

证券研究报告 · 行业深度

何处繁华笙歌落

——三四线城市专题报告

开年以来，在严厉的限购限贷政策叠加新房供应管控之下，一二线城市已经如期降温，而在此背景下，三四线城市的表现也将对周期演绎的持续性产生尤为关键的作用，这已经成为不仅仅是地产研究员关注的课题。

问题一：三四线城市去库存效果是否真有改善？

我们以可跟踪的 45 个三四线城市可售面积估算狭义库存，绝对值同比下降 19%，全国广义库存同比下降 6%，可见三四线城市的去库存效果确实正在改善，这主要来自于供需 2 个层面的开源节流：整体量价回暖及土地供应端保持下降。

问题二：哪里的三四线城市表现更为亮眼？

我们按照城市圈分类，以长三角、珠三角、环渤海、海西以及中西部共计 45 个城市为样本，从各城市的狭义库存以及销售情况进行细化分析。纵观各城市圈三四线城市的去化情况，在去库存主基调下略有异同，我们从绝对库存、去库存效率两方面进行解读。绝对库存周期维度，长三角和珠三角的三四线城市库存水平最低，17 年 1 月去化周期分别为 7 和 8 个月。以我们的经验判断，去化周期在 8 个月以内会面临房价上行压力，长三角部分强三四线城市房价走势值得关注。去库存效率维度，本轮去库存最具效率的海西片区，其次是长三角区域，整体而言，各大片区均已实现不同程度上的去库存。

问题三：怎么看待这轮三四线城市去库存的持续性？

我们认为需要从以下几个问题来分析：**1、这轮三四线城市释放的动力来自于哪里？**我们认为动力主要来自三方面：主流城市热度的传导、改善性需求的释放以及去库存政策的引导。**2、三四线城市市场延续性需要观察哪些方面？**首先看城市圈一二线城市热度何时拐点。从历史来看，一二线城市向上拐点出现后，三线城市往往滞后改善，但是一旦向下拐点出现，三线城市往往是同步的；其次，看流动性的拐点何时出现。目前整体流动性依旧宽松，但我们可以看到宽松边际已经开始收窄；**3、三四线城市会迎来补库存周期吗？**我们相信在低库存的城市中，依然会有房企会加大投资的力度。在更多的城市圈三四线城市吸引增量投资的诱惑依然不大。企业结构也呈现分化，龙头房企对于当地开工投资的影响更为明显，因此 2017 年三四线城市投资会不会改善？我们认为会，但是是结构性的。**4、三四线城市会一直享受政策红利吗？**从我们此番梳理分析的结果，去库存已见成效，甚至有部分三线城市已现补库存压力。因此我们有理由认为，管理层对于去库存的重视程度将出现一定程度的弱化。对于个别已出现补库存需求的热点三线城市，房价上行压力已然显现，或从另一个方向引起管理层关注。

请参阅最后一页的重要声明

房地产

维持

买入

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

刘璐

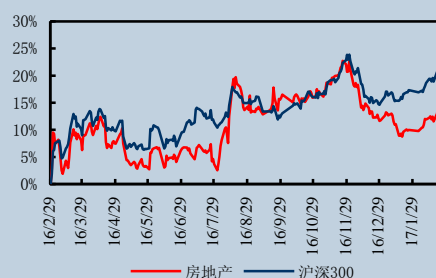
liulu@csc.com.cn

021-68821611

执业证书编号：S1440513090012

发布日期：2017 年 2 月 27 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|-----------------------------|
| 17.02.20 | 中信建投房地产周报：企业去杠杆再强化，关注京津冀风口 |
| 17.02.14 | 中信建投房地产：中基协 4 号文点评：企业去杠杆进行时 |
| 17.02.06 | 中信建投房地产周报：假期因素扰动成交，金融去杠杆进行时 |



目录

问题一：三四线城市去库存效果是否真有改善？	1
狭义及广义去库存效果的跟踪	1
开源——整体量价回暖	2
节流——土地供应端保持下降	3
问题二：哪里的三四线城市表现更为亮眼？	4
珠三角：反应最为迅速，改善幅度最为显著	4
长三角：受益于一二线需求外溢快速去化	5
环渤海：去库存后知后觉，绝对值依然较高	5
大海西：16 年四季度显著回暖，助力去库存显著提速	6
中西部：平稳去库存	6
区域分化综述	7
问题三：怎么看待这轮三四线城市去库存的持续性？	8
这轮三四线城市释放的动力来自于哪里？	8
三四线城市市场延续性需要观察哪些方面？	11
三四线城市会迎来补库存周期吗？	12
三四线城市会一直享受政策红利吗？	13

图表

图表 1：45 城市总体可售面积以及去化月数	1
图表 2：45 城市总体销售面积及同比	1
图表 3：三四线城市去化周期测算	2
图表 4：三四线城市总体库存及同比	2
图表 5：三四线城市去化周期	2
图表 6：各线城市销售面积同比	3
图表 7：各线城市销售额同比	3
图表 8：各线城市平均房价同比	3
图表 9：各线城市土地均价同比	3
图表 10：各线城市土地购置面积同比	4
图表 11：各线城市土地购置面积占比	4
图表 12：珠三角三四线城市可售面积及去化月数	4
图表 13：珠三角三四线城市销售面积及同比	4
图表 14：长三角三四线城市可售面积及去化月数	5
图表 15：长三角三四线城市销售面积及同比	5
图表 16：环渤海三四线城市可售面积及去化月数	5
图表 17：环渤海三四线城市销售面积及同比	5
图表 18：海西三四线城市可售面积及去化月数	6
图表 19：海西三四线城市销售面积及同比	6
图表 20：中西部三四线城市可售面积及去化月数	6
图表 21：中西部三四线城市销售面积及同比	6



图表 22: 各区域三四线城市去化周期及同比降幅.....	7
图表 23: 各区域三四线城市去化周期及同比降幅.....	8
图表 24: 三大城市圈销售面积同比	8
图表 25: 长三角与上海销售同比	9
图表 26: 珠三角与深圳销售同比	9
图表 27: 环渤海与北京销售同比	9
图表 28: 东部与中西部销售面积同比	9
图表 29: 2016 年样本龙头房企高层住宅面积结构.....	10
图表 30: 2016 年样本龙头房企低层住宅面积结构.....	10
图表 31: 2016 年非热点城市去库存政策.....	10
图表 32: 百城一二三线城市房价同比	11
图表 33: 全国首套房贷平均利率	12
图表 34: 全国二套房贷平均利率	12
图表 35: 样本城市去化周期分布	12
图表 36: 样本城市去化周期极差比较	12
图表 37: 2016 年下半年以来融资渠道收紧政策.....	13



开年以来，在严厉的限购限贷政策叠加新房供应管控之下，一二线城市已经如期降温，而在此背景下，三四线城市的表现也将对周期演绎的持续性产生尤为关键的作用，这已经成为不仅仅是地产研究员关注的课题。于此同时，我们看到在三四线城市具备大量储备的碧桂园、恒大等企业交出靓丽成绩单，是否意味着三四线城市是否真的在好转？如果真是如此，其中如何演绎区域分化？

