

三四线的韧性系列报告一

推荐 (维持)

2020 年 05 月 29 日

重点公司

重点公司	2020E	2021E	评级
万科A	3.99	4.59	买入
保利地产	2.68	3.13	买入
金科股份	1.32	1.58	买入
中南建设	1.87	2.41	审慎增持
招商积余	0.58	0.76	审慎增持

相关报告

《房地产行业系列深度报告之八：居民在给居民加杠杆》
2019-12-22

《房地产行业系列深度报告之六：居民杠杆率国际比较研究》
2018-07-10

《房地产行业系列深度报告之一：银行必给地产加杠杆，国际比较研究》
2016-04-29

分析师：

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

郭毅

guoyiyjs@xyzq.com.cn

S0190518010003

徐鸥鹭

xuoululu@xyzq.com.cn

S0190519080008

研究助理：

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

投资要点

经济下行、棚改淡出、需求透支、人口流失，但三四线韧性超预期。我们认为未来韧性仍然较强，有预期差。

2020 年 4 月部分三四线省份销售体现较强韧性，有预期差。如，西藏商品住宅销售面积同比+136%，宁夏+42%，青海+36%，甘肃+29%，内蒙古+26%，河南+13%，贵州+10%。这与此前认知仅一线和核心二线城市快速复苏有一些差异。

同样，2019 年部分三四线省份销售体现较强韧性，也有预期差。2019 年棚改减半，但部分三四线省份很强，如：西藏商品住宅销售面积同比+78%，新疆+26%，云南+12%，甘肃+9%，广西+9%，青海+8%，陕西+8%。与此前预期差异较大。

经济下行、棚改淡出、需求透支、人口流失，确在兑现。今年疫情冲击，2019 年棚改减半，过去 5 年经济下行，均为客观事实，但三四线韧性也为客观事实。这背后很可能有大逻辑。

我们目前初步研究认为，核心是杠杆，是杠杆在三四线结构性的施加。整体 M2 增速下行背景下，杠杆结构性变化很可能是核心逻辑。银行三四线放杠杆，三四线居民加杠杆！

1，整体杠杆向居民端倾斜。中国经济体的共性和独特性共同决定了商业银行在较大资产配置压力下，必然持续给居民加杠杆。(1) 经济体共性：经济下行，几乎所有经济体均出现了杠杆结构向居民端倾斜的现象，居民杠杆率提升。详见系列深度 1 和 6。(2) 中国独特性：中国在开启这一轮居民加杠杆周期时，整体贷款存量和 M2 余额已经显著高于其他国家类似阶段的对应水平。中国 2019 年末 M2/GDP 比值为 2.00，美国 2016 年为 0.51，日本 1989 年为 1.89。

2，居民端杠杆向三四线倾斜。一方面，一二线加杠杆能力在 2016 年 930 和 2017 年认房认贷后受到限制；另一方面，三四线加杠杆能力在 2014 年 9 月放松认房认贷、2015 年 9 月和 2016 年 2 月下调首付比例后，得到提升。

投资建议：看好三四线预期差，看好布局三四线相关标的，持续推荐万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、招商积余、南都物业、蓝光发展等。同时认为地产产业链相关标的也将受益。

