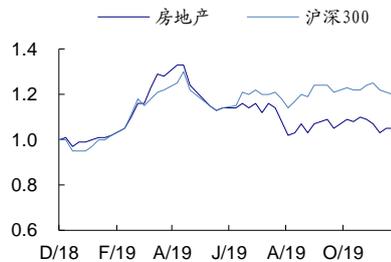


一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《2019 年三季报总结及全年业绩前瞻: 增长是主基调, 业绩锁定性更佳》——2019-11-08
 《房地产 2019 年 11 月投资策略: 聚焦优势地产股》——2019-11-08
 《房地产 2019 年 10 月投资策略暨 3 季报业绩前瞻: 9 月策略预判兑现, 长期仍具配置价值》——2019-10-11
 《2019 年中国房地产观察: 韧性十足, 政策偏严》——2019-09-26
 《房地产行业专题: 2019 年中国房地产销售形势观察》——2019-09-19

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051
 联系人: 王粤雷
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

此情可待

● 建议 2020 年加大对优势地产股的配置

预计 2020 年政策、舆论对房地产行业更为客观、理性、务实、友善, 优势地产股有望迎来“基本面+政策面”双面改善相叠加的窗口期。以最新收盘价计, 2020 年地产板块动态 PE 创历史新低, 预计 2020 年板块涨幅的相对排名较 2019 年要显著靠前, 优势地产股的股价将震荡向上, 持股体验会好于 2019 年。行情初期将表现为小步慢走、两步一回头, 在市场对 CPI 回落形成较一致预期之后, 行情有望加速。

● 2020 年稳就业、稳增长将面临更大压力

31 城调查失业率走势反映出当前“稳就业”已面临一定压力。观察过往 12 年, 中国经济增长整体呈现出由高速向中低速演变的大趋势, 近 2 年再度呈加速放缓态势, 市场主流观点对 2019 年中国 GDP 增速的预测值约为 6.16%, 较 2018 年又下了一个台阶, 2019 年前 10 个月, 消费、乘用车、工业利润等多项重要经济指标疲弱, 但房地产投资累计同比增速却好于 2015-2018 年的任何一年, 对稳增长功不可没, 试想, 如果 2019 年房地产投资增速掉落至 5% 以下, 按完成额来计算对 GDP 的直接影响, 再考虑庞大的上下游产业链的间接影响, GDP 能不能稳在 5% 都成问题。通过对 2019 年房地产投资高增长成因的分析, 我们认为若 2020 年不出台力度较大的政策托底以提升开发商拿地、开工、施工的积极性并鼓励开发商尽快缴纳土地购置费, 房地产投资大概率会出现较大幅度的回落, 势必对稳就业、稳增长构成较大压力。

● 房地产将是 2020 年中国经济的“定海神针”

可拉动庞大的上下游产业链并能直接输血地方财政的中国房地产行业, 其在中国宏观经济的支柱地位毋庸置疑。令人欣慰的是, 2019 年 4 季度以来, 地方政府已开始开始在房地产领域积极地采取松绑措施, 舆论也逐渐趋暖, 预计 2020 年房地产政策松绑的力度会更大、频率会更密集, 从而使得房地产能有效地输血地方财政、更好地拉动上下游产业链、更充分地吸纳就业。在上述假设下, 预计 2020 年房地产投资增速能维持在 5% 以上, 销售额继续保持正增长。2019 年房地产投资增速超预期托住了经济, 2020 年作为三大目标全面收官的决胜之年, 房地产仍将是中国经济的“定海神针”。

● 选股思路

建议关注“低估值+双增长+较佳业绩锁定性”的优势地产股, 政策偏暖, 预计第二梯队的公司会更加积极进取, 维持行业“超配”评级, 推荐中南、阳光城、融创、金科、保利、金地、荣盛、蓝光、融信、华润、旭辉、华夏幸福、龙光、宝龙、佳兆业、碧桂园、禹洲、中航善达、合景泰富、华侨城 A、龙湖等。

● 风险

- 一、市场的风险: 若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖;
- 二、研究框架的风险: 上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》, 其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业, 则上述研究框架失效, 导致相应地策略建议亦失效。

投资摘要

关键结论与投资建议

预计 2020 年政策、舆论对房地产行业更为客观、理性、务实、友善，优势地产股有望迎来“基本面+政策面”双面改善相叠加的窗口期。以最新收盘价计，2020 年地产板块动态 PE 创历史新低，预计 2020 年板块涨幅的相对排名较 2019 年要显著靠前，优势地产股股价将震荡向上，在震荡向上过程中向下回撤的幅度不会像 2019 年那么大，持股体验会好于 2019 年。行情初期将表现为小步慢走、两步一回头，在市场对 CPI 回落形成较一致预期之后，行情有望加速。

建议关注“低估值+双增长+较佳业绩锁定性”的优势地产股，政策偏暖，预计第二梯队的公司会更加积极进取，维持行业“超配”评级，推荐中南建设、阳光城、融创、金科、保利、金地、荣盛、蓝光、融信、华润、旭辉、华夏幸福、龙光、宝龙、佳兆业、碧桂园、禹洲、中航善达、合景泰富、华侨城 A、龙湖等。

核心假设或逻辑

- 一、2020 年稳就业、稳增长将面临更大压力；
- 二、可拉动庞大的上下游产业链并能直接输血地方财政的中国房地产行业，其在中国宏观经济的支柱地位毋庸置疑。令人欣慰的是，2019 年 4 季度以来，地方政府已开始在房地产领域积极地采取松绑措施，舆论也逐渐趋暖，预计 2020 年房地产政策松绑的力度会更大、频率会更密集，从而使得房地产能有效地输血地方财政、更好地拉动上下游产业链、更充分吸纳就业。在上述假设下，预计 2020 年房地产投资增速能维持在 5% 以上，销售额继续保持正增长，房地产将是 2020 年中国经济的“定海神针”。

与市场预期不同之处

市场对 2020 年经济增速进一步放缓是有共识的，分歧在于，面临经济增速进一步放缓的局面，房地产行业政策会不会进一步放松？市场主流观点认为不会放松，我们则预期会有较大力度的放松。

股价变化的催化因素

为了稳就业、稳增长，政策面在房地产基本面的各项指标仍位于增长阶段即开始前瞻性地松绑，地产股投资获得“基本面+政策面”双面改善相叠加的窗口期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一、市场的风险：若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖；
- 二、研究框架的风险：上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业，则上述研究框架失效，相应地策略建议亦失效。

内容目录

建议 2020 年加大对优势地产股的配置	5
2020 年稳就业、稳增长将面临更大压力	5
稳就业已面临一定压力	5
房地产投资高增长对 2019 年 GDP“保 6”功不可没	6
2020 年政策若不松绑，房地产投资很可能“失速”	7
房地产将是 2020 年中国经济的“定海神针”	10
地产上下游产业链长，对国民经济影响大	10
地方政府对土地财政依赖度高	11
中国房地产行业市场容量巨大	13
政策已显现出“趋暖”的信号	13
选股思路	14
以最新收盘价计，2020 年动态 PE 创历史新低	14
筛选净利高增长标的	16
筛选销售高增长标的	16
筛选业绩锁定性较佳标的	17
筛选进取型标的	18
风险	18
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 31 个大城市城镇调查失业率	5
图 2: 全国城镇调查失业率	5
图 3: 全部 A 股上市公司当年新增净资产/当年归母净利润	6
图 4: 全部民营上市公司当年新增净资产/当年归母净利润	6
图 5: GDP 同比增速	6
图 6: 近三年 GDP 同比增速	6
图 7: 固定资产投资累计同比增速	7
图 8: 民间固定投资累计同比增速	7
图 9: 工业企业利润总额累计同比增速	7
图 10: 社会消费品零售总额累计同比增速	7
图 11: 中汽协乘用车销量累计同比增速	7
图 12: 房地产投资累计同比增速	7
图 13: 2016 年-2018 年不同能级城市新房销售面积占比	8
图 14: 27 层商品住宅预售及工期示意图	8
图 15: 施工面积累计同比增速	9
图 16: 三、四线及以下城市新房累计销售面积同比增速	9
图 17: 土地购置面积累计同比增速	9
图 18: 土地成交价款累计同比增速	9
图 19: 房地产部分产业链示意图	11
图 20: 房地产部分配套产业示意图	11
图 21: 公共财政收入增速与商品房销售面积增速显著相关	12
图 22: 近十年地产板块 PE 变化	15
表 1: 2013 年省、直辖市政府债务对土地出让收入依赖度	12
表 2: 2018 年之后中国商品住宅潜在总需求测算	13
表 3: 2018 年四季度以来一系列货币政策	14
表 4: 部分地区房地产政策再度露出“放松”迹象	14
表 5: 以最新收盘价计部分优势地产股未来两年动态 PE 一览	15
表 6: 部分优势地产股 2019、2020 年 Wind 一致预期归母净利润优势房企一览	16
表 7: 部分优势地产股近三年销售额增速一览	16
表 8: 部分优势地产股 PS*估值一览	17
表 9: 部分优势地产股业绩锁定性一览	17
表 10: 部分优势地产股单位市值的有息负债一览	18

建议 2020 年加大对优势地产股的配置

2020 年稳就业、稳增长面临的压力将比 2019 年更大，可拉动庞大的上下游产业链并能直接输血地方财政的房地产行业势必成为 2020 年中国经济的“定海神针”。

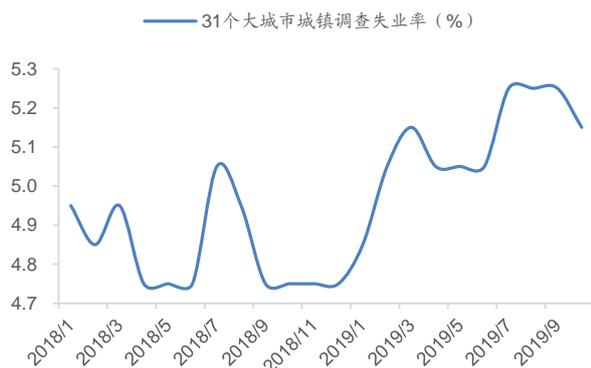
预计 2020 年政策、舆论对房地产行业更为客观、理性、务实、友善，优势地产股有望迎来“基本面+政策面”双面改善相叠加的窗口期。以最新收盘价计，2020 年地产板块动态 PE 创历史新低，预计 2020 年板块涨幅的相对排名较 2019 年要显著靠前、优势地产股股价将震荡向上，在震荡向上过程中向下回撤的幅度不会像 2019 年那么大，持股体验会好于 2019 年。行情初期将表现为小步慢走、两步一回头，在市场对 CPI 回落形成较一致预期之后，行情有望加速。

2020 年稳就业、稳增长将面临更大压力

稳就业已面临一定压力

31 城调查失业率走势反映出当前“稳就业”已面临一定压力。观察 2018 年与 2019 年的全国城镇调查失业率，可以非常明显的发现，当前失业率正上升。

图 1: 31 个大城市城镇调查失业率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 全国城镇调查失业率



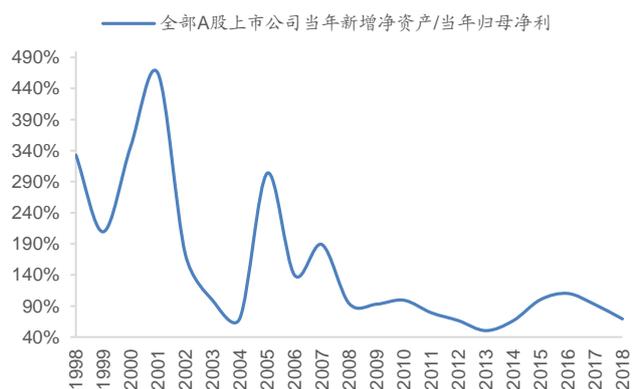
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国家发改委新闻发言人孟玮于 2019 年 9 月 18 日在新闻发布会表示，受中美经贸摩擦和经济下行压力等影响，中国就业结构性矛盾有所上升，部分行业招聘需求有所下降，随着滞后效应的逐步显现，稳就业面临一定压力。

国务院总理李克强 12 月 4 日主持召开国务院常务会议，指出“就业是民生之本、财富之源，当前国内外风险挑战增多，稳就业压力加大”，同时要求大力支持灵活就业，要更大力度实施就业优先政策，在积极扩内需、稳外贸带动就业扩大的基础上，进一步完善促进就业的举措。

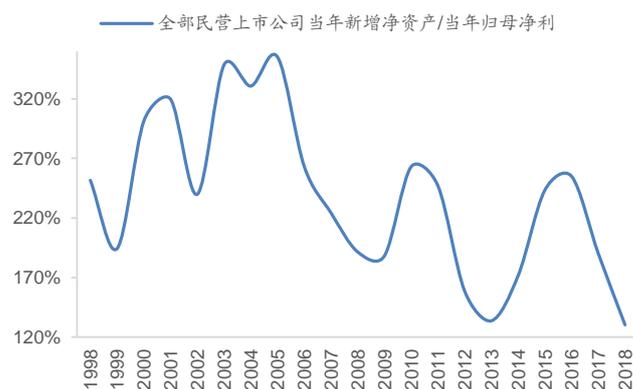
另外，以上市公司为样本，观察全部 A 股上市公司当年新增净资产总额/当年归母净利总额，发现这一比值从 2016 年的 110% 掉落至 2018 年的 69%，无论按 20 年维度观察还是按 10 年维度观察，2018 年的这一比值均位于相对低点。2017 年 10 月 22 日，中央统战部常务副部长冉万祥在十九大新闻中心答记者问时表示：民营企业对新增就业贡献率达到 90%。如果仅观察民营上市公司的当年新增净资产总额/当年归母净利总额，发现这一比值回落趋势更为显著，2018 年的数据为近 20 年最低值。这一比值的变化表明，以上市公司为样本观察，企业家特别是民营企业，以利润再投资的动能在下降，对提供就业机会不是十分有利。

图 3: 全部 A 股上市公司当年新增净资产/当年归母净利润



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 全部民营上市公司当年新增净资产/当年归母净利润



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产投资高增长对 2019 年 GDP “保 6” 功不可没

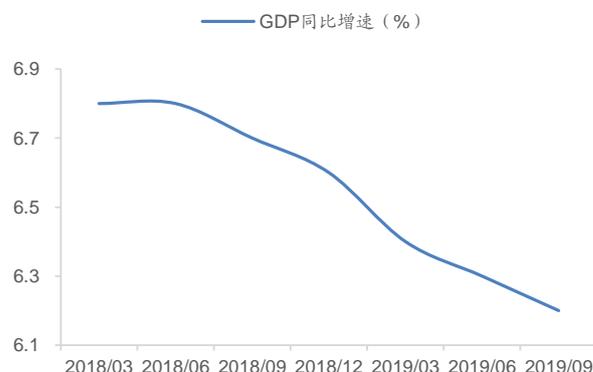
观察过往 12 年,中国经济增长整体呈现出由高速向中低速演变的大趋势,近 2 年再度呈加速放缓态势,市场主流观点对 2019 年中国 GDP 增速的预测值约为 6.16%,较 2018 年又下了一个台阶,2019 年前 10 个月,消费、乘用车、工业利润等多项重要经济指标疲弱,但房地产投资累计同比增速却好于 2015-2018 年的任何一年,对稳增长功不可没,试想,如果 2019 年房地产投资增速掉落至 5% 以下,按完成额来计算对 GDP 的直接影响,再叠加庞大的上下游产业链的间接影响, GDP 能不能稳在 5% 都成问题。

图 5: GDP 同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 近三年 GDP 同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 固定资产投资累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 民间固定投资累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 工业企业利润总额累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 社会消费品零售总额累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 中汽协乘用车销量累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 房地产投资累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

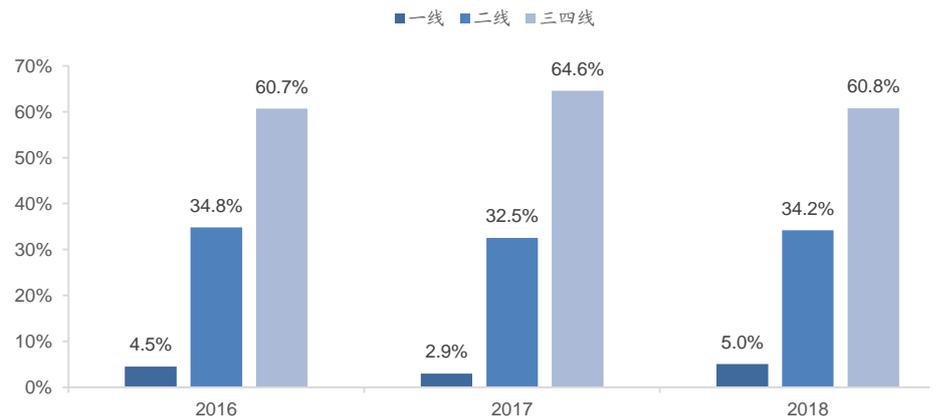
2020 年政策若不松绑，房地产投资很可能“失速”

2019 年房地产投资增速能够保持高位，主要是两方面原因：①2019 年正好处在实际施工投入较大的窗口期；②2019 年土地购置费累计同比增速仍保持了 34.5-18.4%% 以上的显著增长。具体分析如下：

- 一、2016 年-2018 年新建商品住宅销售面积位于相对较高的增长区间，三、四线及三、四线以下城市的棚改货币化红利是一个重要的驱动因素，三、四

线及三、四线以下城市在这几年成交面积占比较大。这些城市预售门槛普遍较低，预售之前的施工投资额占比较低，开发商更愿意在销售回款之后再加大对项目的施工投入，前几年销售面积高增长，根据合理工期推算，2019年正好处在实际施工投入较大的窗口期，2019年前10个月房地产施工面积累计同比增速为9.0%，创下了2015年以来的新高。根据2019年三、四线及三、四线以下城市新建商品房销售面积累计同比增速显著回落的趋势来看，若没有房地产政策松绑托底，2020年实际施工投入将显著不如2019年，从而拖累房地产投资增速；

图 13: 2016 年-2018 年不同能级城市新房销售面积占比



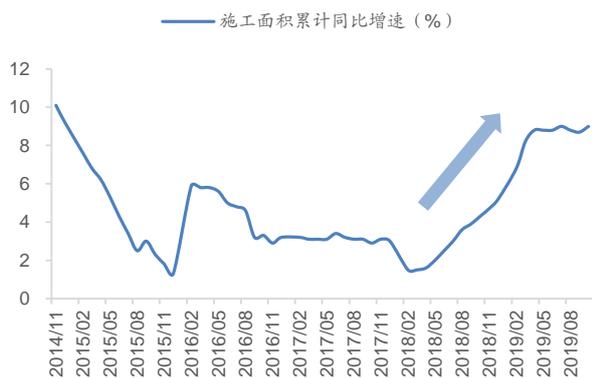
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 27 层商品住宅预售及工期示意图



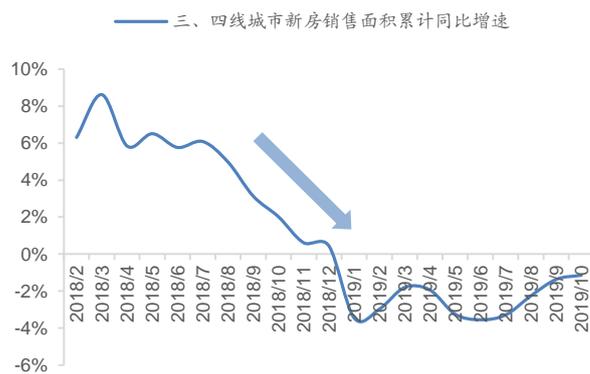
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 15: 施工面积累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

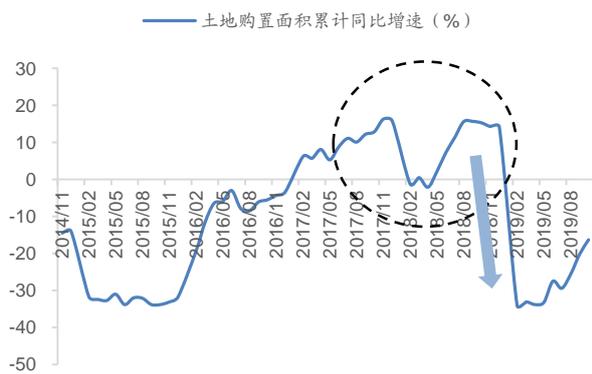
图 16: 三、四线及以下城市新房销售面积累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

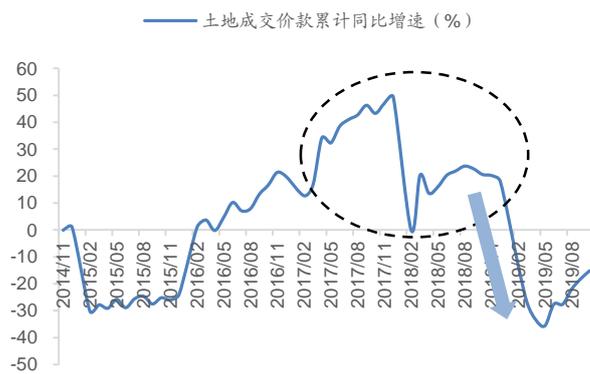
二、2017-2018 年土地购置面积和土地成交价款累计同比增速处在相对高位，拿地增速处在相对高位，表明这两年“去库存”取得显著成果之后的“补库存”窗口期，从开发商拍下土地到实质性地缴纳土地购置费，是有可能存在较长时间的间隔的，具体间隔多长时间，视各地方政府对土地财政的依赖度及招商引资的迫切性而定，一般而言，对土地财政依赖度越高、招商引资迫切性越强的地方政府，对开发商延后或分期缴纳已拍土地的购置费就越宽待、越包容、越优惠，一般来说，三、四线及三、四线以下城市对土地财政依赖度更高、招商引资迫切性更强，在这些城市拍下的土地，可能还包含不少一、二级联动的土地，这样的项目，缴纳土地购置费的时点有可能距拍地的时点间隔更久，开发商很可能在预售之后形成净现金流入的阶段才缴纳土地购置费，因此 2019 年以来，土地购置面积、土地成交价款累计同比增速持续负增长，但土地购置费累计同比增速却能够保持在 34.5-18.4%以上的水平，正是因为 2017-2018 年成交的土地，其土地购置费缴纳的时点滞后所致，到了 2020 年，若没有强有力的政策托底，根据 2019 年土地购置面积及成交价款显著负增长的状况推断，届时土地购置费的增速很可能会落入负增长，从而拖累房地产投资增速。

图 17: 土地购置面积累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 土地成交价款累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

土地购置费指房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用。土地购置费包括：

1. 通过划拨方式取得的土地使用权所支付的土地补偿费、附着物和青苗补偿费、安置补偿费及土地征收管理费等；
2. 通过出让方式取得土地使用权所支付的出让金；

3. 通过“招、拍、挂”方式取得土地使用权所支付的资金。以划拨和“招拍挂”方式取得土地所支付的资金在房地产项目竣工后计入新增固定资产，以出让方式取得土地所有权所支付的出让金不计入新增固定资产。土地购置费按当期实际发生额计入投资。土地购置费为分期付款的，应分期计入房地产开发投资。

由于土地购置费分期计入房地产开发投资，无法完全反映当期土地购置的水平，我们另外观察分析**土地购置面积**和**土地成交价款**两个指标。

1. **本年土地购置面积**指在本年内通过各种方式获得土地使用权的土地面积。
2. **本年土地成交价款**指进行土地使用权交易活动的最终金额。在土地一级市场，是指土地最后的划拨款、“招拍挂”价格和出让价；在土地二级市场是指土地转让、出租、抵押等最后确定的合同价格。
3. 2019年1-10月，土地购置面积累计同比增速-16.3%，土地成交价款累计同比增速-15.2%，两项指标均处于自2016年以来的底部，且均为负值，表明在当前时点房企拿地的意愿较低，将对2020年的土地购置费、新开工及施工三大指标的增速产生负面影响，因此，2020年的房地产投资增速若无政策托底，将受到承压。

通过对2019年房地产投资高增长成因的分析，我们认为若2020年不出台力度较大的政策托底以提升开发商拿地、开工、施工的积极性并鼓励开发商尽快缴纳土地购置费，房地产投资大概率会出现较大幅度的回落，势必对稳就业、稳增长构成较大压力。

房地产将是2020年中国经济的“定海神针”

可拉动庞大的上下游产业链并能直接输血地方财政的中国房地产行业，其在中国宏观经济的支柱地位毋庸置疑。令人欣慰的是，2019年4季度以来，地方政府已开始房地产领域积极地采取松绑措施，舆论也逐渐趋暖，预计2020年房地产政策松绑的力度会更大、频率会更密集，从而使得房地产能有效地输血地方财政、更好地拉动上下游产业链、更充分吸纳就业。在上述假设下，预计2020年房地产投资增速能维持在5%以上，销售额继续保持正增长。2019年房地产投资增速超预期托底了经济，2020年作为三大目标全面收官的决胜之年，房地产仍将是中国经济的“定海神针”。

地产上下游产业链长，对国民经济影响大

房地产产业链长，其繁荣或降温将显著影响上、下游众多行业领域——

- ① 为社会经济活动提供了及其重要的实体场所、及大量的就业岗位；
- ② 促进了相关产业链的发展，包括材料、金属开采、建筑业、家居、家电等；
- ③ 带动了相关配套产业的繁荣，如金融业、教育、文化等；
- ④ 为二手房交易及房屋租赁的提供了发展基础。

图 19: 房地产部分产业链示意图



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 20: 房地产部分配套产业示意图



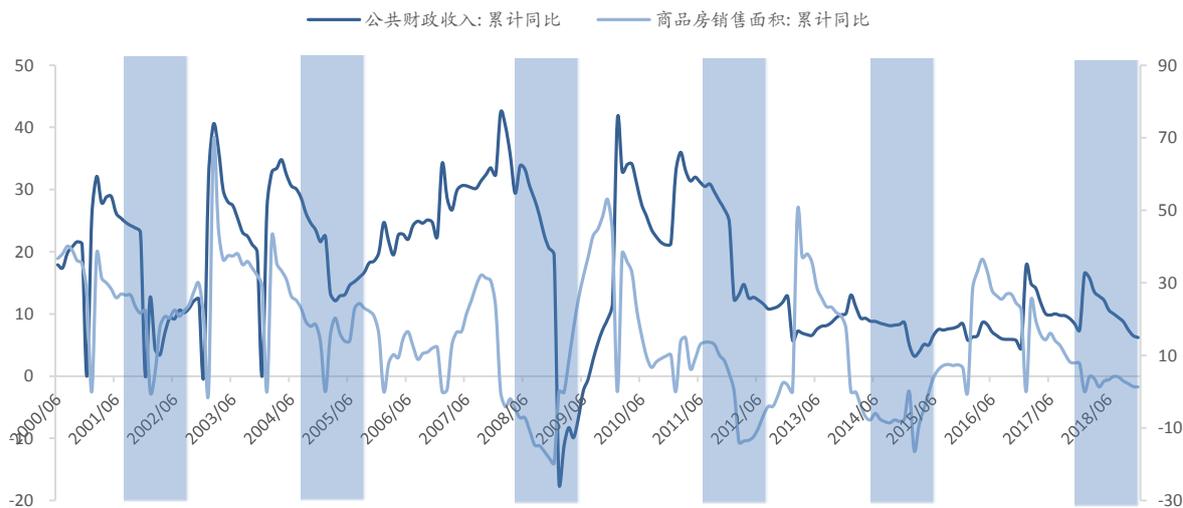
资料来源: 国信证券经济研究所整理

地方政府对土地财政依赖度高

中国近 20 年房地产的高速发展与土地财政密不可分, 地方政府通过土地出让金获取充裕财力用于道路、交通、学校、医院等公共设施建设, 促进了地方城市的发展, 而城市的发展又提升了土地的价值, 反哺地方政府的土地出让价值, 形成良性循环。这种土地财政机制随着时间的推移, 不但成为了地方政府重要的财政收入来源, 也是地方政府主要的偿债来源之一, 短期不可替代。

通过拟合全国公共财政收入与全国商品房销售面积的累计同比增速可见, 两者显著正相关, 且商品房销售面积累计同比增速领先于公共财政收入累计同比增速约 1-2 个季度: 每当销售面积增速进入低位增长时, 财政增速显著回落。

图 21: 公共财政收入增速与商品房销售面积增速显著相关



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

根据 2013 年 12 月中国审计署发布的《全国政府性债务审计结果》: 地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高, 截至 2012 年底, 11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额 34865 亿元, 占省市县三级政府负有偿还责任债务余额 93643 亿元的 37.23%。

我们统计了 Wind 中有数据的 23 个省、直辖市政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额占偿还责任债务的比重 (下称“土地出让金偿债比重”), 17 个省、直辖市的土地出让金偿债比重超过 30%, 占比全部 23 个省、直辖市的 74%, 其中土地出让金偿债比重超过 50% 省、直辖市有 6 个, 占比 26%, 可见无论全国还是省市, 政府债务对土地出让收入的依赖度均较高。2015 年以来, 伴随去库存、棚改货币化的推进, 地方政府财政对于土地出让收入的依赖程度已进一步攀升。

表 1: 2013 年省、直辖市政府债务对土地出让收入依赖度

序号	省、直辖市	政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额:占偿还责任债务比重
1	浙江	66.27%
2	天津	64.56%
3	北京	60.30%
4	福建	57.13%
5	海南	56.74%
6	重庆	50.89%
7	江西	46.72%
8	上海	44.06%
9	湖北	42.99%
10	四川	40.00%
11	辽宁	38.91%
12	广西	38.09%
13	山东	37.84%
14	江苏	37.48%
15	安徽	36.21%
16	黑龙江	36.10%
17	湖南	30.87%
18	广东	26.99%
19	陕西	26.73%
20	吉林	22.99%
21	甘肃	22.40%
22	河北	22.13%
23	山西	20.67%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

中国房地产行业市场容量巨大

根据我们测算,我国商品住宅开发市场容量巨大,在未计入旧改需求的情况下,行业仍具备约280亿平方米的市场空间(按2018年全国新建商品住宅均价计,约244万亿元)。不过,在考虑到2018年新建商品住宅销售额达13万亿元的庞大基数后,商品住宅开发的增长潜力稍显不足。市场容量来源主要为——

- 一、人均居住面积提升:2016年,我国人均居住面积为36.6平方米,相比房改初期已大幅提升,但与发达国家仍存在一定的差距;
- 二、城镇化率提升:2018年中国城镇化率为59.58%,预计能提升至72%;
- 三、人口自然增长,我国人口近10年保持在5%左右的人口自然增长率,在二胎政策影响下,人口增长率小幅上升;预计能达到16亿人;
- 四、过去十八年的供应缺口回补。

表 2: 2018 年之后中国商品住宅潜在总需求测算

序号	指标	数值	
①	2018 年末总人口	13.95 亿人	
②	城镇总人口	8.31 亿人	
③	乡村人口	5.64 亿人	
④	当前城镇人口居住建筑面积	36.6 平方米	
⑤	参考发达国家人均居住面积(保守与乐观两种情况)	英国 44 平方米	美国 65 平方米
⑥	现有城镇人口人均居住面积改善空间	7.4 平方米	28.4 平方米
⑦	改善需求总建筑面积(居住面积换算成建筑面积)	61.49 亿平方米	236.25 亿平方米
⑧	2017 年末城镇化率	59.58%	
⑨	城镇化率提升需求总建筑面积(若城镇化率达到 72%,即发达国家的 80%,且人均住房标准按上述参考)	76.23 亿平方米	112.67 亿平方米
⑩	2000 年至 2018 年形成的供应总缺口	70 亿平方米	
⑪	未考虑人口增长的 2017 年之后的总潜在需求(=⑦+⑨+⑩)	208 亿平方米	419 亿平方米
⑫	未来总人口潜在增加	2.25 亿人	
⑬	未来潜在增加总人口城镇化的数量	1.62 亿人	
⑭	总人口增长城镇化所增加的住房需求	71 亿平方米	105 亿平方米
⑮	开发商增量总需求(考虑总人口增加的 2017 年之后的总潜在需求,=⑦+⑨+⑩+⑭)	279 亿平方米	524 亿平方米
⑯	2018 年全国新建商品住宅均价(销售额/销售面积;统计局口径)	8736.9 元/平方米	
⑰	参考 2018 年房价, 2018 年之后的住宅潜在需求金额	244 万亿元	458 万亿元

资料来源:wind、百度文库《日本和东京房价》、《房地产大周期的金融视角》、国信证券经济研究所整理

正因为行业市场容量仍如此之巨大,若适度松绑、扶持,即可对“稳增长”发挥立竿见影的功效。

政策已显现出“趋暖”的信号

为应对经济下行压力,央行自 2018 年四季度起货币政策开始由此前偏紧转向略宽松。

表 3: 2018 年四季度以来一系列货币政策

时间	事件	幅度
2018-10-15	全面降准	100bp
2018-10-26	增加再贷款再贴现额度	1500 亿元
2019-01-15	全面降准	50bp
2019-1-23	TMLF 操作	操作利率低于 MLF15bp, 释放 2575 亿元
2019-01-25	全面降准	50bp
2019-04-24	TMLF 操作	操作利率低于 MLF15bp, 释放 2674 亿元
2019-05-15	定向降准	对聚焦当地、服务县域的中小银行, 实行较低的优惠存款准备金率, 释放长期资金约 2800 亿元
2019-07-23	TMLF 操作	操作利率低于 MLF15bp, 释放 2977 亿元
2019-08-20	LPR 中标利率下降	6bp
2019-09-16	全面降准	50bp
2019-09-20	LPR 中标利率下降	5bp
2019-10-15	定向降准	对部分城商行定向降准, 分两次完成, 释放长期资金约 500 亿元
2019-11-05	下调 MLF	5bp
2019-11-18	下调 OMO	5bp

资料来源: 中国人民银行官网、国信证券经济研究所整理

观察房地产行业政策, 可以看到, 进入 2019 年 4 季度, 房地产行业政策并没有再度趋严, 临近年底, 在“稳增长”的压力下, 房地产政策开始露出“放松”迹象: 中国人民银行调查统计司原司长盛松成于 2019 年 11 月 11 日接受专访表示“不将房地产作为刺激手段, 不应与政策继续收紧画等号”; 此外, 媒体频频出现部分城市放宽政策鼓励人才购房的新闻报道; 深圳放松“限价”促进一手房成交并提升“豪宅线”促进二手房成交; 佛山、深汕合作区放松限购; 央行行长易纲 2019 年 12 月 1 日撰文首提“对房地产融资进行逆周期调节”。

表 4: 部分地区房地产政策再度露出“放松”迹象

地区	新闻来源或文件	具体政策
天津	《关于天津市促进承接北京非首都功能项目发展的政策措施(试行)》	对户籍暂未迁入天津市的职工, 其家庭在天津无住房的, 可在天津市购买住房一套, 不再提供在津社会保险或个人所得税证明, 所购住房需在取得不动产权证满三年后方可上市转让
三亚	《关于进一步完善人才住房政策的通知》	外省户籍人才, 满足全日制大专及以上学历、在三亚实际工作满一年、且缴纳一年社保及个税的, 可在海南省购买一套房产。同日, 网传三亚人才购房新政, 其中, 急需紧缺人才购房, 无需个税或社保证明
南京六合	乐居无锡	只要有大专及以上学历, 提供南京市居住证和学历证明, 未婚的提供本人身份证和户口本; 已婚的提供相关婚姻材料, 就可以在六合不动产登记中心开具购房证明
燕郊	房天下廊坊	凡燕郊中省直单位、高校、医院的员工或以燕郊高新区名义引进的企业, 在燕郊无住房的可以在燕郊购买一套新建商品住房; 迁入北京城市副中心机关事业单位的干部及职工将实施“一定三限”, 即严格限制特定人员, 限购一套住房, 限售三年, 限定价格
深圳	腾讯新闻	调整普通住宅标准, 144 平方米以下住宅不用再缴“豪宅税”
佛山	《关于进一步完善人才住房政策的补充通知》	在佛山工作的本科及以上学历, 或中级工及以上人才, 购买首套购房不受户籍和个税、社保缴存限制。
深汕合作区	深圳市深汕特别合作区管理委员会	深圳深汕合作区商品房解冻: 家庭限购 2 套 限售 5 年

资料来源: 天津政府网站、三亚政府网站、佛山市住建局、深圳市深汕特别合作区管理委员会、房天下、乐居无锡、腾讯新闻、国信证券经济研究所整理

选股思路

在政策放松、舆论转暖的情景假设下, “低估值+双增长+较佳业绩锁定性”的优势地产股当中的高杠杆、进取型公司, 其股价表现大概率会表现出更高的弹性, 因为“融资改善+需求转暖”对这类公司的盈利能力提升更显著。

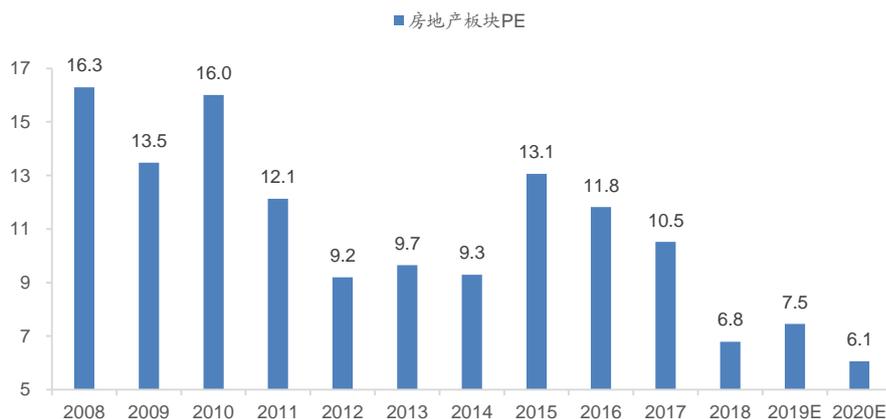
以最新收盘价计, 2020 年动态 PE 创历史新低

根据主流卖方研究机构对房地产板块 53 只地产股 2019 年、2020 年归母净利润

润的 Wind 一致预期，截至 12 月 6 日收盘，板块 2019 年动态 PE 为 7.5 倍，较 2018 年 10 月 18 日的底部估值水平（6.8 倍动态 PE）高 10.3%，处在近六年的次低位。

板块 2020 年动态 PE 为 6.1 倍，较 2018 年 10 月 18 日的底部估值水平低了 10.3%，创下历史新低。其中，中南建设、蓝光发展、招商蛇口、华夏幸福、阳光城、金科股份、荣盛发展、保利地产、华侨城 A、万科 A、新城控股等优势房企的 2020 年动态 PE 分别较 2018 年 10 月 18 日板块底部估值水平时低 45.4%、27.9%、21.4%、21.0%、19.8%、19.2%、17.7%、11.2%、6.1%、4.4%、3.3%。

图 22: 近十年地产板块 PE 变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注 1: 每年股价最低时点按照当年申万房地产指数的最低时点;

注 2: 历史上每年最低点的 PE=每年股价最低点的总市值/当年归母净利润总和, 2019、2020 年预测 PE=最新收盘价板块的总市值/WIND 一致预期的归母净利润总和;

表 5: 以最新收盘价计部分优势地产股未来两年动态 PE 一览

序号	公司代码	公司名称	PE (2019E)	PE (2020E)
1	3301.HK	融信中国	4.7	3.1
2	002146.SZ	荣盛发展	3.9	3.2
3	1638.HK	佳兆业集团	4.4	3.4
4	1628.HK	禹洲地产	4.1	3.4
5	000069.SZ	华侨城 A	4.5	3.8
6	600466.SH	蓝光发展	6.0	4.0
7	1813.HK	合景泰富集团	4.6	4.0
8	1238.HK	宝龙地产	5.2	4.1
9	600340.SH	华夏幸福	5.4	4.2
10	601155.SH	新城控股	5.9	4.3
11	2007.HK	碧桂园	5.1	4.3
12	3380.HK	龙光地产	5.5	4.4
13	000961.SZ	中南建设	8.0	4.6
14	600383.SH	金地集团	5.6	4.7
15	0884.HK	旭辉控股集团	5.9	4.7
16	1918.HK	融创中国	6.5	5.1
17	000671.SZ	阳光城	7.1	5.2
18	000656.SZ	金科股份	7.0	5.5
19	600048.SH	保利地产	7.2	6.0
20	3333.HK	中国恒大	6.7	6.1
21	000002.SZ	万科 A	7.6	6.4
22	001979.SZ	招商蛇口	8.1	6.6
23	1109.HK	华润置地	8.4	7.2
24	0960.HK	龙湖集团	9.1	7.5
25	000043.SZ	中航善达	55.5	37.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

筛选净利高增长标的

根据 Wind 一致预期，优势地产股未来将延续较高的利润增速，其中中南建设、蓝光发展、融创中国、合景泰富集团、融信中国、阳光城、佳兆业集团、金科股份、旭辉控股集团、保利地产 2019 年 Wind 一致预期归母净利润增速分别为 85%、53%、51%、46%、44%、38%、38%、34%、31%、30%；中南建设、融信中国、蓝光发展、新城控股、阳光城、佳兆业集团 2020 年 Wind 一致预期归母净利润增速分别为 72%、51%、50%、38%、35%、32%。

表 6：部分优势地产股 2019、2020 年 Wind 一致预期归母净利润优势房企一览

序号	公司代码	公司名称	归母净利润 2019E (亿元)	同比增速	归母净利润 2020E (亿元)	同比增速
1	000961.SZ	中南建设	41	85%	70	72%
2	600466.SH	蓝光发展	34	53%	51	50%
3	1918.HK	融创中国	251	51%	320	28%
4	1813.HK	合景泰富集团	59	46%	67	14%
5	3301.HK	融信中国	31	44%	47	51%
6	000671.SZ	阳光城	42	38%	56	35%
7	1638.HK	佳兆业集团	38	38%	50	32%
8	000656.SZ	金科股份	52	34%	67	27%
9	0884.HK	旭辉控股集团	71	31%	89	26%
10	600048.SH	保利地产	246	30%	299	22%
11	600340.SH	华夏幸福	150	28%	193	28%
12	002146.SZ	荣盛发展	96	27%	117	22%
13	3380.HK	龙光地产	104	26%	128	23%
14	601155.SH	新城控股	129	23%	178	38%
15	000002.SZ	万科 A	412	22%	488	19%
16	600383.SH	金地集团	98	22%	118	19%
17	2007.HK	碧桂园	421	22%	499	19%
18	1628.HK	禹洲地产	42	21%	51	21%
19	001979.SZ	招商蛇口	183	20%	223	22%
20	1238.HK	宝龙地产	34	20%	42	25%
21	000069.SZ	华侨城 A	126	19%	150	19%
22	0960.HK	龙湖集团	189	16%	228	21%
23	1109.HK	华润置地	269	11%	315	17%
24	3333.HK	中国恒大	337	-10%	373	11%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

筛选销售高增长标的

在行业降温的大背景下，部分聚焦房地产主业的优势地产股 2017、2018 年均录得显著增长，进入 2019 年，部分第二梯队龙头房企受益于布局城市楼市回暖，表现优异，其中宝龙地产、金科股份、阳光城、中南建设、旭辉控股集团、禹洲地产、招商蛇口、龙光地产金地集团在 2019 年 1-11 月分别取得 47%、41%、37%、36%、36%、33%、33%、31%、31% 的增长。

表 7：部分优势地产股近三年销售额增速一览

序号	房企	2019 年 1-11 月 销售额 (亿元)	2019 年 1-11 月 同比销售增速	2018 年销售额 (亿元)	2018 年同比销 售增速	2017 年销售额 (亿元)	2017 年同比销 售增速
1	宝龙地产	553	47%	410	97%	209	18%
2	金科股份	1513	41%	1188	81%	658	93%
3	阳光城	1819	37%	1628	78%	915	88%
4	中南建设	1709	36%	1466	52%	963	158%
5	旭辉控股集团	1778	36%	1520	46%	1040	96%
6	禹洲地产	672	33%	560	39%	404	74%
7	招商蛇口	1972	33%	1706	51%	1128	53%
8	龙光地产	852	31%	718	65%	434	51%
9	金地集团	1752	31%	1623	15%	1408	40%
10	合景泰富	772	29%	655	72%	380	33%

11	佳兆业集团	751	26%	701	57%	447	50%
12	新城控股	2466	24%	2211	75%	1265	94%
13	龙湖集团	2227	22%	2006	29%	1561	77%
14	融创中国	5004	20%	4608	27%	3620	141%
15	华润置地	2261	19%	2107	39%	1521	41%
16	融信中国	1261	17%	1219	73%	703	104%
17	保利地产	4203	14%	4048	31%	3092	47%
18	碧桂园	7515	11%	7287	32%	5508	78%
19	荣盛发展	902	10%	1016	50%	679	33%
20	中国恒大	5806	8%	5513	10%	5010	34%
21	华夏幸福	1351	6%	1628	7%	1522	27%
22	万科 A	5735	5%	6070	15%	5299	45%
23	蓝光发展	937	5%	855	47%	582	93%

资料来源：公司公告、克而瑞研究中心、国信证券经济研究所整理

表 8：部分优势地产股 PS*估值一览

序号	公司代码	公司名称	PS*
1	3301.HK	融信中国	0.1
2	000671.SZ	阳光城	0.2
3	000961.SZ	中南建设	0.2
4	600466.SH	蓝光发展	0.2
5	000656.SZ	金科股份	0.2
6	1638.HK	佳兆业集团	0.2
7	0884.HK	旭辉控股集团	0.3
8	1628.HK	禹洲地产	0.3
9	601155.SH	新城控股	0.3
10	600383.SH	金地集团	0.3
11	2007.HK	碧桂园	0.3
12	1238.HK	宝龙地产	0.4
13	1918.HK	融创中国	0.4
14	1813.HK	合景泰富集团	0.4
15	002146.SZ	荣盛发展	0.4
16	600048.SH	保利地产	0.4
17	3333.HK	中国恒大	0.4
18	000002.SZ	万科 A	0.5
19	600340.SH	华夏幸福	0.6
20	3380.HK	龙光地产	0.7
21	001979.SZ	招商蛇口	0.7
22	0960.HK	龙湖集团	0.9
23	1109.HK	华润置地	1.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：PS*=截至 2019 年 12 月 6 日收盘总市值/2019 年 1-11 月销售额

筛选业绩锁定性较佳标的

板块全年营收及利润主要结转于 2017 年销售，这一期间行业量价齐升，所销售的项目毛利率较高，因此优势地产股全年业绩大概率能有显著增长。其中，在满足 2019 年 Wind 一致预期营收后，新城控股、金科股份、万科 A、中南建设、保利地产、蓝光发展、金地集团的剩余的预收账款仍能分别锁定各自 2020 年 Wind 一致预期营收的 137%、125%、95%、94%、82%、80%、74%。

表 9：部分优势地产股业绩锁定性一览

序号	公司代码	公司简称	2019 三季度末预收账款 (亿元)	2019 前三季度营业收入 (亿元)	2019 年一致预期营业收入 (亿元)	2020 年一致预期营业收入 (亿元)	2019 年业绩锁定性	2020 年业绩锁定性
1	601155.SH	新城控股	2094	296	822	1145	398%	137%
2	000656.SZ	金科股份	1043	432	560	732	814%	125%
3	000002.SZ	万科 A	5880	2239	3733	4600	394%	95%
4	000961.SZ	中南建设	1279	410	697	1057	446%	94%
5	600048.SH	保利地产	3829	1118	2446	3050	288%	82%
6	600466.SH	蓝光发展	605	279	420	584	430%	80%

7	600383.SH	金地集团	855	425	667	831	353%	74%
8	600340.SH	华夏幸福	1350	643	1086	1409	305%	64%
9	000069.SZ	华侨城 A	727	299	593	721	247%	60%
10	002146.SZ	荣盛发展	883	388	740	934	251%	57%
11	000671.SZ	阳光城	882	320	697	905	234%	56%
12	001979.SZ	招商蛇口	1347	255	1128	1407	154%	34%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

筛选进取型标的

优势地产股当中的高杠杆公司，其高杠杆风险的另一面反映的是偏激进的战略风格，在政策由紧到松转变的过程中，高杠杆的风险得到缓解，激进的战略有望转化为较高的增速。我们用一个指标——单位市值有息负债来筛选优势地产股的进取型标的。

截至 12 月 6 日收盘，根据 2019 年三季报的数据观察优势地产股的单位市值的有息负债，阳光城、蓝光发展、金科股份、华夏幸福、华侨城 A、中南建设、荣盛发展、保利地产、金地集团单位市值的有息负债的比值分别达到 3.8、2.9、2.7、2.2、2.2、2.1、1.7、1.6、1.6。

表 10: 部分优势地产股单位市值的有息负债一览

序号	公司代码	公司简称	单位市值的有息负债
1	000671.SZ	阳光城	3.8
2	600466.SH	蓝光发展	2.9
3	000656.SZ	金科股份	2.7
4	600340.SH	华夏幸福	2.2
5	000069.SZ	华侨城 A	2.2
6	000961.SZ	中南建设	2.1
7	002146.SZ	荣盛发展	1.7
8	600048.SH	保利地产	1.6
9	600383.SH	金地集团	1.6
10	001979.SZ	招商蛇口	1.0
11	601155.SH	新城控股	1.0
12	000002.SZ	万科 A	0.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 有息负债数据取公司 2019 年三季报

综合以上分析，2020 年重点推荐: 中南建设、阳光城、融创、金科、保利、金地、荣盛、蓝光、融信、华润、旭辉、华夏幸福、龙光、宝龙、佳兆业、碧桂园、禹洲、中航善达、合景泰富、华侨城 A、龙湖等。

风险

- 一、市场的风险: 若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖;
- 二、研究框架的风险: 上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业，则上述研究框架失效，导致相应地策略建议亦失效。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2019-12-6	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600383.SH	金地集团	买入	12.16	1.79	2.15	2.52	6.8	5.7	4.8	1.1
600048.SH	保利地产	买入	14.98	1.59	1.95	2.30	9.4	7.7	6.5	1.5
002146.SZ	荣盛发展	买入	8.55	1.74	2.20	2.70	4.9	3.9	3.2	1.0
000961.SZ	中南建设	买入	8.92	0.59	1.08	1.89	15.1	8.3	4.7	1.7
600340.SH	华夏幸福	买入	26.87	3.91	4.83	6.00	6.9	5.6	4.5	2.0
000671.SZ	阳光城	买入	7.35	0.75	0.98	1.28	9.8	7.5	5.7	1.5
000656.SZ	金科股份	买入	6.91	0.73	0.90	1.10	9.5	7.7	6.3	1.5
600466.SH	蓝光发展	买入	6.70	0.75	1.11	1.68	8.9	6.0	4.0	1.5
000069.SZ	华侨城 A	买入	6.92	1.29	1.49	1.72	5.4	4.6	4.0	0.9
000043.SZ	中航善达	增持	20.95	-	-	0.73	-	-	28.7	2.9
2007.HK	碧桂园	买入	10.02	1.59	1.88	2.10	6.3	5.3	4.8	1.6
1109.HK	华润置地	买入	31.73	2.78	3.20	3.52	11.4	9.9	9.0	1.5
0960.HK	龙湖集团	买入	28.72	2.16	2.59	3.11	13.3	11.1	9.2	2.0
1918.HK	融创中国	买入	36.90	3.74	5.31	6.61	9.9	6.9	5.6	2.5
0884.HK	旭辉控股集团	买入	5.38	0.72	0.87	1.05	7.5	6.2	5.1	1.5
3380.HK	龙光地产	买入	10.34	1.28	1.81	2.18	8.1	5.7	4.7	1.8
1813.HK	合景泰富集团	买入	8.66	1.20	1.45	1.76	7.2	6.0	4.9	0.8
3301.HK	融信中国	买入	8.81	1.56	2.00	2.50	5.6	4.4	3.5	1.0
1638.HK	佳兆业集团	买入	2.81	0.45	0.55	0.66	6.3	5.1	4.3	0.7
1238.HK	宝龙地产	买入	4.32	0.44	0.51	0.62	9.8	8.5	7.0	0.6
1628.HK	禹洲地产	增持	3.38	0.79	0.83	0.96	4.3	4.1	3.5	0.9

资料来源: Wind、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

注 1: 表中金额均为人民币计价, 阳光城 2018 年 EPS 均未扣除永续债利息;

注 2: 港股 EPS 均为核心 EPS (融创中国、佳兆业集团除外)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032