

2019-1-27

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

## 房地产行业

## 棚改融资模式转变影响几何？

## 报告要点

### ■ 专项债模式要求棚改项目实现收益和融资自我平衡

政府购买棚改服务模式是过去几年棚改主要方式，但该模式下相关支出纳入地方政府预算，政府对相关支出有一定偿付责任。棚改专项债券要求偿债来源必须是对应项目所产生的政府性基金收入或专项收入，实现项目收益和融资自我平衡。从资金来源看，2017年棚改总投资中棚改债券占比约6.1%，远低于棚改贷款占比（约69.5%）。

### ■ 棚改推进及货币化安置或下降，进而影响整体销售与投资

过去几年货币化安置主要依靠政府购买服务所使用的政策性银行棚改贷款进行支付。专项债模式对于棚改项目资质及资金使用要求将显著提高，结合未开工棚改计划逐步减少与PSL增量下滑，未来棚改计划推进与货币化安置比例或下降，进而对全国房地产销售和地产投资产生一定影响，预计棚改对2019年地产投资拉动作用将降至约10.0%，货币化安置对销售拉动比例将降至约12.5%。

### ■ 低线城市受棚改模式调整影响较大，龙头房企布局集中一二线城市

据克而瑞数据，新疆、青海、内蒙古、陕西、贵州、黑龙江、吉林、湖南等中西部及北方省份2016年至2017年棚改货币化安置去库存占商品住宅总体销量比例较高，部分省份该比例甚至超过50%，而一些沿海经济发达省份该比例在10%甚至5%以下。2018年棚改开工计划也多集中于内陆省份，且省内经济发达城市占比较低，未来货币化安置率主要受城市去化周期与房价涨幅影响。但可以预见的是，未来棚改及其货币化安置对低线城市楼市拉动作用或有所减弱。具体到A股龙头房企，2017年末土地储备中一二线占比分别约为：万科（78%）、保利地产（60%）、招商蛇口（80%）、金地集团（90%）；2018年前11个月拿地建面在一二线的占比分别约为：万科（65%）、保利地产（53%）、招商蛇口（64%）、金地集团（65%）。龙头房企布局集中于高能级城市，土地储备整体质量较高。

### ■ 基本面由量变逐步走向质变，维持板块中期底部逐步探明观点

棚改模式的调整符合楼市稳定基调，也将使行业回归自然运行轨道，基本面将从量变逐步走向质变。展望后市，市场对于政策预期进一步悲观的概率或已不大，重申地产板块中期底部正逐步探明的观点。重点关注防御和相对收益兼备的龙头标的，建议关注万科A、保利地产、新城控股、金科股份、华夏幸福及招商蛇口。

**风险提示：** 1. 楼市政策不确定性或对销售产生影响；  
2. 流动性变化带来不确定性。

分析师 申思聪

☎ (8621) 61118713

✉ shensc1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518010003

分析师 刘清海

☎ (8621) 61118713

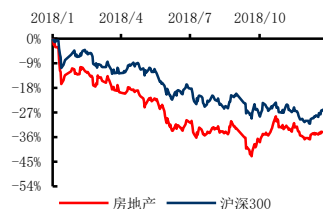
✉ liuqh3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518040001

## 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000656	金科股份	买入
001979	招商蛇口	买入
600048	保利地产	买入
600340	华夏幸福	买入
601155	新城控股	买入

## 市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《基本面韧性依旧，总量增速小幅回落——2018年统计局数据点评》2019-1-21

《地产板块基金持仓如何变化？》2019-1-19

《如何看待北京新供宅地拟不限价出让》2019-1-13

## 目录

核心观点.....	4
政府购买棚改服务与专项债模式有何区别？ .....	5
政府购买棚改服务模式解析 .....	5
棚改专项债券模式解析.....	6
模式调整对棚改推进与货币化比例有何影响？ .....	8
资金来源限制增多，投资与货币化比例或将下滑.....	8
开工任务逐步完成，棚改规模或将下降 .....	9
2019 年棚改货币化安置比例估计 .....	10
棚改模式调整对于房地产投资与销售影响几何？ .....	12
开工与单位投资或将下滑，棚改对投资拉动效应趋弱.....	12
棚改推进力度与货币化比例或下降，销售拉动作用弱化.....	12
棚改模式调整对于低线城市影响几何？ .....	14
棚改及其货币化安置是低线城市楼市重要支撑因素之一.....	14
去库存效果显著，棚改对低线城市推动作用或将弱化.....	16
是否继续货币化安置取决于当地房价涨幅与去化周期.....	17
A 股龙头房企城市布局如何？ .....	19

## 图表目录

图 1：政府购买棚改服务模式流程解析 .....	6
图 2：棚改专项债券模式解析，模式强调总量控制与项目收益和融资自我平衡.....	7
图 3：国开行及农发行贷款为棚改投资主要资金来源，债券融资占比较低 .....	8
图 4：过去几年货币化安置主要依靠政策性银行棚改贷款和央行 PSL.....	9
图 5：2018 年 6 月后 PSL 增量出现明显下滑.....	9
图 6：2018 年全国棚改项目已开工 626 万套，超额完成年度 580 万套目标总量.....	9
图 7：棚改货币化安置比例影响因素逻辑图，预计该比例 2019 年将出现下降.....	10
图 8：2018 年下半年后 PSL 净增量出现大幅下滑.....	11
图 9：新增专项债难以完全覆盖棚改投资资金需求 .....	11
图 10：预计未来棚改货币化安置对销售拉动作用或有所弱化.....	13
图 11：2016 年-2017 年各地区货币化安置面积占住宅销售面积的比例热力图.....	14
图 12：三四线城市 2018 年棚改开工计划，山东、河北、河南、安徽等地规模较大 .....	15
图 13：三线城市去化周期已降至近年低位，去库存政策效果显著 .....	16
图 14：近年来一二线城市房价涨幅快速回落，但同期三线城市仍较为坚挺.....	17
图 15：主要三线城市住宅去化周期情况，未来是否继续货币化安置因城而异 .....	18
图 16：部分三线城市 2017 及 2018 年住宅价格涨幅情况，上涨过快城市货币化安置比例或降低.....	18
图 17：A 股龙头房企 2017 年末土地储备各能级城市分布情况 .....	19

图 18: A 股龙头房企 2018 年前 11 个月拿地建面按城市能级拆分.....	20
表 1: 天津红桥区棚改专项债通过项目集合方式解决融资平衡问题.....	7
表 2: 预计未来棚改对于地产投资拉动效应或将明显下降 .....	12
表 3: 预计未来棚改对于地产销售拉动效应或将明显下降 .....	13
表 4: 不同情景下棚改货币化安置对整体住宅销售拉动作用分析 .....	13
表 5: 2018 年棚改计划多位于内陆省份, 且省内经济发达城市占比较低 .....	15

## 核心观点

棚改专项债模式要求项目实现收益和融资自我平衡，不得通过其他项目对应的项目收益偿还到期债券本金；从 2017 年棚改资金来源看，专项债券占比远低于棚改贷款。与政府购买服务模式相比，专项债融资模式下棚改项目资质及资金使用上的要求将明显提高；结合未开工棚改计划逐步减少与 PSL 增量下滑，未来棚改推进力度与货币化安置比例或出现下降，进而对 2019 年全国房地产销售及投资增速产生一定影响。