这些问题将是我们本篇报告想去阐述的核心内容，由于三四线城市的数据并不完善，我们通过各地网站、第三方机构、新闻报道等各个渠道整理了近 50 个三四线城市的口径，来对三四线城市库存、成交等数据进行细化分析，以此一窥究竟，也为大家提供一个思路。

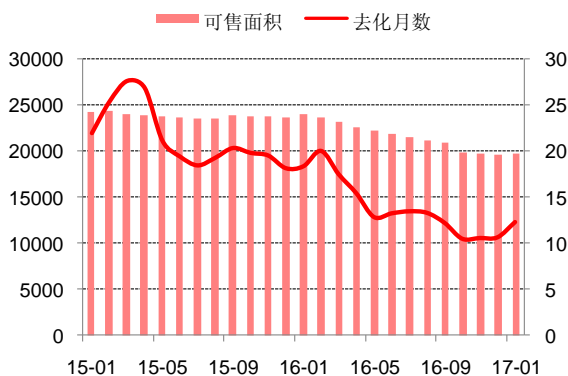
问题一：三四线城市去库存效果是否真有改善？

狭义及广义去库存效果的跟踪

狭义库存

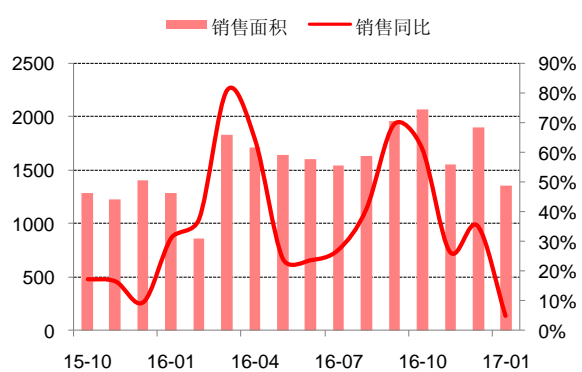
从我们跟踪的 45 个三四线城市的库存数据（可售面积口径，不包含潜在土地供应）来看，三四线城市的库存高点出现在 2015 年一季度，而经过近 2 年的去化，至 2017 年 1 月，样本城市绝对库存量较 15 年高点下降 19%，同比下降 18%。去化月数也由 15 年高点近 28 个月的长度，下降至 12 个月，可以看到，样本城市绝对库存确实出现了下降。

图表 1：45 城市总体可售面积以及去化月数



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

图表 2：45 城市总体销售面积及同比



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

广义库存

从全国广义库存的口径也能获得相似结论，我们曾在 2016 年初《路漫漫，行且难》一文中详述广义库存的计量方法，并已求得 2011 年全国库存达 87.8 亿平米，而从土地购置面积这一维度测得三四线城市在 2012 年土地购置面积占比达 73%，预计当期库存量三四线占比将高于这一比例，我们以 75% 这一比例预估三四线城市 2011 年底的库存总量，再以国有土地出让面积中商品房（住宅+商办）用地的大致占比以及中指 302 城市统计中，265 个三四线城市土地出让平均容积率预估新增土地建设面积，以这几个数据进行测算，并得出以下结果：

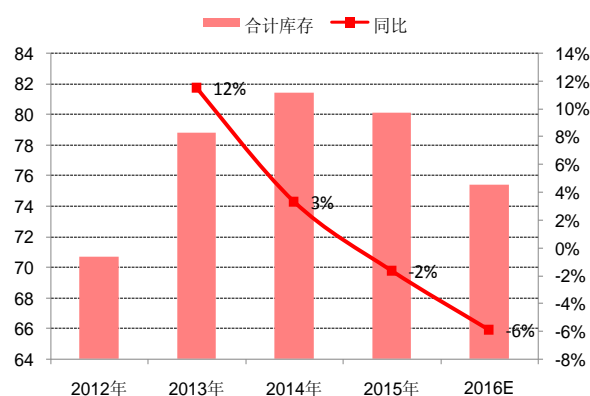
我们预计三四线城市 16 年广义库存绝对值在 75 亿平米，以 16 年销售额预估去化年数为 7.2 年。这意味着，库存绝对值连续两年下降，同比降幅 6%，较 15 年扩大了 4 个百分点；而去化年数同样实现连续两年下滑，同比降幅 23%，较 15 年扩大 17 个百分点。综上所述，尽管广义库存依然身处高位，但去化提速同样得以验证。

图表 3：三四线城市去化周期测算

日期	国有土地出让 面积 (亿平米)	三四线城市商住地 出让土地面积 (亿平米)	三四线城市商住地出让建 设用地 (亿平米)	合计库存 (亿平米)	历年销售面积 (亿平米)	去化周期 (年)
2012 年	33.2	5.63	12.30	70.68	7.47	9.5
2013 年	37.5	7.42	17.03	78.84	8.87	8.9
2014 年	27.2	4.72	10.83	81.46	8.21	9.9
2015 年	20.4	3.14	7.30	80.12	8.63	9.3
2016 年 E	18.0	2.62	5.78	75.39	10.51	7.2

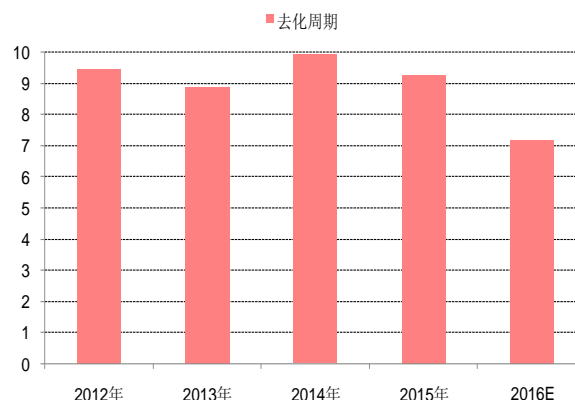
资料来源：wind，中指院，中信建投证券研究发展部

图表 4：三四线城市总体库存及同比



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表 5：三四线城市去化周期



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

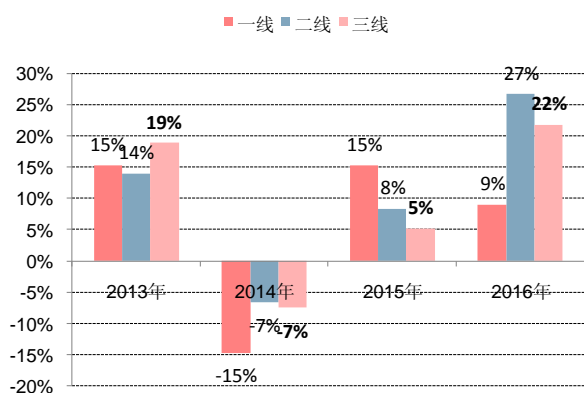
开源——整体量价回暖

广义、狭义库存都显示三四线城市的去库存效果确实正在改善，这主要来自于供需 2 个层面的开源节流。

正如我们在 2016 年二季度所提示，在 2015 年一线城市的一枝独秀以后，2016 年是二三线城市传导和复制的一年。通过对全国一二三四线城市销售数据的跟踪，16 年三四线城市仅次于二线城市，高于一线城市。13-16 年三四线城市的销售面积同比分别为 19%、-7%、5%以及 22%，销售额同比分别为 28%、-5%、9%以及 31%，销售增速均高于 13 年。

