

## 房地产行业

### 几多风雨千山路，好事多磨终有期

行业评级

买入

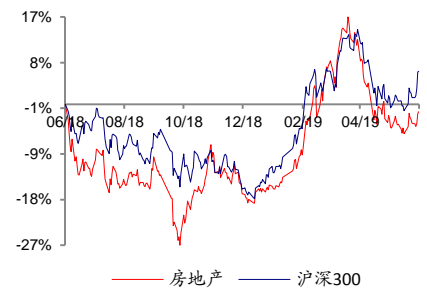
前次评级

买入

报告日期

2019-06-23

#### 相对市场表现



分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师:

李飞



SAC 执证号: S0260517080010



021-60750620



gflifei@gf.com.cn

请注意，乐加栋、李飞并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究:

房地产行业:单月开工销售热度略有下滑，投资持续高速增长 2019-06-16

房地产行业:基本面走弱有助缓解政策压力，继续建议加大板块配置 2019-06-16

联系人:

邢莘 021-60750620

xingshen@gf.com.cn

#### 核心观点:

##### ● 19年上半年基本面回顾：重点城市“点复苏”而非“全面回暖”

本轮小周期景气度自18年6月开始见顶，19年3月景气度短暂回升，主要是重点城市“点复苏”而非“全面回暖”，复苏主要以量带动，价格系统性上涨的风险较低。土地市场表现与商品房市场呈现较强的联动性，在19年3月以来土地市场呈现一定的回暖趋势，与成交市场类似，回暖区域主要集中在热点区域的重大城市，大部分城市土地市场总体保持平稳。

##### ● 政策面预测：延续因城施政，调控政策由点及面扩散可能性较低

19年5月供需总量数据再次走弱，有助于缓解政策压力，在经济不确定性及地方财政压力的背景下，政策甚至存在边际调整的基础。我们认为未来仍将延续当前的因城施策，个别热点城市存在结构性调控的可能性，但大部分城市目前涨价压力不大，政策收紧由点及面扩散的可能性较低。

##### ● 基本面预测：19年预计销售面积下滑2.5%，投资同比上涨7%

需求端，我们认为未来不同城市的行业情况也将出现分化，重点城市18年以来的开工规模保障19年的推货能力，叠加需求端18年筑底后自然复苏，预计19年销售面积同比上涨9%，而其他城市考虑到棚改效应减弱和需求透支的双重压制，预计销售下滑5%，整体全年销售面积下降2.5%。

供给端，19年新开工增速高位回落，出于对开工能力的担忧，预计19年二三季度开工增速还会进一步下滑，而19年二季度的土地市场局部升温对于四季度新开工具备一定支撑，预计19年全年新开工面积同比上涨5%。投资方面，考虑到18年三季度以来土地市场景气度回落，预计19年土地投资同比上涨6.3%，受土地投资下行影响，我们预计19年房地产开发投资同比上涨7.0%，更多由施工投资支撑。

##### ● 板块投资策略：板块估值修复概率提升，板块投资价值提升

基于政策面与基本面的分析，我们认为下半年行业及货币政策端潜在的边际调整或将利于板块PE修复，板块投资价值提升。在个股选择上，需要综合销售成长性（关键看经营能力）、盈利能力以及短期业绩防御性。推荐标的方面，一线A股龙头推荐：万科A、华夏幸福、招商蛇口、新城控股，二线A股龙头推荐：中南建设、华发股份、阳光城、荣盛发展、蓝光发展，H股龙头推荐：融创中国、万科企业、旭辉控股集团，H股龙头关注：中国金茂、合景泰富等，子领域推荐：新湖中宝、光大嘉宝和中国国贸。

##### ● 风险提示

行业政策调控力度加大，流动性改善不及预期，重点城市供给改善不及预期，三四线成交热度快速下行，库存累积快于预期，房企融资持续收紧，主流房企业绩增长不及预期，主流地产股估值继续下探。

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)		
			收盘价	报告日期		评级	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
万科A	000002.SZ	人民币	28.31	2019/04/08	买入	39.60	3.48	3.96	8.14	7.15	6.59	7.49	19.9%	18.5%
招商蛇口	001979.SZ	人民币	21.28	2019/03/19	买入	29.80	2.29	2.57	9.30	8.28	8.98	8.33	21.0%	19.1%
华夏幸福	600340.SH	人民币	30.81	2019/05/01	买入	36.99	4.93	6.03	6.25	5.11	8.91	8.33	29.0%	26.2%
新城控股	601155.SH	人民币	39.38	2019/03/13	买入	47.87	6.47	7.48	6.08	5.27	8.90	10.91	33.1%	27.6%
华侨城A	000069.SZ	人民币	7.17	2018/11/01	买入	-	1.33	1.42	5.37	5.04	5.77	5.46	15.0%	13.8%
荣盛发展	002146.SZ	人民币	9.84	2019/04/29	买入	13.52	2.25	2.68	4.37	3.67	2.63	0.58	22.6%	21.2%
中南建设	000961.SZ	人民币	8.87	2019/05/31	买入	10.78	1.08	1.89	8.23	4.70	4.59	4.78	19.6%	25.5%
阳光城	000671.SZ	人民币	6.63	2019/04/03	买入	8.89	0.94	1.25	7.09	5.29	10.70	8.40	18.0%	19.5%
蓝光发展	600466.SH	人民币	6.41	2019/03/20	买入	10.04	1.11	1.72	5.75	3.74	11.00	11.78	22.6%	25.8%
新湖中宝	600208.SH	人民币	3.23	2019/03/18	买入	5.20	0.48	0.57	6.79	5.68	23.10	18.50	10.2%	10.9%
碧桂园	02007.HK	港币	11.80	2019/04/13	买入	16.03	1.96	2.26	5.28	4.59	3.30	3.15	23.4%	18.8%
融创中国	01918.HK	港币	38.70	2019/04/07	买入	54.70	5.28	7.00	6.46	4.87	8.35	4.98	27.2%	26.5%
旭辉控股集团	00884.HK	港币	4.97	2019/04/30	买入	6.16	0.91	1.13	4.81	3.85	3.90	3.00	21.6%	21.2%
万科企业	02202.HK	港币	29.15	2019/04/08	买入	38.70	3.48	3.96	7.34	6.46	6.59	7.49	19.9%	18.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 以上公司为广发证券地产组近两年覆盖标的;

(2) A股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的(融创中国、旭辉控股集团)合理价值货币单位为港币;

(3) A股及港股标的EPS货币单位均为人民币。

## 目录索引

19 年上半年基本面回顾.....	7
19 年 3 月景气度短暂回升, 主要是重点城市“点复苏”而非“全面回暖”.....	7
重点城市复苏主要以“量”带动, 价格系统性上涨的风险较低.....	12
部分城市土地市场与销售同步回暖, 但大部分土地市场保持平稳.....	14
政策面回顾与预测.....	21
需求端预测: 19 年预计销售面积同比下降 2.5%.....	26
供给端预测: 19 年预计新开工上涨 5%, 投资上涨 7%.....	35
(一) 土地投资测算: 19 年出让金同比下滑 7%, 土地投资上涨 6.3%.....	36
(二) 新开工增速测算: 调整 19 年新开工增速至上涨 5.0%.....	37
(三) 投资增速预测: 19 年投资同比上涨 7%, 其中施工投资上涨 7.4%.....	38
板块估值修复概率提升, 板块投资价值提升.....	40
板块投资拐点临近, 销售增长保障收益弹性.....	40
企业经营能力替代财务杠杆成为房企核心指标.....	42
板块及个股估值具备强安全边际, 业绩增速打开上行空间.....	52

## 图表索引

图 1: 18 年 9 月全国商品房单月销售同比首次转负, 以往周期来看, 转负至见底大概需要 2-3 个季度.....	7
图 2: 东中西部城市销售面积单月同比增速 (%).....	8
图 3: 重点城市与其他城市销售面积单月同比 (%).....	8
图 4: 统计局与 38 城市商品房销售面积单月同比.....	8
图 5: 分线城市商品房销售面积同比 (%).....	8
图 6: 80 城商品住宅推盘规模与同比.....	9
图 7: 各城市成交与推盘对比关系.....	10
图 8: 重点城市新开盘去化率 (中指院).....	10
图 9: 重点城市商品房及住宅批售比.....	10
图 10: 重点城市 19 年 M3-M4 批售比与 18 年批售比对比.....	11
图 11: 19 年 1-4 月 80 城市住宅推盘同比与成交同比关系.....	11
图 12: 样本城市住宅批售比情况.....	12
图 13: 统计局 70 大中城市新房环比.....	13
图 14: 70 大中城市分线城市新房价格环比 (%).....	13
图 15: 19 年统计局 70 大中城市新建商品住宅价格环比变化.....	13
图 16: 重点城市 19 年 M3-M4 房价月均环比与 18 年月均环比对比.....	14
图 17: 统计局 70 大中城市房价平均涨幅情况.....	14
图 18: 300 城全类型土地供销比.....	15
图 19: 300 城市全类型土地年整体成交情况.....	15
图 20: 300 城市全类型土地季度成交情况.....	15
图 21: 300 城全类型土地出让金与同比.....	16
图 22: 300 城全类型土地溢价率.....	16
图 23: 300 城宅地流拍率情况.....	16
图 24: 19 年 5 月中指院 300 城宅地溢价率情况.....	17
图 25: 重点城市 M1-M5 溢价率与 18 年对比.....	17
图 26: 地方政府土地财政依赖程度.....	18
图 27: 单月国有土地使用权出让收入与同比.....	18
图 28: 地方财政收入与土地供给变化关系.....	19
图 29: 南京 18 年和 19 年宅地出让区域分布.....	19
图 30: 合肥 18 年和 19 年宅地出让区域分布.....	19
图 31: 重点城市溢价率与去化周期对比.....	20
图 32: 房企资金来源中开发贷与自筹资金同比.....	21
图 33: A 股房企债权融资规模.....	21
图 34: A 股房企债权融资结构.....	21
图 35: 房企债权融资成本 (%).....	21
图 36: 18 年底以来中央房地产调控表态.....	22
图 37: 地方行业政策调控次数分类与汇总 (次).....	23
图 38: 重点 35 城首套二套房按揭贷平均利率.....	24
图 39: 重点 35 城首套二套房按揭贷平均利率折扣.....	24
图 40: 我国制造业 PMI 与货币政策关系图.....	24

图 41: 地方行业政策分类与汇总 .....	25
图 42: 重点城市与其他城市销售面积增速及其与 19 年年度策略的对比 .....	27
图 43: 一线城市单月新开工规模与同比 .....	27
图 44: 二线一类城市单月新开工规模与同比 .....	27
图 45: 2009-2018 年重点城市月均销售面积 .....	27
图 46: 一线城市成交规模与同比增速 .....	28
图 47: 二线一类城市成交规模与同比增速 .....	28
图 48: 全国棚改计划量 (万套) .....	28
图 49: 城镇棚户区计划改造套数 (万套) .....	28
图 50: 棚改主要资金来源 (PSL 及棚改专项债) 发行规模及增速 .....	29
图 51: 测算各省三四线城市棚改货币化安置面积占销售面积的比例 (18 年) ...	30
图 52: 2009-2018 年二线三类和三四线城市月均销售面积 .....	30
图 53: 统计局与 38 城市商品房销售面积单月同比 .....	31
图 54: 分线城市商品房销售面积同比 (%) .....	31
图 55: 全国商品房成交面积及增速预测 .....	32
图 56: 分线城市销售增速预测 .....	32
图 57: 全国商品房销售金额增速贡献拆分 .....	32
图 58: 全国商品房销售金额增速与预测 .....	32
图 59: 住宅销售面积与新开工面积 (亿平米) 关系 .....	33
图 60: 住宅中期库存规模及去化周期 (年度) .....	33
图 61: 全国商品房销售金额及增速预测 .....	34
图 62: 全国房地产开发投资 (亿元) .....	35
图 63: 分类型物业投资单季度增速 .....	35
图 64: 投资增速拆分 (施工投资+土地投资) .....	35
图 65: 施工投资增速的拆分 .....	35
图 66: 统计局土地投资、中指院土地出让金及财政部土地使用权收入同比增速 .....	37
图 67: 土地、新开工及销售面积单季度同比增速对比 .....	38
图 68: 估值拐点与政策拐点以及基本面拐点保持正相关, 其中政策是关键, 透过成交增速变化影响估值 .....	40
图 69: 流动性环境本质上也是通过成交增速变化来影响板块估值 .....	41
图 70: 11 年 11 月-12 年 12 月区间主流房企股价、销售、盈利、杠杆以及估值指标概览 .....	41
图 71: 14 年 2 月-16 年 9 月区间主流房企股价、销售、盈利、杠杆以及估值指标概览 .....	42
图 72: 10-16 年主流公司财务杠杆及销售规模变化二维图 .....	43
图 73: 阳光城 12-16 年杠杆、周转、销售以及业绩指标一览 .....	43
图 74: 房地产投融资决策四象限图 (17 年以来提升经营杠杆成为关键) .....	44
图 75: 主流房企单项目销售面积增速对比 .....	45
图 76: 万科 A 12-16 年杠杆、周转、销售以及业绩指标一览 .....	45
图 77: 2018 年主流房企杠杆结构及经营杠杆比重 .....	46
图 78: 主流房企销售规模及 (销售规模/有息负债) .....	46
图 79: 主流房企土储及 (土地/销售) 指标对比 .....	47
图 80: 主流房企周转指标和杠杆指标二维图 .....	47



图 81: 未来三大经济圈依旧是房企布局的主阵地, 为运营效率提供市场支撑 ....	48
图 82: 主流房企 18 年布局城市 (按区域、按分线划分) .....	49
图 83: 主流房企 18 年布局城市情况 (个) .....	49
图 84: 主流房企 10 年-18 年新增项目体量情况 (万方) .....	49
图 85: 主流房企 18 年单城市销售金额 (亿元) 以及布局城市数量 (个) .....	50
图 86: 主流房企经营能力综合评价 .....	50
图 87: 主流地产股 18 年底业绩保障倍数及同比增幅 (%) .....	52
图 88: 主流房企估值情况 .....	52

表 1: 19 年以来重点城市新房、二手房成交同比增速与购房门槛 .....	8
表 2: 部分重点城市及强三线城市宅地溢价率情况 .....	18
表 3: 南京各区出让宅地建面及占比 .....	20
表 4: 合肥各区出让宅地建面及占比 .....	20
表 5: 18 年底以来重大调控政策变化 .....	22
表 6: 2019 年基本面预测结果汇总 .....	26
表 7: 36 个二线城市分类结果 .....	26
表 8: 货币化安置对商品房成交影响的比例的敏感性分析 .....	29
表 9: M2 同比、社融存量同比、中长期贷款同比与商品房销售面积增速 .....	31
表 10: 各类城市商品房成交增速测算 .....	31
表 11: 住宅销售面积、新开工增速对中期库存及去化周期的敏感性分析 .....	33
表 12: 全国及各类城市商品房成交金额增速测算 .....	34
表 13: 全国土地成交金额以及计入投资金额测算 .....	36
表 14: 历年房地产开发投资额拆分一览 .....	39
表 15: 主流房企杠杆结构一览 .....	46
表 16: 主流房企周转类以及盈利能力指标对比 .....	47
表 17: 龙头房企盈利指标 .....	51

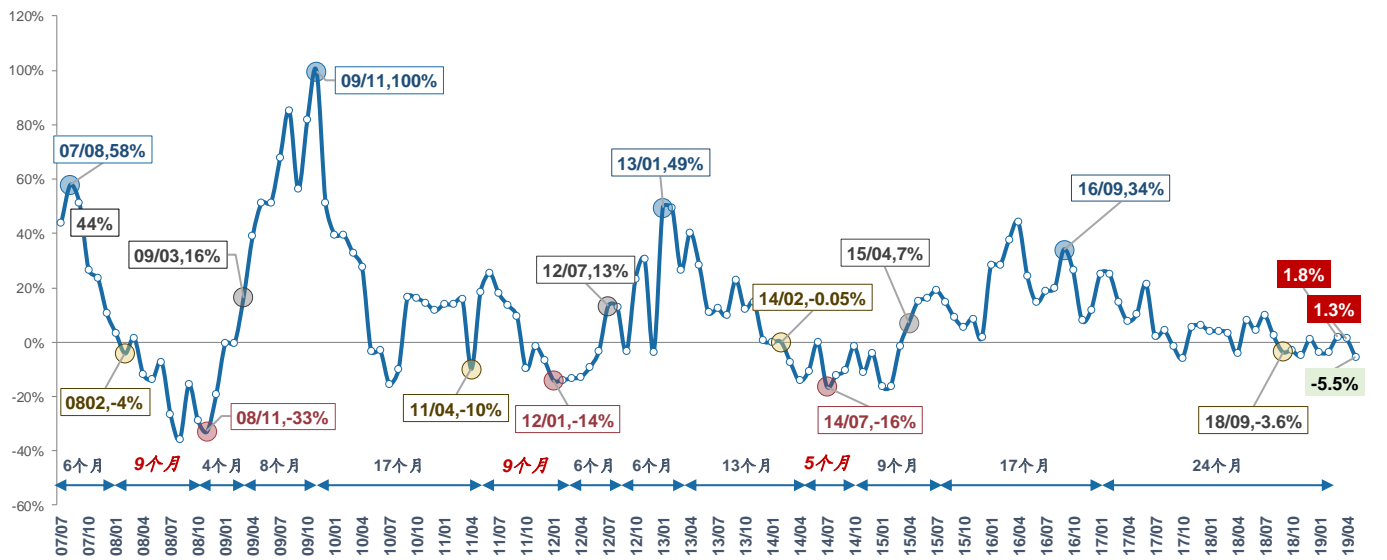
## 19年上半年基本面回顾

### 19年3月景气度短暂回升，主要是重点城市“点复苏”而非“全面回暖”

本轮小周期景气度自18年6月开始见顶，总量销售增速在9月首次转负，进一步明确了回落趋势。进入19年，前2月成交市场维持低位，但3月市场呈现季节性反弹，全国商品房销售面积单月同比转正，3月、4月分别同比增长1.8%、1.3%。但进入5月，高基数叠加景气度回落导致单月销售同比再次转负，同比回落5.5%。

分区域看，3月份各区域同比反弹，但4月以来则出现了分化，其中东部地区销售面积4月同比转正，但5月高基数压力下再次转负，同比回落8.8%，中部增速在3月之后开始逐步回落，5月同比下滑7%，西部地区销售增速在3月后有所放缓，5月同比上涨3.8%。

图1：18年9月全国商品房单月销售同比首次转负，以往周期来看，转负至见底大概需要2-3个季度

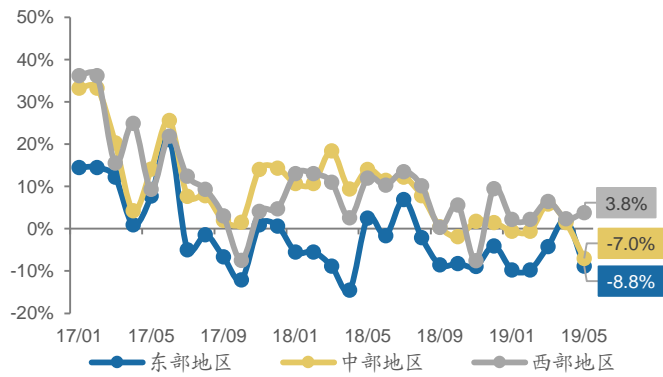


数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

分线来看，首先我们依旧根据2019年年度策略报告《大浪淘沙，金不换；寒风卷地，久弥坚》的方法，将统计局公布的36个二线城市按基本面和政策的维度划分为3大类城市：二线一类（基本面好政策紧）、二线二类（基本面差政策紧）、二线三类（基本面差政策松）。

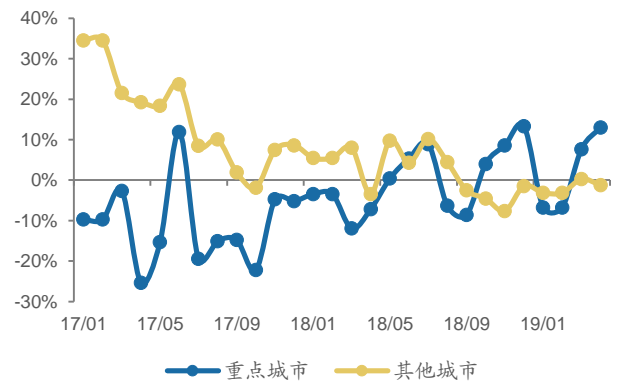
基于上述分类，我们发现重点城市（一线与二线一类）3月以来呈现温和复苏，3月、4月销售面积分别同比增长7.6%、13.0%，而其他城市（二线二类、二线三类与三四线）则同比分别为0.2%、-1.2%。而5月的情况，我们用房管局的备案高频数据来刻画一、二线城市的销售情况，同时结合全国商品房销售面积反推算三四线的销售面积，结果来看，5月一二线分别同比增长11.1%、4.0%，而三四线则下滑6.8%。

图2: 东中西部城市销售面积单月同比增速 (%)



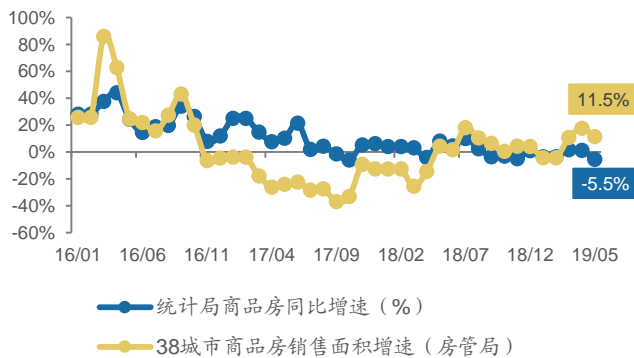
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图3: 重点城市与其他城市销售面积单月同比 (%)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

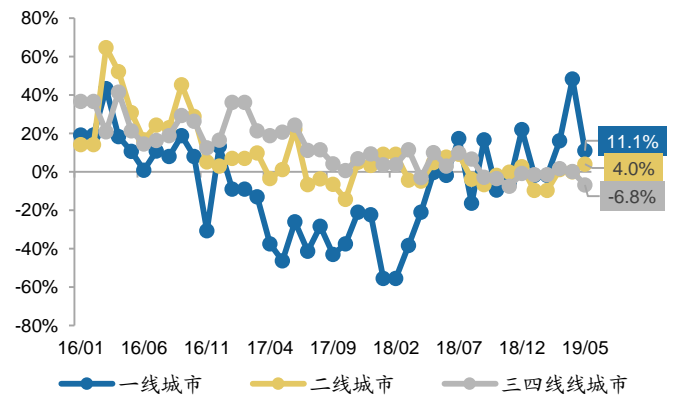
图4: 统计局与38城市商品房销售面积单月同比



数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 38城5月为扣除五一假期影响后增速

图5: 分线城市商品房销售面积同比 (%)



数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 5月分线数据为根据房管局高频数据推算

总体来看, 3月以来市场景气度的复苏主要以重点城市的“点复苏”为主, 而非“全面回暖”, 上半年重点城市成交量涨跌各异, 用统计局、房管局、克尔瑞的新房以及房管局二手房来表征整体成交表现, 发现一线以及政策压力较大的核心二线城市(苏州、南京、厦门)确实存在比较明显的需求复苏带动的成交提升, 政策压力的缓解是核心城市成交企稳的主要原因。

表 1: 19年以来重点城市新房、二手房成交同比增速与购房门槛

城市	北京	广州	深圳	上海	石家庄	苏州	天津	兰州	西宁	南昌
统计局 M1-M4	105%	22%	-2%	-2%	74%	48%	44%	24%	20%	20%
房管局新房 M1-M5	103%	14%	39%	24%	1%	31%	42%			-39%
CRIC80 城 M1-M5	154%	26%	37%	36%	84%	49%	32%	35%	-1%	
二手房 M1-M5	1%		-4%	49%		43%				
非本地纳税年限 (年)	5	5	5	5	2	1	2	3	-	2
首套/二套房首付比	35%/60%	30%/40%	30%/70%	35%/50%	30%/40%	30%/50%	30%/60%	30%/60%	-	30%/40%
城市	温州	银川	呼和浩特	郑州	合肥	福州	昆明	无锡	宁波	北海

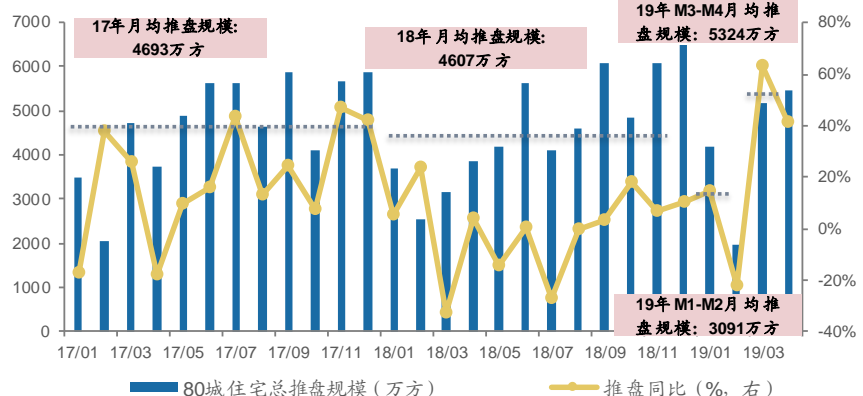


统计局 M1-M4	16%	15%	15%	12%	8%	7%	7%	5%	5%	4%
房管局新房 M1-M5	2%			58%	-24%	84%		22%	213%	-29%
CRIC80 城 M1-M5	-11%	25%		40%	-10%	79%	17%	24%	-5%	-25%
二手房 M1-M5				2%				3%		
非本地纳税年限 (年)	-	-	-	2	1	1	-	2	1	-
首套/二套房首付比	-	-	-	30%/60%	30%/40%	40%/50%	20%/30%	20%/40%	30%/30%	-
<b>城市</b>	<b>南宁</b>	<b>长春</b>	<b>哈尔滨</b>	<b>厦门</b>	<b>武汉</b>	<b>重庆</b>	<b>沈阳</b>	<b>太原</b>	<b>济南</b>	<b>贵阳</b>
统计局 M1-M4	1%	1%	0%	-1%	-7%	-7%	-7%	-9%	-9%	-10%
房管局新房 M1-M5	157%	22%	46%	124%	17%		-4%			-32%
CRIC80 城 M1-M5	0%	29%		39%	19%	-12%	-1%	80%	1%	
二手房 M1-M5	-2%			137%						
非本地纳税年限 (年)	-	-	-	3	2	-	0.5	0.5	2	-
首套/二套房首付比	-	-	-	30%/60%	30%/40%	-	25%/40%	30%/40%	60%/60%	-
<b>城市</b>	<b>南京</b>	<b>成都</b>	<b>西安</b>	<b>乌鲁木齐</b>	<b>青岛</b>	<b>海口</b>	<b>长沙</b>	<b>大连</b>	<b>杭州</b>	<b>三亚</b>
统计局 M1-M4	-10%	-12%	-14%	-15%	-15%	-17%	-21%	-25%	-27%	-51%
房管局新房 M1-M5	16%		-24%		-28%	84%	-30%	-29%	-21%	
CRIC80 城 M1-M5	10%	-7%	-29%	14%	-33%	-42%	-28%	-41%	-11%	
二手房 M1-M5	18%				-33%			-15%	-18%	
非本地纳税年限 (年)	2	2	5	-	1	5	1	1	2	5
首套/二套房首付比	30%/50%	30%/40%	30%/40%	-	30%/40%	20%/70%	30%/35%	-	30%/40%	25%/50%

