

行业研究/中期策略

2019年05月13日

行业评级:

房地产 增持(维持)

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

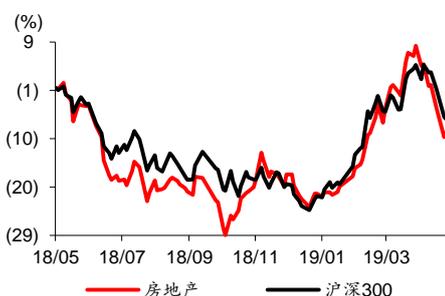
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

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

相关研究

- 1《**房地产: 结转兼具规模质量, 杠杆向下销售向上**》2019.05
- 2《**房地产: 4月销售热度延续, 优质二线成长弹性依旧**》2019.05
- 3《**金地集团(600383,买入): 一二线广积粮, 稳步迈向新高度**》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

激活新红利, 适应新常态

房地产行业 2019 年中期策略

策略: 激活新红利, 适应新常态

2019 开年以来房地产行业流动性、基本面和政策结构性改善方兴未艾。我们认为中短期内, 房地产行业政策环境是松紧并举的新常态, “一城一策”环境下行业预计能保持平稳发展, 未来长期有望受益于户籍制度改革带来的新一轮人口红利。我们依然看好优质房企的成长空间, 继续看好具备成长能力以及布局优势的地产股估值修复。继续推荐: 1、受益于长期发展以及核心城市发展的龙头房企和二手房经纪龙头(万科 A、我爱我家等); 2、具备成长弹性的企业(华发股份、新城控股、中南建设等); 3、低估值高分红的企业(华侨城 A、荣盛发展等); 4、受益于未来公募 REITs 推进的企业等。

从“二元”迈向“自由”——我国户籍制度的历史变迁

我国现行户籍管理制度整体上经历了“自由迁徙”——“二元格局”——“城乡破冰”——“城市放活”4 大阶段。我们认为户籍制度改革的方向预期沿着优化人才落户筛选条件, 建立户随人走的灵活机制, 均等化公共福利, 加速城乡要素流转等方向深入推进, 且由中小城镇逐渐向更高层级城市迈进。我国人口红利逐步减少, 但是户籍制度改革有望激活新一轮红利, 一方面促进城镇化率加速提升, 另一方面都市圈大时代来临, 短期内二线城市受益于落户政策放开带来的购买力支撑, 而长远来看, 都市圈的建设将为更多核心城市周边的二三线城市区域房地产市场带来机遇。

行业: 成交结构性复苏, 投资高位中前行

全国房地产市场年初以来有所回落, 但核心一二线城市的一二手房市场在经历了调整之后迎来小阳春, 修复的动力主要来自于集中推货叠加去化回暖, 刚性需求占比逐步提升。在重点城市预期改善下, 2019 年以来土地市场也逐步走出低迷, 其中尤其二线城市土地市场最为突出。但随着棚改规模以及货币化率的双降, 我们认为棚改对于三四线城市去库存的作用将会大幅萎缩, 继续维持 2019 年全国房地产销售面积负增长的观点。而由于棚改和土地购置的贡献降低, 房地产投资增速预计会逐步回落。

政策: 适应松紧并举新常态

我们认为“一城一策”核心在于平稳房地产行业周期、在于防止大起大落、在于稳定房价, 而非打压房价, 对于市场较差的低能级城市进行“托底”, 让流动人口更加符合市场规律, 同时对潜在过火的高能级城市进行预期管理, 是政府稳定房地产市场的核心思路。房地产税目前仍处于制定阶段, 未来需要关注税收法定进程。

企业: 成长步伐未停止, 转型创新在路上

TOP10 房企年报显示, 龙头对 2019 年的市场保持审慎乐观, 重视回款、规模和利润共生, 重视杠杆安全, 拿地强调审慎和聚焦, 围绕产业链深耕多元化。我们跟踪的规模房企 2019 年前瞻销售增速 16%, 二线房企增长预期更足, 集中度提升之路有望延展。2018Q4 以来随着流动性改善和去杠杆趋缓, 行业融资规模扩张、信用利差收窄, 中型房企更为受益。融资阶段性改善也在助推优质房企在拿地方面抢跑, 部分房企展现良好节奏感, 同时加大二线城市布局。房企转型在于大金融和服务链两大方向, 其中 REITs 有望加速发展, 物业管理证券化提速推进。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性, 行业基本面向下行风险, 部分房企经营风险。

策略：激活新红利，适应新常态	50
政策：松紧并举是行业新常态	50
估值：龙头滞涨，估值优势重新显现	50
仓位：机构配置地产股仓位有所降低	52
投资建议	53
受益于长期发展以及核心城市发展的龙头房企和二手房经纪龙头：万科 A、我爱我家	53
具备成长弹性的企业：华发股份、新城控股、中南建设	54
低估值高分红的企业：华侨城 A、荣盛发展	55
受益于未来公募 REITs 推进的公司	56

图表目录

图表 1： 1949-2018 年我国城镇化率（单位：%）	6
图表 2： 2018 年及 2019 年新型城镇化建设政策对比	8
图表 3： 新中国成立以来我国户籍制度汇总	9
图表 4： 我国户籍制度改革趋势及路径设想	10
图表 5： 全国各地人才引进政策汇总	11
图表 6： 中国与发达国家城镇化率对比（单位：%）	14
图表 7： 中国与发达国家非农业就业人口占总就业人口比重（单位：%）	14
图表 8： 中国与发达国家第一大城市人口占城市总人口比重（单位：%）	15
图表 9： 中国与发达国家人口超过 100 万的城市群人口占总人口比重（单位：%）	15
图表 10： 中国四大城市群、美国三大城市带和日本三大都市圈	16
图表 11： 全国商品房销售面积累计值	17
图表 12： 全国商品房销售金额累计值	17
图表 13： 43 城新房成交面积当月同比	17
图表 14： 各能级城市新房销售面积当月同比	17
图表 15： 43 城新房成交面积累计同比	18
图表 16： 16 城二手房成交面积当月同比	18
图表 17： 一线城市 2018 年和 2019 年 Q1 新房成交面积同比	18
图表 18： 部分二线城市 2018 年和 2019 年 Q1 新房成交面积同比	18
图表 19： 部分三、四线城市 2018 年和 2019 年 Q1 新房成交面积同比	18
图表 20： 16 城批准上市面积（单位：万平）	19
图表 21： 16 城批准上市套数（单位：套）	19
图表 22： 16 城批售比（面积单位：万平）	19
图表 23： 10 城开盘去化率	20
图表 24： 一线城市成交户型结构	20
图表 25： 二线城市成交户型结构	20
图表 26： 16 城二手房成交面积（当月同比）	21
图表 27： 16 城二手房成交面积（累计同比）	21
图表 28： 重点城市二手房热力图	21
图表 29： 首套房和二套房平均房贷利率（单位：%）	22
图表 30： 2019 年 3 月样本银行首套房首付比例占比	22
图表 31： 2019 年 3 月样本银行二套房首付比例占比	22
图表 32： 新增居民户中长期贷款规模及同比	22
图表 33： 新增居民户中长期贷款占比	22

图表 34: 80 城整体可售面积	23
图表 35: 一线 4 城可售面积	23
图表 36: 二线 27 城可售面积	23
图表 37: 三线 49 城可售面积	23
图表 38: 百城住宅类土地成交建面	24
图表 39: 一线城市住宅类土地成交建面	24
图表 40: 二线城市住宅类土地成交建面	24
图表 41: 三线城市住宅类土地成交建面	24
图表 42: 百城住宅类土地成交溢价率	24
图表 43: 2019 年 4 月成交土地总价排行榜	25
图表 44: 2019 年 4 月成交土地单价排行榜	25
图表 45: 热点二线城市 4 月重点地块详细信息	25
图表 46: 全国房地产开发投资增速	26
图表 47: 全国房地产施工投资增速	26
图表 48: 全国房地产开发投资细分项占比	26
图表 49: 全国土地购置费增速	26
图表 50: 近三年各省份棚户区改造计划	27
图表 51: 近三年棚户区改造计划开工与实际开工	27
图表 52: 财政部保障性安居工程专项资金预算	27
图表 53: PSL 当月新增规模 (亿元)	28
图表 54: PSL 累计新增规模 (亿元)	28
图表 55: 2018 年底以来全国及地方层面收紧政策不完全统计	29
图表 56: 2018 年底以来地方层面放松政策不完全统计	30
图表 57: 2019 年以来部分省份/城市“一城一策”相关表述	31
图表 58: 2019 年房地产税相关内容	32
图表 59: 2015 年以来关于住房租赁的主要政策、会议	33
图表 60: 北京、上海以及加快发展住房租赁市场的试点城市最新租赁住房供应计划	34
图表 61: 2018 年以来共有产权试点范围持续扩大	35
图表 62: TOP10 房企战略整理	37
图表 63: 部分房企 2018 年至今销售情况及 2019 年销售目标完成度	40
图表 64: 百强房企销售金额增速	41
图表 65: 百强房企分梯队销售金额增速	41
图表 66: 房企销售金额市占率	41
图表 67: 房企销售面积市占率	41
图表 68: 房企境内债/境外债发行规模	42
图表 69: 85 家典型房企融资总额和同比增速	42
图表 70: 房企融资集中度	42
图表 71: 民营房企境内债/境外债票面利率	42
图表 72: 房地产行业信用利差	43
图表 73: 房地产行业信用等级利差	43
图表 74: 总体房企净负债率	43
图表 75: 龙头/中型/小型房企净负债率	43
图表 76: 总体房企短债覆盖率	43
图表 77: 龙头/中型/小型房企短债覆盖率	43
图表 78: TOP30 房企拿地节奏 (单位: 亿元)	44
图表 79: 阳光城拿地节奏	44
图表 80: 旭辉集团拿地节奏	44
图表 81: 金地集团拿地节奏	44
图表 82: 中南建设拿地节奏	44

图表 83: 2019 年 1-4 月 TOP20 房企拿地能级情况(招拍挂口径)	45
图表 84: 主要国家或地区 REITs 数量和市值(截至 2019 年 3 月末)	46
图表 85: 主要国家和地区 REITs 四大核心特点	46
图表 86: 截至 2018 年末, 我国类 REITs 累计规模达 903 亿元	47
图表 87: 截至 2018 年末, 我国类 REITs 底层资产类型以商办物业为主	47
图表 88: 类 REITs 与标准化公募 REITs 区别	47
图表 89: 2018 年以来公募 REITs 推进加速	48
图表 90: 三种可能路径对比	48
图表 91: 百强物业公司管理面积均值及同比增速	49
图表 92: 十强和百强物业公司市占率	49
图表 93: 我国物业公司上市情况(数据截至 2019 年 5 月 10 日, PE 为 Wind 一致预期)	49
图表 94: 2017 年以来中共中央政治局会议房地产相关表述	50
图表 95: 申万板块绝对收益(2019 年 1 月 1 日-5 月 10 日)	51
图表 96: 重点地产股绝对收益(2019 年 1 月 1 日-5 月 10 日)	51
图表 97: 重点房企估值表(截至 2019 年 5 月 10 日)	52
图表 98: 2019 年一季度房地产板块持仓总市值及占比	52
图表 99: 2019 年一季度持仓地产股数量变动情况	53
图表 100: 万科 A 销售金额和同比增速	53
图表 101: 2018 年末万科 A 未竣工建面城市能级分布	53
图表 102: 北京我爱我家(我爱我家子公司)各业务营收占比	54
图表 103: 我爱我家门店数量	54
图表 104: 华发股份销售金额和同比增速	54
图表 105: 2018 年末华发股份合计土储计容建面城市分布	54
图表 106: 新城控股销售金额和同比增速	55
图表 107: 新城控股拿地总价和同比增速	55
图表 108: 中南建设销售金额和同比增速	55
图表 109: 中南建设拿地总价和同比增速	55
图表 110: 华侨城归母净利润和同比增速	56
图表 111: 2018 年末各区域土地储备及在建项目计容建面占比	56
图表 112: 荣盛发展销售金额和同比增速	56
图表 113: 2018 年末荣盛发展土地储备区域分布	56
图表 114: 关注公募 REITs 推进带来的 A 股投资机会	57

从“二元”迈向“自由”——我国户籍制度的历史变迁

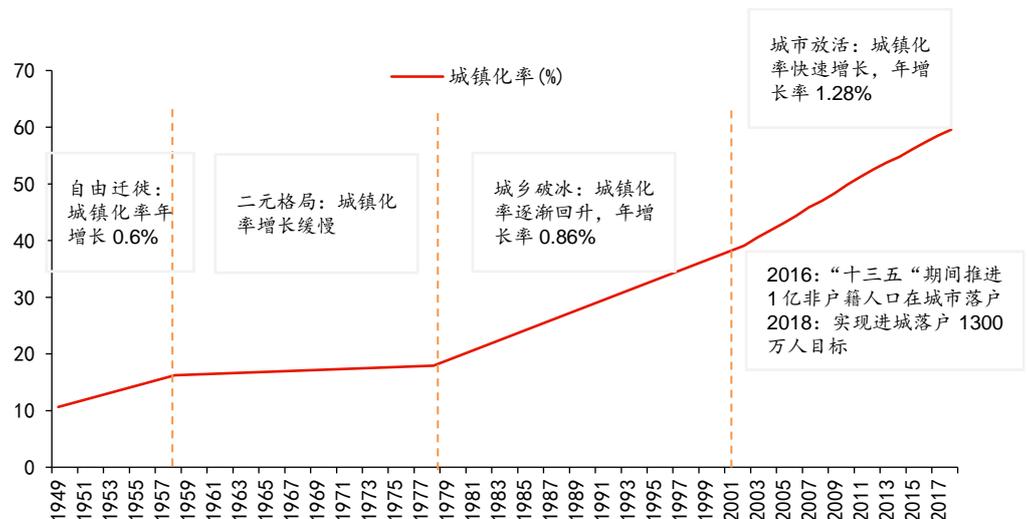
我们过去几年，一直把人口这一要素作为最重要的研究方向之一，而我国的户籍制度则使得人口的变化与其他国家存在不同，在我国人口红利逐渐式微的当下，如何来理解户籍制度改革下未来人口变化的趋势，有助于我们来观察未来不同市场房地产市场的机遇。因此我们在策略开篇，首先讨论的就是我国户籍制度改革的历程以及未来的前景。

我国现行户籍管理制度作为计划经济时代的产物，是为了优先保障重工业的发展战略逐步建立起来的，以《中华人民共和国户口登记条例》为核心，与劳动就业、卫生医疗、义务教育等紧密结合而构建起来的一整套社会管理制度。我国特有的户籍管理制度在推动工业发展、保障城市供给、维持社会秩序、控制城市规模等等都发挥出重要的作用，但是城乡之间和城市之间严格的迁徙和流动限制也导致了户籍过于权益化和价值化，以及城乡二元结构固化等问题。

当前我国的户籍制度是如何形成的？

新中国成立至今，为适应社会经济的发展需要，我国户籍制度不断做出相应调整，整体上经历了“自由迁徙”——“二元格局”——“城乡破冰”——“城市放活”4大阶段。户籍制度改革经历了由严格控制到有限突破再到一体化实践探索的历程，而我国的城镇化水平也随着户籍制度的变革呈现从停滞到加速提升的状态。

图表1：1949-2018年我国城镇化率（单位：%）



资料来源：wind，华泰证券研究所

自由迁徙：保证安心从事生产建设

1949-1957年，新中国成立伊始，国家工作重心集中于恢复经济发展，该阶段户籍管理工作的首要任务是确保居民居住迁徙自由，以安心从事生产建设。1951年7月16日公安部公布《城市户口管理暂行条例》，作为第一部户籍管理条例，其目的是通过了解城市人口基本情况以维护城市公共秩序，从而尽快恢复城市经济建设，切实保障民众的安全和居住、迁徙自由。1954年居民“居住和迁徙的自由”纳入《宪法》中，自由迁徙得到法律层面的进一步保障。1955年国务院通过了《关于建立经常户口登记制度的指示》，进一步统一了全国城乡的户口登记工作。

二元格局：集中优势资源发展重工业

1958-1977年，以城乡户籍制度为基础的“农”与“非农”的二元社会结构建立，严格控制人口迁徙自由。随着工业化建设起步，农民工的涌入给城市管理和资源承载带来巨大压力。计划经济体制下，为保证优先发展重工业的战略实施，通过以农养工降低社会生产成本，一系列以限制人口迁移的政策先后出台：1958年1月《中华人民共和国户口登记条例》明确将城乡居民区分为“农业户口”和“非农业户口”两种不同户籍，奠定现行户籍管理制度的基本格局。1964年8月《公安部关于处理户口迁移的规定（草案）》进一步强化两个“严加限制”：从农村迁往城市、集镇的要严加限制；从集镇迁往城市的要严加限制。1975年新修《宪法》删除了公民迁徙自由的相关条文。

城乡破冰：中小城镇改革先行

1978-2001年，城乡分离的户籍制度矛盾不断凸显，难以适应改革开放之后新的经济发展形势，中小城镇率先开启改革试点。面临打破城乡地区分割封锁、鼓励引导剩余劳动力逐步向非农产业转移、实现地区间人口有序流动等紧迫任务，新型城乡关系的形成要求户籍制度进一步改革，并以中小城镇为主进行先行试点。

1978年户籍改革进程逐步开启，1984年10月《国务院关于农民进入集镇落户问题的通知》准予农民及亲属自理口粮落户集镇，并同集镇居民享有同等权利。1978年-1984年我国的城市化率由17.92%提高到23.01%，年均提高0.85个百分点，结束了城市化建设多年低位徘徊的局面。1994年取消商品粮为标准划分农业和非农业户口的“二元结构”，建立常住户口、暂住户口、寄住户口三种登记制度。

1997年6月《国务院批转公安部小城镇户籍管理制度改革试点方案和关于完善农村户籍管理制度意见的通知》开启小城镇户籍改革的步伐。2001年3月《国务院批转公安部关于推进小城镇户籍管理制度改革意见的通知》标志着小城镇户籍制度改革全面推进，对办理小城镇常住户口的人员不再实行计划指标管理，并于同年10月起以两万个小城镇为重点推行户籍制度改革。

城市放活：确立新型户籍制度改革目标

2002年，新型户籍制度改革目标确立，城乡户口一体化成为户籍改革的主导，户籍开放从中小城镇到大中型城市纵深推进。2005年公安部提出取消农业、非农业户口的界限，探索建立城乡统一的户口登记管理制度。2010年中央一号文件提出深化户籍制度改革，促进符合条件的农业转移人口在城镇落户并享有与当地城镇居民同等的权益。

2012年开始，户籍制度深化改革进入全面实施阶段，全力推进新型城镇化建设，户籍改革自下而上逐级突破。2012年2月国务院《关于积极稳妥推进户籍管理制度改革的通知》提出引导非农产业和农村人口有序向中小城市和建制镇转移。2013年11月中共中央《关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出要“全面放开建制镇和小城市落户限制，有序放开中等城市落户限制，合理确定大城市落户条件，严格控制特大城市人口规模。”

2016年国务院办公厅发布“十三五”期间推进1亿非户籍人口在城市落户的主要目标：户籍人口城镇化率年均提高1个百分点以上，年均转户1300万人以上。到2020年，全国户籍人口城镇化率提高到45%，各地区户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距比2013年缩小2个百分点以上。2018年3月发布的《2018年推进新型城镇化建设重点任务的通知》明确实现进城落户1300万人目标。

2019年4月颁布的《2019新型城镇化建设重点任务》在中小城市逐步开放落户的基础上进一步取消大型城市的落户限制，且首次提出大幅增加特大超大型城市的落户规模，标志着新型城镇化的目标向更高层级城市坚定迈进。

图表2：2018年及2019年新型城镇化建设政策对比

项目	2019年	2018年
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	区分城区、新区和所辖市县，制定差异化落户条件，探索搭建区域间转积分和转户籍通道
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	实行积分落户的要大幅提高社保和居住年限的权重，鼓励取消年度落户数量限制
II型大城市	全面取消落户限制	不得实行积分落户，有条件城市要进一步降低社保年限要求
中小城市和小城镇	已陆续取消落户限制	要全面放开落户限制
租赁住房常住人口	允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户	探索租赁住房的常住人口在城市公共户口落户
地方政府责任	压实地方政府主体责任，强化督促和监测评估	落实地方政府主体责任，2018年实现进城落户1300万人

资料来源：《2019新型城镇化建设重点任务》，华泰证券研究所

2019年国家发改委数据显示，31个省（区、市）及新疆生产建设兵团已全部出台户籍制度改革方案或意见，大多数城市已经放开放宽落户限制，许多中小城市基本实现落户零门槛。除一线城市等特大城市外，全国各地城市都不再以“本地户口”、“户口指标限制”等阻碍本科以上人才迁户，并出台一系列配套措施鼓励各类人才落户。

图表3：新中国成立以来我国户籍制度汇总

时间	事件	内容	
自由迁移 (1949-1957)	1949年9月	中国人民政治协商会议第一届全体会议通过《中国人民政治协商会议共同纲领》	将自由迁徙作为公民的 11 项自由权之一写入临时宪法。
	1951年7月	公安部《城市户口管理暂行条例》	建国后最早的一个户籍法规，基本统一了全国城市的户口登记制度。
	1954年9月	第一届全国人民代表大会第一次会议通过《中华人民共和国宪法》	在第九十条中规定：“中华人民共和国公民有居住和迁徙的自由。”
	1955年6月	国务院《关于建立经常户口登记制度的指示》	规定全国城市、集镇、乡村都要建立按照居住地进行户口登记的制度，开始统一全国城乡户口登记工作。至此，户籍登记和管理制度趋于完整。
	1956年12月	国务院《关于防止农村人口盲目外流的指示》	要求防止农村人口大量外流 ，并对已经流入的人们酌情处理。
	1957年12月	中共中央、国务院《关于制止农村人口盲目外流的指示》	指出：农村人口大量外流，不仅使农村劳动力减少，妨碍农业生产的发展和农业生产合作社的巩固，而且会使城市增加一些无业可就的人口，也给城市的各方面工作带来了不少困难。 要求制止农村人口盲目外流的情况继续发生。
二元格局 (1958-1977)	1958年1月	全国人大常委会《中华人民共和国户口登记条例》	规定“公民由农村迁往城市，必须持有城市劳动部门的录用证明、学校的录取证明，或者城市户口登记机关的准予迁入的证明，向常住地户口登记机关申请办理迁出手续。” 标志着国家限制农民进城的二元户籍管理制度开始以立法的形式被确定下来。
	1963年	-	公安部依据是否拥有国家计划供应的商品粮将户口划分为“农业户口”和“非农业户口”
	1964年8月	国务院批转《公安部关于处理户口迁移问题的规定(草案)》	对农村迁往城市的，必须严格控制；城市迁往农村的，应一律准予落户，不要控制。
	1975年1月	第四届全国人大第一次会议《中华人民共和国宪法》	删除关于“中华人民共和国居民有居住和迁徙的自由”的条款，在之后的《宪法》中也没有恢复。标志着中国公民的自由迁徙和居住的权利失去了宪法保障。
	1977年11月	国务院批转公安部《关于处理户口迁移的规定》	强调“从农村迁往市、镇，由农业人口转为非农业人口，从其它市迁往北京、上海、天津三市的要严加控制。”在此后又制定了若干项具体的“农转非”政策。
城乡破冰 (1978-2001)	1980年1月	中央组织部、民政部、公安部、国家劳动总局联合发布《关于逐步解决职工夫妻长期两地分居问题的通知》	要求有计划有步骤地解决职工夫妻长期两地分居问题，以调动广大职工社会主义积极性。
	1980年9月	公安部、粮食部，国家人事局联合发布《关于解决部分专业技术干部的农村家属迁往城镇由国家供应粮食问题的规定》	要求优先照顾专业技术干部，以保证他们集中精力工作，为四化多做贡献。
	1984年10月	国务院《国务院关于农民进入集镇落户问题的通知》	准予农民及亲属自理口粮落户集镇，并同集镇居民一样享有同等权利，履行同等义务。
	1985年7月	公安部《关于城镇暂住人口管理的暂行规定》	对外来人口实行《暂住证》、《寄住证》制度，允许暂住人口在城镇居留。 标志着城市暂住人口管理制度走向健全，公民开始拥有在非户籍地长期居住的合法性。
	1992年8月	公安部《关于实行当地有效城镇居民户口制度的通知》	开始实行当地有效城镇居民户口制度，即“蓝印户口”，这是我国户籍制度改革的一项过渡性具体措施
	1993年6月	国务院《关于户籍制度改革的决定》	废止“农转非”制度，初步建立以常住户口、暂住户口和寄住户口三种形式为基础的登记制度，逐步实现户籍的证件化管理。
	1994年11月	劳动部《关于农村劳动力跨省流动就业管理暂行规定》	规定当本地劳动力无法满足需求并符合一定条件的用人单位可跨省招聘农村劳动力，但用人单位一般不得在本地直接招收外省的农村劳动力，须通过劳动部门职业介绍机构和具备相应资格的职业介绍机构等中介。
	1997年6月	国务院批转公安部《小城镇户籍管理制度改革试点方案》和《关于完善农村户籍管理制度意见的通知》	规定已在小城镇就业、居住、并符合一定条件的农村人口，可以在小城镇办理城镇常住户口， 小城镇户籍改革成为主流。
	1998年7月	国务院批转公安部《关于解决当前户口管理工作中几个突出问题意见的通知》	进一步放松户籍制度。 通知规定新生儿随父落户、夫妻分居、老人投靠子女以及在城市投资、兴办实业、购买商品房的公民及随其共同居住的直系亲属，凡在城市有合法固定的住房、合法稳定的职业或者生活来源，已居住一定年限并符合当地政府有关规定的，可准予落户。
	2001年3月	国务院批转公安部《关于推进小城镇户籍管理制度改革意见》	通知规定，对办理小城镇常住户口的人员不再实行计划指标管理，并于同年 10 月起以两万个小城镇为重点推行户籍制度改革， 标志着小城镇户籍制度改革全面推进。

