

房地产行业

存量浮动贷款挂钩 LPR，重申板块机会

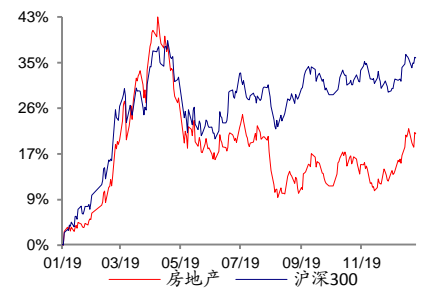
行业评级 **买入**

前次评级 买入
报告日期 2019-12-30

核心观点：

- **LPR 挂钩存量按揭贷款，彻底取代贷款基准利率。**央行公告对 20 年之前签订的与基准利率挂钩的存量贷款，将选择转换为 LPR 加点或固定利率（仅一次）。此前 LPR 新政确立新增贷款将挂钩 LPR 而非贷款基准利率的原则，此次公告将存量浮动利率贷款参考基准由贷款基准利率改为 LPR，LPR 将彻底取代贷款基准利率成为利率定价的核心。
- **存量贷款 LPR 改革对于非个人商贷是降息利好，而对于个人商贷则将保持转换时利率不变。**存量浮动利率贷款在此次定价基准换锚改革后可选择转换为 LPR 加点（固定值）或转化为固定利率，其中非个人商贷的转换后利率（LPR 加点或固定利率）由借贷双方协商确定，而对于个人商贷，如果转换为固定利率，则等于原利率，如果转换成 LPR 加点的浮动利率，则固定加点值将使得转换后 20 年的利率等于原利率，使得转换时点的利率水平保持不变，而 21 年的利率水平则取决于 20 年 12 月的 LPR 相对于 19 年 12 月 LPR（4.80%）的变化情况。
- **LPR 的变动对于存量个人购房贷款人的月供变化的影响系数约为 6.8。**选择北京、上海、深圳、南京、成都、武汉 6 个样本城市，对 20 年 12 月 LPR 相较于 4.80% 的变动做敏感性分析，LPR 上涨/下跌 10bp，购房者的月供变动幅度平均为 0.68%，还本付息额相较于原还本付息额平均变动 0.53%，还本付息额变动幅度相较于房价平均变化 0.59%。
- **非个人商贷存量贷款重新定价，资金成本的降低对房地产行业利好。**存量个人商贷换锚的定价机制锁定了 2020 年的利率不调整，2021 年新增房贷需求的增长主要受央行利率政策的影响，同时也受市场力量的修正。另一方面，存量贷款换锚对非个人商贷是一个重新定价的机会，房地产行业从金融投资品属性的角度来理解，是宏观经济中资金与土地匹配的重要渠道，当市场整体资金成本在下降时，市场也将引导资金通过各种渠道进入房地产行业匹配对应质量的土地，抬高对地产的需求。板块投资方面，前期我们已经强调了有利因素量变向质变发展，目前房地产行业景气度下降背景下，未来行业与信贷政策环境进一步改善概率大。当前行业背景下主流企业集中度将进一步提升，其持续性强于以往，推荐估值低、高增长的一二线龙头，一线 A 股龙头推荐：万科 A、金地集团、招商蛇口，二线 A 股龙头推荐：中南建设、阳光城、金科股份、蓝光发展、华发股份、荣盛发展，H 股龙头推荐：融创中国、中国海外发展、万科企业、旭辉控股集团，H 股龙头关注：中国金茂、合景泰富集团等，子领域推荐：中国国贸、新潮中宝和光大嘉宝。
- **风险提示。**政策调控力度进一步加大；按揭贷利率持续上行；行业库存抬升快于预期；行业基本面超预期下行；房地产税立法推进超预期。

相对市场表现



分析师：乐加栋
SAC 执证号：S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇
SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
010-59136622
guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

