧结构性改革，继续实施稳健的货币政策，适时适度逆周期调节，疏通货币政策传导，着力解决融资难、融资贵问题，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。”

为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行于2019年1月下调金融机构存款准备金率1个百分点；从2019年5月15日开始中国人民银行对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款，建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，促进降低小微企业融资成本。

房地产行业政策展望：坚持“房住不炒，因城施策”

房地产调控将坚持“房住不炒，因城施策”，促进供求平衡

中共中央政治局在2019年4月19日召开的会议上，再次强调了房地产调控政策的总体基调。会议认为，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。住建部对2019年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。地方层面也加大了房地产市场的监管力度，各地继续落实楼市分类调控政策。

我们认为，此前楼市热度快速提升是政策收紧的内因，一季度楼市复苏的节奏快于预期，一线城市二手房保持回暖，二线城市土地市场开始升温，土地溢价率也有抬升趋势。预计下半年房地产市场大幅波动的可能性不大。此外，中美贸易谈判以及GDP增速是否稳健也是政策考量的外部因素。

房地产融资环境难言宽松

银保监会5月17日印发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》(以下简称《通知》)，对2019年银行保险机构整治工作进行部署。其中，房地产融资更是被单独点名，详见下表。预计下半年房地产融资环境难言宽松。

表 1: 《通知》中涉及房地产行业的工作要点

机构	《通知》中涉及房地产行业的工作要点
银行	表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。
信托	向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款；违法违规向地方政府提供融资；违规要求或接受地方政府及其所属部门提供各种形式的担保；违规将表内外资金直接或间接投向“两高一剩”等限制或禁止领域等。
金融资产管理公司	未执行关于房地产业务的各项政策和监管要求；违法违规向地方政府提供融资或通过融资平台违规新增地方政府债务等。
金融租赁公司	违规开展房地产业务；违规向地方政府及融资平台提供融资等。

资料来源：银保监会官网，信达证券研发中心

落户限制放宽以及大力发展都市圈建设有利于房地产市场中长期稳健增长

国家发展改革委 2019 年 3 月 31 日印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》，指出从加快农业转移人口市民化、优化城镇化布局形态等共 6 个大方面共 22 个小点促进新型城镇化进程。

具体而言，在加快农业转移人口市民化方面，积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户。继续加大户籍制度改革力度，在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口 100 万-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万-500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。

2019 年 2 月份国家发改委发布了《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》，提出到 2022 年，中国都市圈同城化取得明

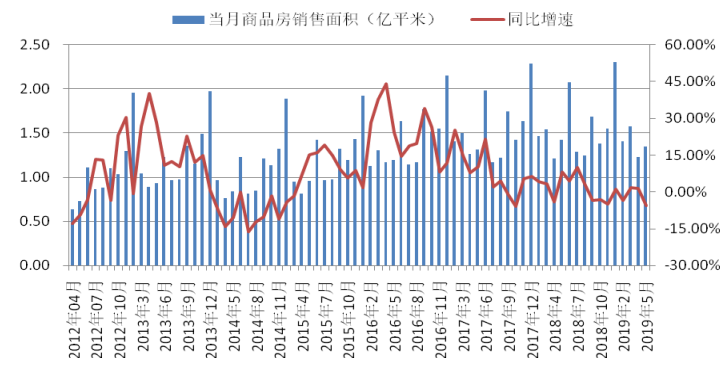
显进展；到 2035 年，现代化都市圈格局更加成熟，形成若干具有全球影响力的都市圈，并要求放宽除个别超大城市外的城市落户限制。我们认为，大中型城市落户条件的进一步放宽以及大力开展都市圈建设，有利于提振房地产市场的需求，从中长期的角度看利好房地产市场的稳健增长。