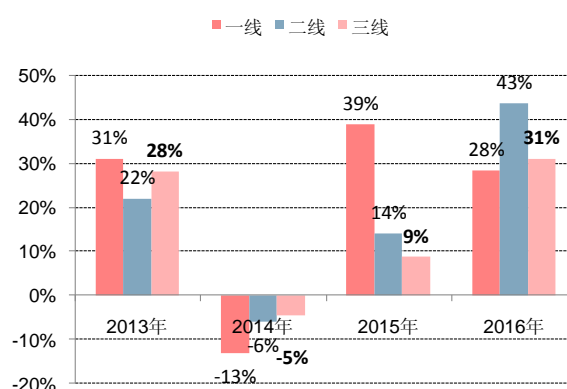
而从价格来看，16 年三四线城市房价同比增速也有显著改观，由 15 年的 3%升至 8%，此外，市场回暖同样促进对应区域地价回温，土地均价由 15 年的 1%升至 18%。

图表 6：各线城市销售面积同比



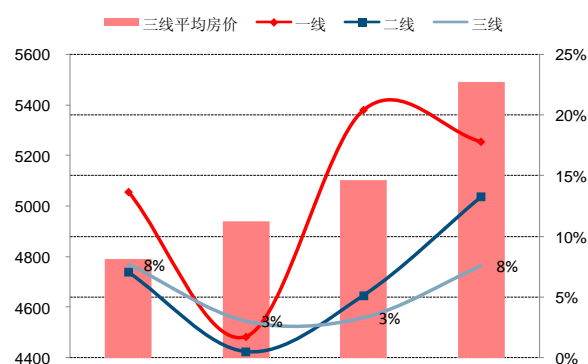
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表 7：各线城市销售额同比



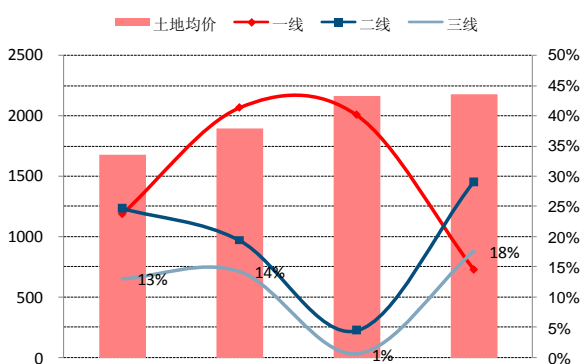
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表 8：各线城市平均房价同比



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

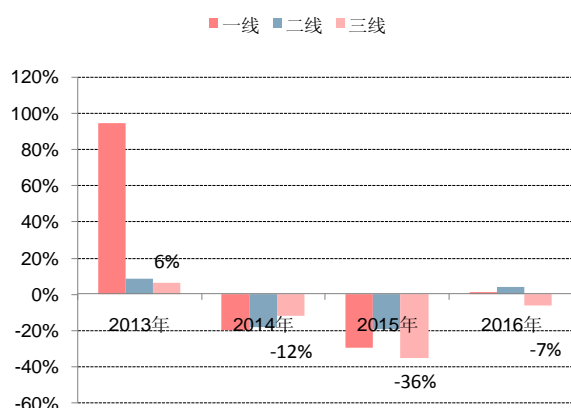
图表 9：各线城市土地均价同比



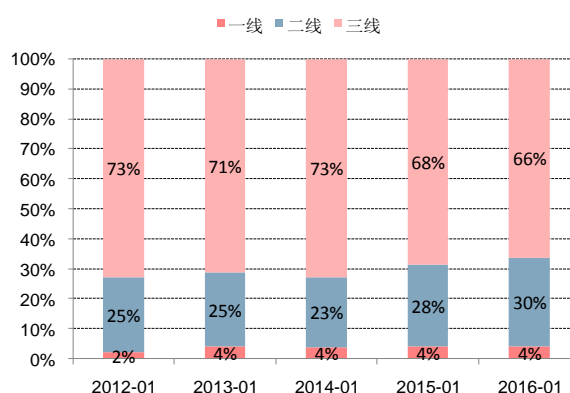
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

节流——土地供应端保持下降

我们计算的全国三四线城市新增供应持续收敛，13-16 年三四线城市土地购置面积同比增速分别为 6%、-12%、-36%以及-7%，连续第三年维持下滑，购置面积占全国比重由 12 年的 73%降至 66%，可见全国三四线城市各地政府也确实在努力控制供应，强化整体库存去化提速。

图表 10：各线城市土地购置面积同比


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表 11：各线城市土地购置面积占比


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

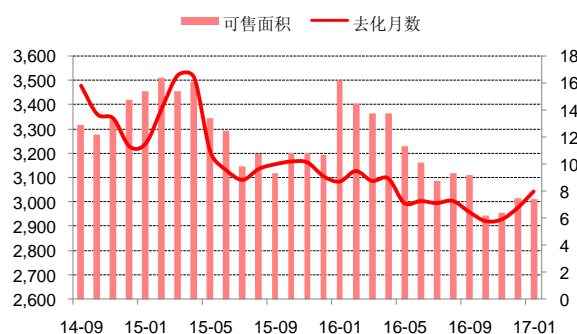
问题二：哪里的三四线城市表现更为亮眼？

无论是我们的草根调研，亦或是和大型龙头企业的沟通，我们发现此轮三四线城市的去库存存在非常明显的分化效应，简单按城市层级来划分已经可能并不太适用，而针对各个城市圈的分辨会更加有助于我们加深对这轮去库存效果的理解。

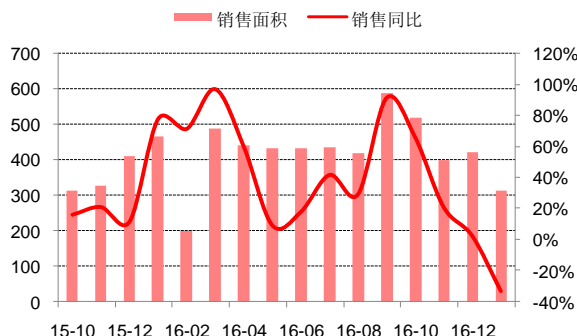
根据我们所获得的城市数据来看，我们按照城市圈分类，以长三角、珠三角、环渤海、海西以及中西部共计 45 个城市为样本，从各城市的狭义库存（可售面积）以及销售情况进行细化分析。

