

从房地产税的混乱预期中寻找可能的“锚”

——长效机制探讨系列（附周报数据跟踪）

赵可 博士

0755-82943231

zhaoke@cmschina.com.cn

S1090513110001

刘义

0755-82940790

liuyi5@cmschina.com.cn

S1090512050003

董浩 研究助理

0755-83295441

donghao@cmschina.com.cn

李洋 研究助理

0755-83284815

liyang24@cmschina.com.cn

报告日期：2018年9月9日

行业策略：

我们认为房地产税的“锚”主要指两个方面：一是在当前历史背景下，房地产税税率中位数应该在什么区间，或者说多大范围的家庭在当前被征收是合理的；二是指房地产税何时能够成为地方财政收入的重要来源而又不致于引发新的风险。接下来我们都讨论下。

近期全国人大立法规划中提及房地产税相关内容，其中包括提到房地产税是规划中的“一类”项目，是任期内条件成熟可以提请审议的法律草案。可以明确的看到文件中指出房地产税是由预算工作委员会与财政部来负责的。市场部分人士认为今年或者明年会出台房地产税，也有人认为经济压力大房地产税很难出台，总体而言市场对房地产税等一系列长效机制都存在预期混乱的现状。我们针对房地产税进行了以下三点客观思考和理性分析，部分内容也可以说是建议：

一、现阶段具不具备全民收税的基础？ 房地产税在当前历史阶段征收，可能会达到一个什么样的力度？以一线城市80平的住宅举例，一年租金约8万，大致的净运营回报NOI约6万，按照资本化率4%折算，这套房子的评估值大概在150万。但按照当前市场的交易价格来看，一线城市80平的房大约是500万或者更高，按照租金还原法的评估价大约是市场价格的三折左右，悬殊巨大。从当前上海和重庆试点以约0.5%的税率原则来看，如果按照运营回报评估值150万来算，房地产税大概一年是7500元，如果按照市场交易价，一年是25000元。

首先从资本回报角度看，根据目前的市场交易而言，低于1.5%的租金回报率是严重倒挂于国债的，净回报率则更低了，如果按照0.5%的中位数来征收房地产税，许多不动产将成为负现金流资产，导致的结果就是租金暴涨或者价格暴跌，从而引起市场比较大的波动。因此我们认为合理的难以引起市场大幅波动的房地产税有两种可能：

(1) 征收的人群很广，但起步的房地产税税率较低，

(2) 抵扣项较为灵活，从而一开始征收的家庭占比较小，

考虑到立法并不容易经常变化，第二种方式或更适合当下的中国，因为抵扣比较灵活，所以国家立法的具体税率区间应该定的较宽泛，然则各个地方政府能根据各自实际情况进行抵扣方式的灵活设定。

从收入的角度，2017年全国人均可支配收入是2.6万，深圳市5.3万，上海是5.9万，即便按照刚才我们所说的租金还原法的评估来看，按照7500元的家庭缴纳房地产税额度来看，房地产税占到一个家庭年均可支配收入的10%+，这还只是按照最最保守的评估值来计算的缴税额度。而美国房地产税中位数占家庭收入的比率大致是4.3%，这从另外一个角度告诉我们，若0.5%是房地产税率的中位数，在当下的中国也并不合理。

不论从资产回报的角度还是收入的角度看，若要不想引起市场大幅的波动，房地产税的起步征收范围人群必须较小。

二、**房地产税什么时候真能起到地方财政收入重要来源作用？** 房地产税征收最大的目的是为了完善地方税种。那房产税什么时候会成为地方税的重要来源呢？我们认为这个时间一定不会短。

从我国的城镇化率水平来看，当前的城镇化率约为58.6%，真实市民化率水平更低，我们正处于城镇化快速阶段的后半场，已经走过了速度最快的城镇化前半场，城镇化增速虽然在放缓，但依旧处于一个增量阶段。在这个背景下，我们大概离城镇化的饱和区间70%还有10个百分点左右，按照每年1个多点的速度测算，大约还需要十年时间来达到一个真正的存量市场环境，换句话说租金回报率什么时候达到一个合理的程度，不再比国债收益率倒挂了，同时房地产也不再是经济发展的重要支柱，大概需要十年左右的时间来完成这个过度。

在这个十年的区间里，随着租金与房屋的市场交易价格的增速逐步收敛，租金回报率逐渐提高，我们相信房地产税的征收也具备逐步提高的可能性，因此，房地产税成为地方政府主要收入来源，最起码还需要10年的时间。

城镇化突破70%后，历史上既有新兴经济接力成功的美国，也有新经济转型失败的墨西哥案例，也有人为继续拔高城镇化从而创造短期辉煌却带来失落20年的日本。这其中的机制好坏能否导致新经济接力不是我们这里讨论的主题，我们讨论的是不动产回报率的问题。到时候房地产当然已经成为存量市场，我们可能从存量的具备合理回报

率的不动产中收到合适的税；另一方面，新的经济是否开始腾飞，能否创造更多的价值，也决定了租金回报率提高的程度，毕竟，租户创造价值的能力决定了租金回报率的carry部分。

另外，市场上存在一些认识的误区，认为地方政府过度依赖土地财政，从而多征房地产税能减少政府对土地的依赖。这个误区首先没有搞清楚当前多征房地产税会带来新的市场波动风险，这在上文有分析，同时也没有搞清楚下面的这个问题：

土地财政的说法并不准确，按照5万亿的土地财政测算，扣除约75%的土地成本（拆迁，七通一平等），去掉保障房，教育等支出，剩下的可支配财政收入并不多，或许只有大几千亿，真实的情况是大量土地在政府手里已经抵押到了银行，从而获得融资，为了防止抵押品的跌价风险才是土地出让节奏遭到把控的根本原因，而并非简单的为了获得地方财政收入。这是长期形成的问题，需要从更高维度去解决，貌似也是目前土地制度的一个“死结”，毕竟，金融风险管理也是政府的目标之一。

“土地金融”才是比“土地财政”更为准确的表述，土地成为了一种快速增加M2的方式，治标需要治本，而不是另起炉灶新增一个税种就能解决的。

三、关于房地产税的另外几点看法

(1) 到底是按面积还是按照套数抵扣？根据灵活性原则来说，按照面积抵扣的可能

性更大。因为如果按照套数抵扣的话，首先灵活性不够，其次一些低密度豪宅可以合理避税，公平性并不够。而面积抵扣方式更加灵活，公平性也会高一点。

(2) 到底是房地产税还是房产税？从法理角度而言，许多人已经进行了充分的探讨，认为房地产税难以对“地”征税。从目前市场流传的版本看，房地产税更像是一种财富调节税，所以从这个角度出发”到底是房地产税还是房产税“可能已不重要了。

(3) 房屋登记联网是为了收税吗？联网是主动扣税的依据，而采取居民申报制是否还需要联网？举个例子，居委会大妈上门贴条告知收税，见到房子就可以贴，根本不用管所有者是谁，后面再根据主动申报情况征收，当然违规成本可以很高。从国外观察，主动申报环境和联网其实关系并不高。

四、回到市场本身。我们总结行业的目前的三个变化：

第一，流动性持续好转。未来经济压力仍在，流动性持续改善预期存在；
第二，如果今年房地产税真能审一次，那么政策早点落地也是一个好事情；
第三，基本面市场存在分歧，部分人认为基本面会受到三四线的拖累，甚至一二线也会转弱，甚至担心销量出现断崖式变化。我们认为，7、8月份本身就是淡季，市场出现回落是事实，但展望未来才是核心，从当前流动性的预测作用以及城市样本现象观察，整体一二线处于低斜率复苏通道，三四线的周期因过去供给侧改革（棚改货币化

补贴) 受到扰乱, 也就是说其与一二线的滞后性变得更加滞后, 在这个干扰下, 三四后面或会拖累全局复苏, 从现在到明年上半年全国销量大致处于低斜率复苏通道, 但足以支持一个 β 行情。

另外从大家担心的土地流拍来看, 这里有2个需要说明的, 其一, 流拍现象增多是上一轮周期末端的表现, 通常预示机会来临, 另外, 根据指数研究院数据, 市场最差的流拍宗数和流拍率出现在6-7月间且6月更明显, 这一阶段已经过去并出现好转。

我们认为目前仍是房地产建仓的时机, 虽说很难出现今年年初一样的上涨环境, 但地产股的超额收益会更加明显, 最近这两周房地产板块的超额收益已经很明显了。我们持续看好板块第一阶段估值修复行情。

配置组合：高周转公司首选【万科A、保利地产】等，杠杆不高且融资优势相对显著，业绩保障性强；资源型公司首选【华侨城A】，极致低估且边际有改善；高杠杆高周转型公司首选【中南建设】，绝对有息负债并不高，未来预期盈利能力改善明显；【光大嘉宝】由“审慎推荐”调至“强烈推荐”；同时加大关注中等龙头的“后起之秀”。（部分标的因进入限制名单调出组合）

1. 我们认为下半年到明年全国销量同比处于小周期复苏阶段从而给板块带来 **beta** 行情。基本面角度：**a.** 提前布局首选高周转叠加低净负债率的蓝筹，【万科A】是典型，【金地集团、保利地产】亦是高周转蓝筹且极具性价比；**b.** 具备价值创造能力的周转型首选【万科A】，资源型公司首选【华侨城A】等，兼具**beta**收益和**alpha**收益；**c.** 高杠杆高周转的二线龙头潜在空间也较大，更适合等到基本面右侧出现机会再配置，关注【中南建设、阳光城、泰禾集团等等】，当前，首选【中南建设】，新职业经理人改善公司运作叠加盈利能力改善，或具备预期差

2. “租购并举”是重大制度性变革，政策红利有望持续落地：大开发商、地方国企、中介服务商等将成集中式长租的主导，二手中介将成分散式长租的主导；关注【万科A、昆百大】等，以及【张江高科 等地方国企】。此外，Reits相关主题是长期关注点，关注房地产基金稀缺标的【光大嘉宝】，估值角度参照行业空间法的20-35X PE做高抛低吸，以及自持型标的【国贸，金融街】等

3. 多元化转型是打开增长天花板的重要路径，并且市场的风险偏好有望适度改善，可加大对部分小票的关注力度，新领域成长性和基于RNAV的安全边际是核心选股原则，部分中小票已具备安全边际，可再平衡配置：关注医美潜在龙头【苏宁环球】，地产RNAV提供显著安全边际，医美产业转型提供潜在期权；关注物流地产第二梯队潜在龙头【南山控股】

4. 国企改革是重要主题：重点推荐国企改革【侨城、保利】等、以及沪深渝等热点地区。行业横向整合将是未来难得的确定性机会，尤关注央企整合，核心受益标的包括整合方【华侨城A、保利地产】等以及潜在被整合方【南国置业】等。地方国企改革关注沪深渝等热点地区

5. 持续关注“南北两极”两大区域主题：京津冀协同战略显著提高区域平均价值，关注两大价值型龙头；粤港澳大湾区：从城市弹性、公司基本面及储备分布看，【华侨城A、华发股份、天健集团】等为中长期价值型标的，【世荣兆业、格力地产】等短期弹性更大，【金融街】惠州货值占比较高

主流城市最新变化：

- 1. 供给：**7月重点城市推盘有所回落，且小于销量(批售比为0.8)，推动绝对库存(即可售套数)短期略回落(17M8起低斜率趋势性回升)；相对库存即去化周期16M11起持续回升，7月略回落(为10.2个月)，其中一线/二线/三四线均小回落
- 2. 需求：**新房销量同比增速自16Q2(全局顶部)以来趋势性下降，17M11月&12月因低基数降幅有所收窄，18M1-2基数重回高位使得销售增速再次下行，3-7月持续回升，8月-9月(截至7号)有所回落。分城级看，一线(4)销量同比17M10便已见底，之后趋势性回升；二线(13)18Q1下行，Q2起趋势性缓慢回升；三四线(40)销量同比趋势上看位于下行通道。看高频绝对数据，上周(9.1-9.7)57城一手房销量有所回落：环比数据显示57城 -14%/一线(4城)-39%/二线(13城)-7%/三四线(40城)-11%；19城二手房上周销量亦有回落
- 3. 价格：**70城房价同比于17M01见顶回落，其中一线最先回落(16M9)/二线略后(16M11)/三四线最为滞后(17M7)。7月同比+6.6%(+0.8 PCT)，环比+1.2%(+0.1 PCT)，环比45城上涨/2城持平/23城下跌，海口/济南/丹东/三亚领涨且涨幅不低于3%，蚌埠/平顶山/南京领跌且跌幅不低于0.2%
- 4. 土地：**住宅类土地供应同比增速15年以来趋势性回升至17M11(21%)，17M12下滑至10%，18M1-M8趋势性反弹至26%；成交同比增速跟随供应同样趋势性上行至17M12(23%)后下滑至18M2的13%，之后反弹，6-8月再次回落(18M7 +20%)；楼面均价于16M9见顶后连续回落至16年底，17年上半年趋势反弹至9月(高于16M9)，之后趋势回落；溢价率于16M9(94%)见顶后趋势性下降，17Q2以来趋势回落，18年8月为9%

数据速览--重点城市一手房周度销售

一手房上周日均销量：57城单月同比增速18M1-2回升，3-7月持续回升，8-9月略有回落

城市	2010 A	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	2016A	2017A	2018 年至今	2018 至今累 计同比	9月累 计	9月累 计同 比	W-3	W-2	W-1	W0	W0:环 比
整体(57)	3659	3937	6016	7157	7072	8567	10457	7670	5809	↓28%	5750	↓14%	6191	6338	7075	6056	↓14%
一线(4)	1027	859	1065	1170	1015	1304	1228	813	744	↓9%	766	↑2%	852	847	1252	767	↓39%
二线(13)	1517	1669	2571	2752	2826	3497	4253	2928	1950	↓37%	2189	↓14%	2014	2161	2368	2210	↓7%
三线(40)	1128	1409	2386	3239	3230	3770	4980	3929	3126	↓25%	2795	↓18%	3325	3330	3455	3079	↓11%
长三角(13)	876	833	1531	1807	1815	2267	2627	1969	1951	↓1%	2188	↑13%	1938	1802	2260	2331	↑3%
珠三角(6)	567	583	854	884	812	1163	1307	862	941	↑16%	1021	↑12%	999	1161	1320	1026	↓22%
环渤海(4)	669	642	774	926	762	976	1205	864	642	↓25%	715	↑1%	693	917	932	700	↓25%
中西部(4)	825	904	1337	1485	1702	1805	2146	1221	472	↓68%	374	↓45%	449	465	670	374	↓44%
一手房																	
北京	314	251	347	338	283	317	235	135	102	↓22%	87	↓22%	144	172	217	87	↓60%
上海	420	366	382	474	448	600	567	378	361	↓10%	422	↑11%	442	388	610	422	↓31%
广州	226	192	259	255	194	250	342	243	214	↓11%	162	↓5%	144	179	331	163	↓51%
深圳	100	88	112	134	117	187	114	74	87	↑35%	94	↑3%	122	108	94	94	↑0%
杭州		99	195	199	221	295	394	273	220	↓19%	266	↓7%	195	179	192	266	↑39%
宁波					113	118	154	140	90	↓43%	229	↑38%	26	37	61	245	↑301%
南京	142	110	205	256	206	310	362	194	151	↓17%	111	↓53%	136	129	116	111	↓5%
苏州	131	150	297	191	193	268	215	201	200	↑0%	304	↑52%	225	88	213	312	↑47%
武汉		304	372	437	494	616	797	577	422	↓26%	374	↓31%	449	465	670	374	↓44%
青岛	307	247	285	354	266	368	548	436	399	↓12%	275	↓17%	275	428	428	259	↓39%
重庆	661	482	649	697	734	737	898	776									
昆明	209	212	229	367	379	314	327	357									

资料来源：招商证券，WIND，套。

注：以上销售数据均为日均值，W-3/W-2/W-1/W0(上周)为最近四周；

数据速览—重点城市二手房周度销售

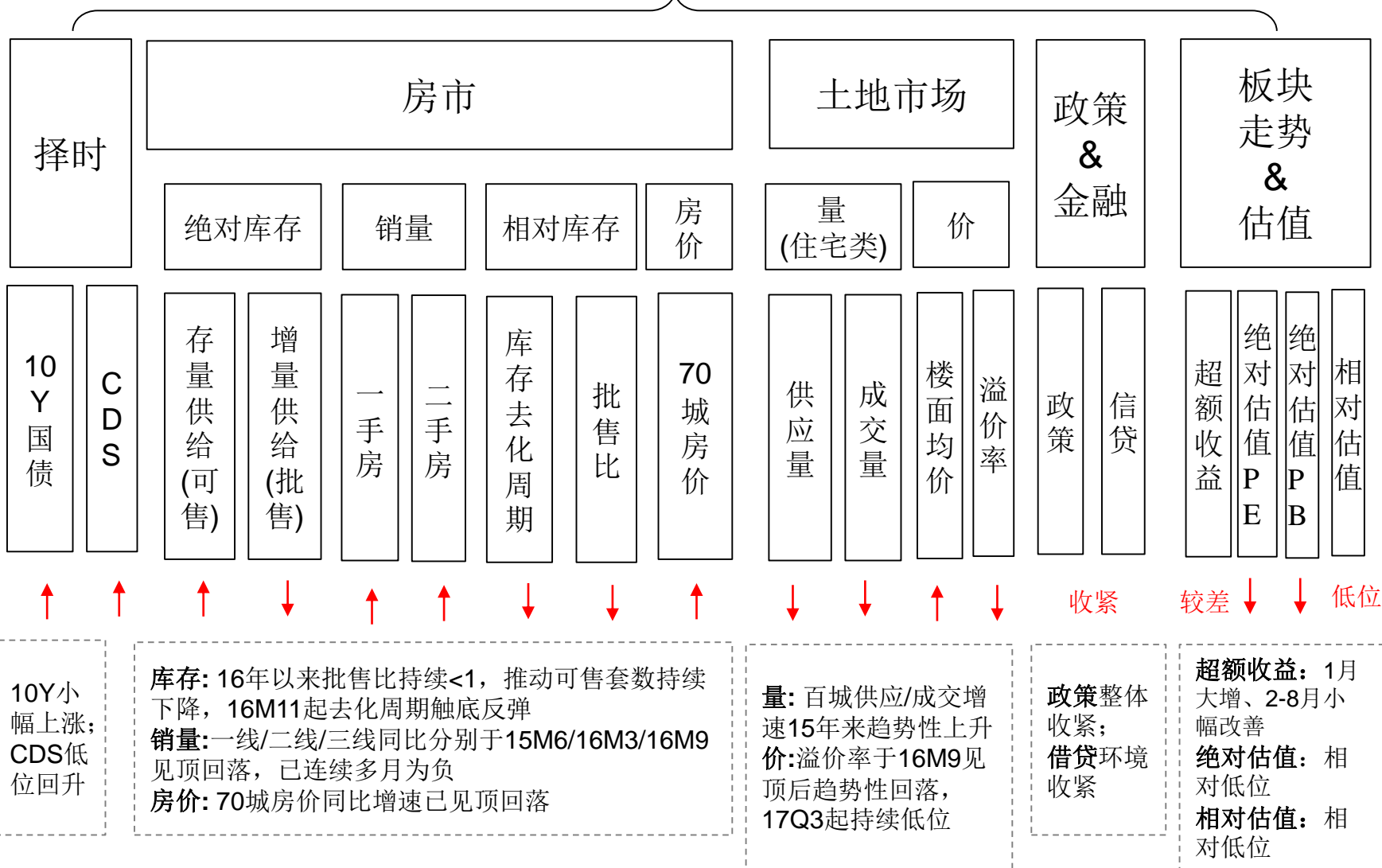
二手房上周日均销量：19城单月同比增速18M1-2回落，3-7月持续回升，8-9月略有回落

城市	2010 A	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 A	2016A	2017A	2018 年至今	2018 至今累 计同比	9月累 计	9月累 计同比	W-3	W-2	W-1	W0	W0:环比
北京	554	342	416	465	297	564	758	377	451	↑7%	426	↑44%	453	469	517	426	↓18%
深圳	457	243	230	343	227	507	386	256	283	↑17%	241	↓8%	315	322	286	241	↓16%
天津	282	185	225	342	278	483	736										
杭州	65	37	99	125	89	164	278	249	184	↓33%	90	↓65%	124	117	101	90	↓10%
南京	191	123	183	306	198	322	498	298	227	↓32%	210	↓8%	244	243	253	210	↓17%
苏州		35	66	113	91	192	237	156	263	↑60%	316	↑266%	281	262	230	268	↑16%
青岛			59	103	69	117	199	186	167	↓15%	86	↓43%	84	92	80	82	↑2%
厦门	97	58	88	101	74	151	205	105	48	↓64%	43	↓9%	62				
大连	109	67	70	109	80	114	141	129	123	↓4%	102	↓44%	125	115			↓18%
长沙	98	75	41	73	63	125	203										
南昌		43	86	93	71	87	112	103									
成都	162	85	175	189	150	251	367	331	279	↓8%	228	↓32%	250	256	239	217	↓9%
无锡		31	42	59	57	85	157	212									
扬州		19	34	35	29	35	45	78	62	↓22%	33	↓53%	40	35	40	31	↓22%
岳阳					27	28	33	39	37	↑2%	33	↓26%	27	26	29	33	↑14%
南宁	61	46	32	57	54	73	112	132	110	↓27%	95	↓43%					
金华		18	32	50	28	42	54	75	67	↓18%	23	↓62%	38	30	35	23	↓35%
南充			19	35	26	27	33	29									
柳州		21	25	35	26	32	48	54									
江门					17	27	33	42	39	↓8%							

资料来源：招商证券，WIND，套。

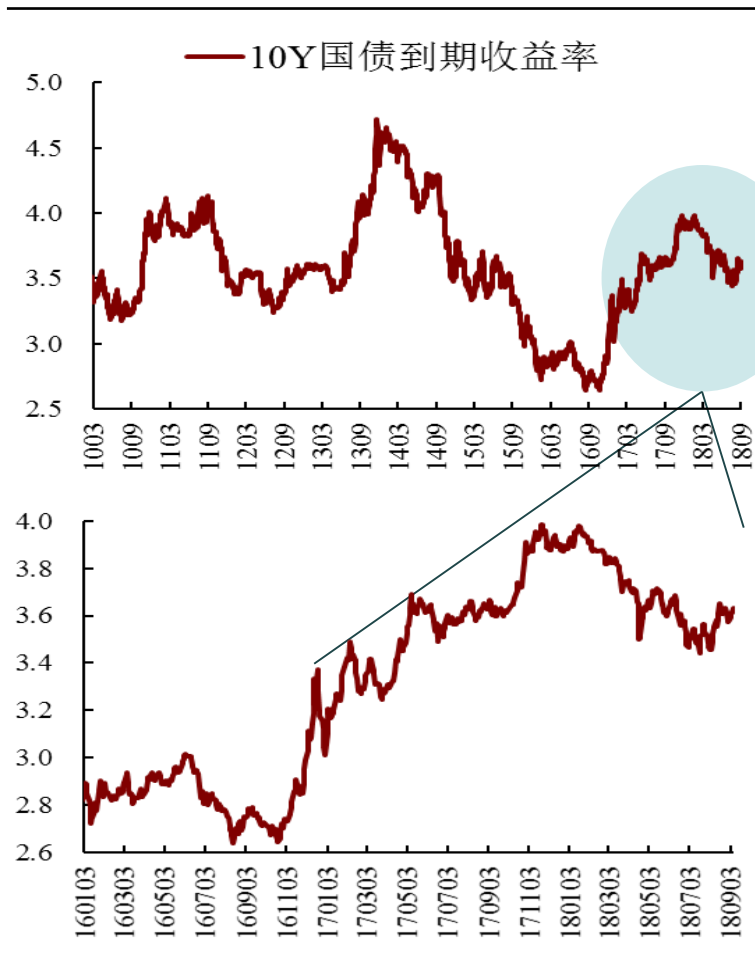
注：以上销售数据均为日均值，W-3/W-2/W-1/W0(上周)为最近四周

招商房地产周报框架速览

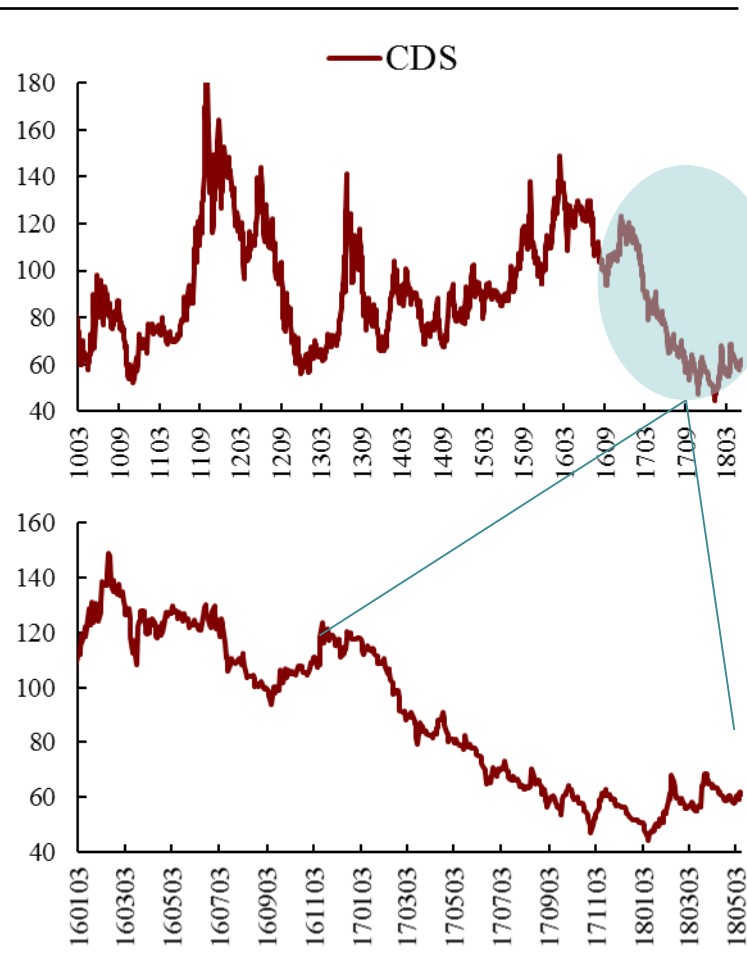


- 前期提示流动性风险与地产机会并存，目前看，市场流动性出现改善，利好房地产板块估值

十年期国债到期收益率



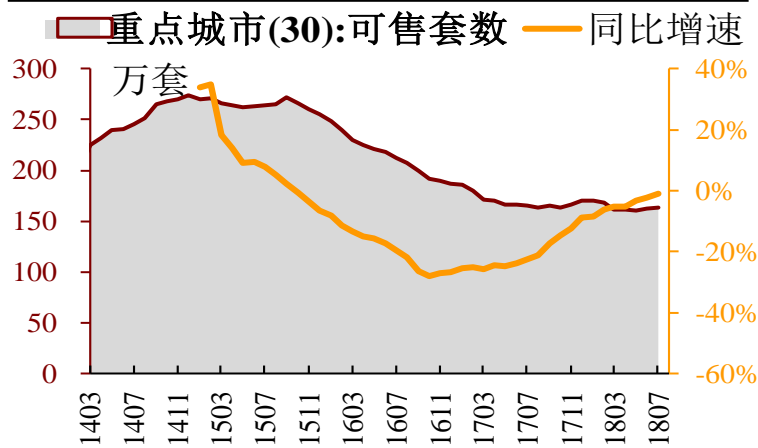
中国CDS



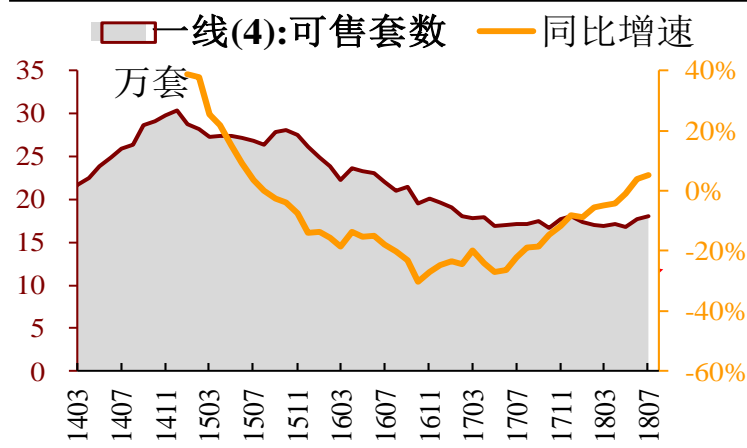
一手房存量供给 (M07)：17M8起趋势性回升，但短期有回落

- 存量供给17M8起缓慢回升：30城可售套数自15Q4以来持续回落至17Q2，17M8起开始趋势性回升，18M7 30城可售套数短期有所回落，7月环比-0.4%，其中一线/二线升&三线小幅回落

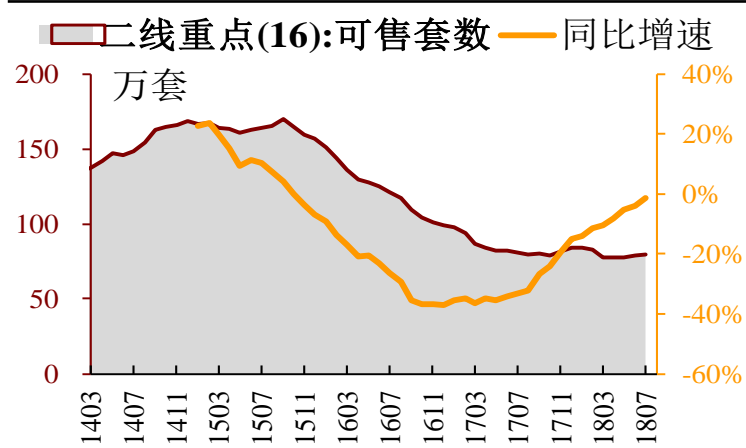
重点城市商品住房可售套数



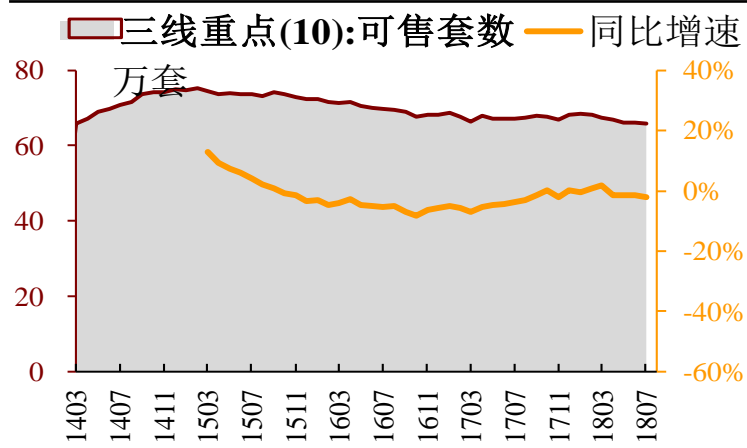
一线城市商品住房可售套数



重点二线城市商品住房可售套数



重点三线城市商品住房可售套数

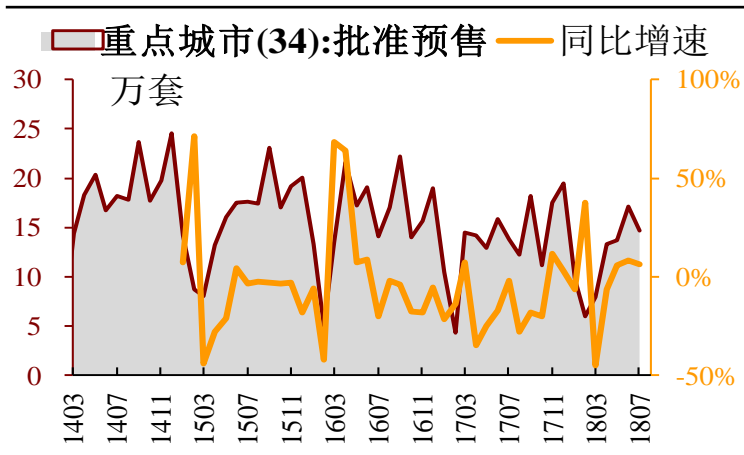


三线样本城市：惠州、莆田、威海、芜湖、温州、徐州、湛江、舟山、东营等

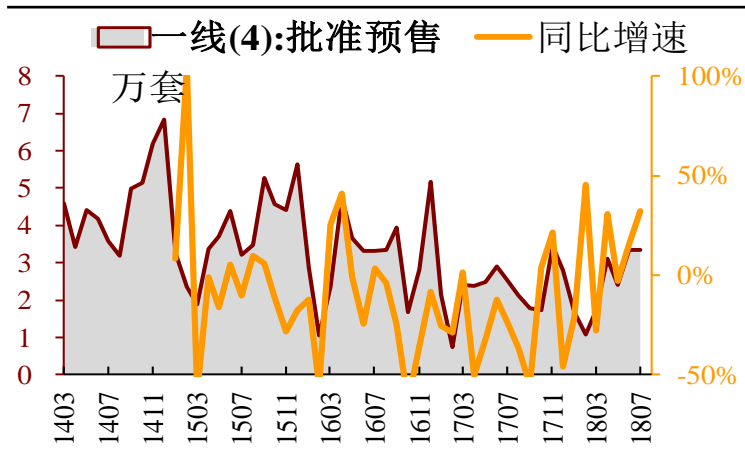
一手房增量供给 (M07)：7月推盘小幅回落

- 增量供给7月小幅回落：分城级看，一线走平，二线(15城)城回落，三四线(15城)续降

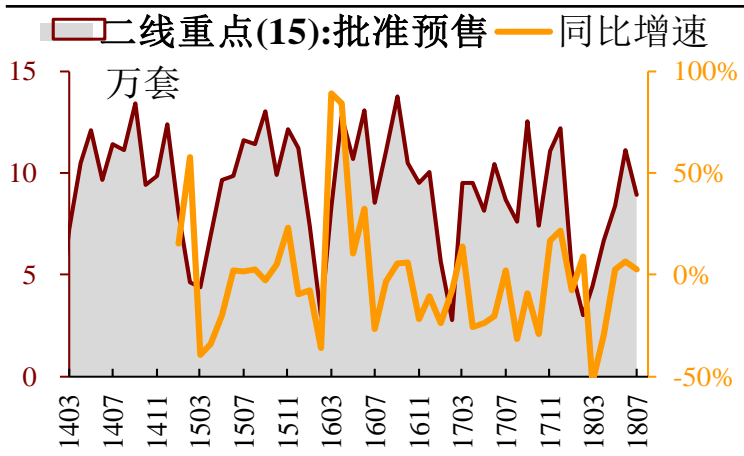
重点城市商品住房批准预售套数



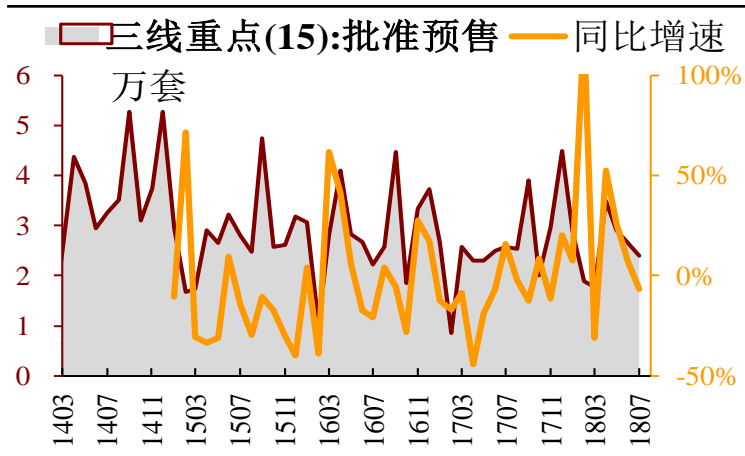
一线城市商品住房批准预售套数



重点二线城市商品住房批准预售套数



重点三线城市商品住房批准预售套数

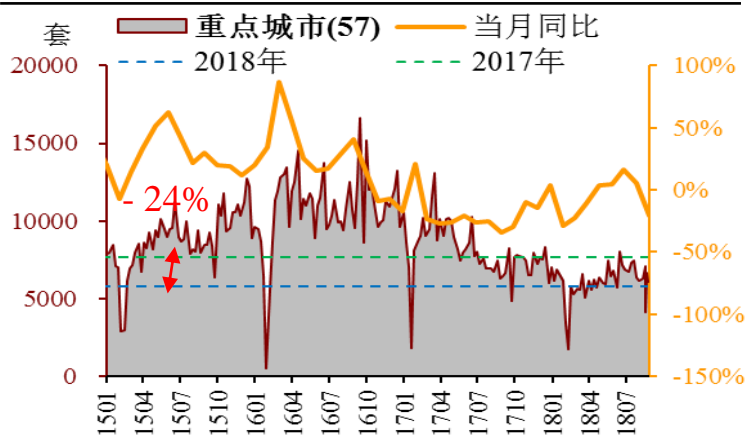


资料来源：CREIS，招商证券，万套，平米/套

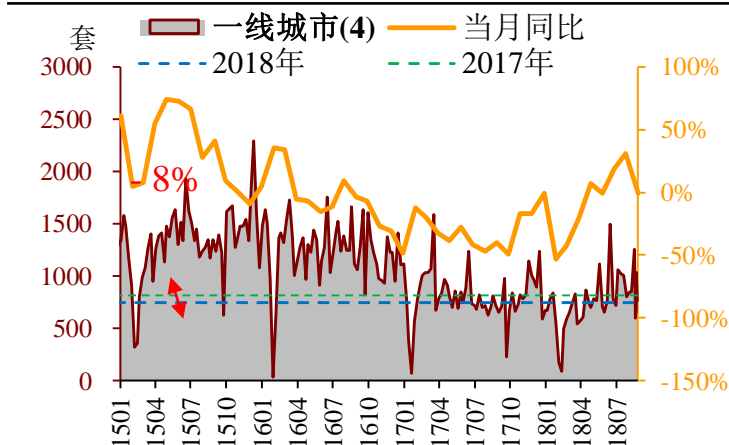
一手房需求-分城级 (9月1日-9月7日)

- 上周销量环比: 57城-14%, 一/二/三四线-39%/-7%/-11%
- 9月单月同比: 57城:-21%(-27 PCT) / 一线:-1%(+32 PCT)
 注: PCT为百分点简写 二线:-22%(-22 PCT) / 三四线:-24%(-29 PCT)

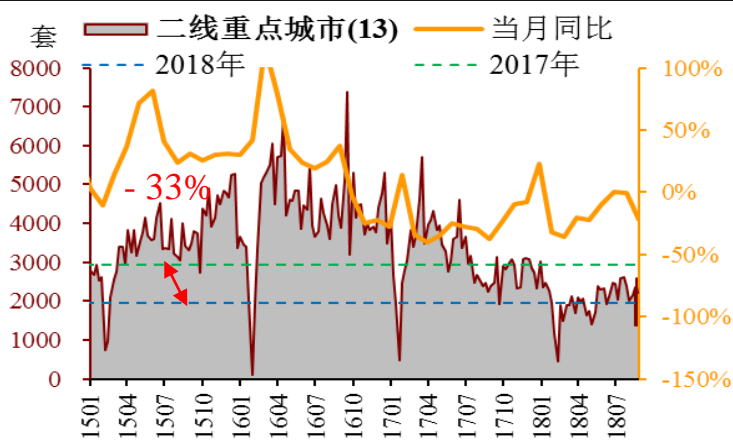
重点城市商品住房每周日均销量



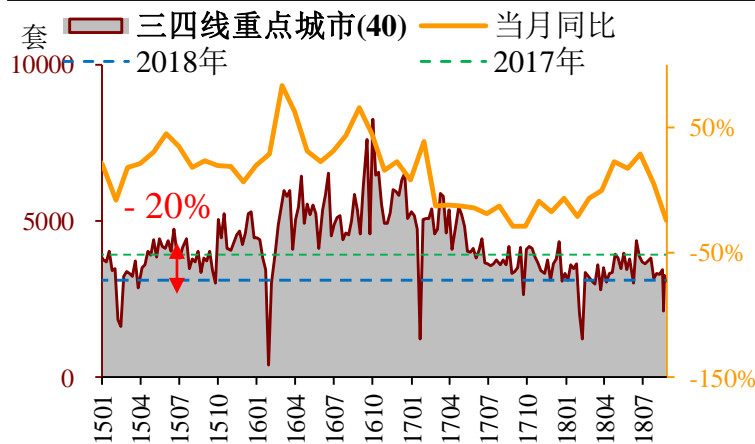
一线城市商品住房每周日均销量



重点二线城市商品住房每周日均销量



重点三四线城市商品住房每周日均销量

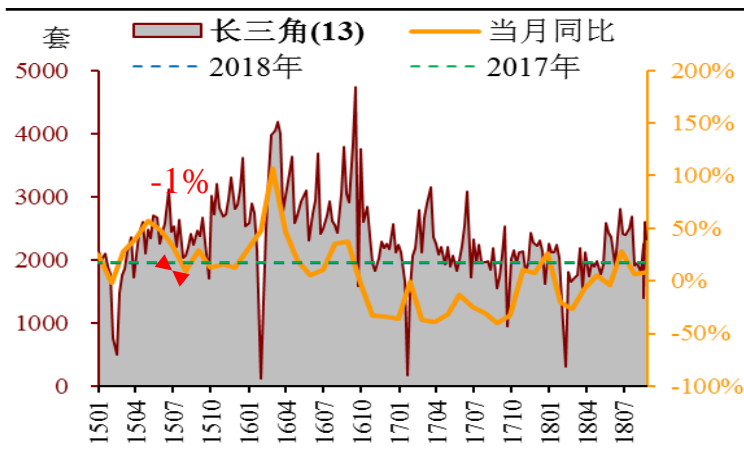


注: 最新月份当月同比=当月截止日均销量 / 去年同期整月日均销量

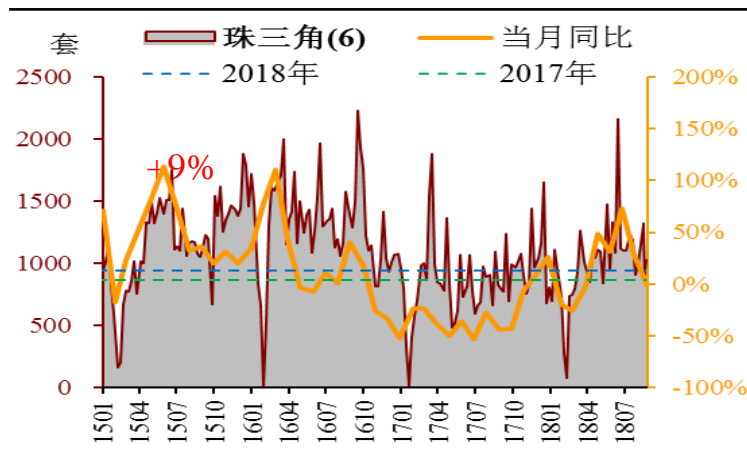
一手房需求-分区域 (9月1日-9月7日)

- 上周销量环比: 长三角+3%/珠三角-22%/环渤海-25%/中西部-44%
 - 9月单月同比: 长三角:+8%(+2 PCT) / 珠三角:-2%(-30 PCT)
- 注: PCT为百分点简写 环渤海:-14%(-24 PCT) / 中西部:-45%(-53 PCT)

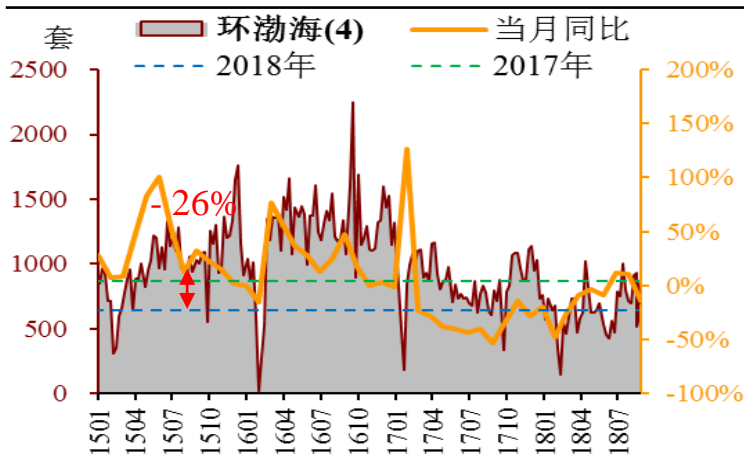
长三角城市商品住房每周日均销量



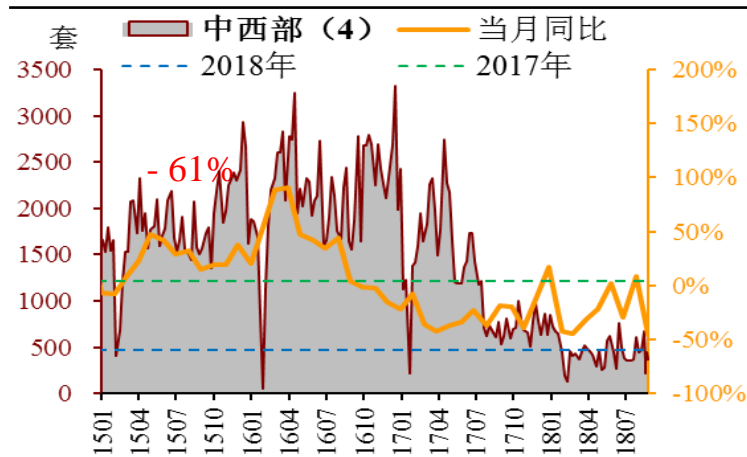
珠三角城市商品住房每周日均销量



环渤海城市商品住房每周日均销量



中西部城市商品住房每周日均销量

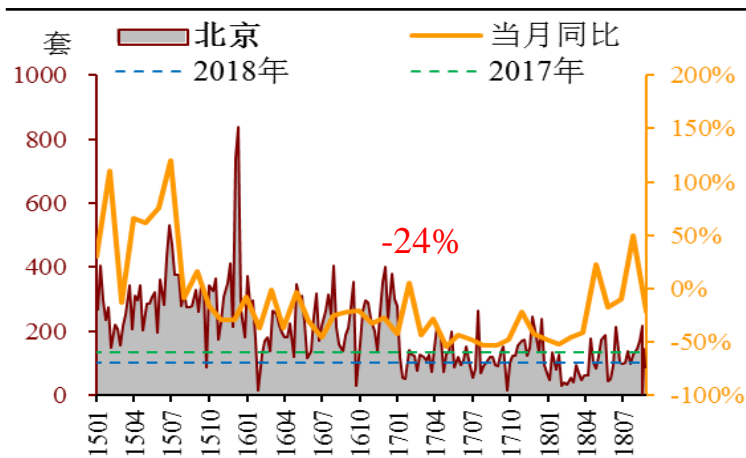


注: 最新月份当月同比=当月截止日均销量 / 去年同期整月日均销量

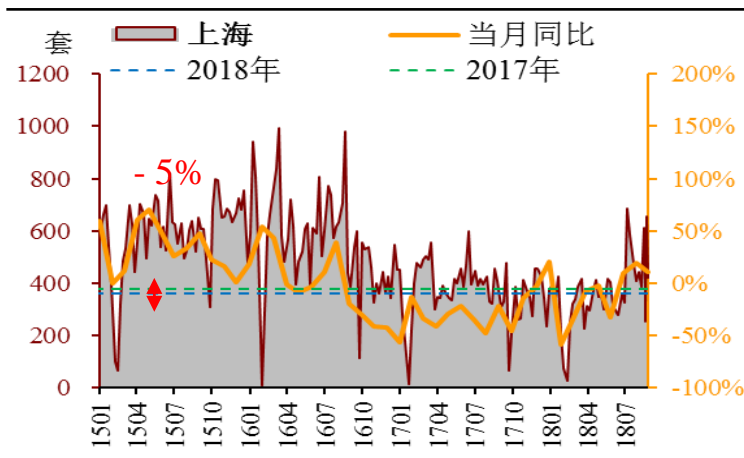
一手房需求—一线代表 (9月1日-9月7日)

- 上周销量环比：北京-60%/上海-31%/深圳+0%/广州-51%
 - 9月单月同比：北京:-22%(-71 PCT) / 上海:+11%(-9 PCT) / 深圳:+3%(-83 PCT) / 广州:-4%(-27 PCT)
- 注：PCT为百分点简写

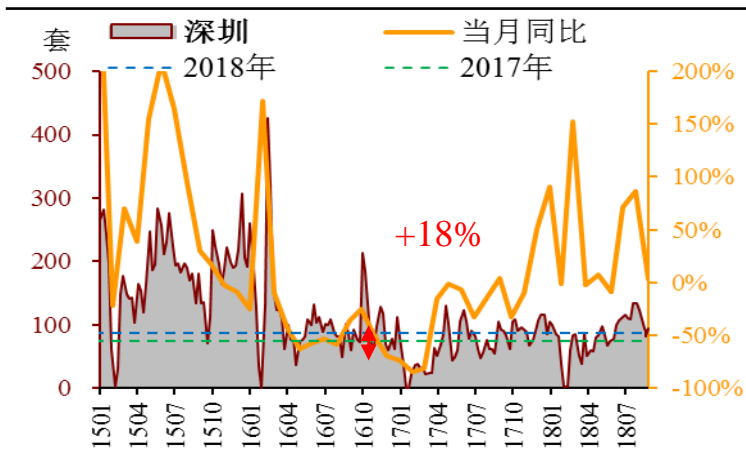
北京商品住房每周日均销量



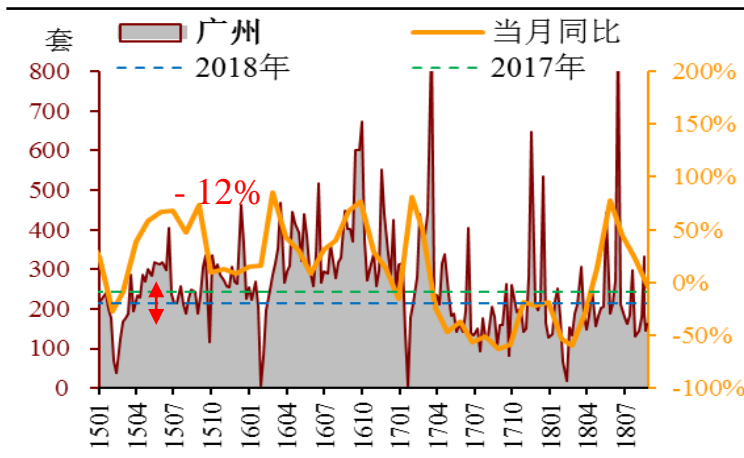
上海商品住房每周日均销量



深圳商品住房每周日均销量



广州商品住房每周日均销量

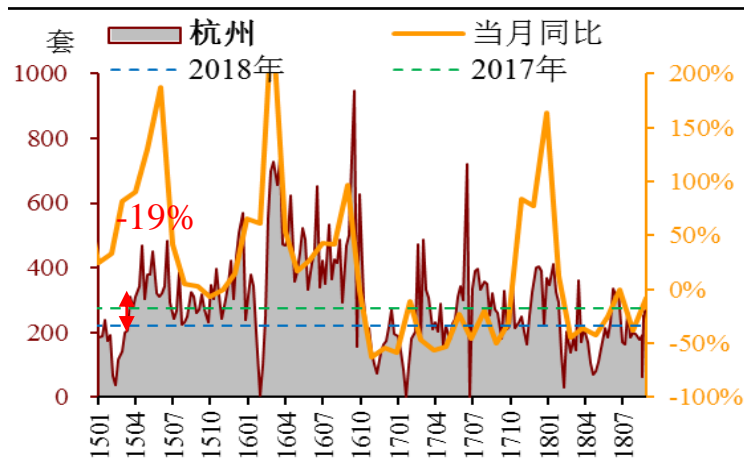


注：最新月份当月同比=当月截止日均销量 / 去年同期整月日均销量

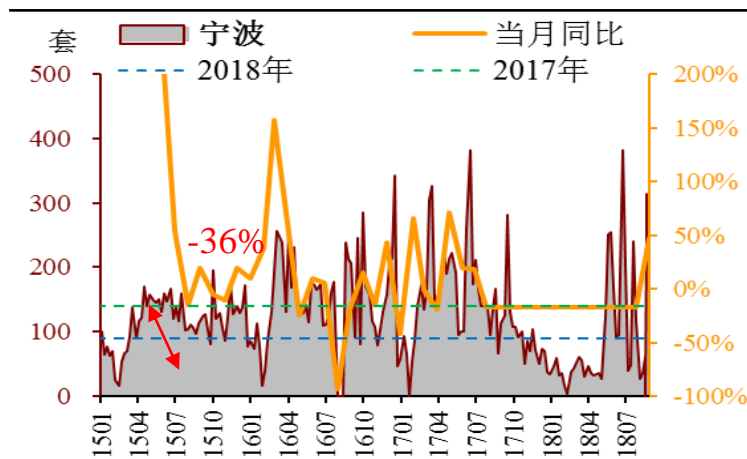
一手房需求-二线代表 (9月1日-9月7日)

- 上周销量环比：杭州+39%/宁波+301%/南京-5%/苏州+47%
 - 9月单月同比：杭州:-7% (+31 PCT) / 宁波:+48% (+65 PCT)
- 注：PCT为百分点简写 南京:-53% (-73 PCT) / 苏州:+56% (+25 PCT)

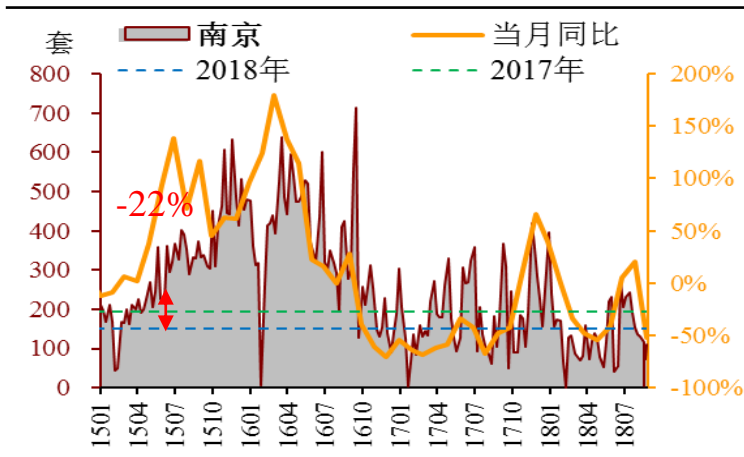
杭州商品住房每周日均销量



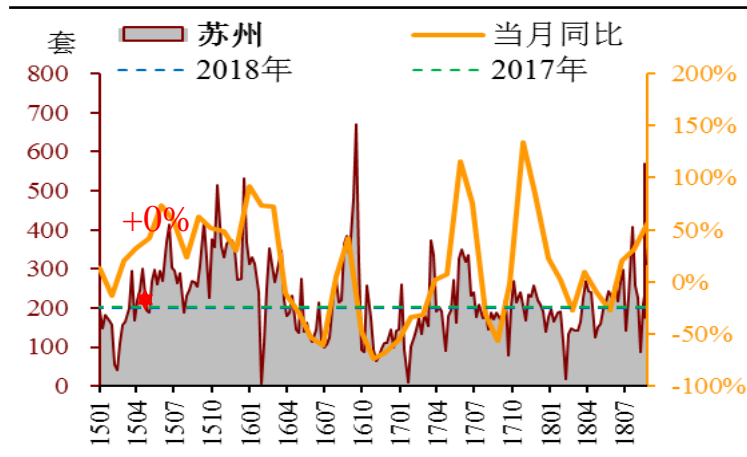
宁波商品住房每周日均销量



南京商品住房每周日均销量



苏州商品住房每周日均销量



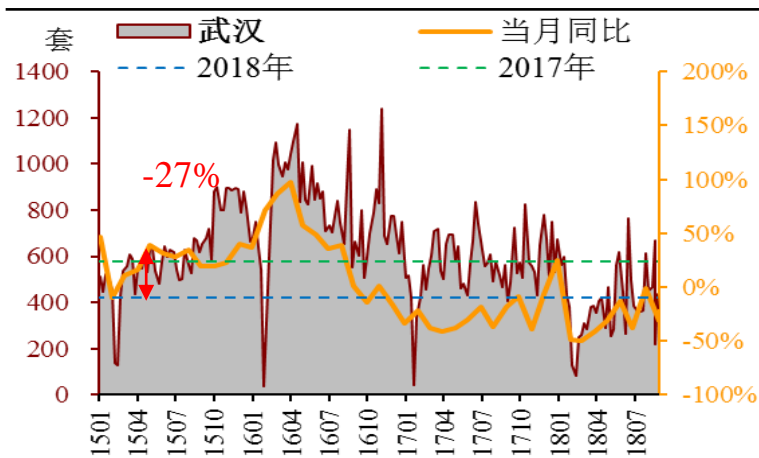
注：最新月份当月同比=当月截止日均销量 / 去年同期整月日均销量

一手房需求-二线代表 (9月1日-9月7日)

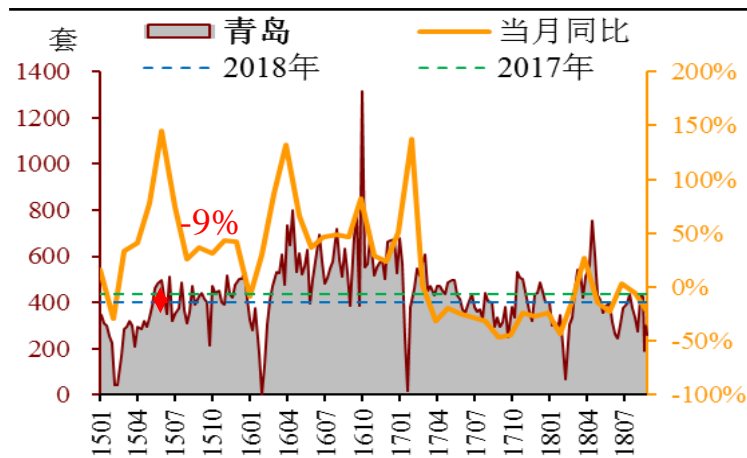
- 上周销量环比：武汉-44%/青岛-39%
 - 9月单月同比：武汉：-31%(-30 PCT) / 重庆(未更新) /
- 注：PCT为百分点简写

青岛：-22%(-17 PCT)
昆明：(未更新)

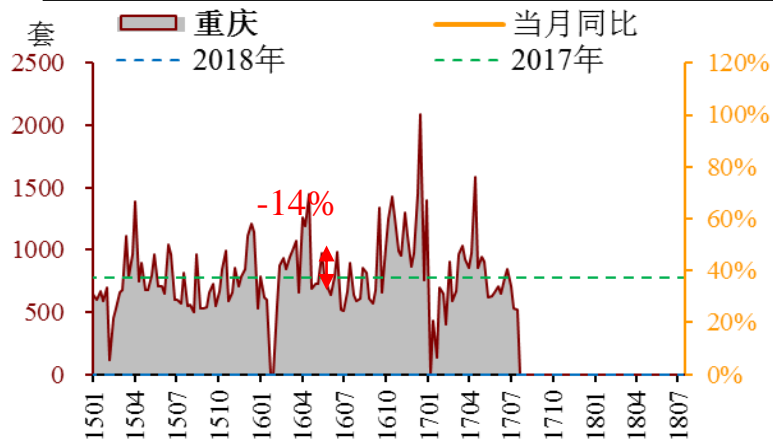
武汉商品住房每周日均销量



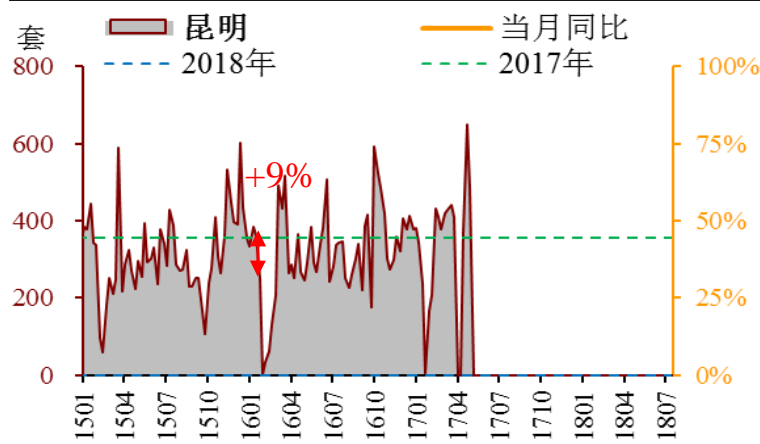
青岛商品住房每周日均销量



重庆商品住房每周日均销量 (未更新)



昆明商品住房每周日均销量 (未更新)

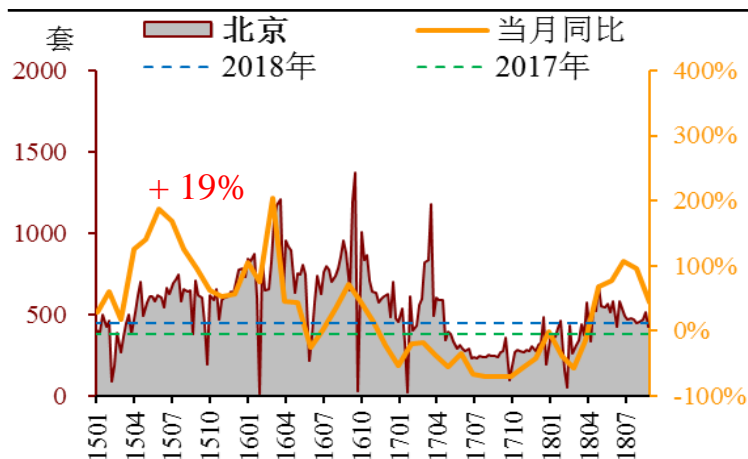


注：最新月份当月同比=当月截止日均销量 / 去年同期整月日均销量

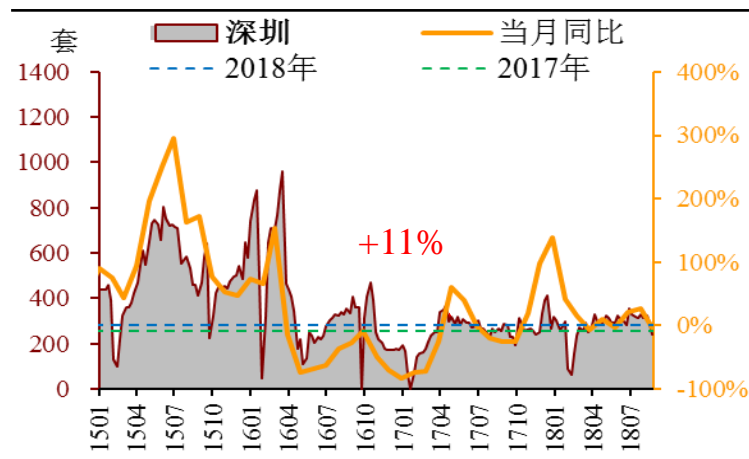
二手房需求-代表城市 (9月1日-9月7日)

- 上周销量环比：北京-18%/深圳-16%/杭州-10%/南京-17%
 - 9月单月同比：北京:+44% (-5 PCT) / 深圳:-8% (-34 PCT)
- 注：PCT为百分点简写 杭州:-65% (-19 PCT) / 南京:-8% (+14 PCT)

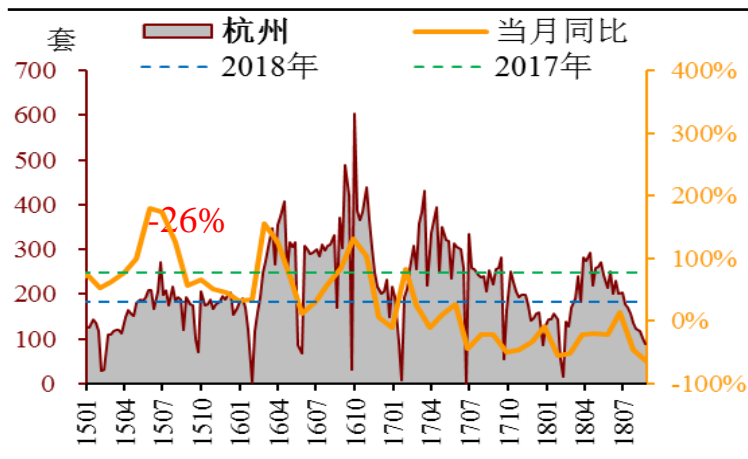
北京二手房每周日均销量



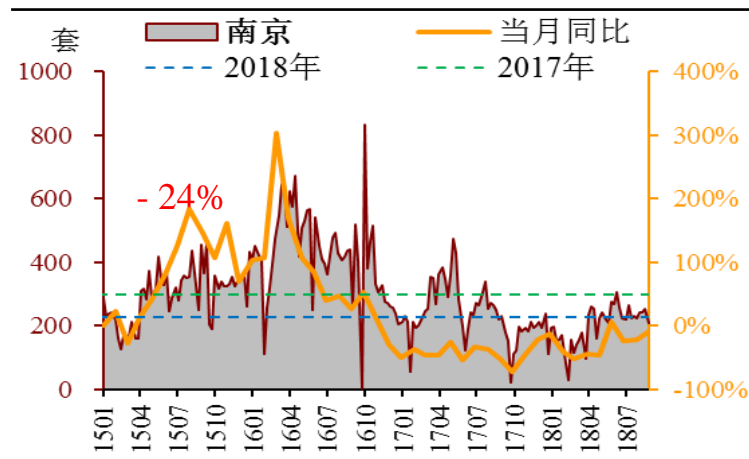
深圳二手房每周日均销量



杭州二手房每周日均销量



南京二手房每周日均销量

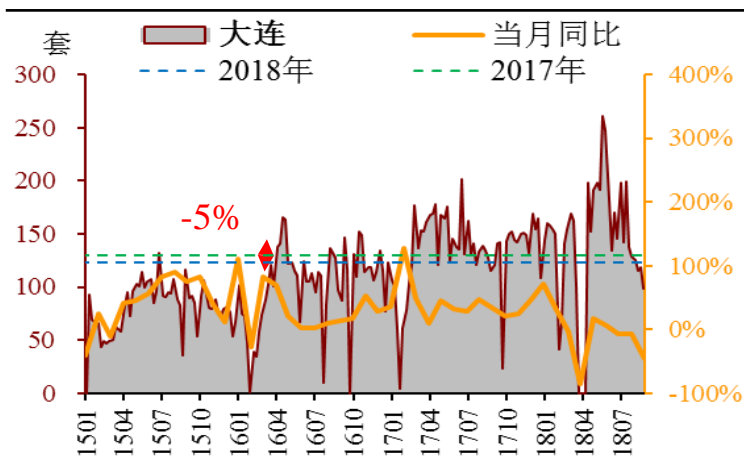


注：最新月份当月同比=当月截止日均销量 / 去年同期整月日均销量

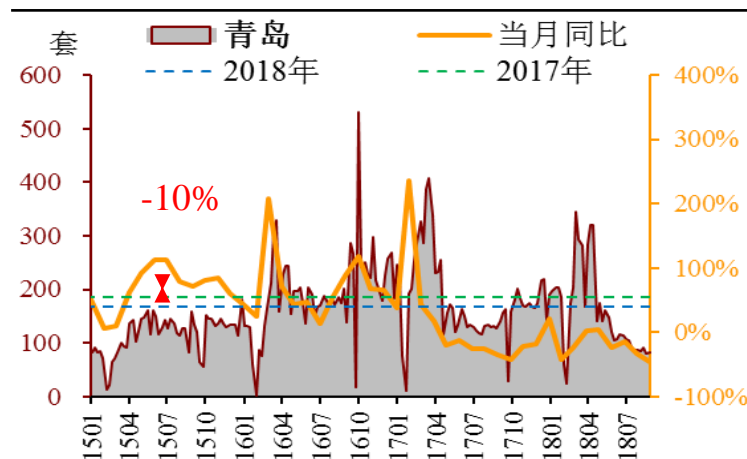
二手房需求-代表城市 (9月1日-9月7日)

- 上周销量环比：青岛+2%
- 9月单月同比：大连：-46% (-39%) / 青島：-46% (-12 PCT)
- 注：PCT为百分点简写 厦門：-18% (-135 PCT) / 南昌：(未更新)

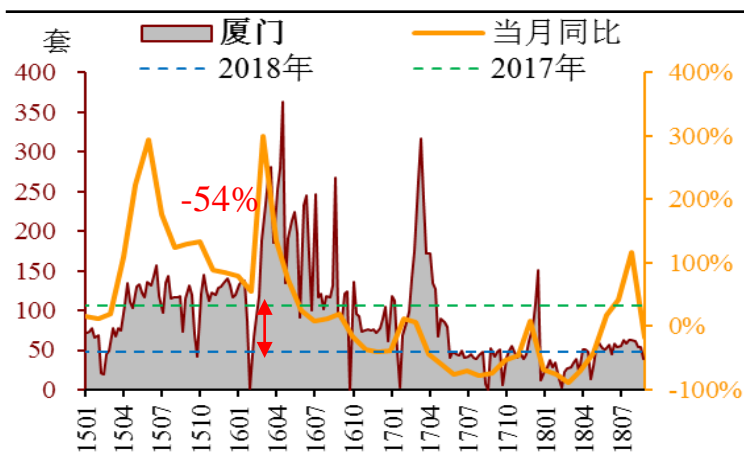
大连二手房每周日均销量



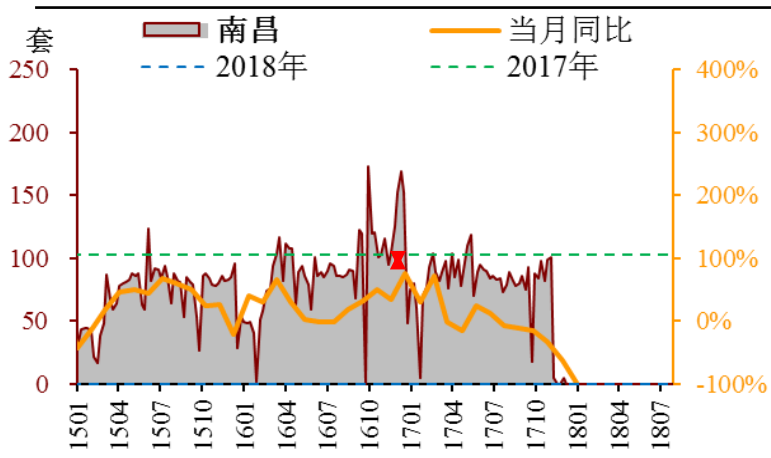
青岛二手房每周日均销量



厦門二手房每周日均销量



南昌二手房每周日均销量 (未更新)

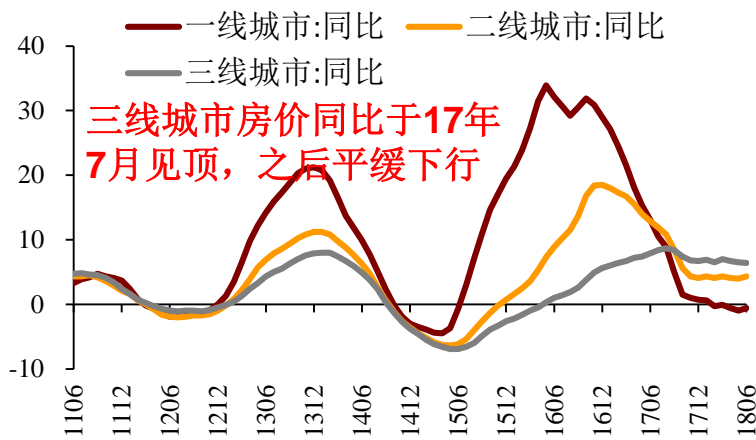


注：最新月份当月同比=当月截止日均销量 / 去年同期整月日均销量

房价 (M07)：环比回升至1.2%，同比反弹至6.6%

70城：7月同比+6.6% (+0.8 PCT)，环比+1.2% (+0.1 PCT)，环比56城上涨/5城持平/9城下跌，海口/济南/丹东/三亚领涨且涨幅不低于3%，蚌埠/平顶山/南京领跌且跌幅不低于0.2%

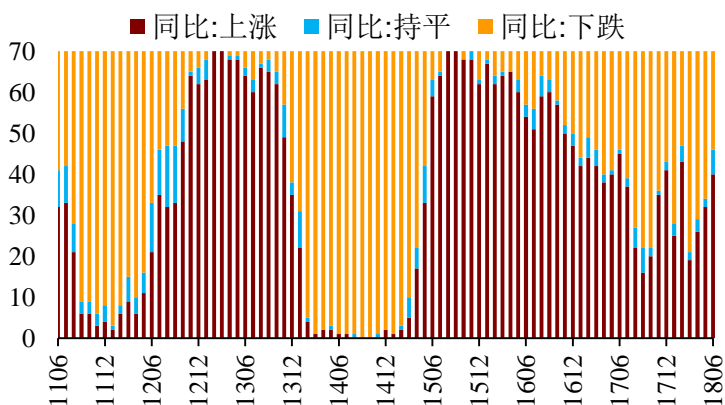
70城房价同比：一/二/三线



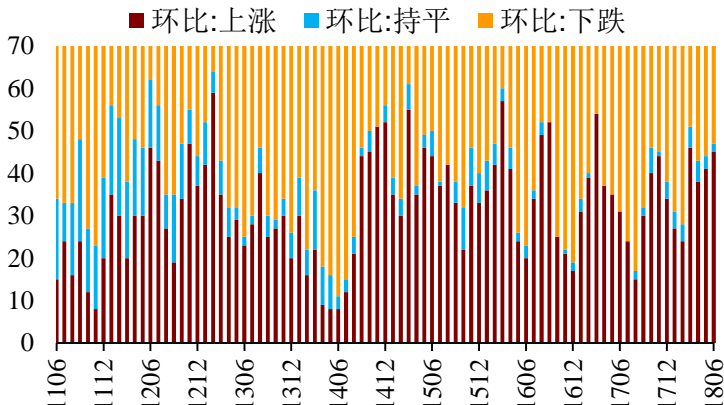
环比涨跌幅TOP10

70城环比涨幅TOP10	环比	70城环比跌幅TOP10	环比
海口	3.90	蚌埠	-0.30
济南	3.60	平顶山	-0.30
丹东	3.30	南京	-0.20
三亚	3.20	无锡	-0.10
西宁	2.70	北京	0.00
青岛	2.40	上海	0.00
福州	2.20	厦门	0.00
牡丹江	2.10	合肥	0.10
长沙	2.00	洛阳	0.20
南宁	2.00	天津	0.30

70城房价同比上涨下跌城市数



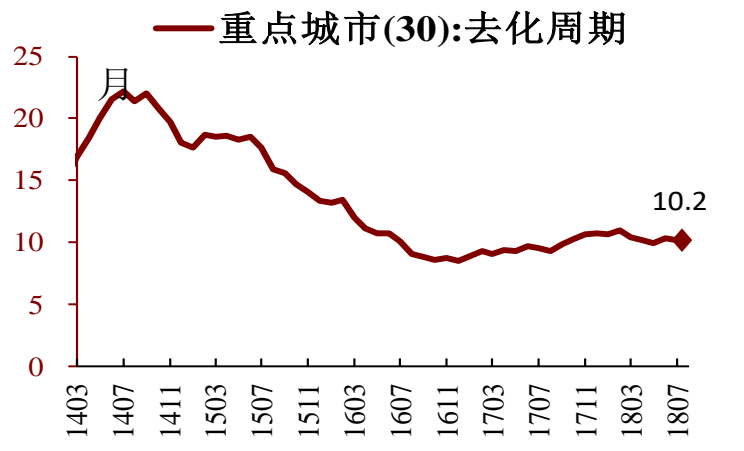
70城房价环比上涨下跌城市数



一手房存量供需对比 (M07) : 16M11起持续低斜率回升

- 库存去化周期16M11起持续低斜率回升：30城去化周期自16年11月触底（历史低位）后低斜率趋势性回升，7月短期有所回落，为10.2（-0.1 个月）

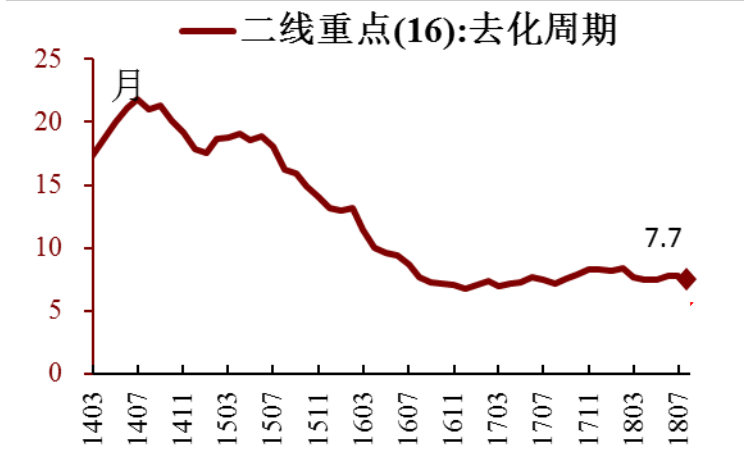
重点城市商品住房库存去化周期



一线城市商品住房库存去化周期



重点二线城市商品住房库存去化周期



重点三线城市商品住房库存去化周期



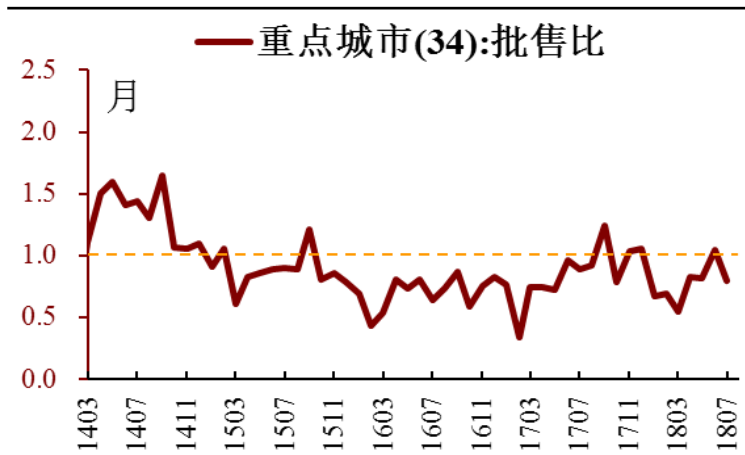
CREIS

注：库存去化周期=可售面积/过去6个月平均销售面积
可售面积指取得预售许可证，可进行预售和销售的面积

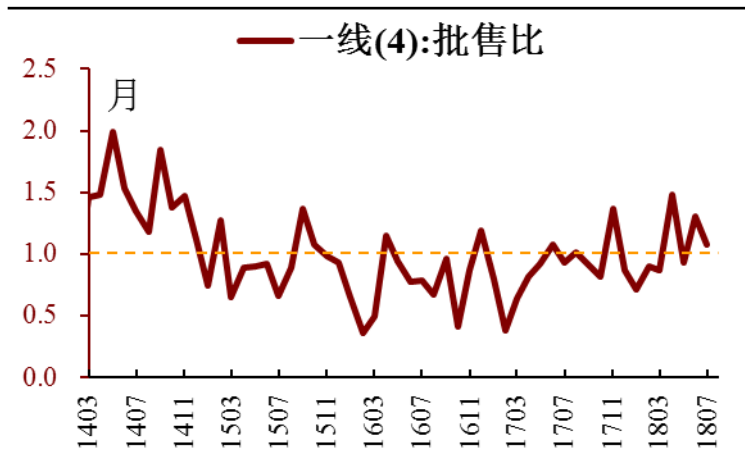
一手房增量供需对比 (M07) : 批售比回到1以下 招商证券

- 批售比15Q4以来持续 ≤ 1 ，17Q4升至1以上，18年前5月重新回落至1以下，6月为1.1，7月重回1以下；分城级看一线回落至1.1/二线落至0.8/三线落至0.6

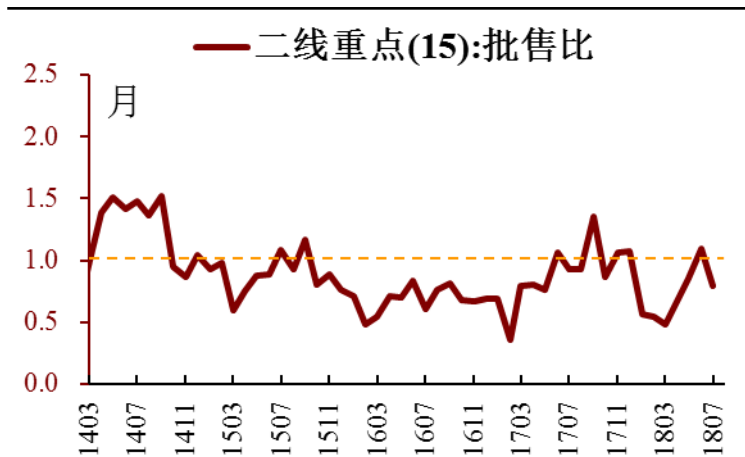
重点城市商品住房批售比



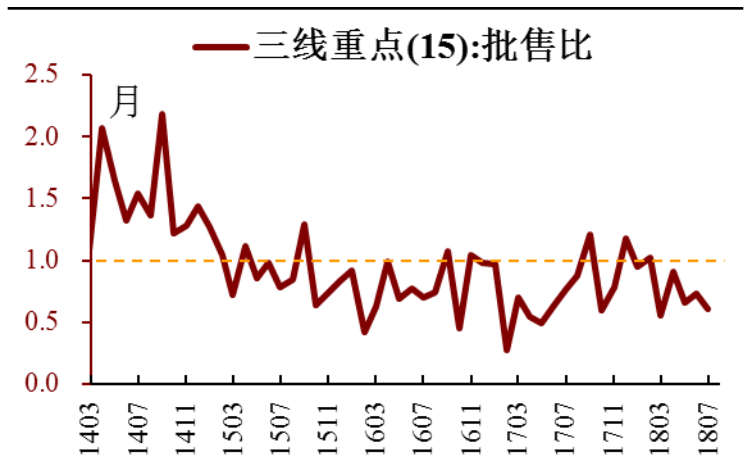
一线城市商品住房批售比



重点二线城市商品住房批售比



重点三线城市商品住房批售比



资料来源: CREIS, 招商证券

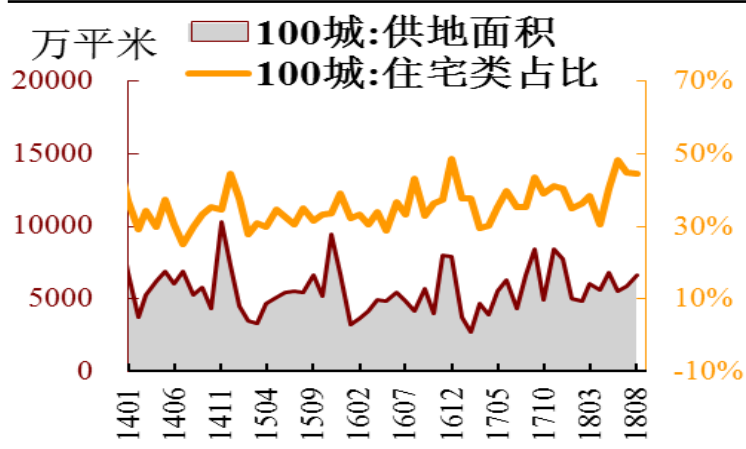
注: 批售比=批准预售面积/销售面积;

土地 (M08)：全口径供地面积有所回升

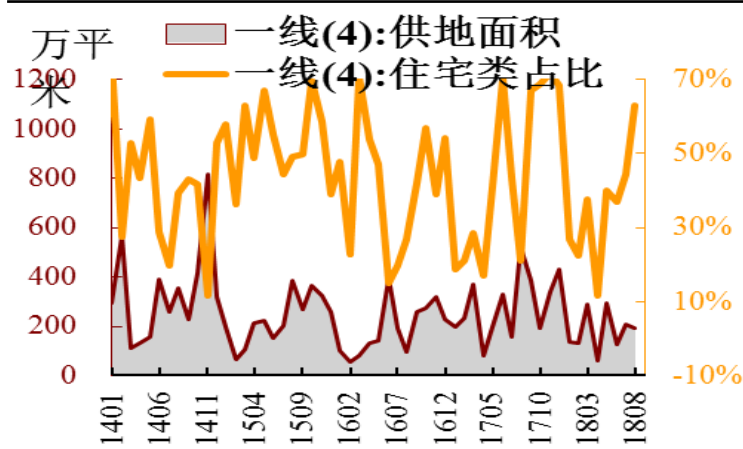
• 8月百城供地总量有所回升：分城级看，8月 一线小幅下跌，二/三四线均有所回升；住宅类占比一线63%(+19 PCT)/二线50%(+3 PCT)/三四线40%(-3 PCT)

PCT: 百分点, 指较上月占比增减几个百分点

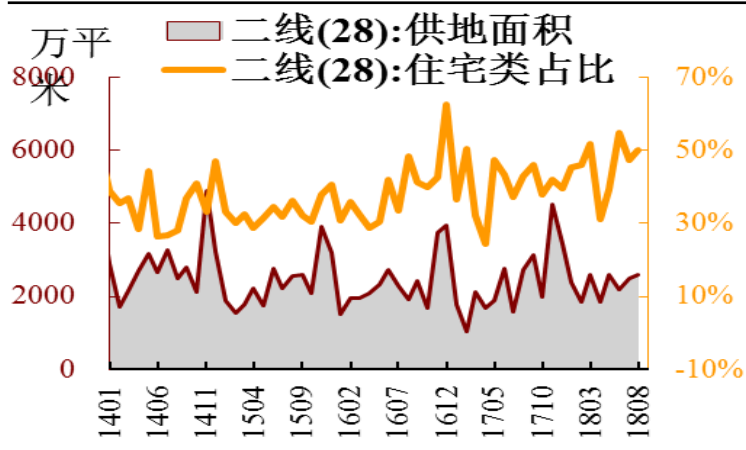
百城供地占地面积与住宅类占比



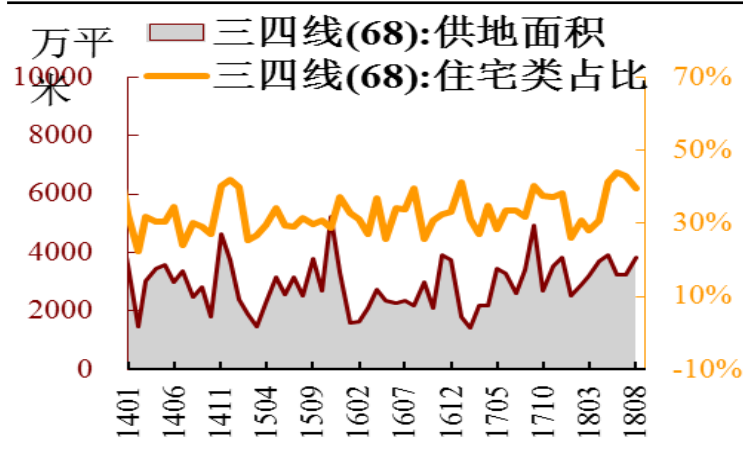
一线供地占地面积与住宅类占比



重点二线供地占地面积与住宅类占比



其他城市供地占地面积与住宅类占比



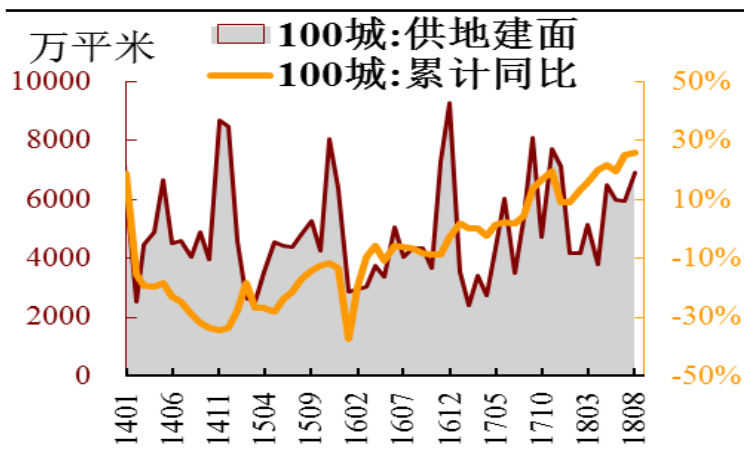
资料来源: CREIS, 招商证券, 万平方米

注: 供地总量即当月百城供应土地占地面积总量

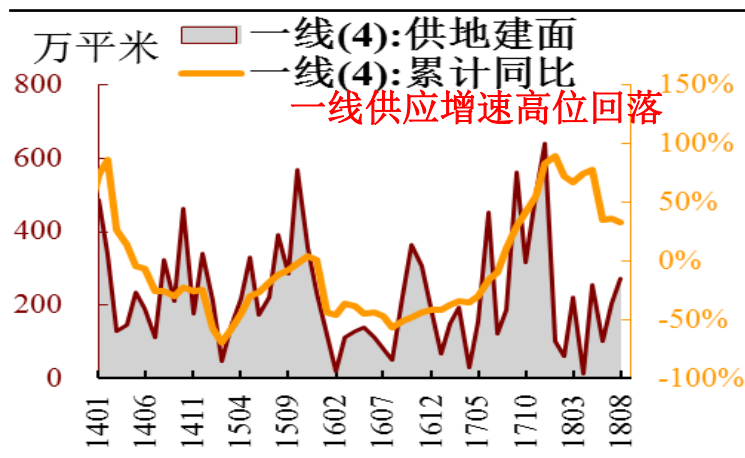
土地 (M08)：住宅类供地建面亦有回升

- 8月百城住宅类供地建面亦有回升：分城级看，8月 一线/二线/三四线均有回升；看同比增速，百城供应回升至26%

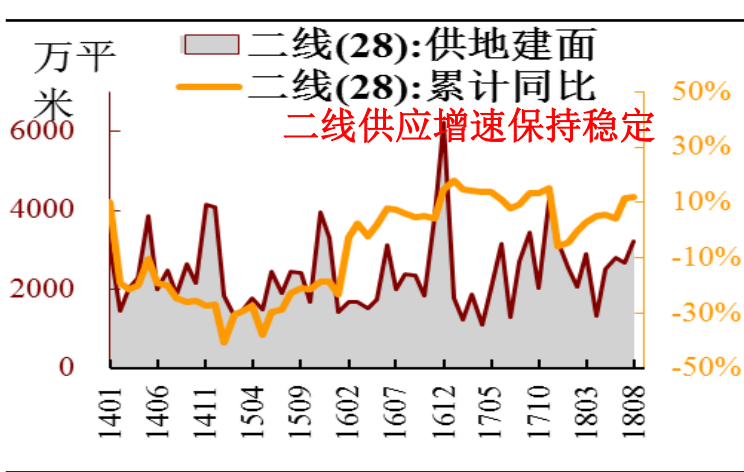
百城住宅类土地供应规划建面



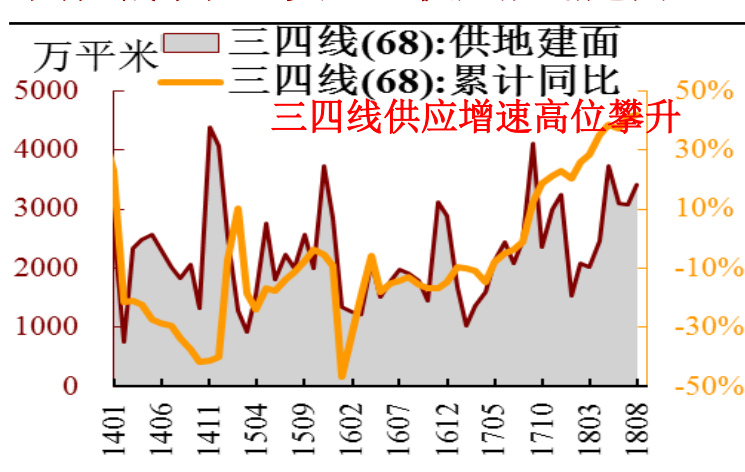
一线住宅类土地供应规划建面



重点二线住宅类土地供应规划建面



其他城市住宅类土地供应规划建面



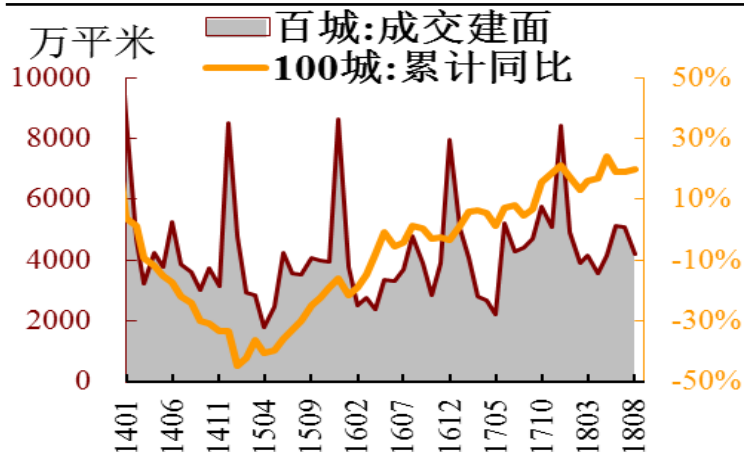
资料来源：CREIS，招商证券，万平方米

注：规划建面即规划建筑面积

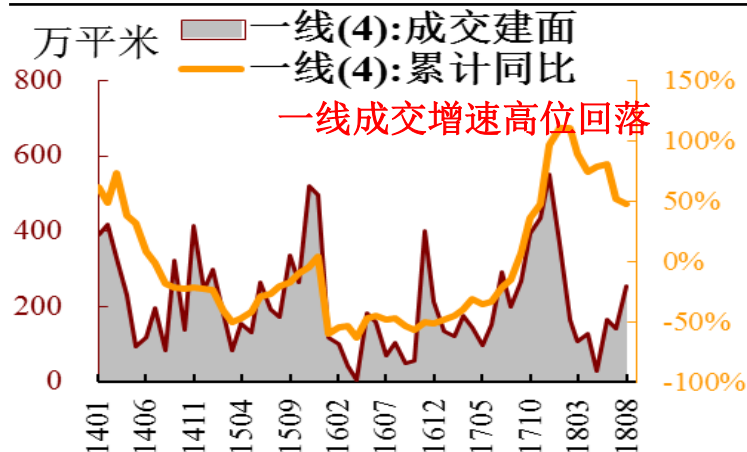
土地 (M08)：住宅类成交建面有所回落

- 8月百城住宅类成交建面有所回落：一线回升，二线略降，三四线较明显回落；看同比增速，百城增速略有回升，其中一线降/二线升/三四线均略降

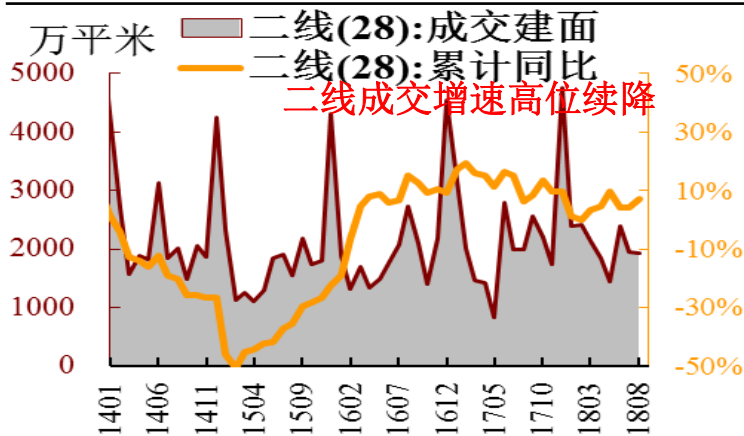
百城住宅类土地成交规划建面



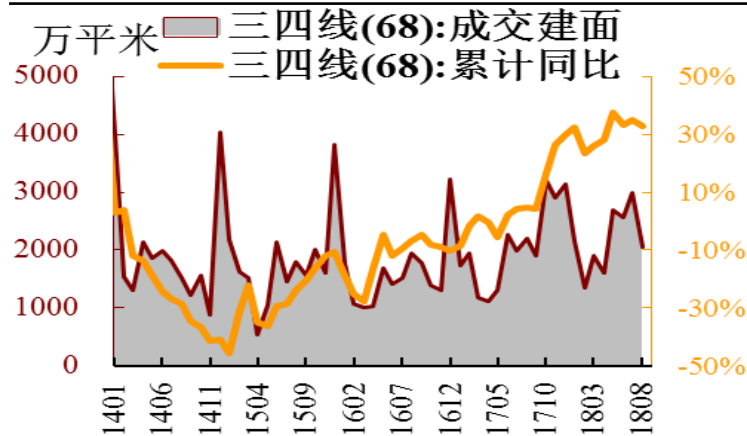
一线住宅类土地成交规划建面



重点二线住宅类土地成交规划建面



其他城市住宅类土地成交规划建面



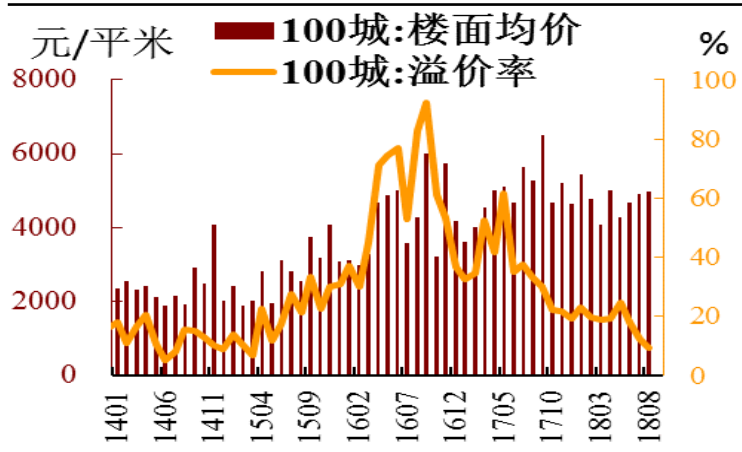
资料来源：CREIS，招商证券，万平方米

注：规划建面即规划建筑面积

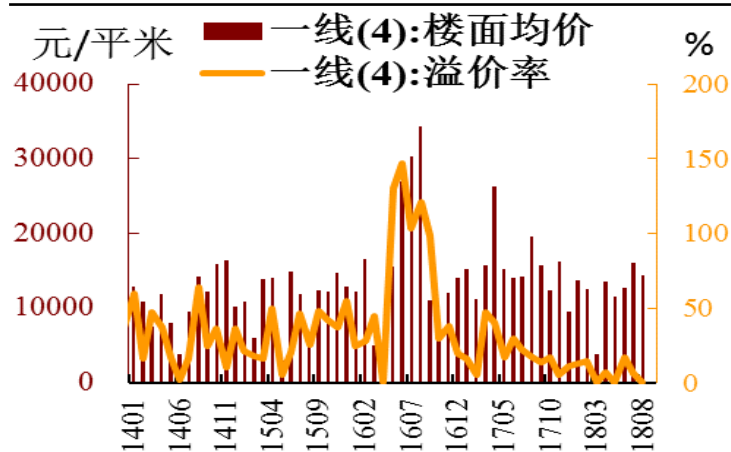
土地 (M08)：8月百城楼面均价略升，溢价率继续回落

- 8月百城楼面均价略升，溢价率继续回落：楼面均价一线跌/二线大跌/其他略涨；百城溢价率自16M9(94%)趋势性下降，17Q2以来趋势回落，18年8月为9%

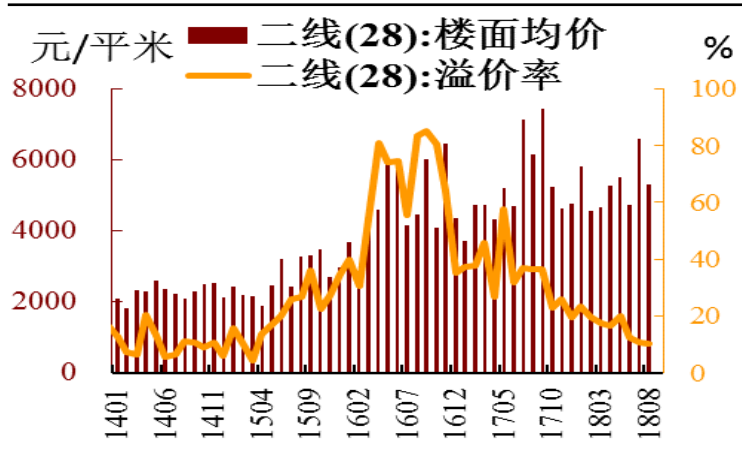
百城住宅类土地成交楼面均价



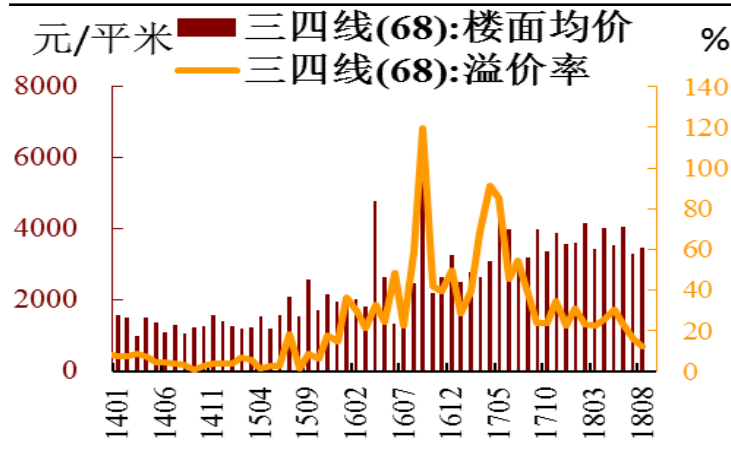
一线住宅类土地成交楼面均价



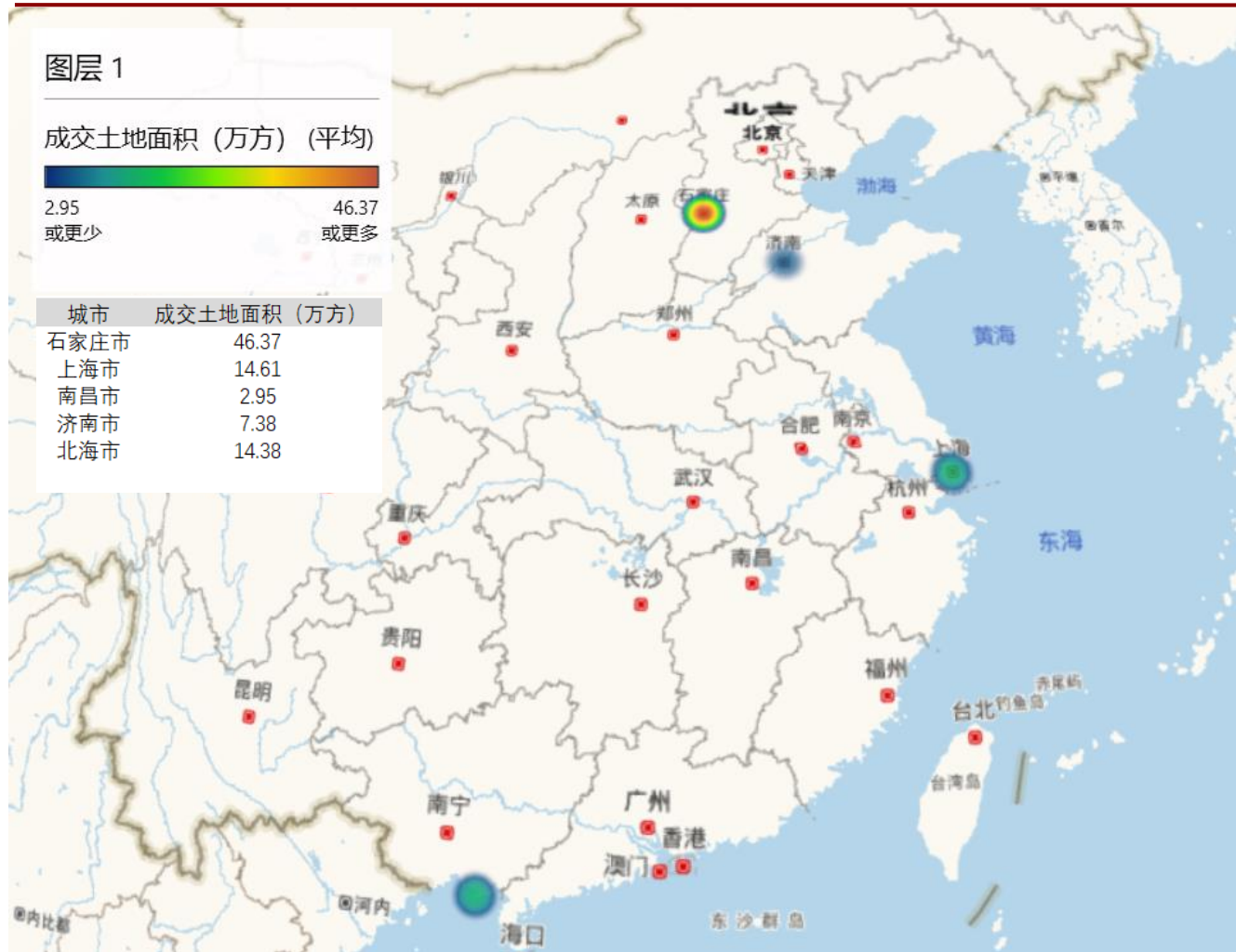
重点二线住宅类土地成交楼面均价



其他城市住宅类土地成交楼面均价



资料来源：WIND，招商证券，元/平米



本周40个重点城市中，石家庄土地成交面积居首。

数据来源：房天下、招商证券

- 注：1) 上图为土地成交占地面积热点图，颜色从蓝至红表示成交面积由小至大（见上图图例）
2) 上周土地成交占地面积排序（见上图图例，由大到小）：石家庄/上海/南昌/济南/北海等

区域	地块名称	土地面积 (万平)	计容面积 (万平)	总地价 (亿元)	楼面价 (万元/平)	周边房价 (万元/平)	拿地公司	成交时间
上海市	静安区灵石社区n070403单元058g-09地块	1.20	3.01	26,823	0.89	10.00	上海不夜城新发展有限公司	2018/9/6
上海市	闵行区华漕镇mhp0-1403单元23-01地块	3.32	6.64	31,797	0.48	8.00	上海锦威房产开发经营集团有限公司	2018/9/4
上海市	闵行区华漕镇mhp0-1403单元14-03地块	4.44	8.87	42,587	0.48	8.00	上海锦威房产开发经营集团有限公司	2018/9/4
上海市	闵行区颛桥镇江川社区02单元47-03a地块	5.65	11.31	53,220	0.47	6.00	上海汉石投资管理有限公司	2018/9/4
北海市	迎宾大道以北,北海大道以东地块	14.38	28.77	57,949	0.28	0.90	广西桐洋房地产开发有限公司	2018/9/3
济南市	高新区贤文片区奥体中路以西,康虹路以北,正丰路以东地块	2.66	5.32	58,000	1.09	2.00	济南高新智慧谷投资置业有限公司	2018/9/5

区域	地块名称	土地面积 (万平)	计容面积 (万平)	总地价 (亿元)	楼面价 (万元/平)	周边房价 (万元/平)	拿地公司	成交时间
济南市	高新区贤文片区奥体中路以西,康虹路以北,正丰路以东地块	4.71	9.43	103,000	1.09	2.00	济南高新智慧谷投资置业有限公司	2018/9/5
石家庄市	东至市广播电视局,西至线务站街,南至中山路,北至长途线务局地块	2.22	10.10	29,700	0.29	2.00	石家庄世纪鸿基房地产开发有限公司	2018/9/3
石家庄市	谈固北大街以东,东垣东路以南,金明街以西,绵河道以北地块	9.37	23.43	101,900	0.60	2.00	石家庄万科文泽房地产开发有限公司	2018/9/3
石家庄市	谈固北大街以东,恒中路以南,金明街以西,东垣东路以北地块	7.52	18.81	84,900	0.60	2.00	石家庄万科文泽房地产开发有限公司	2018/9/3
石家庄市	新苑路以南,中华大街以西,新苑小区以东地块	1.23	3.08	9,700	0.36	2.00	河北仁泽房地产开发有限公司	2018/9/3
石家庄市	城角街东,育新路南地块	3.89	11.67	47,300	0.41	2.00	河北臻石房地产开发有限公司	2018/9/3

区域	地块名称	土地面积 (万平)	计容面积 (万平)	总地价 (亿元)	楼面价 (万元/平)	周边房价 (万元/平)	拿地公司	成交时间
石家庄市	中华大街以东,兴北街以西,新苑路以北,赵佗路以南地块	10.32	28.90	114,400	0.70	2.00	石家庄中冶名盛房地产开发有限公司	2018/9/3
石家庄市	外环水系以北,建华大街两侧地块	6.75	16.87	64,800	0.45	2.00	石家庄裕颢房地产开发有限公司	2018/9/3
石家庄市	裕翔街以东,体育大街以西,方盛路两侧地块	5.08	12.69	54,800	0.49	2.00	石家庄裕腾房地产开发有限公司	2018/9/3
南昌市	青云谱区施尧路以东,广州路以北(cn105-b02地块)地块	2.95	9.07	43,383	0.68	1.30	江西中大地产有限公司	2018/9/3

时间	施政部门	简要内容
2018/9/3	十三届全国人大常委会第五次会议	占用耕地建房或者从事非农业建设的单位和个人为耕地占用税的纳税人，依法缴纳耕地占用税，占用耕地建设农田水利设施不缴纳耕地占用税。临时占用耕地应缴纳耕地占用税，但纳税人在批准临时占用耕地期满之日起1年内恢复种植条件的，全额退还已缴纳税款。
2018/9/4	湖北荆州市住房和城乡建设委员会、市房产管理局、市国土资源局、市城乡规划局、市财政局五部门	要求从8月1日起，对新取得建设用地的商品住房开发项目，从原按商品住宅建筑总面积无偿配建5%的公租房调整为无偿配建7%的保障房。
2018/9/5	广东省政府	正在研究支持城中村改造的政策，运用微改造、拆除重建、‘微改造+拆除重建’等方式加快推进全省城中村改造工作。
2018/9/6	石家庄市政府	明确，各类导致国有建设用地使用权转移的行为都视为土地转让，包括买卖、交换、赠与、作价出资（入股）以及司法处置、资产处置、法人或其他组织合并或分立等形式涉及的国有建设用地使用权转移。国有建设用地使用权转移的，地上建筑物、其他附着物所有权一并转移。股权转让涉及的土地使用权转移暂不纳入转让管理。

资料来源：WIND、招商证券

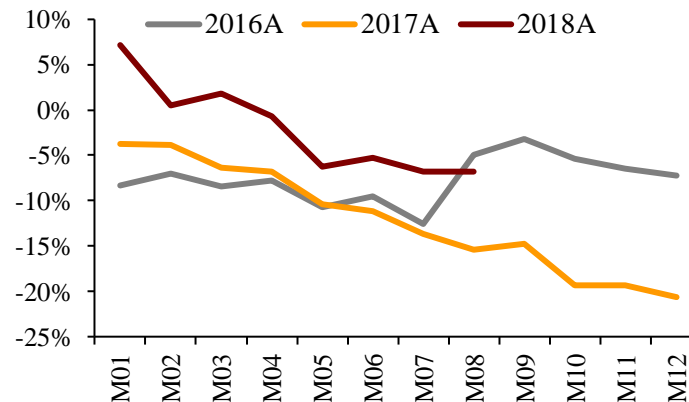
城市	首套房首付比例	首套房商贷利率	二套房首付	二套房商贷利率	公积金首套房首付比例	额度上限	公积金第二套首付比率	额度上限
北京	35%	5.15%	64%	5.88%	20%	120万	20%	80万
上海	35%	4.66%	60%	5.39%	20%	120万	30%	120万
深圳	30%	5.39%	70%	5.69%	20%	90万	30%	90万
广州	30%	5.39%	66%	5.74%	20%	100万	首套房结清首付3成起，未结清4成起	100万
天津	30%	5.34%	58%	5.64%	20%	60万	20%	40万
青岛	30%	5.15%	40%	5.39%	首付2成起，二手房3成起	60万	首套房结清首付2成起，二手房6成起	60万
南京	30%	5.64%	80%	5.88%	20%	60万	20%	60万
苏州	30%	5.62%	80%	5.88%	20%	70万	30%	70万
杭州	30%	5.39%	60%	5.59%	房龄5年(含)以内、建筑面积140平米以下首付2成起	100万	首套房结清首付2成起，未结清4成起	100万
成都	30%	5.29%	40%	5.78%	20%	70万	首套房结清2成起，未结清4成起	70万

最近一周（9月1日-9月7日）：

房地产 -1.9%，相对沪深300 -0.2%，在29个大类行业中涨跌幅排名第19

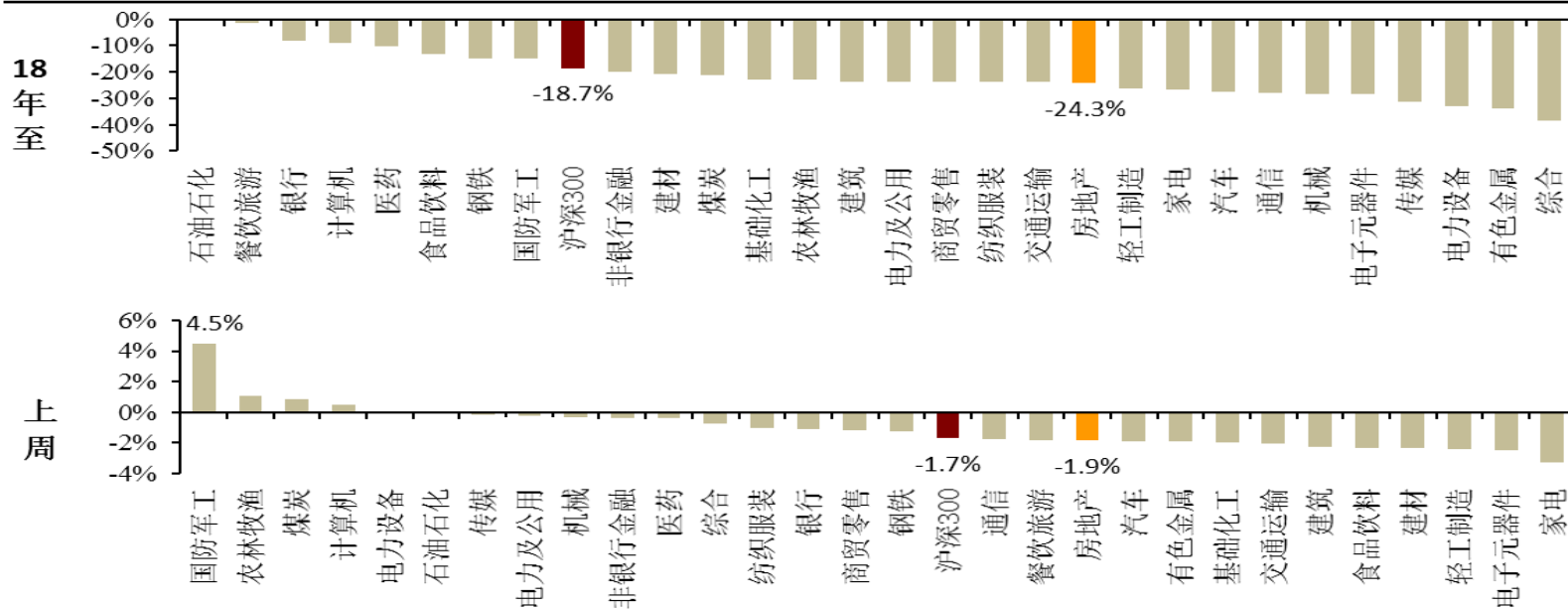
板块超额收益：16年上半年较差但下半年有所改观，17年持续下降；18年1月累计超额收益明显但2-9月持续回落、9月降至-5.6%，在29个大类行业排19

房地产行业累计超额收益



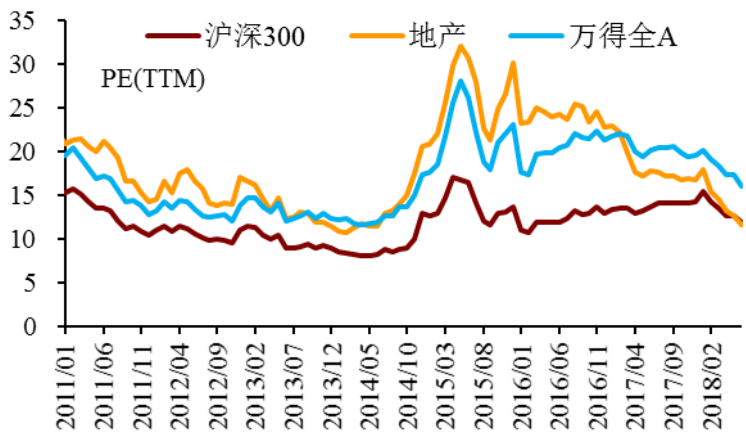
资料来源：Wind，招商证券

大类行业走势对比

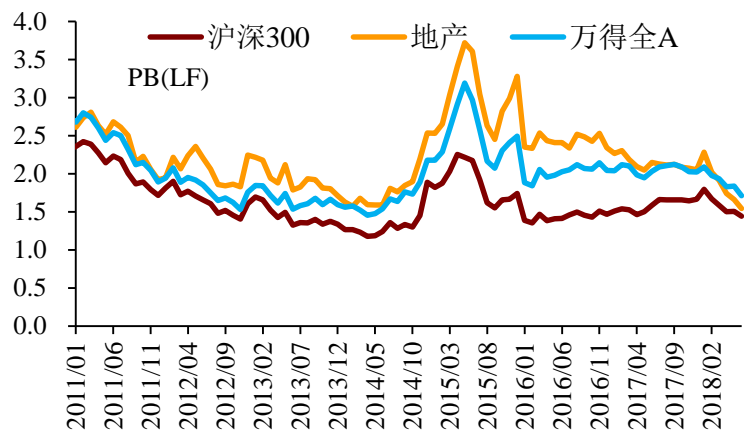


上周房地产PE回落至近五年均值的61%，PB降至68%，在周期类排名居中

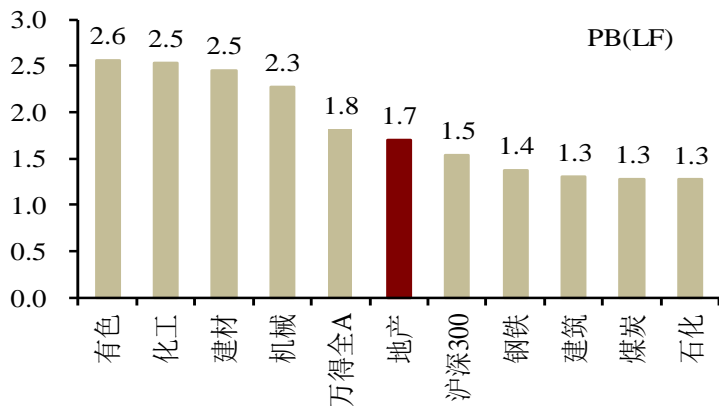
房地产板块市盈率（月度）回落



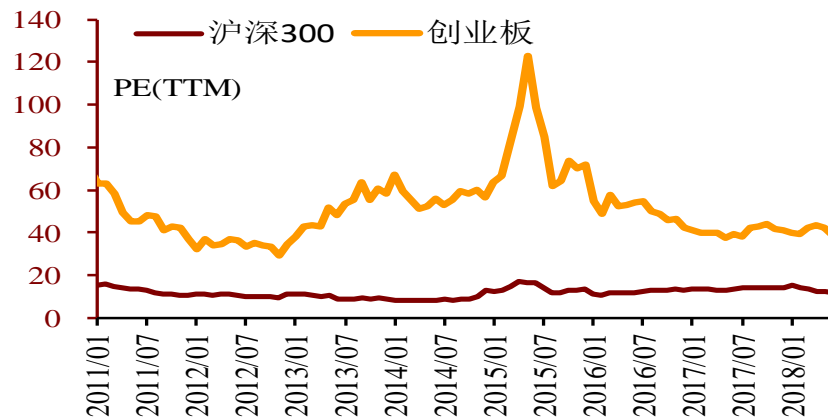
房地产板块市净率（月度）略降



地产估值在周期类排名居中



创业板与沪深300估值剪刀差近期有所扩大



资料来源: Wind, 招商证券

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为13、14年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心房地产行业联席首席分析师，同济大学金融专业，10年证券行业研究经验（6年房地产+4年纺服），08-11年就职于天相投顾，12年加盟招商证券纺服团队（所在团队一直保持新财富前三），15年再次从事房地产行业研究。

董浩：2017年7月加入招商证券，1年房地产行业研究经验，南京大学管理学硕士。

李洋：2017年2月加入招商证券，中南大学管理学硕士。

团队荣誉：2016年新财富房地产行业入围奖；2016年度“天眼”中国最佳分析师 房地产行业盈利预测最准确分析师 第一名；2017年中国证券分析师金牛奖 房地产行业 第四名；2018年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业第一名

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

