

强于大市

房地产行业重大事件点评

为什么是3000亿？

事件：5月17日，住建部、自然资源部、央行、金融监管总局负责人召开国务院政策例行吹风会，提出了政府收购存量商品房、盘活存量土地、推进城市房地产融资协调机制等方面的具体措施意见，并设立3000亿元保障性住房再贷款。

【政策内容】

- 四部委提出推动消化存量商品房，城市政府坚持“以需定购”，组织地方国有企业以合理价格收购存量商品房用作保障房。未来保障房的建设方面出现了重要的导向，库存房源成为保障房来源之一。我们认为，这有望与各地推行的“以旧换新”政策结合，合力成为去库存的两大方式。我们认为，政府向开发商收储，体量较大，或以整幢作为基本收购单位，可视为大宗交易范畴，交易价格折扣率预计较高。目前已有城市推出相关政策，5月15日杭州市临安区发布公告收购一批商品住房用作公共租赁住房，房源以整幢作为基本收购单位，同时单套建筑面积不超过70平，收购房源面积原则上不超过1万平，现房或一年内具备交付条件的期房。
- 为推动政府收购存量房工作开展，央行设立3000亿元保障性住房再贷款。保障性住房再贷款具体情况为：1) 利率1.75%，期限1年，可展期4次。2) 发放对象包括国开行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。3) 央行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。4) 选定地方国企作为收购主体，主体不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，具备银行授信要求，收购后迅速配售或租赁。5) 所收购的商品房严格限定为房企已建成未出售商品房，按保障房用于刚需原则，严控户型和面积标准。早在2023年1月，央行设立租赁住房贷款支持计划，额度为1000亿元，采取“先贷后借”的直达机制，按季度发放，支持相关金融机构向重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津等8个试点城市发放租赁住房购房贷款，贷款利率原则上不超过3%，对于符合要求的贷款，央行按贷款本金的100%予以资金支持，利率为1.75%。此次，统筹考虑政策衔接，央行决定将租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款政策中管理，将在全国范围全面推广。

【为什么是3000亿元？】

- 3000亿元的再贷款计划刚好可以基本覆盖当前我国70平以下的现房库存。此次地方政府所收购的商品房严格限定为房企已建成未出售商品房，即现房库存。根据统计局数据，截至2024年4月末，我国商品住宅待售面积（已竣工未出售的现房库存）约3.91亿平，去化周期为23.8个月。从政策目的是用作保障房来看，预计收购标的为70平以下现房库存。根据克而瑞数据，百城狭义库存（已批准预售但尚未销售的住宅面积）中70平以下的占比约为20%，以此估算，全国满足条件的住宅现房库存约为7818万平。因此，收购所需要的资金约为1.83万平*当前全国商品住房现房销售均价（2024Q1为8346元/平）*折扣（属大宗交易范畴，预计7折，实际可能更低）=4567亿元。此次3000亿元的再贷款计划预计可撬动5000亿元银行贷款，已经基本可以覆盖当前我国70平以下的现房库存。

