

**基金持仓下降，关注板块估值修复及切换行情**

——10月行业动态报告

**房地产行业**

**推荐 维持评级**

**核心观点：**

- **销售具有韧性，四季度有望稳中有升。**9月单月销售面积同比增长3%，销售金额同比继续大增9%，销售在基数较高的情况下仍表现出高增长，我们认为这是由于房企在资金面趋紧的情况下加大促销和推盘力度所致。2019年下半年基数较低，随着逐步进入低基数区间，叠加房企或以价换量促回款，四季度销售增速有望稳中有升，但长期来看市场销售缓步下行趋势未变。
- **单月土地成交边际增速年内首次转正，各线城市土地市场依然分化。**9月单月土地购置面积同比增速为10%，实现今年以来的首次正增长。我们认为，9月份土地成交回暖的原因是：1)土地市场的溢价率持续下行，在此背景下优质土地仍会获得开发商的青睐；2)销售具有韧性，去化加速，房企出于补库存的考虑获取土地；3)去年基数较低。同时，土地市场结构性分化仍将持续，一二线城市会明显好于三四线，上半年土地市场的低迷仍会影响四季度以后的开工和投资。
- **公募基金对房地产板块连续三个季度持仓下降。**三季度基金对房地产板块持仓为低配，集中度继续提升，刷新2010年以来新高。具体到标的的选择上，2019Q3公募基金对房企持仓呈现分化，对有稳定现金流的房企偏好大幅增加，对二线成长类房企的持仓则呈现不同程度的降低。在房地产政策收紧并且行业景气度下行的环境下，公募基金对龙头房企如保利、万科的持有不降反升，对二线成长类地产股的投资较为谨慎，更偏好现金流稳定的商业地产和物业公司。

**投资建议：**在三季度房地产融资超预期收紧的环境下，房价趋于稳定、土地市场降温显著，在调控效果较好的背景下，政策再度收紧的可能性不大，我们认为四季度为政策真空期，叠加公募基金对房地产板块持仓已经连续三个季度下降，整个板块将迎来估值修复的机会；已经披露三季报的房企业绩较好，加大明年业绩上修的概率，年底估值切换行情值得期待。集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)，销售增速高于行业平均，业绩释放较充分的阳光城(000671)。

**重点公司盈利预测与估值(股价为2019年10月29日)**

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	000002.SZ	万科A	2.97	7.9	3,000.6
	000671.SZ	阳光城	5.25	6.8	251.5
	600048.SH	保利地产	2.73	7.9	1,752.7

● **风险提示**

市场销售超预期下行，政策调控加码的风险。

**分析师**

潘玮 房地产行业分析师

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

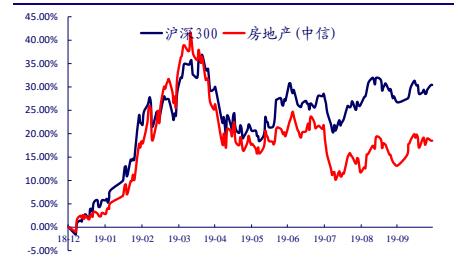
**特别鸣谢**

王秋蓓

☎: (8610) 83574699

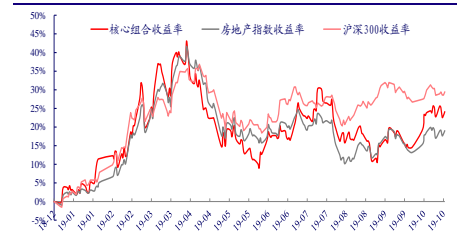
✉: wangqiuhe\_yj@chinastock.com.cn

**相对沪深300表现图**



资料来源: 中国银河证券研究院

**核心组合表现图**



资料来源: 中国银河证券研究院

**相关研究**

【银河地产潘玮】行业动态报告\_房地产行业\_降准带来流动性边际改善,看好龙头房企配置价值-2019.9.23

【银河地产潘玮】行业动态报告\_房地产行业\_LPR新规改善利率环境,期待优质房企估值修复行情-2019.8.26



## 目 录

<b>一、宏观经济稳中有变，房地产景气度下行趋势未见明显拐点，各线城市继续分化</b> .....	<b>1</b>
(一) 房地产行业是我国经济的重要支柱.....	1
1、房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力.....	1
2、房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持 10 万亿以上的规模.....	1
(二) 2019 年 9 月销售、投资具有韧性，竣工修复还在途中.....	1
1、销售具有韧性，单月土地成交增速年内首次转正，投资全年预计为 8%-10%.....	1
2、从销售情况来看，三季度一线成交增速持续下滑，二线保持稳定，三线下跌趋势不变.....	2
3、土地溢价率依旧趋势性下行，预计后续土地市场热度将继续分化.....	4
(三) 财务分析：营收持续增长，杠杆率维稳，净资产收益率回升.....	6
1、利润表：营收持续增长，利润增速放缓.....	6
2、资产负债表：总资产规模增速回落，杠杆率水平维持稳定.....	6
3、现金流量表：货币资金规模基本稳定，现金流净额增速下滑.....	7
4、杜邦分析：受销售上升影响，ROE 小规模回升.....	7
<b>二、房地产行业处于成熟调整期，市场转向中速高质量发展阶段</b> .....	<b>8</b>
(一) 中国房地产将告别暴涨时代.....	8
1、人口增速放缓，老龄化结构开始凸显.....	8
2、中国城市化已进入后半程，市场转向中速高质量发展阶段.....	9
3、与发达市场相比，我国房地产市场仍有发展空间.....	10
(二) 行业驱动因素.....	11
1、需求因素是拉动房地产业发展的首要动力.....	11
2、生产要素投入为房地产业发展奠定基础.....	11
3、政府主导的制度创新为房地产业发展提供动力.....	11
4、中美驱动因素对比.....	11
(三) 政策调控逐步见顶，长效机制推进提速.....	13
1、“房住不炒”弱化地产行业投资属性，回归居住属性.....	13
2、“精准调控”抑制投机，“因城施策”分化明显.....	14
3、“长效机制”关键是完善住房供应体系，租购并举.....	16
4、房产税立法先行，预计最快 2022 年开始征收.....	16
5、城镇化进程加速，落户制度放松.....	17
6、中央财政 134 亿支持 16 城住房租赁市场发展试点.....	17
7、行业所处的利率环境有所改善.....	18
<b>三、行业面临的问题及建议</b> .....	<b>18</b>
(一) 现存问题.....	18
1、供求矛盾突出，区域发展不平衡.....	18
2、房地产市场供给不足与“房屋空置”并存.....	18
3、房地产行业杠杆率处于高位.....	19
4、租售结构不合理，租赁市场活力不足.....	19
5、市场集中度偏低，规模经济效益有待提高.....	19
(二) 建议及对策.....	19
1、健全房地产法律体系，规范市场价格秩序.....	19



2、整顿土地供给市场，破除行政垄断.....	19
3、促进供给需求多维度匹配.....	19
4、建立“多层次、普惠制”的住房金融制度.....	20
5、推动产业内部整合，寻找企业核心竞争力.....	20
<b>四、房地产行业在资本市场中的发展状况.....</b>	<b>20</b>
(一) 房企融资成本边际改善.....	20
1、房企股权融资自 2010 年之后收紧，IPO 几近停滞，再融资略有回升.....	21
2、房地产行业迎来香港上市潮.....	21
3、海外债发行受限，房企融资环境收紧.....	22
4、银行贷款规模增速放缓，融资成本仍处高位.....	23
(二) 房地产行业 PE 处于历史较低水平.....	24
1、房地产行业市盈率向上还有一定修复空间.....	24
2、国际估值比较来看，A 股估值处于历史低位，具有较大修复空间.....	24
3、基本面支撑下，估值受政策预期影响.....	25
4、房地产行业未来发展影响因素.....	25
(三) 公募基金对房地产板块连续三季度持仓下降，对二线成长类标的偏好降低.....	26
1、2019Q3 基金房地产持仓下降，已连续三个季度仓位减少.....	26
2、三季度基金对房地产板块持仓为低配.....	26
3、集中度继续提升，刷新 2010 年以来新高.....	26
4、公募基金对二线成长类标的持仓降低，偏好现金流稳定的房企.....	26
<b>五、投资建议及股票池.....</b>	<b>30</b>
(一) 投资建议.....	30
(二) 股票池.....	30
<b>六、风险提示.....</b>	<b>31</b>
<b>插图目录.....</b>	<b>32</b>
<b>表格目录.....</b>	<b>33</b>

## 一、宏观经济稳中有变，房地产景气度下行趋势未见明显拐点，各线城市继续分化

### （一）房地产行业是我国经济的重要支柱

房地产业是我国经济中具有先导性和基础性的重要产业，同时也是一个资金密集型和劳动密集型的产业，具有产业链长、关联产业多、行业带动效应明显、与居民生活水平密切相关等特点。房地产行业无论是从宏观层面、中观层面还是从微观层面看，都对我国国民经济、关联产业发展、居民福利等方面具有重要影响。

#### 1、房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力

从宏观层面看，房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力，同时在经济周期中扮演重要角色。2018 年我国全社会固定资产投资完成额为 64.57 万亿元，而房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，占当年全社会固定资产投资完成额的 18.63%，仅次于制造业。从中观层面来看，房地产业自身产业链长，关联产业多，与数十个产业存在密切关联性。房地产业的稳步发展，不但通过原材料需求推动了上游建材产业（如，钢铁、水泥、玻璃等）的发展，同时通过产品生产及销售环节，为下游诸多产业（如，家电、装饰装修和批发零售业等）带来广阔的需求空间。从微观层面来看，在我国商品房既是居民生活的基本需求，但同时成为了不少居民的投资或投机的对象。房地产业发展至今，在改善居民住房水平方面起到关键的作用，城镇居民自有住房拥有率已经大大提高，总体上居民居住条件和居住环境也得到极大改善，从无房、租房向有房、住好房转变。

#### 2、房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持 10 万亿以上的规模

房地产业自“招拍挂”制度推出后迎来快速发展的黄金十五年，现今已成为了在中国经济中地位举足轻重的一部分，从 GDP、财政、投资多个方面影响着中国。在中国经济开始走向新时代的大背景下，“房住不炒”的指导思想更是决定了未来房地产市场的发展方向，这一系列的改变影响着房地产开发商们的战略决策与业务模式。自 2004 年经营性用地全面实行“招拍挂”制度以来，中国房地产市场经历了快速发展的黄金十五年。作为中国经济的重要增长点，房地产不仅对 GDP 增长产生了巨大的推动作用，更改善了人民生活，促进了城市化进程，推动了上下游产业的共同发展。在中国发展的新时代，房地产行业已经迈上新的平台，正跨过新的起跑线，无疑将呈现出新的趋势和特点。近一年多来，房地产政策趋严不松动，投机需求逐步离场，市场预期正在转变，销售额增幅会逐渐降低，但也将保持 10 万亿以上的规模，这是个巨大的成熟市场。

### （二）2019 年 9 月销售、投资具有韧性，竣工修复还在途中

#### 1、销售具有韧性，单月土地成交增速年内首次转正，投资全年预计为 8%-10%

2019 年 1-9 月，商品房销售面积累计同比下降 0.1%，较 1-8 月收窄 0.5 个百分点，销售金额累计同比增长 7.1%，较 1-8 月增加 0.4 个百分点。9 月单月销售面积同比增长 3%，销售金额同比继续大增 9%，增速较上月下降一个百分点，销售在基数较高的情况下仍表现出高增长，我们认为这是由于房企在资金面趋紧的情况下加大促销和推盘力度所致。由于商品房销售面积同比在 2018 年 7 月是一个高点，之后快速下降，2019 年下半年基数较低，随着逐步进入低基数区间（2018 年 10 月、11 月商品房月销售额同比分别为 6%、9%），叠加房企或以价

换量促回款，四季度销售增速有望稳中有升，但长期来看市场销售缓步下行趋势未变。我们上调年初对销售面积同比的判断（-2%），认为全年销售面积同比在-1%-0%，销售金额同比6%-8%。

2019年1-9月土地购置面积累计同比下降20.2%，降幅相比1-8月收窄5.4个百分点，较2018年回落34.4个百分点；1-9土地成交价款累计同比增速为-18.2%，降幅相比1-8月收窄3.8个百分点，较2018年回落36.2个百分点。9月单月，土地购置面积同比增速为10%，实现今年以来的首次正增长，较7月份提升16个百分点，土地成交边际回暖明显。我们认为，9月份土地成交回暖的原因是：1）土地市场的溢价率持续下行，9月溢价水平由年内高点23.24%下降到了6.58%，在此背景下优质土地仍会获得开发商的青睐；2）9月单月销售面积表现出高增长的较强韧性，去化加速，房企出于补库存的考虑获取土地；3）去年基数较低。虽然近期融资政策边际松动，后续土地市场或随之好转，但结构性分化仍将持续，一二线城市会明显好于三四线，上半年土地市场的低迷仍会影响四季度以后的开工和投资。

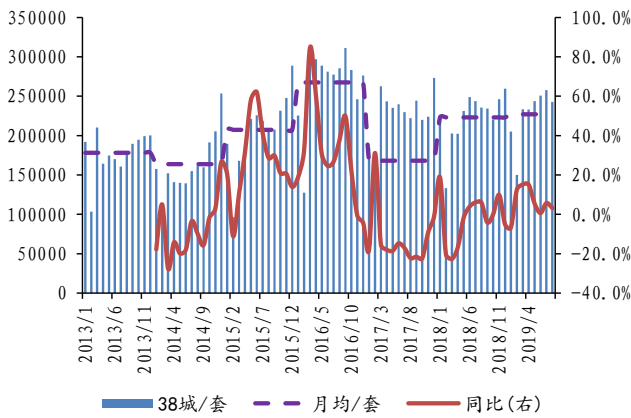
2019年1-9月新开工面积累计同比增速为8.6%，在1-8月的基础上持续走弱，较1-8月下降0.3个百分点；施工面积累计同比增速8.7%，与1-8月份相比下降0.1个百分点，施工面积也有所走弱。新开工增速持续回落，一方面由于销售端存在压力，房企开工意愿有所减弱；另一方面，融资端的收紧对新开工意愿形成压制，土地储备不足叠加新房销售遇冷，房企对市场的预期发生转变，制约了新开工的进度，预计后续新开工增速进一步走弱。施工持续同比维持高位，虽然2019年较强的复工对施工构成支撑，但是新开工的持续下降将持续影响施工，预计施工的修复也将低于预期。1-9月竣工累计同比增速为-8.6%，9月增速为4.8%，竣工自三季度以来持续修复，未来有望继续复苏。

2019年1-9月份，全国房地产开发投资完成额98,008亿元，同比增长10.5%，增速与1-8月持平。其中，住宅投资72,146亿元，同比增长14.9%，增速持平。住宅投资占房地产开发投资的比重为73.6%。土地成交价款领先土地购置费3-6个月，今年Q2-Q3土地成交的低迷将继续影响投资，土地购置费对开发投资的支撑作用将继续减弱；新开工Q2和施工Q3以来数据逐步走弱，对开发投资难以形成较强的支撑。综合来讲，在后续基数持续走高的背景下，土地购置费的进一步走弱和施工走弱仍将导致四季度投资仍将继续放缓。我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为8%-10%。

## 2、从销售情况来看，三季度一线成交增速持续下滑，二线保持稳定，三线下跌趋势不变

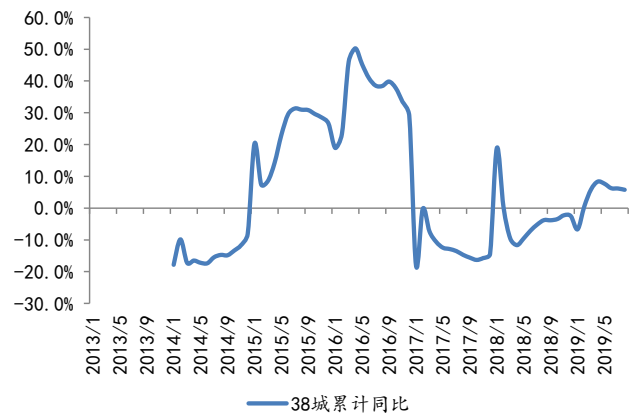
从我们跟踪的重点城市高频数据来看，38城2019年1-9月新房销量累计同比上涨6.3%，增幅比1-8月扩大0.6个百分点，9月单月同比增速为10.6%，增速比8月增加7.6个百分点。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线累计成交量同比涨跌幅分别为11.9%/14.6%/-7.4%，单月成交量同比涨跌幅分别为-19.7%/21.6%/-0.1%，三季度一线成交增速持续下滑，二线保持稳定，三线下跌趋势不变；截止9月末，一二三线城市狭义去化周期分别为7.7、9.1、17.4个月，一线城市有所回升，二三线城市下降，四个一线城市中上海去化周期维持在4.8个月的低位，深圳去化周期有所下降，北京广州的去化周期分别为13.7、8.4个月，较之前略有下降；而三线城市去化周期整体拉长。

图 1: 重点 38 城新房成交情况



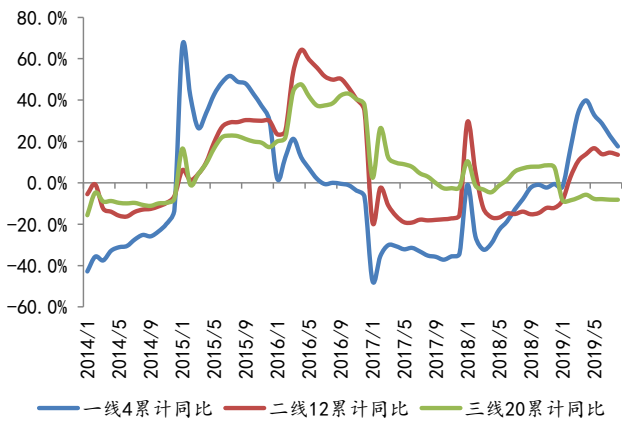
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 重点 38 城新房成交累计同比



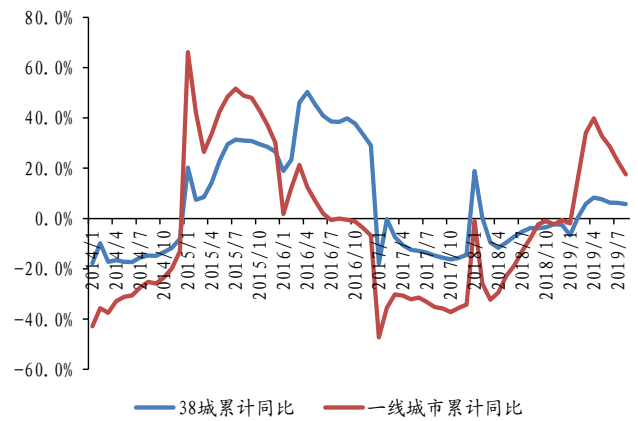
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 重点一二三线城市新房成交量累计同比



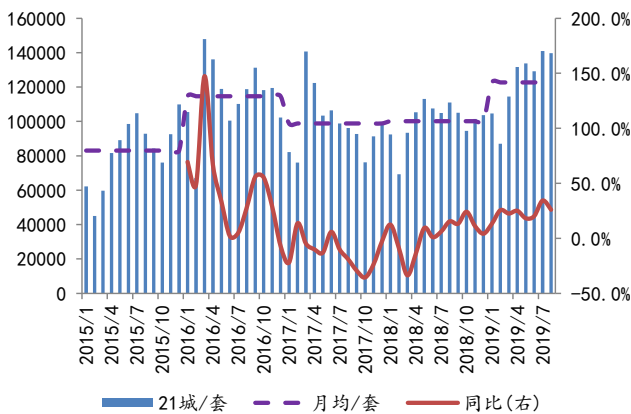
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 重点城市新房成交累计同比



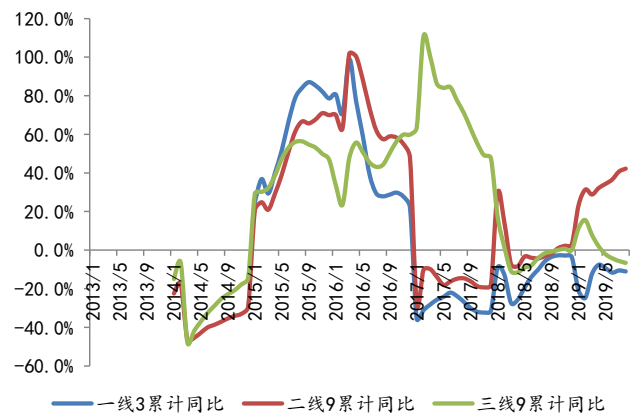
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 重点 21 城二手房成交情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 重点一二三线城市二手房成交量累计同比

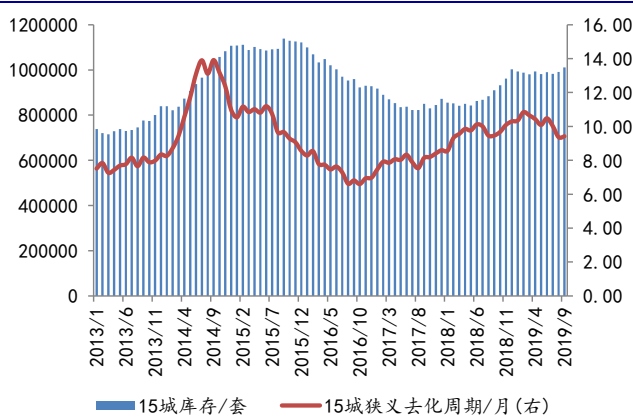


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

9 月城市新增供应继续分化。重点 15 城 9 月新增供给同环比分别为 7%/20%，相较 8 月份，同比减少 1 个百分点，环比增加 9 个百分点。一二三线新增供应累计同比为

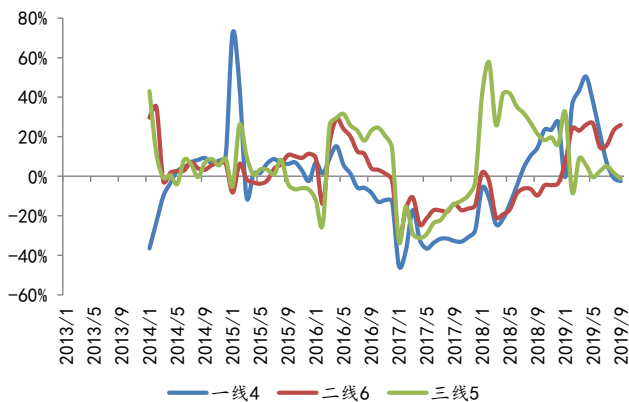
-2%/26%/-1%，一线、三线累计同比小幅下降、二线小幅回升。重点 15 城库存 1011203 套，去化周期 9.42 个月，较上月增加 0.06 个月。一二三线城市去化周期 7.74/9.15/17.40 个月，一线城市去化周期相较于 7 月有所增加，二、三线城市均下降。总体上看，一、三线城市供给仍处在下滑区间，二线城市供给回升，但行业整体仍处于低库存阶段，一二三线城市去化速度略有提高。

图 7: 重点 15 城库存及去化周期



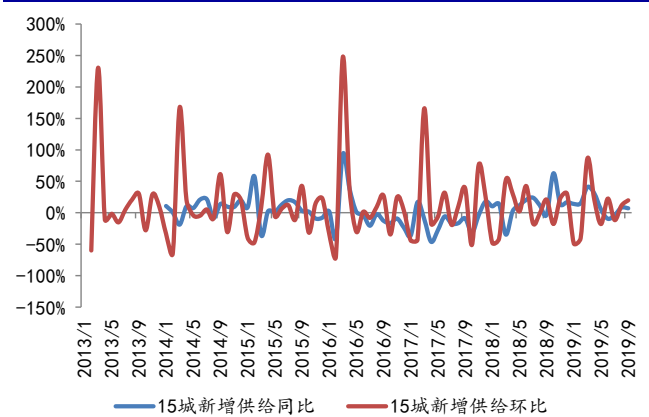
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 重点一二三线城市新增供给



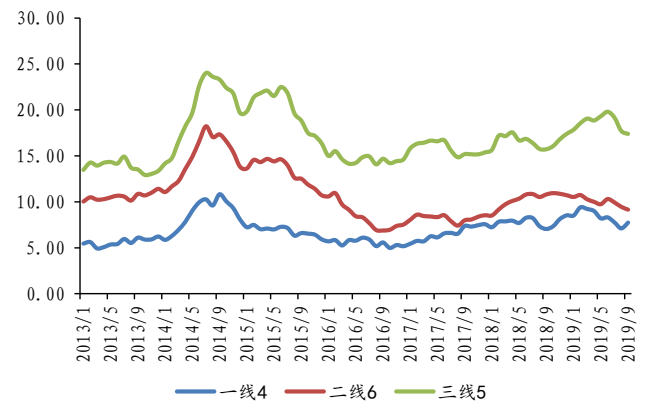
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 8: 重点 15 城新增供给



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10: 重点一二三线城市去化周期



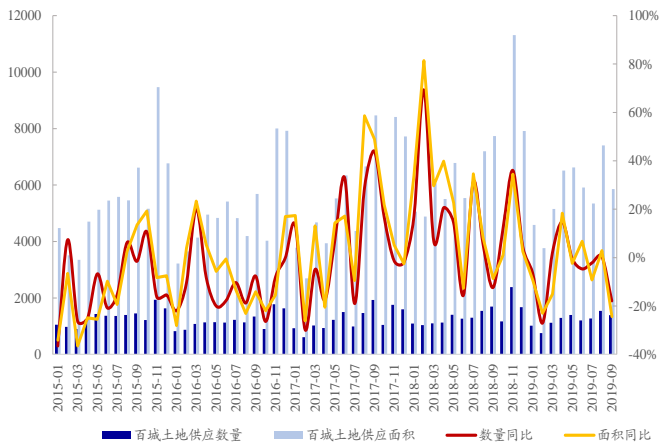
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 3、土地溢价率依旧趋势性下行，预计后续土地市场热度将继续分化

9 月份百城土地供应数量为 1391 宗，同比减少 17.89%，供应面积为 5853.56 万平方米，较 18 年同期下降 23.34%，自年初以来同比增速回落。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线城市土地供应面积同比涨跌幅分别为 -26.59%/-22.62%/-25.38%，相较于二季度，一、二线土地供应面积下降显著，三线依然趋势性回落。9 月份百城土地成交数量达 1149 宗，同比下降 5.35%，成交面积为 5168.65 万平方米，同比下降 8.77%，较 8 月回升 8.5 个百分点。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线城市月成交面积同比涨跌幅分别为 49.33%/-6.72%/-13.92%，相较于 8 月份，一线土地成交显著回温，二三线降幅收窄。9 月份百城土地成交均价为 3164.42 元/平方米，成交土地溢价率为 7.16%，较上月减少 1.95 个百分点，土地溢价率下行趋势明显。

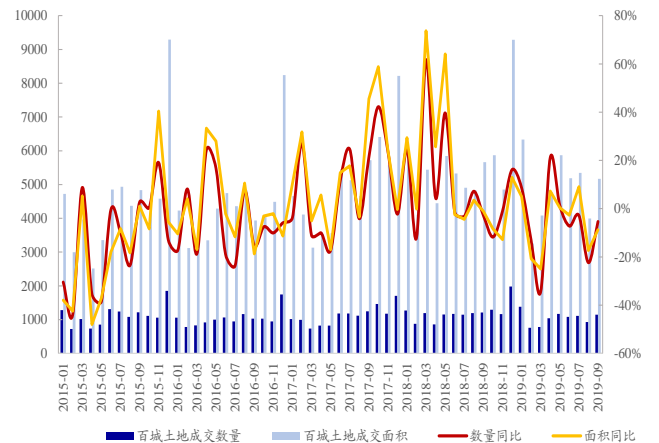
分一二三线城市来看，住宅类用地土地成交均价分别为 9713.925/3814.00/1724.16 元/平方米，一线成交土地溢价率为 2.77%，较上月上升了 2.08 个百分点，二线较上月上升 0.55 个百分点，三线溢价率较上月下降 3.98 个百分点，当月溢价率为 7.12%/10.67%。虽然近期融资政策边际松动，后续土地市场或随之好转，但是上半年土地市场的低迷仍会影响四季度以后的开工和投资。

图 11: 百城土地供应情况



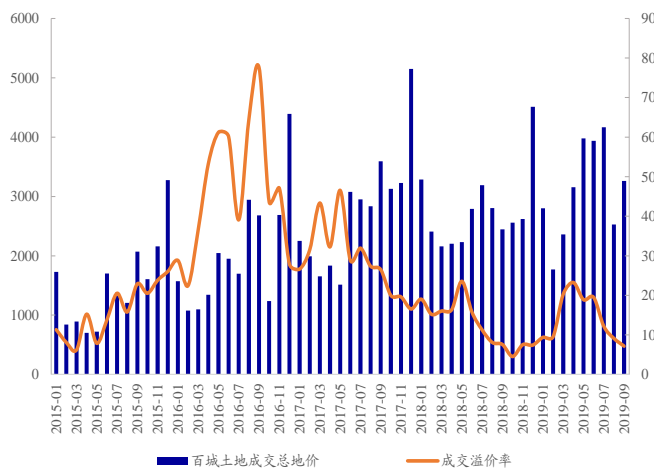
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 12: 百城土地成交情况



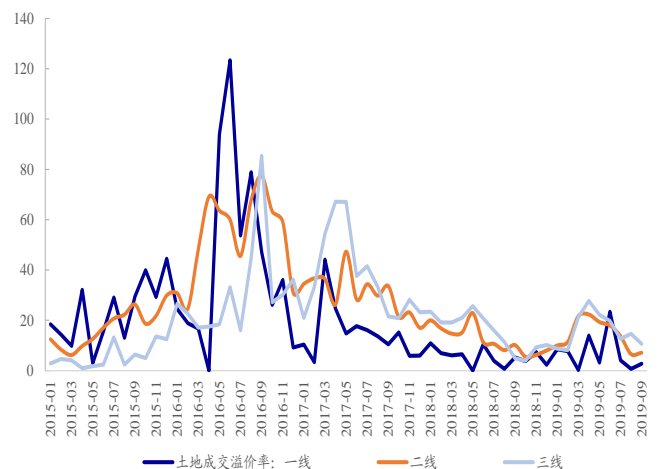
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 百城土地成交溢价率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

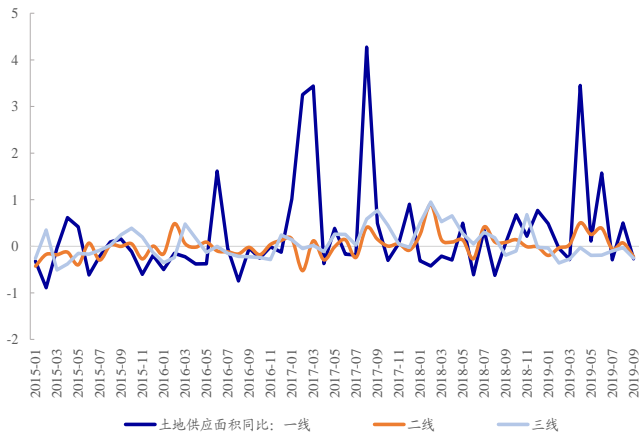
图 14: 一二三线城市土地溢价率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

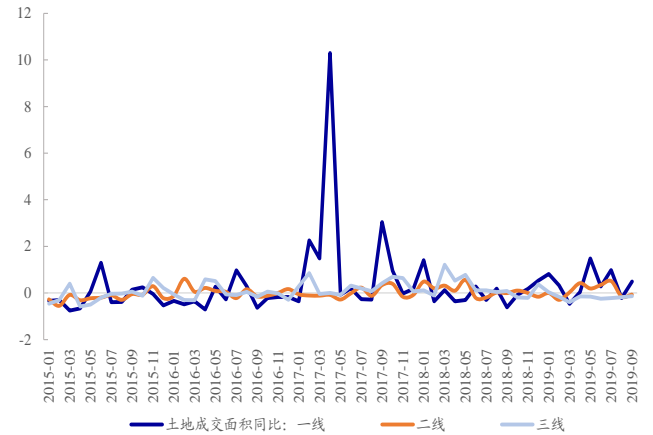


图 15: 一二三线土地供应面积



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 16: 一二三线土地成交面积



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### (三) 财务分析: 营收持续增长, 杠杆率维稳, 净资产收益率回升

#### 1、利润表: 营收持续增长, 利润增速放缓

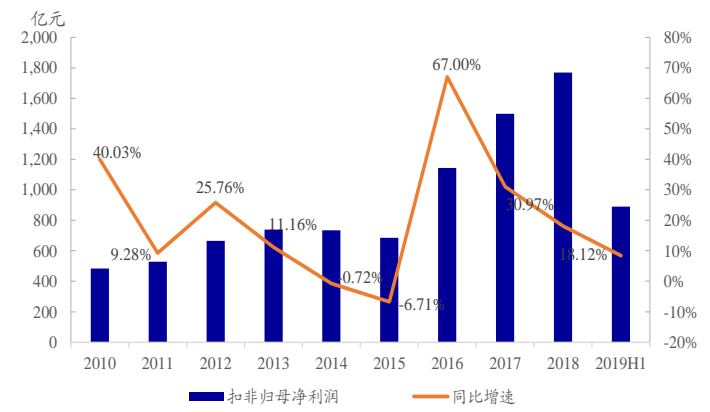
2019 年上半年房地产行业营业收入为 9545.52 亿元, 同比增速达 23.41%, 自 2018 年以来, 营收保持稳定上升趋势, 增速均维持在 20% 以上。扣除非经常损益的归母净利润为 889.58 亿元, 同比增长 8.39%, 扣非归母净利润自 2016 年实现 67% 的高增长后, 增速逐年放缓, 但仍保持上涨态势。今年上半年营收的高增速主要得益于 2016H2-2018 年高毛利项目的结转。

图 17: 历年营收 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 18: 历年扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

#### 2、资产负债表: 总资产规模增速回落, 杠杆率水平维持稳定

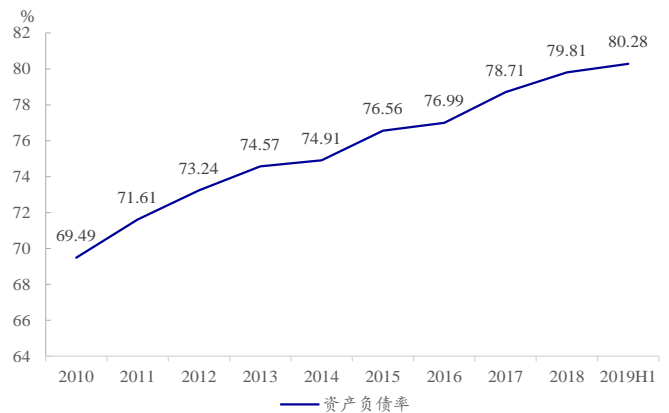
房地产行业总资产规模于 2019 年上半年达 110,867.82 亿元, 同比增速 18.56%, 相较于 2018 年末资产总额为 102,972.18 亿元, 环比上涨 7.67%, 随这此轮房地产周期迈入下半周期, 房地产开发商的扩张意愿下降, 总资产增速自 2018 年起开始逐步回落。截至 2019 年上半年, 行业资产负债率达 80.28%, 相比于 2018 年仅上升 0.59 个百分点, 行业杠杆率维持稳定水平。随着上半年融资环境先放松后收紧, 房企面临还债高峰的压力减小, 多家公司选择以较低利率发债融资, 以借新还旧。

图 19: 历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 20: 历年资产负债率 (%)

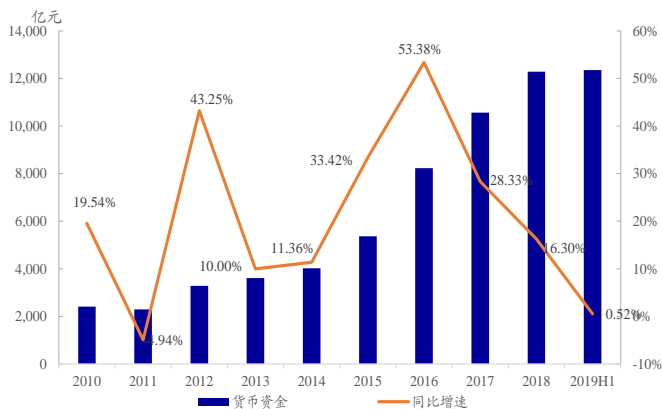


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### 3、现金流量表: 货币资金规模基本稳定, 现金流净额增速下滑

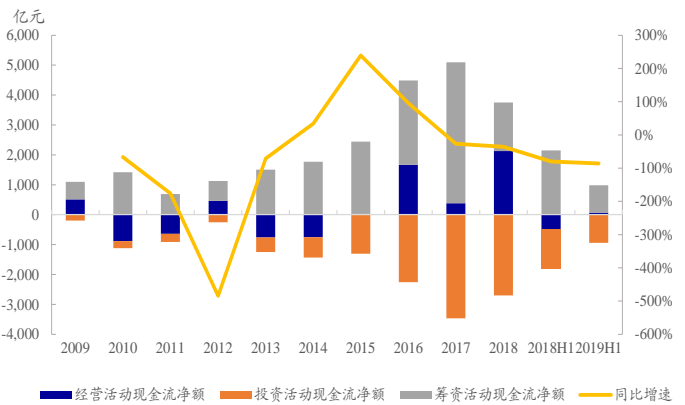
2019 年第一季度房地产行业的货币资金达 12,349.61 亿元, 相较于 2018 年末的历史最高值 12,286.25 亿元, 仅上涨 0.52%。上半年现金流净额为 44.96 亿元, 相较于 2018 年上半年净流出规模收窄, 同比增速下滑 60.8 个百分点。分类来看, 经营活动现金流净流入 69.41 亿元, 或与房地产行业上半年结转大批高毛利率项目有关; 投资活动净流出 940.73 亿元, 净投资规模下降; 筹资活动净流入 916.28 亿元, 随着信贷环境边际收紧, 房企筹资规模将进一步收窄。

图 21: 历年货币资金 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 22: 历年现金流净额 (亿元) 及同比增速 (%)

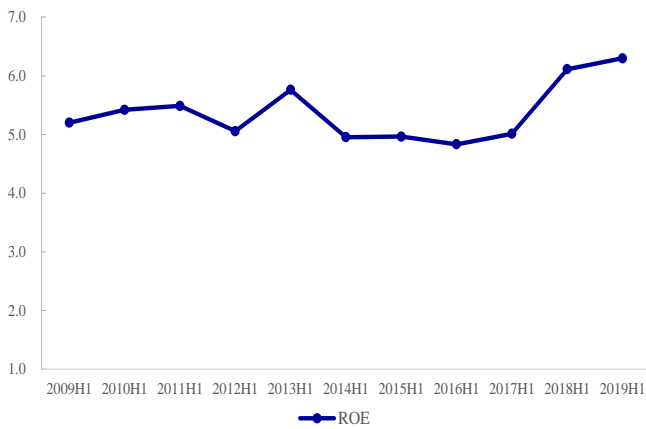


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### 4、杜邦分析: 受销售上升影响, ROE 小规模回升

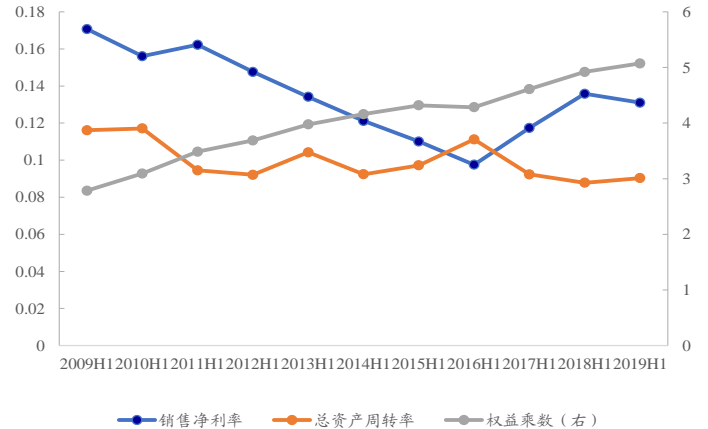
2019 年上半年末, 房地产行业的净资产收益率为 6.30%, 同比上升 3.03%, 自 2016 年 H1 以来延续了 ROE 回调的趋势, 但回调幅度明显减弱。将 ROE 分解为销售净利率、总资产周转率及权益乘数来看, 在行业杠杆率维持稳定下, 权益乘数呈现继续上升趋势, 对 ROE 的影响作用较为明显, 债务比例上升意味着税盾效应随之增加, 但同时财务风险也会显现, 长期来看, 权益乘数上涨空间有限。销售净利率与总资产周转率均出现下滑, 表明房地产行业销售下滑, 盈利能力减弱, 致使收益率增长幅度下降, 未来 ROE 的提升仍然需要依靠销售净利率及总资产周转率的拉动。

图 23: 净资产收益率 ROE



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 24: ROE 杜邦分解



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

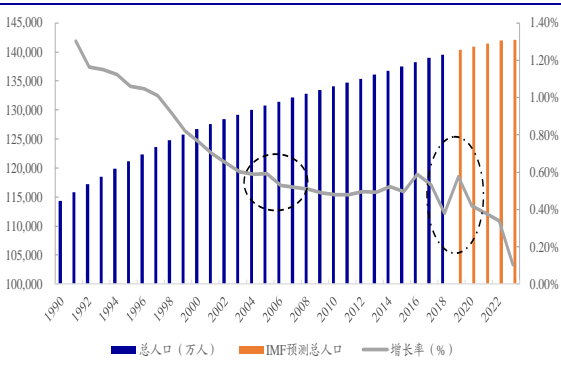
## 二、房地产行业处于成熟调整期，市场转向中速高质量发展阶段

### (一) 中国房地产将告别暴涨时代

#### 1、人口增速放缓，老龄化结构开始凸显

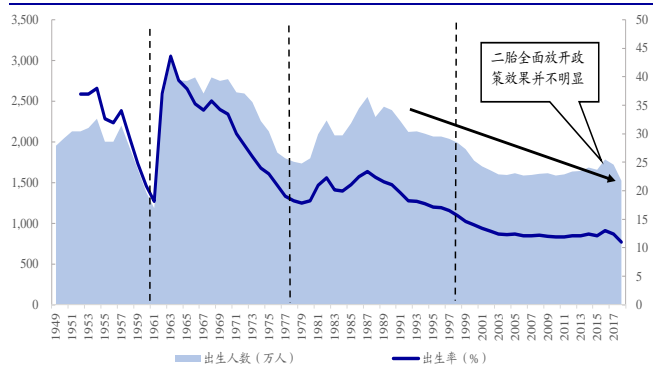
人口增长拐点将至，出生率逐年下降。自 20 世纪 90 年代以来，人口总量虽呈现每年增加的趋势，2008 年、2019 年作为两个拐点将增长速度划分为三个阶段，2008 年之前，人口增长率均维持在 0.5% 以上的高位增长水平，2008-2018 年这十年人口增长较为平稳，在 0.4%-0.5% 的范围内波动，根据 IMF 的预测，2020 年后我国人口增速将呈现明显下滑。从出生人口看，建国以来，我国已经历了三次婴儿潮，1950-1957 年、1962-1975 年、1981-1993 年每年出生人口均在 2000 万人以上。出生率已从上世纪 80 年代的 20% 以上，下降到 12% 左右，2014 年单独二胎放开、2016 年全面放开二胎政策效果并不显著，难以形成第四轮婴儿潮。

图 25: 中国城镇化率变化情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 26: 主要国家家庭户均规模

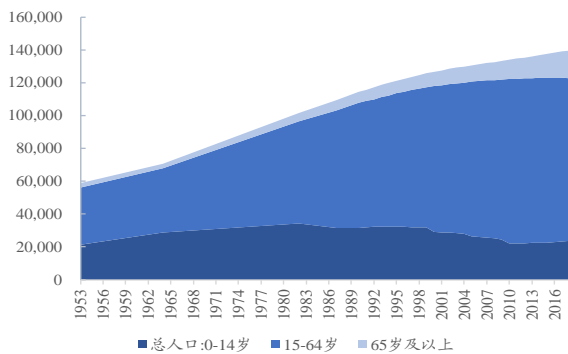


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

劳动力人口数量下降，社会老龄化趋势明显。15-65 周岁的劳动年龄人口自 2014 年达到峰值 100557 万人后，开始逐年减少，2018 年劳动力人口为 99394 万人，占总人口比重

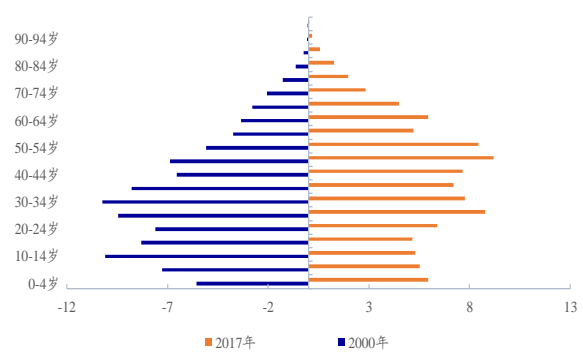
71.24%。虽然总量上看人口红利变动不明显，但结构问题不容小觑，对比 2000 年与 2017 年的人口年龄分布，我国劳动年龄人口已从小于 40 岁为主转变为 40 岁以上为主，1962-1975 年出生的人口在未来五年后将快速退出劳动力市场。人口老龄化比例从 1984 年的 5%，到 2014 年已突破 10%，仅耗时 30 年，甚至快于日本的 35 年。由于 20-60 岁的劳动力是具备住房需求与购房能力的潜在人群，新增人口下降、老龄人口比重提高促使置业人群开始萎缩，房地产需求受影响。

图 27: 中国城镇化率变化情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 28: 主要国家家庭户均规模



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

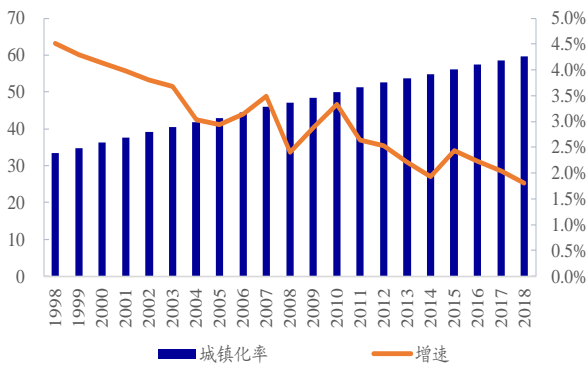
## 2、中国城市化已进入后半程，市场转向中速高质量发展阶段

**城镇化率高增速不再，发展进入后半程。**1998 年-2018 年，城镇化率在 20 年内从 33.35% 增长至 59.59%，平均每年上升 1.3%。2018 年美国、英国、日本、韩国的城市化率分别为 82.26%、83.40%、91.62%、81.46%。相比于发达国家的都市化水平，我国城市化虽仍有空间，但发展速度已大幅下降，2018 年增速仅为 1.81%。城镇化带来的住房需求是推动房地产业繁荣的重要力量，而人才在向城市聚集过程中，定居带来的住房刚性需求较高，但高房价的存在反过来会成为人才引进的壁垒，有碍于城市的进一步扩张。

**区域发展不均衡，一线城市常住人口增量放缓，部分三线城市已发生人口净流出。**2006-2010 年是中大型城市人口流入的高峰期，一线城市每年常住人口增长约 300 万人，三线城市增长 850 万人，2011 年后人口增量明显下降，2018 年一线城市人口流入不足 30 万人，同比下降 72%，三线城市从 17 年起人口变动已转为净流出。根据不同城市之间的房地产价格变化可将房地产市场划分为两个阶段，在 2015 年以前，一二三线城市房地产价格变动始终同步调节，2015 年以后，不同城市的住宅价格指数同比呈现排浪式变化，一线引领二三线趋势明显。

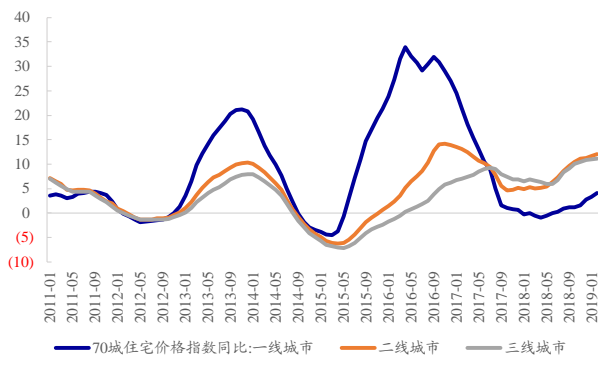
**城镇化转向都市化，打造京津冀、沪宁杭、粤港澳城市群。**受技术革新、要素流动、产业更替的影响，区域发展正由传统的省域、行政区向城市群转变。打造三大“世界级”都市圈进程中，城市群中二线城市有望受益于城市化发展，成为新增长点。

图 29: 中国城镇化率变化情况



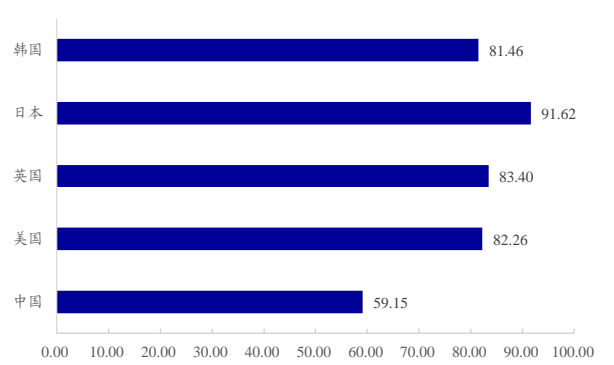
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 31: 中国城镇化率变化情况



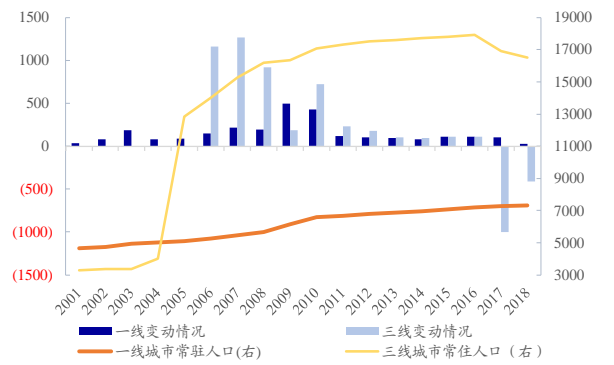
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 30: 主要国家家庭户均规模



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 32: 主要国家家庭户均规模



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### 3、与发达市场相比，我国房地产市场仍有发展空间

中国房地产市场作为快速发展的新兴市场，与美国等成熟发达市场相比，在市场多元化、方面尚待健全、完善。从消费结构看，美国拥有自住房的家庭占比仅为 65%，高达 35% 的家庭选择长期租房，市场拥有大量价格相对低廉的租赁公寓，而我国住房供应大部分依靠商品房，社会保障房的建设稍显滞后。从产品结构看，美国房产品种类繁多，既有昂贵的产权公寓、独栋别墅，也有便宜的合作公寓、多家庭房屋，我国房地产市场则是以鸽子笼式的高楼大厦为主体，独立的别墅供应只占一小部分，市场仍具有发展空间。

从中美产业经营模式的对比看，美国房企经过专业化分工，住宅、非住宅开发规模相当，而我国住宅开发则凸显出绝对优势。区别于美国土地房屋分别开发、销售与租赁并重的经营模式，国内更偏向房地一体化开发，房屋租赁的发展规模远小于房屋销售。在中国，房企常常包揽从策划、建设到物业管理的开发全过程工作，风险大，效率低，随着经济社会的发展，行业细分将是必然结果，细化房地产开发业内部分工，形成专业化的房地产业务，提升产业发展质量将是未来趋势。

**表 1: 中美房地产产业经营模式比较**

	中国	美国
住宅开发情况	住宅开发占绝对优势	住宅开发为主，非住宅开发也占相当规模
土地开发情况	土地/房屋一体开发占绝对优势	土地、房屋分别开发占绝对优势
盈利模式	开发/销售模式占绝对优势	开发/销售模式与开发/租赁模式基本并重

资料来源：中国银河证券研究院

## （二）行业驱动因素

### 1、需求因素是拉动房地产业发展的首要动力

住房的消费与投资双重属性对应了刚性需求、改善性需求以及投机性需求。城镇化等外部因素为房地产业带来了巨大的发展机遇，随着城市人口持续快速增加，受传统住房理念、家庭结构小型化的影响下，购房相较于租赁住房成为居民的主要选择，由此产生了巨大的住房刚性需求。随着我国经济快速发展，人均收入水平提高，改善性住房需求逐渐增加，进一步推动房地产业发展。房地产市场发展繁荣，在房价上涨预期较强，由此产生大量住房投机需求，并刺激自住性、改善性需求提前释放。

### 2、生产要素投入为房地产业发展奠定基础

对房地产业而言，土地、资金以及劳动力是影响行业发展的关键生产要素。土地价格作为商品房建造成本的重要构成部分，地价上涨将会推动房价走高，政府通过增加土地有效供给缓解供需压力能够有效缓解房价上涨。房地产为资金密集型行业，财务高杠杆决定了房企开放投资受利率影响较大，当货币政策放松时，融资成本降低有利于促进开发投资，刺激楼市繁荣。建筑业作为劳动密集型产业，在农村人口向城市聚集过程中，提供了大量低成本劳动力，有利于支撑房地产业的发展。

### 3、政府主导的制度创新为房地产业发展提供动力

住房制度、土地使用制度、住房金融制度等制度创新，有利于推动房地产生产要素、需求、上下游产业之间的协同发展。建国之初实行“统一管理、统一分配、以租养房”的住房实物分配制度，导致住房投资严重不足，房地产业增长缓慢。1994 年住房制度改革实现住房商品化、社会化，满足城镇居民住房需求，推动楼市繁荣发展。2007 年中央开始强调解决城市低收入家庭住房困难问题，城市廉租住房、经济适用住房等保障性住房逐步兴起。2017 年提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，强调加快住房租赁市场的发展，为房地产行业未来发展指明方向。

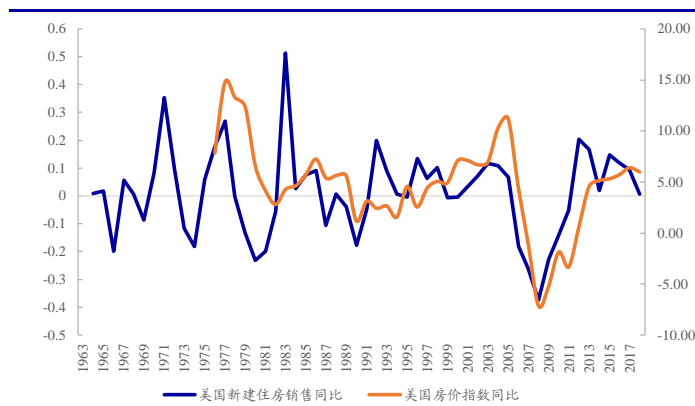
### 4、中美驱动因素对比

从美国的房地产市场来看，驱动行业发展的主要因素为人口增长及结构变动、城市化进程、宏观经济周期、金融自由化改革以及房地产业政策。主要可分为三个阶段，第一阶段为 1972 年以前，战后美国人口保持高速增长，加上取消移民限制吸引大批拉美移民带来人口爆发，城市化率不断提高，增加了刚性住房需求，推动房地产市场发展。第二阶段为 1973 年-1999 年，期间美国房地产市场大致经历了 3 次小周期，宏观经济扩张与紧缩带动行业波动，1973 年滞胀、1978 年石油危机导致房地产市场萧条，政府通过货币政策调控以及减免房地产税收刺激

楼市恢复。与此同时，70年代开始美国金融自由化改革开启，Q条例废除、利率自由化，推动房地产融资环境发生重大改革，宽松的金融环境为房企从银行、基金、信托等渠道获得资金提供了便利。第三阶段为2000年以来，房地产周期拉长，人口增速下降、城市化发展进程逐步完成，次贷危机致使房地产市场长期处于负增长，随着宏观经济回暖，市场才逐步复苏。

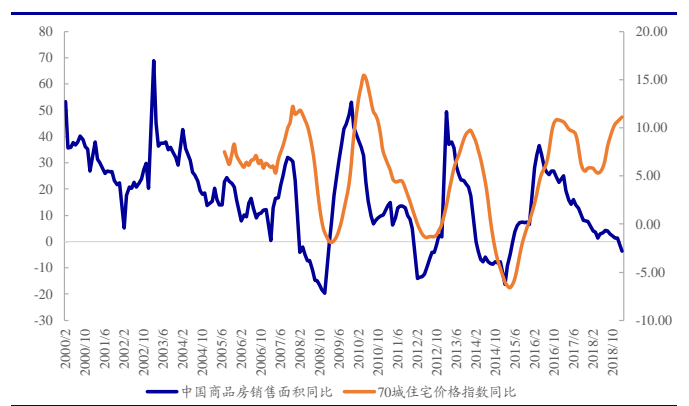
对比美国房地产市场发展历程，我国房地产市场大致处于第二阶段。最初的驱动因素人口增长出现拐点，我国的人口增长率已处于下行区间，且增速低于美国，从置地人口结构看，我国社会老龄化趋势更明显，有购房需求及能力的人口在未来将逐步减少。我国城镇化进程虽然逐渐放缓，但相比于美国82%的城镇化率，仍存在增长空间，城市人口的增多将带来刚性住房需求。我国GDP一直保持增长状态，增速波动幅度不大，房地产行业作为影响宏观经济的重要因素，在熨平经济波动的同时，楼市也会收相应的政策调控影响。

图 33: 美国房地产销售及房价变动



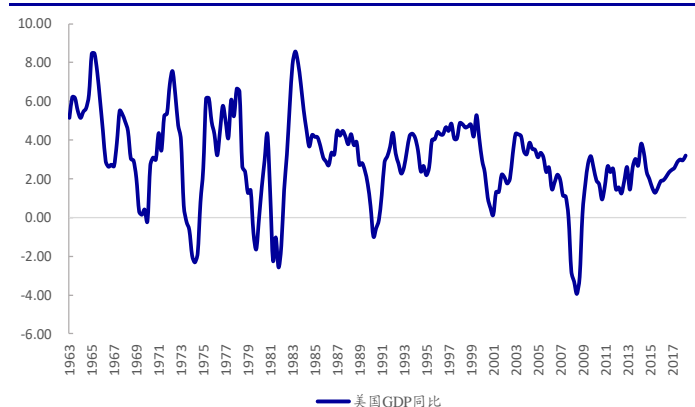
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 34: 中国房地产销售及房价变动



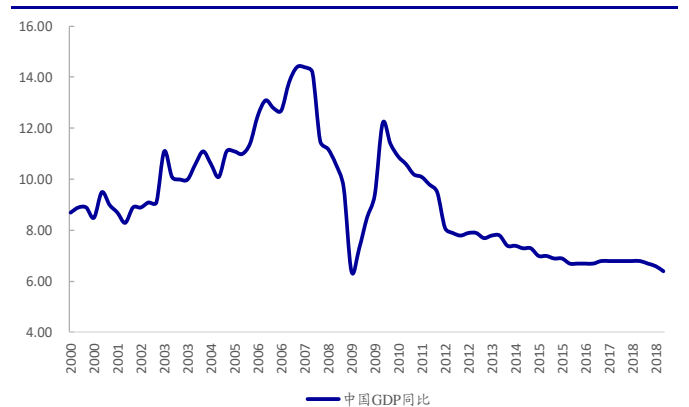
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 35: 美国 GDP 变动



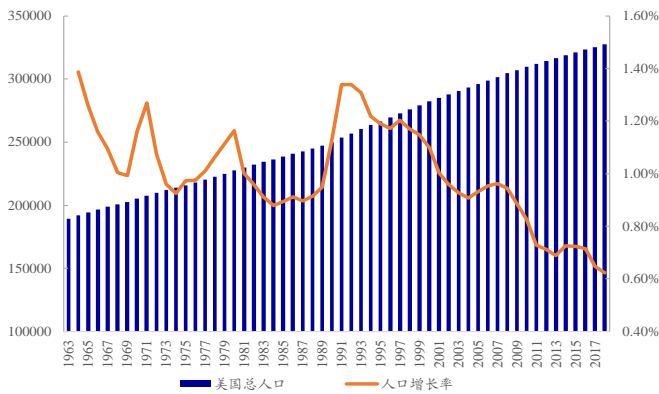
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 36: 中国 GDP 变动



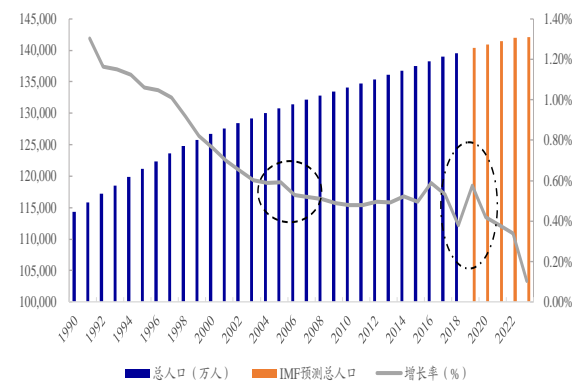
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 37: 美国总人口及增速



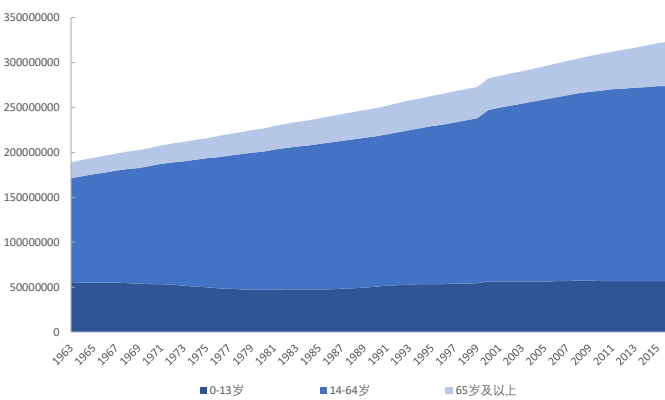
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 38: 中国总人口及增速



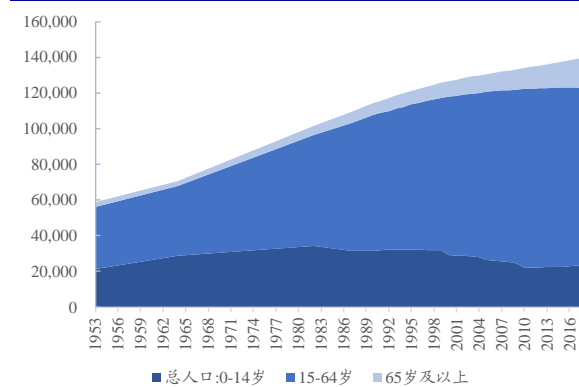
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 39: 美国置地人口结构变化情况



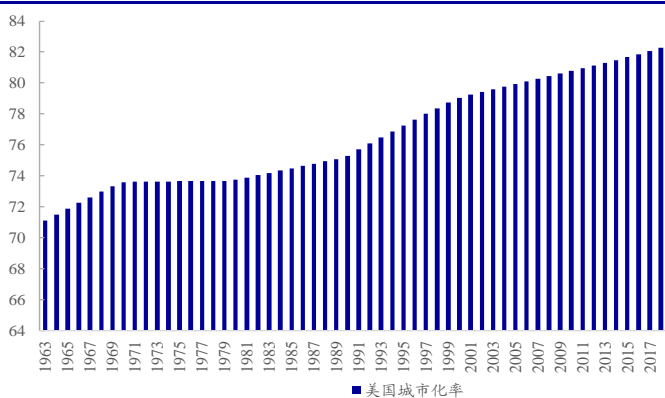
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 40: 中国置地人口结构变化情况



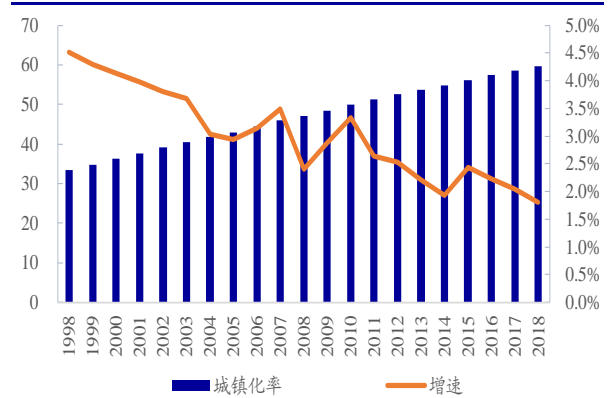
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 41: 美国城市化进程



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 42: 中国城市化进程



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### （三）政策调控逐步见顶，长效机制推进提速

#### 1、“房住不炒”弱化地产行业投资属性，回归居住属性

政府不断强化“房住不炒”基调。1998年房改以来，我国房地产行业迅速发展并成为国



民经济的支柱产业，推动了经济增长、拉动了社会投资并带动相关产业发展，支撑了中国特色的土地财政。为了改变宏观经济对房地产的过度依赖，2016年中央经济工作会议首度提出“坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位”，随后，2017年十九大报告将其上升到战略高度，2018年政府工作报告进一步重申该基调，将“更好解决群众住房问题”作为首要目标。

**房地产行业定位有望发生变化。**中长期来看，未来地产行业的定位有望从国民经济的支柱产业逐步转化为民生保障性质的部门，但是除了中央的政策指导外，最终还要通过立法来实现。十九大报告提出“让全体人民住有所居”，政府工作报告提出“让广大人民群众早日实现安居宜居”，最终目标是实现人民对“有房住、住好房、宜居房”的美好生活目标。

