

2019年房地产行业中期投资策略——

关注城镇化的下一阶段

证券分析师：齐东

执业证书编号：S0600517110004

联系邮箱：qid@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199775

研究助理：陈鹏

联系邮箱：chenp@dwzq.com.cn

二零一九年六月十六日



- 长三角及粤港澳：基本情况及规划纲要...2

- 世界三大湾区对比.....13

- 长三角及粤港澳：房地产市场概况.....35

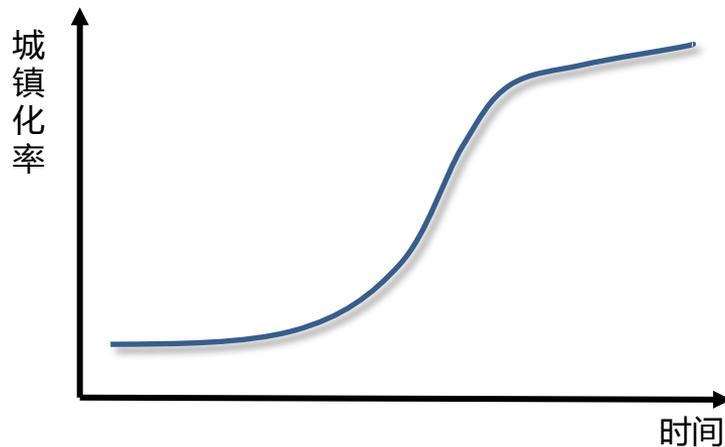
- 城市评价分析及投资建议.....53

- 风险提示.....59

彼时彼刻，恰如此时此刻：

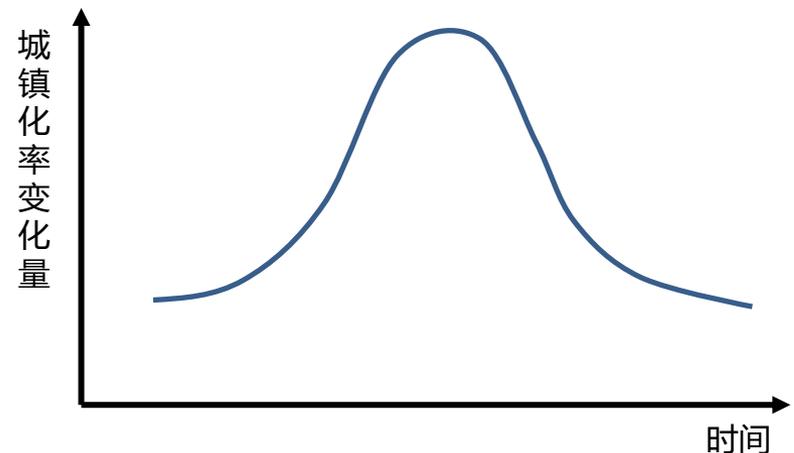
- 1974年，联合国在《城乡人口预测方法》中，从理论与实证两个方面详细论证了城市化水平随时间增长的“S”形变化规律。
- 1975年，Ray M. Northam在其《Urban Geography》同样提出了城镇化率的S曲线。

图：城镇化率增长S曲线



资料来源：万科周刊2013年10月9日，东吴证券研究所

图：城镇化率变化量的倒U型曲线



资料来源：万科周刊2013年10月9日，东吴证券研究所

- 2019年4月，发改委印发《2019年新型城镇化建设重点任务》，政策显示各层次城市户籍政策均有持续宽松迹象，加速推进新型城镇化。同时，城市群模式持续深化。除两会重点提及的京津冀、长三角及粤港澳大湾区外，此次政策继续提出要有序推动成渝、哈长、长江中游、北部湾、中原、关中平原、兰州-西宁、呼包鄂榆等城市群发展规划，加快出台实施天山北坡、滇中两个边疆城市群发展规划。
- 我们认为当前政府持续鼓励都市圈发展模式，都市圈已成为区域经济协同发展的重要推手和有效手段，我们判断未来大国大城趋势不可逆转，都市圈是城镇化提升的可靠路径之一。

图：《2019年新型城镇化建设重点任务》户籍政策主要内容

各层次城市	要求	数量
500万以上超大特大城市	调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例	北京、上海、广州、深圳、天津、重庆、南京、成都和武汉9座城市
300-500万 I 型大城市	全面开放放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制	沈阳、大连、长春、哈尔滨、杭州、济南、青岛、郑州、昆明、西安10座城市
100-300万 II 型大城市	全面取消落户限制	石家庄、唐山、邯郸、保定、太原、大同、呼和浩特、包头、鞍山、抚顺、吉林、齐齐哈尔、大庆、无锡、徐州、常州、苏州、南通、淮安、盐城、扬州等59座城市

资料来源：《2019年新型城镇化建设重点任务》，东吴证券研究所

第一章 长三角及粤港澳：基本情况及规划纲要

1.1 长三角城市群：基本情况及规划纲要

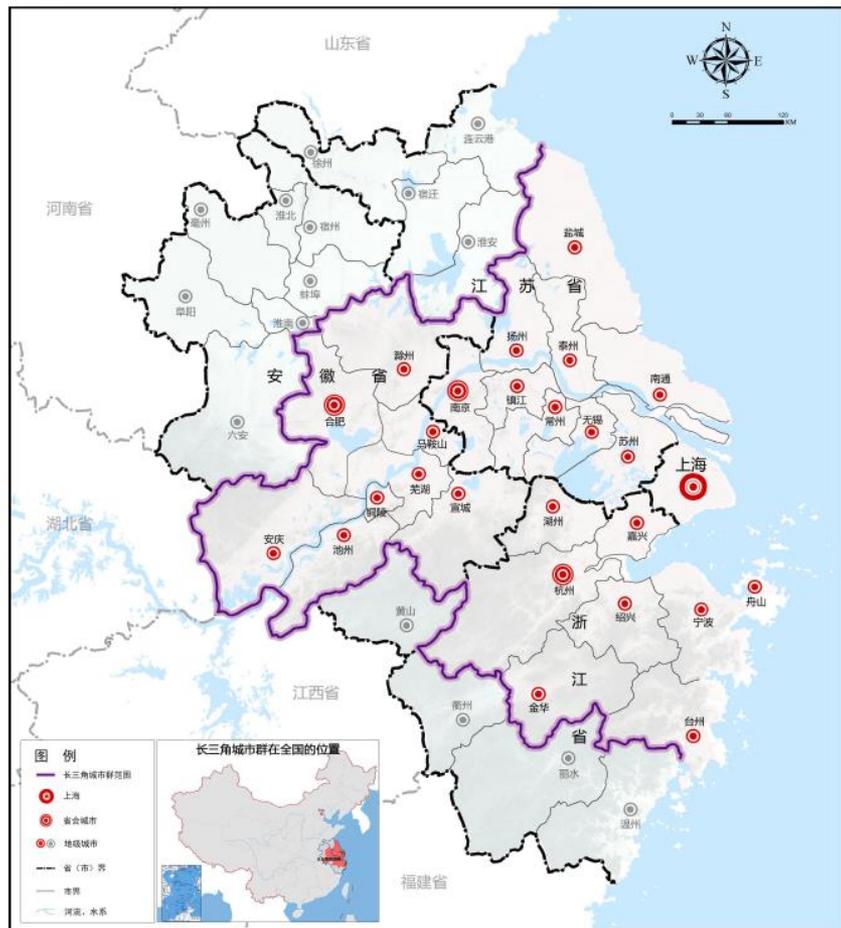
1) 行政规划

长三角城市群在上海市、江苏省、浙江省、安徽省范围内，规划范围包括：上海市，江苏省的南京、无锡、常州、苏州、南通、盐城、扬州、镇江、泰州，浙江省的杭州、宁波、嘉兴、湖州、绍兴、金华、舟山、台州，安徽省的合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城等26市，国土面积21.17万平方公里。

图：长三角一体化过往政策汇总

时间	相关政策
2008年9月	国务院发布《关于进一步推进长江三角洲地区改革开放与经济社会发展的指导意见》，提出要把长三角地区建设成为亚太地区重要的国际门户和全球重要的先进制造业基地，具有较强国际竞争力的世界级城市群。
2010年6月	国家发改委发布《长江三角洲地区区域规划》，首次在国家战略层面上将长三角区域范围界定为苏浙沪全境内的25个地级市，主要是在原有16个城市的基础上，加进了苏北的徐州、淮阴、连云港、宿迁盐城和浙西南的金华、温州、丽水、衢州。但该规划仍把16城市列为长三角区域发展规划的“核心区”。
2016年3月	中共中央政治局发布《长江经济带发展规划纲要》，描绘长江经济带发展的宏伟蓝图，推动长江经济带的发展。
2016年5月	国家发改委、住建部发布《长江三角洲城市群发展规划》，改革创新推动长三角城市群协调发展，培育更高水平的经济增长水平。
2016年5月	国家发改委发布《长江三角洲地区区域规划》，打造“具有全球影响力的世界级城市群”。
2018年6月	发布《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020年）》，进一步明确长三角一体化发展的任务书、时间表和路线图。
2018年11月	国家领导人主席在中国国际进口博览会开幕式演讲，将长三角一体化发展为国家战略，“为了更好发挥上海等地区在对外开放中的重要作用”，“推进更高起点的深化改革和更高层次的对外开放”。
2018年12月	交通运输部与上海市、江苏省、浙江省、安徽省政府发布《关于协同推进长三角港航一体化发展六大行动方案》，六大行动协同推进长三角港航一体化。
2018年12月	上海、江苏、浙江、安徽发布《长三角地区教育更高质量一体化发展战略协作框架协议》和《长三角地区教育一体化发展三年行动计划》，推进长三角地区2025年整体实现教育现代化。
2019年5月	中共中央政治局审议《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，把长三角一体化发展上升为国家战略是党中央作出的重大决策部署。

图：长三角城市群行政区划



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，东吴证券研究所

资料来源：政府网站，东吴证券研究所

1.1 长三角城市群：基本情况及规划纲要

2) 目标及重点领域

2018年6月，长三角区域的上海、浙江、江苏以及安徽共三省一市就长三角一体化纲领性文件《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020年）》达成共识，三年行动计划为长三角一体化发展明确了任务书、时间表和路线图，计划覆盖了交通能源、科创、产业、信息化、信用、环保、公共服务、商务金融等12个合作专题，并聚焦交通互联互通、能源互济互保、产业协同创新、信息网络高速泛在、环境整治联防联控、公共服务普惠便利、市场开放有序等7个重点领域。

图：《长江三角洲城市群发展规划》两大目标

两大目标

2020年

基本形成经济充满活力、高端人才汇聚、创新能力跃升、空间利用集约高效的世界级城市群框架，人口和经济密度进一步提高，在全国2.2%的国土空间上集聚11.8%的人口和21%的地区生产总值。

2030年

长三角城市群配置全球资源的枢纽作用更加凸显，服务全国、辐射亚太的门户地位更加巩固，在全球价值链和产业分工体系中的位置大幅跃升，国际竞争力和影响力显著增强，全面建成全球一流品质的世界级城市群。

资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，东吴证券研究所

图：《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020年）》7大重点领域

七大重点领域

- 综合交通体系，加强规划对接，建设高速便捷的长三角，以高质量的结构体系引领长三角地区高质量一体化发展。
- 提升能源经济互保能力，三省一市互相协作发展，把握当下一体化发展的优势。
- 强化创新驱动，打造创新引领的区域穿羽绒体系和协同创新体系。
- 共建高速信息网络，努力建设现代化经济体系，以数字化来推动长三角经济高速发展
- 环境整治绿色发展，在经济高速发展的同时保证长三角区域绿色和谐。
- 公共服务普惠便利，推进民生工程的建设进度，加大人民群众对长三角一体化的认同感。
- 构建和谐有序的市场环境，推动市场的一体化建设有利于长三角的商业环境。

资料来源：《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020年）》，东吴证券研究所

1.1 长三角城市群：基本情况及规划纲要

3) “一核五圈四带”的网络化空间格局

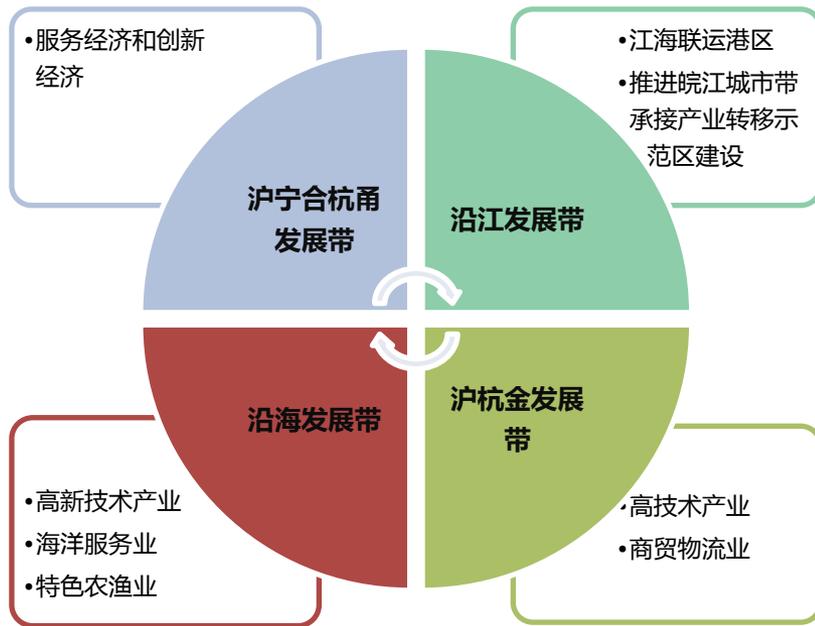
一核：提升上海全球城市功能。按照打造世界级城市群核心城市的要求，加快提升上海核心竞争力和综合服务功能，加快建设具有全球影响力的科技创新中心，发挥浦东新区引领作用，推动非核心功能疏解，推进与苏州、无锡、南通、宁波、嘉兴、舟山等周边城市协同发展，引领长三角城市群一体化发展，提升服务长江经济带和“一带一路”等国家战略的能力。

图：《长江三角洲城市群发展规划》五圈内容

城市圈	主要内容
南京都市圈	包括南京、镇江、扬州市。提升南京中心城市功能，加快建设南京江北新区，加快产业和人口集聚，辐射带动淮安等市发展，促进与合肥都市圈融合发展，打造成为区域性创新创业高地和金融商务服务集聚区。
杭州都市圈	包括杭州、嘉兴、湖州、绍兴四市。发挥创业创新优势，培育发展信息经济等新业态新引擎，加快建设杭州国家自主创新示范区和跨境电子商务综合试验区、湖州国家生态文明先行示范区，建设全国经济转型升级和改革开放的先行区。
合肥都市圈	包括合肥、芜湖、马鞍山市。发挥在推进长江经济带建设中承东启西的区位优势和创新资源富集优势，加快建设承接产业转移示范区，推动创新链和产业链融合发展，提升合肥辐射带动功能，打造区域增长新引擎。
苏锡常都市圈	包括苏州、无锡、常州市。全面强化与上海的功能对接与互动，加快推进沪苏通、锡常泰跨江融合发展。建设苏州工业园国家开放创新综合试验区，发展先进制造业和现代服务业集聚区，推进开发区城市功能改造，加快生态空间修复和城镇空间重塑，提升区域发展品质和形象。
宁波都市圈	包括宁波、舟山、台州市。高起点建设浙江舟山群岛新区和江海联运服务中心、宁波港口经济圈、台州小微企业金融服务改革创新试验区。高效整合三地海港资源和平台，打造全球一流的现代化综合枢纽港、国际航运服务基地和国际贸易物流中心，形成长江经济带龙头龙眼和“一带一路”战略支点。

资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，东吴证券研究所

图：《长江三角洲城市群发展规划》四条发展带内容



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，东吴证券研究所

1.1 长三角城市群：基本情况及规划纲要

4) 主要城市战略定位

长三角一体化战略中的城市定位需开阔视野，要以全球化、国际化作为坐标体系。长三角城市群是我国参与国际竞争的重要平台。因此，长三角区域内具有全球经济参与能力和综合竞争力的城市，首先要确立面向全球化、国际化的发展定位。这种定位不一定依据城市能级，更多的是从产业的全球参与度和竞争力出发，确立自己的城市定位。总体上，长三角城市群诸城市的国际化定位应该设计三层结构体系。

图：长三角主要城市三层级战略定位

层级	定位	内容
层级1	上海的全球门户型城市定位与“头雁功能”的发挥。	按照“上海2035规划”，上海是长江三角洲世界级城市群的核心城市，国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心和文化大都市，国家历史文化名城，并将建设成为卓越的全球城市、具有世界影响力的现代化国际大都市。
层级2	南京、苏州、杭州、无锡、宁波等城市建设具有全球影响力的节点型城市定位与“侧翼功能”的发挥。	推动南京、苏州、杭州、无锡、宁波5个经济、文化、科技、区位条件等方面具有较大国际化竞争能力的重点城市，加快构建以全球化产业分工、国际化经济参与为主的经济结构与产业体系。杭州的互联网与电子商务产业，宁波的航运与贸易，苏州的外向型工业，无锡的物联网与智能制造，南京的半导体与芯片等现代特色产业，完全具备了参与全球竞争的基础能力。
层级3	推动20个以上的外向型城市经济体形成“群狼效应”。	依托上海、南京、苏州、杭州、无锡、宁波六大发达城市经济体和国际化区位优势，推动建设一批瞄准全球市场竞争的“国际化瞪羚型城市”。比如合肥、常州、扬州、南通、泰州、昆山、嘉兴等一批具有较多外向型企业的地级市与县级市。这些城市中基本都拥有一批外向型工业企业和贸易企业，大多是中国改革开放进程中外向型城市经济体的代表性城市。

资料来源：2019年2月《群众》，东吴证券研究所

1.2 粤港澳大湾区：基本情况及规划纲要

1) 行政区划

粤港澳大湾区由广东省的广州、深圳、佛山、肇庆、东莞、惠州、珠海、中山、江门9个城市和中国香港、中国澳门两个特别行政区组成，总面积达5.6万平方公里。

图：粤港澳大湾区行政区划



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

图：粤港澳大湾区过往相关政策梳理

时间	相关政策
2008年12月	《珠江三角洲地区改革发展规划纲要(2008-2020年)》支持共同规划实施珠江口地区的“湾区”重点行动计划
2015年3月	发改委、外交部、商务部发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，正式提出“粤港澳大湾区”概念
2016年3月	国务院印发《“十三五”规划纲要》，提出推动粤港澳大湾区和跨省区重大合作平台建设
2017年3月	十二届全国人大《政府工作报告》提出研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，将粤港澳大湾区的设想从区域经济合作安排上升为国家战略顶层设计
2017年7月	发改委及广东省、香港、澳门政府联合发布《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》，明确提出粤港澳大湾区建设原则、重点领域与体制机制安排
2019年2月	中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，进一步提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支撑引领作用

资料来源：政府网站，东吴证券研究所

1.2 粤港澳大湾区：基本情况及规划纲要

2) 目标及战略定位

两大目标

2022年：

综合实力显著增强，粤港澳合作更加深入广泛，区域内生发展动力进一步提升；国际一流湾区和世界级城市群框架基本形成

2035年：

形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式；市场高水平互通互联基本实现；区域发展协调性显著增强；宜居宜业宜游的国际一流湾区全面建成

资料来源：《粤港澳大湾区发展规划纲要》，东吴证券研究所

战略定位

- 充满活力的世界级城市群
- 具有全球影响力的国际科技创新中心
- “一带一路”建设的重要支撑
- 内地与港澳深度合作示范区
- 宜居宜业宜游的优质生活圈

资料来源：《粤港澳大湾区发展规划纲要》，东吴证券研究所

粤港澳大湾区：跨越两种发展历程下的世界级湾区

既有市场化环境发展起来的国际金融中心、航运中心，也有在改革开放下成长起来的制造业中心和科创中心

1.2 粤港澳大湾区：基本情况及规划纲要

3) 主要城市战略定位

大湾区规划纲要明确打造粤港澳大湾区，建设世界级城市群，加快培育发展新动能、实现创新驱动发展，为国家经济创新力和竞争力不断增强提供支撑。未来以中国香港、中国澳门、广州、澳门四大中心城市作为区域发展核心引擎，继续发挥比较优势做优做强，增强对周边区域发展的辐射带动作用。

表：粤港澳大湾区城市战略定位

城市	《粤港澳大湾区发展规划纲要》中城市战略定位	
中国香港	中心城市	国际金融、航运、贸易中心和国际航空枢纽；全球离岸人民币业务枢纽；国际资产管理中心及风险管理中心；亚太区国际法律及争议解决服务中心；更具竞争力的国际大都会
中国澳门		世界旅游休闲中心、中国与葡语国家商贸合作服务平台；文化交流合作基地
深圳		经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市；现代化国际化城市；具有世界影响力的创新创意之都
广州		国家中心城市和综合性门户城市；国际商贸中心、综合交通枢纽；科技教育文化中心；国际大都市
珠海	重要节点城市	特色鲜明、功能互补、具有竞争力；强化与中心城市的互动合作，带动周边特色城镇发展，共同提升城市群发展质量
江门		
佛山		
中山		
东莞		
惠州		
肇庆		

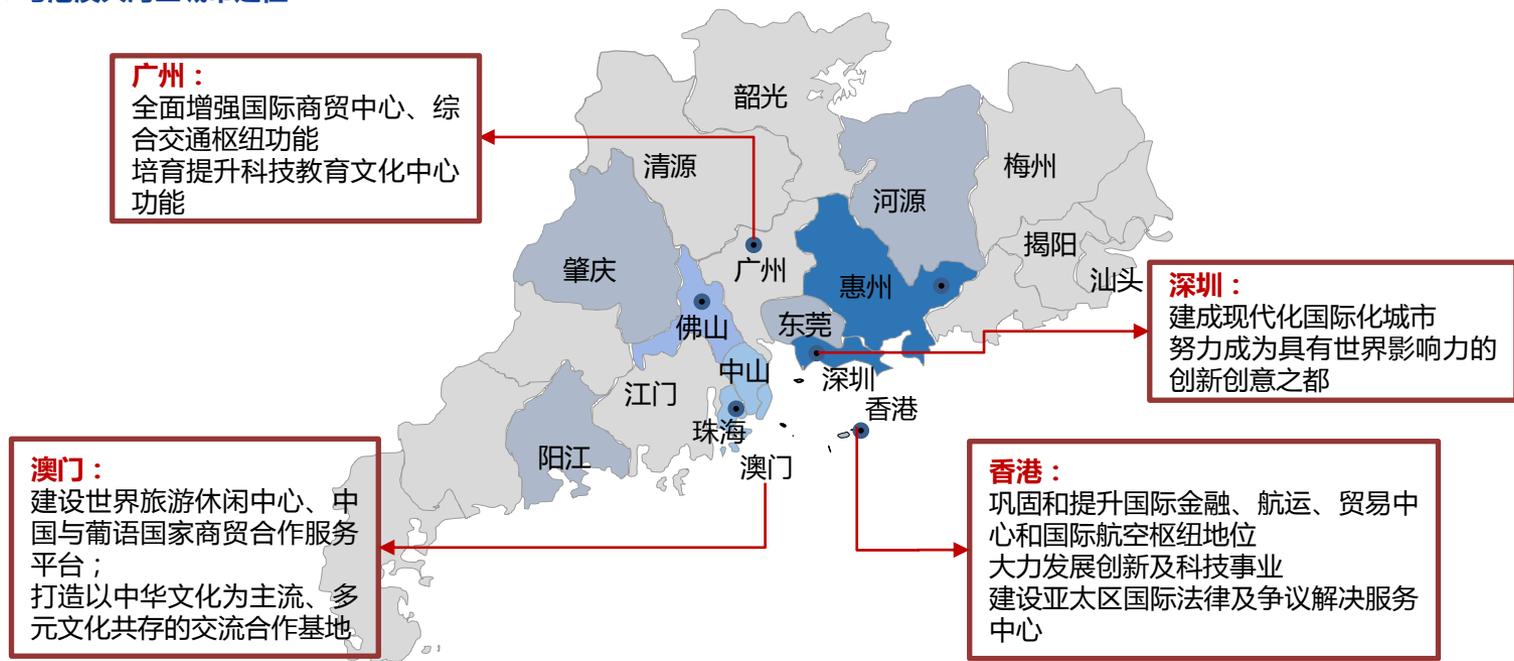
资料来源：《粤港澳大湾区发展规划纲要》，东吴证券研究所

1.2 粤港澳大湾区：基本情况及规划纲要

3) 主要城市战略定位

极点带动、轴带支撑、辐射带动泛珠三角区域

图：粤港澳大湾区城市定位



资料来源：《粤港澳大湾区发展规划纲要》，百度地图，东吴证券研究所

第二章 世界三大湾区对比

2 世界三大湾区对比

总量可观，前景可期

粤港澳大湾区的区域优势、经济体量、人口规模与其他两大湾区相比并不逊色，更广阔的占地面积和更多的人口蕴含着更大的经济发展潜力

图：三大湾区地理位置



资料来源：百度地图，东吴证券研究所

表：三大湾区基本数据对比（2015年）

湾区	占地面积 (万平方千米)	人口 (万人)	GDP (万亿美元)	人均GDP (万美元)	第三产业占比 (百分比)	主导产业
粤港澳大湾区	5.6	5874	1.38	17018	54.8%	科技创新、金融服务、制造业
旧金山湾区	1.8	759	0.82	99251	80.9%	科技创新、专业服务
东京湾区	1.4	3613	1.86	41,702	80.9%	汽车、石化等制造业

资料来源：Wind资讯，国家统计局，California department of finance，BEA，日本内阁府，日本政府官网，东吴证券研究所

2.1 旧金山湾区：

·旧金山湾区以旧金山、圣何塞、奥克兰为核心城市，其科技实力逐渐成为全世界科技发展的新标杆，是世界上风险投资密度最高的区域。湾区拥有硅谷和20多所著名大学，目前湾区内各国科技人员达100万人以上。（《未来之路——粤港澳大湾区发展研究》魏达志等著）

图：旧金山湾区区划图



资料来源：百度地图，东吴证券研究所

2 世界三大湾区对比

1) 旧金山湾区：发展历程

工业化城市形成

重工业开辟道路。快速20世纪上半期，受第二次世界大战的影响，湾区企业获得了大量联邦国防合同，以奥克兰市为中心，吸引大范围和大规模的投资，建成了一系列大型的工业制造公司，如**美孚石油精炼厂、通用金属**和**钢铁公司**等，在湾区东部形成了一个制造业带。制造业的快速发展还刺激了对其支持的金融等服务业的扩大，以**美洲银行**为首的旧金山市商业银行，规模得到了进一步的扩大。

ExxonMobil

General Metal Company, Inc.
Precision Fabrication & Assembly

Bank of America

后工业形成转化

PDR（生产-配送-修理）产业快速崛起。第二次世界大战结束后到20世纪80年代中期，湾区城市开始逐渐向后工业化城市转变，重工业逐步衰退，几乎全部退出湾区，迁向周边地区。此时轻工业的PDR产业即生产、配送、修理产业开始在旧金山逐步兴起，并逐渐带来很多支持性服务业，如批发、设计、零售、配送等行业的兴起。代表性的企业有**家乐氏、联合航空、福特、克莱斯勒、西部电子、联合包裹**等。

Kellogg's

UNITED

Ford

UPS

Western Electric

CHRYSLER

创新经济时期

信息科技和创投产业强势接棒。20世纪80年代以后，旧金山湾区由工业经济向知识经济和信息经济过渡，并形成以信息产业为龙头的新型产业结构。90年代出现的科技革命新浪潮中，更富有创造性的网络发展占据主导地位，带动湾区信息技术产业飞速成长，并随着新信息技术的推广，引发娱乐、时尚、媒体、休闲等产业快速发展。上述产业的快速发展又进一步带动了对其进行支持的商业服务业的快速发展，大量的律师事务所、风险基金、投资银行和咨询公司以市场为导向扎根湾区。代表企业有**苹果、facebook、谷歌、特斯拉、Nvidia、红杉资本**等。

TESLA



Google

facebook

NVIDIA

SEQUOIA

2 世界三大湾区对比

2) 旧金山湾区：产业结构与分布

图：旧金山湾区各城市支柱产业

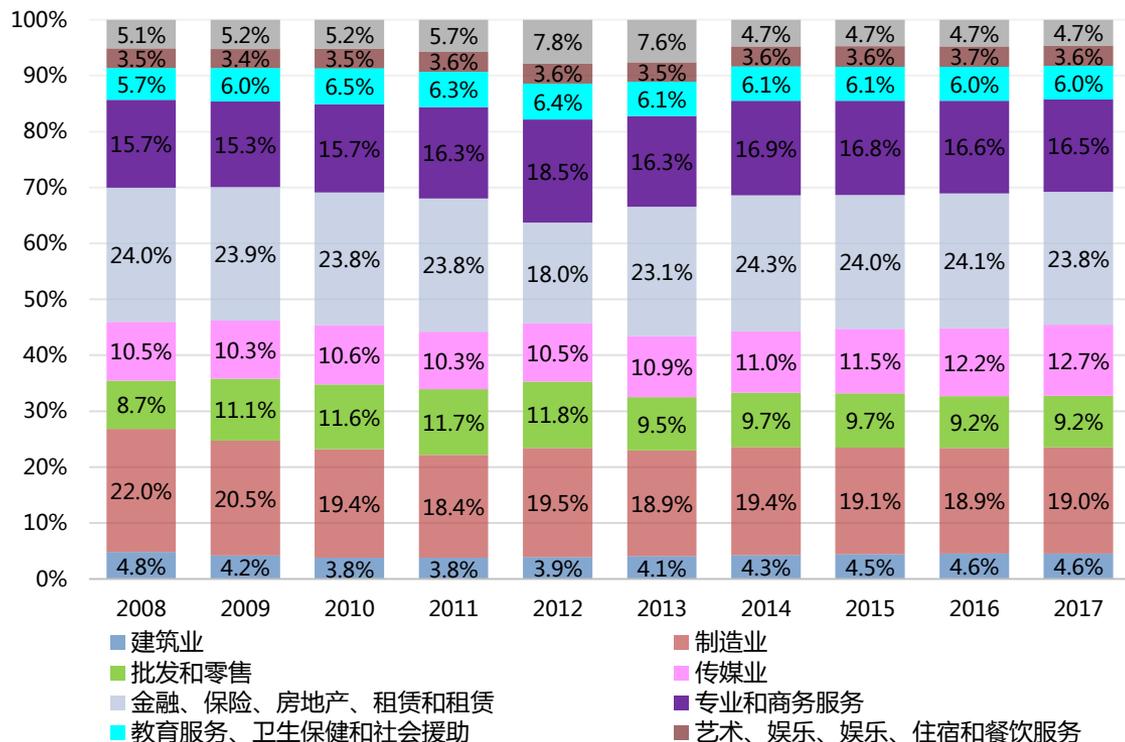


资料来源：美国商务部，东吴证券研究所

湾区内支柱产业功能分区成熟，差异化定位明显。旧金山市以旅游、商业和金融发展见长；东湾以制造业、重工业，金属加工和船运为核；北湾葡萄酒业发展良好；南湾是硅谷的所在地，有着世界上最先进的信息产业和对其进行支持的商业服务业；连接旧金山市和南湾的半岛，房地产业发达。湾区内产业具备多样化齐头发展实力。其他传统港口城市群所具有的发达产业，旧金山湾区依旧具备且功能分区明显，发展突出。

第三产业在湾区的经济中占有绝对的比重，制造业占比逐年下滑，占比已不足20%。第三产业中占比较高的行业为科技服务业、批发零售业、金融保险业、房地产业、批发零售业、医疗保健业和信息产业。

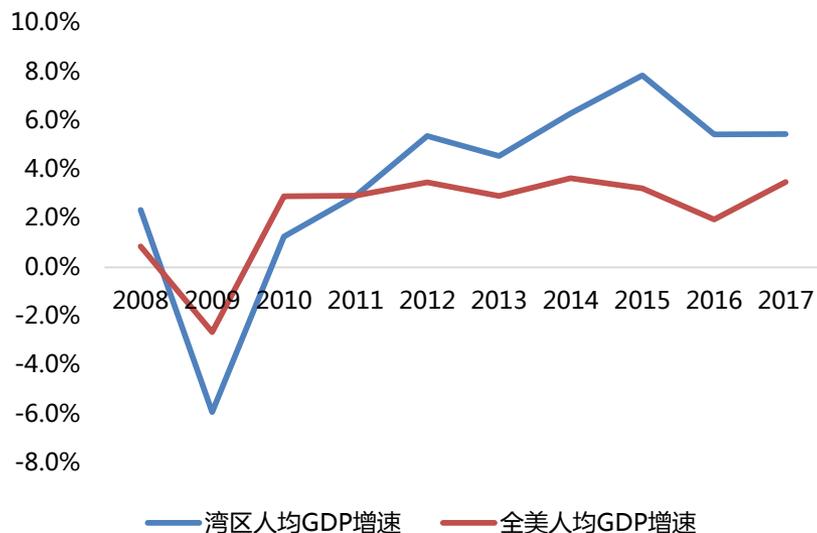
图：旧金山湾区产业结构



资料来源：BEA，东吴证券研究所

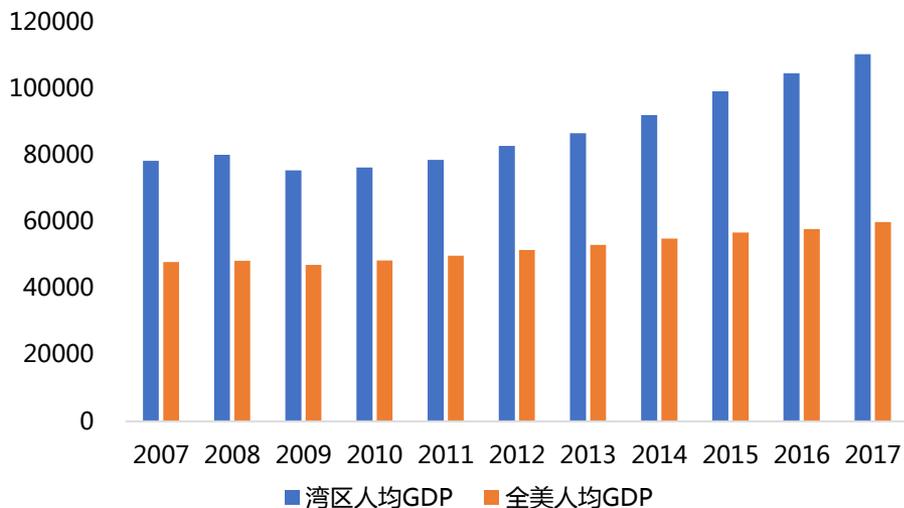
3) 旧金山湾区：经济基础

图：旧金山湾区与全美GDP增速对比



资料来源：BEA，东吴证券研究所

图：旧金山湾区与全美人均GDP对比（单位：美元）



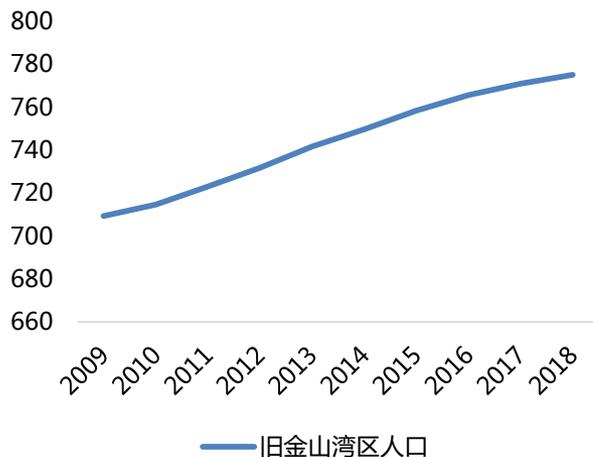
资料来源：BEA，东吴证券研究所

旧金山湾区的人均GDP在2008年已经突破8万美元，远高于全美平均的4.8万美元。09次贷危机后，湾区的经济恢复快速增长，并在2016年人均GDP超过10万美元。2012-2017五年间，湾区GDP持续保持高速增长，增速均在6%左右，远高于同期的全美3%左右的GDP增速，领先优势不断扩大。

2 世界三大湾区对比

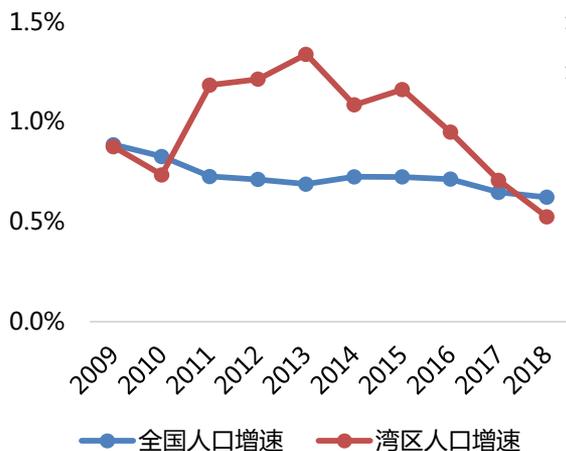
4) 旧金山湾区：人口流入

图：旧金山湾区人口（万人）



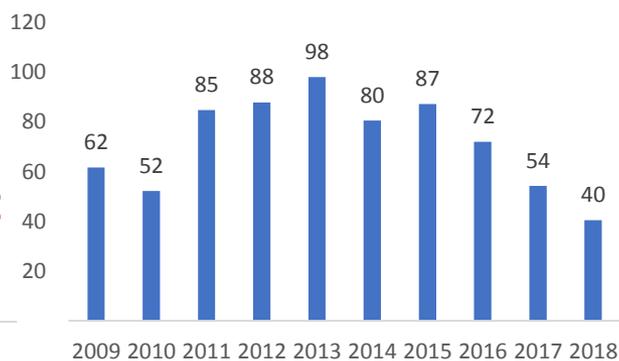
资料来源：BEA，东吴证券研究所

图：旧金山湾区与全美人口增速对比



资料来源：BEA，东吴证券研究所

图：旧金山湾区人口净流入量（单位：千人）



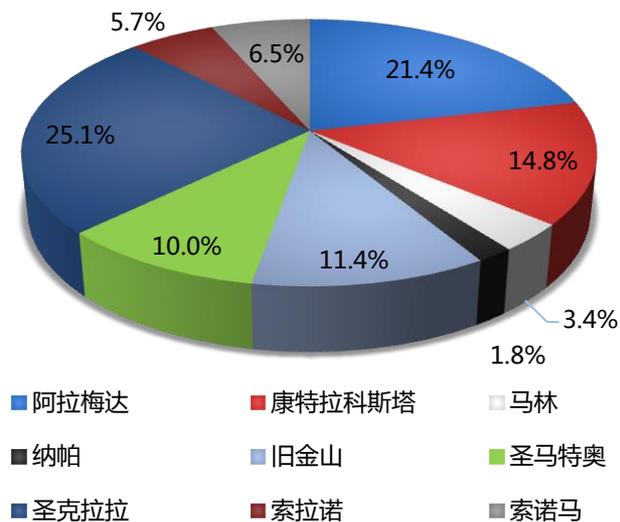
资料来源：California department of finance，东吴证券研究所

湾区人口增速高于全国，稳定保持人口净流入。旧金山湾区人口稳中有升，2009年湾区人口突破700万，经过10年的稳步增长达到775万人，十年间人口增长幅度达到了10%。湾区人口增速整体高于美国整体的人口增速，2009-2013年，湾区经济从金融危机中复苏，良好的经济基础和互联网产业快速发展吸引着大量人口涌入湾区，而随着这一轮技术革命的逐渐走向尾声，相对停滞的工资和不断高涨的房价使得湾区人口增速和净流入量从2013年起不进反退。

劳动力素质极佳，受过高等教育的劳动力人口高达46%。相比于粤港澳大湾区，旧金山湾区的人口仅占其12.3%。但在劳动力受教育程度上，旧金山湾区却遥遥领先，在湾区内的所有劳动力中，有46%的人受过大学高等教育，而粤港澳大湾区受过大学高等教育的只占常住人口的17.47%。这种优势来源于湾区的产业结构，发达的信息技术和众多的风险投资机构都需要受过良好教育的高素质人才。

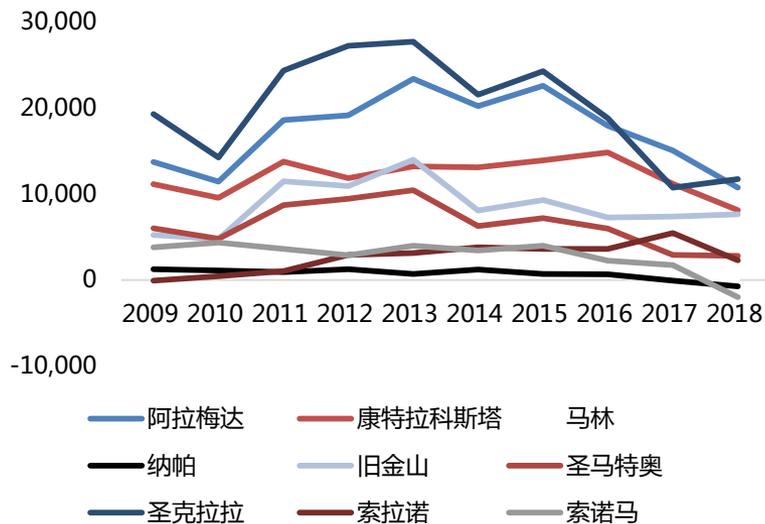
4) 旧金山湾区：人口流入

图：旧金山湾区各城市人口比例（2018）



资料来源：California department of finance，东吴证券研究所

图：旧金山湾区各城市人口净流入量



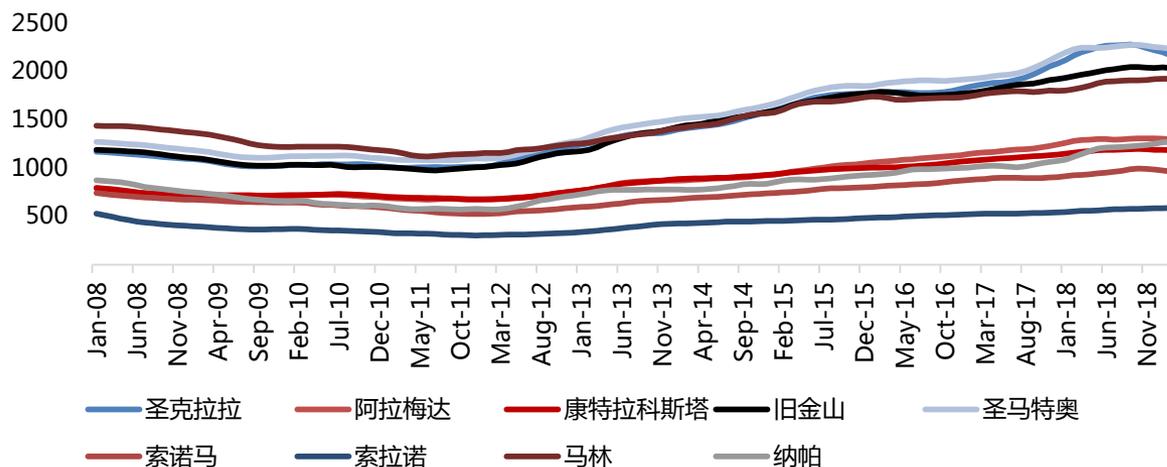
资料来源：California department of finance，东吴证券研究所

圣克拉拉（硅谷所在地）拥有湾区所有城市中最多的人口。 湾区内人口最多的五个城市分别是圣克拉拉、阿拉梅达、康特拉科斯塔、旧金山和圣马特奥，占湾区总人口比重分别为25%，21%，15%，11%和10%。东湾以工业制造业见长，大量的工人家庭安居在此，因此位于东湾的阿拉梅达和康特拉科斯塔共拥有超过湾区1/3的人口。

圣克拉拉有着闻名于世界的硅谷，大量的信息技术人才和商业服务专家聚集于此，占据了湾区1/4的人口。圣克拉拉每年有着最多的人口流入量，这得益于坐落于此的大量科技服务业公司和其他商业服务业公司的快速发展。这也使得它在对人才的吸引力上远高于其他城市。

5) 旧金山湾区：房价走势

图：旧金山湾区各城市房价走势(单位：千美元)



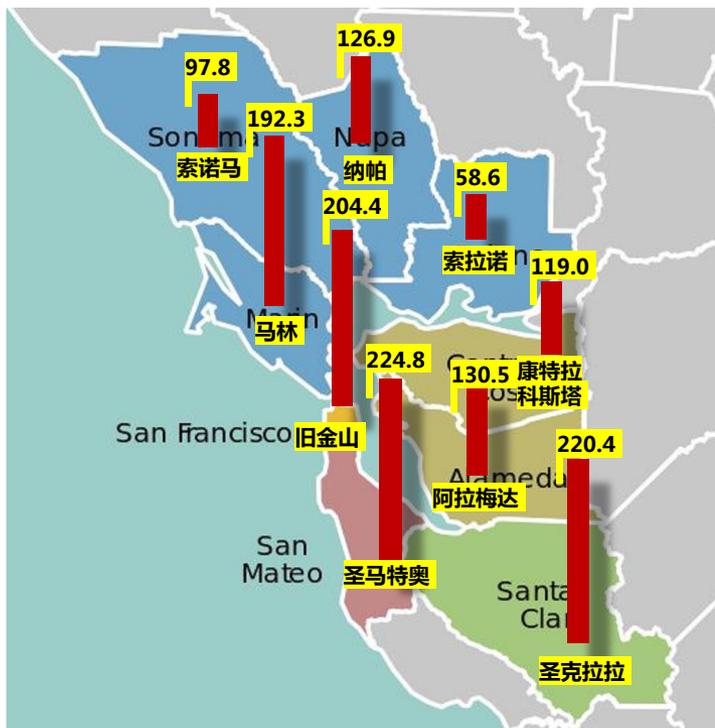
资料来源：Zillow，东吴证券研究所

经济快速发展和人口的持续净流入带来了房价的稳步上涨。受金融危机影响，湾区各个城市的房价在2009-2012年有着小幅的下降，而随着经济的复苏，房价也逐渐走出谷底。从图中可以看出，房价的走势和湾区人均GDP的走势基本一致，高素质人才的流入和湾区人民人均GDP的提高带来的购买力提升是推高房价的主要原因之一。

2 世界三大湾区对比

5) 旧金山湾区：房价走势

图：旧金山湾区各城市平均房屋价格（2019）



资料来源：Zillow，百度地图，东吴证券研究所

2019年，湾区内已有三个城市的平均房屋价格超过200万美元一套，依次排序分别为圣马特奥县224.8万美元，圣克拉拉县220.4万美元和旧金山204.4万美元。湾区内其他城市的平均房屋价格分别为马林192.3万美元，阿拉梅达130.5万美元，纳帕126.9万美元，康特拉科斯塔119.0万元，索诺马97.8万美元和索拉诺58.6万美元。

2.2 东京湾区

东京湾区是以工业制造为代表的世界级湾区，GDP位居全球各大湾区之首，人均GDP仅次于旧金山湾区。

东京湾区：呈“一都三县”的结构，包括东京都、神奈川县、埼玉县和千叶县。湾区总面积13585平方公里，海湾面积1100平方公里，总人口超3600万人次。（《未来之路——粤港澳大湾区发展研究》魏达志等著）

图：东京湾区地理区划



资料来源：百度地图，东吴证券研究所

2 世界三大湾区对比

1) 东京湾区：发展历程

初级工业化阶段

工业体系初步建立。日本在19世纪后期的产业革命时，就建立了日本工业区，随着产业革命带来的矿山、铁路、服装、纺织等行业的快速发展，促使日本在东京周围进行工业布局。第二次世界大战后的40年代后期，东京湾开始进行大规模开发，形成京叶工业地域，成为日本发展加工贸易的心脏地带，横滨港、川崎港、东京港、千叶港也不断发展，成为年吞吐量超过5亿吨的大规模物流港。代表性的企业有**神户钢铁、住友金属、新日本石油**等。

KOBELCO

ENEOS

住友金属鉱山株式会社

重工业扩散阶段

产业空间布局改进，生产效率大幅改善。自60年代中期以后，随着连接湾区内部城市和对外交往的海陆空交通设施的不断兴建，湾区开始实施“工业分散”战略。在中心城区更加注重高端服务产业的建设，将具有高成长性、高附加值的印刷业、服务行业和奢侈品行业作为产业发展的中心。以石油、化工、钢铁为代表的重工业则全面退出东京，迁至横滨市、川崎市、千叶县等城市，进而形成和发展为京滨、京叶两大产业集聚带和聚集区。代表性的企业有**东芝、日立、大日本印刷株式会社、三菱重工、丰田**等。

TOSHIBA DNP HITACHI

TOYOTA MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES, LTD.

知识技术密集阶段

创新驱动经济，科技引领未来。20世纪80年代以后，由于科技创新能力的提高，特别是京滨工业区成为东京首都圈产业研发中心，并随着R&D溢出效应再次将科技创新产业扩散，从而使东京湾区的产业研发功能得到强化。东京湾区也通过专业的产学研体系不断地将高新技术应用在传统制造业上，不断进行改造和结构升级，具体应用在电器、汽车、生产器械、高级配件、印刷业、高炉制铁、电子部件制造、石油化学等众多制造业企业中，为促进生产效率提高和产业结构升级做出了重大贡献。代表性企业有**软银、索尼、任天堂、富士通**等。

SONY Nintendo

SoftBank FUJITSU

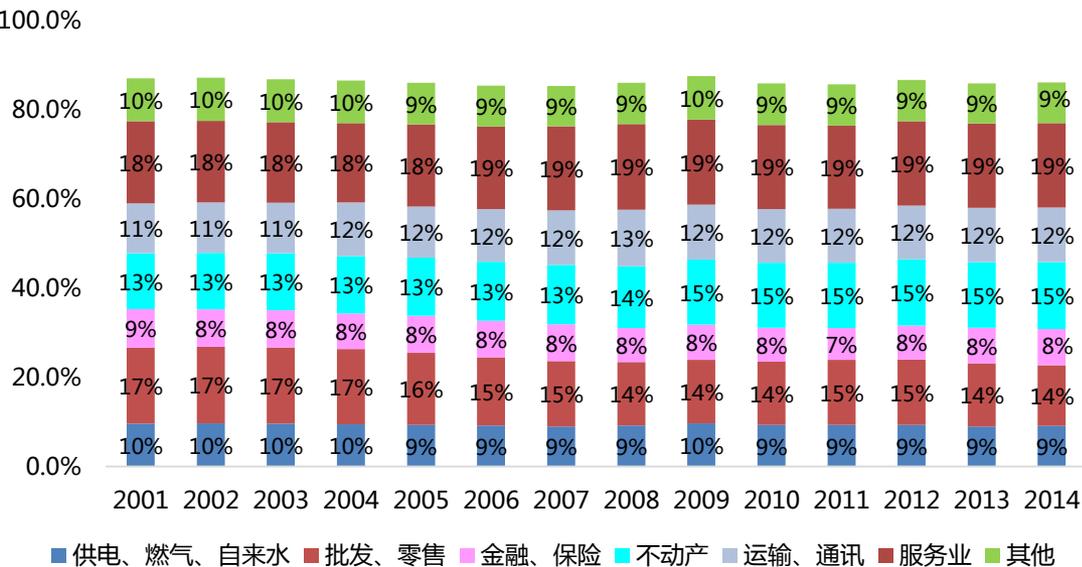
2) 东京湾区：产业结构与分布

图：东京湾区各城市支柱产业



资料来源：日本内阁府，百度地图，东吴证券研究所

图：东京湾区第三产业产业结构



资料来源：日本国土交通省，东吴证券研究所

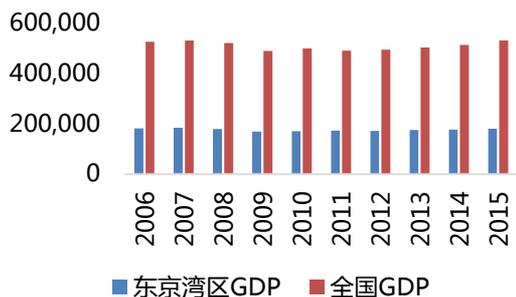
东京湾区内各城市间联系紧密，协调有序。其中，东京都的主要行业是金融和保险、批发与零售、房地产和传媒产业；埼玉县的主要行业是机械运输、食品和化工；神奈川县的主要行业是化工、石油和钢铁；千叶县的主要行业是石油、煤炭、化工和钢铁。

东京湾区第三产业比重在82%以上，而在第三产业中，按所占比重大小排名依次服务业、批发零售业、不动产和金融保险业等。

2 世界三大湾区对比

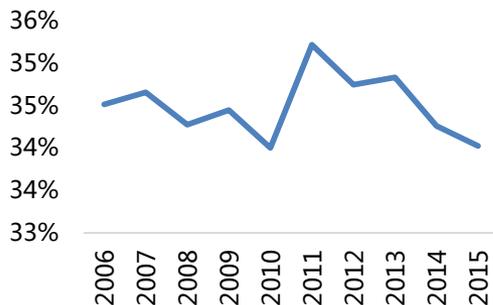
3) 东京湾区：经济基础

图：东京湾区与全日本GDP对比（单位：十亿日元）



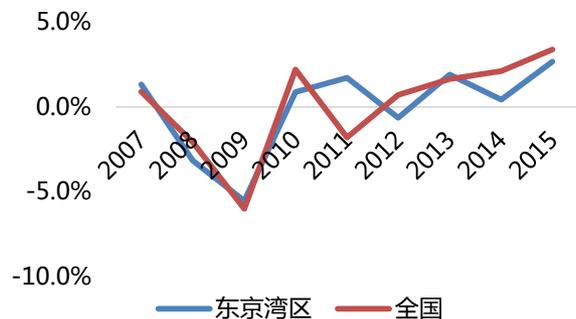
资料来源：日本内阁府，Wind资讯，东吴证券研究所

图：东京湾区GDP占全日本比例



资料来源：日本内阁府，Wind资讯，东吴证券研究所

图：东京湾区与全日本GDP增速对比

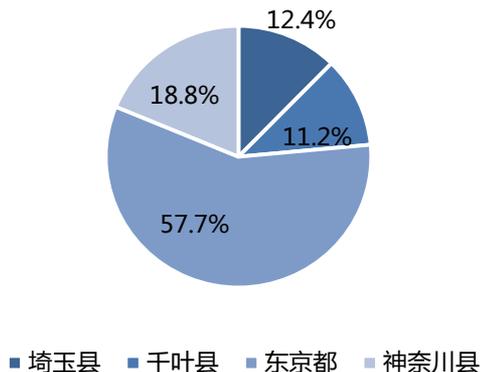


资料来源：日本内阁府，Wind资讯，东吴证券研究所

东京湾区GDP早在2006年便超过180万亿日元，而后受金融危机影响，GDP在2009年滑落至低点169万亿日元。摆脱金融危机影响后，日本经济缓慢复苏，在2015年重回180万亿日元。东京湾区GDP常年占全国GDP的35%左右，是日本经济的绝对核心。湾区GDP的增速也和全国GDP增速高度拟合。2011年，湾区GDP增速达到1.74%，带领日本逐渐走出金融危机的泥潭。

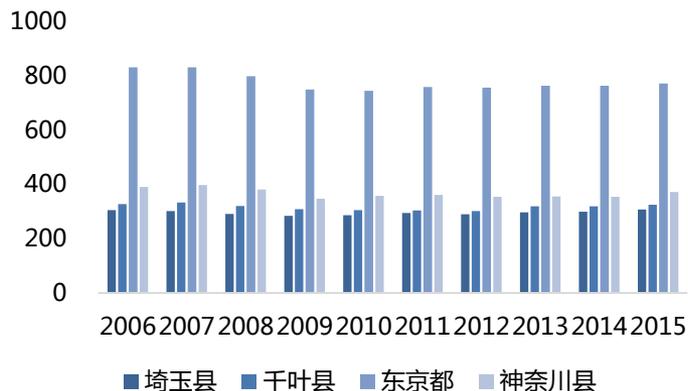
3) 东京湾区：经济基础

图：东京湾区各个城市GDP占比（2015年）



资料来源：日本内阁府，东吴证券研究所

图：东京湾区各个城市人均GDP（单位：万日元）

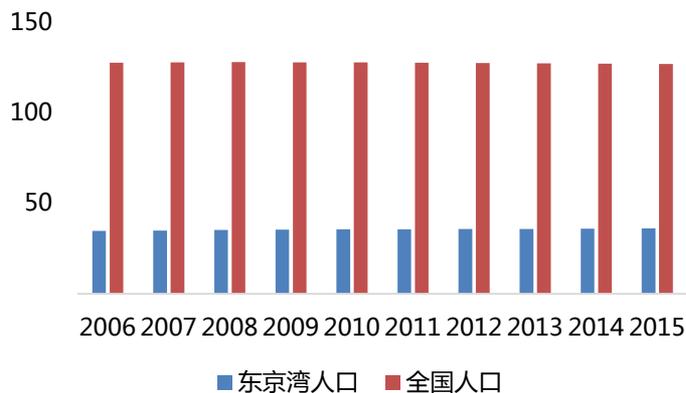


资料来源：日本内阁府，东吴证券研究所

分城市来看，以各类服务业为主要产业的东京都GDP又占到湾区GDP的将近2/3，高达58%，是湾区经济的绝对核心。服务业和制造业并举的神奈川县、埼玉县和千叶县分别占到湾区经济的19%、12%和11%。包含京滨工业区的西湾所占有的GDP总量明显高于包含京叶工业区的东湾，京滨工业区是湾区经济之核也是日本经济之核。**东京都在人均GDP上也是遥遥领先**，几乎两倍于埼玉县、神奈川县和千叶县的人均GDP。服务业产值高，收入分配更为均匀，提升服务业占比，发展高端服务业也是粤港澳大湾区未来的发展方向。

4) 东京湾区：人口流入

图：东京湾区与全日本人口对比(百万人)



资料来源：日本统计局，东吴证券研究所

图：东京湾区与全日本人口增速对比

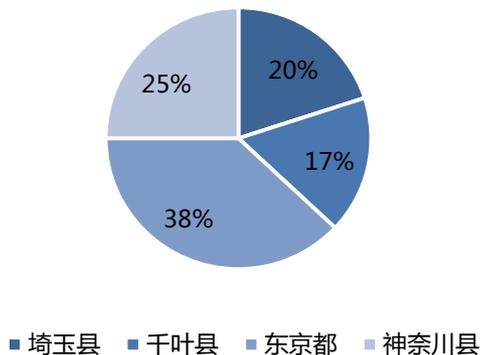


资料来源：日本统计局，东吴证券研究所

2015年东京湾人口达到3613万人，占全国人口的28%，湾区人口占全国比例常年保持稳定。东京湾区人口增长缓慢，常年维持在1%以下，受金融危机影响，2008年后湾区内可提供的工作岗位数量有所下滑，导致了人口增长率的逐年下滑，2012年湾区人口增长率达到最低，仅有0.1%。2012年后，受安倍晋三政府推出的一系列刺激政策的影响，日本经济逐渐恢复增长，湾区的人口增长率也逐年上升。**湾区人口虽增长缓慢，但仍领先于全国的人口增长率，**2010年后，日本全国人口已经开始负增长，湾区广大的市场和良好的经济环境对人口有相当可观的吸引力。

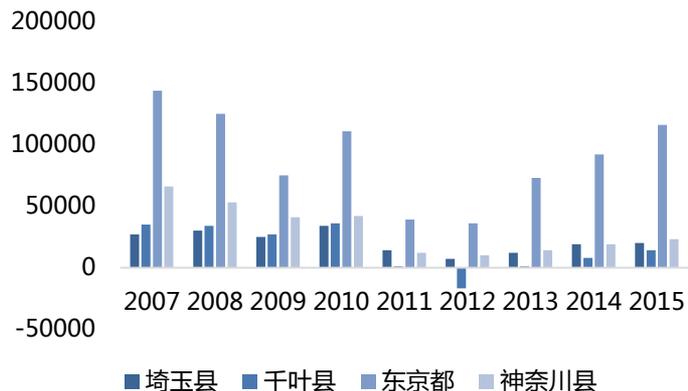
4) 东京湾区：人口流入

图：东京湾区各个城市人口占比（2015）



资料来源：日本统计局，东吴证券研究所

图：东京湾区各城市人口净流入对比（单位：人）

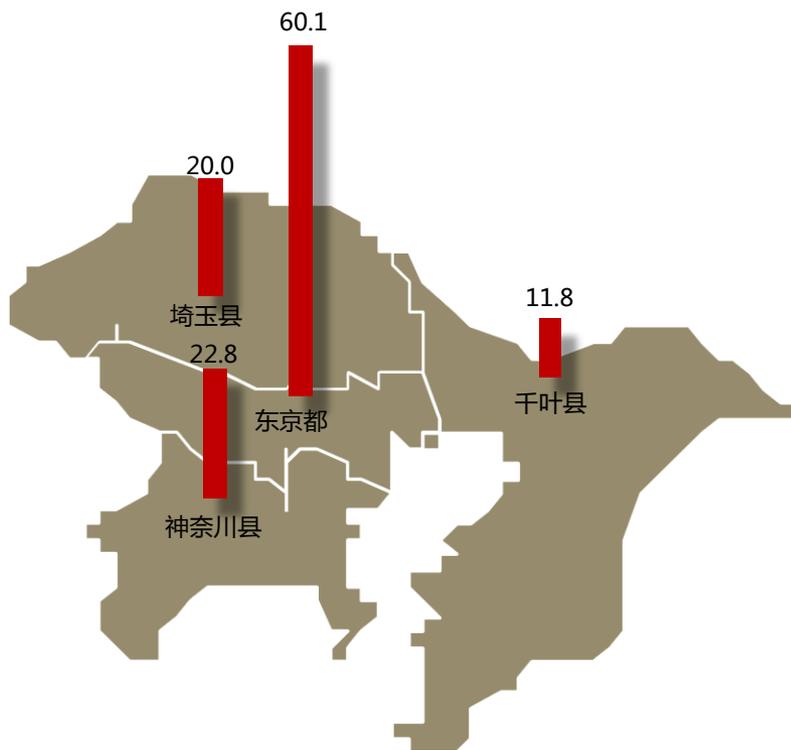


资料来源：日本统计局，东吴证券研究所

分城市来看，东京都人口占湾区人口的38%，是湾区内人口最多的城市，环绕东京都的神奈川县、埼玉县和千叶县分别占湾区总人口的25%、20%、和17%。东京都拥有湾区内最多的人口同时创造着湾区内最高的GDP产值。每年的流入湾区的人口也大都流向了东京都，其流入人口近乎于其他三个城市流入人口之和。人口的聚集效应十分显著，预计东京都将进一步集中湾区的人口。

5) 东京湾区：房价走势

图：东京湾区各城市住宅土地价格（2019年5月，万日元/平米）

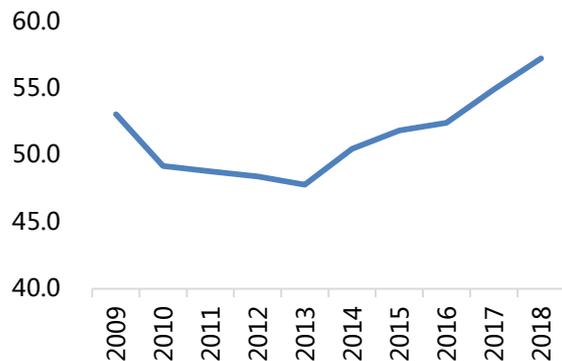


人口密集人均收入更高的东京都的平均住宅地价格显著高于湾区内其他县市。选取2019年的东京住宅地价格，东京都价格为60.1万日元/平方米，神奈川县价格为22.8万日元/平方米，埼玉县为20万日元/平方米，千叶县价格仅为11.8万元/平方米。

资料来源：Wind资讯，百度地图，东吴证券研究所

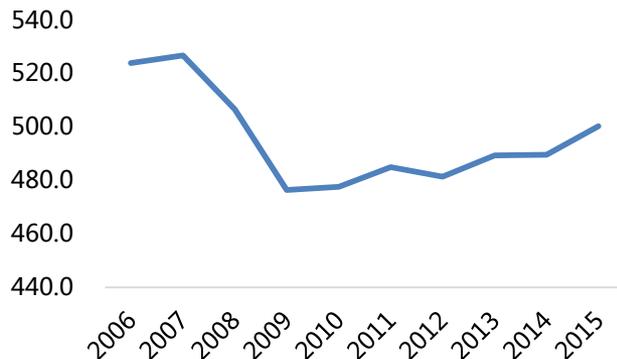
5) 东京湾区：房价走势

图：2009-2018年东京都市圈住宅地平均价格走势（万日元/平米）



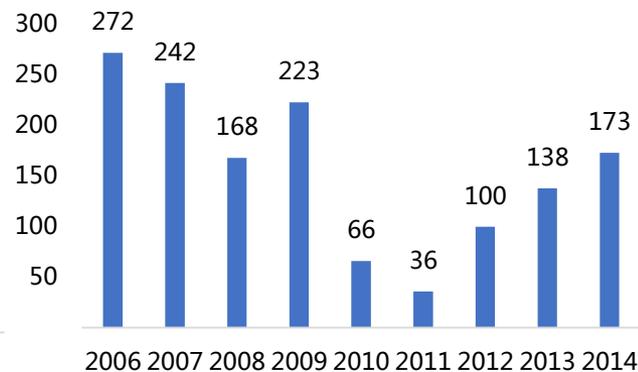
资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图：2006-2015年东京湾区人均GDP（万日元）



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图：2006-2015年东京湾区人口净流入情况（单位：千人）



资料来源：日本统计局，东吴证券研究所

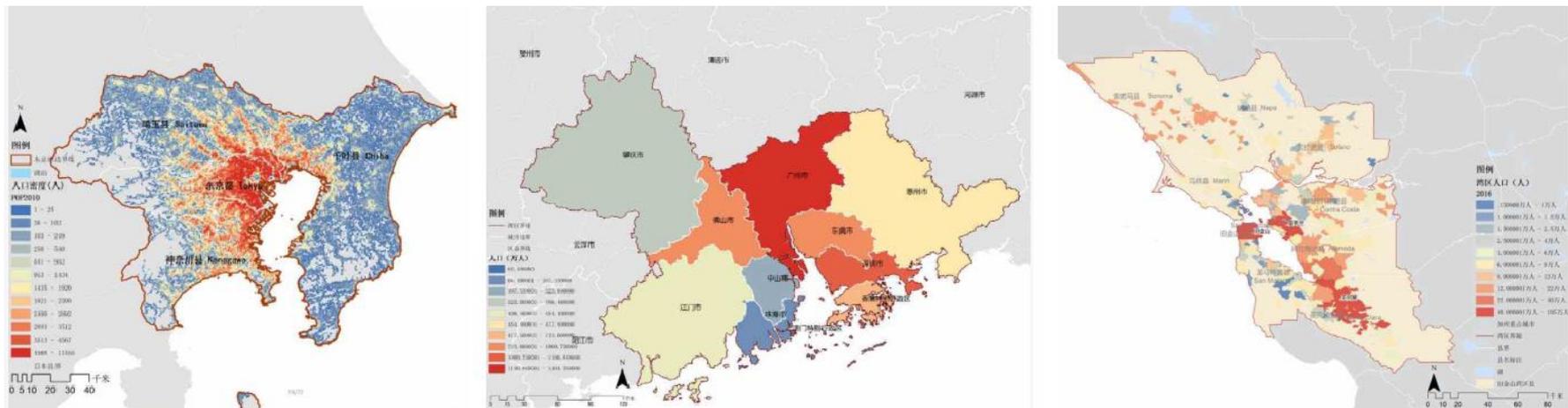
住宅地价格稳步回升。受08年金融危机影响，东京湾区的人均GDP在09-10年连续两年下滑，同期东京湾区的人口净流入规模有所下降，人口净流入在10-12年保持在谷底，这直接导致了东京都市圈住宅地价格的小幅回落。而随着安倍政府的经济刺激政策出台、全球经济增速回升，日本经济也慢慢爬出了泥潭，东京湾区人均GDP和人口净流入又进入到了相对快速的上升通道，这是东京都市圈住宅地平均价格13年以来快速上涨的核心原因。

2 世界三大湾区对比

粤港澳大湾区的人口规模庞大，对人口的吸纳能力高于其他国际湾区

- ▶ **旧金山湾区人口分布**：2018年旧金山湾区人口775.1万人，人口分布体现了美国西部地广人稀的特征，人口多集中于南湾和半岛地区，形成了旧金山（88.1万人）、圣何塞（104.3万人）、奥克兰（43.1万人）三个人口密集的城市。
- ▶ **东京湾区人口分布**：2015年东京湾区人口3613万人，人口呈圈层式分布，湾区以东京都为中心。东京都人口1352万人，人口密度6274人/平方公里；神奈川县人口913万人，人口密度3779人/平方公里；埼玉县人口727万人，人口密度1914人/平方公里；千叶县人口622万人，人口密度1206人/平方公里。

图：三大湾区人口密度分布



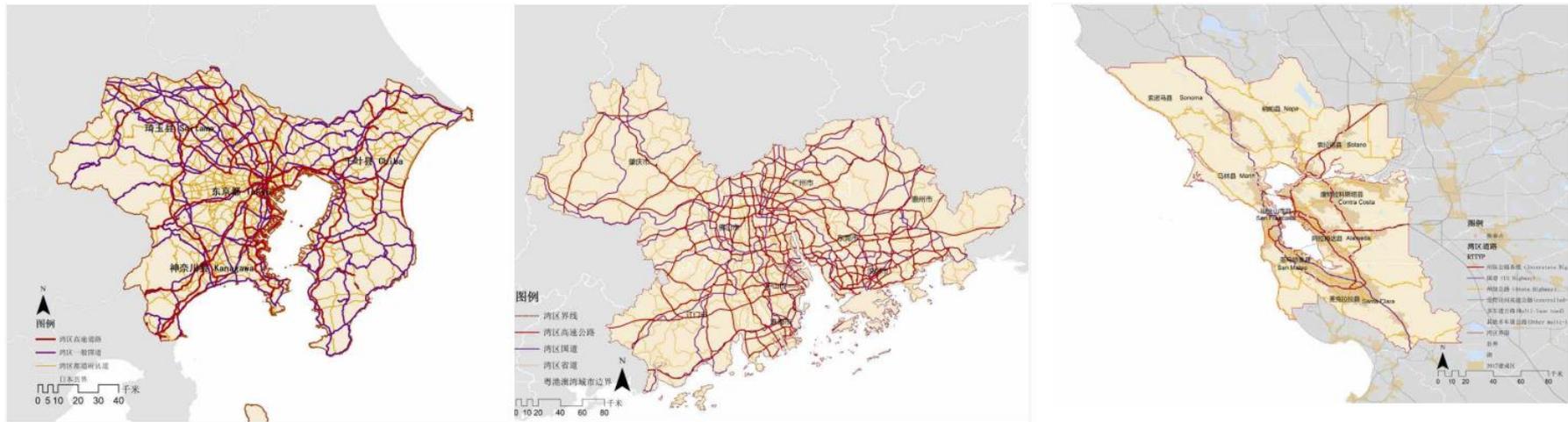
资料来源：广东省城乡规划设计研究院，东吴证券研究所

2 世界三大湾区对比

粤港澳大湾区在公路交通体系上不输给其他湾区：

- ▶ **旧金山湾区公路**：高速公路分为州际公路系统、加州州道系统及101号美国国道。
- ▶ **东京湾区公路**：湾区公路网以“三环九射”的高速公路为交通骨架，在东京市中心50公里半径范围的汽车日流量超500万辆次。
- ▶ **粤港澳大湾区公路**：港珠澳大桥正式通车运营，广东通港澳高速通道分别增至3条和2条，全省基本形成了以珠三角核心区为中心向外辐射的、以高速公路为骨架的干线公路网络。

图：三大湾区公路体系对比



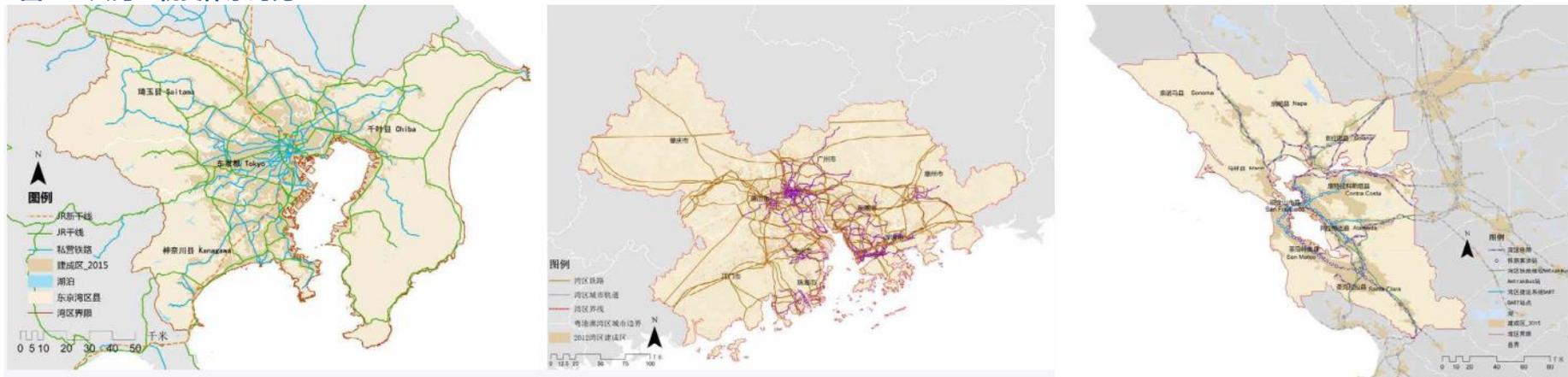
资料来源：广东省城乡规划设计研究院，东吴证券研究所

2 世界三大湾区对比

粤港澳大湾区高铁布局领先，但城际铁路较东京湾区差距较大：

- **旧金山湾区轨道：**湾区各郡均有公车系统负责大众运输，旧金山市区和圣塔克拉拉郡内则有轻轨系统。各郡间除了公路联络之外，以湾区捷运（BART）和加州通勤火车（Caltrain）最为重要。
- **东京湾区轨道：**东京湾区的铁路网呈放射状，外围有“山手线”和“武藏野线”环线，内环有密集的高速公路，形成国有高铁网、城际网以及私营铁路的普通铁路网。
- **粤港澳大湾区轨道：**粤港澳大湾区融入国家高铁网系统的同时，汕汕高铁-广汕高铁-广湛高铁将成为粤东-珠三角-粤西的350高速铁路通道。未来，深汕高铁-深珠通道-南深高铁将成为另一条350高速铁路通道。

图：三大湾区轨交体系对比



资料来源：广东省城乡规划设计研究院，东吴证券研究所

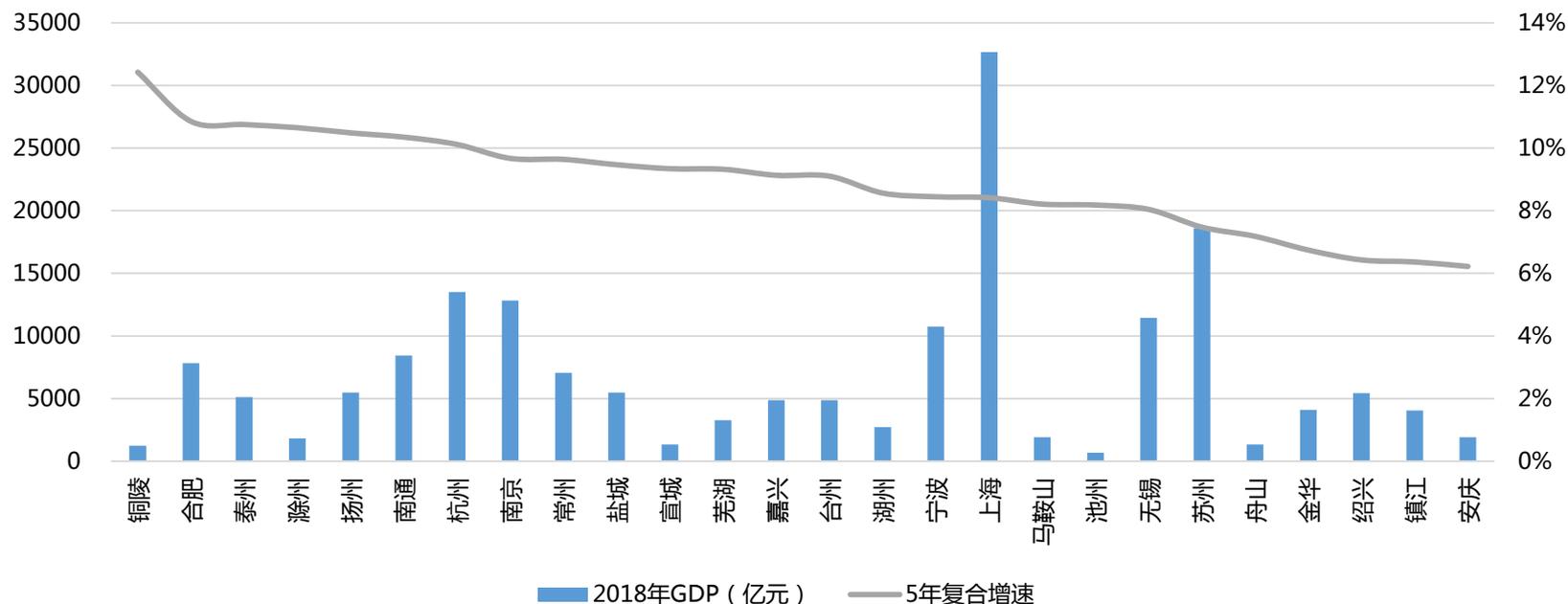
第三章 长三角及粤港澳：房地产市场概况

3.1 长三角城市群房地产市场概况

1) GDP及产业结构

长三角地区凭借丰富的自然禀赋及产业集聚优势，26城GDP增速较为可观，5年复合增速的均值达9%，显著高于全国平均水平；其中铜陵（12.4%）、合肥（10.9%）、泰州（10.8%）、滁州（10.7%）、扬州（10.5%）、南通（10.4%）、杭州（10.1%）等6城市高于10%，高于9%、8%分别有8个城市、5个城市。

图：长三角城市群26城GDP及增速情况



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

3.1 长三角城市群房地产市场概况

1) GDP及产业结构

长三角城市群各城市内部产业结构存在显著差异，上海、南京、杭州第三产业占比较高，其他城市第二、三产业相对较为均衡，第一产业占比均较低，与全国平均水平相比，长三角具备更合理产业分布结构，且部分城市仍有较大产业升级的空间。

图：长三角城市群26城GDP产业结构



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

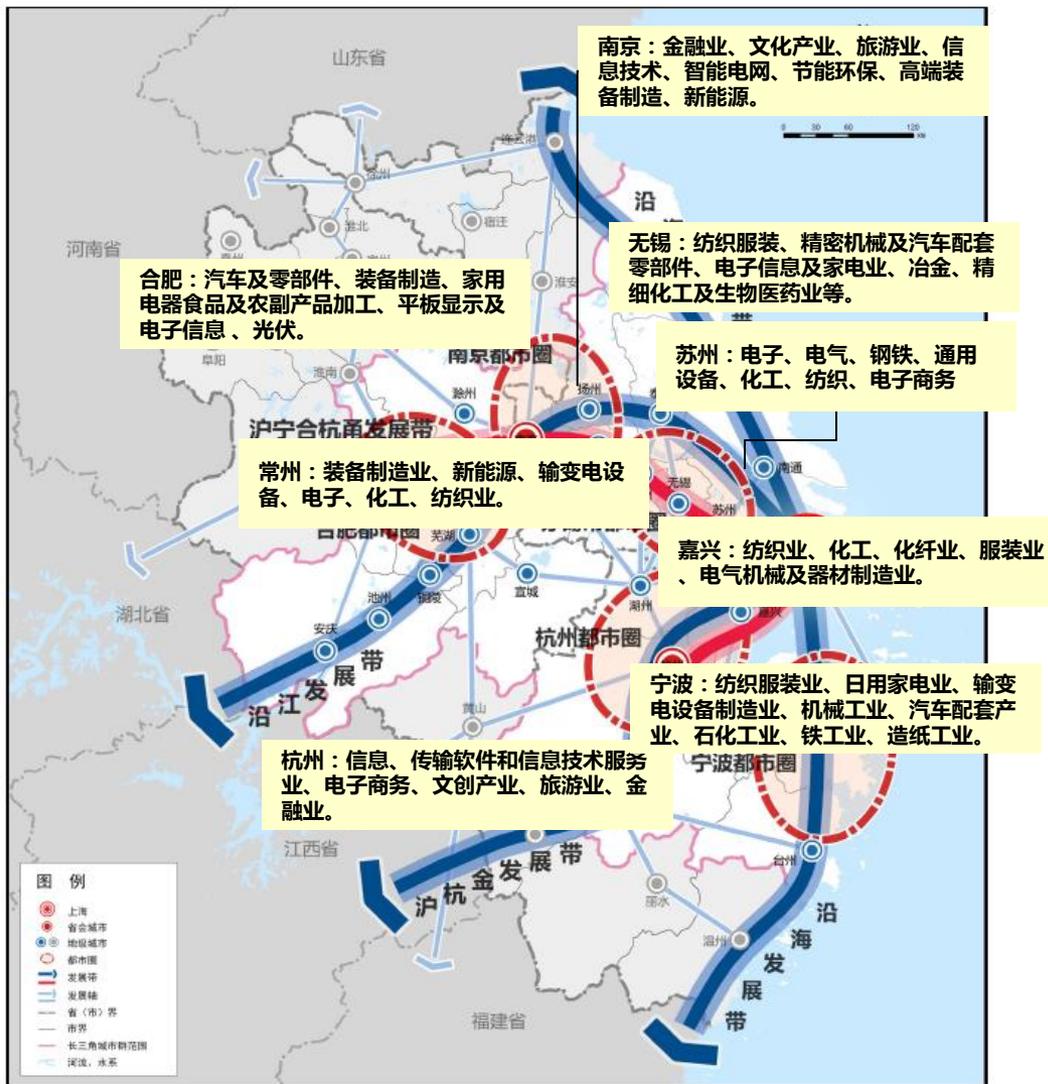
3.1 长三角城市群房地产市场概况

1) GDP及产业结构

长三角地区作为国内产业发展高地，产业门类齐全，集群优势明显，生产力强。未来智能制造和现代服务业成为产业发展方向。各个城市产业实力大多不俗，形成具备各自特色的产业体系。

- **上海**：汽车制造、钢铁等加工制造业仍然占据一定比例；聚焦总部经济、金融、科创等功能；
- **杭州**：依托信息、电子商务、旅游、金融，第三产业蓬勃发展；
- **苏州**：制造业基础雄厚、门类齐全；
- **南京**：老牌工业基地，其信息技术、智能电网、高端装备制造业具备优势；
- **合肥**：家用电器和装备制造是传统优势产业，平板显示及电子信息实现快速增长。

图：长三角主要城市产业布局情况



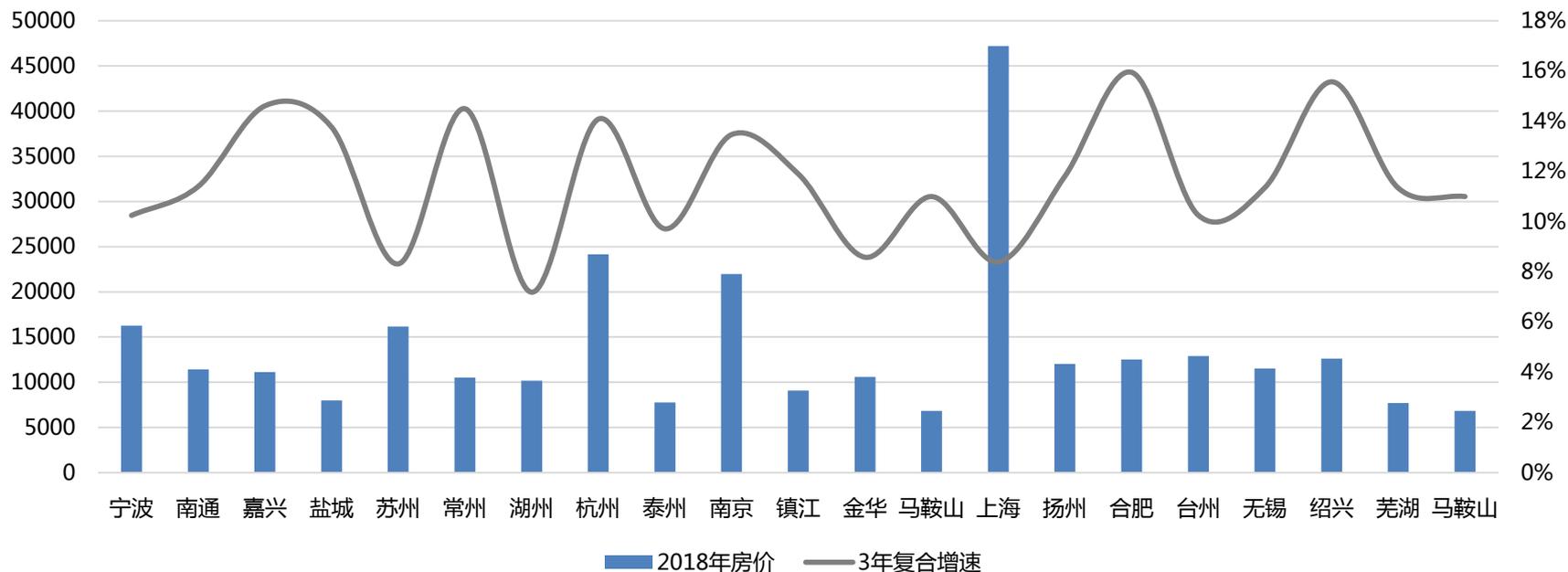
资料来源：中国指数研究院，《长江三角洲城市群发展规划》，政府官网，东吴证券研究所

3.1 长三角城市群房地产市场概况

2) 房地产价格与土地供应

上海目前房价最高，2015-2018年21城房价累计增速均值达39%，远超同期全国房价涨幅（28.6%），热门城市圈仍然具备其他区域无法比拟的资产增值潜力。

图：长三角主要城市房价走势（元/平米）及增速



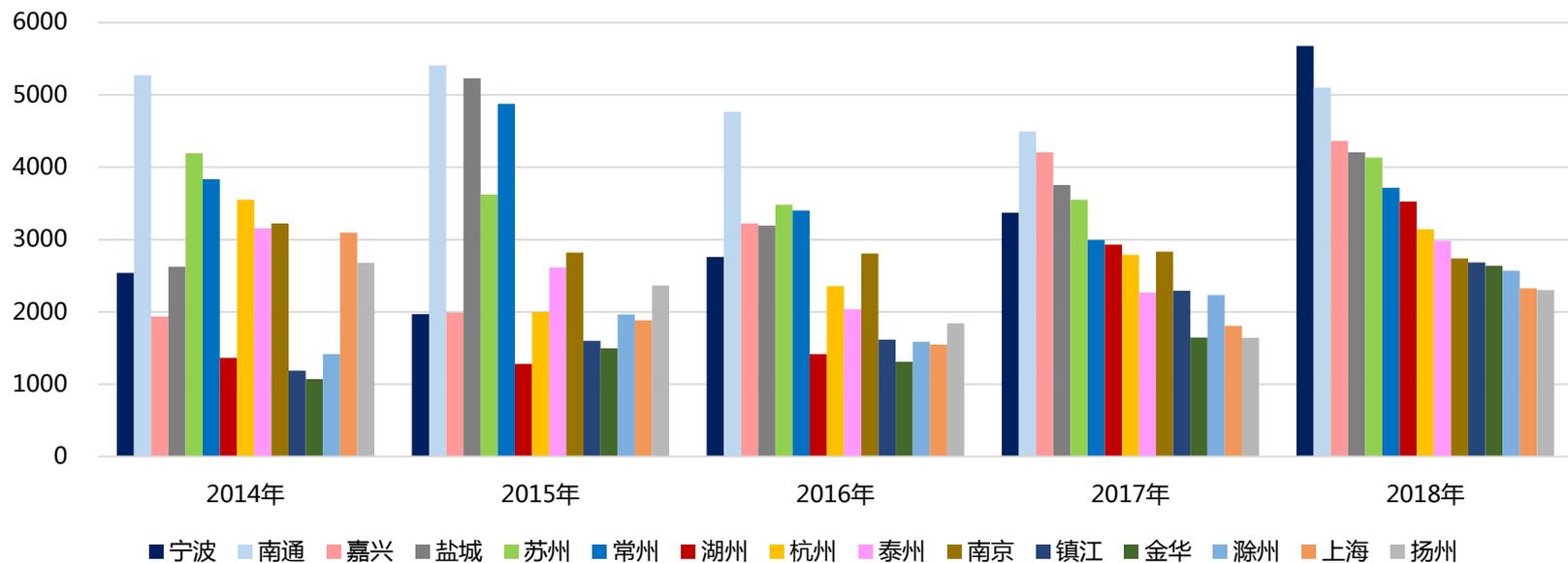
资料来源：中国指数研究院，安居客，东吴证券研究所

3.1 长三角城市群房地产市场概况

2) 房地产价格与土地供应

长三角26城市土地供应方差较大：南通、盐城、苏州、常州、宁波等地土地成交均值较大，而马鞍山、安庆、池州、舟山、铜陵等地土地成交量较小，池州、芜湖、苏州、常州、南通、泰州等城市供应量相对平稳。

图：长三角26城市中TOP15城市土地出让面积（万平米）



资料来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

3.1 长三角城市群房地产市场概况

3) 房地产政策

表：长三角26城市房地产调控政策

城市	落户	限售		限购			限贷	
		个人	企业	本市	非本市	企业	首套	二套
上海	目前主要有5种落户方式，分别是非户籍应届生落户、上海居住证转户口政策、人才引进落户、投靠类与迁户上海政策、留学回国人员落户。2019年4月，发改委引发通知要求尽快完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。	不限	满5年	单身1套、 家庭2套	1套（63个月内累计正常缴纳满60个月的社保或税单且必须已婚）	企业设立年限已满5年；累计缴纳税款金额已达100万元人民币；职工人数10名及以上，缴纳社保和公积金满5年；企业近年缴纳税款金额满500万元以上。	商业贷款35%； 公积金贷款<90平米20%，>90平米30%	普通自住房50%， 非普通自住房70%
南京	目前主要有2种落户方式，直接落户和积分落户。2019年4月，发改委引发通知要求尽快完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。	满3年	满3年	单身1套、 家庭2套	1套（3年内累计缴纳2年及以上个人所得税或社会保险、或有中高级职称以及硕士及以上学历）	暂停购买	无房、无贷30%； 无房有贷款记录50%	无贷/贷款结清30%； 有贷80%
无锡	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	满2年（部分）	满3年（部分）	单身1套、 家庭2套（二手房不限）	1套（累计缴纳2年个税或社会保险）	不限	30%	40%
常州	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	满2年（部分）	满2年（部分）	不限	不限	不限	20%	30%
苏州	2019年4月，发改委发文通知全面放开落户条件，并全面取消重点群体落户限制。	部分区域新房3年； 二手房5年	部分区域新房3年； 二手房5年	3套	1套（累计缴一年及以上个人所得税或社会保险）	不限	无房、无贷30%； 无房有贷款记录50%	无贷/贷款结清50%； 有贷80%
南通	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	1套（连续一年以上纳税证明和社保缴纳证明）	不限	30%	40%
盐城	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	30%	40%

资料来源：政府网站，东吴证券研究所

3.1 长三角城市群房地产市场概况

3) 房地产政策

表：长三角26城市房地产调控政策（续1）

城市	落户	限售		限购			限贷	
		个人	企业	本市	非本市	企业	首套	二套
扬州	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	满3年（部分）	不限	市区内3套	市区内3套	不限	30%	50%
镇江	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	30%	30%
泰州	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	满2年（部分）	满2年（部分）	不限	不限	不限	30%	40%
杭州	2019年4月，发改委引发通知要求尽快完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。	无限售	满3年	单身1套、 家庭2套	1套（3年内累计缴纳2年及以上个税或社会保险）	不限	无房无贷：30%； 无房有贷款记录60%	60%
宁波	2019年4月，发改委发文通知全面放开落户条件，并全面取消重点群体落户限制。	满2年（部分）	满2年（部分）	2套	1套（2年内累计缴纳1年以上个税或社会保险）	不限	30%	有房无贷30%； 有房有贷 40%
嘉兴	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	1套	不限	30%	有房无贷30%； 有房有贷 50%
湖州	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	30%	40%
绍兴	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	满2年（部分）	满2年（部分）	不限	不限	不限	30%	50%
金华	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	30%	40%
舟山	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	30%	40%
台州	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	30%	40%

资料来源：政府网站，东吴证券研究所

3.1 长三角城市群房地产市场概况

3) 房地产政策

表：长三角26城市房地产调控政策（续2）

城市	落户	限售		限购			限贷	
		个人	企业	本市	非本市	企业	首套	二套
合肥	2019年4月，发改委发文通知全面放开落户条件，并全面取消重点群体落户限制。	不限	不限	2套	1套（2年内连续缴纳1年以上个税或社会保险）	不限	无房无贷、无房有贷款记录：40%	有房无贷40%；有房有贷 50%
芜湖	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	满2年	满2年	不限	不限	不限	20%	40%
马鞍山	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	20%	30%
铜陵	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	20%	30%
安庆	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	20%	30%
滁州	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	20%	40%
池州	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	20%	40%
宣城	2019年4月，发改委发布通知要求全面取消落户限制。	不限	不限	不限	不限	不限	20%	40%

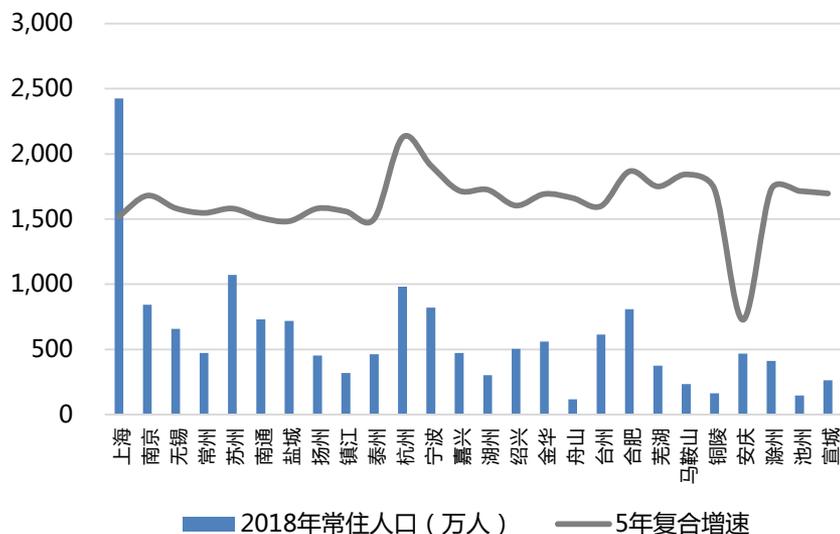
资料来源：政府网站，东吴证券研究所

3.1 长三角城市群房地产市场概况

4) 人口规模

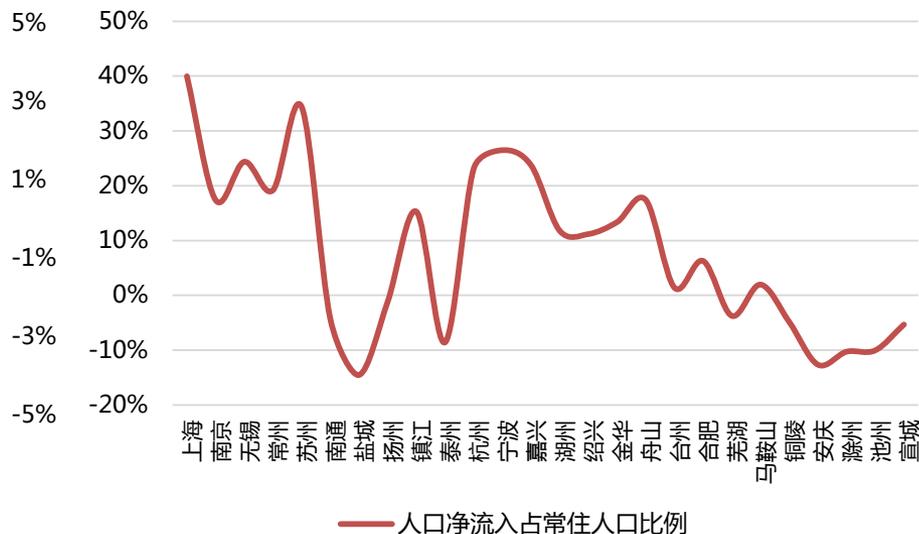
从常住人口看，上海、苏州、杭州、南京、宁波位列前五，且近5年复合增速中杭州（2%）、宁波（1%）、合肥（1%）、马鞍山（1%）远高于其它城市人口增速，对外来人口的吸引力更强。26城中南通、盐城、扬州、泰州、芜湖、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城等10城为人口净流出，其他城市为人口净流入。

图：长三角26城市常住人口（万人）及增速



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所
 备注：因数据可得因素，铜陵为3年复合增速，上海、杭州、金华取2017年数据

图：长三角26城市人口净流入占常住人口比例



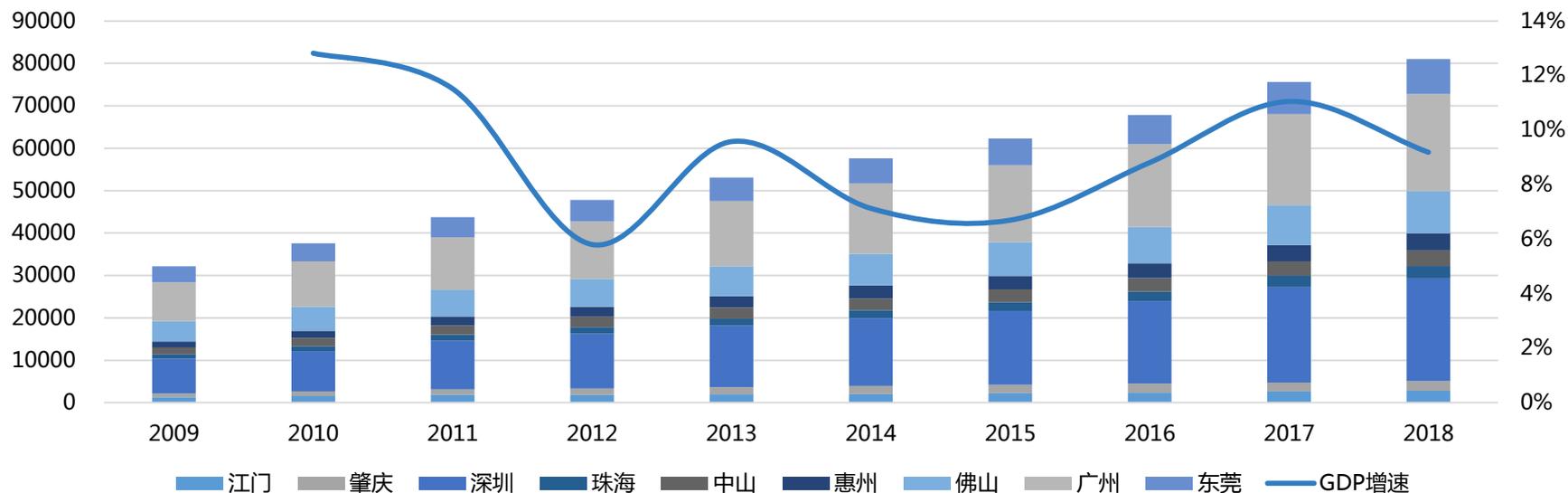
资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

3.2 粤港澳大湾区房地产市场概况

1) GDP与产业结构

粤港澳大湾区定位为国际一流湾区，广东省9个城市的GDP与人均GDP在近十年均呈现稳定上涨势头。未来随着区域内产业协同发展，承接传统珠三角产业的转移，预计江门、肇庆等地经济实力、GDP水平均有望迎来较快提升。

图：2009-2018粤九城累计GDP（亿元、左轴）及增速（右轴）



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

3.2 粤港澳大湾区房地产市场概况

1) GDP与产业结构

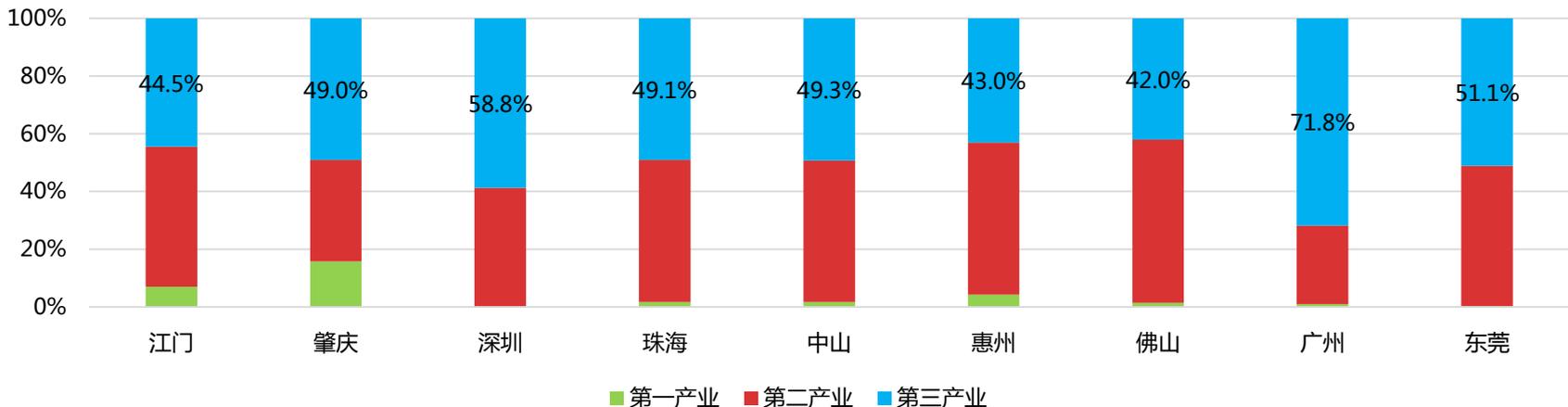
粤港澳大湾区第三产业比重相较于世界其他三大湾区仍然较低，因此湾区内产业结构升级是未来湾区经济建设的重要改革点。

表：2018粤九城支柱产业

城市	支柱产业
江门	电子信息、金属制品、纺织服装
肇庆	新能源汽车、先进装备制造、节能环保
深圳	文化创意产业、高新技术产业、现代物流业、金融业
珠海	家电电气、石油化工、电力能源
中山	装备制造业、健康科技产业、文化旅游产业
惠州	石化、电子、汽车与装备制造
佛山	金属、家电、装备制造
广州	电子信息、汽车、石化、海洋产业
东莞	电子信息、电气机械设备制造、纺织服装鞋帽制造

资料来源：政府网站，东吴证券研究所

图：2018年粤九城GDP产业结构比例



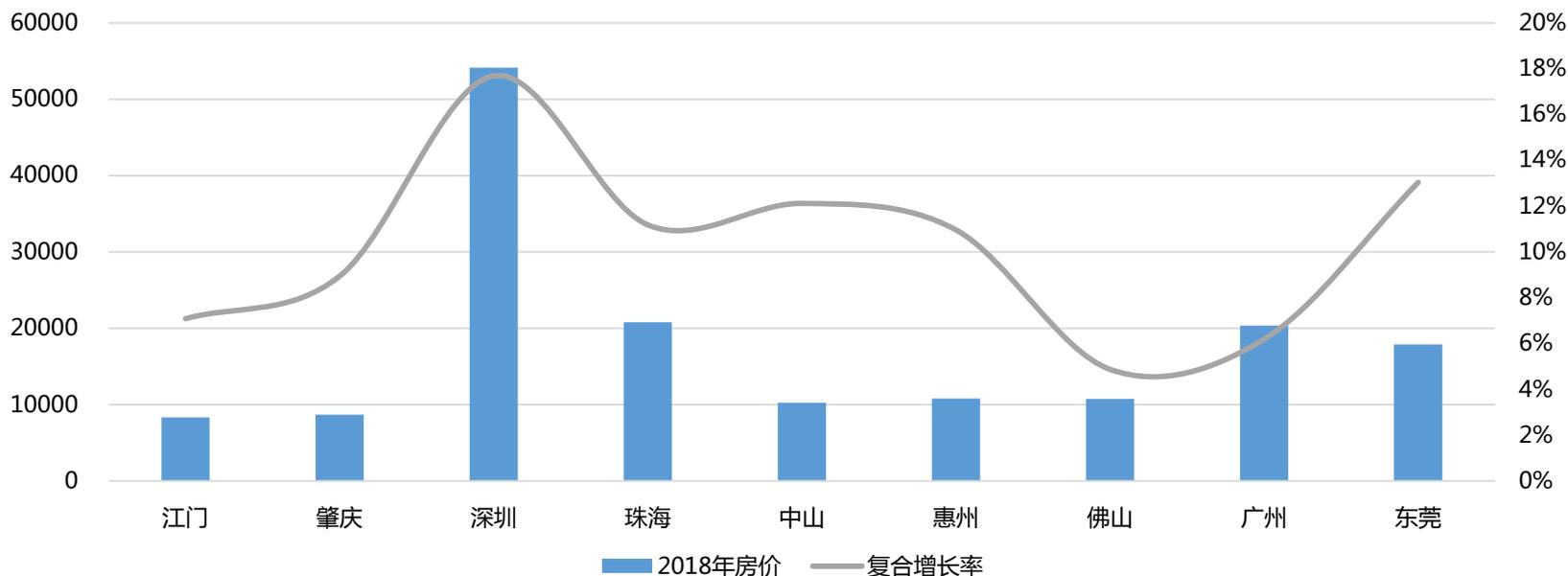
资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

3.2 粤港澳大湾区房地产市场概况

2) 房地产价格与土地供应

深圳目前房价最高，2015-2016年房价涨幅十分显著，2015-2018年累计上涨均超过50%，远超同期全国房价涨幅（28.6%），其他八个城市房价相对平稳，到2016年才出现明显上涨。

图：2009-2018各城市房价（元、左轴）及五年复合增长率（右轴）



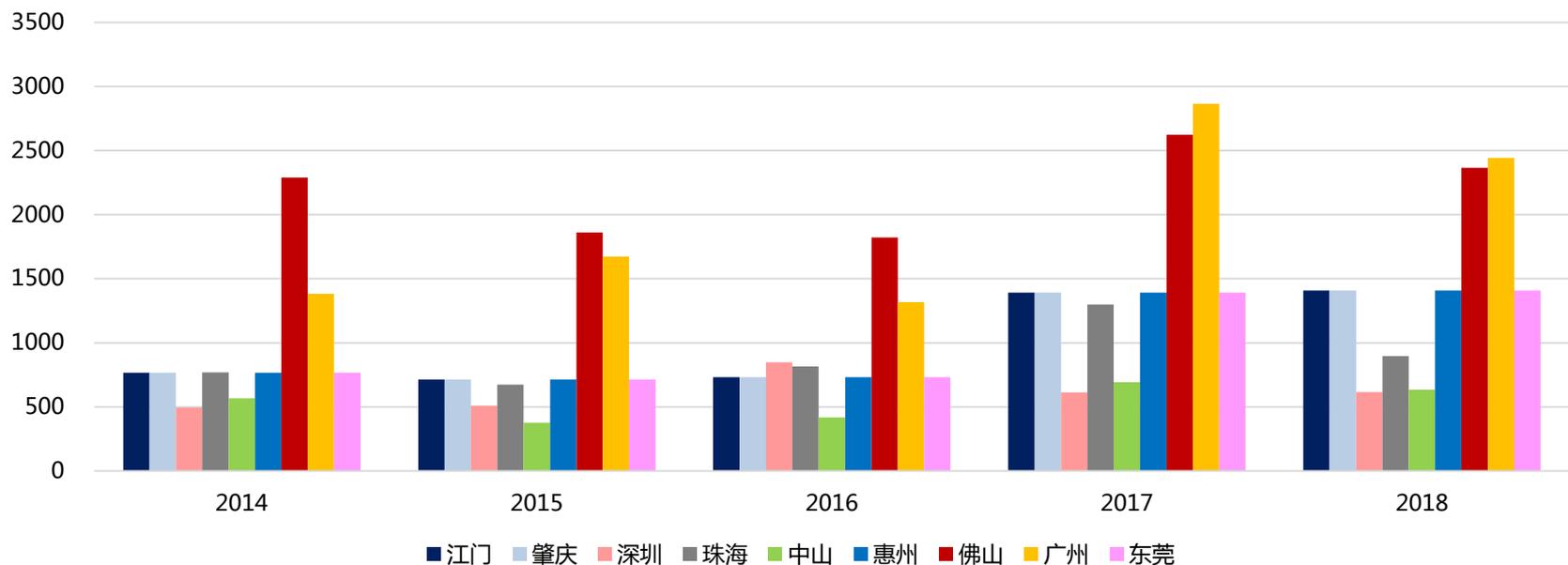
资料来源：中国指数研究院，安居客，东吴证券研究所

3.2 粤港澳大湾区房地产市场概况

2) 房地产价格与土地供应

粤港澳大湾区9城市土地供应方差较大：佛山与广州土地成交量较大，而珠海、中山、深圳土地成交量较小，惠州、江门、肇庆土地供应量相对平稳

图：2014-2018粤九城土地成交建筑面积（万方、左轴）



资料来源：中国指数研究院，东吴证券研究所

3.2 粤港澳大湾区房地产市场概况

3) 房地产政策

表：粤港澳大湾区房地产限制政策

城市	落户	限售		限购		限贷	
		个人	企业	本市户籍	非本市户籍	首套	二套
广州	2019年4月，全面取消落户政策	满2年	满3年	单身1套 家庭2套	1套（连续缴纳5年社保或个税）	无房无贷30%；无房有贷：普宅40%、非普宅70%	有房无贷50%；有房有贷70%
深圳	2019年2月，人才落户“秒批”；2019年4月，完善积分落户政策	住宅满3年； 公寓满5年	住宅暂停购买； 公寓满5年	单身1套 家庭2套	1套（需5年社保或个税）	无房无贷：30%；无房有贷款记录：50%	70%
东莞	2018年，取消积分落户，“两个五年”入户、“条件准入类”及“企业自评类”入户	满2年		2套	2套（首套需1年社保、二套需两年社保）	30%	无贷/贷款结清30%；有贷40%
惠州	2019年4月，全面取消落户限制	满3年		不限		30%	40%
珠海	2019年4月，全面取消落户限制	满3年		3套	1套（需5年社保或个税）	30%	无贷/贷款结清40%（非普60%）；有贷50%（非普70%）
中山	2019年4月，全面取消落户限制	不限		3套	2套（首套需半年社保、二套需2年社保）	30%	无贷/贷款结清30%；有贷40%
佛山	2018年12月，发布落户积分新政策	不限		2套	1套（需1年社保）	30%	有房无贷30%；有房有贷40%
江门	2019年4月，全面取消落户政策	不限		3套	2套（首套需半年社保，二套需1年社保）	30%	无贷/贷款结清30%；有贷40%
肇庆	2017年7月，全面取消积分制落户			不限			

资料来源：政府网站，东吴证券研究所

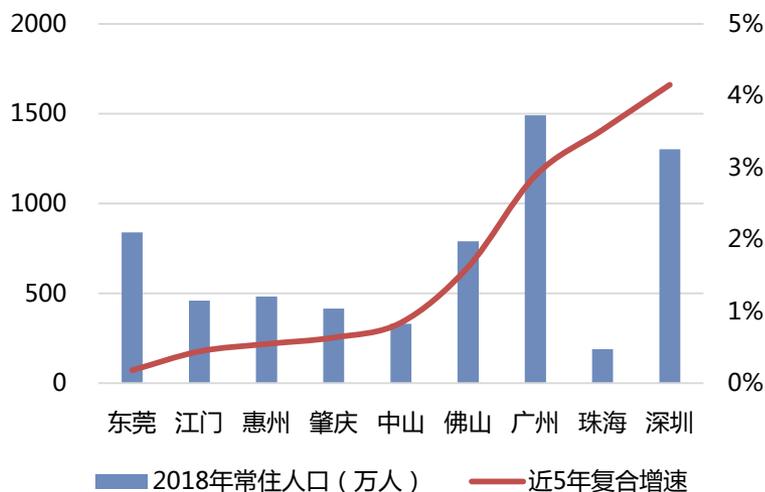
3.2 粤港澳大湾区房地产市场概况

4) 人口规模

从常住人口看，广州、深圳、东莞位列前三，且近5年复合增速中深圳（4%）、珠海（4%）、广州（3%）远高于其它城市人口增速，对外来人口的吸引力更强。

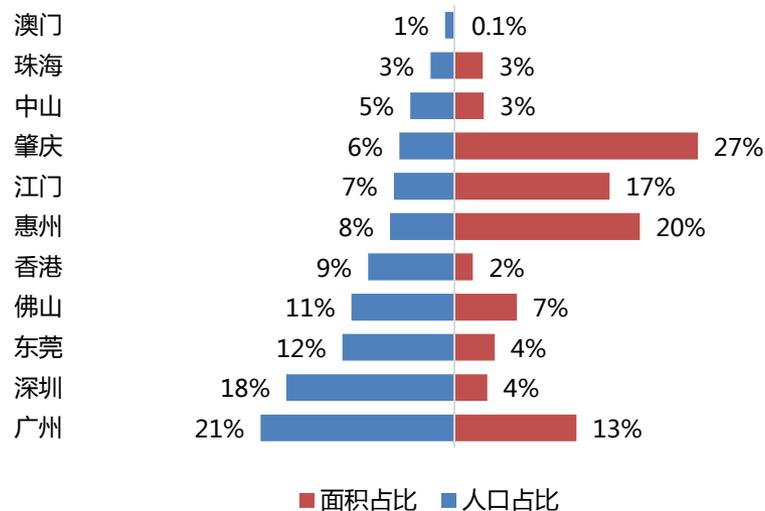
土地资源空间错配：从人口占比及土地面积占比看，粤港澳地区仍然存在较为明显的土地资源空间错配。

图：2018粤九城常住人口（万人）及近5年复合增速



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图：粤港澳大湾区土地面积占比及人口占比



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

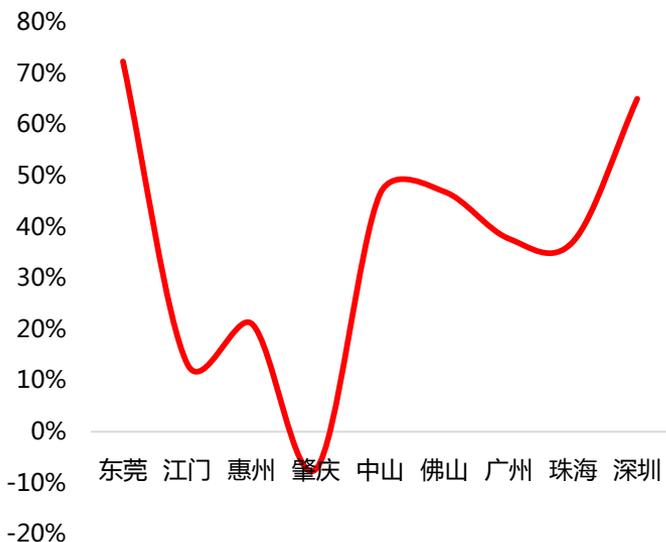
3.2 粤港澳大湾区房地产市场概况

4) 人口规模

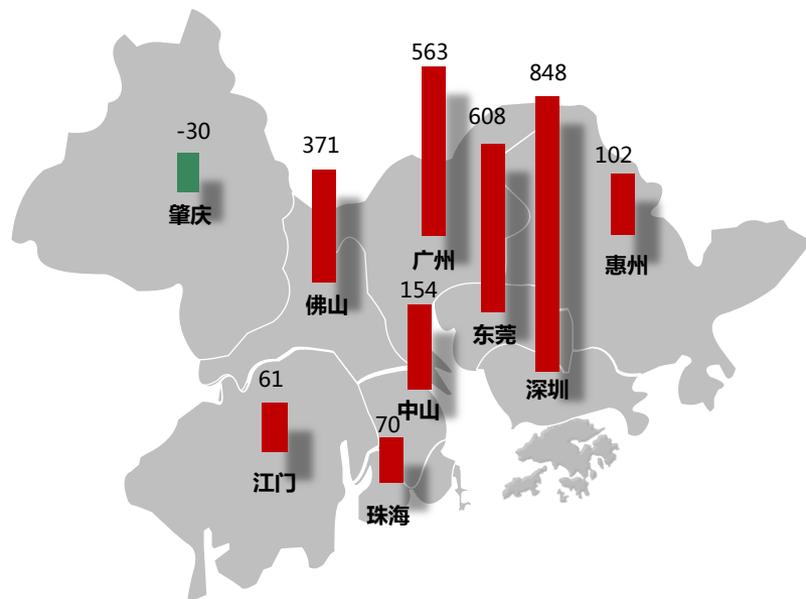
从人口净流入规模看，除去肇庆为人口净流出，粤九城其他城市均为人口净流入，深圳、广州、东莞位列前三。

图：粤九城人口净流入规模（常住人口-户籍人口）：万人

图：2018年粤九城人口净流入占常住人口比



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所
(备注：除肇庆、佛山、广州户籍人口为2017年数据)



资料来源：Wind咨询、百度地图，东吴证券研究所

第四章 城市评价分析及投资建议

4 城市评价分析

1) 房地产潜力评价指标体系

表：房地产潜力评价指标体系

目标层	准则层	B-A权重	指标层		权重（C对B）	指标层C对目标层A的权重
			代码	指标名称		
房地产开发潜力	人口流入B1	0.2	C1	落户难度	0.25	0.05
			C2	人口增速	0.75	0.15
	区位B2	0.2	C3	公路通车里程	0.5	0.1
			C4	港口机场	0.5	0.1
	土地市场B3	0.25	C5	土地供应/常住人口	1	0.25
	收入增速B4	0.2	C6	科技创新	0.5	0.1
			C7	资本集聚	0.5	0.1
	政策红利B5	0.15	C8	政策红利	1	0.15

资料来源：东吴证券研究所

4 城市评价分析

2) 长三角指标打分

表：长三角26城指标打分

城市	人口流入		区位		土地供应	收入增速		政策红利	最终得分
	落户难易度	人口增速	公路通车里程	港口机场	土地供应常住人口比	科技创新	资本集聚	政策红利	
上海	8	7	9	10	10	10	10	10	9.35
杭州	10	9	9	10	8	10	10	8	8.95
南京	10	8	8	10	8	10	9	8	8.60
合肥	10	8	10	10	8	10	7	8	8.60
苏州	10	7	8	10	8	9	8	8	8.25
宁波	10	8	8	10	7	8	8	8	8.05
无锡	10	7	7	10	8	8	7	8	7.95
芜湖	10	8	7	10	8	6	7	7	7.75
金华	10	8	8	8	8	7	7	7	7.75
铜陵	10	8	7	8	9	6	6	7	7.70
安庆	10	6	10	10	8	6	6	7	7.65
湖州	10	8	7	10	7	7	7	7	7.60
嘉兴	10	8	7	10	7	7	7	7	7.60
滁州	10	8	9	10	7	6	6	7	7.60
台州	10	6	8	10	8	6	7	7	7.55
马鞍山	10	8	7	8	8	7	6	7	7.55
盐城	10	6	10	10	7	7	6	7	7.50
南通	10	6	10	10	7	6	7	7	7.50
绍兴	10	6	8	8	8	7	7	7	7.45
宣城	10	8	7	8	8	6	6	7	7.45
池州	10	8	7	10	7	6	6	7	7.40
常州	10	6	7	10	7	8	7	7	7.40
舟山	10	8	7	10	7	6	6	7	7.40
扬州	10	6	7	10	7	7	7	7	7.30
镇江	10	6	7	10	7	7	6	7	7.20
泰州	10	6	7	8	7	7	6	7	7.00

资料来源：政府官网，Wind资讯，东吴证券研究所

4 城市评价分析

2) 粤九城指标打分

表：粤九城指标打分

城市	人口流入		区位		土地供应	收入增速		政策红利	最终得分
	落户难易度	人口增速	公路通车里程	港口机场	土地供应常住人口比	科技创新	资本集聚	政策红利	
深圳	8	10	7	10	10	8	10	10	9.40
广州	8	10	7	10	9	10	9	10	9.25
珠海	10	10	7	10	8	7	7	7	8.15
中山	10	8	7	10	9	6	7	7	8.00
佛山	10	8	7	10	8	7	7	8	8.00
惠州	10	8	9	10	8	6	6	7	7.85
肇庆	10	8	9	8	8	6	6	7	7.65
东莞	10	6	7	8	9	7	7	7	7.60
江门	10	6	8	8	8	6	7	8	7.50

资料来源：政府官网，Wind资讯，东吴证券研究所

表：重点公司土储分布情况（截至2018年末）

公司	长三角	粤港澳	备注
保利地产	8%	38%	土储一二线占比超60%，六大核心城市群占比近70%
中南建设	56%	2%	不断完善长三角、珠三角以及内地人口密集核心城市布局
蓝光发展	未公布	未公布	土储华南、华东分别占比25%、8%
新城控股	50%	17%	以上海为中枢，长三角为核心，大力发展环渤海、中西部、粤港澳大湾区等地区
龙光集团	1%	62%	前瞻布局粤港澳大湾区，土储货值占比71%
龙湖集团	21%	6%	已累计进入47城，环渤海土储建面占比34%
融信中国	43%	0.3%	持续完善各大城市群纵深布局
招商蛇口	29%	28%	已在粤港澳大湾区的9个城市布局，大部分资源集中在深圳
阳光城	17%	15%	主要项目分布在大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域
旭辉集团	33%	7%	长三角、环渤海、中西部、华南销售额占比48%、24%、23%、5%
世茂房地产	25%	22%	参与京津冀、长三角、长江中下游、海峡西岸、珠三角、成渝、山东半岛等核心城市群的发展建设
合景泰富	44%	22%	重点布局粤港澳大湾区及长三角区域，两个重要区域的版图布局已基本完善

投资建议：大国大城趋势下，都市圈是城镇化提升的可靠路径之一。地产板块将持续受益于新型城镇化进程，特别是重点深耕核心都市圈的标的。一线龙头推荐保利地产、万科A、招商蛇口，二线龙头推荐中南建设、蓝光发展。

资料来源：Wind资讯，公司年报，2018年业绩会演示材料，东吴证券研究所
 （备注：黑色字体为面积口径，红色字体为货值口径，融信中国为权益建面口径）

投资建议：大国大城趋势下，都市圈是城镇化提升的可靠路径之一。地产板块将持续受益于新型城镇化进程，特别是重点深耕核心都市圈的标的。一线龙头推荐保利地产、万科A、招商蛇口，二线龙头推荐中南建设、蓝光发展。

表：重点公司盈利预测（2019/6/16）

代码	公司名称	股价	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
000002.SZ	万科A	27.93	3126	3.66	4.31	5.05	7.63	6.48	5.53
600048.SH	保利地产	12.88	1532	2.10	2.63	3.15	6.13	4.90	4.09
001979.SZ	招商蛇口	21.18	1676	2.39	2.87	3.44	8.86	7.38	6.16
000961.SZ	中南建设	8.81	327	1.09	1.88	2.47	8.08	4.69	3.57
600466.SH	蓝光发展	6.37	190	1.13	1.53	1.83	5.64	4.16	3.48

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

第五章 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园