【市场供需回到平衡状态需要多少资金？】

- 如果要考虑更多的库存问题，3000亿元的资金体量显然不够。如果去化完全部70平以下现房库存后，剩余现房库存为3.13亿平，对应现房去化周期将降至19.0个月，下降了4.8个月；剩余广义库存（累计新开工+累计销售）为19.18亿平，对应去化周期为28.8个月，下降了1.2个月。总体来说，库存去化周期仍然较高。所以，假设剩余的库存面积也都收购掉，需要多少资金？1) 70平以上的现房库存还有3.13亿平，我们预计还需要约1.83万亿元资金。2) 从广义库存的角度来看，截至2024年4月末，我国广义住宅库存面积为20亿平。20亿平*当前全国商品住宅销售均价（2024年4月为10656元/平）*折扣，为收购全国所有广义库存所需要的资金，约为14.89万亿元。
- 不过考虑到理论上无需一次性解决所有库存，只需将去化周期降至合理水平，若降至18个月，收购广义库存则需要约6万亿元。1) 若去化周期回落至18个月，广义库存需要降低至12.0亿平，即在现有库存规模的基础上下降8.18亿平。8.18亿平*10656元/平*70%折扣，收购广义库存所需要的资金约为5.96万亿元；而现房库存需要降低至2.96亿平，即在现有规模的基础上下降9.483亿平，9.483亿平*8346元/平*70%折扣，收购现房库存所需要的资金约为5.540亿元。也就是说，如果只是通过去化部分现房库存来缓解供需不平衡，那5000亿元的资金也是足够的（可以给更高的收购折扣）。2) 若去化周期回落至2015年以来的最低水平，广义库存去化周期最低值出现在2020年12月（17.2个月），广义库存需要降低至11.5亿平，在现有库存的基础上下降8.5亿平。8.5亿平*10656元/平*70%折扣，收购广义库存所需要的资金约为6.34万亿元；现房库存去化周期如果回到10.8个月（2015年后最低点为2017年12月的10.8个月），现房库存需要降低至1.78亿平，在现有库存的基础上下降2.13亿平。2.13亿平*8346元/平*70%折扣，收购现房库存所需要的资金为1.25万亿元。
- 从房企的角度来说，除了去库存以外，此举也将有助于缓解市场流动性风险，改善资产负债表。根据克而瑞，截至2023年6月末，60家样本房企已竣工存货1.6万亿元，占总存货的比重达14.7%，到达近年来高位，较2019年提升了3.1个百分点。当前现房库存逐渐成为挤占房企流动性的重要因素，市场信心不足的情况下，如何快速变现已竣工存货成为房企的重要课题。2023年末申万房地产板块存货规模为5.45万亿元，内房股存货规模约为5.57万亿元，合计11.02万亿元，按照15%的已竣工存货占比来计算，消化所有上市房企的已竣工存货约需要1.65万亿元。
- 我们认为，从受益方角度来说，政策前期更利好城投平台和地方国企。根据克而瑞，2021-2023年在22个重点城市中，城投公司拿地建面约1.75亿平，占比43%。但城投公司项目开工率相对较低，在22个重点城市中2021-2023年城投平台拿地项目开工率仅为25.23%，开售率仅为15.91%。我们预期后续未开发土地可能会被重新盘活，已开发但未售的项目大概率会优先被地方政府收储。

【政府参与收购的动力是什么？】

- 我们认为，政府下场参与收购库存的核心动力在化解当地房地产供需关系的情况下，最好有收益。考虑到收购完改造成租赁住房，我们从成本和收入两端来做测算。1) 成本：3000亿元保障性住房再贷款央行给定的利率为1.75%+商业银行上浮0.5个百分点+收购后的可能要出的改造修缮等成本0.5个百分点，实际成本可能会达到2.75%。2) 收入：出租后的租金回报率。2024年4月百城平均租售比为2.47%，一线城市为2.42%，二线城市为2.40%，三四线城市为2.51%。
- 不考虑收购折扣时，百城整体及各城市能级均无法回本；但如果有额外贴息1%，百城整体的利润可以有0.72个百分点。如果考虑收购存量房时的折扣率（以7折计算），百城平均租售比可以提升至3.53%，一线城市提升至3.46%，二线城市提升至3.42%，三四线城市提升至3.58%。在不额外贴息的情况下，盈利空间仅有0.78个百分点；如果有额外贴息1%，盈利空间可以达到1.78个百分点。因此，政府参与收购后的整体盈利空间只有在贴息的情况下相对明显。
- 我们从收购后的收益来看，假设政府进场收购的期望收益是2%，那么在租金不变的情况下，资产包的收购成本需要降低。根据我们的测算，百城住宅的收购折扣率需要达到43折，一线城市为51折，二线城市47折，三四线城市46折。其中北京的收购折扣率需要达到64折，上海6折，深圳41折，广州39折。

投资建议

- 目前政策的力度明显加大，需求端的刺激+供给端的化解风险，将在未来一段时间内持续发酵。外资对地产的配置自4月25日以来明显提升，截至5月20日对房地产行业的持股数量占比达到2.03%，达到了3月27日以来的最高点。当下主要逻辑为“定调转向+供需政策宽松加码+外资进场+房企现金流压力及存货风险减轻预期”，我们预计短期内地产板块行情仍会延续，但是否能有更显著的持续性行情仍取决于最终全国基本面能否兑现。
- 现阶段我们建议关注三条主线：1) 受益于“去库存”下政府收储首选的地方国企：城建发展、华发股份、越秀地产、建发国际集团、合肥城建、京投发展、天地源、栖霞建设。2) 无流动性风险且拿地销售基本面仍然较好的房企：滨江集团、华润置地、绿城中国、保利发展、招商蛇口。3) 二手房成交回暖带动的房地产经纪公司：我爱我家、贝壳。

风险提示：

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《房地产2024年4月统计局数据点评：销售投资降幅扩大，开工降幅收窄但仍承压》（2024/05/19）

《房地产行业2024年4月70个大中城市房价数据点评：70城房价环比创下九年多来最大跌幅；刚需产品房价下行压力较大》（2024/05/19）

《房地产行业重大事件点评：这次地产不一样？》（2024/05/13）

《房地产行业2024年度策略——行业寒冬尚在延续，房企能否行稳致远？》（2024/01/03）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

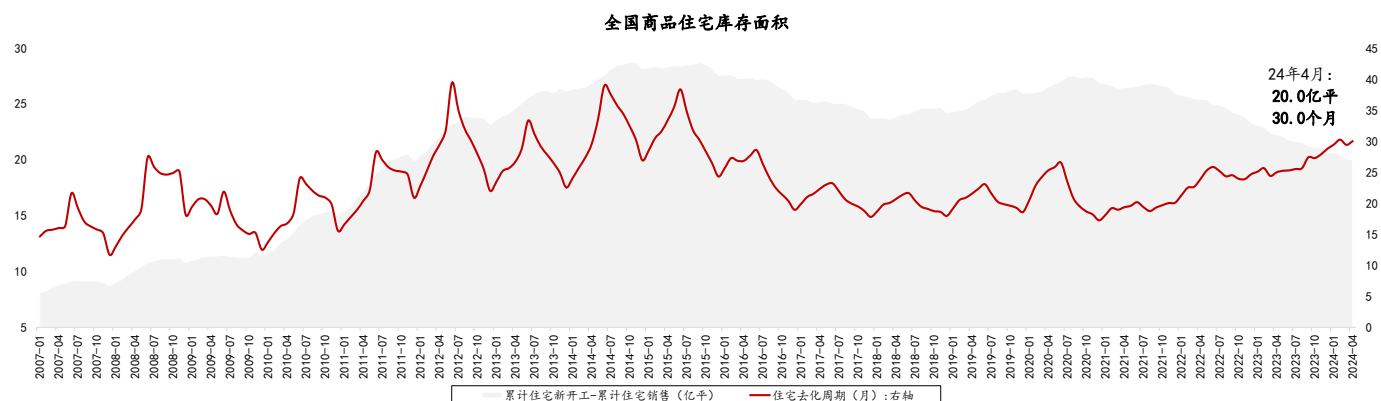
(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