政府购买棚改服务模式下地方政府资金获取与使用方式灵活，是过去几年棚户区改造的主要方式；但该模式下相关支纳入地方政府预算，政府对相关支出有一定偿付责任，而地方棚改实际操作中的一些不规范行为加大了地方政府隐性债务风险。棚改专项债券实行总量控制和专款专用，同时要求偿债来源必须是对应项目所产生的政府性基金收入或专项收入，实现项目收益和融资自我平衡；该模式有助于化解地方隐性债务风险同时规范地方政府棚改工作。

未完成棚改计划的减少和棚改资金来源受限可能影响未来棚改新开工规模；另外资金来源上的限制或对投资和货币化安置比例产生一定影响；过去几年货币化安置主要依靠政府购买服务所使用的政策性银行棚改贷款进行支付，而央行对政策性银行定向的抵押补充贷款（PSL）在棚改货币化安置中起重要作用，2018 年 6 月后 PSL 增量已出现明显下滑。2017 年棚改总投资中，国开行及农发行棚改贷款占比约 69.5%，而棚改债券占比约 6.1%，在整体棚改投资中的占比并不高。综合地方意愿、资金充裕程度和新开工规模，我们预计 2019 年棚改货币化安置比例将降至约 40%。

由于棚改开工推进力度以及货币化安置比例的下滑，未来棚改对于房地产投资和商品住宅销售的拉动作用或出现一定下降，进而对今后一段时间房地产行业基本面造成一定影响。根据我们的测算，预计 2019 年棚改投资对房地产投资的拉动作用将降至约 10.0%，棚改货币化安置面积占全国商品住宅销售面积的比例约在 12.5%。

中西部及北方低线城市曾为棚改及其货币化安置重点区域，去库存效果显著背景下因城施策将成趋势。根据克而瑞发布的《2018 年全国棚改白皮书》，新疆、青海、内蒙古、陕西、贵州、黑龙江、吉林、湖南等中西部及北方省份 2016 年至 2017 年棚改货币化安置去库存占商品住宅总体销量比例较高，部分省份该比例甚至超过 50%，而一些沿海经济发达省份该比例在 10%甚至 5%以下。2018 年棚改开工计划也多集中于内陆省份，且省内经济发达城市占比较低。未来是否继续使用货币化安置主要视城市去化周期与房价涨幅。但可以预见的是，未来棚改及其货币化安置对低线城市拉动作用或有所减弱。

**A 股龙头房企土地储备中一二线城市占比相对较高。**从 2017 年末土地储备看，龙头房企一、二线城市占比分别约为：万科（78%）、保利地产（60%）、招商蛇口（80%）、金地集团（90%）；从 2018 年前 11 个月拿地建面看，一、二线城市占比分别约为：万科（65%）、保利地产（53%）、招商蛇口（64%）、金地集团（65%）。龙头土储整体质量较高，未来受棚改模式调整的影响或也较小。

基本面由量变走向质变，维持板块中期底部逐步探明观点。棚改模式的调整符合楼市稳定基调，也将使行业回归自然运行轨道，基本面将从量变逐步走向质变。**展望后市，市场对于政策预期进一步悲观的概率或已不大，重申地产板块中期底部正逐步探明的观点。重点关注防御和相对收益兼备的龙头标的，建议关注万科 A、保利地产、新城控股、金科股份、华夏幸福及招商蛇口。**

## 政府购买棚改服务与专项债模式有何区别？

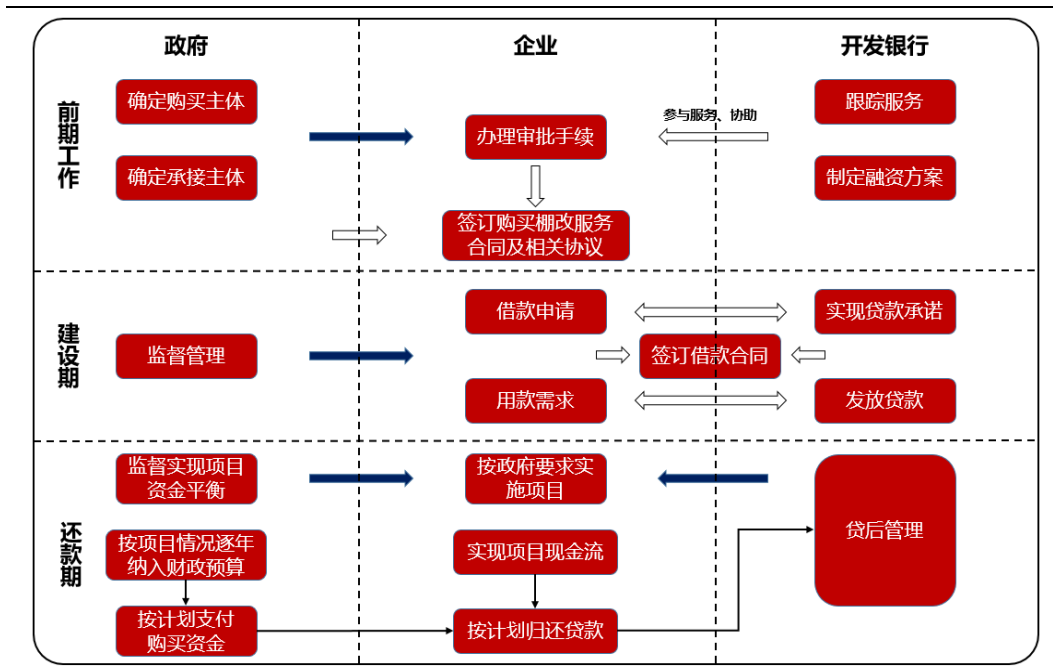
政府购买棚改服务模式下地方政府资金获取与使用方式灵活，是过去几年棚户区改造的主要方式；但该模式下相关支出纳入地方政府预算，政府对相关支出有一定偿付责任，而地方在棚改实际操作中的一些不规范行为加大了地方政府隐性债务风险。棚改专项债券实行总量控制和专款专用，同时要求偿债来源必须是对应项目所产生的政府性基金收入或专项收入，不得使用其他收入进行偿还，实现项目收益和融资的自我平衡；该模式有助于化解地方隐性债务风险同时规范地方政府棚改工作。

## 政府购买棚改服务模式解析

政府购买棚改服务模式是过去几年棚户区改造的主要方式。该模式是指由政府授权主管部门通过法定招投标程序，与中标企业（主要为城投公司）签订政府采购服务合同后，由中标企业进行具体的棚改工程与银行融资，政府再根据合同约定分期向执行主体支付政府采购资金用于项目资本金投资及偿还银行贷款。此模式的关键在于城投公司以政府购买服务合同向银行进行质押融资；由于政府购买服务支出纳入地方政府预算，政府对相关支出有一定偿付责任，而地方在棚户区改造实际操作中的一些不规范行为（如将棚改范围扩大到一般建制镇；将房龄不长、结构比较安全的居民楼纳入棚改范围）在一定程度上加大了地方政府隐性债务风险。