房地产行业:存量浮动贷款基准切换，再次强调行业性机会 2019-12-29

房地产行业 11 月公司月报：房企冲刺全年目标，板块估值底部提升 2019-12-22

房地产行业:稳定长期预期，按揭贷款利率机制调整 2019-08-27

联系人：邢莘 021-60750620
xingshen@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
万科 A	000002.SZ	人民币	31.00	2019/12/03	买入	39.60	3.67	4.22	8.65	7.51	6.59	7.49	19.9%	18.5%
招商蛇口	001979.SZ	人民币	19.76	2019/03/19	买入	29.80	2.29	2.57	8.64	7.70	8.98	8.33	21.0%	19.1%
华夏幸福	600340.SH	人民币	28.03	2019/10/20	买入	36.99	4.93	6.03	5.70	4.66	8.46	7.97	29.0%	26.2%
华侨城 A	000069.SZ	人民币	7.59	2018/11/01	买入	-	1.33	1.42	5.69	5.33	5.77	5.46	15.0%	13.8%
金地集团	600383.SH	人民币	13.96	2019/10/31	买入	14.16	2.22	2.59	6.29	5.39	3.18	3.22	17.9%	17.3%
荣盛发展	002146.SZ	人民币	9.61	2019/10/26	买入	13.52	2.25	2.47	4.27	3.89	2.74	1.52	22.5%	19.8%
金科股份	000656.SZ	人民币	7.42	2019/11/03	买入	7.97	1.00	1.20	7.45	6.18	13.11	11.87	19.3%	18.8%
中南建设	000961.SZ	人民币	10.46	2019/10/30	买入	10.78	1.13	1.93	9.28	5.42	4.41	4.16	20.3%	25.9%
阳光城	000671.SZ	人民币	8.36	2019/10/28	买入	8.89	0.93	1.30	8.94	6.41	9.93	4.98	18.0%	20.1%
蓝光发展	600466.SH	人民币	7.07	2019/10/26	买入	10.04	1.11	1.72	6.40	4.16	11.00	11.78	22.6%	25.8%
华发股份	600325.SH	人民币	7.73	2019/10/29	买入	10.50	1.40	1.90	5.50	4.07	18.23	11.91	20.0%	21.3%
新湖中宝	600208.SH	人民币	3.71	2019/12/18	买入	5.20	0.36	0.45	10.18	8.16	33.13	32.67	8.4%	9.5%
中国国贸	600007.SH	人民币	17.54	2019/11/19	买入	19.86	0.92	1.04	19.00	16.94	8.69	7.74	11.8%	11.7%
金融街	000402.SZ	人民币	8.01	2019/08/12	买入	10.31	1.29	1.47	6.22	5.44	12.81	10.65	10.9%	11.1%
碧桂园	02007.HK	港币	12.44	2019/09/18	买入	16.03	1.91	2.24	5.83	4.99	3.30	2.89	25.6%	23.1%
融创中国	01918.HK	港币	46.60	2019/12/06	买入	55.30	5.25	6.96	7.97	6.01	8.35	4.98	27.2%	26.5%
中国海外发展	00688.HK	港币	30.10	2019/10/15	买入	32.90	4.11	4.63	6.57	5.83	4.76	4.31	15.0%	14.4%
旭辉控股集团	00884.HK	港币	6.63	2019/08/18	买入	6.16	0.91	1.13	6.64	5.32	3.70	2.80	21.6%	21.2%
万科企业	02202.HK	港币	33.30	2019/12/03	买入	38.70	3.67	4.22	8.34	7.24	6.59	7.49	19.9%	18.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 以上公司为广发证券地产组近两年覆盖标的;

(2) A 股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的(碧桂园、融创中国、旭辉控股集团、万科企业)合理价值货币单位为港币;

(3) A 股及港股标的 EPS 货币单位均为人民币;

(4) 表中估值指标按照最新收盘价计算。

LPR 挂钩存量按揭贷款，彻底取代贷款基准利率

12月28日，央行发布中国人民银行公告【2019】第30号（以下简称“公告”），推动存量浮动利率贷款的定价基准转换为LPR，利率市场化改革进一步深化。8月17日《改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制公告》和8月25日《关于新发放商业性个人住房贷款利率调整的公告》，确立了新发放的商业性个人按揭贷款利率的确定原则，新批按揭贷款利率由传统的“由基准利率及浮动比例构成”变为“由最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准及加点形成”，明确了新发放按揭利率与LPR变化趋势的相关性，而本次公告进一步将存量按揭贷款的利率确定原则挂钩LPR，在此之后，全部浮动利率按揭贷款的定价基准将转换为LPR。

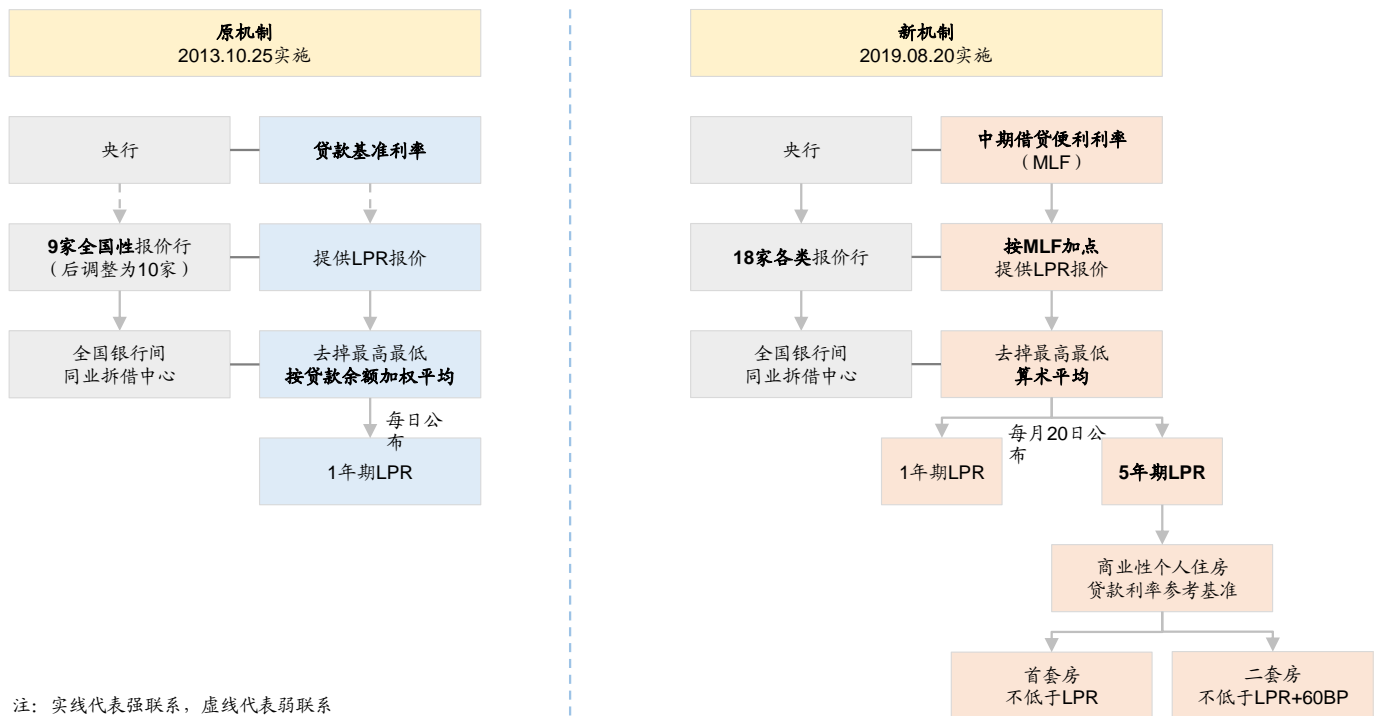
表1: LPR相关政策一览

时间	部门	主要政策表态
2019/8/16	国常会	要深化利率市场化改革， 完善商业银行贷款市场报价利率机制 ，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用。
2019/8/17	央行	改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，各银行应在 新发放的贷款中主要参考贷款市场报价利率定价 ，并在浮动利率贷款合同中采用贷款市场报价利率作为定价基准。 存量贷款的利率仍按原合同约定执行。
2019/8/25	央行	自2019年10月8日起， 新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成 。首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。
2019/12/28	央行	存量浮动利率贷款定价基准转换为LPR ，自2020年1月1日起，各金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。除商业性个人住房贷款外，加点数值由借贷双方协商确定。商业性个人住房贷款的加点数值应等于原合同最近的执行利率水平与2019年12月发布的相应期限LPR的差值。

数据来源：国务院，央行，广发证券发展研究中心

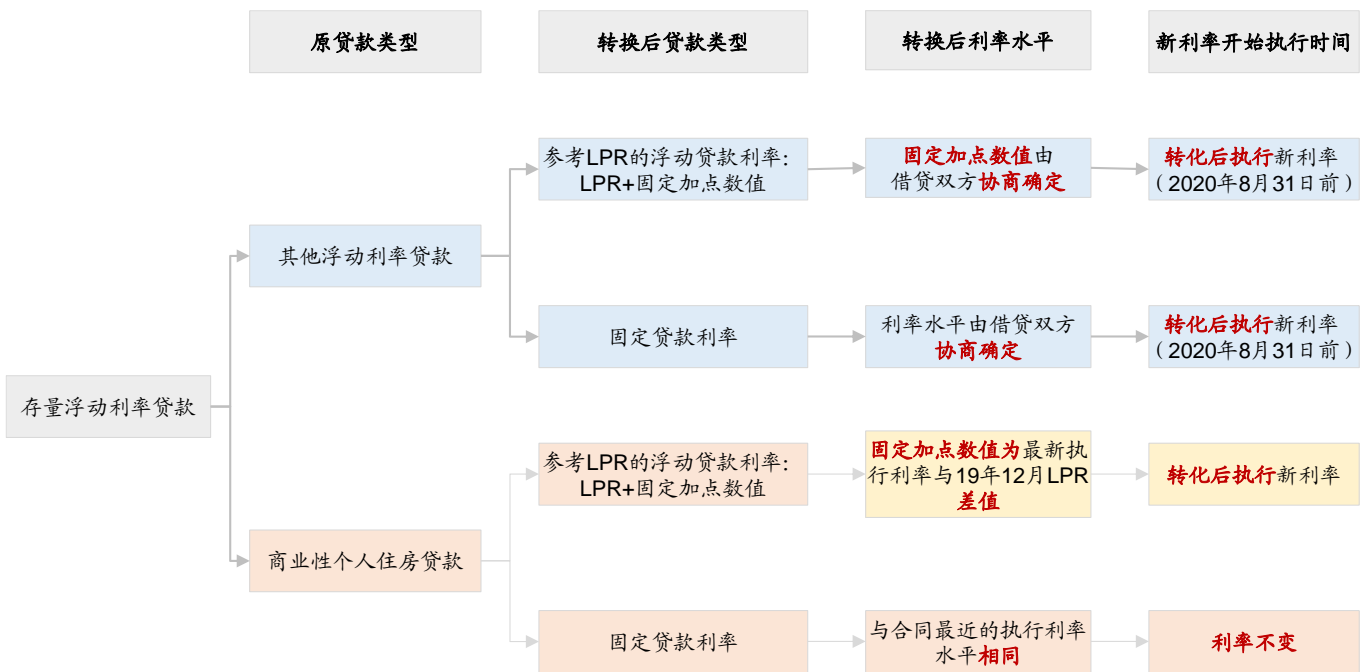
本次存量浮动利率贷款改革的进程较快。8月17日LPR形成机制确立之后，央行针对增量贷款与LPR挂钩确定了时间表，要求全国性银行业金融机构（不含农商行、农合社、村镇银行等地方法人中小银行）的新发放贷款中，应用LPR做为定价基准的比例在19年9月底、19年12月底和20年3月底应分别不低于30%、50%、80%，而本次改革公告指出，截至12月底，接近90%的新发放贷款已经参考LPR定价，超过了原定时间表要求的50%的政策目标，存量浮动利率贷款改革也随之启动，并将在20年的3月至8月全面进行转化工作，明年8月底之前，所有的增量和存量浮动利率贷款均将挂钩LPR，LPR也将取代贷款基准利率成为浮动贷款利率定价基准。

图1: 贷款市场报价利率 (LPR) 形成机制一览, 增量贷款挂钩LPR



数据来源: 央行, 广发证券发展研究中心

图2: 存量浮动利率贷款挂钩LPR, 存量贷款挂钩LPR

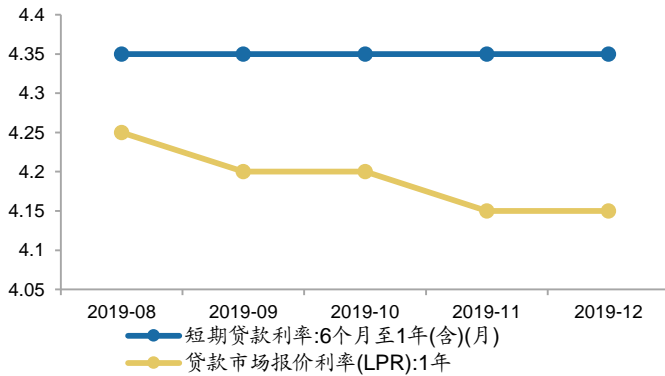


数据来源: 央行, 广发证券发展研究中心

政策变化对房地产行业的影响

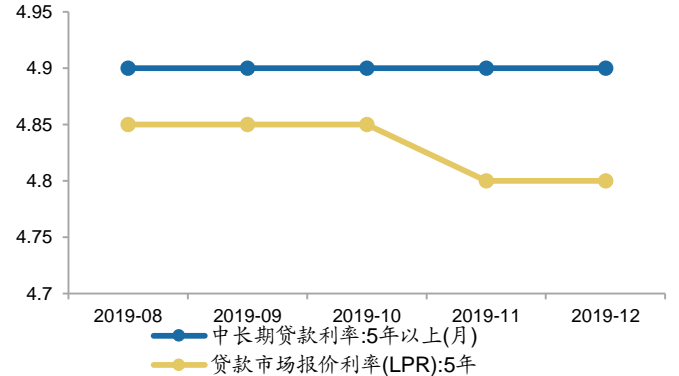
本次LPR改革再次延续了房贷和非房贷的双轨制格局，对于非商业性个人住房贷款，转换后的利率，无论是选择挂钩LPR或是改为固定利率，固定的加点值（可为负数）或者固定贷款利率水平均由借贷双方协商确定，并且在转换后（最晚不超过2020年8月31日）即开始执行转换后利率水平。而对于商业性个人住房贷款而言，央行明确指出，“为贯彻落实房地产市场调控要求，存量商业性个人住房贷款在转换时点的利率水平应保持不变”，这使得商业性个人住房贷款的利率转换有所不同。如果转换为固定利率，那么固定利率水平和最新的执行利率水平一致，相当于利率不变；如果转换为挂钩LPR的浮动利率，首先，LPR的固定加点值不是由借贷双方协商确定的，而是一个由原执行合同的最新利率和19年12月LPR对应差值的客观决定值，其次，转换后利率的“实际”执行时间也有所不同，由于固定加点数值是原执行利率与19年12月LPR的差值，转换后新利率为“LPR+固定加点数值”，实际上的数值仍然为转换前的实际执行利率，因此，表观上来看，在下一次重定价日（一般是次年元旦，即2021年1月1日）之前，购房者在2020年的利率水平不变，直到2021年，购房者才按照“2020年12月LPR+固定加点数值”执行新利率，如果2020年12月LPR相对于2019年12月LPR发生了变化，实际贷款利率水平才有可能发生变化。

图3：1年期贷款基准利率（%）与LPR（%）



数据来源：央行，广发证券发展研究中心

图4：5年期贷款基准利率（%）与LPR（%）

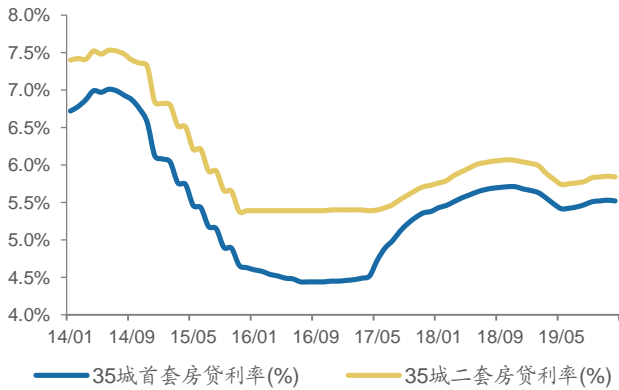


数据来源：央行，广发证券发展研究中心

在“房住不炒”背景下，新发放的个人商贷受LPR低于贷款基准利率的影响较小，受LPR变动趋势的影响更大。在新LPR机制推行之前，原有的LPR机制存在一个较为严重的问题，即金融机构联合设定“隐性下限”，新LPR机制推出后，央行也指出要将贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA），所有银行业金融机构不得通过协同设定贷款利率隐性下限，否则实行“一票否决”，但实际执行上，针对商业性个人贷款而言，却具有政策层面的“隐性下限”。中央对于房地产行业近年来一直维持着“房住不炒”的一贯表态，央行副行长刘国强8月20日在降低实际利率水平有关政策吹风会也指出，房贷利率由参考贷款基准利率转变为参考LPR，参考的基准变了，但利率水平不能降。自10月8日开始新发放的商业性个人住房贷款陆续挂钩LPR，可以看到，据融360数据显示，尽管9-10月的5年期LPR均低于贷款基准利率5bp，35

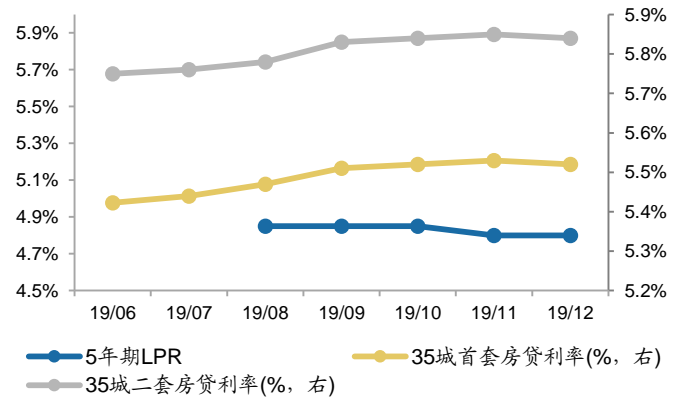
重点城市的首套、二套房贷款利率水平在10月和11月均未下降，反而延续了上升趋势，而只有当11月20日5年期LPR下调5bp之后，12月35城首套、二套房按揭贷利率水平才下滑了1bp。从这里我们可以看到，尽管5年期LPR低于5年期贷款基准利率，但在“房住不炒”背景下，整体按揭贷水平并未直接受LPR低于贷款基准利率的影响，而LPR的走向趋势对于新发放商贷的整体按揭贷利率水平的影响具有更重要的影响力。

图5：融360披露首套及二套房贷款平均成本变化



数据来源：融360，广发证券发展研究中心

图6：19年下半年首套、二套按揭利率与5年期LPR

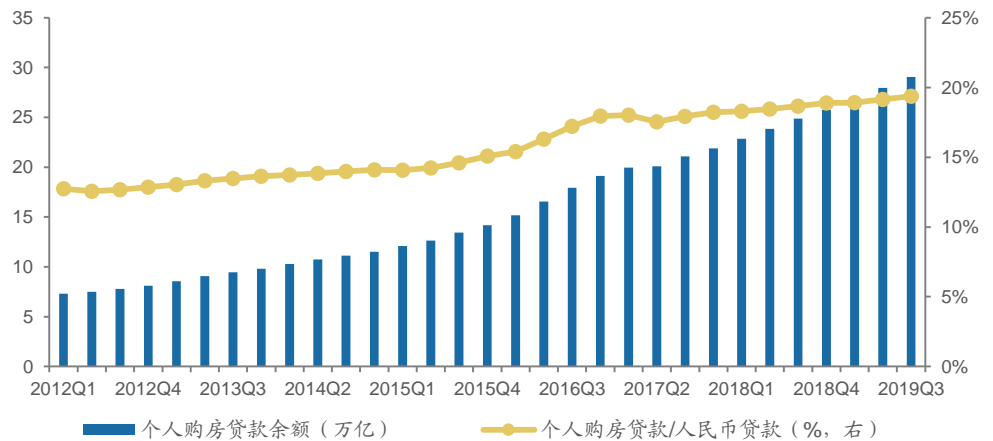


数据来源：央行，融360，广发证券发展研究中心

存量商业性个人住房贷款换锚也将消除LPR低于贷款基准利率的影响，而使存量贷款利率挂钩LPR的走向趋势变化。存量个人商贷换锚的规则明确了转换后的利率由LPR+固定加点数值确定，固定加点数值由最新执行利率减去19年12月LPR的差值确定，在确定这个固定加点数值的过程中，已经抵消了5年期LPR低于贷款基准利率的影响，甚至由于减去的是19年12月的LPR，抵消了11月5年期LPR再次下降5个bp的影响，从而使新利率的变动依赖于LPR的变化，而不受LPR低于贷款基准利率的影响。

具体的影响方面，截至19年三季度末，我国个人住房贷款余额29.05亿元，占人民币贷款余额比例19.4%，占住户部门中长期消费贷款余额的比例为88.4%，假定这一比例在10-11月保持不变，那么10月8日以后新发放的个人商贷均挂钩LPR，影响的增量个人商贷为6656亿元，而此次存量贷款换锚所影响的29.05亿元存量个人住房贷款，影响更大也更深远。

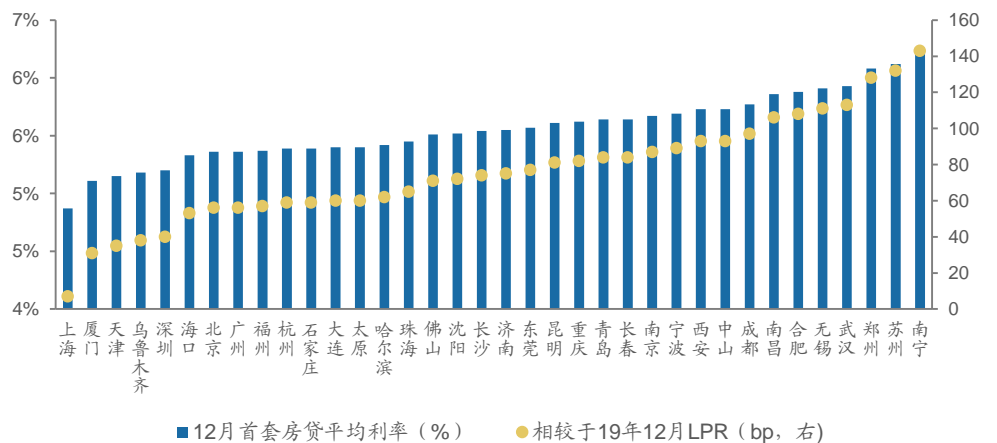
图7：个人购房贷款余额与占人民币贷款的比例



数据来源：央行，广发证券发展研究中心

对购房者的影响方面，我们进一步来做一个测算，选择北京、上海、深圳、南京、成都、武汉6个样本城市，假定有这么一群购房者，分别在15-18年购房（均为首套房），以当年中指院百城房价作为购房者的平均房价，年度平均按揭贷款利率为购房贷款平均利率，首付比例以当年该城市最低首付计算，购房者分别购买90平米、120平米、140平米的住房（假定均为普通住房），贷款20年，还款方式为每月定额本息，假定购房者在2020年6月切换为以LPR为参考基准的浮动利率贷款，重定价周期为1年，重定价日为每年1月1日，如果2020年12月LPR相较于19年12月分别加或减5bp、10bp、15bp、20bp，购房者2021年的购房负担变化。

图8：2019年12月各地首套房按揭贷款利率与LPR差额



数据来源：融360，广发证券发展研究中心

表 2：六大城市 15-18 年购房基本要素

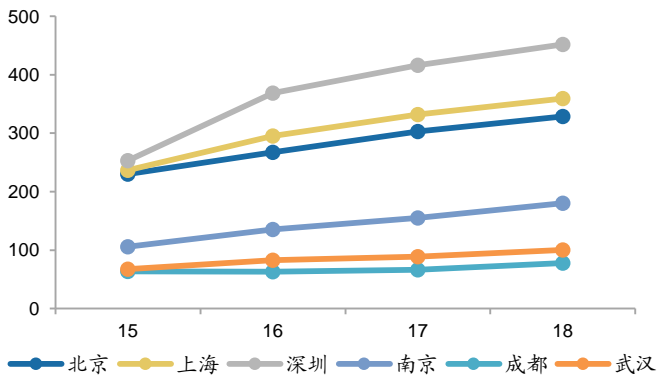
	城市	2015	2016	2017	2018
平均贷款基准利率 (%)	全国	5.46%	4.90%	4.90%	4.90%
平均按揭贷款利率 (%)	北京	5.01%	4.21%	4.90%	5.43%
	上海	5.04%	4.38%	4.70%	5.14%

	深圳	5.39%	4.44%	4.88%	5.54%
	南京	5.22%	4.42%	4.95%	5.83%
	成都	5.47%	4.29%	4.81%	5.56%
	武汉	5.45%	4.69%	5.09%	6.04%
首付比例 (%)	北京	30%	30%	35%	35%
	上海	30%	30%	35%	35%
	深圳	30%	30%	30%	30%
	南京	25%	25%	30%	30%
	成都	20%	20%	30%	30%
	武汉	20%	20%	30%	30%
平均房价 (元/平方米)	北京	33329	38140	42349	42478
	上海	34183	41753	46884	47128
	深圳	35823	51922	54059	53964
	南京	14111	17787	20053	21255
	成都	7843	7816	8647	9275
	武汉	8311	10029	11404	11723

数据来源：中指院，央行，融360，各地政府网站，广发证券发展研究中心

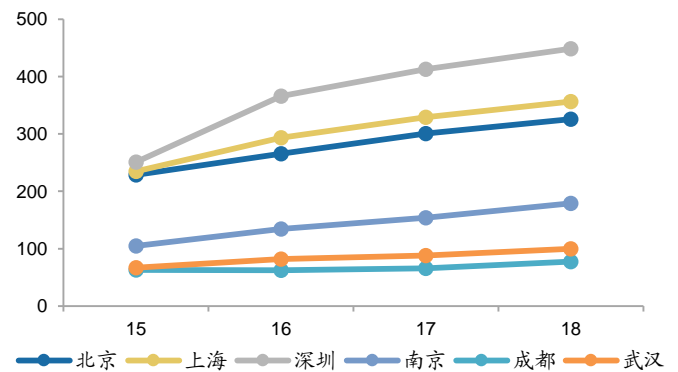
具体来看，以购买120平米为例，如果2020年12月LPR上升至5.00%，六个城市中，月供上涨压力最大的是18年在深圳购房的购房者，2021年月供将增加452元，较原月供增长1.45%，不考虑货币的时间价值还本付息额从约589.0万上涨到596.3万，上涨1.2%，上涨金额占总房价的1.1%；月供上涨压力最小的是16年在成都购房的购房者，2021年月供将增加63元，较原月供增长1.35%，不考虑货币的时间价值还本付息额从约111.9万上涨到113.0万，上涨1.0%，上涨金额占总房价的1.2%。如果2020年12月LPR下降至4.60%，六个城市中，月供下降幅度最大的是18年在深圳购房的购房者，2021年月供将减少448元，较原月供减少1.43%，不考虑货币的时间价值还本付息额从约589.0万下降到581.7万，下降1.2%，下降金额占总房价的1.1%；月供下降幅度最小的是16年在成都购房的购房者，2021年月供将减少62元，较原月供减少1.34%，不考虑货币的时间价值还本付息额从约111.9万下降到110.7万，下降1.0%，下降金额占总房价的1.2%。

图9：120平米住房LPR上涨20bp月供（元/月）增加



数据来源：中指院，央行，融360，广发证券发展研究中心

图10：120平米住房LPR下降20bp月供（元/月）减少



数据来源：中指院，央行，融360，广发证券发展研究中心

综合来看，2020年12月LPR相对于4.80%上涨/下跌10个bp，15-18年的购房者的月供变动幅度平均为0.68%，还本付息额相较于原还本付息额平均变动0.53%，还本付息额变动幅度相较于房价平均变化0.59%。

表 3： 20 年 12 月 LPR 相对于 4.80%加/减 10bp，六城月供变动幅度

房型	LPR 变动	2015	2016	2017	2018
90 平米	-10bp	-0.62%	-0.67%	-0.70%	-0.72%
	+10bp	0.62%	0.67%	0.70%	0.72%
120 平米	-10bp	-0.62%	-0.67%	-0.70%	-0.72%
	+10bp	0.62%	0.67%	0.70%	0.72%
140 平米	-10bp	-0.62%	-0.67%	-0.70%	-0.72%
	+10bp	0.62%	0.67%	0.70%	0.72%
平均值	+/- 10bp	0.62%	0.67%	0.70%	0.72%

数据来源：中指院，央行，融360，广发证券发展研究中心

表 4： 20 年 12 月 LPR 相对于 4.80%加/减 10bp，六城还本付息额变动幅度

房型	LPR 变动	2015	2016	2017	2018
90 平米	-10bp	-0.43%	-0.50%	-0.56%	-0.61%
	+10bp	0.43%	0.50%	0.56%	0.61%
120 平米	-10bp	-0.43%	-0.50%	-0.56%	-0.61%
	+10bp	0.43%	0.50%	0.56%	0.61%
140 平米	-10bp	-0.43%	-0.50%	-0.56%	-0.61%
	+10bp	0.43%	0.50%	0.56%	0.61%
平均值	+/- 10bp	0.43%	0.50%	0.56%	0.61%

数据来源：中指院，央行，融360，广发证券发展研究中心

表 5： 20 年 12 月 LPR 相对于 4.80%加/减 10bp，六城还本付息额变动相对于房价

房型	LPR 变动	2015	2016	2017	2018
90 平米	-10bp	-0.52%	-0.56%	-0.60%	-0.69%
	+10bp	0.52%	0.56%	0.60%	0.70%
120 平米	-10bp	-0.52%	-0.56%	-0.60%	-0.69%
	+10bp	0.52%	0.56%	0.60%	0.70%
140 平米	-10bp	-0.52%	-0.56%	-0.60%	-0.69%
	+10bp	0.52%	0.56%	0.60%	0.70%
平均值	+/- 10bp	0.52%	0.56%	0.60%	0.69%

数据来源：中指院，央行，融360，广发证券发展研究中心

表6: 2020年12月六大城市LPR相对于2019年12月LPR (4.80%) 变动对购房者月供(元/月)压力的敏感性分析

房型	LPR 变动	北京				上海				深圳			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
90 平米	-20bp	13703	14626	15990	16744	14086	16247	17399	18138	15198	20308	21940	23117
	-15bp	13745	14675	16046	16805	14130	16302	17460	18204	15245	20377	22017	23201
	-10bp	13788	14725	16102	16866	14174	16357	17522	18271	15292	20445	22094	23285
	-5bp	13831	14775	16159	16928	14218	16412	17584	18338	15340	20514	22172	23369
	+0bp	13874	14825	16215	16989	14262	16467	17645	18405	15387	20583	22250	23454
	+5bp	13917	14875	16272	17050	14306	16522	17708	18472	15434	20652	22327	23538
	+10bp	13960	14925	16329	17112	14351	16577	17770	18539	15482	20721	22405	23623
	+15bp	14004	14975	16386	17173	14395	16633	17832	18607	15529	20790	22483	23707
	+20bp	14047	15025	16443	17235	14440	16689	17894	18674	15577	20859	22562	23792
120 平米	-20bp	18270	19501	21320	22326	18781	21663	23198	24184	20265	27078	29253	30823
	-15bp	18327	19567	21395	22407	18840	21736	23280	24272	20327	27169	29356	30935
	-10bp	18384	19633	21470	22488	18898	21809	23362	24361	20390	27260	29459	31047
	-5bp	18442	19700	21545	22570	18957	21882	23445	24451	20453	27352	29563	31159
	+0bp	18499	19766	21621	22652	19016	21956	23527	24540	20516	27444	29666	31271
	+5bp	18556	19833	21696	22734	19075	22030	23610	24630	20579	27536	29770	31384
	+10bp	18614	19900	21772	22816	19134	22103	23693	24719	20642	27628	29874	31497
	+15bp	18672	19966	21848	22898	19194	22177	23776	24809	20705	27720	29978	31610
	+20bp	18729	20034	21924	22980	19253	22251	23859	24899	20769	27812	30082	31723
140 平米	-20bp	21315	22751	24873	26047	21911	25273	27065	28214	23642	31591	34129	35960
	-15bp	21382	22828	24961	26142	21980	25358	27160	28318	23715	31697	34249	36091
	-10bp	21448	22906	25048	26237	22048	25444	27256	28422	23788	31804	34369	36221
	-5bp	21515	22983	25136	26332	22117	25529	27352	28526	23862	31911	34490	36352
	+0bp	21582	23061	25224	26427	22186	25615	27449	28630	23935	32018	34610	36483
	+5bp	21649	23138	25312	26523	22254	25701	27545	28734	24009	32125	34731	36615
	+10bp	21716	23216	25400	26618	22323	25787	27642	28839	24082	32232	34853	36746
	+15bp	21784	23294	25489	26714	22392	25873	27739	28944	24156	32340	34974	36878
	+20bp	21851	23372	25578	26810	22462	25960	27836	29049	24230	32448	35096	37010
房型	LPR 变动	南京				成都				武汉			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
90 平米	-20bp	6322	7446	8187	9325	3827	3449	3488	3981	4048	4580	4710	5233
	-15bp	6341	7471	8216	9358	3839	3461	3500	3995	4061	4595	4726	5251
	-10bp	6361	7496	8244	9392	3850	3473	3512	4010	4073	4611	4743	5270
	-5bp	6381	7521	8273	9426	3862	3484	3525	4024	4086	4626	4760	5289
	+0bp	6401	7546	8302	9459	3874	3496	3537	4039	4099	4641	4776	5308
	+5bp	6420	7571	8331	9493	3886	3508	3550	4053	4111	4657	4793	5326
	+10bp	6440	7597	8360	9527	3898	3520	3562	4068	4124	4672	4809	5345
	+15bp	6460	7622	8389	9561	3910	3531	3574	4083	4136	4688	4826	5364
	+20bp	6480	7648	8418	9595	3922	3543	3587	4097	4149	4703	4843	5383
120 平米	-20bp	8429	9927	10916	12433	5102	4599	4650	5308	5398	6107	6280	6977

	-15bp	8455	9961	10954	12478	5118	4615	4667	5327	5415	6127	6302	7002
	-10bp	8481	9994	10993	12523	5134	4630	4683	5346	5431	6148	6324	7027
	-5bp	8508	10028	11031	12567	5150	4646	4700	5366	5448	6168	6346	7052
	+0bp	8534	10062	11070	12612	5166	4661	4716	5385	5465	6189	6368	7077
	+5bp	8560	10095	11108	12657	5181	4677	4733	5404	5481	6209	6390	7102
	+10bp	8587	10129	11147	12702	5197	4693	4749	5424	5498	6230	6412	7127
	+15bp	8613	10163	11186	12748	5213	4708	4766	5443	5515	6251	6435	7152
	+20bp	8640	10197	11224	12793	5229	4724	4783	5463	5532	6271	6457	7177
140 平米	-20bp	9834	11582	12735	14505	5953	5365	5426	6193	6298	7125	7327	8140
	-15bp	9864	11621	12780	14557	5971	5384	5445	6215	6317	7148	7352	8169
	-10bp	9895	11660	12825	14610	5990	5402	5464	6237	6336	7172	7378	8198
	-5bp	9926	11699	12870	14662	6008	5420	5483	6260	6356	7196	7404	8227
	+0bp	9956	11738	12915	14714	6027	5438	5502	6283	6375	7220	7429	8256
	+5bp	9987	11778	12960	14767	6045	5457	5522	6305	6395	7244	7455	8285
	+10bp	10018	11817	13005	14819	6064	5475	5541	6328	6415	7268	7481	8315
	+15bp	10049	11857	13050	14872	6082	5493	5560	6351	6434	7292	7507	8344
	+20bp	10080	11896	13095	14925	6101	5512	5580	6373	6454	7316	7533	8374

数据来源：中指院，央行，融 360，各地政府网站，广发证券发展研究中心

对房地产行业销售影响来看，由于2020年购房者的还贷支出不会发生变化，存量个人商贷换锚的影响要在2021年才体现，由于个人商贷的定价机制对冲了LPR低于贷款基准利率的利率空间，换锚的影响主要取决于2020年12月后的货币政策走势和市场供需情况。央行的利率政策是主要因素，降息将降低购房成本，从而增加新增购房需求，促进房企销售和行业销售增长。此外，也应该考虑到市场供需力量对利率政策的修正作用，例如如果降息真的发生，存量房贷的利息支出将会减少，从而侵蚀银行的利润，银行有动机加强新增个人商贷的资质审核甚或直接或变相提高新发放的按揭贷的平均放款利率以收回部分利润，这将部分冲抵降息对需求端的促进作用。

另一方面，如果我们从一个更大的资金层面来考虑，存量贷款换锚对于占比更高的非商业性个人住房贷款是一个重新定价的机会，资金成本的降低对于房地产行业是一个利好。正如我们在2020年年度策略《悟，已往之不谏；觉，今是而昨非》中所提到的，房地产行业从金融投资品属性的角度来理解，是宏观经济中资金与土地匹配的重要渠道，资金面的向好和土地收益率的上升对于房地产行业都是利好。当市场整体利率水平在下降时，尽管房企的直接资金成本并未降低，市场也将引导资金通过各种渠道进入房地产行业匹配对应质量的土地，抬高对地产的需求。

板块投资方面，前期我们已经强调了有利因素量变向质变发展，此次存量贷款挂钩LPR对于行业资金面也是一个重要利好。目前房地产行业景气度已开始下降（9、10月份以来以价换量，11月新开工单月同比负增长），12月景气度持续下行且趋势将延续至20年，未来行业与信贷政策环境进一步改善概率大。在“三稳”背景下，主流企业集中度将进一步提升，其持续性强于以往，推荐估值低、高增长的一二线龙头，一线A股龙头推荐：万科A、金地集团、招商蛇口，二线A股龙头推荐：中南建设、阳光城、金科股份、蓝光发展、华发股份、荣盛发展，H股龙头推荐：融创中国、

中国海外发展、万科企业、旭辉控股集团，H股龙头关注：中国金茂、合景泰富集团等，子领域推荐：中国国贸、新潮中宝和光大嘉宝。

风险提示

政策调控力度进一步加大；按揭贷利率持续上行；行业库存抬升快于预期；行业基本面超预期下行；房地产税立法推进超预期。

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。