

行业评级:

房地产

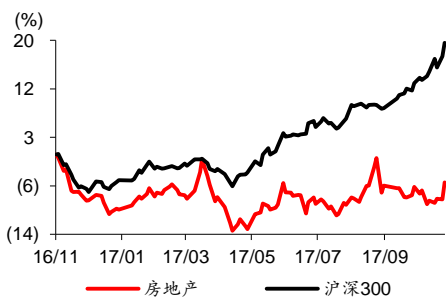
增持 (维持)

贾亚童 执业证书编号: S0570517090003
研究员 jiatong@htsc.com

相关研究

- 1 《房地产: TOP50 逐步展现优势》2017.11
- 2 《房地产: 两个市场, 两个世界》2017.06
- 3 《房地产: 利率预期差, 引领地产反弹》2017.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

长效机制渐显, TOP50 领跑行业

房地产行业 2018 年策略报告

核心观点

在行业政策面明年预计偏紧的情况下, 我们预计 2018 年销售面积增速为 -6%, 销售金额增速为 -4%, 行业开发投资增速为 4%。同时 TOP50 房企开始逐步展现出明显的领跑优势, 建议关注其中万科、绿地控股、招商蛇口、新城控股、金地集团、中南建设、阳光城等。

政策篇: 因城施策政策分化, 长效机制建设加速

房地产行业 2017 年政策呈现出因城施策、区域分化的局面, 其中一二线城市与部分热点三线城市在传统限购限贷版图的基础上继续升级、扩围, 目前呈现出限购、限贷、限售、限价和限商的五限格局; 而大部分三四线城市则在棚改+高货币化补偿的刺激下依然维持了相对宽松的政策环境。展望 2018 年, 行业在库存以及房价等硬约束的条件下难有进一步的表现。未来政策的发展趋势是建设房地产长效机制, 其中租赁住房、共有产权房以及房产税等方向已开始逐步浮出水面。

销售篇: 销售延续近三年强劲势头, 但后续动力或减弱

2017 年商品房销售延续近三年来的增长势头。2017 年 1-10 月全国商品房销售面积 13.0 亿平方米, 同比增加 8.2%; 另外全国商品房销售额 10.3 万亿元, 同比增加 12.6%, 行业连续三年维持强劲的增长势头。但后期尤其是随着三四线城市政策的逐步收紧, 预计 2018 年销售面积下滑 6%, 销售金额下滑 4%。

开发投资篇: 开发投资展现韧性, 后期增速趋缓

2017 年 1-10 月, 全国房地产开发投资额为 9.1 万亿元, 同比增加 7.8%, 增长势头得以延续。新开工占施工面积的比例由 2010 年的 40.4% 持续下滑至 2017 年 1-10 月的 19.3%, 导致新开工对于开发投资的拉动作用减弱, 而存量施工面积对于开发投资的影响增加。我们通过拆分施工投资以及土地投资项, 预计 2018 年开发投资增速为 4%。

企业篇: TOP50 房企开始展现出独特优势

2017 年是房地产企业集中度提升较快的一年。其中 TOP50 房企的表现相对出众, 在利润率、运营效率以及负债水平上都有一定的优势, 尤其是在销售增长率方面进一步扩大领先, 其中值达到了 45%, 大幅领先于 TOP51-100 房企的 -18% 中值, 这也为 TOP50 房企在 2018 年取得更好的财报表现奠定了坚实的基础。

风险提示: (1) 若房价继续上行, 则行业可能面临政策调控加码风险; (2) 若后续美联储加息频率加快, 而国内一旦跟随加快的话, 则行业可能面临资金面收紧超预期风险。

正文目录

1. 行业政策篇：因城施策政策分化，长效机制建设加速.....	5
1.1 一二线城市：“五限”版图扩围，调控维度更趋立体.....	5
1.1.1 限购限贷逐步升级，一线城市制定最严范本.....	5
1.1.2 限售成为调控主力手段，同时有向三四线城市扩围的倾向.....	6
1.1.3 限价亦成为本轮调控政策的有力工具.....	7
1.1.4 限商主要在一线城市，三四线城市难以跟进.....	8
1.2 三四线城市：高货币化补偿的棚改新政促成相对宽松政策环境.....	8
1.3 长效机制提速，租赁建设先行.....	10
1.3.1 租赁市场：所有权让渡使用权，进一步丰富供应体系.....	11
1.3.2 共有产权：打破产权价值绝对分割状态，丰富市场供给维度.....	15
1.3.3 房产税：整体稳步推进，进度或超预期.....	16
2. 销售篇：2017 销售延续近三年强劲势头，但后续动力或减弱.....	17
2.1 回溯 2017：销售表现强劲，三四线城市热度异常.....	17
2.1.1 三四线城市因库存减少以及房价压力后续政策风险在加大.....	18
2.1.2 高杠杆成交是推动 2017 年成交高涨的另一重要因素.....	19
2.2 展望 2018：中性假设下，行业销售面积下滑 6%.....	21
3. 开发投资篇：开发投资展现韧性，后期增速趋缓.....	23
3.1 回溯 2017：开发投资保持韧性，土地购置提供支撑.....	23
3.2 展望 2018：施工面积略有缩减，开发投资增速下滑.....	25
3.2.1 土地购置费用：前高后稳，预计 2018 年全年增长 17.4%.....	26
3.2.2 施工投资：受施工面积拖累，预计 2018 年全年降低 1.17%.....	27
3.2.3 开发投资：施工投资降土地购置增，预计 2018 年全年增长 4.01%.....	31
4. 企业篇：TOP50 房企开始在 2017 年展现出独特优势.....	32
4.1 TOP100 市占率提升，但内部结构出现分化.....	32
4.2 成长性上 TOP50 房企开始显现优势.....	33
4.3 盈利能力方面 TOP50 更占优势.....	34
4.4 负债方面 TOP50 更占优势.....	35
5. 总结.....	37

图表目录

图表 1: 2016-2017 三轮限购限贷调控	5
图表 1: 2017 年 10 月 533 家银行首套房按揭首付比例分布	6
图表 2: 2017 年 10 月 35 个城市二套房首付比例	6
图表 3: 一线城市限购限贷一览	6
图表 4: 限售城市汇总	7
图表 5: 2017 年以来部分城市限价政策	8
图表 6: 棚改量及货币化安置比例	9
图表 7: 棚改量及货币化安置比例	9
图表 8: 棚改量及货币化安置比例	10
图表 9: “长效机制”政策汇总	11
图表 10: 租购同权发展历程	11
图表 11: 2014 年以来租赁相关政策	12
图表 12: 2017 年地方租赁政策	13
图表 13: 租赁市场主要参与主体	14
图表 14: 金融机构支持措施	14
图表 15: 资产支持证券及类 REITs 创新	15
图表 16: 一线城市租赁用地相关规划政策	15
图表 17: 2017 年共有产权政策一览	16
图表 18: 不动产登记推进进度及目标	16
图表 19: 房产税规模测算 (亿元)	17
图表 20: 商品房销售面积累计值	17
图表 21: 商品房销售额累计情况	17
图表 22: 2017 年前三季度三四线城市成交面积同比保持领先	18
图表 23: 2017 年前三季度三四线城市成交金额同比在保持领先	18
图表 24: 三四线城市房价开始领涨	18
图表 25: 行业狭义库存面积 (亿平)	18
图表 26: 行业预售证库存情况	19
图表 27: 行业新开工估算广义库存面积	19
图表 28: 从开发商资金来源角度看居民购房杠杆情况	19
图表 29: 从购房者角度看居民购房杠杆情况	19
图表 30: 2017 年 5 月起房贷利率出现连续上浮 (%)	20
图表 31: 居民短期贷款在 2017 年出现抬升	20
图表 32: 近三月部委以及城市出台的严查违规信贷资金进入房地产市场的具体规定	21
图表 33: 一二线商品房销售面积和销售金额	21
图表 34: 三四线商品房销售面积和销售金额	22
图表 35: 三四线城市 2018 年销售情景分析	22
图表 36: 全国 2018 年销售情景分析	22
图表 37: 2017 年前十月房地产开发投资保持韧性	23
图表 38: 2017 年前十月新开工面积同比增速放缓	23

图表 39: 2017 年前十月施工面积同比增速放缓.....	23
图表 40: 2017 年前十月竣工面积同比增速较小.....	23
图表 41: 2010 年后新开工占施工面积的比例持续下滑.....	24
图表 42: 2017 年前十月土地购置面积同比大幅增长	24
图表 43: 2017 年前十月土地购置费用同比大幅增长	24
图表 44: 2017 年前十月土地购置费用占开发投资比例提升至 20.4%.....	25
图表 45: 房地产开发投资预测框架	25
图表 46: 2017 年前十月施工投资与其他费用占开发投资的比例	25
图表 47: 2014 年后土地购置费用占其他费用比例约 76%左右	26
图表 48: 万得百城住宅类和商服土地成交总价和国家统计局土地购置费用同比增速相关性分析.....	26
图表 49: 万得百城住宅类和商服土地成交总价领先统计局土地购置费用 10-14 个月 ..	27
图表 50: 施工投资预测框架	27
图表 51: 新开工面积与销售面积、土地成交面积的相关性分析.....	28
图表 52: 新开工面积滞后销售面积 7-8 个月	28
图表 53: 新开工面积滞后土地成交面积 4-6 个月	28
图表 54: 2012 年后竣工面积保持稳定, 净复工面积绝对值逐渐扩大	29
图表 55: 一二线城市 (35 城) 16 年净复工-1.5 亿平	29
图表 56: 三四线城市 (全国扣除 35 城) 16 年净复工-2.9 亿平	29
图表 57: 住宅类 16 年净复工-3.2 亿平.....	30
图表 58: 非住宅类 16 年净复工-1.1 亿平	30
图表 59: 2012 年来施工造价稳中有升	30
图表 60: 开发投资拆分与预测.....	31
图表 61: 房地产企业近三年来市占率情况.....	32
图表 62: TOP100 各级别房企销售金额市占率提升情况 (单位: pct)	32
图表 63: TOP100 各级别房企销售面积市占率提升情况 (单位: pct)	32
图表 64: A 股 TOP100 房地产企业 1-10M2017 销售金额情况	33
图表 65: A 股 TOP100 房企 2012-2017Q3 营收增速对比	34
图表 66: A 股 TOP100 房企 2012-2017Q3 归母净利增速对比.....	34
图表 67: A 股 TOP100 房企 2012-2017Q3 毛利率对比.....	34
图表 68: A 股 TOP100 房企 2012-2017Q3 净利率对比.....	34
图表 69: A 股 TOP100 房企 2012-2016 存货周转率对比 (单位: 次/年)	35
图表 70: A 股 TOP100 房企 2012-2017Q3 扣预收账款资产负债率对比	35
图表 71: A 股 TOP100 房企 2012-2017Q3 净负债率对比	35
图表 72: A 股 TOP100 房企 2012-2016 有息负债资金周转率对比	36
图表 73: 重点公司盈利预测及估值汇总	37

1. 行业政策篇：因城施策政策分化，长效机制建设加速

房地产行业 2017 年政策呈现出因城施策、区域分化的局面，其中一二线城市与部分热点三线城市在传统限购限贷版图的基础上继续升级、扩围，目前呈现出限购、限贷、限售、限价和限商的五限格局；而大部分三四线城市则在棚改+高货币化补偿的刺激下依然维持了相对宽松的政策环境。下文我们将进一步细化分析目前的政策环境。

1.1 一二线城市：“五限”版图扩围，调控维度更趋立体

1.1.1 限购限贷逐步升级，一线城市制定最严范本

作为历次调控的主要手段，限购与限贷自 2016 年 3 月在一线城市和热点二三线城市率先重启。据初步统计，2016 年 9 月 30 日前后共有 22 城出台调控政策，截至 2016 年底调控范围扩大至 26 个地级以上城市和县市地区；2017 年 3 月后限购进一步升级，截至目前限购版图已囊括 50 余城市地区，其中包括约 27 座省会城市，超越了上一轮 46 座城市的限购版图。

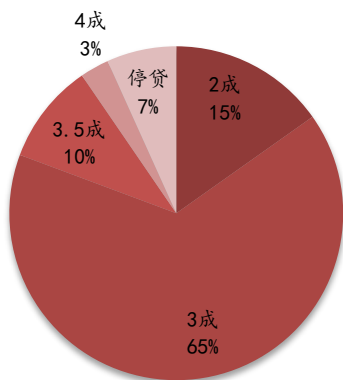
图表1：2016-2017 三轮限购限贷调控



资料来源：各城市地方政府网站，华泰证券研究所

从具体调控手段和尺度来看，首套房首付比例较上一轮宽松周期普遍提升 5%-10%，二手房首付比例普遍提升 10%-20%，最高提升 40%。但同时区域限购限贷尺度差异较大，调控呈现出地方自主性、精准性、渐进性以及城市群联动调控的特点，与以往全国一刀切的政策略有不同。

图表1： 2017 年 10 月 533 家银行首套房按揭首付比例分布



资料来源：融 360，华泰证券研究所

图表2： 2017 年 10 月 35 个城市二套房首付比例

主流首付比例	数量	城市
3成	10	昆明、长春、乌鲁木齐、沈阳、大连、重庆、哈尔滨、海口、太原、南宁
4成	11	东莞、青岛、成都、济南、南昌、福州、佛山、珠海、长沙、石家庄、西安
5成	3	上海、合肥、武汉
6成	7	北京、厦门、杭州、天津、郑州、无锡、宁波
7成	2	深圳、广州
8成	2	南京、苏州

资料来源：融 360，华泰证券研究所

此外随着政策补丁的不断加强，社保连续缴纳/不得补缴、未成年人购房资格、假离婚、房屋赠与等规定逐渐趋严使得传统政策套利空间逐步收窄，政策边际效用亦有所提升。

因此在控房价的硬约束下，热点城市购房准入门槛和居民杠杆空间短期内预计难以放松。其中尤其是一线城市限购尺度已经堪称史上最严。

图表3： 一线城市限购限贷一览

城市	限购		限贷	
	本市户籍	非本市户籍	首套房	二套房
北京	单身 1 套	限购 1 套	普通住房 35%	普通住房 60%
	家庭 2 套	(社保或个税满 5 年)	非普通住房 40%	非普通住房 80% 离婚 1 年内贷款算 2 套
上海	单身 1 套	限购 1 套	无房无贷 35%	普通住房 50%
	家庭 2 套	(社保或个税满 5 年)	无房有贷 50% 非普通住房 70%	非普通住房 70%
广州	单身 1 套	限购 1 套	无房无贷 30%	普通住房:
	家庭 2 套	(社保或个税满 5 年)	无房有贷: 普通住房 40% 非普通住房 70%	无贷/已结清 50% 贷款未结清 70% 非普通住房 70%
深圳	单身 1 套	限购 1 套	商贷:	70%
	家庭 2 套	(社保或个税满 5 年)	无房无贷 30% 无房有贷 50%	

资料来源：各城市地方政府网站，华泰证券研究所

1.1.2 限售成为调控主力手段，同时有向三四线城市扩围的倾向

限售措施是本轮调控周期新采用的调控手段。自 2017 年 3 月厦门率先启用以来，限售范围逐渐呈现出从东部热点城市向中西部三四线城市持续蔓延的趋势。截至到 2017 年 11 月，全国共有 50 个以上的城市和地区出台限售措施，限售期规定从 2 年到 10 年不等。

我们认为，不同于传统限购限贷对交易门槛的提升，限售措施通过强行削弱不动产交易后的流动性拉长持有期限，进一步筛选非投资性需求，进而抑制短期炒作，同时通过锁定交易规模避免抛压过大引起资产价格的大幅波动。

无论是从抑制房价过快上涨还是控制行业系统性风险的角度，限售措施均能发挥突出的作用。此外对于去库存需求较强的三四线城市来说，限售措施使得需求从存量市场向增量市场导流，加速去库存进程，推动区域市场系统性风险的转移。

图表4：限售城市汇总

城市	限售内容	
全面限制	厦门、广州、青岛、保定徐水区、东莞、福州（五城区、闽侯县、长乐市、闽清县、福清市）、常州、海南省、承德、济南、六安、芜湖、无锡、嘉兴、泰州、重庆主城区、绍兴市区、昆明呈贡区	新购住房，取得不动产权证未满 2 年不得上市交易
	惠州、南京、成都、郑州、开封、张家口、长沙、贵阳	新购住房须在取得不动产权证满 3 年后才能上市交易
	海口、三亚、万宁、陵水	新购住房限制转让年限提高到 5 年
	石家庄	新购住房（一手房和二手房），5 年内不得上市交易
分类限制	聊城、德州	本市户籍新购住房（一手房和二手房）限售 2 年，非本市户籍限售 3 年
	南通启东市	非户籍居民新购一手房自网签日起 3 年内不得上市交易；二手房自产权变更日起 3 年内不得上市交易
	扬州、徐州	市区户籍居民二套房以上、非市区户籍一套房以上未满 2 年不得上市交易
	保定白沟新城	非本地户籍家庭新购一手房或二手房 5 年内不得转让
	保定主城区（莲池区、竞秀区、高新区）	新房自取得产权证起未满 2 年不得交易，限房价或限地价模式的项目未满 10 年不得买卖
	珠海	新购住房取得不动产权证满 3 年后才能上市交易。特定地块限售 10 年
	西安、沈阳	规定区域范围新购住房限售 5 年，二手房限售 2 年
	南昌	全市范围，新交易住宅（一手、二手）限售 2 年，“三限房”限售 5 年
	北海	新购第二套住房限售 2 年，三套及以上限售 5 年
	南宁、桂林	三套及以上新购住房限售 2 年

资料来源：CREIS，各地方政府住建局，华泰证券研究所

1.1.3 限价亦成为本轮调控政策的有力工具

限价同样是本轮调控周期中的有力工具。据不完全统计，2016 年以来共计有 30 余城市明确发文规定商品房销售价格的限定标准，限制措施主要包括限制房价涨幅、强制房企接受指导价格、加强预售和备案审批等。2016 年末至 2017 年初，北京、山东（济南和青岛）、福建省（福州和厦门）、河北等多地政府明确表态，确保 2017 年房价环比不增长。地方政府在预售证发放和价格备案方面具有较强的自主性和操作空间，因此在控房价的刚性需求之下，实行限价调控的城市数量和限制手段随着 2017 年调控政策的开展也略超出预期。

我们认为限价措施的积极作用在于：（1）人为压低市场价格发挥对价格中枢的引导作用；（2）地方财政为抑制房价主动做出牺牲，一改土地财政最大化对房价的正反馈效应。

但是与此同时名义价格与实际价格之间的差异值得警惕：（1）在较高的价格预期之下，过于严格的行政管控可能会导致一些市场化的价格补偿措施出现，如此前多地曝光的捆包销售、高价排号费、全款买房等等。（2）只有持续、大量的低价供应才会对市场的一致性预期发挥渐进式的改善作用，否则少量的一二手房倒挂只会成为少数投机人群手中进行套利交易的机会。在当前区域性房价的绝对值没有得到实质性改善之前，短期内限价措施在预期管理方面的必要性将持续大于行业市场化发展的长期需求，因此热点城市高价项目上市的阻力将持续保持高位水平，同时不排除短期房价涨幅过快的三四线城市跟进调控。

图表5： 2017 年以来部分城市限价政策

城市	调控内容
东莞	新建商品住房首批首次申报销售价格备案的，申报均价由原来规定不高于前三个月当地镇街（园区）同类型新建商品住房销售均价的 20% 调整为 15%
烟台	预售申请备案均价涨幅同比最高不能超过 5%，首次申请装配式建筑项目，预售均价同比涨幅不超过 15%
洛阳	严格落实房地产价格管控措施
扬州	将价格备案范围由新建普通商品住房扩大到非普通商品住房及车位、车库、储藏室
临沂	全面监管二手房交易，溢价率达到 150% 以上的，项目竣工验收通过后方可申请办理商品房预售许可，房价年度涨幅不得高于上一年度本地城镇居民人均可支配收入增幅。房产局将参照相同区域相同品质项目网签价格进行价格指导
惠州	已达到预售条件的开发项目，须在 30 天内到价格主管部门申请价格监制，完成价格监制后 15 天内到房管部门申请预售许可
佛山	对超过区域新建商品住房销售价格备案标准的商品住房项目，影响区域房地产市场平稳健康发展的，暂不办理价格备案、暂停核发预售许可证、暂不办理现房销售备案
清远	备案价格允许在适当区间浮动，但增幅不得高于本项目同类型新建商品住房前 1 个月实际成交均价的 5%；没有前期价格的，备案价增幅不得高于周边地块同类型新建商品住房近 1 个月实际成交均价的 5%
厦门	制定厦漳泉房地产调控联动机制实施方案
海南省	《关于实施商品住房预售价格备案的通知》，要求房地产开发经营企业应当合理确定并申报商品住房价格
廊坊	把房价调控在 2016 年 10 月水平，确保环比不增长
武汉	全装修住房实施分段限价，严控开发商通过装修变相涨价
开封	原则上上半年内涨幅不得高于 5%，一年内涨幅不得高于 10%

资料来源：克而瑞，各地方政府住建局，华泰证券研究所

1.1.4 限商主要在一线城市，三四线城市难以跟进

2017 年以来共有近 10 座热点城市针对商办物业出台限制性措施，限制手段主要为（1）禁止擅自改变用途为住宅；（2）限购限贷标准向住宅看齐/升级；（3）交易对象限定为企业事业单位和社会组织；（4）项目设计、规划、产权分割设定硬性标准。

当前施行限商的城市主要为此前住宅板块过热的一线城市和热点二三线城市，其中一线城市限制尺度较强，涵盖项目的规划、设计、交易、信贷等多个层面，而二三线城市重点限制项目的开发阶段。我们认为热点城市限商的政策出发点主要在于（1）商办物业作为完全市场化和自由交易的供给主体，在住宅板块的调控限制下预期成为承接需求的主要载体，因此存在过度投机炒作的风险。（2）商住物业通常容积率较高，商住混用存在一定的安全隐患和管理漏洞，不符合大城市的人口疏导和城市管理。而大部分三四线城市依然深陷商办物业的库存危机，在租赁市场的发展需求下反而可能进一步放开商转住的限制，为租赁板块提供低价房源。

1.2 三四线城市：高货币化补偿的棚改新政促成相对宽松政策环境

与一二线城市从 2016 年开始政策逐渐收紧不同，三四线城市则在去库存的大背景下相对而言政策环境偏宽松，尤其是 2016 年开始加大了棚改的货币化补偿比例促成其整体市场环境的进一步回暖。

我国棚户区改造始于 2005 年，起初只在东三省和山西的局部地区推行，以实物安置为主，受制于资金压力实施困难。2013 年开始国家出台一系列加快棚户区改造的政策，自此棚改进入快车道。为了加快去库存步伐，拉动 GDP，当前棚改中货币化安置比例逐渐提升，资金主要来源于国开行和农发行的专项贷款。

图表6：棚改量及货币化安置比例

时间	棚改历程
2005 年	辽宁省率先启动全省范围内的棚户区改造计划。
2005 年 10 月	国家启动对中央下放东北三省煤矿棚户区的改造。
2008 年 10 月	中央出台的扩大内需十项措施中明确提出加快建设保障性安居工程，棚户区改造作为保障性安居工程的主要内容全面启动。
2009 年 12 月	国务院在山西大同召开全国城市和国有工矿棚户区改造工作会议，全面部署和推进城市和国有工矿棚户区改造工作。
2010 年 1 月	国务院下发《关于中央投资支持国有工矿棚户区改造有关问题的通知》，全面推进城市和国有工矿棚区域改造范围。
2013 年 7 月	《国务院关于加快棚户区改造的意见》出台，进一步加大棚户区改造力度。
2014 年 3 月	新型城镇化提出“3 个一亿人”的工作目标，到 2020 年将完成 3650 万户棚户区改造任务。
2014 年 4 月	中国人民银行创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL），为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度，进一步改进宏观审慎管理指标，逐步扩大地方法人等中小金融机构和对棚改、稳外贸支持力度较大金融机构的信贷投放空间。
2015 年 6 月	国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》要求进一步做好城市棚户区改造，并积极推进棚户区改造货币化安置，并提出棚改三年计划，要求 2015—2017 年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房 1800 万套。
2015 年 8 月	《住房城乡建设部国家开发银行关于进一步推进棚改货币化安置的通知》出台，明确棚改货币化安置为去库存重要手段，并要求各地棚改货币化安置比例不低于 50%，同时要求国开行要加大棚改货币化安置贷款力度。
2016 年 4 月	国务院常务会议要求国开行成立专门机构，实行单独核算，加大对棚改的支持力度。
2017 年 1 月	国务院总理李克强对棚户区改造工作作出重要批示，指出棚户区改造是重大的民生工程和发展工程。既推动今年新开工 600 万套棚改任务早安排、早启动，又抓好续建棚改项目建设，继续提高货币化安置比例。
2017 年 2 月	住建部部长陈政高在 2 月 23 日国新办发布会上表示，在房地产去库存方面，去年棚改货币化安置达到了 48.5%，大约去库存 2.5 亿平方米。

资料来源：国务院，住建部，发改委，中国人民银行，华泰证券研究所

总结下来，2013-2015 年是棚改政策的一个重要转折点，在这之前的棚改主要集中在东三省以及山西等局部地区的工矿棚户区。从 2013 年开始，范围开始逐步扩大，尤其是 2014 年提出的新型城镇化目标，将棚改工作的推进与新型城镇化直接挂钩，进一步扩大了棚改的范围。同时在 2015 年首次提出要进一步加大棚改货币化安置的比例，并要求各地棚改货币化安置比例不低于 50%，从此货币化安置的比例开始逐渐上升，并成为 2016 年开始三四线城市销量增长的一个重要因素。

图表7：棚改量及货币化安置比例

	之前（2005-2013）	转折点（2013-2015）	之后（2015-至今）
推行范围	2005 年辽宁率先推行，2005-2010 针对东北三省、山西等局部地区的工矿棚户区，2012 新增铁路棚户区	2014 年新型城镇化提出“3 个一亿人”的工作目标，棚改范围将进一步扩大	全国主要城市，以三四线城市为主
推进形式	实物安置为主	实物安置为主，但 2015 年首次提出要积极推进棚改货币化安置	货币化安置比例逐渐提升
资金来源	地方安排资金为主，包括财政收入、土地出让金为主，资金紧张阻碍棚改实施	2014 年央行创设 PSL 为棚改提供长期低成本贷款	以棚改专项贷款为主，辅以中央补助资金、地方安排资金
政策目的	民生工程	民生工程，改善消费，扩大投资	去库存，拉动 GDP，民生工程

资料来源：国务院，住建部，发改委，中国人民银行，华泰证券研究所

从实际执行效果来看，根据住建部的数据，2016 年共完成棚户区改造 606 万套，完成的货币化安置比例达到 48.5%，已经接近一半，相比 2015 年大幅提升了 18.5 个百分点。我们预计 2017 年有望继续完成 600 万套棚改计划，同时货币化安置比例进一步达到 60%，成为最主要的补偿手段。

图表8：棚改量及货币化安置比例

年份	棚改完成套数 (万套)	年末棚户区存量套数 (万套)	货币化安置比例
2012	300	4200	
2013	323	3877	
2014	427	3407	
2015	601	2806	30.0%
2016	606	2200	48.5%
2017E	600	1600	60.0%

资料来源：发改委，住建部，华泰证券研究所

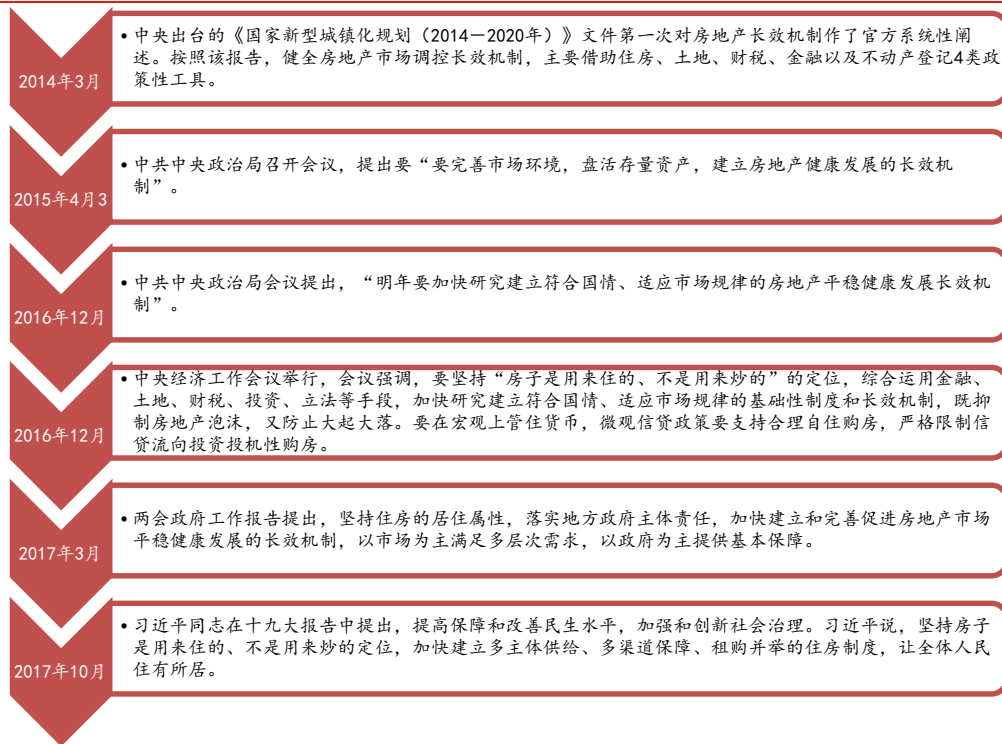
1.3 长效机制提速，租赁建设先行

历经多轮带有浓重行政色彩的调控周期之后，长效机制的建设显得尤为必要：既能配合短期调控发挥良好的矫正作用，又能从行业基础制度的角度改善行业长期规模发展所导致的结构性问题，最终建立成熟的、稳定的、完善的市场化机制，摆脱对行政措施的过度依赖。未来政策重心预期倾向行业基础制度的修复。我们认为短期内行政调控作为行业周期的维稳器仍将以地区差异化的形式存在，中长期内长效机制的建立将重构行业逻辑，二者共同实现治标又治本的长远目标。

从目前政策对于长效机制的描述来看，2016 年中央经济工作会议做出最为系统性的阐述：坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。2017 年十九大的再次强调了“房住不炒”以及多主体供应的“长效机制”。

综合近 3 年的政策内容，我们认为长效机制的关键词在于“房住不炒”，“回归居住”，“租购并举”，重点改革角度和手段在于金融、土地、财税、投资、立法，最终目标在于建立符合市场化发展需求的基础制度。2017 年以来长效机制建设显著提速，租赁板块作为起点建设内容获得大力支持，同时金融、税费超预期推进，我们认为未来土地、财政、立法等行业宏观维度也将跟进改革。

图表9：“长效机制”政策汇总

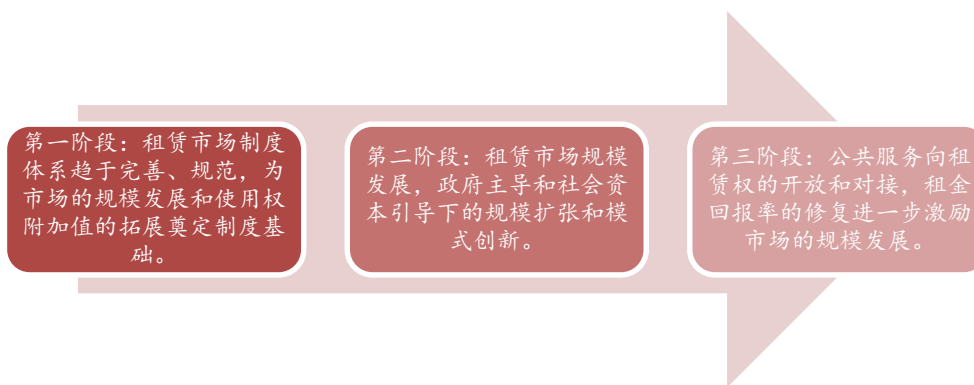


资料来源：国务院，华泰证券研究所

1.3.1 租赁市场：所有权让渡使用权，进一步丰富供应体系

我们认为建设长效机制的重点，在于通过供给机制调整，以及产权价值的再分配完成对市场一致性预期的修正。短期传统模式依然在稳增长的需求下延续，租赁市场便成为丰富供需结构、影响资源价值分配的重要途径。作用机制在于所有权价值向使用权价值的让渡，核心目标在于租购同权，引导封闭的、静止的、低水平的稳定让步于开放的、动态的、高水平的稳定。

图表10：租购同权发展历程



资料来源：国务院，住建部，华泰证券研究所

目前行业的租赁政策处于制度规范和模式探索的初级阶段，2017年此前的政策多集中在行业顶层设计层面。2017年5月《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》明确租赁双方的权利和义务，7月31部委《联合惩戒合作备忘录》将市场监管力度提升到前所未有的强度，租赁市场体系建设的第一阶段稳步推进。与此同时，上海市推出多宗纯租赁地块、广州市力推租购同权、12个热点城市试点推广，表明租赁市场已经开始由规范整顿过渡到模式摸索和创新阶段。初步统计从2016年开始至今已经有20余省市出台鼓励措施，行业发展的第二阶段开始多角度实践突破。

图表11： 2014 年以来租赁相关政策

2014.3.13	《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》中提出了“租售并举”和大力发展“住房租赁市场”。
2015.1.6	住建部出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，提出要用 3 年时间，建设渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。
2015.12.22	中央经济工作会议提出以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。
2016.5.4	国务院常务会议指出要确定培养和发展住房租赁市场的措施，推进新型城镇化满足群众住房需求。
2016.5.17	国务院办公厅发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，全面部署加快培育和发展住房租赁市场工作。
2016.12.16	中央经济工作会议指出，要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。
2017.5.19	住建部《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》发布。
2017.7.18	九部委出台《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，指出要在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场，选取部分人口净流入的大中城市开展试点工作。
2017.8.28	国土部、住建部对外发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.9.19	国土部召开利用集体建设用地建设租赁住房试点工作启动会，就试点工作作出全面部署，提出要保障集体建设用地有效供应，盘活空闲农村宅基地和乡镇企业用地。

资料来源：国务院，住建部，国土部，华泰证券研究所

图表12： 2017年地方租赁政策

城市	时间	政策文件
广州	7月10日	《关于印发广州市加快发展住房租赁市场工作方案的通知》
佛山	7月21日	《加快培育和发展住房租赁市场实施方案》
武汉	7月24日	《关于开展培育和发展住房租赁市场试点工作的实施意见（征求意见稿）》
沈阳	7月24日	《关于印发沈阳市住房租赁试点工作方案的通知》
成都	8月3日	《关于开展住房租赁试点工作的实施方案》
厦门	8月5日	第16次市政府常务会议审议通过厦门市开展住房租赁试点工作实施方案
南京	8月15日	《南京市住房租赁试点工作方案》
郑州	8月16日	《郑州市培育和发展住房租赁市场试点工作实施方案》
烟台	8月16日	《关于进一步促进房地产市场健康发展的意见》
北京	8月17日	《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知》征求意见稿
合肥	8月22日	《合肥市人民政府关于印发合肥市住房租赁试点工作实施方案的通知》
洛阳	8月24日	《洛阳市人民政府办公室关于严格房地产价格管理的意见》
深圳	8月28日	《深圳市关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》（征求意见稿） 《深圳市住房租赁试点工作方案》（征求意见稿）的通知
杭州	8月29日	《杭州市加快培育和发挥在那住房租赁市场试点工作方案》
铜陵	9月8日	《市人民政府关于加强房地产市场管理的若干意见》
上海	9月15日	《关于加快培育和发展本市住房租赁市场的实施意见》
海南	9月28日	《海南省人民政府关于进一步深化“两个暂停”政策促进房地产业平稳健康发展的意见》
云南	9月12日	《云南省住房和城乡建设厅等部门转发关于在人口净流入的大中城市加快发展租赁住房市场的通知》
北京	9月29日	《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知》
辽宁	10月9日	《辽宁省培育发展住房租赁市场四年滚动计划实施方案》
深圳	10月17日	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》
山东	10月20日	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》
太原	10月26日	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》

资料来源：各城市地方政府网站，华泰证券研究所

目前租赁市场系统性建设总体进度超出预期，我们认为未来配套政策的细化和跟进将进一步延续《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》的总体思路展开，即（1）培育市场供应主体：发展住房租赁企业；鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务；规范住房租赁中介机构；支持和规范个人出租住房。（2）鼓励住房租赁消费：完善住房租赁支持政策；明确各方权利义务。（3）完善公共租赁住房：推进公租房货币化；提高公租房运营保障能力。（4）支持租赁住房建设：鼓励新建租赁住房；允许改建房屋用于租赁。（5）加大政策支持力度：给予税收优惠；提供金融支持；完善供地方式。（6）加强住房租赁监管：健全法规制度；落实地方责任；加强行业管理。

图表13: 租赁市场主要参与主体

开发商	<ul style="list-style-type: none"> 招商蛇口：壹栈、壹间、壹棠；万科地产：泊寓；保利地产：UOKO公寓；远洋地产：擎峯、橡树；绿城服务：绿城优客；金地集团：自在遇；万达集团：文旅公寓；龙湖地产：冠寓；旭辉集团：领寓国际社区、旭派公寓。
运营商	<ul style="list-style-type: none"> 集中式：魔方、YOU+、窝趣、红璞、城家、9号楼、麦家、自如寓等。 分散式：自如友家、包租婆、优客逸家、蛋壳、爱上租、青客、寓见、魔飞、嗨住等。
地方租赁平台	<ul style="list-style-type: none"> 8月21日，成都住房租赁交易服务平台启动试运行；9月29日，杭州市住房租赁监管服务平台上线试运行；10月19日，广州推出政府住房租赁平台“阳光租房”；11月1日，由武汉市房管局联合中国建设银行打造的武汉住房租赁交易服务平台上线运行；10月31日，北京住房租赁监管服务平台正式上线。
电商	<ul style="list-style-type: none"> 阿里巴巴8月份与杭州市政府达成战略合作，欲建立全国首个“智慧住房租赁平台”，并在支付宝上陆续开通了上海、北京、深圳、杭州、南京、成都、西安、郑州8个城市的线上租房服务，预计将有100万间公寓“入驻”支付宝。 10月24日北京市住建委近期发布消息，京东旗下全资控股公司北京京东尚科信息技术有限公司成为北京住房租赁监管平台技术合作中选单位。

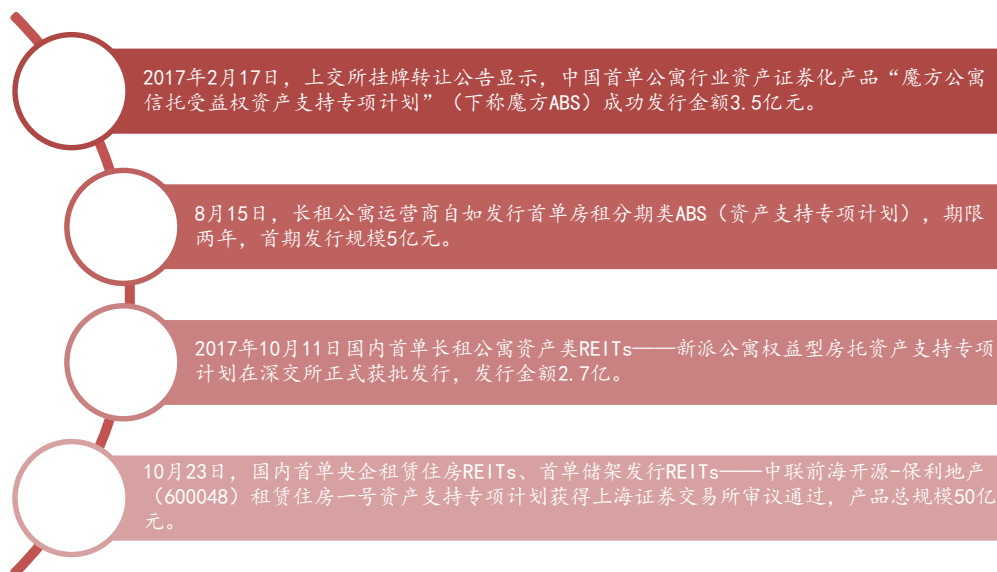
资料来源：相关公司公告，各城市地方政府网站，华泰证券研究所

图表14: 金融机构支持措施

融资支持	<ul style="list-style-type: none"> 中信银行采用银企合作模式，未来三年为碧桂园集团在长租住宅领域提供300亿元的保障性基金以及综合金融服务
审批监管	<ul style="list-style-type: none"> 中国银行厦门分行采用银政合作模式，与厦门市国土资源与房产管理局合作，将在人房核验、交易撮合、信用评价、资金监管等方面，探索住房租赁金融创新
运营管理	<ul style="list-style-type: none"> 建设银行深圳分行与包括万科等房企签署租赁权转让协议，通过银行平台出租房源
信用服务	<ul style="list-style-type: none"> 建设银行推出租房贷款“按居贷”，根据借款人资信状况，贷款额度期限最长10年，额度最高为100万元

资料来源：相关公司官网，华泰证券研究所

图表15： 资产支持证券及类 REITs 创新



资料来源：上交所，深交所，华泰证券研究所

图表16： 一线城市租赁用地相关规划政策

北京	《北京市 2017—2021 年及 2017 年度住宅用地供应计划》：2017 年—2021 年期间，计划供应宅地 6000 公顷。其中，租赁住房用地为 1300 公顷，占比 21.7%。北京市未来五年加快供地新建住房中，产权类约占 70%，租赁类约占 30%。
上海	《上海市住房发展“十三五”规划》明确，在“十三五”期间，上海将新增供应各类住房约 170 万套，这其中租赁住房为 70 万套，占比超过四成；保障性住房 55 万套；而商品住房仅 45 万套。
广州	广州市国土资源和规划委员会印发《2017-2021 年住宅用地供应计划》，未来五年广州全市将供应住宅用地 3200 万平方米，每年平均供应住宅用地计划 640 万平方米。其中，五年内全市普通商品住宅用地计划供应 2375 万平方米、租赁住房用地计划供应 825 万平方米。
深圳	《深圳市住房建设规划 2017 年度实施计划》，明确今年计划新增安排建设商品住房 8 万套，建筑面积 720 万平方米。保障性住房和人才住房 5 万套。

资料来源：各城市地方政府网站，华泰证券研究所

1.3.2 共有产权：打破产权价值绝对分割状态，丰富市场供给维度

今年 8 月，北京明确提出试点共有产权既是对传统保障房体系的改善，又是对租购同权概念的延伸和优化。我们认为共有产权是真正意义上介于租赁市场和交易市场的中间状态，既能防止过度交易，回归保障居住属性，又能以一定的所有权保障参与主体的权益和效用，突破了此前产权价值 0 和 1 的绝对分割状态。在保障房的大系统内循环使用、封闭流转的特点也将扭转此前经济适用房、两限房等模式的政策套利空间，以及此前重事前审核、轻事后监管的缺陷。

我们认为共有产权依然面临着一定的推广难度（供给机制的规范程度，定价机制和产权分割的严谨测算，以及后续交易和循环的严格监督），但是有望成为产权价值过渡的重要机制，推动实现租购同权的第三阶段目标，未来预计在更大范围内试点推广。

图表17： 2017年共有产权政策一览

城市/机构	时间	政策内容
北京	8月3日	《北京市共有产权住房管理暂行办法》 《关于引发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》
北京	8月14日	北京市住建委对公开征求意见稿进行反馈，明确共有产权住房属于产权类住房，可以按照相关规定办理落户、入学等事宜
广东	8月22日	《广东省新型城镇化规划(2016-2020)》提出探索建立共有产权住房制度，“根据定价标准及个人出资数额，确定个人和政府或者个人和有关单位持有住房产权的相应比例产权。”
住建部	9月14日	《关于支持北京市、上海市开展共有产权住房试点的意见》
北京	9月20日	《北京市共有产权住房管理暂行办法》明确未来5年供应25万套共有产权住房
福建	10月2日	《关于进一步加强房地产市场调控的八条措施》，明确福州、厦门两市今年年底前启动一批共有产权住房建设并出台共有产权住房的具体管理办法。

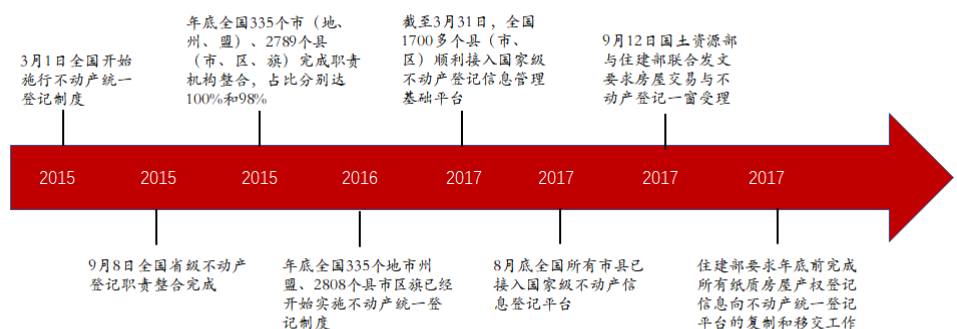
资料来源：各城市地方政府网站，华泰证券研究所

1.3.3 房产税：整体稳步推进，进度或超预期

房产税的推进同样是房地产长效机制建设的一个重要部分。11月初，财政部部长肖捷在《党的十九大报告辅导读本》中谈及房地产税，明确未来的房地产税将按照房屋评估值征收。按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，推进房地产税立法和实施。对工商业房地产和个人住房按照评估值征收房地产税，适当降低建设、交易环节税费负担，逐步建立完善的现代房地产税制度。

从全国不动产统一登记联网的工作进展来看，房产税的前期部署推进工作较为顺利。截至目前，全国所有市县的不动产登记信息均已接入全国不动产信息登记平台，相比于工作计划制定的2017年底时间表，这一目标已经基本提前完成。最后的遗漏是有一些时间较早的房屋产权信息是以纸质登记形式存在的，还没有电子化，目前各地不动产登记部门正在抓紧解决这个问题。最后的截止时间依然是2017年底。不动产统一登记联网工作是房产税推行的必要前提，其推进进度符合预期。

图表18： 不动产登记推进进度及目标



资料来源：住建部，华泰证券研究所

同时在营改增后地方政府扩税源需求也较为强烈。全面营改增之前的2015年营业税占地方财政税收收入的比重高达30.58%，为地方财政收入的重要来源。营改增之后2016年地方营业税收入由2015年的1.92万亿元大幅降至1.02万亿元。2017年1-9月全国增值税收入累计同比增幅仅达到7.24%，考虑到地方的分成比例，预计2017年地方政府由于营改增所导致的财政缺口超过1万亿元。积极的财政政策叠加地方政府融资渠道的收紧，地方财政扩税源的需求较为强烈。

在城镇居民人均住宅面积40.8平方米，城镇人口7.93亿，住宅均价7900元/平米，免征面积占比20%-40%，房产税税率1.5%-2.5%的假设下每年房产税的征收规模预计为2.30-5.11万亿元，考虑到2016年全年国有土地使用权出让收入总额为3.75万亿元，我们认为房产税的开征可在一定程度上填补地方营改增税源的减少以及部分替代土地出让金。

图表19：房产税规模测算（亿元）

税率/免 征比例	0	10%	20%	30%	40%	50%	60%
0.5%	12780	11502	10224	8946	7668	6390	5112
1.0%	25559	23003	20447	17892	15336	12780	10224
1.5%	38339	34505	30671	26837	23003	19170	15336
2.0%	51119	46007	40895	35783	30671	25559	20447
2.5%	63898	57509	51119	44729	38339	31949	25559
3.0%	76678	69010	61342	53675	46007	38339	30671
3.5%	89458	80512	71566	62620	53675	44729	35783

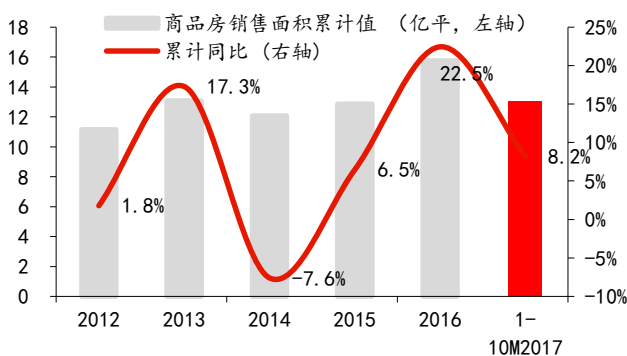
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2. 销售篇：2017销售延续近三年强劲势头，但后续动力或减弱

2.1 回溯 2017：销售表现强劲，三四线城市热度异常

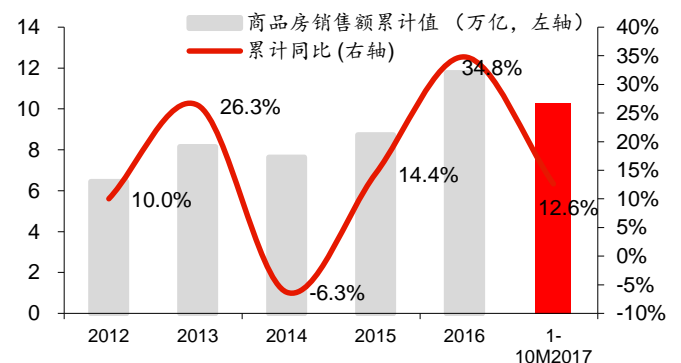
2017年1-10月商品房销售延续了近三年来的增长势头。2017年1-10月全国商品房销售面积13.0亿平方米，同比增加8.2%；2017年1-10月全国商品房销售额10.3万亿元，同比增加12.6%，虽然增长率相比2015和2016有所降低，但是依然维持了增长，同时行业也连续三年维持了强劲的增长势头。

图表20：商品房销售面积累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

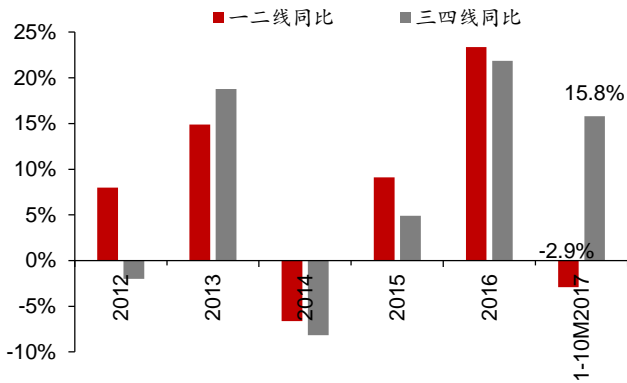
图表21：商品房销售额累计情况



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

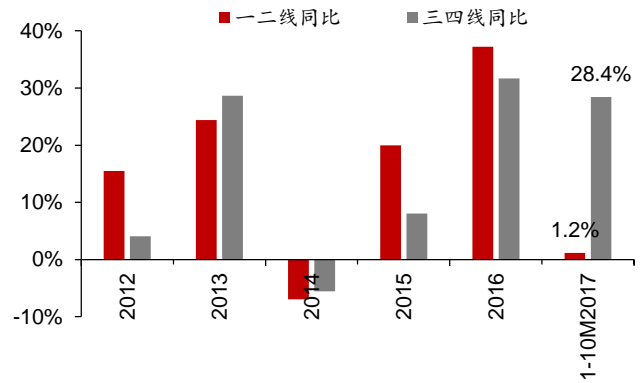
2017之所以取得如此高的销售表现,如前文政策篇所述,其中一个重要因素是2017年三四线城市的贡献。从数据来看,2017年前十月,三四线城市在销售面积上以及销售金额增速上分别领先一二线城市18.7个以及27.2个百分点,是近五年来两者差距最大的一次。究其原因,从2016年下半年开始在三四线城市大规模推进的棚改+高货币化补偿政策成为其促进成交的重要推动力,同时也有部分人口逆向流动所带来的返乡置业等因素。

图表22: 2017年前三季度三四线城市成交面积同比保持领先



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表23: 2017年前三季度三四线城市成交金额同比在保持领先

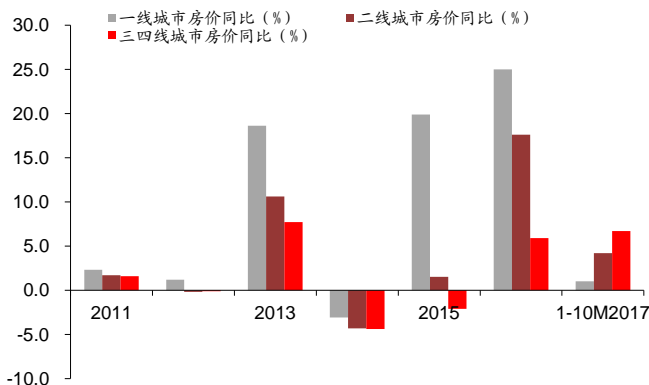


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2.1.1 三四线城市因库存减少以及房价压力后续政策风险在加大

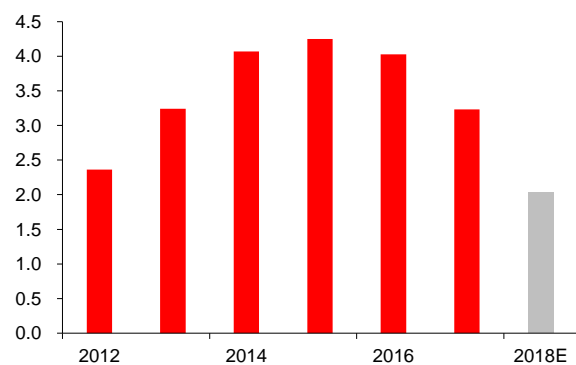
但同时随着行业三四线城市去库存效果的逐步到位,后续政策进一步放松的动力也在减弱。首先,目前三线城市的房价已经开始领涨一线与二线城市,且涨幅已经接近其2013年的最大涨幅水平,我们认为三线城市房价的快速上涨也会逐渐制约行业政策进一步放松的空间。其次从统计局最新公布的住宅待售面积来看,2017年相比2016年已经出现了快速的下降,共减少约0.8亿平,降幅达20%。且目前其绝对值水平已经低于2014年,按照统计局数据来看,目前每月约1000万平的消化速度如果继续消化下去,则到2018年上半年待售住宅面积水平将会达到近5年的最低值。

图表24: 三四线城市房价开始领涨



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 行业狭义库存面积 (亿平)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

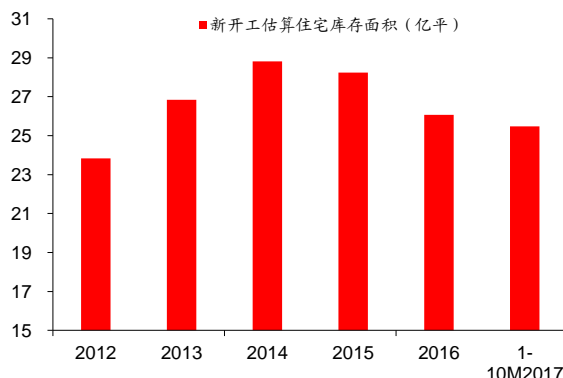
同时从更广泛应用的行业的可售面积库存去化情况来看,目前一、二、三线城市的整体库存水平也已经处于近年来相对低位的水平。行业去库存政策已经取得了非常明显的成效。但是从行业1998年开始累积的新开工面积减去累积的销售面积来测算的广义住宅库存面积来看,目前行业整体的库存虽然从2015年开始出现了下降,但是其绝对值依然有25亿平。我们认为从后续看行业依然存在着去库存的动因,但整体而言去库存的动力已经开始逐步减小。

图表26: 行业预售证库存情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 行业新开工估算广义库存面积

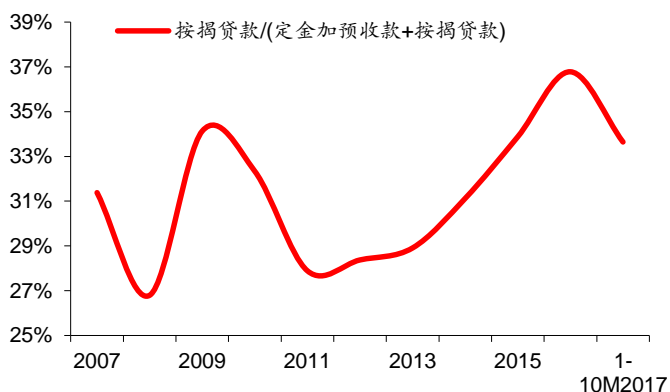


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2.1.2 高杠杆成交是推动2017年成交高涨的另一重要因素

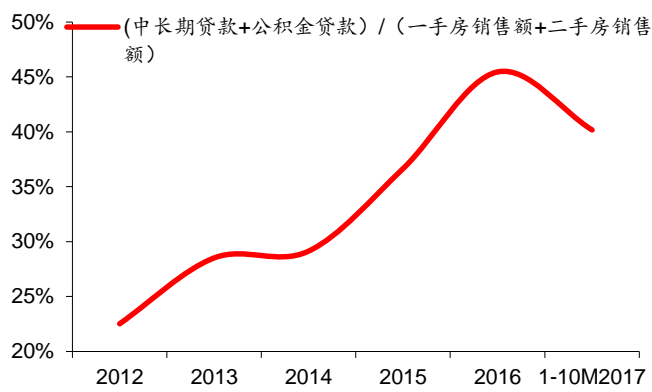
另一个重要的原因则是高杠杆资金推动。无论是从间接的开发资金来源中按揭贷款的占比来看，还是从直接的按揭贷款与公积金贷款占居民整体购房资金的占比来看，行业的购房杠杆占比2013-2016年出现较快上升，2017年前十月虽然有所回调但依然处于2007年以来的次高点位置。

图表28: 从开发商资金来源角度看居民购房杠杆情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: 从购房者角度看居民购房杠杆情况

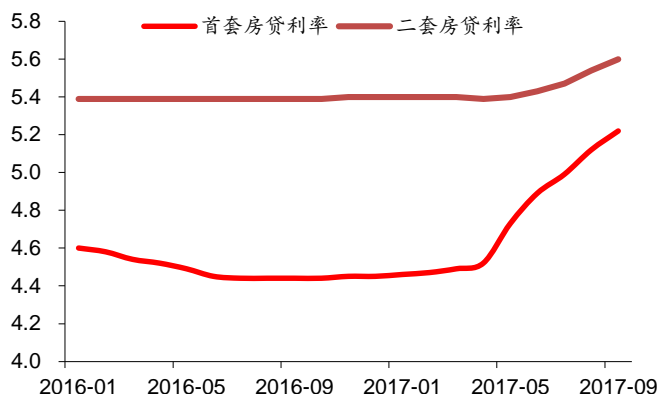


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 此处公积金为估算值, 因其数据公布较晚

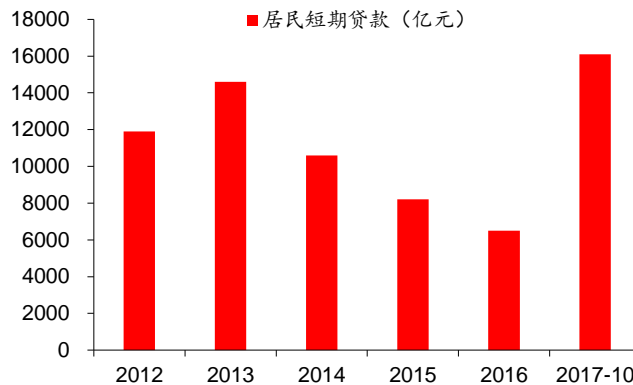
但这第二大驱动因素从2017年下半年开始都出现了一定的弱化。首先，目前按揭利率从2016年的低位开始出现上浮，尤其是2017年下半年开始出现了连续的上涨，这对于目前行业这部分高杠杆资金所带来的成交贡献也会带来不利的影响。

图表30: 2017年5月起房贷利率出现连续上浮(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 居民短期贷款在2017年出现抬升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

另外值得注意的是, 2017年以来新增居民短期贷款增长迅速。2017年1~10月, 我国新增短期居民贷款累计1.6万亿元, 同比增长243.4%, 其中部分资金存在用于支付房款, 违规进入楼市的情况, 影响了房地产金融调控秩序。此现象已经引起监管部门的重视, 9月5日, 北京银监局、人行营业管理部联合下发通知, 要求辖内银行开展个人贷款资金违规进入房地产市场情况检查。11月3日, 住建部、人民银行、银监会联合部署规范购房融资行为, 严禁房地产开发企业、房地产中介机构违规提供购房首付融资, 严禁个人综合消费贷款等资金挪用于购房。截至目前, 已经有北京、江苏、江西、广东、重庆等省市均已下发文件加强对居民消费贷款的管理。我们认为, 未来消费贷款进入楼市的情况有望得到遏制, 这也会进一步抑制杠杆资金对于2017年高成交的贡献。

图表32：近三月部委以及城市出台的严查违规信贷资金进入房地产市场的具体规定

地区	政策
住建部、银监会、人民银行联合发文	严禁房地产开发企业、房地产中介机构违规提供购房首付融资，严禁个人综合消费贷款等资金挪用于购房
成都	严禁购房者通过首付贷、个人消费贷、个人经营性贷款、信用卡透支支付首付款等加大购房杠杆、变相突破住房信贷政策的行为
北京	辖内银行开展个人贷款资金违规进入房地产市场情况检查
江苏	严禁个人消费信贷资金违规流入房地产市场，深入开展个人消费信贷业务自查自纠工作，加大个人消费信贷业务日常监测和检查力度
广州	严禁个人消费贷款资金用于生产经营、投资及支付购房首付款或偿还首付款借款等行为，不得发放无指定用途消费贷
浙江	各银行业金融机构需重点针对个人贷款特别是个人消费贷款、住房抵押贷款、信用卡大额透支和大额提现违规流入房地产、个人住房按揭贷款首付资金来源等开展自查
江西	进一步加强个人非按揭类贷款管理，严防借款人通过非按揭渠道违规融资用于购房，严禁发放以住房为抵押且无明确用途的贷款
深圳	除个人住房贷款、汽车贷款、助学贷款以外的其他个人消费贷款(包括房商通、抵押押额度贷款等)，贷款期限最长不超过 5 年。不得以未解除抵押的房产抵押(二次抵押)发放个人消费贷款
重庆	授信金额 20 万元、信用卡单笔消费 10 万元需向监管机构报送，严查银行业金融机构与第三方机构的合作
福建	关闭信用卡对房地产开发企业的 POS 刷卡端口，坚决遏制个人综合消费贷款、信用卡透支的资金绕道用于支付首付以及住房消费
广西	逐笔报告信用贷款超过 50 万元、抵押贷款超过 100 万元、信用卡分期付款超过 30 万元的资金用途情况

资料来源：住建部，银监会，中国人民银行，各地方银监局，华泰证券研究所

2.2 展望 2018：中性假设下，行业销售面积下滑 6%

总体来看，一二线城市调控政策短期内依然难以松动，但目前量价控制较为平稳，预计整体市场环境有望延续至 2018 年；三四线城市在去库存接近尾声的情况下，后续政策存在进一步收紧的可能。一二线城市方面，我们假设其成交水平在 2018 年与 2017 年保持一致，即成交面积约为 6.11 万平，成交金额约为 6.90 万亿元。

图表33：一二线商品房销售面积和销售金额

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
一二线城市商品房销售面积 (万平方米)	42728	49090	45834	50006	61698	61065	61065
YoY		15%	-7%	9%	23%	-1%	0%
一二线城市商品房销售金额 (亿元)	35169	43752	40714	48841	67020	68992	68992
YoY		24%	-7%	20%	37%	3%	0%
销售均价 (元/平方米)	8231	8913	8883	9767	10863	11298	11298

资料来源：Wind，华泰证券研究所

三四线城市是目前最重要的分歧点所在。三四线城市销售因前文所述在货币化以及加杠杆，在 2016、2017 年连续出现了销量的大增，尤其是 2017 年销量增速明显领先于一二线城市，我们预计随着后续政策的逐步收紧，三四线城市的成交将逐步减弱并回归至历史水平，因此我们对其 18 年销售数据做如下情景分析：

首先，我们假设 2017 年三四线城市的销售面积以及金额在现有的水平上出现一定的下滑，

即商品房销售面积同比增长 10%，销售金额同比增长 25%；

图表34：三四线城市商品房销售面积和销售金额

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
三四线城市商品房销售面积 (万平方米)	68575	81461	74815	78489	95651	105216
YoY		19%	-8%	5%	22%	10%
三四线城市商品房销售金额 (亿元)	29287	37677	35578	38440	50608	63259
YoY		29%	-6%	8%	32%	25%
销售均价 (元/平方米)	4271	4625	4756	4897	5291	6012

资料来源：Wind，华泰证券研究所

其次，观察三四线城市的历史成交数据可知，三四线城市在 2013 年进入了 8 亿平的销售平台，2016 年开始在政策的持续刺激下销售量开始连续攀升，2016 年达到了 9 亿平以上，2017 年则有望跨入 10 亿平的平台。

展望 2018 年三四线的销售情况，如前文所述，在库存下降以及房价领涨等多重约束下，预计行业政策的空间会逐渐缩减，三四线城市的市场行情会逐渐回归以往的情况。我们将 2018 年三四线城市销售可以分为乐观、中性、悲观三种假设情况来讨论。

我们认为在乐观情况下，刺激政策的退出是一个缓慢的过程，销售面积还可以维持一个 5% 左右的增长，同时平均房价也可以维持一个 5% 的增幅，销售金额则可以有 10% 的增长；在中性情况下，假设刺激政策退出力度尚可，则销售面积回归到 2016 年的水平，即下滑 9%，而平均房价水平保持不变，则整体销售金额也下滑 9%；在悲观情况下，假设刺激政策退出力度较大，行业整体被打回 3 年前 8 亿平的销售平台，则销售会有较大幅度的下跌，假设成交面积回归至 2015 年水平，则成交面积下滑 25%，同时假设平均房价亦出现 5% 的下滑，则销售金额的下滑幅度为 29%。

图表35：三四线城市 2018 年销售情景分析

	销售面积 (万平方米)		销售均价 (元/平方米)		销售金额 (亿元)	
	2018E	YoY	2018E	YoY	2018E	YoY
乐观	110476	5%	6313	5%	69744	10%
中性	95651	-9%	6012	0%	57509	-9%
悲观	78489	-25%	5712	-5%	44831	-29%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

综合来看，结合一二线城市以及三四线城市成交面积以及成交金额，我们判断乐观情况下全国的销售面积和销售金额增幅分别是 3% 和 5%，中性情况下全国的销售面积和销售金额的下滑幅度是 6% 和 4%，悲观情况下全国的销售面积和销售金额的下滑幅度则是 16% 和 14%。

图表36：全国 2018 年销售情景分析

	销售面积 (万平方米)		销售金额 (亿元)	
	2018E	YoY	2018E	YoY
乐观	171541	3%	138735	5%
中性	156716	-6%	126500	-4%
悲观	139554	-16%	113823	-14%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

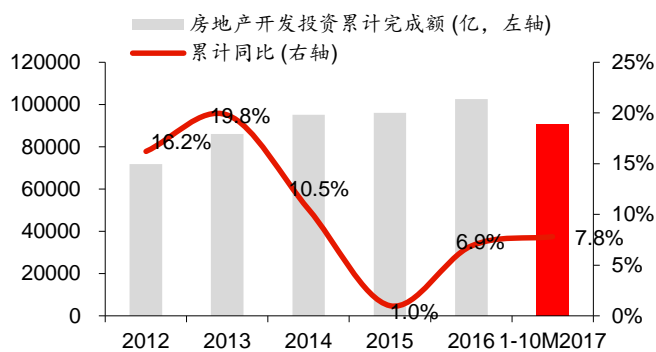
3. 开发投资篇：开发投资展现韧性，后期增速趋缓

3.1 回溯 2017：开发投资保持韧性，土地购置提供支撑

2017年前十月房地产开发投资保持较强韧性。虽然2014-2015年开发投资跟随新开工出现了一定的增速下滑，但基本还是保持了增长。2017年1-10月，全国房地产开发投资额为9.1万亿元，同比增加7.8%，增长势头得以延续。从单月数据表现来看，4月起行业开发投资继续保持了稳健增长的走势，但增长速度逐渐放缓；10月单月的开发投资额为1.0万亿，受去年同期高基数影响，同比增幅收窄至5.6%。

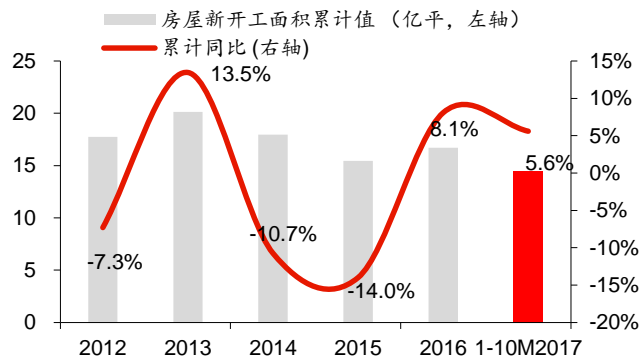
新开工占施工面积的比例由2010年的40.4%持续下滑至2017年1-10月的19.3%，导致**新开工对于开发投资的拉动作用减弱，而存量施工面积对于开发投资的影响增加。**从数据端表现来看，开发投资2014、2015年同比分别增长10.5%、1.0%，同期新开工增速快速下降至-10.7%、-14.0%，施工面积增长9.2%、1.3%。2017年1-10月新开工面积14.5亿平，同比增长5.6%，竣工面积6.6亿平，同比仅增长0.6%。新开工和竣工面积差值增大，推动施工面积增长至75.2亿平，同比增幅为2.9%，进一步加强开发投资的韧性。

图表37： 2017年前十月房地产开发投资保持韧性



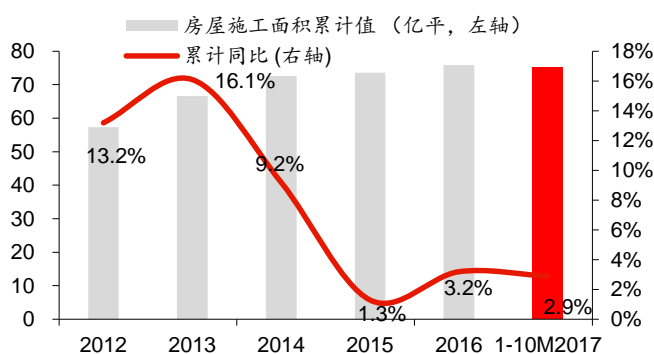
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表38： 2017年前十月新开工面积同比增速放缓



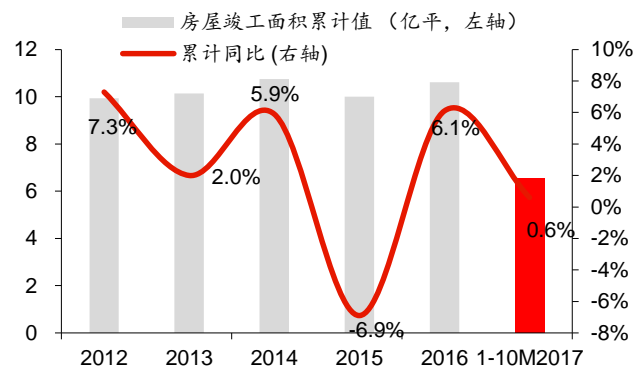
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表39： 2017年前十月施工面积同比增速放缓



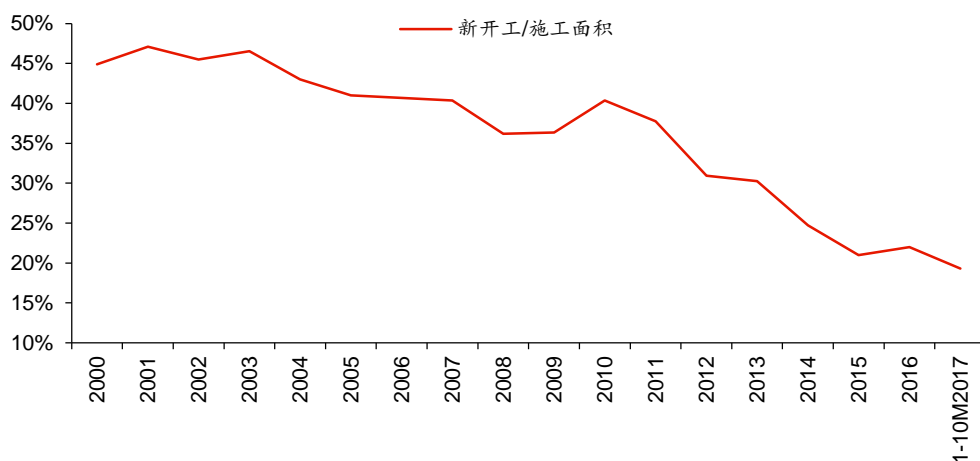
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表40： 2017年前十月竣工面积同比增速较小



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

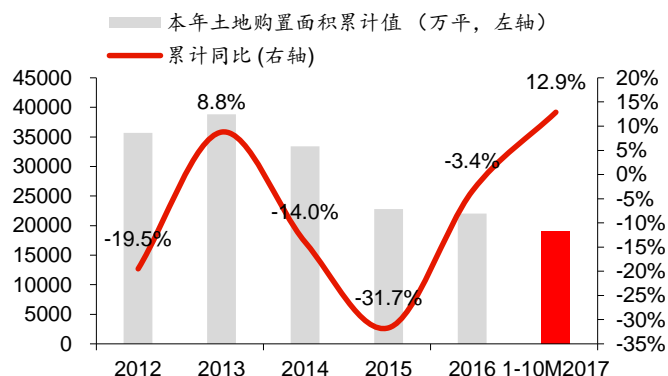
图表41： 2010 年后新开工占施工面积的比例持续下滑



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

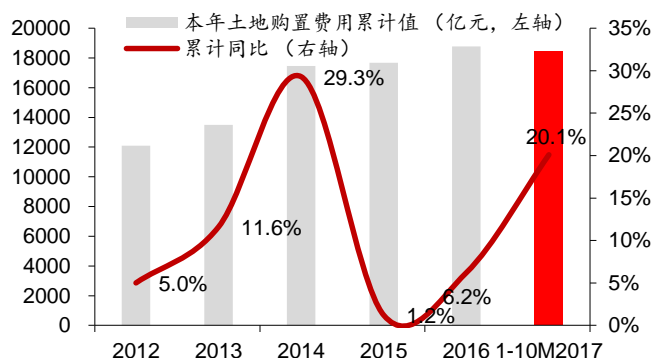
土地购置量价齐升，对开发投资形成较大支撑。量方面，2017 年 1-10 月土地购置面积 1.9 亿平，同比大增 12.9%，创下 2011 年中旬以来最大同比增幅；10 月当月购置面积同比增长 18.3%，高增长态势延续。总价方面，1-10 月土地购置费用达到 1.8 亿，同比大增 20.1%，土地购置均价攀升使得费用增速快于面积增速；10 月当月购置费用同比增长 44.2%，当月增速继续加快。随着土地购置量价齐升，2017 年前三季度土地购置费用占到开发投资的比例提升至 20.4%，同比提升 2.1 个百分点，对开发投资形成较强支撑。

图表42： 2017 年前十月土地购置面积同比大幅增长



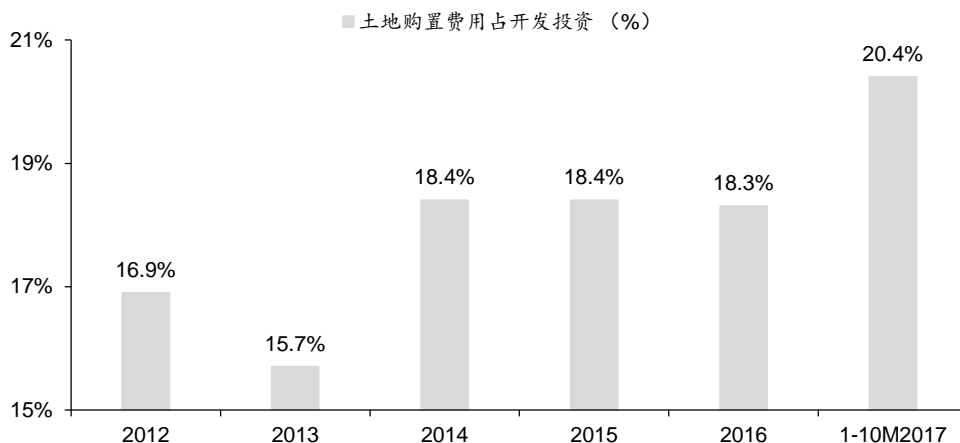
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表43： 2017 年前十月土地购置费用同比大幅增长



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表44： 2017 年前十月土地购置费用占开发投资比例提升至 20.4%

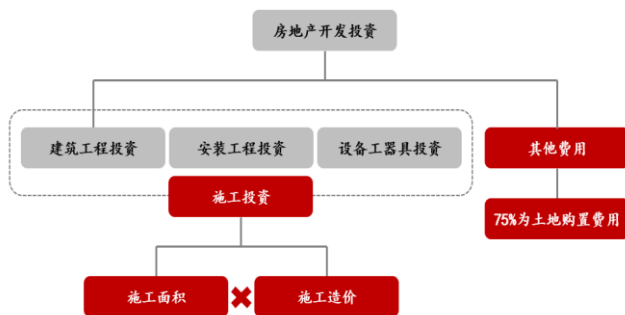


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

3.2 展望 2018：施工面积略有缩减，开发投资增速下滑

根据投资用途划分，房地产开发投资由建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具投资和其他费用四部分组成。其中，建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具投资可以合并为施工投资，2017 年 1-10 月占比为 73.9%，后续为了便于预测可重新拆分为施工面积和施工造价。其他费用主要包含了大市政费、旧房屋购置、土地征用、购置及迁移补偿费、建设期应付利息、固定资产亏损及损失等诸多建设支出之外的费用，多是和土地投资相关。其中 2014 年后土地购置费用占其他费用的比例约为 76%，通过预测土地购置费用，即可大致估算其他费用的金额。

图表45： 房地产开发投资预测框架



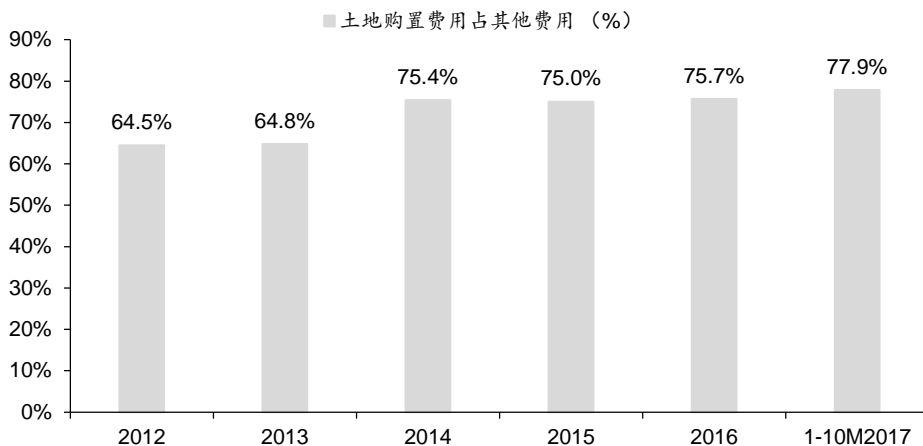
资料来源：华泰证券研究所

图表46： 2017 年前十月施工投资与其他费用占开发投资的比例



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表47： 2014 年后土地购置费用占其他费用比例约 76%左右



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

3.2.1 土地购置费用：前高后稳，预计 2018 年全年增长 17.4%

根据国家统计局的定义，土地购置费用指房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而当期支付的实际费用，分期付款应分别计入各期的土地购置费用。根据国土资源部《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，土地出让成交后 10 个工作日内需要签订出让合同，合同签订后 1 个月需要缴纳出让价款的 50%，余款最迟付款时间不得超过一年，这使得统计局口径的土地购置费用存在一定滞后。

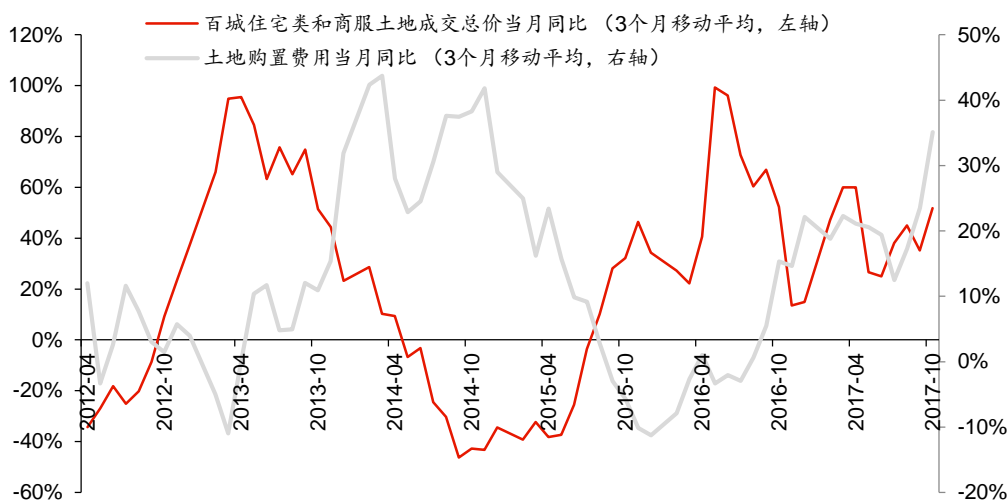
万得土地成交总价指房地产开发企业进行土地使用权交易活动的合同金额，不存在分期付款造成的跨期分摊的问题，因此可以作为统计局土地购置费用的领先指标。我们选取百城住宅类和商服土地成交总价，使其在土地类型口径上与统计局保持一致。对当月同比增速取 3 个月移动平均平滑数据，并作相关性分析后，我们发现百城住宅类和商服土地成交总价约领先土地购置费用 10-14 个月。

图表48： 万得百城住宅类和商服土地成交总价和国家统计局土地购置费用同比增速相关性分析

领先月数	相关系数
领先 7 个月	0.48
领先 8 个月	0.57
领先 9 个月	0.69
领先 10 个月	0.77
领先 11 个月	0.80
领先 12 个月	0.79
领先 13 个月	0.77
领先 14 个月	0.75
领先 15 个月	0.71

资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表49：万得百城住宅类和商服土地成交总价领先统计局土地购置费用10-14个月



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

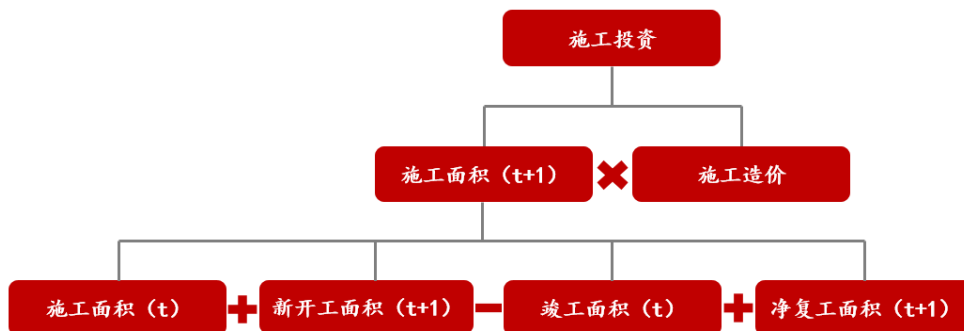
从万得口径土地成交总价历史变化来看，2016年4月后房地产市场销量好转逐渐传导至土地市场，叠加2015年较低基数，土地成交总价出现快速增长；2017年以来，随着去库存成效渐显，房地产开发商普遍增加补库存力度，土地市场量价齐升，土地成交总价在2016年高基数基础上仍然维持不俗增速。考虑到土地购置费用同比增速滞后10-14个月，结合2017年基数变化情况，我们预测2017年11-12月土地购置费用同比增速将继续提升，2018年增速将呈现前高后稳的局面，逐步从25%下降至15%左右。全年来看，预计2017、2018年土地购置费用将达到2.35、2.75万亿，同比增长24.88%、17.38%。

考虑2014年后土地购置费用占其他费用比例为76%，2017、2018年其他费用预计为3.09、3.62万亿，同比增长24.34%、17.38%。

3.2.2 施工投资：受施工面积拖累，预计2018年全年降低1.17%

为了便于预测，可将施工投资拆分为施工面积和施工造价的乘积。本年施工面积又可进一步分解为上一年施工面积、本年新开工面积和本年净复工面积之和，再扣除上一年的竣工面积。

图表50：施工投资预测框架



资料来源：华泰证券研究所

(1) 新开工面积

从房地产开发商的角度出发，若房地产市场销售良好，他们将加大拿地力度，并在之后提升新开工面积，反之亦然。因此，**销售面积增速将传导至土地成交面积增速，进而再传导至新开工面积增速。**

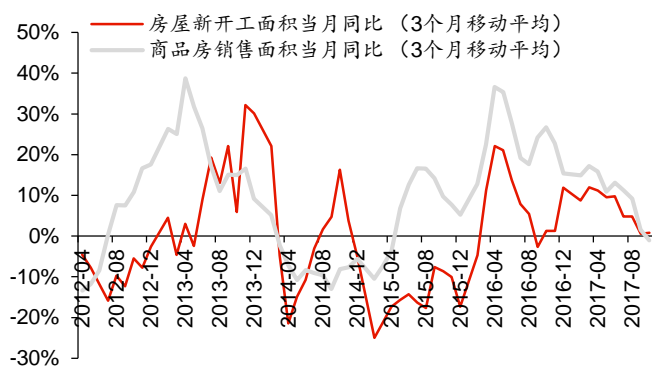
我们将新开工面积、销售面积、百城住宅类和商服土地成交面积当月同比增速进行 3 个月移动平均平滑数据后，进行相关性分析，结果发现**新开工面积同比增速滞后销售面积增速 7-8 个月，滞后土地成交面积增速 4-6 个月**，验证了上文提到的传导链。

图表51：新开工面积与销售面积、土地成交面积的相关性分析

新开工面积 VS 销售面积		新开工面积 VS 土地成交面积	
	相关系数		相关系数
滞后 5 个月	0.50	滞后 2 个月	0.57
滞后 6 个月	0.55	滞后 3 个月	0.61
滞后 7 个月	0.64	滞后 4 个月	0.66
滞后 8 个月	0.65	滞后 5 个月	0.64
滞后 9 个月	0.59	滞后 6 个月	0.65
滞后 10 个月	0.45	滞后 7 个月	0.62
滞后 11 个月	0.26	滞后 8 个月	0.55

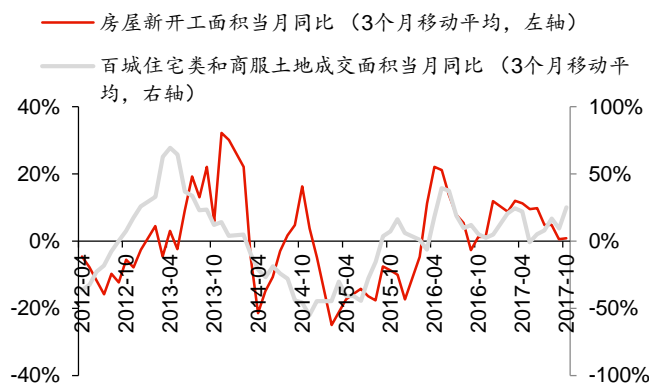
资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表52：新开工面积滞后销售面积 7-8 个月



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表53：新开工面积滞后土地成交面积 4-6 个月



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

从销售面积历史变化来看，2017 年 3 月后，随着房地产调控政策逐步向更多城市蔓延、三四线城市棚改货币化补偿拉动作用逐渐衰减，销售面积当月同比增速逐步下滑，9 月、10 月分别为 -1.5%、-6.0%，自 2015 年 3 月以来首次步入负增长。结合中性情况下我们对 2018 年销售面积增速 -6% 的判断，我们预计新开工面积同比增速将继续下行。

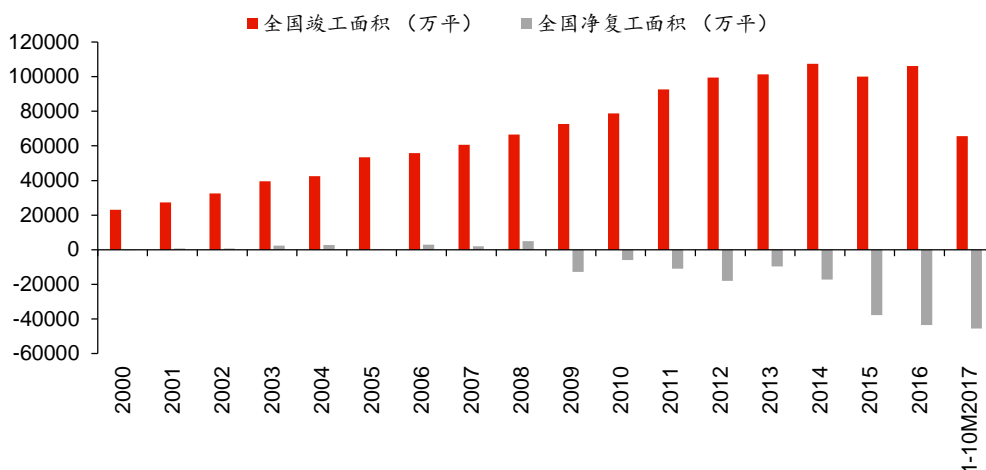
从土地成交面积历史变化来看，2017 年下半年来土地成交面积同比增速较快，预计能为年底至明年初的新开面积增速提供一定支撑。

综合两者的情况，我们预测 2017、2018 年新开工面积为 17.28、15.31 亿平，同比增长 3.49%、-11.39%。

(2) 竣工面积和净复工面积

从国家统计局历史数据来看,一方面,2012年以来全国竣工面积连续保持在10亿平左右,显得过于稳定。另一方面,净复工面积则连年缩小,而从2015年开始则出现大规模停工数据的出现,到2016年已达到-4.36亿平(负数代表停工面积大于复工面积),2017年前三季度更是达到-4.56亿平。2012-2015年房地产市场较为低迷,在此期间竣工面积停滞不前、停工面积快速扩大尚且情有可原。然而,2015-2017年房地产市场复苏明显,但在此期间竣工面积仍然增保持平稳、停工面积却持续扩大,这与微观实际调研感觉有些不符。

图表54: 2012年后竣工面积保持稳定,净复工面积绝对值逐渐扩大

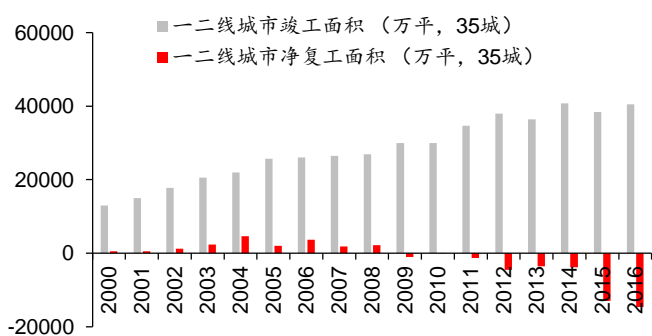


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

我们也试图进一步拆分竣工面积和净复工面积,希望找到或者是城市结构或者是产品结构的原因导致这样的竣工平稳以及停工扩大的原因,但拆分数据后发现这样的现象其实存在于各个城市线和产品线,是一个普遍现象。例如按一二线和三四线城市划分,竣工面积保持稳定、停工面积不断扩大的现象在两类城市中同时存在。按住宅类和非住宅类划分,两者停工面积都不断扩大,住宅类竣工面积保持稳定,非住宅类竣工面积在持续增长(但因体量偏小,对整体竣工面积影响有限,因而整体竣工面积保持稳定)。

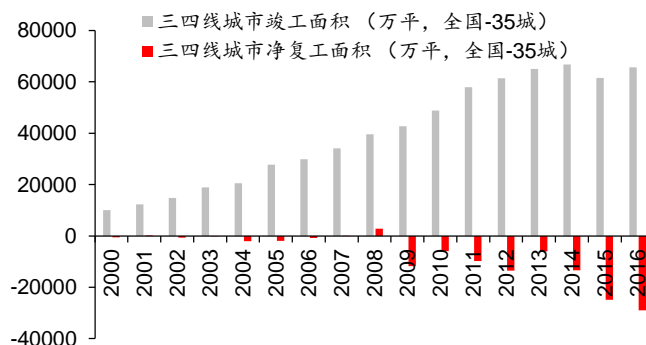
鉴于竣工面积和净复工面积的问题在不同分类的样本中普遍存在,我们推测可能的原因是统计口径存在偏差,高估了停工面积,同时低估了竣工面积。

图表55: 一二线城市(35城)16年净复工-1.5亿平



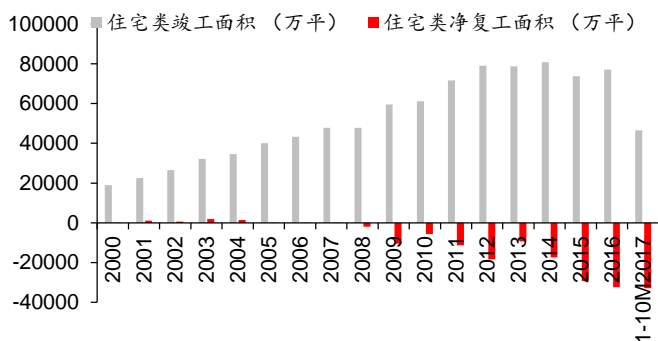
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表56: 三四线城市(全国扣除35城)16年净复工-2.9亿平



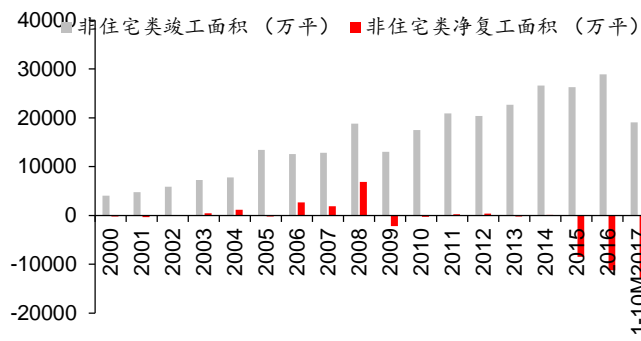
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表57: 住宅类 16 年净复工-3.2 亿平



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表58: 非住宅类 16 年净复工-1.1 亿平



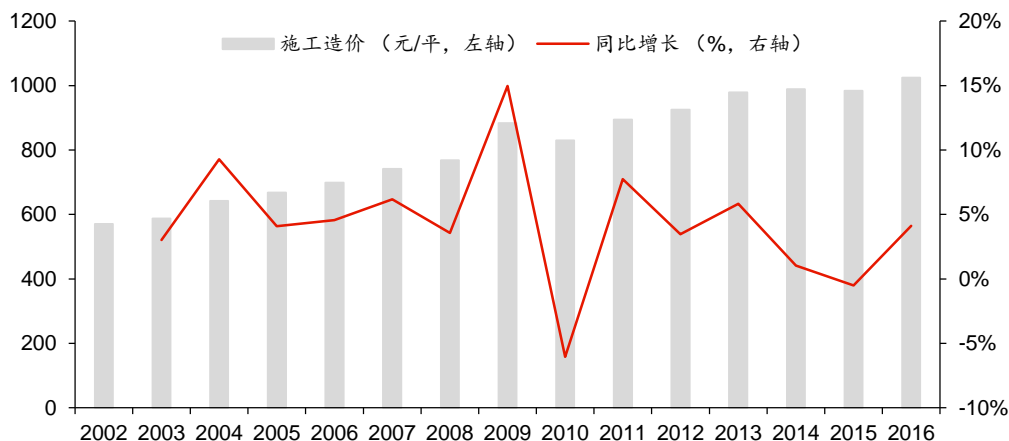
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

从预测的角度出发, 由于统计局对于竣工、净复工披露的数据较少, 我们暂且结合历史数据和 2018 年销售增速下滑的判断, 先按照旧框架结构, 预测 2017、2018 年竣工面积分别为 10.72、10.82 亿平, 同比增长 1%; 停工缓建面积进一步扩大, 2017、2018 年净复工面积为-4.8、-5.5 亿平。

(3) 施工造价

将施工投资除以当年的施工面积, 我们可以得到历年施工造价的数据。伴随通货膨胀, 2002 年以来施工造价保持稳中有升, 2009 年的跳升可能与当年 4 万亿投资有关。2002-2016 年施工造价 CAGR 为 4.3%; 2012-2016 年施工造价 CAGR 放缓至 2.6%。考虑到经济基本面难见大起色、货币政策偏紧的背景下, 未来发生大规模通货膨胀的概率不大, 我们保守假设施工造价维持 2016 年水平, 2017、2018 年施工造价预计为 1025 元/平。

图表59: 2012 年来施工造价稳中有升



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

(4) 总结

假设竣工面积和净复工面积延续历史趋势、施工造价保持稳定, 房地产调控政策趋紧、销售增速下滑导致 2018 年新开工面积减少, 进而使得施工面积、施工投资出现小幅下滑。综合我们对施工投资各分项的预测结果, 我们预计 2017、2018 年施工面积分别为 77.76、76.85 亿平, 同比增长 2.46%、-1.17%; 2017、2018 年施工投资分别为 7.97、7.87 万亿, 同比增长 2.46%、-1.17%。

3.2.3 开发投资：施工投资降土地购置增，预计2018年全年增长4.01%

综合我们对施工投资各分项的预测结果，我们预计2017、2018年开发投资额分别为11.05、11.50万亿，同比增长7.75%、4.01%。

图表60：开发投资拆分与预测

	2016	1-10M2017	2017E	2018E
施工面积 (亿平)	75.90	75.23	77.76	76.85
YoY		2.90%	2.46%	-1.17%
竣工面积 (亿平)	10.61	6.56	10.72	10.82
YoY		5.60%	1.00%	1.00%
新开工面积 (亿平)	16.69	14.51	17.28	15.31
YoY		0.60%	3.49%	-11.39%
净复工面积 (亿平)	-4.36	-4.57	-4.80	-5.50
施工造价 (元/平)	1024.59	889.14	1024.59	1024.59
YoY		1.96%	0.00%	0.00%
施工投资 (万亿)	7.78	6.69	7.97	7.87
YoY		4.93%	2.46%	-1.17%
土地购置费用 (万亿)	1.88	1.84	2.35	2.75
		20.10%	24.88%	17.38%
其他费用 (万亿)	2.48	2.37	3.09	3.62
YoY		16.90%	24.34%	17.38%
开发投资 (万亿)	10.26	9.05	11.05	11.50
YoY		7.80%	7.75%	4.01%

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

4. 企业篇：TOP50 房企开始在 2017 年展现出独特优势

4.1 TOP100 市占率提升，但内部结构出现分化

2017 年是房地产企业集中度提升较快的一年。根据克而瑞的数据，TOP100 房地产企业销售金额市占率已从 2015 年的 40% 上升到了 2017 年 1-10 月的 55%，百强房企销售金额已经占到全国房地产市场的半壁江山。从销售面积来看，2017 年 1-10 月百强房企市占率为 33%，也占到近 1/3。

图表61： 房地产企业近三年来市占率情况

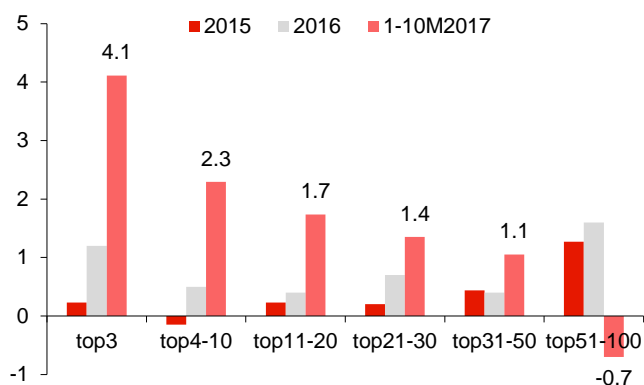
销售金额市占率	2015	2016	1-10M2017
TOP3	8%	9%	13%
TOP10	17%	19%	25%
TOP20	23%	25%	33%
TOP30	27%	29%	39%
TOP50	32%	35%	46%
TOP100	40%	45%	55%
销售面积市占率	2015	2016	1-10M2017
TOP3	5%	7%	10%
TOP10	11%	13%	16%
TOP20	15%	16%	21%
TOP30	17%	19%	24%
TOP50	20%	22%	28%
TOP100	25%	28%	33%

资料来源：克而瑞，国家统计局，华泰证券研究所

TOP100 内部各级别房企分化明显，强者恒强。从市占率的提升速度来看，进入 2017 年之后 TOP3 无疑是市占率提升的明星，2017 年 1-10 月 TOP3 销售金额和销售面积的市占率分别提升 4.1 和 2.6 个百分点，提升幅度明显领先于其他级别的房地产企业。

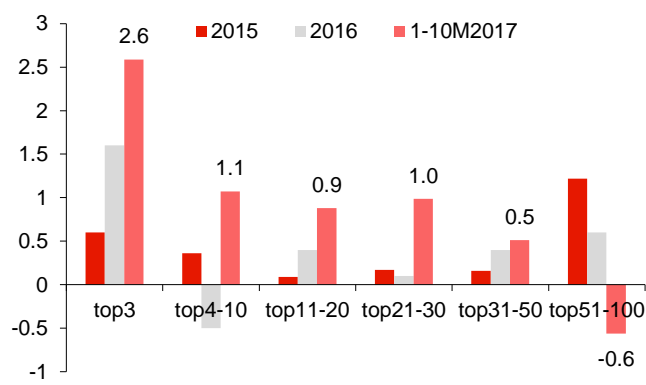
同时 TOP50 房企基本都保持了市占率的提升，而 TOP51-100 的企业则出现了明显的市占率下降，从总体来看 TOP50 房企通过快速增长挤压了部分 TOP51-100 的市场份额。

图表62： TOP100 各级别房企销售金额市占率提升情况（单位：pct）



资料来源：克而瑞，国家统计局，华泰证券研究所

图表63： TOP100 各级别房企销售面积市占率提升情况（单位：pct）



资料来源：克而瑞，国家统计局，华泰证券研究所

下面我们从微观企业的角度观察 2017 年这些公司的具体表现。截至 2017 年 1-10 月，A 股房地产企业中进入 TOP50 的公司有 15 家，而进入 TOP51-100 的公司目前只有 8 家，后者可参照公司数相对较少。由于后文多次对 TOP50 和 TOP51-100 房企进行对照分析，考虑到双方样本尽量对等，我们特将后者的范围扩大到在三年内曾进入 TOP51-100 的房地产企业，从而增加了新湖中宝、世茂股份、福星股份、大名城、京投发展、鲁商置业这 6 家公司。

4.2 成长性上 TOP50 房企开始显现优势

首先从签约销售业绩来看，A股地产企业中 TOP50 在 2014-2016 年这一次行业复苏中和 TOP51-100 的表现差不多，其复合增速中位值为 35%，相比于 TOP51-100 的 43% 中位增速甚至还略逊色，显示 2015 年和 2016 年行业的成交提升是全行业整体的提升。但从 2017 年开始，TOP50 的销售增长率中位数为 45%，而 TOP51-100 房企的销售增长率中位数则只有 -18%，出现了较明显的差异，这与前文市占率的变化是一致的。其中泰禾集团、阳光城、中南建设、蓝光发展在销售增速上有更领先的表现。

图表64： A股 TOP100 房地产企业 1-10M2017 销售金额情况

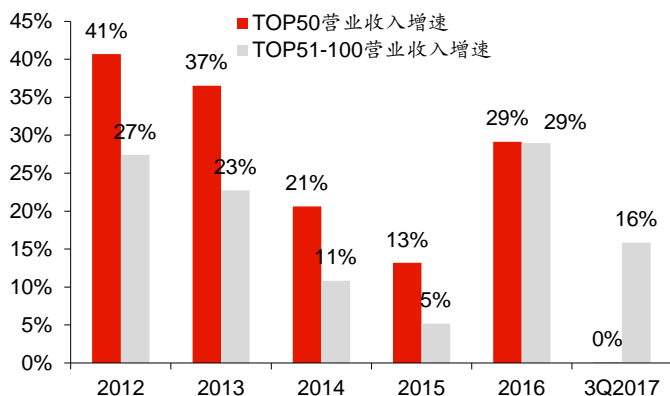
TOP50 房企				TOP51-100 房企			
排名公司	1-10M 2017 销售金额 (亿元)	1-10M 2017 同比增长	2014-2016 销售复合增长率	排名公司	1-10M 2017 销售金额 (亿元)	1-10M 2017 同比增长	2014-2016 销售复合增长率
2 万科地产	4352.2	40%	30%	58 华发股份	249.9	-25%	104%
5 保利地产	2376.2	37%	24%	60 中天金融	224.7	25%	7%
6 绿地控股	2221.5	17%	10%	69 光明地产	198.7	64%	74%
10 金地集团	1117.2	42%	43%	79 北辰实业	158.8	-25%	135%
11 华夏幸福	1102.1	15%	53%	84 金融街	260.2	-42%	43%
13 新城控股	891.1	57%	86%	85 华侨城	147.8	-26%	21%
14 招商蛇口	882.3	59%	20%	96 北京城建	120.5	-6%	44%
20 中南置地	700.3	84%	34%	97 信达地产	120.1	-10%	60%
21 阳光城	669.1	108%	45%	新潮中宝			48%
25 泰禾集团	578.2	119%	41%	世茂股份			-3%
26 首开股份	575.3	1%	75%	大名城			54%
29 蓝光发展	506.1	81%	27%	福星股份			36%
31 金科集团	469.4	74%	22%	京投发展			5%
32 荣盛发展	463.1	12%	35%	鲁商置业			-13%
39 滨江集团	365.4	45%	53%				
中值		45%	35%	中值		-18%	43%

资料来源：克尔瑞，国家统计局，华泰证券研究所

但是在结算业绩方面 TOP50 房企暂未展现出如销售表现般的领先优势。从近五年，尤其是近三年的营收增速来看，TOP50 房企的增速与 TOP51-100 基本相似，2017 年前三季度，TOP50 房企在前期的低基数基础上同比增长 0.04%，而 TOP51-100 房企的营收中位数增速为 15.84%，反而还略有落后。我们认为这主要是因为营业收入是历史销售的结算值，在前三年的销售表现中整体 TOP100 相对均衡，但预计随着时间推移 TOP50 在结算上会因为近期的销售超额表现而逐渐体现出优势。而其中一些快周转房企如阳光城、新城已经在营收增速上表现出一定的优势。

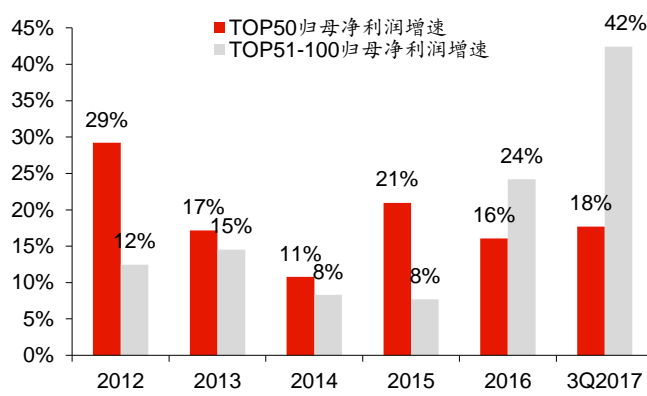
从归母净利润增速来看，TOP50 房企的表现相对更加稳定，近 5 年除 2014 年增速只有 11% 以外，其余年份的增速均在 20% 左右。而 TOP51-100 房企则相对差一些，从 2012 年到 2014 年增速中值只有 10% 左右，2016 年与 2017 年前三季度开始受益于低基数出现了较为明显的反弹。

图表65: A股TOP100房企2012-2017Q3营收增速对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表66: A股TOP100房企2012-2017Q3归母净利润增速对比



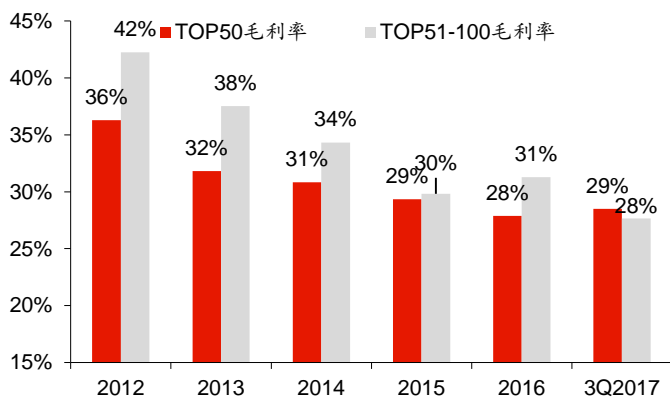
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

4.3 盈利能力方面TOP50更占优势

从盈利能力的角度来看, 2012-2017Q3 行业整体还是处在毛利率下行的大趋势中, 无论是TOP50 还是TOP51-100 都出现了毛利率的下滑, 2017 年前三季度双方中值都大约是27-28%的水平, 在毛利率方面区别不大。

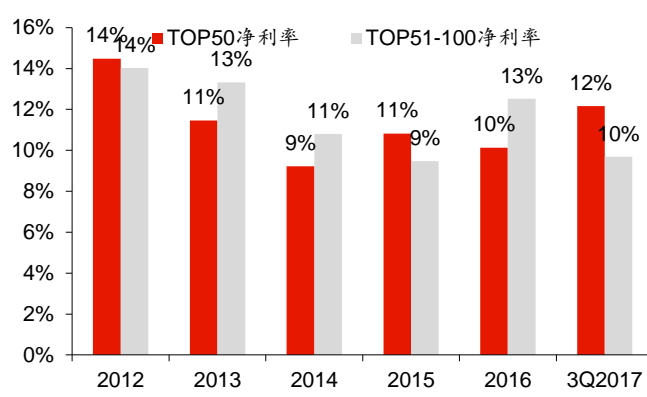
但是在净利率的表现上, TOP50 房企表现出较明显的优势。虽然整体净利率与毛利率一样出现了下滑的势头, 但TOP50 房企在2015 和2016 年基本稳定在了10%的水平, 并在2017 通过更为优秀的期间费用管控实现了净利率的回升, 而TOP51-100 房企中值则略有下降至9.69%。其中部分大型开发商都有不错的表现, 例如万科、保利、招商蛇口等。

图表67: A股TOP100房企2012-2017Q3毛利率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

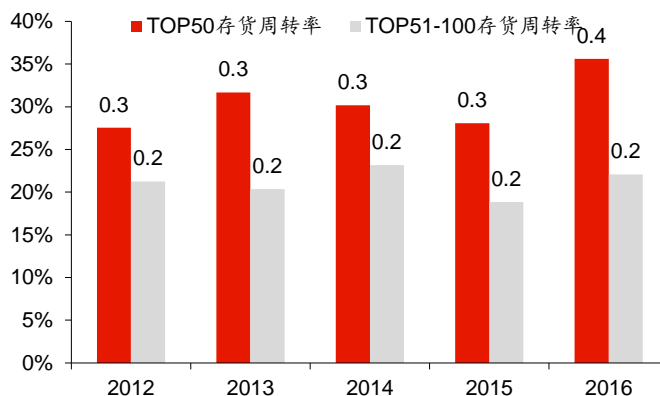
图表68: A股TOP100房企2012-2017Q3净利率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

较高的运营效率是TOP50 房企在盈利性方面领先的一个原因。例如从存货周转率的角度来看, TOP50 房企就表现出了更高的运营效率, 其存货周转率基本在0.3 左右, 即其基本存货周转天数中值在3 年附近, 同时在2016 年开始出现了加速的趋势。而TOP51-100 则基本在5 年附近, 2016 年虽然也出现了一定的加速趋势, 但中值依然有4.5 年的时间。

图表69： A股 TOP100 房企 2012-2016 存货周转率对比（单位：次/年）



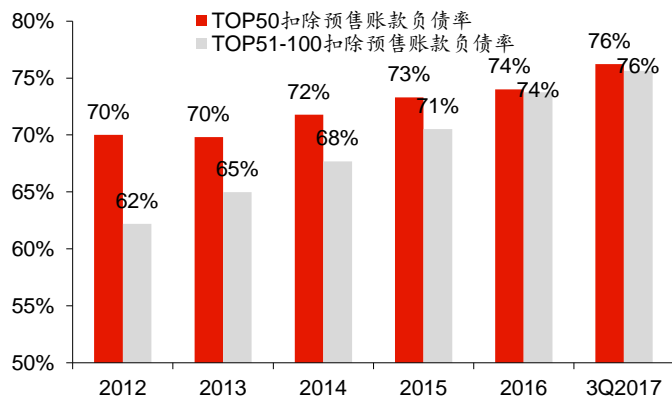
资料来源：Wind，华泰证券研究所

4.4 负债方面 TOP50 更占优势

从扣除预售账款资产负债率来看，TOP50 和 TOP51-100 房企的负债率都在持续攀升，截止到 2017 年三季度基本都攀升到了 76%左右的水平，从提升速度来看 TOP51-100 的房企提升幅度更大，其中值从 2012 年 62%提升到了 2017 年第三季度的 76%。TOP50 房企的债务水平则提升相对较平稳，中值从 2012 年的 70%提升到 2017 年第三季度的 76%。其中滨江集团、招商蛇口以及金地集团都在负债控制上有不错的表现。

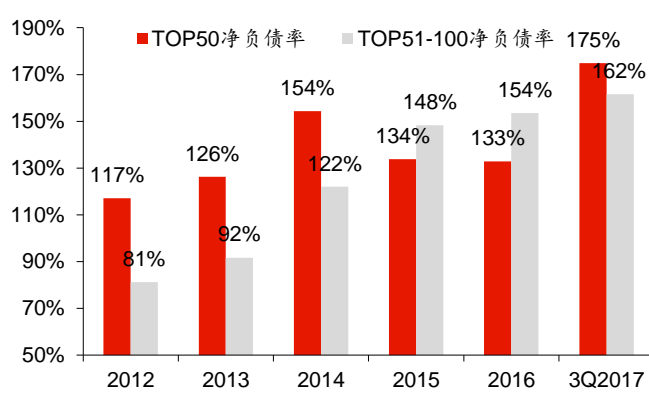
从有息负债率来看可以得出同样的结论，TOP50 和 TOP51-100 房企的负债率处于持续提升的态势，目前双方的负债率基本处于同一水平，但是从提升幅度来看，TOP51-100 房企有更高的提升幅度。

图表70： A股 TOP100 房企 2012-2017Q3 扣预收账款资产负债率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

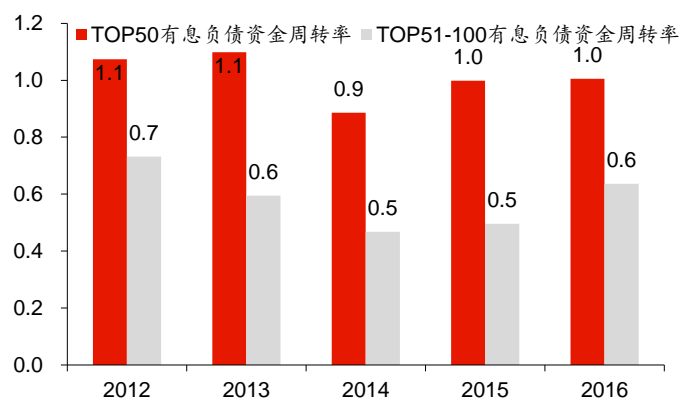
图表71： A股 TOP100 房企 2012-2017Q3 净负债率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

虽然负债水平比较接近，但是从资金使用效率来看，TOP50 房企则表现出了明显的优势。从有息负债资金周转率来看，TOP50 房企 1 年周转中值可以达到 1 次，其中优秀者万科、新城均可达到 2 次左右，但 TOP51-100 房企则周转就相对较慢，1 年周转中值为 0.6 次，在运营效率上落后于 TOP50 房企。

图表72: A股TOP100房企2012-2016有息负债资金周转率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

5. 总结

行业在 2015 年到 2017 年经历了一段持续的增长，这其中三四线城市的高货币化补偿推动以及近年来攀升的杠杆资金贡献了主要的推动力量；在库存以及房价等硬约束下，行业进一步放松的空间在逐渐缩减，而收紧政策的预期在逐步加强。这预计会抑制行业 2018 年销售表现，我们预测在中性情况下 2018 年销售面积下滑 6%，销售金额下滑 4%。但开发投资随着施工面积的不断扩大，以及新开工占比的逐渐降低开始展现出一定的韧性，预计 2018 年行业开发投资保持 4% 的正增长。

在企业层面，TOP50 房企则开始逐渐领跑行业。通过比较 TOP50 房企与 TOP51-100 房企的财务表现，我们发现 TOP50 房企在成长性、利润率以及周转速度上明显优于 TOP51-100 房企，尤其在销售方面，2017 年前十月 TOP50 房企销售增速中值达到 45%，进一步大幅超越 TOP51-100 房企的销售中值-18%，预计将会为 TOP50 房企在 2018 年财务报表的进一步领先表现打下基础。建议关注 TOP50 房企中万科、绿地控股、招商蛇口、新城控股、金地集团、中南建设、阳光城等。

图表 73：重点公司盈利预测及估值汇总

股票简称	收盘价 (元)	EPS				P/E (倍)				P/B (倍)			
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
绿地控股	7.24	0.59	0.71	0.80	0.97	12.27	10.20	9.05	7.46	1.57	1.42	1.30	1.16
新城控股	24.48	1.34	1.77	2.41	3.08	18.27	13.83	10.16	7.95	3.72	2.90	2.27	1.80
中南建设	6.10	0.11	0.23	0.39	0.54	55.45	26.52	15.64	11.30	1.67	1.58	1.45	1.30
万科 A	31.80	1.90	2.38	2.94	3.58	16.74	13.36	10.82	8.88	3.09	2.60	2.21	1.86
招商蛇口	19.85	1.21	1.44	1.76	2.17	16.40	13.78	11.28	9.15	2.78	2.29	1.96	1.65
金地集团	12.28	1.40	1.51	1.73	1.98	8.77	8.13	7.10	6.20	1.48	1.28	1.14	0.99
阳光城	6.49	0.30	0.46	0.62	0.78	21.63	14.11	10.47	8.32	1.99	1.65	1.39	1.20

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：万科 A、招商蛇口、金地集团、阳光城预测数据采用万得一致预期

风险提示：(1) 若房价继续上行，则行业可能面临政策调控加码风险；(2) 若后续美联储加息频率加快，而国内一旦跟随加快的话，则行业可能面临资金面收紧超预期风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com