

房地产行业重大事项点评

鼓励需求以去化地产库存 优化供给以限制城市规模



中信证券研究部

2015年11月11日

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

联系人：左腾飞

电话：021-20262127

邮件：zuotengfei@citics.com

事项：

习总书记主持召开中央财经领导小组第十一次会议，研究经济结构性改革和城市工作。习总书记在讲话中强调，要化解房地产库存，促进房地产业持续发展。做好城市工作，首先要认识、尊重、顺应城市发展规律，端正城市发展指导思想。要推进农民工市民化，加快提高户籍人口城镇化率。要增强城市宜居性，引导调控城市规模，优化城市空间布局，加强市政基础设施建设，保护历史文化遗产。对此我们点评如下：

评论：

指明房地产行业发展方向，增强行业稳定健康可持续运行的预期

过去一段时间，中央领导对于房地产行业表态不多。但此次习总书记高屋建瓴，明确指出要“促进房地产业持续发展”。我们认为，习总书记的指示，十分有利于资本市场对房地产行业产生一个稳定的预期。中国房地产行业既不欢迎过去那种爆发式鸡犬升天的增长，也不能接受资产价格大起大落，开发投资增速硬着陆的局面。

对这个行业稳定发展的信心，不仅有利于这个行业短期估值稳定，也有利于这个行业的参与者制定更加长远的经营计划，获得更加稳健的收益回报。

积极化解房地产库存问题，促进销售是关键

从绝对规模的角度来说，我国的房地产库存确实庞大。库存不是指已经取得预售许可的待售项目，而是指尚未销售的土地，在建工程和楼宇。我们估算，目前已经出让尚未开工的土地之上的规划建筑面积约 70.9 亿平米，施工面积中尚未销售部份 55.3 亿平米，待售现房 6.6 亿平米，全国整体库存规模达到 132.8 亿平米。（详见《行业库存问题探讨》）

图 1：2003 年至今国有建设住宅用地供应面积情况（单位：万公顷）



资料来源：Wind

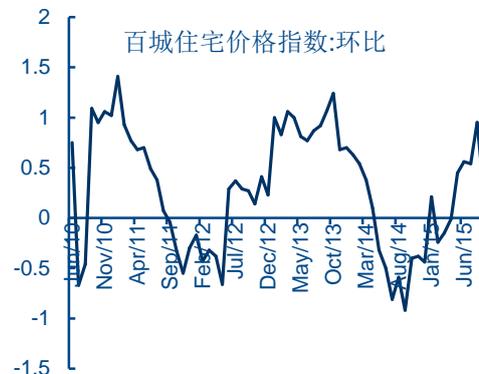
化解库存问题的关键，还是持续热销。持续热销本身是资产价格的稳定器，也是库存去化的最根本手段。2014年下半年至今，市场销售一直相当不错。

图 2：商品房销售面积和销售额的同比增速



资料来源：wind、中信证券研究部

图 3：百城住宅价格指数环比变化



资料来源：wind、中信证券研究部

不过，和过去相比，此番热销并不能带来房价的明显上涨，也没有带来可销售资源的明显回落。开发企业加快推盘，确实能不断缓解库存压力，但也说明政策需要继续发力以维持热销的局面。

我们认为，货币化的住房保障将是未来重要的政策选项。货币化的住房保障（购房补贴，租房券，回购商品房作为保障房等），既有利于直接消化库存，又有利于推动农民工市民化，可以说是一举两得。

我们认为，差别化住房信贷政策仍有空间。我国的按揭贷款首付款比例要求相比国际通行水平而言仍然偏高，按揭贷款平均还款年限依然不长，按揭贷款存量余额规模相比新房销售规模来说仍然不高，按揭贷款资产证券化还没有普遍展开。此外，我国的住房交易税率仍然是较高的，未来也有下调的空间。

表 1：差别化住房信贷政策调整表

年份/时点	首付变化			利率浮动		
	首套	二套	三套及以上	首套	二套	三套及以上
1995.08-1997.04	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行	减档执行	减档执行
1997.04-1999.07	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%
1999.07-2003.06	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%
2003.06-2005.03	≥20%	>20%	>20%	9 折	基准	基准
2005.03-2006.05	≥20%	>20%	>20%	9 折	大于等于 9 折	大于等于 9 折
2006.05-2006.08	20%-30%	≥30%	≥30%	9 折	大于等于 9 折	大于等于 9 折
2006.08-2007.09	20%-30%	≥30%	≥30%	85 折	大于等于 85 折	大于等于 85 折
2007.09-2008.10	20%-30%	≥40%	≥40%	7 折	1.1 倍及以上	1.1 倍及以上
2008.10-2010.01	≥20%	≥20%	≥20%	7 折	大于等于 7 折	大于等于 7 折
2010.01-2010.04	≥20%	≥40%	≥40%	7 折	大于等于 7 折	大于等于 7 折
2010.04-2010.09	20%-30%	≥50%	≥50%	7 折	1.1 倍及以上	1.1 倍及以上
2010.09-2011.01	≥30%	≥50%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2011.01-2012.04	≥30%	≥60%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2012.04-2013.04	≥30%（部分公积金 20%）	≥60%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2013.04-2014.10	≥30%（部分公积金 20%）	≥60%（部分 70%）	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2014.10-2015.03	≥30%（部分公积金）	未提及，承前应为≥	在非限购城市，已经还	7 折以上	未提及，应仍为 1.1 倍以上	对已经还清贷款的，“审慎把握，合理确定”