数据来源：统计局，Wind，克而瑞，中指院，各地政府官网，广发证券发展研究中心

此外，供给规模的稳定提升，也是推动重点城市成交走势的重要因素。具体来看，克而瑞80城商品住宅推盘规模进入3月以后大幅放量，其中3月同比增长63.2%，增速创17年以来历史新高，4月同比仍然维持41.3%的高位。从绝对推盘规模来看，80城市3-4月份月均推盘规模为5324万方，而17年及18年月均推盘量均在4600万方左右，而房企推盘放量与重点城市限价边际改善有关。

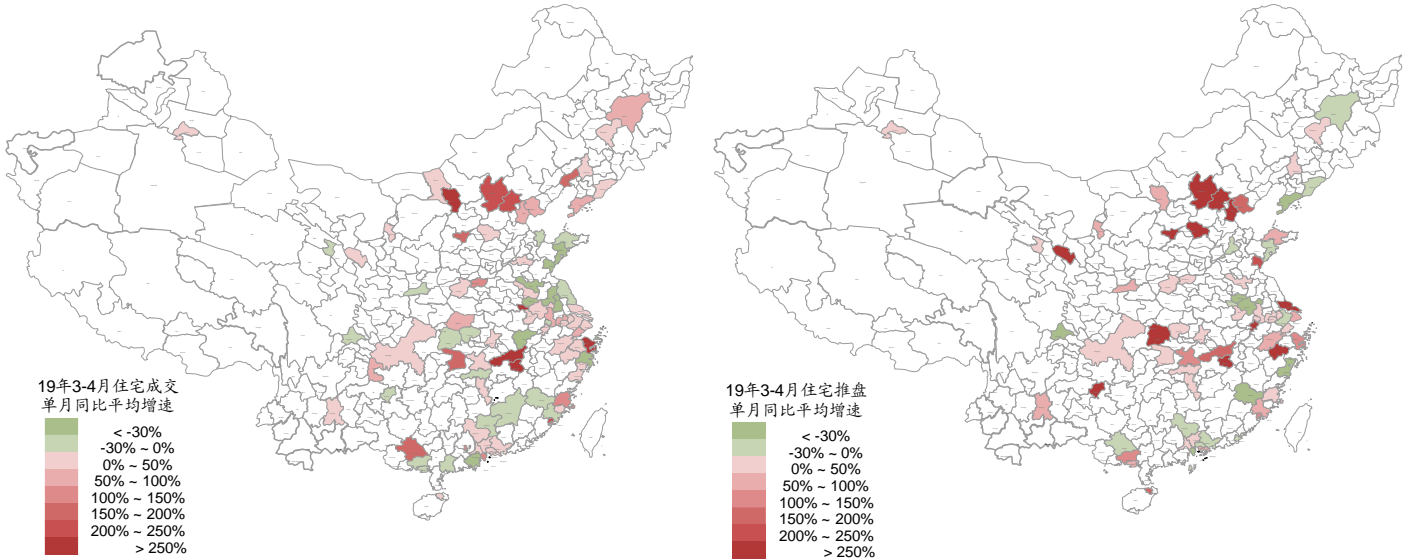
图6：80城商品住宅推盘规模与同比



数据来源：克而瑞，广发证券发展研究中心

分区域看，环渤海与珠三角的一二线和强三线以及长三角、中西部、海西的一二线城市在3-4月推盘大幅增长，与成交热度较高区域基本吻合，从侧面反映了供给对成交的推动作用。

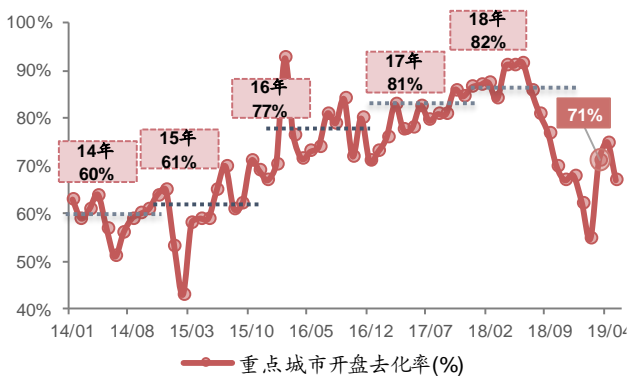
图7：各城市成交与推盘对比关系



数据来源：Wind，克而瑞，中指院，广发证券发展研究中心

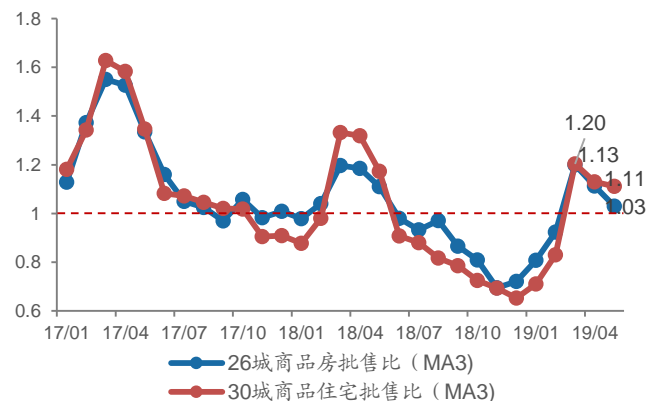
除供给以外，需求端也呈现筑底抬升。从中指院重点城市的开盘去化率角度来看，18年6月开盘去化率见顶，此后持续下滑，19年2月下至55%，是15年3月以来的历史最低点。但19年3月重点城市开盘去化率大幅回升至71%，并于4月继续抬升，5月仍维持相对高位。而从批售比来看，26城商品房批售比和30城住宅批售在3月均突破荣枯线并连续3个月维持在1以上，反映了3月以来景气度的上升。大多数重点城市在18年下半年经历了持续下降之后，在19年3月-4月呈现较为明显的抬升，并高于18年下半年，且部分城市基本接近18年高点位置。

图8：重点城市新开盘去化率（中指院）



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图9：重点城市商品房及住宅批售比

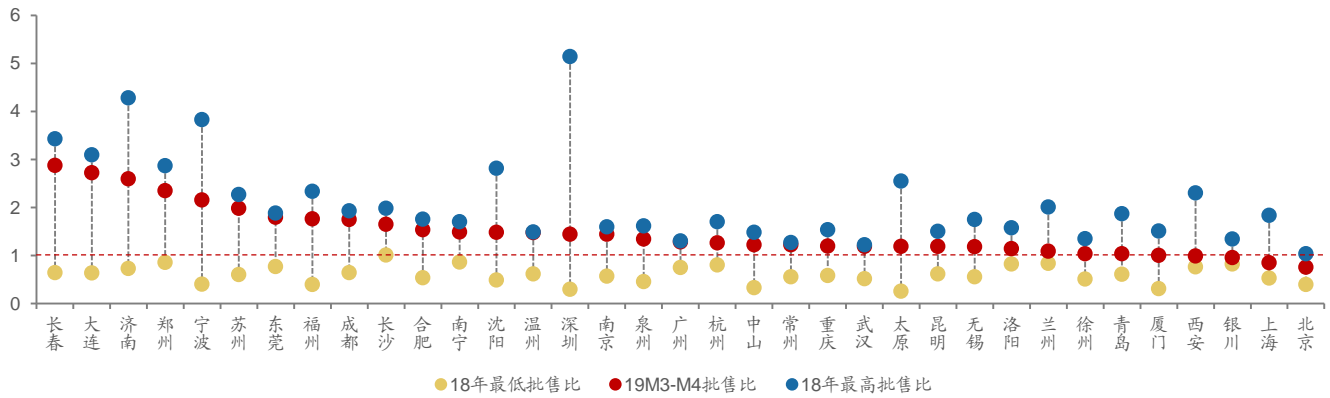


数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

从重点城市二手房成交增速来看，二手房成交不受推盘影响，是从侧面衡量需求的重要指标。18年7月我们跟踪的重点13城市二手房成交面积增速见顶，除18年

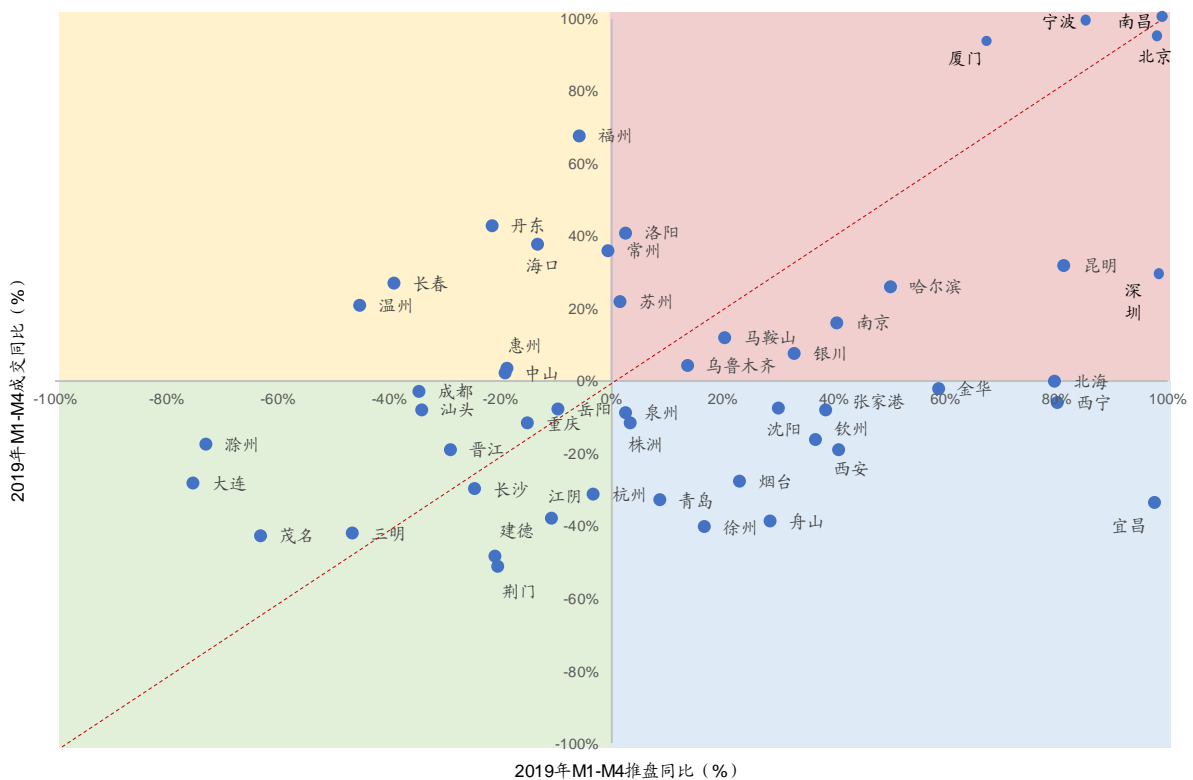
10月短暂反弹以外呈现下行趋势，19年3月二手房成交同比增速由负转正，上升5.6%，4月同比上升20.3%，5月扣除五一假期影响后同比上升11.4%，二手房成交增速的止跌回升也反映了需求端的复苏。

图10: 重点城市19年M3-M4批售比与18年批售比对比



数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图11: 19年1-4月80城市住宅推盘同比与成交同比关系



数据来源: Wind, 克而瑞, 中指院, 广发证券发展研究中心

注: 为了显示需要, 北京、南昌、宁波、厦门、深圳、济南按相对位置调整了在上图中的位置, 不代表绝对数值

我们通过整理样本城市的供给与成交的关系将城市分为四类, 表征主要城市19年上半年的市场表现, 其中x-y轴分别是供应和推盘的同比增速, 50%分位线表征的

是批售比为1的枯荣线位置:第一类为供给提升带动成交上涨的城市(图11第一象限),在对角线左侧的城市(南昌、宁波等)去化率好于右侧城市(南京、昆明),表明供应和去化表现均处于较好的状态;第二类为供给下滑成交依旧上涨的城市(图11第二象限),这类城市的市场在供应端贡献有限的情况下,依靠市场景气度和去化率回升,来实现销售规模的增长(如长春);第三类城市为供需双降(图11第三象限),表明上半年成交量的下滑主要由供给不足导致,而枯荣线以下的城市,则除了供给不足外也伴随着市场去化率的下滑;此外第四类城市供给放量而成交回落,主要体现在去化率的下降,市场需求已经进入衰退阶段(如沈阳、张家港)。

图12: 样本城市住宅批售比情况

城市名称	深圳	广州	上海	北京	苏州	福州	成都	长沙	合肥	南宁
18年H1	1.74	0.97	1.19	0.88	1.25	0.65	1.24	1.55	0.85	0.99
18年H2	0.71	0.84	0.79	0.47	1.06	1.15	0.98	1.25	0.90	0.96
19年M1-M2	0.70	0.82	0.66	0.64	1.43	0.63	1.46	1.15	1.60	0.99
19年M3-M4	1.45	1.29	0.85	0.76	1.99	1.77	1.75	1.65	1.54	1.49
城市名称	沈阳	温州	南京	杭州	重庆	武汉	太原	昆明	无锡	兰州
18年H1	1.89	0.73	1.14	1.26	1.21	0.84	0.44	1.28	0.71	1.26
18年H2	0.76	0.79	0.80	0.88	0.77	0.61	1.08	0.79	1.34	0.97
19年M1-M2	1.51	0.79	0.71	1.18	0.66	0.69	0.47	0.72	0.62	0.88
19年M3-M4	1.48	1.48	1.45	1.27	1.20	1.19	1.19	1.19	1.18	1.09
城市名称	青岛	厦门	西安	南昌	贵阳	哈尔滨	东莞	泉州	中山	常州
18年H1	1.50	0.74	1.49	1.24	0.59	1.56	1.07	1.09	0.42	1.01
18年H2	0.89	0.43	1.17	0.87	0.88	0.43	0.99	0.84	1.05	0.76
19年M1-M2	0.67	0.63	1.25	1.16	0.77	0.34	0.93	0.78	1.27	0.70
19年M3-M4	1.04	1.00	0.99	0.89	0.89	0.86	1.80	1.35	1.22	1.22
城市名称	株洲	洛阳	徐州	汕头	岳阳	银川	烟台	珠海	佛山	惠州
18年H1	1.16	0.92	1.14	1.02	0.83	1.12	1.34	0.41	0.79	1.00
18年H2	1.01	1.15	0.78	1.14	0.74	0.93	0.79	0.71	1.01	0.83
19年M1-M2	1.46	0.85	0.66	0.80	0.56	1.08	0.93	0.71	1.02	0.63
19年M3-M4	1.18	1.15	1.04	1.03	0.98	0.96	0.94	0.92	0.91	0.82

数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

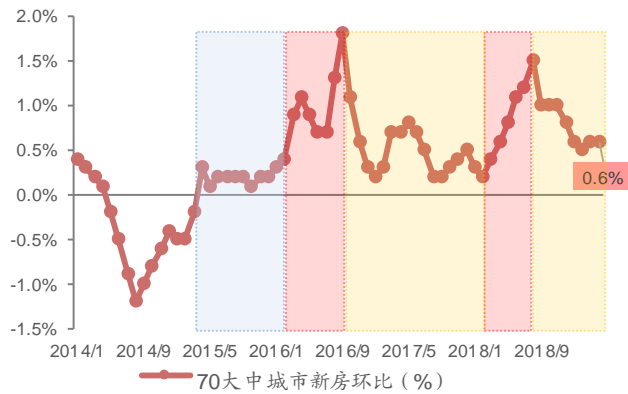
注: 红色底色为19年M3-M4批售比高于18年下半年批售比的城市, 绿色底色为19年M3-M4批售比低于18年下半年批售比的城市

### 重点城市复苏主要以“量”带动, 价格系统性上涨的风险较低

房价方面, 本轮周期中统计局70大中城市新建商品住宅环比增速于18年8月见顶, 此后增速维持下行趋势, 19年3月环比增速小幅回升并维持平稳状态, 3-4月环比增速均维持在0.6%。

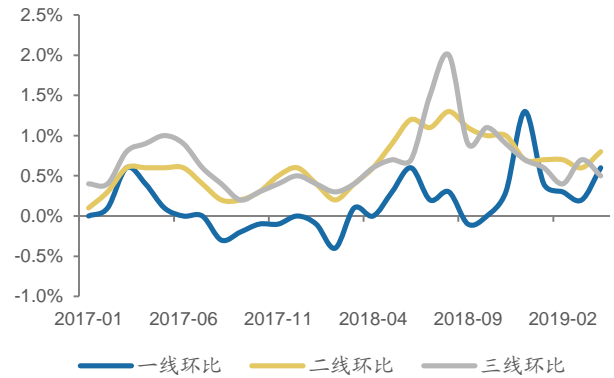
从具体的样本城市来看, 大部分城市房价保持平稳, 即使市场热度相对较高的3月-4月, 月均环比涨幅也低于18年的月均水平。而部分热点城市尽管月均涨幅较18年有所扩大, 但绝对涨幅水平基本保持在1%以内。我们认为3月以来重点城市市场景气度的复苏, 主要以量抬升为主, 目前来看, 短期内房价系统性上涨压力不大。

图13: 统计局70大中城市新房环比



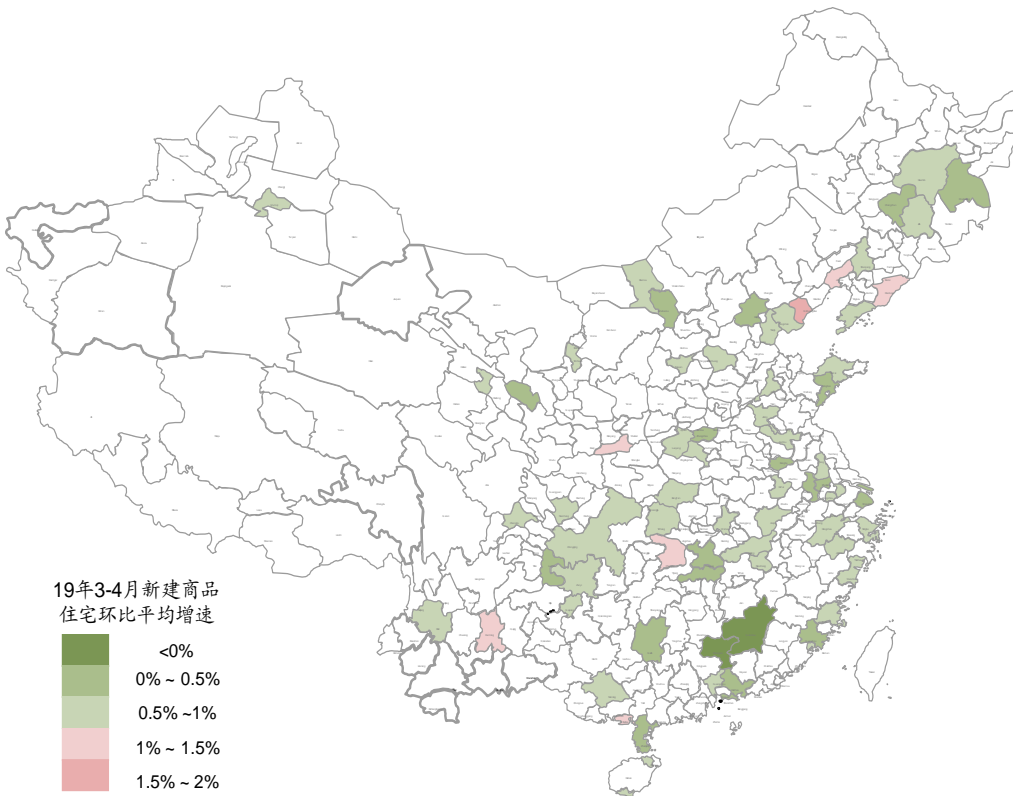
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图14: 70大中城市分线城市新房价格环比 (%)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图15: 19年统计局70大中城市新建商品住宅价格环比变化



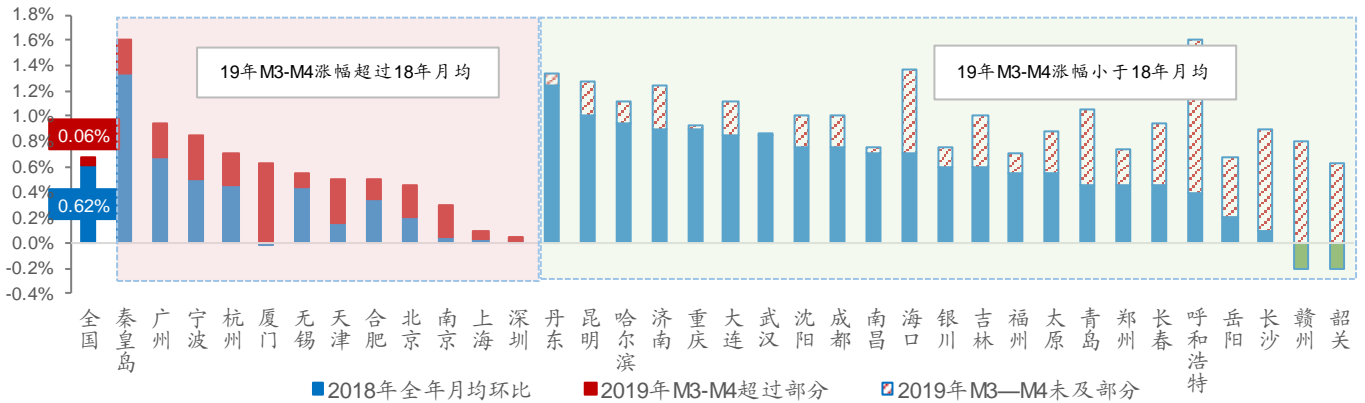
城市名称	2019年累计环比	城市名称	2019年累计环比
大理	7.72%	宜昌	3.19%
西安	6.94%	包头	3.18%
秦皇岛	6.82%	济南	3.12%
贵阳	5.53%	九江	3.11%
洛阳	5.00%	银川	3.05%
大连	4.91%	杭州	2.99%
重庆	4.77%	桂林	2.97%
武汉	4.73%	常德	2.93%
石家庄	4.71%	长春	2.78%
广州	4.69%	无锡	2.63%
徐州	4.61%	合肥	2.58%
吉林	4.34%	青岛	2.55%
北海	4.33%	南昌	2.51%
宁波	4.29%	安庆	2.36%
锦州	4.28%	南京	2.24%
西宁	4.26%	福州	2.16%
济宁	4.23%	温州	1.99%
昆明	4.15%	湛江	1.91%
海口	4.15%	乌鲁木齐	1.91%
金华	4.11%	北京	1.88%
呼和浩特	4.00%	泸州	1.88%
哈尔滨	4.00%	兰州	1.82%
丹东	3.95%	长沙	1.79%
南宁	3.80%	三亚	1.72%
牡丹江	3.78%	天津	1.53%
平顶山	3.76%	厦门	1.52%
唐山	3.43%	郑州	1.41%
沈阳	3.40%	蚌埠	1.19%
扬州	3.38%	韶关	1.14%
成都	3.38%	上海	0.55%
太原	3.38%	深圳	0.34%
襄阳	3.34%	赣州	0.24%
烟台	3.33%	惠州	0.07%
遵义	3.33%	泉州	0.00%
南充	3.27%	岳阳	-0.49%

数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

注: 右表为1-5月累计环比涨幅



图16: 重点城市19年M3-M4房价月均环比与18年月均环比对比



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图17: 统计局70大中城市房价平均涨幅情况

城市名称	秦皇岛	常德	北海	广州	平顶山	南宁	宁波	乌鲁木齐	郑州	杭州
18年全年	1.33%	0.85%	0.94%	0.68%	0.64%	0.73%	0.51%	0.48%	0.30%	0.46%
19年M1-M4	1.45%	0.65%	0.83%	0.98%	0.80%	0.83%	0.75%	0.50%	0.45%	0.58%
19年M3-M4	1.60%	1.20%	1.15%	0.95%	0.95%	0.85%	0.85%	0.78%	0.73%	0.70%
城市名称	金华	湛江	厦门	无锡	合肥	天津	温州	北京	南京	泉州
18年全年	0.38%	0.35%	-0.03%	0.44%	0.35%	0.16%	0.14%	0.20%	0.05%	0.12%
19年M1-M4	0.63%	0.45%	0.28%	0.33%	0.60%	0.33%	0.33%	0.33%	0.35%	-0.05%
19年M3-M4	0.65%	0.63%	0.60%	0.55%	0.50%	0.50%	0.50%	0.45%	0.30%	0.20%
城市名称	上海	深圳	丹东	西安	昆明	锦州	南充	哈尔滨	石家庄	济南
18年全年	0.03%	0.01%	1.34%	1.71%	1.28%	1.00%	1.11%	1.12%	1.16%	1.24%
19年M1-M4	0.15%	0.00%	0.88%	1.18%	0.85%	0.85%	0.60%	0.85%	0.88%	0.70%
19年M3-M4	0.10%	0.05%	1.25%	1.05%	1.00%	1.00%	0.95%	0.95%	0.90%	0.90%
城市名称	大理	重庆	武汉	贵阳	大连	沈阳	成都	包头	扬州	西宁
18年全年	1.45%	0.93%	0.87%	1.47%	1.13%	1.01%	1.00%	0.90%	0.70%	0.93%
19年M1-M4	1.40%	0.75%	0.88%	1.13%	0.85%	0.60%	0.75%	0.65%	1.06%	0.93%
19年M3-M4	0.90%	0.90%	0.85%	0.85%	0.85%	0.75%	0.75%	0.75%	0.70%	0.70%
城市名称	南昌	海口	烟台	九江	徐州	银川	宜昌	唐山	三亚	洛阳
18年全年	0.76%	1.37%	1.08%	0.78%	1.36%	0.75%	1.03%	0.70%	1.22%	0.88%
19年M1-M4	0.48%	0.73%	0.65%	0.63%	0.83%	0.60%	0.70%	1.03%	0.33%	0.80%
19年M3-M4	0.70%	0.70%	0.65%	0.65%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
城市名称	济宁	吉林	遵义	襄阳	太原	福州	安庆	青岛	长春	蚌埠
18年全年	1.01%	1.00%	1.08%	1.12%	0.88%	0.70%	0.73%	1.05%	0.94%	0.63%
19年M1-M4	0.80%	0.88%	0.70%	0.65%	0.73%	0.33%	0.43%	0.45%	0.60%	0.15%
19年M3-M4	0.60%	0.60%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.45%	0.45%	0.45%
城市名称	呼和浩特	牡丹江	桂林	岳阳	泸州	惠州	长沙	兰州	韶关	赣州
18年全年	1.61%	0.93%	0.67%	0.68%	0.93%	0.32%	0.90%	0.87%	0.43%	0.61%
19年M1-M4	0.78%	0.68%	0.55%	-0.10%	0.43%	-0.08%	0.23%	0.30%	0.00%	0.00%
19年M3-M4	0.40%	0.30%	0.30%	0.20%	0.20%	0.15%	0.10%	0.10%	-0.20%	-0.20%