2017年5月财政部发布的规范地方政府购买服务相关通知曾将棚改列为例外。2017年5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（“87号文”），明确不得将原材料、燃料、设备、产品等货物，以及建筑物和构筑物的新建、改建、扩建及其相关的装修、拆除、修缮等建设工程作为政府购买服务项目；严禁将铁路、公路、机场、通讯、水电煤气，以及教育、科技、医疗卫生、文化、体育等领域的基础设施建设，储备土地前期开发，农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；严禁将建设工程与服务打包作为政府购买服务项目；严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。但对于中央统一部署的棚户区改造、易地扶贫搬迁工作中涉及的政府购买服务事项，财政部提出按照相关规定执行。由于资金获取与使用方式灵活、便于推进拆迁工作，政府购买棚改服务模式成为过去几年棚户区改造的主要方式。

图 1：政府购买棚改服务模式流程解析



资料来源：长江证券研究所

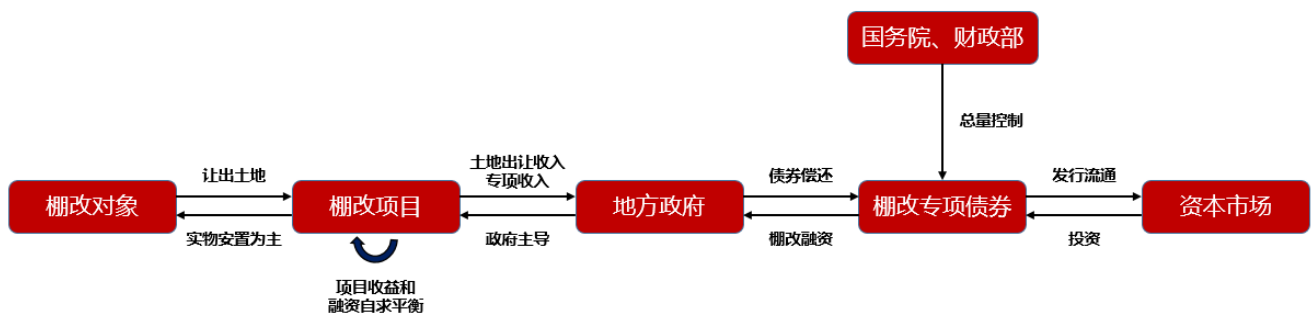
政府购买棚改服务模式引发地方隐性债务担忧，后续棚改融资或进一步严格。从地方实际执行情况来看，部分地区过去几年出现了棚改标准降低与范围扩大化的现象。如前所述，由于政府购买服务支出纳入地方政府预算，当前政府购买服务的棚户区改造模式或加大地方政府债务偿还压力。2018年6月，财政部发布《政府购买服务管理办法（征求意见稿）》，在2017年“87号文”基础上进一步对政府购买服务做出规定。值得注意的是，与2017年5月的“87号文”相比，新的征求意见稿并未将棚改纳入例外范围，意味着未来棚改项目若仍采用政府购买服务模式进行融资，必须符合以下条件：（1）合同一般期限为1年，最长不得超过3年；（2）先有预算、后签合同；（3）服务与工程不得打包。该征求意见稿出台的时点与PSL增量下滑时点恰好契合。从2018年10月25日住建部会议情况来看，未来棚改项目推进或将更多依据项目本身的偿债能力，采取市场化的方式进行融资；而棚改专项债或将成为重要资金来源。

## 棚改专项债券模式解析

棚改专项债券与政府购买服务最大区别在于前者偿债来源要求必须是对应项目所产生的政府性基金收入或专项收入。根据财政部2018年3月发布的《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》的通知，试点发行棚改专项债券的棚户区改造项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的纳入政府性基金的国有土地使用权出让收入、专项收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自我平衡，不得通过其他项目对应的项目收益偿还到期债券本金。这里所指的专项收入包括属于政府的棚改项目配套商业设施销售、租赁收入以及其他收入。由于棚改专项债券强调项目自身现金流平衡，该模式对于棚改项目的要求有所提高。

棚改专项债券发行总量受国务院及财政部门控制，化解地方隐性债务风险同时规范地方政府棚改工作。棚改专项债券仍然属于地方政府债券范畴，发行专项债券的规模应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末专项债务余额低于限额的部分。此举将有效控制地方政府举债空间。专项债务管理方面，棚改专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理，实行专款专用。棚改专项债券模式下地方政府隐性债务规模得到控制，降低了财政与金融风险。同时，棚改专项债券透明度较高且对项目本身现金流平衡提出了具体要求，对于规范地方政府棚改工作推进也有着重要意义。

图 2：棚改专项债券模式解析，模式强调总量控制与项目收益和融资自我平衡



资料来源：长江证券研究所

棚改专项债券可对应同一地区多个项目集合发行，一定程度上降低了棚改项目达到融资平衡的难度。根据《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》，棚改专项债券可以对应单一棚改项目发行，也可以对应同一地区多个棚改项目进行集合发行。以 2018 年第一批天津市政府棚户区改造专项债券为例，该专项债券计划发行总规模为 15 亿元，对应天津红桥区西于庄棚改项目和西沽南棚改项目。其中，西于庄棚改项目融资成本合计约 97.62 亿元，用于资金平衡的土地相关收益约 277.83 亿元，保障程度较高；但西沽南棚改项目总融资成本约 122.55 亿元，用于资金平衡土地相关收益却仅为 57.14 亿元，无法实现项目自身现金流平衡。此次债券发行中发行人将覆盖倍数高的西于庄项目和覆盖倍数低的西沽南项目集合发行，实现了两个项目总体自我平衡。专项债模式下并未要求任一单个项目均实现自我平衡，天津此次专项债券整体平衡的模式为其他地区的棚改专项债券申请拓宽了思路，有助于推进难以达到融资平衡的棚改项目。

表 1：天津红桥区棚改专项债通过项目集合方式解决融资平衡问题

	项目总投资 (亿元)	项目融资 (亿元)	用于资金平衡 土地相关收益 (亿元)	预计土地出让收 入对总融资成本 的覆盖倍数
西于庄项目	85.10	97.62	277.83	2.85
西沽南项目	125.20	122.55	57.14	0.47
整体项目	210.30	220.17	334.97	1.52

资料来源：天津市财政局，长江证券研究所

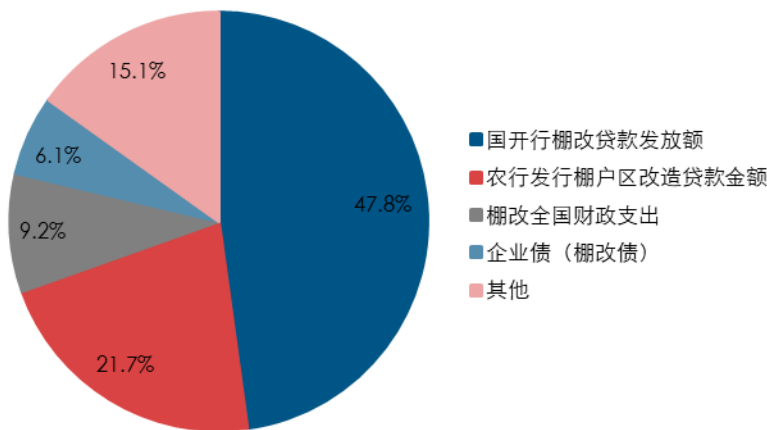
## 模式调整对棚改推进与货币化比例有何影响？

未完成棚改计划减少和棚改资金来源受限可能影响未来棚改新开工规模；另外资金来源上的限制或对棚改投资和货币化安置比例产生一定影响；过去几年货币化安置主要依靠政府购买服务所使用的政策性银行棚改贷款进行支付，而央行对政策性银行定向的抵押补充贷款（PSL）在棚改货币化安置中起重要作用，2018年6月后抵押补充贷款（PSL）增量已出现明显下滑。综合考虑意愿、资金与开工计划因素，预计2019年棚改货币化安置比例将降至40%。

## 资金来源限制增多，投资与货币化比例或将下滑

棚改资金来源中债券融资占比较低，模式调整背景下棚改资金来源或受到一定影响。2017年棚改总投资为1.84万亿元，其中国家开发银行发放的棚改贷款约为8800亿元，占比约为47.8%，为棚改投资的主要资金来源。除国家开发银行外，农业发展银行也发行棚户区改造贷款，2017年全年约为4000亿元，占比约为21.7%。除此之外，棚改全国财政支出（作为项目资本金部分）、棚改债券也是棚改投资资金来源的组成部分，2017年棚改全国财政支出达1685亿元，占比约为9.2%；棚改债券达1131亿元，占比约为6.1%，在整体棚改投资中的占比并不高。另一方面，新模式下更加强调项目自身现金流的平衡，由于并非全部项目均能实现收益和融资的自我平衡，未来棚改相关贷款的发放或也将受到一定影响，进而对棚改资金来源造成一定压力。

图 3：国开行及农发行贷款为棚改投资主要资金来源，债券融资占比较低



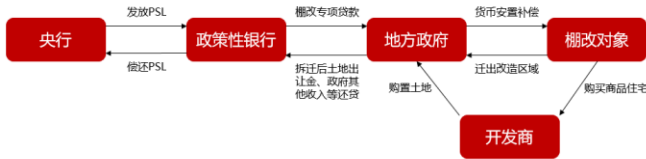
资料来源：国开行，农发行，Wind，长江证券研究所；注：数据为2017年全年数据

单套投资未来或将继续下滑，货币化安置比例可能出现下降。2018年下半年开始棚改资金来源承压，进而对单套棚改投资产生了一定负面影响。根据住建部官网消息，2018年全国棚改项目已开工626万套，超额完成年度目标总量，完成投资1.74万亿元；据此计算每万套投资约为27.80亿元，而2017年则为每万套30.21亿元，单套投资出现明显下滑。随着棚改资金来源进一步受限，单套投资未来或将继续下滑。另一方面，监管层近期表示要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快调整货币化安置优惠政策。实际操作过程中，棚改货币化安置主要依靠政府购买服务利用政策性银行的棚改贷款进行支付，而央行对政策性银行定向的抵押



补充贷款（PSL）在棚改货币化安置中起重要作用；2018年6月后PSL增量已出现明显下滑。过去几年在棚改贷款资金来源充裕、项目审核管理不严的背景下，部分地区出现了棚改范围扩大化、货币化安置比例偏高、货币化安置标准偏高的现象；新模式下棚改资金来源受到限制（以专项债券为主），且对项目本身现金流要求较高，棚改资金的使用将会更为谨慎，货币化安置比例可能出现下降。

图 4：过去几年货币化安置主要依靠政策性银行棚改贷款和央行 PSL



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 5：2018年6月后PSL增量出现明显下滑

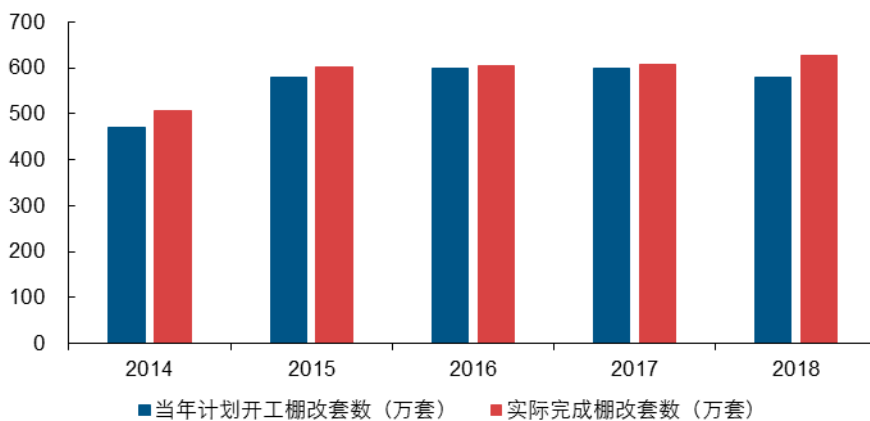


资料来源：Wind, 长江证券研究所

## 开工任务逐步完成，棚改规模或将下降

2018年棚改新开工任务已完成，未来两年新开工规模或出现一定幅度下降。据住建部官网消息，2018年1-12月，全国棚改项目已开工626万套，超额完成年度580万套目标总量。而根据国务院新3年棚改攻坚计划，2018年至2020年我国将改造棚户区1500万套。据此计算，则2019年与2020年棚改新开工套数在874万套左右，年均开工套数约为437万套，较过去几年有一定的下滑。随着城市存量棚户区逐步得到改造，叠加棚改项目资金来源受到更严格的限制，预计2019年及2020年棚改新开工规模或出现一定幅度下降。

图 6：2018年全国棚改项目已开工626万套，超额完成年度580万套目标总量

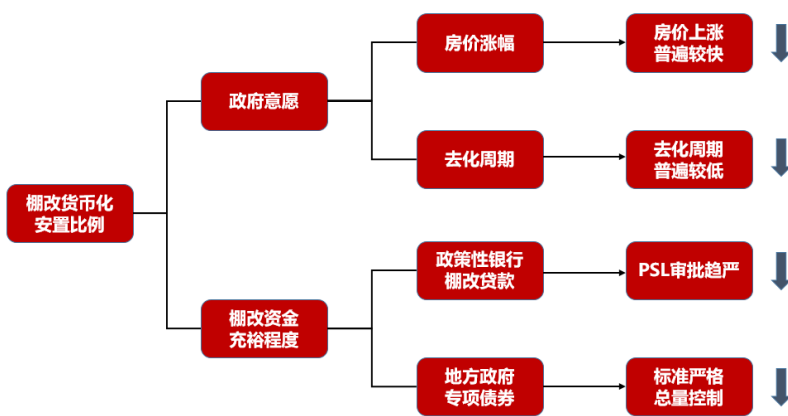


资料来源：国务院，住建部，国家开发银行，长江证券研究所

## 2019 年棚改货币化安置比例估计

棚改货币化安置比例受政府意愿与资金充裕程度两大维度影响，预计 2019 年该比例将显著低于 2017 年及 2018 年。从政府层面看，选择货币化安置还是实物安置主要由当地房价涨幅和去化周期决定。经过了数年的去库存后，当前二、三线城市房价涨幅普遍可观，去化周期也降至近年来低位，未来实物安置力度或将加大。从棚改资金充裕程度看，由于 PSL 审批趋严，作为过去几年棚改资金重要来源的棚改贷款发放将明显受限；而地方政府专项债券发行总额度由全国人大批准，实行总量控制，且对项目质量要求较为严格，资金使用上的限制将明显增多。因此，2019 年棚改货币化安置比例或明显低于 2017 年及 2018 年水平。

