

## 需求向好，供给稳定，静待政策结构化宽松

## 房地产行业

推荐 维持评级

### 核心观点：

- 政府工作报告中将房地产业放在“提高保障和改善民生水平”板块进行论述。2018 年 3 月国务院总理李克强在政府工作报告中将房地产业放在“提高保障和改善民生水平”板块进行重点论述，重申“房住不炒”总基调，要求“继续实行差别化调控”、“建立健全长效机制”，基本延续了十九大报告、中央政治局会议、中央经济工作会议等的精神，体现了政策的稳定性和连续性。
- 我国商品房当前处于低库存阶段。我国商品房去库存约需 3.6 年。我们利用 1997-2018 各年商品房累计库存面积除以销售面积计算去化周期。由此得出，我国商品房去库存约需 3.6 年，其中住宅去库存约需 1.8 年，尽管去化周期仍高于 6-18 个月的合理区间，相比于历史最高值 4.8 年，已经呈现出显著降低。
- 行业有效需求待释放。假定常住口径下城镇化率每年提升 1.35%，即每年新增城镇常住人口 1400 万人，按 33.5 平米/人计算，2018-2025 年每年新增住房需求约 4.7 亿平米。虽然行业长期真实需求旺盛，但是过高的房价收入比影响了有效需求的形成和释放。2017 年 40 城房价收入比为 11.4，相比 2016 年的 9.9 增长了 15%。一般认为，合理的房价收入比的取值范围为 4-6，若计算出的房价收入比高于这一范围，则认为其房价偏高。
- 新开工面积高增长是超预期因素。2018 年 1-11 月全国商品房新开工面积为 18.89 亿平米，同比上涨 16.8%，增速较 2017 年全年大幅提升 9.8 个百分点。新开工超预期高增长源于：（1）2017 年 4 季度及 2018 年 1 季度房企积极拿地后顺延 9 个月左右的开工；（2）市场主要企业普遍采用快周转策略而加速开工加速回款。
- 高溢价拿地已成为小概率事件。根据 100 城数据，2018 年 1-11 月，100 城成交土地楼面均价和土地溢价率均呈现下行趋势。其中，2018 年 11 月份，100 城土地楼面均价为 4577 元/平米，同比上涨 26%；11 月末土地溢价率为 7.39%，位于历史较低水平。
- 龙头份额显著提升，行业集中趋势显现。1-10 月，39 家标杆房地产企业实现销售面积 33045 万平方米，同比增长 18.4%，增速比 1-9 月放缓 6.3 个百分点；实现销售额 46074 亿元，增长 22.6%。新一轮供给侧改革开启，因城施策分类指导为主线。我们推荐万科 A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

### 分析师

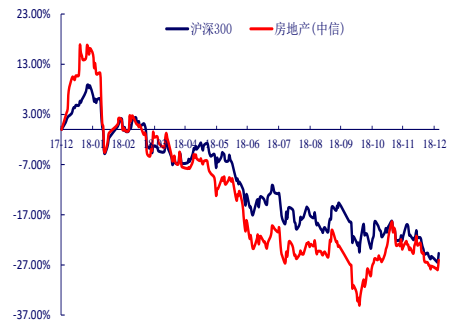
潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

### 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河地产潘玮】房地产：需求向好，供给稳定，静待政策结构化宽松.PPT-2018.12.29

【银河地产潘玮】房地产行业周报：整体融资环境逐步好转 -2018.12.10

【银河地产潘玮】房地产行业周报：四季度楼市或深度盘整，龙头及高成长房企优势显著 -2018.11.12

### 重点公司盈利预测与估值（股价为 2019 年 1 月 11 日）

股票代码	股票简称	股价/元	EPS/元			PE			PB	投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
000002.SZ	万科 A	25.30	2.54	3.2	4.01	10.0	7.9	6.3	2.0	推荐
600048.SH	保利地产	11.99	1.32	1.7	2.09	9.1	7.2	5.7	1.3	推荐
601155.SH	新城控股	24.79	2.71	4.1	5.51	9.1	6.0	4.5	2.5	推荐

资料来源：WIND, 中国银河证券研究院

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

1、库存: 狭义库存角度, 受益于高位成交的延续及新增供应的滞后, 2018 年以来全国商品房待售面积延续了 2017 年以来逐月改善态势, 1-11 月绝对值保持连续负增长, 11 月末全国商品房待售面积 5.26 亿平米。行业持续低库存, 商品房去库存效果显著。从广义库存的角度, 累加 1998 至 2018 年 11 月历年住宅新开工面积与住宅销售面积的差额, 估算出 2018 年 11 月末广义库存面积约为 26 亿平, 较 2017 年末增长 9822 万平, 以 2017 成交面积为基准的去化周期约为 1.8 年, 延续 2017 年的下降趋势。目前库存仍处于底部区间。

2、需求的测算: 真实需求测算方法一: 假定 (1) 2018-2025 年每年出生人口为 1600 万人, 且全部为城镇住房需求 (2) 按人均住房面积 33.5 平米测算 (非农户籍口径和常住口径下人均住宅面积均值), 我国每年新增需求约 5.35 亿平米。真实需求测算方法二: 参考曾国安《中国城市住房供给与需求的初步测算》(2010), 假定常住口径下城镇化率每年提升 1.35%, 即每年新增城镇常住人口 1400 万人, 按 33.5 平米/人计算, 2018-2025 年每年新增住房需求约 4.7 亿平米。

3、行业关键指标预测: 2019 年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观: 预计整体房价涨幅 1%; 全年销售面积增速预计为 -4% 到 -6% 之间; 销售金额同比增速 -2% 到 -4%; 投资层面, 我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响, 预计房地产投资增速将缓慢下滑, 全年增速预计为 5%-7%。

### 我们与市场不同的观点:

市场普遍认为行业景气度下行和高价地项目入市导致 2019 年销售项目的盈利水平承压。我们认为, 龙头房企销售速度仍有望保持 15% 以上的正增长。集中度提升逻辑不变, 龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势, 获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在 2019 年中期企稳回暖, 对冲三四线市场下跌风险。中小房企将加速退出市场。

### 估值与投资建议:

过去 13 年房地产行业 TTM 市盈率平均值为 24.5X, 当前房地产板块市盈率为 8.7X, 较历史均值折价在 64.3%。全行业估值比较来看, 房地产行业列倒数第三位, 估值偏低。行业需求端, 城镇化率仍存在上升空间, 真实潜在需求旺盛, 但由于房价高企, 总体有效需求仍然不足; 行业供给端, 房地产投资维持高位, 新开工增幅收窄, 拿地热度理性增长, 房企业绩向好且分化加剧, “去库存”政策及供给侧改革进入新阶段。我们推荐业绩确定性强, 资源优势明显, 市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

### 股价表现的催化剂:

地产调控政策结构化放松。

### 主要风险因素:

房价大幅下跌风险。

棚改货币化不及预期风险。

政策调控收紧风险。



## 目录

一、房地产调控政策持续深化	1
(一)“房住不炒”弱化地产行业投资属性，回归居住属性	2
(二)“精准调控”抑制投机，“因城施策”主导市场	3
(三)“长效机制”关键是完善住房供应体系，租购并举	6
(四)房产税立法先行，预计最快 2022 年开始征收	6
二、“去库存”告一段落，需求持续增加，供给稳定	7
(一)商品房“去库存”效果显著，住宅用地去库存能力强	7
1、商品房库存总量进入低库存阶段	7
2、住宅类库存占比逾四成，库存压力在三四线城市集中，改善型住宅或将面临更大去化压力	10
(二)真实需求持续增加，有效需求有待释放，多因素影响短期需求	12
1、住房存量稳定增长，每年新增需求约 5 亿平	12
2、行业景气度加速回落，需谨防流动性风险	18
(三)供给稳定，房企基本面向好，新一轮供给侧改革开启	24
1、房地产投资上行，新开工增幅收窄，拿地热度理性增长，地价及溢价率走低	24
2、房企基本面向好，两极分化加剧	27
3、房地产行业开启新一轮供给侧改革	29
(四)基本面小结	31
三、投资建议及重点推荐标的	32
(一)万科 A：国内龙头地位稳固	33
(二)保利地产：业务种类、地点全方位布局	35
(三)新城控股：高周转带来高业绩	36
插图目录	37
表格目录	38

## 一、房地产调控政策持续深化

楼市调控不断蔓延深化，成效显著。2017年以来，楼市调控不断蔓延深化，并取得显著成效。需求方面，热点一二线城市成交量大多明显下滑，2017年商品房销售面积同比增速降至7.7%，2018年1-10月降至2.2%；供给方面，土地供给规模不断增大，开发投资保持较快增长，2017年房地产开发投资同比增长7%，2018年1-10月份同比增长9.7%；库存方面，普通二线、三四线城市库存去化成效显著，2018年10月末商品房待售面积同比降至-12.4%的低水平；房价方面，主要城市房价过快上涨势头得到有效抑制，一线城市和部分热点二线城市房价同比环比均下跌。

政府工作报告中将房地产业放在“提高保障和改善民生水平”板块进行论述。2018年3月国务院总理李克强在政府工作报告中将房地产业放在“提高保障和改善民生水平”板块进行重点论述，重申“房住不炒”总基调，要求“继续实行差别化调控”、“建立健全长效机制”，基本延续了十九大报告、中央政治局会议、中央经济工作会议等的精神，体现了政策的稳定性和连续性。预计“房住不炒+精准调控+长效机制”仍将成为今后几年的政策基调，房地产市场趋于稳定、完善供应体系、回归居住属性将成为工作重点。

表 1: 十九大以来中央重大会议及重要媒体关于房地产的表述

时间	会议	关于房地产的主要表述
2017.10.18	十九大报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017.12.08	中央政治局会议	加快住房制度改革和长效机制建设。
2017.12.20	中央经济工作会议	加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。
2017.12.23	全国住房城乡建设工作会议	深化住房体制改革，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。抓好房地产市场分类调控，促进房地产市场平稳健康发展。
2018.03.05	国务院政府工作报告	更好解决群众住房问题。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.4.23	中共中央政治局工作会议	首先要全力打好“三大攻坚战”，同时要坚持积极的财政政策取向不变，保持货币政策稳健中性，注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行。要深化供给侧结构性改革，更多运用市场化法治化手段化解过剩产能，加强关键核心技术攻关，积极支持新产业、新模式、新业态发展，继续简政放权，减税降费，降低企业融资、用能和物流成本。实施好乡村振兴战略。要更加积极主动推进改革开放，深化国企改革、财税金融等改革，尽早落实已确定的重大开放举措。要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。要加大保障改善民生工作力度，加强基本公共服务，解决好群众关心的关键小事。
2018.5	《住房城乡建设部关于进一	重申坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松，并对进一步做好房地产调控



	步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	工作提出明确要求：一是加快制定实施住房发展规划。二是抓紧调整住房和用地供应结构。三是切实加强资金管控。四是大力整顿规范市场秩序。五是加强舆论引导和预期管理。六是进一步落实地方调控主体责任。
2018.7	中共中央政治局会议	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.7	住建部吹风会	因地制宜推进棚改货币化安置。商品住房库存不足，房价上涨压力较大的地方，应有针对性地及时调整棚改安置政策。因地制宜推进棚改货币化安置，商品住房库存量较大的地方，可以继续推进棚改货币化安置。
2018.10	国务院例会	明确提出要调整完善棚改货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置优惠政策。
2018.10	新华社报道	调控举措不是装样子的“花拳绣腿”，...，决不会允许房地产调控半途而废、前功尽弃。不立不破，在房地产长效机制尚在研究、还未完全建立之际，在房地产调控正在逐步由以行政措施为主向综合施策转变的关键期，不会允许任何放松原已建立的调控政策体系、任由房价上涨的做法。

资料来源：中国银河证券研究院

2018年，房地产调控政策在“房住不炒”和“租购并举”的基调下继续构建长短结合的制度体系，住房租赁市场建设继续提速，调控政策更加强调“因城施策、分类调控”，地方政府适时出台调控政策的主动性明显增强。

中央层面上，更加注重深化基础性关键制度改革，强化金融监管和风险控制，加快住房租赁体系建设，加强对市场秩序的监管，保障人民群众合理自住需求和合法权益。在制度上，深入推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构，完善基本住房制度体系，加快建立健全长效机制。7月31日，中央政治局召开会议，要求下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。

地方层面上，各地房地产政策调控较密集，强化与扩围并存，市场监管力度持续加强。具体来看，各线城市继续完善限购、限售措施，精准化程度进一步提高，约有23个城市出台限购政策、29个城市出台限售政策，长沙、西安等城市暂停企事业单位购房，海南则从省级层面进行限购、限售。进一步强化差别化住房信贷政策。公积金调整方面以北京为典型，开始“认房认贷”，并将贷款额度与借款人住房公积金缴存年限挂钩。强化市场监管，规范市场秩序，保障合理购房需求，住建部接连公布两批次违法违规房地产开发和中介机构名单，陆续在北京、上海等30多个城市开展治理房地产市场乱象专项行动，成都、武汉、西安等城市出台公证摇号销售政策。各地出台政策争抢各类人才，加快区域协调发展，共有吉林、辽宁、山东、海南、四川、浙江6省25城市出台约40条人才引进政策。旧城改造开始发力，舟山、岳阳、丽水、郑州、石家庄、武汉、青岛、成都等城市先后出台了加快旧城改造的相关通知文件。

## （一）“房住不炒”弱化地产行业投资属性，回归居住属性

政府不断强化“房住不炒”基调。1998年房改以来，我国房地产行业迅速发展并成为国民经济的支柱产业，推动了经济增长、拉动了社会投资并带动相关产业发展，支撑了中国特色的土地财政。为了改变宏观经济对房地产的过度依赖，2016年中央经济工作会议首度提出“坚

持房子是用来住的，不是用来炒的定位”，随后，2017年十九大报告将其上升到战略高度，2018年政府工作报告进一步重申该基调，将“更好解决群众住房问题”作为首要目标。

**房地产行业定位有望发生变化。**中长期来看，未来地产行业的定位有望从国民经济的支柱产业逐步转化为民生保障性质的部门，但是除了中央的政策指导外，最终还要通过立法来实现。十九大报告提出“让全体人民住有所居”，政府工作报告提出“让广大人民群众早日实现安居宜居”，最终目标是实现人民对“有房住、住好房、宜居房”的美好生活目标。

## （二）“精准调控”抑制投机，“因城施策”主导市场

**“因城施策”继续主导市场。**虽然年初以来，青岛、天津、兰州、南京等城市陆续因吸引人才而出台一系列边际放松的政策，但总体来讲调控的力度和范围仍在继续扩大。3月以来，三亚、武汉、昆明等城市陆续发文强化楼市调控，涉及限价、限售、预售资金监管等。今年的政府工作报告并未直接提及去库存和控房价等字眼，在淡化中央直接调控的同时，将调控主动权下放到地方，一城一策、一城多策将成主流。

表 2: 近期全国及地方主要房地产调控政策一览

时间	范围	文件名	具体内容
2018年1月	全国	2018年全国银行业监督管理工作会议	治理直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资，或以自身信用提供支持或通道；向“四证”不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资的行为
2018年5月2日	全国	《住建部等四部门关于开展治理违规提取住房公积金工作的通知》	按照“房子是用来住的，不是用来炒的”定位及建立租购并举住房制度的精神，规范改进住房公积金提取政策。优先支持提取住房公积金支付房租，提取额度要根据当地租金水平合理确定并及时调整。
2018年5月19日	全国	《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	各城市要结合当地经济社会发展水平、住房供需状况、人口变化情况，科学编制住房发展规划，明确住房发展目标、重点任务和政策措施，合理确定住房和用地供应规模、结构、时序，引导相关资源合理配置。
2017年9月23日	石家庄	《石家庄市人民政府关于加强房地产市场调控的补充意见》	本市户籍居民家庭自发文之日起新购住房（含新建商品住房和二手房）的，五年内不得上市交易，购房时间以交易合同网签备案时间为准。
2017年11月22日	成都	《成都市人民政府办公厅关于加强房地产领域风险防控工作的意见》	加强土地征收监管。严格执行“两公告一登记”（征收土地公告、征地补偿安置方案公告、征地补偿登记）制度，禁止“未批先征”“以租代征”等违法用地行为。
2017年12月21日	长沙	《长沙市限价商品住房价格管理暂行办法》	限价商品住房的平均利润率为6%~8%，该办法有效期为两年，生效日期为2017年12月11日至2019年12月11日
2018年1月	兰州	《关于加强房地产市场调控强化房地产市场监管有关工作的通知》	取消西固区、九州开发区、高坪偏远区域的住房限购政策；另外，对兰州市城关区、七里河区、安宁区、西固区范围内的存量房、新房实施限售，期限为三年。
2018年1月29日	上海	《关于规范开展并购贷款业务的通知》	严格控制并购贷款投向，尤其对用于房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的贷款应穿透监管。
2018年2月6日	北京	2018年北京银行业监督管理工作会议	严防各路资金违规进入房地产市场，逐步降低银行资金通过贷款、投资、理财、信托等渠道流入房地产市场的速度和规模