附录：

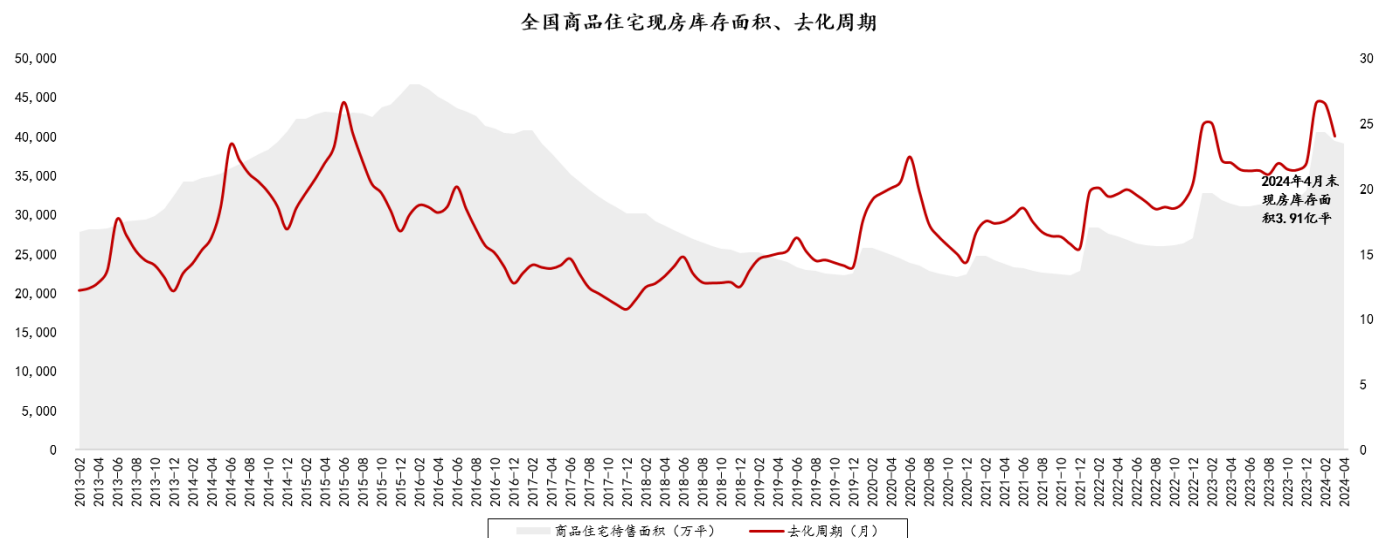
图表 1. 截至 2024 年 4 月末，我国广义住宅库存面积 20.0 亿平



资料来源：国家统计局，中银证券

备注：广义库存面积=累计住宅新开工面积-累计住宅销售面积；去化周期=广义库存面积/过去六个月住宅销售面积均值

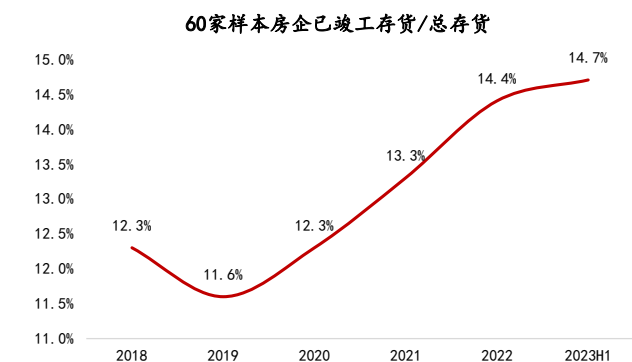
图表 2. 截至 2024 年 4 月末，我国商品住宅现房库存面积为 3.91 亿平



资料来源：国家统计局，中银证券

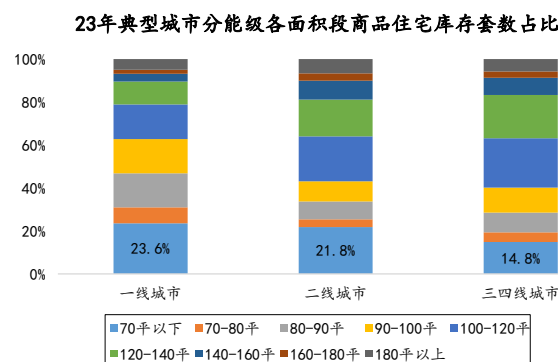
备注：去化周期=商品住宅待售面积/过去六个月现房销售面积均值

图表 3. 截至 2023 年 6 月末，60 家样本房企已竣工存货 1.6 万亿元，占总存货的比重达 14.7%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 4. 2023 年末一、二、三四线城市的狭义库存中 70 平以下的占比分别为 23.6%、21.8%、14.8%



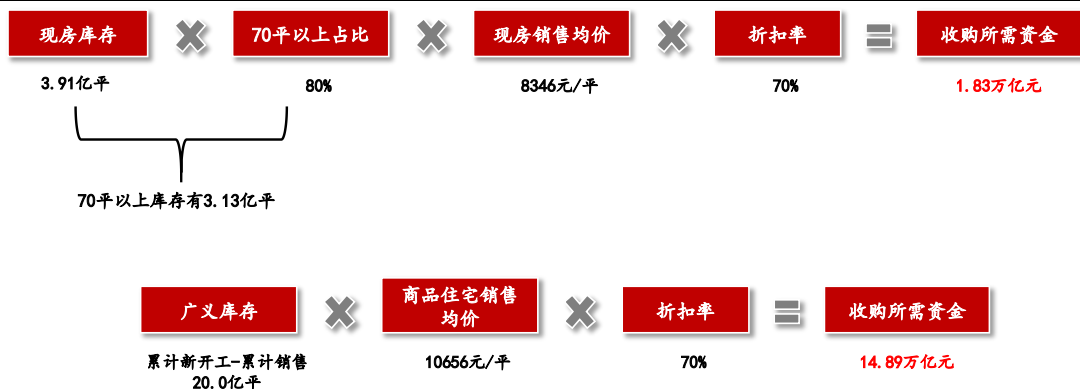
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 5. 3000 亿元的再贷款计划刚好可以基本覆盖当前我国 70 平以下的现房库存



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 6. 70 平以上的现房库存还有 3.13 亿平，我们预计还需要约 1.83 万亿元资金；收购全国所有广义库存所需要的资金，约为 14.89 万亿元



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 7. 理论上无需一次性解决所有库存，只需将去化周期降至合理水平，若降至 18 个月，收购广义库存则需要约 6 万亿元



资料来源：国家统计局，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371