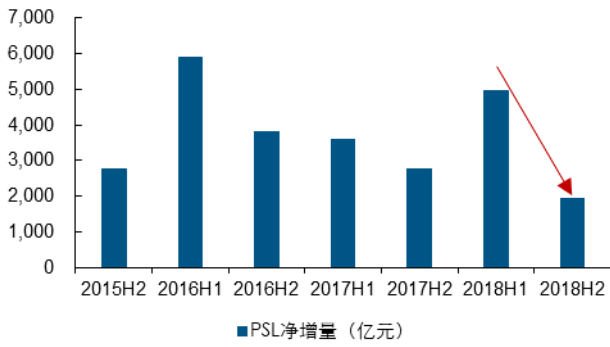
图 7：棚改货币化安置比例影响因素逻辑图，预计该比例 2019 年将出现下降



资料来源：长江证券研究所；注：蓝色箭头表示项目对货币化安置比例的影响方向

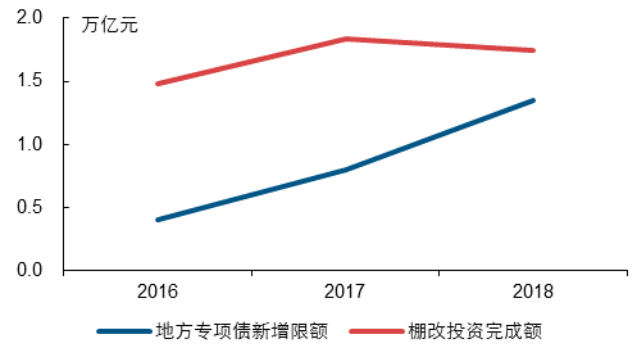
综合考虑意愿、资金与开工计划因素，预计 2019 年棚改货币化安置比例将降至 40%。政府意愿方面因素上一段中已详细讨论，此处不再赘述。资金方面，2018 年下半年 PSL 净增量已出现大幅下滑，影响棚改贷款发放；地方政府专项债务新增限额 2016 至 2018 年分别为 0.40 万亿元、0.80 万亿元和 1.35 万亿元，数额小于当年棚改完成投资额，且专项债务不仅包括棚改专项债券，还包括土地储备专项债券和收费公路专项债券等；整体看 2019 年棚改资金充裕程度与 2015 年类似，但远低于 2016 年。开工计划方面，过去数年棚改新开工均在 600 万套以上，由于未完成套数减少，2019 年新开工套数可能会明显低于过去数年水平。综合上述因素，我们认为 2019 年货币化安置比例处于 2015 年及 2016 年水平之间，预计在 40%左右；由于该指标受许多主观因素扰动，我们也将将在后文测算中给出不同情景下货币化安置对地产销售的影响。

图 8：2018 年下半年后 PSL 净增量出现大幅下滑



资料来源：Wind, 中国人民银行, 长江证券研究所

图 9：新增专项债难以完全覆盖棚改投资资金需求



资料来源：财政部, 住建部, 长江证券研究所

## 棚改模式调整对于房地产投资与销售影响几何？

如前所述，由于棚改开工推进力度以及货币化安置比例的下滑，未来棚改对于房地产投资和商品住宅销售的拉动作用或出现一定下降，进而对今后一段时间房地产行业基本面造成一定影响。在我们的中性假设下，预计 2019 年棚改投资对房地产投资的拉动作用将降至约 10.0%，棚改货币化安置面积占全国住宅销售面积的比例约在 12.5%。

### 开工与单位投资或将下滑，棚改对投资拉动效应趋弱

开工与单位投资或将下滑，棚改投资拉动效应或有所减弱。棚改投资主要受新开工套数和单位投资额影响。新开工套数方面，如前所述，未来两年的年均棚改新开工套数大概率将出现下滑；另外，由于专项债模式下对应的棚改项目要求收益和融资自我平衡，许多无法覆盖自身融资成本的项目或面临资金短缺难题，同样影响棚改新开工规模。单位投资方面，货币化安置需在当期一次性支付全部补偿款，而实物安置是根据工程进度完成投资，因此 2017 年每万套投资出现大幅上升，但 2018 年每万套对应棚改投资额已降至约 27.8 亿元；由于专项债模式下棚改资金的获取和使用限制更多，以及货币化安置比例下滑，未来每万套对应投资或将继续下滑。综合考虑两方面因素，我们保守估计 2019 年棚改新开工套数为 500 万套，每万套对应投资小幅下滑至 25.0 亿元，则棚改投资对房地产投资的拉动作用将降至约 10.0%。

表 2：预计未来棚改对于地产投资拉动效应或将明显下降

	棚改开工情况 (万套)	棚改完成投资 (万亿元)	每万套投资 (亿元)	房地产开发投资 (万亿元)	棚改投资占比
2016	606	1.48	24.42	10.26	14.42%
2017	609	1.84	30.21	10.98	16.76%
2018	626	1.74	27.80	12.03	14.47%
2019E	500	1.25	25.00	12.55	9.96%

资料来源：政府网站，国家统计局，Wind，长江证券研究所

### 棚改推进力度与货币化比例或下降，销售拉动作用弱化

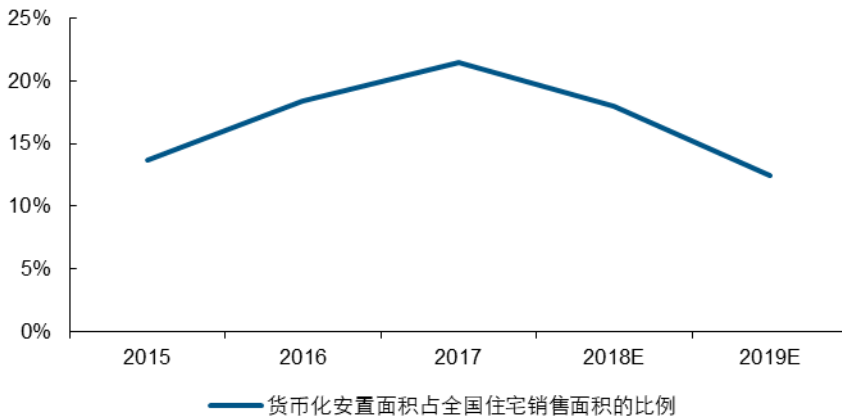
我们预计 2019 年棚改货币化安置面积占全国住宅销售面积的比例将有所下降。2018 年全年棚改计划开工数为 580 万套，全年已完成 626 万套；由于前述棚改模式上的变化，我们预计未来货币化安置比例将有所下降。若 2019 年全国棚改新开工套数为 500 万套，货币化安置比例为 40%，则 2019 年全年货币化安置套数将为 200 万套；以 85 平方米/套的单套等效购房面积计算，2019 年棚改货币化安置购房面积将达约 1.7 亿平方米。从统计局数据来看，2018 年全年全国商品住宅销售面积较 2017 年小幅上升 2.2%，假设 2019 年同比小幅下滑 7.6%，则 2019 年棚改货币化安置面积占全国住宅销售面积的比例约在 12.5%。根据我们的测算，棚改货币化安置对于整体商品住宅销售的拉动作用或有所弱化。由于货币化安置比例受诸多主观因素扰动，我们在表 4 中给出不同情景下货币化安置对整体销售的影响；总体而言，棚改货币化安置对整体销售的拉动作用将出现下滑。

表 3：预计未来棚改对于地产销售拉动效应或将明显下降

	2015	2016	2017	2018E	2019E
棚改开工（万套）	601	606	609	626	500
货币化安置比例	30%	49%	60%	50%	40%
货币化安置套数（万套）	180	297	365	313	200
等效购房单套面积（平米）	85	85	85	85	85
货币化安置面积（亿平米）	1.5	2.5	3.1	2.7	1.7
全国商品住宅销售面积（亿平米）	11.2	13.8	14.5	14.8	13.6
<b>货币化安置面积占全国住宅销售面积的比例</b>	<b>13.6%</b>	<b>18.4%</b>	<b>21.5%</b>	<b>18.0%</b>	<b>12.5%</b>

资料来源：政府网站，国家统计局，Wind，长江证券研究所

图 10：预计未来棚改货币化安置对销售拉动作用或有所弱化



资料来源：国务院，住建部，国家开发银行，国家统计局，Wind，长江证券研究所

表 4：不同情景下棚改货币化安置对整体住宅销售拉动作用分析

新开工套数(万套)	440	460	480	500	520	540
货币化安置比例						
30%	8.2%	8.6%	9.0%	9.4%	9.7%	10.1%
35%	9.6%	10.0%	10.5%	10.9%	11.4%	11.8%
40%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%
45%	12.4%	12.9%	13.5%	14.0%	14.6%	15.2%
50%	13.7%	14.3%	15.0%	15.6%	16.2%	16.8%
55%	15.1%	15.8%	16.5%	17.2%	17.8%	18.5%
60%	16.5%	17.2%	18.0%	18.7%	19.5%	20.2%

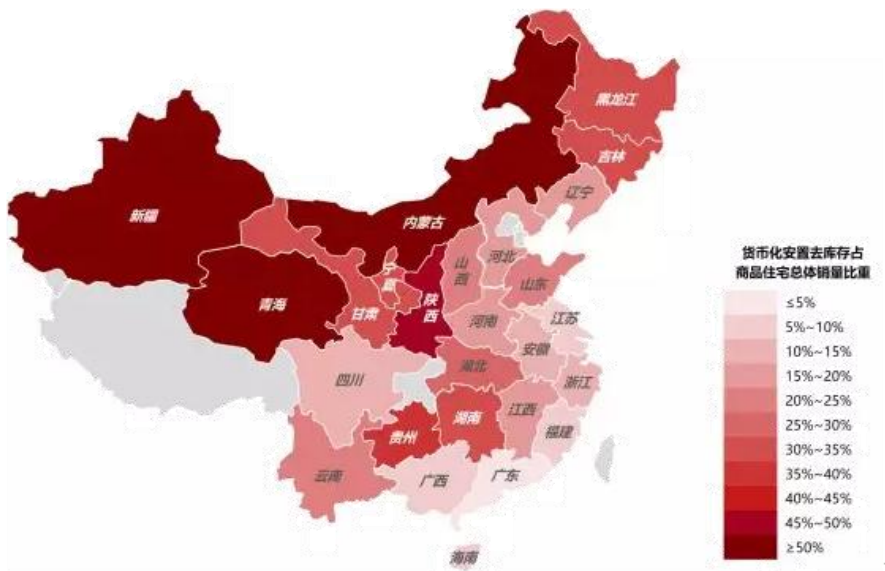
资料来源：政府网站，国家统计局，Wind，长江证券研究所

## 棚改模式调整对于低线城市影响几何？

### 棚改及其货币化安置是低线城市楼市重要支撑因素之一

2016 年至 2017 年棚改货币化安置对于中西部及北方部分省份销售拉动作用较大，而这些城市是三四线城市主要分布区域。根据克而瑞发布的《2018 年全国棚改白皮书》，新疆、青海、内蒙古、陕西、贵州、黑龙江、吉林、湖南等中西部及北方省份 2016 年至 2017 年棚改货币化安置去库存占商品住宅总体销量比例较高，部分省份该比例甚至超过 50%，而一些沿海经济发达省份该比例在 10% 甚至 5% 以下。我们知道，上述中西部及北方省份是三四线城市主要分布区域，也是近年来去库存政策效果较好的区域。棚改及其货币化安置是低线城市楼市重要支撑因素之一。

图 11：2016 年-2017 年各地区货币化安置面积占住宅销售面积的比例热力图



资料来源：克而瑞《2018 年全国棚改白皮书》，长江证券研究所

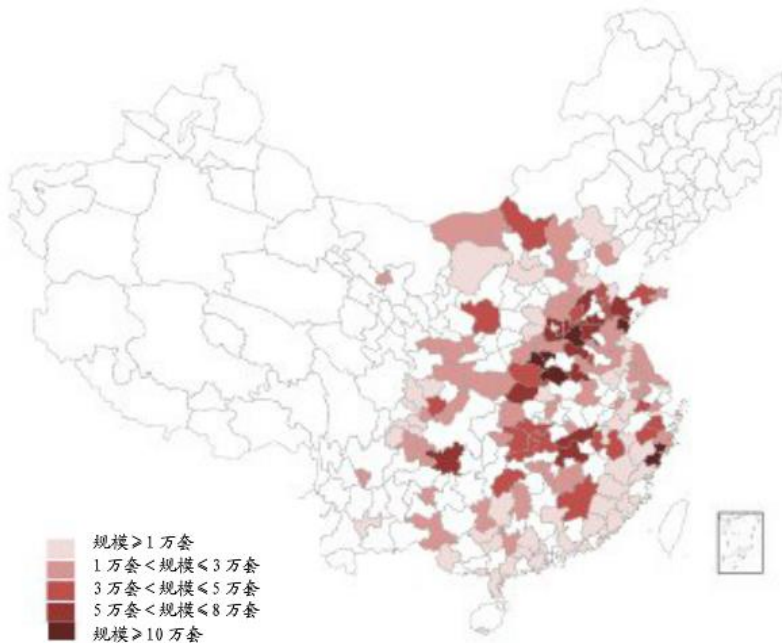
从棚改开工计划来看，2018 年新开工计划多位于内陆省份，且省内经济发达城市占比较低。具体而言，根据各省公布的计划，山东省 2018 年计划进行棚户区改造 69.97 万套，而省内经济较为发达的济南和青岛计划开工套数分别为 4.11 万套和 3.53 万套。河南省全省计划新开工 50 万套，而省会城市郑州仅为 2.1 万套。湖南省计划新开工 28.60 万套，而省会城市长沙市仅为 1.23 万套。新疆全省 2018 年计划开工为 47.09 万套。作为经济强省的广东省 2018 年全省棚改开工计划仅为 2.59 万套。三四线城市为未来棚户区改造的主要对象。区域分布方面，根据中国指数研究院的数据，三四线城市中 2018 年棚改计划新开工规模较大的城市多集中于山东、湖北、河北、河南、安徽、湖南等省份。

