

都市圈经济效应加剧下的多元化

房地产行业 2019 年中期策略报告

分析日期 2019年05月28日

行业评级： 标配(40)
证券分析师： 刘振东

执业证书编号： S0630516090003

电话： 021-20333793

邮箱： liuzd@longone.com.cn

联系人： 符灿

电话： 021-20333532

邮箱： fucan@longone.com.cn

行业走势图



行业研究逻辑

历史回顾

- 2019年市场优于预期回暖，处于见底回升通道
- 政策平稳，资金改善，行业景气度得到修复

基本面研究

- 供需两侧结构调整下趋稳，市场或进入较长时间的横盘稳定期
- 政策调控与改善并进，一城一策下松紧适度

投资策略

- 关注立足四大城市群的高成长龙头房企
- 关注提早布局多元化业务，涉足地产金融房企

◎ 主要观点：

◆**板块行情**。2019年以来，我国货币政策松紧适度，经济基本面向好，房地产行业跟随大盘自年初起呈强势反弹趋势，但5月后受贸易战复燃影响即开始回落，至目前板块处于持续震荡整理阶段。截至05月24日，2019年房地产板块累计上涨16.54%，跑输沪深300 2.84pct。总体来说，地产板块目前处于筑底回升阶段，景气度在相对宽松稳定的政策和融资环境下得到修复，建议密切关注地产板块震荡行情中以政策松动为信号的反弹。

◆**政策走势：松紧并举，一城一策**。进入2019年我国地产政策实施核心主要围绕“一城一策，分类指导”、“新型城镇化建设”、“稳地价稳房价稳预期”等核心因素。针对房市的调控已由单向抑制转为松紧适度的“地方政府责任制”。此外今年开始，中央积极倡导“促进区域协调发展”，侧重于以中心城市引领城市群发展，深入推进新型城镇化。同时，以完善的住房及保障体系为核心，以房地产税立法为维稳工具的长效机制也在稳步推进中，预计保障我国房地产市场在平稳健康发展的宏观环境将得到进一步巩固。

◆**资金流动性回暖，融资渠道多元化**。2019年货币政策由“稳健中性”转为“松紧适度”，且对行业的支撑已初步呈现。如开发端房企融资体量上升和成本有所下行，以及消费端房贷利率下行和放款速度加快等。

◆**都市圈经济效应进一步加剧**。2019年我国确立以“大城市引领都市圈发展”的城市群模式取代过去的小城镇模式作为指导思路。新城镇规划的出台或显著利好核心经济区域辐射内的城市群，我国日趋成型的都市圈经济效应将进一步扩大。城镇化建设涵盖的基建、住宅、产业园区以及城市商业存量更新等均与房地产业密不可分，内生性需求为房地产业转型升级提供强大的动能。只有在交通基建、民居建设、产业区进一步完善的基础上，京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化以及“第四极”川渝城市群等重要区域发展战略才能得以落实，实现新型城镇化与区域协调发展有机结合。

◆**轻资产重运营的多元化发展是大势所趋**。我国房地产行业正经历从增量向存量的变迁，即重资产开发商向轻资产运营商的转型。将地产开发与其他多元化辅助业务的协同效应最大化成为近年各房企发展的主流趋势。其一，是市场发展下行业进化及产业升级的历史必然性。其二，是强调控下政策、土地、资金流向日益收紧，迫使房企尝试多元化转型以盘活存量。

◆**投资策略**。从销量改善的弹性空间以及政策支持方向来分析，立足于长三角、粤港澳、京津冀、成渝四大城市群，并在核心都市圈辐射区域内的二线、强三线城市布局完善的龙头房企未来上升的弹性空间较大，并且该类房企土地储备丰厚、融资渠道通畅，积极拓展多元化业务布局，扎实的基础使其具备较强的存量轻资产化的运营能力，较能抵御政策调控、土地依赖等风险。此外，二线龙头较一线龙头基数低，业绩弹性空间或更大。

◆**风险提示**。地产调控未能如期松动影响预期销售。信贷融资持续收紧+房企负债率达历史高点下或存在现金流风险。长效机制推出力度不如预期。

正文目录

1. 行业市场表现	5
1.1. 走势回顾	5
1.2. 估值	6
2. 政策走势：松紧并举，一城一策	7
2.1. 房地产政策变迁回顾：稳地价稳房价稳预期	7
2.2. 一城一策：分类细化，因地制宜	11
2.2.1. 因城施策：遏制房价上涨	11
2.2.2. 一城一策：城市分化下落实主体责任制	13
2.3. 新型户籍制度改革：人才引入	13
3. 资金流向：融资渠道多元化，流动性回暖	17
3.1.1. 开发端：推进多元化融资渠道	17
3.1.2. 购房端：按揭利率回落，刚需购房较为乐观	19
4. 行业供需：市场优于预期回暖	21
4.1. 供给端：结构分化式回暖	21
4.1.1. 开发投资持续回暖	21
4.1.2. 低库存、资金改善推动新开工上行	22
4.1.3. 土地市场：逐渐降温下地价回归理性	22
4.2. 需求端：市场进入理性复苏小周期	26
4.2.1. 销售情况：探底后进入理性复苏周期，城市分化明显	26
5. 都市圈化经济效应加剧下的多元化发展	28
5.1. 京津冀协同发展：产业转移蕴含动能	30
5.2. 长三角区域一体化：人口红利均衡扩散	33
5.3. 粤港澳大湾区：接轨世界级湾区	36
5.4. 轻资产重运营的多元化发展	39
5.4.1. 与资本高度融合的多元业务：商业、物流、长租公寓	40
6. 行业投资策略	42
6.1. 立足四大都市圈的多元化发展龙头	42
7. 风险提示	44

图表目录

图 1 地产板块随大盘走势年初冲高后回落 亿元%	5
图 2 房地产涨跌幅居申万行业第 10 位 (年初至 05/24)	5
图 3 房地产 PE 估值位居申万行业第 26 位 (至 05/24)	5
图 4 地产子行业今年累计涨跌幅及 PE (至 05/24)	5
图 5 房地产及子板块绝对及相对 PB 估值	6
图 6 房地产及子板块绝对及相对 PE 估值	6
图 7 本轮房地产周期的五轮调控升级 (2016/09-2018/12)	7
图 8 2013-2019 年中央经济会议/政治局会议“房地产”相关表述及影响	8
图 9 2017-2019H1 各城市人才新政出台时间、次数及分布	16
图 10 2015-18 房企融资总量变化 亿元	17
图 11 2015-18 TOP100 房企融资结构变化 %	17
图 12 房地产行业境内外发债占比 亿元/%	18
图 13 房地产资金信托余额及占比 亿元/%	18
图 14 目前我国房企 16 种融资渠道汇总	18
图 15 2019 年以来按揭利率持续改善/季 %	19
图 16 国债收益率差值扩大 %	19
图 17 全国首套房贷利率已连续 4 个月下行 %	19
图 18 各能级城市房贷利率变化 %	19
图 19 个人住房贷款余额及增速 亿元 %	20
图 20 个人住房贷款余额占比金融机构各项贷款 %	20
图 21 2014-19Q1 地产开发投资额及增速 亿元/%	21
图 22 2014-19Q1 地产投资额占比固定资产投资 亿元/%	21
图 23 2014-19Q1 房屋新开工竣工面积 万平米/%	22
图 24 各能级城市住宅新开工面积增速 %	22
图 25 2014-19Q1 百城供应土地规划建面 万平米/%	23
图 26 2014-19Q1 百城成交土地规划建面 万平米/%	23
图 27 百城供应土地建面及增速/按性质 万平米/%	23
图 28 百城成交土地建面及增速/按性质 万平米/%	23
图 29 百城住宅类供应土地建面增速/按能级 %	23
图 30 百城住宅类成交土地建面增速/按能级 %	23
图 31 百城供应土地流拍率/供应成交差值 万平米/%	24
图 32 百城供应土地流拍率/按能级 万平米/%	24
图 33 2014-19Q1 百城土地成交金额 亿元/%	25
图 34 百城土地成交金额/按能级 亿元/%	25
图 35 百城供应土地挂牌均价/当月 元/平米 %	25
图 36 百城成交土地楼面均价/当月 元/平米 %	25
图 37 百城成交土地溢价率/按性质 %	25
图 38 百城成交住宅用地溢价率/按能级 %	25
图 39 2014-19Q1 商品房销售面积及增速 万平米/%	26
图 40 2014-19Q1 商品房销售金额及增速 亿元/%	26
图 41 40 大中城市商品房销售面积/按能级 万平米/%	27
图 42 全国各区域销售面积增速 万平米/%	27
图 43 百城住宅价格指数增速 元/平米 %	28
图 44 百城销售与楼面均价差值 元/平米 %	28
图 45 我国各级别城市占比	30
图 46 2018 年各量级城市销售面积占比 万平米 %	30

图 47 京津冀区域空间规划示意图 (2016-2035)	32
图 48 廊坊、唐山常住人口近年保持增长 %	33
图 49 廊坊、唐山销售面积及增速变化 万平米 %	33
图 50 长三角城市群区域空间格局示意图	34
图 51 上海周边长三角城市常住人口增速走高 %	35
图 52 上海极其周边城市商品房销售面积增速 %	35
图 53 粤港澳大湾区政策落地进程	37
图 54 粤港澳大湾区城市群空间格局	37
图 55 粤港澳大湾区 9+2 城市人均 GDP 及产业结构对比	38
图 56 房地产从“增量”到“存量”的运营模式变迁，轻资产化融资兴起	40
表 1 2019 年年初至今 (01/01-05/24) 房地产行业个股累计涨跌幅排行 %	6
表 2 本轮调控周期重要政策、事件一览 (2017/03-2019/05)	9
表 3 重要因城施策/分类调控政策细节 (2017-2019)	12
表 4 2016-2018 年共约 88 城出台限购及限售政策城市分布	12
表 5 2017-2019H1 部分重点城市“人才落户”新政一览	14
表 6 国家发改委《2019 年新型城镇化建设重点任务》要点总结	29
表 8 京津冀协同发展规划逐步落地过程	31
表 9 《京津冀协同发展规划纲要》要点	31
表 11 “长三角区域一体化”发展规划落地进程	33
表 10 长三角一体化三年计划六大工作任务	34
表 12 2019 年《粤港澳大湾区发展规划纲要》重要内容	36
表 13 粤港澳大湾区与其他世界级湾区经济对比	38
表 14 我国目前处于房地产发展中期，“开发商”向“地产运营商”转型的过渡时期	39

1. 行业市场表现

1.1. 走势回顾

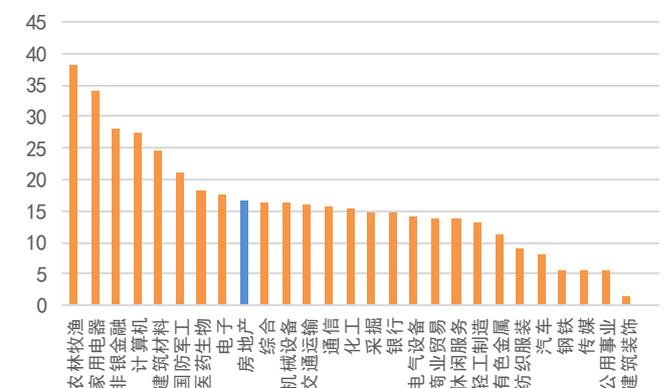
2019年以来，我国货币政策松紧适度，经济基本面向好，房地产行业跟随大盘自年初起呈强势反弹趋势，但5月后受贸易战复燃影响即开始回落，至目前板块处于持续震荡整理阶段。截至05月24日，2019年房地产板块累计上涨16.54%，跑输沪深300累计2.84pct。自今年年初中央确立了“松紧适度”较为积极的货币政策，叠加各项经济指标修复向好，板块跟随大盘迎来大幅回温；但随着5月以来贸易战复燃，板块行情回落并持续震荡调整。总体来说，地产板块目前处于筑底回升阶段，景气度在相对宽松稳定的政策和融资环境下得到修复，建议密切关注地产板块震荡行情中以政策松动为信号的反弹。

图1 地产板块随大盘走势年初冲高后回落 亿元%



资料来源：Wind 东海证券研究所

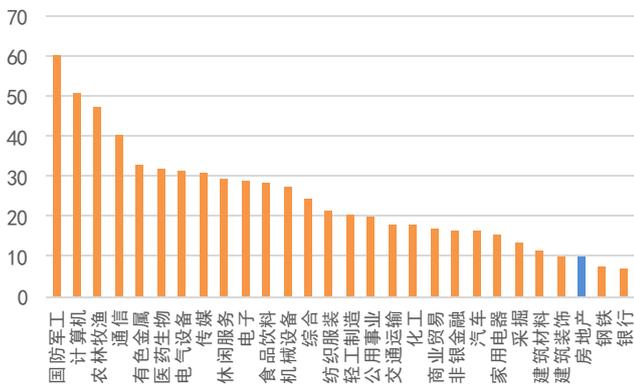
图2 房地产涨跌幅居申万行业第10位（年初至05/24）



资料来源：Wind 东海证券研究所

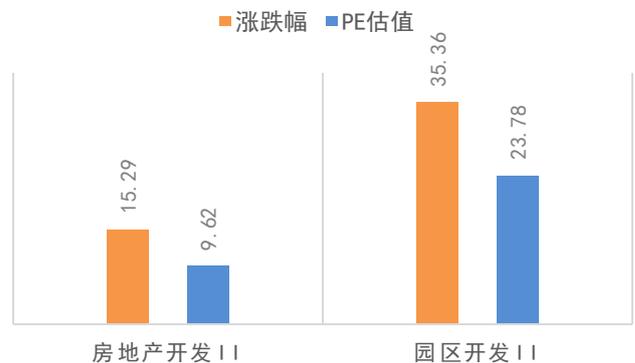
截至05月24日，在申万28个一级行业分类中，房地产行业以16.53%的涨幅排名位居中间区段第11位，较去年同期下降2位。房地产子行业方面，园区开发涨跌幅和估值分别为35.36%、23.78，地产开发则分别为15.29%、9.62。

图3 房地产PE估值位居申万行业第26位（至05/24）



资料来源：Wind 东海证券研究所

图4 地产子行业今年累计涨跌幅及PE（至05/24）



资料来源：Wind 东海证券研究所

个股表现方面，结合今年“一城一策”、以“中心城市引领区域城市群协调发展”的新型城镇化指导思路，以及上海科创中心的设立，总体来说受益于“京津冀协同发展”、“长三角一体化”、“上海高新自贸区”、“粤港澳大湾区”等几个热门区域性题材的个股概念上涨行情比较突出。此外，2019年以来延续了2017年地产板块行业集中度提升的趋势，行业龙头仍占据优势，但相较而言布局核心都市圈的二线蓝筹弹性空间更大。

表 1 2019 年年初至今 (01/01-05/24) 房地产行业个股累计涨跌幅排行 %

涨幅榜	简称	代码	涨跌幅	主要推动因素	跌幅榜	简称	代码	涨跌幅
1	粤泰股份	600393.SH	99.53%	布局粤港澳、海南地区	1	中房股份	600890.SH	-23.82%
2	大名城	600094.SH	93.42%	设立金控平台布局大金融	2	中天金融	000540.SZ	-20.53%
3	市北高新	600604.SH	81.19%	上海科创中心建设及自贸区概念, 创投增长空间大	3	嘉凯城	000918.SZ	-19.03%
4	上实发展	600748.SH	78.65%	长三角一体化+上海自贸区	4	电子城	600658.SH	-18.00%
5	光明地产	600708.SH	74.50%	立足长三角+发展冷链物流	5	中洲控股	000042.SZ	-10.34%
6	荣丰控股	000668.SZ	60.10%	国企改革, 布局金融业	6	万泽股份	000534.SZ	-10.25%
7	上海临港	600848.SH	57.91%	园区开发: 长三角一体化+上海自贸区+科创中心建设	7	亚太实业	000691.SZ	-7.64%
8	新城控股	601155.SH	52.51%	高成长龙头+长三角资源	8	珠江实业	600684.SH	-7.59%
9	外高桥	600648.SH	49.35%	扎根上海自贸核心保税区	9	南国置业	002305.SZ	-6.60%
10	中南建设	000961.SZ	49.20%	长三角高成长二线蓝筹	10	中房股份	600890.SH	-23.82%

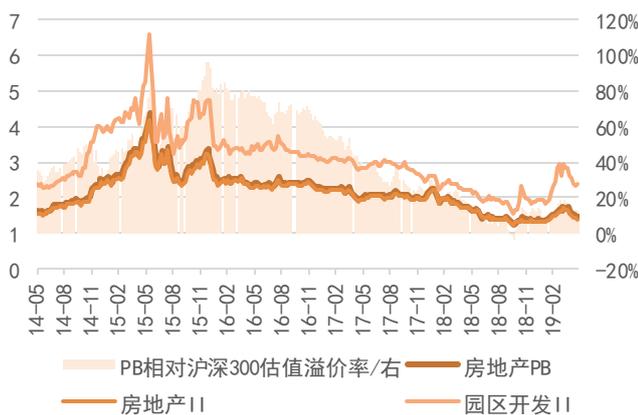
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所 (已剔除部分主营业务非房地产开发的个股)

1.2.估值

在估值方面, 横向比较, 以 PE(TTM,整体法)剔除负值后计算, 截至 05/24 日房地产行业估值为 10.05 倍, 在申万一级行业中排名倒数第 3, 估值水平在 A 股行业中属较低水平。

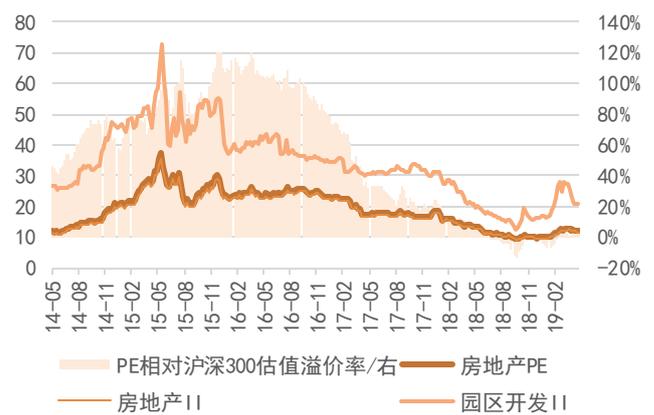
另纵向比较, 自 2015 年以来地产板块估值有所修复后, 随着自 2016 年 Q4 开始至 2018 年高密度的供需两侧多维度调控, 多数企业拿地、销售及融资受影响, 板块估值在波动中持续小幅下降。直至 2019 年年初随着政策的相对放松, 板块估值再次走高得到修复, 但整体仍处于历史相对低位。

图 5 房地产及子板块绝对及相对 PB 估值



资料来源: Wind 东海证券研究所

图 6 房地产及子板块绝对及相对 PE 估值



资料来源: Wind 东海证券研究所

预计 2019 年下半年, 市场调控将延续“松紧并举, 一城一策”的思路, 同时货币政策相对宽松下行业流动性或将得到改善。随着宏观环境转好, 政策周期稳定, 地产板块整体或将在持续波动中伴随小幅回升, 估值总体保持平稳。目前地产板块无论是估值还是整体业绩均处于见底回升通道, 从销量改善的弹性空间以及政策支持方向来分析, 我们看好在政策松动过程中伴随的结构性行情回暖, 以及总量稳定下立足于四大都市圈辐射区域, 高成长高周转的一二线龙头房企。

2.政策走势：松紧并举，一城一策

政策走向是判断房地产行业未来周期和走势的关键所在。我国房地产市场自改革开放之后逐步发展壮大，主要得益于城镇住房制度和国有土地使用制度的改革。通过这两大制度改革，我国房地产市场化进程开启，形成了土地使用权出让和转让市场，新建商品房买卖市场，存量房买卖和租赁市场，此外房地产抵押以及房地产开发、估价、经纪、物业管理等经济活动也很活跃。但发展至目前，基于我国国情复杂，房地产市场化并未全面完成，行政政策仍是重要调控手段之一，在一定时间段内或对市场成交量及房价走势有较大影响。

2.1.房地产政策变迁回顾：稳地价稳房价稳预期

进入 2019 年我国地产政策实施核心主要围绕“一城一策，分类指导”、“新型城镇化建设”、“稳地价稳房价稳预期”等核心因素。近年来中央关于房地产行业的工作调控重点已逐步由最初的“城镇化”向“长效机制”转移，完成了“城镇化 - 去库存，住房制度改革 - 房住不炒 - 研究建立长效机制 - 一城一策，开展新型城镇建设”的调控路径变迁。我国地产市场自 2015-2016 年去库存下房价逐步高企，为抑制杠杆攀升，去除楼市泡沫，自 2017 年开始中央逐步确立“房住不炒，加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制”的核心调控思想。而 2018 年下半年至今今年以来，政府“稳定杠杆，抑制投资，保障刚需”的调控已见成效；2019 年以来施政导向更侧重于压制与机会并存，旨在进一步改善供需结构，完善住房体制，一城一策下加快新型城镇化建设。总体来说自 2016 年以来，在地产政策不断的完善细化，因地制宜下，目前我国房地产市场基本进入了一段平稳的发展期。

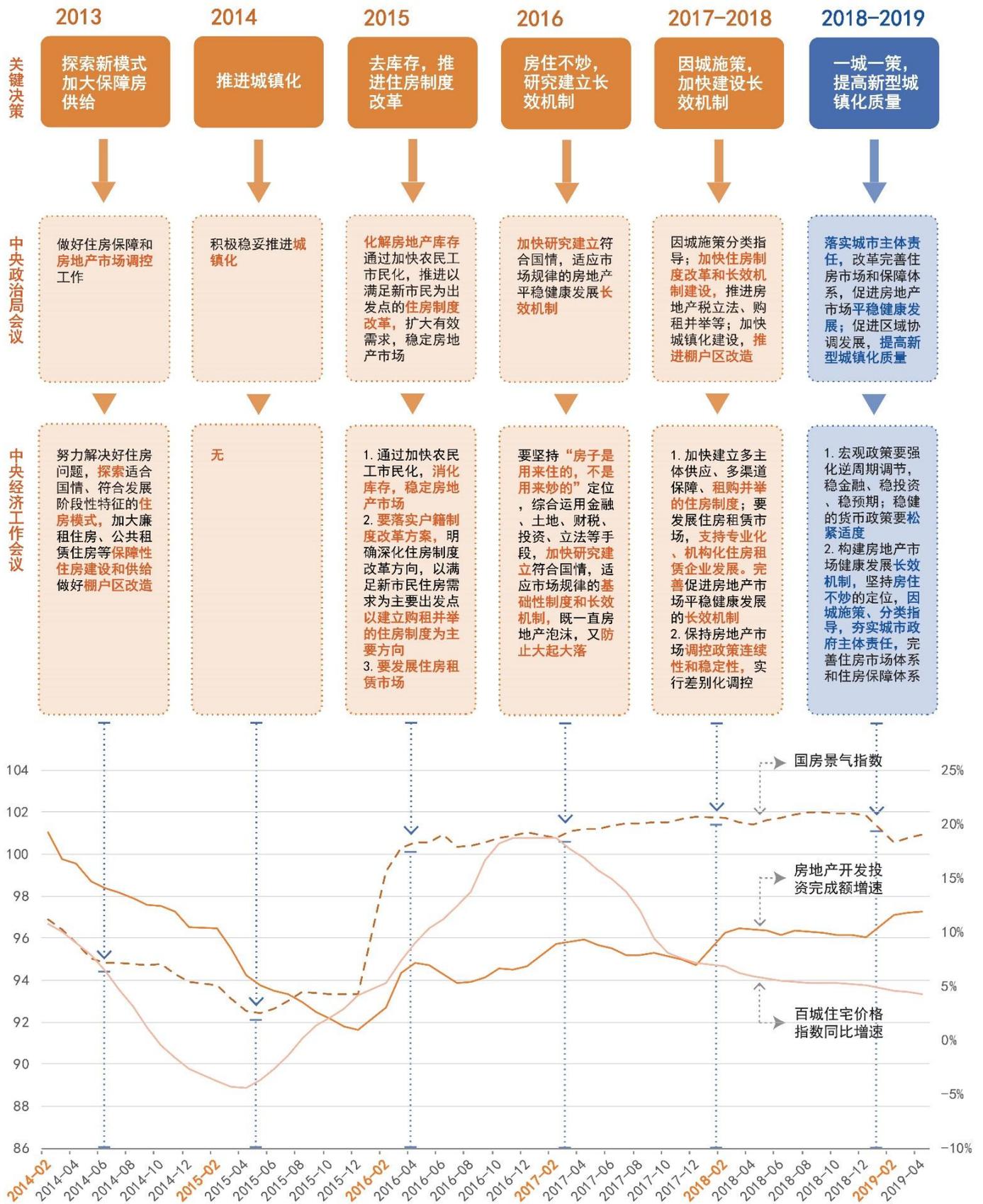
图 7 本轮房地产周期的五轮调控升级（2016/09-2018/12）



资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

纵观本轮地产周期的调控升级，由 2016 年 9 月开始至今按各期特征共可分为五轮。第一轮调控从 2016 年 9 月 30 日开始，主要内容是多地开始限购；第二轮从 2017 年 3 月 17 日开始，主要政策内容是限售；第三轮从 2017 年 7 月开始，各城市鼓励推出租赁相关政策为主；第四轮则从 2017 年 9 月开始，主要以三四线城市开启调控为特征。而 2018 年 3 月两会以来的调控政策，如公证摇号等，是第 5 轮调控升级。

图 8 2013-2019 年中央经济会议/政治局会议“房地产”相关表述及影响



资料来源: 网络公开资料整理 东海证券研究所

2018 年我国房地产政策主要致力于在“房住不炒”的基调下继续深化调控，调控重点由 2017 年的“去杠杆”转为“稳定杠杆，抑制投资，保障刚需”，以构建长短结合的住房制度体系。2019 年我国地产政策调控真是进入压制与机会并存的完善阶段，以稳房价稳地价稳预期为核心目标。2019 年以来我国针对房地产市场的调控已由此前的单向抑制转为松紧适度的“因城施策，分类指导”。即分清中央与地方事权，基于城市政府主题责任制，由各地方政府扮演“调控”根据当地市场供需情况制定或压制或激励的调控政策，而中央不直接干预扮演“指导”角色，这是我国房地产政策完善细化下“因地制宜”的一大突破。此外今年开始，中央积极倡导“促进区域协调发展”，侧重于以中心城市引领城市群发展，深入推进新型城镇化。在此政策利好基础上，预计位于京津冀、长三角、珠三角、成渝四大城市群腹地的各城发展或将获得较大的助力。同时，以成熟完善的住房及保障体系为核心，以房地产税立法为维稳工具的长效机制也在稳步推进中，预计保障我国房地产市场在未来几年内平稳健康发展的环境将得到进一步巩固，房市稳定运行预期将进一步强化。

表 2 本轮调控周期重要政策、事件一览（2017/03-2019/05）

时间	政策	机构	性质	内容
17/03/17	《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》	北京市住建委、公积金中心	开启我国房地产史上最为严厉的政策调控周期	北京楼市调控进一步升级，实施“认房又认贷”，二套房首付比例提至 60%，个人住房贷款期限小于 25 年。企业购买商品房需 3 年方可交易。
17/04/06	《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》	住建部、国土部	整体性积极政策，鼓励优良住宅地产	合理安排住宅用地供应，根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应，消化周期在 36 个月以上的停止供地；36-18 个月减少；12-6 个月增加；6 个月以下增加并加快
17/05/04	《关于进一步促进规范功能性特色小镇发展有关问题通知》	北京市发改委、农工委等四部委	规范市场，抑制城镇地产泡沫	推进城乡一体化，以功能、产业和人口合理确定建设规模，严禁打着特色小镇名义违法违规搞圈地开发，整体镇域开发，及大规模商品住宅开发。开展集体建设用地统筹利用试点。
17/05/19	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）公开征求意见	住建部	规范租赁住房市场，促进发展	响应中央经济工作会议，为了建立购租并举的住房制度，规范住房租赁和销售行为。此次征求意见稿涉及住房租赁、住房销售、房地产经纪服务、监督管理和法律责任等方面。
17/05/25	国务院确定三年棚改目标任务	国务院	积极推进新型城镇化的重要举措	确定三年目标，将改造各类棚户区 1500 万套，过去 8 年已达 8000 万“出棚进楼”，改善民生也带动了有效投资消费和去库存。
17/07/20	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场通知》	住建部、发改委、公安部等九部委	积极政策，鼓励租赁市场发展	加快大中城市发展住房租赁市场的四点具体举措：培育机构化、规模化住房租赁企业，建设住房租房交易服务平台，增加租赁住房有效供应，创新住房租赁管理和服务体制。
17/08/28	《利用集体建设用地建设租赁住房试点》	国土部 住建部	增加租赁住房供应，购租并举	确定第一批在北上、南京、杭州等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点
18/01/31	《粤港澳大湾区发展规划纲要》顺利完成	广东省发改委	促进粤港澳大湾区发展加速	中央经济工作会议上习近平总书记提出“协调推进粤港澳大湾区发展”，大湾区被列入 2018 年重点工作，作为国家级建设战略。

表 2 本轮调控周期重要政策、事件一览 (2017/03-2019/05)

时间	政策	机构	性质	内容
18/04/14	中共中央、国务院批复《河北雄安新区规划纲要》	河北省&发改委	里程碑事件: 标志着京津冀一体化进入新的阶段	一要按照“北城、中苑、南淀”的空间布局, 强化规划管理; 二要坚持以 打造北京非首都功能疏解集中承载地为重点 ; 三要坚持以基础性重大工程项目和环境综合整治为重点。
18/06/05	《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》	深圳市住房和建设局	保民生: 加快租赁市场发展, 解决高房价下的住房问题	6月5日, 深圳正式对外发布《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)》。总体设计上, 坚持以住房供给侧结构性改革为主线。
18/07/31	《关于进一步加强房地产调控, 促进房地产市场平稳健康发展的通知》	深圳市	继 2016/10“深八条”后, 深圳进一步调控升级政策正式落地	进一步提出禁止企业购买商品住房、人才落户购房限制、假离婚及未成年人购房限制等四项楼市调控措施, 全面抑制市场投机属性。
18/09/07	房地产税立法拟五年内提请审议	人大常委会	房地产税立法落地进程加快	全国人大常委会立法五年规划实施工作中正式涵盖房地产单行税法。
18/10/11	《国家发展改革委办公厅关于督察《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》落实情况的通知》	发改委	利好大中城市引进人才, 推动刚需落户购房	根据方案, “十三五”期间目标, 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。到 2020 年, 全国户籍人口城镇化率提高到 45%, 各地区户籍与常住人口城镇化率差距比 2013 年缩小 2 个百分点以上。
18/10/20	个人所得税专项附加扣除暂行办法(征求意见稿)	税务局、财政部	促进刚需购房, 缓解房贷、房租压力, 平稳市场	《意见稿》中涉及两项与房地产相关的个税抵扣政策, 包括住房贷款利息以及住房租金抵扣的具体扣除办法。
19/02/18	《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式印发	国务院	促进湾区进一步加速发展, 成为世界级城市群	按照规划纲要, 大湾区不仅要建成充满活力的世界级城市群、国际科技创新中心、“一带一路”建设的重要支撑、内地与港澳深度合作示范区, 还要打造成宜居宜业宜游的优质生活圈, 成为高质量发展的典范。
19/04/08	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	发改委	放宽落户, 提倡人地钱挂钩; 首提增加超大城市落户规模, 强调成渝发展,	积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户。继续加大户籍制度改革力度, 城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户制度的基础上, 人口 100 万-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制; 人口 300 万-500 万的 I 型大城市要全面放开落户条件, 并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要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。深化“人地钱挂钩”等配套政策。深入推进城市群发展。加快京津冀协同发展、长三角区域一体化发展、粤港澳大湾区建设。扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估, 研究提出支持成渝城市群高质量发展的举措, 培育形成新的重要增长极。

19/04/19	对部分房价地价波动幅度较大城市进行预警提示	住建部	监管层敏感度提高，维稳市场预期，房住不炒	针对近期部分热点城市住宅销售回暖、土地市场热度回升的现象，按照稳妥实施房地产长效机制方案确定的月度分析、季度评价、年度考核的要求，住建部对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。
19/05/09	《关于公共租赁住房税收优惠政策公告》	财政部 税务局	完善住房保障体系，租赁住房优惠政策	明确对公租房建设期间用地及公租房建成后占地，免征城镇土地使用税。对公租房经营管理单位免征建设、管理公租房涉及的印花税。对公租房经营管理单位购买住房作为公租房，免征契税、印花税。对公租房租赁双方免征签订租赁协议涉及的印花税。

资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

2.2.一城一策：分类细化，因地制宜

自2016年下半年我国针对房市杠杆高企的情况进供需两侧多维度调控以来，调控政策可以“因城施策”以及“一城一策”两个核心词汇来划分为两个阶段。2016-2018年围绕“因城施策”的系列展开的是以“坚决遏制房价上涨”为目的的各类限制打压性政策，而2019年中央首次提出“一城一策，分类指导”则侧重于落实城市主体责任制，因地制宜地根据各城不同供需情况实施或鼓励或压制的政策，以进一步完善各地住房供应及保障体系，保障各城房地产市场平稳健康的发展。

2.2.1.因城施策：遏制房价上涨

“因城施策”一词在2016年3月两会的《政府工作报告》中被首次提出，报告指出“要完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，住房刚性需求和改善性需求，**因城施策化解房地产库存**”。此外在2018年7月的中央政治局会议对房地产行业再一次提出明确表述：“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。”该政策的提出主要是针对当时房地产市场在2015年开始的“去库存”热潮下，房市两极分化严重，其一，热点一二线城市以及核心都市圈腹地的三线城市房价攀升迅速，而部分弱三四线城市仍有“去库存”压力；其二，在部分投资者以及中介炒作下，改善性需求与投资需求集中释放，所造成的部分城市短期内房价上涨过快，泡沫严重。而“因城施策”的提出则可以有效应对房地产市场的区域性特点，根据城市属性，区分一线、二线、三四线等不同能级的城市，调控房价保障刚需购房，制订不同的限制性地产政策。从而达到“去杠杆-抑制投资-稳杠杆”的施政效果。

在2016-2018年的房市调控中，“因城施策”具体表现为各城采取不同的“四限”政策，如“限购”提升购房者门槛，“限价”稳定新房价格，“限售”和“限贷”压缩投资性需求的盈利空间。此外，还有在“四限”基础上调控升级的各类补丁性细化政策，严防投机者抓住政策漏洞进一步炒作房价。如“公正摇号”则是基于限价基础上的调控升级，保障刚性购房需求；以及此外各类偏重市场经营监管的政策，用以规范住房销售市场行为。

表 3 重要因城施策/分类调控政策细节 (2017-2019)

时间	政策	机构	性质	内容
16.09-18.12	限购限贷或升级政策	各地方政府	针对一二线和少数重点三线城市的收紧政策	限购限贷升级、提高首付、外地人购房政策趋紧，社保年限增加：以北上广、杭州、南京等地为首， 目前已有约 46 城加入限购限贷
17.03-18.12	限售政策	各地方政府	主要针对非核心二三线城市的房价泡沫打压	对拥有商品住宅的个人采取了在一定年限之内禁止出售的“限售”政策，自 17 年 3 月至今已约有 50 个城市出台“限售”政策，限售期在 2 年至 10 年不等
17.06-18.12	新房源公证摇号	各地方政府	限价基础上的调控升级，保刚需	目前已有 7 个城市发布相关政策，以南京为起点，依次包括上海、长沙、成都、武汉、西安、杭州， 标志着第五轮调控升级
17.04-19.04	人才新政&落户放宽	各地方政府	标志对冲政策的开始，推动购房需求释放，保障刚需，缓和压力	目前已有 36 城出台 54 次人才/落户新政，除了西安、南京、武汉等强二线城市多次出台人才新政外，18 年中山珠海、呼和浩特等弱二线城市，甚至如株洲等三四线城市也相继出台人才引进及购房补贴政策。一直强调楼市调控的海南省也于 5 月发布了人才引进政策。

资料来源：CRIC 克而瑞 东海证券研究所

表 4 2016-2018 年共约 88 城出台限购及限售政策城市分布

	限购新增或升级	限售新增或升级
2016	【约 13 城】 北京、深圳、上海、杭州、南京、成都、苏州、厦门、福州、济南、郑州、东莞、怀来、昆山等	/
2017	【约 67 个地级市及县市+海南、河北】 北京、广州、天津、杭州、南京、成都、厦门、西安、长沙、宁波、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、郑州、石家庄、兰州、北海、东莞、佛山、海南大部分市县、环北京及环雄安大部分市县	【约 60 个地级市及县市】 北京、广州、重庆、杭州、南京、成都、厦门、福州、泉州、西安、长沙、宁波、福州、沈阳、青岛、南昌、郑州、太原、石家庄、长春、南宁、昆明、贵阳、北海、东莞、保定、承德、张家口、威海、东莞、菏泽、聊城、滨州、德州、常州、扬州、泰州、嘉兴、宁波、绍兴、珠海、惠州、桂林、柳州、岳阳、鄂州、襄阳等
2018	【约 11 个城市+海南】 海南、成都、长沙、西安、杭州、大连、沈阳、青岛、太原、兰州、九江、德州齐河县等	【约 23 个地级市及县市+海南全省】 海南、成都、重庆、西安、大连、宁波、沈阳、哈尔滨、长春、丹东、青岛、太原、兰州、昆明、长沙、贵阳、淄博、三明、宜昌、德州齐河县、济南济阳县、阜阳、阜南县、西双版纳景洪市、临沂沂水县等

资料来源：中国指数研究院 CREIS 东海证券研究所

目前调控覆盖约全国 88 城：31 个一二线城市、34 个三四线城市、13 个其他县市以及环雄安区域的 9 个县城

2.2.2. 一城一策：城市分化下落实主体责任制

2018年伴随着房地产市场供需全面转弱结束，而随着2019年房市供需的回暖，“一城一策”也成为了我国房地产政策的高频核心词汇。区别于“因城施策”多为单向收紧性调控，“一城一策”则侧重于松紧适度地根据各城具体情况制定或改善向或维稳向政策，旨在细化分化的房市调整下能够进一步改善地产内生供需结构，建立成熟稳定的住房体系及保障体系；是真正意义上的“因地制宜”，也开启了我国房地产市场施政的崭新阶段。

在2019年的4月19日召开的中央政治局会议上“一城一策”的概念首次被提出，会议要求“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”。在其后的《两会政府工作报告》中，以城市为主体的调控施政概念再一次被强调，报告指出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。”

在中央强力号召下，各地方政府自4月两会后纷纷开始积极响应“一城一策”的政策导向。“一城一策，分类指导，夯实城市政府主题责任制”，即指分清中央与地方事权，基于城市政府主题责任制，由各地方政府扮演“调控”根据当地市场供需情况制定或压制或激励的调控政策，而中央不直接干预扮演“指导”角色。如山东菏泽和广州就作为国内首例，先后根据当地房市供需状况，宣布取消对部分住房的限售要求；二城原有楼市调控政策中部分内容适当作出调整和修正，符合当地住房市场的发展需求，也是对“一城一策”的最好诠释。除菏泽和广州二城外，在其他省市后续的地方两会上也开始陆续作出回应，如福建省提出落实城市主体责任，编制实施住房发展规划，福州、厦门编制“一城一策”实施方案；河南省明确坚持因地制宜、综合施策，实行“一城一策”；上海表示正在研究制定完善房地产市场调控“一城一策”的长效机制。另外，杭州、宁波、成都、长沙等地明确将开展房地产市场调控“一城一策”试点。当然与此同时，不忽视防范高地价、高房价、高杠杆风险仍是年初地方两会提出的重点。

2.3. 新型户籍制度改革：人才引入

2019年4月国家发改委印发的《2019新型城镇化建设重点任务》标志着我国现代化都市圈经济发展进入了崭新阶段，主要体现为户籍制度改革进化以及高质量的城市群发展战略。该《任务》的一大特色是对落户制度的放宽力度较大，指出对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，标志着我国户籍制度改革进入了新阶段。《任务》主要提出了三大举措：一、以农业转移人口为重点，兼顾高校和职业院校毕业生、城市间转移就业人员，加大非户籍人口在城市落户推进力度；推动未落户城镇的常住人口平等享有基本公共服务。二、允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户。三、城市政府要探索采取差别化精准化落户政策，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。其中在“精准化”落户政策上，将各城按照人口规模划分为中小城市、II型大城市、I型大城市、超大城市、特大城市，以便针对各城人口流动情况决定合宜的放宽量度，从而促进各地房地产市场供需改善，实现平稳健康的增长。

“人才新政”是典型的“差别化”、“精准化”户籍制度，是针对特大、超大城市（人口分别大于500万、1000万）流入人口持续攀升下出台的进阶版落户政策。实际上，在2019年《任务》城市提出针对大中城市的“调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模”

落户放宽前，自 2018 年开始，为了改善严格调控下逐渐疲软的楼市，为城市快速发展引入新鲜力量，各城纷纷积极引入人才新政。一方面，在抑制投机的同时起到了有效对冲作用，引导刚需力量推动购房需求释放以稳定楼市杠杆；另一方面，能较好分流核心城市的流量压力，人才流入则能促进一线及二三线城市间的发展差异缩小，加速户籍城镇化。人才新政背后是户籍制度的改革，是稳定住房市场长效机制的重要组成部分。预计未来放宽落户的整体政策上仍将以人才为核心决策因素。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。

综合各地人才新政，可以概括为围绕“落户门槛放宽”以及“住房（购房、租赁）补贴+公积金新政”两方面展开实施的政策。首先伴随落户政策的宽松，之前由于限购所影响的部分购房群体能够获得购买资格，不少城市有针对性地降低人才首次购房要求。此外部分新兴产业经济发展不错的二线城市如南京、武汉等为高学历落户人才提供创业优惠及启动资金，也吸引了不少人口流入，进一步巩固潜在购房需求体量。其次各地为了争夺人才实现城市扩围，开始提升租赁补贴以及公积金贷款额度。

表 5 2017-2019H1 部分重点城市“人才落户”新政一览

城市	时间	落户门槛
一线城市		
北京	18/3/22	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	18/3/28	生物医药、新能源、人工智能、物联网、大数据等 13 个领域的人才，其 家属也可直接落户
广州	17/7/19	3 年内获取国家发明专利，人才通过技术答辩后可落户
	19/1/13	进一步拓宽落户通道： 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	18/5/26	应届高校生落户直接通过
	19/2/15	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		
杭州	17/5/26	博硕、本科/35 岁以下&中级专业技术职称、紧缺专业大专/45 岁以下者可申请落户， 同时需提供在杭居住 1 年以上以及连续缴纳 2 年以上的社保证明 ，博硕不需提供
	18/10/17	进一步放宽高技能人才引进户口迁移政策 。技师以上职业资格人员/45 岁以及高级工职业资格人员/35 岁以下，在杭州市区同一用人单位连续工作满 3 年者可申请落户
南京	18/1/5	1.博硕及 40 岁以下本科生；2.持有高级技工及以上职业资格证书的技能型人才
	19/2/14	改善积分落户政策 ：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
武汉	17/10/16	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	17/3/1	35 周岁及以下的全日制普通高等院校、中等职业学校，国民教育同等学历和留学回国人员，无论是否在就业择业期内，愿意在西安市市区就业、创业并定居生活者
	18/1/13	具有本科(含)以上学历落户不受年龄限制
成都	17/7/18	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
天津	18/1/9	1.实行引进人才“租房落户”政策，可在其长期租赁房屋所在社区落集体户口
长沙	17/6/22	本科及以上学历高校毕业生可直接落户。
福州	18/6/5	国内高教及留学生在内，本科学历/35 岁以下，硕士及以上学历毕业生 落户不限年龄
石家庄	18/4/4	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

表 5 2017-2019H1 部分重点城市“人才落户”新政一览

城市	时间	落户门槛
合肥	18/4/26	凡自愿来肥工作的普通高校应届毕业生、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、高级工及以上高技能人才，可以先行落户
三线城市		
珠海	18/4/24	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
常州	19/2/11	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
时间	城市	购房/租赁补贴
一线城市		
广州	18/6/12	按照荔湾区评定的杰出人才、优秀人才、后备人才可依次获得 50、30、20 万元不等的一次性商品住宅购房补贴，以及每人每月 2000、1500、1000 元的租房补贴
	18/5/13	广州市住建局发布《广州市人才公寓管理办法》，提出广州中心城区新增供应公共租赁住房等保障性安居工程及人才公寓用地面积不少于总用地面积的 30%。5 类人才可申请广州市本级人才公寓，但并未设置收入限制。
二线城市		
南京	17/4/25	E 类、F 类：公共租赁住房 30 平方米 60 平方米，租赁补贴每月 2400 元-6000 元不等
	18/1/9	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
济南	17/5/8	已签合同缴纳社保超半年本科以上学历人才、海内外高层次人才享本地户口居民同等购房政策
成都	17/7/19	1. 租住政府提供的人才公寓满 5 年按其贡献可以不高于一入住时市场价格购买该公寓； 2. 本科及以上学历毕业生来蓉应聘，可提供青年人才驿站，7 天内免费入住
长沙	17/8/18	1. 新落户并在长沙工作的博硕、本科等高校毕业生，两年内分别发放每年 1.5、1、0.6 万元租房补贴； 2. 博硕毕业生在长沙工作并首次购房的，分别给予 6、3 万元购房补贴
西安	17/12/6	D、E 类人才申请人才公寓/90 平-70，3 年内按照同类型商品住房租金的 50% 收取，并有 1000/月租赁补贴； E 类人才申请人才公租房/70 平，租金按照同类型市场租金 72% 收取
无锡	17/9/25	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
南昌	18/5/2	1. 对落户并工作在昌的博硕、本科及技工院校毕业生，每月发放 1500、1000、500 元生活补贴，为期三年； 2. 在工业园区企业工作的博硕生，首次购房分别予 10、6 万元补贴
海口	19/2/12	将 2018 年 5 月 13 日以后第一次在海口市就业或第一次在海口市自主创业的人才纳入相应的住房保障

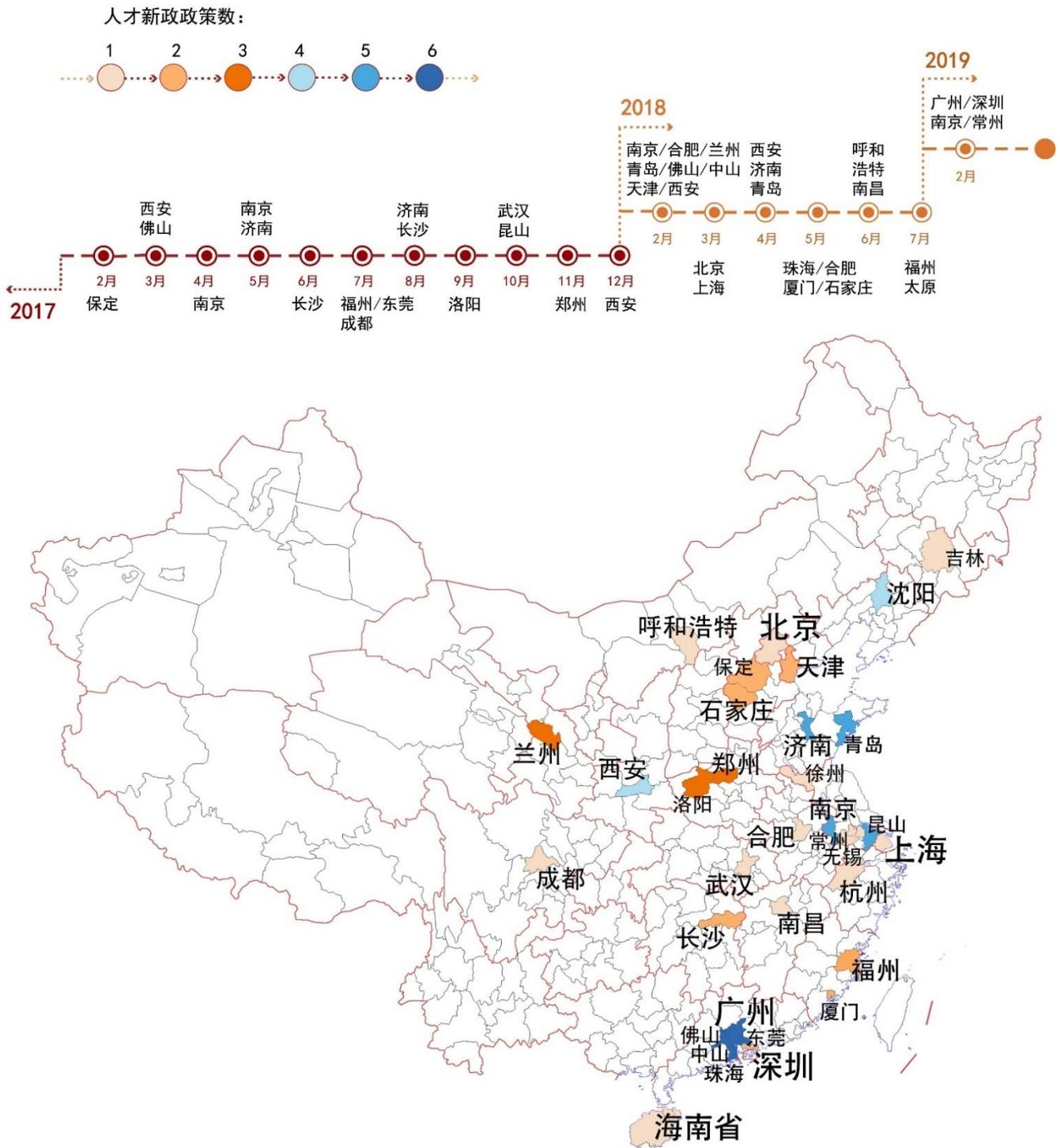
资料来源：各政府官网 东海证券研究所

据不完全统计至 2017-2019H1，共计约 36 城出台 56 次人才/落户新政。2017 年 17 城、23 次政策（二线 18 次、三线及以下 5 次），2018 年 24 城、33 次政策（一线 1 次、二线 20 次、三线及以下 12 次），2019 上半年 4 城 5 次（一线 2 次、二线 2 次、三线 1 次）。其中，为吸引人才流入推动城市加速发展，出台人才落户及住房补贴政策最高频的城市主要包括各省会在内的强二线城市以及核心都市圈范围内的强三线城市，如南京先后共发布人才政策约 4 次、西安、成都约 3 次。

此外自 2017 年开始至今，各地竞相实施人才引进措施和优惠政策已近两年，目前在加速城镇化率及推动购房需求释放这两个方面的效力已经得到了数据的印证，颇见成效。自 2017 年初各城纷纷加入人才引进行列后，至 2018 年末大部分“人才新政”城市常住与户籍人口数均有显著增长，而户籍人口增长率则远高于常住增长率，人口同比增速基本都达到 2010 年以来的峰值。

而从商品房成交面积累计同比来看，人才新政在推出半年左右后会推动购房需求的释放。如南京在2017年5月和2018年1月先后两次推出人才政策，紧随其后季度内的商品房成交面积均呈现约5%-10%的涨幅，在作为“四限”调控下的重点高压城市，前后两次“人才新政”都促使成交面积大幅增长。预计随着《2019新型城镇化建设重点任务》印发，各城进一步放宽落户后，或将推动2019年下半年刚需购房需求转暖。

图9 2017-2019H1 各城市人才新政出台时间、次数及分布



资料来源：各政府、人力资源社会保障局官网 东海证券研究所

备注：2017-2019H1 各城共计约 36 城出台 56 次人才/落户新政

3. 资金流向：融资渠道多元化，流动性回暖

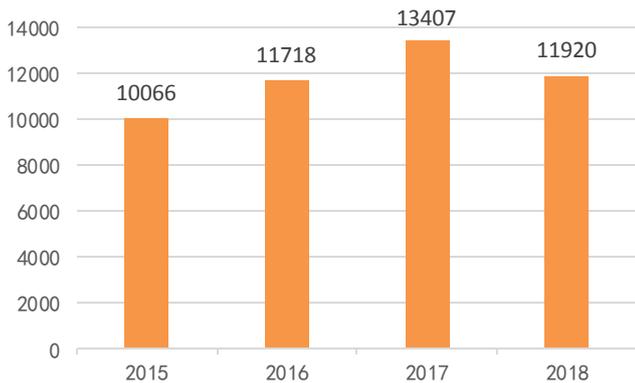
2019年“松紧适度”的货币政策对行业的支撑已初步呈现。对于2019年的货币政策，今年政府两会工作报告将去年“货币政策保持稳健中性”改为“稳健的货币政策要松紧适度。”删除了“中性”字眼，增加了“松紧适度”，意味着货币政策将根据实际供需情况或适度放松或严格控制，但总体走向更加积极。对于房地产行业而言，虽然在两会中提出“总体方针不变严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款”；但目前从流动性层面来看，“松紧适度”的货币政策对行业的支撑已初步呈现，如开发端房企融资体量上升和成本有所下行，以及消费端房贷利率下行和放款速度加快等。2018年末房地产资金信托余额26,872.7亿元，占比总信托余额14.18%，较2017年提高0.76pct，同比增速为17.12%。

3.1.1. 开发端：推进多元化融资渠道

近年房企资产负债率不断上行，2018年末达到近13年以来新高。截至2018末，房企各主要渠道有息负债余额为20.3万亿，房企负债率持续攀升，整体负债率达到79.7%，较2017年提升1.6pct，是自2005年以来的最高点。而造成整个行业杠杆率攀升至历史高位则主要源于供给端的压力，也就是土地市场紧张下拿地成本高企，以及高杠杆下房企融资监管的趋严。房企在追逐高利润的同时势必增加周转速度，而高周转则倒逼高杠杆的出现，从而形成了一个无线循环的闭环。

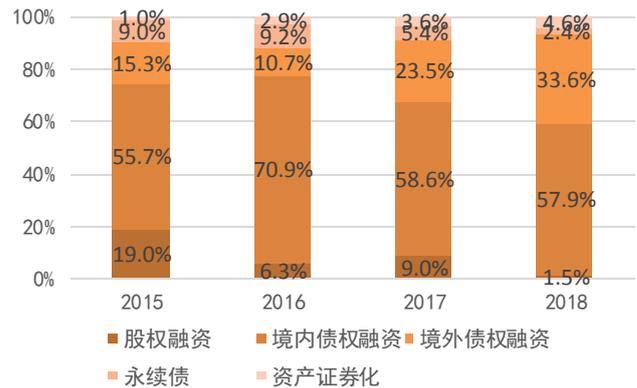
高负债压力+房地产传统融资信贷端口的缩紧，则迫使房企纷纷寻求更加多元化、成本更低的新兴融资渠道如境外债等。在中央“去杠杆-稳杠杆”的核心调控逻辑下，行业传统融资渠道监管趋严，各房企纷纷由银行开发贷转向公司债、境外、ABS和中票等多渠道融资。融资结构上，随着金融监管体制的完善化，传统的股权融资占比逐年下降，而境内、外债权融资以及新兴的资产证券化模式占比逐年大幅提升。截至2018年，股权融资、境内、外债、永续债、资产证券化分别占比1.5%、57.9%、33.6%、2.4%、4.6%，分别较2017年变动-7.5pct、-0.7pct、10.1pct、-3pct、1pct。

图 10 2015-18 房企融资总量变化 亿元



资料来源：CRIC 东海证券研究所

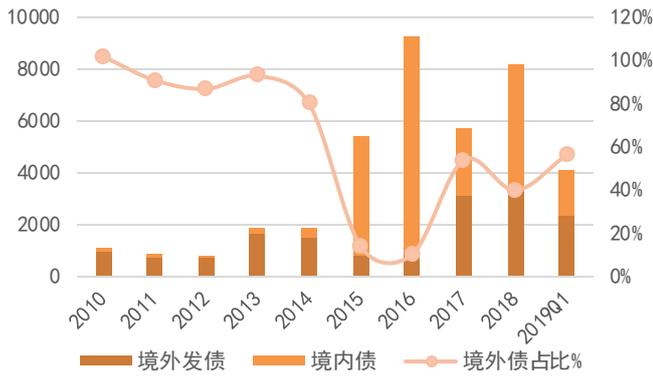
图 11 2015-18 TOP100 房企融资结构变化 %



资料来源：CRIC 东海证券研究所

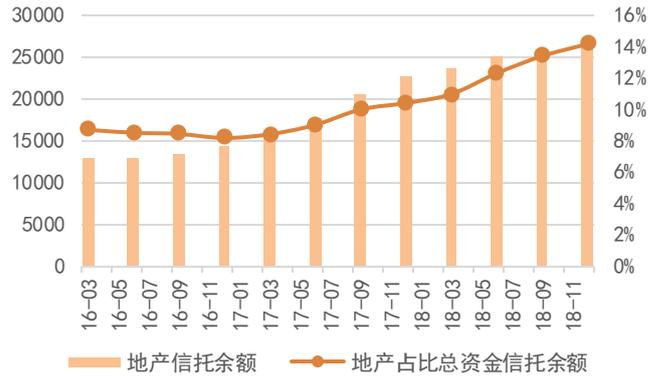
具体来看，2015年公司债首次对房企大幅开放，2015、2016年行业境内发债高达4668、8094亿元，同比分别增长985%和73%。但随着相继而来的发债标准趋严，2017年行业发债金额骤减至2,519亿元，房企融资目标转向境外。2017、2018年境外发债分别约折合人民币3,129亿元、3320亿元，境外融资同比分别增长226%、6%。然而受到信用评级以及品牌效应的约束，无论是境外债、公司债，还是2017年以来兴起的主流融资渠道ABS和中票均呈现向大中房企倾斜的趋势，市场影响力和声誉较弱的中小型房企在融资渠道拓宽上仍受到一定阻力。

图 12 房地产行业境内外发债占比 亿元/%



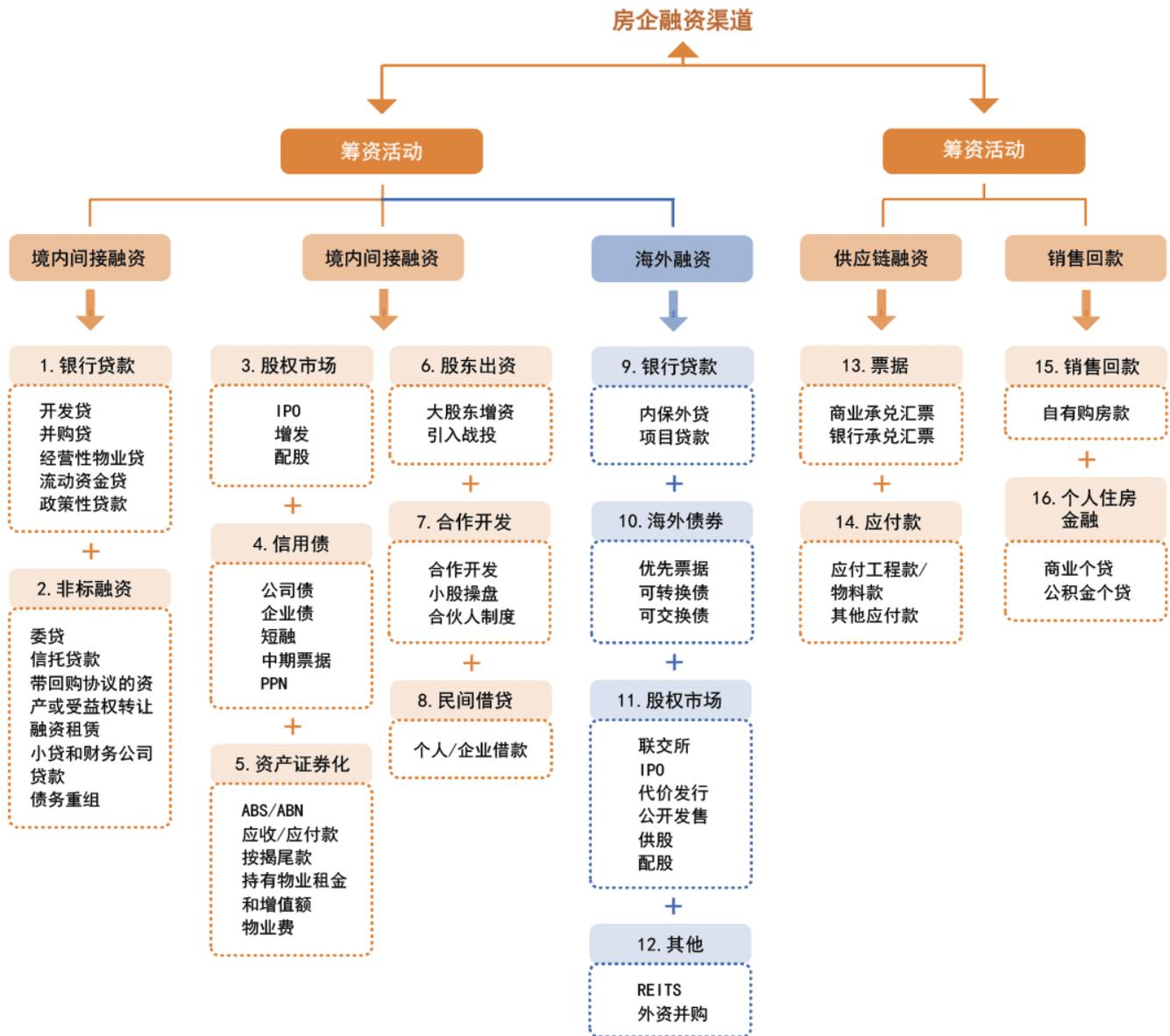
资料来源：统计局 东海证券研究所

图 13 房地产资金信托余额及占比 亿元/%



资料来源：Wind 东海证券研究所

图 14 目前我国房企 16 种融资渠道汇总



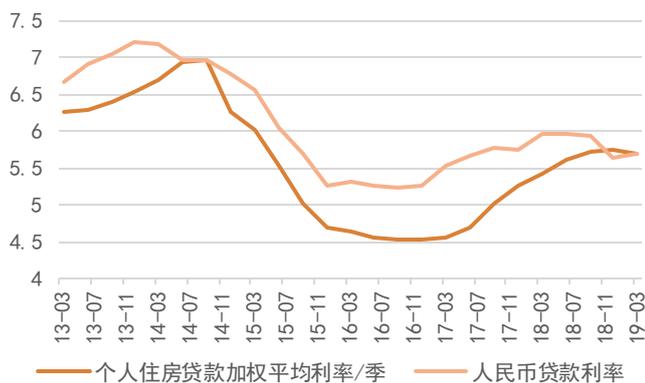
资料来源：恒大研究院 东海证券研究所

3.1.2. 购房端：按揭利率回落，刚需购房较为乐观

长短期国债收益率的利差自 2018 年至今年持续扩大，可见市场去杠杆-稳杠杆成效显著。我国经济目前处于 U 型底部回升阶段，进入 2019 以来宏观调控继续逆周期调节，而“去杠杆-稳杠杆”目标初步完成后，货币供应从收紧转为适度宽松。整体来说，目前经济基本面持稳，市场资金面中性向松，以“稳健的货币政策要松紧适度”为导向，从 2018 年的“宽货币紧信用”逐步转入“宽货币宽信用”。当然为防范经济扩张期的未知风险，银行贷款融资仍持相对理性谨慎态度，倾向差别化发放。虽然房地产市场调控周期持续延长，但在当下市场去库存弱化，新一轮地产补库存周期开始，土地供给回暖下，也将利好地产投资金融信贷流动性。

按揭利率自 2014 年以来持续下行后，2017 年下半年开始上扬，至 2019 年初以来随着信贷松动呈回落趋势，拐点或已出现。2019 年 3 月个人住房贷款加权平均利率为 5.68，较 2018 年末回落 7bp；其中全国首套房平均按揭利率 5.56%，连续 4 个月下行，而且较 2018 年 10 月的最高点下降 15bp。此外，据不完全统计，2019 年 1-4 月共计有 138 家银行下调了房贷利率。由按揭利率的稳健下调可见，在今年年初确立的稳健宽松的货币政策下，宽货币逐渐向宽信用传到，按揭贷款作为银行偏好优质资产自然也吸引了部分资金的流入。同时房贷利率的松动也与 2019 年 3 月“小阳春”以来的销售回暖相辅相成，我们预计拐点或已出现，2019 年下半年按揭利率继续稳步下行趋势的可能性较大，或将进一步改善疲软的供需市场。

图 15 2019 年以来按揭利率持续改善/季 %



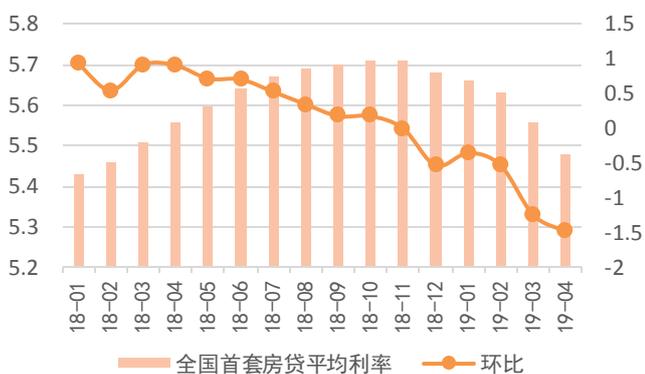
资料来源：Wind 东海证券研究所

图 16 国债收益率差值扩大 %



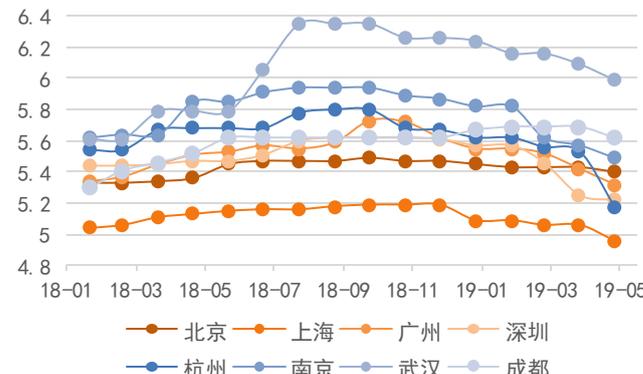
资料来源：Wind 东海证券研究所

图 17 全国首套房贷利率已连续 4 个月下行 %



资料来源：Wind 东海证券研究所

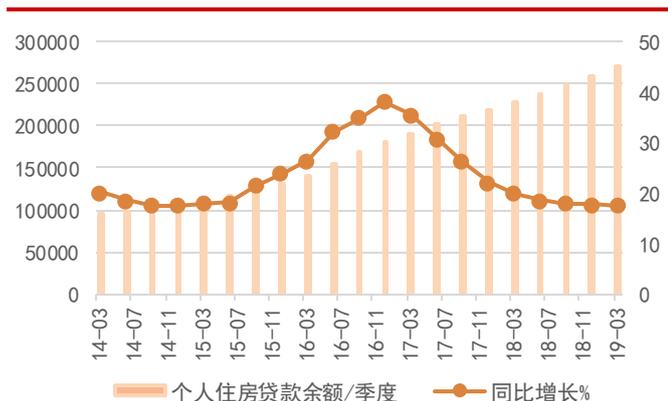
图 18 各能级城市房贷利率变化 %



资料来源：Wind 东海证券研究所

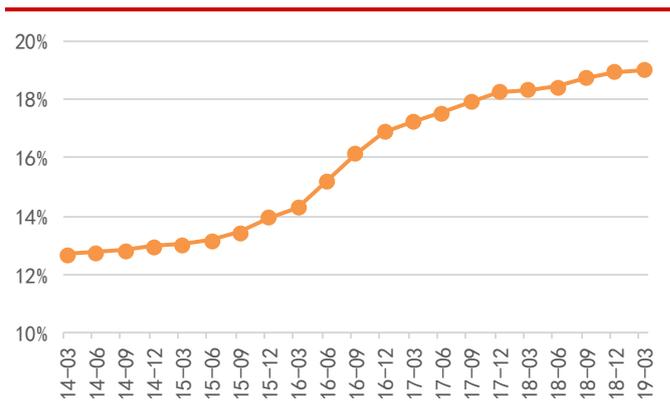
分城市能级来看，一线城市房贷利率小幅回调，大部分热点二线城市房贷利率处于持续下调区间。据融 360 大数据研究院监测的 35 个大中城市中，2019 年 3 月共有 29 个城市的首套房贷利率下降。其中厦门降幅最大，同比下降了 46 个 BP 至基准水平(4.90%)，超越上海成为全国首套房平均利率最低的城市；其次是福州和天津，下调幅度也超过了 30 个 BP。4 月以来，深圳、广州、杭州、南京、宁波、郑州 6 个城市连续下调房贷利率。总体而言，大部分人口净流入增加、刚需购房压力较大的热点一二线城市，进入今年以来都进行了不同程度的首套房贷利率下调。此举符合央行一再强调的商业银行要落实差别化的住房信贷政策，对住房贷款执行差别化的定价，积极支持居民特别是新市民购买住房的合理需求的导向，是正常理性的回归。

图 19 个人住房贷款余额及增速 亿元 %



资料来源: Wind 东海证券研究所

图 20 个人住房贷款余额占比金融机构各项贷款 %



资料来源: Wind 东海证券研究所

此外，从住房贷款余额增速来看，受信贷收紧影响 2017 年整体呈下滑趋势，至 2018 年末开始企稳，整体流动性仍在。2017 年、2018 年新增个人住房贷款余额均为 39,000 亿元，2018 年贷款余额增速为 17.8%，较 2017 年下滑 3.6pct，较 2016 年末最高点则大幅下滑 20.3pct。截至 2019Q1，贷款余额累计 269,700 亿元，增速持稳在 17.5%。而从占比上来看，个人住房贷款余额占比各项贷款余额则持续提升中，从 2013 年左右的 12% 增至 2019Q1 的 19%。虽然自 2016 年以来大体上呈现下滑趋势，但 18 年下半年以来按揭贷款增速降幅在逐步收窄，再加上今年政策上倾向“满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房”，后续首套按揭政策或有改善机会。如近期银保监会近期关于去杠杆的提法从“居民家庭的杠杆率需要降低”转变成了“有效控制居民部门杠杆率过快上升趋势”，充分说明按揭政策收紧的同时由于刚需仍在，房地产有正常发展的需要，关于购房端的资金流整体还是较为乐观。

4.行业供需：市场优于预期回暖

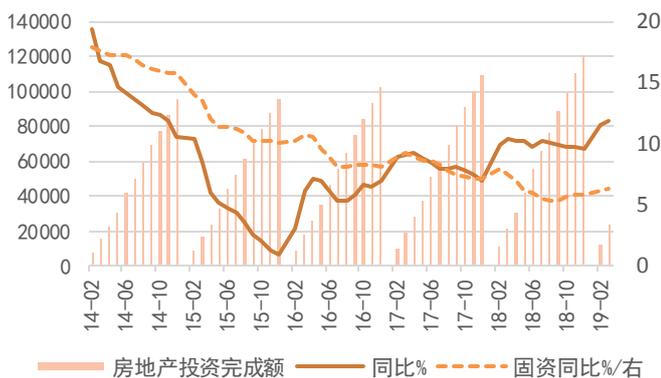
房地产行业在供需两侧结构持续调整，2017-2018年房地产供需呈转弱趋势，热度消退后进入2019年，市场在相对稳定的政策周期下，运营平稳，行业景气度得到修复，各指标优于预期回暖。分供需两侧来看：供给端，2019H1开发投资增速进入快速回暖通道，行业低库存、资金改善下推动新开工上行，同时土地市场持续降温下促使地价回归理性，或反而利好行业未来健康稳定的发展。就需求端而言，严调控下楼市业绩增速快速回落，目前行业探底或已完成，2019年开始逐步步入理性的小周期复苏阶段。而“一城一策”的主导调控叠加都市圈化经济聚集效应发酵，或促使总量稳定下各能级城市间销售业绩的分化，呈一二线城市增速好于三四线，集合了京津冀、长三角、珠三角都市圈的东部区域则优于其他区域的整体趋势。我们预计2019年下半年房市销量增长等各项指标将进入一段较长时间的横盘稳定区间。整体而言，中国经济韧性较强，行业筑底后有望进入新周期。

4.1.供给端：结构分化式回暖

4.1.1.开发投资持续回暖

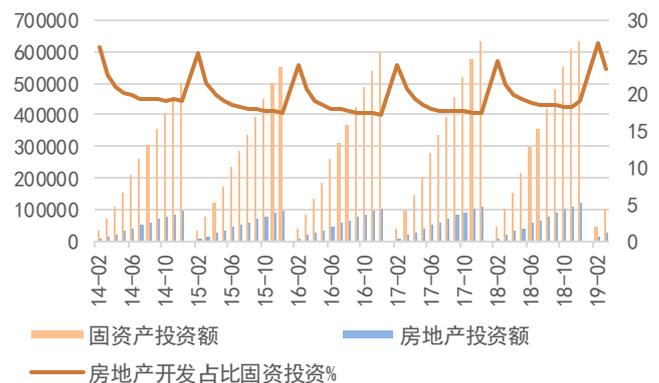
开发投资增速有所回暖，总体而言稳中向好。2019Q1房地产开发投资完成额累计达23,802.9亿元，同比增速11.8%，较2018年末回升2.3pct，创近50个月以来新高。2016-2018年房地产投资增速分别为6.9%、7.0%、9.5%，而2019年一季度以来每月投资增速均保持在11%以上。自地产市场调控从严以来，目前普遍处于低库存状态，促使近期新开工的增加，并进一步推动了施工投资增速的上行。进入2019年以来政策上并未有调控加码迹象，更侧重于“稳地价稳房价稳预期”的目标，主张“松紧适度”下的“因城施策”，整体而言调控与鼓励并行。再加上我国地产行业正经历增量到存量的转型，内部结构完善或将进一步推进行业回暖。虽难以恢复至2015-2016年的高增速区间，但预计开发投资增速较大可能循序渐进的小幅增长。

图 21 2014-19Q1 地产开发投资额及增速 亿元/%



资料来源：Wind 东海证券研究所

图 22 2014-19Q1 地产投资额占比固定资产投资 亿元/%



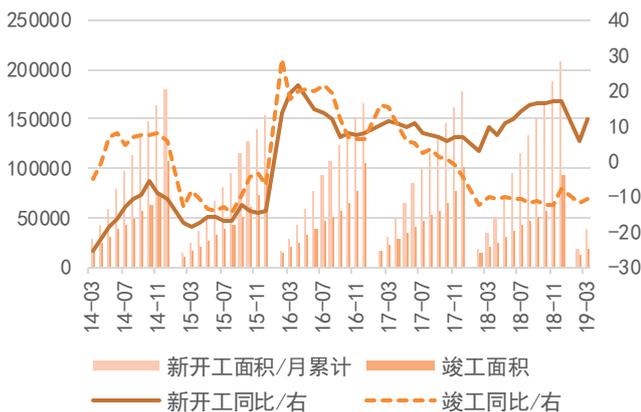
资料来源：Wind 东海证券研究所

4.1.2. 低库存、资金改善推动新开工上行

房地产供需端资金面持续好转，叠加目前的低库存以及房企普遍的高周转模式下，推动新开工自 2018 年以来持续上行。2016 年 4 月新开工累计同比增速 21.4%，为 2015 年以来最高点，短期回温之后受限购限售限贷等调控影响遂又逐步下滑，至 2017 年末全年增速仅为 7% 左右，但进入 2018 年后新开工增速开始触底回升至 17.2%。2019 年 3 月最新新开工增速为 11.9%，住宅新开工面积增速为 11.5%。分城市能级来看，2018 年全年累计增速上，三四线城市+22.2%>一线城市+9.5%>二线城市+8.7%，其中一线城市全年回升幅度最大，增速由年初的-32.3%回升至年末的+9.5%。

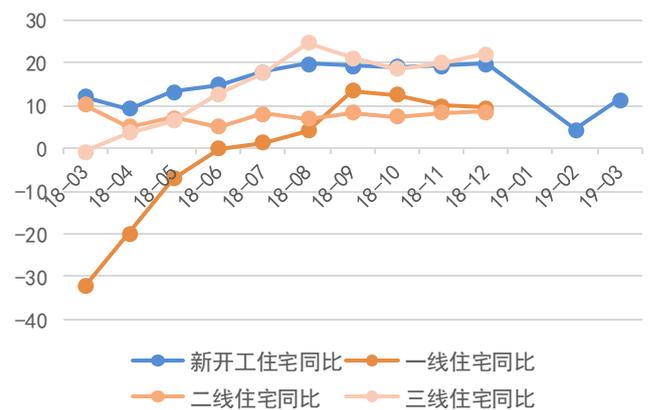
推动新开工增速上行的原因主要有三，其一，新开工面积增速持续提升印证了在“支持刚需改善住房条件”的政策支持下，刚性住房需求的释放或推动了行业开发进度条。其二，在头部房企市占率提高的背景下，其普遍推行的快周转模式，即加快开工、加快回笼资金的策略，也是增速扩大的主要原因之一。其三，作为新开工前置条件的土地市场好转以及资金来源、信贷额度的改善也是主要推动因素。预计政策松紧适宜，市场保持回暖的前提下，2019 年下半年新开工增速大概率将稳定走高。

图 23 2014-19Q1 房屋新开工竣工面积 万平米/%



资料来源：Wind 东海证券研究所

图 24 各能级城市住宅新开工面积增速 %



资料来源：Wind 东海证券研究所

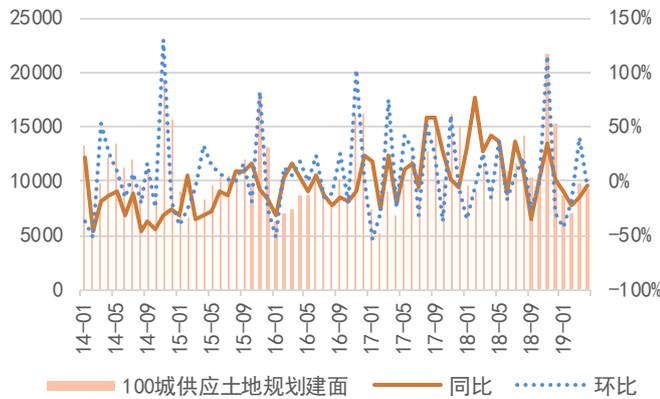
4.1.3. 土地市场：逐渐降温下地价回归理性

土地供应方面，2019 年一季度回升趋势逐渐显现。至 2019 年 4 月全国 100 大中城市共供应各类用地建筑面积约 3.48 亿平方米，同比下降 12.9%，其中住宅类用地（住宅+商住综合）供应规划建面达 1.67 亿平方米，同比下降 3.5%。分能级来看，2019 年 1-4 月，基于此前的低基数，一线城市住宅类供地回暖较为显著，而受到棚改逐渐退出的波及三线推地仍处于下降通道。其中一线、二线城市推出量同比分别增加 70%、15.7%，仅三线城市同比减少 17.3%。总体上，由于政策调控趋紧，房地产供需开始转弱，去年供地增速处于相对低位，叠加各核心城市处于低库存状态，故进入 2019 年以来，供地渐显回升趋势。

土地成交方面，今年以来供应面积虽保持增长但成交量仍处于下行通道。至 2019 年 4 月全国 100 大中城市各类用地成交建筑面积达 3.29 亿平方米，同比减少 14%，其中住宅类用地（住宅+商住综合）成交建面达 1.46 亿平方米，同比减少 11.8%。分能级来看，2019 年 1-4 月，住宅类土地成交量除一线城市小幅上涨外，二、三线住宅类用地成交量仍

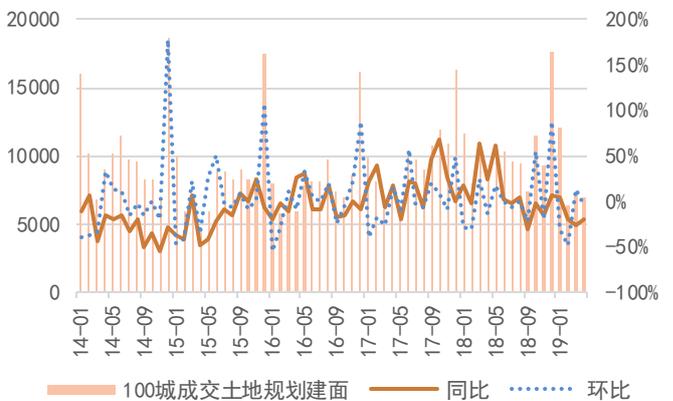
然相对低迷。其中一线城市成交建面同比增加 4.3%，二、三线城市则同比分别减少 5.45%、20.31%。由于受到行业销售走弱、信贷收紧以及限价约束等因素影响，土地成交自 2018 年下半年开始同比由正转负并持续下行至今。但进入 2019 年以来，一二线销售开始回暖，三四线持稳下，我们预计或将推动今年下半年土地市场的小幅升温。

图 25 2014-19Q1 百城供应土地规划建面 万平米/%



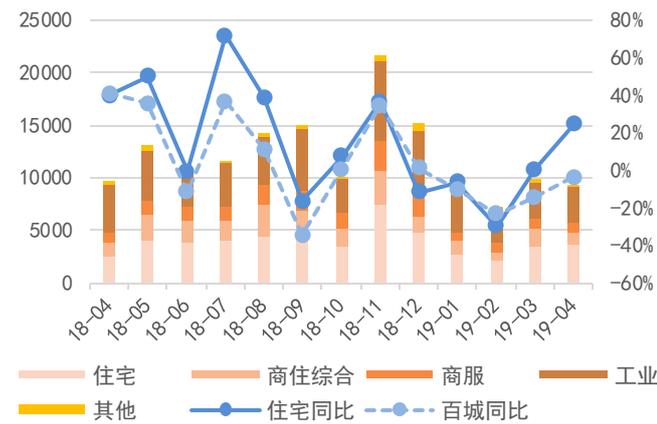
资料来源：Wind 东海证券研究所

图 26 2014-19Q1 百城成交土地规划建面 万平米/%



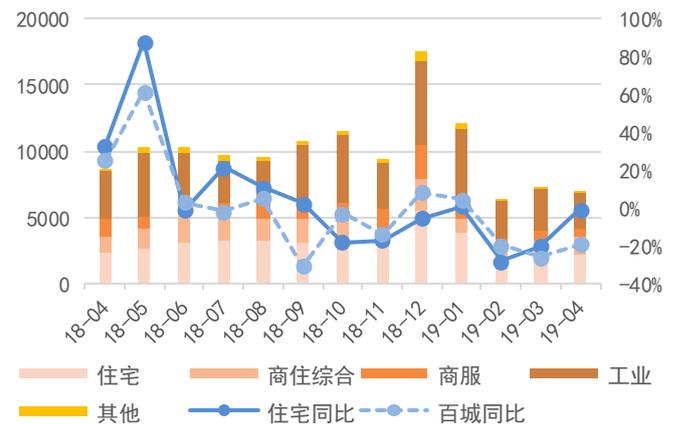
资料来源：Wind 东海证券研究所

图 27 百城供应土地建面及增速/按性质 万平米/%



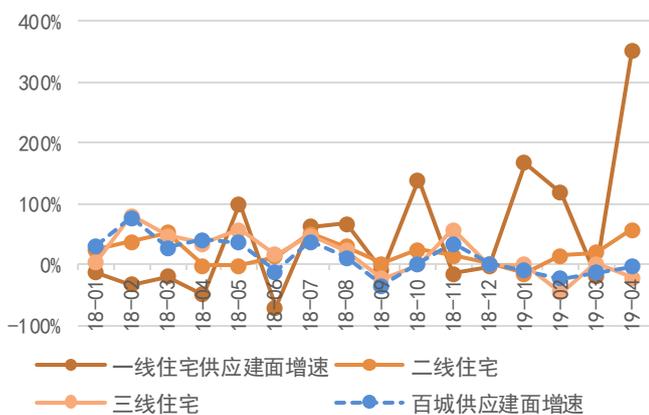
资料来源：Wind 东海证券研究所

图 28 百城成交土地建面及增速/按性质 万平米/%



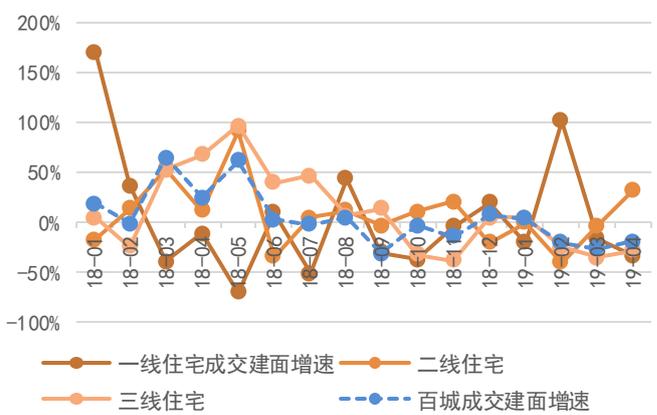
资料来源：Wind 东海证券研究所

图 29 百城住宅类供应土地建面增速/按能级 %



资料来源：Wind 东海证券研究所

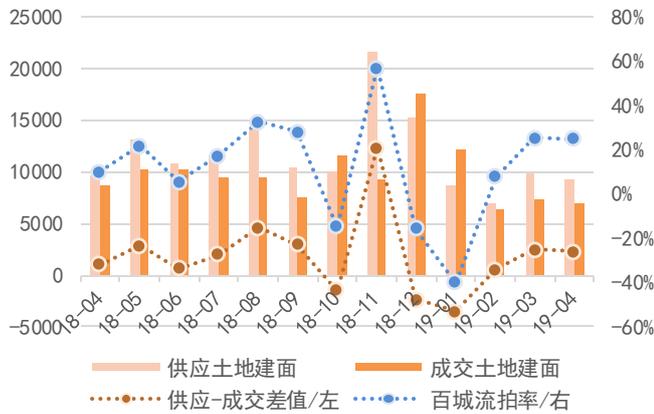
图 30 百城住宅类成交土地建面增速/按能级 %



资料来源：Wind 东海证券研究所

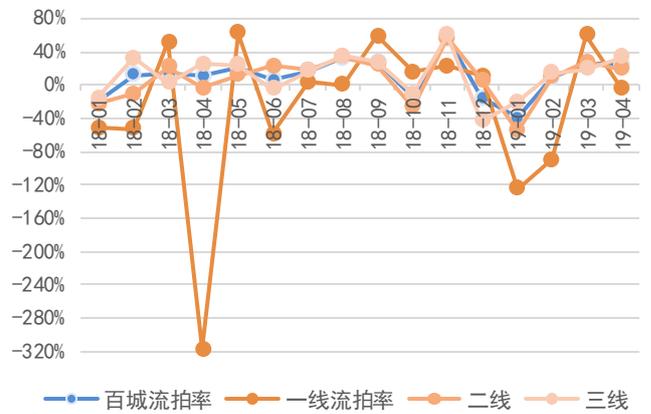
综合比对政府供地量及市场成交量，基于去年年末低位，2019 年以来土地流拍率持续上升。根据供应-成交建面差值计算，进入 2019 年以来全国土地流拍率持续小幅上行，1 至 4 月流拍率累计为 5.3%。同比结构来看，一线城市土地资源仍然供需紧张，三四线城市+10.8%>二线城市+3.7%>一线城市-35.4%。值得注意的是若后续流拍率持续走高，或将促使下半年政府供地意愿转弱。

图 31 百城供应土地流拍率/供应成交差值 万平米/%



资料来源：Wind 东海证券研究所

图 32 百城供应土地流拍率/按能级 万平米/%

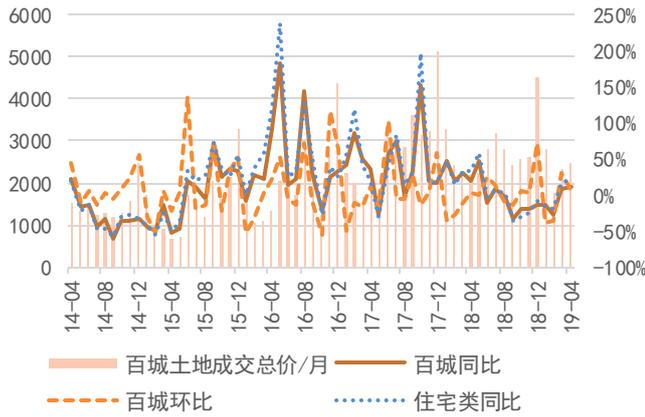


资料来源：Wind 东海证券研究所

土地成交价款方面，在市场供需走弱下，房企购地需求渐趋谨慎，地价逐步回归理性区间。2019 年 1-4 月土地成交总价累计 9391 亿元，较去年同期下降 6.6%。但随着今年 3 月房市销量开始复苏，3、4 月成交地价同比增速 8.5%、12.3%，其中 3、4 月住宅用地地价同比增幅达 17.9%、23.3%。累计至 4 月在城市结构同比降幅上，三四线城市-19.1%>一二线城市-1.2%，受到棚改货币化政策逐步转淡的影响，三四线城市地价自去 2018 年开始持续下滑。随着“去库存”热潮的消退，各城地价溢价率在经历了 2016-2017 年间两波波峰之后（平均溢价率高达 50%），开始持续震荡下行，但进入 2019 年以来随着货币相对宽松以及 3 月房市“小阳春”的出现，地价溢价出现上扬趋势。此外，楼面成交均价与溢价率走势基本保持同步，由高峰逐步回归理性后呈回暖态势。据 100 大中城市最新统计数据，2019 年 1 到 4 月，一线城市楼面均价为 12,974 元/平米，二线、三线分别 6,397 元/平米和 3,292 元/平米，较去年同期分别回升 19%、12%、6%。

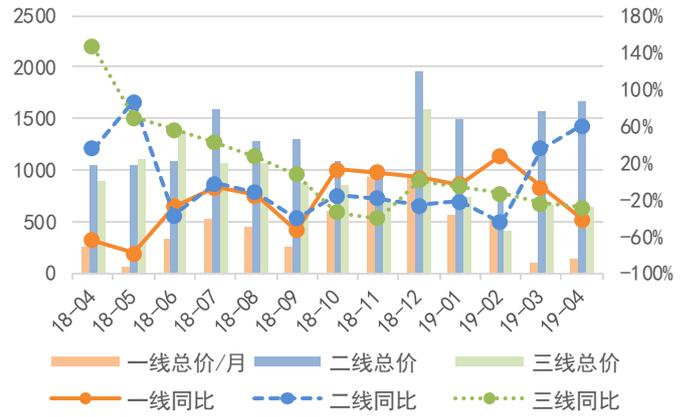
整体而言，自去年开始地价逐步回归理性区间，房地产市场目前处于相对平稳的发展阶段。今年以来我国在货币政策上主张“松紧适中”，资金渠道的相对宽松叠加 3 月以来地产销售的复苏，土地价格呈现回暖趋势。我们预计后续在“因城施策”的调控下，土地量价在小幅回暖后或将保持较长时间的稳定，非理性的“过热”走势出现概率较小。

图 33 2014-19Q1 百城土地成交金额 亿元/%



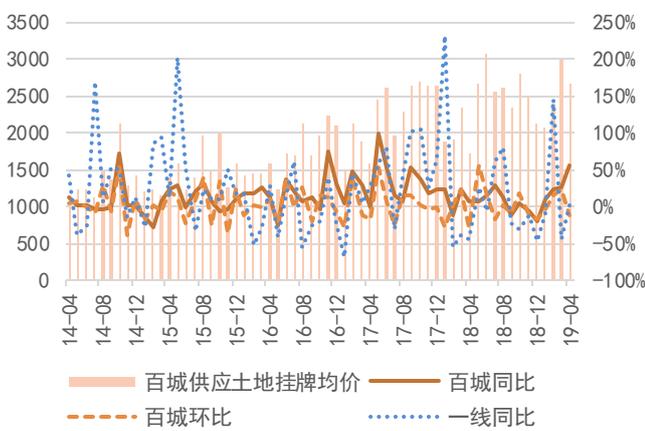
资料来源: Wind 东海证券研究所

图 34 百城土地成交金额/按能级 亿元/%



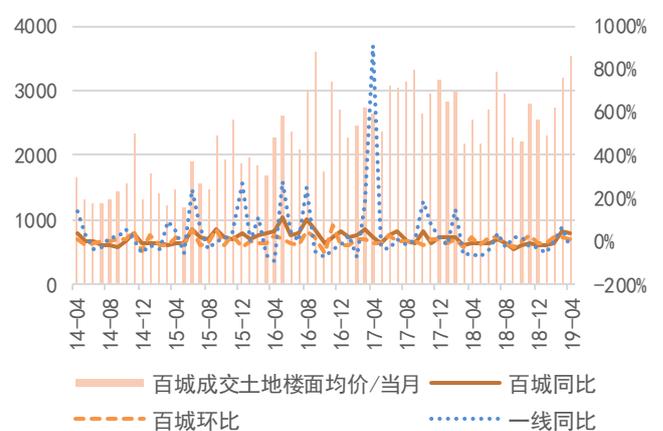
资料来源: Wind 东海证券研究所

图 35 百城供应土地挂牌均价/当月 元/平米 %



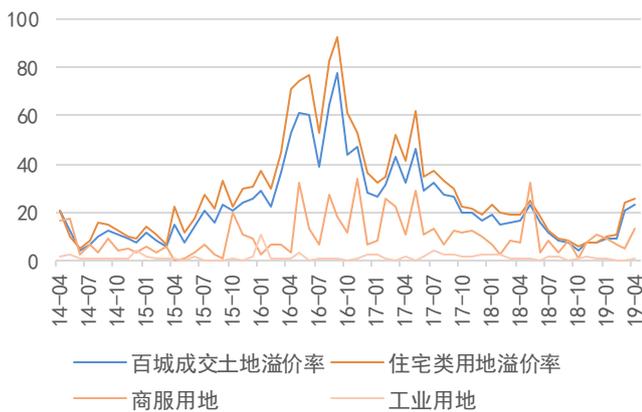
资料来源: Wind 东海证券研究所

图 36 百城成交土地楼面均价/当月 元/平米 %



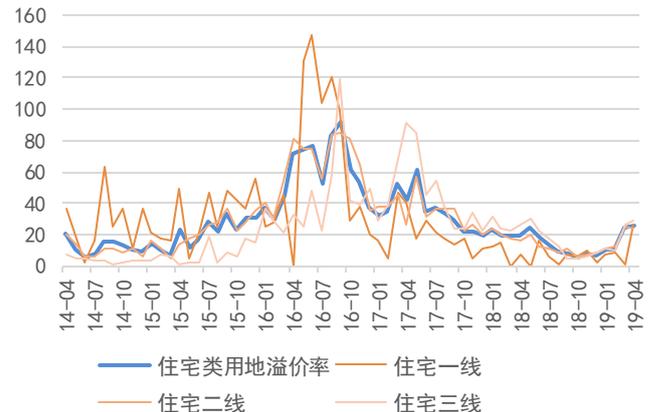
资料来源: Wind 东海证券研究所

图 37 百城成交土地溢价率/按性质 %



资料来源: Wind 东海证券研究所

图 38 百城成交住宅用地溢价率/按能级 %



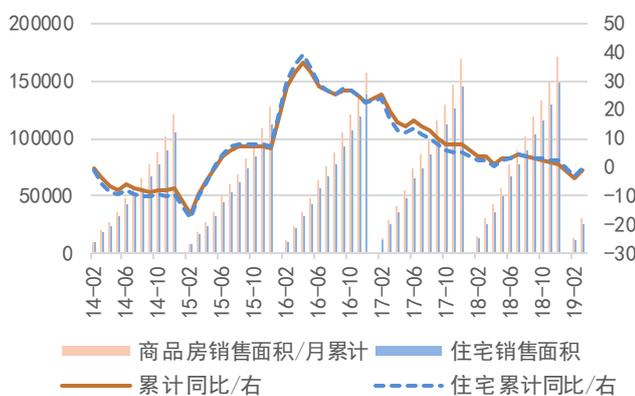
资料来源: Wind 东海证券研究所

4.2.需求端：市场进入理性复苏小周期

4.2.1.销售情况：探底后进入理性复苏周期，城市分化明显

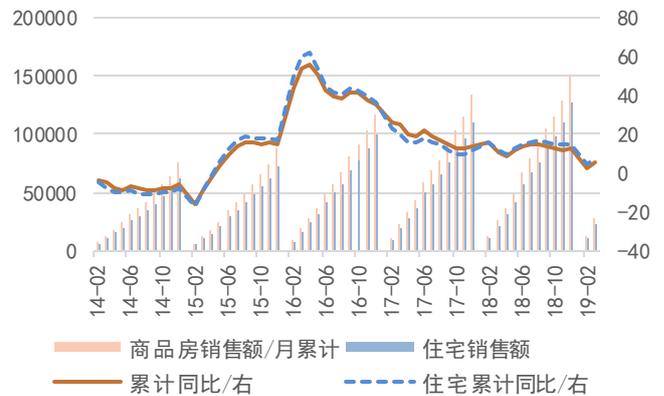
严调控下楼市业绩增速快速回落，目前行业探底或已完成，正逐步步入小周期复苏阶段，房地产正式进入总量稳定的横盘时期。2019年1至4月，全国653个城市累计商品房销售面积为2.98亿平方米，较去年同期基本持平；累计商品房销售额为2.7万亿元，同比增长6%。其中1-4月住宅累计销售面积为2.6亿平米，较去年同期基本持平；累计销售金额为2.32万亿元，同比增长8%。在2016年去库存宽信贷等政策刺激下，全国商品房销售一度进入高增速区间。但去库存成效显著后，地产市场杠杆率也迅速增高，故自2016年末至今政策风向转为抑制性密集调控，信贷收紧严控地产泡沫，商品房销售业绩增速放缓并开始稳步回落，目前我国房地产市场进入平稳发展期，预计2019年后续业绩增速将延续2018年走势，继续保持在0%左右区间内。不过在总量保持稳定的前提下，“一城一策”的主导调控叠加都市圈化经济聚集效应发酵，或将加剧各能级城市间销售业绩的分化。

图 39 2014-19Q1 商品房销售面积及增速 万平米/%



资料来源：Wind 东海证券研究所

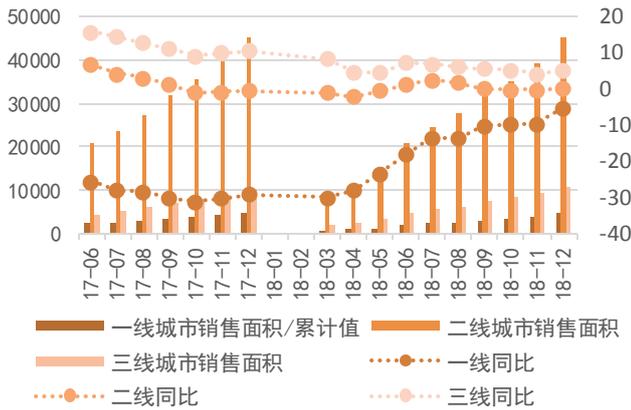
图 40 2014-19Q1 商品房销售金额及增速 亿元/%



资料来源：Wind 东海证券研究所

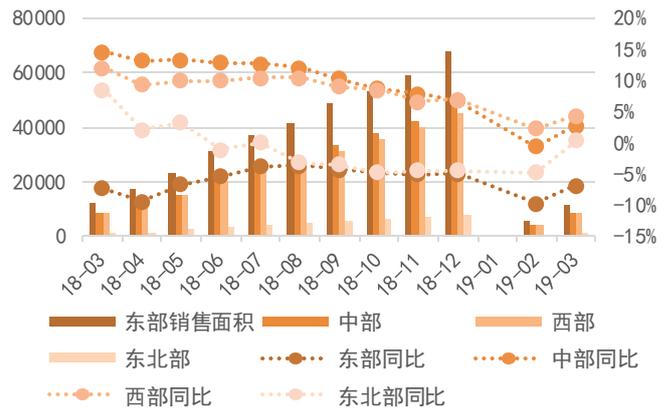
具体到城市能级以及区域部分来看，目前一二线城市业绩增速好于三四线，而集合了京津冀、长三角、珠三角等核心都市圈的东部区域则优于其他区域。据国家统计局40重点大中城市销售面积数据显示，2018年全年一、二、三线城市增速分别为-5.1%，0%、5%；其中比对2017年全年增速，一线城市回升24.1pct，二线持平，三线城市则小幅下降5.5pct。

图 41 40 大中城市商品房销售面积/按能级 万平米%



资料来源: Wind 东海证券研究所

图 42 全国各区域销售面积增速 万平米/%

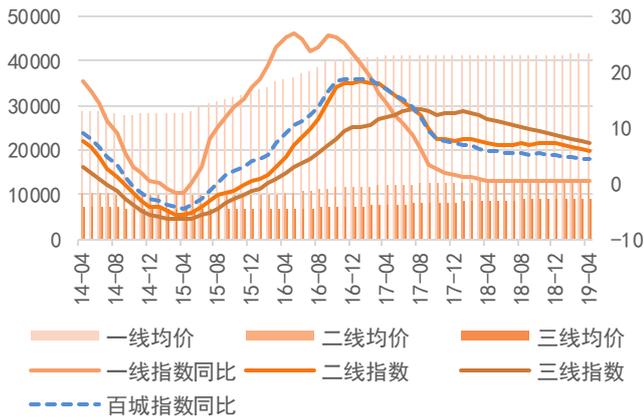


资料来源: Wind 东海证券研究所

全国 653 城在剔除 40 大中城市后, 剩余 607 城(三四线)2018 年销售面积同比增长 2%, 较 2017 年全年 14% 的增速下降了 12pct。另据国家统计局 30 重点大中城市销售数据显示, 2019 年 1 至 4 月, 一线城市销售面积累计同比上涨达 39%, 二线城市同比下降 7%, 而三四线城市同比上涨 22%。在去库存完成后棚改货币化逐渐退出, 三四线城市销售开始走弱, 而进入 3 月以来, 一二线城市销量进入见底回升区间, 尤其是一线城市需求迅速回暖。分区域来看, 东部、中部、西部、东北部 2019Q1 的销售增速分别为-7%、3%、4%、0%, 其中聚齐了京津冀、长三角、珠三角等核心都市圈的东部地区较 2018 年末增速回升幅度最大, 相对上升 3pct。预计 2019 年下半年核心都市圈腹地的一二三线城市的销量在落户政策放宽、刚需购房热情上升的助力下或将稳步回升。

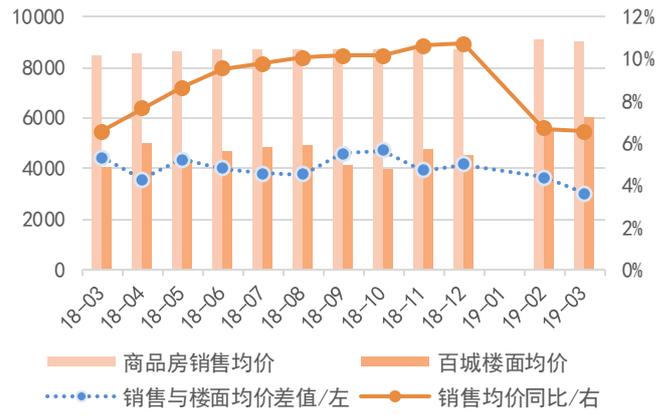
去库存热潮影响消退, 房价增速回落逐步回归理性区间。从价格指标来看, 2018 年商品房销售均价为 8,737 元/平米, 同比增长 10.7%; 其中住宅销售均价为 8,544 元/平米, 同比增长 12.2%。2019Q1 商品房销售均价为 9,065 元/平米, 同比增长 6.6%; 其中住宅销售均价为 8,954 元/平米, 同比增长 8.2%。价格走势上, 2018 年至今, 一二线、三四线城市商品房售价均从 2016-2017 年初之间的高点逐步回调, 百城价格指数增速回落至理性区间(0-10%)。由此可见自 2017 年北京“3/17 新政”开启本轮房地产周期调控序幕后, 各项限售限价等政策密集实施至今, 我国房地产市场“去杠杆、抑泡沫、稳房价”的调控成效显著, 由 2016 年去库存热潮导致的房价高企的负面影响基本得到控制。此外房地产价格相对于销售面积具有滞后性, 即住宅价格目前处于周期减速上涨向加速下跌过渡的时期, 预计 2019 年后续或顺延至明年房价同比增速将进一步回落, 其后楼市或将进入一段时间的横盘稳定期, 符合国家“稳房价稳地价稳预期”的房市调控目标。

图 43 百城住宅价格指数增速 元/平米 %



资料来源：Wind 东海证券研究所

图 44 百城销售与楼面均价差值 元/平米 %



资料来源：Wind 东海证券研究所

目前行业库存处于低位，至2019年3月末商品房待售面积为5.2亿平方米，同比下降10%；而去化率上，在行业快周转策略的推动下，自2018年下半年至今多数热点城市维持在12个月以下的低位，满足国家适当加快住宅用地供应的标准。棚改货币化的逐步退出下，非都市圈腹地的三四线城市市场整体呈走弱势态。而聚集在极大城市群腹地的一二线城市房市则初步呈现了见底回暖的态势。综上所述，目前房市在去年经历了一段时间的疲软后已基本得到修复，供需结构在密集调控下得到改善，叠加严格实行“预期管理”的调控思路以及“松紧适中，一城一策”的施政方向下，城镇落户放宽、刚需购房利好、落实人房联动机制等因素的综合作用，我们预计待2019年下半年房市销量得到进一步修复后市场增长将进入一段较长时间的横盘稳定区间。

5.都市圈化经济效应加剧下的多元化发展

2019年4月国家发改委印发的《2019新型城镇化建设重点任务》标志着我国现代化都市圈经济发展进入了高质量阶段，正式确立以“大城市引领的都市圈化城市群模式”取代过去的小城镇模式作为指导思路。今年3月5日政府工作报告提出“坚持以中心城市引领城市群发展”；4月8日，国家发改委印发《2019年新型城镇化建设重点任务》。自此明确了要顺应全球城市化发展潮流，改变过去“控制大城市人口、积极发展中小城市和小城镇、区域均衡发展”的小城镇模式，确立了以发展都市圈化辐射腹地城市群为核心的城市规划和区域规划战略。

表 6 国家发改委《2019 年新型城镇化建设重点任务》要点总结

落户政策放宽		区域协同发展	健全投融资机制	总目标
中小城市/小城镇 (人口<100 万)	已陆续取消落户限制	加快京津冀协同发展、长三角区域一体化、粤港澳大湾区建设		培育发展现代化都市圈, 实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高 1 个百分点以上。坚持新发展理念, 坚持推进高质量发展, 加快实施以城镇化为核心、提高质量为导向的新型城镇化战略。推动 1 亿非户籍人口在城市落户目标去的决定性进展。
II 型大城市 (100 万-300 万)	将全面取消落户限制	扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估, 研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措 有序推哈长、长江中游、北部湾、中原、关中平原、兰州-西宁、呼包鄂榆等城市群发展规划实施	引导开发性政策性金融机构加大支持力度, 鼓励商业性金融机构适度扩大信贷投放, 引导保险资金发挥长期投资优势, 支持符合条件的企业发行债券进行项目融资	
I 型大城市 (300 万-500 万)	全面放开放宽落户条件			
超大城市 (人口>500 万)	要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	加快出台实施天山北坡、滇中两个边疆城市群发展规划		
特大城市 (人口>1000 万)				
1. 以农业转移人口为重点, 兼顾高校和职业院校毕业生、城市间转移就业人员; 2. 推动未落户城镇的常住人口平等享有基本公共服务; 3. 允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户		都市圈经济网络 培育发展现代化都市圈, 加快推进都市圈交通基础设施一体化规划建设, 强化交通运输网络支撑 在符合土地用途管制前提下, 允许都市圈内城乡建设用地增减挂钩节余指标跨地区调剂 健全都市圈商品房供应体系, 强化城市间房地产市场调控政策协同	支持发行有利于住房租赁产业发展的房地产投资信托基金等金融产品	

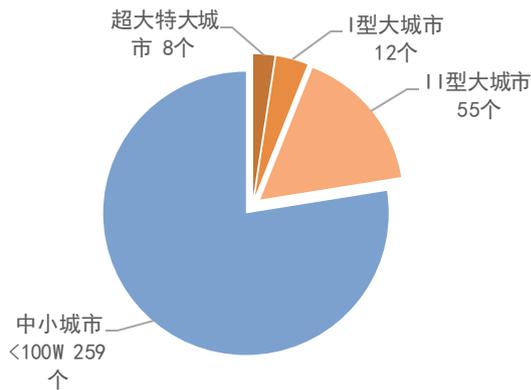
资料来源: 《2019 新型城镇化建设重点任务》 东海证券研究所

新型城镇化建设与房地产开发紧密相连, 为房地产行业健康平稳的发展提供了新契机, 核心都市圈的一、二线及辐射范围内的强三线城市或将成为主要受益群体。在《2019 年新型城镇化建设重点任务》中明确指出要积极推动已在城镇就业的农业转移人口落户, 除全面取消常规城市的落户限制外, 且首次提出要增大核心超大特大城市的落户规模 (人口在 500 万及 1000 万以上)。而在《任务》中所涉及的中小城市、II 型大城市、I 型大城市、超大特大城市基本上囊括了我国一、二线和强三线城市共计 75 城, 其住宅销售面积约占全国销售面积的 50% 以上。针对这些城市的落户制度放松将增加各大都市圈对人口的吸引力, 在一定程度上改善此前密集的“四限”调控政策下各城逐渐萎缩的楼市供需。新城规划的出台或显著利好核心经济区域的城市群, 我国日趋成型的都市圈经济效应将进一步扩大。

告别单一的“土地财政”, 拓展健全的投融资机制, 实现高质量的都市圈经济发展。过去传统的城镇化是以政府经营为主导, 以追求 GDP 政绩短期利益为目的, 对土地财政高度依赖, 这种外延式的单一扩张模式虽然能促使城镇在短期内飞速发展, 但同时也导致城镇发展结构严重失衡, 催生如城市土地空间使用效率低、产业发展基础薄弱、劳动力结

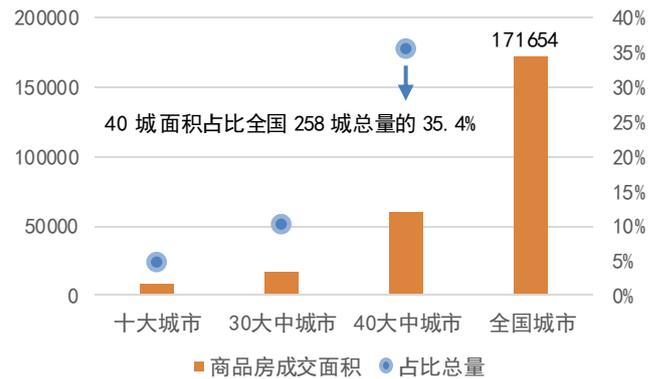
构失衡、公共服务与社会保障不足、环境污染严重等诸多问题。新型城镇化则针对传统模式的弊端，以内生式增长模式为主，在政府职能细化创新的基础上，积极发展具备产业支撑力的可持续智慧城市，实现高质量的都市圈经济发展。不同于以往单一的“圈地建房、坐地升值”的财政融资形式，《任务》指出了要全面健全城市投融资机制，“在坚决遏制地方政府隐性债务增量前提下综合运用多种货币政策工具，引导开发性政策性金融机构结合自身职能定位和业务范围加大支持力度，鼓励商业性金融机构适度扩大信贷投放，引导保险资金发挥长期投资优势，支持符合条件的企业发行债券进行项目融资，积极助力新型城镇化建设。”

图 45 我国各级别城市占比



资料来源: Wind 东海证券研究所

图 46 2018 年各量级城市销售面积占比 万平米 %



资料来源: Wind 东海证券研究所

总体来说，以培育发展现代化都市圈为核心的新型城镇化战略与现代房地产业的健康发展二者相辅相成。如城镇化建设涵盖的基建、住宅、产业园区以及城市商业存量更新等均与房地产业密不可分，这些内生性需求将为房地产业转型升级提供强大的动能。同时也只有在交通基建、民居建设、产业区进一步完善的基础上，雄安新区、京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设规划、“长三角”区域一体化以及新兴的“第四极”川渝城市群等重要区域发展战略才能得以落实，实现新型城镇化与区域协调发展有机结合。

5.1.京津冀协同发展：产业转移蕴含动能

以解决北京“大城市病”为基本出发点，达到疏散非首都功能，调整优化环京区域城市布局 and 空间结构，构建现代化交通网络系统，扩大环境容量生态空间，京津冀三地作为一个整体协同发展的战略应运而生。在 2014 年 2 月 26 日，习近平总书记在听取京津冀协同发展工作汇报时，“京津冀协同发展”正式被提升为我国重大发展战略，提出要坚持优势互补、互利共赢、扎实推进，加快走出一条科学持续的协同发展路子。随后，“京津冀一体化”方案由中国国务院总理李克强在 2014 年 3 月 5 日作政府工作报告中首次提出，目的是加强环渤海及京津冀地区经济协作。至 2015 年 4 月 30 日中央政治局审议通过《京津冀协同发展规划纲要》，则标志着京津冀协同发展的顶层设计基本完成，区域一体化战略正式落地，并加速落实到重点细分领域，如交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等。

目前京津冀协同发展已进入第五年，北京城市副中心建设过程中的辐射功能已初见成效。2016 年，中央政治局会议开始着手规划建设北京城市副中心；2017 年在《北京城市总体规划（2016 年-2035 年）》中正式确立北京“两翼”即副中心（以廊坊为主，辐射唐

山、保定等区域)以及河北雄安两个新城,疏散非首都功能如部分政府职能、商业、产业等进入实施过程。至2018年,北京市规划委员会和河北省住建厅联合编制了《通州与廊坊北三县地区整个规划》,进一步扩围北京副中心腹地,将廊坊外区三和、大厂、香河三县纳入,推动北三县能级提升。

表7 京津冀协同发展规划逐步落地过程

时间	事件
2014/2	习近平总书记主持召开座谈会并发表重要讲话,将京津冀协同发展提升到重大国家战略的高度。
2015/4	中央政治局审议通过《京津冀协同发展规划纲要》。
2017/4	中共中央、国务院印发通知,决定设立河北雄安新区,并将其形容为“千年大计,国家大事”。
2019/1	北京大兴国际机场第一场校验任务完成。预计9月30日,新机场将正式启用,该机场位于京津冀三地接壤地带,将成为京津冀的交通枢纽,为其协同发展注入新动能。

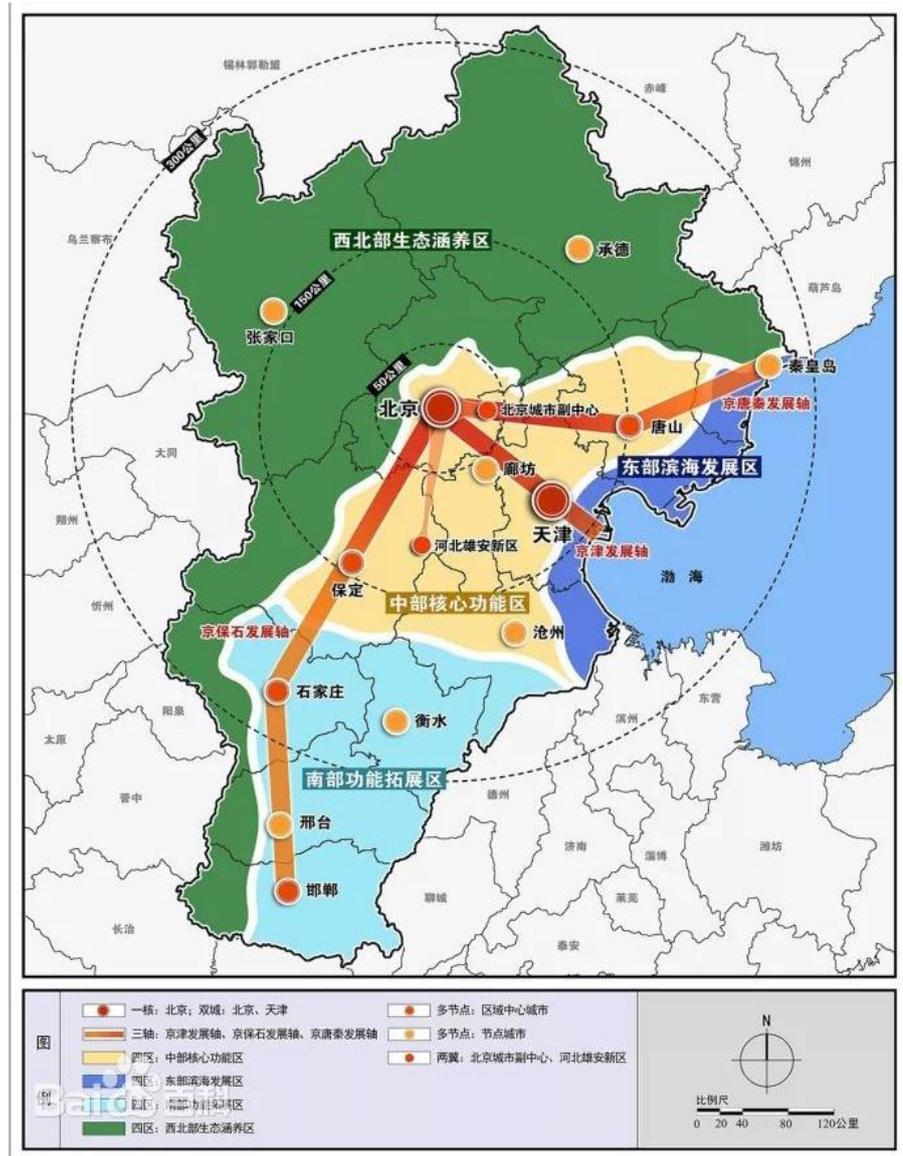
资料来源:网路公开资料整理 东海证券研究所

表8 《京津冀协同发展规划纲要》要点

要点	类别	规划方针
战略定位	北京	全国政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心
	天津	全国先进制造研发基地、北方国际航运核心区、金融创新运营示范区、改革开放先行区
	河北省	全国现代商贸物流重要基地、产业转型升级试验区、新型城镇化与城乡统筹示范区、京津冀生态环境支撑区
推进目标	2020年	北京常住人口控制在2300万人以内,北京“大城市病”等突出问题得到缓解;区域一体化交通网络基本形成,生态环境得到有效改善,产业联动发展取得重大进展
	2030年	首都核心功能更加优化,京津冀区域一体化格局基本形成,区域经济结构更加合理,生态环境质量良好,公共服务水平均衡,成为具有较强国际竞争力和影响力的重要区域
空间布局	一核	北京:有序疏解非首都功能、优化提升首都核心功能、解决北京“大城市病”问题作为京津冀协同发展的首要任务
	双城	北京、天津:天津是京津冀协同发展的主要引擎,要进一步强化京津联动,全方位拓展合作广度和深度,加快实现同城化发展,共同发挥高端引领和辐射带动作用
	三轴	天津、京保石、京唐秦:三个产业发展带和城镇聚集轴,是支撑京津冀发展的主要框架
	四区	中部核心功能区、东部滨海发展区、南部功能拓展区和西北部生态涵养区
	多节点	石家庄、唐山、邯郸等区域性中心城市和张家口、承德、廊坊、秦皇岛、沧州、邢台、衡水等节点城市。重点提高其城市综合承载能力和服务能力,有序推动产业和人口聚集

资料来源:《京津冀协同发展规划纲要》 东海证券研究所

图 47 京津冀区域空间规划示意图（2016-2035）



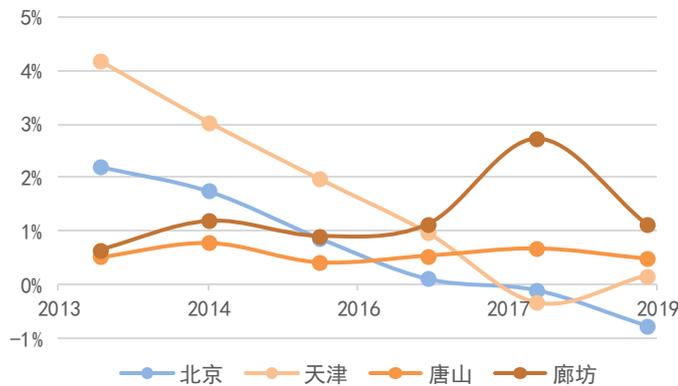
资料来源：百度百科 东海证券研究所

京津冀是中国的“首都圈”，包括北京市、天津市以及河北省的保定、唐山、廊坊、沧州、秦皇岛、石家庄、张家口、承德、邯郸、邢台、衡水等 11 个地级市。其中北京、天津、保定、廊坊为中部核心功能区，京津保地区率先联动发展。**雄安新区**则囊括定市下辖的雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，由中共中央、国务院在 2017 年 4 月决定设立。

随着北京所属职能部门向外围扩散，其原有的资源不断向腹地辐射，随之而来的则是商业、产业、人口的汇集，为“首都圈”内各城带来了极富想象力的楼市发展空间。比如从近年京津区域人口变化及商品房销售业绩来看，其功效便可窥见一斑。截至 2018 年底，北京、天津常住人口为 2154.2、1559.6 万人，增速分别为-0.75%、0.18%，二城 2017 年的常住人口则是自 80 年代以来首次出现了负增长。而首都圈的“副城市”核心功能区内的廊坊、唐山则持续保持人口高增长，2018 年底唐山、廊坊常住人口数分别为 793.6、489.5 万人，同比分别增长 0.49%、1.14%。此外，排除环京楼市过热下的调控影响因素，唐山、廊坊今年楼市销售业绩持续走高。2018 年末唐山、廊坊分别实现商品房销售额 445.8 亿元、676.8 亿元，增速分别为 13.2%、-32%（廊坊下滑主要由于作为环京楼市调控重点区域，成交量价受限）。未来随着京津冀一体化政策的进一步落实，区域内经济、产业的联动发展，更多北京、天津的外溢人口将逐步扩围至廊坊、唐山等环京地区并带动当地的购房需求增

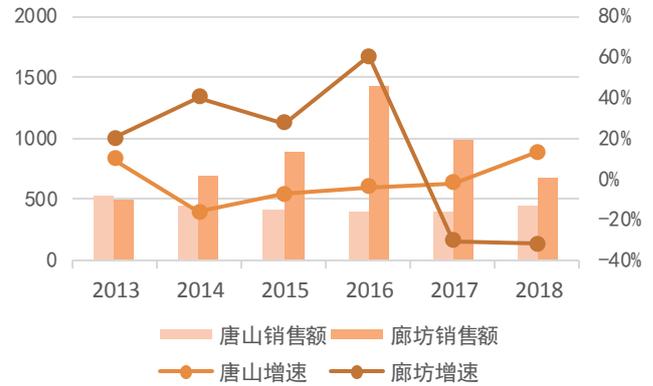
长。我们预计，日益完善的高速交通网络叠加产业转移带来的巨大动能，或将促使京津区域内各个节点城市的房地产市场具备较大发展潜力。

图 48 廊坊、唐山常住人口近年保持增长 %



资料来源: Wind 东海证券研究所

图 49 廊坊、唐山销售面积及增速变化 万平米 %



资料来源: Wind 东海证券研究所

5.2.长三角区域一体化：人口红利均衡扩散

2018年11月，长江三角洲区域一体化发展上升为国家战略，将加速形成世界级城市群。“长江三角洲区域一体化”的发展方针由习近平主席在自2018年11月进博会开幕式上首次提到并上升为国家战略。去年11月至今约半年内，中央及地方政府多次加速推进长三角一体化规划的各项政策措施落地。2018年12月初国家发改委正式启动编制《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，至5月中央政治局会议在审议了规划纲要初稿，并提出“长三角一体化发展具有极大的区域带动和示范作用，要紧扣‘一体化’和‘高质量’两个关键，带动整个长江经济带和华东地区发展，形成高质量发展的区域集群”。

表 9 “长三角区域一体化”发展规划落地进程

时间	机构	政策
2018/11	进博会开幕式	将长三角区域一体化发展上升为国家战略
2018/11	国务院	在《关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》中提出，要进一步完善长三角区域合作工作机制，深化沪苏浙皖三省一市在规划衔接、跨省际重大基础设施建设、环保联防联控、产业机构布局调整、改革创新等方面的合作
2019/3	两会政府工作报告	将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要
2019/3	上海市代表团会议	上海、江苏、浙江交界处将设立长三角一体化示范区
2019/4	发改委	《长三角一体化发展规划纲要》初稿已完成，目前正处于征求意见阶段
2019/5	中央政治局会议	审议了《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》

资料来源: 百度百科 东海证券研究所

表 10 长三角一体化三年计划六大工作任务

任务	内容
专项规划	长三角区域城际铁路网规划编制工作等
专项行动	5G 先试先用行动等
实施方案	“信用长三角”行动方案等
重大项目	大通省际断头路第一批 17 个项目等
合作平台	共建覆盖三省一市呢 G60 科技走廊，研究规划建设长三角创新圈等
民生工程建设	积极研究探索急诊和部分门诊实现异地就医直接结算的可行性等

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

图 50 长三角城市群区域空间格局示意图

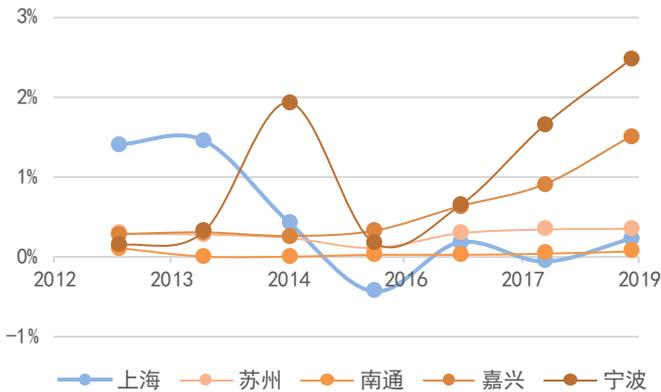


资料来源：百度百科 东海证券研究所

长三角城市群：上海，江苏省的南京、无锡、常州、苏州、南通、盐城、扬州、镇江、泰州，浙江省的杭州、宁波、嘉兴、湖州、绍兴、金华、舟山、台州，安徽省的合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城等 26 市

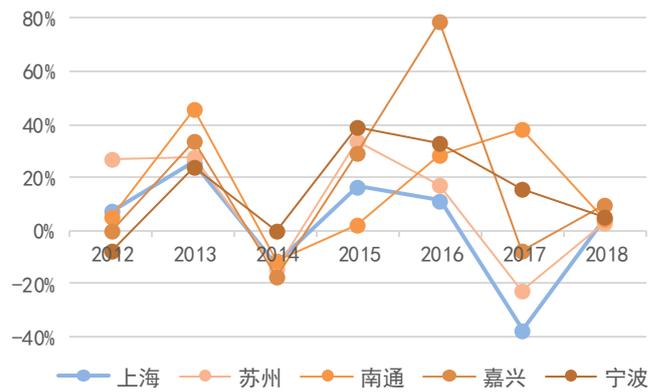
长三角城市区不仅经济总量领先，且发展均衡，城镇化水平较高。长江三角洲城市群以上海为中心，覆盖南京都市圈、杭州都市圈、合肥都市圈、苏锡常都市圈、宁波都市圈等多个经济发达的都市圈，长久以来经济基础优秀。“沪苏浙皖”三省一市的地域面积共计35.9万平方公里、常住人口2.3亿，分别约占全国的1/27和1/6，而经济总量高达近20万亿，则占比全国的近1/4。且长三角不仅经济总量大，同时各市县发展也较均衡，是中国城镇化基础最好的地区之一，高质量的城镇化水平也为其区域间的协同发展奠定了良好基础。

图 51 上海周边长三角城市常住人口增速走高 %



资料来源: Wind 东海证券研究所

图 52 上海及其周边城市商品房销售面积增速 %



资料来源: Wind 东海证券研究所

交通和基建的完善可以促使核心城市吸引的人口红利转移，带来长三角都市圈内三四线房地产市场带来增量发展。长三角城市群经济腹地广阔，拥有现代化江海港口群和机场群，高速公路网比较健全，公铁交通干线密度全国领先。在立体综合交通网络基本形成下，极大推动了区域内资源共享、商业市场流通、产业族群升级，因此长三角不仅是长江经济的引领者，更是全国的经济中心之一，对全国范围内的人口具有极大虹吸作用。同时，由于区域内交通网络高度一体化，各节点城市经济发展均衡、基础设施完善，大量流入人才扩散至周边土地充裕地区，如核心大都市上海、杭州、南京等辐射范围内的中小城市并促进产业、商业转移，从而带动了都市圈内尚有挖掘空间的低洼地区，如强三四线城市房地产市场的增量发展。

目前房地产业仍处于城镇化发展的大浪潮中，长三角一体化也与新型城镇化的发展紧密相连。2018年上海连同苏浙两省开始联合编制《上海大都市圈空间协同规划》，初步确立构建以上海为中心，连同苏州、无锡、南通、嘉兴、宁波、舟山、湖州7市的“上海大都市圈”空间格局，优化后的区域共计覆盖陆域面积4.9万平方公里，常住人口约6500万人。该规划与国家今年年初确立的新型城镇化建设的指导思路“坚持以中心城市引领城市群发展”高度契合。如上海此类超级大城市的居住需求主要可分为自住、准自住和养老度假，而这三类需求大致的辐射半径分别在50公里、100公里和200公里左右，而上海辐射区域内的三四线城市在交通便捷、公共服务完善的基础上可以大量接纳其外溢需求，推动当地房地产市场发展的同时，亦能缓解中心上海的住房供需压力。

总体来说，长三角一体化作为重要国家发展战略会极大增加跨地区的人才流动，区域住房、租赁、地产金融等市场将迎来新的发展机遇。

5.3. 粤港澳大湾区：接轨世界级湾区

粤港澳大湾区于 2017 年初被列为国家级的区域战略，2019 年国务院正式印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，标志着打造世界级湾区的战略目标正式落地加速。在 2017 年 3 月的两会政府工作报告中，首次提出要研究制定“粤港澳大湾区城市群发展规划”，并将其列为国家级区域战略。2017 年 7 月，在习近平见证下，国家发改委和粤港澳三地政府共同签署《深化粤港澳合作，推进大湾区建设框架协议》，计划基建总投资达 4.8 万亿元，并开始着手制定发展规划纲要。至 2019 年 2 月 18 日，历时近两年，举世瞩目的《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式发布，标志着粤港澳大湾区建设正式进入实质阶段。这份纲要对粤港澳大湾区远至 2035 年战略定位、发展目标、空间布局、产业升级等重点方面作了全面规划。明确指出要“携手港澳共同打造大湾区，建设世界级城市群”，具体涵盖打造具有全球影响力的科创中心、作为一带一路建设的重要支撑、内地与港澳深度合作示范区和宜居宜业宜游的优质生活圈等方面。

表 11 2019 年《粤港澳大湾区发展规划纲要》重要内容

战略定位	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 建城世界新兴产业、先进制造业和现代服务业基地，建设世界级城市群 ➢ 发挥粤港澳科技研发与产业创新有欧式，建成具有全球影响力的国际科技创新中心
发展目标	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 到 2022 年，发展活力充沛、创新能力土储、产业结构优化、要素流动顺畅、生态环境优美的世界级城市群框架基本形成 ➢ 到 2035 年，形成以创新为主要制成的经济体系和发展模式，经济实力、科技实力大幅跃升，国际竞争力、影响力进一步增强，大湾区内市场高水平互联互通基本实现
城市定位	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 香港：巩固和提升国际金融、航运、贸易中心和国际航空枢纽地位 ➢ 澳门：建设世界旅游休闲中心、中国与葡语国家商贸合作服务平台 ➢ 广州：增强国际商贸中心、综合交通枢纽功能，建设国际大都市 ➢ 深圳：发挥作为经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用，加快建成现代化国际化城市
协同创新	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 探索有利于人才、资本、信息、技术等创新要素跨境流动的政策举措，构建开放型区域协同创新共同体 ➢ 优化创新资源配置，建设一批产业技术创新平台、制造业创新中心和企业技术中心等高水平科技创新载体 ➢ 研究实施促进粤港澳大湾区出入境、工作、居住、物流等干呢国家便利化的政策措施，鼓励科技和学术人才交流 ➢ 建设面向港澳的科技企业孵化器，为港澳高校、科研机构的先进技术成果转移提供便利条件
基础设施	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 巩固提升香港国际航运中心地位、国际航空枢纽地位；构建以告诉铁路、城际铁路和高等级公路为主题的成快快速交通网络，力争实现大湾区主要城市间 1 小时通达 ➢ 构建新一代信息基础设施，全面布局基于互联网协议 IPv6 的下一代互联网
产业发展	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 增强制造业核心竞争力，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，大力推进制造业转型升级 ➢ 依托香港、澳门、广州、深圳等中心城市的科研资源优势和高新技术产业基础，联合打造一批产业链条完善、辐射带动力强、具有国际竞争力的战略性新兴产业集群 ➢ 推动新一代信息技术、生物技术、高端装备制造、新材料等发展壮大为新支柱产业 ➢ 构建现代服务体系，聚焦服务业重点领域和发展短板，促进商务服务、流通服务等生产性服务业向专业化和价值链高端延伸发展

资料来源：《粤港澳大湾区发展规划纲要》 东海证券研究所

图 53 粤港澳大湾区政策落地进程



资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

图 54 粤港澳大湾区城市群空间格局



资料来源：百度百科 东海证券研究所

粤港澳大湾区：由香港、澳门两个特别行政区和广东省广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆（珠三角）九个地市组成

粤港澳大湾区作为世界第四大湾区，不仅是珠三角城市群的重要载体，也是国家建设世界级城市群和参与全球竞争的重要空间载体。大湾区包括香港、澳门和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市等珠三角 9 个城市，总面积 5.6 万平方公里，2017 年末总人口约 7000 万人，是我国开放程度最高、经济活力

最强的区域之一。历史上，凭借地理优势和市场力量，湾区通常能形成巨大的经济体量，如美国纽约湾区、旧金山湾区、日本东京湾区之流。而粤港澳对标其他三大湾区，人口聚集度以及经济体量在未来仍有较大挖掘空间。

表 12 粤港澳大湾区与其他世界级湾区经济对比

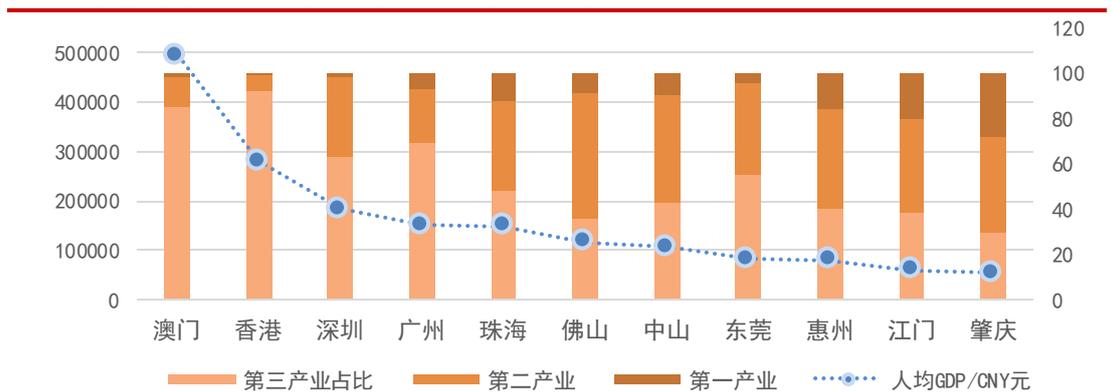
	粤港澳大湾区	东京湾区	旧金山湾区	纽约湾区
陆地面积 万平方公里	5.65	3.68	1.79	2.15
常住人口 万人	7000	4383	760	4383
GDP 万亿美元	1.36	1.8	0.8	1.4
人口密度 人/平方公里	1213	2634	421	923
人均 GDP 万美元/人	2.04	4.14	11.19	5.98
地均 GDP 美元/平方公里	2400 万	9300 万	4500 万	4500 万
第三产业比重 %	62.2%	82.3%	82.8%	89.4%
世界 500 强企业总部数	16	70	28	22
高校数量	173	120	73	227

资料来源：合富研究院 东海证券研究所

根据规划，将优化提升中心城市，以四大中心城市为核心，建设九大节点城市，增强辐射带动周边城镇发展，共同提升城市群发展质量。《规划》提出以香港、澳门、广州、深圳四大中心城市作为区域发展的核心引擎，强者恒强优化升级，增强对周边区域发展的辐射带动作用。同时建设九个重要节点城市，支持珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等城市充分发挥自身优势带动周边特色城镇发展，实现产城融合。

可预见随着规划要条的加速实施，大湾区进一步整合资源加速发展，区域内交通网络和产业结构、金融服务等的逐步升级成型，人口和产业得到进一步聚焦，将共同推动区域价值的大幅提升。其一，广州、深圳作为珠三角城市群的焦点城市，城市价值和物业价值将进一步提升，尤其是城市的中心区域房产相关价值有望成倍增长；其二，在建设大湾区的背景下，周边二三线城市价格低城市如江门、中山、顺德、佛山、镇江、肇庆等，以及其周边具有湾区资源优势的特色小镇，都具备较大的上升空间。

图 55 粤港澳大湾区 9+2 城市人均 GDP 及产业结构对比



资料来源：国家统计局 东海证券研究所

最后粤港澳作为有望接轨全球的大湾区，我国开放程度最高的区域之一，叠加与香港发达的金融市场紧密相连的地理关系，湾区产业、商业、居民等都与各类跨境金融服务高度融合，有望推动整个辐射区域迎来新一轮的消费升级。并且大湾区城市如深圳、广州等是国内多家龙头房企的发源地或总部（万科、碧桂园、恒大、保利、招商蛇口、华润、富力等），规划的落地、人才流入增大、开放的金融服务优势等，都将为提早在湾区深耕布局的资源型龙头房企提供巨大的发展动能。

5.4.轻资产重运营的多元化发展

我国房地产业经历从重资产开发商到轻资产运营商的变迁是为大势所趋。参照发达国家地产业的发展经验，通常行业需要经历“开发商-地产商-地产资本商”的历程，完成“地产+资本”的产业升级。目前我国房地产业正处于中期完成时，即开发商向地产商的转型，进入中后期后，势必需要跨进轻资产行列摆脱受制于土地资源的现状。如当下城市更新运转链条正逐渐从传统地产的“拿地-开发-销售”转变为“投资-改造-运营”。

传统房企亟待多元化业务转型，优化持有物业运营，拓展新型存量融资渠道。从传统开发商向新型运营商的转型标志着我国从狭义房地产下的增量时代正式进入泛地产的存量时代，其大势所趋有两点必然性。其一，是城市经济高速发展下土地资源日渐紧张，城市亟需进行存量更新、产业升级。其二，是房市调控下货币政策收紧，从传统融资渠道获取资金的难度增大，迫使房企纷纷开始多元化业务转型。偏重运营的房地产业务通常具有轻资产的特征，且与资本结合度高，能够有效地帮助地产商优化已持有物业结构，以获得如资产证券化等的新兴融资渠道，盘活存量资源。

将地产开发与其他多元化辅助业务的协同效应最大化成为各房企发展的主流趋势。近年，各房企纷纷开始顺应地产行业进化模式，谋求多元化业务协同发展，在保障基础地产业务的同时积极拓展商业、康旅养老、物流等高新产业园以及金融、互联网等新兴板块业务，希冀摆脱传统开发商对土地以及开发贷的依赖性，以多元化业务辅助地产开发的现金流，并同时以地产开发业务为基础，推动辅助业务的快速发展。

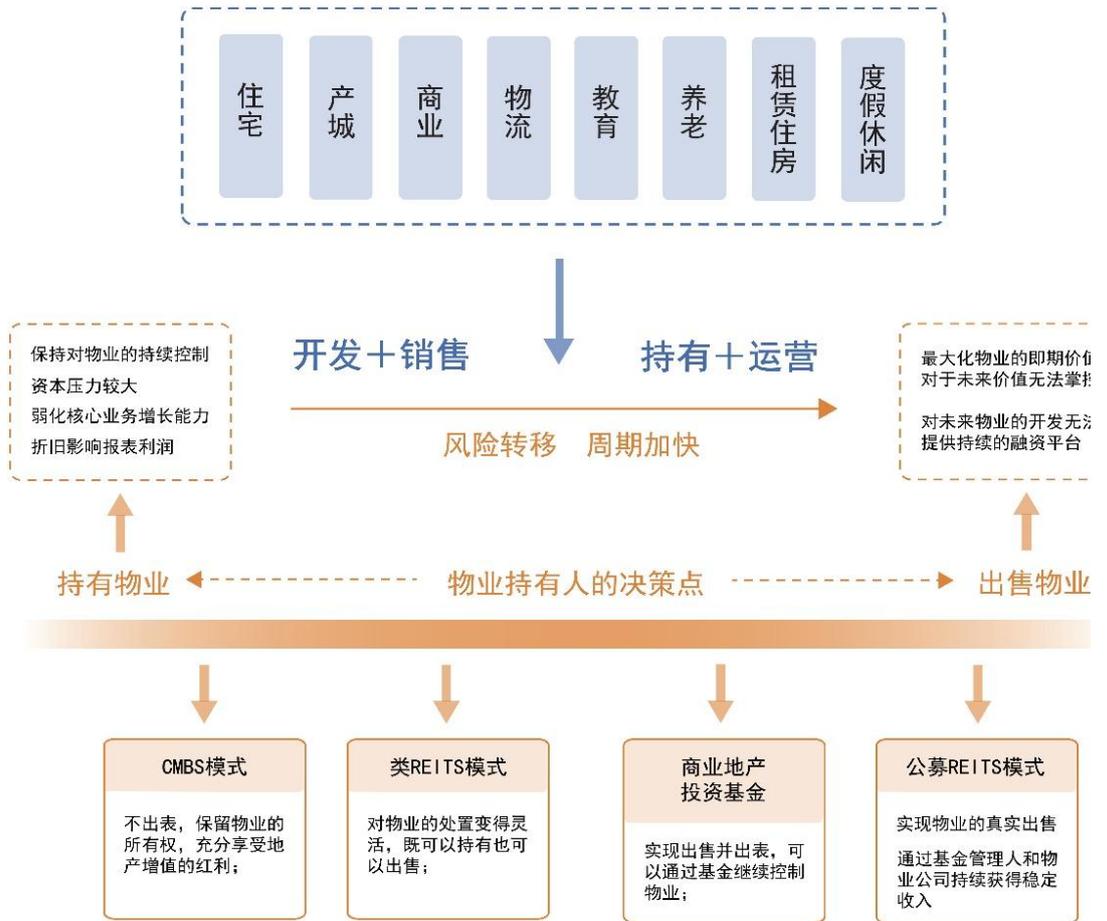
表 13 我国目前处于房地产发展中期，“开发商”向“地产运营商”转型的过渡时期

发展阶段	开发商		地产商	
	初期	中期	中期	后期
商业模式	以建筑商为主，从事商品房、保障房建设	引入产业+地产概念，打造产业园区、特色小镇、养老地产、旅游地产、物流地产、城市运营商等特色		结合资本体现金融的本质，以ABS、REITS、PERE(Private Equity Real Estate)为主要形式，主要从事物业运营与投资
资金来源	自有资金(销售回款)、银行贷款	自有资金、银行贷款、信托贷款、产业资本		自有资金、银行贷款、公众募资
商业特征	回报期 1-2 年；重资产	特色小镇回报期 3-5 年，产业新城 5-10 年；重资产		回报期 10-20 年；轻资产
代表公司	万科、金地集团	华夏幸福、招商蛇口、华侨城集团		越秀地产、光大嘉宝、世联行

资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

我国正逐步迈进房地产金融时代。从初期的开发竞争走向运营和资本竞争，越来越多的开发商纷纷投奔“轻资产”路线，将资产管理输出、品牌输出等纳入企业战略层面。如万科、保利等主流地产商今年以来多次表态要实现多元化转型，要成为“美好生活服务商”。此外如前文“资金面”分析中所述，传统融资市场对地产行业金融监管趋严，再加上高压调控下房企自身高周转高杠杆的应对策略，迫使其为了盘活存量资产获得资金流动性，转而谋求资产证券化等新的融资手段。从而出现了永久债券、信托、P2P 借贷、众筹、合作开发等其它融资方式，并且开始推出 ABS(资产支持证券)、CMBS、类 REITs 等，加快了中国房地产证券化进程。与此同时，作为这些金融产品设计环节中的基础资产如商业地产、物流地产、租赁公寓等运营模式开始兴起。

图 56 房地产从“增量”到“存量”的运营模式变迁，轻资产化融资兴起



资料来源：网络公开资料整理 东海证券研究所

5.4.1. 与资本高度融合的多元业务：商业、物流、长租公寓

➤ 商业地产

我国商业地产发展尚处于初级阶段，与资本融合下发展潜力巨大。其一，商业融资市场远未饱和。目前我国商业物业融资总量 1300 亿元，以银行贷款和非标融资为主，融资成本在 6%-15%。而比之于美国 11 万亿元市场总容量，中国商业地产证券化还有巨大空间。其二，城市更新推动下商业业态的进化。随着城市圈经济的迅速发展，传统产业进化以及生活消费升级的需求日趋迫切，核心商圈的新区扩围与旧区改造之间的矛盾愈演愈烈下，城市建设更新开始加速。在一二线城市更新的大趋势下，如何盘活繁华商圈老化的存量资产，以创新的业态满足城市居民日常消费生活的需求，是商业地产商迫切需要解决的核心问题。目前国内已呈现的业态有体验式主题消费、一站式生活服务、联合办公等。其三，商业业态的更新升级需要创新性金融产品的支持。除了业态创新之外，面对商业地产庞大的存量，以及融资渠道有限的局面，如何通过金融创新来盘活存量，优化资本结构、降低资金成本也是行业亟待解决的难题。而资产证券化和 REITs 则是商业地产目前以至未来最为适逢其会的路径之一。

➤ 物流等产业园区

物流地产是房地产轻资产化的重要存量运营细分领域，其发展潜力主要体现在优质物流仓储市场空间大以及投资回报率高两方面。其一，**高端物流仓储极度匮乏**。随着我国电商和第三方物流的快速发展导致高端物流仓储需求持续增强。而据世邦魏理仕 CBRE 报告显示，目前中国主要城市中高标准物流设施面积仅约为 0.26 亿平米，通用仓储面积为 8.6 亿平米，相比之下美国分别为 3.7 亿平米、17.7 亿平米，而人均面积相差约 77 倍。且目前我国高端仓储占仓储总量的 2.33%，远低于美国 20.9%，供应显著不足，难以满足现代企业的需求，未来优质现代物流仓储的增长空间巨大。其二，**回报率明显高于其他类型物业**。我国互联网高速发展下商品零售业的需求高速增长，供需矛盾下刺激物流地产租金稳步提升，根据 CBRE 研究报告，物流地产租金自 2009 年起持续上涨，年增长率约为 4.3%。并且物流地产投资回报率约达 6-8%，较商业地产的 4-5%、住宅地产的 2-3% 有明显优势。其三，且相较于商业地产，**物流地产操作流程标准化高，较易实现资产证券化**，近年逐渐成为更受到海外基金和长期投资者的青睐。

➤ 长租公寓

长租公寓，即机构化的专业租赁服务概念，其崛起条件已趋成熟。我们认为取代原始租赁模式的标准化产品如长租公寓，以及“租赁+资本”概念支持下的 REITs 等创新性住房证券融资产品，或将成为中国房地产后周期时代的新星。

首先政策面上：中央将房地产发展重点转移至房屋租赁市场的决心明确。2015 至 2018 年间持续发布了多条房屋租赁市场倾向性政策。长效机制的构建也侧重于加快推进住房租赁市场的立法和规模化、机构化。2017-2018 年房地产长效机制完成了从“研究建立”到“实质落地”的完美蜕变，而“租购并举”或“租售同权”则是引导行业回归居住属性，建立“健全住房体制”的重要举措之一。其中包括以 REITs 等住房证券化产品带动地产市场资本流动，开启“房地产+金融”模式；土地改革上加大租赁用地资源的供应及流转。

其次市场需求面上：我国传统模式的居住供需已达到临界，叠加核心都市的虹吸效应下越来越大的流动人口基数，以长租公寓为代表的新兴机构化租赁市场或将迎来量价齐升的契机。此外随着城镇经济快速增长，消费升级需求下及原始租赁市场的良莠不齐进一步催化紧张的居住供需关系，急需探索新模式。故当下，长租公寓类高标准化租赁产品更能满足新生代租户的居住需求。此时效仿欧美模式，积极发展被市场低估的租赁业，推进机构化、规模化的高品质租赁行业发展或具备较大潜力。

优质的证券化基础资产：我国租赁市场法制条件的完善化以及租金回报率的提升趋势催生了大量以长租公寓为基础资产的 ABS 产品诞生。“租售同权”概念的推出使得租赁基础资产得到法律保护、租金透明化，从而为租赁权益金融化奠定了良好法制基础。再加上供需不平衡下推动租金上升，较大的市场潜力逐渐被投资者认可，各类租赁金融产品如 ABS、REITs、CMBS、房产信托基金等均纷纷以“租赁+资本”的模式开始进入租赁市场。金融运营与基础物业间相辅相成，租赁市场与资本间形成畅通的资金流动闭环，进一步推动规模性租赁企业快速发展。此外 REITs 则是以租金为主的信托，租金需要高度透明化、合法化，因此迫切需要机构化的租赁企业与专业的地产基金管理运营公司相结合，而中国房地产或将由此能真正与国际通行标准对接。

6. 行业投资策略

6.1. 立足四大都市圈的多元化发展龙头

龙头房企市占率持续走高。2019 年以来，“松紧适度”的货币政策叠加“一城一策”下相对宽松的调控导向下，房地产景气度得以修复，在去年低基数下房地产无论是估值还是整体业绩均处于一个见底回升的通道区间。此外，2016-2018 年间供需两侧多维度政策调控也间接导致了行业资源如土地、销售、资金等逐步向龙头聚集，强者恒强的局面。虽然 2019 年以来，行业集中度提升趋势放缓，但业绩成长空间仍然主要体现在一二线房企龙头上，Top30 房企销售集中度近 50%。

区域性题材发展空间较大。从销量改善的弹性空间以及政策支持方向来分析，立足于长三角、粤港澳、京津冀、成渝四大城市群，并在核心都市圈辐射区域内的二线、强三线城市布局完善的龙头房企未来上升的弹性空间较大，并且该类房企土地储备丰厚、融资渠道通畅，积极拓展多元化业务布局如商业物业、物流、康旅、金融互联网等，扎实的基础使其具备较强的存量轻资产化的运营能力，较能抵御政策调控、土地依赖等风险。此外，二线龙头较一线龙头基数低，业绩弹性空间或更大。

➤ 荣盛发展：环京产业型地产龙头

公司立足于“京津冀”核心都市圈，2015 年确立“3+X”多元化布局战略，积极向全国主要城市扩张，近年高速增长跃居千亿房企。公司于 1996 年成立于廊坊市，历经 20 余年荣盛发展在经营规模、业务领域取得长足发展。并于 2015 年确立“3+X”战略，由传统的房地产开发企业逐渐转型为“大地产”、“大健康”、“大金融”以及新型产业全面发展的格局；2018 年公司销售额成功突破千亿级别。目前公司已基本实现“五五”规划（2016-2020 年），完成转型运营商所需的整体产业布局，成长为集地产开发、康旅投资、金融投资、互联网创新等业务于一体的全国性大型多产业综合集团公司。

公司作为近年成长起来的环京产业型房企代表，收入和利润持续高速增长。公司 2019Q1、2018 年分别实现营业收入 66.6 亿元、563.7 亿元，同比增速分别为 -4.7%、45.6%，对应归母净利润分别为 7.8 亿元、75.7 亿元，分别同比增 30.2%、31.3%。同时 2018 年全年公司实现基本每股收益 1.74 元，较 2017 年增长 31.8%。综合来看，2015-2017 年公司营收和归母净利润复合增速分别为 35.6%和 34.9%，而 2012-2017 年复合增速分别为 25%和 23.7%。可见近年来虽然我国对楼市调控趋严，但公司营收和归母净利润仍处于稳步增长区间，尤其自 2015 年确立“3+X”战略，实现地产、康旅、产业园、物业、金融等多元化产业布局，由传统开发商业务逐步转型运营商以来，业绩增速更为显著。且公司 2019 年待结算资源丰厚，业绩有望保持稳健增长。

近年来公司在夯实“京津冀”城市群土储优势的同时，积极向其他城市群扩张，“两横、两纵、三集群”的项目布局基本成型。“两横”是指沿着长江及陇海铁路沿线的布局，“两纵”是以京沪、京广铁路沿线的布局，“三集群”是指深耕“京津冀城市群”，稳步拓展“长三角城市群”、“珠三角城市群”周边城市的布局。截至 2018 年末，公司京津冀、长三角、珠三角、成渝的土储占比分别为 35%、15%、4%、7%。2019 年公司计划加大在四大城市群腹地的拓展力度，将新增建面 1672.5 万平，同比增幅达 119.9%。目前公司土储优质且充足，能够保障公司未来 3 年的可售货源。

➤ 新城控股：“住宅+商业”双轮驱动的长三角龙头

新城控股成立于1993年，目前主营业务为房地产开发与销售，秉持“住宅+商业”地产双轮驱动的运作模式。公司作为江苏省最早上市的房地产公司之一，以上海为中枢，长三角为核心，向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张，依托此“1+3”战略在全国范围内进行城市布局。

公司2019Q1、2018年分别实现营收43.3亿元、543.1亿元，增速分别为-16%、33.6%，对应归母净利润分别为2.1亿元、104.9亿元，增速分别为-43%、74%。2019Q1业绩有所下滑，主要受到季节性结算体量较小影响。2015-2017年公司营收和归母净利润复合增速分别为19.8%和48.6%，可见自2015年B转A以后，公司营收利润一直呈高增长模式，盈利能力优秀。此外，近三年公司销售业绩均保持翻倍高增长，增速在Top10房企中位居第一。2018、2017、2016年粉笔实现销售额2211亿、1265亿元、685亿元，增速分别为74.8%、84.7%、111.4%，且2018年销售额首次位居行业第8位、A股上市房企第4位。

受益于长三角经济发展，公司成长速度惊人，2017年加入千亿房企阵营，2018年跻身全国房企销售榜单Top10。公司“1+3”的战略布局促使公司在2015-2017年的全国去库存热潮中，下沉至长三角地区二三四线富庶区域，低成本拿地下销售量大幅提升，实现连续三年业绩高速增长。公司目前成为业内高成长高周转的典范，短期内便成功实现从二线中型房企迈入一线龙头房企的跃迁式扩张。同时公司“住宅+商业”双轮驱动战略核心清晰，协同发展下，特色商业综合体模式加速现金流回笼实现创收。此外，公司利用自有物业积极拓展多元化业务，如物业管理、联合办公、亲子空间、养老地产等；如公司2018年在物业出租管理方面收入同比大幅增长117.2%，则是得益于19座吾悦广场的成熟运营。且2018年11月新城分拆其旗下的物业平台新城悦控股有限公司于香港上市，前景可期。

➤ 招商蛇口：粤港澳国资产业地产龙头

公司是中央直接管理的招商局集团旗下的城市综合开发运营板块的旗舰企业，是招商局集团在国内重要的核心资产整合及业务协同平台。公司致力于成为“中国领先的城市及园区综合开发和运营服务商”，确立了“前港-中区-后城”的开发模式，以“产、网、融、城一体化发展”为业务抓手，协同园区开发运营、社区开发运营、邮轮建设运营等三大业务，配套提供多元化的、覆盖全生命周期的产品与服务，包括：精品住宅、商业综合体、智慧及创意园区、片区产业带、邮轮母港、写字楼、酒店公寓、养老产品、长租公寓、健康医疗等，为城市发展与产业升级提供综合性的解决方案。

公司2019Q1、2018年分别实现营收43.5亿元、882.8亿元，增速分别为-53.7%、17%，对应归母净利润分别为26.3亿元、152.4亿元，增速分别为-55%、24.7%。2019Q1业绩出现负增长主要源于季节性竣工及结转分布不均衡。销售方面，公司2018年累计实现销售金额1706亿元，同比增幅51%，在全国房企销售额排行中位居第十二，A股上市房企中居第五位，稳居前列。

招商蛇口作为招商局集团布局于地产板块的重要公司，定位于园区开发、产业运营服务龙头，背靠央企资源，受益于拿地、销售、融资集中度提升下的多重红利，融资渠道畅通。此外，公司建设、运营蛇口工业区近40年，具备丰富的城区和产业园区开发运营经验，其“蛇口模式”从深圳起步在全国多地如上海、北京、武汉、昆明等地成功复制并成熟，具备独特核心竞争力。公司在粤港澳大湾区资源储备充足，如在蛇口、太子湾、前海等区域就拥有土储超过500万平米，未来将充分受益于湾区发展红利。

7.风险提示

1.地产调控未能如期触底松动，调控加码将影响预期销售。2.信贷融资政策持续收紧+房企负债率达历史高点下，房地产板块或存在现金流风险。3.长效机制政策推出速度放缓、政策支持力度不如预期。

分析师简介:

刘振东: 英国格拉斯哥大学金融硕士, 2014年7月加入东海证券, 主要研究方向为采掘、化工。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089