2018年2月6日	海南省	关于加强商品房销售价格备案管理的通知	申请办理商品住房销售价格备案总体均价和单套价格不能超过该区域2017年2月份同类型商品住房网签均价和单套最高价
2018年3月21日	大连	《大连市国土资源和房屋局关于进一步贯彻落实我市房地产市场平稳健康发展通知的实施细则》	本市户籍居民家庭(含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭)在本市中心城区(中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区及高新园区)拥有2套及以上住房的、非本市户籍居民家庭在本市中心城区拥有1套及以上住房的,暂停向其销售限制区域(中山区、西岗区、沙河口区及高新园区)的住房。
2018年3月28日	湖北	《湖北省关于建立房地产市场调控会商制度的通知》	加强市场研判。省级会商领导小组成员单位要加强对全省房地产市场交易、供地、金融等信息的监测和共享,共同研判会商房地产市场形势。
2018年4月3日	石家庄	《石家庄集中整治违法用地建设 年底实现“清零”》	“双违”整治工作以实现违法建设应拆尽拆、建立长效管控机制为目标,坚持“统一领导、属地管理、部门联动、综合治理”的原则,进一步加强违法建设整治,提升城市建设品位。
2018年4月22日	海南	《海南省关于进一步稳定房地产市场的通知》	坚持以人民为中心的发展思想,不断满足人民日益增长的美好生活需要,让海南改革发展成果更多更公平惠及本地居民,使其更有获得感。
2018年5月7日	北京	《关于加强限价房项目销售管理的通知》	加强“限价房、控地价”方式竞得土地的开发建设项目中可售住房的销售管理。
2018年5月15日	成都	《关于完善商品住房开盘销售采用公证摇号排序选房有关事宜的通知》	棚改货币化安置住户、刚需家庭、普通家庭购房人购买商品住房的,应通过商品房购房登记平台进行购房登记并如实填报相关信息。购房登记信息提交成功后,平台自动生成一个购房登记号。
2018年5月15日	重庆	《关于开展市场秩序专项整治促进房地产业健康发展的通知》	2018年5月至9月在全市开展房地产市场秩序专项整治工作。采取企业自查自纠、区县房管部门集中检查、市局重点抽查相结合的方式,针对发布虚假信息、捂盘惜售、恶意炒作、炒卖房号、哄抬房价、售后包租返租、违规收取“茶水费”、拒绝公积金贷款等20类违法违规行为进行专项整治,保持严查严管高压态势。
2018年5月28日	北京	《北京市关于加强国有土地上住宅拆分管理的通知》	加强住宅平房规划审批管理:新建住宅平房由市规划国土部门明确建筑面积、规划用途,不再明确间数。改建住宅平房由市规划国土部门按照不动产登记“原位置、原规模、原高度、原用途”要求严格审批。
2018年6月5日	宜昌	《关于进一步加强房地产市场调控有关工作的通知》	坚决遏制恶意炒房行为,自本通知施行后,在城区(含夷陵区)范围内购买商品住房的,自签订商品住房网签合同之日起,2年内不得上市交易。
2018年6月24日	西安	《关于进一步规范商品住房交易秩序有关问题的通知》	住房限购区域内已购买或新购买的商品住房,房屋产权人取得《不动产权证书》满2年,或商品房买卖合同网签备案满3年且取得《不动产权证书》的,方可上市交易;已购买或新购买的二手住房,房屋产权人取得《不动产权证书》满2年方可上市交易。
2018年6月25日	天津	天津房管部门持续整顿规范房地产市场秩序	市、区两级房管部门不断强化房地产市场监管力度,持续整顿规范房地产市场秩序,对规避调控政策、无证售房、制造市场恐慌等各类扰乱市场秩序的行为坚持“零容忍”,全力以赴维护我市房地产市场平稳健康发展的良好局面。近期,房管部门对6家房地产开发企业违规经营行为予以严肃处理。
2018年7月2日	厦门	《关于进一步加强精准调	2018年-2020年新建各类租赁住房占新增住房供应总量的比例应不低于

		控稳定房地产市场的实施意见》	30%。适时推行公证摇号。根据市场供需情况，适时推行新开楼盘商品住房公证摇号、公开销售工作，维护社会公平。
2018年7月10日	宁德	《关于进一步加强中心城区房地产市场精准调控的实施意见》	对以下三种类型居民家庭暂停向其销售本市中心城区范围内建筑面积144平方米及以下的商品住房：在中心城区拥有2套及以上商品住房的蕉城、东侨户籍居民家庭；在中心城区拥有1套及以上商品住房的该市各县（市）户籍居民家庭；无法提供购房之日前6个月内在本市中心城区累计缴纳6个月及以上个人所得税或社会保险证明的非宁德市户籍居民家庭。
2018年7月21日	深圳	《关于进一步加强房地产调控促进房地产市场平稳健康发展的通知》	通知发布之日起，停止办理企事业单位、社会组织等法人单位购买新建商品住房和二手住房网签手续。通知发布之日起，个人、企事业单位或社会组织等法人单位新购买的商务公寓，自取得不动产权登记证书之日起5年内禁止转让。
2018年8月6日	沈阳	《沈阳市人民政府办公厅关于进一步做好我市房地产市场调控工作的通知》	将限购范围从核心城区（和平、沈河、浑南三环内）到全市范围（不含辽中区、新民市、法库县、康平县）；并对开工延迟企业征缴土地闲置费用，甚至收回土地使用权。
2018年8月13日	南京	《关于调整我市企事业单位住房限购政策的通知》	即日起，在全市范围内暂停向企事业单位及其他机构销售商品住房，涵盖本市和外地企事业单位及其他机构。
2018年8月19日	海口	海口市公布六项举措遏制房价上涨	压实责任，强化各级各部门的房地产调控职责。强化调控联动机制，层层压实责任；强化各级各部门责任压实，对落实不力的单位和个人建立问责机制。
2018年9月10日	武汉	《武汉市刚需无房家庭首次购买新建商品住房优先选房公证摇号规则指引（试行）》	刚需家庭购房登记时，其登记购房人应按武汉市刚需住房购房登记要求进行购房登记；市房产信息中心刚需购房登记平台确认信息后，对同一个刚需家庭在当期的商品住房购房登记中自动生成一个登记号。
2018年9月21日	郴州	《关于加强房地产调控的实施意见》	实行住宅用地供应“五类”调控目标管理。根据房地产市场实际，结合商品房库存变化情况，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。
2018年9月12日	厦门	《关于进一步规范我市房地产市场秩序的通知》	不得捆绑车位、捆绑装修等作为购房的前提条件，不得利用合同格式条款，利用附加条款修改主要条款等方式，免除自身义务、加重购房人责任、排除购房人合法权利。不得对商业贷款、公积金贷款等付款方式进行歧视性销售。
2018年10月10日	海口	《海口市发展和改革委员会关于进一步做好商品房销售价格备案管理工作的通知》	房地产开发企业应当综合考虑近一年网签成交均价、周边楼盘实际销售价格及申报项目开发成本等因素，合理确定并申报商品房价格。
2018年10月19日	广州	《关于我市进一步规范房地产市场管理的说明》	在保持调控力度不放松、保持成交价格稳定运行的前提下，对新建商品房预售和网签价格指导机制进行优化，严禁开发企业拆分价格报备。
2018年10月8日	佛山	佛山《顺德区人民政府关于进一步加强国有商住性质征地留用地供应管理的通知（征求意见稿）》	针对商住留用地供应全区统筹、实行集体收益保障制度、合理控制单宗商住留用地供应规模、严禁设置影响公平的限制性准入条件、合理确定委托转让价格等提出具体意见。

资料来源：中国银河证券研究院



### （三）“长效机制”关键是完善住房供应体系，租购并举

1998 年房改以来，我国城镇住房供应体系发生了重大变化。从福利分房到住房分配货币化，从经济适用房、廉租房、两限房到棚户区改造、公租房，从产权住房到共有产权住房，从商品住房到租赁住房，住房供应类型不断增多，但始终以商品住房为绝对重心。

预计 2018 年棚改货币化安置率有所下降。2018-2020 年城镇棚户区将再改造 1500 万套，2018 年计划改造 580 万套，略低于 2017 年 609 万套的开工量，但高于市场预期，有助于稳定投资、助推三四线城市去库存。

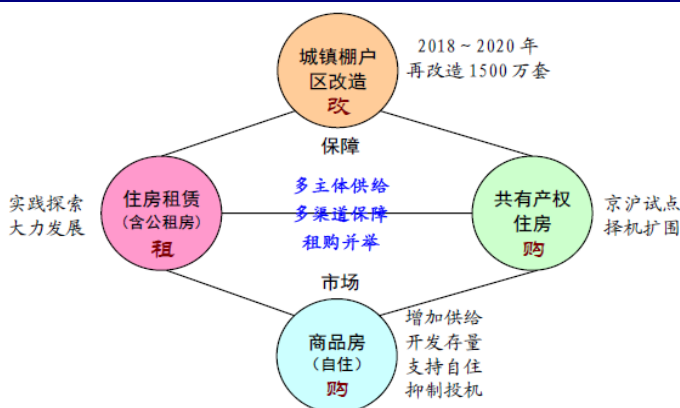
公租房兼具保障房和租赁住房属性，是保障性住房供应的重要组成。2019 年预计将增加公租房的供给，并扩大保障范围，比如符合条件的新就业无房职工、外来务工人员 and 青年医生、青年教师等。

商品房方面在楼市平稳运行的前提下可以适度支持首套刚需、改善需求。本轮调控异常严厉且取得了显著效果，但也在一定程度上误伤了普通自住购房需求。预计在住房供应恢复正常水平之后，政府将允许围绕吸引人才战略、择机逐步适度放松对居民自住首套刚需和改善需求的调控。

住房租赁的顶层设计持续出台，租赁市场日渐火爆。根据国家住建部的数据，2017 年我国住房租赁市场租金规模约为 1.3 万亿元。未来我国将大力发展住房租赁市场特别是长期租赁，在人口净流入的大中城市加快培育和发展住房租赁市场。住建部部长王蒙徽在两会时接受采访透露，12 个试点城市已经成立了 51 家国有租赁公司，到 2020 年提供给租赁住房 and 共有产权住房的用地将占到增量的 30%。

共有产权房在京沪进行试点，预计未来将在一二线城市扩围。2017 年 9 月，住建部发布《关于支持北京市、上海市开展共有产权住房试点的意见》，支持北京、上海深化发展共有产权住房试点工作。预计未来几年该工作将在热点一二线城市扩围。

图 1：双轨制租购并举住房供应体系



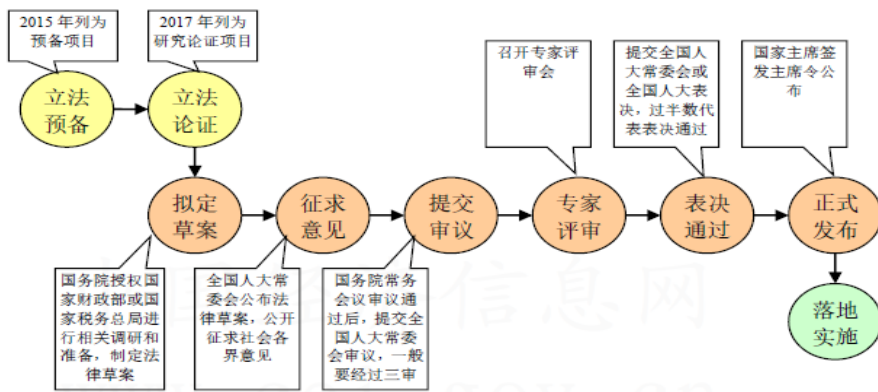
资料来源：中经网，中国银河证券研究院

### （四）房产税立法先行，预计最快 2022 年开始征收

房产税立法尚在起草阶段，仓促出台的可能性很低。从 2014 年“做好房地产税立法相关

工作”开始，房地产税连续三年缺席政府工作报告，本次政府工作报告再次提出“稳妥推进房地产税立法”，引起了社会的广泛关注。但是，从立法流程来看房产税还处于草案的起草阶段，后续还需公开征求意见、提交国务院常务会议审批、提交全国人大常委会审议、专家评审、全国人大表决、正式发布等多个环节，至少需要三年以上，仓促出台的可能性很小。综合来讲，预计房产税立法最快 2020 年完成，随后各地制定实施细则，最早 2022 年开始征收。

图 2：房地产税的立法流程



资料来源：中经网，中国银河证券研究院

## 二、“去库存”告一段落，需求持续增加，供给稳定

### （一）商品房“去库存”效果显著，住宅用地去库存能力强

#### 1、商品房库存总量进入低库存阶段

我国商品房市场当前处于低库存阶段。一般而言，房地产行业库存指的是全国商品房待售面积，截至 2018 年 10 月，我国商品房待售面积约 5.3 亿平米，同比降约 10.4%。但是，由于该统计口径是已竣工未销售额商品房屋建筑面积，不包括在建未建部分，以此估算商品房库存总量我们认为是不全面的。由此，我们利用 1997-2018 年国家统计局公布的新开工房屋面积扣除销售面积大致估算全国的商品房库存情况。由此得出，截至 2018 年 10 月，全国商品房累计库存面积约 62.9 亿平米。同时，可以发现，我国商品房市场经过 2010-2014 年高库存期后，目前已经处于低库存阶段。

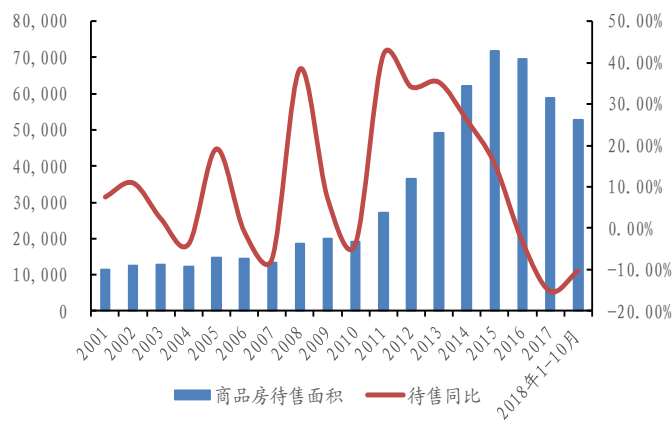
受中央“去库存”政策的影响，库存总量进入下行期。具体来看，在 2015-2018 年低库存阶段，新开工房屋面积高于销售面积的部分即库存总量逐年大幅收窄，2017 年达 2000 年以来最低位 0.9 亿平米。这一结果的“去库存”政策背景主要如下：2015 年 4 月，中央政治局会议上提出，“要完善市场环境，盘活存量，促进建立房地产健康发展的长效机制”。此后，中央进行了多次货币政策及公积金政策的调整，同时，在地方层面，共 42 个城市取消了此前实施的“限购令”。一系列举措推动购房需求大幅提升，库存总量开始进入下行期。2015 年 12 月，习总书记在中央经济工作会议上首次提出供给侧改革的五大重点任务“三去一降一补”，“去库存”作为重点任务之一，继续主导了 2016 年的楼市调控方向。从而，2016 年，中央带动地方各省市实施了降低首付比例、购房补贴、税收优惠等系列政策，商品房销量进一步增加，由此，

2016年销售面积同比增速由2014年的-8%上升到22%，而新开工高于销售部分即库存总量仅不足1亿平米，更推动库存总量在此后的2017年进一步下跌达历史低位。

2016年下半年开始“去库存”政策基调开始发生变化。尽管在2016年12月，习总书记在中央经济工作会议上提出了“房住不炒”的调控原则，预示着此前“去库存”的政策基调开始发生转变，2017年和2018年上半年房地产行业库存总量仍维持低位，我们分析，这一结果的出现，是受到前期库存低基数的影响。并且，在此期间，许多购房需求有待提高、库存消化能力较弱的三四线城市仍以“去库存”作为主要调控目标，一定程度上抑制了全国范围内低库存的反弹动力。此外，各地方对冲性政策的频出也起到了稳定购房需求的作用，成为楼市库存总量维持低位的原因之一。截止到2018年10月份，房地产行业库存当年总量已经上升至3.6亿平米（当年新开工-当年销售面积），累计库存达62.9亿平米。这与下半年来销售速度的持续放缓有关但新开工仍保持较高增速有关，库存开始累积。

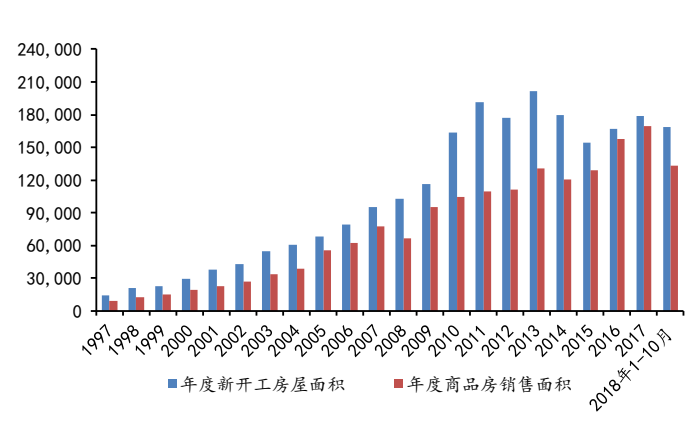
我国商品房去库存约需3.6年。我们利用1997-2018各年商品房累计库存面积除以销售面积计算去化周期。由此得出，截至2018年10月，我国商品房去库存约需3.7年，其中住宅去库存约需1.8年，尽管去化周期仍高于6-18个月的合理区间，相比于历史最高值4.8年，已经呈现出显著降低。

图3：商品房待售面积（万平米）及同比



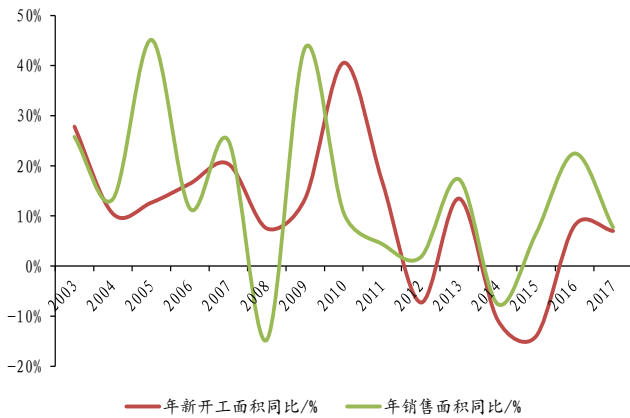
资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