数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

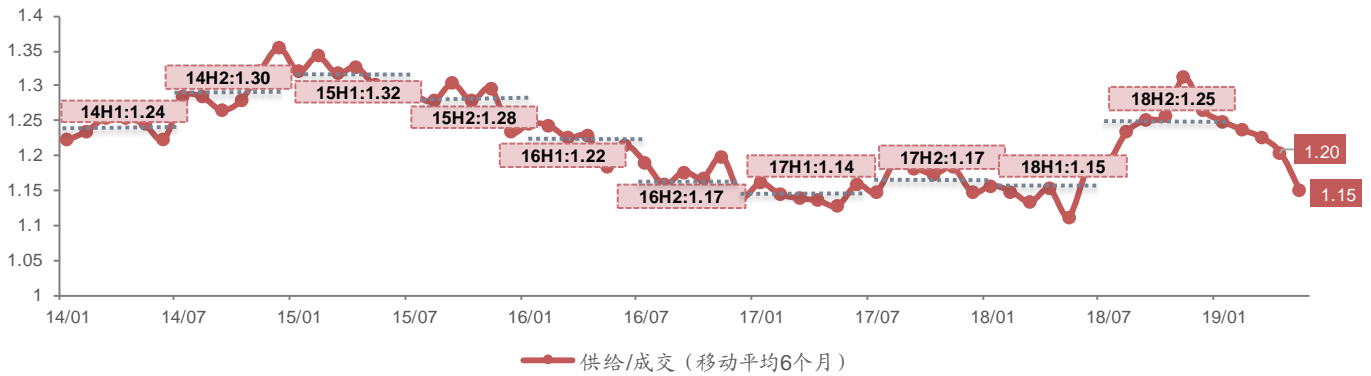
注: 红色底色为19M3-M4平均涨幅大于18年月均涨幅的城市, 浅绿色为19M3-M4平均涨幅小于18年月均涨幅的城市以下城市, 深绿色为19M3-M4房价下跌的城市

### 部分城市土地市场与销售同步回暖, 但大部分土地市场保持平稳

土地市场表现与商品房市场呈现较强的联动性, 18年下半年以来土地市场景气度也开始下行, 在19年3月以来土地市场呈现一定的回暖趋势。我们以供销比(供给

(成交)来衡量土地市场的景气度,自16年下半年以来,300城土地供给/成交维持在1.15左右,而18年下半年,供销比均值大幅上升到1.25左右,景气度下行趋势明显。而进入到19年4月以后,这一数值开始下行,5月供销比下行至1.15,景气度底部有所回升。

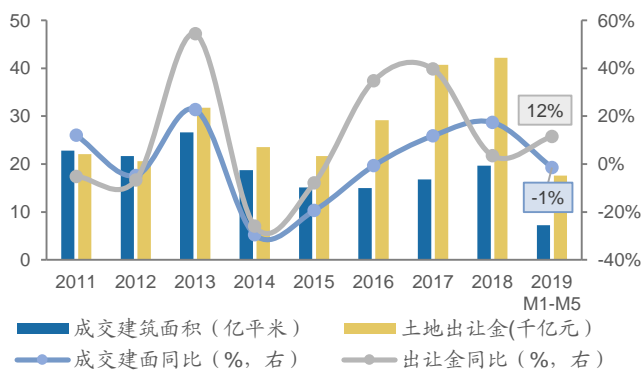
图18: 300城全类型土地供销比



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

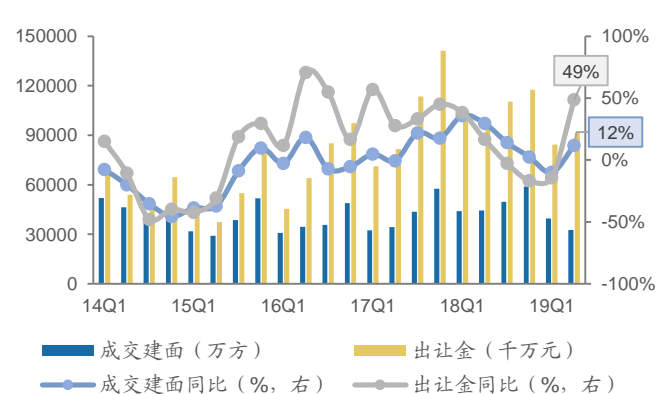
从成交量价维度来看,18年一季度以来土地成交建面和出让金同比增速持续下行,其中出让金同比增速在18年三季度开始转负,成交建面则在19年一季度出现下滑。但进入19年4月,土地成交市场出现回暖迹象,出让建面和出让金单月同比转正,尤其是出让金增速弹性更为显著,并带动19年同比累计增速于4月转正,截止19年5月累计同比上涨12%。

图19: 300城市全类型土地年整体成交情况



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

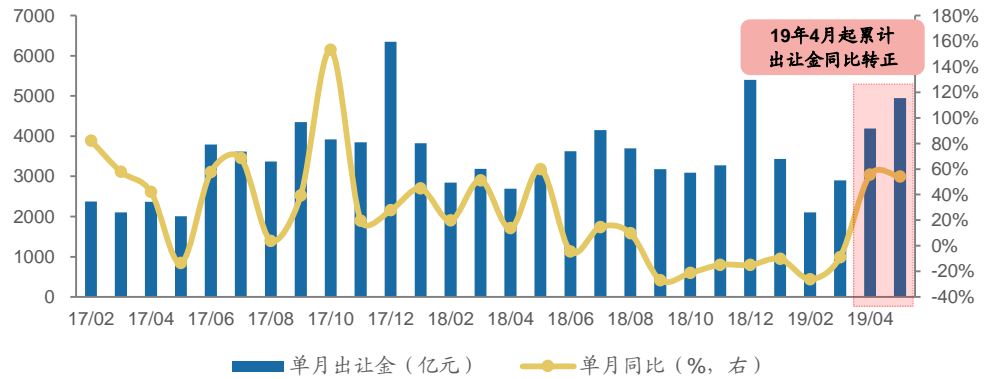
图20: 300城市全类型土地季度成交情况



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

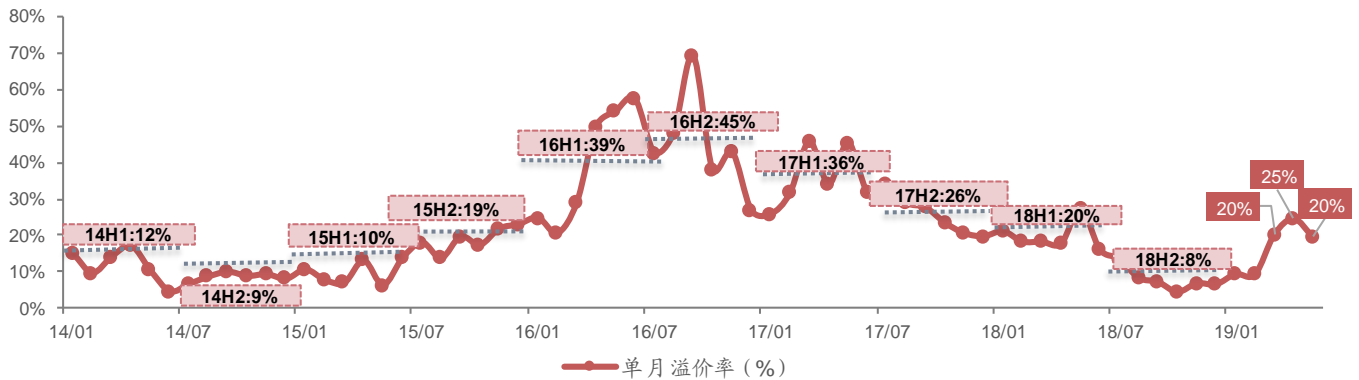
从溢价率的角度来看,300城全类型土地溢价率18年下半年以来持续稳定在低位,直至19年3月底开始抬升,稳定在20%左右,恢复至18年上半年的平均水平,但是显著低于16年至17年上半年市场活跃阶段。土地流拍率也同样显示了土地市场自4月以来回暖的迹象,目前300城市流拍率已下滑至18年以来低位。

图21: 300城全类型土地出让金与同比



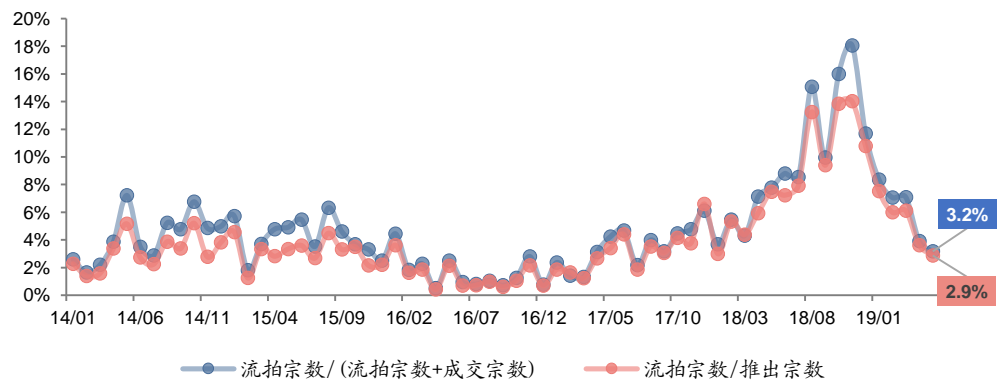
数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

图22: 300城全类型土地溢价率



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

图23: 300城宅地流拍率情况

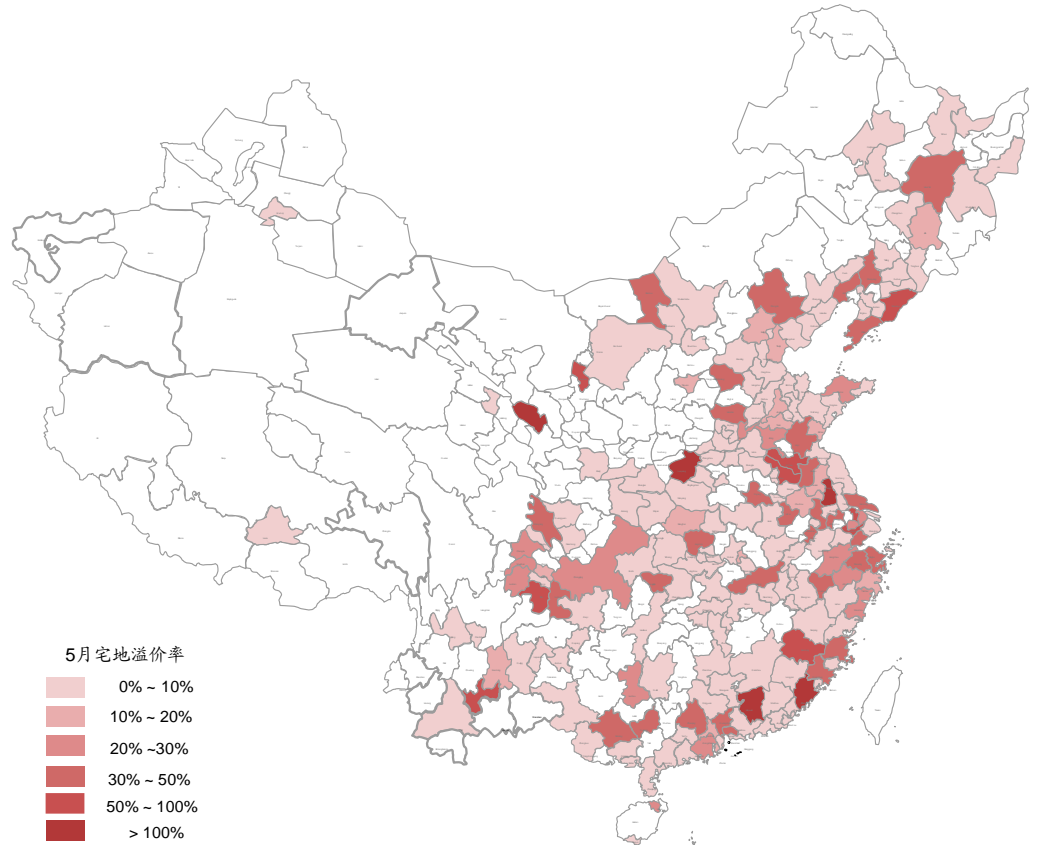


数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

分区域来看, 长三角、珠三角、海西与环渤海的重点城市以及经济圈强三线城市

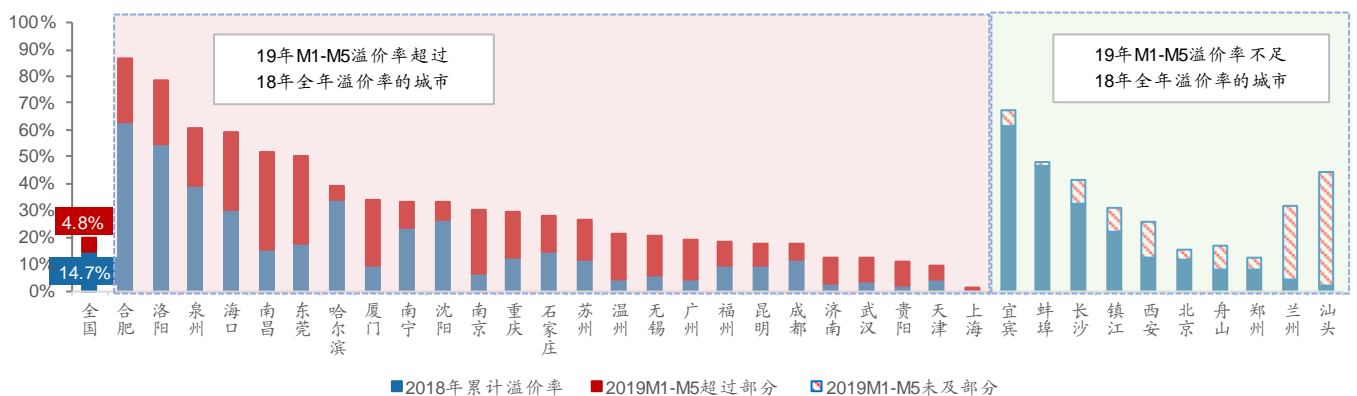
市的土地市场与销售端同步回暖，溢价率提升较快，部分重点城市1-5月的累计溢价率已经超过了18年的全年水平，但从5月的宅地溢价率来看，大部分城市的溢价率在20%以内。我们认为土地市场与成交市场类似，主要以热点区域的重大城市为主，大部分城市土地市场总体保持平稳。

图24：19年5月中指院300城宅地溢价率情况



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图25：重点城市M1-M5溢价率与18年对比



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

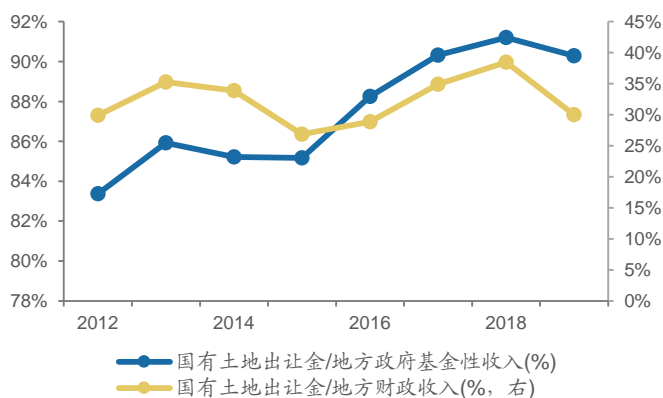
表 2: 部分重点城市及强三线城市宅地溢价率情况

城市	18 年 H1	18 年 H2	19 年 M1-M2	19 年 M3-M5	城市	18 年 H1	18 年 H2	19 年 M1-M2	19 年 M3-M5
扬州	37%	11%	19%	103%	杭州	42%	8%	22%	29%
合肥	62%	58%	21%	88%	珠海	28%	13%	26%	26%
南宁	22%	35%	33%	79%	无锡	14%	9%	10%	25%
南昌	41%	12%	44%	62%	温州	11%	4%		21%
东莞	54%	15%		61%	成都	23%	7%	5%	20%
南通	23%	8%		49%	泰州	27%	21%	50%	20%
沈阳	44%	12%	2%	47%	肇庆	43%	3%		17%
苏州	14%	9%	20%	42%	西安	105%	24%	5%	16%
哈尔滨		57%	0%	42%	北京	16%	19%	11%	16%
常州	18%	9%		42%	贵阳	51%	4%	3%	16%
海口	21%	53%	121%	42%	天津	5%	1%	4%	14%
银川	51%	35%		41%	太原	7%	13%	28%	13%
昆明	42%	1%	42%	39%	吉林	29%	0%		13%
重庆	15%	7%	16%	37%	湖州	15%	0%		10%
厦门	8%	12%		37%	济南	6%	4%	18%	10%
南京	6%	8%		37%	武汉	9%	7%	6%	10%
宁波	28%	10%		36%	长沙	24%	4%	7%	6%
大连	33%	30%	20%	34%	汕头	93%	14%	1%	3%
石家庄	11%	14%	8%	34%	青岛	5%	8%	0%	3%
广州	13%	2%	12%	30%	廊坊	4%	3%	6%	2%

数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

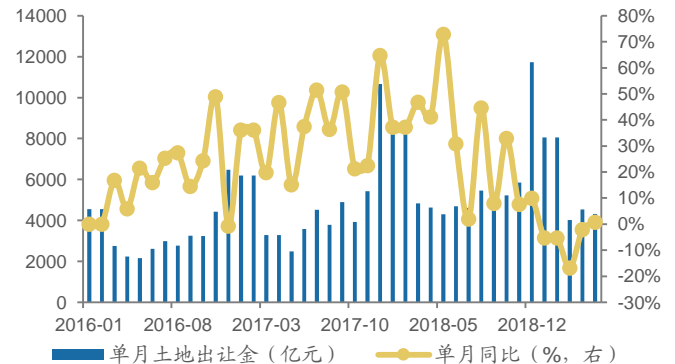
红色为溢价率超过60%的城市, 橙色为溢价率在20%-60之间的城市, 绿色为溢价率小于20%的城市。。

图26: 地方政府土地财政依赖程度



数据来源: 财政部, 广发证券发展研究中心

图27: 单月国有土地使用权出让收入与同比



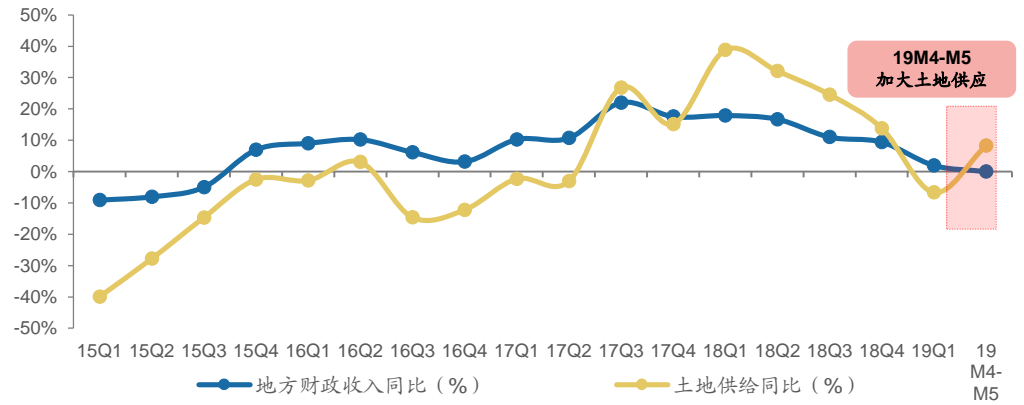
数据来源: 财政部, 广发证券发展研究中心

当前土地端的回暖主要有以下三个原因。第一, 地方政府在财政诉求下供地意愿提高。土地出让金是地方政府的重要财政来源, 地方政府财政对土地出让的依赖程度长期维持在30%左右(国有土地出让金/地方财政收入), 而自18年下半年土地市场降温以来, 地方政府国有土地使用权出让收入增速震荡式下滑, 19年以来单月



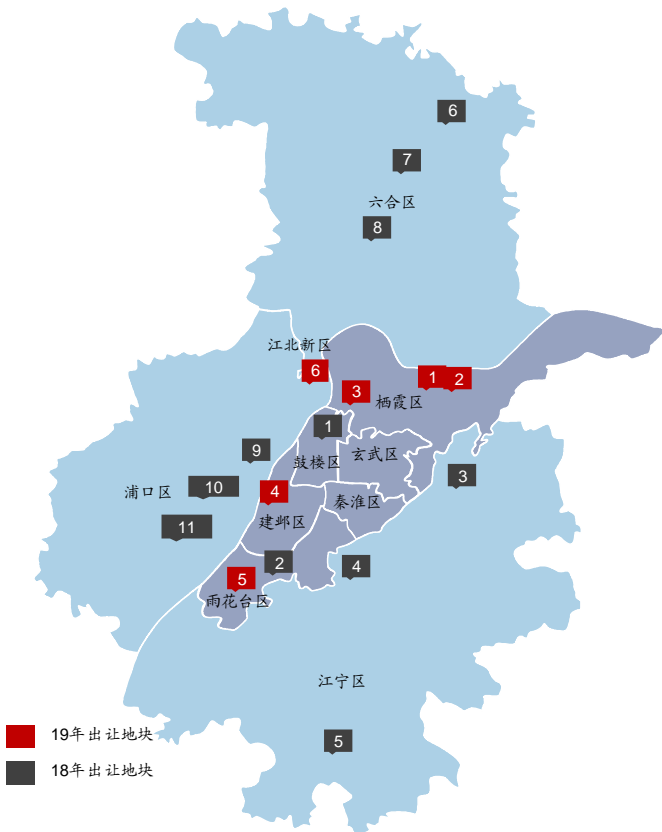
土地出让金收入更是同比转负，对地方政府财政收入形成一定压制，加上地方债务兑付高峰到来，催生了地方政府的供地意愿，300城市4-5月土地供应量同比转正。

图28: 地方财政收入与土地供给变化关系



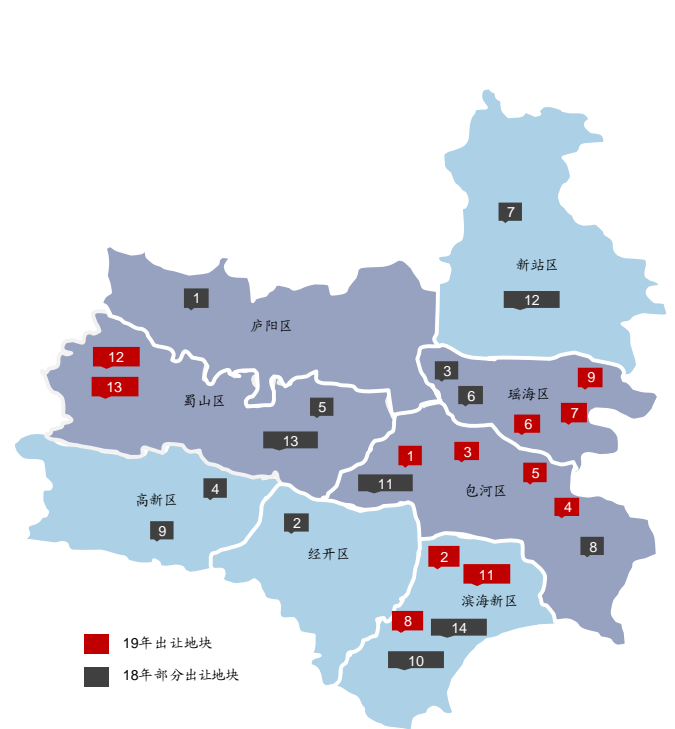
数据来源: 财政部, 中指院, 广发证券发展研究中心

图29: 南京18年和19年宅地出让区域分布



数据来源: 南京市国土局, 广发证券发展研究中心  
注: 不包括溧水区和高淳区

图30: 合肥18年和19年宅地出让区域分布



数据来源: 合肥市国土局, 广发证券发展研究中心  
注: 不包括庐江县、肥西县、肥东县、肥西县、巢湖市

此外, 值得一提的是, 地方政府除加大供地力度外, 在供应的地块质量上也有所提高, 加大了核心城区地块的供应。以南京和合肥两个城市为例, 19年南京出让

宅地的分布上，核心城区的占比从18年的43%提高到了84%，而合肥的核心城区出让宅地占比则由46%提高到了72%。核心城区的土地具有更高的价值，质量更高，对房企具有更强的吸引力，对土地市场成交热度起到一定的推动作用。

表3: 南京各区出让宅地建面及占比

规划建面 (万方)	2018	2019
鼓楼区	7.1	0
秦淮区	3.9	0
玄武区	84.4	0
建邺区	0	4.9
雨花台区	62.1	22.4
栖霞区	41.9	75.4
江北新区	60.4	4.1
江宁区	107.6	14.4
浦口区	101.9	0
六合区	140.3	6.4
<b>核心城区占比</b>	<b>43%</b>	<b>84%</b>
<b>非核心区占比</b>	<b>57%</b>	<b>16%</b>

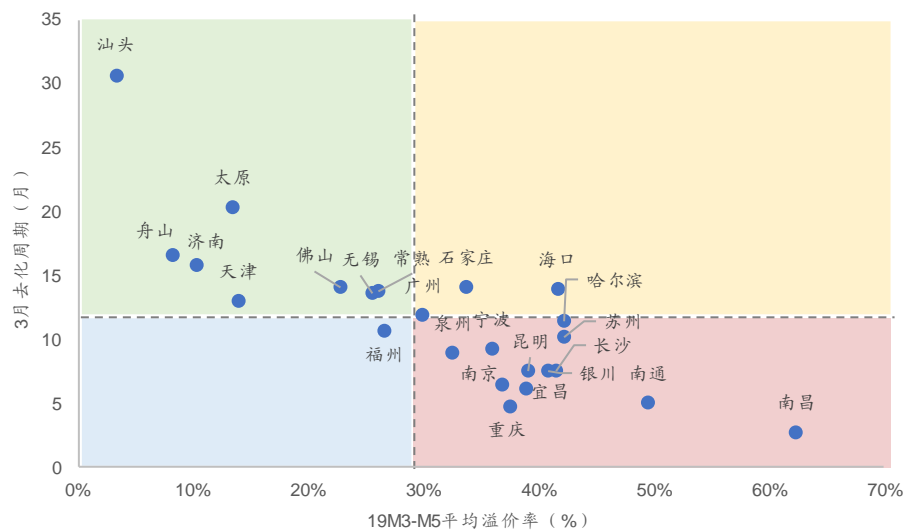
数据来源: 南京市国土局, 广发证券发展研究中心

表4: 合肥各区出让宅地建面及占比

规划建面 (万方)	2018	2019
蜀山区	49	17
滨湖新区	104	51
高新区	68	14
瑶海区	57	27
包河区	75	125
新站区	64	0
经开区	23	0
庐阳区	41	0
<b>核心城区占比</b>	<b>46%</b>	<b>72%</b>
<b>非核心区占比</b>	<b>54%</b>	<b>28%</b>

数据来源: 合肥市国土局, 广发证券发展研究中心

图31: 重点城市溢价率与去化周期对比



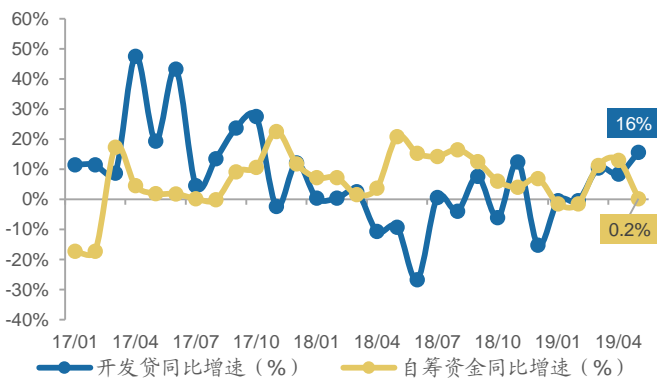
数据来源: 中指院, 克尔瑞, 广发证券发展研究中心

近期部分热点地区土地市场回暖的第二个原因在于房企存在补充库存的诉求。我们观察热点城市19年3-5月的平均溢价率以及3月的去化周期发现, 溢价率较高的

城市一般具有较低的去化周期，大多在10个月以内，热点城市低库存特征加剧了房企的竞争。

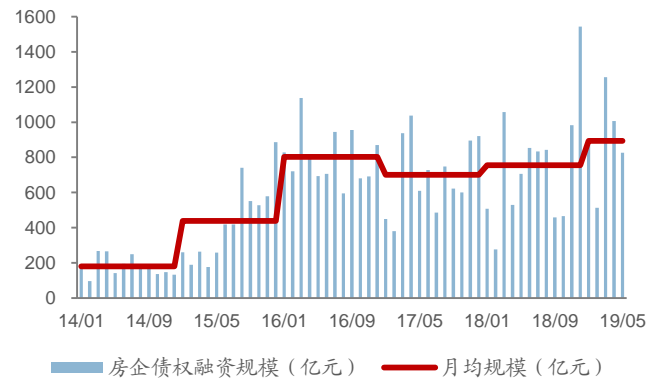
最后，19年年初房企资金端改善也是重点城市土地市场回暖的重要原因。首先，从统计局公布的房企资金来源方面，19年3-4月国内贷款以及自筹资金增速扩大至10%左右，5月开发贷同比增速进一步上行至16%。从企业端的数据来看，18年A股房企月均融资规模为755亿元，而进入19年，1-5月房企月均融资规模为894亿元，同比上涨18.4%，单月规模提升较快，从结构来看，主要是公司债、短融和ABS的融资增长较快。而从融资成本来看，我们统计的A股上市房企1-5月平均融资成本为5.3%，而18年的平均融资成本为6.1%，19年以来下降了约0.8个百分点。融资端改善为房企补库存提供了资金支撑。但是，值得注意的是，5月以来，为了控制部分城市的土地市场热度，拿地相对激进的房企融资端逐步受到边际影响。

图32: 房企资金来源中开发贷与自筹资金同比



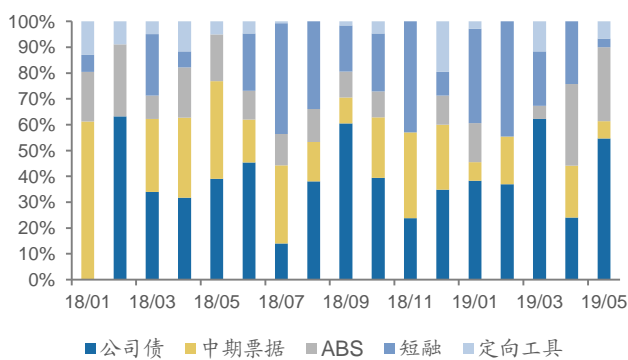
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图33: A股房企债权融资规模



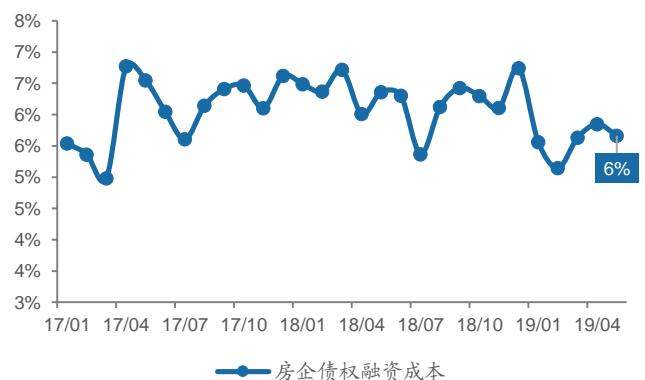
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图34: A股房企债权融资结构



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图35: 房企债权融资成本 (%)



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

## 政策面回顾与预测

政策方面，中央在房地产行业政策方面维持“房住不炒”的表态，但19年4月份住建部针对部分房价、地价波动幅度过大的城市进行预警提示，但关于具体调控

措施则强调“因城施策，落实城市主体责任”，由地方根据各自的基本面情况落实具体的调控政策。

地方层面上，基本面变化的差异导致各地在政策方向上有所分化，各地以精准调整为主，房价控制的城市政策以边际改善为主，甚至个别城市或区域限购政策有边际调整。与此同时，3月以来部分涨价压力较大的城市呈现边际收紧。

图36：18年底以来中央房地产调控表态



数据来源：各地方政府网站，广发证券发展研究中心

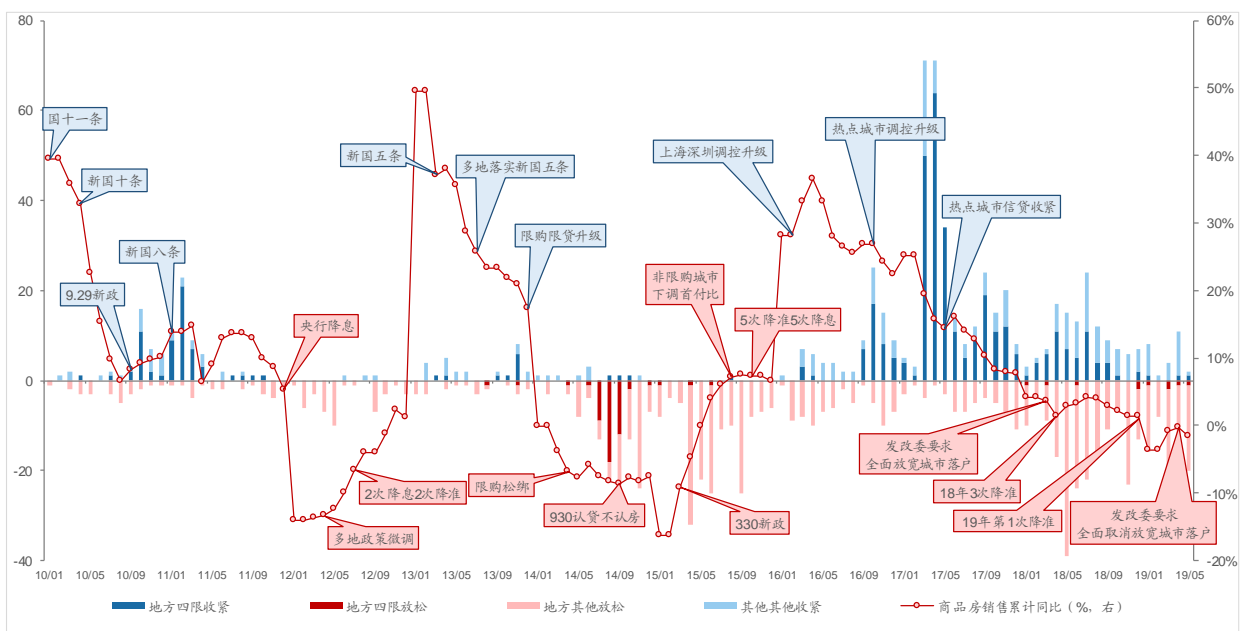
表5：18年底以来重大调控政策变化

	城市	时间	政策
放松	菏泽	2017.11.06	原政策 对主城区和住房成交量高、房价稳控压力大的县区， <b>新房和二手房限售2年，非本地户籍限售3年</b>
		2018.12.18	新政 <b>取消原限售规定</b>
	青岛	2018.06.25	原政策 一个家庭只能有一人代表登记为购房人，摇号两次不买房1年内不允许参加摇号
	高新区	2019.01.03	新政 2019年1月1日起 <b>暂停执行《青岛市高新区商品房公证摇号售房规则》</b>
	合肥	2016.10.02	原政策 购买首套房且名下无房贷，首付比例不低于30%；首套房已结清或无房但有房贷，首付比例不低于40%； <b>有一套房且房贷未结清，二套房首付比例不低于50%</b>
		2019.02.20	新政 <b>房贷结清、二套房按照首套房执行</b>
	保定	2017.05.27	原政策 无法非本市户籍家庭购房须缴 <b>3年个税或社保</b>
	高碑店	2019.03.09	新政 企业引进的 <b>大中专毕业生</b> 、中级以上专业技术人员、技能人员;落实京津冀协同发展战略落地的个体工商户等允许在我市购买 <b>一套商品房</b> (限售3年)
	菏泽成武县	2019.03.12	新政 <b>农民</b> 进城购买首套新建商品房享受 <b>300元/平米优惠</b> ，使用商业性个人住房贷款购买首套房的农村居民，首付不超过30%， <b>贷款利率可下调为基准利率的0.9倍</b>
	北京	2018.09.13	原政策 在北京无购房提取记录，购买本人及配偶身份证、户口簿记载的县、市或户籍所在地的省会城市内的住房可申请提取住房公积金
2019.03.15		新政 在北京无购房提取记录，购买本人及配偶身份证、 <b>户口簿所在省内住房</b> 、购买 <b>天津、河北省内住房或购买亲属所在地住房</b> 可申请提取	
海南	2018.03.30	原政策 1.非本省户籍家庭购房，至少一名家庭成员在我省 <b>累计60个月社保</b> ；2.非本省户籍居民家庭在我省购房，商贷 <b>首付款比例不低于70%（本地20%）</b>	

		2019.03.29	新政	1.备案的总部在海南的企业引进人才，家庭成员在海南无住房且无购房记录的，本人可在海南 <b>购买1套住房</b> ；2. <b>未落户的引进人才</b> 在海南购买唯一住房，以及已落户的引进人才在海南购房，申请商贷的首付比例 <b>享受本省户籍居民家庭同等待遇</b>
保定清苑区		2017.04.15	原政策	非本市户籍 <b>连续缴纳3年社保限购1套住房(含二手房)</b> ， <b>限价地开发的住房限售10年</b>
		2019.04.18	新政	1. <b>大专以上</b> 可在我区购买一套房；2. <b>博士子女、双方父母</b> 均可在我区购买一套房，且博士本人购房给予 <b>10万元购房补贴</b> ；3.各类人才及子女、双方父母 <b>购房限售3年</b>
珠海		2017.4.8	原政策	非户籍人员购买一手房和二手房需 <b>缴纳5年社保</b>
		2019.5.24	新政	1.非户籍人士在 <b>珠海大桥以西和高新区</b> 购买一手房 <b>无社保要求</b> ， <b>二手房需缴纳社保2年</b> ；2.非户籍人士在 <b>香洲区</b> 购买一手房需 <b>缴纳社保3年</b>
南京高淳区		2017.03.16	原政策	外地购房者在南京无住房，购房须在 <b>3年内</b> 在南京 <b>累计缴纳2年个税或社保</b>
		2019.06.03	新政	据传，非本地户籍 <b>可凭居住证与劳动合同</b> 在南京市 <b>高淳区购1套房</b> 。
收紧	丹东	2018.05.21	原政策	非本地户籍在限制区域内购买一手房 <b>限售2年</b> ，其中在本地 <b>无企业、无工作的限售5年</b>
		2019.04.27	新政	1.非本地户籍人员家庭在 <b>市区限购1套一手房</b> ；2.本地和非本地户籍 <b>购房限售5年(含二手房)</b> ；3. <b>同一楼盘商品住房销售价格月环比不得超过0.6%</b>
	苏州	2019.05.11	新政	苏州 <b>工业园区全域新房和二手房分别限售3、5年</b> ， <b>高新区部分重点区域新房限售3年</b>
		2016.10.03	原政策	1.申报价3个月内不抬高，6个月内涨价不超过6%，12个月内不超过12%，下一批次 <b>备案价格不得高于上一批次同类型房屋成交均价</b> ；2.非本地户籍家庭购房须 <b>缴纳1年社保</b>
		2019.05.27	新政	1.所有项目预售 <b>备案价不超过4万元/平方米</b> ，单个区域内新备案价格 <b>不得超过目前同类在售项目最高备案价格</b> ；2.如楼市的几大指标得不到控制，7月后调控会即刻加码，包括 <b>扩大限售范围，提高外地人购房需要的社保门槛等</b>
	西安	2017.09.13	原政策	<b>非本地户籍缴纳2年以上个税或社保</b> 可在限制区域内 <b>购买一套房</b>
2019.06.20		新政	1. <b>本地户籍</b> 家庭购房须 <b>落户</b> 或连续纳税满 <b>1年</b> ；2. <b>非本地户籍</b> 家庭购房须 <b>纳税满5年</b> ；3.临潼区加入限购范围	

数据来源：各地方政府网站，广发证券发展研究中心

图37：地方行业政策调控次数分类与汇总（次）

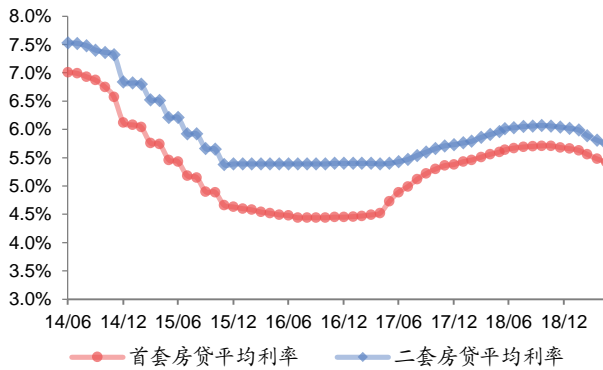


数据来源：统计局，各地方政府网站，广发证券发展研究中心



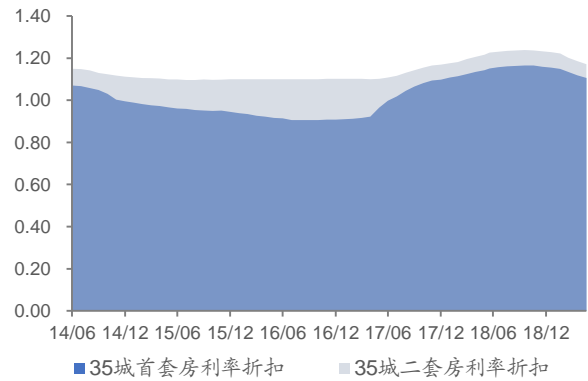
信贷环境方面，按揭贷利率自去年年底总体维持宽松，18年12月以来开始边际下行。当然，值得注意的是，在一城一策的背景下，房贷利率在不同城市也呈现了进一步的分化，尤其是进入5月，南京、青岛等部分热点城市的按揭贷利率开始边际上行，而天津、沈阳等城市则继续回落。

图38: 重点35城首套二套房按揭贷平均利率



数据来源: 融360, 广发证券发展研究中心

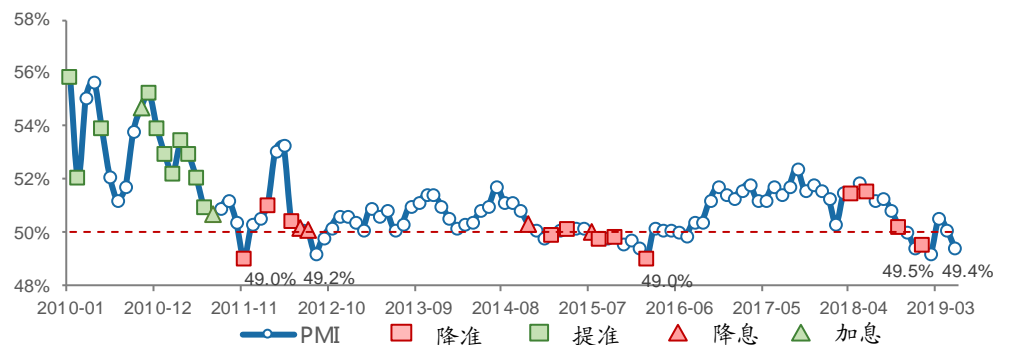
图39: 重点35城首套二套房按揭贷平均利率折扣



数据来源: 融360, 广发证券发展研究中心

对未来政策的判断方面，我们曾在18年12月19日发布的《房地产十年复盘综述：潮涨潮落，风依然》中指出，政策变化与宏观经济、地方财政以及房价走势有一定的关系。

图40: 我国制造业PMI与货币政策关系图



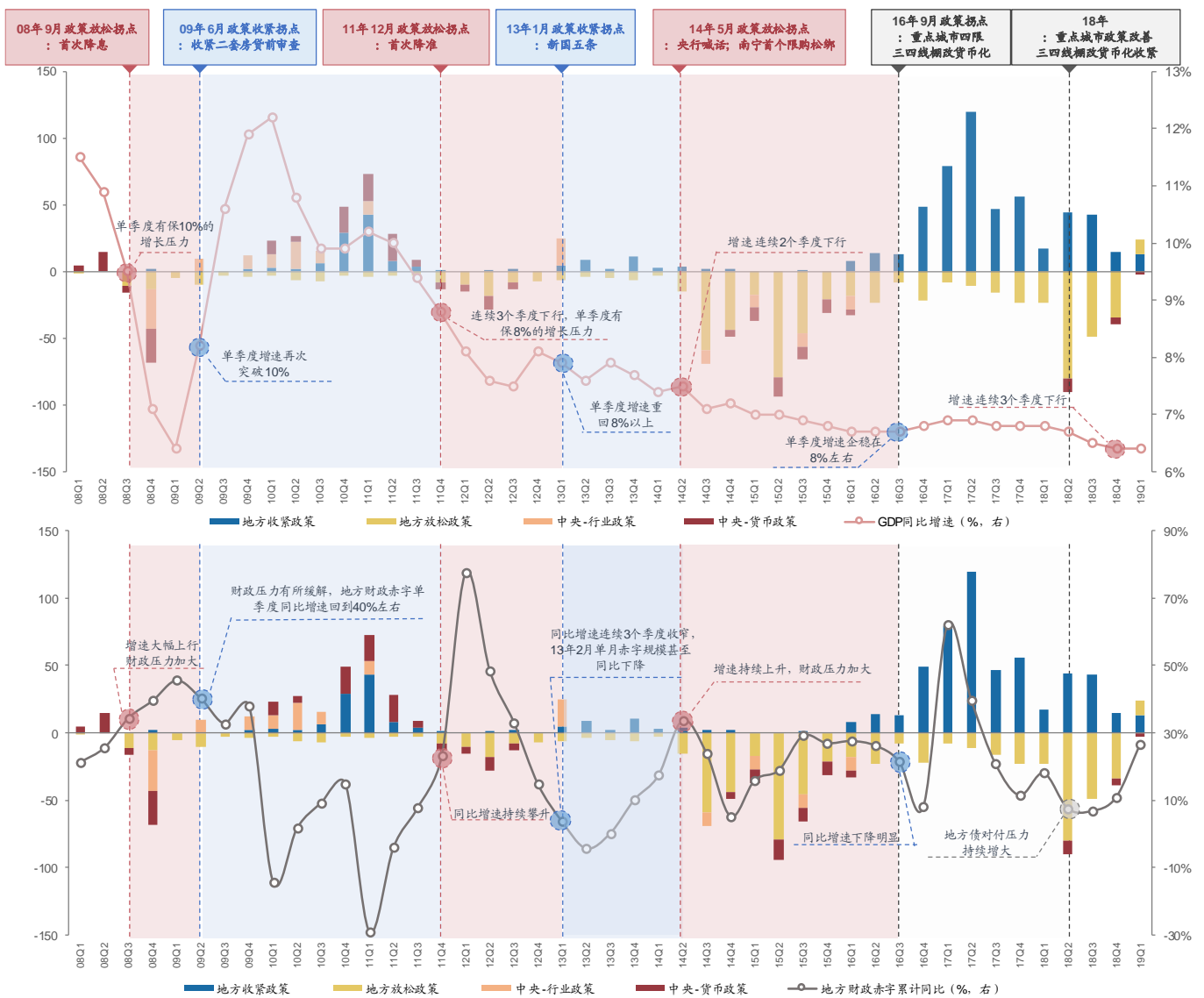
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

目前，5月供需总量数据再次走弱，有助于缓解政策压力，并且随着经济后续的不确定性加大叠加地方财政压力的背景下，政策甚至存在边际调整的基础。但值得注意的是，过往几轮小周期中，经济与房价表现通常是同方向，这种同向变动给政策调整提供了较大便利。但本轮小周期下行阶段却存在一定的差异，主要是低库存的行业特征，使得房价表现更为韧性，政策在考量宏观经济的同时，还需要防范潜在的房价上涨压力，需要更多的关注两者之间的平衡。这种情况下，我们认为未来

仍将延续当前的因城施策，以地方的精准调整为主。其中，个别热点城市存在结构性调控的可能性，但大部分城市目前涨价压力不大，政策收紧由点及面扩散的可能性较低。

货币及信贷层面上，经济不确定性（PMI连续2个月回落，5月官方制造业PMI为49.4%，低于荣枯线）会对货币政策的考量形成一定影响，加上全球货币宽松概率提升，也为货币政策提供了更多的灵活调整空间。这种预期下，我们认为未来地产信贷环境将总体边际向好，但在精准调整下，部分热点城市的按揭贷及部分房企的融资也存在收紧的可能性。

图41：地方行业政策分类与汇总



数据来源：统计局，Wind，中指院，各地方政府官网、广发证券发展研究中心

备注：（1）图中政策柱状图表示政策出台的频次，同时为了便于显示，中央行业政策每调整一次按照5赋予权重，货币政策中每次降息或降准按照2.5进行调整，其他地方政策每调整一次按照1进行统计。柱状图只用来表示政策出台的时间点以及政策调整的方向，不能量化政策的力度。（2）政策收紧用正数表示，放松用负数表示。

## 需求端预测：19年预计销售面积同比下降2.5%

我们对19年1-5月的市场情况与此前19年年度策略《大浪淘沙，金不换；寒风卷地，久弥坚》的预测值进行比较并总结。19年1-5月全国商品房成交面积累计同比-1.6%，高于我们此前年度策略的预计值-7%，主要原因在于三四线的市场棚改支撑回落速度相对缓慢，并未迅速回落，同时，部分重点城市1-5月市场逐步回暖，全国整体成交增速低点滞后于预期。此外在供给层面，由于上半年房企新开工意愿较强，对于施工面积形成较强支撑，因此1-5月的新开工与投资增速也高于此前19年全年的预测值。

表 6：2019 年基本面预测结果汇总

指标	年度策略 预测值	19年1-5月 实际值	19年6-12月 预测值	调整全年预测值
商品房成交面积增速	-7%	-2%	-3%	-2.5%
商品房房价增速	1%	9%	4%	5%
商品房成交金额增速	-5%	6%	1%	3%
住宅中期库存（亿平）	27.8	28.2	-	28.8
住宅去化周期（月）	24.8	22.9	-	24.3
商品房新开工增速	-6%	11%	2%	5.0%
商品房投资增速	2%	11%	5%	6.4%

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

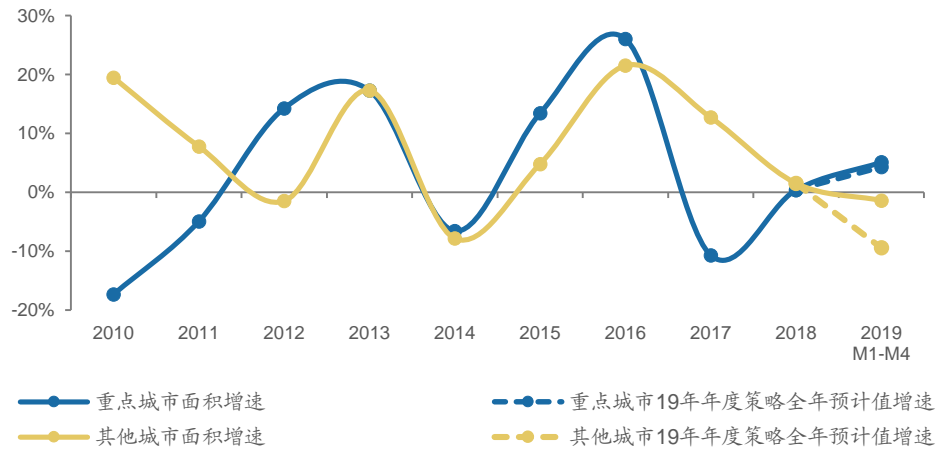
需求端预测方面，在一城一策的前景下，我们认为未来不同城市的行业情况也将出现分化。对于重点城市（一线和一类二线城市），上半年实际增速表现与我们18年策略报告预测水平基本相当，信贷及行业政策环境的好转，为基本面表现企稳起到重要作用。下半年，我们仍从供需两端来分析未来的成交情况。从供给端来看，18年以来重点城市的新开工规模和同比均维持较高水平，其中一线城市18年月均新开工740万方，同比增长7%，而19年前4月一线城市月均新开工规模同比增长28%，二线一类城市18年月均新开工2855万方，同比增长3%，而19年前4月二线一类城市月均新开工规模同比增长7%，18年以来新开工规模的增长保障了19年全年重点城市的推货能力，在限价边际改善的情况下，有助于推动全年成交规模的增长。

