

房地产行业

2020 年投资策略：悟，已往之不谏；觉，今是而昨非

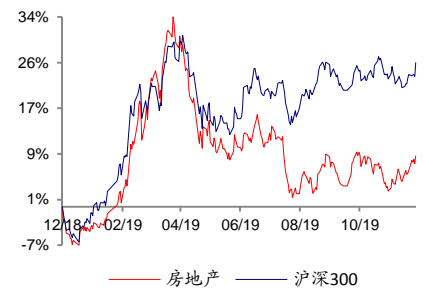
行业评级 **买入**

前次评级 买入
报告日期 2019-12-16

核心观点：

- **长期思考——警惕供给侧景气度下滑带来的供需失衡风险。**当前行业需求端稳定，但龙头房企拿地意愿下降，其根本原因是土地质量的下滑。在限房价和土拍配建等因素压制下，土地资产的投资回报率持续回落，收益率下降而风险上升，最终演变成地产行业的供给端问题。重点城市的长期库存、中期库存和短期库存均处于较低水平，持续的供需失衡或将引发房地产市场价格上行风险。
- **对当前调控政策体系的理解与展望。**16年“930”调控以来，在“因城施策，房住不炒”的前提下，地方政府的调控颗粒度提升，单一政策影响预期变化减弱。中央政府一方面控制整体“去杠杆”的节奏，另一方面进行适当的短周期调节，“抵御”市场下行风险。19年4季度整体表态缓和，预期20年在1、2季度环境相对宽松，而土地、开工等经济先行指标的变化趋势是预判下半年及21年政策基调的关键。
- **需求端预测：20年销售面积、金额分别下降3%、1%。**19年棚改货币化需求同比下降48%，实际内生需求同比增长3.1%。按照东部核心、东部非核心、中部、西部、东北5大区域的一二线、三四线进行划分，预计20年大部分区域销售下行压力进一步加大，结合20年棚改货币化需求测算，预计20年销售面积同比下降3%，销售金额同比下滑1%。
- **供给端预测：19年预计新开工下滑2%，投资上涨5%，竣工需求上涨10%。**19年以来的土地市场降温将影响20年投资和新开工两方面，预计20年新开工同比下滑2%，竣工同比增长10%，开工体量依旧高于竣工，施工面积增长7.1%。因此20年房地产开发投资达13.84亿元，同比上涨5.1%，其中施工投资、土地投资分别上涨5.0%、5.4%。
- **开发类企业：运营强者时代，能力决定未来。**地产行业过去几年“土地红利”“金融红利”逐步消失，开发商进入“管理红利”时期，企业需要依靠自身的运营效率维持规模增长的相对优势。目前龙头房企相对行业的优势愈发明显，除了增速领先幅度扩大外，资源利用效率（单位有息负债撬动销售金额水平）显著高于行业平均水平，长期来看集中度提升的必要条件是管理优势的进一步释放。
- **价值底部孕育行业投资机会。**17年下半年以来，地产成交进入窄幅波动阶段，地产股投资收益受业绩影响加大。18、19年两轮短周期中，收益最大的开发类公司共同特点是高规模增速、低起点估值。A股推荐：万科、中南、阳光城、金地、金科、蓝光、华发、招商；H股推荐：融创、旭辉、中海、金茂。商业推荐：中国国贸。
- **风险提示。**三四线城市需求出现断崖式下滑，政策调整应对不及时。

相对市场表现



分析师：乐加栋
SAC 执证号：S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇
SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
010-59136622
guoz@gf.com.cn

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

相关研究：

房地产行业:景气度下行推动 2019-12-15
行业环境改善，把握板块投资机会

房地产行业:去化率维持低位，有利因素持续积累 2019-12-08

房地产行业:基本面延续下行趋势，静待转机 2019-12-01

联系人：邢莘 021-60750620
xingshen@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
万科A	000002.SZ	人民币	28.15	2019-12-03	买入	39.60	3.67	4.22	7.85	6.82	6.59	7.49	19.9%	18.5%
招商蛇口	001979.SZ	人民币	19.08	2019-03-19	买入	29.80	2.29	2.57	8.34	7.43	8.98	8.33	21.0%	19.1%
华夏幸福	600340.SH	人民币	27.50	2019-10-20	买入	36.99	4.93	6.03	5.60	4.57	8.46	7.97	29.0%	26.2%
华侨城A	000069.SZ	人民币	7.29	2018-11-01	买入	-	1.33	1.42	5.46	5.12	5.77	5.46	15.0%	13.8%
荣盛发展	002146.SZ	人民币	9.31	2019-10-26	买入	13.52	2.25	2.47	4.14	3.77	2.74	1.52	22.5%	19.8%
金科股份	000656.SZ	人民币	7.60	2019-11-03	买入	7.97	1.00	1.20	7.63	6.33	13.11	11.87	19.3%	18.8%
中南建设	000961.SZ	人民币	9.29	2019-10-30	买入	10.78	1.13	1.93	8.24	4.81	4.41	4.16	20.3%	25.9%
阳光城	000671.SZ	人民币	7.80	2019-10-28	买入	8.89	0.94	1.30	8.34	5.98	9.93	4.98	18.0%	20.1%
蓝光发展	600466.SH	人民币	6.97	2019-10-26	买入	10.04	1.11	1.72	6.31	4.10	11.00	11.78	22.6%	25.8%
华发股份	600325.SH	人民币	7.93	2019-10-29	买入	10.50	1.40	1.90	5.65	4.17	18.23	11.91	20.0%	21.3%
新湖中宝	600208.SH	人民币	3.79	2019-11-03	买入	5.20	0.36	0.45	10.39	8.33	33.13	32.67	8.4%	9.5%
中国国贸	600007.SH	人民币	17.99	2019-11-19	买入	19.86	0.92	1.04	19.48	17.37	8.69	7.74	11.8%	11.7%
金融街	000402.SZ	人民币	7.89	2019-08-12	买入	10.31	1.29	1.47	6.12	5.36	12.81	10.65	10.9%	11.1%
碧桂园	02007.HK	港币	11.84	2019-09-18	买入	16.03	1.91	2.24	5.56	4.76	3.30	2.89	25.6%	23.1%
融创中国	01918.HK	港币	43.25	2019-12-06	买入	55.30	5.25	6.96	7.41	5.59	8.35	4.98	27.2%	26.5%
中国海外发展	00688.HK	港币	29.20	2019-10-15	买入	32.90	4.11	4.63	6.38	5.66	4.76	4.31	15.0%	14.4%
旭辉控股集团	00884.HK	港币	6.30	2019-08-18	买入	6.16	0.91	1.13	6.32	5.07	3.70	2.80	21.6%	21.2%
万科企业	02202.HK	港币	30.45	2019-12-03	买入	38.70	3.67	4.22	7.64	6.63	6.59	7.49	19.9%	18.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 以上公司为广发证券地产组近两年覆盖标的;

(2) A股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的(碧桂园、融创中国、旭辉控股集团、万科企业)合理价值货币单位为港币;

(3) A股及港股标的EPS货币单位均为人民币;

(4) 表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

长期思考：警惕供给侧景气度下滑引发供需失衡风险	7
基本面及政策面回顾与展望	15
19 年销售回顾：周期窄幅波动，景气度持续下行	15
政策面展望：20 年上半年政策进一步收紧空间有限	17
需求端预测：20 年销售面积、金额分别下降 3%、1%	18
内生需求：剔除棚改影响后的 19 内生需求面积同比增长 3.1%	19
一二线需求预测：20 年一二线内生需求面积同比下滑 3.8%	24
三四线需求预测：20 年三四线内生需求面积同比下滑 2%	28
整体需求预测：20 年全国销售面积同比下滑 3%，内生需求下降 2.6%	33
价格预测：预计 20 年商品房销售均价上涨 2%，销售金额同比下降 1%	34
供给端预测：19 年预计新开工下滑 2%，投资上涨 5%	38
土地投资测算：20 年土地成交金额增长 5%，土地投资上涨 5.4%	39
（二）新开工增速测算：预计 2020 年新开工增速下滑 2.0%	41
（三）投资增速预测：20 年投资同比上涨 5.1%，其中施工投资上涨 5.0%	42
开发类企业：运营强者时代，能力决定未来	45
企业规模增速相对行业优势扩大	45
行业进入“管理红利时代”，开发商能力差异加大	47
投资精度提高，扩张意愿降低	51
基于货值变化评价房企 20 年销售增长能力	55
政策窄幅波动孕育行业投资机会	58
房企收益驱动力切换，政策边际调整或带动板块短期估值修复	58
板块估值仍处历史低位，推荐高增长低估值的龙头房企	64

图表索引

图 1: 龙头房企销售、融资和投资集中度变化趋势	7
图 2: 龙头房企拿地集中度变化趋势	7
图 3: 300 城土地年度成交同比	8
图 4: 300 城土地月度成交累计同比	8
图 5: 影响土地投资回报率的三要素模型	8
图 6: 11 家房企金额口径权益比例变化趋势	9
图 7: 限价政策对市场供给测的冲击	10
图 8: 全国商品房和住宅房价地价比趋势	10
图 9: 分结构一二线和三四线宅地房价地价比	10
图 10: 南京市计划供应、实际供应与成交土地面积	11
图 11: 南京市宅地成交建面、可售建面与住宅销售	11
图 12: 南京市拿地毛利率与土地溢价率变动情况	12
图 13: 27 城宅地计划供应、实际供应与成交情况	12
图 14: 40 城长期库存消耗情况 (万方)	14
图 15: 一二线住宅中期库存与去化周期	14
图 16: 十个一二线城市住宅短期库存水平与去化周期	14
图 17: 300 城宅地成交与住宅新开工、销售趋势	15
图 18: 9 家龙头房企拿地、新开工与销售同比趋势	15
图 19: 近 3 年中央层面坚持“房住不炒”	15
图 20: 商品房成交量价年度累计同比及单季度同比增速	16
图 21: 全国、各线城市以及各类房企商品房销售面积同比增速	16
图 22: 13 年以来中央政策态度表述及松紧政策出台频率	18
图 23: 全国棚改计划开工及实际完成量 (万套)	19
图 24: 棚改累计开工量及完成投资同比增速	19
图 25: PSL 贷款增加额以及棚改专项债总规模 (亿元)	19
图 26: 16-18 年部分地区棚改货币化安置比例	20
图 27: 全国名义需求、内生需求及棚改需求同比增速	22
图 28: 一二线及三四线名义需求及内生需求同比增速	22
图 29: 19 年各省一二线、三四线内生需求对全国增速的贡献	22
图 30: 城镇常住人口年均增量与内生需求增速对应关系	23
图 31: 一二线及三四线人才落户政策出台频率 (次)	24
图 32: 一二线城市不同阶段户籍人口年均增量及城镇人口年均增量 (万人)	24
图 33: 一二线城市单位城镇人口年均需求面积 (平)	28
图 34: 一二线城市内生需求面积同比增速	28
图 35: 各省三四线城市常住人口城镇化率变化 (10-18 年)	29
图 36: 三四线城市单位城镇人口年均需求面积 (平)	33
图 37: 三四线城市内生需求面积同比增速	33
图 38: 各区域 20 年内生需求面积同比增速估计结果	33
图 39: 70 城新房及二手房价格指数环比	35
图 40: 70 城新房价格指数分线环比	35
图 41: 各省一二线及三四线商品房销售均价同比增速 (19 年前 10 月)	35

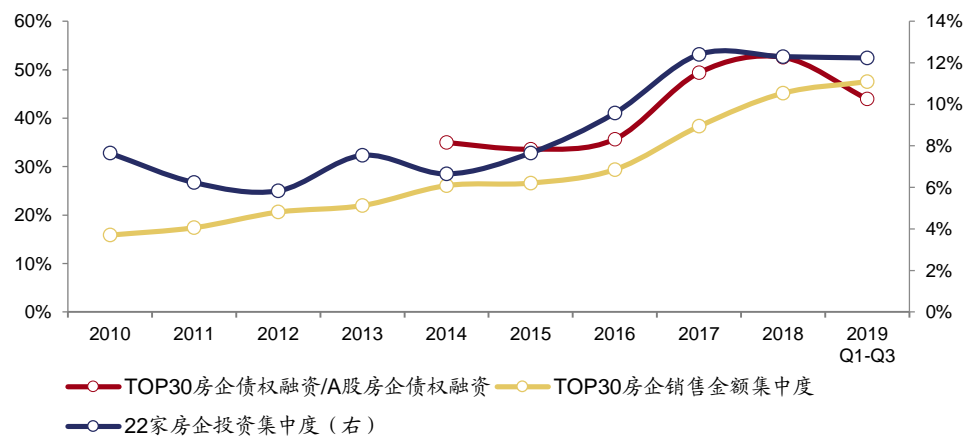
图 42: 70 城新房、百城房价环比与 300 城商住用地溢价率的关系	36
图 43: 住宅开工、销售面积及中期库存增量	36
图 44: 中期库存及去化周期	36
图 45: 中期库存去化周期与销售均价同比的关系	37
图 46: 商品房销售面积及增速预测	38
图 47: 商品房销售金额及增速预测	38
图 48: 全国房地产开发投资及同比	39
图 49: 全国房地产投资单月同比	39
图 50: 投资增速拆分 (施工投资+土地投资)	39
图 51: 施工投资增速的拆分	39
图 52: 土地投资与土地使用权收入同比变化	40
图 53: 土地使用权收入与 300 城土地出让金同比变化	40
图 54: 300 城全类型土地出让金增速拆分	41
图 55: 300 城全类型土地出让金增速贡献拆分	41
图 56: 新开工与销售及去化周期、土地成交关系	42
图 57: 新开工与土地成交关系	42
图 58: 通过销售数据拟合竣工增速与历史竣工数据	44
图 59: 销售预测竣工规模 (亿平) 与统计局竣工增速	44
图 60: 头部 A 股房企相对行业销售规模增速优势	45
图 61: 重点跟踪 42 房企销售面积与统计局、房管局增速关系	46
图 62: 主流房地产开发企业销售增速变化比较	46
图 63: 19 年头部房地产开发企业销售规模增速及相对历史增速表现	47
图 64: 地产开发企业 ROE 主要因素关系图, 负债销售比是衡量房企盈利周转能力的关键指标	48
图 65: 房地产行业 and 头部企业单位有息负债撬动销售规模比较	49
图 66: 房地产 top20 企业销售集中度提升速度高于融资集中度	50
图 67: 龙头房地产开发企业 (TOP 30) 负债销售比 (全口径及并表回款口径)	51
图 68: 11-18 年, 25 家主流房企从点状布局到全国化布局, 产品逐步下沉	52
图 69: top30 房企与行业拿地力度对比, 15-17 年超额, 19 年低于行业	54
图 70: 13 主要房企拿地区域分布	55
图 71: 13 主要房企拿地利润率变化趋势	55
图 72: 07 年至今龙头房企市值涨跌因素拆分	58
图 73: 07 年至今房地产板块绝对收益及成交量周期演绎关系	59
图 74: 17 年末政策面有所改善, 成交及投资增速下行	60
图 75: 17 年末至 18 年初龙头房企行情、经营、盈利、杠杆能力一览	60
图 76: 17 年末至 18 年初龙头房企销售增速、PE 及股价涨跌幅三维图	61
图 77: 17、18 年成交端景气度指标	61
图 78: 17、18 年土地端景气度指标	61
图 79: 18 年末政策面改善, 销售面积增速转负并持续下行	62
图 80: 18 年末至 19 年初龙头房企行情、经营、盈利、杠杆、分红能力一览	63
图 81: 18 年末至 19 年初龙头房企销售增速、PE 及股价涨跌幅三维图	63
图 82: 主流房企股价涨幅与业绩增速关系	64
图 83: 当前成交市场景气度	64

图 84: 当前土地市场景气度	64
图 85: 当前政策面改善, 部分四限政策放松, 基本面持稳	65
图 86: 2007 年至今龙头房企 PE (TTM) 低点、变动情况及当前位置	65
表 1: 重点城市 14-19 年宅地供应计划、实际供应土地和成交土地情况	13
表 2: 棚改投资资金来源拆分	20
表 3: 18-19 年棚改货币化购房面积以及商品房内生需求面积	21
表 4: 5 大地区各省以及一二线城市分类	23
表 5: 一二线城市内生性需求、人口指标、房价收入比以及政策调控力度	25
表 6: 5 类一二线城市供给、需求端指标表现	27
表 7: 各省关于提升城镇化率、鼓励农民进城购房政策一览	29
表 8: 三四线城市内生性需求、人口指标以及房价收入比	30
表 9: 5 类三四线城市供给、需求端指标表现	32
表 10: 20 年不同棚改假设下对应销售面积增速的敏感性分析	34
表 11: 住宅销售面积、新开工增速对中期库存及去化周期的敏感性分析	37
表 12: 全国土地成交金额以及计入投资金额测算	40
表 13: 根据年度销售金额测算竣工面积变化趋势 (单位: 亿平)	43
表 14: 历年房地产开发投资额拆分一览	44
表 15: 房地产行业融资余额 (亿元) 及负债贡献销售能力变化趋势	48
表 16: 行业与企业负债销售比的比较 (销售与负债数据单位均为: 万亿)	49
表 17: TOP13 房地产开发企业新进入城市情况 (单位: 个)	52
表 18: 主要房地产开发企业拿地力度变化趋势	53
表 19: 主流地产公司 19 年土地拓展节奏	54
表 20: 主流地产开发企业新增货值情况	56
表 21: 主流房地产公司销售规模与货值关系	57
表 22: 主流房企估值情况	66

长期思考：警惕供给侧景气度下滑引发供需失衡风险

19年市场成交增速具备韧性，需求端稳定，但龙头房企有一个较为异常的现象——拿地意愿下滑。从销售、融资和投资集中度来看，销售端呈现集中度上升的趋势，而融资端新增融资集中度出现下滑，龙头房企不再主动扩张金融杠杆（我们认为主动控制和被动调控的因素都有），而投资端来看，建安投资处于较高的水平，但整体投资集中度基本持平，土地投资力度回落。从实际拿地金额集中度来看，18年以来龙头房企的拿地金额集中度持续回落，19年前10月，11家龙头房企拿地金额集中度进一步下滑5个百分点至22%，而权益拿地金额集中度也小幅下降1个百分点至16%。

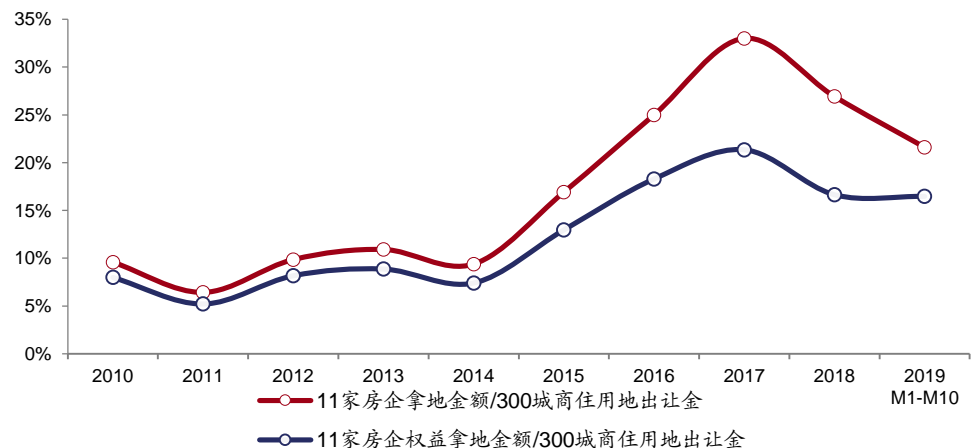
图1：龙头房企销售、融资和投资集中度变化趋势



数据来源：统计局，公司融资公告，广发证券发展研究中心

注：22家房企投资集中度为房企经营性现金流出比A股所有房企经营性现金流出。经营性现金流出主要为拿地支出和建安支出，与统计局的房地产投资中的土地购置费和施工投资对应。

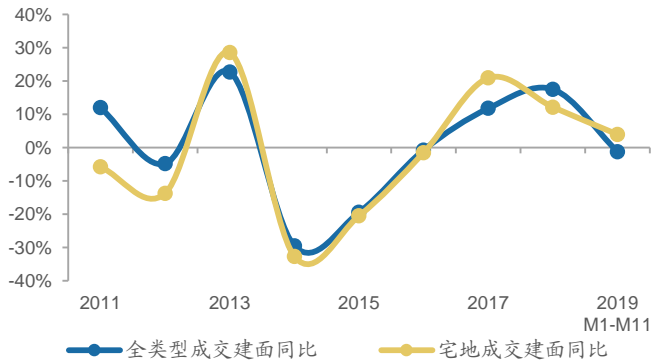
图2：龙头房企拿地集中度变化趋势



数据来源：中指院，公司经营公告，广发证券发展研究中心

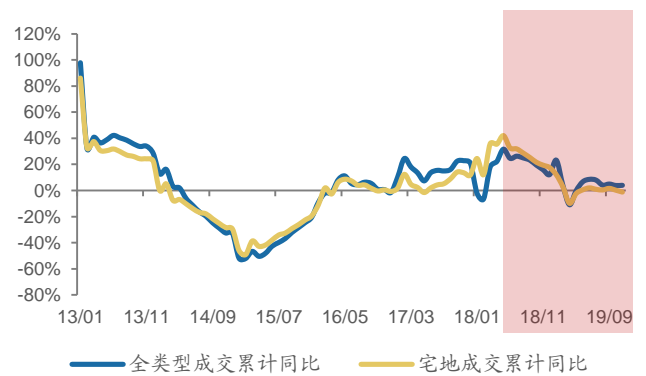
开发商拿地积极性下降，自然而然土地市场的表现也不理想。19年前11月全国300城全类型成交建面累计同比下滑0.7%，而宅地成交建面累计同比则小幅上涨4.4%，今年的土地成交情况可以说是延续了去年下半年以来的下滑趋势。

图3: 300城土地年度成交同比



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

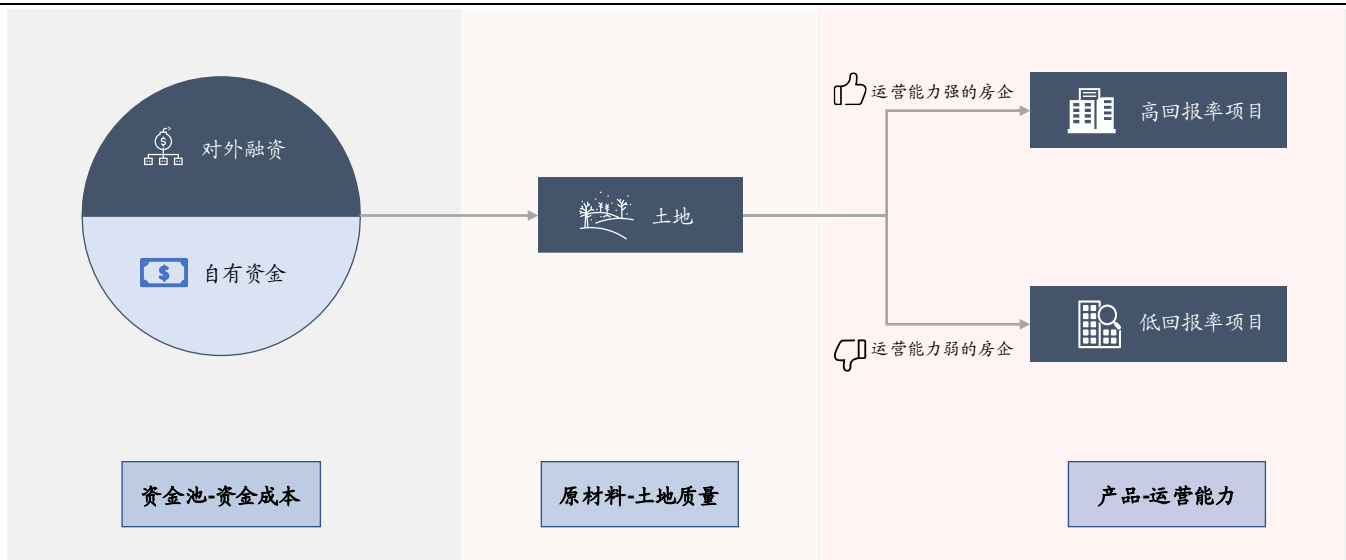
图4: 300城土地月度成交累计同比



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

我们从投资的属性来看为什么土地成交情况不好以及龙头房企拿地意愿下降。房地产行业的主要投资品是土地，房企通过自有资金或融资投资土地，并通过运营成房地产项目而获得回报。影响房企最终获得投资回报率的因素主要有三点：资金成本、土地质量以及房企的运营能力。当前房地产行业资金端管控较紧，提高了融资成本，压缩了房企借钱投资的利润率，部分解释了行业整体土地成交的下滑和龙头房企融资集中度的下降，但不能完全解释龙头房企的拿地力度下降。

图5: 影响土地投资回报率的三要素模型



数据来源: 广发证券发展研究中心

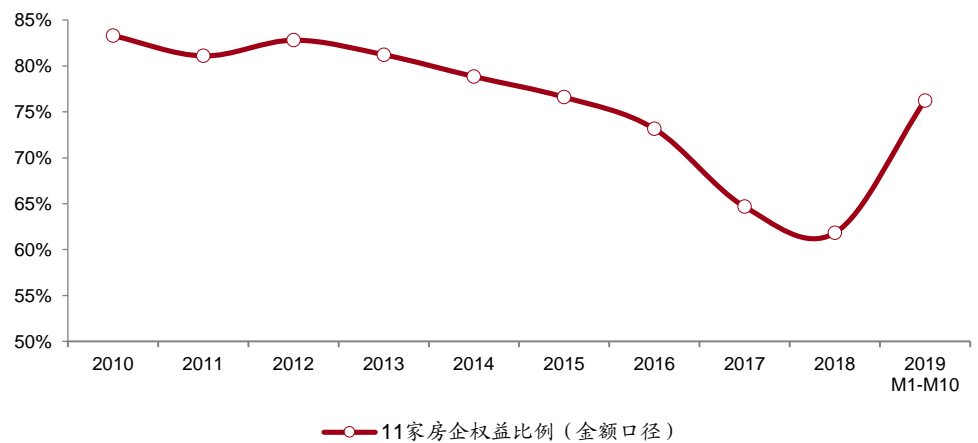
龙头房企一般具有更强的运营能力和资金实力，对于相同质量的土地，龙头房企可以获取更高的投资回报率，融资成本的上升将挤出运营能力较差的末端房企，

对于龙头房企而言影响有限，虽然土地投资利润率变薄但仍有利润，甚至由于小房企的出清，龙头房企可以获得更大的增长空间。

一个常见的现象是龙头房企可以通过加大合作力度的方式侵占小房企的资金资源。举例来说，对于同一个项目龙头房企可以获得12%的投资回报率，而小房企只能获得6%的回报率，在资金成本上升2个百分点的情况下，龙头房企和小房企则可以分别获得10%、4%的投资回报。龙头房企与小房企合作，由小房企负责主要的资金投入，龙头房企许诺小房企8%的投资回报率而对项目进行操盘控股，通过这个途径龙头房企将以更小的成本撬动更高的利润。

从这个角度来说龙头房企的拿地集中度应该进一步上升，但数据显示并非如此。18年龙头房企的拿地集中度就开始下滑，19年进一步下滑，权益拿地金额口径的集中度却在19年并未明显下降，从侧面反映了龙头房企在土地投资中依然有利可图，因此愿意拿出自有资金进行投资，只是合作比例下滑较大。整体而言，从影响房企投资回报率的三大因素进行考虑，只有土地质量下降能解释上述现象。

图6: 11家房企金额口径权益比例变化趋势



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

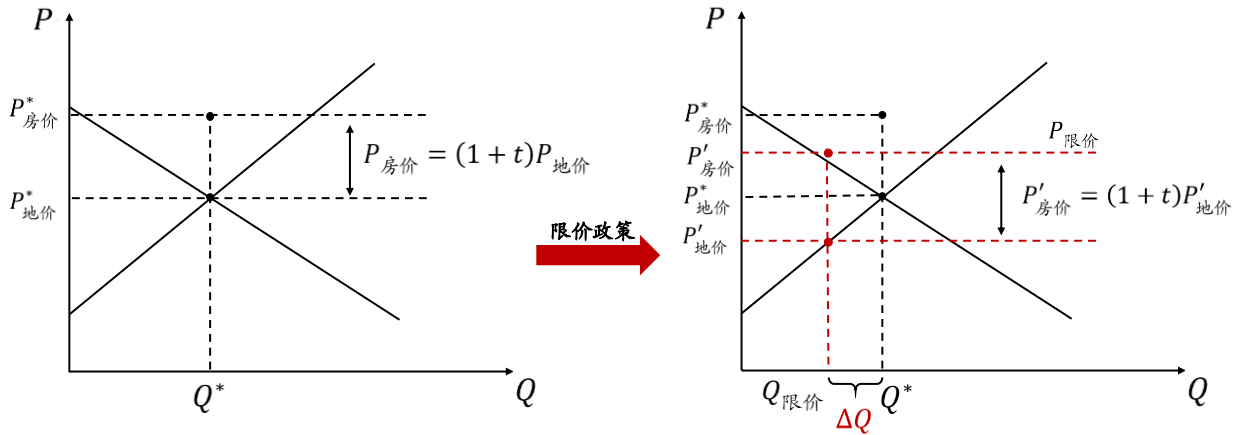
土地质量的下滑无差别地对所有房企的投资回报率产生负面压制，龙头房企拿地意愿也因此会下滑（符合内部投资回报率要求土地数量减少）。当土地质量进一步下降时，龙头房企由于无地可投而沉淀更多的自有资金，从而减少合作比例加大自有投资力度，在市场上剩余的较高质量土地中获得更多的权益净利。

从一个更长期的维度来看，如果土地质量持续下降，投资回报率进一步压缩，龙头房企的自有资金投资意愿也会持续降低，将带来更深刻的房地产市场供给危机。而土地作为房地产行业链的开端，房企拿地的下降将影响新开工，进而影响施工投资，从而影响整个投资端的表现，也将最终影响销售。

当前土地质量最普遍的一个压制因素是限价（限房价），房企自身的内部收益率要求限制了房企去拿高价地，换言之，在限房价的前提下，土地成本的上升将侵蚀房企的利润，使得土地的质量降低。考虑这样一个土地市场，政府是土地市场的供应方，房企是市场的需求方，我们假定房企拿地要求的平均内部收益率水平与地价的对应系数是t，即房价必须要达到 $P_{房价} = (1+t) P_{地价}$ 才能满足内部收益率要求，因

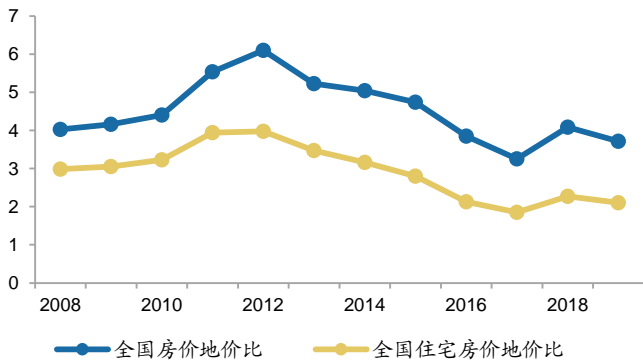
此在一个均衡市场上的 $P^*_{\text{地价}}$ 对应一个均衡状态的 $P^*_{\text{房价}}$ ，而由于限价要求， $P_{\text{限价}} < P^*_{\text{房价}}$ ，因此达到内部收益率要求的地价也降为 $P'_{\text{地价}}$ ，只有低于 $P_{\text{限价}}$ 水平的土地才能被成交，因此市场上真实的土地成交仅为 $Q_{\text{限价}}$ ， $Q^* - Q_{\text{限价}}$ 这一低于土地市场均衡成交的部分就是造成市场供给侧危机的原因。

