

2020：棚改收关托底投资，配置龙头防御价值

——房地产行业 2020 年投资策略

行业年度报告

◆政策面：边际均衡，流动性遏制需求，棚改托底投资

2018 提出“窄通道紧平衡”，房地产“约束中求平衡，房住不炒是底线，因城施策防失速”框架将继续维持。聚焦 2020，紧信用下的流动性管控遏制购房需求和信用扩张，棚改计划“收关之年”或翻倍，托底投资增速。需求侧按揭贷款投放有韧性全年新增 4 万亿；按揭利率中期有望随着实际利率逐步回落；供给侧融资总量压缩，结构分化，金融资源继续向高资质房企集中。

◆基本面：需求侧跨过历史大顶销售规模回落，供给侧地产链重心后移

需求侧：预计 2020 年销售面积-8.5%（一线 0%、二线+10%、三四线-16%），销售金额-3.0%（一线+10%、二线+13%、三四线-16%），销售均价+6%（一线+10%，二线+3%，三四线基本持平）。

供给侧：地产开发链呈现明显重心后移特征，前端进入项（拿地和新开工）边际减少，后部退出项（施工和竣工）边际增加；预测 2020 年新开工面积-7%，施工面积+6.5%，施工类投资+8.2%，开工库存温和提升，土地购置费增速转负拖累投资数据，敏感性测算中性假设房地产投资增速约为 4%。

◆后周期：竣工复苏如期确认，预测 2020E 住宅竣工+15%

2019 进入竣工复苏周期的逻辑已在前期多篇报告中阐述，1-9 月统计局竣工回暖数据斜率偏弱，主要原因包括资金面紧张拖累中小房企竣工节奏和土地增值税清缴减弱竣工上报意愿；我们重申竣工终将回归合同销售硬约束，短期拖延导致的缺口将回补，预计 2020 年竣工面积+10%，其中住宅竣工+15%。

◆投资建议：低估值龙头具备防御价值，高股息在“资产荒”下具备吸引力

当前行业窄通道紧平衡，基本面平稳下行，价格趋弱，短期调控边际压力减轻。供给侧改革过程中，行业集中度持续提升，房企短期业绩兑现和中长期盈利能力都将加剧分化。在全球经济下行，流动性宽松和“资产荒”的情况下，龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。推荐现金流安全边际高，业绩确定性较强，具备持续投融资优势的龙头，如 A 股的招保万金和 H 股的融创中国和中国金茂。同时考虑到全球流动性宽松和无风险利率缓步下行有利于存量物业价值重估，建议关注陆家嘴和华润置地。

◆风险分析

宏观经济整体降速，影响居民收入、信用扩张、按揭偿还及消费支出；房企还债高峰来临，部分中小型房企信用风险提升；办公楼出租率及租金水平或不及预期；消费支出下滑有可能导致零售和仓储物业租金下滑。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
000002	万科 A	28.00	2.99	3.56	4.03	9.4	7.9	7.0	买入
600048	保利地产	14.66	1.59	2.07	2.47	9.2	7.1	5.9	买入
001979	招商蛇口	18.57	1.93	2.20	2.50	9.6	8.4	7.4	买入
600383	金地集团	12.12	1.79	2.12	2.44	6.8	5.7	5.0	买入
1918	融创中国	38.05	4.91	6.30	7.97	7.0	5.4	4.3	买入
0817	中国金茂	5.37	0.44	0.55	0.75	10.9	8.8	6.5	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

注：融创中国、中国金茂股价以港元计价，EPS 为核心 EPS。

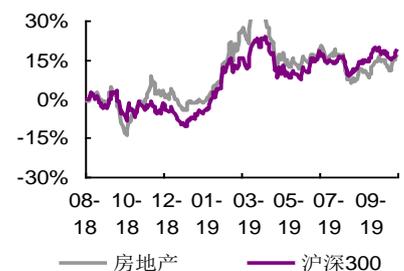
增持（维持）

分析师

何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebcn.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

三大维度 12 量化指标，光大物业选股框架模型——物业服务行业 2020 年投资策略
..... 2019-11-22
如何看待 10 月销售、土地、新开工“反弹”？——2019 年 1-10 月国家统计局房地产数据点评
..... 2019-11-15
Q4 按揭受限判断获初步印证，房贷利率有望逐步见顶——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019 年 10 月）
..... 2019-11-12

投资聚焦

研究背景

我们在 2018 年提出“千钧将一羽，轻重在平衡”，由于基础研究耗时/新动能尚弱，短期内旧动能无法说去就去；同时资产泡沫和居民杠杆又限制了居民信贷大幅扩张的空间。我们认为当前“约束中求平衡，房住不炒是底线，因城施策防失速”的整体框架可能会维持较长一段时间。

我们区别于市场的观点

1、我们认为房地产行业资金管控将成为常态。

由于我国的特殊土地制度，拥有优质抵质押物的企业和个人更容易获取信贷倾斜，贷款经办人为保障贷款安全性和业绩要求，在操作实务有“个体理性”。宝贵的信贷资源和资金如不加以管控，会在“个体理性”中“自发”向房地产市场集中。当前我国经济增速中枢下移，处于由高速发展向高质量发展的换挡转型期；预计短期内宏观流动性边际宽松，银行信贷结构优化，新动能和新产业将会获得更多政策支持，房地产行业资金面管控将成为常态。

2、我们认为房地产行业流动管控主要压力集中在供给侧。从信贷投放结构来看，当前房地产行业流动性管控侧重于总量管控和严查违规，需求侧为满足居民首套和改善购房，按揭投放韧性较强；短期内投放相对“刚性”，按揭利率后续有望回落。

3、我们认为 2020 年是棚改的“收官之年”，在三年 1500 万套目标的大前提下，预计 2020 年棚改计划将近翻倍，测算 2020 年棚改实物安置投资或超过 1 万亿，托底投资增速。

4、我们认为从需求侧来看，房地产行业销售或跨过历史大顶，规模回落，开发商以价换量策略边际效用递减，房价预期管理对于真实需求的影响仍在不断深化，预计 2020 年销售面积-8.5%、销售金额-3.0%。

5、我们认为从供给侧来看，地产开发链呈现明显重心后移特征，前端进入项（拿地和新开工）边际减少，后部退出项（施工和竣工）边际增加；预测 2020 年新开工面积-7%，施工面积+6.5%，施工类投资+8.2%，开工库存温和提升，土地购置费增速转负拖累投资数据，敏感性测算中性假设（土地购置费增速-5%）前提下，房地产投资增速约为 4%。

6、我们认为 2019 年将进入房地产竣工复苏周期，1-9 月竣工数据斜率较弱原因系资金收紧和土地增值税清缴影响。我们认为房屋竣工终将回归合同销售硬约束，短期拖延导致的缺口将在未来回补。

投资观点

我们认为在当前全球经济下行，流动性宽松和“资产荒”的情况下，龙头地产股对于考核周期较长的大资金配置具备较强吸引力。当前行业总量下行，竞争激烈，集中度加速提升，房企短期业绩表现和中长期盈利增长都将加剧分化。龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性（A、H 股主流房企 PE-ttm 分别相当于 3 年均值-1.3、-0.7 个标准差），股息率具备一定吸引力。

推荐现金流安全边际较高，业绩确定性较强，具备持续投融资优势的房企，如 A 股的招保万金，H 股的融创中国和中国金茂；同时在我国促消费大前提下，随着流动性宽松和无风险利率缓步下行，建议关注核心城市的存量经营优势标的，如陆家嘴和华润置地。

目 录

1、 政策面：边际均衡，流动性遏制需求，棚改托底投资	4
1.1、“个体理性”vs“合成谬误”，行业流动性管控持续	4
1.2、2020 棚改“收关之年”或翻倍，托底投资	10
2、 基本面：需求侧跨过历史大顶，销售规模回落，供给侧地产链重心后移	12
2.1、2020 年需求侧：销售总量及结构预测	12
2.2、2020 年供给侧：地产开发链重心后移，施工类投资增速继续提升	14
3、 后周期：竣工复苏如期确认，2020E 预测同比+10%	19
4、 投资建议：低估值龙头具备防御价值，高股息在“资产荒”下具备吸引力	21
4.1、行业集中度提升，低估值龙头确定性价值较明显	21
4.2、存量物业应成为“低波动+低门槛”的大类资产配置	23
4.3、推荐标的	24
5、 风险分析	29

1、政策面：边际均衡，流动性遏制需求，棚改托底投资

我们在 2018 年提出“千钧将一羽，轻重在平衡”，由于基础研究耗时/新动能尚弱，短期内旧动能无法说去就去；同时资产泡沫和居民杠杆又限制了居民信贷大幅扩张的空间。我们认为“约束中求平衡，房住不炒是底线，因城施策防失速”的整体框架可能会维持较长一段时间。

首先，“房住不炒是底线”。资产价格和居民杠杆率对于房地产行业整体发展的中短期约束较强。2019 年 7 月政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”，2018 年 12 月中央经济工作会议提出“坚持房住不炒的定位，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”；2019 年 7 月政治局会议提出“坚持房住不炒，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

其次，“因城施策防失速”。不完全统计 2018 年底中央经济工作会议至今，已有超过 60 个城市发布了超过 260 次调控政策，方向有保有压，权限逐步下放，充分体现地方调控政策及时性与精准性。

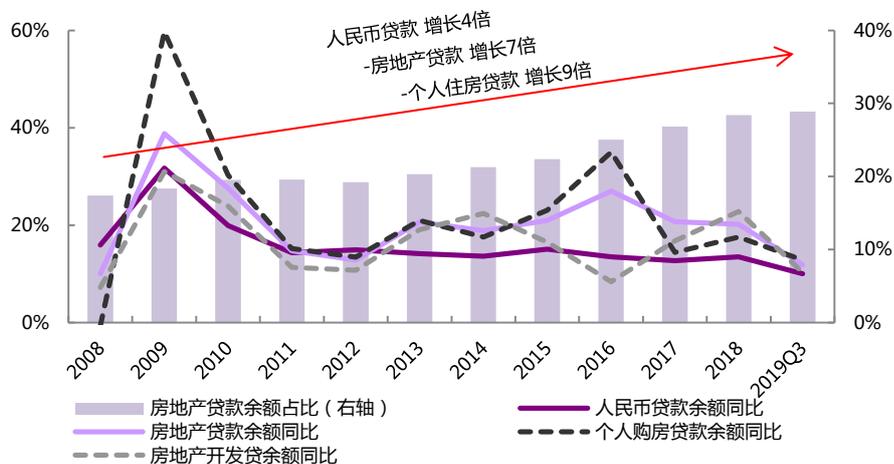
聚焦 2020，我们认为“紧信用”前提下，流动性管理将遏制购房需求和信用扩张；棚改“收关之年”接近翻倍的棚改计划将托底投资增速。

1.1、“个体理性”vs“合成谬误”，行业流动性管控持续

由于我国的特殊土地制度，拥有优质抵押物（土地和房产的产权清晰，计量便利，难于造假）的企业和个人，更容易获取信贷倾斜，贷款经办人为保障贷款安全性和业绩要求，在操作实务有“个体理性”。宝贵的信贷资源和资金如不加以管控，会在“个体理性”中“自发”向房地产市场集中。

个体理性会引发合成谬误。2008 年末至 2019 年三季度末，国内金融机构人民币贷款余额增长约 4 倍，同期我国个人住房贷款余额增长 9 倍，房地产开发贷款余额增长 5 倍，房地产贷款余额合计增长超过 7 倍，人民币贷款余额中房地产贷款占比由 2008 年末的 17% 提升至 2019 年三季度末的 29%。

图 1：金融机构房地产贷款余额同比及占人民币贷款比重



资料来源：中国人民银行、Wind、光大证券研究所

自 2019 年二季度起，高层相继表示了对房地产行业的担忧，行业流动性管控措施陆续出台，包括：

5 月 17 日银保监会下放 23 号文加强房地产融资管控；6 月 13 日郭树清在陆家嘴论坛发言称“过度依赖房地产最终会付出沉重代价”；7 月 06 日银保监会约谈部分信托公司要求控制房地产主动管理业务增速；7 月 12 日发改委发布《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》；7 月 30 日政治局会议“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；7 月 31 日银行业座谈会严禁消费贷违规用于购房，加强对理财/委贷等流入房地产的资金管理；8 月 07 日银保监会下发 64 号文《关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》；8 月 09 日央行发布《二季度货币政策执行报告》称经济增长对房地产和基建投资依赖较高；8 月 10 日银保监会对中信银行违规向房地产发放贷款开出 2224 万元巨额罚单，8 月 10 日 32 城开展银行房地产信贷专项检查；9 月 02 日上海银保监局要求辖区内各信托公司报备新增房地产信托业务和通道业务情况；9 月 04 日国常会提出加快地方专项债发行，不得用于土地储备和房地产领域（包括旧改和棚改）；9 月 10 日银保监会提出要严查信用卡资金流入楼市，涉及多个房地产商户类别码；9 月 11 日郭树清称要对部分交叉金融产品流向房地产领域等问题果断采取监管措施；10 月 25 日证监会在私募股权基金备案回复中称“根据国家房地产调控精神及审慎管理原则，建议合理安排私募股权地产基金涉及投向住宅类方向的展业速度，管控好存续期房地产基金风险”。

展望后续，全球经济增长乏力，各国央行纷纷降息，我国经济增速中枢下移，正处于由高速发展向高质量发展的换挡转型期；预计短期内宏观流动性边际宽松，**银行信贷结构优化调整，新动能新产业将会获得更多政策支持，信贷资金流向管控将持续。**

截止 2019 年三季度末，我国房地产贷款余额约 43.3 万亿，同比增长 15.6%，增速较 2018 年全年水平下降 4.4pc，房地产贷款占各项人民币贷款余额约 28.9%，较 2018 年末提升 0.5pc。从增量来看，2019 年前三季度新增房地产贷款约 4.6 万亿，同比下降 13.2%，占新增各项人民币贷款比重 33.8%，较 2018 年全年水平下降 6.5pc。

我们预测 2019、2020 年新增房地产贷款分别为 5.6 万亿、5.2 万亿，同比增速分别为-13%、-8%，占新增各项贷款比重分别为 33%、28%；2020 年末房地产贷款余额约 49.5 万亿，同比增长 11.7%，增速或略低于 2020 年各项人民币贷款余额增速。

从投放结构来看，当前房地产行业流动性管控侧重于总量管控和严查违规，需求侧为满足居民首套和改善购房的基本居住属性，按揭投放韧性较强；同时在经济中枢下行和经济结构换挡中，银行资产配置对于按揭贷款的青睐不减，短期内投放相对“刚性”。展望未来，预计房地产行业信贷收缩压力主要集中在供给端，需求侧按揭投放出现大幅收缩的概率较低。

1.1.1、需求侧流动性：按揭投放韧性较强，按揭利率中期回落

➤ 按揭投放规模：预计年度新增个人住房贷款规模在 4 万亿左右

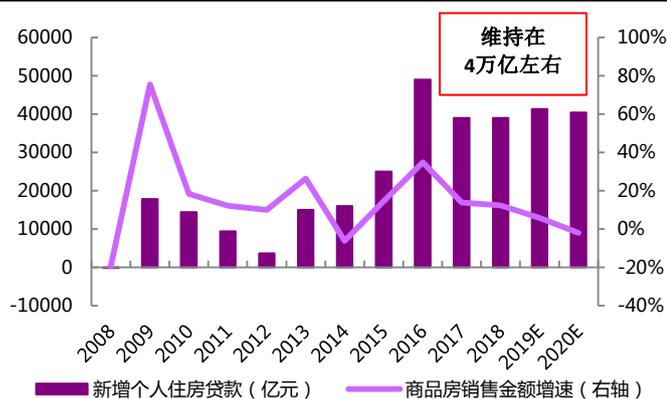
从月度数据来看，2019 年除 1-2 月春节因素扰动外，3-9 月的月度新增住户中长期消费贷款（主要为按揭贷款）基本维持在 3900 亿元左右，月度投放规模较稳定。

从余额来看，截止 2019 年三季度末，全国个人住房贷款余额约 29 万亿，同比增长 16.8%，较 2018 年全年水平小幅下降 1.0pc；预测 2019 年末房贷余额同比增速约 16%。

从新增来看，2017-2018 年新增个人住房贷款均为 3.9 万亿，我们预计 2019 年新增个人住房贷款 4.1 万亿，其中前三季度新增 3.25 万亿，同比增长 5.9%，对比 2018 年全年同比持平。

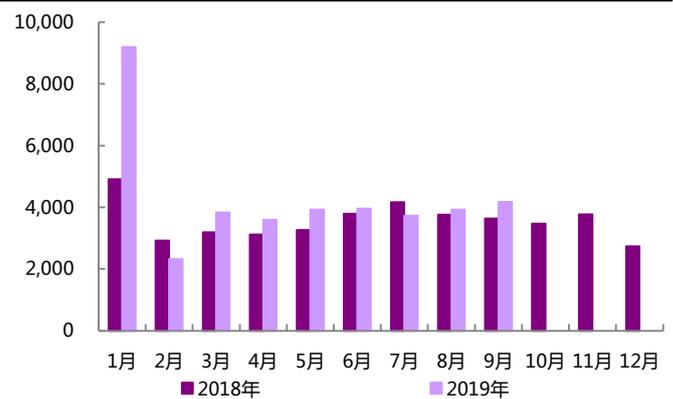
我们预测 2020 年新增个人住房贷款将继续保持在 4 万亿左右，同比微降 2.0%；预测 2020 年末房贷余额同比增长约 13.5%。

图 2：新增个人住房贷款及商品房销售金额同比增速



资料来源：中国人民银行、Wind、光大证券研究所预测

图 3：月度新增住户中长期消费贷金额（亿元）



资料来源：中国人民银行、Wind、光大证券研究所

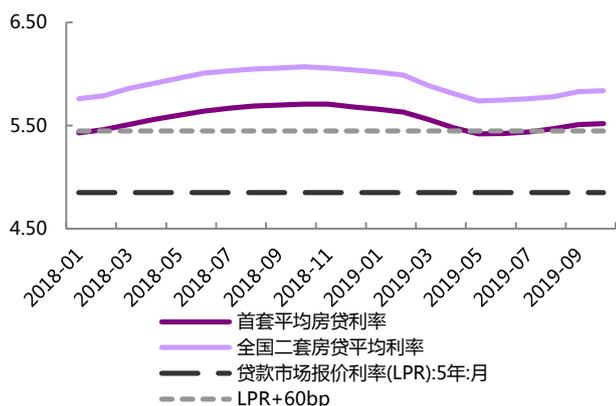
➤ 按揭利率：年末额度受限或继续高位，3-6 个月维度下有望逐步回落

10 月 8 日房贷利率换锚，正式以 LRP 为基准执行。根据融 360 监测情况，大部分城市首套房贷利率主流定价水平上行幅度控制在 2BP 以内，上海由于新政前首套利率下限为基准利率 95 折，为保证市场平稳故基本沿用原利率水平（LPR 减点 20BP）。

我们认为，重点城市新政前后房贷利率变化较小，上海较为灵活的定价措施表明房贷利率换锚 LPR 改革呈中性属性，体现出较明显的“因城施策”原则和省级自律机制，避免市场出现大幅波动。

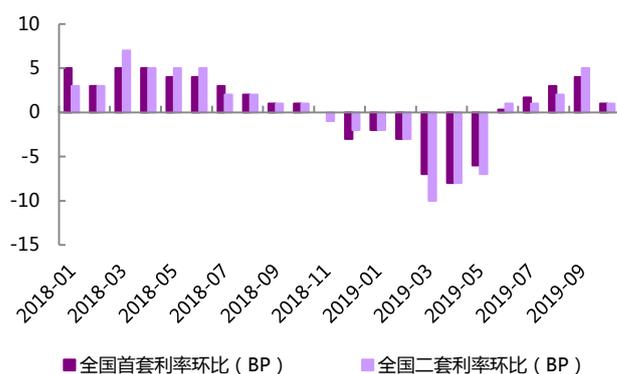
融 360 数据显示，10 月全国首套、二套房贷平均利率继续保持回升趋势，但环比涨幅（首套、二套均为 +1BP）较 8 月、9 月有所减弱；展望后续，通常年末银行信贷额度较为紧张，短期内按揭贷款利率或维持高位；3-6 个月维度下，预计实际利率下行的影响将逐步传导至按揭市场，房贷利率有望逐步见顶。

图 4：全国房贷平均利率 (%) (截止 2019.10)



资料来源：融 360、光大证券研究所

图 5：全国房贷平均利率环比变化 (截止 2019.10)



资料来源：融 360、光大证券研究所

1.1.2、供给侧流动性：总量受限，结构分化，金融资源继续集中

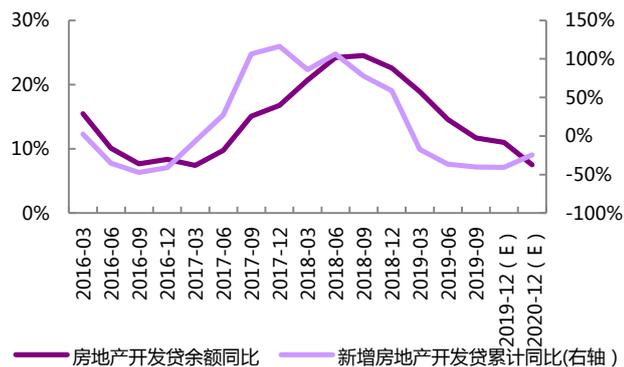
➤ 房地产开发贷：行业流动性收缩主要压力区

新增来看，2019 年 1-9 月新增房地产开发贷 10500 亿元，同比下降 40.3%，新增开发贷占新增房地产贷款比重约 22.8%，较 2018 年全年水平下降 6.3pc；预计 2019 年新增房地产开发贷约 1.1 万亿，同比下降 40.7%

余额来看，截止 2019 年 9 月，房地产开发贷余额 11.2 万亿，同比增长 11.7%，占房地产贷款比重约 26%，较 2018 年末下降 0.4pc；预计 2019 年末房地产开发贷余额同比增速放缓至 11%。

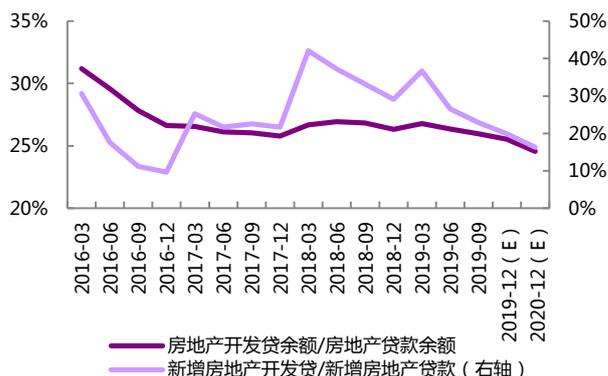
预计 2020 年新增房地产开发贷约 8500 亿元，2020 年末房地产开发贷余额同比增长进一步放缓至 7.5%，开发贷余额/房地产贷款余额比重下降至 24.6%。

图 6：房地产开发贷余额同比及新增开发贷累计同比



资料来源：中国人民银行、Wind、光大证券研究所预测

图 7：房地产开发贷余额/房地产贷款余额



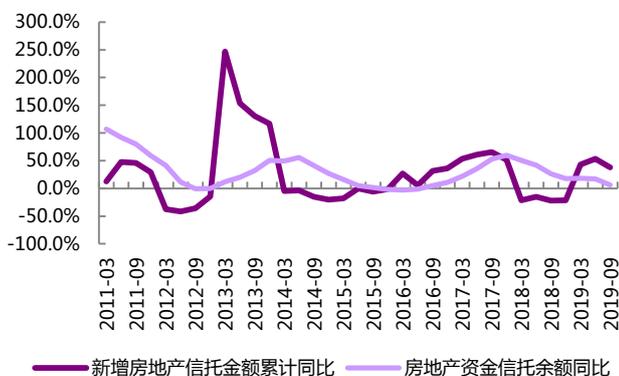
资料来源：中国人民银行、Wind、光大证券研究所预测

➤ 房地产信托：以余额管控为抓手

2019 年 1-9 月，新增房地产资金信托同比+38%，期末余额同比增长 6%；对比 1-6 月新增同比+54%，余额同比+17%。在 2019 年 7 月银保监会约谈信托公司加强监管后，房地产信托募集规模明显收缩。

用益信托网数据显示,2019年1-10月房地产集合信托成立规模同比+9%,对比1-6月同比增速为+27%。展望后续,在房地产信托规模“余额管控”的大前提下,预计房地产信托余额增速将逐步下降。

图 8: 新增房地产信托金额累计同比及房地产资金信托余额同比 (截止 2019.09)



资料来源: 中国信托业协会、Wind、光大证券研究所

图 9: 房地产集合信托单月发行规模和成立规模 (截止 2019.10)



资料来源: 用益信托网、光大证券研究所

➤ 境内外债券: 2020 年迎到期高峰, 借新还旧仍相对通畅

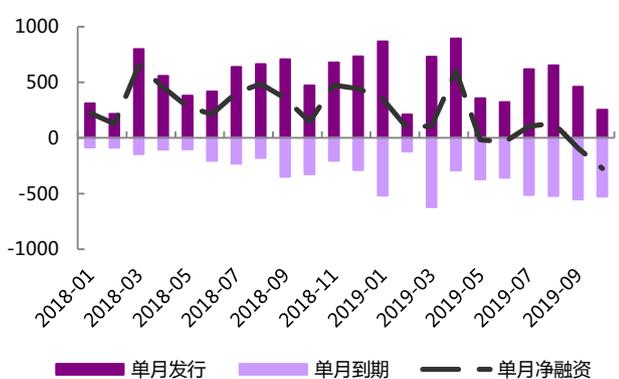
Wind 数据显示,2019年1-10月,房企境内外合计发债金额 9395 亿元,同比增长 17%; 计入到期金额后,1-10月,房企债券净融资 3789 亿元。

从节奏来看,1-4月境内外债券发行同比增长均较为明显,5月政策收紧后整体呈现同比回落的态势;1-4月房企合计债券净融资超过 3200 亿元,对比 5-10月合计净融资约 580 亿元。

截止 2019 年 10 月,2020 年房企债券合计到期规模约 8051 亿元(2019 年为 6485 亿元),其中境内到期 5789 亿元(2019 年为 5010 亿元),海外到期 2263 亿元(2019 年为 1475 亿元)。

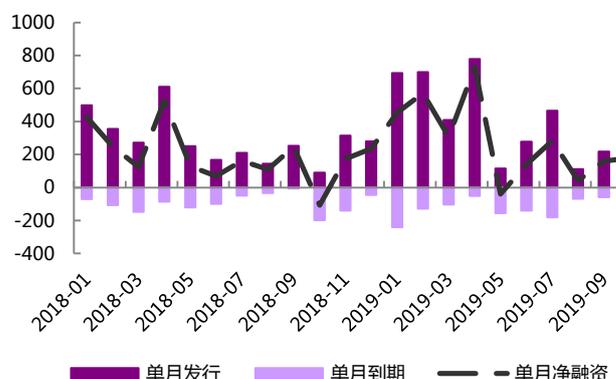
2020 年行业迎来偿债高峰,再融资压力明显提升。我们认为当前限制房企发债主要为了控制房企过度增量借债和大举加杠杆拿地,借新还旧渠道仍相对通畅,2020 年房地产境内外债券净融资仍能保持一定规模,房地产债发行量或较 2019 年有所提升。

图 10: 房企境内债券单月发行/到期/净融资 (亿元) (截止 2019.10)



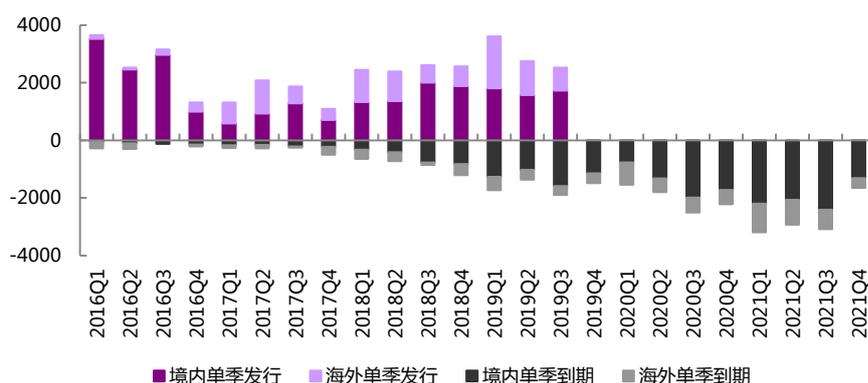
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 11: 内房海外债券单月发行/到期/净融资 (亿元) (截止 2019.10)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12：房企境内发债、海外发债、境内到期、海外到期金额（亿元）



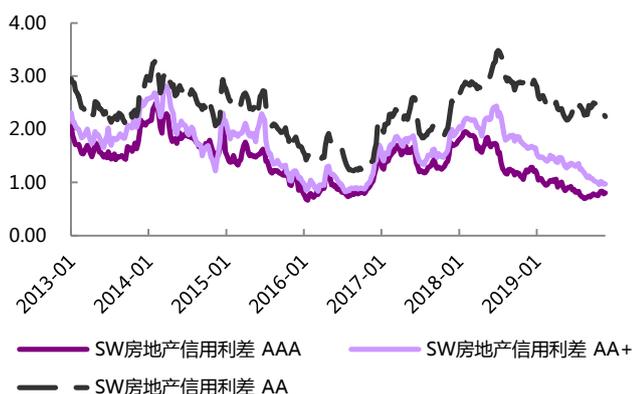
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

➤ 头部房企融资成本仍将保持低位，行业集中度提升确定性增强

从房地产债收益率来看，2019 年下半年，AAA、AA+评级房企信用利差延续此前震荡下行态势，AA 评级房企信用利差略有回升，偏弱资质房企与中高资质房企信用利差分化程度处于历史高位。房地产信托方面，2019 年 5 月开始平均收益率有所下行，量价齐降的现象或反映了信托资金风险偏好下降。

在实际利率下行、房地产行业融资总量管控的背景下，金融资源将加速向高资质房企集中，头部房企融资成本仍将保持低位，行业中期销售集中度提升确定性进一步增强。

图 13：SW 房地产三类评级信用利差（BP）（截止 2019.11.22）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：房地产信托平均收益率（截止 2019.10）



资料来源：用益信托网，光大证券研究所

1.2、2020 棚改“收关之年”或翻倍，托底投资

1.2.1、2020 年棚改计划提升或近翻倍

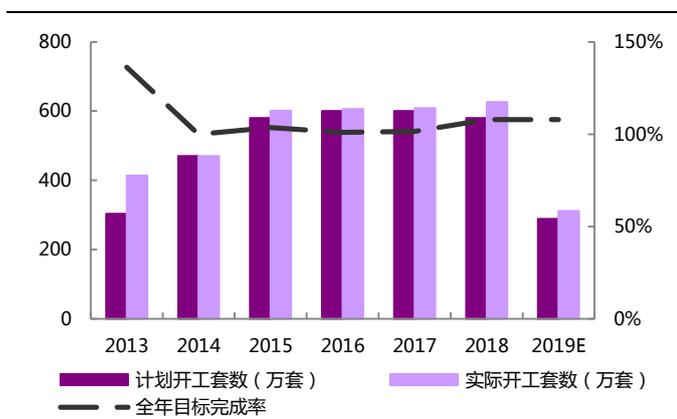
根据住建部普查数据，截止 2012 年末全国城市和建制镇中，各类棚户区、危房、不成套住房约 4200 万户。2013-2017 年全国棚改实际完成 2700 万方，2017 年 5 月国务院常务会议确定 2018-2020 年 3 年棚改攻坚计划将再改造各类棚户区 1500 万套，至 2020 年将基本完成 4200 万户改造。

2018 年全国实际棚改开工 626 万套，2019 年计划棚改 289 万套。根据住建部数据，2019 年 1-10 月全国棚改开工 300 万套，已超额完成全年目标。

从资金支持看，2019 年 1-10 月地方棚改专项债发行 7172 亿元，PSL 新增 2125 亿元，合计金额约 9297 亿元，与 2018 年 1-10 月（9336 亿元）基本持平。从资金来源结构观察，2019 年前 10 月地方棚改专项债占比明显提升，与 PSL 形成替代。

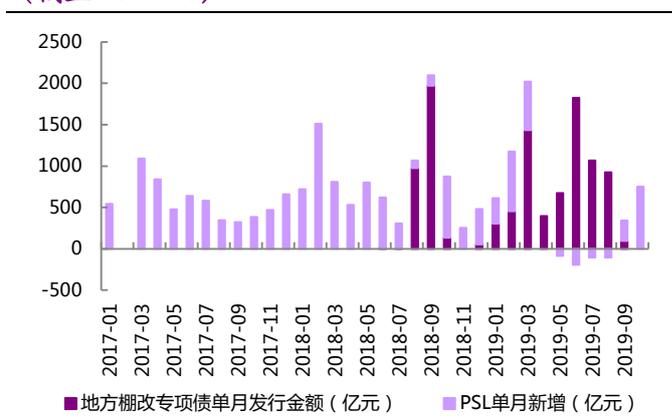
展望未来，考虑到 9 月开始 PSL 结束净回笼状态，10 月新增 PSL 规模进一步提升至 750 亿元，我们认为 2020 年棚改或仍可获得较强政策性金融工具支持。假设 2019 年棚改目标完成率与 2018 年一致，约 108%；在 3 年棚改计划 1500 万套前提下，则 2020 年剩余棚改量约 562 万套，较 2019 年计划增长 94%。

图 15：全国棚改计划及完成率



资料来源：住建部、Wind、光大证券研究所预测

图 16：单月新增 PSL 金额及地方棚改专项债发行金额（截止 2019.10）



资料来源：住建部、Wind、光大证券研究所

1.2.2、2020 年棚改将成为房地产投资托底主要力量

测算假设前提：

- 1、2017-2020 年棚改货币化安置比例降低，分别为 60%、45%、30%、25%
- 2、棚改货币化家庭购房比例为 30%，货币化安置套均面积约 90 平米
- 3、棚改货币化安置套均投资较实物化安置套均投资溢价 30%
- 4、2019 年全国房地产销售和 investment 数据为我们预估（详见后）
- 5、定量模型未计入货币化安置对于房地产投资的间接推动作用

表 1: 棚改对于房地产销售和投资的定量影响测算

	2017	2018	2019E	2020E
计划棚改套数 (万套)	600	580	289	562
实际棚改套数 (万套)	609	626	312	562
货币化安置比例	60%	45%	30%	25%
棚改货币化安置套数 (万套)	365	282	94	141
新增购房套数 (万套)	110	85	28	42
新增购房面积 (万平方米)	9866	7606	2527	3794
全国商品住宅销售面积 (万方)	144789	147929	147781	135220
三四线商品住宅销售面积 (万平方米)	103824	107012	104656	88211
棚改购房面积占全国商品住宅销售面积比例	6.81%	5.14%	1.71%	2.81%
棚改购房面积占三四线商品住宅销售面积比例	9.50%	7.11%	2.41%	4.30%
棚改投资完成额 (万亿)	1.84	1.74	1.05	1.55
货币化安置资金 (万亿)	1.22	0.90	0.37	0.47
实物安置投资 (万亿)	0.62	0.84	0.68	1.08
全国房地产投资完成额 (万亿)	10.98	12.03	13.17	13.69
施工类投资额 (万亿)	8.01	7.75	8.31	8.99
实物安置投资占房地产投资比例	5.68%	7.02%	5.14%	7.88%
实物安置投资占施工类投资比例	7.78%	10.89%	8.15%	12.00%

资料来源: 住建部、Wind、光大证券研究所测算

注: 2019E、2020E 商品住宅销售面积、房地产投资额相关预测详见第 2 章节

预测 2020 年棚改货币化安置购房面积约 3800 万方, 约占 2020 年预测商品住宅销售面积的 2.81%; 预测棚改实物安置投资 1.08 万亿元, 约占 2020 年预测房地产投资的 7.88%。

预测 2020 年全国棚改实物安置投资较 2019 年预测值增长约 4000 亿, 2020 年房地产投资较 2019 年预测值增长约 5200 亿, 测算 2020 年棚改投资对房地产投资增长的直接贡献率约 77%。

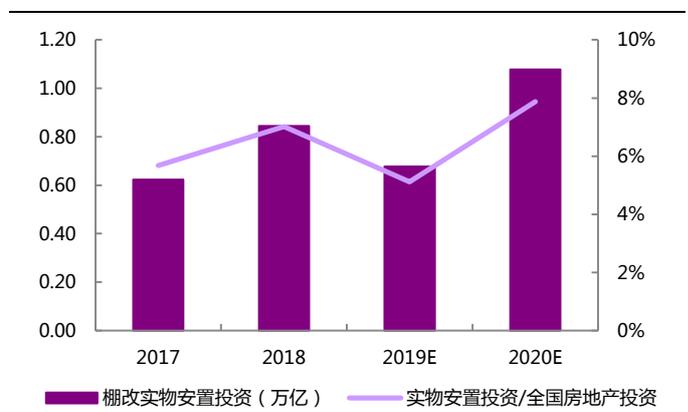
如剔除土地购置费影响, 2020 年实物安置投资占房地产施工类投资的比例约为 12%, 实物安置投资对于施工类投资增长的直接贡献率近 60%。

图 17: 棚改货币化安置购房面积及占比



资料来源: 住建部、Wind、光大证券研究所测算

图 18: 棚改实物安置投资金额及占比



资料来源: 住建部、Wind、光大证券研究所测算

2、基本面：需求侧跨过历史大顶，销售规模回落，供给侧地产链重心后移

2.1、2020 年需求侧：销售总量及结构预测

2.1.1、总量：全国商品住宅销售面积-8.5%，销售金额-3.0%

2019 年下半年来，全国商品房销售面积累计降幅持续收窄，一是低基数影响；二是当前开发商以价换量抢收回款，冲刺规模和排名。

展望 2020 年，我们认为短期影响购房需求的两大因素（信贷支持和房价预期）均难以支持市场总量继续扩张：1）“紧信用”和居民杠杆短期上涨过快，限制房地产需求侧信贷扩张，预计新增按揭规模高位回落；2）决策层表态坚决，房价大幅上涨预期扭转。

我们认为，2019 年或是房地产市场成交规模的历史大顶，基于信贷投放预测模型，预计 2020 年全国新建商品住宅销售额约 13.2 万亿，同比下降 3.0%；销售面积约 13.5 亿方，同比下降 8.5%；销售均价约 9791 元/平方米，同比增长 6.0%（统计数据总量层面，受销售结构影响）。

测算假设前提：

- 1、2019、2020 年的个人住房贷款年度增速为 16.0%、13.5%
- 2、2019、2020 年个人住房贷款余额久期（全国平均）为 14 年
- 3、2019、2020 年的公积金贷款金额与 2018 年持平，为 10218 亿元
- 4、2019、2020 年的居民购房杠杆分别为 33%、34%
- 5、2019、2020 年二手房销售增速分别为 15%、5%

表 2：购房信贷支持数据和商品住宅销售总额预判

	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)		新房销售 额/二手房 销售额
							销售额	增速	交易额	增速	
单位	%	万亿	亿元	万亿	%	万亿	万亿	%	万亿	%	
2018 年	17.8%	25.80	10218	6.61	35%	19.14	12.64	14.7%	6.5	12%	1.9
2019 年(E)	16.0%	30.0	10218	7.05	33%	21.12	13.65	8.0%	7.5	15%	1.8
2020 年(E)	13.5%	34.0	10218	7.23	34%	21.08	13.24	-3.0%	7.8	5%	1.7

资料来源：WIND，链家，光大证券研究所预测

表 3：全国商品住宅销售金额、销售面积、销售均价及增速预测

	全国商品住宅 销售金额	全国商品住宅 销售金额增速	全国商品住宅 销售面积	全国商品住宅 销售面积增速	全国商品住宅 销售均价	全国商品住宅 销售均价增速
单位	万亿	%	亿平方米	%	元/平方米	%
2018 年	12.6	14.7%	14.8	2.2%	8544	12.2%
2019 年(E)	13.6	8.0%	14.8	-0.1%	9236	8.1%
2020 年(E)	13.2	-3.0%	13.5	-8.5%	9791	6.0%

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

2.1.2、销售面积结构：一线持平，二线+10%，三四线-16%

分城市能级来看，我们认为：

一线城市当前销售面积占比不到 3%，已基本进入存量和城市更新时代；同时随着保障房/人才房/租赁房的逐步入市，商品房成交面积占比较小；预计 2020 年销售面积持平，销售金额同比+10%，销售均价+10%。

二线城市受益于大都市区、新型城镇化和放宽落户限制、以及“因城施策”合理引导需求，预计 2020 年销售面积同比+10%，销售金额同比+13%，销售均价+3%。

三四线城市“涨价去库存”的热销惯性基本结束，前期需求透支影响将逐步体现，预计 2020 年销售面积同比-15.7%、销售金额同比-16.1%，销售均价小幅回落。

表 4：不同能级城市商品住宅销售面积及同比增速

	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	4285	22.0%	38840	4.0%	104656	-2.2%
2020E	4285	0.0%	42724	10.0%	88211	-15.7%

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

表 5：不同能级城市商品住宅销售金额及同比增速

	一线（4 城）		二线（23 城）		三四线（630 城）	
	销售金额（亿元）	同比（%）	销售金额（亿元）	同比（%）	销售金额（亿元）	同比（%）
2017	10365	-24.3%	37930	5.0%	61945	25.8%
2018	11468	10.6%	42911	13.1%	72013	16.3%
2019E	15826	38.0%	46859	9.2%	73804	2.5%
2020E	17409	10.0%	53091	13.3%	61897	-16.1%

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

表 6：不同能级城市商品住宅销售价格及同比增速

	一线（4 城）		二线（23 城）		三四线（630 城）	
	销售价格（元/平）	同比（%）	销售价格（元/平）	同比（%）	销售价格（元/平）	同比（%）
2017	26999	4.3%	10217	10.5%	5966	12.9%
2018	32113	18.9%	11490	12.5%	6729	12.8%
2019E	36930	15.0%	12065	5.0%	7052	4.8%
2020E	40623	10.0%	12427	3.0%	7017	-0.5%

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

- 1、参考统计局 40 个大中城市定义定义一线、二线、三四线
- 2、一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄；三四线城市除一线和二线以外的其他城市
- 3、根据住建部《2016 年城乡建设统计公报》显示，截止 2016 年全国设市城市 657 个

2.2、2020 年供给侧：地产开发链重心后移，施工类投资增速继续提升

整体来看，地产开发链条呈现较明显的重心后移特征，即前端进入项（拿地/新开工）边际减少、尾部退出项（竣工）边际增加。2020 年供给侧数据预测：新开工面积-7%，施工面积+6.5%，施工类投资+8.2%，土地购置费进入负区间拖累投资增速，敏感性测算中性假设下房地产投资增速约为 4%。

2.2.1、土地市场：低温运行，量价平衡，低线城市重回负增长

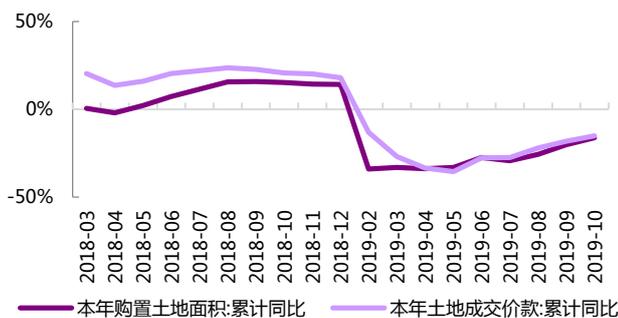
总量来看，2019 年 1-10 月全国土地成交价款同比下降 15.2%，但最近 3 个月（8-10 月）单月增速分别为+1.3%、-0.7%、+2.5%。结构来看，土地市场结构分化明显，一二线成交金额维持双位数增长，三四线成交金额增速大幅回落，成交面积增速自 2017 年以来首次转负。

我们认为近期土地成交略有回温的主要原因是：1) 土地价格逐步降至开发商心理区间，当前一二线城市溢价率总体企稳。2) 2018-2019 年房企新开工持续较高增长，土地储备存在补货压力。3) 金融资源向头部房企加速倾斜，中型房企（TOP20-100）仍有较强的规模扩张和排名提升诉求。

当前市场各主体对于“房住不炒”有清晰认识，行业整体拿地策略较谨慎。出现盲目加杠杆、大幅扩张的概率较低，近期土地市场回温更类似各方预期趋稳后，在四季度窗口期，拿地需求和土地价格的动态平衡。

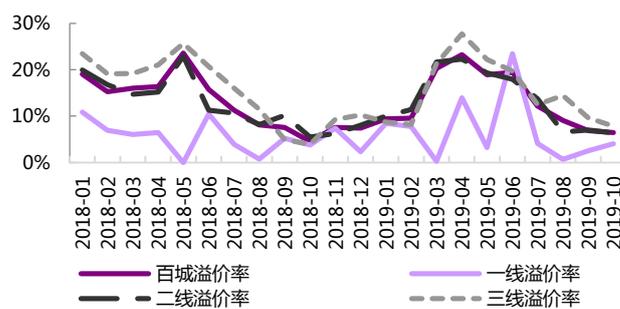
展望 2020 年，考虑到资金面管控和销售预期走弱，我们认为土地市场将整体维持低温运行；其中伴随着拿地需求和土地价格的动态平衡，在间隔时间段，不定期出现类似近期的阶段性回温。

图 19：土地购置面积和土地成交价款累计同比（截止 2019.10）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 20：百城土地成交当月平均溢价率（截止 2019.10）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

2.2.2、2020 年预测新开工面积-7%，开工库存温和提升

2019 年来，除 1-2 月（春节因素）和 6 月（年中冲量）外，3-5 月、7-10 月的单月新开工量基本稳定在 2 亿方左右，单月新开工面积标准差明显小于往年，反映了销售总量下行预期和排行榜压力下，房企抢跑销售节点，工程节点考核趋严，新开工向饱和备货靠拢。详见《如何看待 10 月销售、土地、新开工“反弹”？—2019 年 1-10 月国家统计局房地产数据点评》。

2019 年 1-10 月全国房屋新开工面积同比+10.0%，10 月单月新开工增速明显反弹，我们认为主要是 2018 年 10 月基数较低及当前房新开工饱和备

货之间的数据差异；后续随着基数回升，新开工增速将回落，我们维持 2019 年新开工增速回落至 8% 左右的预判。

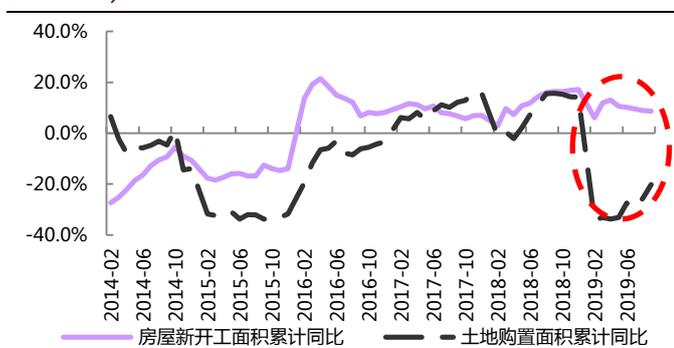
表 7：单月房屋新开工面积（万方）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3 月	12,397	9,980	12,661	14,322	16,869	19,914
4 月	14,144	12,032	15,144	16,680	17,164	19,824
5 月	16,678	14,549	16,097	16,939	20,411	21,232
6 月	20,214	17,174	18,015	20,541	23,627	25,725
7 月	18,106	14,252	15,407	14,651	18,964	20,207
8 月	16,150	13,451	13,890	14,625	18,512	19,417
9 月	17,029	19,632	15,821	16,037	19,290	20,574
10 月	16,250	12,272	14,720	14,094	16,171	19,927
11 月	17,044	13,483	13,928	16,552	20,141	
12 月	14,887	13,885	15,625	16,975	20,447	
3-5 月、7-10 月新开工面积标准差	1925	3026	1199	1184	1512	592
3-5 月、7-12 月新开工面积标准差	1754	2622	1122	1208	1605	

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

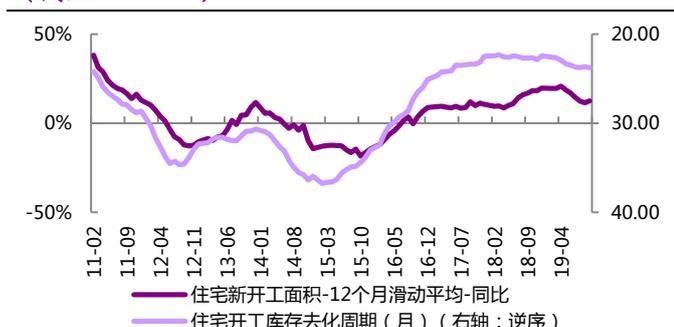
展望 2020 年，我们认为当前房企接近饱和备货的新开工铺排意味着周转进一步提升空间相对有限；结合土地成交偏弱、库存水平低位回升、资金面压力抬升都将构成边际制约因素，随着基数走高，预计 2020 年新开工增速将由正转负，预计年底回落至 -7.0%，全年新开工面积约 21 亿方（维持预测 2019E 新开工面积约 23 亿方，同比+8.5%）。

图 21：土地购置面积和新开工面积累计同比（截止 2019.10）



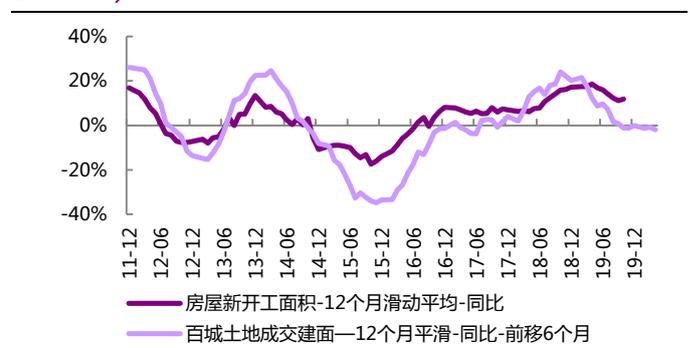
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 23：商品住宅新开工累计同比与开工库存去化周期（截止 2019.10）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 22：新开工面积与百城土地成交建面累计同比（截止 2019.10）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 24：房地产到位资金与房屋新开工面积累计同比（截止 2019.10）

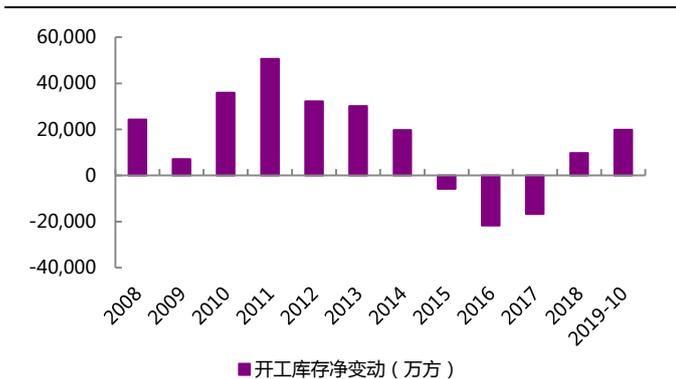


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

开工库存方面，从增量来看，2019年1-10月全国商品住宅开工库存净增2.0亿方，与2014年全年净增量接近；从存量来看，截止2019年10月，全国商品住宅开工库存约29.6亿方，平均去化周期约23.8个月，与2017年中水平接近，仍处于相对合理的区间。

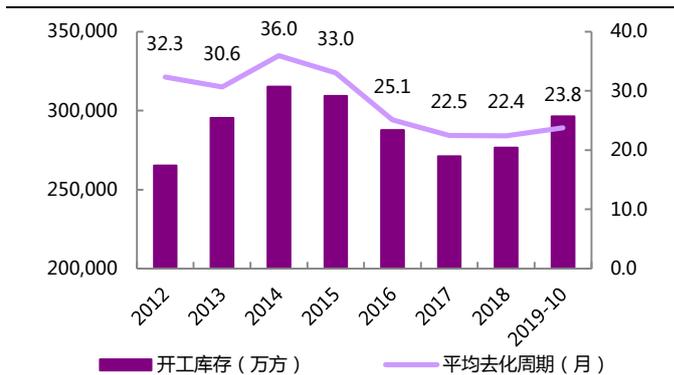
展望未来，我们预计随着销售平缓回落，开工库存将温和提升。但在供地规模相对保守（对比2010-2013年）的前提下，当前新开工高位减速，行业资金面受控，整体拿地策略谨慎，盲目加杠杆和大幅扩张的概率较低，市场预期管控较好，后续开工库存回升空间亦相对有限，预计后续一段时间内房地产行业整体量缩价稳可能是较为理想的选择。

图 25：全国商品住宅开工库存净变动



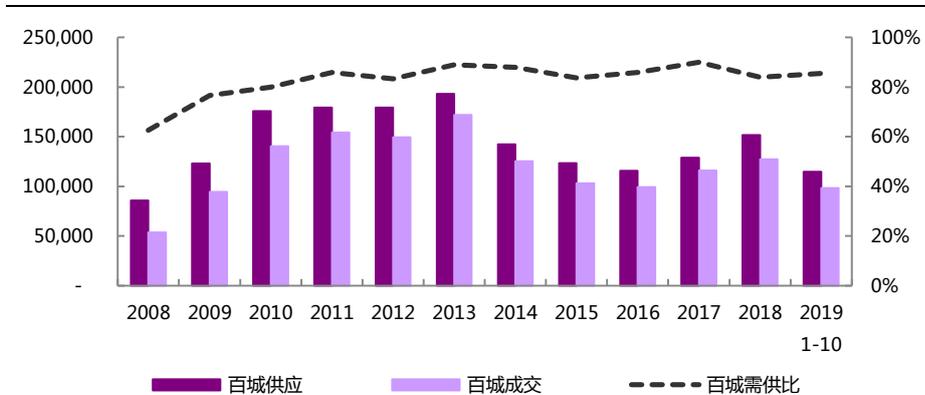
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 26：全国商品住宅开工库存及去化周期



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 27：百城土地供应建面（万方）、成交建面（万方）及需供比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

2.2.3、2020E 预测施工面积+6.5%，施工类投资+8.2%

2019年1-10月全国房屋净停工面积同比-7%，考虑到：1) 交通基建项目提速，规划利好促进周边项目复工；2) 行业资源整合加速，被收购项目有望复工入市；3) 部分城市限价政策灵活度提升；我们预计2020年房屋净停工面积收窄趋势延续，2019、2020年预测净停工面积分别为6.2亿方、5.7亿方。

得益于新开工维持较强韧性、复工意愿提升、前期竣工处于复苏初期，2019年1-10月全国房屋施工面积同比增长9.0%，我们维持前期预测2019年施工面积增长8%左右。

展望 2020 年，预计净停工下降可小幅对冲新开工回落和竣工复苏对于施工增长的拖累，综合三方面预测后，推算 2020 年全国房屋施工面积同比增长 6.5%左右（2019E 同比+8.7%）。

表 8：房屋施工面积、新开工面积、竣工面积、净停工面积预测

	施工面积	同比	新开工面积	同比	竣工面积	同比	净停工面积	同比
	(亿方)	(%)	(亿方)	%	(亿方)	%	(亿方)	%
2017 年	78.15	+3.0%	17.87	+3.0%	10.15	-4.4%	5.00	+14.7%
2018 年	82.23	+5.2%	20.93	+5.2%	9.36	-7.8%	6.70	+34.0%
2019E	89.39	+8.7%	22.71	+8.5%	9.54	+2.0%	6.20	-7.5%
2020E	95.23	+6.5%	21.12	-7.0%	10.50	+10.0%	5.74	-7.5%

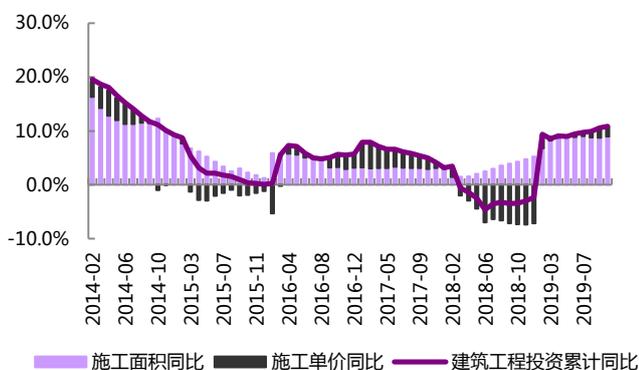
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

2019 年 1-10 月，房地产施工类投资约 6.9 万亿，同比增长 7.0%（其中 1-10 月建筑工程投资 6.2 万亿，同比增长 10.9%，为施工类投资改善的主要贡献者）。

从单价来看，1-10 月建筑工程投资对应单位面积投资同比增长 1.7%，略低于固定资产投资建安工程价格指数增幅。

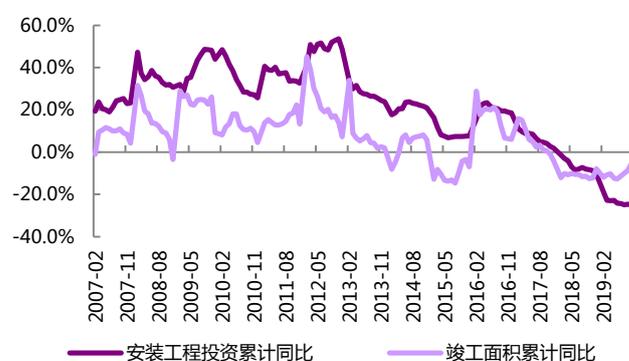
展望 2020 年，由于施工总量仍在较高水平，预计单位面积投资同比微增 1%，结合施工面积预测，预计建筑工程投资同比增长 7.6%（2019E 同比增长 10.3%）；安装工程投资受竣工复苏带动，预计同比增长 15%；设备工器具购置额占比较小，预计同比增长 5%。综合三项预测，预计 2020 年施工类投资同比增长 8.2%（2019E 同比增长 7.2%）。

图 28：建筑工程投资、施工面积、施工单价同比（截止 2019.10）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 29：安装工程投资、竣工面积累计同比（截止 2019.10）



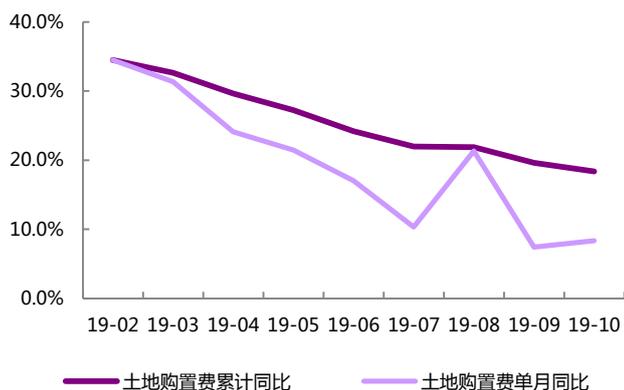
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

2.2.4、土地购置费将对房地产投资数据形成较强拖累

整体来看，2019 年 1-10 月，土地购置费同比增长 18.4%，对房地产投资形成较强正向拉动作用。然而边际层面降速压力已开始显现，9 月、10 月土地购置费同比增速分别为 7.4%、8.4%，对比 1-8 月累计同比增速约 21.9%。

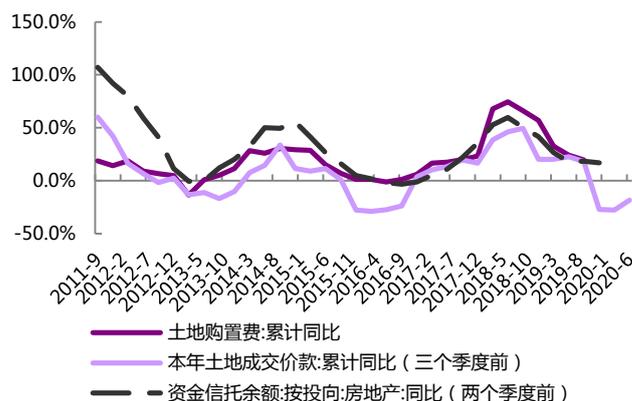
基于对 2019-2020 年土地成交以及行业供给侧流动性相对谨慎的判断，我们预计 2020 土地购置费可能进入负增长，大概率区间为-10%~0%，中性预测增速为-5%，对房地产投资将由拉动转为拖累。

图 30: 土地购置费累计同比和单月同比



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 31: 土地购置费增速的先导指标



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

综合施工类投资和土地购置费的判断, 预测 2020 年房地产投资同比增长 4.0%(2019E 同比增长 9.5%)。在对新开工和土地购置费敏感性分析下, 预测 2020 年房地产投资增速大概率区间在 3%~6%。

由于土地购置费不直接计入 GDP 核算, 当前房地产投资仍对 GDP 增速起支撑作用。但从中期维度来看, 伴随新开工面积/施工面积/施工类投资增速回落, 房地产投资增速下行对 GDP 的影响或逐渐加大。

表 9: 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)
2018	12.03	9.5%	-3.3%	57.0%	17.2%	5.2%	-7.8%	6.7
2019E	13.17	9.5%	7.2%	15.0%	8.5%	8.7%	2.0%	6.2
2020E	13.69	4.0%	8.2%	-5.0%	-7.0%	6.5%	10.0%	5.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

表 10: 新开工面积和土地购置费对房地产投资增速的敏感性分析

2020 年房地产投资 增速		2020 年新开工面积增速				
		-3%	-5%	-7%	-9%	-11%
2020 年土地购置费增速	5%	7.3%	7.0%	6.7%	6.4%	6.1%
	0%	5.9%	5.6%	5.4%	5.1%	4.8%
	-5%	4.6%	4.3%	4.0%	3.7%	3.5%
	-10%	3.3%	3.0%	2.7%	2.4%	2.1%
	-15%	1.9%	1.7%	1.4%	1.1%	0.8%

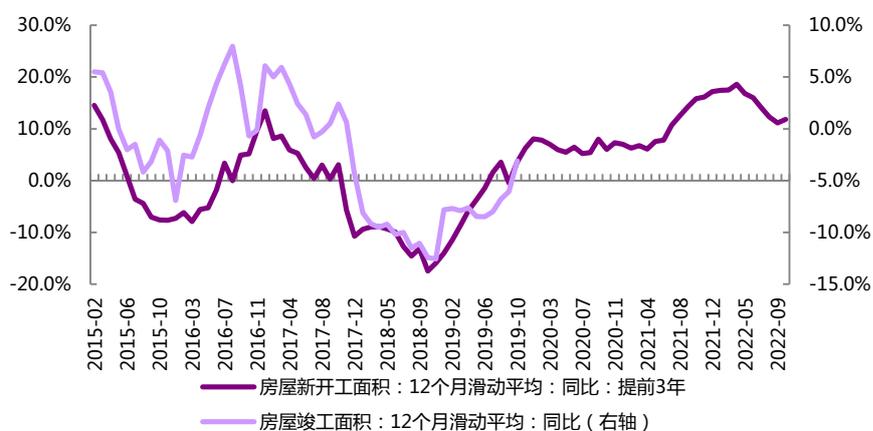
资料来源: 光大证券研究所预测

3、后周期：竣工复苏如期确认，2020E 预测同比 +10%

➤ 前期新开工传导下，2019 年竣工迎来复苏周期

竣工复苏的逻辑我们已在 3 月的报告《3 月地产销量回暖，重视产业链投资机会》中作过详细阐述：2016 年随着行业景气度回升，土地成交趋热，全国新开工面积见底回升，2016 年、2017 年、2018 年、2019 年 1-10 月全国房屋新开工面积分别同比增长 8.1%、7.0%、17.2%、10.0%，如果整体性施工节奏未发生根本性变化，按照 3 年竣工周期推算，2019 年开始行业将进入为期 3-4 年的竣工复苏周期。

图 32：2019 年开始行业竣工迎来复苏周期



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

➤ 上游及微观数据已展现较明显复苏迹象

从微观数据来看，7 家 AH 地产龙头 2019 年计划竣工合计约 1.28 亿方，较 2018 年实际竣工增长 35%，对比 2017、2018 年分别为 7%、24%。

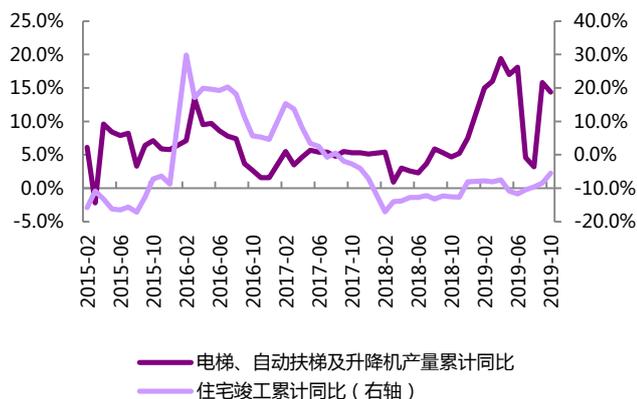
从上游数据来看，电梯产量增速、平板玻璃产量增速、涂料（油漆）销量增速基本都在 2018 年中或三季度见底，进入 2019 年后增速出现明显回升。

表 11：7 家龙头房企 2015-2018 年竣工面积及 2019 年竣工目标（万方）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2019E 同比
万科	1,729	2,237	2,301	2,756	3,077	12%
保利	1,404	1,462	1,554	2,217	2,750	24%
新城	387	401	725	980	1,881	92%
中海	1,257	1,335	1,135	1,364	1,600	17%
龙湖	547	576	765	950	1,600	68%
招蛇	383	487	453	499	1,000	101%
金地	472	640	670	672	876	30%
合计	6,179	7,139	7,604	9,438	12,784	35%

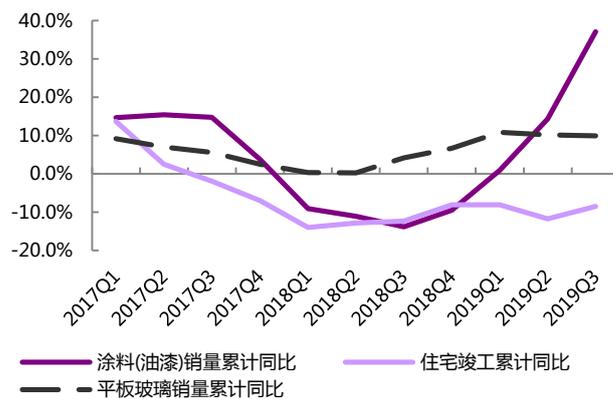
资料来源：WIND，光大证券研究所根据各公司公告计划数据整理

图 33: 电梯、自动扶梯及升降机产量累计同比与住宅竣工累计同比 (截止 2019.10)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 34: 油漆销量累计同比、平板玻璃销量累计同比及住宅竣工累计同比



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

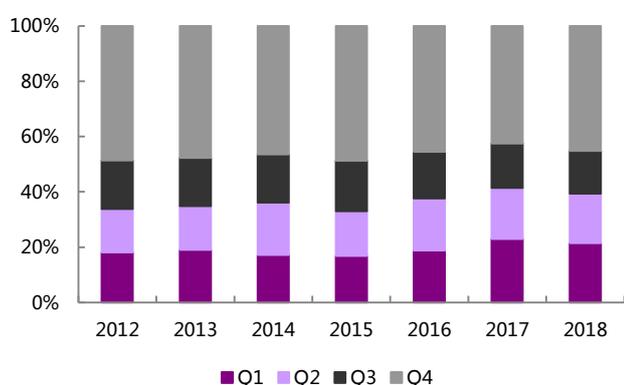
➤ 统计局数据开始兑现, 预计 2020E 竣工面积+10%

2019 年上半年统计局公布房屋竣工面积同比下降 12.7%，整体表现较弱。我们 7 月份《2019 年上半年房地产四维数据总结及下半年展望——光大地产行业动态跟踪报告》中指出：一方面融资收紧或拖累部分中小型房企竣工节奏；另一方面，竣工数据改善需要重点观察年末表现，这是由施工铺排、业绩确认、历史惯性等因素导致的行业特征，过往四季度竣工占全年竣工比例 40%-50%。

下半年来，统计局竣工数据加速向好，尤其是 10 月单月房屋竣工面积同比增长 19.2%，印证了我们的前期判断。

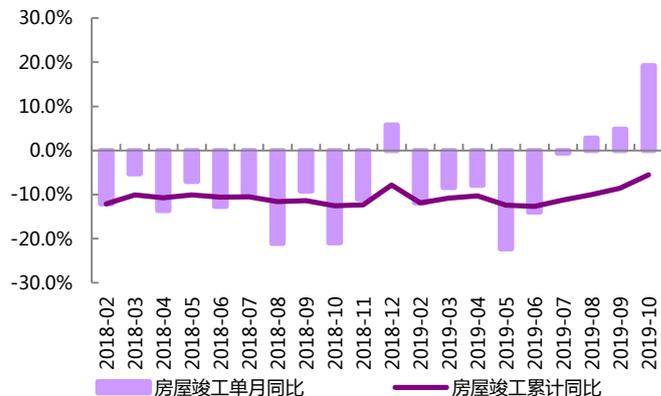
展望未来，尽管因资金收紧等因素，施工周期或有所拉长，竣工最终仍需回归合同约束，期房销售的交付需求可视为后续竣工底线要求，预计 2020 年房屋竣工同比增长 10%（2019E 同比增长 2%）。

图 35: Q4 竣工占全年竣工比例约 40%-50%



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 36: 住宅竣工面积单月同比及累计同比



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

4、投资建议：低估值龙头具备防御价值，高股息在“资产荒”下具备吸引力

当前行业窄通道紧平衡，基本面平稳下行，价格趋弱，短期调控边际压力减轻。供给侧改革过程中，行业集中度持续提升，房企短期业绩兑现和中长期盈利能力都将加剧分化。在全球经济下行，流动性宽松和“资产荒”的情况下，龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。推荐现金流安全边际高，业绩确定性较强，具备持续投融资优势的龙头，如 A 股的招保万金和 H 股的融创中国和中国金茂。同时考虑到全球流动性宽松和无风险利率缓步下行有利于存量物业价值重估，建议关注陆家嘴和华润置地。

4.1、行业集中度提升，低估值龙头确定性价值较明显

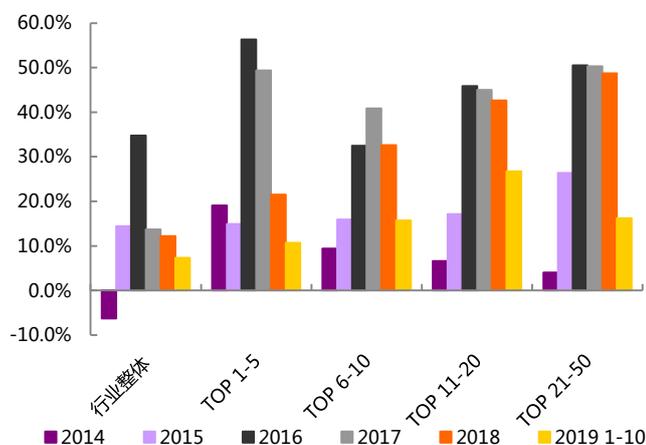
4.1.1、行业供给侧改革下，龙头规模效愈加明显

2019 年行业集中度持续提升，根据 CRIC 数据，2019 年 1-10 月 TOP50 房企销售额同比增长 16.1%，市占率 60.8%，较 2018 年末水平提升 5.7pc。其中 TOP1-5、6-10、11-20、21-50 销售额增速分别为 10.7%、15.7%、26.7%、16.2%；房企市占率分别提升 1.6pc、0.9pc、1.5pc、1.1pc。

展望未来，短期内市场下行，去化压力提升，得益于广泛的项目布局、长期积累的良好品牌、以及优秀的战略执行力，预计头部开发商具备相对明显的去化优势。实例可参照上轮小周期低点 2014 年，当年销售额增速与房企规模形成较强正向相关（见图 37）。

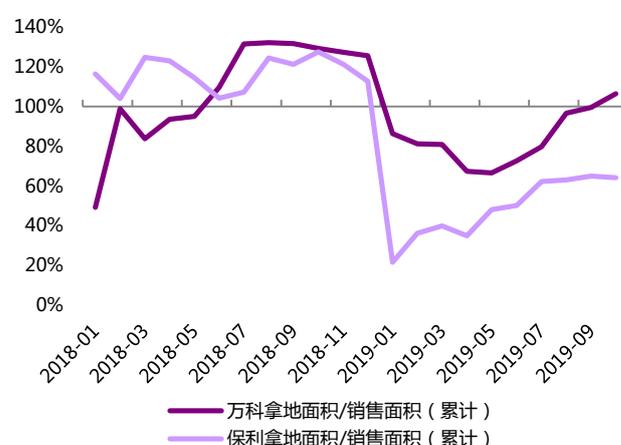
从中期维度来看，行业供给侧改革的过程中，在规模背书下，金融资源、土地资源加速向头部房企集中，为后续销售集中度持续提升提供坚实基础。2019 年下半年来，在行业融资收紧、土地市场持续降温的过程中，万科、保利拿地意愿逆市提升，显示龙头信用优势正在向拿地优势传导（见图 38）。

图 37：不同规模房企的销售额增速



资料来源：WIND，CRIC，光大证券研究所整理

图 38：万科、保利拿地面积/销售面积（截止 2019.10）



资料来源：WIND，CRIC，光大证券研究所整理

4.1.2、短期业绩兑现与中长期盈利能力将持续分化

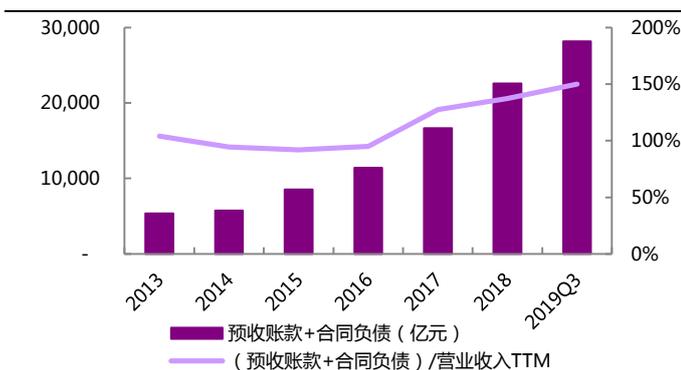
截止 2019 年三季度，25 家 A 股主流开发类房企预收账款（包含合约负债）合计约 2.8 万亿元，较年初增长 25%；预收账款/营业收入 TTM 达到 150%，结算保障力度为近年来最高水平。

毛利率方面，2018-2019 年为本轮毛利率高点，后续结算项目的土地成本/销售均价比例持续抬升，行业整体毛利率承压。值得注意的是，仍有部分头部房企可以凭借收并购、产业勾地、内部资源整合等方式获取相对低成本的项目资源，预计行业毛利率将在中期逐步分化。

融资成本方面，同样面临整体下行、结构分化的趋势。截止 2019 年中期，20 家主流 AH 大中型房企融资成本平均值较年初提升 0.3pc，但高资质国资龙头平均融资成本保持平稳。

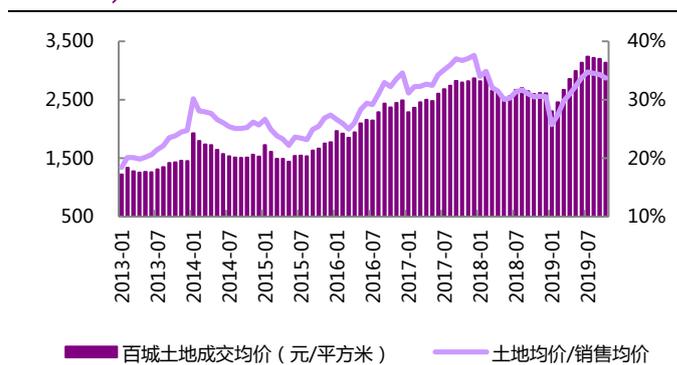
综合来看，房企结算收入保障力度较强，成本端的压力逐步显现。由于销售和土地已于前期锁定，影响短期利润兑现的边际变量主要为融资成本能否企稳。我们认为，在融资宽松、行业上行阶段，房企间信用和资源能力分化阶段性收窄，此时房企核心竞争力在于加杠杆的空间。而在融资收紧、行业下行阶段，房企核心竞争力回归至投融资能力，头部房企在资金和土地层面具备明显优势，业绩兑现确定性及中长期盈利增长潜力都将持续凸显。

图 39：25 家主流 A 股开发类房企结转保障情况



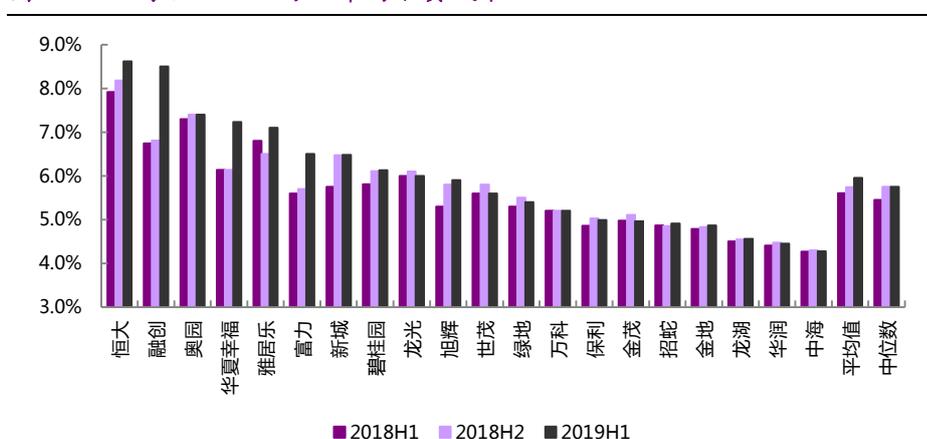
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 40：百城土地成交均价/商品住宅销售均价（截止 2019.10）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 41：20 家主流 AH 房企平均融资成本



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

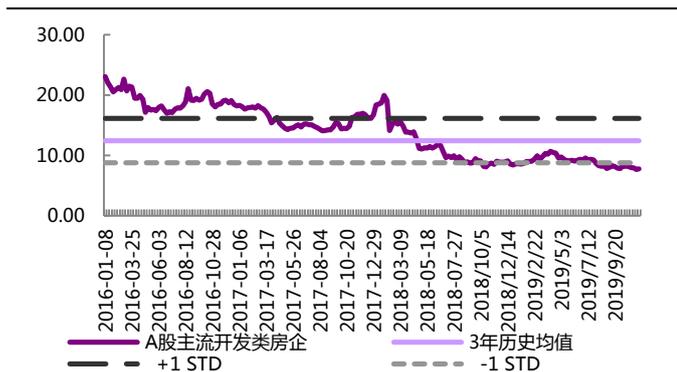
4.1.3、静态估值处历史低位，高股息收益吸引力较强

从静态估值来看，AH 主流开发类房企估值水平均处于历史低位。目前 25 家主流 A 股开发类房企 PE (TTM) 约 7.8 倍，相当于过去 3 年均值-1.3 个标准差。20 家主流 H 股开发类内房 PE (TTM) 约 7.5 倍，相当于过去 3 年均值-0.7 个标准差。

从动态估值来看，AH 主流开发类房企预测股息率具备较强吸引力。25 家主流 A 股开发类房企 2019、2020 年 wind 一致预测 PE 分别约 6.6、5.4 倍，预测股息率分别为 4.6%、5.5%。20 家主流 H 股开发类内房 2019、2020 年彭博一致预测 PE 分别约 6.0、4.9 倍，预测股息率分别约 6.5%、8.1%。

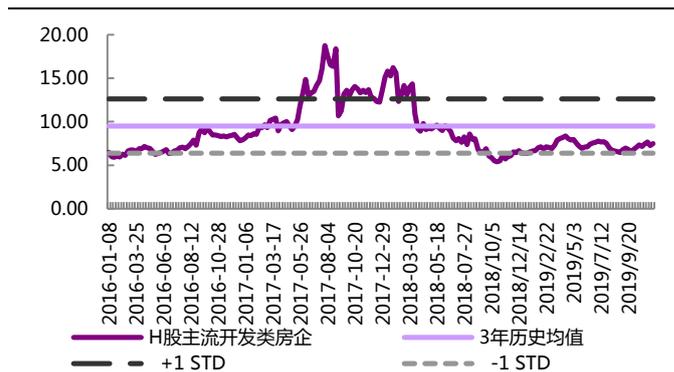
当前行业窄通道紧平衡，基本面平稳下行，价格趋弱，短期调控边际压力减轻。我们认为，当前 AH 开发类板块估值具防御性，上修因素回归业绩增长。龙头房企短期业绩兑现和中长期盈利增长潜力相对较强，持续稳定的股息收益预期对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。推荐现金流安全边际高，业绩确定性较强，具备持续投融资优势的龙头，如 A 股的招保万金和 H 股的融创中国和中国金茂。

图 42：25 家主流 A 股开发类房企 PE (TTM) (截止 2019.11.22)



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 43：20 家主流 H 股开发类房企 PE (TTM) (截止 2019.11.22)



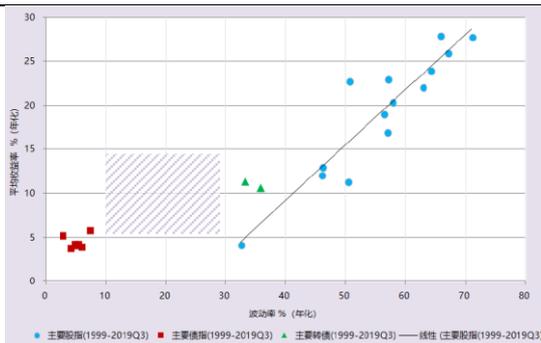
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

4.2、存量物业应成为“低波动+低门槛”的大类资产配置

我们于 2019 年 10 月 18 日发布报告《存量物业应成为“低波动+低门槛”的大类配置资产——存量物业市场动态跟踪报告(5)》，明确提出：从长周期风险收益图谱来看，我国主要投资产品中存在断层，后续存量经营性物业应成为投资组合中波动率较低，收益率中等，降低交易门槛，和增加流动性的大类资产配置产品。从国际成熟经验来看，我国存量经营性物业的市值提升仍有空间，如按 2019-2023 五年 GDP 增速 5% 计算，则在 2023 年我国 GDP 将有望达到 115 万亿人民币，存量经营性不动产市值约为 5.6 万亿美元，较当前有 46% 左右的提升幅度。

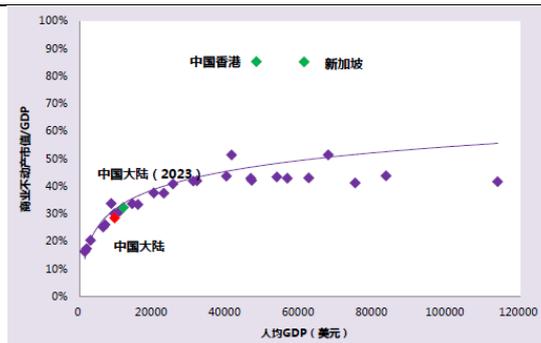
结合货币宽松和风险溢价温和下行，我们认为后续我国存量物业隐含资本化率处于温和下行阶段，利于存量物业公允价值重估。相比国际标杆保险资管及养老金，境内保险资金投资组合中不动产投资规模仍较低，未来境内机构和外资的配置我国存量物业仍具备较大提升空间。建议关注 A 股陆家嘴，H 股华润置地。

图 44：我国主要债券和股票指数的风险-收益分布图



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 45：人均 GDP 与商业不动产价值/GDP



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

4.3、推荐标的

4.3.1、万科 A+H (000002.SZ/2202.HK)：结算驱动业绩增长，拿地权益比例进入回升周期

截止 2019 年三季度末，公司并表已售未结金额 6362 亿元，相对地产结算收入 TTM 的覆盖倍数达到 193%，虽然涨价红利已基本兑现，预计后续交付规模提升仍可驱动业绩稳健增长。

2019 年三季度公司拿地意愿、拿地质量均有所提升，新增土储/销售面积比例提升至 162%，拿地权益比例提升至 78%。全年补货-去化规模趋于平衡，结算权益利润率下行压力或在中期得到逐步缓解。

我们维持公司 2019-2021 年预测 EPS 分别为 3.56、4.03、4.69 元，A 股现价对应 2019-2021 预测 PE 分别为 7.9、7.0、6.0 倍，预测股息率分别为 4.3%、4.9%、5.7%；H 股现价对应 2019-2021 年预测 PE 分别为 7.6、6.7、5.8 倍，对应 2019-2021 年预测股息率分别为 4.5%、5.1%、5.9%。

公司信用、品牌、及管理优势明显，地产业务发展策略偏向谨慎，具备较强抗风险能力，中期内股息稳健增长确定性较高。新业务培育已初具规模，后续盈利增长及估值扩张值得期待。我们维持公司 A 股目标价 33.83 元，对应 8.4 倍 2020 年预测 PE 估值，维持“买入”评级；维持公司 H 股目标价 33.55 港元，对应 7.5 倍 2020 年预测 PE 估值，维持“买入”评级。

◆风险提示：

公司销售去化及毛利率不及预期；公司竣工、结算进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	242,897	297,679	364,182	438,452	527,849
营业收入增长率	1.0%	22.6%	22.3%	20.4%	20.4%
净利润（百万元）	28,052	33,773	40,251	45,515	53,007
净利润增长率	33.44%	20.39%	19.18%	13.08%	16.46%
EPS（元）	2.48	2.99	3.56	4.03	4.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.1%	21.7%	21.3%	20.6%	20.5%
P/E（A 股）	11.3	9.4	7.9	7.0	6.0
P/E（H 股）	10.9	9.0	7.6	6.7	5.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

4.3.2、保利地产（600048.SH）：地产主业资源储备深厚，物业分拆规模扩张可期

截止 2019 年三季度末，公司预收款项达到 3829 亿元，相对营业收入 TTM 的覆盖比例约 181%，结算保障力度维持高位。截止 2019 年三季度，公司在建拟建项目建面近 2.5 亿方，前三季度竣工面积、在建面积分别同比增长 47%、43%，相信工程进度积极推进可为后续销售供货和交付结转提供有力支持。

公司旗下物业分拆港股上市稳步推进，9 月 17 日收到证监会核准批复。截止 2019 年 6 月，保利物业合同面积 4.5 亿方，其中在管面积 2.6 亿方，对标可比龙头碧桂园服务（6098.HK）当前市值约 727 亿港元（截止 2019.11.22）。

我们维持 2019-2021 年预测 EPS 分别为 2.07、2.47、2.73 元，当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 分别为 7.1、5.9、5.4 倍，对应预测股息率分别为 4.2%、5.1%、5.6%。公司资源储备深厚，信用能力优秀，中期市占率提升前景较为明朗。两翼业务发展提速，物业分拆上市或提振公司整体估值。我们维持目标价 18.63 元不变，对应约 7.5 倍 2020 年预测 PE 估值，维持“买入”评级。

◆风险提示

房地产持续调控，公司销售去化及毛利率不及预期；公司竣工、结算进度不及预期；物业板块拆分上市进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	146,306	194,514	242,379	299,547	364,314
营业收入增长率	-5.46%	32.95%	24.61%	23.59%	21.62%
净利润（百万元）	15,626	18,904	24,570	29,389	32,427
净利润增长率	25.80%	20.98%	29.97%	19.62%	10.34%
EPS（元）	1.31	1.59	2.07	2.47	2.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.61%	15.50%	17.48%	18.08%	17.42%
P/E	11.2	9.2	7.1	5.9	5.4
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

4.3.3、招商蛇口（001979.SZ）：轻重并举活力提升，价值释放有望提速

2019 年前三季度，公司营收、归母净利润分别同比下降 24%、38%，主要系竣工及结转时间主要集中在第四季度（公告披露）。截止三季度末，公司预收账款（包括合同负债）相对 2018 年营业收入覆盖比例达 153%，2019 年计划竣工面积较 2018 年实际竣工面积翻倍，我们认为公司大概率仍可实现全年业绩平稳增长。

2019 年 1-10 月，公司销售额同比增长 35%，增速明显高于龙头房企平均水平。截止 2019 年中期，公司未售土储约 4600 万方，按照上半年销售均价初步估算，未售货值超过 9000 亿元。此外，2019 年 5 月，公司前海项目土地置换完成，实际置换用地建面 213 万方，保守估算货值约 1600 亿元。

截止 2019 年中期，公司投资性房地产 433 亿元，为成本法记账，价值未充分反映。9 月，公司公告拟将间接持有的深圳五项物业作为底层资产，在香港设立 CMC REIT 上市，预计后续公司存量资源价值释放将逐步提速。

2019 年 11 月，中航善达发行股份购买招商物业获证监会批复。交易完成后，招商物业整体注入上市公司中航善达，同时公司成为中航善达控股股东。我们认为，强强联合，公司物业板块发展潜力得到进一步提升，市场化定价下有望成为公司市值的重要组成部分。

考虑到公司竣工节奏相对后置，我们下调公司 2019-2021 年预测 EPS 至 2.20、2.50、2.84 元（原为 2.39、2.70、3.15 元），当前估值对应 2019-2021 年预测 PE 分别为 8.4、7.4、6.5 倍，预测股息率分别为 4.9%、5.5%、6.2%。公司发展轻重并举，资源禀赋优秀，综合考虑给予 2020 年 10.5 倍 PE 估值，对应目标价下调至 26.22 元，维持“买入”评级。

◆风险提示

公司销售回款及毛利水平不及预期；项目竣工交付进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	75,455	88,278	104,725	128,001	151,242
营业收入增长率	18.69%	16.99%	18.63%	22.23%	18.16%
净利润（百万元）	12,220	15,240	17,983	20,309	23,043
净利润增长率	27.54%	24.71%	18.00%	12.94%	13.46%
EPS（元）	1.54	1.93	2.20	2.50	2.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.87%	20.08%	21.19%	20.84%	20.60%
P/E	12.0	9.6	8.4	7.4	6.5
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

注：EPS 为扣除永续债利息后的计算结果

4.3.4、金地集团（600383.SH）：高股息收益吸引力强

2019 年 1-10 月，公司销售额同比增长 32% 至 1576 亿元，增速位居 TOP 房企前列。公司于中期上调全年新开工计划至 1235 万方，较原计划增长 51%。如顺利完成，预计下半年新开工可转化货值约 1200 亿元。

截止 2019 年三季度，公司预收账款 855 亿元，较年初增长 23%，相对营业收入 TTM 覆盖比例约 143%。2019 年中期公司上调竣工计划至 876 万方，修订后竣工目标较 2018 年增长 30%。我们认为，后续由竣工提速带动的结算面积增长将接替价格因素，继续支撑公司业绩平稳释放。

基于公司销售较快增长，竣工铺排相对积极，我们小幅上调 2019-2021 年预测 EPS 至 2.12、2.44、2.71 元（原为 2.10、2.35、2.55 元）。现价对应 2019-2021 年预测 PE 分别为 5.7、5.0、4.5 倍，对应预测股息率分别为 6.1%、7.0%、7.8%，估值优势和确定性收益相对明显。综合考虑我们给予公司 2020 年 6.5 倍 PE 估值，对应目标价 15.83 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

公司项目权益比例较低，利润增长或不及销售规模扩张；重点城市持续调控，公司销售去化不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	37,332	50,312	63,833	79,302	94,896
营业收入增长率	-32.53%	34.77%	26.88%	24.23%	19.66%
净利润 (百万元)	6,843	8,098	9,567	10,995	12,228
净利润增长率	8.61%	18.35%	18.14%	14.93%	11.21%
EPS (元)	1.52	1.79	2.12	2.44	2.71
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.79%	17.43%	17.95%	18.04%	17.64%
P/E	8.0	6.8	5.7	5.0	4.5
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 27 日

4.3.5、融创中国 (1918.HK) : 业绩兑现确定, 财务改善可期, 估值优势明显

截止 2019 年中期, 公司土储 2.1 亿方, 货值 2.8 万亿, 超过 80% 位于一二线城市, 平均土地成本仅 4300 元/平方米。我们认为, 公司优质充裕的资源储备可为中期内经营现金流和利润释放提供坚实基础。

2016-2018 年公司销售额 CAGR 达 89%, 截止 2019 年中期估算已售未结金额约 6650 亿元, 目前正处于业绩集中兑现期, 预计 2019-2020 年归母核心利润将分别增长 30%、26%。

截止 2019 年中期, 公司净负债率阶段性回升至 224%。考虑到下半年来公司拿地力度明显下降, 销售增速持续回升, 全年利润释放增厚权益, 预计后续杠杆水平或有较明显改善。

考虑到公司 2019 年上半年合并收益确认谨慎, 下半年来销售较快增长, 我们小幅下调 2019-2021 年预测 EPS (基本) 至 5.41、7.10、8.23 元 (原为 5.78、7.39、8.45 元), 但上调 2019-2021 年预测 EPS (核心) 至 6.30、7.93、9.01 元 (原为 6.09、7.90、8.79 元)。当前股价对应 2019-2021 年预测 PE (核心) 分别为 5.4、4.3、3.8 倍, 估值优势较明显。我们认为随着公司业绩和财务不断兑现, 中长期下蓝筹价值将逐步显现。综合考虑给予 2020 年 6 倍市盈率, 对应目标价上调至 53.18 港元, 维持“买入”评级。

◆风险提示

房地产持续调控, 公司销售不及预期; 公司结算进度不及预期; 公司去杠杆进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	65,874	124,746	187,578	246,954	296,866
营业收入增长率	86.38%	89.37%	50.37%	31.65%	20.21%
净利润 (百万元)	11,004	16,567	24,037	31,554	36,566
利润增长率	344.00%	50.55%	45.10%	31.27%	15.88%
基本 EPS (元)	2.76	3.79	5.41	7.10	8.23
核心 EPS (元)	1.32	4.91	6.30	7.97	9.01
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.1%	29.1%	31.6%	31.1%	28.0%
P/E (核心)	25.9	7.0	5.4	4.3	3.8
P/B	3.5	2.7	2.0	1.5	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 27 日

4.3.6、中国金茂 (0817.HK)：城市运营逻辑逐步兑现，中长期增长前景明朗

公司城市运营模式大规模收获阶段到来，2019H1 城市运营拿地规模相当于过去 3 年合计水平。新增土储中城市运营项目占比达到 45%，带动拿地成本下降至 5300 元/平方米，权益比例回升至 58%，中长期成长潜力和盈利安全边际正逐步显现。

截止 2019 年中期，公司平均融资成本约 4.96%，其中外币债务融资成本仅为 4.21%。7 月公司牵手平安，走完混改第三步，预计未来管理激励体系市场化改革有望提速，多元化融资渠道亦可得到进一步增强。

基于结转节奏调整，我们小幅下调 2019 年预测净利润至 66 亿元，维持 2020-2021 年预测净利润分别为 89、113 亿元。计入最新股本变动后，2019-2021 年对应预测 EPS（基本）小幅下调至 0.56、0.76、0.96 元（原为 0.60、0.77、0.98 元），对应预测 EPS（核心）分别为 0.55、0.75、0.95 元。当前股价对应 2019-2021 年预测 PE（核心）分别为 8.8、6.5、5.1 倍，预测股息率分别为 4.7%、6.3%、8.0%。

我们认为公司投融资优势明显，中长期盈利增长前景相对乐观，有望在未来 3-5 年的行业格局变迁中脱颖而出。综合考虑维持目标价 6.83 港元，相对于 2020 年 8.2 倍 PE（核心），维持“买入”评级。

◆风险提示

城市运营项目获取不及预期，项目交付结转不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	31,075	38,733	55,436	75,161	98,515
营业收入增长率	13.81%	24.64%	43.13%	35.58%	31.07%
净利润（百万元）	3,978	5,210.89	6,609.97	8,927.40	11,310.73
净利润增长率	56.88%	31.00%	26.85%	35.06%	26.70%
基本 EPS（元）	0.37	0.45	0.56	0.76	0.96
核心 EPS（元）	0.37	0.44	0.55	0.75	0.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.1%	14.6%	16.6%	19.8%	21.8%
P/E（核心）	13.2	10.9	8.8	6.5	5.1
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

4.3.7、华润置地 (1109.HK)：商住双轮驱动典范，中期租金增长动能强劲

公司目前处于投资物业集中落地期，2019 年下半年至 2021 年末将有 19 个购物中心计划开业（新增约 190+万方），新落成物业叠加同店增长，预计 2019-2020 年公司租金收入 CAGR 约 20%，至 2021 年租金收入规模接近 140 亿元。

2019 上半年公司物业结算收入同比持平系结转节奏调整，期末合约负债达 2323 亿元，约为 2018 年物业结算收入的 2.2 倍，锁定比例仍处高位。

公司 2019-2021 年计划结算面积分别+56%、+43%、+34%，后续业绩增长具备支撑。

截止 2019 中期，公司开发物业土储 5770 万方，七成位于一二线，此外还有 2400 万方旧改项目可逐步转化；净负债率 47%，平均融资成本 4.45%。资产端和负债端持续稳健。

考虑到公司销售及租金增长较强，我们小幅上调 2019-2020 年预测 EPS（基本）至 3.79、4.39 元（原为 3.78、4.34 元），引入 2021 年预测 EPS（基本）为 5.10 元，对应 2019-2021 年 EPS（核心）分别为 3.13、3.75、4.48 元。公司商住双轮驱动，优质的投资物业组合为其提供穿越周期的能力。综合考虑给予 2020 年 9.5 倍 PE（核心）估值，对应目标价 39.58 港元，维持“买入”评级。

◆风险提示

投资物业落地进度不及预期，新落成项目培育不及预期；开发类项目交付结转不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	101,943	121,189	148,616	177,893	212,003
营业收入增长率	4.24%	18.88%	22.63%	19.70%	19.17%
净利润（百万元）	19,690	24,238	27,038	31,271	36,346
净利润增长率	12.88%	23.10%	11.55%	15.66%	16.23%
基本 EPS（元）	2.84	3.50	3.79	4.39	5.10
核心 EPS（元）	2.36	2.78	3.13	3.75	4.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.4%	17.5%	17.2%	17.4%	17.8%
P/E（核心）	13.2	11.2	9.9	8.3	6.9
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

5、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；

2020 年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；

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。

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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。

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見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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