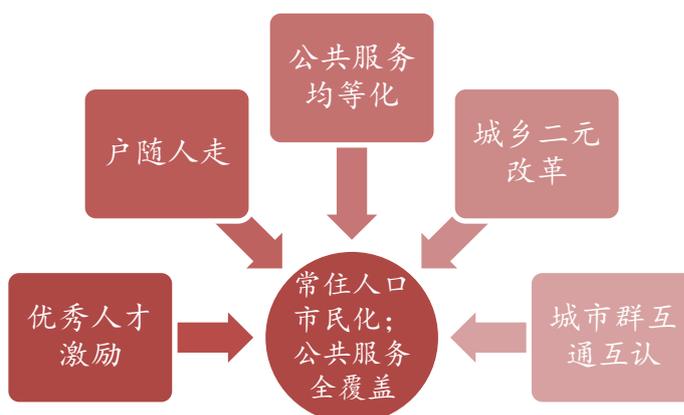
城市放活 (2002 年-至今)	2005 年 10 月 -		公安部拟取消农业、非农业户口的界限，探索建立城乡统一的户口登记管理制度，同时，以具有合法固定住所作为落户的基本条件，逐步放宽大中城市户口迁移限制。
	2010 年 1 月	中央一号文件	提出深化户籍制度改革，促进符合条件的农业转移人口在城镇落户并享有与当地城镇居民同等的权益。
	2012 年 2 月	国务院《关于积极稳妥推进户籍管理制度改革的通知》	指出要引导非农产业和农村人口有序向中小城市和建制镇转移，逐步满足符合条件的农村人口落户需求。基本形成以合法稳定职业和住所为户口迁移基本条件、不同地区分类指导、以经常居住地登记户口为基本形式的户籍制度。
	2013 年 11 月	中共中央《关于全面深化改革若干重大问题的决定》	指出要创新人口管理，加快户籍制度改革，全面放开建制镇和小城市落户限制，有序放开中等城市落户限制，合理确定大城市落户条件，严格控制特大城市人口规模。
	2014 年 7 月	国务院《关于进一步推进户籍制度改革的意见》	提出“统一城乡户口登记制度、全面实施居住证制度，加快建设和共享国家人口基础信息库，稳步推进义务教育、就业服务、基本养老、基本医疗卫生、住房保障等城镇基本公共服务覆盖全部常住人口”的发展目标。
	2015 年 11 月	国务院《居住证暂行条例》	规定“公民离开常住户口所在地，到其他城市居住半年以上，符合有合法稳定就业、合法稳定住所、连续就读条件之一的，可以依照本条例的规定申领居住证。”而且居住证持有人在居住地依法享受劳动就业，参加社会保险，缴存、提取和使用住房公积金的权利以及其他一些基本公共服务。
	2016 年 9 月	国务院办公厅《推动 1 亿非户籍人口在城镇落户方案》	进一步拓宽落户通道，规定除极少数超大城市外，全面放宽升学和参军进城的农村学生、长期在城市居住的农业转移人口和新生代农民工等重点人群的落户条件，省会及以下城市要全面放开高校毕业生等技能型群体落户限制；超大城市和特大城市要分类制定落户政策，大中城市要减少落户限制。
	2018 年 3 月	国家发改委《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》	全面放宽城市落户条件，中小城市和建制镇要全面放开落户限制。大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年。落实地方政府主体责任，2018 年实现进城落户 1300 万人。深化“人地钱挂钩”配套政策。
	2019 年 4 月	国家发改委《2019 年新型城镇化建设重点任务》文件	继续加大户籍制度改革力度，积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户。

资料来源：中央及各部委网站，华泰证券研究所

我国户籍制度改革未来趋势——有序引导，逐步开放

近年来我国户籍改革调整总体呈现出落户渠道放开、筛选门槛降低、管理权限下放等特点，我们认为户籍制度改革的方向预期沿着优化人才落户筛选条件，建立户随人走的灵活机制，均等化公共福利，加速城乡要素流转等方向深入推进。参照国务院户籍制度改革意见以及发改委新城城镇化任务，户籍改革预期目标为“让有能力在城镇稳定就业和生活的常住人口有序实现市民化，稳步推进城镇基本公共服务常住人口全覆盖”。

图表4：我国户籍制度改革趋势及路径设想



资料来源：人力资源和社会保障局，公安部，国务院，发改委，华泰证券研究所

优化人才落户准入条件，提升城市核心竞争力

通过放宽落户条件、购房优惠、购房补贴等一系列措施引进人才是近年来我国二线城市吸引人才的主要举措。截至今年4月中旬，全国发布相关人才引进政策的城市已经超过60个，其中不少三四线城市也加入“人才争夺战”。存量人口竞争格局下，优秀人才的落户开放程度和补贴力度预计进一步加大，通过人才升级推动产业升级，提升城市核心竞争力。

图表5：全国各地人才引进政策汇总

城市	出台时间	人才引进具体政策	
一线城市	北京	2018.3.22 高新技术企业及金融机构的员工、天使和创投基金高管、创业团队等，人才可落户，配偶、未成年子女可随调随迁。	
	上海	2018.3.28 生物医药、新能源、人工智能、物联网、大数据等13个领域的高峰人才，人才及家属可直接落户。	
	广州	2017.7.19	1) 3年内获取国家发明专利，人才通过技术答辩后可落户；
		2018.1.5	2) 进一步拓宽落户通道，突出引进人才入户在落户政策中主体地位。
	2019.1.13	3) 放宽引进人才入户的年龄限制，学士、硕士和博士分别从35、40、45周岁调整到40、45、50周岁	
深圳	2018.5.26	1) 应届高校生落户“秒批”	
	2019.2.15	2) 将落户“秒批”扩大至四种人才，正式实施在职人才引进和落户深圳“秒批”，主要包括高层次人才、学历类人才、技能类人才、留学回国人员和博士后4类。	
二线城市	武汉	2017.10.16 研究生以上学历及40岁以下的本科生、专科生，放款落户年龄限制、取消毕业限期、取消创业就业限制条件、取消劳动合同证明。	
	西安	2018.2.1	硕士以上、本科(45岁以下)、本科以下(35岁以下)可落户(本科年龄限制由35周岁调至45周岁以下)。
		2019.1.13	落户政策由硕士以上、本科(45岁以下)、本科以下(35岁以下)可落户(本科年龄限制由35周岁调至45周岁以下)。具有本科(含)以上学历落户不受年龄限制。
	南京	2018.1.5	1) 研究生以上学历及40岁以下的本科生可直接落户；
		2018.1.9	2) 提出高层次人才在南京买首套房不再受户籍限制，且公积金最多可贷120万元，高校毕业生租房补贴年限可延长5年。
		2019.2.14	3) 累计积分达100分即可落户。其中在南京买房面积每满1平方米积1分，最高不超过90分。
	天津	2018.1.9	在津高职、本科及以上毕业生可租房落户；对于在津高职外省毕业生，落户条件由毕业2年调整至30岁以下。
		2018.5.16	海河计划：本科生40岁以下，硕士45岁以下，博士不受年龄限制，只要持身份证、学历学位证，即可办理直接落户；对顶尖高层次人才及创业领军人才，给予最高1000万元科研经费或科技成果转化资金补助，以及最高200万元奖励资助；为符合条件的自主创业者提供创业贷款支持，准许其申请最高30万元的创业担保贷款，贷款期限不超过3年，并按规定给予贷款贴息；对已成功创业且带动就业5人以上、经营稳定的，可给予最高50万元贷款再扶持。
		2019.1.18	
	郑州	2017.11.24	中专以上毕业生、职业院校毕业生、留学回国人员购房不再审核社保和个税证明的缴纳期限。
无锡	2017.9.25	符合人才引进政策的非本市户籍高层次人才购房无需缴纳2年个税和社保证明。	
沈阳	2017.8.28	本科及以上学历高校毕业生可直接落户。	
成都	2017.7.18	本科及以上学历的人才，在本市同一用人单位工作2年及以上的技能人才可直接落户。	
长沙	2017.6.22	本科及以上学历高校毕业生可直接落户。	
杭州	2017.5.26	应届硕博毕业生、45岁以下职业职称、35周岁以下大专毕业生取消社保证明的材料提供。	
济南	2017.5.8	已签合同缴纳社保超过半年的本科以上学历人才、海内外高层次人才享本地户口居民同等购房政策。	
三四线城市	吉林	2018.2.5	对不同类人才实行安家补贴：A类(国内外顶尖人才)200万元，B类(国家级领军人才)120万元，C类(部级领军人才)60万元，D类(省级领军人才)30万元，E类(基础实用人才)3-10万元。每年择优资助40人，每人资助20-50万元；实施科研成果转化创新创业人才扶持计划，每个项目给予100-1000万元定向股权投资；实施搞笑毕业生创新创业扶持计划，初创型资助10万元；成长性资助30万元；成熟型资助50万元。
	徐州	2018.2.9	给予重点人才购房金额50%、最高100万元的购房补贴；分别给予博士、硕士和本科毕业生租房和生活补贴3年内每月1000-2000元；推行人才在高校院所与园区“双落户、双待遇”制度；对高层次人才发放“彭城英才卡”，凭卡可享受出入境证件、户口准入、社保结转、住房公积金、驾驶证换发、医疗保障等“绿色通道”待遇。
	石家庄	2018.4.4	符合现代产业发展需求的优秀青年人才以及全日制大专及以上高等院校毕业生凭身份证、毕业证即可办理落户手续，公安部门即报即批、当日办结。对我市现代产业企业新引进的博士学位研究生、“双一流”建设高校和世界排名前500名(境)外院校的全日制硕士学位研究生、一流大学和一流学科及世界排名前500名(境)外院校全日制学士学位毕业生，作为人才绿卡B卡服务对象，自到石家庄市工作之日起5年内每月分别享受2000元、1500元、1000元的房租补助，在市域内购买首套自用商品住房的，不受住房限购政策限制，分别给予博士15万元、硕士10万元、学士5万元的一次性购房补贴。对普通高校高校毕业生自主创办企业，初次领取营业执照并稳定经营6个月以上的，经市人社局认定后给予每人1万元的一次性创业补助，3年内按实际缴纳的社会保险费给予等额补贴；可申请最高20万元的创业担保贷款，合伙创业或组织起来共同创业的(合伙人均为毕业5年内高校毕业生)，贷款额度最高为80万元；无经营场地的优先入驻政府建设的孵化器，租用经营场地的，3年内每年给予最高5000元的租金补贴。
	张家口	2018.4.11	市直事业单位引进的硕博人才，解决事业编制，列入市财政开支，引进的博士给予15万元住房补贴，每月享受500元学位补贴。对该市职业院校毕业的学生，在毕业前取得高级工及以上职业本合格证书，并与在张单位签订3年及以上劳动合同的，给予每人1000元资助。

唐山	2018.4.16	引进的中国“两院”院士或发达国家院士及相当层次人才（团队），给予1000万元的科研经费补贴和200万元安家费，根据贡献情况最高给予1亿元综合资助。引进的国家级“千人计划”“万人计划”人选和长江学者特聘教授及相当层次人才，给予200-1000万元科研经费补贴和100万元安家费。引进的省“百人计划”及相当层次人才，给予100万元科研经费补贴；引进的省“巨人计划”人才，按省补贴标准给予1:1配套支持。国际高端人才引进政策。根据科研项目水平，对引进的国家“外专千人计划”专家，给予每人200-1000万元科研经费补贴和100万元安家费。对国外顶级高层次人才（团队）来唐山创新创业的，给予500-2000万元资金支持，对引进国外技术管理人才项目（含示范项目）获国家或省外国专家局经费资助的，最高按1:1比例给予资助；列入市级引智项目的给予10万元资助，对获得国家“友谊奖”、省政府国际科技合作奖、省政府“燕赵友谊奖”、市政府“凤凰友谊奖”的外国专家，分别给予每人5万元、3万元、3万元和2万元的一次性资助。高校毕业生推行“先落户后就业”。对企事业单位引进急需的博士后、博士给予15万元安家费。
珠海	2018.4.24	全职引进的顶尖人才，可享受200万元奖励；还可申请600万元住房补贴或选择免租入住200平方米左右人才住房，工作满8年且贡献突出，可获赠所住住房。经评定为一、二、三类高层次人才，分别享受100万元、60万元、30万元奖励还可申请200万元、140万元、100万元住房补贴，或选择按与政府各占50%的比例，分别购买160平方米、120平方米、100平方米的共有产权房，在我市连续工作满10年可获赠政府产权份额购买首套自住住房中请公积金贷款，额度可放宽至我市最高上限的5倍。对毕业三年内、拟来珠海发展的全日制本科以上学历人员，可先落户后就业，凭毕业证和相关资料即可申请落户。对企业新引进入户基础性人才提供为期2年的租房和生活补贴，其中30周岁以下全日制本科、40周岁以下技师每人共发2.6万元，35周岁以下全日制硕士、45周岁以下高级技师每人共发3.8万元。
合肥	2018.4.26	对于来肥企业工作且符合人才目录的博士、全日制硕士和“双一流”高校本科毕业生以及其他急需紧缺人才，合肥在三年内每月分别给予3000元、2000元生活补贴。凡自愿来肥工作的普通高校（高等职业院校）应届毕业生、留学归国人员，研究生以上学历、年龄在40周岁以下本科学历、中级及以上专业技术人员、高级工（国家职业资格三级）及以上高技能人才，可以先行落户。对新落户在肥工作暂无自有住房的博士、35岁以下的硕士、毕业3年内内的全日制本科和大专、高等职业院校毕业生，合肥在3年内按每人每月2万元、1.5万元和0.6万元的标准发放租房补贴。
佛山南海	2018.1.31	人才认定标准中（188条）满足其中1条即可认定为人才安家补贴最高100万增至800万，租房补贴最高每人每月3000增至10000。
淄博	2017.12.20	本科及以上学历毕业生可直接落户。
泉州	2017.10.30	高层次人才第一至第五层次分别给与80万、40万、20万、10万、5万的购房补贴。
常州	2019.2.11	放宽高校毕业生、高级技师、技师的落户条件，取消其社保限制，落户对象由本人放宽至本人、配偶和未婚子女。

资料来源：各地人力资源和社会保障局，华泰证券研究所

破壁人户分离，搭建户随人走的灵活机制

国家统计局数据显示，2018年末我国人户分离人数达到2.86亿，约20%的人口均处于人户分离的状态。2019年2月公安部召开全国治安管理工作座谈会，会议指出，要全面深化以户籍制度为重点的治安管理改革，加快建立新型户籍制度。除落户超大、特大城市和跨省迁移户口实行审批制外，积极探索试行以经常居住地登记户口制度。我们认为户随人走的机制最为接近发达国家事后迁移的管理模式，随着中小城市完全放开落户限制，未来户籍迁移手续的办理方面依然具有较为广阔的提升空间。

平衡户籍附加利益，推动公共服务“均等化”

从户籍制度的多年改革经验来看，户籍与教育、社保、土地等紧密相连是我国户籍制度改革的主要难点，也是未来需要突破的方向。住房层面，大部分流动人口难以享受当地保障性住房或住房补贴等，但是2018年北京共有产权住房的申请向非京籍开放，也显示了未来这个层面逐步放开的信号。教育层面，国务院2001年《关于基础教育改革与发展的决定》，提出地方人民政府要充分发挥公办中小学的作用，解决流动人口子女接受九年义务教育的问题，实际执行层面依然有进一步改善空间。社保方面，2010年《社会保险法》加快覆盖城乡居民的社会保险体系建设，但是农民工参保率较低以及民营企业执行层面打折等问题依然有待解决。

推动城乡二元制度改革，加速人口自由流动

2019年4月国务院《关于建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见》提出建立健全有利于城乡要素合理配置的体制机制，坚决破除妨碍城乡要素自由流动和平等交换的体制机制壁垒，在乡村形成人才、土地、资金、产业、信息汇聚的良性循环，其中包括健全农业转移人口市民化机制等等。文件提出到2022年，城乡融合发展体制机制初步建立。城乡要素自由流动制度性通道基本打通，城市落户限制逐步消除；2035年城乡融合发展体制机制更加完善。我们认为随着城乡融合目标的明确以及城乡要素流动综合配套的提升，土地和人口流动制度未来有望逐步完善。

都市圈内实现通迁，户籍互通互认

2019年2月国家发展改革委《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》提出放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，在具备条件的都市圈率先实现户籍准入年限同城化累积互认，加快消除城乡区域间户籍壁垒，统筹推进本地人口和外来人口市民化，促进人口有序流动、合理分布和社会融合。我们认为城市群内户口通迁、居住证互认制度等城市群户籍政策的一体化有望成为重要突破方向，通过城市群内迁移自由推动城乡和城市融合的过渡。

户籍制度改革有望激活我国新一轮人口红利

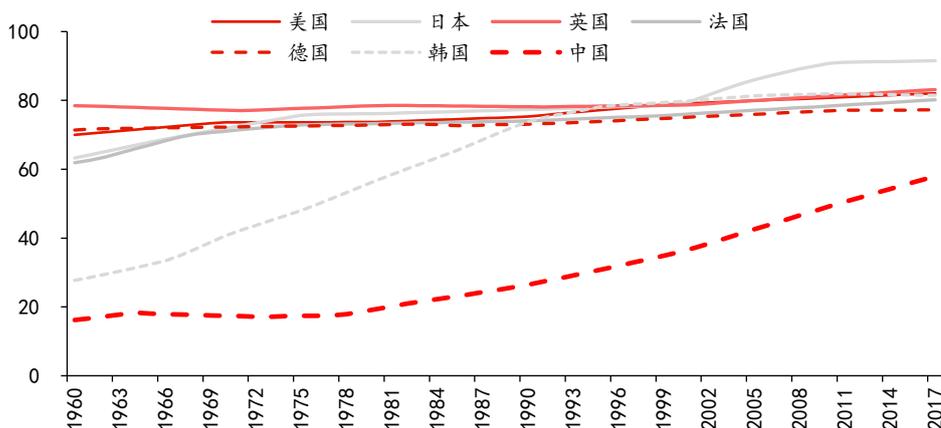
我们认为我国户籍制度改革对未来人口流动、城市空间重构都将形成积极的影响。其中大城市有望重新加速积聚人口；以核心城市为引领的都市圈、城市群会加速形成；小城镇、特色小镇将与大城市、特大超大城市形成更加密切的联系，而这也是我国未来人口的新一轮红利。

我国城镇化率仍存在较大提升空间

城镇化率的提升一方面靠城市内生发展，产业链分工的重构以及产业结构的升级，另一方面靠户籍政策、人才引进等制度红利对人口的直接吸引。其中制度红利的开放有望弥补人口红利的衰减，通过人力资源的优化分配实现生产要素的高效和自由流动，从而进一步推动城市产业和区域经济的发展，而高质量的城镇化率增长需要更加开放的户籍制度进行配合。

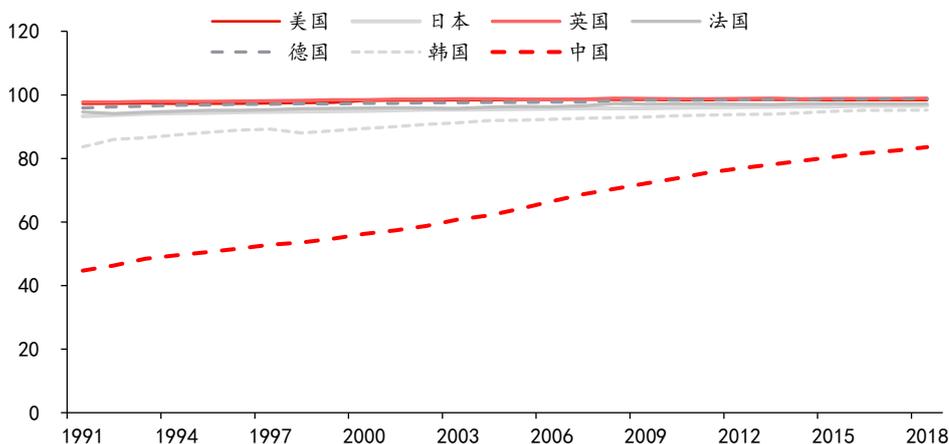
从城镇化率（城镇常住人口/总人口）角度来看，中国城镇化率迅速提高，但与发达国家仍然存在较大差距，2017年中国城镇化率58.0%，低于发达国家均值20个百分点左右。从非农业就业人口占总人口比重（工业化率）看，2018年中国非农业就业人口占总人口比重为83.6%，城镇化率维度与工业化率维度的差异反映出我国目前存在大量已在城镇就业的农业转移人口，这部分人群的落户和置业需求将成为未来区域房地产市场发展的重要推动力，并且同发改委《2019年新型城镇化建设重点任务》中所提及的“积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户”相契合。

图表6: 中国与发达国家城镇化率对比 (单位: %)



资料来源: 世界银行, Wind, 华泰证券研究所

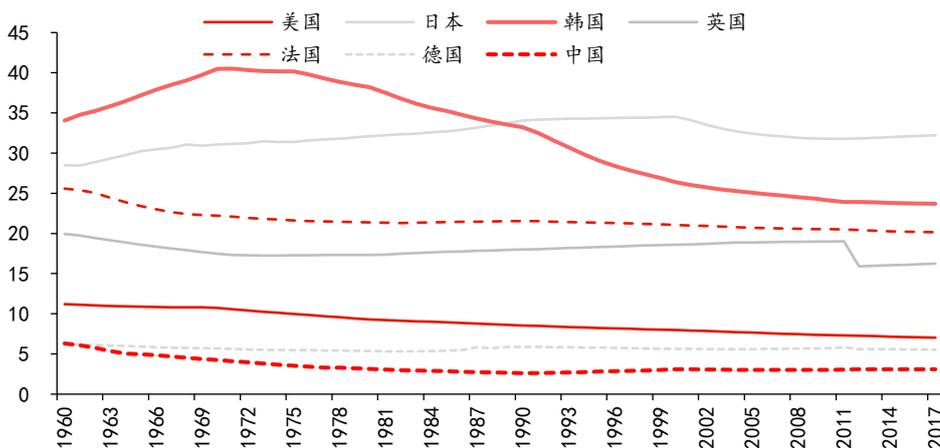
图表7: 中国与发达国家非农业就业人口占总就业人口比重 (单位: %)



资料来源: 世界银行、Wind、华泰证券研究所

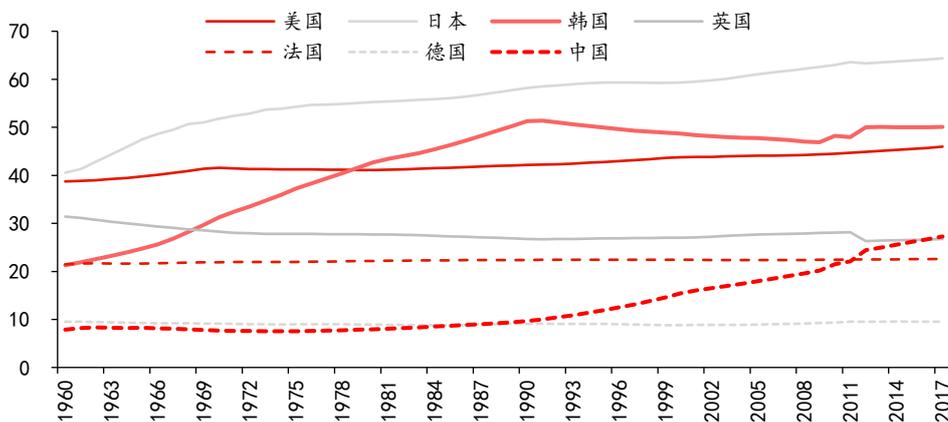
从大城市占总人口比重看, 世界银行数据显示 2017 年末中国第一大城市人口占总人口比重仅有 3.1%, 远低于日本 32.2%、英国 16.2%、法国 20.2%、韩国 23.7%等发达国家。从人口超过 100 万的城市群人口占总人口比重看, 世界银行数据显示 2017 年末中国人口超过 100 万的城市群人口占总人口比重为 27.3%, 远低于美国 46.0%、日本 64.4%等。未来我国大城市人口仍具备成长空间。

图表8：中国与发达国家第一大城市人口占城市总人口比重（单位：%）



资料来源：世界银行，Wind，华泰证券研究所

图表9：中国与发达国家人口超过100万的城市群人口占总人口比重（单位：%）



资料来源：世界银行，Wind，华泰证券研究所

迎接都市圈大时代的来临

美国波士华城市群发展以纽约作为该城市群的核心城市，辐射带动城市群中的各个城市的发展；五大湖城市群则是多中心齐头并进发展。从日本城镇化进程来看，日本东海道城市群的东京都市圈中心城区人口变化经历了先集中、后分散、再回流三个阶段，但整体上日本人口向东京都市圈集中的趋势长期存在。

我国沿海地区珠江三角洲、长江三角洲和京津冀三大都市圈已逐渐形成，成渝都市圈、武汉都市圈、环长株潭都市圈也已呈现雏形。这些都市圈是目前更是未来我国人口高度密集和经济发展的增长极。未来开放的落户政策和更加符合城市自身发展需要的人才筛选标准将构建一层人口从乡镇农村流向中小城市，中小城市进一步聚集特大城市的流动渠道。

从城市群角度来看，京津冀城市群、粤港澳大湾区、长三角城市群、成渝城市群虽然在人口总量和经济体量已经达到或者逐渐接近美国三大城市带、日本三大都市圈水平，但是在人均GDP方面与美、日两国仍有较大差距，在人口密度上仍存在提升空间，未来随着户籍制度的开放，城市群聚集效应和极化效应有望加速形成。

对于我国房地产行业而言，我们认为机遇在于，一方面，随着二线城市为主的落户政策逐步放开，以及一线城市的落户规模增加，将带来核心一二线城市的购买力持续支撑，而另一方面，随着城市群和都市圈的交通、产业等建设成型，核心城市周边的二三线城市将迎来发展机遇，这样新一轮的人口红利有望带来这些城市未来10年以上的发展空间。

图表10：中国四大城市群、美国三大城市带和日本三大都市圈

中国四大城市群	常住人口 (万人)	占总人口比重	GDP 总量 (亿元)	占全国 GDP 比重	面积 (万平方公里)	占全国面积比例	人均 GDP (万元)	人口密度 (人/平方公里)
京津冀城市群	11274.5	8.0%	83819.6	9.0%	21.5	2.2%	7.4	524.7
粤港澳大湾区	7116.0	5.1%	110918.3	11.9%	5.6	0.6%	15.6	1270.0
长江三角洲城市群	15893.8	11.3%	181393.1	19.5%	16.2	1.7%	11.4	980.7
成渝城市群	10015.4	7.1%	57515.0	6.2%	24.0	2.5%	5.7	418.1
总计	44299.8	31.6%	433646.0	46.6%	67.2	7.0%	9.8	658.7

美国三大城市带	人口 (万人)	占总人口比重	GDP 总量 (亿元)	占全国 GDP 比重	面积 (万平方公里)	占全国面积比例	人均 GDP (万元)	人口密度 (人/平方公里)
纽约大都市带	6248.5	19.1%	366160.8	25.5%	50.3	5.1%	56.4	124.3
芝加哥大都市带	4693.2	14.3%	193992.4	13.5%	78.1	7.9%	39.8	60.1
洛杉矶大都市带	3955.7	12.1%	207616.3	14.5%	42.4	4.3%	50.5	93.3
合计	14897.4	45.5%	767769.5	53.5%	170.7	17.4%	49.6	87.3

日本三大都市圈	人口 (万人)	占总人口比重	GDP 总量 (亿元)	占全国 GDP 比重	面积 (万平方公里)	占全国面积比例	人均 GDP (万元)	人口密度 (人/平方公里)
东京都市圈	3613.1	28.9%	93194.3	33.1%	1.4	3.6%	25.8	2663.4
大阪都市圈	2072.5	16.3%	42891.6	15.2%	2.7	7.3%	20.7	757.7
名古屋都市圈	1133.1	9.0%	28553.5	10.1%	2.2	5.8%	25.2	525.3
合计	6818.7	54.2%	164639.3	58.4%	6.2	16.8%	24.1	1091.2

资料来源：Wind、美国经济分析局、日本国家统计局、华泰证券研究所

注：1. 京津冀城市群包括北京、天津、河北全省；粤港澳大湾区包括香港、澳门两个特别行政区和广东省的广州、深圳、珠海、佛山、中山、东莞、惠州、江门、肇庆九市；长江三角洲城市群包括上海，江苏省的南京、无锡、常州、苏州、南通、盐城、扬州、镇江、泰州、宿迁，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；成渝城市群包括重庆全市，四川省的成都、绵阳、德阳、眉山、乐山、资阳、内江、自贡、宜宾、泸州、遂宁、南充、广安、达州、雅安等 15 个地级市。

2. 纽约大都市带包括华盛顿特区、新罕布什州、马萨诸塞州、罗德岛州、康涅狄格州、纽约州、宾夕法尼亚州、新泽西州、特拉华州、马里兰州、弗吉尼亚州（11 个）；芝加哥大都市带包括伊利诺伊州、俄亥俄州、印第安纳州、密歇根州、威斯康星州（5 个）；洛杉矶大都市带包括加利福尼亚州（1 个）。美国三大城市带统计方式参考了：任荣荣,李牧汀.美国都市带房地产市场发展的经验与启示[J].宏观经济研究,2018(07):164-175.

3. 东京都市圈包含东京都、埼玉县、千叶县、神奈川县；名古屋都市圈包含爱知县、岐阜县、三重县；大阪都市圈包含大阪府、京都府、兵库县、奈良县、滋贺县、和歌山县。

4. 中国、美国统计数据为 2018 年，日本为 2015 年。

行业：成交结构性复苏，投资高位中前行

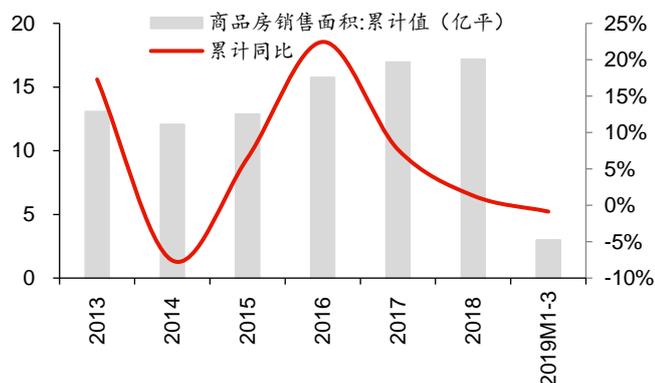
需求市场：刚需预期改善，需求结构性复苏

新房销售：各能级城市表现分化，一、二线城市如期改善

2019年以来，一方面可以看到房贷利率在连续上涨近两年后终于在2018年末拐头，另一方面核心一二线城市在经历了一定周期的调整之后迎来修复。2019年以来全国房地产市场整体销售面积增速逐步放缓，1-3月全国商品房销售面积为2.98亿平，同比下跌0.9%，但是一二线城市的表现更为亮眼。

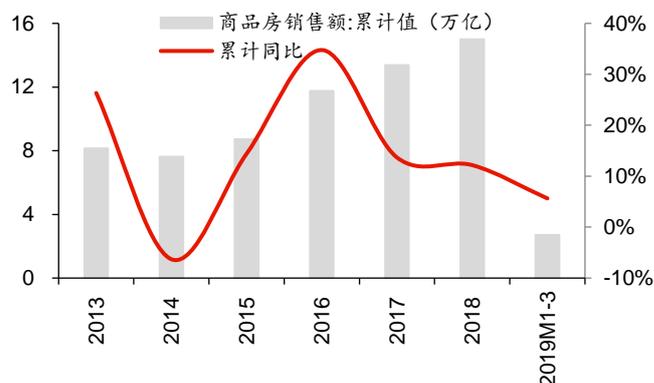
我们跟踪的重点城市来看，一线城市从1月增长4.87%回升4月的56.05%，二线城市从1月的下跌7.07%持续回升至4月的增长51.94%，1-4月一、二线城市销售累计同比增速分别为40.74%、22.59%，迎来2019年的小阳春。而三四线城市虽然也出现一定改善，但整体依然较弱，当月同比看，我们跟踪的三四线城市从2019年1月的下跌17.60%回升至4月的增长8.41%，增幅低于一二线城市。

图表11：全国商品房销售面积累计值



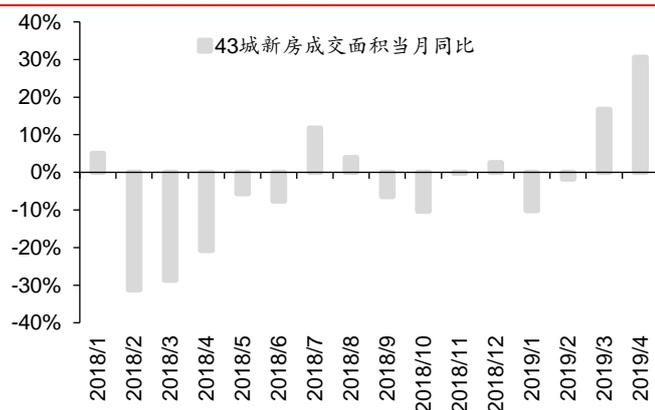
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表12：全国商品房销售金额累计值



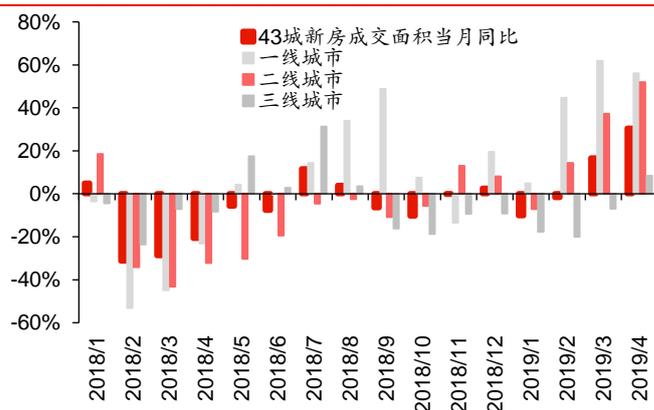
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表13：43城新房成交面积当月同比



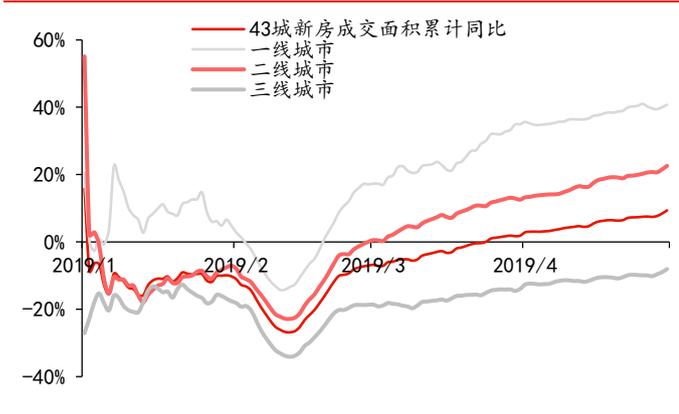
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：各能级城市新房销售面积当月同比



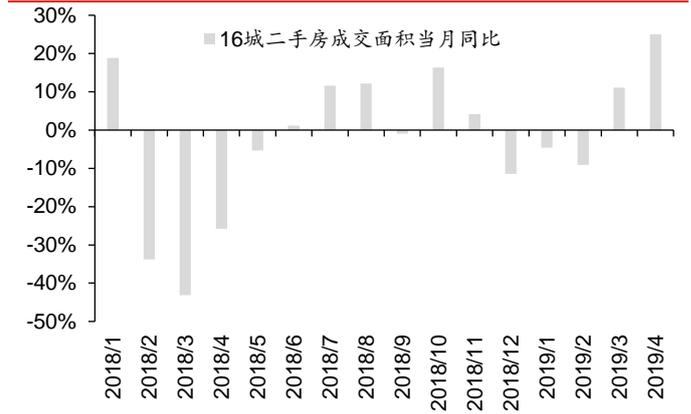
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15: 43城新房成交面积累计同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 16城二手房成交面积当月同比

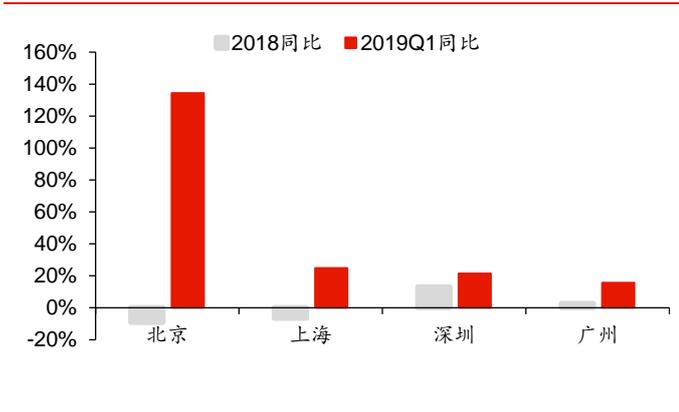


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

年初以来成交修复的动力主要来自于集中推货叠加去化回暖

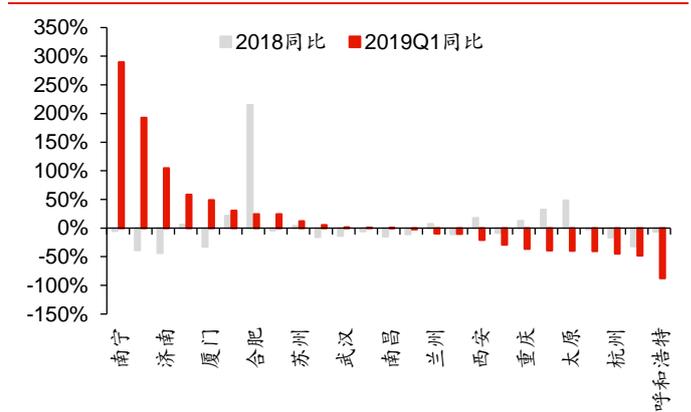
3月核心城市的小阳春更多体现为结构性现象。需求回温的城市大多是在此前经历较长调整周期后逐步修复的城市,如上海、北京、厦门等,本轮复苏的特点还是在于预期改善叠加低位修复,北京、上海、南宁、宁波、济南、厦门等一二线城市2018年市场出现不同程度调整,2019Q1反弹力度领先。今年以来相对较好的三四线城市主要集中于东部的长三角、珠三角等,但多数三四线城市市场表现还是比较疲软。

图表17: 一线城市2018年和2019年Q1新房成交面积同比



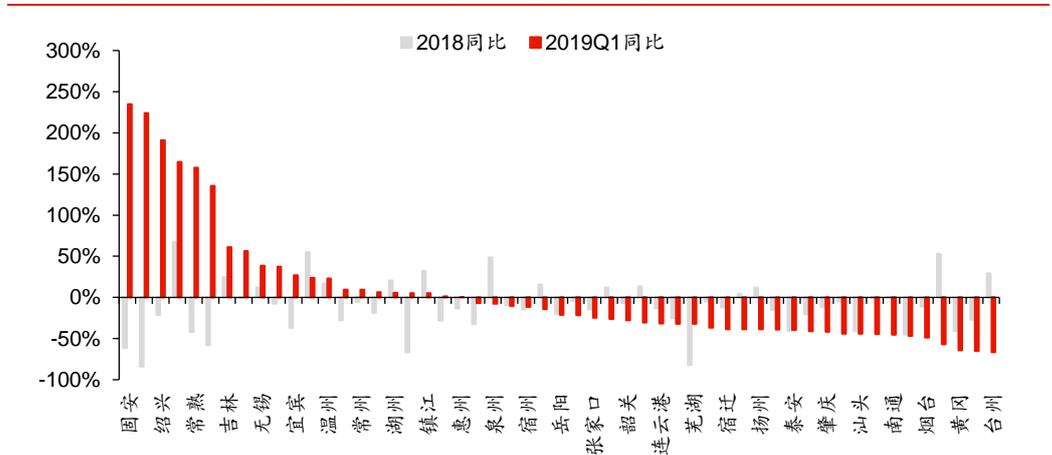
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 部分二线城市2018年和2019年Q1新房成交面积同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

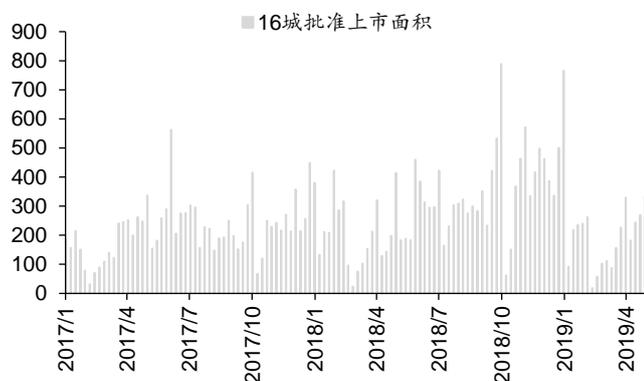
图表19: 部分三、四线城市2018年和2019年Q1新房成交面积同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

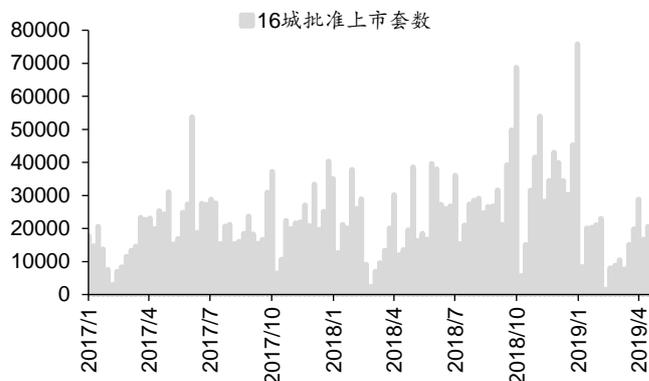
供给层面，推货意愿的提升是一二线城市销售改善的重要动力，尤其在春节后，随着房企推货意愿的提升，叠加部分城市政策的边际改善，我们跟踪的16城3、4月批准上市面积和套数持续改善。2019年4月16城批准上市面积同比增长16.38%。批售比方面，2019年以来，批售比2月份以来持续提升，4月16城整体批售比为1.08，目前已回升至2018年上半年水平，反映出开发商推盘更加积极。

图表20: 16城批准上市面积 (单位: 万平)



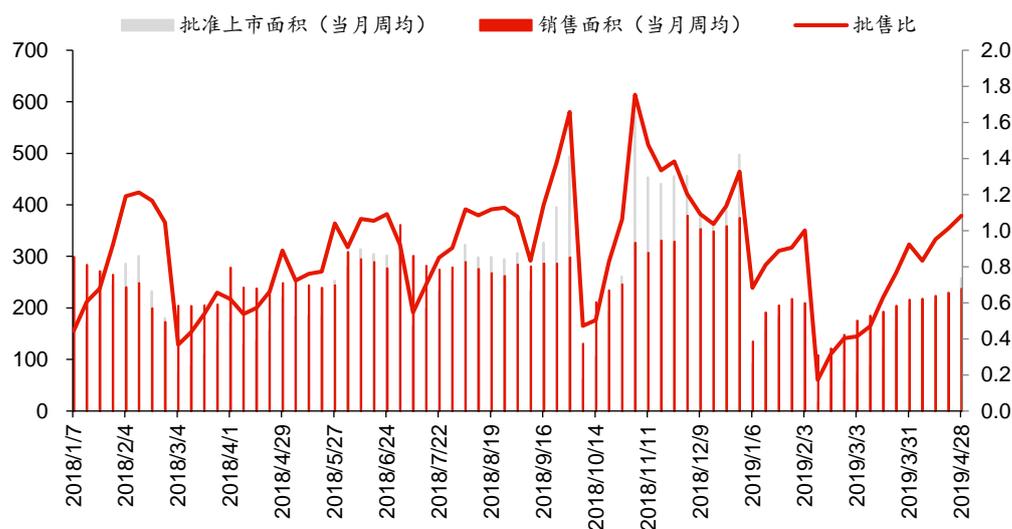
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 16城批准上市套数 (单位: 套)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

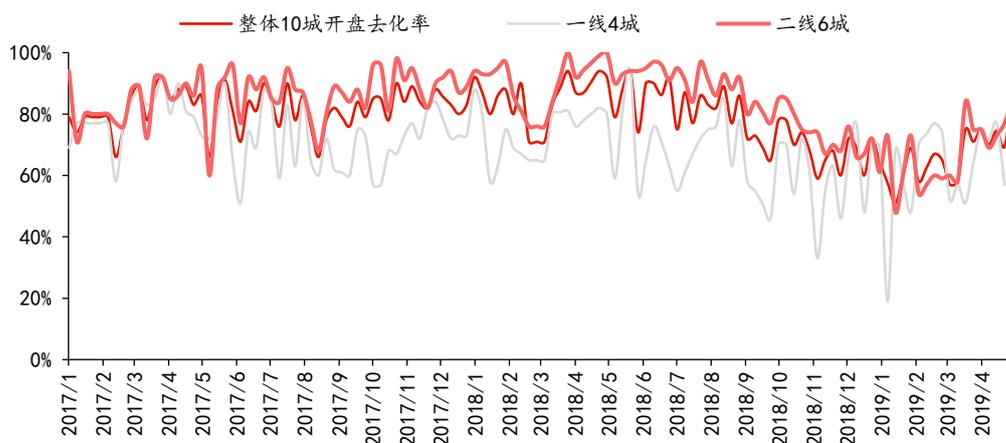
图表22: 16城批售比 (面积单位: 万平)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

去化率层面，2018年三季度重点城市的去化率曾经出现明显回落，但随着春节假期结束后，重点城市的去化率又出现了明显的修复，这跟我们调研以及部分龙头房企的到访量变化一致，分城市能级来看，一线城市开盘去化率先改善，二线城市开盘去化率稳步提升，接近2018年高位水平。供给提升叠加去化回暖共同推升基本面的修复。

图表23： 10城开盘去化率

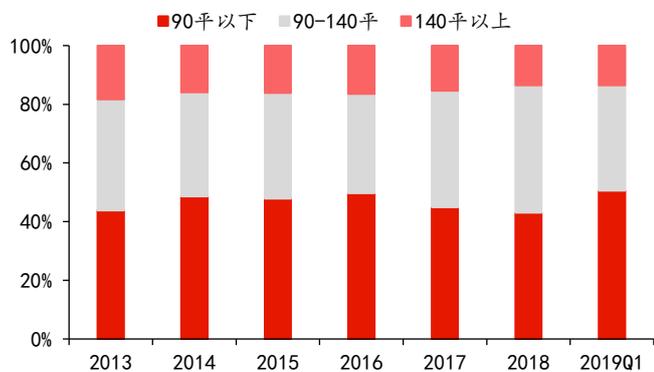


资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

成交结构：一线城市刚需为主，二线城市改善型需求发力

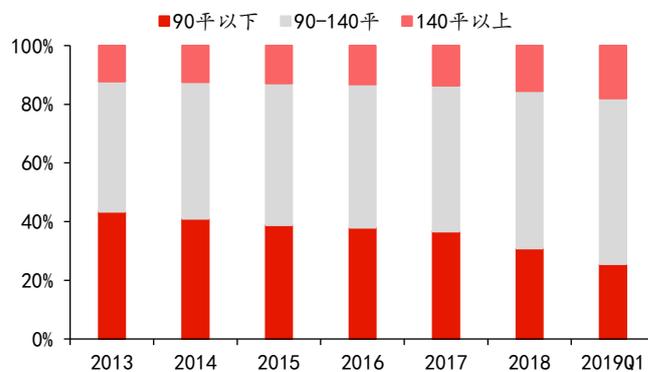
成交结构方面，各能级城市表现分化，一线城市以 90 平以下的刚需型需求为主，二线城市改善型需求逐渐发力。2019 年一季度，一线城市 90 平米以下刚需型成交套数占比 50.56%，较 2018 年增长 7.45pct。二线城市 90 平米以下刚需型成交套数占比 25.55%，较 2018 年大幅下跌 5.34pct，90-140 平及 140 平以上的改善型成交套数占比分别为 56.43%、18.03%，较 2018 年分别增长 2.82pct 和 2.52pct。由此也可以看出，此轮回温是预期引领的刚性需求自然修复，而并不是政策放松所带来的。

图表24： 一线城市成交户型结构



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表25： 二线城市成交户型结构



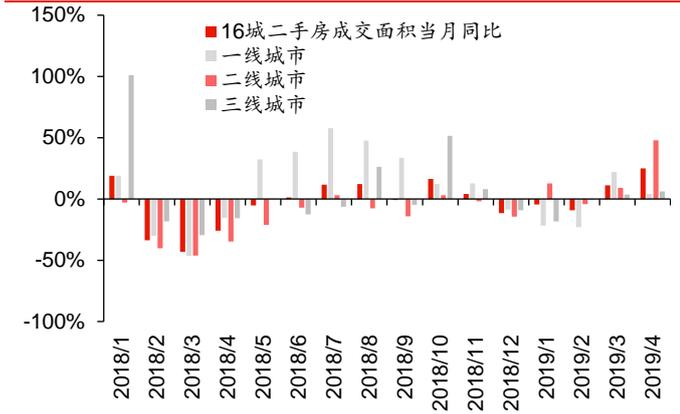
资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

二手房成交：调整充分的中心城市先于市场回暖

随着越来越多中心城市逐步进入存量开发阶段，这些城市二手房市场也越来越具备代表性，而今年以来这些城市的二手房市场也和新房市场一样迎来明显修复。2019 年 16 城二手房成交面积同比增速从 1 月的下跌 4.59% 回升至 4 月的增长 25.03%。

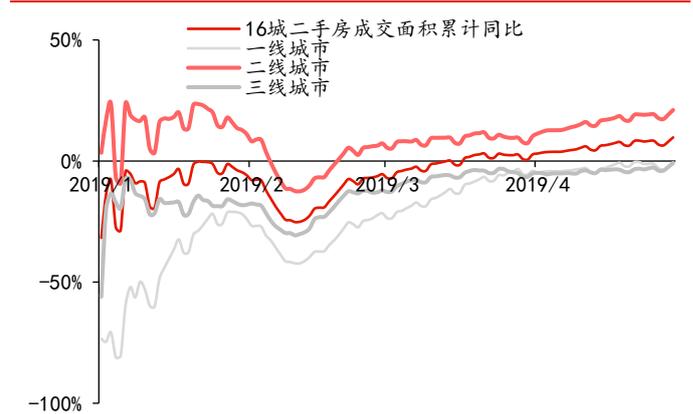
分城市能级来看，二线城市从 1 月的增长 12.83% 大幅回升至 4 月的增长 47.92%；一线城市从 1 月的下跌 21.80% 回升至 3 月的增长 22.08%，4 月增速回落至 4.16%；三线城市从 1 月的下跌 18.23% 大幅回升至 4 月的增长 6.18%。其中北京、上海、成都、天津、南京、苏州、济南、厦门等此前调整更加充分的城市复苏更为明显。

图表26: 16城二手房成交面积(当月同比)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 16城二手房成交面积(累计同比)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 重点城市二手房热力图

日期	总体	北京	上海	广州	深圳	天津	杭州	南京	武汉	成都	济南	南宁	苏州	厦门	青岛	大连	佛山	无锡	扬州	岳阳	金华
1701	-52	-54	-78	62	-83	-39	-6	-50	232		-22	18	-67	-39	38	36		24	76	-2	72
1702	-15	-20	-61	253	-74	1	82	-36	104		87	79	-37	13	236	128		138	133	33	260
1703	-24	-19	-64	104	-73	-12	26	-46	17		64	20	-58	7	44	48		66	124	28	143
1704	-18	-36	-21	25	-26	-67	-10	-46	33		9	28	-43	-44	17	10		66	102	10	135
1705	-18	-55	-32	-1	61	-72	10	-25	40		-20	23	-14	-59	-21	46		61	79	-7	119
1706	-22	-35	-56	11	40	-80	27	-53	38		-17	27	13	-76	-13	34		79	98	6	150
1707	-43	-67	-69	-10	0	-80	-43	-32	33		-38	65	-7	-70	-25	28		-4	99	29	285
1708	-51	-70	-78	-21	-20	-83	-18	-37	-14		-31	36	-22	-78	-25	47		-10	71	226	45
1709	-50	-71	-60	-34	-26	-80	-23	-52	-29		-59	37	-72	-73	-35	34		-24	62	91	71
1710	-48	-71	-51	-35	-12	-35	-50	-72	19		-35		-48	-53	-43	48		-57	33	62	-38
1711	-32	-56	-40	-28	19	-41	-46	-44	90		-45		-18	-45	-22	25		-17	40	25	10
1712	-12	-43	-11	-39	97	-26	-33	-21	92	79	-27	-46	6	8	-17	46		52	9	4	-6
1801	15	-2	22	-14	139	44	-12	-13	229	41	101	-16	95	-67	22	71		0	9	43	55
1802	-38	-40	-33	-66	41	-66	-55	-40	-26	-65	-65	-28	6	-76	-42	31		-51	-37	23	-25
1803	-43	-57	-16	-65	16	-59	-52	-41	-3	-47	-47	-32	-15	-88	-24	-3		-52	-43	-6	-42
1804	-17	-14	-17	-20	-6	80	-22	-44	-6	-10	-23	-44	22	-70	2	32		-45	-29	3	-1
1805	7	68	6	7	9	750	-20	-46	4	-17	29	-27	32	-43	3	17		-21	2	31	13
1806	10	77	23	-4	2	429	-22	9	-5	-58	2	-24	24	18	-21	11		-27	-7	-16	-15
1807	19	107	17	3	20	100	14	-23	-19	-59	-7	-22	55	42	-15	-6	-11	23	-5	0	-9
1808	10	95	15	-6	26	57	-49	-22	-22	-61	-49	-32	77	117	-34	-6	68	5	-9	-7	-26
1809	-3	67	10	-29	-16	23	-65	-12	-21	-66	-54	-53	222	39	-52	-32	102	-30	-34	-28	-53
1810	0	44	11	-27	-29	33	-63	31	-35	-61	-31		191	18	-44	-26	192	29	-36	-32	-32
1811	-8	32	20	-57	-26	81	-62	-1	-42	-44	-6		88	40	-52	-19	129	-3	-52	-29	-58
1812	-16	13	27	-53	-47	32	-35	-20	-29	-31	8	-33	48	-21	-58	-26	115	-42	-48	8	-61
1901	-8	-12	42	-52	-38	5	-13	-10	-30	-31	-21	44	52	330	-51	-31	23	-14	-29	-26	-73
1902	-10	-17	38	-49	-36	44	-28	1	-8	32	31	-28	22	226	-47	-67	101	-6	-24	-55	-41
1903	14	44	50	-32	-19	82	-2	26	5	28	30	0	4	360	-47	21	89	1	-29	-12	-38
1904	25	1	93	-23	28	50	-19	73	17	38	31	9	84	309	-27	-11	95	18	-22	-7	-44

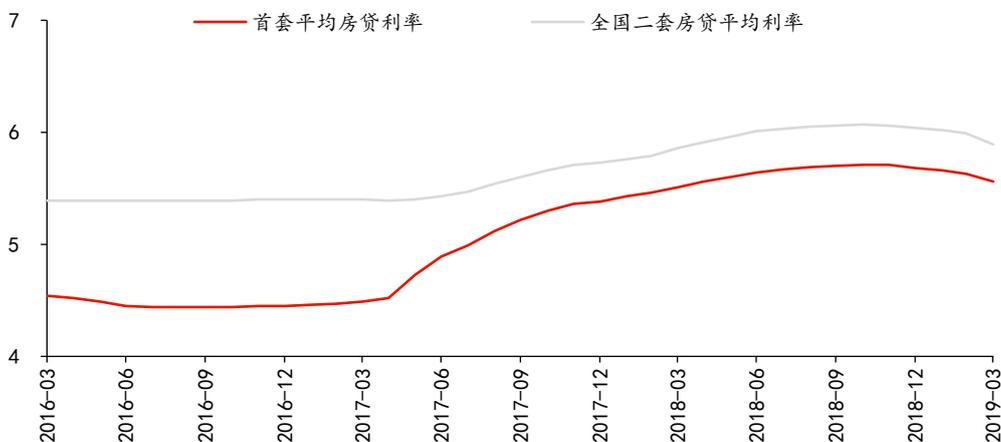
资料来源: Wind, 贝壳研究院, 华泰证券研究所

按揭利率拐点回落, 首付边际改善利好刚需

根据融360的数据, 2019年3月全国首套房平均房贷利率为5.56%, 自2018年12月起已经连降4个月; 二套房平均房贷利率为5.89%, 自2018年11月起已经连降5个月。

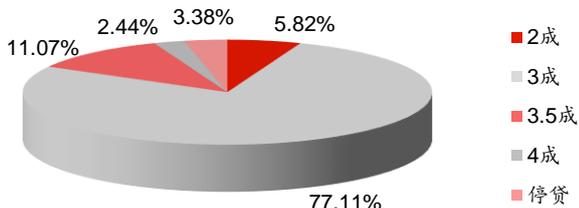
首付比例方面，2019年以来提供首套房2成首付的样本银行逐渐增加，4成和停贷首付逐渐减少。按揭利率的持续下行以及首付比例的边际改善有望进一步推动刚需修复，2019年以来一线城市低总价户型成交占比的提升验证这一趋势。

图表29：首套房和二套房平均房贷利率（单位：%）



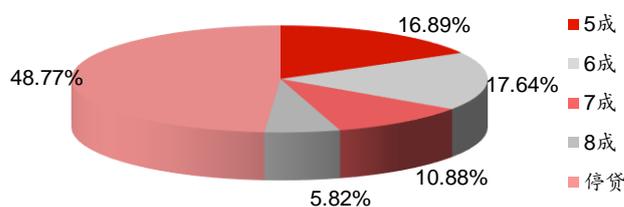
资料来源：融360，华泰证券研究所

图表30：2019年3月样本银行首套房首付比例占比



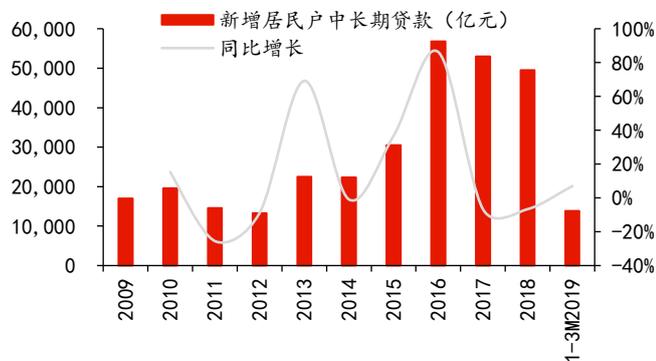
资料来源：融360，华泰证券研究所

图表31：2019年3月样本银行二套房首付比例占比



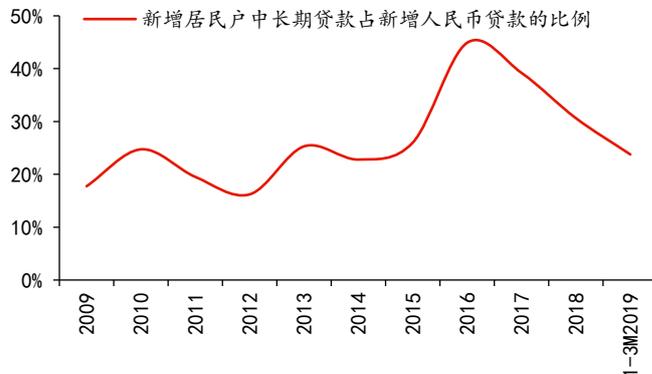
资料来源：融360，华泰证券研究所

图表32：新增居民户中长期贷款规模及同比



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表33：新增居民户中长期贷款占比



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

投资：开发投资维持高位，土地投资结构性分化

库存：一二线城市库存有所回落，三四线城市持续回升

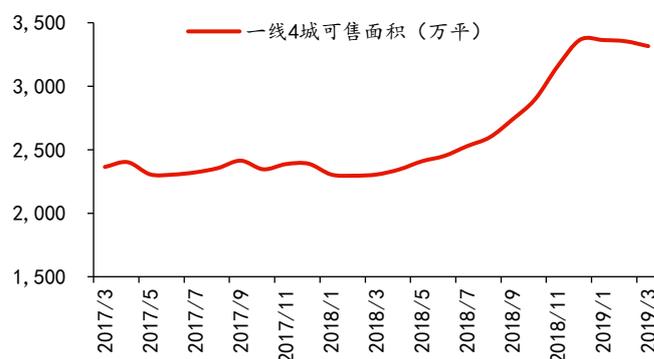
经历了2015-2017年的去库存周期后，无论是全国还是重点城市的库存水平都较2015年的高点有了明显的回落，重点80城的可售面积低点（2017年8月）比高点（2015年1月）下降了45.59%，但是随着2018年的市场降温，全国重点城市的库存水平又有了一定的回升，直到2019年3月“小阳春”的出现，各地库存水平有了阶段性的改善。分城市能级看，不同能级城市表现分化，一二线城市2019年3月可售面积较2018年末分别减少3.55%、和1.52%，但三四线城市依然保持上升趋势，突破2018年高位，较2018年末增长2.04%。

图表34：80城整体可售面积



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表35：一线4城可售面积



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表36：二线27城可售面积



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表37：三线49城可售面积

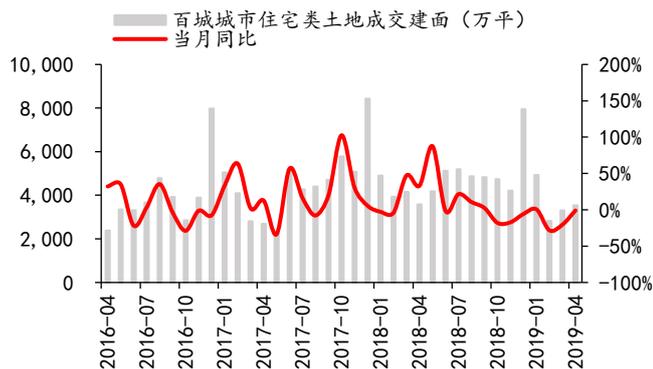


资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

土地市场：二线城市土地成交复苏明显

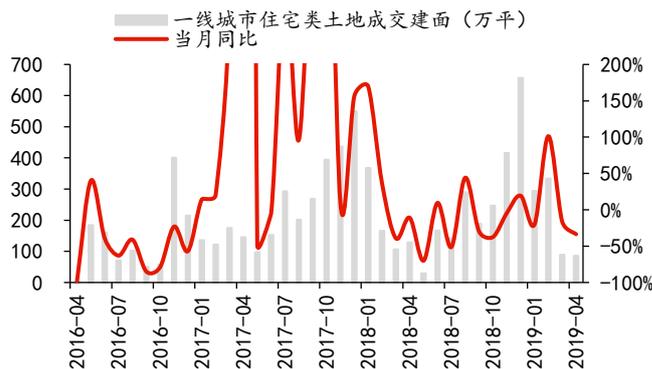
在重点城市预期改善下，2019年以来土地市场也逐步走出低迷，成交面积降幅逐渐收窄，其中尤其二线城市土地市场最为突出。截至2019年4月末，百城住宅类土地成交建面3545万平，同比下降0.95%。分城市能级看，2019年4月一、二、三线城市成交住宅土地建面分别为86万平、2166万平和1293万平，同比分别变化-33.57%、31.57%和-28.30%。土地成交溢价率方面，2019年以来百城土地成交溢价率回升，由2018年12月的7.17%逐步回升至2019年4月的25.52%。分城市能级看，各能级城市溢价率均出现显著改善，2019年4月，一、二、三线城市溢价率分别为25.00%、24.10%和29.33%，均较去年末有所回升。

图表38: 百城住宅类土地成交建面



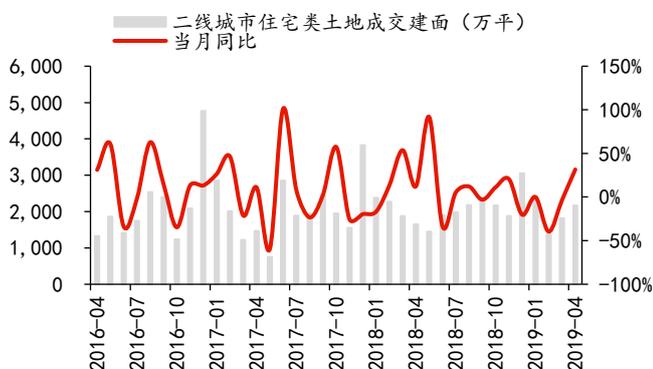
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表39: 一线城市住宅类土地成交建面



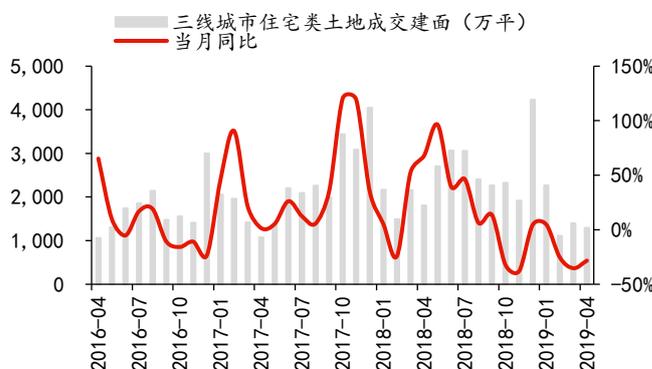
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 二线城市住宅类土地成交建面



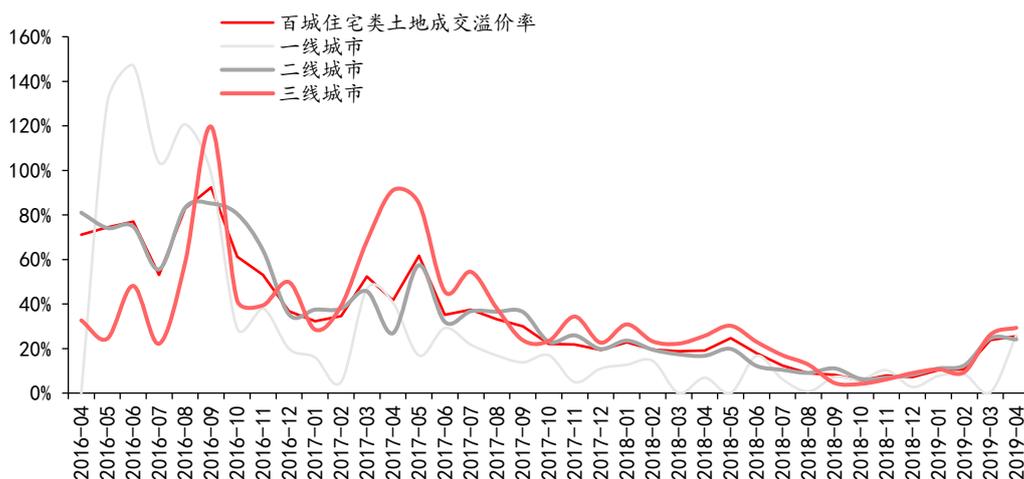
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 三线城市住宅类土地成交建面



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 百城住宅类土地成交溢价率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预期回暖、融资改善叠加部分城市土地价格吸引力显现，带来了房企补库存意愿的提升，其中二线城市成为主战场。近期成交地王显示市场还是重点参与二线城市的核心区域地块，或者周转速度较快的地块，对于地价和周转率有要求，但相对依然有所克制。从克而瑞统计的2019年4月成交土地总价和单价排行榜可以看出，以武汉、杭州、厦门、苏州为代表的热点二线城市在总价和单价前10排行榜中均占据8席，地王重新出现。

图表43： 2019年4月成交土地总价排行榜

排名	城市	地块名称	成交价 (亿元)
1	武汉	武告字 (2019年) 8号/P (2019) 039号	70.00
2	杭州	杭政储出[2019]12号	52.03
3	苏州	苏地 2019-WG-7号	50.17
4	武汉	武告字 (2019年) 7号/P (2019) 033号	41.00
5	厦门	土地市场 2019 第 14 号/2019JP01	38.60
6	武汉	武告字 (2019年) 7号/P (2019) 032号	38.50
7	武汉	武告字 (2019年) 7号/P (2019) 037号	36.40
8	杭州	杭政储出[2019]16号	35.35
9	合肥	BH2019-05	34.91
10	石家庄	石公资交[2019]17号/栾城区[2019]008	33.77

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表44： 2019年4月成交土地单价排行榜

排名	城市	地块名称	楼面价 (元/平)
1	杭州	杭政储出[2019]12号	45325
2	上海	杨浦区定海社区 B1-3 地块	35426
3	广州	荔湾区芳村大道鹤洞路 AF040225-B 地块	34665
4	厦门	土地市场 2019 第 14 号集美区 2019JP01	30997
5	杭州	杭政储出[2019]18号	29736
6	杭州	杭政储出[2019]25号	28210
7	杭州	杭政储出[2019]16号	27413
8	杭州	杭政储出[2019]24号	26627
9	厦门	土地市场 2019 第 13 号沧海区 H2019P02	26466
10	苏州	苏地 2019-WG-7 号高新区狮山街道地块	26288

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表45： 热点二线城市4月重点地块详细信息

城市	地块名称	竞得方	楼面价 (元/平)	溢价率	具体信息
杭州	杭政储出[2019]12号	滨江集团	45325	29.98%	杭州“第二贵”住宅用地，22%自持比例，剔除自持影响，楼面地价 52000 元/平，成为新晋地王
杭州	杭政储出[2019]18号	绿城中国	29736	23.12%	起拍价 24513 元/平即打破三里亭板块楼面地价记录，成为该板块新晋地王
厦门	土地市场 2019 第 14 号集美区 2019JP01	中海地产	30997	34.70%	打破集美新城拿地楼面价记录，成为新晋地王

资料来源：地方政府网站，公开网站，华泰证券研究所

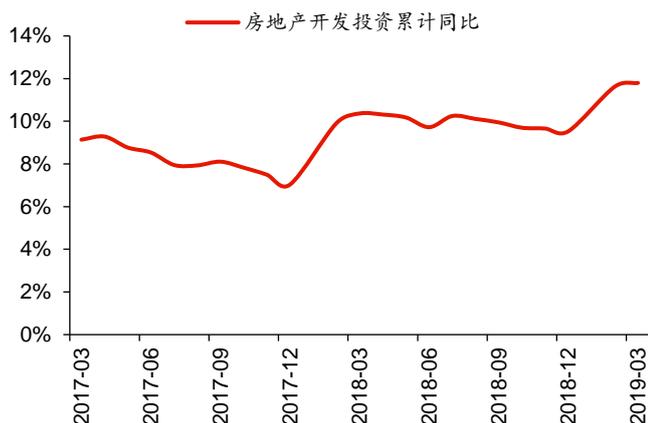
年初地产开发投资超预期，预计下半年逐步回落

2019年一季房地产开发投资增速维持高位，土地购置费韧性仍在和施工投资反弹成为支撑开发投资的主要因素。2019年一季全国房地产开发投资累计完成额为2.38万亿元，同比上涨11.8%，增速较2018全年提升2.3个百分点。我们认为其中土地购置费滞后确认效应仍然存在；销售回暖叠加融资改善，行业开工推盘力度加大，抢抓阶段性行情的窗

口期效应明显，施工面积继续回升，叠加统计口径由“形象进度法”转为“财务支出法”所造成的低基数影响，施工投资有所反弹。

从开发投资的细分项目来看，一季度土地购置费 0.69 万亿，同比增长 32.6%，增速较 2018 年全年回落 24.4 个百分点，但仍保持在 2017 年 12 月以来的高位。施工投资（建筑工程、安装工程、设备工器具购置投资之和）同比增长 5.0%，增速较 2018 年全年提升 8.3 个百分点。考虑到 2018 年下半年土地市场回落，随着滞后效应的体现，我们预计 2019 年下半年土地购置费增速会逐步下降，对于投资的拉动作用会逐步减弱，我们认为房地产开发投资逐步回落是大势所趋。

图表46： 全国房地产开发投资增速



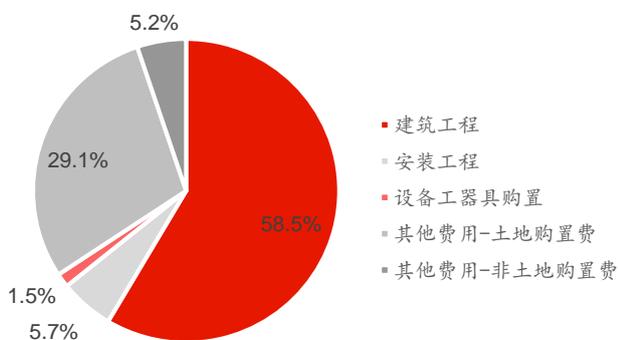
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表47： 全国房地产施工投资增速



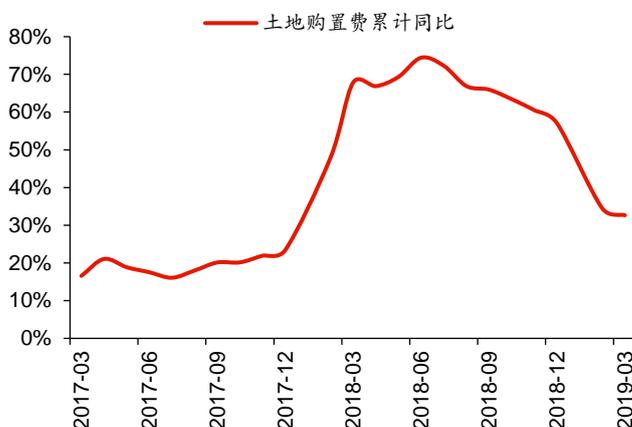
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表48： 全国房地产开发投资细分项占比



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表49： 全国土地购置费增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

棚改开工规模大幅下降，未来三四线城市需求投资皆将承压

2014 年以来棚改货币化大潮对三四线城市房地产市场的拉动明显，我们认为期间棚改货币化安置在居民购房环节中不仅扮演了购买力的支撑，同时也带来了加杠杆空间，但是随着去库存任务的阶段性完成，棚改对三四线城市的意义未来预计将逐步淡化。

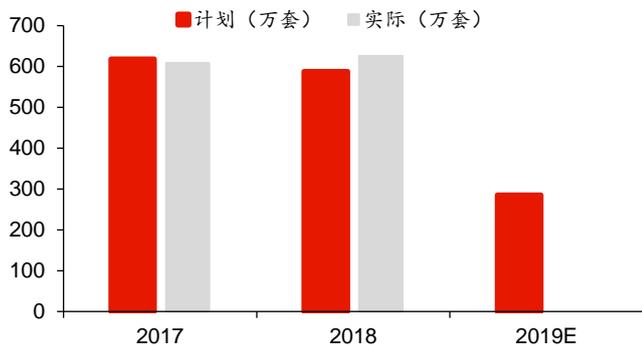
2019 年 4 月 16 日，财政部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》（财综〔2019〕14 号），提出 2019 年计划新开工棚户区改造 285.3 万套，同比大幅减少 51.5%。保障性安居工程专项资金预算方面，2019 年保障性安居工程专项资金预算 700 亿元，较 2018 年同比大幅下降 43.32%，2017 到 2019 年预算分别为 1243 亿元、1235 亿元和 700 亿元。

图表50: 近三年各省份棚户区改造计划

省份	2017 万套	2018 万套	2018 同比	2019E 万套	2019E 同比	省份	2017 万套	2018 万套	2018 同比	2019E 万套	2019E 同比
东部地区	161.3	166.8	3.4%	80.0	-52.0%	安徽	45.9	29.2	-36.4%	21.2	-27.4%
北京	4.5	2.6	-41.8%	2.0	-22.8%	江西	22.6	26.1	15.5%	24.9	-5.0%
天津	3.0	2.0	-35.3%	2.6	30.9%	河南	43.3	64.1	48.1%	15.0	-76.6%
辽宁	8.8	6.1	-29.9%	1.9	-69.8%	湖北	39.2	14.9	-61.9%	9.0	-39.6%
大连	0.4	0.2	-59.6%	0.1	-56.6%	湖南	37.8	28.2	-25.3%	8.0	-71.6%
上海	1.8	4.8	171.6%	3.0	-37.8%	海南	2.8	2.0	-28.1%	0.7	-64.6%
江苏	33.7	30.6	-9.3%	22.0	-28.1%	西部地区	205.7	200.5	-2.5%	105.9	-47.2%
浙江	14.4	27.7	92.3%	17.5	-36.8%	内蒙古	20.8	11.6	-44.2%	5.1	-55.9%
宁波	3.2	1.2	-61.4%	0.8	-34.6%	广西	19.6	9.1	-53.2%	12.0	31.2%
福建	7.0	2.9	-58.5%	6.3	117.2%	重庆	6.6	6.3	-4.4%	5.0	-21.2%
厦门	0.5	0.4	-16.1%	0.0	-100.0%	四川	24.5	25.1	2.5%	19.8	-21.3%
山东	75.0	82.1	9.5%	18.5	-77.4%	贵州	44.1	38.8	-12.0%	7.6	-80.5%
青岛	6.3	3.7	-40.8%	2.9	-23.7%	云南	16.1	15.6	-2.8%	10.1	-35.5%
广东	1.9	1.9	-3.0%	2.1	9.8%	西藏	3.6	1.8	-51.1%	1.9	6.9%
深圳	0.8	0.5	-33.2%	0.4	-17.8%	陕西	21.6	17.8	-17.6%	9.8	-44.9%
中部地区	250.5	220.8	-11.9%	99.4	-55.0%	甘肃	16.7	23.2	39.3%	18.2	-21.7%
河北	20.6	22.0	6.6%	11.9	-45.8%	青海	5.6	2.6	-53.5%	1.0	-61.9%
山西	9.9	11.6	17.8%	3.2	-72.2%	宁夏	5.3	3.1	-42.1%	0.8	-75.5%
吉林	11.5	9.5	-17.4%	3.1	-67.1%	新疆	21.1	45.3	114.6%	14.7	-67.6%
黑龙江	17.0	13.1	-22.6%	2.4	-81.8%	合计	617.5	588.0	-4.8%	285.3	-51.5%

资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

图表51: 近三年棚户区改造计划开工与实际开工



资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

图表52: 财政部保障性安居工程专项资金预算

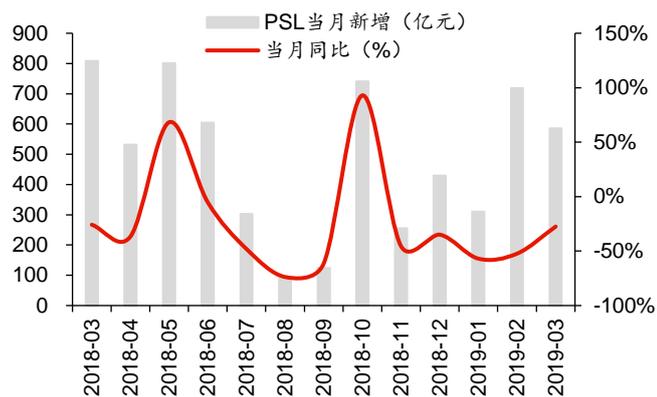


资料来源: 财政部, 华泰证券研究所

棚改资金支持来看, 2019年1-3月PSL累计新增1615亿元, 累计同比下跌46.84%, 连续3个月累计同比增速为负。单月增速来看, 2019年一季度保持负增长态势, 1-3月单月同比增速分别降至-56.94%、-52.38%、-27.48%。总体来看棚改资金支持力度下滑幅度较为明显。

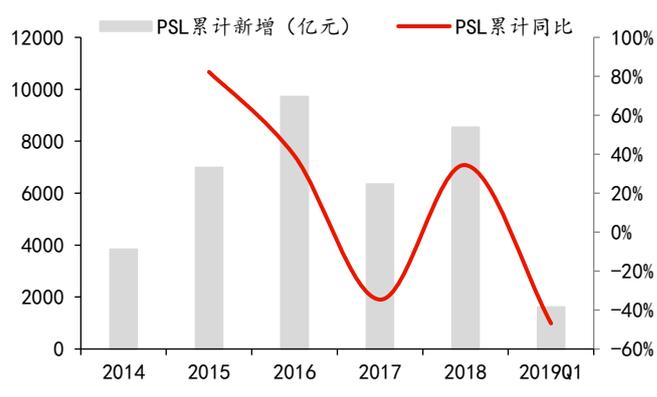
我们依然维持去年末的观点, 随着棚改规模以及货币化率的双降, 棚改对于三四线城市去库存的作用将会大幅萎缩, 除了部分处在城市圈中的三四线城市依然具备一定空间, 大部分三四线城市无论是需求还是投资都将面临回落的压力。我们依然认为**2019年全国房地产销售面积负增长, 而房地产投资随着棚改叠加土地购置的贡献减少, 预计会逐步回落。**

图表53: PSL 当月新增规模 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表54: PSL 累计新增规模 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

政策：适应松紧并举新常态

“一城一策”成为房地产调控主基调，核心在于稳定，而非打压

从2016年3月政府工作报告首次提出“因城施策”，到2016年底中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，这两个词是中央坚持调控思路不动摇的方针。但由于2018年三季度前全国市场一直处于偏热状态，“因城施策”对于大多核心城市而言更多体现为“逐步收紧”。一直到2019年，我们认为“因城施策”、“一城一策”可能才第一次体现出其真正蕴含的意义。

“因城施策”、“一城一策”核心在于平稳房地产行业周期、在于防止大起大落、在于稳定房价，而非打压房价。在今年，我们能同时看到有城市被政策出示“黄牌”，如近期部分一二线城市，也有城市在限购层面、户籍层面、限价层面、房贷利率层面、土地出让层面出现边际改善。

2019年以来，我们看到北京、西安、东莞、合肥等城市先后收紧公积金政策，具体表现为限制公积金贷款最高额度、提高公积金贷款首付比例、限制或暂停异地公积金贷款等。

但与此同时，我们也可以看到部分城市对原有政策作出微调，据我们不完全统计，从2018年12月份菏泽取消限售开始统计，有14个城市人才、落户等政策出现改善、有5个城市或区域在限购层面边际改善、有超过10个省市提出推进“一城一策”方案、有6个城市部分银行在房贷层面出现改善。我们认为对于市场较差的低能级城市进行“托底”，让**人口流动更加符合市场规律，同时对潜在过火的高能级城市进行预期管理，是政府稳定房地产市场的核心思路。**

图表55：2018年底以来全国及地方层面收紧政策不完全统计

日期	区域	政策变化	政策具体内容
2018年12月21日	全国	/	中央经济工作会议：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系
1月24日	蚌埠	公积金	异地购房将不能随意提取公积金
1月25日	海南		严格执行房地产市场调控政策，严厉整顿和规范市场秩序
2月12日	邳州		针对房地产商会发布“个别楼盘降价严重扰乱市场，房企不得打价格战”的通报，对房地产商会进行约谈，提出严肃批评，责成收回通报
2月14日	上海		坚持房地产调控法目标不动摇，力度不放松，保持调控政策的连续性和稳定性，坚决遏制投机性购房，着力稳市场、稳预期、稳房价
4月1日	石家庄	公积金	4月1日期全市范围内统一暂停发放住房公积金异地贷款，住房公积金贷款对象仅限于购买家庭首套自住住房或第二套改善型自住住房的缴存职工
4月10日	东莞	公积金	2019年5月起公积金流动性调节系数由现行1.4下调为1.3
4月12日	北京	公积金	国管公积金中心明确对二套房贷款实行“认房又认贷”，二套房首付比例调整为最低六成且最多贷60万元
4月15日	长沙	税费	在长沙市范围内停止执行对家庭第二套改善性住房的契税优惠政策，即对个人购买家庭第二套改善性住房，按4%的税率征收契税
4月19日	全国	限价	住建部会同国务院发展研究中心，对部分房价、地价波动幅度较大的城市进行预警提示
4月19日	全国	/	政治局会议：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
4月22日	合肥	公积金	职工本人在非本市及非户籍地不予提取住房公积金，加强公积金审批
4月24日	西安	公积金	暂停西安地区以外购房提取公积金，同时要求严格公积金贷款审批制度，加强贷款申请人资格审查，确保资金安全有序高效运行

资料来源：中央政府网站，各地方政府网站，各地方住建局，各地方住房公积金管理中心，华泰证券研究所

图表56: 2018年底以来地方层面放松政策不完全统计

日期	城市	政策变化	政策具体内容
2018年12月18日	菏泽	限售	取消“本地居民取得产权证书后2年、非本地居民3年后方可上市交易”的规定
12月19日	广州	限商	2017年3月30日前竞得的土地,取消“建成的商铺公寓产品禁止出售给个人”的规定
12月21日	珠海	限购	非珠海本市户籍购房缴纳社保年限由5年缩短为1个月、3个月、12个月不等
12月21日	杭州	限购	因工作调动而造成社保补缴的,累计不超过3个月视为符合购房资格
12月27日	合肥	限购	四县一市家庭户无需提供社保证明即可购房;集体户、非本地户口只需提供1个月社保证明即可购房,剩余11个月可补缴
2019年1月3日	青岛	市场监管	青岛高新区暂停执行公证摇号购房
1月4日	海口	落户政策	本科或者高级职称以上人才从40周岁放宽至55周岁,专科获中级职称从40周岁放宽至45周岁
1月10日	北京	土地出让	孙河预出让2宗宅地,未设住宅销售限价
1月10日	天津	土地出让	将4宗宅地的租赁住宅部分调整为可售
1月13日	广州	落户政策	不再将符合计划生育政策作为落户前置条件,放宽人才落户的年龄限制,学士、硕士和博士调整至40、45、50周岁
1月13日	东莞	市场监管	购房者在楼盘认购后,2日内可无理由退定
1月18日	中山	限售	并未暂停向港澳台同胞、华侨出售一手商品住宅
1月24日	大连	限售	取消“参与积分落户的房屋办理落户后,3年内不得抵押、转让”“落户新市区满5年可迁主城区”等限制
2月13日	常州	落户政策	放宽重点群体、购房租房、投靠、退休人员回原籍落户门槛
2月14日	南京	落户政策	发布积分落户新政,由“2年内连续缴纳社保”改为“累计社保不少于24个月”
2月15日	西安	落户政策	本科及以上学历落户不受年龄限制,全国高等院校在校生均可落户
2月20日	合肥	房贷利率	房贷已结清可按首套房利率执行
2月20日	阜阳	限价	自2019年起,土地出让时的限价条款均被取消
2月21日	厦门	房贷利率	房贷已结清可按首套房利率执行
2月22日	香河	限购	部分项目外地人只需北京或廊坊3年纳税或社保即可购买
2月22日	佛山	限贷	邮储银行确认,非限购区购房首付最低降至2成,前提是首套房且无贷款记录
3月4日	天津	公积金	在外地缴存住房公积金的职工,在天津工作1年以上可申请住房公积金贷款,首付最低六成,最高贷款40万
3月4日	无锡	限贷	工行无锡分行对居民家庭首套房的住房贷款最低首付比例由40%下调至30%,前提是认房又认贷,且拥有本地户口
3月8日	北上广深	税费	北上广深下调房产交易的增值税附加税率,上海从11%降到6%,北广深从12%降到6%
3月8日	深圳	房贷利率	深圳主要银行调低个人住房贷款利率:四大行首套上浮5%,二套上浮10%;中信、北京银行二手房首套最低上浮8%
3月11日	芜湖	人才政策	对购买首套房的在芜人才给予1-2万元一次性安家补助和一定比例的契税补贴
3月13日	菏泽	购房优惠	农民进城购买首套新建商品房享受300元/平的优惠;申请使用房贷在县城市规划建成区内购买首套房的农村居民,首付不超过30%,利率为贷款基准利率的0.9-1.25倍
3月14日	海南	公积金	要求房地产开发企业、房屋销售中介机构不得阻挠或拒绝购房人使用公积金贷款购房
3月17日	海南	公积金	重启个人商业贷款转公积金业务,并将额度上限调至70万元
3月17日	广东	人才政策	按内地与香港个税差额,对大湾区工作的境外高端和紧缺人才给予补贴,补贴免个税
3月20日	济南	限价	已取消限价
3月21日	石家庄	落户政策	取消在城区、城镇落户“稳定住所、稳定就业”迁入条件限制,全面放开城区、城镇落户,仅凭居民身份证、户口簿即可落户
3月22日	河南	公积金	发布公积金贷款新规,若夫妻双方均在省直中心连续缴存住房公积金6个月以上,郑州购买首套房公积金贷款最高贷款额度由60万元调整为80万元,其他情况贷款额度由40万元调整为60万元
3月26日	石家庄	人才政策	石家庄正定县发布人才新政,高级人才购房可享30万补贴
3月29日	海南	人才政策	未在海南落户的引进人才在海南购买唯一住房,以及已在海南落户的引进人才在海南购房,住房贷款首付比例享受户籍居民家庭同等待遇
4月2日	海南	人才政策	未在海南落户和已在海南落户的引进人才在海南购房,申请商业性个人住房贷款的首付比例,享受本省户籍居民家庭同等待遇;鼓励金融机构对引进人才发放商业性个人住房贷款的利率予以优惠
4月4日	杭州	人才政策	放宽落户条件,大专及以上学历在杭工作并缴纳社保的,可直接落户
4月10日	佛山	公积金	调整住房公积金抵押贷款政策:累计缴存住房公积金满三年最高可贷50万元/人;建面超144平的普通住宅,只核定144平以内部分的房款计算可贷款额;由停止向购买第三套及以上住房的职工发放贷款变为只能申请两次住房公积金贷款。
4月16日	徐州	限贷	徐州邮政储蓄银行针对3家合作楼盘的首套房优质客户,最低可以首付2成。该行二套房最低首付比例也由之前的4成降到了3成。
4月19日	呼和浩特	人才政策	具有普通全日制本科及以上学历的应届毕业生(往届3年及以内),在试点区域(呼和浩特科技城)内就业或自主创业的,可以享受安居住房政策:一、试点区域半价买房,5年内不得上市交易,采取按揭或公积金贷款购买住房,首付最低20%;二、试点区域租赁公寓2年内免租金,超过2年按公租房标准缴纳租金。

资料来源:各地方政府网站,各地方住建局,各地方住房公积金管理中心,华泰证券研究所

图表57： 2019年以来部分省份/城市“一城一策”相关表述

时间	省份/城市	政策内容
1月8日	湖北	坚持因地制宜、综合施策、长短结合、标本兼治，实施分类指导，促进供求平衡，把稳地价、稳房价、稳预期的责任落到实处。武汉市要加快制定全国试点城市“一城一策”实施方案，其他市州要注意保持调控政策的连续性稳定性，在武汉等试点城市方案出台之前，各地不得调整调控政策。
1月14日	福建	健全促进房地产市场平稳健康发展长效机制，夯实城市主体责任，编制实施住房发展规划，福州、厦门编制“一城一策”实施方案，切实稳地价、稳房价、稳预期。
1月17日	河南	2019年，我省将继续落实房地产市场调控城市政府主体责任制，坚持因地制宜、综合施策，实行“一城一策”。
1月18日	浙江	浙江将加快建立房地产市场平稳健康发展长效机制，杭州、宁波两市今年将研究制定“一城一策”方案。
1月22日	成都	市住建局正按照国务院要求，研究“一城一策”的具体方案，此后将制定“因地制宜”的政策，精准调控房地产市场，实现房地产市场健康发展，满足市民住房需求。
1月22日	安徽	安徽省将继续对房地产市场实施精准调控，健全市场监测、评价和预警机制，坚持分类调控、一城一策，多方式推进非住宅商品房去库存。
1月24日	长沙	今年市住建局将坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，完善住房市场体系和住房保障体系，开展“一城一策”试点，着力构建长沙房地产市场平稳健康发展长效机制，实现“稳房价、稳地价、稳预期”的调控目标，让全体市民“住有所居”。当前我们根据国家要求，正在研究制定完善房地产市场调控“一城一策”的长效机制。要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，坚持严控高房价高地价不是权宜之计、减少经济增长和财政收入对房地产业的依赖也不是权宜之计，坚持房地产市场调控不动摇、不放松，实现稳地价、稳房价、稳市场预期的目标。我们不希望看到上海房价太高。
1月31日	上海	要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，坚持严控高房价高地价不是权宜之计、减少经济增长和财政收入对房地产业的依赖也不是权宜之计，坚持房地产市场调控不动摇、不放松，实现稳地价、稳房价、稳市场预期的目标。我们不希望看到上海房价太高。
2月22日	武汉	稳妥推进一城一策试点，防范高地价高房价高杠杆风险。
3月4日	河南	坚持房住不炒定位，落实城市政府主体责任，坚持因地制宜、综合施策、长短结合、标本兼治，实行一城一策。
3月5日	山东	以稳地价稳房价为目标，保持房地产市场平稳健康发展，落实房地产调控城市主体责任制，济南、青岛要科学制定“一城一策”实施方案。

资料来源：各地方政府网站，各地方住建局，华泰证券研究所

房地产税告一段落，未来关注税收法定进程

2019年3月栗战书委员长在人大常委会的工作报告中表示现在有关方面正在研究起草房地产税法的草案，相关工作正在稳步推进。我们认为**房地产税依然属于制定阶段，并未强调在2019年提交审议，而是要如期完成。**

而针对“如期完成”，我们认为应该指向2个时间点：**1、2020年前落实税收法定原则；2、房地产税被列为五年立法规划第一类项目意味着必须在任期内拟提请审议，也就是在2018年至2023年期间都可以提交审议。**税收法定原则是2013年提出，即房地产税法等新开征税种必须通过全国人大及其常委会制定相应的税收法律。但从表态来看，我们无法确认2020年前落实税收法定原则是否是强制性的目标，如2015年全国人大常委会法工委负责人表示“力争”在2020年前完成，2018年12月财政部27日发布刊登在《求是》杂志上的文章《建立支撑国家治理体系和治理能力现代化的财政制度》称，“加快完成”在2020年落实税收法定原则的改革任务，这些都意味着部分法案在时间点可能留有余地。相对而言，我们认为在这届人大常委会任期之内解决是个更可能的选项。

图表58： 2019 年房地产税相关内容

时间	政策进展
2019 年 3 月	2019 政府工作报告：深化财税金融体制改革。深化中央与地方财政事权和支出责任划分改革，推进中央与地方收入划分改革。完善转移支付制度。健全地方税体系，稳步推进房地产税立法。
2019 年 3 月	2019 年全国人大常委会工作报告：2019 年要集中力量落实好党中央确定的重大立法事项，包括审议民法典，制定房地产税法等，确保如期完成。
2019 年 3 月	全国人大财政经济委员会副主任委员乌日图表示，房地产税法由全国人大常委会预算工作委员会和财政部组织起草，目前相关部门正在抓紧完善法律草案、重要问题的论证等方面的工作，待条件成熟时提请全国人大常委会初次审议。
2019 年 3 月	财政部公布 2019 年立法工作安排，未提及房地产税

资料来源：中央及各部委网站，新华网，华泰证券研究所

长效机制：土供结构改革深化，多层次供应主体加速形成

十九大提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”以来，2018 年 5 月住建部再次提出“一线、二线城市要在年底前编制完成 2018 年至 2022 年住房发展规划，未来以租赁住房 and 共有产权住房为代表的土地供应占比有望显著提升。多层次供应主体的形成，将进一步分流市场的一致性预期，加速房地产市场回归健康理性。

租赁住房方面，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中的 12 个试点城市，以及北京和上海，截至 2019 年一季度末基本都出台了详尽的租赁住房供应计划，对租赁用地供应面积、租赁住房供应套数、供应主体等内容进行了具体规划。根据各城市地方政府官网，广州、深圳明确租赁住房供应将占新房供应的 20%，杭州、南京则为 30%。

图表59： 2015年以来关于住房租赁的主要政策、会议

时间	发布人	内容
2015.1	住建部	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，要求地方简并住房租赁信息政府服务平台，积极培育经营住房租赁的机构，用3年时间，建设渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。
2015.11	国务院	《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》，首次将公寓出租纳入生活服务业，要求重点发展短租公寓、长租公寓等细分业态。
2015.12	中央经济工作会议	提出以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。
2016.5	国务院常务会议	指出要确定培养和发展住房租赁市场的措施，推进新型城镇化满足群众住房需求。
2016.6	国务院	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，培育市场供给主体，鼓励住房租赁消费，完善公共租赁住房，支持租赁住房建设，加大政策扶持力度，加强住房租赁监管，6个方面全面部署加快培育和发展住房租赁市场工作。
2016.12	中央经济工作会议	坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。
2017.5	住建部	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》，鼓励专业化住房租赁企业长期经营，建立政府市场监管与激励机制，保障出租人和承租人的权利和义务。
2017.7	九部委	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，选取广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等12个人口净流入的大中城市开展试点工作，培育住房租赁企业，打通融资渠道，增加租赁土地供应，盘活存量房屋，建设政府住房租赁交易服务平台。
2017.8	原国土部、住建部	《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.10	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	中央经济工作会议	加快建立多主体供给、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。
2018.1	原国土部	全国国土资源工作会议，深化利用农村集体经营性建设用地建设租赁住房试点，推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2018.2	央行	中国人民银行2018年工作会议，建立健全住房租赁金融支持体系，支持培育和发展住房租赁市场。
2018.3	政府工作报告	支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让广大人民群众早日实现安居宜居。
2018.4	证监会、住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，明确了开展住房租赁资产证券化的基本条件，优先支持大中城市、雄安新区等国家政策重点支持区域和利用集体建设用地建设租赁住房试点城市的住房租赁项目开展资产证券化。
2018.5	住建部	《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，力争用3-5年时间，公租房、租赁住房、共有产权住房用地在新增住房用地供应中的比例达到50%以上。
2018.6	银保监会	符合条件的保险公司可通过直接投资，保险资产管理机构通过发起设立债权计划、股权计划、资产支持证券、保险私募基金参与长租市场建设。
2018.6	农业农村部	在符合规划的前提下，利用闲置的各类房产设施、集体建设用地等，以自主开发、合资合作等方式来发展租赁物业。
2018.12	全国住房和城乡建设工作会议	盘活存量土地，推进租赁住房建设，指导大中城市全面培育发展住房租赁市场，继续推进集体建设用地建设租赁住房试点。
2019.1	财政部 住建部	《关于印发〈公共租赁住房资产管理暂行办法〉》，包括建设单位不得将公租房作为融资抵押物；地方各级住房保障主管部门应加强公租房资产信息管理；充分发挥公租房资产使用效率等。
2019.1	自然资源部、住房和城乡建设部	《关于福州等5个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案意见的函》，在福州、南昌、青岛、海口、贵阳等5个城市利用集体建设用地建设租赁住房。
2019.1	发改委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，将集体土地建设租赁住房作为重点支持的内容。
2019.3	政府工作报告	强调完善住房租赁市场体系，建立健全住房租赁相关法律法规，健全住房保障体系基本制度；坚持调结构、转方式，特别是要大力培育和发展住房租赁市场，重点解决新市民的住房问题。

资料来源：中国政府网，中央及各部委网站，华泰证券研究所

图表60：北京、上海以及加快发展住房租赁市场的试点城市最新租赁住房供应计划

城市	租赁住房供应计划
北京	2018-2021年将供应约800万平集体土地用于建设租赁住房，每年约建设租赁住房10万套；2019年建设筹集租赁住房5万套（间）
上海	2016-2020年供应租赁住房用地1700万平，建设租赁住房70万套；2018年将加大租赁住房建设力度，支持专业化、机构化的代理经租企业发展，新建和转化租赁房源20万套，新增代理经租房源9万套，建立住房租赁服务平台，落实相应的公共服务；2019年计划新建和转化租赁房源10万套，新增代理经租房源9万套
广州	2017-2021年供应租赁住房用地825万平，建设租赁住房15万套，占市场化住房20%；到2020年，全市计划利用集体建设用地建设租赁住房建筑面积300万平，每年批准建筑面积按100万平米控制
深圳	2018-2035年新增建设筹集各类住房共170万套，其中公共租赁住房供应比例为20%；2018年7月31日后，除已批准的商务公寓外，各类用地上建设的商务公寓一律只租不售且不得改变用途，对外出租单次租期原则上不超过10年；力争到2022年新增建设筹集各类租赁住房不少于30万套，占新增建设筹集住房总量的50%
成都	2018年推出2.5万套公租房源，到2021年全市租赁住房保有量达151万套、1.36万平，较2017年增长25%、22%
郑州	2017-2020年利用国有土地建设租赁住房3.8万套，利用集体土地和自有土地建设5000套，建设特色租赁小区5000套；2019年计划新增租赁住房3万套（间）
杭州	2018-2020年新增租赁住房占新增商品住房总量的30%，2018年将筹集1万套蓝领公寓；2019年推出公共租赁房源5000套
南京	2018年计划出让600万平商品住宅用地，其中租赁住房用地不低于30%，筹集租赁房源100万平；到2020年底，建成一批利用集体建设用地建设租赁住房试点项目，建设集体租赁住房总建面30万平左右
武汉	2018年通过新建、改建、配建、长租等多种渠道筹集租赁住房不少于3万套（间），约100万平
厦门	力争在2018年底前在各园区内及周边建设配套不少于10万平、2000间租赁公寓
合肥	2018年筹集租赁住房1.5万套，到2020年，筹集各类集中式租赁住房约16万套，其中：房企建设自持租赁住房2万套；2017-2020年完成集体用地建设租赁住房试点目标5000套，建设面积约45万平，其中2017年底启动试点项目，2018年完成1000套，2019年完成2000套，2020年完成2000套
佛山	2018-2020年计划推出不少于2万套品牌租赁住房

资料来源：中国指数研究院，各地方政府官网，各地住建局，各地方自然资源局，华泰证券研究所

共有产权方面，2017年住建部率先发文支持北京、上海开展共有产权试点，此后福州、厦门跟进启动。随着模式探索的日趋成熟和异地复制空间的提升，2018年以来，广州、深圳、珠海、佛山、茂名、上海、烟台、西安等城市先后出台支持鼓励共有产权住房发展的相关文件，预示着未来共有产权土地的供应占比有望持续提升。作为介于租赁住房 and 商品住房的中间状态，共有产权是我国保障房市场化的重要突破方向和真正实现房住不炒的关键载体，未来有望重点满足中低收入群体和夹心阶层的住房需求。

图表61： 2018年以来共有产权试点范围持续扩大

时间	政策	内容
2007.8	江苏淮安在全国首推共有产权住房	成为全国范围首个推出共有产权房试点的城市，此后在江苏其他地区、上海、黄石、成都等地得到推广
2013.1	上海共有产权保障房开始摇号选房	2013年上海共筹集约3万套房源
2014.4	住建部召集部分城市召开共有产权住房试点城市座谈会	确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市
2017.4	淮安实物共有产权住房升级为货币化助购	政府不再新建，而是出资补贴让符合条件的购房者购买商品房，政府与购房者产权比例为4:6
2017.9	住建部《关于支持北京市、上海市开展共有产权住房试点的意见》	支持京、沪深化发展共有产权住房试点工作，鼓励结合本地实际，在共有产权住房建设模式、产权划分、使用管理、产权转让等方面进行大胆探索，力争形成可复制、可推广的试点经验
2017.9	《北京市共有产权住房管理暂行办法》	明确未来五年供应25万套的目标，规定供应对象为符合本市住房限购条件且家庭成员名下均无住房的家庭，对非本市户籍的“新北京人”分配比例应不少于30%
2017.1	福建《关于进一步加强房地产市场调控的八条措施》	福州、厦门两市2018年底前启动一批共有产权住房建设并出台具体管理办法
2018.6	佛山《开展共有产权住房政策探索试点工作方案（征求意见稿）》	规定承购人的产权份额为承购人实际出资额占配售房屋价格总额的比例，其余部分产权份额由政府承担。承购人持有的产权份额，可在个人出资不低于60%的条件下，由个人自行选择出资份额，形成共有产权住房
2018.6	广东《关于开展共有产权住房政策探索试点的通知》	在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年
2018.9	上海将试点共有产权保障房扩围至非户籍人口	将持有《上海市居住证》且积分达标、已婚、在本市无住房、在本市连续缴纳社保或个税满5年、符合共有产权保障住房收入和财产准入标准的非户籍常住人口纳入保障范围
2018.9	广东《关于推进共有产权住房发展的指导意见（征求意见稿）》	满足购买共有产权住房不少于10年等条件的，允许承购人一次性增购代持机构所持有的产权份额取得完全产权，住房性质转变为商品住房
2018.9	烟台《关于规范房地产市场秩序促进房地产市场平稳健康发展的意见》	试点共有产权住房供应模式。向购房人出售70%产权，剩余30%产权归出售人所有，购房人共有2年后可按规定增购剩余的30%产权
2018.9	西安《关于深化住房供给侧结构性改革实施方案》	自2018年起，全市20%的居住用地用于建设限地价、限售价的共有产权住房
2018.10	国务院《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）》	鼓励有条件的城市结合实际探索发展共有产权住房，多渠道解决群众住房问题
2018.12	全国住房和城乡建设工作会议	支持人口流入量大的一线、二线城市和其他热点城市，增加公租房有效供应，因地制宜发展共有产权住房
2019.1	中共中央、国务院	《关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》中提到个人产权住房以共有产权为主。严禁大规模开发商业房地产，严控周边房价。
2019.1	福建2019年政府工作报告	坚持租购并举，推进棚户区改造，加强共有产权住房和租赁住房建设，培育住房租赁市场，完善住房保障体系
2019.1	广东2019年政府工作报告	逐步推进解决城镇中低收入居民和新市民住房问题，试点推进共有产权住房建设
2019.2	上海2019年住房和城乡建设管理工作会议	加快推进保障性住房开工建设，确保新增供应各类保障性住房6万套，有序开展第七批次共有产权保障住房供应
2019.3	河南省“一城一策”稳定房地产市场	因地制宜发展共有产权住房，并全面培育发展住房租赁市场
2019.3	成都《2019年成都市产业功能区建设工作要点》	试点人才公寓共有产权销售方式，实行“先租后售”和共有产权并行模式。

资料来源：中国指数研究院，中央政府网站，各地政府网站，各地方住建局，华泰证券研究所

企业：成长步伐未停止，转型创新在路上

战略：审慎乐观，规模和利润共生

在集中度日趋提升的当下，龙头房企对于房地产行业的话语权显得越来越重要，随着 2018 年规模房企年报的披露，我们对 TOP10 房企 2018 年报中的“致股东信”以及对市场、战略等方向的表述进行总结，从市场判断、经营、融资、拿地、多元化 5 个角度，来观察龙头房企眼中未来的房地产市场。

市场判断：平稳增长，城镇化进程还远未结束：TOP10 房企普遍表达了审慎乐观的态度，认为未来房地产市场将从高速增长向平稳增长切换，同时政策呈现差异化调控、将进一步分化，从而带来更加激烈的竞争格局和经营难度。但另一方面，市场空间依然存在，城镇化进程还远未结束，城市群的发展方兴未艾，为未来房地产市场发展提供能量，这也和我们前文的观点一致。

经营：加速回款，规模和利润共生：2019 年加速回款和保障现金流是龙头房企的核心命题，TOP10 房企依然重视回款。如碧桂园“强化合同销售及回款”，万科“坚持积极销售，积极回款”，融创“继续加速去化，加快经营活动现金流的释放”，绿地“全力抓市场、抓去化、抓回款、促业绩”，中海“持续加快资金回笼的速度”，新城“强调现金回笼”。同时，房企不再简单追求规模，而是兼顾规模和利润。如碧桂园强调“保障经营性现金流和投资回报率的良好表现”，恒大提出“坚定不移实施‘规模+效益型’发展模式”，新城控股强调“规模和利润共生”。

融资：愈发重视杠杆安全：规模房企愈发重视杠杆安全。杠杆相对平稳的房企主要强调保持稳健的财务水平，如碧桂园“坚持稳健的财务政策”、万科“控制杠杆水平”、中海“坚持奉行审慎财务资金管理的原则”、新城“有效控制净负债率”、龙湖“一如既往锻造稳健扎实的财务盘面”。而杠杆相对较高的房企则着重强调去杠杆，如恒大“继续坚定不移实施三低一高（低负债、低杠杆、低成本、高周转）经营模式”，融创以“杠杆率长期下降趋势”为拿地前提。

拿地：审慎和聚焦，聚焦一二线城市：规模房企在拿地层面的态度重点强调审慎与聚焦。如碧桂园“更审慎、务实策略补充土地储备，优化项目区位布局”，万科“聚焦深耕，谨慎投资”，融创“更加聚焦于核心一、二线城市的土地市场，谨慎精选优质土地”，保利“加大一二线城市及核心城市群的聚焦和深耕力度，审慎应对区域市场分化”，新城“强调精准投资，坚持地域深耕”等。其中，融创、保利明确提出要加大一二线城市拓展比例。

多元化：TOP3 思路最广，大多围绕产业链层面加速展开：在多元化层面，TOP3 房企相对布局更为多元。如碧桂园继续强化布局“机器人+大农业”产业链，万科在物流地产、物业管理、长租公寓、商业地产等领域持续探索，恒大则提出加快拓展旅游集团、健康集团业务规模，加快推进新能源汽车、新能源科技等重大项目产业化。

多数房企依然在房地产产业链深耕，主要布局方向集中于商业地产（万科、保利、中海、新城、华润）、物业管理（万科、保利）、长租公寓（碧桂园）、文旅地产（万科、恒大、融创）、房地产金融（保利、绿地）、建筑（保利、绿地）等产业链相关领域。融创则是强调“房地产开发业务长期内仍将是本集团的绝对核心主业，本集团将严格控制非地产业务的投资”。经历多年摸索下，房地产行业的转型之旅方向越来越明晰。

图表62: TOP10 房企战略整理

TOP10 房企	市场判断	经营	融资	拿地	多元化
碧桂园	差异化调控, 竞争将更趋激烈, 行业整合加强, 市场将进一步分化; 城镇化进程还未结束	强化合同销售及回款, 严控各项成本及费用支出, 以保障经营性现金流和投资回报率的良好表现; 高度重视安全问题, 彻底清除安全隐患	坚持稳健的财务政策和风险控制措施	更审慎、务实策略补充土地储备, 优化项目区布局	深化发展长租业务; 持续研发建筑机器人; 布局“地产+农业”全产业链
万科 A	白银时代, 城市化过程并没有结束, 但是行业整体快速扩张的时代已经结束; 需求端重视“少子化”、“老龄化”、90 后 00 后成为购房租房主流群体的影响; 供给端行业集中度上升成为事实, 竞争趋于激烈; 市场的分化与“因城施策”的调控导向将进一步加大经营难度	基于战略, 明确发展方向, 聚焦主航道, 巩固提升基本盘; 基于市场, 积极销售, 积极回款, 做好投融资工作; 基于客户, 打造客户愿意买单的好产品、好服务; 基于安全, 守住安全, 质量与价值观底线; 基于事业合伙人机制, 完成组织重建, 实现事人匹配	控制杠杆水平, 优化债务结构, 根据业务特点匹配融资; 保有融资资源, 保持融资弹性; 保持财务健康, 维持行业领先的信用评级	围绕城市发展方向, 聚焦深耕; 谨慎投资, 投资测算预留足够的安全边际, 保证投资质量和合理的资源总量; 拓展资源获取渠道, 关注并购获取优质资源的机会; 聚焦收敛, 做好资源配置, 为业务发展匹配适合的项目资源、资金资源和组织资源; 关注非线性发展机会, 支持可持续发展	巩固住区物业服务基本盘, 保证充足的资源投入; 提升已获取项目的开业效率与经营质量, 提升万科租赁住宅品牌影响力是租赁住宅业务的基本盘; 持续提升既有项目的运营表现是商业业务的基本盘; 经营好现有项目、完善布局是物流业务的基本盘; 构建山地和滑雪度假场景, 以及客户愿意买单的、有竞争力的冰雪度假服务体系是冰雪业务基本盘
中国恒大	中国政府将保持房地产市场调控政策的连续性和稳定性, 继续实施房地产市场分类调控, 加快建立和完善促进市场平稳健康发展的长效机制, 防范化解房地产市场风险	坚定不移实施「规模+效益型」发展模式, 继续坚定不移实施「三低一高」经营模式, 夯实房地产基础	继续坚定不移实施「三低一高」经营模式		夯实房地产基础; 加快拓展旅游集团、健康集团业务规模, 加快推进新能源汽车、新能源科技等重大项目产业化
融创中国	在政府“因城施策, 分类指导”的调控思路下, 本集团预计房地产调控政策将更加市场化和更具针对性, 但是, 如果局部市场出现过热尤其是价格出现大幅度上涨, 政府仍有可能加大调控力度; 另外, 由于不同城市供求关系的差异, 市场将出现明显的分化, 尤其是过去两年累积需求比较多、而供给相对较少的一、二线核心城市和强三线城市, 市场将可能率先得到恢复, 成交量逐步改善, 但本集团预计房价上升的空间不大, 总体将保持稳定	400 个项目可售资源超过 7800 亿元; 继续加速去化, 加快经营活动现金流的释放; 坚持产品领先战略, 持续创新并完善产品线体系, 进一步巩固并扩大高品质产品的领先优势	杠杆率长期下降趋势	将在保证现金流充裕且不影响杠杆率长期下降趋势的前提下, 持续关注判断土地市场的机会, 继续坚持高标准土地获取质量要求, 同时更加聚焦于核心一、二线城市的土地市场, 谨慎精选优质土地	房地产开发业务长期内仍将是本集团的绝对核心主业, 本集团将严格控制非地产业务的投资, 重点提升现有资产的运营和盈利能力, 培育成为公司未来新的增长点; 在巩固基础服务竞争优势的基础上, 服务集团将深化社区多元服务场景; 文旅集团将持续提升运营管理能力, 确保广州、无锡和昆明融创文旅城的开业及后续待开业融创文旅城的方案优化; 文化集团将更加注重组织架构的完善和团队建设

保利地产	一二线城市及核心城市群发展带动产业与人口快速聚集，区域市场供给与需求出现结构性错配，同时，城市间及城市内的市场分化加大，对房企的市场研判能力、多元化拓展能力、项目管理能力等提出更高挑战；此外，房地产作为资金密集型行业，虽然行业资金面自2019年初有所改善，但企业融资、销售回笼等资金管理难度仍然较高；面对行业竞争加剧和集中度的快速提升	进一步完善运营全链条管理，细化考核与激励机制，促进运营效率提升。	加大一二线城市及核心城市群的聚焦和深耕力度，审慎应对区域市场化，把握土地市场周期性机会；发挥央企资源整合优势，深度参与城市更新等多元化拓展	将“一主两翼”发展战略升级为“以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼”，打造不动产生态发展平台；综合服务方面，加快发展物业、代理、建筑、商业等四个核心板块，重点培养会展、文旅、康养、教育、公寓潜力板块；不动产金融方面，以产业金融服务为基础，继续提升房地产基金管理规模 and 市场化能力，提升产业链投资及资本运作能力
绿地控股	市场分化	增强营销效能，狠抓市场业绩：要围绕全年销售目标，全力抓市场、抓去化、抓回款、促业绩；争取营业收入超过 3950 亿元，利润总额超过 267 亿元	加大筹融资力度：继续加强开发贷等银行融资工作，同时拓宽融资渠道，确保融资规模实现增长；积极实施债务置换，减少短债长投，进一步优化融资结构；继续抓好应收账款回款的工作；优化资产负债结构，降低资产负债率	进一步优化投资结构，加强项目拓展：抓住市场反弹回升而地价又相对合理的契机，延续上一年的总体思路，全力以赴加大拓展力度，多拿地，拿好地；重点聚焦市场行情反弹回升的二线省会城市、高能级区域中心城市及有溢出效应的成长性地区，加强投资拓展；对三四线城市，要根据人口、产业、前期价格涨跌、市场后劲等因素，具体问题具体分析，有选择性地项目进行拓展
中海地产	内地房地产正在从高速增长长期调整进入平稳发展期，香港房地产在高位适度调整；在稳地价、稳房价、稳预期的政策背景下，内地房地产调控政策将在巩固调控成果与稳增长之间寻求平衡，更加注重稳增长与促进市场平稳运行，强化因城施策、一城一策，市场格局将加速分化，对企业的战略、专业能力、财务实力、人才素质等的要求更高	本集团坚信销售资金是经营资金最结实可靠的来源，持续加快资金回笼的速度，强化资产保障能力；未来几年，本集团还将陆续分批次推出股权激励计划	本集团一贯坚持奉行审慎财务资金管理的原则，坚持资金集中管理作统一调度以减少资金闲置；在充分考虑本集团的财务状况、未来经营的资金回笼和业务投资需求、资本市场未来的变化，以及在确保能维持健康合理的借贷水平和充裕财务资源的大原则下，作出适当融资的决定；未来，本集团会密切留意金融市场变化，谨慎考虑合适的融资方式和机会。	本集团在土地投资方面，将持续推进与中建集团的内部协同，拓展外部战略合作伙伴，加强优势互补；同时，本集团将加强城市地图、投资资讯系统等数字化平台建设和管理，通过流程、动作的标准化不断提高专业精度，有力保障投资策略的执行力
新城控股	外部环境错综复杂	强调现金回笼；坚持稳中求进的总基调，实现规模化下的高质量发展，将牢固站定行业前十，规模与利润共生，全面对标标杆企业，力争 2019 年合同销售金额达到 2700 亿元	确保公司现金流合理充裕，有效控制净负债率	强调精准投资；坚持地域深耕的总策略，围绕现有布局做大做强做深，不断提高市场占有率和产品品质
华润置地				在 X 战略方面，本集团将聚焦城市升级、消费升级和产业升级，积极发展创新业务，探索新的利润增长点，持续向城市综合投资开发运营商转型

<p>龙湖集团</p>	<p>中国城市化进程的能量是房地产继续前行的根本驱动，百姓对生活更丰富内容、更美好空间的诉求是我们对专业度、精细化与差异化探索追求的仰仗；正在蓬勃演进的中国城市群，人口集聚、产业联动清晰可循，一二线城市新锐中产的崛起、线上线下融合提速的趋势正生动显化；行业远期趋势的确定性，给了我们应对当下不确定性的笃定与路径</p>	<p>一如既往锻造稳健扎实的财务盘面</p>	<p>坚守量入为出的投资纪律</p>
--------------------	---	------------------------	--------------------

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

成长：2019 年目标增长不变，二线房企增长预期更足

随着 2018 年年报的披露完毕，规模房企普遍披露了 2019 年的经营计划以及销售目标，增速较 2018 年有所回落，但依然保持稳步增长的步伐。我们统计了 43 家房企（基本涵盖了 TOP50 中披露销售目标的所有房企）2019 年销售目标和 1-4 月销售目标完成度情况。整体 43 家房企 2019 年整体法前瞻销售增速为 15%，较 2018 年 36% 的实际增速回落 21 个百分点。其中，2018 年销售金额在 2000 亿元以上的 10 家房企平均目标增速为 12%；2000 亿元以下的 33 家房企平均目标增速为 19%，有 17 家制定了高于 20% 的目标增速。

图表63: 部分房企2018年至今销售情况及2019年销售目标完成度

房企	2018年 销售金额 (亿元)	2018年 增速	2019年 销售金额前瞻 (亿元)	2019年 前瞻增速	2019年1-4月 销售金额 (亿元)	2019年1-4月 增速	销售目标 完成度
碧桂园	5019	31%	5250	5%	1683	-4%	32%
万科A	6070	15%	6500	7%	2096	7%	32%
恒大地产	5513	7%	6000	9%	1776	-16%	30%
融创中国	4608	27%	5500	19%	1190	11%	22%
保利地产	4048	31%	4655	15%	1471	23%	32%
绿地控股	3875	52%	4456	15%	949	30%	21%
中海地产	2644	32%	3041	15%	950	36%	31%
新城控股	2211	75%	2700	22%	687	36%	25%
华润置地	2107	39%	2420	15%	690	37%	29%
龙湖地产	2006	29%	2207	10%	641	9%	29%
世茂房地产	1762	74%	2100	19%	559	36%	27%
招商蛇口	1706	51%	2000	17%	552	32%	28%
华夏幸福	1628	7%	1791	10%	406	-30%	23%
阳光城	1629	78%	1800	11%	502	27%	28%
金地集团	1623	15%	2000	23%	501	37%	25%
绿城中国	1564	7%	1800	15%	384	-7%	21%
旭辉控股	1520	46%	1900	25%	501	31%	26%
中南建设	1466	52%	2000	36%	463	29%	23%
富力地产	1311	60%	1600	22%	337	2%	21%
泰禾集团	1383	37%	1500	8%	368	-20%	25%
中国金茂	1280	85%	1500	17%	411	-16%	27%
融信中国	1219	73%	1400	15%	356	9%	25%
金科股份	1188	81%	1500	26%	461	34%	31%
正荣地产	1080	19%	1300	20%	353	-10%	27%
雅居乐集团	1027	19%	1130	10%	343	16%	30%
荣盛发展	1016	50%	1120	10%	239	6%	21%
中国奥园	913	100%	1141	25%	283	36%	25%
蓝光发展	855	24%	1112	30%	306	-1%	28%
美的置业	790	76%	1000	27%	282	45%	28%
建业地产	724	97%	635	-12%	188	63%	30%
龙光集团	718	65%	850	18%	243	18%	29%
首创置业	706	27%	800	13%	188	71%	24%
佳兆业	701	50%	875	25%	254	109%	29%
合景泰富	655	60%	850	30%	222	11%	26%
时代中国	606	42%	750	24%	192	22%	26%
华发股份	582	88%	800	37%	264	51%	33%
越秀地产	578	41%	680	18%	207	45%	30%
禹洲集团	560	55%	670	20%	161	12%	24%
中骏集团	514	49%	700	36%	211	49%	30%
弘阳地产	473	166%	600	27%	150	128%	25%
宝龙地产	410	87%	500	22%	160	86%	32%
当代置业	322	45%	360	12%	80	22%	22%
佳源集团	202	95%	280	39%	46	35%	16%
整体平均增速		36%		15%		13%	27%

注: 碧桂园、富力地产、佳兆业为权益销售金额, 其它房企为全口径销售金额; 碧桂园、万科、保利地产、绿地控股、中海地产、华夏幸福、泰禾集团、华发股份2019年销售金额为我们预测值, 其余房企来自公司公告或业绩发布会公开披露的数据

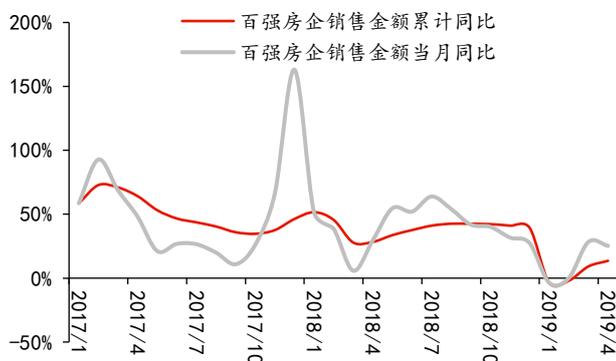
资料来源: 公司公告, 公司业绩会, 亿翰智库, 华泰证券研究所

根据亿翰智库的数据, 2019年3、4月百强房企销售金额分别同比增长28%、25%, 1-4月累计同比增长14%。随着推货量提升和市场结构性回暖, 百强房企销售逐渐走出1-2月的低迷, 呈现“金三银四”局面, 销售金额累计增速持续回升。分梯队来看, 1-4月TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50、TOP51-100房企累计同比增长8%、22%、0%、35%、29%, 龙头房企保持稳健增长, 部分优质中小型房企逐渐彰显弹性。

2019年1-4月我们统计的43家房企销售金额增速为13%, 暂时低于全年销售目标, 销售

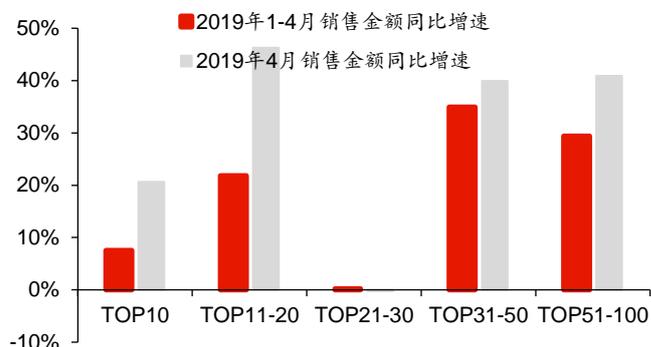
目标完成度为 27%。2018 年销售金额在 2000 亿元以上的房企增速为 9%，目标完成度为 28%；2000 亿元以下的房企增速为 17%，目标完成度为 26%。

图表64：百强房企销售金额增速



资料来源：亿翰智库，华泰证券研究所

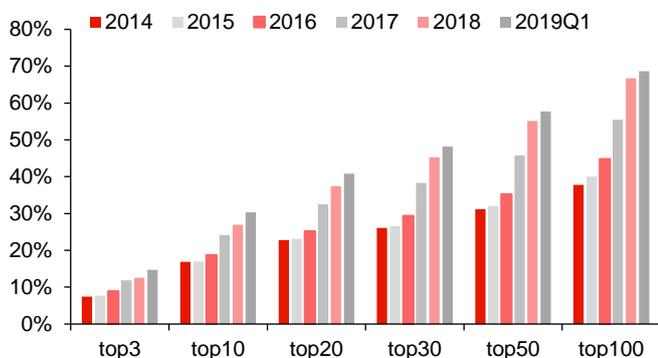
图表65：百强房企梯队销售金额增速



资料来源：亿翰智库，华泰证券研究所

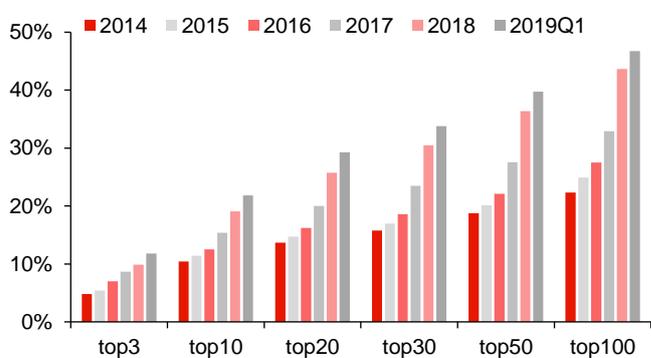
结合克而瑞和国家统计局的数据，2019 年一季度 TOP10、TOP20、TOP30、TOP50、TOP100 房企销售金额市占率分别为 30.3%、40.8%、48.2%、57.7%、68.6%，较 2018 年提升 3.4、3.3、3.0、2.6、1.8 个百分点；销售面积市占率分别为 21.8%、29.3%、33.8%、39.7%、46.7%，较 2018 年提升 2.7、3.6、3.3、3.3、3.0 个百分点。一季度 TOP20 房企市占率持续提升，但 TOP20-100 房企市占率有所下滑。假设 2019 年全国商品房销售金额如我们此前预测下滑 4%，TOP20 房企销售目标对应市占率将达到 44.4%，较 2018 年进一步提升 6.9 个百分点，集中度提升之路依然在延展。

图表66：房企销售金额市占率



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

图表67：房企销售面积市占率



资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

融资：信用利差改善，中型房企更为受益

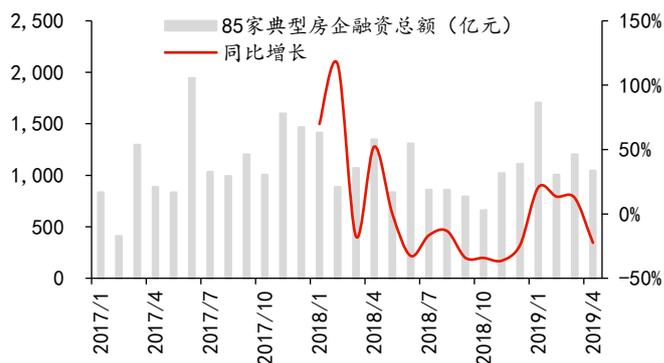
2018 年四季度以来，随着流动性的改善和去杠杆节奏的趋缓，房企融资出现边际改善。融资规模方面，2019 年 1-4 月我们跟踪的房企境内外发债规模同比增长 16%，月均发债规模相比 2018Q4 增长 35%；克而瑞跟踪的 85 家典型房企融资规模同比增长 5%，月均融资规模相比 2018Q4 增长 33%。我们在去年提出行业“融资集中度”提升，2019 年 1-4 月 TOP30 房企融资集中度回落至 65%，这也说明在融资环境改善下，中型房企的融资环境改善相对更大。

图表68: 房企境内债/境外债发行规模



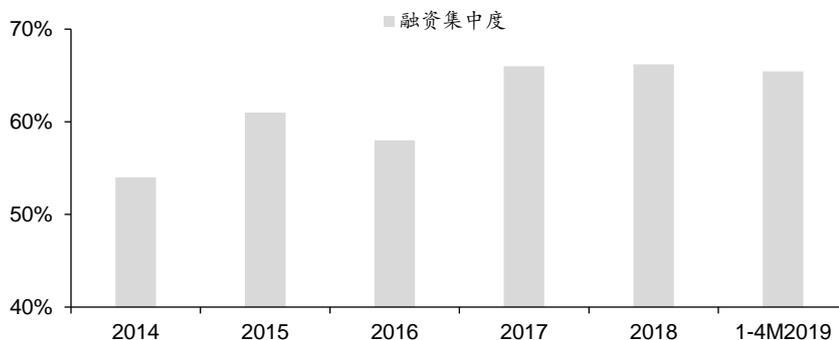
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表69: 85家典型房企融资总额和同比增速



资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

图表70: 房企融资集中度

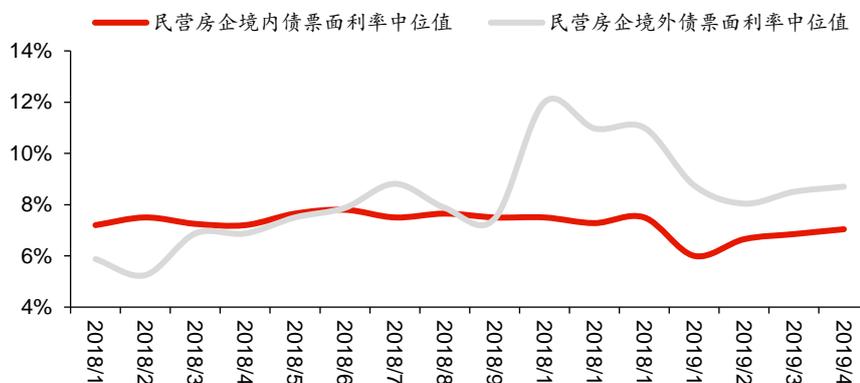


注: 根据克而瑞企业月报数据测算, 融资集中度=TOP30 融资总额/85家典型房企融资总额

资料来源: 克而瑞, 华泰证券研究所

融资成本方面, 2019年1-4月我们跟踪的民营房企发债利率相较2018Q4明显改善, 境内债、境外债票面利率分别下行约79bp、283bp, 境外债和境内债的发行成本差距收窄到200bp以内。行业信用利差, 尤其是AA级房企信用利差明显收窄, 体现优质中型房企债券融资成本改善空间更大。

图表71: 民营房企境内债/境外债票面利率



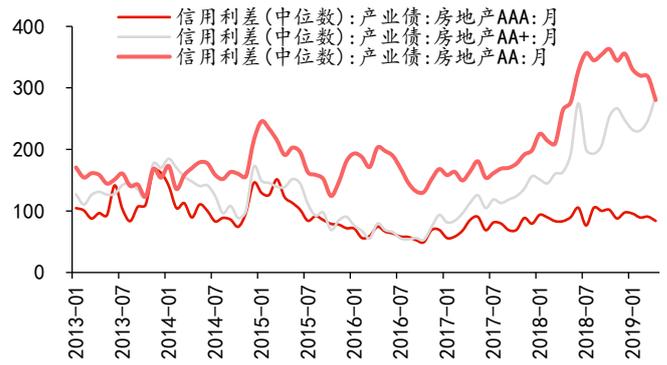
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表72: 房地产行业信用利差



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

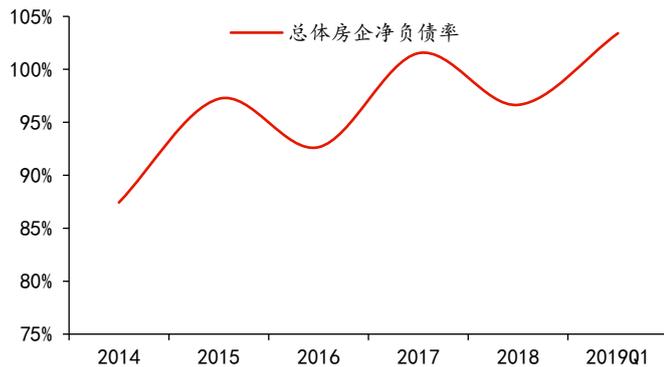
图表73: 房地产行业信用等级利差



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

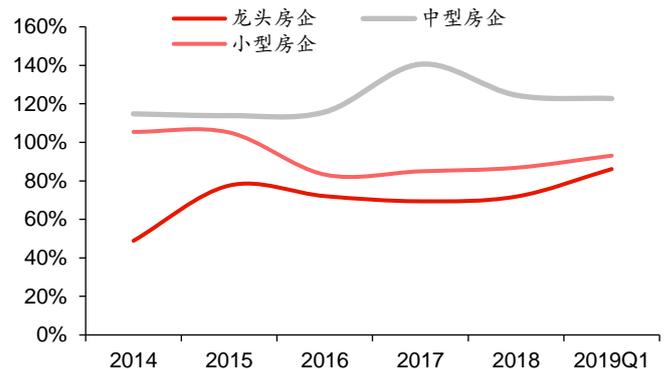
2018年以来龙头房企谨慎控杠杆, 中型房企积极去杠杆。我们筛选统计了77家房企的年报, 2018年末总体净负债率为97%, 同比回落5个百分点; 龙头、中型、小型房企分别为72%、124%、87%, 同比分别增长3、-17、2个百分点。龙头房企净负债率保持稳定, 依旧处于行业最低水平, 财务相对更为稳健; 而中型房企净负债率整体维持在较高水平, 但是2018年回落幅度也最大, 加速降杠杆依然是这些企业2018年以来的核心命题。

图表74: 总体房企净负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表75: 龙头/中型/小型房企净负债率



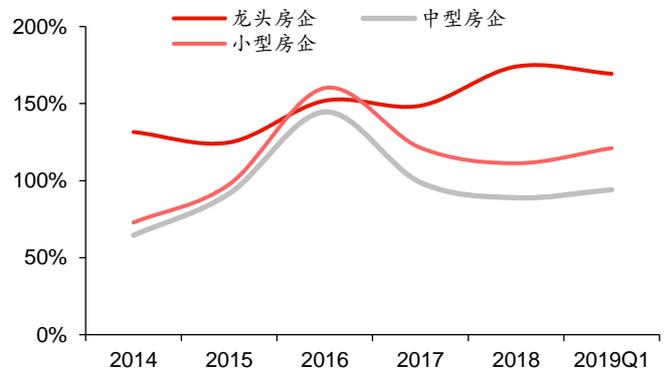
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表76: 总体房企短债覆盖率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表77: 龙头/中型/小型房企短债覆盖率



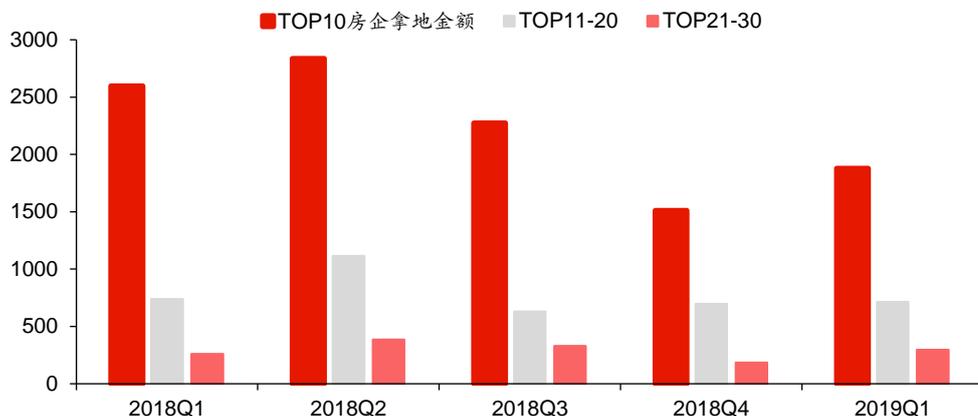
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

拿地: 融资阶段性改善助推优质房企抢跑, 体现良好节奏感

2018下半年开始, 由于房企融资难度加大和市场去化率下滑, 土地市场明显冷却, 流拍

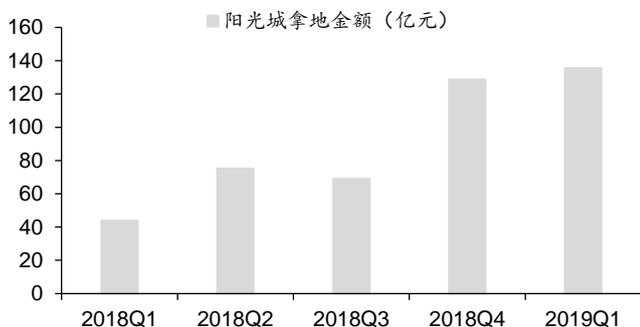
率上升、溢价率下降。尤其是2018Q4，百城土地流拍率上升到17%的高位，溢价率下降到7%的低位。而2018年下半年开始，随着去杠杆节奏的变化，结合土地市场冷却，部分具备融资优势和回款能力的房企优先抢跑，在部分土地价格具备优势的城市获取土地，补充优质货值。根据Wind土地大全的数据（仅统计招拍挂口径的拿地情况），TOP30房企开始在2018Q4或者2019Q1重新提升了拿地强度，其中部分中型房企如阳光城、旭辉、金地、中南等中型房企拿地更为积极。

图表78：TOP30房企拿地节奏（单位：亿元）



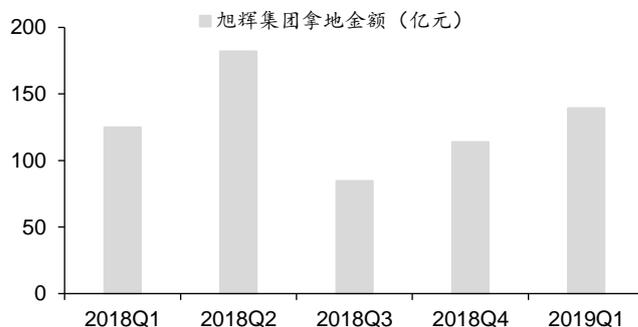
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表79：阳光城拿地节奏



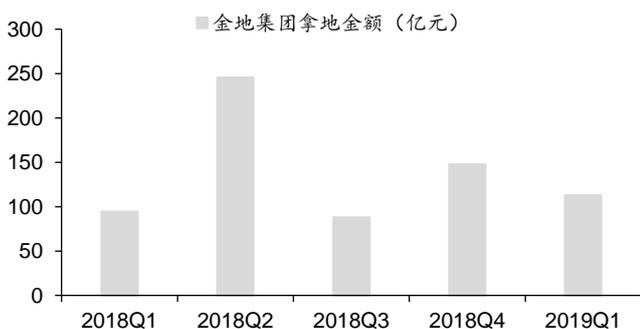
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表80：旭辉集团拿地节奏



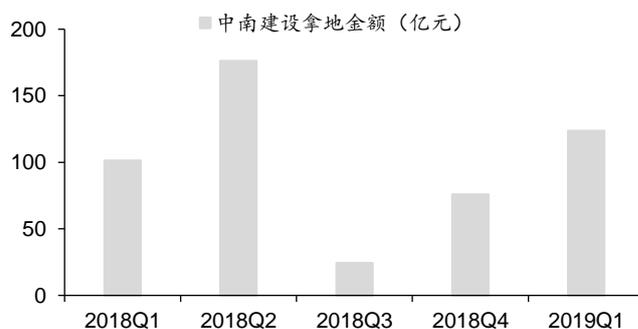
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表81：金地集团拿地节奏



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表82：中南建设拿地节奏



资料来源：Wind，华泰证券研究所

部分房企除了获取资源，也在逐步改善土地结构，其中二线城市是大部分房企的共识。根据 Wind 土地大全的数据（仅统计招拍挂口径的拿地情况），2018 年销售金额 TOP20 的房企中，有 12 家房企 2019 年 1-4 月二线城市拿地建面占比超过 50%，规模房企普遍都比原先加大了二线城市布局。

图表83： 2019年1-4月TOP20房企拿地能级情况(招拍挂口径)

房企	拿地建面 (万平)	拿地总价 (亿元)	楼面价 (元/平)	一线占比	二线占比	三线占比
碧桂园	1345	371	2755	0%	28%	72%
万科地产	871	506	5803	8%	53%	40%
中国恒大	772	155	2008	0%	41%	59%
融创中国	1148	668	5816	1%	75%	24%
保利发展	251	165	6581	3%	54%	42%
绿地控股	825	106	1283	0%	22%	78%
中海地产	175	278	15837	23%	63%	15%
新城控股	780	390	5005	1%	31%	68%
华润置地	454	270	5955	4%	56%	40%
龙湖集团	353	309	8762	3%	51%	46%
世茂房地产	114	99	8697	14%	34%	52%
招商蛇口	102	121	11940	0%	100%	0%
华夏幸福	161	41	2527	0%	25%	75%
阳光城	214	168	7857	7%	39%	54%
旭辉集团	537	236	4394	0%	96%	4%
金地集团	261	211	8099	4%	79%	17%
绿城中国	77	148	19378	0%	100%	0%
中南置地	223	138	6205	0%	60%	40%
富力地产	166	40	2439	0%	51%	49%
泰禾集团	0	0	-	-	-	-

注：Wind 土地大全统计口径仅包含招拍挂土地

资料来源：Wind，华泰证券研究所

转型：REITs 有望加速发展，物业管理加速证券化

如我们前几年强调，房地产行业转型在于两大方向。一方面在于大金融，尤其在于资产证券化层面的推进；而另一方面，则在于服务链，其中物业管理行业是一个值得深入挖掘的板块。今年以来，我们可以看到这两个方向都得到了进一步的推进，后续进展值得关注。

REITs：正本清源，元年开启

我们在 4 月发布深度报告《正本清源，元年开启》，强调我国公募 REITs 有望推进。房地产投资信托基金（REITs）是以发行股票或收益凭证的方式募集投资者的资金，由专门管理机构进行不动产投资和运营，并将租金和不动产增值收益按比例分配给投资者的一种公司型或契约型基金。REITs 具备四大核心特点：底层资产以成熟不动产为主；收入来源以租金为主；强制分红比例；遵循税收中性原则。按投资对象区分，可以分为权益型、抵押贷款型和混合型；按发行方式区分，可以分为公募型和私募型；按组织形式区分，可以分为公司型和契约型。

图表84： 主要国家或地区 REITs 数量和市值（截至 2019 年 3 月末）

国家或地区	REITs 数量 (个)	总市值 (亿美元)
美国	252	12290
日本	63	1276
澳大利亚	55	949
英国	58	767
新加坡	33	628
法国	30	577
加拿大	42	575
中国香港	11	403
荷兰	4	265
比利时	18	169
德国	6	48
新西兰	2	22

资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

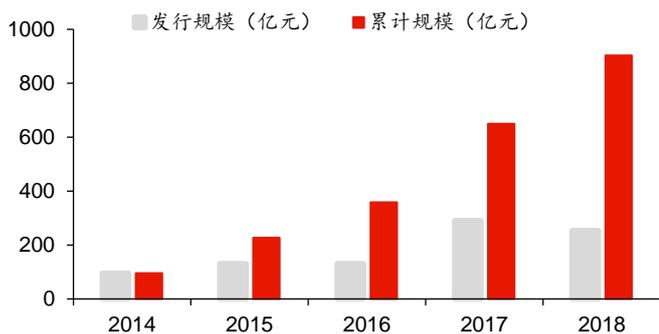
图表85： 主要国家和地区 REITs 四大核心特点

国家和地区	不动产资产比例	不动产收入比例	分红比例	REITs 层面税收制度
美国	75%	上市 75%，非上市 95%	租金收入的 90%	分红部分免所得税
澳大利亚	主要进行合格不动产投资	无要求	通常 100%，否则收税	免印花税和所得税，但不分红部分按最高税率征税
新加坡	75%，开发投资限制	90%	租金收入的 90%	租金收入征 10% 房产税，免印花税，分红部分免所得税；出售收入免所得税
日本	上市 70%，非上市 95%	无要求	租金和出售收入的 90%	租金收入征 1.4% 房产税，5.3% 营业税，出售收入征印花税，分红部分免所得税
中国香港	70%，开发投资不超 10%，不得投资闲置土地	无要求	租金收入的 90%	正常征税，但在投资者层面免税
英国	75%，不得投资开发成本超过收购成本 30% 的不动产	75%	租金收入的 90%	租金收入免所得税，住宅不免；出售收入征印花税、土地税，三年以上免所得税
法国	主要投资不动产，开发投资不超 20%	无要求	租金收入的 95%，出售收入的 60%	免所得税，租金收入不免公证费，出售收入不免印花税
加拿大	90%	上市 75%，非上市 90%	租金和出售收入的 100%，否则最高税率	租金收入分红部分免税；出售收入 50% 的部分应税，且 50% 的损失可抵扣未来利得
德国	75%	75%，购入不动产后 5 年内不可卖出	租金收入的 95%，出售收入的 50%	免所得税，出售收入不免交易税
比利时	主要投资不动产	无要求，购入不动产后 5 年内不可卖出	租金收入的 80%，出售收入 4 年内必须再投资	合格的不动产收入免所得税
荷兰	只能进行被动不动产组合投资，不允许进行不动产开发	无要求	租金收入的 100%	免所得税，出售收入不免交易税
新西兰	90%	90%	通常为租金收入的 100%，否则高额收税	租金收入分红部分免税，出售收入视情况决定是否征税

资料来源：北大光华《中国 REITs 制度的特征与实现路径》，华泰证券研究所

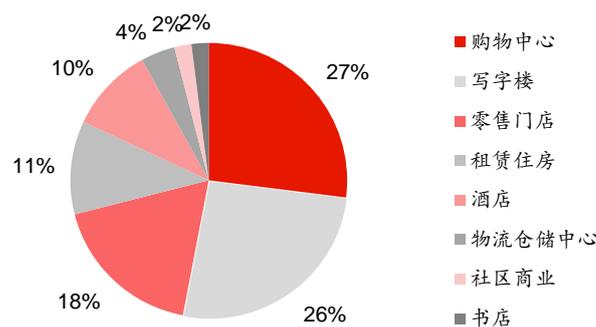
我国 REITs 起源于 2005 年，越秀 REITs 在香港上市，此后央行和证监会等部门持续推进 REITs 制度建设。2014 年，在资产证券化迎来备案制利好、房地产融资环境改善的驱动下，类 REITs 规模开始快速扩张，为公募 REITs 的推出奠定良好基础。但相对公募 REITs，类 REITs 在标准化程度、税收负担、增信措施、投资期限、底层资产周转、投资者准入门槛、流动性、透明度等方面仍然存在诸多差距。产品属性认知不清、与房价关系认知不清、法律法规不完善、租金收益率偏低、资产配置功能被忽视是制约我国公募 REITs 推出的五大因素，其中租金收益率偏低是实质性障碍。

图表86: 截至2018年末, 我国类REITs累计规模达903亿元



资料来源: RCREIT, 华泰证券研究所

图表87: 截至2018年末, 我国类REITs底层资产类型以商办物业为主



资料来源: RCREIT, 华泰证券研究所

图表88: 类REITs与标准化公募REITs区别

	类REITs	公募REITs
标准化程度	低; 受诸多税务、法律法规条款的限制, 结构较为复杂, 不同产品结构不完全相同	高
税收负担	高, 设立阶段资产重组产生额外税收负担, 运营阶段SPV和投资者层面双重征税	税收中性原则, 部分国家和地区给予额外税收优惠
增信措施	有, 债券属性较强	无, 投资属性较强
投资期限	非永续, 需要考虑退出问题, 与不动产较长的投资周期不一定匹配	永续, 能够匹配不动产较长的投资周期
底层资产周转	不可周转, 存续期内需持续持有	可以周转, 即可以处置、更新底层资产以提高收益率
投资者准入门槛	高	低, 机构投资者和个人投资者都能参与
流动性	低, 通常为私募产品, 无法上市公开交易	高
透明度	结构复杂, 缺乏信息披露规范, 透明度较低	信息披露制度严格, 透明度较高

资料来源: RCREIT, 华泰证券研究所

随着政策层面加速推进、核心城市不动产逐渐彰显投资吸引力、流动性宽松叠加大资管时代到来。从底层资产和政策支持的角度看, 长租公寓和基础设施有望成为试点突破口, 雄安、海南、北上广深有望成为试点区域。参考北大光华REITs课题组等的研究成果, 推进存在三种可能路径: 公募基金+ABS、ABS公募化、新券模式。其中, 公募基金+ABS模式以公募基金为REITs载体, 允许公募基金投资满足底层资产、收入来源和分红比例要求的ABS产品, 同时给予税收中性支持。该模式充分借鉴现有制度框架和产品经验, 推进可能性最大。我们认为未来随着试点完善和路径破冰, 有理由期待我国公募REITs市场不断完善, 为我国不动产投资带来新的渠道和空间。

图表89： 2018 年以来公募 REITs 推进加速

时间	来源	具体内容
2018 年 1 月	证监会	证监会系统 2018 年工作会议提出研究出台公募 REITs 相关业务细则，支持符合条件的住房租赁、PPP 项目开展资产证券化。
2018 年 2 月	深交所	《发展战略规划纲要（2018-2020 年）》提出研究推进 REITs 产品，形成具有深市特色的 REITs 板块。全力开展 REITs 产品创新，为住房租赁、政府和社会资本合作（PPP）项目、保障性住房建设、商业物业等领域提供金融支持。探索发行公募 REITs，引入多元化投资者。
2018 年 3 月	证监会	证监会副主席李超在论坛上表示，研究推出投资不动产、基础设施类 ABS 公募基金产品。
2018 年 4 月	央行	央行行长易纲在论坛上表示，将从政策上考虑如何更有效发展中国 REITs 市场。
2018 年 4 月	证监会、住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，提出重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行 REITs。
2018 年 5 月	海南	海南省委副书记、省长沈晓明表示将尽快推动自贸区内 REITs 试点。
2018 年 6 月	深圳住建局	《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（征求意见稿）》提出稳步推进 REITs 试点。
2018 年 11 月	上交所	目前相关的金融监管部门正在研究基础设施 REITs 相关制度和推进方式。等相关制度出台以后，如果 PPP 项目资产已经形成，拥有 PPP 项目或者是这种基础设施所有权的一方，可以通过转移 PPP 这一基础设施及其他的收益权来开展基础设施的 REITs 业务。
2019 年 1 月	上交所	新年致辞中提出推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs。
2019 年 3 月	上交所	鼓励机构准备上报公募 REITs 项目，以期推出第一批试点。试点项目最好和政策导向相关，鼓励上报北京、上海、广州、深圳、雄安、海南、长租公寓等相关项目。
2019 年 3 月	海南	海南省发行首单 REITs 产品，也是全国首单省级人才租赁住房 REITs 证券化 REITs 课题组秘书长王步芳表示，公募 REITs 首批试点产品近期将推出，并且首批试点不是一个产品，而是一批产品。证监会第一批试点城市包括北上广深以及雄安和海南；底层资产方面，长租公寓、基础设施资产、公共服务设施资产、经营性物业以及证监会认可的其他资产都为可选项。
2019 年 3 月	国务院发展研究中心	

资料来源：RCREIT，各部门官网，华泰证券研究所

图表90： 三种可能路径对比

模式	关键立法	优势	劣势
公募基金+ABS	修订《公开募集证券投资基金运作管理办法》	借鉴了现有公募基金和类 REITs 的制度框架，可操作性强	多层次架构引发治理难题
ABS 公募化	修订《关于证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	借鉴了现有类 REITs 的制度框架	需要改变 ABS 结构化特征，加强权益属性
新券模式	修订《证券法》； 国务院发布《关于开展 REITs 试点的指导意见》； 证监会制定《REITs 试点管理办法》及相关指引	自由度高	从零开始进行 REITs 制度设计，行政审批流程较长

资料来源：北大光华《中国 REITs 制度的特征与实现路径》，肖钢《制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径》，王刚《千呼万唤的中国公募 REITs》《中国公募 REITs 呼之欲出，三种路线可试水》，华泰证券研究所

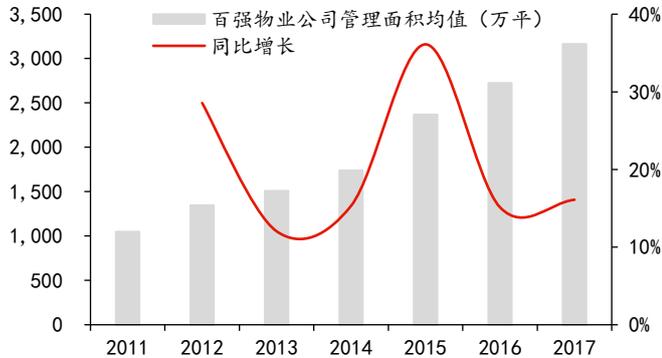
物业管理：加速证券化，发展前景广阔

我们认为，房地产的服务链条中，物业管理是最具潜力的板块，当前仍处于加速扩规模、集中度同时提升的阶段。根据中指院 2019 物业年报的数据，2017 年百强物业公司在管面积均值为 3164 万平，同比增长 16%，市占率达 32.4%，同比提升 3.0 个百分点。

我们认为我国物业行业具有 3 个发展趋势：一、在过去几年房地产行业快速增长后，随着母公司的预售项目逐步进入交付阶段，背靠龙头房企的物业公司在管面积增长可能性较高，

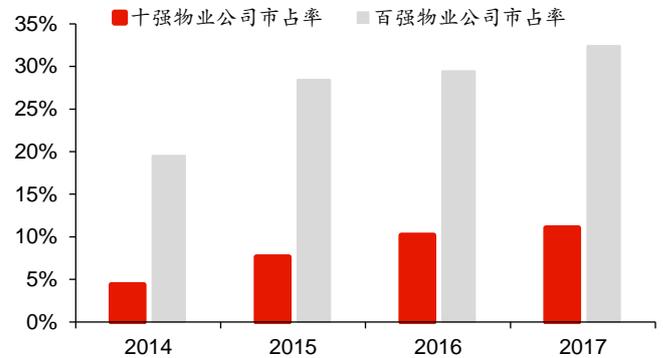
叠加通过服务和品牌优势，增加第三方项目的拓展比例，带来快速成长空间。二、物业费提升和成本管控带来利润率改善空间。三、增值服务创新空间仍然较大，业绩贡献有望持续提升。

图表91： 百强物业公司管理面积均值及同比增速



资料来源：中指院，华泰证券研究所

图表92： 十强和百强物业公司市占率



资料来源：中指院，华泰证券研究所

2018年以来物业公司加速证券化。2018年共有5家物业公司分拆上市，分别为雅生活服务、碧桂园服务、新城悦、佳兆业物业和永升生活服务；2019年截至4月末共有2家分拆上市，分别为滨江服务、奥园健康，蓝光发展旗下的物业公司蓝光嘉宝服务也已向港交所递交上市申请。

A股于2018年2月迎来南都物业的IPO，而中航善达于2019年4月发布公告，大股东转让22.35%股份予招商蛇口，同时拟发行股份购买招商蛇口旗下招商物业100%股权，若交易完成，既可帮助招商蛇口实现旗下物管公司的分拆上市，又促成了招商物业（2018年末服务面积超7500万平，营收29亿元，归母净利润1.45亿元）和中航善达物业管理业务（2018年末管理面积5307万平，营收37亿元，净利润1.64亿元）的重组整合。

图表93： 我国物业公司上市情况（数据截至2019年5月10日，PE为Wind一致预期）

母公司	市值 (亿元)	2019PE	物业公司	上市时间	市值 (亿元)	2019PE
中国奥园	218	5.7	奥园健康	2019-03-18	26	19.3
滨江集团	136	8.3	滨江服务	2019-03-15	17	-
旭辉控股集团	342	4.8	永升生活服务	2018-12-17	44	22.3
佳兆业集团	164	5.3	佳兆业物业	2018-12-06	12	10.4
新城控股	864	6.4	新城悦	2018-11-06	46	21.3
碧桂园	2,234	5.3	碧桂园服务	2018-06-19	339	28.8
雅居乐集团	373	4.8	雅生活服务	2018-02-09	134	13.6
-	-	-	- 南都物业	2018-02-01	24	21.3
-	-	-	- 浦江中国	2017-12-11	10	-
祈福集团	-	-	- 祈福生活服务	2016-11-08	5	-
绿城中国	113	4.2	绿城服务	2016-07-12	151	24.8
-	-	-	- 中奥到家	2015-11-25	5	-
中国海外发展	2,740	6.5	中海物业	2015-10-23	106	23.8
花样年控股	66	5.5	彩生活	2014-06-30	59	9.6
招商蛇口	1,669	8.7	中航善达	1994-09-28*	81	-
蓝光发展	191	5.8	蓝光嘉宝服务	预计2019上市	-	-

注：中航善达原主营业务为房地产开发，2016年下半年实现房地产开发业务相关的重大资产出售，主营业务变更为物业资产管理

资料来源：Wind，华泰证券研究所

策略：激活新红利，适应新常态

政策：松紧并举是行业新常态

2019 开年以来我们相继看到房贷利率如期回落、核心城市成交修复、部分城市限价边际改善等等。而 4 月份以来，政治局会议再次重提“房住不炒”，住建部会同国务院发展研究中心对 2019 年第一季度房地产市场运行情况开展了专题调研，对 2019 年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示，资本市场由此担心政策转向。但我们认为今年房地产行业的政策环境将会保持平稳，过去周期由于政策预期导致的一致性波动将会被打破。

一季度我国经济有所企稳，但是我们认为未来内外压力依然存在，房地产行业作为我国经济稳定器，未来在“房住不炒”框架下保障相机的灵活决策依然是大势所趋。政策“有保有压”的最终目的，是让中国房地产行业这艘巨轮继续平稳行驶，这艘巨轮行至 2018 年，全国商品房销售额已经达到 15 万亿元，任何大的波动都是当前中国经济难以承受之重。另一方面，即使假设今年行业销售金额下滑 10%，行业规模仍有 13-14 万亿元的体量，我们认为这样的规模对于 TOP50 以上房企而言，仍然存在成长空间，具备融资优势和周转能力的优质房企在这样平稳环境下更加受益。

图表94： 2017年以来中共中央政治局会议房地产相关表述

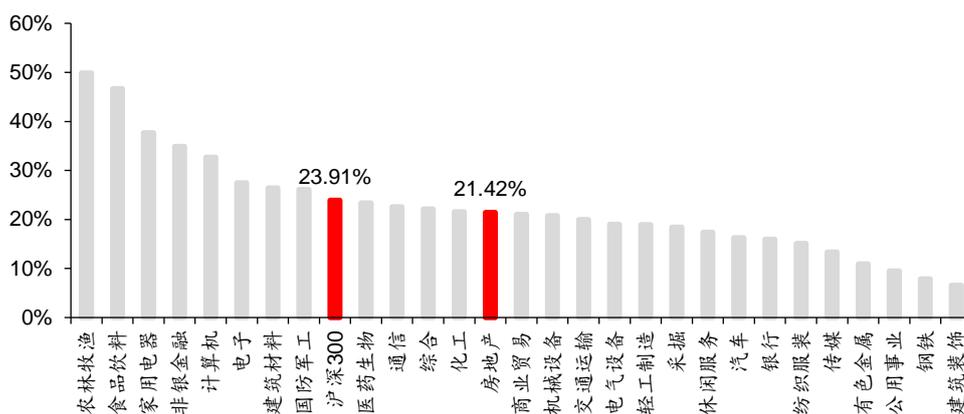
时间	中共中央政治局会议房地产相关表述
2017年4月25日	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。
2017年7月24日	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。
2017年12月8日	加快住房制度改革和长效机制建设。
2018年4月23日	要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。
2018年7月31日	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018年10月31日	未涉及房地产。
2018年12月13日	未涉及房地产。
2019年4月19日	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。

资料来源：新华网，华泰证券研究所

估值：龙头滞涨，估值优势重新显现

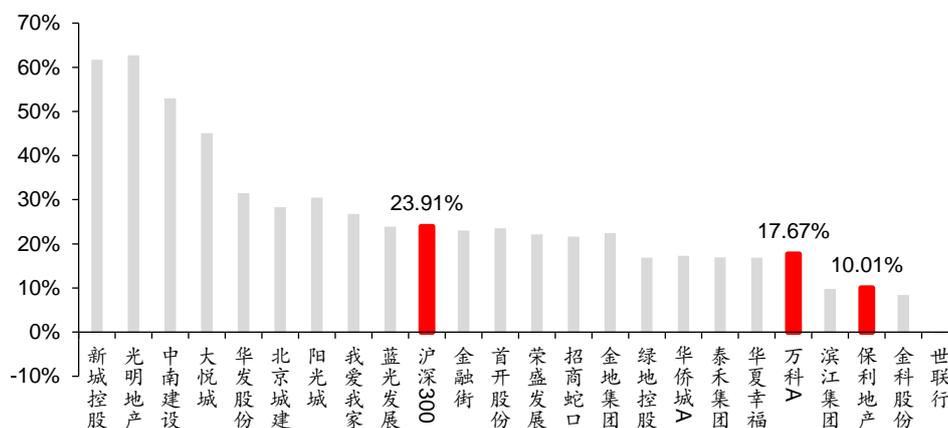
4 月以来房地产板块整体有所调整。截至 2019 年 5 月 10 日，申万房地产板块绝对收益 21.42%，跑输沪深 300 指数，且其中万科、保利等龙头房企更加滞涨。从当前地产板块来看，当前多数重点房企 2019PE 已经接近甚至低于近两年低点，估值优势重新显现。

图表95：申万板块绝对收益（2019年1月1日-5月10日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表96：重点地产股绝对收益（2019年1月1日-5月10日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表97：重点房企估值表（截至2019年5月10日）

股票名称	总市值(亿元)	2019PE	2017年5月PE	2018年10月PE
万科A	3,168	7.93	7.57	6.73
招商蛇口	1,669	8.66	12.50	8.42
保利地产	1,543	6.64	7.09	6.71
华夏幸福	893	5.90	10.76	5.29
绿地控股	869	6.21	9.80	5.78
新城控股	864	6.09	5.93	4.45
华侨城A	611	4.68	8.08	4.04
金地集团	532	5.57	7.48	4.30
荣盛发展	422	4.54	7.55	3.92
金科股份	358	6.97	17.97	6.82
中南建设	318	7.98	43.34	8.49
大悦城	278	14.45	13.20	6.14
阳光城	274	6.47	10.80	6.54
金融街	237	6.49	11.33	5.31
首开股份	229	6.66	12.17	5.05
泰禾集团	204	6.82	9.26	6.76
蓝光发展	191	5.64	12.47	5.52
华发股份	173	5.59	10.36	5.53
北京城建	159	10.36	14.63	8.47
我爱我家	139	18.49	136.95	20.20
滨江集团	136	9.26	11.73	8.67

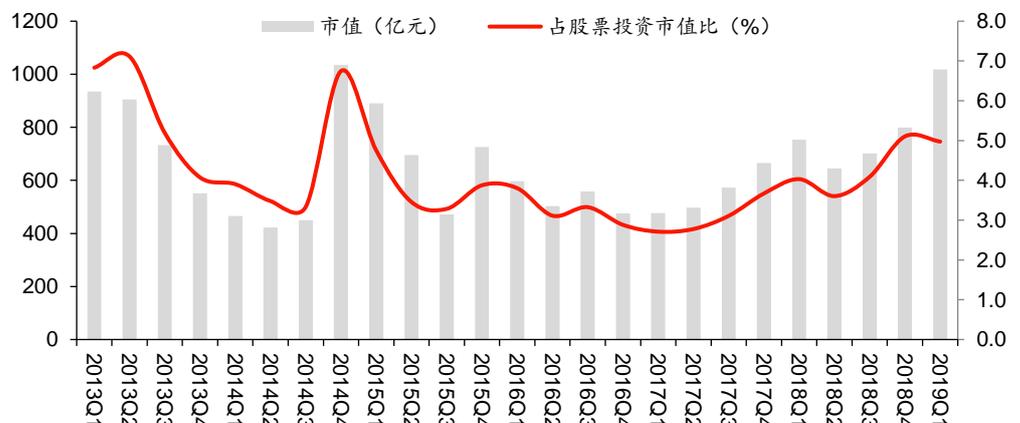
注：招商蛇口、保利地产、华夏幸福、阳光城、大悦城、首开股份、泰禾集团 2019PE 来自 Wind 一致预期，其余房企来自我们预测；2017年5月PE=2017年5月23日总市值/2017年归母净利润，2018年10月PE=2018年10月18日总市值/2018年归母净利润

资料来源：Wind，华泰证券研究所

仓位：机构配置地产股仓位有所降低

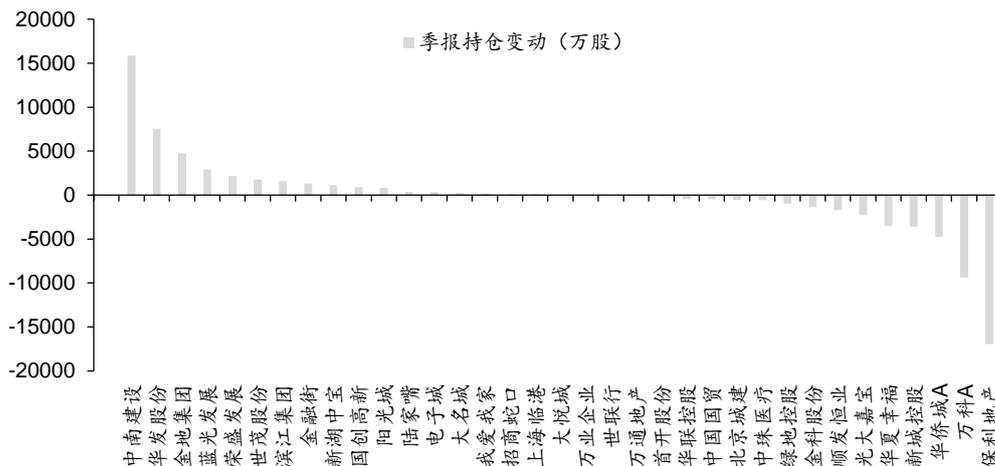
2019年一季度末房地产板块的基金持仓总市值达到1018.1亿元，环比18年四季度增长27.4%。一季度基金重仓持股中，地产股占股票投资市值的比重达到4.97%，环比四季度降低0.13个百分点，依然处于2016年以来的次高点。一季度房地产行业超配0.39个百分点，超配比例相比四季度回落0.32个百分点。从重仓地产股市值来看，公募基金持仓市值高于5亿元的地产股共有13支，其中万科A、保利地产、华夏幸福的持仓规模都较2018年末有所降低。

图表98：2019年一季度房地产板块持仓总市值及占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表99： 2019年一季度持仓地产股数量变动情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

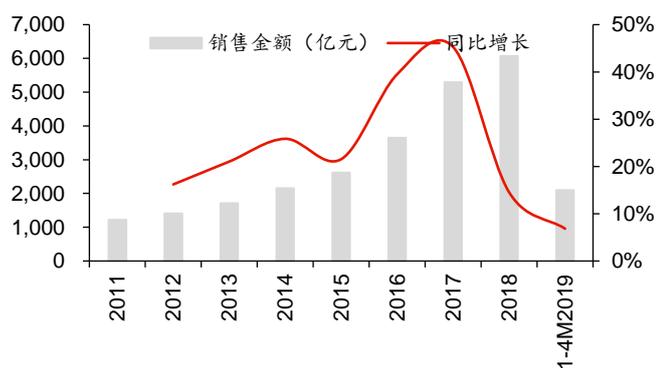
投资建议

我们认为 TOP10 龙头房企今年仍能稳步前行，而部分 TOP10-30 的优质公司则有希望实现更好的弹性。从区域角度而言，一二线城市布局的企业成长性和业绩确定性更高。随着规模房企销售的释放和兑现，有望重新带来这些房企的估值修复。我们继续看好以下几类企业：

受益于长期发展以及核心城市发展的龙头房企和二手房经纪龙头：万科 A、我爱我家

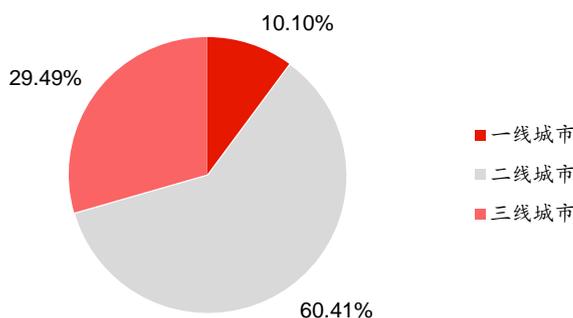
万科 A：公司作为行业一直以来的龙头房企，成长稳健且思路长远，在竞争加剧环境下公司经营和融资优势有望进一步凸显，在更分化和更高频的行业周期中抓得先机。公司布局集中在一二线城市，截至 2018 年末未竣工建面的 70% 位于一二线城市，销售有望受益一二线城市市场复苏。其次公司多元化战略平稳推进，为未来新增利润来源打下基础。

图表100： 万科 A 销售金额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

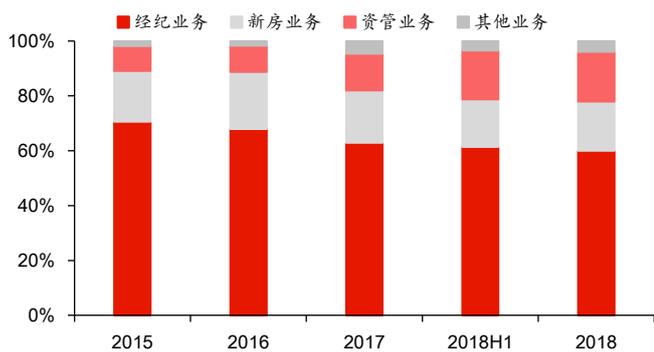
图表101： 2018 年末万科 A 未竣工建面城市能级分布



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

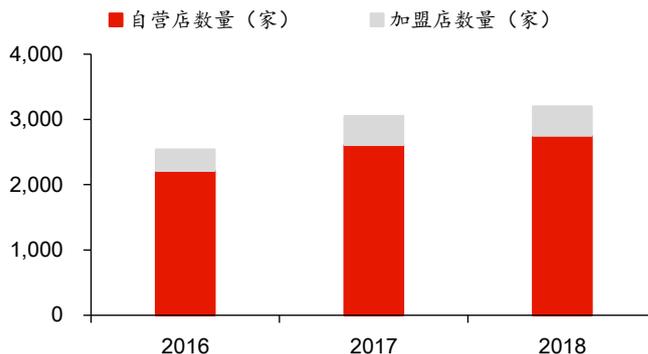
我爱我家：公司是是二手房经纪和住房租赁领域的龙头企业，以线下门店和经纪人为核心竞争力，延展出经纪、资管、新房业务三大板块，行业成长和集中度提升空间广阔。截至 2018 年末，公司经纪业务已覆盖 17 个主要一二线城市，拥有 3200 余家门店（含 452 家加盟店），已布局城市市占率稳居前三，且在华东区域具有明显优势，一二线城市景气度回升将助力公司实现业绩规模和质量的双重增长。

图表102: 北京我爱我家(我爱我家子公司)各业务营收占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表103: 我爱我家门店数量

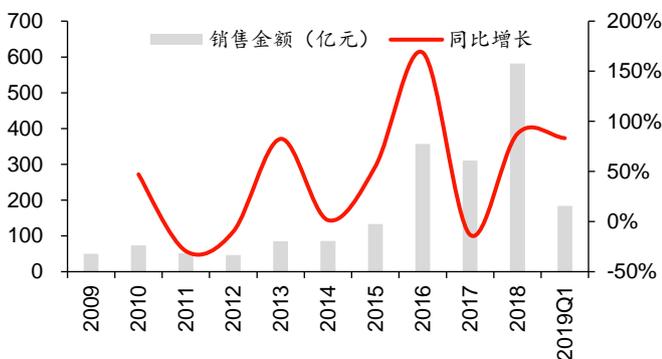


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

具备成长弹性的企业: 华发股份、新城控股、中南建设

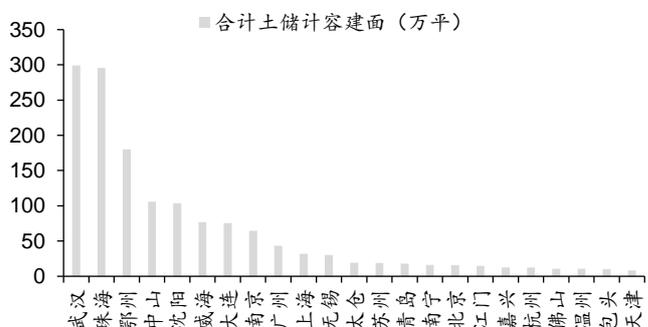
华发股份: 公司在上一轮增长中证明了自己的成长能力, 而 2017 年以来公司加大拿地力度、全国布局趋于均衡, 政策环境的边际改善叠加公司充裕货值将助推其在 2019 年迎来新机遇, 我们预计销售金额有望超过 800 亿元, 对应增速达到 40%。2018 年末公司布局近 30 个城市, 合计土储计容建面 1474 万平, 一线、二线、三线城市占比分别为 6%、42%、52%, 其中珠海(三线城市)占比 20%; 粤港澳、长三角、环渤海、中西部及其它城市建面占比分别为 32%、14%、21%、33%。公司和大股东在粤港澳大湾区的深厚资源也将受益于区域红利的提振。

图表104: 华发股份销售金额和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

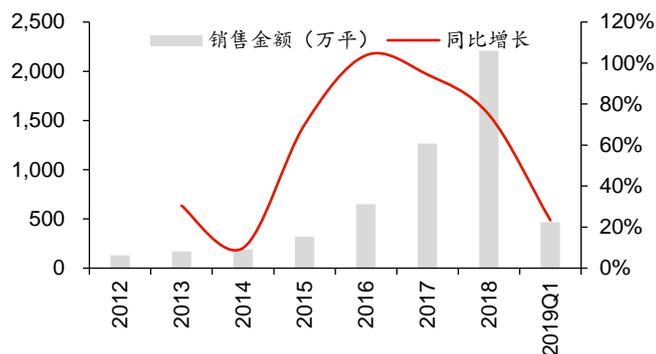
图表105: 2018 年末华发股份合计土储计容建面城市分布



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

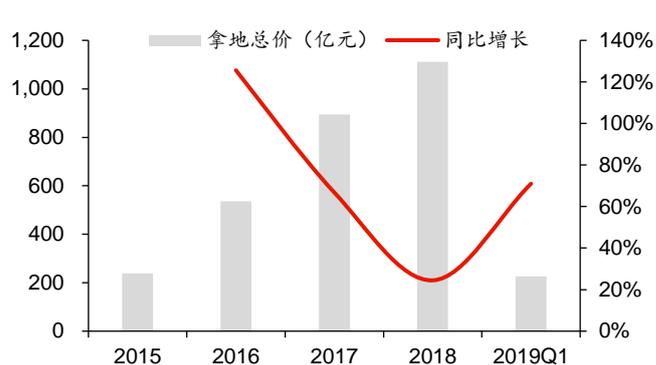
新城控股: 双轮驱动下公司业绩高增长有望延续, 开发板块销售和拿地高增长, 2019 年目标销售金额 2700 亿元, 对应增速 22%, 拓展战略由“地域扩张”更改为“地域深耕”; 商业板块发展态势良好, 2019 年计划新开业吾悦广场 22 座, 租管费目标超过 40 亿元, 对应增速接近翻番。随着规模步入龙头阵营, 有望持续受益于融资集中度提升, 2018 年末平均融资成本为 6.47%, 2019 年以来公司开发贷、债券等增量融资成本显著改善。高分红回馈股东, 高管增持和回购彰显成长信心。

图表106: 新城控股销售金额和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

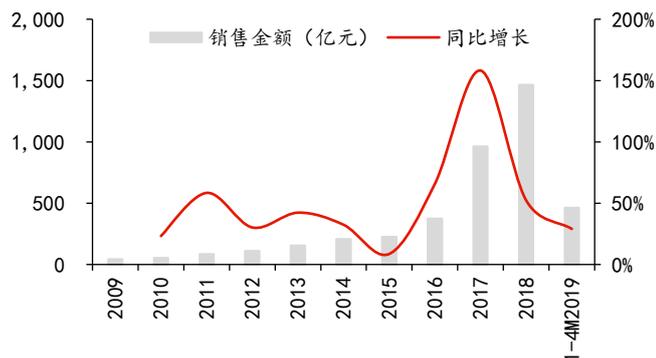
图表107: 新城控股拿地总价和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

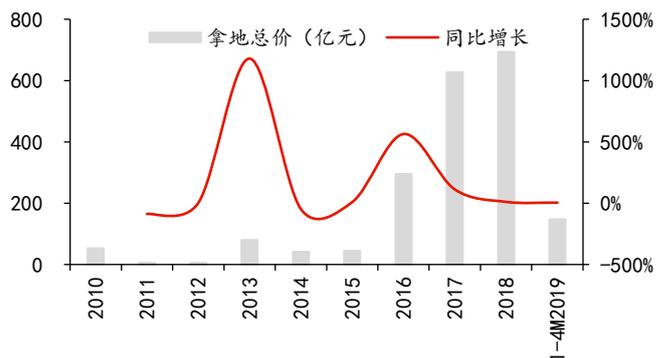
中南建设: 公司中短期看点在于销售高速增长, 2019年销售目标 2000 亿元, 对应增速 36%, 2018 年以来拿地稳健提升、负债率平稳下降, 存量可结算资源丰富, 业绩有望持续高增长。长期看点在于职业经理人改善公司治理, 规模扩张进行时。

图表108: 中南建设销售金额和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表109: 中南建设拿地总价和同比增速

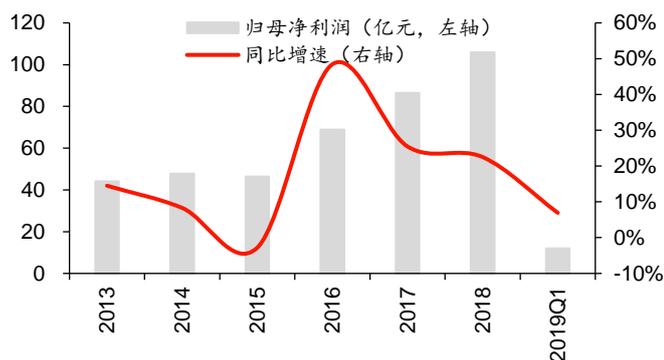


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

低估值高分红的企业: 华侨城 A、荣盛发展

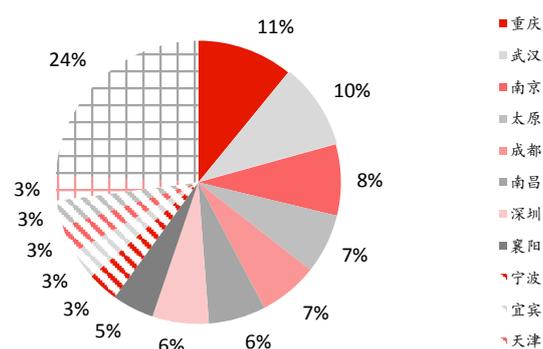
华侨城 A: 公司拥有独特的“文旅+地产”模式, 我们看好片区开发模式的异地复制效率和空间。同时近年来集团加速全国扩张, 叠加公司内生经营提速, 有望持续为公司业绩增长带来助力。公司 2018 年分红率 23%, 对应 2019 年 5 月 10 日收盘价股息率为 4.03%, 是高分红低 PE 的典范。

图表110: 华侨城归母净利润和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

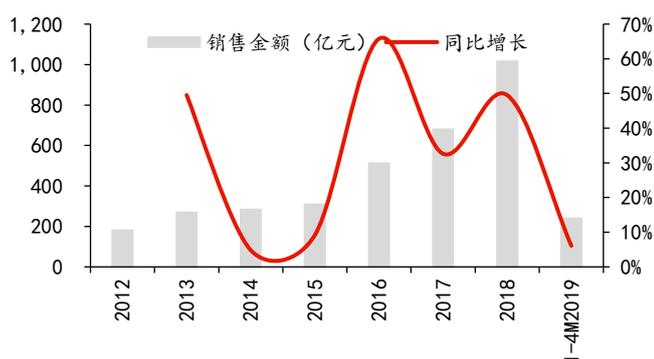
图表111: 2018年末各区域土地储备及在建项目计容建面占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

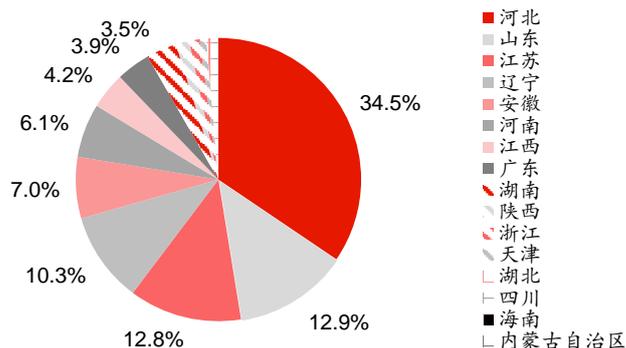
荣盛发展: 公司待结算资源丰厚, 2019Q1 预收账款相对营收覆盖率达到 163%, 业绩有望保持稳健增长。2019 年公司计划加大长三角、珠三角、中西部中心城市及周边的拓展力度, 不断平衡区域布局, 计划新增建面 1672.5 万平, 同比大幅增长 119.9%, 护航未来成长。PE 估值和股息率相对龙头房企具备优势, 公司 2018 年分红率 26%, 对应 2019 年 5 月 10 日收盘价股息率为 4.64%。

图表112: 荣盛发展销售金额和同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表113: 2018年末荣盛发展土地储备区域分布



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

受益于未来公募 REITs 推进的公司

我们建议投资者从四个角度关注公募 REITs 推进带来的 A 股投资机会。第一类是具备不动产“募投管退”经验的私募基金; 第二类是拥有优质集中式长租公寓的企业, 建议关注万科 A、中华企业等; 第三类是拥有优质商办类资产的企业, 建议关注金融街、新城控股、大悦城、世茂股份、中国国贸等; 第四类是拥有优质园区类资产的企业。

图表114： 关注公募 REITs 推进带来的 A 股投资机会

关注角度	关注公司	公司详情
长租公寓	万科 A	公司长租公寓业务以“泊寓”为主要产品线，以拥有自有产权的集中式长租公寓为主要产品形态；截至 2019 年 3 月末，公司长租公寓业务覆盖 35 个主要城市，累计开业超过 6 万间，开业 6 个月以上项目的平均出租率约 92%
长租公寓	中华企业	控股股东上海地产（集团）有限公司拥有租赁住房业务品牌“城方”，2018 年初在上海首批确定 17 宗租赁地块，主要通过招拍挂底价获得，2020 年全部建成后可供应约 2 万套集中式长租公寓
商办物业	金融街	截至 2018 年末自持建面 118.2 万平，主要为北京、上海、天津等核心城市的写字楼、商场、酒店和公寓物业；2018 年公司资产管理业务实现营收 25.1 亿元，同比增长 11%，实现息税前利润 12.9 亿元，同比增长 9%；年末投资性房地产（公允价值计量）账面价值 385.8 亿元
商办物业	大悦城	旗下大悦城地产（207.HK）2018 年投资物业租金及相关物业管理服务收入 36.3 亿元，同比增长 5.8%；其中，大悦城购物中心租金收入 26.0 亿元，同比增长 11.4%，开业运营项目增至 12 个；年末投资性房地产（公允价值计量）账面价值 586.1 亿元
商办物业	新城控股	截至 2018 年末，公司已实现 80 个大中城市、96 个综合体项目的布局，累计开业 42 座吾悦广场，已开业面积 390.4 万平，同比增长 72.3%，全年实现租金及管理费收入 21.2 亿元，同比增长 107.4%，平均出租率达 98.8%；年末投资性房地产（公允价值计量）账面价值 407.6 亿元
商办物业	世茂股份	截至 2018 年末自持经营性物业建面 131 万平，2018 年出租房地产租金收入 6.9 亿元，同比增长 20.3%，酒店服务收入 2.6 亿元，同比增长 13.3%；年末投资性房地产（公允价值计量）账面价值 298.5 亿元
商办物业	中国国贸	公司持有北京中国国际贸易中心，2018 年三季度末出租房地产的建筑面积 62.0 万平，同比增长 7.1%，投资性房地产（成本模式计量）账面价值 73.2 亿元；前三季度租金收入 15.9 亿元，同比增长 11.8%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险提示

行业政策风险：“一城一策”落地的节奏、范围、力度，流动性改善的节奏和力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

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（尤其是部分三四线城市），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，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

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