表 7：36 个二线城市分类结果

分类	长期基本面	政策面	城市
第一类	较好	紧	厦门、苏州、天津、合肥、杭州、南京、郑州、宁波、武汉、无锡、成都、福州、南昌
第二类	较差	紧	济南、太原、海口、兰州、三亚、长沙、西安、沈阳、青岛
第三类	较差	松	温州、乌鲁木齐、重庆、大连、银川、昆明、石家庄、呼和浩特、西宁、哈尔滨、贵阳、南宁、长春、北海

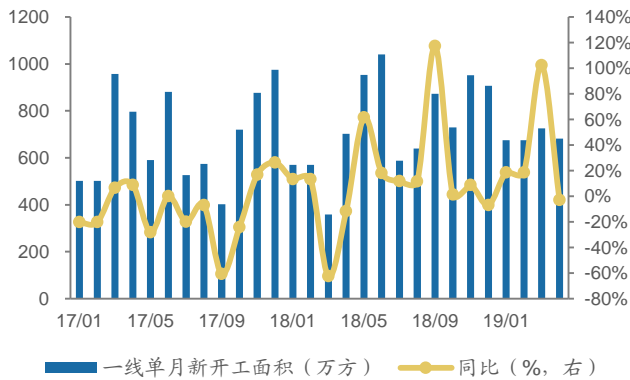
数据来源：各地政府官网，广发证券发展研究中心

图42: 重点城市与其他城市销售面积增速及其与19年年度策略的对比



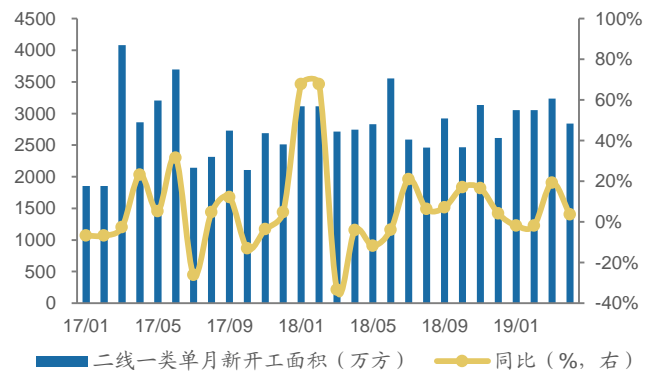
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图43: 一线城市单月新开工规模与同比



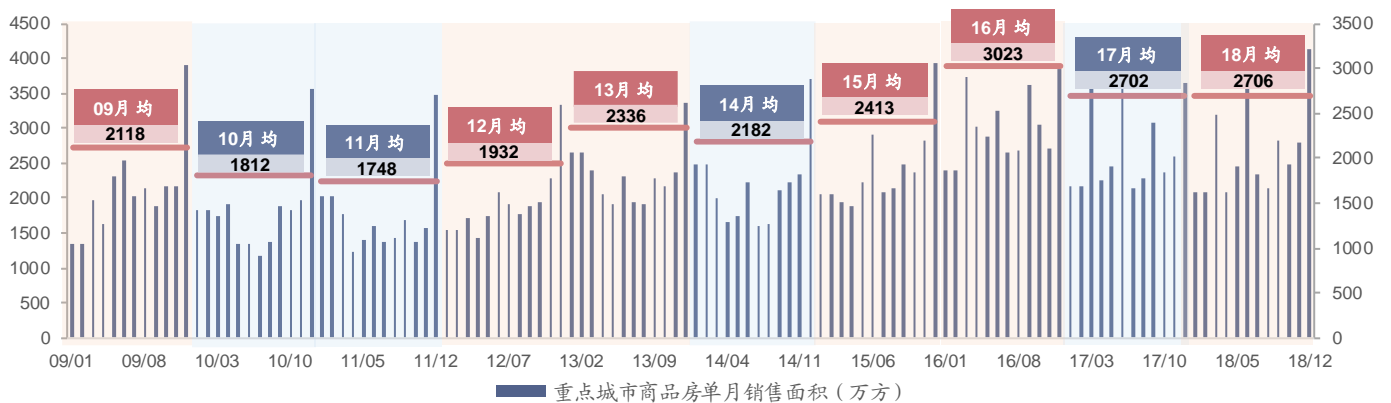
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图44: 二线一类城市单月新开工规模与同比



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图45: 2009-2018年重点城市月均销售面积



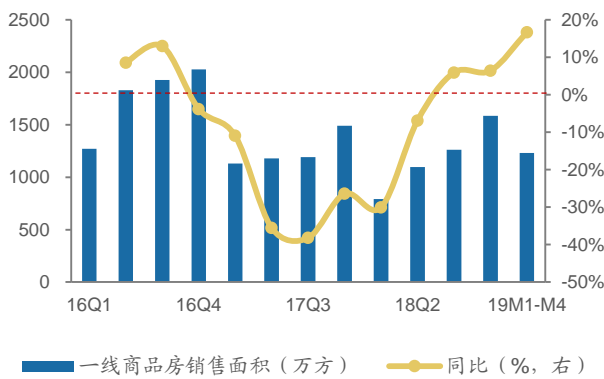
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

需求端方面, 自16年10月以来的普遍调控, 重点城市的成交在17年和18年大

幅下滑，但大多数城市在强调控下18年的降幅已经大幅收窄至个位数甚至有所回升，我们认为重点城市需求在18年已经处于筑底过程中，经过两年的调控，需求端存在自然的复苏，刚需是重点城市需求的压舱石。此外，从以往周期来看，重点城市成交从未出现连续三年下降的情况，19年重点城市或筑底抬升。

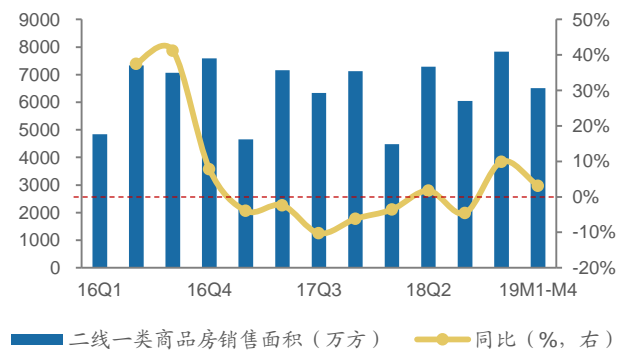
另一方面，考虑到过去两年一线城市相较于二线一类城市的下降幅度更大，下行时间更长，在更低基数的情况下，我们认为19年一线城市相较于二线一类城市会有更大的增长弹性。而从19年1-4月的数据来看，19年一线城市（累计同比增长17%）的涨幅也确实好于二线一类城市（累计同比增长3%）。

图46：一线城市成交规模与同比增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图47：二线一类城市成交规模与同比增速

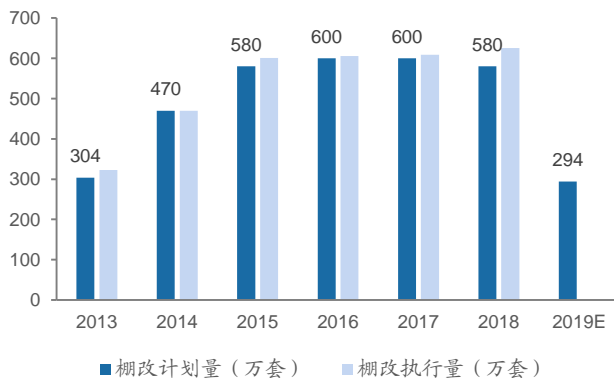


数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

而对于其他城市（二三类二线以及三四线城市），我们认为对于成交的压制因素有两点：

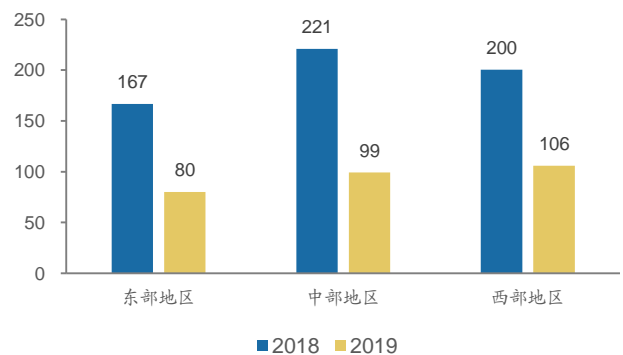
第一，棚改总量的减少和棚改货币化支持力度的减弱对于这类城市的托底效应将会减弱。

图48：全国棚改计划量（万套）



数据来源：住建部，地方政府网站，广发证券发展研究中心

图49：城镇棚户区计划改造套数（万套）



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

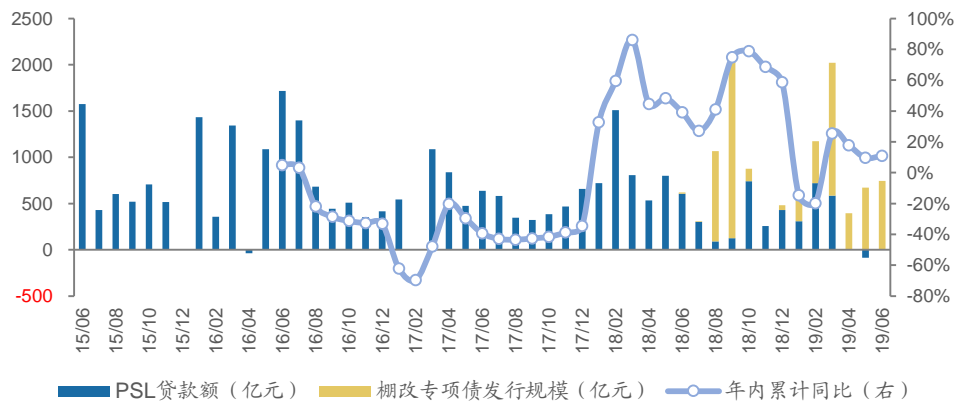
从棚改总量的角度来看，根据财政部公布的2019年“城镇棚户区改造计划”改



造总套数为285.3万套，同比该口径下降51%。我们根据财政部的数据对各省公布的总体棚改2019年目标进行调整，得到2019年整体棚改总套数为294万套，同比2018年目标值580万套下降49%，同比2018年实际完成626万套下降53%。

资金方面，在18年之前，棚改资金来源主要来自于政策性银行，而政策性银行资金来源于PSL。而进入19年，虽然PSL规模逐步下降，但棚改专项债发行规模上升，从二者总量的的累计增速来看，棚改主要资金来源增速逐步放缓。

图 50: 棚改主要资金来源 (PSL 及棚改专项债) 发行规模及增速



数据来源: Wind, 央行, 广发证券发展研究中心

根据我们18年7月发布的《细思寻辨, 探源求真——测算棚改货币化对于地产销售的影响》, 在假定套均面积为85平米的前提下, 棚改货币化影响测算的关键变量为棚改货币化安置比例以及货币化安置户数的购房比例。

我们对2018年棚改货币化安置的影响进行测算, 第一个关键假设全国棚改货币化安置比例全国平均为40%; 第二个假设我们假定全国货币化安置家庭购房率为50%, 根据各省公布的18年棚改目标, 全国货币化安置购房面积9740万方, 占18年全国商品房销售面积(17.16亿平米)的5.7%。

表 8: 货币化安置对商品房成交影响的比例的敏感性分析

		货币化购房比例				
		30%	40%	50%	60%	70%
货币化安置比例	30%	3%	3%	4%	5%	6%
	35%	3%	4%	5%	6%	7%
	40%	3%	5%	<b>5.7%</b>	7%	8%
	45%	4%	5%	6%	8%	9%
	50%	4%	6%	7%	9%	10%

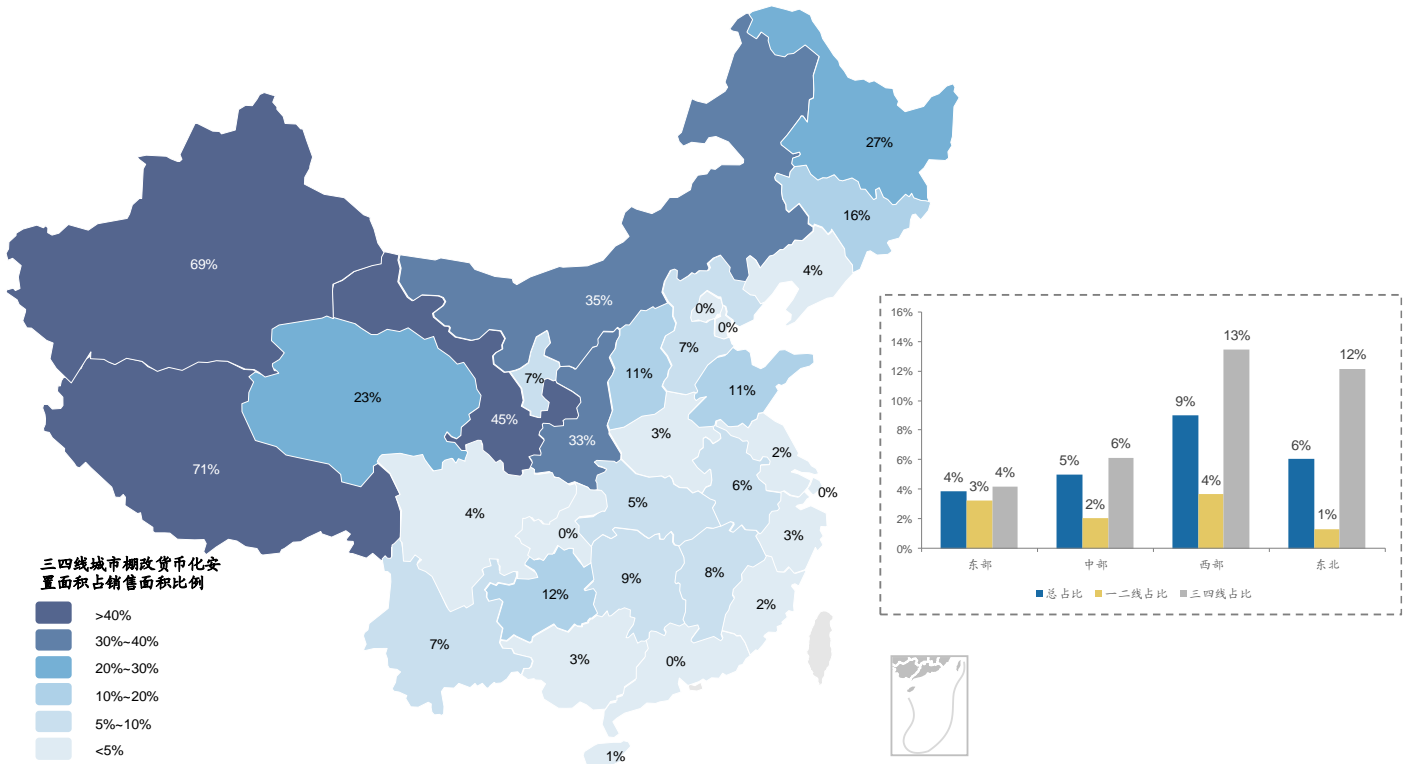
数据来源: 各地政府官网, 统计局, 广发证券发展研究中心

进一步, 我们根据40个一二线城市棚改计划, 可以得到各省一二线以及三四线棚改货币化安置购房面积占销售面积的比例, 其中18年一二线城市棚改货币化安置

面积占销售面积比例为3.0%，三四线为7.2%。

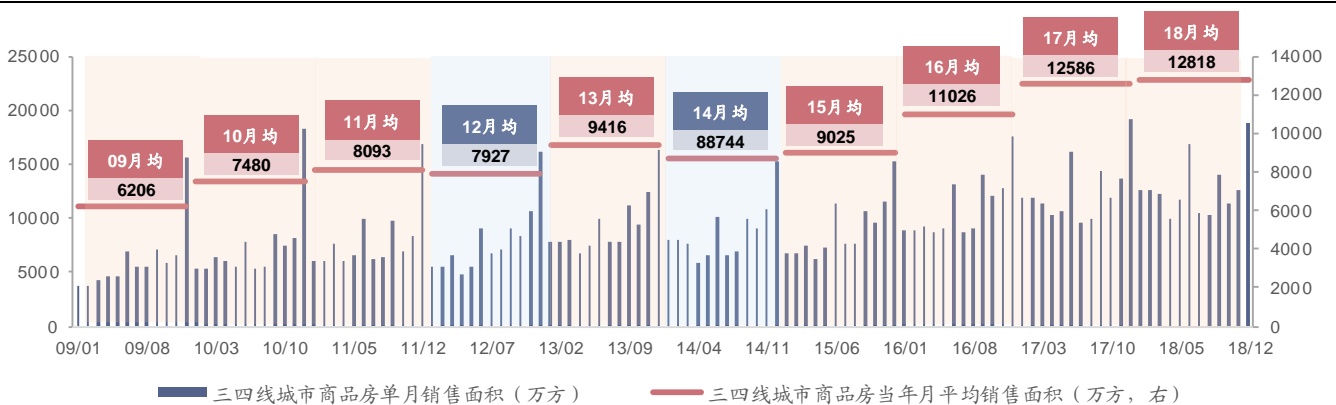
分省来看，对于其他城市（二三类二线和三四线）而言，西部、东北地区三四线棚改货币化安置影响比例更高，在19年棚改总量下降以及货币化比例下行的背景下，对三四线销售的托底效应将有所减弱。

图51：测算各省三四线城市棚改货币化安置面积占销售面积的比例（18年）



数据来源：各地政府网站，统计局，广发证券发展研究中心

图52：2009-2018年二线三类和三四线城市月均销售面积



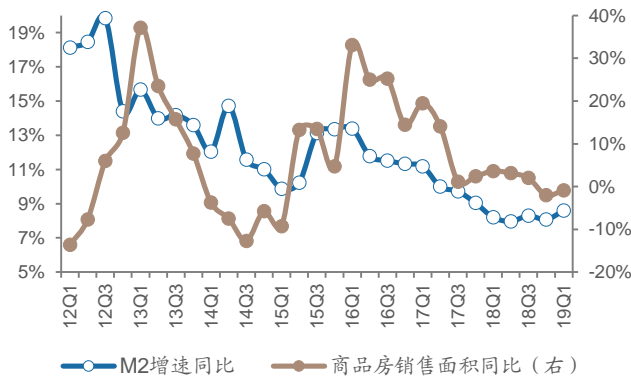
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

第二，从需求来说，过去几年二线三类和三四线城市的在基本面支撑较弱的情下月均成交规模迭创新高，从2009年到2015年，二线三类和三四线月均成交规模从6206万方增长到9025万方，6年复合增长率6.4%，而2015-2018年，三年间二线

三类和三四线月均成交规模增长到12818万方，年复合增长率达到12.4%。而从周期来看，2015年5月以来的本轮小周期中，三四线月均成交规模11779万方，较前一周周期大幅增长42.0%，在平均成交规模和涨幅上都创历史新高，近两年来三四线的强势增长对于需求可能存在着透支，使得三四线后续的增长乏力。

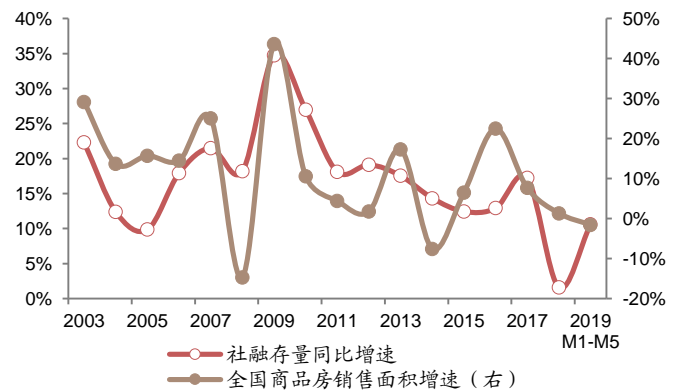
另一方面，考虑到当前一城一策地方精准调控的背景下，这些城市的行业政策存在边际改善的空间，可能具有一定的支撑，此外，货币政策方面，正如我们前文所说，在经济不确定性情况加剧的条件下，货币政策也存在着调整的空间，从历史的情况来看，在货币整体宽松的过程中，行业的基本面都是相对较好的，M2增速以及社融存量同比均与商品房销售面积呈现一定的趋势相关，这对于各线城市的成交都具有一定的托底作用。

图53: 统计局与38城市商品房销售面积单月同比



数据来源：央行，统计局，广发证券发展研究中心

图54: 分线城市商品房销售面积同比 (%)



数据来源：央行，统计局，广发证券发展研究中心

表 9: M2 同比、社融存量同比、中长期贷款同比与商品房销售面积增速

年份	M2 同比增速	社融存量同比	中长期贷款同比	商品房销售面积增速
2011	13.60%	18.10%	-26%	4%
2012	13.80%	19.10%	-9%	2%
2013	13.60%	17.50%	69%	17%
2014	12.20%	14.30%	-1%	-8%
2015	13.30%	12.40%	37%	6.50%
2016	11.30%	12.90%	86%	22.50%
2017	8.10%	17.20%	-7%	7.70%
2018	8.10%	1.60%	-6%	1.30%
2019M1-M5	8.50%	10.60%	19%	-1.60%

数据来源：央行，统计局，广发证券发展研究中心

表 10: 各类城市商品房成交增速测算

年份	全国	一线	二线	三四线	重点城市	其他城市
2010	10%	-29%	1%	22%	-17%	19%
2011	5%	-11%	0%	10%	-5%	8%

2012	1%	15%	7%	-2%	14%	-1%
2013	17%	15%	15%	19%	17%	17%
2014	-8%	-15%	-5%	-8%	-7%	-8%
2015	7%	15%	8%	5%	13%	5%
2016	22%	9%	26%	22%	26%	22%
2017	8%	-29%	1%	14%	-11%	13%
2018	1%	-5%	1%	2%	0%	2%
2019M1-M4	-2%	17%	-2%	0%	5%	-1%
2019E	-2.5%	15%	1%	-5%	9%	-5%

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

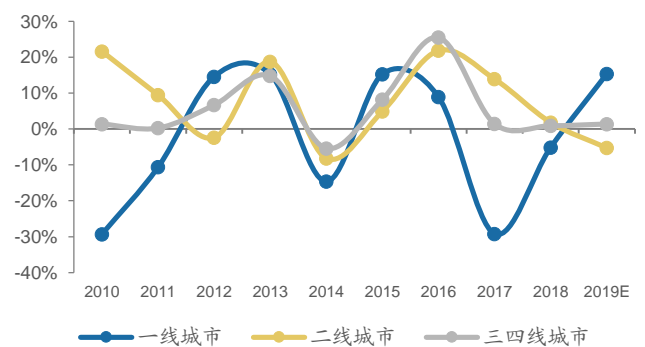
综合上述考量，我们预计19年全国商品房销售面积增速将下滑2.5%（前5月同比下降1.6%），其中重点城市上涨9%，其他城市下滑5%。

图55: 全国商品房成交面积及增速预测



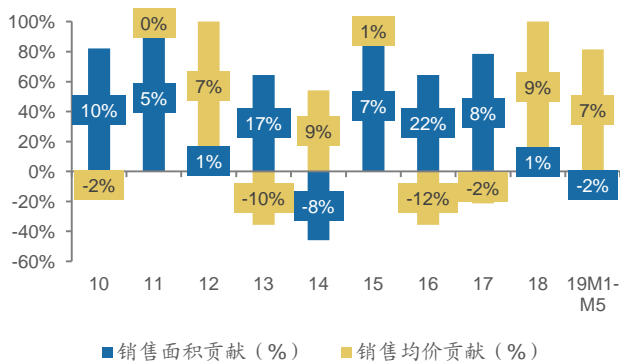
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图56: 分线城市销售增速预测



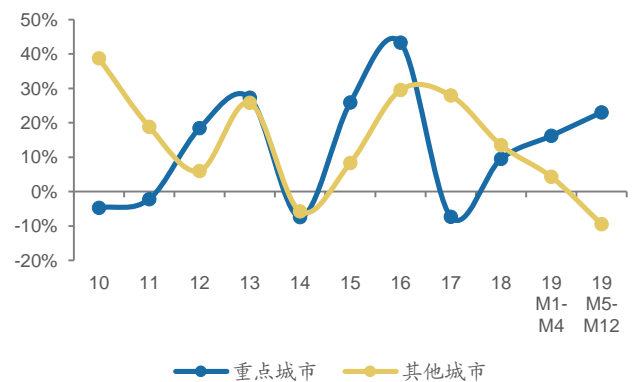
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图57: 全国商品房销售金额增速贡献拆分



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图58: 全国商品房销售金额增速与预测



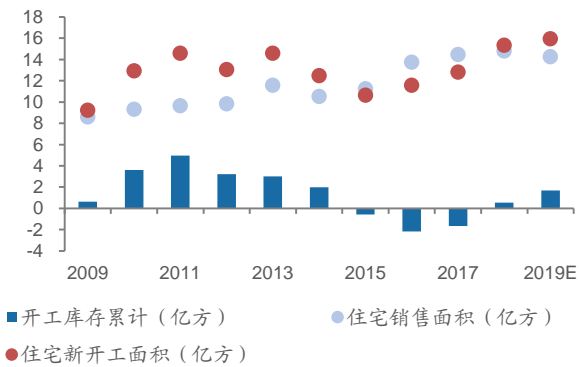
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

在预测销售面积之后，我们结合销售均价的变动对销售金额进行预测。首先，销售均价方面，19年前4月重点城市、其他城市统计局口径的商品房均价同比分别上

涨11%、6%，销售金额分别上涨16%、4%，前4月商品房销售金额上涨的主要推动力是房价的上涨。

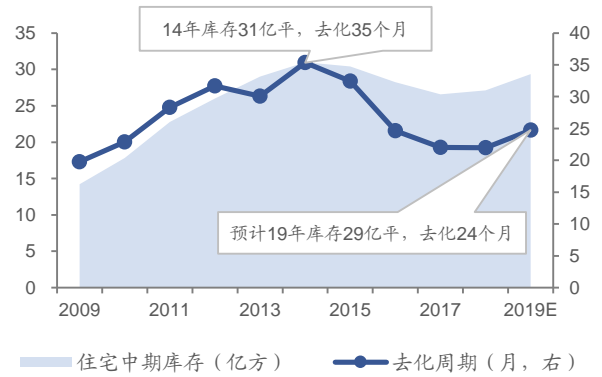
对未来的房价预测方面，我们认为，重点城市的房价具有继续上涨的空间，但由于政府对房价的控制力较强，房价的涨幅较为有限，难以大幅上涨。对于其他城市而言，考虑到棚改效应减弱和需求透支的双重压制，房价可能进入下行周期，但由于政策的托底效应和货币政策的利好，房价系统性大幅下跌的可能性较小。因此总体来看，各线城市的房价将呈现窄幅波动。

图59: 住宅销售面积与新开工面积 (亿平米) 关系



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图60: 住宅中期库存规模及去化周期 (年度)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

