



## 强于大市

# 地产行业 2019 年中期策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
万科 A	000002.SZ	买入	27.79
保利地产	600048.SH	买入	12.77
绿地控股	600606.SH	买入	6.89
招商蛇口	001979.SZ	买入	20.84
新城控股	601155.SH	买入	39.86
华夏幸福	600340.SH	买入	31.96
荣盛发展	002146.SZ	买入	9.53
华侨城 A	000069.SZ	买入	6.92
我爱我家	000560.SZ	增持	4.80
金融街	000402.SZ	未有评级	7.72
光大嘉宝	600622.SH	未有评级	4.88
华发股份	600325.SH	未有评级	7.90
中南建设	000961.SZ	未有评级	8.64
金科股份	000656.SZ	未有评级	6.10
阳光城	000671.SZ	未有评级	6.51

资料来源：万得，中银国际证券  
以 2019 年 6 月 26 日当地货币收市价为标准

## 成长与分化并存，关注人口流动新格局

我们判断 2019 年下半年房地产行业政策及融资环境有较明显改善，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化，销售及投资下行压力加大，弱市下龙头强者恒强。我们认为 2019 年下半年的地产板块看点在于：1) 因城施策深化落地，都市圈发展提速，货币及信贷政策边际改善；2) 一二线城市销售阶段性回暖，全年下行压力犹存；3) 投资韧性犹在，下半年增速预计回落，融资端边际改善；4) 行业集中度持续提升，龙头房企销售高增锁定业绩，迎估值切换。我们维持板块强于大市评级，建议积极关注政策及融资环境变化。

### 支撑评级的要点

- **政策端：因城施策深化落地，都市圈发展提速。**住建部明确以“稳地价稳房价稳预期”为 2019 年工作首要目标，首次提出“市场供需双向调节”，再次强调“房住不炒”，同时“因城施策”被给予更大肯定。伴随城镇化进程推进，结构性分化会愈加显著，户籍政策放松推动人口流动性，推出人才新政的城市获得发展先机。人口流向大城市及以大城市为中心的都市圈进程仍处于起步阶段，日后城镇化率的提升速度将放缓，但人口向都市圈聚集，大城市化率的提升空间仍很大。
- **销售端：一二线阶段性回暖，全年下行压力犹存。**2018 年下半年以来，全国楼市降温明显，多月销售面积同比负增长；其间，今年春季出现以一二线城市成交复苏带动的“小阳春”，但随后 5 月成交再度回落。结构上来看，一二线城市 2018 年以来需求逐步释放，后续成交热度或将下行，但比较而言仍好于三四线。三四线城市受到棚改政策暂缓影响，预计成交将平缓下滑。中期来看，居民信贷投放增加，及按揭利率见顶回落或将刺激需求，对冲部分销售下行压力。
- **供给端：投资韧性犹在，下半年增速预计回落。**2019 年以来，房地产开发投资仍维持高位，源于新开工及施工投资走强，以及土地购置费韧性犹存。春节以来，在销售及融资改善的背景下，土地市场回暖，整体呈现出量缩价升的局面。展望下半年，考虑到房企面临销售市场下行、资金边际收紧的大环境，预计拿地投资逐步收缩将是顺势所趋。但同时，2019 年房企到位资金增速回升，行业流动性边际改善，优质房企融资成本大幅改善，有助于拉动 2019 年投资，并促进融资集中度进一步提升。
- **公司端：行业集中度持续提升，积极推荐龙头。**今年 TOP 30 房企的销售规模占比已近半，随着行业进入调整周期，我们认为龙头房企的市占率将进一步提升。从估值来看，当前地产板块整体无论绝对估值还是相对估值均处于历史低位，业绩保障度创十年新高，同时普遍超过 3% 的分红率也具有吸引力，预计 2019 年板块持仓比例将提升。目前行业利润率处历史较高水平，随着限价政策及高价拿地的项目进入结算期，利润率有下行可能性。

### 重点推荐

- 龙头房企：推荐保利地产、招商蛇口、新城控股；
- 区域房企：推荐华夏幸福、荣盛发展，关注华发股份、金科股份；
- 建议关注高成长性企业：我爱我家、阳光城、中南建设。

### 评级面临的主要风险

- 房产税的推进存不确定性；
- 三四线城市在棚改政策调整后销售及投资下滑幅度超预期；
- 行业流动性未见明显改善及融资集中度提升背景下，中小型房企面临较大现金流压力。

### 相关研究报告

《房地产 2019 年年度策略：穿越寒冬，静待花开》 20190104

《房地产 2018 年中期策略：博弈资金环境，龙头强者恒强》 20180629

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产

晋蔚

(8610)66229394

jinwei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010002



## 目录

<b>政策端：因城施策深化落地，都市圈发展提速</b> .....	<b>6</b>
1、坚持房住不炒为本，首提供需双向调节 .....	6
2、因城施策持续落地，货币政策边际改善 .....	7
3、城镇化进程推进，户籍政策放松利于人口流动 .....	9
4、都市圈逐步成型，城市化重心确立.....	13
<b>销售端：一二线阶段性回暖，全年下行压力犹存</b> .....	<b>15</b>
1、销售下行压力加大，全年预计负增长.....	15
2、一二线成交持续回暖，仅为阶段性复苏 .....	16
3、棚改货币化安置暂缓，三四线销售或将平缓下滑.....	17
4、居民信贷增幅显著，按揭利率见顶回落 .....	19
<b>供给端：投资韧性犹在，下半年增速预计回落</b> .....	<b>22</b>
1、开工施工增速维持高位，竣工反弹疲弱 .....	22
2、库存去化周期回升，总量开始累积.....	22
3、土地市场量缩价升，成交聚焦仍一二线 .....	24
4、房企到位资金增速回升，融资成本大幅改善.....	27
2019年预测：销售面积同比-6%，销售金额同比-3%，投资同比增长5%.....	29
<b>公司篇：行业集中度持续提升，积极推荐龙头</b> .....	<b>30</b>
1、龙头规模扩张，集中度持续提升 .....	30
2、板块估值历史低位，修复预期增强.....	31
3、房企现金流改善，投资回暖杠杆可控.....	31
4、收入增速持续回升，龙头房企优势凸显 .....	32
5、毛利率维持高位，稀缺资源优势凸显.....	33
6、行业观点：关注政策及融资环境变化.....	33
<b>风险提示： .....</b>	<b>36</b>



## 图表目录

图表 1. 十八届、十九届中共中央政治局会议中央房地产政策表述.....	6
图表 2. 2019 年以来各地调控政策.....	8
图表 3. 2018 年以来五次降准 .....	9
图表 4. 世界主要国家城镇化率水平 .....	9
图表 5. 2018 年中国及东亚地区大都市分布图 .....	9
图表 6. 部分城市常住人口与户籍人口数.....	10
图表 7. 部分城市常住人口增长率.....	10
图表 8. 2018 年以来地方开放落户政策.....	11
续图表 8. 2018 年以来地方开放落户政策.....	12
图表 9. 2019 年新型城镇化建设重点任务关于都市圈的要点.....	13
图表 10. 24 个人口 1000 万以上大都市圈按经济实力分类.....	13
图表 11. 24 个千万级都市圈分布 .....	14
图表 12. 都市圈核心城市 2011 年起常住人口增长率 .....	14
图表 13. 商品房竣工面积及销售面积 .....	15
图表 14. 商品房销售额和均价走势.....	15
图表 15. 二手房住宅价格环比下跌城市自 1 月起减少 .....	15
图表 16. 重点城市二手房价格增速企稳回升 .....	15
图表 17. 部分城市 2019 年 1-5 月新房销售面积同比增速.....	16
图表 18. 2013-2019 年一线城市 1-5 月累计成交量.....	17
图表 19. 一线城市成交增速领跑全国 .....	17
图表 20. 一线城市销售面积增速 2018 年起降幅收窄 .....	17
图表 21. 北上广深成交量 2019 年均同比上升.....	17
图表 22. 2013-2019 年棚改货币化安置计划与完成情况.....	18
图表 23. 棚改完成数量与货币化安置比例.....	18
图表 24. 抵押补充贷款 (PSL) 累计新增规模增速.....	18
图表 25. PSL 期末余额与每月新增额 .....	18
图表 26. 地方政府棚改资金来源 .....	18
图表 27. 各省市棚改计划、完成情况 .....	19
图表 28. 截至 2019 年 5 月人民币和居民贷款增速和余额.....	19
图表 29. 居民中长期和非金融企业新增贷款额 .....	20
图表 30. 居民中长期和短期新增贷款增速.....	20
图表 31. 新增居民贷款总额及增速.....	20
图表 32. 新增居民贷款和房企个人按揭贷款增速.....	20



图表 33.居民及企业部门杠杆率演变 .....	20
图表 34. 政府、非金融企业、居民部门杠杆构成.....	20
图表 35.重点城市平均房贷利率统计 .....	21
图表 36. 重点城市首套房平均房贷利率 .....	21
图表 37. 市场长短端资金利率一览 .....	21
图表 38. 商品房地产开发投资额及增速.....	22
图表 39. 商品房新开工和施工面积及增速.....	22
图表 40. 商品房待售面积及同比增速 .....	23
图表 41. 住宅待售面积及同比增速.....	23
图表 42. 重点城市库存去化水平 .....	23
图表 43. 十大城市 3 个月移动平均去化月数.....	23
图表 44. 全国购置土地面积累计增速 .....	24
图表 45. 全国土地成交价款累计增速 .....	24
图表 46.百城土地供应和成交面积.....	24
图表 47. 百城住宅用地供应和成交面积 .....	25
图表 48. 百城住宅用地供应量增速.....	25
图表 49. 百城住宅用地成交量增速.....	25
图表 50. 百城土地用地供应和成交价款 .....	25
图表 51. 百城住宅用地供应和成交价款 .....	25
图表 52. 百城土地成交溢价率.....	26
图表 53. 各线城市土地成交溢价率.....	26
图表 54. 百城土地成交总价增速 .....	26
图表 55. 百城住宅用地成交总价增速 .....	26
图表 56. 本月房地产企业到位开发资金来源统计.....	27
图表 57. 房地产企业资金来源构成.....	27
图表 58. 房地产投资增速和房企开发资金来源 .....	27
图表 59.部分房企融资成本情况统计 .....	28
图表 60. 房企国内贷款增速和房地产投资增速.....	28
图表 61. 房企自筹资金增速和房地产投资增速 .....	28
图表 62. 房企定金及预付款和房地产销售增速 .....	28
图表 63. 房企个人按揭款增速和房地产销售增速.....	28
图表 64. 房地产行业数据与同比增速预测.....	29
图表 65. 2017-18 年龙头房企销售额及销售增速 .....	30
图表 66. 2017-18 年中小型房企销售额及销售增速.....	30
图表 67. 2019 年一季度房企销售操盘金额集中度.....	31



图表 68. 房地产板块与大盘市盈率之比 .....	31
图表 69. 房地产板块与大盘市净率之比 .....	31
图表 70. 2015-18 板块购买商品及劳务现金流出累计同比 .....	32
图表 71. 2015-2018 房地产板块净负债率水平 .....	32
图表 72. 2016-2018Q3 房地产板块收入增长率 .....	32
图表 73. 2016-2018Q3 房地产板块净利润增长率 .....	32
图表 74. 2016-2018Q1 房地产板块毛利率水平变化 .....	33
图表 75. 2016-2018Q1 房地产板块净利率水平 .....	33
附录图表 76. 报告中提及上市公司估值表 .....	37

## 政策端：因城施策深化落地，都市圈发展提速

### 1、坚持房住不炒为本，首提供需双向调节

2018年12月，住建部明确2019年十大任务，其中包括“以稳地价稳房价稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制”；“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，着力建立和完善房地产市场平稳健康发展的长效机制”；“坚持因城施策、分类指导，夯实城市主体责任”；“加强房地产市场供需双向调节，改善住房供应结构，支持合理自住需求”等。明确以“三稳”为工作首要目标，首次提出“市场供需双向调节”，再次强调“房住不炒”。

2018年下半年以来，房地产调控政策坚持“房住不炒”的总基调，根据销售投资情况以及市场景气度做相应局部调整。

宏观政策方面，2018年7月中共中央政治局会议表示“坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制”，为近年来关于房地产政策最严厉表态；而随后10月、12月中共中央政治局会议中均未提及房地产，我们认为此举旨在市场景气度下行时，进行逆周期调节，起到稳定市场的作用。

2019年以来，伴随房贷利率回落、落户政策的放开等因素，部分一二线城市出现房价及地价抬升的势头。针对此情况，在4月份的中共中央政治局会议上，再度强调“房住不炒与长效机制”的落实，同时提出“一城一策、因城施策”的细化指导政策。

图表 1. 十八届、十九届中共中央政治局会议中央房地产政策表述

日期	政策表述	关键词
2017/4/26	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。	长效机制
2017/7/25	确保供给侧结构性改革得到深化，推动经济结构调整取得实质性进展；确保守住不发生系统性金融风险的底线。要坚定不移深化供给侧结构性改革、深入推进“三去一降一补”，要积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量。要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。	长效机制
2017/12/9	要统筹规划，有序推进，确保打三大攻坚战。防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作取得积极成效。加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制。	长效机制
2018/4/23	中国经济周期性态势好转，但制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势更加错综复杂完成全年目标任务需要付出艰苦努力。要更加积极主动推进改革开放，深化国企改革，财税金融等改革，尽早落实已确定的重大开放举措。要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。	健康发展
2018/7/31	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的长效机制。	坚决遏制房价上涨、长效机制
2018/10/31	实施好积极地财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期工作，有效应对外部环境变化，确保经济平稳运行	未提及房地产
2018/12/13	坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推进高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，加快建设现代化经济体系，继续打好三大攻坚战，着力激发微观主体活力，创新和完善宏观调控，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心，提高人民群众获得感、幸福感、安全感，保持经济持续健康发展和社会大局稳定，为全面建成小康社会收官打下决定性基础，以优异成绩庆祝中华人民共和国成立70周年。	未提及房地产
2019/4/19	要通过改革开放和结构调整的新进展巩固经济社会稳定大局。要细化“巩固、增强、提升、畅通”八字方针落实举措，注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险，坚决打好三大攻坚战。宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。要把推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托，引导传统产业加快转型升级，做强做大新兴产业。要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。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。	房住不炒、因城施策、一城一策、长效机制

资料来源：万得，中银国际证券



具体实施方面，住建部联合多部门对于房价出现过热苗头的多个城市下发政策预警：4月19日，住建部对一季度房价、地价波动幅度较大的6个城市进行了预警提示；5月18日对近3个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁4个城市进行了预警提示。

苏州由于受益长三角一体化发展最为明显，房价出现超预期涨幅，调控加码最为严厉：5月11日，苏州出台限售政策，工业园区全域、高新区部分重点区域新建商品住房，自取得不动产权证之日起满3年后方可转让；工业园区全域二手住房，自取得不动产权证满5年后方可转让。此外，政策还实行人才优先购买、调整了土地出让报价规则。5月16日苏州工业园区管委会将工业园区新购住房学位政策由5年调整为9年，同一家庭多名子女不受限制。随后5月24日，苏州提出年房价涨幅不超过5%的目标，体现精细化管控房价的导向。

我们认为，未来房价稳定为长期趋势，调控政策难以大幅放松或从严，**房住不炒**为高压红线，**因城施策**为精细化调控思路。

## 2、因城施策持续落地，货币政策边际改善

2018年12月19-21日中央经济工作会议明确提出：2019年将“构建房地产市场健康发展长效机制，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。”给予**因城施策**更大肯定，全国部分城市自2018年12月下旬起陆续对于调控政策进行局部调整。2019年以来，中央政治局会议等多次重要场合及文件再次强调因城施策，我们预计“因城施策”将与“房住不炒”相辅相成，成为长期房地产调控的导向政策。据统计，2018年以来，已有超过60城出台超过百次局部调控政策，方向有保有压。

图表 2. 2019 年以来各地调控政策

日期	地区	政策内容
1/9	海口	暂停向企事业单位出售商品住宅，新落户家庭限购 1 套，商品住宅项目按照一房一价从严管理。
1/13	东莞	鼓励开发商实施购房“两天无理由退定”。
1/17	天津	大部分企业都暂不征收土地增值税，企业可调整住房公积金缴存比例、可分期缴纳土地出让款。
1/29	成都	实施认房又认贷标准，取消异地贷款职工需具有成都市户籍的规定，贷款申请人偿还住房贷款月还款额由不得高于月收入的 70% 改为 50%。
2/14	上海	坚持房地产市场调控目标不动摇、力度不放松、保持调控政策的连续性和稳定性，坚决遏制投资投机性购房，着力稳市场、稳房价、稳预期。
2/15	北京	出租房屋收入的税率大幅下调，月租金收入不超过 10 万元人民币的将按 2.5% 的比例征收。
3/1	天津	外地缴存职工公积金贷款首付最低六成，最高贷款 40 万。
3/8	深圳	个人住房贷款利率下调，四大行首套房贷利率已经调整为基准利率上浮 5%，二套房贷利率调整为基准利率上浮 10%。
3/17	海南	重启个人商业贷款转公积金业务，额度上限调至 70 万元。
4/2	海南	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。鼓励商业银行向住房租赁企业提供低息贷款，降低人才租赁住房成本。
4/10	佛山	累计缴存住房公积金满三年的最高可贷额升至 50 万元/人，职工可申请两次住房公积金贷款。
4/10	合肥	加大房地产市场监管力度，依法严肃查处“哄抬房价”、“价外加价”、“捂盘惜售”、“虚假宣传”和“强制搭售”等违法违规行。
4/15	长沙	取消二套房契税优惠，对个人购买家庭第二套改善性住房按 4% 的税率征收契税。
4/22	上海	非沪籍也能申请上海共有产权房，今年三季度计划全市落实。
4/23	西安	暂停西安地区以外购房提取公积金，严格公积金贷款审批制度，加强贷款申请人资格审查，借款人须在申请贷款前 12 个月按时连续足额缴存公积金。
4/26	海南	从鼓励多主体参与住房租赁经营、多渠道支持住房租赁经营、提供住房租赁市场服务、规范用地供应管理、建立健全行业监管机制等五个方面支持住房租赁经营。
4/28	深圳	拟新增限制交易类住房和共有产权类住房公积金贷款业务。
4/29	青岛	取消青岛市住房公积金二次中贷须首次公积金贷款结清满两年的期限限制，首次公积金贷款结清后，即可申请二次公积金贷款。
4/30	丹东	对非本地户籍家庭购买新建商品住房实行市区范围限购 1 套新房政策。同一楼盘商品住房销售价格每月环比涨幅不得超过 0.6%。
5/11	苏州	对苏州工业园区全域、苏州高新区部分重点区域，购房人自取得不动产权证之日起，满三年后方可转让。
5/23	合肥	完善财政奖补政策，培育机构化住房租赁机构。
5/28	深圳	加强产业用租赁价格指导，对于租金高出最近年度发布的指导价格 15% 的，主管部门将采取约谈措施。
6/1	济南	将出台二环路以内棚改攻坚实施方案，加快推动中心城未改造棚户区建设。建立完善的住房保障体系，开展高校毕业生租赁补贴发放。
6/3	合肥	强化了土地储备计划管理，提高土地收购补偿标准。
6/4	徐州	职工购买自住住房，住房公积金贷款和商业银行贷款可以组合使用，额度最高不超过总价的 70%。

资料来源：相关政府网站，中银国际证券

2018 年以来中央对于货币政策的定调逐步发生变化，4 月份中央政治局会议时隔三年再提扩大内需，货币政策从“中性”转向“松紧适度”，流动性从“维护基本稳定”，转向“合理充裕”。从 2018 年 1 月份央行实施的普惠金融定向降准开始，五次降准累计释放流动性超过 3.8 万亿。展望下半年，我们认为国内面临内外经济压力的环境下，货币政策宽松依旧可期，将会继续助力房地产行业尤其是需求层面的边际改善。

图表 3. 2018 年以来五次降准

日期	降准	政策表述	目标
2018/1/25	定向降准	凡前一年上述贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。	支持金融机构发展普惠金融业务，提高金融服务的覆盖率和可得性
2018/4/25	定向降准	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。	释放资金给银行偿还央行的中期借贷便利(MLF)以及对冲 4 月中下旬企业缴税，增加银行体系资金的稳定性，优化流动性结构
2018/7/5	全面降准	下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资。	进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度
2018/10/7	定向降准	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。降准所释放的部分资金用于偿还 10 月 15 日到期的约 4500 亿元中期借贷便利 (MLF)，这部分 MLF 当日不再续做。	优化商业银行和金融机构的流动性结构，通过降低中小企业的融资成本来支持实体经济发展
2019/1/4	定向降准	央行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点，此次降准将释放资金约 1.5 万亿元，净释放长期资金约 8,000 亿元。1 月 4 日，李克强总理考察三大银行普惠金融部并在银保监会主持召开座谈会，并提到“运用好全面降准、定向降准工具”。此次降准将释放资金约 1.5 万亿元，加上即将开展的定向中期借贷便利 (TMLF) 操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利 (MLF) 不再续做的因素后，净释放长期资金约 8,000 亿元。	支持金融机构发展普惠金融业务，增加银行体系尤其是城商行资金的稳定性，补充市场流动性

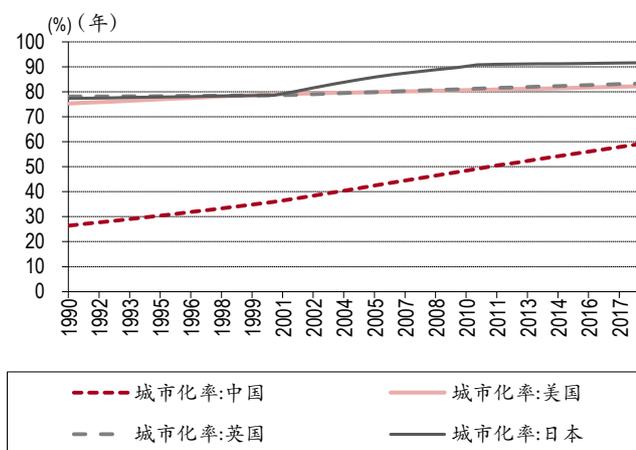
资料来源：万得，中银国际证券

### 3、城镇化进程推进，户籍政策放松利于人口流动

城镇化是国民经济和社会发展的重要组成部分，按照国际惯例，一个国家的城市化率达到 70% 才能算完成了城市化。

2017 年，中国的城镇化率为 58.52%，距离 70% 的红利节点还有 11% 左右的余量。而美英日等国家的城镇化率均超过 80%，从这一点来看，中国的城镇化道路还有很大的发展空间。新增城镇人口的首要要求便是住房要求，新增人口对住房的要求及原有城镇居民对改善性住房的要求促使了房地产业的持续发展。

图表 4. 世界主要国家城镇化率水平



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 5. 2018 年中国及东亚地区大都市分布图

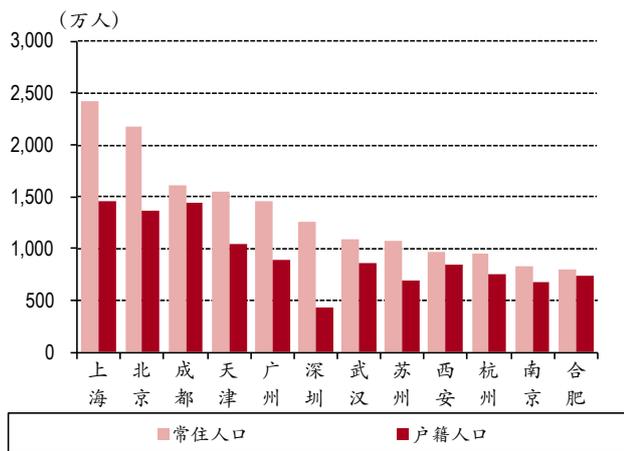


资料来源：布鲁金斯研究院，中银国际证券

人口从农村到城市、从小城市到大城市流动仍是城镇化的大势所趋，并进一步演化为都市圈的形成与巩固。在全国人口总量增速放缓的大背景下，人才的争夺将会愈发激烈，人口净流入的城市房价及长期经济发展将获得更强支撑，反之人口净流入的城市则承受较大压力，城市间分化将愈发明显。

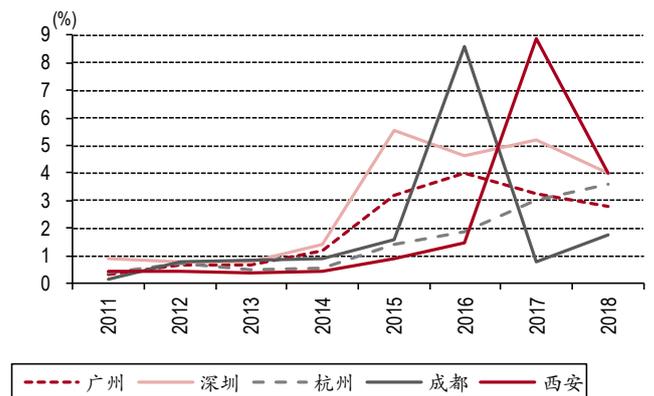
房地产市场增速下滑，但结构性分化会愈加显著，户籍政策放松推动人口流动性，推出人才新政及经济就业前景较好的城市获得发展先机。历史数据表明，一个城市的人口增速与当地房价呈紧密相关性，主要由于 1) 新流入人口内在置业需求；2) 产业集中度提升使得大城市提供充足的就业机会及有良好的教育医疗资源，从而提高人均可支配收入；3) 经济基本面的提升使得大城市具备长期吸引人口的能力，二者相辅相成。

图表 6. 部分城市常住人口与户籍人口数



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 7. 部分城市常住人口增长率



资料来源：布鲁金斯研究院，中银国际证券

2019年4月，发改委印发《2019年新型城镇化建设重点任务》，表明继续加大户籍制度改革力度，在此前城区常住人口100万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口100万-300万的II型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口300万-500万的I型大城市要全面开放放宽落户条件，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。



图表 8. 2018 年以来地方开放落户政策

城市/省份	时间	事件/文件	主要内容
青岛	2018.1	《关于加快推进农业转移人口市民化的意见》	对转让宅基地的农民可给予合理补偿或发放等额“房票”，在辖区内购买新建商品住房时抵作购房款。
	2018.3	《关于深化户籍制度改革实施意见》	在城区购买单套商品住宅建筑面积达到 90 平方米以上，取得不动产权证的，本人及其配偶、未婚子女可申请落户。
南京	2018.1	《关于建设具有全球影响力创新名城的若干政策措施的通知》	外地大学生来宁求职可领 1000 元补贴，3 月 1 日起，40 岁以下本科生可直接落户南京。
	2018.7	《南京市户籍准入管理办法》	购房落户全面废止，可选择积分落户、人才落户两大落户方式。
	2019.2	《南京市积分落户实施办法》	上调社保和居住分值，放宽社保缴纳门槛，由原来的“2 年内连续缴纳社保”变为“累计缴纳社保不少于 24 个月”。
天津	2018.1	天津市政府新闻发布会	对在天津市高职院校毕业的外省市毕业生在津就业并申报落户的，由毕业 2 年以内调整为 30 周岁（含）以下。将实行引进人才“租房落户”政策，对本人或直系亲属无名下合法住房的，可在其长期租赁住房所在社区落集体户口。
	2019.5	《海河英才经办指导意见》	进一步放宽人才引进落户条件，本科生 40 岁以下，硕士 45 岁以下，博士不受年龄限制，都可以直接落户。新引进的高层次人才，在本市购买首套自住用房不限购。
东莞	2018.2	《东莞市推动非户籍人口在城市落户实施方案》	取消积分制人才入户政策，由“两个五年”入户政策取代，即参加城镇社会保险满 5 年且办理居住证满 5 年为入户条件。大幅放宽新生代农民工、技术工人等 8 类人的入户限制。
宁波	2018.2	《宁波市市区户口迁移实施细则（试行）》	大专应届毕业生在宁波可先零门槛落户后再就业，取消住房和工作限制；中专、高中学历在宁波工作满两年，无房也可以落户；购房落户取消原 100 ㎡面积要求和 45 周岁以下年龄要求。凡自愿来甬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（国家职业资格三级）及以上高技能人才，可先行落户。对新落户在宁波工作暂无自有住房的人才发放租房补贴。
合肥	2018.4	《关于进一步支持人才来肥创新创业的若干政策》	人才落户将有租房补贴，博士每人每年 2 万元，硕士 1.5 万元，本科毕业生 1 万元。
	2018.12	合肥市房地产管理局文件	全面开放在西安创业的 35 岁以下企业法定代表人、股东和企业员工落户西安。创业者年龄超过了 35 周岁，仍依然可以走投资纳税落户的渠道落户西安。
西安	2018.4	西安户籍新政	进一步放宽部分户籍准入条件，具有本科（含）以上学历的人员落户不再受年龄限制，同时，全国在校大学生均可落户。
	2019.2	《西安市人民政府办公厅关于进一步放宽我市部分户籍准入条件的通知》	大学生在石家庄市域内购买首套自用商品住房的，不受住房限购政策限制，并将分别获得博士 15 万元、硕士 10 万元、学士 5 万元的一次性购房补贴。
石家庄	2018.4	《关于实施现代产业人才集聚工程的若干措施》	在石家庄全面放开城区、城镇落户，群众仅凭居民身份证、户口簿就可向落户地派出所申请户口迁入市区、县（市）城区和建制镇，配偶、子女、双方父母户口可一并随迁。
	2019.3	《关于全面放开我市城镇落户限制的实施意见》	满足持有北京居住证、不超过法定退休年龄、在京连续缴纳社会保险 7 年及以上、无刑事犯罪记录四项资格便可申报积分落户。合法稳定就业、合法稳定住所、教育背景、职住区域、创新创业、纳税、年龄、荣誉表彰和守法记录均是计分指标。
北京	2018.4	《北京市积分落户操作管理细则(试行)》	将落实积分落户政策，为首批通过积分获得落户资格的申请人办理落户手续。
	2018.7	北京市十五届人大常委会第五次会议	凡具有普通全日制中专及以上学历的毕业生，均可凭毕业证、身份证、户口簿来呼和浩特市办理落户手续。全国在校大学生凭学信网学籍证明和身份证可在线落户呼和浩特。
呼和浩特	2018.5	《呼和浩特市推进人才优先发展战略的若干措施(试行)》	

资料来源：相关政府网站，中银证券



续图表 8. 2018 年以来地方开放落户政策

城市/省份	时间	事件/文件	主要内容
海南	2018.5	《百万人才进海南行动计划(2018-2025 年)》	具有全日制大专以上学历、中级以上专业技术职称、技师以上职业资格或执业资格的人才,可在海南省工作地或实际居住地落户。各类高层次人才、硕士毕业生、“双一流”高校和海外留学归国本科毕业生,以及拥有重大科研成果的创新人才、产品符合重点产业支持方向的创业人才可在海南省任一城镇落户。
温州	2018.5	《关于高水平建设人才生态最优市的 40 条意见》	将实施更加开放的人才落户政策,允许大专毕业生先落户后择业,初级及以上职称人才就业即可落户。
南昌	2018.5	《关于实施“天下英雄城,聚天下英才”行动计划的意见》	未来五年将安排 100 亿元人才发展经费,对紧缺急需人才给予 20 万元-50 万元奖励补贴,高技能人才在昌首次购房给予 6 万元购房补贴,青年人才落户南昌发放三年生活补贴,符合条件的青年人才首次购房给予 10 万元或 6 万元购房补贴。
	2018.6	《南昌市人才落户实施细则》	推动非户籍人口在南昌市城镇地域落户,包括人才、大中专院校学生、企业员工、居住生活人员和购房人员。
福州	2018.6	《关于进一步吸引引进人才和高校毕业生来榕落户的五条措施》	对于全日制普通高等院校和留学回国人员,本科学历毕业生落户年龄放宽到 35 周岁(含 35 周岁)以下、硕士研究生及以上学历毕业生落户不限年龄,就业创业不再作为落户条件。
内蒙古	2018.6	《关于结合城市“双修”、完善公共服务供给做好非住宅商品房去库存的意见》	个人或家庭购买公寓、商业、办公等各类商品房可落户,子女可就读义务教育阶段学校。
浙江	2018.6	《浙江省 2018 年推进新型城镇化建设重点任务》	要全面放宽城市落户条件,加快户籍制度改革落地步伐,同时深化“人地钱挂钩”配套政策,建立健全土地、财政相关机制,以此加快农业转移人口市民化。
长沙	2018.6	《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》	符合要求的正高级职称专家、博士、年薪 50 万元以上的产业人才首套购房不受落户和社会保险(或个人所得税)缴存限制,申请住房公积金贷款不受缴存时间限制。
珠海	2018.6	《关于实施“珠海英才计划”加快集聚新时代创新人才的若干措施(试行)》	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。
太原	2018.6	太原市最新放宽人才户口迁入的政策	专科以下学历只要年龄不超过 40 周岁,本科学历只要年龄不超过 45 周岁可直接落户,硕士研究生以上学历落户则不受年龄限制。
上海	2018.8	《2018 年非上海生源应届普通高校毕业生进沪就业申请本市户籍评分办法》	清华、北大两所学校毕业的本科生可直接落户上海。
厦门	2018.9	《重点群体来厦落户实施细则》	应届高校毕业生在厦门就业创业的,可落户;往届高校毕业生在厦合法稳定就业,年龄 45 周岁以下的本科学历毕业生,可在厦门落户。
	2018.9	《关于完善我市户籍迁移政策的通知》	外来务工人员持有厦门居住证(暂住证)连续满 5 周年、在厦门参加社会养老保险连续满 5 周年且在厦门市拥有 51% 以上住宅产权的,可将户口迁入。
杭州	2018.10	《杭州市人民政府关于调整完善市区户口迁移政策的通知》	放宽高技能人才引进户口迁移政策,即 45 周岁以下具有技师以上职业资格人员及 35 周岁以下具有高级工职业资格人员,在杭州市区同一用人单位连续工作满 3 年,且在杭州市区有合法固定住所,可申请在杭州市区落户。
	2019.4	《关于贯彻落实稳企业稳增长促进实体经济发展政策举措》	全日制大学专科及以上人才,在杭工作并缴纳社保的,可直接落户。
常州	2019.2	《常州市户籍准入管理若干规定》	放宽高校毕业生、高级技师、技师的落户条件,取消在本市依法缴纳社会保险年限限制,落户对象由本人放宽至本人、配偶和未婚子女。

资料来源:相关政府网站,中银证券

#### 4、都市圈逐步成型，城市化重心确立

2019年2月，发改委《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》指出，城市群是新型城镇化主体形态，都市圈是城市群内部以超大特大城市或辐射带动功能强的大城市为中心、以1小时通勤圈为基本范围的城镇化空间形态。中国城镇化正式进入“都市圈时代”。

2019年4月，发改委《2019年新型城镇化建设重点任务》将培育发展现代化都市圈作为重点任务之一，提出按照统筹规划、合理布局、分工协作、以大带小的原则，立足资源环境承载能力，推动城市群和都市圈健康发展，构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间格局。

图表 9. 2019 年新型城镇化建设重点任务关于都市圈的要点

要点	内容
深入推进城市群发展	<p>加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设。</p> <p>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，培育形成新的重要增长极。</p> <p>有序推动哈长、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，建立健全城市群协调协商机制。</p> <p>加快出台实施天山北坡、滇中两个边疆城市群发展规划。</p>
培育发展现代化都市圈	<p>探索建立中心城市牵头的都市圈发展协调推进机制。</p> <p>加快推进都市圈交通基础设施一体化规划建设。</p> <p>支持建设一体化发展和承接产业转移示范区。</p> <p>推动构建都市圈互利共赢的税收分享机制和征管协调机制。</p> <p>鼓励社会资本参与都市圈建设与运营。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>
推动大中小城市协调发展	<p>超大特大城市要立足城市功能定位，防止无序蔓延，合理疏解中心城区非核心功能，推动产业和人口向一小时交通圈地区扩散。</p> <p>大城市要提高精细化管理水平，增强要素集聚、高端服务和科技创新能力，发挥规模效应和辐射带动作用。</p> <p>中小城市发展要分类施策，都市圈内和潜力型中小城市要提高产业支撑能力、公共服务品质，促进人口就地就近城镇化。</p> <p>收缩型中小城市要瘦身强体，转变惯性的增量规划思维，严控增量、盘活存量，引导人口和公共资源向城区集中。</p>

资料来源：相关政府网站，中银证券

都市圈是发展城镇化到成熟城市群的中间阶段，都市圈建设将推进基础设施一体化、强化城市间产业分工协作、加快建设统一开放市场、推进公共服务共建共享、强化生态环境共保共治、率先实现城乡融合发展。在都市圈基础上，相邻城市加强分工合作，城市群逐步形成。

图表 10. 24 个人口 1000 万以上大都市圈按经济实力分类

大都市圈	
发达型 (6 个)	上海 深莞惠 广佛肇 苏锡常 南京 杭州
崛起型 (15 个)	北京 天津 成都 长株潭 重庆 厦漳泉 青岛 武汉 郑州 西安 合肥 宁波 石家庄 济南 沈阳
起步型 (3 个)	哈尔滨 南昌 长吉

资料来源：恒大研究院，中银国际证券

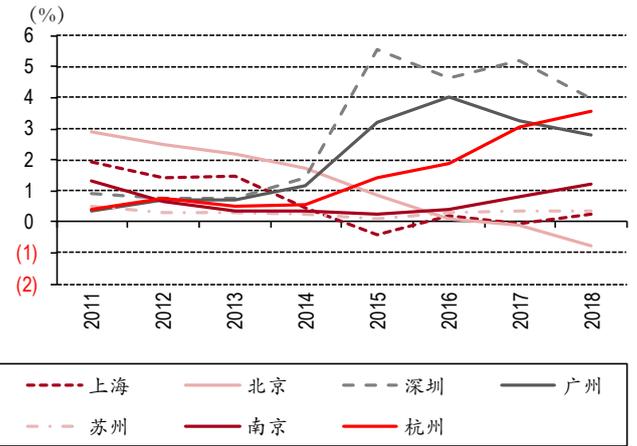
作为城市群的核心，近年来都市圈建设呈现较快发展态势。当前，中国有上海、北京、广佛肇、杭州、深莞惠等 10 个 2000 万人以上的大都市圈，有重庆、青岛、厦漳泉等 14 个 1000 万-2000 万人大都市圈。24 个千万级大都市圈以全国 6.7% 的土地集聚约 33% 的常住人口，创造约 54% 的 GDP，多数都市圈人口处于持续流入。

图表 11. 24 个千万级都市圈分布



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 都市圈核心城市 2011 年起常住人口增长率



资料来源：万得，中银国际证券

都市圈将促进人口和产业的集聚。随着城市的辐射，现代服务业在核心大都市集聚，制造业扩散至外围地区，都市圈城市分工发展，共同获得规模经济效益。伴随着产业的发展，在全国层面上，人口向都市圈集聚，在都市圈内部，人口向核心大都市集中。近年来，深圳、广州、杭州作为核心大都市常住人口增长迅速，深圳和广州的常住人口增量在 2018 年达到 49.8 万和 40.6 万人。

人口流向大城市及以大城市为中心的都市圈进程仍处于起步阶段，日后城镇化率的提升速度将放缓，但人口向都市圈聚集，大城市化率的提升空间仍很大。

今后，城市间的繁荣与衰落将并存，粤港澳、长三角、京津冀三大主要都市圈的人口及经济份额将不断上升，最终将占据中国人口及 GDP 的一半以上。如果说中国过去的人口流向是自西向东，现在已呈现出由全国各地向三大都市圈流动的趋势，整体上以自西向东、自北向南相结合。

## 销售端：一二线阶段性回暖，全年下行压力犹存

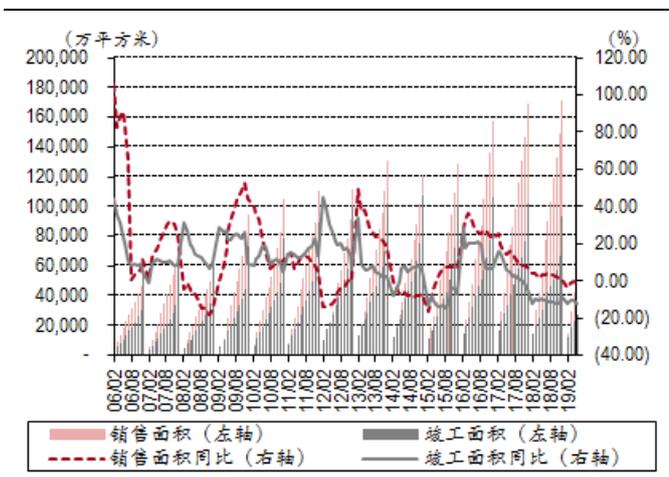
### 1、销售下行压力加大，全年预计负增长

从销售指标来看，1-5月的商品房销售面积为55518万平方米，同比下降1.6%，较1-4月扩大1.3个百分点，其中，5月单月销售面积同比下降5.5%。1-5月的商品房销售额为51773亿元，同比上升6.1%；较1-4月回落1.9个百分点。其中，5月单月销售额同比上升0.6%。

从价格指标来看，1-5月的商品房销售均价为9325元/平米，同比上升7.8%，较1-4月回落0.5个百分点。其中，5月单月销售均价环比下降4.8%。从库存指标来看，5月末商品房待售面积为50928万平方米，同比下降9.1%，较4月末减少452万平方米，其中，住宅待售面积减少413万平方米。

2018年下半年以来，全国楼市降温明显，多月销售面积同比负增长；其间，今年春季出现以一二线城市成交复苏带动的“小阳春”态势，但随后5月成交再度回落。具体而言，2019年2-5月，全国商品房销售面积单月同比增速分别为-3.6%、1.8%、1.3%及-5.5%，今年以来累计销售面积同比下滑1.6%，去化率亦有所下行。

图表 13. 商品房竣工面积及销售面积



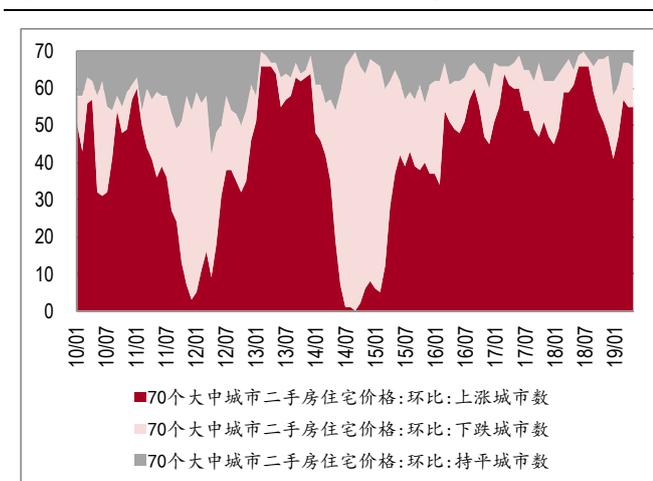
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 14. 商品房销售额和均价走势



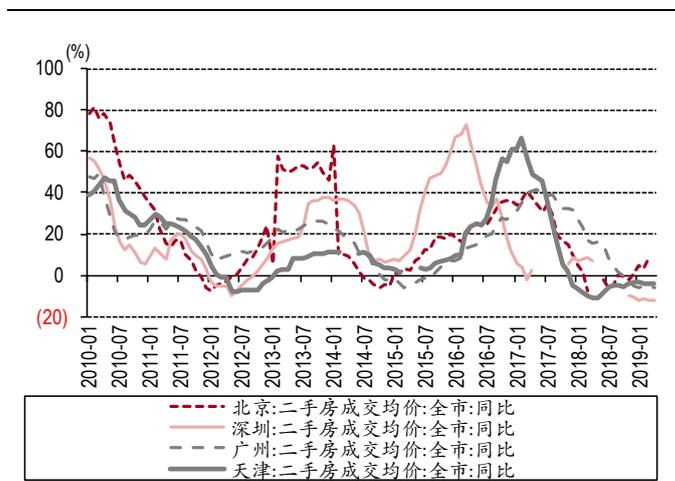
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 15. 二手房住宅价格环比下跌城市自1月起减少



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 16. 重点城市二手房价格增速企稳回升



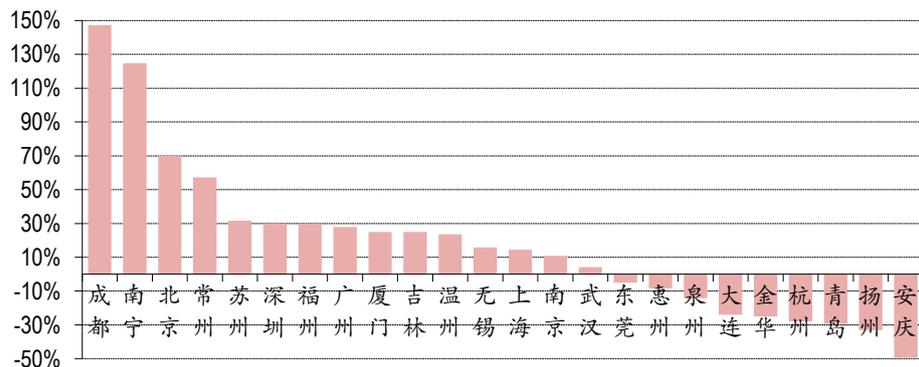
资料来源：国家统计局，中银国际证券



区域结构及城市分化严重；在我们关注的重点城市中，一线城市北京、上海、广州、深圳 2019 年前 5 月分别实现 69.9%、14.4%、27.8%及 29.9%的同比增幅，显著高于全国平均销售增速；此外，强二线城市如成都、南宁、常州、苏州分别实现 147.2%、124.6%、57.2%及 31.6%的较高增幅。

我们认为，今年 3-4 月核心城市出现的小阳春为结构性现象，需求回温的城市大多是在经历较长调整周期后逐步修复的城市，本轮复苏的特点在于预期改善叠加低位修复，北京、上海、广州、南宁、厦门等一二线城市 2018 年出现不同程度调整，2019 年一季度反弹力度领先。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，受益都市圈发展及人才新政，但多数三四线城市市场表现还是比较疲软。

图表 17. 部分城市 2019 年 1-5 月新房销售面积同比增速



■ 2019年1-5月销售面积同比增速

资料来源：万得，中银国际证券

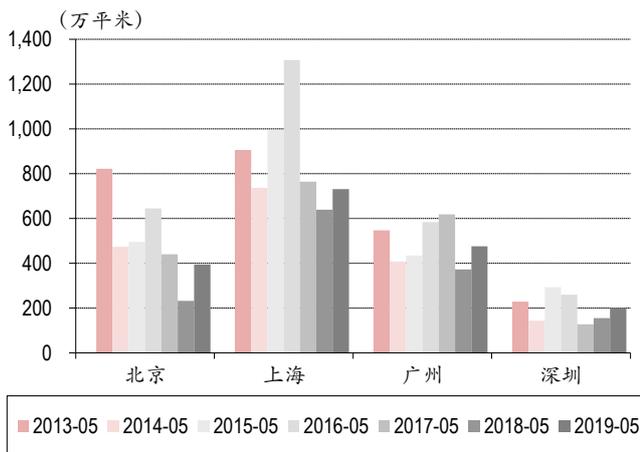
展望下半年，我们认为 1) 随着基数走高，月度销售面积或继续负增长；2) 由于棚改力度大幅弱化，三四线成交或将继续下滑；3) 一二线城市 2018 年以来需求逐步释放，并于今年 3-4 月出现大幅放量增长，后续成交热度或将下行，但比较而言仍好于三四线；4) 结构上来看，龙头房企销售将继续强势，拿地及融资多重优势下，行业集中度将进一步提升。

## 2、一二线成交持续回暖，仅为阶段性复苏

结构上而言，一二线城市销售在 2019 年出现强势复苏：在我们重点跟踪的 30 个城市中，2019 年 1-5 月，一线城市商品房成交量分别累计同比增长 4.85%、18.49%、36.07%、41.53%及 34.26%，二线城市在去年高基数背景下增速为负，但 2-5 月反弹趋势明显。一二线城市从 18 年 3 月同比增速最低点开始已连续复苏 12 个月，并且在 19 年 3 月再创新高，显示出一二线城市的市场底已形成。

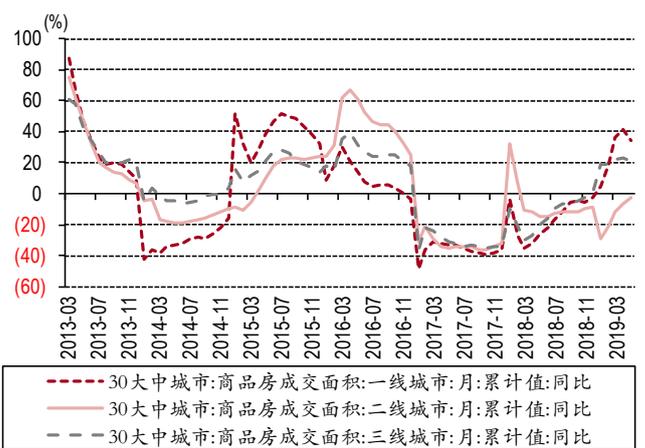
我们认为此轮回暖为需求在长期调控背景下的集中释放，叠加以推盘增加与预期改善，修复惯性将贯穿 2018 及 2019 年，但边际上逐步减弱。并且，在“房住不炒”及“一城一策”的政策基调下，交易均价有望维持稳定，政策难以由点及面大幅放松。我们认为 2019Q1 的小阳春仅为阶段性现象，下半年成交增速预计回落。

图表 18. 2013-2019 年一线城市 1-5 月累计成交量



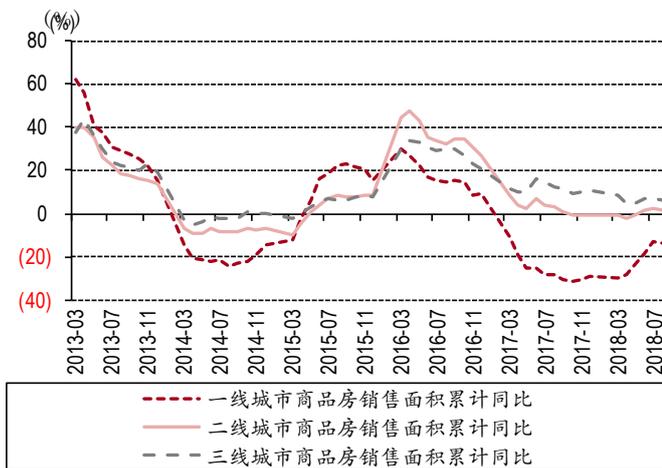
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 19. 一线城市成交增速领跑全国



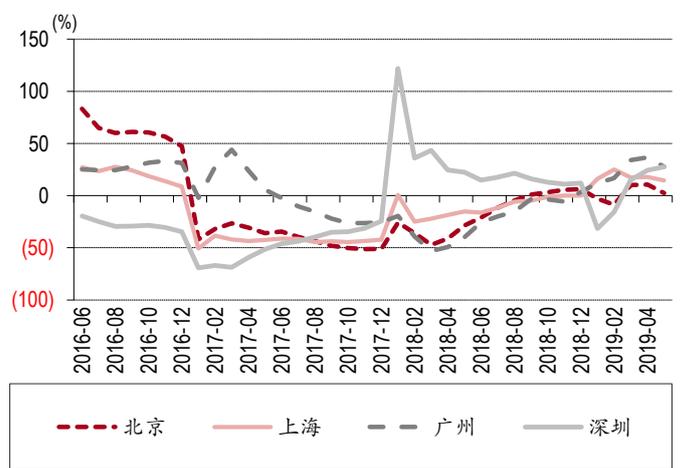
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 20. 一线城市销售面积增速 2018 年起降幅收窄



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 21. 北上广深成交量 2019 年均同比上升



资料来源：国家统计局，中银国际证券

### 3、棚改货币化安置暂缓，三四线销售或将平缓下滑

2014 年以来，棚改货币化对于全国尤其是三四线城市的房屋销量形成了显著拉动。据估算，2015-2018 年，全国棚改货币化分别去化库存为 1.5、2.5、3.1 和 2.5 亿平方米，分别占比 2015-2018 年销售面积的 13.5%、18%、25% 和 17%。但伴随去库存阶段性任务的完成，棚改货币化安置接近尾声，对于三四线城市的房屋销售或造成负面影响。

从总量角度看，2017 年国务院常务会议决定，2018-2020 年计划再改造各类棚户区 1,500 万套，其中 2018 年已经完成 580 万套，2019-2020 年预计分别完成 460 万套。但根据最新的财政部核定开工计划，2019 年将棚改套数下调到 285 万套，较之前计划大幅下降 38%。

2019 年的国务院常务会议上，明确指出将部署推进城镇老旧小区改造，以“老旧小区改造”替代“拆除重建”，将大幅度减少棚改的需求，棚改的大幅下降对于未来三四线城市的商品房成交将形成持续的负面影响。

从货币角度看，2019 年前 5 月新增全国抵押补充贷款 (PSL) 1530 亿，较去年同期大幅下降 65%，当月新增规模自 4 月起负增长。随着棚改政策调整，金融支持力度相应减弱。

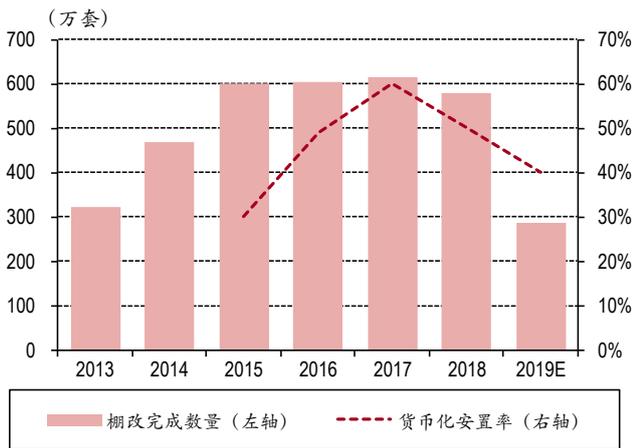
展望未来，我们认为在棚改减弱的背景下，三四线城市销售会平缓下滑而非断崖式下滑，原因有以下几点：1) 在“一城一策”宏观政策下，部分销售额或房价下滑较快的城市政策放松预期走强，对冲销售下行风险；2) “长三角一体化”、“粤港澳大湾区”、“京津冀一体化”等都市圈战略不断深化落地、都市圈内三四线城市人口或将维持净流入，带动购房需求；3) 棚改货币化安置资金划拨与到位、居民拿到补偿款与形成购房行为之间的时间差，均会平滑需求曲线。

**图表 22. 2013-2019 年棚改货币化安置计划与完成情况**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
计划开工 (万套)	304	470	580	600	600	580	285
完成套数 (万套)	323	470	601	606	616	627	
完成率(%)	106	100	104	101	103	107	
货币化安置率			30	49	60	46	
货币化安置套数 (万套)			180	294	370	290	
货币化安置面积 (亿平米)			1.5	2.5	3.1	2.47	
单套面积 (平米)			84	85	85	95	
全国住宅销售面积 (亿平米)			11.2	13.8	12.4	14.5	
占比(%)			13.5	18.1	25	17	

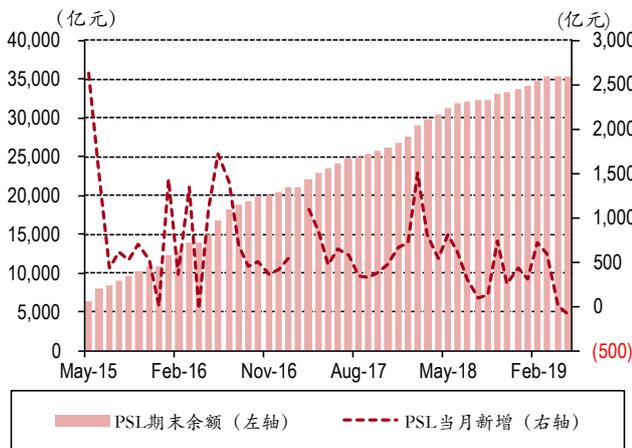
资料来源：住建部、中银国际证券

**图表 23. 棚改完成数量与货币化安置比例**



资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

**图表 25. PSL 期末余额与每月新增额**



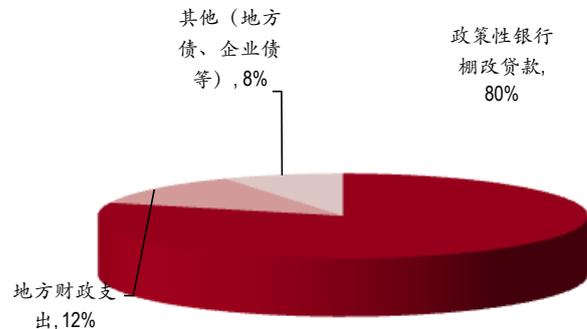
资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

**图表 24. 抵押补充贷款 (PSL) 累计新增规模增速**



资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

**图表 26. 地方政府棚改资金来源**



资料来源：万得，国家统计局，中银国际证券

图表 27. 各省市棚改计划、完成情况

(万套)	2016 开工	2017 计划开工	2017 实际开工	2017 目标完成率 (%)	2018 计划开工	2018 实际开工	2018 目标完成率 (%)
全国	606	600	609	101.5	580	627	107.4
山东	53.4	76.36	80.4	105.3	84.33	前 11 月 85.17 万	超 100
河南	36.91	42	58.85	140.1	50	66.33	132.7
新疆	15.3	28.43	36.8	129.4	47.1	47.09	100.0
浙江	23.5	18	27.5	152.8	29.2	40.6	139.0
贵州	43.03	42.98	43.23	100.6	38.54	39.81	103.3
江西	17.1	24.23	24.13	99.6	27.8	32.9	118.3
安徽	27.9	33.2	33.28	100.2	28.18	29.42	104.4
湖南	47.99	41.19	41.19	100.0	28.6	前 11 月 28.8 万套	超 100
江苏	27.49	25.8	27.47	106.5	21.5	25.62	119.2
四川	27	25	25.3	101.2	25.5	25.5	100.0
湖北	39.6	41	41.25	100.6	24.15	24.33	100.7
河北	18.44	20	20.2	101.0	23	23.5	102.2
甘肃	13.07	16.62	16.62	100.0	23.22	23.22	100.0
内蒙古	23.3	22	22.1	100.5	14.1	22.1	156.7
陕西	30.31	30.3	22.79	75.2	20.2	20.28	100.4
黑龙江	20.8	20.8	21.42	103.0	NA	13.02	NA
山西	21.25	13	13	100.0	12.52	12.81	102.3
云南	19.22	16.8	16	95.2	13.94	10 万以上	NA
广西	16.44	12.05	8.17	67.8	9	前 9 月 9.1 万套	超 100
辽宁	14.13	10.04	10	99.6	6.27	6.3	100.5
福建	13.17	6.9	5.1	73.9	4.3	4.5	104.7
广东	8.1	3.67	2.62	71.4	2.59	3.45	133.2
青海	8.02	5.63	5.63	100.0	3.05	3.05	100.0
海南	5.01	3.41	3.62	106.2	1.36	1.53	112.7
北京	3.9	3.6	17.5	486.1	2.36	3.43	145.3
吉林	13.29	11.5	11.9	103.5	9.53	NA	NA
宁夏	6.36	5.34	5.3	99.3	2.9	NA	NA

资料来源: 相关政府网站, CRIC, 中银国际证券

#### 4、居民信贷增幅显著, 按揭利率见顶回落

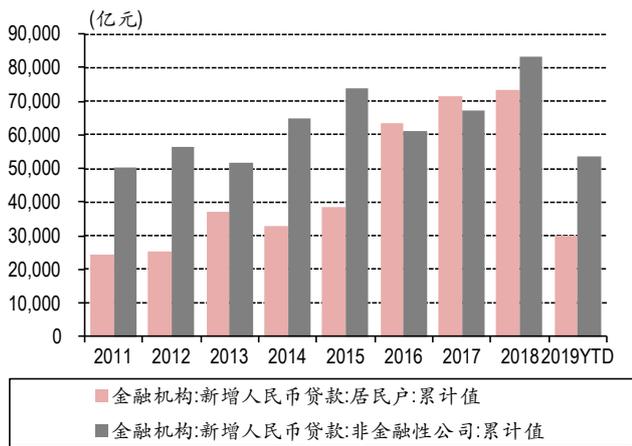
2019 年前 5 月, 人民币贷款累计新增 8.0 万亿元, 同比增长 11.4%, 其中居民部门累计新增人民币贷款 3.0 万亿元, 同比增长 3.7%, 同时企业部门累计新增人民币贷款 5.3 万亿, 同比增长 27.7%。居民部门中, 中长期贷款累计新增 2.3 万亿元, 同比增长 11.2%。2019 年以来, 居民部门贷款增速止跌回升, 其中主要用于购房的按揭贷款累计增速在 2016 年 5 月见顶回落, 并自 2017 年 10 月起转负后, 于今年重回正值, 截至 5 月, 按揭贷款增速同比累计上升 10.85%, 为近两年新高。

图表 28. 截至 2019 年 5 月人民币和居民贷款增速和余额

	累计新增				较上月变				当月新增				较上月变				贷款余额		
	(万亿)	同比 (%)	化 (%)	占比	(万亿)	同比 (%)	化 (%)	占比	(万亿)	同比 (%)	化 (%)	占比	(万亿)	同比 (%)	占比				
人民币贷款	8.0	11.4	(1.7)		1.2	2.6	16.2		143.8	13.4									
企业部门贷款	5.3	27.7	(4.1)	0.7	0.5	(0.6)	38.8	0.4	92.2	11.4	0.6								
居民部门贷款	3.0	3.7	1.1	0.4	0.7	7.8	8.3	0.6	50.9	17.2	0.4								
居民部门: 短期	0.7	(15.0)	1.0	0.1	0.2	(12.3)	25.0	0.2	14.2	15.9	0.1								
居民部门: 中长期	2.3	11.2	1.9	0.3	0.5	19.2	1.7	0.4	36.7	17.7	0.3								

资料来源: 国家统计局, 中国人民银行, 万得, 中银国际证券

图表 29.居民中长期和非金融企业新增贷款额



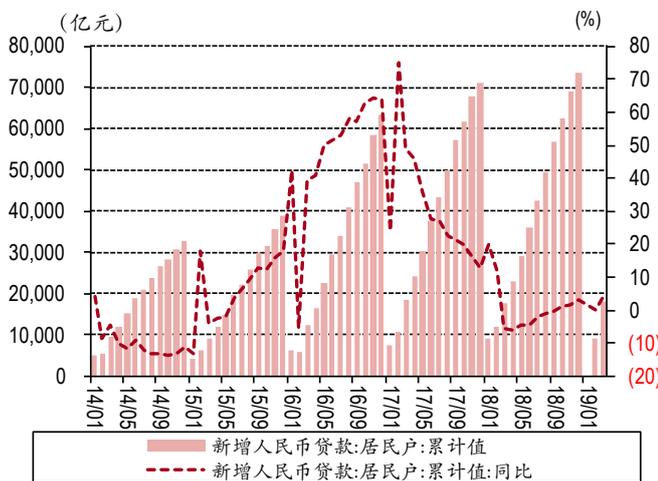
资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

图表 30.居民中长期和短期新增贷款增速



资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

图表 31.新增居民贷款总额及增速



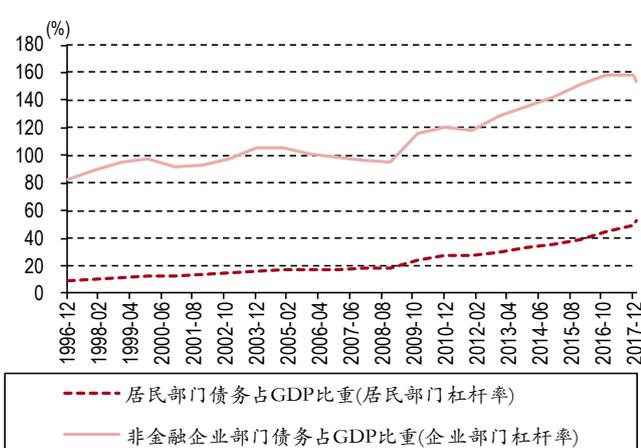
资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

图表 32.新增居民贷款和房企个人按揭贷款增速



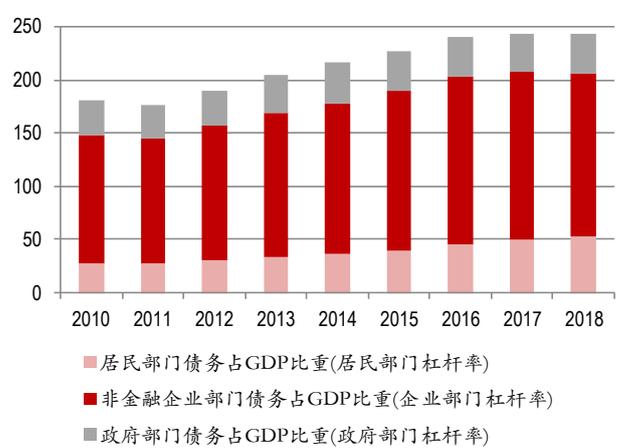
资料来源: 万得, 国家统计局, 中银国际证券

图表 33.居民及企业部门杠杆率演变



资料来源: 万得, 中国社科院, 中银国际证券

图表 34.政府、非金融企业、居民部门杠杆构成



资料来源: 万得, 中国社科院, 中银国际证券

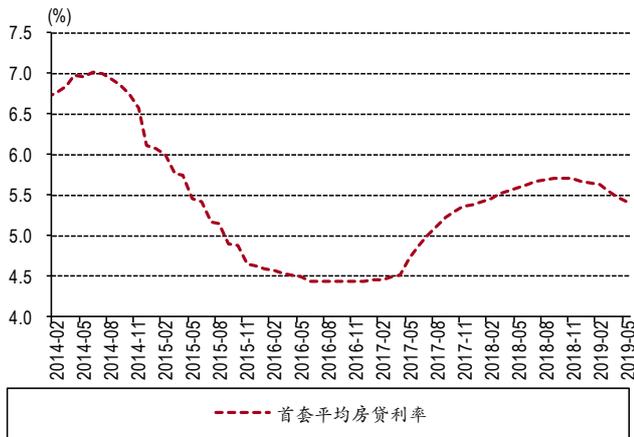
另一方面，首套房和二套房贷利率增速转负，上涨趋势迎拐点：2019年5月，全国首套房平均贷款利率为5.42%，相当于基准利率的1.105倍，自2018年12月起连续下降6个月。环比下降了1.09%(6BP)，同比下降了3.27%(18BP)，该水平为2018年至今以来的最低房贷利率水平，比2017年底高5个BP。其中，北京、上海、广州、深圳的首套房利率分别为5.4%、4.9%、5.3%、5.2%。二套房平均贷款利率为5.74%，环比下降1.20%，同比下降3.69%。多地房贷利率自2018年11-12月起见顶回落，按揭利息上浮比例下调，并伴随10年期国债利率回落至不到3.3%，首套房及二套房贷利率均降至2018年以来低点。但在“因城施策”政策指导下，部分房地产销售过热城市如成都、杭州、福州、天津等银行5月起小幅上调房贷利率上浮比例。展望下半年，我们认为全国性房贷利率下行暂告一个段落，预计整体将趋于平稳，城市间逐步分化。

图表 35.重点城市平均房贷利率统计

	首套房平均贷款利率(%)	二套房平均贷款利率(%)	同比 (%)	环比 (%)	平均上浮(%)
全国	5.4	5.7	(3.3)	(1.1)	0.11
北京	5.4	5.9	(1.1)	(0.2)	0.10
上海	4.9	5.4	(4.5)	(0.8)	0.00
广州	5.3	5.5	(4.3)	(0.6)	0.08
深圳	5.2	5.5	(4.9)	(0.4)	0.06
杭州	5.2	0.0	0.0	0.2	0.06
武汉	5.4	5.7	(3.3)	(1.1)	0.11

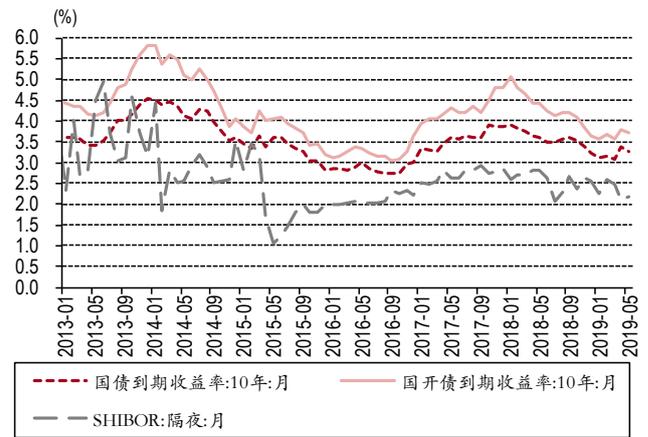
资料来源：国家统计局，中国人民银行，万得，中银国际证券

图表 36.重点城市首套房平均房贷利率



资料来源：国家统计局，中国人民银行，万得，中银国际证券

图表 37.市场长短端资金利率一览



资料来源：国家统计局，中国人民银行，万得，中银国际证券



## 供给端：投资韧性犹在，下半年增速预计回落

### 1、开工施工增速维持高位，竣工反弹疲弱

2018年1-5月，全国完成房地产开发投资46075亿元，同比增长11.2%，较1-4月回落0.6个百分点。其中，住宅投资33780亿元，同比增长16.3%，较1-4月回落0.5个百分点，占房地产开发投资的比重为73.3%。5月单月全国房地产开发投资额同比上升9.5%。

从供应先行指标来看，1-5月的商品房和住宅的新开工面积分别同比上升10.5%和上升11.4%，分别较1-4月回落2.6个百分点和回落2.5个百分点。其中，5月单月商品房和住宅的新开工面积分别同比上升4%和上升5.1%。1-5月的商品房和住宅的施工面积分别同比上升8.8%和上升10.4%。其中，5月单月商品房和住宅的施工面积分别同比上升10.4%和上升10.6%。1-5月的商品房和住宅的竣工面积分别同比下降12.4%和下降10.9%，分别较1-4月扩大2.1个百分点和扩大3.4个百分点。其中，5月单月商品房和住宅的竣工面积分别同比下降22.3%和下降26.4%。

从土地市场指标来看，1-5月的土地购置面积为5170万平方米，同比下降33.2%，较1-4月收窄0.6个百分点，其中，5月单月土地购置面积同比下降31.8%。1-5月的土地成交款为2269亿元，同比下降35.6%；1-5月的土地成交楼面均价为4389元/平米，同比下降3.5%，较1-4月回落4个百分点。

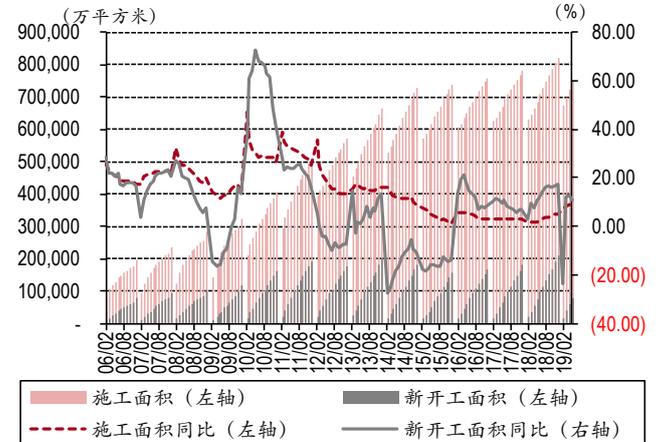
2019年以来，房地产开发投资仍维持高位，源于新开工及施工投资走强，以及土地购置费韧性犹存。由于房地产行业库存处历史低位，房企2017-18积极拿地补库存，因此新开工面积高增的趋势自2018年延续至今，继而推动施工面积以及施工投资的高增。截至5月，施工面积累计同比增长8.8%，为近年新高。

图表 38. 商品房地产开发投资额及增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 39. 商品房新开工和施工面积及增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

### 2、库存去化周期回升，总量开始累积

从库存指标来看，5月末商品房待售面积为5.09亿平方米，同比下降9.1%，较2018年底减少1486万平方米，住宅待售面积减少1183万平方米。经历了此轮三四线的去库存后，全国商品房待售面积大幅下降，较2016年初7.4亿平米高点下降31%，其绝对值也已经低于2014年，达到近4年来最低值。5月末住宅待售面积2.39亿平米，较2016年初的4.7亿平米高点已下降49%，行业去库存实现阶段性成果。

但今年以来，随着全国楼市降温，去化率下行，库存去化速度有所减慢，去化周期拉长。数据显示，全国商品房及住宅待售面积同比降速在2018年2月分别触及17.1%和26%的低位，随后逐月回升，截至2019年5月底，商品房及住宅库存降幅分别收窄至9.1%及14.8%。

我们预计在库存逐渐累积及资金较为紧张的环境下，房企将大幅放缓拿地节奏，放缓施工及竣工节奏，对于2019年的投资增速造成较大下行压力。

图表 40. 商品房待售面积及同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 41. 住宅待售面积及同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

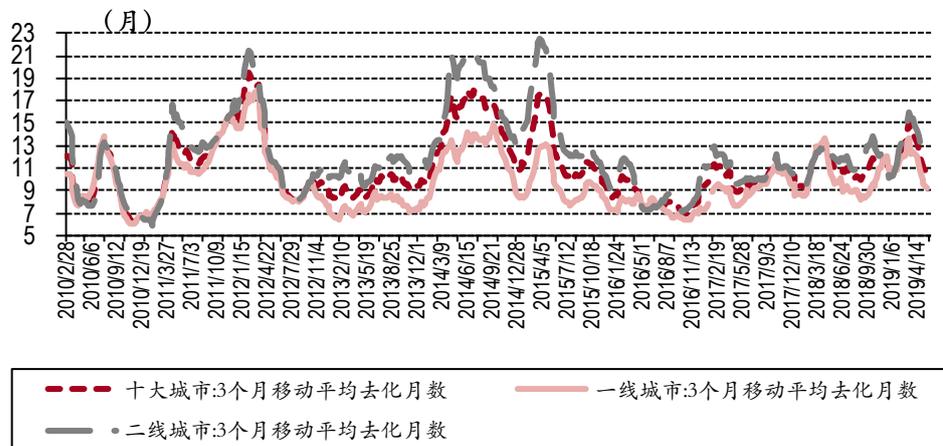
图表 42. 重点城市库存去化水平

城市	可售面积 (万平方米)	环比 (%)	3个月移动日均成交量(平米)	环比 (%)	存量去化月数 (3个月移动平均)	环比 (个月)
14个城市合计	4,449	(5.9)	2,031,144	2.0	5.1	(0.4)
一线城市	2,453	(10.9)	738,553	0.5	7.7	(1.0)
二线城市(重点)	1,996	1.0	826,699	3.3	5.6	(0.1)
北京	877	(1.2)	181,553	4.0	11.1	(0.6)
上海	775	2.4	287,876	0.0	6.2	0.1
广州	801	(1.4)	197,536	1.4	9.4	(0.3)
深圳	0	(100.0)	71,589	(7.9)	0.0	NA
杭州	240	5.0	172,266	7.3	3.2	(0.1)
南京	369	2.9	140,390	1.9	6.1	0.1
苏州	511	(2.5)	239,436	4.2	4.9	(0.3)
福州	332	7.5	48,616	(0.1)	15.8	1.1
厦门	273	(1.4)	32,122	(6.6)	19.6	1.0
宁波	271	(2.7)	193,869	2.7	3.2	(0.2)

资料来源：万得，中银国际证券

注：一线城市包括：北京、上海、广州、深圳，二线重点城市包括：杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门

图表 43. 十大城市 3 个月移动平均去化月数



资料来源：万得，中银国际证券

注：十大城市包括：4个一线城市北京、上海、广州、深圳，6个二线城市杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门

### 3、土地市场量缩价升，成交聚焦仍一二线

根据国家统计局数据，2018年全国土地购置面积2.91亿平方米，土地成交价款1.61万亿，分别同比增长14.2%和18.0%。1-5月，统计局数据显示：房地产开发企业土地购置面积5170万平方米，同比减少33.2%，增速比上月提高0.6%；土地成交价款2269亿元，下降35.6%，增速比上月下降2.1%。

1-5月，万得数据显示：100个中大城市成交土地占地面积23275万平方米，同比减少10%，成交土地规划建筑面积44849万平方米，同比减少7.7%；土地成交总价13617亿元，同比增长10.8%，累计土地成交楼面均价3036元/平方米，同比增长20%。

图表 44. 全国购置土地面积累计增速



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

图表 45. 全国土地成交价款累计增速



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

土地供应量方面，5月百城土地单月供应建筑面积同比下降12.4%，1-5月累计供应量同比下降5.6%，其中，一线、二线、三线城市累计供应量同比分别变化18%、6.7%、-15.9%。土地成交量方面，5月百城土地单月成交建筑面积同比下降5.7%，1-5月累计成交同比下降7.7%，其中，一线、二线、三线城市累计成交量同比分别变化39.4%、-1.4%、-16.9%。

图表 46. 百城土地供应和成交面积

	单月土地供应		累计土地供应		单月土地成交		累计土地成交	
	量-建筑面积 (万平方米)	同比 (%)						
100 城	11514.9	(12.4)	50076.6	(5.6)	9692.8	(5.7)	44849.0	(7.7)
一线城市	672.7	0.4	2618.8	18.0	698.0	173.0	3114.0	39.4
二线城市	5503.7	24.3	22166.7	6.7	4265.4	8.7	20496.0	(1.4)
三线城市	5338.4	(33.7)	25291.1	(15.9)	4729.4	(22.6)	21239.0	(16.9)

资料来源：万得，中银国际证券

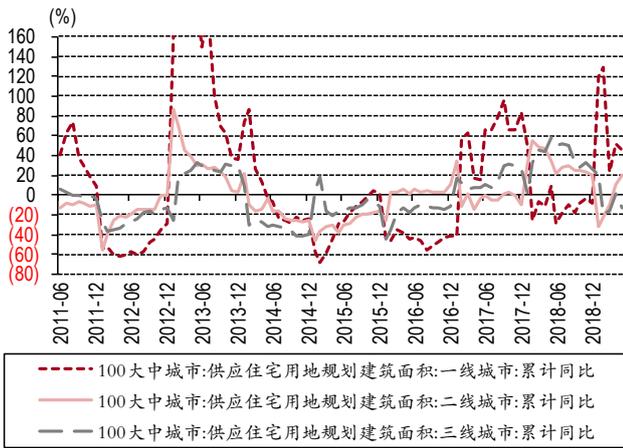
住宅用地供应量方面，5月百城住宅用地单月供应建筑面积同比下降6.8%，1-5月累计供应量同比上升3%，其中，一线、二线、三线城市累计供应量同比分别变化45%、19.9%、-12.5%。住宅用地成交量方面，5月百城住宅用地单月成交建筑面积同比上升18.2%，1-5月累计成交同比下降0.5%，其中，一线、二线、三线城市累计成交量同比分别变化20.8%、9.4%、-11.4%。

图表 47. 百城住宅用地供应和成交面积

	单月住宅用地 供应量-建筑 面积(万平方米)		累计住宅用地 供应量-建筑 面积(万平方米)		单月住宅用地 成交量-建筑 面积(万平方米)		累计住宅用地 成交量-建筑 面积(万平方米)	
	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	
100 城	6048.2	(6.8)	24528.5	3.0	4935.3	18.2	20626.7	(0.5)
一线城市	346.3	35.0	947.8	45.0	115.4	296.0	964.6	20.8
二线城市	3255.5	52.5	12244.8	19.9	2301.8	59.5	10518.0	9.4
三线城市	2446.4	(40.3)	11335.8	(12.5)	2518.2	(6.9)	9144.1	(11.4)

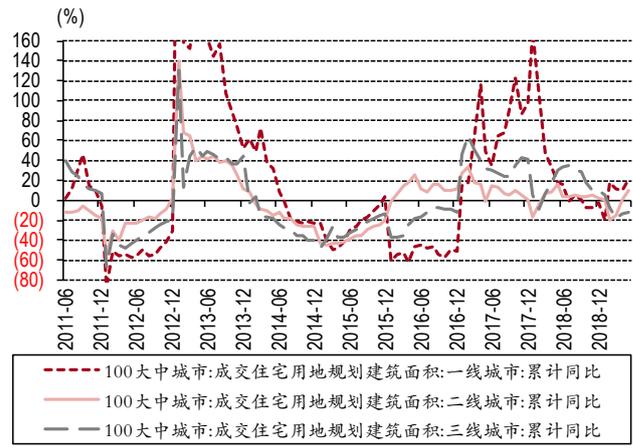
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 48. 百城住宅用地供应量增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 49. 百城住宅用地成交量增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

土地成交总价方面, 5月百城土地单月成交总价同比上升 59.7%, 1-5月累计成交总价同比上升 10.8%, 其中, 一线、二线、三线城市累计成交总价同比分别变化 21.6%、15.8%、-0.6%。百城土地均价方面, 5月百城土地单月成交楼面均价同比上升 69.4%, 1-5月累计成交均价同比上升 20%, 其中, 一线、二线、三线城市累计成交量同比分别变化-12.7%、17.4%、19.6%。

图表 50. 百城土地用地供应和成交价款

	单月土地成交 总价(亿元)		累计土地成交 总价(亿元)		单月土地成交 均价(万平方米)		累计土地成交 均价(万平方米)	
	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	
100 城	3562.8	59.7	13616.8	10.8	3675.8	69.4	3036.1	20.0
一线城市	325.6	406.5	1731.5	21.6	4664.7	85.5	5560.2	(12.7)
二线城市	1851.3	75.5	7766.8	15.8	4340.2	61.3	3789.4	17.4
三线城市	1386.0	25.9	4118.6	(0.6)	2930.6	62.6	1939.1	19.6

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 51. 百城住宅用地供应和成交价款

	单月土地成交 总价(亿元)		累计土地成交 总价(亿元)		单月土地成交 均价(万平方米)		累计土地成交 均价(万平方米)	
	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	同比 (%)	
100 城	3008.9	68.3	11561.0	17.8	6096.5	42.5	5604.9	18.4
一线城市	181.5	440.0	1356.0	41.0	15729.3	36.4	14058.3	16.7
二线城市	1599.9	100.1	6794.3	23.0	6950.5	25.5	6459.7	12.4
三线城市	1227.5	28.6	3410.7	2.6	4874.6	38.1	3729.9	15.8

资料来源: 万得, 中银国际证券

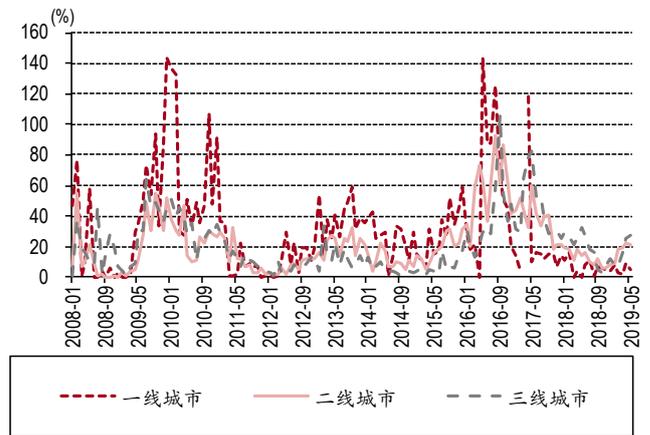
溢价率方面，土拍市场在 2018 年 10 月热度降至冰点后随即显著回暖。截至 2019 年 5 月，全国土地成交溢价率及住宅成交溢价率分别为 21.75% 及 24.30%，分别较去年底上升 13.5 及 16.3 个百分点，回升至 2018 年 Q2 的溢价水平。分城市来看，其中一、二、三线城市 5 月溢价率分别为 5.3%、21.3%、27.7%，分别较去年底上升 1.2、13.3、15.6 个百分点，城市间分化明显，二三线土地成交溢价率弹性较大，一线地市较为平稳。

图表 52. 百城土地成交溢价率



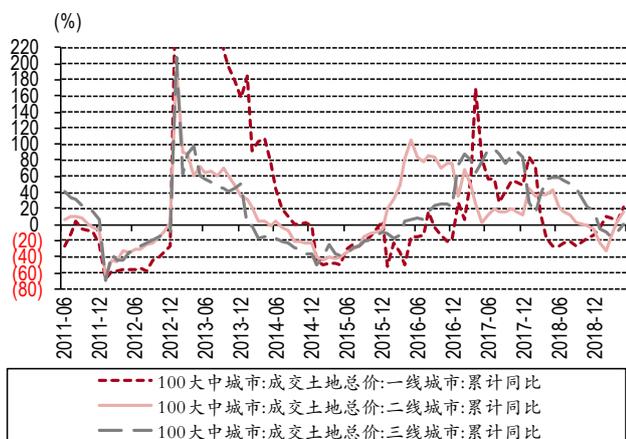
资料来源：万得，中银国际证券

图表 53. 各线城市土地成交溢价率



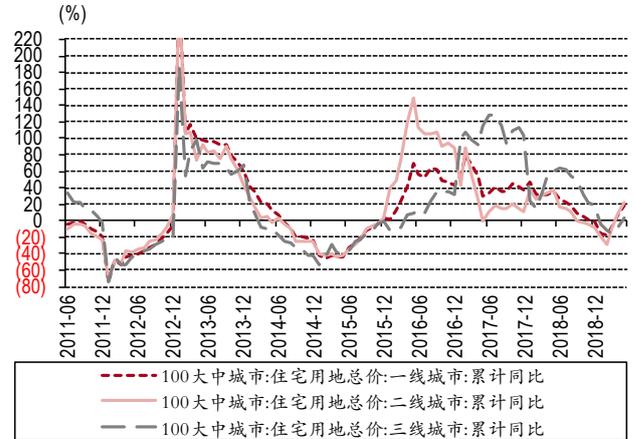
资料来源：万得，中银国际证券

图表 54. 百城土地成交总价增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 55. 百城住宅用地成交总价增速



资料来源：万得，中银国际证券

2018 年下半年以来，全国土地市场显著降温，供给及成交双降，土地成交溢价率跌至 3.5%，流拍率激增至 10% 以上。而 2019 年春节以来，在成交及融资改善的背景下，土地市场回暖，整体呈现出量缩价升的局面。2019 年前 5 月，房地产开发企业土地购置面积 5170 万平方米，同比减少 33.2%；土地成交价款 2269 亿元，下降 35.6%；百城土地成交溢价率同比上涨 21.8%。

结构上而言，房企补库存主要聚焦于一二线城市：今年前 5 月，百城中一线城市累计土地成交面积同比上涨 39.4%，其中住宅用地成交面积同比上涨 20.8%，领跑全国。二线城市中，武汉、杭州、厦门、苏州等城市位列土地成交总价和单价前十，主要由于其经济预期好、地价及周转速度适中，为房企角逐的重心。此外，最近在杭州、苏州、无锡等热点二三线城市的地王时隔两年后再次出现也从另一方面反映出土地市场的升温。

展望下半年，考虑到房企面临销售市场下行、资金边际收紧的大环境，预计拿地投资逐步收缩将是大势所趋。但自然资源部在2019年4月下发通知，再次强调去化周期在6-12个月之间的城市要增加供地，去化周期在6个月以下的要显著增加并加快供地，在低库存下预计部分供需关系紧张的城市将增加供给，土地市场结构性分化。

#### 4、房企到位资金增速回升，融资成本大幅改善

1-5月，房地产开发企业合计资金来源为66689亿元，同比上升7.6%，较1-4月回落1.3个百分点。从各资金来源同比来看，1-5月累计数据中，国内贷款同比上升5.5%，较1-4月扩大1.8个百分点；利用外资同比上升42.9%，较1-4月回落57.1个百分点；自筹资金同比上升4.1%，较1-4月回落1.2个百分点；包含定金、预收款及个人按揭贷款的其他资金同比上升10.3%，较1-4月回落2.5个百分点，其中，1-5月定金及预收款、个人按揭贷款分别同比上升11.3%和上升10.8%。

伴随去杠杆转为稳杠杆，以及政策上对于民营企业融资的支持，行业流动性自2018年Q2期逐步好转，房企开发资金及国内贷款累计同比增速分别在18年4月、6月触及2.1%及-7.9%的低位，随后均快速反弹；截至近年5月末，分别回升至7.6%及5.5%。行业流动性收紧格局得到缓解，房企融资规模及成本也均得以改善。

2018年12月12日，国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资，进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，将企业债发行主体扩容至优质房企。《通知》规定符合1) 资产总额大于1500亿；2) 年收入大于300亿；3) 负债率不超过85%；4) AAA评级的房企，均支持进行企业债融资。此新规为优质房企融资拓宽渠道，较大程度上缓解了优质房企融资压力，推动融资成本小幅改善，同时促使融资集中度进一步提升。

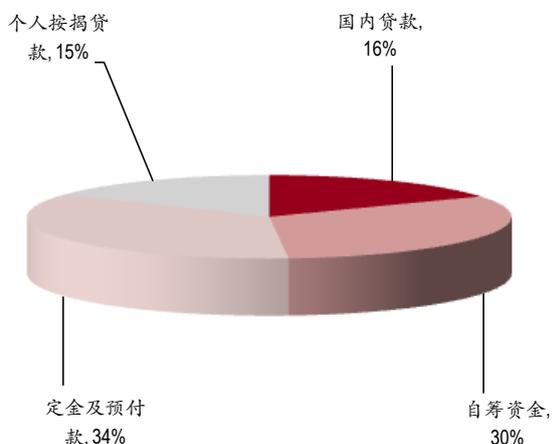
2019年3月6日，国家发改委表示“是要进一步帮助民营企业特别是中小微企业解决融资难融资贵的问题。主要是两大方面，一个是解决他们的流动性问题，第二个是解决他们的中长期投资资金短缺问题。”

图表 56. 本月房地产企业到位开发资金来源统计

	累计值 (亿元)	同比 (%)	较上月变化 (%)	占比 (%)
房企开发资金来源	13.6	7.7	(0.1)	
国内贷款	2.0	(5.2)	(0.1)	15
自筹资金	4.6	10.8	(0.6)	34
定金及预付款	4.5	16.3	0.0	33
个人按揭贷款	1.9	(0.9)	0.3	14

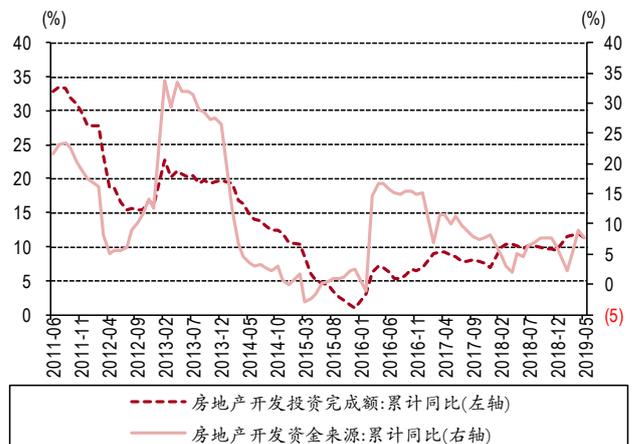
资料来源：万得，中银国际证券

图表 57. 房地产企业资金来源构成



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 58. 房地产投资增速和房企开发资金来源



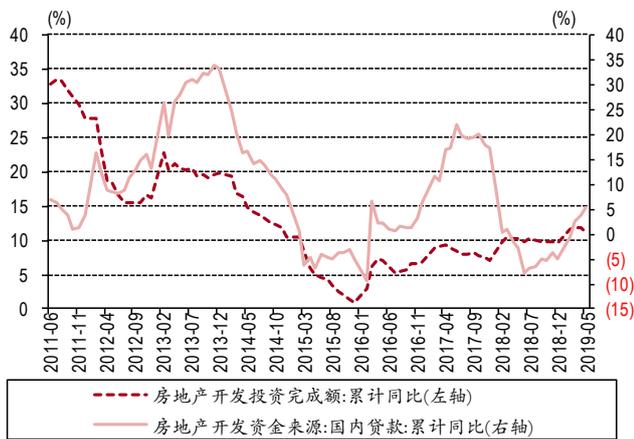
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 59. 部分房企融资成本情况统计

房企	发行日期	期限(年)	金额(亿元)	类型	发行利率(%)
保利地产	2018年11月28日	3+N	15.0	中票	4.63
	2019年1月21日	3	15.0	中票	3.60
世茂股份	2019年1月15日	3	20.0	一般公司债	4.65
	2019年3月19日	3	10.0	一般公司债	4.64
	2019年5月22日	3	5.0	一般公司债	4.15
金地集团	2018年11月28日	270天	30.0	超短期融资券	4.07
	2019年3月1日	270天	30.0	超短期融资券	3.20
新城控股	2018年10月29日	4	21.6	一般公司债	7.43
	2019年3月20日	4	11.0	一般公司债	5.05
	2018年10月15日	3	11.0	中票	7.43
	2018年12月28日	3	10.0	中票	7.00
	2019年1月7日	3	10.0	中票	6.00
万科	2018年10月29日	5	20.0	一般公司债	4.18
	2019年2月26日	5	20.0	一般公司债	3.65

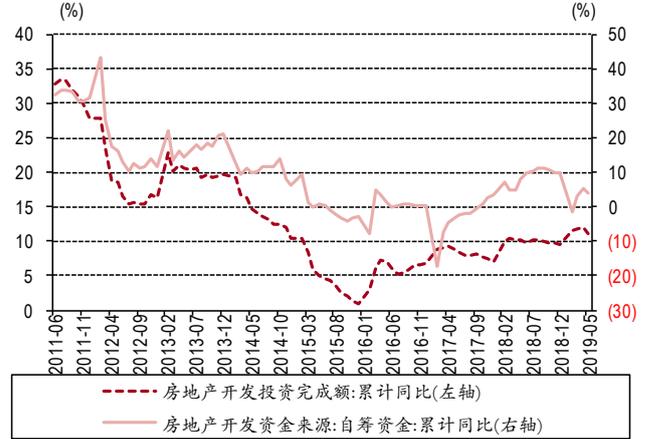
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 60. 房企国内贷款增速和房地产投资增速



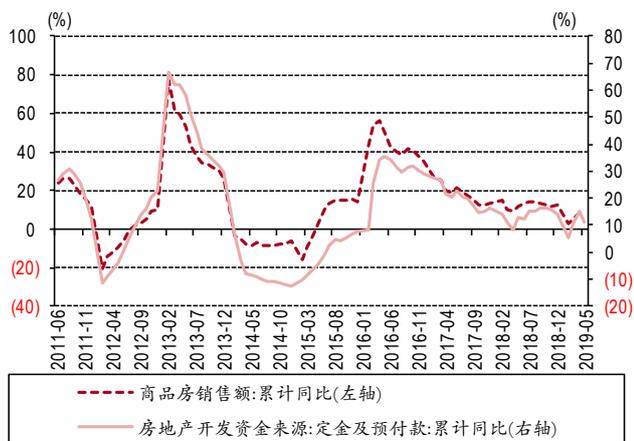
资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 61. 房企自筹资金增速和房地产投资增速



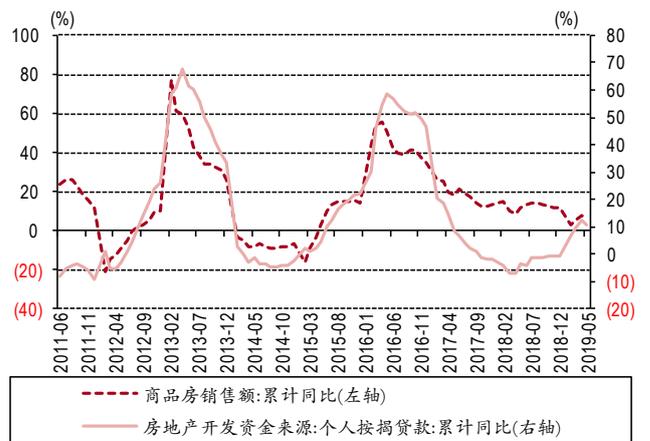
资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 62. 房企定金及预付款和房地产销售增速



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

图表 63. 房企个人按揭款增速和房地产销售增速



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券



**2019 年预测：销售面积同比-6%，销售金额同比-3%，投资同比增长 5%**

综上，我们预测 2019 年全国商品房销售面积和销售额分别同比下降 6% 和 3%，投资额同比增长 5%；新开工面积同比增长 2%。

图表 64. 房地产行业数据与同比增速预测

数值	施工面积 (亿 m <sup>2</sup> )	新开工面积 (亿 m <sup>2</sup> )	竣工面积 (亿 m <sup>2</sup> )	土地购置面 积(亿 m <sup>2</sup> )	土地购置费 (亿元)	投资额 (亿元)	销售额 (亿元)	销售面积 (亿 m <sup>2</sup> )	销售均价 (元/m <sup>2</sup> )
2008	283,266	102,553	66,545	39,353	5,795	31,203	25,068	65,970	3,800
2009	320,368	116,422	72,677	31,910	6,039	36,242	44,355	94,755	4,681
2010	405,356	163,647	78,744	39,953	9,992	48,259	52,721	104,765	5,032
2011	507,959	190,083	89,244	40,973	11,413	61,740	59,119	109,946	5,377
2012	573,418	177,334	99,425	35,667	12,100	71,804	64,456	111,304	5,791
2013	665,572	201,208	101,435	38,814	13,502	86,013	81,428	130,551	6,237
2014	726,482	179,592	107,459	33,383	17,459	95,036	76,292	120,649	6,323
2015	735,693	154,454	100,039	22,811	17,675	95,979	87,281	128,495	6,793
2016	758,974	166,928	106,128	22,025	18,779	102,581	117,627	157,349	7,476
2017	781,484	178,654	101,486	25,508	23,231	109,799	133,701	169,408	7,892
2018	820,558	209,025	89,308	28,952	25,554	120,230	149,077	171,102	8,721
2019E	887,891	213,570	88,892	27,674	26,832	126,241	145,512	161,314	9,592

同比增速	施工面积 (%)	新开工面积 (%)	竣工面积(%)	土地购置面 积(%)	土地购置费 (%)	投资额 (%)	销售额 (%)	销售面积(%)	销售均价(%)
2008	19.9	7.5	9.8	(2.2)	19.1	23.4	(16.1)	(14.7)	(1.7)
2009	13.1	13.5	9.2	(18.9)	4.2	16.1	76.9	43.6	23.2
2010	26.5	40.6	4.5	25.2	65.5	33.2	18.9	10.6	7.5
2011	25.3	16.2	13.3	2.6	14.2	27.9	12.1	4.9	6.9
2012	13.2	(7.3)	7.3	(19.5)	6.0	16.2	10.0	1.8	7.7
2013	16.1	13.5	2.0	8.8	11.6	19.8	26.3	17.3	7.7
2014	9.2	(10.7)	5.9	(14.0)	29.3	10.5	(6.3)	(7.6)	1.4
2015	1.3	(14.0)	(6.9)	(31.7)	1.2	1.0	14.4	6.5	7.4
2016	3.2	8.1	6.1	(3.4)	6.2	6.9	34.8	22.5	10.1
2017	3.0	7.0	(4.4)	15.8	22.1	7.0	13.7	7.7	5.6
2018	5.2	17.2	(7.8)	14.2	10.0	9.5	12.2	1.3	18.0
2019E	8.0	2.0	(5.0)	(5.0)	5.0	5.0	(3.0)	(6.0)	3.0

资料来源：国家统计局，中银国际证券

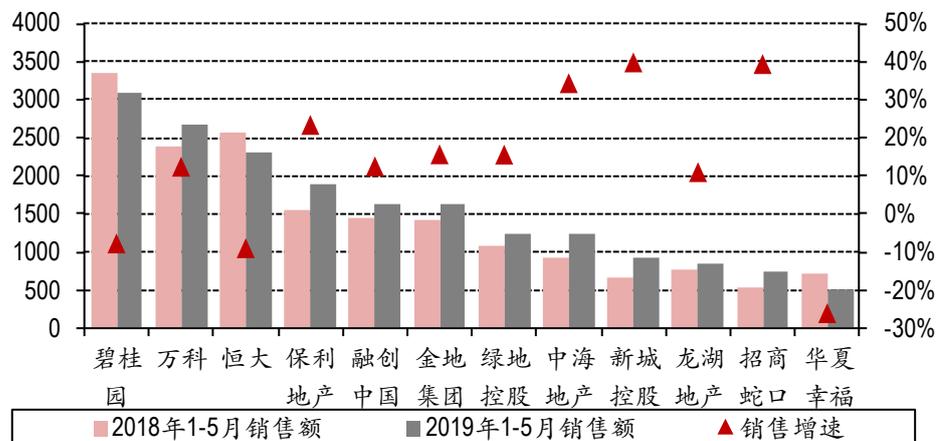
## 公司篇：行业集中度持续提升，积极推荐龙头

### 1、龙头规模扩张，集中度持续提升

根据克而瑞数据，2019年1-5月TOP100房企整体销售操盘业绩规模近3.5万亿元，同比微增4.1%。增速远高于行业平均增速，行业集中度提升逻辑不变。值得注意的是，Top10房企增速2.9%，Top11-30房企增速8.6%，Top31-50房企增速16.6%，位于排名30-50之间的中大型房企销售提升最快，龙头房企普遍策略转向提质增效及多元化发展，而非单纯冲规模。

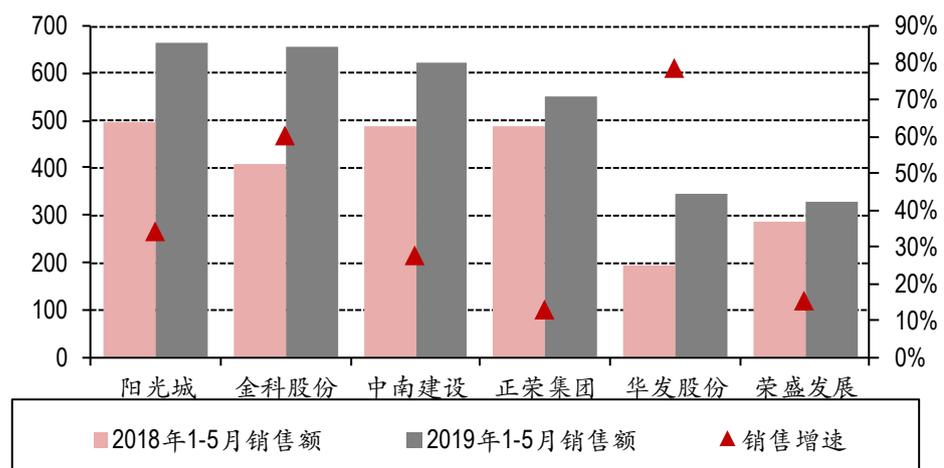
在我们重点关注的12家龙头房企中，2019年1-5月平均销售增速为13%。在我们重点关注的6家高成长中型房企中，2019年1-5月平均销售增速38%，远高于行业平均水平。销售集中度提升进而带动拿地、融资等多方面集中度提升。

图表 65. 2017-18 年龙头房企销售额及销售增速



资料来源：CRIC 研究院，中银国际证券

图表 66. 2017-18 年中小型房企销售额及销售增速



资料来源：CRIC 研究院，中银国际证券

行业集中度上升是长期逻辑，强者恒强弱市下会更明显。根据克尔瑞数据显示，2019年一季度TOP10、20、30、50、100房企集中度分别达到31.1%、42.0%、49.5%、59.3%及70.5%，分别较2018年末提升4.2、4.5、4.4、4.2及3.8个百分点，集中度提升之路延续。

图表 67. 2019 年一季度房企销售操盘金额集中度

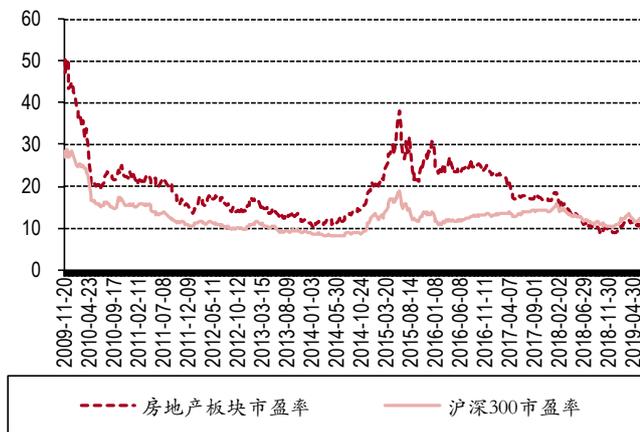
梯队集中度	2017(%)	2018(%)	2019Q1(%)	增幅(百分点)
TOP3	11.9	12.6	15.1	2.5
TOP10	24.2	26.9	31.1	4.2
TOP20	32.5	37.4	42.0	4.5
TOP30	38.3	45.2	49.5	4.4
TOP50	45.8	55.1	59.3	4.2
TOP100	55.4	66.7	70.5	3.8

资料来源: CRIC, 中银国际证券

## 2、板块估值历史低位, 修复预期增强

从绝对估值来看, 当前地产板块整体 PE 为 10.9 倍, 仅高于银行和钢铁。从相对估值来看, 沪深 300 板块 PE 为 12.5 倍, 地产与沪深 300 板块 PE 比为 0.88 倍, 为历史较低水平, 无论绝对估值还是相对估值均处于历史低位。上市房企一季末预收款与过去一年营收比值均超过 100%, 业绩保障度高, 2019 年行业净利润仍有望保持增长, 对应估值将更低。

图表 68. 房地产板块与大盘市盈率之比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 69. 房地产板块与大盘市净率之比



资料来源: 万得, 中银国际证券

## 3、房企现金流改善, 投资回暖杠杆可控

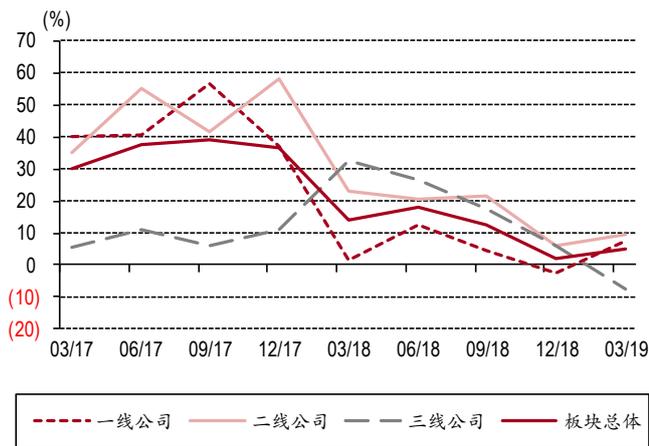
从投资力度来看, 一二线房企补库存意愿增强, 基于融资优势明显叠加土地市场溢价率下行, 2019 年起拿地积极, 而三线房企则投资意愿较弱。

截至 2019 年 3 月, 板块购买商品、劳务支付的现金累计同比上升 4.77%, 较去年末扩大 2.7 个百分点, 其中一线和二线公司分别扩大 9 个和 3.4 个百分点, 而三线公司收窄 13.6 个百分点。2019 年以来, 房企融资环境显著改善, 土地市场溢价率低位回升, 主流房企投资及开工意愿增强, 三线房企则投资增速持续收窄, 分化显著。

从杠杆水平来看, 截至 2019 年 3 月, 板块的资产负债率与 18 年底基本持平, 板块的净负债率较 17 年末上升 46 个百分点, 其中一线房企上升 90 个百分点, 二线房企上升 2.5 个百分点。18 年板块整体资产负债率显著上升, 其中预售账款及合同负债上升影响较大。值得注意的是, 一二线房企的杠杆率普遍高于行业平均水平, 主要由于一二线房企快周转扩规模的意愿普遍较强, 而三线房企加杠杆的意愿最弱, 显示行业整合愈发激烈。

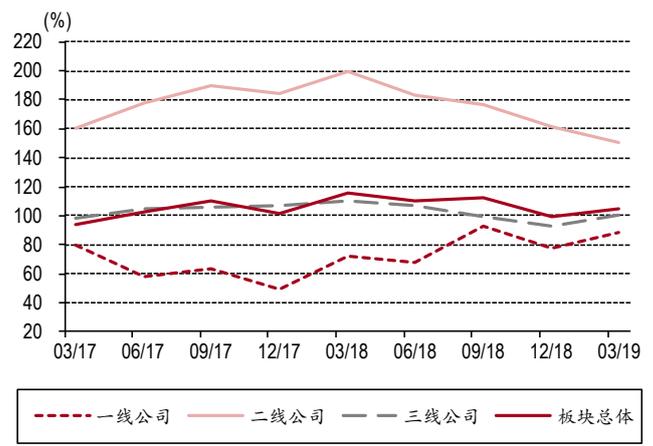
我们认为行业负债水平连年上升或有一定风险性, 但部分成长性房企通过加快销售回款及增厚净资产等方法降低净负债率, 发展模式普遍健康。

图表 70. 2015-18 板块购买商品及劳务现金流出累计同比



资料来源：万得、中银国际证券

图表 71. 2015-2018 房地产板块净负债率水平



资料来源：万得、中银国际证券

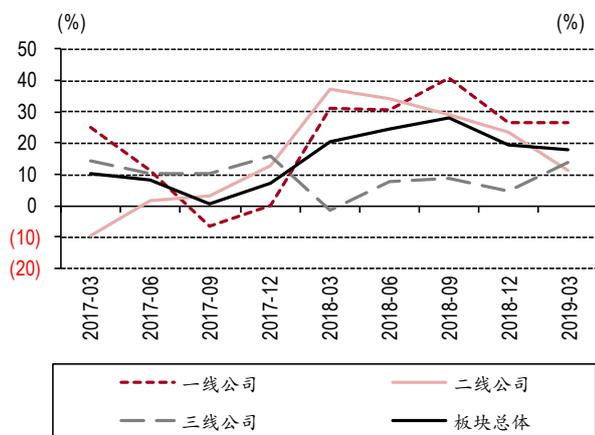
#### 4、收入增速持续回升，龙头房企优势凸显

收入方面，2018 年 1-12 月地产板块主营业务收入同比增长 19.57%，较 2017 年末上升 12.3 个百分点。其中，一线公司收入同比增长 26.29%，比 17 年末上升 26.2 个百分点；二线公司收入同比增长 23.39%，比 17 年末上升 10.4 个百分点；三线公司收入同比上升 4.69%，比 17 年末下降 11.1 个百分点。2019 年 1-3 月，板块营收同比增长 13.88%，较 18 年末下降 5.7 个百分点。

盈利方面，2018 年 1-12 月，板块归母净利润同比增长 7.96%，较 2017 年下降 20 个百分点。其中，一线公司净利同比增长 22.68%，比 17 年末下降 5.2 个百分点；二线公司同比增长 25.52%，比 17 年末上升 8.4 个百分点；三线公司同比下降 40.15%，同比 17 年末下降 82.3 个百分点。2019 年 1-3 月，板块归母净利润同比增长 11.41%，较 18 年末扩大 3.5 个百分点。

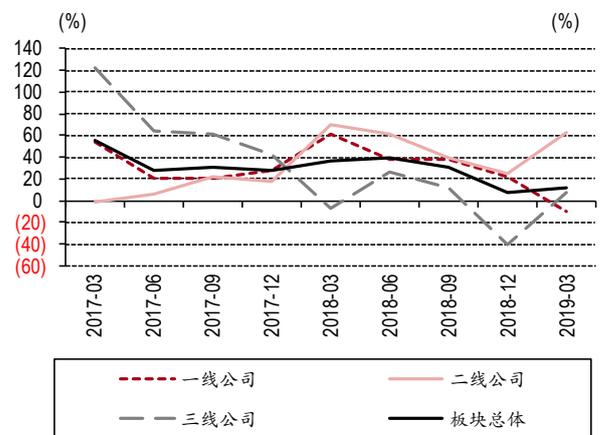
2018 年房地产板块净利润在 16-17 年高基数下增速回落，其中各线房企分化格局明显，一二线公司净利润分别录得 23% 及 25.5% 的增长，三线公司则大幅下滑至 -40%，我们预计行业集中度将持续加强，高毛利、高周转一二线房企将持续受益。

图表 72. 2016-2018Q3 房地产板块收入增长率



资料来源：万得、中银国际证券

图表 73. 2016-2018Q3 房地产板块净利润增长率



资料来源：万得、中银国际证券

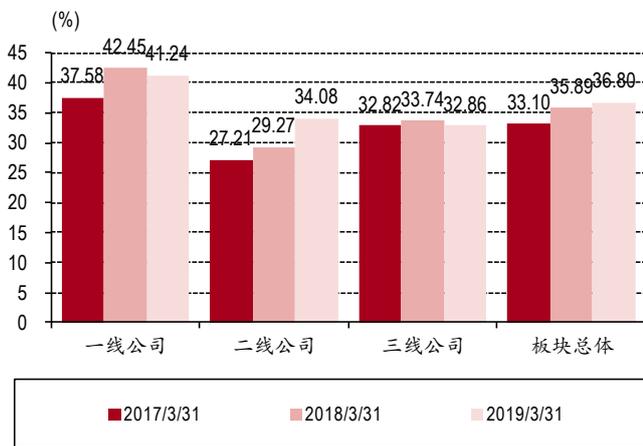
## 5、毛利率维持高位，稀缺资源优势凸显

2018年1-12月，板块总体毛利率为35.21%，较17年同期上升2.5个百分点，连续2年上涨。一线公司为38.68%，较17年同期上升2.4个百分点；二线公司为32.29%，较17年同期上升3.2个百分点；三线公司为31.57%，较17年同期上升1.6个百分点。2018年1-12月，板块总体净利率为10.6%，较17年同期下降1.1个百分点。其中，一线公司为12.89%，较17年同期下滑0.4个百分点；二线公司为10.59%，较17年同期下滑0.2个百分点；三线公司为5.97%，较17年同期下滑5.5个百分点。

由于房企18年结转的主要为16-17年涨价项目，房企整体毛利率同比整体上升。其中，一线房企整体仍维持较高的毛利率优势，继续保持平均35%以上的水平。从净利率水平来看，各线房企全面下滑，主要由于少数股东权益及资产减值损失计提显著增加，挤压净利率水平。在主流的一二线上市房企中，18年结算毛利率仍保持较高水平的企业大多具有开发模式的稀缺性，包括：华侨城（60%）和华夏幸福（42%）等，或具有较强的区域资源优势，包括：金融街（49%）和金地集团（43%）等。

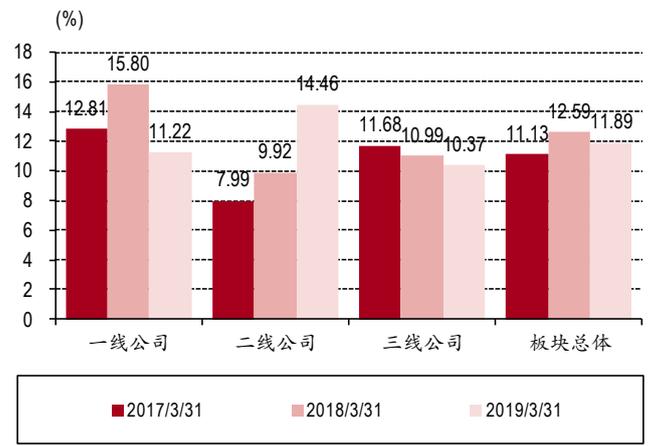
由于16-17年土地均价明显上升，长期来看，土地成本高企将使房企的利润率承压，而具有稀缺资源背景的房企优势将凸显。伴随行业集中度快速提升，一线及强二线房企在土地获取及销售端的优势将有所扩大。

图表 74. 2016-2018Q1 房地产板块毛利率水平变化



资料来源：万得、中银国际证券

图表 75. 2016-2018Q1 房地产板块净利率水平



资料来源：万得、中银国际证券

## 6、行业观点：关注政策及融资环境变化

我们判断2019年将是房地产行业集中度持续提升之年，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化。我们认为下半年的地产板块看点在于：1) 因城施策深化落地，都市圈发展提速，货币及信贷政策边际改善；2) 一二线城市销售阶段性回暖，全年下行压力犹存；3) 投资韧性犹在，下半年增速预计回落，融资端边际改善；4) 行业集中度持续提升，龙头房企销售高增锁定业绩，迎估值切换。我们维持板块强于大市评级，建议积极关注融资环境变化，推荐龙头房企：推荐保利地产、招商蛇口、新城控股；区域房企：推荐华夏幸福、荣盛发展，关注华发股份、金科股份；建议关注高成长性房企：阳光城、中南建设。

### 1、龙头房企强者恒强

**保利地产：**公司是低估值龙头蓝筹，前期整合中航、轻工集团等央企房地产资源，近期间接收购保利置业20%股权解决同业竞争，未来公司作为央企地产开发平台，将会实现更多资源整合，叠加保利置业整合加速推进，有望受益此次国企改革继续做大做强。另一方面，公司今年销售业绩实现较快增长，去年推出的期权激励要求未来业绩复合增速达到8%，目前2019年PE不到8倍。



**招商蛇口：**公司坐拥前海和蛇口超过 5 平方公里的稀缺土地资源，预计可开发面积超 1000 万平米，土地成本低廉；前海 2.4 平方公里土地确权和通州 81 平方公里产业项目大幅增加公司的土地储备，近期推出股权激励要求未来业绩复合增速达到 13%，员工持股和增发价 23.47 元/股，大股东增持价 22.51 元/股，RNAV23.67 元/股。

**新城控股：**公司是长三角区域住宅和商业地产开发商，坚持“以上海为中枢，长三角为核心，并向全国扩张”的战略，作为民营房企依靠灵活的机制，近年销售规模和业绩持续高速增长，销售排名已进入 TOP15，而自持商业物业坚持小规模和轻资产运行，根据股权激励业绩承诺，今明两年净利润将分别达到 35 亿和 50 亿（公司公告），实际业绩有望再超预期。

## 2、区域房企把握风向

### 京津冀一体化

**华夏幸福：**公司是全国产业新城开发及运营龙头，房地产千亿销售规模稳居全国十强，自上市以来保持每年 30% 以上的业绩增速，是高成长白马价值股的典范。公司充足的环京储备增值空间巨大，显著受益于雄安新区建设提速，同时公司异地复制在长三角已初见成效，嘉善项目成功树立标杆并逐步进入业绩贡献期。公司是地产板块成长特性较强而周期属性较弱的白马龙头房企，PE6-7 倍。

**荣盛发展：**公司深耕京津冀区域，形成并强化“大地产、大健康、大金融”以及新兴产业全面发展的“3+X”战略格局。公司 17 年预收账款覆盖结算收入 1.94 倍，业绩锁定性佳；土地储备充足可满足三年左右开发需求。估值较低，2018 年 PE 不及 5 倍。

### 粤港澳大湾区

**华发股份：**公司是珠海地区开发企业龙头，公司以珠海为核心，向上海、武汉、广州等一核心城市辐射开发，珠海区域储备超过 300 万平米占比近 45%，同时集团拥有 1100 万方横琴片区一级土地开发资源，未来将显著受益于粤港澳地区的联动发展，建议关注。

### 中西部崛起

**金科股份：**公司是成渝地区的地产开发龙头企业，土地储备充沛，低成本拿地具备先发优势。近年来公司销售提速，业绩增长有保障。股票激励计划和同舟共赢等多种激励方式共同提升员工积极性。2018 年实现 90% 高销售增速，周转速度提高，负债率大幅下降，建议关注。

## 3、成长性企业价值突破

**我爱我家：**公司成立于 1998 年，于 2017 年登陆 A 股市场。2018 年，公司实现营业收入 106.9 亿元，归母净利润 6.3 亿元，同比增长 766%（以我爱我家房地产经纪有限公司口径统计，增速 19%）。公司作为存量房市场龙头经纪商，伴随市占率及人均效率的不断提升，未来营收和业绩的释放空间较大。2017-19 年，公司承诺累计净利润目标 5 亿、11 亿、18 亿，于 17-18 年相应实现，我们预计 19 年目标达成无虞。公司 2018 年分别实现毛利率及净利率 30.2% 及 6.5%，盈利能力逐年稳步提升。

**阳光城：**公司为高成长性房企典范，2018 年销售增速超 100%。拿地方面，公司坚定“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，全面升级“3+1+X”布局战略，提出“三全五圆”的发展战略，将一、二线城市作为根据地，形成二线城市全覆盖、核心城市辐射周边城市的战略格局。同时，公司净负债率已有年初的 252% 下降至 207%，回购计划彰显对公司未来发展的信心，建议关注。

**中南建设：**公司 2018 年实现近 60% 的销售增速，结算毛利率 19.6%，较 17 年提升 3.3 个百分点。公司深度布局江苏，在手近 3000 万方土地储备约四成位于江苏，受益长三角一体化加速。公司管理层在 2018 年引进众多资深经理人，通过股权激励及员工持股计划绑定利益，上下齐心聚焦主业，建议关注。



#### 4、题材热点伺机而动

- 1) **长租公寓**：随着租赁住房政策的推出，明年将是落实租购并举的元年，各路资本有望抢滩长租公寓的布局，
- 2) **房地产金融**：未来培育和发展住房租赁市场，推进房地产投资信托基金(REITs)试点也有望加快，相关政策也将加速资产证券化的落地。
- 3) **物流地产**：随着电子商务的高速发展，物流地产的需求空间巨大，一般其租金回报率要高于住宅和商办物业。
- 4) **养老地产**：随着我国人口步入老龄化，养老地产的发展趋势逐渐明朗，需求潜力将被不断释放。



### 风险提示：

房产税的推进存不确定性；

三四线城市在棚改政策调整后销售及投资下滑幅度超预期；

行业流动性未见明显改善及融资集中度提升背景下，中小型房企面临较大现金流压力。

附录图表 76. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
万科 A	000002.SZ	买入	27.79	3,105.66	3.06	3.63	9.28	7.66	14.27
保利地产	600048.SH	买入	12.77	1,519.00	1.59	1.95	7.93	6.55	8.80
绿地控股	600606.SH	买入	6.89	838.39	0.95	1.15	6.66	5.99	5.27
招商蛇口	001979.SZ	买入	20.84	1,649.08	1.93	2.61	13.86	7.98	8.80
新城控股	601155.SH	买入	39.86	899.53	4.70	6.59	8.73	6.05	9.38
华夏幸福	600340.SH	买入	31.96	959.63	3.91	4.94	8.17	6.47	6.47
荣盛发展	002146.SZ	买入	9.53	414.38	1.73	2.18	5.36	4.37	6.56
华侨城 A	000069.SZ	买入	6.92	567.72	1.29	1.58	5.39	4.38	10.08
我爱我家	000560.SZ	增持	4.80	113.06	0.25	0.32	16.41	15.00	4.08
金融街	000402.SZ	未有评级	7.72	230.75	1.09	1.24	6.48	5.84	10.08
光大嘉宝	600622.SH	未有评级	4.88	73.18	0.76	0.89	8.43	7.46	6.29
华发股份	600325.SH	未有评级	7.90	167.29	1.08	1.39	7.54	5.70	5.78
中南建设	000961.SZ	未有评级	8.64	320.53	0.60	1.14	14.24	7.76	4.32
金科股份	000656.SZ	未有评级	6.10	325.72	0.73	0.96	8.60	6.65	4.01
阳光城	000671.SZ	未有评级	6.51	263.66	0.75	1.05	8.59	6.29	4.07

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 6 月 26 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371