

2020年02月26日

# 一城一策持续放松，货币财政双双发力

## 各地政策放松及货币财政发力点评

### 报告摘要：

2月以来，全国多地密集出台房地产扶持政策，同时，根据媒体报道，浙商银行及工商银行纷纷下调首付比例。此外，中央政治局会议强调，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。

### ► 多地出台扶持政策，因城施策有望持续放松

近期多地出台房地产支持政策，路径主要分为供给端和需求端，供给端包括延期缴纳土地出让金、降低土地保证金比例、放宽预售标准等措施，需求端则包括公积金贷款政策放松、购房契税补贴、人才购房补贴等。我们认为，行业正处于政策放松期的拐点，后续政策有望持续加码，值得重点关注。

### ► 银行下调首付比例，信贷政策有所放宽

根据21世纪经济报道，2月24日，浙商银行下发通知，将非“限购”城市居民家庭购买首套个人住房的贷款首付比例从30%调降至20%；次日，根据中华网报道，中国工商银行绍兴分行针对新房优质客户，将非“限购”城市居民家庭购买个人住房的二套房贷款首付比例从6成下调至3成。我们认为，非限购城市的信贷宽松有助于稳定非限购城市的购房需求，降低疫情对三四线城市销售的影响。

### ► 重点强调稳经济，货币财政双管齐下

中央政治局会议多次召开，会议重点强调稳经济，并提出财政政策要更加积极有为，货币政策要更加灵活适度。中央稳经济诉求强烈，货币及财政政策将更趋于放松，而房地产作为托底经济的重要行业，预计未来因城施策的放松趋势有望保持延续。

### ► 板块估值仍处低位，头部房企业绩确定性强

从绝对估值角度看，当前房地产板块的估值处于历史底部区间；从股息率的角度看，截至2020年2月24日，最新10年期国债中债到期收益率为2.81%，而A股龙头房企股息率普遍高于国债到期收益率，其中部分房企更具备业绩承诺或股权激励，业绩确定性强，整体投资价值凸显。

### 投资建议

历史上看，房地产板块在一季度具有明显的超额收益，当前板块业绩确定性强、估值低、股息高的优势凸显，且随着近期宏观及地方政策端趋于放松，估值将向上修复，目前板块已迎来布局良机，极具弹性，值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、及相关受益标的华夏幸福、融创中国、龙湖集团、旭辉集团、中国奥园、中国金茂等。

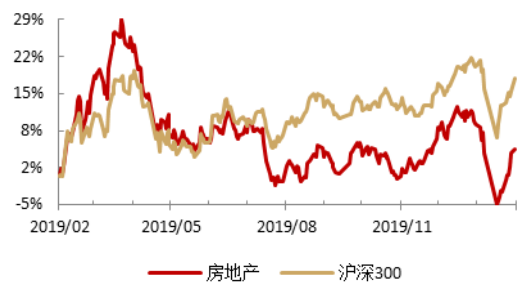
### 风险提示

疫情发展的不确定性，销售不及预期，政策放松不及预期。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：由于沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司 EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000002.SZ	万科A	29.33	增持	2.99	3.75	4.57	5.41	9.8	7.8	6.4	5.4
600048.SH	保利地产	15.26	增持	1.58	2.23	2.71	3.28	9.7	6.8	5.6	4.7
000656.SZ	金科股份	7.34	买入	0.73	1.07	1.36	1.62	10.1	6.9	5.4	4.5
000961.SZ	中南建设	8.40	增持	0.59	1.14	1.93	2.43	14.2	7.4	4.4	3.5

