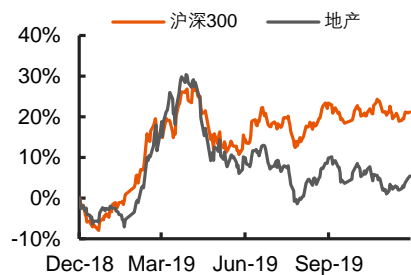


房地产行业 2020 年度策略报告

重走 2019? 花相似, 境不同

强于大市 (维持)

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*地产*商业地产行业全景图——短期回归理性, 中期机会犹存》
2019-12-10

《行业专题报告*地产*建筑建材&钢铁&机械*2020 年地产产业链如何看——地产投资开工承压, 关注竣工端产业链机会》
2019-12-08

《行业周报*地产*成交环比回落, 政治局会议未提房地产》
2019-12-08

《行业周报*地产*成交环比回升, 百强销售增速放缓》
2019-12-01

《行业周报*地产*成交环比回升, LPR 最新报价下调》
2019-11-24

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑茜文 一般从业资格编号
S1060118080013
ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **政策托而不举, 因城施策。**经济下行压力加大、楼市降温背景下, 预计 2020 年政策面有望从过紧回归平衡, 改善力度将取决于经济及楼市走向。但考虑“房住不炒”的总基调, 结合前几轮周期底部强刺激带来的房价暴涨、居民杠杆率大幅攀升等副作用, 预计整体托而不举, 以稳为主。
- **投资同比增 5%以上, 建安为主要支撑。**地产投资包括土地购置费用及施工建安投资。2019H2 以来百城土地成交持续下滑, 九大标杆房企前三季度拿地销售比为 84.2%, 较 2018 年下降 16.6 个百分点, 叠加较高基数, 预计 2020 年土地购置费增速将延续回落。由于新开工绝对值超过竣工, 施工面积仍将保持增长, 建安有望成为 2020 年投资增长引擎。预计 2020 年施工面积及建安投资同比增长 7.1%, 新开工同比增长 3%, 地产投资同比增长 5.4%。
- **销售稳中趋降, 预计同比降 3%。**2019 年国庆后楼市已明显降温, 2020 年大概率延续调整趋势, 其中一二线城市已历经调整, 加上因城施策带来的政策改善托底, 预计延续平稳; 三四线供应增加、需求萎缩, 加上此前未有明显调整, 量价均将面临较大压力。随着政策微调及货币环境改善, 调整之后楼市有望在下半年逐步走稳, 预计 2020 年全国销售面积同比降 3%。
- **资金未至穷途, 融资端或边际改善。**由于开发商主动收缩拿地、加快销售回款、储备资金过冬, 房企整体资金状况好于前三轮周期底部。2019Q3 末上市房企在手现金对一年内到期长短期债务覆盖比例为 115%, 远好于 2008、2011 和 2014 年。测算 2020 年房企信托及债券到期 1.46 万亿, 较 2019 年增长 19.4%, 随着房企销售及回款压力加大, 偿债压力上升, 预计房企融资端政策有望边际改善, 但资金面或难现 2019 年年初宽松。
- **投资建议:**展望 2020 年, 尽管行业基本面承压, 但在以“稳”为主、因城施策的背景下, 政策存在托底空间, 同时板块估值已处于历史低位、股息率亦具备吸引力, 当前位置地产股易涨难跌, 攻守兼备、性价比持续凸显, 板块弹性仍取决于政策与基本面的博弈。我们看好 2020 年地产板块整体表现, 维持“强于大市”评级。全年建议积极配置行业龙头及二线弹性标的, 耐心持股等待收益。短期来看, 主流房企无论估值、持仓、股息率均具有吸引力, 多地政策微调、5 年期 LPR 下调, 关注估值切换及政策博弈的机会, 以低估值龙头 (万科、保利、金地等) 及业绩高增的二线弹性标的 (中南、阳光城等) 为主; 中期随着政策微调、货币端发力, 楼市有望逐步走稳, 关注流动性宽松可能带来的“资产荒”配置机会。
- **风险提示:** 1) 2020 年上半年存在楼市超调而政策迟迟未见松动的风险; 2) 楼市大幅调整带来的资产大幅减值及净利率下滑的风险; 3) 若楼市降温超预期, 且融资渠道依旧偏紧, 不排除部分中小房企面临资金链风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS (元/股)			PE (倍)			评级	
		2019-12-11	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E		2021E
招商蛇口	001979.SZ	19.03	1.93	2.41	2.93	3.53	9.9	7.9	6.5	5.4	强烈推荐
万科 A	000002.SZ	28.00	2.99	3.85	4.79	5.89	9.4	7.3	5.8	4.8	强烈推荐
保利地产	600048.SH	15.58	1.59	2.05	2.5	3	9.8	7.6	6.2	5.2	强烈推荐
金地集团	600383.SH	12.99	1.79	2.26	2.68	3.14	7.3	5.7	4.8	4.1	强烈推荐
中南建设	000961.SZ	9.23	0.59	1.09	1.87	2.43	15.6	8.5	4.9	3.8	推荐
天健集团	000090.SZ	5.15	0.42	0.64	0.82	0.93	12.3	8.0	6.3	5.5	推荐

正文目录

前言	7
一、 政策：因城施策，托而不举	8
1.1 经济增速下台阶，土地财政依旧突出	8
1.2 楼市步入调整通道，调控效果渐显	9
1.3 2019 年政策呈现两头松、中间紧	10
1.4 2020 托而不举，政策环境或好于 2019	13
二、 资金：2019 先松后紧，2020 边际改善	13
2.1 2019 年资金端先松后紧	13
2.2 加快回款成为房企选择，年末政策表态略有缓和	16
2.3 资金链状况好于过往，2020 年迎偿债高峰	17
2.3 地产资金链缺口逐步加大，2020 年融资端有望边际改善	18
三、 投资：建安支撑，同比增 5%以上	19
3.1 2020 年“紧资金+再库存”延续，投资开工仍将承压	19
3.2 拿地：2019 年先热后冷，整体趋于平稳	21
3.3 新开工：楼市下行及资金端偏紧，新开工稳中趋降	23
3.4 竣工：步入交房周期，2020 年有望延续回升	24
3.5 预计 2020 年投资同比增 5.4%，建安为主要支撑	26
四、 销售：稳中趋降，软着陆	27
4.1 2019 年楼市呈现韧性，市场压力逐步加大	27
4.2 核心城市去化率稳中有降，后续成交以稳为主	28
4.3 2019 年惯性置业提振三四线，2020 年延续走弱趋势	30
4.4 预计 2020 销售面积同比降 3%	31
4.5 新房中期需求稳定，迎接存量房时代	31
五、 公司：强者恒强，基业长青	33
5.1 百强销售延续高增，龙头去化依旧尚可	33
5.2 龙头营收依旧靓丽，业绩保障度创新高	35
5.3 龙头估值处于底部，融资优势明显	36
六、 投资建议	37
6.1 2019 年：地产股走势仍为政策与基本面的博弈	37
6.2 2020 年：花相似而境不同，以耐心换取收益	38
6.3 二线弹性博收益，稳健龙头打基石	40
七、 风险提示	40

图表目录

图表 1	2020 年大势判断：政策托底楼市，耐心换取收益	7
图表 2	GDP 增速持续下台阶	8
图表 3	2019 年 11 月末社融规模增速降至 10.7%	8
图表 4	2019 年前 10 月工业企业利润总额同比降 2.9%	8
图表 5	地产仍为经济增长重要拉动	8
图表 6	土地使用权出让收入占地方财政比重较高	9
图表 7	2019 年地方土地出让收入同比增速收窄	9
图表 8	地方政府债务余额高达 21.4 万亿元	9
图表 9	2019 年下半年百城土地溢价率回落	9
图表 10	2019 年下半年 70 城房价环比涨幅呈收窄态势	10
图表 11	8 月起全国商品房销售均价逐月下降	10
图表 12	9 月以来百强房企单月销售均价呈下行趋势	10
图表 13	2019 年政策调控经历先稳后紧再稳的走势	11
图表 14	2019 年各地政策有保有压，全年呈现两头松中间紧	11
图表 15	楼市下行周期，政策中性偏宽松	12
图表 16	经济下行周期，政策中性偏宽松	12
图表 17	当前大环境与 2018 年末类似，但调整压力更大	13
图表 18	2019 年初十年期国债利率下行	14
图表 19	1-5 月房企发债成本改善	14
图表 20	2019 年前 5 月房企境内发债同比增 36%	14
图表 21	2019 年前 5 月房企海外发债同比增 36%	14
图表 22	下半年房企债券、信托发行额减少	15
图表 23	2019 年新增房地产贷款占比较 2018 年明显下降	15
图表 24	2019 年房企融资成本先降后升	15
图表 25	5 月以来政策频出，资金面边际收紧	16
图表 26	房企国内贷款累计增速下行	16
图表 27	定金及预收款累计增速提升	16
图表 28	2019 年首套房贷利率先降后升	17
图表 29	11 月 5 年期 LPR 报价下调	17
图表 30	货币资金/一年内到期长短期负债	17
图表 31	负债率整体保持稳定	17
图表 32	房地产信托及债券合计到期规模	18
图表 33	房地产行业资金情况分析	18

图表 34	资金收紧中房企分阶段行为.....	19
图表 35	2019 年前 10 月新开工增速稳中趋降.....	19
图表 36	2019 年下半年房企定金及预收款增速回升.....	19
图表 37	2019 年前 10 月全国房企土地购置面积同比降 16.3%.....	20
图表 38	上市房企资金状况好于 2011 年.....	20
图表 39	全国已开工未售库存仍处于相对低位.....	20
图表 40	上市房企当前在手库存低于 2011 年.....	21
图表 41	2019 年百城土地成交溢价率先升后降.....	21
图表 42	2019 年百城土地流拍率先低后高.....	21
图表 43	百城土地成交面积增速回落.....	22
图表 44	主流房企拿地销售面积比呈现分化.....	22
图表 45	非 40 大中城市土地购置面积及销售占全国比重.....	23
图表 46	2019 年房企拿地逐步回归一二线.....	23
图表 47	西部已开工未售库存更低.....	23
图表 48	中西部新开工增速明显高于东部地区.....	23
图表 49	2019 年前 10 月新开工累计同比增长 10%.....	24
图表 50	全国已开工未售库存仍处于相对低位.....	24
图表 51	10 月单月高新开工增速不可持续.....	24
图表 52	竣工滞后新开工三年左右.....	25
图表 53	2016-2018 年期房销售明显增长.....	25
图表 54	2018 年施工与新开工增速差大幅走阔.....	25
图表 55	2019 年电梯产量增速维持较高水平（单位：万台）.....	26
图表 56	玻璃价格 2019 年三季度以来明显上行.....	26
图表 57	单月竣工增速已经转正.....	26
图表 58	房地产投资测算.....	27
图表 59	一二线、三四线单月销售面积增速走势.....	27
图表 60	2019H2 房企“以价换量”带动销售增长.....	27
图表 61	2019 年全国 12 个月移动平均去化率持续下行.....	28
图表 62	2019 年核心城市供应量持续提升.....	28
图表 63	2019 年 10 月起主要城市去化率稳中有降.....	28
图表 64	2019 年下半年十大城市库存逐步回升.....	29
图表 65	2019 年前 11 月 20 城二手房成交面积增速上行.....	29
图表 66	11 月末 19 城二手房挂牌较 2018 年末增 102%.....	29
图表 67	主要城市二手房挂牌量分城市情况（截至 2019 年 11 月末）.....	30
图表 68	2017 年、2018 年百城三四线土地成交大幅增长.....	30
图表 69	2018 年来西部地区新开工增速持续高于全国.....	30

图表 70	2019 年三四线为主的西部累计销售面积增速优于全国	31
图表 71	2020 年销售面积增速测算	31
图表 72	2019-2030 年新增住宅需求测算	32
图表 73	2019-2030 年全国住宅成交预计仍将保持较高规模	32
图表 74	国内十大重点城市二手房成交超 40%	32
图表 75	英格兰及威尔士竣工新房占一二手销售比处于低位	32
图表 76	美国二手房成交占主流	33
图表 77	日本首都圈二手公寓成交逐步超过新建公寓	33
图表 78	日本三井不动产业务趋于多元化	33
图表 79	2019 年行业集中度延续提升	34
图表 80	2019 年百强房企销售增速远高于全国	34
图表 81	2019 年主流开发商销售持续增长（单位：亿元）	34
图表 82	2019 年主要房企整体去化率尚可	35
图表 83	2019 年前三季度板块营收同比增 22.3%	35
图表 84	2019 年前三季度各子板块营收增速表现	35
图表 85	2019 年三季度末上市房企预收款充足	36
图表 86	2019 年三季度末业绩保障度高达 137.3%	36
图表 87	主流房企股息率具备一定吸引力	36
图表 88	主流房企当期估值处于历史低位	36
图表 89	主流房企历年 PE（期末市值/当年净利）	36
图表 90	各类公司近期发债利率对比	37
图表 91	龙头房企融资优势明显	37
图表 92	2019 年地产板块行情回顾	38
图表 93	2020 年与 2019 年政策、资金、投资及销售环境对比	38
图表 94	2019 年地产板块累计上涨 14.8%	39
图表 95	2019Q3 机构持仓比例下滑	39
图表 96	地产板块整体 PE 处于历史较低水平（倍）	39
图表 97	地产板块整体 PB 处于历史较低水平（倍）	39
图表 98	地产板块估值处于低位	39

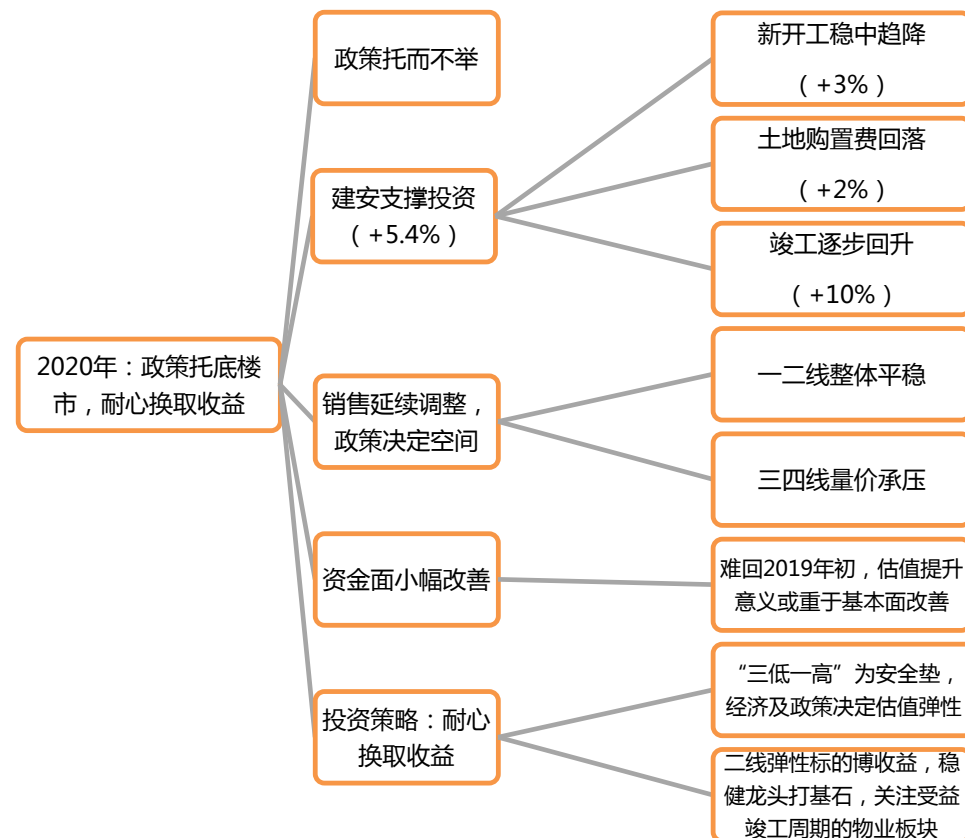
前言

2019年楼市整体仍呈现韧性，年初受按揭利率下行及政策、资金端改善影响，一二线楼市大幅反弹；5月后随着政策及融资端的收紧、楼市再度下行，尽管下半年在开发商加大推盘、以价换量的推动下，全国成交量有所反弹，但全国及百强房企销售均价及去化率的下行，反映楼市压力正逐步加大。市场仿佛回到2018年四季度，大环境经济下行压力增大，行业层面去化率下行、库存累积、促销项目渐多，政策层面多地因城施策逐步发力。

展望2020年，同样面临经济下行及楼市调整，市场是否重回2019年年初政策缓和融资改善，投资及楼市是否仍将具有韧性？我们认为受三四线楼市拖累影响，2020年销售将再次探底，房企投资开工均面临收缩，稳增长背景下因城施策将进一步发力，具有一定对冲效应。但在“房住不炒”基调下，预计整体托而不举，以稳为主。年年月月花相似，岁岁年年境不同，尽管2020年同样面临经济、投资、销售下行，但下行压力更大，且全面建成小康社会背景下稳增长意愿更强，或意味着政策边际改善空间更大。

整体来看，2020年地产股走势仍取决基本面与政策面的博弈，但相比2019年政策宽松概率或更大，但力度将受到“房住不炒”与“经济楼市调整压力”的平衡与制约。全年建议积极配置行业龙头及二线弹性标的，耐心持股换取收益。短期来看，主流房企无论估值、持仓、股息率均具有吸引力，多地政策对冲、5年期LPR下调，关注估值切换及政策博弈的机会，以低估值龙头及业绩高增的二线弹性标的为主；中期随着政策微调、货币政策发力，下半年楼市有望逐步走稳，关注流动性宽松可能带来的“资产荒”配置机会。

图表1 2020年大势判断：政策托底楼市，耐心换取收益



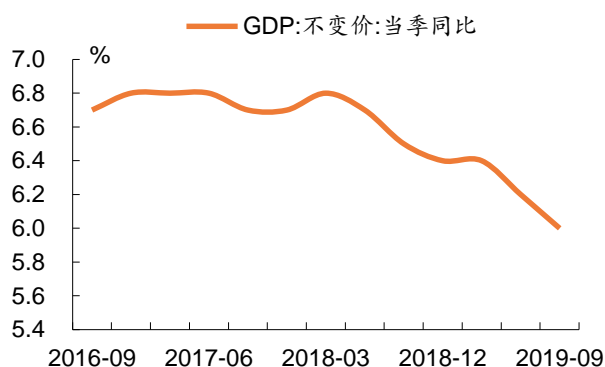
资料来源：平安证券研究所

一、政策：因城施策，托而不举

1.1 经济增速下台阶，土地财政依旧突出

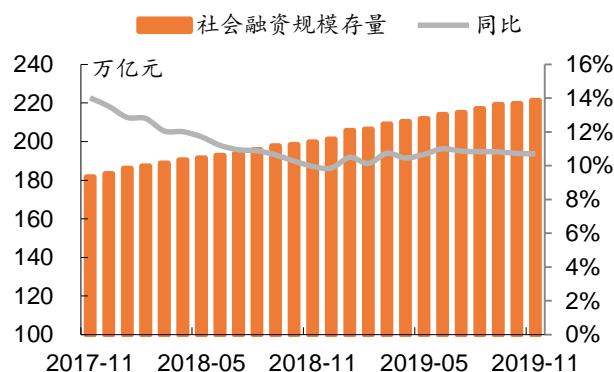
经济下行压力犹存，地产仍为重要支撑。2019年以来经济下行压力持续加大，2019年三季度GDP增速回落至6%，11月末社融总规模223.1万亿元，同比增长10.7%，增速与10月持平，较9月下降0.1个百分点；前10月工业企业利润总额同比下降2.9%，叠加外部冲击，国内经济仍面临短期的周期性下行和中长期结构性下行压力。地产作为国民经济重要支柱产业，2019年前三季度拉动GDP增长0.2个百分点；考虑地产上下游产业链，对经济实际贡献率将更高。12月政治局会议强调“统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间”，稳增长仍是2020年重要工作任务。