珠三角：反应最为迅速，改善幅度最为显著

深圳市场从 2014 年四季度开始率先改善，在其带动下，珠三角的三四线城市是此轮周期反应最为领先的区域，自 15 年二季度起，以东莞、惠州、佛山等为代表的珠三角三四线城市销售率先启动，一个季度即将去化周期由逾 16 个月降至 9 个月，随后片区一直处于低库存水平，去化月数于 16 年 10 月降至历史性低位（5.8 个月）。而 11 月起，珠三角片区三四线销售则有所回落，去化月数也随之回升至 8 个月左右的水平。

图表 12：珠三角三四线城市可售面积及去化月数


资料来源: wind, 中指院, CRIC, 中信建投证券研究发展部

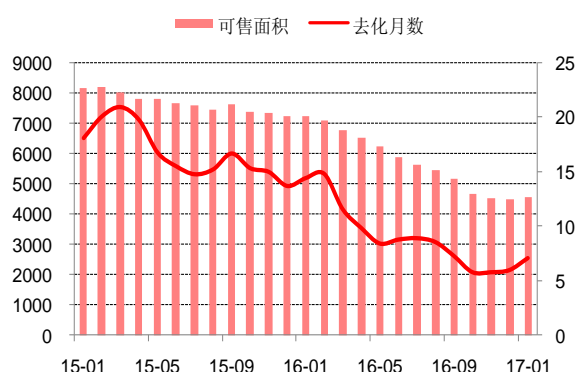
图表 13：珠三角三四线城市销售面积及同比


资料来源: wind, 中指院, CRIC, 中信建投证券研究发展部

长三角：受益于一二线需求外溢快速去化

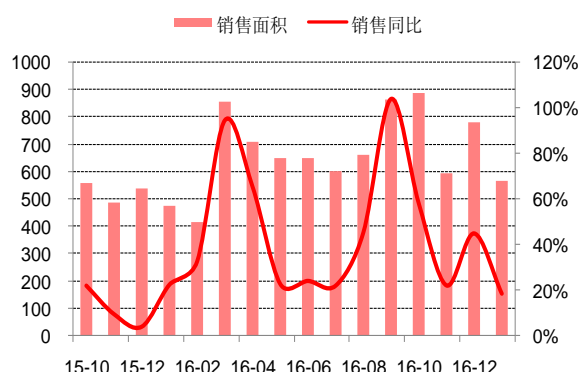
通过对长三角的样本城市进行统计，可见自 15 年以来狭义库存一路下行，而在 16 年开始斜率显著变陡。16 年全年月销售同比增速维持在 20% 增幅以上，促使整体去化出现大幅下降。月销售同比峰值分别出现于 16 年 3 月以及 9、10 月，恰是一二线城市密集调控时期。因此我们认为，长三角作为大量华东强三线城市辐射区，且拥有相对发达的交通网络，能够有效地实现需求的外溢，在因城施策调控下得以快速去化。

图表 14：长三角三四线城市可售面积及去化月数



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

图表 15：长三角三四线城市销售面积及同比

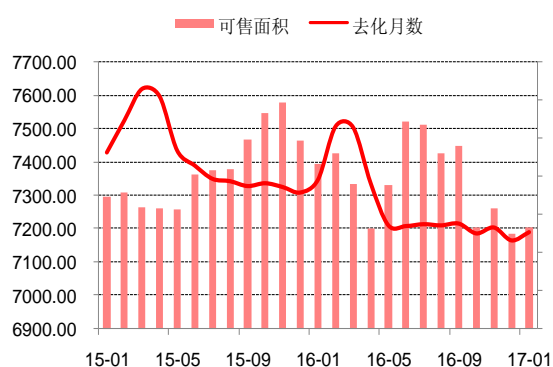


资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

环渤海：去库存后知后觉，绝对值依然较高

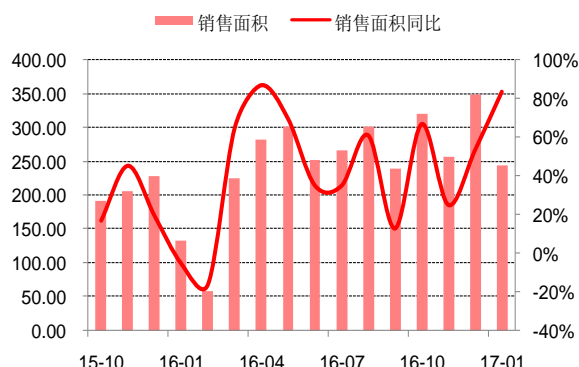
相对长三角和珠三角，环渤海三四线城市去化显得后知后觉，成交改善于 16 年二季度开始启动，月同比增幅基本维持在 30%-80% 之间。而较之其他区域，环渤海样本城市狭义库存最高，尽管 16 年全年销售大幅改善，但去化周期依然维持在 25 个月左右水平，库存量回到了 2015 年初的水平。

图表 16：环渤海三四线城市可售面积及去化月数



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

图表 17：环渤海三四线城市销售面积及同比

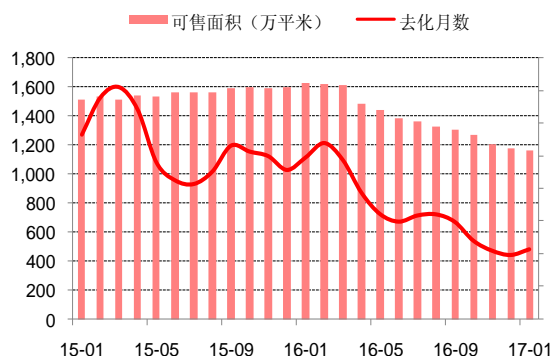


资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

大海西：16 年四季度显著回暖，助力去库存显著提速

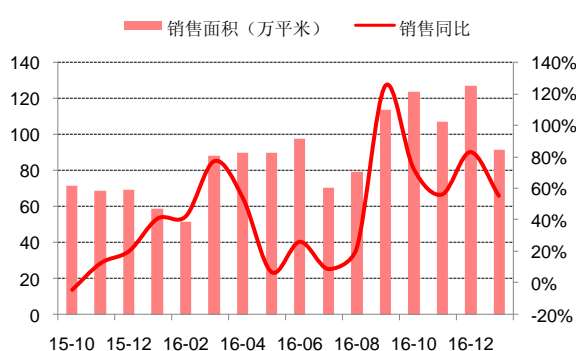
与其他区域不同，海西的绝对库存水平在 15 年全年都呈现稳中微升的趋势，直到 16 年二季度开始大幅下滑。海西区域三四线城市的成交同比增速从 16 年 9 月份以来一直维持高位，月同比增幅持续高于 50%。新增供应缩量与销售大幅增长双因素叠加，致使海西片区去化周期显著下降，由 15 年峰值 35 个月逐月下探至目前约 10 个月水平。可见海西整体片区去库存卓有成效，同时，从月销售数据来看，类似长三角片区，随着一二线调控政策的收紧销售大幅回暖，因此我们认为海西片区也受厦门、福州等二线城市的辐射效应影响。

图表 18：海西三四线城市可售面积及去化月数



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

图表 19：海西三四线城市销售面积及同比

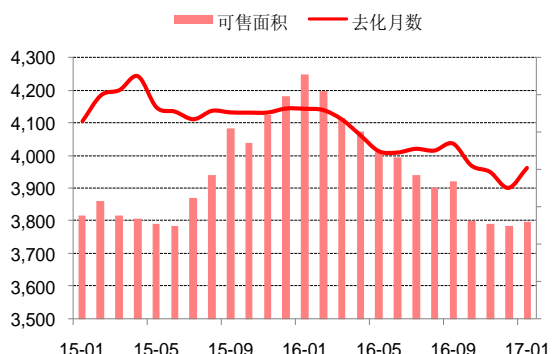


资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

中西部：平稳去库存

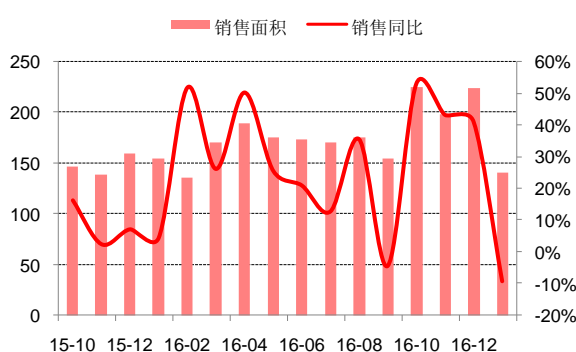
中西部城市绝对库存在 15 年全年仍然维持上行，而 16 年开始步入去库存阶段。从销售来看，16 年全年基本维持 30% 左右的月同比增速，因而助力整体去化周期由 15 年 33 个月高位逐步降至目前 20 个月的水平。全年销售相对平滑，并未随一二线城市调控力度的强化同步波动，库存量回到 2015 年初水平，但也并没有出现大幅改善。

图表 20：中西部三四线城市可售面积及去化月数



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

图表 21：中西部三四线城市销售面积及同比



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部



区域分化综述

纵观各城市圈三四线城市去化情况，在去库存主基调下略有异同，我们从绝对库存以及去库存效率两方面进行解读。

绝对库存周期维度

低库存：长三角、珠三角——相对其他城市圈，长三角和珠三角的三四线城市库存水平更低，17年1月去化周期分别为7和8个月。以我们的经验判断，去化周期在8个月以内会面临房价上行压力，长三角部分强三四线城市房价走势值得关注。

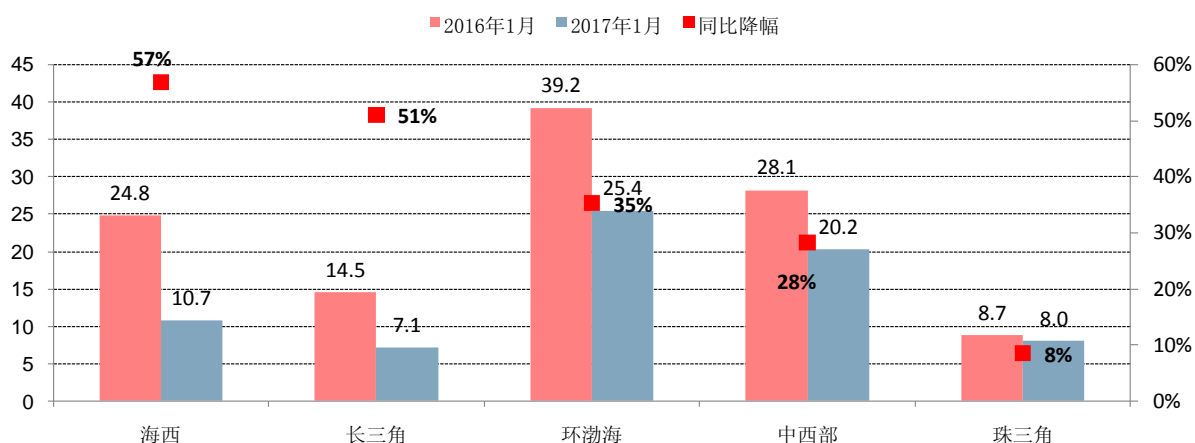
高库存：中西部、环渤海——其他三个城市圈相对去化周期略长。其中海西区域历经这一年去库存，去化周期已下降至10.7个月，相对仍有压力的是中西部以及环渤海区域。中西部目前去化周期为20.2个月，而环渤海为25.4个月。尽管数据显示环渤海整体去化周期最高，但也是样本城市方差最大的区域，说明区域内部分化严重。

去库存效率维度

快速去化：海西、长三角——本轮去库存最具效率的海西片区。2017年1月样本城市去化周期从24.8个月降至10.7个月，同比降幅57%，其次是长三角区域，去化周期同比降幅达51%。两个片区16年整体销售表现强势。

去化效率表现其次的是环渤海和中西部，去化周期同比降幅分别为35%以及28%。而珠三角因16年1月去化周期已降至8.7个月，因此相对同比降幅最低（8%）。但整体而言，各大片区均已实现不同程度上的去库存。

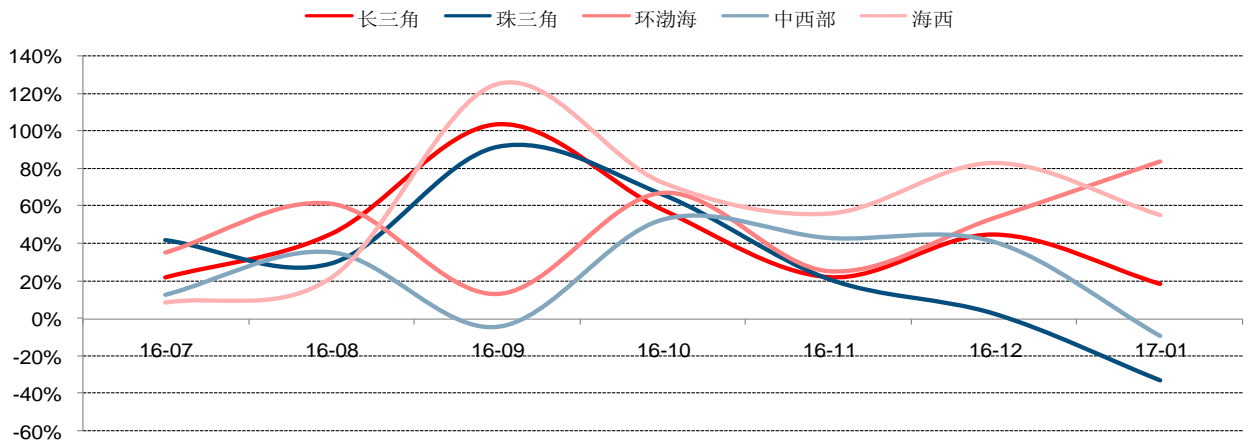
图表 22：各区域三四线城市去化周期及同比降幅



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部



图表 23：各区域三四线城市去化周期及同比降幅



资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

问题三：怎么看待这轮三四线城市去库存的持续性？

三四线城市的去库存效果显现，如何看待此轮周期的持续性，是否足以让我们更为乐观地看待补库存需求的释放？我们认为需要从以下几个问题来分析：

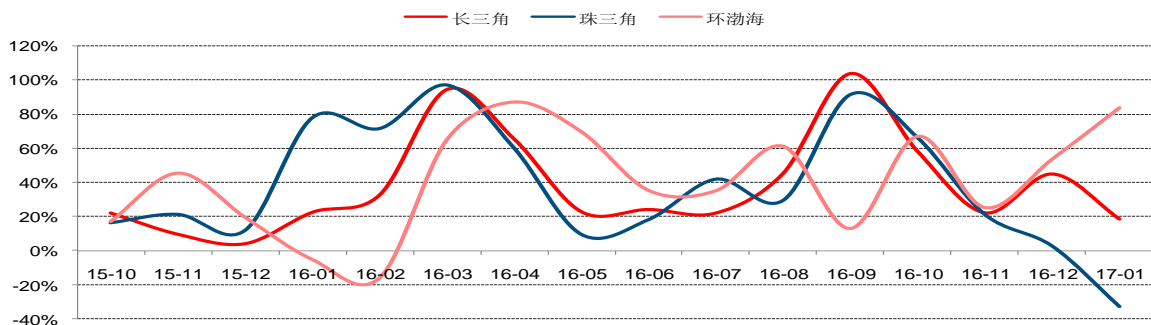
这轮三四线城市释放的动力来自于哪里？

从我们对于数据的观察以及草根调研的结果来看，我们认为动力来自于几个方面：

1、主流城市热度的传导

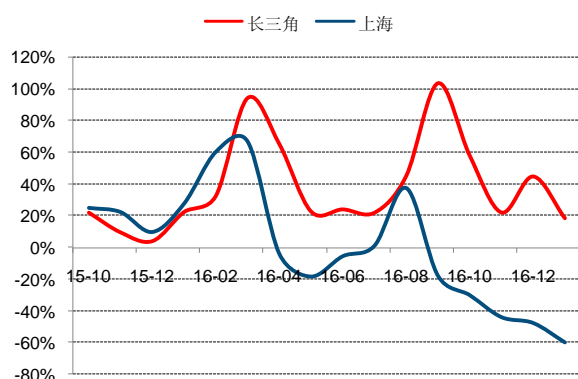
我们可以看到，从城市圈来看，此轮三四线城市去库存启动的先后顺序分别为：珠三角>长三角>环渤海，这跟深圳>上海>北京的节奏是一致的，同时东部城市圈领先中西部城市圈的情况也是和主流城市的分化顺序是一致的，可见城市圈核心城市的量价改善对于周边三四线城市购房预期的带动非常明显。

图表 24：三大城市圈销售面积同比



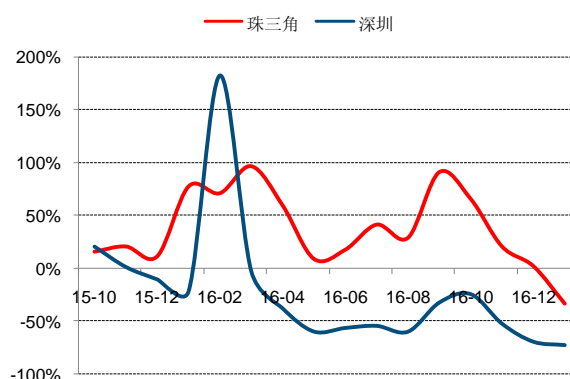
资料来源：wind，中指院，CRIC，中信建投证券研究发展部

图表 25: 长三角与上海销售同比



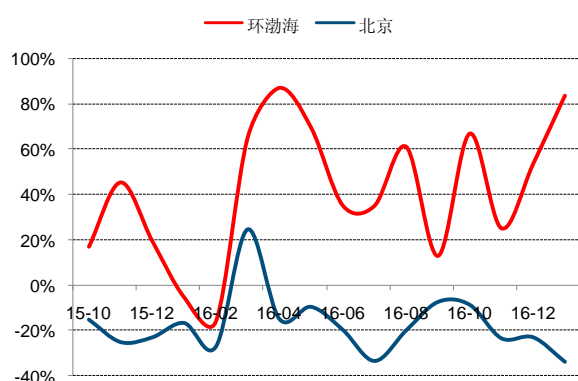
资料来源: wind, 中指院, CRIC, 中信建投证券研究发展部

图表 26: 珠三角与深圳销售同比



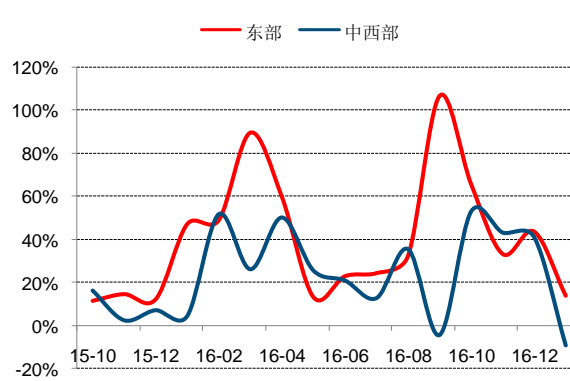
资料来源: wind, 中指院, CRIC, 中信建投证券研究发展部

图表 27: 环渤海与北京销售同比



资料来源: wind, 中指院, CRIC, 中信建投证券研究发展部

图表 28: 东部与中西部销售面积同比



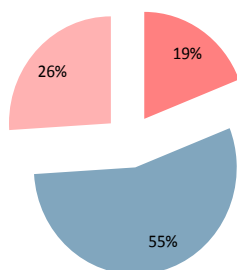
资料来源: wind, 中指院, CRIC, 中信建投证券研究发展部

2、改善性需求的释放

从我们去年至今三四线城市调研的回馈来看,三四线城市的购房者本身户均拥有住房数量其实高于主流一二线,而此轮需求结构主要结合了刚性需求和改善性需求,以及部分城市的投资性需求(主要集中在热点城市周边,但是占比并不高)。从我们跟踪的某以三四线城市为重点布局的龙头房企数据来看,2016 年其销售的项目 55% 为 90-140 平米户型,较 2015 年继续提升。

图表 29：2016 年样本龙头房企高层住宅面积结构

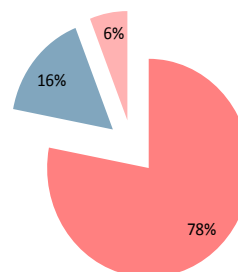
■ 小于90平米 ■ 90-140平米 ■ 大于140平米



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表 30：2016 年样本龙头房企低层住宅面积结构

■ 小于300平米 ■ 300-500平米 ■ 大于500平米



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

3、去库存政策的引导

整体而言，尽管 16 年一二线城市重现限购限贷，但三四线非热点城市依旧出台不少去库存政策促进市场需求释放。通过我们此次梳理，去化效果排在前十位的城市，如晋江、泉州、蚌埠，以及坐落于海西的福建都有相关政策出台，我们认为这些城市的去化表现也在一定程度上受益于这方面政策红利。

图表 31：2016 年非热点城市去库存政策

方向	区域	细则
住宅去库存	福建	降首付、活用公积金，支持流入人口购房，棚改货币化安置，控制供给，鼓励住房库存功能转型
	晋江	购买首套房，最低首付比例 20%，改善型购房，最低首付比例 30%；购房可获财政补助；购买首套房、首改房，公积金可用于缴纳首付款；提供优惠信贷服务，支持农民进城购房
	泉州	明确通过加大合理购房消费支持力度、推动房地产业转型升级等举措，化解房地产库存。可提取公积金充当首付款，购买精装房可享受财政补贴。
	蚌埠	鼓励支持新市民住房消费，大力推进住房保障货币化，努力用 3 年左右时间，去化商品房库存 160 万平方米
	哈尔滨	落实房地产交易税税收优惠、放宽公积金贷款、购房优惠政策；
住房租赁市场建设	沈阳	鼓励开发企业给予大中专毕业生“首付分期付”、购房贷款优惠利率支持；
	太原	“16 条”：降首付、扩大住房公积金范围等；
	辽宁	支持房地产开发企业向租售并举转型，利用已建成住房或新建住房开展租赁业务，出租库存商品住房；
鼓励非住宅去库存	绍兴	加大控制非住宅用地供应力度、加大税收财政补贴、鼓励人才购买；
	石家庄	调节土地供应节奏、发展商业服务业用房存量。

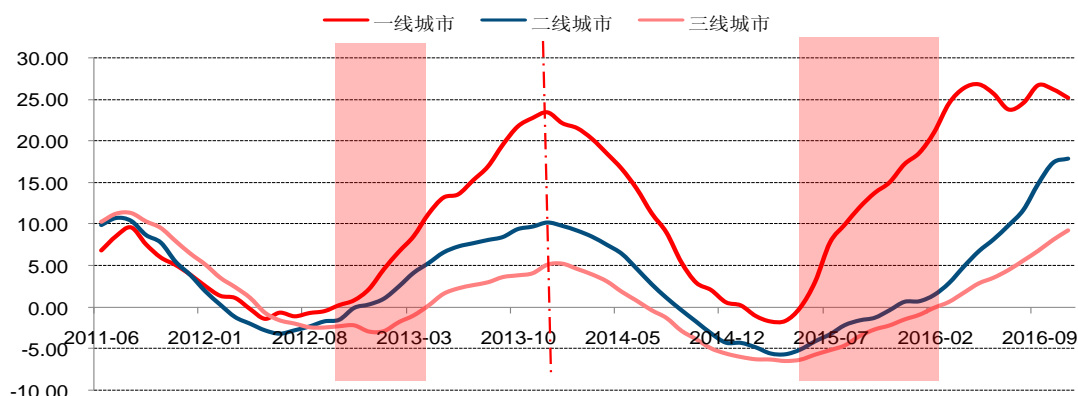
资料来源：中信建投证券研究发展部

三四线城市市场延续性需要观察哪些方面？

城市圈一二线城市热度何时拐点

我们认为主流城市的热度延续性是影响三四线城市预期的重要因素。从历史来看，一二线城市向上拐点出现后，三线城市往往滞后改善，但是一旦向下拐点出现，三线城市往往是同步的。百城房价分层数据即可印证这一观点：12 年那一轮房价回暖的周期中，一线城市于 2012 年 10 月率先实现同比正增长，二线城市则滞后 2 个月，三线城市较之二线滞后 4 个月，较一线城市滞后 6 个月；此轮周期雷同，三线城市平均房价于 2016 年 3 月实现同比正增长，滞后于一线城市 9 个月。但在房价出现下行拐点的阶段，却是同步出现：上轮周期中，一二三线城市房价同比均在 2013 年 12 月至 2014 年 1 月达到峰值。因此，我们认为一二线城市房价峰值的来临对于三线城市有实时指导意义。

图表 32：百城一二三线城市房价同比

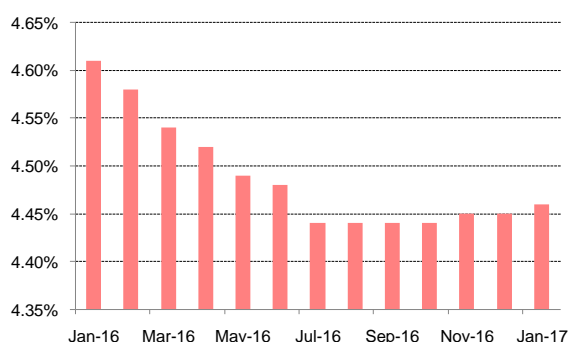


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

流动性的拐点何时出现

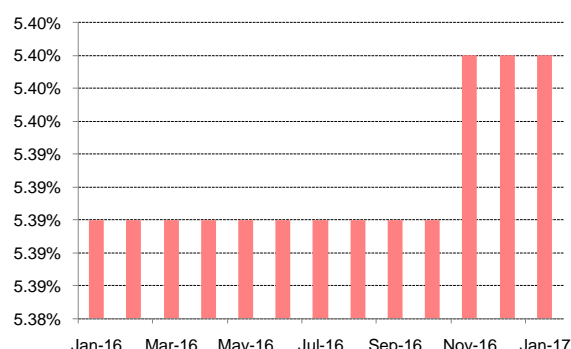
城市房价的热度退温节奏趋同，而影响房价的重要因素即是流动性。从目前情况来看，整体流动性依旧宽松，央行通过逆回购、向商业银行提供流动性支持等各类市场操作强化流动性，投放相对充足。但我们可以看到宽松边际已经开始收窄，年初央行变相加息，全国首套房贷利率自去年四季度以来出现小幅攀升，1 月数据显示，利率从 16 年 9 月的 4.44% 升至 4.46%，在上个月基础上进一步提升一个基点；二套房贷利率自 16 年 10 月提至 5.4% 以来，持续维持这一水平。而近来关于一二线城市利率优惠力度削减的信息也屡见不鲜，我们认为按揭贷款利率可能面临边际上行的风险。

图表 33: 全国首套房贷平均利率



资料来源: 融 360, 中信建投证券研究发展部

图表 34: 全国二套房贷平均利率



资料来源: 融 360, 中信建投证券研究发展部

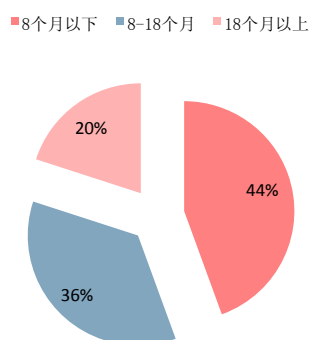
三四线城市会迎来补库存周期吗？

区域结构的分化

值得关注的是，我们确实看到在几大城市圈中，长三角、珠三角我们所能跟踪到的三四线城市中，很多城市的库存周期已经较低，我们相信在这些区域的部分城市中，依然会有房企会加大投资的力度，这点也从我们跟部分龙头房企的沟通得到证实，千亿龙头房企普遍表示 2017 年补库存会向非限购二三线城市侧重，而去库存较好的城市无疑是更为吸引关注的。