风险提示：大幅度收紧消费贷、按揭等居民杠杆。



目 录

引言	- 3 -
第一部分：三四线基本面超预期	- 4 -
第二部分：此前认为不利于三四线韧性因素确实客观存在	- 6 -
第三部分：大逻辑可能是杠杆结构的变化	- 7 -
1. 整体杠杆向居民端倾斜	- 7 -
2. 居民杠杆结构上向三四线倾斜	- 9 -
图表 1、西藏+136%、宁夏+42%、青海+36%、甘肃+29%、内蒙古+26%、河南+13%	- 3 -
图表 2、西藏+78%、新疆+26%、云南+12%、甘肃+9%、广西+9%、青海+8%、陕西+8%	- 3 -
图表 3、2020 年 4 月部分三四线省份销售体现较强韧性	- 4 -
图表 4、西藏+78%、新疆+26%、云南+12%、甘肃+9%、广西+9%、青海+8%、陕西+8%	- 5 -
图表 5、销售增速超预期省份，对应着居民杠杆更快速度的增长（2019 年）	- 5 -
图表 6、部分去除省会城市后，同比增速更高	- 6 -
图表 7、整体 GDP 增速明显放缓	- 6 -
图表 8、棚改开工体量大幅缩减	- 6 -
图表 9、人均居住面积已突破此前高点	- 7 -
图表 10、三四线城镇人口未见明显增长	- 7 -
图表 11、M2 增速下降	- 7 -
图表 12、三四线持续超预期	- 7 -
图表 13、中国 M2/GDP 高于其他主要经济体	- 8 -
图表 14、新增居民贷款/新增总贷款比重提升	- 8 -
图表 15、银行发放大量杠杆	- 8 -
图表 16、三四线居民杠杆率提升速度加快（单位：个百分点）	- 9 -
图表 17、央行两轮调整，非限购城市首付比例下降至 20%	- 9 -
图表 18、一二线城市最低首付比例	- 10 -
图表 19、银行在三四线整体增加住户贷款发放，相对减少企业贷款发放	- 10 -

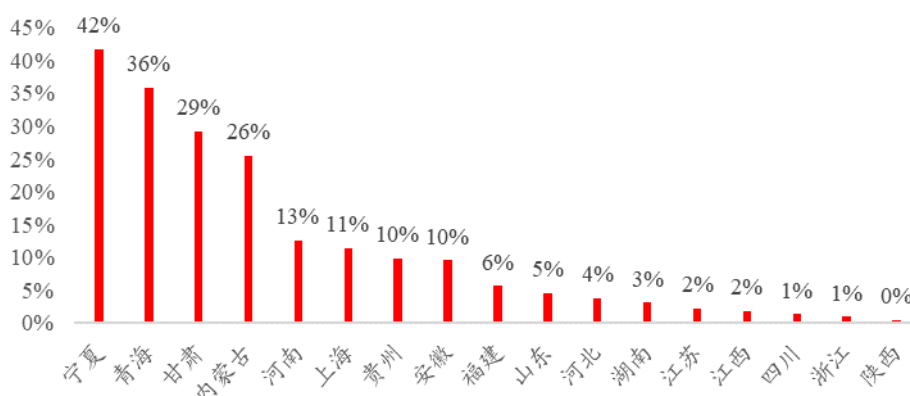
报告正文

引言

经济下行、棚改淡出、需求透支、人口流失，但三四线韧性超预期。我们认为未来韧性仍然较强，有预期差。

2020年4月部分三四线省份销售体现较强韧性，有预期差。如，西藏商品住宅销售面积同比+136%，宁夏+42%，青海+36%，甘肃+29%，内蒙古+26%，河南+13%，贵州+10%。这与此前认知仅一线和核心二线城市快速复苏有一些差异。

