

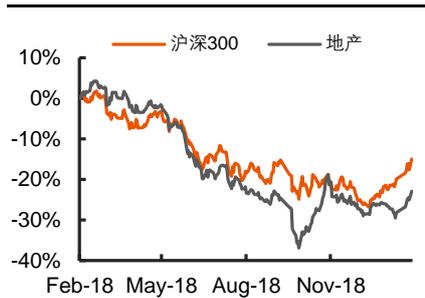
## 地产行业专题报告

2019年02月19日

# 庖丁解牛——如何看 2019 年地产基本面

### 强于大市（维持）

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业周报\*地产\*多地棚改计划下调，居民中长贷回升难掩楼市压力》  
2019-02-17

《行业快评\*地产\*楼市稳中趋弱，城市及房企延续分化》 2019-02-12

《行业动态跟踪报告\*地产\*业绩整体向好，主流房企稳健》 2019-02-12

《行业周报\*地产\*机构持仓延续回升，全年关注一二线房企》 2019-01-27

《行业动态跟踪报告\*地产\*投资保持韧性，新开工延续高位》 2019-01-21

#### 证券分析师

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

#### 研究助理

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

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

- **销售：楼市软着陆，一二线优于三四线。**我们相对看淡 2019 年基本面，其中一二线好于三四线，下半年优于上半年。2018Q4 楼市已明显降温，2019 年大概率延续调整趋势，其中一二线城市已历经两年调整，叠加政策微调及货币环境改善，预计以筑底盘整为主；三四线供应增加、需求萎缩，且此前未有明显调整，量价均将面临较大压力。后续随着量价调整充分、政策微调及货币环境改善，一二线基本面有望率先迎来缓慢复苏，预计 2019 年全国销售面积同比降 6.9%。
- **新开工：补库存叠加三四线抢开工，2019 年前高后低。**2018 年全国新开工同比增 17.2%，持续三年攀升；其中 40 城与三四线同比增 10.3%和 21.4%，三四线占比提升至 64.1%。2018 年各类城市开工销售比均明显大于 1，行业已步入补库存阶段。展望 2019 年，考虑三四线城市景气度往下，当前为三四线房企去库存窗口期，预计短期三四线新开工仍将相对积极，叠加全国住宅已开工未售库存仍处低位，均将为 2019 年新开工提供支撑。预计 2019 年新开工前高后低，同比下降 2%。
- **竣工：交房刚性叠加资金环境改善，2019 年有望回升。**资金偏紧背景下，房企出于资金安排角度，放缓预售到竣工的施工节奏，2018 年全国竣工同比下降 7.8%，绝对量已跌破过去五年 10 亿平的平台。考虑到 2017、2018 年竣工已连续两年负增长，我们认为房企不可能无限制延缓竣工期限。从两年左右交房周期来看，2015-2018 年期房销售明显回升；从三年建设周期来看，2016-2018 年新开工持续攀升；再叠加资金面缓解，预计 2019 年竣工有望回升。
- **投资：增速下台阶，2019 年微增。**地产投资包括土地购置费用和建安投资。2018 年全国地产投资同比增长 9.5%，其中土地购置费同比增长 57%，建安投资同比降 3.2%。2019 年行业正由“低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”演变，房企拿地、开工均面临收缩。尽管土地购置费及施工强度面临下降，但由于新开工绝对值超过竣工，施工面积仍将保持一定增速，有望带动投资延续增长，中性假设下预计 2019 年地产投资同比增长 2%。
- **投资建议：**尽管 2019 年投资增速面临回落，但竣工有望回升，地产后周期产业链表现有望优于 2018 年，同时新开工前高后低，短期仍将为上游产业提供一定支撑。从销售角度来看，楼市趋势下行将更加考验各大开发商应对能力，唯有融资渠道畅通、布局一二线、定位主流产品的房企方能穿越周期保持增长，行业集中度有望继续提升。尽管行业基本面下行，但板块估值已处于历史低位，且从前三轮周期底部来看，行业触底过程中板块均存在反弹，我们看好 2019 年地产板块整体表现，维持“强于大市”评级。短期楼市将继续触底，整体以防守为主，但震荡行情中有政策博弈的反弹机会，建议配置资金状况佳、业绩确定性强、一二线货值占比高的低估值龙头及高股息率个股，如万科、保利、金地、招商等；后续随着政策及融资环境改善、盈利下调及资金链风险释放，高周转快销售弹性标的表现更佳，如新城、中南、荣盛等。
- **风险提示：**1) 2019 年上半年存在楼市超调而政策迟迟未见松动的风险；2) 楼市大幅调整带来的资产大幅减值及净利率下滑的风险；3) 若楼市降温超预期，且融资渠道依旧偏紧，不排除部分中小房企面临资金链风险。

股票名称	股票代码	股票价格 2019-2-19	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
招商蛇口	001979.SZ	20.12	1.55	1.94	2.45	3.05	13.0	10.4	8.2	6.6	强烈推荐
万科 A	000002.SZ	27.03	2.54	3.26	4.11	5.1	10.6	8.3	6.6	5.3	强烈推荐
保利地产	600048.SH	12.79	1.31	1.58	1.91	2.3	9.8	8.1	6.7	5.6	强烈推荐
金地集团	600383.SH	10.86	1.52	1.85	2.13	2.44	7.1	5.9	5.1	4.5	强烈推荐
新城控股	601155.SH	30.46	2.67	4.45	6.01	7.88	11.4	6.8	5.1	3.9	强烈推荐
天健集团	000090.SZ	5.82	0.42	0.5	0.74	1.29	13.9	11.6	7.9	4.5	推荐

# 正文目录

<b>一、前言</b> .....	<b>6</b>
<b>二、销售：楼市软着陆，一二线优于三四线</b> .....	<b>7</b>
2.1 一二线缓慢企稳，三四线渐显疲态.....	7
2.2 限签及限价政策微调叠加高价盘占比提升推高核心城市均价.....	8
2.3 一二线优于三四线，预计 2019 年同比降 6.9%.....	9
<b>三、新开工：补库存叠加三四线抢开工，2019 年前高后低</b> .....	<b>10</b>
3.1 一二线补库存叠加三四线高周转，2018 年新开工持续超预期.....	10
3.2 把握楼市下行窗口期，三四线开工短期有望维持高位.....	11
3.3 绝对库存低位，为住宅新开工提供支撑.....	12
<b>四、土地：整体趋于降温，布局回归一二线</b> .....	<b>12</b>
4.1 溢价率持续回落，流拍率逐步上行.....	12
4.2 拿地趋于谨慎，布局回归一二线.....	13
4.3 中长期来看，二线及强三线仍为必争之地.....	14
<b>五、竣工：紧资金致节奏放缓，2019 年有望回升</b> .....	<b>14</b>
5.1 紧融资环境下，房企放缓竣工节奏.....	14
5.2 交房刚性叠加资金环境改善，2019 年竣工有望回升.....	15
<b>六、投资：高位回落，2019 年同比微增</b> .....	<b>16</b>
6.1 土地购置费带动 2018 年投资高增，建安投资逐步回升.....	16
6.2 “低库存+紧资金”过渡至“高库存+紧资金”，投资逐步承压.....	18
6.3 预计 2019 年地产投资同比增长 0-5%.....	19
<b>七、投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>八、风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图表 1	传统地产开发粗略划分为四大阶段，直接影响上下游产业链.....	6
图表 2	2018 年各类城市主要指标增速汇总.....	6
图表 3	三四线城市各项指标占比逐年提升.....	7
图表 4	各线城市销售面积累计增速走势.....	7
图表 5	核心城市销售企稳，三四线销售下滑.....	7
图表 6	历年各城市销售均价走势.....	8
图表 7	2018 年各城市单月销售均价走势.....	8
图表 8	2019 主要省市棚改计划均较 2018 年大幅下滑（万套）.....	9
图表 9	预计 2019 年销售面积同比下降 6.9%.....	10
图表 10	各类城市历年新开工增速走势.....	10
图表 11	各类城市商品房新开工与销售比.....	11
图表 12	各项城市 2018 年单月新开工增速走势.....	11
图表 13	2012 年三四线新开工降幅小于全国.....	12
图表 14	目前住宅开工未售库存处近年较低水平.....	12
图表 15	2018H2 百城土地成交溢价率大幅回落.....	13
图表 16	2018H2 百城土地流拍率逐步上升.....	13
图表 17	各线城市历年土地购置面积增速.....	13
图表 18	2018 年单月土地购置面积增速走势.....	13
图表 19	2018 年代表房企拿地销售比明显放缓.....	14
图表 20	三四线贡献全国销售及拿地的 60%以上.....	14
图表 21	2018 年“低库存+紧资金”下房企快开工、快回款、缓竣工.....	15
图表 22	2017-2018 年竣工持续负增长.....	15
图表 23	2018 年单月竣工增速走势图.....	15
图表 24	期房销售增速持续高于竣工增速.....	16
图表 25	竣工周期滞后新开工三年左右.....	16
图表 26	2016-2018 年期房销售明显增长.....	16
图表 27	地产投资构成.....	17
图表 28	2018 年土地购置费占投资比达 30%.....	17
图表 29	剔除土地购置费后的建安投资缓慢回升.....	17
图表 30	各类城市历年投资增速走势.....	18
图表 31	各类城市单月投资增速走势.....	18
图表 32	“低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”环境演变.....	18
图表 33	历年施工面积增速持续保持增长.....	19

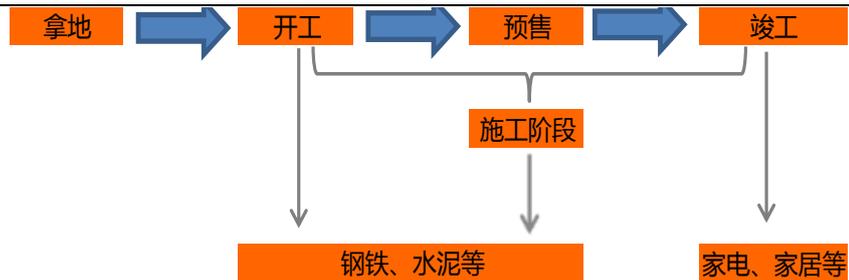
---

图表 34 中性假设下，预计 2019 年投资增长 2%.....19

## 一、前言

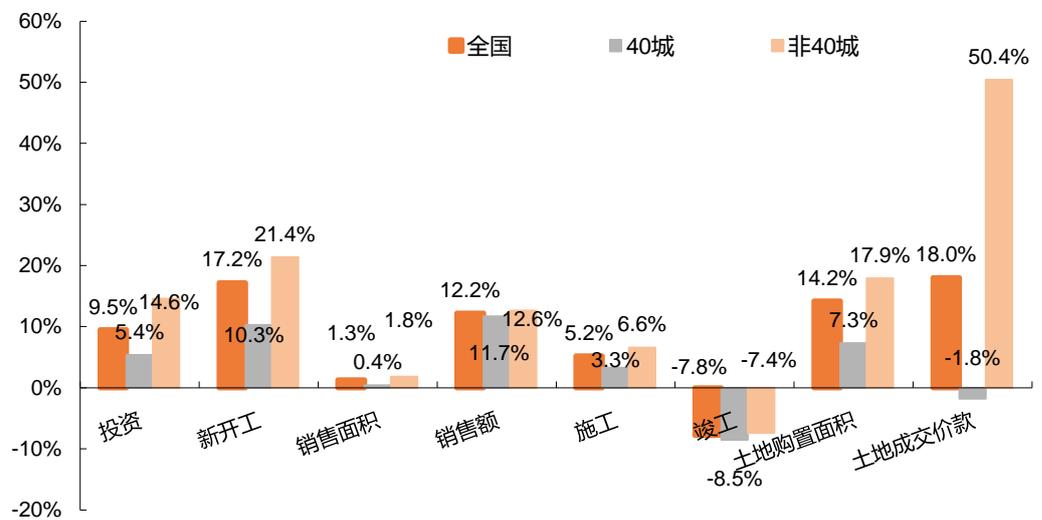
传统地产开发可粗略划分为拿地—施工—预售—交房四个阶段，作为经济重要支撑及周期之母，地产投资开发直接影响经济走势及上下游产业链。市场普遍关心未来地产投资、销售、开工走势。2018年房地产投资及销售分别达12.0万亿及17.2亿平，均创历史新高，其中三四线投资及销售占比提升至47.3%和64.6%，2019年各类城市投资、销售又会呈现何种变化。传统分析主要基于全国数据，本篇报告旨在通过深度分析全国及各类城市投资、销售等数据，挖掘其背后演变逻辑，力图“逻辑+数据”相结合对未来投资、开工、拿地、竣工趋势做一些预判。

图表1 传统地产开发粗略划分为四大阶段，直接影响上下游产业链



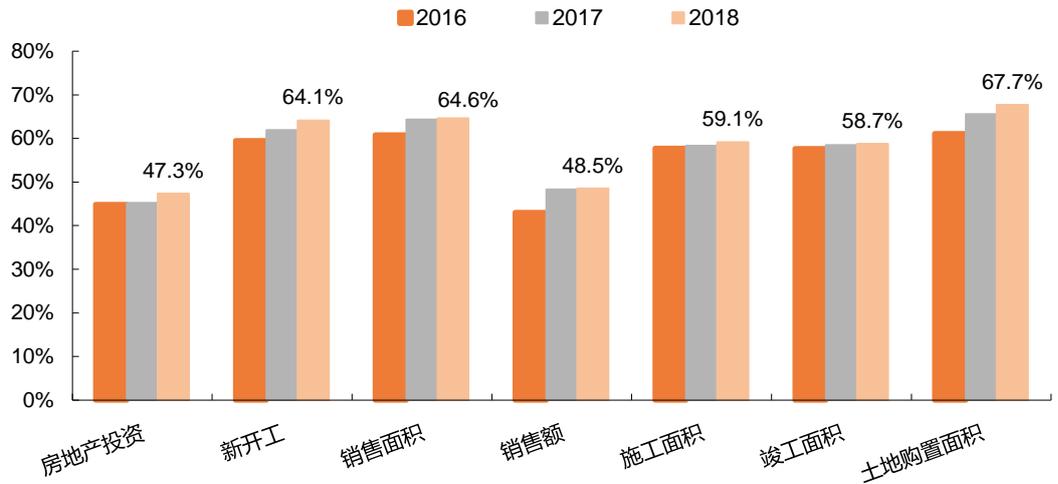
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 2018年各类城市主要指标增速汇总



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 三四线城市各项指标占比逐年提升



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、销售：楼市软着陆，一二线优于三四线

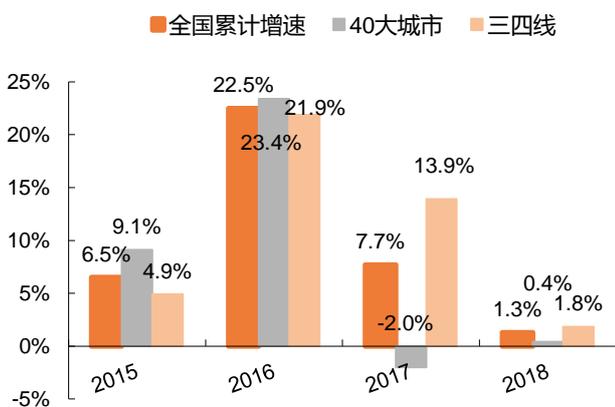
2018年全国实现销售面积17.2亿平，同比增长1.3%，其中40城与三四线同比分别增长0.4%和1.8%，三四线销售面积及销售额占比分别提升至64.6%和48.5%。

### 2.1 一二线缓慢企稳，三四线渐显疲态

**一二线缓慢企稳。**核心城市受推盘增加、基数回落影响，自2018年9月以来单月销售降幅持续收窄，12月单月同比增长4.5%，带动全年销售面积同比增长0.4%，较2017年提升2.4个百分点。

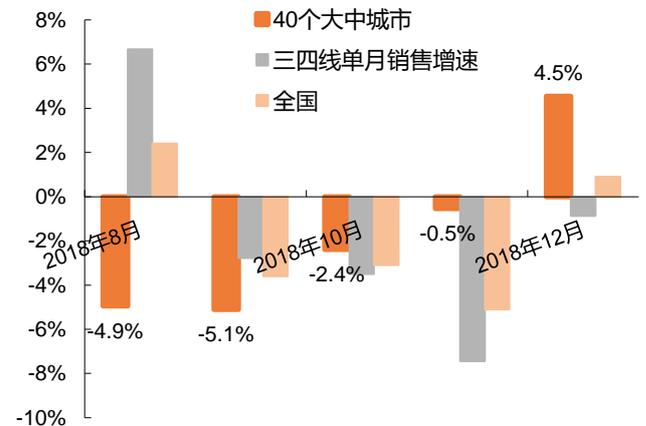
**三四线渐显疲态。**三四线城市随着棚改政策弱化、供应增加、需求透支等因素逐步显现，2018H2楼市逐步呈现疲态，2018年9月以来单月销售面积持续为负，且降幅有扩大趋势。

图表4 各线城市销售面积累计增速走势



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 核心城市销售企稳，三四线销售下滑

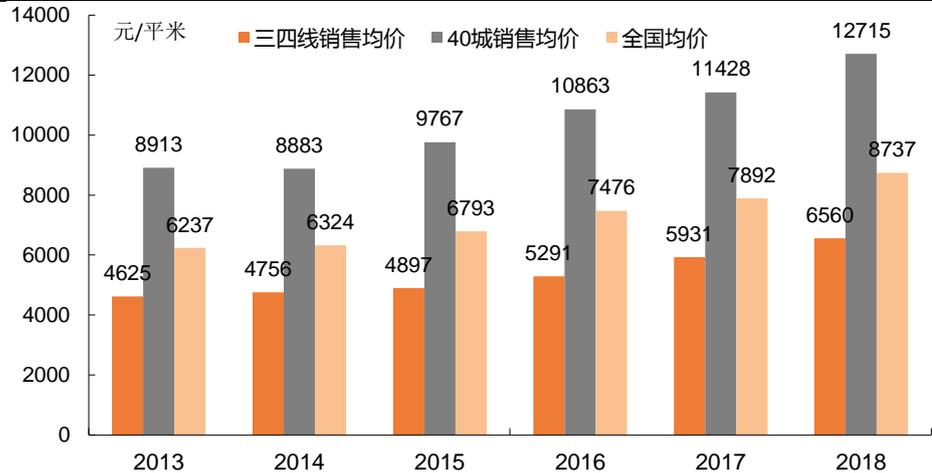


资料来源:wind, 平安证券研究所

## 2.2 限签及限价政策微调叠加高价盘占比提升推高核心城市均价

从销售均价来看，2018年全国销售均价8737元/平，较2017年上升10.7%，其中40城、三四线均价分别为12715元/平、6560元/平，同比分别增长11.3%和10.6%。

图表6 历年各城市销售均价走势

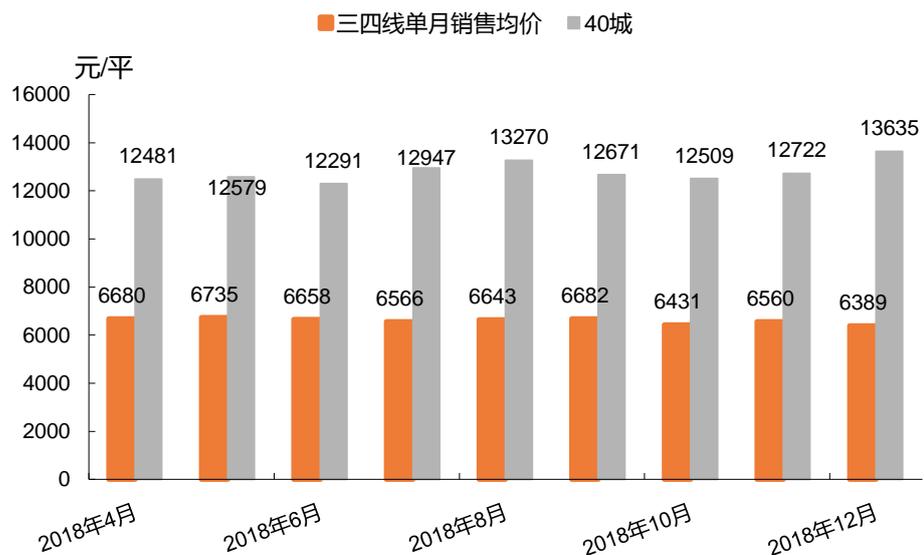


资料来源:wind, 平安证券研究所

**限签及限价政策微调叠加高价盘入市增加，推升核心城市均价。**我们认为一二线城市均价提升主要原因：1）由于资金环境偏紧且政策未松，2018年房企推盘积极性上升，中高端盘入市增加带动高价盘成交占比提升；2）下半年部分城市限价及限签政策微调。从核心城市单月销售均价走势来看，部分城市限价及限签政策调整的下半年成交均价更高。

**楼市降温带动下半年三四线均价回落。**三四线城市尽管2018年销售均价上涨达10.6%，但从单月销售均价走势来看，上涨主要在上半年，在下半年尤其四季度，随着楼市降温，三四线单月成交均价已呈现回落。

图表7 2018年各城市单月销售均价走势



资料来源:wind, 平安证券研究所

### 2.3 一二线优于三四线，预计 2019 年同比降 6.9%

展望 2019 年，考虑核心城市已缩量调整两年，预计进一步大幅下行概率较小，但市场预期转变将对成交恢复形成掣肘，预计全年成交低位盘整，下半年随着政策微调及货币宽松，或有望缓慢回升。

三四线城市从供应端来看，2017、2018 年拿地、开工持续高增长，意味着未来供应将逐步加大；而需求端受棚改规模及货币化比例下滑、三四线房价快速上涨制约购买力、需求透支等因素影响，仍将延续疲态。供需此消彼长背景下，2019 年三四线量价均将面临压力。受三四线楼市拖累，预计 2019 年全国销售面积同比下降 6.9%。

图表8 2019 主要省市棚改计划均较 2018 年大幅下滑（万套）

主要省市	2018 年棚改实际值	2019 年棚改计划值	同比
安徽	29.4	21.5	-27%
山东	85.2	25.6	-70%
江西	32.9	27.79	-16%
浙江	40.6	18.3	-55%
福建	4.5	3.7	-18%
江苏	25.6	22.0	-14%
海南	1.5	0.9	-39%
广东	3.5	2.4	-30%
广西	9.1	15.6	71%
河南	66.3	15.0	-77%
吉林	9.5	3.5	-63%
北京	3.4	1.2	-66%
天津（万平）	57.0	39.0	-32%
山西	12.8	3.5	-73%
陕西	20.3	9.8	-52%
甘肃	23.2	18.3	-21%
青海	3.1	1.0	-67%
四川	25.5	15.0	-41%
云南	13.9	10+	—
西藏	—	1.9	—
湖北	24.3	22.9	-6%
辽宁	6.3	3.9	-39%
河北	23.5	21.5	-9%
<b>合计（除云南、西藏和天津）</b>	<b>450.5</b>	<b>253.2</b>	<b>-43.8%</b>

资料来源：地方两会报告，平安证券研究所

注：山东 2018 年棚改量为前 11 月数据、广西 2018 年棚改量为前 9 月数据

图表9 预计 2019 年销售面积同比下降 6.9%

	2015	2016	2017	2018	2019E 悲观	2019E 中性	2019E 乐观
一线城市 (4个)	15.3%	9.0%	-29.2%	-5.1%	-8%	-2%	5%
二线城市 (36个)	8.2%	25.5%	1.5%	0.9%	-10%	-5%	5%
其余城市	4.9%	21.9%	13.9%	1.8%	-15%	-8%	0%
全国	6.5%	22.5%	7.7%	1.3%	-13.2%	-6.9%	1.8%

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

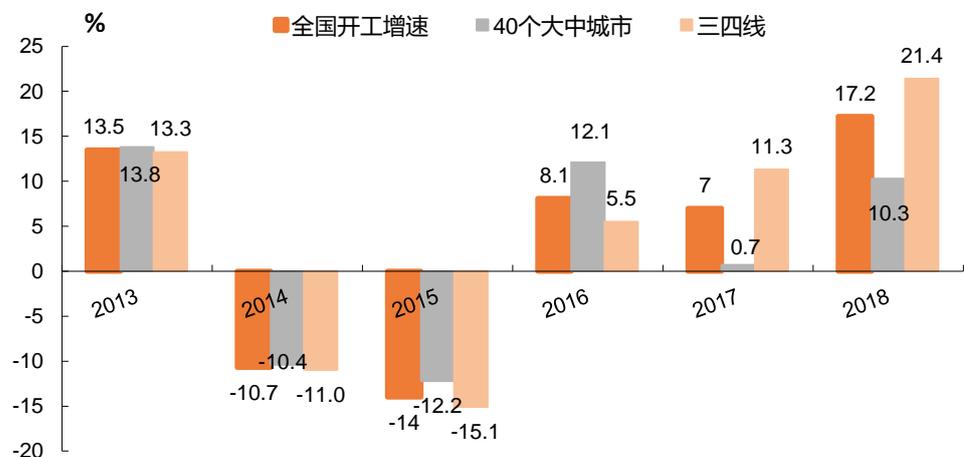
### 三、新开工：补库存叠加三四线抢开工，2019 年前高后低

#### 3.1 一二线补库存叠加三四线高周转，2018 年新开工持续超预期

2018 年全国实现新开工 20.9 亿平，同比增长 17.2%，持续三年攀升；其中 40 城与三四线同比增长 10.3%和 21.4%，三四线新开工占比较 2017 年提升 2.4 个百分点至 64.1%。从 2018 年各类城市商品房新开工与销售比来看，均明显大于 1，意味着行业步入到补库存阶段。我们认为 2018 年新开工持续超预期主要原因：

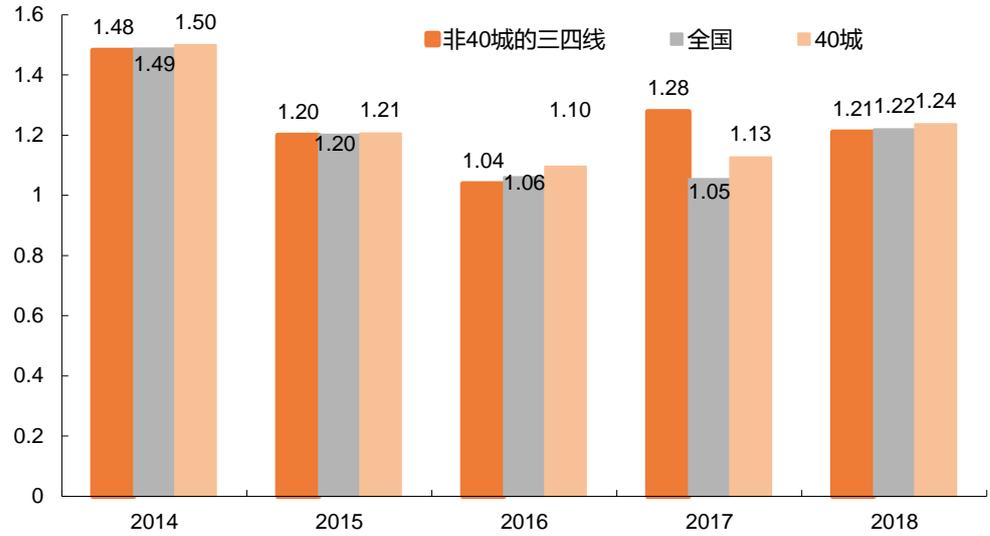
- **从核心城市来看**，2017 年开启限价后，房地价倒挂导致开发商开工意愿不强，全年新开工仅增长 0.7%，较低开工增速导致 2018 年供应不足，房企客观上有开工补库存需求；同时 2018 年整体限价未松但融资成本上行，开发商捂地成本上升，也要求开发商加快开工销售回收现金流；
- **从三四线城市来看**，由于大部分三四线火爆主要受棚改货币化政策推动，中长期缺乏基本面支撑。对于三四线开发商来讲，高周转加快开工，尽快实现现金流回收为其最佳选择，因此 2017、2018 年三四线新开工持续高企。

图表10 各类城市历年新开工增速走势



资料来源：wind，平安证券研究所

图表11 各类城市商品房新开工与销售比

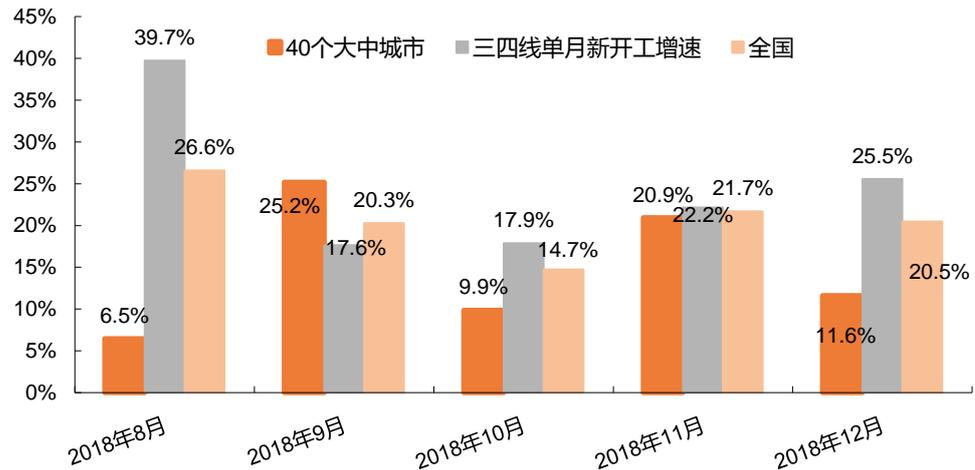


资料来源:wind, 平安证券研究所

### 3.2 把握楼市下行窗口期，三四线开工短期有望维持高位

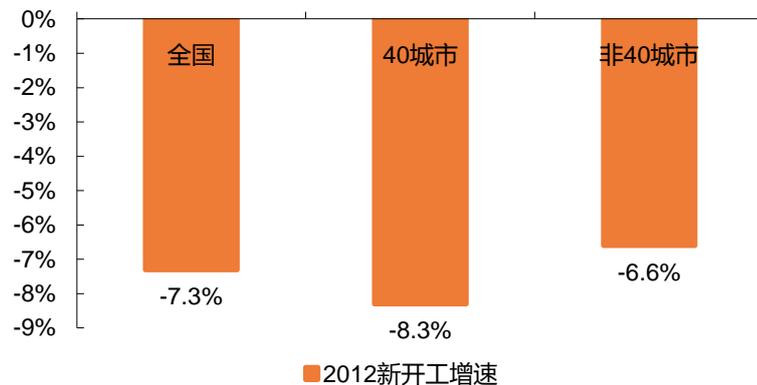
展望 2019 年，随着去化率下行及库存累积，预计新开工增速将逐步回落。但考虑三四线楼市逐步走弱，当前为三四线房企去库存窗口期，我们认为只要项目销售回收的现金流能覆盖预售前施工投入，三四线短期新开工仍会保持积极，为全国开工提供支撑。2018 年 12 月三四线单月新开工增速达 25.5%，已连续四个月回升。回顾楼市降温的 2012 年，三四线新开工降幅(-6.6%)亦小于全国(-7.3%)。

图表12 各项城市 2018 年单月新开工增速走势



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 2012年三四线新开工降幅小于全国

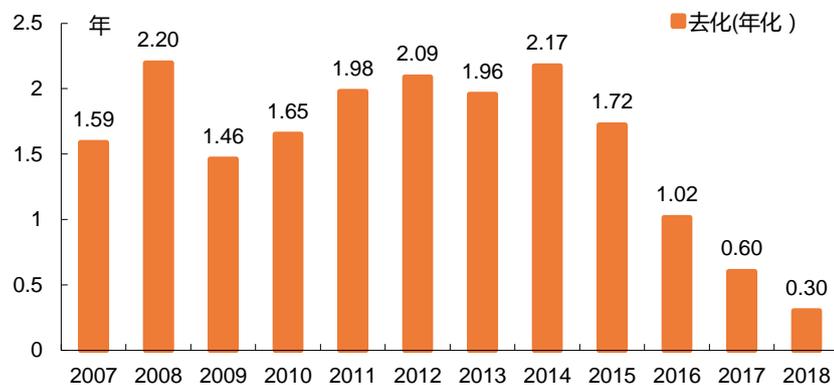


资料来源:wind, 平安证券研究所

### 3.3 绝对库存低位，为住宅新开工提供支撑

从历史来看，住宅销售与新开工同步性明显，随着2019年住宅销售回落，住宅新开工增速将承压。我们用“历年累计住宅竣工-累计销售+(当前施工-当前竣工)”来衡量住宅库存，相比传统的“历年累计开工减去累计销售”，该指标剔除停工的死库存（历年停工在当年不复工，不计入当年施工）。按当前销售水平，全国住宅库存仅0.30年，处于近年最低水平。我们认为即使2019年销售回落，但考虑当前住宅绝对库存处于底部，住宅新开工表现将优于销售，为全国商品房开工提供一定支撑。整体来看，预计2019年商品房新开工增速前高后低，全年同比微降。

图表14 目前住宅开工未售库存处近年较低水平



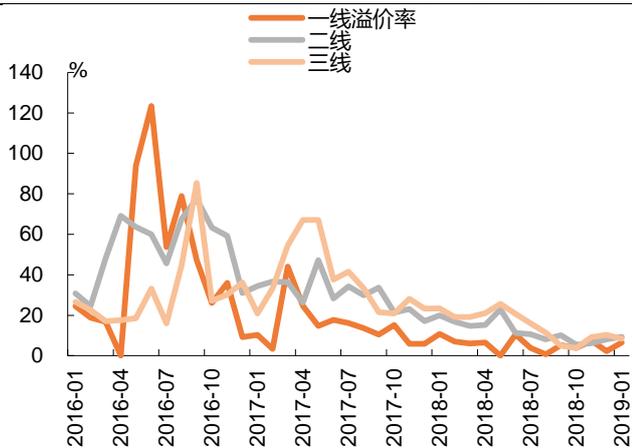
资料来源:wind, 平安证券研究所

## 四、土地：整体趋于降温，布局回归一二线

### 4.1 溢价率持续回落，流拍率逐步上行

2018年下半年以来，楼市降温而地价未明显调整背景下，叠加资金面紧张，房企逐步放缓拿地节奏，土地溢价率大幅回落，流拍率持续上升。2018年12月百城土地溢价率降至7.5%，2018Q4土地流拍率上升至18%。

图表15 2018H2 百城土地成交溢价率大幅回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表16 2018H2 百城土地流拍率逐步上升

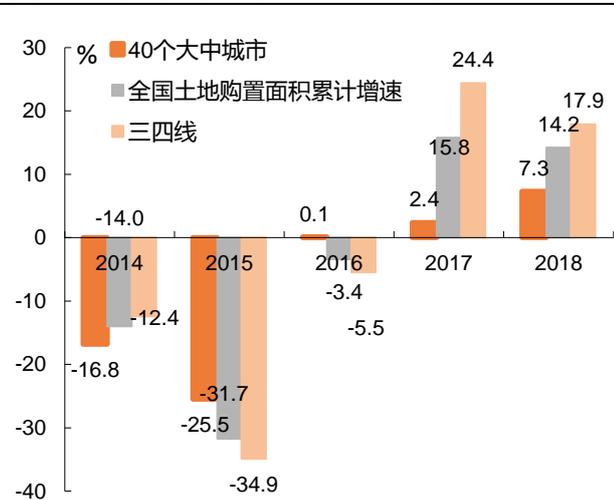


资料来源:wind, 平安证券研究所

#### 4.2 拿地趋于谨慎，布局回归一二线

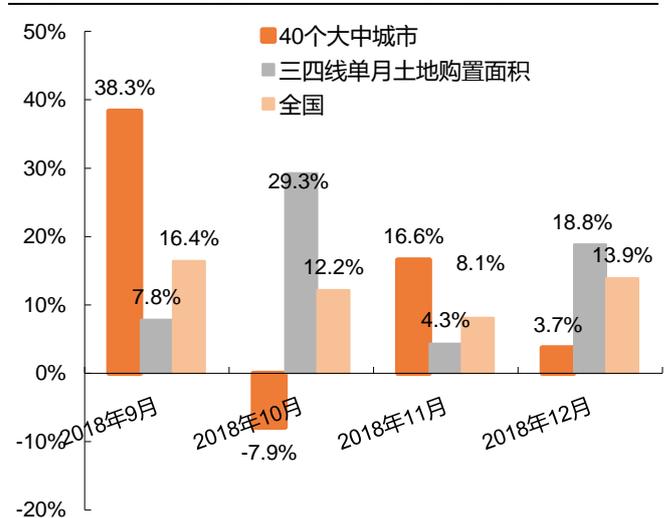
从全国数据来看，2018年全国土地购置面积2.9亿平，同比增长14.2%。从土地成交结构来看，核心城市地价回落叠加三四线城市降温预期，房企拿地逐步回归一二线，2018年40城土地购置面积同比增7.3%，较2017年上升4.9个百分点。从单月增速来看，除12月外，自2018年9月以来全国单月土地购置面积增速持续回落。

图表17 各线城市历年土地购置面积增速



资料来源:wind, 平安证券研究所

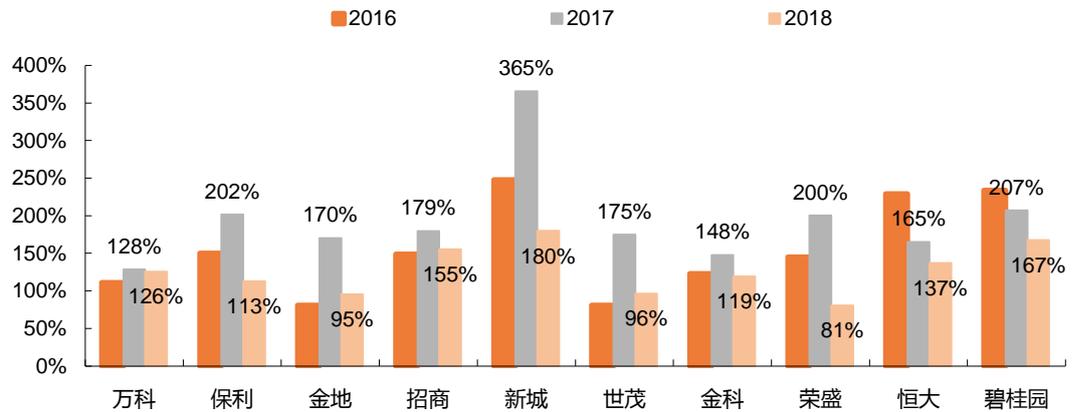
图表18 2018年单月土地购置面积增速走势



资料来源:地方统计局, 平安证券研究所

从各家房企来看，2018年十家主流房企拿地与销售面积比为139%，较2017年下降46个百分点。考虑2019年房企依旧面临市场下行、资金偏紧的大环境，预计拿地投资仍将相对谨慎。

图表19 2018年代表房企拿地销售比明显放缓

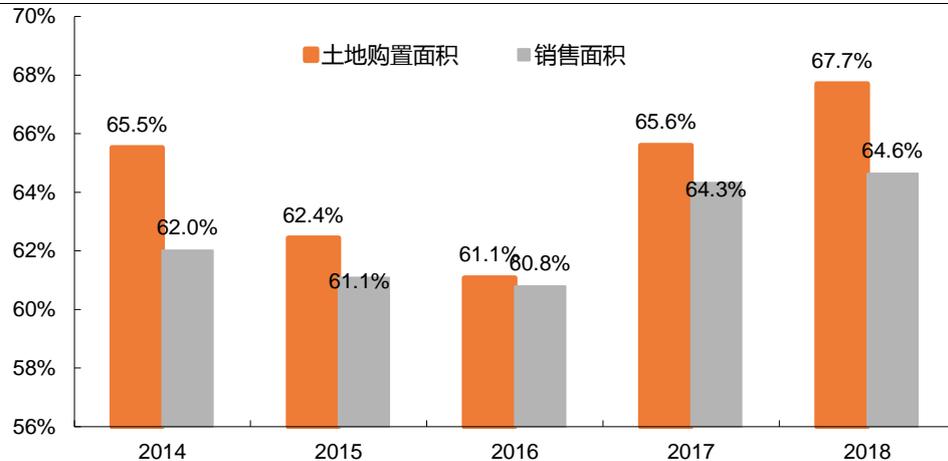


资料来源:wind, 平安证券研究所

### 4.3 中长期来看，二线及强三线仍为必争之地

尽管短期三四线楼市存在调整压力，房企拿地亦逐步回归一二线。但中长期来看，一线城市土地稀缺，未来潜在供应相对有限，加上三四线贡献全国销售面积的60%以上。从规模维持及扩张考虑，二线及强三线仍将是中长期主流房企布局争夺的主战场。

图表20 三四线贡献全国销售及拿地的60%以上



资料来源:wind, 平安证券研究所

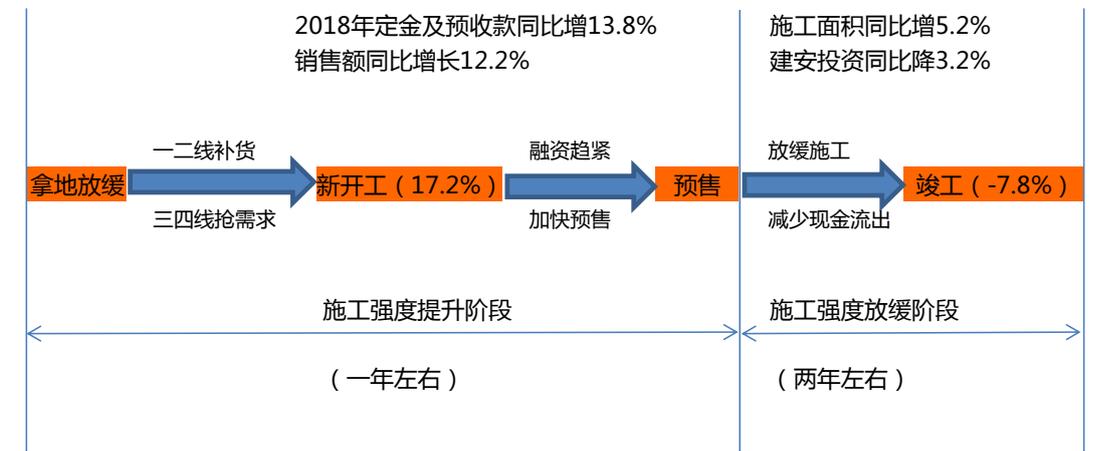
## 五、竣工：紧资金致节奏放缓，2019年有望回升

### 5.1 紧融资环境下，房企放缓竣工节奏

2017年四季度以来，房企融资环境持续恶化，限价不松、资金成本高企，加快推盘回收现金流已成为房企最优选择。由于销售必须达到一定预售条件，低库存状态下房企为补充货值加快推盘回收现金流，必须持续加大开工力度补充货量，导致新开工增速维持高位。而一旦房企达到预售条件，由于现金流已经回收，房企逐步放缓预售到竣工的施工强度，降低现金流流出，带动整个建安投资下

降。在“低库存+紧资金”下，房企持续加快开工补货、加快销售回款，同时降低预售后施工强度来减少现金流出。

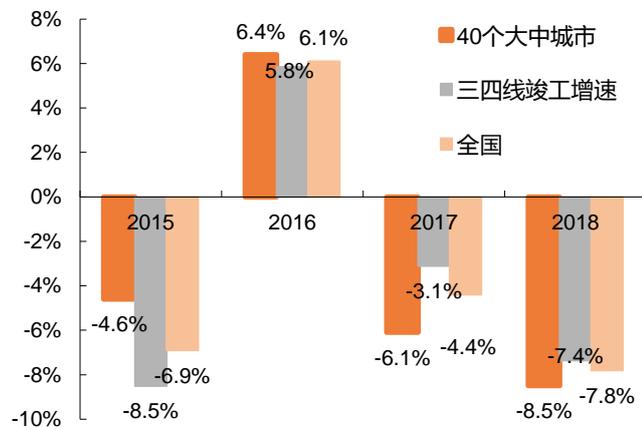
图表21 2018年“低库存+紧资金”下房企快开工、快回款、缓竣工



资料来源:wind, 平安证券研究所

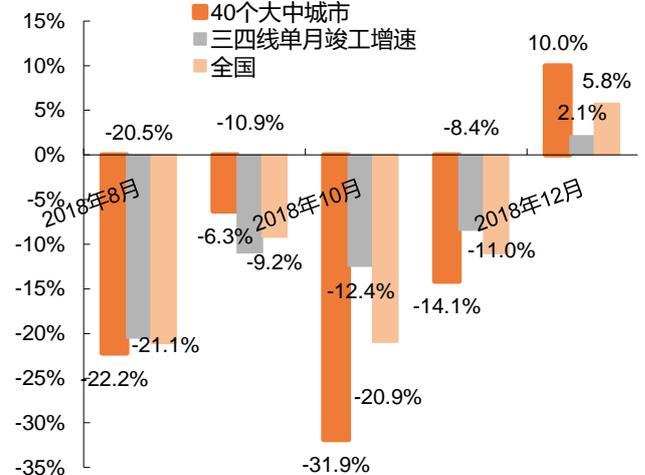
由于房企从资金最大化利用角度，放缓预售到竣工的施工节奏，2018年全国竣工同比下降7.8%，且绝对量跌破过去五年10亿平米的平台，其中40城和三四线竣工分别下降8.5%和7.4%。

图表22 2017-2018年竣工持续负增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表23 2018年单月竣工增速走势图

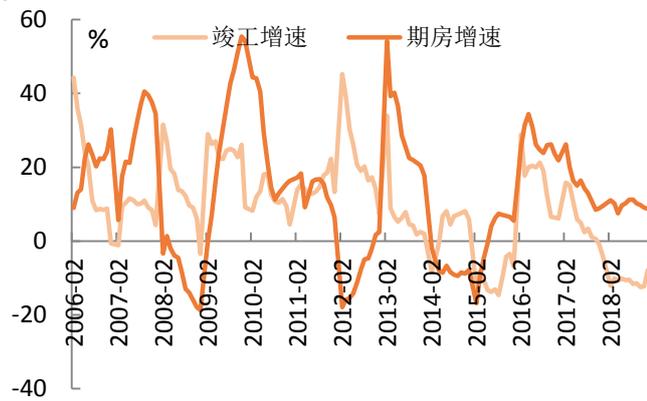


资料来源:地方统计局, 平安证券研究所

## 5.2 交房刚性叠加资金环境改善，2019年竣工有望回升

展望2019年，我们认为房企不可能无限制延缓竣工期限，考虑到2017、2018年竣工已连续两年负增长，而2014-2018年累计销售期房57.7亿平米，远大于同期竣工（50.9亿平），且2015-2018年期房销售明显回升，因此无论从建设周期还是交房周期看，未来竣工增速有望回升。值得注意的是，若2019年行业资金面超预期恶化，不排除部分中小房企停工及三四线楼盘烂尾风险，从而导致竣工低于预期。

图表24 期房销售增速持续高于竣工增速



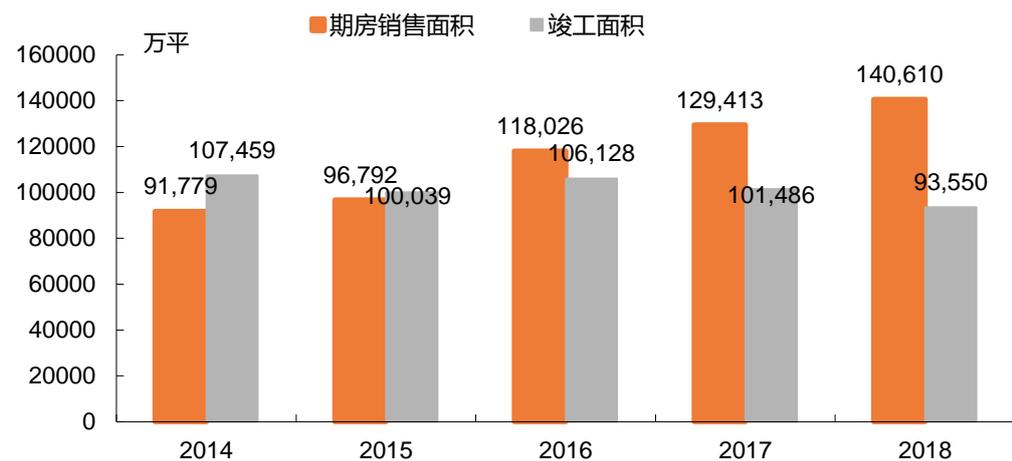
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表25 竣工周期滞后新开工三年左右



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表26 2016-2018 年期房销售明显增长



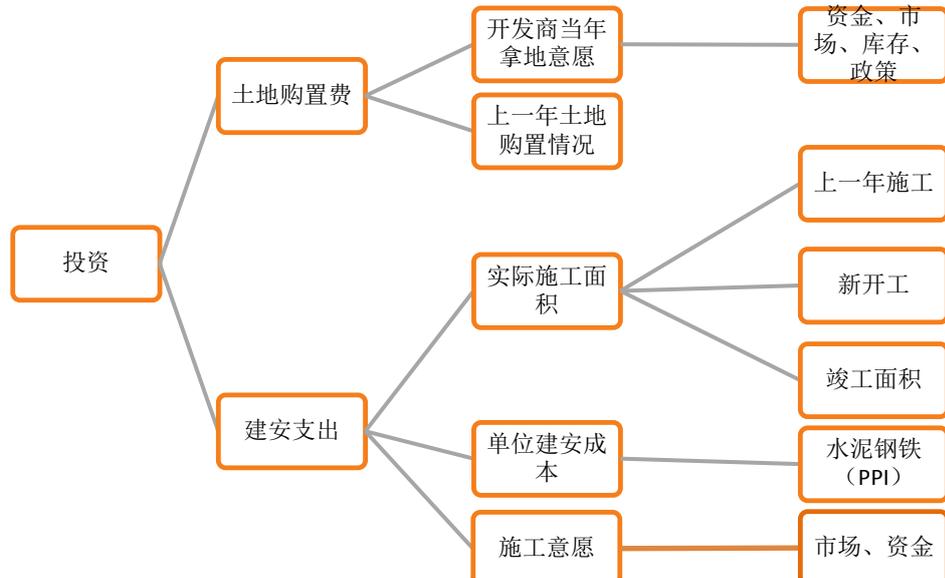
资料来源:wind, 平安证券研究所

## 六、 投资：高位回落，2019 年同比微增

### 6.1 土地购置费带动 2018 年投资高增，建安投资逐步回升

地产投资主要包括土地购置费用和建安支出，其中土地购置费主要受房企当年拿地意愿及前期土地购置情况影响；建安投资则跟当期开工、前期施工、房企施工意愿、原材料成本等多种因素相关。2018 年全国地产投资同比增长 9.5%，其中土地购置费同比增长 57%，剔除土地购置费后投资同比下降 3.2%。除施工意愿下降外，部分城市统计口径由“形象进度法”调整为“财务支出法”，由于存在承建商垫资，实际财务支出时点滞后于形象进度，亦是导致建安投资下滑原因。随着 2018 年末新开工持续高增带动施工面积攀升，建安投资增速亦开始缓慢回升。

图表27 地产投资构成



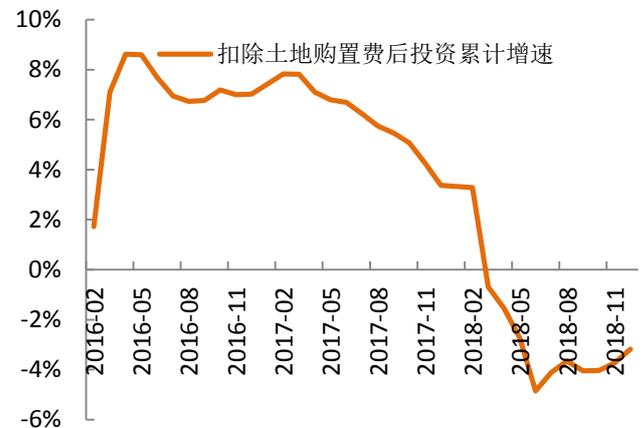
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表28 2018年土地购置费占投资比达30%



资料来源:wind, 平安证券研究所

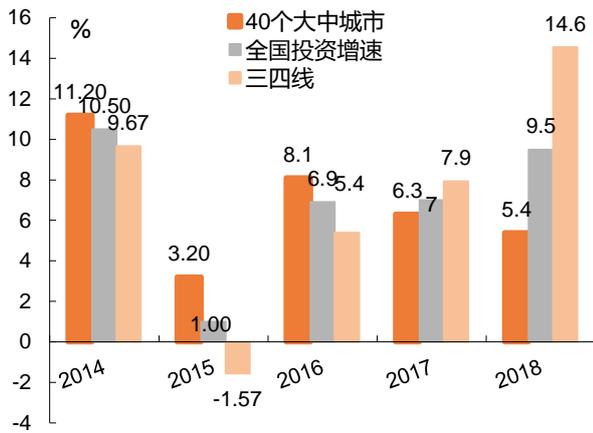
图表29 剔除土地购置费后的建安投资缓慢回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

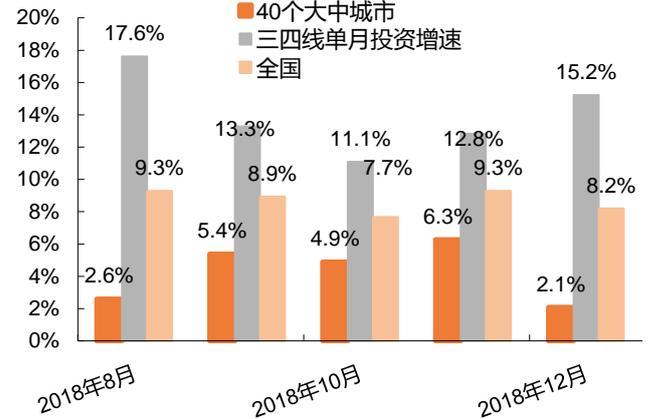
分城市来看, 2018年40城及三四线投资同比分别增长5.4%和14.6%, 我们认为三四线投资高增长主要因: 1) 三四线新开工积极带动2018年施工面积增长6.6%; 2) 2017-2018年房企拿地下沉为土地购置费提供支撑。考虑2018年下半年开始房企拿地逐步回归一二线, 预计2019年三四线与核心城市房地产投资增速差将趋于收敛。

图表30 各类城市历年投资增速走势



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表31 各类城市单月投资增速走势

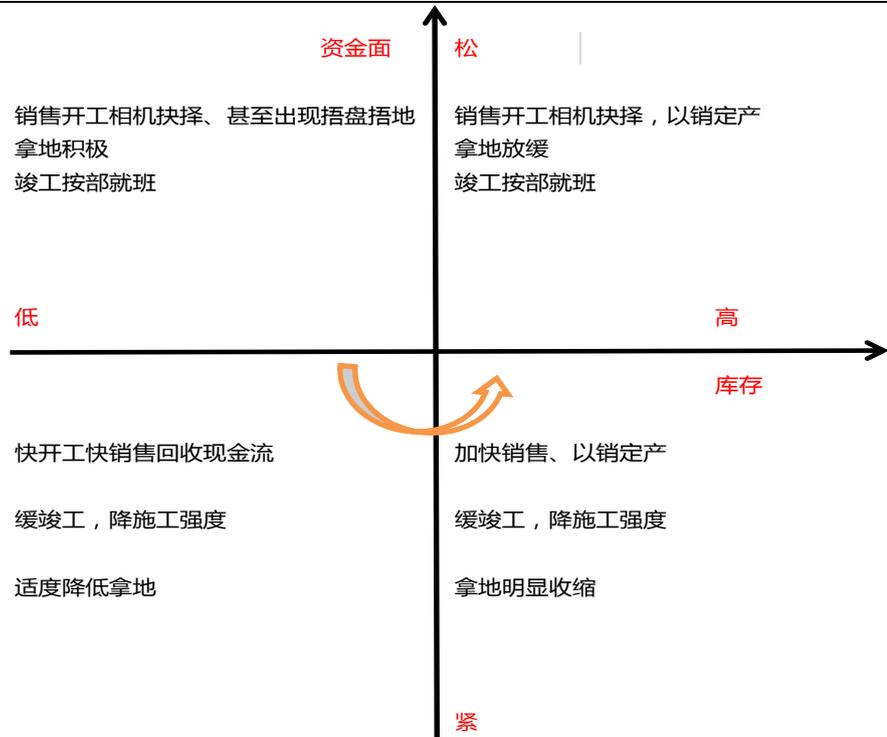


资料来源:wind, 平安证券研究所

## 6.2 “低库存+紧资金” 过渡至 “高库存+紧资金”，投资逐步承压

展望 2019 年，根据 2019 年年度策略《防守反击，伺机而动》的逻辑推演，随着楼市降温、去化率下行、重点城市库存累积，而融资端整体依旧偏紧，行业正逐步由“低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”演变。对比 2011H2 到 2012H1，当时行业同样步入销售下行、库存累积、资金偏紧阶段，呈现出投资、新开工、拿地全面收缩趋势，预计 2019 年投资、开工及拿地增速亦面临下行压力。

图表32 “低库存+紧资金”向“高库存+紧资金”环境演变

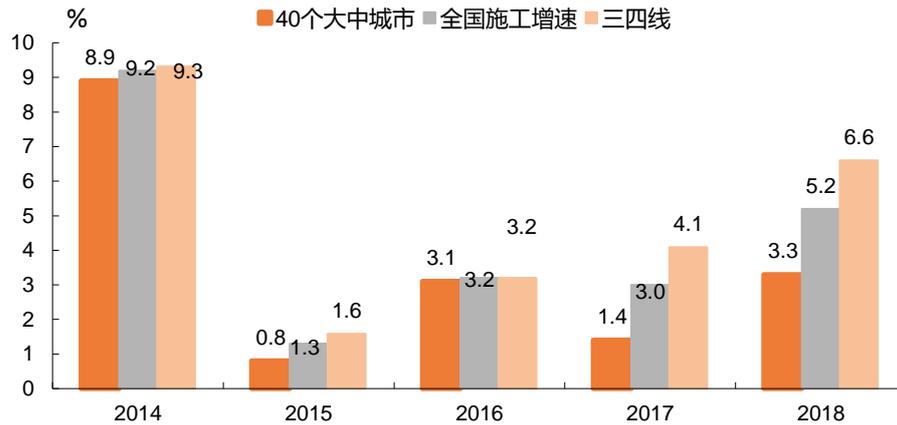


资料来源:wind, 平安证券研究所

### 6.3 预计 2019 年地产投资同比增长 0-5%

整体来看，由于新开工绝对值超过竣工，施工面积仍将保持一定增速；但楼市下行及资金偏紧仍将影响房企施工意愿，预计施工强度小幅下滑；土地购置费受拿地下滑及高基数影响将同比下降。在施工强度降 1%、新开工降 2%、土地购置费降 10% 的中性假设下，预计 2019 年地产投资同比增长 2%。

图表33 历年施工面积增速持续保持增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表34 中性假设下，预计 2019 年投资增长 2%

	单位施工强度	竣工增速	新开工增速	土地购置费增速	房地产投资同比
2019 乐观预计	5.0%	15%	10.0%	5%	13%
2019 中性预计	-1.0%	10%	-2%	-10%	2%
2019 悲观预计	-5.0%	-5%	-10.0%	-20%	-5%
2018	-7.98%	17.2%	57%	9.5%	-7.98%

资料来源: 平安证券研究所

注: 2018 年单位施工强度大幅下降包括: 施工意愿下降以及统计局统计标准的变化 (部分城市 500 万-5000 万项目由形象进度法变成财务支出法, 导致建安投资被低估)

## 七、投资建议

尽管 2019 年投资增速面临回落，但竣工有望回升，地产后周期产业链表现有望优于 2018 年，同时新开工前高后低，短期仍将为上游产业提供一定支撑。从销售角度来看，楼市趋势下行将更加考验各大开发商应对能力，唯有融资渠道畅通、布局一二线、定位主流产品的房企方能穿越周期保持增长，行业集中度有望继续提升。尽管行业基本面下行，但板块估值已处于历史低位，且从前三轮周期底部来看，行业触底过程中板块均存在反弹，我们看好 2019 年地产板块整体表现，维持“强于大市”评级。短期楼市将继续触底，整体以防守为主，但震荡行情中有政策博弈的反弹机会，建议配置资金状况佳、业绩确定性强、一二线货值占比高的低估值龙头及高股息率个股，如万科、保利、金地、招商等；后续随着政策及融资环境改善、盈利下调及资金链风险释放，高周转快销售弹性标的表现更佳，如新城、中南、荣盛等。

## 八、风险提示

- 1) 由于供应增加、需求透支，目前三四线楼市已步入调整通道，2019 年上半年存在楼市超调而政策迟迟未见松动的风险；
- 2) 由于 2016-2018 年地价大幅上涨，若楼市调整超预期，行业面临资产大幅减值及净利率大幅下降风险，上市房企面临业绩下修风险；
- 3) 2019 年为房企公司债到期高峰，若楼市降温超预期，且融资渠道依旧偏紧，不排除部分中小房企面临资金链风险。

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

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

### 行业投资评级:

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

### 公司声明及风险提示:

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

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

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

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033