



强于大市

地产行业 2020 年度策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
万科 A	000002.SZ	买入	30.31
保利地产	600048.SH	买入	15.86
绿地控股	600606.SH	买入	6.86
招商蛇口	001979.SZ	买入	19.85
新城控股	601155.SH	买入	27.93
华夏幸福	600340.SH	买入	9.37
荣盛发展	002146.SZ	买入	7.49
华侨城 A	000069.SZ	买入	4.41
我爱我家	000560.SZ	增持	8.09
金融街	000402.SZ	未有评级	4.02
光大嘉宝	600622.SH	未有评级	8.25
华发股份	600325.SH	未有评级	9.55
中南建设	000961.SZ	未有评级	7.47
金科股份	000656.SZ	未有评级	7.89
阳光城	000671.SZ	未有评级	30.31

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 12 月 18 日当地货币收市价为标准

稳健前行分化延续，关注多元化机会

我们判断 2020 年房地产行业调控政策难紧趋松，因城施策深化落地，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化，销售及投资下行压力加大，弱市下龙头强者恒强。我们认为 2020 年下半年的地产板块看点在于：1) 调控政策难紧趋松，因城施策深化落地；2) 一二线需求持续释放，棚改力度或超预期；3) 投资增速预计回落，竣工反弹可持续；4) 行业集中度持续提升，龙头房企销售高增锁定业绩，迎估值切换。我们维持板块强于大市评级，建议积极关注政策及融资环境变化。

支撑评级的要点

- 政策端：调控政策难紧趋松，因城施策深化落地。**2020 年在以“确保经济平稳运行”为主基调的宏观政策下，“房住不炒”及长效机制的深化落地仍为政策主线，保持“稳地价、稳房价、稳预期”的目标不动摇；但在经济、投资及财政等多方面增速下滑的压力下，“一城一策”被给予更大肯定，将与“房住不炒”相辅相成，成为长期房地产调控的导向政策。伴随城镇化进程推进，结构性分化会愈加显著，户籍政策放松推动人口流动性，推出人才新政的城市获得发展先机。人口流向大城市及以大城市为中心的都市圈进程仍处于起步阶段，日后城镇化率的提升速度随将放缓，但人口向都市圈聚集，大城市化率的提升空间仍很大。
- 销售端：一二线需求持续释放，棚改力度或超预期。**2019 年以来，全国楼市降温明显，多月销售面积同比负增长。三季度以来，伴随房企加快推盘，以及部分城市调控政策结构性松绑，销售企稳回升，前 10 月累计销售面积增速 0.1%，年内首次回正。展望 2020 年，我们认为 1) 由于房企以价换量、加速推盘的边际作用递减，20 年全年销售面积将同比下降；2) 棚改力度或超预期，三四线成交韧性强劲；3) 一二线城市需求持续释放叠加预期改善，成交改善持续性较强，20 年仍将优于大市；4) 结构上看，龙头房企有拿地及融资等多重优势，行业集中度将进一步提升。
- 供给端：投资增速预计回落，竣工反弹可持续。**2019 年房地产开发投资仍维持高位，但在年中见顶回落，预计伴随新开工及拿地增速放缓，整体投资增速缓慢下降趋势仍将持续。值得注意的是，10 月竣工面积同比上升 19.2%，创三年来新高，符合我们前期对于竣工回暖的判断。展望 2020 年，考虑到 19 年拿地减少导致新开工、施工增速下滑，土地购置费预计下降等因素，我们预计 2020 年投资额增速下降至 6%。
- 公司端：行业集中度提升逻辑不变，积极推荐龙头。**今年 TOP 30 房企的销售规模占比已过半，随着行业整合进入深水区，我们认为龙头房企的市占率将进一步提升。从估值来看，当前地产板块整体无论绝对估值还是相对估值均处于历史低位，业绩保障度创十年新高，预计 2020 年板块持仓比例将提升。

重点推荐

- 龙头房企：推荐万科 A、保利地产、招商蛇口；
- 区域房企：推荐华夏幸福、荣盛发展，关注华发股份、金科股份；
- 高成长性企业：推荐我爱我家、关注阳光城、中南建设。

评级面临的主要风险

- 行业调控政策及融资政策超预期收紧。
- 部分房企经营风险。

相关研究报告

《房地产 2019 年年度策略：穿越寒冬，静待花开》20190104

《房地产 2018 年中期策略：博弈资金环境，龙头强者恒强》20180629

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010002



目录

政策端：调控政策难紧趋松，因城施策深化落地	6
1、经济下行压力加大，地产政策难紧趋松	6
2、因城施策持续落地，地方小幅宽松可期	8
3、城镇化进程推进，户籍政策放松利于人口流动	10
销售端：一二线需求持续释放，棚改力度或超预期	13
1、销售下行压力加大，2020 年预计负增长	13
2、一二线成交需求持续释放，20 年继续优于大市	13
3、三四线销售或将平缓下滑，棚改计划 20 年超预期	14
4、按揭贷款增幅显著，利率预计稳中有降	16
供给端：投资增速预计回落，竣工反弹可持续	18
1、开施工高位回落，竣工反弹持续性强	18
2、库存去化速度减慢，总量逐步回升	18
3、土地市场量价双回落，成交聚焦仍一二线	20
4、房企到位资金增速回升，融资成本大幅改善	23
2020 年预测：销售面积同比-2%，销售金额同比 5%，投资同比增长 6%	25
公司篇：行业集中度提升逻辑不变，积极推荐龙头	27
1、龙头规模扩张，集中度持续提升	27
2、板块估值历史低位，修复预期增强	28
3、房企现金流改善，投资回暖杠杆可控	28
4、收入增速持续回升，龙头房企优势凸显	29
5、毛利率高位回落，稀缺资源优势凸显	30
6、行业观点：关注政策及融资环境变化	31
风险提示	33



图表目录

图表 1. GDP 增速下行	6
图表 2. PPI 持续下行并连续 5 个月为负	6
图表 3. 固定资产投资增速持续下行	7
图表 4. 公共财政支出与收入增速差扩大	7
图表 5. 房地产业对 GDP 增长的贡献和拉动	7
图表 6. 土地出让收入占比地方财政处于高位	7
图表 7. 十八届、十九届中共中央政治局会议中央房地产政策表述	8
图表 8. 2019 年 4 季度各地“因城施策”政策一览	9
图表 9. 世界主要国家城镇化率水平	10
图表 10. 2018 年中国及东亚地区大都市分布图	10
图表 11. 部分城市 2018 年常住人口与户籍人口数	10
图表 12. 部分城市常住人口增长率	10
图表 13. 2019 年新型城镇化建设重点任务关于都市圈的要点	11
图表 14. 24 个人口 1000 万以上大都市圈按经济实力分类	12
图表 15. 24 个千万级都市圈分布	12
图表 16. 都市圈核心城市 2011 年起常住人口增长率	12
图表 17. 商品房竣工面积及销售面积	13
图表 18. 商品房销售额和均价走势	13
图表 19. 2013-2019 年一线城市 1-10 月累计成交量	14
图表 20. 一线城市成交增速领跑全国	14
图表 21. 2013-2019 年棚改货币化安置计划与完成情况	15
图表 22. 棚改完成数量与货币化安置比例	15
图表 23. 抵押补充贷款 (PSL) 累计新增规模增速	15
图表 24. PSL 期末余额与每月新增额	15
图表 25. 地方政府棚改资金来源	15
图表 26. 截至 2019 年 5 月人民币和居民贷款增速和余额	16
图表 27. 居民中长期和非金融企业新增贷款额	16
图表 28. 居民中长期和短期新增贷款增速	16
图表 29. 新增居民贷款总额及增速	16
图表 30. 新增居民贷款和房企个人按揭贷款增速	16
图表 31. 重点城市平均房贷利率统计	17
图表 32. 重点城市首套房平均房贷利率	17
图表 33. 市场长短端资金利率一览	17



图表 34. 商品房地产开发投资额及增速.....	18
图表 35. 商品房新开工和施工面积及增速.....	18
图表 36. 商品房待售面积及同比增速.....	19
图表 37. 住宅待售面积及同比增速.....	19
图表 38. 重点城市库存去化水平.....	19
图表 39. 十大城市 3 个月移动平均去化月数.....	20
图表 40. 全国购置土地面积累计增速.....	20
图表 41. 全国土地成交价款累计增速.....	20
图表 42. 百城土地供应和成交面积.....	21
图表 43. 百城住宅用地供应和成交面积.....	21
图表 44. 百城住宅用地供应量增速.....	21
图表 45. 百城住宅用地成交量增速.....	21
图表 46. 百城土地用地供应和成交价款.....	22
图表 47. 百城住宅用地供应和成交价款.....	22
图表 48. 百城土地成交溢价率.....	22
图表 49. 各线城市土地成交溢价率.....	22
图表 50. 百城土地成交总价增速.....	23
图表 51. 百城住宅用地成交总价增速.....	23
图表 52. 本月房地产企业到位开发资金来源统计.....	23
图表 53. 房地产企业资金来源构成.....	23
图表 54. 房地产投资增速和房企开发资金来源.....	23
图表 55. 2019 年以来房地产行业融资收紧政策.....	24
图表 56. 部分房企 2019H2 债券发行情况.....	25
图表 57. 房企国内贷款增速和房地产投资增速.....	25
图表 58. 房企自筹资金增速和房地产投资增速.....	25
图表 59. 房企定金及预付款和房地产销售增速.....	25
图表 60. 房企个人按揭款增速和房地产销售增速.....	25
图表 61. 房地产行业数据与同比增速预测.....	26
图表 62. 2018-19 年前 10 月 TOP10 房企销售额及销售增速.....	27
图表 63. 2018-19 年前 10 月 TOP10-20 房企销售额及销售增速.....	27
图表 64. 2019 年前 10 月房企销售操盘金额集中度.....	28
图表 65. 房地产板块与大盘市盈率之比.....	28
图表 66. 房地产板块与大盘市净率之比.....	28
图表 67. 2015-18 板块购买商品及劳务现金流出累计同比.....	29
图表 68. 2015-2018 房地产板块净负债率水平.....	29



图表 69. 2016-2018Q3 房地产板块收入增长率.....	30
图表 70. 2016-2018Q3 房地产板块净利润增长率	30
图表 71. 2016-2018Q1 房地产板块毛利率水平变化	30
图表 72. 2016-2018Q1 房地产板块净利率水平.....	30
附录图表 73. 报告中提及上市公司估值表	34

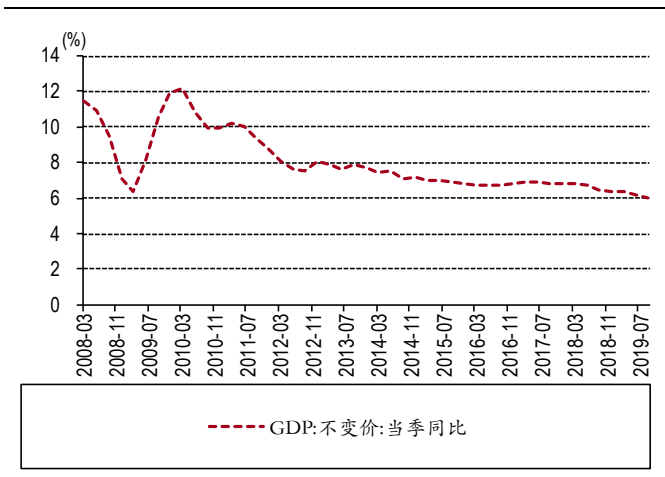
政策端：调控政策难紧趋松，因城施策深化落地

1、经济下行压力加大，地产政策难紧趋松

我们认为 2020 年在以“确保经济平稳运行”为主基调的宏观政策下，“房住不炒”及长效机制的深化落地仍为地产政策主线，保持“稳地价、稳房价、稳预期”的目标不动摇。但在经济、投资及财政等多方面增速下滑的压力下，“一城一策”指导下适度松绑需求端政策的城市数量逐渐增多。纵观全国，政策大幅全面放松的可能性较低，但结构性、区域性的改善是大概率事件。

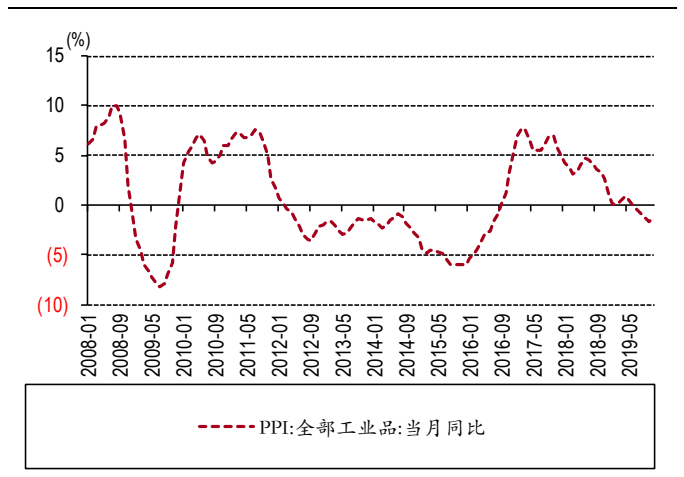
一方面，目前我国经济下行压力加大：2019 年前三季度，中国 GDP 增速累计同比降至 6.2%，Q3 单季度降至 6.0%、创近年来新低。同时，基建、制造业投资增速仍在低位，拖累固定资产投资增速走低，于 7 月转负后降幅持续扩大；PPI 同比自 2019 年 7 月起连续 5 个月为负，陷入技术性通缩。我们认为固定资产，包括地产投资后续或将阶段性下行，2020 年实体经济预计将持续承压。

图表 1. GDP 增速下行



资料来源：国家统计局，中银国际证券

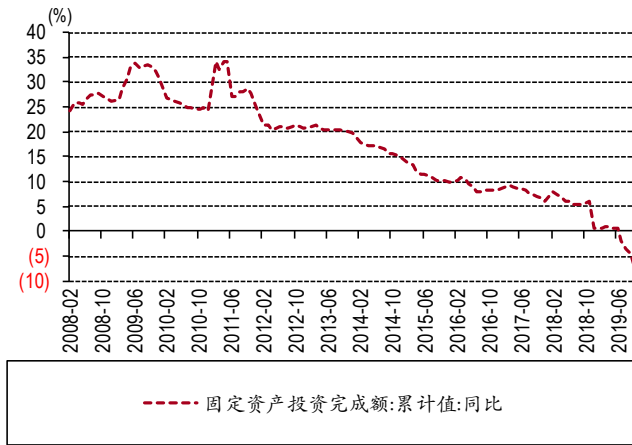
图表 2. PPI 持续下行并连续 5 个月为负



资料来源：国家统计局，中银国际证券

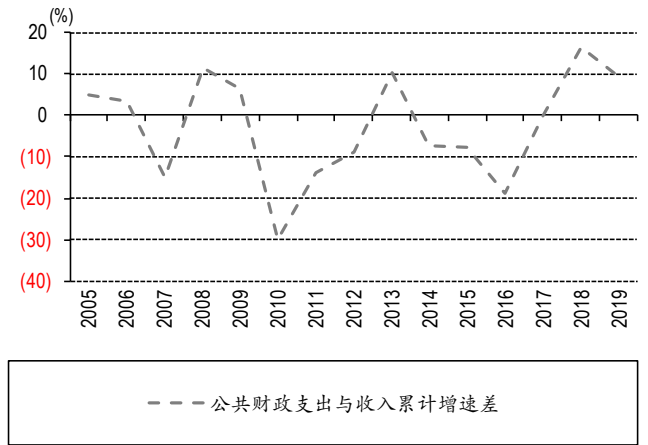
另一方面，近期财政压力逐步加大，并再次临近风险位置。2019 年前 9 月，全国财政支出与收入累计增速差扩大至 9.6 个百分点。近几次走阔时期分别在 2008、2013 和 2018 年，对应剪刀差分别为 11.3、10.1 和 16.4 个百分点，2019 年随较 18 年有所回落，但仍处于较高的风险位置；并且相应时间段范围内都伴随着政策的放松，如 2008-09 年降息以及 4 万亿财政刺激、2012 年降息、2018 年降准等货币政策放松，同时上述年份前后也均伴随着行业调控政策的放松，以上均显示了财政压力会导致政策取向转变。

图表 3. 固定资产投资增速持续下行



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 4. 公共财政支出与收入增速差扩大



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

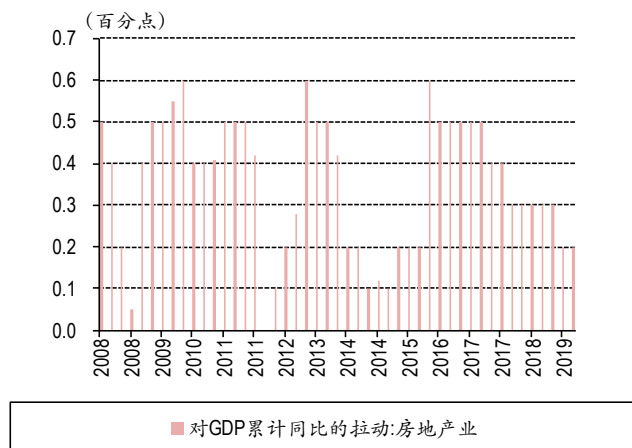
与此同时, 不可忽视的是房地产行业对于经济增长的贡献及拉动, 及对财政的支撑作用。

经济方面, 2019 年前三季度, 房地产拉动 GDP 增长 0.2 个百分点, 考虑上下游产业链及对于汽车、家电等消费的带动, 对于经济的贡献占比将更高, 是确保经济平稳运行中不可忽视的一环。

财政方面, 2018 年土地出让收入占比地方财政收入及地方基金性收入高达 38.5%, 同比上涨 3.5 个百分点。2019 年前 9 月地方政府土地出让收入超过 4.5 万亿, 占比地方财政及基金性收入 35.0%, 地方政府土地财政依赖度仍然较高。

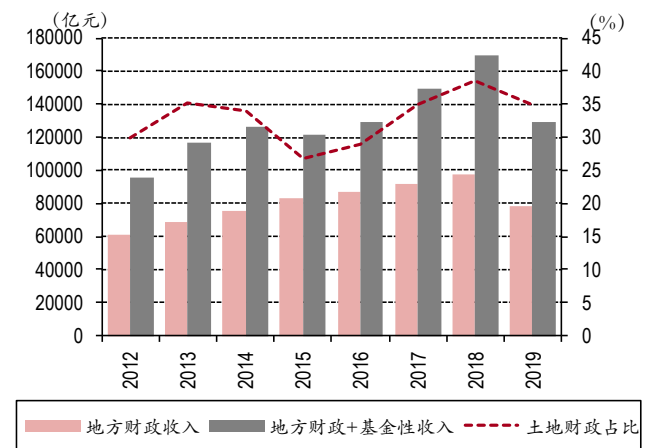
因而, 本轮周期中中央调控思路仍然清晰, 政策放松程度可能较以往周期有所不同; 但是迫于目前的经济压力和财政压力下, 我们预计 2020 年虽然对于房地产行业调控政策大幅放松可能性较低, 但一定程度、或结构性偏松也可能是大概率事件。

图表 5. 房地产业对 GDP 增长的贡献和拉动



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 6. 土地出让收入占比地方财政处于高位



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

中央政策上, 2019 年以来中央对房地产坚持“房住不炒”, 并在 7 月政治局会议进一步提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”, 但随后在 12 月的中央经济工作会议上此表述未再出现。我们认为房住不炒的真实含义是让房地产市场回归正常居住属性, 对于过度炒作不支持, 对于合理的住房需求是支持的。



2019年12月中央经济工作会议还提出“全面落实因城施策，稳房价、稳地价、稳预期的长期管理调控机制”。2019年三季度以来，宏观经济下行压力较大，考虑到房地产对于经济增长及财政的支撑左右，政策逆周期调节力度加大。除了加强对于“一城一策、因城施策”的落实以外，货币政策也出现边际改善，9月实行全面降准及一年期LPR降息，11月进行MLF降息及五年期LPR下调5bps，直接影响房贷利率及购房需求。我们认为2020年房地产政策难紧趋松，将向“松紧对冲”过渡，总体行业环境改善。本轮周期政府调控思路较以往更加清晰化，政策延续性也更强。

图表7. 十八届、十九届中共中央政治局会议中央房地产政策表述

日期	政策表述	关键词
2017/4/26	要 加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制 。	长效机制
2017/7/25	确保供给侧结构性改革得到深化，推动经济结构调整取得实质性进展；确保守住不发生系统性金融风险的底线。要坚定不移深化供给侧结构性改革、深入推进“三去一降一补”，要 积极稳妥化解累积的地方政府债务风险 ，有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量。 要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制 。	长效机制
2017/12/9	要统筹规划，有序推进，确保打三大攻坚战。防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作取得积极成效。 加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制 。	长效机制
2018/4/23	中国经济周期性态势好转，但制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势更加错综复杂完成全年目标任务需要付出艰苦努力。要更加积极主动推进改革开放，深化国企改革，财税金融等改革，尽早落实已确定的重大开放举措。 要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展 ，及时跟进监督，消除隐患。	健康发展
2018/7/31	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序， 坚决遏制房价上涨 。加快建立促进房地产市场平稳健康发展的 长效机制 。	坚决遏制房价上涨、长效机制
2018/10/31	实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期工作，有效应对外部环境变化，确保经济平稳运行	未提及房地产
2018/12/13	坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推进高质量发展，坚持以结构性供给侧改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，加快建设现代化经济体系，继续打好三大攻坚战，着力激发微观主体活力，创新和完善宏观调控，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心，提高人民群众获得感、幸福感、安全感，保持经济持续健康发展和社会大局稳定，为全面建成小康社会收官打下决定性基础，以优异成绩庆祝中华人民共和国成立70周年。	未提及房地产
2019/4/19	要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措，注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。要把推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托，引导传统产业加快转型升级，做强做大新兴产业。要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制 。	房住不炒、因城施策、长效机制
2019/7/30	坚持 房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，落实房地产长效管理机制， 不将房地产作为短期刺激经济的手段 。	房住不炒、不作为短期刺激经济的手段

资料来源：万得，中银国际证券

2、因城施策持续落地，地方小幅宽松可期

2018年12月19-21日中央经济工作会议明确提出：2019年将“构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，因城施策，分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。”给予**因城施策**更大肯定，全国部分城市自2018年12月下旬起陆续对于调控政策进行局部调整。2019年以来，中央政治局会议等多次重要场合及文件再次强调因城施策，我们预计“因城施策”将与“房住不炒”相辅相成，成为长期房地产调控的导向政策。据统计，2018年12月以来，一年时间内已出台超过200条因城施策相关政策，方向有保有压，2019年四季度以来明显转向偏松方向，政策松绑城市逐渐从低能级城市向深圳、上海、成都、武汉等核心一二线城市传导。

图表 8. 2019 年 4 季度各地“因城施策”政策一览

日期	地区	政策内容
2019.10.8	宿州	凡宿州市内农业转移人口在主城区购买首套商品住房、办理不动产登记证并落户，对缴纳的契税给予全额财政补贴。
2019.10.9	扬州	住房公积金贷款最高限额从 35 万元恢复至 50 万元，住房公积金还贷能力系数由 0.3 上调至 0.5。
2019.10.10	深圳	住房用地供应需落实 2035 年前筹集建设各类住房 170 万套的任务，实现市场商品住房和三类公共住房套数 4:6 的供应结构要求。
2019.10.10	常德	大力引进产业精英人才、高学历人才、高级职称人才和高技能人才，分层次给予工作和生活补贴以及购房补贴。
2019.10.15	天津	对任职于来津非首都功能疏解项目企业 3 年及以上且在津缴纳社会保险的全日制本科及以上学历及以上在职职工（不受年龄限制）可以随项目来津工作落户。对承接北京非首都功能疏解的项目，户籍迁入本市的职工，按照本市户籍居民政策购房；对户籍暂未迁入本市的职工，其家庭在天津无住房的，可在本市购买住房 1 套，不再提供在津社会保险或个人所得税证明，所购住房需在取得不动产权证书满 3 年后方可上市转让。以上政策在天津滨海中关村科技园、宝坻中关村科技城试行一年。
2019.10.15	南京	拥有大专以上学历者，提供南京市居住证和学历证明即可在六合区开具购房证明并购房，不需要工作证明及累计缴纳两年社保或个税。
2019.10.15	三亚	全日制大专及以上学历者，在三亚实际工作满一年，且缴纳满一年社保及个税，即可在三亚市购买一套房产，取消了此前缴纳五年社保或个税方可购房的要求。
2019.10.18	三河 燕郊	凡燕郊中省直单位、高校、医院的员工或燕郊高新区名义引进的企业，在燕郊无住房的可以在燕郊购买一套新建商品住房；迁入北京城市副中心机关事业单位的干部及职工将实施“一定三限”。
2019.10.24	海南	基本取消海南省（除三沙外）落户限制，居民在落户地点无自有产权住房的，一律在其合法稳定住所所在的城镇社区集体户落户。
2019.10.27	郑州	放宽人才首次购房补贴发放范围，夫妻双方均符合条件的，从原有“标准就高、只享受一次”调整为按各自应享受的标准累计渠购房补贴。
2019.10.28	北京 通州	对贡献突出的企业，给予人才租赁住房等人才住房保障支持；对符合条件的优秀人才，给予医疗、子女入学、人才落户及工作居住证办理、出入境等便利；为外籍高层次人才提供优质生活配套服务。对亩均年产值 1 亿元以上的高精尖企业，优先保障用地需求，创新产业用地供应方式，在项目立项、规划、用地报批等方面开辟绿色通道。
2019.11.1	上海自贸区	上海自贸区临港新片区部分核心人才、特殊人才可直接落户，人员居转户年限缩短。
2019.11.6	北京昌平	昌平区未来科学城项目制定面向各层次人才的共有产权住房和公共租赁住房政策保障体系。未来三年计划建成约 3000 套共有产权住房、约 2000 套公共租赁住房，4 所名校办分校，构建职住平衡、产城融合的区域发展环境。
2019.11.7	澳门	豁免港澳居民在粤港澳大湾区内地城市购房所需的在本地居住、学习或工作年限证明，以及缴纳个人所得税及社保条件，港澳居民享有与内地居民同等的待遇。
2019.11.7	南京	全市可售商品房均可作为供应房源，同时采取整体筹集和按比例筹集相结合的方式，包括政府定向筹集的房源集中供应和市场优先供应的房源分批供应，按照“人才优先，过程公开”的原则，根据公示的销售方案，组织人才和其他购房人同步选房。
2019.11.9	广西	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。对新落户城镇的农村籍大学生实行“来去自由”的落户政策。
2019.11.11	深圳	享受“满两年免征增值税”优惠政策的普通住房认定标准调整为：同时满足小区容积率高于 1.0、单套建筑面积 144 平方米以下的住宅。原须满足的“实际成交价低于所在区域普通住房价格标准”的“价格线”被取消。
2019.11.20	上海自贸区	新片区针对在新片区工作并居住的各类人才实施居住证专项加分、缩短“居转户”年限、公益事业单位录用应届毕业生落户加分、管委会直接审批人才直接引进落户、重点机构紧缺急需人才直接引进落户、紧缺急需技能人才直接引进落户、高等级技能人才直接引进落户、特殊人才推荐落户等 8 方面优惠政策。建设“先租后售”公租房，实施人才租房补贴，可申请租赁人才公寓等 6 方面人才住房政策。
2019.11.21	清远	已结清的个人住房贷款记录不再纳入家庭已购房套数计算范围，已受理的公积金贷款申请仍按原政策执行
2019.11.22	广州	非户籍人士购房资格认定时，个税和社保缴纳记录可相互补足，取消了此前缴纳连续五年社保或个税方可购房的要求。
2019.11.24	云南	全日制普高、中专、技校毕业人员，留学归国人员以及具有初级以上专业技术职称或初级技工以上资格的人员，可以在实际居住的城镇地区先落户后择业。
2019.11.25	成都	天府新区成都直管区招商引资企业(机构)员工、行政企事业单位员工、引进(推荐)人才三类人员，购买直管区范围内的住房不受户籍、社保缴纳时限的限制。
2019.11.28	西安	在西安市住房限购区域范围内，选择货币补偿的房屋被征收人可在二年内以居民家庭为单位，按照“征收一套购买一套”的原则，持已网签备案的《西安市国有土地上房屋征收与补偿协议(货币补偿)》，购买新建商品住房或二手住房。
2019.11.29	佛山	在佛山工作、具有本科及以上学历或中级工及以上职业资格的人才，首套购房不受户籍和个税、社保缴存限制。认定为优粤佛山卡 A 卡、B 卡、C 卡、T 卡的人才，享受我市户籍人口购房政策。
2019.12.02	深圳	深汕合作区内家庭限购 2 套，限售 5 年，不计入深圳其他区限购。
2019.12.03	上海	推行“先租后让”试点，以增加土地供应。
2019.12.03	海南	取消二手房公积金贷款房产估价报告，落实差别化贷款利率。
2019.12.04	武汉	允许商业、帮贡等存量房改造为租赁住房。
2019.12.04	成都	有高新南区购房资格可跨区到天府新区和其他五城区购房。

未完待续

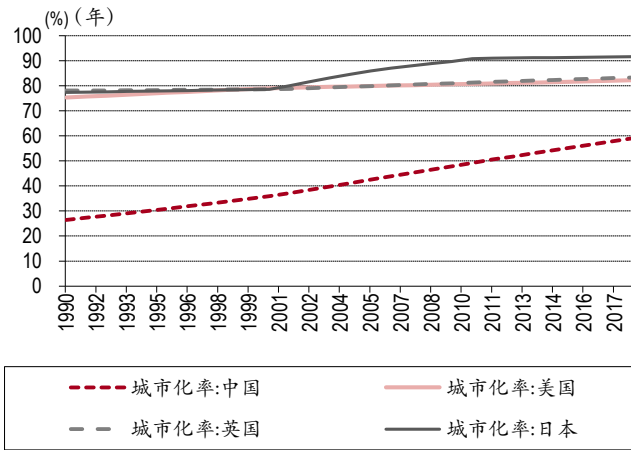
资料来源：相关政府网站，中银国际证券

3、城镇化进程推进，户籍政策放松利于人口流动

城镇化是国民经济和社会发展的重要组成部分，按照国际惯例，一个国家的城市化率达到 70%才能算完成了城市化。

2017 年，中国的城镇化率为 58.52%，距离 70%的红利节点还有 11%左右的余量。而美英日等国家的城镇化率均超过 80%，从这一点来看，中国的城镇化道路还有很大的发展空间。新增城镇人口的首要要求便是住房要求，新增人口对住房的要求及原有城镇居民对改善性住房的要求促使了房地产业的持续发展。

图表 9. 世界主要国家城镇化率水平



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 10. 2018 年中国及东亚地区大都市分布图

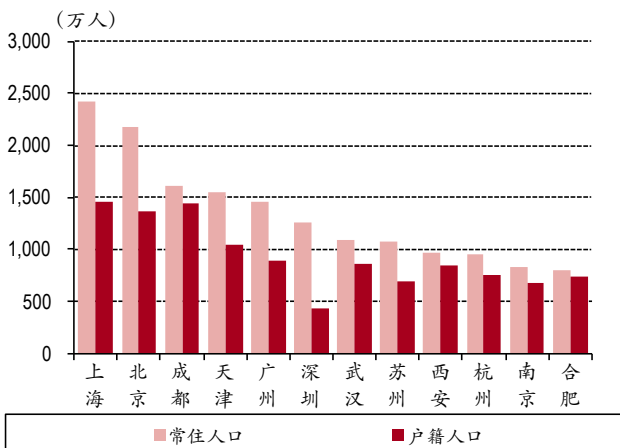


资料来源：布鲁金斯研究院，中银国际证券

人口从农村到城市、从小城市到大城市流动仍是城镇化的大势所趋，并进一步演化为都市圈的形成与巩固。在全国人口总量增速放缓的大背景下，人才的争夺将会愈发激烈，人口净流入的城市房价及长期经济发展将获得更强支撑，反之人口净流出城市则承受较大压力，城市间分化将愈发明显。