房地产行业重大事项点评

年份/时点	首付变化			利率浮动		
	首套	二套	三套及以上	首套	二套	三套及以上
	20%)，扩大了首套房定义（还清房贷）	60%，（部分70%）	清贷款“审慎把握，合理确定”，应为类似二套			
2015.03-2015.09	≥30%，公积金20%，鼓励组合贷款	≥40%，公积金为30%	未提及	7折以上	未提及，应仍为1.1倍以上	未提及
2015.09以后	非限购城市≥25%，限购城市≥30%公积金20%。	≥40%，公积金为30%	未提及	7折以上	未提及，应仍为1.1倍以上	未提及

资料来源：央行、银监会、住建部等政府网站，中信证券研究部整理

房地产融资环境的正常化，也是保持行业持续发展、化解库存问题的办法。解除对企业融资的管制，有利于企业较为正常制定计划，也可能一定程度上刺激企业施工的进度。

表 2：当前地产板块未实施非公开发行情况一览（不含事前确定投资人，锁定三年情况，但含部分锁定三年的非公开增发）

方案所处阶段	若尚未审核通过，增发预案公告日	增发价格下限（元/股）	发行股数上限（亿股）	发行规模上限（亿元）	
华发股份	取得批复(11月6日)	11.31	3.81	43.1	
荣盛发展	取得批复(7月30日)	9.6	5.34	51.3	
泛海控股	发审委通过(10月21日)	8.73	6.59	57.5	
顺发恒业	发审委通过(11月5日)	8.99	1.78	16.0	
苏宁环球	取得批复(11月9日)	6.20	6.13	38.0	
福星股份	发审委通过(11月7日)	10.33	2.90	30.0	
中南建设	发审委通过(11月5日)	14.68	3.20	47.0	
世茂股份	取得批复(11月9日)	9.22	1.63	15.0	
凤凰股份	发审委通过(8月22日)	7.74	1.96	15.1	
华夏幸福	股东大会	2月14日	20.48	3.42	70.0
阳光股份	预案	8月21日	6.28	2.39	15.0
万方发展	股东大会	1月27日	5.69	3.87	22.0
金科股份	股东大会	8月21日	5.82	7.73	45.0
嘉凯城	股东大会	5月19日	6.22	6.27	39.0
中弘股份	股东大会	3月18日	2.82	13.83	39.0
滨江集团	股东大会	6月6日	6.76	4.14	28.0
南国置业	股东大会	5月11日	5.64	2.75	15.5
格力地产	股东大会	4月28日	24.37	1.88	45.7
保利地产	股东大会	3月17日	8.53	11.80	100.7
首开股份	股东大会	2013年，2015年6月2日公告调整	11.85	3.38	40.0
信达地产	股东大会	6月4日	8.27	2.3895	19.8
北辰实业	股东大会	4月17日	4.45	5.6179	25.0

资料来源：Wind，中信证券研究部整理，

我们相信，未来政策支持需求释放的态势会更加明显。

引导调控城市规模，客观上有利于解决房地产供给问题

我国房地产市场既存在供给的总量问题，也存在供给的结构问题。所谓总量问题，就是由于部分区域地方政府过度依赖土地财政，且盲目加大城市开发力度，造成全国建设用地出让规模较大，房屋新开工面积常年超越房屋销售面积，市场存在存货去化问题。所谓结构问题，是指核心城市核心区域已无土地可以出让，但一些功能设施不完备的二三线城市非核心区域，甚至是四线城市，却盲目出让大量土地。

我们相信，优化城市空间布局，引导调控城市规模，可能会伴随一些具体的做法。

第一、 在供求明显失衡的区域，尽量少出让新的土地。

第二、 比起盲目搞新城开发，更加重视城市核心区域的土地更新和改造利用。

第三、 在土地出让时，重视城市的宜居性，对开发企业的整体规划能力和开发水平提出更高的要求。

第四、 在规划新城开发时，重视产业的导入和人口的集聚，使城市规划和经济发展活动相互适应，而不是制造新的鬼城和空城。

我们认为，比起机械化控制城市土地出让的规模来说，同时解决供给的结构问题和总量问题显然更为重要。我们相信未来城市规划的水平将有所提升，真正有能力，可以做好产品的企业也会在市场竞中更容易脱颖而出。

重视板块可能的阶段性机会

往年来看，年末常常是政策空窗期，但由于此次高层表态，市场对于地产政策的预期或将更为正面。我们建议投资者重视板块可能的阶段性机会，建议投资者积极关注万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、绿地控股、世茂股份、中南建设、华侨城、金融街、华发股份、世联行等企业。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：（i）根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。（ii）本期报告涉及股票万科 A（000002），中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过 1%。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。