图表 1、西藏+136%、宁夏+42%、青海+36%、甘肃+29%、内蒙古+26%、河南+13%

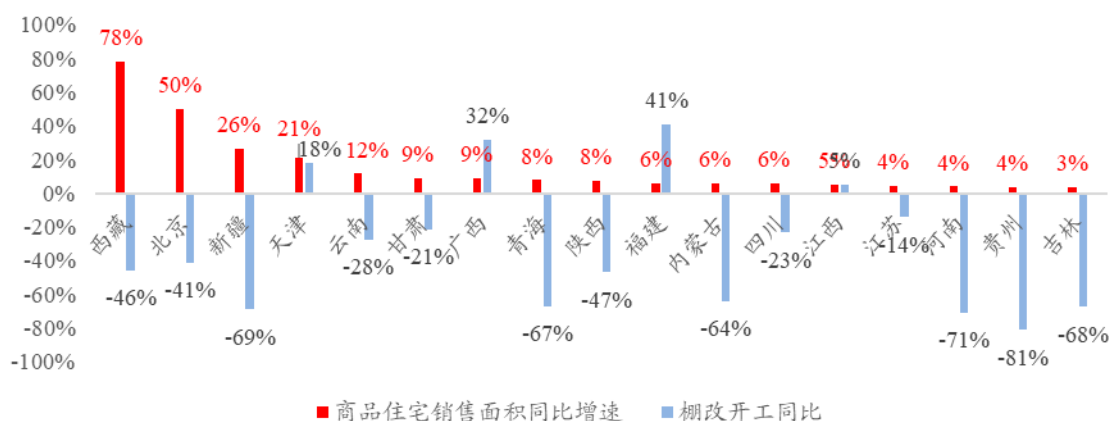


数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：为4月单月商品住宅销售面积同比增速

同样，**2019年部分三四线省份销售体现较强韧性，也有预期差。**2019年棚改减半，但部分三四线省份很强，如：西藏商品住宅销售面积同比+78%，新疆+26%，云南+12%，甘肃+9%，广西+9%，青海+8%，陕西+8%。与此前预期差异较大。

图表 2、西藏+78%、新疆+26%、云南+12%、甘肃+9%、广西+9%、青海+8%、陕西+8%



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：销售增速为2019年商品住宅销售面积同比增速，棚改2019年数据，甘肃、青海、陕西、福建、四川、江西、河南为实际开工量，其余为计划开工量。

经济下行、棚改淡出、需求透支、人口流失，确在兑现。今年疫情冲击，2019年棚改减半，过去5年经济下行，均为客观事实，但三四线韧性也为客观事实。这背后很可能有大逻辑。

我们目前初步研究认为，核心是杠杆，是杠杆在三四线结构性的施加。整体M2增速下行背景下，杠杆结构性变化很可能是核心逻辑。银行三四线放杠杆，三四线居民加杠杆！

第一部分：三四线基本面超预期

2020年4月部分三四线省份销售体现较强韧性，有预期差。如，西藏商品住宅销售金额同比+143%，宁夏+54%，甘肃+36%，内蒙古+26%，青海+21%，江西+19%，四川+16%。这与此前认知仅一线和核心二线城市快速复苏有一些差异。

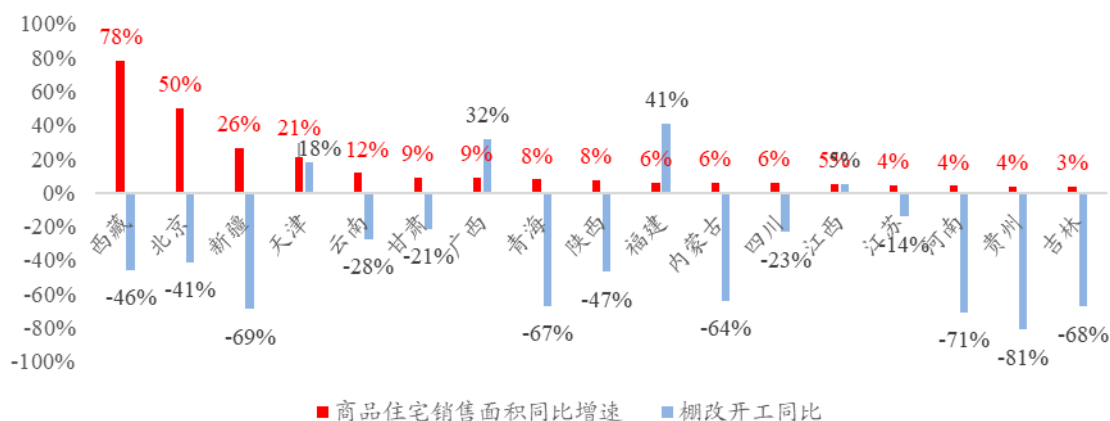
图表 3、2020 年 4 月部分三四线省份销售体现较强韧性

商品住宅销售金额 同比增速	1-4 月累计	3 月单月	4 月单月
西藏	79%		143%
宁夏	-2%	-13%	54%
甘肃	-3%	5%	36%
内蒙古	3%	-13%	26%
青海	-5%	-29%	21%
江西	4%	8%	19%
四川	-5%	12%	16%
福建	-15%	-8%	13%
河南	-13%	-14%	11%
贵州	-9%	-1%	10%
安徽	-18%	-8%	10%
湖南	1%	6%	9%
山东	-12%	-17%	5%
江苏	4%	26%	5%
浙江	-4%	3%	4%
河北	-23%	-37%	2%
辽宁	-7%	-16%	2%
新疆	-12%	39%	0%
云南	-16%	-14%	-1%
陕西	-17%	-17%	-2%
广西	-12%	4%	-5%
广东	-20%	-17%	-11%
山西	-21%	-9%	-12%
吉林	-34%	-34%	-13%
天津	-32%	-45%	-17%
上海	-31%	-30%	-21%
黑龙江	-40%	-36%	-32%
海南	-42%	-40%	-34%
北京	-41%	-47%	-35%
重庆	-41%	-21%	-37%
湖北	-73%	-86%	-44%

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

同样，2019 年部分三四线省份销售体现较强韧性，也有预期差。2019 年棚改减半，但部分三四线省份很强，如：西藏商品住宅销售面积同比+78%，新疆+26%，云南+12%，甘肃+9%，广西+9%，青海+8%，陕西+8%。与此前预期差异较大。

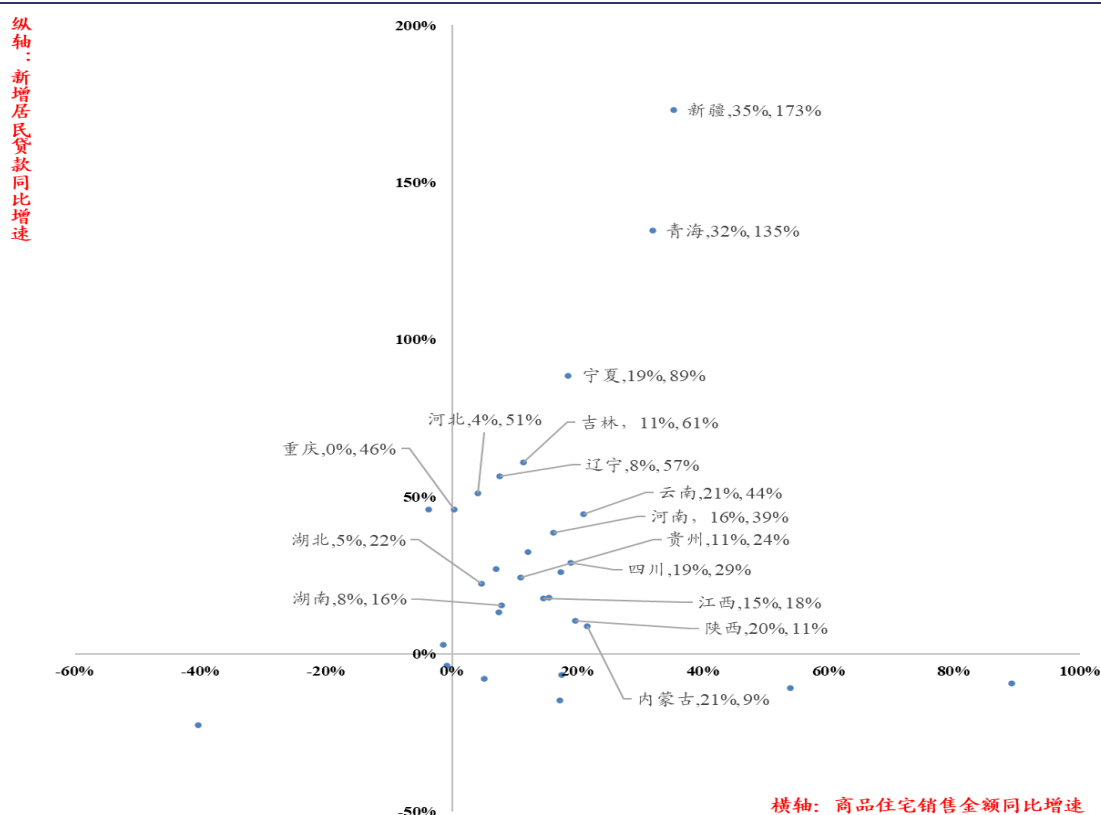
图表 4、西藏+78%、新疆+26%、云南+12%、甘肃+9%、广西+9%、青海+8%、陕西+8%



