

# 房地产

## 方向重于力度，胜率赔率双升

5月15日，央行、银保监会发布调整差别化住房信贷政策有关问题的通知，规定首套普宅的商业性个人住房贷款利率下限调整为5年期LPR减20BP（即4.4%），二套普宅下限仍按现行规定执行（LPR加60BP，即5.2%）。

### 力度虽弱，但态度积极

此次个人住房贷款利率下限调整之后，重点城市平均利率距离政策下限依然有77BP、25BP的空间。虽然此次规定只针对普通住宅（一线城市很大比例新房和二手次新不满足普宅要求），但积极信号在于：1、此前降至政策下限的银行可以继续下调（此前只有南通等个别城市首套利率执行4.6%下限），2、央行统一发声之后地方执行层面更为积极，房贷利率加速下行；3、有望从预期层面提振市场信心，代表新一轮托底周期的开启，不排除LPR调降、普宅标准、认房认贷标准、首付比例等选择性调整。

### 疫情干扰政策效果

我们在《估值徘徊折射政策分歧》中梳理过地产政策博弈的逻辑堵点，而疫情的非线性发展进一步放大了政策的长、短期效果担忧。即1、高预期：316以来单向博弈的政策环境持续推高市场情绪，部分筹码提前预期到全面放松的情景；2、现实近忧：疫情影响需求释放节奏，回款压力和债务到期压顶，部分民企等不起，可能会有新的信用事件；3、现实远虑：两年多疫情反复对居民现金流和资产负债表的冲击较大，需求弹性或疫后回补效应可能会低于预期（易居中国调研表明53%购房需求明确受到疫情影响）。相信经历估值调整之后，高预期已经有所消化，并且有望重新回升。

### 政策的现实和想象力空间充足

地产政策的倒逼机制决定了放松需要明确差的事实和前提，我们相信基本面持续深度探底是新一轮政策博弈的开始，尤其是今年的稳增长留给地产的时间越来越少（6月可能会是基本面方向的决战时点），并且在政策依然有充足工具箱的情况之下，政策不会接受行业硬着陆的风险不断扩大。传统工具方面：据我们不完全统计，限购城市销售金额全国占比约40%，限贷城市销售金额占比约50%，这些城市基本面的企稳能够稳住基本盘。新型工具方面：财政资金直达需求依然有想象空间，新市民或者县城城镇化都是可能的载体（底层逻辑类似棚改：财政资金寻找并提前释放/置换合理住房需求）。

### 地产是被动变量，短期赔率重新提升

我们始终认为地产是经济发展的被动变量，即使几轮成功的轰轰烈烈的逆周期调控，地产的主动作为依然叠加了内外部的时代红利。居民储蓄和杠杆逆周期调节的空间是有限的，也是需要前提的，地产放松能够解决一部分问题，但是不能解决所有问题。目前受居民资产负债表损伤和资产升值预期的影响（接受了房住不炒），我们认为此轮基本面改善幅度会明显弱于前几轮周期，但是不意味着当前继续保持克制（此轮政策定力已经超出市场预期，也很好起到教育市场的目的），也不影响情绪的改善和预期的抢跑。地产PB估值对基本面的量价预期是高度敏感的，短期的政策改善预期和基本面潜在的方向变化会进一步提升地产的胜率和赔率。

### 把握政策结构性宽松的beta与收并购的alpha

投资建议：未来行业beta取决于行业结构调整、产能出清节奏和政策托底力度；alpha在于收并购对重点房企资产负债表和利润率的修复、逆周期加杠杆的精准度、围绕住房场景价值的长期挖掘。持续推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、万科A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：新城控股、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。建议关注：首开股份、华发股份、金融街、越秀地产、建发国际等地方国企。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期。

证券研究报告

2022年05月17日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

韩笑 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521120006  
hanxiaob@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

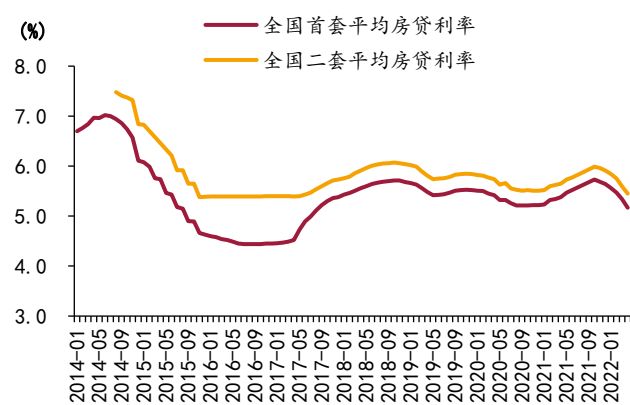
- 1 《房地产-行业点评:现实向预期靠拢——统计局4月数据点评》 2022-05-17
- 2 《房地产-行业专题研究:天风问答系列:限购限贷对销售的影响范围有多大?》 2022-05-16
- 3 《房地产-行业研究周报:透过银行年报看地产信贷》 2022-05-15

5月15日，央行、银保监会发布调整差别化住房信贷政策有关问题的通知，规定首套普宅的商业性个人住房贷款利率下限调整为5年期LPR减20BP（即4.4%），二套普宅下限仍按现行规定执行（LPR加60BP，即5.2%）。

## 1. 力度虽弱，但态度积极

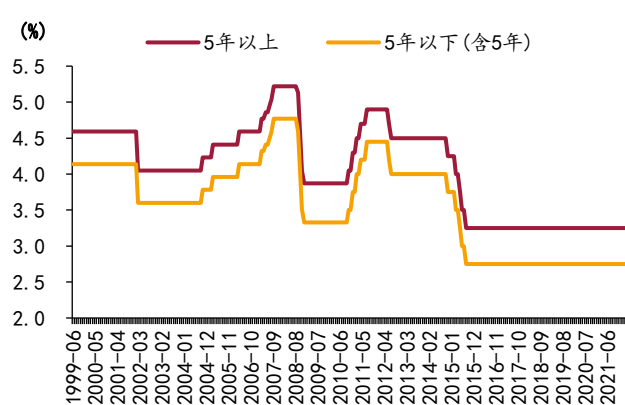
根据贝壳研究院统计，21年10月以来全国重点城市首套、二套平均房贷利率持续下行，由5.73%、5.99%的高点回落至22年4月的5.17%、5.45%，回落幅度56BP、54BP。此次调整之后，重点城市平均利率距离政策下限依然有77BP、25BP的空间。虽然此次规定只针对普通住宅（一线城市很大比例新房和二手次新不满足普宅要求），但积极信号在于：1、此前降至政策下限的银行可以继续下调（此前只有南通等个别城市首套利率执行4.6%下限），2、央行统一发声之后地方执行层面更为积极，房贷利率加速下行；3、有望从预期层面提振市场信心，代表新一轮托底周期的开启，不排除LPR调降、普宅标准、认房认贷标准、首付比例等选择性调整。

图 1：全国首套、二套平均房贷利率



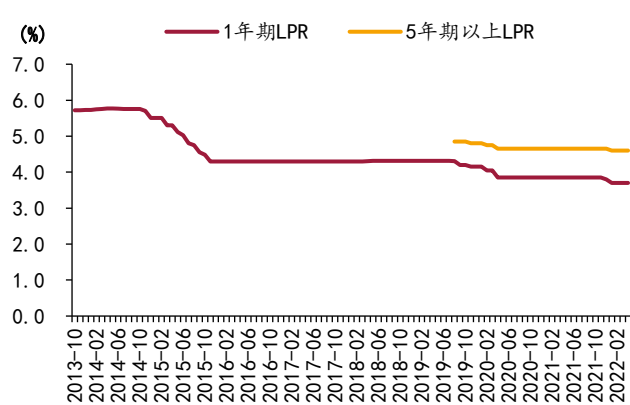
资料来源：Wind，贝壳研究院，天风证券研究所

图 2：个人住房公积金贷款利率



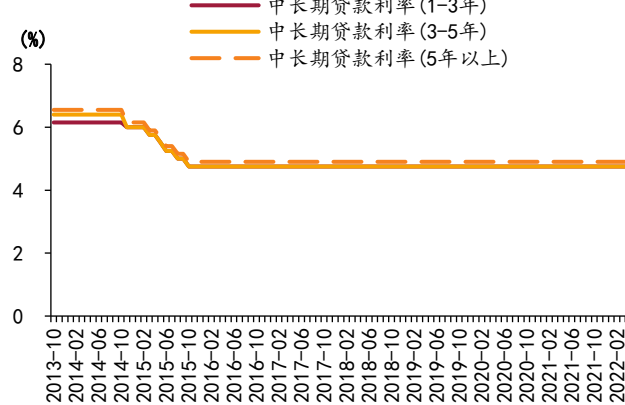
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：贷款市场报价利率 (LPR)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：央行中长期贷款利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：中央历年首付比例调整复盘

贷款类型	首套	20% (90平以下)				20%		20% (经适房)								
		20%	20% (可到30%)	20% (90平以下)	30% (90平以上)	30%	20%	30% (非经适房)	60%							
公积金贷款	首套	20%	20% (可到30%)	20% (90平以下)	30% (90平以上)	30%	20%	20% (经适房)	30% (非经适房)							
	二套	20%	20% (可到30%)	20% (90平以下)	30% (90平以上)	30%	20%	20% (经适房)	30% (非经适房)							
商业贷款	首套	20%	20% (可到30%)	20% (90平以下)	30% (90平以上)	30%	20%	25% (可浮动5%)								
	二套	20%	20% (可到30%)	40%	50%	60%	30% (已还清)	40% (未还清)	30%							
时间		2003年1月	2005年3月	2006年5月	2007年9月	2008年10月	2010年1月	2010年4月	2010年11月	2011年1月	2014年9月	2015年3月	2015年8月	2016年2月	2019年4月	至今

资料来源：中国政府网，公积金管理中心，中国人民银行，天风证券研究所

表 1：现行地方规定的首付比例下限

城市	商业贷款首付比例				公积金贷款首付比例			
	首套房 (无贷)	首套房 (有贷)	二套房 (无贷)	二套房 (有贷)	首套房 (无贷)	首套房 (有贷)	二套房 (无贷)	二套房 (有贷)
<b>一线城市</b>								
北京	35%，非 40%	60%，非 80%	60%，非 80%	60%，非 80%	35%，非 40%	35%，非 41%	60%，非 80%	60%，非 80%
上海	35%	50%，非 70%	50%，非 70%	50%，非 70%	20% (≤90 m <sup>2</sup> ) 30% (>90 m <sup>2</sup> )	20% (≤90 m <sup>2</sup> ) 30% (>90 m <sup>2</sup> )	50%，非 70%	50%，非 70%
深圳	30%	50%，非 60%	70%，非 80%	70%，非 80%	30%	30%	70% (离婚 2 年内家庭仅 1 套房 50%)	70% (离婚 2 年内家庭仅 1 套房 50%)
广州	30%	40%，非 70%	50%	50%，未结清 70%	30%	40%、非 70%， 未结清 70%	50%，非 70%	50%，非 70%， 未结清 70%
<b>二线城市</b>								
昆明	20%	20%	45%	45%	20%	20%	50%	50%
太原	30%	30%	40%	40%	30%	30%	40%	40%
三亚	30%，外 70%	30%，外 70%	50%	50%	30%	30%	40%	40%
海口	30%	30%	40%	40%，未结清 70%	30%	30%	40%	40%
青岛	30%	30%，未结清 40%	40%	40%	30%	30%	40%	40%
沈阳	30%	50%	50%	50%	30%	40%	40%	40%
大连	30%	30%	40%	40%	30%	30%	60%	60%
宁波	30%	30%	40%	40%，未结清 60%	30%	30%	30%	30%，未结清 60%
无锡	30%	30%	40%	60%	20%	20%	40%	40%
石家庄	30%	30%	40%	40%，未结清 50%	30%	30%	60%	60%
长沙	30%	30%	35%	35%，未结清 45%	20%	20%	35%	35%
西安	30%	30%	40%-70% (根据首套、二套面积)		35%，非 40%	35%，非 40%	50%，非 55%	50%，非 55%
武汉	30%	30%	50%，非 70%	50%，非 70%	20%，非 30%	20%，非 30%	20%，非 30%	20%，非 30%
郑州	30%	60%	60%	60%	30%	30%	40%	40%
济南	30%，外 60%	60%	60%	60%	30%	60%	60%	60%
成都	30%	40%，非 50%	40%，非 50%	40%，非 50%	30%	30%	40%	40%
天津	30%	60%	60%	60%	30%	30%	60%	60%
杭州	30%	30%	50%	50%	30%	30%	60%	60%
厦门	30%	40%，未结清 60%	40%	50%，未结清 70%	30%	40%，未结清 60%	40%	50%，未结清 70%
福州	30%，外 40%	30%，外 40%	50%	50%	30%	30%	40%	40%
南京	30%	50%	50%	80%	20%	20%	20%	20%
南昌	30%	40%	40%	50%	30%	30%	40%	40%
苏州	30%	50%	50%	80%	20%	20%	50%	50%
合肥	30%	40%	40%	50%	20%	20%	20%	20%

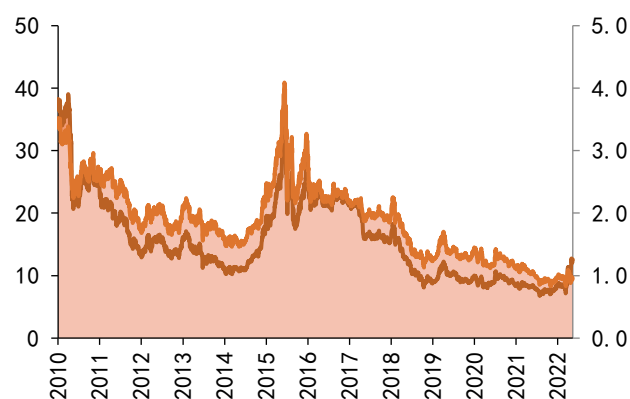
注：以上城市皆为限购城市；黄底为高出中央规定下限城市；非：非普通住宅；外：外地户籍

资料来源：各地政府官网，各地公积金中心官网，乐居网，本地宝，天风证券研究所

## 2. 疫情干扰政策效果

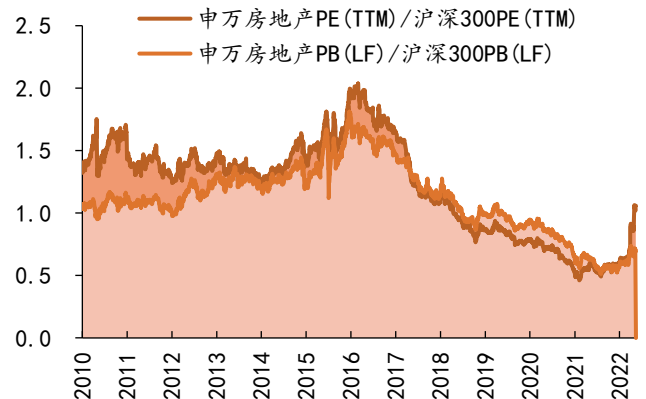
我们在《估值徘徊折射政策分歧》中梳理过地产政策博弈的逻辑堵点，而疫情的非线性发展进一步放大了政策的长、短期效果担忧。即 1、高预期：316 以来单向博弈的政策环境持续推高市场情绪，部分筹码提前预期到全面放松的情景；2、现实近忧：疫情影响需求释放节奏，回款压力和债务到期压顶，部分民企等不起，可能会有新的信用事件；3、现实远虑：两年多疫情反复对居民现金流和资产负债表的冲击较大，需求弹性或疫后回补效应可能会低于预期（易居中国调研表明 53%购房需求明确受到疫情影响）。相信经历估值调整之后，高预期已经有所消化，并且有望重新回升。

图 6：申万房地产 PE (TTM) 和 PB (LF)



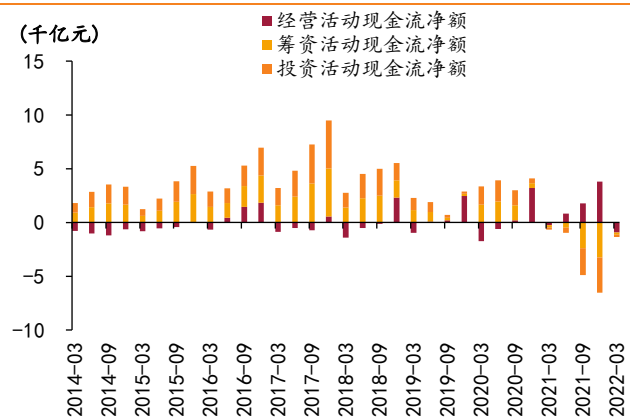
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：申万房地产相对沪深 300 的 PE (TTM) 和 PB (LF)



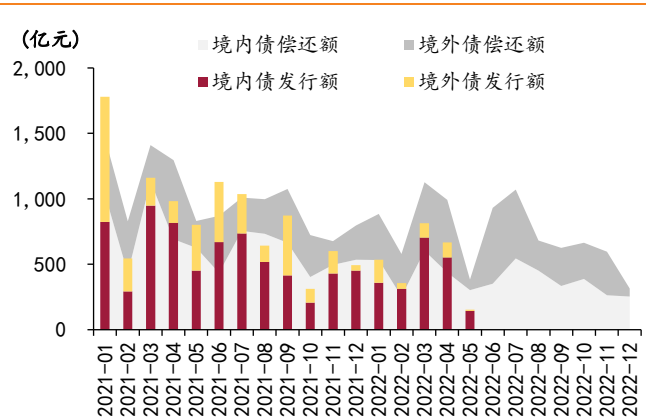
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：申万房地产现金流



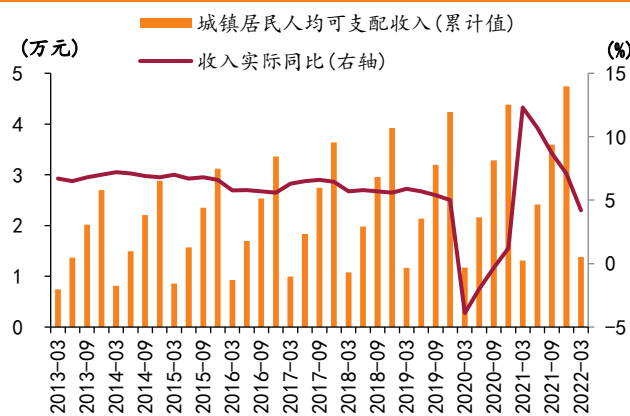
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：房企债券融资及到期归还情况



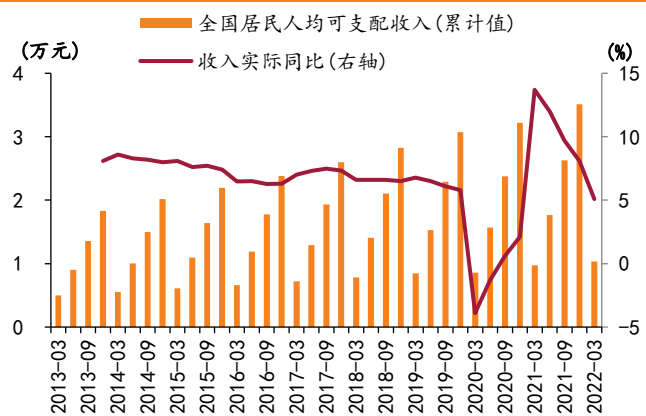
资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

图 10：城镇居民人均可支配收入（累计值）及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：全国居民人均可支配收入（累计值）及同比增速

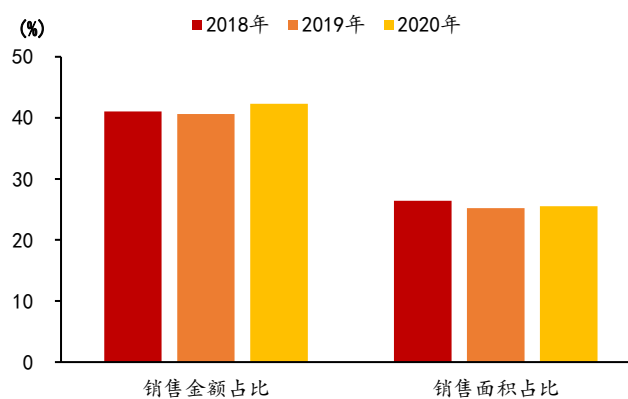


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 政策的现实和想象力空间充足

地产政策的倒逼机制决定了放松需要明确差的事实和前提，我们相信基本面持续深度探底是新一轮政策博弈的开始，尤其是今年的稳增长留给地产的时间越来越少（6 月可能会是基本面方向的决战时点），并且在政策依然有充足工具箱的情况之下，政策不会接受行业硬着陆的风险不断扩大。传统工具方面：据我们不完全统计，限购城市销售金额全国占比约 40%，限贷城市销售金额占比约 50%，这些城市基本面的企稳能够稳住基本盘。新型工具方面：财政资金直达需求依然有想象空间，新市民或者县域城镇化都是可能的载体（底层逻辑类似棚改：财政资金寻找并提前释放/置换合理住房需求）。

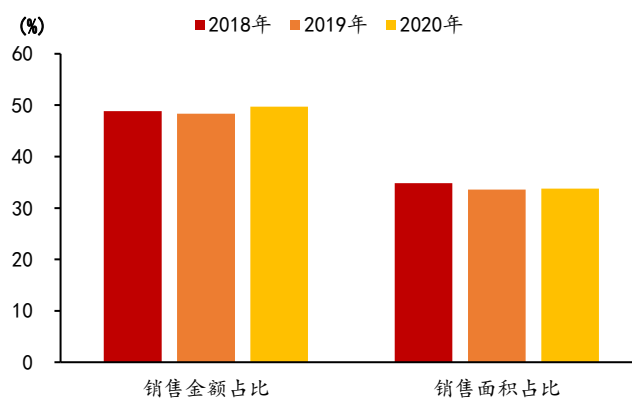
图 12：2018-2020 年限购样本池城市销售占全国比例



注：样本池见团队 5 月 16 日报告《天风问答系列：限购限贷对销售的影响范围有多大？》

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2018-2020 年限贷样本池城市销售占全国比例



注：样本池见团队 5 月 16 日报告《天风问答系列：限购限贷对销售的影响范围有多大？》

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：近期因城施策“四限”及信贷类放松政策概览

时间	“四限”政策				信贷政策	
	限贷	限购	限售	限价	个人信贷	房企信贷
2018-01		兰州 北京 南京				北京
2018-02		天津				
2018-03		九江				
2018-04		北京 厦门 石家庄				
2018-05						
2018-06		浙江	西安			
2018-07		天津	太原			
2018-08		合肥 广州				
2018-09		石家庄				
2018-10						
2018-11		江门			北京 杭州 广州 深圳 南京 宁波	
2018-12			菏泽 广州		佛山 福州	
2019-01			南京 大连		上海	
2019-02	合肥			阜阳 济南		
2019-03		保定 泉州 海南 呼和浩特 保定			菏泽	
2019-04		苏州				
2019-05				赤峰		
2019-06		南京 北京				
2019-07						
2019-08		珠海 上海		常德	杭州 常德	
2019-09		济南 宁波		天津		
2019-10		泉州 天津 西安 三亚 廊坊 南京 清远 江门		海口		
2019-11		*深圳 佛山				
2019-12		广州 成都	深圳			
2020-01					上海 深圳 哈尔滨	
2020-02	绍兴	厦门		九江		江西 三亚 福州 海口 佛山 济南 焦作 河南 承德 三明 青岛 宣城 贵阳 九江 钦州 抚州 温州 陕西 鹤壁
2020-03		天津 江门 佛山 广州	南通	东莞 防城港 大连	苏州 昆明 佛山 郑州 温州 珠海 福州 泉州 桂林	贵阳 深圳 茂名 株洲 江门 泰州 益阳 太原 湘潭 大理 防城港 汉中 河南 桂林 烟台 岳阳 昆明 湖北 恩施
2020-04	兰州	苏州 南通		岳阳		
2020-05		海南	东莞		武汉	
2020-06					#苏州	
2020-07		杭州 成都 宁波 南京 北京	长春			
2020-08	桂林	广州 *深圳 苏州				
2020-09	重庆	天津 太原				
2020-10		万宁				
2020-11		宜兴			哈尔滨	
2020-12		文山 南昌 深圳	福州			
2021-10						北京 成都
2021-11			西安	保定		
2021-12		海南				
2022-01		福州			蚌埠 合肥 昆明	佛山
2022-02	温州 菏泽 南宁 重庆 赣州 佛山 驻马店 南通	南昌		长沙	深圳 北京 上海 福州 惠州 广州 苏州 杭州	
2022-03	宁波 德州 昆明 沈阳 广西 郑州	福州	青岛 哈尔滨		郑州 襄阳	
2022-04	兰州 昆明 张家口 宜昌 淮北 贵阳	秦皇岛 南京 苏州 无锡 佛山 *上海 中山 长沙 沈阳 东莞	衢州 宜昌	东莞 天津	绵阳 安徽 重庆 淮北 南京 张家口 广东 郑州 临沂 河北 山东 四川 新疆 甘肃 山西 湖南 南阳 贵阳	郑州 南阳 贵阳

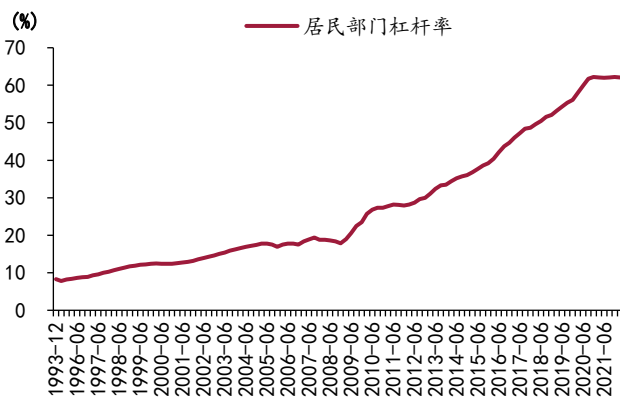
注：图中“四限”政策中红色标记部分为重点政策，带\*号标记为针对特殊区划出台政策，未标记部分为针对人才等特殊人群出台政策

资料来源：中指研究院，观点网，澎湃新闻，财联社 APP，天风证券研究所

## 4. 地产是被动变量，短期赔率重新提升

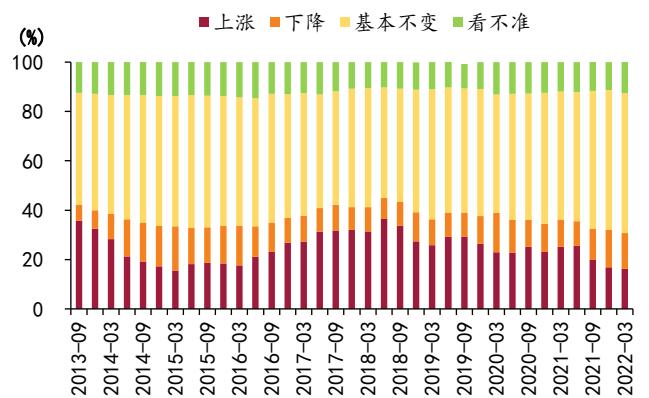
我们始终认为地产是经济发展的被动变量，即使几轮成功的轰轰烈烈的逆周期调控，地产的主动作为依然叠加了内外部的时代红利。居民储蓄和杠杆逆周期调节的空间是有限的，也是需要前提的，地产放松能够解决一部分问题，但是不能解决所有问题。目前受居民资产负债表损伤和资产升值预期的影响（接受了房住不炒），我们认为此轮基本面改善幅度会明显弱于前几轮周期，但是不意味着当前继续保持克制（此轮政策定力已经超出市场预期，也很好起到教育市场的目的），也不影响情绪的改善和预期的抢跑。地产 PB 估值对基本面的量价预期是高度敏感的，短期的政策改善预期和基本面潜在的方向变化会进一步提升地产的胜率和赔率。

图 15：我国居民部门杠杆率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：未来房价预期



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 把握政策结构性宽松的 beta 与收并购的 alpha

投资建议：未来行业 beta 取决于行业结构调整、产能出清节奏和政策托底力度；alpha 在于收并购对重点房企资产负债表和利润率的修复、逆周期加杠杆的精准度、围绕住房场景价值的长期挖掘。持续推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：新城控股、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。建议关注：首开股份、华发股份、金融街、越秀地产、建发国际等地方国企。

## 6. 风险提示

- 1) 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2) 行业销售下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3) 因城施策力度不及预期。

## 分析师声明

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

## 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com