图7: 限价政策对市场供给测的冲击



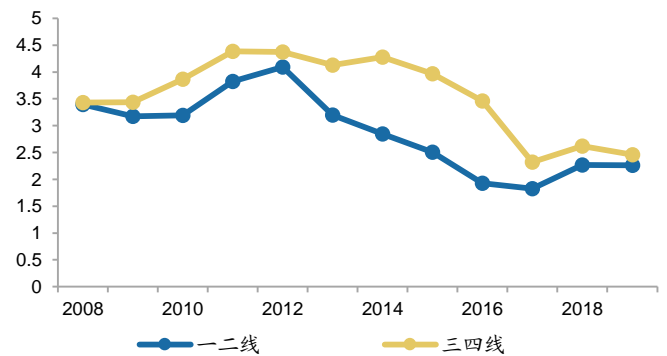
数据来源: 广发证券发展研究中心

图8: 全国商品房和住宅房价地价比趋势



数据来源: 统计局, 中指院, 广发证券发展研究中心

图9: 分结构一二线和三四线宅地房价地价比



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

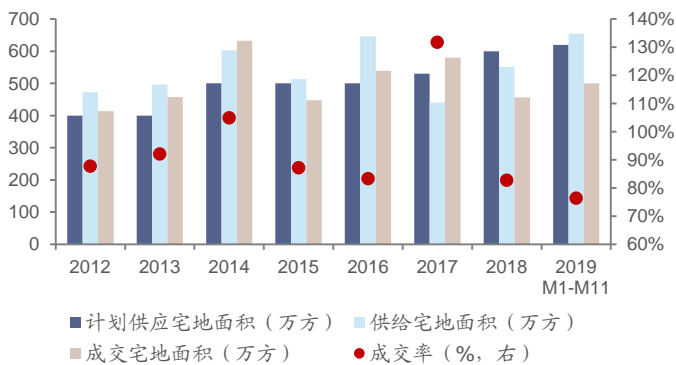
土地质量的常见衡量指标为房价地价比，房价地价比高意味着房企拿地的毛利率较高（不考虑建安成本的情况下），房企有更高的拿地意愿。从历史情况来看，房价地价比在12年达到了一个高点，其中宅地的房价地价比达到4.0，此后地价增速较快，房价地价比持续下滑，18年由于地价下跌，房价地价比有所回升，19年前10月则恢复下滑趋势，但仍高于17年的水平。如果我们进一步拆分结构可以发现，19年前10月一二线城市的宅地房价地价比较18年持平，而三四线这一指标下滑是全国房价地价比下滑的原因。这或许意味着18年以来土地质量在提高，19年前10月一二线土地质量仍然较高，但是我们认为事实上并非如此。

近年来政府发力长效机制，部分地方政府创新了土拍规则以平抑地价，土地出让中的其他限制规则有了较大的变化，除限价外，往往要求配建人才住房、公租房、租赁住房以及要求自持等，这些配建要求变相降低了土地质量，减少了房企在一个

项目中可供出售建面的比例，抬高了实际土地成本。

以南京为例，18年以来南京市计划供应土地面积和实际供应土地面积均有所增长，但成交土地面积却未受供给带动的影响，供给成交率下降到19年前11月的76.4%，创12年以来的历史新低。进一步，我们将所有实际成交的土地中所包含的配建等各类不可出售或按要求由政府低价回购的建面进行了扣除，得到了房企实际获得的可售建面，根据可售建面、总建面可得到供应宅地的配建率，18年和19年的配建率均在10%以上，大幅超过14-17年的平均水平。此外，值得注意的是，15年至19年11月南京市供应可售宅地建面6588.3万方，而商品住宅销售建面7086.8万方，差额达到498.6万方，这是南京市在持续消耗14年之前的土地库存。

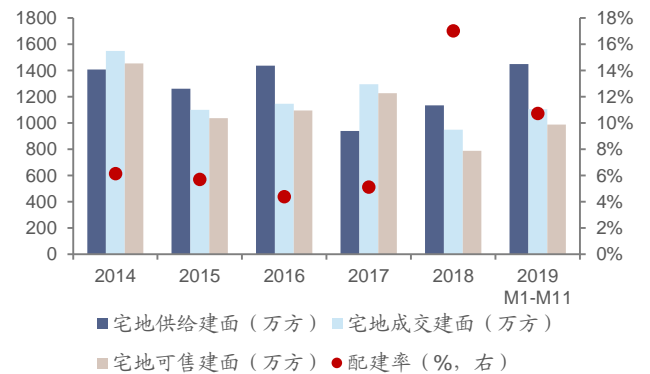
图10: 南京市计划供应、实际供应与成交土地面积



数据来源: 南京市规自局, 广发证券发展研究中心

注: (1) 成交率=成交土地面积/供给土地面积; (2) 计划供应土地面积为2019年全年值

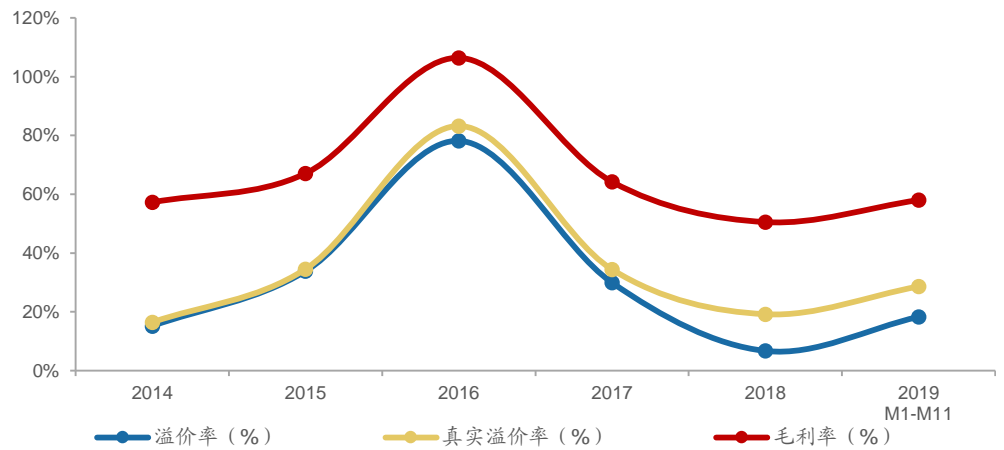
图11: 南京市宅地成交建面、可售建面与住宅销售



数据来源: 南京市规自局, 统计局, 广发证券发展研究中心

通过建安成本和拿地时的销售均价来计算拿地毛利率衡量土地质量，发现18-19年的拿地毛利率均低于15-17年平均水平。拿地毛利率与土地的溢价率存在比较强的正向变化关系，当土地质量较高时（毛利率较高），房企更倾向于高价拿地，推高土地溢价率，由此我们可以更进一步量化配建对土地质量的影响。通过计算出扣除房企配建以后的可出售建面的真实楼面价，可以算出房企拿地的真实溢价率，而名义溢价率与真实溢价率之间的差距就是配建对于土地质量的影响。可以看到，18年和19年名义及真实溢价率平均差距为11.4%，远高于14-17年的2.9%，由此可以看出18-19年的低土地溢价率并非完全真实的地价下降，配建所压低土地质量一定程度上变相提高了土地成本。

图12: 南京市拿地毛利率与土地溢价率变动情况

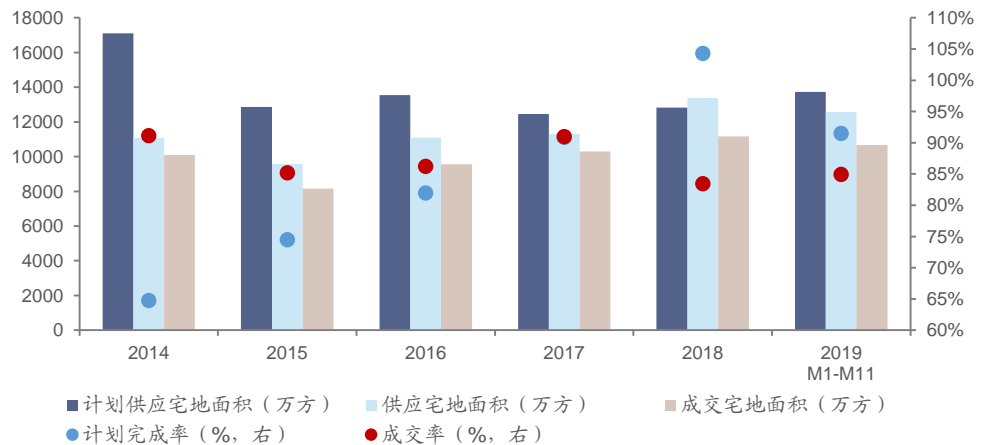


数据来源: 南京市规自局, 广发证券发展研究中心

注: 真实溢价率为扣除配建以后的可售建面的溢价率

进一步收集了披露供应计划的27个一二线城市的供给成交信息。15年来重点城市宅地供应逐步上升, 宅地供应计划的完成率也较高, 但到18-19年, 宅地成交率反而下降到14年以来历史低点, 房企的拿地积极性在18-19年有较大的下滑, 南京的案例并非孤证, 而呈现为一种重点城市的普遍现象。

图13: 27城宅地计划供应、实际供应与成交情况



数据来源: 各城市规自局, 广发证券发展研究中心

注: (1) 27城为广州, 深圳, 天津, 石家庄, 沈阳, 大连, 长春, 哈尔滨, 南京, 无锡, 苏州, 杭州, 宁波, 温州, 合肥, 福州, 厦门, 南昌, 济南, 青岛, 郑州, 武汉, 长沙, 南宁, 北海, 成都; (2) 计划完成率=供应宅地面积/计划供应宅地面积; (3) 成交率=成交土地面积/供给土地面积

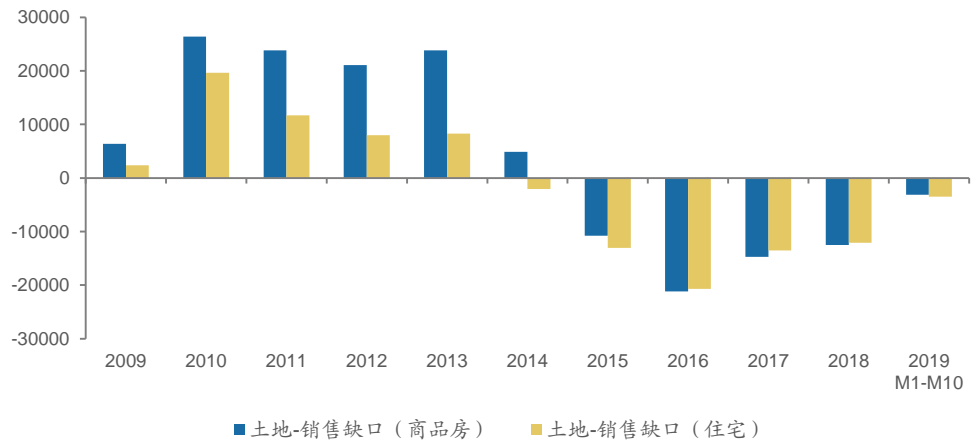
表 1: 重点城市 14-19 年宅地供应计划、实际供应土地和成交土地情况

		北京	广州	南京	苏州	长沙	宁波	无锡
计划供应宅地土地面积 (万方)	14	1000	666	500	492	579	683	350
	15	750	528	500	310	356	434	246
	16	850	482	500	380	454	499	149
	17	1000	574	530	509	396	764	280
	18	1000	625	600	509	303	745	278
	19	950	602	620	400	397	888	250
实际供应宅地土地面积 (万方)	14	403	297	603	442	329	135	85
	15	422	408	513	507	91	263	49
	16	134	272	646	654	238	413	199
	17	701	324	441	475	190	262	236
	18	397	423	551	389	323	220	222
	19M1-M11	213	584	611	349	432	293	241
成交宅地土地面积 (万方)	14	423	227	632	418	301	154	115
	15	470	296	433	474	67	188	43
	16	99	243	506	516	202	435	171
	17	550	274	546	396	179	243	243
	18	348	406	437	355	272	226	193
	19M1-M11	290	255	469	424	410	288	180
实际供应宅地/计划供应宅地	14	40%	45%	121%	90%	57%	20%	24%
	15	56%	77%	103%	163%	26%	61%	20%
	16	16%	56%	129%	172%	52%	83%	134%
	17	70%	56%	83%	98%	48%	34%	84%
	18	40%	68%	92%	76%	106%	30%	80%
	19M1-M11	22%	97%	99%	87%	109%	33%	96%
		福州	沈阳	青岛	合肥	长春	哈尔滨	温州
计划供应宅地土地面积 (万方)	14	181	1725	1221	547	800	1331	361
	15	105	796	1128	557	600	370	263
	16	158	234	1023	633	500	716	346
	17	256	414	800	700	500	244	345
	18	259	499	767	707	600	340	540
	19	239	519	723	567	800	658	410
实际供应宅地土地面积 (万方)	14	49	460	1038	533	312	386	59
	15	211	217	217	388	347	180	80
	16	101	297	509	566	279	227	109
	17	218	223	478	192	421	230	230
	18	192	502	733	375	555	218	286
	19M1-M11	259	572	731	404	588	289	157
成交宅地土地面积 (万方)	14	81	327	846	436	296	345	59
	15	106	194	301	393	162	161	65
	16	91	263	414	345	288	203	83
	17	150	221	417	332	378	170	238
	18	134	343	595	281	403	217	198
	19M1-M11	244	524	683	200	520	181	147
实际供应宅地/计划供应宅地	14	27%	27%	85%	98%	39%	29%	16%
	15	202%	27%	19%	70%	58%	49%	30%
	16	64%	127%	50%	89%	56%	32%	32%
	17	85%	54%	60%	27%	84%	94%	67%
	18	74%	101%	96%	53%	92%	64%	53%
	19M1-M11	108%	110%	101%	71%	73%	44%	38%

数据来源: 各城市规自局, 广发证券发展研究中心

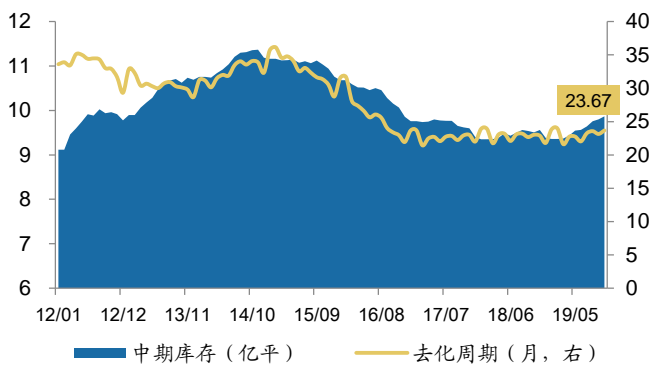
从长期库存来看，40个一二线城市的土地成交建面-销售建面口径自15年来一直处于消耗状态，土地供给不足。从中期库存来看，19年以来由于重点城市新开工维持高位而销售情况不佳，住宅中期库存有所累积，但去化周期却处于12年以来的历史低位水平。短期库存方面，我们跟踪的10个一二线城市的库存和去化周期也处于15年以来的低位水平。

图14: 40城长期库存消耗情况 (万方)



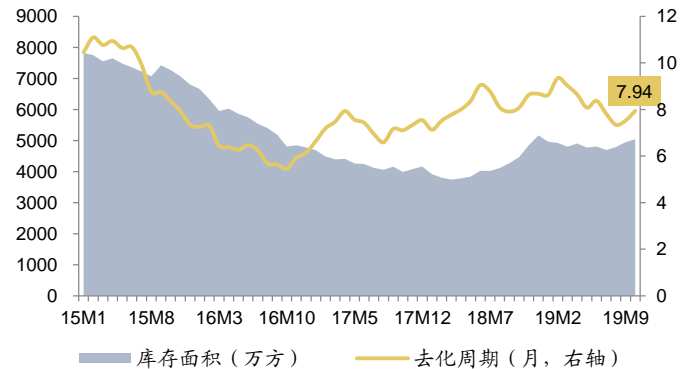
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图15: 一二线住宅中期库存与去化周期



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图16: 十个一二线城市住宅短期库存水平与去化周期

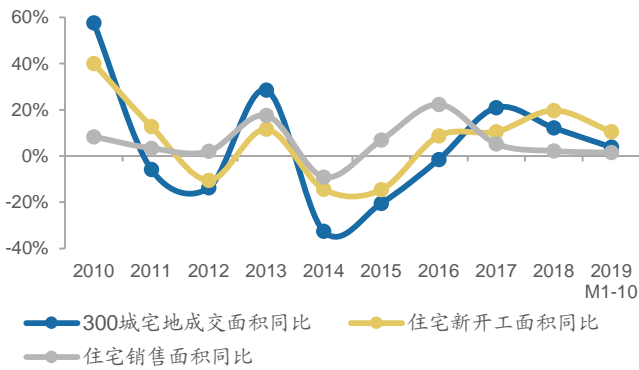


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 10大样本城市为: 北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、苏州、宁波、厦门、福州

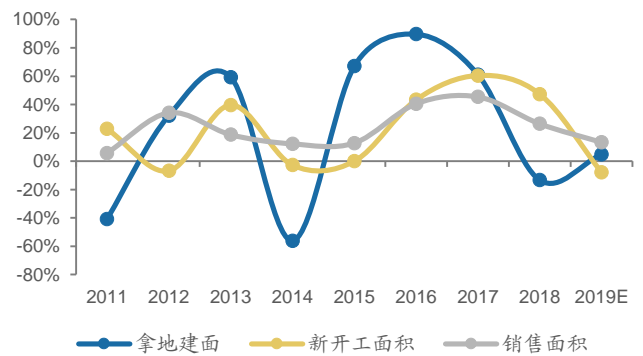
从全国来看，宅地成交面积的增速放缓将限制新开工能力，从而进一步制约销售的推货水平。另一方面，行业端供给不足的情况在企业端也能得到印证，土地作为产业链的开端，龙头房企的拿地不足制约了新开工，也终将拖累销售，而供给不足所导致的商品房最终供需不匹配或将成为引发房地产市场价格的上行风险。

图17: 300城宅地成交与住宅新开工、销售趋势



数据来源: 统计局, 中指院, 广发证券发展研究中心

图18: 9家龙头房企拿地、新开工与销售同比趋势



数据来源: 公司年报, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

注: 1) 样本房企包括融创中国、万科A、保利地产、荣盛发展、金地集团、金科股份、金融街、首开股份、新湖中宝;
2) 19E主要依据公司年报披露经营计划计算

基本面及政策面回顾与展望

19年销售回顾: 周期窄幅波动, 景气度持续下行

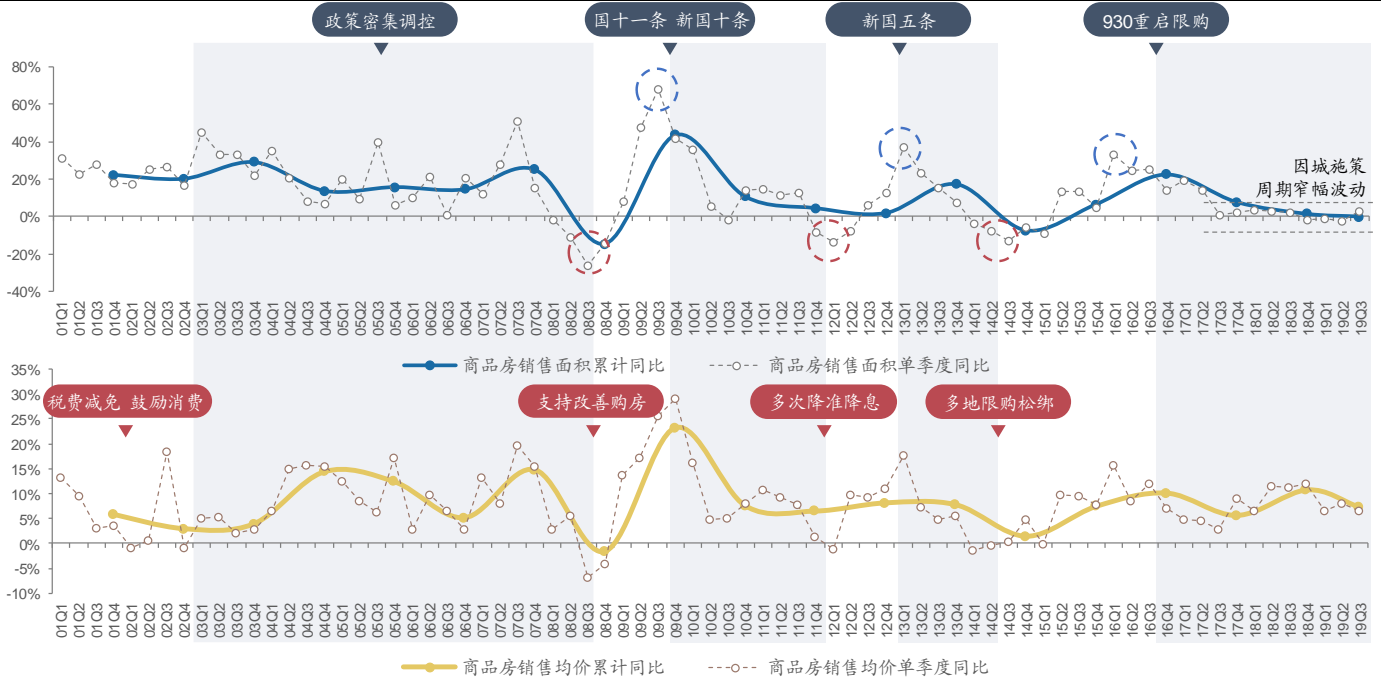
08年以来, 行业经历了3轮强政策周期, 政府通过一系列调控手段影响基本面量价走势的变化, 政策调整的颗粒度非常大, 一次性干预的需求体量较大, 市场量价出现大起大落。而本轮政策思路与前期不同, 短期来看, 从过去的全国一刀切的政策转变为地方政府主导的因城施策, 调控的主要目标是“稳房价、稳地价、稳预期”, 弱化地产金融属性, 房住不炒, 中长期来看, 稳定的市场环境也为长效机制的推进置换更多的时间与空间。从结果来看, 16年“930”16城市重启限购, 17年上半年热点城市“四限”政策升级, 全国商品房销售面积单季度增速在17年第三季度单季度回落14个百分点, 此后的2年内, 单季度增速一直在【-4%, +4%】区间内窄幅波动。通过因城施政实现短期调控常态化, 政策周期熨平。

图19: 近3年中央层面坚持“房住不炒”



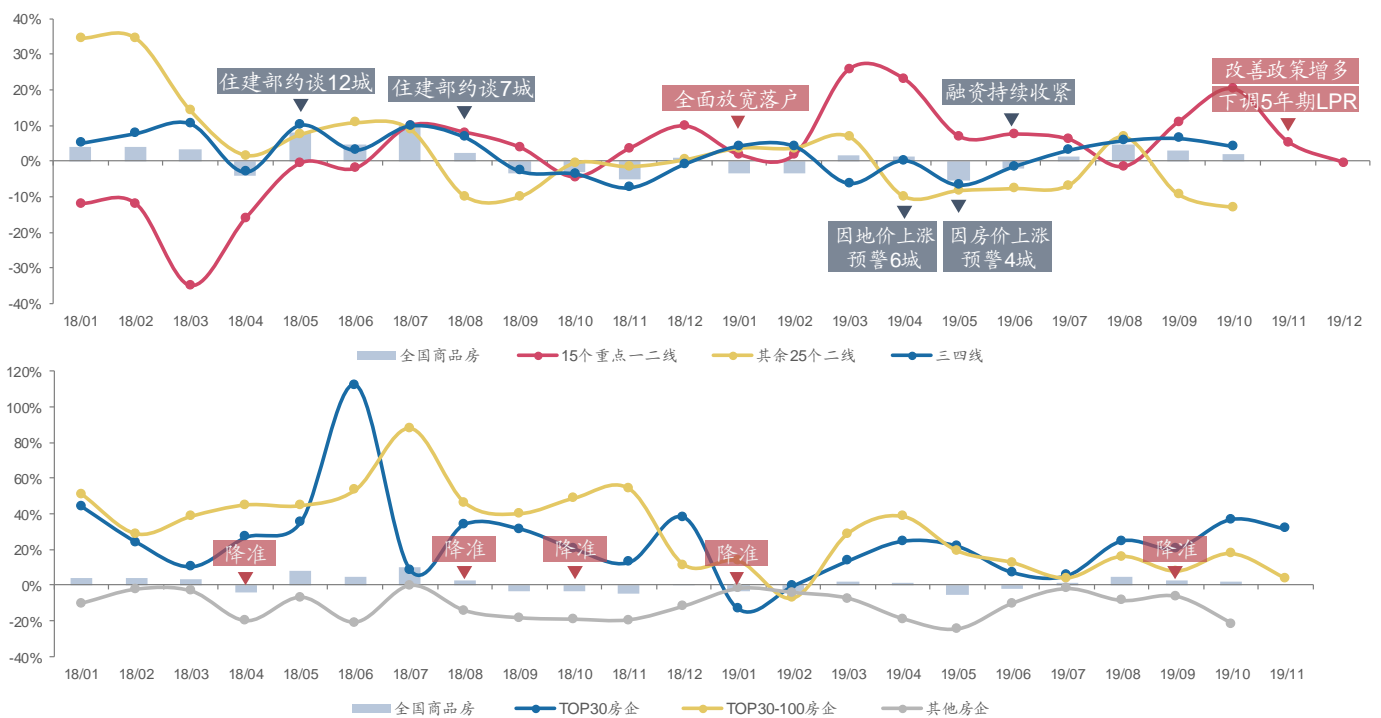
数据来源: 住建部官网, 中国政府网, 广发证券发展研究中心

图20: 商品房成交量价年度累计同比及单季度同比增速



数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 全国、各线城市以及各类房企商品房销售面积同比增速



数据来源: 统计局, Wind, 克而瑞, 广发证券发展研究中心;

注: 其余二线城市 19 年 1-2 月同比数值异常进行平滑处理; 19 年 12 月同比为前 5 日数据

从16年中央经济工作会议开始, 中央始终强调“房住不炒”, 政策的延续性和一致性表明了政府对于持续调控的决心。

17年下半年开始，住建部、央行以及银监会部署规范购房融资行为，排查消费贷，同时，在按揭贷层面进行严控，按揭贷成本开始上升，三季度销售增速回落至个位数。进入18年，4月央行降准，房地产供给端放量，叠加需求端人才政策的持续落地，重点城市基本面底部回升，三四线在棚改支撑下增速具备韧性，短期内行业出现量价齐升。住建部在18年5月、8月连续3次约谈房价上涨过快城市，在政策力度持续加码下，18年9月销售面积同比转负，行业景气度持续下行。

进入19年，1月央行降准，人社部及发改委分别发文要求放宽各类城市的落户政策，政策及资金环境改善，3月重点城市景气度短暂回升，复苏主要以量带动，15个重点一二线3月成交面积同比上涨26%。在地方政府财政诉求以及房企补库存的带动下，土地市场同样回暖。土地及交易市场的快速升温触发调控，4月住建部预警6城地价过快上涨，5月预警4城房价过快上涨。为稳定重点城市地价与房价，政府开始资金管控，包括5月银保监会“23号文”、7月发改委“778号文”以及针对地王房企的约谈。值得一提的是，调控本质上相当于房企的供给侧改革，头部房企（TOP30）在三季度以后表现明显强于TOP30-100房企。在此之后，重点城市土地及新房市场降温，10月前后虽有房企以价换量，但不改基本面下行趋势。进入四季度，行业有利因素开始积累，地方改善性政策增多，同时央行下调5年期LPR5个bp，破除通胀压力，对市场释放了积极的利率趋势信号。

政策面展望：20年上半年政策进一步收紧空间有限

我们梳理了13年以来的历年中央经济工作会议、政治局会议、政府工作报告对于房地产市场相关表态，分为四个阶段。

第一阶段（13年初至14年一季度）是以新国五条为标志的新一轮政策调控，除了13年三季度外，中央态度基本偏紧，而地方政府落实新国五条规定，一二线城市重启限购，中央与地方态度同向收紧。

第二阶段（14年二季度至16年三季度）：中央层面提出促进居民扩大消费、支持改善性住房需求的政策，同时支持农民工进城购房消化库存，缓解库存压力，中央表述偏松，地方限购松绑、支持购房，中央与地方态度同向放松。

第三阶段（16年四季度至17年四季度）：从930重启限购开始，中央层面始终坚持“房住不炒、因城施策”。从16年四季度至17年四季度，中央态度始终偏紧，多次表态强调政策的连续性，地方层面高频率出台四限政策，调控持续升级，中央与地方方向一致。

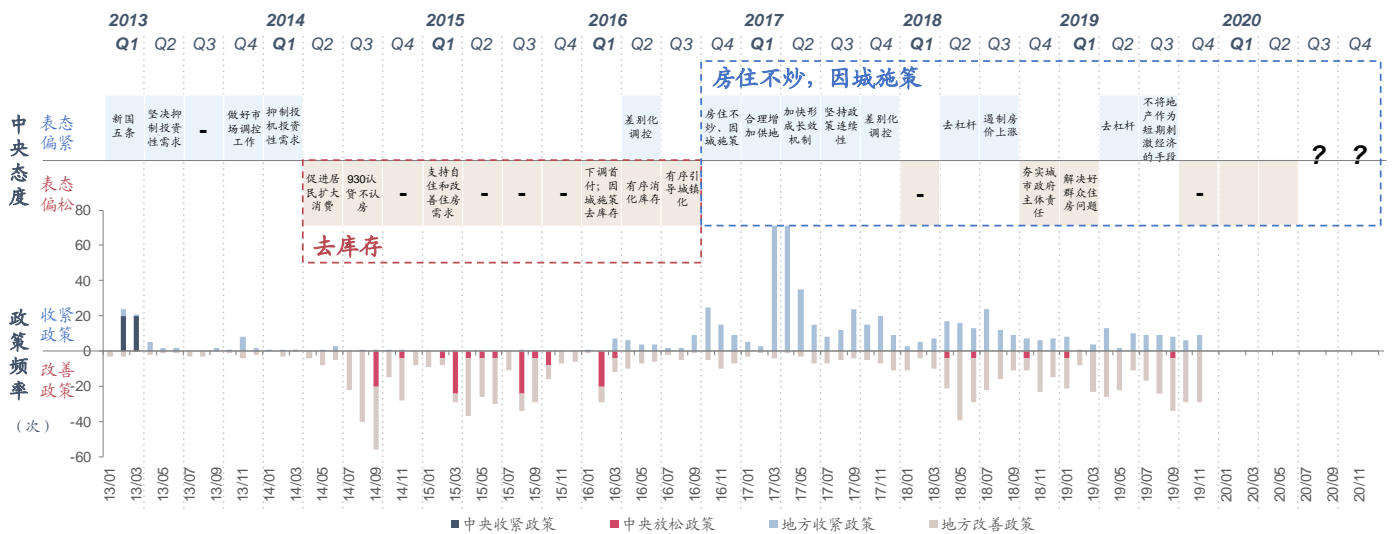
第四阶段（18年一季度至今）：在18年以后，中央层面在四个季度内的表态出现多次调整，政策环境松紧交替，需要指出的是，这里所表述的偏紧或偏松只是针对16年以来的小周期内部相对的松紧，政策主基调没有本质变化。

17年底召开的中央经济工作会议，强调保持调控的连续性稳定性、差别化调控，与前期表述基本一致，18年一季度态度偏松。随后18年3月政府工作报告提出积极稳妥去杠杆，控制债务规模，三季度政治局会议进一步提出“坚决遏制房价上涨”，住建部约谈房价过热城市，整个二季度、三季度中央态度偏紧。18年四季度，政治局会议强调“稳投资、稳预期”，没有房地产政策的直接表述，18年末的中央经济工作会议关于地产的表述相对温和，强调夯实政府主体责任，从18年四季度至19一季

度整体态度转向偏松。

进入19年二季度，政府工作报告再次坚持结构性去杠杆，住建部约谈地价过高的城市，三季度政治局会议进一步强调不将房地产作为短期刺激经济的手段，19年二季度至三季度政策环境趋严。值得注意的是，前三阶段，中央表态与地方政策基本同向变化，而在18年二三季度、19年二三季度中央表态偏紧的情况下，地方层面改善性政策（人才落户、人才补贴、公积金放松）依旧持续落地，且改善政策频率高于收紧政策频率，中央与地方方向并不完全一致，“因城施策”的背景下各地执行方向不同。

图22: 13年以来中央政策态度表述及松紧政策出台频率



数据来源：《政府工作报告》，中央政治局会议，中央经济工作会议，中国政府网，各地政府网站，广发证券发展研究中心

注：政策出台频率包括中央及地方行业政策及货币政策（降息降准等），为直观显示，中央政策频率*10

四季度以来，两次政治局会议没有房地产直接表述，整体四季度行业环境偏松，12月中央经济工作会议首次在中央会议中提出“稳地价、稳房价、稳预期”，我们认为在当前基本面下行、明年房企加快开工、库存上升的背景下，房价、地价上涨压力较小，符合当前调控目标的预期，预计20年上半年政策环境将延续偏松的态势，政策进一步收紧空间有限。这里需要指出的是，对于18、19两年二三季度表态偏紧，主要与当期基本面有关，18年出现了部分城市房价过快上涨，19年为土地市场过热。因此，20年下半年政策方向是否再次趋严，主要取决于上半年地产基本面的走势。

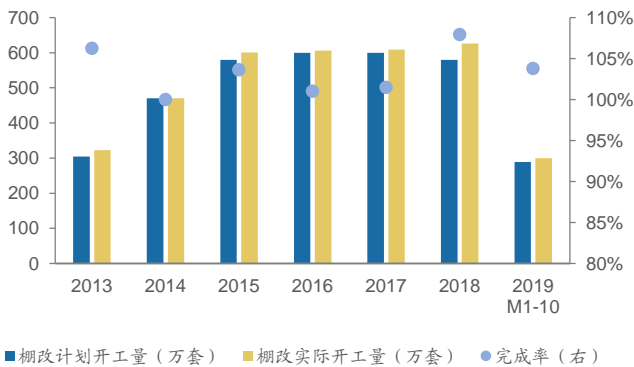
需求端预测：20年销售面积、金额分别下降3%、1%

在因城施政的背景下，各能级城市、各个区域所处行业周期及基本面表现均不相同。同时我们注意到19年下半年三四线表现超预期，一定程度受棚改货币化的支撑。为了更系统地对于基本面周期进行分析，我们首先剔除各地方受货币化安置的影响，得到内生需求的基本面变化。

内生需求：剔除棚改影响后的19内生需求面积同比增长3.1%

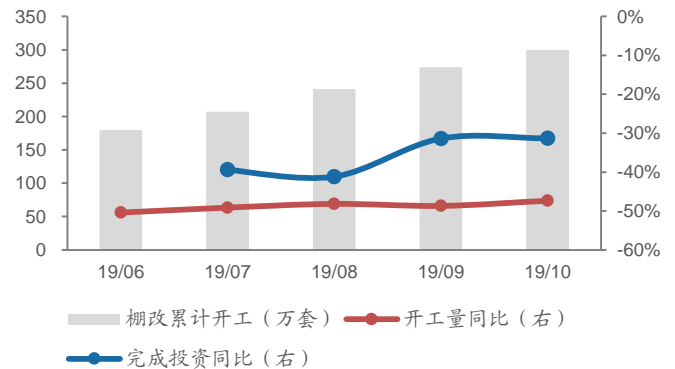
从棚改总量的角度来看，根据住建部数据，19年棚改计划开工289万套，1-10月累计开工300万套，已完成年度目标的103.8%，完成投资1.03万亿元。我们注意到，前10月开工量的累计同比下滑47%，完成投资规模同比下滑31%，二者的增速差反映的是开工量以及资金投放的滞后关系，当期资金投放包含了前期已开工未完成的部分，完成投资增速降幅小于开工量。

图 23：全国棚改计划开工及实际完成量（万套）



数据来源：住建部，地方政府网站，广发证券发展研究中心

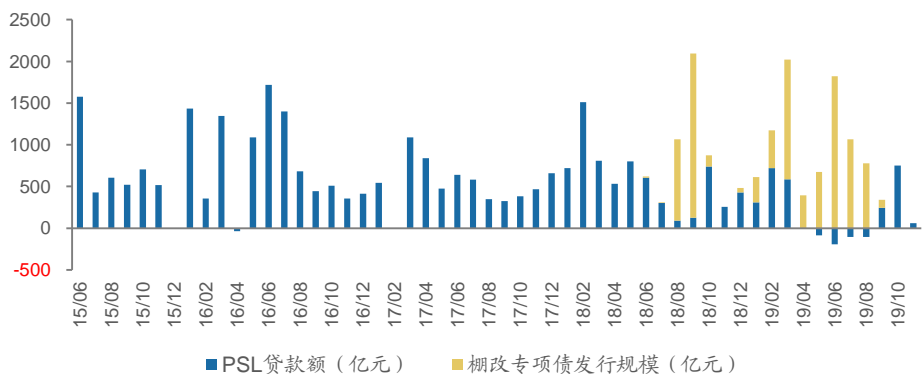
图 24：棚改累计开工量及完成投资同比增速



数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

棚改资金来源包括国开棚改贷款发放、农发行棚户区改造贷款以及其他资金（地方政府棚改专项债、企业债等）。而政策性银行的资金来源主要为PSL（抵押补充贷款）。18年PSL贷款占政策性银行棚改规模的比重为54%，我们根据这一比重以及19年PSL贷款估算19年政策性银行棚改的规模约为4326亿元，叠加前11月棚改专项债规模7024亿元，两项资金规模为11350亿元，同口径同比下降29%，与总投资口径的降幅基本一致。我们认为19年棚改资金影响实际下滑在30%左右，三四线城市成交数据体现出的韧性，我们认为更多是由内生需求支撑。

图 25：PSL 贷款增加额以及棚改专项债总规模（亿元）



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

表2: 棚改投资资金来源拆分

	2017	2018	2019E
棚改完成投资额 (亿元)	18400	17400	
政策性银行棚改支持规模 (亿元)	12800	12856	4326
国开棚改贷款发放量 (亿元)	8800	6980	
农发行棚户区改造贷款 (亿元)	4000	5876	
PSL 贷款额 (亿元)	6350	6920	2328
PSL 贷款额/政策性银行棚改规模	50%	54%	54%
其他资金	5600	4544	
地方棚改专项债 (亿元)		3102	7024
棚改专项债+政策性银行棚改规模 (亿元)		15958	11350
同比 (右)			-29%

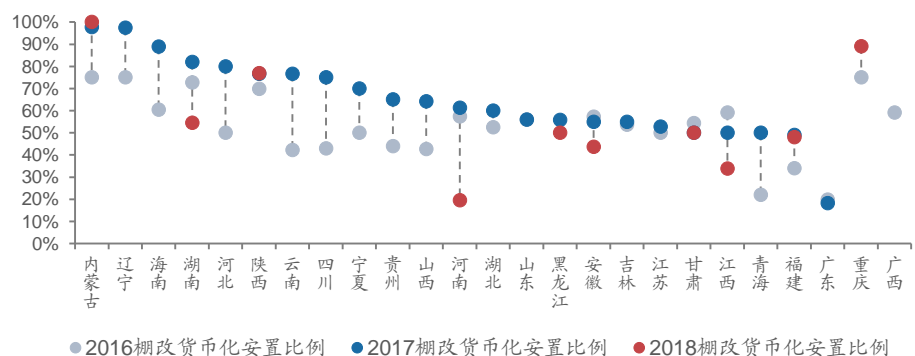
数据来源: 住建部, 央行, Wind, 广发证券发展研究中心

下面我们对棚改货币化影响销售部分进行扣除, 得到内生性需求 (销售) 面积。

我们在18年7月发布的《细思寻辨, 探源求真——测算棚改货币化对于地产销售的影响》根据棚改套数、套均面积、货币化安置比例、货币化购房比例四项的乘积得到棚改货币化带来的商品房销售面积。

19年棚改开工套数大幅下滑, 而实际货币化安置与棚改资金量相关, 我们用19年棚改资金同比下滑29%对棚改套数这一指标进行调整, 得到各省棚改套数。其余参数延续此前假设 (套均面积85平米, 购房比例50%), 由于货币化安置比例在17年后没有具体公布, 我们整理了部分省份公开数据, 多数省份在17年棚改货币化安置比例较16年有所上升, 这与住建部“在2016年的基础上进一步提高”的表述基本相符。从样本数据来看, 16、17、18年货币化安置比例分别为55%、64%、47%, 16年样本数据高于全国 (48.5%), 因此我们预计17、18年整体货币化安置比例为55%、40%, 19年预计进一步下滑至30%。根据以上数据, 我们可以得到各省以及各城市货币化购房面积以及内生需求购房面积。

图 26: 16-18 年部分地区棚改货币化安置比例



数据来源: Wind, 央行, 广发证券发展研究中心

表3: 18-19年棚改货币化购房面积以及商品房内生需求面积

省份	18年商品房 销售面积 (万方)	18年棚改套数 (万套)	18年货币化 购房面积 (万方)	18年内生需 求面积 (万方)	19年商品房 销售面积 (万方)	19年调整后的各 省棚改套数 (万套)	19年货币化 购房面积 (万方)	19年内生需 求面积 (万方)
北京	696	2	40	656	985	1	15	970
天津	1250	2	34	1216	1473	2	28	1445
河北	5252	23	391	4861	5263	17	223	5040
辽宁	3935	6	107	3828	3656	3	36	3620
上海	1767	5	78	1689	1743	3	38	1705
江苏	13484	22	366	13119	13734	32	412	13322
浙江	9755	29	496	9259	9325	27	342	8982
福建	6213	4	73	6140	6293	9	119	6175
山东	13455	84	1434	12021	12681	31	400	12281
广东	14336	3	43	14294	14028	4	47	13982
海南	1432	1	23	1409	759	1	13	745
山西	2361	13	213	2148	2328	5	61	2267
吉林	2074	10	162	1912	2160	5	58	2102
黑龙江	1913	11	195	1718	1716	4	45	1671
安徽	10038	28	479	9559	9586	31	396	9190
江西	6201	28	474	5727	6406	36	465	5941
河南	13990	50	850	13140	14852	22	281	14572
湖北	8865	24	410	8455	8723	13	169	8555
湖南	9239	29	486	8753	9173	12	150	9023
内蒙古	2008	14	240	1768	1909	8	96	1813
广西	6213	9	153	6060	6523	18	225	6298
重庆	6536	5	92	6444	6131	6	76	6055
四川	12211	26	434	11777	12855	29	370	12485
贵州	5182	39	655	4527	5587	11	141	5446
云南	4532	14	237	4295	4807	15	189	4619
西藏	73	4	60	14	109	3	35	74
陕西	4119	20	340	3779	4507	14	183	4324
甘肃	1596	23	395	1201	1639	27	340	1299
青海	448	3	52	396	490	1	19	471
宁夏	1026	3	49	977	985	1	14	971
新疆	1452	47	801	652	1636	22	275	1361
汇总	171654		9860	161794	172062		5260	166803

数据来源: 住建部, 地方政府网, 《中央财政城镇保障性安居工程专项资金分配表》, 广发证券发展研究中心

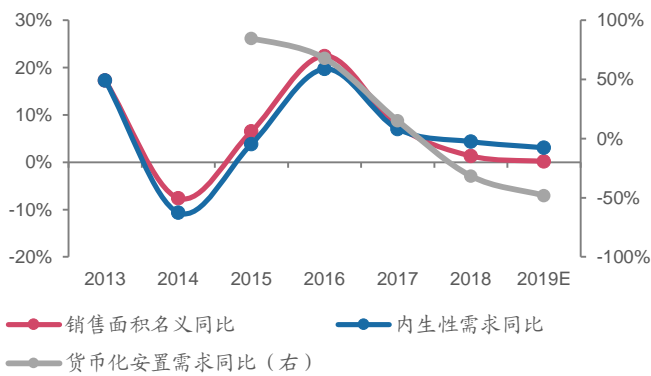
注: 19年商品房销售面积、金额根据前10月累计同比增速估算(下同)

从结果来看, 19年前10月商品房销售面积累计同比增长0.1%, 可以拆分为内生需求同比增长3.1%, 棚改货币化带来的需求同比下滑48%, 后者主要受棚改总量以

及货币化安置比例下滑的影响。14年以来棚改去库存目标基本完成，棚改货币化支撑力度逐步减弱。根据31省、40城数据我们可以得到一二线、三四线的内生需求，19年前10月一二线商品房成交面积同比下滑1.7%，扣除棚改影响后的内生需求同比下滑0.4%，三四线销售面积同比上涨1.2%，扣除棚改影响后的内生需求同比上涨5%。

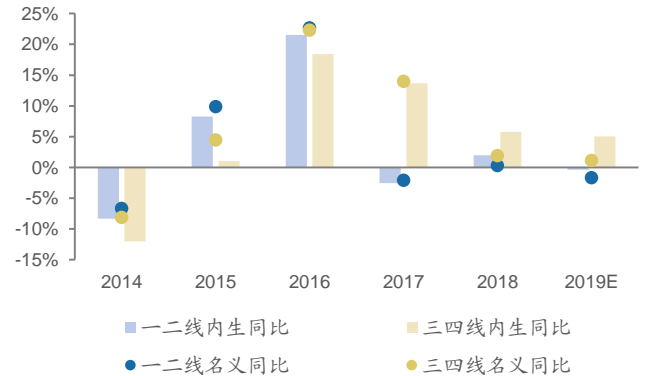
三四线整体内生需求较强，我们进一步将全国内生增速拆分至各省一二线、三四线，可以看出河南、贵州、新建、四川、陕西等中西部三四线城市在19年前10月对面积增速的贡献均在0.4%以上，一二线中，北京、天津、江苏二线（南京、苏州、无锡）贡献超过0.1%。而广东、浙江、安徽、海南三四线表现较差，拖累全国增速。

图 27: 全国名义需求、内生需求及棚改需求同比增速



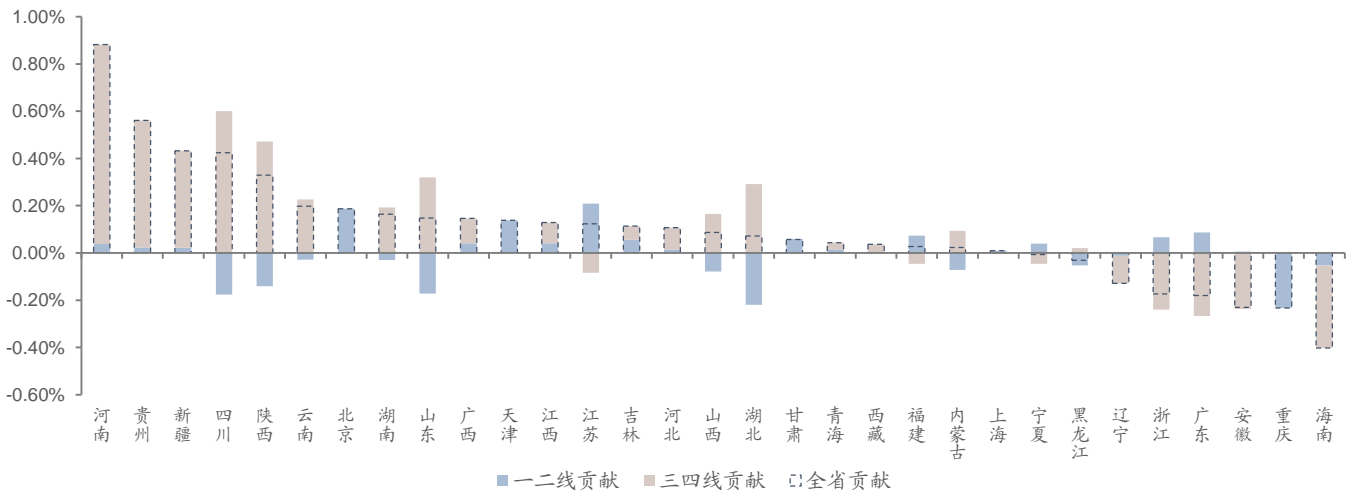
数据来源: 住建部, 统计局, 广发证券发展研究中心

图 28: 一二线及三四线名义需求及内生需求同比增速



数据来源: 住建部, 统计局, 广发证券发展研究中心

图 29: 19年各省一二线、三四线内生需求对全国增速的贡献



数据来源: 统计局, 住建部, 广发证券发展研究中心;

在因城施策背景下，各地区所处房地产周期均不相同，从各地贡献来看，地理相邻的区域在基本面表现方面有一定关联性，因此我们按照地理位置将全国划分为5个大区：东部核心（北京+长三角+珠三角）、东部非核心、东北、中部、西部，在5个大区内部进一步划分一二线、三四线，最终得到10个板块。

表4: 5大地区各省以及一二线城市分类

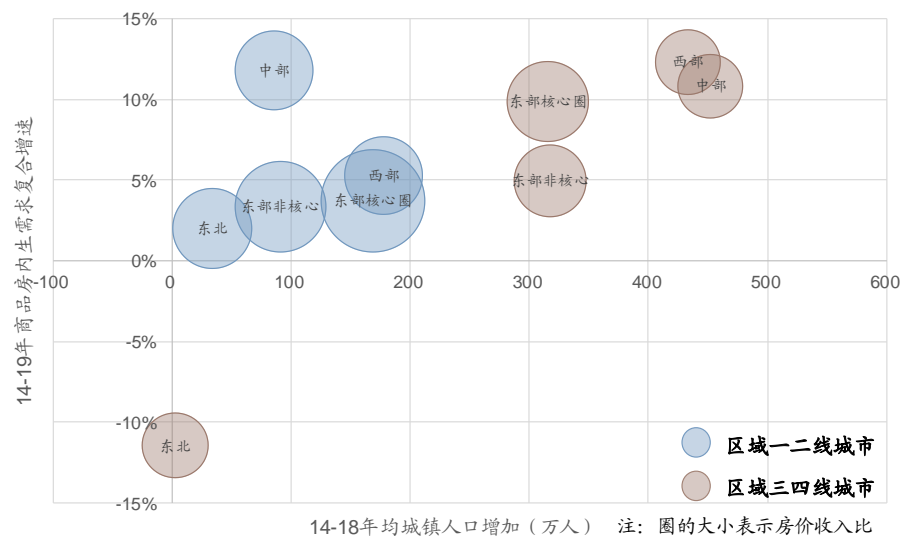
分类	省份	一二线城市
东部核心	北京、上海、浙江、苏州、安徽、广东、海南	北京、上海、南京、苏州、无锡、杭州、宁波、温州、广州、深圳、海口、三亚、合肥
东部非核心	天津、河北、山东、福建	天津、石家庄、福州、厦门、济南、青岛
东北	黑龙江、吉林、辽宁	大连、沈阳、长春、哈尔滨
中部	内蒙古、山西、河南、湖北、湖南、江西	太原、南昌、郑州、武汉、长沙、呼和浩特
西部	新疆、青海、甘肃、宁夏、西藏、四川、重庆、云南、贵州、广西、陕西	南宁、北海、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐

数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

从长期趋势来看, 一个区域的市场规模取决于人口, 而购房消费的需求的增长一方面来自于本地城镇化率的提升, 另一方面来自于产业经济发展带来的外来流动人口。我们将城镇人口年增加量与内生需求复合增速结合, 发现各区域基本线性相关, 三四线由于人口基数大, 城镇化进程的加快带来大量需求, 整体三四线内生需求年均复合增速高于一二线城市。图中有两个异常点, **东北三四线**是整个三四线板块中表现最差的区域, 其14-19年城镇人口年均增长3万人, 部分年份处于人口流出的状态, 因此14年以来需求表现疲软, 年内生需求负增长。而一二线方面, **中部二线**表现突出, 年均城镇人口增加85万人, 14-19年内生需求复合增速达到11.8%。

此外, 我们根据各省、各市城镇人均可支配收入、商品房销售均价以及人均住房建面, 可以得到房价收入比(购买1单位人均建面需要多少年, 图30中圈的大小代表房价收入比)。可以看出, 中西部一二线房价收入比偏低, 内生需求增速高于其他区域, 三四线有同样规律。综合以上两个因素, 城镇人口净流入大、房价收入比低的**西部三四线**在14-19年取得了最高的内生需求复合增速(12.3%)。

图30: 城镇常住人口年均增量与内生需求增速对应关系



数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

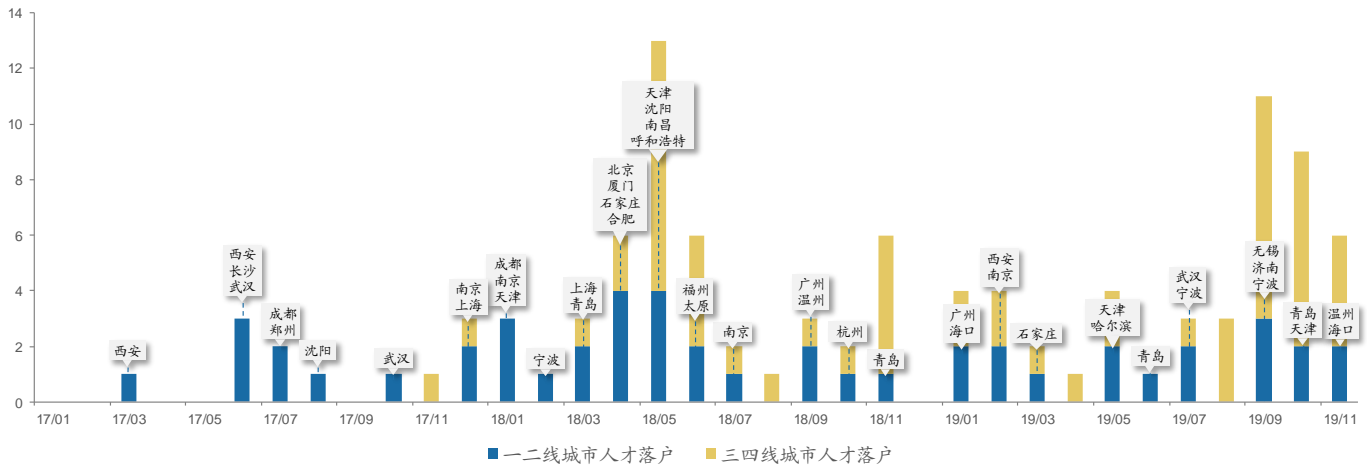
一二线需求预测：20年一二线内生需求面积同比下滑3.8%

下面我们对于一二线、三四线内生需求分别讨论。

对于一二线城市而言，16年以来重点城市“四限”政策持续升级，与前两轮周期的相比政策限制力度更大，购房门槛的提升直接抑制了投资性需求。随着重点城市政策目标的实现，重点城市逐步出台人才落户政策。在17年就推出人才政策的有西安、长沙、武汉、成都、郑州等城市，我们从户籍人口年均增加量的角度来看，这些城市在14年后户籍人数增长速度有了明显的提升，排在全国一二线前列。此外，北京、广州、深圳等三个一线城市户籍人口增加量同样较高，而上海城镇常住人口净流出，户籍人口增长速度在一线城市中最低。

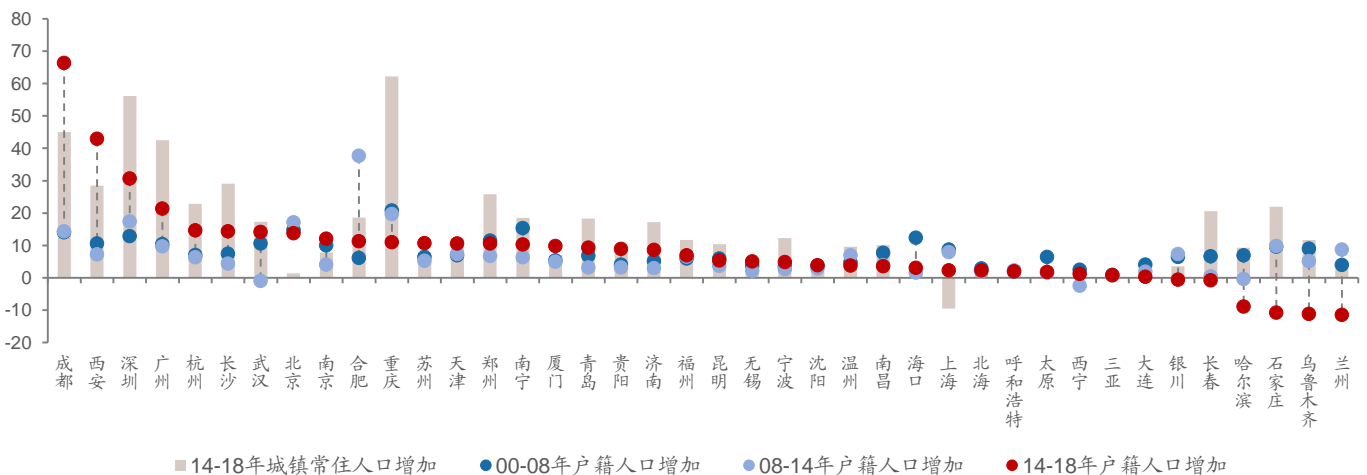
结合人口增量来看，14-18年成都、西安的户籍人口增量高于城镇常住人口的年均增量，较低的落户门槛吸纳了大量流动人口。相比较而言，广深的户籍人口增加量约为城镇常住人口增量的一半左右，落户门槛较高。

图31：一二线及三四线人才落户政策出台频率（次）



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

图32：一二线城市不同阶段户籍人口年均增量及城镇人口年均增量（万人）



数据来源：统计局，Wind，广发证券发展研究中心

在对城市基本面预测之前，我们先从长期维度对40个一二线城市进行分析。在指标选择方面，除了内生需求年均复合增速外，我们将内生需求量拆分为人数以及人均需求量，我们采用**单位城镇人口的内生需求面积**（每年内生需求销售面积/当年城镇常住人口）来衡量人均需求，这一指标也是我们下文预测的基础。此外还有**城镇化率、房价收入比以及政策力度打分**（打分测算详见18年11月30日外发报告《大浪淘沙，金不换；寒风卷地，久弥坚》）。

从城镇人口人均需求量的角度来看，排在前列的城市有郑州、南昌、北海、武汉、昆明、南宁。我们以这一组城市为例，这一类城市在10-18年城镇化率提升较快，如三亚提升19个百分点，郑州提升9.8个百分点，带来大量新增刚性购房需求，同时，区域房价收入比较低，与核心区一二线有较为明显的差距，如南昌房价收入比为8.0年，远低于一线平均的20.8年。这种情况下，地方政府出台的“四限”等抑制需求的政策调控力度较低。从14-19年的年内符合增速来看，可以维持比较高的增长，如北海、郑州、南昌、南宁分别同比上涨21%、19%、18%、17%。

相反，以北京、上海、厦门为代表的核心城市，城镇人口人均需求绝对量较低。一方面核心城市城镇化率在10-18年提升空间较少，另一方面，过高的房价收入比触发“四限”政策在抑制投资性需求的同时也抑制了大量潜在刚需，户籍/常住人口这一指标偏低。这一类城市在14-19年表现偏差，如北京、上海、厦门在14-19年均复合增速为-7%、-4%、-8%。

表5：一二线城市内生性需求、人口指标、房价收入比以及政策调控力度

城市	内生销售面积 复合增速			内生销售面积/城镇常住人口 (平米/人)			城镇化率		户籍/常住 人口	房价收入比 (年)	政策力度 打分
	2002- 2008	2008- 2014	2014- 2019	2010- 2013	2014- 2016	2017- 2018	2018	2010- 2018	2018	2018	2019
北京	-8%	1%	-7%	1.0	0.8	0.4	87%	0.5%	65%	19.2	12
上海	-1%	-2%	-4%	1.0	1.1	0.8	88%	-1.2%	60%	15.1	12
广州	7%	6%	1%	1.3	1.5	1.3	86%	2.6%	62%	12.8	12
深圳	3%	2%	7%	0.5	0.6	0.5	100%	0.0%	35%	36.0	12
天津	10%	4%	-2%	1.5	1.5	1.0	83%	3.6%	68%	14.3	8
重庆	14%	10%	4%	2.8	3.0	3.3	65%	12.5%	110%	8.9	1
杭州	10%	6%	5%	1.5	2.3	2.3	77%	4.1%	79%	15.0	9
南京	11%	9%	0%	1.5	2.0	1.7	83%	4.0%	83%	14.5	10
武汉	8%	20%	7%	1.9	3.1	3.9	80%	3.2%	80%	10.6	7
成都	10%	12%	3%	2.9	3.1	3.2	73%	7.6%	90%	9.0	7
苏州	11%	8%	7%	2.0	2.6	2.4	76%	5.5%	66%	9.4	9
大连	12%	-2%	-2%	2.1	1.3	1.5	78%	0.6%	85%	10.2	3
厦门	9%	12%	-8%	1.8	1.8	1.4	89%	1.5%	59%	14.7	11
西安	20%	14%	7%	2.7	2.7	3.5	74%	5.0%	99%	10.1	5
长沙	23%	11%	9%	3.3	3.6	3.6	79%	11.4%	89%	6.2	7
宁波	2%	8%	19%	1.2	1.7	2.6	73%	4.6%	74%	9.6	5

无锡	15%	7%	10%	1.9	2.1	2.5	76%	5.9%	76%	7.7	5
福州	-1%	19%	14%	1.8	2.0	3.1	70%	8.3%	91%	11.7	7
沈阳	39%	0%	-1%	3.4	1.8	1.9	81%	3.9%	90%	7.7	5
青岛	10%	7%	7%	1.9	2.2	2.6	74%	7.9%	87%	9.5	6
济南	11%	14%	5%	1.4	2.3	2.2	72%	2.2%	88%	9.1	8
南昌	19%	16%	18%	1.8	2.5	4.1	74%	7.5%	96%	8.0	7
合肥	30%	9%	-3%	2.7	3.1	2.2	75%	11.1%	94%	11.2	9
郑州	29%	13%	19%	2.6	2.9	4.4	73%	9.8%	79%	8.3	7
太原	14%	15%	10%	0.8	1.3	2.1	85%	2.3%	85%	12.6	5
石家庄	22%	17%	-1%	1.4	1.3	1.3	63%	12.4%	90%	11.3	4
长春	19%	5%	13%	2.4	1.7	2.2	72%	31.0%	100%	8.9	1
哈尔滨	9%	10%	-1%	1.7	1.4	1.6	65%	5.6%	88%	9.3	1
呼和浩特	18%	1%	-6%	2.6	1.8	1.5	70%	5.6%	79%	6.9	0
海口	21%	11%	5%	1.6	2.1	2.5	79%	4.1%	77%	14.0	8
南宁	27%	9%	17%	1.8	2.5	3.6	62%	9.8%	106%	8.4	2
兰州	10%	23%	7%	0.8	2.2	2.0	81%	4.8%	88%	8.7	6
昆明	14%	14%	8%	2.7	2.9	3.7	73%	9.8%	83%	9.3	2
贵阳	12%	14%	3%	3.1	2.7	2.8	75%	3.3%	86%	10.2	0
西宁	15%	18%	3%	1.6	1.7	1.9	72%	8.4%	87%	8.6	0
银川	24%	15%	-2%	3.8	3.6	3.4	78%	12.6%	86%	6.3	0
乌鲁木齐	3%	7%	5%	2.0	1.8	1.6	90%	17.6%	63%	8.0	0
温州	-3%	12%	27%	0.4	0.8	1.5	70%	4.1%	90%	9.1	1
北海	48%	8%	21%	2.1	3.0	4.0	59%	10.0%	106%	7.6	1
三亚	39%	-2%	4%	3.6	2.0	3.7	76%	19.4%	79%	25.8	8
一二线	9%	9%	5%	1.8	2.0	2.1	76%	8%	81%	10.6	
三四线	16%	11%	9%	1.5	1.5	1.8	52%	10%	107%	6.9	

数据来源：统计局，地方政府网站，广发证券发展研究中心

虽然人口、房价收入比等指标在长期上影响内生需求，但由于不同板块所处行业周期不同，我们需要结合短期或者中期的指标对于19年进行预测。选择的指标有：**商住用地成交面积同比增速**（来源中指院300城），**住宅中期库存增加量**（年内开工与销售面积的差额），**住宅中期库存去化周期**（消化中期库存所需月数）。下面我们对5类一二线城市逐个进行分析。

1) 东部核心圈一二线: 在15-16年短暂的去库存后, 17-19年库存开始逐步上升, 需求端也从17年底部复苏, 18年内生需求面积降幅收窄至-1%, 19年转正上涨5%。我们注意到19年房价收入比已创新高(15.5年), 在库存积累的情况下, 去化率反降, 东部核心一二线内生需求依然充足。考虑到19年土地市场成交面积同比上涨19%, 我们预计20年城镇人口人均内生需求增长至1.42平(仍低于16年的1.68平)。

2) 中部二线: 15年以来, 中部地区开工面积始终小于销售面积, 一直处于去库存的状态。城镇人口人均需求在18年增长至3.8平(为一二线中最高), 15-18年连续4年的高增长后, 19年内生需求出现回落, 房价收入比逐步攀升至9.1年, 人均需

求回落至3.54，面积同比下滑4%。我们认为20年将延续这一趋势，城镇人口人均内生需求面积回落至3.15平。

3) 西部二线: 与中部相似，西部二线在15-18年完成去库存任务后，去化周期处于低位。不同的是西部二线在18年人均需求面积出现回落，19年进一步降至2.91平。房价收入比在16年后快速增长，从16年的7.2年上升至19年的9.0年，同时19年住宅中期库存开始积累。19年商住用地成交面积同比增长10%，在房企抢开工的背景下，预计20年开工库存大概率积累，人均需求高位回落，我们预计单位城镇人口的内生需求面积将下滑至2.6平。

4) 东部非核心二线: 从住宅中期库存的角度来看，仅在16年库存有所下降，其余年份库存持续累积，导致东部非核心地区去化周期显著高于其他区域。在这种背景下，17年人均内生需求面积出现回落，内生需求面积增速同比下降10%。虽然19年房价收入比小幅下降，内生需求销售面积上涨1%，但不改人均需求下降的趋势。从供给的角度来看，17-18年连续两年的商住用地维持两位数增长，预计20年库存将继续累积至高位，行业景气度持续下行，预计人均内生需求面积下滑至1.60平。

5) 东北二线: 东北二线在11-15年连续5年商住用地同比下滑，累积库存逐步减少，并于15-19年连续5年中期库存下降。由于去化较差，加上人口净流出，东北二线在15年人均内生需求面积下滑近一半，此后虽有所恢复但中枢明显下移。东北二线房价收入比较为稳定，在19年商住用地同比增长66%的情况下，20年中期库存或再次累积。我们预计20年东北二线人均内生需求面积将回落至1.70平。

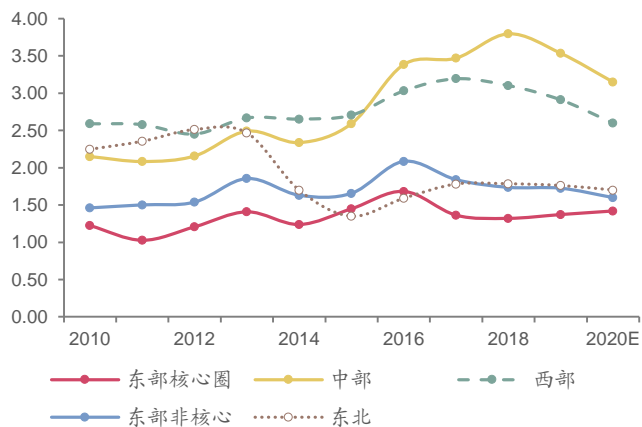
表6: 5类一二线城市供给、需求端指标表现

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
东部核心圈（一二线）											
商住用地成交面积同比	8%	-1%	-9%	37%	-32%	-17%	-3%	19%	-5%	19%	
住宅库存增加（万方）	4797	7902	1377	2099	1603	-2246	-2565	235	2153	585	
库存去化周期（月）	13	26	22	21	25	19	14	18	20	19	
房价收入比（年）	14.2	12.5	11.2	11.7	11.5	12.0	13.5	14.3	15.2	15.5	
销售面积/城镇人口	1.22	1.03	1.21	1.41	1.24	1.45	1.68	1.36	1.32	1.37	1.42
内生性销售面积增速	-27%	-13%	19%	18%	-11%	19%	18%	-18%	-1%	5%	5%
中部（二线）											
商住用地成交面积同比	57%	-13%	35%	0%	-19%	-26%	9%	25%	10%	-7%	
住宅库存增加（万方）	1849	2062	838	2254	714	-1266	-1221	-724	-2440	-186	
库存去化周期（月）	15	20	21	23	24	18	12	11	7	7	
房价收入比（年）	8.2	8.5	8.1	8.1	7.8	7.4	7.9	8.3	8.8	9.1	
销售面积/城镇人口	2.15	2.08	2.16	2.49	2.34	2.59	3.39	3.47	3.80	3.54	3.15
内生性销售面积增速	20%	0%	6%	18%	-4%	14%	34%	5%	13%	-4%	-8%
西部（二线）											
商住用地成交面积同比	38%	14%	14%	15%	-28%	-21%	-5%	16%	3%	10%	
住宅库存增加（万方）	2333	2306	2733	3144	606	-1650	-3614	-3719	-934	1649	
库存去化周期（月）	7	10	13	14	15	13	8	5	4	6	
房价收入比（年）	8.1	8.3	8.2	7.9	7.7	7.3	7.2	7.9	8.7	9.0	

销售面积/城镇人口	2.59	2.58	2.45	2.67	2.65	2.71	3.03	3.20	3.10	2.91	2.60
内生性销售面积增速	7%	4%	-2%	12%	1%	5%	16%	9%	1%	-3%	-8%
东部非核心（二线）											
商住用地成交面积同比	16%	-11%	-3%	15%	-24%	-22%	12%	-4%	20%	17%	
住宅库存增加（万方）	2808	3756	1715	396	1419	955	-717	535	1739	3114	
库存去化周期（月）	36	45	44	37	44	44	31	37	42	47	
房价收入比（年）	9.0	9.4	9.2	9.3	9.4	10.2	10.5	11.4	11.8	10.9	
销售面积/城镇人口	1.46	1.50	1.54	1.86	1.63	1.66	2.09	1.84	1.74	1.73	1.60
内生性销售面积增速	1%	6%	6%	24%	-10%	4%	29%	-10%	-4%	1%	-6%
东北（二线）											
商住用地成交面积同比	111%	-16%	-24%	-10%	-58%	-38%	35%	-11%	10%	66%	
住宅库存增加（万方）	2453	2397	1467	1210	622	-190	-1018	-960	-709	-278	
库存去化周期（月）	32	37	37	39	57	67	55	45	43	42	
房价收入比（年）	9.3	9.3	8.1	8.0	8.0	7.6	7.9	8.7	9.0	9.0	
销售面积/城镇人口	2.25	2.35	2.51	2.47	1.70	1.35	1.59	1.78	1.78	1.76	1.70
内生性销售面积增速	15%	4%	14%	1%	-30%	-17%	17%	13%	1%	0%	-3%

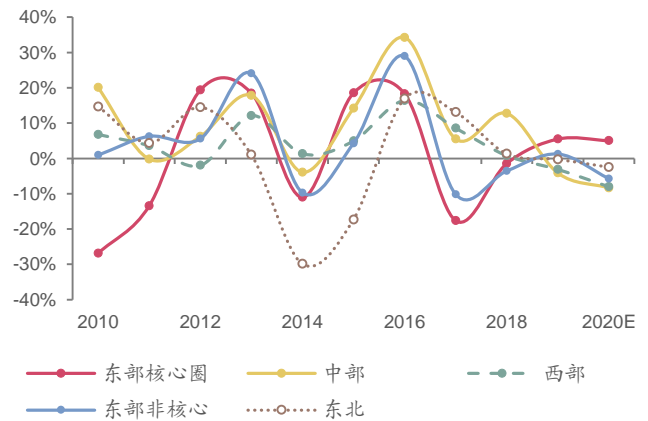
数据来源：统计局，地方政府网站，广发证券发展研究中心

图33：一二线城市单位城镇人口年均需求面积（平）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图34：一二线城市内生需求面积同比增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

从估计结果来看，中部、西部二线城市单位城镇人口年均需求面积延续17-18年以来的回落趋势，东部核心圈小幅增长，东部非核心及东北地区小幅回落。我们结合各地城镇人口规模及城镇人口流入趋势，得到20年剔除棚改的内生需求面积：东部核心圈一二线预计同比上涨5%，中部、西部二线分别下滑8%，东部非核心二线同比下滑6%，东北二线下滑3%。整体一二线20年内生需求面积同比下滑3.8%。

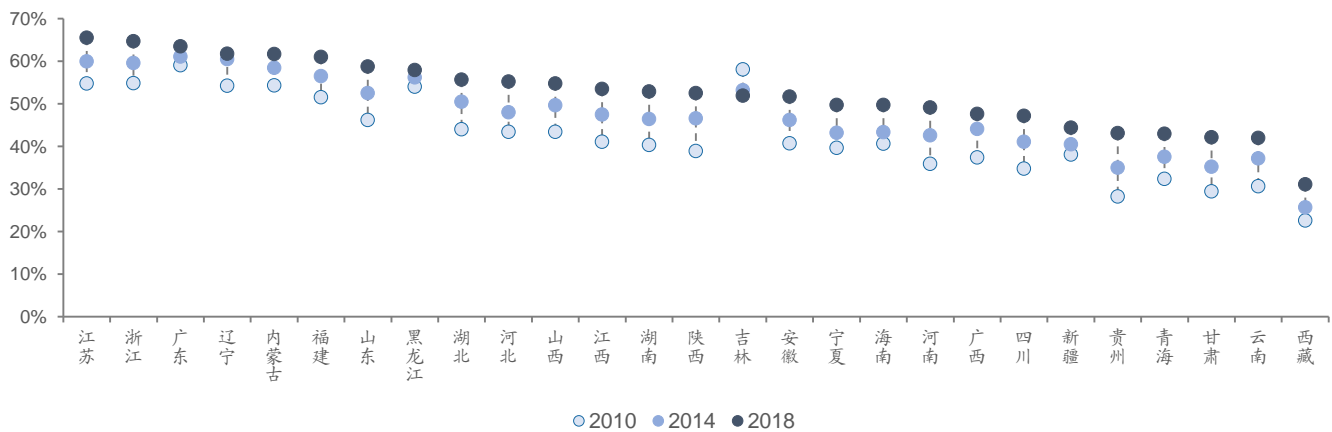
三四线需求预测：20年三四线内生需求面积同比下滑2%

与一二线城市不同的是，三四线城市仍处于城镇化率提升的进程中，我们根据全省以及一二线城市城镇常住人口以及总人口，推算得到各省三四线城市整体城镇

化率。从2010-2018年城镇化率提升幅度来看，贵州、陕西、河南、湖南、山东、四川提升幅度均在12%以上，截至18年末，三四线城市城镇化率最高的三个省份为江苏、浙江、广东，分别为66%、65%、64%，东北地区城镇化率同样较高，辽宁、黑龙江分别为62%、58%，吉林由于城镇人口流出出现了逆城镇化率的现象。此外，近两年商品房市场表现较强的河南、四川三四线城市18年的城镇化率分别为49%、48%，未来仍具备一定提升空间。

16年以来各省出台了提升城镇化率的政策，从目标来看，2020年江苏、辽宁城镇人口城镇化率将提升至72%、广东提升至71.7%、四川提升至54%。同时鼓励农民进城购房，河南住建厅、农行分行联合推出“农民安家贷”，山东对农民进城购房享税费减免，鼓励库存较多的县进行补贴，陕西要求适当降低农民贷款买房利率，提升城镇化率与去库存政策相结合，带来大量置业需求。

图35: 各省三四线城市常住人口城镇化率变化 (10-18年)



数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

表7: 各省关于提升城镇化率、鼓励农民进城购房政策一览

日期	省份	相关内容
2016/1/12	湖北	鼓励农民进城购房 , 探索建立农村林权、土地承包经营权、农村居民住房财产权抵押制度, 提高农民购房支付能力。
2016/1/20	甘肃	提出加快落实户籍制度改革方案, 全面实行居住证制度, 鼓励有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口举家进城落户 。
2016/4/17	江苏	促进农业转移人口进城落户 , 到 2020年 , 新增城镇常住人口 800 万人, 常住人口城镇化率达到 72% , 与户籍人口城镇化率差距缩小到 5%。
2016/4/26	吉林	进一步 简化农民租购房屋落户手续 , 有条件的城市政府对购买新房的购房人按照上缴契税额度给予 适度 的购房 补贴 。
2016/5/9	河南	河南住建厅、农行分行联合推出“农民安家贷”, 此产品进一步 降低农民房贷门槛 。
2016/5/18	山东	农民进城购买首套住房可享受契税补贴、规费减免等优惠 , 商品房 库存较多 的县可根据购房支出给予 3%-10%的补贴 。
2016/5/23	陕西	各金融机构要开展农民住房贷款业务, 适度降低农民贷款买房利率 , 支持农民进城购房。
2016/6/14	山西	鼓励农民进城购房
2016/7/8	新疆	“十三五”户籍人口城镇化率目标为 45%, 约需转移 135 万农业人口进城落户。
2016/7/10	浙江	鼓励农民进城购房
2016/12/27	内蒙古	内蒙古住建厅与中国农行内蒙古分行签订《全面战略合作协议》, 从房地产去库存、棚户区改造、公积金委托贷款等多个方面, 助力广大农牧民进城购房 。

2017/1/16	云南	积极鼓励农民工进城购房
2017/7/10	四川	2020年常住人口城镇化率达到54%
2017/8/23	广东	到2020年,全省常住人口城镇化率达71.7%左右,户籍人口城镇化率达50%
2018/7/9	辽宁	2016-2020年户籍人口城镇化率年均提高0.5个百分点, 2020年力争实现100万农业转移人口和其他常住人口在城镇落户 ,常住人口城镇化率提升至72%,2030年进一步提升至75%。
2018/8/5	山东	全面取消城镇落户限制 ,年内实现进城落户100万人以上
2019/10/25	海南	基本取消本省(除三沙市)落户限制 ,外省居民取得居住证并参加海南基本养老保险和医疗保险可在有合法稳定住所的城镇社区落户。
2019/11/5	江西	切实贯彻落实 全面取消城镇落户限制 的政策,允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。
2019/11/8	广西	1. 全面放开城镇落户条件 ,取消参保、居住年限、就业年限等落户限制; 2. 农业转移人口进城落户后可继续享有农村“三权”合法权益。

数据来源:统计局,地方政府网站,广发证券发展研究中心

长期来看,三四线城市中表现较好的有两类城市,第一类是城镇化率、房价收入比偏低,内生需求旺盛,如贵阳、四川、河南、广西等地三四线城市城镇化率较低(18年仍不足50%),房价收入比多在7年以内,销售表现来看,14-19年内生需求面积符合增速在13%以上。另一类城市属于核心城市周边卫星城,如安徽、浙江、江苏、广东,这四省三四线城市城镇化率及房价收入比在三四线中偏高,但享受了一二线强调调控下的需求外溢,14-19年复合增速仍维持正增长。表现较差的三四线中,海南因过高的房价收入比及强调调控,14-19年内生需求复合增速下滑16%,单位城镇人口的需求面积也从14-16年的3.5下降到了17-18年的1.7。此外,东三省受人口流出的影响,三四线表现较弱。

从2010-2013年、2014-2016年、2017-2018年三个阶段来看,一二线的单位城镇人口的内生需求在第二阶段从1.8平上升至2.0平,随后维持稳定,而三四线在前两个阶段维持1.5平,第三阶段提升至1.8平。也正是由于三四线的需求支撑,本轮周期回落具备较强的韧性。

表8: 三四线城市内生性需求、人口指标以及房价收入比

城市	内生销售面积复合增速			内生销售面积/城镇人口			城镇化率		房价收入比(年)	户籍/常住人口
	2002-2008	2008-2014	2014-2019	2010-2013	2014-2016	2017-2018	2018	2010-2018	2018	2018
贵州	12%	26%	17%	1.6	2.1	3.0	43%	15%	5.7	131%
安徽	15%	16%	12%	1.8	2.3	2.9	52%	11%	7.2	115%
四川	7%	12%	18%	1.6	1.8	2.8	47%	12%	7.1	114%
浙江	0%	6%	15%	1.4	2.1	2.5	65%	10%	8.4	93%
河南	25%	16%	13%	1.6	2.1	2.5	49%	13%	5.9	124%
江苏	14%	8%	7%	2.0	2.4	2.4	66%	11%	7.5	108%
福建	4%	17%	11%	1.5	1.9	2.3	61%	9%	7.7	106%
广东	11%	14%	10%	1.3	2.2	2.2	64%	4%	9.4	95%
广西	26%	10%	14%	1.4	1.4	2.1	48%	10%	6.5	117%
湖南	23%	12%	13%	1.5	1.6	2.1	53%	13%	5.5	109%
湖北	13%	17%	12%	1.3	1.4	1.9	56%	12%	6.4	110%

山东	24%	8%	7%	1.9	1.7	1.9	59%	13%	6.2	103%
江西	24%	8%	13%	1.2	1.6	1.9	54%	12%	7.1	110%
海南	90%	18%	-16%	2.2	3.5	1.7	50%	9%	14.5	109%
宁夏	21%	10%	-3%	2.0	1.4	1.5	50%	10%	4.9	106%
云南	41%	9%	9%	1.5	1.2	1.5	42%	11%	6.4	101%
河北	25%	16%	-2%	1.7	1.6	1.2	55%	12%	8.4	104%
内蒙古	34%	-1%	-4%	1.9	1.2	1.1	62%	7%	5.0	99%
陕西	14%	8%	11%	1.0	0.6	1.1	53%	14%	6.0	105%
辽宁	11%	12%	-15%	2.8	1.1	0.9	62%	7%	5.4	101%
山西	21%	5%	9%	0.8	0.7	0.8	55%	11%	5.6	102%
青海	19%	9%	15%	0.8	0.2	0.7	43%	11%	5.0	104%
吉林	20%	-5%	0%	1.2	0.6	0.7	52%	-6%	6.7	95%
甘肃	24%	8%	-4%	1.1	0.6	0.7	42%	13%	5.7	109%
新疆	17%	12%	-9%	1.7	1.0	0.5	44%	6%	5.1	98%
黑龙江	10%	6%	-11%	1.4	0.4	0.4	58%	4%	6.1	98%
西藏	-	-6%	10%	0.4	0.3	0.4	31%	8%	8.2	97%
三四线	16%	11%	9%	1.5	1.5	1.8	52%	10%	6.9	107%
一二线	9%	9%	5%	1.8	2.0	2.1	76%	8%	10.6	81%

数据来源：统计局，地方政府网站，广发证券发展研究中心

与一二线分析框架一致，我们同样选择土地、库存、房价收入比等指标对5类三四线城市中期维度的行业基本面进行分析以及预测。

1) **东部核心圈三四线**：在15-17连续三年去库存后，17年单位人口内生需求达到了2.62平的高位，仅次于中西部二线城市，此后18-19年房价收入比上升叠加库存累积，内生需求连续2年下滑，单位人口内生需求面积降至2.28平。从供给来看，19年商住用地同比小幅增长，库存大概率继续累积，预计人均内生需求回落至2.05平。

2) **中部三四线**：根据前文分析，中部地区三四线房价收入比低、城镇化率提升较快，在15-19年单位人口内生需求持续上升，从1.33平上升至1.91平米，房价收入稳定在5-6年左右，且19年商住用地出让面积下滑，我们预计20年内生需求仍保持正增长，预计人均内生需求上升至1.95平。

3) **西部三四线**：与中部三四线类似，西部三四线同样作为城镇化率提升、低房价收入比的区域，伴随中期库存逐步消化，16-19年内生需求强劲，整体房价收入比稳定。我们注意到18、19年商住用地成交面积同比增长43%、5%，导致19年库存开始累积，考虑库存因素的影响，我们预计人均内生需求从19年的1.98平上升至20年的2.00平。

4) **东部非核心三四线**：东部非核心区域存在一定库存压力，中期库存去化周期高于中西部区域，16-19年连续三年人均内生需求稳定在1.7平左右。供给层面，18年以来开工规模大于销售，中期库存开始大量累积，考虑到库存规模已经接近14年高位，我们预计20年内生需求有所回落，预计人均内生需求面积下滑至1.65平。

5) **东北三四线**：东北三四线是我们分析的10类区域中中期库存最高的地区，同东北二线表现类似，13-16年，单位城镇人口的内生需求面积大幅下滑，从13年的2.13

平下降至16年的0.69平。除了17年外，10-19年中期库存始终处于累积状态，去化周期创新高，我们预计20年人均内生需求进一步回落至0.60平。

表9: 5类三四线城市供给、需求端指标表现

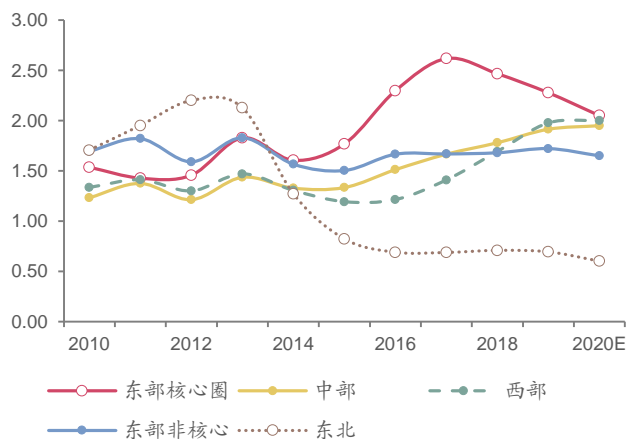
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
东部核心圈（三四线）											
商住用地成交面积同比	30%	3%	-4%	52%	-35%	-22%	-12%	18%	-6%	6%	
住宅库存增加（万方）	3926	8530	5111	4783	3381	-2634	-7032	-4560	1678	1495	
库存去化周期（月）	20	28	31	26	31	26	16	13	14	15	
房价收入比（年）				8.6	8.1	7.8	8.0	8.6	9.4	9.1	
销售面积/城镇人口	1.54	1.43	1.46	1.83	1.61	1.77	2.30	2.62	2.47	2.28	2.05
内生性销售面积增速	10%	-6%	5%	28%	-10%	13%	33%	17%	-3%	-5%	-8%
中部（三四线）											
商住用地成交面积同比	173%	5%	-17%	43%	-28%	-11%	-15%	14%	21%	-13%	
住宅库存增加（万方）	5639	7213	7272	6981	3302	884	-2567	-4303	667	1489	
库存去化周期（月）	29	30	39	37	40	38	29	24	23	22	
房价收入比（年）				5.7	5.6	5.4	5.3	5.5	5.9	6.1	
销售面积/城镇人口	1.23	1.38	1.21	1.44	1.33	1.33	1.51	1.67	1.78	1.91	1.95
内生性销售面积增速	23%	17%	-8%	22%	-5%	4%	17%	14%	10%	10%	3%
西部（三四线）											
商住用地成交面积同比	47%	29%	14%	92%	-43%	-22%	8%	10%	43%	5%	
住宅库存增加（万方）	3844	3864	4295	4401	3220	105	-1551	-2872	-324	4593	
库存去化周期（月）	25	26	32	31	34	34	28	22	19	19	
房价收入比（年）				6.0	6.2	5.6	5.5	5.7	6.1	6.3	
销售面积/城镇人口	1.33	1.41	1.30	1.47	1.30	1.19	1.21	1.41	1.69	1.98	2.00
内生性销售面积增速	22%	10%	-2%	17%	-7%	-5%	6%	21%	23%	19%	2%
东部非核心（三四线）											
商住用地成交面积同比	112%	-6%	-13%	41%	-27%	-45%	19%	22%	28%	-14%	
住宅库存增加（万方）	4552	6157	3815	3090	3148	45	-1388	-47	3190	6077	
库存去化周期（月）	23	27	34	31	39	37	30	29	31	36	
房价收入比（年）				7.4	6.9	6.6	6.9	7.0	7.4	7.4	
销售面积/城镇人口	1.70	1.82	1.59	1.83	1.57	1.50	1.67	1.67	1.68	1.72	1.65
内生性销售面积增速	39%	11%	-9%	19%	-12%	0%	16%	4%	3%	3%	-4%
东北（三四线）											
商住用地成交面积同比	366%	33%	-44%	5%	-58%	-57%	-1%	9%	52%	-46%	
住宅库存增加（万方）	3891	5320	3605	1765	1675	236	44	-275	403	891	
库存去化周期（月）	49	51	51	55	93	133	138	139	149	168	
房价收入比（年）				6.0	6.1	6.2	5.7	5.8	6.1	6.2	
销售面积/城镇人口	1.71	1.95	2.20	2.13	1.27	0.82	0.69	0.69	0.71	0.69	0.60
内生性销售面积增速	38%	18%	11%	-3%	-40%	-36%	-16%	-1%	4%	-2%	-13%

数据来源：统计局，地方政府网站，广发证券发展研究中心

从估计结果来看，针对单位城镇人口年均需求面积这一指标，东部核心圈三四线（长三角、珠三角）延续17年以来的高位下行趋势，中部、西部三四线维持小幅增长，东部非核心以及东北三四线人均内生需求小幅回落。同一二线类似，我们结合各地城镇人口规模及城镇人口流入趋势，得到20年内生需求面积：东部核心圈、东部非核心、东北的三四线分别同比下滑8%、4%、13%，中部、西部三四线同比上涨3%、2%。综合来看，全国三四线20年内生需求面积同比下滑2%。

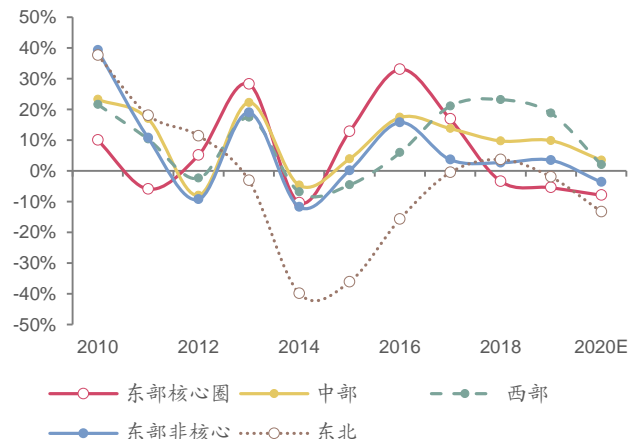
结合一二线内生需求面积同比下滑3.8%，我们得到20年全国内生需求面积从19年的正增长3.1%转负，同比下滑2.6%。

图36: 三四线城市单位城镇人口年均需求面积 (平)



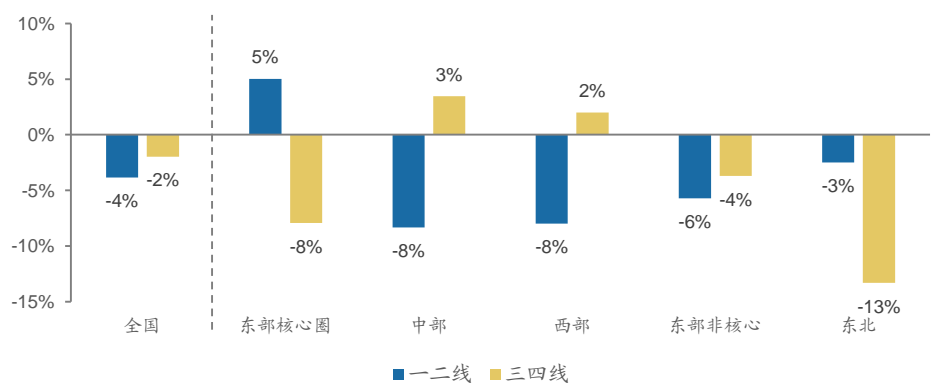
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图37: 三四线城市内生需求面积同比增速



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图38: 各区域20年内生需求面积同比增速估计结果



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

整体需求预测: 20年全国销售面积同比下滑3%, 内生需求下降2.6%

最后, 我们考虑棚改货币化安置需求。根据17年国务院常务会表述, 18-20年将改造各类棚户区1500万套, 实际18年完成棚改626万套, 19年前10月完成棚改

300万套，计划完成率103.8%，假设全年完成目标的110%则对应19年318万套，20年剩余的棚户区改造量为556万套。此外，根据住建部官网数据，12年底我国棚户区存量有4200万套，考虑13-18年实际执行量，假设19年110%的目标完成率，20年将剩余647万套。这两种方法测算得到的棚改规模均较19年的289万套计划开工套数有比较大幅的上涨。

按照上文对于棚改货币化安置需求的测算方法，我们对20年不同棚改开工套数以及货币化安置比例下带来的置业需求进行敏感性分析，在500-650万套的开工计划以及20%-30%的货币化安置比例下，可带来4250-8228万平货币化安置的需求，与前文我们对于内生需求的判断相结合，20年名义总销售面积的增速将落在【-3%，-0.6%】的区间。整体而言，20年商品房销售面积增速将小幅回落，在500万套和20%货币化安置比例的假设下，同比下滑3%。

表10：20年不同棚改假设下对应销售面积增速的敏感性分析

棚改货币化带来的置业需求 (万方)		2020年棚改开工套数 (万套)							
		300	350	400	450	500	550	600	650
棚改货币化安置比例	20%	2550	2975	3400	3825	4250	4675	5100	5525
	25%	3188	3719	4250	4781	5313	5844	6375	6906
	30%	3825	4463	5100	5738	6375	7013	7650	8288
	35%	4463	5206	5950	6694	7438	8181	8925	9669
	40%	5100	5950	6800	7650	8500	9350	10200	11050
考虑货币化安置后的20年销售面积同比增速		2020年棚改开工套数 (万套)							
		300	350	400	450	500	550	600	650
棚改货币化安置比例	20%	-4.0%	-3.7%	-3.5%	-3.2%	-3.0%	-2.7%	-2.5%	-2.2%
	25%	-3.6%	-3.3%	-3.0%	-2.7%	-2.3%	-2.0%	-1.7%	-1.4%
	30%	-3.2%	-2.8%	-2.5%	-2.1%	-1.7%	-1.4%	-1.0%	-0.6%
	35%	-2.8%	-2.4%	-2.0%	-1.5%	-1.1%	-0.7%	-0.2%	0.2%
	40%	-2.5%	-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%

数据来源：统计局，地方政府网站，广发证券发展研究中心

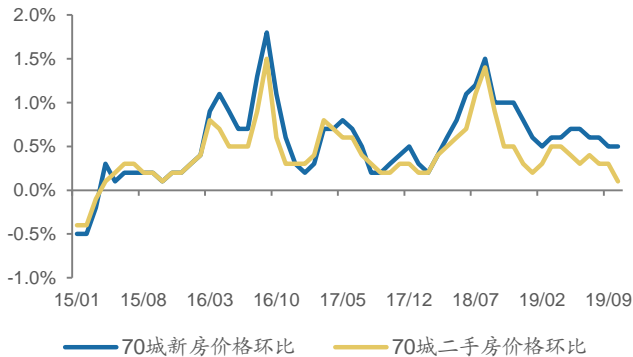
价格预测：预计20年商品房销售均价上涨2%，销售金额同比下降1%

19年以来是房价回归平稳的一年。19年前10月70大中城市房价月均环比涨幅为0.6%，较18年下半年月均1.1%的涨幅有明显回落。70城二手房价格环比指数在11月环比涨幅收窄至0.1%，创16年以来新低。分线来看，19年前10月，一线、二线、三线新房价格环比月均涨幅分别为0.3%、0.7%、0.7%，同18年下半年月均涨幅相比，二线、三线城市分别收窄0.4、0.5个百分点，一线城市涨幅稳定且保持低位。从11月来看，一二三线新房价格环比涨幅较10月分别收窄0.3、0.1、0.2个百分点。

根据统计局分省及分线城市商品房成交金额和面积，可以得到各省一二线、三四线城市的同比增速。从前10月商品房成交均价同比来看，二线城市中，呼和浩特、西安、海口、西宁涨幅靠前，而陕西、青海、山西、内蒙古、山东、江苏的三四线城市同比涨幅超过10%。从区域上来看，“黑河-腾冲”以西人口分布较少的区域

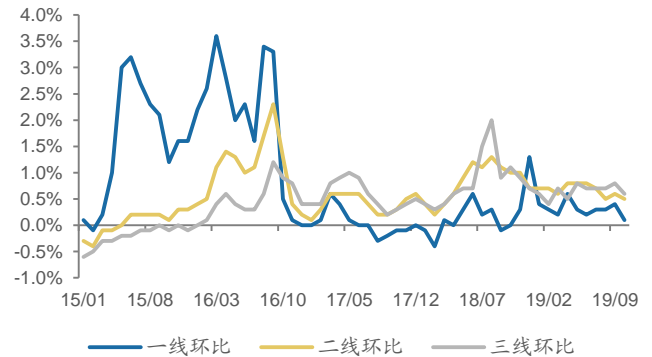
房价涨幅更大，而东部热点地区在调控下，房价上涨幅度得到有效控制。

图 39: 70城新房及二手房价格指数环比



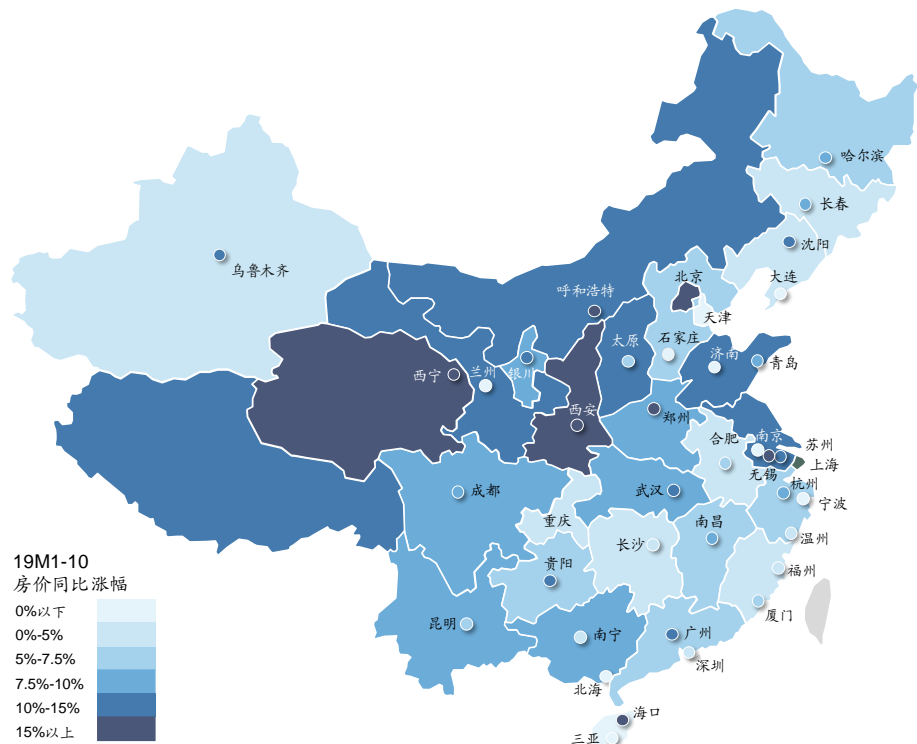
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图 40: 70城新房价格指数分线环比



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图 41: 各省一二线及三四线商品房销售均价同比增速 (19年前10月)



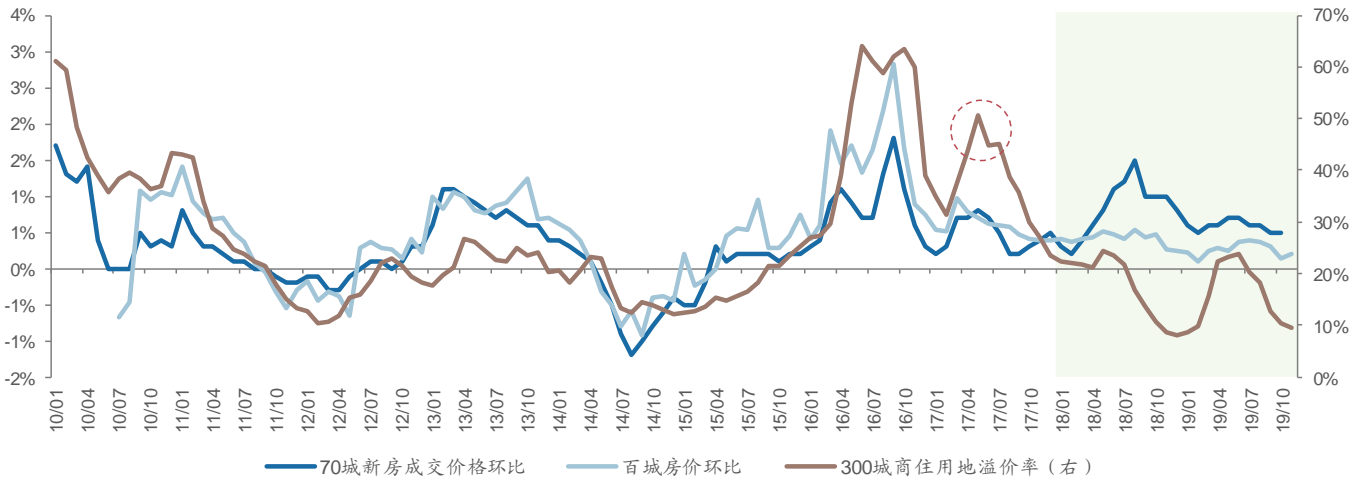
数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 图中省份底色为该省三四线销售均价同比增速

从两个口径的房价环比增速(统计局70城新房、中指院百城新房)来看,在18年之前,房价环比与300城市商住用地溢价率水平变动基本一致,17年二季度溢价率上升而房价不涨主要与热点城市高频率高强度的调控有关。随着土地市场升温,溢价率快速上升,带动房价上涨预期,成交改善去化加快,房价开始上涨,从数据来看,土地市场和新房成交市场在价格方面保持同步变化。19年以来中央定调“稳地

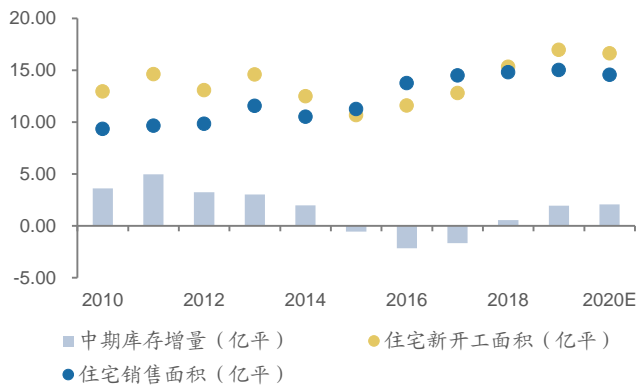
价、稳房价、稳预期”，通过调控资金端抑制土地市场过热，从而降低房价上涨的预期，房价增速回归平稳。值得注意的是，18年以来溢价率水平下降且维持低位，而房价环比仍维持上涨。这种趋势的背离一定程度也解释了上文我们对于供给端的讨论，即土地市场溢价率水平可以反映市场热度，但不能准确反映地价的绝对水平。从趋势来看，19年三季度土地市场溢价率回落，行业景气度下行的背景下，我们预计20年房价增速将持续回落。

图42: 70城新房、百城房价环比与300城商住用地溢价率的关系



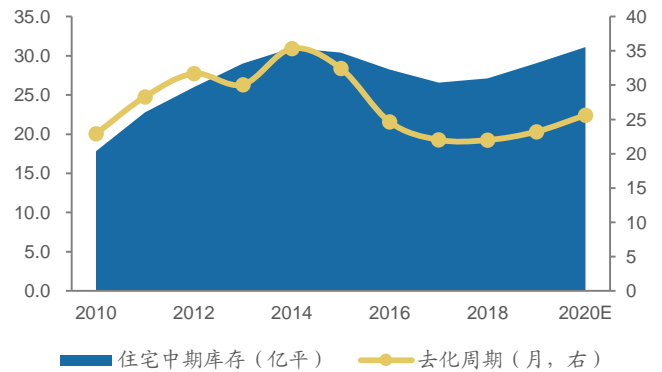
数据来源：统计局，中指院，广发证券发展研究中心

图43: 住宅开工、销售面积及中期库存增量



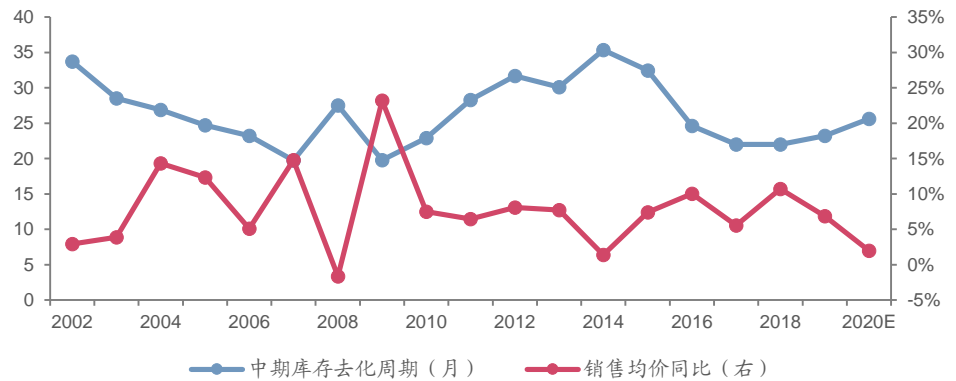
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心；

图44: 中期库存及去化周期



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图45: 中期库存去化周期与销售均价同比的关系



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

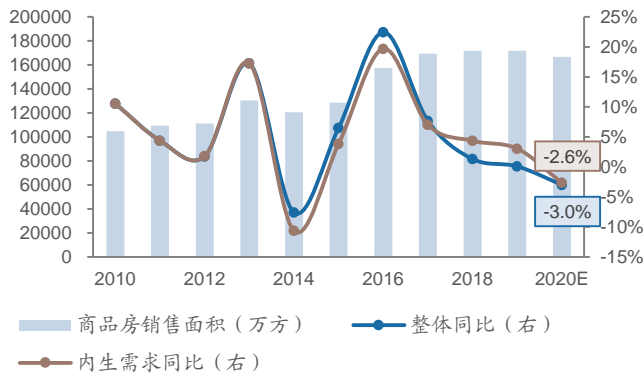
从历史情况来看, 低库存周期对于房价都具有一定的支撑。我们根据历史累计开工及销售面积计算中期库存(即开工未售库存)。可以看到15-17年, 开工规模低于销售规模, 去化加快, 房价存在上涨压力, 而18年之后, 开工规模超过销售, 中期库存持续累积, 去化周期及房价增速放缓, 19年前10月房价同比增速较18年收窄了3.5个百分点。根据我们对新开工以及销售增速的判断(新开工的预测详见后文), 在住宅开工面积下滑2%、销售面积下滑3%的情况下, 20年中期库存将增加2.05亿平方米, 库存上升至31.1亿平方米, 创历史新高。去化周期从19年的23.2个月上升至25.6个月, 仍低于14年水平(35个月)。

表11: 住宅销售面积、新开工增速对中期库存及去化周期的敏感性分析

住宅中期库存(亿平方米)		2020年住宅销售面积增速				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
2020年住宅 新开工增速	-10.0%	30.8	30.1	29.3	28.6	27.8
	-5.0%	31.6	30.9	30.1	29.4	28.6
	0.0%	32.5	31.7	31.0	30.2	29.5
	5.0%	33.3	32.6	31.8	31.1	30.3
	10.0%	34.2	33.4	32.7	31.9	31.2
住宅去化周期(月)		2019年住宅销售面积增速				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
2020年住宅 新开工增速	-10.0%	27.4	25.3	23.4	21.7	20.2
	-5.0%	28.1	26.0	24.1	22.4	20.8
	0.0%	28.9	26.7	24.8	23.0	21.4
	5.0%	29.6	27.4	25.5	23.7	22.1
	10.0%	30.4	28.1	26.1	24.3	22.7

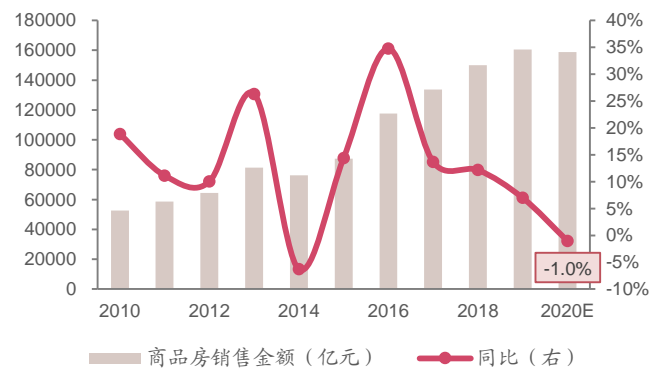
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图46: 商品房销售面积及增速预测



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图47: 商品房销售金额及增速预测



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

此外, 我们对住宅不同销售面积、新开工增速的假设下20年住宅中期库存及去化周期进行敏感性分析, 在销售面积同比【-5%, 0%】、新开工面积同比【-5%, 0%】区间内, 住宅中期库存去化周期将处在【24.1, 26.7】个月, 在极端假设下(销售面积下滑10%、新开工上涨10%), 住宅中期库存规模将累积到34亿平, 对应去化周期约30个月, 去化周期水平仍好于14年(35个月)。考虑到地方政府因城施策, 地方改善政策增多, 房价增速回落具备一定韧性, 价格系统性大幅下跌的可能性较小, 我们预计整体全年房价增幅收窄至2%。对于年内走势判断方面, 预计开工增速在20年前高后低(详见开工部分测算), 上半年库存抬升去化放缓, 房价下行压力加大, 预计下半年或同比转负, 全年仍维持小幅正增长。

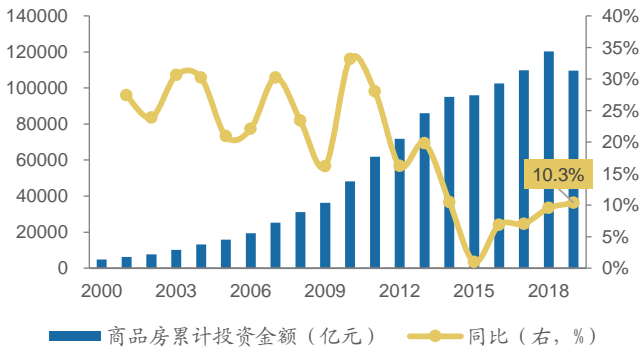
综合来看, 我们预计20年整体销售面积16.67万亿平米, 同比下降3%(其中内生需求面积同比下滑2.6%, 棚改货币化需求面积下降14%), 销售均价增速回落至2%。综合量价因素, 整体20年商品房销售金额预计15.88万亿元, 同比下降1%。

供给端预测: 19年预计新开工下滑2%, 投资上涨5%

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

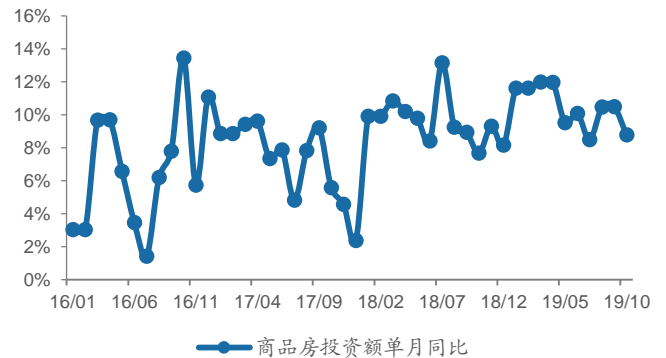
根据统计局数据, 19年1-10月全国房地产开发投资10.96万亿元, 同比增长10.3%, 增速较18年同期(9.7%)扩大0.6个百分点, 总体来看, 19年投资仍具有较强的韧性, 前4月单月投资增速在12%左右, 5月开始单月投资增速下了一个台阶, 但仍在10%左右浮动。分结构来看, 19年土地投资增速贡献减小, 施工投资贡献增速加大。

图48: 全国房地产开发投资及同比



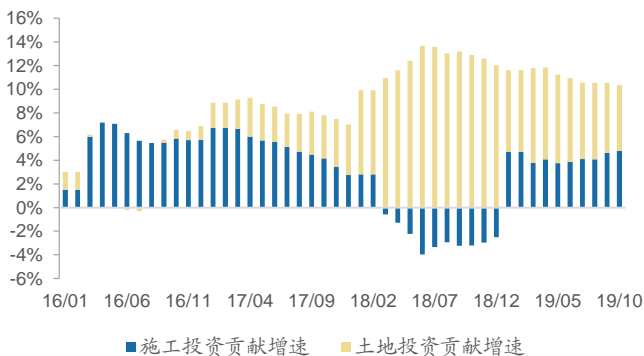
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图49: 全国房地产投资单月同比



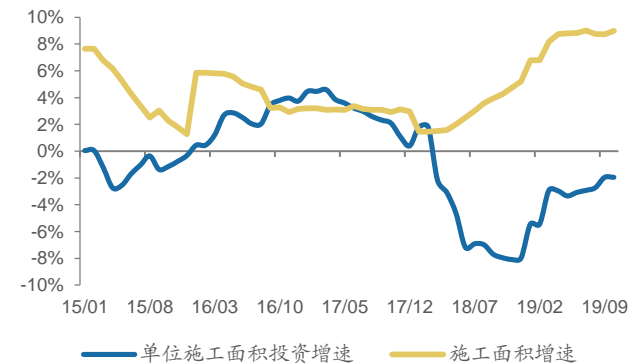
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图50: 投资增速拆分 (施工投资+土地投资)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图51: 施工投资增速的拆分



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

20年投资判断我们延续《详解房地产投资结构及未来增长趋势》的测算框架，将房地产开发投资拆分成土地投资以及施工投资两大部分。其中土地投资部分，假设土地成交将会分两年计入土地投资，并假设按照一定的贡献比例计入最终土地投资。而施工投资由施工面积乘以单位面积施工投资额组成。下面从土地投资及施工投资两方面对全年投资进行预计及展望。

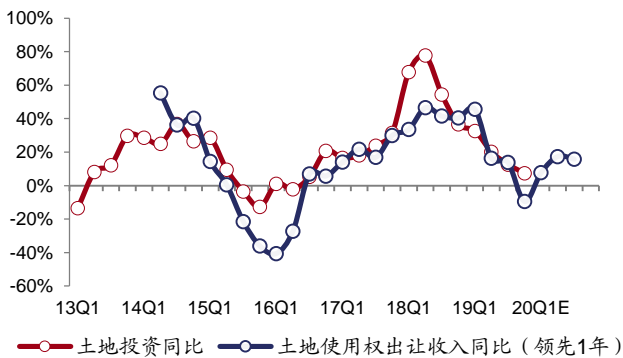
土地投资测算: 20年土地成交金额增长5%, 土地投资上涨5.4%

土地投资与土地成交金额相关, 受分期计入的影响有一定的滞后和平滑。根据房企土地成交款项的缴纳速度约等于2年的土地成交金额的平滑, 20年土地投资金额应呈现上涨趋势。

另一方面, 土地成交金额的同比增速则与300城土地出让金变化趋势高度相关。19年以来, 300城土地出让金的的增长主要受楼面价上涨驱动, 我们预计2020年土地成交面积的增长将带动出让金小幅增长, 原因有三: 第一, 2019年的高楼面价增速和低土地成交建面增速形成的相应的楼面价高基数和土地成交建面低基数将成为2020年楼面价和土地成交建面增速趋势逆转的重要基础; 第二, 从10年以来土地市

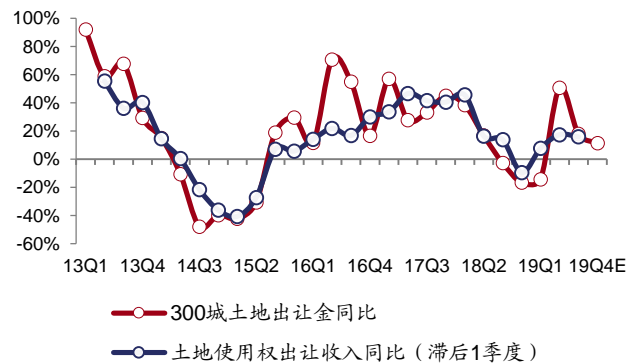
场周期轮动的情况来看，18年3季度至19年1季度的土地市场下行周期时长和下跌幅度较前两轮周期均大幅收窄，在“稳房价、稳地价、稳预期”的背景下，土地市场的下行不具备政策基础，价格周期波动进一步收窄；第三，前文所提到的土地市场的供给端危机已初步形成，政府有动机加大土地供应力度，推动成交面积的上涨。综合前文提及当前土地市场延续了18年下半年以来的下行趋势，**预计2020年土地成交建面同比将呈现前低后高的趋势，而楼面价则将趋稳，2020年300城出让金预计同比增长10%，土地成交金额则同比上涨5%，而基于这个假设，预计2020年土地投资将同比增长5.4%。**

图52：土地投资与土地使用权收入同比变化



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

图53：土地使用权收入与300城土地出让金同比变化



数据来源：财政部，中指院，广发证券发展研究中心

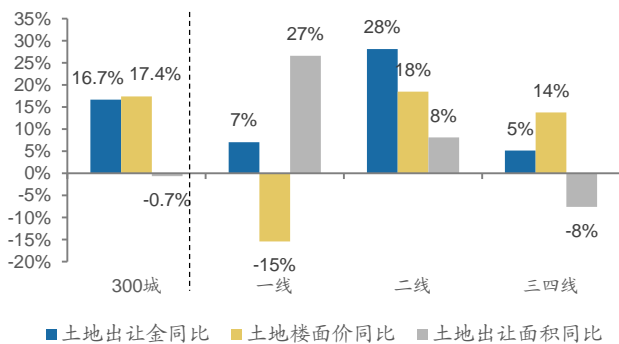
表 12：全国土地成交金额以及计入投资金额测算

投资分拆	土地投资	300 城全类型用地 出让金	国有土地使用权出 让收入	土地成交金额	300 城出让金/土地 使用权出让收入	土地投资/土地成交
	万亿元	万亿元	万亿元	万亿元		
	统计局(4)	财政部(1)	财政部(2)	(3)=(n(2)+n-1(2))/2	(1)/(2)	(4)/(3)
2004	0.26		0.64	0.59		44%
2005	0.29		0.59	0.62		47%
2006	0.33		0.81	0.70		47%
2007	0.49		1.22	1.02		48%
2008	0.60	0.55	1.03	1.13	53%	53%
2009	0.60	1.44	1.72	1.38	84%	44%
2010	1.00	2.32	2.82	2.27	82%	44%
2011	1.14	2.20	3.11	2.97	71%	38%
2012	1.21	2.06	2.85	2.98	72%	41%
2013	1.35	3.18	4.13	3.49	77%	39%
2014	1.75	2.35	4.26	4.19	55%	42%
2015	1.77	2.16	3.25	3.76	67%	47%
2016	1.88	2.92	3.75	3.50	78%	54%
2017	2.32	4.07	5.21	4.48	78%	52%
2018	3.64	4.22	6.51	5.86	65%	62%

2019E	4.20	4.94	7.05	6.78	70%	62%
2020E	4.43	5.43	7.24	7.14	75%	62%
17年增速	23%	40%	39%	28%		
18年增速	57%	4%	25%	31%		
19年增速	15.5%	17%	8%	16%		
20年增速	5.4%	10%	3%	5%		

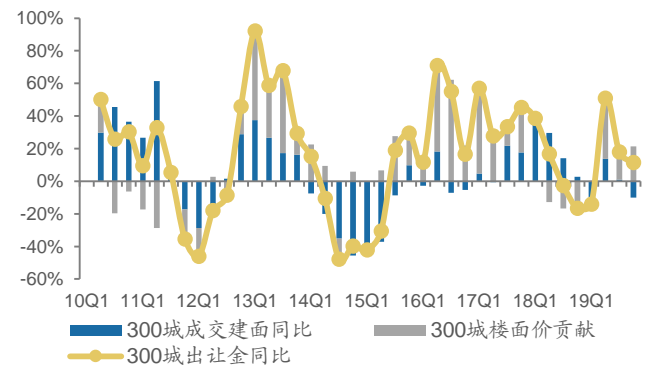
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图54：300城全类型土地出让金增速拆分



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

图55：300城全类型土地出让金增速贡献拆分



数据来源：财政部，中指院，广发证券发展研究中心

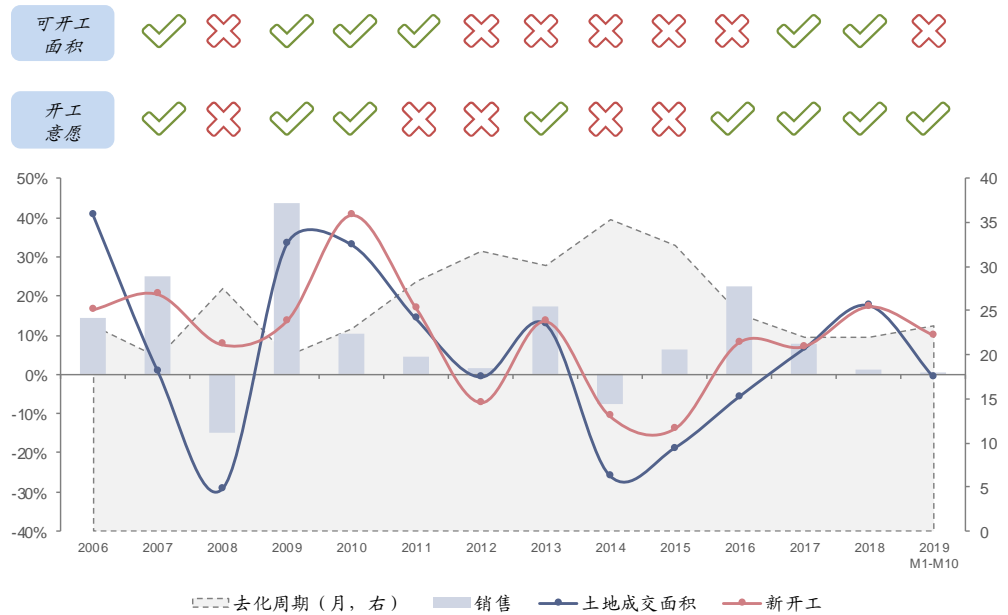
（二）新开工增速测算：预计2020年新开工增速下滑2.0%

决定新开工面积的有两个要素：其一为可开工面积，即为前期土地成交面积，其二为开工意愿，与销售去化相关。我们拟合了过去几年的销售面积、新开工面积、土地成交面积以及库存水平，发现若库存处于低位，且当年或前一年土地供应相对充足，则第二年的新开工面积大概率将维持较快的增长；反之在库存处于高位的时间段，新开工面积增长对于土地成交面积的响应较弱，与销售的相关度提升。

19年1-10月全国新开工面积同比上涨10.0%，较18年全年增速收窄7.2个百分点，尽管市场景气度处于下行趋势，但去化仍然在合理水平，叠加融资端的收紧，房企存在加快开工获取销售回款的趋势，因此尽管土地成交建面增速下滑一定程度上制约了开工能力，但开工意愿仍然较强，与历史上08年、11年的下行阶段趋势相近，但19年的去化周期情况好于08年和11年。

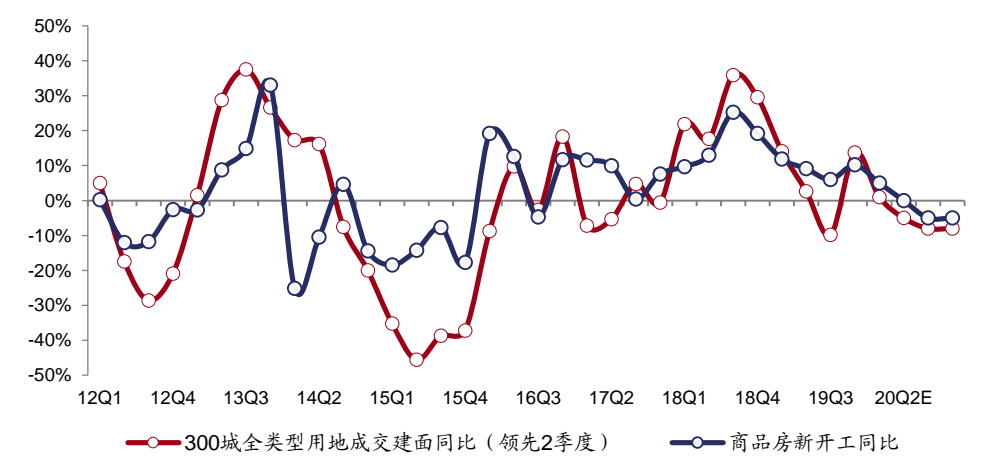
我们拟合了新开工和土地成交的趋势，大体而言，新开工滞后于土地成交2个季度，考虑到我们前文提到土地成交呈现前低后高的趋势，预计2020年新开工将由于滞后土地成交而呈现逐步回落的趋势，2020年预计新开工同比下滑2%。

图56: 新开工与销售及去化周期、土地成交关系



数据来源: 统计局, 自然资源局, 中指院, 广发证券发展研究中心

图57: 新开工与土地成交关系



数据来源: 统计局, 中指院, 广发证券发展研究中心

(三) 投资增速预测: 20年投资同比上涨5.1%, 其中施工投资上涨5.0%

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

在施工面积方面, 根据统计局的统计口径, 施工面积包括本期新开工的房屋建筑面积(n年新开工面积)、上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积、本期竣工的房屋建筑面积(这两项等于n-1年在施工面积-n-1年竣工面积)、上期停缓建在本期恢

复施工的房屋建筑面积、本期施工后又停缓建的房屋建筑面积（n年净停工面积的负值）。也就是说，施工面积可以根据公式【n施工面积=n-1年在施工面积-n-1年竣工面积+n年新开工面积-n年净停工面积】进行测算，根据我们前文测算，19年预计新开工同比上涨2%。

净停工面积为过去年份已经时间开工，但在年后未持续施工的项目。计算停工面积的方法我们采用【（n-1）年的施工面积-（n-1）年竣工面积+n年的新开工面积-n年的施工面积】，截至到19年10月份，当年全国商品房停工项目规模达到5.95亿平方米，同比下降7.5%。停工的引入很大程度上是为了找补施工、开工与竣工的面积差，与竣工面积同为退出施工的部分，竣工数据在这几年偏小，而停工面积偏大，我们有理由认为，在实际的竣工数据被低估了，存在部分已经退出施工但并未报备竣工的面积，我们观测到的就是停工的异常上升。根据我们19年11月《房地产行业竣工专题报告：挖掘行业及企业数据判断未来地产竣工节奏》，我们对当前全国实际竣工数据进行了修正并预测了未来的竣工趋势。

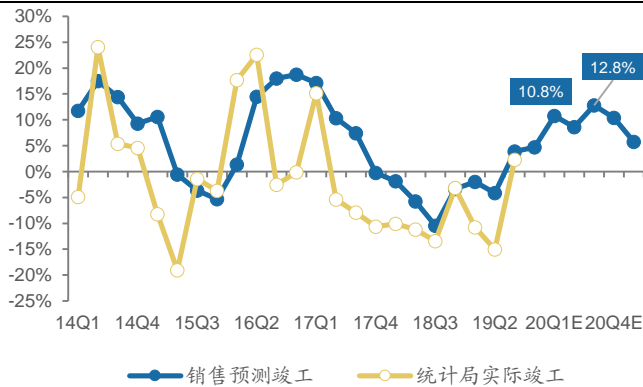
竣工面积的预测主要基于销售面积相对于竣工面积的领先关系，销售的发生是地产行业周期的起点，更是提供地产竣工的最直接的诱发因素。我们搭建了一个基于销售发生的时间推算理论竣工体量的模型，将销售面积分拆为三个部分：（1）现房，且认为现房的竣工和销售发生在同一年（现房竣工发生在销售前，我们在模型中对领先时间做一个简化）；（2）一二线城市的期房，根据我们整理的楼盘信息，当前一二线城市的项目从销售到交房的普遍时间间隔为2年左右；（3）三四线城市的期房，从销售到交房的平均时间在3年左右。从增速预测结果来看，在现房销售比例和整体增速不发生大的变化的情况下，20年1季度和3季度预计将会是本轮周期竣工面积增速高点位置，分别为10.8%和12.8%，预计20年增速为10%，21年增速6%。

表13：根据年度销售金额推算竣工面积变化趋势（单位：亿平）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
统计局竣工面积	6.1	6.7	7.3	7.9	9.3	9.9	10.1	10.7	10.0	10.6	10.1	9.4
增速	9%	10%	9%	8%	18%	7%	2%	6%	-7%	6%	-4%	-8%
矫正竣工面积									11.4	13.3	15.3	14.6
增速	9%	10%	9%	8%	18%	7%	2%	6%	6%	17%	15%	-5%
全国商品房销售面积	7.7	6.6	9.5	10.5	10.9	11.1	13.1	12.1	12.8	15.7	16.9	17.2
增速	25%	-15%	44%	11%	4%	2%	17%	-8%	7%	22%	8%	1%
现房销售面积	2.4	2.0	2.7	2.6	2.7	2.7	3.1	2.9	3.2	3.9	4.0	3.1
现房占比	32%	30%	28%	25%	24%	24%	24%	24%	25%	25%	24%	18%
期房销售面积	5.3	4.6	6.8	7.9	8.3	8.5	10.0	9.2	9.7	11.8	12.9	14.1
一二线	2.5	1.9	3.0	3.0	3.0	3.2	3.7	3.5	3.8	4.6	4.6	5.0
三四线	2.8	2.7	3.8	4.8	5.3	5.2	6.2	5.7	5.9	7.2	8.3	9.1
一二线期房竣工面积	1.6	2.0	2.5	1.9	3.0	3.0	3.0	3.2	3.7	3.5	3.8	4.6
三四线期房竣工面积	1.4	1.4	2.0	2.8	2.7	3.8	4.8	5.3	5.2	6.2	5.7	5.9
现房竣工面积	2.4	2.0	2.7	2.6	2.7	2.7	3.1	2.9	3.2	3.9	4.0	3.1
销售推算整体竣工面积	5.5	5.3	7.2	7.3	8.4	9.5	10.9	11.4	12.1	13.6	13.5	13.6
增速		-3%	36%	1%	15%	12%	16%	4%	6%	12%	-1%	1%

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

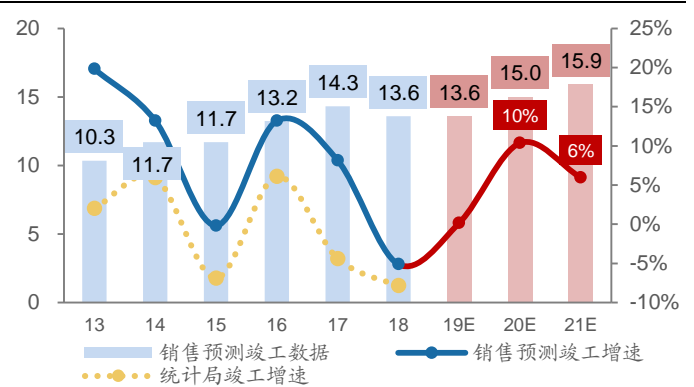
图58: 通过销售数据拟合竣工增速与历史竣工数据



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

*销售预测竣工: 完全根据现房、一二线期房、三四线期房销售数据拟合

图59: 销售预测竣工规模(亿平)与统计局竣工增速



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

随着竣工面积的增长, 退出施工面积增速也将随之回升, 结合新开工、竣工以及净停工预测数据, 预计20年施工面积规模96.1亿平米, 同比增长7.1%。

根据施工投资和每年的施工面积, 可以得到单位面积的施工投资金额, 19年1-10月单位面积的施工支出同比下降2%, 预计20年也将保持-2%的增速。综合施工面积以及单位施工投资的预测情况, 预计20年施工投资同比上涨5.1%。

综合上文测算, 主要受土地投资增速回落的影响, 我们预计20年房地产开发投资达到13.84亿元, 同比上涨5.1%, 其中施工投资、土地投资分别为9.4亿元、4.4亿元, 同比分别上涨5.0%、5.4%。

表14: 历年房地产开发投资额拆分一览

时间	投资金额	施工投资	土地投资	单位施工面积投资金额	新开工面积	竣工面积	施工面积	退出施工面积
	万亿元	万亿元	万亿元	元/平米	亿平米	亿平米	亿平米	亿平米
2005	1.59	1.29	0.29	774	6.8	5.3	16.6	5.1
2006	1.94	1.61	0.33	825	7.9	5.6	19.5	5.4
2007	2.53	2.04	0.49	864	9.5	6.1	23.6	5.6
2008	3.12	2.46	0.60	868	10.3	6.7	28.3	7.9
2009	3.62	3.22	0.60	1006	11.6	7.3	32.0	7.9
2010	4.83	3.83	1.00	944	16.4	7.9	40.5	9.0
2011	6.18	5.03	1.14	993	19.1	9.3	50.7	11.1
2012	7.18	5.97	1.21	1041	17.7	9.9	57.3	10.9
2013	8.60	7.25	1.35	1089	20.1	10.1	66.6	11.9
2014	9.50	7.76	1.75	1068	18.0	10.7	72.6	14.5
2015	9.60	7.83	1.77	1064	15.4	10.0	73.6	14.4
2016	10.26	8.38	1.88	1104	16.7	10.6	75.9	15.6
2017	10.98	8.66	2.32	1109	17.9	10.1	78.1	16.9

2018	12.03	8.39	3.64	1020	20.9	9.4	82.2	15.3
2019E	13.17	8.97	4.20	1000	22.8	9.4	89.7	15.4
2020E	13.84	9.41	4.43	980	22.4	10.4	96.1	17.0
17年增速	7%	3%	23%	0%	7%	-4%	3%	8%
18年增速	10%	-3%	57%	-8%	17%	-8%	5%	-9%
19年增速	9.5%	6.9%	15.5%	-2.0%	9.0%	0%	9%	0%
20年增速	5.1%	5.0%	5.4%	-2.0%	-2.0%	10%	7%	10%

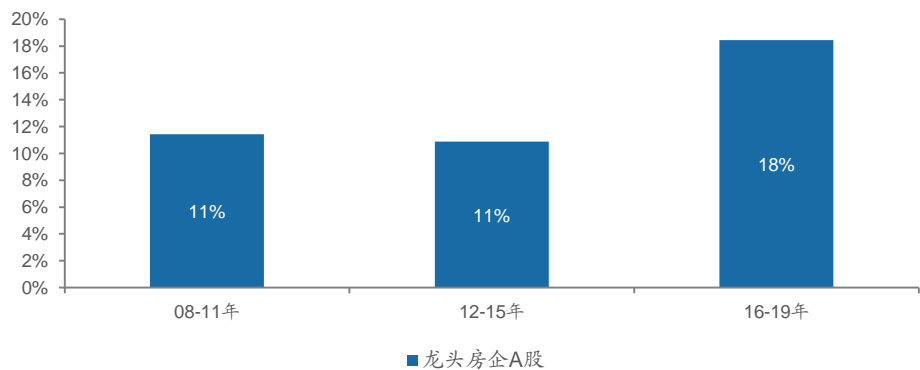
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

开发类企业：运营强者时代，能力决定未来

企业规模增速相对行业优势扩大

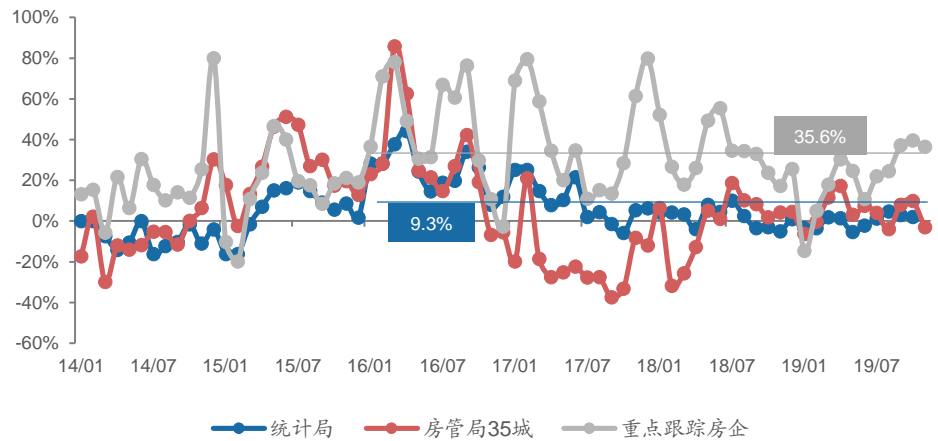
19年1-11月我们跟踪的42家房地产开发企业实现销售金额（企业公告口径）同比增长19.7%，领先行业增速12.4个百分点，实现销售面积同比增长21.5%，领先行业增速21.4个百分点。在整体市场表现承压的情况下，头部房企依旧表现出强于行业整体的韧性。

图60：头部A股房企相对行业销售规模增速优势



数据来源：Wind，公司年报，公司经营公告，广发证券发展研究中心

图61: 重点跟踪42房企销售面积与统计局、房管局增速关系



数据来源: Wind, 公司公告, 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图62: 主流房地产开发企业销售增速变化比较

公司名称	18年排名	19年*排名	top42房企	top10房企	其他房企	均价14000以下房企	均价14000-17000房企	均价17000以上房企	碧桂园	万科地产	中国恒大	融创中国	保利发展	绿地控股
									1	2	3	4	5	6
									1	3	2	4	5	7
2014			19.3%	16.6%	22.1%	22.4%	17.0%	19.3%	21.5%	25.9%	31.0%	20.3%	9.1%	49.8%
2015			20.3%	22.6%	18.1%	26.5%	18.9%	15.3%	8.9%	21.6%	53.1%	3.6%	12.7%	-4.4%
2016			56.0%	62.8%	49.0%	79.1%	42.5%	47.6%	120.3%	39.5%	85.5%	120.8%	36.3%	10.8%
2017			53.4%	56.2%	50.3%	56.5%	57.9%	42.1%	78.4%	45.3%	34.2%	140.4%	47.2%	20.2%
2018			35.8%	24.8%	48.7%	37.1%	32.2%	39.4%	38.1%	14.5%	10.0%	27.3%	30.9%	26.4%
14-18年平均			37.0%	36.6%	37.6%	44.3%	32.7%	32.8%	53.4%	29.3%	42.8%	62.5%	27.3%	20.6%
2019*			19.7%	15.1%	24.6%	19.0%	20.2%	20.2%	15.4%	5.4%	8.5%	19.8%	14.0%	-7.1%
公司名称	中海地产	新城控股	华润置地	龙湖集团	世茂房地产	招商蛇口	华夏幸福	阳光城	旭辉集团	金地集团	绿城中国	中南置地		
18年排名	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
19年*排名	6	8	10	11	9	12	19	13	14	15	25	16		
2014	4.2%	18.8%	4.4%	1.9%	4.7%	18.1%	38.3%	4.8%	38.4%	8.8%	22.0%	32.4%		
2015	34.3%	30.3%	23.0%	11.2%	-4.5%	12.9%	39.4%	31.3%	42.5%	25.9%	-9.4%	8.6%		
2016	24.6%	103.8%	26.9%	61.6%	1.6%	28.4%	65.5%	60.8%	75.5%	63.1%	58.4%	65.8%		
2017	2.5%	94.4%	59.5%	77.1%	47.9%	52.5%	28.2%	87.9%	96.2%	39.9%	28.4%	158.2%		
2018	31.9%	74.8%	22.3%	28.5%	74.8%	51.3%	9.2%	77.9%	46.2%	15.3%	6.9%	52.2%		
14-18年平均	19.5%	64.4%	27.2%	36.1%	24.9%	32.6%	36.1%	52.5%	59.7%	30.6%	21.3%	63.4%		
2019*	31.4%	24.2%	16.4%	22.2%	46.8%	32.4%	6.3%	36.7%	35.9%	31.0%	28.1%	35.7%		
公司名称	富力地产	泰禾集团	正荣集团	金科集团	中国金茂	融信集团	远洋集团	蓝光发展	荣盛发展	雅居乐	首开股份	龙光集团		
18年排名	19	20	20	22	24	25	26	27	30	29	31	32		
19年*排名	21	42	22	17	18	23	24	29	34	25	36	32		
2014	28.8%	63.6%		1.0%	27.1%	39.2%	12.1%	13.0%	4.8%	9.5%	35.4%	1.1%		
2015	0.0%	59.4%	81.2%	42.9%	49.9%	76.8%	1.0%	7.7%	9.2%	0.2%	30.2%	53.6%		
2016	11.9%	23.8%	60.0%	51.7%	34.7%	55.9%	24.3%	65.0%	65.8%	19.4%	92.7%	40.0%		
2017	34.5%	151.7%	43.1%	53.4%	54.8%	52.7%	40.1%	93.2%	32.6%	69.8%	9.6%	51.2%		
2018	60.1%	29.4%	54.0%	84.9%	120.7%	73.3%	55.2%	47.0%	49.6%	14.4%	45.6%	65.4%		
14-18年平均	27.1%	65.6%	59.6%	46.8%	57.5%	59.6%	26.5%	45.2%	32.4%	22.7%	42.7%	42.3%		
2019*	5.7%	-37.9%	2.8%	40.7%	33.8%	16.5%	22.0%	5.0%	12.7%	21.9%	3.6%	31.3%		

数据来源: Wind, 公司年报, 公司经营公告, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

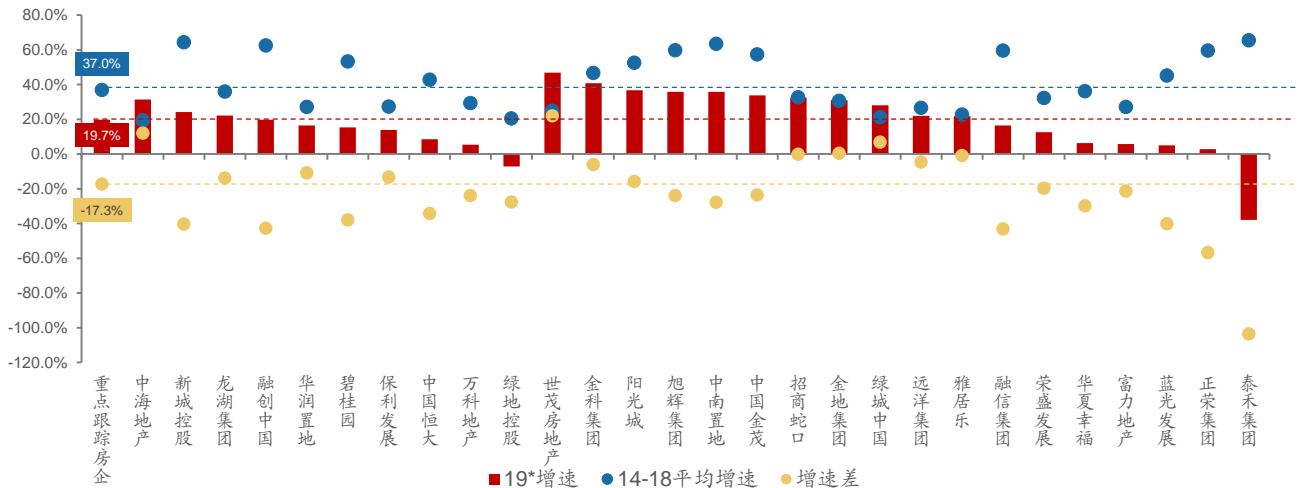
备注: 2019*表示 19 年 1-11 月累计数据。

从长周期的角度来看, 无论是销售面积还是金额方面, 头部企业领先行业的稳定性在提升, 08-11年、12-15年A股头部房企销售规模增速领先行业水平均为11%,

16-19年这一水平提高到18%，即便是在市场压力显著提升的19年，企业超额收益表现依然在08-15年平均水平之上，表明头部房企alpha的相对优势在不断增强。

从19年年内的节奏来看，在1季度市场热度下滑之后，头部房企展开了积极的市场应对策略，相对市场的领先幅度开始逐步提升。在整体市场环境维持一定韧性的情况下，头部企业自身的品牌和周转优势，为企业资产端的流动性和安全性提供了更强的保障。

图63：19年头部房地产开发企业销售规模增速及相对历史增速表现



数据来源：Wind，公司年报，公司经营公告，广发证券发展研究中心

具体的企业数据在19年表现出来两个规律，其一是整体销售规模增速水平有所回落，19年我们跟踪的主流开发类企业规模增速较14-18年的平均水平回落了17个百分点；其二，开发企业增速表现开始出现分化，梯队内部成长能力体现出一定差异，长跑中的可持续性在经受考验。19年中国海外发展、世茂房地产销售表现异军突起，超过自身过去5年平均增速表现，而融创、新城、龙湖、金科、阳光城、旭辉、中南、金茂等公司虽然当前增速低于过去几年的平均，但依旧维持较高的增速表现。

行业进入“管理红利时代”，开发商能力差异加大

相比于增速上的相对优势，开发类头部企业相对行业整体的经营优势更加明显，尤其是在行业融资规模受限的情况下，龙头公司利用有限的金融资源创造销售回款的能力更强，由此也将为企业的未来赢得更加广阔的发展空间。地产开发企业的发展从“土地红利时代”“金融红利时代”向“管理红利时代”迈进。

19年是地产行业融资较为紧绷的一年，在这样的环境下，可以更好地体现企业内生增长的能力。截至19年目前能统计到的最新数据，房地产行业整体融资规模余额约为19.0万亿，其中境内银行贷款余额11.2万亿，境内信托余额2.8万亿，境内直接债权融资1.9万亿，境外直接债权融资1.2万亿，其他融资1.8万亿，融资总额相比18年基本持平，行业负债扩张速度趋缓。

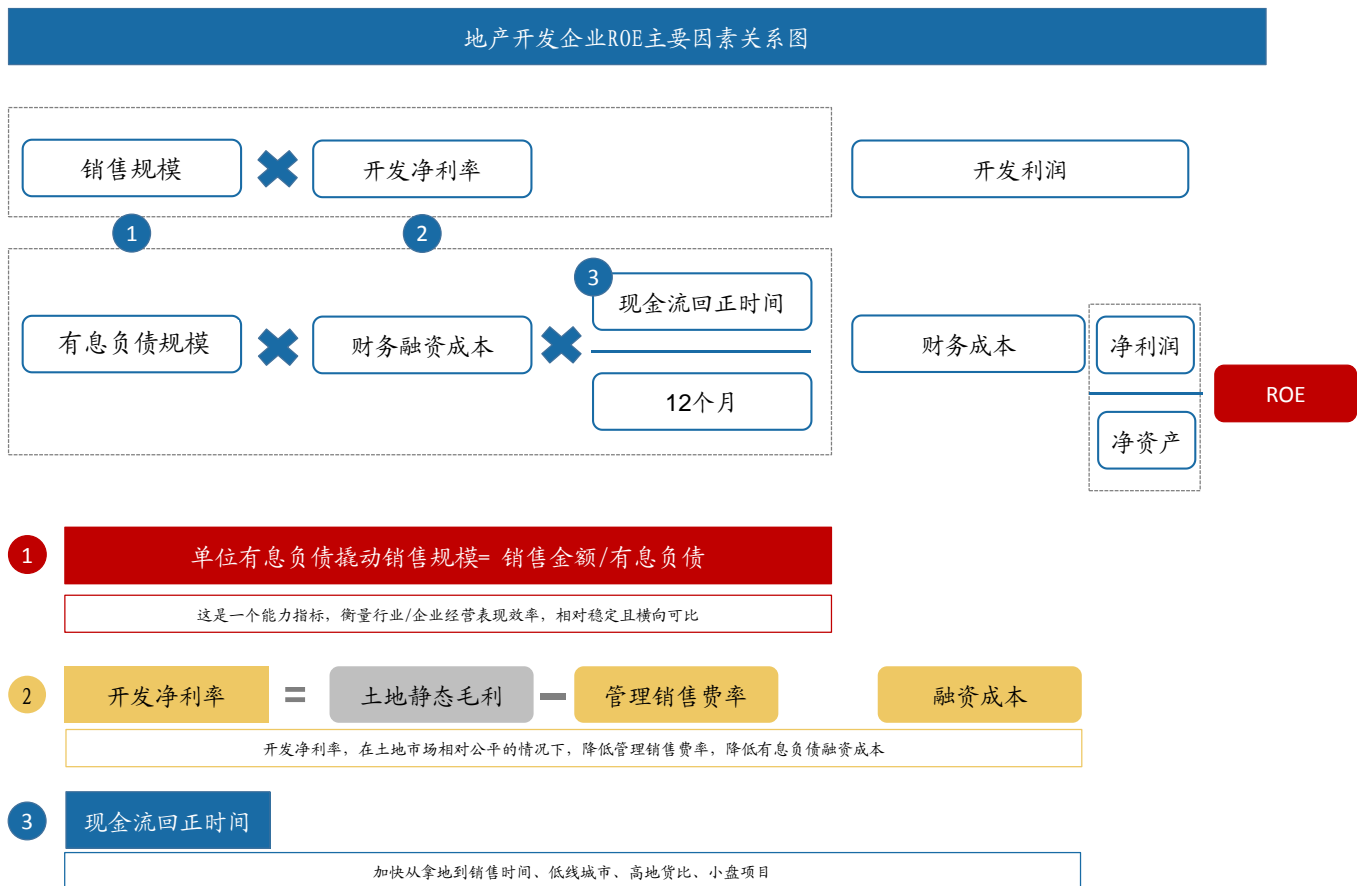
表15: 房地产行业融资余额(亿元)及负债贡献销售能力变化趋势

年份	销售金额 (万亿)	融资余额 (万亿)	有息负债 撬动销售	银行贷款 (万亿)	信托 (万亿)	其他非银 (万亿)	信托占非 银比重	境内直接 债权	境外直接 债权	其他融资 余额	其他融 资占比
10	5.27	3.8	1.39	3.1	0.4	0.1	80%	0.00	0.07	0.06	10%
11	5.86	4.7	1.26	3.5	0.7	0.2	80%	0.01	0.20	0.10	10%
12	6.45	5.1	1.26	3.9	0.7	0.2	80%	0.02	0.24	0.11	10%
13	8.14	6.5	1.26	4.6	1.0	0.3	80%	0.04	0.35	0.16	10%
14	7.63	8.2	0.93	5.6	1.3	0.4	76%	0.20	0.44	0.23	10%
15	8.73	10.0	0.87	6.6	1.3	0.7	66%	0.79	0.43	0.31	10%
16	11.76	13.3	0.89	7.1	1.4	2.0	42%	1.78	0.44	0.55	10%
17	13.37	16.3	0.82	8.3	2.3	2.3	49%	1.99	0.68	0.71	10%
18	15.00	18.8	0.80	10.2	2.7	2.4	53%	2.06	0.91	0.59	7%
19E	16.10	19.0	0.85	11.2	2.8	1.5	66%	1.91	1.19	0.38	5%

数据说明：“银行贷款”为央行公布房地产贷款余额（19年截止到Q3），“信托”为信托业协会公布房地产信托余额（19年截止到Q3），“其他非银比重”根据A股上市公司融资结构判断，“境内债权融资”包括境内发行的公司债、企业债、中期票据、短期融资、定向工具和ABS（余额为累计发行额-累计到期额），“境外直接债权融资”主要为地产公司海外债（余额为累计发行额-累计到期额），“其他债权”融资算法同“其他非银”

数据来源：公司财报，公司融资公告，统计局，央行，信托业协会等，广发证券发展研究中心

图64: 地产开发企业ROE主要因素关系图，负债销售比是衡量房企盈利周转能力的关键指标



数据来源：广发证券发展研究中心

从融资利用效率的角度来分析，19年行业整体单位存量负债撬动销售规模（以下简称“负债销售比”）为0.85元，规模效率低于100%。这是一个很核心的指标，分子乘以行业开发项目的平均净利率，分母乘以平均融资成本、平均回款周期，就能得到地产行业/企业的周转盈利能力。该项指标越高，扣除融资成本后的盈余利润规模越大，净资产收益率越高。

历史该项指标的变化趋势为10-13年平均为1.29元，14年销售规模下降而依靠负债扩张来支撑资金周转，此后行业存量负债销售比下降至0.86元，在18年见底之后，19年开始有一定的回升。

表16: 行业与企业负债销售比的比较（销售与负债数据单位均为：万亿）

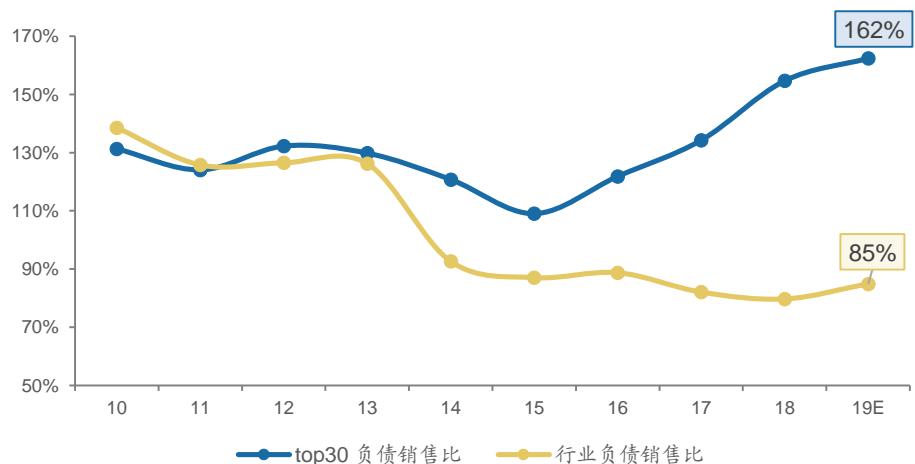
	行业整体			TOP 30 口径 1					TOP 30 口径 2		
	有息负债	行业销售	负债销售比	有息负债	全口径销售	权益销售	负债销售比 (全口径)	负债销售比 (权益)	有息负债	并表回款	负债销售比 (并表回款)
10	3.8	5.3	1.39	0.47	0.62	0.55	1.30	1.16			
11	4.7	5.9	1.26	0.60	0.75	0.66	1.25	1.09	0.65	0.60	1.09
12	5.1	6.4	1.26	0.75	1.00	0.85	1.34	1.13	0.85	0.75	1.14
13	6.5	8.1	1.26	1.02	1.34	1.10	1.31	1.08	1.08	1.01	1.07
14	8.2	7.6	0.93	1.31	1.59	1.30	1.21	0.99	1.18	1.25	0.94
15	10.0	8.7	0.87	1.98	2.16	1.78	1.09	0.90	1.71	1.92	0.89
16	13.3	11.8	0.89	2.67	3.25	2.62	1.22	0.98	2.33	2.56	0.91
17	16.3	13.4	0.82	3.69	4.95	3.69	1.34	1.00	3.12	3.66	0.85
18	18.8	15.0	0.80	4.31	6.66	4.64	1.55	1.08	3.81	4.25	0.89
19E	19.0	16.1	0.85	4.77	7.75	5.33	1.62	1.12	4.41	4.72	0.93

数据来源：统计局，公司财务报表，广发证券发展研究中心；

注：1) 口径1与口径2均以TOP30房地产开发企业数据为主，部分公司数据缺失因此按照两种口径统计展示。

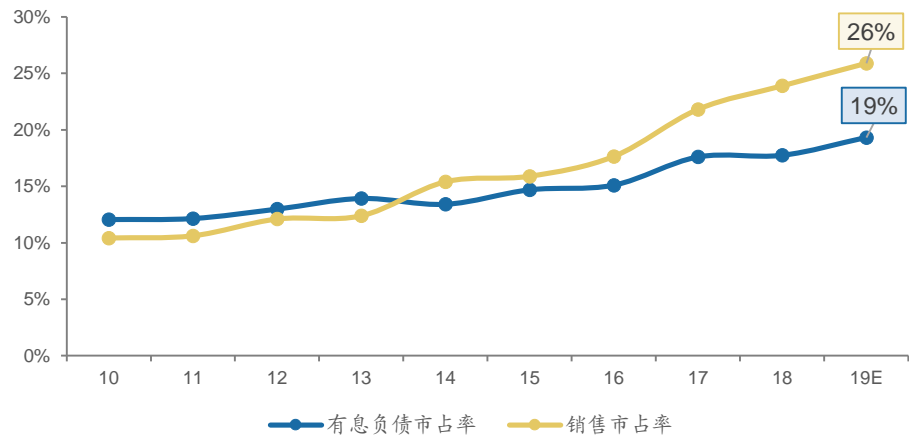
2) 权益销售金额为各公司全口径销售金额*所有者权益比例，并表回款规模为(N年-(N-1)年)预收账款+N年结算金额

图65: 房地产行业头部企业单位有息负债撬动销售规模比较



数据来源：Wind，公司财务报表，广发证券发展研究中心

图66: 房地产top20企业销售集中度提升速度高于融资集中度



数据来源: Wind, 公司财务报表, 统计局, 广发证券发展研究中心

同样的指标, 比较行业整体与TOP30的头部房企, 会发现非常明显的差距, 头部房企19年平均负债销售比为1.62元, 是行业平均水平的1倍左右, 表明头部企业拥有更高的资源利用效率, 已经形成了远超行业平均水平的周转开发能力及抵御市场下滑的能力, 这也是集中持续提升的必要条件。即便是头部房企权益口径的负债销售比(权益销售金额/全口径有息负债)也达到1.12元, 高于行业平均水平约32%。

房地产是一个类金融行业, 在资金和资产匹配的过程中, 渠道成本低的企业有更多的机会获得更多的资金和资产, 负债销售比就是一个衡量资源利用效率的指标。头部公司与行业整体显著的差异, 体现出地产行业早已告别单纯“靠天吃饭”的日子, 在相同的土地质量和政策环境下, 头部房企的运营效率优势愈发显著, 在周期窄幅波动的格局下, 运营稳定性和规模增长的质量都将逐步提升。

长期来看, 行业集中度的提升, 将建立在运营能力优势之上。若维持现有行业环境, 当前房企的规模优势并不代表长久的竞争优势, 通过比较近两年头部企业负债销售比的数据我们可以发现, TOP30内部的经营能力也存在一定的分化。

单从负债销售比来衡量头部企业的运营效率, 新城控股无论是全口径还是并表回款口径(这个口径可以排除并表比例低对负债规模产生的影响)都排名非常靠前, 说明公司拥有非常出色的整体效率。排名二三是碧桂园、万科, 老牌房企在规模维持行业领先的同时, 效率指标也十分出色。第四、五、六名分别是中南建设、世茂房地产和金地集团, 中南建设在17年之后运营效率显著提升, 从14年的大幅跑输行业到处于业内领先位置, 经营管理上的变化非常显著; 世茂房地产销售规模在19年大幅提升, 年底回款表现值得关注; 而金地集团销售全口径效率较高, 但回款口径表现差距较大, 这与公司并表比例较低有关, 同样有这类问题的还有金茂、旭辉、正荣。融创由于表内负债规模较多, 且这两年始终处于存货扩张的过程, 导致数据表现并不出众, 预计随着在手货值的逐步去化及规模的不断增长, 负债回款及销售指标均或将显著提升。

图67: 龙头房地产开发企业 (TOP 30) 负债销售比 (全口径及并表回款口径)

单位有息负债撬动销售金额	有息负债撬动 全口径销售金额										有息负债撬动 并表回款	
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19*	18	19*
碧桂园	164%	149%	129%	188%	211%	156%	227%	256%	232%	264%	178%	204%
万科A	228%	241%	197%	223%	312%	329%	283%	278%	246%	279%	154%	176%
中国恒大	162%	155%	153%	92%	84%	68%	70%	68%	82%	74%	55%	49%
融创中国	146%	166%	164%	191%	191%	163%	133%	165%	201%	183%	81%	74%
保利地产	113%	107%	125%	126%	108%	128%	187%	151%	154%	170%	97%	108%
绿地控股						96%	89%	114%	144%	121%	98%	82%
中海地产	150%	204%	188%	189%	147%	90%	121%	130%	148%	175%	95%	112%
新城控股			167%	185%	277%	266%	296%	329%	349%	333%	217%	207%
华润置地	69%	72%	122%	123%	99%	132%	169%	144%	159%	168%	135%	142%
龙湖集团	192%	160%	122%	128%	103%	104%	152%	202%	167%	175%	107%	112%
世茂房地产	90%	72%	112%	136%	113%	96%	102%	115%	161%	224%	86%	119%
招商蛇口			118%	114%	115%	120%	123%	113%	147%	163%	85%	95%
华夏幸福			269%	219%	167%	151%	174%	149%	121%	98%	42%	34%
阳光城	209%	74%	113%	178%	114%	81%	72%	81%	145%	201%	69%	95%
旭辉集团	156%	70%	108%	115%	153%	126%	180%	220%	195%	218%	74%	83%
金地集团	117%	105%	111%	128%	120%	159%	275%	267%	214%	254%	76%	90%
绿城中国	159%	110%	255%	213%	222%	160%	238%	254%	192%	231%	68%	82%
中南建设	84%	90%	83%	74%	78%	78%	98%	182%	253%	290%	120%	137%
富力地产	116%	101%	90%	69%	80%	66%	50%	58%	80%	71%	47%	41%
泰禾集团	174%	103%	110%	58%	52%	72%	53%	74%	95%	73%	32%	25%
正荣集团					56%	121%	132%	167%	232%	211%	73%	67%
金科股份			94%	111%	65%	57%	72%	93%	146%	175%	88%	105%
中国金茂		56%	48%	52%	64%	68%	78%	81%	145%	193%	47%	63%
融创集团					52%	73%	62%	72%	195%	228%	90%	105%
远洋集团	74%	80%	96%	101%	88%	78%	115%	116%	124%	153%	43%	53%
蓝光发展						106%	114%	192%	161%	152%	91%	85%
荣盛发展	171%	137%	153%	140%	109%	81%	101%	113%	163%	169%	112%	116%
雅居乐	156%	150%	122%	102%	104%	110%	120%	145%	116%	134%	66%	76%
首开股份	72%	44%	57%	45%	48%	55%	80%	67%	85%	84%	42%	42%
龙光地产				147%	82%	104%	87%	128%	140%	156%		
单位撬动销售	130%	125%	134%	131%	121%	109%	122%	134%	155%	162%	89%	93%

数据来源: Wind, 公司财务报表, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

备注: 19*表示 19年 1-11 月累计数据。

投资精度提高, 扩张意愿降低

19年房地产开发企业在土地拓展上明显更加审慎; 其一, 市场传导过来的下行压力逐步加大, 土地质量没有明显提升, 资产流动性预期转差但收益率水平并没有提供相应的补偿, 企业拿地意愿下降; 其二, 融资环境在年内不断收紧, 直接融资和非标融资的控制, 都限制了企业的拿地能力, 变相提高了对回报率的要求; 第三, 头部房企过去两年大范围下沉, 在这轮三四线城市的机会中扩大城市进入数量, 而19年边际扩张效益减小, 也让更多公司将土地投资的重心转回传统优势区域。

我们整理了25个主流房地产开发企业11年以来进入城市的布局图, 11-14年周期, 地产公司主要的布局策略是“点状深耕”, 加大在核心大市场的覆盖力度和进入范围。从15年开始, 随着一二线城市“四限”政策的执行及三四线城市需求逐步启动, 越来越多的地产公司选择进入新市场, 拓展规模边界。但从我们跟踪的企业进入城市的情况来看, 19年平均新进入城市数量较17、18年下降30%, 今年新进入城市数量超过18年的仅有一个荣盛发展, 如新城、中南、阳光城等过去两年大举布局新市场的公司, 19年的节奏均有所放缓。

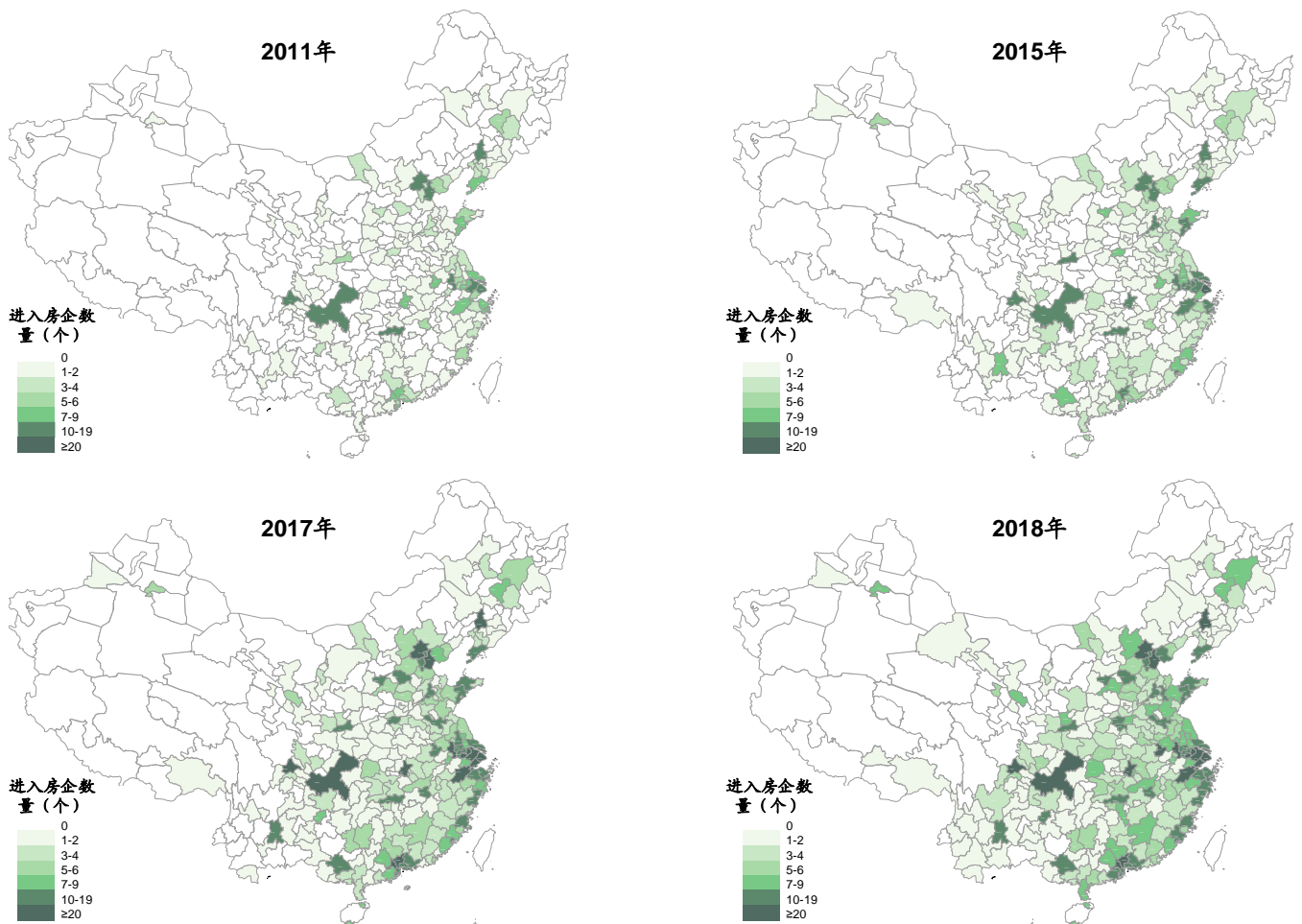
表17: TOP13房地产开发企业新进入城市情况(单位:个)

年份	平均新进	万科A	保利	招商	新城	中南	金地	荣盛	首开	阳光城	蓝光	绿地	中海	华润
2010	5.2	13	11	1		1	4	3	2		4		3	10
2011	4.0	5	6	3		4	1	1	3	3	2		9	7
2012	3.0	3	4	3		5	1	1		4			5	1
2013	3.8	6	6	6	2	1	4	1	2	4	3		3	8
2014	3.0		8	5	3	2	1	4	1	1	2		2	4
2015	2.2		5	2	1	2	2	2		3	2	2	1	2
2016	5.1		8		11	3	2	11	5	6	3	3	1	3
2017	13.7	10	24	10	38	19	7	11	2	23	12	11	7	4
2018	14.9	11	10	6	27	30	11	7	2	25	22	28	5	10
2019*	9.3	8	10	10	13	6	7	14	3	11	11	16	5	7

数据来源: 公司年报, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

备注: 2019*表示2019年1-11月累计数据。

图68: 11-18年, 25家主流房企从点状布局到全国化布局, 产品逐步下沉



数据来源: Wind, 公司年报, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心;

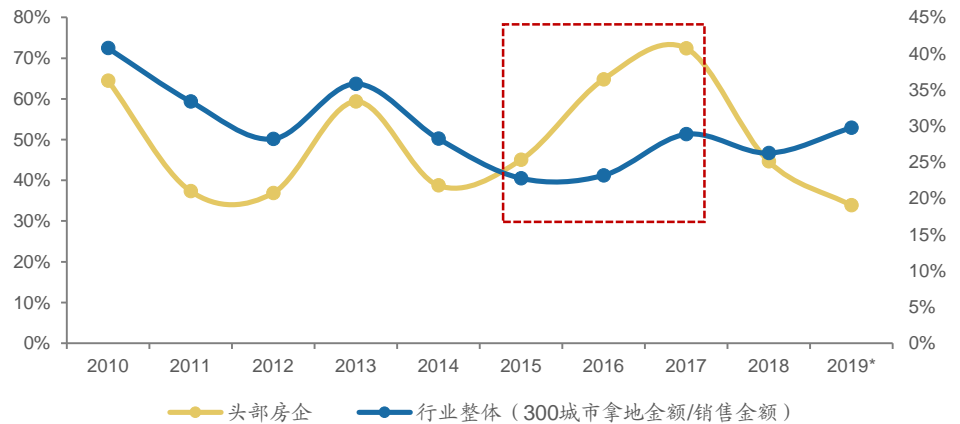
除了新进入城市外，我们观察到A+H主要地产企业拿地力度也有所回落，金额口径的拿地/销售比例在19年下降到34%，较18年下滑11个百分点，较17年峰值位置回落39个百分点。我们在前文已经提到，行业拿地集中度在19年有所下滑，头部地产企业的土地策略整体趋于保守。从全年土地投资力度的角度来看，中海、华润、金茂、龙湖、招商等国资背景的地产企业19年土地拓展力度较大，融创、金科是民营企业中少数两个拿地金额/销售金额比例在50%左右的公司，为20年的规模增长奠定了良好的基础。

表18: 主要房地产开发企业拿地力度变化趋势

拿地/销售金额	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19E
碧桂园	--	--	21%	26%	13%	40%	57%	87%	41%	27%
万科A	76%	40%	38%	61%	20%	38%	50%	64%	48%	38%
中国恒大	66%	34%	32%	70%	17%	35%	55%	48%	15%	9%
融创中国	52%	53%	86%	83%	42%	41%	111%	33%	39%	49%
绿地控股	--	--	--	--	--	15%	36%	19%	24%	31%
中海地产	--	--	--	--	39%	25%	24%	69%	57%	54%
新城控股	47%	9%	26%	40%	49%	74%	82%	71%	50%	21%
华润置地	85%	54%	18%	75%	44%	70%	58%	69%	72%	51%
龙湖集团	64%	25%	55%	36%	43%	80%	90%	83%	58%	45%
世茂房地产	67%	31%	12%	72%	37%	37%	64%	114%	47%	31%
招商蛇口	54%	37%	48%	57%	67%	44%	114%	82%	56%	45%
华夏幸福		12%	22%	26%	15%	13%	15%	22%	10%	22%
阳光城	30%	118%	63%	62%	16%	66%	79%	108%	35%	24%
旭辉集团	55%	78%	36%	111%	46%	98%	46%	104%	51%	32%
金地集团	41%	7%	20%	66%	31%	48%	40%	71%	62%	37%
中南建设	95%	8%	10%	47%	26%	12%	88%	65%	47%	26%
富力地产	--	--	--	--	--	--	--	71%	30%	20%
正荣集团	--	--	--	--	--	--	--	86%	58%	34%
金科股份	69%	33%	56%	42%	49%	24%	65%	73%	59%	53%
中国金茂	--	--	37%	106%	138%	86%	166%	167%	81%	45%
蓝光发展	--	--	--	--	--	60%	39%	65%	36%	31%
荣盛发展	82%	25%	38%	43%	15%	44%	51%	41%	17%	28%
龙光地产	--	--	--	--	--	0%	37%	35%	32%	32%
平均拿地力度	64%	37%	37%	59%	39%	45%	65%	72%	45%	34%

数据来源: Wind, 公司年报, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图69: top30房企与行业拿地力度对比, 15-17年超额, 19年低于行业



数据来源: 公司年报, 公司经营公告, 中指院, 广发证券发展研究中心

备注: 2019*为 19 年 1-11 月累计数据。

从拿地质量和节奏的角度来判断公司的拓展结果, 大部分企业19年最好的拿地窗口期是1季度, 无论是土地市场竞争冷淡且融资环境顺畅, 资金和资源质量都比较高; 2季度是市场竞争最激烈的时期, 无论是一二线还是三四线市场都处于高溢价率的状态; 3季度后中央对房地产企业的融资管控逐步取得效果, 土地市场逐步冷却, 融资能力强的央企地产公司趁机加大土地储备。

表19: 主流地产公司19年土地拓展节奏

拿地节奏	19拿地力度	拿地占比 (季度)				拿地占比 (半年度)		拿地评分
		19Q1	19Q2	19Q3	19Q4*	19H1	19H2*	
碧桂园	27%	8%	63%	19%	9%	72%	28%	
万科 A	38%	19%	26%	42%	13%	45%	55%	4
中国恒大	9%	28%	25%	43%	4%	53%	47%	
融创中国	49%	32%	38%	17%	13%	71%	29%	5
保利地产	28%	14%	32%	39%	15%	45%	55%	
绿地控股	31%	35%	27%	22%	15%	63%	37%	
中海地产	54%	15%	33%	28%	23%	48%	52%	2
新城控股	21%	37%	59%	3%	1%	96%	4%	
华润置地	51%	25%	46%	22%	6%	71%	29%	7
龙湖集团	45%	21%	38%	31%	10%	58%	42%	6
世茂房地产	31%	12%	31%	44%	14%	43%	57%	
招商蛇口	45%	14%	54%	22%	11%	68%	32%	
华夏幸福	22%	10%	22%	43%	25%	32%	68%	
阳光城	24%	37%	29%	22%	12%	66%	34%	
旭辉集团	32%	32%	27%	18%	23%	59%	41%	8
金地集团	37%	16%	47%	17%	19%	64%	36%	

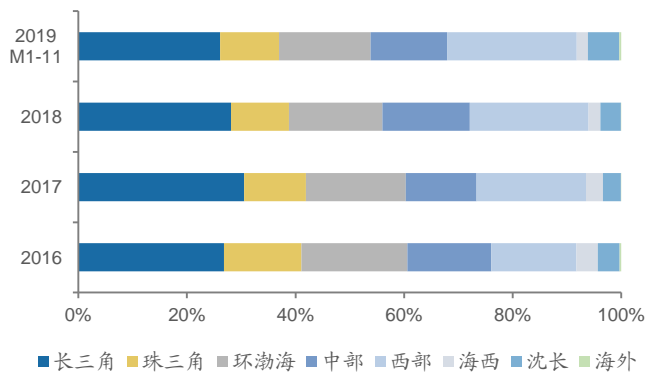
中南建设	26%	27%	29%	30%	14%	56%	44%	
富力地产	20%	26%	50%	18%	6%	76%	24%	
正荣集团	34%	24%	37%	18%	20%	61%	39%	
金科股份	53%	18%	33%	23%	25%	52%	48%	3
中国金茂	45%	14%	14%	56%	16%	28%	72%	1
蓝光发展	31%	36%	36%	14%	14%	72%	28%	
荣盛发展	28%	8%	70%	13%	9%	78%	22%	
龙光地产	32%	37%	48%	13%	2%	85%	15%	
整体平均	34%	23%	38%	26%	13%	61%	39%	

数据来源: Wind, 公司年报, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

备注: 19Q4*表示 19 年 10-11 月累计数据

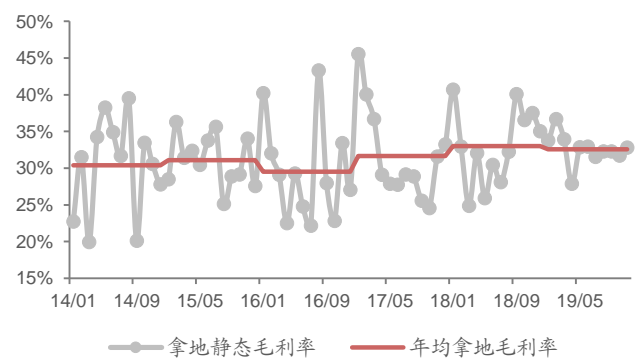
我们综合拿地力度和节奏, 对19年房企拿地表现做了一个简单的对比, 其中中国金茂、中海地产、金科股份、万科A相对拿地力度较为积极, 为后续规模稳定提供支撑, 同时也较好的掌握了土地市场的节奏。

图70: 13主要房企拿地区域分布



数据来源: Wind, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图71: 13主要房企拿地利润率变化趋势



数据来源: Wind, 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

从我们跟踪的小样本企业拿地数据, 头部公司19年在新增土地布局上普遍加大了对于中西部区域的投资力度, 前文关于需求判断我们也有提过, 中西部二线和三四线城市分别在同类城市中取得了较好的规模增长, 且未来具备较强的确定性。此外, 从利润率的角度来分析, 19年我们跟踪的企业拿地利润率平均水平较18年基本持平, 好于14年以来的大部分年份。头部地产公司收缩投资力度的同时, 提高了对资产质量的要求, 叠加自身拿地权益比例的提升, 最大限度地保障自身投资回报率的稳定。

基于货值变化评价房企 20 年销售增长能力

下面我们对房地产开发类企业20年规模增长能力做一个简单的预判。主要逻辑是基于主流地产公司当前新增货值情况, 判断未来一年的可售货值规模及相关销售表现。首先我们先计算19年1-11月主流地产公司新增货值情况, 通过高频拿地跟

踪、定期报告整理、克尔瑞货值库等多方数据，我们整理了过去几年房企新增货值储备的情况。19年虽然整体拿地金额有所下滑，但由于资产质量的提升以及并购机会的增加，货地比水平提高助推整体货值规模小幅增长。

表20: 主流地产开发企业新增货值情况

公司	新增货值 (亿元)			新增货值 增速	拿地金额 (亿元)			货地比		
	17年	18年	19年*	19年*	17年	18年	19年*	17年	18年	19年*
万科A	7371	7735	5502	-22.4%	3416	2929	2202	2.16	2.64	2.50
保利地产	6281	4674	2986	-30.3%	2765	1927	1173	2.27	2.43	2.55
招商蛇口	1848	2378	2201	1.0%	924	958	940	2.00	2.48	2.34
新城控股	3029	2373	1677	-22.9%	894	1112	538	3.39	2.13	3.11
中南建设	1840	1897	1130	-35.0%	627	693	482	2.93	2.74	2.35
金地集团	2150	1936	1655	-6.7%	1004	1000	718	2.14	1.94	2.30
荣盛发展	1097	668	965	57.4%	276	176	295	3.98	3.80	3.27
首开股份	1277	992	493	-45.8%	862	544	244	1.48	1.82	2.02
阳光城	3039	1601	1190	-18.9%	985	564	492	3.08	2.84	2.42
蓝光发展	930	1022	768	-18.0%	377	307	256	2.46	3.32	3.00
绿地控股	2427	4078	3370	-9.8%	596	924	1007	4.07	4.41	3.35
融创中国	6764	4820	8668	96.2%	1207	1794	2458	5.61	2.69	3.53
中海地产	3114	3014	3362	21.7%	1340	1443	1649	2.32	2.09	2.04
碧桂园	11963	9987	6954	-24.0%	4795	3150	2140	2.50	3.17	3.25
华润置地	2053	3894	2900	-18.7%	1045	1514	1150	1.97	2.57	2.52
龙湖集团	3213	2510	2555	11.0%	1301	1160	1019	2.47	2.16	2.51
中国恒大	8785	3258	2074	-30.5%	2380	804	471	3.69	4.05	4.40
世茂房地产	2702	2109	2352	21.7%	1151	823	732	2.35	2.56	3.21
旭辉集团	2427	1961	1769	-1.6%	1083	769	598	2.24	2.55	2.96
金科股份	1160	2064	2213	16.9%	460	700	820	2.52	2.95	2.70
中国金茂	1582	2008	1645	-10.7%	970	1034	705	1.63	1.94	2.33
富力地产	2698	2052	1235	-34.3%	584	391	254	4.62	5.25	4.86
正荣集团	1700	1568	751	-47.7%	606	629	348	2.80	2.49	2.16
融信集团	1856	498	845	85.0%	423	149	271	4.39	3.35	3.12
远洋集团	2141	1184	368	-66.1%	747	611	115	2.87	1.94	3.20
雅居乐	725	903	1107	33.7%	283	392	305	2.56	2.30	3.63
合计增速				3.8%		-14.8%	-19.3%	2.71	2.69	2.84

数据来源: 公司年报, 公司经营公告, 克尔瑞, 广发证券发展研究中心

数据说明: (1) 绿色底色为根绝克尔瑞公布货值, 黄色底色为公告土地投资数据根据容积率调整; (2) 19年*表示19年1-11月累计数据

对于20年规模增长的确定性, 我们关注两个指标; 其一是19年销售去化货值与新增货值的关系, 大于1表明公司在积累库存, 而小于1则表明在消耗库存, 19年头

部房企平均这一指标为93%，说明大部分公司处于库存去化的阶段，增长幅度较大的A股、H股分别为金科和融创，融创中国1季度大举购地，年内包括泛海资产包、云南城投资产包在内总共获得接近9000亿货值，在原有的基础之上将货值储备进一步推升了3万亿，货值规模超过碧桂园、恒大，成为第一大土地持有方；而A股的金科股份在中西部市场复苏的带动下，回款表现良好，今年通过收购新城部分出让资产以及自身的正常拓展，逐步扩大对于长三角区域的覆盖力度。

表21: 主流房地产公司销售规模与货值关系

公司	销售金额 (亿元)					新增货值 (亿元)		新增货值 / 销售	货值储备 (亿元)		货值去化率
	17年	18年	19*	19E	19E 增速	18年	19*		18年	19*	
万科 A	5,299	6,070	5,735	6,400	5%	7,735	5,502	96%	16,894	16,661	38%
招商蛇口	1,128	1,706	1,970	2,200	32%	2,378	2,201	112%	13,027	13,258	17%
绿地控股	3065	3875	3,016	3,400	-7%	4078	3370	112%	12545	12900	27%
新城控股	1265	2211	2,466	2,745	24%	2373	1677	68%	6851	6062	40%
金地集团	1408	1623	1,751	2,100	31%	1936	1655	95%	7817	7721	27%
荣盛发展	679	1016	928	1,144	13%	668	965	104%	3286	3323	35%
金科股份	630	1188	1,513	1,672	41%	2064	2213	146%	3630	4329	46%
中南建设	963	1466	1,709	1,950	36%	1897	1130	66%	3405	2826	57%
阳光城	915	1629	1,819	2,050	37%	1601	1190	65%	4571	3942	45%
首开股份	692	1007	871	1,044	4%	992	493	57%	4348	3970	24%
蓝光发展	582	855	850	898	5%	1022	768	90%	2097	2015	43%
融创中国	3620	4608	5,005	5,522	20%	4820	8668	173%	23031	26695	24%
碧桂园	5508	7604	7,712	8,500	15%	9987	6954	90%	24953	24195	34%
中国恒大	5010	5513	5,805	5,980	8%	3258	2074	36%	29100	25369	21%
龙湖集团	1561	2006	2,227	2,453	22%	2510	2555	115%	9001	9328	27%
中海地产	1933	2549	3,024	3,350	31%	3014	3362	111%	19789	20127	17%
华润置地	1521	2107	2,267	2,455	17%	3894	2900	128%	6536	7169	38%
旭辉集团	1040	1520	1,778	2,065	36%	1961	1769	99%	6305	6295	33%
世茂地产	1008	1761	2,277	2,586	47%	2109	2352	103%	8244	8319	31%
中国金茂	580	1280	1,482	1,650	34%	2008	1645	111%	9516	9679	17%
富力地产	819	1311	1,204	1,385	6%	2052	1235	103%	6772	6804	20%
雅居乐	897	1027	1,086	1,251	22%	903	1107	102%	4215	4236	30%
远洋集团	706	1095	1,133	1,337	22%	1184	368	32%	7804	7039	17%
融信集团	502	1219	1,261	1,420	17%	498	845	67%	4120	3704	34%
正荣集团	702	1080	1,165	1,110	3%	1568	751	64%	2620	2206	42%
平均					21%			93%			31%

数据来源: 公司年报, 公司经营公告, 克尔瑞, 广发证券发展研究中心

注: 19年*表示19年1-11月累计数据, 19E表示19年预计全年规模

其二是当年销售消耗的货值比例, 也就是货值去化周期的倒数, 目前主流地产公司的平均去化比例为31%, 也就是未售货值保障3年的储备安全, 但每个公司的

去化表现和货值储备的合意规模与项目体量及消化速度有关，项目平均体量较小，而单项目去化速度较快的公司，合意库存水平也会相应降低，如中南、阳光城、万科、金科、新城等公司，均属于小盘快周转的典范。

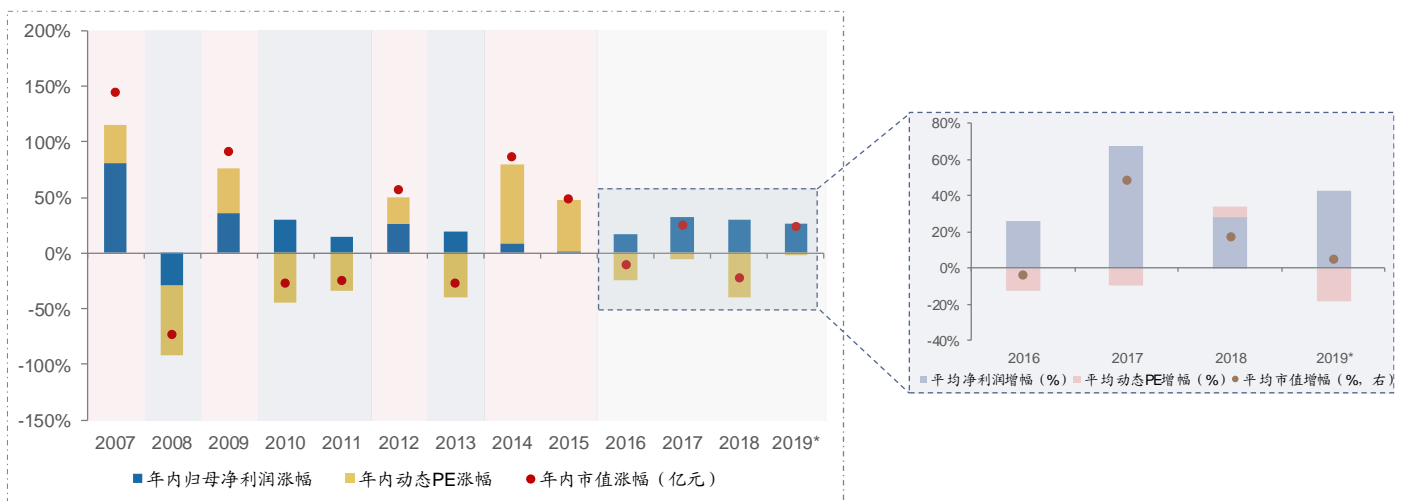
政策窄幅波动孕育行业投资机会

房企收益驱动力切换，政策边际调整或带动板块短期估值修复

在2018年12月19日发布的《房地产十年复盘综述：潮涨潮落，风依然》中，我们详细复盘了08年以来房地产行业基本面及估值之间相互演绎的过程，报告中指出在过去的十年中，房地产行业的估值拐点与政策拐点、基本面拐点之间具有较为明显的相关性，地产板块指数收益跟随估值及基本面走势波动，形成了08、11、14三个完整的小周期。

在此过程中，政策方向决定了实际成交量的变动，成交量的增速变化影响板块的短期PE走势，而多数情况下板块的PE估值最终决定了板块的涨跌方向。“政策调控+景气度顶部”通常对应板块估值的高点，而“景气度底部+政策改善”则往往表征板块估值低点的到来，正是买入获得收益的好时机。

图72：07年至今龙头房企市值涨跌因素拆分

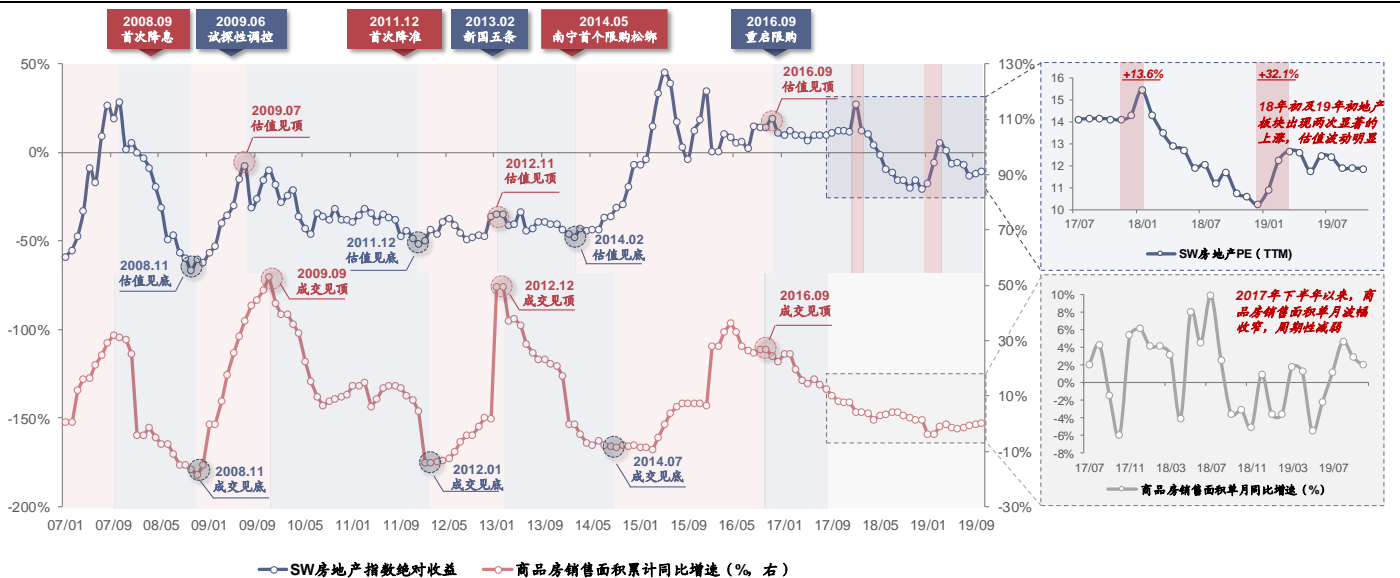


数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

从收益及估值的关系来看，16年之前龙头房企年内估值波动较大，多数年份龙头房企年内的市值涨跌主要由PE波动引起，与当年政策及基本面对应，而业绩涨跌对整体收益影响较小。自16年12月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”以来，龙头房企估值波动显著收窄，对市值影响减弱，业绩变动逐渐成为带动市值上涨的最主要因素。值得注意的是，18年由于高点出现在年初，年内动态PE降幅较大，带动年内市值下降明显，而我们从18全年来看，龙头房企平均市值较17年上升16.7%，其中业绩仍是最主要的贡献因素。

而从收益及基本面关系来看，在周期演绎过程中，板块收益与政策及基本面保持密切联动，同时资本市场的反应也越来越迅速。08小周期中，估值及成交量同时见底，而在11小周期中，估值较成交量提前1个月见底，而在14小周期中，估值见底则进一步提前了5个月。随着成交边际下滑、政策松动等见底信号的出现，市场在景气度见底之前提前响应，即估值见底。

图73：07年至今房地产板块绝对收益及成交量周期演绎关系

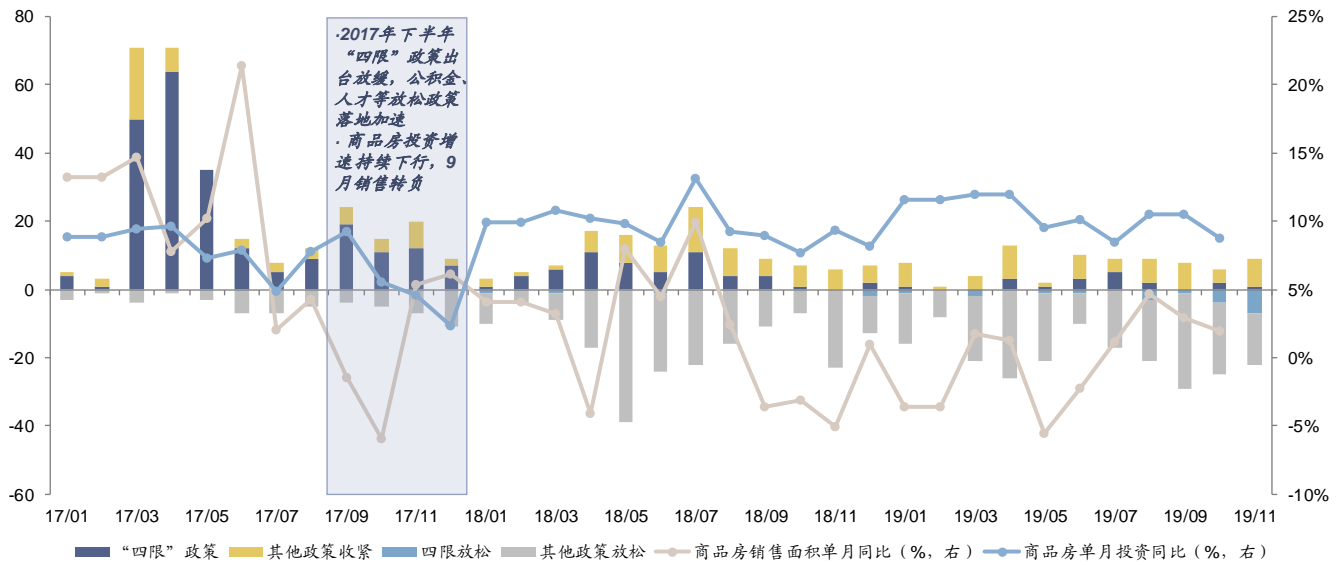


数据来源：国家统计局，Wind，各地方政府网站，广发证券发展研究中心

然而自17年下半年起，以成交量为代表的基本面指标进入窄幅波动阶段，同比变动幅度不超过10%，转负后至多一个季度便回正，周期性显著减弱。虽然基本面表现较为平稳，房地产板块的估值却出现过较为明显的波动，18年初，地产板块指数同比增长13.6%，PE（TTM）提升1.32x，而19年初，申万房地产板块指数同比增长32.1%，PE（TTM）提升2.76x。虽然两次行业beta的出现背景不尽相同，但逻辑大体相似。

17年下半年，对市场影响力较强的四类限购政策出台节奏逐渐放缓，公积金改善、人才政策持续落地，政策面较17年初有所改善。而基本面方面，17年9月全国商品房销售面积单月同比下降，为15年4月以来首度转负，商品房投资增速自9月起连续下降3个月，70大中城市房价指数也表现出较为明显的下行趋势。按照过去三轮小周期的波动规律，成交转负、房价下行通常为基本面景气见底的先兆信号，政策具有较强的改善预期，板块有望启动一轮行情，因此17年末18年初房地产板块出现一轮上涨。

图74: 17年末政策面有所改善, 成交及投资增速下行



数据来源: 国家统计局, Wind, 各地方政府网站, 广发证券发展研究中心

备注: 左轴表示当月该类型政策放松频次

我们在复盘报告及19年中期策略中曾指出, 在行业周期底部改善过程中, 具有以下几个特征的公司通常表现更为优异: (1) 销售规模增长具备弹性, 增速较其他房企更具优势; (2) 估值具备相对优势, 不存在明显的高估; (3) 当期销售利润率不宜过低, 以保证销售向最终的业绩兑现。而在18年及19年年初的板块beta行情中, 上述三个特征同样适用于龙头房地产企业的选择和判断。

图75: 17年末至18年初龙头房企行情、经营、盈利、杠杆能力一览

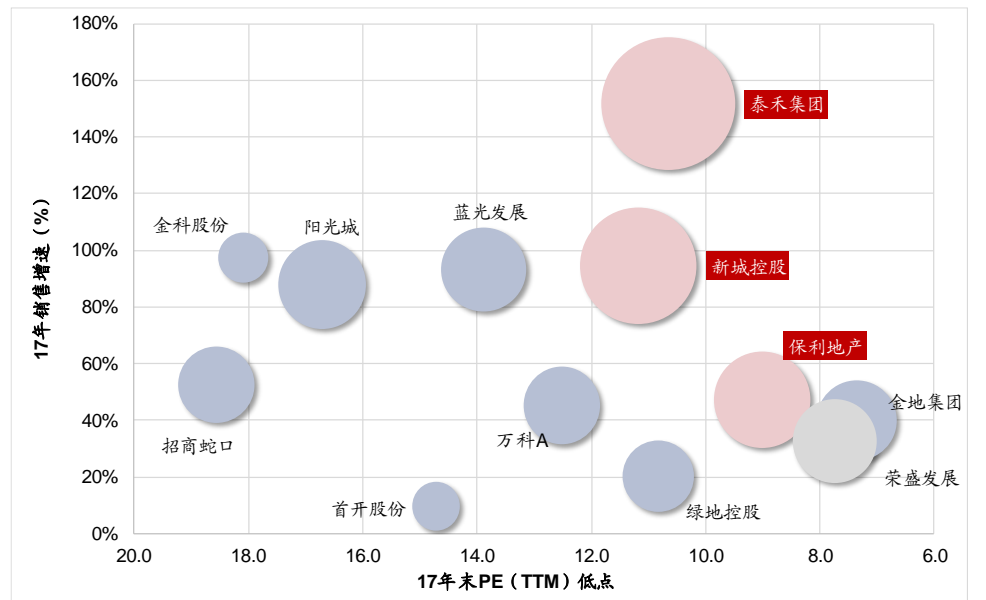
公司名称	行情表现			估值指标		销售能力指标		拿地指标		盈利能力指标		杠杆能力指标				
	低点出现时间	上涨幅度	上涨时间	17年末PE 低点	18年初PE 高点	17年销售 增速	存货/销 售规模	拿地力度	拿地质量	17年归母净 利润增速	17年归母净 利率	杠杆乘数	财务杠杆	经营杠杆	净负债率	经营负债 占比
万科A	2017/11/13	52.0%	72	12.5	19.0	45%	1.13	128.4%	44.0%	33.4%	11.5%	8.78	1.44	5.94	8.8%	80.5%
保利地产	2017/11/13	81.1%	84	9.0	14.1	47%	1.42	201.6%	38.4%	25.8%	10.7%	6.51	1.96	3.12	86.5%	62.0%
绿地控股	2017/12/20	45.1%	27	10.8	13.8	20%	1.68	95.4%	42.3%	25.4%	3.1%	13.57	4.32	7.79	206.0%	64.5%
新城控股	2017/10/31	120.0%	87	11.2	24.6	94%	0.60	366.2%	33.2%	99.7%	14.9%	8.90	1.86	5.78	63.3%	75.6%
招商蛇口	2017/11/06	51.7%	91	18.6	17.7	53%	1.46	179.6%	76.4%	27.5%	16.2%	4.87	1.51	2.05	58.4%	58.5%
阳光城	2017/11/10	68.5%	80	16.7	28.2	88%	1.38	311.8%	26.5%	67.6%	6.2%	11.14	6.13	3.62	251.9%	37.9%
泰禾集团	2017/11/24	157.4%	60	10.6	27.4	152%	1.40	221.0%	74.8%	24.4%	8.7%	12.82	8.41	2.84	473.4%	25.3%
金地集团	2017/11/13	55.9%	64	7.4	11.5	40%	0.60	170.2%	47.2%	8.6%	18.2%	5.10	1.30	2.38	43.8%	64.8%
金科股份	2017/12/07	22.1%	112	18.1	16.1	97%	1.70	147.7%	53.1%	43.7%	5.8%	7.96	3.50	3.42	218.2%	50.0%
蓝光发展	2017/11/13	63.1%	64	13.9	22.7	93%	1.08	126.0%	35.6%	52.5%	5.6%	6.55	2.39	3.16	91.5%	60.3%
荣盛发展	2017/12/05	63.7%	55	7.7	12.7	33%	1.76	207.3%	32.0%	38.9%	14.9%	6.97	2.18	3.72	123.7%	63.1%
首开股份	2017/12/28	20.5%	26	14.7	17.7	10%	2.05	135.0%	74.9%	24.3%	6.4%	8.08	3.72	3.06	175.4%	47.1%
龙头平均		66.8%	69	12.6	18.8	64.3%	1.35	190.8%	48.2%	39.3%	10.2%	8.44	3.23	3.91	150.1%	57.5%
一线龙头平均		74.6%	68	10.9	17.9	51.8%	1.21	197.9%	39.5%	46.1%	10.1%	9.44	2.39	5.66	91.1%	70.7%
二线龙头平均		62.9%	69	13.5	19.2	70.6%	1.43	187.3%	52.6%	35.9%	10.2%	7.93	3.64	3.03	179.5%	50.9%

数据来源: 公司年报, 公司经营公告, Wind, 广发证券发展研究中心

具体来看, 在18年初板块系统性上涨的过程中, 以泰禾集团、新城控股为代表的房企由于销售规模高增长, 估值相对偏低, 实现了较大幅度的股价增长, 取得了

较为显著的超额收益，阳光城、蓝光发展等公司具有类似特质的公司表现同样相对较强。与此相对，金科股份虽销售规模增速仅次于泰禾集团，但由于估值显著偏高，在区间内股价涨幅相对较小，而首开股份则由于增速较缓而估值偏高，区间内股价表现偏弱。

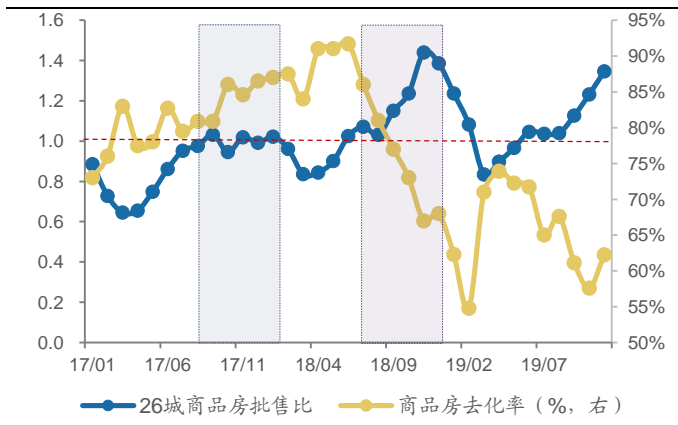
图76: 17年末至18年初龙头房企销售增速、PE及股价涨跌幅三维图



数据来源: 公司年报, 公司经营公告, Wind, 广发证券发展研究中心

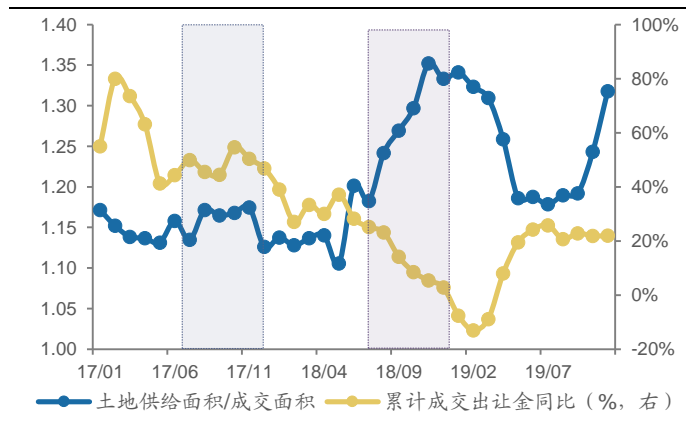
然而值得注意的是, 17年末虽商品房销售面积增速转负, 投资增速下降, 但从市场景气度来看, 17年末商品房批售比仍在荣枯线附近波动, 去化率也维持在80%以上的高位, 土地市场景气度也相对较高, 市场没有景气度下行的趋势。商品房销售面积增速在转负2个月后迅速回正, 投资增速也在18年初触底上行, 政策并未如期放松。因此从整体来看, 申万房地产板块于17年12月见底, 18年2月开始回落, 上涨周期仅一个月, 涨幅13.6%, 地产板块估值也在18年初短期冲高后持续下行。

图77: 17、18年成交端景气度指标



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

图78: 17、18年土地端景气度指标

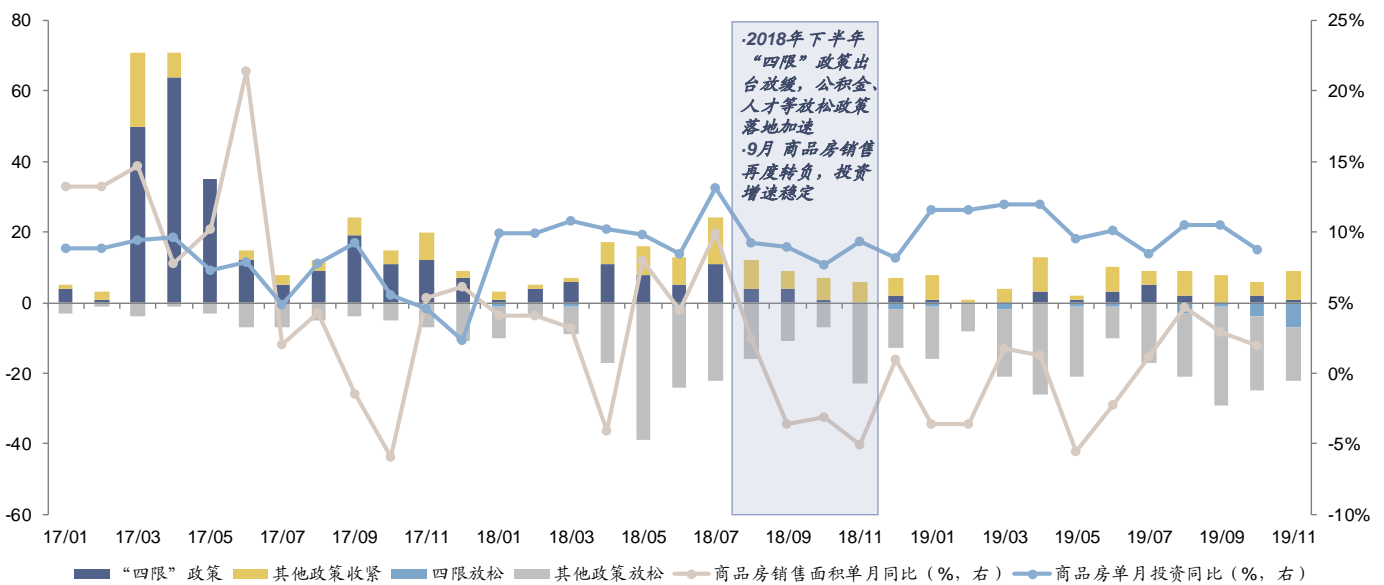


数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

至18年下半年，整体房地产市场景气度下行，商品房去化率连续5个月下降，批售比在11月一度走高至1.35，而土地市场供销比也持续上行，出让金同比增速下降并于19年初转负。成交量方面，商品房销售面积同比于18年9月再度转负并持续下滑，景气度下行速度较快，市场再度出现政策调整预期。18年下半年公积金放松、人才落户等改善政策再次密集落地，且频次远超17年末，因此房地产板块估值在18年10月再次触底回升，走出一波系统性行情。

由于18年下半年市场景气度真实下行，政策及基本面调整预期更为强烈。从整体来看，申万房地产板块18年10月触底，19年3月达到阶段高点，连续上涨5个月，涨幅达到32.1%，无论是上行时间还是上涨幅度都远超18年初。而从公司层面来看，由于18年末的市场景气度更低，板块行情更具一致性，除泰禾集团外，12家A股重点房企几乎同时在10月18日前后与板块同时达到底部，上行时间区间也较为接近。

图79：18年末政策面改善，销售面积增速转负并持续下行



数据来源：国家统计局，Wind，各地方政府网站，广发证券发展研究中心

备注：左轴表示当月该类型政策放松频次

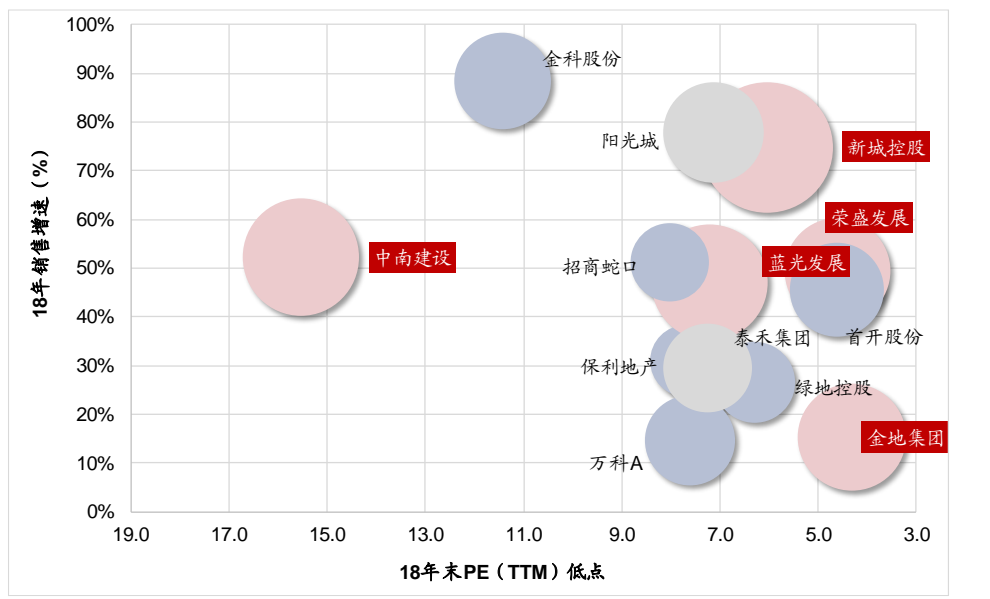
具体来看，如同此前多次验证的经验，销售高增长及低估值仍是19年初寻找房企alpha的重要参考标准。19年初，新城控股、阳光城房企等由于高增长、低估值实现领涨，股价涨幅居前。金地集团虽然销售规模增速较缓，但估值较其他龙头房企具有绝对优势，因此本轮行情中也实现了91.3%的较高涨幅，而中南建设虽然估值较高，但近年来销售规模增速较快且业绩增速远超平均水平，在本轮行情中也取得了仅次于新城控股的涨幅水平。

图80: 18年末至19年初龙头房企行情、经营、盈利、杠杆、分红能力一览

公司名称	行情表现			估值指标		销售能力指标		拿地指标		盈利能力指标		杠杆能力指标				
	低点出现时间	上涨幅度	上涨时间	18年末PE 低点	19年初PE 高点	18年销售 增速	存货/销 售规模	拿地力度	拿地质量	18年归母 净利润增速	18年归母 净利率	杠杆乘数	财务杠杆	经营杠杆	净负债率 (%)	有息负债 占比 (%)
万科A	2018/10/18	62.6%	173	7.6	11.2	15%	1.24	115.9%	50.2%	20.4%	11.3%	9.81	1.59	6.71	25.0%	19.1%
保利地产	2018/10/18	40.0%	173	7.7	9.4	31%	1.17	112.6%	44.4%	21.0%	9.7%	6.94	2.22	3.25	80.6%	39.9%
绿地控股	2018/10/18	50.9%	173	6.3	8.5	26%	1.54	132.4%	20.4%	25.9%	3.3%	14.79	3.85	9.41	171.8%	28.9%
新城控股	2018/10/16	134.6%	175	6.0	10.0	75%	0.66	263.4%	19.3%	74.0%	19.4%	10.83	2.11	7.08	35.3%	22.7%
蓝光发展	2018/10/16	105.8%	175	7.2	11.4	47%	1.06	140.4%	51.5%	62.8%	7.2%	9.57	3.62	4.49	102.7%	42.8%
阳光城	2018/10/18	78.4%	152	7.1	11.7	78%	0.87	107.6%	34.5%	46.4%	5.3%	11.46	5.11	4.79	181.5%	50.5%
中南建设	2018/10/18	106.2%	174	15.5	26.2	52%	0.92	139.4%	31.9%	263.9%	5.5%	13.55	3.33	9.09	191.5%	26.8%
泰禾集团	2019/01/30	60.8%	62	7.2	11.6	29%	1.33			20.3%	8.2%	13.17	7.45	3.99	384.6%	65.1%
金地集团	2018/10/18	91.3%	173	4.3	6.8	15%	0.69	122.1%	41.9%	18.4%	16.0%	5.99	1.63	2.93	48.0%	35.8%
金科股份	2018/10/11	72.8%	180	11.4	11.3	89%	1.35	153.1%	49.4%	93.8%	9.4%	9.95	3.59	4.81	136.5%	42.2%
招商蛇口	2018/10/11	48.5%	180	8.0	12.4	51%	1.24	164.0%	45.6%	24.7%	17.3%	5.58	1.63	2.61	45.0%	37.0%
荣盛发展	2018/10/16	86.7%	175	4.6	7.2	50%	1.35	79.7%	19.6%	31.3%	13.4%	6.78	1.86	3.84	87.9%	32.6%
首开股份	2018/10/16	69.5%	177	4.6	8.5	46%	1.63	76.1%	92.8%	34.0%	8.0%	9.43	4.11	3.85	160.7%	50.0%
龙头		74.6%	162	7.3	10.4	45.6%	1.11	145.7%	39.7%	40.8%	10.7%	9.81	3.28	5.01	121.1%	38.4%
一线龙头		72.0%	174	6.9	9.8	36.7%	1.15	156.1%	33.6%	35.3%	10.9%	10.59	2.44	6.61	78.1%	27.7%
二线龙头		76.3%	154	7.6	10.9	51.6%	1.09	137.4%	44.6%	44.4%	10.6%	9.29	3.84	3.94	149.7%	45.6%

数据来源: 公司年报, 公司经营公告, Wind, 广发证券发展研究中心

图81: 18年末至19年初龙头房企销售增速、PE及股价涨跌幅三维图



数据来源: 公司年报, 公司经营公告, Wind, 广发证券发展研究中心;

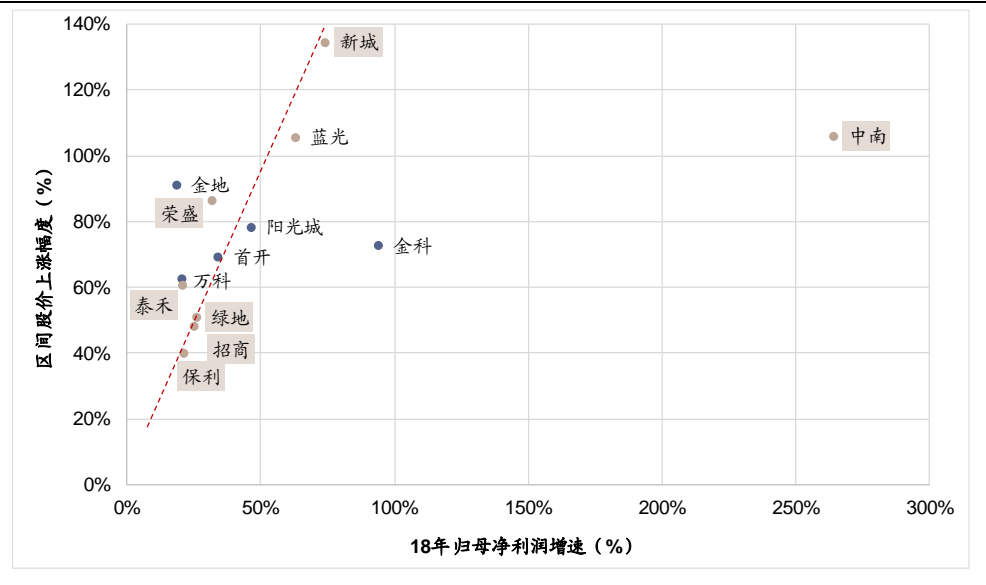
注: 图中圈的大小代表区间内股价涨幅

此外值得注意的是, 由于越来越多的房地产公司选择在年初发布业绩预增/业绩快报, 因此19年初的行情中股价涨幅与业绩增速也表现出更强的相关性。蓝光发展、荣盛发展等公司虽然规模增速表现仅为中等水平, 但其在19年1月发布的业绩预增/业绩快报中所披露18年归母净利润增速亮眼, 一定程度上也推高股价涨幅。

19年3月起, 地产行业景气度回升, 商品房批售比及土地市场供销比下行, 土地出让金增速底部回升, 商品房成交量转正上行。4月, 央行及国务院领导多次提出“货币政策松紧适度, 不搞‘大水漫灌’”, 市场政策预期边际收紧, 板块及龙

头房企估值达到区间高位后开始回落。

图82: 主流房企股价涨幅与业绩增速关系



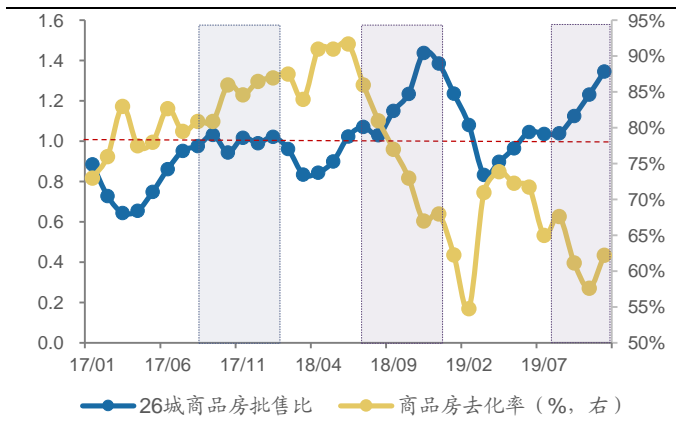
数据来源: 公司年报, 公司业绩预报, Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 新城、荣盛、泰禾、绿地、招商、保利及中南在19年初发布了18年业绩预报

板块估值仍处历史低位, 推荐高增长低估值的龙头房企

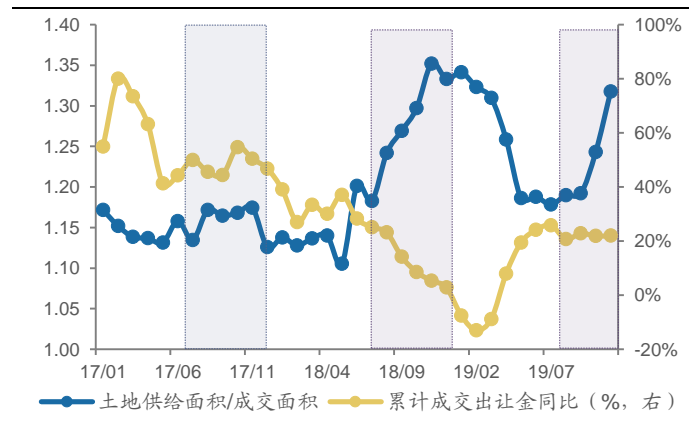
当前阶段商品房批售比及土地供销比上行, 去化率下行, 多地出现放松调整类政策, 市场基本面整体表现与17年末不同, 较18年末更为接近。不同的是, 本轮地方政策调整中包括相当频次的“四限”类政策, 调整力度较18年末更大。如前文政策面判断部分所述, 随着市场景气度进一步下行, 2020年一二季度政策环境宽松, 板块估值有望再次走出系统性行情。

图83: 当前成交市场景气度



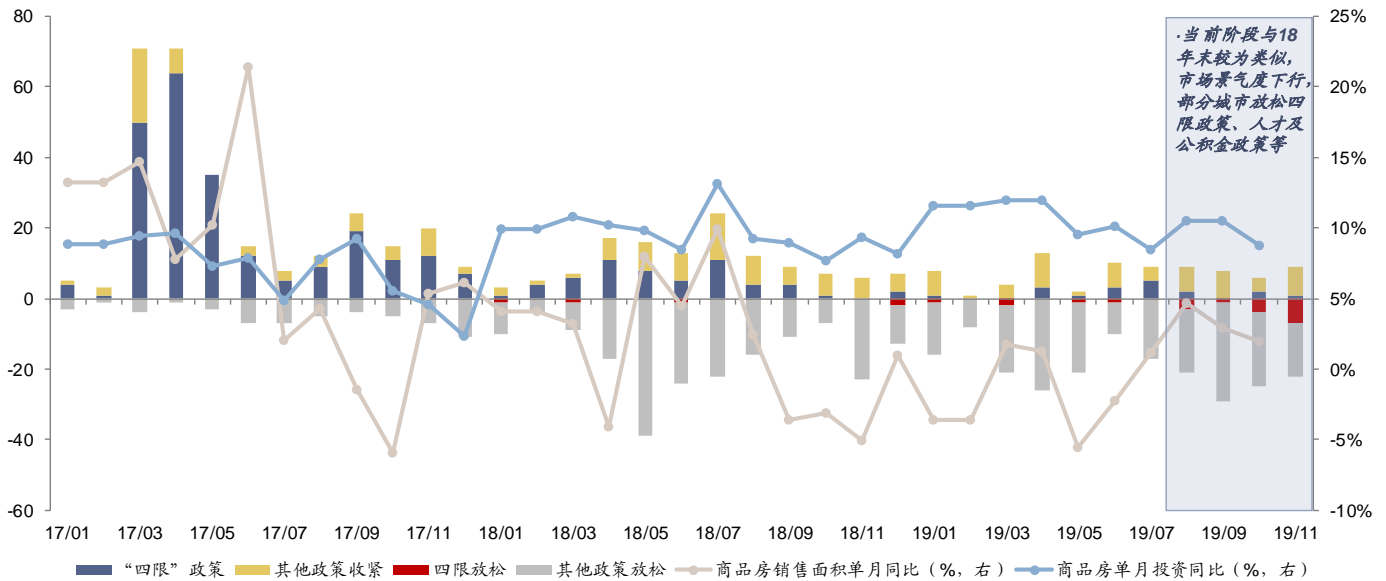
数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

图84: 当前土地市场景气度



数据来源: 中指院, 广发证券发展研究中心

图85: 当前政策面改善, 部分四限政策放松, 基本面持稳

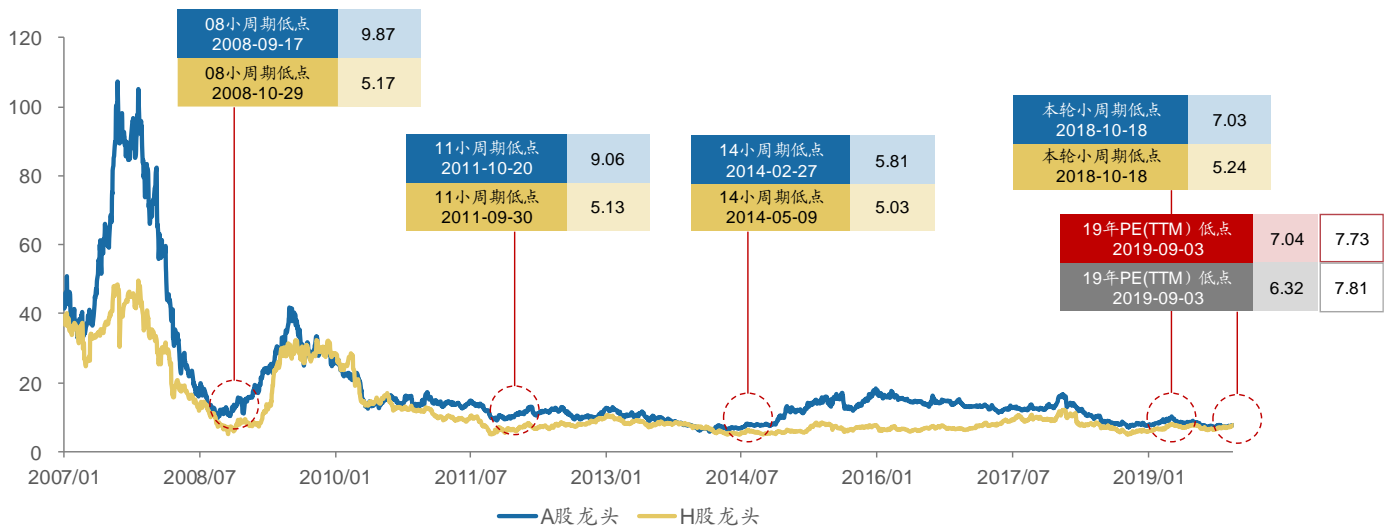


数据来源: 国家统计局, Wind, 各地方政府网站, 广发证券发展研究中心

备注: 左轴表示当月该类型政策放松频次

从当前整体估值水平来看, 19年A股PE (TTM) 估值低点为7.04x, 出现在9月初, 仅高于14年小周期低点, 较18年最低点基本持平, 截至19年12月13日, 主流房企对应PE (TTM) 为7.73, 仍处于历史低位。行业政策段的边际调整或一定程度上由于板块PE修复, 建议继续加大地产板块配置。

图86: 2007年至今龙头房企PE (TTM) 低点、变动情况及当前位置



数据来源: 公司公告, Wind, 广发证券发展研究中心

从公司层面来看, 截至19年末龙头房企整体在手已售未结资源充足, 未来结算

业绩增速有支撑，有望带动市值稳定增长。在个股选择方面，综合销售成长性（经营能力）、业绩成长性（盈利能力）及当前估值位置，建议关注20年销售增长确定性较强的个股。

一线A股龙头推荐：万科A、金地集团、招商蛇口，二线A股龙头推荐：中南建设、华发股份、阳光城、荣盛发展、蓝光发展，H股龙头推荐：融创中国、万科企业、旭辉控股集团，H股龙头关注：中国金茂、中国海外发展、合景泰富集团等，子领域推荐：中国国贸、新湖中宝和光大嘉宝。

表22：主流房企估值情况

公司	类型 分类	PE				PB*	销售对应 PE		PS		NAV	NAV 折价率
		18A	19E	20E	21E		18A	19E	18A	19E		
万科A	龙头开发	9.42	7.85	6.82	6.11	2.04	5.44	5.16	0.52	0.50	4313	-26.2%
招商蛇口	主流开发	9.91	8.34	7.43	6.69	2.19	6.74	5.75	0.89	0.76	1889	-20.0%
绿地控股	主流开发	7.24	5.67	4.61	3.77	1.21	3.78	3.25	0.21	0.18	1665	-50.5%
华夏幸福	主流开发	7.06	5.60	4.57	3.80	2.39	5.88	5.46	0.68	0.63	633	30.9%
新城控股	主流开发	7.97	5.72	4.95	4.49	3.49	5.02	4.11	0.38	0.31	750	11.5%
华侨城A	主流开发	5.65	5.46	5.12	3.32	1.01	8.29	8.06	1.12	1.09	1214	-50.7%
金地集团	主流开发	7.21	5.83	5.00	4.33	1.48	5.32	4.32	0.36	0.29	911	-35.9%
荣盛发展	主流开发	5.35	4.14	3.77	3.61	1.21	3.06	2.59	0.40	0.34	785	-48.5%
金科股份	主流开发	10.44	7.63	6.33	5.14	1.93	6.00	4.75	0.34	0.27	489	-17.1%
中南建设	主流开发	15.79	8.24	4.81	3.64	2.00	3.29	2.41	0.24	0.17	508	-31.8%
阳光城	主流开发	10.47	8.34	5.98	4.68	1.77	2.05	1.86	0.19	0.18	612	-48.4%
首开股份	主流开发	6.33	5.33	4.65	3.98	0.87	4.77	4.75	0.20	0.20	431	-53.5%
蓝光发展	主流开发	9.43	6.31	4.10	3.09	1.73	3.39	2.42	0.25	0.17	287	-26.9%
泰禾集团	主流开发	5.60	4.61	3.77	3.13	0.83	1.43	1.24	0.11	0.10	493	-71.0%
华发股份	主流开发	7.35	5.65	4.17	3.29	1.43	2.83	2.06	0.29	0.21	384	-56.3%
A股房企平均		8.45	6.40	5.15	4.27	1.70	4.55	3.92	0.41	0.36	1121	-0.33
融创中国	龙头开发	10.42	7.41	5.59	4.90	2.91	3.54	2.97	0.37	0.31	3614	-52.2%
碧桂园	龙头开发	6.71	5.56	4.76	4.22	1.68	2.45	2.37	0.31	0.30	4176	-44.3%
中国恒大	龙头开发	6.84	7.58	6.86	6.13	3.08	5.96	5.48	0.46	0.43	3197	-20.0%
旭辉控股集团	主流开发	8.26	6.32	5.07	4.10	2.05	4.47	3.58	0.29	0.24	736	-39.3%
龙湖集团	主流开发	11.25	9.68	8.00	6.74	2.82	7.82	7.13	0.91	0.83	1830	-0.2%
中国海外发展	主流开发	7.31	6.38	5.66	5.26	1.21	5.89	4.74	1.13	0.91	4970	-42.2%
华润置地	主流开发	9.95	8.95	7.66	6.52	2.22	9.29	8.09	1.15	1.00	2031	18.8%
世茂房地产	主流开发	9.76	7.47	6.08	5.31	2.16	5.39	4.52	0.49	0.41	1222	-29.5%
中国金茂	主流开发	11.61	8.53	6.63	5.29	1.48	6.30	5.37	0.47	0.40	1208	-50.0%
雅居乐集团	主流开发	5.46	4.76	4.46	3.79	1.21	3.71	3.37	0.38	0.34	859	-54.7%
远洋集团	主流开发	5.78	5.52	4.49	3.97	0.48	4.45	3.48	0.19	0.15	741	-72.1%
融信中国	主流开发	7.34	5.08	3.37	2.79	1.52	2.83	2.46	0.13	0.11	367	-57.0%
龙光地产	主流开发	7.46	5.80	4.71	3.87	3.58	5.83	4.92	0.84	0.71	1036	-41.6%
合景泰富集团	主流开发	7.27	4.95	4.32	3.58	1.28	5.81	4.48	0.45	0.35	550	-46.6%

港股平均		8.24	6.71	5.55	4.75	1.98	5.27	4.50	0.54	0.46	1896	-37.9%
------	--	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	--------

数据来源：公司年报，公司经营公告，Wind，广发证券发展研究中心

备注：NAV 单位为亿人民币

风险提示

三四线城市需求出现断崖式下滑，政策调整应对不及时，行业政策调控力度加大，流动性改善不及预期，重点城市供给改善不及预期，三四线成交热度快速下行，库存累积快于预期，房企融资持续收紧。

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

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

法律主体声明

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

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

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

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

重要声明

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

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

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

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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