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：销售增速为 2019 年商品住宅销售面积同比增速，棚改 2019 年数据，甘肃、青海、陕西、福建、四川、江西、河南为实际开工量，其余为计划开工量。

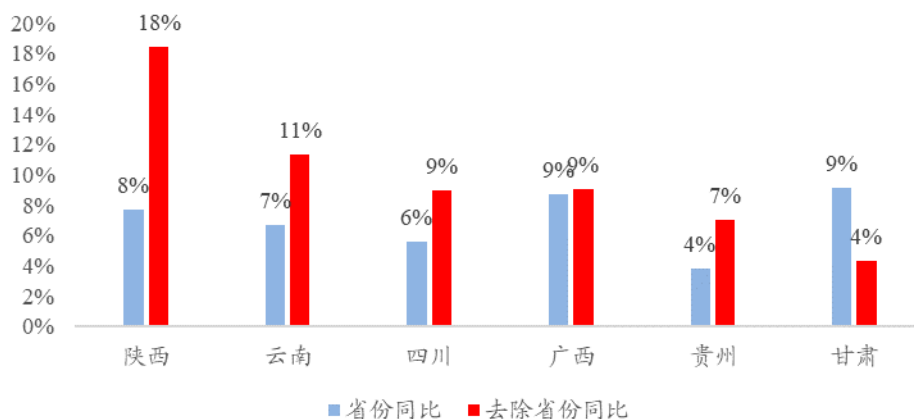
图表 5、销售增速超预期省份，对应着居民杠杆更快速度的增长（2019 年）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

剔除省会城市之后，这些超预期省份销售同比依然正增长，甚至增速更高。比如：陕西省销售面积同比增长 8%，剔除西安后增速为 18%；云南省销售面积增速同比增长 7%，剔除昆明后为 11%；四川省销售面积同比增长 6%，剔除成都后为 6%。

图表 6、部分去除省会城市后，同比增速更高



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

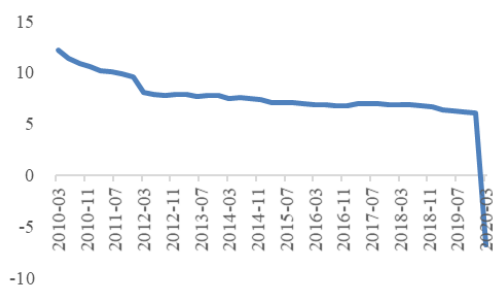
注：云南为商品房销售面积同比，其余为商品住宅销售面积同比

第二部分：此前认为不利于三四线韧性因素确实客观存在

经济下行、棚改淡出、需求透支、人口流失，确在发生，但是三四线韧性超预期。

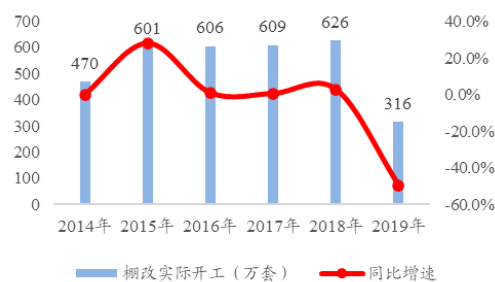
- **经济下行。**整体 GDP 增速放缓，实际 GDP 增速从 2010 年的 10% 下降至 2019 年的 6.1%，增速放缓明显，2020 年在突发公共事件影响下，增速面临更大不确定性。
- **棚改淡出。**2019 年棚改新开工大幅缩量 300 多万套，同比下降 50%，但三四线基本面持续超预期。
- **需求透支。**三四线连续上涨，房价翻倍，人均收入增长远低于此。2018 年城市人均居住面积 39 平方米，农村 47.3 平方米，较此前大幅增长。
- **人口流失。**户籍政策的放松，并未带来三四线城市人口的大幅增长，2013-2019 年三四线为主省份城镇人口同比增长稳定在 3%-4% 的较低水平。

图表 7、整体 GDP 增速明显放缓



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

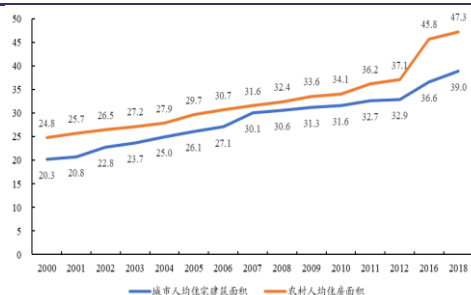
图表 8、棚改开工体量大幅缩减



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

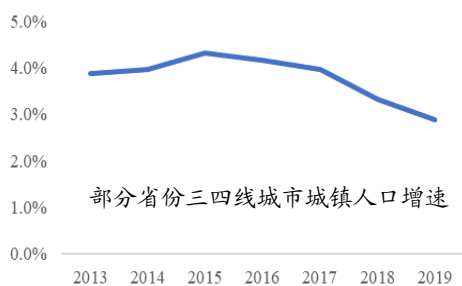
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 9、人均居住面积已突破此前高点



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10、三四线城市人口未见明显增长



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：为河南、安徽、四川、湖南、甘肃、陕西、青海、宁夏、云南、贵州，去除省会后城镇人口增速

第三部分：大逻辑可能是杠杆结构的变化

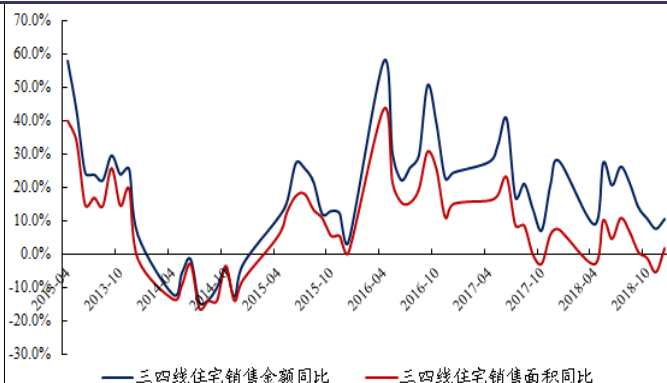
过去几年三四线持续超预期，背后大逻辑是杠杆结构的变化。过去 5 年，M2 增速中枢下行，但是杠杆结构的变化带来三四线超预期：（1）整体杠杆向居民端倾斜；（2）居民端杠杆向三四线倾斜，三四线居民加杠杆，银行在三四线放杠杆。

图表 11、M2 增速下降



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、三四线持续超预期



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1. 整体杠杆向居民端倾斜

中国经济体的共性和独特性共同决定了商业银行在较大资产配置压力下，必然持续给居民加杠杆。（1）经济体共性：经济下行，几乎所有经济体均出现了杠杆结构向居民端倾斜的现象，居民杠杆率提升。详细见系列深度 1 和 6。（2）中国独特性：中国在开启这一轮居民加杠杆周期时，整体贷款存量和 M2 余额已经显著高于其他国家类似阶段的对应水平。今年一季度货币政策执行报告中提到，M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高。中国 2019 年末 M2/GDP 比值为 2.00，美国 2016 年为 0.51，日本 1989 年为 1.89。

图表 13、中国 M2/GDP 高于其他主要经济体

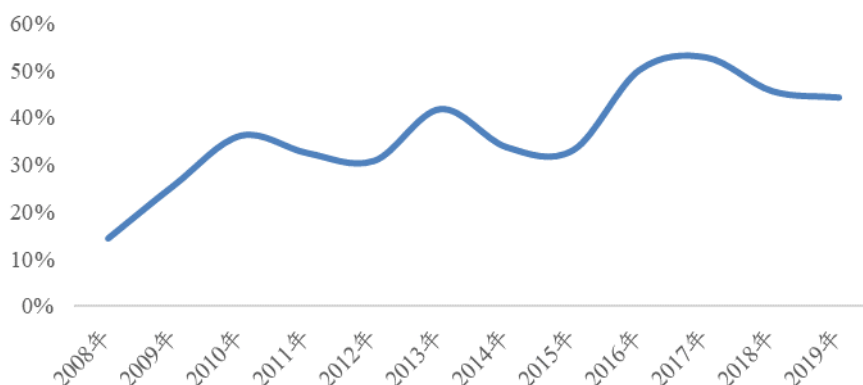
经济体	中国	美国	日本	加拿大	澳大利亚	韩国
时间	2019 年	2006 年	1989 年	2019 年	2014 年	2019 年
M2/GDP	2.00	0.51	1.89	0.78	1.10	1.52

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：澳大利亚 2015 年以来的数据缺失

整体杠杆向居民端倾斜。2019 年新增居民贷款占新增总贷款的比重为 44%，2018 年 46%，2017 年 53%，2016 年 50%。而此前，2005-2014 年平均为 28%。

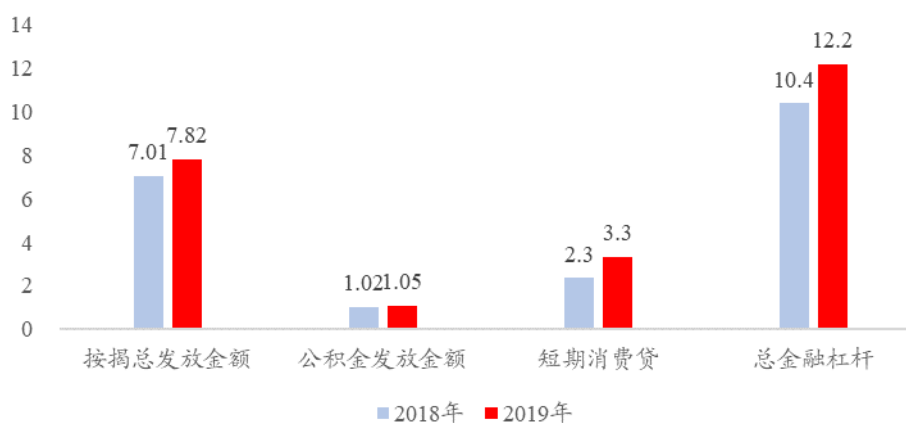
图表 14、新增居民贷款/新增总贷款比重提升



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

居民端杠杆持续增长，考虑偿还后，2019 年银行发放总住房贷款 12.2 万亿，较 2018 年增加 1.8 万亿。其中，按揭贷款 7.82 万亿，公积金 1.05 万亿，短期消费贷 3.3 万亿。

图表 15、银行发放大量杠杆（单位：万亿元）

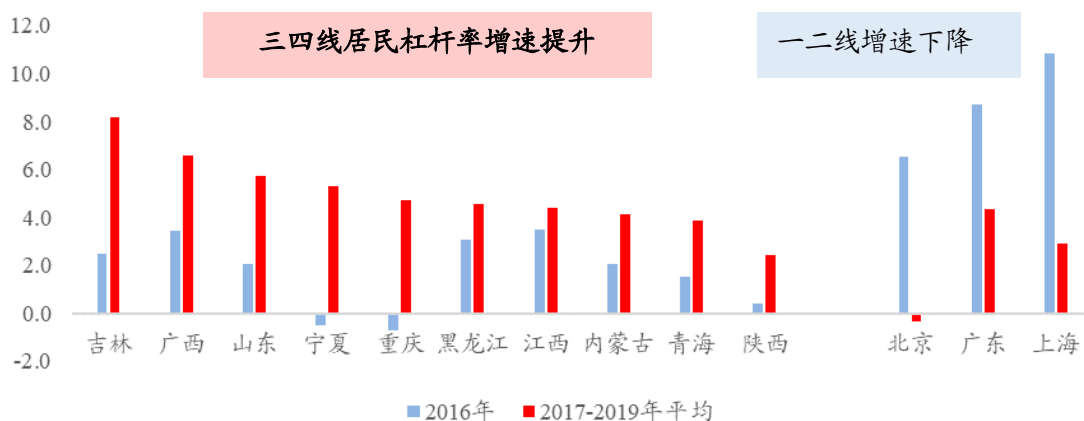


数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

2. 居民杠杆结构上向三四线倾斜

居民杠杆结构上向三四线倾斜。2017-2019 年，三四线省份居民杠杆率增速明显提升，而一二线居民杠杆率增速明显下降。

图表 16、三四线居民杠杆率提升速度加快（单位：个百分点）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：2016 年变化=2016 年居民杠杆率-2015 年居民杠杆率；2017-2019 年平均=(2019 年居民杠杆率-2017 年居民杠杆率)/3

