

房地产

证券研究报告
2019年03月05日

地产宽松强化、全国销售向下但一线房价或将反弹、看好高杠杆房企及板块相对收益

——房地产政策两会前瞻

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:一线城市土地市场持续回暖,土地成交量价齐升——房地产土地周报 20190303》 2019-03-04
- 2 《房地产-行业研究周报:继续推荐信用宽松受益品种、看好一二线市场回暖——房地产销售周报 0303》 2019-03-04
- 3 《房地产-行业研究周报:土地市场持续低迷,不排除融资优势明显的央企、国企加大拿地力度——房地产土地周报 20190224》 2019-02-24

一、基本面:全国销售向下格局不变、但一二线有结构性机会、一线房价或反弹

从基本面来看,年初至今新房销售量累计同比下降 12.9%,其中一线、二线、三线累计增速分别为 9.9%、-3.4%、-32.3%。从数据看全国新房市场销售仍是低温,但是一二线城市回暖或平稳,基本面情况符合我们的预期。我们认为即使后期政策进一步宽松,对三四线基本面复苏也不会有非常明显的效果,反而会使一二线受益这种情况,如果流动性和政策持续改善,一线城市房价或将反弹。另外,开工、投资上半年会有一定韧性,但下半年会逐步往下;竣工这三年都会持续反弹。

二、政策面:因城施策宽松强化、“降成本”将利好地产

短期方面——房地产税未被提及,我们认为地产财政压力使得政策宽松强化、两会后各个地方政府会更加主动:3月4日两会发布会,发言人张业遂并未提及房地产税,使得对出台房地产税的担忧弱化;同时,由于截止本周,百城土地成交下降 25.3%,我们认为未来还将继续下降,地方政府基于财政压力进行政策宽松的概率加大,而两会前需要明确政府新一年定位,不会进行大的政策调整,两会后地方政府主动性加强。

中长期看——“降成本”将系统性利好地产:四轮降准都显著改善房地产行业到位资金、按揭贷款改善更加显著,“三去一补一降”中的去库存、去产能、去杠杆力度都远超预期,降成本我们认为也将超预期,降成本主要包括降税费和降借贷成本,前者提升居民购买力,后者改善居民和企业的借贷成本,都将利好地产。

三、市场面:降准之后1个月地产大概率跑输市场、3个月有机会跑赢

降准的初期对地产不会有明显的效应,但是观察前几轮降准周期,降准之后一个季度内的绝对收益,前几轮分别达到 41%、26%和 95%的绝对收益,相对收益达到了 20%、26%以及 39%,每一轮相对沪深 300 都是相对收益的。从股票角度来看,我们认为降准早期会提升整个股票市场风险偏好,后期真正因为降准而基本面受益的这些板块会逐渐显示,而地产是真正受益于降准的板块,结合地产板块对资金度敏感较高,此次降准是 1月4日宣布,据此我们认为 3月份地产股跑赢大盘是大概率事件。

投资建议:我们认为在房产税等短期政策担忧解除的情况,行业政策宽松或将强化,虽然整体基本面仍旧向下,但一二线将在降准以及“降成本”等推动下有所反弹,一线房价也将反弹,且根据历次降准发现降准后三个月地产大概率跑赢大盘,建议积极布局地产,推荐: 1) 二线优质高杠杆房企,在宽信用周期有望超预期:阳光城、新城控股、华夏幸福、旭辉控股集团、荣盛发展; 2) 地产龙头:万科、招蛇、保利、融创、金地; 3) 明显受益于中期利率下行:光大嘉宝等; 4) 竣工受益: 南都物业。

风险提示:房屋销售大幅下滑、地产投资不及预期、减税降费不及预期

事件：

根据财联社，工行无锡分行于3月1日向各支行、分行营业部下发的通知显示，居民家庭首次购买普通住房申请个人住房贷款，最低首付比例由40%下调至30%。

点评：

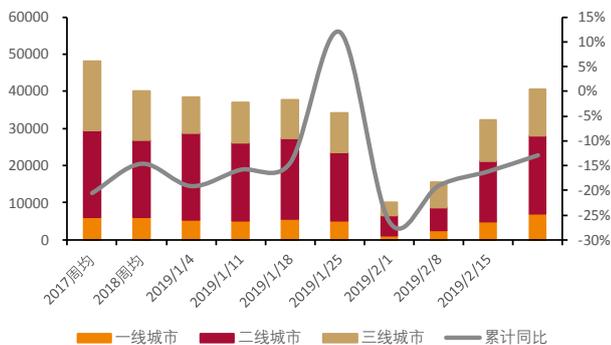
我们认为近期地产销售政策的宽松既有符合预期的层面又有超出预期的层面。一方面政策宽松的趋势符合市场的一致性预期，但对于政策推出时点、力度存在分歧。另一方面短期内由于两会的召开，对于政策偏紧的预期同样存在。年初至今地产板块（中信）累计上涨21.05%，跑输沪深300约5.71PCT、跑输中证500 3.33PCT左右，2月份单月跑输幅度降低，跑输中证500 1.2PCT。当前时点我们认为，3月地产板块有望获得相对收益和绝对收益，主要基于以下几点判断：

1. 基本面或存结构性、超预期性机会

1) 一二线城市住房销售或存在结构性机会。从基本面来看，年初至今新房销售量累计同比下降12.9%，其中一线、二线、三线累计增速分别为9.9%、-3.4%、-32.3%。从数据看全国新房市场销售仍是低温，但是一二线城市回暖或平稳，基本面情况符合我们的预期。一二线从18年6月份开始逐步步入一个复苏通道，而复苏周期在18个月左右，三四线从今年初开始逐步步入下滑通道，我们认为下滑也会持续18个月左右，即明年三四线才会有明显的恢复。这是考虑了政策宽松的情况，我们认为即使后期政策进一步宽松，对三四线基本面复苏也不会有非常明显的效果，反而会使一二线受益这种情况，也就是说三四线逐渐宽松之后会提振一二线城市销售增速上涨预期，使得一二线的成交加快。13城库存目前45周，也是处于历史相对较低水平。

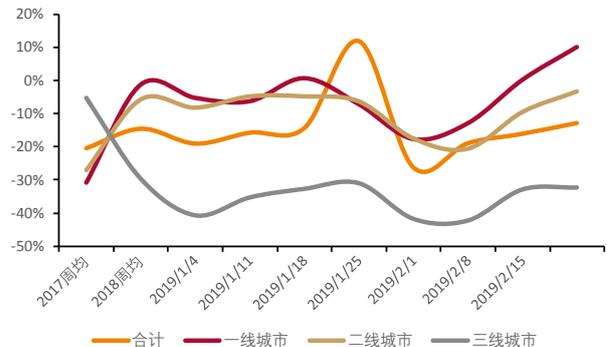
我们维持之前的观点：全国销售增速或继续下滑，但一二线城市存在结构性机会，住房销售有望实现量价齐升。

图 1：40 城一手房成交量（套）



资料来源：Wind，天风证券研究所

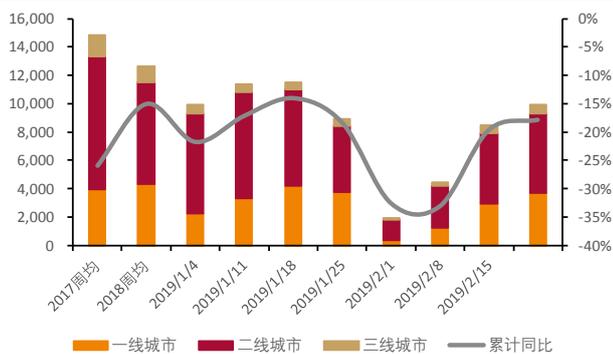
图 2：40 城一手房成交量累计同比



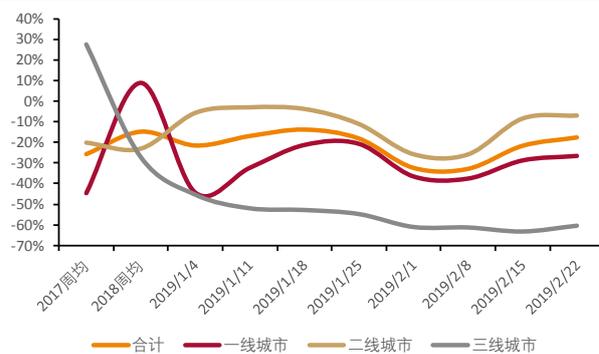
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：10 城二手房成交量（套）

图 4：10 城二手房成交量累计同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

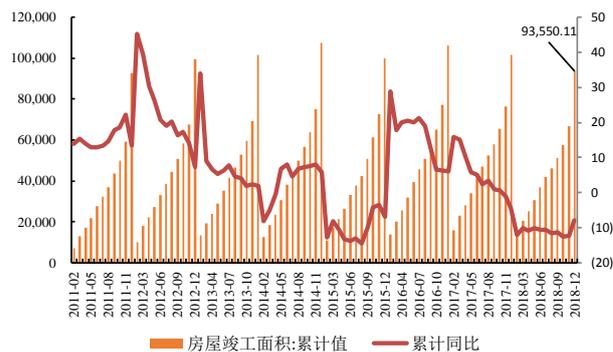
3) 从统计局竣工、开工、投资数据来看, 我们判断今年住房新开工面积增速上半年有望超预期, 全年可能维持 0 增长附近, 而投资的增速或将逐步下滑, 竣工增速将明显回升。2016-2018 年全国房屋新开工面积共约 55.49 亿平米, 18 年全国房屋竣工面积 9.36 亿平米, 如果按照 3 年建设期计, 19-21 年均竣工面积为 18.5 亿, 同比 18 年竣工数据增速大幅上升, 关于房屋新开工面积、房地产开发投资增速, 我们认为上半年投资、新开工韧性仍在, 下半年的判断需要配合政策力度, 但全年下行是大概率事件, 这也与我们此前的预期一致。

图 5: 房屋竣工面积(万平方米)及累计同比(%)



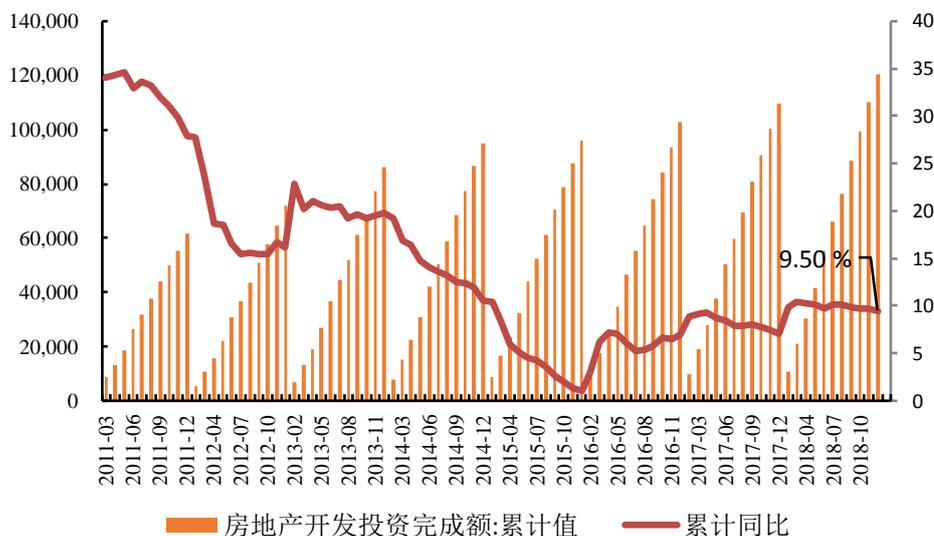
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 6: 房屋新开工面积(万平方米)及累计同比(%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 7: 全国房地产开发投资完成额(万元)及其累计同比(%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

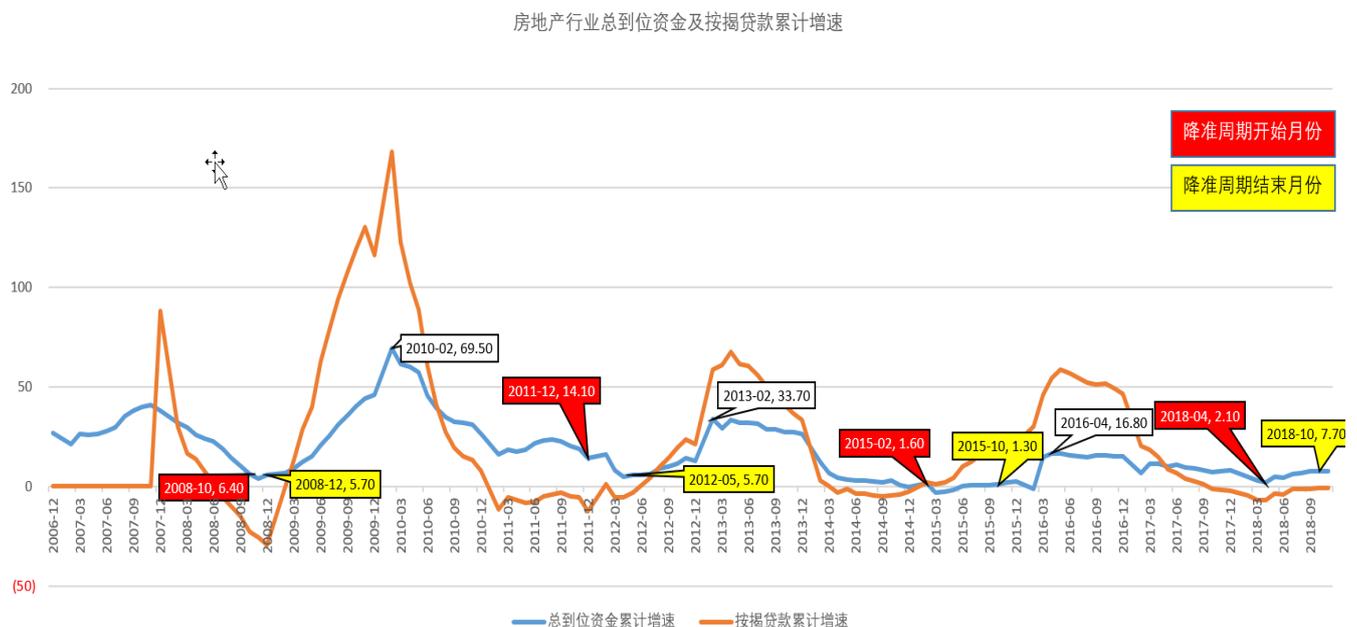
2. 重视中短期流动性改善下地产板块投资机会

我们再次强调重视流动性宽松的影响。今年一月份央行降准政策之后我们强调降准将会改变整个市场对政策宽松的一个预期，同时会使得地产的基本面出现一定的恢复。当前时点我们对于行业的观点主要有以下几点：

1) 短期来看，在经济下行预期下，我们判断房产政策大概率以稳为主，而房产会的出台对经济基本面影响较大，因此在目前时点推出我们持有保守态度。

2) 中期来看，从历史经验来看，降准后地产板块将获得较高的绝对收益和相对收益。回顾近 10 年来中国历经四轮降准，分别是在 2008、2012、2015、2018 年，四轮降准都显著改善房地产行业到位资金、按揭贷款改善更加显著：作为资金需求量大、敏感度高的地产行业，过去几轮降准前后的到位资金数据都显示行业到位资金边际改善明显，无论增速还是绝对量看，尤其是按揭贷款的情况改善明显：①2008 年降准周期——到位资金绝对量改善 22%、总资金增速从 6.4%回升至 69.5%见顶、按揭贷款增速从 -22.9%回升至 168.1%；②2012 年降准周期——到位资金绝对量改善 20%、总资金增速从 5.1%回升至 33.7%见顶、按揭贷款增速从 -5.3%回升至 58.8%；③2015 年降准周期——到位资金绝对量改善 3%、总资金增速从 -2.9%回升至 16.8%见顶、按揭贷款增速从 1%回升至 54.7%；4) 2018 年降准周期——到位资金绝对量改善 9.7%、总资金增速从 2.1%回升至 7.8%见顶、按揭贷款增速从 -6.7%收窄至 -1.2%。按揭贷款的持续改善对于基本面是有很大的刺激作用，我们认为这一轮的降准作用会集中到一二线房地产市场，如果配合按揭贷款政策的改变很可能会使得一二线的基本面的恢复超出我们的预期。

图 8：房地产行业总到位资金及按揭贷款累计增速



资料来源：央行、天风证券研究所（单位：%）

表 1：房地产行业到位资金绝对量改善幅度

行业	开始前六月平均	开始前三月平均	结束后三月平均	结束后六月平均	三月改善幅度	六月改善幅度
2008 年	3142.9	2969.87	3356.77	3858.59	13.0%	22.8%
2012 年	7144.73	6823.44	8514.46	8605.25	24.8%	20.4%
2015 年	10635.22	10852.46	11257.13	11001.31	3.7%	3.4%
2018 年	13287.86	12256.67	15038.52	14574.04	22.7%	9.7%

资料来源：统计局、央行、天风证券研究所

从股票角度来看，我们在1月5日报告《降准将改善行业资金面、继续看好地产板块相对收益》中提到“历次降准后往往地产板块先跌后涨、获得绝对收益概率高”、“降准后往往先跌后涨，当月跌当季收涨；板块获得相对收益和绝对收益的概率高”。在1月4号央行宣布降准之后，我们认为1-2月地产板块大概率跑不赢大盘，这个时候市场普遍认为降准使得整个权益市场的流动性会改善，那么它不单单是对地产而来，甚至大家都认为政策不是为地产的，在降准的初期对地产不会有明显的效应，但是观察前几轮降准周期，降准之后一个季度内的绝对收益，前几轮分别达到41%、26%和95%的绝对收益，相对收益达到了20%、26%以及39%，每一轮相对沪深300都是相对收益的。2019年前两个月地产板块跑输大盘，符合我们的预期——降准的头一个月地产大概率跑输大盘，但是当季度大概率是收涨的。现在降准之后带来的到位资金以及按揭贷款的恢复使得基本面的超预期的可能性会存在，同时从股票角度来看，我们认为降准早期会提升整个股票市场风险偏好，后期真正因为降准而基本面受益的这些板块会逐渐显示，而地产是真正受益于降准的板块，结合地产板块对资金度敏感较高，据此我们认为3月份地产股跑赢大盘会是大概率事件。

图9：2007年以来历年中央经济工作会议针对房地产的表述及商品房销售表现



资料来源：WIND、天风证券研究所

表2：降准后房地产板块绝对和相对收益表现

宣布日期	一个月涨幅	三个月涨幅	一年内最高涨幅	最高相对收益
2008年10月8日	-11.53%	26.56%	41.39%	19.67%
2011年11月30日	-6.90%	9.29%	25.60%	25.55%
2015年2月4日	3.50%	48.90%	95.50%	38.70%
2018年4月17日	-0.60%	-17.10%	1.90%	-0.62%

资料来源：WIND、天风证券研究所

另外一个中期的逻辑：**我们认为降成本（降税费、降借贷利息）有望超预期，有利于提升地产中期购买力。**回顾“三去一补一降”的政策，在过去的一两年之内去库存、去产能、去杠杆政策效果都大大超出了市场的预期，产生了非常牛的投资机会。但是降成本还没有真正的出现，降成本我们相信也会大概率超出预期——降成本会从两个角度：一个是降税费，二是降息和降借贷利率，从中期来看都是非常利好地产板块的。①降税费方面，我们认为今年围绕“降成本”会有主线的投资机会：不论是降低增值税、企业所得税，还是降个税，税外费也有可能降低，都会使得整个社会企业端、居民端的可支配收入增加，提升对地产的购买力。②降借贷成本的作用更加明显，我们认为降息的可能性也是存在的，因为由于目前的银行间的按揭利率比较稳定，不通过降息很可能不会达到真正降成本的效果，而进行一次降息或者全面型的降息有可能使得降成本真正落实到实体经济，我们认为降成本从这两个角度有望超预期，将有利于地产的中期购买力的提升，对于一些好的物业好的地产很可能是很好的买入机会。

3) 此外, 因城施策一直都有, 我们预期今年地产政策一定会宽松, 主要基于三个因素四种情况去宽松, 所谓的三个因素: 第一个会出现宽松的可能性是地方财政, 第二个是稳宏观经济, 第三个是防金融风险, 这三个政策的情况发生一个或者两个会使得地方政策进行宽松政策或者中央政府对地产松绑的动能非常足。目前我们理解这一轮因为出现地方财政压力出现的政策型宽松这个是因城施策会出现的, 另外很多地方政府看一月份的土地成交同比第二月份同比增速大概全国百强的大概是同比跌了 20 多个点, 有的城市跌了 4、50 个点, 这样的话地方财政会在今年下半年出现非常大的压力, 所以我们认为今年政策宽松的可能性比较大, 而宽松会分四步走。第一步是三四线逐步退出。第二是一二线城市认贷标准的放松。第三, 一二线城市的限购、限贷的标准放松。第四, 全面性或首付比例的调整, 属于非常强的刺激。根据财联社, 工行无锡分行于 3 月 1 日向各支行、分行营业部下发的通知显示, 居民家庭首次购买普通住房申请个人住房贷款, 最低首付比例由 40% 下调至 30%。两会之后地方财政经济指标明确、中央指导下的工作任务明确之后, 因城施策的指导方针下, 我们认为进行地产政策宽松会是大概率事件。

3. 投资建议:

我们认为在房产税等短期政策担忧有所解除的情况, 行业政策宽松或将强化, 虽然整体基本面仍旧向下, 但一二线将在降准以及“降成本”等推动下有所反弹, 一线房价也将反弹, 且根据历次降准发现降准后三个月地产大概率跑赢大盘, 建议积极布局地产, 推荐: 1) 二线优质高杠杆房企, 在宽信用周期有望超预期: 阳光城、新城控股、华夏幸福、旭辉控股集团、荣盛发展; 2) 地产龙头: 万科、招蛇、保利、融创、金地; 3) 明显受益于中期利率下行: 光大嘉宝等; 4) 竣工受益: 南都物业。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com