

房地产开发

确定的阿尔法，大概率贝塔，在坚实的土地上等待花开

行业：短周期缓慢下行，中周期低库存支撑

短周期的需求下行和中周期的库存累积是推测明年行业变化的逻辑主线。我们对2020年关键数据的判断如下：**销售**：19年供需关系逆转，20年供给支撑销售将继续演绎，预计销售额/面积-2.1%；**新开工**：低库存下开工对销售下行的敏感度降低，预计20年新开工面积+5%；**投资**：“韧性”的来源是建安与土地购置的错位，中周期加库存支撑建安投资中枢上行，预计20年房地产开发投资+9%；**到位资金**：融资收紧或意在平缓加库存过程，明年将承压，预计+0.9%；**竣工**：以建安投资为先导指标，预计20年竣工面积+5%，上行期至少持续至2021H2。

政策：基本面的因变量，需求端小幅放松可期，供给端难见明显放松

若“稳”仍是政策核心诉求，则政策仍然是基本面的因变量。由于短周期整体下行趋势明确，有望看到“一城一策”框架内需求端的小幅放松。同时，而中周期低库存背景下的补库存需求，依然是政策控制的对象，因此供给端政策（主要是融资政策）预计难以看到明显松动。整体上，2020年的政策环境大体上是2019年的“怀旧服”，即需求端因城施策式放松，供给端整体维持偏紧。

公司：销售回落杠杆下行，回款反弹投资强度降低，集中度持续提升

本年主流房企销售增速普遍回落，同时销售集中度持续提升，前三季度TOP50房企市占率达到60%，相对上年提升4.8pct。业绩方面，整体营收增速和净利润增速均上修至历史平均水平，毛利率短期有下行压力，而少数股东损益占比将趋稳定，大中型房企盈利能力优势明显。负债方面，净负债率高位回落，无息负债占比提升，债务结构更趋健康。现金流方面，主流房企回款率低位反弹，投资强度整体下降，外源融资依赖程度下降。

策略：“不刺激”的刺激逐渐消退，确定的阿尔法，大概率贝塔

我们认为地产股估值会维持相对稳定的水平（向上的概率更大），业绩的重要性将提升，未来1到2年内，房企业绩有望维持亮眼表现，而在估值稳定的大前提下，业绩驱动的阿尔法收益确定性更强，值得把握。政策层面2020年房地产整体基本面不会差到需要“刺激”的程度，但随着基本面下行，政策基调趋于友好，贝塔收益值得期待。推荐万科A、保利地产、金地集团、华夏幸福、蓝光发展。

风险提示：政策超预期收紧风险、市场超预期下行风险、个别房企现金流超预期恶化

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com

相关研究

- 《房地产开发：5年期LPR下降，房贷利率走向还需关注加点数》2019-11-20
- 《房地产开发：统计局10月数据点评：销售反弹不改回落趋势，竣工如期修复，但较高的单月增速恐难持续》2019-11-14
- 《房地产开发：深圳调整“豪宅线”标准，影响几何？》2019-11-12

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000002	万科A	买入	2.99	3.77	4.58	5.46	9.29	7.37	6.07	5.09
600048	保利地产	买入	1.59	2.36	3.02	3.56	9.36	6.31	4.93	4.18
600383	金地集团	买入	1.79	2.20	2.87	3.33	6.85	5.58	4.28	3.68
600340	华夏幸福	买入	3.90	5.28	6.63	8.07	6.94	5.13	4.08	3.35
600466	蓝光发展	买入	0.75	1.12	1.68	2.30	9.05	6.06	4.04	2.95

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

1. 行业：短期平缓下行，中期补库存支撑	6
1.1 销售：供给支撑销售继续演绎，短期料将缓慢下行，预计明年销售额/面积-2.1%	6
1.1.1 2019：销售好于预期的原因在于供给支撑	6
1.1.2 2020：供给支撑+需求低位=平缓下行，预计销售额/面积增速为-2.1%	8
1.2 新开工：预计维持相对高位，明年新开工面积+5%	9
1.3 投资：“韧性”的背后是“错位”，预计明年投资房地产+9%	10
1.3.1 短期：“韧性”的来源是建安与土地购置在时间上的错位	10
1.3.2 中期：加库存周期或开启，建安投资支撑值得期待	11
1.3.3 2020：开发投资不乏超预期可能	12
1.4 到位资金：融资收紧或意在平缓加库存过程，明年或将承压，预计增速为0.9%	12
1.5 竣工：上行期至少持续至2021H2，20年增速预计为5%	14
1.5.1 竣工增速为何持续为负？三大原因拉长销售-竣工时滞	14
1.5.2 建安投资是销售至竣工的重要中间指标	16
1.5.3 预计累计增速转正点在20Q3，明年增速约5%，高点出现在21H2	17
2. 房地产政策回顾与展望	17
2.1 2019年政策回顾：销售投资韧性足，地产调控超预期	17
2.1.1 调控严厉的底气：投资高增销售稳	17
2.1.2 总基调：地产调控仍严厉，“房住不炒”、“不刺激”	18
2.1.3 节奏：一四季度松，二三季度紧	19
2.2 理解政策的目标与路径：“稳”是核心诉求，“一城一策”是必经之路	25
2.2.1 政策框架新变量决定地产必须“稳”	25
2.2.2 房地产调控的不变变量：经济、财政和通胀	26
2.2.3 房地产调控上限新变量：防范金融风险	27
2.2.4 房地产调控下限新变量：稳就业	28
2.2.5 “一城一策”是“稳”的必经之路	28
2.3 2020年度房地产政策展望：“一城一策”有松有紧，全面放松不可期	28
2.3.1 房地产调控政策：基本面继续保持韧性，“一城一策”有松有紧	28
2.3.2 节奏上看，下半年政策环境可能好于上半年	29
3. 公司：销售回落杠杆下行，回款反弹投资强度降低，集中度持续提升	29
3.1 销售：增速普遍回落，集中度持续提升	29
3.1.1 本年增速普遍回落，明年下行压力仍大	29
3.1.2 集中度持续提升，龙头房企市占率提升更快	31
3.2 财务：业绩上修杠杆下降，回款反弹投资强度下降	32
3.2.1 营业收入：增速修复至历史平均水平，TOP20房企占比超过80%	32
3.2.2 归母净利润：增速修复至历史平均水平，TOP20房企增速更优	33
3.2.3 盈利能力：毛利率短期有下行压力，少数股东损益占比将趋稳定，大中型房企盈利能力优势明显	33
3.3 负债：净负债率高位回落，无息负债占比提升	34
3.4 现金流：主流房企回款率低位反弹，投资强度整体下降	35
3.4.1 19H1主流房企回款率低位反弹	35
3.4.2 表内投资强度整体继续下降	36
3.4.3 支出刚性不高，主流房企现金流无忧	37
4. 地产股：“不刺激”的刺激逐渐消退，确定的阿尔法，大概率的路塔	38

4.1 政策基调仍是决定短期超额收益的重要因素,“不刺激”后基本面重要性提升,个股迎来分化	38
4.2 估值接近十年最低水平,股息率持续提升	39
4.3 2020 展望:把握业绩驱动的阿尔法,期待政策驱动的贝塔	40
4.3.1 2020 地产核心判断总结	40
4.3.2 投资策略:把握业绩驱动的阿尔法,期待政策驱动的贝塔	41
5. 重点公司推荐	41
5.1 保利地产	41
5.2 万科 A	43
5.3 金地集团	45
5.4 华夏幸福	46
5.5 蓝光发展	49
风险提示	50

图表目录

图表 1: 行业进入缓慢加库存过程,部分数据间的相关关系会发生扰动	6
图表 2: 销售面积及销售额增速 单位: %	7
图表 3: 一二线城市复苏低于预期	7
图表 4: 本轮下行周期中,房价增速经历了“降低-提高-降低”的过程 单位: %	7
图表 5: 2018 年至今,开工增速与销售增速发生逆转 单位: %	8
图表 6: 待开发土地面积仍然充裕	8
图表 7: 棚改计划开工与实际开工套数 单位: 万套	9
图表 8: 一二线城市销售面积同比增速	9
图表 9: 19 年末待开发土地面积预计达到 5.3 亿平方米,同比+16.3%	9
图表 10: 首套房贷利率仍未见到明显下行 单位: %	9
图表 11: 新开工去化率仍处相对高位,短期内下降幅度有限	10
图表 12: 当前库存去化周期 8.6 个月,处于历史平均水平 单位: 月	10
图表 13: 2016 年开始房地产开发投资两大主要驱动,时间上发生明显错位和对冲	11
图表 14: 开发投资与销售的关系明显扰动 单位: %	11
图表 15: 开发投资各分项增速 单位: %	11
图表 16: 土地购置费与土地出让金收入 单位: %	12
图表 17: 去库存过程中建安投资增速中枢降低 单位: %	12
图表 18: 房地产开发投资增速测算表	12
图表 19: 到位资金增速测算表	13
图表 20: 定金及预收款、个人按揭贷款与销售额强相关 单位: %	13
图表 21: 国内贷款、自筹资金与销售额弱相关 单位: %	13
图表 22: 房企债券融资缓慢下行	14
图表 23: 房企发债平均票面利率	14
图表 24: 2016 年开始,三四线城市销售占比持续提升	14
图表 25: 部分一二线城市预售形象进度要求	15
图表 26: 期房销售面积占比变化情况	15
图表 27: 快周转的本质是“前快后慢”之下对资金的无息占用	16
图表 28: 建安投资(剔除价格)与竣工面积时滞相对稳定	17
图表 29: 建筑工程投资增速领先竣工增速约 1.8 年 单位: %	17
图表 30: 基于销售面积估算本轮竣工高点约 15% 单位: %	17
图表 31: 商品住宅销售额、销售面积累计同比 单位: %	18

图表 32: 房地产开发投资完成额累计同比 单位: %	18
图表 33: 政治局会议关于房地产的表述	19
图表 34: 19 年房地产直接相关调控政策数量	19
图表 35: 2019 年直接与新房市场相关的政策情况	20
图表 36: 2019 年货币政策	20
图表 37: 存款准备金率下降 单位: %	21
图表 38: 房地产开发资金增速 4 月后回落 单位: %	21
图表 39: 房地产开发资金来源占比	21
图表 40: 19 年 4 月后其他资金 (销售回款) 增速回落, 8 月后国内贷款增速回落 单位: %	22
图表 41: 19 年二三季度开发商融资全面收紧	22
图表 42: 二季度以来地方银行房贷利率呈上升趋势	23
图表 43: 新发放个人住房贷款利率新政示意图	24
图表 44: 5 年期 LPR 走低, 房贷利率不见下行 单位: %	24
图表 45: 2019 年地方政府房地产市场放松政策类别及数量	25
图表 46: 2016-2019 限售、限购升级的地县级市数量	25
图表 47: 房地产调控政策的逻辑框架新变量	26
图表 48: 房地产开发投资完成额累计值占固投比重提升 单位: %	27
图表 49: 房地产开发投资额累计值占 GDP 比重提升 单位: %	27
图表 50: 居民部门债务占 GDP 比重 单位: %	27
图表 51: 个人住房贷款余额占城乡居民储蓄存款占比	27
图表 52: 2019 年“找工作”搜索次数远超历年	28
图表 53: 2020 年房地产行业基本面预计继续保持韧性	29
图表 54: 各类型房企销售增速	30
图表 55: 主流房企销售增速逐渐接近全国平均	30
图表 56: TOP50 房企 Q3 销售增速普遍低于 2018 年	30
图表 57: 大中型房企市占率继续提升	32
图表 58: 大中型房企销售均价增速修复	32
图表 59: 营收增速修复至历史平均水平	32
图表 60: 大中型房企营收占比持续提升	32
图表 61: 板块预收账款增速回落	33
图表 62: 预收账款对上年营收的覆盖率持续提升, 目前处历史最高	33
图表 63: 净利润增速小幅修复, 大中型房企高位稳定	33
图表 64: 大中型房企净利润占比持续提升	33
图表 65: 板块毛利率及大中型房企毛利率	34
图表 66: 板块净利润率及大中型房企净利润率	34
图表 67: 少数股东损益占比与归母净利润率	34
图表 68: TOP20 房企毛利率与净利润率 单位: %	34
图表 69: 板块资产负债率小幅提升 单位: %	35
图表 70: 板块剔除预收账款后的资产负债率小幅下降 单位: %	35
图表 71: 净负债率有所下行 单位: %	35
图表 72: 预收账款在总负债中的比例持续提升	35
图表 73: 样本房企销售回款率 (1)	36
图表 74: 样本房企销售回款率 (2)	36
图表 75: 样本房企近 3 年平均回款率比较	36
图表 76: 样本房企表内投资强度	37
图表 77: 部分房企表内投资强度	37

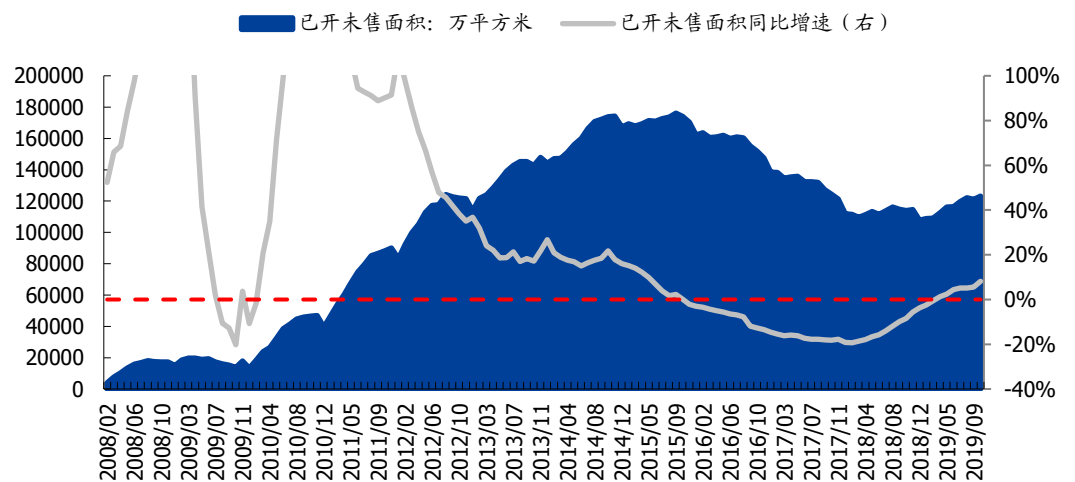
图表 78: 近 6 年样本房企外源融资依赖程度.....	37
图表 79: 龙头房企建安支出/购买商品接受劳务流出一般不超过 50%.....	38
图表 80: 样本房企建安支出/购买商品接受劳务流出呈现分化.....	38
图表 81: 龙头房企建安支出/销售商品提供劳务流入不超过 40%.....	38
图表 82: 样本房企建安支出/销售商品提供劳务流入呈现分化.....	38
图表 83: 政策基调仍是决定地产股短期超额收益的重要因素, 下半年基本面重要性提升.....	39
图表 84: 板块 PE 接近历史最低水平.....	40
图表 85: 股息率仍有提升空间.....	40
图表 86: 20 强房企 PE 及股息率.....	40
图表 87: 公司历年销售表现.....	42
图表 88: 公司历年业绩表现.....	42
图表 89: 公司已售未结面积区域分布 单位: 平方米.....	42
图表 90: 公司房地产业务历年毛利率及各区域毛利率 单位: %.....	42
图表 91: 已售未结算面积中, 高毛利区域占比上升, 低毛利区域占比下降.....	43
图表 92: 公司历年销售额及同比增速.....	43
图表 93: 公司历年销售面积及同比增速.....	43
图表 94: 公司 ROE 优势, 主要由权益乘数贡献.....	44
图表 95: 公司预收账款/负债高于样本房企.....	44
图表 96: 公司应付款项/负债高于样本房企 单位: %.....	44
图表 97: 公司销售回款率高于样本房企.....	44
图表 98: 公司投资强度适中, 稳定性高.....	44
图表 99: 公司历年销售额.....	45
图表 100: 公司历年销售面积.....	45
图表 101: 2018 年末可售面积能级分布 单位: 万平方米.....	46
图表 102: 2018 年末在建面积能级分布 单位: 万平方米.....	46
图表 103: 代表性公司历年 PE.....	46
图表 104: 剔除预收账款后的资产负债率 单位: %.....	46
图表 105: 净负债率.....	46
图表 106: 公司历年营收表现.....	47
图表 107: 公司历年归母净利润表现.....	47
图表 108: 公司业务模式简化图.....	47
图表 109: 产业新城收入结算模式简化图.....	48
图表 110: 公司应收账款拟合 单位: 亿元.....	48
图表 111: 固安县土地成交总价 (住宅+商业).....	48
图表 112: 大厂县土地成交总价 (住宅+商业).....	48
图表 113: 公司历年营业收入.....	49
图表 114: 公司历年归母净利润.....	49
图表 115: 新开工增速维持高位, 接近翻倍.....	49
图表 116: 代表性房企新开工面积增速.....	49
图表 117: 公司净利润率低于主流房企 单位: %.....	50
图表 118: 公司融资成本有进一步下降空间 单位: %.....	50

1. 行业：短期平缓下行，中期补库存支撑

2019年的房地产基本面表现，总体上是“超预期”的。虽然多数指标相对上年均有所下滑，但新开工、销售、开发投资、土地购置、到位资金等指标的表现均好于年初预期。新开工和销售额在上年同期16.3%和12.5%的较高增速的基础上，仍然维持了10%和7.3%的正增长，土地购置费在上年同期63.4%的高增速下仍然保持18.4%的较高增速，开发投资甚至相对上年同期提升0.6pct。需要说明的是，我们认为多项指标超预期的背后，均有各自的原因，本年的超预期并不代表行业周期的上行。

短期看，我们将本年超预期的各项原因拼接在一起，短周期下行的图景反而更加清晰。同时，用稍长的视角看，经历16/17两年的去库存过程后，18年开始行业重新进入加库存周期，部分数据间的关系相对去库存周期会发生明显扰动。为免刻舟求剑，我们在回溯分析历史数据的基础上，更多基于逻辑分析来对行业的短期和中期形势进行推测，而逻辑的主线就是短周期的市场下行和中周期的库存累积。

图表1：行业进入缓慢加库存过程，部分数据间的相关关系会发生扰动



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

1.1 销售：供给支撑销售继续演绎，短期料将缓慢下行，预计明年销售额/面积-2.1%

1.1.1 2019：销售好于预期的原因在于供给支撑

本年前10个月地产销售额12.4万亿元，同比增长7.3%，销售面积13.3亿平方米，同比增长0.1%，整体呈现前低后高，好于年初市场预期。一二线城市边际复苏、部分城市因城施策式放松、棚改退坡影响尚未完全显现等需求层面的因素当然起到了一定作用，但我们认为，供给对销售的支撑，才是本年销售超预期的主要力量。

- ◆ **销售均价同比增速持续回落，对应供需关系逆转。**销售额增速与销售面积增速的差值代表销售均价增速，可以看出，16年5月至今的销售增速下行周期中，房价增速经历了“降低-提高-降低”的过程。17年2月至18年12月，房价增速由0.9%提高至10.9%，对应需求旺盛，而19年2月开始，房价增速由10.9%下降至19年10月的7.2%，对应供给推动销售，供需关系发生逆转。也就是说，站在短周期视角，虽然16年6月开始销售增速即开始下行，但17年主要是供不应求，18年供

需两旺，而19年开始，则主要是供大于求。

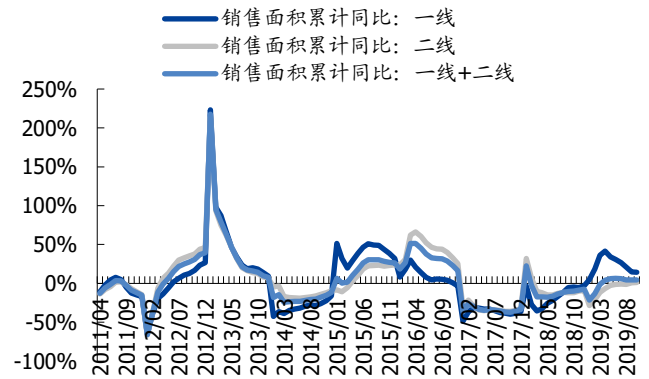
- ◆ 整体去化走低，库存再次开始累积。从新开工与销售的关系看，有两点值得注意，一是从18年4月开始，新开工面积增速持续高于销售面积增速，这种情况在12年6月至18年3月接近6年的时间里几乎没有出现过，二是以新开工和销售计算新开工去化率（新开工去化率= /期房销售面积当年累计/新开工面积当年累计*0.8）和未售库存（未售库存=累积新开工面积*0.8-累积销售面积），可以看出18年开始新开工去化率开始走低，19M10仅77%，相对17年高点下降14pct，同时已开工未售面积增速于19年4月转正。
- ◆ 供给强劲的原因：客观上土储充足，主观上谨慎避险。本年供给强劲的原因有两点：一是18年土地市场活跃，以土地购置费倒算房企拿地面积，18年同比大幅增长52%，18年年末待开发土地面积达4.7亿平方米，同比增长28%，因此19年房企土储相对充裕，二是开发商普遍对市场持相对谨慎的态度，主观上希望尽快将土储变现，以便调整土储结构，应对可能的下行风险（特别是无产业和人口支撑的三四线城市）。此外，我们不认同以销售下行和融资收紧来推断新开和推盘下行的观点，因为对开发商而言，在当前的去化水平下，加快推盘回款才是应对融资收紧的正确做法。

图表2：销售面积及销售额增速 单位：%



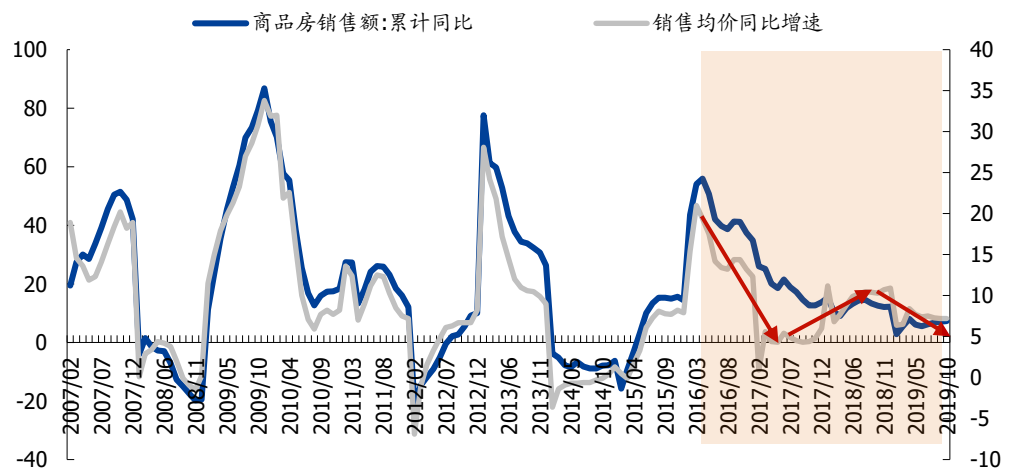
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表3：一二线城市复苏低于预期



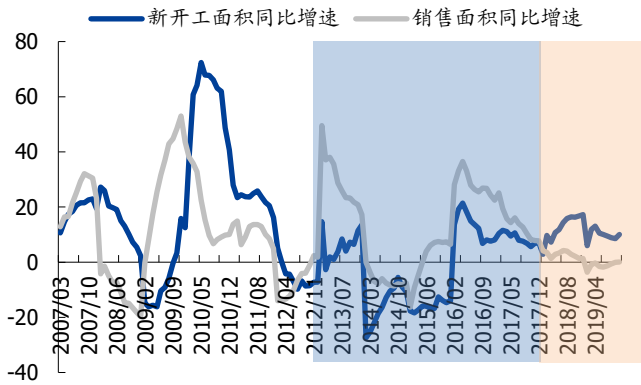
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表4：本轮下行周期中，房价增速经历了“降低-提高-降低”的过程 单位：%



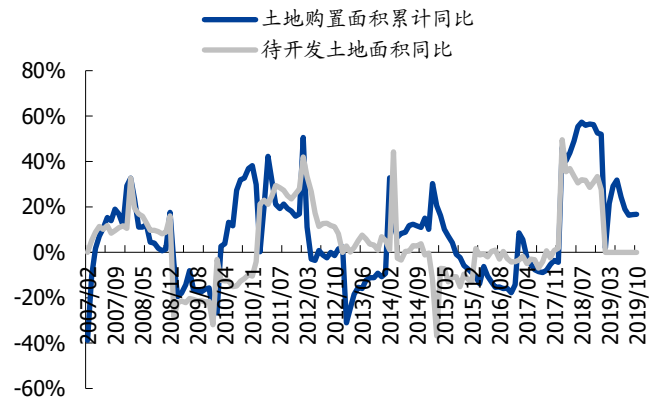
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表5: 2018年至今, 开工增速与销售增速发生逆转 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表6: 待开发土地面积仍然充裕



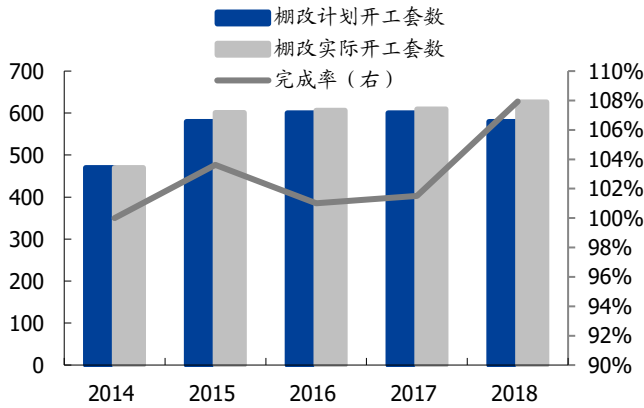
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

1.1.2 2020: 供给支撑+需求低位=平缓下行, 预计销售额/面积增速为-2.1%

沿着本年“供给推动销售”的逻辑展望明年, 我们认为销售下行的趋势不可避免, 但节奏会非常平缓。原因在于, 在不出现政策层面的方向性变化的情况下, 需求端尚看不到整体回暖的趋势和动因, 预计仍将维持相对低位, 与此同时, 受土地市场回落影响, 供给端的支撑大概率有所减弱。但从本年土地购置看, 我们预计 19 年末待开发土地面积相对 18 年末仍有所上升, 20 年新开工和推盘预计仍将相对充沛, 供给推动销售预计仍将演绎:

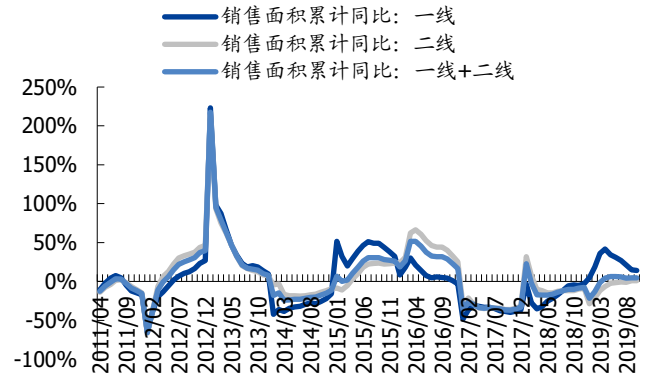
- ◆ **需求端: 若政策无方向性转变, 需求整体回暖难期。**整体上看, 若以销售额同比增速 10%以上作为景气标准, 本轮周期中销售景气时间长达 40 个月, 而 19M10 销售增速达到 7.3%, 与历史数据相比, 下行周期仍将延续。结构上看, 一二线城市的边际修复幅度明显较低, 销售面积同比增速仅 4%, 而三四线城市经历一轮波澜壮阔的上行期后, 不管是真实需求还是房价涨幅, 均有一定程度透支, 同时棚改开工下行大势所趋, 三四线面临明显压力。如果政策不出现方向性的转变, 并配合货币政策方面的支持, 仅“一城一策”逻辑框架内的边际放松, 很难使需求整体回暖。
- ◆ **供给端: 供给仍有支撑, 但力度有所减弱。**在需求保持低位的基础上, 供给的推动显得更加重要。我们计算得出, 19 年末待开发土地面积将达到 5.3 亿平方米 (年末土储=年初土储-当年新开工面积/3.5+当年土地购置费/土地均价), 相对 18 年末增长 16.3%, 增速下降 11.3pct, 土储增速减缓但仍处高位。据此, 我们认为本年的“供给支撑销售”仍将延续, 但力度会有所减弱。
- ◆ **2020 判断: 我们预计明年新开工面积增速为 5%, 对应新开工面积为 24.1 亿平方米, 新开工去化率为 60%, 对应期房销售面积为 14.5 亿平方米, 假设期房销售占比为 87%, 则销售面积为 16.6 亿平方米, 同比增速为-2.1% (预计本年销售面积为 17 亿平方米)。**由于短期内供需关系难以扭转, 房价上涨动力较弱, 预计保持稳定, 则对应销售额为 15.6 亿元, 同比增长-2.1% (预计本年销售面积为 15.9 亿元)。

图表7: 棚改计划开工与实际开工套数 单位: 万套



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 一二线城市销售面积同比增速



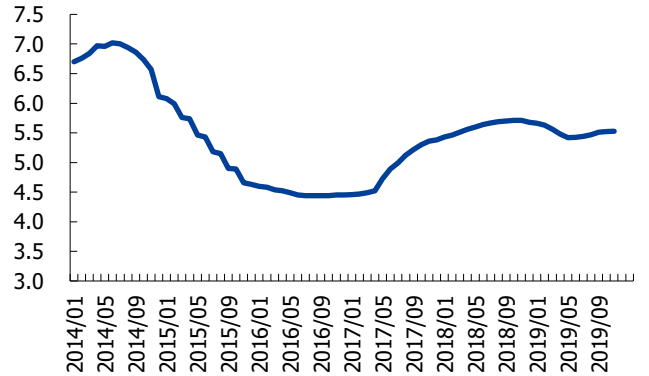
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 19年末待开发土地面积预计达到5.3亿平方米,同比+16.3%



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表10: 首套房贷款利率仍未见到明显下行 单位: %



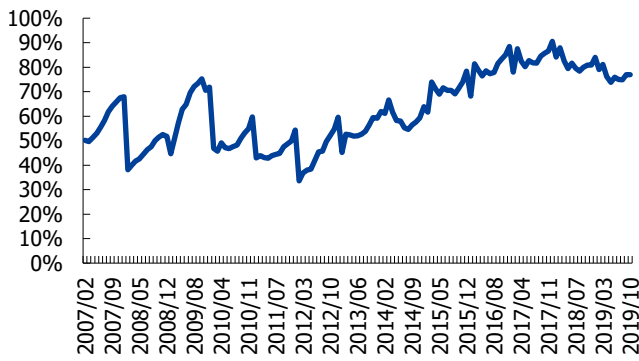
资料来源: 融360, 国盛证券研究所

1.2 新开工: 预计维持相对高位, 明年新开工面积+5%

本年新开工增速维持高位的原因我们已在上文进行讨论, 核心是客观上土储充足, 主观上谨慎避险。此外, 如果将视角放在稍长的周期上, 可以看到**2019年是库存重新积累的起点**。基于这两点, 我们认为在较长的时期内, 如果销售和融资均不见好转, 新开工当然会出现下滑, 但如果仅讨论**2020年的新开工**, 我们认为仍将维持相对高位, 不会因为销售下行和融资紧张而出现明显下滑, 预计将维持在**5%左右**。

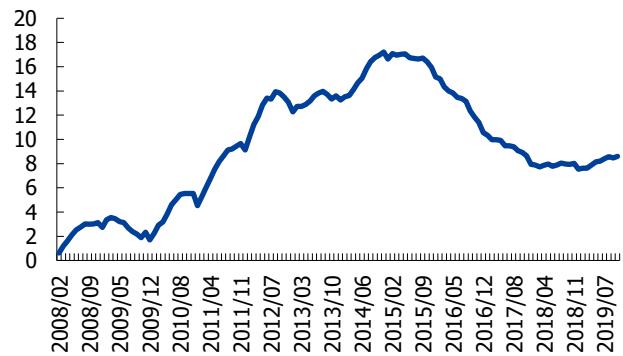
- ◆ **短期看, 19年末土储仍然相对充足, 且新开工去化仍处历史高位。**若销售如期下行节奏缓慢, 对应新推去化率尚可, 开发商仍会有较强的开工意愿, 若销售上行, 我们认为幅度也不会达到降低开工意愿来囤地的程度。同时, 目前新开工去化率(当年累计销售面积/(当年累计新开工面积*0.8))为77%, 仍处于历史较高水平。
- ◆ **中期看, 经历2019年缓慢的库存累积后, 当前库存处于相对低位。**19年10月累计未售面积为12.3亿平方米, 相对15年9月高点下降30%, 去化周期为8.6个月, 相对14年11月高点下降, 处于11年以来的较低水平。在此基础上, **新开工对销售下行的敏感程度将降低**, 即使短期内销售有所下滑, 由于库存处于低位, 新开工的下降程度也会相对缓和。

图表 11: 新开工去化率仍处相对高位, 短期内下降幅度有限



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 12: 当前库存去化周期 8.6 个月, 处于历史平均水平 单位: 月



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

1.3 投资: “韧性”的背后是“错位”, 预计明年投资房地产+9%

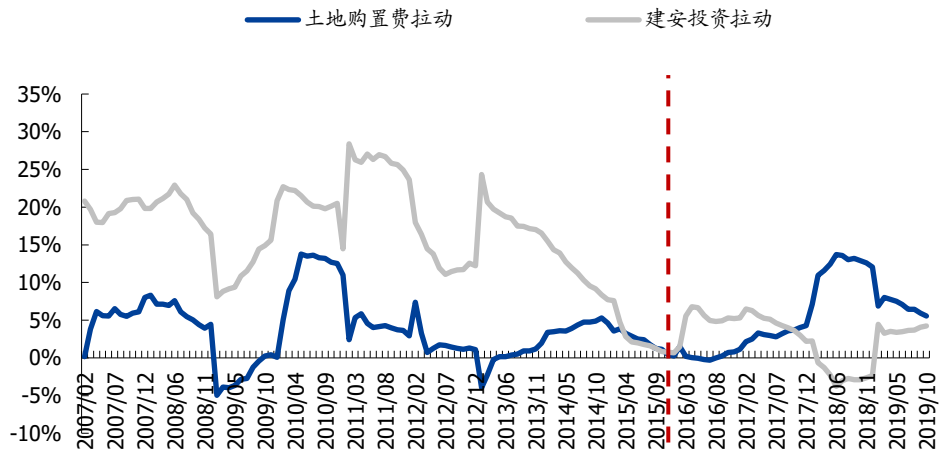
1.3.1 短期: “韧性”的来源是建安与土地购置在时间上的错位

在 15 年开始的本轮地产周期中, 房地产开发投资增速波动明显减弱, 表现为销售上行期中, 开发投资上行节奏很慢, 幅度也很小, 而在销售下行周期中, 开发投资也没有很快下行, 甚至有所提升——后者即所谓房地产投资的“韧性”。韧性的背后, 是本轮周期中开发投资的低波动。我们从低波动的成因入手, 分析韧性的持续性。

我们认为, 本轮周期中开发投资波动降低的直接原因是建安投资与土地购置在时间上的错位, 二者对冲, 客观上降低了开发投资的波动, 更深层次的原因是本轮周期中, 建安投资与土地购置费相关性的减弱。2015 年之前, 二者基本呈正相关, 相互叠加导致开发投资变动较大, 而从 2016 年开始, 二者呈现明显的负相关性, 对冲之下, 开发投资波动明显减弱。我们认为, 导致二者“错位”的原因主要有两点:

- ◆ 一是 2015 年开始, 在主观条件 (规模扩张诉求) 和客观条件 (三四线牛市、优秀房企下沉) 的共振下, 房企对“快周转”模式的普遍追求。“快周转”模式下, 土地购置主要取决于销售、融资和房企的规模诉求, 本质是负债过程, 建安投资则取决于销售时点和交房时点, 本质是偿债过程, 二者的核心驱动因素不再相同, 即土地购置=F (销售, 融资, 规模诉求), 建安投资=G (销售时点, 交房时点, 要素价格);
- ◆ 二是去库存过程结束后, 大致经历了两个阶段: 17/18 两年房企补库存诉求较强, 因而土地购置费增速明显提升, 但同时全国地产项目的平均建设进度更加靠近前端, 而前期的建安投资强度本身比较低, 因此建安投资增速明显降低, 19 年融资收紧、销售下行, 同时规模诉求减弱, 土地购置开始下行, 但受交房义务制约, 建安投资开始上行。

图表 13: 2016 年开始房地产开发投资两大主要驱动, 时间上发生明显错位和对冲



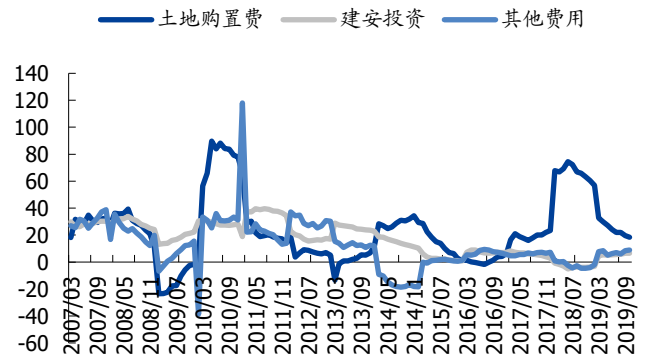
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 14: 开发投资与销售的关系明显扰动 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 15: 开发投资各分项增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

1.3.2 中期: 加库存周期或开启, 建安投资支撑值得期待

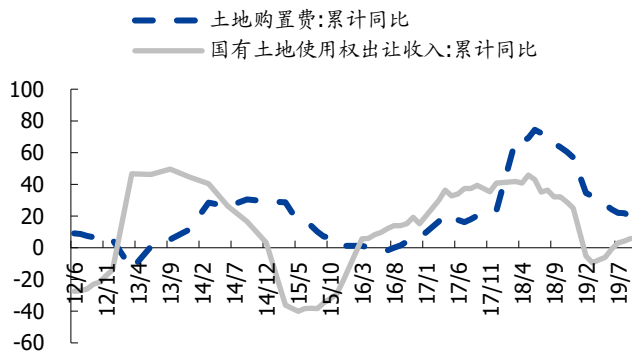
由于土地购置在房地产投资中的占比较低(历史平均值为 19%, 近 36 个月平均值为 26%), 且对融资、销售和房企诉求等短期因素更为敏感, 而建安投资占比较高(历史平均值为 70%, 近 36 个月平均值为 64%), 且当前建安投资的拉动仅 4.2%, 明显低于历史平均值 13.4%, 我们认为, 对房地产投资中期走势的判断, 建安投资比土地购置更加重要。

建安投资增速从 2012 年开始经历了长达 7 年的波动下滑, 与之对应的是房地产库存增速逐渐下滑直至转负(去库存开始)的漫长周期。在这一过程中, 随着房地产库存的积累, 建安投资增速下降(微观意义是房企在工程施工上支出的资金增速下降)。也就是说, 如果我们将视角抽离短周期而放在中周期, 建安投资的漫长下滑反而更容易理解。

站在当下时点, 我们认为地产加库存趋势已经确立(但受短期融资收紧影响, 库存积累速度短期并不会很快), 建安投资增速中枢有望经历中周期层面的上移。当前, 建安投资增速已连续 13 个月修复, 19 年 10 月达到 6.7%, 对开发投资的拉动也由 18 年 6 月 -3.8% 的低点上升至 19 年 10 月的 4.2%。而如果加库存过程持续, 那么建安投资增速中枢上移将有力支撑房地产开发投资, 在 3 到 5 年的较长周期中, 开发投资失速的风险都

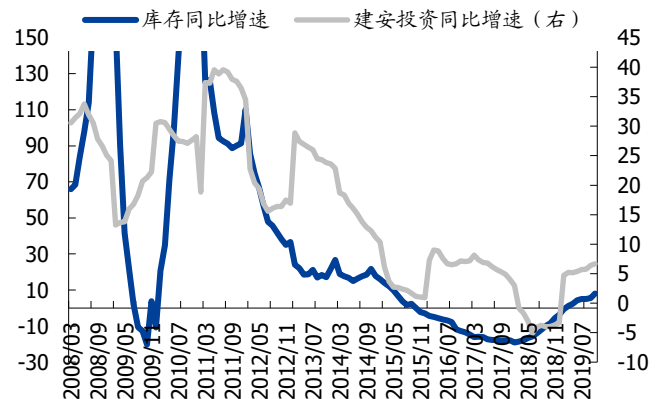
是比较低的。

图表 16: 土地购置费与土地出让金收入 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 17: 去库存过程中建安投资增速中枢降低 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

1.3.3 2020: 开发投资不乏超预期可能

如上所述, 短期内开发投资的两大分项——建安投资和土地购置——仍然存在“错位”, 对冲之下开发投资波动不会大, 中期来看, 加库存过程有望持续抬升建安投资增速中枢, 因此未来 3 到 5 年, 开发投资失速的概率也是比较低的。

展望 2020 年的房地产投资, 我们认为不能仅从融资或销售等变量出发来做线性外推, 而应基于加库存周期和短期错位来综合判断。我们预计 **20 年房地产开发投资增速将达到 9%**, 主要测算过程如下:

- ◆ **土地购置费**: 短期销售下行、融资收紧、规模诉求减弱, 三者叠加导致土地购置费下行, 但考虑到当前库存仅相当于 2012 年水平, 从中周期的视角看, 房企收缩规模的动机并不强烈, 因此我们预计 20 年土地购置费增速为 5%。
- ◆ **建安投资**: 不管基于短周期的交房倒逼施工, 还是从中周期的加库存抬升增速中枢, 建安投资向上的趋势都是比较明确的, 我们预计 20 年建筑工程投资增速为 12%, 安装工程投资增速为 5%。

图表 18: 房地产开发投资增速测算表

项目	金额: 19M10 (亿元)	占比: 19M10	增速: 19M10	金额: 19E (亿元)	占比: 19E	增速: 20E	金额: 20E (亿元)
土地购置费	35651	32.5%	18.4%	41845	31.6%	5.0%	43937
建筑工程投资	61623	56.2%	10.9%	75397	57.0%	12.0%	84445
安装工程投资	5551	5.1%	-25.0%	6938	5.2%	5.0%	7285
其他	6778	6.2%	10.2%	8110	6.1%	5.0%	8516
房地产开发投资	109603	100.0%	10.3%	132290	100.0%	9.0%	144182

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

1.4 到位资金: 融资收紧或意在平缓加库存过程, 明年或将承压, 预计增速为 0.9%

根据各分项的微观意义、影响因素和历史规律, 可将到位资金的四个主要分项(利用外资等占比很小, 不做单独分析)分为两类: 一类是销售强相关资金, 包括定金及预收款、个人按揭贷款, 二者合计占比约 38.8%, 均与销售有明显的相关性, 一类是销售弱相关

资金，包括国内贷款和自筹资金，二者合计占比约 55.2%，与销售的相关性比较弱。

定金及预收款、按揭贷款取决于销售，料将稳中有降。由于定金及预收款、按揭贷款两项与销售呈现比较明显的正相关性，且意义明确，可以基于明年的销售来推断两项资金来源的表现。我们上文中判断 2020 年销售额增速为-2.1%，因此定金及预收款的增速预计回落至 0 左右，按揭贷款除了取决于销售外，还会受到银行端的影响，考虑到按揭贷款增速已处于 17 年 4 月以来的最高水平，其增速预计将回落至 5% 左右。

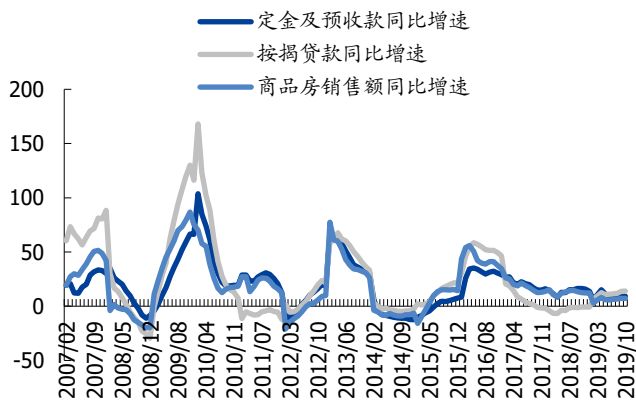
自筹资金受融资收紧持续影响，短期增速料将下行。我们认为 19 年 5 月以来的融资全方位收紧，意在减缓行业自发的加库存过程。根据我们的测算，近三年主流房企经营性现金流出中，用于拿地的支出达到 65% 到 70%，即外源融资的收紧会最直接的影响房企拿地，进而减缓开工及库存的累积过程。而自筹资金作为最能够代表房企“主观能动性”的资金，相对其他分项指标，更能代表房企的扩张性，融资收紧下明年增速料将下行至-2%。

图表 19: 到位资金增速测算表

项目	金额: 19M10 (亿元)	占比: 19M10	增速: 19M10	金额: 19E (亿元)	占比: 19E	增速: 20E	金额: 20E (亿元)
国内贷款	21288	14.7%	7.9%	25901	14.6%	2.0%	26419
自筹资金	46996	32.4%	3.3%	57673	32.5%	-2.0%	56520
定金及预收款	49163	33.9%	9.4%	60627	34.1%	0.0%	60627
按揭贷款	22127	15.2%	14.1%	27048	15.2%	5.0%	28400
其他	5577	3.8%	-7.4%	7004	3.9%	4.0%	7284
到位资金	145151	100.0%	7.0%	177580	100.0%	0.9%	179250

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 20: 定金及预收款、个人按揭贷款与销售强相关 单位: %



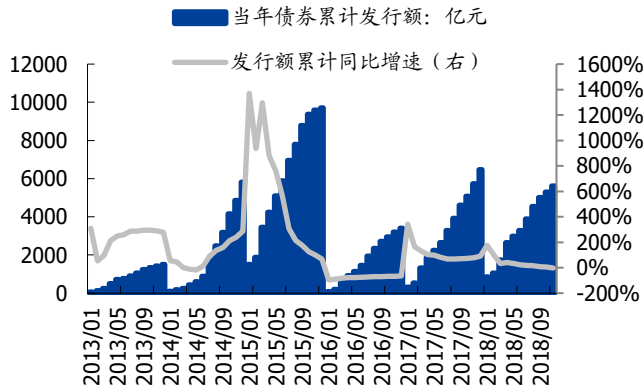
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 21: 国内贷款、自筹资金与销售弱相关 单位: %



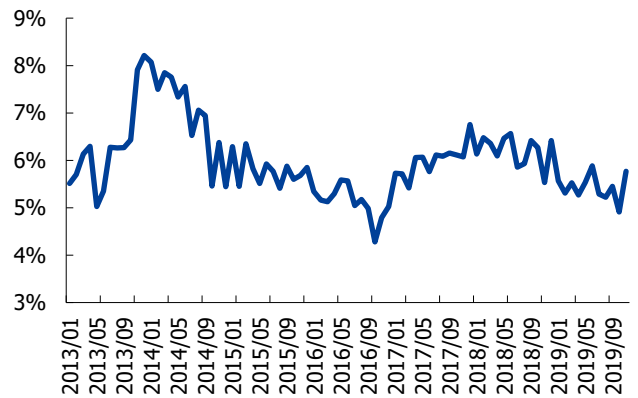
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 22: 房企债券融资缓慢下行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 房企发债平均票面利率



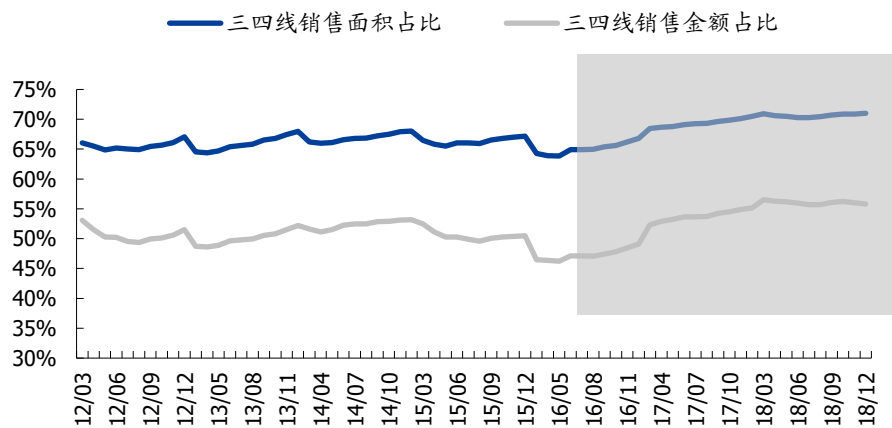
资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.5 竣工: 上行期至少持续至 2021H2, 20 年增速预计为 5%

1.5.1 竣工增速为何持续为负? 三大原因拉长销售-竣工时滞

竣工增速持续低迷的直接原因是销售-竣工时滞拉长, 16/17 两年较高的销售面积增速没有较快传导至竣工端。从微观层面看, 有三大原因导致了这一现象, 一是三四线城市销售占比的提升, 二是销售结构的变化, 16/17 年销售高峰中一部分来自库存去化, 18 年开始期房占比迅速提升, 三是房企对快周转的诉求。实际上, 三个原因并不互相独立, 比如三四线销售占比提升与期房销售占比提升, 都是房企实现快周转的客观条件之一, 三大原因共同反映了 15 年以来行业的整体变迁。

图表 24: 2016 年开始, 三四线城市销售占比持续提升



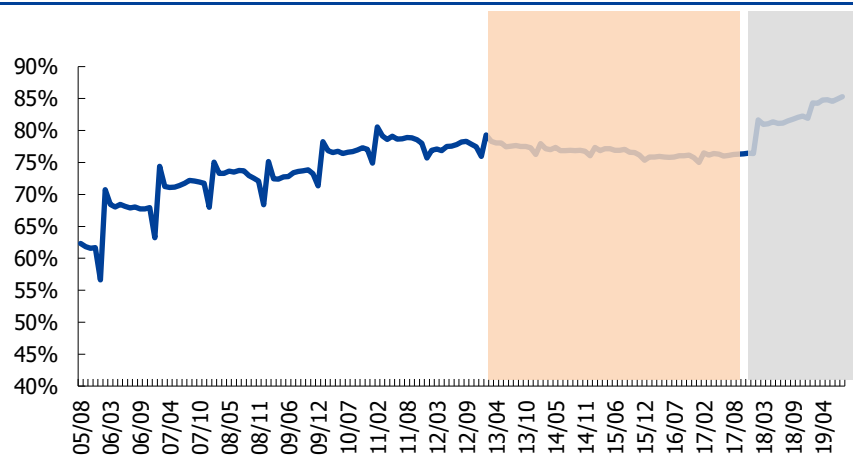
资料来源: wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 25: 部分一二线城市预售形象进度要求

城市	形象进度要求
北京	地上规划层数7层(含)以下的,施工进度应达到主体结构封顶;8层(含)以上的,施工进度应达到地上规划层数1/2以上(且不低于7层)
广州	七层以下(含本数)的商品房项目,已完成结构工程并封顶;七层以上(不含本数)的商品房预售项目,已完成三分之二结构工程
上海	商品住房开发建设已达到主体结构封顶;商业、办公等其他房屋类型多层达到主体结构封顶,高层达到主体结构的2/3
深圳	七层以下(含本数)的商品房项目已封顶;七层以上的商品房项目已完成地面以上三分之二层数
杭州	七层以下(含本数)的商品房项目,已完成结构工程并封顶;七层以上(不含本数)的商品房预售项目,已完成三分之二结构工程
武汉	(1) 低层(含五层)主体结构封顶,且砌筑工程完工;(2) 多层(含六跃七)主体结构达到层数的三分之二;(3) 小高层及以上建筑主体结构达到层数的二分之一且不得少于七层,主体结构中地下室每层可抵地上一层。
郑州	六层以下(含六层)的商品房项目,完成基础并施工至二层以上(含地下室)结构封顶工程,七至十二层(含十二层)小高层建筑完成三层以上(含地下室)结构封顶工程,十三层以上(含地下室)高层建筑完成五层以上结构封顶工程
厦门	7层以下(含7层)的,已完成主体建筑封顶工程;8层以上(含8层)的,已完成主体结构工程的二分之一以上,且不得少于7层
成都	规划地上7层及以下的需完成主体建筑封顶工程,规划地上8层及以上的需完成地上建筑层数主体结构工程的1/2以上且不少于7层

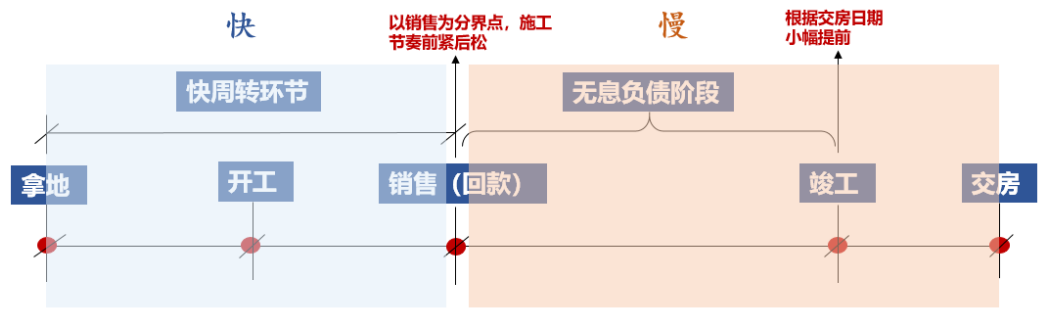
资料来源: 各地政府网站, 国盛证券研究所

图表 26: 期房销售面积占比变化情况



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 27: 快周转的本质是“前快后慢”之下对资金的无息占用



资料来源: 国盛证券研究所

1.5.2 建安投资是销售至竣工的重要中间指标

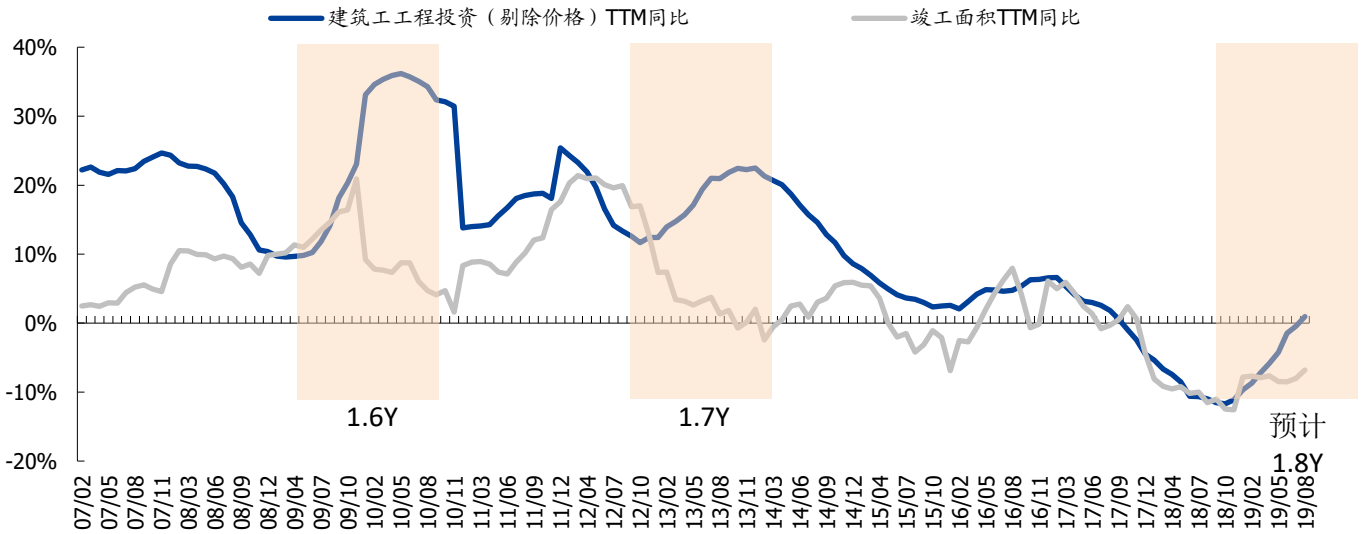
从销售面积和施工投资出发，来推算竣工面积的走势，首先在逻辑上是非常顺畅，且基本不会受到其他因素干扰：

- ◆ **销售到竣工**：根据一般的商品房销售惯例，签订销售合同到交房的时间在 1 到 3 年之间。但不管此时间间隔长短，销售到交房的过程是确定的，并且开发商也没有单方面更改交房时间的权力（否则会面临较高额度的赔偿）。因此，几乎可以说，从销售数据到竣工数据，不存在绝对数量的改变。
- ◆ **施工到竣工**：施工是竣工的必然前提。对于一般的房地产项目，大致可将施工阶段分为两端：开工到销售回款、销售到交房。前一阶段，房企往往施工节奏较快，这也是快周转的核心要求之一；而后一阶段，由于已预收多数房款，属于无息占用预收款的阶段，房企会在客户接受的范围内尽量拉长此阶段的长度。

建安投资在时间分布上，一般呈现“两头低中间高”。前期地下室阶段，建安投资占比约 30%，中后期主体结构阶段建安投资占比约 70%，（建安投资包括建筑工程投资和安装工程投资，由于安装工程占比很低，后续不再单独分析）因此建安投资增速提升，对应进入中后期的项目增多。同时，**开发商施工计划按照竣工日期倒排，我们从建安投资增速提升，可以合理推断出大致的竣工时点。**

我们回测了 07 年以来的历史数据，发现建安投资（剔除价格）的 TTM 增速与竣工面积的 TTM 增速，二者时滞基本稳定在 1.6 年至 1.7 年，虽然有一定增大，但稳定程度高于销售到竣工的时滞，符合逻辑。

图表 28: 建安投资 (剔除价格) 与竣工面积时滞相对稳定



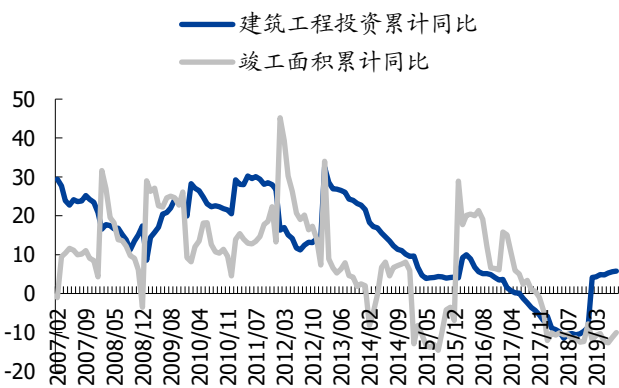
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

1.5.3 预计累计增速转正点在 20Q3, 明年增速约 5%, 高点出现在 21H2

从建安投资转正点后推, 预计竣工面积增速转正点出现在 2020Q3。建安投资增速拐点出现在 18 年 6 月, 转正点出现在 19 年 2 月, 综合考虑, 预计竣工增速转正点出现在 20 年 Q3, 本年竣工面积同比增速预计为-5%, 而 19 年 7 月基本可以确认为拐点。

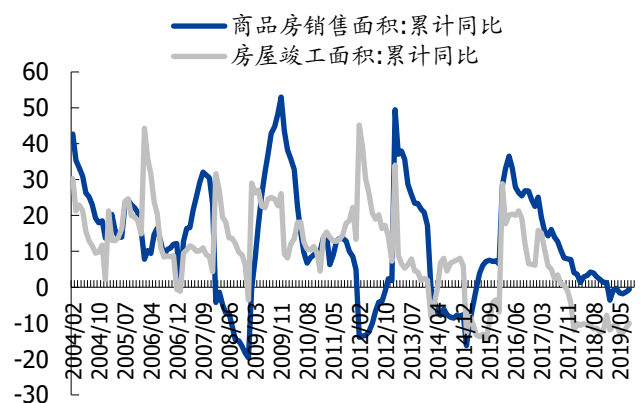
竣工增速高点预计出现在 2021Q4, 最高增速预计为 15%。由于建安投资增速高点尚未出现, 我们预计为 2020 年 Q1, 后推 1.8 年, 预计高峰出现在 2021 年 Q4。同时, 从本轮周期销售面积增速高点为 36.5%, 出现在 16 年 4 月, 低于上轮周期大约 13 个百分点, 据此本轮竣工面积增速的峰值大约为 15%。

图表 29: 建筑工程投资增速领先竣工增速约 1.8 年 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 30: 基于销售面积估算本轮竣工高点约 15% 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2. 房地产政策回顾与展望

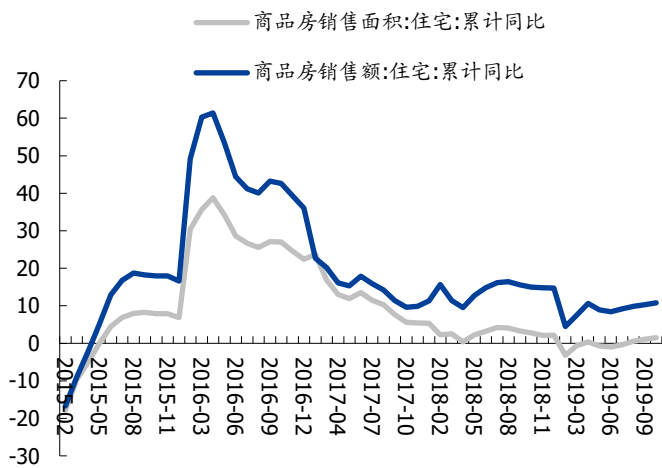
2.1 2019 年政策回顾: 销售投资韧性足, 地产调控超预期

2.1.1 调控严厉的底气: 投资高增销售稳

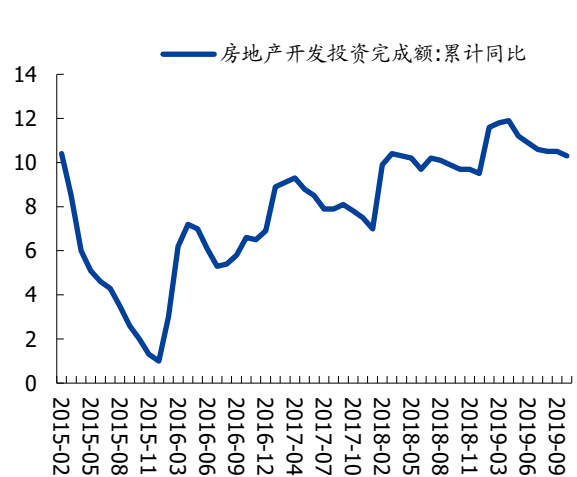
2019年房地产政策严厉程度超预期，主要是因为房地产基本面韧性十足，销售金额与面积、房地产投资开发完成额均大幅好于市场一致预期。基本面超预期，部分城市甚至房价创新高，今年中央继续强调“不刺激”、地方政府“一城一策”下的政策分化，而非一边倒的放松为主，也就显得十分合情合理了。

- ◆ 销售端看，商品住宅销售额1-10月累计增速10.8%，销售面积累计增速1.5%。地域上看，主要支撑力量在于中西部；城市能级上看，支撑力量在一二线城市。
- ◆ 投资端看，全国房地产开发投资完成额1-10月累计10.9万亿元，同比增长10.3%，大幅超过主流券商18年末预期值均值2.9%。主要支撑力量亦来自于中西部地区，其投资增速高于全国平均水平。

图表 31: 商品住宅销售额、销售面积累计同比 单位: %



图表 32: 房地产开发投资完成额累计同比 单位: %



资料来源: wind,国盛证券研究所

资料来源: wind,国盛证券研究所

2.1.2 总基调: 地产调控仍严厉, “房住不炒”、“不刺激”

回顾全年中央政策, 年初政策面有所宽松, 4月后重回严厉

2018年10月政治局会议首提“稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期”, 并将“稳就业”置于各项工作之首。2018年12月的中央经济工作会议重提经济面临“下行压力”, 并明确“宏观政策要强化逆周期调节”。2019年1月4日央行决定下调准备金率一个百分点。今年年初房地产市场迎来较为宽松的政策环境, 叠加较为宽松的资金面, 1-5月中国房地产市场经历了短暂的小阳春。

但不应忽略中央调控房地产的决心和当前基本面韧性带来的充裕的调控底气, 2019年4月政治局会议重提“房住不炒”, 2019年7月政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”, 定好下半年中央严厉的房地产调控基调。

图表 33: 政治局会议关于房地产的表述

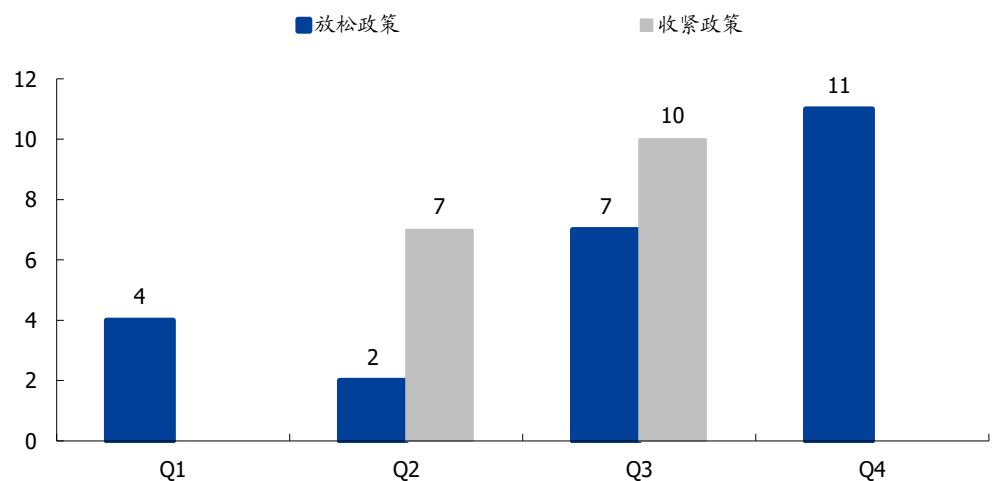
时间	政治局会议与房地产相关的表述
2015.12	要化解房地产库存，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，稳定房地产市场
2016.07	全面落实“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务
2016.10	注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险
2016.12	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制
2017.04	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制
2017.07	要稳定房地产市场，坚持政策连续稳定性，加快建立长效机制
2017.12	防范化解重大风险，要使宏观杠杆率得到有效控制；加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制
2018.04	保持货币政策稳健中性，注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行
2018.07	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨
2018.10	实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期工作
2018.12	进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期、提振市场信心
2019.04	要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019.07	要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：相关政府网站，国盛证券研究所整理

2.1.3 节奏：一四季度松，二三季度紧

截止 12 月 1 日，全年中央和地方共出台 41 条与房地产新房住宅市场直接相关的政策，其中放松政策三四季度较多，分别为 7 条和 11 条，收紧政策二三季度较多，分别为 7 条和 10 条。全年从整体节奏上看，一四季度放松政策更多，二三季度收紧政策较多。

图表 34: 19 年房地产直接相关调控政策数量



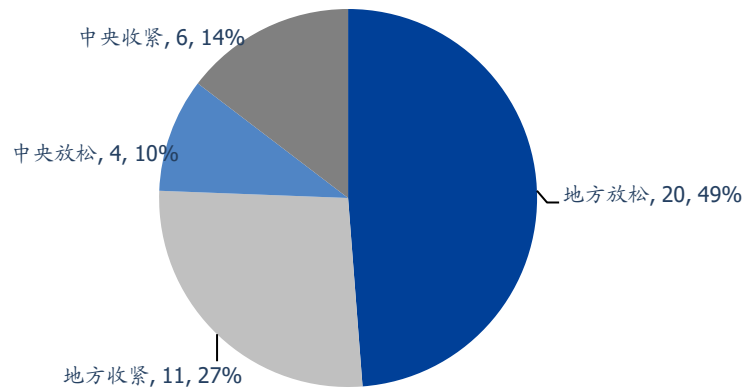
资料来源：相关政府网站，国盛证券研究所整理

中央收紧为主，地方放松为主

中央层面放松政策占比 10%，收紧政策占比 14%。收紧政策主要包括政治局“房住不炒”、银行信托融资收紧等，放宽的政策包括两次降准、大城市全面放开落户、以及台湾同胞在购房资格方面与大陆居民享受同等待遇。

地方放松政策占比 49%，收紧政策占比 27%。放松方式主要为大幅降低人才落户标准，少部分城市放松限购政策，如佛山、广州（微调）。收紧方式为限购、限售、限价升级。

图表 35: 2019 年直接与新房市场相关的政策情况



资料来源: 相关政府网站, 国盛证券研究所整理

资金端: 货币政策温暖升级, 房地产却经历至暗时刻

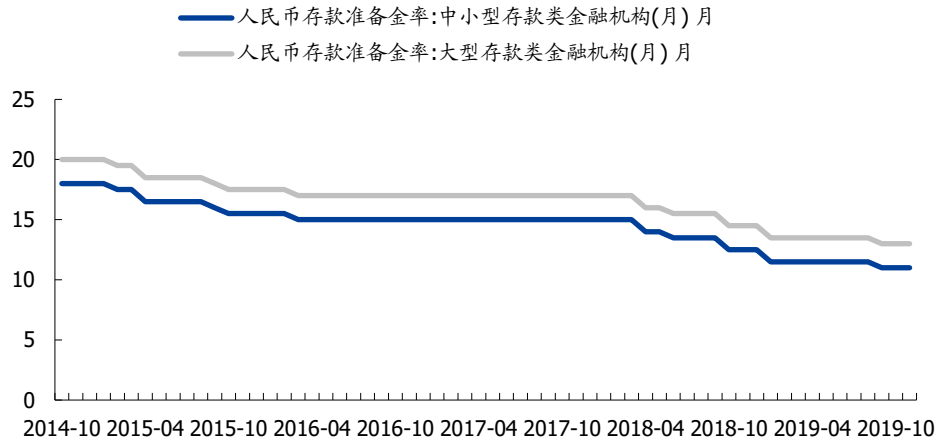
央行 1 月和 9 月分别全面降准 1 个和 0.5 个百分点。利率方面, 8 月 20 日 LPR 制度推出后, 1 年期和 5 年期 LPR 均有所下降。9 月, 央行行长易纲在新闻发布会上表示, 货币政策应保持定力, 坚持稳健取向。央行货币政策委员会召开 2019 年第三季度例会指出, 将加大逆周期调节力度, 加强宏观政策协调。灵活运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕。预计短期内货币继续保持边际宽松趋势。

图表 36: 2019 年货币政策

时间	货币政策调整
1 月 4 日	央行决定下调准备金率一个百分点
5 月 15 日	对中小银行实行定向降准 释放长期资金 2800 亿元
9 月 6 日	全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点 (不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。此外, 为促进加大对小微、民营企业的支持力度, 额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点, 于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位, 每次下调 0.5 个百分点。此次降准释放资金约 9000 亿元, 有效增加金融机构支持实体经济的资金来源。

资料来源: 相关政府网站, 国盛证券研究所整理

图表 37: 存款准备金率下降 单位: %



资料来源: wind,国盛证券研究所

一季度小阳春后,二三季度开发商融资全面从严

19年初,房地产市场升温较快,房地产开发资金随之较快增长,1-4月累计同比增长8.9%,达17年9月以来新高。随后快速回落,主要是由于4月后自筹资金和回款资金增速下降所致。

2019年5月,银保监会发文,决定整治违规向房企“输血”的乱象。随后分别从银行、信托、境外企业债等多渠道收紧房企融资。8月银保监会在32个城市展开银行房地产业务专项检查工作,打击违规向房企融资的行为。同月多家银行接受窗口指导,被要求即日起收紧房地产开发贷额度,规模或不得超过3月底额度。9-10月,房企资金来源中的国内贷款分项增速显著回落,由8月高点9.8%下降至10月的7.9%。

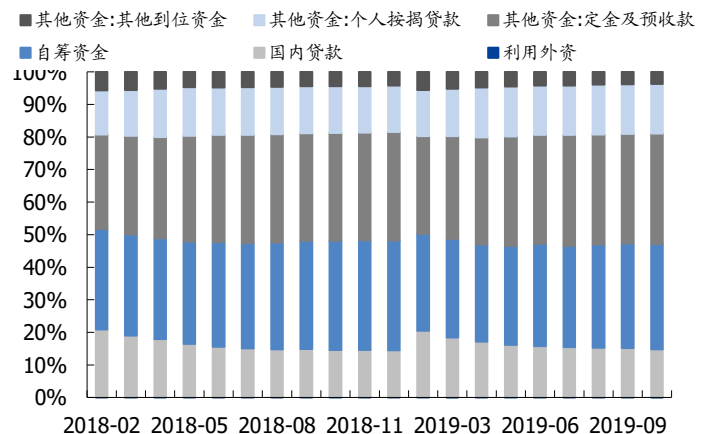
需要注意的是,银保监会首席风险官肖远企表示,压降的主要是违规绕道“输血”房地产的资产。言外之意,银保监会的调控目标并非打压房地产,而是控制房地产潜在的风险因素,从而促进房地产市场平稳发展。

图表 38: 房地产开发资金增速 4 月后回落 单位: %



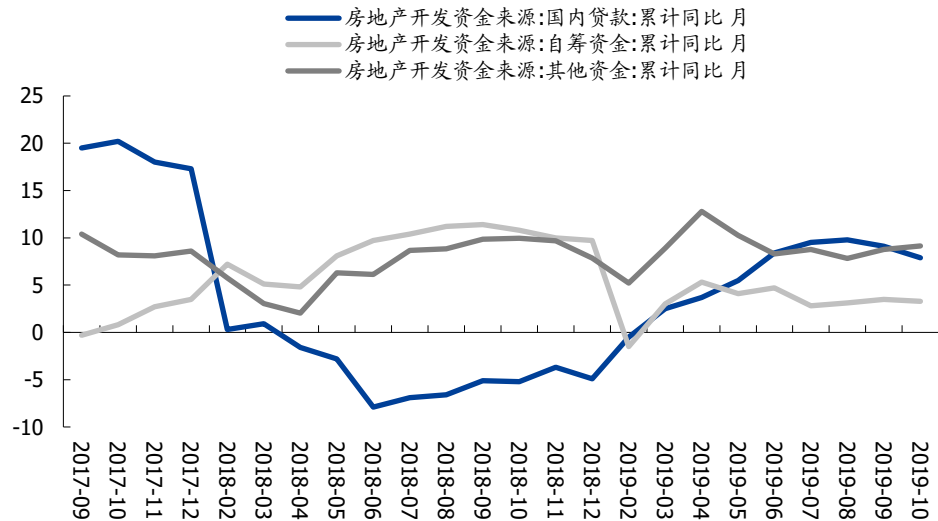
资料来源: wind,国盛证券研究所

图表 39: 房地产开发资金来源占比



资料来源: wind,国盛证券研究所

图表 40: 19年4月后其他资金(销售回款)增速回落, 8月后国内贷款增速回落 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 19年二三季度开发商融资全面收紧

日期	融资渠道	融资监管相关政策
5月18日		银保监会发文,明确了整治违规向房企“输血”的乱象。
6月15日		银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升,相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资,不仅挤占其他产业信贷资源,也容易助长房地产的投资投机行为”。
7月6日	信托	据《观点地产网》报道,针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司,银保监会近日开展了约谈警示,要求这些信托公司增强大局意识,严格落实“房住不炒”的总要求,严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求。
7月12日	境外债	国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。
7月29日		人民银行在北京召开座谈会表示要加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管。
7月31日	银行	人民银行在银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会上表示“房地产行业占用信贷资源依然较多,对小微企业、先进制造业、科技创新企业、现代服务业、乡村振兴、精准扶贫等领域支持力度仍有待加强”。
8月7日	信托	据《证券日报》报道,银保监会日前向各银保监局信托监管处室(辽宁、广西、海南、宁夏除外)下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》,要求按月监测房地产信托业务变化情况,及时采取监管约谈、现场检查、暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施,坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。
8月8日	银行	银保监会发布《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》,决定在32个城市展开银行房地产业务专项检查工作。
8月29日	银行	据《腾讯新闻》报道,多家银行收到窗口指导,自即日起收紧房地产开发贷额度,规模或不得超过3月底额度。

资料来源: 互联网, 国盛证券研究所整理

房贷利率5月至今持续上升，居民购房端资金呈现收紧状态

从房贷利率实际情况来看，18年11月为近2年全国首套房贷利率的高点，约为5.71%，下降至2019年5月的5.42%后逐渐上升，反弹至19年10月5.52%。在全国流动性边际宽松的环境里，房贷利率不降反升，如成都、杭州、苏州纷纷上调首套房贷利率，反映了流向房地产的资金有所收紧。

图表 42: 二季度以来地方银行房贷利率呈上升趋势

日期	城市	地方银行房贷利率政策
6月14日	成都	据《新浪财经》报道，中国人民银行成都分行发出紧急通知，“要求各家银行一手房首套按揭利率不得低于上浮15%，二套房不得低于上浮20%”。
6月20日	杭州	据《华夏时报》报道，中国银行在杭州率先上调首套房房贷利率，从原本的基准利率上浮5%增加到上浮8%。
6月20日	苏州	据《乐居买房》报道，苏州多家银行住房按揭贷款停止放贷，放款时间延长。
8月4日	杭州	据《浙江之声》报道，杭州多家银行透露放贷额度、利率已双双收紧，首套普遍基准利率上浮8%。
8月15日	杭州	杭州《都市快报》报道，从8月15日起首套房贷款利率上浮到10%（原8%），二套房上浮到15%（原10%）。
8月16日	福州	《2018年7月中国房贷市场报告》指出，7月福州房贷利率全线上调。7月福州地区房贷利率全线上调，首套房贷款利率平均值为5.37%，环比上涨0.27%；二套房贷款利率平均值为5.64%，环比上涨0.23%。
8月23日	合肥、南京、青岛、苏州、 合肥、武汉、无锡	据《财联社》报道，合肥地区12家银行停止二手房贷款，同时，南京、青岛、苏州、合肥、武汉、无锡普遍地区银行执行首套房利率上浮20%，甚至30%。

资料来源：相关政府网站，国盛证券研究所整理

房贷利率未来逐步切换至LPR+加点模式

8月20日央行推出房贷利率新政，为确保差异化住房信贷政策有效实施，10月8日后全国范围内新发放首套个人住房贷款利率不得低于相应期限LPR（当前按10月20日5年期以上LPR计算为4.80%）；二套个人住房贷款利率不得低于相应期限LPR加60个基点（当前按10月20日5年期以上LPR计算为5.40%），具体加点数由央行分支机构和商业银行决定。

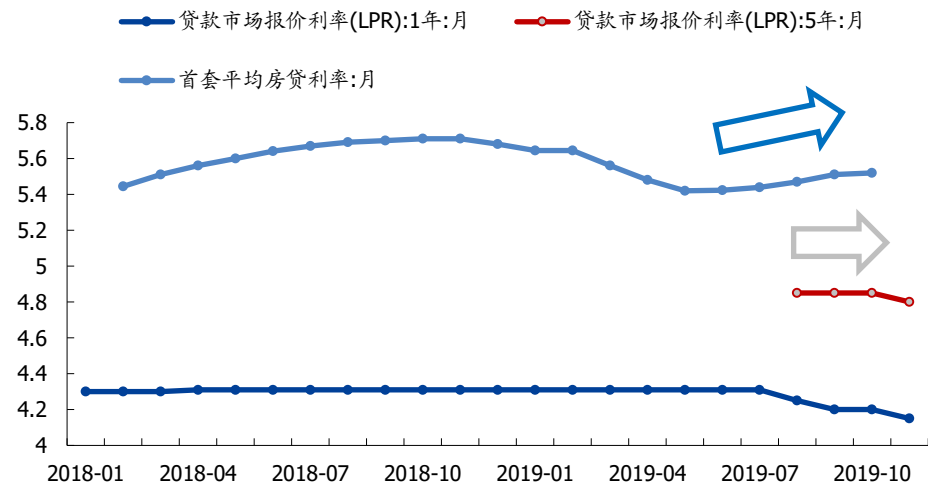
这个政策的重要意义在于实现了房地产贷款利率与其它社会融资利率的“双轨制”：即房贷利率不仅由LPR5年期贷款利率的基数决定，还由央行分支机构和商业银行定制的“加点数”决定。LPR利率的下行不一定意味着房贷利率下降。

图表 43: 新发放个人住房贷款利率新政示意图



资料来源: 中指, 国盛证券研究所

图表 44: 5年期LPR走低, 房贷利率不见下行 单位: %



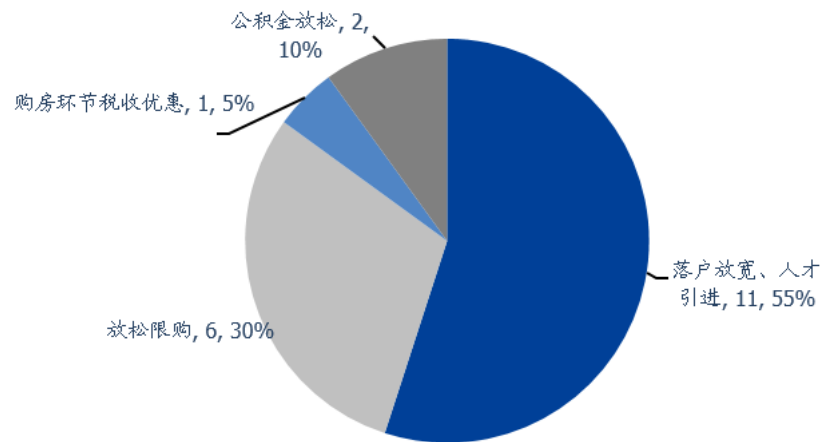
资料来源: wind, 国盛证券研究所

需求端: 一城一策, 分化明显

19年4月政治局会议强调“落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”, 在“一城一策”框架下, 地方房地产调控政策因地制宜, 出现明显分化。其中苏州、大连、海口等热点城市升级调控政策, 方式主要为房地产市场限购、限售升级等措施。南京高淳、佛山、广州、珠海等城市则在限购方面有所放松。除了直接的限购放松政策外, 不少城市出台了人才引进、大幅降低落户门槛的政策, 对房地产市场的

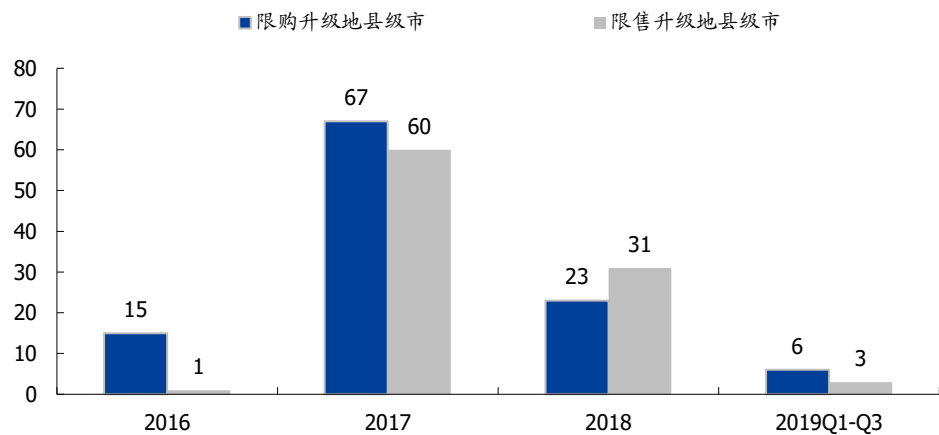
潜在需求构成有力支撑，如广州大幅放宽人才落户的年龄限制、安徽宿州全面放开城镇落户、南京开辟人才购房优先通道等。

图表 45: 2019 年地方政府房地产市场放松政策类别及数量



资料来源: 相关政府网站, 国盛证券研究所整理

图表 46: 2016-2019 限售、限购升级的地县级市数量



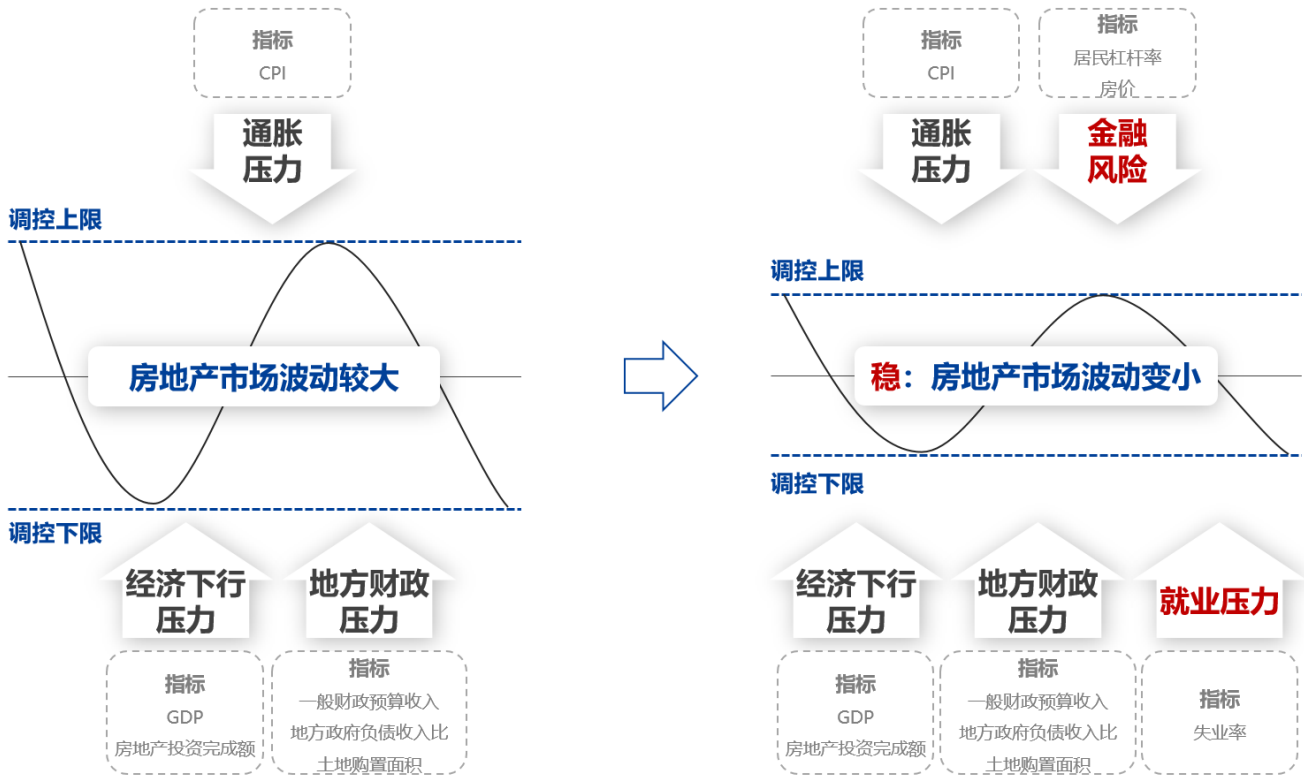
资料来源: 相关政府网站, 国盛证券研究所

2.2 理解政策的目标与路径：“稳”是核心诉求、“一城一策”是必经之路

2.2.1 政策框架新变量决定地产必须“稳”

以往的房地产政策框架主要有三个变量：经济、财政与通胀，房地产调控手段十分“粗放”。而本轮调控在上限新变量“金融风险”和下限新变量“稳就业”的多重夹击之下，“稳”字压倒了一切，波动程度势必降低。因而全国性大开大合的放松政策不可期，而“一城一策”成了调控精细化、“稳定”房地产市场的必经之路。对于 A 股地产股投资，建议放弃对“全面放松”政策的幻想，建立“稳”目标和“一城一策”政策框架下的投资逻辑，寻找结构性机会。

图表 47: 房地产调控政策的逻辑框架新变量



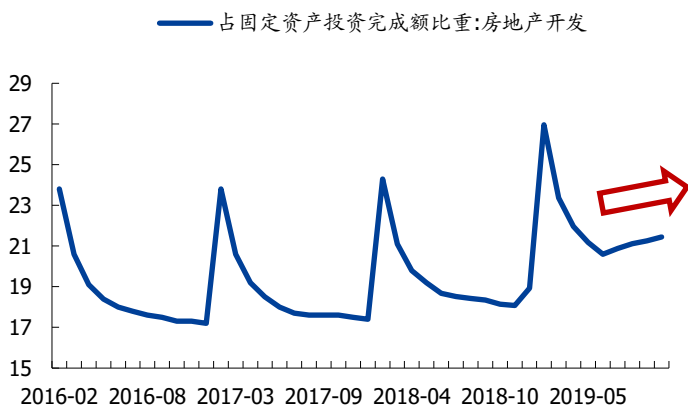
资料来源: 国盛证券研究所整理

2.2.2 房地产调控的不变变量: 经济、财政和通胀

房地产自 2008 年以来经历 3 轮小周期, 每一轮地产销售下行叠加经济下行和财政压力增加的时候, 中央加大逆周期调控, 房地产市场都有较大反弹。随着房价快速上涨, 经济面临通胀压力, 中央采取升息、打压房地产的政策, 房地产市场快速冷却。在以往的调控逻辑中, 经济、财政压力决定了房地产市场波动的下限, 通胀压力决定了房地产市场波动的上限, 这是房地产调控政策框架的不变量。

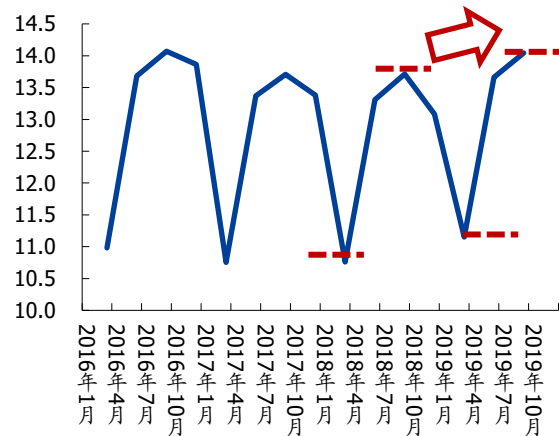
房地产对经济贡献有上升趋势。2019 年 1-10 月份房地产开发投资累计值占固定资产投资和 GDP 的比例分别达到 21.45%和 14.05%。房地产对国家经济的重要性不仅重要, 且影响力呈现上升趋势。以房地产开发投资额累计值占固投比重为例, 往年该比值由年初至年末逐步回落, 而 2019 年 7 月后不降反升, 且无论高点还是全年均值, 均高于近三年。房地产开发投资占 GDP 投资比例全年低点和高点亦高于去年同期。

图表 48: 房地产开发投资完成额累计值占固投比重提升 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 49: 房地产开发投资额累计值占 GDP 比重提升 单位: %

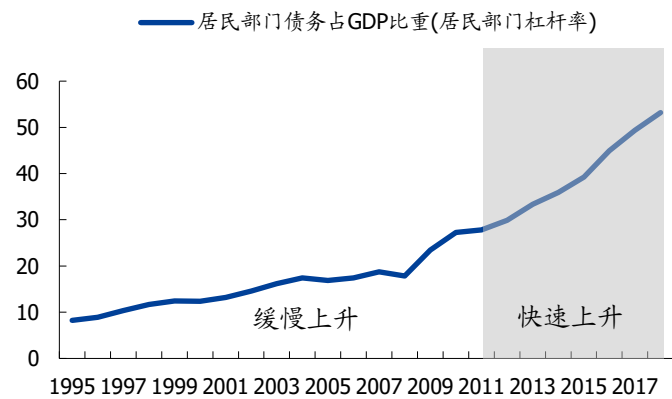


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.2.3 房地产调控上限新变量: 防范金融风险

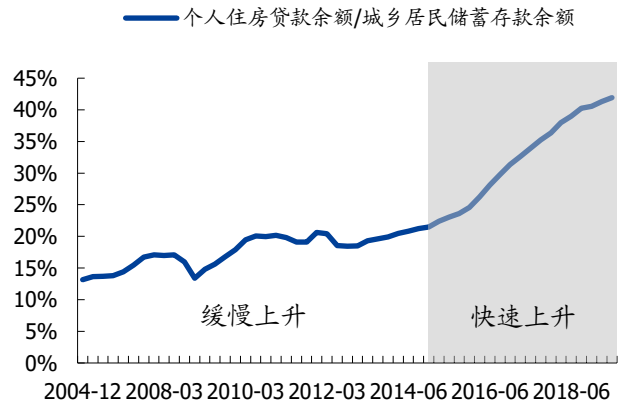
前三轮房地产周期中, 房价易涨难跌, 居民形成了“房价永远涨”的预期, 争先恐后加杠杆买房, 居民部门杠杆率持续攀升, 从 2011 年的 27.8% 上升至 2018 年末的 53.2%, 8 年时间接近翻倍, 平均每年上升 3.2 个百分点, 远高于 2011 年前 8 年的年均 1.3 个百分点的增速。国际货币基金组织认为, 居民杠杆率超过 30% 时, 该国中期经济增长会受到影响, 而超过 65% 会影响到金融稳定。

图表 50: 居民部门债务占 GDP 比重 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 51: 个人住房贷款余额占城乡居民储蓄存款占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

部分银行房企信贷不良率上升

据央行《2019 年二季度金融机构贷款投向统计报告》, 上半年房地产开发贷新增 8500 亿元, 在严厉的调控下, 尽管增速回落, 但开发贷仍居对公投放首选。以某银行为例, 不良新增最多的是房地产, 上半年不良信贷增加 18.5 亿元, 不良率 0.96%, 半年时间内增加 0.61%, 说明除居民端杠杆率攀升的风险外, 企业端的房地产开发贷款风险已经有所上升。

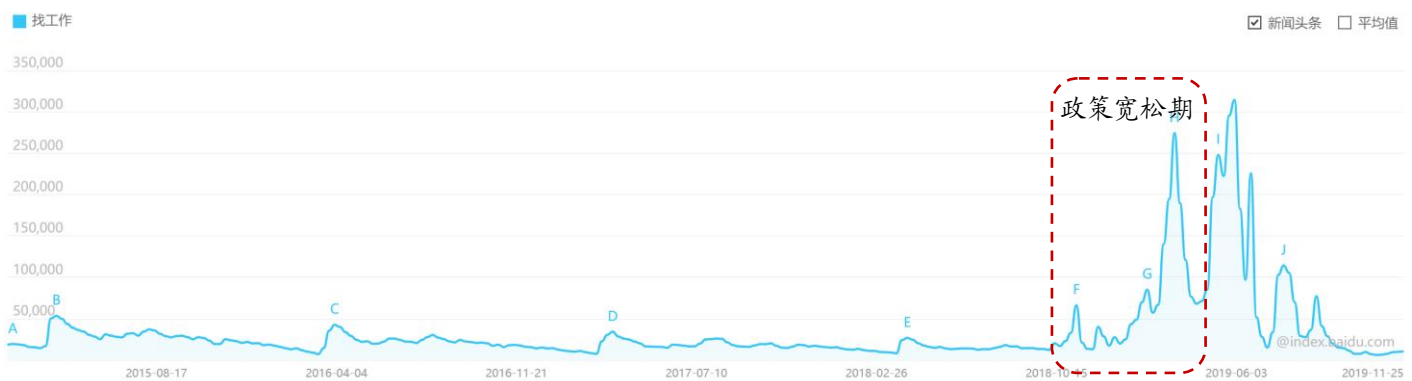
为防止房地产风险积重难返, 进而引发系统性金融风险, 2015-2018 年中央经济工作会议中, “去杠杆” 被连续 4 年提及。可见, 防范金融风险已经成为当今房地产调控框架中不可忽视的新变量。

2.2.4 房地产调控下限新变量：稳就业

调控下限方面，在经济增速放缓，经济结构加快调整的关键性时期，就业稳定是格外重要的。经济增长源于有效需求增加进而推动扩大再生产，这其中有效需求就有内需的持续增加，这依赖于居民可支配持续收入的稳定增长。而稳定就业就是确保全国人民拥有足够购买力的源泉，因此稳定就业是社会问题，也是经济问题和发展问题。是一切经济增长的根本。另一个角度看，18年10月政治局会议首次把“稳就业”放在“稳经济”之前，可见当前国内和国际经济形势持续走弱，不稳定因素增加的情况下，稳就业其实面临着较大的压力。因此当前阶段亦可把就业指标纳入地产调控政策框架，当失业率上升，“百业之母”房地产行业仍能够“托底就业”，可能迎来政策环境的相对放松。

18年10月至19年初，百度指数“找工作”搜索次数大幅上升，10月政治局会议提出“稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期”，房地产政策有所放松，基本面、政策面双双回暖，驱动三四月A股房地产板块走出超额收益。

图表 52: 2019 年“找工作”搜索次数远超历年



资料来源：百度搜索指数，国盛证券研究所

2.2.5 “一城一策”是“稳”的必经之路

在这样的框架下，解读今年7月政治局会议中提到的“不将房地产作为短期刺激经济的手段”就不必过度悲观了：“不刺激”既不等于“不托底”，更不可能等于“打压房地产”，而是以“稳”为目标，将房地产波动限制在可承受的范围内。当前房地产基本面韧性仍充足，本章开头提到的地产销售金额增速、房地产开发投资完成额等指标仍在合理区间内运行，自然没有“刺激”的必要。待到基本面下行，有快要超出“下限”的风险时，出台“托底但不刺激”的政策也是水到渠成的。

在调控上限新变量金融风险和下限新变量稳就业的多重“夹击”之下，房地产调控以“稳”为目标，市场波动减小的趋势是必然的。因此，“大开大合”的全国性放松政策出台概率势必减小，“一城一策”、“因城施策”、落实地方政府主体责任的政策路径也就成为了本轮房地产调控的必经之路。

基于“稳”的调控目标和“一城一策”的调控路径，我们的建议是：放弃全国性放松政策的幻想，建立“稳”政策框架下的投资逻辑，发掘结构性投资机会。

2.3 2020 年度房地产政策展望：“一城一策”有松有紧，全面放松不可期

2.3.1 房地产调控政策：基本面继续保持韧性，“一城一策”有松有紧

从房地产基本面关键指标的测算结果来看，我们认为，2020年房地产整体基本面仍坚韧，

并没有差到需要“刺激”的程度，更现实的是“一城一策”逻辑框架内的微调，个别城市的放松，并不单独构成板块估值修复的理由。

随着销售进一步下行，预计会看到更多“因城施策”式放松，估值压力趋于缓解是事实，只是很难有大的上行空间。**因此，不建议对政策放松给与过高期待。**关于政策短期内整体风向，建议关注以下指标：销售面积增速、百城库存面积增速、土地购置面积增速（财政领先指标）、“找工作”搜索指数。

图表 53: 2020 年房地产行业基本面预计继续保持韧性

行业关键指标	2020 年预测值
土地购置费	5.0%
建筑工程投资	12.0%
安装工程投资	5.0%
房地产开发投资	9.0%
新开工面积	5%
竣工面积	5%
销售面积增速	-2.1%

资料来源：国盛证券研究所

2.3.2 节奏上看，下半年政策环境可能好于上半年

我们基于以下两个理由判断，2020 年下半年政策环境可能好于上半年：

- ◆ 一是基本面有下行趋势，随着库存积累、房价上涨乏力，2020 年下半年房地产销售可能比上半年面临更大压力，部分城市可能不会像今年一样，主要出台以人才引进、落户放宽为主的政策，去支撑长期潜在购买力，而是会选择出台直接利好房地产市场的政策，如限购、限售放松、交易环节税费减免等，给市场打一剂“强心针”，从而保证楼市、经济和财政收入的稳定。
- ◆ 二是明年 11 月是美国总统大选之时，大选前后中美关系不确定性往往增大，在外部的不确定性加大的背景下，国家继续收紧房地产、加大国内经济不确定性的概率不大。

3. 公司：销售回落杠杆下行，回款反弹投资强度降低，集中度持续提升

3.1 销售：增速普遍回落，集中度持续提升

3.1.1 本年增速普遍回落，明年下行压力仍大

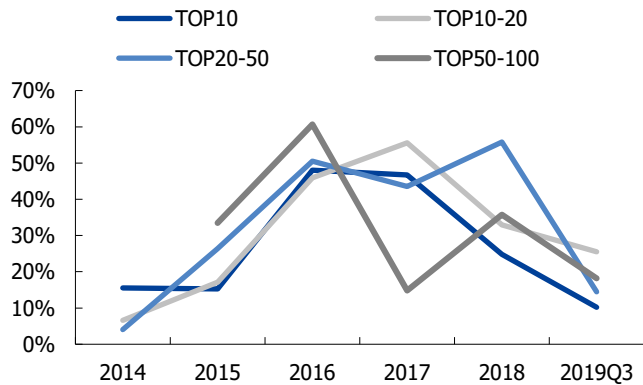
本年前三季度 TOP10/50/100 房企分别实现销售额 32733 亿元、66730 亿元、80578 亿元，同比增长 10%/14%/15%，增速相对上年分别回落 15pct/21pct/20pct。整体上看，不管是龙头房企、大中型房企还是小型房企，销售表现均逊色于上年，市场下行大背景下，很少有房企能够独善其身。TOP50 房企中，19Q3 销售增速高于 18 年的仅有金地集团、雅居乐、卓越集团、华发股份、中骏集团和大悦城 6 家房企，近 10 家房企销售增速下降幅度超过 50pct。

结构上来看，龙头房企（TOP10）销售与全国呈现更强的相关性，增速虽然低于其他房企，但市场下行背景下，增速回落幅度也低于其他房企，相对而言稳健性更好。与之相对应的是，大型房企（TOP10-20）不仅销售增速在各类型房企中最高，达到 26%，与此同时，其相对上年的回落幅度仅 7pct，也小于各梯队房企。

展望明年，考虑到全国销售缓慢下行的大趋势，预计百强房企销售增速下滑压力仍然比

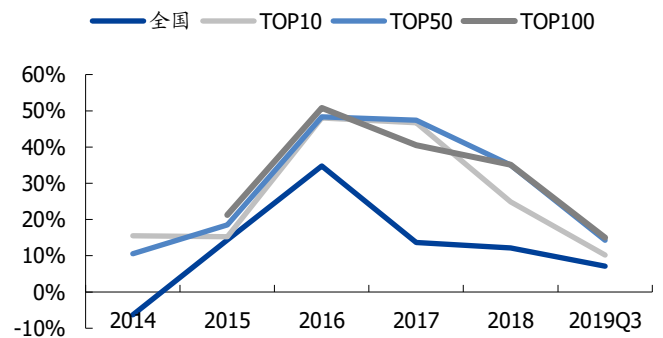
较大，多数房企销售增速可能继续下探。结构上看，龙头房企增速下降幅度会低于其他类型房企，部分区域型房企受益于较好的土储布局，亦有可能取得超预期的销售表现。

图表 54: 各类型房企销售增速



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 55: 主流房企销售增速逐渐接近全国平均



资料来源: 克而瑞, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 56: TOP50 房企 Q3 销售增速普遍低于 2018 年

企业简称	1-9 月金额 (亿元)	上年同期	19Q3 累计同 比	2018 全年销 售增速	增速差值 (19Q3-18)
碧桂园	5805.4	5520.5	5.2%	32.5%	-27.3%
万科地产	4755.7	4323.2	10.0%	15.8%	-5.8%
中国恒大	4530.7	4450.9	1.8%	7.4%	-5.6%
融创中国	3696.0	3187.0	16.0%	27.1%	-11.1%
保利发展	3470.0	3027.7	14.6%	28.6%	-14.0%
中海地产	2559.7	1955.6	30.9%	33.5%	-2.6%
绿地控股	2439.1	2735.0	-10.8%	25.3%	-36.1%
新城控股	1984.2	1612.3	23.1%	74.9%	-51.9%
华润置地	1747.0	1401.0	24.7%	39.3%	-14.6%
龙湖集团	1745.0	1490.1	17.1%	28.6%	-11.5%
世茂房地产	1739.9	1213.2	43.4%	74.3%	-30.9%
招商蛇口	1620.2	1161.0	39.6%	51.4%	-11.8%
阳光城	1502.0	1085.0	38.4%	77.9%	-39.5%
金地集团	1418.0	1066.0	33.0%	15.7%	17.3%
旭辉集团	1367.5	1078.9	26.7%	56.3%	-29.5%
中南置地	1303.6	1031.1	26.4%	57.9%	-31.4%
中国金茂	1238.4	978.9	26.5%	84.7%	-58.2%
金科集团	1213.1	919.9	31.9%	89.5%	-57.7%
中梁控股	1010.1	902.0	12.0%	70.0%	-58.1%
华夏幸福	1004.0	1101.0	-8.8%	9.2%	-18.0%
富力地产	1000.8	953.8	4.9%	60.2%	-55.3%
正荣集团	950.3	930.2	2.2%	43.2%	-41.0%
融信集团	939.8	822.1	14.3%	73.3%	-59.0%
远洋集团	889.0	701.7	26.7%	51.5%	-24.8%
雅居乐	876.5	701.6	24.9%	18.4%	6.5%

绿城中国	795.0	1017.7	-21.9%	7.3%	-29.2%
滨江集团	791.3	650.7	21.6%	38.2%	-16.6%
奥园集团	785.8	610.4	28.7%	84.3%	-55.6%
蓝光发展	771.0	687.2	12.2%	51.2%	-39.0%
祥生地产	764.0	620.1	23.2%	81.3%	-58.1%
龙光集团	760.0	688.9	10.3%	63.4%	-53.1%
佳兆业	730.0	481.6	51.6%	85.4%	-33.8%
新力地产	710.0	542.0	31.0%	107.3%	-76.3%
美的置业	708.0	602.0	17.6%	75.6%	-58.0%
荣盛发展	698.0	600.5	16.2%	37.6%	-21.4%
首开股份	664.7	540.0	23.1%	45.8%	-22.7%
卓越集团	632.0	389.1	62.4%	50.6%	11.8%
金辉集团	631.0	451.4	39.8%	67.8%	-28.0%
泰禾集团	619.2	955.3	-35.2%	29.4%	-64.6%
华发股份	610.7	375.4	62.7%	58.4%	4.3%
中国铁建	584.5	556.0	5.1%	29.3%	-24.2%
合景泰富	581.5	436.9	33.1%	60.1%	-27.0%
福晟集团	556.5	440.8	26.2%	56.8%	-30.5%
中骏集团	531.1	327.6	62.1%	0.0%	62.1%
大悦城控股	510.0	388.4	31.3%	0.0%	31.3%
首创置业	510.0	422.0	20.9%	25.9%	-5.1%
时代中国	505.9	400.2	26.4%	41.3%	-14.8%
佳源集团	492.9	689.6	-28.5%	1004.8%	0.0%
建业地产	491.8	475.8	3.4%	90.3%	-86.9%
融侨集团	489.2	519.0	-5.7%	34.0%	-39.7%

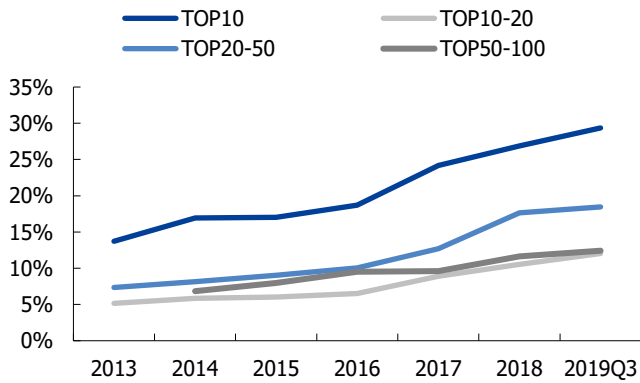
资料来源：克而瑞，国盛证券研究所

3.1.2 集中度继续提升，龙头房企市占率提升更快

本年前三季度 TOP10/50/100 房企市占率分别达到 29%/60%/72%，相对上年分别提升 2.5pct/4.8pct/5.5pct，集中度提升持续演绎。龙头房企（TOP10）凭借自身融资、投资、运营、品牌、成本等方面的全方位优势，市占率由上年的 26.9% 提升至本年前三季度的 29.4%，大型房企（TOP10-20）也具备一定的综合优势，市占率由上年的 10.6%，提升至 12%，但市占率提升幅度小于龙头房企。TOP20-50 房企和 TOP50-100 房企市占率提升 0.8pct，提升幅度更低。

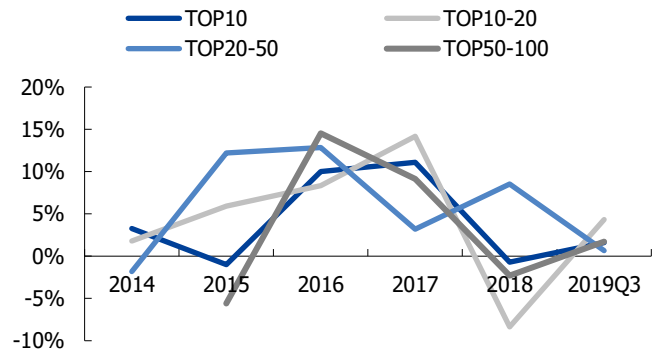
规模越大的房企市占率提升越快，本身就是行业集中度提升的表现。我们认为虽然房地产行业本身并不具有明显的规模经济效应，但随着行业增速中枢下降，融资持续收紧，资金和人才会进一步集中于龙头房企和大型房企，行业集中度还会进一步提升。同时，对于龙头房企和大型房企，随着布局区域和销售规模的持续增加，管理难度快速上升，持续优化公司管理以匹配规模增长，是将资源市占率兑现为销售市占率的必备前提。

图表 57: 大中型房企市占率继续提升



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 58: 大中型房企销售均价增速修复



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

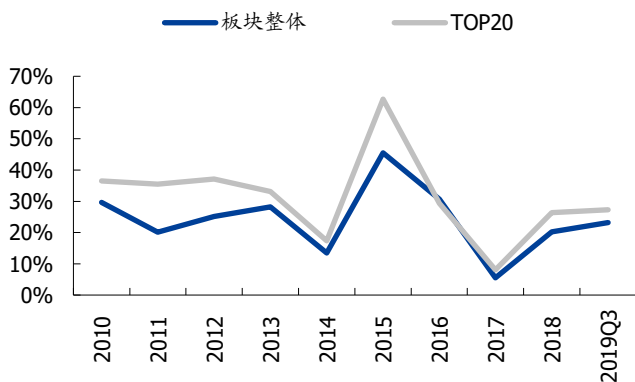
3.2 财务: 业绩上修杠杆下降, 回款反弹投资强度下降

3.2.1 营业收入: 增速修复至历史平均水平, TOP20 房企占比超过 80%

115 家 A 股上市房企 2019Q3 实现营收 13131 亿元, 同比增长 23%(整体法), 相对 2018 年营收增速提升 3pct, 营收增速修复趋势延续, 但目前仅处于近年平均水平。营收最高的 20 家房企实现营业收入 10685 亿元, 同比增长 27%, 小幅高于行业平均, 占 115 家房企营收的 81%, 相对 2018 年提升 3pct, 营收集中度持续提升。

展望明年, 一方面当前营收增速仅处于行业历史平均水平, 另一方面, 16/17 去库存结束后, 期房销售占比持续提升, 地产整体营收增速与竣工面积的增速将更加相关, 加之当前地产板块预收账款对营业收入的覆盖率处于历史高位, 营收锁定性较高, 随着竣工增速修复, 板块营收增速有望继续向上。

图表 59: 营收增速修复至历史平均水平



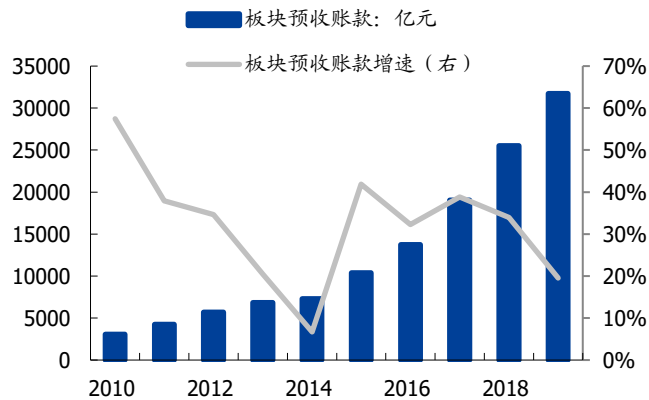
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 60: 大中型房企营收占比持续提升



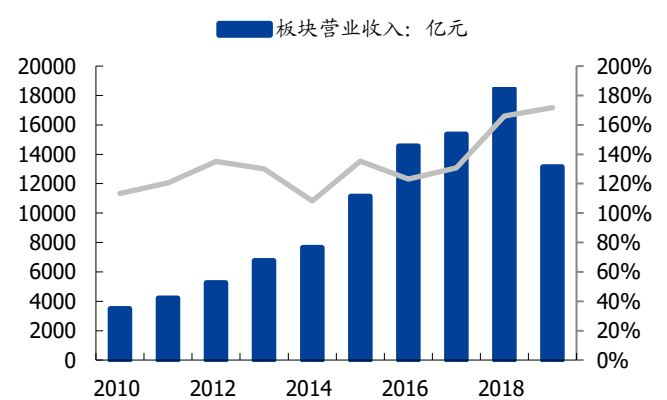
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 61: 板块预收账款增速回落



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 62: 预收账款对上年营收的覆盖率持续提升, 目前处历史最高

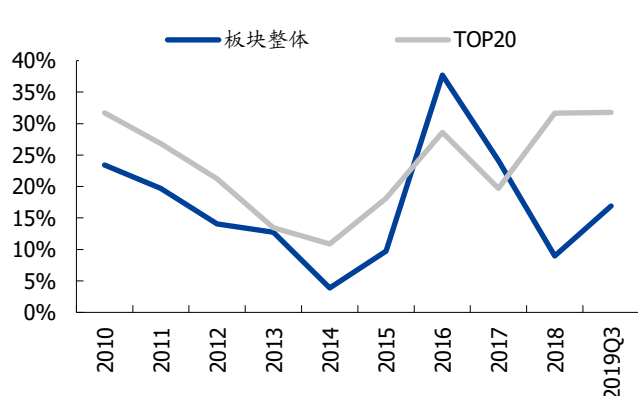


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2.2 归母净利润: 增速修复至历史平均水平, TOP20 房企增速更优

A 股上市房企 2019Q3 实现归母净利润 1171 亿元, 同比增长 17%, 相对 2018 年增速提升 8pct, 增速修复趋势延续, 目前仍低于 10 年以来的平均水平 20%。归母净利润最高的 20 家房企实现归母净利润 936 亿元, 同比增长 32%, 明显优于行业平均, 占 115 家房企归母净利润的 80%, 相对 2018 年小幅回落 1pct。

图表 63: 净利润增速小幅修复, 大中型房企高位稳定



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 64: 大中型房企净利润占比持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2.3 盈利能力: 毛利率短期有下行压力, 少数股东损益占比将趋稳定, 大中型房企盈利能力优势明显

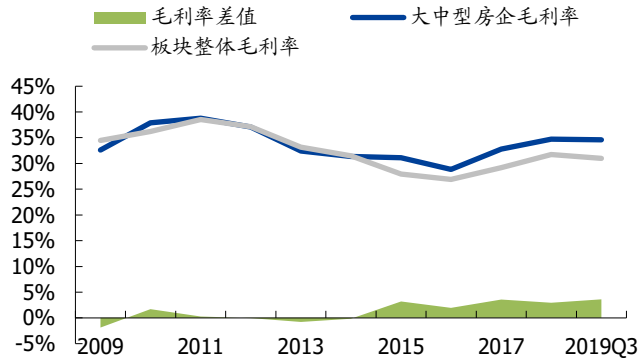
A 股上市房企 2019Q3 毛利率为 31%, 相对上年下降 0.7pct, 净利润率为 11.7%, 相对上年下降 0.4pct, 归母净利润率为 9.2%, 相对上年下降 0.3pct, 整体盈利能力承压。考虑到 2018 年百强房企销售均价 13572 元/平方米, 与 2017 年基本持平, 但地价上升明显, 因此短期内盈利能力预计仍有所下滑。

与此同时, 2019Q3 少数股东损益在净利润中的占比为 21.2%, 相对上年下降 1.1pct。按照一般的会计准则并做合理简化, 可以计算出一般房企少数股东损益占比的最大值为 25%, 我们认为当前 22% 左右的少数股东损益占比已经接近理论上的最大值, 未来少数股东损益占比料将趋于稳定。

值得注意的是, 我们选取 A 股 16 家大中型房企作为样本, 发现大中型房企的盈利能力持续高于行业平均, 且差值呈现逐渐增大的趋势。2014 年行业整体毛利率为 31.3%, 大中型房企为 31.5%, 二者几乎相等, 而 2019Q3 行业整体毛利率为 31%, 大中型房企

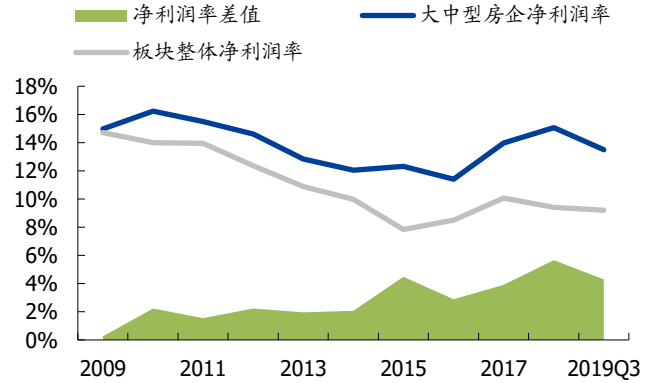
毛利率则达到 34.6%，领先 3.6pct。净利率方面，大中型房企优势也在持续增大，净利率差值由 2009 年的 0.3pct 上升为 2018 年的 5.7pct。我们认为，大中型房企盈利能力高于行业平均水平，是融资优势、管理优势、品牌优势、成本优势等综合优势的体现，长期来看优势有望继续扩大。

图表 65: 板块毛利率及大中型房企毛利率



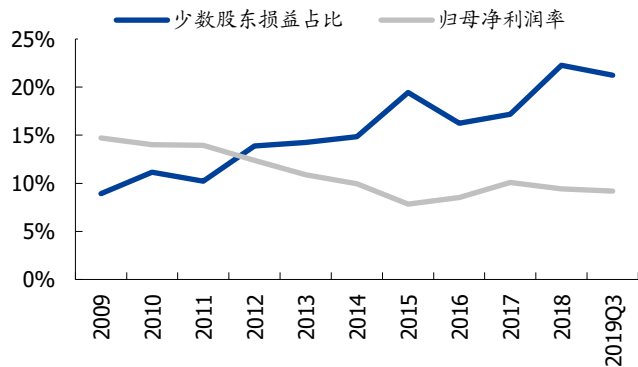
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 66: 板块净利率及大中型房企净利率



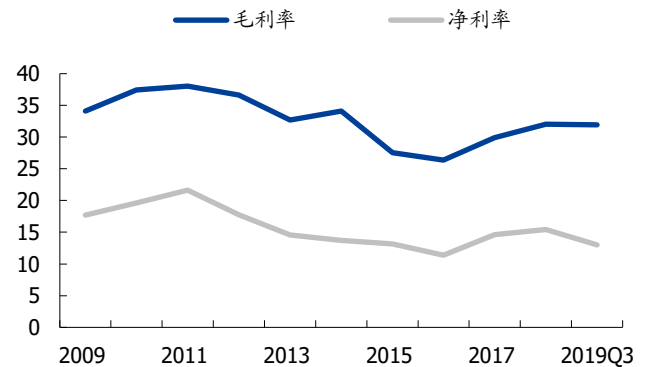
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 67: 少数股东损益占比与归母净利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 68: TOP20 房企毛利率与净利率 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3 负债: 净负债率高位回落, 无息负债占比提升

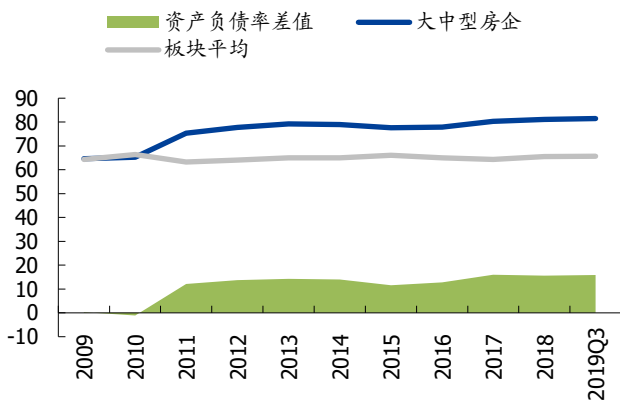
截至 2019Q3, A 股上市房企剔除预收账款后的资产负债率平均值为 59%, 相对上年末小幅回落 0.8pct, 净负债率平均值为 80.5%, 相对上年大幅回落 27.4pct。资产负债率小幅提升 0.1pct, 主要是预售账款(合同负债)的增加(这与本年到位资金的结构分化是相符的), 整体上看, 上市房企杠杆高位回落。

负债结构方面, 预收账款在总负债中的比例持续提升, 由 15 年的低点 27.7% 逐年上升至 19Q3 的 36.4%, 提高 8.7pct, 对“快周转”模式的普遍追求, 提升了上市房企的经营杠杆, 某种意义上增强了上市房企的财务稳健性的同时, 也在一定程度上减轻了逐渐趋严的地产融资的影响。

同时, 以 A 股 16 家大中型房企为样本, 整体而言, 目前大中型房企的净负债率和剔除预收账款后的资产负债率分别高于平均水平 52.1pct 和 14.4pct, 且未见收窄趋势, 原因一方面是大中型房企一般具有较高的信用等级, 加杠杆更加容易, 另一方面, 从最近一

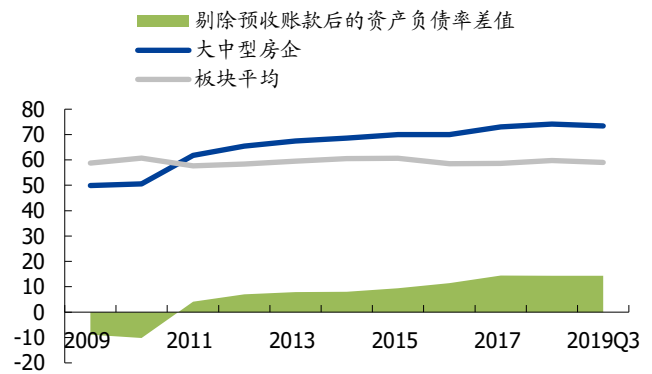
轮周期来看，加杠杆仍是房企实现规模增长的必要途径。

图表 69: 板块资产负债率小幅提升 单位: %



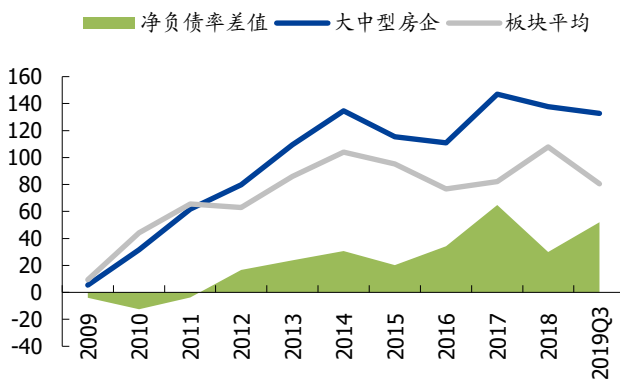
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 70: 板块剔除预收账款后的资产负债率小幅下降 单位: %



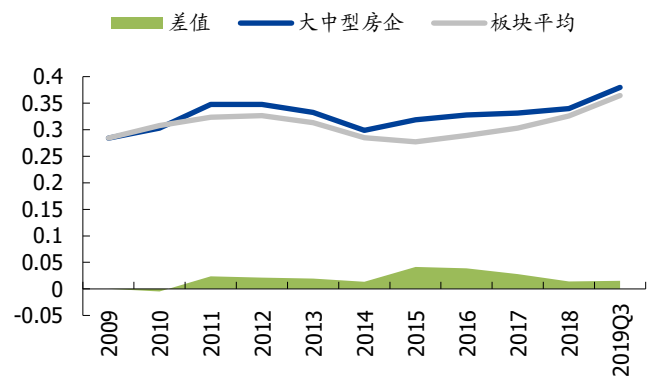
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 71: 净负债率有所下行 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 72: 预收账款在总负债中的比例持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

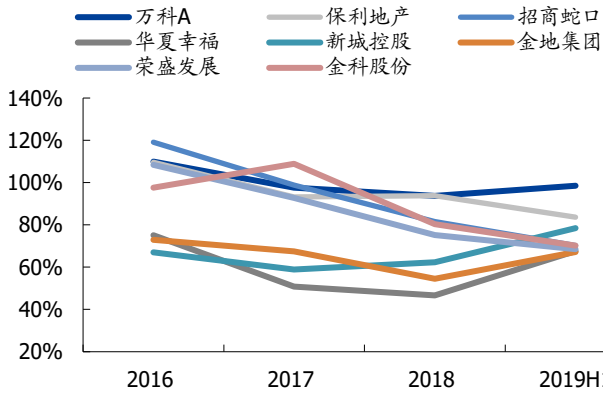
3.4 现金流: 主流房企回款率低位反弹, 投资强度整体下降

3.4.1 19H1 主流房企回款率低位反弹

以房企权益销售额代替并表销售额 (这一假设与实际情况的偏差取决于房企项目的权益分布情况), 计算样本房企 2016 至 2018 年的销售回款率 (分子为“销售商品提供劳务收到的现金”):

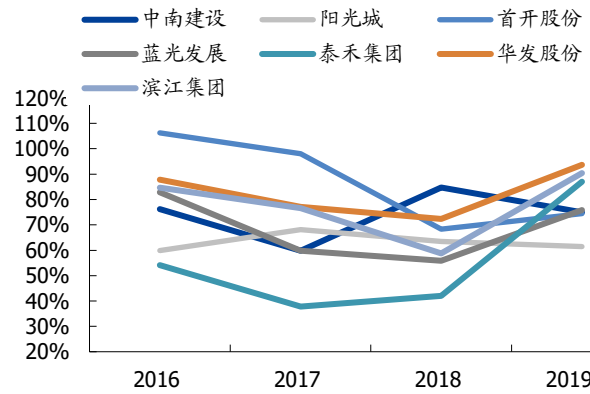
- 从整体趋势上看, **15 家样本房企回款率近三年呈下降趋势**, 平均值由 2016 年的 87% 下降至 2018 年的 69%, 降幅达到 18%, 这与 2017 年和 2018 年两年销售增速缓慢下行、市场整体热度逐渐下降有关, 但更重要的原因在于公积金贷款和按揭贷款放款周期有所拉长。2019 年上半年, 回款率有所提升, 也与 5 月份前按揭贷款放款速度有所提升有关, 预计下半年行业整体回款率仍有下降压力。
- 从结构上看, 基于可比口径, 样本房企呈现一定程度分化, 从近三年平均回款率来看, **万科 A、保利地产、招商蛇口、金科股份** 四家房企平均值都在 **90% 以上**, 销售回款与销售额匹配较好。
- 19H1 回款率提升较快的是泰禾集团、滨江集团、华夏幸福和蓝光发展, 提升均在 20% 以上, 保利地产和招商蛇口两家龙头房企的回款率则下降了 10% 左右。

图表 73: 样本房企销售回款率 (1)



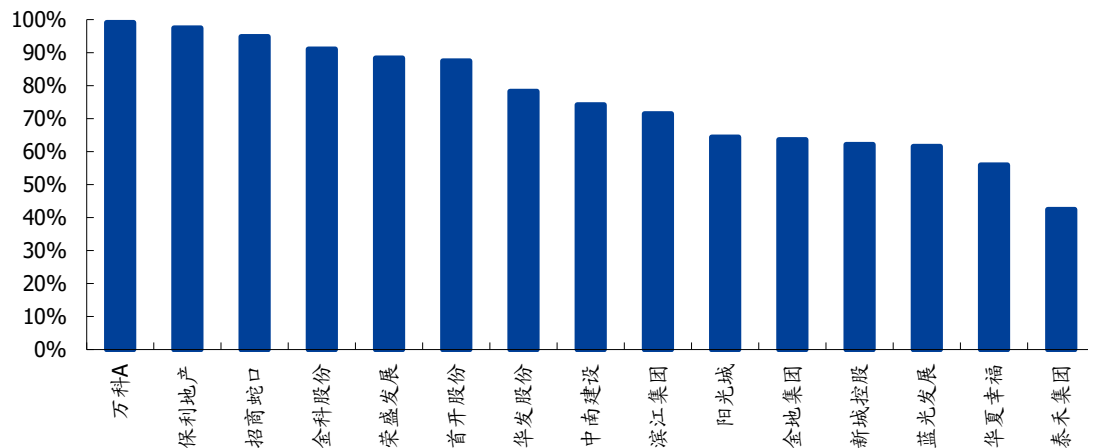
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 74: 样本房企销售回款率 (2)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 75: 样本房企近 3 年平均回款率比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4.2 表内投资强度整体继续下降

我们以调整后的购买商品接受劳务支付的现金/销售商品提供劳务收到的现金, 作为衡量房企表内投资强度的指标, 直观意义是房企一定时期内在经营活动中收到的现金再次支付出去的比例。需要说明的是, 投资强度中包含了获取项目和建安支出两部分, 因此该指标更大程度衡量的是房企对外源融资的依赖程度, 并不能完全反应房企的扩张意愿。典型如保利地产, 拿地金额有所下降, 但由于建安支出占比提升, 使得上半年投资强度相对上年有所提升。从中可以看出:

- ◆ 整体来看, 投资强度最高的年份是 2014 年和 2017 年, 2013 年至 2017 年间投资强度整体处于高位, 2018 年开始逐渐下降, 说明样本房企对外源融资的依赖程度有所减弱;
- ◆ 结构上看, 除万科历年保持相对稳定外, 多数房企都有一定程度的波动, 个别年份有较大幅度变化, 如 2015 年和 2016 年的金地集团、滨江集团, 2017 年的保利地产、蓝光发展, 2018 年的荣盛发展、阳光城, 2019H1 的泰禾集团等。
- ◆ 从近 6 年平均值看, 招保万金等房企的外源融资依赖程度较低, 而阳光城、泰禾集团、华夏幸福、金科股份等房企的外源融资依赖程度较高。

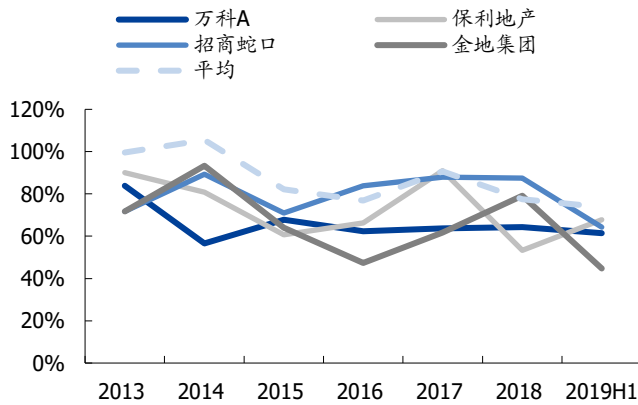
图表 76: 样本房企表内投资强度

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	平均
万科A	84%	57%	68%	62%	64%	64%	61%	66%
保利地产	90%	81%	61%	66%	91%	53%	68%	73%
招商蛇口	72%	89%	71%	84%	88%	88%	64%	79%
华夏幸福	100%	104%	81%	73%	91%	78%	108%	91%
新城控股	88%	67%	86%	56%	107%	80%	86%	82%
金地集团	72%	93%	64%	47%	62%	79%	45%	66%
荣盛发展	96%	78%	79%	80%	73%	59%	90%	79%
金科股份	105%	119%	79%	66%	99%	79%	88%	91%
中南建设	103%	114%	72%	90%	95%	56%	83%	87%
阳光城	119%	110%	115%	153%	107%	53%	100%	108%
首开股份	102%	72%	85%	60%	88%	58%	70%	77%
蓝光发展	20%	15%	72%	84%	56%	78%	86%	58%
泰禾集团	211%	205%	103%	168%	157%	93%	25%	137%
世茂股份	110%	109%	51%	62%	89%	80%	84%	83%
华发股份	143%	279%	188%	53%	125%	94%	61%	135%
滨江集团	79%	97%	40%	24%	60%	147%	61%	72%
平均	100%	105%	82%	77%	91%	77%	74%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

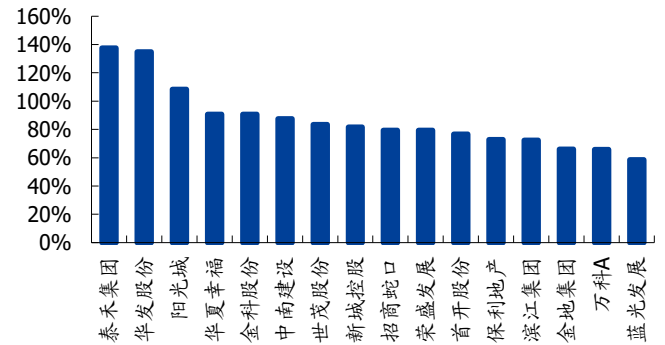
注: 招商蛇口、阳光城、泰禾集团和华发股份, 采用调整后的数据。

图表 77: 部分房企表内投资强度



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 78: 近 6 年样本房企外源融资依赖程度



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4.3 支出刚性不高, 主流房企现金流无忧

大体上看, 房企购买商品接受劳务支付的现金主要包括项目获取(包括并购)和建安支出, 前者是房企基于市场判断和公司战略的主动选择, 后者则是销售后承担的被动义务, 我们认为评价房企的短期偿债能力需要将主动支出剥离。

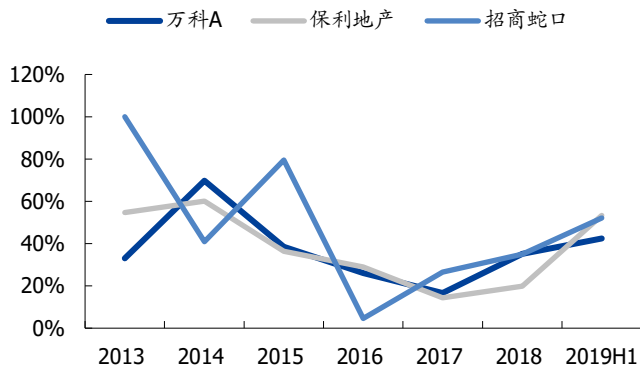
由于房企购买商品接受劳务支付的现金的描述范围是并表项目, 但并表口径拿地金额无法准确得到, 我们以权益拿地金额代替。从数据看, 我们认为一方面样本房企出现现金流断裂的可能性比较低, 另一方面, 部分房企建安支出占比明显提升, 对应结算高峰逐渐到来。

- ◆ 建安支出在经营现金流出中的平均占比约 35%到 40%, 在经营现金流入中的平均

占比约 25%，与一般项目的成本构成接近，说明样本房企依靠在手项目的销售回款支撑被动建安支出难度不大，出现项目延迟交付等类似现金流断裂事件的概率比较低；

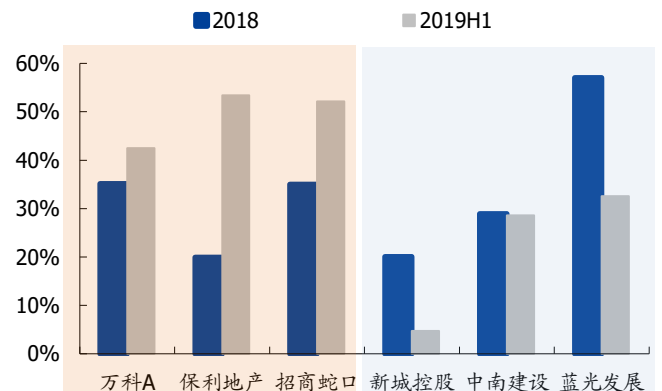
- ◆ 从建安占比的变化，19年上半年，保利地产由上年的 20%提升至 53%，说明其购买商品接受劳务的现金流出大量用于建安支出，一方面扩张节奏更趋稳健，另一方面也从侧面印证其表内项目逐渐进入交付期。蓝光发展则相反，今年上半年现金流出的建安投资占比由 57%降至 33%，扩张节奏明显加快。

图表 79: 龙头房企建安支出/购买商品接受劳务流出一般不超过 50%



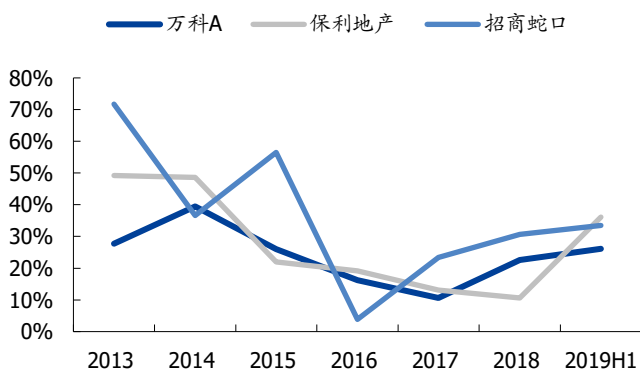
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 80: 样本房企建安支出/购买商品接受劳务流出呈现分化



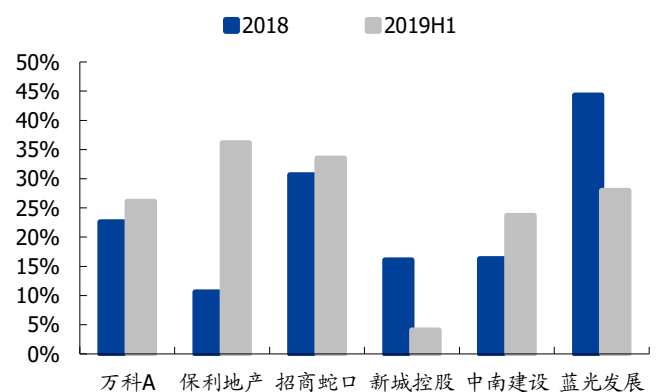
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 81: 龙头房企建安支出/销售商品提供劳务流入不超过 40%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 82: 样本房企建安支出/销售商品提供劳务流入呈现分化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 地产股：“不刺激”的刺激逐渐消退，确定的阿尔法，大概率率的贝塔

4.1 政策基调仍是决定短期超额收益的重要因素，“不刺激”后基本面重要性提升，个股迎来分化

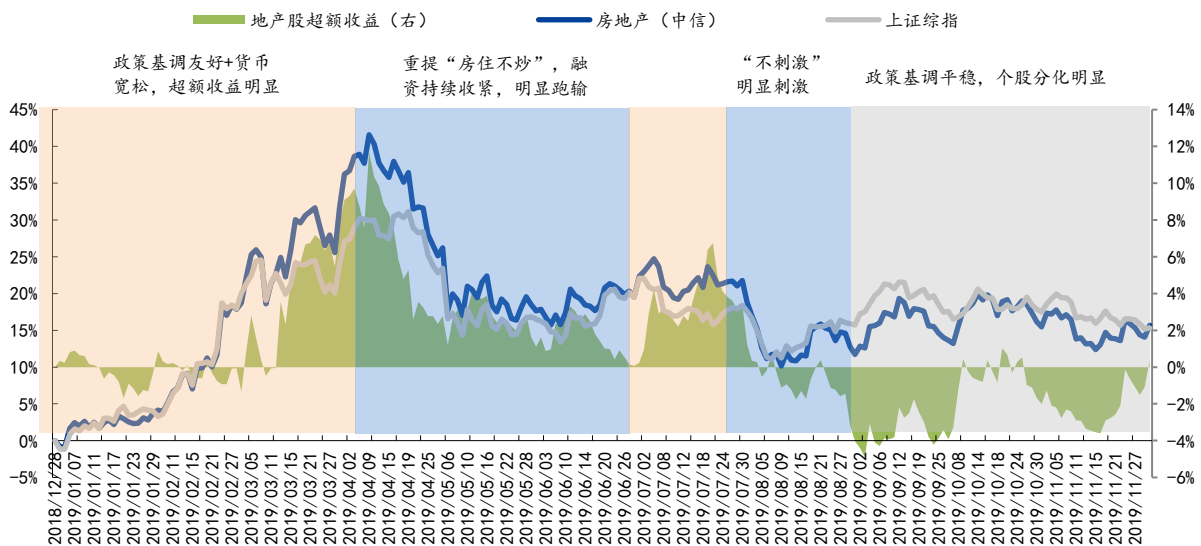
复盘本年地产股走势，可以看出政策基调仍是决定地产股短期超额收益的重要因素。从 2018 年 10 月至今，政策基调大致经历了先松后紧的过程：

- ◆ 2018 年 10 月政治局会议提出“实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期工作”，加之彼时楼市金九银十不及预期、

房地产投资连续回落，政策基调转向友好，政策放松预期增强。此阶段一直到2019年4月上旬，市场对地产股的关注度持续提升，加之货币环境相对宽松，地产股超额收益明显，跑赢上证综指 11.7pct。

- ◆ 2019年4月政治局会议重提“房住不炒”，加之后续融资收紧持续发酵（信托、银行、债券全面收紧），楼市表现明显超预期、地产投资延续高位稳定等，政策基调重归严厉，放松预期落空，地产股连续两个月大幅跑输大盘，至6月底年内超额收益基本全部回吐。
- ◆ 2019年7月中上旬，政策环境相对稳定，受部分龙头房企业绩超预期带动，地产板块再次跑赢大盘，但幅度不大。
- ◆ 2019年7月30日政治局会议重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，超过市场“整体平稳+边际缓和”的政策预期，地产板块迎来接近1个月的连续下跌。
- ◆ 2019年8月到11月的四个月中，政策基调维持偏紧的同时，多地出台“一城一策”式政策微调，但对地产板块均未产生明显的扰动。受益于低估值、高分红、业绩锁定性高、销售表现尚佳等优势，主流地产股均有不同程度上涨，业绩、估值、分红、销售等基本面因素的影响明显提升，个股分化更趋明显。

图表 83: 政策基调仍是决定地产股短期超额收益的重要因素，下半年基本面重要性提升



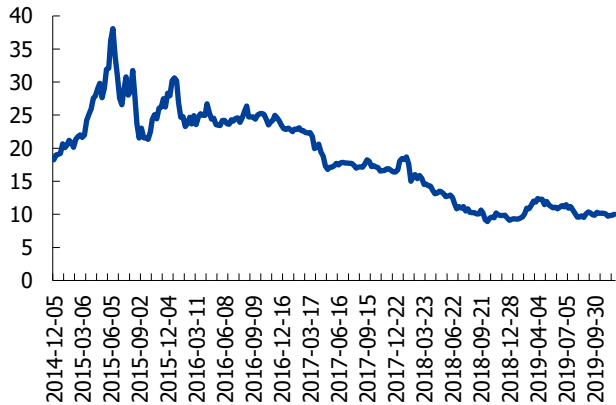
资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2 估值接近十年最低水平，股息率持续提升

当前 A 股房地产板块 PE (TTM) 为 9.99 倍，处于近 10 年/5 年/2 年的分位值分别为 5.3%/10.5%/26.2%，站在长中短周期看，估值均处明显低位，估值下行风险不大。A 股主流房企平均 PE 为 7.2 倍，中位数为 6.6 倍。考虑到行业逐步进入结算高峰，板块未来一到两年的营收增长将有力支撑归母净利润释放，当前估值具有明显的吸引力。

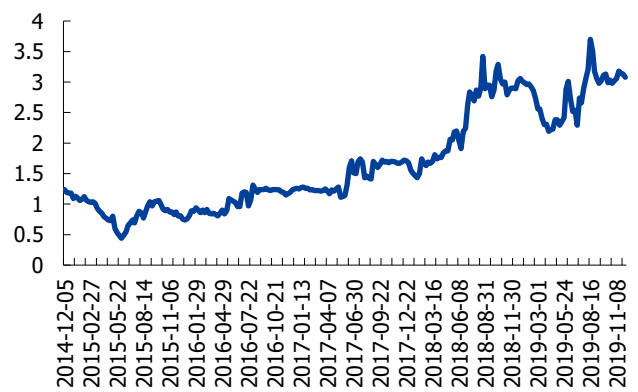
由于估值持续走低的同时，业绩持续增长，现金分红比率保持稳定，地产板块当前股息率达到 3.1%，已非常接近 10 年期国债到期收益率 3.2%。从股息率走势来看，15 年以来地产股股息率持续走高，在估值保持稳定的情况下，随着业绩稳健释放，股息率仍有提升空间。

图表 84: 板块 PE 接近历史最低水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 85: 股息率仍有提升空间



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 86: 20 强房企 PE 及股息率

证券代码	证券简称	PE(TTM)	股息率(TTM) (%)	预测净利润 增长率 2019 (%)	预测净利润 增长率 2020 (%)	预测净利润 增长率 2021 (%)
2007.HK	碧桂园	5.7	5.3	21.5	18.6	15.3
000002.SZ	万科 A	8.3	3.7	22.0	18.5	18.3
1918.HK	融创中国	7.8	2.3	51.3	27.6	22.9
600048.SH	保利地产	8.1	3.3	30.0	21.5	18.8
0688.HK	中国海外	6.5	3.4	9.4	14.7	5.2
600606.SH	绿地控股	5.6	4.5	27.7	23.1	22.3
601155.SH	新城控股	6.9	4.4	23.1	37.9	30.7
1109.HK	华润置地	7.9	3.4	11.2	16.9	17.5
3380.HK	龙光地产	5.8	7.2	26.1	23.0	21.8
0813.HK	世茂房地产	8.8	4.4	30.6	22.8	14.7
001979.SZ	招商蛇口	12.2	4.1	19.9	22.0	21.8
000671.SZ	阳光城	8.3	0.7	38.2	34.9	32.3
600383.SH	金地集团	6.8	4.8	21.6	19.4	17.2
0884.HK	旭辉控股	8.0	5.5	30.6	26.3	24.8
000961.SZ	中南建设	10.2	1.4	85.0	71.9	27.7
0817.HK	中国金茂	9.9	4.1	36.1	28.7	25.2
000656.SZ	金科股份	6.6	5.1	34.4	27.4	23.3
2772.HK	中梁控股	8.0	2.4	125.3	31.6	20.5
600340.SH	华夏幸福	6.1	4.3	27.7	28.3	26.3

资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.3 2020 展望: 把握业绩驱动的阿尔法, 期待政策驱动的贝塔

4.3.1 2020 地产核心判断总结

基本面：行业短周期下行趋势明确，中周期补库存支撑，基本面不会差到需要“刺激”的程度。销售方面，供给支撑销售继续演绎，短期下行方向确定但节奏不会太快，预计明年销售额/面积增速为-2.1%；新开工方面，低库存背景下，不会因为销售下行和融资紧张而出现明显下滑，预计将维持在5%左右；投资方面，韧性的背后是“错位”导致的低波动，短期土地购置和建安投资的错位延续，因此建安下行空间非常有限，同时中期加库存周期或开启，在3到5年的较长周期中，开发投资失速的风险都是比较低的，故房地产投资很难有较大幅度下行，预计明年为9.6%；竣工方面，从先导指标建安投资来看，本轮竣工上行期至少持续至2021H2，20年增速预计为5%。

政策面：从房地产基本面关键指标的测算结果来看，我们认为，2020年房地产整体基本面仍坚韧，并没有差到需要“刺激”的程度，更现实的是“一城一策”逻辑框架内的微调。一句话，松比紧的概率大，但松也松不到哪里去。随着销售进一步下行，大概率会看到更多“因城施策”式放松，板块估值压力趋于缓解，只是很难有大的上行空间，建议将来自政策的收益当做“或然”的礼物，而非“必然”的事实。

公司面：销售回落杠杆下行，回款反弹投资强度降低，集中度持续提升。销售方面，本年增速普遍回落，明年下行压力仍大，同时，集中度持续提升，龙头房企市占率提升更快。业绩方面，板块营收和归母净利润增速修复至历史平均水平，当前地产板块预收账款对营业收入的覆盖率处于历史高位，营收锁定性较高，随着竣工增速修复，板块业绩增速有望继续向上。盈利能力方面，毛利率短期有下行压力，少数股东损益占比将趋稳定，大中型房企盈利能力优势明显。负债和现金流方面，净负债率高位回落，无息负债占比提升，回款率低位反弹，投资强度整体下降。

4.3.2 投资策略：把握业绩驱动的阿尔法，期待政策驱动的贝塔

如前所述，当前地产股从估值、业绩、股息率等各方面看，都具有明显的吸引力，同时，基本面虽然短周期下行，但一方面在中期低库存背景下，下行节奏不会太快，另一方面，基本面的下行一定程度上会使政策基调更趋友好，估值层面压力减轻。综合判断，我们认为地产股估值会维持相对稳定的水平（向上的概率更大），**业绩的重要性将提升。**

从预收款覆盖率、建安投资增速和竣工修复趋势出发，**房企结算有望维持至少2年左右的高峰期**，同时，板块营收增速目前仅处于历史平均水平，有望继续提升。毛利率和净利率存在下行风险，但**少数股东损益占比有望下降**，这将一定程度上对冲毛利率和净利率下行对业绩的拖累。因此，我们认为未来**1到2年内，房企业绩有望维持亮眼表现**，而在估值稳定的大前提下，**业绩驱动的阿尔法收益确定性更强，值得把握。**

至于政策层面，我们首先不建议基于政策转向的预期进行政策博弈，因为2020年房地产整体基本面仍坚韧，并没有差到需要“刺激”的程度。但需要提醒的是，随着基本面下行，政策基调趋于友好，**贝塔收益的确定性低于业绩驱动的阿尔法收益，但仍然值得期待。**

5. 重点公司推荐

5.1 保利地产

未售货值丰富，结构合理，开工积极，销售可期：货值方面，可售资源仍丰富，可售面积对上年和本年销售面积的覆盖率达到3.0和2.6，短期拿地减少影响不大。结构方面，一二线货值占比约70%，能够更好地抵御市场下行压力。推货方面，本年开工有望达到5400万平方米，对应开工增速为22.8%。有力推动公司货值释放。

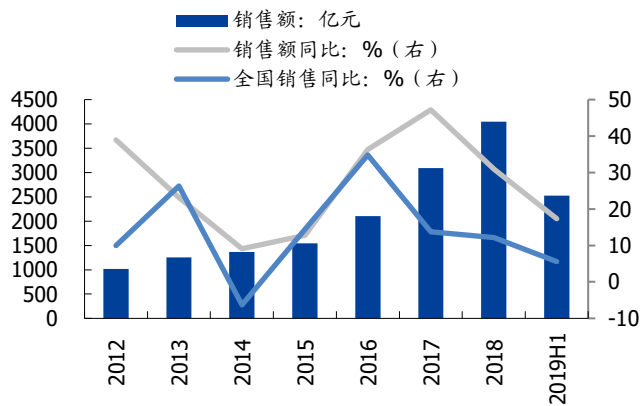
待结算资源量足、质佳、成熟度高，业绩高峰即将到来：待结算资源数量方面，预收账款覆盖率较快增长，营收覆盖率高位稳定；质量方面，由于高毛利项目进入结转和高毛利区域占比提升，毛利率短期内预计维持高位，且少数股东损益占比有望下降；成熟度

方面，从竣工面积增速和其他应收应付变化两方面分析，公司结算高峰即将到来。

杠杆合理攻守兼备，融资优势更显可贵：公司 2018 年开始杠杆稳中有降，目前低于 A 股多数主流房企，较低的杠杆水平降低经营风险的同时，亦保留了公司择机扩张的空间。同时，公司融资优势明显，在行业融资整体收紧的大背景下，融资优势有望进一步转化为经营优势。

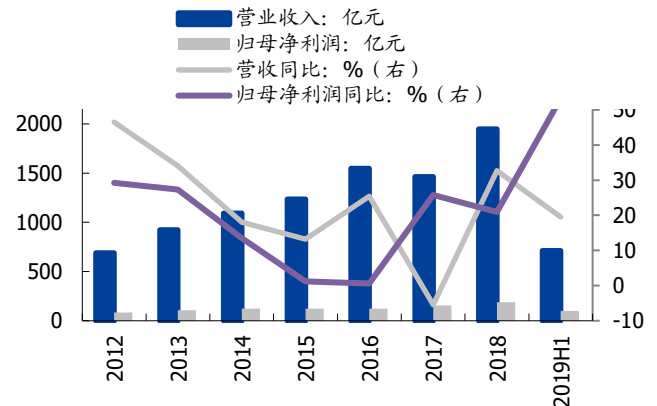
股息率接近公司发行债券，物业上市有望提升综合实力：按照 9 月 10 日收盘价计算，公司 TTM 股息率为 3.57%，我们估算公司 2019 年股息率将达到 5.06%，高于公司发行债券和票据的平均票面利率 4.36%。保利物业成功上市后，有望进一步提升母公司的综合实力。

图表 87: 公司历年销售表现



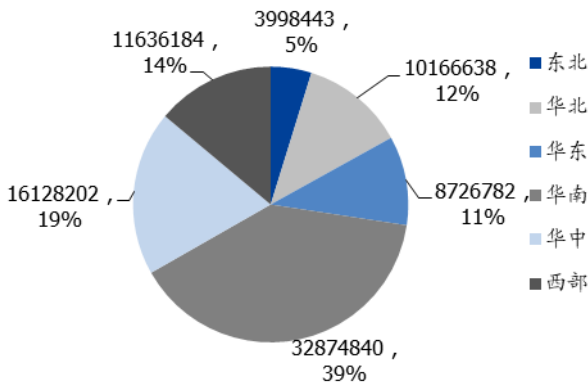
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 88: 公司历年业绩表现



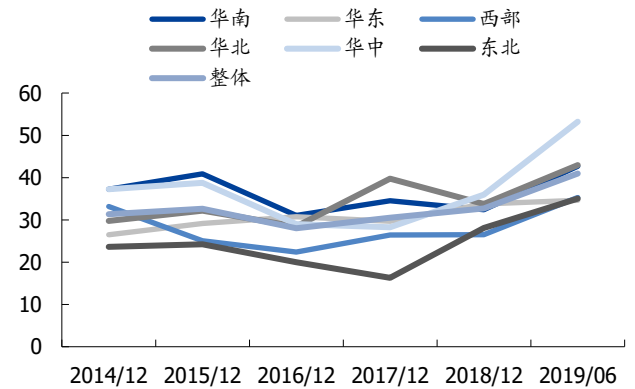
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 89: 公司已售未结面积区域分布 单位: 平方米



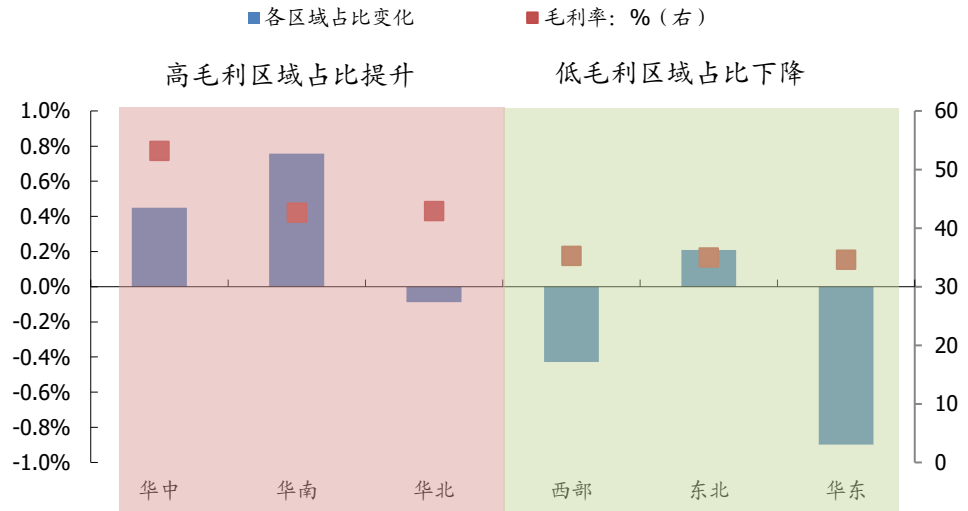
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 90: 公司房地产业务历年毛利率及各区域毛利率 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 91: 已售未结算面积中, 高毛利区域占比上升, 低毛利区域占比下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

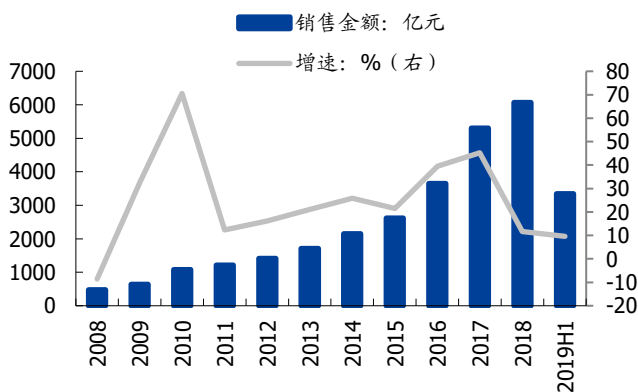
5.2 万科 A

卓越经营铸就持续 ROE 优势, 稳健经营造就连续十年正经营现金流。公司 ROE 优势从 2009 年的 1.25pct 逐年上升至 2018 年的 9.34pct, 我们发现公司 ROE 优势的主要驱动因素是权益乘数提升。2018 年权益乘数的贡献达到 9pct, 背后是公司卓越的经营杠杆能力。公司经营现金流十年连续为正, 稳健经营穿越周期。

销售稳增可期, 业绩有望平稳释放。长期来看, 公司布局 67 座城市, 远低于其他龙头, 销售平稳增长仍有空间, 短期来看, 可售货值相对充足, 布局合理, 预计全年仍将实现 10% 左右的销售增速。业绩方面, 公司已售未结金额为 5307 亿元, 相对上年结算金额的覆盖率为 186%, 处于近 10 年以来最高水平。从竣工面积与结算面积的关系来看, 我们认为公司本年结算面积为 2533 万平方米, 对应结算收入增长 29%。

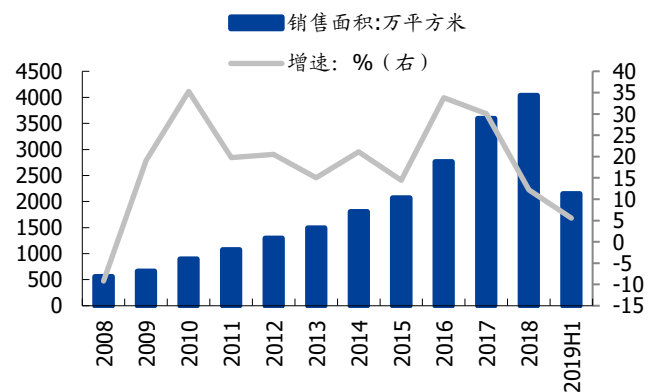
持续创新能力强, 转型不易, 行则将至。看好公司的持续创新能力, 加上房地产业务仍能在未来相对长的时期内为公司提供较为充沛的现金, 我们认为公司有望继续引领行业潮流, 做新时代领舞者, 找到契合自身的“明星业务”, 并为房企转型提供“万科方案”。

图表 92: 公司历年销售额及同比增速



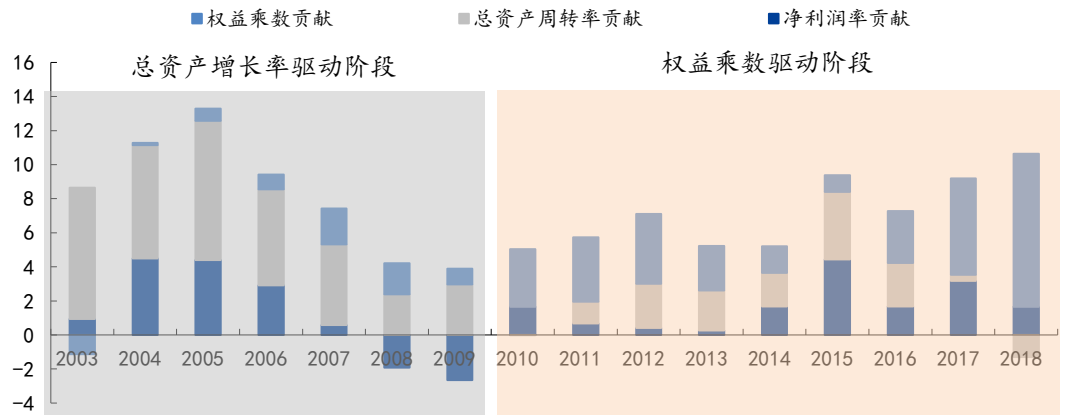
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 93: 公司历年销售面积及同比增速



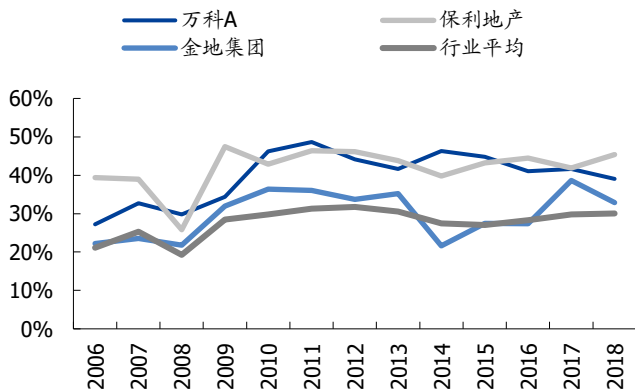
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 94: 公司 ROE 优势, 主要由权益乘数贡献



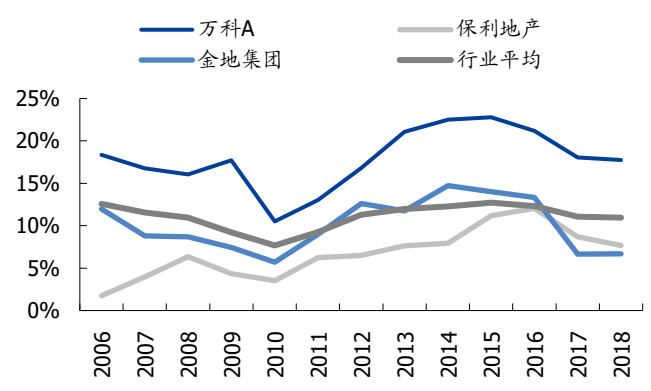
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 95: 公司预收账款/负债高于样本房企



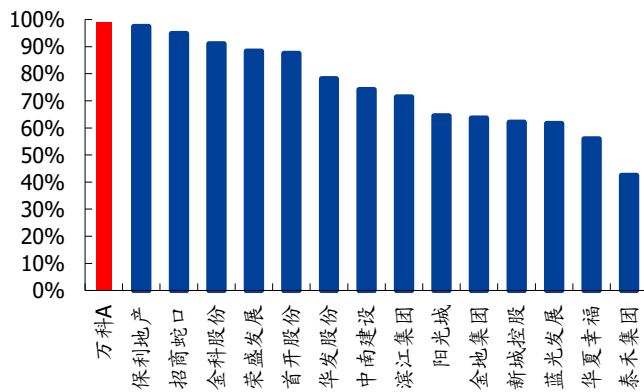
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 96: 公司应付款项/负债高于样本房企 单位: %



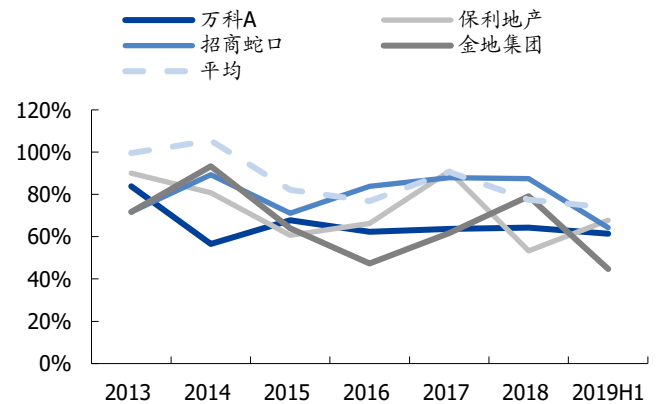
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 97: 公司销售回款率高于样本房企



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 98: 公司投资强度适中, 稳定性高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.3 金地集团

受益一二线结构性复苏，销售有望再上台阶：公司多年深耕一二线城市，土储分布合理，全国市场缓慢下行的大背景下，受益于一二线结构性回暖和长期潜力，良好销售表现持续验证。

估值低廉，攻守兼备：不管是横向比较还是纵向比较，公司估值均处于明显低位，防守性强的同时，相对板块和部分龙头公司估值修复空间较大，有一定进攻性。

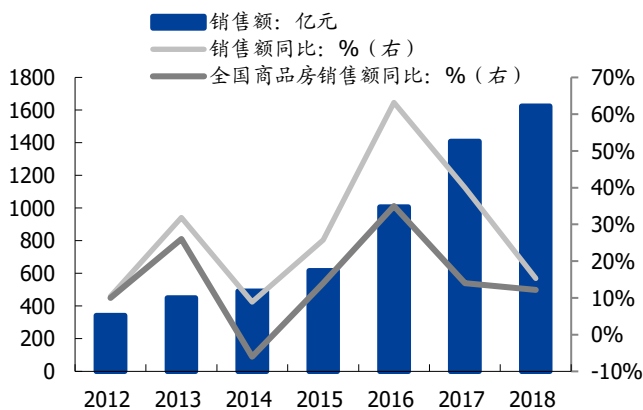
高分红，有望持续吸引长线资金：由于公司估值较低，同时现金分红比率较高，公司股息率明显高于行业平均水平，有望持续吸引长线资金。

拿地稳健，土储丰富，结构合理，后劲充足：公司多年拿地延续稳健风格，可售货值充足，一二线土储占比为84%，销售增速和潜在毛利率有保证。

待结算资源迅速补充，竣工均价少数股东权益占比三修复，推动业绩释放：公司待结算资源较为充足的同时迅速补充，公司本年计划竣工面积同比提升27.1%，结算均价预计保持稳定，同时少数股东损益占比小幅下降，共同推动业绩平稳释放。

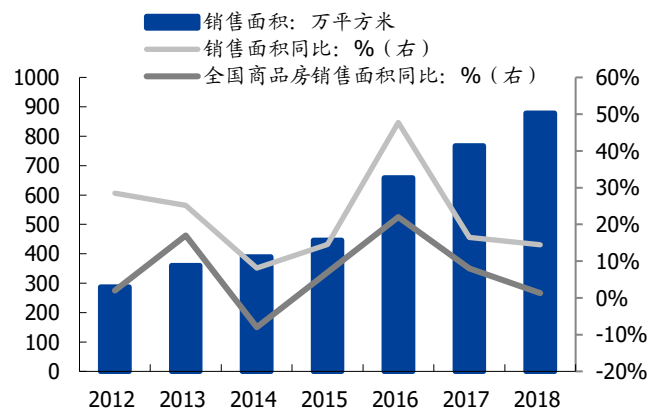
杠杆稳健，融资优势明显：2018剔除预收账款后的资产负债率为68.1%，相对2016年低点提升10.4个百分点，净负债率57.4%，相对2016年低点提升29个百分点。同时，公司杠杆水平明显低于行业平均水平和代表性房企。较低的财务杠杆水平，体现了公司一贯的稳健经营、质量增长的经营战略，也为公司保留了充足的加杠杆空间，为将来的规模提供融资基础。

图表 99: 公司历年销售额



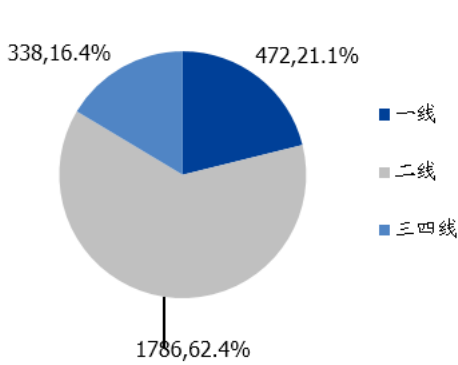
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 100: 公司历年销售面积



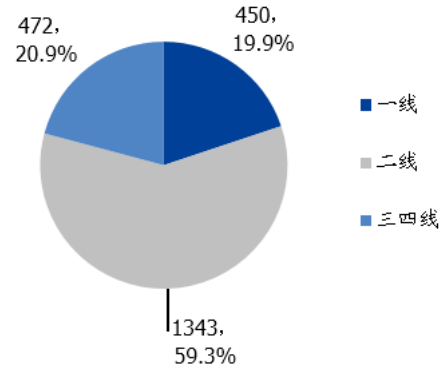
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 101: 2018 年末可售面积能级分布 单位: 万平方米



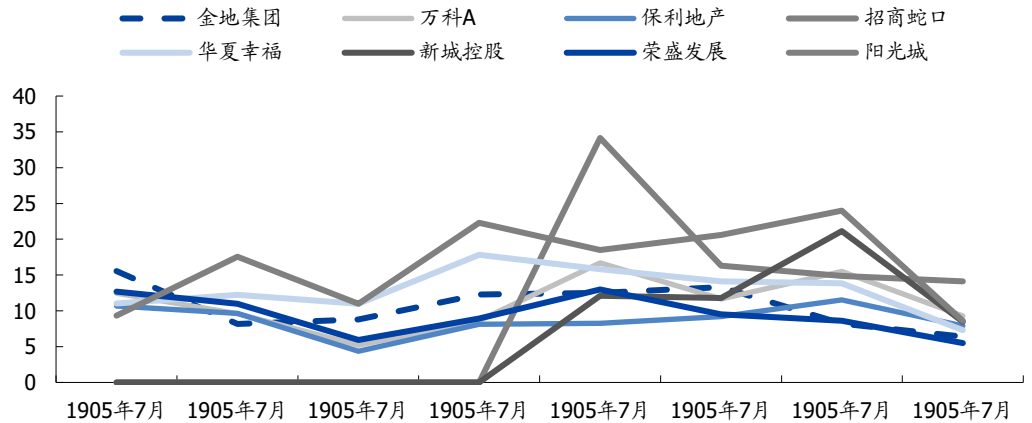
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 102: 2018 年末在建面积能级分布 单位: 万平方米



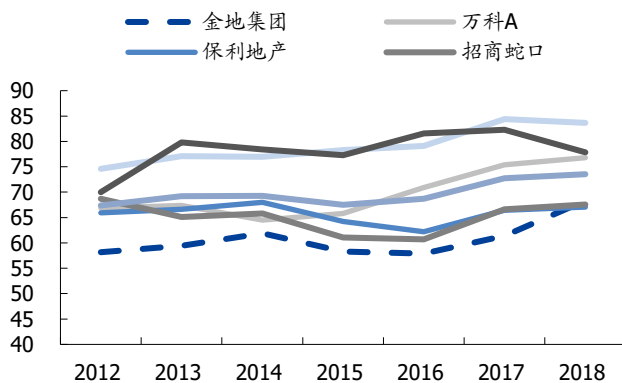
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 103: 代表性公司历年 PE



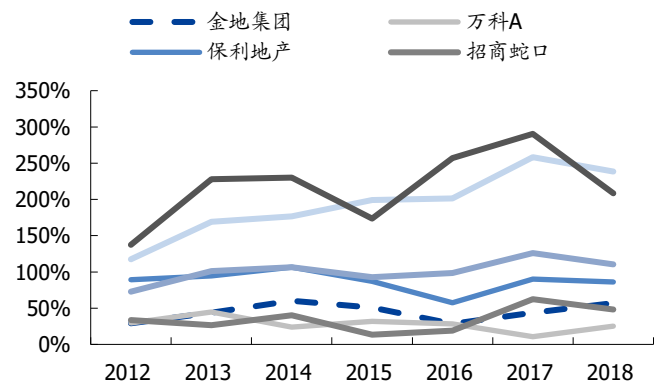
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 104: 剔除预收账款后的资产负债率 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 105: 净负债率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.4 华夏幸福

公司模式与众不同, 受益都市圈化前景广阔。产业新城模式创造并分享土地升值, 与地

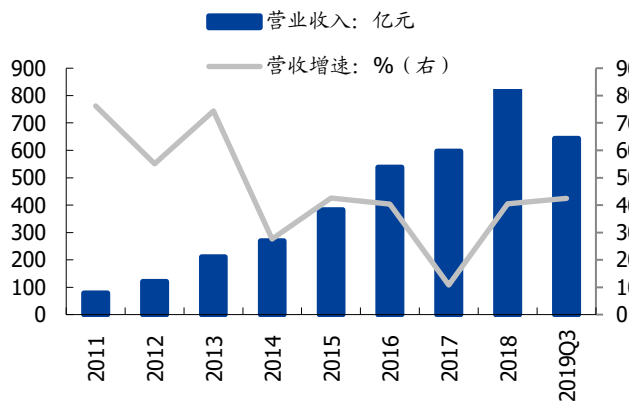
方政府实现双赢。都市圈化大势所趋，人口重分布带来房地产结构性机会，公司布局都市圈优势明显，有望充分受益都市圈发展。

应收账款是产业新城题中之意，有望迎来边际改善。公司产业新城模式必然会产生应收账款，且应收账款与产业新城收入同步产生，基本可在一年内收回。2018 应收账款跳升的原因在于环京受政策影响，土地市场下行明显，2019 年土地市场已见明显好转，公司应收账款账期有望回归正常。

携手平安开启战略新篇章，解决模式痛点的同时，有望提升公司综合实力。公司模式痛点在于前期需要垫付资金，而产业新城又没有标准化的融资模式，平安入股有望通过多种渠道为提供成本合理的稳定资金，解决公司最大痛点，同时“三个开拓”新战略有望从三个方面提升公司综合实力。

依托产业新城，地产业务优势明显。公司地产业务依托产业新城，能够充分了解每一块地的价值，并以较低的成本提前锁定，避免资金沉淀，同时保证可售资源。公司销售面积/土地储备仅 1.04，明显低于主流房企。公司预收账款 1350 亿元，对上年房地产结算收入的覆盖率为 262%，可结算资源充足。

图表 106: 公司历年营收表现



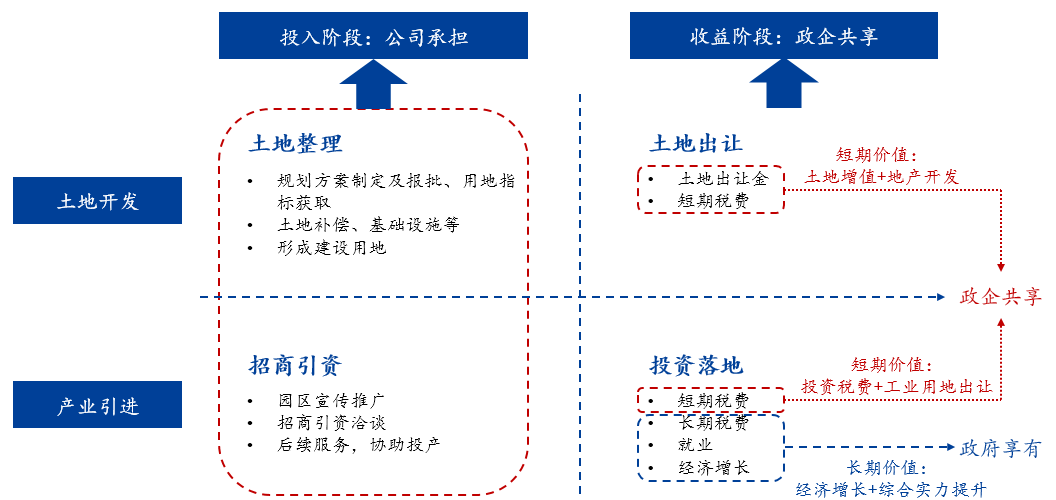
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 107: 公司历年归母净利润表现



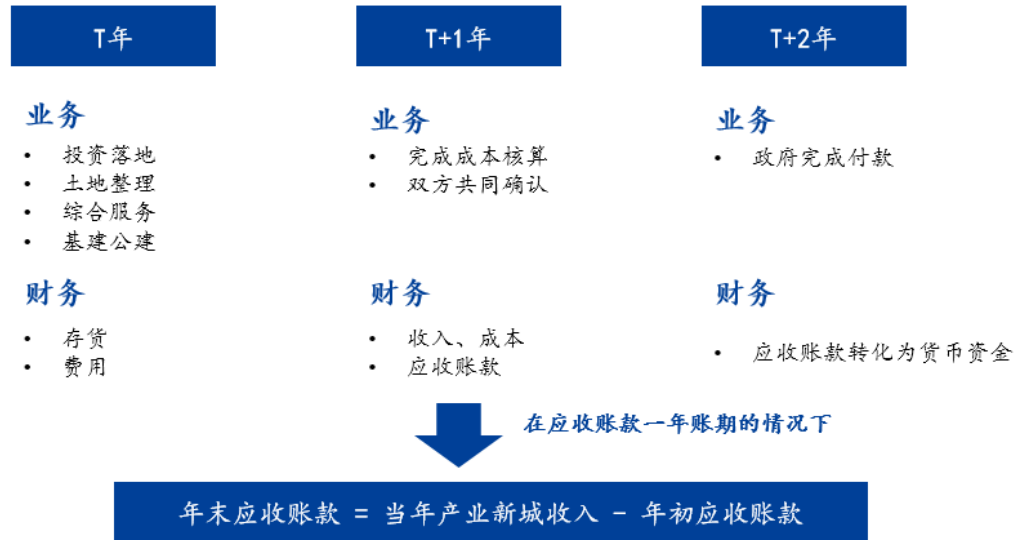
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 108: 公司业务模式简化图



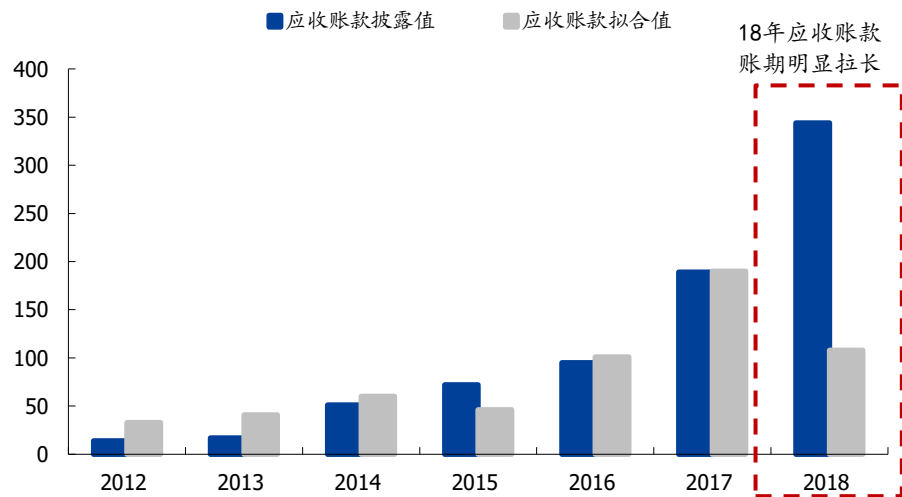
资料来源: 国盛证券研究所

图表 109: 产业新城收入结算模式简化图



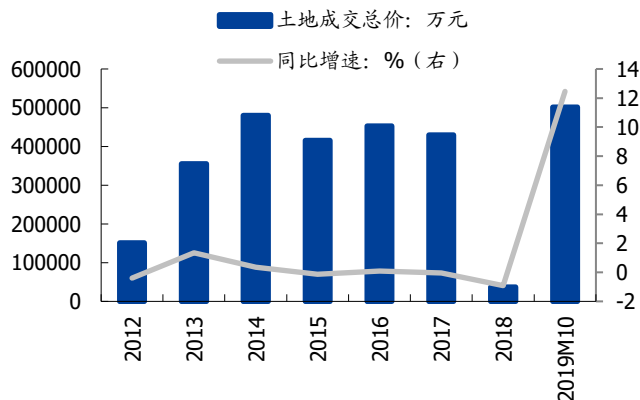
资料来源: 国盛证券研究所

图表 110: 公司应收账款拟合 单位: 亿元



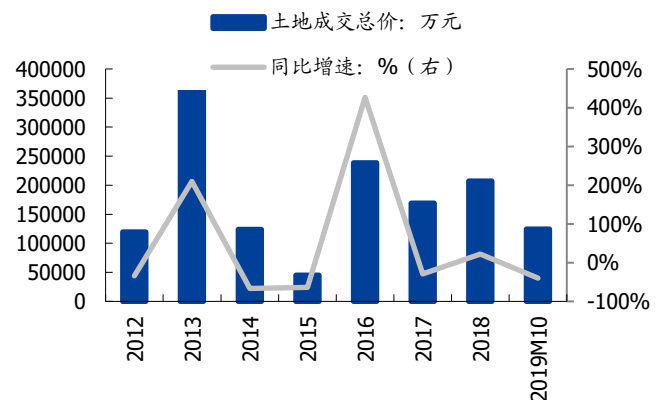
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 111: 固安县土地成交总价 (住宅+商业)



资料来源: 中指院, 国盛证券研究所

图表 112: 大厂县土地成交总价 (住宅+商业)



资料来源: 中指院, 国盛证券研究所

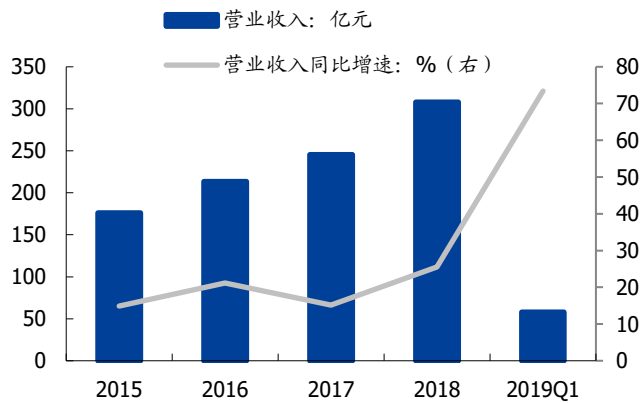
5.5 蓝光发展

充足货值驱动短期销售增长，六大区域渗透打开长期成长空间：短期，公司本年计划开工面积为1800万平方米，同比增长67%，有力推动货值释放，驱动短期销售增长；长期，公司已基本覆盖了主要的城市群和经济带，区域持续渗透打开长期成长天花板。公司目前土储（未开发面积）约1400万平方米，我们认为公司未来拿地会更趋积极，预计全年拿地金额达到400亿元，补充货值约1400亿元，有力支撑明年销售

交房驱动短期业绩释放，净利润率修复提振长期业绩：短期，19Q1预收账款为564亿元，对上年营业收入的覆盖率达到1.83倍，待结算资源充足，本年较高的竣工增速将有力推动业绩释放；长期，公司净利润率显著低于行业平均水平，随着产品结构改善、合作开发、代工代建深化，净利润修复有望提振长期业绩。

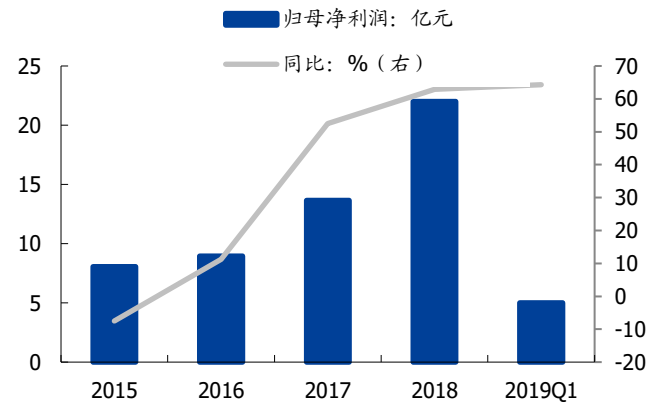
高分红低估值，杠杆水平合理，股权激励锁定业绩：按照公司股票期权行权条件，2018至2020年的归母扣非净利润分别为22亿元、33亿元和50亿元，2018年业绩要求已达成，行权价格为6.84元/股，高于市场价，目前公司五位核心高管已全额完成第一次行权，合计行权金额1.8亿元，显示出高管对公司未来发展的强烈信心；估值较低，本年动态估值仅5.8倍，低于板块平均水平。

图表 113: 公司历年营业收入



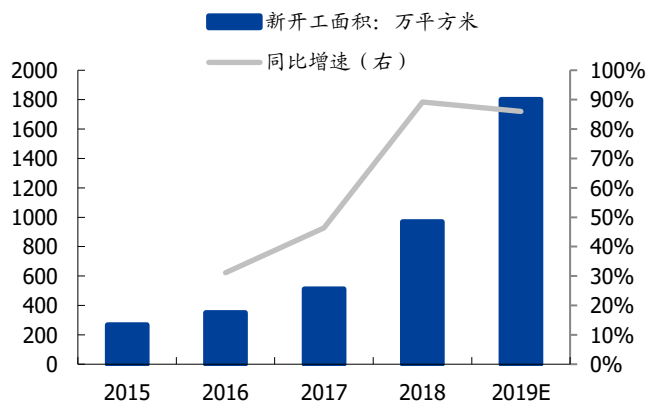
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 114: 公司历年归母净利润



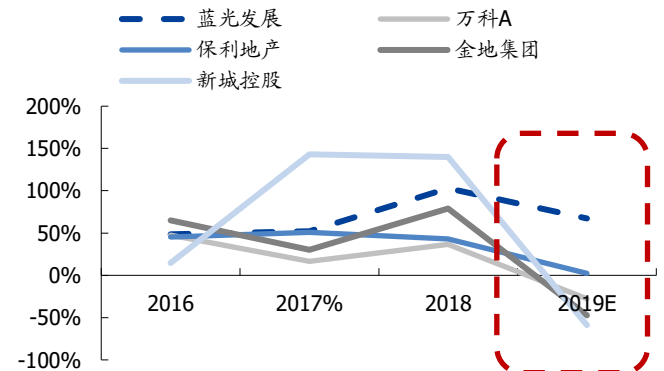
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 115: 新开工增速维持高位，接近翻倍



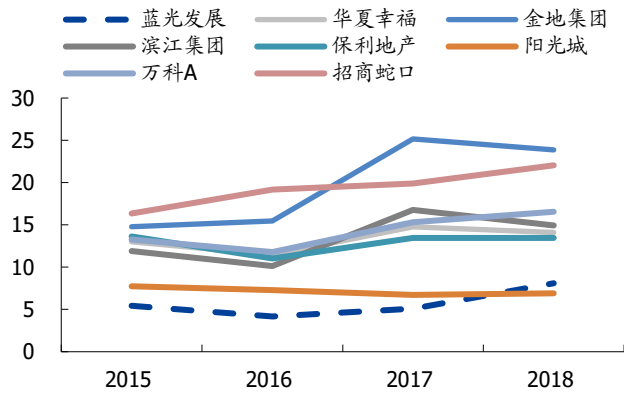
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 116: 代表性房企新开工面积增速



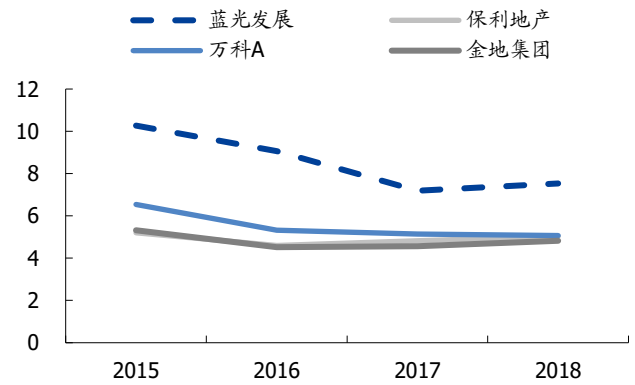
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 117: 公司净利润率低于主流房企 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 118: 公司融资成本有进一步下降空间 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

政策超预期收紧风险: 我们通过对基本面和政策面的综合分析, 认为未来政策将维持相对稳定, 不会出现继续大幅收紧的情况, 我们认为以上分析是符合逻辑和以往规律的, 但我们无法排除政策超预期的可能。

市场超预期下行风险: 我们认为短期内房地产销售不会出现断崖式下行, 基于当前库存、推盘、调控政策和货币政策等, 我们认为以上判断是合理的, 但我们无法排除市场超预期下行的可能。

个别房企现金流超预期恶化: 我们认为当前地产整体现金流情况相对健康, 但不能排除个别房企前期扩张过度、现金流风险较大的情况。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

输激

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com