## 2、“精准调控”抑制投机，“因城施策”分化明显

**“以稳为主，一城一策”的政策基调不会变。**今年年初以来，随着多城市人才政策不断落地、公积金及限价政策放松，一二线楼市迎来小阳春，房价上涨趋势重现。4月、5月，住建部两次对佛山、苏州、大连、南宁等房价波动较大的城市进行了预警提示，随后西安、苏州、长沙等城市出台启动住房公积金“资金流动性风险防控一级响应”、暂停二套房契税优惠、限售等收紧政策；与楼市调控相对应的是，杭州、广州、南京等城市在人才引进、落户政策上继续放松。因城施策背景下，不同城市房地产市场政策调控的松紧分化进一步凸显。4月19日的中共中央政治局会议上已经提出，2019年“以稳为主，一城一策”的政策基调不会改变，下一阶段房住不炒仍是调控的核心。

表 2：各地因城施策政策汇总

时间	城市	政策
2019/10/23	深圳	严格控制用于出售的公共住房价格，原特区内的限价人才住房毛坯房最高售价不超过5万元/平米，原特区外的不超过4万元/平米
2019/10/19	海南	基本取消省内落户限制，试行新一轮户籍制度改革。
2019/9/12	北京	处罚四家（2家信托、2家银行）违规“输血”房地产的金融机构
2019/9/11	濮阳	重拳整治住房租赁中介机构乱象，整治重点为暴力手段驱逐租客，恶意克扣租金、押金，强制上涨租金等
2019/9/9	济南	稳定就业的本科以上学历人才连续缴纳社保6个月可购买一套房；硕士、博士购买首套房可分别享受10、15万购房补贴
2019/9/9	深圳	到2035年新增各类住房170万套，其中人才住房、安居型商品房和公共租赁住房合计不少于100万套
2019/9/8	淮南	双职工、单职工贷款额度分别下调至45万、35万元；暂停商转公和异地贷款业务
2019/8/16	杭州	应届大学毕业生在西部区县（市）工作满3年后，再给与本科1万、硕士3万、博士5万元一次性补贴
2019/8/15	深圳	深圳将保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房，加强银行理财，委托贷款流入房地产的资金管理
2019/8/13	南京	即将开展住房租赁企业专项整治行动，覆盖南京市1100家房地产经纪机构和住房租赁企业
2019/8/11	石家庄	严查房产经纪机构，重点检查中介炒房卖号、操纵市场价格等违规行为
2019/8/11	北京	查处11家违规发布房源信息的经纪机构
2019/7/19	杭州	再次放款公租房申请家庭收入标准
2019/7/15	深圳	不再公布官方楼市成交均价，深圳市住建局回应因其不能很好反应市场真实情况
2019/7/15	广州	推出2550套公租房，接受各单位整体申请
2019/7/8	北京	不得改变房屋内部结构分割出租，每个房间居住人数不得超过2人，拟出台新规规范互联网住房租赁信息发布
2019/7/4	深圳	个人房屋租赁登记备案，不在政府平台备案将追溯应缴税款；租金不高于租金指导价格的采取综合征收方式征税
2019/7/4	海南	进一步降低人才购房门槛
2019/6/27	广州	出台新规防范以租代售风险，住房租赁合同期限不得超过二十年

2019/6/26	上海	首个集体土地入市建设租赁住房项目开工, 打造 825 套青年科创人才公寓
2019/6/26	长沙	发布骗提骗贷公积金行为处理方法
2019/5/27	海南	出台乡村民俗管理办法严禁变相发展房地产
2019/5/25	南京	首套房贷利率上浮回 15%
2019/5/25	合肥	发布住房租赁奖补新政, 重点培养机构化住房租赁机构
2019/5/23	北京	东、西城区共有产权住房项目开放申购
2019/5/13	西安	启动住房公积金“资金流动性风险防控一级响应”
2019/5/13	南京	实施博士安居工程, 给予人才购房贷款优惠利率, 租赁政府提供的人才公寓
2019/5/11	苏州	调控升级, 对工业园区全域、高新区部分重点区域的新建商品住房实施限制转让措施
2019/4/22	长沙	停止第二套改善性住房优惠契税
2019/4/18	呼和浩特	人才新政, 大学生享半价买房或公寓 2 年免租
2019/4/10	佛山	公积金贷款最高可贷额升至 50 万元、可贷款两次
2019/4/4	杭州	放宽落户条件, 大专及以上人才即可落户
2019/4/2	石家庄	统一暂停发放住房公积金异地贷款
2019/4/2	北京	北京市教委: 共有产权住房与商品房入学政策一致
2019/3/20	济南	房价限价取消, 限购仍在实施
2019/3/18	石家庄	放开城区、城镇落户迁入条件限制, 仅凭身份证、户口簿即可申请
2019/3/17	海南	海南重启个人商业性住房按揭贷款转住房公积金贷款
2019/3/15	天津	部分银行日前已将首套房贷利率从基准利率上浮 10% 下调到上浮 5%
2019/3/14	北京	公积金政策放宽, 在京无购房提取记录, 公积金可用于津冀购房。
2019/3/12	东莞	二手房交易中个税可选择差额 20% 或全额 2% 征收
2019/3/11	芜湖	出台人才新政, 市区购买首套房且本市参加社保, 给予安家、契税补贴
2019/3/8	北上广深	小规模纳税人住房交易增值税附加税率减半 (北上广适用个人)
2019/3/8	深圳	多家银行房贷利率继续下调, 首套房贷基准利率上浮 5%, 二套上浮 10%
2019/3/6	赣州	赣州市赣县区停止特价房销售, 要求价格不低于 2 月同类型成交均价
2019/3/4	深圳	中信、北京银行下调深圳二手房贷利率, 首套最低上浮 8%
2019/3/4	无锡	工商银行无锡分行下调首套房首付比例至最低 30%
2019/3/4	天津	外地缴存公积金职工在津购房首付最低六成, 6.1 起实施
2019/2/28	保定	三部门联合发文严禁违规提供购房融资、首付分期等
2019/2/28	杭州	主城区土地挂牌溢价率达 30% 时锁定限价竞自持/配建 (原 50%)
2019/2/21	阜阳	2019 年之后所挂出土地出让公告均取消限价条款
2019/2/20	合肥	12 家银行房贷利率上浮比例有变, 贷款结清可按首套房贷款利率执行
2019/2/20	佛山	非限购区购买首套房且无房贷记录, 最低首付 2 成
2019/2/15	南京	修订积分落户实施办法, 房产面积每满 1 平方米计 1 分
2019/2/14	西安	放宽户籍准入条件, 全国在校大学生均可迁入落户
2019/2/13	上海	确保新增保障性住房 6 万套, 中心城区二级旧里改造 50 万平方米
2019/2/12	海口	颁布引进人才住房租赁、购房补贴细则, 每年最高 6 万购房补贴
2019/2/11	常州	放宽落户条件, 取消高校毕业生缴纳社保年限, 配偶可入户
2019/2/2	邳州	房产商会: 个别楼盘降价严重扰乱市场, 房企不得打价格战
2019/1/31	上海	上海市房产税原值减除比例由 20% 提高至 30%
2019/1/29	成都	公积金认房又认贷, 月还款额不得超收入 50%, 3.15 起实施

2019/1/18	大连	新市区转主城区有合法稳定住所即可落户（原落户新市区满5年），社保满6个月可参加积分落户（原1年）
2019/1/13	东莞	楼盘认购两天可无理由退定
2019/1/11	广州	大幅放松户籍政策：本科以上不超过40岁即可落户（原为35岁）
2019/1/10	北京	拟出让两块土地，未设住宅销售限价（限价措施边际逐步弱化）
2019/1/8	海口	暂停向企业出售商品住宅，2018.4.22后入籍家庭限购一套
2019/1/3	青岛	青岛高新区暂停执行公正摇号售房
2019/1/1	重庆	上调个人新购住房房产税起征点至17630元/平方米（上调14.1%）
2018/12/29	长沙	住房公积金政策调整（存缴时限由6个月提升至12个月）
2018/12/29	汕头	住房公积金政策调整（存缴时限由6个月提升至12个月）
2018/12/28	西安	2019年起行政区内新建住宅推行全装修成品交房
2018/12/26	衡阳	新建商品房限价政策2019年元旦起暂停执行/12月27日撤销
2018/12/24	佛山	购房入户并入积分制

资料来源：中国银河证券研究院

### 3、“长效机制”关键是完善住房供应体系，租购并举

1998年房改以来，我国城镇住房供应体系发生了重大变化。从福利分房到住房分配货币化，从经济适用房、廉租房、两限房到棚户区改造、公租房，从产权住房到共有产权住房，从商品住房到租赁住房，住房供应类型不断增多，但始终以商品住房为绝对重心。

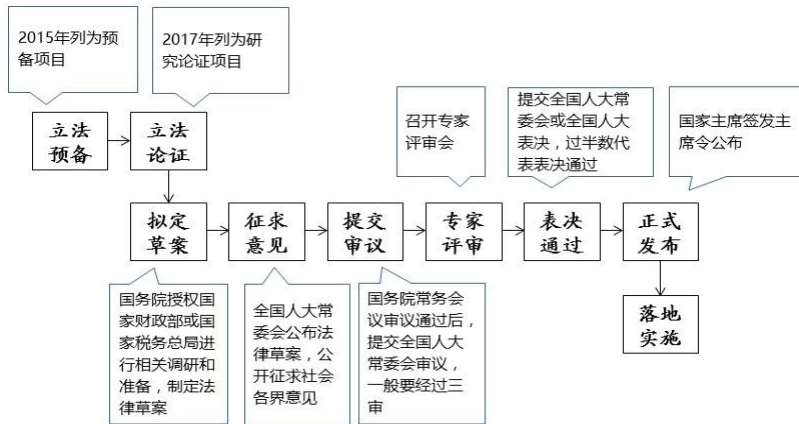
**2019年计划棚改货币化安置率有所下滑。**2018年计划改造580万套实际执行626万套，略高于2017年609万套的开工量。住建部强调2018-2020年城镇棚户区将再改造1500万套的计划不变，平均来看，2019年棚改目标约为450套，棚改货币化安置优惠政策开始收紧，有助于稳定三四线城市的房价。

**住房租赁的顶层设计持续出台，租赁市场日渐火爆。**根据国家住建部的数据，2017年我国住房租赁市场租金规模约为1.3万亿元。未来我国将大力发展住房租赁市场特别是长期租赁，在人口净流入的大中城市加快培育和发展住房租赁市场。住建部部长王蒙徽在两会时接受采访透露，12个试点城市已经成立了51家国有租赁公司，到2020年提供给租赁住房 and 共有产权住房的用地将占到增量的30%。

### 4、房产税立法先行，预计最快2022年开始征收

**房产税立法尚在起草阶段，仓促出台的可能性很低。**从2014年“做好房地产税立法相关工作”开始，房地产税连续三年缺席政府工作报告，本次政府工作报告再次提出“稳妥推进房地产税立法”，引起了社会的广泛关注。但是，从立法流程来看房产税还处于草案的起草阶段，后续还需公开征求意见、提交国务院常务会议审批、提交全国人大常委会审议、专家评审、全国人大表决、正式发布等多个环节，至少需要三年以上，仓促出台的可能性很小。综合来讲，预计房产税立法最快2020年完成，随后各地制定实施细则，最早2022年开始征收。

图 43: 双轨制租购并举住房供应体系

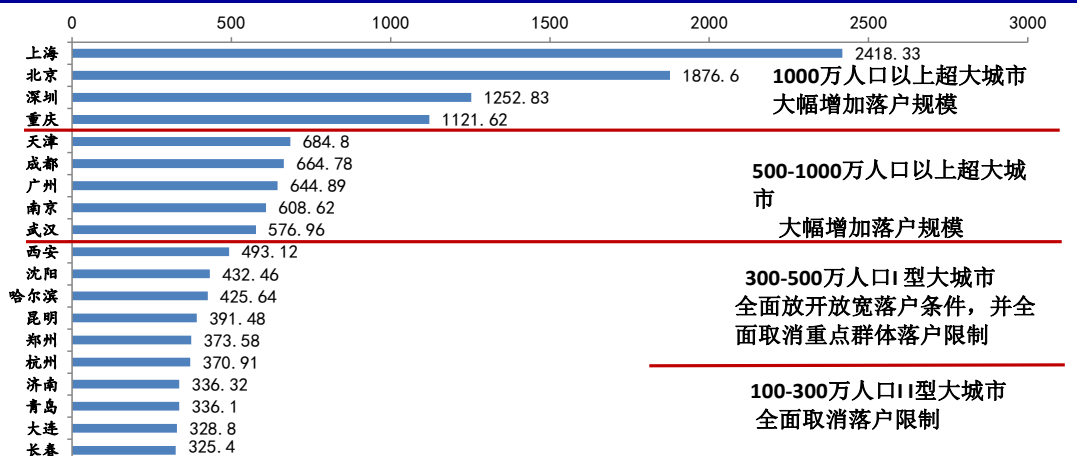


资料来源: 中经网, 中国银河证券研究院

### 5、城镇化进程加速，落户制度放松

近日，国家发改委印发《2019 年新型城镇化建设重点任务》，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。文件提出了取消中型城市落户限制、放开放宽大中型城市落户条件、增加超大特大城市落户规模等措施，继续加大户籍制度改革力度。这些措施将增加城市吸引力，加速城镇化进程，并淡化了相关城市住房限购政策的约束。满足文件中城市类型的主要是一二线以及强三线城市，人口的聚集将带来相关城市房地产市场的需求增加，同时伴随着一二线城市景气度回升，长期来看预计未来房地产市场交易量将逐步增加，并推动房价回升。

图 44: 双轨制租购并举住房供应体系



资料来源: 中经网, 中国银河证券研究院

### 6、中央财政 134 亿支持 16 城住房租赁市场发展试点

日前，财政部、住建部决定开展中央财政支持住房租赁市场发展试点，对确定的示范城市给予奖补资金支持，试点示范期为 3 年。2019 年 7 月 18 日，住建部发布消息，财政部、住房和城乡建设部于近期组织开展了中央财政支持住房租赁市场发展试点竞争性评审工作。按照竞争性评审得分，排名前 16 位的城市进入 2019 年中央财政支持住房租赁市场发展试点范

围，名单为：北京、长春、上海、南京、杭州、合肥、福州、厦门、济南、郑州、武汉、长沙、广州、深圳、重庆、成都。该政策对城镇住房租赁市场提供中央财政支持，引导地方和城市同向发力，促进租购并举住房制度建设，有助于构建房地产市场健康发展长效机制，将对住房租赁市场产生长期正向影响。

## 7、行业所处的利率环境有所改善

国务院总理李克强在国务院常务会议上强调，要保持流动性合理充裕，坚持用改革办法促进实际利率水平明显下降，并努力解决融资难问题。随后，央行发布公告决定完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，提高利率传导效率，推动较低实体经济融资成本。同期，新华社主管的经济参考报头版评论表示，货币政策逆周期调节力度或加大，但并不意味着货币政策基调出现调整和“大水漫灌”，也不意味着央行会立刻跟随外部市场作出趋同操作。

我们认为，LPR 作为推动实际利率降低的重要举措，将带来信贷环境的改善。房地产行业前期各项政策所致的融资收紧压力将有所缓解。短期来看资金或难以大量支持开发商融资及按揭情况，但长期利率将呈现更加市场化的态势，对优质房企的融资和长期居民按揭利率形成支持。无论是政治局工作会议对流动性的强调，还是利率并轨政策的实施，市场利率中枢下行是大势所趋。央行发文前，政治局会议和地方多次强调房住不炒，二季度以来对房企融资进行精准监管，目前融资环境下，短端利率下行向房企端融资的通道并不通畅。

根据融 360 提供的各地房贷利率数据，全国房贷利率已经实现四月连涨。2019 年 9 月，全国首套房贷款平均利率为 5.51%，环比上涨了 4BP，相当于相应期限 LPR 水平加了 66 个 BP；二套房贷款平均利率为 5.83%，环比上涨 5BP，相当于加点 98BP。整体上看，房贷利率上行趋势覆盖到了更多的城市。首套房方面，23 个城市房贷利率水平本月有所上涨，9 个城市维持上月水平，苏州、南京和太原 3 个城市的首套房贷利率水平有所下调。

## 三、行业面临的问题及建议

### （一）现存问题

#### 1、供求矛盾突出，区域发展不平衡

土地作为影响房地产供给的主要因素，其特有的稀缺性与不可替代性注定难以满足市场化的住房需求。随着经济社会的发展和人口数量的增加，居民对于住房的需求不断扩张，一、二线城市优质的医疗、教育资源吸引大量人口涌入，而城市化建设的迅速发展占用了本就极为紧张的土地资源，导致了房地产行业供给不足与需求过剩的突出矛盾，再加上一些炒房者为追求暴利不断哄抬房价，使得房价居高不下。从三、四线城市来看，政府通过低价出售土地来吸引外来开发商来带动城市经济增长，但由于小城市人口自住量不高，也难以吸引外来人口的购房需求，致使大量商品房销滞，形成库存。

#### 2、房地产市场供给不足与“房屋空置”并存

我国房价与房屋空置率双高并存的现象突出，这与传统的供求理论相违背。房地产集消费品与投资品属性于一身的特性使得房地产开发商和炒房阶层专注于追逐利益，为了赚取暴利，房企在预期新一轮房产行情将到来时，为等待价格上涨，有意囤积库存，捂房不卖。面对房地产行业高额的投资回报率，为开发而开发的投资倾向使得新建房屋高比例空置和炒房问

题更加普遍。一方面是房屋空置，另一方面却是真正由住房需求的人对高房价望而止步，工薪阶层住房问题难以解决，对房地产行业持续、健康的发展设置了障碍。

### 3、房地产行业杠杆率处于高位

较为宽松的货币政策环境、商业银行对住房贷款的审查能力薄弱，让房地产企业拥有较强的融资能力，2018年房地产行业的资产负债率已超过80%。一些房企采取了“高杠杆、高周转、高回报率”的经营政策，追求快速发展容易埋下质量隐患，短期利益难以在长期持续，过高的杠杆率容易带来债务违约及现金流断裂风险。

### 4、租售结构不合理，租赁市场活力不足

我国338个城市的平均租售比大约为1:350，北上广深等地达1:700，出租住房的年收益率仅2%左右，房屋所有者的租房意愿低。拥有租房需求的居民通常初始积累少、收入较低、就业流动性大，难以负担高价位房租，这使得租房市场缺乏内在的经济动力，大户型住宅出租困难，低端租户需求难以满足，造成资源浪费。

### 5、市场集中度偏低，规模经济效益有待提高

美国2017年房地产企业CR10占比达27.41%，我国2017年CR10为15.38%，2018年提升至19.08%，仍低于国外市场水平。在房地产商品的同质化消费仍是市场主流的时期，大型企业可以通过集团化采购、标准化服务来降低成本。当前中国的房地产市场内中小型企业较多，市场集中度偏低，市场效率难以进一步提升，也无法实现规模经济和抵御市场风险。

## (二) 建议及对策

### 1、健全房地产法律体系、规范市场价格秩序

房地产行业作为一个完整的行业体系，应完善有关房地产管理规定的法理根据，建立系统化、形式完整、科学性强的法规系统，增强房地产立法同其他法律规定的协调性。整治房地产市场价格秩序，对中低收入人群，可对普通住房销售价格采取严格的涨幅限制措施，采取降低和限制房价的行政措施，对商品房的社会平均成本和价格进行研究，让房价回归到比较合理水平。

### 2、整顿土地供给市场，破除行政垄断

在严格执行土地利用总体规划和土地利用计划的前提下，合理规划房地产市场发展。严格土地开发年限规定，适时调整土地供应总量结构、方式及时间，严厉打击土地囤积。建立完善房地产统计信息系统和实名制的住房产权档案系统，从源头抑制非合理住房的需求，加大对房地产市场投机的抑制度，保障房地产业的健康有序发展。

### 3、促进供给需求多维度匹配

从基本公共服务可得性的角度，提高教育、医疗的供给匹配程度来缓解房地产市场区域性不均衡问题。从土地供应上看，房价上涨压力大的城市要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标，增大土地的供应力度，提高住宅的利用率。推进保障性住房建设，通过提高土地出让金的比例、移动住房公积金等多方面，取得保障性住房的资金，加强对保障性住房用地的优先保护，为民众提供更多、更舒适的住房。

#### 4、建立“多层次、普惠制”的住房金融制度

要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房；对自用的购房行为，加大在贷款利率、首付款及贷款额度等方面的优惠政策支持。同时商业银行也应该提高风险意识，信贷方面加强审查、核实、监管，并提高谨慎度和前瞻性，对于资产负债率不合理、诚信度不高的地产企业，应该限制其贷款，在防止房地产市场出现泡沫。

#### 5、推动产业内部整合，寻找企业核心竞争力

房地产企业自身应具有战略意识，避免短期行为，尤其是要抛弃过去那种“圈地淘金”的落后经营方式，应通过产品设计、质量控制、服务完善等方面构建企业独特竞争力。对房地产企业而言，要进行技术创新，采取新工艺、新材料来开发新产品，提升产品技术含量；同时，要进行文化创新，营造特色鲜明、内涵丰富的文化品牌，以满足消费者对居住体验及人文内涵的追求。还应鼓励实力雄厚、信誉良好的房地产企业逐步建立大型房地产集团，推动市场有序集中。

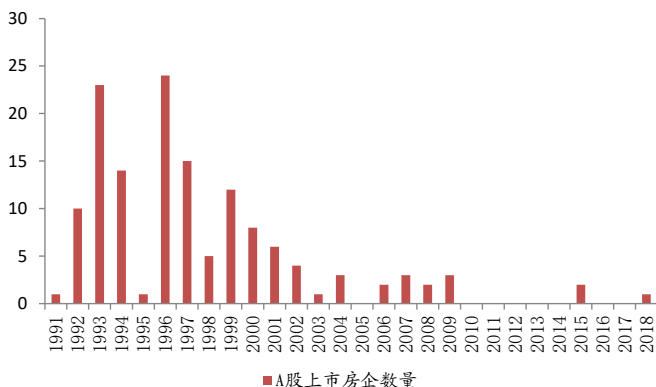
### 四、房地产行业在资本市场中的发展状况

#### (一) 房企融资成本边际改善

A股上市房地产公司大约160家，房地产企业在A股的上市潮集中在1992-2004年以及2006-2009年。2010年1月“国十一条”出台之后，IPO受到严格限制，2010年至今，仅招商蛇口、新城控股、南都物业三家公司成功上市。房地产行业市值在2003年开始震荡攀升，在2015年达到峰值，截止到10月29日，中信房地产行业总市值为22012亿元，A股总市值为605597亿元，行业占A股总市值的3.63%，在29个中信一级行业中排名第九。

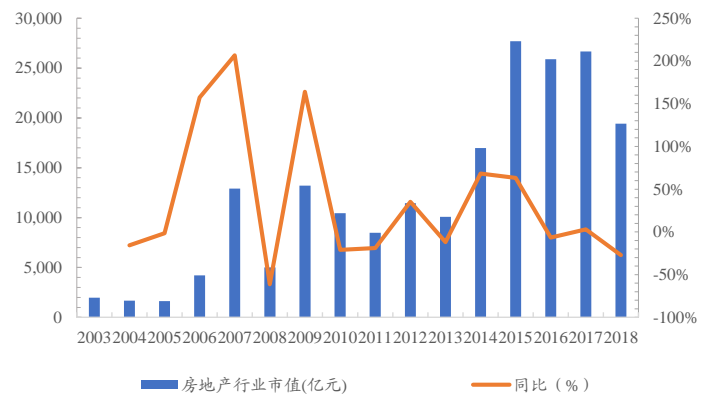
自从2016年“930”新政出台以来，银行贷款、公司债、房地产信托、股权融资等融资渠道均受到严格监管。目前，从各个融资渠道的申请难易程度来看，再融资规模有所回升，公司债、中票、短融发行利率下降、发行难度较低，银行贷款同比增速持续回落，贷款利率仍处高位水平。

图 45: A股上市房企数量



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 46: 房地产行业市值变化



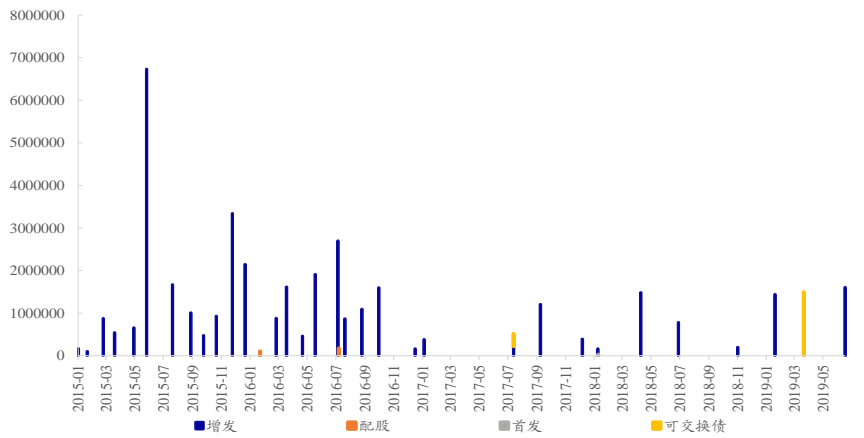
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 1、房企股权融资自 2010 年之后收紧，IPO 几近停滞，再融资略有回升

2010 年 1 月“国十一条”出台之后，证监会要求“房企 IPO 和再融资时，均需征求国土资源部意见，其开发行为需住建部进一步检查确定”，境内房地产企业 IPO 几近停滞。2010-2015 年，仅招商蛇口（2015 年 12 月）、新城控股（2015 年 12 月）两家房企成功在 A 股上市，其他房企如华夏幸福、金科地产、蓝光发展、绿地控股等均是借壳实现上市。2016 年“930”新政出台之后，房地产公司股权融资收到严格把控，自 2016 年起，在 A 股上市的房地产公司仅有南都物业（2018 年 2 月）一家，无房企成功借壳上市。

房企再融资在经历 2014-2016 三年快速增长后再遇收紧，自 2017 年 2 月证监会发布《发行监管问答关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》之后，增发规模及再融资频率受到严格限制，房地产公司的融资空间进一步压缩。2017 年全年定增规模仅为 200.3 亿元，同比下滑 83%，2018、2019 年以来，再融资规模虽有所略有回升，但总量仍然有限。

图 47：房地产行业境内股权融资规模



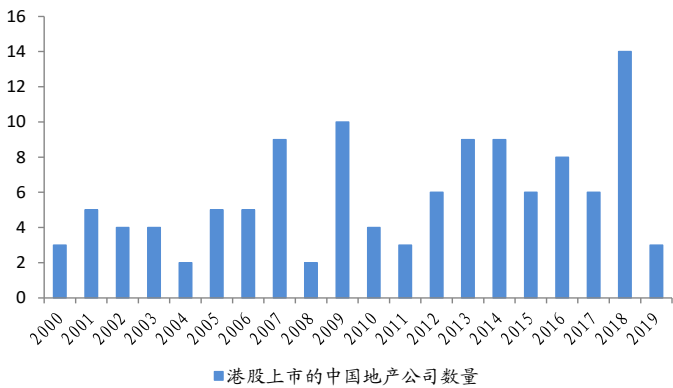
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 2、房地产行业迎来香港上市潮

2007 年至 2009 年、2013 年至 2014 年及 2018 年至今掀起了中国地产公司集中赴港上市的热潮。碧桂园、远洋、合景泰富、SOHO 中国、奥园等 07 年集中上市；恒大、龙湖、花样年、佳兆业等 09 年集中上市；力高、时代、龙光、景瑞、亿达等 13 年-14 年集中上市；2018 年以来，正荣地产、弘阳地产、美的置业、大发地产、恒达集团控股、万城控股、德信中国 7 家地产公司先后在香港联交所成功上市，银城国际于 2019 年 3 月 6 日挂牌上市，海伦堡、中梁控股、奥山控股已递交香港上市申请，香港再次迎来内地房企上市热潮。



图 48: 港股上市的中国地产公司数量



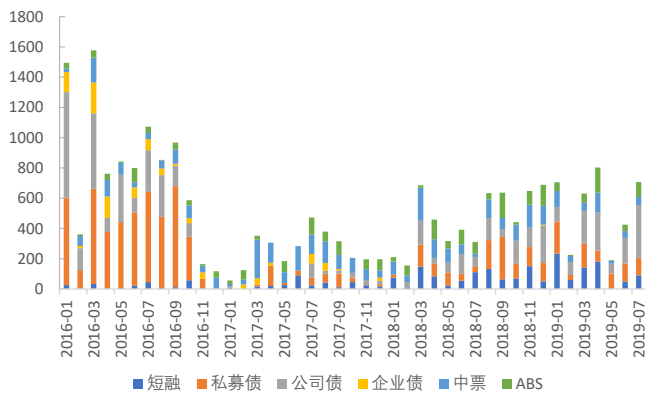
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 3、海外债发行受限，房企融资环境收紧

受监管环境的影响，历年房地产信用债结构变化较大。2014 年之前，房企债券发行工具较少，信用债为房企发债主要渠道。2014 年之后，公司债代替企业债成为房企信用债发行的主要方式，发行规模快速增长。2017 年之后，政策开始收紧，公司债发行受阻，中期票据成为房企融资方式中占比最高品种，并且短融和资产支持证券的发展迎来新的机遇。2019 年房地产企业债券发行额相较于 2018 年上升，从债券品种来看，以公司债、短融和私募债为主。债券发行利率自 2018 年开始回落，2019 年融资成本进一步下滑，房企发债节奏加快，缓解资金链压力。

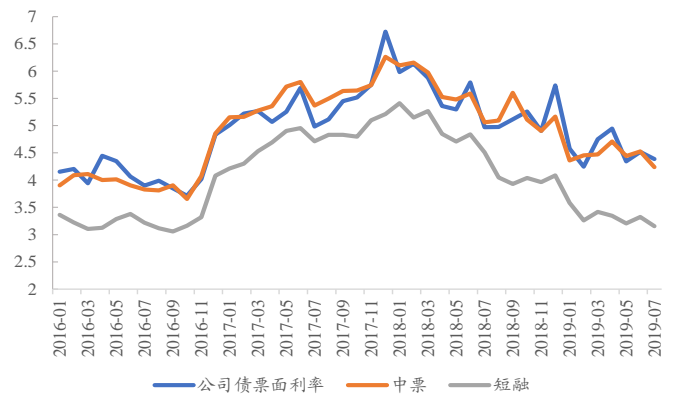
7 月 12 日，国家发改委对海外发债的房企提出“只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务”等要求。自 2017 年以来，随着国内融资环境收紧，房企海外债发行规模呈现井喷式增长，从 2016 年的 92 亿美元上升到 2017 年的 460 亿美元，环比增幅 398%，2018 年继续平稳增长。2019 年上半年，房企海外债发行规模为 455 亿美元，同比增长 50%，几乎达到 2017 年全年水平，并且占国内债券发行规模的 90%。在海外债持续过热的背景下，国家提出限制房企海外债发行用途的相关政策，是房地产市场适度收紧的一个信号。整体来看，政策上融资端的收紧将会降低房企资金周转效率，延长其购置土地的进程。对于大规模房企以及有国企背景的房企而言，由于较高的债券评级和较丰富的社会资源，它们往往拥有更多的融资渠道，并能以较低融资成本获得资金，因此政策对于这些房企的影响比较有限。然而中小型房企由于起步晚、体量小，关于海外债用途的限制可能加重其资金负担，带来资金链断裂的风险，房地产信托收紧也会导致中小型房企到位资金的收缩，加速退出市场。

图 49: 房地产债券发行规模



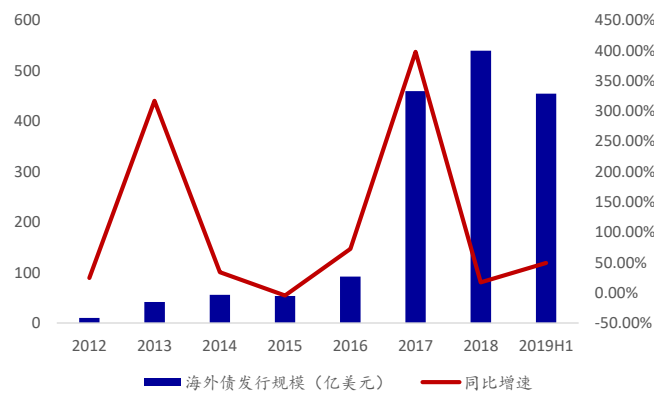
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 50: 房地产债券票面利率



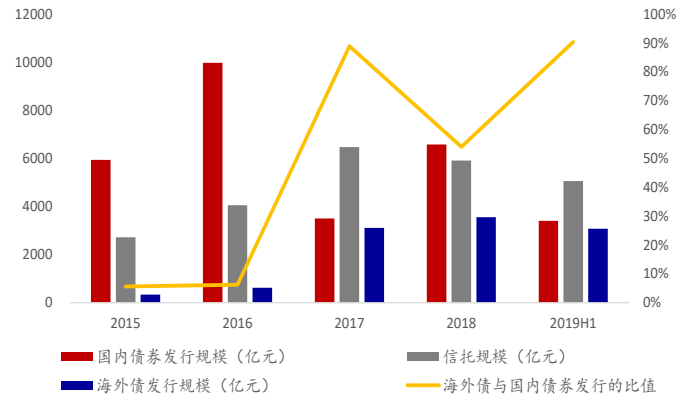
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 51: 房企海外债发行规模