表 5：2018 年棚改计划多位于内陆省份，且省内经济发达城市占比较低

省份	2018年计划开工套数（万）
山东	69.97
其中：济南	4.11
青岛	3.53
安徽	25.54
其中：合肥	1.43
湖南	28.60
其中：长沙	1.23
河南	50.00
其中：郑州	2.10
河北	23.00
其中：石家庄	2.08
江西	27.80
新疆	47.09
甘肃	23.22
陕西	20.20
广东	2.59

资料来源：政府网站，长江证券研究所

图 12：三四线城市 2018 年棚改开工计划，山东、河北、河南、安徽等地规模较大

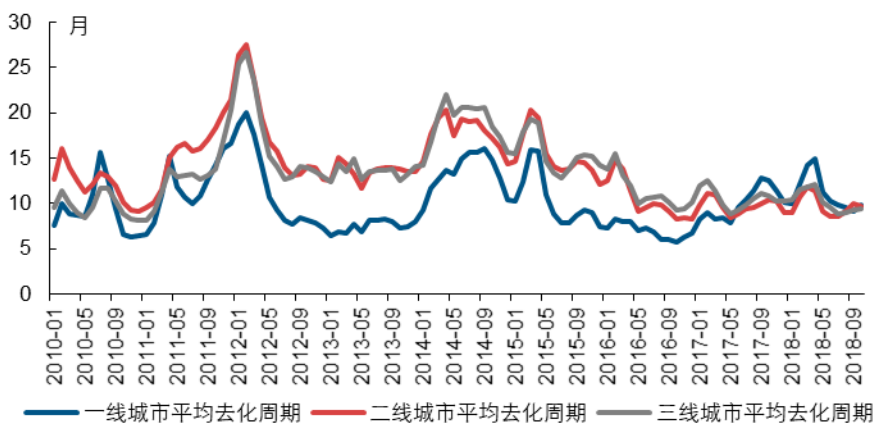


资料来源：中国指数研究院，长江证券研究所

## 去库存效果显著，棚改对低线城市推动作用或将弱化

三线城市去化周期已降至近年低位，去库存政策效果显著。棚改及其货币化安置对于房地产市场去库存起到了较为积极的作用，这也是“三去一降一补”的重要环节之一。从各线城市住宅去化周期来看，低线城市的去化周期从2014年起明显下降，目前已降至近年来低位，部分曾因去化周期过高而引发市场关注的城市当前去化周期甚至已降至6个月以下，“去库存”相关举措取得了既定的效果。棚改的货币化安置使得短期出现“需求提前，供应延后”的现象，对于低线城市去库存起到了相当重要的作用。叠加棚改模式转变带来的资金趋严，未来棚改对低线城市的边际影响或有所弱化。

图 13：三线城市去化周期已降至近年低位，去库存政策效果显著

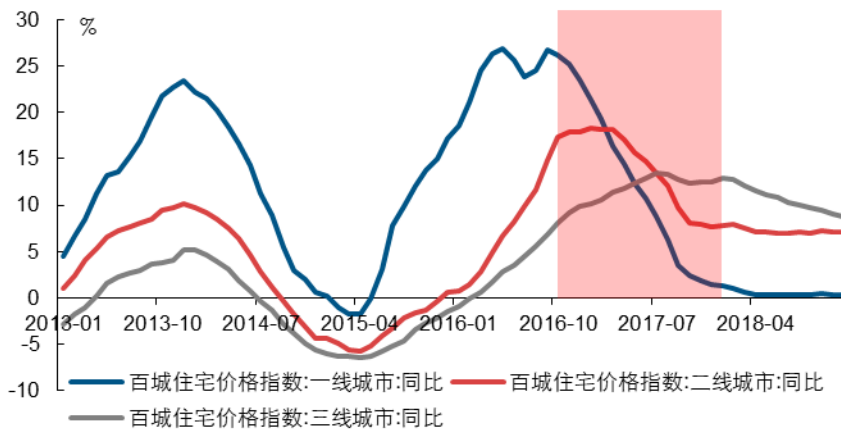


资料来源：克而瑞，长江证券研究所

低线城市房价涨幅相对坚挺，未来棚改安置模式或更注重实物安置。2016年四季度后，国内主要城市纷纷重启调控，一线及二线城市的住宅价格涨幅迅速回落，但同期三线城市住宅价格涨幅仍在扩大，其后保持坚挺，推测是棚改及其货币化安置起到了一定作用。2018年8月，棚改货币化安置重点区域呼和浩特发文，**拟全面停止房地产去库存调控措施，稳步推进棚户区改造项目回迁安置，回迁安置比例控制在70%左右，明确对“去库存”政策进行调整**；呼和浩特是2014年最早取消限购政策的城市之一，此次调整表明地方将会根据市场实际情况调整房地产政策。棚改由政府购买服务转向专项债模式不仅是融资方式的转变，更重要的是未来棚改项目的审核和资金使用将更为严格。预计未来棚户区改造安置将以实物安置为主，货币化安置比例或出现一定下滑。



图 14：近年来一二线城市房价涨幅快速回落，但同期三线城市仍较为坚挺



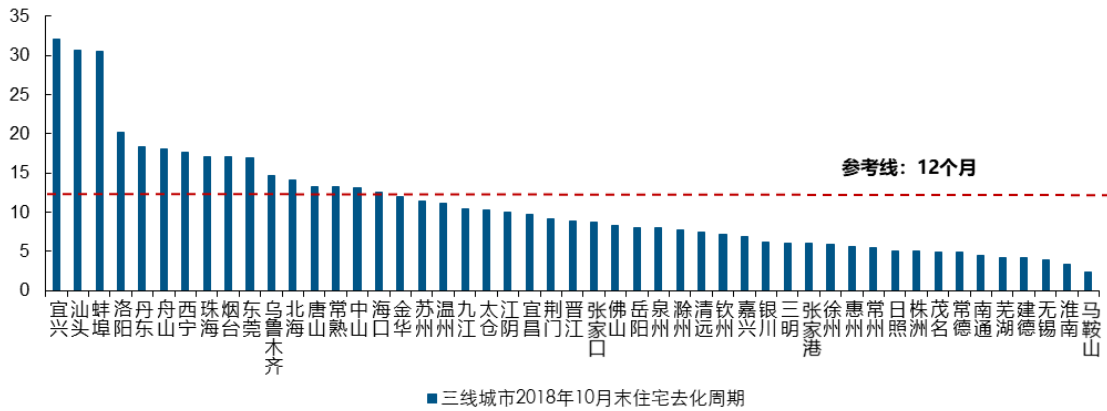
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 是否继续货币化安置取决于当地房价涨幅与去化周期

**货币化安置比例受当地房价涨幅与去化周期影响。**棚改安置方式选择需因城而异，短期房价过快上涨的城市需要提高实物安置比例，判断安置方式的更重要指标是当地去化周期。根据 2017 年住建部与国土部联合发布的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36-18 个月的，要减少供地；12-6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。因此，若城市去库存效果显著、去化周期处于低位，则棚改货币化安置比例将下降，转为以实物安置为主。由于前期去库存效果良好，当前低线城市去化周期普遍不高，一些城市住宅去化周期已降至 6 个月以下，处于较低水平。这些城市棚改货币化安置的外溢效应或有所减弱。

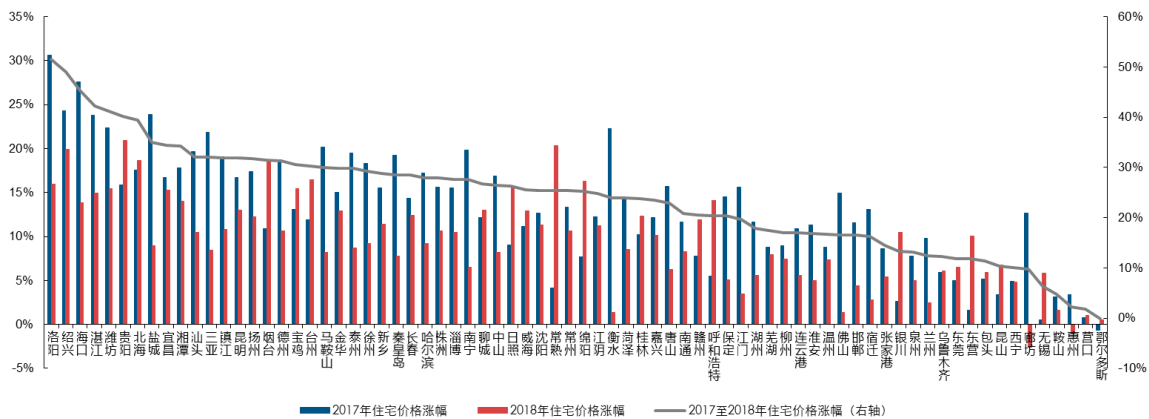
**马鞍山、淮南、无锡、芜湖、南通等城市去化周期较低，洛阳、绍兴、海口、湛江、潍坊等城市近年来房价涨幅较高，货币化安置比例或将下降。**去化周期方面，截至 2018 年 10 月末，样本三线城市中多数去化周期低于 12 个月，其中马鞍山为 2.4 个月，淮南为 3.3 个月，无锡为 3.9 个月，芜湖为 4.2 个月，南通为 4.5 个月，去化周期远低于 6 个月，处于较低水平。房价涨幅方面，三线城市 2017 至 2018 年房价涨幅普遍较大，洛阳 2017 至 2018 年住宅价格涨幅达 51.5%，绍兴为 49.0%，海口为 45.3%，湛江为 42.3%，潍坊为 41.3%，住宅价格涨幅位居样本三线城市前列。结合因城施策的整体方针，预计未来这些城市棚改货币化安置的力度或将出现下降，而这也将对当地楼市成交产生一定的影响。

图 15：主要三线城市住宅去化周期情况，未来是否继续货币化安置因城而异



资料来源：克而瑞，长江证券研究所

图 16：部分三线城市 2017 及 2018 年住宅价格涨幅情况，上涨过快城市货币化安置比例或降低

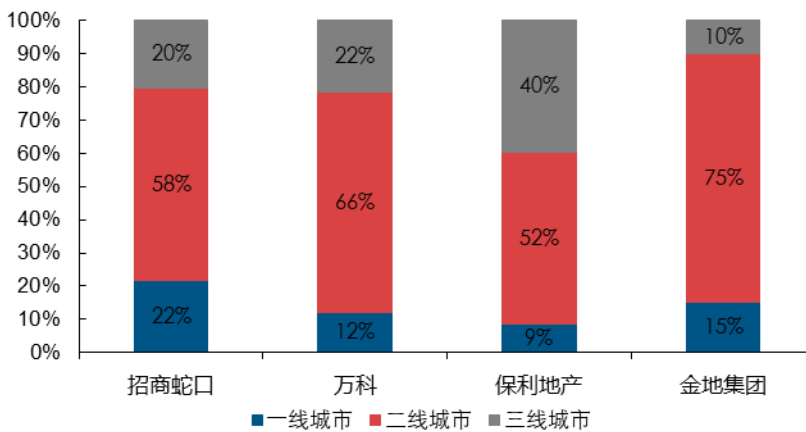


资料来源：Wind，长江证券研究所

## A 股龙头房企城市布局如何？

**A 股龙头房企土地储备中一二线城市占比相对较高。**在此我们选取披露每月详细拿地情况的四家行业龙头企业进行土地储备拆分分析。首先从 2017 年末土地储备情况观察房企存量的城市布局情况。通过拆分龙头房企截至 2017 年末的土地储备结构发现，万科、保利地产、招商蛇口、金地集团土地储备多分布于一二线城市。其中，金地集团约 15% 的土地储备位于一线城市，约 75% 位于二线城市。招商蛇口约 22% 的土地储备位于一线城市，约 58% 位于二线城市。万科约 12% 的土地储备位于一线城市，约 66% 位于二线城市。保利地产约 9% 的土地储备位于一线城市，约 52% 位于二线城市。三线城市投资方面，A 股龙头房企布局的三线城市主要为热点都市圈周边城市，发展空间较为充足，市场整体较为健康。

图 17：A 股龙头房企 2017 年末土地储备各能级城市分布情况

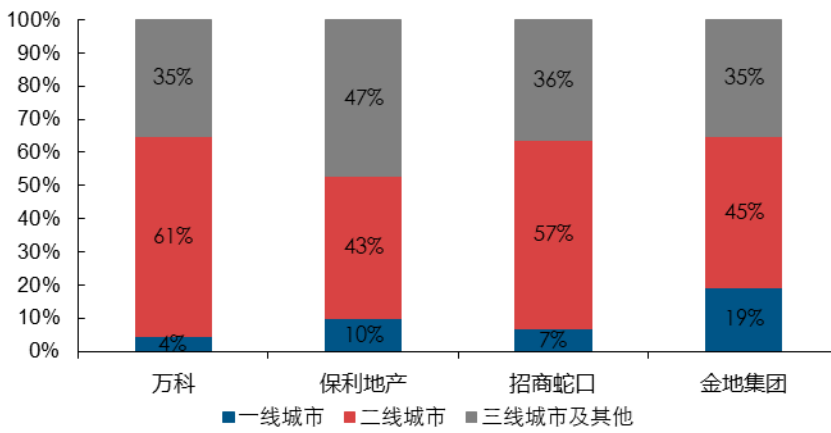


资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括省会城市、副省级城市、计划单列市及东莞、无锡等新一线城市；金地集团土地储备为未竣工可租售面积口径，其余为未竣工计容建面口径；保利地产与新城控股少数项目未披露具体分布；数据保留一位小数

**A 股龙头房企 2018 年前 11 个月拿地集中在一二线城市。**我们接下来通过 2018 年前 11 个月拿地明细观察房企近期的拿地策略。分城市能级来看，万科、招商蛇口、金地集团在一二线城市拿地比例较高，保利地产、金地集团在一线城市拿地力度较大。整体来看，龙头房企拿地集中于核心城市，低线城市布局主要在核心都市圈周边，未来受棚改模式调整的影响或不大。

图 18: A 股龙头房企 2018 年前 11 个月拿地建面按城市能级拆分



资料来源：公司公告，长江证券研究所；注：此处城市分类同上图

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。