我们进一步来考察当前的库存水平来考量其对房价的影响，从历史情况来看，低库存周期对于房价都具有一定的支撑，而当前的低库存水平是19年下半年房价托底的重要基础。我们根据历史累计开工及销售面积计算中期库存（即开工未售库存），同时，基于对商品房销售面积以及对新开工面积的预测数据（新开工的预测详见后文），结合历史上商品住宅的占比，可以估算出19年住宅新开工及销售数据，进而得到住宅的中期库存及对应去化周期水平，具体测算逻辑19年年度策略报告一致。

表 11: 住宅销售面积、新开工增速对中期库存及去化周期的敏感性分析

住宅中期库存 (亿平米)		2019 年住宅销售面积增速					
		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%
2019 年住宅 新开工增速	0%	30	29	28	28	27	26
	5%	31	30	29	28	28	27
	10%	31	31	<b>30</b>	29	28	28
	15%	32	31	31	30	29	28
	20%	33	32	31	31	30	29
住宅去化周期 (月)		2019 年住宅销售面积增速					
		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%
2019 年住宅 新开工增速	0%	29	26	24	22	21	19
	5%	29	27	25	23	21	20
	10%	30	28	<b>26</b>	24	22	20

	15%	31	28	26	24	23	21
	20%	31	29	27	25	23	22

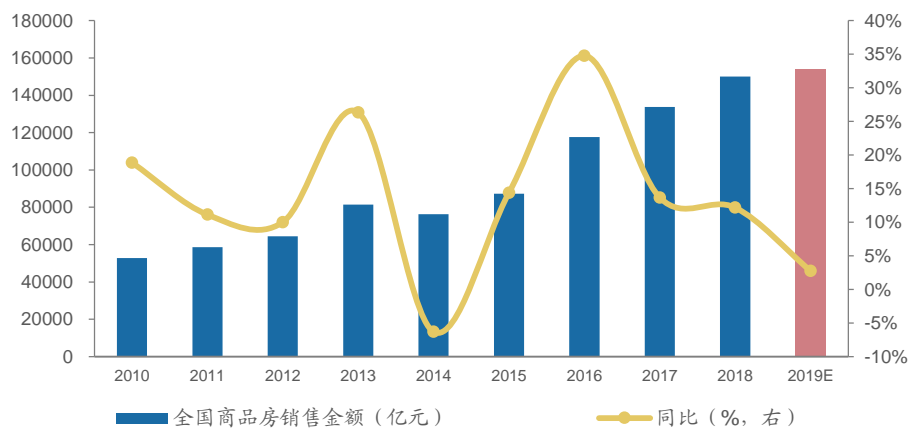
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

从测算结果来看，19年年内住宅开工库存将小幅累积，库存抬升至28.8亿平，略高于18年末的预测值，绝对库存水平高于11年周期底部，但低于14年的31亿平。而去化周期方面，库存抬升叠加销售下滑，预计19年去化周期小幅放缓，上升至28.8个月，同样高于18年末预测值，持平11年（28.8个月）且好于14年（35.9个月）周期底部水平，本轮小周期下行过程中，整体系统性风险也可控。

同样，我们也对住宅不同销售面积、新开工增速的假设下对19年住宅中期库存及去化周期进行敏感性分析，在比较极端的情况下（销售面积下滑15%、新开工上涨20%），住宅中期库存规模将累积到33亿平，去化周期约31个月，去化周期依然低于14年，当前行业正处于一个相对低位的库存水平，这对于下半年的房价具有一定的支撑作用。

综合来看，我们预计重点城市19年销售均价涨幅11%，与前4月累计涨幅持平，其他城市19年销售均价下滑-1%（前4月累计6%），预计19年全国商品房销售均价同比上涨5%（前5月累计涨幅9%）。再结合前文对销售面积的预测，我们预计19年商品房销售金额同比上涨2.8%。

图 61：全国商品房销售金额及增速预测



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

表 12：全国及各类城市商品房成交金额增速测算

年份	全国			重点城市			其他城市		
	面积	均价	金额	面积	均价	金额	面积	均价	金额
2010	10%	8%	19%	-17%	15%	-5%	19%	16%	39%
2011	5%	5%	11%	-5%	3%	-2%	8%	10%	19%
2012	1%	9%	10%	14%	4%	18%	-1%	8%	6%
2013	17%	8%	26%	17%	9%	27%	17%	7%	26%
2014	-8%	1%	-6%	-7%	-1%	-7%	-8%	2%	-6%



2015	7%	7%	14%	13%	11%	26%	5%	3%	8%
2016	22%	10%	35%	26%	14%	43%	22%	7%	30%
2017	8%	6%	14%	-11%	4%	-7%	13%	14%	28%
2018	1%	11%	12%	0%	9%	10%	2%	12%	13%
2019 M1-M4	-2%	9%	6%	5%	11%	16%	-1%	6%	4%
2019E	-3%	5%	3%	9%	11%	21%	-5%	-1%	-6%

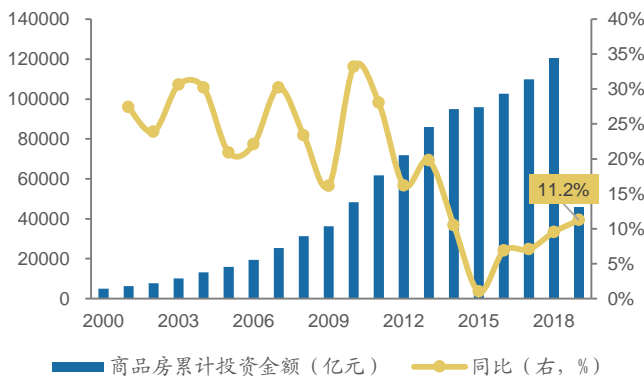
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

## 供给端预测：19年预计新开工上涨5%，投资上涨7%

供给端方面，我们的测算以房地产开发投资为主线，中间串联土地、新开工以及施工面积的测算。

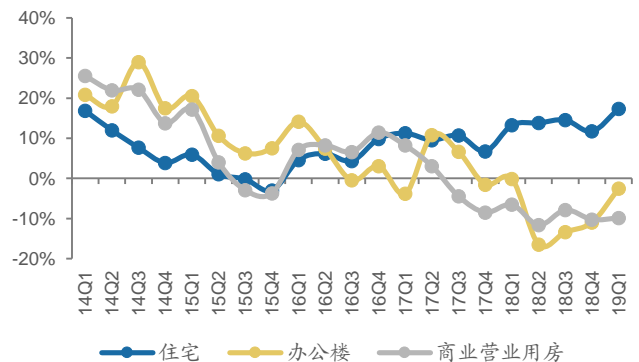
根据统计局数据，19年1-5月全国房地产开发投资4.61万亿元，同比增长11.2%，增速较18年（9.5%）扩大1.7个百分点。区分物业类型来看，投资维持高增速主要由住宅拉动，1-5月住宅投资3.38万亿元，同比增长16.3%。

图62：全国房地产开发投资（亿元）



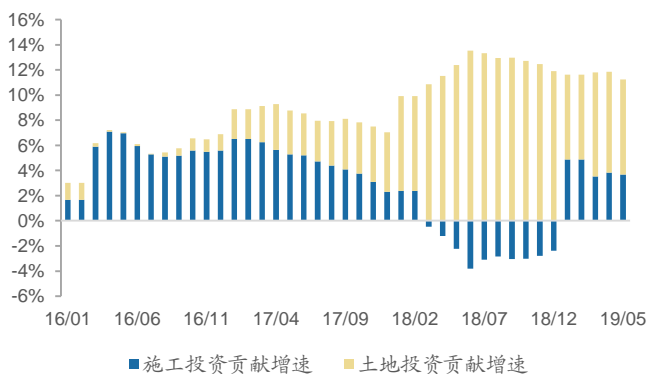
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图63：分类型物业投资单季度增速



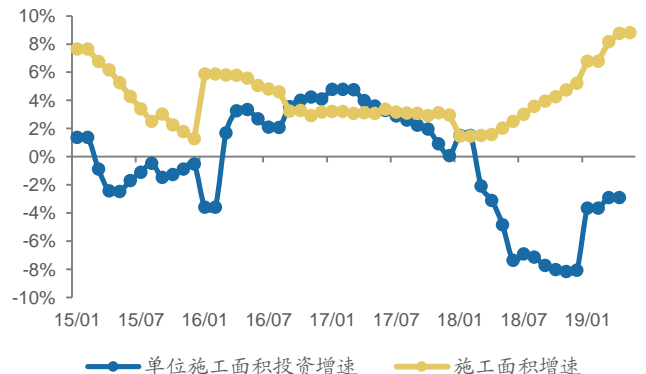
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图64：投资增速拆分（施工投资+土地投资）



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图65：施工投资增速的拆分



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

投资判断我们延续《详解房地产投资结构及未来增长趋势》的测算框架，将房地产开发投资拆分成土地投资以及施工投资两大部分。其中土地投资部分，假设土地成交将会分两年计入土地投资，并假设按照一定的贡献比例计入最终土地投资。而施工投资由施工面积乘以单位面积施工投资额组成。下面从土地投资及施工投资两方面对全年投资进行预计及展望。

### （一）土地投资测算：19年出让金同比下滑7%，土地投资上涨6.3%

土地投资与土地成交金额相关，但是有一定的滞后和平滑。根据房地产企业土地成交款项的缴纳速度，约等于2年的土地成交金额的平滑。我们于18年11月年度策略《大浪淘沙，金不换；寒风卷地，久弥坚》中预测19年全年土地出让金同比下滑20%，土地投资同比持平。根据中指院数据显示，1-5月300城全类型土地出让金同比上涨11%，另外根据财政部数据，1-5月地方政府性基金收入中土地使用权出让收入下降6%。而统计局数据显示1-5月土地投资同比上涨23%，较18年增速（44%）收窄了21个百分点，二季度以来部分地区土地市场的回暖楼面价上行带动出让金上涨超预期，我们调整19年土地出让金同比下滑7%，考虑平滑之后，19年预计土地投资增速为6.3%。

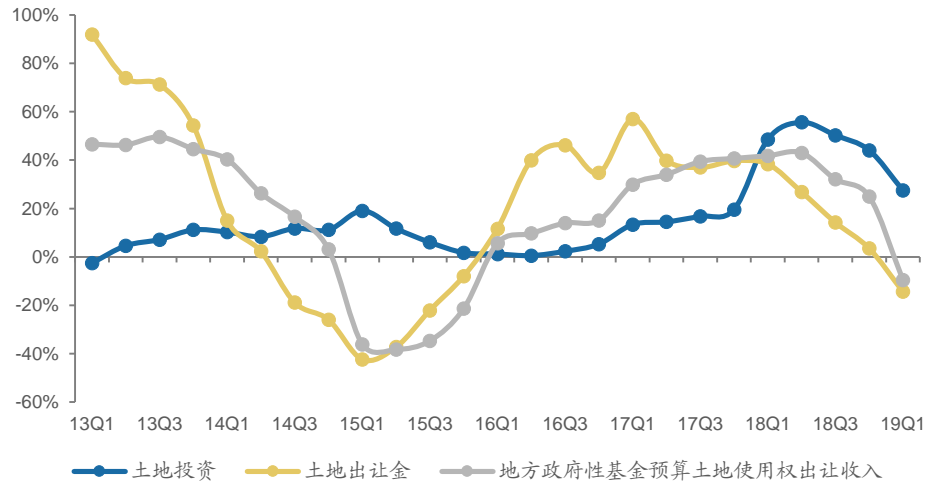
表13：全国土地成交金额以及计入投资金额测算

投资分拆	土地投资	国有建设用地出让金额	全国土地出让签订合同总价款	土地成交金额	土地成交年贡献金额	土地投资/土地成交
	万亿元	万亿元	万亿元	万亿元	万亿元	
	统计局(5)	国土部(1)	财政部(2)	(3)=[(1)+(2)]/2	(4)=(n(3)+n-1(3))/2	(5)/(4)
2004	0.41	0.59	0.64	0.62	0.58	71.56%
2005	0.47	0.55	0.59	0.57	0.59	78.69%
2006	0.58	0.77	0.81	0.79	0.68	84.87%
2007	0.77	1.22	1.22	1.22	1.01	77.09%
2008	0.88	1.02	1.03	1.03	1.12	78.54%
2009	0.99	1.72	1.72	1.72	1.37	72.48%
2010	1.46	2.71	2.82	2.77	2.24	65.23%
2011	1.64	3.15	3.11	3.13	2.95	55.71%
2012	1.87	2.69	2.85	2.77	2.95	63.52%
2013	2.08	4.20	4.13	4.16	3.47	60.13%
2014	2.32	3.34	4.26	3.80	3.98	58.19%
2015	2.36	2.98	3.25	3.12	3.46	68.15%
2016	2.48	3.56	3.75	3.65	3.39	73.31%
2017	2.97	4.99	5.21	5.10	4.38	67.81%
2018	4.27	6.59	6.87	6.73	5.91	72.29%
2019E	4.55	6.13	6.39	6.26	6.49	70%
17年增速	20%	40%	39%	40%	29%	

18年增速	44%	32%	32%	32%	35%	
19年增速	6.3%	-7%	-7%	-7%	10%	

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图66：统计局土地投资、中指院土地出让金及财政部土地使用权收入同比增速



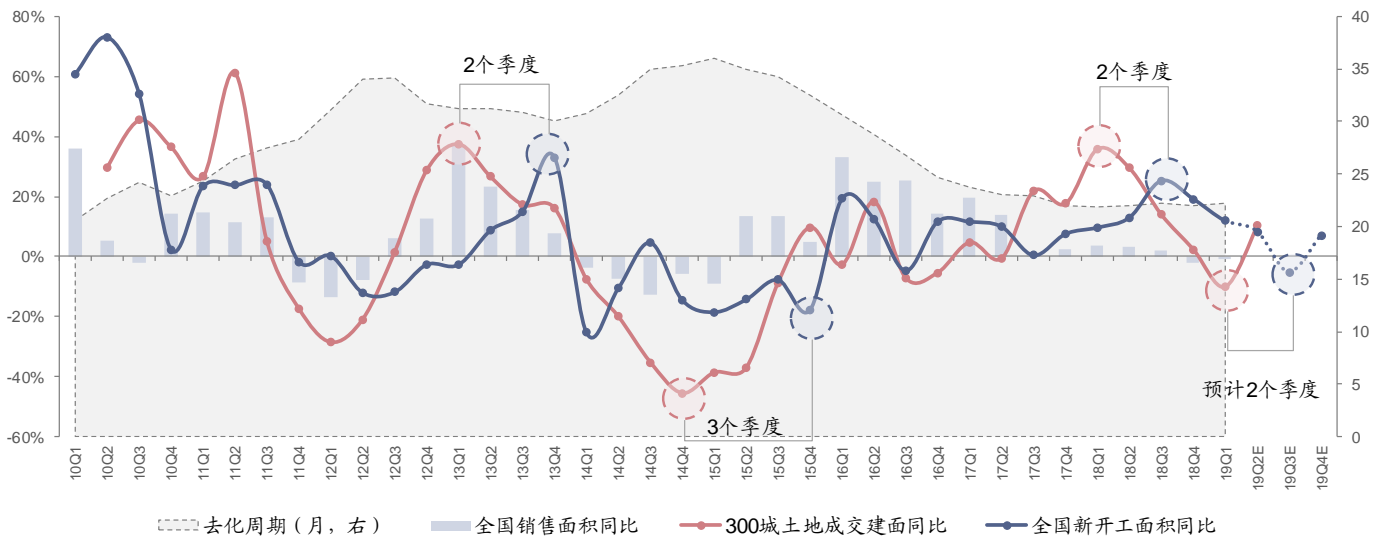
数据来源：统计局，中指院，财政部，广发证券发展研究中心

## （二）新开工增速测算：调整19年新开工增速至上涨5.0%

新开工面积为新开工建设的房屋建筑面积，以单位工程为核算对象，即整栋房屋的全部建筑面积，不能分割计算。决定新开工面积的两个要素：其一为可开工面积，即为前期土地成交面积，其二为开工意愿，与销售去化相关。我们拟合了过去几年的销售面积、新开工面积、土地成交面积以及库存水平，发现若前一年库存处于低位，且前一年土地供应相对充足，则第二年的新开工面积大概率将维持较快的增长；反之在库存处于高位的时间段，新开工面积增长对于土地成交面积的响应较弱，与销售的相关度提升。

19年1-5月全国新开工面积同比上涨10.5%，较18年全年增速收窄6.7个百分点，我们预计19年二、三季度新开工增速还会进一步下滑，在去化平稳的背景下，主要出于对于开工能力的担忧。从历史数据来看，土地成交增速拐点领先新开工增速拐点2-3个季度，从300城土地成交建面来看，从18年一季度开始单季度增速逐步回落，直至今年一季度同比转负下降10%，19年二三季度可开工面积将大幅减少。此外19年第二季度的土地市场局部升温对于19年四季度新开工增速有一定支撑（4-5月土地成交建面同比上涨10%）。我们预计19年二、三、四季度新开工增速分别为8%、-5%、7%，调整全年新开工增速同比上涨5.0%。

图67：土地、新开工及销售面积单季度同比增速对比



数据来源：统计局，中指院，广发证券发展研究中心

### （三）投资增速预测：19年投资同比上涨7%，其中施工投资上涨7.4%

施工面积增速是房地产投资增速的锚，过去10多年施工面积增速的高低基本上就代表了房地产投资增速的中枢水平，17年以来的分化与土地投资占比提升有关，而19年施工面积提升所带来的施工投资的支撑还是地产投资能够表现的如此强劲重要的原因，且投资维持高位的稳定性要好于18年依靠土地投资带来的增长。

在施工面积方面，根据统计局的统计口径规定施工面积包括本期新开工的房屋建筑面积（n年新开工面积）、上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积、本期竣工的房屋建筑面积（这两项等于n-1年在施工面积-n-1年竣工面积）、上期停缓建在本期恢复施工的房屋建筑面积、本期施工后又停缓建的房屋建筑面积（n年净停工面积的负值）。也就是说，施工面积可以根据公式【n施工面积=n-1年在施工面积-n-1年竣工面积+n年新开工面积-n年净停工面积】进行测算，根据我们前文测算，19年预计新开工同比上涨5%。

净停工面积为过去年份已经时间开工，但在年后未持续施工的项目。计算停工面积的方法我们采用【(n-1)年的施工面积-(n-1)年竣工面积+n年的新开工面积-n年的施工面积】，截至到19年5月份，当年全国商品房停工项目规模达到6.32亿平米，同比下降6%，预计19年底当年净停工面积将进一步降至6.2亿平米，累计净停工面积达33.44亿平米。结合开工和停工的判断，预计19年施工面积规模88.7亿平米，同比上涨7.9%。

根据施工投资和每年的施工面积，可以得到单位面积的施工投资金额，2019年1-5月单位面积的施工支出同比下降3%，我们认为19年在消除统计口径带来的数据偏差后，单位面积施工投资额保持稳定，预计全年同比小幅下降0.5%。综合施工面

积以及单位施工投资的预测情况，预计19年施工投资同比上涨7.4%。

综合上文测算，受土地投资增速回落的影响，我们预计19年房地产开发投资达到12.8亿元，同比上涨7.0%，较18年投资同比增速（9.5%）收窄3.2个百分点。其中施工投资、土地投资分别为8.3亿元、4.5亿元，同比分别上涨7.4%、6.3%。

表14: 历年房地产开发投资额拆分一览

时间	投资金额	施工投资	土地投资	单位施工面积投资金额	新开工面积	竣工面积	施工面积	净停工面积	退出施工面积
	万亿元	万亿元	万亿元	元/平方米	亿平方米	亿平方米	亿平方米	亿平方米	亿平方米
2005	1.59	1.11	0.47	668	6.8	5.3	16.6	0.0	5.3
2006	1.94	1.36	0.58	699	7.9	5.6	19.5	-0.3	5.3
2007	2.53	1.75	0.77	742	9.5	6.1	23.6	-0.2	5.9
2008	3.12	2.18	0.88	768	10.3	6.7	28.3	-0.5	6.2
2009	3.62	2.83	0.99	883	11.6	7.3	32.0	1.3	8.5
2010	4.83	3.36	1.46	830	16.4	7.9	40.5	0.6	8.5
2011	6.18	4.53	1.64	894	19.1	9.3	50.7	1.1	10.4
2012	7.18	5.31	1.87	925	17.7	9.9	57.3	1.8	11.7
2013	8.60	6.52	2.08	979	20.1	10.1	66.6	1.0	11.1
2014	9.50	7.19	2.32	989	18.0	10.7	72.6	1.7	12.5
2015	9.60	7.24	2.36	984	15.4	10.0	73.6	3.8	13.8
2016	10.26	7.78	2.48	1025	16.7	10.6	75.9	4.4	15.0
2017	10.98	8.01	2.97	1025	17.9	10.1	78.1	5.0	15.2
2018	12.03	7.75	4.27	943	20.9	9.4	82.2	6.7	16.1
2019E	12.87	8.32	4.55	939	22.0	9.2	88.7	6.2	15.3
17年增速	7%	3%	20%	0%	7%	-4%	3%	15%	1%
18年增速	10%	-3%	44%	-8%	17%	-8%	5%	34%	6%
19年增速	7.0%	7.4%	6.3%	-0.5%	5.0%	-2.0%	7.9%	-8.0%	-4.5%

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

## 板块估值修复概率提升，板块投资价值提升

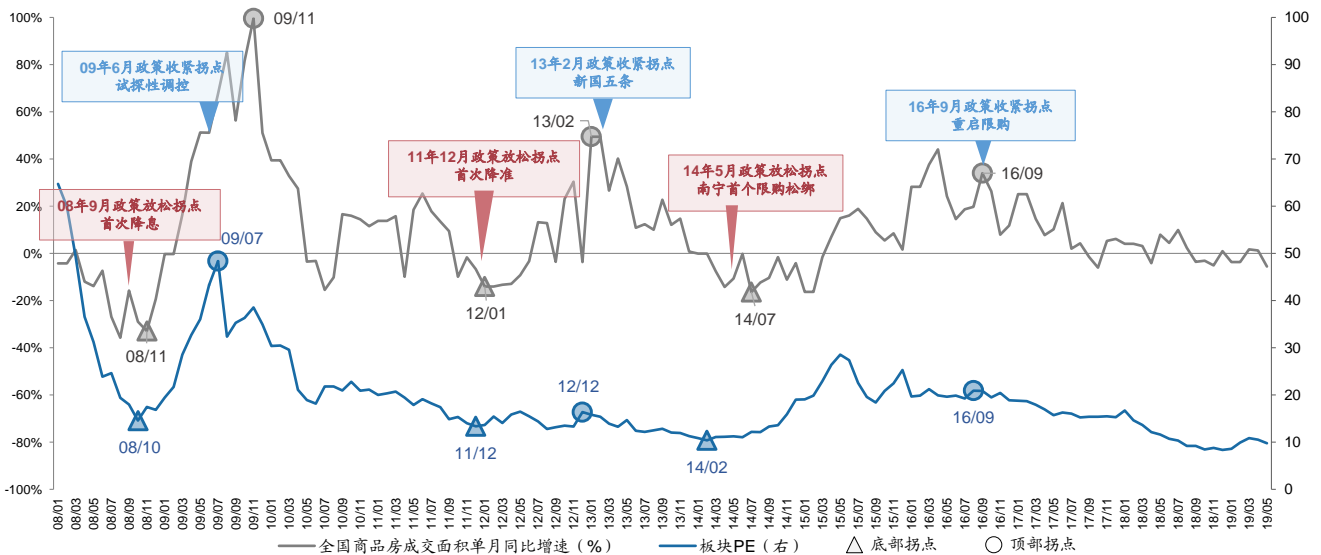
### 板块投资拐点临近，销售增长保障收益弹性

我们在18年12月19日发布的《房地产十年复盘综述：潮涨潮落，风依然》中系统性论述了房地产行业的投资逻辑及框架，报告中指出地产行业的收益表现更多是由PE估值驱动，而板块PE又受到政策面和基本面影响，从过去几轮周期来看，估值拐点与政策拐点以及基本面拐点（成交增速拐点）保持较强的正相关性（但拐点位置并非严格一一对应），其中政策方向是关键，决定了实际成交量的变动，并且透过成交增速变化最终影响了板块估值短期走势。总结来看，过去板块受PE估值推动经历了3轮涨跌周期，板块的低点出现在“政策改善+景气度底部”，高点则对应“政策转向调控+景气度顶部”。

当然，有两点值得一提，首先，经过几轮周期的轮动演绎后，资本市场变得越来越“聪明”，在政策以及基本面见底之前，市场存在政策宽松预期赚取估值弹性，导致板块走势往往领先政策以及基本面率先达到拐点。

其次，关于政策，在我们的框架体系中，政策既包括了行业行政政策，也包括了货币及信贷政策，从历史情况来看，板块PE与流动性呈现正相关性，即使在12年上半年行业政策调控不放松的背景下，流动性宽松也带动了板块PE系统性修复（但持续性和修复力度稍弱）。

图68：估值拐点与政策拐点以及基本面拐点保持正相关，其中政策是关键，透过成交增速变化影响估值



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

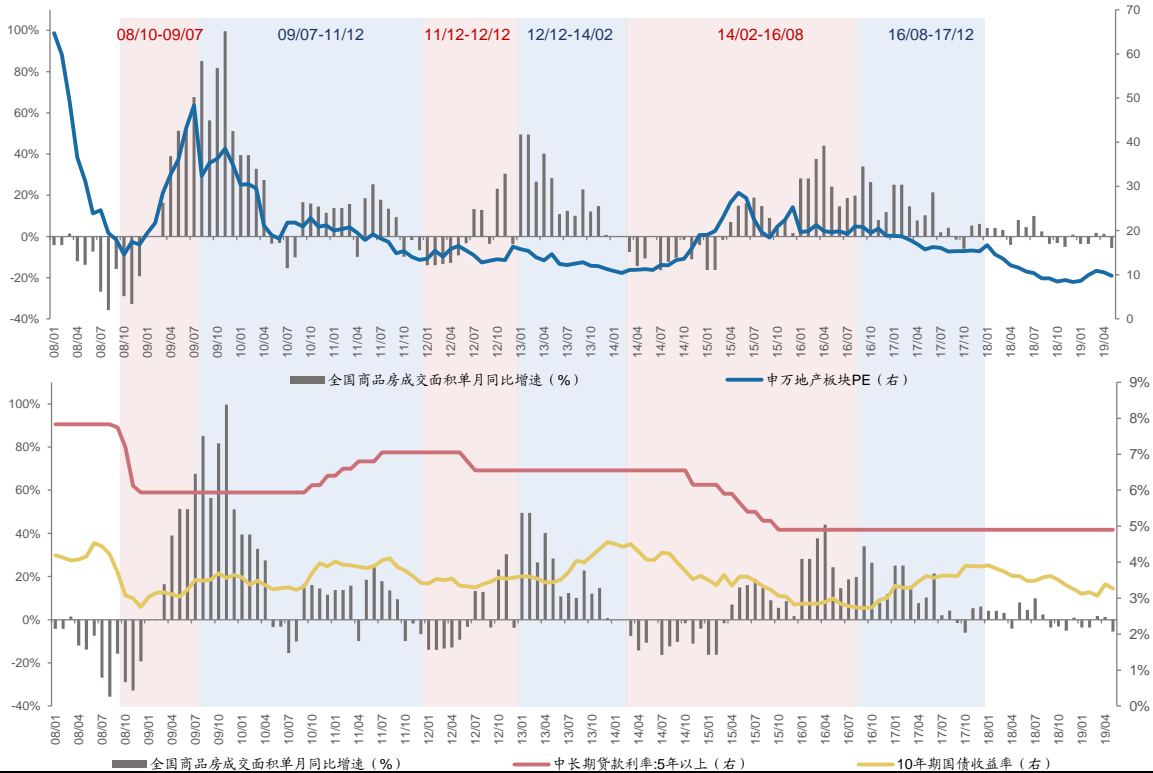
在简单复述了板块投资框架后，再来看当前的投资时点，对19年下半年的政策面以及基本面判断是关键。正如我们在前两部分所述，在5月份供需总量数据均再次走弱的背景下，政策压力有所缓解，未来政策端仍以一城一策为主，个别热点城市存在结构性调控的可能性，但大部分城市目前政策压力不大，或存在边际改善预期。而流动性方面，经济后续的不确定性会对货币政策的考量形成一定影响，加上全球



货币宽松概率提升，也为货币政策提供了更多的灵活调整空间。我们认为下半年行业及货币政策端潜在的边际调整或将利于板块PE修复，板块投资价值提升。

在基于下半年板块PE修复概率提升的判断下，如何寻找出具备超额收益的个股成为关键。为此，我们总结了08年以来三轮上涨周期中个股表现特征，发现股价表现优异的公司满足以下几个条件：（1）销售规模增长具备弹性，增速领先；（2）当期销售利润率不宜过低，要维持一定的水平，保证销售向最终的业绩兑现；（3）估值具备相对优势，不存在明显的高估。

图69：流动性环境本质上也是通过成交增速变化来影响板块估值



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

图70：11年11月-12年12月区间主流房企股价、销售、盈利、杠杆以及估值指标概览

公司名称	收益指标		销售指标		盈利指标			杠杆指标		估值指标					
	绝对收益	超额收益	区间销售规模平均增速	存货/销售规模	区间归母净利润增速 (TTM)	区间归母净利润年均增速	归母净利润率	财务杠杆	经营杠杆	起始点PE (TTM)	起始点动态PE	起始点相对PE	起始点PS	区间PE (TTM) 变动	区间相对PE变动
阳光城	183%	177%	75%	0.61	4%	79%	10%	2.8	2.9	7.1	10.8	0.7	0.93	172%	168%
荣盛发展	117%	111%	59%	1.07	37%	40%	16%	1.4	2.3	9.2	8.3	0.9	1.18	58%	53%
招商地产	76%	70%	73%	1.41	10%	28%	13%	1.0	2.4	10.5	10.8	1.0	1.57	59%	55%
万科A	73%	66%	16%	1.48	46%	30%	12%	1.1	3.5	10.2	8.1	1.0	0.80	16%	12%
金地集团	70%	63%	10%	1.88	89%	23%	11%	1.2	1.6	10.7	6.5	1.0	0.80	-11%	-15%
中南建设	62%	55%	30%	1.72	16%	11%	8%	2.1	4.1	10.1	9.3	0.9	1.08	39%	35%
首开股份	51%	45%	55%	2.43	216%	-14%	13%	2.4	2.0	18.7	6.1	1.8	1.01	-53%	-58%
滨江集团	34%	28%	140%	2.42	58%	61%	20%	1.4	3.7	15.6	12.9	1.5	2.60	-16%	-20%
泰禾集团	33%	26%	170%	0.93	67%	-6%	13%	3.0	2.1	22.3	16.7	2.1	2.38	-20%	-25%

数据来源：Wind，各公司年报，广发证券发展研究中心 备注：本报告相对PE的基准值为沪深300，计算方式=板块（样本房企）PE TTM/沪深300 PE TTM。

具体来看，在11年11月-12年12月板块系统性上涨期间，以阳光城和荣盛发展为代表的二线龙头由于期间销售规模实现领涨，带动股价涨幅居于前列。于此同时，泰禾集团、滨江集团尽管销售增速居于前列，但是由于估值也显著偏高，区间股价表现反而较弱。

再来看，14年2月-16年9月板块最近一轮上涨期间，除去万科受股权之争导致股价涨幅居首外，其他涨幅居前的公司也基本满足上述规律，以华夏幸福、中南建设为代表的房企由于较高的销售成长性带动期间股价领涨，相应地，荣盛发展由于销售规模增速较低，期间股价表现在样本房企中也相对较弱，金地集团则由于杠杆偏低的同时存货储备相较于销售规模也略显不足（存货/销售规模这一数值较低），市场对其未来销售持续增长的预期比较谨慎，所以股价表现也较弱。

图71：14年2月-16年9月区间主流房企股价、销售、盈利、杠杆以及估值指标概览

公司名称	收益指标		销售指标		盈利指标			杠杆指标		估值指标					
	绝对收益	超额收益	区间销售规模年均增速	存货/销售规模	区间归母净利润增速 (TTM)	区间归母净利润年均增速	归母净利润率	财务杠杆	经营杠杆	起始点PE (TTM)	起始点动态PE	起始点相对PE	起始点PS	区间PE (TTM) 变动	区间相对PE变动
万科A	321%	269%	29%	1.21	37%	30%	10%	0.9	4.1	5.4	4.7	0.7	0.43	172%	122%
首开股份	222%	169%	50%	1.96	17%	-14%	8%	2.8	2.5	5.2	5.6	0.6	0.50	198%	147%
华夏幸福	204%	151%	48%	0.96	128%	31%	13%	3.1	6.5	9.6	6.8	1.2	0.52	43%	-8%
中南建设	192%	139%	47%	1.73	74%	11%	2%	3.0	5.2	8.5	8.2	1.0	0.42	1274%	1223%
泰禾集团	141%	88%	48%	1.45	117%	-6%	9%	6.3	2.6	12.6	11.3	1.5	0.49	34%	-16%
滨江集团	140%	88%	43%	1.29	18%	61%	7%	0.7	2.6	6.1	10.3	0.7	0.80	225%	174%
阳光城	126%	73%	30%	0.97	94%	79%	7%	3.8	2.3	11.7	5.8	1.4	0.37	76%	26%
金地集团	114%	62%	31%	1.10	9%	23%	10%	1.2	1.5	8.4	6.7	1.0	0.68	85%	35%
荣盛发展	94%	41%	24%	1.44	7%	40%	13%	2.0	2.5	5.6	5.1	0.7	0.61	126%	76%

数据来源：Wind，各公司年报，广发证券发展研究中心

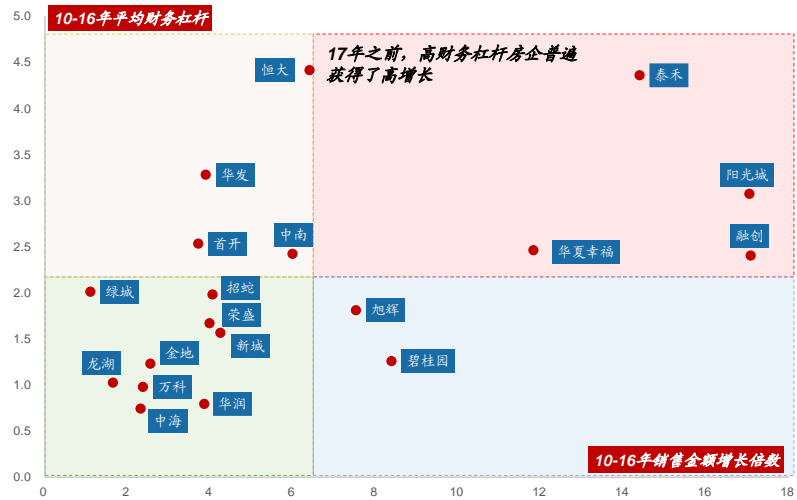
### 企业经营能力替代财务杠杆成为房企核心指标

上一小节，我们已经指出在板块具备beta行情的过程中，股价表现优异的房企所具备的三个特征，涵盖了销售成长性、业绩兑现能力以及估值优势等三个维度，其中销售规模增长是一个中长期的成长性指标，是最为重要的前提条件，但也需要盈利能力的配合。估值优势则更多反映了短期结算业绩的防御性，考虑到房地产结算周期的特殊性，其是一个相对滞后指标。

换言之，在板块系统性上行的过程中，寻找出销售成长型的公司成为个股选择的最重要一步，因此，本小节首先侧重通过一些指标分析（包括经营指标以及财务指标等）来找出具备销售成长性的公司。当然，在这个过程中，需要兼顾盈利及估值分析。

我们早在18年9月1日发布的《房企规模增长效率研究-寻找巨人之路》中已经指出，房企的销售成长取决于杠杆能力和经营能力（周转能力），并且在17年之前，财务杠杆能力发挥了更大的作用，通过外部债务融资撬动拿地力度，在周期弹性的配合下最终兑现销售规模，这是大部分房企的成长路径。其中，阳光城是最典型的高财务杠杆带动高增长的房企。

图72: 10-16年主流公司财务杠杆及销售规模变化二维图



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

以看阳光城为例, 12年以来阳光城较高的财务杠杆水平(净负债率、财务杠杆等指标高于龙头平均水平)保障了持续高位的拿地力度, 12年以来项目平均增速保持在48%, 高于龙头平均水平, (拿地面积/销售面积)均值约244%, 高于同期龙头的132%。并且在高周转的运营策略加上行业周期弹性的配合最终兑现了销售规模高速增长, 规模增速领先龙头平均水平。此外, 值得一提的是, 从(销售规模/有息负债)指标来看, 阳光城这一指标低于龙头平均水平, 反映了公司销售规模增长更多是通过有息负债的累加带动, 对其他资金的运用效率相对较低。另外, 从盈利能力上来看, 房价弹性上涨也部分消化了高财务成本, 维持了一定的利润率水平(但低于龙头平均水平), 保障了由销售规模向业绩增长的兑现。

图73: 阳光城12-16年杠杆、周转、销售以及业绩指标一览

阳光城	行业指标			杠杆指标					拿地力度			周转效率		销售表现		业绩表现	
	地价增速	房价增速	地价房价增速差	有息负债规模增速	净负债率	财务杠杆	经营杠杆	权益杠杆	项目数量增速	拿地面积/销售面积	上储/销售面积	存货/经营性现金流	并表销售回款/存货	销售规模增速	销售金额/有息负债	扣税毛利率	归母净利润率
2012	3.5%	-0.8%	4.4%	15%	135.2%	283%	289%	77%	63%	564%	12.05	97%	72%	75%	113%	17.7%	10.2%
2013	23.0%	7.2%	15.8%	99%	228.0%	378%	490%	31%	55%	198%	5.26	108%	70%	215%	178%	19.6%	8.8%
2014	17.5%	4.8%	12.7%	64%	230.3%	315%	294%	10%	6%	20%	5.02	175%	45%	5%	114%	20.0%	9.5%
2015	11.3%	-1.1%	12.4%	84%	170.6%	310%	160%	14%	33%	140%	4.86	199%	44%	31%	81%	16.1%	6.3%
2016	24.1%	12.2%	11.8%	83%	259.9%	516%	253%	43%	84%	298%	7.65	209%	37%	61%	72%	16.9%	6.3%
12-16年阳光城平均				69%	205%	360%	297%	35%	48%	244%	6.97	158%	54%	77%	111%	18.1%	8%
12-16年龙头平均				33%	72%	168%	268%	26%	22%	132%	6.61	174%	53%	32%	134%	22.9%	12%

17年之前周期弹性是保障高财务杠杆能够兑现高增长的行业基础, 房价上行消化了高财务杠杆带来的高财务成本

12年以来阳光城通过外部融资加大财务杠杆力度, 净负债率远超同期龙头平均

较高的财务杠杆保障了持续高位的拿地力度, 12-16年项目平均增速为48%, 高于龙头平均水平。平均(拿地面积/销售面积)约244%, 高于同期龙头的132%。

在加大财务杠杆的同时, 加快周转速度, 周转效率处于行业平均水平

“高财务杠杆+高周转”及行业周期弹性的配合下兑现了销售规模增长, 并且更多的是由有息负债撬动。(销售金额/有息规模)低于平均水平

房价上涨部分消化了高财务杠杆带来的高资金成本, 保障了一定的利润率水平, 使得最终业绩兑现增长

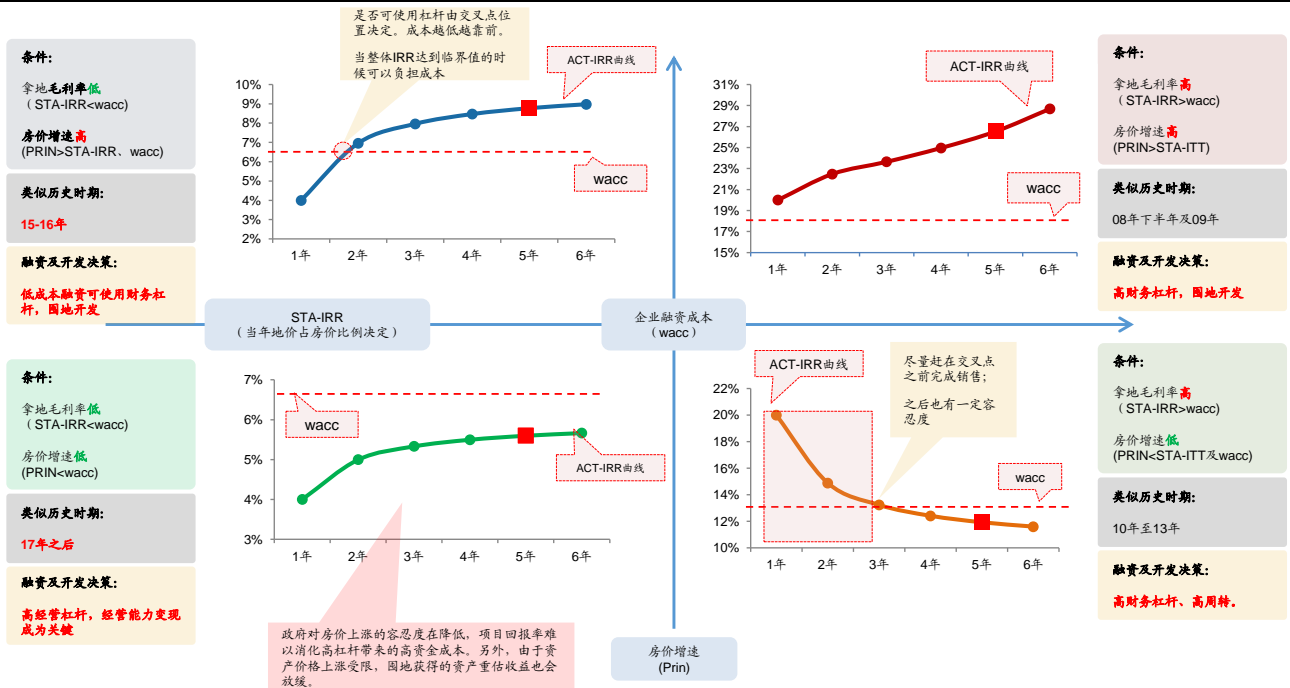
数据来源: 统计局, 中指院, 公司年报, 广发证券发展研究中心

高财务杠杆带动高增长的前提是小周期的弹性波动。一方面，高财务杠杆需要高周转的配合才能兑现增长，并且客观上也需要通过销售回款来优化资产负债结构，从而为推动资产负债表的持续扩张提供基础。但是，需要指出的是，17年之前，部分房企的周转效率并非来自自身的经营能力，更多的是行业周期弹性的表现结果。另一方面，从业绩端来看，也需要通过房价的弹性上涨部分消化高财务成本对利润率的损耗，保障业绩的兑现能力。

但在17年以来，政策对房价上涨的容忍度在降低，周期弹性被削弱，一方面使得周转效率更多取决于自身的内生能力，另一方面，限价无法消化高财务杠杆带来的高资金成本，对房企的业绩兑现能力反而形成一定的损耗，规模扩张是一种无效增长。

这种背景下房企规模增长的因素由之前的财务杠杆扩张能力转变为经营能力，高周转效率带动销售快速回款（也体现为经营杠杆的运用），通过营运资金实现滚动开发最终带动规模持续稳定增长。并且，在土地投资回报率受到限制的情况下，提升运营效率可以减少利息支出的损耗（利息支出规模与资金的年化成本以及对资金的年化占用时间相关），对项目收益率起到一定的支撑。

图74：房地产投融资决策四象限图（17年以来提升经营杠杆成为关键）



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

实际上，万科是典型的依靠经营能力获得增长的房企，万科一直保持稳健的财务杠杆，主要利用销售回款以及对上游产业链资金的占用来撬动土地投资（拿地力度总体保持稳健，是典型的“量入为出”），经营杠杆占比在龙头中处于领先地位。从（销售规模/有息负债）来看，万科这一指标远高于龙头平均水平，表明销售规模的增长更多依靠经营能力的变现，对有息负债的依赖度较低。与高财务杠杆的房企相比，尽管规模增速弹性较弱，但胜在增长的持续性和稳定性。我们以房企的单项



目销售面积变化来衡量经营效率的变化，发现万科单项目销售面积的稳定性最好，尤其是下行周期，回撤幅度较小（比如14年）。

图75: 主流房企单项目销售面积增速对比

年份	龙头平均	万科A	碧桂园	恒大	融创	绿地	龙湖	华润	金地	新城	招蛇	旭辉	世茂房地产	泰禾	中南	阳光城	雅居乐	荣盛	远洋	金茂	蓝光
2012	13%	5%	-9%	-18%	23%		38%		34%	8%	70%		36%		-6%	-30%	4%	51%	-12%		
2013	-1%	1%	82%	-21%	-42%		-22%		12%	37%	-1%		16%		3%	157%	0%	-7%	20%		
2014	-10%	-3%	-16%	-4%	-6%		-14%		-19%	17%	5%	2%	-13%		-5%	-39%	9%	-8%	9%	30%	
2015	6%	8%	-20%	34%	-14%		-12%	-4%	-3%	89%	-26%	9%	-4%	19%	-7%	22%	16%	-28%	4%	1%	
2016	8%	18%	8%	42%	67%	-33%	18%	-3%	31%	-18%	8%	21%	-18%	33%	-11%	16%	18%	-4%	-19%	6%	
2017	10%	2%	-15%	-27%	12%	0%	27%	9%	6%	14%	7%	49%	5%	9%	37%	2%	20%	-11%	6%	27%	67%
2018	-1%	-9%	-35%	-21%	-3%	25%	-15%	14%	-26%	20%	5%	-2%	41%	-15%	-26%	42%	-16%	26%	-14%	32%	22%

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

备注: 每一列色差越明显, 表示该公司的经营效率波动越大, 万科经营效率的稳定性较为突出

图76: 万科A 12-16年杠杆、周转、销售以及业绩指标一览

万科A	行业指标			杠杆指标			项目数量增速	拿地力度		周转效率		销售表现		业绩表现			
	地价增速	房价增速	地价房价增速差	有息负债规模增速	净负债率	财务杠杆		经营杠杆	权益杠杆	拿地面积/销售面积	土储/销售面积	存货/经营性现金流流入	并表销售回款/存货	销售规模增速	销售金额/有息负债	净毛利率	归母净利润率
2012	3.5%	-0.8%	4.4%	42%	23.5%	112%	353%	29%	14%	159%	6.45	191%	48%	16%	197%	26.0%	12.2%
2013	23.0%	7.2%	15.8%	7%	30.7%	100%	386%	37%	25%	208%	6.75	167%	48%	21%	223%	22.9%	11.2%
2014	17.5%	4.8%	12.7%	-10%	5.4%	78%	367%	31%	5%	51%	5.30	175%	54%	26%	312%	20.9%	10.8%
2015	11.3%	-1.1%	12.4%	15%	19.3%	79%	395%	36%	13%	106%	4.82	162%	62%	22%	329%	20.2%	9.3%
2016	24.1%	12.2%	11.8%	62%	25.9%	114%	476%	43%	27%	114%	3.88	134%	65%	40%	283%	20.3%	8.7%
12-16年万科平均				23%	21%	97%	395%	35%	17%	128%	5.44	166%	55%	25%	269%	22.1%	10%
12-16年阳光城平均				69%	205%	360%	297%	35%	48%	244%	6.97	158%	54%	77%	111%	18.1%	8%
12-16年龙头平均				33%	72%	168%	266%	26%	22%	132%	6.61	174%	53%	32%	134%	22.9%	12%

万科一直保持稳健的财务杠杆, 主要利用销售回款以及对上游产业链资金的占用来撬动土地投资, 经营杠杆占比在龙头中处于领先地位

总体拿地力度保持稳健, 12-16年土储/销售面积持续降低, 尤其是过去3年土地储备始终保持在维持3年左右的销售, 是典型的“量入为出”

采取高周转的经营策略, 通过销售回款来补库存实现滚动开发

销售规模增长更多的来自经营能力的实现而非财务杠杆, 尽管增速弹性弱于阳光城, 但胜在增长的持续性和稳定性, 尤其是下行周期表现稳健(比如14年)

经营效率以及管理红利保障了较高的利润率水平, 业绩保持平稳增长

数据来源: 统计局, 中指院, 公司年报, 广发证券发展研究中心

既然, 周期窄幅波动的新常态下, 销售成长性取决于经营能力, 那么如何找出经营能力突出的房企成为关键。通过对万科的指标特征进行分析并归纳总结(万科是经营能力突出的典型代表), 我们认为从杠杆类指标来看, 经营杠杆占比以及(销售金额/有息负债)越高的房企表示规模增长对财务杠杆的依赖性较低, 经营杠杆对增长的带动更为明显。实际上, 这两个指标本质上是统一的, 经营杠杆高的房企往往(销售金额/有息负债)也较高。从计算的结果来看, 一线龙头中万科、碧桂园、新城控股以及二线龙头中的中南建设经营杠杆占比超过60%, 并且(销售金额/有息负债)均超过200%, 这些房企对经营杠杆的运营较为突出。

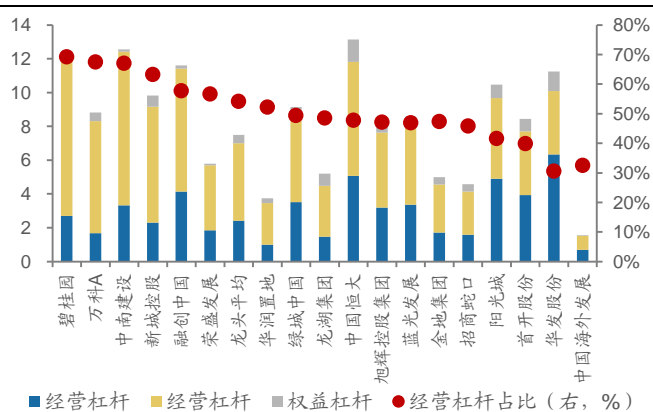
表15: 主流房企杠杆结构一览

房企名称	财务杠杆	经营杠杆	权益杠杆	杠杆乘数	财务杠杆占比	经营杠杆占比	综合融资成本	销售金额/有息负债
新城控股	2.3	6.8	0.7	10.8	21%	63%	6.5%	314%
中南建设	3.3	9.1	0.1	13.5	25%	67%	8.8%	253%
万科A	1.7	6.6	0.5	9.8	17%	67%	6.3%	232%
碧桂园	2.7	9.3	0.4	13.4	20%	69%	6.4%	232%
金地集团	1.7	2.8	0.4	6.0	29%	47%	4.8%	203%
融创中国	4.1	7.3	0.2	12.6	33%	58%	6.8%	201%
旭辉控股集团	3.2	4.4	0.8	9.4	34%	47%	5.8%	195%
绿城中国	3.5	5.0	0.6	10.1	35%	49%	5.4%	192%
龙湖集团	1.5	3.0	0.7	6.2	24%	49%	4.6%	167%
荣盛发展	1.9	3.8	0.1	6.8	27%	57%	7.8%	163%
蓝光发展	3.4	4.5	0.7	9.6	35%	47%	7.5%	161%
华润置地	1.0	2.5	0.3	4.7	21%	52%	4.5%	159%
中国海外发展	0.7	0.8	0.0	2.6	27%	33%	4.3%	148%
阳光城	4.9	4.8	0.8	11.5	43%	42%	7.9%	145%
招商蛇口	1.6	2.6	0.4	5.6	28%	46%	4.9%	142%
首开股份	3.9	3.8	0.7	9.4	42%	40%	5.4%	83%
中国恒大	5.1	6.8	1.3	14.1	36%	48%	8.2%	82%
华发股份	6.3	3.7	1.2	12.3	52%	31%	5.9%	59%

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

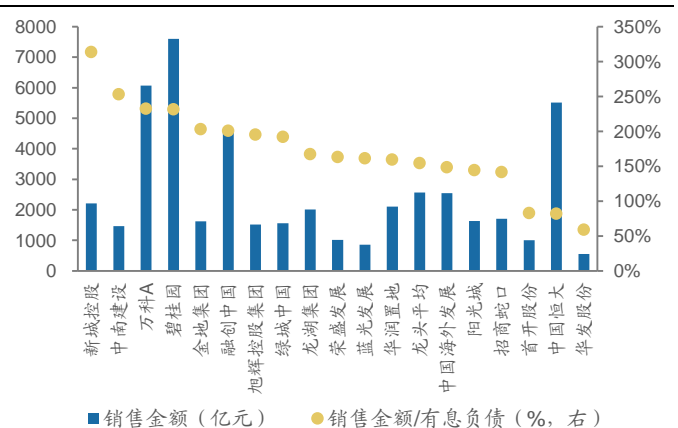
备注: 按照(销售金额/有息负债)由高及低排序, 有息负债仅计算了表内负债规模。

图77: 2018年主流房企杠杆结构及经营杠杆比重



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图78: 主流房企销售规模及(销售规模/有息负债)



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

而从周转类指标来看, 我们用(销售金额/总资产)、(销售金额/全口径存货)、(并表销售回款/存货)等指标来量化房企的周转效率, 指标越高的房企表示周转效率越高。此外, (土地储备/销售规模)也可以刻画房企的周转能力, 但这一指标不宜过高, 过高表示效率上可能存在明显的损耗, 但也不宜过低, 过低则存在潜在的



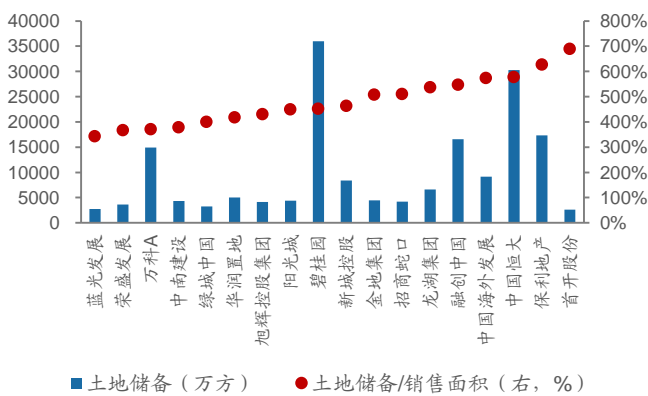
货值不足风险。综合上述指标，我们发现一线龙头中的万科、碧桂园、融创中国、新城控股，二线龙头中的中南建设、旭辉控股集团、阳光城均是典型的高周转房企。

表16: 主流房企周转类以及盈利能力指标对比

公司名称	土地储备/销售面积	销售金额/宽口径存货	销售金额/总资产	并表回款金额/存货
蓝光发展	3.4	84%	57%	56%
荣盛发展	3.7	68%	45%	56%
万科A	3.7	90%	40%	53%
中南建设	3.8	88%	62%	61%
绿城中国	4.0	80%	56%	40%
华润置地	4.2	58%	32%	64%
旭辉控股集团	4.3	101%	63%	65%
阳光城	4.5	89%	62%	55%
碧桂园	4.5	83%	47%	76%
新城控股	4.6	108%	67%	84%
金地集团	5.1	83%	58%	55%
招商蛇口	5.1	59%	40%	51%
龙湖集团	5.4	64%	40%	55%
融创中国	5.5	111%	64%	57%
中国海外发展	5.7	67%	40%	48%
中国恒大	5.8	45%	29%	35%
首开股份	6.9	44%	35%	31%

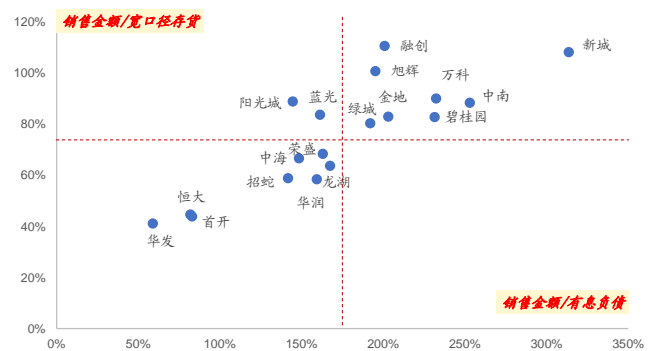
数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

图79: 主流房企土储及（土地/销售）指标对比



数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

图80: 主流房企周转指标和杠杆指标二维图



数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

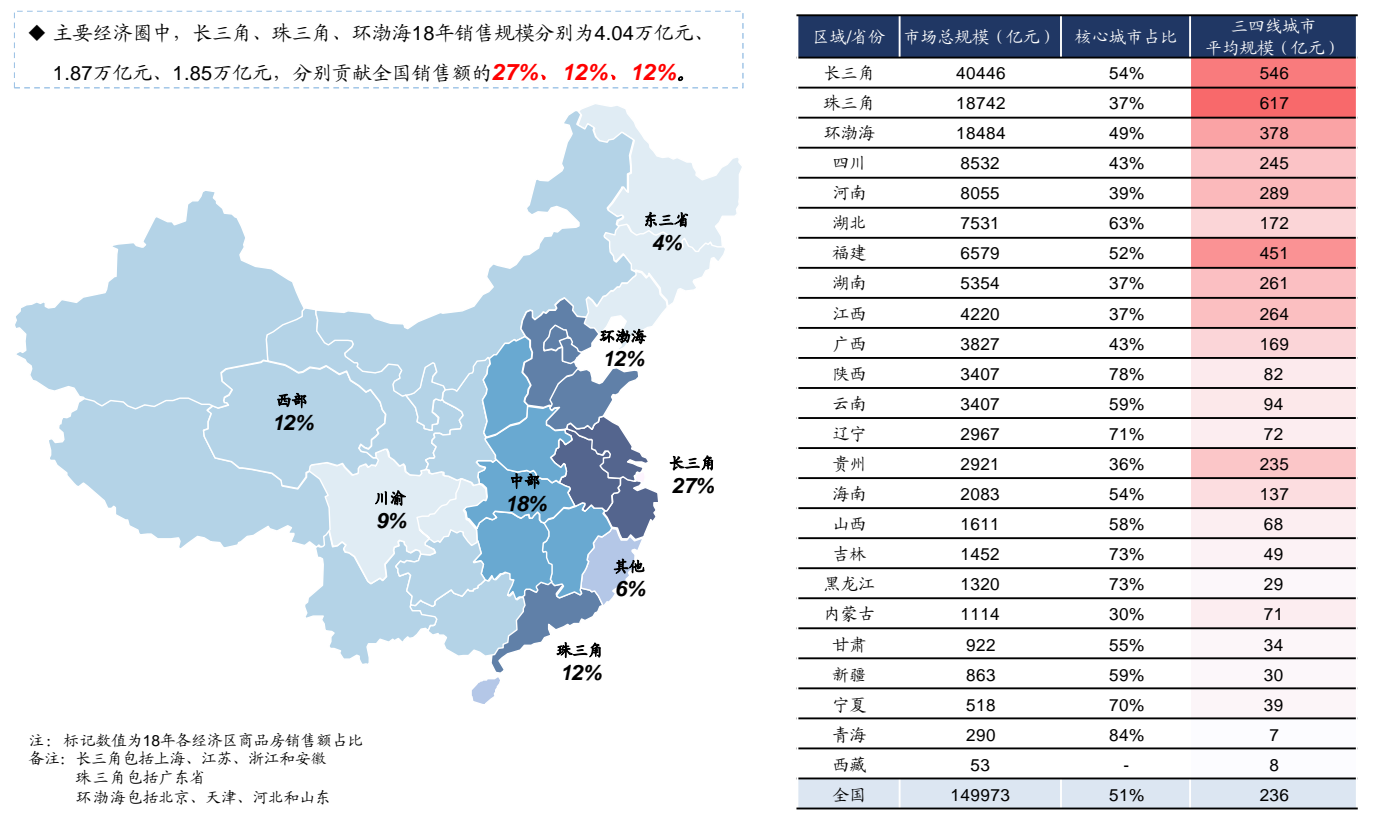
尽管我们从杠杆以及周转两个维度的指标来量化房企的经营能力，但两者本质上是统一的，对大部分房企而言，经营杠杆主要来自于对下游消费者预收账款的占用，本质上也反映了房企的周转效率（当然，类似万科、碧桂园等一线龙头由于规模优势对上游产业链也有较强的话语权，对产业链企业的应付账款占用也是经营杠杆

的另一个来源)。

前面，我们只是指出可以通过哪些指标来观测房企的经营能力，这些指标是房企经营能力的反映结果，那么从深层次的角度看，房企的经营能力又取决于什么？

我们认为首先取决于房企的城市布局结构，这是支撑房企运营效率的市场基础。从市场数据来看，长三角、珠三角和环渤海三大经济圈的销售规模占全国的比例稳定在50%以上，并且区域内三四线市场容量较大（尤其是珠三角和长三角的三四线18年平均市场规模在500亿以上），适合全境深耕。其他区域中，福建三四线平均市场规模也在400亿以上，也适宜纵深拓展，河南、湖南、江西等省份也可适当深耕，而东三省等地核心城市销售规模占比较高，则适合点状分布。

图81：未来三大经济圈依旧是房企布局的主阵地，为运营效率提供市场支撑



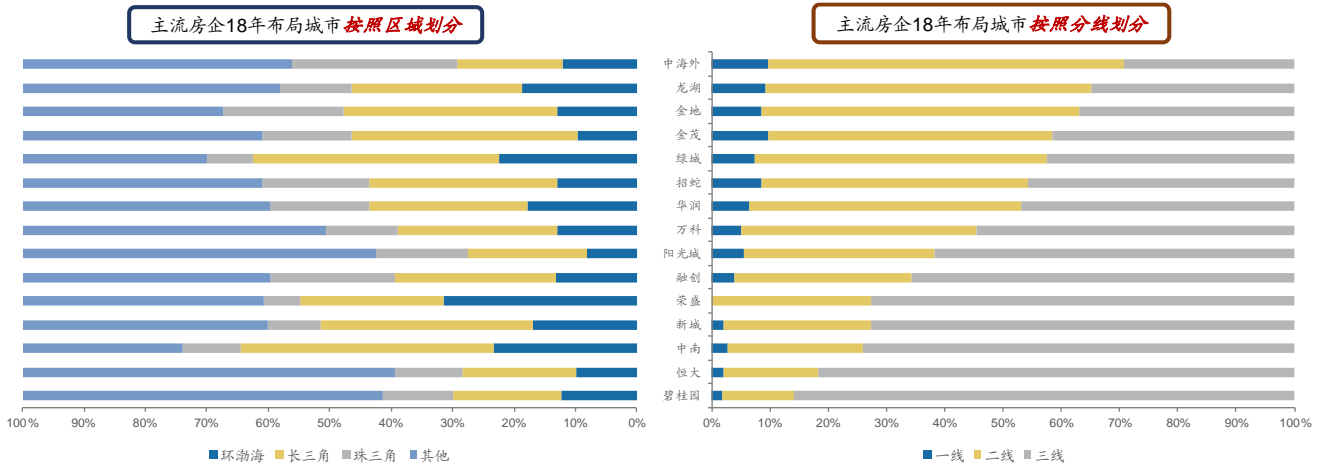
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

基于市场容量的分析，我们认为对于房企而言，以一二线城市为主的布局结构抵御市场波动的能力较强，是房企持续经营稳定的基础。即使布局三四线也应当以都市圈的强三线为主，这些城市市场体量较大，也能够提供稳定的需求支撑。我们结合主流房企的城市布局以及土储结构指标分析，发现中国海外发展、龙湖集团、金地集团、招商蛇口是典型的以一二线为主的房企。而中南建设、新城控股、荣盛发展等房企尽管以三四线为主，但60%以上的城市均分布在三大经济圈。

过去10年，主流房企基本完成了全国化布局，但对标万科的深耕力度以及碧桂园的布局广度，部分房企在“深度”及“广度”上仍有提升空间，对于单一房企而言，优质市场提供的规模空间仍然足够，只有具备经营能力的房企才能将市场规模兑现

为自身规模增长。

图82: 主流房企18年布局城市 (按区域、按分线划分)



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图83: 主流房企18年布局城市情况 (个)

分类	中海	龙湖	金地	金茂	绿城	招蛇	华润	万科	阳光城	融创	荣盛	新城	中南	恒大	碧桂园
一线	4	4	4	4	3	4	4	4	4	4	0	2	2	4	4
二线	25	23	25	20	19	20	28	31	23	30	13	23	16	34	33
一二线合计:	29	27	29	24	22	24	32	35	27	34	13	25	18	38	37
三线	12	16	17	16	18	21	30	42	45	65	37	69	55	162	228
环渤海	5	8	6	4	9	6	11	10	6	13	16	16	17	20	30
长三角	7	12	16	15	16	13	16	20	14	26	12	33	30	37	41
珠三角	8	5	8	5	2	7	8	8	11	12	2	7	3	18	21
三大经济圈合计:	20	25	30	24	27	26	35	38	31	51	30	56	50	75	92
其他	22	18	16	16	13	19	27	39	41	48	20	38	23	125	173
总计:	42	43	46	40	40	45	62	77	72	99	50	94	73	200	265
一二线占比:	71%	63%	63%	60%	55%	53%	52%	45%	38%	34%	26%	27%	25%	19%	14%
三大经济圈占比:	49%	58%	65%	60%	68%	58%	56%	49%	43%	52%	60%	60%	68%	38%	35%

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

备注: 碧桂园和中国恒大没有公布18年布局城市明细, 因此在17年的明细基础上结合18年拿地情况进行统计; 中国海外发展不包括中海宏洋数据。

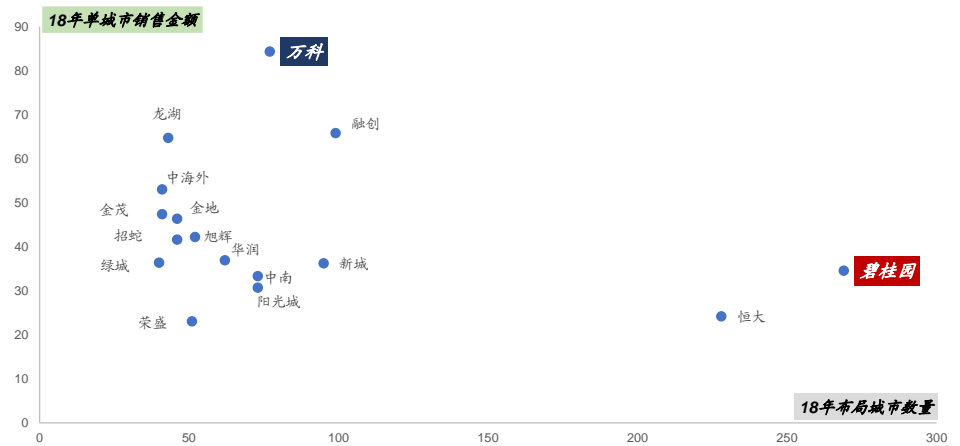
图84: 主流房企10年-18年新增项目体量情况 (万方)

房企名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	10-18年单项目体量变动
碧桂园	60.0	48.6	27.0	30.9	27.5	22.2	21.2	16.0	10.9	-82%
荣盛发展	29.1	25.5	17.5	17.2	15.2	18.8	12.1	22.7	11.9	-59%
金地集团	48.8	29.0	20.1	29.0	13.9	13.9	16.7	14.4	12.0	-75%
旭辉控股集团	12.2	21.9	12.4	17.9	13.0	17.7	17.9	16.9	13.4	9%
中南建设	62.0	29.4	15.1	41.8	25.6	8.8	13.1	15.3	14.4	-77%
蓝光发展	29.0	10.7	14.5	25.8	23.0	16.3	17.2	22.6	16.8	-42%
阳光城	15.3	20.4	13.2	21.4	8.9	21.3	40.4	17.7	16.8	10%
招商蛇口	18.3	25.8	20.6	33.3	23.0	25.3	23.2	17.3	18.1	-1%
金科股份	21.3	35.9	43.2	22.7	17.6	36.1	24.5	15.8	18.2	-14%
新城控股	27.1	12.0	11.0	17.7	23.6	15.1	26.4	24.3	20.4	-25%
万科A	34.1	32.7	26.4	29.8	22.4	21.0	18.3	21.4	20.6	-39%
中国海外发展	30.2	50.3	34.8	52.3	53.2	35.1	56.5	23.1	28.4	-6%

数据来源: 各公司年报及日常公告, 广发证券发展研究中心

除布局结构外，与房企的操盘策略也有关。我们认为降低单盘规模，实行小盘开发有利于提升单个项目的周转效率，并且也有助于灵活应对市场，抵御市场波动风险。我们计算了主流房企10年至18年新增项目体量的变化情况，发现基本上均呈现小型化趋势，而其中碧桂园和中南建设是典型的由大盘开发转变为小盘运营的房企，单项目面积下降幅度最为显著。此外，我们统计了最近两年房企新增项目的结构占比情况，发现所有样本房企新增项目中单体量20万方以下的占比均超过50%，其中碧桂园和中南建设占比均超过80%，为房企的操盘效率提高支撑。

图85：主流房企18年单城市销售金额（亿元）以及布局城市数量（个）



数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

图86：主流房企经营能力综合评价

公司名称	杠杆指标		周转指标		土储布局指标		拿地指标	整体评分
	经营杠杆占比	销售金额/有息负债	销售金额/宽口径存货	销售金额/总资产	一二线城市占比	三大区域城市占比	近2年新增项目中 建筑面积<20万方的项目占比	
中南建设	67%	253%	88%	62%	25%	68%	78%	11
金地集团	47%	203%	83%	58%	63%	65%	82%	10
旭辉控股集团	47%	195%	101%	63%	54%	64%	77%	10
新城控股	63%	314%	108%	67%	27%	60%	62%	9
碧桂园	69%	232%	83%	47%	14%	35%	83%	8
万科A	67%	232%	90%	40%	45%	49%	64%	6
融创中国	58%	201%	111%	64%	34%	52%	47%	6
荣盛发展	57%	163%	68%	45%	26%	60%	77%	6
泰禾集团	30%	95%	69%	54%	60%	67%	45%	6
龙湖集团	49%	167%	64%	40%	63%	58%	58%	5
阳光城	42%	145%	89%	62%	38%	43%	74%	5
蓝光发展	47%	161%	84%	57%	49%	51%	75%	5
华发股份	31%	59%	41%	30%	52%	71%	74%	4
华润置地	52%	159%	58%	32%	52%	56%	69%	3
招商蛇口	46%	142%	59%	40%	53%	58%	69%	3
首开股份	40%	83%	44%	35%	69%	50%	76%	3
绿地控股	63%	142%	60%	37%	33%	48%	43%	2
中国海外发展	33%	148%	67%	40%	71%	49%	54%	2
中国恒大	48%	82%	45%	29%	19%	38%	29%	1

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

最后，我们在上述各类指标基础上采用一定的评分机制，以对主流房企的经营能力进行综合评定。评分标准为选定的指标中排名位列前五的房企得2分，位列前50%的房企得1分，否则不得分。从结果来看，一线龙头中的碧桂园、万科、融创中国、新城控股以及二线龙头中的中南建设、旭辉控股集团等经营能力较为突出。

正如，最前面所述，在个股选择过程中，除着重关注房企的销售成长性外，需要兼顾业绩兑现能力。房企盈利能力的关键在于土地投资质量，我们用（拿地均价/销售均价）来量化，18年绝大部分房企这一指标在40%以下，其中新城控股、碧桂园、荣盛发展较为突出。在土地投资回报率受到限制的情况下，费用管控能力越来越重要，我们用（期间费用/并表销售回款）来量化，18年大部分房企这一指标均在5%左右，其中招商蛇口、中国海外发展、新城控股以及中南建设等较低。当然，这一比例的差异与销售回款率也有关。

此外，资金成本的差异也是导致房企盈利能力分化，从房企的综合融资成本来看，中国海外发展、华润置地、招商蛇口等具备央企背景的龙头成本优势明显，而财务杠杆较高的民企资金成本相对较高。最后，随着权益合作比例的提升，需要关注少数股东对最终业绩的摊薄，可以观测资产负债表中的少数股东权益占比以及经营数据中拿地权益比例、土储权益比例等，少数权益比例越高未来对业绩的潜在损耗越大。

表17: 龙头房企盈利指标

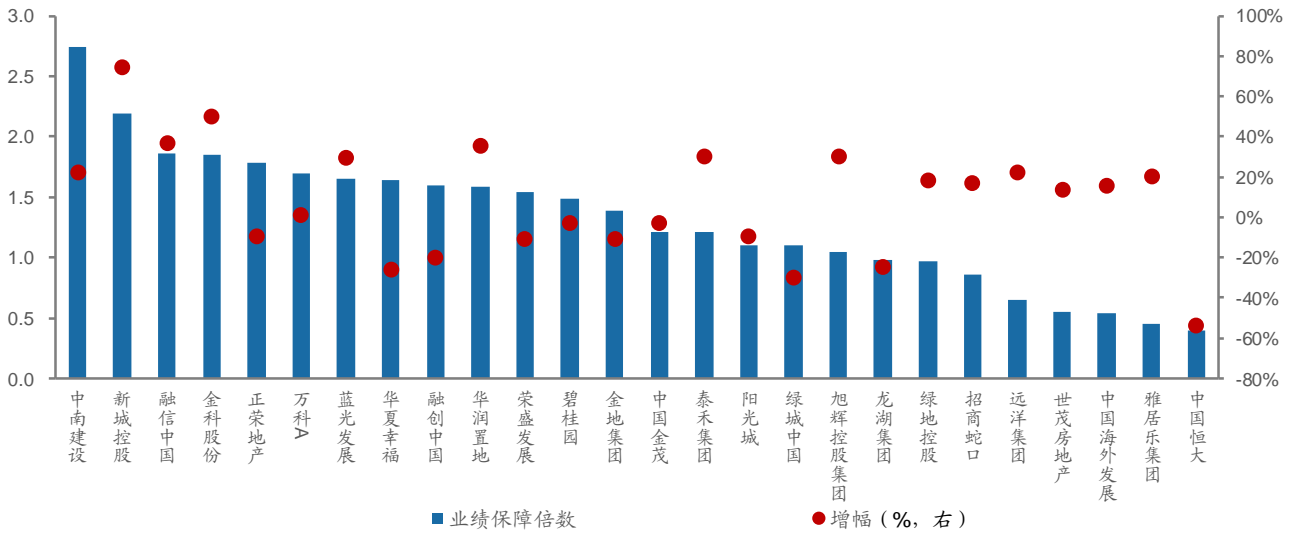
公司名称	拿地均价/销售均价	综合融资成本	管控费用/销售回款	少数股东权益占比	18年扣税毛利率	18年归母净利润率
中国恒大	15%	8.18%	8.6%	57%	30.4%	8.0%
绿地控股	18%	5.40%	3.7%	36%	12.6%	3.3%
新城控股	19%	6.47%	3.7%	40%	30.2%	19.4%
荣盛发展	22%	7.82%	4.8%	8%	27.0%	13.4%
碧桂园	23%	6.41%	4.9%	30%	23.4%	9.1%
蓝光发展	26%	7.54%	5.6%	42%	23.4%	7.2%
融创中国	29%	6.81%	6.1%	22%	20.9%	13.3%
阳光城	32%	7.94%	4.3%	44%	19.0%	5.3%
龙湖集团	33%	4.55%	6.3%	42%	26.7%	14.0%
中南建设	34%	8.77%	4.1%	11%	15.9%	5.5%
招商蛇口	34%	4.85%	2.8%	30%	30.1%	17.3%
华润置地	37%	4.47%	4.3%	23%	32.9%	20.0%
绿城中国	37%	5.40%	9.5%	54%	14.9%	1.7%
旭辉控股集团	39%	5.80%	5.4%	48%	16.4%	12.8%
万科A	41%	6.26%	4.6%	34%	29.7%	11.3%
保利地产	42%	5.03%	3.5%	35%	24.2%	9.7%
金地集团	50%	4.83%	7.5%	30%	30.5%	16.1%
中国海外发展	51%	4.30%	2.9%	3%	32.2%	26.2%

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

板块及个股估值具备强安全边际，业绩增速打开上行空间

估值方面，截止到18年末，主流房企已售未结资源充足，加上19年的销售规模，未来2年的结算业绩有支撑，主流房企具备业绩防御性，考虑业绩增长后A股主流房企的平均动态PE为6.6，处于底部位置，基本接近18年的低点位置（18年最低点为5.90倍），其中中南建设、华发股份当前的动态PE已经低于18年最低点。

图87：主流地产股18年底业绩保障倍数及同比增幅（%）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图88：主流房企估值情况

证券代码	公司名称	当前总市值 (亿人民币)	18年市值低点对应 动态PE	19年3月以来市值低 点对应动态PE	当前市值对应动态 PE	18年市值低点对应 股息率	19年3月以来市值 低点对应股息率	当前市值对应股息 率
			2018/10/18	2019/3/8	2019/6/21	2018/10/18	2019/3/8	2019/6/21
000002.SZ	万科A	3,200	6.73	7.56	8.14	5.2%	4.6%	4.3%
001979.SZ	招商蛇口	1,684	8.35	8.94	9.30	4.8%	4.5%	4.3%
600340.SH	华夏幸福	925	5.29	5.83	6.25	5.8%	5.3%	4.9%
601155.SH	新城控股	889	4.28	5.20	6.08	7.5%	6.2%	5.3%
600383.SH	金地集团	552	4.30	5.25	5.68	7.8%	6.4%	5.9%
002146.SZ	荣盛发展	428	3.85	4.10	4.37	6.7%	6.3%	5.9%
000656.SZ	金科股份	329	6.10	6.15	6.42	8.1%	8.0%	7.7%
000961.SZ	中南建设	329	8.49	7.30	8.23	2.4%	2.8%	2.5%
000671.SZ	阳光城	269	6.54	6.32	7.09	1.1%	1.2%	1.1%
600466.SH	蓝光发展	191	5.52	5.12	5.75	6.3%	6.8%	6.1%
600325.SH	华发股份	170	5.46	4.93	5.37	2.5%	2.0%	1.8%
<b>A股平均</b>			<b>5.90</b>	<b>6.06</b>	<b>6.61</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.5%</b>
<b>一线龙头平均</b>			<b>7.22</b>	<b>7.57</b>	<b>8.03</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.4%</b>
<b>二线龙头平均</b>			<b>5.54</b>	<b>5.58</b>	<b>6.14</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.6%</b>
02007.HK	碧桂园	2,241	4.36	4.62	5.28	7.0%	6.6%	5.8%
01918.HK	融创中国	1,506	4.61	3.82	6.46	4.8%	5.8%	3.4%
00884.HK	旭辉控股集团	340	3.72	3.69	4.81	10.0%	10.0%	7.7%
00688.HK	中国海外发展	2,671	5.54	5.67	6.23	3.7%	3.7%	3.3%
01109.HK	华润置地	2,063	5.65	6.31	7.61	5.4%	4.8%	4.0%
00960.HK	龙湖集团	1,518	5.36	6.08	8.04	5.9%	5.2%	3.9%
00817.HK	中国金茂	478	5.80	4.90	6.88	7.2%	8.6%	6.1%
<b>H股平均</b>			<b>5.01</b>	<b>5.01</b>	<b>6.47</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.9%</b>

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

备注：黄色底色表示当前的动态 PE 低于 18 年的最低点



总结来看，行业及货币政策端潜在边际调整或将利于板块PE修复，继续建议加大板块配置。而在个股选择上，需要综合销售成长性（关键看经营能力）、盈利能力以及短期业绩防御性，一线A股龙头推荐：万科A、华夏幸福、招商蛇口、新城控股，二线A股龙头推荐：中南建设、华发股份、阳光城、荣盛发展、蓝光发展，H股龙头推荐：融创中国、万科企业、旭辉控股集团，H股龙头关注：中国金茂、合景泰富等，子领域推荐：新湖中宝、光大嘉宝和中国国贸。

## 风险提示

行业政策调控力度加大，流动性宽松不及预期，重点城市供给改善不及预期，三四线成交热度快速下行，库存累积快于预期，房企融资持续收紧，地产行业利率成本加速上行，主流房企业绩增长不及预期，主流地产股估值继续下探。

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：资深分析师，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。