资料来源: BLOOMBERG, 中国银河证券研究院

图 52: 房企海外债与国内债券发行的比值

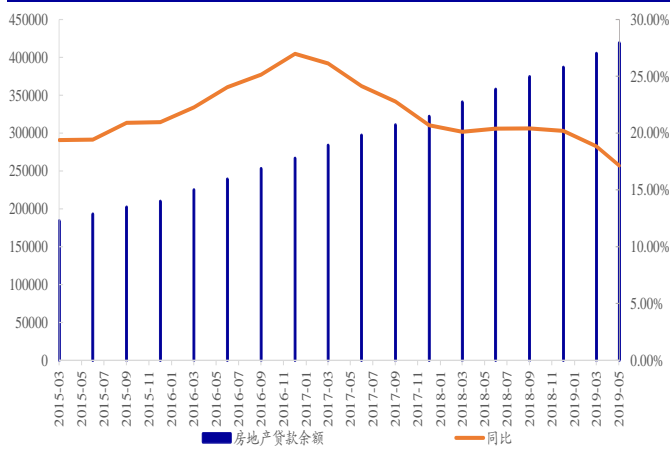


资料来源: WIND, BLOOMBERG, 中国银河证券研究院

#### 4、银行贷款规模增速放缓，融资成本仍处高位

自 2016 年 11 月银监会下发《关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知》以来，房地产行业贷款余额同比增速持续下滑，2018 年以来，下滑速度放缓，维持在 20% 左右。从贷款利率来看，2016 年末-2018 年，金融机构贷款平均利率处于上行区间，直到 2018 年下半年央行疏通货币政策传导机制，融资成本下降，18 年 12 月金融机构加权平均利率从高位回调，虽然现在仍处于高位水平，但有小幅改善。

图 53: 房地产行业贷款余额



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 54: 金融机构贷款平均利率



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## (二) 房地产行业 PE 处于历史较低水平

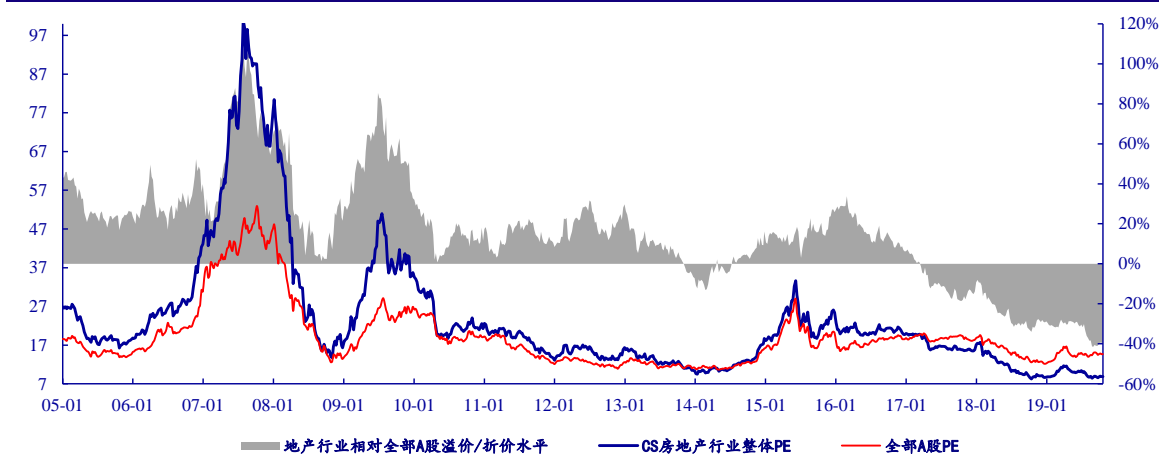
### 1、房地产行业市盈率向上还有一定修复空间

截止到 2019 年 10 月 25 号, 房地产行业 TTM 市盈率 (历史整体法) 为 8.9X, 全部 A 股 PE(TTM) 为 15X, 地产行业估值相对全部 A 股折价 39.4%, 较前几周折价水平降低, 处于历史低位, 我们认为房地产板块未来仍有较大的估值修复空间。

### 2、国际估值比较来看, A 股估值处于历史低位, 具有较大修复空间

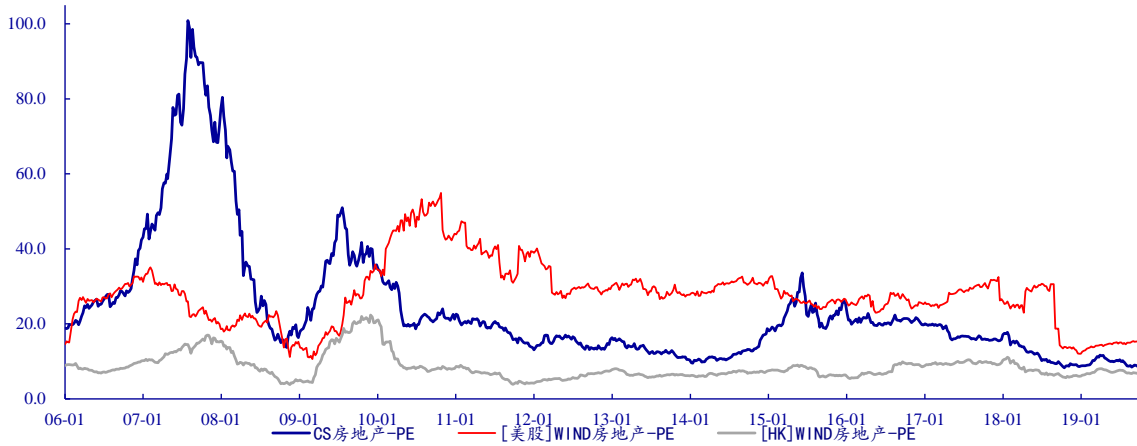
我们比较了 A 股、美股、港股房地产板块 2006 年至今的历史 TTM 市盈率, 截止到 2019 年 10 月 25 日, 当前房地产 A 股房地产板块市盈率为 8.9X, 美股为 15.2X, 港股为 7.2X。A 股、美股、港股地产板块 PE 的历史均值 (2006 至 2019 年) 分别为 24X、28X、8.5X, 当前美股 PE 与历史均值折价 45.4%, A 股房地产股 PE 较历史均值折价 62.6%, 港股房地产股 PE 较历史均值折价为 15.9%, 我们认为 A 股从 PE 相对估值角度处于历史低位, 具有较大的估值修复空间。

图 55: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 56: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 3、基本面支撑下，估值受政策预期影响

从长期来看，房地产在资本市场中的表现与行业基本面表现相关，股价上涨的核心驱动力是盈利，当房地产销售向好，楼市火爆，房价上行时期，房企盈利能力普遍提高，行业基本面繁荣下板块估值抬升。从短期来看，PE 估值波动幅度较大，受市场预期影响较为显著，通常会先于基本面变动。当楼市过热、价格上涨过快时，房价调控政策出台预期强烈，市场会提前降低对房地产行业的估值水平；反之，当经济出现衰退迹象，房地产市场遇冷时，市场通常会认为政策会出现松动以刺激经济发展，行业利好预期下估值随之抬升。

### 4、房地产行业未来发展影响因素

长期来看，房地产行业受经济发展水平、城镇化进程、置地人口结构影响显著。房地产行业与经济水平关系密切，一方面房地产作为国民经济的支柱产业，行业的繁荣发展将带动 GDP 增长，另一方面，经济发展水平的提高意味着居民可支配收入增加、消费水平提高，反向带动房地产业发展。城镇化作为房地产行业发展的机遇，其带来的住房需求推动了房地产业的繁荣发展。在高速增长后，我国城镇化率已上升至 59.15%，相较于发达国家 80% 以上的都市化水平，仍具备一定的发展空间。但增速放缓下，区域发展分化显现，城镇化逐步转向都市化。受置地人口结构变化影响，房地产需求下降，20-50 岁的人群是住房购买的主力消费人群，当置业人群数量处于增长区间，住房刚性需求增加，商品房销售向好，房价以稳定的速度增长。随着我国人口增长拐点的到来、社会老龄化比重提高，置业人群数量减少，房地产需求将受到影响。

短期来看，房地产市场波动是供求关系变动的反映，受政策影响较大。商品房销售受货币政策、行业政策影响，当信贷政策收紧、房贷利率上升时，房地产销售增速随之收窄，限购限售限价政策也会累积市场需求，减少当期销售。房地产的供给取决于土地和资金，主要受到土地政策与货币政策的影响，当土地供给面积减少、房企融资受限时，新增房屋供给将会下降，对房地产市场产生抑制作用。

### （三）公募基金对房地产板块连续三季度持仓下降，对二线成长类标的偏好降低

#### 1、2019Q3 基金房地产持仓下降，已连续三个季度仓位减少

2019 年 Q3 基金房地产持仓总市值为 340.81 亿元，环比减少 2.61%，在中信一级行业中排名第 8，与上季度持平，所占比重为 4.08%。我们统计了从 2010 年 Q1 以来基金房地产持仓占比情况，平均数为 4.7%，中位数为 3.9%，当前处于历史中等水平。从趋势性来看，基金房地产持仓自 2015 年 Q2 到 2017 年 Q2 一直在低位徘徊，从 2017Q2 开始持续提升，2018Q4 至今仓位已连续三个季度下降。

#### 2、三季度基金对房地产板块持仓为低配

2019 年 Q3，基金对房地产板块为低配，房地产配置比例为-0.2%，较 2019Q2 回落 0.3 个百分点。从 2015Q2 以来，房地产板块一直处于低配格局，直到 18Q3 首次回升到超配状态，2018Q4-2019Q2 配置比例逐步降低，2019Q3 板块又回归到低配状态。

#### 3、集中度继续提升，刷新 2010 年以来新高

2019Q3 基金房地产集中度<sup>1</sup>为 96.8%，较上季度增加 0.9 个百分点。从指数走势相关性来看，2010Q1 至 2019Q1 基金房地产集中度指标与房地产指数走势指标的相关性为-0.58，呈负相关关系。自 2016Q3 开始基金持仓集中度逐步提升，2018Q4 集中度首次回落之后，今年一季度集中度又回归到 90% 以上的水平，二、三季度集中度逐步提升，刷新 2010 年以来新高。在调控政策趋严的背景下，房企集中度不断提升，基金持仓的聚集效应增强，资源优势明显、成长弹性较高、现金流稳定的头部房企更获青睐。

#### 4、公募基金对二线成长类标的持仓降低，偏好现金流稳定的房企

具体到标的的选择上，2019Q3 公募基金对房企持仓呈现分化，对有稳定现金流的房企偏好大幅增加，对二线成长类房企的持仓则呈现不同程度的降低。在房地产行业前十大重仓股中，公募基金对中航善达(000043.SZ)增持幅度为 27 倍，大悦城(000031.SZ)环比增加 86%，而持仓环比降幅较大的房企为绿地控股(600606.SH)、荣盛发展(002146.SZ)，分别减少 24.97% 和 24.61%。在房地产政策收紧并且行业景气度下行的环境下，公募基金对龙头房企如保利、万科的持有不降反升，对二线成长类地产股的投资较为谨慎，更偏好现金流稳定的商业地产和物业公司。

具体来看，2019 年三季度末公募基金重仓持股市值排名 TOP10 的地产股为：保利地产(600048.SH)、万科 A(000002.SZ)、华夏幸福(600340.SH)、中南建设(000961.SZ)、金地集团(600383.SH)、荣盛发展(002146.SZ)、绿地控股(600606.SH)、中航善达(000043.SZ)、华侨城 A(000069.SZ)、大悦城(000031.SZ)，其中保利地产(600048.SH)、中航善达(000043.SZ)、华侨城 A(000069.SZ)、大悦城(000031.SZ)环比提升，分别为 32.49%、2740.56%、72.90%、86.07%，华夏幸福(600340.SH)、中南建设(000961.SZ)、荣盛发展(002146.SZ)、绿地控股(600606.SH)分别环比下降-8.35%、-7.57%、-24.61%、-24.97%。

<sup>1</sup> 集中度：公募基金十大重仓股中前十大房地产股市值加总/公募基金十大重仓股中所有房地产股市值加总

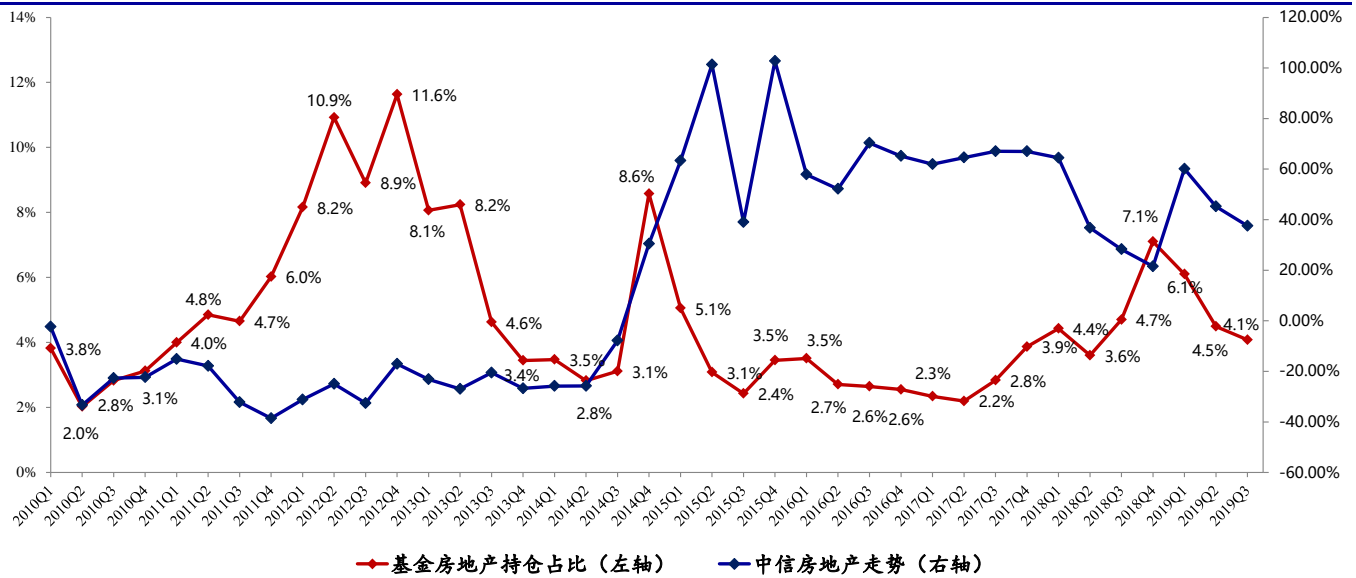
持有地产股的基金数量呈现普遍下降态势。持有基金数量排名 TOP10 的地产股为：保利地产(600048.SH)、万科 A(000002.SZ)、金地集团(600383.SH)、华夏幸福(600340.SH)、中南建设(000961.SZ)、绿地控股(600606.SH)、荣盛发展(002146.SZ)、中航善达(000043.SZ)、招商蛇口(001979.SZ)、华侨城 A(000069.SZ)，其中持有万科 A(000002.SZ)、华夏幸福(600340.SH)的基金数量下降明显，分别减少了 42、26，只有保利地产(600048.SH)和中航善达(000043.SZ)实现持有基金数量增加，分别增加了 104、10。

**表 3: 2019 年 Q3 基金所持各行业持股情况**

排序	行业	2019Q3		2019Q2		持仓市值环比变化
		持仓总市值(亿元)	所占比重	持仓总市值(亿元)	所占比重	
1	食品饮料	1384.89	16.59%	1446.38	18.54%	-4.25%
2	医药	1197.77	14.35%	992.53	12.72%	20.68%
3	电子元器件	974.18	11.67%	521.57	6.69%	86.78%
4	非银行金融	608.91	7.30%	609.94	7.82%	-0.17%
5	家电	476.29	5.71%	509.89	6.54%	-6.59%
6	银行	455.60	5.46%	465.45	5.97%	-2.12%
7	计算机	382.04	4.58%	381.05	4.88%	0.26%
<b>8</b>	<b>房地产</b>	<b>340.81</b>	<b>4.08%</b>	<b>349.94</b>	<b>4.49%</b>	<b>-2.61%</b>
9	电力设备	283.53	3.40%	295.82	3.79%	-4.15%
10	机械	221.32	2.65%	241.83	3.10%	-8.48%
11	农林牧渔	217.38	2.60%	239.74	3.07%	-9.33%
12	传媒	202.53	2.43%	182.72	2.34%	10.84%
13	基础化工	193.23	2.32%	156.94	2.01%	23.12%
14	交通运输	189.95	2.28%	186.48	2.39%	1.86%
15	汽车	174.49	2.09%	198.33	2.54%	-12.02%
16	通信	154.96	1.86%	132.31	1.70%	17.12%
17	商贸零售	143.87	1.72%	205.22	2.63%	-29.89%
18	餐饮旅游	134.70	1.61%	110.26	1.41%	22.17%
19	电力及公用事业	133.35	1.60%	85.39	1.09%	56.17%
20	建材	105.45	1.26%	111.13	1.42%	-5.10%
21	有色金属	87.90	1.05%	91.31	1.17%	-3.74%
22	轻工制造	81.67	0.98%	79.39	1.02%	2.86%
23	国防军工	66.14	0.79%	72.84	0.93%	-9.20%
24	纺织服装	34.54	0.41%	39.68	0.51%	-12.94%
25	综合	29.84	0.36%	5.17	0.07%	477.12%
26	建筑	26.62	0.32%	28.11	0.36%	-5.29%
27	石油石化	21.86	0.26%	34.25	0.44%	-36.17%
28	煤炭	16.17	0.19%	19.09	0.24%	-15.30%
29	钢铁	6.33	0.08%	8.43	0.11%	-24.90%

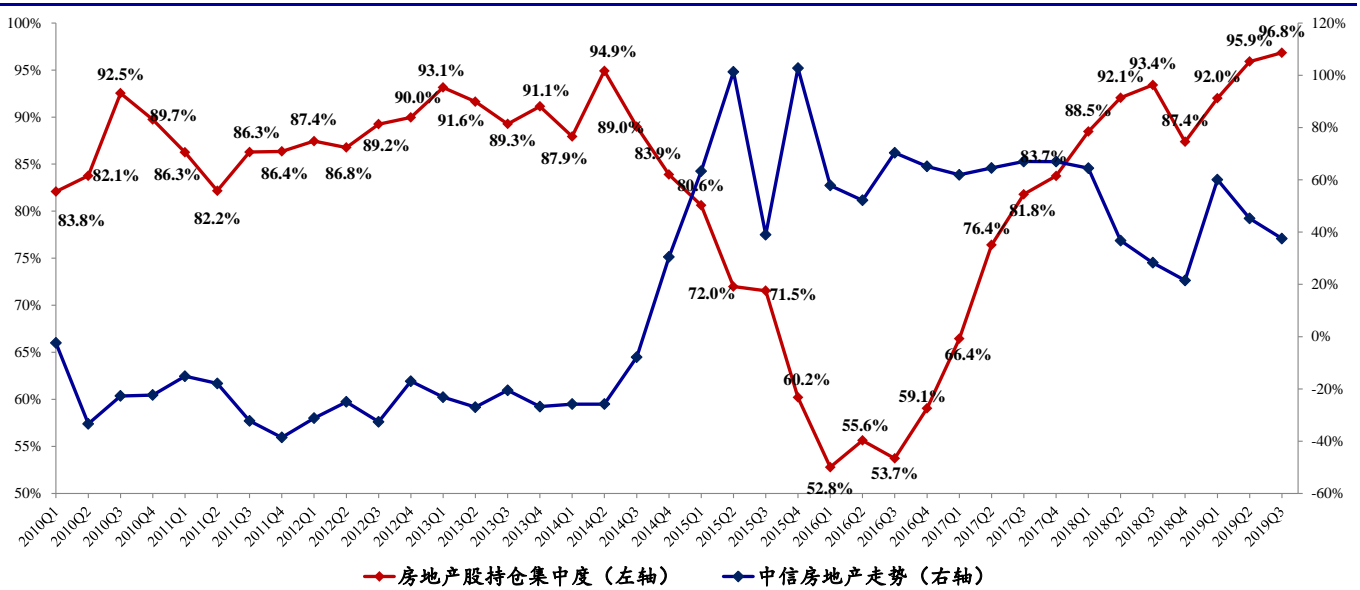
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 57: 基金房地产持仓占比与房地产指数走势对比



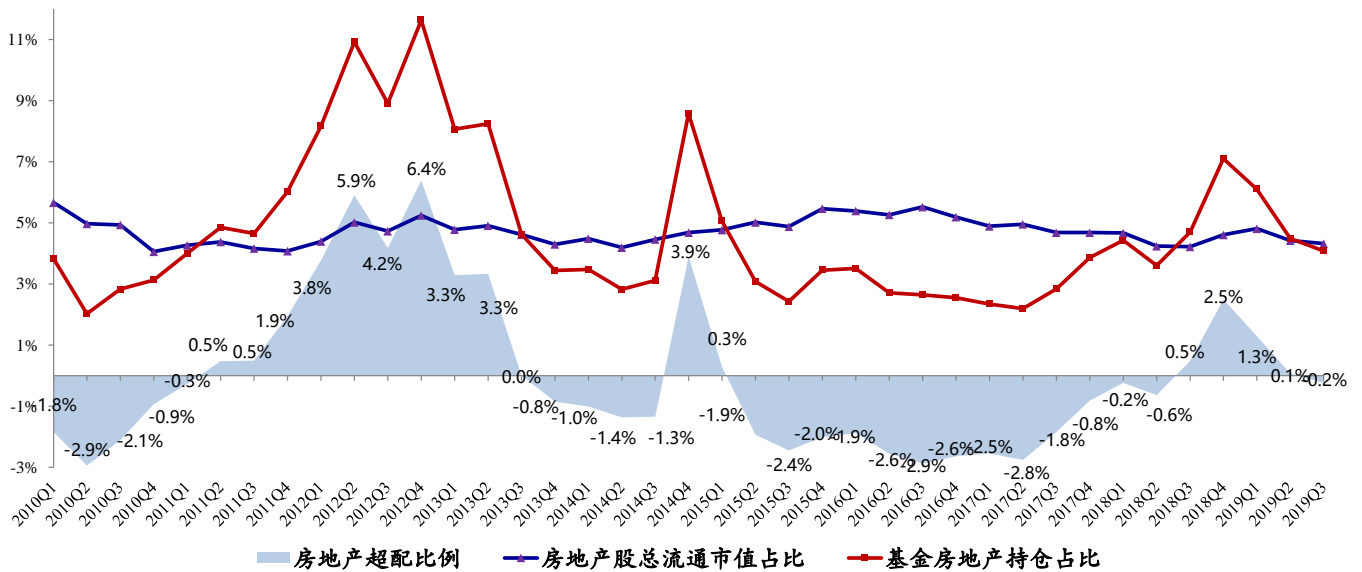
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 58: 基金房地产持仓占比与房地产指数走势对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 59: 基金房地产集中度与房地产指数走势对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 4: 2019 年 Q3 基金房地产行业总仓股排序 (按持股总市值)

证券代码	证券名称	2019Q3 持股总市值 (万元)	2019Q2 持股总市值 (万元)	环比变化
600048.SH	保利地产	1,303,216	983,647.38	32.49%
000002.SZ	万科 A	914,451	892,002.38	2.52%
600340.SH	华夏幸福	376,666	410,982.06	-8.35%
000961.SZ	中南建设	283,666	306,900.94	-7.57%
600383.SH	金地集团	151,444	147,572.39	2.62%
002146.SZ	荣盛发展	69,487	92,164.97	-24.61%
600606.SH	绿地控股	67,011	89,317.91	-24.97%
000043.SZ	中航善达	58,785	2,069.48	2740.56%
000069.SZ	华侨城 A	53,359	30,861.50	72.90%
000031.SZ	大悦城	26,826	14,417.24	86.07%
001979.SZ	招商蛇口	20,625	109,550.15	-81.17%
000631.SZ	顺发恒业	11,706	12,197.37	-4.03%
600622.SH	光大嘉宝	11,310	21,920.32	-48.41%
000671.SZ	阳光城	10,397	16,231.84	-35.95%
600007.SH	中国国贸	10,326	1,893.93	445.21%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院



表 5: 2019 年 Q3 基金房地产行业总仓股排序 (按持有基金数量)

证券代码	证券名称	2019Q3 持有基金数量	2019Q2 持有基金数量	变化
600048.SH	保利地产	331	227	104
000002.SZ	万科 A	168	210	-42
600383.SH	金地集团	59	68	-9
600340.SH	华夏幸福	51	77	-26
000961.SZ	中南建设	48	61	-13
600606.SH	绿地控股	26	32	-6
002146.SZ	荣盛发展	22	36	-14
000043.SZ	中航善达	17	7	10
001979.SZ	招商蛇口	16	32	-16
000069.SZ	华侨城 A	12	14	-2
000031.SZ	大悦城	10	7	3
000671.SZ	阳光城	10	11	-1
600466.SH	蓝光发展	10	9	1
600007.SH	中国国贸	6	3	3
600376.SH	首开股份	6	7	-1

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 五、投资建议及股票池

### (一) 投资建议

在三季度房地产融资政策超预期收紧的环境下, 房价趋于稳定、土地市场降温显著, 在调控效果较好的背景下, 政策再度收紧的可能性不大, 我们认为四季度为政策真空期, 叠加公募基金对房地产板块持仓已经连续三个季度下降, 整个板块将迎来估值修复的机会; 已经披露三季报的房企业绩较好, 加大明年业绩上修的概率, 年底估值切换行情值得期待。集中度提升逻辑不变, 龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势, 获取更多高性价比的土地储备。城镇化进程加速, 一二线及强三线城市需求将进一步释放。我们推荐业绩确定性强, 资源优势明显, 市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048), 销售增速高于行业平均, 业绩释放较充分的阳光城(000671)。

### (二) 股票池

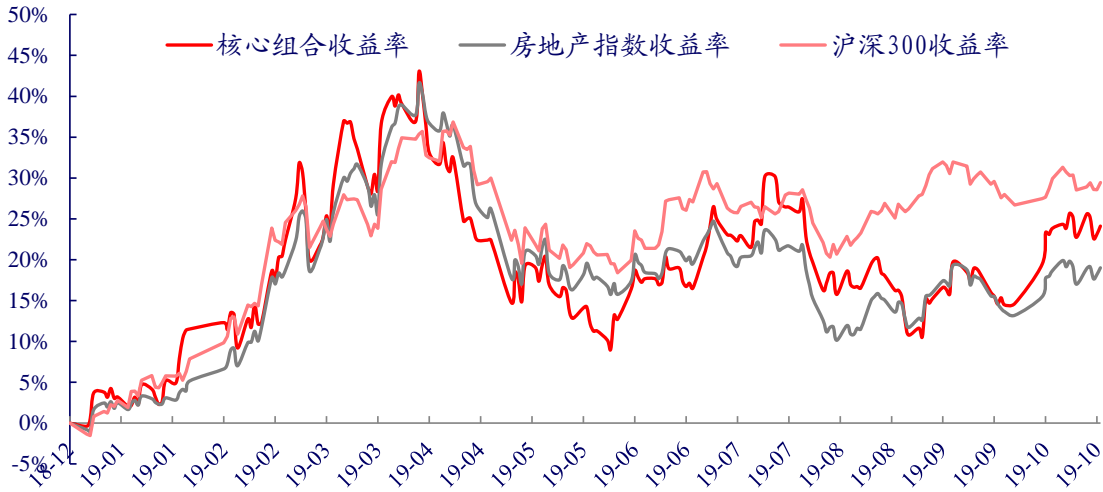
表 6: 核心推荐组合及推荐理由

投资组合	公司代码	公司名称	推荐理由	月涨跌幅	累计涨跌幅	相对收益率	持仓比例	累计收益率
核心组合	000002	万科 A	低估龙头; 受益市占率提升; 主要布局重点一二线城市, 看好 2019 年一二线城市销量增长	2.97	17.78%	-1.23%	33%	24.11%
	000671	阳光城	重点布局一二线城市, 销售增速高于行业平均, 业绩释放较充分	5.25	28.38%	9.37%	33%	

600048	保利地产	低估龙头；受益市占率提升；主要布局重点一二线城市，看好2019年一二线城市销量增长；央企平台，资源优势凸显	2.73	37.13%	18.12%	34%	
--------	------	---	------	--------	--------	-----	--

资料来源：中国银河证券研究院（相对收益率是指相对于CS房地产中信行业指数的收益率）

图 60：投资组合总回报示意图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

房地产行业指数月涨幅 3.67%，2019 年初至上周五（2019.10.25）累计涨跌幅为 19.01%。2019 年初至上周五（2019.10.25），银河房地产核心组合累计收益率 24.11%。在累计方面，核心组合跑赢行业指数 5.1 个百分点，核心组合跑输沪深 300 指数 5.32 个百分点。

## 六、风险提示

市场销售超预期下行，政策调控加码的风险。

## 插图目录

图 1: 重点 38 城新房成交情况 .....	3
图 2: 重点 38 城新房成交累计同比 .....	3
图 3: 重点一二三线城市新房成交量累计同比 .....	3
图 4: 重点城市新房成交累计同比 .....	3
图 5: 重点 21 城二手房成交情况 .....	3
图 6: 重点一二三线城市二手房成交量累计同比 .....	3
图 7: 重点 15 城库存及去化周期 .....	4
图 8: 重点 15 城新增供给 .....	4
图 9: 重点一二三线城市新增供给 .....	4
图 10: 重点一二三线城市去化周期 .....	4
图 11: 百城土地供应情况 .....	5
图 12: 百城土地成交情况 .....	5
图 13: 百城土地成交溢价率 .....	5
图 14: 一二三线土地溢价率 .....	5
图 15: 一二三线土地供应面积 .....	6
图 16: 一二三线土地成交面积 .....	6
图 17: 历年营收 (亿元) 及同比增速 (%) .....	6
图 18: 历年扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%) .....	6
图 19: 历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%) .....	7
图 20: 历年资产负债率 (%) .....	7
图 21: 历年货币资金 (亿元) 及同比增速 (%) .....	7
图 22: 历年现金流净额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	7
图 23: 净资产收益率 ROE .....	8
图 24: ROE 杜邦分解 .....	8
图 25: 中国城镇化率变化情况 .....	8
图 26: 主要国家家庭户均规模 .....	8
图 27: 中国城镇化率变化情况 .....	9
图 28: 主要国家家庭户均规模 .....	9
图 29: 中国城镇化率变化情况 .....	10
图 30: 主要国家家庭户均规模 .....	10
图 31: 中国城镇化率变化情况 .....	10
图 32: 主要国家家庭户均规模 .....	10
图 33: 美国房地产销售及房价变动 .....	12
图 34: 中国房地产销售及房价变动 .....	12
图 35: 美国 GDP 变动 .....	12
图 36: 中国 GDP 变动 .....	12
图 37: 美国总人口及增速 .....	13
图 38: 中国总人口及增速 .....	13
图 39: 美国置地人口结构变化情况 .....	13
图 40: 中国置地人口结构变化情况 .....	13

图 41: 美国城市化进程 .....	13
图 42: 中国城市化进程 .....	13
图 43: 双轨制租购并举住房供应体系 .....	17
图 44: 双轨制租购并举住房供应体系 .....	17
图 45: A 股上市房企数量 .....	20
图 46: 房地产行业市值变化 .....	20
图 47: 房地产行业境内股权融资规模 .....	21
图 48: 港股上市的中国地产公司数量 .....	22
图 49: 房地产债券发行规模 .....	23
图 50: 房地产债券票面利率 .....	23
图 51: 房企海外债发行规模 .....	23
图 52: 房企海外债与国内债券发行的比值 .....	23
图 53: 房地产行业贷款余额 .....	24
图 54: 金融机构贷款平均利率 .....	24
图 55: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析 .....	24
图 56: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析 .....	25
图 57: 基金房地产持仓占比与房地产指数走势对比 .....	28
图 58: 基金房地产持仓占比与房地产指数走势对比 .....	28
图 59: 基金房地产集中度与房地产指数走势对比 .....	29
图 60: 投资组合总回报示意图 .....	31

## 表格目录

表 1: 中美房地产产业经营模式比较 .....	11
表 2: 各地因城施策政策汇总 .....	14
表 3: 2019 年 Q3 基金所持各行业持股情况 .....	27
表 4: 2019 年 Q3 基金房地产行业总仓股排序 (按持股总市值) .....	29
表 5: 2019 年 Q3 基金房地产行业总仓股排序 (按持有基金数量) .....	30
表 6: 核心推荐组合及推荐理由 .....	30

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**潘玮，房地产行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究院**  
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**  
深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn