



窄通道内紧平衡继续，关注三大阿尔法机遇

——房地产行业2019年下半年投资策略

作者：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

作者：王梦恺

执业证书编号：S0930518110003

2019年6月10日

证券研究报告

核心观点

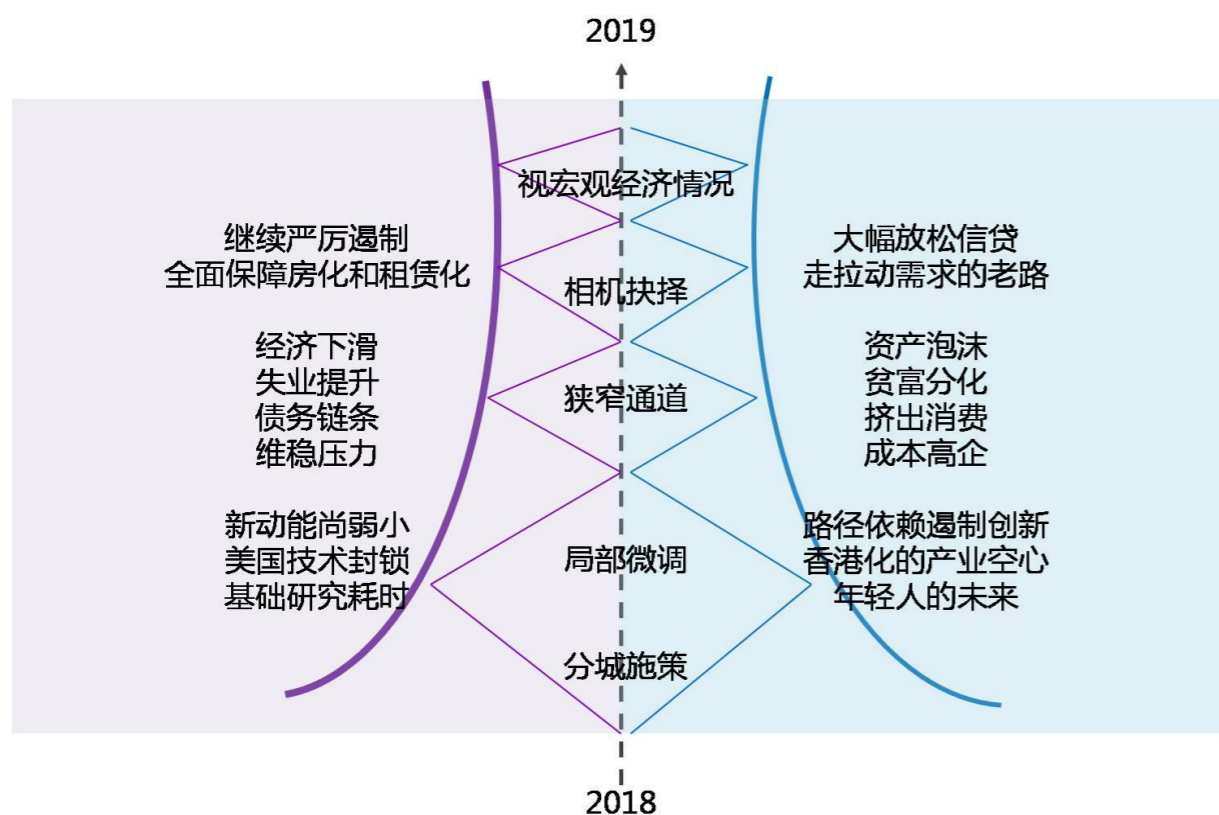
- 政策面：房住不炒+因城施策，新型城镇化重回一二线，棚改收缩，销售影响大于投资，预计2019年棚改货币化购房面积占比1.36%，实物安置投资占比4.11%
- 需求侧：购房信贷支持高位趋缓，预计全年销售金额持平，销售面积-7%，其中一线、二线、三四线销售面积分别+30%、+10%、-14.5%
- 供给侧：年度策略观点持续印证，预测2019年新开工+8%，施工面积+8%，土地购置费5-10%，房地产投资+6%；土地市场总量下行，结构性回暖
- 投资建议：坚守价值蓝筹，关注区域热点、存量运营和物管扩张
- 风险提示：国际宏观大环境动荡或导致全球总需求下滑；国内经济增速放缓和失业率提升或影响居民结构性信用扩张及按揭贷款偿还；房企还债高峰来临，部分中小型房企信用风险提升；就业情况恶化有可能影响办公楼出租率及租金水平；消费支出下滑有可能导致零售和仓储物业租金下滑

- 1、政策面：“房住不炒” + 因城施策，重回大都市，棚改弱化明显
- 2、需求侧：总量下行与结构切换，销售金额持平，销售面积-7%
- 3、供给侧：年策观点持续印证，新开工8%，投资6%，土地结构回暖
- 4、投资建议：坚守蓝筹价值，关注区域热点、存量运营及物管扩张
- 5、风险提示：全球总需求下滑，经济增速或放缓，失业率或提升

房住不炒是高压红线，因城施策加强分类调控可操作性

- 房地产行业总量下行，结构分化，城市轮动，周期拉长，波幅平滑
- 房住不炒是高压红线，楼市稳健运行至关重要，住建部警示10城
- 因城施策加强分类调控的可操作性，2018年底至今60+城出台超百次调控政策

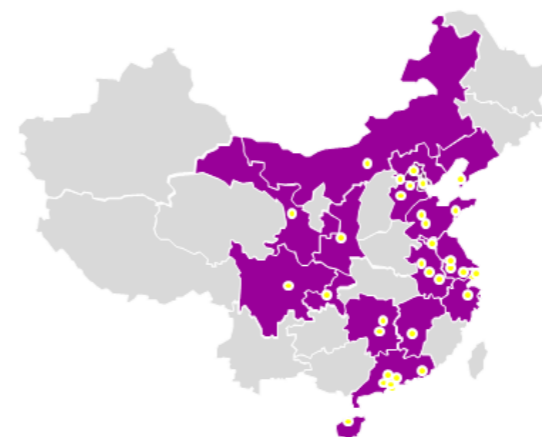
房地产政策或在狭窄通道内相机抉择进行局部微调



资料来源：光大证券研究所

2018年底至今全国各城因城施策政策统计

兰州：1月6日（2018）、西安：12月28日/2月14日/4月23日
大连：1月18日/5月18日，丹东：4月29日



天津：3月4日/3月15日/5月30日
北京：1月10日/3月8日/4月5日/3月14日/4月2日/5月19日/5月22日/5月24日/5月29日
石家庄：3月18日/4月2日
廊坊：4月23日
保定：2月28日/4月19日
呼和浩特：4月18日
湖南：5月24日/长沙：12月29日/4月15日/5月6日，衡阳：12月26日/27日
济南：3月20日/5月14日
青岛：1月3日，菏泽：12月18日
上海：1月31日/2月13日/3月8日/4月22日
杭州：12月21日/2月28日/4月4日/4月26日/5月30日
南京：2月15日/5月13日
苏州：4月30日/5月11日/5月16日/5月18日/5月21日/5月24日/5月27日/5月28日
常州：2月11日，徐州：5月12日
无锡：3月4日，邳州：2月2日
合肥：12月27日/2月21日/4月10日/4月19日/5月22日/5月28日，阜阳：2月21日，芜湖：3月11日
赣州：3月6日

重庆：1月1日、成都：1月2日/29日/5月28日

广州：12月19日/24日/1月11日/3月8日/4月22日/4月29日 /5月13日/5月24日，佛山：12月24日/2月20日/4月10日/5月18日/5月28日
深圳：3月4日/3月8日/4月19日/4月29日/4月30日/5月17日/5月29日
中山：5月6日/5月14日，东莞：1月13日/3月12日
珠海：12月21日/5月27日/5月28日，汕头：12月29日
南宁：5月18日
海口：1月8日/2月12日，海南：3月17日/4月26日 /5月16日/5月29日

资料来源：各地方政府网站、光大证券研究所整理
截止日期：2019年5月31日

棚改接近尾声收缩明显，影响销售大于投资

- 棚改计划开工量减半，货币化率降低，资金来源转换
- 测算2019年棚改货币安置购房面积占比1.36%，2017、2018年分别为6.81%、5.14%
- 测算2019年棚改实物安置投资占比约4.11%，2017、2018年分别为5.68%、7.02%

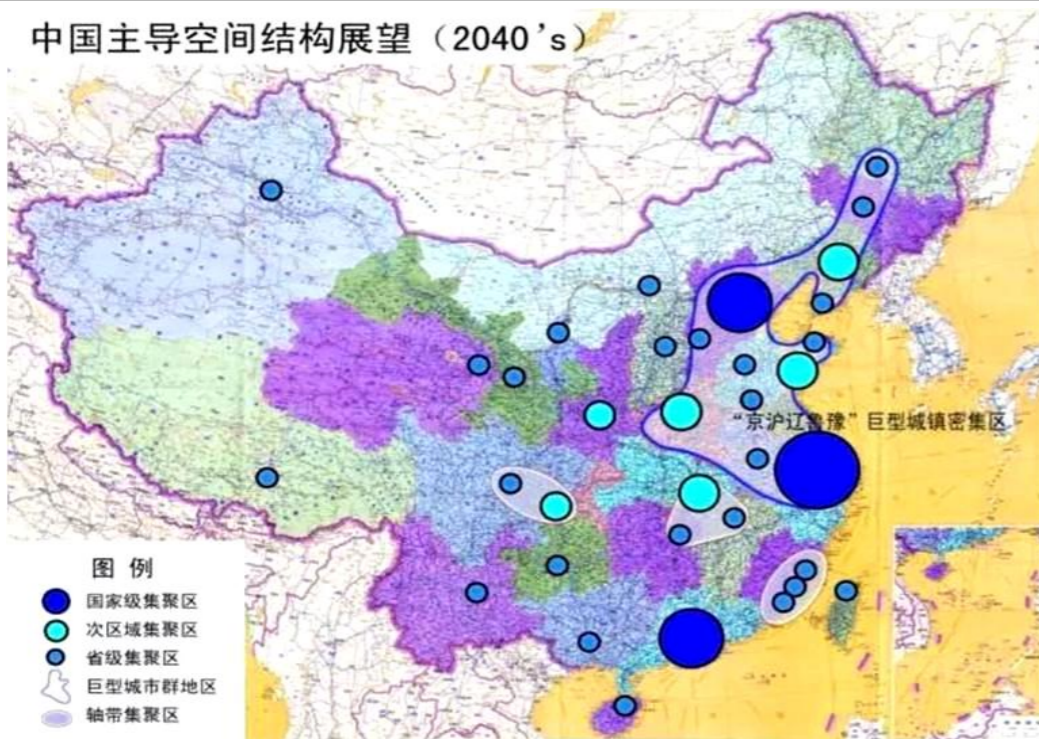
	2017	2018	2019E
计划棚改套数 (万套)	600	580	285
实际棚改套数 (万套)	609	626	285
货币化安置比例	60%	45%	25%
棚改货币化安置套数 (万套)	365	282	71
新增购房套数 (万套)	110	85	21
新增购房面积 (万平方米)	9866	7606	1924
全国商品住宅销售面积 (万方)	144789	147929	141283
三四线商品住宅销售面积 (万平方米)	103824	107012	97962
棚改购房面积占全国商品住宅销售面积比例	6.81%	5.14%	1.36%
棚改购房面积占三四线商品住宅销售面积比例	9.50%	7.11%	1.96%
棚改投资完成额 (万亿)	1.84	1.74	0.75
货币化安置资金 (万亿)	1.22	0.90	0.23
实物安置投资 (万亿)	0.62	0.84	0.52
全国房地产投资完成额 (万亿)	10.98	12.03	12.75
实物安置投资占房地产投资比例	5.68%	7.02%	4.11%

资料来源：住建部，Wind，光大证券研究所预测

大城市放宽落户，城镇化发展重心重回都市圈

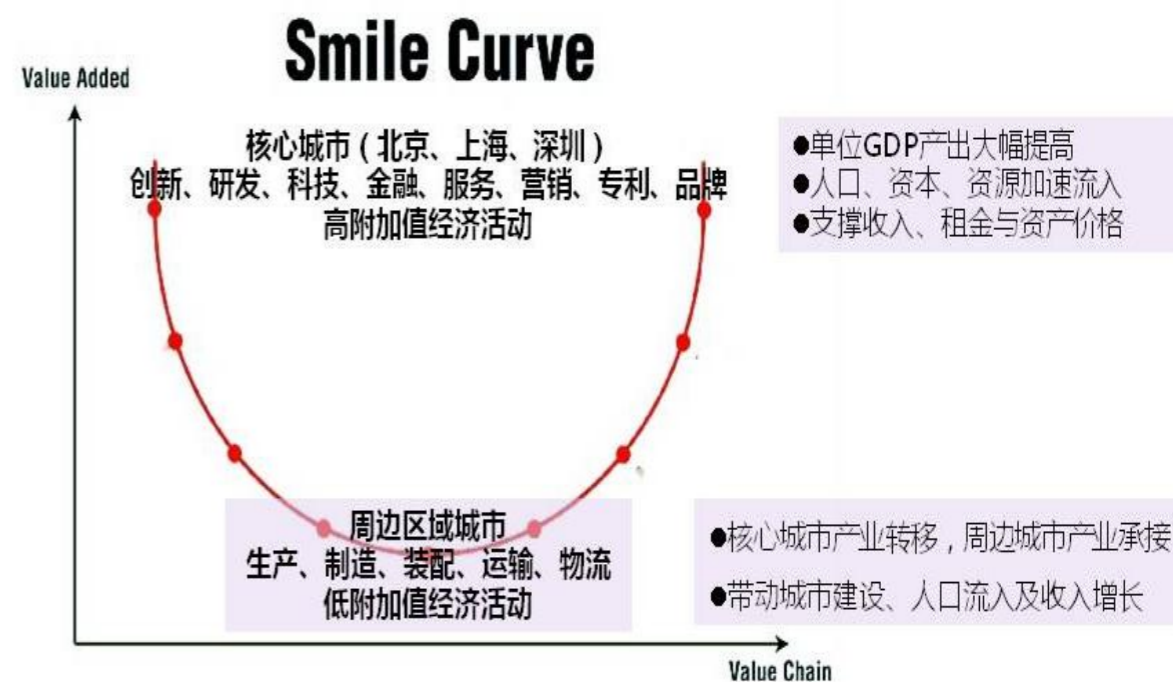
- 对比2018年，“大城市户籍政策改革”、“人地钱挂钩”配套、“优化城镇化形态布局”三方面，2019年的新型城镇化重点任务调整明显
- 超特大城市首现“大幅增加落户规模”，要素集聚和区域融合，都市圈协调发展
- 短期一线城市落户门槛和居住成本仍较高，都市圈内二线城市要素集聚的边际弹性更为明显，城市发展和人口聚集将明显提速

中国主导空间结构展望



资料来源：同济大学《中国主导空间结构展望2040》

都市圈内微笑曲线的产业链分工示意图

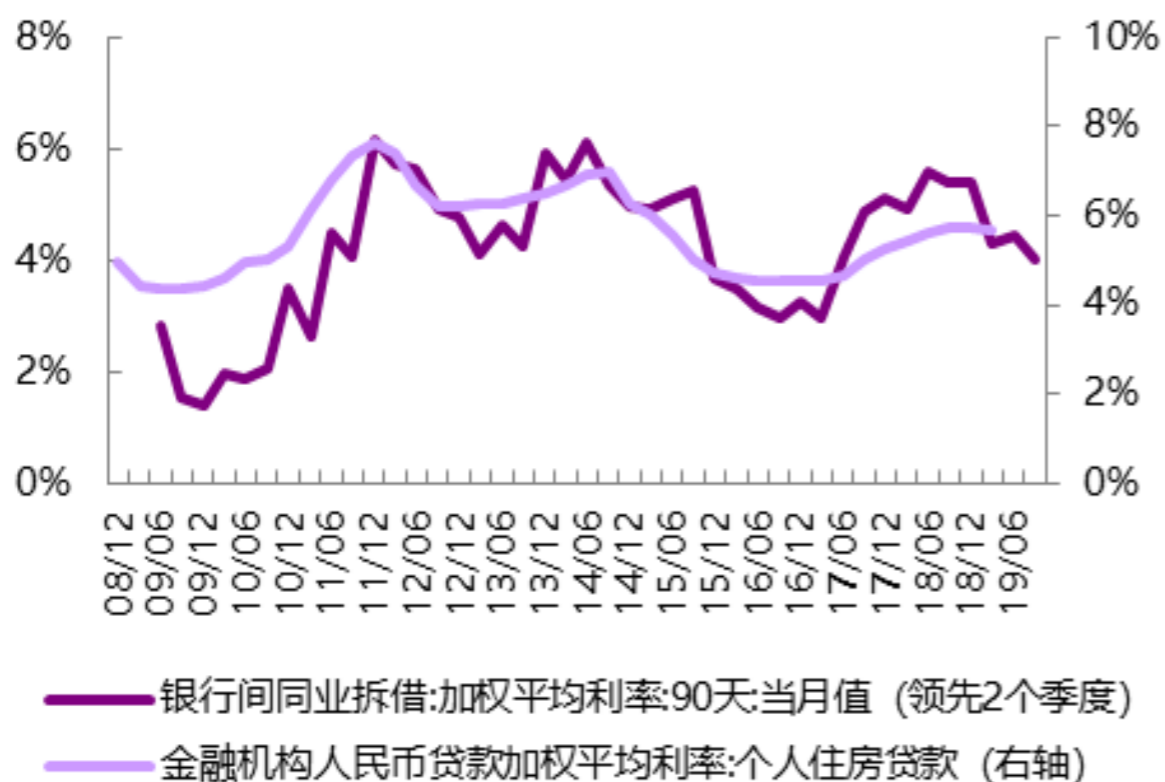


资料来源：光大证券研究所

购房信贷支持高位趋缓，按揭利率或小幅下降

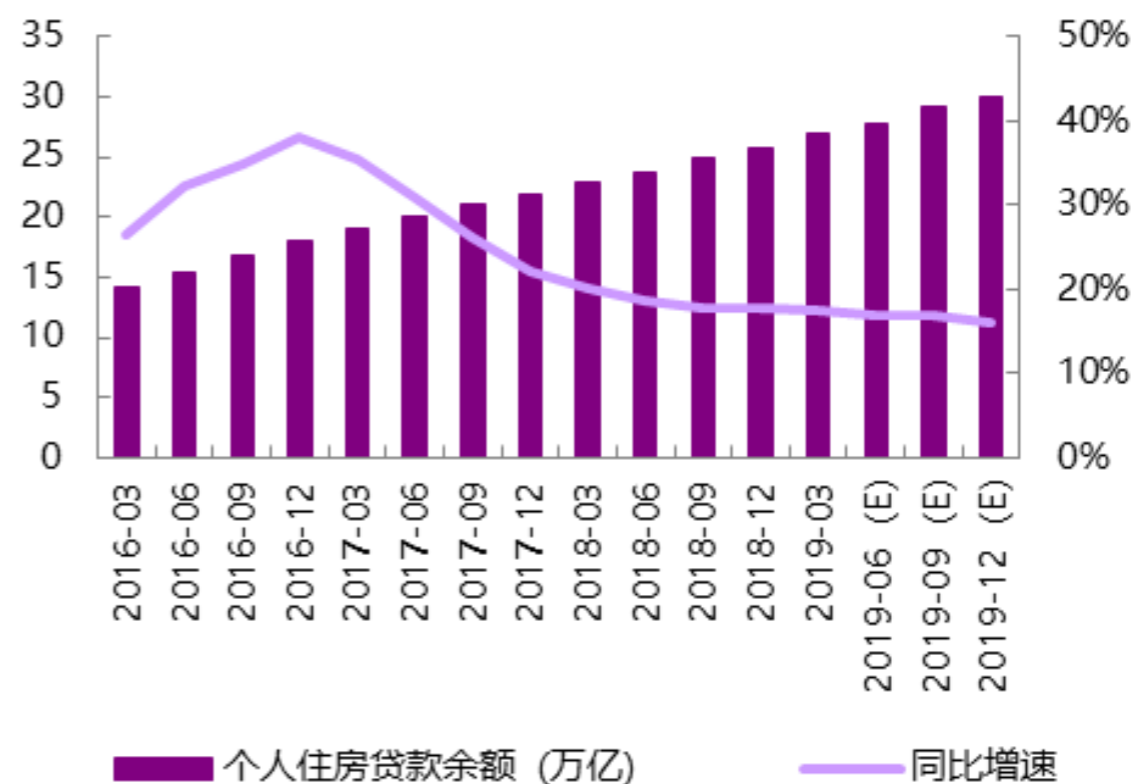
- 资金利率低位平稳，按揭利率延续下降趋势但空间有限，不同城市或将出现差异化的变动策略
- 银行按揭资产配置意愿维持高位，基数作用下增速趋缓，预测全年个人住房贷款余额同比+16%（2018年为17.8%）

90天同业利率和个人住房贷款利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

个人住房贷款余额同比增长（季度）



资料来源：Wind、光大证券研究所预测

2019E销售总量预测：13万亿元（+0%），14亿方（-7%）

■需求侧：预计2019年全国销售金额同比持平，销售面积-7.3%，销售均价+8.0%

	个人住房 贷款增速	个人住房贷 款余额	公积金贷 款	当年住房信 贷支持金额	居民购房 杠杆	居民购房 总额	新建商品住宅 (一手)		存量住宅 (二手)		一二手 比例
							销售额	增速	交易额	增速	
单位	%	万亿	亿元	万亿	%	万亿	万亿	%	万亿	%	倍
2017年	22.2%	21.90	9535	6.24	37%	16.82	11.02	11.3%	5.80	-16.1%	1.90
2018年	17.8%	25.80	9535	6.54	34%	19.14	12.64	14.7%	6.50	12.1%	1.94
2019年(E)	16.0%	29.93	9535	7.07	34%	20.78	12.66	0.1%	8.13	25.0%	1.56

资料来源：央行，Wind，链家，光大证券研究所预测

■预计2019年一线城市销售面积+30%；二线+10%；三四线-14.5%

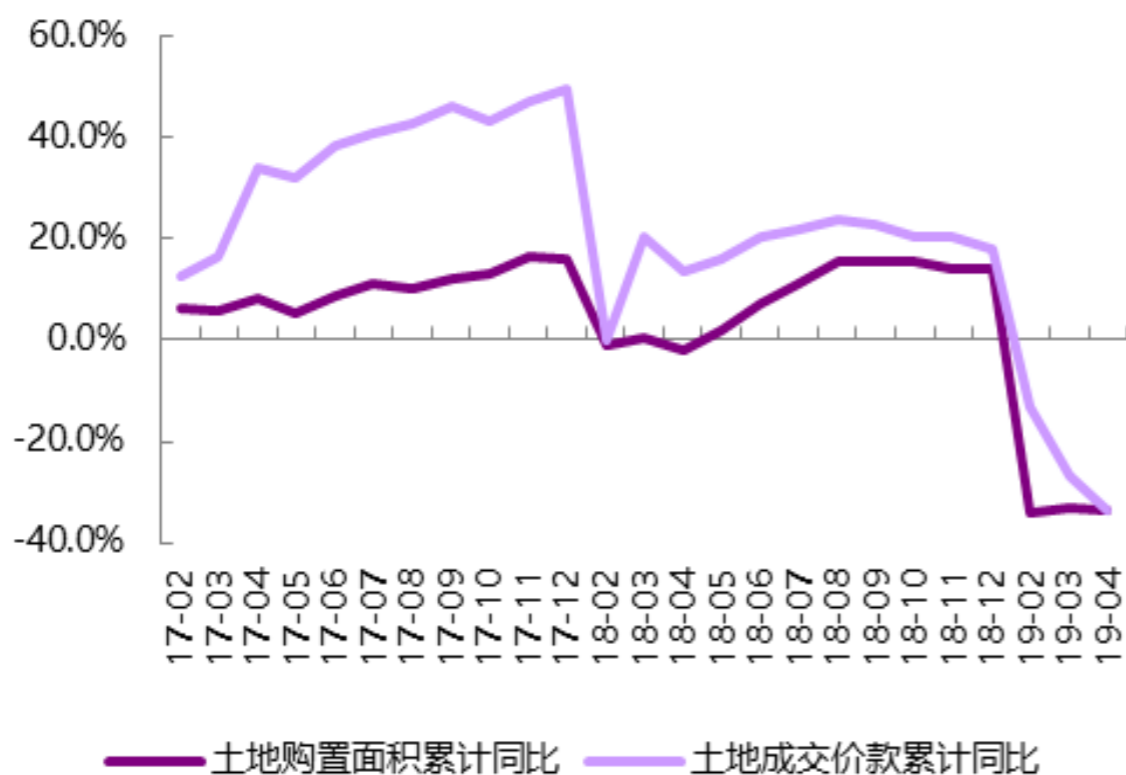
	一线 (4城)		二线 (23城)		三四线 (630城)	
	销售面积 (万方)	同比 (%)	销售面积 (万方)	同比 (%)	销售面积 (万方)	同比 (%)
2017	3839	-27.4%	37126	-5.0%	103824	11.4%
2018	3571	-7.0%	37346	0.6%	107012	3.1%
2019E	4643	30.0%	41081	10.0%	91448	-14.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

土地市场总量下行，一二线结构性回暖

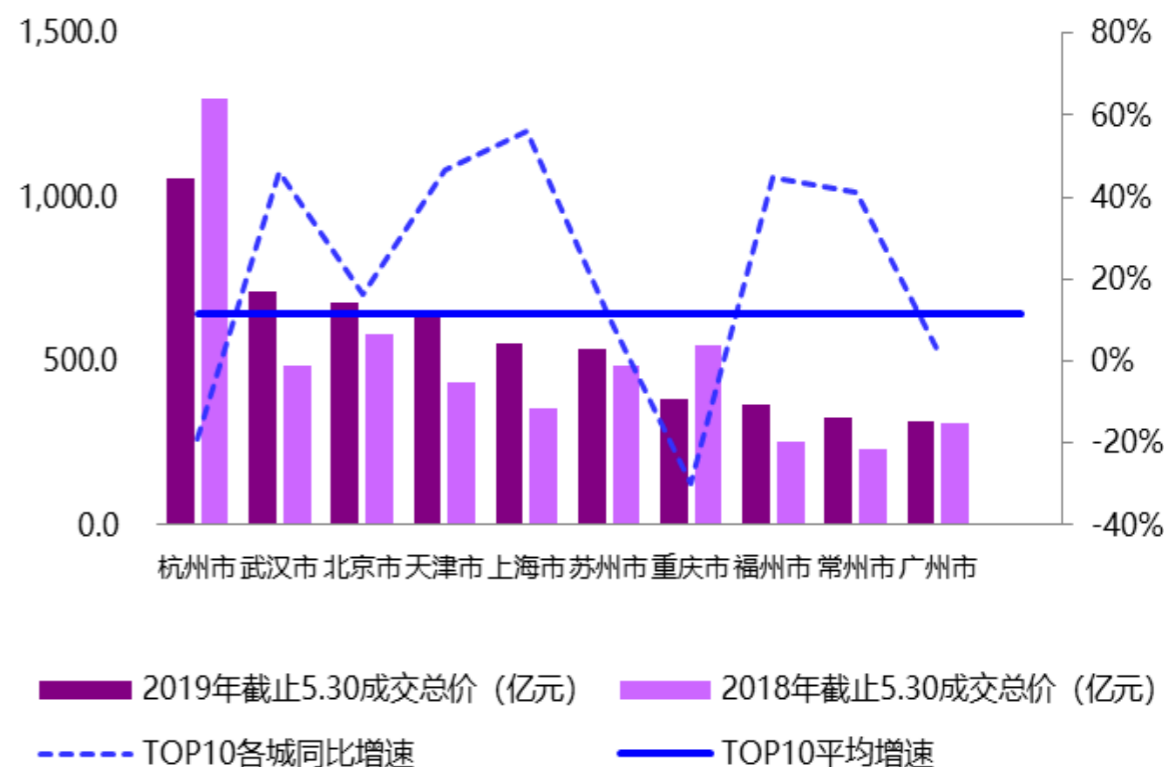
- 总量层面的土地购置增速仍会处于低位；但结构层面的分化将会非常明显
- 长时间需求压制后核心一二线城市基本面迎来底部复苏，一线城市土地供给提升
- 新型城镇化进一步明确，大城市落户限制放宽，都市圈核心城市长期发展前景向好

全国土地购置面积和土地成交价款累计同比



资料来源：Wind, 光大证券研究所

截止2019.5.30土地成交金额（住宅和商服类）TOP10城

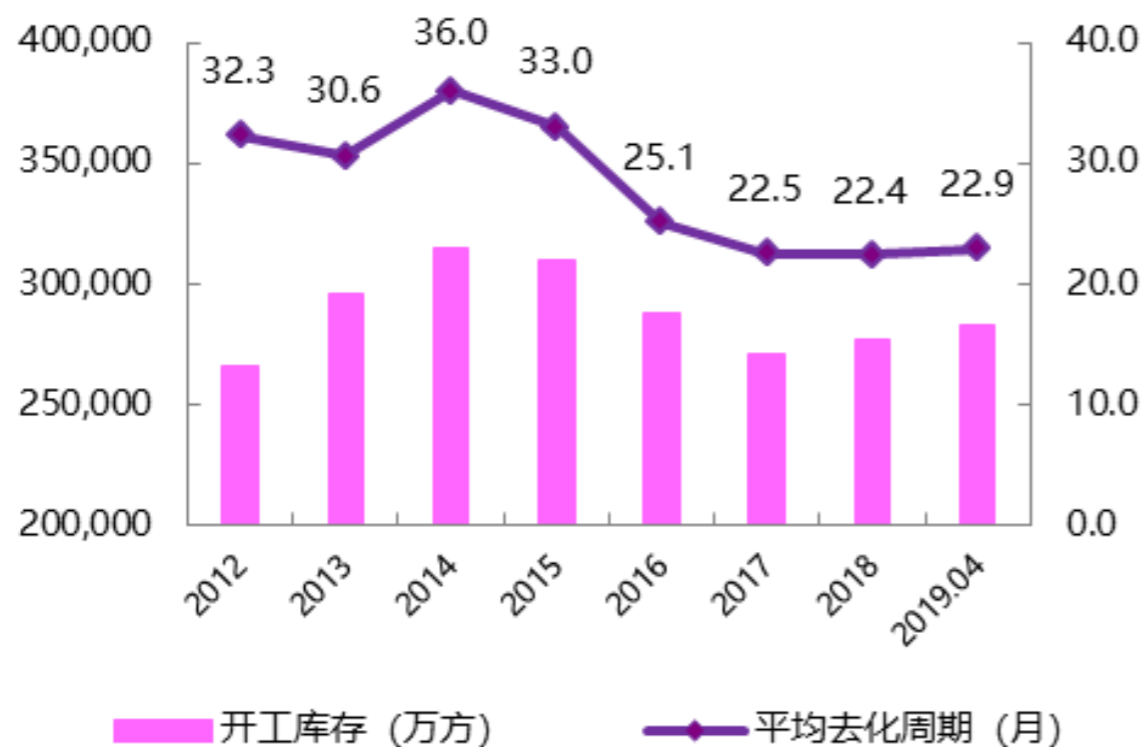


资料来源：Wind, 光大证券研究所

2019年新开工增速预判+8%，下半年平缓回落

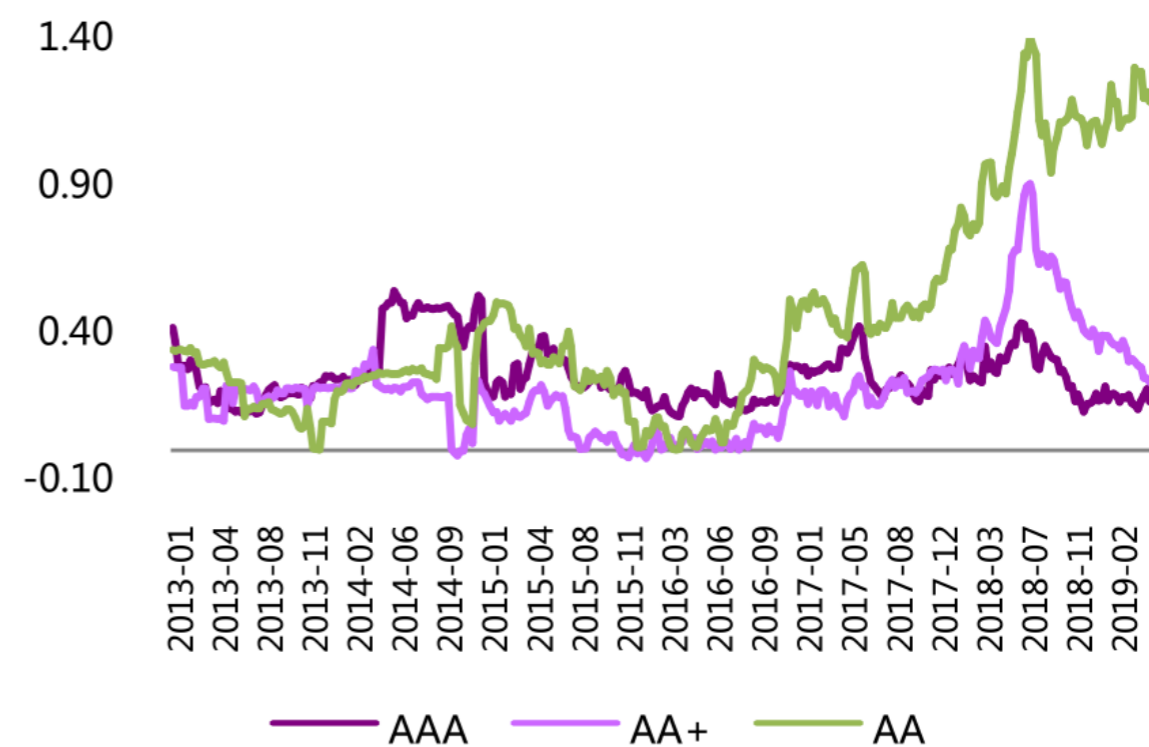
- 待开发土地增速高位回落，偏重存量资源变现和结构性重点区域的资源获取
- 新开工面积增速和销售面积增速的剪刀差走阔，开工库存低位小幅回升
- 资金面整体均衡，资信结构分化明显，资信较弱的AA级地产债超额利差仍在高位

全国商品住宅开工库存及去化周期



资料来源：Wind，光大证券研究所

SW房地产超额利差 (单位：bp)

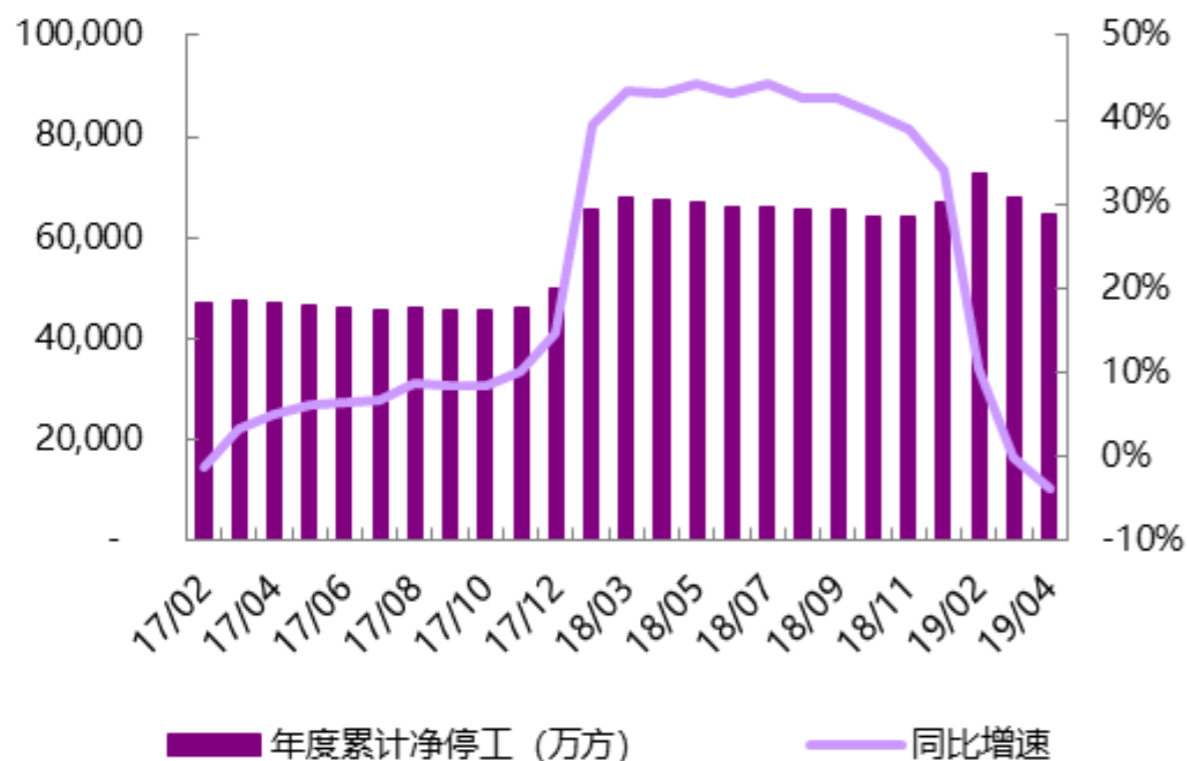


资料来源：Wind，光大证券研究所

2019E施工面积+8%，净停工持平，竣工向好

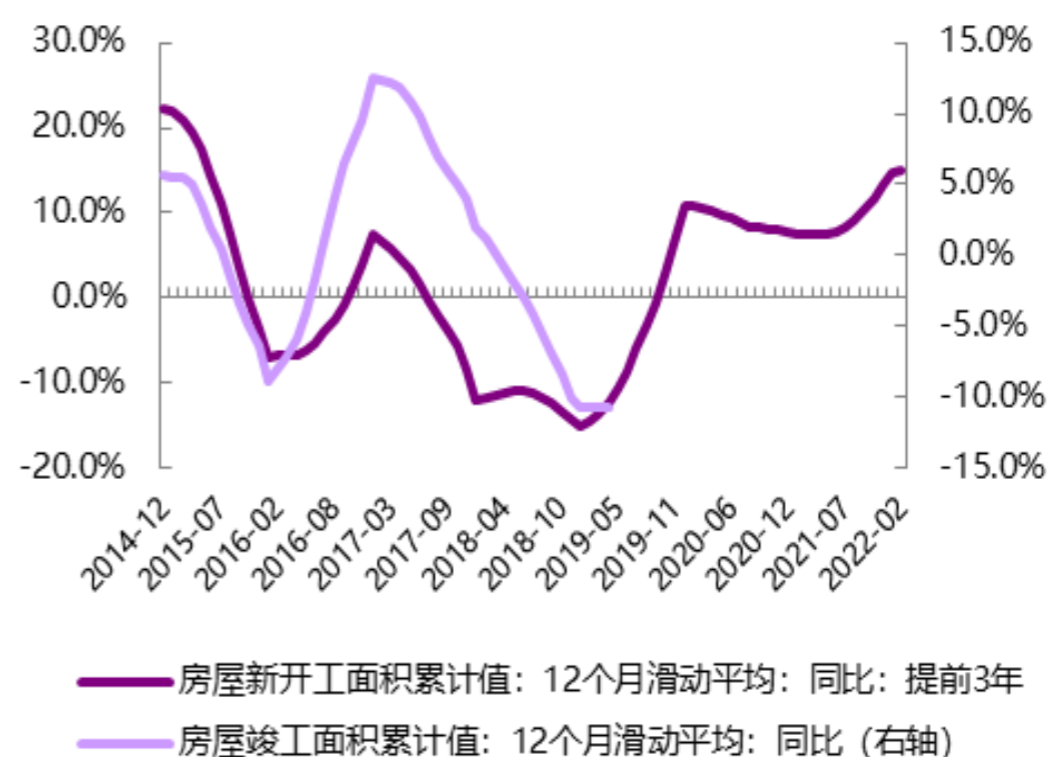
- 施工面积增速持续提升，预测全年+8%，施工单价预测-2%
- 净停工面积增长如期放缓（基建提速+并购复工+融资改善），预测持平
- 竣工向好是速度问题而非方向问题，预测全年降幅收窄至-5%

全国房屋年度净停工面积及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

2015年开始，房屋竣工相对新开工滞后约3年



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

2019E房地产投资+6%（施工投资回升，土地购置费降速）

■房地产开发投资数据预测汇总

	房地产开发投资完成额 (万亿元)	房地产开发投资完成额 增速 (%)	施工类投资 增速 (%)	土地购置费 增速 (%)	新开工面积 增速 (%)	施工面积 增速 (%)	竣工面积 增速 (%)	净停工面积 (亿方)
2016	10.26	6.9%	7.4%	6.2%	8.1%	3.2%	6.1%	4.4
2017	10.98	7.0%	3.0%	23.4%	7.0%	3.0%	-4.4%	5.0
2018	12.03	9.5%	-3.3%	57.0%	17.2%	5.2%	-7.8%	6.7
2019E	12.75	6.0%	5.8%	7.5%	8.0%	8.0%	-5.0%	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

■新开工面积/土地购置费对房地产投资增速的敏感性分析

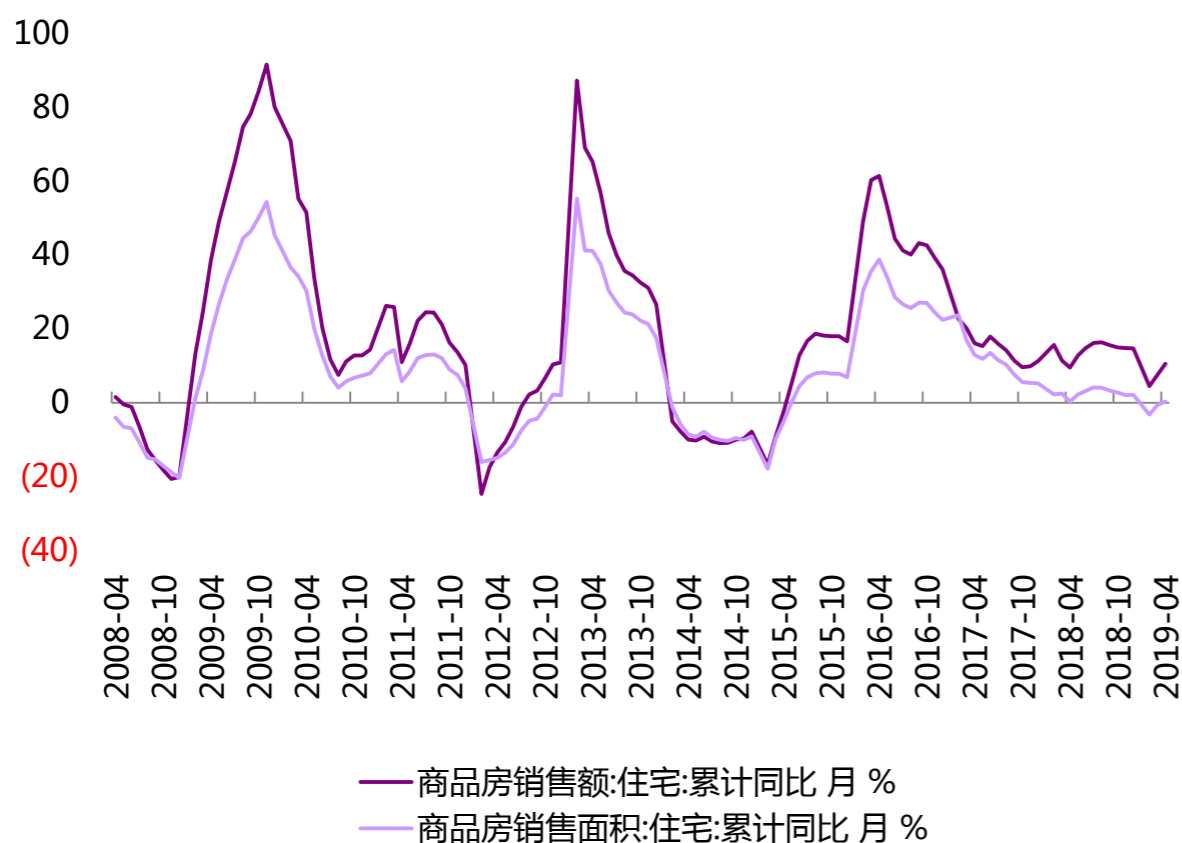
2019年房地产投资 增速		2019年新开工面积增速				
		10%	8%	6%	4%	2%
2019年土地 购置费增速	10%	7.1%	6.8%	6.4%	6.1%	5.8%
	5%	5.6%	5.3%	4.9%	4.6%	4.3%
	0%	4.1%	3.7%	3.4%	3.1%	2.8%
	-5%	2.6%	2.2%	1.9%	1.6%	1.3%
	-10%	1.0%	0.7%	0.4%	0.1%	-0.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业波幅减弱，外资增配，价值蓝筹估值有望提升

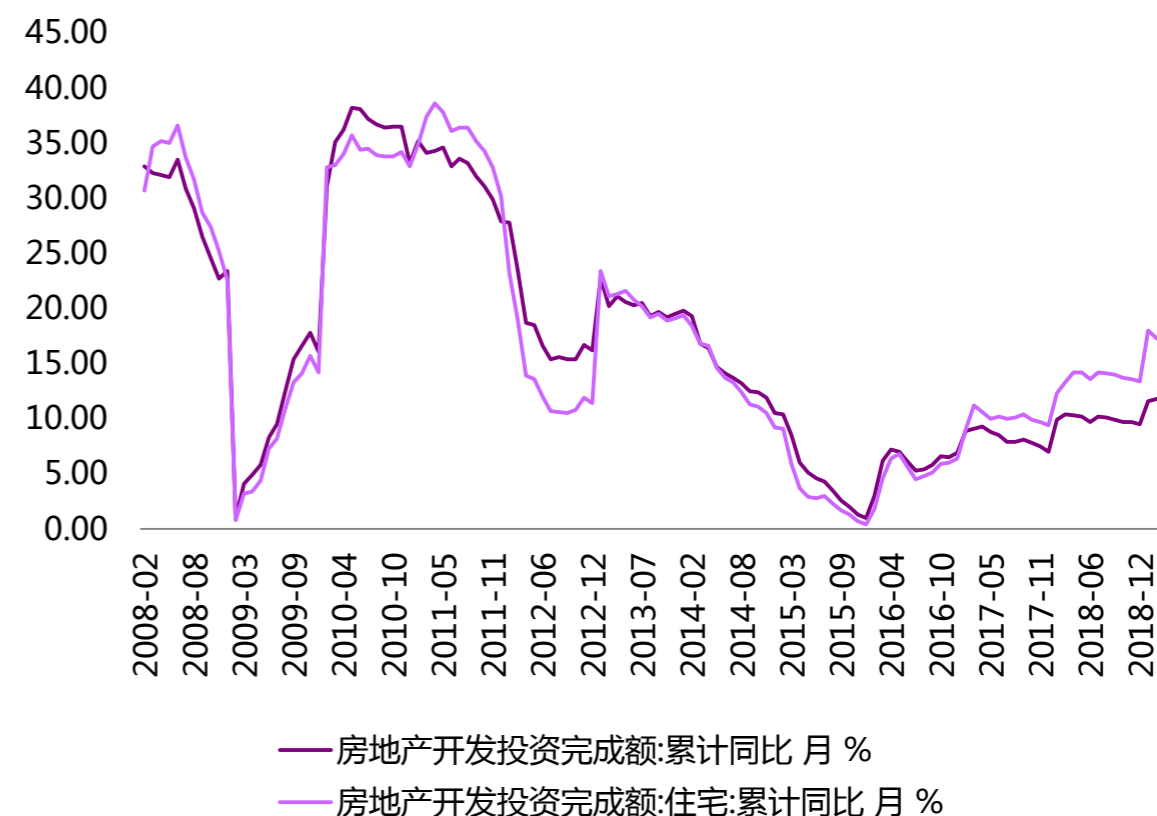
- 长效机制+调控升级，地产行业波幅减弱，风险溢价减小，长期估值平缓提升
- 龙头房企拓展地产链持续布局，营收及利润中的稳定现金流比例将逐步提升
- A股纳入MSCI比例提升，外资增配，利于蓝筹地产估值提升

商品住宅销售面积和销售金额累计同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

房地产开发投资和住宅开发投资累计同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

区域热点轮动，三大增长极发展提速

- 雄安新区推进加速，启动区规划公示，土地征收正式实施
- 长三角一体化打破行政藩篱，“青嘉吴”示范区“一网通办”
- 粤港澳大湾区规划纲要出台，2035年完成湾区建设

近期长三角推进一体化情况一览

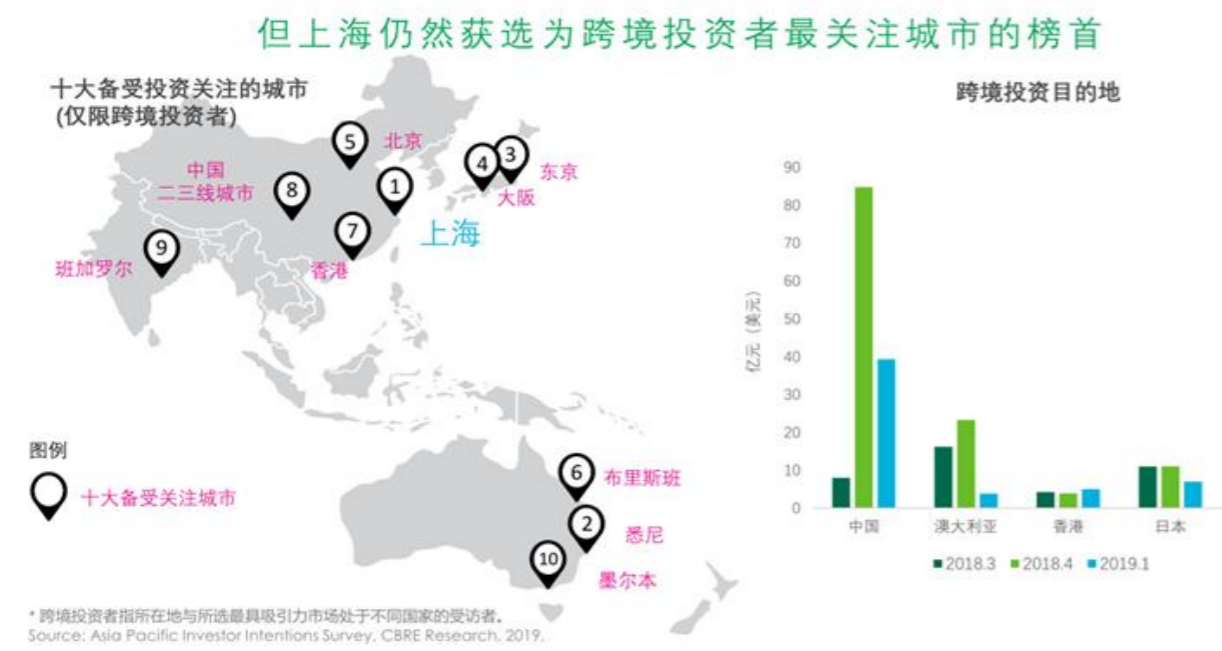
日期	进展
2019年3月6日	上海市委书记李强表示上海、江苏、浙江交界处将设立长三角一体化“青嘉吴”示范区
2019年5月13日	中央政治局会议审议《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》
2019年5月20日	长三角地区三省一市文化和旅游部门在沪签署《长三角文化和旅游高质量发展战略合作框架协议》
2019年5月22日	第一届长三角一体化发展高层论坛在安徽芜湖召开
2019年5月22日	长三角地区政府服务“一网通办”正式开通运行
2019年5月22日	《共建长三角期现一体化油气交易市场战略合作协议》签署
2019年5月22日	青浦、吴江、嘉善人大常委会第一次主任例会在青浦举行，签署合作框架协议
2019年5月23日	三省一市政府部门及相关企业共同签约10个项目

资料来源：各地方政府官网、光大证券研究所整理

公募Reits渐行渐近，存量运营渐成必选

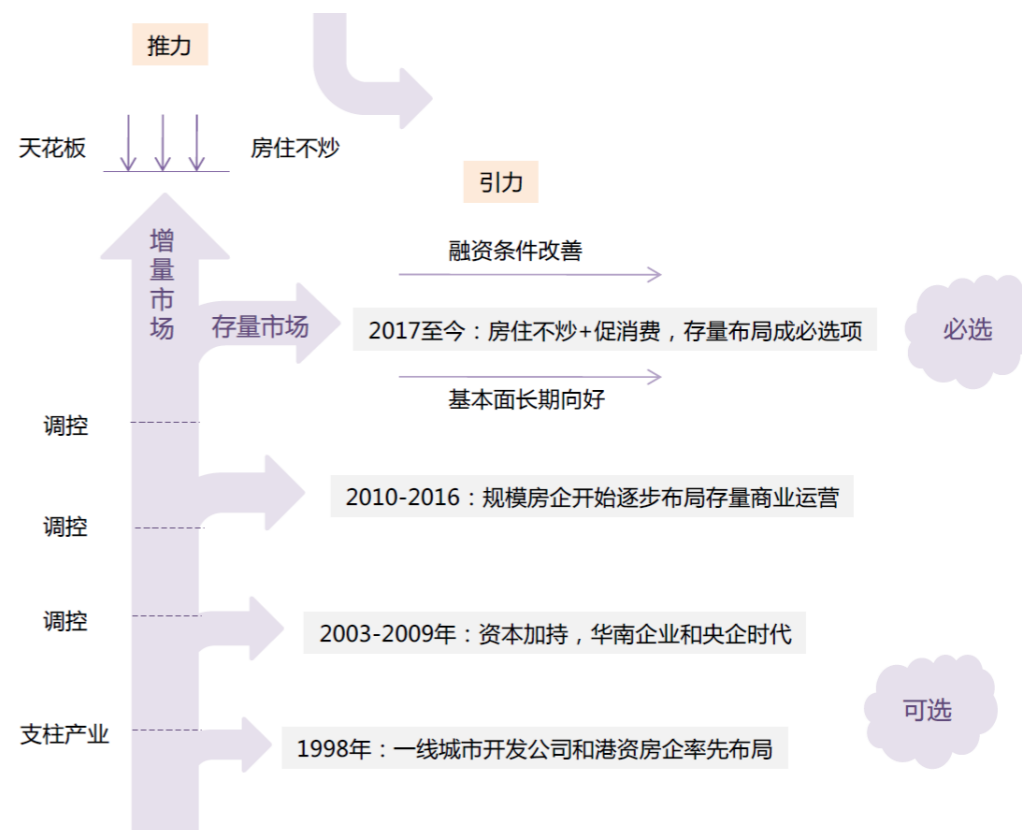
- “产销模式” 转向 “资管模式”， “买地造房卖房” 转向 “资产整合优化运营”
- 外资持续增配核心城市优质资产， 2019年上海首次获选跨境投资者最关注城市榜首
- 公募REITs 有望破冰， 巨额资金沉淀的长期桎梏有望打破

2019年上海获选为跨境投资者最关注城市榜首



资料来源：CBRE

存量资产运营逐步成为实力房企的必选项

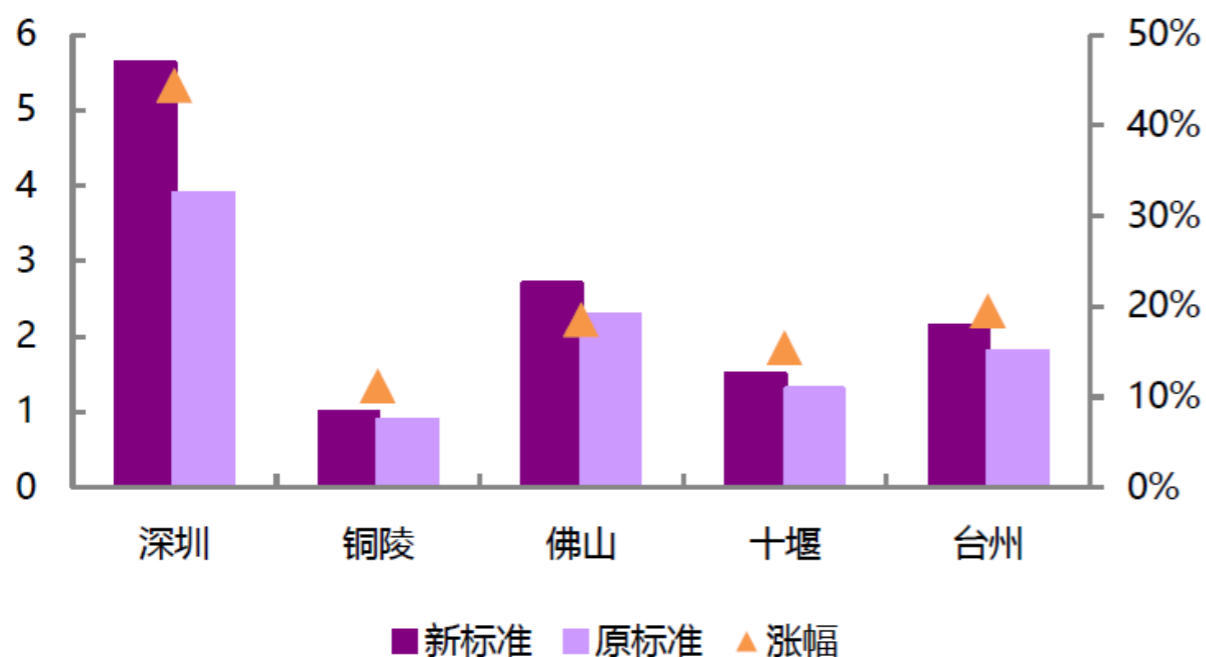


资料来源：CBRE、光大证券研究所

减管制，加资本，扩规模，物管行业进入高成长阶段

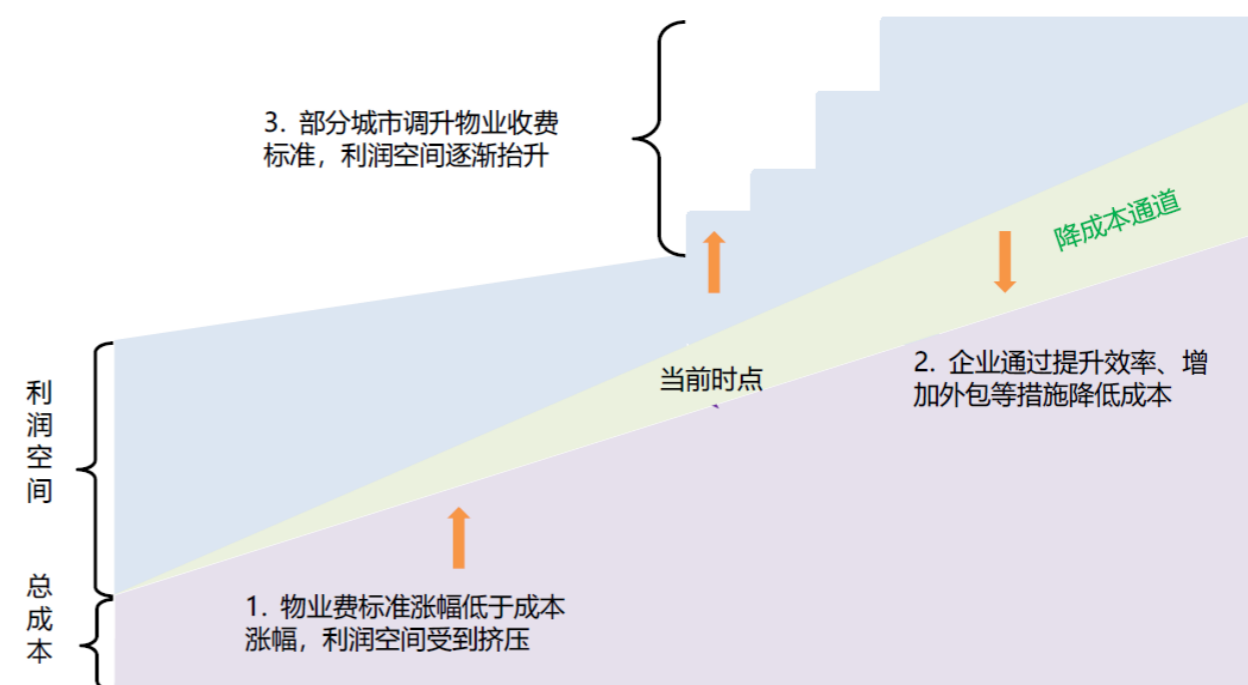
- 物管行业处于“减管制、加资本、扩规模”阶段，头部效应持续显现
- 2018年来，深圳、佛山等多城提高物业收费标准，行业利润天花板有望突破
- 国内部分地产龙头正加快进行物业板块分拆上市，有利于利润增厚和估值提升

2018年至2019年5月末部分上调物业收费标准城市统计



资料来源：各地方政府网站、光大证券研究所整理
单位：元/月/平方米

物业服务行业利润挤压与释放模型



资料来源：光大证券研究所

标的推荐

- 综上结合价值蓝筹、区域热点、存量运营和物管拓展，我们推荐标的为万科A+H、保利地产、招商蛇口、金地集团、新城控股、融创中国和中国金茂

推荐标的业绩预测和估值指标

公司名称	证券代码	市值 (亿元/ 亿港元)	股价 (元/ 港元)	EPS (元)			PE			评级
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	
万科 A	000002.SZ	3,103	27.81	3.06	3.63	4.07	9.1	7.7	6.8	买入
万科企业	2202.HK	3,531	28.75	3.06	3.63	4.07	8.3	7.0	6.2	买入
保利地产	600048.SH	1,521	12.79	1.59	1.93	2.25	8.0	6.6	5.7	买入
招商蛇口	001979.SZ	1,680	21.23	1.89	2.39	2.70	11.2	8.9	7.9	买入
金地集团	600383.SH	538	11.92	1.79	2.10	2.35	6.7	5.7	5.1	买入
新城控股	601155.SH	881	39.05	4.69	5.99	7.29	8.3	6.5	5.4	买入
融创中国	1918.HK	1,551	34.95	4.91	6.09	7.90	6.3	5.0	3.9	买入
中国金茂	0817.HK	547	4.72	0.44	0.58	0.76	9.4	7.2	5.5	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：1) 数据截止2019年6月10日；2) 汇率取2019年6月10日港元/人民币=0.87885；3) 招商蛇口EPS（预测）已扣除永续债利息；4) 融创中国、中国金茂EPS（预测）为核心EPS。

风险分析

- 受经济结构换挡、中美贸易摩擦以及欧洲政治风波的内外叠加影响，国内宏观经济增速放缓或超预期，或导致部分行业的就业情况恶化；一旦就业情况恶化或导致居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，从而影响居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还；
- 2019年开始房企将迎来债务到期高峰，叠加我们预测全国销售增速下滑，部分中小型房企信用风险有所抬升，现金流管理能力较弱及负债结构较差的中小房企或出现局部违约；
- 2019年随着棚改货币化影响减弱及地方政府棚改专项债模式开启，预计前期棚改依赖度较高的部分三四线城市将出现较明显的购房需求下滑，从而导致当地房地产销售出现明显下跌，不排除部分三四线城市房价出现明显调整的可能性。
- 受经济结构换挡、中美贸易摩擦内外叠加影响，国内宏观经济增速放缓或超预期，有导致部分行业的就业情况恶化从而影响办公楼出租率及租金水平的可能；
- 就业情况恶化或导致居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，有导致零售物业出租率及租金不及预期的可能；居民收入下降有导致网购增速放缓和仓储物业需求下降的可能。

谢谢观看!

THANK YOU!

光大证券研究所金融地产研究团队

何缅甸

房地产首席分析师

执业证书编号：S0930518060006

电子邮件：hemiannan@ebscn.com

联系电话：021-52523801

王梦恺

房地产分析师

执业证书编号：S0930518110003

电子邮件：wangmk@ebscn.com

联系电话：021-52523855

黄帅斌

联系人

电子邮件：huangshuaibin@ebscn.com

联系电话：021-52523828

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中的观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司2019版权所有。