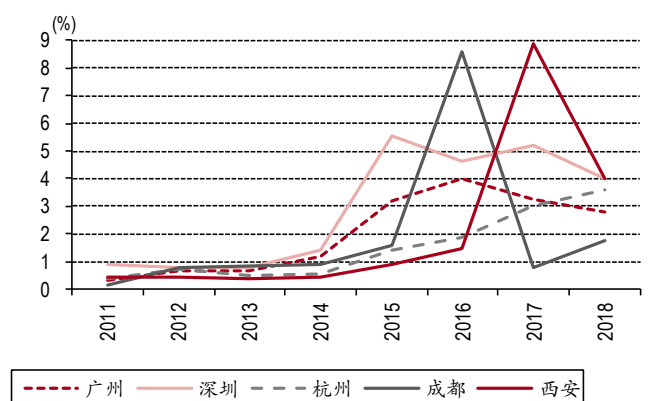
房地产市场增速下滑，但结构性分化会愈加显著，户籍政策放松推动人口流动性，推出人才新政及经济就业前景较好的城市获得发展先机。历史数据表明，一个城市的人口增速与当地房价呈紧密相关性，主要由于 1) 新流入人口内在置业需求；2) 产业集中度提升使得大城市提供充足的就业机会及有良好的教育医疗资源，从而提高人均可支配收入；3) 经济基本面的提升使得大城市具备长期吸引人口的能力，二者相辅相成。

图表 11. 部分城市 2018 年常住人口与户籍人口数



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 12. 部分城市常住人口增长率



资料来源：布鲁金斯研究院，中银国际证券



2019年2月，发改委《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》指出，城市群是新型城镇化主体形态，都市圈是城市群内部以超大特大城市或辐射带动功能强的大城市为中心、以1小时通勤圈为基本范围的城镇化空间形态。中国城镇化正式进入“都市圈时代”。

2019年4月，发改委印发《2019年新型城镇化建设重点任务》，表明继续加大户籍制度改革力度，在此前城区常住人口100万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口100万-300万的II型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口300万-500万的I型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。

《任务》将培育发展现代化都市圈作为重点任务之一，提出按照统筹规划、合理布局、分工协作、以大带小的原则，立足资源环境承载能力，推动城市群和都市圈健康发展，构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间格局。除两会重点提及的京津冀、长三角及粤港澳地区外，本次《任务》提出要有序推动哈长、长江中游、北部湾、中原、关中平原、兰州—西宁、呼包鄂榆等城市群发展规划实施。未来不仅城市群中核心城市的产业能得到升级，人才、资金、资源等优势将更为明显；核心城市周边的中小城市将受益于人才、产业的外溢影响，形成具有特色的产业支柱，发展前景巨大。

图表 13. 2019 年新型城镇化建设重点任务关于都市圈的要点

要点	内容
深入推进城市群发展	<p>加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设。</p> <p>扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估，研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极。</p> <p>有序推动哈长、长江中游、北部湾、中原、关中平原、兰州—西宁、呼包鄂榆等城市群发展规划实施，建立健全城市群协调协商机制。</p> <p>加快出台实施天山北坡、滇中两个边疆城市群发展规划。</p>
培育发展现代化都市圈	<p>探索建立中心城市牵头的都市圈发展协调推进机制。</p> <p>加快推进都市圈交通基础设施一体化规划建设。</p> <p>支持建设一体化发展和承接产业转移示范区。</p> <p>推动构建都市圈互利共赢的税收分享机制和征管协调机制。</p> <p>鼓励社会资本参与都市圈建设与运营。</p> <p>在符合土地用途管制前提下，允许都市圈内城乡建设用地增减挂钩节余指标跨地区调剂。</p>
推动大中小城市协调发展	<p>健全都市圈商品房供应体系，强化城市间房地产市场调控政策协同。</p> <p>超大特大城市要立足城市功能定位、防止无序蔓延，合理疏解中心城区非核心功能，推动产业和人口向一小时交通圈地区扩散。</p> <p>大城市要提高精细化管理水平，增强要素集聚、高端服务和科技创新能力，发挥规模效应和辐射带动作用。</p> <p>中小城市发展要分类施策，都市圈内和潜力型中小城市要提高产业支撑能力、公共服务品质，促进人口就地就近城镇化。</p> <p>收缩型中小城市要瘦身强体，转变惯性的增量规划思维，严控增量、盘活存量，引导人口和公共资源向城区集中。</p>

资料来源：相关政府网站，中银国际证券

都市圈是发展城镇化到成熟城市群的中间阶段，都市圈建设将推进基础设施一体化、强化城市间产业分工协作、加快建设统一开放市场、推进公共服务共建共享、强化生态环境共保共治、率先实现城乡融合发展。在都市圈基础上，相邻城市加强分工合作，城市群逐步形成。

图表 14. 24 个人口 1000 万以上大都市圈按经济实力分类

大都市圈	
发达型 (6 个)	上海 深莞惠 广佛肇 苏锡常 南京 杭州
崛起型 (15 个)	北京 天津 成都 长株潭 重庆 厦漳泉 青岛 武汉
起步型 (3 个)	郑州 西安 合肥 宁波 石家庄 济南 沈阳
	哈尔滨 南昌 长吉

资料来源: 恒大研究院, 中银国际证券

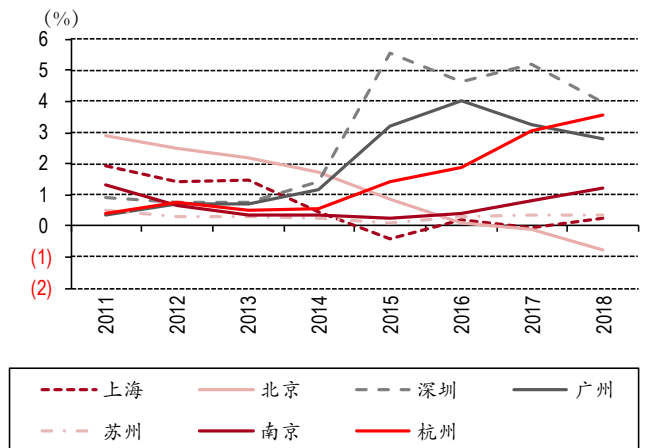
作为城市群的核心, 近年来都市圈建设呈现较快发展态势。当前, 中国有上海、北京、广佛肇、杭州、深莞惠等 10 个 2,000 万以上的大都市圈, 有重庆、青岛、厦漳泉等 14 个 1,000 万-2,000 万人大都市圈。24 个千万级大都市圈以全国 6.7% 的土地集聚约 33% 的常住人口, 创造约 54% 的 GDP, 多数都市圈人口处于持续流入。

图表 15. 24 个千万级都市圈分布



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 16. 都市圈核心城市 2011 年起常住人口增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

都市圈将促进人口和产业的集聚。随着城市的辐射, 现代服务业在核心大都市集聚, 制造业扩散至外围地区, 都市圈城市分工发展, 共同获得规模经济效益。伴随着产业的发展, 在全国层面上, 人口向都市圈集聚, 在都市圈内部, 人口向核心大都市集中。近年来, 深圳、广州、杭州作为核心大都市常住人口增长迅速, 深圳和广州的常住人口增量在 2018 年达到 49.8 万和 40.6 万人。

人口流向大城市及以大城市为中心的都市圈进程仍处于起步阶段, 日后城镇化率的提升速度随将放缓, 但人口向都市圈聚集, 大城市化率的提升空间仍很大。

今后, 城市间的繁荣与衰落将并存, 粤港澳、长三角、京津冀三大主要都市圈的人口及经济份额将不断上升, 最终将占据中国人口及 GDP 的一半以上。如果说中国过去的人口流向是自西向东, 现在已呈现出由全国各地向三大都市圈流动的趋势, 整体上以自西向东、自北向南相结合。

销售端：一二线需求持续释放，棚改力度或超预期

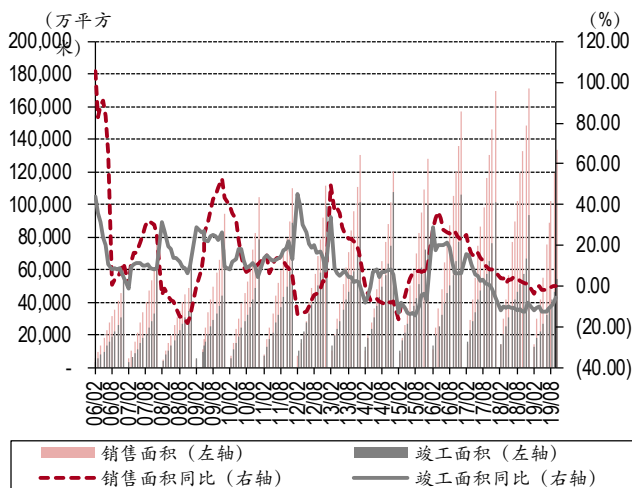
1、销售下行压力加大，2020 年预计负增长

从销售指标来看，2019 年 1-10 月的商品房销售面积为 133,251 万平方米，同比上升 0.1%，较 1-9 月收窄 0.2 个百分点，其中，10 月单月销售面积同比上升 1.9%。1-10 月的商品房销售额为 124,417 亿元，同比上升 7.3%；较 1-9 月扩大 0.3 个百分点。其中，10 月单月销售额同比上升 9.7%。

从价格指标来看，1-10 月的商品房销售均价为 9,337 元/平米，同比上升 7.2%，较 1-9 月扩大 0 个百分点。其中，10 月单月销售均价环比下降 1.2%。从库存指标来看，10 月末商品房待售面积为 49,323 万平方米，同比下降 6.6%，较 9 月末减少 23 万平方米，其中，住宅待售面积减少 125 万平方米。

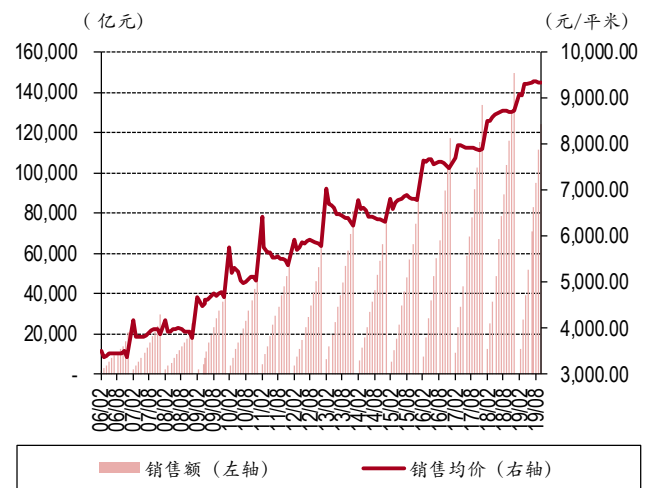
2019 年以来，全国楼市降温明显，多月销售面积同比负增长。三季度以来，伴随房企加快推盘，以及部分城市调控政策结构性松绑，销售企稳回升，10 月单月销售面积增速 1.9%，前 10 月累计销售面积增速 0.1%，年内首次回正。销售强于年初市场预判主要因为：1) 三四线城市销售韧性强于预期，棚改暂停未造成断崖式下跌；2) 融资收紧背景下房企加强推货力度，去化率上升；3) “因城施策”政策指导下，部分城市销售热度回升。

图表 17. 商品房竣工面积及销售面积



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 18. 商品房销售额和均价走势



资料来源：国家统计局，中银国际证券

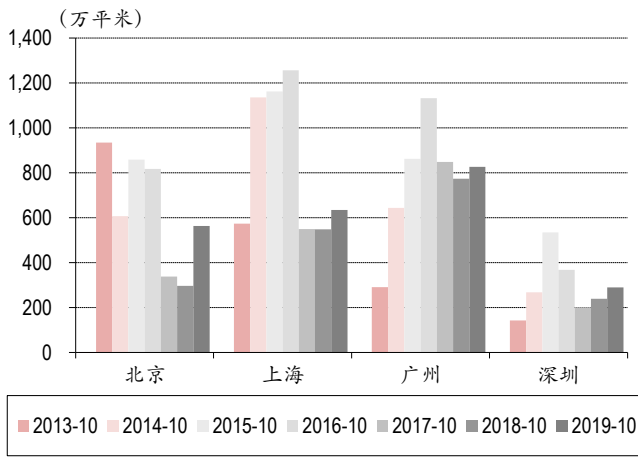
展望 2020 年，我们认为 1) 由于房企以价换量、加速推盘的边际作用递减，20 年全年销售面积将同比下降；2) 棚改力度或超预期，三四线成交韧性强劲；3) 一二线城市需求持续释放叠加预期改善，成交改善持续性较强，2020 年仍将优于大势；4) 结构上来看，龙头房企销售将继续强势，拿地及融资多重优势下，行业集中度将进一步提升。

2、一二线成交需求持续释放，20 年继续优于大势

结构上而言，一二线城市销售在 2019 年出现强势复苏：在我们重点跟踪的 30 个城市中，2019 年 1-10 月，一线城市商品房成交量累计同比增长 15.2%，增速领跑全国；其中 3-6 月均实现超过 30% 的累计同比增速，出现明显的“小阳春”现象，随后见顶回落，但仍相对活跃。而二线城市在去年高基数背景下，19 年 1-10 月累计销售额与去年基本持平。一二线城市从 18 年 3 月同比增速最低点开始已连续复苏超 12 个月，并且在 19 年 4 月再创新高，显示出一二线城市的市场需求正逐步释放。

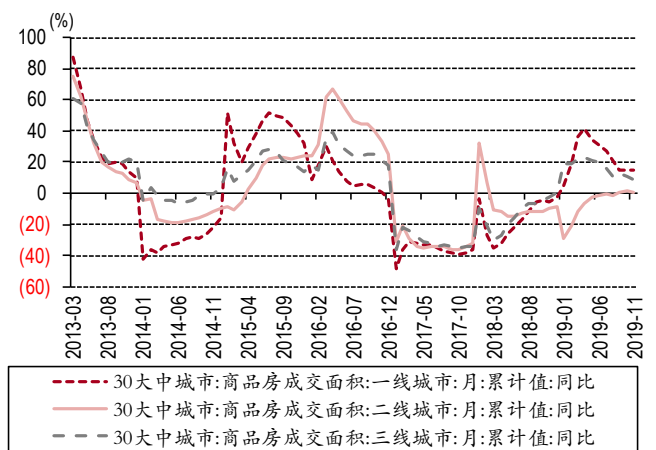
我们认为一二线市场自 2017 年起在强调控下周期性减弱，近三年销售维持相对低位，2019 年需求初步释放，叠加以推盘增加与预期改善，预计改善持续性较强。与此同时，因宏观流动性持续宽松，远期房贷利率有望进一步下行，一二线城市对于流动性更为敏感，因此我们认为 2020 还将能有优于大势的表现。

图表 19. 2013-2019 年一线城市 1-10 月累计成交量



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 20. 一线城市成交增速领跑全国



资料来源：国家统计局，中银国际证券

3、三四线销售或将平缓下滑，棚改计划 20 年超预期

三线及以下市场成交热度则预计将持续平缓下降：自 16 年起销售持续转暖，直至去年四季度开始收敛，今年整体缓步下行，叠加 2019 年拿地力度的收窄，我们认为自然需求的释放叠加供给力度的减弱都会导致销售回落。同时，今年直接缩量 50% 的棚改力度也会在明年充分兑现。最后，三线及以下市场对于流动性相对钝感，这些都会成为三线及以下市场的拖累因素。但 2020 年棚改力度或超市场预期，带动 2021 年及以后销售增长。

2014 年以来，棚改货币化对于全国尤其是三四线城市的房屋销量形成了显著拉动。据我们估算，2015-2018 年，全国棚改货币化分别去化库存为 1.5、2.5、3.1 和 2.5 亿平米，分别占比 2015-2018 年销售面积的 13.5%、18%、22% 和 17%。但由于 2019 年棚改套数出现约 50% 的断崖式下跌，或导致 2020 年销售动能下滑。

另一方面，2019 年棚改完成情况及 2020 年计划完成套数或将超市场预期，主要由于 2018-2020 年计划再改造各类棚户区 1,500 万套，其中 2018 年已经完成 580 万套，截至 2019 年 10 月，全国棚改计划已完成 300 万套，超过全年目标；我们按照完成速度线性外推，预计全年完成约 360 万套，大幅超过年初计划。

同时，2019 年中央经济工作会议上，提出要加大困难群众的住房保障工作，同时要加大城市更新（比如棚改）和存量住房提升（比如老旧小区改造）的工作，我们认为虽然 2019 年棚改计划大幅缩减，但 2017 年提出的三年 1,500 万套棚改攻坚计划，仍约有 514 套未完成，明年是攻坚计划的最后一年，棚改建设力度或超预期。

从货币角度看，1-10 月抵押补充贷款(PSL)新增 2,611 亿元，同比下降 58.1%，当月新增规模 4-8 月负增长，随后 9 月起重新开始投放。棚改政策在年中急刹车后，三季度起重新调整再上路，金融政策也予以更多的支持。

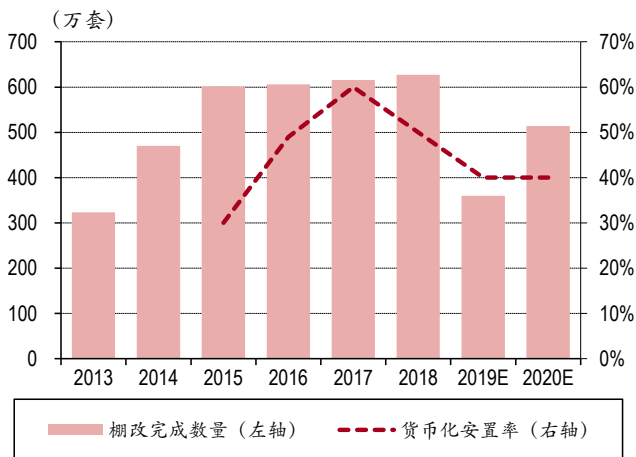
展望未来，我们认为在棚改减弱的背景下，三四线城市销售会平缓下滑但销售韧性犹存，原因有以下几点：1) 2019 年棚改完成套数及 2020 年计划完成套数或将超市场预期；2) 在“一城一策”宏观政策下，部分销售额或房价下滑较快的城市政策放松预期走强，对冲销售下行风险；3) “长三角一体化”、“粤港澳大湾区”、“京津冀一体化”等都市圈战略不断深化落地、都市圈内三四线城市人口或将维持净流入，带动购房需求；4) 棚改货币化安置资金划拨与到位、居民拿到补偿款与形成购房行为之间的时间差，均会平滑需求曲线。

图表 21. 2013-2019 年棚改货币化安置计划与完成情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
计划开工 (万套)	304	470	580	600	600	580	285	514
完成套数 (万套)	323	470	601	606	616	627	300 (前 10 月)	
完成率(%)	106	100	104	101	103	107	105	
货币化安置率(%)			30	49	60	46		
货币化安置套数 (万套)			180	294	370	290		
货币化安置面积 (亿平米)			1.5	2.5	3.1	2.47		
单套面积 (平米)			84	85	85	95		
全国住宅销售面积 (亿平米)			11.2	13.8	12.4	14.5		
占比(%)			13.5	18.1	25	17		

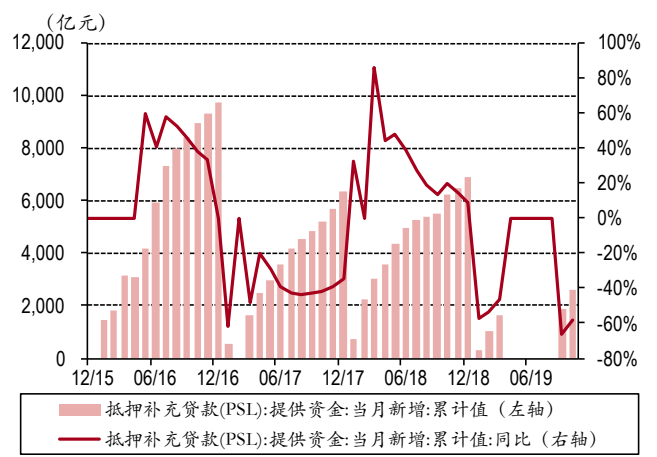
资料来源: 住建部, 中银国际证券

图表 22. 棚改完成数量与货币化安置比例



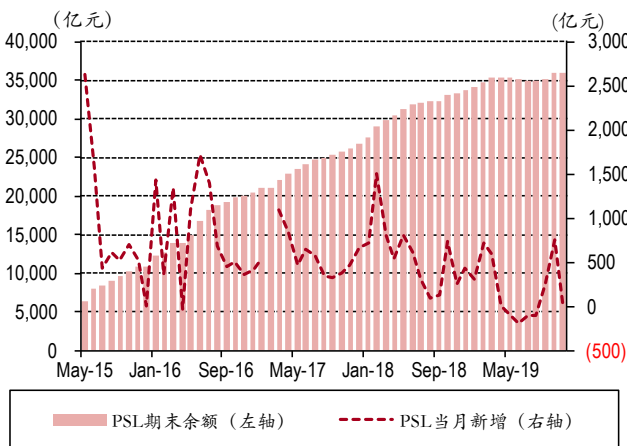
资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

图表 23. 抵押补充贷款 (PSL) 累计新增规模增速



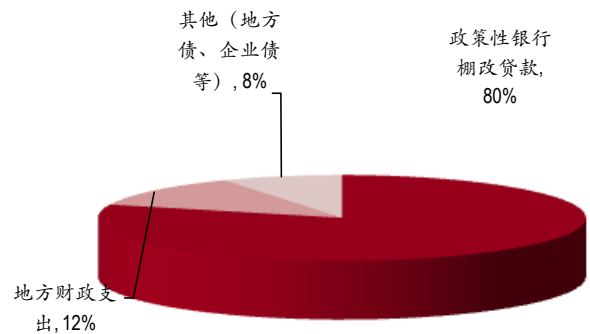
资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

图表 24. PSL 期末余额与每月新增额



资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

图表 25. 地方政府棚改资金来源



资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

4、按揭贷款增幅显著，利率预计稳中有降

2019年前10月，人民币贷款累计新增14.3万亿元，同比增长3.3%，其中居民部门累计新增人民币贷款6.1万亿元，同比减少2.4%，同时企业部门累计新增人民币贷款8.3万亿，同比增长15.0%。居民部门中，中长期贷款累计新增4.5万亿元，同比增长7%。2019年以来，居民部门贷款增速远低于非金融企业新增贷款，体现中央通过金融手段严控居民杠杆率；截至10月，新增居民贷款累计同比下降1.8%，而新增非金融机构贷款累计同比增长15.2%。

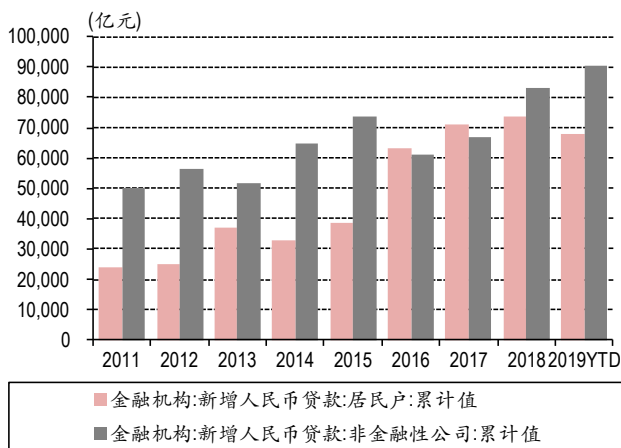
而用于购房的按揭贷款方面，其累计增速在2016年5月见顶回落，并自2017年10月起转负后，于今年重回正值，截至10月，按揭贷款增速同比累计上升14.1%，为近两年新高。

图表 26. 截至 2019 年 5 月人民币和居民贷款增速和余额

	累计新增				较上月变				当月新增				较上月变				贷款余额		
	(万亿)	同比 (%)	化 (%)	占比	(万亿)	同比 (%)	化 (%)	占比	(万亿)	同比 (%)	化 (%)	占比	(万亿)	同比 (%)	占比				
人民币贷款	14.3	3.3	(0.4)		0.7	(5.1)	(27.6)		150.1	12.4									
企业部门贷款	8.3	15.0	(0.7)	0.6	0.1	(16.0)	(65.4)	0.2	95.2	10.9	0.6								
居民部门贷款	6.1	(2.4)	(2.3)	0.4	0.4	(25.3)	(25.4)	0.6	54.0	15.4	0.4								
居民部门：短期	1.6	(21.5)	(4.7)	0.1	0.1	(67.3)	(53.7)	0.1	15.1	12.2	0.1								
居民部门：中长期	4.5	7.0	(1.1)	0.3	0.4	(3.8)	(18.5)	0.5	38.9	16.7	0.3								

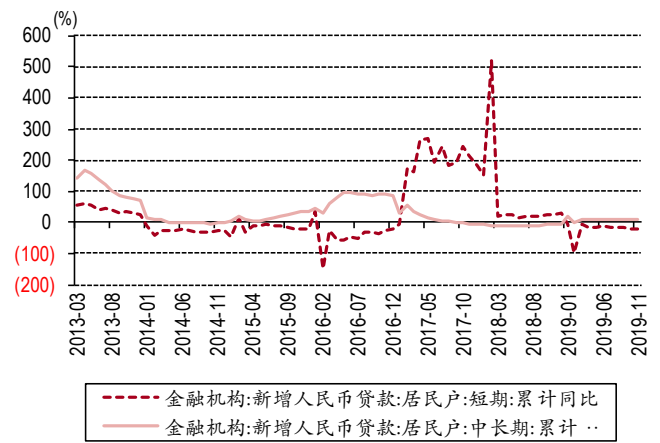
资料来源：国家统计局，中国人民银行，万得，中银国际证券

图表 27. 居民中长期和非金融企业新增贷款额



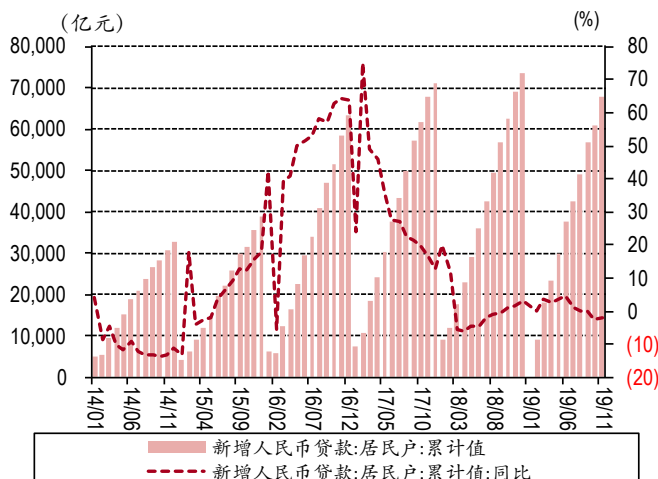
资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

图表 28. 居民中长期和短期新增贷款增速



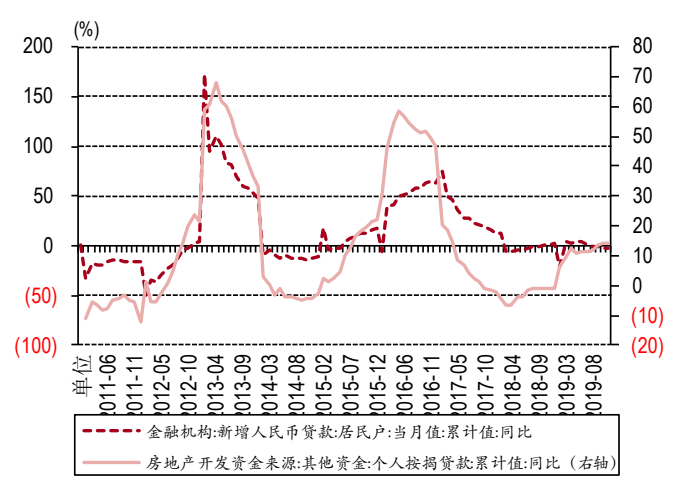
资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

图表 29. 新增居民贷款总额及增速



资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

图表 30. 新增居民贷款和房企个人按揭贷款增速



资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

另一方面，首套房和二套房贷利率小幅微升，在逆周期调节的政策指导下，长期房贷利率或将稳中微降。2019年10月，全国首套房平均贷款利率为5.5%，同比下降3.3%。房贷利率在2019年中触底后截至10月已连续回升4个月，但上涨幅度趋缓。

在“因城施策”政策指导下，利率政策亦通过不同城市差异化制定及执行来实现精准调控。2019年货币政策呈现松紧适度、灵活调整的特点，11月在CPI突破3%且预期继续走高的情况下，央行仍然通过下调1年期MLF利率5bp引导1年期和5年期LPR双双降低5bp，下调7天逆回购利率5bp降低金融机构负债端成本，说明逆周期调节的优先级已然较高。

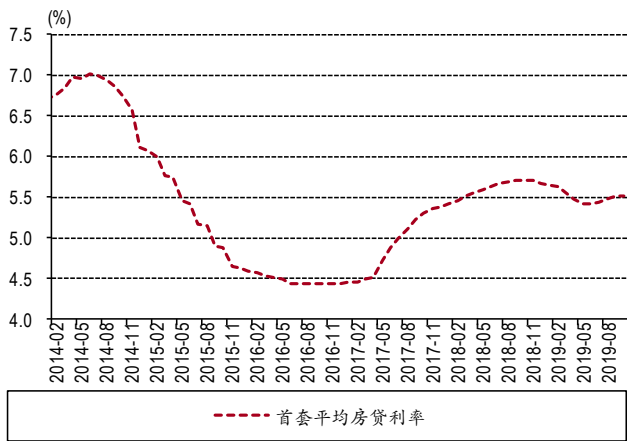
展望2020年，在经济下行压力仍大、实体融资成本微幅下行（2019Q3一般贷款加权平均利率甚至上行2bp）的背景下，我们预计央行将继续完善LPR机制并逐步下调政策利率，适时降准，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长，当前大部分城市房贷利率保持平稳，但随着2020年不同城市景气度下行，我们相信通过加点幅度的变化来实现对需求端的对冲依然是可选的措施。

图表 31. 重点城市平均房贷利率统计

	首套房平均贷款利率(%)	二套房平均贷款利率(%)	同比 (%)	环比 (%)	平均上浮(%)
全国	5.5	5.8	(3.3)	0.2	13
北京	5.4	5.9	(1.3)	0.4	10
上海	4.8	5.5	(6.9)	(1.0)	(1)
广州	5.4	5.7	(6.1)	0.2	10
深圳	5.2	5.5	(8.2)	(0.6)	5
杭州	5.4	5.7	(4.4)	1.3	11

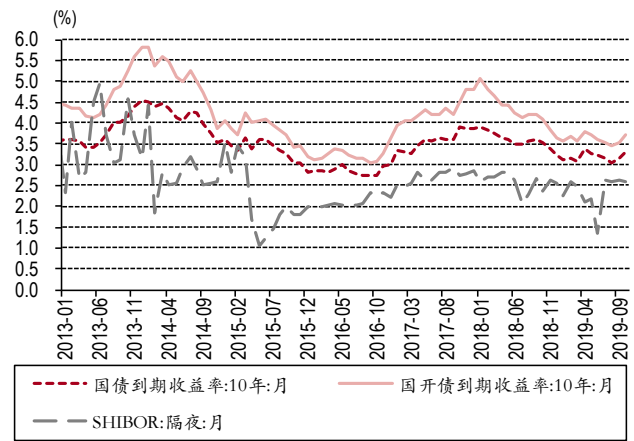
资料来源：统计局、中国人民银行、万得，中银国际证券

图表 32. 重点城市首套房平均房贷利率



资料来源：国家统计局，中国人民银行，万得，中银国际证券

图表 33. 市场长短端资金利率一览



资料来源：国家统计局，中国人民银行，万得，中银国际证券

供给端：投资增速预计回落，竣工反弹可持续

1、开施工高位回落，竣工反弹持续性强

2019年1-10月，全国完成房地产开发投资109,603亿元，同比增长10.3%，较1-9月回落0.2个百分点。其中，住宅投资80,666亿元，同比增长14.6%，较1-9月回落0.2个百分点，占房地产开发投资的比重为73.6%。10月单月全国房地产开发投资额同比上升8.8%。

从供应先行指标来看，1-10月的商品房和住宅的新开工面积分别同比上升10%和上升10.5%，分别较1-9月扩大1.4个百分点和扩大1.7个百分点。其中，10月单月商品房和住宅的新开工面积分别同比上升23.2%和上升27.6%。1-10月的商品房和住宅的施工面积分别同比上升9%和上升10.4%，分别较1-9月扩大0.3个百分点和扩大0.3个百分点。其中，10月单月商品房和住宅的施工面积分别同比上升20.2%和上升25%。1-10月的商品房和住宅的竣工面积分别同比下降5.5%和下降5.5%，分别较1-9月收窄3个百分点和收窄3个百分点。其中，10月单月商品房和住宅的竣工面积分别同比上升19.2%和上升18.8%。

从土地市场指标来看，1-10月的土地购置面积为18,383万平方米，同比下降16.3%，较1-9月收窄3.9个百分点，其中，10月单月土地购置面积同比上升12.8%。1-10月的土地成交款为9,921亿元，同比下降15.2%；1-10月的土地成交楼面均价为5,397元/平米，同比上升1.4%，较1-9月回落1.2个百分点。

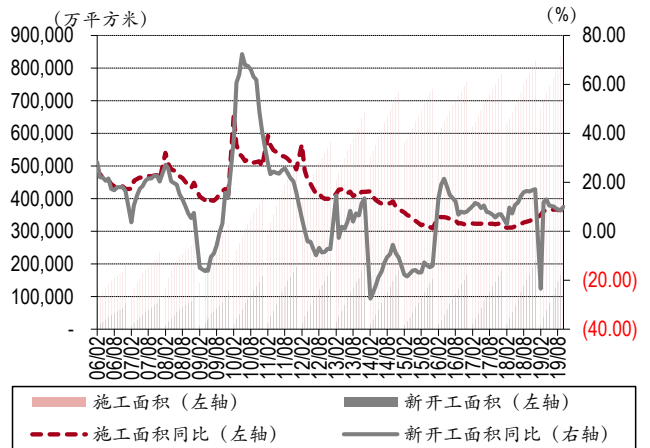
2019年以来，房地产开发投资仍维持高位，但在年中见顶回落，预计伴随新开工及拿地增速放缓，整体投资增速缓慢下降趋势仍将持续。值得注意的是，10月竣工面积同比上升19.2%，创三年来新高，符合我们前期对于竣工回暖的判断：伴随2016-17大量开工工程进入竣工期，主流房企2019年竣工计划增速上升，新开工与竣工的背离将逐步收窄；竣工提速将利好下游物业管理及装修装饰产业链。

图表 34. 商品房房地产开发投资额及增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 35. 商品房新开工和施工面积及增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

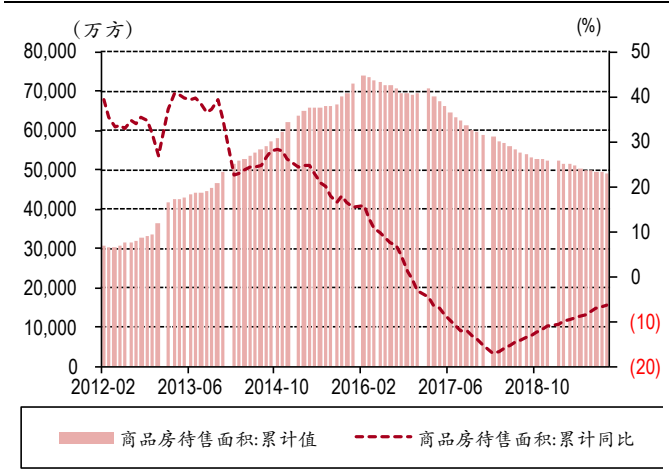
2、库存去化速度减慢，总量逐步回升

从库存指标来看，10月末商品房待售面积为4.93亿平方米，同比下降6.6%，较2018年底减少3,091万平方米，住宅待售面积减少2,718万平方米。经历了60个月的去库存后，全国商品房待售面积大幅下降，较2016年初7.4亿平米高点下降33%，其绝对值也已接近2013年库存水平，达到近4年来最低值。10月末住宅待售面积2.23亿平米，较2016年初的4.7亿平米高点已下降53%，行业去库存实现阶段成果显著。

但今年以来，随着全国楼市降温，去化率下行，库存去化速度有所减慢，去化周期拉长。数据显示，全国商品房及住宅待售面积同比去化速度在2018年2月分别触及17.1%和26%的高点，随后逐月回落，截至2019年10月底，商品房及住宅库存降幅分别收窄至6.5%及12.6%。

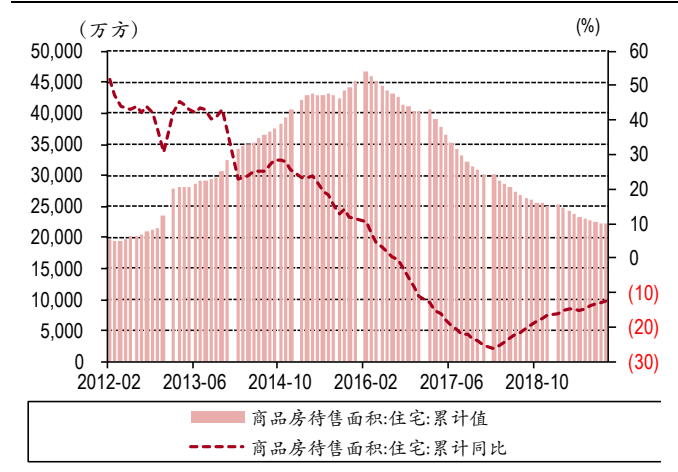
我们判断房地产库存去化周期将暂告一段落，自 2016 年库存高点至今已去化近 4 年。在低库存背景下，伴随需求释放边际效果减弱、棚改政策调整等，未来库存去化速度将进一步下降，绝对总量将逐渐趋是累计，房企补库存意愿增强，土地投资或将增加。同时低库存下，房屋销售价格将维持稳定、难以大幅下降，城市间结构分化。

图表 36. 商品房待售面积及同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 37. 住宅待售面积及同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

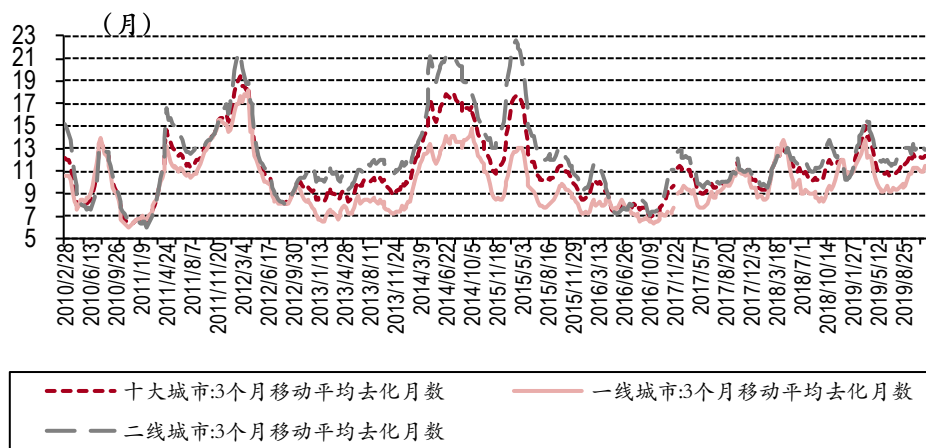
图表 38. 重点城市库存去化水平

城市	可售面积 (万平方米)	环比 (%)	3 个月移动日均成交量(平米)	环比 (%)	存量去化月数 (3 个月移动平均)	环比 (个月)
14 个城市合计	5,452	1.7	1,960,508	1.1	6.4	0.0
一线城市	2,928	1.9	630,300	1.6	10.7	0.0
二线城市(重点)	2,524	1.5	798,019	0.7	7.3	0.1
北京	1,088	0.0	123,331	3.4	20.4	(0.7)
上海	799	5.9	250,031	(1.0)	7.4	0.5
广州	746	0.8	186,957	2.8	9.2	(0.2)
深圳	294	1.7	69,981	4.9	9.7	(0.3)
杭州	349	3.1	194,663	2.6	4.1	0.0
南京	538	(1.3)	204,861	0.8	6.1	(0.1)
苏州	598	2.2	206,499	5.3	6.7	(0.2)
福州	389	5.6	44,425	(11.7)	20.2	3.3
厦门	318	(0.9)	18,932	(6.1)	38.7	2.0
宁波	333	0.8	128,640	(3.6)	6.0	0.3

资料来源：万得，中银国际证券

注：一线城市包括：北京、上海、广州、深圳，二线重点城市包括：杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门

图表 39. 十大城市 3 个月移动平均去化月数



资料来源：万得，中银国际证券

注：十大城市包括：4 个一线城市北京、上海、广州、深圳，6 个二线城市杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门

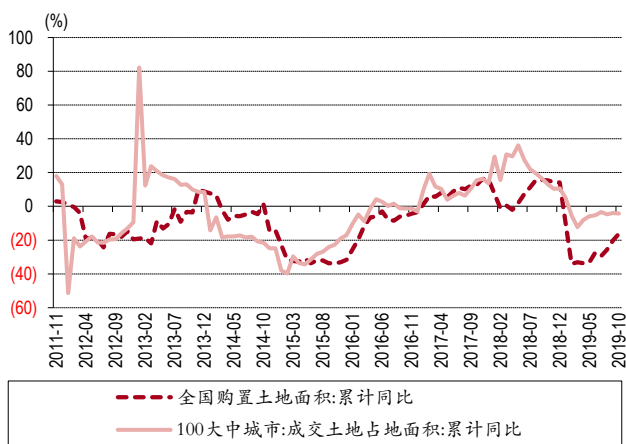
3、土地市场量价双回落，成交聚焦仍一二线

根据国家统计局数据，2019 年 1-10 月全国土地购置面积 1.84 亿平方米，土地成交价款 9,921 万亿，分别同比下降 16.3%和 15.2%。万得数据显示：100 个大中城市成交土地占地面积 50,261 万平方米，同比减少 4.2%，成交土地规划建筑面积 98,794 万平方米，同比减少 1.6%；土地成交总价 30,910 亿元，同比增长 18.6%，累计土地成交楼面均价 3,129 元/平方米，同比增长 20.5%。

土地市场 2019 年先扬后抑，二季度一二线城市迎来土地市场小阳春，主要由于 17-18 年三四线去库存引导房企加大三四线城市土地储备，而一二线城市土地成交相对冷淡；伴随一二线销售回暖，在低基数下 19 年房企拿地结构调整，加大一二线布局。而 5 月融资收紧后，土地前融首当其冲，房企拿地意愿及能力大幅减弱。正因如此，二季度开始二线土地市场明显降温。2019 年 10 月，百城土地成交建面同比下降 10.2%，其中一二三线城市同比分别为+29.7%、+5.0%和-9.7%，三线及以下能级城市土地投资降温明显。

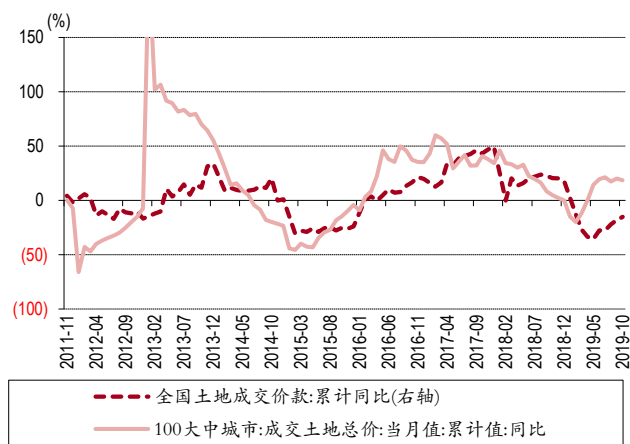
土地成交溢价率方面，二季度以来百城土地成交溢价率回落，由 2019 年 4 月的 23.0%降至 2019 年 10 月的 5.9%。分城市能级看，各能级城市溢价率均在低位，2019 年 10 月，一、二、三线城市溢价率分别为 6.11%、4.51%和 7.31%。整体而言，土地市场热度消退。

图表 40. 全国购置土地面积累计增速



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

图表 41. 全国土地成交价款累计增速



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

土地供应量方面, 10月百城土地单月供应建筑面积同比上升7.4%, 1-10月累计供应量同比上升0.8%, 其中, 一线、二线、三线城市累计供应量同比分别变化21.7%、5.9%、-4.6%。土地成交量方面, 10月百城土地单月成交建筑面积同比下降10.2%, 1-10月累计成交同比下降1.6%, 其中, 一线、二线、三线城市累计成交量同比分别变化29.7%、5%、-9.7%。

图表 42. 百城土地供应和成交面积

	单月土地供应量-建筑面积		累计土地供应量-建筑面积		单月土地成交量-建筑面积		累计土地成交量-建筑面积	
	(万平方米)	同比 (%)	(万平方米)	同比 (%)	(万平方米)	同比 (%)	(万平方米)	同比 (%)
100城	10822.0	7.4	115774.8	0.8	10389.5	(10.2)	98794.1	(1.6)
一线城市	1075.2	29.1	6312.2	21.7	545.3	(22.9)	6052.6	29.7
二线城市	3484.7	(10.0)	48763.6	5.9	4348.3	(11.3)	43787.6	5.0
三线城市	6262.0	16.6	60698.9	(4.6)	5495.9	(7.8)	48817.1	(9.7)

资料来源: 万得, 中银国际证券

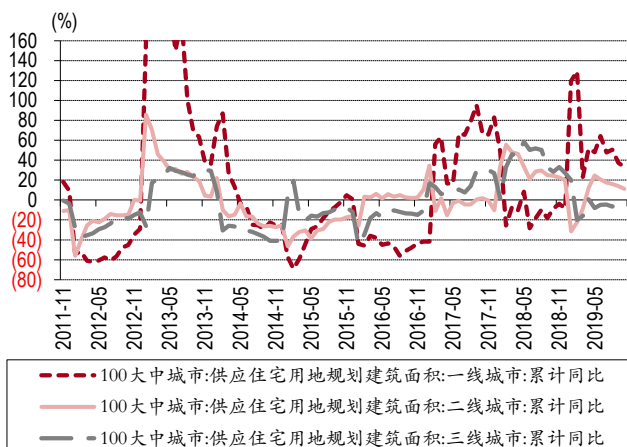
住宅用地供应量方面, 10月百城住宅用地单月供应建筑面积同比上升18.1%, 1-10月累计供应量同比上升7.1%, 其中, 一线、二线、三线城市累计供应量同比分别变化33.3%、11.3%、1.7%。住宅用地成交量方面, 10月百城住宅用地单月成交建筑面积同比下降2.9%, 1-10月累计成交同比上升3.8%, 其中, 一线、二线、三线城市累计成交量同比分别变化34%、13.8%、-7.8%。

图表 43. 百城住宅用地供应和成交面积

	单月住宅用地供应量-建筑面积		累计住宅用地供应量-建筑面积		单月住宅用地成交量-建筑面积		累计住宅用地成交量-建筑面积	
	(万平方米)	同比 (%)	(万平方米)	同比 (%)	(万平方米)	同比 (%)	(万平方米)	同比 (%)
100城	5975.1	18.1	58920.8	7.1	4603.6	(2.9)	47206.7	3.8
一线城市	566.5	19.3	2739.5	33.3	298.3	20.9	2455.4	34.0
二线城市	1924.3	(15.7)	26878.4	11.3	1905.8	(12.1)	22995.4	13.8
三线城市	3484.2	51.4	29302.9	1.7	2399.5	3.1	21626.8	(7.8)

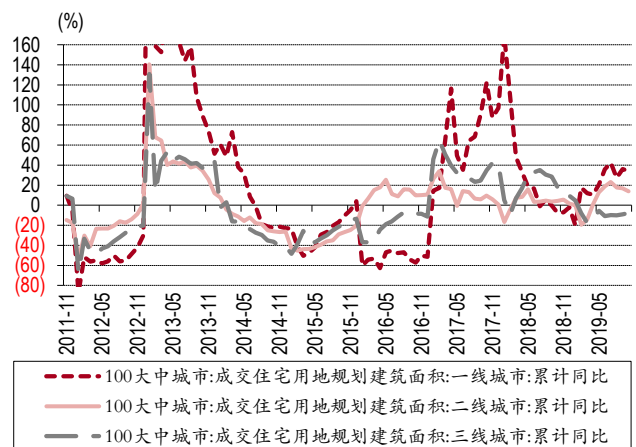
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 44. 百城住宅用地供应量增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 45. 百城住宅用地成交量增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

土地成交总价方面, 10月百城土地单月成交总价同比上升4.2%, 1-10月累计成交总价同比上升18.6%, 其中, 一线、二线、三线城市累计成交总价同比分别变化18.6%、27.8%、5.6%。百城土地均价方面, 10月百城土地单月成交楼面均价同比上升16.1%, 1-10月累计成交均价同比上升20.5%, 其中, 一线、二线、三线城市累计成交量同比分别变化-8.6%、21.7%、16.9%。

图表 46. 百城土地用地供应和成交价款

	单月土地成交		累计土地成交		单月土地成交		累计土地成交	
	总价 (亿元)	同比 (%)	总价 (亿元)	同比 (%)	均价 (万平方米)	同比 (%)	均价 (万平方米)	同比 (%)
100 城	2665.4	4.2	30910.0	18.6	2566.0	16.1	3128.7	20.5
一线城市	424.1	(30.6)	4253.9	18.6	7777.0	(10.0)	7028.2	(8.6)
二线城市	1297.7	19.0	16726.2	27.8	2985.0	34.1	3819.9	21.7
三线城市	943.6	10.3	9912.8	5.6	1717.0	19.7	2030.6	16.9

资料来源: 万得, 中银国际证券

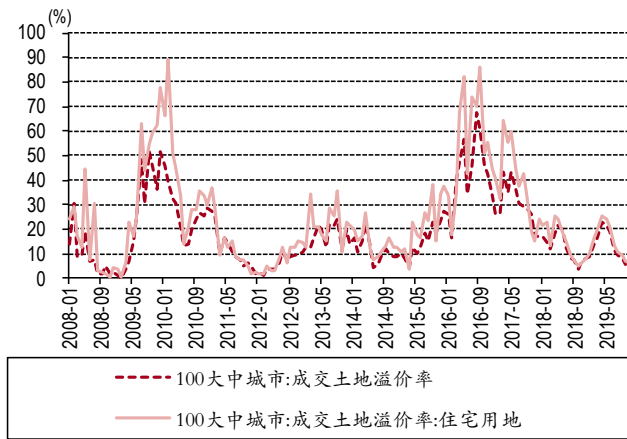
图表 47. 百城住宅用地供应和成交价款

	单月土地成交		累计土地成交		单月土地成交		累计土地成交	
	总价 (亿元)	同比 (%)	总价 (亿元)	同比 (%)	均价 (万平方米)	同比 (%)	均价 (万平方米)	同比 (%)
100 城	2115.9	11.2	26215.3	24.6	4596.0	14.5	5553.3	20.0
一线城市	363.6	(7.9)	3517.8	46.0	12191.0	(23.9)	14326.5	9.0
二线城市	995.2	14.2	14505.5	32.5	5222.0	29.8	6308.0	16.5
三线城市	757.0	19.1	8175.3	6.3	3155.0	15.5	3780.2	15.2

资料来源: 万得, 中银国际证券

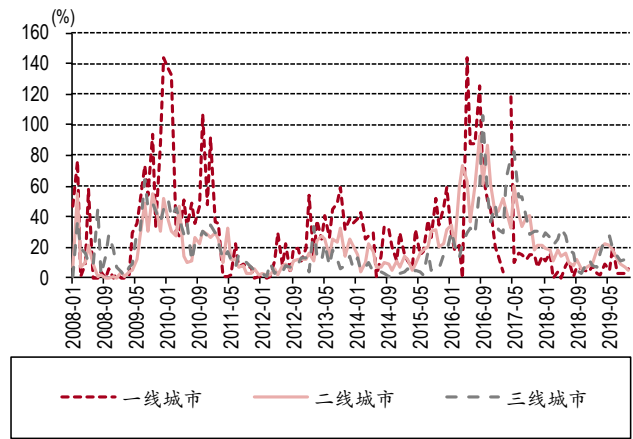
溢价率方面, 土拍市场在 2019 年呈“倒 V 型”走势, 在二季度达到高点后快速回落: 2019 年 4 月, 全国土地成交溢价率及住宅成交溢价率分别为 23.0% 及 23.6%, 分别较去年底上升 14.8 及 17.6 个百分点, 回升至 2018 年 Q2 的溢价水平。但随后, 由于融资政策收紧, 土地投资前端融资受到严重影响, 土地市场冷却、溢价率下行。截至 10 月, 全国土地成交溢价率及住宅成交溢价率分别降至 5.9% 及 6.8%

图表 48. 百城土地成交溢价率



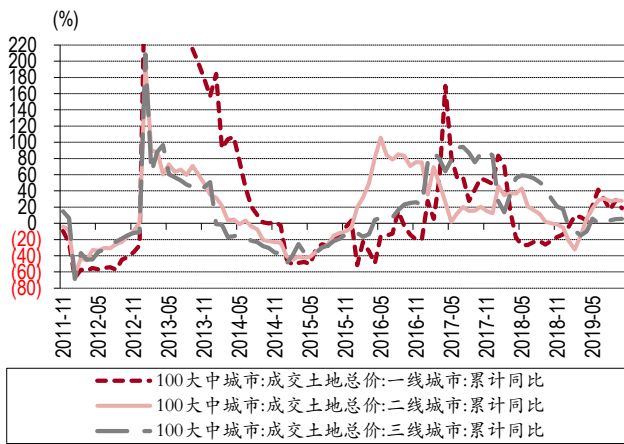
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 49. 各线城市土地成交溢价率



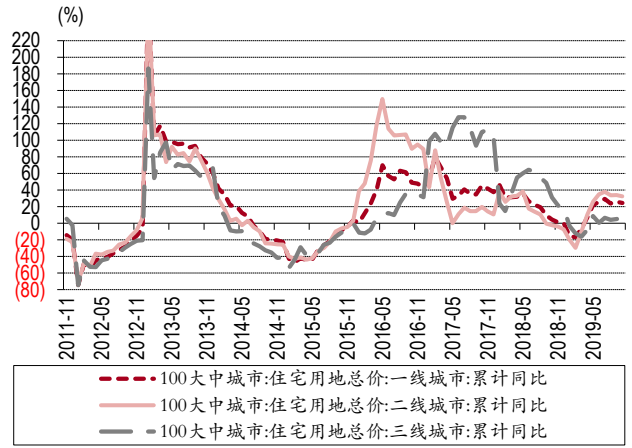
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 50. 百城土地成交总价增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 51. 百城住宅用地成交总价增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

展望 2020 年, 在“稳地价”的政策指导下, 土地市场难以出现大幅起落, 溢价率将维持稳定。考虑到自然资源部在 2019 年 4 月下发通知, 再次强调去化周期在 6-12 个月之间的城市要增加供地, 去化周期在 6 个月以下的要显著增加并加快供地, 在低库存下预计部分供需关系紧张的城市将增加供给, 一二线及部分强三线城市供给端或将优先放松, 土地市场结构性分化。

4、房企到位资金增速回升, 融资成本大幅改善

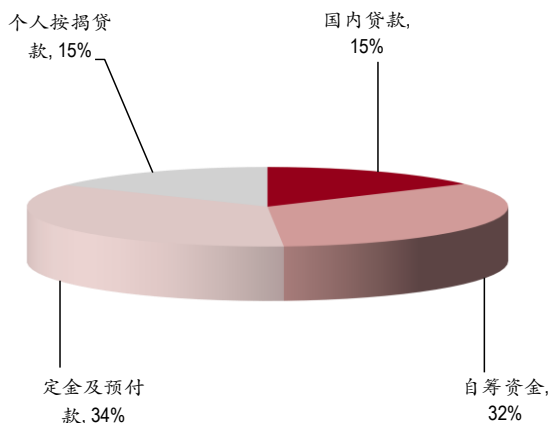
1-10 月, 房地产开发企业合计资金来源为 145,151 亿元, 同比上升 7%, 较 1-9 月回落 0.1 个百分点。从各资金来源同比来看, 1-10 月累计数据中, 国内贷款同比上升 7.9%, 较 1-9 月回落 1.2 个百分点; 利用外资同比上升 63.8%, 较 1-9 月回落 78.1 个百分点; 自筹资金同比上升 3.3%, 较 1-9 月回落 0.3 个百分点; 包含定金、预收款及个人按揭贷款的其他资金同比上升 9.1%, 较 1-9 月扩大 0.3 个百分点, 其中, 1-10 月定金及预收款、个人按揭贷款分别同比上升 9.4% 和上升 14.1%。

图表 52. 本月房地产企业到位开发资金来源统计

	累计值 (亿元)	同比 (%)	较上月变化 (%)	占比 (%)
房企开发资金来源	14.5	7.0	(0.1)	
国内贷款	2.1	7.9	(1.2)	15
自筹资金	4.7	3.3	(0.3)	32
定金及预付款	4.9	9.4	0.4	34
个人按揭贷款	2.2	14.1	0.5	15

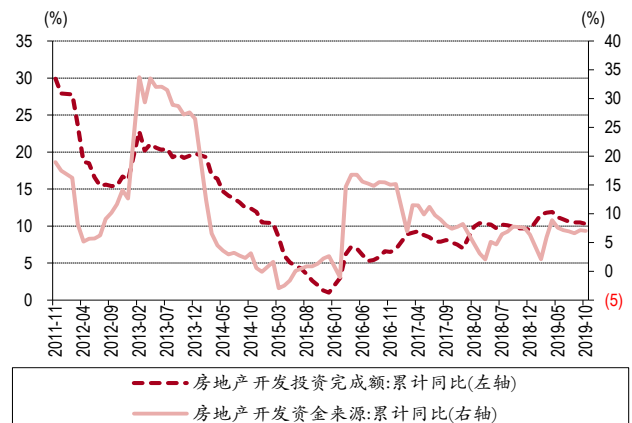
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 53. 房地产企业资金来源构成



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 54. 房地产投资增速和房企开发资金来源



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

但 2019 年 5 月以来，房地产融资端管控加强，5 月银保监会下发 23 号文以来，房地产融资连续出现针对性收紧政策，信托、境内债、境外债、开发贷等房地产传统融资渠道相继被加强监管，是 2008 年以来最严格的一轮融资收紧周期。此次融资端的管控背景在于对房地产行业的去金融化思考，所以我们在“不让更多资金流向房地产领域”的定调下，房地产行业的融资“设卡布防”可能在中期会趋于常态化。

图表 55. 2019 年以来房地产行业融资收紧政策

日期	分类	文件名称	主要内容
2019/5/17	银行贷款	《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》(银保监会[2019]23 号)	整治重点: 1. 限制表外资金直接或变相用于土地出让金融资; 2. 未严格审查房地产开发企业资质, 违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资资金; 3. 通过影子银行渠道违规流入房地产市场; 4. 并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎, 资金被挪用于房地产市场
2019/5/17	信托	《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》(银保监会[2019]23 号)	禁止通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资; 直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资, 直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款
2019/6/6	海外债	《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》(发改委外资[2019]666 号)	要求所有企业及其控制的境外企业或者分支机构发行外债, 需由境内企业向发改委申请备案登记; 地方国有企业作为独立法人承担外债偿还责任, 地方政府及其部门不得直接或者承诺以财政资金偿还地方国有企业外债, 不得为地方国有企业发行外债提供担保; 承担地方政府融资职能的国有企业发行外债仅限于偿还未来一年内到期的中长期外债。
2019/7/4	信托	窗口指导	多家信托公司收到银保监会窗口指导, 要求限制地产信托业无规模。各家公司表述不尽相同, 有的要求“自觉控制地产信托业务规模”, 有的要求“三季度末地产信托业务规模不得超过第二季度”, 甚至个别公司要求“全面暂停地产信托业务”。
2019/7/9	海外债	发改委《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	1. 要求房企发行外债职能置换未来一年内到期的中长期境外债务; 2. 要求房企在申请列明拟置换境外债务的详细信息; 3. 房企发行外债要加强信息披露, 在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况; 4. 房企应保持境内母公司各种类型内外债比例合理, 有效防控外债风险。
2019/8/9	银行贷款	《关于开展 2019 年银行机构房地产业务专项检查的通知》(银保监会[2019]1157 号)	在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作, 重点检查房地产信贷业务管理、房地产业务风险管理、信贷资金被挪用流向房地产领域、同业和表外业务专项检查的通知》(银保监会[2019]1157 号)

资料来源: 万得, 中银国际证券

2018 年 12 月 12 日, 国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资, 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》, 将企业债发行主体扩容至优质房企。《通知》规定符合 1) 资产总额大于 1,500 亿; 2) 年收入大于 300 亿; 3) 负债率不超过 85%; 4) AAA 评级的房企, 均支持进行企业债融资。此新规为优质房企融资拓宽渠道, 较大程度上缓解了优质房企融资压力, 推动融资成本小幅改善, 同时促使融资集中度进一步提升。

2019 年 3 月 6 日, 国家发改委表示“是要进一步帮助民营企业特别是中小微企业解决融资难融资贵的问题。主要是两大方面, 一个是解决他们的流动性问题, 第二个是解决他们的中长期投资资金短缺问题。”

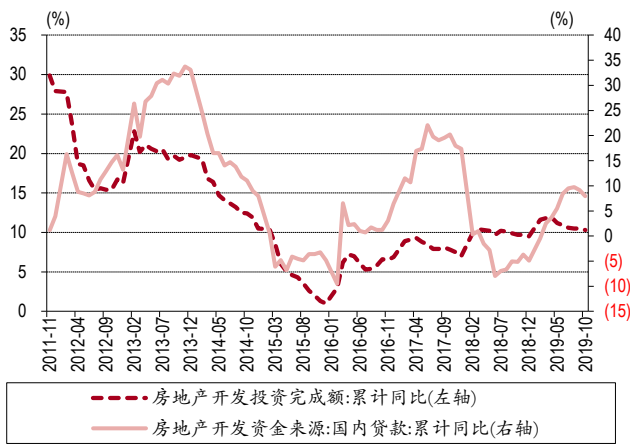
在融资收紧的大背景下, 我们看到中央的调控手段并非“一刀切”, 借新还旧仍可继续, 并且发债仍有新增, 比如万科、碧桂园、蓝光发展、建发房产、华发股份等; 此外, 2019 年 7 月保利获批 150 亿公募债、9 月中南获批 27 亿公募债、11 月大悦城和金科分别获批 30 亿和 50 亿公募债额度。

图表 56. 部分房企 2019H2 债券发行情况

房企	发行日期	期限 (年)	金额 (亿元)	类型	发行利率 (%)
美地置业	2019 年 8 月 1 日	5	13.0	一般公司债	5.70
蓝光发展	2019 年 8 月 2 日	3	3.0	一般公司债	7.00
建发房产	2019 年 8 月 6 日	7	5.0	一般公司债	4.09
华发股份	2019 年 8 月 15 日	3	5.0	私募债	4.67
碧桂园	2019 年 9 月 25 日	4	18.5	私募债	6.80
万科	2019 年 10 月 16 日	5	0.74	超短期融资券	3.18

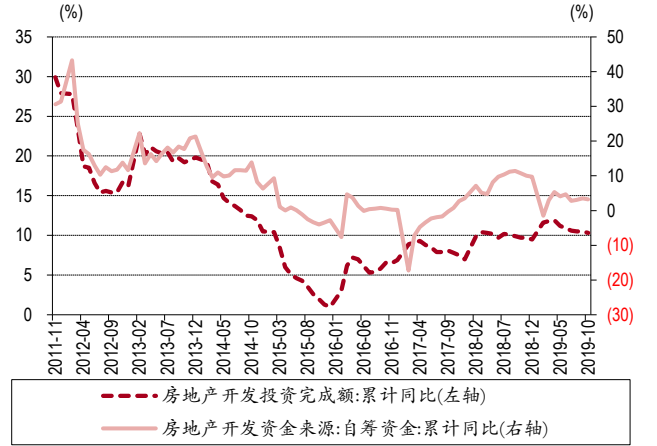
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 57. 房企国内贷款增速和房地产投资增速



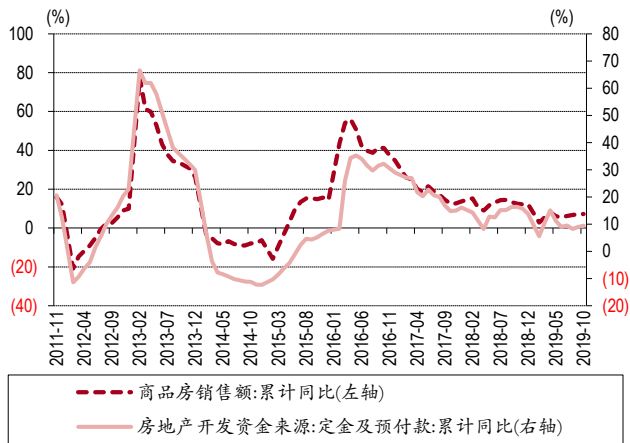
资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 58. 房企自筹资金增速和房地产投资增速



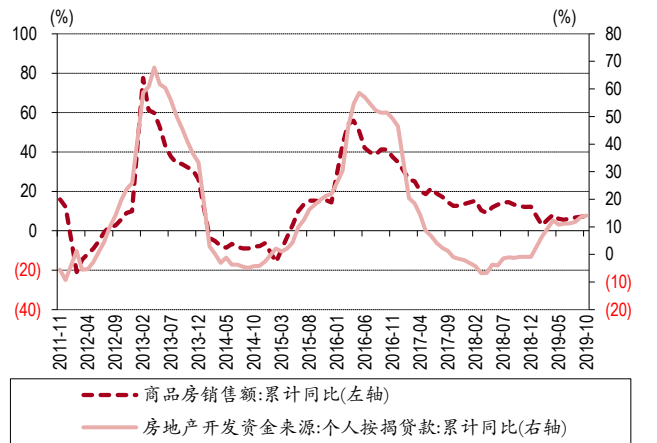
资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 59. 房企定金及预付款和房地产销售增速



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 60. 房企个人按揭款增速和房地产销售增速



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

2020 年预测: 销售面积同比-2%, 销售金额同比 5%, 投资同比增长 6%

综上, 我们预测 2020 年全国商品房销售面积和销售额分别同比下降 2% 和上升 5%, 投资额同比增长 6%; 新开工面积同比增长 3%, 施工面积同比增长 2%, 竣工面积同比增长 8%。

图表 61. 房地产行业数据与同比增速预测

数值	施工面积 (亿 m2)	新开工面积 (亿 m2)	竣工面积 (亿 m2)	土地购置面 积(亿 m2)	土地购置费 (亿元)	投资额 (亿元)	销售额 (亿元)	销售面积 (亿 m2)	销售均价 (元/m2)
2008	283,266	102,553	66,545	39,353	5,795	31,203	25,068	65,970	3,800
2009	320,368	116,422	72,677	31,910	6,039	36,242	44,355	94,755	4,681
2010	405,356	163,647	78,744	39,953	9,992	48,259	52,721	104,765	5,032
2011	507,959	190,083	89,244	40,973	11,413	61,740	59,119	109,946	5,377
2012	573,418	177,334	99,425	35,667	12,100	71,804	64,456	111,304	5,791
2013	665,572	201,208	101,435	38,814	13,502	86,013	81,428	130,551	6,237
2014	726,482	179,592	107,459	33,383	17,459	95,036	76,292	120,649	6,323
2015	735,693	154,454	100,039	22,811	17,675	95,979	87,281	128,495	6,793
2016	758,974	166,928	106,128	22,025	18,779	102,581	117,627	157,349	7,476
2017	781,484	178,654	101,486	25,508	23,231	109,799	133,701	169,408	7,892
2018	820,558	209,025	89,308	28,952	25,554	120,230	149,077	171,102	8,721
2019E	887,891	224,039	88,892	24,761	26,832	131,652	160,513	172,468	9,918
2020E	958,922	230,760	96,003	27,237	29,515	139,551	168,539	169,019	10,612
同比增速	施工面积 (%)	新开工面积 (%)	竣工面积(%)	土地购置面 积(%)	土地购置费 (%)	投资额 (%)	销售额 (%)	销售面积(%)	销售均价(%)
2008	19.9	7.5	9.8	(2.2)	19.1	23.4	(16.1)	(14.7)	(1.7)
2009	13.1	13.5	9.2	(18.9)	4.2	16.1	76.9	43.6	23.2
2010	26.5	40.6	4.5	25.2	65.5	33.2	18.9	10.6	7.5
2011	25.3	16.2	13.3	2.6	14.2	27.9	12.1	4.9	6.9
2012	13.2	(7.3)	7.3	(19.5)	6.0	16.2	10.0	1.8	7.7
2013	16.1	13.5	2.0	8.8	11.6	19.8	26.3	17.3	7.7
2014	9.2	(10.7)	5.9	(14.0)	29.3	10.5	(6.3)	(7.6)	1.4
2015	1.3	(14.0)	(6.9)	(31.7)	1.2	1.0	14.4	6.5	7.4
2016	3.2	8.1	6.1	(3.4)	6.2	6.9	34.8	22.5	10.1
2017	3.0	7.0	(4.4)	15.8	22.1	7.0	13.7	7.7	5.6
2018	5.2	17.2	-7.8	14.2	10.0	9.5	12.2	1.3	18.0
2019E	8.0	2.0	-5.0	-5.0	5.0	5.0	-3.0	-6.0	3.0
2020E	8.0	3.0	8.0	10.0	10.0	6.0	5.0	-2.0	7.0

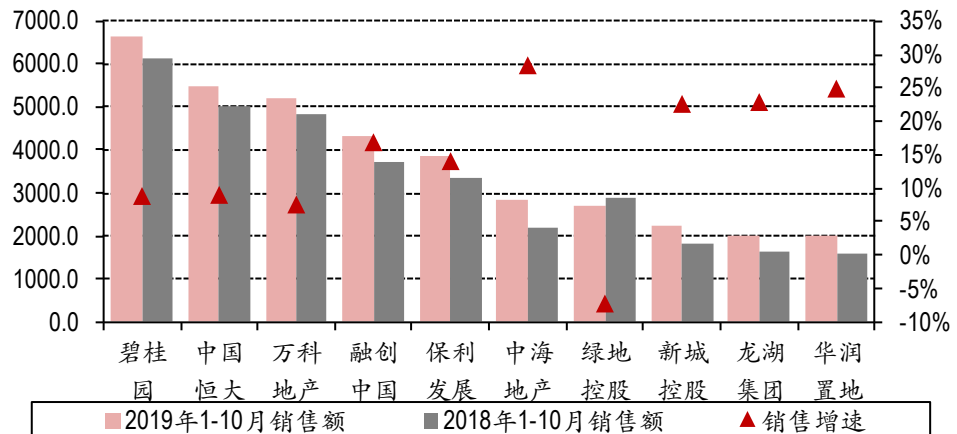
资料来源：国家统计局，中银国际证券

公司篇：行业集中度提升逻辑不变，积极推荐龙头

1、龙头规模扩张，集中度持续提升

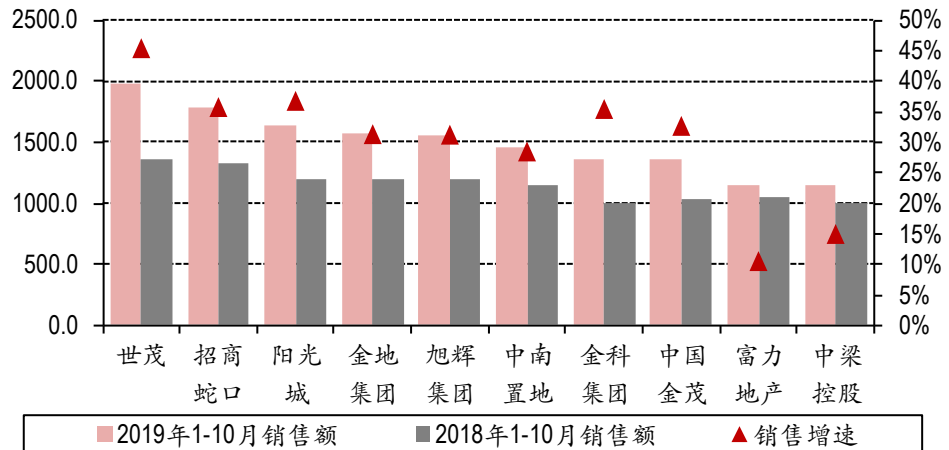
根据克而瑞数据，2019年1-10月TOP100房企整体销售操盘业绩规模近9.1万亿元，同比增长16.4%。增速远高于行业平均增速，行业集中度提升逻辑不变。值得注意的是，Top10房企增速14.8%，Top11-20房企增速30.1%，Top21-30房企增速10.2%，Top31-50房企增速20.6%，位于排名11-20之间的二线龙头增速最高，他们通过加强投资、融资、管理架构改革等多种方法加强销售能力，为增长动能最强的一批房企，有望改变未来行业竞争格局。

图表 62. 2018-19 年前 10 月 TOP10 房企销售额及销售增速



资料来源：CRIC 研究院，中银国际证券

图表 63. 2018-19 年前 10 月 TOP10-20 房企销售额及销售增速



资料来源：CRIC 研究院，中银国际证券

行业集中度上升是长期逻辑，强者恒强弱市下会更明显。根据克而瑞数据显示，2019年前10月TOP10、20、30、50、100房企集中度分别达到29.9%、42.0%、49.9%、60.8%及73.3%，分别较2018年末提升3.0、4.6、4.7、5.7及6.6个百分点，集中度提升之路延续。

图表 64. 2019 年前 10 月房企销售操盘金额集中度

梯队集中度	2017(%)	2018(%)	2019 年 1-10 月(%)	增幅(百分点)
TOP3	11.9	12.6	13.9	1.3
TOP10	24.2	26.9	29.9	3.0
TOP20	32.5	37.4	42.0	4.6
TOP30	38.3	45.2	49.9	4.7
TOP50	45.8	55.1	60.8	5.7
TOP100	55.4	66.7	73.3	6.6

资料来源: CRIC, 中银国际证券

2、板块估值历史低位, 修复预期增强

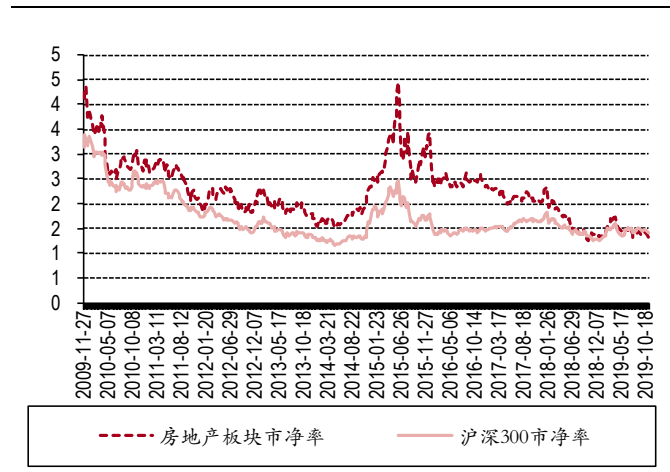
从绝对估值来看, 当前地产板块整体 PE 为 9.6 倍, 仅高于银行和钢铁。从相对估值来看, 沪深 300 板块 PE 为 11.8 倍, 地产与沪深 300 板块 PE 比为 0.81 倍, 为历史较低水平, 无论绝对估值还是相对估值均处于历史低位。上市房企一季末预收款与过去一年营收比值均超过 100%, 业绩保障度高, 2019 年行业净利润仍有望保持增长, 对应估值将更低。

图表 65. 房地产板块与大盘市盈率之比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 66. 房地产板块与大盘市净率之比



资料来源: 万得, 中银国际证券

3、房企现金流改善, 投资回暖杠杆可控

从投资力度来看, 一二线房企补库存意愿增强, 基于融资优势明显叠加土地市场溢价率下行, 2019 年起拿地积极, 而三线房企则投资意愿较弱。

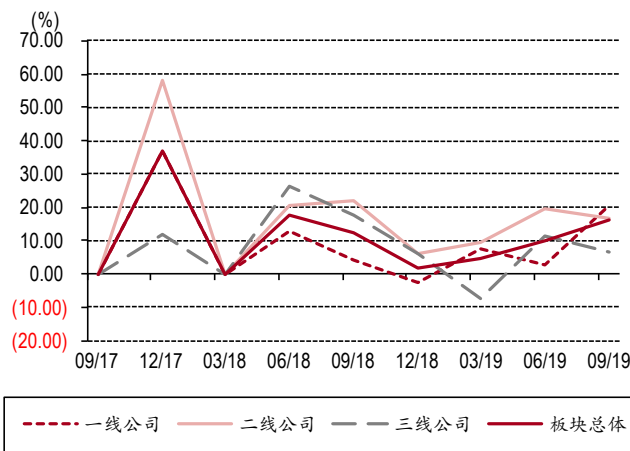
2019 年 1-9 月, 板块购买商品及劳务的现金流入累计同比上升 16.4%, 较 1-6 月上升 6.4 个百分点。其中, 一线公司同比增长 20.6%, 较 1-6 月扩大 17.8 个百分点; 二线公司同比上升 16.6%, 较 1-6 月收窄 3.2 个百分点; 三线公司同比增长 6.6%, 较 1-6 月收窄 4.6 个百分点。

投资方面, 一线房企与二三线出现分化: 一线房企 2019 年起投资增速稳步上升, 而二三线则震荡回落。在融资收紧的大背景下, 房企普遍投资谨慎, 龙头则资金较为充裕、融资渠道畅通, 利用窗口期加大土地投资, 土地获取成本优势显著。在我们关注的一二线房企中, 华夏幸福 (92.2%)、阳光城 (95.0%)、首开股份 (63%)、荣盛发展 (35%)、保利地产 (31%) 等投资力度较大。

19年9月房企负债率继续维持在高位，截至2019年9月，板块资产负债率80.6%，较6月末下降0.1个百分点；其中，一线公司为82.67%，较1-6月下降0.5个百分点；二线公司为82.47%，较1-6月上升0.2个百分点；三线公司为76.00%，较1-6月上升0.4个百分点。板块净负债率102.1%，较6月末下降1.2个百分点。另一方面，前9月板块投资现金流出累计同比上升16.4%，较1-6月上升6.4个百分点，其中一线房企扩大幅度最大，较1-6月上升18个百分点。在我们重点关注的一二线上市房企中，泰禾集团（242%）、华夏幸福（202%）、金融街（184%）、首开股份（184%）、中南建设（176%）等净负债率水平较高。我们认为随着未来行业信贷收缩以及宏观流动性趋紧，房企目前过高的杠杆率或在未来面临较大的财务风险。

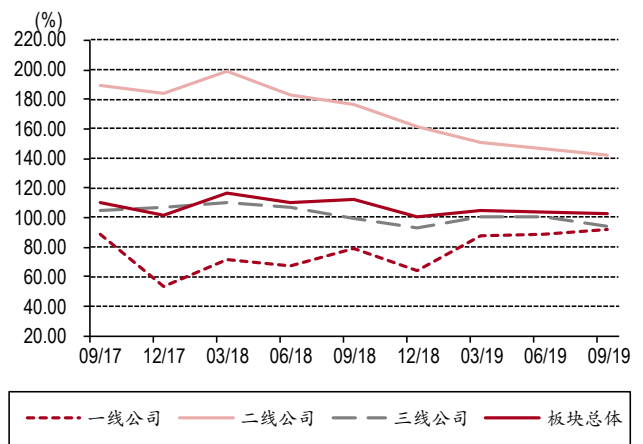
我们认为行业负债水平连年上升或有一定风险性，但部分成长性房企通过加快销售回款及增厚净资产等方法降低净负债率，发展模式普遍健康。

图表 67. 2015-18 板块购买商品及劳务现金流出累计同比



资料来源：万得、中银国际证券

图表 68. 2015-2018 房地产板块净负债率水平



资料来源：万得、中银国际证券

4、收入增速持续回升，龙头房企优势凸显

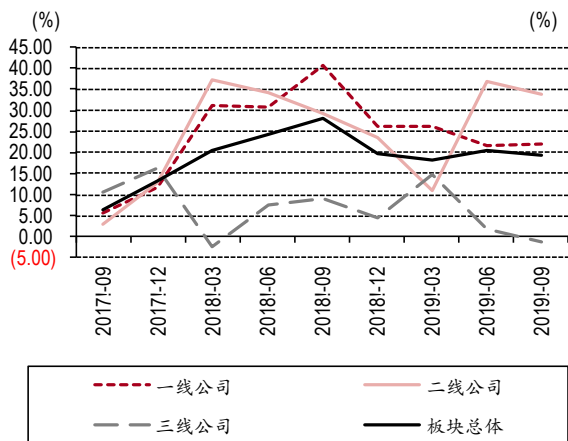
收入方面，2019年1-9月地产板块主营业务收入同比增长19.2%，较1-6月收窄1.2个百分点。其中，一线公司收入同比增长22.09%，比1-6月扩大0.3个百分点；二线公司收入同比增长33.74%，比1-6月收窄2.9个百分点；三线公司收入同比下降1.25%，较1-6月收窄2.7个百分点。

2019年前9月板块结转收入增速为19.2%，较上季度收窄1.2个百分点，其中一线房企的收入增速与上季度基本持平；二线房企和三线房企收入增速较上季度分别收窄2.9和2.7个百分点，销售现金流较上季度分别收窄6.2和0.5个百分点；在结算收入上一线及二三线出现较大分化，一线房企稳中有升，二线房企高位小幅回落，三线则营收增速持续走弱直至转负。目前主流房企预售账款充足，计划竣工增速普遍提速，2019年结算收入增长保障性较强。2019Q3结算收入方面，一线龙头房企中，华夏幸福、金地集团和万科分别录得42%、27%和27%的较高增速，主要由于结转规模大幅增长及毛利率提升，领跑一线房企。二线房企中，大悦城（+184%）、金科股份（+61%）、新湖中宝（+56%）、金融街（+54%）均实现超过50%的高增速。

盈利方面，2019年1-9月，板块净利润同比增长8.97%，较1-6月收窄3.3个百分点。其中，一线公司净利同比增长14.51%，较1-6月收窄7.6个百分点；二线公司同比增长47.37%，比1-6月收窄0.7个百分点；三线公司同比下降38.90%，同比1-6月收窄4.2个百分点。

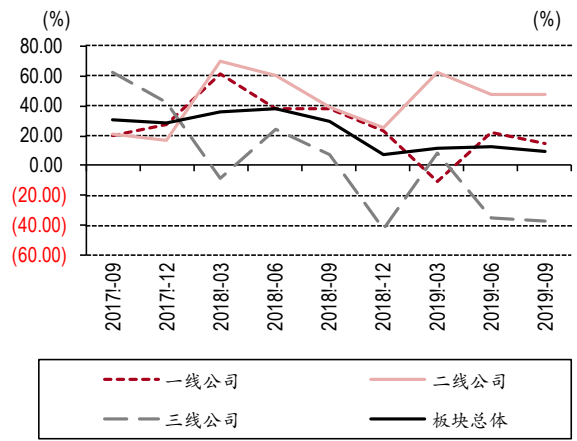
三季度房企盈利能力出现下滑，主要由于利润率见顶回落，以及房企普遍结算项目权益占比下降，少数股东权益占比提升：板块前9月毛利率和净利率分别为35.6%和10.3%，分别较上季度扩大0.9个和回落1.5个百分点。受到项目利润率回落和项目权益比例下滑的影响，板块前9月净利润同比增长9%，较上季度回落3.3个百分点，逊色于收入端表现。一线房企中，保利地产（+34%）、绿地控股（+33%）、万科（+30%）的净利润均录得较高增速；二线房企中，大悦城（+168%）、北京城建（+168%）、金科股份（+82%）、中南建设（+79%）均实现高增速，领跑二线房企。

图表 69. 2016-2018Q3 房地产板块收入增长率



资料来源：万得、中银国际证券

图表 70. 2016-2018Q3 房地产板块净利润增长率



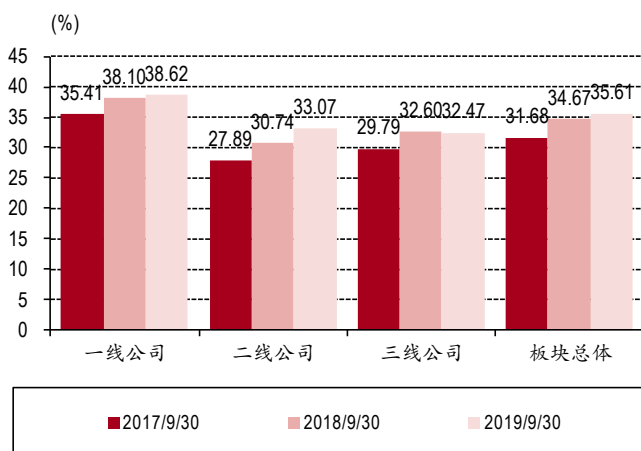
资料来源：万得、中银国际证券

5、毛利率高位回落，稀缺资源优势凸显

2019年1-9月，板块总体毛利率为35.6%，较去年同期上升1个百分点。一线公司为38.6%，较1-6月下降2.1个百分点；二线公司为33.1%，与1-6月基本持平；三线公司为32.2%，较1-6月下降0.9个百分点。2019年1-9月，板块总体净利率为10.3%，较1-6月下降1.5个百分点。其中，一线公司为11.5%，较1-6月下降2.1个百分点；二线公司为10.8%，较1-6月下降0.7个百分点；三线公司为6.7%，较1-6月下降1.7个百分点。

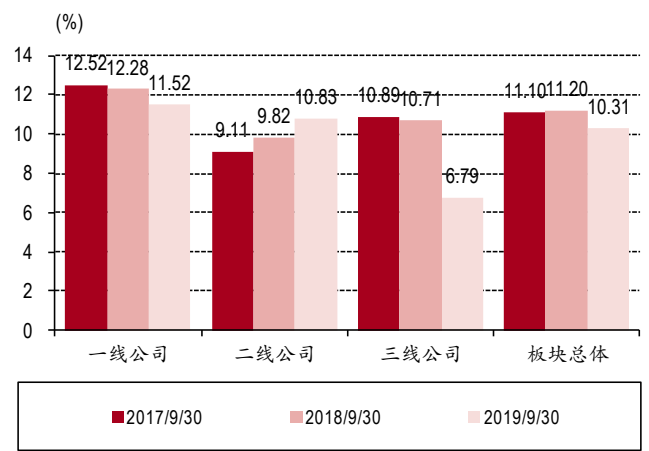
由于房企19年结转的主要为16-17年行业周期回升期的高价销售项目，房企整体毛利率同比整体回升，主要由于处于低位的土地成本和房屋销售价格回升，提升了房企的结算利润率。但18年起由于地价快速上涨以及限价等因素的影响，房企的盈利能力受到限制，高利润率的持续性待观察。一线房企整体仍维持较高的毛利率优势，继续保持平均35%以上的水平。从净利率水平来看，一二三线房企的净利率均在下降，利润率的持续下行将倒逼行业整合。在我们重点关注的一二线上房企中，19年结算毛利率仍保持较高水平的企业大多具有开发模式的稀缺性，包括：华侨城（63%）、大悦城（48%）和华夏幸福（40%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：金地集团（42%）、金融街（48%）和泛海控股（48%）等。

图表 71. 2016-2018Q1 房地产板块毛利率水平变化



资料来源：万得、中银国际证券

图表 72. 2016-2018Q1 房地产板块净利率水平



资料来源：万得、中银国际证券



6、行业观点：关注政策及融资环境变化

我们判断 2020 年房地产行业调控政策难紧趋松，因城施策深化落地，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化，销售及投资下行压力加大，弱市下龙头强者恒强。我们认为 2020 年下半年的地产板块看点在于：1) 调控政策难紧趋松，因城施策深化落地；2) 一二线需求持续释放，棚改力度或超预期；3) 投资增速预计回落，竣工反弹可持续；4) 行业集中度持续提升，龙头房企销售高增锁定业绩，迎估值切换。我们维持板块强于大市评级，建议积极关注政策及融资环境变化。推荐龙头房企：万科 A、保利地产、招商蛇口；区域房企：推荐华夏幸福、荣盛发展，关注华发股份、金科股份；建议关注高成长性房企：阳光城、中南建设。我爱我家。

1、龙头房企强者恒强

万科 A：公司是全球龙头开发企业，19 年前 10 月销售规模已突破 5000 亿，在高基数背景下持续大幅增长，体现公司有效的跟投制度和激励机制。公司作为高周转模式代表的龙头房企，净负债率持续低位，体现其投资管理能力和小股操盘的优势。在土地成本高企的背景下优势明显，目前 2020 年 PE8-9 倍。

保利地产：公司是低估值龙头蓝筹，前期整合中航、轻工集团等央企房地产资源，近期间接收购保利置业 20% 股权解决同业竞争，未来公司作为央企地产开发平台，将会实现更多资源整合，叠加保利置业整合加速推进，有望受益此次国企改革继续做大做强。另一方面，公司今年销售业绩均实现较快增长，去年推出的期权激励要求未来业绩复合增速达到 8%，目前 2019 年 PE7-8 倍。

招商蛇口：公司坐拥前海和蛇口超过 5 平方公里的稀缺土地资源，预计可开发面积超 1,000 万平米，土地成本低廉；前海 2.4 平方公里土地确权和通州 81 平方公里产业项目大幅增加公司的土地储备，近期推出股权激励要求未来业绩复合增速达到 13%，员工持股和增发价 23.47 元/股，大股东增持价 22.51 元/股，RNAV23.67 元/股。

2、区域房企把握风向

京津冀一体化

华夏幸福：公司是全国产业新城开发及运营龙头，房地产千亿销售规模稳居全国十强，自上市以来保持每年 30% 以上的业绩增速，是高成长白马价值股的典范。公司充足的环京储备增值空间巨大，显著受益于雄安新区建设提速，同时公司异地复制在长三角已初见成效，嘉善项目成功树立标杆并逐步进入业绩贡献期。公司是地产板块成长特性较强而周期属性较弱的白马龙头房企，PE7-8 倍。

荣盛发展：公司深耕京津冀区域，形成并强化“大地产、大健康、大金融”以及新兴产业全面发展的“3+X”战略格局。公司 17 年预收账款覆盖结算收入 1.94 倍，业绩锁定性佳；土地储备充足可满足三年左右开发需求。估值较低，2020 年 PE 不及 5 倍。

粤港澳大湾区

华发股份：公司是珠海地区开发企业龙头，公司以珠海为核心，向上海、武汉、广州等一核心城市辐射开发，珠海区域储备超过 300 万平米占比近 45%，同时集团拥有 1,100 万方横琴片区一级土地开发资源，未来将显著受益于粤港澳地区的联动发展，建议关注。

中西部崛起

金科股份：公司是成渝地区的地产开发龙头企业，土地储备充沛，低成本拿地具备先发优势。近年来公司销售提速，业绩增长有保障。股票激励计划和同舟共赢等多种激励方式共同提升员工积极性。2018 年实现 90% 高销售增速，周转速度提高，负债率大幅下降，建议关注。



3、成长性企业价值突破

我爱我家：公司成立于1998年，于2017年登陆A股市场。2018年，公司实现营业收入106.9亿元，归母净利润6.3亿元，同比增长766%（以我爱我家房地产经纪有限公司口径统计，增速19%）。公司作为存量房市场龙头经纪商，伴随市占率及人均效率的不断提升，未来营收和业绩的释放空间较大。2017-19年，公司承诺累计净利润目标5亿、11亿、18亿，于17-18年相应实现，我们预计19年目标达成无虞。公司2018年分别实现毛利率及净利率30.2%及6.5%，盈利能力逐年稳步提升。

阳光城：公司为高成长性房企典范，2018年销售增速超100%。拿地方面，公司坚定“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，全面升级“3+1+X”布局战略，提出“三全五圆”的发展战略，将一、二线城市作为根据地，形成二线城市全覆盖、核心城市辐射周边城市的战略格局。同时，公司净负债率已有年初的252%下降至207%，回购计划彰显对公司未来发展的信心，建议关注。

中南建设：公司2018年实现近60%的销售增速，H12018结算毛利率较17年大幅提升8.8个百分点。公司深度布局江苏，在手近3,000万方土地储备约四成位于江苏，受益长三角一体化加速。公司管理层在2018年引进众多资深经理人，通过股权激励及员工持股计划绑定利益，上下齐心聚焦主业，建议关注。

4、题材热点伺机而动

- 1) **长租公寓：**随着租赁住房政策的推出，明年将是落实租购并举的元年，各路资本有望抢滩长租公寓的布局，
- 2) **房地产金融：**未来培育和发展住房租赁市场，推进房地产投资信托基金(REITs)试点也有望加快，相关政策也将加速资产证券化的落地。
- 3) **物流地产：**随着电子商务的高速发展，物流地产的需求空间巨大，一般其租金回报率要高于住宅和商办物业。
- 4) **养老地产：**随着我国人口步入老龄化，养老地产的发展趋势逐渐明朗，需求潜力将被不断释放。



风险提示

行业调控政策及融资政策超预期收紧；

行业流动性未见明显改善及融资集中度提升背景下，中小型房企面临较大现金流压力。

附录图表 73. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
万科 A	000002.SZ	买入	30.31	3,401.14	3.18	3.61	9.05	8.40	14.80
保利地产	600048.SH	买入	15.86	1,892.27	1.59	1.95	8.62	8.13	10.22
绿地控股	600606.SH	买入	6.86	834.74	0.95	1.15	5.87	5.97	6.18
招商蛇口	001979.SZ	买入	19.85	1,571.37	1.93	2.61	12.90	7.61	8.24
华夏幸福	600340.SH	买入	27.93	841.73	3.96	4.95	6.23	5.64	13.21
荣盛发展	002146.SZ	买入	9.37	407.42	1.73	2.18	4.73	4.30	8.44
华侨城 A	000069.SZ	买入	7.49	614.37	1.29	1.58	5.32	4.74	7.60
我爱我家	000560.SZ	增持	4.41	103.88	0.25	0.32	13.61	13.78	4.20
金融街	000402.SZ	未有评级	8.09	241.80	1.09	1.24	6.70	5.95	10.85
嘉宝集团	600622.SH	未有评级	4.02	60.29	0.76	0.89	7.78	10.06	4.16
华发股份	600325.SH	未有评级	8.25	174.67	1.08	1.39	7.24	6.30	5.95
中南建设	000961.SZ	未有评级	9.55	355.99	0.60	1.14	11.33	10.07	5.29
金科股份	000656.SZ	未有评级	7.47	398.88	0.73	0.96	7.08	10.59	4.61
阳光城	000671.SZ	未有评级	7.89	319.66	0.75	1.05	8.68	6.85	4.89

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 12 月 17 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371