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 多地出台扶持政策，因城施策有望持续放松 .....	4
2. 银行下调首付比例，信贷政策有所放宽 .....	5
3. 重点强调稳经济，货币财政双管齐下 .....	5
4. 板块估值仍处低位，头部房企业绩确定性强 .....	8
5. 投资建议 .....	9
6. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1 近 10 年全国财政支出和收入增速差 (%) .....	7
图 2 近 10 年百城土地流拍率 (%) .....	7
图 3 A 股地产板块表现 .....	8
图 4 H 股地产板块表现 .....	8
图 5 主要房企股息率 (2020/2/24) .....	8
表 1 近期多地宽松地产政策整理 .....	4
表 2 近期银行政策整理 .....	5
表 3 近期货币政策整理 .....	6
表 4 头部房企业绩承诺及股权激励行权条件汇总 .....	9

## 1. 多地出台扶持政策，因城施策有望持续放松

近期包括贵州、杭州、上海、西安、无锡、广州、佛山、合肥、驻马店、南宁、东莞等多地出台房地产支持政策。宽松路径主要在供给端和需求端，供给端包括延期缴纳土地出让金、降低土地保证金比例、放宽预售标准等措施，需求端则包括公积金贷款政策放松、购房契税补贴、人才购房补贴等。我们认为，行业正处于政策放松期的拐点，后续政策有望持续加码，值得重点关注。

表 1 近期多地宽松地产政策整理

政策发布时间	城市/区域	政策摘要
2020/2/10	贵州	减征或免征城镇土地使用税、房产税；减半征收房租；鼓励对中小微租户适度减免租金。
2020/2/11	杭州	延期缴纳土地出让金；减免国有土地租金；推行“先租后让”供地；调整土地交易和履约监管要求。
2020/2/11	上海	调整土地价款缴付期限；免除疫情期间用地费用；降低产业用地成本。
2020/2/12	浙江	延期缴纳出让金；未能按期交地、动工、竣工的，不收取违约金。
2020/2/12	西安	分期缴纳土地出让价款；允许变更出让价款缴纳期限；容缺办理相关手续；缴纳 50%的土地出让价款，可预售。
2020/2/12	无锡	纳税申报及税款缴纳延期；房产税、城镇土地使用税可申请减免；长租公寓可申请专项资金补助；预售资金可跨节点提前拨付；完成 25%以上投资可申请预售；延迟交地和延期缴纳出让金；开竣工时间顺延
2020/2/12	南昌	允许终止或中止土地招拍挂交易；延期签订成交确认书和出让合同；延期缴纳出让金；延期开竣工。
2020/2/13	山西	解决不动产登记历史遗留问题。
2020/2/13	济南	延期缴纳土地出让金；暂缓开（竣）工核验；可申请贷款开发闲置土地；
2020/2/13	天津	优化审批手续；延期缴纳土地出让金。
2020/2/13	南京	延期缴纳土地出让金，延期开竣工。
2020/2/14	厦门	调整预售审批标准、加大房企资金支持力度、确保公积金贷款及时发放、长租公寓适当减免租金。
2020/2/14	衡阳	实行购房补贴；新建商品房地下车位予以补贴；分期缴纳土地价款；
2020/2/15	福州	顺延项目开竣工期限；免除企业违约责任；顺延预售期限；调整土地出让金缴纳期限；调整预售条件；加大住房公积金支持力度；优化行政许可审批；落实财税金融扶持政策。
2020/2/17	沈阳	延长施工许可；实施税费支持政策；提高行政审批效率。
2020/2/19	广州	可降低或暂缓公积金缴存比例
2020/2/19	苏州	延长土地出让金缴纳时限；调整交地、开竣工要求；调整报价规则，住宅地块竣工调整预售许可，不统一要求工程项目封顶后申请预售许可。
2020/2/21	佛山	调整住房公积金贷款还款安排；调整或暂缓公积金缴存比例。
2020/2/21	河南	加大信贷支持；延期纳税或减免税收。

2020/2/21	广东	加快施工和商品房销售许可办理；加快项目复工备案办理。
2020/2/21	驻马店	下调购地保证金缴纳比例；降低预售门槛；加快预售资金拨付；开发贷款给予优惠。
2020/2/23	南宁	允许二套房使用公积金贷款。
2020/2/25	东莞	贷款最长年限统一设定为 30 年

资料来源：华西证券地产组整理

## 2. 银行下调首付比例，信贷政策有所放宽

根据 21 世纪经济报道，2 月 24 日，浙商银行下发通知，将非“限购”城市居民家庭购买首套个人住房的贷款首付比例自 30%调降至 20%；2 月 25 日，根据中华网报道，中国工商银行绍兴分行针对新房优质客户，将非“限购”城市居民家庭购买个人住房的二套房贷款首付比例从 6 成下调至 3 成。我们认为，非限购城市的信贷宽松有助于稳定非限购城市的购房需求，降低疫情对销售的影响。

表 2 近期银行政策整理

发布时间	银行	信贷变动
2020/2/24	浙商银行	非“限购”城市居民家庭购买首套个人住房的贷款首付比例从 30%调降至 20%。
2020/2/25	工商银行-绍兴分行	非“限购”城市居民家庭购买个人住房的二套房贷款首付比例从 6 成下调至 3 成。

资料来源：21 世纪经济报、中华网、华西证券地产组整理

## 3. 重点强调稳经济，货币财政双管齐下

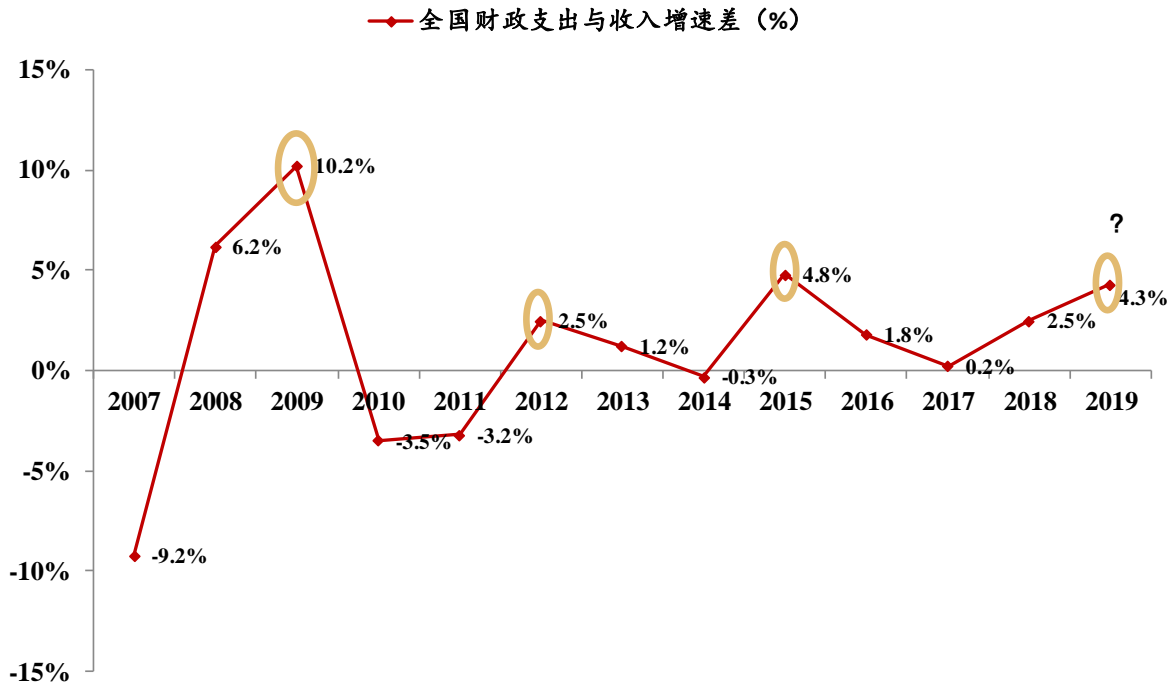
近一个月内，中央政治局会议多次召开，其中，会议重点强调稳经济，并提出财政政策要更加积极有为，货币政策要更加灵活适度，中央稳经济诉求强烈，货币及财政政策将更趋于放松。此外，受疫情影响，一季度经济放缓在所难免，财政税收下滑，叠加各项财政补助和税收减免政策出台后财政支出大幅增加，将导致全国财政收支差快速走阔，且该指标已达到历史高位。我们认为，房地产支持政策以及宏观逆周期政策的出台，一方面能保证开工有序推进，从而托底经济，另一方面也能有效缓和土地市场，从而稳定财政收入；在房住不炒的大原则下，预计未来因城施策的放松趋势有望延续。

表 3 近期货币政策整理

发布时间	部门	摘要
2020/2/1	央行等 5 部门	实施逆周期调节，保持金融市场流动性合理充裕，加大信贷支持力度，降低贷款成本，增加信用贷款和中长期贷款。
2020/2/1	央行	实施财政手段（临时减免税收、提供补贴）和金融措施缓解企业压力。
2020/2/2	财政部	国家需要使用财政手段（如临时减免税收、提供补贴等）和金融措施缓解中小企业压力。
2020/2/3-4	央行	累计公开市场操作投放 1.7 万亿元，中标利率 2.4%，中标利率下降 10 个基点
2020/2/7	央行	设立 3000 亿元专项再贷款，向主要全国性银行和重点省份地方银行提供低成本资金，支持优惠利率贷款。
2020/2/17	央行	开展 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限为 1 年，中标利率为 3.15%，较此前下降 10bp；同时开展 1000 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 2.4%。
2020/2/19	央行	坚持“房住不炒”和“因城施策”的基本原则，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2020/2/20	央行	公布贷款市场报价利率（LPR）报价，1 年期 LPR 报 4.05%，下降 10 个基点，5 年期以上 LPR 报 4.75%，下降 5 个基点。
2020/2/21	政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。
2020/2/22	央行	未来将适时适度对存款基准利率进行调整，推进 LPR 改革释放金融机构降低贷款利率潜力，打破贷款利率隐性下限，疏通货币政策传导。

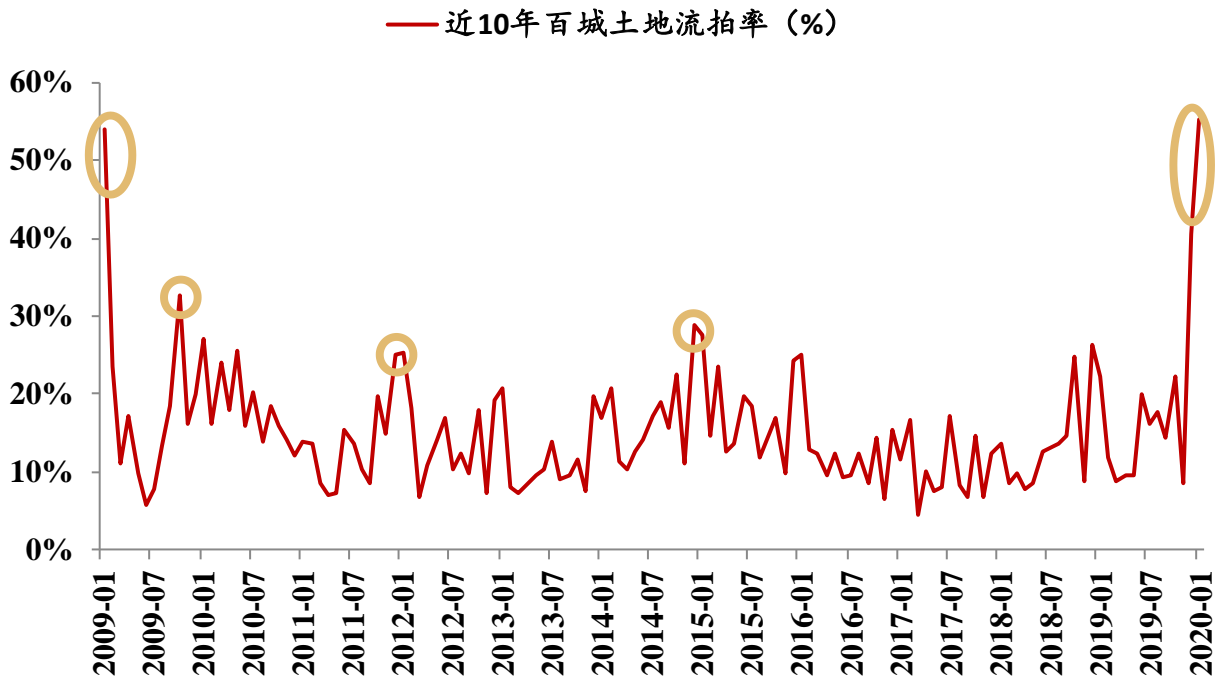
资料来源：华西证券地产组整理

图1 近10年全国财政支出和收入增速差 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图2 近10年百城土地流拍率 (%)

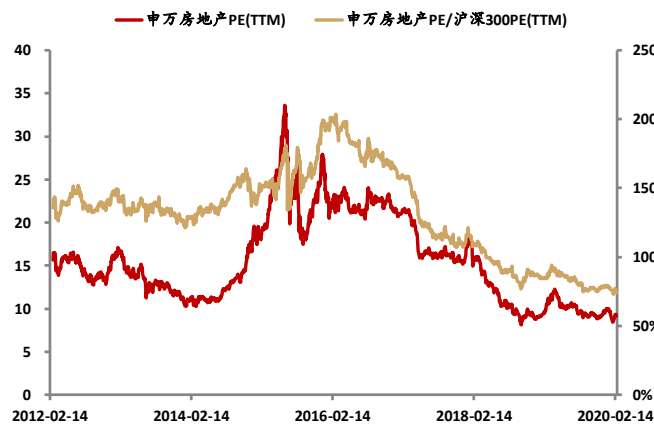


资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 4. 板块估值仍处低位，头部房企业绩确定性强

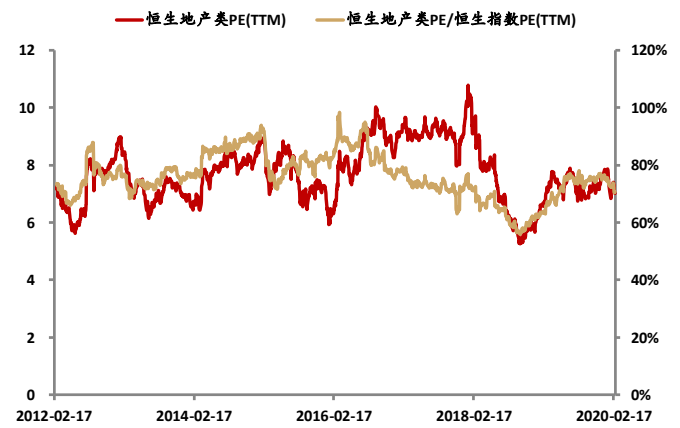
当前从绝对估值角度看，当前房地产板块的估值处于历史底部区间；从股息率的角度看，截至 2020 年 2 月 24 日，最新 10 年期国债中债到期收益率为 2.81%，而 A 股龙头房企股息率普遍高于国债到期收益率，其中部分房企更具备业绩承诺或股权激励，业绩确定性强，整体投资价值凸显。

图 3 A 股地产板块表现



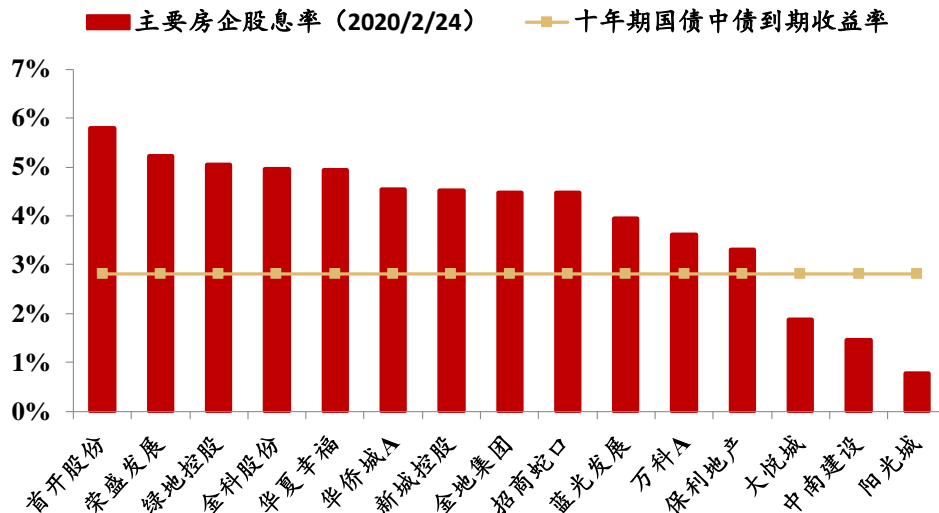
资料来源：Wind，华西证券地产组整理

图 4 H 股地产板块表现



资料来源：Wind，华西证券地产组整理

图 5 主要房企股息率（2020/2/24）



资料来源：Wind，华西证券地产组整理



表 4 头部房企业绩承诺及股权激励行权条件汇总

简称	备注
中南建设	股权激励行权条件：2020、2021 年业绩目标分别为 69.95 亿元和 90.93 亿元，分别较 2017 年净利润增长 1060%和 1408%
阳光城	股票期权激励行权条件：2019-2021 年营业收入及归母净利润相比 2017 年增长不低于 82%、146%和 232%，对应营业收入分别为 604 亿元、816 亿元和 1101 亿元，归母净利润分别为 38 亿元、51 亿元和 68 亿元。
金科股份	员工持股计提业绩条件：在 2018 年净利润 38.86 亿的基础上，2019 年-2022 年对应 2018 年的业绩增速不低于 30%、60%、90%、110%。
蓝光发展	董事及高管股票期权激励，行权条件为 2018-2020 年扣非归母净利润分别不低于 22、33 和 50 亿元，对应 2017 年的业绩增速分别不低于 165%、247%、374%。
招商蛇口	股权激励行权条件：2019 年、2020 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净资产收益率（ROE）分别不低于 14%和 15%，扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率均不低于 13%，对应归母净利润分别为 172.21 和 194.60 亿元
新城控股	股权激励行权条件：2019、2020、2021 年扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润较 2018 年增长分别不低于 20%、70%和 120%。对应的归母净利润分别为 125.89、178.35 和 230.80 亿元。预留授予的股票期权行权条件：2020、2021 年扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润较 2018 年增长分别不低于 70%和 120%，对应的归母净利润分别为 178.35 和 230.80 亿元。
华夏幸福	股票期权行权条件：以 2017 年净利润为基数，2019、2020 年净利润增长率分别不低于 65%和 105%，对应的净利润分别为 144.89 和 180.01 亿元。

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5. 投资建议

历史上看，房地产板块在一季度具有明显的超额收益，当前板块业绩确定性强、估值低、股息高的优势凸显，且随着近期宏观及地方政策端趋于放松，估值将向上修复，目前板块已迎来布局良机，极具弹性，值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展及相关受益标的华夏幸福、融创中国、龙湖集团、旭辉集团、中国奥园、中国金茂等。

## 6. 风险提示

疫情发展的不确定性，销售不及预期，政策放松不及预期。

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。