图4：年度新开工与销售面积（万平米）



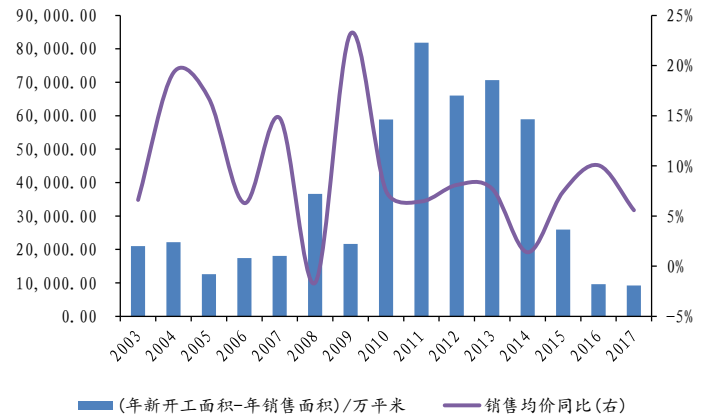
资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

图 5: 年度新开工与销售面积同比



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 6: 年度(新开工-销售)与销售均价同比



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

表 3: 近期全国及地方主要房地产调控政策一览

时间	中央会议及官方讲话	关于房地产的主要表述
2015.3.15	全国两会	稳定住房消费成为房地产业的重要任务
2015.3.30	“3.30 新政”发布	提出下调二套房首付比例
2015.4.30	中央政治局会议	首次提出要盘活存量, 建立房地产健康发展的长效机制
2015.11.10	中央财经领导小组第十一次会议	提出化解房地产库存, 促进房地产业持续发展
2015.11.11	国务院常务会议	提出加快户籍制度改革, 带动住房、家电等消费; 李克强总理提出, 以往我们长期依赖的房地产, 去库存问题也没有解决
2015.12.14	中央政治局会议	再提去库存
2015.12.18-21	中央经济工作会议	首提“三去一降一补”
2016.1.1-1.31	多部委会议	去库存继续成为重要主题
2016.3.15	全国两会	提出在适度扩大总需求的同时, 突出抓好供给侧结构性改革; 明确推进新型城镇化的三项重点工作: 农业转移人口市民化、城镇保障性安居工程建设、城市规划建设管理。
2016.4.29	中央政治局会议	提出按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求, 有序消化房地产库存, 注重解决区域性、结构性问题, 实行差别化的调控政策。
2016.7.26	中央政治局会议	提出去库存和补短板的指向要同有序引导城镇化进程和农民工市民化有机结合起来
2016.8.3	发改委发布《更好发挥对经济增长的关键作用》	提出进一步促进房地产健康发展; 鼓励商品房库存较大的城市进一步加大去库存力度
2016.9.30	“9.30 新政”发布	提高首付比例
2016.10.28	中央政治局会议	提出将实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2016.12.9	中央政治局会议	提出将深入推进“三去一降一补”
2016.12.14-16	中央经济工作会议	提出“房住不炒”, 强调房屋居住属性

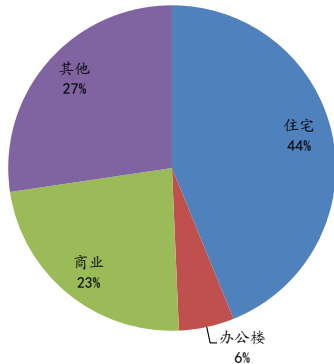


2017.3.15	全国两会	提出将继续鼓励民工和农民进城安居；继续推进三四线城市的棚改货币化安置；继续发展公租房，因地制宜提高货币化安置比例，加强配套设施建设和公共服务。
2017.4.26	中央政治局会议	防范系统性金融风险；深化供给侧结构性改革，坚定不移推进“三去一降一补”
2017.7.25	中央政治局会议	提出确保守住不发生系统性金融风险的底线；深化供给侧结构性改革，坚定不移推进“三去一降一补”
2017.12.9	中央政治局会议	坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求
2017.12.14-16	中央经济工作会议	建立房地产长效机制，严控投机购房；加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度
2017.12.23	住建部部长王蒙徽讲话	提出 2018 年要抓好房地产市场分类调控；满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房；库存仍然较多的部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作。
2018.3.9	银监会主席郭树清讲话	强调降低杠杆率
2018.4.4	银监会主席郭树清讲话	提出在稳定的基础上全力以赴做好结构性去杠杆工作
2018.4.23	中央政治局会议	提出“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势的复杂性；保持货币政策稳健中性；深化供给侧结构性改革
2018.5.11	央行发布《2018 年一季度中国货币政策执行报告》	提出宏观杠杆率增速放缓，金融体系控制内部杠杆取得阶段性成效，一改以往强调积极推进“去杠杆”的表述；将“去杠杆”调整为“调结构”；删去“统筹政策力度和节奏，防止叠加共振”，新增“全面清理整顿金融秩序”。
2018.5.19	住建部发布声明	提出六项相关要求
2018.9	住建部辟谣	取消商品房预售征询意见情况并不属实
2018.10	国务院会议	明确提出要调整完善棚改货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的市县，要尽快取消货币化安置优惠政策。
2018.10	新华社	调控举措不是装装样子的“花拳绣腿”，...，决不会允许房地产调控半途而废、前功尽弃。不立不破，在房地产长效机制尚在研究、还未完全建立之际，在房地产调控正在逐步由以行政措施为主向综合施策转变的关键期，不会允许任何放松原已建立的调控政策体系、任由房价上涨的做法。
2018.11	政治局会议	政治局会议未提及房地产

资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

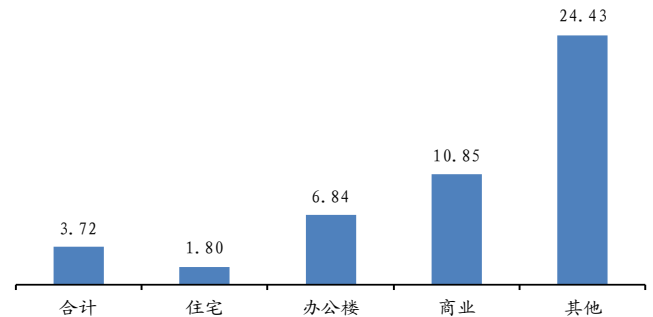
## 2、住宅类库存占比逾四成，库存压力在三四线城市集中，改善型住宅或将面临更大去化压力

图 7: 商品房库存结构 (按用地性质)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 8: 商品房去化周期 (年) (按性质)

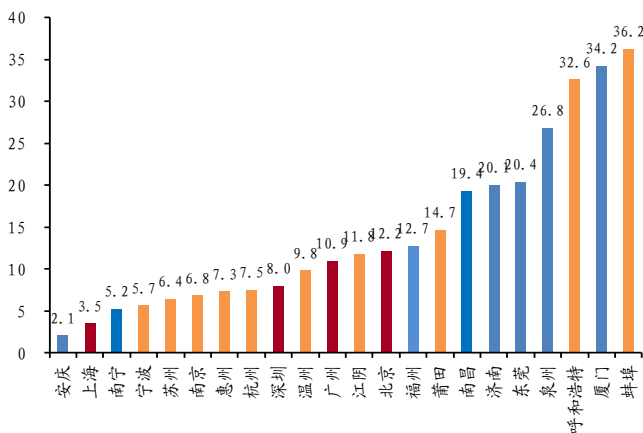


资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

从用地性质看, 住宅库存量占比逾四成, 去化能力强于其他用地类型。按照用地性质对商品房库存进行分类和测算, 我们发现, 截至 2018 年 10 月, 在库存面积方面, 62.9 亿平方米库存中约 44% 为住宅, 约 26 亿平方米, 在几类用地性质中库存量最大; 商业、办公楼分别占 23% 和 6%。在去化周期方面, 住宅去化周期为 1.8 年, 办公楼和商业用地则分别为 6.84 和 10.9 年, 其他用地性质的库存则需要超过 20 年的时间进行消化, 可见住宅用地的去库存能力远好于其他几种用地类型。

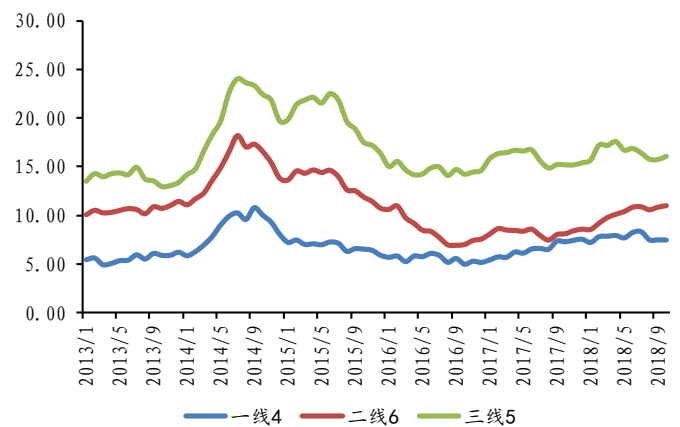
从城市等级看, 一二、三四线分化显著, 库存压力主要在三四线集中。我们用各重点城市的月可售住宅套数分别除以已成交套数的半年均值来计算各城市的住宅去化周期。可以发现, 分一二三线城市来看, 截至 2018 年 10 月, 一线城市中, 上海去化周期最短, 仅 3.5 个月, 而深圳、广州和北京分别为 8 个月、10.9 个月和 12.2 个月。二线城市中, 除南宁和安庆去化周期分别为 2.1 个月和 5.2 个月, 其余均在 10 个月以上。三四线城市普遍去化周期较长, 其中呼和浩特和蚌埠在 30 个月以上。由此可见, 一二三线城市中, 一线城市住宅去库存能力最强, 二线城市次之, 三四线城市最弱。因此可见, 现阶段一二三线城市去库存能力分化明显, 库存消化压力主要在三线城市集中。

图 9: 重点城市去化周期 (月)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 10: 一二三线代表城市商品住宅去化周期

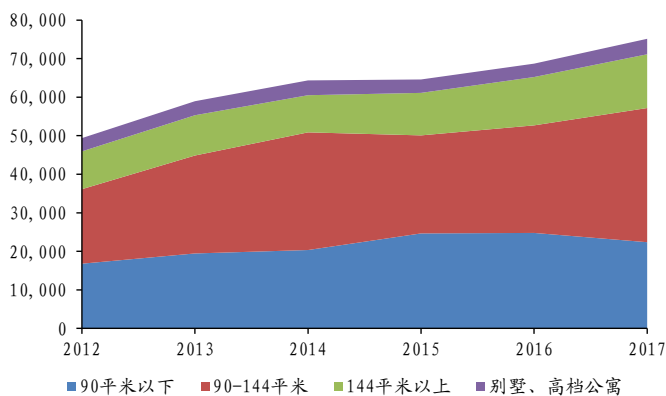


资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

从房屋户型看, 改善型住宅吸引开发商投资, 或将面临更大去化压力。我们发现, 2012

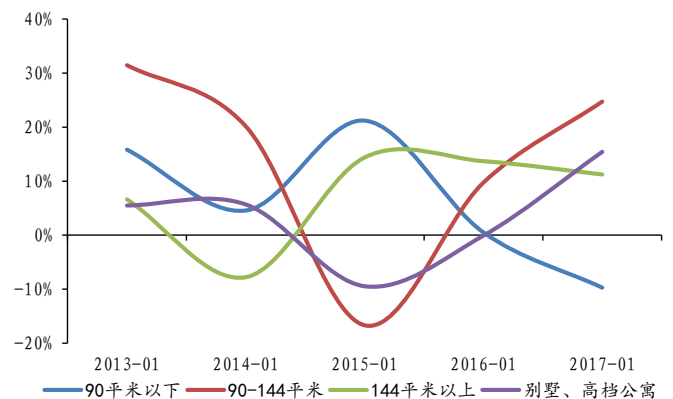
年以来，我国住宅投资中，90-144 平米改善型住宅在几类户型的投资中所占比重最大。根据统计局最新公布的数据，在 2015 年，90-144 平米改善型住宅和别墅、高档公寓投资投资额进入负增长期，90 平米以下小户型住宅和 144 平米以上享受型大户型住宅投资规模则呈现强劲反弹趋势。而 2016 年后，90-144 平米改善型和别墅、高档公寓开发投资额增长率转负为正，进入加速增长期，90 平米以下小户型住宅则重回负增长，投资额转增为降，由此可见，在此期间，改善型住宅成为开发商热衷的投资领域。我们预计，随着这一趋势延续至 2018 年，各地改善型住宅或将面临更大去化压力。

图 11: 房地产住宅投资情况 (按房屋户型)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 12: 房地产住宅投资增速 (按房屋户型)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

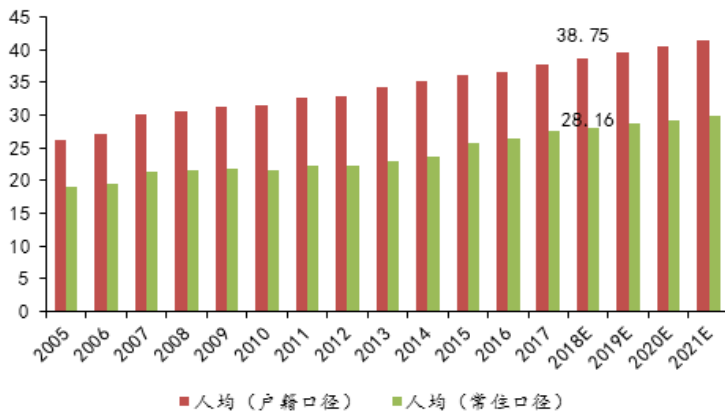
## (二) 真实需求持续增加, 有效需求有待释放, 多因素影响短期需求

### 1、住房存量稳定增长, 每年新增需求约 5 亿平

#### 1.1 住房存量维持稳定增长, 相比非农户籍人口, 常住人口需求仍有释放空间

**2018 年住房存量约 236 亿平, 维持稳定增长。**我们首先测算我国城镇住房存量, 这里我们使用城镇住宅建筑总面积和总套数作为住房存量的衡量指标。首先, 根据曾国安《中国城市住房供给与需求的初步测算》(2010) 中提到的测算方法, 我们利用国家统计局公布的全国非农业户籍人口和城镇人均住宅建筑面积两个指标下的数据, 对 2018 年城镇住宅建筑总面积进行测算, 由此得出, 截至 2018 年末, 我国非农户籍口径下的住宅总面积约为 236 亿平米。然后, 基于统计局公布的最新数据和其他公开资料, 我们预计 2018 年我国城镇住宅总套数存量大致为 50000 万套左右。

图 13: 城镇人均住房面积 (平方米)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

非农户籍人口供需基本平衡, 常住人口住房需求有待进一步释放。在非农户籍口径下, 测算可得, 截至 2018 年末, 我国城镇人均住宅面积约为 38.75 平方米/人, 人均住房套数 1.06 套/户, 与世界中高收入国家相比, 已经处于较高水平。可以说, 2018 年的城镇住宅存量已经基本满足非农户籍人口的真实住房需求。但是, 值得注意, 由于居住需求是人的基本需求, 我们参考的城镇住房真实需求量在城镇常住人口口径下进行测算才更为准确。由此, 我们利用城镇常住人口计算得, 在常住口径下, 2018 年末城镇人均住宅面积为 28.16 平方米/人, 人均住房套数为 0.94 套/户, 均低于非农户籍水平。可以发现, 相比非农人口, 目前我国城镇常住人口的人均住房需求仍有一定的释放空间, 而我们认为农民工市民化等相关政策的继续实施可以进一步释放这部分需求。

表 4: 人均住房面积 (平方米) 和人均住房套数 (套)

	住房存量 (亿平米)	住房存量 (万套)	人均住房面积 (平方米)(户籍)	人均住房面积 (平方米)(常住)	人均住房套数 (套)(户籍)	人均住房套数 (套)(常住)
2018	235.57	40000-50000	38.75	28.16	1.06	0.94

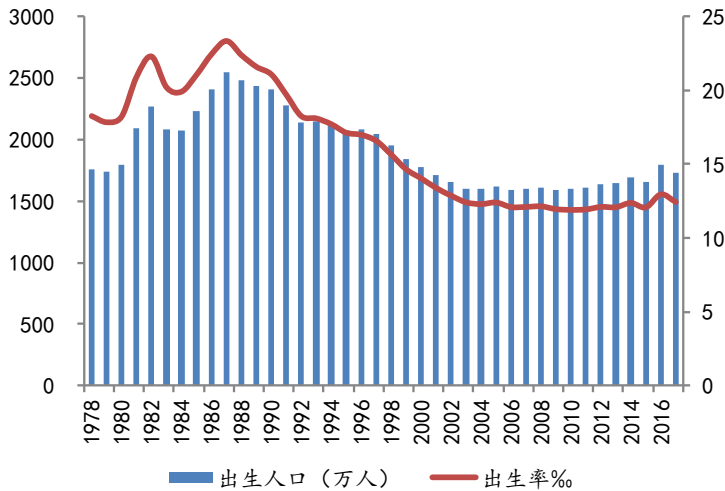
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

## 1.2 每年新增需求约 5 亿平米, 未来或将释放更多潜在需求

按每年新增人口 1600 万测算, 年新增住房需求约 5.35 亿平米。我们按照国家统计局公布的年总人口(流动人口)乘以年出生率测算每年出生人数。可以发现, 在 1978-2017 年间, 1987 年出生人数 2550 万人, 出生率 23.33%, 二者均为期间内最大值。在 1987 年后, 年出生人数和出生率一直呈现下降趋势, 到 2010 年开始进入稳定期, 年出生人口数基本稳定在 1600-1700 万之间, 出生率在 11%-13% 之间。假定 2018-2025 年每年出生人口为 1600 万人, 且全部为城镇住房需求, 按人均住房面积 33.5 平方米测算(非农户籍口径和常住口径下人均住宅面积均值), 我国每年新增需求约 5.35 亿平米。



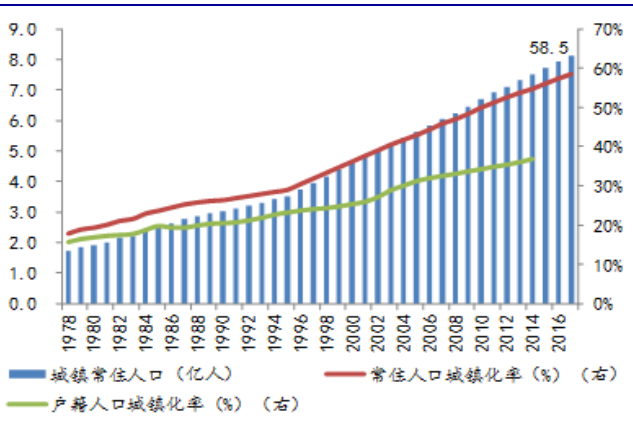
图 14: 出生人口数及出生率



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

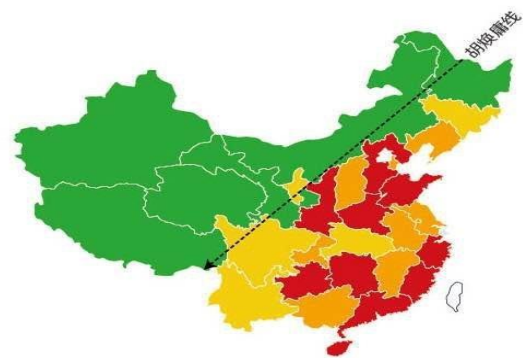
按每年新增城镇常住人口 1400 万测算，年新增住房需求约 4.7 亿平米。国家统计局最新发布的数据显示，截至 2017 年末，我国城镇常住人口 81347 万人，比上年末增加 2049 万人；城镇人口占总人口比重（常住人口城镇化率）为 58.52%，比上年末提高 1.17 个百分点，近 5 年平均每年提升 1.2%；若按户籍口径计算，城镇化率水平 2016 年末刚刚到 50%。按照发达国家惯例，城镇化率不到 60% 的时候是城镇化快速提升的阶段，60-70% 之间增速明显放缓，达到 70% 以后进入后城市化阶段，城市人口开始出现下降趋势。按常住人口计算我国尚处于城镇化快速发展的末期，城镇化尚有空间。另外，城镇化率在城市间极不均衡，资源相对集中，按户籍口径一线城市城镇化率均超 80%，但如南宁、重庆、合肥等城市的城镇化率还不到 41%，我国人口集中度高，94% 的人口居住在东部 43% 的土地上，即所谓的“胡焕庸线”。我们参考曾国安《中国城市住房供给与需求的初步测算》（2010），假定常住口径下城镇化率每年提升 1.35%，即每年新增城镇常住人口 1400 万人，按 33.5 平米/人计算，2018-2025 年每年新增住房需求约 4.7 亿平米。

图 15: 城镇常住人口与城镇化率



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

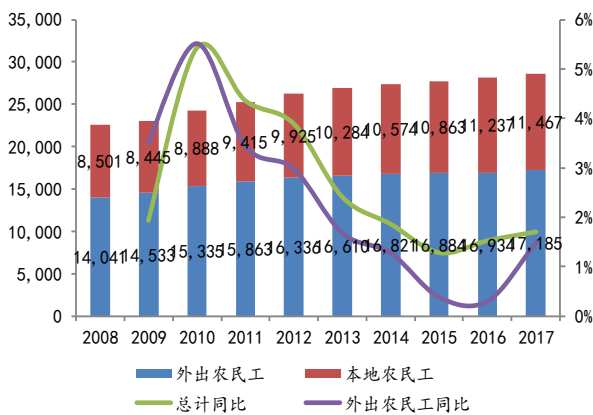
图 16: 胡焕庸线



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

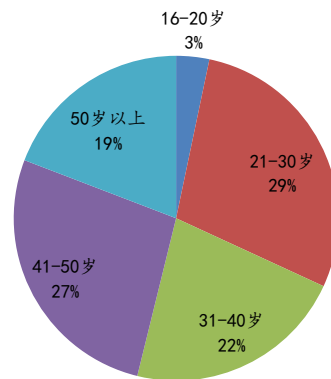
**农民工市民化仍待进一步推进，需长效配套机制，或将释放更多潜在需求。**国家统计局最新发布的数据显示，截至2017年末，外出农民工规模大约1.72亿人，按2015年末的数据，其中有37%租房居住，28.7%住在单位宿舍，回乡居住比例为14%，务工地自购房占比1.3%，也就是说，外出农民工中大约有84.7%也就是约1.46亿生活在城市但没有置业。而且整体来讲，外出农民工群体中21-40岁的占比为51%，超过50%。从购买力来看，2017年农民工总体月平均收入3485元，折合成年收入大约为41820元，按160万/套房价计算，房价收入比大约21.7，负担远高于合理水平。除了难以承担的高房价以外，相对落后的福利保障也是农民工城市置业的一大阻碍，外出农民工中参加工伤保险的占比最高，也仅有29.7%，医疗和养老保险占比不到20%。此外，农地所有权问题也是外出农民工不愿落户城镇的原因之一。因此，根据《中华人民共和国2017年国民经济和社会发展统计公报》，截至2017年末，我国户籍人口城镇化率仅为42.35%，低于常住人口城镇化率（58.52%）16.17个百分点，相比过去几年，户籍人口城镇化率从不足到超过40%，两种统计口径下城镇化率差距有所收窄，但差距仍明显，存在较大提升空间。同时，相比前一年，2017年户籍人口城镇化率提升1.15%，低于常住人口口径的1.17%。我们预计，2018年，随着农民工市民化政策及配套机制进一步落地，农民工城镇置业人数将有更显著的增加。我们假设，随着农民工市民化政策落地，乐观估计每年新增0.3%的农民工城镇置业，人均住房面积按33.5平方米/人计算，即每年大约新增52万人，0.17亿平方米住房需求。

图 17: 农民工数量 (万人) 及构成



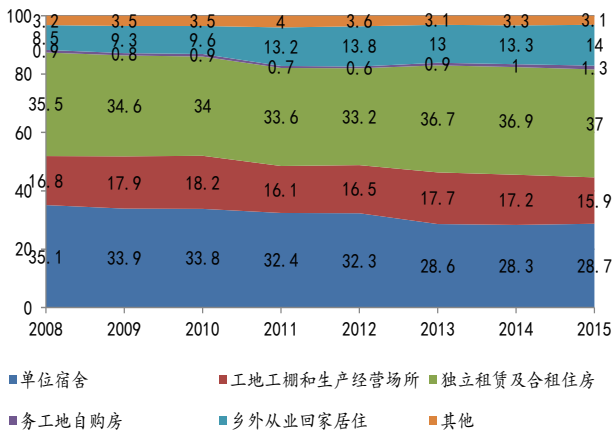
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 18: 2016 年末农民工年龄构成



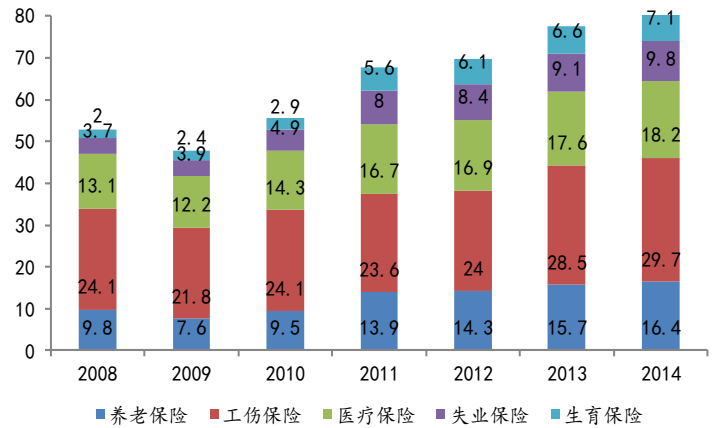
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 19: 外出农民工住宿情况 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 20: 外出农民工社会保障情况 (%)



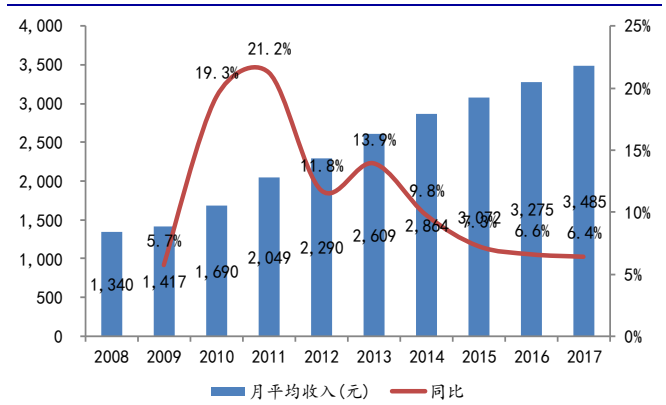
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 21: 2017 年春运迁徙图



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 22: 农民工月平均收入 (元) 及同比增速 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

### 1.3 商品住宅有效需求约三成左右

房价收入比可用于测算商品住宅有效需求。所谓房价收入比,是指住房价格与城市居民家庭年收入之比。公式为:房价收入比=每户住房总价÷每户家庭年总收入。按照国际惯例来说,一般房价收入比 3-6 倍为合理区间。如果房价收入比超出这一区间,则意味着房价偏高,房地产市场或存在泡沫。我们通过房价收入比大致测算商品住宅有效需求,即有购房能力的人口占全部人口的比重。

比值总体居高不下,一二线较严重,三四线压力稍轻。根据统计局最新公布的数据测算得知,全国 5 个一线城市的房价收入比,无一例外全部名列前茅。值得注意的是,作为二线城市的厦门房价收入比为 22.1,紧随北京的 25.5、上海的 23.5,排名第三。2009 年厦门均价 7600 元/m<sup>2</sup>,2017 年已达 44235 元/m<sup>2</sup>,8 年涨了 6 倍。自 2016 年以来,厦门房价环比上涨 1.6%,超越北上广,位居全国第一。据统计,目前厦门的住宅库存最多只够卖 7 个月。而相对于一线城市居高不下的房价收入比而言,三四线城市要轻松得多。数据显示,13 个省会城市的房价收入比全部处于合理区间,包括南昌、兰州、成都、哈尔滨、太原、昆明、长沙、海口、西安、

沈阳、长春、乌鲁木齐、贵阳。

**上行趋势明显，再创历史新高。**从历史走势来看，2001年至2004年，40城房价收入比由9.2逐步回落至8.7；2005-2010年整体呈现正当上行态势，由9.2上行至11.3；2010-2014年，各地纷纷出台房地产调控，比值出现回落；2015年以来，受到各方面政策利好推动，及股市获利资金转入房市等多重因素的助推，房价收入比持续回升；2017年，40城房价收入比升至11.4，相比2016年的9.9增长15%，达历史最高位。我们预计，随着房价继续高位波动，2018年受监测的40城房价收入比或将持续上行，再创历史新高。

**各城市房价收入比高位趋近，约6成居5-10区间，热点城市领先全国。**分城市来看，共约6成的房价收入比处于5-10区间内，远高于3-6合理区间。同时，比值高于10的城市有：深圳、三亚、厦门、北京、上海、天津、南京、广州、福州、杭州、海口、武汉、石家庄、合肥、郑州等。其中深圳以31.7位居榜首，比第二名三亚高出25%。值得注意的是，深圳全口径下的居民人均可支配收入包括了部分郊区农民和城中村居民，使得城市收入水平相对偏低，因此比值存在高估可能。此外，三亚（25.3）、厦门（24.5）、北京（21.4）的房价收入比也相对较高，均高于20。另外，呼和浩特房价收入比为4.5，属于较低水平，但也呈现出2%的高速增长。

**2018年商品住宅有效需求约为三成左右。**根据房价收入比数据进行测算和估计，我们认为，2018年我国有购房能力的人口比重，即商品住宅有效需求，约为30%左右。

**表5：40个重点监测城市的房价收入比及同比增幅**

排名	城市	房价收入比	同比增幅	排名	城市	房价收入比	同比增幅
1	深圳	31.7	-2%	21	宁波	8.8	12%
2	三亚	25.3	26%	22	成都	8.8	24%
3	厦门	24.5	30%	23	青岛	8.7	23%
4	北京	21.4	25%	24	大连	8.5	3%
5	上海	17.1	11%	25	南宁	8	5%
6	天津	15.5	30%	26	哈尔滨	7.6	16%
7	南京	14	14%	27	兰州	7.6	6%
8	广州	13.7	24%	28	南昌	7.4	-3%
9	福州	13.7	29%	29	无锡	7.4	21%
10	杭州	13	21%	30	西安	7.3	18%
11	海口	12.1	22%	31	长春	7.1	7%
12	武汉	10.8	26%	32	昆明	7.1	10%
13	石家庄	10.5	26%	33	重庆	7.1	18%
14	合肥	10.4	13%	34	贵阳	7	11%
15	郑州	10.1	20%	35	西宁	6.8	8%
16	太原	9.7	13%	36	沈阳	6.6	10%
17	济南	9.6	32%	37	长沙	6.2	25%
18	惠州	9.4	15%	38	乌鲁木齐	5.8	-2%
19	温州	9.3	-9%	39	银川	5.1	2%
20	苏州	9	5%	40	呼和浩特	4.5	2%



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

## 2、行业景气度加速回落, 需谨防流动性风险

### 2.1 金九银十成色不足, 商品住宅市场或迎量跌价稳

**2018年“金九银十”成色不足, 行业景气度加速回落。**根据国家统计局最新公布的数据, 2018年1-10月商品房累计销售面积13.3亿平米, 相比去年同期, 累计增2.2%, 累计同比增速位于历史低位。其中, 一方面延续2017年末成交低基数, 另一方面受春节成交淡季的影响, 2018年2月单月销售面积同比仅增4.1%; 在中央政府进一步提出去杠杆、遏制投机炒房等调控要求的政策背景下, 3月份销面同比增速继续下滑至3.2%, 4月甚至出现负增长, 传统的“金三银四”成交旺季在今年成色不足。而5月份受到“红五月”交易态势带动, 楼市成交回暖, 单月销面同比止跌反弹, 增8%。6月份延续了5月份的热度, 单月销售面积增至1.7亿平米。7月、8月单月销售面积又下滑至1亿平米左右。金九银十成色不足, 9月份单月销面1.4亿平米, 10月份单月销面1亿平米, 显示行业景气度加速回落。

1-10月份, 商品房销售面积累计同比增速较1-9月份回落0.7个百分点, 单月增速为-3.1%, 连续第2个月处于负增长区间; 从区域上来看, 东部地区、东北地区销售面积累计同比均负增长约4.7%, 中部区域、西部区域销售面积累计同比增长约8.7%和8.6%, 各区域销售面积累计增速均有所走弱。考虑到去年同期销售的低基数背景, 今年10月地产销售数据仍然走弱, 表明行业景气度正在加速回落, 政策预期有望进一步缓和。

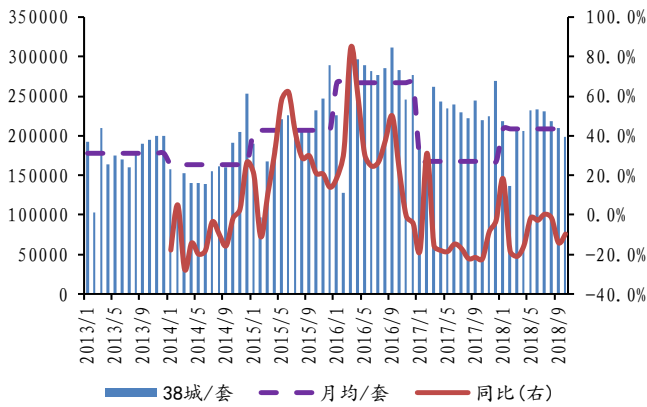
此外, 我们跟踪的38城成交套数累计同比数据显示, 2018年10月份累计同比跌幅较9月扩大0.3%, 我们预计, 2019年上半年, 成交局面有进一步下行趋势。

**70城新房价格同比涨幅扩大, 环比增速持平。**统计局数据显示2018年10月70大中城市新建商品住宅价格同比增长9.7%, 增速较9月扩大0.8pct, 环比增长1.0%, 增速与8月持平。随着新房成交热度持续降温以及更能反映市场情绪的二手房率先加快价格调整, 我们认为未来房价增速预期放缓。10月70城新房价格同比涨幅保持4月份以来的持续扩大态势, 其中67城同比上涨, 3城同比下跌, 上涨城市平均同比涨幅10.1%, 较9月扩大0.82pct。10月70城新房价格环比增长1.0%, 增速与9月持平, 维持下半年以来低点。其中65城环比上涨, 1城环比持平, 4城环比下跌, 上涨与下跌城市数量均环比增加1座。我们认为同比和环比增速表现的分化依然主要源于2017年下半年严厉调控所带来的低基数效应, 环比增速的持平更能反映当前价格表现的趋弱。

一、二、三线城市10月新房价格分别同比增长1.2%、8.7%、10.8%, 增速较9月扩大0.1、0.6、0.9pct, 一、二、三线城市分别环比持平、增长0.8%、增长1.2%, 增速分别较9月持平、收窄0.1pct、扩大0.1pct。一、二线城市环比涨幅依然维持低位, 三线城市涨幅小幅反弹。

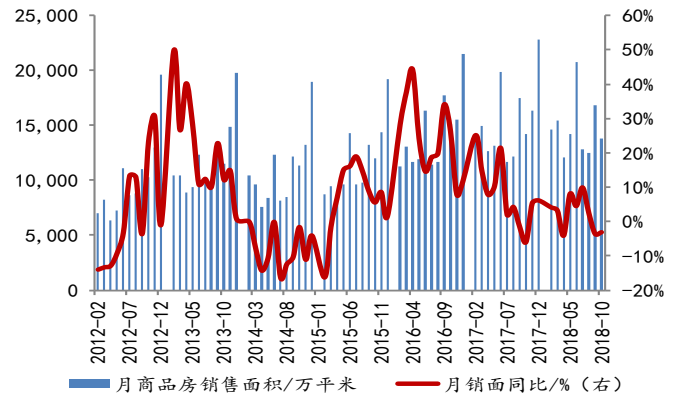
2018年1-10月70大中城市新建商品住宅价格环比涨幅收窄, 1-10月销售金额累计增速降幅大于销售面积, 说明房价涨幅得到一定遏制。我们认为, 基本可以判断房地产市场从9月起正式进入“量跌价稳”的下行阶段。考虑到“因城施策”背景下不同城市的周期错位效应, 我们预计本轮下行周期总量数据下行速度和程度将较为温和。

图 23: 38 城商品住宅月销售套数及同比



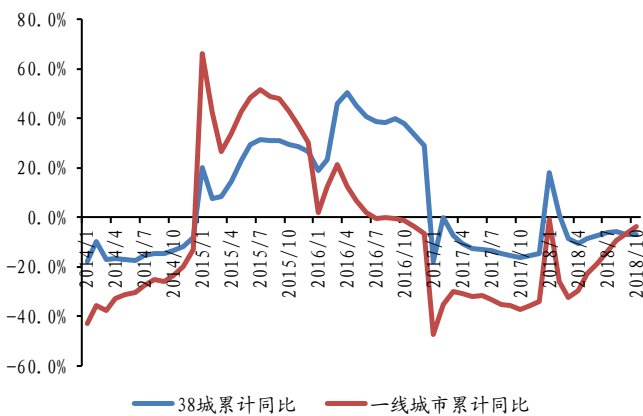
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 24: 全国商品房月销售面积及同比



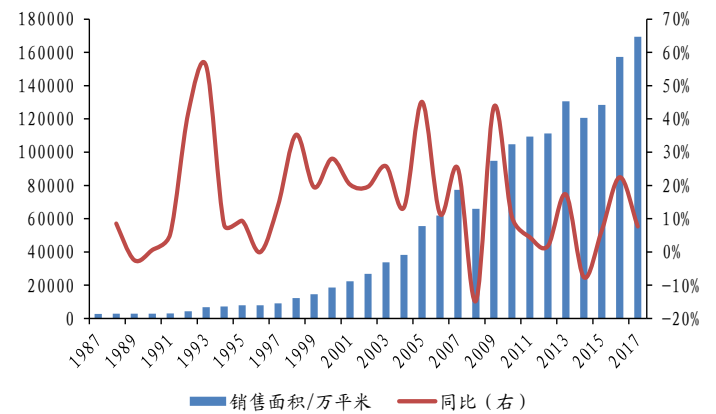
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 25: 38 城及一线商品住宅月销售套数累计同比



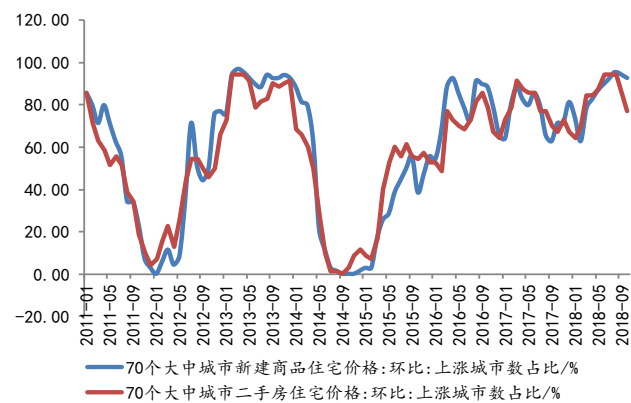
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 26: 全国商品房年销售面积及同比



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 27: 70 城房价环比上涨城市数占比



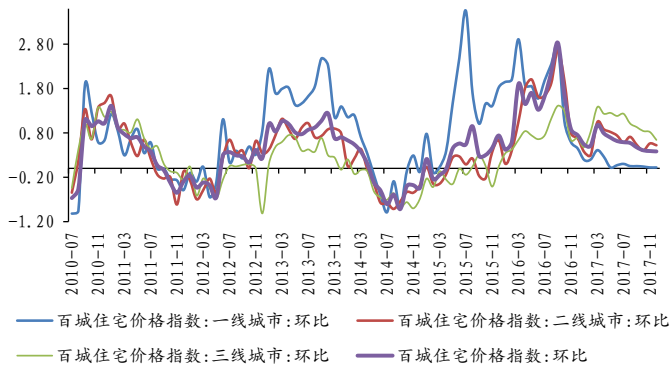
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 28: 百城住宅价格指数环比上涨城市占比



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 29: 百城住宅价格环比 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

## 2.2 宏观经济稳中有变, 房地产景气度下滑速度加快

**宏观经济稳中有变, 下行压力持续加大。**统计局公布的数据显示, 我国 GDP 同比增速在 2010 年达到近期高点 10.6% 后进入下行通道, 并在 2015 年后维持 7% 以下历史低位, 截至 2017 年底, 累计增速放缓至 6.9%。由此可见, 在 2018 年, 经济增速已从高速转为“中高速”增长, 进入经济结构调整与产能出清阶段。根据 WIND 预测, 2018 年 GDP 同比增速将降低至 6.7%, 甚至未来 4 年中将继续维持低位, 伴有小幅回落, 2021 年同比增速约为 6%。世界经济结构的裂变、市场情绪的巨变、微观基础的变异、经济政策的叠加错配以及结构性体制性问题进一步的集中暴露, 改变了中国宏观经济 2016 年以来“稳中有变”的运行趋势, 宏观经济核心指标在“稳中有变”中呈现“持续回暖”的态势, 下行压力持续加大。

CPI 实现温和上行, 相比去年同期, 2018 年 1-10 月 CPI 累计增长 2.1%。2019 年面临经济下行周期与金融下行周期的重叠, 外需回落与内需疲软的重叠, 大开放、大调整与大改革的重叠, 盈利能力下降与抗风险能力下降的重叠。这决定了 2019 年下行压力将持续强化。

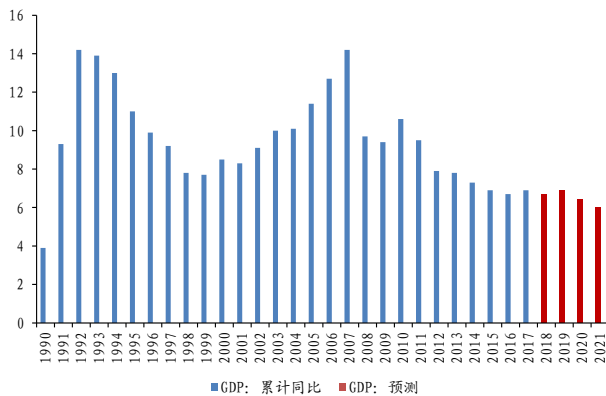
**预计 2019 年房地产投资稳中有降, 房地产景气度下滑速度加快。**从驱动经济增长的因素来分析, 自 2015 年至今, 房地产投资增速维持在 0-10%, 与 GDP 增速的 1-1.5 倍持平, 居历史低位水平, 但投资增速稳中有升, 2017 年高出 2015 年历史低点 6%。根据统计局公布的最新数据, 截至 2017 年末, 房地产投资占固定资产投资比重达 17.1%。我们认为, 房地产投资将继续对宏观经济的稳定发展发挥积极的支撑作用。

**2018 年房地产投资表现亮眼的原因是土地购置费的大幅度攀升。**房地产投资主要包括施工相关投资和土地相关投资, 即土地购置费。2018 年上半年土地购置费增速大幅抬升, 7 月份累计同比增长高达 72.3%。土地购置费高企的原因可能来自于地方政府迫于资金压力而对前期土地成交金额的集中催缴从而使得此前土地成交总额对土地购置费的提前反应有所钝化。

**建安支出同比负增长或受累于施工单价的回落。**施工相关投资可以通过施工面积乘以施工单价计算得出。此前施工单价每年变化较小, 而施工面积波动较大, 是施工相关投资变动的主要因素。但是今年施工面积保持正增长的情况下, 施工投资却为负增长, 主要是受施工单价回落的影响。

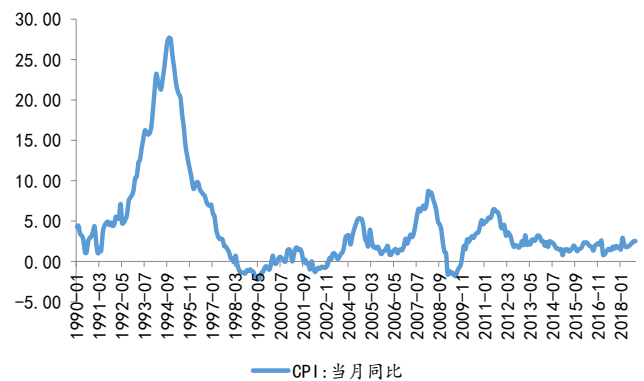
2019 年房地产景气度下滑压力较大。考虑上半年土地购置费的超预期上行的不可持续和施工单价对建安支出的拖累，下半年地产实际投资将进一步下行，预计 2018 全年均值 7% 左右。2019 年在房地产调控不放松，房价处于高位的情况下，我们估计房地产景气度下滑的速度会更快。

图 30: GDP 同比及预测 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 31: CPI 同比 (%)



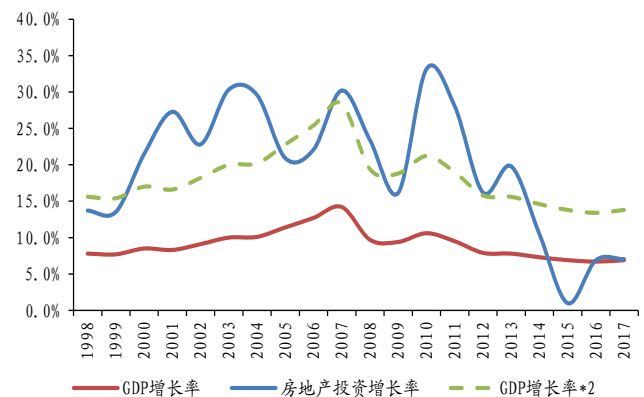
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 32: 房地产投资占固定资产投资比重



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 33: CPI 同比 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院



图 34: 房地产施工面积及建安投资累计同比趋势 (%)

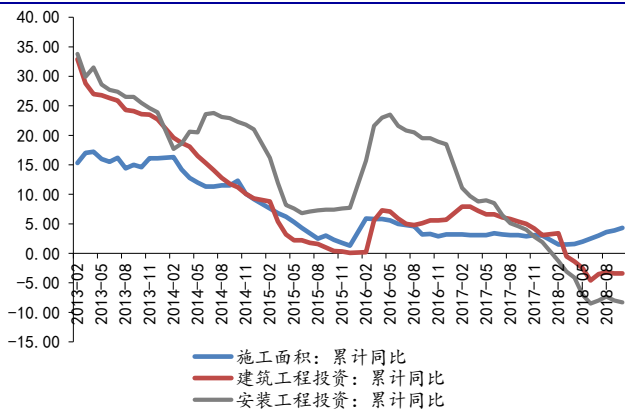
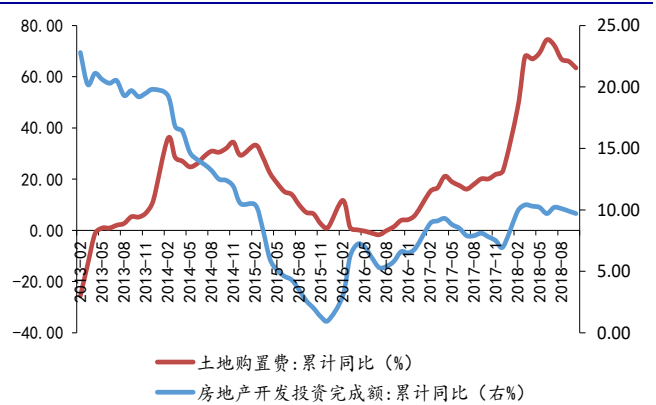


图 35: 房地产开发投资及土地购置费累计同比趋势



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

### 2.3 货币市场仍需谨防流动性风险, 信贷规模稳步上升, 贷款利率下行空间不大

**2019 年需谨防流动性风险。**从 M2 增速与房价增速来看, 两者的相关程度非常高, 2003-2015 年间, 根据国家统计局销售数据计算得出的房价年复合增速约为 9.2%, 而此间 M2 年复合增长率达到了 16.6%, 与房价高速增长保持一致。但是 2018 年, 中国广义货币供给 (M2) 余额占 GDP 得比重已经达到了 213%, 而美国和欧盟占比分别为 81% 和 118%, 均大幅小于中国的水平。在当前金融改革和全球流动性步入收缩的背景下, 2019 年仍需谨防流动性风险。

未来全球流动性收紧这一趋势在 2019 年扭转的可能性小, 超低资金成本时代已经结束。我们注意到, 近半年来通胀预期基本平稳, 名义利率的上行更多来自于实际利率上行的推动而非通胀预期。2019 年美联储加息周期开始进入后半场, 考虑到经济放缓的趋势, 美联储大概率会在 2019 年下半年对加息节奏做出微调 (至少对于加息节奏的趋缓做出暗示)。预计 2019 年美联储加息三次。预计欧央行首次加息时点最早需等到 2019 年 9 月会议。

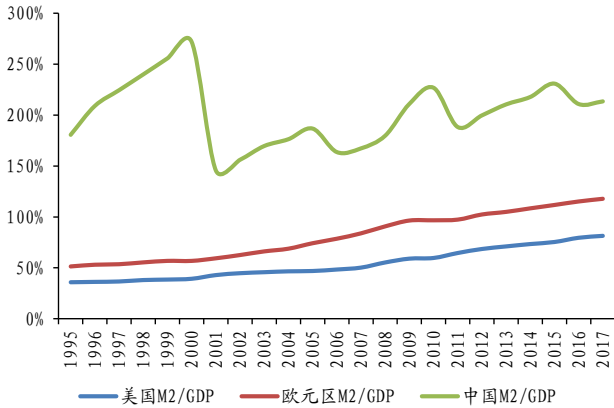
2019 年全球经济运行的主要风险来自央行加快收紧货币流动性, 以及贸易保护主义升级情景下全球需求下滑的不确定性。需要警惕长端利率上行对资产价格和实体经济传导的累积效应。此外, 2019 年欧洲政局的意外变化也可能成为资产市场的风险点。

**信贷规模稳步上升, 贷款利率下行空间不大。**根据中国人民银行发布的最新数据, 截至 2018 年第一季度, 尽管我国每年新增的个人购房贷款规模占楼市成交量规模达到 18%, 远远小于美国 80% 的水平, 但从整体信贷规模上看, 房地产贷款余额占各项贷款余额的比重稳步上升, 其中个人购房贷款占各项贷款余额比重上升至 18.7%, 而美国自 2010 年起住房抵押贷款规模不断下降, 至 2014 年仅占未偿信贷规模 16%。

**预计未来个人住房贷款平均利率高位下行。**从利率水平看, 目前个人住房贷款平均利率从 2017 年中期开始反弹, 当前在 5.72% 的水平, 预计未来上行幅度将明显减弱。个人住房公积金贷款利率也已处于较低水平, 下行空间不大。根据融 360 发布的数据, 按揭利率近期下行趋势比较明确, 对于后续的需求支撑是一大利好。2018 年 10 月全国 35 个城市 533 家银行中, 19 家银行分行或支行下调利率, 利率高位回调的银行数量增加 16 家。从首套房贷利率来看, 虽然目前仍在 5.7% 的高位, 但上行幅度明显减弱, 8-10 月波动不大。从各城市的情况来看,

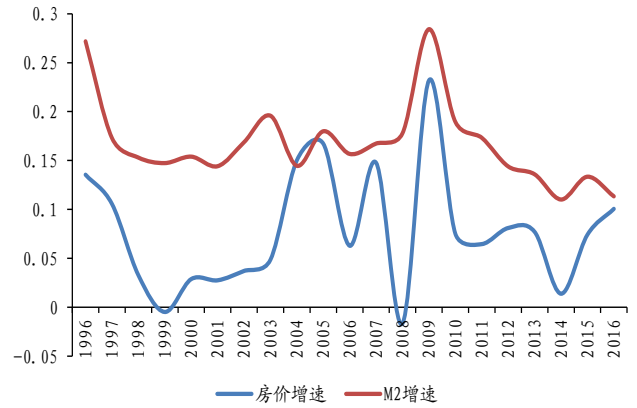
10月和11月中旬，南京、厦门、杭州等城市已经陆续有部分银行下调按揭利率上浮比例。

图 36: 主要国家 M2 占 GDP 比重



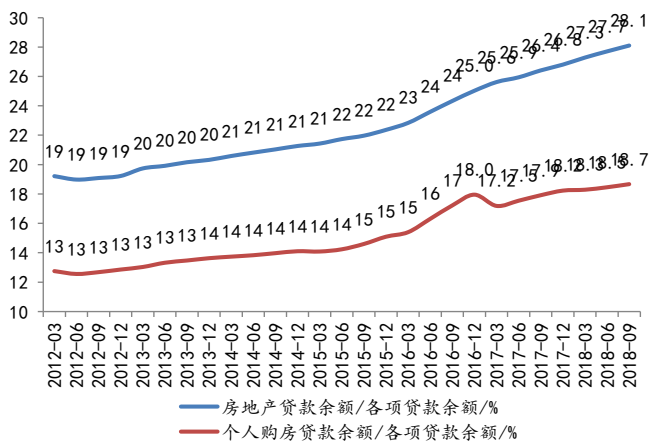
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 37: M2 与房价增速



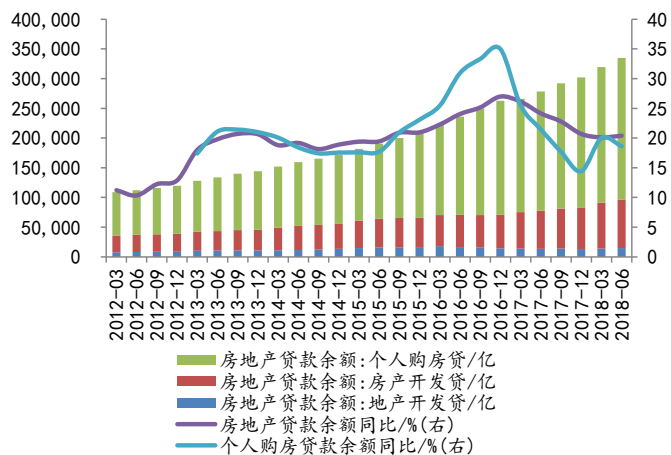
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 38: 房地产贷款余额及个人购房贷款余额占比



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 39: 房地产贷款余额构成



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 40: 个人住房贷款平均利率

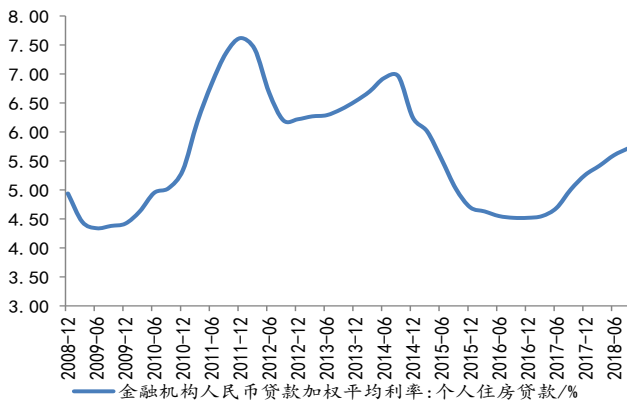
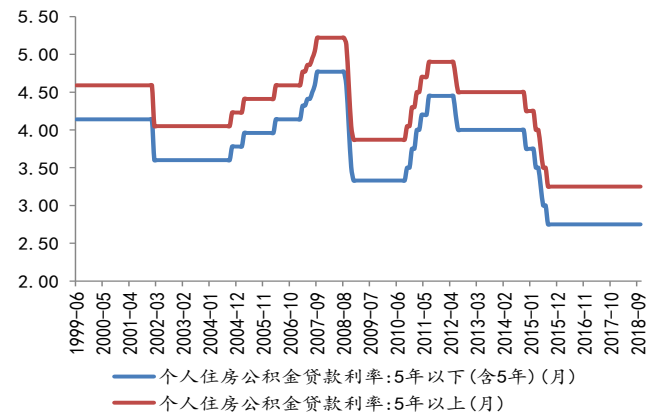


图 41: 个人住房公积金贷款利率



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

### (三) 供给稳定, 房企基本面向好, 新一轮供给侧改革开启

#### 1、房地产投资上行, 新开工增幅收窄, 拿地热度理性增长, 地价及溢价率走低

**2018 年投资增速持续上行, 但扣除土地购置费后的投资增速首现负增速。**2018 年开发投资额维持高位, 主要原因是其他费用中土地购置费的增速较高。拉动 GDP 的建安投资实际增速持续下行。2018 年 1-10 月全国房地产开发投资累计完成额为 9.93 万亿元, 同比上涨 9.7%, 增速较 2017 年全年提升 2.7 个百分点。从开发投资的细分项目来看, 前三季度土地购置费同比增长 66%, 施工投资(建筑工程、安装工程、设备工器具购置投资之和)同比下滑 4.1%, 开发投资的增长完全由土地购置费贡献。

建安投资一二线城市是双位数负增长, 三四线成为今年拉动建安投资的主力。截止到 2018 年 9 月, 一二线城市建安投资增速为-10.3%/-12.7%, 重点三线城市为-7.7%, 其他三四线城市为 3.5%。

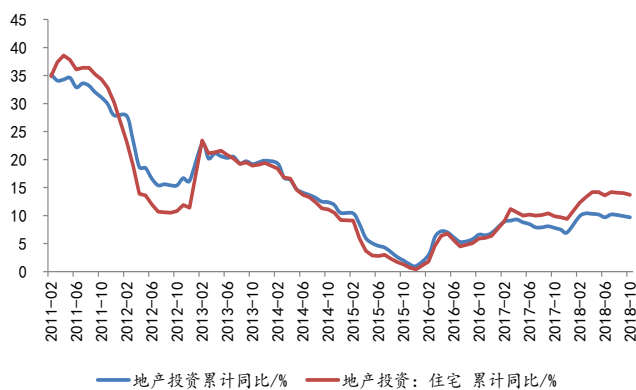
**新开工面积高增长是超预期因素。**2018 年 1-10 月全国商品房新开工面积为 16.88 亿平米, 同比上涨 16.3%, 增速较 2017 年全年大幅提升 9.3 个百分点。其中, 10 月份单月商品房和住宅的新开工面积分别同比增长 14.7%和 14.5%, 涨幅分别较 9 月下降 5.5 和 3.2 个百分点。新开工面积同比全年处于高位, 连续 6 个月实现两位数以上增长, 尤其是下半年以来, 新开工同比进一步上行。按照房地产行业的惯例, 开工之后 1-3 个月即可推盘, 故 2018 年 11、12 月推盘量较大。新开工超预期高增长源于: (1) 2017 年 4 季度及 2018 年 1 季度房企积极拿地后顺延 9 个月左右的开工; (2) 市场主要企业普遍采用快周转策略而加速开工加速回款。

**拿地热度呈理性增长, 主要集中在二三线城市。**土地市场方面, 2018 年土地购置面积累计同比理性回升, 截至 2018 年 10 月份, 累计上涨 15.3%。同时, 我们跟踪的 100 个大中城市土地成交数据显示, 截至 2018 年 10 月份, 100 个大中城市累计土地成交面积约 48007 万平米,

其中，分一二三线城市来看，一线城市 2092 万平米，二线城市 21178 万平米，三线城市 24737 万平米，二三线城市土地成交量在 100 城中占比约 95.6%。可以发现，拿地热度主要集中在二三线城市，一二三线城市拿地积极性存在分化。总的来看，2018 年土地市场拿地热度呈现理性增长。

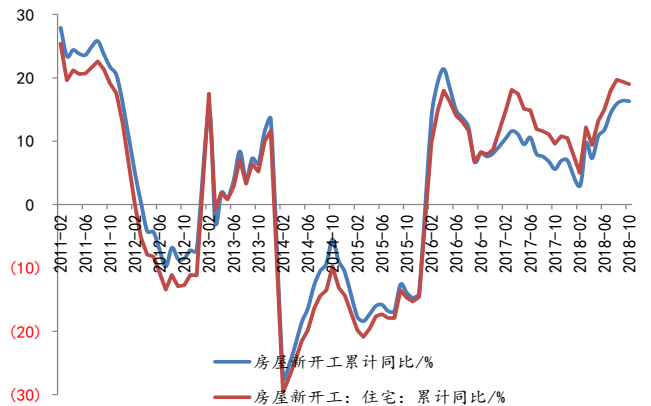
**土地价格及土地溢价率走低，高溢价拿地成小概率事件。**根据 100 城数据显示，2018 年 1-10 月，100 城成交土地楼面均价和土地溢价率均呈现下行趋势。其中，2018 年 11 月份，100 城土地楼面均价为 4577 元/平米，同比上涨 26%；11 月末土地溢价率为 7.39%，去年同期为 19.61%，位于历史较低水平。我们分析，由于“房住不炒”成为 2018 年房地产市场调控的主基调，在 2018 年 1-10 月系列调控政策的影响下，其中特别是一线城市延续此前调控政策、加大调控力度、增加土地供应，推动地价和土地溢价率走低。高溢价拿地已经成为小概率事件。

图 42: 房地产投资累计同比增速 (%)



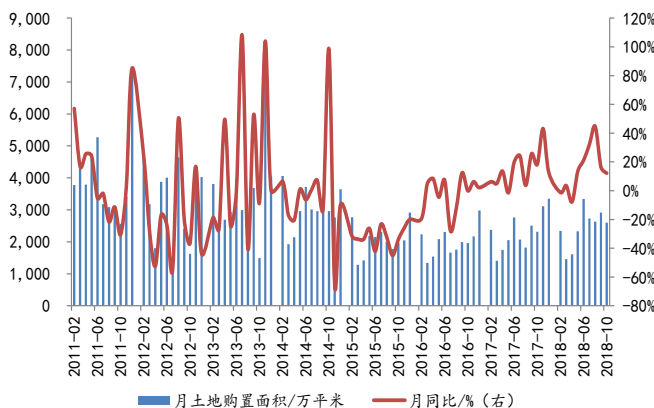
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 43: 商品房新开工累计同比增速 (%)



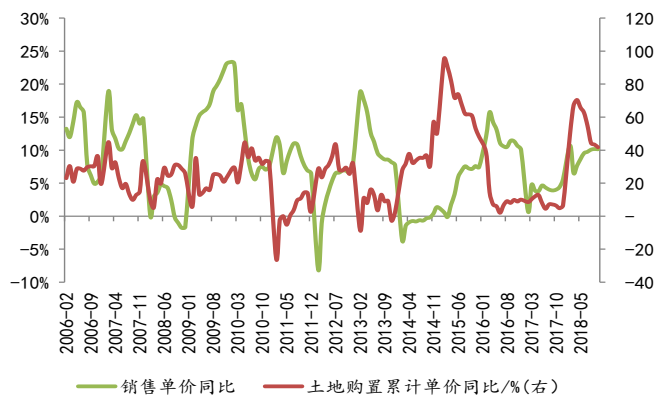
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 44: 月度土地购置面积及月同比增速



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

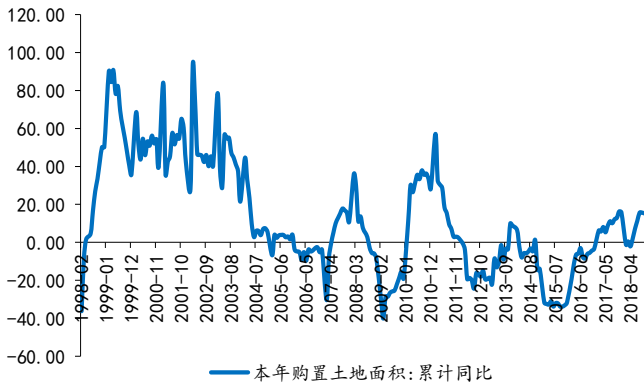
图 45: 土地购置累计单价同比及销售单价同比变动



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院



图 46: 土地购置面积累计同比增速 (%)



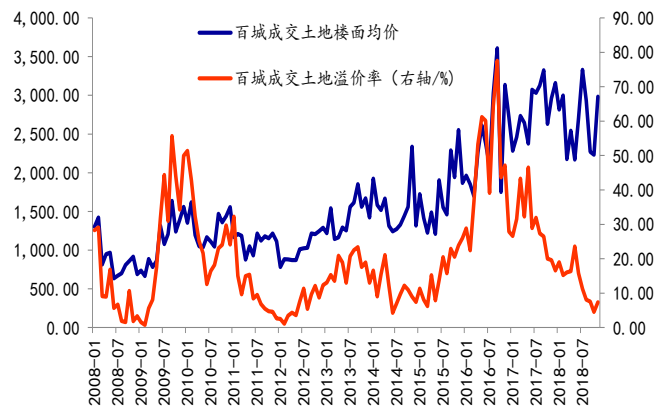
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 47: 土地购置费用累计同比增速 (%)



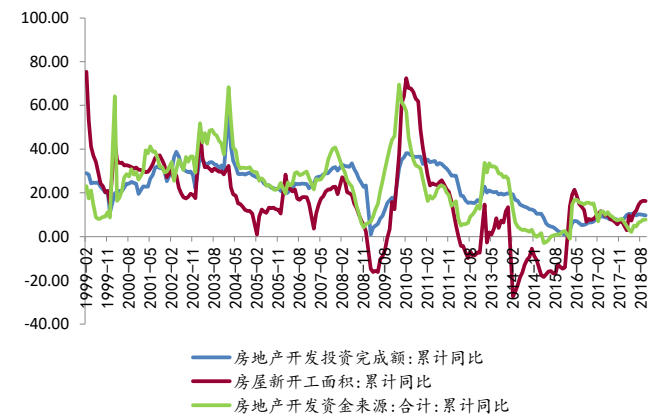
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 48: 100 大中城市成交土地楼面均价及土地溢价率



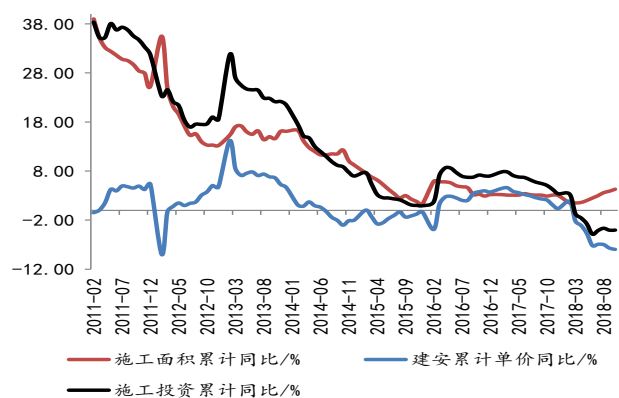
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 49: 新开工、投资、资金周期



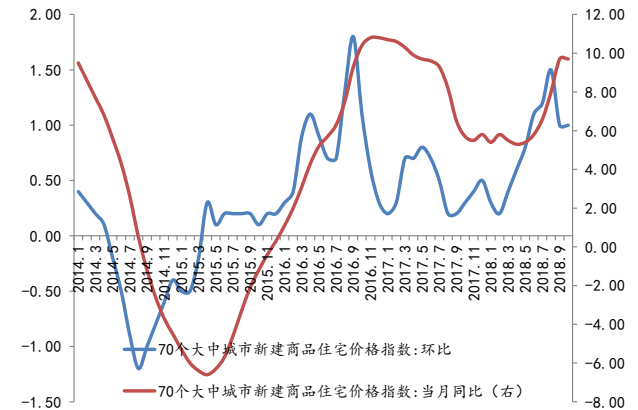
资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 50: 施工面积及建安单价累计同比



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 51: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比及同比 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

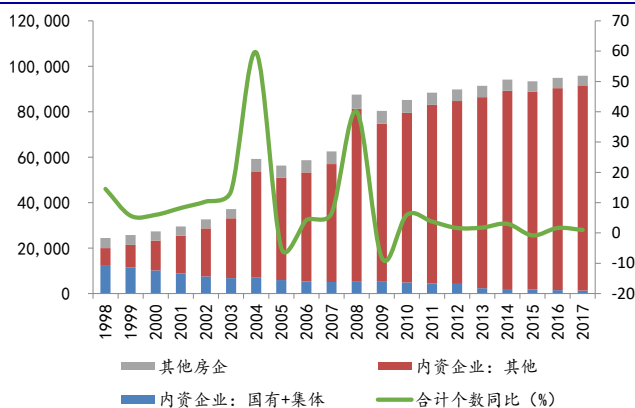
## 2、房企基本面向好，两极分化加剧

**房企个数稳定增加，盈利水平维持上涨。**1998年房屋商品化开始时，国有与集体性质的房企占全国房企数量超过一半，随着市场化的推进，其他内资力量不断涌现，截至2016年末，国有与集体房企占比下降到仅2%。而从总量上看，从2011年至今，每年全国房企个数同比增速呈现出下滑趋势，但基本在0-5%区间内保持低位正增长，根据统计局最新数据，2017年房企个数同比增加1%，预计2018-2019年基本维持这一低位增长水平。与此同时，房企的资产和营业利润水平也维持了上涨趋势，根据统计局最新数据，2017年房企资产规模同比增速15%，营业利润增35.2%，重回历史高位水平。我们预计，这一资产和营业利润的增长趋势将延续至2018年及2019年。

**财务数据亮丽，基本面向好。**从A股地产板块的财务数据来看，反应的情况也基本一致。可以发现，截至2018年第三季度，相比过去几年，行业整体营收增速提高至25.7%，毛利率水平增加至31%，创近几年新高。从资产负债表看，2018年第三季度地产行业主要呈现了以下特点：一，货币资金达历史高位10925.9亿元；二，存货水平大幅攀升，存货周转率创历史新低；三，负债水平继续攀升，净债务与归母权益的比值达到历史新高1.9。由此可见，地产行业资产规模提高，其中货币资金所占比重扩大，流动性增强，存货周转速度进一步加快，运营能力继续提升。总的来看，房企整体基本面向好。

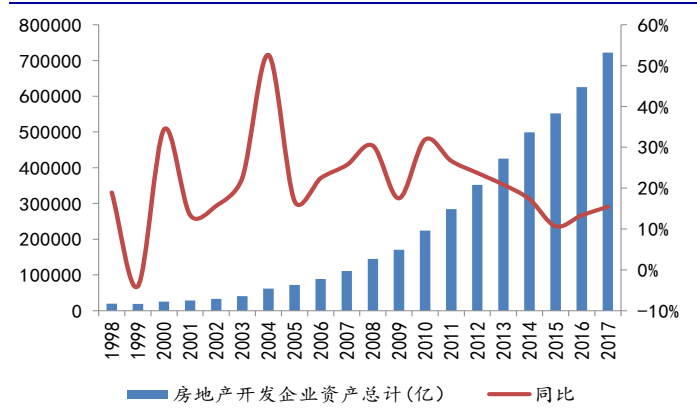
**龙头份额显著提升，行业集中趋势显现。**1-10月，39家标杆房地产企业实现销售面积33045万平方米，同比增长18.4%，增速比1-9月放缓6.3个百分点；实现销售额46074亿元，增长22.6%。分企业看，龙光地产、融信中国、中骏置业、新城发展、佳源国际控股等5家企业销售面积增速显著，超过1倍，碧桂园、绿城中国、保利置业、金地商置、深圳控股等5家企业累计销售面积出现负增长。从销售额情况来看，恒大、万科、碧桂园销售总量占据前三位，均超过4000亿元，佳源国际控股、融信中国、宝龙地产、新城发展销售额增速翻番。

图 52：房企个数



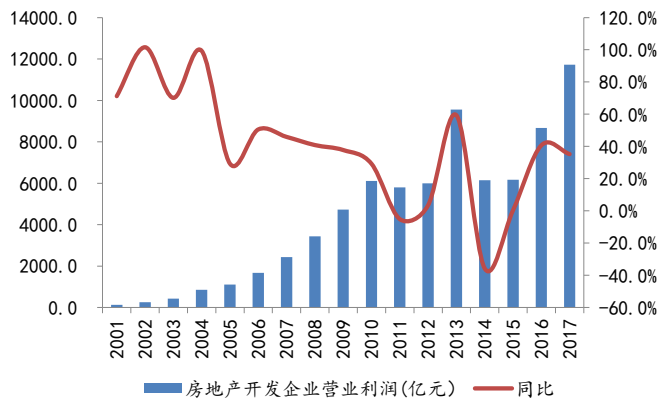
资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

图 53：房企资产总计（亿元）及同比



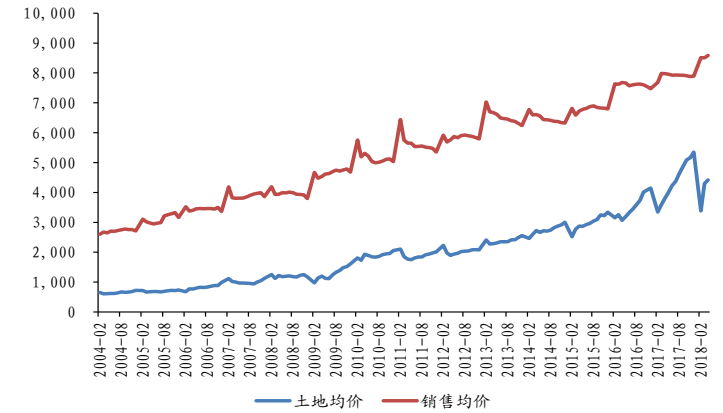
资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

图 54: 房企营业利润 (亿元) 及同比



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 55: 售价与地价



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

表 6: 房地产板块主要财务报表指标一览

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-09-30
<b>利润表</b>						
主营业务收入/亿元	7,581.9	8,593.7	11,430.4	15,856.9	17,482.2	12,147.2
营业总收入同比/%	27.1	13.8	5.0	29.5	7.6	25.7
销售毛利率/%	33.7	32.4	28.3	27.4	29.6	31.0
三费率/%	8.9	8.9	8.8	8.1	9.5	11.2
营业利润/亿元	1,343.7	1,350.7	1,476.2	2,183.6	2,925.5	2,058.2
营业利润同比/%	17.3	0.5	5.5	33.0	30.9	38.2
营业利润/营业总收入/%	17.7	15.7	12.9	13.8	16.7	16.9
归母净利润/亿元	876.2	868.9	900.2	1,390.3	1,809.4	1,221.4
归母净利润同比/%	12.9	-0.6	-1.4	40.7	27.0	28.9
销售净利率/%	13.3	11.6	9.6	10.5	12.5	12.4
ROE/%	9.3	5.3	5.0	6.5	9.4	5.3
<b>资产负债表</b>						
货币资金/亿元	3,612.6	4,022.9	5,367.3	8,232.3	10,564.4	10,925.9
存货/亿元	19,424.1	22,604.7	28,916.1	34,947.1	45,057.2	53,466.7
存货周转率/次	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
资产总计/亿元	30,360.7	35,201.4	47,221.4	62,782.5	83,760.3	99,128.5
资产负债率/%	74.6	74.9	76.6	77.0	78.7	80.0
净债务/归母权益	0.9	1.1	1.2	1.1	1.3	1.9
<b>现金流量表</b>						
销售商品收到的现金/营业收入/%	112.6	100.1	110.7	119.5	128.8	160.5

资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

### 3、房地产行业开启新一轮供给侧改革

**“去库存”政策不应长期持续实行。**房地产市场不具备一般消费品市场的价格波动规律：一般消费品市场存在一个一般均衡点，使当市场价格趋近该均衡点时，供给和需求可以匹配，而当市场供过于求时，可以通过政策外力，刺激需求改变价格，直到市场恢复到均衡点。但对于房地产市场而言，除了一般消费品市场的特点，它还具备投资品的特点，即不存在一般均衡，市场没有均衡点和均衡价格。当价格上涨，会刺激需求，需求增加；价格下跌，需求下跌，供给也下跌。也就是说，投资品的价格和需求之间呈正相关关系。因此，其他条件相同，在房地产市场中，“去库存”等刺激政策实施后，价格上涨趋势将形成，并形成惯性，进行持续的自我强化，直到引入新的政策外力形成新的价格变动趋势。因此，从理论上讲，房地产市场的“去库存”政策，长期持续实行是行不通的，应合理把握并控制政策实施的周期长度。如前所述，自我国“去库存”政策实施以来，现已告一段落，进入行业低库存阶段。在现阶段，商品房价格上涨惯性已经形成，如果在政策面上继续此前“去库存”的调控方向，不但无法实现市场均衡，还将产生其他负面效果。

**房地产行业新一轮调控已经开启。**目前，我国“去库存”政策调控和供给侧改革已经处于新的阶段，新一轮政策调控周期已经开启。2016年12月，习近平总书记提出“房住不炒”的调控原则，强调房屋的居住属性，新的政策基调预示着调控新阶段的开始。2017年底，住建部长王蒙徽还提出“2018年要抓好房地产市场分类调控；满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房；库存仍然较多的部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作。”，针对一二、三四线城市间存在分化的特点，进一步提出了“因地制宜，因城施策”的分类调控原则。本轮政策调控历时22个月，在这段时间内，大部分一二线城市已经结束了“去库存”政策，并陆续启动了包括限购、限售、限贷在内的、以抑制需求为主的系列调控政策。而一些库存量仍然高企的三四线城市仍在推进“去库存”进程。2018年以来，调控重心开始向三四线城市转移。截至目前，本轮调控已在超过60个城市内进行。

**坚持分类调控原则，实行供给侧改革。**我们预计，在2018年下半年，我国房地产市场“去库存”政策和供给侧调控将继续坚持“因地制宜，因城施策”的原则，一二线热点城市及住房需求高涨、房价过热的三四线城市，将陆续结束“去库存”政策，逐渐收紧保障房货币化、棚改货币化安置等相关政策举措；对于库存量居高不下、住房需求仍有待提高的三四线城市，也将在继续“去库存”、确保刚需的同时，逐步调整“去库存”政策的方向。

**表 7：中央对房地产行业的定调**

2016.12.14-16	中央经济工作会议：提出“房住不炒”，强调房屋居住属性
2017.12.14-16	中央经济工作会议：建立房地产长效机制，严控投机购房；加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度
2017.12.23	住建部长王蒙徽：2018年要抓好房地产市场分类调控；满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房；库存仍然较多的部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作。
2018.3.9	银监会主席郭树清：强调降低杠杆率
2018.4.4	银监会主席郭树清：在稳定的基础上全力以赴做好结构性去杠杆工作
2018.4.23	中央政治局会议：提出“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势的复杂性；保持货币政策稳健中性；深化供给侧结构性改革



2018.5.11	央行《2018 年一季度中国货币政策执行报告》：提出宏观杠杆率增速放缓，金融体系控制内部杠杆取得阶段性成效，一改以往强调积极推进“去杠杆”的表述；将“去杠杆”调整为“调结构”；删去“统筹政策力度和节奏，防止叠加共振”，新增“全面清理整顿金融秩序”。
2018.5.19	住建部提出六项相关要求 住建部官网发文《住房城乡建设部重申：坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松》，并先后约谈西安、海口、三亚、长春、哈尔滨、昆明、大连、贵阳、徐州、佛山、成都、太原等 12 个城市。目前已有 7 个城市作出回应。
2018.7	中央政治局会议：下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.8	国务院：就当前经济社会发展有关情况举行吹风会，发改委秘书长回应下半年如何确保实现经济社会发展的目标任务时表示：下决心解决好房地产的问题，要坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。

资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

**表 8：地方层面房地产相关政策及重大事件**

2016.8.31-12.31	苏州、厦门、武汉重启“限购令”标志着二线城市重启限购开始；杭州、南京、北京、上海、广州、深圳、合肥等也陆续重启限购
2018.3.22	大连市《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》：实行住房限购政策
2018.3.15	武汉市《武汉市刚需人群首次购买新建商品住房优先选房操作规程(试行)(征求意见稿)》：针对本市刚需人群首次购新房优先选房制定操作规程
2018.3.30	西安市《关于进一步加强商品住房销售管理的通知》：明确买房摇号流程
2018.4.4	杭州市《关于实施商品住房公证摇号公开销售工作的通知》：开启“杭州买房摇号”新旅程
2018.4.22	海南省《关于进一步稳定房地产市场的通知》：实行全域限购
2018.5.5	哈尔滨市《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》：实行区域性限售政策
2018.5.7	佛山市特急令：禁止开放商夜间卖楼
2018.5.8	四大行上调北京地区首套房利率，规定最低利率从基准利率的 1.05 倍上调为 1.1 倍
2018.5.14	太原市《关于加强房地产市场调控工作的实施意见》：提出实施住房限购政策 丹东市、贵阳市：宣布出台调控新政
2018.5.15	成都楼市限购政策升级：在原先的“限购令”上将住房限购对象由个人调整为家庭；在全市范围内新购买的商品住房或二手住房，须取得不动产权证满 3 年后方可转让。
2018.6.5	宜昌《关于进一步加强房地产市场调控有关工作的通知》：坚决遏制恶意炒房行为
2018.6.6	海南《关于进一步做好商品住宅销售价格备案管理工作的通知》
2018.6.25	长沙《关于落实“长政办函〔2018〕75 号”文件的通知》
2018.7.1	昆明《关于进一步稳定商品住房市场有关问题的通知》

2018.7.2	厦门《关于进一步加强精准调控稳定房地产市场的实施意见》
2018.7.11	《关于福州市五城区商品住宅项目公证摇号销售实施意见》
2018.7.31	深圳《关于进一步加强房地产调控促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2018.8.4	《深圳市人民政府关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见》
2018.8.6	沈阳市政府办公厅下发《沈阳市人民政府办公厅关于进一步做好我市房地产市场调控工作的通知》
2018.9.10	《武汉市刚需无房家庭首次购买新建商品住房优先选房公证摇号规则指引（试行）》
2018.9.25	广州市住房和城乡建设委等8部门联合治理房地产市场乱象
2018.10.8	天津《市国土房管局等十一部门关于开展打击侵害群众利益违法违规行为整顿房地产市场秩序专项行动的通知》
2018.10.10	《海口市发展和改革委员会关于进一步做好商品房销售价格备案管理工作的通知》
2018.10.18	《浙江省城乡住房工作协调委员会办公室关于促进长租公寓市场平稳健康有序发展的指导意见》

资料来源：WIND，国家统计局，中国银河证券研究院

#### （四）基本面小结

基于以上分析，对城镇户籍的人可以说是已经实现了“居者有其屋”，此外以目前商品住宅的年产能基本能够满足每年新增人口、城镇化以及农民工市民化带来的需求，因此总体上城镇住房供求已基本均衡，所谓的长周期拐点。

具体来看，在房地产行业需求端，2018年我国尚处于城镇化快速发展的末期，城镇化率仍存在上行空间。同时，我国城镇化发展不均衡，人口密度分割线“胡焕庸线”两侧的城镇化发展进程存在着显著分化。由此，我们认为，城镇购房需求存在着进一步释放的内在动力。另外，随着农民工市民化政策及配套机制的落地实施，农民工城镇置业人数将有更显著的增加，将带来更多城镇购房潜在需求。

然而，2018年商品住宅市场仍存在泡沫，对于大部分一二线热点城市及部分房价高企的三四线城市，房价已经超出居民可以承担的合理范围，房地产市场的总体有效需求仅约三成，仍然有待进一步拉升提高。同时，值得注意的是，一二、三四线城市的购房需求量呈现出两级分化的特点，这需要政府在未来推升有效需求增加的过程中，实行分类调控，进一步贯彻“因地制宜、因城施策”的政策方针。

十九大报告提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，表明深化供给侧改革，着力优化供给结构将成为未来中国住房制度建设的重点突破方向。2018年以来，房地产政策调控以推进住房供应体系的结构改革为着力点，从强调增加总量到强调优化供给结构，标本兼治地形成较为稳定的梯度供给格局。目前，我国大城市优化供给结构的方向主要为：第一，结合实际调整供应总量、优化供应结构；第二，供应类型多元化、形式差异化。

在房地产行业供给端，基本面呈现出房地产投资上行显著，新开工增幅收窄，拿地热度呈理性增长，地价及溢价率走低，房企业绩向好且竞争分化加剧的特点。“去库存”政策及供给侧改革已经进入新阶段。

当前我国经济运行稳中有变，外部环境发生深刻变化，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。从国际环境看，世界经济政治形势更加错综复杂，地缘政治风险依然较大，主要发达经济体经济走势存在不确定性，贸易摩擦给未来出口形势带来较大不确定性，可能造成外需对经济的边际拉动作用减弱，还可能冲击投资者情绪，加剧金融市场波动。从国内看，基建投资增速下行，金融机构风险偏好下降，信用增长延续放缓态势，小微企业、民营企业融资难问题较为突出，民间投资活力尚显不足，内生增长动力有待进一步增强，把握好稳增长、调结构和防风险之间的平衡仍面临较多挑战。三季度以来，个税改革、支持民营经济等改革利好政策释放，一些政策效应有待进一步释放。

展望未来，预计 2019 年我国仍将坚持稳中求进的工作总基调，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持新发展理念，推动高质量发展，以供给侧结构性改革为主线，加大改革开放力度，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，确保经济平稳运行。对于房地产市场，在调控效果差异明显、楼市走势出现分化的情况下，既要坚持楼市调控的大方向不动摇，保持政策的连续性和稳定性，又要根据宏观经济和房地产市场主要矛盾的新变化、新特点，适时适时对部分政策措施进行微调。政策微调的目的是为了保持房地产市场的相对平稳发展，避免市场波动过大，“房住不炒”和“租购并举”的基本基调不会改变，抑制投机、稳定房价的政策初心也不会动摇。例如，在上一轮房地产调控中，为了抑制房价过快上涨，限购、限贷政策不断升级，不可避免对部分改善型购房群体造成影响，后期对此可能会有所调整，保障居民的合理住房消费。

### 三、投资建议及重点推荐标的

行业需求向好，供给稳定：行业需求端，城镇化率仍存在上升空间，真实潜在需求旺盛，但由于房价高企，总体有效需求仍然不足；行业供给端，房地产投资维持高位，新开工增幅收窄，拿地热度理性增长，房企业绩向好且分化加剧，“去库存”政策及供给侧改革进入新阶段。

2019 年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观：预计整体房价涨幅 1%；全年销售面积增速预计为-4%到-6%之间；销售金额同比增速-2%到-4%；投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为 5%-7%。

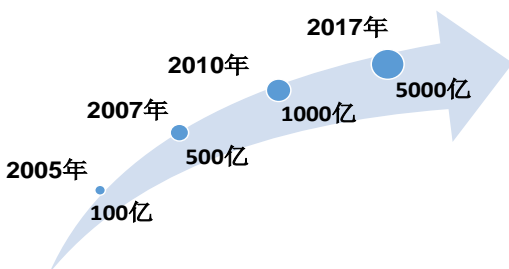
龙头房企优势凸显，一二线城市有望在 2019 中期企稳回暖：行业景气度下行和高价地项目入市导致 2019 年销售项目的盈利水平承压。龙头房企销售速度仍有望保持 15%以上的正增长。集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在 2019 年中期企稳回暖，对冲三四线城市下跌风险。中小房企将加速退出市场。

重点公司推荐：业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

## （一）万科 A：国内龙头地位稳固

万科企业股份有限公司成立于 1984 年，前身为深圳现代科教仪器展销中心，法人代表为王石。公司 2005 年销售额破百亿，2007 年超过 500 亿，2010 年成为国内首家销售额破千亿的房企，2017 年销售额超五千亿。公司自 2014 年以来始终以“城市配套服务商”战略为核心，聚焦三大经济圈及中西部重点城市拓展开发业务，同时开展商业、物流地产、滑雪度假、长租公寓、教育、养老等新兴业务。2016 年公司首次跻身世界 500 强、位列第 356 位；2017 年位列第 307 位，是行业中排名最高的房企之一，仅次于绿地控股（277 位）。

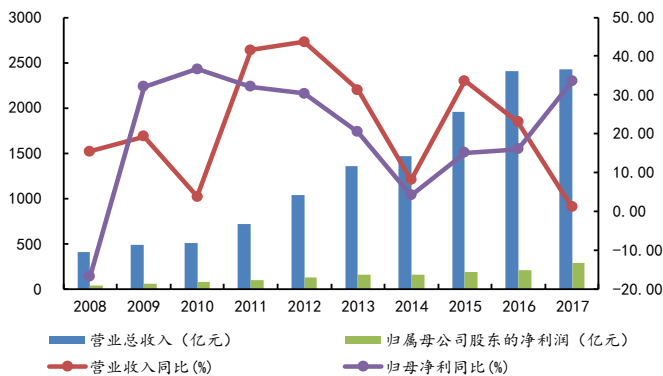
图 56：公司历年销售额情况



资料来源：公司网站，中国银河证券研究院

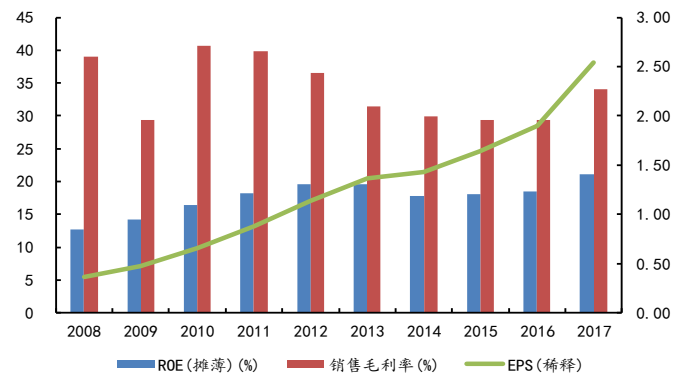
公司过去 10 年中销售持续稳定增长。2007 至 2017 年销售面积 CAGR 19%，销售金额 CAGR 26%，销售均价 CAGR 6%。2017 年公司累计实现合同销售面积 3,595 万平方米，同比增长 30%vs.过去 9 年销售面积平均增速 20%；合同销售金额 5,299 亿元，同比增长 45%vs.过去 9 年销售金额平均增速 28%。公司销售回款率历来超过 90%，2017 年达 93%，处于行业领先地位。

图 57：万科营业收入及归属母公司净利（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 58：万科 ROE、销售毛利率、EPS



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

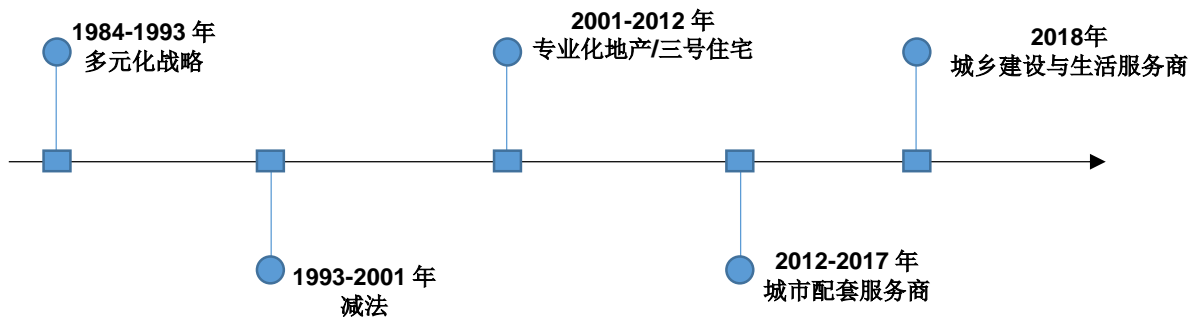
企业新定位于城乡建设与生活服务商。公司于 2014 年制定十年规划，打造服务于客户和城市的生态平台。2018 年万科将定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”，并具体细化为四个角色：美好生活场景师，实体经济生力军，创新探索试验田，和谐生态建设者。

万科“城乡建设与生活服务商”所搭建的生态体系已初具规模，在巩固住宅开发和物业服务固有优势的基础上，业务已延伸至商业开发和运营、物流仓储服务、租赁住宅、产业城镇、



冰雪度假、养老、教育等领域。

图 59：公司历年发展情况



资料来源：公司网站，中国银河证券研究院

**万科物业：**万科物业历年物业费收缴率保持在 95% 以上，连续八次蝉联全国物业百强综合实力第一（由中国物业管理协会和中国指数研究院评选）。2017 年物业实现并表营业收入 71.3 亿元，同比增长 67.3%；净利润 11.5 亿元，同比增长 58.0%。我们参照彩生活给予万科物业保守的 20 倍估值，则物业部分估值也已经达到了 230 亿元。

**万纬物流：**万科物流于 2015 年成立，目前以全新独立品牌“万纬”运营。万纬物流主要为电商、零售、第三方物流公司、快递快运、冷链等客户提供仓储设施基础服务，其业务范围包括高标准现代化仓储的投资选址、开发建设、招商运营等，并通过网络化布局，迅速扩大规模。

**长租公寓：**万科是最早进入租赁市场的开发商，泊寓目前布局全国 29 城、保有量 10 万间。万科是中国最早进入租赁住房市场的开发商，2014 年开始进入大规模推广阶段，目前已跻身全国最大的集中式长租公寓服务商行列。截至 2017 年底，长租品牌“泊寓”已在全国 29 个城市开业 96 个项目，已开业房间数超过 3 万间，获取房间数超过 10 万间，2018 年计划新增获取 10 万间。

**深入一二线城市，坚持城市群发展战略。**万科在 2005 年基本完成了长三角、珠三角、环渤海三大城市群布局，并实行以中西部区域为辅的“3+X”城市群布局。万科在 2007 年完成布局 25 城，2011 年所布局城市翻倍，2013-2016 年达到 65 城左右。2017 年新进入 13 城，其中包括 2 个二线城市和 3 个三线城市，深耕一二线城市一直是公司的总体发展战略。

**拿地连续三年扩张，可预期销售业绩将有增长。**公司 2011-2013 年处于高速发展期，平均拿地销售比（金额）48%，2014 年公司判断市场将回落，因此进行了拿地端的相对收缩。在 2015 年又开启加仓模式，2016 年、2017 年大幅加仓拿地，拿地金额分别为 1,852 亿和 3,417 亿，同比分别增长 83% 和 84%；拿地权益比例基本稳定在 70%。由于拿地领先于销售约 1-2 年，而销售又领先于业绩释放 1-2 年，因此 2016-2017 年的土地储备将在 2018-2019 年体现为公司销售端的高增，2018-2020 年则将体现为公司的业绩释放期。因此，我们可以认为公司过去两年在拿地端的积极充分保证可售货值充裕，也保障了未来的销售和业绩双双释放。

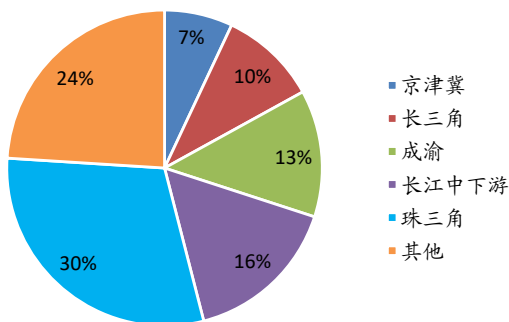
## (二) 保利地产：业务种类、地点全方位布局

保利地产成立于 1992 年，经过十年扎实发展，2002 年成功完成股份制改造，遂开始实施全国化战略，加强专业化运作，连续实现跨越式发展。目前，公司已完成以广州、北京、上海为中心，覆盖 57 个城市的全国化战略布局，拥有 292 家控股子公司，公司坚持以商品住宅开发为主，但同时涉及商业地产、养老地产、旅游地产，并且也持有一些房地产行业相关的专业咨询和服务公司。

**近年销售业绩稳步增长。**公司在 2013-2015 年经历业绩下滑后，自 2015 年开始企稳回升。2015 年销售额达到 1541 亿元，同比增长 12.75%，2016 年销售额突破 2000 亿元，同比增长 36.34%，2017 年公司顺势推进，销售额达到 3092 亿元，同比增长 47.17%。公司 2018 年一季度实现营业收入 201.25 亿元，净利润 28.46 亿元，归属上市公司股东的净利润 18.96 亿元，同比分别增长 12.41%、12.88%和 0.26%。在全国商品房销售明显回落的情况下，公司销售业绩却保持高增长，主要因为公司主要布局的一二线城市因为抢人才大战，整体需求不差造成。

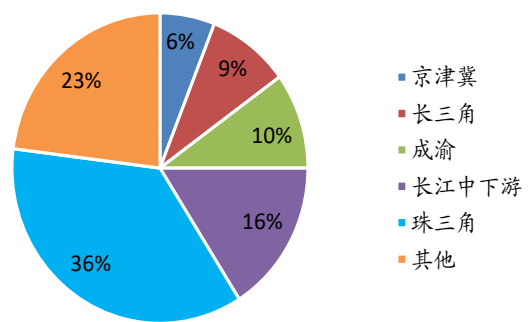
**发展国内市场，同时积极开拓海外市场。**在城市布局上，公司坚持以北、上、广为核心的城市群区域布局策略，在重点深耕珠三角、长三角、京津冀的城市群的同时，近几年结合国内经济战略走向，逐步延伸至中部、西部、海峡西岸等国家重点发展区域。截止 2018 年一季度，公司已进入国内外 92 个城市，土地储备超 2 亿方。2015 年首次进入澳大利亚的悉尼、墨尔本和英国伦敦。目前已成功布局澳大利亚、美国、英国等国家，累计管理项目 9 个，进一步夯实公司地产开发主业。

图 60：五大城市群可售容积率面积占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 61：五大城市群待开发面积占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**公司深耕一二线城市，储备可支撑未来 2~3 年开发需求。**公司拓展还是坚持以一二线城市为主，2018 年 Q1 国内新拓展项目 33 个，新增容积率面积 717 万方，其中一二线城市拓展金额占比 71.5%。另外，公司可售容积率面积 1.5 亿方，其中待开发面积 9542 万方，至少可以保障公司未来 2~3 年的开发需求，同时公司的预收账款已经达到 2562.8 亿元，同比增加 143.5%，因此公司锁定比率较高，未来结算和业绩增加有支撑。

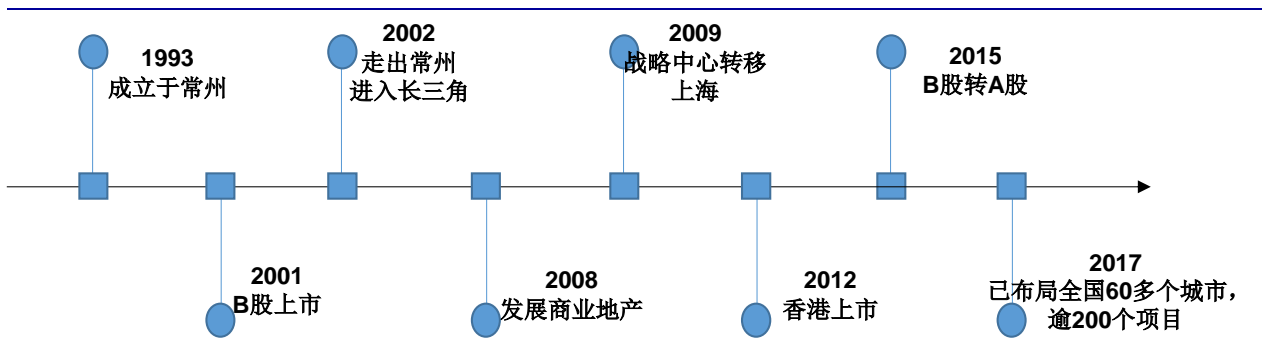
**公司积极参与租赁住房资产证券化。**在行业监管政策允许的情况下，公司正积极利用资产证券化手段，实现自持物业的融资功能。2017 年 10 月 23 日，国内首单央企租赁住房类 REITs、首单储架发行类 REITs——中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划获

得上海证券交易所审议通过。本次专项计划采取分期发行方式，发行总额不超过 50 亿元。底层资产为保利地产 10 处自持租赁住房，包括位于北京、西安、长沙、重庆、大连、成都、沈阳、广州、天津的商务公寓、服务式公寓、青年公寓、和熹会四类租赁物业品牌。这些物业均由保利地产旗下租赁住房管理运营平台负责运营。

### （三）新城控股：高周转带来高业绩

新城控股集团股份有限公司于 1993 年成立于常州，在常州一直保持着龙头房企地位。2015 年公司 B 股转 A 股市场，成为全国首家成功 B 转 A 的民营企业，解决了 B 股融资渠道不通畅的问题，完善公司资本市场融资渠道，从而实现公司竞争力的加速释放。2017 年公司全年销售面积达 928.28 万平方米，同比增长 61.44%，销售金额达 1264.72 亿元，同比增长 94.39%；市场占有率达到 0.95%，较 2016 年末提升 0.39 个百分点，公司在 2017 年销售额排名为 13，行业地位领先。销售的快速增长推动公司截至 2018 年挤进前八，成为公司发展的强劲内生动力。

图 62：公司发展历程



资料来源：公司网站，中国银河证券研究院

**多年战略布局和管理提升支撑周转率提升，实现快周转。**为了实现周转率的不断提升，公司近年来不断在公司管理方面得到提升和突破：1) 推进标准化、产业化研究，提高项目可复制能力和管理效率；2) 将成本管控提升至核心战略，确立了远期及近期目标，并将成本管理前置到拿地及规划环节；3) 建立具有市场竞争力的激励机制，培养人才梯队；4) 完成总部+区域事业部+项目的现代化三级管理构架，实现由家族企业向现代化企业管理体系的转变。

**以售养租，商业+住宅双驱动。**新城控股的商业地产开发业务的主要产品为商业综合体，包括供对外出售的销售型物业和供自持运营或对外租赁的持有型物业两部分。在公司旗下的多个综合体中，住宅和商业体量占比分别接近 80% 和 20%。其中，住宅和酒店式公寓销售作为项目重要的回报来源，将有效覆盖自持物业的投入成本；另一方面，商业广场自持比例一般达到 80%，也有利于公司运用商家资源及运营经验，保障商业地产后期的品牌招商与统一管理，通过以售养租的形式，最大化地实现综合体项目的长远增值。

## 插图目录

图 1: 双轨制租购并举住房供应体系 .....	6
图 2: 房地产税的立法流程 .....	7
图 3: 商品房待售面积 (万平方米) 及同比 .....	8
图 4: 年度新开工与销售面积 (万平方米) .....	8
图 5: 年度新开工与销售面积同比 .....	9
图 6: 年度 (新开工-销售) 与销售均价同比 .....	9
图 7: 商品房库存结构 (按用地性质) .....	11
图 8: 商品房去化周期 (年) (按性质) .....	11
图 9: 重点城市去化周期 (月) .....	11
图 10: 一二三线代表城市商品住宅去化周期 .....	11
图 11: 房地产住宅投资情况 (按房屋户型) .....	12
图 12: 房地产住宅投资增速 (按房屋户型) .....	12
图 13: 城镇人均住房面积 (平米) .....	13
图 14: 出生人口数及出生率 .....	14
图 15: 城镇常住人口与城镇化率 .....	14
图 16: 胡焕庸线 .....	14
图 17: 农民工数量 (万人) 及构成 .....	15
图 18: 2016 年末农民工年龄构成 .....	15
图 19: 外出农民工住宿情况 (%) .....	16
图 20: 外出农民工社会保障情况 (%) .....	16
图 21: 2017 年春运迁徙图 .....	16
图 22: 农民工月平均收入 (元) 及同比增速 (%) .....	16
图 23: 38 城商品住宅月销售套数及同比 .....	19
图 24: 全国商品房月销售面积及同比 .....	19
图 25: 38 城及一线商品住宅月销售套数累计同比 .....	19
图 26: 全国商品房年销售面积及同比 .....	19
图 27: 70 城房价环比上涨城市数占比 .....	19
图 28: 百城住宅价格指数环比上涨城市占比 .....	19
图 29: 百城住宅价格环比 (%) .....	20
图 30: GDP 同比及预测 (%) .....	21
图 31: CPI 同比 (%) .....	21
图 32: 房地产投资占固定资产投资比重 .....	21
图 33: CPI 同比 (%) .....	21
图 34: 房地产施工面积及建安投资累计同比趋势 (%) .....	22
图 35: 房地产开发投资及土地购置费累计同比趋势 .....	22
图 36: 主要国家 M2 占 GDP 比重 .....	23
图 37: M2 与房价增速 .....	23
图 38: 房地产贷款余额及个人购房贷款余额占比 .....	23
图 39: 房地产贷款余额构成 .....	23
图 40: 个人住房贷款平均利率 .....	24



图 41: 个人住房公积金贷款利率 .....	24
图 42: 房地产投资累计同比增速 (%) .....	25
图 43: 商品房新开工累计同比增速 (%) .....	25
图 44: 月度土地购置面积及月同比增速 .....	25
图 45: 土地购置累计单价同比及销售单价同比变动 .....	25
图 46: 土地购置面积累计同比增速 (%) .....	26
图 47: 土地购置费用累计同比增速 (%) .....	26
图 48: 100 大中城市成交土地楼面均价及土地溢价率 .....	26
图 49: 新开工、投资、资金周期 .....	26
图 50: 施工面积及建安单价累计同比 .....	26
图 51: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比及同比 (%) .....	26
图 52: 房企个数 .....	27
图 53: 房企资产总计 (亿元) 及同比 .....	27
图 54: 房企营业利润 (亿元) 及同比 .....	28
图 55: 售价与地价 .....	28
图 56: 公司历年销售额情况 .....	33
图 57: 万科营业收入及归属母公司净利 (亿元) .....	33
图 58: 万科 ROE、销售毛利率、EPS .....	33
图 59: 公司历年发展情况 .....	34
图 60: 五大城市群可售容积率面积占比 (%) .....	35
图 61: 五大城市群待开发面积占比 (%) .....	35
图 62: 公司发展历程 .....	36

## 表格目录

表 1: 十九大以来中央重大会议及重要媒体关于房地产的表述 .....	1
表 2: 近期全国及地方主要房地产调控政策一览 .....	3
表 3: 近期全国及地方主要房地产调控政策一览 .....	9
表 4: 人均住房面积 (平米) 和户均住房套数 (套) .....	13
表 5: 40 个重点监测城市的房价收入比及同比增幅 .....	17
表 6: 房地产板块主要财务报表指标一览 .....	28
表 7: 中央对房地产行业的定调 .....	29
表 8: 地方层面房地产相关政策及重大事件 .....	30

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**潘玮，房地产行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83553719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：尚 薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn  
北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn