

行业评级:

房地产

增持 (维持)

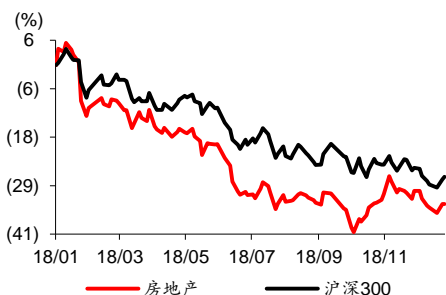
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《房地产: 流动性及政策双改善, 积极因素如期兑现》2019.01
- 2 《房地产: 行业周报(第五十一周)》2018.12
- 3 《房地产: 行业周报(第五十周)》2018.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

房贷利率拐点确立, 助力行业景气托底

2018年12月融360房贷利率点评

核心观点

融360数据显示2018年12月全国首套房贷款平均利率为5.68%, 相对基准利率上浮15.9%, 环比11月下降3bp, 为2016年7月以来的首次回调。2018年三季度以来房地产行业积极因素持续积累, 流动性边际改善、去杠杆节奏趋缓、地方政策边际放松, 历史经验证明房贷利率拐点的确立有望托底房地产景气度以及板块表现, 继续看好房地产板块在2019年的表现。

首套房利率2年来首度回调, 利率周期拐点确立

全国首套房贷款利率自2016年7月4.44%的阶段性低点稳步增长至2018年11月的5.71%, 连续上涨28个月, 2018年12月的回调为2年多来的首次改善, 印证我们2018年三季度提出的年内见顶回落、且顶部预计为中长期顶部的判断。12月下调房贷利率的银行数量占比创2017年4月以来新高, 达到10.13%。此外, 12月工农中建四大行首套利率环比11月减少4bp, 也是近期首次回落, 且改善幅度高于全国平均的3bp。

房贷利率调整率先在一二线城市出现

本轮房贷利率的调整率先在热点一二线城市出现, 2018年10月以来北京、广州、杭州、武汉、南京等出现边际改善。12月35城中共有17城首套利率均值环比下降, 环比改善幅度在1-15bp之间。其中12月一线城市首套利率均值区间5.09%-5.57%, 北上广深环比改善幅度分别为2、10、7、4bp。二三线城市中, 珠海、石家庄、东莞、长春、厦门等改善明显, 下调空间在6-15bp之间, 宁波、杭州、南京等改善幅度在5bp以内。我们认为未来房贷利率调整的城市范围及改善幅度有望进一步蔓延和扩大。

货币政策转向预期明确, 叠加政策改善有望共同托底市场

2018年以来的连续降准, 尤其是2019年初的全面降准进一步强化货币政策的转向确立, 华泰宏观团队认为随着2019逆周期调节空间的提升, 货币政策有望转向数量和价格的双宽松。历史经验表明, 房贷利率与全国商品房销售增速之间存在明显的负相关, 2012年初和2014年末的两次房贷利率拐点向下, 都带来了房地产销售面积的见底回升。我们认为当前随着因城施策的推进, 部分城市已经开始对部分不合理政策进行微调, 利率和政策的拐点已经出现, 在2019年房地产市场整体向下的环境下实现托底, 而部分一二线城市有望实现优先改善。

历史证明房贷利率拐点通常支撑行业景气度, 继续看好板块未来表现

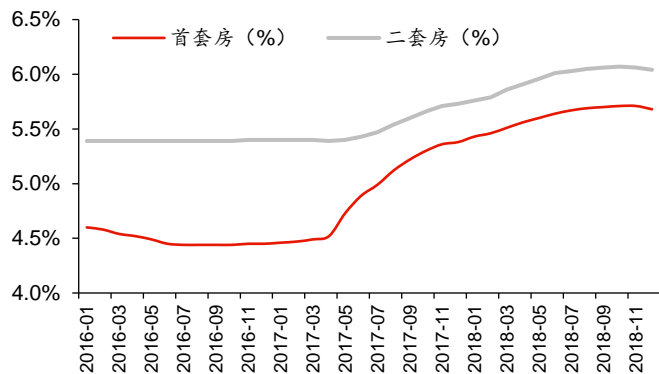
历史经验证明房贷利率拐点的确立通常托底房地产景气度以及板块表现, 且万科、保利等龙头房企历史表现更为突出。2012年1月至9月房贷利率从7.62%降至6.20%, 板块上涨7.7%; 2014年10月至2016年9月, 房贷利率从6.96%下降至4.52%, 板块上涨67.0%。2018年三季度以来行业积极因素积累, 继续看好房地产板块在2019年的表现。建议关注: 1、具备强融资能力和ROE突破潜力的龙头房企(万科、华侨城等); 2、享受成长弹性和边际催化的企业(荣盛发展等); 3、享受长三角一体化等城镇化区域红利的企业。

风险提示: 需求和杠杆空间后继乏力, 行业下行超出预期; 部分房企存在资金链风险; 若宏观经济超预期下行, 不排除政策大力度放松的可能。

首套房利率 2 年来首度回调，利率周期拐点确立

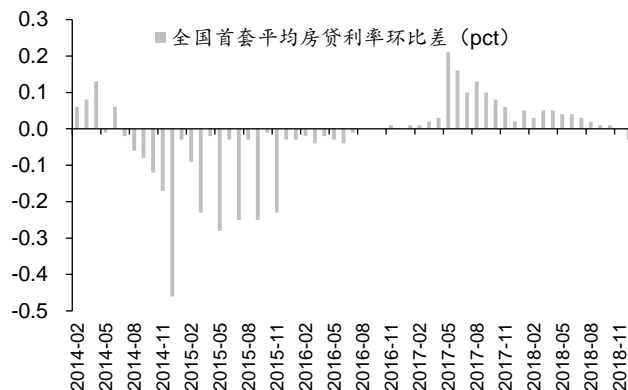
融 360 数据显示，2018 年 12 月全国首套房贷款平均利率为 5.68%，环比下滑 3bp；二套房贷款平均利率为 6.04%，环比下滑 2bp，连续两月下滑。全国首套房贷款利率自 2016 年 7 月 4.44% 的阶段低点稳步增长至 2018 年 11 月的 5.71%，连续上涨 28 个月，期间涨幅 1.27pct，而从融 360 数据来看，此次 2018 年 12 月的回调为 2 年多来的首次改善，我们坚持认为此轮房贷利率峰值预计为中长期的顶部。

图表1：全国首套房、二套房贷款利率



资料来源：融 360，华泰证券研究所

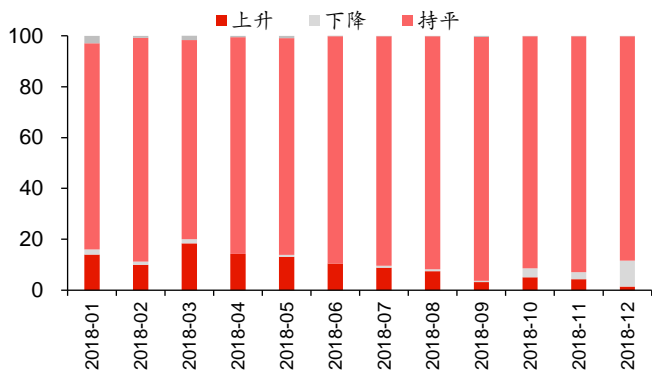
图表2：全国首套平均房贷利率环比差



资料来源：融 360，华泰证券研究所

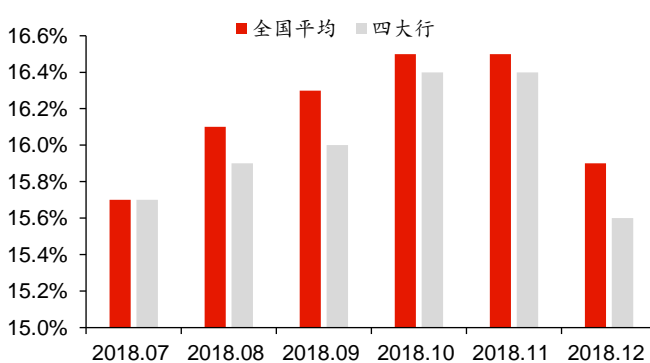
融 360 所监测的全国 533 家银行中，2018 年四季度以来下调首套房贷款利率的银行占比稳步提升，10-12 月分别达到 3.56%、2.81% 和 10.13%。其中，12 月 470 家首套房利率环比持平，54 家下调（环比增加 39 家），8 家上调（环比减少 15 家），下调银行数量占比创 2017 年 4 月以来新高。此外，12 月工农中建四大行首套房利率环比 11 月减少 4bp，也是近年来首次回落，且改善幅度高于全国平均的 3bp。

图表3：2018 年 533 家银行首套房贷款利率执行占比 (%)



资料来源：融 360，华泰证券研究所

图表4：全国与四大行首套房利率相对基准利率的上浮比例



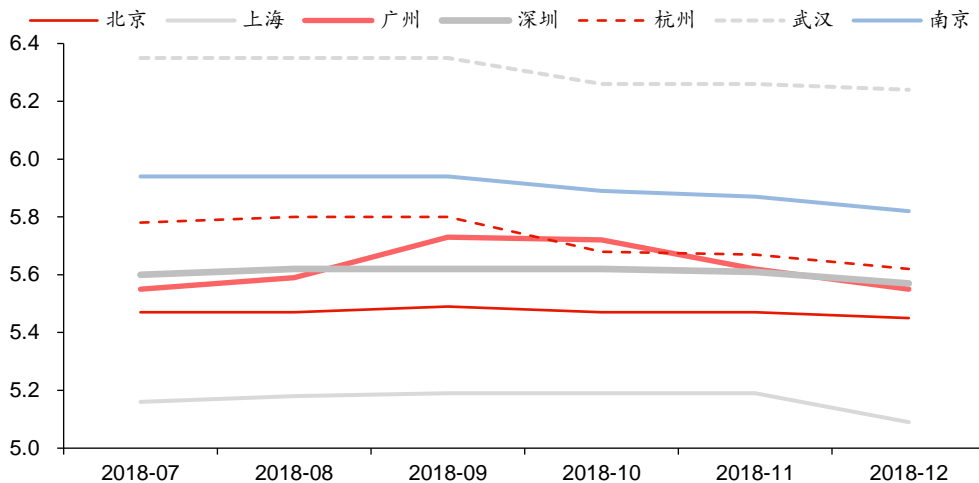
资料来源：融 360，华泰证券研究所

房贷利率调整率先在一二线城市出现

本轮房贷利率的调整率先在热点一二线城市出现，2018 年 10 月以来北京、广州、杭州、武汉、南京等出现边际改善。12 月融 360 所监测的 35 个城市中共有 17 城首套房利率均值环比下降，占比接近一半，环比改善幅度在 1-15bp 之间。

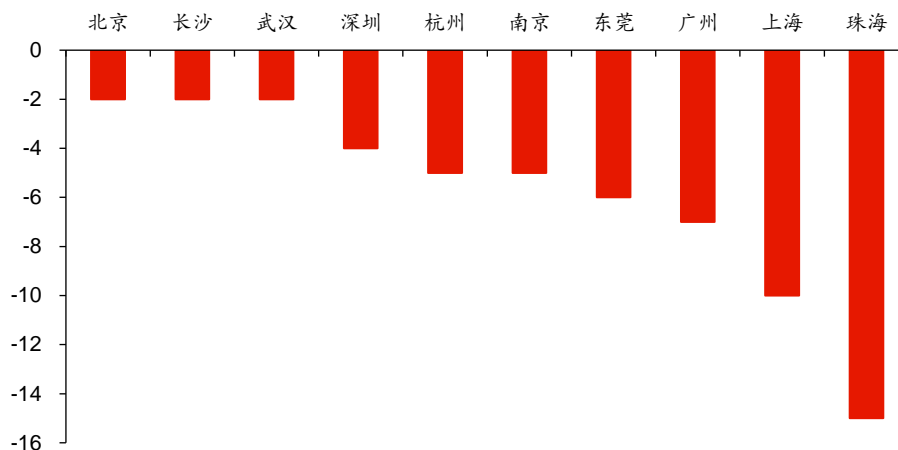
其中 12 月一线城市首套房利率均值区间 5.09%-5.57%，北上广深环比改善幅度分别为 2、10、7、4bp。二三线城市中，珠海、石家庄、东莞、长春、厦门等改善明显，下调空间在 6-15bp 之间，宁波、杭州、南京、佛山、合肥、武汉、长沙、苏州等改善幅度在 5bp 以内。我们认为未来房贷利率调整的城市范围及改善幅度有望进一步蔓延和扩大。

图表5：重点城市 2018 年下半年首套房贷利率 (%)



资料来源：融 360，华泰证券研究所

图表6：重点城市 2018 年 12 月首套房贷利率环比差 (bp)



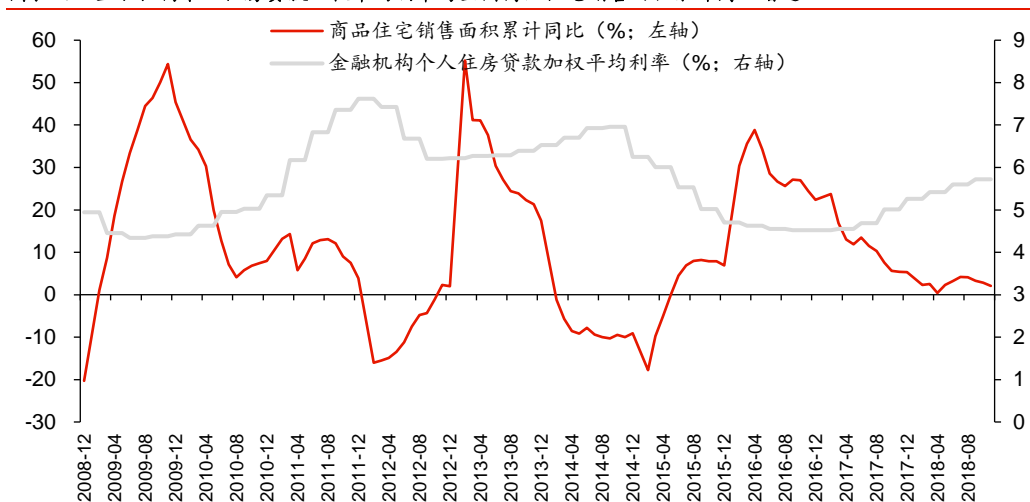
资料来源：融 360，华泰证券研究所

货币政策转向预期明确，叠加政策改善有望共同托底市场

我们在去年二季度强调货币政策转向，2018 年以来的连续降准，尤其是 2019 年初的全面降准进一步强化货币政策的宽松，随着 2019 逆周期调节空间的提升，货币政策有望转向数量和价格的双宽松。根据华泰宏观团队观点，央行货币政策在 2019 年大概率会选择降准来解决社融增速内生动力匮乏的问题，预测 2019 年央行会有 3-4 次降准，并且如果美联储二季度提前结束加息周期，央行有望二季度下调政策利率。

历史经验表明，房贷利率与全国商品房销售增速之间存在明显的负相关，按揭利率改善往往领先销售面积增速，2012 年初和 2014 年末的两次房贷利率拐点向下，都带来了房地产销售面积的见底回升。我们当前所处周期和前两轮的差别在于，不具备大力度行业刺激政策配合的空间，但是当前随着因城施策的推进，部分城市已经开始对部分不合理政策进行微调，我们认为利率和政策的双拐点已经出现，在 2019 年房地产市场整体向下的环境下实现托底，而部分一二线城市有望实现优先改善。

图表7： 金融机构个人住房贷款加权平均利率与全国商品住宅销售面积累计同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

历史证明房贷利率拐点通常支撑行业景气度，继续看好板块未来表现

从前两轮周期来看，房贷利率出现拐点后往往带来行业见底，以及板块的绝对收益，2012年1月至9月房贷利率从7.62%降至6.20%，板块上涨7.7%，其中万科保利等龙头企业表现好于行业；2014年10月至2016年9月，房贷利率从6.96%下降至4.52%，板块上涨67.0%，万科、保利表现更为突出。

图表8： 2012年以来两轮房贷利率周期内地产板块及龙头表现

时间	住房贷款利率季度环比	区间涨跌幅		
		申万地产	万科	保利
2012年1月至2012年9月	7.62%降至6.20%	7.74%	14.49%	31.03%
2014年10月至2016年9月	6.96%降至4.52%	66.95%	207.01%	82.77%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018年三季度以来房地产行业积极因素如期积累，流动性边际改善、去杠杆节奏趋缓、地方政策边际放松，历史经验证明房贷利率拐点的确立有望托底房地产景气度以及板块表现，继续看好房地产板块在2019年的表现。建议关注：1、具备强融资能力和ROE突破潜力的龙头房企（万科、华侨城等）；2、享受成长弹性和边际催化的企业（荣盛发展等）；3、享受长三角一体化等城镇化区域红利的企业。

风险提示

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历2008年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能，使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

房企经营风险：房地产行业融资环境暂未出现明显放松的迹象，销售下行可能导致部分房企资金链面临更大压力，不排除部分房企出现经营困难等问题。

行业上行风险：若宏观经济出现超预期下行，不排除调控政策出现较大力度放松的可能。虽然我国居民加杠杆的空间和能力明显不及2015年，但加杠杆的天花板具有不确定性。但参考历史上调控政策放松时期的量价变化，短期内需求出现较大幅度反弹的可能性仍然存在，从而使得行业销售、投资增速高于我们在乐观情景下的假设值。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com