

三四线市场深度研究报告

棚改退坡但余音绕梁，城市独立周期正当时

推荐（维持）

过去三年棚改大力推进，三四线市场因棚改而起，而今年开始棚改退坡，市场担忧三四线市场或因棚改而衰。不过2019H1中现实销售的稳定，却一定程度否定了原先悲观预期，也造成了市场的迷茫。经过近期行业数据分析和16个城市草根调研，我们认为棚改的平滑效应和城市独立周期两种机制，共同推动了三四线需求虽处于下行周期，但或将更可能表现为结构分化、稳中有降，再考虑一二线需求的复苏，全国总体需求料将表现稳定，预计2019年全年销量同比-1%左右。我们认为，近期基本面略有走弱，并预计投资逐步放缓、销量二次探底，政策面和资金面却已于18Q3见底，并全球流动性宽松预期升温，而估值仍处于低位，2019PE仅4.9倍，NAV折价20-60%，此外，主流房企销售保持稳定，集中度继续提升，中报普遍业绩大幅高增，板块低估值吸引力大幅提升。我们维持开发板块推荐评级，维持推荐：1) 一线龙头：保利地产、万科A、融创中国、金地集团、绿地控股、招商蛇口；2) 二线蓝筹：中南建设、阳光城、旭辉控股、金科股份、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展；3) 商业地产：大悦城；4) 国企改革：首开股份。此外，维持物管板块推荐评级，维持推荐：中航善达，并建议关注：碧桂园服务、永升生活服务等等。

支撑评级的要点

- **棚改退坡的担忧，现实销售的稳定，探究背离的深层次机制**
2016-18年，棚改对于全国销量形成了显著支撑，尤其大幅拉动了三四线需求，估算棚改去库存占比全国销售量平均约20%。但2019年年初财政部公布棚改计划为285万套，较2018年实际开工626万套下降54%，棚改出现退坡迹象，由此引发了年初市场对于全国销量的担忧，尤其是三四线。但出乎意料的是，2019H1全国住宅销量同比-1.0%，明显好于年初悲观预期，并且2019年1-4月22城市（近似一二线）住宅销量同比+4.4%VS剩余639城（近似三四线）-0.6%，显示三四线销量也并没有出现预期中的剧烈下降。我们认为，棚改退坡的担忧，现实销售的稳定，这种背离之后源于两种特殊的作用机制。
- **棚改的平滑和滞后效应，将导致棚改脱坡负面影响更为平缓**
虽然棚改退坡决定了后续三四线的下行趋势，但是棚改的两大特色导致负面影响更为平缓。1) **固有实施周期较长**：一般实物安置施工周期为2-3年，货币化安置实施周期约为1-2年，考虑较长实施周期导致的平滑，估算2019年实际施工约461万套，较2018年实际开工626万套下降26%，则较开工计划的下行更为平缓。2) **棚改资金双重滞后**：a) **棚改到位资金的滞后**：棚改资金授信与资金到位间存时间差，如2018年末棚改累计已授信未到位的在途资金占比：山西40%、安徽28%、贵阳75%等；b) **棚改使用资金的滞后**：拆迁户拿到货币补偿款后并不是马上形成购房行为，如吉林、辽宁、宁夏、湖南和湖北等5个棚改大省货币化安置落地率平均为58%，表明42%货币化安置户购房时间滞后，因而，棚改资金的双重滞后也导致棚改退坡负面影响更为平缓。
- **城市独立周期运行，三四线内部强烈分化、造成需求波动减弱**
除一二线和三四线城市间形成周期错位之外，三四线城市内部也呈现强烈分化，如：中西部三四线强于东部三四线、同区域中三四线城市有好有差、部分三四线县级市优于其对应地级市等，显示出城市运行其自身独立周期，全国难以出现共振走势，其中三四线亦是如此，小周期延长，结构分化、波动减弱。而造成三四线城市独立周期的核心因素是：1) **低城镇化率**，中部四省（江西、湖北、湖南、河南）县城平均城镇化率仅为40-46%VS对应地级市52-58%；2) **低房价收入比**：中部四省县城平均房价收入比为4.3-6.8倍VS对应地级市6.8-8.6倍；3) **人口净流入**：我们观测158个中西部（含东北）三四线城市中近80%处于常住人口增长状态。上述三大核心因素的差异，再叠加三四线因城施策及城市群战略等政策支持，支撑三四线需求结构分化、并波动减弱。
- **中短期需求有支撑，预计19Q3销售或二次探底、全年销量同比-1%**
从中周期来看，预计我国2016-30年年均住宅需求中枢为13亿平，中期需求仍有支撑。从小周期来看，2015年至今由于供给侧改革、因城施策以及棚改货币化等综合推动小周期延长，虽然预计后续2-3年中市场进入下行周期，但更多可能是稳中有降。从2019年来看，综合考虑：1) 需求长时间累积，限价等政策边际宽松，推动一二线需求稳增；2) 棚改退坡影响平滑，城市独立周期运行，支持政策对冲，共同稳定三四线需求；3) 18年5-7月销量高基数，而731政策导致8-12月基数大幅走低。因而，预计销量同比或将在19Q3二次探底，或将低位收窄、甚至回升，并预计2019年全年销量同比-1%左右。
- **风险提示：房地产调控政策超预期收紧以及行业融资政策超预期收紧。**

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

联系人：鲁星泽

电话：021-20572575

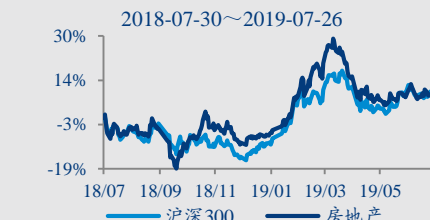
邮箱：luxingze@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	131	3.58
总市值(亿元)	23,004.66	3.81
流通市值(亿元)	20,569.99	4.66

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	0.62	15.84	11.32	
相对表现	-1.07	-5.33	2.2	



相关研究报告

《房地产1-6月月报：低基数下行业数据回升，维持投资放缓、销售二次见底判断》

2019-07-15

《房地产中报业绩预告点评：中报业绩普遍靓丽，板块EPS敏感性增强》

2019-07-17

《房地产行业周报：全球现降息浪潮，中报行情正当时》

2019-07-21

目录

一、三四线的担忧与现实：棚改退坡的担忧，现实销售的稳定，探究背离的深层次机制.....	8
(一) 棚改退坡的担忧：棚改退坡拖累三四线需求，主导三四线城市的下行趋势	8
(二) 现实销售的稳定：今年上半年销售好于年初预期，三四线城市并未出现剧烈下跌	11
(三) 担忧与现实的背离：棚改退坡的担忧，现实销售的稳定，探究背离的深层次机制	14
二、棚改特殊影响机制：棚改的平滑和滞后效应，将导致棚改退坡负面影响更为平缓.....	14
(一) 棚改两大特殊影响机制：棚改具备固有实施周期较长及实际到位资金滞后两大特性	14
1、棚改特殊影响机制之一：受到棚改实施固有周期影响，棚改在施量较计划量下行更为平缓	15
2、棚改特殊影响机制之二：棚改到位资金及使用资金的双重滞后，导致棚改退坡负面影响将滞后反应.....	16
2.1、到位资金滞后：棚改资金授信与到位间存时间差，并且部分城市在途资金规模仍在扩大	17
2.2、使用资金滞后：棚改货币化资金实际使用时间滞后，对需求下行形成对冲	19
2.3、资金滞后实证：早期棚改资金发放到拉动销售滞后 0.5-1 年，预计目前滞后时间更长	20
(二) 今年棚改的特殊情况：今年棚改资金前倾，对上半年市场形成支撑，但下半年影响略负面	20
(三) 棚改特殊影响机制：棚改的平滑和滞后效应，将导致棚改退坡负面影响更为平缓	22
三、城市独立周期现象：城市独立周期运行，三四线内部强烈分化、造成需求波动减弱.....	23
(一) 一二线和三四线的分化：一二线城市需求复苏 vs.三四线城市相对偏弱.....	23
(二) 三四线的内部分化：区域市场明显分化，区域城市间同样呈强分化状态	25
1、三四线区域间的分化：东部市场较为低迷，中西部韧性较强	25
2、三四线城市间的分化：同区域中各城市间分化强烈，运行自身独立周期	26
3、三四线城市自身量价的分化：部分三四线城市自身量价呈现背离势态	28
4、三四线城市内市县间的分化：部分弱三四线表现优于强三四线，市县间也呈现明显分化	30
5、三四线内部分化的调研实证：调研城市呈分化势态，18H2 以来房价走势有涨有跌.....	31
(三) 三四线内部分化的原因：三四线核心指标差异以及因城施策下差异化支持政策造成需求分化.....	33
1、核心指标的差异：城镇化率、可支配收入、人口流向等核心指标差异是分化的关键因素	33
2、核心指标的支撑：低城镇化率、低房价收入比、人口净流入共同支撑部分三四线需求稳定	35
2.1、中西部省份城镇化率整体偏低、尤其县城更低，城镇化的需求红利仍有释放空间	35
2.2、乡镇人口进城和返乡置业回流推动部分三四线人口增长，对需求形成持续支撑	38
2.3、三四线房价收入比处于低位、公积金额度较高，充分保障购房需求向购房行为转化	40
3、支持政策的差异：“一城一策”下三四线因城施策以及城市群战略也支撑部分需求.....	44
(四) 城市独立周期现象：三四线内部强烈分化，城镇化率、房价收入比和人口流入是分化关键	46
四、中短期销售的判断：中期需求有支撑，短期需求将稳中有降、结构分化，预计全年销量同比-1%.....	46
(一) 对于中期销售的判断：中期需求仍有一定支撑，短期需求将稳中有降、结构分化	46
1、中周期需求测算：我们估算我国住宅需求中枢 13 亿平，中期需求仍有一定支撑	46
2、小周期需求判断：小周期延长分析框架下，预计市场进入下行周期，稳中有降、结构分化	48

(二) 对于短期销售的判断: 预计 19Q3 销售二次探底, 下半年市场整体韧性仍强	50
1、基数效应: 8 月后低基数效应显现, 预计全国销量同比或将低位收窄、甚至回升	50
2、一二线城市: 需求长时间累积, 限价限售等政策边际宽松, 确保一二线销量稳增	51
3、三四线城市: 棚改退坡影响平滑, 城市独立周期开启, 利好政策对冲共同稳定三四线市场	53
4、对短期销售的判断: 预计 19Q3 销售同比二次探底, 销量韧性仍较强, 预计销量同比-1%	54
五、三四线草根调研: 三四线内部出现分化, 城镇化率、房价收入比和人口流入是分化关键.....	54
(一) 长春市: 市场整体表现稳定, 供需平衡, 房价小幅上行	55
(二) 吉林市: 市场刚需需占比较大, 房价持续小步稳增	56
(三) 哈尔滨市: 哈尔滨市场和全国联动性较弱, 地价上行背景下未来仍存在上涨预期	58
(四) 牡丹江市: 市场体量较小, 改善型需求是主流, 16 年开始量价上行	61
(五) 商丘市: 市场受棚改影响较多, 19 年低位略有修复	63
(六) 虞城县: 18 年表现不错, 19 年 4 月开始有所走弱, 但目前供需关系仍较为健康	65
(七) 周口市: 市场 17-18 年最为火热, 拆迁客户占比较高, 18Q4 市场开始转冷	66
(八) 商水县: 18Q3 前商水县市场仍较好, 19 年以来持续走弱	68
(九) 驻马店市: 17-18 年持续较好, 19 年拆迁下降对市场有影响, 市区市场好于周边县城	69
(十) 漯河市: 16H2 市场逐渐回升, 18M9 达到顶峰, Q4 迅速转冷, 19 年返乡置业潮下再次回升	71
(十一) 郑州市: 15-16 年属去库存阶段, 18H1 市场表现较好, 18H2-19 年春节市场明显下滑	72
(十二) 汉中市: 18 年 8 月开始有所下行, 19 年 3-4 月略回升, 整体去化仍维持较好水平	74
(十三) 西安市: 18 年下半年去化速度下降, 19 年 3 月起逐步回升	76
(十四) 成都市: 春节后成交有明显回暖, 近期去化有所下行	79
(十五) 绵阳市: 18 年上半年开始价格到顶, 去化周期近 18 个月	81
(十六) 漳州市: 16-17 年成交高峰, 18 年初逐步转冷, 地王项目去化乏力	82
(十七) 莆田市: 市场区域分化、但总体库存合适、供地不多, 近期溢价率有上行	84
六、投资建议: 棚改退坡但余音绕梁, 城市独立周期正当时, 维持行业“推荐”评级.....	85
七、风险提示: 房地产调控政策超预期收紧以及行业融资政策超预期收紧.....	85

图表目录

图表 1、财政部 19 年核定棚改开工计划对全国销售面积产生负面影响	8
图表 2、17-19 年全国及各区域棚改套数.....	9
图表 3、17-19 年全国及各区域棚改分配金额.....	9
图表 4、财政部 2019 年全国棚改计划开工套数同比下降 51%	9
图表 5、实物安置转为货币化安置有助于商品房去库存	11
图表 6、三四线城市货币化安置有利于商品房去库存	11
图表 7、货币化安置套数占比结构，其中三四线城市占比 80%.....	11
图表 8、19 年 1-6 月月度商品房住宅销量同比整体稳定，好于年初悲观预期.....	12
图表 9、19 年 1-4 月剩余 639 城单月销量表现稳定.....	12
图表 10、19 年 1-4 月剩余 639 城累计销量稳定略降.....	12
图表 11、统计局 19 年 1-6 月分区域累计销量同比.....	13
图表 12、房管局 45 城分能级月度销量同比.....	13
图表 13、70 城商品房住宅价格同比（网签销售口径房价）	13
图表 14、百城商品住宅价格指数同比（合同销售口径房价）	14
图表 15、棚改项目从开工到竣工交付施工周期较长.....	15
图表 16、19 年棚改实际施工套数同比降幅小于计划开工套数同比降幅	16
图表 17、棚改实际施工套数的测算（假设：实物安置按照 3 年落地，货币化安置按照 2 年落地）	16
图表 18、山西省 17-18 年国家开发银行和农业发展银行棚改专项贷款授信情况.....	17
图表 19、部分省市已授信未贷款金额占比.....	17
图表 20、山西省 17、18 年累计已授信未发放金额占比	18
图表 21、山西省地级市 17-18 年累计已授信未发放金额.....	18
图表 22、拆迁户拿到安置款与实际购房间有时间差.....	19
图表 23、估算棚改放缓对 19 年全国销售面积的负面影响	19
图表 24、PSL 月度发放金额 VS 全国销售面积同比.....	20
图表 25、2019 年棚改专项债发行节奏明显前置.....	21
图表 26、2019 年上半年棚改专项债+PSL 发放额度并无大幅降低.....	21
图表 27、历年棚改提前下达金额占比全年应分配金额	22
图表 28、15-18 年上半年棚改完成套数占比在 60%上下	22
图表 29、一二线需求复苏 VS.三四线市场相对偏弱（房管局网签销售口径）	24
图表 30、一二线需求复苏 VS.三四线市场相对偏弱（统计局合同销售口径）	24
图表 31、全国及各区域销售面积同比增速.....	25
图表 32、全国及各区域销售金额同比增速.....	25
图表 33、东部区域一二线+强三线市场表现较强（统计局合同销售口径）	25

图表 34、房管局 20 城 19 年 1-5 月累计成交同比&5 月单月成交同比.....	26
图表 35、克而瑞 36 个三四线城市 19 年 1-5 月成交面积累计同比&5 月成交面积单月同比.....	27
图表 36、克而瑞 36 个三四线城市 19 年 1-5 月成交金额累计同比&5 月成交金额单月同比.....	27
图表 37、19 年 1-5 月成交均价较 18 年成交均价.....	28
图表 38、各城市房价增速 VS.成交面积增速.....	29
图表 39、部分三四线城市量价齐升.....	29
图表 40、部分三四线城市量价齐降.....	29
图表 41、部分三四线城市量价呈背离势态.....	30
图表 42、部分县城年度成交面积.....	30
图表 43、部分县城 18 年&19 年 1-5 月成交面积同比.....	31
图表 44、18 年县城销售面积同比增速相对较高.....	31
图表 45、华创地产团队草根调研项目信息汇总.....	32
图表 46、样本城市 1-5 月住宅成交面积同比和人均 GDP 呈明显正相关关系.....	33
图表 47、样本城市 1-5 月住宅成交面积同比和人口流入呈正相关关系.....	34
图表 48、样本城市 1-5 月住宅成交面积同比和人均可支配收入呈正相关关系.....	34
图表 49、部分三四线城市城市基本面数据.....	34
图表 50、2018 年末我国常住人口城镇化率 60%，户籍人口城镇化率 43%.....	36
图表 51、18 年大部分中西部省份城镇化率均低于全国 59.6%水平.....	36
图表 52、中部四省县城城镇化率明显偏低.....	37
图表 53、湖南省城镇化率低于 50%的县城占比高于 89%.....	37
图表 54、河南省城镇化率低于 50%的县城占比高于 94%.....	37
图表 55、158 个中西部三四五线城市近五年来人口呈持续增长状态（2012-2017 年）.....	38
图表 56、鸡西商品房销售面积&金额&均价.....	38
图表 57、大庆商品房销售面积&金额&均价.....	38
图表 58、南阳商品房销售面积&金额&均价.....	39
图表 59、鹤岗商品房销售面积&金额&均价.....	39
图表 60、19 年春节有返乡发展计划置业人群占比提升.....	39
图表 61、商水县项目春节后外出务工客户占比提升.....	39
图表 62、虞城县项目春节后外出务工客户占比提升.....	40
图表 63、漯河刚需项目周边乡镇客户占比达 50%.....	40
图表 64、房价收入比：全国 vs.一二线（36 城）vs.广义三四线.....	40
图表 65、中部省份县城房价收入比整体处于低位.....	41
图表 66、湖南省各地级市房价收入比.....	41
图表 67、湖北省各地级市房价收入比.....	41

图表 68、湖北省部分县城房价收入比.....	42
图表 69、湖南省部分县城房价收入比.....	42
图表 70、调研城市公积金房价覆盖比率较高.....	43
图表 71、部分项目公积金全额贷款客户占比较高.....	43
图表 72、企事业单位客户公积金贷款占比较高.....	43
图表 73、调研城市公积金政策梳理.....	43
图表 74、19 年以来国家城镇化发展方向开始转向城市圈.....	45
图表 75、2015 年、2030 年我国城镇存量住宅和 2016-2030 年城镇住宅增量需求估算.....	47
图表 76、2016-2030 年内全国住宅销售面积走势大致预测（蓝色虚线为示意图）.....	48
图表 77、过去房地产呈现 3 年小周期规律，但本轮周期明显延长.....	49
图表 78、供给侧调整推动小周期延长，波动缩窄、结构分化.....	49
图表 79、统计局 70 城房价指数呈现出了强烈了城市间分化.....	50
图表 80、商品房销售面积及同比.....	50
图表 81、商品房销售金额及同比.....	50
图表 82、50 家主流房企月度销售面积及同比.....	51
图表 83、一二线&三四线城市成交面积同比（网签销售口径房价）.....	52
图表 84、一二线城市成交同比自 18 年 3 月触底以来持续上行（网签销售口径房价）.....	52
图表 85、北京成交面积同比（网签销售口径房价）.....	53
图表 86、广州成交面积同比（网签销售口径房价）.....	53
图表 87、华创地产草根调研路线.....	54
图表 88、长春市城市概况.....	55
图表 89、吉林市城市概况.....	56
图表 90、哈尔滨市城市概况.....	58
图表 91、牡丹江市城市概况.....	61
图表 92、商丘市城市概况.....	63
图表 93、虞城县概况.....	65
图表 94、周口市概况.....	66
图表 95、商水县概况.....	68
图表 96、驻马店市城市概况.....	70
图表 97、漯河市城市概况.....	71
图表 98、郑州市城市概况.....	72
图表 99、汉中市城市概况.....	74
图表 100、西安市城市概况.....	76
图表 101、成都市城市概况.....	79

图表 102、漳州市城市概况.....	83
图表 103、莆田市城市概况.....	84

一、三四线的担忧与现实：棚改退坡的担忧，现实销售的稳定，探究背离的深层次机制

（一）棚改退坡的担忧：棚改退坡拖累三四线需求，主导三四线城市的下行趋势

在过去三年中，棚改货币化对于全国销量形成了显著支撑、甚至是拉动。2016-2018年，我们估算全国棚改货币化分别去化库存为 2.5、3.1 和 2.5 亿平米，分别占比 2016-2018 年销售面积的 18%、22% 和 17%。2017 年国务院常务会议决定，2018-2020 年三年时间计划再改造各类棚户区 1,500 万套，其中 2018 年计划 580 万套，按之前计划并平均分配，那么 2019-2020 年理应分别平均完成 460 万套。

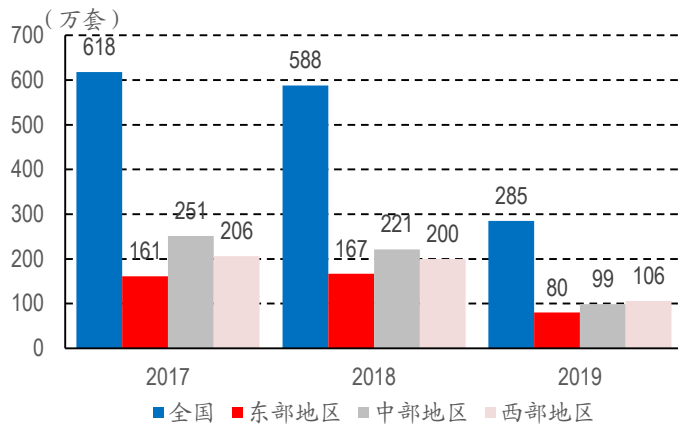
2019 年 4 月，财政部发布城镇保障性安居工程专项资金预算，根据最新的财政部核定开工计划，将 2019 年棚改套数下调至 285 万套，较之前 2019 年预先估算计划 460 万套下降 38%，较财政部 2018 年计划 588 万套下降 51%、较 2018 年实际开工 626 万套下降 54%，全国计划棚改总套数大幅下降，意味着政府对于棚改的支持力度出现明显下降，之前国务院之前 1,500 万套计划或也将弱化。

图表 1、财政部 2019 年核定棚改开工计划对全国销售面积产生负面影响

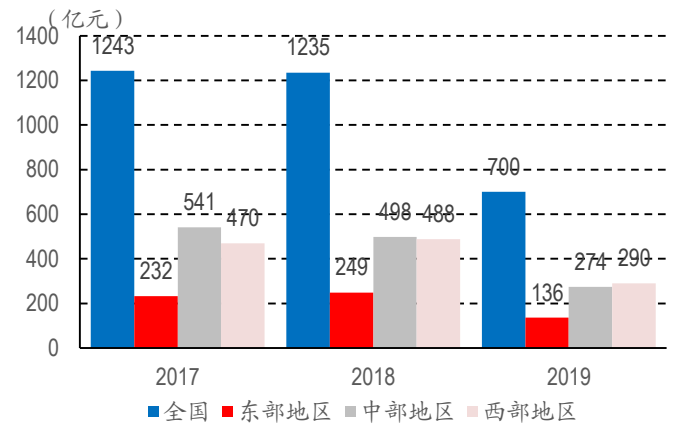
全国三四线城市棚改仍需去库存敏感性分析	2014	2015	2016	2017	2018	2019
财政部核定开工计划（万套）				618	588	285
住建部计划开工（万套）	470	580	600	600	580	
完成（万套）	470	601	606	609	580	
完成率	100%	104%	101%	102%	100%	
货币化安置率	9%	30%	49%	60%*	50%*	
货币化安置房（万套）	42	180	294	365	290	
货币化安置等效面积（亿平）	0.36	1.53	2.50	3.11	2.47	
单套面积（平）	85	85	85	85	85	
全国住宅销售面积（亿平）	10.5	11.2	13.8	14.5	14.8	
货币化安置等效面积占比全国（假设落地率 100%）	3.4%	13.6%	18.2%	21.5%	16.7%	

资料来源：Wind，华创证券

注：2017 年和 2018 年的棚改货币化安置比例为华创地产团队估算值。

图表 2、2017-19 年全国及各区域棚改套数


资料来源：财政部，华创证券

图表 3、2017-19 年全国及各区域棚改分配金额


资料来源：财政部，华创证券

图表 4、财政部 2019 年全国棚改计划开工套数同比下降 51%

省份	核定棚改套数 (万套)				应分配金额 (亿元)			
	2017	2018	2019	2019 同比%	2017	2018	2019	2019 同比%
东部地区	161	167	80	(52)	232	249	136	(45)
北京	4	3	2	(23)	3	2	1	(18)
天津	3	2	3	31	4	3	4	74
辽宁	9	6	2	(70)	18	15	6	(61)
大连	0	0	0	(57)	1	1	1	(58)
上海	2	5	3	(38)	2	4	3	(27)
江苏	34	31	22	(28)	35	34	31	(9)
浙江	14	28	18	(37)	18	35	29	(15)
宁波	3	1	1	(35)	4	2	1	(62)
福建	7	3	6	117	12	6	13	141
厦门	0	0	0	(100)	1	1	0	(100)
山东	75	82	19	(77)	123	139	39	(72)
青岛	6	4	3	(24)	7	4	2	(41)
广东	2	2	2	10	3	3	4	24
深圳	1	1	0	(18)	1	1	1	(20)
中部地区	251	221	99	(55)	541	498	274	(45)
河北	21	22	12	(46)	40	43	29	(34)
山西	10	12	3	(72)	24	27	11	(60)
吉林	11	9	3	(67)	30	26	12	(55)
黑龙江	17	13	2	(82)	46	40	18	(56)
安徽	46	29	21	(27)	98	64	53	(18)

江西	23	26	25	(5)	49	58	65	13
河南	43	64	15	(77)	91	139	38	(72)
湖北	39	15	9	(40)	75	30	22	(26)
湖南	38	28	8	(72)	82	67	26	(62)
海南	3	2	1	(65)	7	5	2	(61)
西部地区	206	200	106	(47)	470	488	290	(41)
内蒙古	21	12	5	(56)	44	26	14	(46)
广西	20	9	12	31	45	22	33	46
重庆	7	6	5	(21)	12	11	10	(9)
四川	25	25	20	(21)	52	54	51	(5)
贵州	44	39	8	(81)	99	92	22	(76)
云南	16	16	10	(35)	34	34	27	(22)
西藏	4	2	2	7	16	15	6	(61)
陕西	22	18	10	(45)	46	39	27	(32)
甘肃	17	23	18	(22)	43	61	55	(11)
青海	6	3	1	(62)	16	8	4	(55)
宁夏	5	3	1	(76)	14	9	3	(70)
新疆	21	45	15	(68)	47	116	39	(66)
兵团	1	0	0	NA	3	0	0	NA
合计	618	588	285	(51)	1243	1235	700	(43)

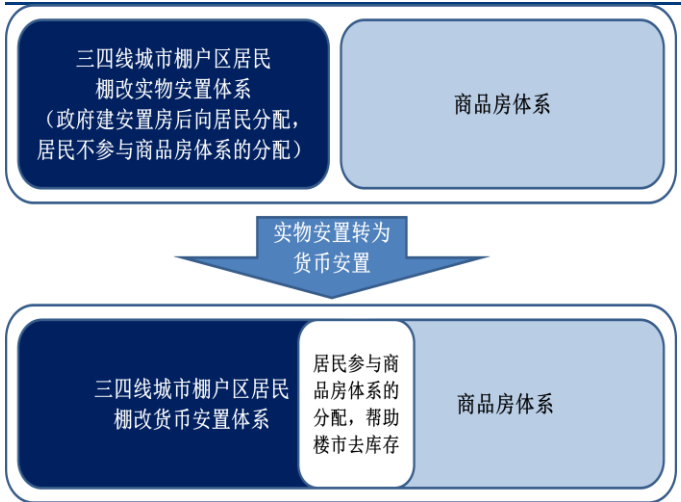
资料来源：财政部，华创证券

我国早期棚户区改造均采取实物安置方式，即政府建设安置房后向棚户区居民分配，由于居民不参与到商品房体系，棚改体系和商品房体系相互独立，但转为货币化安置后，政府把被拆迁棚户区居民的购房需求引导到了商品房体系的分配当中，即让拆迁户产生了购房需求。此外，由于三四线城市 2014-2015 年库存居高不下，为实现三四线去库存，并化解地方政府、银行和开发商间的债务风险等原因，货币化安置对三四线城市明显倾斜，货币化安置总套数中三四线城市占比达 80%。在三四线城市棚改货币化之后，商品房得到有效去库存，成交明显放大，房价、地价均得到支撑、甚至上涨。

从过去历史来看，在棚改货币化推进初期，三四线城市去库存效果明显，并对全国销量形成了显著支撑、甚至是拉动。所以在棚改总套数大幅下滑时，市场也自然对全国销量有了担忧，尤其是对于三四线城市的销量，担心其市场是否因棚改而起，后续也或将因棚改而衰。

注：关于更多棚改相关研究资料请参考我们华创地产组于 2017 年 2 月出版的《对三四线城市成交持续性的分析之一：当鬼城不再，强三线逆袭，料量价齐升》和 2017 年 3 月出版的《对三四线城市成交持续性的分析之二：棚改货币化为本轮三四线热销的核心驱动力》。

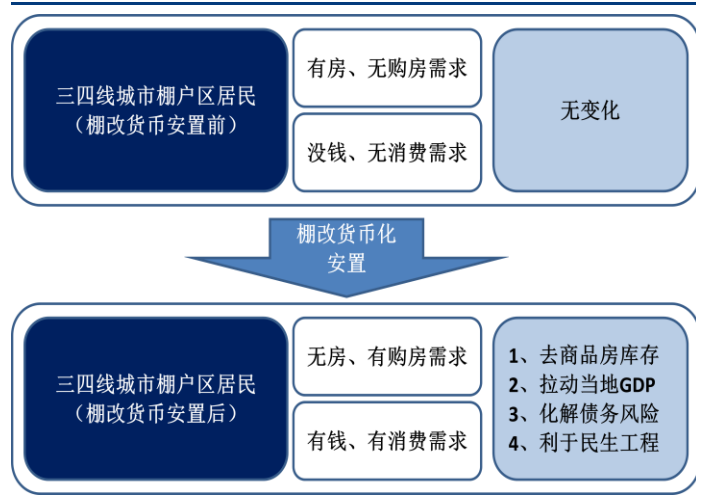
图表 5、实物安置转为货币化安置有助于商品房去库存



资料来源：华创证券

注：上述数据摘自华创地产团队于2017年3月出版的《对三四线城市成交持续性的分析之二：棚改货币化为本轮三四线热销的核心驱动力》。

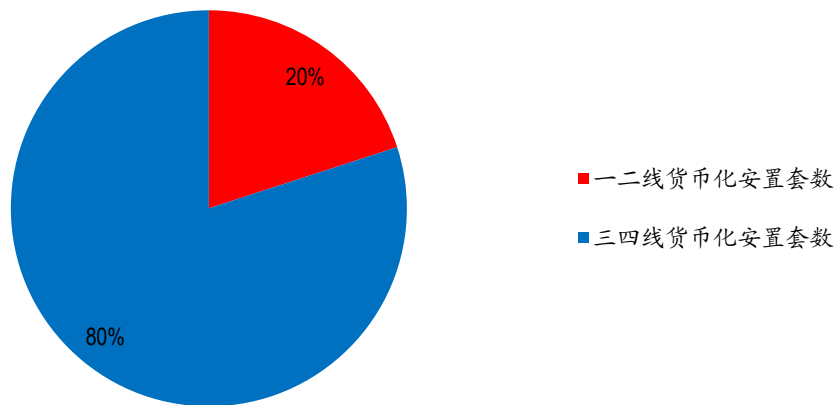
图表 6、三四线城市货币化安置有利于商品房去库存



资料来源：华创证券

注：上述数据摘自华创地产团队于2017年3月出版的《对三四线城市成交持续性的分析之二：棚改货币化为本轮三四线热销的核心驱动力》。

图表 7、货币化安置套数占比结构，其中三四线城市占比 80%



资料来源：地方棚改办、住建委，华创证券

注：上述数据摘自华创地产团队于2017年3月出版的《对三四线城市成交持续性的分析之二：棚改货币化为本轮三四线热销的核心驱动力》。

(二) 现实销售的稳定：今年上半年销售好于年初预期，三四线城市并未出现剧烈下跌

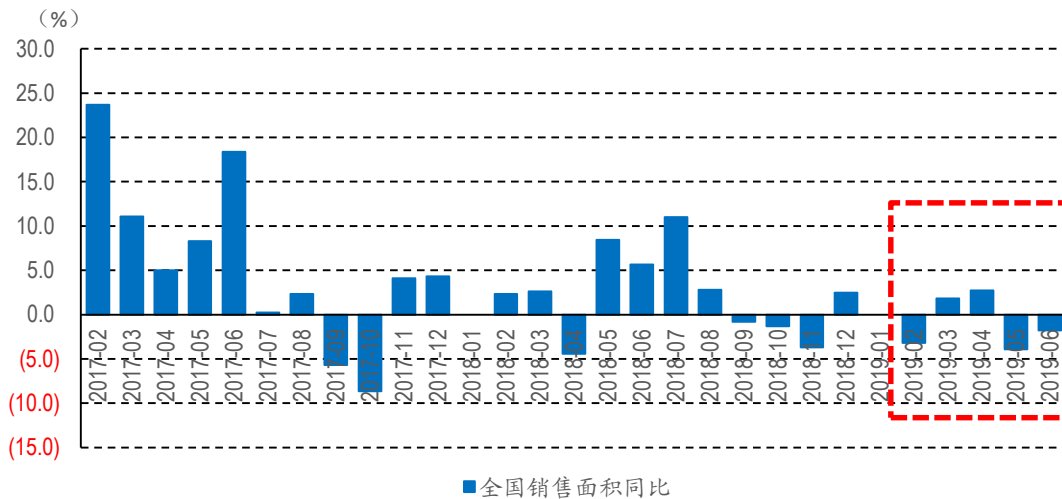
统计局数据显示，2019年1-6月商品房住宅累计销售面积同比-1.0%，同比涨幅好于年初的悲观预期，并且分区域看，中西部区域累计同比为正，对全国数据形成了一定支撑，考虑到中西部区域一二线城市占比相对较少，其市场相对较好更多意味着该区域内三四线城市市场韧性较强；分城市能级来看，剔除统计局重点22城（近似代表一二线城市）后，剩余639城（近似代表三四线城市）2、3、4月销售面积同比分别为-2.3%、+0.2%、+0.5%，1-4月累

计销售面积同比-0.6%，也显示出三四线城市并未出现剧烈下跌。

与此同时，通过房管局网签口径的 24 个三四线城市销售面积同比也可以看到（由于三四线城市基本没有限签，网签数据和实际成交数据基本同步），其销售面积同比自 2019 年 2 月底以来持续震荡上行，并未出现之前预期那样明显下跌。

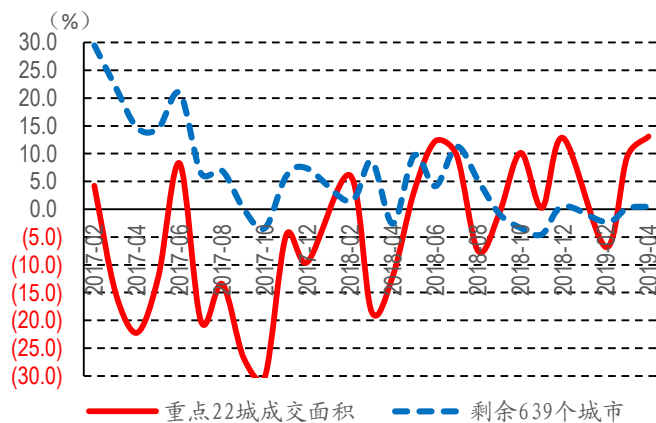
注：2019 年年初以来，由于统计局原本公布的重点城市数据中有相当大部分城市都不再公布月度销售数据，我们只能用剩余延续公布数据的 22 个城市（主要为一二线及东部强三线城市）作为一二线城市进行分析，然后再剔除掉这 22 城后用其余的 639 个城市近似代表三四线城市进行分析。

图表 8、2019 年 1-6 月月度住宅销量同比整体稳定，好于年初悲观预期



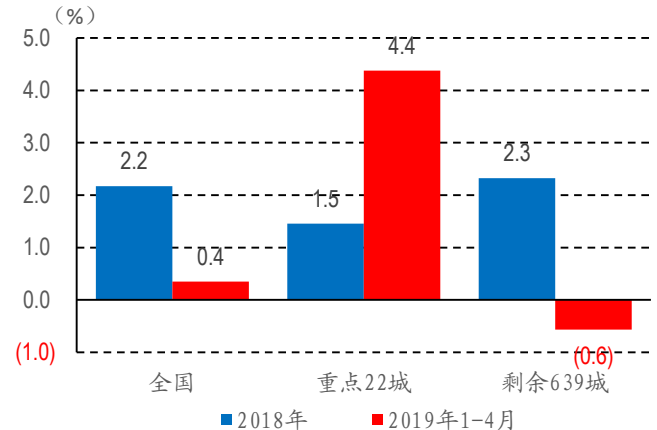
资料来源：统计局，华创证券

图表 9、2019 年 1-4 月剩余 639 城单月销量表现稳定



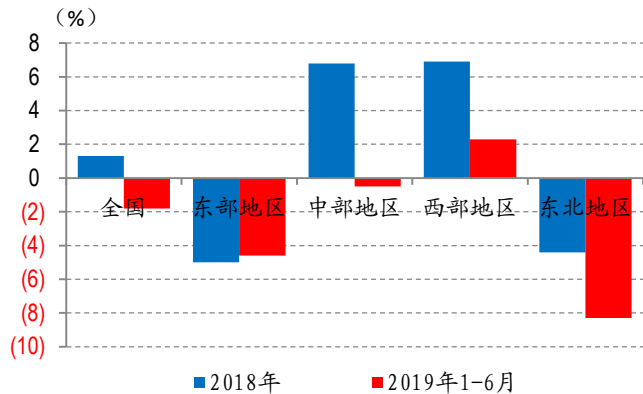
资料来源：统计局，华创证券

图表 10、2019 年 1-4 月剩余 639 城累计销量稳定略降



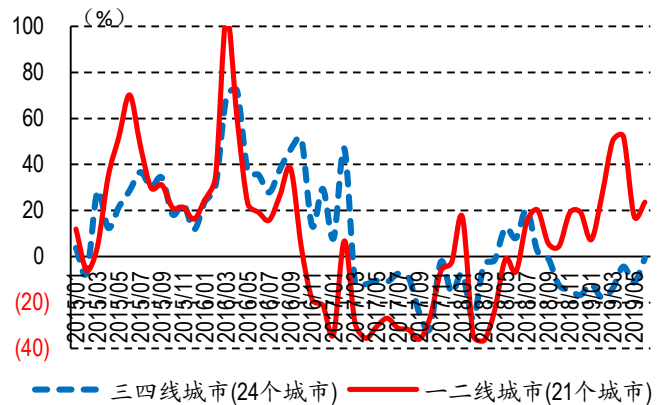
资料来源：统计局，华创证券

图表 11、统计局 2019 年 1-6 月分区域累计销量同比



资料来源：统计局，华创证券

图表 12、房管局 45 城分能级月度销量同比

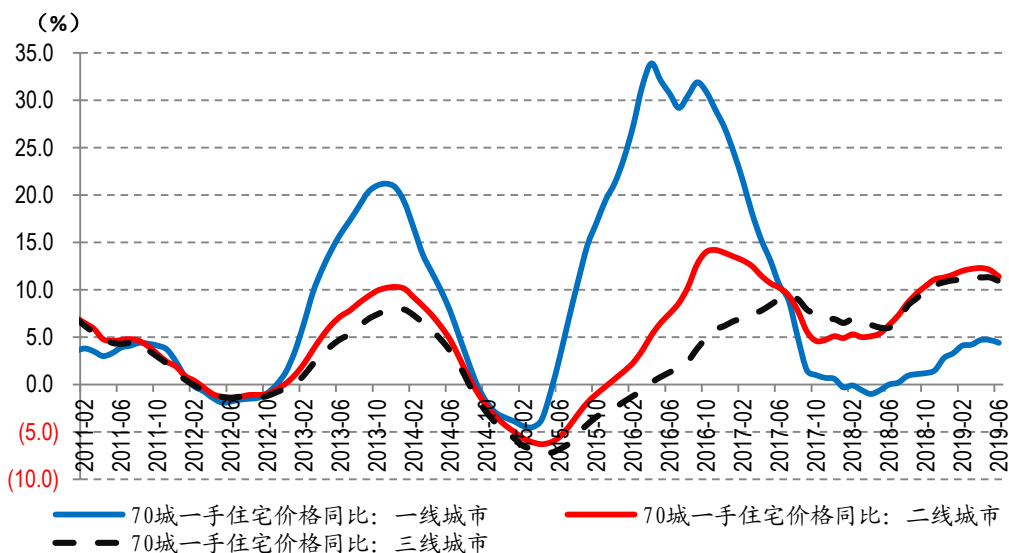


资料来源：Wind，华创证券

从房价表现来看，统计局 70 城中的三线城市商品住宅价格（网签销售口径房价，较实际房价有所滞后）自 2016 年 4 月以来实现连续 39 个月的上涨，并且自 2018 年 10 月以来，同比连续 9 个月保持两位数增长；中指院口径的百城价格指数（合同销售口径房价，更真实反映当下房价）来看，三线城市自 2016 年 3 月以来实现连续 40 个月的上涨，并且 2019 年 1-6 月仍保持在 6-7% 左右同比涨幅。从房价角度也充分反映，三四线城市需求并未出现剧烈下跌。

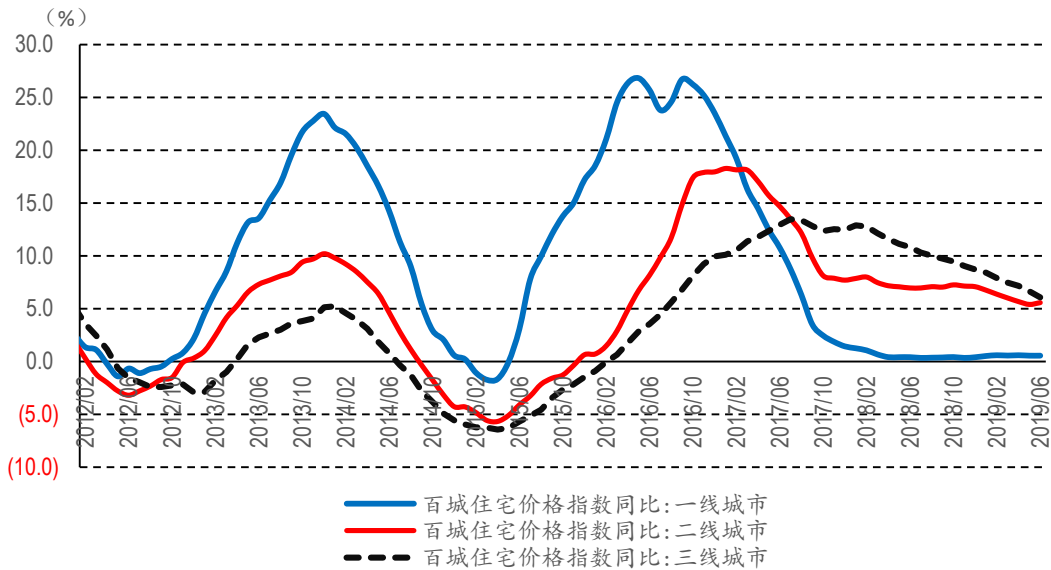
综合以上数据，可以看到，无论是全国总量数据还是分能级、分区域结构数据，均显示出市场并未出现之前预期的全面而快速的下降，这或许说明了：1) 目前棚改退坡对市场的负面影响并没之前想象得大；2) 三四线市场相对稳健的背后或存在其他对冲机制。

图表 13、70 城商品房住宅价格同比（网签销售口径房价）



资料来源：统计局，华创证券

图表 14、百城商品住宅价格指数同比（合同销售口径房价）



资料来源：Wind，华创证券

（三）担忧与现实的背离：棚改退坡的担忧，现实销售的稳定，探究背离的深层次机制

毫无疑问，一方面，棚改退坡势必然将一定程度上拖累三四线市场需求，并将主导未来三四线城市在一段时期内的下行趋势，但另一方面，在 2019 年棚改计划开工体量断崖式下跌背景下，市场实际销售并未出现预期中大幅下行，市场和棚改政策呈现出明显背离现象，这背后或将源于两种深层次可能：

1) 棚改作用机制拥有独特性。一方面，比如棚改在去库存初期对市场有明显支撑，但在低库存状态下，房价显示出韧性，从而导致棚改退坡影响可能有限；另一方面，由于棚改固有实施周期较长以及棚改到位资金和使用资金的双重滞后等原因，综合导致棚改的平滑和滞后效应，这也或造成了棚改退坡对市场负面影响有限。

2) 三四线城市市场分化明显。各城市运行各自独立周期，周期的错位决定了三四线市场需求的平滑，同时，可能存在部分三四线城市基本面数据超预期，比如更合理房价收入比、较低城镇化率水平、持续的人口净流入、三四线支持政策以及城市圈战略等因素确保了需求稳定，从而对市场下行形成一定程度对冲。

二、棚改特殊影响机制：棚改的平滑和滞后效应，将导致棚改退坡负面影响更为平缓

（一）棚改两大特殊影响机制：棚改具备固有实施周期较长及实际到位资金滞后两大特性

政府棚改计划的推出属于时点性行为，但棚改项目，包括实物安置和货币化安置的推进均属于连续性过程，因此，这种连续性特征也决定了其自身的特殊影响机制，其影响机制主要包括两个方面：**1) 受到棚改施工固有周期影响，棚改在施量较计划量下行将更为平缓；2) 棚改到位资金以及使用资金的双重滞后，导致了棚改退坡负面影响将滞后反应。**接下来我们将分别就这两种机制深入讨论。

1、棚改特殊影响机制之一：受到棚改实施固有周期影响，棚改在施量较计划量下行更为平缓

受到棚改实施固有周期影响，棚改在施量较计划量下行更为平缓。主要源于：一方面，棚改实物安置从开工到竣工交付施工周期较长，在这段时间中需要持续投资，这是棚改项目的施工固有周期，其中，一般棚改实物安置的固有施工周期为 2-3 年，而棚改货币化安置的固有实施周期约为 1-2 年；另一方面，棚改资金从发放到实际到位以及实际使用均可能出现滞后（关于资金滞后效应将在后文中详细论述），也会进一步延长棚改的实施周期。

图表 15、棚改项目从开工到竣工交付施工周期较长

河南郑州航空港河东第五安置区棚改项目

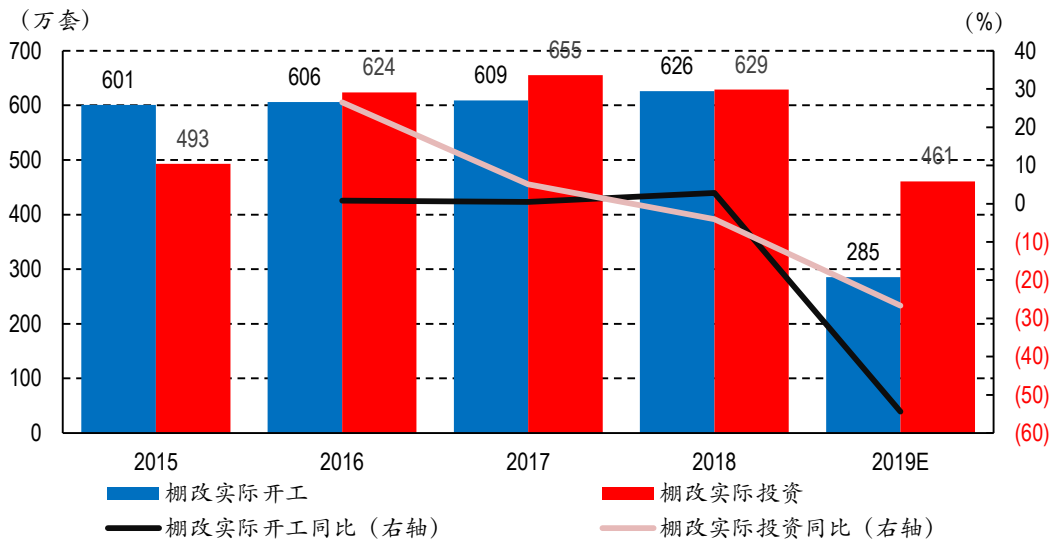


济南经十一路棚改项目



资料来源：郑州航空港经济综合实验区网站、大众网，华创证券

从数据推算来看，我们假设实物安置 3 年落地、货币化安置 2 年落地，则可估算出 2017-2019 年棚改实际施工套数分别约为 655 万套、629 万套、461 万套，今年实际施工套数降幅较今年计划开工套数降幅有所平滑。也就是说，由于之前新开工项目施工及购房周期自然滞后效应，2019 年棚改实际施工套数约为 461 万套，略高于 2019 年计划开工套数 285 万套，即 2019 年棚改实际施工套数同比降幅小于计划开工套数同比降幅，相较计划开工下行，棚改实际投资下行将相对更为平缓。

图表 16、2019 年棚改实际施工套数同比降幅小于计划开工套数同比降幅


资料来源：住建部，华创证券

图表 17、棚改实际施工套数的测算（假设实物安置按 3 年落地，货币化安置按 2 年落地）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
棚改实际开工 (万套)	323	470	601	606	609	626	285
货币化安置比率	8%	9%	30%	49%	60%*	50%*	50%*
实物安置开工 (万套)	297	428	421	312	244	313	143
货币化安置开工 (万套)	26	42	180	294	365	313	143
实物安置实际投资 (万套)			382	387	326	290	233
货币化安置实际投资 (万套)			111	237	330	339	228
棚改实际投资 (万套)			493	624	655	629	461

资料来源：住建部，华创证券

注：2017 年和 2018 年的棚改货币化安置比例为华创地产团队估算值。

2、棚改特殊影响机制之二：棚改到位资金及使用资金的双重滞后，导致棚改退坡负面影响将滞后反应

棚改资金从发放到实际到位及实际使用均可能出现滞后，主要体现在：**1) 棚改到位资金的滞后**：棚改资金从银行等金融机构授信、到资金放款、再到资金实际到位均需要一定的时间（包括棚改实物安置和棚改货币化安置的资金实际到位）；**2) 棚改使用资金的滞后**：拆迁户资金实际到位后再到实际使用之间时间有滞后，导致货币化安置从放款到实际购房也需要经历一定的时间。

2.1、到位资金滞后：棚改资金授信与到位间存时间差，并且部分城市在途资金规模仍在扩大

棚改在途资金滞后对市场的影响机制在于，棚改专项贷款的授信时间和到位时间之间有超半年的时间差，虽然2019年财政部核定的棚改计划开工套数明显下降，但前期的棚改已授信未到位的在途资金可以对冲今年计划棚改开工所对应配套资金的下降的影响，具体数据来说，比如山西省2018年累计授信额为1,776.4亿元，但实际发放金额为1,063.3亿元，2018年末对应累计在途资金占比达40%；安徽省2018年累计授信730.0亿元，实际到位527.0亿元，已授信的在途资金占比28%；贵阳市2018年累计评级授信金额约800亿元，但实际到位资金200亿不到，对应累计在途资金占比达75%。

从在途资金规模来看，2018年晋城市、临汾市、朔州市、太原市在途资金分别为28亿元、65亿元、26亿元、278亿元，分别较2017年多增24亿元、21亿元、2亿元、49亿元，显示出部分城市在途资金规模仍持续在扩大。由此，大量前期在途资金将对棚改计划开工、投资下降形成一定程度对冲。

图表 18、山西省 2017-18 年国家开发银行和农业发展银行棚改专项贷款授信情况

城市	2017 年				2018 年			
	累计授信金额 (亿元)	累计发放金额 (亿元)	累计未发放金额 (亿元)	未发放金额占比 (%)	累计授信金额 (亿元)	累计发放金额 (亿元)	累计未发放金额 (亿元)	未发放金额占比 (%)
山西	1,446.2	638.7	807.4	55.8	1,776.4	1,063.3	713.1	40.1
太原	396.1	167.6	228.6	57.7	498.6	220.9	277.7	55.7
大同	218.5	73.3	145.2	66.5	221.1	136.2	84.9	38.4
晋中	193.8	129.1	64.7	33.4	209.8	190.3	19.4	9.3
吕梁	161.1	63.5	97.6	60.6	179.1	101.9	77.2	43.1
阳泉	90.4	33.1	57.3	63.4	104.2	68.6	35.6	34.2
运城	82.7	27.9	54.8	66.2	90.2	50.0	40.2	44.5
长治	79.7	37.4	42.3	53.1	109.1	85.9	23.2	21.2
忻州	79.1	34.6	44.6	56.3	105.1	69.4	35.7	34.0
朔州	69.3	45.0	24.3	35.0	89.2	63.4	25.8	28.9
临汾	63.5	19.7	43.7	68.9	117.5	52.3	65.2	55.5
晋城	11.9	7.5	4.4	36.9	52.5	24.4	28.2	53.6
从棚改资金来源来看：								
国开行	959.6	399.8	559.8	58.3	1,109.8	603.1	506.7	45.7
农发行	486.6	238.9	247.7	50.9	666.6	460.2	206.4	31.0

资料来源：山西省住建局，华创证券

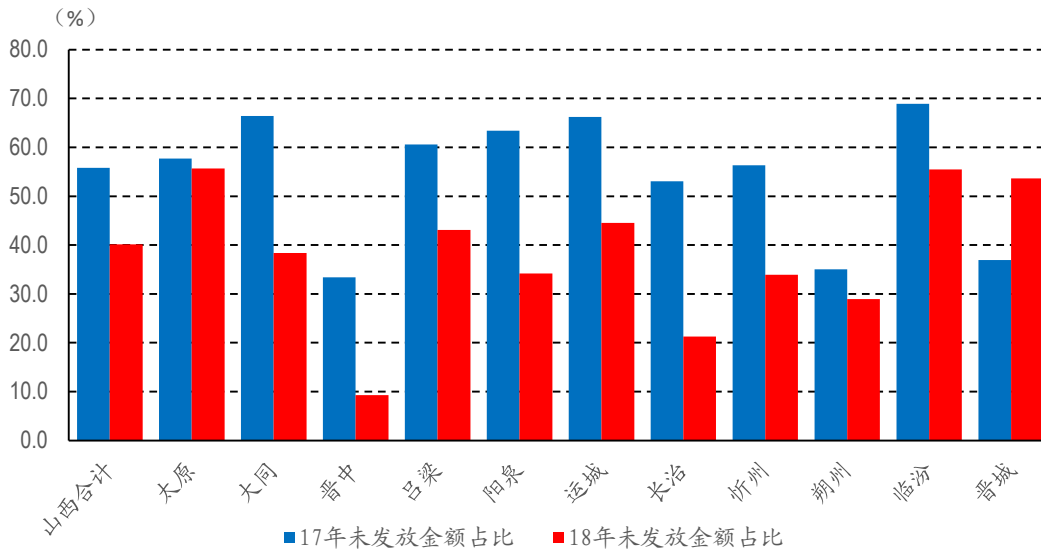
图表 19、部分省市已授信未贷款金额占比

省/市	累计贷款授信金额 (亿元)	累计贷款发放金额 (亿元)	未发放金额 (亿元)	未发放金额占比 (%)
吉林省	310.0	276.0	34.1	11.0
安徽省	730.0	527.0	203.0	27.8
大连市	256.9	191.5	65.4	25.5

省/市	累计贷款授信金额 (亿元)	累计贷款发放金额 (亿元)	未发放金额(亿元)	未发放金额占比(%)
舟山市	151.4	95.6	55.8	36.9

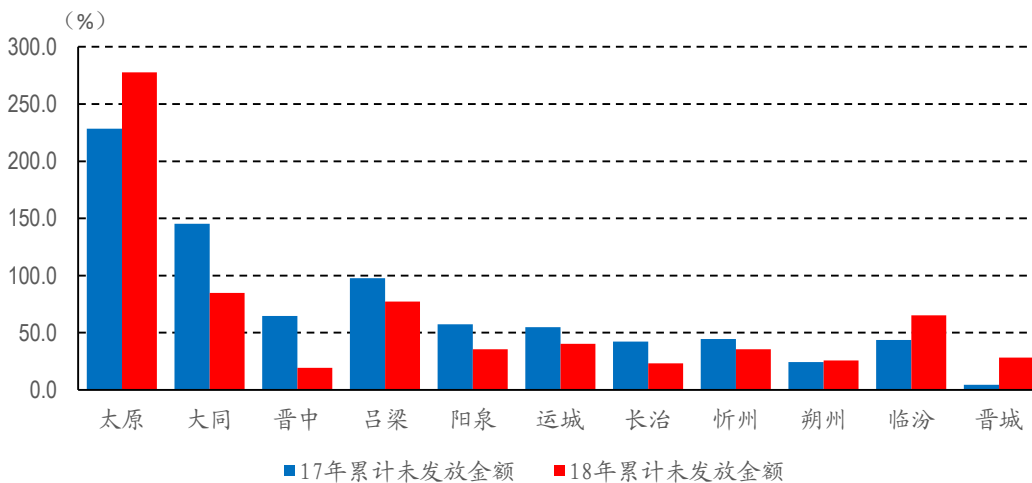
资料来源：吉林省住建局、安徽省住建局，华创证券

图表 20、山西省 2017-2018 年累计已授信未发放金额占比



资料来源：山西省住建局，华创证券

图表 21、山西省地级市 2017-2018 年累计已授信未发放金额



资料来源：山西省住建局，华创证券

2.2、使用资金滞后：棚改货币化资金实际使用时间滞后，对需求下行形成对冲

拆迁户拿到货币补偿款后并不是马上形成购房行为，这导致了实际购房时间滞后于棚改货币发放时间，尤其伴随房价上涨预期转弱，拆迁户的购房犹豫期延长，滞后时间将进一步延长。根据5省及自治区的数据显示，2016-2017年棚改货币化当年购房落地比例分别为：吉林（75%、81%）、辽宁（NA、75%）、宁夏（31%、23%）、湖南（55%、NA）、湖北（67%、NA）等，5个棚改大省货币化安置落地平均比例为58%，表明42%的货币化安置户购房时间滞后、或者直接拿钱走人、或者直接转化为了其他的消费。

2016-2018年，全国棚改总套数分别为606、609和580万套，货币化安置比例分别为49%、60%（估算）、50%（估算），对应货币化安置户数分别为294、365、290万套，按照平均85平米/套，估算2016-2018年分别去化库存为2.5、3.1和2.5亿平米，分别占比2016-2018年销售面积的18%、22%和17%，不过考虑平均58%的落地比例，估算2016-2018年分别去化库存则下降至1.4、1.8和1.4亿平米，分别占比2016-2018年销售面积的11%、12%和10%。扣除58%落地比例之后，对应剩余42%未落地资金和需求并不是凭空消失了，后续这部分资金和需求中还是会有一定比例在合适的时候进入市场，这就侧面印证了棚改使用资金滞后的效应。（当然，上述数据也侧面验证了棚改货币化安置对于消费的拉动作用）

图表 22、拆迁户拿到安置款与实际购房间有时间差

	吉林省		辽宁省		宁夏自治区		湖南省		湖北省		平均
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	
棚改开工套数（万套）	13.3	11.5		10.1	6.4	5.3	48.0	39.4	20.8	41.3	
货币化安置套数（万套）	7.1	11.2		9.9	3.2	4.3	24.0	33.8	10.8		
货币化比例	53.7%	97.5%		97.5%	50.0%	80.6%	50.0%	85.8%	52.0%		
消化库存套数（万套）	5.32				1.44	1.89					
消化库存面积（万平）	370	630		630	150	200	1130		613.08		
消化库存套均面积（平/平米）	69.5	69.5		85.0	104.2	105.8	85.0		85.0		
货币化安置面积（万平）	496.6	779.8		837.6	330.7	455.7	2039.6		919.4		
货币化安置面积落地比例	75%	81%		75%	31%	23%	55%		67%		58%

资料来源：各地住建局官网，华创证券

图表 23、估算棚改放缓对19年全国销售面积的负面影响

全国三四线城市棚改仍需去库存敏感性分析	2014	2015	2016	2017	2018
计划开工（万套）	470	580	600	600	580
完成（万套）	470	601	606	609	580
超额完成率	100%	104%	101%	102%	100%
货币化安置率	9%	30%	49%	60%*	50%*
货币化安置房（万套）	42	180	294	365	290
货币化安置等效面积（亿平）	0.36	1.53	2.50	3.11	2.47
单套面积（平）	85	85	85	85	85
全国住宅销售面积（亿平）	10.5	11.2	13.8	14.5	14.5
货币化安置等效面积占比全国	3.4%	13.6%	18.2%	21.5%	17.0%

全国三四线城市棚改仍需去库存敏感性分析	2014	2015	2016	2017	2018
估算货币化安置面积落地比例			58.0%	58.0%	58.0%
货币化安置购房落地户数(万套)			170	212	168
货币化安置购房落地户数(亿平)			1.45	1.80	1.43
货币化安置购房落地面积占比全国			10.5%	12.4%	9.9%

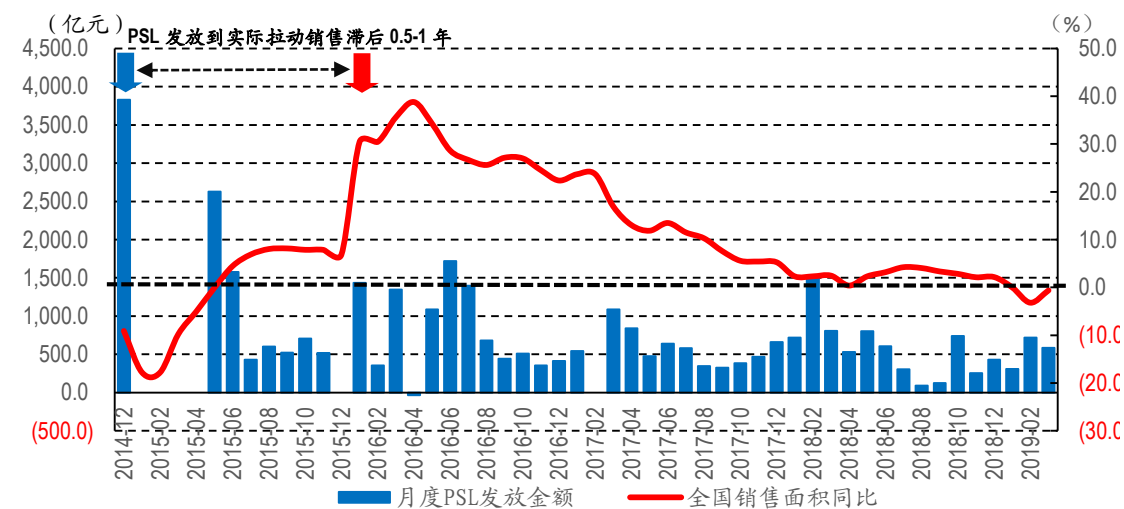
资料来源：住建局官网，华创证券

注：2017年和2018年的棚改货币化安置比例为华创地产团队估算值。

2.3、资金滞后实证：早期棚改资金发放到拉动销售滞后 0.5-1 年，预计目前滞后时间更长

从历史数据来看，资金滞后现象可以从 PSL 的发放时点和销售转好时点之间的时间差侧面反映，比如 PSL 资金发放从 2014 年年末开始，但实际反映到其对销售的影响，是在 2015 年 6 月全国销售面积同比由负转正，并在 2016 年一季度才明显剧烈上升，反映出早期棚改资金发放传导到拉动销售需要滞后 0.5-1 年时间，而随着近一年来对于棚改资金的收紧趋势之下，预计该滞后时间将较以往的 0.5-1 年更长。

图表 24、PSL 月度发放金额 VS 全国销售面积同比



资料来源：Wind、统计局，华创证券

(二) 今年棚改的特殊情况：今年棚改资金前倾，对上半年市场形成支撑，但下半年影响略负面

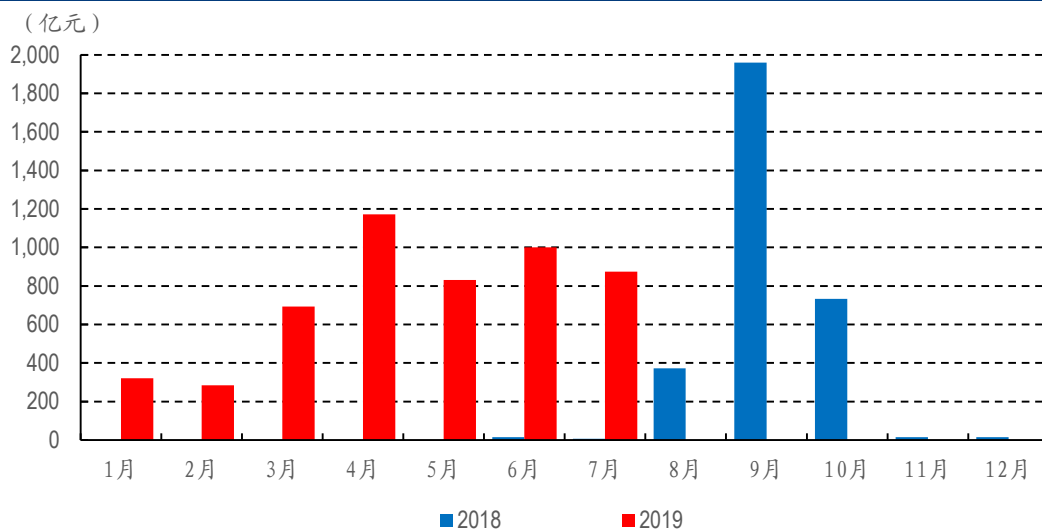
在经济下行压力加大背景下，人大授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额，2019 年 1-5 月全国新增专项债 8,598 亿元，占比 2019 年总额度的 40%，占比较 2018 年提升 20pct，政府专项债发行额度明显前置。棚改专项债方面，2018 年棚改专项资金从 6 月开始发放，全年发行总量为 3,117 亿元，2019 年专项债发行节奏明显前置，自 1 月发行 322 亿元以来，1-6 月已累计发行 4,303 亿元，已超 2018 年全年发行额度 38.1%。

2019 年 1-6 月 PSL 和棚改专项债合计 5,918 亿元，较去年同期上升 18.6%，由于棚改专项债资金结构性前置对

PSL 快速下行形成对冲，总体棚改资金甚至同比上升。此外，以往财政部棚改专项资金安排在 2017 年、2018 年分别于 6 月上旬、6 月中旬下达，2019 年提前至 4 月中旬下达，并且从结构上看，在中西部地区，2019 年棚改在专项资金安排前已提前下达金额占比全年应分配金额达 46%，分别较 2017 年、2018 年提升 6pct、4pct。

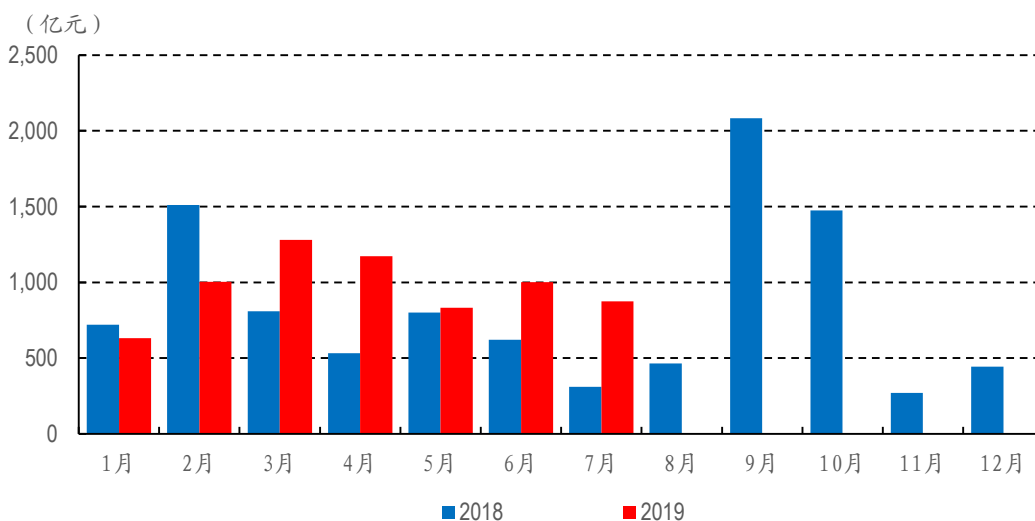
棚改专项资金安排时点的提前、中西部区域提前下达金额占比提升、专项债发行节奏前置，同时考虑到历年来棚改都是上半年完成套数更多，综合对上半年三四线市场形成一定支撑。棚改资金前置在下半年或略显负面，但是考虑到一方面地方专项债力度还在加大，另一方面，由于棚改完成量历年来都是上半年多、下半年少，下半年基数也在走弱，因此，预计棚改资金前置对下半年有一定负面影响，但预计影响相对有限。

图表 25、2019 年棚改专项债发行节奏明显前置



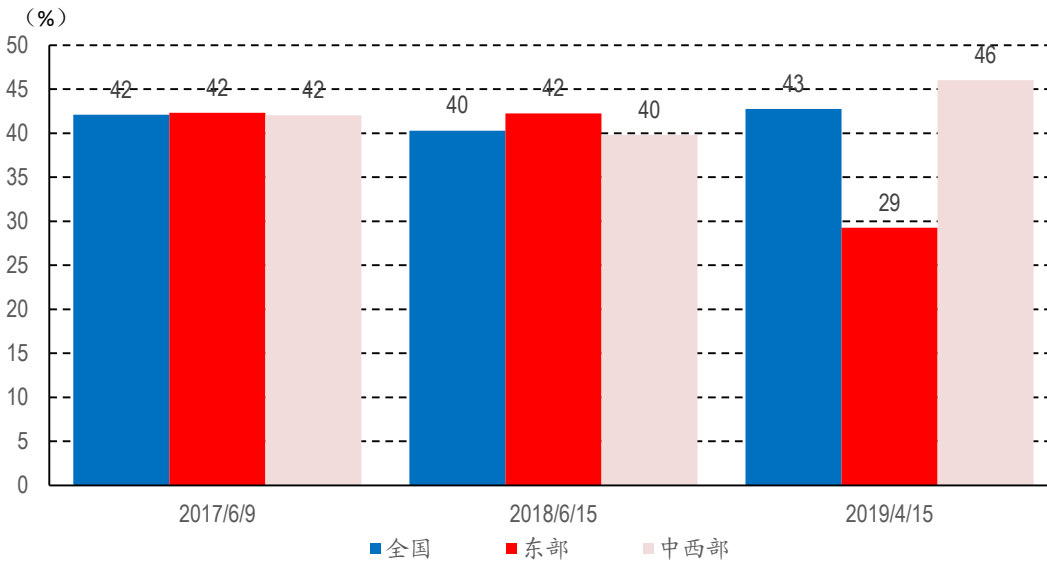
资料来源: Wind, 华创证券

图表 26、2019 年上半年棚改专项债+PSL 发放额度并无大幅降低



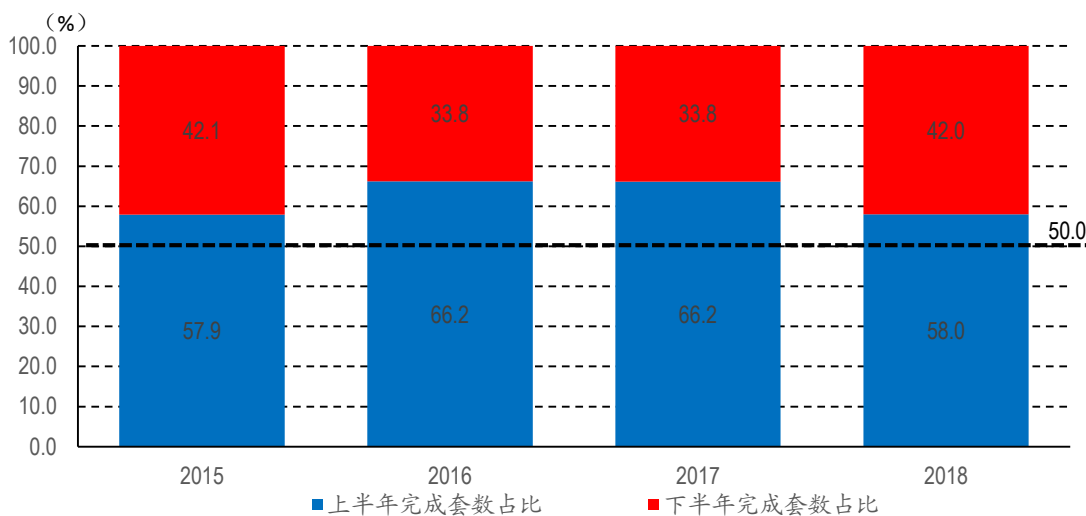
资料来源: Wind、政府官网, 华创证券

图表 27、历年棚改提前下达金额占比全年应分配金额



资料来源：财政部，华创证券

图表 28、2015-18 年上半年棚改完成套数占比在 60% 上下



资料来源：住建部，华创证券

(三) 棚改特殊影响机制：棚改的平滑和滞后效应，将导致棚改退坡负面影响更为平缓

大趋势上来看，棚改退坡决定了后续三四线城市的下行周期，但考虑到棚改具备独特的作用机制：一方面，比如棚改在去库存初期对市场有明显支撑，但在低库存状态下，房价显示出了韧性，从而导致棚改退坡影响可能有限；另一方面，由于棚改固有实施周期较长以及棚改到位资金和使用资金的双重滞后等原因，综合导致了棚改的平滑和滞后效应，这也或造成了棚改退坡对市场负面影响有限。

除此之外，从城市独立周期逻辑出发，除了我们之前在小周期逻辑中强调过的一二线和三四线城市之间已经形

成周期错位之外，三四线城市内部也存在城市间较强烈的分化情况，城市单独运行其自身独立周期的结果将直接导致三四线需求波动减弱，难以出现以往周期中三四线市场共振现象，所以，继续沿用传统三四线市场整体化的研究视角必然在本轮周期判断中失效。

三、城市独立周期现象：城市独立周期运行，三四线内部强烈分化、造成需求波动减弱

从周期角度出发，三四线城市在棚改货币化推动下历经了 2016-2018H1 的持续上行，并伴随棚改退坡开始进入到下行周期。但考虑到：1) 棚改自身的平滑和滞后效应决定了棚改滑坡的负面影响更为平缓；2) 三四线城市自身独立周期下需求波动减弱对周期产生平滑效应，这将形成对三四线下行趋势的对冲，这种对冲也决定了三四线房地产市场的销量、价格、拿地和投资等均难以出现以往周期中三四线市场共振下行现象。此外，考虑到在每轮下滑周期中，部分三四线城市都会先后出台宽松政策托底土地成交和住宅销售，政策也将对三四线市场下滑形成明显对冲。本章节中，我们将逐步详细分析城市独立周期逻辑以及政策对冲的影响机制。

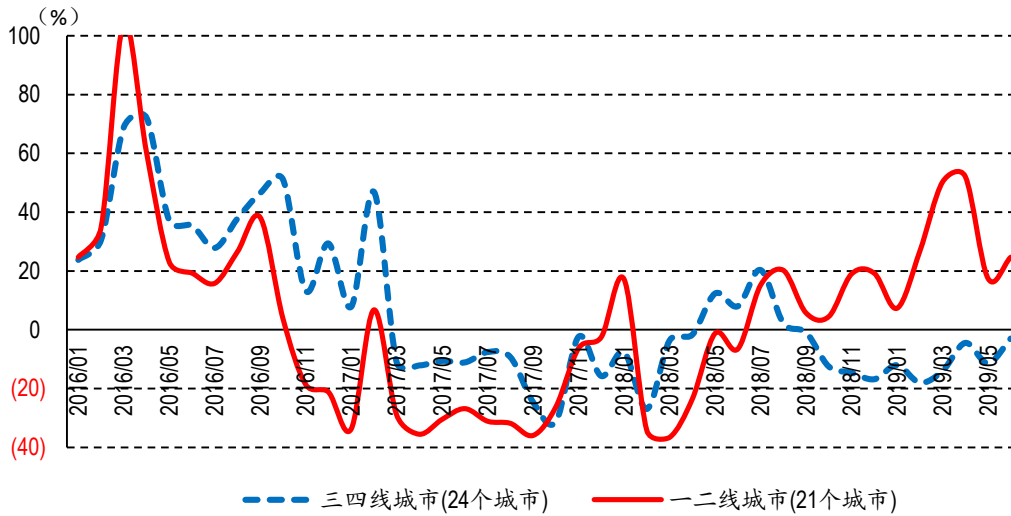
(一) 一二线和三四线的分化：一二线城市需求复苏 vs. 三四线城市相对偏弱

从房管局 45 城网签销售口径的数据来看，24 个一二线城市自 2016 年 10 月政策开始打压以来，成交面积同比持续走弱，并于 2018 年 3 月触底，之后一路震荡上行，并于 2018 年 7 月由负转正。一二线城市成交转好主要源于：1) 其在政策打压下需求连续两年被抑制，按过往三年小周期中一年上涨、两年下跌规律，目前一二线城市已进入需求复苏期；2) 2018 年以来在部分一二线城市限价政策逐步放松下，之前已售未网签高价房源加速网签。

三四线城市受棚改货币化推动，2018 年上半年市场成交同比仍持续上行，但 2018 年下半年受棚改货币化减弱及 731 政策影响，2018 年 9 月开始成交同比由正转负，截至 2019 年 6 月，已连续 10 个月负增长。一二线和三四线的周期分化主要源于本轮周期中因城施策所导致的周期错位以及棚改对三四线城市需求周期扰动。另外，由于房管局口径的三四线城市基本上为强三四线城市，其受城市群政策和限价放松政策的影响相对其他三四线要更大。

此外，从统计局合同销售口径的数据来看，2019 年年初以来，由于统计局原本公布的重点城市数据中有相当大部分城市都不再公布月度销售数据，我们只能用剩余延续公布数据的 22 个城市（主要为一二线及东部强三线城市）作为一二线城市进行分析，然后再剔除掉这 22 城后用其余的 639 个城市近似代表三四线城市进行分析。可以看到，2019 年 3 月以后一二线城市合同销售面积同比涨幅扩大，而三四线城市合同销售面积同比相对偏弱。

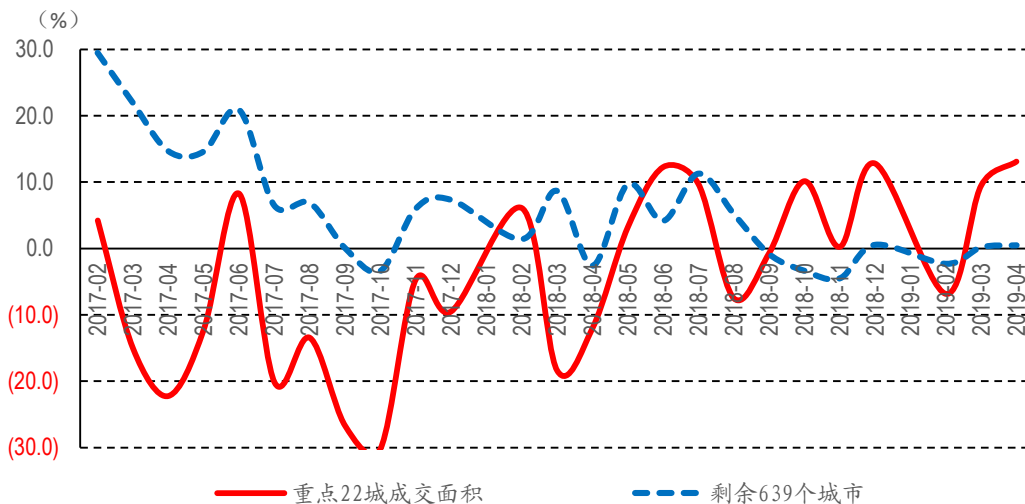
图表 29、一二线需求复苏 VS.三四线市场相对偏弱（房管局网签销售口径）



资料来源: Wind, 华创证券

注: 21 个一二线城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、济南、武汉、青岛、大连、宁波、厦门、成都、福州、苏州、佛山、东莞、无锡、南昌、南宁、温州; 24 个三四线城市包括泉州、常州、绍兴、扬州、泰州、镇江、江阴、金华、泰安、襄阳、惠州、岳阳、淮安、江门、芜湖、珠海、安庆、韶关、汕头、吉林、赣州、连云港、淮南、莆田。

图表 30、一二线需求复苏 VS.三四线市场相对偏弱（统计局合同销售口径）



资料来源: 统计局, 华创证券

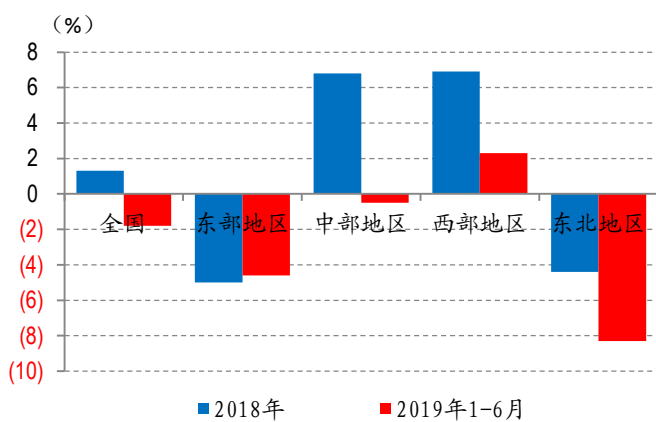
注: 重点 22 城包括北京、天津、上海、杭州、南京、合肥、济南、珠海、三亚、苏州、无锡、镇江、温州、漳州、莆田、重庆、郑州、西安、兰州、贵阳。

(二) 三四线的内部分化: 区域市场明显分化, 区域城市间同样呈强分化状态

1、三四线区域间的分化: 东部市场较为低迷, 中西部韧性较强

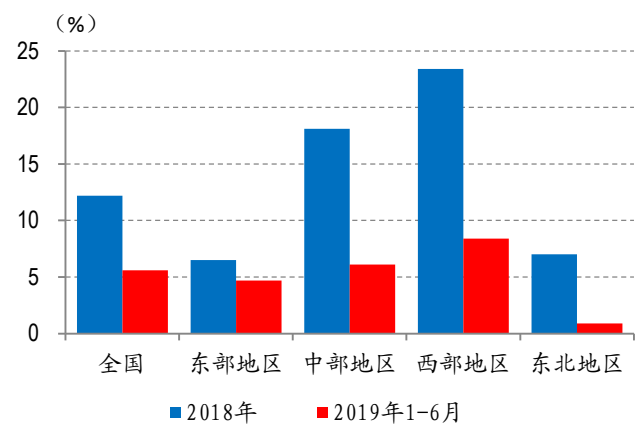
第一次层次, 三四线的内部分化主要体现在三四线区域间的分化。从统计局成交面积(合同销售口径)分区域来看, 2019年1-6月中部和西部区域成交面积累计同比分别为-0.5%、+2.3%, 成交金额累计同比分别为+6.1%、+8.4%, 中西部市场2019年以来整体仍呈现出量价齐升状态, 并对全国市场形成一定支撑, 考虑到中西部区域一二线城市占比相对较少, 其市场相对较好更多意味着该区域内三四五线城市市场韧性较强。另外, 我们将统计局公布数据的22城按区域划分, 可以发现一二线在东部区域市场相对较强, 由于东部区域整体表现较弱, 或也意味着东部区域中部分三四线城市仍较为低迷。

图表 31、全国及各区域销售面积同比增速



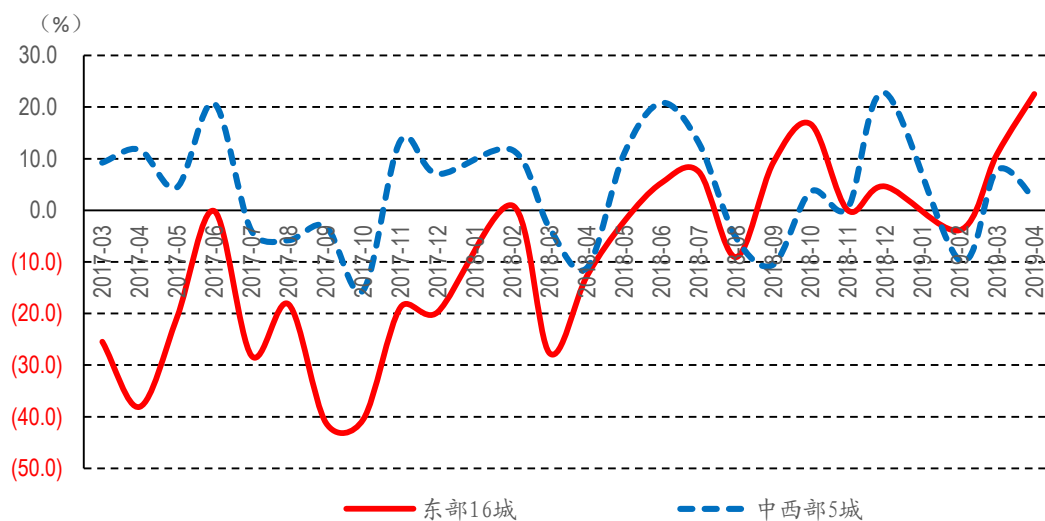
资料来源: 国家统计局。华创证券

图表 32、全国及各区域销售金额同比增速



资料来源: 国家统计局。华创证券

图表 33、东部区域一二线+强三线市场表现较强(统计局合同销售口径)



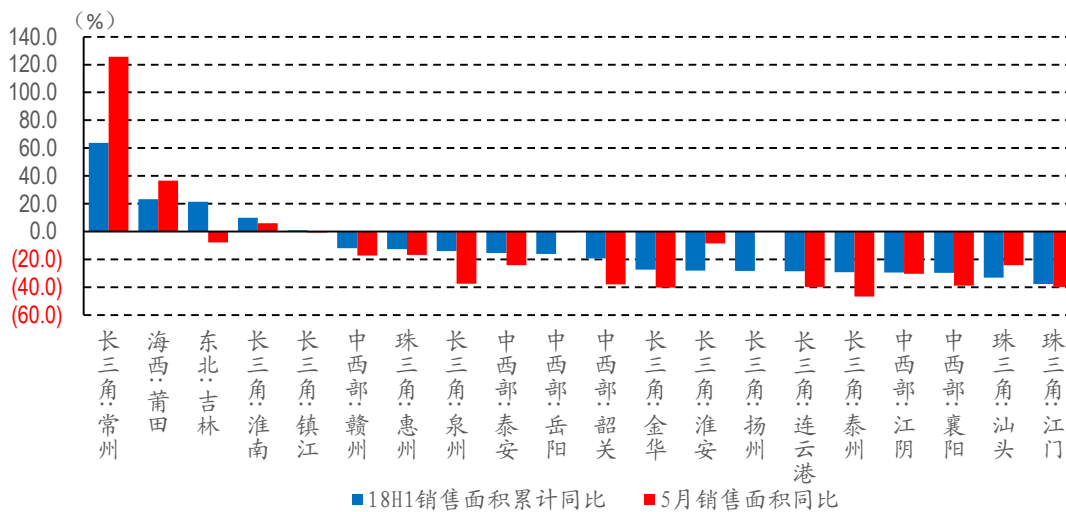
资料来源: 统计局, 华创证券

注: 东部16城包括北京、天津、上海、杭州、南京、合肥、济南、珠海、三亚、苏州、无锡、镇江、温州、漳州、莆田; 中西部5城包括重庆、郑州、西安、兰州、贵阳。

2、三四线城市间的分化：同区域中各城市间分化强烈，运行自身独立周期

第二层次，三四线的内部分化主要体现在三四线城市间的分化。具体分城市来看，三四线城市个体分化十分严重，并且在不同区域内也呈现出高度分化状态。从房管局 20 城数据来看，2019 年 1-5 月累计成交面积同比数据显示，位于长三角的常州、淮南和镇江市、海西的莆田市以及东北的吉林市，市场表现相对较强，而位于长三角的连云港、泰州，位于中西部的江阴、襄阳，以及位于珠三角的汕头、江门等城市，累计成交面积同比降幅均大于 20%，市场表现相对较弱。

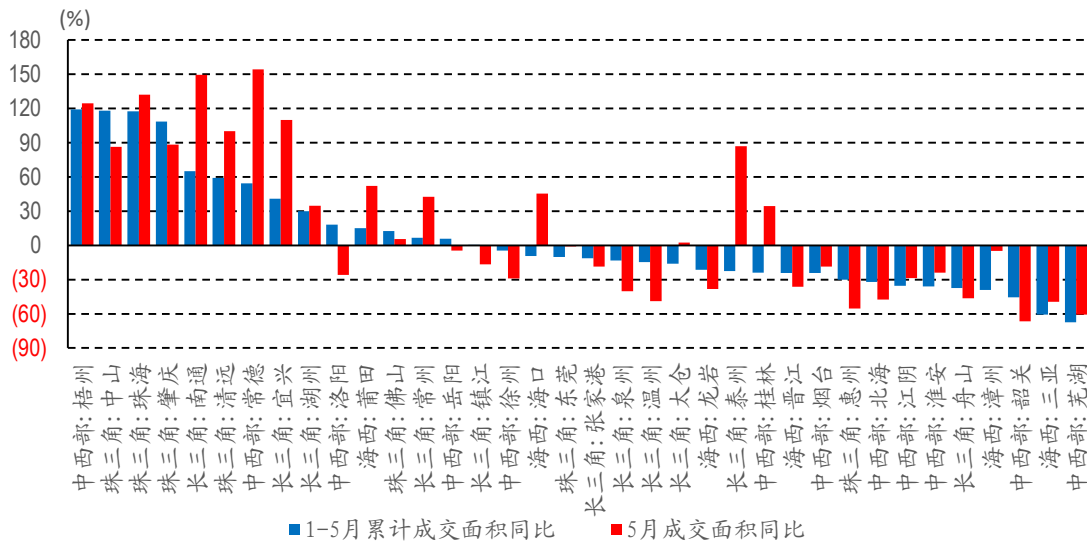
图表 34、房管局 20 城 19 年 1-5 月累计成交同比&5 月单月成交同比



资料来源: Wind, 华创证券

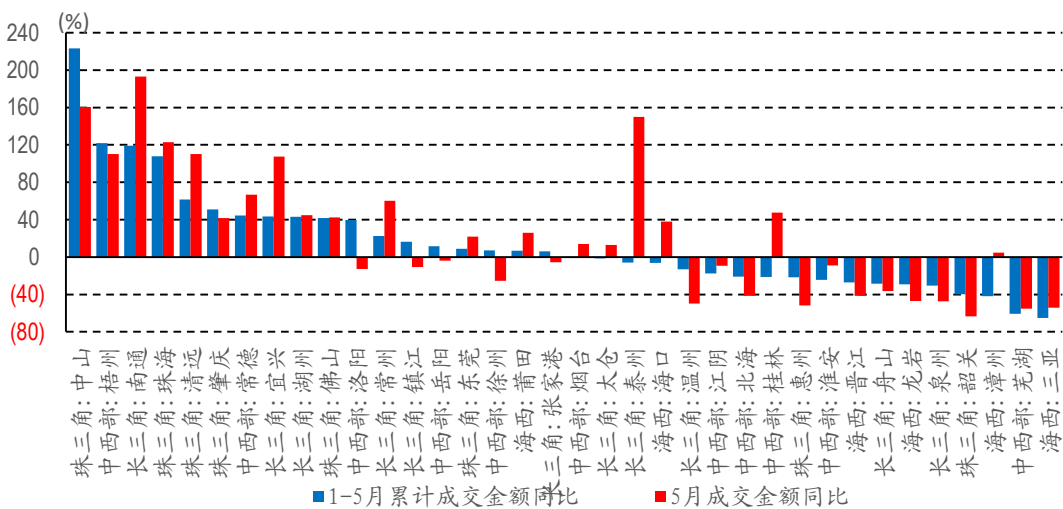
将观测样本三四线城市再扩大至克而瑞口径的 36 城（城市分布较房管局 20 城更为均衡，并也为房管局网签数据，但考虑到大部分三四线城市并未受限签影响，其网签数据和实际签约数据较为符合），其中位于中西部区域的梧州、常德、洛阳、岳阳等城市 2019 年 1-5 月累计成交面积同比上涨，而该区域的徐州、桂林、北海、江阴等城市累计成交面积同比下降；位于珠三角的中山、珠海、肇庆成交面积同比高增，而该区域的东莞、惠州累计成交面积同比下滑；位于长三角的南通、宜兴、湖州 2019 年 1-5 月累计成交面积同比分别+65%、+41%、+30%，而该区域的太仓、泰州、舟山累计成交面积同比分别-16%、-23%、-37%。

图表 35、克而瑞 36 个三四线城市 2019 年 1-5 月销售面积累计同比&5 月单月同比



资料来源：克而瑞，华创证券

图表 36、克而瑞 36 个三四线城市 2019 年 1-5 月销售金额累计同比&5 月单月同比

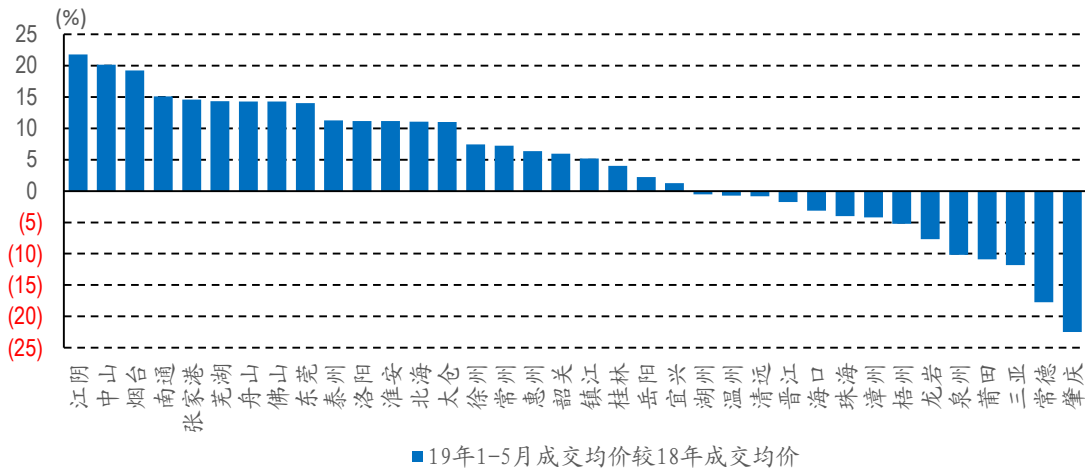


资料来源：克而瑞，华创证券

从成交均价走势来看，三四线城市也同样呈现出高度分化势态，其中江阴、中山、烟台、南通 2019 年 1-5 月成交均价较 2018 年全年上涨超过 15%，而泉州、莆田、三亚、常德、肇庆等城市 2019 年 1-5 月成交均价较 2018 年下降超 10%。

综合上述数据，三四线城市的分化不仅体现在区域之间，即便在区域内，各个城市间也呈现出高度分化状态，这种分化主要体现在销售面积、销售金额以及成交均价方面，由于单个城市运行自身的独立周期，也意味着三四线城市整体需求波动减弱，三四线市场难以出现共振式的全面下行，更多的按照城市为单元运行独立城市周期。

图表 37、2019 年 1-5 月成交均价较 2018 年成交均价



资料来源：克而瑞，华创证券

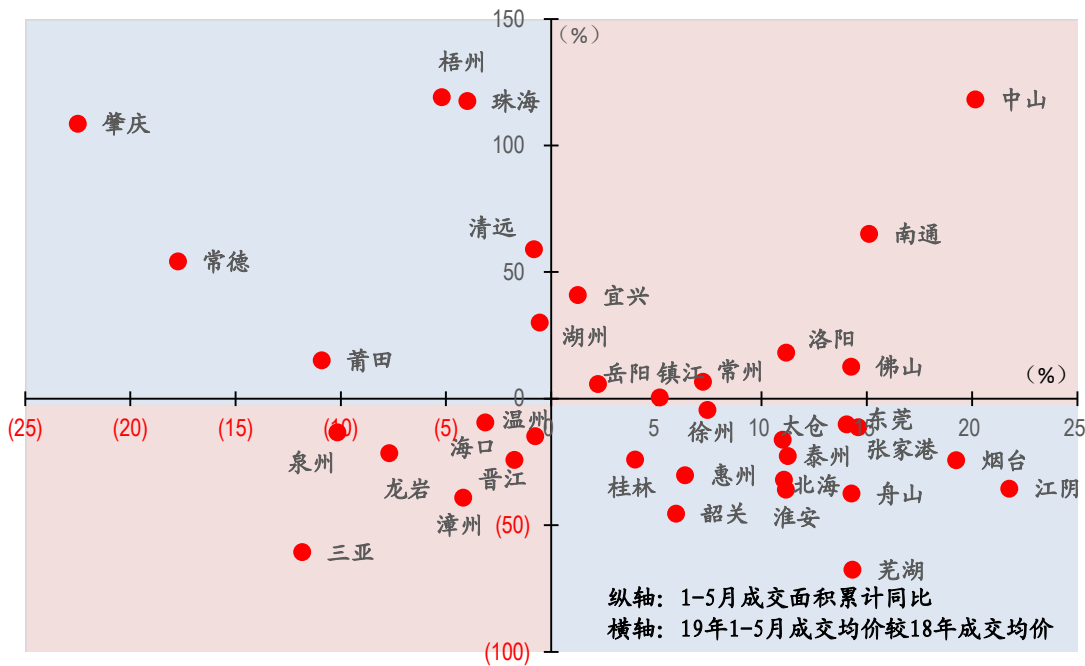
3、三四线城市自身量价的分化：部分三四线城市自身量价呈现背离势态

第三层次，三四线的内部分化主要体现在三四线城市自身的量价分化。一般而言，城市的量价之间呈现正相关关系。如下图红色区域三四线城市呈现出较为正常的量价关系，比如 2019 年 1-5 月成交面积累计同比涨幅较大的中山、南通、佛山、洛阳，其 2019 年 1-5 月成交均价涨幅较 2018 年也相对较大；而成交面积累计同比降幅较大的三亚、泉州、龙岩、漳州，其 2019 年 1-5 月成交均价也出现同步下跌。

但近年来，部分三四线城市间的量价之间却呈现负相关关系。如下图蓝色区域三四线城市量价呈现背离势态，比如房价上涨城市如江阴、烟台、张家港、芜湖、舟山等，其对应 2019 年 1-5 月成交面积同比有不同程度下降；反之，房价下跌城市如莆田、肇庆、常德、梧州、珠海等，2019 年 1-5 月成交均价虽有下滑，但其对应成交面积同比却出现不同程度上涨。

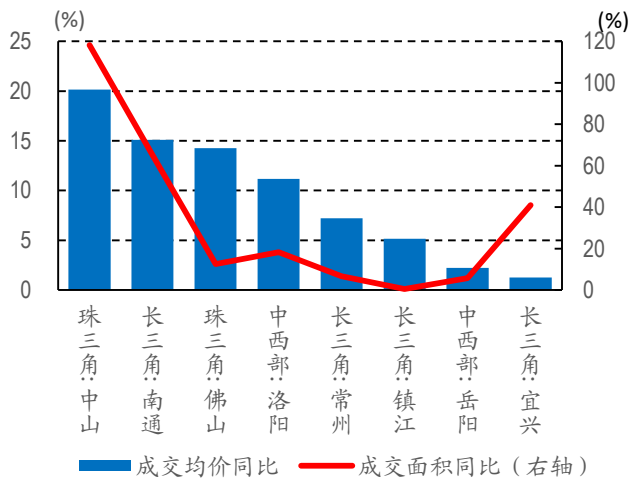
其中，一部分城市量跌价涨主要源于：1) 三四线城市市场体量较小，受供给侧波动影响更大，2019 年 1-5 月成交走弱更多源于供给缩量；2) 2017-2018H1 部分三四线城市土地市场快速上行，拿地成本提升推动售价被动式上涨。另一部分城市量涨价跌则更多源于：这类城市受去年下半年市场整体下行以及房企打折促销加快周转影响，成交均价有所下行，但由于这类城市基本面不错，产业、人口持续流入，降价后刺激刚需及刚改需求进一步释放。从城市区域分布来看，价跌量涨的城市主要分布在长三角、珠三角区域以及中西部区域中心城市，比如湖州、珠海、清远、肇庆、常德等。

图表 38、各城市房价增速 VS.成交面积增速



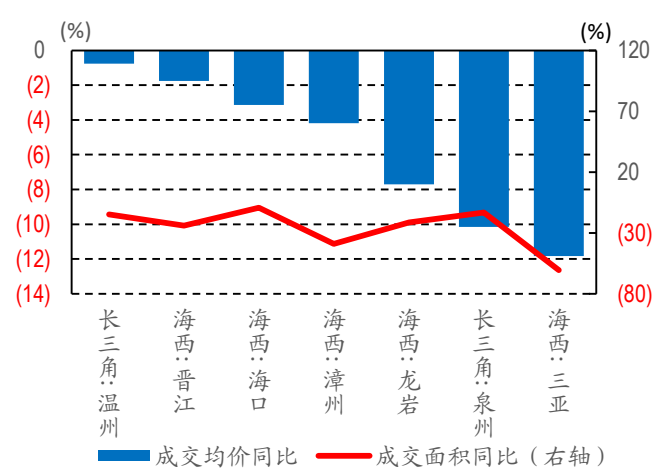
资料来源: 克而瑞, 华创证券

图表 39、部分三四线城市量价齐升



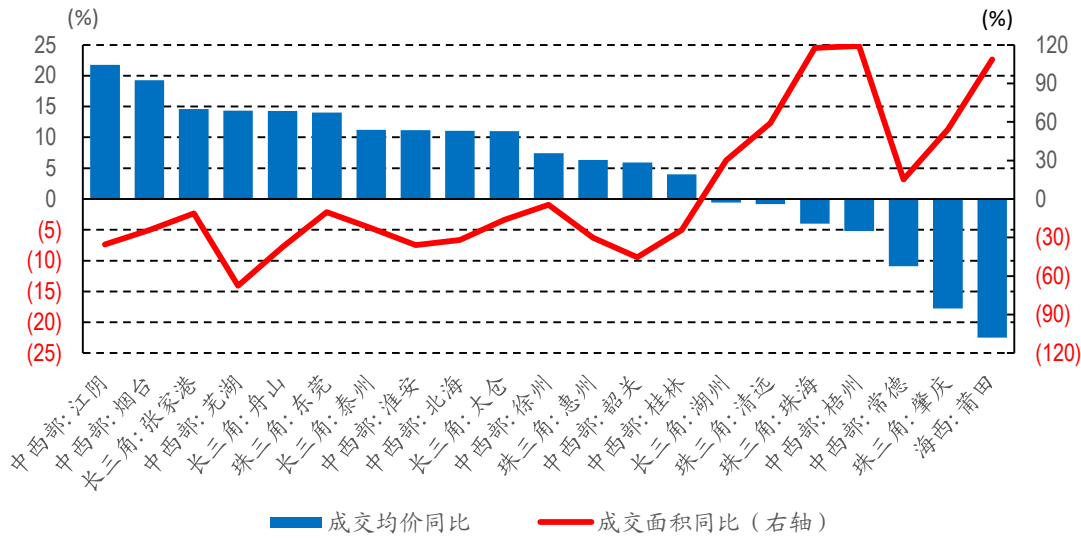
资料来源: 克而瑞, 华创证券

图表 40、部分三四线城市量价齐降



资料来源: 克而瑞, 华创证券

图表 41、部分三四线城市量价呈背离势态



资料来源: 克而瑞, 华创证券

4、三四线城市内市县间的分化: 部分弱三四线表现优于强三四线, 市县间也呈现明显分化

第四层次, 三四线的内部分化主要体现在三四线城市内市县间的分化。更进一步下沉到五六七线县城, 可以看到市场分化仍在延续。样本观测到的 8 个县城数据显示, 2018 年有 7 个县城成交面积同比上涨, 其中安徽阜阳临泉县 (+118%)、江苏连云港灌云县 (+70%)、浙江温州平阳县 (+67%)、山西周口商水县 (+33%)、陕西汉中西乡县 (+12%)、湖北襄阳谷城县 (+9%)、江苏连云港灌南县 (+3%), 可以看到, 尽管 2018 年下半年以来全国市场迅速转冷, 但五六七八线县城相对受影响更小, 市场表现优于三四线城市, 对 2018 年全国销售数据的强韧性形成了一定贡献。除上述样本县城外, 根据我们之前河南草根调研反馈, 2018 年下半年河南省县城整体表现优于省内地级市, 草根调研数据和观测数据显示出较高一致性。此外, 县城由于其市场体量较小, 供给存在不连续性, 导致市场波动性相对更大。

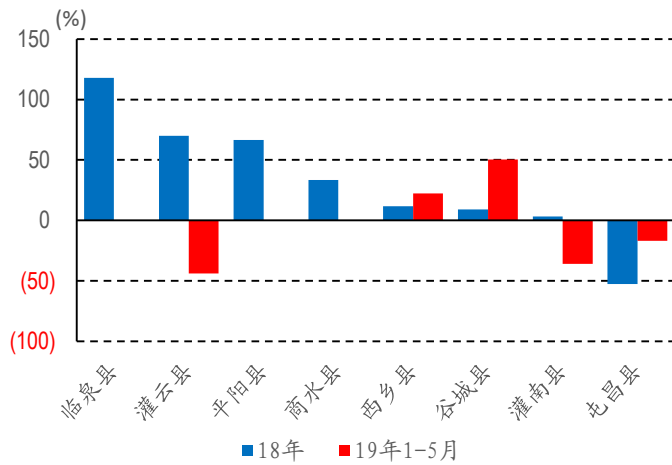
2019 年 1-5 月, 县城市场分化继续延续, 灌云县、西乡县、谷城县、灌南县和屯昌县成交面积同比分别为 -44% (-114pct)、+22% (+11pct)、+50% (+41pct)、-36% (-39pct)、-17% (+36pct), 其中西乡县和谷城县涨幅较 2018 年继续扩大, 灌云县和灌南县由正转负, 2018 年销售面积同比下降的屯昌县降幅明显收窄。县城数据整体来说和全国数据相比呈现弱相关性, 其市场也基本沿着自身轨迹运行。县城市场的高度分化也进一步强化了我们之前关于在较为分化的市场格局下三四线城市难以全面共振下行的判断。

图表 42、部分县城年度成交面积

成交面积(万方)	灌南县	灌云县	谷城县	屯昌县	平阳县	临泉县	西乡县
2016	73	59	22	NA	88	NA	NA
2017	132	36	45	30	91	77	20
2018	136	61	49	14	151	167	22
1-5M2019	48	19	23	6	NA	NA	9
1-5M2018	75	34	34	5	NA	NA	11

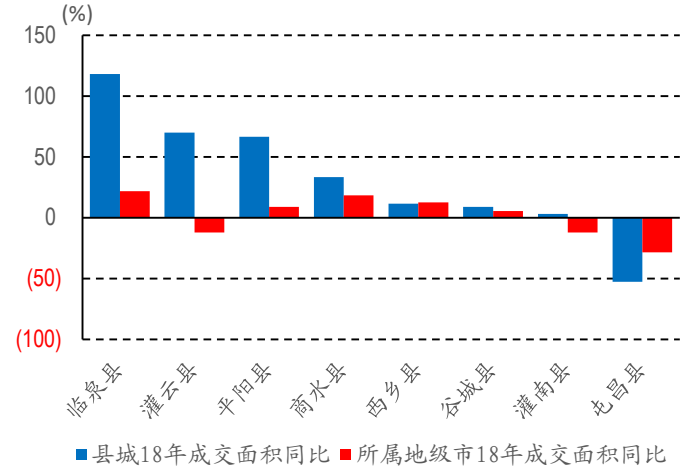
资料来源: 地方政府官网, 华创证券

图表 43、部分县城 18 年&19 年 1-5 月销售面积同比



资料来源：地方政府官网，华创证券

图表 44、18 年县城销售面积同比增速相对较高



资料来源：地方政府官网，华创证券

5、三四线内部分化的调研实证：调研城市呈分化势态，18H2 以来房价走势有涨有跌

上述城市间高度分化行为也充分反映到了我们的调研结果中。从我们调研的城市来看，整体呈现出分化状态，其中在 2018 年下半年市场快速下行时，中西部及海西区域的地级市市场热度下行较为明显，但东北区域城市、以及河南省的大部分县城市场虽略有下行，但市场韧性相对较强。2019 年春节期间，受返乡置业潮以及市场需求历经去年下半年以来持续压制后有所反弹影响，大部分三四线城市在 3-4 月均出现了小阳春，但 5 月市场延续分化势态，其中部分城市市场再次有所走弱，部分城市市场依旧韧性较强。去年下半年以来的市场反映到房价方面，比如周口、商丘、汉中等城市房价有所下跌，莆田、潍坊、漯河房价整体基本维持在交稳定状态，而长春市、虞城县、商水县、驻马店、吉林市和牡丹江市，尽管全国市场持续走弱，其房价依然保持着稳中略升趋势。

图表 45、华创地产团队草根调研项目信息汇总

城市	指标	项目	趋势	2018-6-1	2018-7-1	2018-8-1	2018-9-1	2018-10-1	2018-11-1	2018-12-1	2019-1-1	2019-2-1	2019-3-1	2019-4-1	2019-5-1	
商丘市	去化率	建业项目		80	55	55	55	55	55	55				7	7	
		漫悦湾项目								平推				120	100	90
	到访	漫悦湾项目											80	140	68	68
		全市		0.33	0.17	0.17	0.17	0.10	0.10	0.10	0.10	0.13	0.13	0.13		
		建业项目		0.33	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
拆迁用户占比	拆迁区附近		0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.10	0.10	0.10	0.10	
	房价	碧桂园项目					8400	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600	7600
虞城县	去化率	木兰郡项目			100	100	100	90	90	100	90	90	90	80	80	
		木兰郡项目							15	15	15	15	20	10	5	5
	到访	木兰郡项目											20	20	15	10
		房价	木兰郡项目			5300	5300	5300	5300	5300	5800	5800	5800	5800	5800	6500
周口市	去化率	世悦府									平推		4000	4000	3000	
		十八城项目									平推			25	15	
	房价	全市		5250	6300	6300	6300	6300	6300	6300	6300	5900	5900	5900	5900	5900
		建业森林半岛							7000	7000	7000	7000	6500	6500	6500	6500
商水县	去化	商水碧桂园							平推		5000	5000	3000	3300	3300	
		其他项目									75	60	60	50	40	30
	到访	商水碧桂园											15	3	3	4.5
		房价	全县								4300	4300	4300	4300	4300	4300
		建业城								5000	5000	5100	5100	5100	5100	
漯河市	去化	锦绣江南								200	100	100	100	130	130	
		全市		5500	5700	5900	6100	6300	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000
	房价	锦绣江南							6000	6000	6100	6100	6200	6200	6300	
驻马店	去化	多个项目						80	80	80				67	56	
	房价	欧洲城		6300	6350	6400	6450	6550	6650	6700	6750	6750	6800	6800	6800	
郑州市	成交	全市(周均)											1965	1724	1805	
	到访	全市											1.5	2	1.9	
长春市	去化	全市						65	65	65	65	65	65	65	65	
	房价	全市		8200	8200	8300	8400	8500	8600	8738	8790	8843	8895	8948	9000	
吉林市	去化	多个项目				60	60	50	40	40	45	55	60	54	54	
	成交	全市			20	20	10	10								
	房价	全市		6250	6300	6350	6400	6450	6500	6500	6500	6500	6500	6500	6500	
哈尔滨市	去化	多个项目		70	70	50	50	30	10	20	30	40	47	57	50	
		四季印象			100	100	83	83	65	65						
	到访	贝肯山项目										40	40	50	40	40
		市区		9300	9350	9400	9450	9500	9550	9600	9680	9760	9840	9920	10000	
房价	四季印象		14300	14443	14587	14733	14881	15029	15180	15332	15485	15640	15796	15800		
	保利江山悦				40	35	30	30	30	69	69	69	68	68		
牡丹江	去化	多个项目											140	140	140	
		江山悦项目												45	40	40
	决策周期	多个项目		8.5	8.5	8.5	8.5	7	7	7	6	6	6	6	6	
		市区		5000	5050	5100	5150	5200	5250	5300	5350	5400	5450	5500	5500	
	房价	南外滩项目		5000	5200	5400	5600	5800	6000	6200						
		保利江山悦								6000	6200	6300	6400	6500		
成都	去化	市区											67	60	60	
		远郊												48	33	33
	房价	多个项目									70	75	60	50		
		金科博翠府										27500	27500	27500		
绵阳	去化	融创九阙府								65	25	25	25	21	21	
	房价	融创九阙府								6600	7200	7200	7200	7400	7400	
汉中	去化	新城吾悦广场		100	100	100	100	100	100	100	100	80	80	70	50	
		碧桂园悦江府										95	65	75	75	63
	到访	新城吾悦广场		100	100	100	100	100	100	100	100	60	60	60	45	45
		碧桂园悦江府		6500	6312	6124	5936	5748	5560	5372	5180	5510	5840	6170	6500	
房价	碧桂园悦江府									7300	7700	7800	7800	7800		
西安	去化	全市		70	70	60	60	60	55	55	60	70	80	87	93	
	房价	蓝光华府									13000	13200	13400	13600	13800	
潍坊	去化	旭辉博观熙府						45	45	50	50	50	50	50	50	
	房价	保利梧桐语				90	45	45	45	45	45	45	45	60	60	
莆田	去化	阳光城檀悦												持销状态	60%	
		城南板块		16000	16000	16000	16000	16000	16000	16000	16000	16000	16000	16000	16000	
	房价	涵江板块		10500	10500	10500	10500	10500	10500	10500	10500	10500	10500	10500	10500	
		城北板块		15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	
漳州	房价	全市		11500	11500	11500	11500	11500	11500	11500	12000	12000	12000	12000	12000	

资料来源：草根调研、搜房网，华创证券

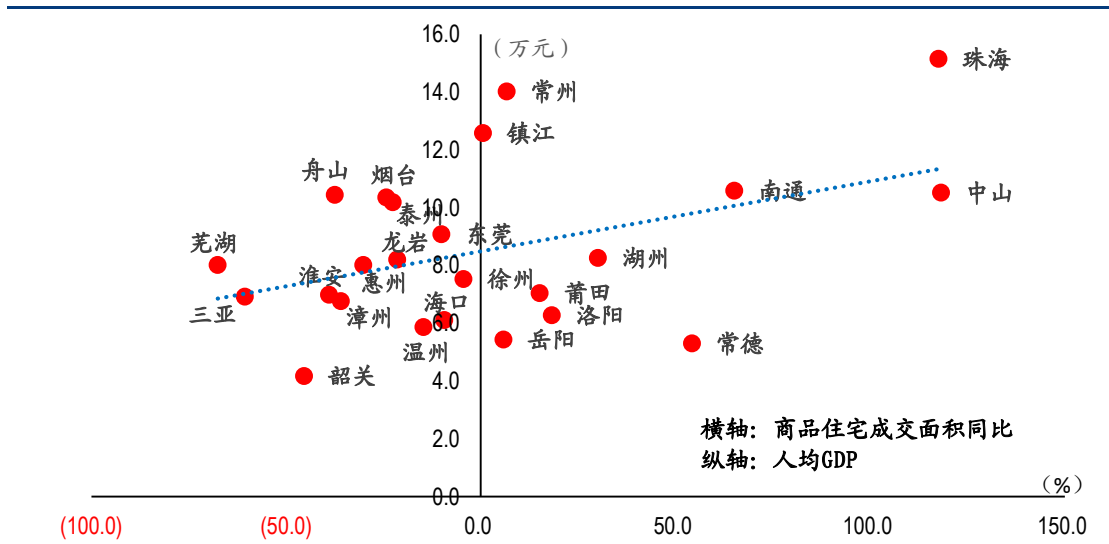
(三) 三四线内部分化的原因：三四线核心指标差异以及因城施策下差异化支持政策造成需求分化

1、核心指标的差异：城镇化率、可支配收入、人口流向等核心指标差异是分化的关键因素

进一步分析上述克而瑞样本城市，可以看到，各个城市 2019 年 1-5 月销售面积累计同比增速和城市基本面数据比如人均 GDP、人口流入情况和人均可支配收入呈正相关关系。由此得知，三四线城市市场明显分化背后除了政策周期、供给周期错位影响之外，某种程度上也源于城市间基本面数据差异。

此外，基于之前草根调研发现，在 2018 年下半年市场快速下行时，河南大部分县城、黑龙江四线城市牡丹江等低能级城市市场表现仍较不错，其背后原因或为：1) 当地城镇化率仍处于较低水平，区域性城镇化红利处于释放周期；2) 城市周边乡镇人口持续迁移以及返乡置业现象普遍，综合推动部分低能级城市近年来人口处于持续流入状态；3) 低房价收入比、高额度公积金提取额度确保了潜在购房需求能顺利转化为实际购房行为；4) 部分城市通过建设新城方式持续激发城区内改善型需求释放，而老城区空置现象越来越普遍。对此，我们在后续章节中将针对上述现象详细分析，探寻三四线城市和五六七八线城市市场运行的背后逻辑。

图表 46、样本城市 1-5 月住宅成交面积同比和人均 GDP 呈明显正相关关系



资料来源：克而瑞，华创证券

城市	成交面积同比	人均 GDP	三产占比	5 年人口流入/流出	居民人均可支配收入
常德	54.2	5.3	50.0	8.5	25,241
湖州	30.1	8.3	47.5	9.0	43,958
洛阳	18.3	6.3	48.4	23.3	24,882
莆田	15.1	7.1	37.6	9.0	27,954
常州	6.6	14.0	50.8	3.1	45,933
岳阳	5.8	5.4	47.1	21.0	32,425
镇江	0.6	12.6	47.1	3.1	40,883
平均	49.9	8.7	46.7	10.8	34,980
徐州	(4.5)	7.5	47.2	19.9	27,385
海口	(9.4)	6.1	77.3	13.1	36,137
东莞	(10.2)	9.1	52.3	5.0	49,331
温州	(14.8)	5.9	57.6	5.9	46,920
龙岩	(21.5)	8.2	37.6	7.0	26,247
泰州	(22.6)	10.2	47.3	2.2	34,642
烟台	(24.3)	10.4	43.4	10.7	34,901
惠州	(30.2)	8.0	40.7	10.3	33,930
淮安	(36.0)	6.8	47.6	11.1	27,696
舟山	(37.5)	10.4	55.5	2.8	49,217
漳州	(39.0)	7.0	40.3	20.0	26,998
韶关	(45.4)	4.2	54.2	11.1	23,676
三亚	(60.6)	6.9	67.3	4.2	30,487
芜湖	(67.6)	8.0	41.2	11.8	29,523
平均	(30.2)	7.8	50.7	9.6	34,078

资料来源: Wind, 华创证券

2、核心指标的支撑：低城镇化率、低房价收入比、人口净流入共同支撑部分三四线需求稳定

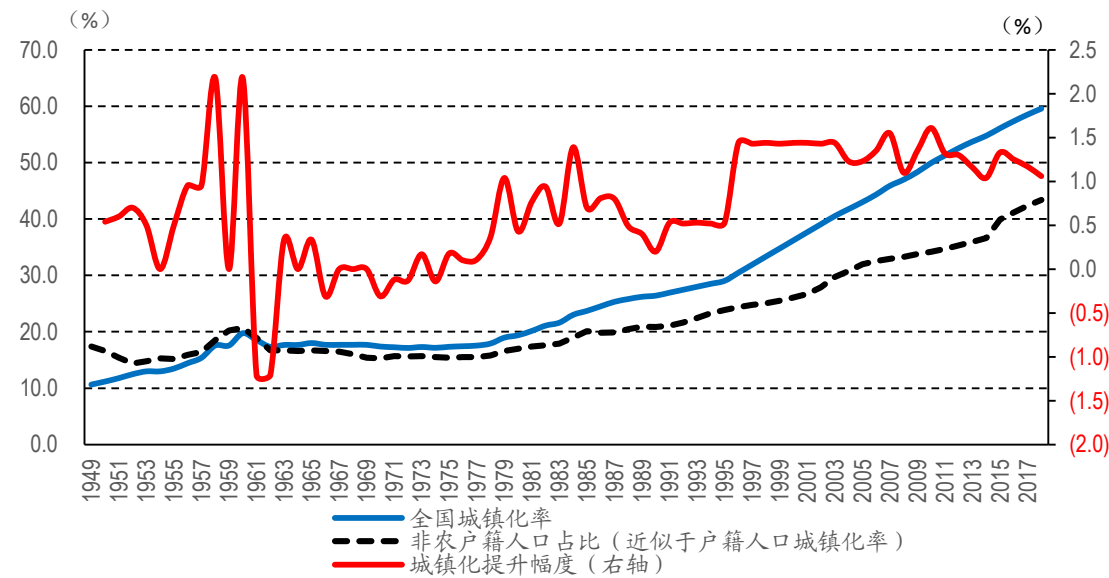
2.1、中西部省份城镇化率整体偏低、尤其县城更低，城镇化的需求红利仍有释放空间

截至 2018 年末，我国常住人口城镇化率达 59.6%，较 2017 年提升 1.1pct。但分区域看，我国东部地区城镇化率相对较高，而中西部区域城镇化率相对较低。中西部省份除辽林、内蒙古、湖北、黑龙江四省以外，其余省份城镇化率均低于 2018 年全国城镇化率 59.6% 水平。并且如果统计户籍人口口径的城镇化率，2018 年仅只有 43.4%，未来提升空间更大，并且户籍城镇化率的提升也即为政府近年来曾多次提到的深度城镇化或新型城镇化，也是后来重点发展方向。

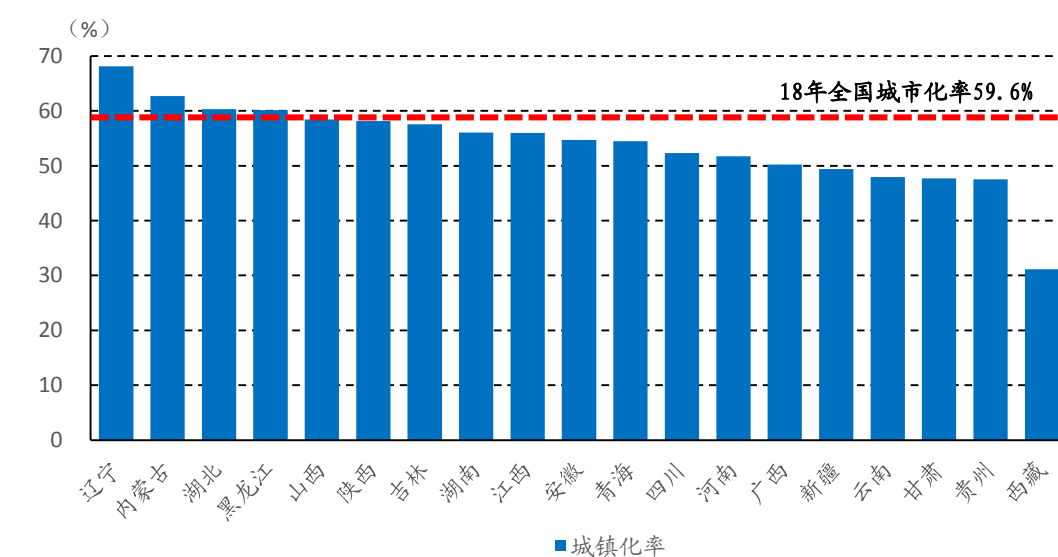
更进一步，我们选取中西部省份中常住人口城镇化率相对中偏高的湖北、湖南、江西、河南四省，可以看到上述四省地级市的平均城镇化率分别为 57.8%、57.1%、55.8%、52.2%，分别低于全国 59.6% 的城镇化率 -1.8pct、-2.5pct、-3.8pct、-7.4pct；而从上述四省县城数据来看，城镇化率更低，江西、湖北、湖南、河南四省县城平均城镇化率分别为 45.8%、43.6%、43.7%、40.2%，分别低于全国城镇化率 13.8pct、16.0pct、15.9pct、19.4pct。并且湖南省、河南

省城镇化率低于 50% 的县城占比分别达 89%、94%。由于湖北、湖南、江西、河南四省整体城镇化率水平在中西部省份中属于中偏高，如果我们将观测范围进一步扩大到其余中西部省份，城镇化率低于 50% 的县城占比将更高。纵向回顾各国城镇化率的历史增长进程，其中在城镇化率 30%-50% 阶段，城镇化率提升速度最快，而大部分县城城镇化率低于 50% 也意味着，未来三四线城市中部分城市的城镇化进程仍处于红利释放阶段，未来仍将在一段时间内对全国市场形成一定支撑。

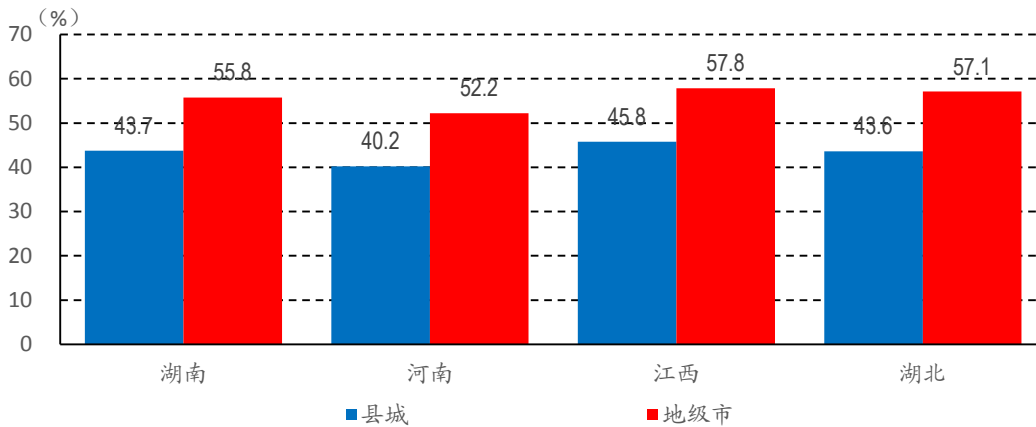
图表 50、2018 年末我国常住人口城镇化率 60%，户籍人口城镇化率 43%



图表 51、2018 年大部分中西部省份城镇化率均低于全国 59.6% 水平

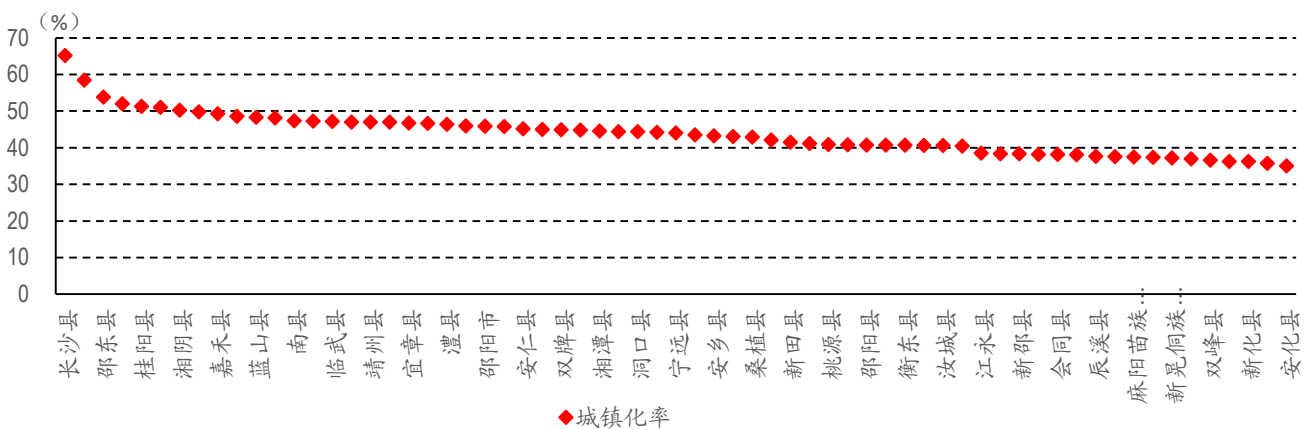


图表 52、中部四省县城城镇化率明显偏低



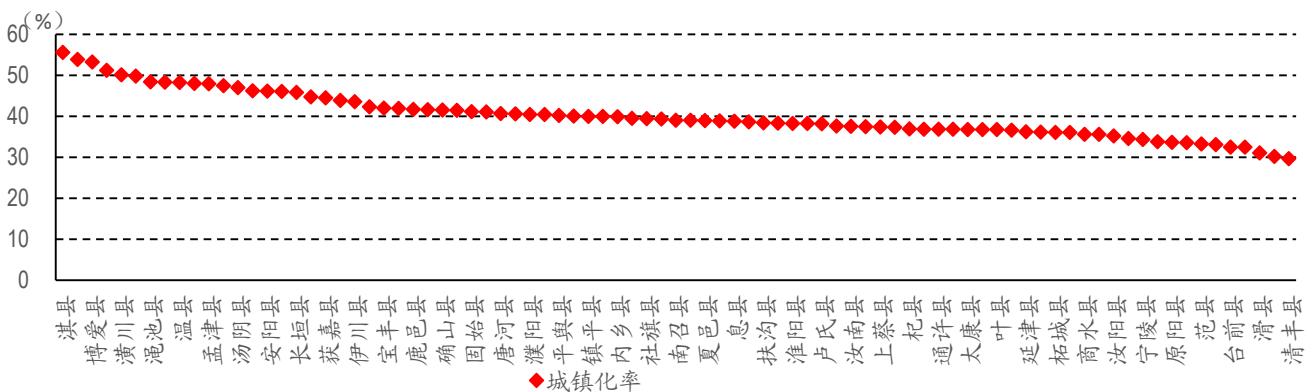
资料来源：地方统计局、政府工作报告，华创证券

图表 53、湖南省城镇化率低于 50% 的县城占比高于 89%



资料来源：地方统计局，政府工作报告，华创证券

图表 54、河南省城镇化率低于 50% 的县城占比高于 94%



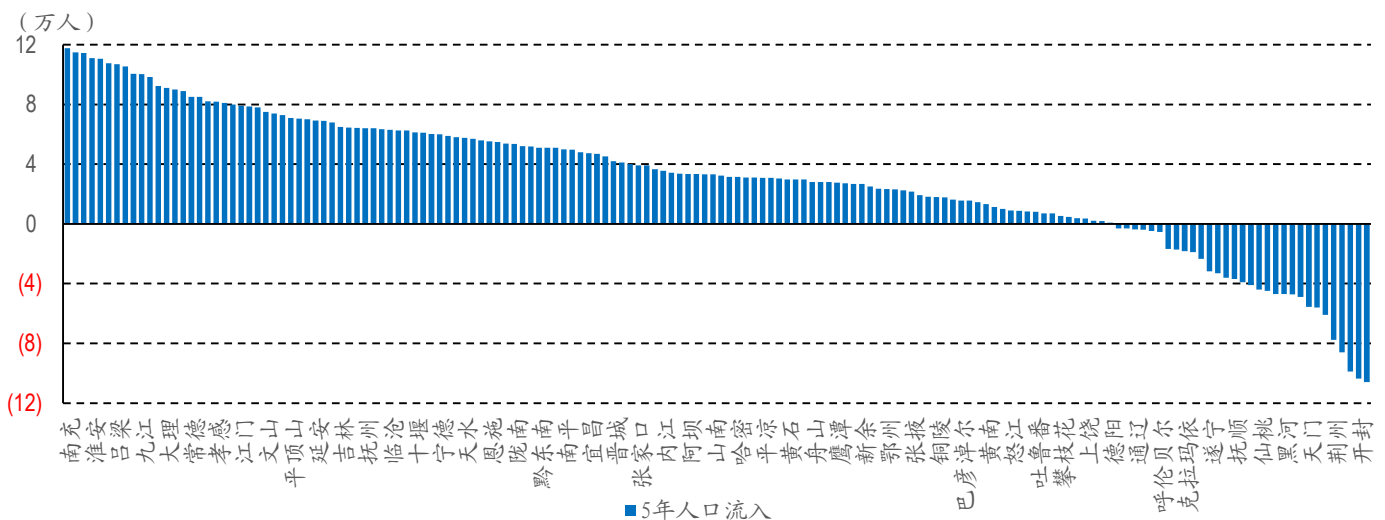
资料来源：地方统计局，政府工作报告，华创证券

2.2、乡镇人口进城和返乡置业回流推动部分三四线城市人口增长，对需求形成持续支撑

中西部三四线城市伴随城镇化率稳步提升，人口红利仍在释放，从我们观测的 158 个中西部（含东北）三四线城市中，有 127 个城市在 2012-2017 年出现了常住人口流入现象，常住人口增长城市占比达 80%。在低水平城镇化率基础上，常住人口持续流入保证了人口基数的稳定甚至略增，确保了城镇化率提升能实际带来人口净增长。另外从到访项目来看，我们到访的漯河刚需项目，周边乡镇客户占比高达 50%，也一定程度上也反映出城镇化率提升带来的人口红利。

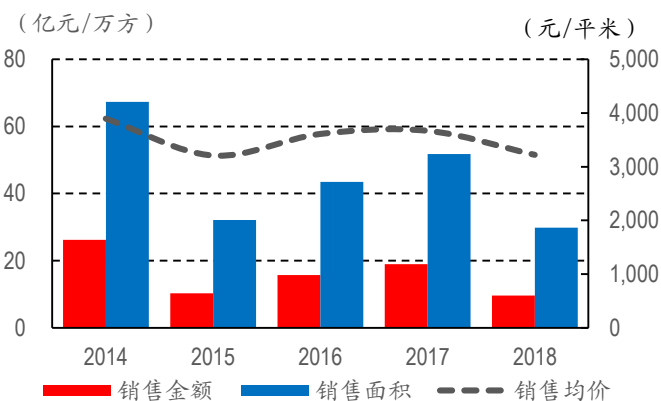
分城市看，常住人口流出较多的城市有天门、鸡西、大兴安岭、荆州、大庆、南阳、开封、鹤岗，上述城市 2012-2017 年 5 年内人口净流出在 5 万人以上，其中鸡西、大兴安岭、鹤岗等城市人口流出主要源于气候条件相对恶劣，大庆属于资源枯竭型城市，荆州、天门和开封虽经济情况相对较好，但由于其分别太靠近武汉和郑州，被虹吸效应明显，导致人口持续流出。这种被虹吸效应在之前草根调研中亦有所体现，比如河南靠地级市较近的县城也出现了被虹吸现象，而距离地级市较远的县城对周边乡镇的虹吸效应明显。

图表 55、158 个中西部三四五线城市近五年来人口呈持续增长状态（2012-2017 年）



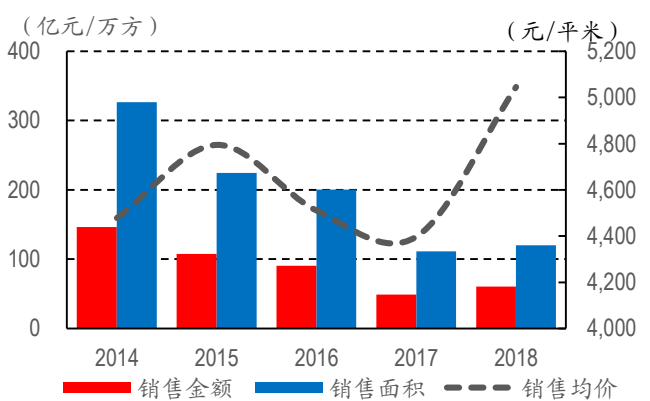
资料来源：Wind，华创证券

图表 56、鸡西商品房销售面积&金额&均价



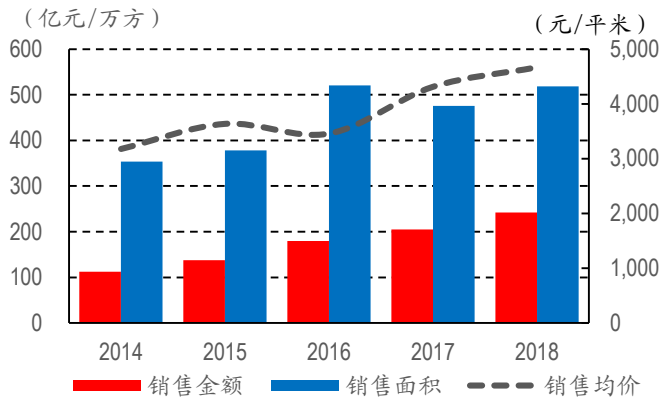
资料来源：鸡西市政府公报，华创证券

图表 57、大庆商品房销售面积&金额&均价



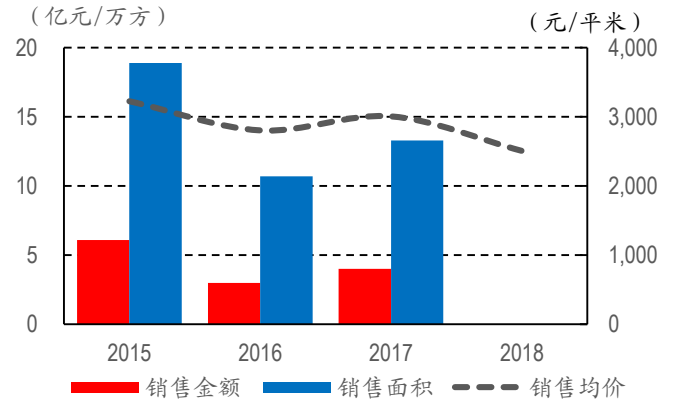
资料来源：大庆市政府公报，华创证券

图表 58、南阳商品房销售面积&金额&均价



资料来源：南阳市政府公报，华创证券

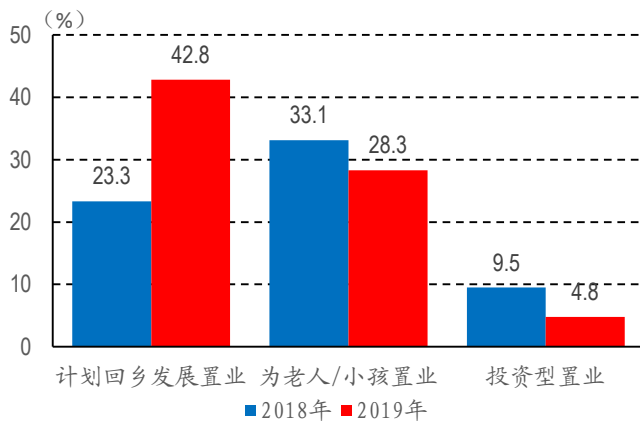
图表 59、鹤岗商品房销售面积&金额&均价



资料来源：鹤岗市政府公报，华创证券

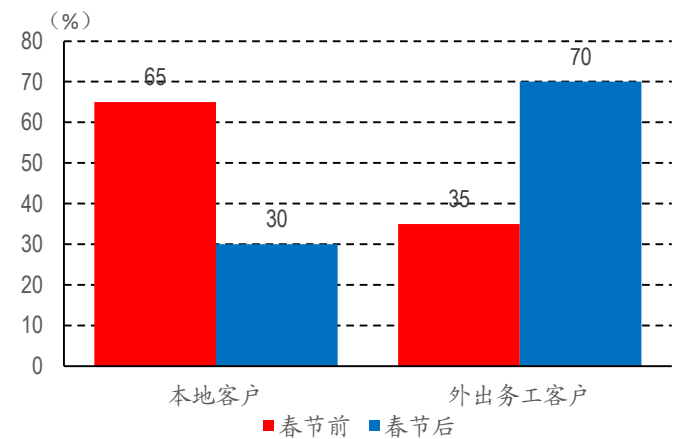
此外，返乡置业现象也对三四线城市需求形成一定支撑。据安居客数据，在 2019 年返乡置业意向人群中，有 42.8% 出于未来有回家乡发展规划而购房，占比较 2018 年+19.5pct，返乡置业主要以改善型住房为主。从我们到访的项目来看，商水县项目春节前外出务工客户占比 35%，春节后提升至 70%；虞城县项目春节前外出务工客户占比 15%，春节后提升至 50%。

图表 60、19 年春节有返乡发展计划置业人群占比提升



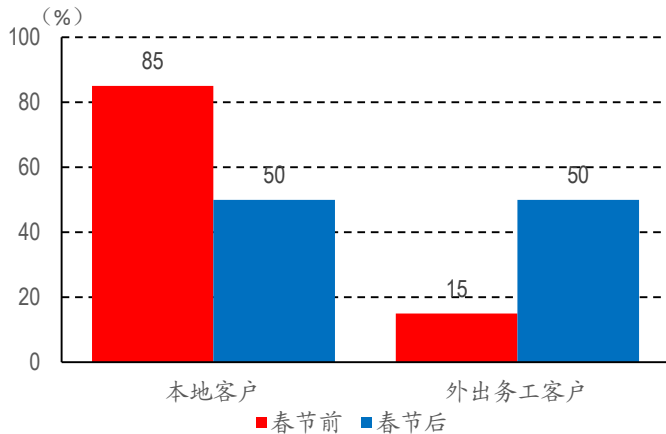
资料来源：安居客，华创证券

图表 61、商水县项目春节后外出务工客户占比提升



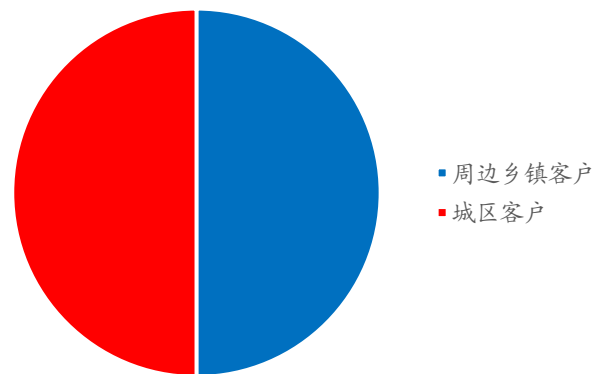
资料来源：草根调研，华创证券

图表 62、虞城县项目春节后外出务工客户占比提升



资料来源：草根调研，华创证券

图表 63、漯河刚需项目周边乡镇客户占比达 50%



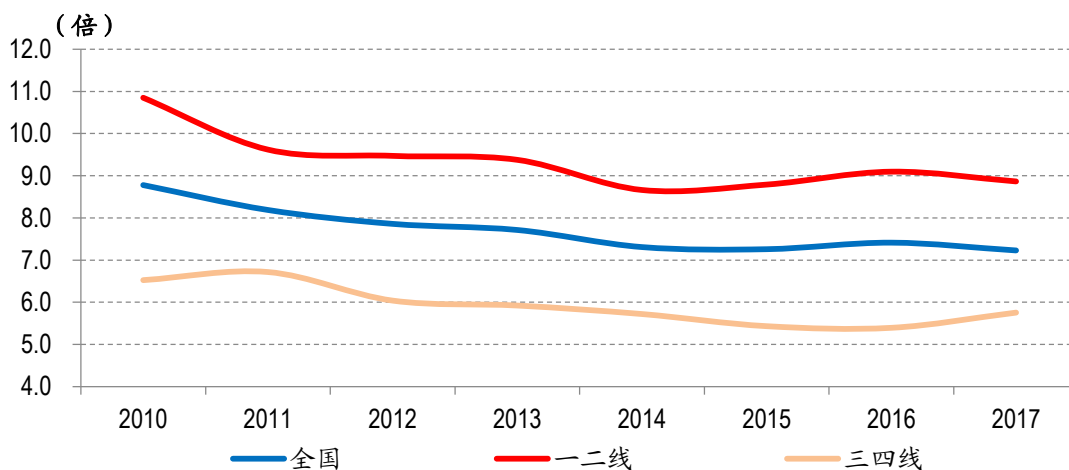
资料来源：草根调研，华创证券

2.3、三四线房价收入比处于低位、公积金额度较高，充分保障购房需求向购房行为转化

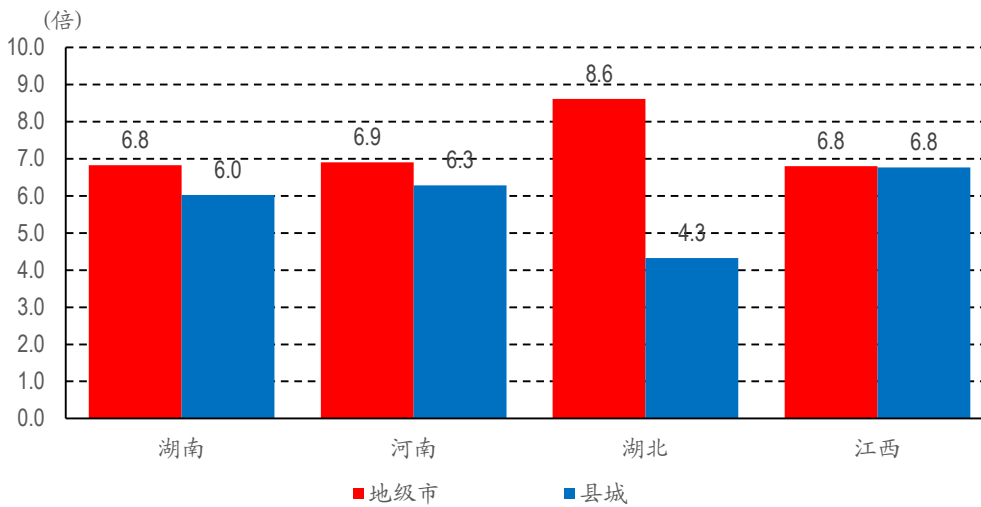
三四线城市房价虽然在 2017 年以来有所上涨，但涨幅相对一二线城市仍有限，并且由于 2014-2016 年房价整体处于稳定略跌状态，因此从 2014 年开始计算，三四线城市房价年复合增速并不高，基本和收入增速保持一致。这反映到三四线城市房价收入比上，比较显而易见。从统计局数据来看，2010 年至今全国平均房价增长 57%，而人均可支配收入增长更高、几乎翻倍，因此三四线城市房价收入比持续处于较低水平，截至 2017 年末，一二线城市房价收入比为 8.9 倍、三四线城市仅 5.8 倍。

以具备代表性的中部省份来看，湖北、河南、湖南、江西四省地级市的平均房价收入比分别为 8.6、6.9、6.8、6.8 倍，而上述四省县城的平均房价收入比分别为 4.3、6.3、6.0、6.8 倍，县城房价收入比进一步下降。具体县城来看，比如湖南的绥宁县、双峰县房价收入比分别仅 5.1、5.6 倍，湖北的谷城县、江陵县分别仅 3.8、4.3 倍。低房价收入比意味着在三四线城市的潜在购房需求能顺利转化为实际购房行为。

图表 64、房价收入比：全国 vs.一二线（36 城）vs.广义三四线



资料来源：Wind、各城市统计局，华创证券

图表 65、中部省份县城房价收入比整体处于低位


资料来源：各市统计局，华创证券

图表 66、湖南省各地级市房价收入比

湖南	人均可支配收入 (元)	家庭可支配收入 (元)	商品房销售均价 (元)	总价 (100 平) (元)	房价收入比 (倍)
株洲	42,867	128,601	6,088	608,800	4.7
湘潭	36,866	110,598	5,288	528,800	4.8
衡阳	33,741	101,223	6,702	670,231	6.6
邵阳	27,167	81,501	5,123	512,300	6.3
岳阳	32,425	97,275	8,542	854,211	8.8
常德	31,126	93,378	6,491	649,082	7.0
张家界	24,825	74,475	6,916	691,600	9.3
益阳	29,123	87,369	6,175	617,500	7.1
永州	28,470	85,410	6,140	614,000	7.2
怀化	26,703	80,109	5,592	559,200	7.0
湘西	24,728	74,184	4,750	475,000	6.4
平均					6.8

资料来源：克而瑞、地方统计局，华创证券

图表 67、湖北省各地级市房价收入比

湖北	人均可支配收入	家庭可支配收入	商品房销售均价	总价 (100 平)	房价收入比
黄石	27,092	81,276	6,956	695,600	8.6
宜昌	26,193	78,579	8,885	888,500	11.3

湖北	人均可支配收入	家庭可支配收入	商品房销售均价	总价（100平）	房价收入比
襄阳	26,028	78,084	6,655	665,538	8.5
荆门	26,073	78,219	5,016	501,600	6.4
孝感	24,070	72,210	6,316	631,644	8.7
黄冈	19,144	57,432	5,576	557,600	9.7
咸宁	21,995	65,985	4,798	479,800	7.3
随州	21,752	65,256	5,446	544,600	8.3
平均					8.6

资料来源：克而瑞、地方统计局，华创证券

图表 68、湖北省部分县城房价收入比

湖北	人均可支配收入	家庭可支配收入	商品房销售均价	总价（100平）	房价收入比
江陵县	32,011	96,033	4,132	413,200	4.3
谷城县	32,770	98,310	3,734	373,400	3.8
涇川县	28,339	85,017	3,900	390,000	4.6
南漳县	28,913	86,739	3,984	398,400	4.6
平均					4.3

资料来源：克而瑞、地方统计局，华创证券

图表 69、湖南省部分县城房价收入比

湖南	人均可支配收入	家庭可支配收入	商品房销售均价	总价（100平）	房价收入比
双峰县	21,206	63,618	3,558	355,800	5.6
绥宁县	25,380	76,140	3,900	390,000	5.1
新化县	20,944	62,832	4,500	450,000	7.2
隆回县	25,130	75,390	4,832	483,200	6.4
安化县	18,903	56,709	3,300	330,000	5.8
平均					6.0

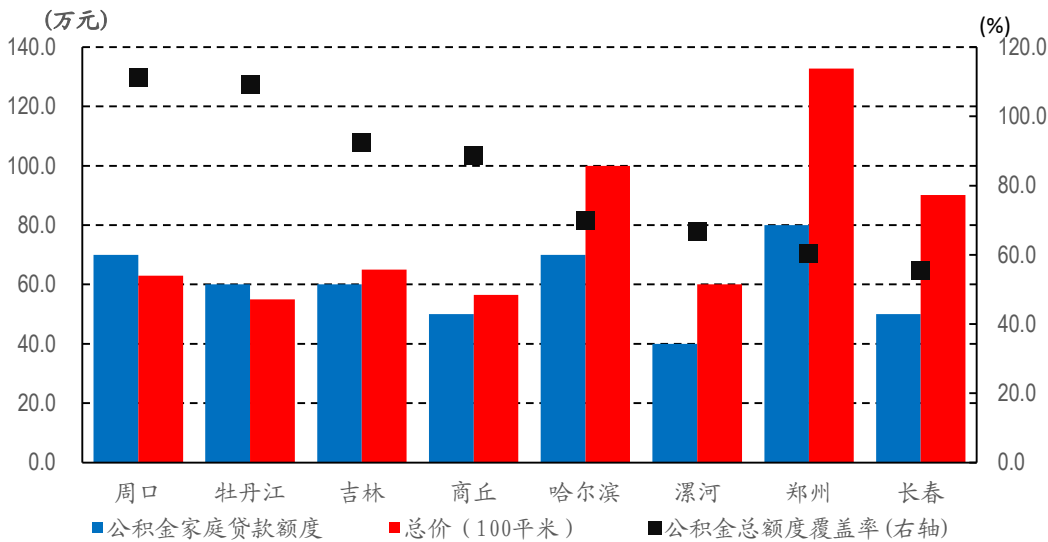
资料来源：克而瑞、地方统计局，华创证券

此外，相对于中西部三四线城市目前 55-65 万/套的套均价格，较高的公积金提取额度也充分保障了改善性需求的持续释放。从我们调研的城市来看，按单套房 100 平方米计算，周口、牡丹江、吉林、商丘的单套房价分别约为 63 万元/套、55 万元/套、65 万元/套、57 万元/套，而上述城市家庭最高公积金贷款额度分别为 70 万元、60 万元、60 万元、50 万元，相对应其公积金额度总房款覆盖率分别高达 111%、109%、92%、89%，大幅高于二线城市比如郑州、长春的 60%、55%，更远高于一线城市 20% 左右的覆盖率。如果扣减掉 20% 的首付款，在吉林、商丘等城市，剩余贷款基本可以实现公积金贷款全覆盖。

从我们具体调研的项目来看，例如牡丹江的月星环球城项目，其主力购房年龄层在 38-50 岁，公积金全额贷款客户占比 30%；假日山水项目，其客户主要源于医院和事业单位，公积金全额贷款客户占比超 30%；驻马店欧洲城

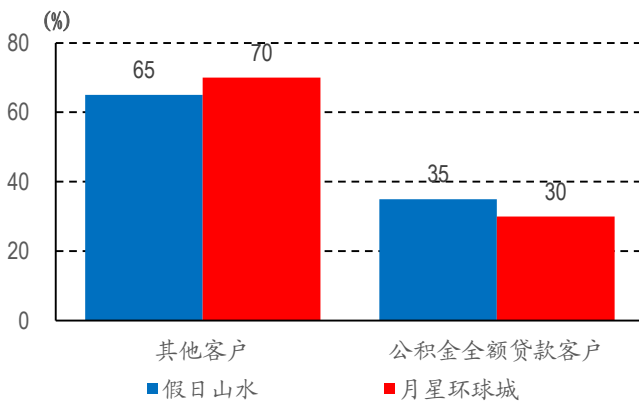
项目，企事业单位客户占比 35%，工业区客户占比 5%，40 岁左右客户占比最大，并且大部分客户已有住房，并且很多中年客户都是首次使用公积金购房。

图表 70、调研城市公积金房价覆盖比率较高



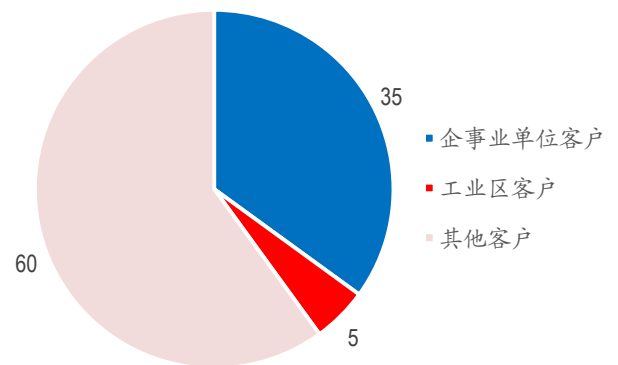
资料来源：政府社保局官网，华创证券

图表 71、部分项目公积金全额贷款客户占比较高



资料来源：草根调研，华创证券

图表 72、企事业单位客户公积金贷款占比较高



资料来源：草根调研，华创证券

图表 73、调研城市公积金政策梳理

城市	时间	公积金政策	个人额度	家庭额度	首付比例
长春市	2017-3-31	1) 职工结清首次住房公积金个人住房贷款满 2 年后可申请第二次贷款；结清第二次住房公积金个人住房贷款满 5 年后可申请第三次贷款。2) 职工申请使用住房公积金个人住房贷款购买自住住房不超过 90 平方米 (含) 的，首付款比例为 20%；超过 90	80	50	30

城市	时间	公积金政策	个人额度	家庭额度	首付比例
		平方米不超过 144 平方米（含）的，首付款比例为 30%；超过 144 平方米的，首付款比例为 40%。3）职工申请住房公积金新建商品住房贷款有共同借款人的，单笔贷款额度为 80 万元；无共同借款人的，为 50 万元。申请公积金存量住房贷款有共同借款人的，单笔贷款额度为 60 万元；无共同借款人的，为 40 万元。4）住房公积金个人住房贷款可申请额度在不超过单笔贷款额度的前提下，为借款人和共同借款人住房公积金个人账户余额之和的 15 倍，但月还款额不得超过借款人家庭月工资收入的 50%。			
吉林市	2017-9-18	放宽职工贷款购房首次提取住房公积金额度限制。职工贷款购房首次申请提取住房公积金时，提取额度为不大于购房首付款与当期还款额之和，且夫妻双方住房公积金账户内余额之和须留存 12 个月还款额；2）单职工缴存公积金的家庭，申请贷款限额为 40 万元；双职工缴存公积金的家庭（含配偶为现役军人），贷款限额为 60 万元；	40	60	
哈尔滨	2017-10-9	1）单职工贷款最高限额由 60 万元调整至 50 万元，双职工贷款最高限额由 80 万元调整至 70 万元。2）已结清住房公积金贷款，再次申请住房公积金贷款，首付款最低比例由 20% 调整至 30%。3）对于第三次及以上申请住房公积金贷款的不予受理。	50	70	30
牡丹江	2019-4-11	1）购买住房的比例不高于房价的 80%，建造、翻建、大修住房的比例不高于所需费用的 60%。2）商品住房最高额度为 60 万元，二手住房最高额度为 50 万元；3）购买第二套住房的借款人家庭公积金贷款利率上调至 1.1 倍。		60	
商丘市	2018-8-8	1）申请人配偶未缴存住房公积金或连续缴存住房公积金未满足 6 个月，最高贷款额度为 30 万元；2）夫妻连续正常缴存满 6 个月的，最高贷款额度为 50 万。3）二套房最低首付为 30%，最高贷款额度 70%，利率上浮 10%，三套房不得申请住房公积金贷款。		50	30
周口市	2018-3-20	1）异地单身人员申请公积金贷款不得超过 35 万元。2）自主缴存人员申请住房公积金贷款，配偶方未缴存公积金的其收入不计入家庭收入；配偶方缴存公积金的，其贷款时配偶方公积金缴存时间可不受缴存满 6 个月的限制，家庭收入可合并计算。3）购买首套住房首付款比例不得低于房价总额的 20%；购买二套住房首付款比例不得低于房价总额的 30%，且利率上浮 10%；三套及以上住房贷款不予受理。	35	70	20
漯河市	2018-1-6	1）夫妻双方连续足额缴存住房公积金的，最高贷款额度为 40 万元；一方连续足额缴存住房公积金的，最高贷款额度为 30 万元。2）购建房屋面积在 90 平方米以下的，不得高于房屋总价或建修住房所需资金的 80%；90 平方米以上的，不得高于房屋总价或建修住房所需资金的 70%；3）不得高于按照还款能力确定的贷款限额，其计算公式为：夫妻住房公积金月缴存额的工资基数×规定比例×12 个月×贷款期限；	30	40	30
郑州市	2019-3-23	夫妻双方均在省直中心连续正常缴存住房公积金 6 个月以上，郑州市区内购买首套住房，满足省直中心住房公积金贷款条件，最高贷款额度由原来的 60 万元调整为 80 万元，其他情况贷款额度由原来的 40 万元调整为 60 万元。	60	80	

资料来源：政府社保局官网，华创证券

3、支持政策的差异：“一城一策”下三四线因城施策以及城市群战略也支撑部分需求

一方面，“一城一策”背景下三四线城市也推出了不同的支撑政策。复盘以往周期，在三四线城市市场持续走低，流拍率持续上行时，三四线城市基于土地财政压力，会陆续加入政策放松队伍，并且在本轮“一城一策”的背景下，三四线城市的支撑政策也各有不同。比如在 2018 年下半年市场持续走弱后，2019 年年初常州开始进一步放宽落户条件，取消了投资纳税落户设置，放宽准入条件；保定对五类高层次人才进行不同程度的安居补贴，最高可

达 50 万元；佛山新受理的非限购区域房产，最低首付回归 2 成，并且首套房按揭利率有所下行；大同个人住房公积金贷款额度由 80 万元提高到 100 万元，不分首套房或二套房均可享受贷款额度 100 万元的优惠政策；廊坊针对工业园区中产业工人的限购略有放松等等。

另一方面，城市群战略的推出也造成了城市群和非城市群三四线的差异。2019 年以来，可以看到从顶层层面我国城镇化发展策略开始转向。2019 年 2 月，中共中央、国务院颁布了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，根据规划，大湾区后续将在创新环境、产业体系、人才引入等方面做进一步的优化提升，将带动珠三角经济圈的产业、人口持续流入；4 月国家发改委颁布了《2019 年新型城镇化建设重点任务》，任务强调未来落户制度将进一步放宽，户籍城镇化率将加速提升，从而提振一二线城市和强三四线城市的需求。此外，除了再次强调粤港澳、长三角、京津冀三大城市群规划外，再次强调成渝城市群，粤港澳、长三角、京津冀三大城市圈发展规划，以及成渝城市群将持续释放红利，提振了城市群中强三四线市场的需求。

图表 74、19 年以来国家城镇化发展方向开始转向城市群

时间	城市群战略	出台机构	内容	影响
2014-3-5	京津冀一体化	国务院、中共中央、国务院	京津冀一体化是在 14 年 3 月 5 日作政府工作报告时指出，目的是加强环渤海及京津冀地区经济协作。17 年 4 月中共中央、国务院决定设立河北雄安新区，18 年 4 月，《河北雄安新区规划纲要》批复，雄安新区作为京津冀城市群的核心节点，其成立两周年以来，大的顶层设计已经基本完成，各项工作都在有条不紊地展开，将推动京津冀城市群发展加速。	京津冀一体化明确明确了区域整体定位及三省市定位，并将确定京津冀协同发展的近期、中期、远期目标。《规划》包括总纲、实施细则和具体名录。既有顶层设计纲要，也有实施方案细则和路线图。细则包括交通一体化细则、环保一体化细则和产业一体化细则。
2019-2-18	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	中共中央、国务院	提出了粤港澳大湾区的发展目标，到 2022 年前打好连接湾区各市的基础，在 2035 年前有更多便利大湾区各城及居民流通的措施，到 2022 年，粤港澳大湾区综合实力显著增强，粤港澳合作更加深入广泛，到 2035 年，大湾区形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，国际竞争力、影响力进一步增强，在空间布局方面，首先，以极点带动，提升整体实力和全球影响力，其次，轴带支撑，提高珠江西岸地区发展水平，促进东西两岸协同发展，同时，要完善城市群和城镇发展体系。	根据规划，大湾区后续将在创新环境、基建交通、加快基础、产业体系、金融服务、人才引入等方面做进一步的优化提升，全方位提升大湾区的综合实力，将带动珠三角经济圈的产业、人口持续流入，将进一步提升城市群地产价值。此外，预计以上海为中心，引领长三角城市群以及长江经济带发展的长三角一体化规划，以及未来趋势以北京和天津为中心引领京津冀城市群发展带动环渤海地区协同发展规划将先后落地。一二线城市的“一城一策”，叠加粤港澳、长三角、京津冀三大城市群发展规划，或将对三四线市场下行形成对冲，使得房地产市场发展更趋稳健。
2019-4-8	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	发改委	发改委在《2019 年新型城镇化建设重点任务》中提到，继续加大户籍制度改革力度，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 型大城市要全面放开放宽落户条件，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；国家发改委《2019 年新型	《新型城镇化建设重点任务》提到的城市覆盖了主流的一二线和强三四线城市，75 城合计城区人口达 2.3 亿人，占比全国 58%，并估算 75 城住宅销售面积占比全国达到 50% 以上，本次落户制度放宽将加速户籍城镇化率的提升，并一定程度上淡化住房限购的约束，从而提振一二线城市和强三四线城市住宅需求。此外，除了再次强调粤港澳、长三角、京津冀三大城市群规划外，在去年已经提及成渝城市

时间	城市群战略	出台机构	内容	影响
			城镇化建设重点任务》提出，深入推进城市群发展，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。	群的基础上，本次单独强调成渝城市群，粤港澳、长三角、京津冀三大城市群发展规划，以及成渝城市群将持续释放红利，叠加一二线城市的“一城一策”逐步落地，或将对三四线市场下行形成对冲。
2019-4-22	《长三角一体化发展规划纲要》初稿已完成	发改委	长三角区域一体化发展正式上升为国家战略，长三角一体化发展进入全面提速的新阶段。目前国家发改委牵头制订的《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，规划发布时间渐近。	一体化的最终目标是要让生产要素在长三角区域内突破现存的壁垒，有序、自由地流动，达到效益最大化。因此，必须打破体制瓶颈，尤其是在科技、金融、人才三方面，其中未来的人才自由流动将充分发挥长三角城市圈的虹吸效应，产业和人口持续流入将有力、长期的支撑长三角需求的住房需求。

资料来源：国务院，发改委，华创证券

（四）城市独立周期现象：三四线内部强烈分化，城镇化率、房价收入比和人口流入是分化关键

综上所述，本轮小周期中，除了我们之前在小周期延长逻辑中强调过的一二线和三四线城市之间已经形成周期错位之外，三四线城市内部也出现了城市间强烈的分化情况，表现为三四线区域间的分化、三四线城市间的分化、三四线城市自身量价的分化、三四线城市内市县间的分化等，三四线城市不再作为一个整体做共振运动。

而城市运动独立周期的结果也势必导致三四线城市周期波动的减弱，也就对周期产生了平滑效应，这将形成对棚改退坡背景下三四线市场下行趋势的对冲，这种对冲也决定了三四线房地产市场的销量、价格、拿地和投资等均难以出现以往周期中三四线市场共振下行现象，所以，继续沿用传统三四线市场整体化的研究视角必然在本轮周期判断中失效。

在当城市独立周期运行的背景下，对于三四线城市的研究、尤其是对于弱三四线城市的研究，不能按照以往三四线整体化的研究进行，更需要对于三四线中个体城市核心指标的研究入手，比如：城镇化率、房价收入比和人口流入等，才能更为客观而公正地了解三四线城市的内在运行机制。

四、中短期销售的判断：中期需求有支撑，短期需求将稳中有降、结构分化，预计全年销量同比-1%

（一）对于中期销售的判断：中期需求仍有一定支撑，短期需求将稳中有降、结构分化

1、中周期需求测算：我们估算我国住宅需求中枢 13 亿平，中期需求仍有一定支撑

从中期需求来看，住宅长期需求主要由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升和旧房拆迁更新等四方面因素推动的需求组成。在我们的需求估算模型中，分类两大类需求估算：1）一方面，由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升推动的需求：根据卫计委预测 2030 年我国总人口 14.5 亿人，世界银行预测 2030 年我国城镇化率 70% 以及住建部预测 2030 年人均住房面积 35 平米（其实预测 2020 年达 35 平米），可以估算 2030 年我国的住房存量需要达到 355.3 亿平米（我国总人口*城镇化率*人均住房面积），因而由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升推动的需求增量为 127.4 亿平米（2030 年城镇存量住房面积-2015 年城镇存量住房面积）；2）另一方面，由旧房拆迁更新推动的需求：假设 2016-2030 年城镇存量住房更新率为 1.5%，可以估算 2016-2030 年因旧房拆迁更新推动的需求合计为 66.6 亿平米（城镇存量住房面积*城镇存量房更新率）。

因而，我们估算 2016-2030 年的住房增量需求合计为 194.0 亿平米（包括住房需求净增部分和旧房拆迁更新需

求部门)，对应未来 15 年内的年均住房需求为 12.9 亿平米，略高于 2015 年的全国住宅销售面积 11.2 亿平米，略低于 2017 年和 2018 年的全国住宅销售面积 14.5 亿平米和 14.8 亿平米，证明了中期需求仍有一定支撑。

注：上文中的三个 2030 年的基本假设：城镇化 70%、人均住房面积 35 平米以及城镇存量住房更新率 1.5%，基本上都还是保守的假设，这三个指标分别有可能达到更高的水平，因而至 2030 年住房需求可能比预测要更高。

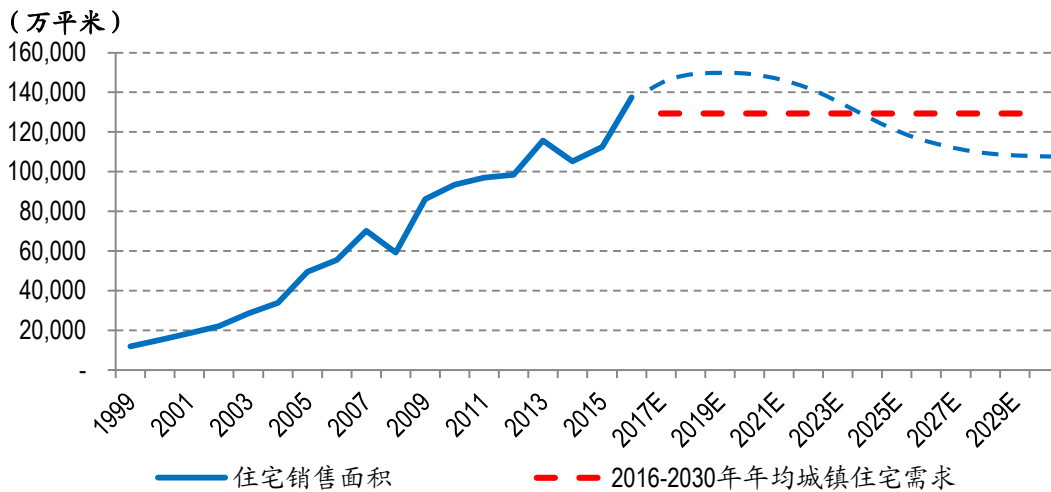
图表 75、2015 年、2030 年我国城镇存量住宅和 2016-2030 年城镇住宅增量需求估算

年份	城镇住宅存量 (亿平米)	总人口 (亿人)	城镇化率 (%)	城镇常住人口 (亿人)	常住人口人均住房面积 (平米)
2000	44.1*	12.67	36.22	4.6	9.61
2005	107.7*	13.08	42.99	5.6	19.16
2010	190.7* (估算)	13.41	49.95	6.7	28.48
2015	227.8 (估算)	13.75	56.10	7.7	29.54
2030	355.3 (估算)	14.50*	70.00*	10.2	35.00*
2016-2030 城镇住宅增量需求	127.4	注：这个增量需求主要包括：自然人口增加、城镇人口增加和人均居住面积提升等三方面住房需求			
2016-2030 城镇住宅拆旧需求	66.6	注：我们假设 2016-2030 年城镇住宅存量房更新率为 1.5% (同时参考：1) 根据 RECIO 数据目前城镇存量房更新率为 0.75%；2) 按照我国住房 70 年产权对应的折旧率为 1.4%)			
2016-2030 城镇住宅需求合计	194.0	注：城镇住宅需求合计=城镇住宅增量需求+城镇住宅拆旧需求			
2016-2030 年年均城镇住宅需求	12.9	注：年均需求 12.9 亿平米代表是一个平均值，持平于 16 年的住宅销售面积			

资料来源：Wind，《城镇房屋概况统计公报》，中国指数研究院，REICO 工作室，华创证券

注：1) 2000 年和 2005 年的城镇住宅存量数据来自于《城镇房屋概况统计公报》，2010 年城镇住宅存量数据来自于国务院发展研究中心、中国指数研究院和 REICO 工作室的估算值的平均数，2015 年和 2030 年城镇住宅存量数据为华创证券地产组估算值；2) 2030 年我国总人口采用了国际卫计委预测 2030 年我国总人口达到 14.5 亿人；3) 2030 年我国人均住房面积采用了住建部预测 2020 年我国人均住房面积将达到 35.00 平米的小康标准；4) 2030 年我国城镇化率采用了世界银行预测 2030 年我国城镇化率将达到 70%。

图表 76、2016-2030 年内全国住宅销售面积走势大致预测（蓝色虚线为示意图）



资料来源: Wind, 华创证券预测

2、小周期需求判断：小周期延长分析框架下，预计市场进入下行周期，稳中有降、结构分化

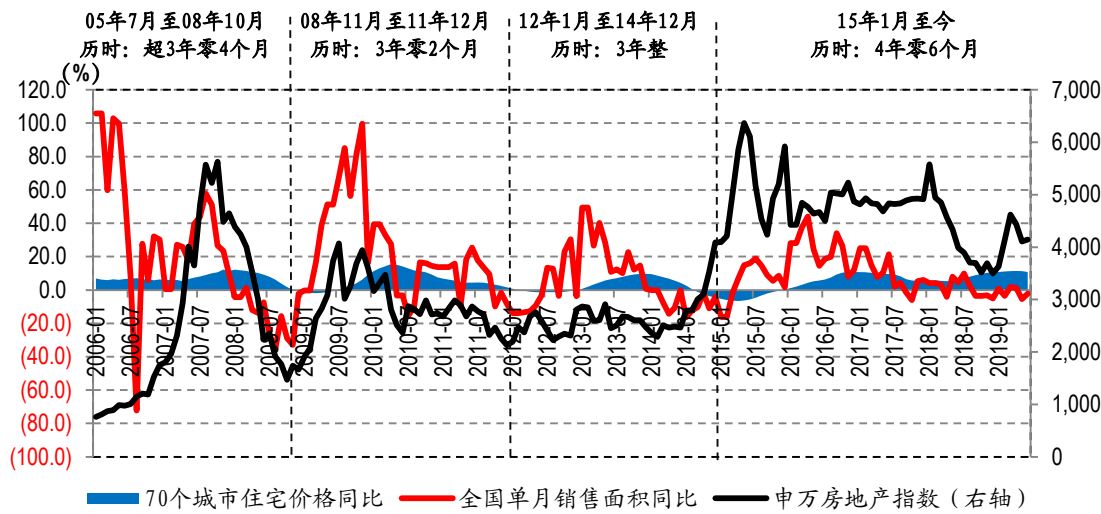
从小周期的角度来看，正如我们华创地产团队此前提出的小周期延长观点，本轮房地产小周期由于供给侧改革、因城施策以及棚改货币化的综合推动下形成了：**1) 库存周期延长**，由此前的 36 个月（17 个月去库存+19 个月加库存）延长到了目前超 54 个月（42 个月去库存+目前来看超 12 个月加库存）；**2) 城市间周期错位**，一二线和三四线城市之间基本面呈现了此起彼伏的现象（自 2015 年初开始市场热度由高能级城市逐步向低能级城市传递）。

在上述小周期反常的背景下，房地产行业小周期延长的现象，呈现了“**周期延长，波动缩窄，总量稳定，结构分化**”的特色。并且在过去的 2-3 年中，我们也可以感受到了上述小周期反常的特色已在逐步产生作用，并难以通过传统的分析框架解释，比如：销售、投资、价格等总量指标的较弱波动和较强韧性，一二线和三四线城市基本面的结构分化，以及龙头房企和中小房企基本面的结构分化等等。

那么，在小周期延长的分析框架中，具体到小周期需求的判断方面，我们的观点是：**1) 预计市场后续进入下行周期**：本轮小周期将由原先的 3 年延长到超 7 年以上，而目前经历了 4 年半时间后至少仍需经历超过 2 年以上时间，并且这个延长周期的上半周期是由棚改货币化驱动的三四线上行周期，而下半周期也必然将是三四线需求消耗之后的下行周期；**2) 但预计市场下行速度较缓、稳中有降**：一方面，由于供给侧改革之下导致了市场过度去库存，而低库存之下价格难以出现大幅下跌，也就难以形成量价螺旋式下跌，另一方面，由于城市间周期错位导致全市场难以共振下行，反倒是将出现此起彼伏，对冲式的下行也就决定了后续市场下行速度较缓、稳中有降、结构分化。

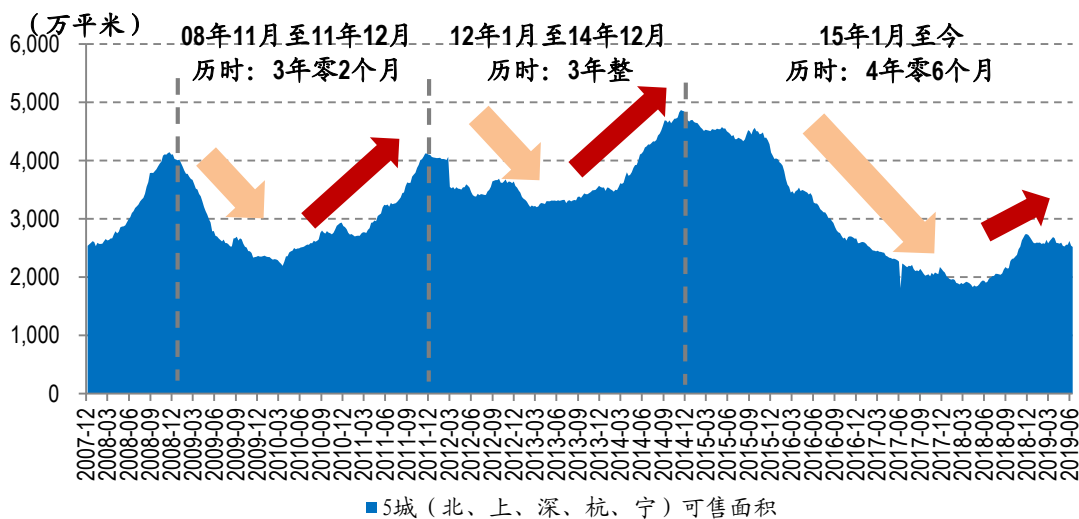
注：关于更多房地产小周期延长的详细观点请参见我们华创地产团队于 2017 年 7 月出版的《对房地产小周期的深度研究：周期反常、经验失效，重构投资逻辑》和 2017 年 12 月出版的《2018-20 年房地产行业展望：供给盛世已至，龙头风鹏正举》。

图表 77、过去房地产呈现 3 年小周期规律，但本轮周期明显延长



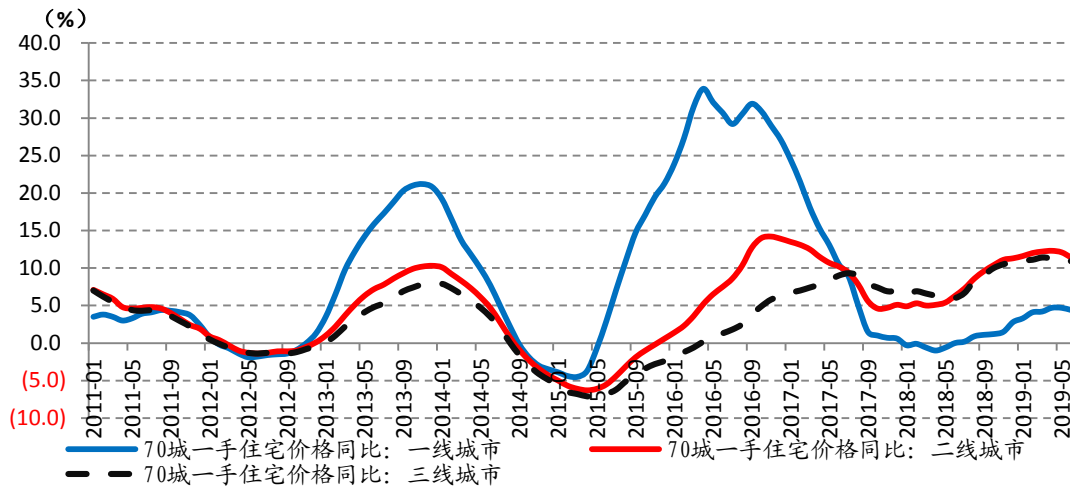
资料来源：统计局，华创证券

图表 78、供给侧调整推动小周期延长，波动缩窄、结构分化



资料来源：Wind，华创证券

图表 79、统计局 70 城房价指数呈现出了强烈的城市间分化



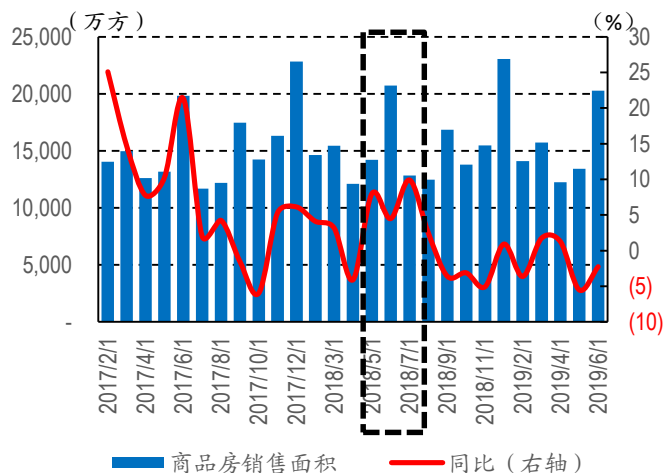
资料来源：统计局，华创证券

(二) 对于短期销售的判断：预计 19Q3 销售二次探底，下半年市场整体韧性仍强

1、基数效应：8 月后低基数效应显现，预计全国销量同比或将低位收窄、甚至回升

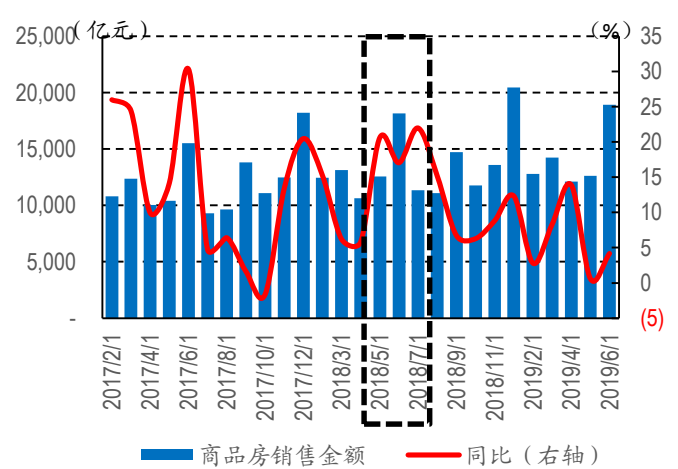
从统计局数据来看，2018 年 5-7 月销售面积、销售金额同比均处于最高基数区间，其中 7 月和 5 月分别属于 18 年全年最高和次高基数月。之后，受 7 月 31 日政治局会议要求坚决遏制房价上涨以及贸易战加剧影响，改善和投资需求快速退场，同时棚改资金收紧下，三四线城市成交快速走弱，综合导致 2018 年 8 月开始市场持续走弱，这也意味着今年 8 月之后基数会大幅走低，并且考虑到棚改实际投资降幅没有计划降幅那样大，以及三四线基本面稳定、并同时政策对冲，预计 19Q3 销量同比二次探底，8 月之后月度销售同比或将低位收窄、甚至回升。

图表 80、商品房销售面积及同比



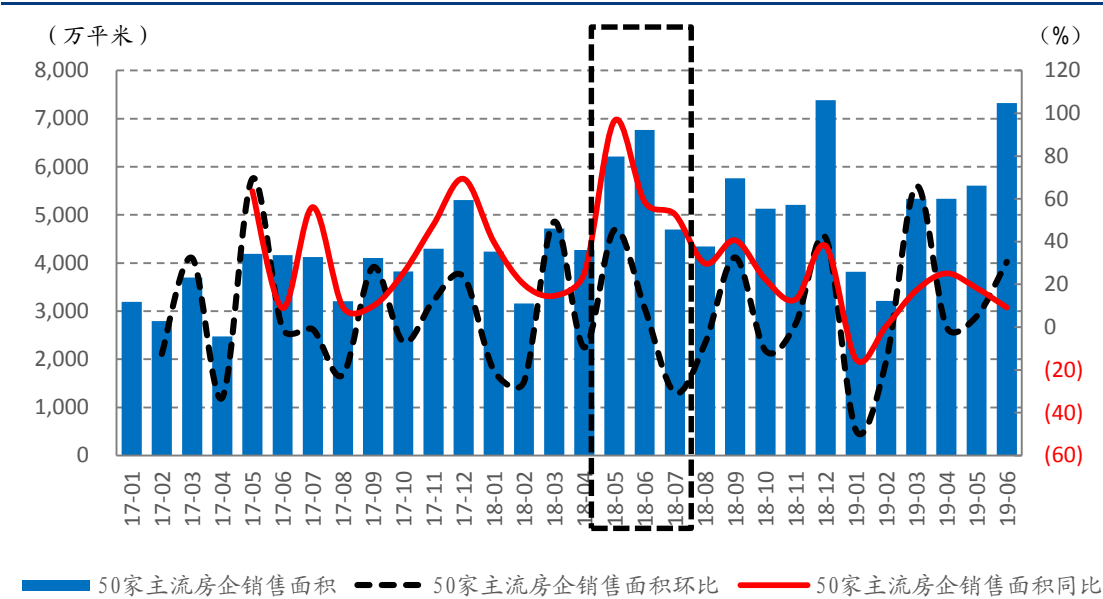
资料来源：统计局，华创证券

图表 81、商品房销售金额及同比



资料来源：统计局，华创证券

图表 82、50 家主流房企月度销售面积及同比

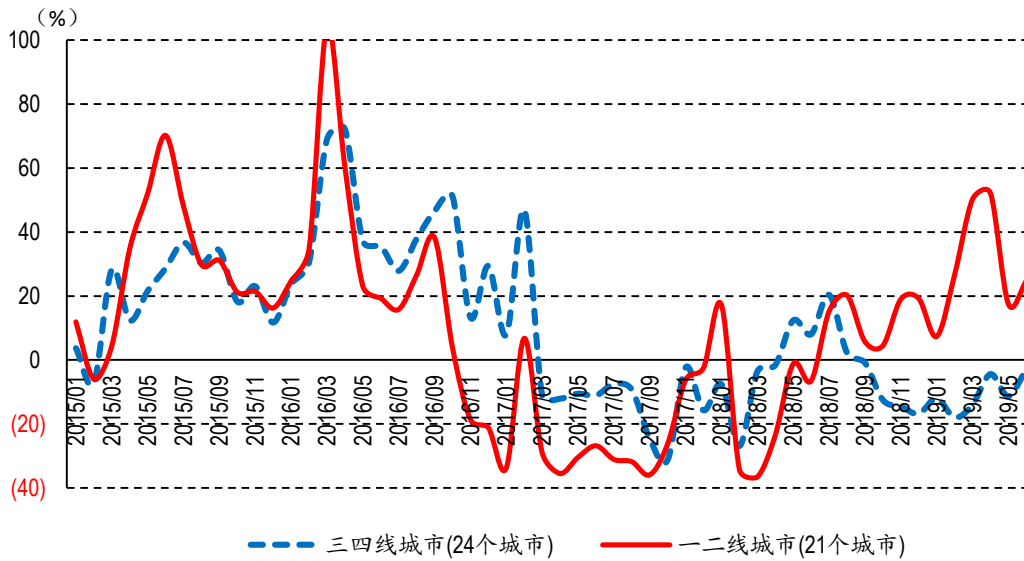


资料来源：克而瑞，华创证券

2、一二线城市：需求长时间累积，限价限售等政策边际宽松，确保一二线销量稳增

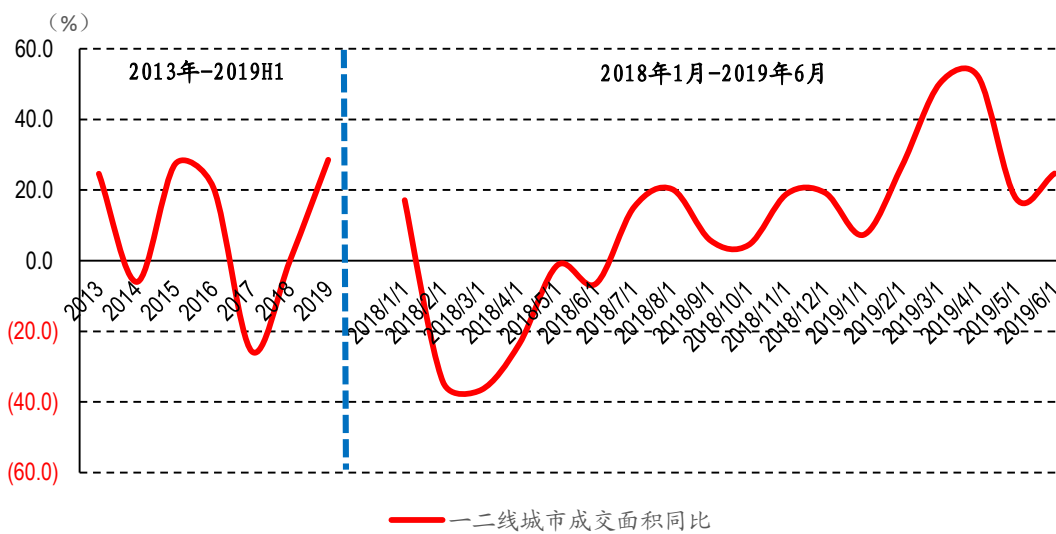
在本轮小周期中，自 2016 年 3 月上海限购升级以来，对一二线城市的政策打压持续扩围，调控力度不断升级。随之，一二线城市成交同比也自 2016 年 3 月高点以来持续下降，并于 2018 年 3 月触底，随后一直震荡上行。在我国房地产小周期规律下，存在着两年下跌一年上涨的规律，同时考虑到：1) 一二线城市需求在连续两年压制后逐渐进入到复苏阶段；2) 一二线城市调控政策边际性效应逐渐减弱；3) 部分一二线城市 2019 年上半年以来限价、限售已有所松动，房企推盘意愿增强等因素，将充分保障一二线需求稳增。同时，基于 2019 年上半年一二线城市累计成交面积同比+28.6%，上半年优异表现已基本奠定了全年销售同比稳增的基础，全年来看，一二线仍将扮演全国销售稳定器的角色。

图表 83、一二线&三四线城市成交面积同比（网签销售口径房价）



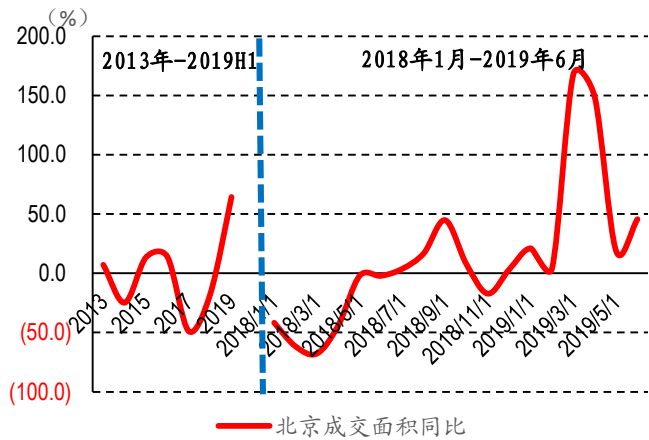
资料来源: Wind, 华创证券

图表 84、一二线城市成交同比自 18 年 3 月触底以来持续上行（网签销售口径房价）



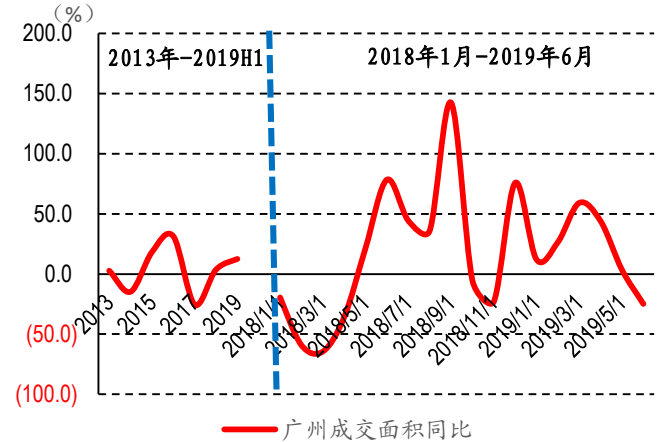
资料来源: Wind, 华创证券

图表 85、北京成交面积同比（网签销售口径房价）



资料来源：Wind，华创证券

图表 86、广州成交面积同比（网签销售口径房价）



资料来源：Wind，华创证券

3、三四线城市：棚改退坡影响平滑，城市独立周期开启，利好政策对冲共同稳定三四线市场

2019 年棚改计划开工大幅下降，引发了市场对于三四线城市销售下降的担忧，但实际负面影响可能好于原先悲观预期，主要源于：

一方面，棚改的平滑和滞后效应。虽然棚改退坡决定了后续三四线的下行趋势，但是棚改的两大特色导致负面影响更为平缓。1) 固有实施周期较长：一般实物安置施工周期为 2-3 年，货币化安置实施周期约为 1-2 年，考虑较长实施周期导致的平滑，估算 2019 年实际施工约 461 万套，较 2018 年实际开工 626 万套下降 26%，则较开工计划的下行更为平缓。2) 棚改资金双重滞后：a) 棚改到位资金的滞后：棚改资金授信与资金到位间存时间差，如 2018 年末棚改累计已授信未到位的在途资金占比：山西 40%、安徽 28%、贵阳 75%等；b) 棚改使用资金的滞后：拆迁户拿到货币补偿款后并不是马上形成购房行为，如吉林、辽宁、宁夏、湖南和湖北等 5 个棚改大省货币化安置落地率平均为 58%，表明 42% 货币化安置户购房时间滞后，因而，棚改资金的双重滞后也导致棚改退坡负面影响更为平缓。

另一方面，城市独立周期运行。除一二线和三四线城市间形成周期错位之外，三四线城市内部也呈现强烈分化，如：中西部三四线强于东部三四线、同区域中三四线城市有好有差、部分三四线县级市优于其对应地级市等，显示出城市运行其自身独立周期，全国难以出现共振走势，其中三四线亦是如此，小周期延长，结构分化、波动减弱。而造成三四线城市独立周期的核心因素是：1) 低城镇化率，中部四省（江西、湖北、湖南、河南）县城平均城镇化率仅为 40-46% VS 对应地级市 52-58%；2) 低房价收入比：中部四省县城平均房价收入比为 4.3-6.8 倍 VS 对应地级市 6.8-8.6 倍；3) 人口净流入：我们观测 158 个中西部（含东北）三四线城市中近 80% 处于常住人口增长状态。

此外，而在政策端，复盘以往周期，可以发现，地方政府的核心诉求在于财政，在三四线城市市场持续走低，流拍率持续上行时，三四线政府基于财政压力，会陆续加入政策放松队伍。放松方式包括放宽公积金提取条件、降低按揭利率、提供购房补贴等各种方式。2019 年以来从顶层层面我国城镇化发展策略开始转向，政府多次强调粤港澳、长三角、京津冀三大城市群，并且开始频繁提及成渝城市群，我国的城市群战略将持续释放红利，将对三四线市场形成有力的托底。

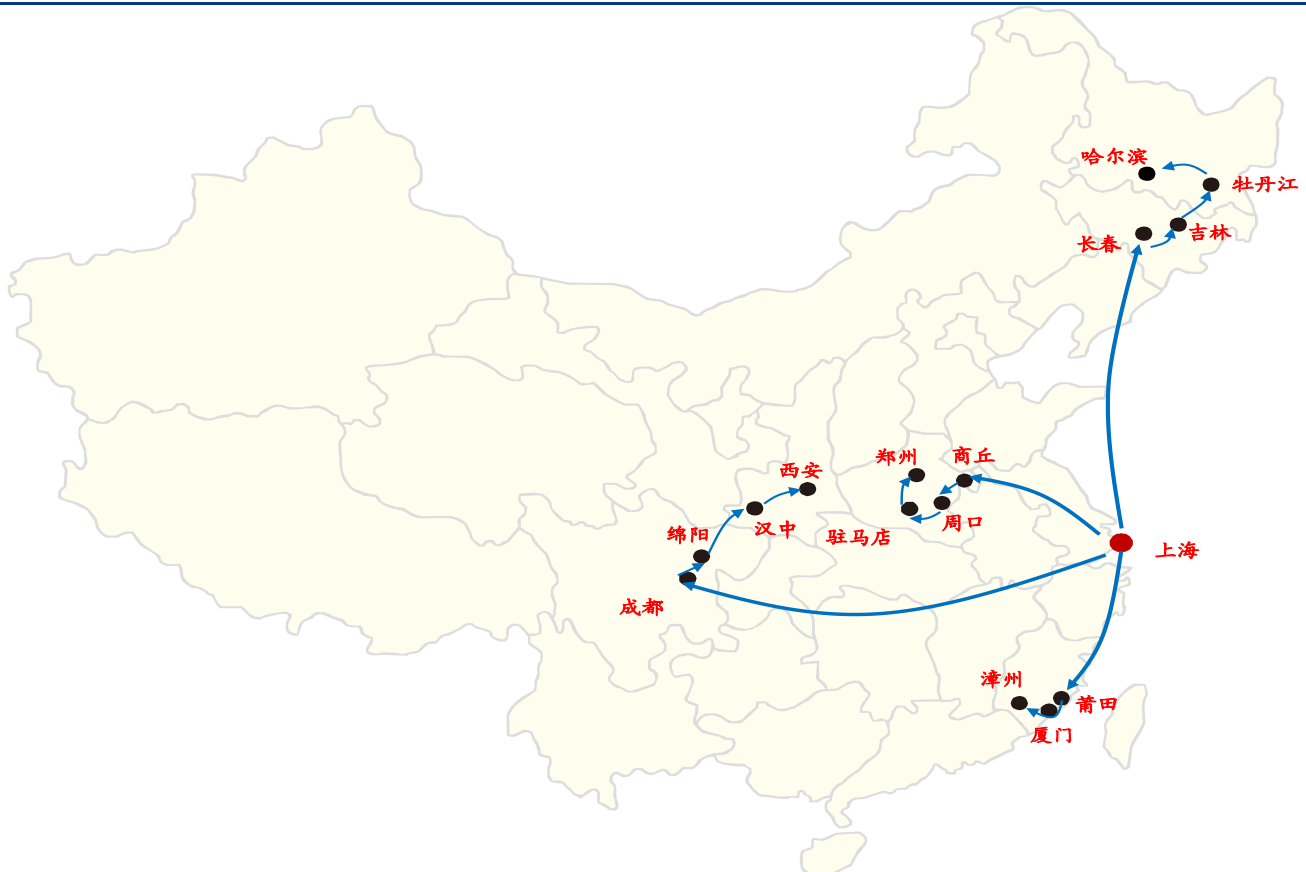
4、对短期销售的判断：预计 19Q3 销售同比二次探底，销量韧性仍较强，预计销量同比-1%

从 2019 年来看，综合考虑：1) 需求长时间累积，限价等政策边际宽松，推动一二线需求稳增；2) 棚改退坡影响平滑，城市独立周期运行，支持政策对冲，共同稳定三四线需求；3) 18 年 5-7 月销量高基数，而 731 政策导致 8-12 月基数大幅走低。因而，预计销量同比或将在 19Q3 二次探底，或将低位收窄、甚至回升，并预计 2019 年全年销量同比-1%左右，好于年初增速-5%判断。

五、三四线草根调研：三四线内部出现分化，城镇化率、房价收入比和人口流入是分化关键

通过上述数据分析，在理论层面上我们得到了一些结论。但为了保证结论的可靠性仍需从实践出发去验证，故我们展开了 4 条路线对 16 个城市（6 个二线，2 个三线，6 个四线，2 个五线）进行了草根调研。本次调研分为 4 条线路，分别对东部的沿海城市莆田、厦门、漳州，偏西部城市成都、绵阳、汉中、西安，中部城市商丘、周口、驻马店、郑州以及东北区域城市长春、吉林、牡丹江、哈尔滨进行了走访、城市能级包含一二三四五线，调研样本较宽，对这些城市作横向比较可以发现，东南沿海的城市无论是二线还是三、四线城市在人均生产总值，人均可支配收入、人口流入等各方面的情况均要优于中西部和东北城市，比如厦门外来人口占比达到了 41.12%，厦门 2018 年的人均 GDP 为 11.8 万，人均可支配收入为 5.4 万，这为居民的改善性需求提供了基础。而中部和东北的三四五线城市虽经济基础相对东部城市较弱，但相当部分城市由于低房价收入比、低城镇化率下人口红利仍有较大空间，较高公积金额度等因素支撑需求持续释放，并预计在未来相当长时间内对全国整体需求形成较强支撑。

图表 87、华创地产草根调研路线



资料来源：百度地图，华创证券

（一）长春市：市场整体表现稳定，供需平衡，房价小幅上行

1、长春市概况：

长春居于中国东北地理中心，分别与吉林省松原市、四平市、吉林市和黑龙江省哈尔滨市接壤。2018年，长春共辖7区3县（市），总面积20565平方公里。年末全市户籍总人口为751.3万人。其中，市区人口441.5万人，三县（市）人口309.8万人。全市人口出生率为7.5‰，死亡率4.74‰，自然增长率2.76‰。2018年，长春市地区生产总值7,175.7亿元，按不变价格计算，比上年增长7.2%。其中，第一产业增加值比上年增长1.7%；第二产业增加值增长7.3%；第三产业增加值增长7.8%。三次产业结构为4.2%：48.9%：46.9%。对经济增长的贡献率分别为：1.3%、50.3%、48.4%。人均生产总值达到95,663元（按户籍年平均人口数计算），比上年增长7.4%，折合13,914美元。

图表 88、长春市城市概况

长春	2017年	2018年	同比(%)
年末全市户籍人口(万人)	748.9	751.3	0.3
地区生产总值(亿元)	6530.0	7175.7	7.2
人均生产总值(万元)	8.9	9.6	7.4
人均可支配收入(万元)	3.3	3.5	6.5

资料来源：长春市政府工作报告，华创证券

2、长春市调研详情：

2.1、长春市场整体表现稳定，19年市场小阳春有所提前，气候原因致下半年为推盘高峰

长春市场整体表现稳定，在全国18年下半年市场最低迷时，长春市场最低迷月份也就在18年7月，之后表现又还好，长春对政策的敏感度很低，市场波动性较弱。18年长春市销售面积约1,100万方，同比基本持平，销售金额首次突破1,000亿元，同比略增，总套数破10万套。年后长春市场继续保持稳增，3-4月长春市去成交面积、成交金额都有30-40%增长。到访方面，今年2-5月的到访量都比较稳定，并且上半年3-4月是销售旺季，较过去4-5月销售旺季有所提前，主要原因在于今年天气转暖有所提前。由于天气原因东北普遍开工较晚，长春1-5月推盘以存货为主，3-4月的推盘（平推）去化率约60-70%，和18年下半年市场去化率差不多。由于气候原因，长春新开工基本在4月开始，导致传统推盘高峰在下半年，预计近年推盘高潮在8-9月，竞品项目的集中上市会导致这段时间去化压力相对其他月份较大。

2.2、刚需主导、返乡置业及换房高峰综合保障市场需求，19年棚改安置全面改为房建

长春作为吉林省省会，18年至今需求相对更为稳定，主要源于：1）市场刚需占比较大。项目公司购房客户中选择100平米以下刚需户型的占比为52%，并且从实际入住看，都是真实需求；2）返乡置业人数较多。吉林省在北上深等一线城市工作人群，由于房价及落户限制，近年来有返乡置业现象，回乡发展城市选择首先以省会城市长春为主；3）换房周期因素。长春之前换房周期约8年，但近年来缩短至5-6年，由于13年属于长春市一轮成交高峰，改善型换房需求对18-19年也形成了支撑。棚改方面，长春棚改力度不是很大，并且19年由之前货币化安置全面改成房建，由于到访项目产品属于中高端产品，对于棚改变化感觉并不明显。

2.3、近年来供地节奏相对偏紧，土地市场整体稳定，目前住宅可售库存 8-9 个月

长春市 16-17 年商品房土地供应约 700-800 万方，18 年供地 900 多万方，今年 1-5 月供地 400 多万方，相对长春近些年年度成交面积中枢 1,000 万方，土地供给节奏偏紧。到目前为止，长春住宅可售库存约 8-9 个月，商业可售库存约 12 个月，住宅库存更为紧张。溢价率方面，18 年至今还没有出现过流拍（少数流拍源于技术性失误），19 年 3-4 月棚改地块都是底价成交，并且区域位置较好的招拍挂净地溢价率也在 30% 以下，土地市场和销售市场呈现出一致的较稳定状态。

2.4、17 年下半年来房价持续小幅上行，目前市区均价约 9,000 元/平，未来或将持续维持

长春 12-16 年市区房价一直稳定在 6,000 元/平米左右，伴随 16-17 年持续去库存，17 年下半年价格开始上行，到 17 年年末，住宅均价约 7,400 元/平米，商办均价约 7800 元/平米，18 年年末，住宅均价为 8,600 元/平米，商办均价为 9,000 元/平米，分别同比+16%、+15%。截至 19 年 5 月下旬，长春商品房（住宅+商办）均价约 9,000 元/平米，较 18 年年末略增 3%，预计长春未来一段时间房价将持续维持在 9,000 元/平米水平。目前长春市区最贵住宅均价约 2 万/平米出头。

2.5、长春政策一直较为宽松，18 年 7 月开始限价，近期按揭利率有所下行

政策方面，长春一直没有过限购，并且外来人口落户一直较为宽松，但 18 年 7 月开始都有限价，至今未有解除，此外，长春网签也从去年下半年开始变严。按揭利率方面，16 年长春首套为基准下折，17 年改为首套基准，18 年年底最严时为首套基准上浮 10%，二套基准上浮 20%，目前按揭利率有所改善，首套为基准上浮 5%，二套基准上浮 15%。首付比例一直为 20%。

（二）吉林市：市场刚需占比较大，房价持续小步稳增

1、吉林概要：

吉林市是吉林省下辖的地级市，东北地区和吉林省重要的交通枢纽中心城市和新型工业基地，位于吉林省中部，东北腹地长白山脉，长白山向松嫩平原过渡地带的松花江畔。2017 年年末全市户籍总人口 415.35 万人。城镇人口 219.29 万人，乡村人口 196.06 万人。2017 年，出生人口 2.93 万人，死亡人口 8.10 万人，人口出生率 6.99‰，死亡率 19.33‰，人口自然增长率-12.34‰。全年实现地区生产总值 2302.8 亿元，比上年增长 2.6%。其中，第一产业完成增加值 229.4 亿元，增长 2.2%；第二产业完成增加值 824.3 亿元，增长 0.7%；第三产业完成增加值 1,249.1 亿元，增长 4.5%。三次产业结构的比例关系由上年的 9.8%:43%:47.2% 调整为 10%:35.8%:54.2%，第三产业比重提升 7 个百分点，产业结构进一步优化。全市人均生产总值达到 54,969 元，按现行汇率折算为 8,448.9 美元。

图表 89、吉林市城市概况

吉林	2016 年	2017 年	同比 (%)
年末全市户籍人口 (万人)	422.5	415.4	(1.7)
地区生产总值 (亿元)	2,531.3	2,302.8	2.6
人均可支配收入 (万元)	2.6	2.7	6.5

资料来源：吉林市政府工作报告，华创证券

2、吉林市调研详情:

2.1、吉林市市场规模较小，刚需占比较大，年成交高峰在5-8月，18年量价有所上行

吉林市场规模较小，并且刚需占比较大，市场多年保持在较为稳定水平，但18年量价有所上行。14-18年吉林市销售金额分别为100亿、120亿(+20%)、120亿(+0%)、110亿(-8%)、150亿(+36%)，对应销售面积分别约200万方、240万方(+20%)、230万方(-6%)、180万方(-19%)、230(+26%)万方，成交金额和面积中枢分别约120亿、215万方。吉林市市场较为特殊，由于冬季较长，3月之前由于基本无新开工，导致很少有项目能取得预售证。吉林市每年的成交高峰在5-8月，9-10月为雨季频繁时段，11月开始气候转冷，市场成交热度同步下行。

2.2、18年下半年全国市场走弱下表现仍较稳定，8月中海项目推盘当日去化达80%

在18年下半年全国市场明显下行背景下，吉林市场仍较为稳定，18年7-8月单月销售金额约20亿元，高于全年月均成交12.5亿元，9-10月单月成交10亿元，虽环比下降50%，但考虑到9-10月雨季、11-12月气候转冷等季节性原因，同比数据并无大幅下降。去化率方面，到访项目18年8月推盘，其中带装修小高层和高层销售均价分别为8,500元/平米、7,500元/平米，推盘当日去化为40%；而基本同期开盘的位置相近的中海项目，毛坯销售均价6,000元/平米（之前计划销售均价6,800元/平米，中海南方市场有压力后开始准备调低售价），推盘当日去化80%。由于吉林市市场较小特性，中海项目的性价比优势迅速收割市场存量客户，导致到访项目去化数据相对较差。

2.3、19年1-5月成交额继续稳增，其中4-5月竞品增多致决策周期略有延长

19年1-5月吉林市成交总金额同比仍有所增长，其中3月市场相对热度更高，4-5月热度高位略减，主要源于4-5月市场推盘较多，其中中海和泽信两个项目（18年拿地）于4-5月集中认筹，分别认筹1,300组和800组，在吉林这个小市场下，吸引了约40%客户。泽信项目本周开盘，当日成交700组，客户转化率54%，表现仍较好。从到访的项目来看，4-5月市场竞品增多，导致项目客户决策周期略有延长。目前项目首次到访购房的客户占比10-20%，大部分客户是来三次后决定签约。访量方面，到访项目5月周到访约120-150组，到访量环比3、4月基本持平。去化方面，吉林市项目如果拿到预售就开始推盘，基本一年内都能清盘。

2.4、抢提公积金购房致3月成交提前回暖，4月开始公积金政策开始收紧

19年3月吉林市市场提前回暖，并创下上半年销售小阳春，主要源于公积金新政。吉林公积金政策在15年市场最差时最为宽松，当时政府为了提振市场去库存，只要购房缴纳定金，公积金可以全部提取出来做首付款，该政策执行了几个月后停止。之后改为，公积金购房只需留存一年的余额，其余部分均可以提取出来提前还款（不能用作首付），但19年3月开始吉林市公积金政策开始筹划收紧，计划4月8日开始公积金只能按月度按揭方式提取，所以导致3月抢提公积金购房现象出现，购房需求被提前释放，导致市场小阳春有所前置。政府收紧公积金政策更多源于目前公积金账户余额不足，当前吉林市普遍推行公转商，即政府公积金贷款实际由比如交通银行放款，由于商贷利率较高，政府对这部分贷款贴息，未来一旦公积金余额有所回升，再停止商贷贴息。

2.5、近年来吉林房价持续小步稳增，地价17年开始升温，目前吉林市存销比约12个月

近年来吉林市房价处于小步稳增状态，16年之前吉林市区销售均价长期处于5,000元/平米水平，16年下半年开始涨价，16年年末涨至5,300元/平米，17年年末均价约6,000元/平米，同比+13%，18年7月市区部分项目销售均

价开始突破 7,000 元/平米，18 年年末市区整体销售均价为 6,500 元/平米，同比+8%，目前市区最贵住宅销售均价已经破万。从到访项目来看，项目属于当地高端产品，11 年一期开盘均价为 5,500 元/平米，12-13 年二期开盘均价仍维持在 5,500 元/平米，目前高层销售均价 7,000 元/平米，高端住宅房价涨幅相对较小。伴随商品房销售市场热度上行，地价在 17 年开始升温，17 年之前吉林市楼面价基本处于 1,200-1,500 元/平米之间，17 年 4 月楼面价涨至 2,000 元/平米，之后地价基本保持在该水平。目前吉林市总可售金额约 150 元，对应存销比约 12 个月。

2.6、刚需及地缘性客户仍是主流，国企及公务员客户占比相对较大

从到访项目来看，按区域统计，本区域客户占比 60-70%，周边乡镇客户占比 10%，客户以地缘性为主；按行业分布统计，国企、央企和公务员客户占比 40%，个体户客户占比 20%；年龄结构统计，30 岁以下客户占比 30%，40 岁以上客户占比更多一些；另外，项目刚需客户占比 40%（按面积 90 平以下定义刚需），首次购房客户占比 30%，全款比例客户占比 25%；从到访的绿地香榭里舍项目来看，政府公务员占比 5%、国企企业职工占比 30%，私企工作客户占比 10% 不到，个体户占比 40%（个体户贷款很难批）。

2.7、吉林政商关系较为复杂，地方性房企占比较大，大量优质资源在城投或个人手中

吉林市政商关系较为复杂，政府这边不好沟通，之前碧桂园有参与过吉林市的棚改项目，拆迁结束后，政府并未履行之前承诺，之后碧桂园退出吉林市场。吉林市品牌房企有绿地、恒大等，其他房企主要以地方性企业为主，并且吉林市好的地块很多都在城投公司以及个人手里。

2.8、按揭利率有所下行，并且沟通空间明显扩大，放款周期有所缩短

按揭利率方面，18 年 5 月首套为基准上浮 5-10%，并且可沟通空间较小，二套为基准上浮 15-20%；目前首套为基准上浮 0-10%，并且沟通空间明显扩大，二套为基准上浮 10-15%。目前项目放款周期在一周以内，较去年年底略有缩短。

（三）哈尔滨市：哈尔滨市场和全国联动性较弱，地价上行背景下未来仍存在上涨预期

1、哈尔滨市概要：

哈尔滨市，是黑龙江省的 12 个地级市之一，黑龙江省省会，驻地松北区。截至 2018 年末，哈尔滨市户籍总人口 951.5 万人，比上年末减少 3.5 万人。其中，城镇人口 467.5 万人，户籍人口城镇化率 49.1%，比上年末提高 0.5 个百分点，年末全市常住人口 1,085.8 万人，其中城镇人口 709.0 万人，常住人口城镇化率 65.3%。2018 年，哈尔滨实现地区生产总值 6,300.5 亿元，比上年增长 5.1%。其中，第一产业实现增加值 525.5 亿元，下降 0.1%；第二产业实现增加值 1,689.3 亿元，增长 2.7%；第三产业实现增加值 4085.7 亿元，增长 7.5%。三次产业结构由上年的 9.5%：29.1%：61.4% 调整为 8.3%：26.8%：64.9%。常住人口人均地区生产总值 57,837 元，增长 5.6%。

图表 90、哈尔滨市城市概况

哈尔滨	2017 年	2018 年	同比 (%)
年末全市户籍人口 (万人)	955.0	951.5	(0.4)

哈尔滨	2017年	2018年	同比(%)
地区生产总值(亿元)	6,355.0	6,300.5	5.1
人均生产总值(万元)	6.6	5.8	5.6
人均可支配收入(万元)	3.6	3.8	6.4

资料来源：哈尔滨市政府工作报告，华创证券

2、哈尔滨市调研详情：

2.1、哈尔滨市场需求稳定在1,000万方略多水平，1-4月成交同比下降主要源于供给缩量

在刚需主导下，哈尔滨市场需求规模较为稳定，12-18年哈尔滨年成交量分别为1,170万方、1,350万方、1,020万方、876万方、1,040万方、1,250万方、1,030万方，除在市场极度低迷的15年成交面积较低外，其余年份成交量长期稳定在1,000万方略多水平，18年成交面积同比-18%，主要源于17年土地成交为13年以来最低水平，17年供给端缩量导致18年市场推盘受限，但考虑到18年需求端仍较不错，市场整体呈现出量缩价涨特点。由于房价、成交面积同步上涨，17年哈尔滨市成交金额达1,050亿，同比+50%，18年成交金额956亿，同比-9%，19年1-4月累计成交金额206亿，同比-27%，19年成交金额同比降幅较大主要源于18年8月前哈尔滨无土地供应（新省长18年3月到任后暂停了哈尔滨原有规划），8月后虽成交了20多幅地，但由于冬季因素哈尔滨10月到来年3月属于停工期，导致18年上半年市场基本处于断货状态。

2.2、哈尔滨市场和全国联动性较弱，18H2市场表现仍相对不错，其中市区中心项目更优

18年下半年全国市场快速下行背景下，哈尔滨市场和全国市场的联动性相对较弱。从到访的项目来看，位于市中心区域的四季印象18年7-8月日均到访100多组，11-12月因为季节性因素日均到访65组，下半年整体到访同比17年同期略增，18年7-8月决策周期约3-5天，较17年同期基本持平，之后有季节性走弱；位于新区的改善型贝肯山项目，18年6月四期开盘，当日去化率70%，8月五期新推390套房源，当日去化50%，11月六期A推盘当日去化10%；位于郊区的刚需产品城市之光项目，18年8月开盘去化率58%（蓄客周期1个月，开盘均价10,300元/平米）VS.17年8月开盘去化率80%（蓄客周期3个月，开盘均价8,000元/平米）；哈尔滨市中心项目在全国市场最低迷时，到访、决策周期仍十分稳定，位置稍偏项目虽然下半年去化率环比、同比均有所走弱，但在售价同比上涨下开盘当日50%以上去化表现仍属不错。

2.3、19年1-5月市场表现仍较稳定，其中3月市场热度最高，4-5月市场环比略有下降

19年1-5月哈尔滨市场整体表现仍较稳定，其中3月市场热度最高，4-5月市场环比有所下降。从到访项目看，四季印象3月末新推纯北朝向40年产权公寓产品150套，4月周度去化15套，5月周度去化12套，环比-19%，目前还剩余房50套；贝肯山项目，3月日均到访50组，4-5月日均到访40组，环比-20%，3月成交周期约3天，5月成交周期约7天，成交周期有所放缓；城市之光项目，4-5月日均到访约85组，环比3月基本持平，但较17年同期下降约30%，项目4月成交到访转化率为1/10，较去年同期1/8略有下降。此外，保利观澜项目4月推盘608套，当日去化50%，大正臻园4月推盘710套，当日去化65%，北岸观江国际4月推盘156套，当日去化55%，去化率均较不错。到访、去化及决策周期等前瞻性指标均反映出哈尔滨4-5月市场热度环比、同比均有所下降，但仍较不错，同时考虑到在19年上半年供货断档情况下，存量产品肯定是越来越难卖，而实际需求并没有明显下滑。

2.4、稳定刚需、省会虹吸效应、返乡置业、充裕公积金共同保障哈尔滨市场需求稳定

哈尔滨市场需求持续稳定主要源于：1) 市内刚需占比仍相对较大；2) 哈尔滨属于黑龙江绝对单核城市，其省内虹吸效应较强；3) 黑龙江省外人口返乡置业首选城市仍是省会。4) 东北投资渠道相对较少，置业房产属于主流投资意识；5) 哈尔滨公积金额度较高，单人可用额度 50 万，双人可用额度 70 万，相对于目前主流 100-150 万/套房价，充裕公积金额度可覆盖大部分房贷。对于全年市场走势，某主流房企哈尔滨分公司较为乐观，19 年计划销售 130 亿，对应同比+20%，计划回款 115 亿，对应同比+13%。贝肯山和城市之光项目对于下半年市场持谨慎乐观态度，均认为供给端由于 18 年 8 月后土地集中供应将推动 19 年下半年较多竞品入市，需求端仍较稳定，致去化率或将有所压力，但成交量和价格仍将继续保持稳定。

2.5、土地供给持续下行，全市整体存销比在 1 年以内，低库存下 4 月土地市场进一步升温

哈尔滨土地供给在 13 年达到最高峰，全年土地成交面积 1063 万方，之后土地供给持续下行。14-18 年土地成交分别为 511 万方 (-52%)、386 万方 (-24%)、496 万方 (+28%)、352 万方 (-29%)、479 万方 (+36%)，均大幅低于哈尔滨年度保守市场规模 1,000 万方。土地缺口持续扩大致哈尔滨库存水平持续处于低位，目前全市整体存销比在 1 年以内。供地缩量、销售稳增下哈尔滨土地成交均价同步上行，16-18 年平均楼面价分别为 1830 元/平米、2309 元/平米、2970 元/平米，分别同比+13%、+26%、+29%，并且 19 年 1-4 月在销售市场热度延续下，土地市场进一步升温，4 月华润在松北区拿地楼面价 9,042 元/平米，溢价率 113%，属于楼面价地王，目前周边融创项目售价 13,000 元/平米，预计改地块需要卖到 15,000 元/平米才能实现盈亏平衡；欧美亚在松北区拿地楼面价 8,423 元/平，溢价率 95%；4 月拿地均价加速上行或将夯实哈尔滨房价上涨预期。

2.6、房价 16-17 年快速上行，18 年至今小幅上涨，地价上行背景下未来仍存在上涨预期

哈尔滨商品房均价 16 年之前基本处于 6,500 元/平米水平，16-17 年房价涨幅较大，18 年之后持续小幅上涨。16 年末销售均价约 7,600 元/平米，同比+17%，17 年末销售均价 9,000 元/平米（备案均价 8,700 元/平米），同比+18%，18 年末销售均价 9600 元/平米（备案均价 9300 元/平米），同比+7%，目前销售均价接近 10,000 元/平米，较年初+4%，哈尔滨近期整体房价仍处于小幅上升状态。具体项目来看，四季印象 18 年 5 月推盘均价 14,300 元/平米，19 年 5 月推盘均价 15,800 元/平米，同比+10%；城市之光项目 17 年 8 月开盘均价 8,000 元/平米，18 年 8 月推盘均价 10,300 元/平米，同比+29%；贝肯山项目 14 年 7 月一期开盘售价 6,000 元/平米，15 年 8 月二期开盘 7000 元/平米，同比+17%，16 年 3 月三期开盘就到 10,000 元/平米，18 年 6 月四期开盘均价 17,000 元/平米，由于预售证价格监管，8 月五期、下半年六期预计开盘均价均保持在 17,000 元/平米，但目前计划 20 年七期售价提升至 18,500 元/平米。

2.7、返乡置业及周边村屯进城客户占比逐渐提升，地缘性客户仍是主流

哈尔滨从 15 年开始可以察觉返乡置业客户开始增多，贝肯山项目之前返乡置业客户只有零星，但目前占比提升至 3%；城市之光项目之前返乡置业客户占比 1-2%，目前提升至 5-7%；同时城市周边村屯进城置业客户增多，贝肯山项目 17 年之前城市周边客户占比 3%，目前已提升至 10%；此外，黑龙江省非哈尔滨客户占比也在逐步提升，城市之光项目非本地客户占比 13-15%；四季印象非本地客户占比 15%，新区项目省内外地市客户占比更高。返乡置业、周边村屯城镇化、省会虹吸效应共同确保哈尔滨市场需求稳定。从行业角度统计，四季印象政府、国企及大学老师占比 40%；贝肯山项目公职人员是主要购房群体；城市之光地缘性客户占比 70%，婚房或一孩家庭占比 65%。四季印象和城市之光项目全款客户占比分别为 20%、15%。

2.8、18年5月出台限售政策，对市场打压有限，按揭利率较年初有所下行

哈尔滨目前没有限购，18年5月出台了限售政策，自商品房网签合同签订之日起满三年方可上市交易。首付比例方面，目前首套首付比例20%，二套30%。按揭利率目前首套按揭利率基准，去年年底首套按揭利率为基准上浮10-15%。

（四）牡丹江市：市场体量较小，改善型需求是主流，16年开始量价上行

1、牡丹江市概要：

牡丹江市，是黑龙江省的12个地级市之一，位于黑龙江省的东南部，地处中、俄、朝合围的“金三角”腹地。截止2018年末，全市户籍人口252.5万人。户籍城镇化率为60.3%，比上年提高0.2个百分点。全年全市出生人口13827人，比上年减少1,757人，出生率为5.45%；死亡人口15,700人，死亡率为6.19%。全年全市地区生产总值同比增长1.3%。其中第一产业增加值同比下降1.4%；第二产业增加值同比增长1.7%；第三产业增加值同比增长1.9%。三次产业结构为12.6%:34.3%:53.1%。非公经济增加值同比下降3%，占GDP的比重为60.2%。人均地区生产总值同比增长2.4%。

图表 91、牡丹江市城市概况

牡丹江	2017年	2018年	同比(%)
年末全市户籍人口(万人)	254.8	252.5	(0.9)
地区生产总值(亿元)	1,404.7	1,441.2	2.6
人均生产总值(万元)	5.1	5.7	11.1
人均可支配收入(万元)	3.06	3.3	6.3

资料来源：牡丹江市政府工作报告，华创证券

2、牡丹江市调研详情：

2.1、牡丹江市场体量较小，改善型需求是主流，16年开始量价上行，目前各项目开发意愿强

牡丹江市市场体量较小，改善型需求是主流，伴随近年来新区逐渐发展，改善型需求稳步提升。16年主城区销售规模约1,000套，17年销售套数约1,200套，同比+20%，18年销售套数约1,500套，同比+25%，19年1-4月约销售500多套，同比+100%，主要源于18年上半年市场供给相对较少，由于牡丹江市大盘项目较多，对应远期库存占比较大，在17年销售转好持续刺激下，各个项目加快开发意愿增强，但受17-18年冬季影响，直到18年下半年才扩大市场供应。

2.2、去化数据13年表现较好，14-16年走弱，17年开始回升，19H1仍处于较好水平

从到访的假日山水项目来看，13年6月四期推盘当日去化近70%，属牡丹江市历史最好水平，16年5月五期第一批推盘当日去化35%，17年6月五期二批推盘当日去化60%；滨江壹号18年8月推盘当日去化40%，观澜国际18年9月推盘当日去化35%，18年下半年推盘当日去化率有所走弱，主要源于下半年市场推盘量增长较快，但位置相对较好的南外滩项目18年下半年持续处于平推阶段，并且每个月售价均有100-200元/平米小幅上涨，月初推盘基本可以实现当月售罄。19年1月保利江山悦1月首开当日推盘去化率69%（冬季市场完全没有新盘致去化走高），

5月二期推盘当日去化率68%。从历史数据来看，牡丹江开盘当日去化能达到40-50%属于比较成功，到60%属于非常成功。

2.3、去化数据13年表现较好，14-16年走弱，17年开始回升，19H1仍处于较好水平

到访方面，保利江山悦目前周均到访140组，3-5月持续处于较稳定状态；月星环球城项目3月周均到访45组，4-5月周均到访40组，环比-12%；汇龙项目3月底开放售楼处，4月周均到访约190组，5月周均到访约180组，环比-6%。决策周期方面，由于去年同期新盘相对较少，尾货占比较大，客户普遍决策周期为7-10天，19年伴随新盘供应加大，客户普遍决策周期缩短致5-7天。

2.4、牡丹江17年房价开始明显上涨，18-19年涨幅收窄，部分项目后续推盘仍有微涨预期

牡丹江市区销售均价14-16年持续稳定在3,800-4,000元/平方米左右水平，17年开始房价涨幅最为明显，至17年年末市区销售均价达4,800元/平方米，同比+20%；18年年末销售均价5,300元/平方米，同比+10%，19年截至5月销售均价5,500元/平方米，较年初+4%，18-19年房价涨幅有所收窄。具体项目来看，假日山水08年首开3,500元/平，11年二期均价4,000元/平，13年三四期均价4,500元/平方米，16年五期一批均价4,700元/平方米，17年6月五期二批均价5,500元/平方米（售罄），同比+17%，18年6月该项目二手房均价约6,400元/平，同比+16%，18年5月二手房均价约6,500元/平，同比+2%；南外滩17年7月三期均价4,000元/平，18年3月售价涨至4,800元/平，18年6月开始每月平推，基本每月售价小幅上调200元/平，18年12月售罄，尾盘销售均价6,200元/平；保利江山悦19年1月首开均价6,000元/平，5月上涨至6,500元/平，后续推盘仍有小幅涨价预期。

2.5、17年地价开始有所上涨，18年涨幅有所扩大，目前当地主流企业均有进一步拿地计划

伴随市场持续稳增，地价同步上涨，09年前牡丹江市区楼面价约300元/平方米，16年之前一直维持在500元/平方米水平，17年地价开始有所上涨，楼面价约750元/平方米，同比+50%，18-19年牡丹江平均地价已升至约1,350元/平方米，同比+80%，涨幅呈扩大态势。并且目前保利置业、月星环球、世茂等房企均有进一步拿地计划，并且预计未来地价仍将保持在现有水平。

2.6、低房价收入比、高公积金额度、新区人口迁移以及棚改影响较弱综合推动改善需求稳增

牡丹江市场自17年以来持续量价上行，主要源于：1）在市政府以及市直属部门比如法院、公安局、交通局等迁往新区后，带动大量人群过去，并且导致老城区空置率逐年提升；2）高房价收入比支撑刚需持续释放，目前牡丹江家庭平均年收入约8万，对应市区套均房价约50万，房价收入比仅6倍，处于相对较低水平；3）公积金提取额度较高，牡丹江公积金家庭贷款额度达60万，很多家庭在付完20%首付款后，剩余贷款基本可以实现公积金全覆盖，例如月星环球城项目，主力购房年龄层在38-50岁，公积金全额贷款客户占比30%；假日山水医院和事业单位客户占比70%，公积金全额贷款客户占比超30%；4）牡丹江市政府财政薄弱，近年来棚改拆迁体量很小，18年市区拆迁仅500余套，并且均为实物原地安置，19年棚改体量减半对牡丹江并无实质影响，总而也没有对牡丹江商品房市场形成拖累。此外需注意的是，东北部分县城如鹤岗、铁力，因为产业空心化、气候条件相对恶劣、人口持续流出等因素，房价多年保持在约2,000元/平水平，甚至部分县城房价处于持续下跌状态。

2.7、按揭利率多年稳定在基准上浮 5-10%，公积金贷款比率较高，市场对商贷利率不敏感

牡丹江政策一直较为宽松，也并无严格限价。按揭利率方面，08-09 年市场低迷时有过基准利率打折，之后按揭利率一直维持在基准上浮 5-10%（含近期），由于牡丹江市公积金贷款比率较高，对商贷利率反映不敏感。客户构成方面，月星环球项目改善型客户占比 65%，地缘性客户占比 80%；南外滩项目周边乡镇客户占比 7%。

（五）商丘市：市场受棚改影响较多，19 年低位略有修复

1、商丘市概要：

商丘东西横跨 168 公里，南北纵贯 128 公里，东望安徽淮北、江苏徐州，西接河南开封，南襟河南周口、安徽亳州，北临山东菏泽、济宁。商丘市辖区面积约占河南省总面积的 6.4%，区域 10,704 平方公里。截至 2018 年底，商丘市总人口 926.17 万人。常住人口 732.53 万人，其中城镇常住人口 317.19 万人，比上年末增加 12.77 万人，常住人口城镇化率 43.30%，比上年末提高 1.59 个百分点。2018 年，商丘市生产总值 2389.04 亿元，比上年增长 8.7%。其中，第一产业增加值 381.84 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 987.64 亿元，增长 8.7%；第三产业增加值 1,019.57 亿元，增长 10.9%。第一产业增加值占生产总值的比重为 16.0%，第二产业增加值比重为 41.3%，第三产业增加值比重为 42.7%。全年人均生产总值 32,673 元，比上年增长 8.4%。

图表 92、商丘市城市概况

商丘	2017 年	2018 年	同比 (%)
年末全市常住人口 (万人)	729.9	732.5	0.7
地区生产总值 (亿元)	2,217.9	2,389.0	8.7
人均生产总值 (万元)	3.0	3.3	8.4
人均可支配收入 (万元)	1.7	1.8	10.2

资料来源：商丘市政府工作报告，华创证券

2、商丘市调研详情：

2.1、商丘市场受棚改推动 17-18H1 快速上行，18Q3 开始走弱，19 年低位略有修复

商丘市场在 16H1 之前非常不好，16M9 开始回暖，受棚改货币化补偿力度加大影响，17-18H1 市场开始快速上行，18Q3 市场略有走弱，Q4 加速下行，19M3 受返乡置业影响市场有所复苏，但 4-5 月再次有所走弱，商丘 3-4 月市场没有 18Q3 好，但比 18Q4 市场最差时好一些。

16 年商丘商品住宅成交额约 350 亿，17 年成交额约 500 亿，同比+43%，18 年棚改体量减少后，全年成交金额 460 亿，同比-8%，其中商丘市周边县城成交额约 230 亿元，占比 50%。今年预计商丘市场规模仍将保持在 450 亿元以上。从转化数据验证，商丘市场 17-18H1 到访签约转化率约 1/3，18Q3 降至 1/6，18Q4 进一步降至 1/10，19 年 3 月回升至 1/8；建业地产在商丘的项目 18H1 平均转化率约 1/3，18H2 降至 1/4-1/5，19M1-5 月仍维持在该水平。

2.2、返乡置业推动 19 年 3 月短暂小阳春，之后客户质量、市场去化持续下降

从到访的漫悦湾项目来看，18 年 9 月之前，在蓄客推盘比 50/15 情况下，推盘去化率为 75%，9 月市场下行后

进入平推阶段，19年3-5月分别销售120套、100套、90套，成交逐月下滑；到访方面，19年3月该项目周均到访高峰为140组，2-3月周均到访为80组，4-5月周均到访68组；并且19年3-4月项目客户质量也没有之前好，比如价格预期、原有居住环境、社交圈层次都有所下降。之前项目客户中，事业单位客户占比40%，现在在蓄客中事业单位客户占比已降至2.5%。建业地产在商丘的项目，18年上半年推盘当日去化均在80%以上，下半年降至55%。近期恒大项目推盘600套，销售40套，当日去化率7%（也有区位不高，地价太高致售价太高因素）。目前商丘首套按揭利率基准上浮25%，并较为稳定。

2.3、棚改货币化推动17-18年市场量价齐升，但伴随棚改体量下滑，拆迁户占比持续下降

商丘属于河南棚改大省，16年下半年开始古城拆迁，范围包括现4A级景区商丘古城城内以及周边区域，16-17年城区约拆迁了3,000万平米，18年上半年拆迁开始减少，反映到项目拆迁客户占比上也同步下降。具体项目来看，16年下半年古城拆迁加速时，位置靠近拆迁区域的项目拆迁户占比达60-70%，由于16年商丘市场可售楼盘不多，拆迁客户往拆迁区域外蔓延，比如离拆迁区域较远的雍景台项目拆迁户占比也可达40%。18年上半年开始拆迁体量下降，周边刚需盘拆迁户占比约20-30%，18年下半年占比继续降至10-20%，18年全年建业地产项目拆迁户占比约30%。近期漫悦湾项目拆迁户占比约仅约10%。目前商丘待拆迁体量很小，棚改对商丘市场的影响将持续趋弱。

2.4、县城市场表现优于市区，人口规模及城镇化空间稳需求，并有力对冲棚改需求下滑

结构来看，在商丘市区18年下半年市场明显走弱时，周边县城销售情况仍较不错，甚至部分项目开盘即售罄，考虑到商丘属于人口大市并且城镇化率相对较低，全市人口近一千万，县城城镇化率不到40%，并且县城成交额占比达全市50%，人口规模及低城镇化率对商丘市需求形成持续支撑，并将有力对冲棚改需求下滑。到访的漫悦湾项目，县城客户占比20%；建业花园里项目，虞城县客户占比20%。商丘县城市成整体处于稳定状态，主要源于：1）县城过去几年整体供应量较小，需求持续稳增，目前去化周期不超过6个月，供需结构相对较好；2）套均总价低，目前县城套均总价约50万，按当地家庭年度收入8万估算，房价收入比仅6倍，此外考虑到河南拥有大量在外打工群体，其实际房价收入比更低；3）城镇化率低，县城目前城镇化率不足40%，存在大量进城需求，比如现在乡村结婚都要县城买房。

2.5、17-18H1年售价、地价快速上行，18Q4市场低迷时降价促销，19年土地市场有所回升

商丘市区16年毛坯住宅销售均价约4,100元/平米，17年销售均价约5,500元/平米，同比+34%，18年销售均价涨至7,000元/平米，同比+27%，但在18年4季度市场最低迷时，商丘出现降价促销，比如碧桂园项目售价从8,400元/平米降至7,600元/平米，降幅9.5%；漫悦湾项目通过折扣方式，每平米实际销售均价约下降200元；目前仍有部分项目折扣促销仍在延续。

土地市场方面，商丘17-18年土地供应比较大，导致目前市区推盘量仍比较充足。地价方面，17年拿地均价约410万/亩，18年上半年涨至550万/亩，下半年土地市场有所走弱，尤其4季度，土地起拍价一度降至350万/亩（基本让城投平台拿走，如果有企业参与拍地，城投公司则会抬高地价，没人买就城投公司自己拿），19年上半年政府供地不多，但竞拍市场有所回升，比如新城近期以450万/亩价格竞得地块。目前商丘市区去化周期约12-16个月，历史最高水平在15年，去化周期约20-24个月，历史最低在17年，去化周期不超过6个月。

（六）虞城县：18 年表现不错，19 年 4 月开始有所走弱，但目前供需关系仍较为健康

1、虞城县概要：

虞城县，商丘市下辖县，位于河南省东部，豫、鲁、皖三省交界处，地处商丘市区东部，西邻商丘新区，是全市距离商丘中心城区最近的县。2017 年年末全县总人口 118 万人，常住人口 83.02 万人。出生率 13.01‰；死亡率 6.76‰；自然增长率 6.25‰；城镇化率 37.33%。2017 年全县生产总值 265.1 亿元，同比增长 8.6%。分产业看，第一产业增加值 47.4 亿元，增长 4.6%；第二产业增加值 106.9 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 110.8 亿元，增长 10.7%。三次产业结构：17.9%：40.3%：41.8%。人均生产总值 31728 元，比上年增长 10.9%。

图表 93、虞城县概况

虞城	2016 年	2017 年	同比 (%)
年末全市总人口 (万人)	120.0	118.0	(1.7)
地区生产总值 (亿元)	234.6	265.1	8.6
人均生产总值 (万元)	2.9	3.2	10.9
人均可支配收入 (万元)	1.4	1.5	11.0

资料来源：百度城市百科，华创证券

2、虞城县调研详情：

2.1、虞城县市场 18 年表现不错，19 年 4 月开始有所走弱，但目前供需关系仍较为健康

需求端，虞城县房地产市场回暖始于 16 年下半年，17 年持续向好，并且在 18 年下半年全国市场走差时市场也还挺好。18 年虞城县新开工 80 万方，其中推盘面积 60 多万方，销售面积 60 万方，全年基本实现了 100% 去化。19 年年后虞城县仍保持在一定热度，但自 4 月以来，市场整体开始走弱，到访量、转化率、去化率等指标均有不同程度下行。供给端，虞城近年来土地供给量不大，从 18 年 6 月至今，共成交两块地，合计 407 亩，按容积率 2.25 估算对应成交面积约在 60 万方，基本和 18 年销售面积持平。目前虞城县去化周期约 6 个月，供需关系保持在较合理水平。

2.2、虞城 4 月开始到访量、转化率明显走弱，供给扩大下预计将带动后续去化进一步趋弱

去化数据来看，木兰郡项目 18 年 7 月首开，当日售罄；建业城 3 期 11 月推盘近 800 套，当日去化 90%；木兰郡 18 年 12 月推盘当日去化 100%；建业城 19 年 5 月推盘 716 套，当日去化 80%，截至 5 月底基本售罄。碧桂园 5 月加推 28 套（储客推盘比达 2.5 倍，之前蓄客推盘比约 2 倍），当日去化 79%。从到访数据来看，18 年下半年木兰郡项目日均到访约 15 组，春节期间受返乡置业影响日均到访约 20 组，3 月日均到访约 10 组，环比-50%，4 月日均到访约 5 组，环比-50%，5 月市场继续较冷淡。转化率方面，木兰郡项目春节转化率约 20%，5 月降至 10%；从到访项目来看，19 年上半年去化率较去年已有所走弱，同时考虑到 19 年 4 月开始到访、转化率等前瞻指标快速下行，以及下半年预计供给扩大，未来或将带动去化率进一步走弱。

2.3、目前县城销售均价 4,800 元/平，同比+20%，伴随房价上行，土地市场同比升温

虞城县 17 年毛坯销售均价约 3,800 元/平米，18 年 6 月涨至 4,000 元/平米，同比+5%，19 年 5 月虞城县销售均

价约 4,800 元/平米，同比+20%，房价整体处于持续上涨趋势。项目来看，木兰郡 18 年 7 月首开洋房销售均价 5,300 元/平米，12 月加推销售均价 5,800 元/平米，19 年 5 月洋房销售均价 6,500 元/平米，同比+23%。项目计划下半年推高层 300 多套，预计销售均价 5,300 元/平米，销售均价下滑属于产品结构从洋房调整到高层所致；土地市场同步升温，木兰郡项目于 18 年 3 月拿地，地价 70 万/亩，19 年 5 月周边有地块成交，地价涨至 120 万/亩，较 18 年 3 月+71%。

2.4、客户结构&利率：地缘性客户是主流，按揭利率一年以来维持在基准上浮 25%水平

木兰郡项目 18 年 7 月首开时开盘全款客户占比 30%，12 月加推时全款客户占比 15%，客户质量有所下降；项目地缘性客户占比约 85%，在春节返乡置业潮中，木兰郡项目外地客户占比 50%，其中老家来自乡镇的客户占比 50%；政策方面，15 年虞城市场最差时有过每平方米 100-200 元的住房补助，之后取消。首套首付比率 30%，二套 40%；按揭利率方面，18 年年初首套基准上浮 20%，18 年 6 月基准上浮升至 25%，之后一直维持在该水平；放款周期 18 年年末在 1 个月左右，到目前也差不多；政府网签不卡，备案会卡，源于害怕项目烂尾（虞城县有一些本地开发商项目几年都没建好），在备案上对房企区别性对待，其中碧桂园等百强房企达到预售标准就可以放款，而当地房企必须封顶后才放款。

2.5、低城镇化率、高人口基数、大量编制人口、低房价收入比共同保障县城市场稳定增长

虞城市场自 3 月以来到访、转化率、客户质量均有所走弱，主要源于：1) 17-18 年市场持续较好消耗了部分需求；2) 房价上涨后需求形成一定压制，比如木兰郡项目目前有很多客户都在纠结价格；但中远期看，虞城以及河南省县城市场未来整体仍处于稳增状态，主要源于：1) 目前河南省县城城镇化率不到 40%，并且河南属于人口大省，县城人口都在 60 万规模以上，高人口基数以及城镇化率较大提升空间共同保障县城刚需市场；2) 县城改善型需求，政府及直管单位搬迁致新区，带动一批事业编人群过去，并且通过人际圈影响持续带动其他人群，河南每个县约有 2-3 万事业编制人口，属于未来改善型需求主力；3) 低房价收入比，目前虞城县套均价格约 50 万，而当地年度家庭收入约 8 万，房价收入比仅 6 倍，此外考虑到河南拥有大量在外打工群体，其实际房价收入比更低

(七) 周口市：市场 17-18 年最为火热，拆迁客户占比较高，18Q4 市场开始转冷

1、周口市概要：

周口市，河南省辖地级市，位于河南省东南部，地处黄淮平原腹地，东临安徽阜阳市，西接漯河市、许昌市，南与驻马店市相连，北和开封市、商丘市接壤。2017 年年末全市总人口 1,161.69 万人，常住人口 867.78 万人。全年出生率 11.92‰；死亡率 6.99‰，自然增长率 4.93‰。年末常住人口中，城镇人口 371.58 万人，乡村人口 496.2 万人，城镇化率达到 42.82%，比上年提高 1.6 个百分点。2017 年全市生产总值 2,687.22 亿元，同比增长 8.2%。其中，第一产业增加值 448.97 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 1,212.65 亿元，同比增长 8.3%；第三产业增加值 1,025.60 亿元，同比增长 10.8%。三次产业结构为 16.7%:45.1%:38.2%。二三产业占 GDP 的比重达 83.3%。人均生产总值 3,0817 元，同比增长 9.0%。

图表 94、周口市概况

周口	2016 年	2017 年	同比 (%)
年末全市常住人口 (万人)	876.2	867.8	(1.0)
地区生产总值 (亿元)	2517.0	2687.2	8.2

周口	2016年	2017年	同比(%)
人均生产总值(万元)	2.9	3.1	9.0
人均可支配收入(万元)	1.5	1.7	10.1

资料来源：周口市政府工作报告，华创证券

2、周口市调研详情：

2.1、周口市场 17-18 年最为火热，拆迁客户占比较高，18Q4 市场开始转冷

周口市 16 年市场表现较一般，全年成交金额约 170 亿元，17 年市场开始明显回暖，17-18 年成交金额分别为 227 亿元、278 亿元，分别同比+34%、+22%，19 年 1-4 月周口销售金额 88.2 亿元，同比基本持平，1-4 月同比涨幅较 18 年大幅收窄，主要源于周口自 18 年 4 季度以来市场快速转冷所致。周口 17-18 年市场较为火热，与棚改货币化对市场的助推关系较为密切，周口 17-18 年棚改体量比较大，并且基本上都是货币化补偿，以当地市场龙头房企周口建业来说（目前市场占有率达 40%，周口市项目合计 53 个），17-18 年拆迁户客户占比超 33%，而 19 年拆迁户客户占比至少降至 16% 以下，目前市场上还存留了一部分拆迁户，但伴随棚改规模快速下降，预计之后拆迁户占比将进一步降低。从到访的世悦府项目来看，18 年 8 月首推，开盘后三天销售 1.75 亿，三天去化率 44%，19 年项目处于平销状态，3-4 月月度销售规模约 4,000 万，5 月销售规模不到 3,000 万，环比-25%，进一步走弱。建业十八城项目，4 月周均销售二十多套，5 月周均销售十几套。

2.2、市场转冷下，周边县城表现好于市区，其中经济较强、距离较远的县城表现更好

在当前市场转冷后，结构性来看，周口市周边县城市场表现较市区相对较好，主要源于周口行政区人口规模上千万，但是市区人口仅 100 万，其余 900 万人口分布在周口市下辖 11 个县城中，较大人口规模有力支撑县城需求。县城横向对比，在 18 年 4 季度市场转冷后，12 月周口建业推盘的项目中，太康县项目推盘 1,400 套，当日去化 1,100 套，去化率 79%；向城县项目推盘 600 套，当日去化 400 多套，去化率近 70%；靠近商水县边界的周口建业城，推盘去化率 55%；商水县阳城上院项目推盘当日去化率 60%；西华县项目推盘当日去化率 35%。周口下辖县中，推盘去化率较高的县城具备经济基础相对较好、劳务输出较多，返乡置业需求较大、距离周口市较远，能摆脱周口市对其的虹吸效应，对其周边乡镇人口有一定吸附力等特点。

2.3、16-18 年市区销售均价持续上行，18 年年中地价最热，19H1 售价、地价均有所下行

16 年周口市市区销售均价不到 4,000 元/平米，17 年销售均价 5,000 元/平米，同比+25%，18 年上半年均价约 5250 元/平米，下半年销售均价 6,300 元/平米，较 17 年同比+26%。19 年上半年市区销售均价略有下跌，主要通过优惠方式实现，比如在春节期间市区项目每平米优惠在 300-500 元之间，对应 18 年末销售均价降幅 5-9%。具体项目来看，市区建业森林半岛项目 16 年销售均价 4,800 元/平米，18 年 11 月销售均价 7,000 元/平米，较 16 年上期推盘上涨 46%，19 年 5 月销售均价 6,500 元/平米，较之前优惠 500 元/平米。地价方面，周口 18 年上半年市区土地价格在 300-400 万/亩之间，在 18 年年中市场最热时地价涨至 400 万/亩以上，目前地价较 18 年年中有所回落。周口市市区近两年来土地供给量较大，县城供地相对较少，供需结构县城相对更好。

2.4、周口建业为绝对龙头，市占率达 40%，本地房企仍较多，但近年来龙头房企开始进入

当前周口市市场本地房企仍较多，但近年来已有龙头房企进入。市场占有率方面，河南省本土房企建业地产处

于绝对龙头地位，近两年来市场占有率快速提升。16年周口建业自有项目销售金额5.7亿，17-18年销售金额分别为25.7亿元、55.6亿元，分别同比+350%、+116%，19年公司计划销售70亿元，对应同比+26%。18年周口建业自有项目及代建项目销售金额市占率达40%。

2.5、政策&利率：周口限价政策力度较弱，5月首套首付比例、按揭利率均有所下行

周口在18年下半年有限价政策，但新拿地不受当前限价控制，政策执行力度较低。周口首套首付比例20%，但银行之前对周口建业项目基本执行首套首付比例30%，前几天有所松动，中行通知说首套首付可下调至25%。按揭利率方面，周口16年首套按揭利率开始上浮，16-17年为基准上浮15-20%，18年市区为基准上浮25%、县城基准上浮30%，其中县城19年5月开始首套利率有所下降，目前为基准上浮25%。客户结构方面，周口建业市区项目周边县城客户占比40%。

（八）商水县：18Q3前商水县市场仍较好，19年以来持续走弱

1、商水概要：

商水县属周口市，位于河南省东南部，周口市西南部，西邻郟城区，南连上蔡县，东接项城市，北靠川汇区，西北、东北与西华、淮阳县隔沙河相望。2015年，商水县完成地区生产总值206.4亿元，同比增长8.5%；全社会固定资产投资155.1亿元，增长22.4%；社会消费品零售总额70.6亿元，增长13.2%；公共财政预算收入6.4亿元，增长12.4%；城镇居民人均可支配收入20,270元，增长9.5%；农民人均纯收入8272元，增长13.2%。

图表 95、商水县概况

商水	2014年	2015年	同比(%)
固定资产投资(亿元)	126.7	155.1	22.4
地区生产总值(亿元)	190.2	206.4	8.5
消费品零售总额(亿元)	62.4	70.6	13.2
人均可支配收入(万元)	1.9	2.0	9.5

资料来源：百度城市百科，华创证券

2、商水县调研详情：

2.1、18Q3前商水县市场仍较好，18M10后市场开始转冷，市场表现在周口11县中相对较差

商水县主流项目17年销售规模约6亿元，18年销售规模约8亿（全县销售规模约超10亿元）。18年3季度商水县市场仍很好，拐点出现在国庆节，市场走差主要源于：1）商水县市场较为不敏感，全国市场情绪走弱传递到商水的时间较长；2）供需关系逆转，受18年上半年市场较热影响，在远期库存充裕下，下半年县城新增项目十几个；19年春节期间受返乡置业刺激市场好了一点，之后到访、转化率都有所下滑。商水县经济在周口市内相对较差，人均月收入仅2,000多元，50多万单套总价接受度最高，套均60-70万是承受极限。此外，由于商水县离周口市太近，大量客户直接到周口买房（尤其事业编制客户）。经济较弱、被虹吸效应显著共同导致商水市场在周口下辖11县中表现较差。

2.2、商水市场 19 年以来持续走弱，并且弱于去年全年，并预计未来压力仍大

从到访数据来看，商水碧桂园春节期间日均到访有十几组，3-4 月降至每天 3 组，5 月日均到访约 4-5 组，5 月到访环比回升主要源于 5 月属于麦收季节，外出务工人员返乡驱动。去化方面，商水碧桂园 18Q4 首推 2 亿，当日签约 1.5 亿，去化率 75%；之后项目处于平推阶段，1-2 月月均销售 5,000 万，3 月销售 3,000 万、4-5 月月均销售 3,300 万，3 月销售最差，4-5 月略有好转；建业城 18 年 12 月 2 号开盘去化率 75%；阳城上院 12 月 29 号开盘去化率 60%，春节加推去化率 60%（售价上涨 100 元/平）；最近 4 月推盘，当日去化率 40%；星荟项目 19 年 5 月开盘 50 套，去化 15 套，去化率 30%，主要源于该项目只有城市展厅，营销力度较弱；商水市场整体今年以来持续走弱，并且弱于去年全年。项目层面目前也感觉市场压力很大，并预计未来压力仍将持续。

2.3、18 年土地供应较多，但年底流拍现象增多，目前远期去化超 2 年、近期去化超 1 年

商水县 18 年成交 300 亩，按商水平均容积率 1.8 估算，对应建面近 40 万方。另外商水还存在当地开发商先开工预售再补招拍挂程序，预计 18 年商水无证土地面积近 20 万方，算上这类无证销售土地实际供给更大。19 年到目前为止成交了 2 块地。商水县土地市场 18 年年底最为冷清，并且流拍很多，今年市场较 18 年年底略有升温，但不明显，最近成交价约 100 万/亩，较去年 6 月地价 120 万/亩下降 17%。目前商水能看到的远期库存约 4,000 套（当地房企和地方政府有签土地出让框架协议，后续多期土地可随时进入市场，这部分属于看不到的远期库存），可售库存 2,000-3,000 套，按商水 18 年销售 2,000 套估算，对应短期去化周期 12-18 个月，远期去化周期超 24 个月。目前调研项目碧桂园天域还剩 400 多套，星荟还剩 300 多套房源，阳城上院目前还剩 100 多套。

2.4、17-18 年销售均价稳增，19 年房价总体持平，部分项目受地价提升影响预计小幅微涨

商水县 15-16 年销售均价约 3,300 元/平米，17 年年末销售均价不到 3,800 元/平米，同比+15%，18 年年末销售均价 4,300 元/平米，同比+13%，19 年 1-5 月县城销售均价约 4,300 元，较年初基本持平。建业城 18 年 12 月首推均价 5,000 元/平米，2 月过年加推，销售均价 5,100 元/平米，较年初+2%；商水碧桂园项目销售均价较为稳定，但受 18 年地价提升影响，预计未来开盘还要以月度一百元缓慢上涨。市场方面，判断未来 1-2 年不太乐观。

2.5、外来务工客户占比较高，拆迁户占比持续下降，5 月开始按揭利率有所下行

碧桂园项目 18 年 10 月首开本地客户占比 65%，外来务工人员占比 35%；春节以后外来务工人员占比 70%；分职业类型看，事业单位客户占比 8%；阳城上院项目外来务工购房客群占比接近 50%，周边乡镇客户占比也比较高；年轻人占比约 50%。另外商水县棚改货币化主要在 18 年上半年，由于上半年市场供应不多，并且商水周口较近，拆迁户流失到了周口。商水县部分项目 18 年 8-9 月拆迁户占比有超过 10%，但伴随 18 年下半年开始实物安置，拆迁户占比持续下降。目前商水县首付比例 30%，按揭利率基准上浮 30%，5 月开始中行开始执行按揭利率基准上浮 25%。

（九）驻马店市：17-18 年持续较好，19 年拆迁下降对市场有影响，市区市场好于周边县城

1、驻马店概要：

驻马店市位于河南省南部，淮河以北的黄淮平原南域，处于亚热带与暖温带的过渡地带。辖区东西最大距离 191.5 千米，南北最大距离 137.5 千米，总面积 15,083 平方千米。2018 年，驻马店市人口出生率 11.27‰，死亡率 6.99‰，自然增长率 4.28‰。年末总人口 805.18 万人，常住人口 619.02 万人，城镇化率 44.10%。2018 年，驻马店市生产总

值 2,370.32 亿元，比上年增长 8.5%。其中，第一产业增加值 412.58 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 925.67 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 1,032.08 亿元，增长 10.3%。三次产业结构比由上年的 18.5%:39.9%:41.6% 调整为 17.4%:39.1%:43.5%。其中第一产业比重下降 1.1 个百分点，第二产业比重下降 0.8 个百分点，第三产业比重提高 1.9 个百分点。人均生产总值 33,771 元。

图表 96、驻马店市城市概况

驻马店	2017 年	2018 年	同比 (%)
年末全市常住人口 (万人)	615.5	619.0	0.6
地区生产总值 (亿元)	2,002.6	2,370.3	8.5
人均生产总值 (万元)	3.3	3.4	3.7

资料来源：驻马店市政府工作报告，华创证券

2、驻马店市调研详情：

2.1、驻马店市场 17-18 年持续较好，19 年拆迁下降对市场有影响，市区市场好于周边县城

驻马店市经济处于河南省中下水平，其房地产市场 17-18 年持续比较好，并且 18 年下半年在其他城市市场有明显下行时，表现仍相对较好，主要源于：1) 18 年下半年驻马店由于某些官员被查，导致土地证照不全市场推盘很少；2) 市区 18 年上半年拆迁户很多在 7-8 月才拿地拆迁款，棚改需求延迟释放。驻马店 17-18 年拆迁户较多，19 年还在拆，但体量有下降，考虑到中心城区待拆迁体量很大，19 年肯定拆不完；19 年拆迁体量大幅下降后，对市场还是有影响。驻马店市区市场较周边县城略好，主要源于周边县城离市区不远不近，对驻马店市区市场有一定支撑。市区销售近年来一直比较稳定，而县城在春季、五一节假日销售更好。

2.2、19 年 5 月以来去化有所走弱，基于驻马店人口基数较大，预计后续销售仍有较好表现

从到访的欧洲城项目来看，项目合计 2,800 套，属于改善型产品，18 年 4 月 29 日首推，之后每个月都有推盘，其中 9-11 月由于推盘较多销售更好，每个月都能实现当月推盘当月去化，至 18 年年底基本售罄，项目销售持续稳定主要源于 18 年全年市场推盘不多。19 年项目处于尾盘销售期，3-4 月日均来访约 13 组，比较稳定。南区领地项目 18 年 10 月推盘 250 套，去化 200 套，去化率 80%；东区建业春天里 4 月底推盘 600 套，去化 400 套，去化率 67%；绿地项目 5 月推盘 800 套，去化 450 套，去化率 56%，横向对比属于销售相对较好，5 月以来去化数据有所走弱。土地方面，17 年土地供应正常，18 年市场蓄客周期普遍过长导致全年推盘较少，19 年年后以来新增供应增多。项目认为，考虑到驻马店人口基数较大，只要把产品层次提高，后续销售仍将持续有较好表现。

2.3、17-18 年销售均价稳增，目前市区销售均价过 6,000 元/平，120 平户型销售最好

驻马店高铁片区毛坯住宅销售均价约 5,000 元/平米，17-18 年分别增致 6,000 元/平米、7,000 多元/平米，分别同比+20%、+17%。到访的欧洲城项目，18 年 4 月首推高层均价 6,300 元/平米，年底涨至 6,700 元/平米，较 4 月+6%，公司每月销售均较都有小幅提升。目前驻马店东区销售均价约 6,300 元/平米，南区销售均价约 6,000 元/平米，市区最高端楼盘销售均价约 1.2-1.3 万/平米。按目前驻马店市人均收入 3,000 元/月估算，市场房价收入比仍处于较低水平。目前市场 120 平米户型最好卖。

2.4、18年7-8月棚改款到位后项目拆迁户占比略有提升，按揭利率持续保持稳定

由于欧洲城项目较高端，棚改客户占比不高，18年上半年占比忽略不计，但伴随7-8月拆迁户资金陆续到位，项目拆迁户占比提升至5%；周边销售均价在5,000-6,000元/平米之间的项目拆迁户占比相对较多；欧洲城项目大部分客户已有住房，企事业单位客户占比30-40%；工业区客户占比5%；年龄结构划分，40岁左右客户占比最大。市场格局方面，主流房企中绿地、碧桂园、建业都进入了驻马店市场，恒大准备进入。目前驻马店首套首付比例30%，按揭利率基准上浮30%，二套首付比例40%，利率基准上浮35%，按揭利率自今年以来一直无变化。

(十) 漯河市：16H2市场逐渐回升，18M9达到顶峰，Q4迅速转冷，19年返乡置业潮下再次回升

1、漯河市概要：

漯河市，河南省省辖市，位于华北平原西南边缘地带。西部为伏牛山，东部为平原，是中国地形上第二第三阶梯的接合部位；处于暖温带的南部边缘地区，属于温暖过渡型季风气候。2018年年末全市总人口284.13万人，常住人口266.53万人，常住人口城镇化率52.47%，比上年末提高1.56个百分点。出生率11.74‰；死亡率6.16‰；自然增长率5.58‰。2018年，全年全市实现生产总值1236.7亿元，比上年增长7.7%。其中，第一产业增加值111.0亿元，增长4.0%；第二产业增加值741.2亿元，增长7.9%；第三产业增加值384.4亿元，增长8.3%；三次产业结构为9.0:59.9:31.1，第三产业增加值占生产总值的比重比上年提高2.2个百分点。人均生产总值46530元，增长7.1%。

图表 97、漯河市城市概况

漯河	2017年	2018年	同比(%)
年末全市常住人口(万人)	265.0	266.5	0.6
地区生产总值(亿元)	1,165.1	1,236.7	7.7
人均生产总值(万元)	4.4	4.6	7.1
人均可支配收入(万元)	2.1	3.12	8.0

资料来源：漯河市政府工作报告，华创证券

2、漯河市调研详情：

2.1、漯河16H2市场逐渐回升，18M9达到顶峰，Q4迅速转冷，19年返乡置业潮下再次回升

漯河市经济总量较小，但人均GDP位居河南省中上游。漯河16年上半年之前房地产市场表现较差，下半年开始逐渐回升，16年全年销售面积约150万方。17-18H1漯河市市场继续一路向上，17年、18年市区销售面积分别为180万方、200万方，分别同比+20%、+11%。由于漯河近年来市政府领导连续出问题，导致17-18年漯河市区基本没有拆迁，棚改对市场的影响很小，从而17-18年销售面积增速相对河南棚改体量较大的城市较低。漯河18年市场在8月底-9月初达到顶峰，并于4季度快速转冷。直到19年春节返乡期间，市场成交有所上升，返乡置业潮过后，4月销售有所下降，但较往年，市区某些项目月均销售30多套，也属于正常水平。

2.2、漯河19年1-5月市场整体表现稳定，到访项目月度去化基本持平

整体来说，漯河19年1-5月市场表现仍较稳定。到访的锦绣江南项目，18年11月开盘，销售均价6,000元/平米，蓄客4个月，原计划当日去化10亿，实际去化200多套，按套均120平米估算，对应销售金额不足2亿；19

年市场好转后，项目 3-4 月月均销售 130 多套，5 月销售 128 套，基本环比持平。目前漯河高铁站周边区域属于新城区，市直属机构有几家已经搬迁过去。

2.3、漯河 16-17 年供地不多，18 年供给增加，19 年 1-5 月市场供应再次下降

漯河由于市政府领导连续出问题，16-17 年市场推地不多，18 年供地增加，土地供应 350 万方，并且地块规模不小。19 年 1-5 月市场供应再次下降。在供地模式上，有开发商直接通过招拍挂市场拿地，以及地方城投公司先拿地，后续开发商再通过和城投合作方式拿地。锦绣江南项目 18 年拿地楼面价 2,100 元/平米，当前销售均价 6,300 元/平米。公司未来计划在郑州市场积极拿地，在漯河如果项目实现现金流为正，也有继续拿地计划。

2.4、17 年来售价每年小幅上涨，18H2 市场下行后非品牌房企售价下降，目前属价值洼地

16 年前漯河市区销售均价不到 4,000 元/平米，17 年销售均价约 5,000 元/平米、18 年末销售均价约 6,000 元/平米，基本上是每年房价涨 1,000 元/平米。房价涨幅较慢也源于之前没有棚改等因数助推，参考漯河现有经济水平，该房价横向对比周边兄弟地级市，仍处于价值洼地。近期房价走势方面，在市场 9 月顶峰过后，10 月 7 日恒大项目推盘，该项目原计划精装房售价 8,500 元/平米，后续改为毛坯 7,300 元/平米；10 月之后，由于全国市场下行消息传播至漯河，市区有其他非品牌房企开始降价，但降幅在 10% 以内。锦绣江南 18 年 11 月首推销售均价 6,000 元/平米，当前售价 6,300 元/平米，较年初+5%。

2.5、目前漯河市场以刚需为主，周边乡镇进城客户占比较大，3 月按揭利率有所下调

在 18 年 10 月市场下行后，漯河目前市场需求以刚需为主，比如漯河刚需项目周边乡镇进城客户占比达 50%；外来务工人员返乡置业客户中，各个年龄层客户都有，但 40-50 岁年龄层更多；锦绣江南项目，40 岁以上客户占比 30-40%，首付比例 20% 客户占比 40-50%，全款客户占比 3-5%。利率方面，漯河市春节前首套利率基准上浮 30%，3 月下降至基准上浮 20%，目前持续维持在该利率水平。

(十一) 郑州市：15-16 年属去库存阶段，18H1 市场表现较好，18H2-19 年春节市场明显下滑

1、郑州市概要：

郑州市地处黄河中下游和伏牛山脉东北翼向黄淮平原过渡的交接地带。截至 2018 年末，郑州市全市总人口突破千万人，达 1,013.6 万人，比上年增长 2.6%；其中女性 502.4 万人，增长 3.8%；男性 511.2 万人，增长 1.4%。城镇人口 743.8 万人，增长 4.2%；乡村人口 269.8 万人，下降 1.7%。2018 年，郑州市经济总量突破万亿元，达 10,143.3 亿元。比上年增长 8.1%；人均生产总值 101,349 元，比上年增长 5.8%。其中第一产业增加值 147.1 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 4,450.7 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 5,545.5 亿元，增长 8.3%。

图表 98、郑州市城市概况

郑州	2017 年	2018 年	同比 (%)
年末全市总人口 (万人)	988.1	1013.6	2.6
地区生产总值 (亿元)	9,130.2	10,143.3	8.1

郑州	2017年	2018年	同比(%)
人均生产总值(万元)	9.31	10.13	5.8
人均可支配收入(万元)	3.01	3.31	8.4

资料来源：郑州市政府工作报告，华创证券

2、郑州市调研详情：

2.1、郑州 15-16 年属去库存阶段，18H1 市场表现较好，18H2-19 年春节市场明显下滑

郑州市场 15-16 年属于去库存阶段，17 年库存去化完成并进入到补库存阶段，全年市区商品房住宅推盘 1267 万方，成交 917 万方，17 年增速同比下滑，补库存 350 万方。18 年市区商品房住宅推盘 1,190 万方，同比-6%，成交 1,107 万方，同比+21%，其中 18 年上半年市场仍比较好，18 年下半年到 19 年春节市场下滑非常明显，主要源于政府管控过于严格，很多项目一天只能签一套，导致客户对市场预期发生改变。19 年 1 季度市区商品住宅推盘 140 万方，同比-25%，成交 191 万方，同比+13%。

2.2、19 年 3-4 月市场有所回暖，主要源于部分区域解除限购以及年后入职增多推动置业需求

19 年 3-4 月市场有所回暖，环比有所改善，5 月市场有所下滑。去化来看，位于航空港区的美景魅力之城项目平推阶段，3-4 月周去化 65 套，5 月周去化 35 套，环比-46%；到访区域公司对郑州市区 100 多个项目观测统计，3 月前三周合计来访量分别为 1.3 万组、1.5 万组、1.6 万组。4 月单周到访最多增致 2 万多组，5 月前三周来访分别为 2.1 万组、1.6 万组、1.9 万组；成交方面，市区 100 多个项目 3 月前三周分别成交 1,948 套、1,714 套、2,232 套，4 月分别周度成交 1,366 套、1,786 套、2,190 套、1,612 套、1,666 套，5 月前三周分别成交 2,180 套、1,446 套、1,788 套。郑州 3-4 月市场回暖主要源于：1) 政府开了座谈会，部分区域解除限购；2) 年后奖金兑现提振需求；3) 年后找工作增多推动置业需求。

2.3、5 月市场有所下滑，但出现分化，位置较好以及刚需项目表现仍较不错

郑州市场在 5 月也出现分化，其中位置较好项目、刚需项目等表现仍较不错。比如 5 月 3 环内推盘的名门城邦项目，靠近两条地铁，售价 1.5 万/平米，由于高性价比，开盘当日售罄；中海世家项目，刚需盘，售价 1.3 万/平米，推货 70 多套，当日基本售罄；碧桂园天禄项目，位置较好，但售价 1.8 万元/平米，推盘当日去化率为 60%；新政市中的南龙湖镇项目，离郑州较近，售价 8,000 元/平米，开盘当日去化 90%；19 年 1-5 月郑州市场整体比 18 年下半年好，比 18 年上半年差。全年市场来看，情况仍不明朗，由于郑州 19 年 9 月举办民族传统体育运动会，预计 9 月-20 年 3 月处于扬尘管控期，期间开工放缓将导致供给收紧。

2.4、18 年末市场出现首付分期、首付贷，19 年春节后开始变相降价促销，至今促销未收回

郑州 18 年年初市区商品房网签均价 1.3 万/平米，18 年年末升至 1.45 万/平米，较年初+12%；目前商品房网签均价 15,039 元/平米，较年初+4%，住宅网签均价 14,919 元/平米。实际成交价格方面，郑州 18 年下半年市场没有直接降价，但有其他促销，比如 18 年年底出现首付分期、首付贷款等措施促销。考虑到项目直接降价会引起纠纷，19 年春节后市场开始变相降价促销，具体措施有：1) 持续推出特价房，比如恒大城每周都有特价房；2) 精装改毛坯，比如部分项目之前是 1.4 元/平米带精装，改毛坯后均价降至 1.2 万元/平米。到目前为止，郑州促销措施仍未收回。

2.5、金水区、郑东新区房价最高，管城区、二七区、高新区为刚需板块

目前郑州房价最高城区是金水区和郑东新区，销售均价分别为 1.8 万/平米、2.2 万/平米，其中金水区的北龙湖板块最高端住宅销售可达 10 万/平米，这两个区域现在基本处于没有地的状态；中原区和金水区属于郑州有钱人的区域，郑东新区属于新贵；郑州刚需片区为管城区、二七区，高新区，销售均价约 1.3 万/平米；航空港区分为北港片区和南港片区，其中北港片区开发较多，富士康在北港，该区域美景魅力之城均价约 1 万/平米，南港片区发展较慢，18 年 4 月招商在该区域有拿地，楼面价 4,000 元/平米。

2.6、18-19Q1 土地供给、成交同步上涨，目前郑州市区可售库存 598 万方，对应去化 9 个月

17 年郑州城区商品住宅供地 1327，成交 1761 万方；18 年城区供应商品住宅 2,093 万方，同比+58%，成交 2,150 万方，同比+22%；19 年 1 季度城区商品住宅供应 930 万方，成交 880 万方，同比有所增长。地价方面，郑州城区 16 年平均楼面价 3396 元/平米，17 年 3,785 元/平米，同比+11%，18 年 3,295 元/平米，同比-13%。目前大郑州区域可售库存约 1,171 万方，对应去化周期约 11 个月，郑州市区可售库存 598 万方，对应去化周期 9.3 个月。

（十二）汉中市：18 年 8 月开始有所下行，19 年 3-4 月略回升，整体去化仍维持较好水平

1、汉中市概要：

汉中市，位于陕西省南部，北依秦岭，南屏巴山，中部为汉中平原。截至 2018 年末汉中市户籍总人口 380.68 万人，其中城镇人口 135.58 万人。年末常住人口 343.61 万人，出生率为 9.50‰，死亡率为 7.25‰，自然增长率为 2.25‰，常住人口城镇化率为 50.51%。2018 年，汉中市实现生产总值 1,471.88 亿元，比上年增长 9.5%。其中，第一产业增加值 205.47 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 702.15 亿元，增长 13.1%；第三产业增加值 564.26 亿元，增长 7.4%。人均生产总值 42,754 元，增长 9.7%。战略性新兴产业增加值增长 12.5%，第一、第二和第三产业增加值占比分别为 14.0%、47.7%和 38.3%。

图表 99、汉中市城市概况

汉中	2017 年	2018 年	同比 (%)
年末全市户籍人口 (万人)	381.9	380.7	(0.3)
地区生产总值 (亿元)	1,333.3	1,471.9	9.5
人均生产总值 (万元)	3.9	4.3	9.7
人均可支配收入 (万元)	1.7	1.9	9.5

资料来源：汉中市政府工作报告，华创证券

2、汉中市调研详情：

2.1、销售方面：18 年 8 月开始有所下行，3-4 月略回升，5 月略微下行，但整体去化仍维持较好水平

销售方面，汉中新城吾悦广场位于滨江新区，将是未来新的城市中心，目前汉中只有本地开发商开发的商业中心。整个项目总建面约 60 万方，其中商业 13 万方，自持 9 万方，可售部分 2.5 万方。住宅共 2,360 户，户型面积包

括 120 平方米的高层，180-240 平方米的洋房。住宅总货值 28 亿左右，目前还剩 50% 左右。吾悦广场预计 11 月 15 号开业，目前招商已经基本完成。

新城项目于 18 年 6 月首次开盘，首开 300 多套，当天去化率 99%，6-7 月一共开了 4 次，8-12 月每个月都加推一栋，基本当月都可以做到清盘。今年 2-3 月开盘当月去化率约 80%，4 月当月去化率 70%，5 月当月去化率 50% 左右，去化速度略有下降，但总体仍然较好。7-8 月天气热了，而且目前竞品较多，预计后续压力会更大一些。到访情况来看，18 年下半年几乎天天人满，今年 1-2 月由于返乡置业，人流量也很大，从 4 月天气热开始，到访有明显下降，大概每天 40-50 组。

汉中在 17 年之前交通比较闭塞，17 年之前均价 4,000 元/平米，从 17 年高铁开通后，房地产市场开始逐步热起来，18 年 7-8 月出现市场下行，逐步转冷，7-8 月后，部分项目有所降价，新城开盘属于下半年才开，开盘销售情况不好，当时通过一些优惠等降价措施，然后销售情况逐步好转，保证了整体的去化水平，并且十一有优惠力度，最大降幅 1000 元/平米。

恒大悦珑湾，计划首开 1,000 套左右，目前蓄客一周，认筹了 200 多套。首开货值约 10 亿，总货值近 20 亿。平时每天到访 200 多人，周末 1,000 多人，但大多是活动客户，有效客户不到 50 人，有效客户最终转化为认筹的比例约 20%。

去化率方面，碧桂园悦江府项目，于 19 年 1 月开盘，首开 116 套，当天去化率 77%，当月去化率 95%；每个月加推 1 栋，100 套左右，2 月当月去化 60-70% 左右；3-4 月当月去化 75% 左右；5 月当月去化 60-65% 左右。

2.2、价格方面：房价自 17 年起上行，源于高铁开通+主流房企进驻带来精装，新城项目略有降价

18 年初汉中市主城区均价 4,000 元/平米，18 年底上涨到近 6,000 元/平米，主要是 17 年高铁开通，另一方面，很多品牌开发商进驻，带来精装修的占比提升，导致价格涨幅很大。

汉中新城吾悦广场的住宅项目，洋房均价 11,000 元/平米，高层 6,500 元/平米。新城的项目降价力度比较大，月度促销的时候优惠力度超过 10%。18 年开盘时高层均价 6,000-6,500 元/平米，年初最低降至 5,180 元/平米起，现在均价在 6,500 元/平米左右。降价主要源于 18 年 4 季度市场相对较弱，且政府要求吾悦广场 19 年年底开业，现金流压力较大。

恒大御景湾，17 年四季度开盘，开盘均价 6,800 元/平米，后来涨到 7,800 元/平米，10 个月左右全部清盘，当时市场情况相对更好。

碧桂园项目第一次开盘，小高层 8,500 元/平米，高层均价 7,300 元/平米；第二次加推，高层 7,700 元/平米，第三次加推高层均价 7,800 元/平米；后面推的小高层均价 10,500 元/平米。

2.3、棚改影响方面：城市能级较低，棚改体量不高，依靠城镇化率提升带动人口提升、城市外拓

据汉中市 2018-2020 年棚户区改造计划：汉中市全市棚户区改造计划为 98 个项目 39,425 户。其中，2019 年改造 14,242 户，2020 年改造 11,266 户，2020 年以后待改造 1703 户。

汉中西城区棚改占比不高，东城区棚改相对比较多一些，部分是周边的区县也有一些，大多是货币安置。汉中市属于五六线城市，城市能级较低，存量较小，所以还没有开始大量的拆迁，城市就并不是拆老城进新城，而是往外扩，所以棚改的向上驱动和缩量影响都比较小。

汉中目前城区人口 50 万，目标 5 年内突破 100 万人口。汉中连上周边县市约 300 万人，主要是靠城镇化率提升，

带来城市人口的提升。客户类型来看，年龄结构大多在 35-45 岁左右，大部分是当地客户，以改善型需求为主，外地客户较少。汉中刚需和改善需求都比较明显，所以对于好的开发商是有诉求的。政府、事业单位和做生意的居多，全款占比 20-30%。收入方面，人均收入约 4,000 元/月。汉中人的消费习惯，并没有特别在意投资房地产，所以市场一直相对比较平稳。

2.4、土地市场方面：17-18 年土拍较多，19 年土拍较少，方式以招拍挂为主，收并购为辅

汉中土地市场招拍挂和收并购相对比较平均，招拍挂相对更多。17-18 年拍地比较多，今年拍地相对较少。恒大项目是从当地开发商手上收并购来的，新城项目于 17 年 11 月通过招拍挂方式拿地。碧桂园悦江府项目于 18 年 6 月拿地，是收并购来的，对应楼面价约 2,800-3,000 元/平米。总货值 20 亿，建面 24 万方。目前卖了 254 套，对应 2.8 亿，计划 2020 年第三季度清盘。

2.5、政策&利率方面：按揭利率无变化，无限价、限购

按揭方面，首套上浮 15%，首付 30%，二套上浮 20%，首付 40%，按揭方面基本没有变化，部分当地银行 18 年上半年可以做到基准利率，18 年四季度开始都上浮 15%，19 年没有什么变化。政策方面，没有限购和限价。

2.6、库存方面：目前库存 80 万方，去化月数 6 个月，19 年月均成交 12 万方

目前库存 80 万方左右，去化月数 6 个月左右。18 年主城区供应 160 万方，去化 146 万方。19 年每个月成交约 12 万方，和去年基本持平。18 年上半年直到 8 月市场都很火热，量价到了顶峰，8 月开始，量开始往下走，价格基本持平，到 19 年 1-2 月降到底部，但是总体下降幅度不大。供销情况来看，去化月数预计会有所增加，主要是供给增加，需求比较平稳，去化速度应该保持平稳状态，但库存可能会略微上升。

（十三）西安市：18 年下半年去化速度下降，19 年 3 月起逐步回升

1、西安市概要：

西安是陕西省会、关中平原城市群核心城市，是“一带一路”核心区。地处关中平原中部，北濒渭河，南依秦岭，八水润长安。2018 年末全市常住人口 1,000.37 万人，比 2017 年末净增加 38.70 万人。全年出生人口 12.23 万人，出生率为 12.47‰；死亡人口 5.38 万人，死亡率为 5.48‰；自然增长率为 6.99‰。城镇人口 740.37 万人，常住人口城镇化率 74.01%。年末全市户籍总人口 986.87 万人，同比增长 9.0%。2018 年，西安市全年地区生产总值 8,349.86 亿元，同比增长 8.2%。其中，第一产业增加值 258.82 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 2925.61 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 5,165.43 亿元，增长 8.3%。三次产业构成为 3.1%:35.0%:61.9%。按常住人口计算，全年人均生产总值 85,114 元，比上年增长 5.2%。

图表 100、西安市城市概况

西安	2017 年	2018 年	同比 (%)
年末全市户籍人口 (万人)	961.7	1,000.4	4.0
地区生产总值 (亿元)	7,469.9	8,349.9	8.2

西安	2017年	2018年	同比(%)
人均生产总值(万元)	7.8	8.5	5.2
人均可支配收入(万元)	3.3	3.5	8.1

资料来源：西安市政府工作报告，华创证券

2、西安市调研详情：

2.1、销售方面：18年下半年去化速度下降，19年3月起逐步回升，5月当月去化率93%

16年之前西安市场一直都比较滞胀；16年9月到17年，很多外地投资客来到西安，成交持续上涨；17年6月出台了外地人限购政策，市场又出现一个新的阶段，当时对很多的楼盘都有比较大的影响，直接降低了客户量，去化率明显下降；17年9月，要求备案价需要经过物价局审批，17年9-10月，只有20-30%的开盘去化率；17年11月开始逐步回归稳定，开盘去化率回升至70-80%；之后整体的平均去化率基本维持在70-80%。18年年初，放开落户政策，并且有些国家级的政策，1-3月近30万人落户，房地产出现高潮，3-6月几乎都是90-100%的去化率，非常火。18年6月，房管局出台新政策，加强房地产调控，拉长了取证到开盘的周期，此前取证即可开盘，现在取证后需要20天的公示，摇号还要公示三天等；6月开始，去化率逐步下行至70%、60%，到12月底下行至55%（主城区开盘去化率仍在80%以上，主要为郊区去化率下行，从90%至60%的水平；到年底时，郊区出现了1,000-2,000的降价，开盘去化率小开发商可能都降到了20%的水平）。

19年3月份开始，客户的热情才逐步回暖。今年1季度整体供货较少，西安每年11月到3月是限制动工的，导致上半年供应量有限，2019年3月西安开始又出现了一定的小高潮，今年3月开始，一直到现在都挺好的。西安安全市2月份开盘去化率70%，3月80%，4月87%，5月93%。2月之前，一周成交约200套，3月份开始，一周可以成交300套左右。3-4月每月成交150万方，5月160万方。市场热度维持到现在，目前没有下行。郊区，18年跌倒谷底，目前有所回暖，但还是比较冷，主城区目前去化率都能到90%。恒大童世界，上周刚开盘，3,000套，去化率达100%。

15年商品房成交1700万方；16年商品房成交2,200万方、住宅1,800万方；17年商品房成交面积2,200万方，成交金额2,000亿，住宅1,800万方；18年商品房成交面积2,200万方，成交金额2,500亿，住宅1,600万方。预计西安成交额持平，但由于均价上涨较多，预计成交量会出现下降。

2.2、价格方面：主城区供地少推升地价，导致房价刚性上涨

西安市区16年均价7,000元/平米，16年9月上涨至8,000元/平米，17年1-6月11,000元/平米，17年底12,000元/平米，18年底13,000元/平米，目前主城区成交价约14,000元以上。西安决定价格的核心因素是地价，主要源于主城区没有地了，所以地价高，导致房价刚性上涨。

2.3、土地方面：三环内地价6000以上，19年供地有限，溢价率上行

西安主要是以勾地为主，18年招拍挂占比仅15%，大部分还是和政府勾地为主。今年核心区域土地很紧缺，17年之前三环以内的楼面价约2,000左右，目前三环以内土地楼面价6,000以上。土地成交占地面积，17年790万方；18年1,400万方，其中主城区占比30%，西咸占比60%。当前主城区楼面价没有低于6,000元的，倒推出售价不会低于13,000元，公开土地市场信息也刺激了客户的购房进度（2017年三环内楼地板价都在2,000元左右）。今年成交量上同比会下降，主要是因为土地供应量有限，但溢价率是上去的。

2.4、政策方面：按揭利率近期无变化，限价需物价局审批，后续政策尚不确定

按揭利率方面，2018年下半年首套从上浮5%提升到上浮10%。目前首套上浮12%，二套上浮15%，近期没有变化。银行今年额度都比较充沛。

限价方面，西安目前物价局会报备，但没有明文表述过，申报时物价局的一些考量因素有：1)老楼盘不允许超过此前开盘的5%；2)新楼盘不允许高于周边同类型的5%；3)西安物价局会看楼面价和装修标准(最主要的标准)。西安有很多高楼面价的项目高于周边项目4,000-5,000元，入市后上涨比较困难。

目前房地产政策的后续发展方向不确定，主要是因为新的市委书记还没就任，政策方向不明确。但房地产市场的情况估计影响不大，市场的购房热情已经起来了，楼面价的刺激还是比较强的，该买地还是要买地。

2.5、人口方面：人才政策效果明显，户籍人口持续提升，新落户人口带动需求稳定

16年常住人口880万人，户籍人口800万人；17年950万人，户籍人口900万人；18年1,035万人，户籍人口980万人，18年落户80万人，其中本科落户占比50%。西安2017年是有一部分需求透支的，但随着人口逐步引进，弱化了之前的需求的透支。

2.6、首置比例(以面积段来估算，90平以下首次置业，90-140首改)：首改比例连续提升

刚需像改善需求过渡明显，90平米以下，16年占比30%，17年占比20%，18年占比13%，目前90平米以下基本都是二手房市场成交。90-140平米，18年占比70%，17年占比60%，16年占比55%。18年整体全款比例38%，17年29%，源于部分小开发商要求全款优先，目前房管局要求不能全款优先。18年投资比例较高，最高达30%，目前投资占比10%左右，相对理性。

2.7、城中村改造：137个城中村计划改造，预计按一二级联动方式开发

西安目前三环内还有137个城中村要拆迁，2018年11月下发的政策，计划3年做完，但预计3年内做完较为困难。预计可以释放3.8万亩的地，城中村改造参与主体比较灵活，房地产企业可以做、政府也可以做(但政府不会进入，政府没钱)。本地房企参与不了，所需要资金量太大，目前已进驻的房企都是大型房企，如融创、华润等，走一二级联动。

2.8、库存方面：未售库存790万方，存销比8个月，较18H2略有提升

2018年末，已领证未售库存900万方(住宅口径)，目前库存790万方，存销比8个月，18年上半年6个月，8-9月7个月，18年底开始维持在8个月。预计今年全年住宅供应1,800万方，不见得可以供应的出；18年住宅供应1,400万方(18年计划1,800万方)，17年住宅供应1,400万方(领预售证)。西安从2015年开始一直处于供不应求的状况。

2.9、融创东方宸院：月初开盘3天去化完毕，月末二次开盘当日去化率95%

5月初第一次开盘，蓄客1个月，首开500套，当天去化300多套，三天内全部去化完。第二次昨天刚开，蓄客2周，420套，当天去化95%。户型面积100-160平米，124平米占比较高，销售也最好，对应首改需求。项目地块3楼面价8,500元/平米，卖17,000元/平米；地块5楼面价15,000元/平米，卖22,000元/平米，估计地块5的高层预期要到20,000元/平米以上。

2.10、蓝光华府：18年4季度由于停工要求断供，19年均价突破，源于限价分管区域变化

项目位于西咸新区，沣东新城商圈。总建面约100万方，共8,000户。17年销售额21亿，18年10亿（主要源于下半年供货不足），19年截止目前16亿。17年上半年一期开盘，2个月全部售罄，二期17年下半年开盘，18年初基本全部售罄。

18年4季度由于西安要求停工，没有货可供，19年1、2、3、4每个月都推。1月份开了98套，当天去化率100%，主要是因为去年就在蓄客。二月，过年期间，当月去化率50%。3月，当月去化率100%，并且把二月的存货都去化完了，单月销售额6.8亿。4月当月去化率90%，5月去化率70%。

价格方面，17年3月，沣东片区均价5,600元/平米，蓝光项目一期6,300元/平米；17年6月-9月，二期7,600元/平米；18年3-6月，三期8,600元/平米；19年开始均价11,200元/平米。项目之前归西安管，目前归咸阳管，限价就松动了，咸阳新区很大，部分区域比较便宜。

（十四）成都市：春节后成交有明显回暖，近期去化有所下行

1、成都市概要：

成都市地处四川盆地西部，青藏高原东缘。截至2018年，成都市常住人口为1,633万人；户籍人口为1,476.05万人，常住人口城镇化率为73.12%；户籍人口城镇化率为60.94%。截至2018年，成都市实现地区生产总值(GDP)15,342.77亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。第一产业增加值522.59亿元，增长3.6%；第二产业增加值6,516.19亿元，增长7.0%；第三产业增加值8,303.99亿元，增长9.0%。三次产业结构为3.4%：42.5%：54.1%。三次产业对经济增长的贡献率分别为1.6%、37.1%、61.3%。按常住人口计算，人均地区生产总值94,782元，增长6.6%。

图表 101、成都市城市概况

成都	2017年	2018年	同比(%)
年末全市常住人口(万人)	1,604.5	1,633.0	1.8
地区生产总值(亿元)	13,889.4	15,342.8	8.0
人均生产总值(万元)	8.7	9.5	6.6
人均可支配收入(万元)	3.9	4.2	8.2

资料来源：成都市政府工作报告，华创证券

2、成都市调研详情:

2.1、销售方面：春节后成交有明显回暖，近期去化有所下行，源于供货增加+结构上高价盘较多

销售方面，春节后成交有明显回暖，但近期去化有所下行。成都过去限价很严格，今年开始，低价的项目去化的差不多了，高价地逐步慢慢入市，把房价预期拉升了。4-5月供应量大涨，而4、5月的成交和三月比有所回调。3月推盘131万方，成交151万方，供销比0.9；4月推盘182万方，成交148万方，供销比1.2；5月份推盘183万方，成交116万方，供销比1.6。去化率方面，三月份中心城区开盘去化率67%，远郊48%，4-5月份分别为60%、33%。成交周期也有所拉长，去化下降主要源于供货提升，且结构上高价盘较多。供应方面，预计下半年供应还会提升，有的区域断供很久，预计逐渐会出现井喷供应。

2.2、价格方面：限价略松，高价项目逐步入市，结构性原因致价格上涨较明显，真实价格相对平稳

成都房价在16年之前没怎么涨，均价在8,000元/平米左右，17年的均价约10,000元/平米，目前均价约11,000元/平米。5月份成交价格同比+17%，主要是结构性的推盘原因，大量高价项目入市所致，真实的相同项目层面价格并没有明显上涨。1-2月最高开盘价20,000元/平米，3月突破到30,000元/平米，4-5月最高开出接近40,000元/平米的盘，限价有明显松动。金茂府过年前拿到预售价为30,000元/平米，后一期拿到33,000元/平米。政府限价方面，成都限价之前一直很严格，已经开盘的项目，每次涨价幅度控制在5-10%以内，限价突破主要是体现在没开盘的项目，但17年的高价地大多利润率压力还是很大。

2.3、棚改影响方面：四川棚改体量小，受棚改缩量影响不明显，市场主要受预期影响

四川的棚改在全国都算比较少的，之前达州、南充稍微多一些，但是整体体量不大，所以受棚改变化的影响并不大，不像其他城市靠棚改驱动，大起大落，市场整体相对比较平稳，更多是受预期影响。

2.4、土地市场方面：19Q1土地市场较活跃，溢价率有所回升

18年成都土地供应数量249宗，同比-13%；土地成交数量206宗，同比-24%；供应建面3870万方，同比+27%；成交建面3,012万方，同比+10%；挂牌均价2,280元/平米，同比24%；成交均价2,608元/平米，同比-36%；溢价率11%，较17年下降25.6pct。19Q1土地市场相对较活跃，近期金牛拍了一块地17,000元/平米，双流拍了一块地13,600元/平米，去年整体在10,000元/平米左右。19年5月份溢价率到20%左右。

2.5、政策&利率方面：按揭利率无变化，限价略松、限购仍严格

按揭方面，首套上浮15%，二套上浮20%，首套首付比例30%，二套首付60%，天府新区70%。限价方面，分两方面，之前开过盘的，5-10%左右涨幅；没开过的，1)按土地成本法，给开发商一定的利润；2)第二种方式，参考同一区域、同一品牌、同一产品类型。限购方面也较严格，在成都工作的落户1年以上可购房，不在成都工作的落户2年以上可购房。

2.6、库存方面：去化周期6个月，较年初略升，主流房企库存不高

目前成都的库存周期约6个月，显性库存约1,162万方，1-2月是5个月左右，库存去化月数略微提升。公司角

度来看，到访城市公司在成都的土储大概能够卖 2 年左右，但是很多项目价格太高不太容易推出，结构性上有缺陷。到访城市公司 19 年预计拿地货值 300 亿，较 18 年持平。新城布局 3 圈层较多，18 年拿地比较多，近期旭辉拿地比较多，融创在成都今年只拿了一块地。除了恒大、保利货比较多，大多房企库存不高。

2.7、开竣工&宏观方面：18 年新开工同比+11%，施工同比+1%，竣工同比-7%，GDP 同比+10.5%

开工方面，18 年成都新开工面积 4,722 万方，同比 11.4%；其中，住宅新开工 2,691 万方，同比 13.4%；施工方面，18 年施工面积 1.95 亿方，同比+0.6%；竣工方面，18 年竣工面积 1,725 万方，同比-7%。宏观数据层面，18 年成都 GDP 1.53 万亿，同比+10.5%；人均 GDP 9.5 万元，同比+9.1%。18 年成都财政收入、财政支出分别为 1,424 亿元、1,838 亿元，分别同比+11.7%，+4.6%。

2.8、金科博翠府：3 月开盘去化率 75%，5 月周边项目开盘去化率下降较明显

金科博翠府，位于武侯新城板块，成都西南区域，板块后期会引进 30 万高端人才，带动高端需求，整个区域容积率规划控制在 2.5 左右。博翠府项目于 18 年 1 月份拿地，楼面价 13,600 元/平米+15%的人才公寓和公路配建，真实楼面价约 17,000 元/平米。项目于 19 年 3 月开盘，均价 27,500 元/平米。3 月开盘 176 套，当日去化率 75%，蓄客 6 个月，但因为之前一直没开盘，流失了一部分客户。目前还剩不到 10%。项目共 9 栋楼，容积率 2.13，建面约 7 万方，剔除 15%配建，大概 6 万方，总货值约 20 亿。价格方面，去年下半年新房基本没有降价案例，主要是新盘和二手倒挂，所以二手房价格下降比较多。去化方面，中粮项目（在金茂府旁边）5 月开盘，当日去化率比较惨淡。相比之下，金茂府节前开盘，去化率约 70%左右。按揭利率方面，首套 15%，二套 20%，没有变化。放款周期 1 个星期左右，也没有太大变化，具体看银行。

（十五）绵阳市：18 年上半年开始价格到顶，去化周期近 18 个月

1、绵阳市概要：

绵阳市位于四川盆地西北部，涪江中上游地带。截至 2018 年末，绵阳市总户数 206.18 万户，户籍人口 536.20 万人。常住人口城镇化率 52.53%，比上年末提高 1.52%。当年出生人口 49,827 人，死亡人口 37,377 人，人口自然增长率 2.3%。2018 年，绵阳市实现地区生产总值（GDP）2,303.82 亿元，按可比价格计算，增长 9.0%。其中：第一产业增加值 301.27 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 929.40 亿元，增长 9.4%；第三产业增加值 1,073.15 亿元，增长 10.1%。人均地区生产总值 47,538 元，增长 8.4%。三次产业结构为 13.1%：40.3%：46.6%。

2、绵阳市调研详情：

2.1、销售方面：18M12 去化率 65%，19M1、19M4 去化率分别 25%、21%，受供给周期影响较明显

绵阳融创九阙府于 18 年 12 月开盘，首开 122 套，当日去化率 65%，并在 10 天全部去化完；1 月 19 号，加推 210 套，当日去化率 25%，到三月基本清盘，目前还剩 7 套尾盘；4 月 20 号，加推了 140 套，当日去化率 21%。去化率下降较明显，主要源于 3-4 月份绵阳经开区大量的刚需盘集中推出，导致供货大幅提升，并且开发商大多以价换量，差不多价格都有 10-15%的降幅，吸引了很大一部分刚需，所以项目去化比较慢，市场受供给周期影响比较明显。项目主力户型 120-140 平米，主要针对首改、改善需求。

2.2、价格方面：18年上半年开始价格到顶，3-4月大量推盘致价格整体下降10-15%

价格方面，九阙府项目第一次开盘成交均价6,600元/平米，第二次开盘均价为7,200元/平米，目前成交均价7,400元/平米。全市来看，绵阳16年均价在7,500元/平米，17年约8,500元/平米，到18年5月基本就停止上涨了，目前是均价7,800元/平米，较18年初还降了一些。去年绵阳市基本没有降价，而今年3-4月份经开区由于大量盘推出来，平均降幅达15%。

2.3、土地市场方面：土地市场化程度低，名企囤地较多，招拍挂占比仅20%

土地市场方面，17H2到18年大量供地，但是绵阳大部分的地都在私人老板和民企手上，每年的招拍挂占比仅20%左右，土地市场的市场化程度很低。18年招拍挂拍了5块地，19年截至目前拍了3块地，18Q4溢价率低于10%，19Q1溢价率超40%。四川其它城市不这样，绵阳算是特例，以前绵阳是工业城市，有包括电子信息、冶金机械、军工等产业，很多之前的工业用地变性。绵阳近期拍了几块地，价格都较高。融创九阙府项目是18年5月和当地房企合作开发的。

2.4、购买力方面：人均收入4,500元/月，首付接受度20万，棚改体量小，按揭无变化

购买力方面，绵阳的收入分化比较严重，非国有单位人均收入约3,000元/月左右，企事业单位6,000元/月左右，全市平均4,000-5,000元/月。大多购房者能接受的首付在20万左右。绵阳市投资性需求很少，大部分是自住，以刚需、改善性需求为主。棚改方面，绵阳的棚改很少，一方面是地震后很多楼房都已经拆除更新了，另一方面源于当地是拆迁比较困难。绵阳主城区常住人口160万人，整个四川除了成都人口基本都是净流出的，绵阳相对流出较少。按揭利率方面，首套上浮15%，首付30%，二套上浮20%，首付50%，和去年没有变化。政策方面，没有限购、限价。

2.5、库存方面：去化周期近18个月，大开发商进驻多选择收并购或合作，18年开工较多，19较少

库存方面，18年12月是市场最差的时候，当时有300-400万方存量，每个月只能卖10-20万方。目前全市可售约300万方，去化周期15-18个月左右。绵阳的大开发商很少，目前只有华润、恒大、东原、中梁、融创、领地等开发商，而且各家手上土地存货也较少。绵阳的政企关系非常明显，新来的开发商大多只能通过找当地有地的私人老板，收并购和合作开发。开工方面，去年开工项目很多，特别经开区，今年目前来看开工相对较少。

（十六）漳州市：16-17年成交高峰，18年初逐步转冷，地王项目去化乏力

1、漳州市概要：

漳州，福建省下辖地级行政区域，是海峡西岸城市之一。2018年末全市常住人口514.0万人，比上年末增加4.0万人，常住人口城镇化率59.0%，比上年末提高1.3个百分点。根据常住人口推算，全年出生人口7.44万人，出生率为14.6‰；死亡人口3.32万人，死亡率为6.5‰；自然增长率为8.1‰。2018年全年实现地区生产总值3,947.63亿元，比上年增长8.7%。其中，第一产业增加值438.58亿元，增长4.4%；第二产业增加值1,887.22亿元，增长8.7%；第三产业增加值1,621.83亿元，增长9.7%。三次产业比例由上年的11.3%:48.1%:40.6%调整为11.1%:47.8%:41.1%。人均地区生产总值77,102元，比上年增长7.7%。

图表 102、漳州市城市概况

漳州	2017年	2018年	同比
年末全市常住人口(万人)	510.0	514.0	0.8
地区生产总值(亿元)	3,563.5	3,947.6	8.7
人均生产总值(万元)	7.0	7.7	7.7
人均可支配收入(万元)	2.5	2.7	8.9

资料来源：漳州市政府工作报告，华创证券

2、漳州市调研详情：

2.1、16-17年成交高峰，18年初逐步转冷，19年3月回暖、5月略下行，地王项目去化乏力

漳州市场在16-17年达到成交高峰，17年曾有5盘同一天开、几乎全部售罄的盛况。18年初至19年春节前逐步转冷，19年3月回暖、5月略下行但仍能持续走量。18年月均去化7-8万方、全年漳州市区约成交百万方。高端项目如碧湖建发单价最高2.33万/平、但去化仍较好，得益于碧湖板块地段、学区配套以及建发在福建的品牌效应。部分17年的地王项目在18年至今去化乏力，但特发等13年甚至更早拿地的大盘项目在18年反而销量不错，在价格战中取胜。县城来看，南靖县和漳浦县销量较好，但县城里本土房企销售很弱、建发和碧桂园销量较好。

2.2、总体供地节奏平稳、库存健康，19年至今地价触底回升、溢价率上行

漳州政府总体供地节奏比较平稳，18年土地成交100亿左右；今年预计供应会加大。14-15年库存非常高，过度去库存后16-17年供应变少、房价暴涨，目前远期库存20个月（已拿地）、近期库存（6-8个月，不考虑两个开发了10多年的慢周转百万方历史大盘港资香江铂宫和本土特发项目），相对仍较健康。土地市场热度在17年达到顶峰，17年4月禹洲拍出东部芴城区项目地王、楼面价1.67万元/平（目前售价1.5万/平），18年初保利世茂龙文区拿地楼板价1.08万元/平（目前售价1.55万元/平）。18H2土地市场较冷，中骏龙湖联合拿地5,000元、周边项目之前楼板价8,000-9,000元；当时周边在售大唐印象楼板价1万、售价1.7万/平。目前漳州拍地限地价、限售价；5月土地有所回暖，溢价率上行、绝对地价触底回升但没有回到历史高位，国贸&融创拿地楼板价9,407元/平、溢价率142.5%；建发拿地项目楼面价9,013元/㎡，溢价率116%。

2.3、房价较17年高点下降、目前平稳略涨，但平均房价收入比不低

漳州一般工薪阶层月收入3,000元左右，一般公务员收入4,000-5,000元。18年漳州房价均价1.15万/平，目前全市均价1.2万元/平，保持平稳略涨，但平均房价收入比不低。16年漳州郊区售价5,000元，目前售价1万。17年房价暴涨，年底漳州开始限价，同时厦门市场走弱与漳州市场需求透支综合导致客户对于房价上涨接受幅度变弱，18年降价幅度较大的融信项目（地段略差）从1.7万降至1.2万，但当时去化仍不太理想。经历了18H2的惨淡后，价格不再下行、略有回暖。建发碧湖项目2.33万/平但去化仍较好，九十九湾板块刚需产品如悦榕庄和特发项目由于定价合理去化也较好。部分地王项目采用低开高走的策略，分批少量推盘销售也能持续走量。

2.4、品牌开发商近年陆续进入漳州、不乏地王，售价较本土开发商溢价10-20%

2001年万达进入漳州，开发万达广场和住宅（售罄）；后续品牌房企包括融信、建发（深耕新城区碧湖板块、口碑较好）、恒大、禹洲、保利、世茂、中海等陆续进入漳州市场，本土房企特房也在早期拿过大盘、至今仍在开

发。目前购房利率首套基准略上浮、二套上浮 20%，三套不能贷款。18 年有少量投资客，19 年至今以漳州本地人购房需求偏多，也包括部分县城人在市区的购房需求。

（十七）莆田市：市场区域分化、但总体库存合适、供地不多，近期溢价率有上行

1、莆田市概要：

莆田市位于福建沿海中部，东南濒临台湾海峡，东北毗邻福州市的福清市，西南连接泉州市。2018 年末全市常住人口 290.0 万人，与上年末持平。其中，城镇常住人口 176.9 万人，占总人口比重为 61.0%，比上年末提高 1.4 个百分点。全年出生人口 3.8 万人，出生率为 13.2‰；死亡人口 1.9 万人，死亡率为 6.7‰；自然增长率为 6.5‰。2018 年全年实现地区生产总值 2,242.41 亿元，比上年增长 8.3%。其中，第一产业增加值 116.27 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 1,179.91 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 946.23 亿元，增长 8.6%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 5.2%，第二产业增加值比重为 52.6%，第三产业增加值比重为 42.2%。全年人均地区生产总值 77,325 元，比上年增长 8.1%。

图表 103、莆田市城市概况

莆田	2017 年	2018 年	同比 (%)
年末全市常住人口 (万人)	290.0	290.0	0.0
地区生产总值 (亿元)	2,045.2	2,242.4	8.3
人均生产总值 (万元)	7.1	7.7	8.1
人均可支配收入 (万元)	2.6	2.8	8.8

资料来源：莆田市政府工作报告，华创证券

2、莆田市调研详情：

2.1、销售 3、4 月回暖、5 月略降但价稳，本地购房者居多、偏好刚需和高端

莆田城市实力在福建仅次于厦门、泉州、福州，排名第四，尤其民间资金实力雄厚，人口净流出做生意较多，即使 14 年市场也没有非常惨淡、只是短期波动后反弹。莆田不限购、不限售但自 18 年中开始限价，但政策细节变动频繁。17 年莆田楼市成交火热，尤其木兰溪（政府着力打造的新城区）地王带动房价暴涨，18H2 开始走弱至 19 年春节，3、4 月有所回暖，5 月目前略降。购房者主要为莆田本地人居多，购买力较强；涵江和城北项目购房群体以山里人（莆田本地做生意的人，基本住自建房）居多，城南购房群体以秀屿区与仙游县人居多；100 平左右的刚需产品和 180 平甚至以上的高端产品销路较好。

2.2、区域分化、但总体库存合适、供地不多，政府财政压力较大、近期溢价率有上行

城南仅融创兰溪二期和联发楼盘在售，涵江由于 17 年供地较多，库存较其他区略高，但也有部分项目进入价稳持销走量阶段。莆田政府财政压力较大，源于几大工程，包括佛教论坛（修路、拆迁等，但由于意外事件举办不太成功）、高铁新城和木兰溪综合治理（十二五规划开始发展）等。根据福建政府公布，2018 年棚改 15 万套，城南老城区拆迁较多；2019 年计划 25 万套，19H2 将进入棚改放量阶段。2018 年莆田土地成交 60 亿，18H2 基本底价成交、也有流拍；5M19 土地成交 28 亿、同比供地增加，近期溢价率有所上行。

2.3、17H1 地王引发房价翻倍，18 年中各区开始限价，目前主城区限价 1.6 万、郊区 1.05 万

2017 年 4 月 17 日融创城南城厢区兰溪大观一期拿地楼板价 8,800 元/平，溢价率 40%；当时周边一手房房价 1.1-1.2 万元/平（之前每年涨幅平缓、不超过 1,000 元）。之后城南二手房成交量价齐升，城北 5 月初三连拍（阳光城、保利和融信）三块地王，楼板价均在 1 万/平左右，当时预期售价 2 万/平。但周边有大盘联发君领天玺之前持销 1.2 万/平、但销售较弱，三连拍后君临涨价到 1.5 万吸走新盘客户。17 年 12 月融创兰溪一期开盘售价 2.04 万元/平，单盘销售额 22.3 亿元、18 年 11 月末售罄，成为莆田高端楼盘量价标杆。18 年中各区陆续开始限价，目前城南毛坯限价 1.6 万/平（融创兰溪二期楼板价 7,000 元/平、附近联发楼盘楼板价 6,000 元/平）；涵江限价 1.05 万/平（融创玖溪大观楼板价 4,000 元/平）；城北自 18 年 9 月恒大 1.45 万/平拉开价格战和促销，目前基本价格在 1.5-1.6 万/平，但已经可以跑量。

六、投资建议：棚改退坡但余音绕梁，城市独立周期正当时，维持行业“推荐”评级

过去三年棚改大力推进，三四线市场因棚改而起，而今年开始棚改退坡，市场担忧三四线市场或因棚改而衰。不过 2019H1 中现实销售的稳定，却一定程度否定了原先悲观预期，也造成了市场的迷茫。经过近期行业数据分析和 16 个城市草根调研，我们认为棚改的平滑效应和城市独立周期两种机制，共同推动了三四线需求虽处于下行周期，但或将更可能表现为结构分化、稳中有降，再考虑一二线需求的复苏，全国总体需求将表现稳定，预计 2019 年全年销量同比-1%左右。我们认为，近期基本面略有走弱，并预计投资逐步放缓、销量二次探底，政策面和资金面却已于 18Q3 见底，并全球流动性宽松预期升温，而估值仍处于低位，2019PE 仅 4-9 倍，NAV 折价 20-60%，此外，主流房企销售保持稳定，集中度继续提升，中报普遍业绩大幅高增，板块低估值吸引力大幅提升。我们维持开发板块**推荐**评级，维持推荐：1) 一线龙头：保利地产、万科 A、融创中国、金地集团、绿地控股、招商蛇口；2) 二线蓝筹：中南建设、阳光城、旭辉控股、金科股份、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展；3) 商业地产：大悦城；4) 国企改革：首开股份。此外，维持物管板块**推荐**评级，维持推荐：中航善达，并建议关注：碧桂园服务、永升生活服务。

七、风险提示：房地产调控政策超预期收紧以及行业融资政策超预期收紧

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500