市场展望：预计 2019 年将保持稳健增长

全国商品房销售面积持续回落，5 月份销售面积增速创今年最低

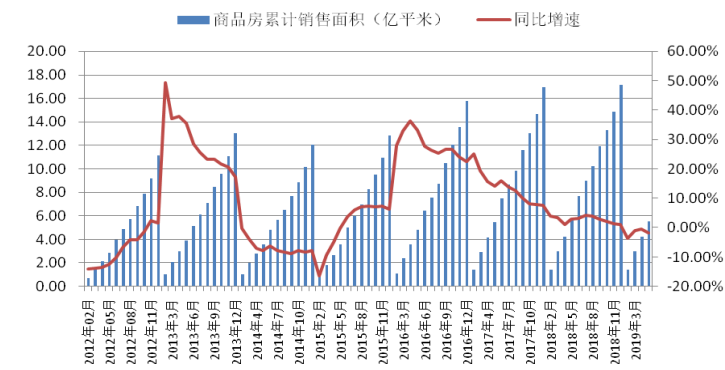
2019 年 1-5 月，商品房销售面积 55518 万平方米，同比下降 1.6%，降幅比 1-4 月份扩大 1.3 个百分点；和 2016 年 1-4 月 36.5% 的增速高点相比，已下滑 38.1 个百分点。2019 年 5 月份单月的商品房销售面积为 1.34 亿平方米，同比下降 5.5%，为今年以来单月销售增速最低。

图 1：商品房销售面积当月值及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

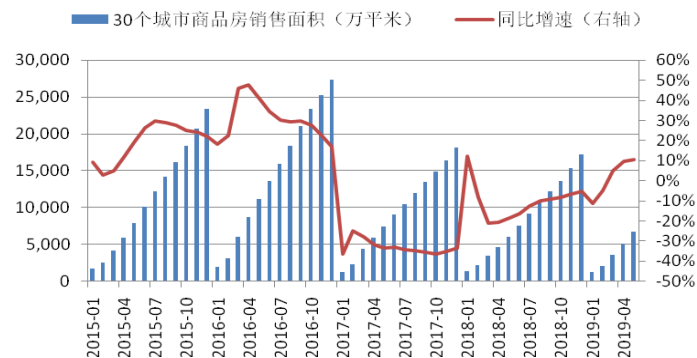
图 2：商品房销售面积累计值及同比增速



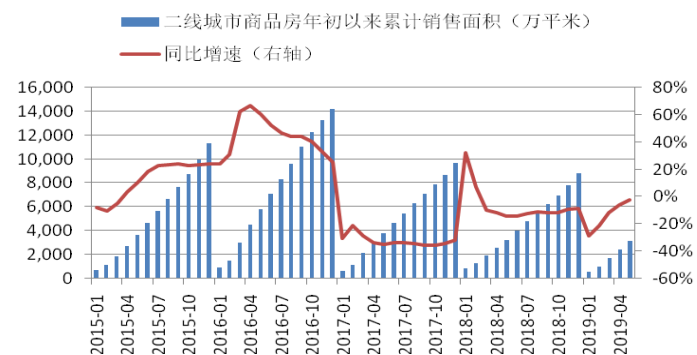
资料来源：Wind，信达证券研发中心

一线城市销售面积回升较快

从年初以来的整体情况看，主要城市商品房销售面积同比增速逐步回升。2019 年 1-5 月，30 个主要城市商品房销售面积同比增长 10.4%，和 2018 年同比下滑 5.2% 相比有一定回升。其中，一线和三线城市 1-5 月份销售面积同比分别增长 33.7% 和 20.9%，二线城市销售面积同比下滑 2.7%。

图 3：30 个城市商品房成交面积及同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

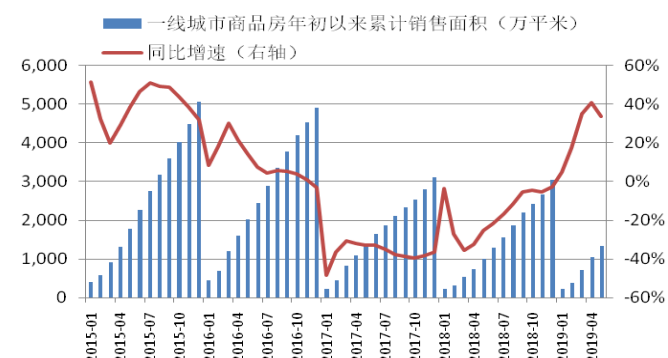
图 5：二线城市月度成交面积及同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

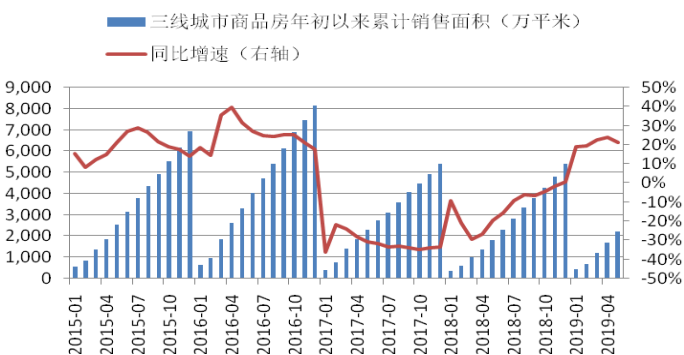
主要城市销售价格增速有所回升

2019 年以来，全国商品房均价已突破 9000 元/平米。2019 年 1-5 月，全国商品房销售均价 9325 元/平米，再创历史新高。

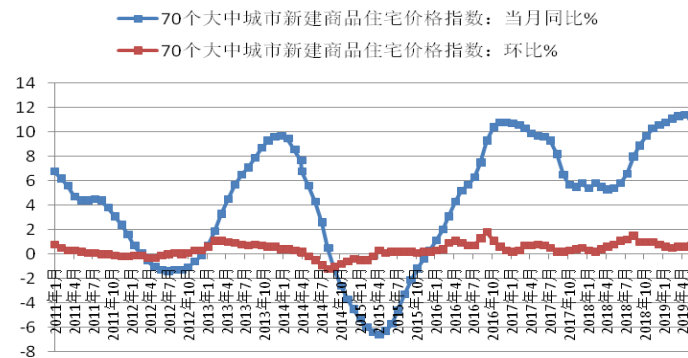
2018 年下半年以来，70 个主要城市销售价格同比增速持续回升，其中二、三线城市涨幅相对较高。2019 年 5 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比增长 11.3%，其中一、二、三线城市新建商品住宅价格指数同比分别增长 4.7%、12.1% 和 11.3%。

图 4：一线城市月度成交面积及同比增速


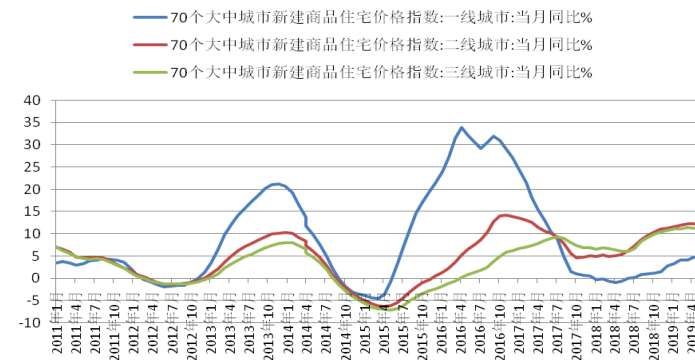
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：三线城市月度成交面积及同比增速


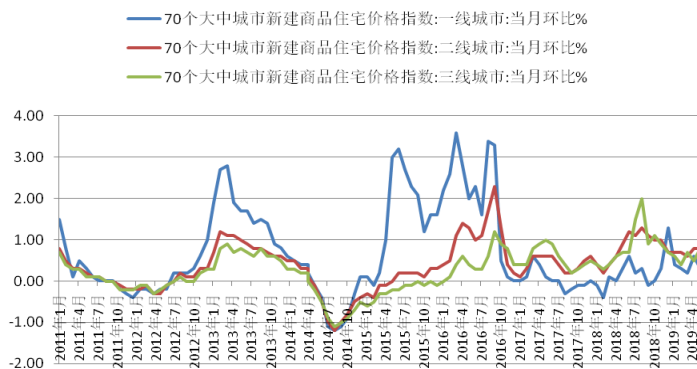
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比及环比增速


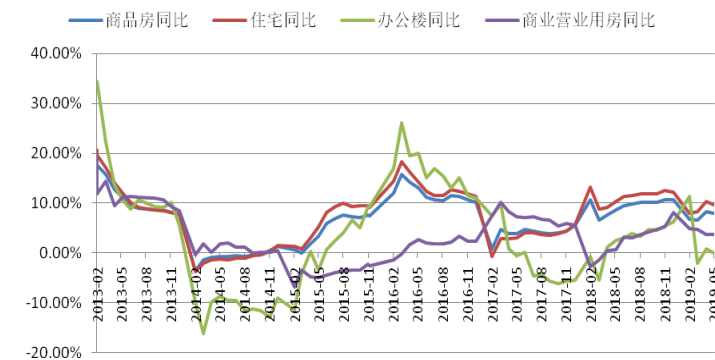
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：70 城一、二、三线城市新建商品住宅价格指数同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：70 城一、二、三线城市新建商品住宅价格指数环比增速


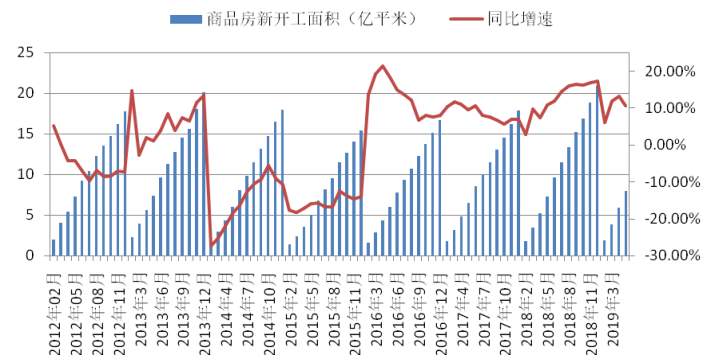
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：全国商品房各业态销售均价同比增速


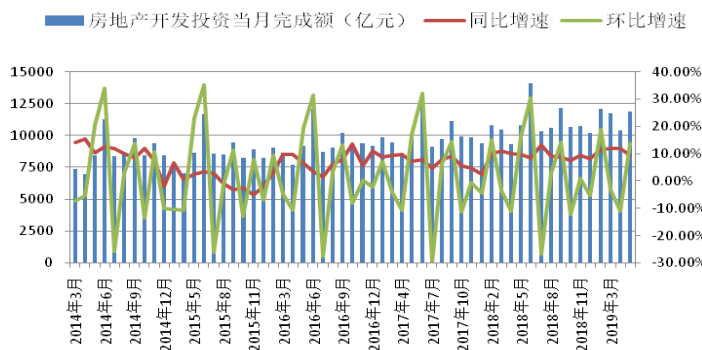
资料来源：Wind，信达证券研发中心

房地产开发投资保持稳健增长

2019 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 46075 亿元，同比增长 11.2%，增速比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。房地产投资增速虽然有所回落，但仍然维持在在 2014 年 11 月以来的高位。我们认为，房地产投资增速伴随 4 月份政策收紧小幅下滑，但全年保持稳健增长应是大概率事件。

图 11: 商品房累计新开工面积及同比增速


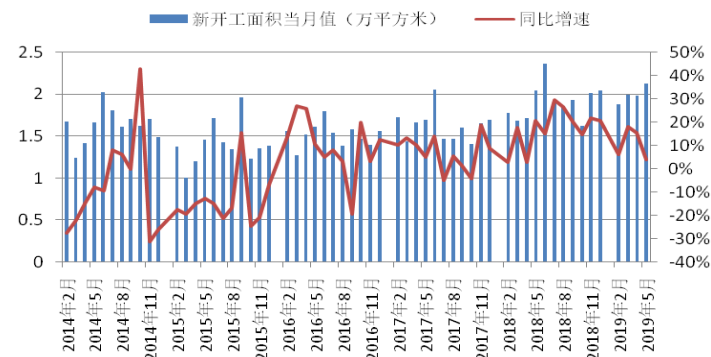
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 房地产开发投资当月完成额及同比增速


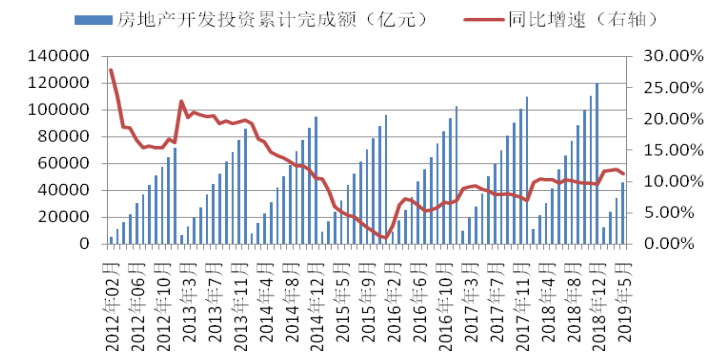
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

预计 2019 年房地产市场将保持稳健增长

我们认为，今年一季度楼市热度快速提升是政策收紧的内因，房地产调控将继续落实“房住不炒，因城施策”。我们预计下半年房地产融资环境难言宽松，热点城市将加大房地产调控力度，库存压力较大的城市或将推动刚需释放，整体看全国房地产市场将保持稳健运营。

图 12: 商品房当月新开工面积及同比增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 房地产开发投资累计额及同比增速


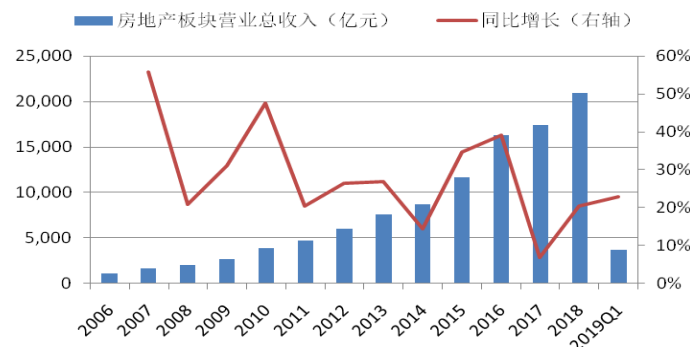
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

一季度房地产板块净利润增速继续回升，盈利能力继续回升

板块营收保持温和回升，2019Q1 板块归母净利润同比增速小幅上涨

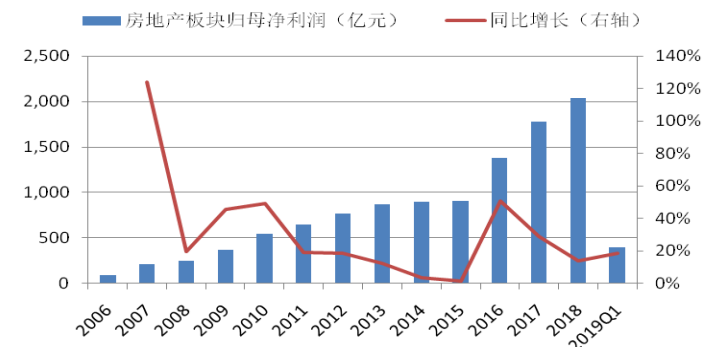
由于 2016 年和 2017 年，房企预售增速较高，因此自 2018 年以来，房地产板块营业收入保持温和回升趋势。2018 年和 2019 一季度板块营收同比分别增长 20.4%、22.9%。2017 年和 2018 年板块归母净利润同比增速连续两年下滑，2019 一季度同比增长 18.8%，和 2018 年相比小幅上涨。

图 15: A 股房地产开发企业营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

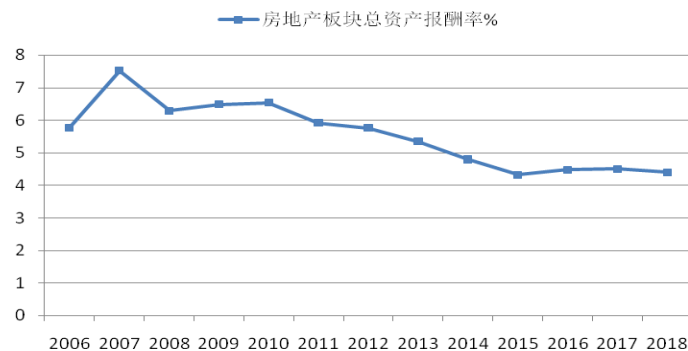
图 16: A 股房地产开发企业归母净利润及同比增速



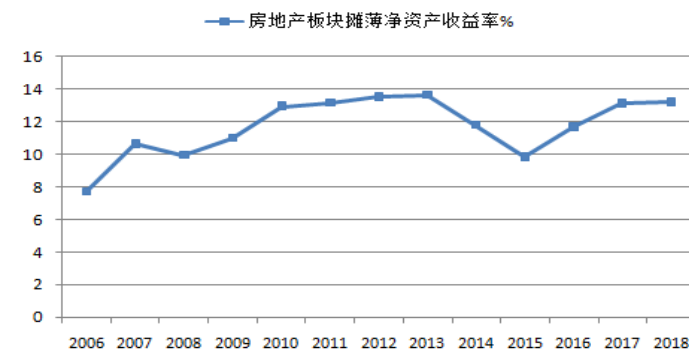
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

房地产板块盈利能力持续改善

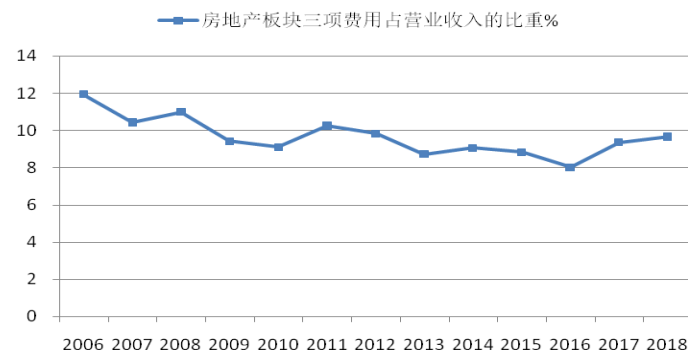
2016 年和 2017 年商品房涨价速度相对较快，因此板块销售毛利率 2017 年以来持续回升。2018 年，房地产板块毛利率 32.4%，净资产收益率 13.2%，分别较 2017 年提升 2.8 和 0.1 个百分点。2019 年一季度，房地产板块毛利率 32.2%，净资产收益率 2.5%，较 2018 年同期分别增长 1.2 个和 0.1 个百分点。

图 17: A 股房地产开发企业总资产报酬率


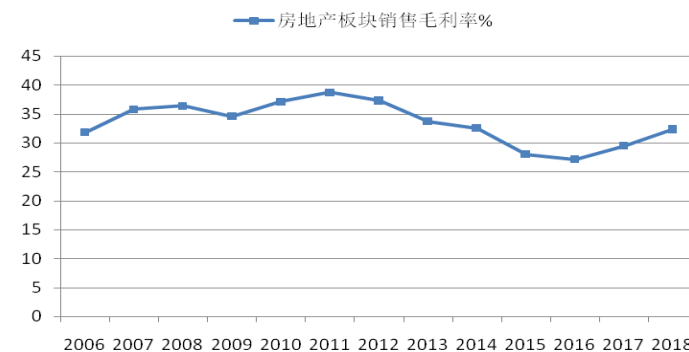
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: A 股房地产开发企业净资产收益率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: A 股房地产板块三费占营业收入的比重


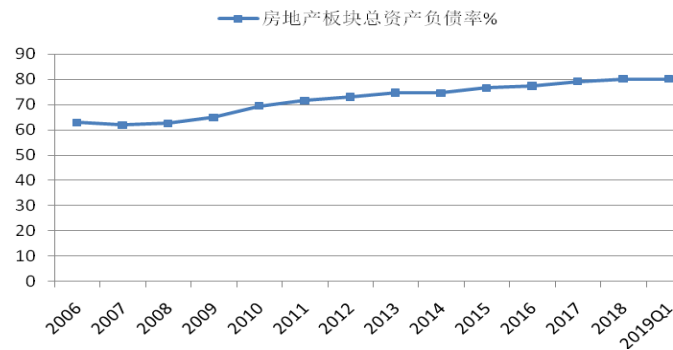
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: A 股房地产板块销售毛利率


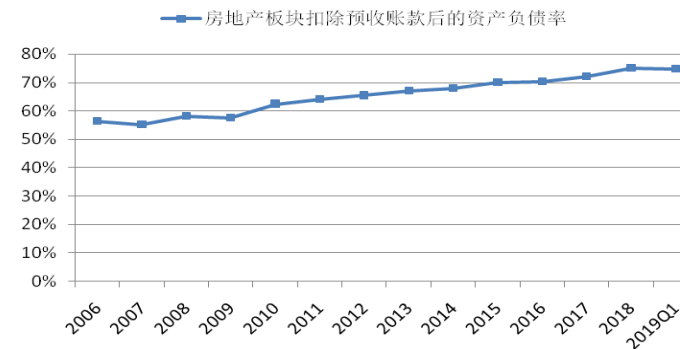
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

板块真实负债率小幅下降

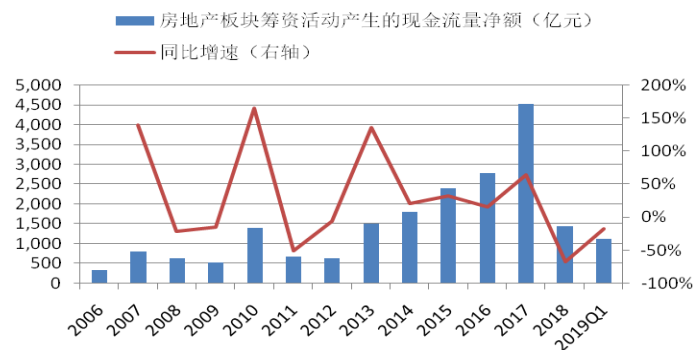
2018 年及 2019 年 Q1, 地产板块资产负债率分别为 80.05%和 80.06%, 基本保持稳定; 扣除预收账款后, 2019 年一季度板块真实负债率 74.9%, 和 2018 年相比下滑 0.02 个百分点, 小幅下降。现金流方面, 2019 年一季度房地产板块筹资活动产生的现金流量净额为 1126.7 亿元, 同比下降 18.5%; 经营活动产生的现金流量净额为-942.9 亿元。

图 21: A 股房地产板块资产负债率


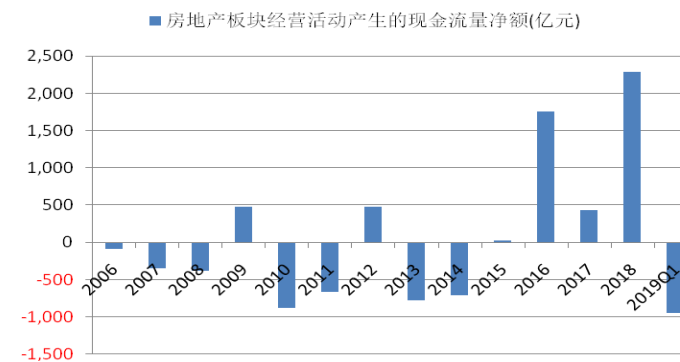
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: A 股房地产板块扣除预收账款后的资产负债率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: A 股房地产开发企业融资活动现金流情况


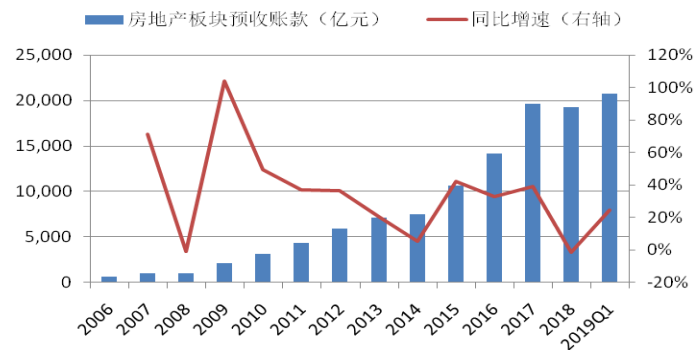
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: A 股房地产开发企业经营性现金流情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2019 年一季度预收账款增速明显回升

2019 年一季度, A 股地产板块预收账款总计 20762 亿元, 同比增长 24.6%, 较 2018 年增速出现明显回升, 为板块未来业绩释放提供一定的支持。

图 25: A 股房地产开发企业预收账款及同比增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

行业评级

维持行业“中性”评级

我们认为 2019 年房地产调控将继续落实“房住不炒，因城施策”，调控政策城市分化将愈加明显。预计 2019 年房地产销售和 investment 增速将保持稳定，维持行业“中性”评级。

风险因素

- 1、房地产市场调控的风险。不排除未来房地产政策会进一步收紧，从而对房地产销售和 investment 产生负面影响。
- 2、房地产融资政策进一步收紧的风险。不排除未来房地产融资政策进一步收紧，从而加剧房地产企业现金流的紧张程度。

分析师简介

崔娟：毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，先后在民族证券和信达证券从事金融和房地产行业研究。曾在《中国证券报》、《中国房地产报》、《证券市场周刊》等刊物发表研究文章多篇。能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。荣获 2015 年华尔街见闻金牌分析师评选房地产中线第三名、2017 年东方财富中国最佳分析师房地产行业第三名，2018 年 Wind 房地产行业研究最热报告第一名。

房地产行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
万科 A	000002	金地集团	600383	金科股份	000656
保利地产	600048	滨江集团	002244	泛海控股	000046
世联行	002285	首开股份	600376	华夏幸福	600340

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。