图表2 GDP增速持续下台阶



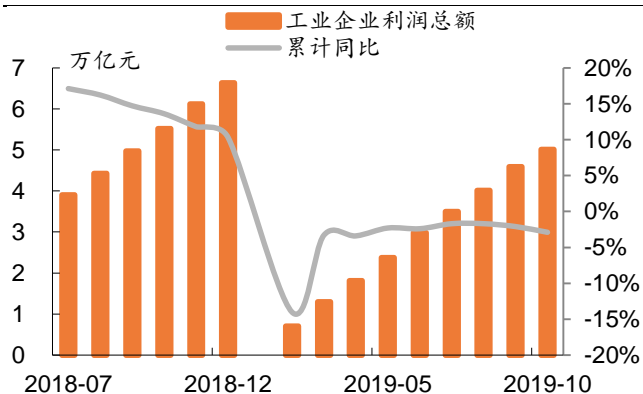
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表3 2019年11月末社融规模增速降至10.7%



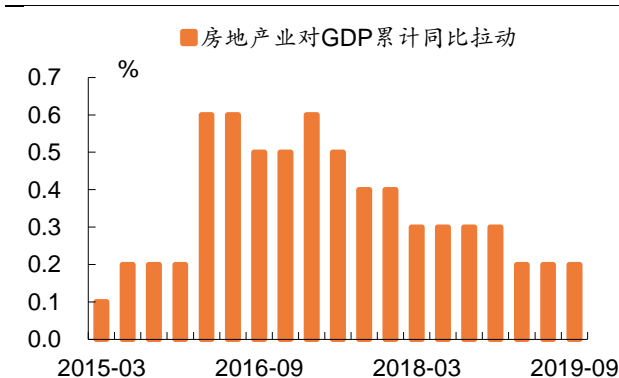
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表4 2019年前10月工业企业利润总额同比下降2.9%



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表5 地产仍为经济增长重要拉动

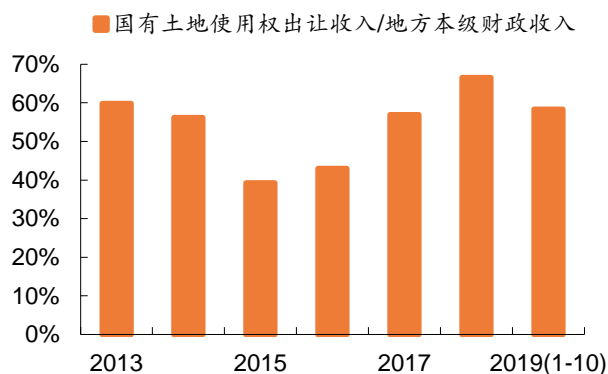


资料来源:Wind, 平安证券研究所

土地财政依旧突出，出让金大幅下降容忍度较低。5月以来受融资端调控趋严、多地土拍政策收紧影响，百城土地成交溢价率持续回落，2019年11月为7.3%，较4月高点降15.9个百分点。受土地市场降温影响，2019年前10月全国土地出让收入5.1万亿元，同比增长6.9%，增速较2018年全年的25%明显下行。尽管土地出让金增速下降，但2019年前10月仍占地方本级财政收入的58.4%，土地财政依旧突出。截至2019年10月末，地方政府显性债务余额高达21.4万亿元，且大量债务

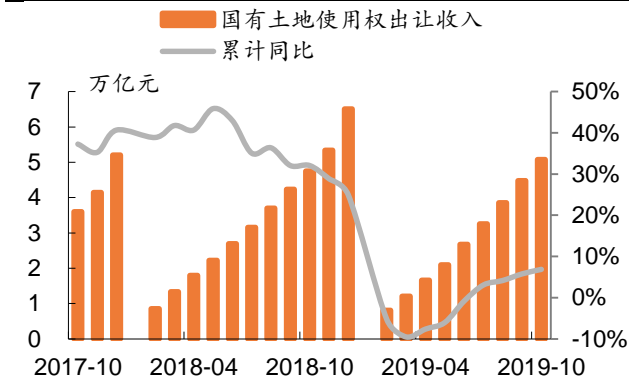
以土地抵押，在地方政府对土地财政依赖度较高背景下，预计其对地价及土地出让金下滑容忍度较低。

图表6 土地使用权出让收入占地方财政比重较高



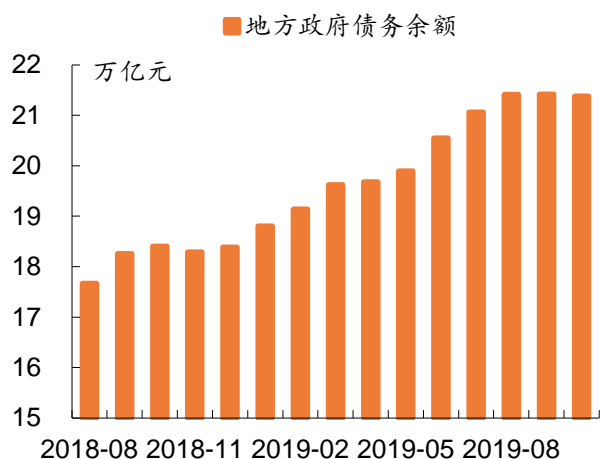
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表7 2019年地方土地出让收入同比增速收窄



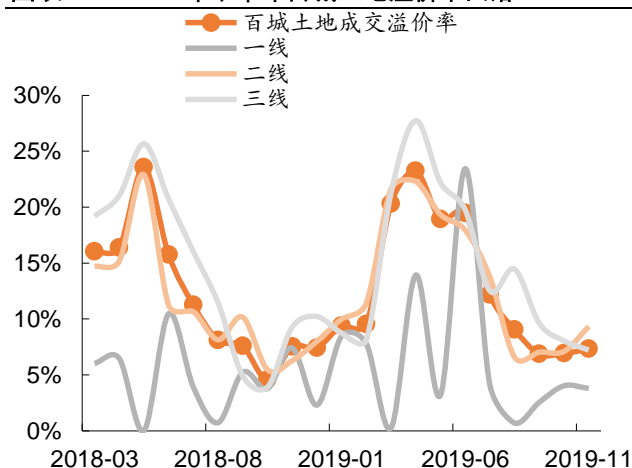
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表8 地方政府债务余额高达 21.4 万亿元



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表9 2019年下半年百城土地溢价率回落

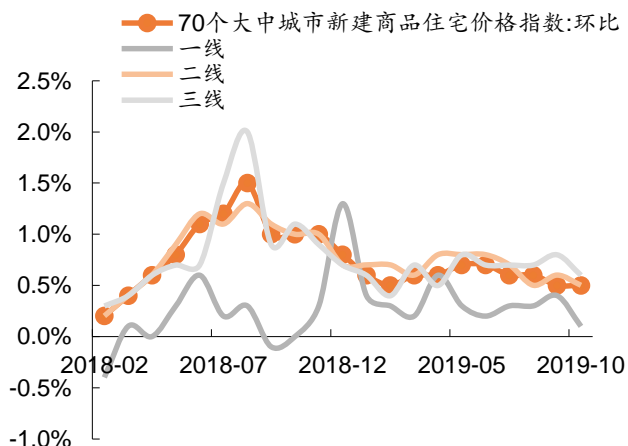


资料来源:Wind, 平安证券研究所

1.2 楼市步入调整通道，调控效果渐显

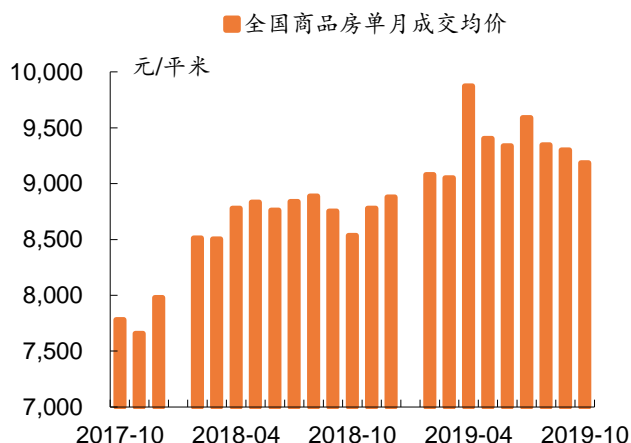
2015 年来，全国商品房房价持续走高，随着前期密集调控出台、需求透支叠加供应加大，2019 年下半年多地楼市调整压力逐步显现。从房价走势来看，2019 年 10 月 70 个大中城市房价环比上涨 0.5%，同比上涨 8%，同比涨幅连续 6 个月收窄；8 月起全国商品房销售均价已逐月下降，10 月降至 9186 元/平米；11 月百强房企销售均价降至 13230 元/平，较 7 月高点下降 5.8%。考虑三四线楼市持续降温，价格回落可能并非三四线占比的提升，而是楼市整体调整、房企以价换量的表现。

图表10 2019年下半年70城房价环比涨幅呈收窄态势



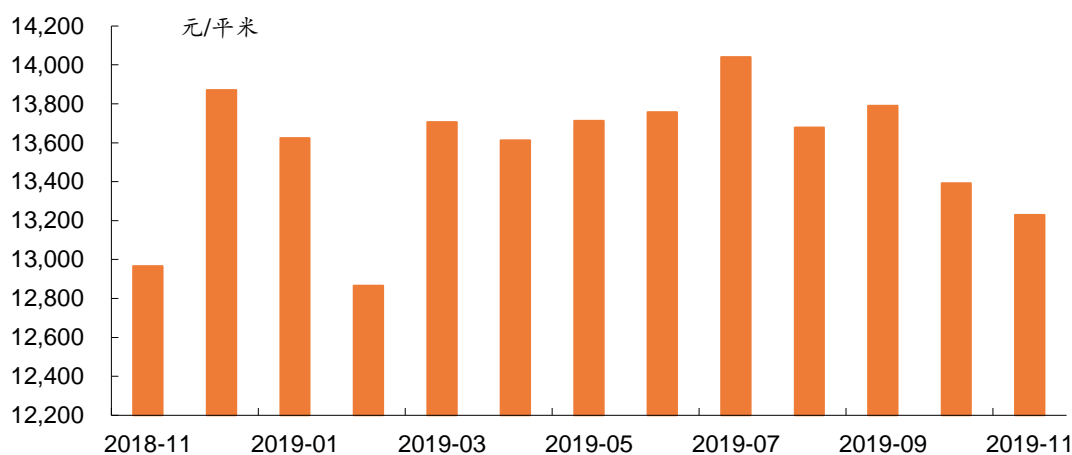
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表11 8月起全国商品房销售均价逐月下降



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表12 9月以来百强房企单月销售均价呈下行趋势

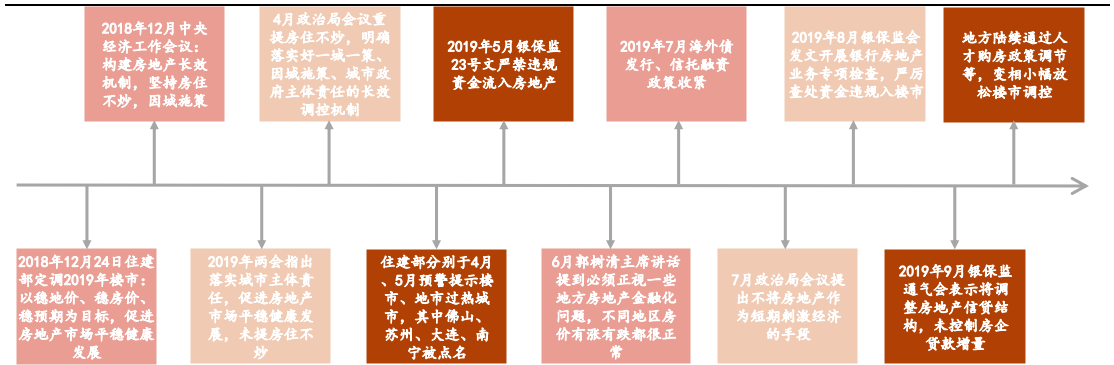


资料来源:Wind, 平安证券研究所

1.3 2019年政策呈现两头松、中间紧

回顾2019年政策走势，呈现两头松、中间紧。在2018Q4楼市降温背景下，2019Q1政策环境相对平稳，随着楼市、地市逐步升温，及一季度经济增速企稳，4月政治局会议重提房住不炒，7月进一步提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，叠加5月以来融资政策的收紧，严调控态势明确。而在三、四季度宏观经济下行压力加大、楼市降温情形下，各地方则陆续通过人才购房政策调节等小幅放松。整体来看，2019年政策呈现一城一策、有保有压的格局，且政策松紧力度与经济及楼市状况密切相关。

图表13 2019年政策调控经历先稳后紧再稳的走势



资料来源:各部委官网, 平安证券研究所

图表14 2019年各地政策有保有压, 全年呈现两头松中间紧

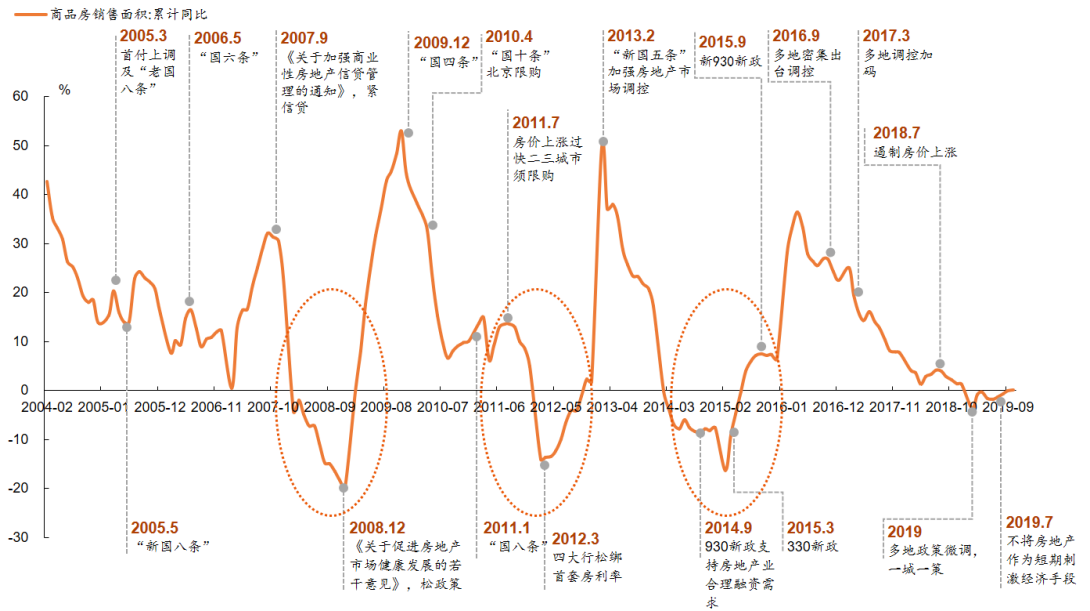
方向	时间	城市	内容
放松	2019.2	阜阳	新出让土地限价条款取消, 此前规定对应地块开发的商品住宅销售均价不高于同一区域、同一类型、同一品质当月销售均价
	2019.6	南京	取消外地人在高淳区购房最近3年内累计缴纳2年以上社保或个税规定; 10月放松六合区外地人购房条件至大专以上学历
	2019.8	上海	自贸区临港新片区人才居住证转户籍年限由7年缩短至5年(核心人才3年); 非本市户籍人才购房个税或社保缴纳年限由5年缩短至3年
	2019.9	贵阳	调低公积金二手房首付比例至首套20%、二套30%, 取消二套住房贷款需间隔1年的时间限制
	2019.9	宜昌	全面取消城镇落户限制, 毕业5年内就业创业、落户高校毕业生可按周边商品房价8-9折购买“安转商”住房
	2019.10	武汉	二手房公积金贷款最长期限由20年变更为30年; 取消家庭名下首套房超144平米再次申请公积金贷款不予受理规定
	2019.10	天津	对迁入滨海中关村科技园、宝坻中关村科技城内, 承接北京非首都功能疏解项目的外地户籍职工, 允许其在津购买1套住房, 无需社保或纳税证明
	2019.11	广州	外地户籍购房社保与个税缴纳记录可互认
收紧	2019.11	佛山	最新人才住房政策: ①认定为优粤佛山卡A卡、B卡、C卡、T卡人才享受户籍人口购房政策, ②在本市工作、具有本科及以上学历或中级工及以上职业资格人才, 首套购房不受户籍和个税、社保缴存限制; 此前禅城、南海桂城街道等限购区域外地户籍购房需连续缴纳1年个税或社保
	2019.4	长沙	对购买第二套改善型住房, 停止契税优惠政策, 改为按4%税率征收契税
	2019.5	苏州	工业园区全域、高新区部分重点区域新房限售3年; 工业园区全域二手房限售5年
	2019.5	合肥	收紧土地竞买规则, 规定关联公司不得报名竞买同一幅土地; 7月表示将对引发3次以上群访房企暂停供地、预售、网签; 9月调整商品住宅用地定价方式, 根据周边新房、二手房交易价格确定供应用地起拍价、最高限价, 达最高限价时转竟自持
	2019.6	西安	升级限购: ①针对市外迁入户籍的居民家庭, 需落户满1年或缴满1年社保才可在限购区内买房; ②针对非本市户籍居民家庭且在限购区内无住房的, 需提供5年以上社保证明才可购买1套房; ③将临潼区纳入限购区范围
	2019.6	南宁	约谈全市房企, 查找房地产销售市场存在问题, 整治捂盘惜售等乱象
2019.7	大连	发布限价令: 已取得预售证项目备案价不得高于5、6月份或最近成交月份最低备案价; 未取得预售证项目按一房一价申报房源价格, 备案价不得	

高于申报价（6个月后可申请下调、下浮比例不超5%）

资料来源：各地政府网站，平安证券研究所

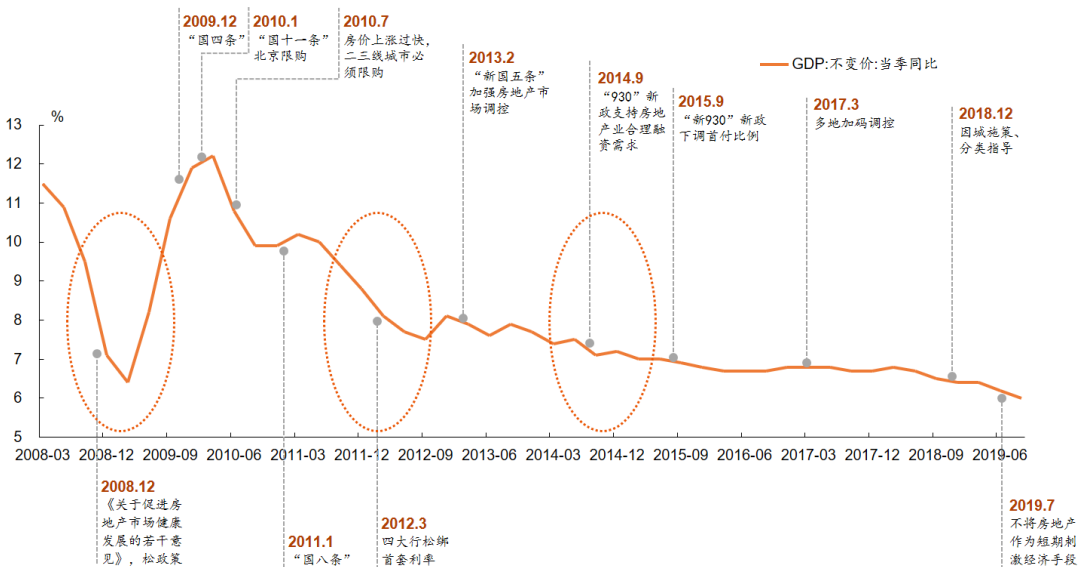
由此可见，即使短短2019年一年，依旧遵循前几轮周期中经济及楼市下行，政策偏松；经济企稳及楼市升温，政策趋紧的规律，唯一不同在于政策松紧力度。

图表15 楼市下行周期，政策中性偏宽松



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表16 经济下行周期，政策中性偏宽松



资料来源:Wind, 平安证券研究所

1.4 2020 托而不举，政策环境或好于 2019

当前经济增速持续下台阶，土地市场溢价率大幅回落，流拍率持续上行，楼市降价促销屡见不鲜，大环境似乎重回 2018 年末，但相比 2018 年末，当年楼市调整压力更大、土地流拍率更高、同时全面建成小康社会背景下，2020 年稳增长意愿更强。

图表17 当前大环境与 2018 年末类似，但调整压力更大

	当前	2018 年末	相同点	不同点
经济	2019Q3 GDP 增速下降至 6%，创新低	2018Q3、Q4 GDP 增速下降至 6.5%和 6.4%，持续下行	经济持续下行	当前经济下行压力更大、2020 年稳增长动因更强
楼市	8-10 月全国商品房均价持续下降，房企逐步以价换量	全国商品房销售转负，多地出现楼盘促销降价	楼市均面临调整	2020 年下行压力更大
土地市场	11 月百城土地溢价率 7.3%，流拍率达 31%，创年内新高	2018Q4 百城土地流拍率达 18%，溢价率仅 7%左右	土地市场大幅降温	当前流拍率更高，土地市场压力更大

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

展望 2020 年，一方面宏观经济下行压力犹在，仍需房地产发挥“压舱石”作用，同时 2019H2 以价换量带来的需求提前释放，进一步增加 2020 年销售难度；稳地价稳房价稳预期背景下，政策或由防“涨”变成防“跌”，考虑当前整体政策依旧偏紧，但经济、楼市面临的下行压力均大于 2018 年末，预计 2020 年因城施策、政策边际改善力度亦将大于 2019 年。

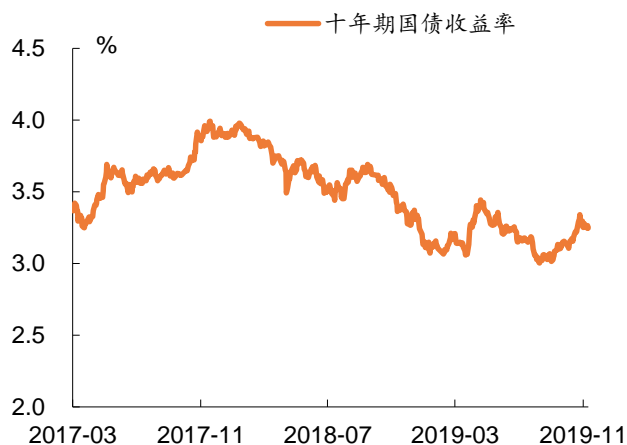
另一方面，考虑“房住不炒”总基调，结合前几轮周期底部强刺激带来的房价暴涨、居民杠杆率大幅攀升等副作用，调控政策并不具备全局放松的基础。预计 2020 年政策端松动仍将在“房住不炒”的大前提下，以地方政府微调及信贷环境改善为主。

二、 资金：2019 先松后紧，2020 边际改善

2.1 2019 年资金端先松后紧

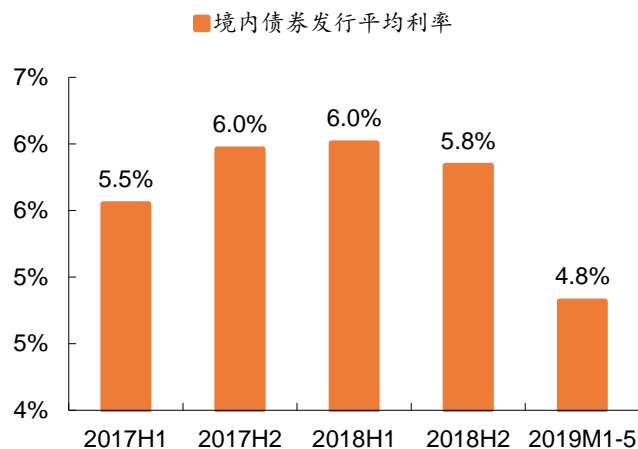
2019 年年初房企融资及资金环境改善。2018-2019 年的持续降准，加上“宽货币”向“宽信用”传导效率改善，银行流动性整体宽松，2019 年 3 月十年期国债收益率一度降至 3%附近。受整体资金环境宽松影响，1-5 月房企境内及海外发债金额同比均增长 36%，主要房企融资成本下降，1-5 月房企境内发债加权融资成本仅 4.8%，较 2018H2 下降 100 个 BP。

图表18 2019年初十年期国债利率下行



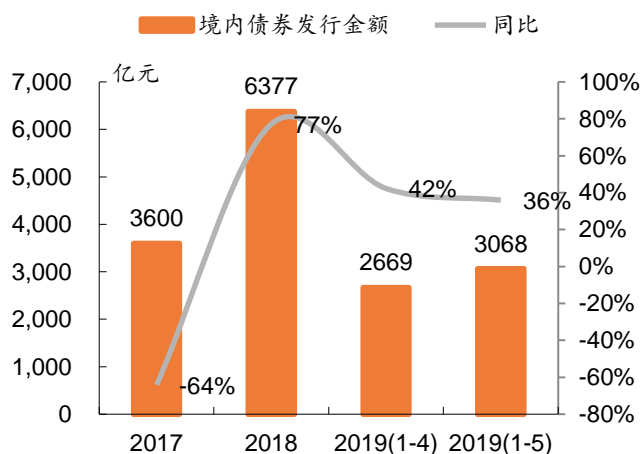
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表19 1-5月房企发债成本改善



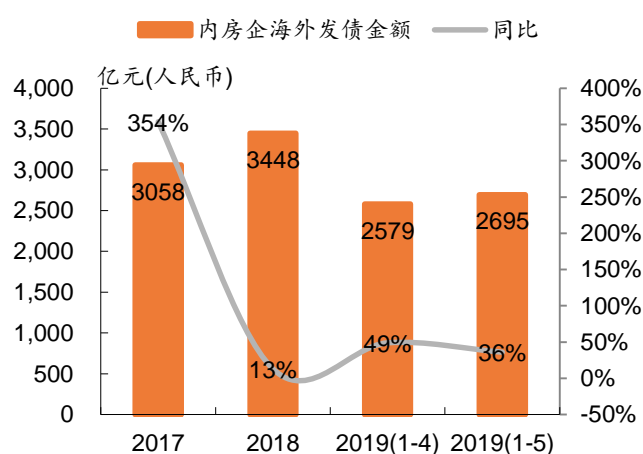
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表20 2019年前5月房企境内发债同比增36%



资料来源:Wind, 平安证券研究所

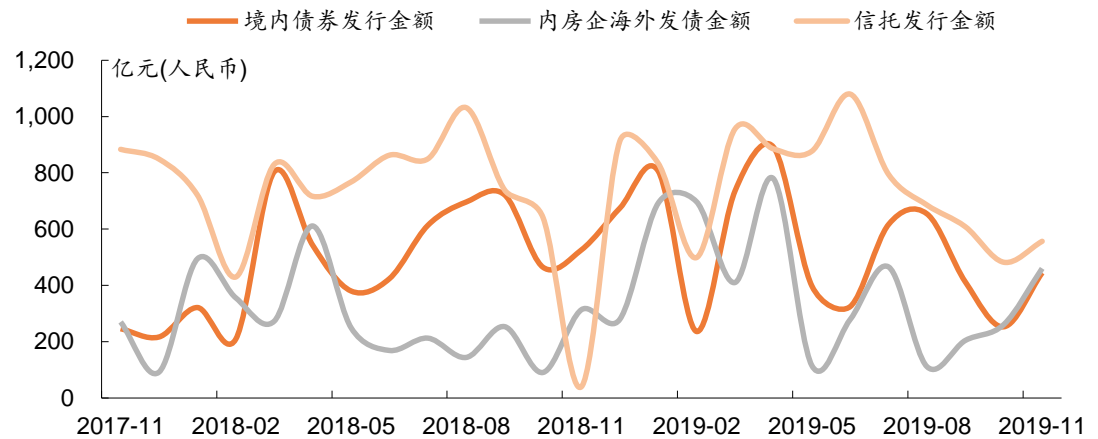
图表21 2019年前5月房企海外发债同比增36%



资料来源:Wind, 平安证券研究所

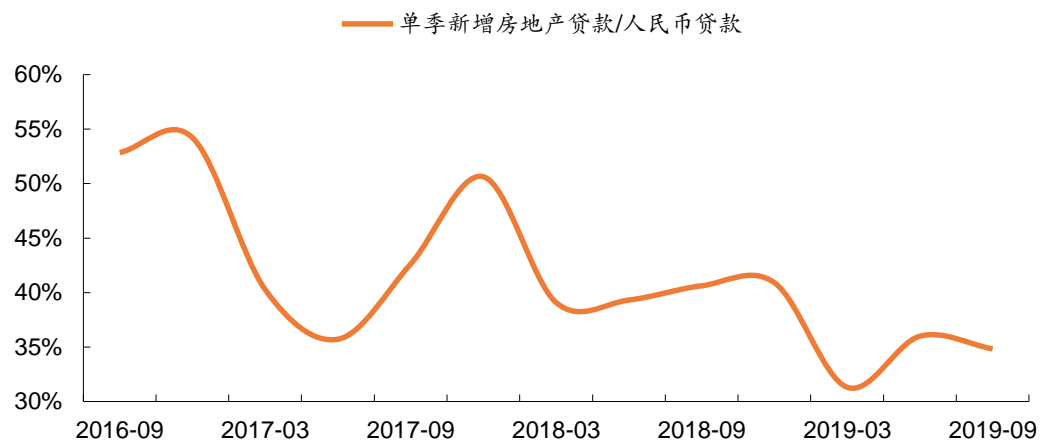
5月起融资端政策风向渐紧，融资成本略有上行。5月银保监会23号文严查资金违规流入楼市、6月郭树清主席指出部分地方房地产过度金融化，融资政策端持续收紧。下半年房企境内外债券、信托发行金额均明显下行，11月境内债、海外债、信托融资445亿元、460亿元、557亿元，较年内高点分别下降50.1%、40.9%、48.5%，前三季度新增房地产贷款占新增人民币贷款比例较2018年亦明显下降。从主要房企债券融资成本来看，下半年亦呈现不同程度反弹。

图表22 下半年房企债券、信托发行额减少



资料来源:Wind, 用益信托网, 平安证券研究所

图表23 2019年新增房地产贷款占比较2018年明显下降



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表24 2019年房企融资成本先降后升

房企	发行日期	利率	发行金额(亿元/亿美元)	期限(年)	类型
滨江集团	2018-10-24	6.19%	9	1	一般短融
	2019-01-09	5.30%	9		
	2019-03-13	4.10%	8		
	2019-10-15	4.50%	9		
旭辉控股	2018-04-23	6.88%	5	3	海外债
	2018-09-20	7.75%	10	2	
	2019-01-02	7.63%	4	2.1644	
	2019-03-28	6.55%	5.55	5	
弘阳地产	2018-12-03	13.50%	3.8	2	海外债
	2019-03-04	11.50%	3	2	
	2019-04-11	9.95%	3	3	
	2019-07-03	10.50%	2.5	3.2548	

	2019-10-30	13%	1	2	
佳兆业	2019-04-09	11.25%	5.5	3	海外债
	2019-10-22	11.95%	4	3	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 5月以来政策频出, 资金面边际收紧

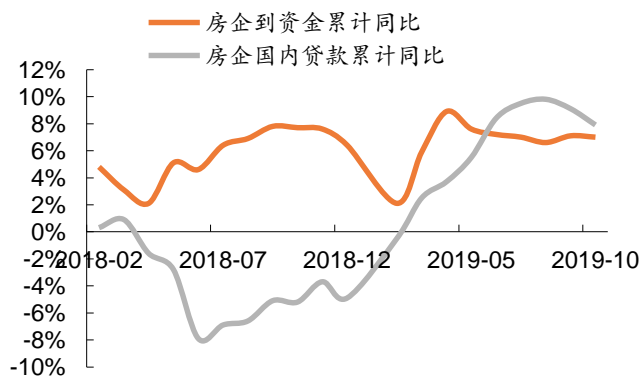


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 加快回款成为房企选择, 年末政策表态略有缓和

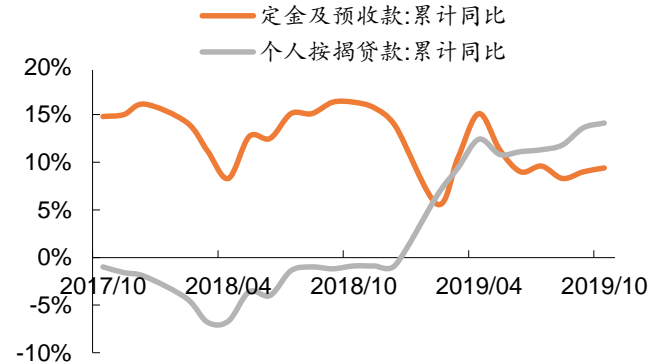
融资端调控严格情形下, 1-10月房企到位资金累计同比增长7%, 较前4月高点下降1.9个百分点; 其中国内贷款增速7.9%, 连续两个月下行。受融资收紧影响, 房企持续加大推货加快回款, 1-10月房企定金及预收款增速升至9.4%。

图表26 房企国内贷款累计增速下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

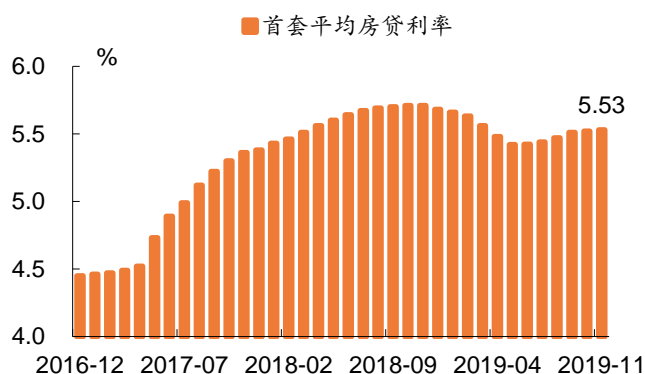
图表27 定金及预收款累计增速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

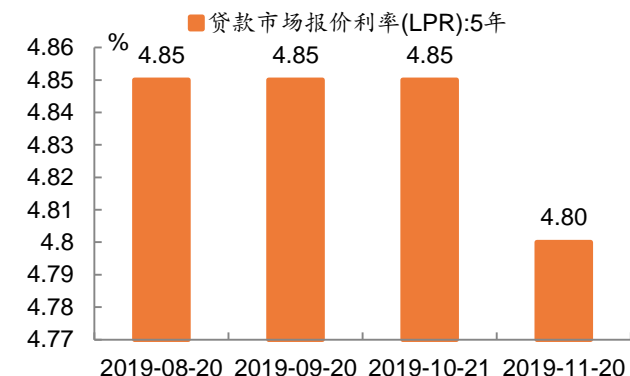
5年期 LPR 下调，政策表态趋于缓和。2019年11月全国首套房按揭利率平均5.53%，连续5个月回升，但上行速率逐步趋缓。同时11月5年期以上LPR最新报价较前次下调5BP至4.8%，12月初央行行长易纲强调“加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，强化对房地产整体融资状况的监测，综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节”，随着下半年房企资金压力逐步加大，政策表态亦趋于缓和。

图表28 2019年首套房贷利率先降后升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表29 11月5年期LPR报价下调

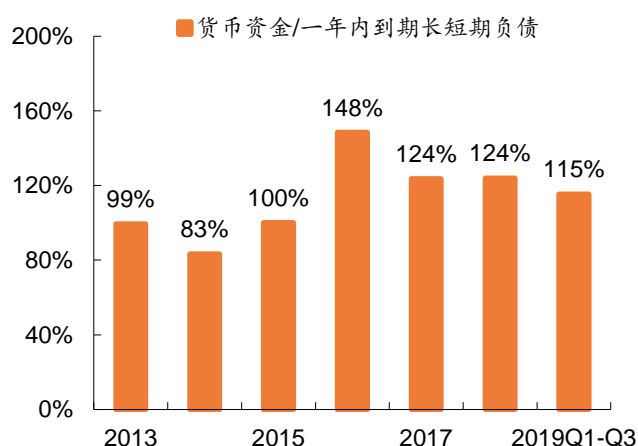


资料来源:Wind, 平安证券研究所

2.3 资金链状况好于过往，2020年迎偿债高峰

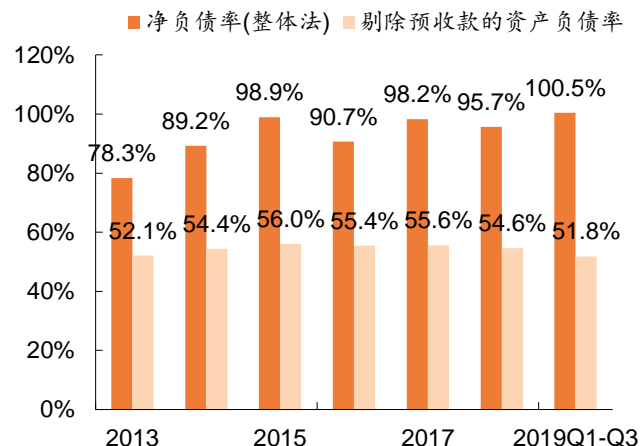
资金链状况好于过往，负债率整体稳定。由于开发商2018H2以来主动收缩拿地、加快销售回款，2019年3季度末上市房企在手现金对一年内到期长短期债务覆盖比例为115%，仍远好于2014年。2019年三季度末行业剔除预收账款的资产负债率51.8%、净负债率100.5%，较2018年末下降2.8个百分点、上升4.8个百分点，整体保持稳定。

图表30 货币资金/一年内到期长短期负债



资料来源:Wind, 平安证券研究所

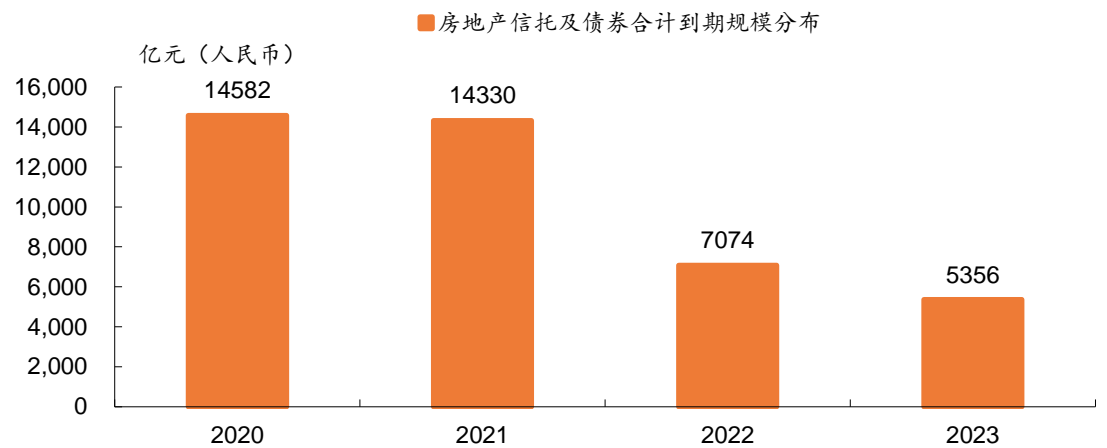
图表31 负债率整体保持稳定



资料来源:Wind, 平安证券研究所

根据测算，2020年房企境内发行债券到期5902亿元、内房企海外发债到期2136亿元、房地产信托到期6544亿元，合计约1.46万亿元，较2019年实际到期值增长19.4%，资金偿付压力逐步加大。考虑仅A股上市房企2019年三季度末在手现金即达1.1万亿元，预计整体兑付风险有限。

图表32 房地产信托及债券合计到期规模



资料来源:Wind, 用益信托网, 平安证券研究所

2.3 地产资金链缺口逐步加大，2020 年融资端有望边际改善

2019、2020 年行业资金处于净流出状态。在 2019 年销售额增长 7.3%、投资增长 9.8%；2020 年销售额降 3%、投资增长 5.4%、回款率 70%、新增信贷增长 3%的假设下，预计 2019、2020 年行业资金净流出 1.7 万亿、2.18 万亿，处于存量资金净消耗状态。

2020 年融资政策有望边际缓和，但整体难复 2019 年初宽松。根据平安宏观组观点，在全球经济普遍回落、各国开启降息潮，以及中国经济延续下行的情况下，货币政策中长期偏宽松的趋势不变。2020 年降准 2-3 次、OMO 操作利率以及 MLF 利率下调都值得期待。同时 12 月央行行长易纲亦强调“加强对房地产金融市场的宏观审慎管理，强化对房地产整体融资状况的监测，综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节”。随着房企销售及回款压力加大，债务到期压力上升，资金状况逐步恶化，预计融资政策亦有望边际改善，但我们认为类似前端融资等管控仍难以松动，房企资金面或难现 2019 年年初宽松，对地产股估值提升意义或重于实质融资成本的改善。

图表33 房地产行业资金情况分析

		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4E	2019E	2020E	
资金流入 (万亿元)	银行新增 信贷	5.81	3.86	3.96	2.87	16.50	17.00	
	房地产占比	31%	36%	35%	35%	34%	36%	
	银行新增房 地产贷款	1.82	1.39	1.38	1.00	5.59	6.12	
	信托融资	0.23	0.28	0.21	0.21	0.93	0.93	
	公司债	0.18	0.16	0.17	0.17	0.68	0.68	
	销售回款	1.27	2.05	1.91	2.32	7.55	7.32	
	合计:	3.49	3.88	3.67	3.70	14.75	15.05	
资金流出 (万亿元)	投资支出	2.38	3.78	3.64	3.40	13.20	13.92	
	一年内到期 流动负债	0.71	0.71	0.71	0.71	2.84	2.84	
	管理及销售 费用支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.41	0.47	
		合计:	3.19	4.59	4.45	4.22	16.45	17.23

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4E	2019E	2020E
资金缺口 (万亿元)	0.30	-0.71	-0.78	-0.52	-1.70	-2.18

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

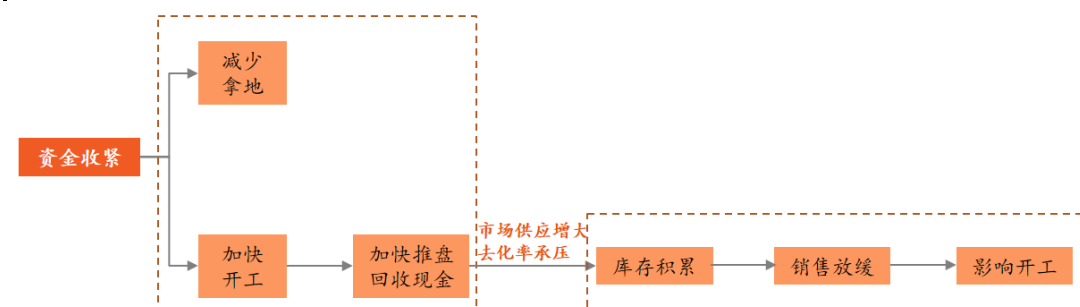
注：由于新增房贷中已包括个人按揭贷款，因此销售回款中剔除占比约33%的银行商贷；销售回款率按70%假设

三、 投资：建安支撑，同比增5%以上

3.1 2020年“紧资金+再库存”延续，投资开工仍将承压

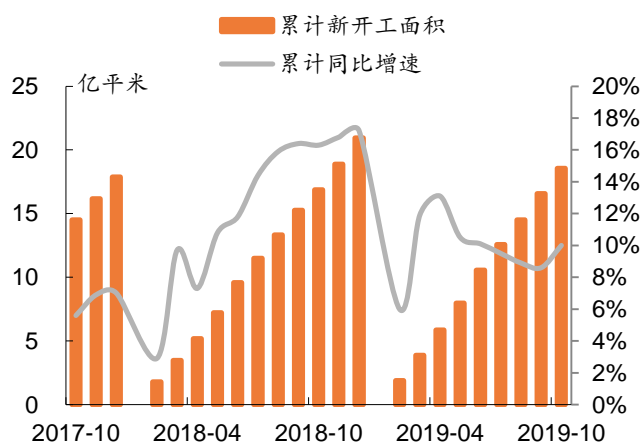
2019年5月以来，房企融资端政策持续收紧，市场已经步入“紧资金+再库存”阶段。在资金收紧初期，由于市场库存尚低、销售去化尚可，房企一方面收缩拿地降低现金流流出，另一方面加快开工推盘回收现金流。随着库存逐步累积，销售及去化放缓，在拿地收缩的同时，房企将逐步降低开工减少现金流流出。

图表34 资金收紧中房企分阶段行为



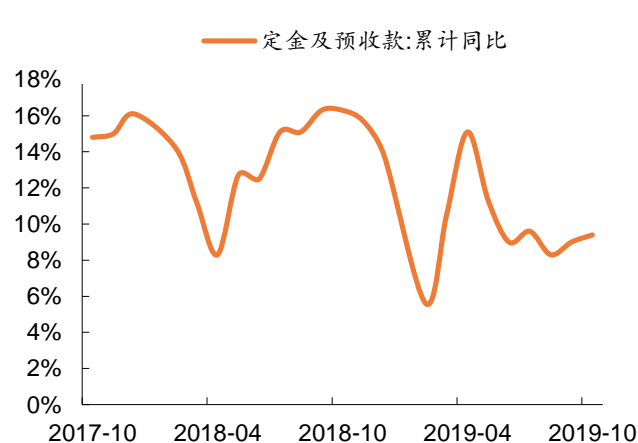
资料来源：平安证券研究所

图表35 2019年前10月新开工增速稳中趋降



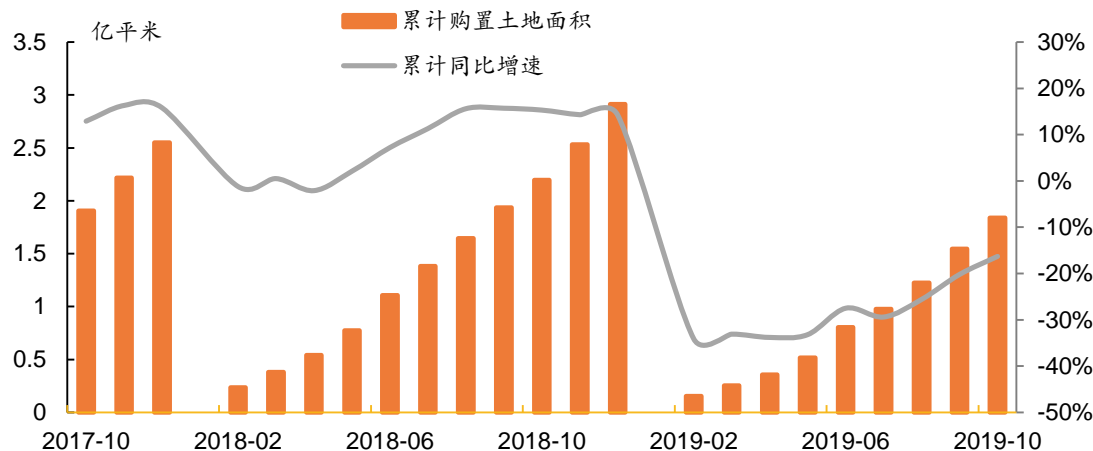
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表36 2019年下半年房企定金及预收款增速回升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表37 2019年前10月全国房企土地购置面积同比降16.3%



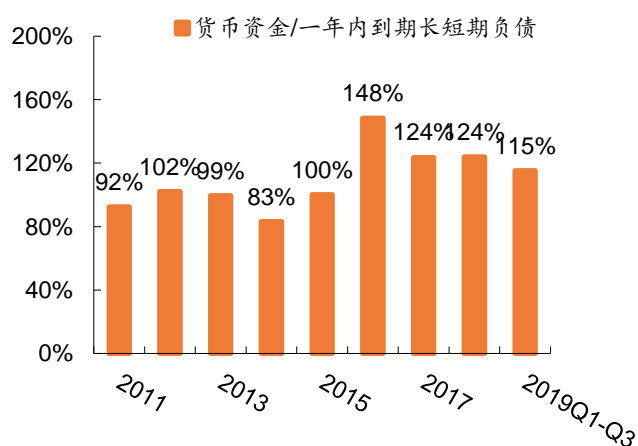
资料来源:Wind, 平安证券研究所

对比同样资金收紧、库存累积的 2011H2 到 2012H1, 尽管拿地开工均呈现下行, 但受以下因素影响, 本轮房地产无论拿地、开工均表现得更有韧性:

- 当前房企在手库存及市场已开工未售库存去化周期均远低于 2011 年;
- 由于 2019 年年初资金端松动及全年销售超预期, 当前房企整体资金状况好于 2011-2012 年;
- 2019 年销售整体仍呈现韧性。

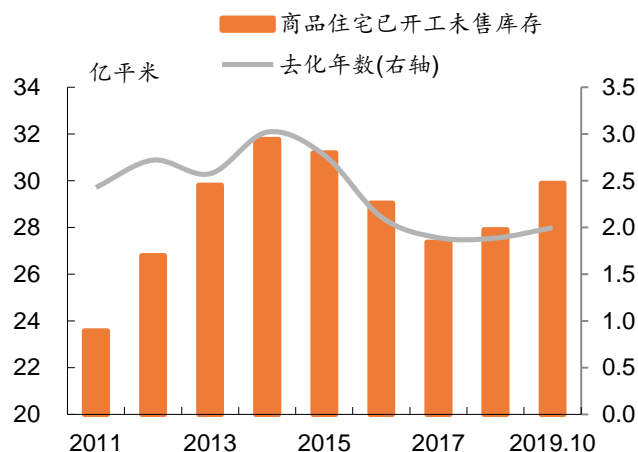
2011-2012 年全国房企投资、开工、拿地下行周期, 持续时间均在一年左右, 本轮下行周期已持续一年, 展望 2020 年, 尽管融资端有望边际缓和, 但整体仍将延续 2019 年“紧资金+再库存”的状态, 且楼市调整加大将加快库存累积及减缓销售回款速度, 预计 2020 年房企拿地、开工投资仍将承压, 但由于市场库存更低, 本轮周期下行斜率将更缓, 持续时间将更长。

图表38 上市房企资金状况好于 2011 年



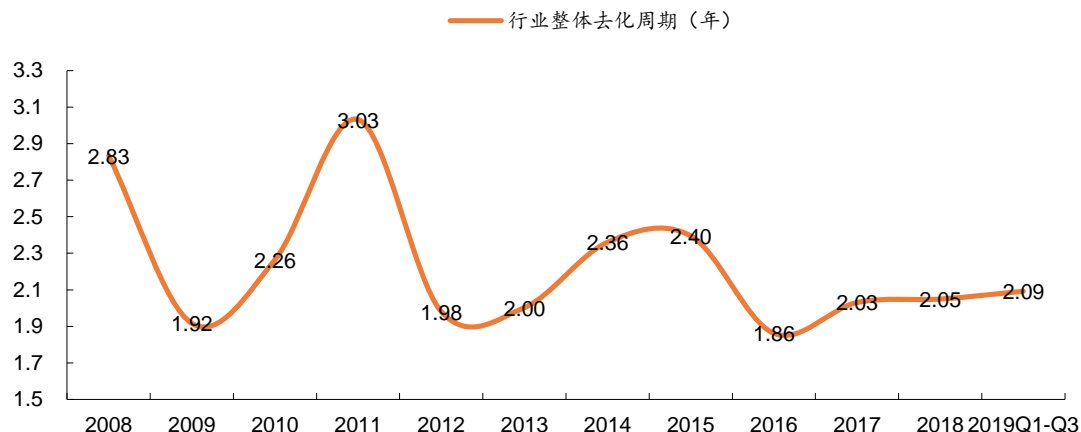
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表39 全国已开工未售库存仍处于相对低位



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表40 上市房企当前在手库存低于2011年



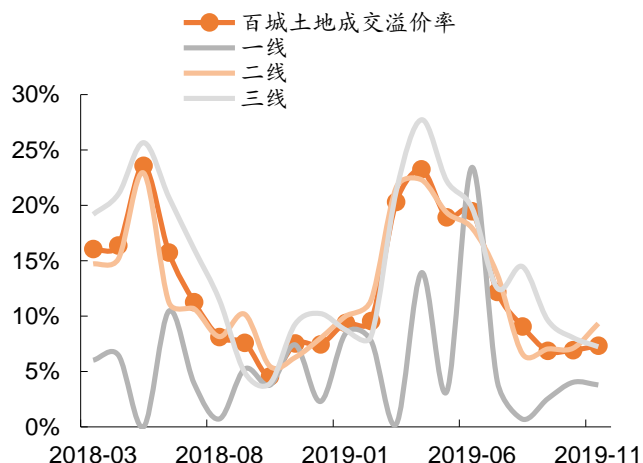
资料来源:Wind, 平安证券研究所

3.2 拿地：2019年先热后冷，整体趋于平稳

年初溢价率快速上行，流拍率持续下降。受春节前后融资端逐步改善、楼市回暖等推动，2019年春节后土地市场明显升温，4月百城成交溢价率23.2%，远高于2018年末（7.4%）水平；土地流拍率仅10%，较2018年4季度降8个百分点。

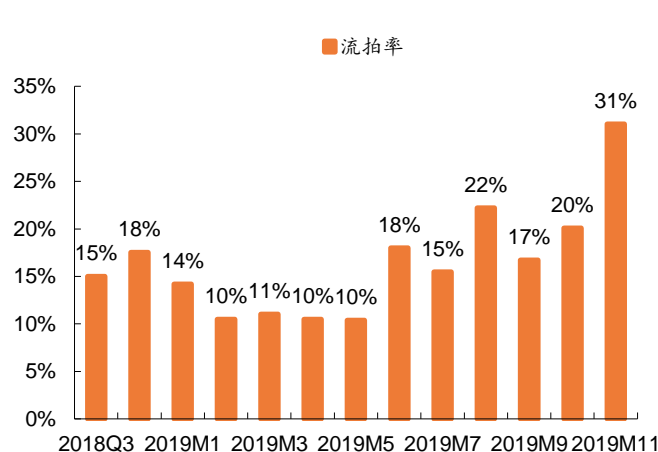
土拍政策升级、资金收紧及销售压力加大，下半年土地市场趋于平稳。在多地土拍政策升级、银保监23号文等系列融资收紧政策出台后，下半年土地市场逐步降温。11月百城土地成交溢价率7.3%，处年内较低水平，土地流拍率升至31%，整体成交面积同比降15%。销售承压及资金端偏紧背景下，预计2020年土地市场仍将相对平稳。

图表41 2019年百城土地成交溢价率先升后降



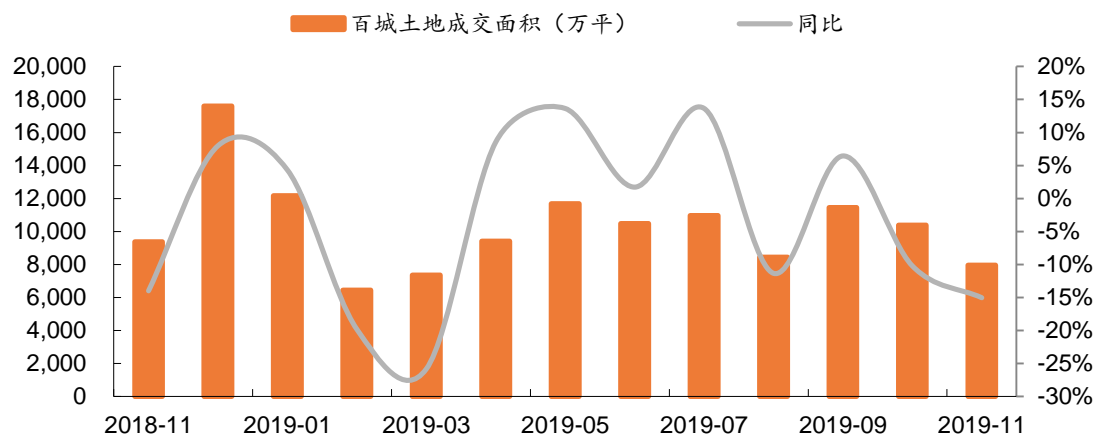
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表42 2019年百城土地流拍率先低后高



资料来源:Wind, 平安证券研究所

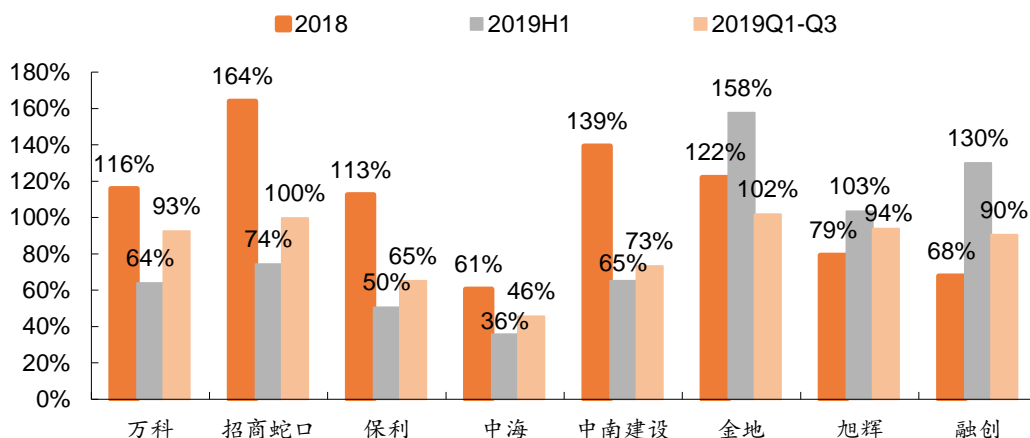
图表43 百城土地成交面积增速回落



资料来源:Wind, 平安证券研究所

资金分化带来房企拿地分化。龙头及国企、央企抢抓三季度土地市场降温机遇，加大拿地力度，万科、招商、保利拿地销售比由上半年的 64%、74%、50%提升至前三季度的 93%、100%和 65%。相比之下金地、旭辉、融创等民企拿地均呈现不同程度收缩。

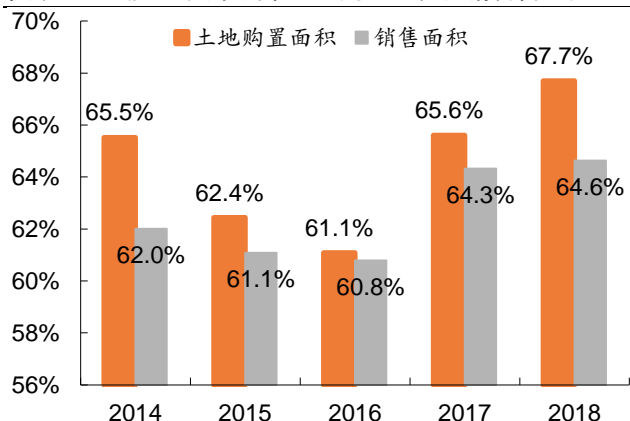
图表44 主流房企拿地销售面积比呈现分化



资料来源:Wind, 平安证券研究所

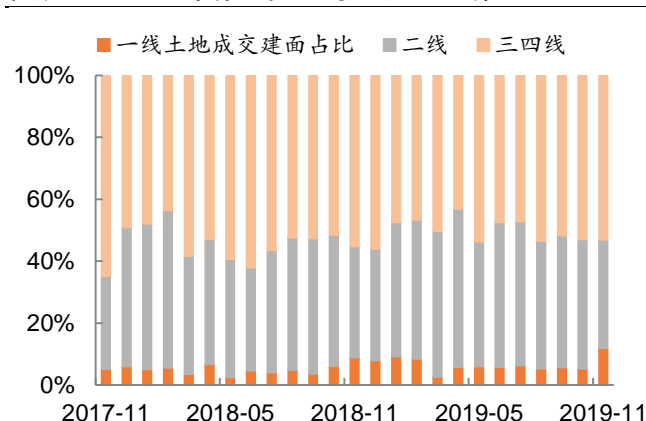
房企布局回归一二线。随着三四线楼市降温，房企布局持续回归一二线，2019年11月百城一二线土地成交面积占比 47%，高于 2018 年 12 月 (44%)。中长期来看，一二线城市尽管兼具人口及产业支撑，但 2018 年仅占全国土地成交的 32.3%，供给相对有限；同时面临竞争激烈、地价高企、盈利空间窄等问题。且从维持货值和体量角度，三四线占全国销售的 65%，预计以一二线为中心的城市圈将成为中长期房企资源争夺主战场。

图表45 非40大中城市土地购置面积及销售占全国比重



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表46 2019年房企拿地逐步回归一二线



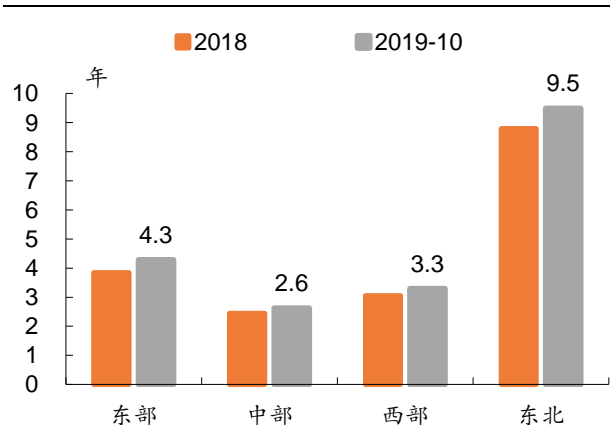
资料来源:Wind, 平安证券研究所

3.3 新开工：楼市下行及资金端偏紧，新开工稳中趋降

2019年稳中趋降，整体仍呈现韧性。2019年1-10月全国新开工同比增长10%，较2018年下降7.2个百分点，仍呈现韧性，主要因：

- 在惯性购房及棚改需求滞后释放下，部分三四线城市销售仍呈现韧性，房企积极把握窗口期抢开工抢入市，1-10月西部销售面积同比增3.8%（全国升0.1%），同期新开工增23.7%（全国为增10%）；
- 尽管市场已售未开工库存逐步累积，但仍处于相对低位，且库存更低的西部开工增速更高；
- 尽管融资端收紧，但得益于年初资金松动及销售韧性，房企整体资金状况尚可。

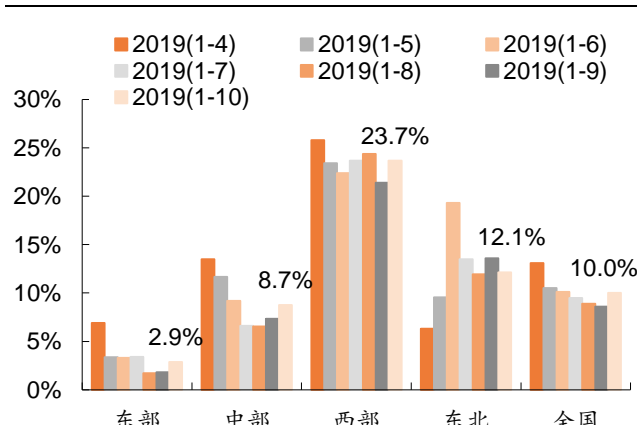
图表47 西部已开工未售库存更低



资料来源:Wind, 平安证券研究所

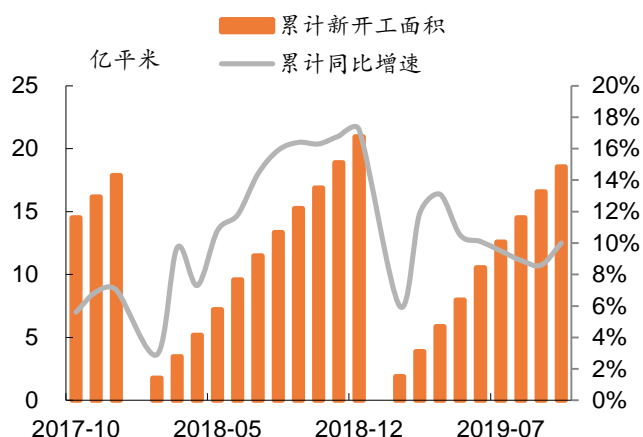
注：各区域已开工未售库存为2001年累积开工减累积销售后除以过去12个月销售

图表48 中西部新开工增速明显高于东部地区



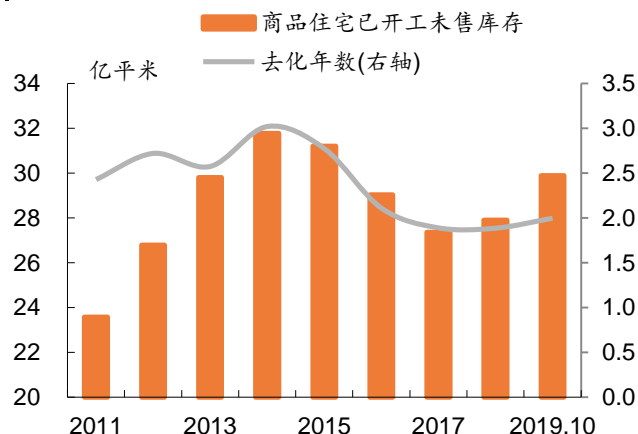
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表49 2019年前10月新开工累计同比增长10%



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表50 全国已开工未售库存仍处于相对低位



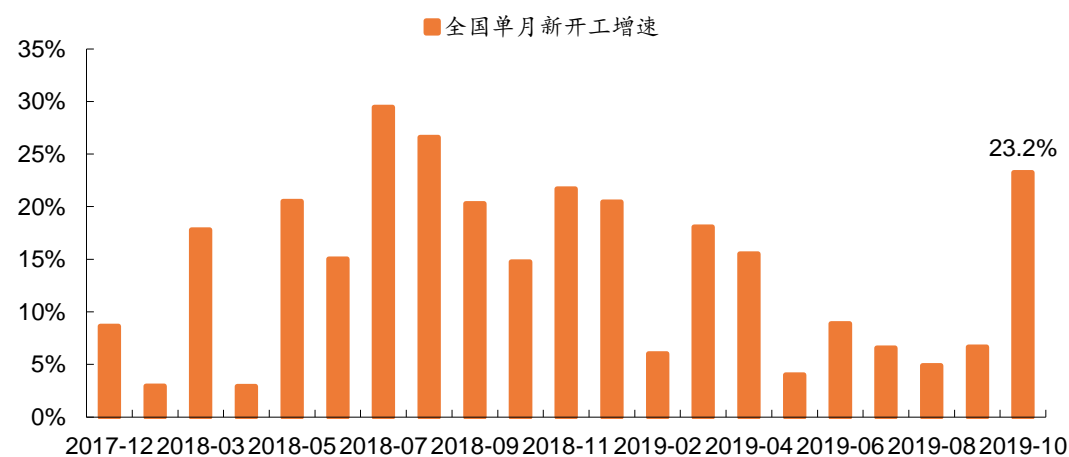
资料来源:Wind, 平安证券研究所

展望 2020 年，延续 2019 年稳中趋降判断：尽管 10 月单月全国新开工同比增长 23.2%，但我们认为更多为房企抢开工抢入市抢回款的短期行为，随着销售压力变大，高开工增速不可持续。展望 2020 年，延续 2019 年稳中趋降判断：

- 尽管 2019 年三四线楼市仍呈现韧性，但已步入降温调整通道，将逐步传递到开工端；
- 随着去化率下行，库存累积将逐步影响房企开工热情；
- 资金端整体依旧趋紧，当销售回款无法覆盖达到预售条件前的建安开工投入，房企开工热情亦将下降。

考虑当前仍相对较低的库存，同时经济下行加大背景下，因城施策带来的政策腾挪空间，预计 2020 年新开工仍将保持微幅增长。

图表51 10月单月高新开工增速不可持续

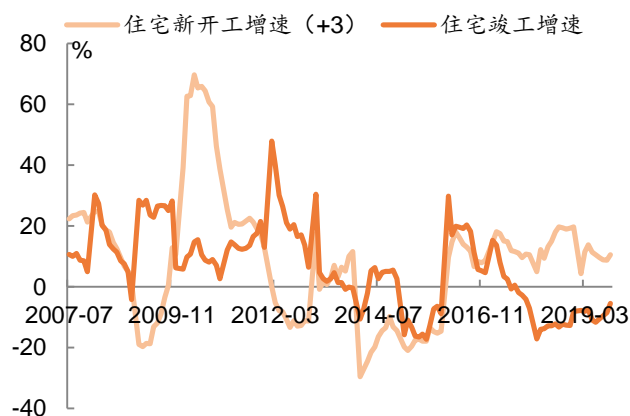


资料来源:Wind, 平安证券研究所

3.4 竣工：步入交房周期，2020 年有望延续回升

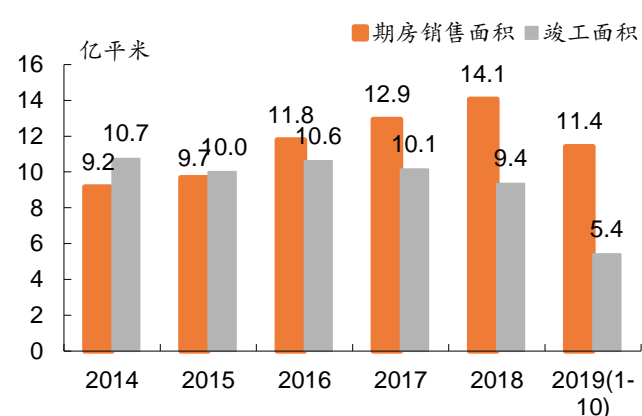
多因素致竣工周期持续拉长。从历史来看，竣工大概滞后期房销售 2 年左右，但 2017 年以来，受几轮资金端收紧放缓施工、三四线预售条件低交房周期长、精装修占比提升带来施工周期拉长等因素影响，竣工增速持续低于预期。2016 年至 2019 年 10 月全国累计销售期房 50.2 亿平米，而同期竣工仅 35.5 亿平。从施工与新开工增速差来看，2018 年持续为负，且一度呈持续扩大趋势，反映停工项目持续扩大，延缓竣工节奏。

图表52 竣工滞后新开工三年左右



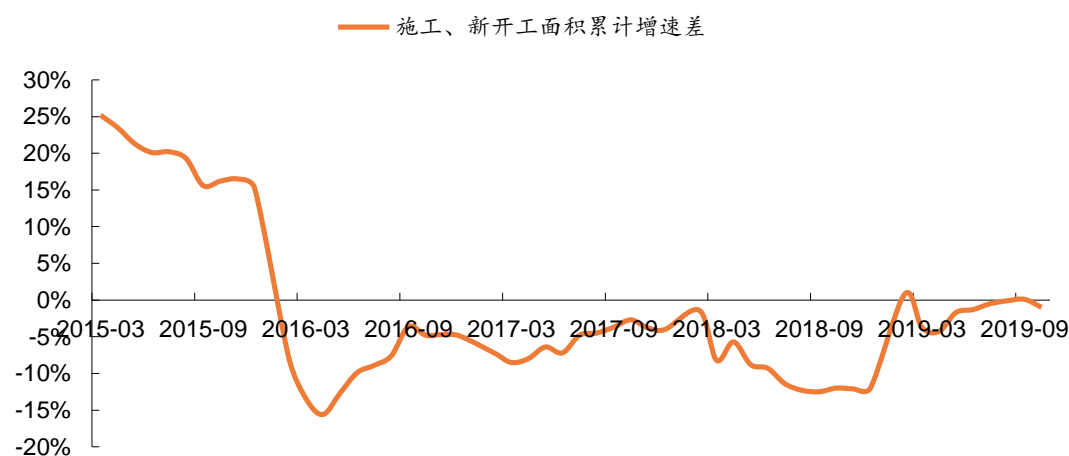
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表53 2016-2018 年期房销售明显增长



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表54 2018 年施工与新开工增速差大幅走阔

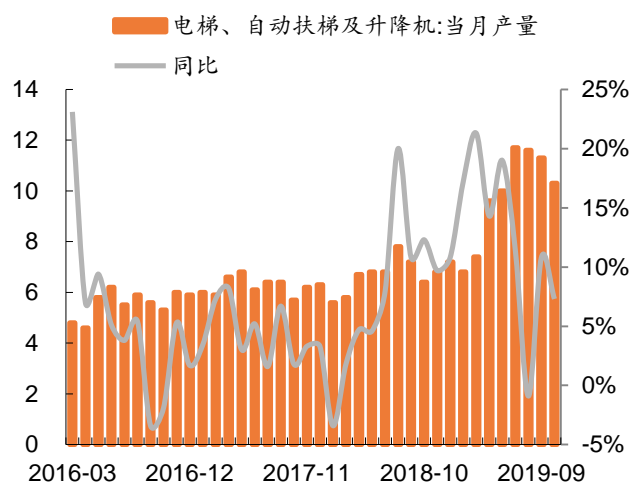


资料来源:Wind, 平安证券研究所

交房刚性背景下，2019 年竣工增速逐月回升。2019 年 1-10 月全国商品房竣工面积同比降 5.5%，降幅较 1-9 月收窄 3.1 个百分点；10 月单月竣工面积同比增长 19.2%，较 9 月上升 14.4 个百分点，单月增速连续 3 个月正增长。从与竣工节奏相关的电梯产量、玻璃价格来看，2019H2 以来持续回升，亦反映楼市逐步步入交房周期。

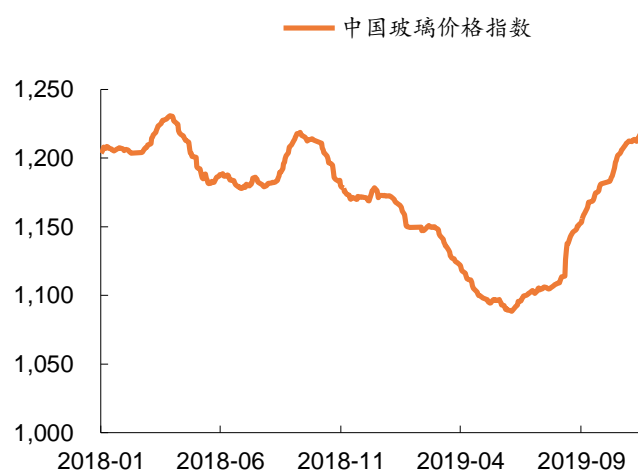
展望 2020 年，考虑 2016 年至 2019 年 10 月全国累计销售期房 50.2 亿平米，远大于同期竣工(35.5 亿平米)；且 2016 年至今新开工持续高增长，无论从交房周期还是建设周期，预计竣工增速有望延续回升。

图表55 2019年电梯产量增速维持较高水平(单位:万台)



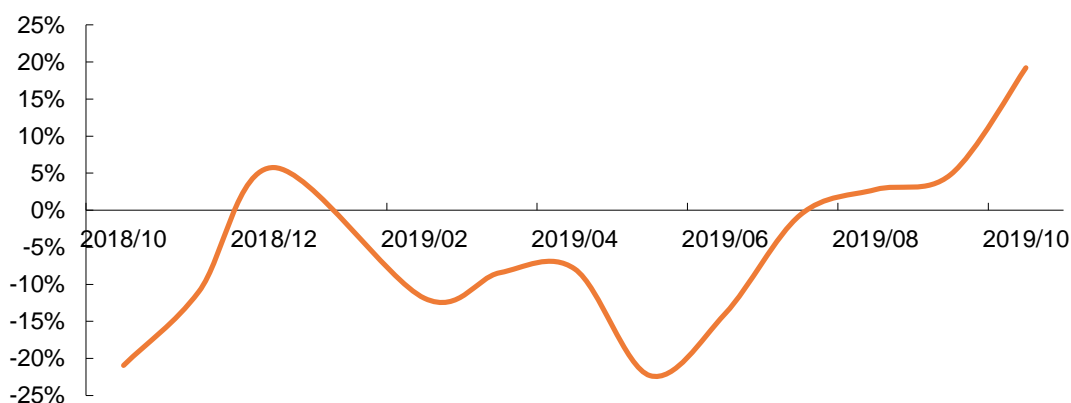
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表56 玻璃价格2019年三季度以来明显上行



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表57 单月竣工增速已经转正



资料来源:Wind, 平安证券研究所

3.5 预计2020年投资同比增5.4%，建安为主要支撑

地产投资主要包括土地购置费用和施工支出，分别约占30%和70%。2019年1-10月全国地产投资同比增长10.3%，其中土地购置费同比增长18.4%、建安投资同比6.85%，对地产投资增长贡献约各占一半。

展望2020年，土地购置费受拿地下滑及高基数影响，增速将逐步下降；相比之下，由于新开工绝对值超过竣工，施工面积仍将保持一定增速，尽管楼市下行及资金偏紧将影响房企施工积极性，但交房压力将提振施工意愿，预计施工强度整体持平，建安投资有望成为2020年投资增长的引擎。在施工强度持平、新开工增3%、土地购置费增2%的中性假设下，预计2020年施工面积及建安投资同比增长7.1%，地产投资同比增5.4%。

图表58 房地产投资测算

	土地购置费 增速	新开工面积 增速	单位施工 强度	竣工增速	施工面积 增速	建安投资 增速	房地产投资 同比
2020 乐观预计	10%	10%	2%	15%	8.7%	10.9%	10.6%
2020 中性预计	2%	3%	0%	10%	7.1%	7.1%	5.4%
2020 悲观预计	-5%	-8%	-2%	0%	4.5%	2.4%	0%
2019E	17%	9%	-1.95%	0%	8.8%	6.7%	9.8%
2019 前 10 月	18.4%	10%	-1.95%	-5.5%	9%	6.85%	10.3%

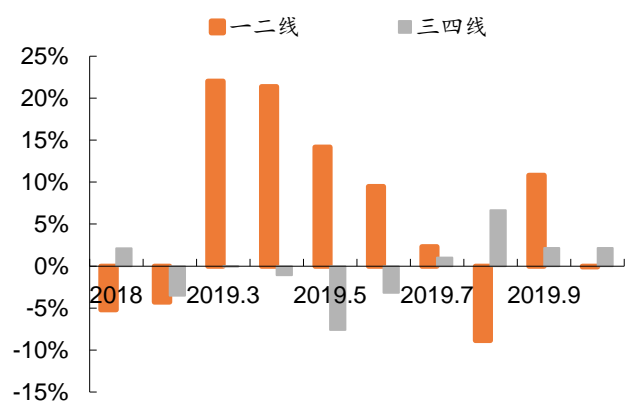
资料来源：平安证券研究所

四、销售：稳中趋降，软着陆

4.1 2019 年楼市呈现韧性，市场压力逐步加大

受上半年按揭利率下行、下半年房企加大推盘、以价换量等因素影响，2019 年前 10 月全国商品房销售面积同比增长 0.1%，其中 30 个大中城市同比增长 6.7%，其它三四线城市同比下降 0.7%，整体仍呈现韧性。分节奏来看，年初在政策预期转好及按揭利率下行带动下，3 月、4 月全国单月销售面积同比增长 1.8%、1.3%。随着 4、5 月政治局、住建部密集发声，苏州、西安等地调控加码，5 月起楼市逐步转弱。7-10 月尽管全国单月销售面积延续正增长，但我们判断更多为资金收紧背景下，房企以价换量的表现，草根调研来看市场去化压力正逐步加大。我们用“当年销售/（上年开工+上年末待售）”衡量房企整体销售去化率，采用 12 个月移动平均计算，2019 年以来全国房企去化率持续下行。

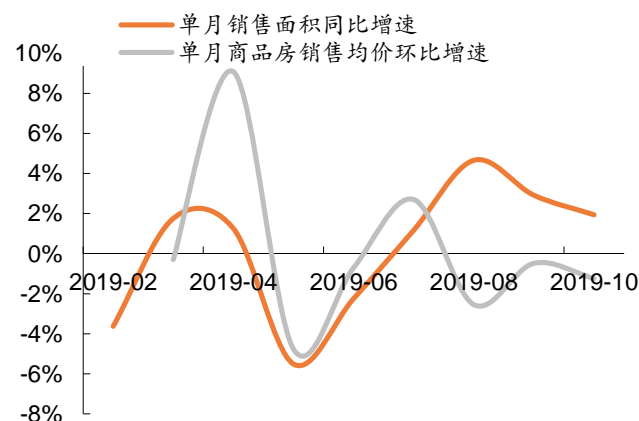
图表59 一二线、三四线单月销售面积增速走势



资料来源:Wind, 平安证券研究所

注：一二线为 30 个大中城市，其它为三四线

图表60 2019H2 房企“以价换量”带动销售增长



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表61 2019年全国12个月移动平均去化率持续下行

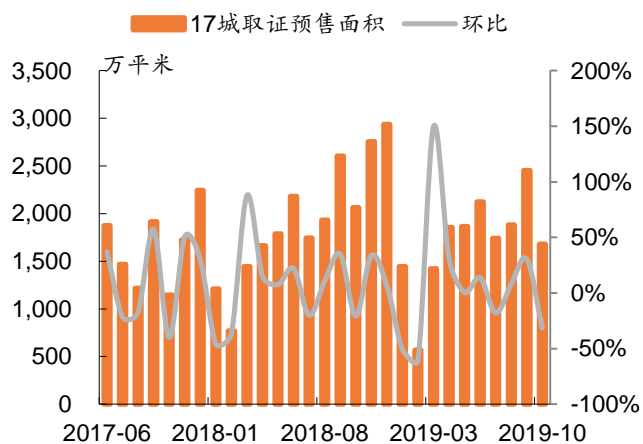


资料来源:Wind, 平安证券研究所

4.2 核心城市去化率稳中有降，后续成交以稳为主

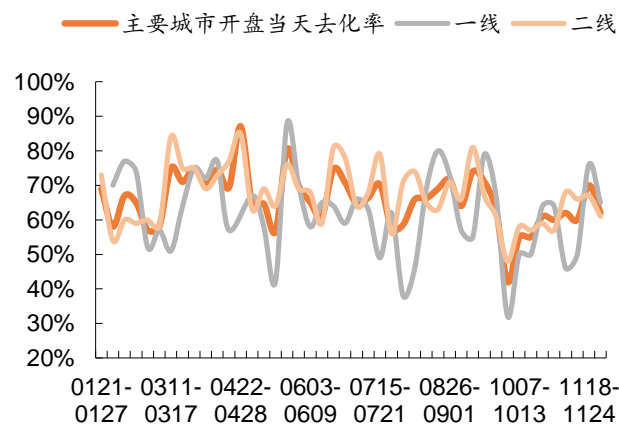
推盘增加叠加预期变化，核心城市库存上升去化下降。年初受政策及资金面缓和，核心城市楼市明显升温。随着5月以来调控升级、资金收紧，2019年下半年开发商推盘力度逐步增加，9月17城取证预售面积达2454万平方米，创年内新高。供应增加背景下，去化压力逐步加大，10月主要城市开盘去化率降至40%-60%区间，11月略有回升，但整体依旧承压。推盘增加而去化率稳中有降情形下，11月末十大城市商品房可售面积7702万平方米，较年内低点回升7.6%。

图表62 2019年核心城市供应量持续提升



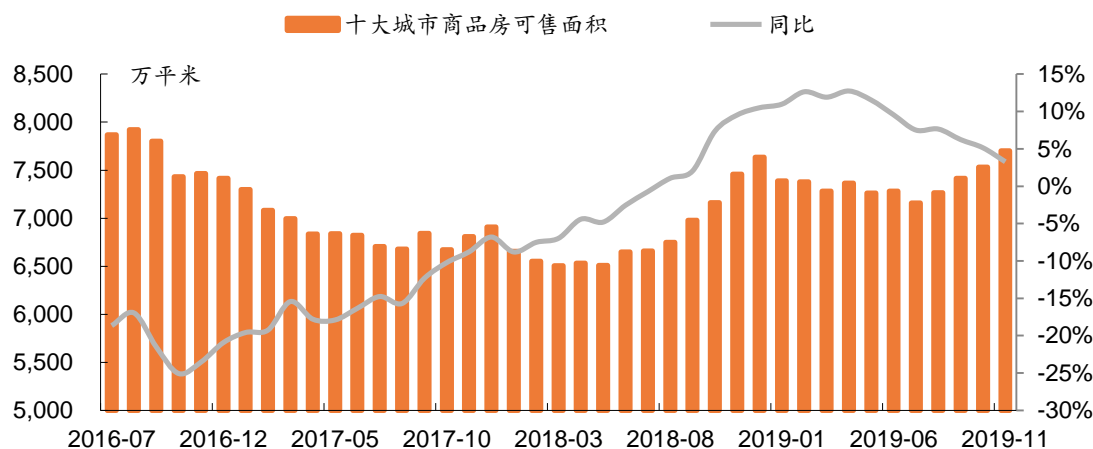
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表63 2019年10月起主要城市去化率稳中有降



资料来源:中指, 平安证券研究所

图表64 2019年下半年十大城市库存逐步回升

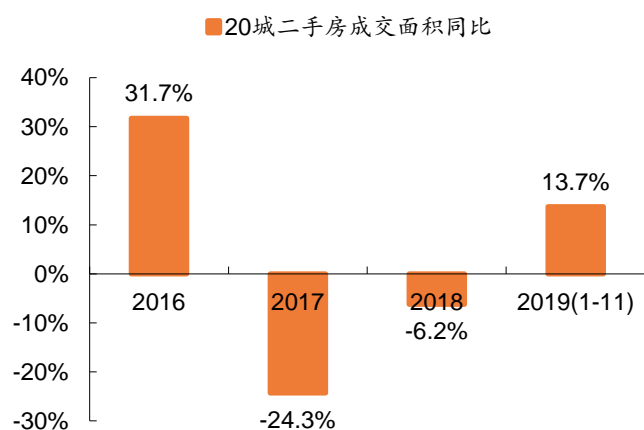


资料来源:Wind, 平安证券研究所

挂牌量持续上涨, 市场情绪仍偏谨慎。由于新房市场受开发商推盘节奏、政府预售证管控等因素影响, 二手房市场更能反映购房者预期。从二手房挂牌量来看, 11月末19城二手房挂牌量达124万套, 较2018年末上升102%; 其中青岛、烟台、长沙上升292%、222.9%、195.1%; 尽管二手房成交略有反弹, 但二手房挂牌量持续上升, 或反映市场对后市仍相对谨慎。

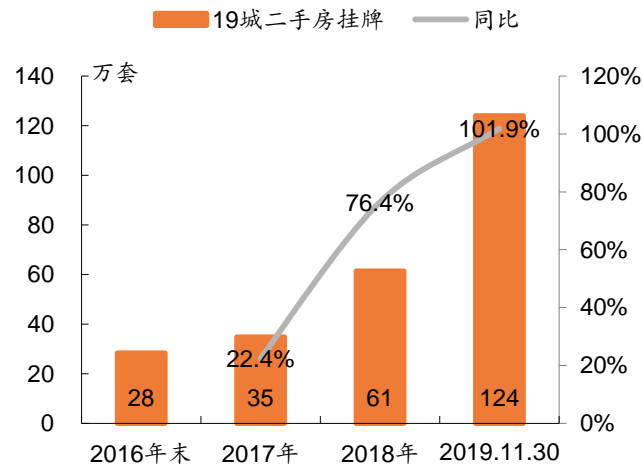
展望2020年, 尽管存在2019H2以价换量带来的需求提前释放, 但在稳地价稳房价稳预期背景下, 部分城市因城施策, 政策存在边际改善空间, 加上市场调整充分, 预计2020年核心城市楼市仍将以稳为主。

图表65 2019年前11月20城二手房成交面积增速上行



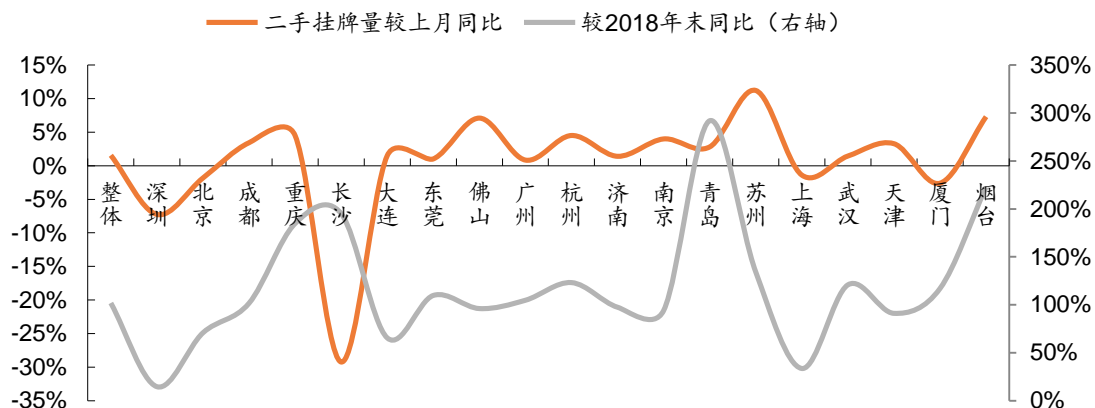
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表66 11月末19城二手房挂牌较2018年末增102%



资料来源:链家, 平安证券研究所

图表67 主要城市二手房挂牌量分城市情况（截至2019年11月末）



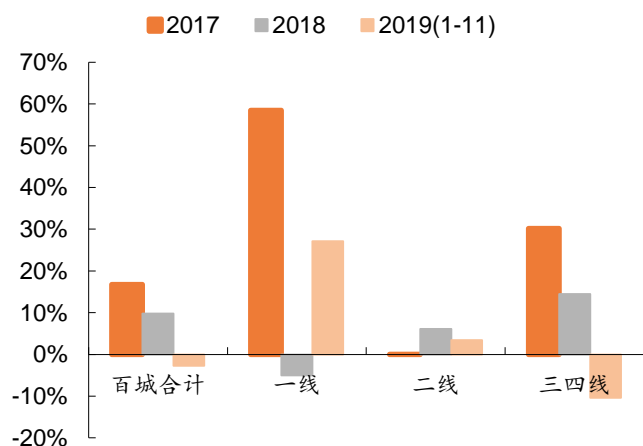
资料来源:链家, 平安证券研究所

4.3 2019年惯性置业提振三四线，2020年延续走弱趋势

高周转快开工，三四线供应逐步加大。2016-2018年由于一二线地价高企叠加限价，房企纷纷下沉三四线拿地，2017、2018年百城中三四线城市土地成交6亿平米、6.9亿平米，同比增长30.2%、14.5%。

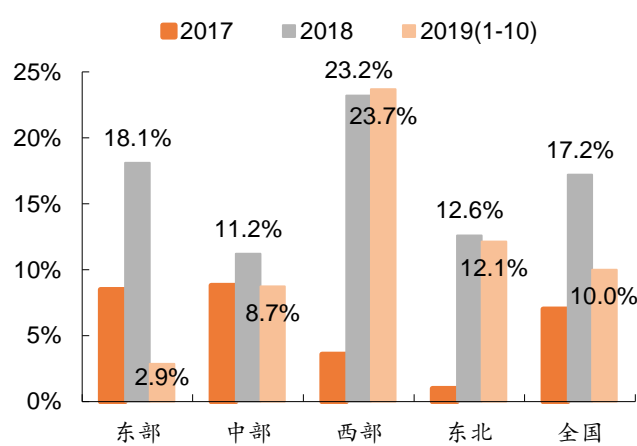
由于大多数三四线中长期缺乏人口和产业支撑，布局三四线房企主要以高周转快开工为主，2018年、2019年前10月三四线为主的西部新开工同比增长23.2%和23.7%，按照开工到预售一年左右推算（考虑三四线预售条件低，实际入市时间或更短），未来三四线新房供应将持续加大。

图表68 2017年、2018年百城三四线土地成交大幅增长



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表69 2018年来西部地区新开工增速持续高于全国

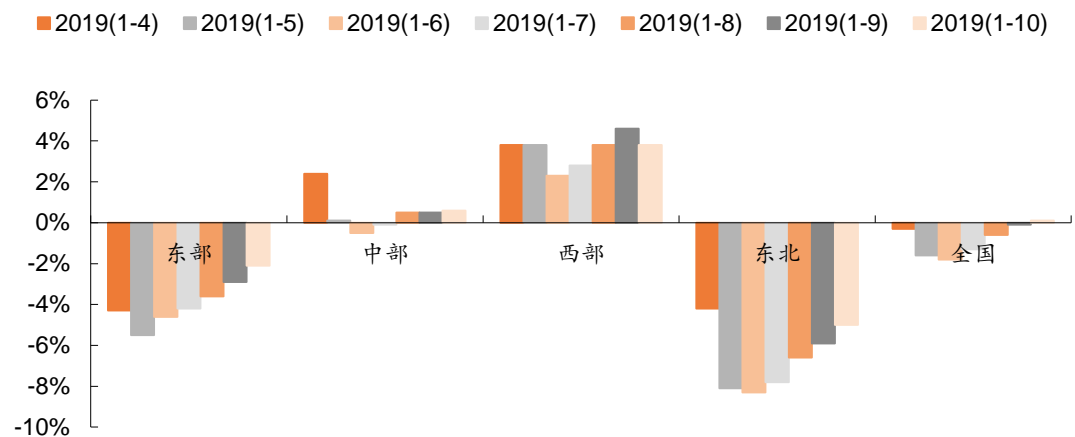


资料来源:Wind, 平安证券研究所

惯性置业及棚改需求延迟提振 2019年三四线楼市。受棚改货币化带动，2017-2018年三四线楼市量价齐升，尽管2019年棚改计划大幅下降至289万套（前10月实际完成300万套），较2018年实际值下降54.4%，但在买涨不买跌、惯性置业及棚改需求延迟释放推动下，2019年三四线楼市整体保持韧性。在棚改大幅下降背景下，2019年三四线销售依旧较好，我们认为或是市场一定程度高估过去几年棚改对当年三四线销售的拉动。

考虑棚改弱化、供应增加、需求透支等因素影响，2019H2 三四线楼市已渐显疲态。展望 2020 年，尽管按照 2018-2020 年 1500 万棚改目标，2020 年棚改套数仍有 500 万套左右，但考虑货币化比例的下降，市场供需此消彼长带来的压力，预计三四线楼市整体将弱于 2019 年。

图表70 2019年三四线为主的西部累计销售面积增速优于全国



资料来源:Wind, 平安证券研究所

4.4 预计 2020 销售面积同比降 3%

展望 2020 年，一二线城市尽管存在 2019H2 需求前置等因素，但考虑一二线基本面扎实，且因城施策背景下政策存在边际改善空间，预计将延续平稳；三四线随着供应增加、需求弱化预计将延续调整，中性假设下预计 2020 年全国销售面积同比降 3%。

图表71 2020年销售面积增速测算

	2015	2016	2017	2018	2019年前10月	2019E	2020E悲观	2020E中性	2020E乐观
一线城市 (4个)	32.1%	-3.2%	-36.4%	-2.8%	33.7%	14.5%	0.0%	5.0%	10.0%
二线城市 (26个)	19.8%	22.4%	-32.7%	-5.7%	5.8%	4.5%	0.0%	5.0%	10.0%
其余城市	3.5%	23.7%	16.3%	2.1%	-3.0%	-0.7%	-8.0%	-4.0%	0.0%
全国	6.5%	22.5%	7.7%	1.3%	0.1%	0.0%	-7.1%	-3.0%	1.1%

资料来源:国家统计局, 平安证券研究所

4.5 新房中期需求稳定，迎接存量房时代

地产中期需求仍将维持较高水平。根据《国家人口发展规划（2016年-2030年）》预期发展目标，预计 2030 年全国总人口 14.5 亿、城镇化率 70%。2018 年国内城镇化率为 59.6%、城镇人均住宅建面 39 平米，8.3 亿城镇人口对应存量总建面 324.2 亿平米。假定 2030 年城镇人均建面维持在 39 平米/人，则 2030 年末存量建面积为 395.9 亿平米。假定 2018 年末存量住宅每年更新 2%，则对应 2019-2030 年合计存量更新建面积为 77.8 亿平米；则 2019-2030 年住宅新增存量及更新需求为 149.5 亿平米，2019-2030 年平均年需求为 12.5 亿平米，仅次于 2016-2018 年，仍处于较高水平。

图表72 2019-2030年新增住宅需求测算

主要假设

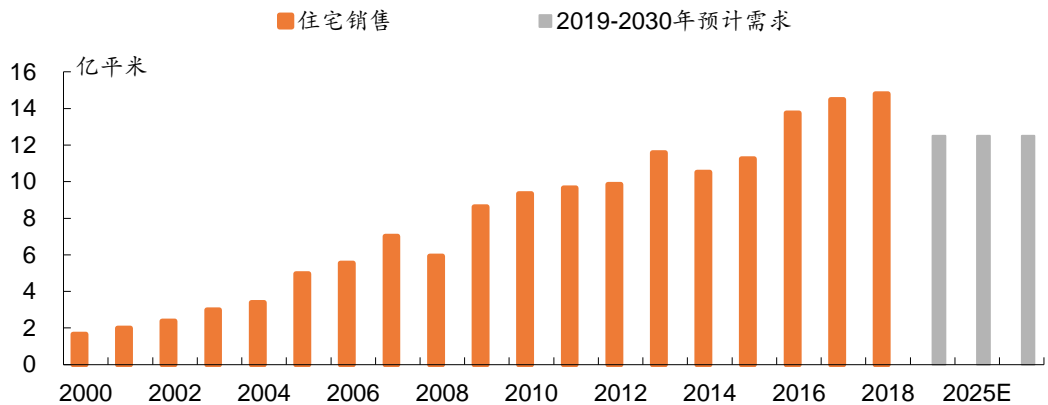
- 1、预计2030年全国总人口14.5亿人、城镇化率70%
- 2、假定2030年城镇人均住宅建筑面积与2018年一致，为39平米
- 3、假定存量建面年更新率为2%

主要估算过程：

2030年末存量建面	总人口*城镇化率*人均=14.5*70%*39=395.9亿平米
2019-2030年更新建面	2018年末存量*年更新率*年数=324.2*2%*12=77.8亿平米
2019-2030年住宅需求	2030年末存量-2018年末存量+期间更新=395.9-324.2+77.8=149.5亿平米
2019-2030年均住宅需求	149.5/12=12.5亿平米

资料来源: Wind, 平安证券研究所

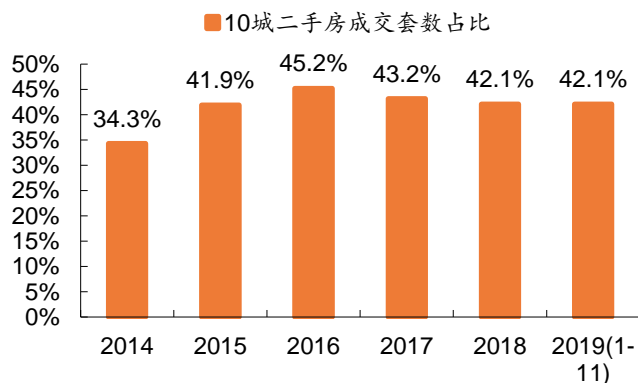
图表73 2019-2030年全国住宅成交预计仍将保持较高规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

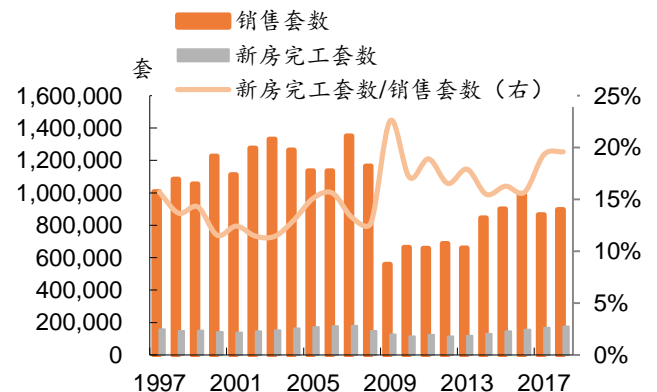
步入存量房时代，关注行业新变化。2019年前11月国内十大城市二手房占比已经超40%，北京、深圳、南京二手房成交更是已超过新房，占比达59.8%、58.3%和55.9%。从美国、日本、英国房地产市场发展来看，中期二手房市场规模均超过新房市场。在关注新房市场的同时，未来需密切关注存量市场崛起带来的行业新变化。以日本为例，日本存量市场的崛起带来租赁及物管业务的发展，日本三井不动产、住友不动产租赁收入占比分别达31.9%和36.9%，已成为最大的收入来源。

图表74 国内十大重点城市二手房成交超40%



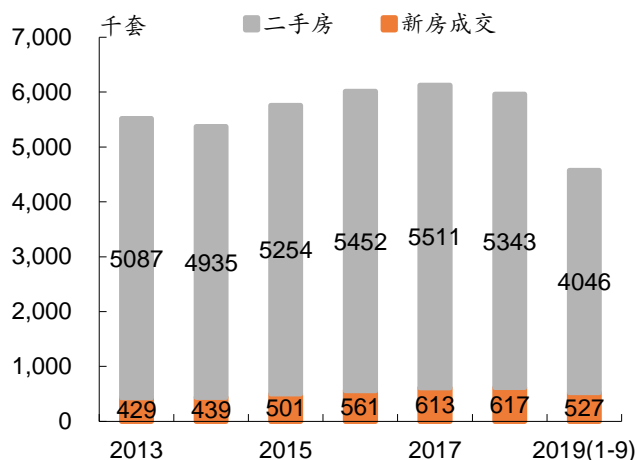
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表75 英格兰及威尔士竣工新房占一二手销售比处于低位



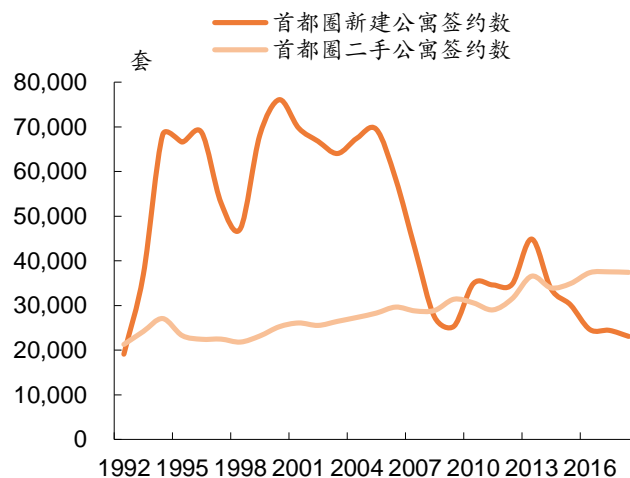
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表76 美国二手房成交占主流



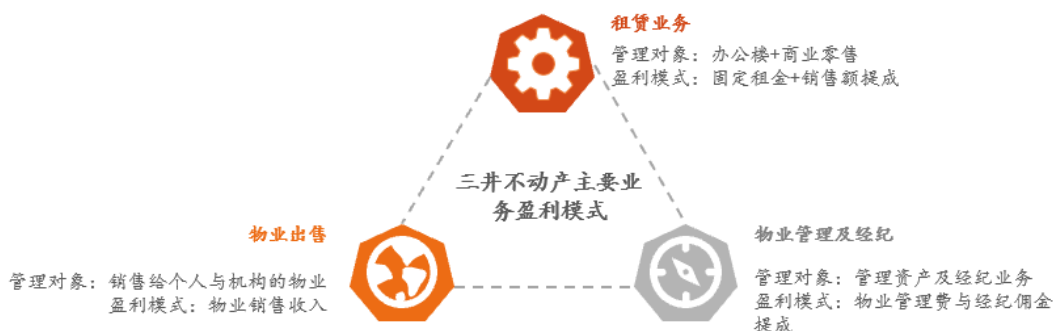
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表77 日本首都圈二手公寓成交逐步超过新建公寓



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表78 日本三井不动产业务趋于多元化



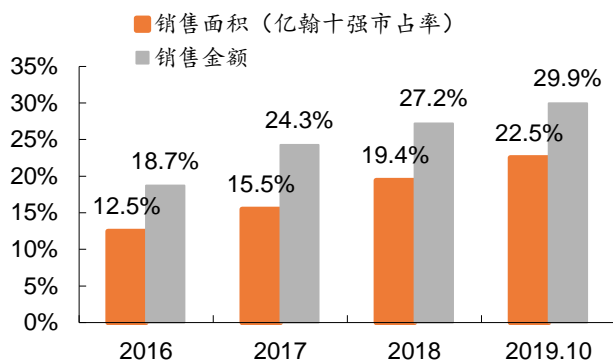
资料来源:Wind, 平安证券研究所

五、公司：强者恒强，基业长青

5.1 百强销售延续高增，龙头去化依旧尚可

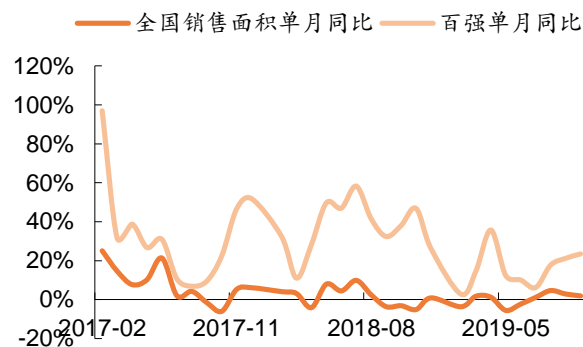
调控加码、资金趋紧、拿地门槛提升等背景下，龙头房企依靠强大的运营能力和灵活的战略布局，持续扩大市场份额。2019年前10月行业百强销售面积同比增长14.3%，超过全国14.2个百分点。前10月行业十强销售额市占率达29.9%，较2018年末提升2.7个百分点。主流房企万科、保利、中南前11月销售额同比分别增长5.4%、14%和35.7%。随着楼市步入调整期，龙头房企在品牌、融资、管控方面优势将更加明显，预计市场集中度仍将延续提升。

图表79 2019年行业集中度延续提升



资料来源：亿翰，平安证券研究所

图表80 2019年百强房企销售增速远高于全国



资料来源：统计局，Wind，平安证券研究所

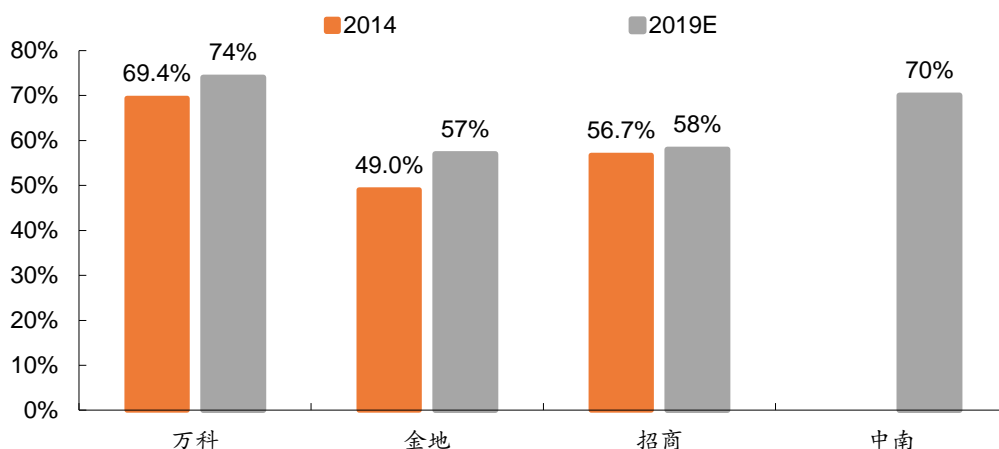
图表81 2019年主流开发商销售持续增长 (单位：亿元)

	2019年1-11月	1-11月同比	11月同比	2019年预期	目标完成率
碧桂园	7515	13.1%	62.3%		
万科	5735	5.4%	-6.5%		
恒大	5805	8.5%	8.8%	6000	97%
保利地产	4197	14.0%	-3.0%	5000	84%
融创中国	5006	20.3%	48.3%	5500	91%
绿地控股	3016	-7.1%	-5.7%		
龙湖地产	2227	22.2%	16.8%	2200	101%
金地集团	1751	31.0%	21.5%	2000	88%
华夏幸福	1351	6.3%	204.6%		
华润置地	2261	19.2%	45.9%	2420	93%
招商蛇口	1972	32.5%	13.8%	2000	99%
新城控股	2466	24.2%	40.4%	2700	91%
旭辉集团	1778	35.9%	69.4%	1900	94%
世茂房地产	2277	46.8%	59.7%	2100	108%
中南建设	1709	35.7%	105.4%	1800	95%
阳光城	1819	36.7%	47.1%	1800	101%
荣盛发展	928	12.7%	23.3%	1120	83%
滨江	977	28.1%	59.8%	1000	98%
金科	1513	40.7%	120.2%	1500	101%

资料来源：中指数据库，平安证券研究所

龙头去化率依旧尚可，即使2014年依旧不差。尽管2019年楼市调整压力逐步加大，但得益于下半年房企以价换量，主流房企去化率仍维持较高水平，预计万科、金地、招商、中南全年去化率可达74%、57%、58%和70%。即使在楼市明显降温的2014年，招保万金整体销售额仍增长17.6%，平均去化率仍有65%。我们认为在充足货量、品牌及管控支持下，2020年主流房企销售仍有望延续增长。

图表82 2019年主要房企整体去化率尚可

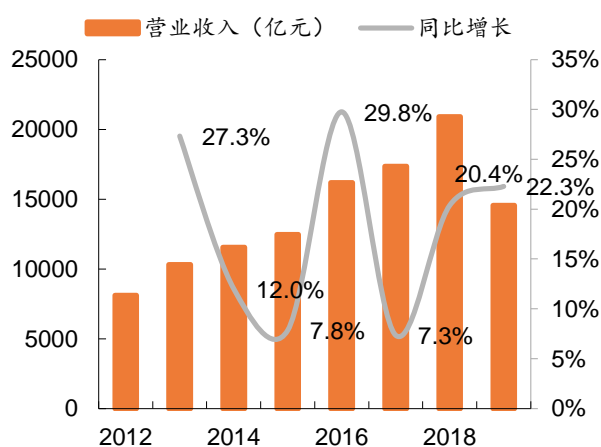


资料来源:公司公告, 平安证券研究所 注: 去化率=销售/(新推+滚存)

5.2 龙头营收依旧靓丽, 业绩保障度创新高

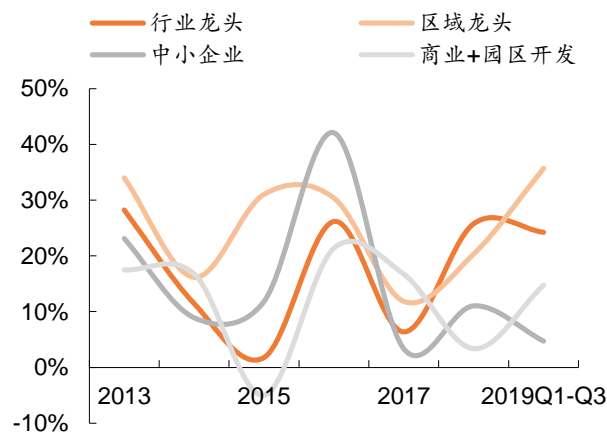
龙头营收增长依旧抢眼, 业绩保障度创新高。受益于销售高增时期项目步入结算, 2019年前三季度A股上市房企整体营收同比增长22.3%, 其中区域龙头(35.7%)和行业龙头(24.2%)增速远高于中小房企(4.7%)。由于销售规模远大于营收收入, 2019Q3末上市房企预收款余额达3.2万亿元, 同比增长19.9%。以“期末预收账款/过去一年营业收入”为标准计算业绩保障度, 期末上市房企整体业绩保障度为137.3%, 较2018年末提升13个百分点, 保障未来营收增长。

图表83 2019年前三季度板块营收同比增22.3%



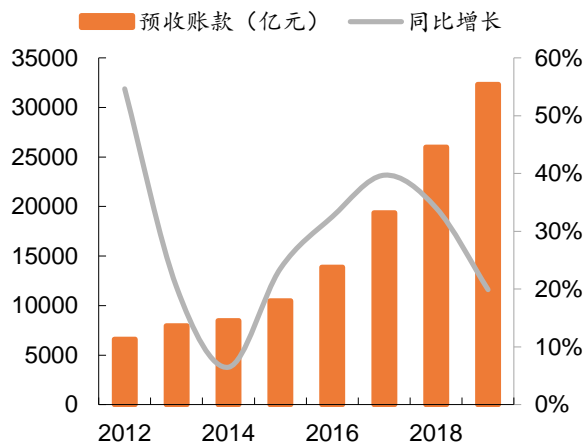
资料来源: 统计局, Wind, 平安证券研究所

图表84 2019年前三季度各子板块营收增速表现



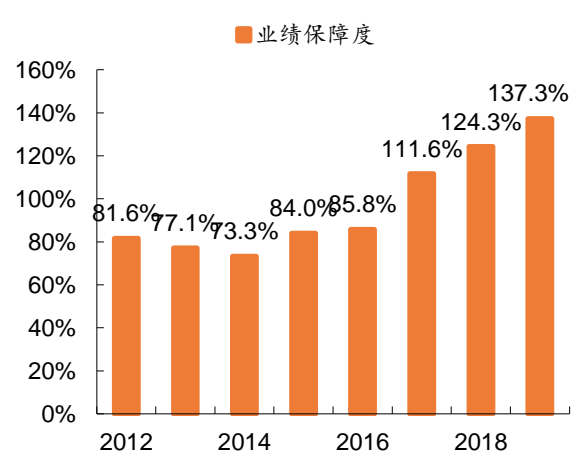
资料来源: 统计局, Wind, 平安证券研究所

图表85 2019年三季度末上市房企预收款充足



资料来源: 统计局, wind, 平安证券研究所

图表86 2019年三季度末业绩保障度高达137.3%

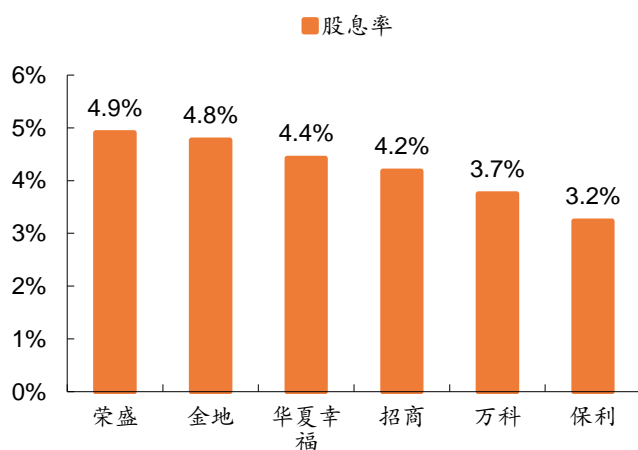


资料来源: 统计局, wind, 平安证券研究所

5.3 龙头估值处于底部, 融资优势明显

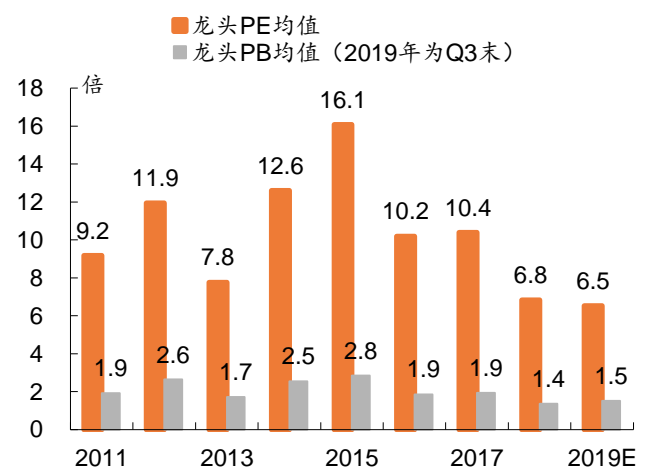
龙头估值历史低位, 股息率亦具备吸引力。从龙头房企估值来看, 我们选取招保万金、华夏、华侨城, 用当年末市值除以当年净利润来衡量当年 PE, 其中 2019 年 PE 为当前市值除以 Wind 一致预期净利润, 当前龙头市值对应 2019 年 PE 仅 6.5 倍, 处于历史最低水平。从股息率来看, 主流房企按照 2018 年分红计算股息率普遍超过 3%, 金地、荣盛更是接近 5%, 考虑 2019 年业绩增长, 对应股息率将更高。

图表87 主流房企股息率具备一定吸引力



资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 按 2018 年年报分红

图表88 主流房企当期估值处于历史低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表89 主流房企历年 PE (期末市值/当年净利)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
万科 A	8.9	6.0	9.7	14.5	10.5	12.0	7.8	7.6
保利地产	11.5	5.5	9.5	9.3	8.7	10.7	7.4	7.5
招商蛇口	14.7	8.2	14.7	22.4	13.5	12.7	9.0	8.2

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
金地集团	8.4	8.3	12.8	19.4	9.3	8.3	5.4	5.8
华夏幸福	14.0	9.9	16.3	16.9	10.9	10.6	6.5	5.5
华侨城 A	14.2	8.7	12.6	13.9	8.3	8.1	4.9	4.6

资料来源：平安证券研究所，2019 年以 12 月 10 日收盘价计算

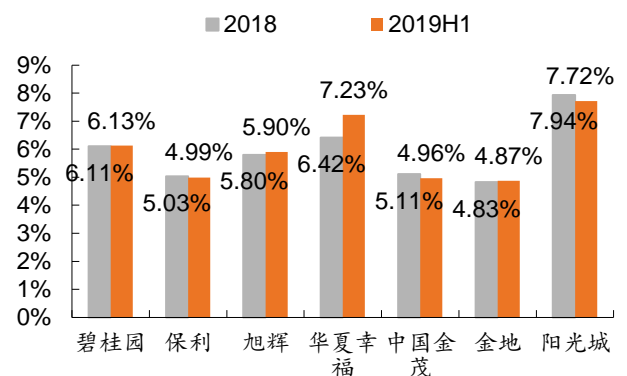
楼市调整将加速企业间分化，融资渠道及成本差异为导致房企分化的重要原因。从各房企对比来看，央企及龙头房企融资优势明显，万科、保利等下半年发债利率均不到 4%。从综合融资成本来看，截止 2019 年上半年，保利、金茂等央企综合融资成本均不到 5%，低于阳光城、华夏幸福等民企，预计其它中小房企融资成本将更高。

图表90 各类公司近期发债利率对比

公司	发债利率	发行日期
万科	3.55%	2019/9/24
保利	3.33%	2019/9/20
招商蛇口	4.13%	2019/7/10
碧桂园	4.98%	2019/11/18
龙湖	4.67%	2019/7/17
华润	3.45%	2019/8/19

资料来源：统计局，wind，平安证券研究所
注：包括公司债、中票、永续债等品种。

图表91 龙头房企融资优势明显



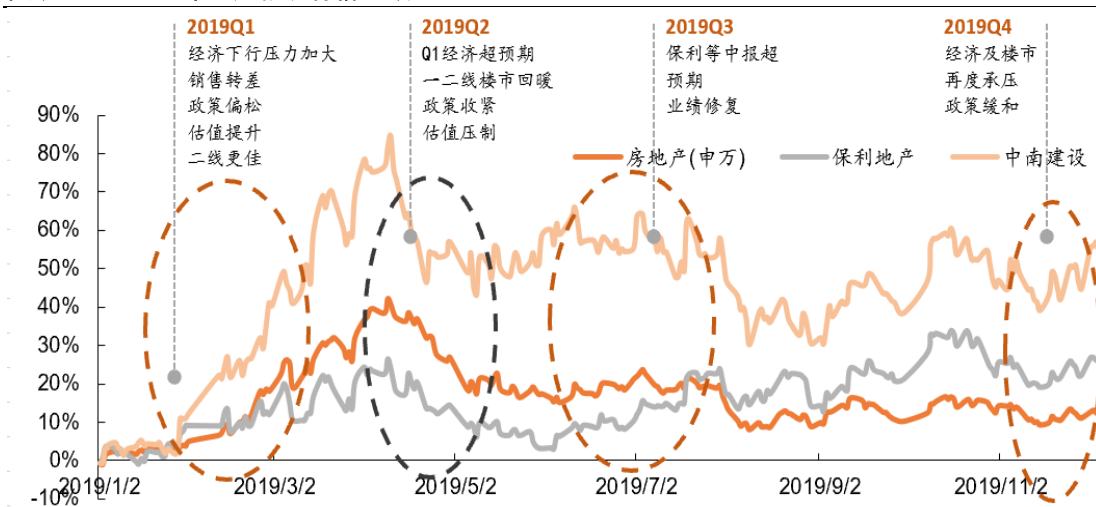
资料来源：统计局，wind，平安证券研究所

六、投资建议

6.1 2019 年：地产股走势仍为政策与基本面的博弈

回顾 2019 年地产股走势，依旧离不开“政策定估值、基本面定业绩”的逻辑。2019 年年初在经济下行及楼市调整背景下，房企融资环境改善、叠加估值切换行情，地产板块最高涨幅超 40%，其中高弹性的二线龙头表现突出，中南建设年初最高涨幅超 80%，远超同期万科保利等龙头。4 月随着一季度经济数据超预期及核心城市楼市升温，政治局及住建部开始发声、5 月融资端逐步收紧，叠加同期大盘调整，地产板块全年累计涨幅从 4 月高点的 40.8%降至 6 月初的 15%。三季度随着部分房企中报超预期，带来业绩超预期龙头的业绩修复行情，保利全年累计涨幅从 6 月末的 8.2%一度上涨至 10 月中的 34%。四季度以来，随着经济及楼市下行压力加大，年末多地因城施策力度加大，地产股表现有升温迹象，中南、阳光城等二线龙头四季度低点以来累计涨幅均已超过 20%。

图表92 2019年地产板块行情回顾



资料来源:Wind, 平安证券研究所

6.2 2020年：花相似而境不同，以耐心换取收益

关注政策与基本面的博弈，经济走向决定宽松力度及估值弹性：正如前文分析，站在目前时点，经济、楼市、资金状况均类似2018年末，那2020年政策、楼市、投资及地产股走向是否会重演2019年？我们认为2020年行情走势最终仍取决于政策与基本面的博弈，不同的是2020年稳增长意愿更强、楼市调整压力更大，或意味着政策端将更友好；资金端亦有望受益大环境宽松及融资政策改善，但难回2019年初宽松水平。政策及融资端边际改善将有助于板块估值修复及提升，但估值弹性取决于政策宽松力度，最终取决于2020年经济及楼市走向。

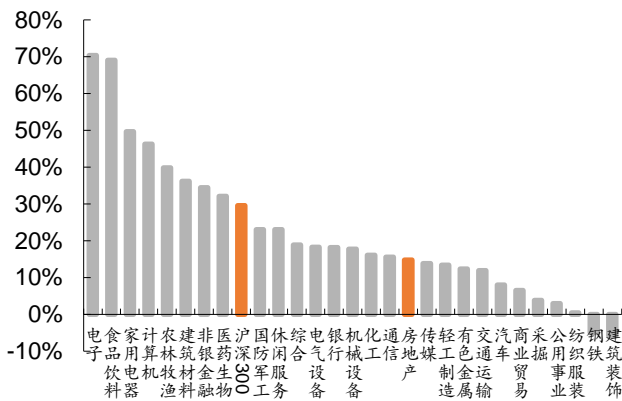
图表93 2020年与2019年政策、资金、投资及销售环境对比

	2019	2020 预判	相同点	不同点
政策	以稳为主、有保有压	“房住不炒”基调下，因城施策主动性提升	经济下行压力大 楼市步入调整通道	2020年稳增长更加重要；楼市调整压力更大、政策端或更偏友好
资金	先松后紧	预计紧转向略紧，边际小幅改善	整体均偏紧	2020年紧转缓，无论整体资金还是行业融资端均有望小幅改善，但难现2019年初宽松
投资	稳中趋降	延续稳中趋降	下行	2020年销售、库存压力更大；投资下行压力或更大
销售	市场温度先扬后抑；销售先降后升（下半年以价换量）	销售将再次探底；市场企稳关注政策端边际改善力度	市场整体趋于降温	2019H2回升主要为以价换量，2020年转稳或为政策托底；2020年整体弱于2019年

资料来源：平安证券研究所

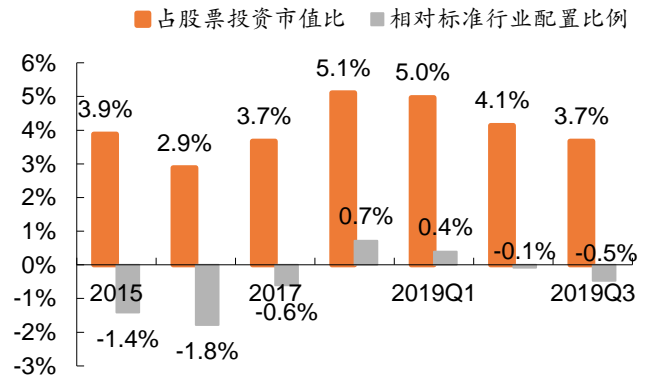
“三低一高”筑就安全垫，以耐心换取收益。截止 12 月 10 日，地产板块年初至今上涨 14.8%，位居 28 个申万行业第 17 位，跑输沪深 300 指数 14.8 个百分点；三季度末机构持仓 3.7%，低配 0.5 个百分点，亦低于 2018 年末水平。从绝对估值来看，当前地产板块整体 PE 为 8.8 倍，仅高于银行、建筑装饰。从相对估值来看，地产板块 PE 与沪深 300 比值为 0.75 倍，为近十年最低。龙头房企按照 2018 年分红计算股息率普遍超过 3%，考虑 2019 年业绩增长，对应股息率将更高。低估值、低涨幅、低持仓及高股息率构成当前地产股的重要安全垫。若未来政策微调，估值提升将带来明显超额收益，若政策保持平稳，地产业绩增长确定，仍存在估值切换的收益。

图表94 2019年地产板块累计上涨14.8%



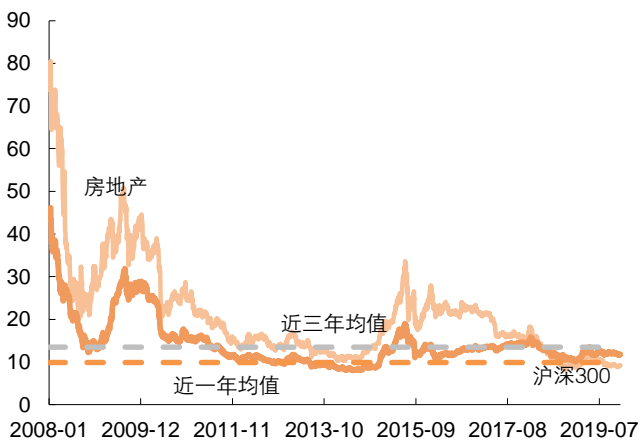
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表95 2019Q3 机构持仓比例下滑



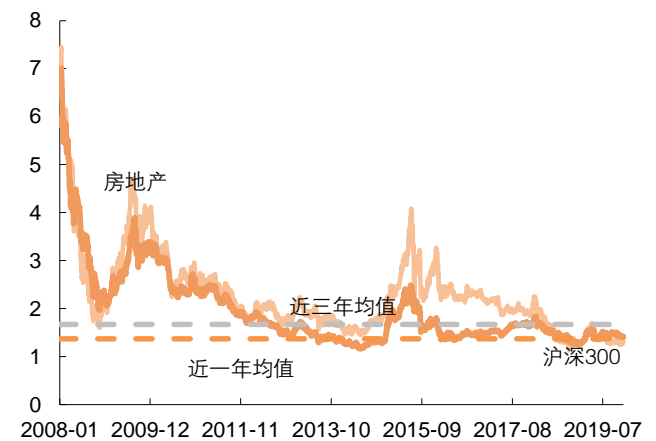
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表96 地产板块整体 PE 处于历史较低水平 (倍)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表97 地产板块整体 PB 处于历史较低水平 (倍)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表98 地产板块估值处于低位

	2019/12/10	2018A	2017A	2016A	2015A	2014A	2013A	2012A	2011A
剔除金融板块全部 A 股	25.82	18.94	30.45	39.19	48.49	30.23	22.93	20	18.97
沪深 300	11.80	10.23	14.07	12.4	13.3	12.57	8.65	10.63	10.5
房地产开发板块 PE	8.81	8.35	15.31	18.85	25.29	18.34	11.29	15.94	13.16
房地产 PE 行业排序 (由低至高)	3	3	2	3	8	7	3	8	8

房地产 PE/剔除金融 板块全部 A 股	0.34	0.44	0.50	0.48	0.52	0.61	0.49	0.80	0.69
房地产 PE/沪深 300	0.75	0.82	1.09	1.52	1.90	1.46	1.31	1.50	1.25

资料来源: Wind, 平安证券研究所

6.3 二线弹性博收益，稳健龙头打基石

整体来看，2020 年楼市仍将延续分化调整，其中一二线楼市将好于三四线，市场承压将更加考验各大开发商应对能力，唯有融资渠道畅通、布局一二线、定位主流产品的房企方能穿越周期保持增长，行业集中度有望继续提升。尽管行业基本面承压，但在以“稳”为主、因城施策的背景下，政策存在托底空间，同时板块估值已处于历史低位、股息率亦具备吸引力，当前位置地产股易涨难跌，攻守兼备、性价比持续凸显。我们看好 2020 年地产板块整体表现，维持“强于大市”评级。

全年建议积极配置行业龙头及二线弹性标的，耐心持股等待收益。短期来看，主流房企无论估值、持仓、股息率均具有吸引力，多地政策微调、5 年期 LPR 下调，关注估值切换及政策博弈的机会，以低估值龙头（万科、保利、金地等）及业绩销售高增的二线弹性标的（中南、阳光城等）为主；中期随着政策微调、货币端发力，楼市有望逐步走稳，关注流动性宽松可能带来的“资产荒”配置机会。同时考虑 2019 年开始已步入竣工交房高峰期，2020 年竣工有望持续改善，持续关注受益竣工回升的后周期物管板块。

七、风险提示

- 1) 当前市场销售难度整体加大，而三四线受制于供应充足、需求萎缩，加上此前未有明显调整，后续量价均将面临较大压力，未来或存在三四线楼市超预期调整带来房企大规模减值及中小房企资金链断裂风险；
- 2) 受楼市火爆影响 2016 年起地价持续上升，而后续各城市限价政策陆续出台，板块未来面临毛利率下滑风险；
- 3) 当前行业资金面从紧，而楼市销售难度明显加大，后续楼市若超预期降温，部分偿债压力较大房企或面临资金链断裂风险。
- 4) 目前经济及楼市下行压力加大，若后续政策端宽松不及预期，或带来地产投资、销售超预期下行风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033