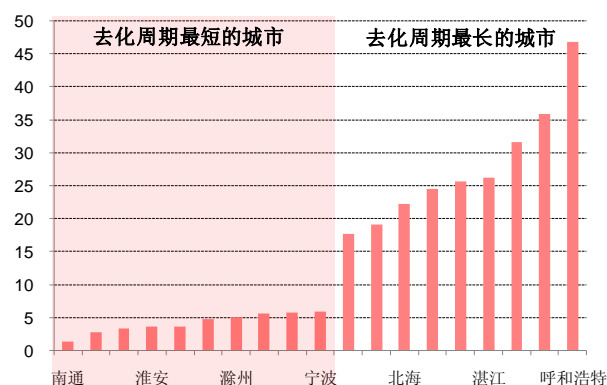
但同时我们也得看到，在更多的城市圈三四线城市，虽然库存有所下降，但绝对值依然较高，对于这部分城市而言，我们认为吸引增量投资的诱惑依然不大。从我们能跟踪到的 45 个城市中，以 8 个月去化周期为限，有 56% 的城市去化周期大于 8 个月，而考虑到全国的三四线城市，我们认为比重会更高。

图表 35: 样本城市去化周期分布



资料来源: wind, 中指院, CRIC, 中信建投证券研究发展部

图表 36: 样本城市去化周期极差比较



资料来源: wind, 中指院, CRIC, 中信建投证券研究发展部

企业结构的分化

从我们调研的结果来看，此轮三四线城市的参与者也已经有所变化，过去几年当地房企的洗牌程度往往更为彻底，大多中小型企业已经在退出市场，全国龙头或者本土龙头的话语权有着更强的权重。这种集中度的提高带来的变化就是，龙头房企对于当地开工投资的影响更为明显，而这些企业的补库存选择会和现金流息息相关，我们更需要担心的是目前全国房企融资渠道收紧下，对于更多企业的现金流影响。

因此从我们观察到的现象来看，2017 年三四线城市投资会不会改善？我们认为会，但是是结构性的。

图表 37：2016 年下半年以来融资渠道收紧政策

日期	监管机构	相关文件	相关内容
2016 年 7 月	证监会	《关于进一步规范证券公司公司债券业务发展有关问题的通知》	求券商健全公司债券业务制度体系，完善内控机制；加强公司债合规管理，规范执业行为
2016 年 7 月	证监会	保荐机构专题培训	募集资金不得补充流动资金和偿还银行贷款
2016 年 7 月	银监会	《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》	不得直接或间接投资于本行信贷资产及其受(收)益权，不得直接或间接投资于本行发行的理财产品，不得直接或间接投资于除货币市场基金和债券型基金之外的证券投资基金等
2016 年 9 月	上交所	《关于房地产业公司债券的分类监管方案(试行)》	对房地产公司发行公司债细化准入门槛和分类管理，提高房企公司债发行门槛
2016 年 10 月	上海等地 方政府	房地产调控政策	要求房企自查资金来源，银行贷款、信托资金、资本市场融资、资管计划配资、保险资金等不得用于缴付土地竞买保证金、定金及后续土地出让价款
2016 年 11 月	发改委	《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》	要求严格限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目
2016 年 12 月	中基协	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目(征求意见稿)》	对券商资管、基金子公司等资管产品输血房地产项目的情形进行了特别的约束。证券期货经营机构设立私募资管计划，直接或间接用于房地产价格上涨过快的 16 个城市普通住宅地产项目的，暂不予备案
2017 年 1 月	银监会	全国银行业监督管理工作会议(电视电话)会议	再次强调“分类实施房地产金融调控”。
2017 年 2 月	中基协	《备案管理规划 4 号》	禁止私募以 5 种形式参与 16 个城市房地产投资

资料来源：中信建投证券研究发展部

三四线城市会一直享受政策红利吗？

纵观 16 年的政策基调，我们认为主要是三个层面：其一，因城施策，其二，金融管控，其三，市场规范。从 15 年开始，政策导向已经明确“因城施策”的主基调。通过梳理 16 年的政策，我们可见，一线城市上半年率先启动限购限贷，四季度二线城市也紧随其后。但对于非热点城市，依旧以鼓励去库存为主。金融端管控则主要体现为对前端杠杆的控制，而包括中基协日前所作出的融资监管规范，同样也践行“因城施策”的主基调：重点管控 16 个热点城市房地产相关项目；市场规范则主要针对房地产中介，直接管控首付贷等违规行为。



整体而言，16 年政策收紧，仅对三四线城市去库存仍维持支持态度。而从我们此番梳理分析的结果，去库存已见成效，甚至有部分三线城市已现补库存压力。因此我们有理由认为，管理层对于去库存的重视程度将出现一定程度的弱化。对于个别已出现补库存需求的热点三线城市，房价上行压力已然显现，或会从另一个方向引起管理层关注。



附表：45 个三四线样本城市及去化周期测算

去化排名	区域	城市	去化周期 (2017 年 1 月)	去化排名	区域	城市	去化周期 (2017 年 1 月)
1	长三角	南通	1.2	24	长三角	马鞍山	9.4
2	珠三角	惠州	2.7	25	长三角	舟山	10.2
3	珠三角	珠海	3.2	26	海西	泉州	10.3
4	长三角	淮安	3.5	27	长三角	淮南	10.3
5	长三角	安庆	3.6	28	环渤海	东营	12.0
6	长三角	张家港	4.7	29	中西部	洛阳	12.4
7	长三角	滁州	5.0	30	珠三角	东莞	13.0
8	长三角	徐州	5.6	31	海西	莆田	13.1
9	中西部	常德	5.7	32	中西部	荆门	13.9
10	长三角	宁波	5.8	33	环渤海	烟台	14.6
11	珠三角	佛山	6.2	34	环渤海	济宁	15.1
12	长三角	蚌埠	6.6	35	长三角	江阴	16.6
13	中西部	九江	6.7	36	长三角	无锡	17.7
14	海西	三明	6.8	37	海西	南平	19.1
15	长三角	常州	6.8	38	珠三角	北海	22.3
16	海西	晋江	6.8	39	长三角	宜兴	24.5
17	珠三角	江门	7.4	40	海西	宁德	25.7
18	中西部	焦作	7.7	41	珠三角	湛江	26.3
19	长三角	芜湖	7.7	42	中西部	运城	31.7
20	环渤海	青岛	7.9	43	中西部	南充	35.8
21	海西	龙岩	8.5	44	中西部	呼和浩特	46.9
22	珠三角	清远	8.8	45	环渤海	威海	-
23	长三角	温州	9.3				

资料来源：wind，中指院，CRIC，地方房管局，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，3 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名。

刘璐：毕业于复旦大学，从事房地产研究 4 年，所在团队获 2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，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本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622