(1) 三四线居民加杠杆能力增强。一方面，一二线加杠杆能力在 2016 年 930 和 2017 年认房认贷后受到限制；另一方面，三四线加杠杆能力在 2014 年 9 月放松认房认贷、2015 年 9 月和 2016 年 2 月分别两次下调首付比例后，得到提升。非限购城市下调首付比例，而一二线核心城市严格调控。三四线 2014 年 9 月放松认房认贷，2015 年 9 月，非限购城市首付比例下降至 25%；2016 年 2 月，非限购城市首付比例进一步下降至 20%。而核心城市限贷政策 2016 年后开始趋严。2016 年 930 后，核心城市加杠杆能力受到压制，核心城市首付明显提升，对二套房的认定标准也大幅提高，恢复认房又认贷。

图表 17、央行两轮调整，非限购城市首付比例下降至 20%

时间	出台机构	政策内容
2015 年 9 月 30 日	央行	在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款， 最低首付款比例调整为不低于 25%。
2016 年 2 月 2 日	央行	在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款， 原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

图表 18、一二线城市最低首付比例

城市	购房者条件			
	无房且无贷款记录	无房但有贷款记录	有 1 套房且贷款还清	有 1 套房且贷款未还清
北京	35%，非普通 40%	60%，非普通 80%	60%，非普通 80%	60%，非普通 80%
上海	35%	50%，非普通 70%	50%，非普通 70%	50%，非普通 70%
深圳	30%	50%	70%	70%
南京	30%	50%	50%	80%
苏州	30%	50%	50%	80%
杭州	30%	60%	60%	60%
厦门	30%	40%	40%-60%	70%

资料来源：人民银行、各地统计局、Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 银行端也向三四线倾斜。银行在部分省份新增居民贷款大幅提升，企业贷款有所下滑。三四线为主省份，如贵州、云南、西藏、甘肃、青海等，近几年新增企业部门贷款大幅下滑，而新增居民部门贷款大幅提升。

图表 19、银行在三四线整体增加住户贷款发放，相对减少企业贷款发放

	新增住户贷款 (亿元)				新增企业贷款 (亿元)			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
四川	1,422	2,004	2,379	3,069	3,380	3,318	3,588	3,744
贵州	783	989	1,261	1,571	2,024	2,014	2,589	2,165
云南	408	778	1,186	1,713	1,809	1,578	1,461	1,408
西藏	72	112	120	109	854	883	394	31
陕西	512	927	1,396	1,587	1,648	1,834	2,438	2,008
甘肃	515	526	471	401	1,663	1,248	1,171	886
青海	69	111	93	217	521	532	264	-166
宁夏	105	243	216	407	446	422	259	-8
新疆	422	296	191	521	1,081	2,021	1,138	1,241

数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

这两点导致的最终结果是，三四线新增居民贷款大幅增长，核心城市个人住房贷款同比负增长。上海：2020 年 4 月，新增个人住房贷款 14 亿元，同比下降 76.3%；2020 年 1-4 月，新增个人住房贷款 238 亿，同比下降 24.7%。北京：2020 年 1-3 月，新增个人住房贷款 91.6 亿元，同比下降 1.51%。天津：2020 年 4 月，新增住户贷款 55.52 亿，同比下降 66.8%；2020 年 1-4 月，累计新增住户贷款 309.45 亿，同比下降 49.2%。

投资建议：看好三四线预期差，看好布局三四线相关标的，持续推荐万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、招商积余、南都物业、蓝光发展等。同时认为地产产业链相关标的也将受益。

风险提示：大幅度收紧消费贷、按揭等居民杠杆。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn