

## 短期存在降温预期，龙头企业竞争力凸显

住宅地产业

中性

### ◆ 投资要点：

住宅地产行业规模大、产业链长，影响上下游多个行业，对宏观经济影响显著。2017年住宅地产销售额达到11.04万亿元，销售面积14亿平方米，增加值占GDP比重为6.87%。住宅地产开发时间周期长，具有较长的产业链，带动行业多达数十个。在A股中，住宅地产行业市值为1.7万亿元，在一级行业中，房地产业市值仅次于银行、石化、保险，位列第四。

近3年需求透支过大，短期市场存在降温预期。房地产去库存任务基本完成，居民对住房的承受能力透支过多。2018年年中开始，政策调控开始加剧，土地投资处于收缩状态，本轮房地产行情正在落下帷幕。预测未来三年市场规模：2018年销售额12.60万亿元，增长14.32%，2019年销售额12.31万亿元，增长-2.34%，2020年销售额12.42万亿元，增长0.94%。

中长期住宅市场将继续维持平稳发展。2018—2030年期间，我国住房需求主要通过三方面构成：①城镇适龄人口购房需求约为46.17亿 $m^2$ ；②城镇化带来城市人口迁入产生需求约为58.45亿 $m^2$ ；③改善性需求约40.6亿 $m^2$ 。合计145.22亿平方米，年均13.2亿 $m^2$ 。2030年后住宅地产行业将迎来拐点，市场规模将会快速缩减，行业进入衰退期。

除了随时间推移而产生的行业整体变迁外，行业结构内也存在一定变化。主要体现在行业集中度提高、区域分化、融资向国有大型开发企业倾斜、高预收账款对未来业绩的保障力度加强、运营能力逐渐凸显等方面。

### ◆ 推荐关注公司：

在短期预期降温的情况下，较强的融资能力成为住宅开发企业的生存能力，未来行业集中度提高的过程中也存在兼并整合小型房企和竞争对手的可能性，目前融资向国有、大型开发企业倾斜趋势明显。另外，而较高的预收账款能够对未来年度的业绩起到平滑作用，应重点关注。中长期看，看好二线城市的市场潜力，重点关注布局二线城市较多的开发企业。

因此，推荐重点关注具备上述特征的保利地产[600048.SH]。

### ◆ 风险提示：

1. 房企高度负债，需警惕债务风险；2. 政策变动风险，多主体供给的市场格局形成将会对住宅开发企业构成冲击；3. 房产税或房屋空置税征收预期可能会造成二手房市场供给扩大，对新房市场造成冲击；4. 土地储备过高对行业冬季的资金周转形成挑战。

证券分析师：者倩

0871-63577102

zheqian@hongtastock.com

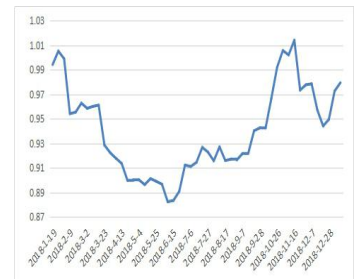
S1200514080001

研究助理：念凌云

nianly@hongtastock.com

S1200118090001

市场表现：(01/02)



### 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



## 目录

一、住宅地产行业介绍.....	6
(一) 住宅地产概念.....	6
(二) 附属属性.....	8
(三) 房地产行业发展历程.....	8
(四) 行业规模及对宏观经济的影响.....	11
二、住宅地产行业特征及竞争格局.....	13
(一) 开发流程.....	13
(二) 行业特征.....	13
(三) 竞争格局.....	15
三、住宅地产行业驱动因素.....	20
(一) 供给端.....	20
(二) 需求端.....	23
(三) 政策调控.....	25
四、未来发展趋势及公司推荐.....	28
(一) 近期发展趋势(2018-2020).....	28
(二) 中长期发展趋势(2018-2030).....	30
(三) 远期行业拐点(2030-未来).....	32
(四) 行业内结构性特征.....	34
(五) 推荐关注公司.....	38
五、潜在风险提示.....	39
(一) 房企高度负债，需警惕债务风险.....	39
(二) 政策变动风险.....	39
(三) 房产税或房屋空置税征收预期.....	39
(四) 土地储备过高对行业冬季的资金周转形成挑战.....	39

## 图目录

图 1：房地产发展历程.....	9
图 2：房地产调控历程.....	10
图 3：预售制度发展历史.....	10
图 4：房地产增加值占 GDP 比重.....	12
图 5：房地产开发投资完成额与全国固定资产投资完成额情况.....	12
图 6：土地使用权出让金、房地产相关税收与全国财政收入情况.....	13
图 7：住宅市场规模.....	13
图 8：住宅地产历年销售面积.....	14
图 9：全国住宅销售均价.....	14
图 10：全球主要国家房价涨幅对比.....	14
图 11：房地产开发全产业链示意图.....	15
图 12：A 股住宅地产上市公司资产负债率.....	16
图 13：A 股住宅地产上市公司现金流修正营业周期.....	16
图 14：A 股住宅地产上市公司占用上下游现金流情况.....	17
图 15：三类城市住宅价格分化情况.....	17
图 16：三类城市新建住宅销售均价.....	18
图 17：近 10 年房地产行业市场占有率情况.....	18
图 18：高周转模式现金流情况.....	19
图 19：三种模式下现金流回收再投资示意.....	19
图 20：高周转模式实现方式.....	20
图 21：高周转房企资金回收期变化.....	21
图 22：销售金额排名前 20 的开发企业.....	22
图 23：新增土地货值排名前 20 的开发企业.....	22
图 24：授信额度与销售金额情况.....	23
图 25：房地产开发与销售成本构成.....	24
图 26：住宅建安成本增长情况.....	24
图 27：国有建设用地供应情况.....	25
图 28：40 个大中城市成交土地溢价率.....	25
图 29：商品房库存情况.....	26
图 30：中国总户数及增长率.....	26
图 31：中国城镇化进程.....	27
图 32：中国城镇居民家庭人均可支配收入.....	27
图 33：中国婚姻登记情况.....	28
图 34：个人住房贷款平均利率.....	28
图 35：M2 及增速.....	30
图 36：货币化棚改资金流向.....	31
图 37：个贷利率变化及住房销售面积增长率变化.....	32
图 38：住宅用地投资总额及成交溢价率.....	32
图 39：住房贷款与储蓄情况 1.....	33
图 40：住房贷款与储蓄情况 2.....	33
图 41：十大城市商品房去化周期.....	34
图 42：中国人口年龄层次.....	36
图 43：中国城市人均住宅面积.....	37
图 44：全球主要国家人均住房使用面积比较.....	37
图 45：全国及城镇人口增长速度.....	38
图 46：全国及城镇人口增长速度.....	38
图 47：中国人口年龄层次.....	39

图 48 : 行业生命周期.....	40
图 49 : 销售和土地储备货值集中度.....	40
图 50 : 融资成本情况.....	41
图 51 : 授信额度情况.....	41
图 52 : 一二三线城市常住人口增长情况.....	42
图 53 : 近五年一二线城市小学生在校人数与房价的相关性.....	42
图 54 : 近五年一二线城市小学生在校人数与房价的相关性.....	42
图 55 : 近 5 年在校大学生人数平均增长率.....	43
图 56 : 投资性房地产占非流动资产比重.....	43
图 57 : 预收账款对营业收入的保障情况.....	44
图 58 : 保利发展全国项目分布及区域储备货值成本占比.....	45

## 表目录

表 1：中国城市用地分类.....	7
表 2：各类用地性质对应产品类型.....	7
表 3：住宅类型.....	8
表 4：预售许可条件.....	11
表 5：预售制度优缺点对比.....	11
表 6：我国住宅地产开发企业近 8 年销售增长幅度排名.....	21
表 7：中国婚姻登记情况.....	28
表 8：个人住房贷款平均利率与销售增长率滞后期相关系数.....	29
表 9：个人住房按揭贷款利率变化周期.....	32
表 10：住宅销售情况中性预测.....	35
表 11：住宅销售情况乐观预测.....	35
表 12：住宅销售情况悲观预测.....	35

# 一、住宅地产行业介绍

## (一) 住宅地产概念

### 1、房地产

房地产由于其具有的不可移动性，在经济学意义上也成为不动产，从物质形态上看，房地产是土地（地产）和地上地下建筑物（房产）的总称，在交易中主要以三种形态出现：土地使用权、建筑物、土地使用权及附着建筑物。

土地性质的不同导致地上建筑物的属性也不相同，根据中国《城市用地分类与规划建设用地标准（GB50137-2018 征求意见稿）》城市建设用地主要分为9个大类、36个中类、47个小类：

表 1：中国城市用地分类

大类		中类		
R	居住用地	R1	一类居住用地	底层住宅为主的用地
		R2	二类居住用地	以多、中、高层住宅为主的用地
		R3	三类居住用地	临时住宅用地
B	商业服务业设施用地			
M	工业用地			
A	公共管理与公共服务设施用地			
W	物流仓储用地			
S	道路与交通设施用地			
U	公用设施用地			
G	绿地与广场用地			
X	待深入研究用地			

资料来源：住房和城乡建设部、红塔证券研发中心

9 大类中，房地产开发企业可用于开发建设的用地主要为居住用地、商业服务设施用地、工业用地三大类，近年兴起的产业新城、特色小镇开发企业也涉足其他类型用地的开发。

表 2：各类用地性质对应产品类型

用地性质		产品类型		代表开发企业
R	一类居住用地	别墅		万科 华侨城
	二类居住用地	普通住宅		保利发展 碧桂园 中国恒大
	三类居住用地	棚户区 临时住宅 创意园区		暂无代表



	商业用地	购物中心		万达集团 新城控股 华润置地
B	商务用地	写字楼		中国金茂 陆家嘴
	娱乐康体用地	特色小镇		华侨城
M	新型产业用地	产业研发用房		招商蛇口
混合	产业园区	产业新城		华夏幸福

资料来源：红塔证券研发中心

## 2、住宅

根据中国城乡建设部《住宅设计规范（2011版）》定义，住宅是指供家庭居住使用的建筑。住宅地产商向购买者出售的商品为土地使用权上附着的建筑物实体和内部空间，以及对地块内公共设施（如电梯、通风排烟设备、消防设备、绿地、道路等）的使用权。

根据中国《民用建筑设计通则》（GB 50352—2005），根据层数将住宅划分为四大类：

表 3：住宅类型

类型	低层住宅	多层住宅	中高层住宅	高层住宅
层数	1—3层	4—6层	7—9层	10层以上
产品	别墅	洋房	小高层	高层

资料来源：住房和城乡建设部、红塔证券研发中心

通常情况下，住宅地产不会出现超过 100 米的超高层住宅，因此最高为 34 层。住宅除本身具有的建筑物所有权和空间使用权外，还有一些附属的属性，这些属性虽然不是住宅本身的构成，但对住宅的购买有着较大影响。



## （二）附属属性

### 1、法律权益

根据我国《物权法》、《继承法》等法律规定，土地使用权和房屋所有权人，对不动产拥有所有权、占有权、支配权、使用权、收益权、处置权、继承权等权利，房屋产权可以通过购买、建设、受赠、抵押、继承等方式取得。由于不动产附属的这些法律权益，随着我国逐步进入老龄化社会，继承取得房屋产权的比重会逐步增加，会对潜在购买需求形成压缩。

### 2、经济权益

住宅地产由于其不动产的特点，具有在货币超发的情况下，具有保值增值的属性，因此除了其本身的居住功能之外，还具有投资品的价值，除持有房地产带来的增值收益外，还有抵押权、典当权、租赁权、收益权。由于房地产具有的这些经济权益，因此除了随时间推移房屋本身增值外，还能获取租金收益，二者叠加才能形成房地产投资的实际收益率。

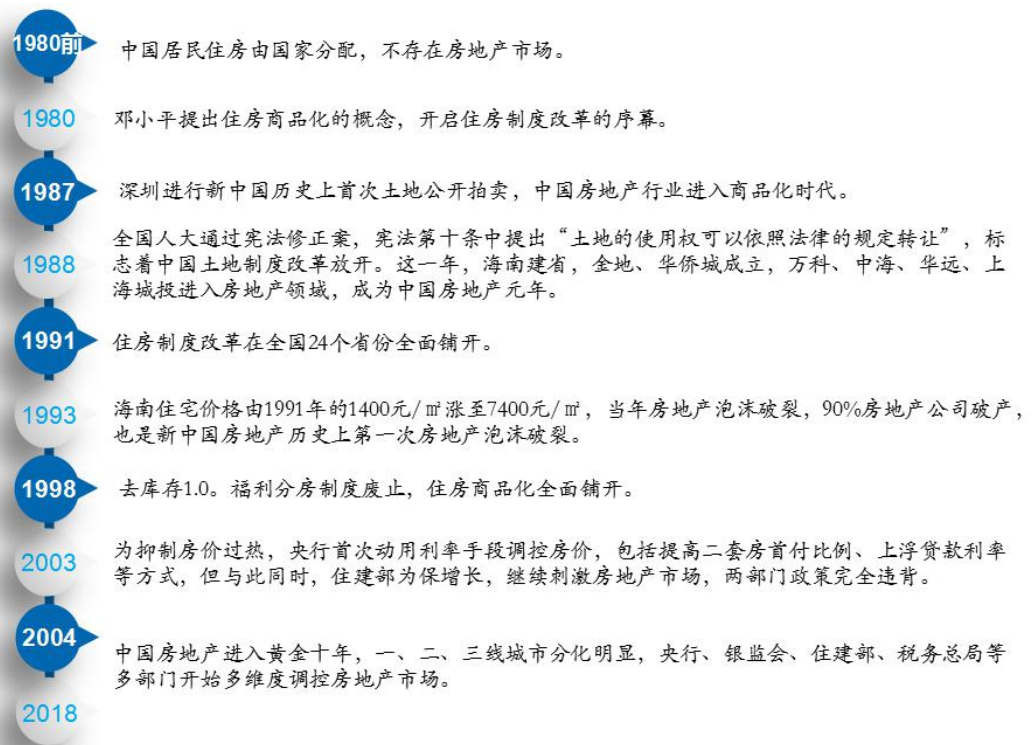
### 3、附属配套设施权益

由于住宅是以居住为主要用途的产品，因此住宅周边区域的交通通达度、医疗设施、教育设施、居住环境都会对住宅产生影响，特别是由于中国九年一贯制教育阶段，会考虑户籍及居住地因素，加上上述周边设施分配存在一定程度的不均匀，这些因素也影响着住宅的设计、建造、销售，对房地产企业的毛利率、资金回收期有较大影响。

## （三）房地产行业发展历程

### 1、中国房地产行业变革历程

图 1：房地产发展历程



资料来源：公开资料整理、红塔证券研发中心

图 2：房地产调控历程



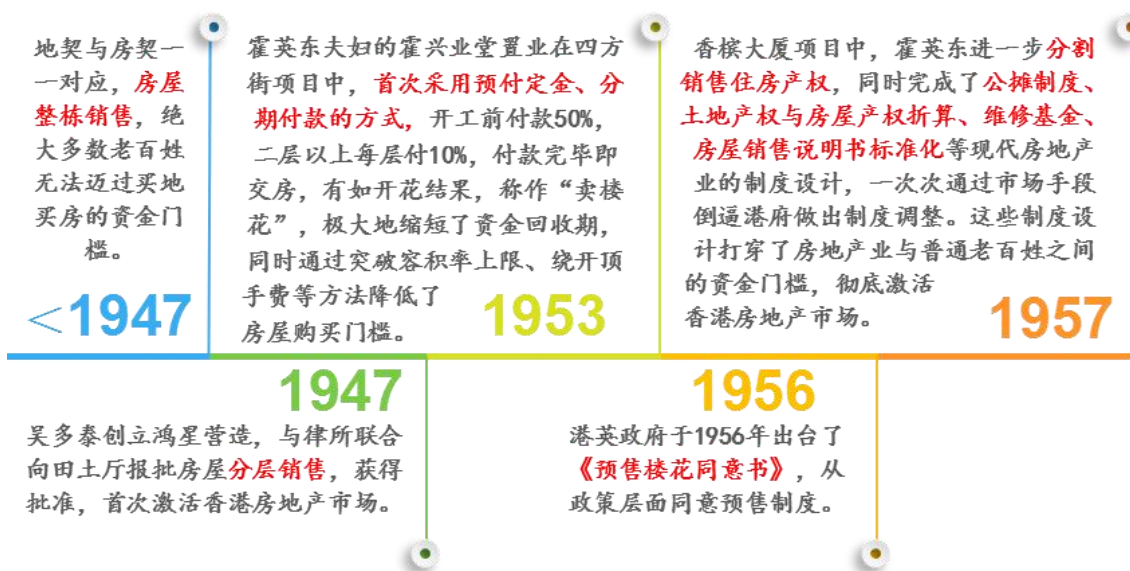
资料来源：公开资料整理、红塔证券研发中心

## 2、预售制度发展历程

由于近年来高周转模式对房地产行业产生重大影响，而预售制度是高周转模式的基石，在此对我国房地产预售制度做简单介绍。房屋预售也称商品房预售，楼花买卖，是指房地产开发企业与购房者约定，由购房者交付定金或预付款，而在未来一定日期拥有现房的房产交易行为。其实质是房屋期货买卖，买卖的只是房屋的一张远期合约。

### (1) 发展历史

图 3：预售制度发展历史



资料来源：公开资料整理、红塔证券研发中心

### (2) 制度基础

1994年中国大陆出台的《城市房地产管理法》在总结各地经验基础上，建立了预售许可制度，2012年国务院下放预售许可审批至县级以上住建部门。根据中国《城市房地产管理法》和《城市商品房预售管理办法》的规定，中国大陆房屋预售应符合的条件为：

表 4：预售许可条件

	工作阶段	取得证书	发证单位
条件一	土地获取阶段，交付全部土地使用权出让金	《土地使用权证》	国土部门
附加条件	报批报建阶段，完成立项、选址、预审、环评、以及条件一	《建设用地规划许可证》	规划部门
条件二	报批报建阶段，完成地形图、设计图、日照分析、条件一二	《建设工程规划许可证》	规划部门
条件三	报批报建阶段，完成施工招标、施工图、条件一二及附加条件	《施工许可证》	住建部门
条件四	申请预售阶段，投入开发建设的资金达到工程建设总投资的 25%，确定施工进度和竣工交付日期	《商品房预售许可证》	住建部门

资料来源：公开资料整理、红塔证券研发中心

### (3) 预售制度的优缺点

预售制度的存在对于开发企业和房地产发展初期资本的进入起到积极作用，也是高周转模式的基础所在，但随着我国房地产发展的分化和购房者需求的提升，预售制度的弊端逐渐体现出来，主要的优缺点体现在以下方面：

表 5：预售制度优缺点对比

优点	缺点
①开发企业通过预售，可以获取预收账款，加快资金周转速度，缩小资金峰值，减少开发企业资金压力，降低开发成本；	①开发企业将风险提前转嫁给银行和购房者，较为容易出现资金链断裂、烂尾楼等问题，容易产生区域性金融风险 and 信任危机；
②降低房地产开发进入门槛，吸中小资本进入；	②由于先收款后交房，购房者无法直观看到房屋状况，对购房者保障不力；
③是我国近 20 年来房地产市场高速发展的基础性制度之一，为高周转模式奠定基础。	③通过延长交付时间，容易形成供给和需求的时间错配，为炒房提供了机会。

资料来源：公开资料整理、红塔证券研发中心

### (4) 预售制度的未来

由于本轮房地产行情造成部分城市房价上涨过快，部分地方政府采用预售期限来对房地产市场进行调控，取消预售制度的呼声开始出现。

2016 年至今，南京、苏州为抑制房价上涨过快，陆续推出多块附加现售条件的住宅用地，苏州现售比例用地占比超过 54%。

2018 年 9 月，广州房地产协会向各副会长单位下发通知称广东省住建厅已经拟定预售许可调整事项的材料，并将上报住建部，虽然后续澄清为征求意见稿，但中山、深圳迅速跟进，深圳将预售许可条件提高为建筑物主体结构完工，中山随后推出的所有住宅用地和商服用地均附加现售条件。

本文认为，取消预售制度目前暂无全面铺开的可能性，首先，如果取消预售制度全面铺开，大量高周转开发企业资金链会受到严重冲击，进而冲击房地产市场稳定，最终影响宏观经济的稳定；其次，取消预售制度会加重开发企业资金成本，高周转模式无法推行，从而降低资金使用效率，由于房地产开发项目可以利息资本化，最终这部分资金成本将转移到房价中，进一步推高房价，这与中央调控目标不符；最后，即使最终要取

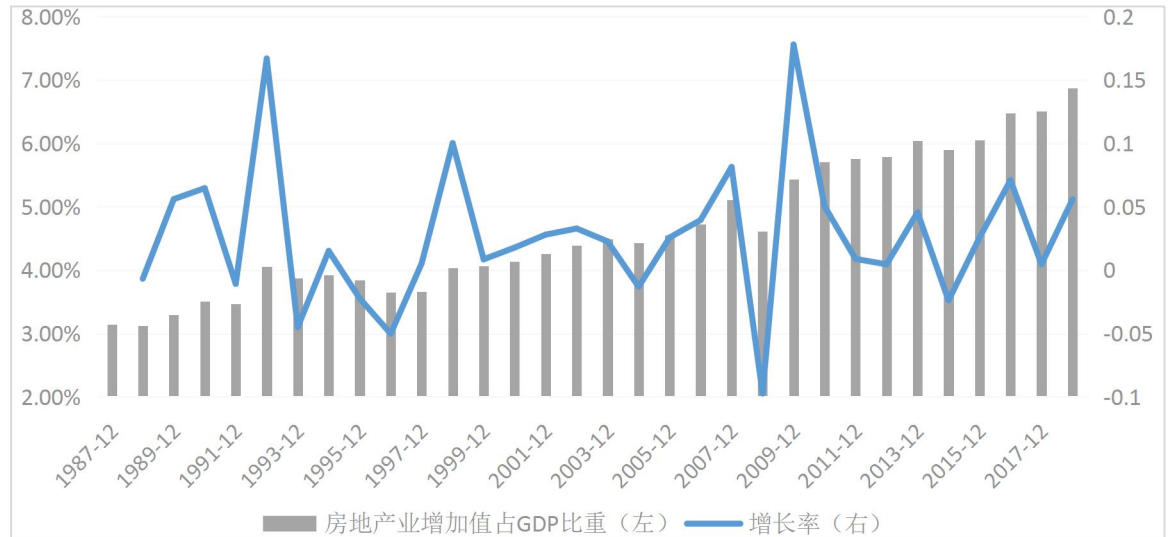


消预售制度，最大的可能性是类似于目前深圳步步推进的方式，逐步提高预售门槛，延长预售时间，直至预售与现售条件基本一致，一步到位的可能性较小。

#### （四）行业规模及对宏观经济的影响

##### 1、房地产业对国民经济的影响

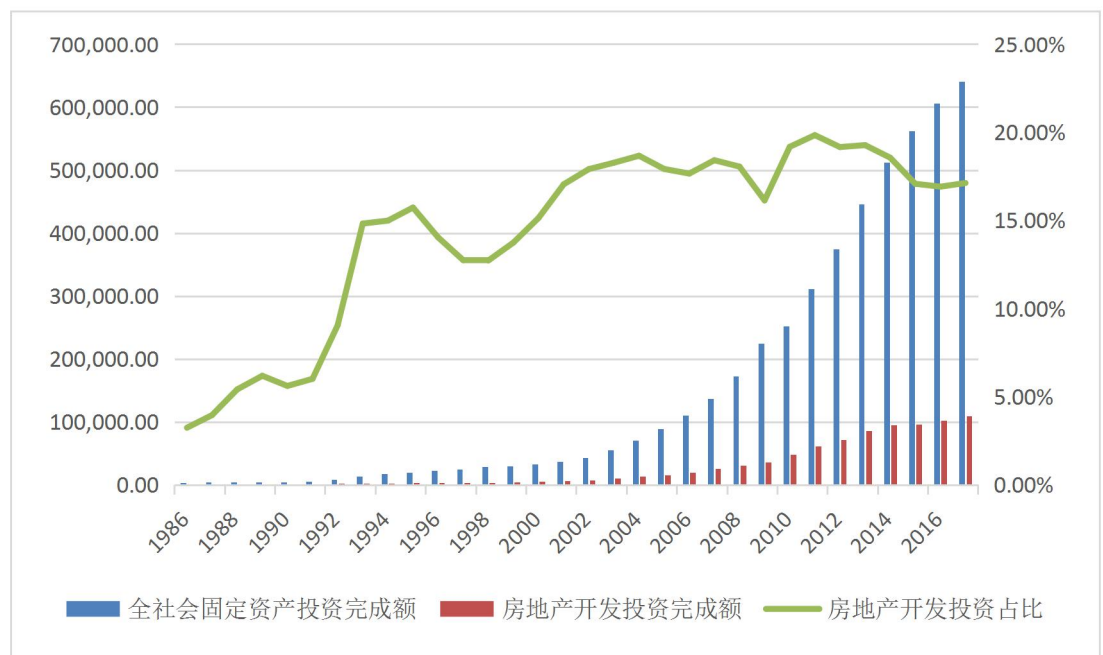
图 4：房地产增加值占 GDP 比重



数据来源：wind、国家统计局、红塔证券研发中心

我国房地产行业自发展开始，增加值占 GDP 比重逐年上升，从 1987 年的 3.14% 左右提升到 2018 年年中的 6.87%，在我国 31 年的房地产发展史上，房地增加值占 GDP 比重有 1993-1996 年海南房地产泡沫破裂、2008 年次贷危机、2014 年三次下降，总体而言，占比一直处于上升趋势，房地产行业在国民经济中的重要性逐渐提升。根据恒大集团测算，房地产开发投资可带动上下游投资 2.2 倍，房地产销售可带动其他附属品消费 1.5 倍，房地产开发与销售对 GDP 增长的拉动作用在 32% 左右。

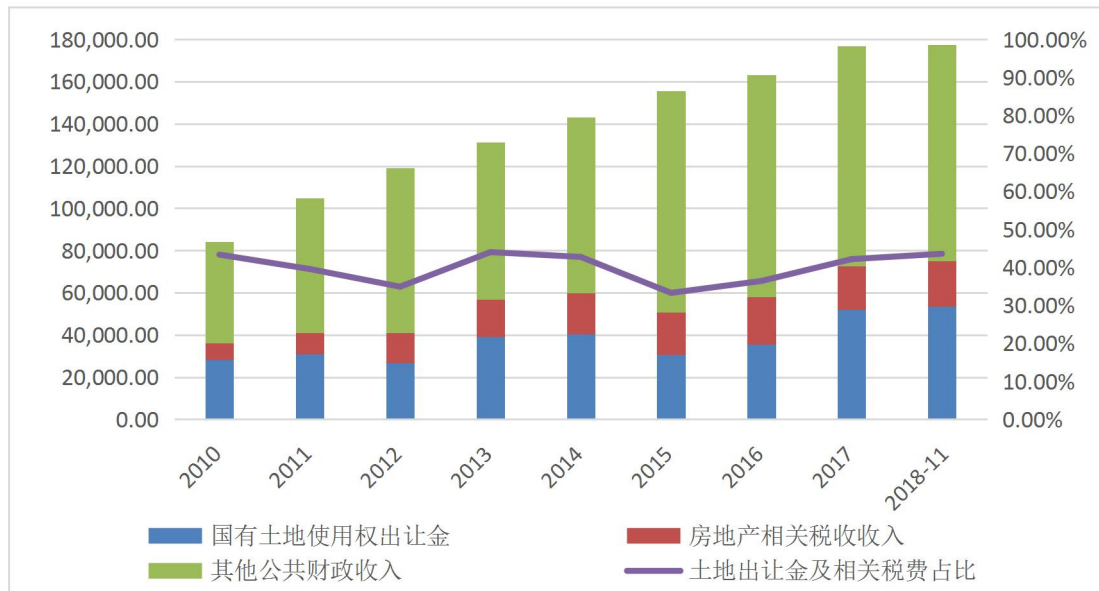
图 5：房地产开发投资完成额与全国固定资产投资完成额情况



数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

在房改之前，我国房地产开发投资比重较低，自 1992 年房改大规模试点以来，房地产开发投资在全社会固定资产投资中的比重快速上升，近年来房地产开发投资完成额比重一直保持较高水平，近年来维持在 15%—20% 之间，对固定资产投资拉动作用十分明显。

图 6：土地使用权出让金、房地产相关税收与全国财政收入情况

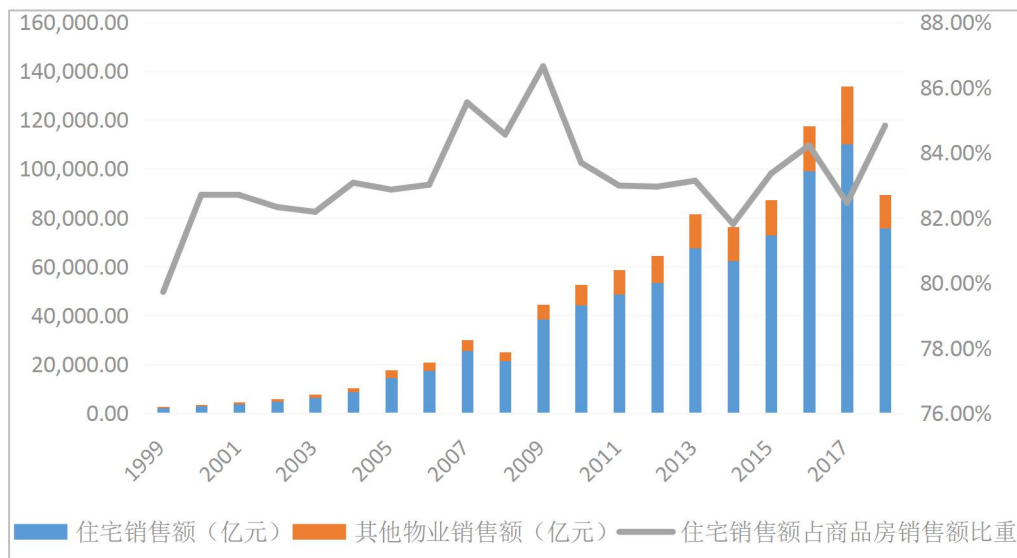


数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

房地产也对于国民经济的重要性更多的在于财政收入方面，2018 年 1-11 月全国国有土地出让金达到 5.34 万亿，占公共财政收入的 30.96%，全国国有土地使用权出让金与房地产相关税收收入合计占全国公共财政收入的比重为 43.57%，土地使用权出让金已经成为地方财政的主要收入来源，2018 年 1-11 月土地使用权出让金占地方财政收入的比重达到 57.73%。房地产相关税收收入包括契税、城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税、房产税，此处还不包括房地产交易增值税（或营业税）、企业所得税，全国房地产企业的企业所得税 2017 年约为 4900 亿元。由此可见，房地产对于全国财政收入特别是地方财政收入而言，具有十分重要的作用。

## 2、住宅地产行业规模

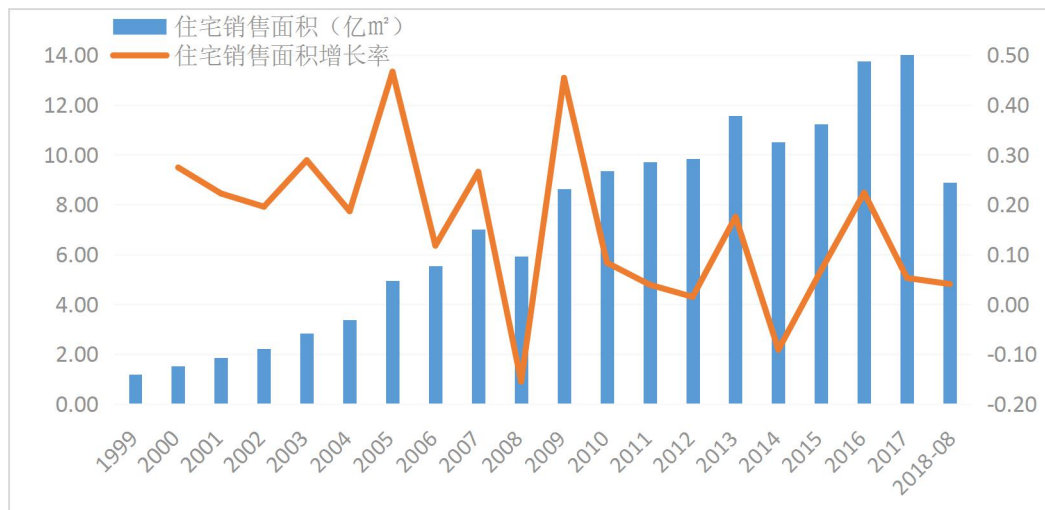
图 7：住宅市场规模



数据来源：wind、国家统计局、红塔证券研发中心

从住宅地产历年销售额来看，我国住宅地产行从 2008 年次贷危机之后呈爆发式增长，1999 年住宅销售额仅为 2188.74 亿元，增长至 2017 年为 11.04 万亿元，增长 55 倍，在商品房销售中，住宅销售金额占比稳定在 82%—86% 之间，住宅地产是房地产行业中最重要子行业。

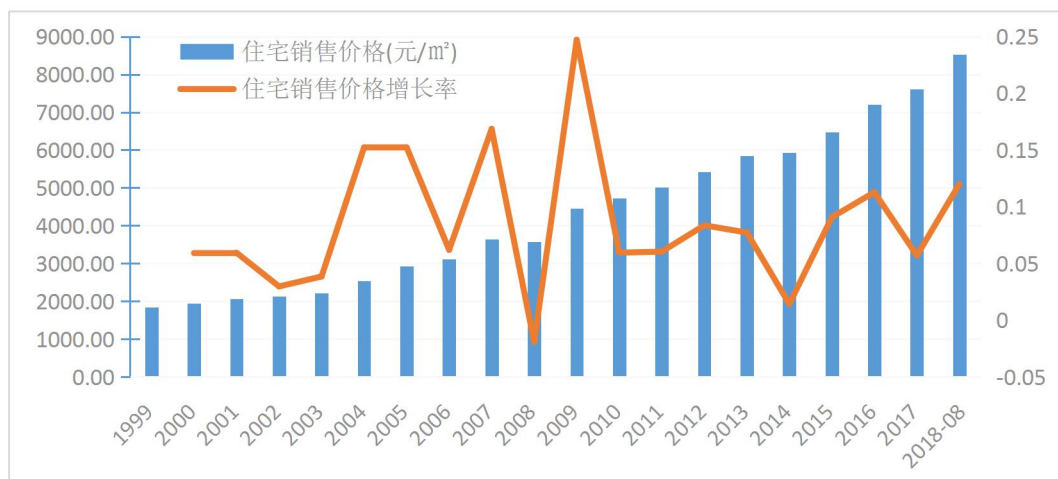
图 8：住宅地产历年销售面积



数据来源：wind、国家统计局、红塔证券研发中心

从近 20 年历史数据上看,住宅地产销售面积仅有 2008 年和 2014 年出现两次负增长,其余年份均保持正增长。销售面积增长趋势与销售金额增长趋势基本一致。

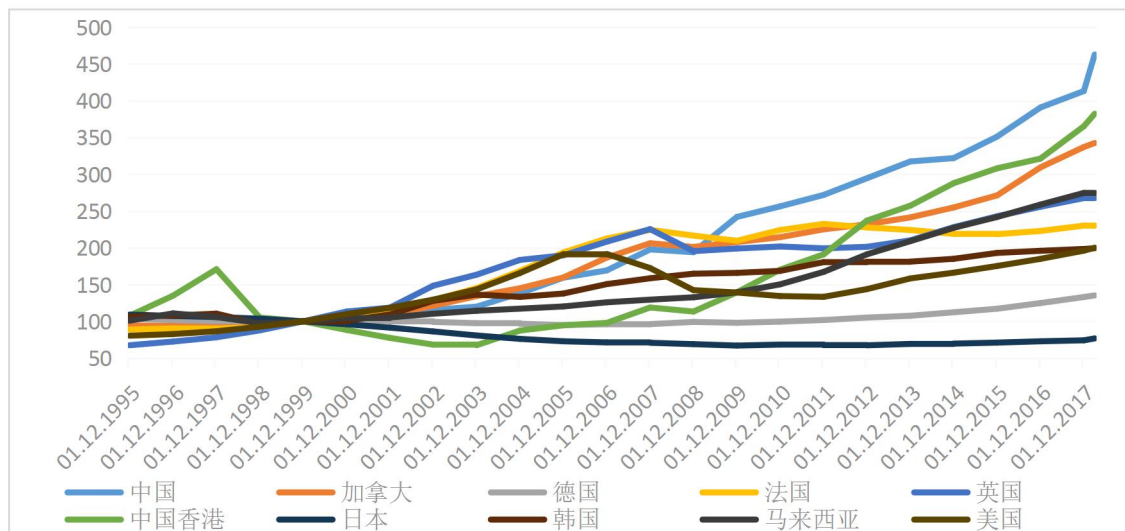
图 9：全国住宅销售均价



数据来源：wind、红塔证券研发中心

全国住宅价格自 1999 年至今维持上涨趋势,仅在 2008 年由于次贷危机影响出现一次下跌,价格波动趋势与销售面积、销售金额波动趋势基本一致,可以看出,住宅市场的波动对量、价的影响是共同的。

图 10：全球主要国家房价涨幅对比



数据来源：国际清算银行、红塔证券研发中心

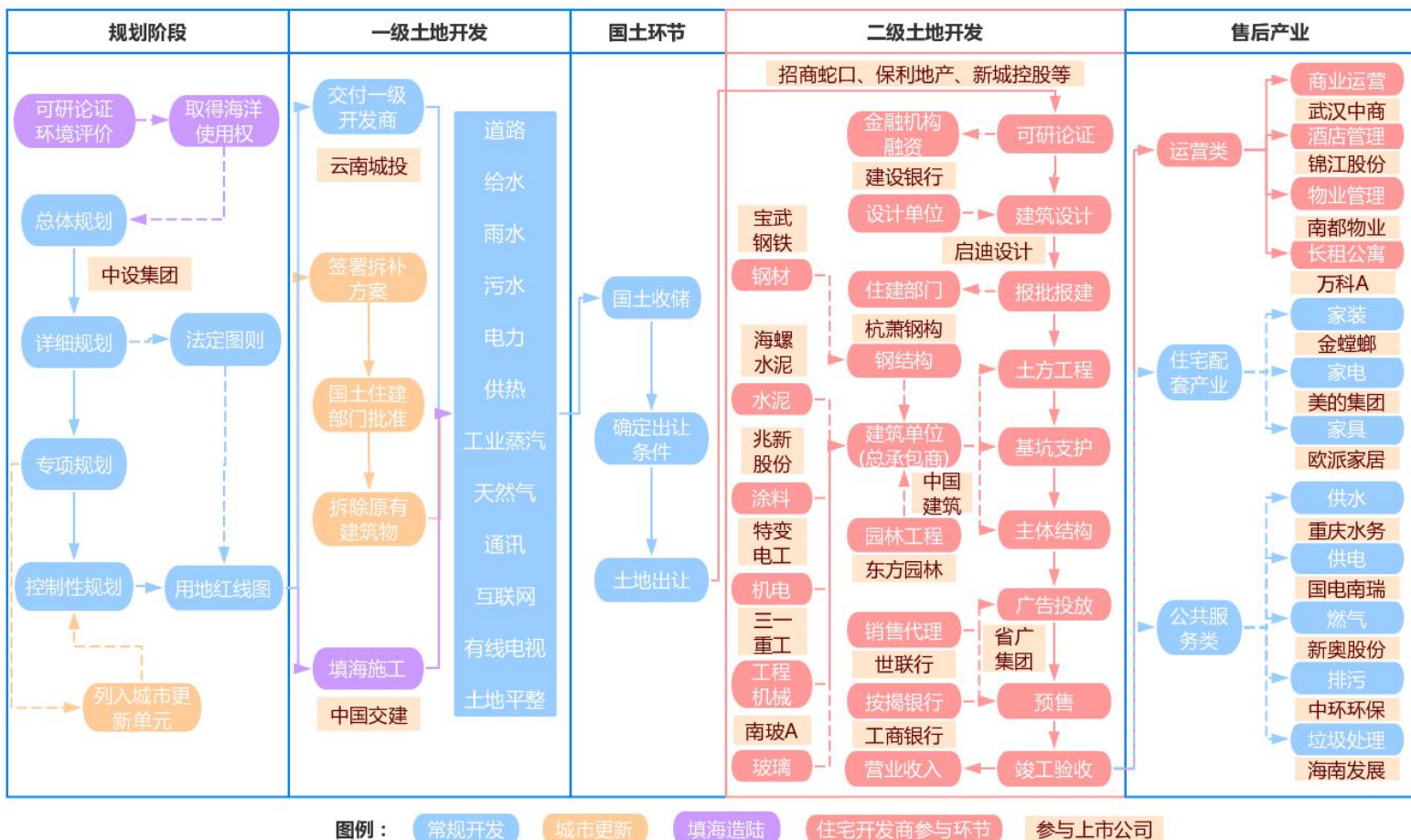


通过对1999年12月定基为100，计算得出全球主要国家房价涨幅比例，南非由于国内较为严重的通货膨胀，房价涨幅第一，中国和中国香港分列2、3位，涨幅最小的是日本和德国，其中日本为负增长，1999年至今下跌23.17%，2014年开始难民涌入德国，一定程度上推高德国房价，否则德国房价可能波动极小。

## 二、住宅地产行业特征及竞争格局

### (一) 开发流程

图 11：房地产开发全产业链示意图



资料来源：红塔证券研发中心

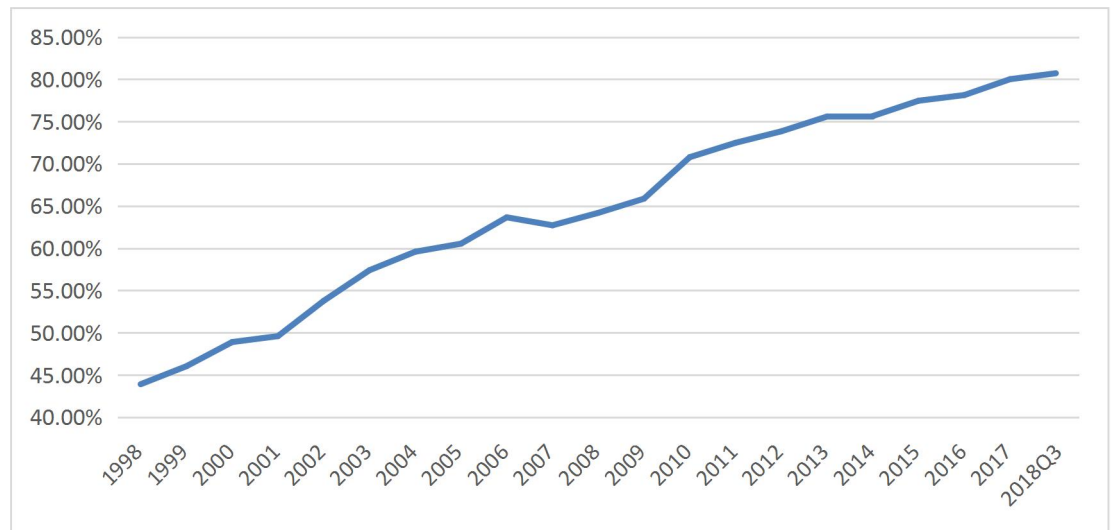
房地产开发销售具有相当长的产业链，从大的阶段来看，主要分为城市规划、一级土地开发（土地整备）、国土收储和出让、二级土地开发、售后产业五个阶段，其中住宅开发主要集中于二级土地开发的全部和售后产业的一部分。房地产开发具有时间周期长、产业链长的特点。单从常规开发来看，单个项目开发周期至少需要5年，如果涉及城市更新、填海造陆或者地块需要分期开发的情况，开发周期可以达到10—20年，较长的开发周期形成较长的产业链，房地产增加值占GDP比重为7%左右，但其增值环节较短，大量的工作环节由其产业链上下游完成，主要涉及融资、建筑设计、建筑施工、销售代理、项目运营、配套产业、公共服务等环节，其中建筑施工环节是带动经济增长最大的部分。



## (二) 行业特征

### 1、房企金融化趋势显著

图 12: A 股住宅地产上市公司资产负债率

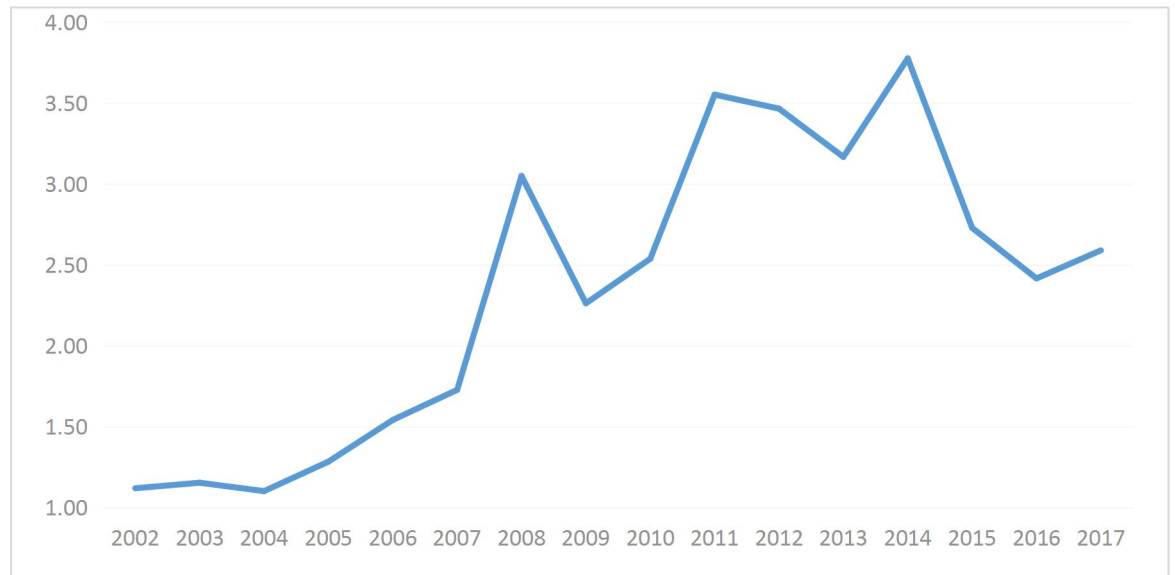


数据来源: wind、红塔证券研发中心

目前 A 股上市的住宅地产开发企业总共有 106 家，总市值 1.49 万亿元，基本涵盖了目前我国住宅地产开发企业的各种类型，住宅地产板块 2018 年三季度资产负债率达到 80.71%，创下历史新高，这也是目前住宅地产行业的特征之一，通过高负债加快周转提高 ROE 水平，中国恒大、融创中国、云南城投、鲁商置业等房企资产负债率超过 90%，接近银行业水平。

### 2、周转加快

图 13: A 股住宅地产上市公司现金流修正营业周期

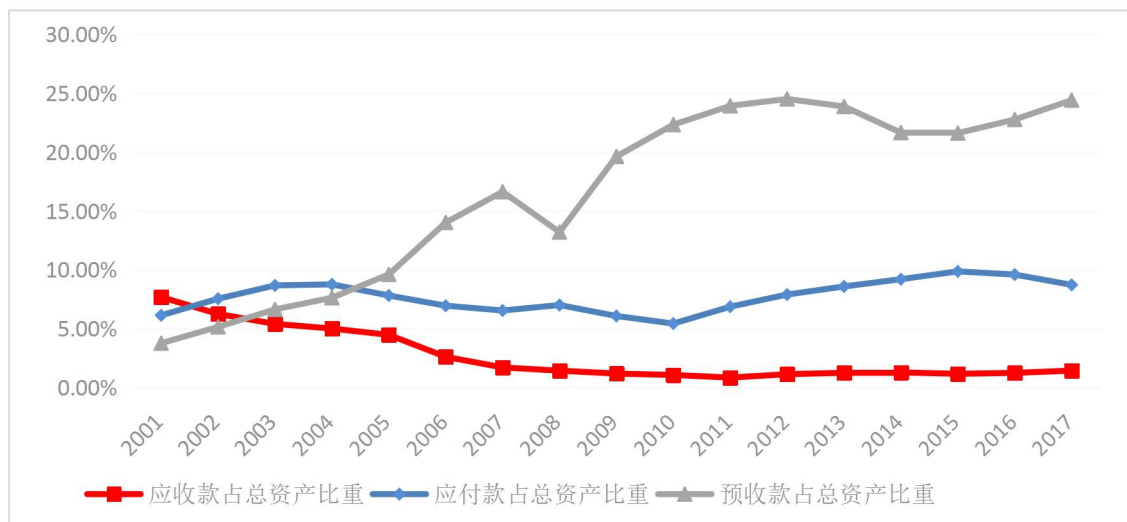


数据来源: wind、红塔证券研发中心

通过用销售商品、劳务所得现金流对营业周期进行修正，得出住宅地产板块加权平均资金回收期，2008 年以后由于房企存货大幅增长，造成资金回收期减慢，但 2014 年达到峰值以后，在恒大、碧桂园、融创等开发企业的带动下，部分房企走上高周转的道路，其余房企也随之一定程度上提高周转，住宅地产板块资金回收期由 2014 年的 3.78 年下降至 2017 年的 2.59 年。

### 3、在产业链中具有高度话语权

图 14: A 股住宅地产上市公司占用上下游现金流情况

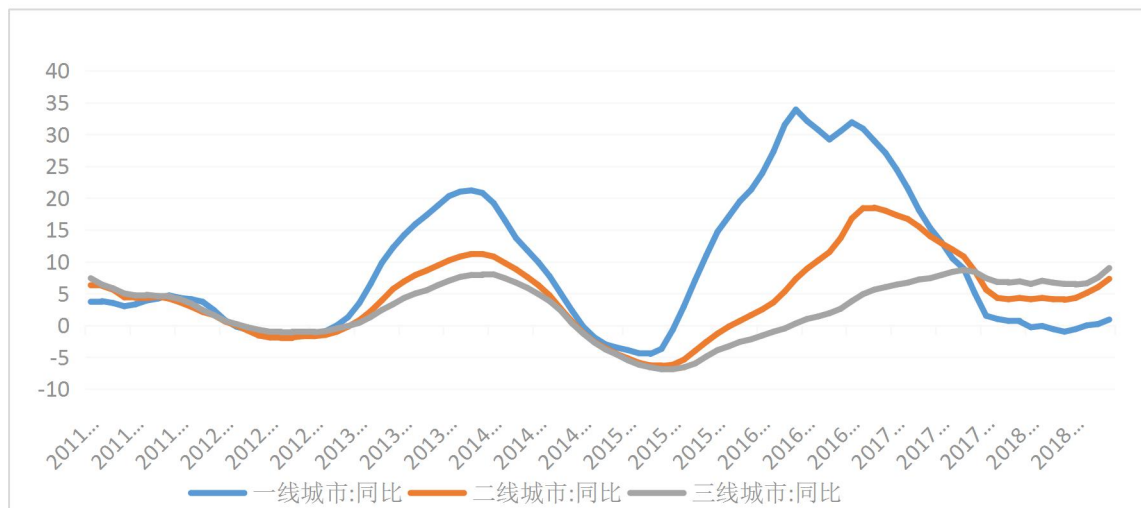


数据来源: wind、红塔证券研发中心

从住宅地产板块的应收款、应付款、预收款占总资产比重可以看出，住宅地产企业的应收款极小，几乎可以忽略不计，但应付款和预收款占比逐年提高，2017 年二者相加接近总资产的 35%。可以看出上下游企业无法占用住宅地产企业的资金，住宅地产企业却可以大幅度占用上下游资金，这也与产业链中的位置相关，由于产业链较长，房企通常情况下都是以甲方身份面对其他合作企业，总体来说住宅地产企业在产业链中具有极强的话语权。

### 4、区域住宅价格分化明显

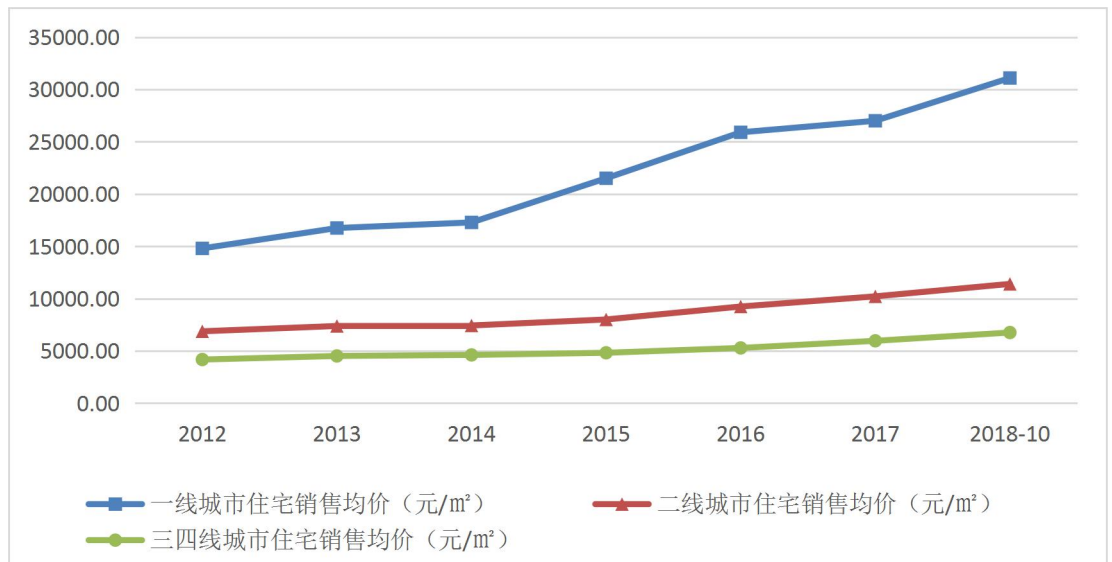
图 15: 三类城市住宅价格分化情况



数据来源: wind、红塔证券研发中心

根据前文所述，住宅除其使用价值外，还具有相当多的附属属性，这些属性与房价具有较高的关联性，一线城市相对二、三线城市具有较为发达的基础设施和教育、医疗等资源，加上较好的收入基础，一线城市房价弹性显著高于二线城市，二线城市显著高于三线城市，三者分化明显。

图 16：三类城市新建住宅销售均价



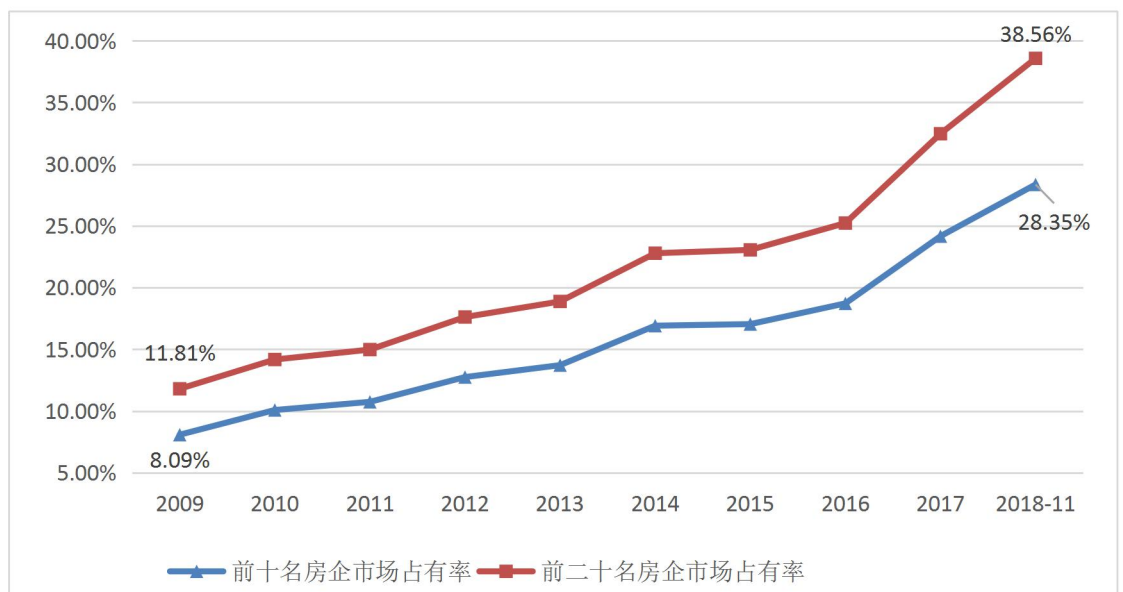
数据来源：wind、红塔证券研发中心

从均价上看，三线城市分化更为明显，一线城市新建住宅销售均价为 3.1 万元/m<sup>2</sup>，显著高于二线城市的 1.14 万元/m<sup>2</sup>，一二线城市也显著高于三四线城市的 0.68 万元/m<sup>2</sup>。

### （三）竞争格局

#### 1、行业集中度提高

图 17：近 10 年房地产行业市场占有率情况



数据来源：wind、克尔瑞、红塔证券研发中心

从近十年房地产市场占有率情况来看，基本呈现强者恒强的局面，销售额排名前 20 的开发企业市场占有率增长迅速，从 2009 年的 11.81% 增长至 2018 年 9 月的 38.79%，其中销售额排名前十的开发企业市场占有率从 2009 年的 8.09% 增长至 2018 年 9 月的 28.52%。而且这一趋势在近两年有加速的趋势。

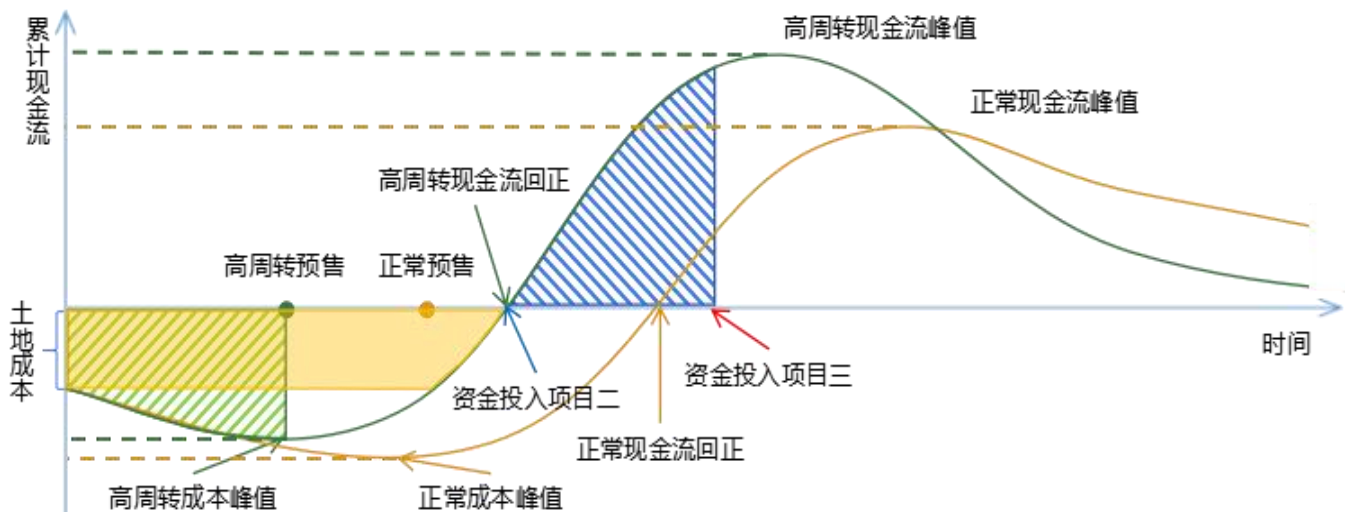
#### 2、高周转开发企业迅速崛起

##### （1）高周转模式的运作模式

国内高周转模式 2003 年由孙宏斌创立的顺驰地产启动，但 2006 年由于资金链断裂，顺驰地产被路劲基建收购，2013 年中国恒大和碧桂园以及随后孙宏斌的融创再次启动房

地产开发高周转模式。

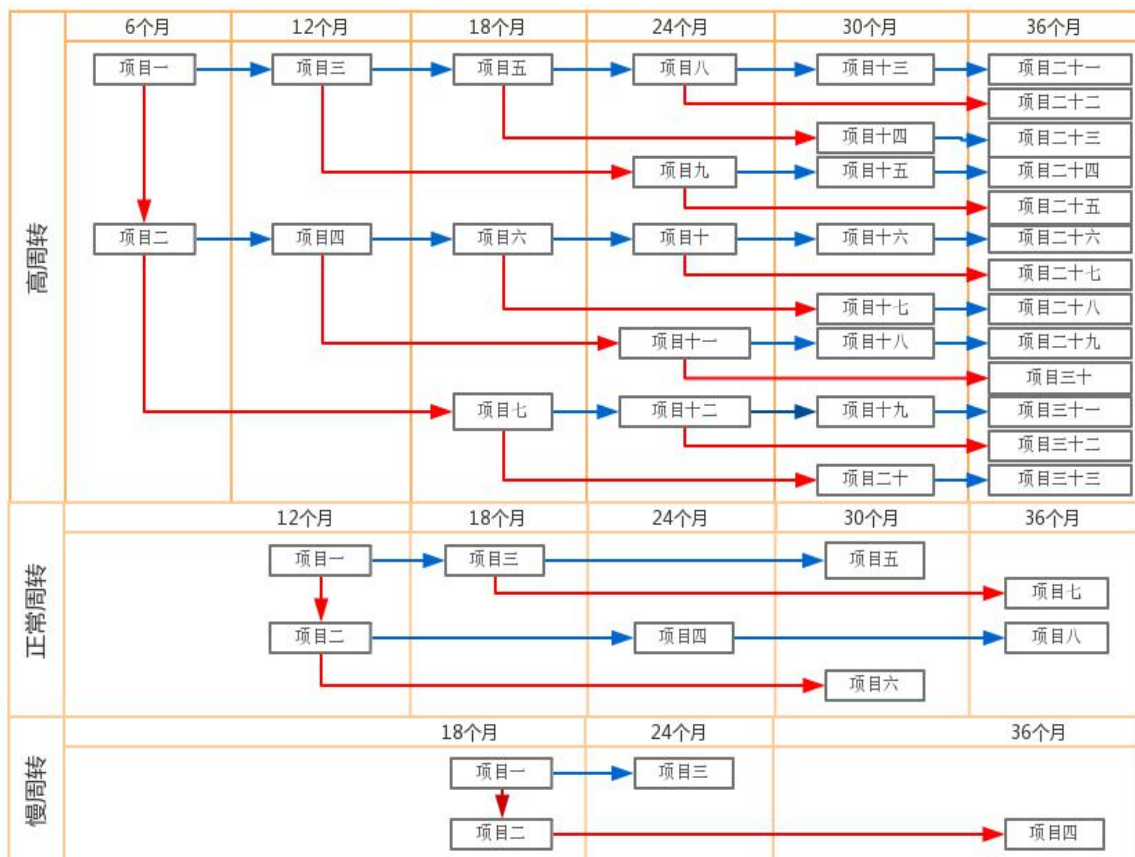
图 18：高周转模式现金流情况



资料来源：红塔证券研发中心

假设地货比为 1:3 的情况下，从土地获取时间点看，在高周转模式下，由于预售开始时间早，能够较早扭转累计现金流状况，成本峰值较正常情况下较小，而现金流回正的时间点来临较早，现金流回正后，该项目投入的资金可以投入到第二个项目中，高周转模式下现金流峰值来临也比正常情况下要高要早，在现金流回正后继续积累的现金流达到成本峰值时，可以将资金投入第三个项目中，与此同时，第二个项目现金流已经回正，可以将资金投入第四个项目中，虽然相对而言高周转模式的后期资金流较少，利润较薄，但可以用一个项目资金撬动多个项目，薄利多销。

图 19：三种模式下现金流回收再投资示意



资料来源：红塔证券研发中心

从上图可以看出，当项目一现金流回正时，项目资金投入项目二，现金流积累达到成本峰值时，资金投入项目三，项目二、项目三以此类推。经过 36 个月的运营，在高周转模式下，项目一的资金已经撬动 33 个项目，正常模式下，撬动 8 个项目，慢周转下，

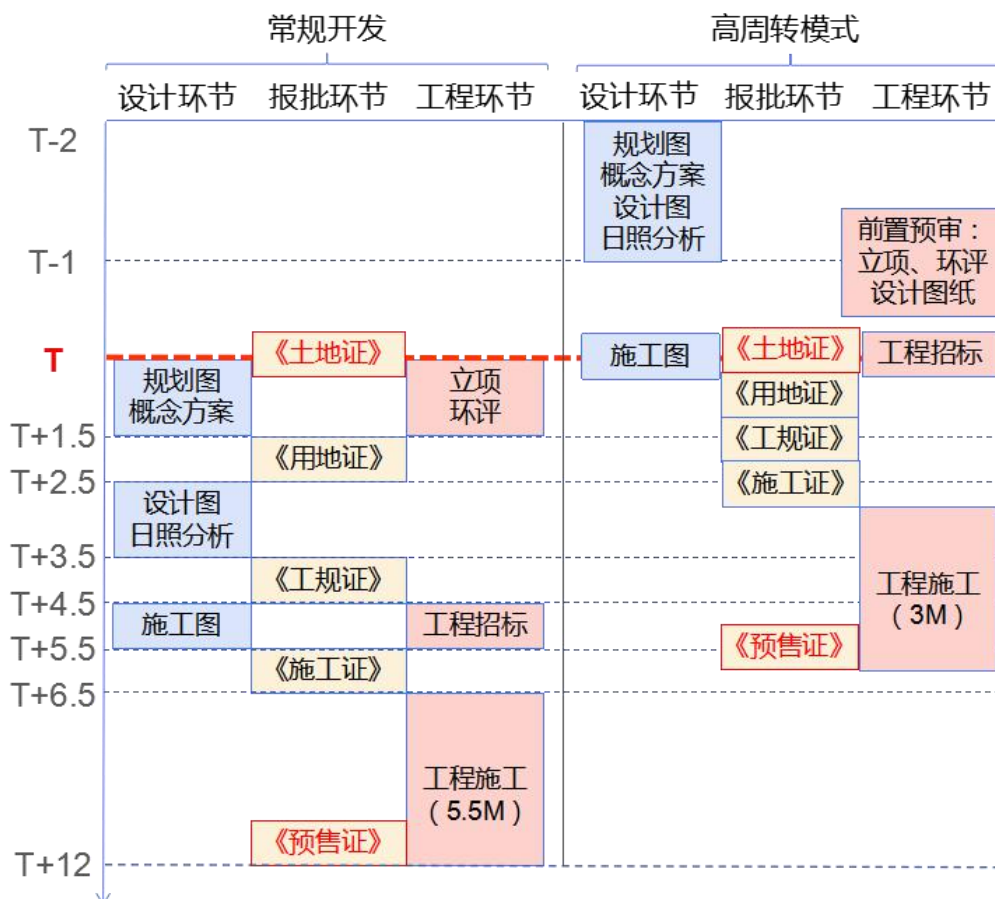


撬动 4 个项目，高周转模式的杠杆效应十分明显，房地产开发成为了现金流的竞争。

## (2) 加快周转的环节及方式

高周转模式的目标在于加快资金回流，削减资金成本峰值，尽快将项目产生现金流投入下一个项目，于是达到可预售条件、取得预售许可证就成为房地产开发关键线路上的核心环节。通过上文所述，五证齐全可以预售，五个证从审批时间上看环环相扣，但是部分工作可以并行开展，取得五证大致需要进行三方面的工作。

图 20：高周转模式实现方式



数据来源：公开资料整理、红塔证券研发中心

在高周转模式中，设计、报批、工程施工三个环节均通过工作前置或加快进度的时间完成，在常规开发中，整个报批和施工环节由设计环节引导，获取土地的 T 时间点是关键节点，从土地获取开始房地产开发的所有工作，设计出一版图，报批一个证，施工向前推进一步。在高周转模式下，通过设计标准化之后，所需建筑物外形、平面、户型全部由设计备选库中调取，在获取土地同时出施工图，设计环节全部前置；报批环节中，通过报批人员与审批主管部门协商前置预审相关材料，加快审批流程；工程施工方面与建筑商协商，以最快速度建造至可预售条件。通过上述三个环节的提速和前置，可以实现拿地 6 个月预售的情况，要达到这一速度，需要实现三个条件：设计标准化、政府公关、施工加速，设计标准化一般情况下需要积累大量的开发经验和时间沉淀才能实现，政府公关需要深耕一个地区市场较长时间或地方政府招商引资过程中谈判获取，工程施工需要开发企业和建筑单位严密配合，在能加速的地方提高成本加速，在需要冒风险的地方敢于共同承担风险。综上，开发企业要想实现高周转，必须由经验丰富的设计、投资、工程、报建团队共同完成，这些团队的组建和培养，才是高周转开发企业的核心竞争力和壁垒所在。

### (3) 高周转开发企业崛起情况

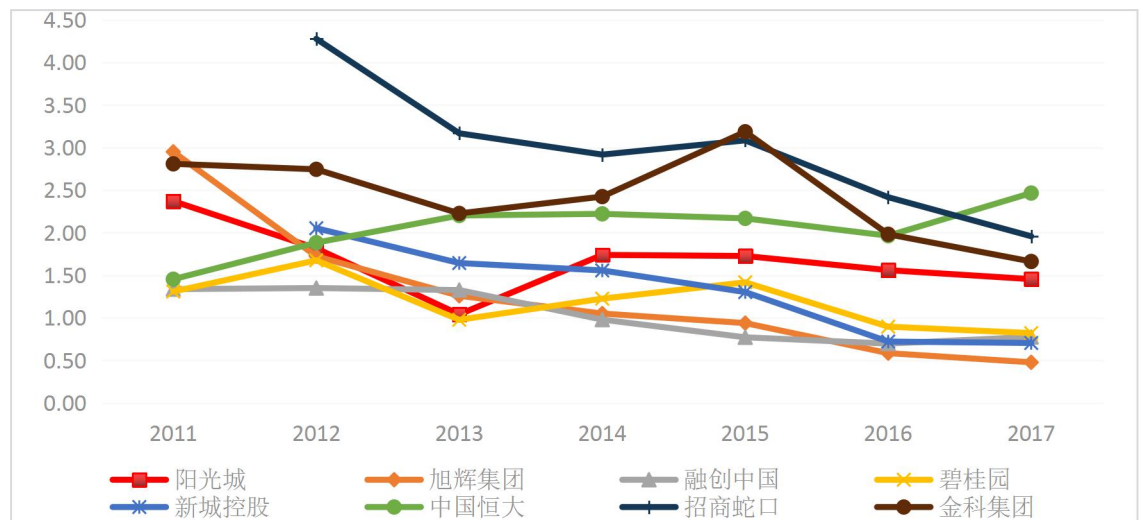
表 6：我国住宅地产开发企业近 8 年销售增长幅度排名

2017 年销售额排名	排名对象	2017 年销售收入	2011 年销售收入	8 年增长率	年复合增长率
19	阳光城	915	23	3979.57%	58.48%
15	旭辉集团	1,040	50	2080.00%	46.14%
4	融创中国	3,620	193	1875.65%	44.26%
1	碧桂园	5,500	430	1279.09%	37.52%
18	中南置地	963	90	1070.22%	34.49%
13	新城控股	1,260	142	887.39%	31.38%
3	中国恒大	5,132	808	635.10%	26.00%
14	招商蛇口	1,126	210	536.33%	23.36%
31	中国铁建	685	133	515.26%	22.74%
32	金科集团	681	140	486.57%	21.87%

数据来源：wind、克尔瑞、红塔证券研发中心

通过对目前销售额排名前 100 的开发企业进行整理，筛选出自 2011 年以来销售额增长率最快的 10 家公司，其中中国铁建地产板块、中南置地没有上市，对另外 8 家高速崛起的模式进行研究。

图 21：高周转房企资金回收期变化



数据来源：公司年报、wind、红塔证券研发中心

可以看出 8 家高速崛起的公司中，除招商蛇口、金科集团资金回收期较长外，中国恒大、阳光城由于其较高的土地储备增长导致资金回收期较长，另外四家旭辉集团、融创中国、碧桂园、新城控股资金回收期均逐年缩短，2017 年都压缩到 1 年以内，其中旭辉集团压缩到 0.48 年。从上述数据可以看出，近 8 年高速崛起的开发企业中，绝大多数是以高周转模式崛起的。

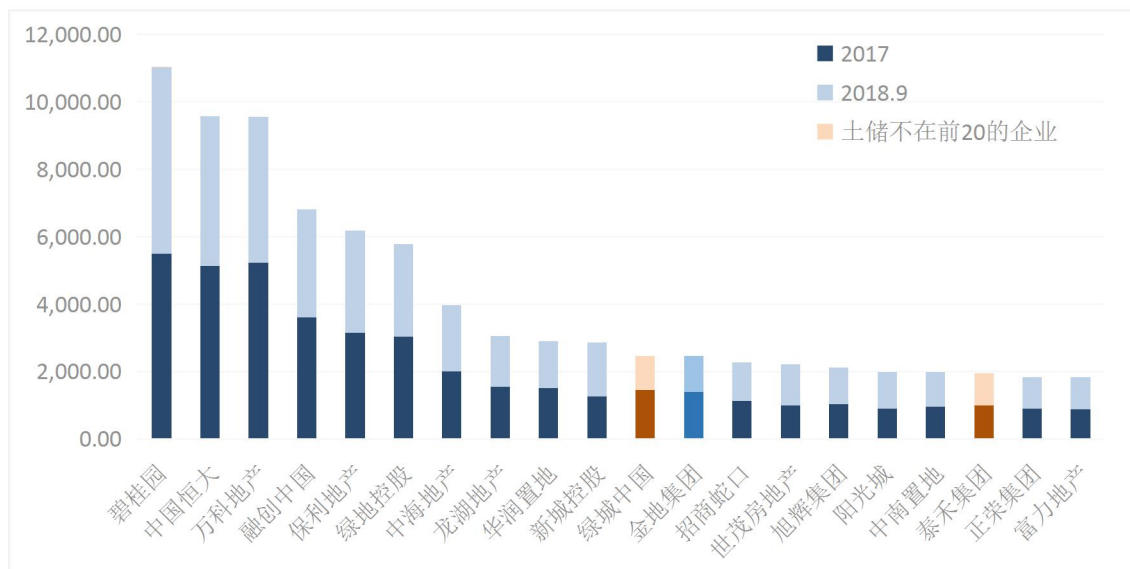
可以看到，崛起速度最快的 10 家开发企业中，除中国铁建和招商蛇口外，其他 8 家均为民营企业，结合下文对融资成本的分析，民营企业融资成本显著高于国有企业，土地获取成本较高，从传统开发来看，同样的土地民营企业利润率更低，但民营企业在运营和减少开发成本上有一定的优势，因此民营企业想要超越国有企业的规模，高周转提供了一种方式，这也是具有一定规模的民营地产企业普遍采用高周转模式的原因。

#### (4) 高周转模式的未来

本文认为高周转模式是 15 年以来这轮房地产行情的盛宴，但这一模式不可持续，原因有三：一是高周转模式需要巨量的住房需求支撑起房屋销售，高周转模式才能运转起来，本轮行情的驱动因素之一棚改货币化处于收紧态势，货币化棚改造成的供需时间差正在抹平，居民负债也显著上升，未来可能无法释放如此大量的需求；二是高周转模式由于加快施工进度和节省成本的需要，已经造成部分产品质量出现问题，这也是高周转模式被诟病最多的方面；三是高周转模式无法在高端楼盘中运营，随着我国居民住房的改善性提高，未来在刚需耗尽的情况下，最能够支撑房地产发展的可能就在于改善性需求，高周转模式无法对一个高端项目精耕细作，特别是设计标准化这一环节更是无法满足高端楼盘的需求。综上，本文认为高周转模式只是这一类企业高速崛起的手段，并不是持续性发展的根基，房地产开发企业在规模迅速扩大之后，将通过其他能力的提升获得基业长青，这些能力包括产品品质提升、配套设施改善、运营能力加强等等，背后反映出来的也是城市运营模式的转变，从过去和目前的大规模建设向未来的城市运营能力提升的转变。

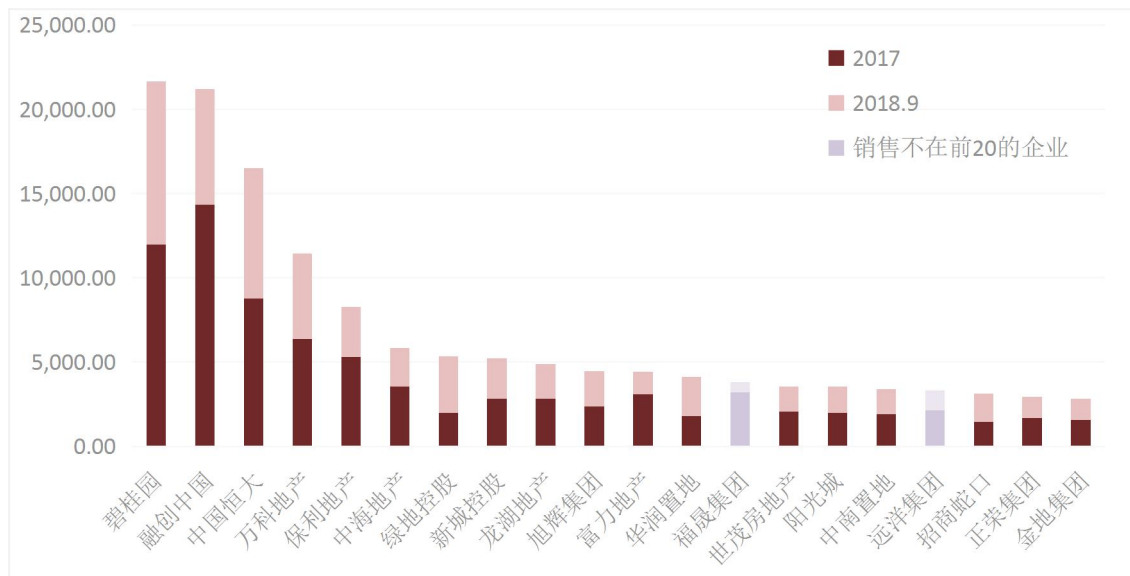
### 3、土地获取能力依然是房企核心竞争力

图 22：销售金额排名前 20 的开发企业



数据来源：克尔瑞、wind、红塔证券研发中心

图 23：新增土地货值排名前 20 的开发企业



数据来源：克尔瑞、wind、红塔证券研发中心

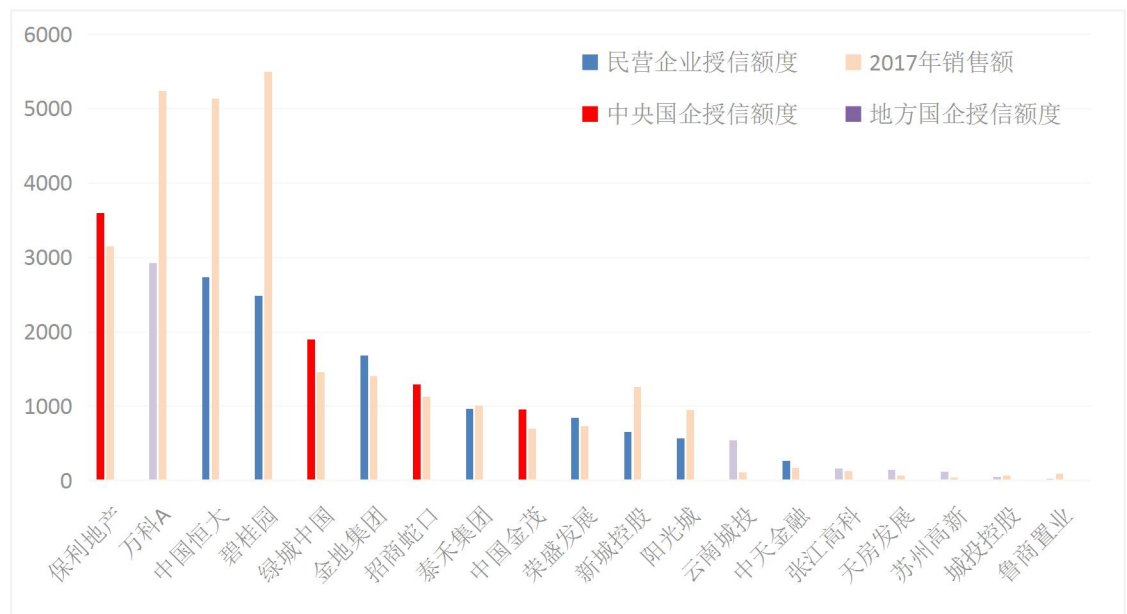


由于房地产行业的特殊性，从原材料到产品都具有独一无二的唯一性，因此土地获取能力一直是房地产开发企业最重要的核心竞争力。分别从销售金额和新增土地货值排名前 20 的开发企业数据可以看出，二者对比前 20 名中有 18 家是一致的，可以看出销售金额高的开发企业同时也具有较强的土地获取能力，二者相互依存。

在看土地储备时，还需要针对不同的公司进行具体分析，土地储备应该从重量的分析转向种质的分析，越是优质的土地越能催生优质项目，优质项目在行业情况好的情况下能够获得更高的溢价空间，即使是在行业整体不好的情况下，也能比一般项目更快转化为销售业绩。优质项目的界定上宏观看区域，中观看城市，微观看配套，因此对于房地产开发企业的分析上，应该对其布局区域进行详细分析。

## 4、融资能力依然是房企的生命线

图 24：授信额度与销售金额情况



数据来源：根据公开资料整理、红塔证券研发中心

根据对我国上市（A股、H股）房企进行各档次规模抽样，从银行授信额度可以看出，授信额度与销售金额具有较高的相关性，除了万科、碧桂园、中国恒大、新城控股、阳光城销售额增长速度过快和一定程度上的快周转不需要巨额的授信外，其余房企授信额度与销售金额大致相当，且授信额度的高低与企业属性关系并不大。

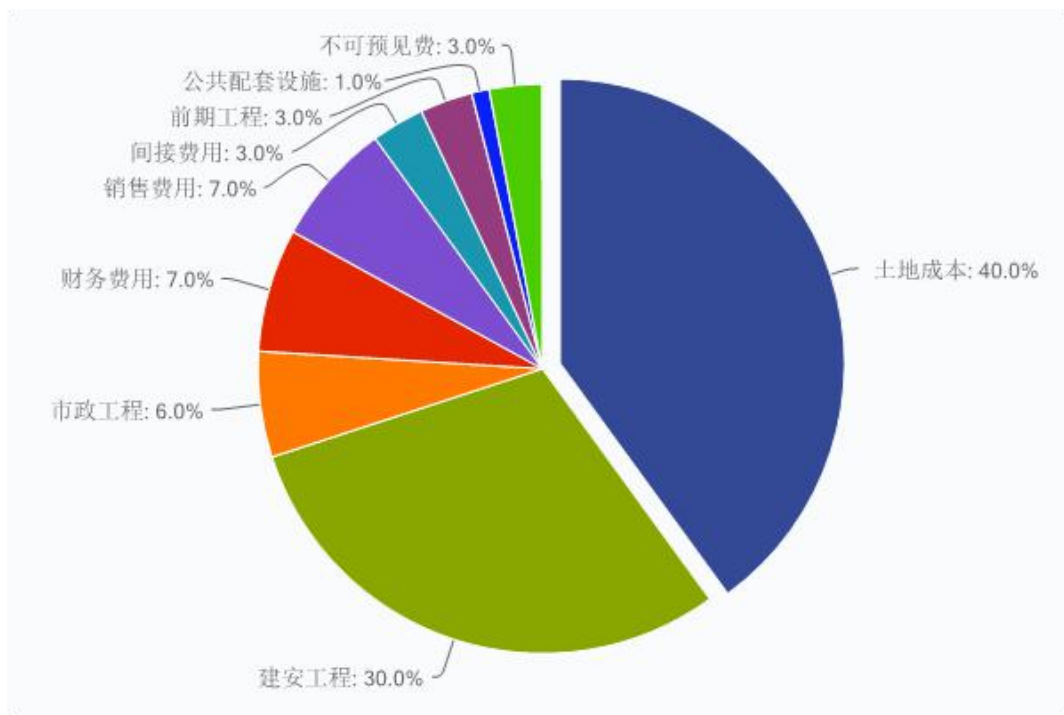
## 三、住宅地产行业驱动因素

### （一）供给端

#### 1、开发成本

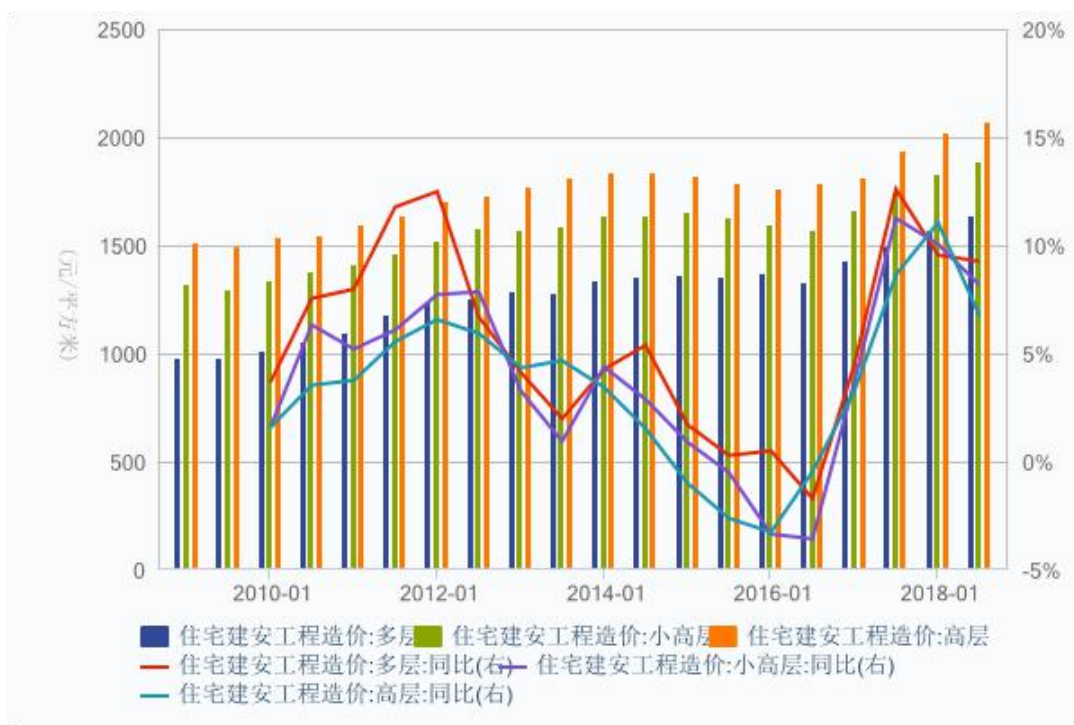
由于房地产产品具有较强的独特性，每个地块甚至每套住房都有明显差别，因此房地产开发的成本构成并没有统一标准和比例，成本构成根据每个项目不同而存在差别。根据万得资料显示，房地产开发成本构成中，土地成本占比 40%，建安成本占比 30%，其余占比 40%（其中市政工程 6%、公告配套设施 1%在财务上通常计入土地成本，间接费用 3%和前期工程 3%通常计入管理费用），这一比例大致符合大部分二三线城市的平均水平，即土地成本 47%，建安成本 30%，三费合计 20%，其中财务费用可以资本化。

图 25：房地产开发与销售成本构成



数据来源：wind

图 26：住宅建安成本增长情况



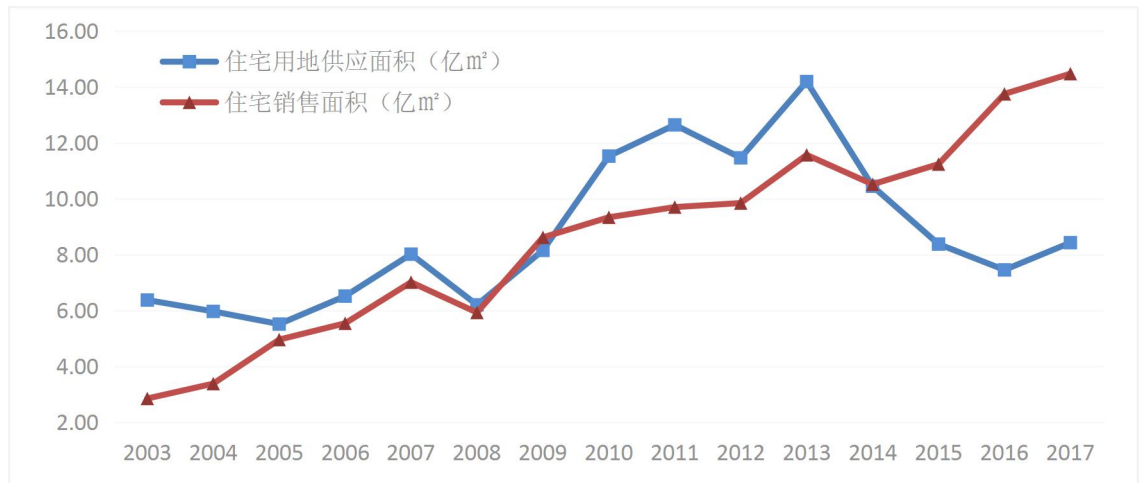
数据来源：wind

2009 年至今，住宅的单方建安工程造价涨幅非常有限，10 年来多层住宅上涨 63.15%，小高层上涨 42.31%，高层上涨 40%，相对房价和地价涨幅而言，建安成本相对稳定可控。建安成本的变化不是住宅地产开发企业成本变化的主要来源，住宅地产项目成本变化的主要来源是土地价格的变化，土地价格由土地本身附属权益影响，包括前述各项法律权益和经济权益，以及交通、教育、医疗、商业等区位因素，同时受市场供求关系影响。

## 2、土地供给

### (1) 地方政府

图 27：国有建设用地供应情况



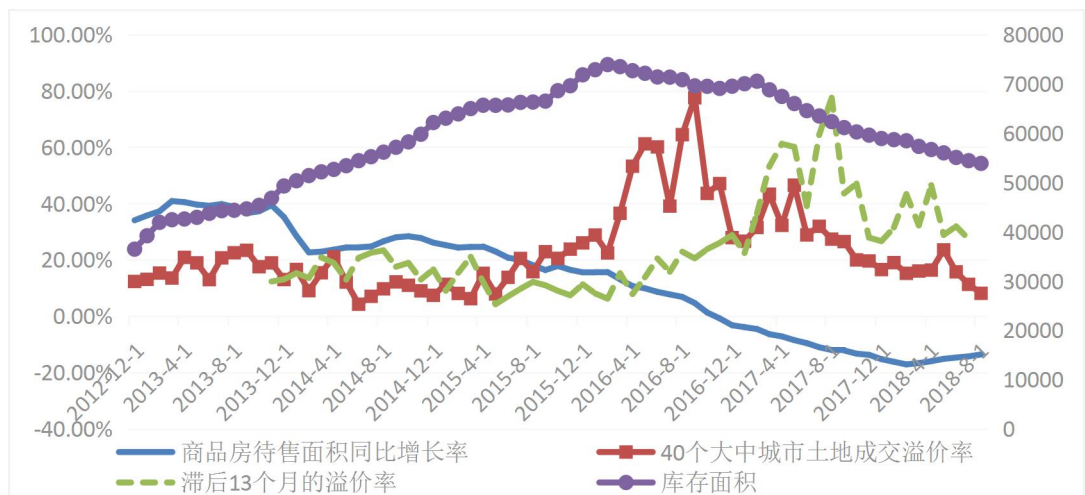
数据来源：wind、住房与城乡建设部、红塔证券研发中心

从上图看，2014 年是住宅市场量、价均下滑的年份，这与土地供给密切相关，2010 年—2013 年是中国房地产历史上土地供给的高峰期，住宅用地供应面积均在 10 亿 m²/年以上，峰值为 2013 年的 14.19 万公顷，随后在 2014 年出现市场萎缩的情况，2014 年—2017 年相对前续年份土地供给偏紧，成为 2016 年至今房地产市场量价齐升的推动力之一。

土地供给与销售面积具有较高的滞后正向相关性，在土地供给滞后 3 期时，二者相关系数达到 0.8121，也就是说，土地供给出现 3 年之后，销售才产生，这与房地产开发预售周期 2.59 年相比，基本保持一致。可以看出，土地供应具有一定的先行性，是房地产市场较为重要的先行指标，2014 年以后，土地供给收紧，将带来未来的可售面积下降。

### (2) 开发企业土地获取意愿

图 28：40 个大中城市成交土地溢价率



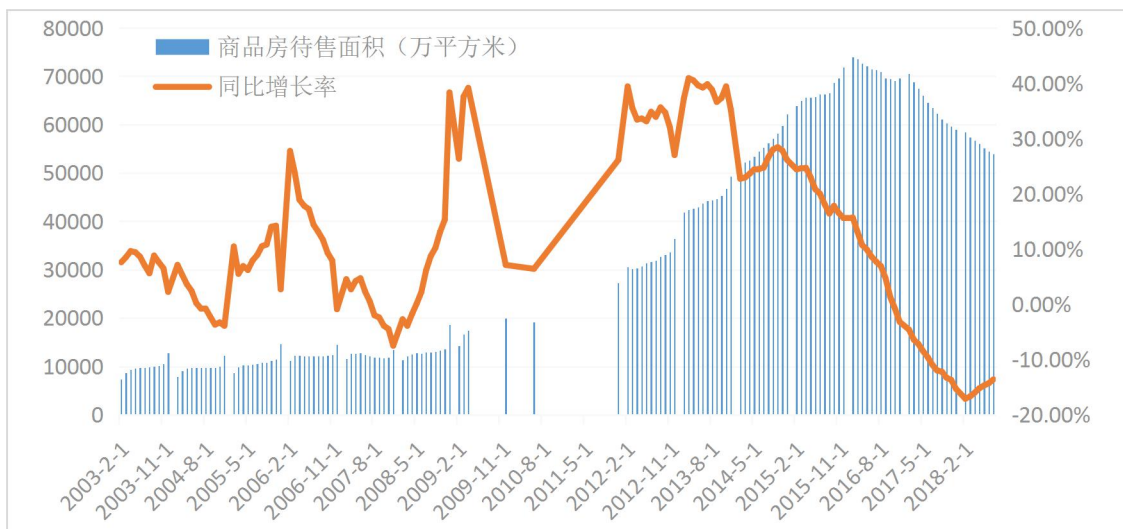
数据来源：wind

土地供应到对房价的影响中间还有一个重要的传导环节，房地产开发企业的土地获取意愿，决定最终土地价格的高低，从而影响房价和地价，在 2012 年—2015 年间，土地供应充沛，市场低迷，开发企业拿地意愿不强，土地溢价率在 25% 以下波动，到了 2016 年，土地供应收紧，市场逐渐恢复，库存逐步下滑，开发企业拿地意愿高涨，开发建设用地溢价率在峰值时突破 80%。经过相关性分析，库存增长率与土地成交溢价率之间存在较高的负相关关系，在溢价率滞后 13 期(月)时，与库存增长率的相关系数最高为 -0.72%。也就是说，当库存面积出现下滑时，开发企业拿地意愿最强，库存面积出现上升时，开

发企业拿地意愿最弱，溢价率可以作为库存增长率的先行指标。

### 3、库存变化

图 29：商品房库存情况



数据来源：wind、红塔证券研发中心

土地供给对库存有一定的滞后影响，2011年--2013年的供给扩张，在商品房库存上看是在2013年--2016年体现出来，随着货币化棚改对去化的效果体现，2016年年初商品房库存达到峰值之后开始下降，2018年8月库存面积5.4亿平方米，根据2017年去化面积计算，去化周期为4.6个月，库存压力相对较小。库存高、去化周期长时，表现为供给充足，价格相对较为稳定。目前库存面积下滑趋势已经出现放缓，库存同比增长率虽然还在0轴之下，但是已经出现回升趋势。预计开发企业获取意愿仍要继续有所降低，短期内土地成本不会出现大幅上升。

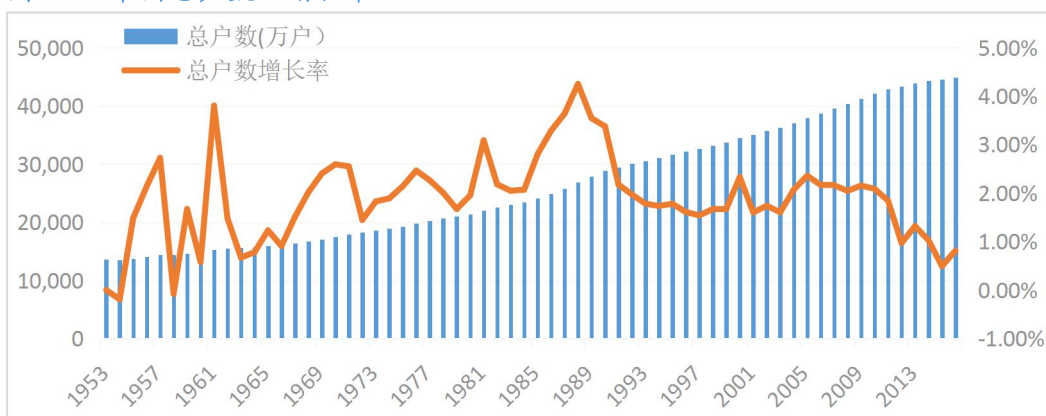
### 4、小结

综上所述，供给端的变化主要是土地供给与开发企业拿地意愿的变化，这些变化最终影响房地产开发企业的土地成本，最终将传导至房价上，而土地供给的变化会对未来3年的供给量产生变化，从目前情况来看，2014年~2017年住宅用地出让大幅减少，而且开发企业拿地意愿降低，如果需求也出现下滑的话，预计未来三年住宅地产市场销售面积将出现下滑，销售价格增幅放缓。

## (二) 需求端

### 1、人口总量变化

图 30：中国总户数及增长率



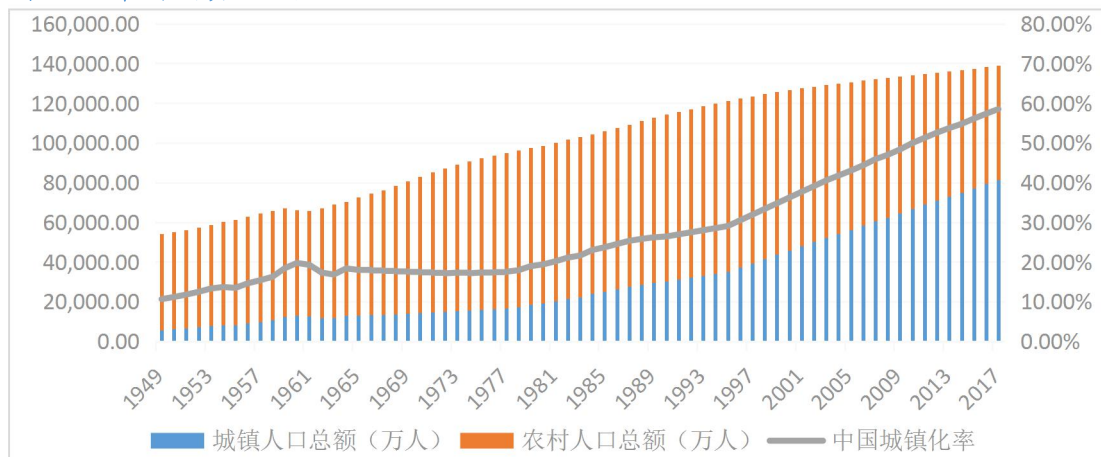
数据来源：wind、红塔证券研发中心



住宅地产的最终产品是住房，最根本的消费人群还是居民，中国改革开放之后的人口红利释放对住房的需求起到重要推动作用，从住房商品化改革以来，中国总户数一直保持上升，构成大量的住房需求，与住宅销售面积的趋势保持一致，二者相关系数达到 0.98，居民总户数从长期来看是住房需求的主要来源。但是值得注意的是，目前的增长率已经下滑至建国之初的水平附近。

## 2、城镇化进程

图 31：中国城镇化进程

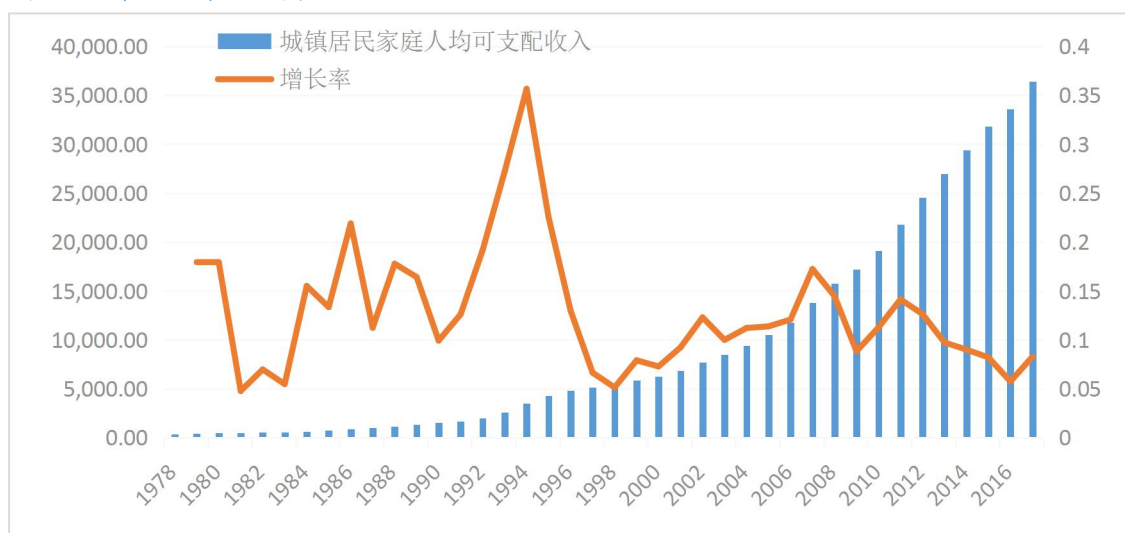


数据来源：wind、红塔证券研发中心

中国城镇化率从改革开放之初的 18.96% 提升至 2017 年的 58.52%，加上城市人口的自然增长，改革开放 40 年城镇常住人口从 1977 年的 1.67 亿增长至 2017 年的 8.13 亿，增长 6.46 亿人，增幅 386.82%，城镇化的高速推进带来大量的住房需求，城镇常住人口数量与住房销售面积的相关系数达到 0.99，从长期看具有很高的相关性，这也是中国房地产高速发展至今的最重要推动力。

## 3、国民收入

图 32：中国城镇居民家庭人均可支配收入

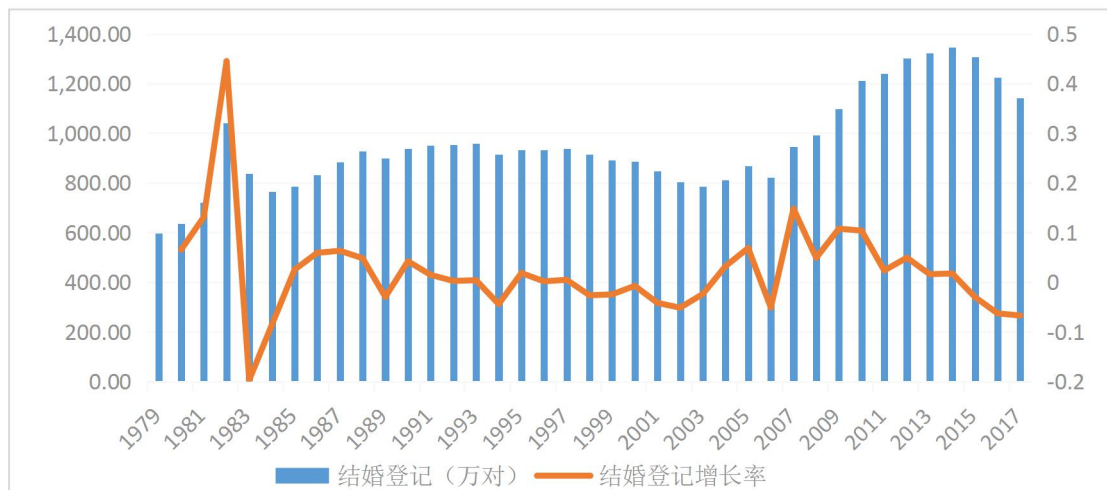


数据来源：wind、红塔证券研发中心

城镇居民是住宅地产的主要消费人群，中国城镇居民人均可支配收入增长较快，就 10 年的情况看，增速略快于 GDP 增长，趋势与 GDP 增长保持一致，居民收入的提高为住宅销售的量和价起到推动作用，我国城镇居民家庭人均可支配收入与住宅销售面积的相关系数为 0.97，与住宅销售价格的相关系数为 0.97。但是需要注意由于近年来 GDP 增长出现放缓，城镇居民人均收入增速也有放缓的趋势。

### 4、婚姻登记情况

图 33：中国婚姻登记情况



数据来源：wind、红塔证券研发中心

表 7：中国婚姻登记情况

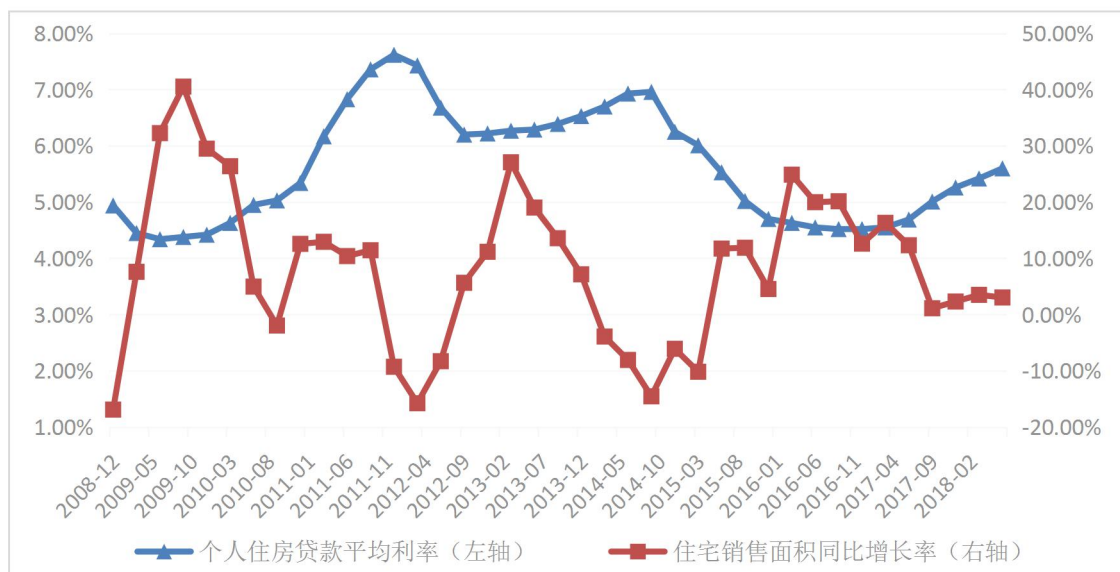
	当期	结婚对数滞后一期	结婚对数滞后二期	结婚对数滞后三期	结婚对数滞后四期
结婚对数与住宅销售面积相关系数	0.8100	0.8653	0.8661	0.8932	0.8836

数据来源：wind、红塔证券研发中心

受实际需求和传统观念的影响，中国结婚人群一直是刚需住宅的消费主力，从下文中国的 2 次人口高峰中可以看出，2006 年--2013 年这一波婚姻登记对数上升可能主要原因是人口高峰的影响，这一波前所未有的结婚高峰也是近十年中国房地产市场量价齐升的重要推动力。根据测算，结婚登记对数与住房销售面积的相关性在结婚对数滞后三期时达到最高 0.8932，结婚对数主要影响未来 3~4 年的购房需求，截止 2018 年我国平均结婚年龄为 26 岁，而首次置业平均年龄约为 30 岁左右，二者相差 4 岁，与测算数据基本吻合。但是值得注意的是，2014 年至今婚姻登记对数连续四年负增长，增长率为 1982 年以来的新低。

### 5、住房按揭贷款供给

图 34：个人住房贷款平均利率



数据来源：wind、红塔证券研发中心

个人住房贷款平均利率是在人民银行基准利率的基础上上下浮动实现的，是地方政府调控房价的重要手段，从图 31 可以看出，在 2009 年二季度至 2011 年四季度的个贷利率从 4.34% 上升至 7.62%，住宅销售面积增长率从 40.53% 下降 -15.77%，随后的 2012 年一季度至 2013 年一季度、2013 年二季度至 2014 年三季度、2014 年四季度至 2016 年一季度，2016 年二季度至今四个时间周期中住宅销售面积的增长率与个贷平均利率负相关十分明显。经过相关性分析，两组数列相关系数如下：

**表 8：个人住房贷款平均利率与销售增长率滞后期相关系数**

	当期	销售面积增长率 滞后一期	销售面积增长率 滞后二期	销售面积增长率 滞后三期
相关系数	-0.54	-0.65	-0.59	-0.41

数据来源：红塔证券研发中心

可以看出，住宅销售面积增长率在个人住房贷款平均利率降低后的一个季度负相关最为明显，相关系数为 -0.65，在两个季度后的相关系数为 -0.59，负相关性也较为明显但有所下降，三个季度后影响明显消退，相关系数为 -0.41。从上述分析可以看出，个贷平均利率的调整对住宅销售的短期反向影响较为明显，这一影响具有一定滞后性，滞后期为一个季度至两个季度。

## 6、小结

综上所述，城镇化进程、人口总量、国民收入三者长期影响住房需求，结婚情况影响未来 3—4 年住房需求，个人住房贷款利率变化影响未来 1 个季度的住房需求。从目前来看，中国城镇化进程仍在推进，人口总量增速放缓，国民收入仍在提高，中长期需求仍然存在。婚姻登记对数在前续 4 年均为负增长，那么未来 3—4 年因婚姻产生的住房需求负增长概率较高。从目前按揭贷款利率的情况看，虽然部分前期收紧的城市出现下降的趋势，但是全国的按揭贷款利率仍在小幅上升，预计对短期市场需求产生负面影响。

### （三）政策调控

#### 1、土地政策

土地政策主要体现在两方面，一是土地供给量的变化情况，这一数据在前文中已经分析过，供给量与房价、销售面积呈负相关。土地供给的变化会对未来年度的商品房库存产生较大影响。

另一方面是土地出让附加条件，包括配建公共基础设施、自持比例、现售政策等等，这些附加条件放入单个地块出让当中，政策针对性很强。

#### 2、限购政策

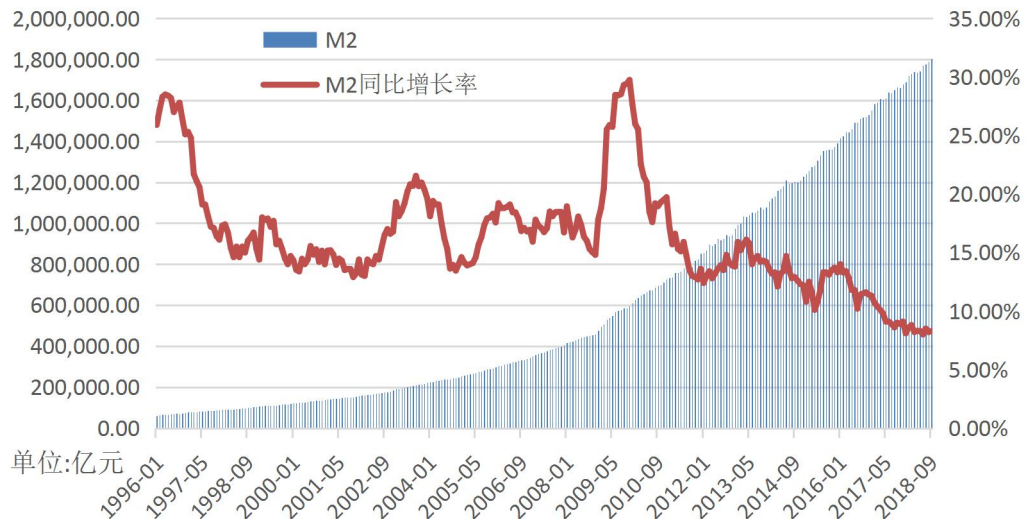
截止 2018 年 9 月，中国大陆 31 个省份中已有 26 个省份中的 74 个城市针对 2016 年开始的本轮房地产过热出台了限购或限售政策，仅有内蒙古、宁夏、青海、西藏、新疆 5 省未出台限购政策。

限购限售政策主要目的在于抑制炒房，政策的有效性主要与政策强度和执行情况相关，政策有效性较高的城市主要有成都、广州等城市。



### 3、中长期货币政策

图 35：M2 及增速



数据来源：wind、红塔证券研发中心

从长期来看，M2 的增速长期超过 GDP 增速，1996 年至今，M2 增长了 30.85 倍，同期 GDP 增长 13.49 倍，我国 M2 增速长期高于 GDP 增速，货币超发明显，房地产本身的不动产属性为居民财富保值增值提供了途径，M2 增长趋势与房价增长趋势一致。根据测算，近 15 年的 M2 与全国住房销售均价的相关性为 0.9879。

从理论上说，房地产具有保值增值的作用，房价上涨的推动力来自通货膨胀，根据对二者增速的实际测算，近 15 年 M2 平均增速为 16.1%，GDP 平均增速为 9.41%，一年期银行定期存款基准利率均值 2.52% 作为无风险利率，那么货币超发的速度应该为 M2 增速 - GDP 增速 + 无风险利率 = 9.22%，而近 15 年房价年平均涨幅为 9.05%，从中长期来看，房价上涨的速度大致与货币超发速度相当。

### 4、货币化棚改的推进

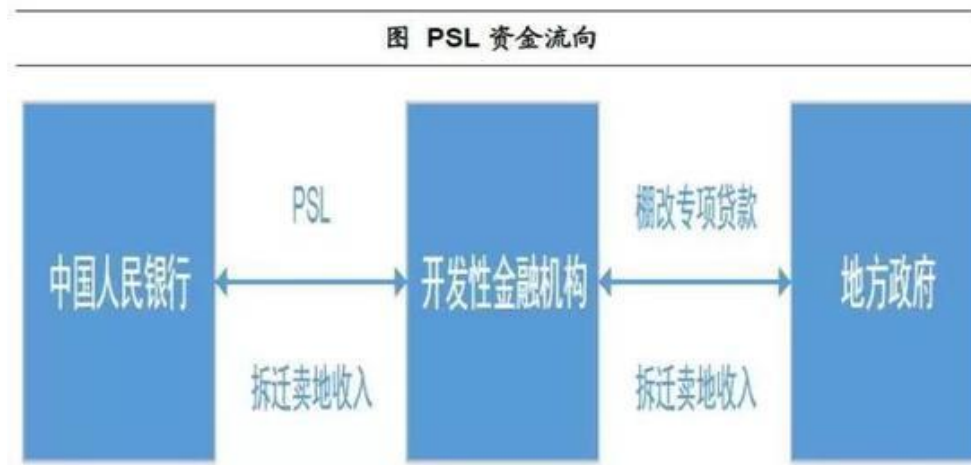
#### (1) 棚改 1.0 阶段（2005 年—2015 年）

大规模棚户区改造始于东北地区，2005 年 10 月住建部出台《关于推进东北地区棚户区改造工作的指导意见》，拉开棚改帷幕，按照“政府主导，市场运作”的模式推进，征收补偿采取实物安置和货币补偿并重的措施，由被拆迁人自愿选择。其中，实物安置主要是通过建设新房的方式，即拆房子还房子，但这种安置方式的过渡周期较长，也增加了人员安置费用。但受限于资金问题，棚改 1.0 阶段，工程推进进度较慢。2008—2014 年间棚改开工量维持在 250-300 万套。

#### (2) 棚改 2.0 阶段（2015 年—至今）

2015 年 6 月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，棚改由 1.0 进入 2.0，棚改补偿模式由实物货币安置并重转向货币安置优先。棚改货币化安置，是指府直接以货币的形式补偿被拆迁棚户区居民，而后居民再到商品房市场上购置住房。而央行在 14 年推出的 PSL（抵押补充贷款）创新性政策工具，部分解决了棚改货币化安置的资金问题。央行通过 PSL 向国开行发放贷款，国开行通过棚改专项贷款向地方政府发放贷款，地方政府通过货币化安置向棚户区居民发放补偿款，地方政府拆迁卖地后偿还国开行贷款，国开行偿还央行贷款，形成资金流的闭环。PSL 余额从 15 年 5 月的 6459 亿，一路上升至 17 年 2 月的 2.2 万亿，国开行棚改贷款余额也从 14 年末的 6362 亿，翻番至 15 年底的 1.3 万亿。

图 36：货币化棚改资金流向



数据来源：公开资料整理、红塔证券研发中心

货币化棚改实质上相当于央行通过国开行和地方政府针对房地产市场的一轮货币宽松政策，在棚改 1.0 阶段中，大部分被拆迁方选择实物安置，实质上是以物易物，新建商品住宅没有进入市场流通，被拆迁方也没有向市场购买住房，一方面导致市场冷清，开发企业库存高企，另一方面由于货币性安置需要大量前期资本投入，无论是开发企业还是地方政府都不愿意先期投入。在棚改 2.0 阶段中，从被拆迁方拿到货币性补偿到新房建成期间约有 2~3 年时间，被拆迁房通常拿到货币补偿后随即进入新房市场购买新房，这一时间错配导致在首批棚改开始时，需求急速增长，对应的供给滞后 2~3 年，短时间内新房供不应求，住宅市场转暖，引起其余刚需和观望资金顺势加入买房队伍，从而推高房价。

## 5、小结

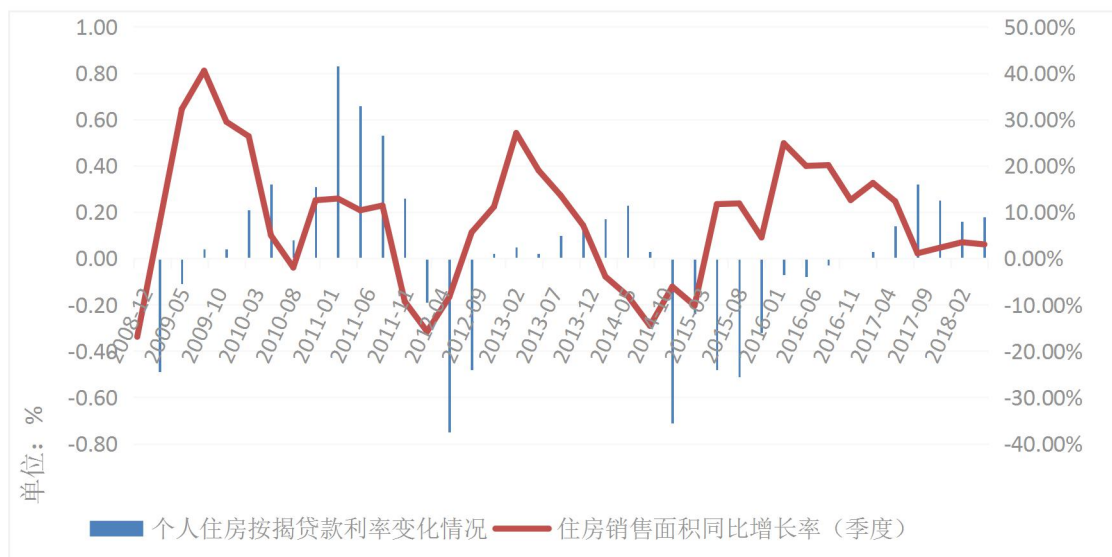
从政策面角度看，目前土地政策总量无重大变化，但在出让条件中自持比例正在逐步提高，这一情况会对销售市场和租赁市场的结构进行影响。限贷限购政策几乎已经处于限制较大的情况下，未来进一步限制的空间不大，如果放松限制的话，将会一定程度上刺激房地产市场需求。目前来看中长期货币政策基调不变，L 型经济增长目前也没有重大变化的情况，那么预计中长期房价上涨幅度应于货币超发速度保持一致。棚改货币化目前已经出现收紧的趋势，本轮房地产去库存任务也基本完成，货币化棚改对房地产市场需求的影响正在减弱。

## 四、未来发展趋势及公司推荐

### (一) 近期发展趋势(2018-2020)

#### 1、住房按揭贷款持续收紧

图 37：个贷利率变化及住房销售面积增长率变化



数据来源：国家统计局、中国人民银行、wind、红塔证券

表 9：个人住房按揭贷款利率变化周期

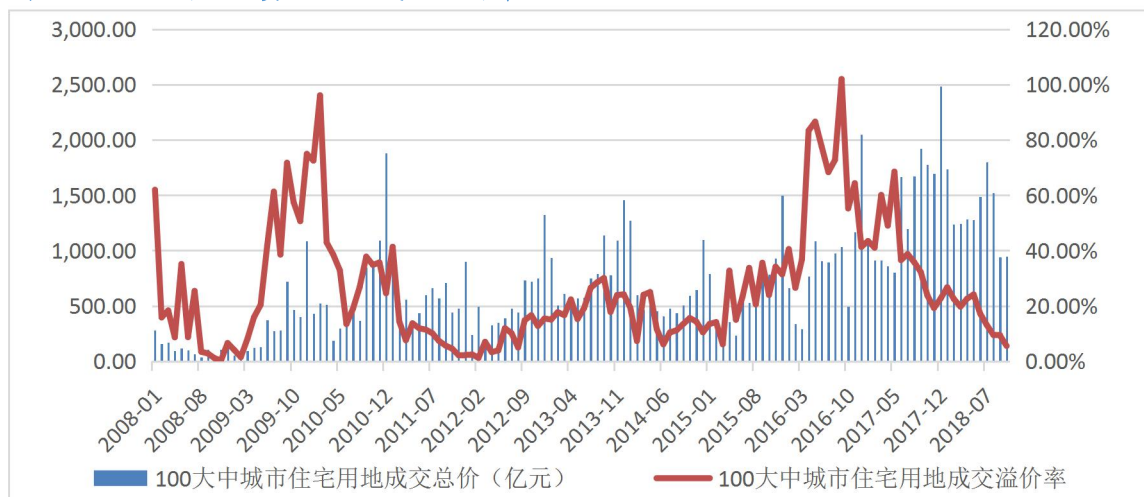
	减息周期	加息周期	减息周期	加息周期	减息周期	加息周期
时间段	2009Q1-2009Q2	2009Q3-2011Q4	2012Q1-2012Q3	2012Q4-2014Q3	2014Q4-2016Q4	2017Q1-2018Q3
时长	2 个季度	10 个季度	3 个季度	8 个季度	9 个季度	7 个季度

数据来源：wind、红塔证券研发中心

据前文分析，个人住房按揭贷款利率与住房销售面积具有明显的负相关性，由上图可以看出，在个贷利率变化由升转降的时间点基本上也是住房销售面积增长率的谷值，而个贷利率由降转升时也四住房销售面积增长率的峰值。2016 年三季度开始，个贷利率不再降低，2017 年一季度开始个贷利率开始上升，进入个贷加息周期，目前仍保持一定速度上升，住房销售面积增长率下降至 0 附近，如果继续增加或维持这一利率水平，住房销售面积增长率预计将会负增长。

#### 2、土地投资收缩

图 38：住宅用地投资总额及成交溢价率

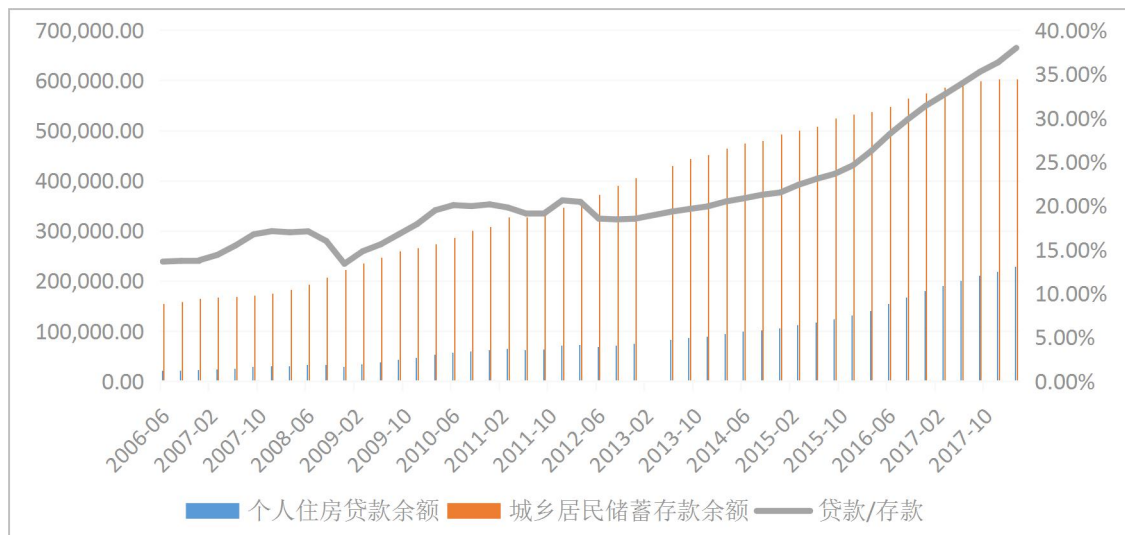


数据来源：wind、红塔证券研发中心

2018 年以来，住宅用地投资总额成明显下滑趋势，2018 年 10 月 100 个大中城市住宅用地成交金额为 946.47 亿元，同比下降 46.73%，土地溢价率也由 2016 年峰值时的 100% 下降至今年 10 月的 5.51%，接近历史最低水平。说明目前开发企业土地获取意愿降低，对未来市场缺乏信心。目前土地溢价率的降低，将会导致未来住房供给的土地成本增速放缓，从而进一步放缓房价增速，预计未来 2--3 年房价涨幅不会过大。

### 3、居民对房价的承受力下降

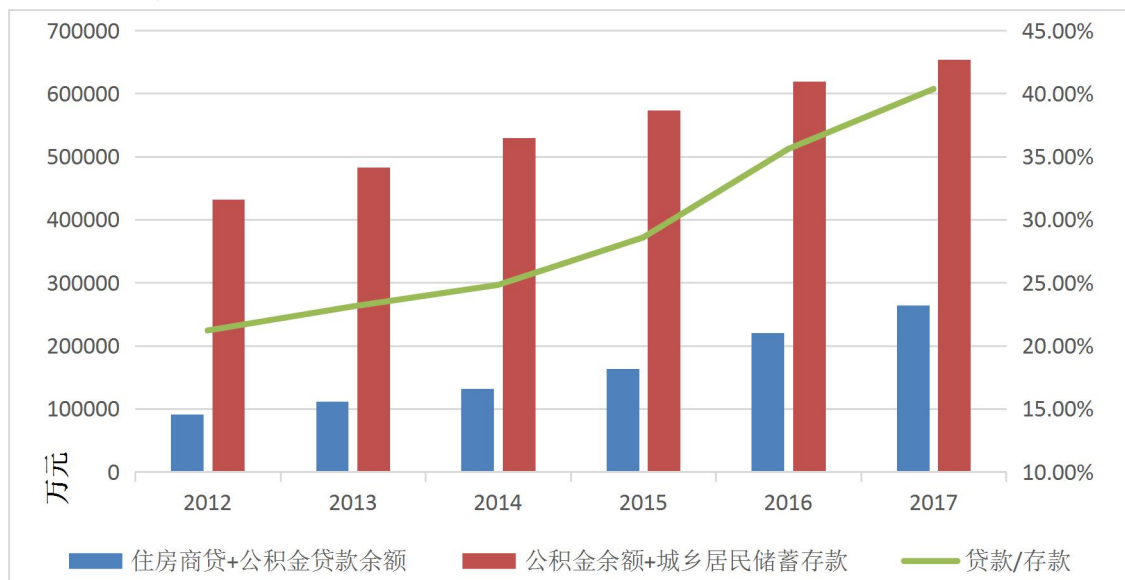
图 39：住房贷款与储蓄情况 1



数据来源：wind、红塔证券研发中心

2015 年开始，个人住房贷款余额上升加速，此处个人住房贷款余额为银行业数据，仅为商业贷款，城乡居民储蓄存款余额增速放缓，贷款/存款比值开始从 21.5% 上升至 37.98%，这一数据表明目前房贷对于居民的压力在快速增加。

图 40：住房贷款与储蓄情况 2



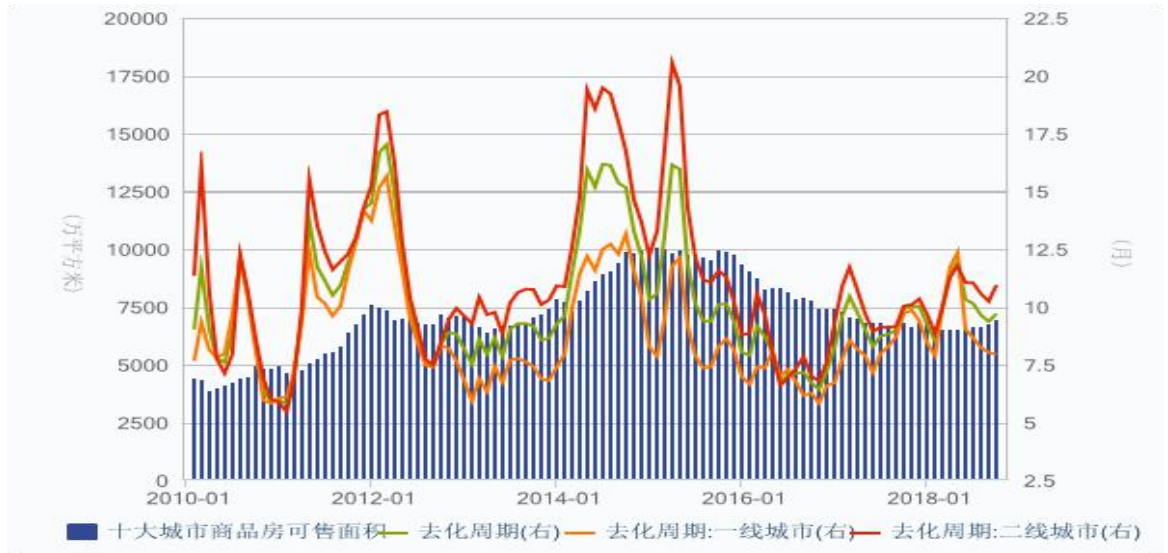
数据来源：wind、红塔证券研发中心

在上述数据中再加入居民住房公积金缴存余额和居民住房公积金贷款余额进行比较，在加入住房公积金金额后，居民住房的负债水平从 2012 年的 21.2% 上升至 2017 年的 40.36%，相比前一比重更高，近 6 年时间负债水平上升近一倍，可以看出住房消费对居民部门的消费透支能力过快。预计未来 3 年需求下滑的可能性较大。



## 4、本轮去库存任务基本完成

图 41：十大城市商品房去化周期



数据来源：wind

随着 2016 年开始的此轮房地产行情，十大城市商品房可售面积在触底后，在 2018 年年中开始有回升的趋势，去化周期也从 2014 年最高的 20 个月降至 2016 年年末的 6 个月，现在回升至 9.5 个月左右。可以看到，一线城市与二线城市分化还是较大，2018 年年中一线城市去化周期约为 7.8 个月，二线城市去化周期约为 11.2 个月。十大城市商品房恪守面积已经是 2011 年以来的最低水平，本轮房地产去库存任务已经基本完成，后续政策刺激的可能性较小。

## 5、小结及预测

总体而言，本轮房地产市场的行情由 2015 年年末的棚改货币化启动，至今已历经三年时间，去库存任务基本完成，居民部门负债水平达到历史高位，居民对住房的承受能力透支过多。2018 年年中开始，从中央到地方正在通过多种政策抑制房价过快上涨，当前房地产市场过热房价正在受到抑制，个人住房按揭贷款利率处于加息周期中，房地产市场的土地投资也开始收缩，本轮房地产行情正在落下帷幕。

由于房地产市场对我国宏观经济和地方财政影响较大，因此现阶段面临政策拐点，存在较大不确定性，因此对于不同情况给予行业不同预测。在全球和中国宏观经济不出现重大波动，制度不出现重大变化的情况下，做出下列预测：

### (1) 中性预测

如果中央政策不变，即货币化棚改继续收紧，货币增速维持现有水平，坚决遏制房价上涨的指令不变，地方政策也不发生变化，即限购限售限贷政策不变，房贷利率维持现有水平，首付比例维持现有水平，给出住宅地产行业销售中性预测如下：

因此判断未来三年中，除 2018 年还在本轮行情之中，2019 年、2020 年住宅地产市场销售面积将小幅下滑，由于 M2 增速仍高于 GDP 的增速，价格将在维持稳定的基础上小幅上涨。

表 10：住宅销售情况中性预测

住宅销售预测	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售面积 (亿 m <sup>2</sup> )	13.7539	14.4789	14.7540	14.2376	13.9528
增长率 (%)	22.36%	5.27%	1.90%	-3.50%	-2.50%
销售均价 (元/ m <sup>2</sup> )	7202.58	7613.82	8541.96	8644.46	8903.79
增长率 (%)	11.28%	5.71%	12.19%	1.20%	3.00%
销售金额 (亿元)	99064.17	110239.51	126028.08	123076.41	124232.85
增长率 (%)	36.17%	11.28%	14.32%	-2.34%	0.94%

数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

**(2) 乐观预测**

如果中央对于房地产市场论调出现松动，棚改货币化持续推进，货币增速维持现状或略有加快，二者出现其一或均出现，地方政府大面积取消限购限贷限售政策，房贷利率下行，首付比例下行，三者出现其二，给出住宅地产行业销售乐观预测如下：

表 11：住宅销售情况乐观预测

住宅销售预测	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售面积 (亿 m <sup>2</sup> )	13.7539	14.4789	14.7829	14.5612	14.9980
增长率 (%)	22.36%	5.27%	2.10%	-1.50%	3.00%
销售均价 (元/ m <sup>2</sup> )	7202.58	7613.82	8564.79	8778.91	9261.75
增长率 (%)	11.28%	5.71%	12.49%	2.50%	5.5%
销售金额 (亿元)	99064.17	110239.51	126612.38	129078.60	138907.72
增长率 (%)	36.17%	11.28%	14.85%	1.95%	7.61%

数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

**(3) 悲观预测**

如果中央维持遏制房价上涨论调，货币化棚改及货币增速再下降的可能性低于维持现状的可能性，限购限贷限售政策继续收紧且参与城市增加，房贷利率或整体利率水平上行，首付比例维持现状，或者百强房企中少数出现资金链断裂出现债券违约、楼盘烂尾甚至重组、清算等引起市场恐慌性事件发生，给出住宅地产行业销售悲观预测如下：

表 12：住宅销售情况悲观预测

住宅销售预测	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售面积 (亿 m <sup>2</sup> )	13.7539	14.4789	14.6715	13.7179	13.3750
增长率 (%)	22.36%	5.27%	1.33%	-6.50%	-2.50%
销售均价 (元/ m <sup>2</sup> )	7202.58	7613.82	8527.96	8400.04	8568.04
增长率 (%)	11.28%	5.71%	12.01%	-1.50%	2.00%
销售金额 (亿元)	99064.17	110239.51	125117.97	115230.92	114597.55
增长率 (%)	36.17%	11.28%	13.50%	-7.90%	-0.55%

数据来源：国家统计局、wind、红塔证券

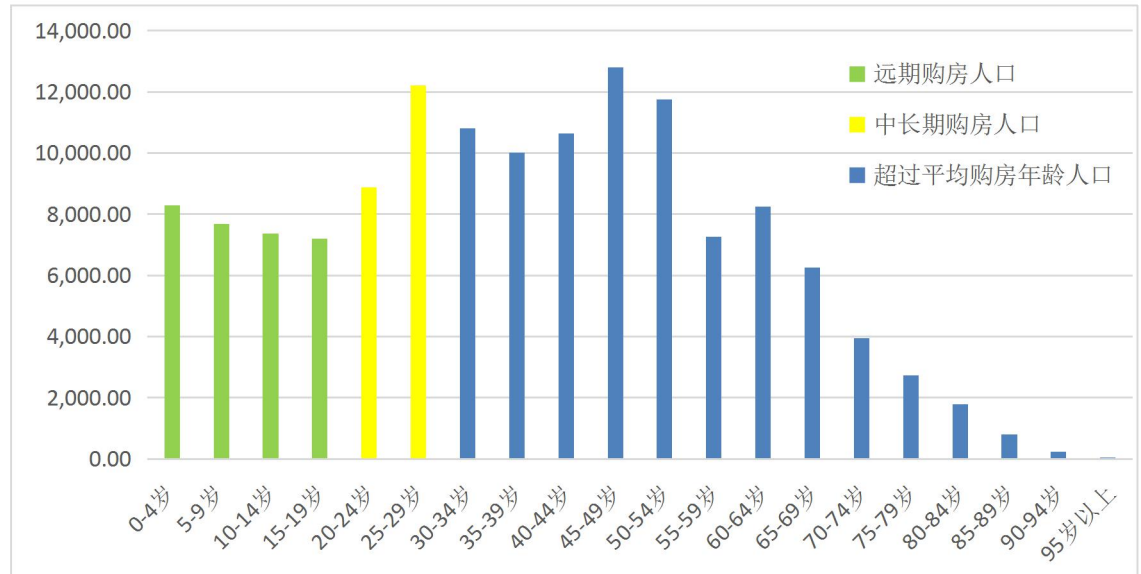
以上三种情况中，如悲观情况出现，全国宏观经济承压明显，地方土地出让流拍进

一步加剧，财政收入锐减，地方投资减少，宏观经济进入恶性循环，这一情况出现可能性较小，因此悲观假设概率较小；乐观情况出现对于地方政府较为有利，但与中央坚决遏制房价上涨论调不一致，且目前居民消费透支较高，即使政策松绑也难以维持高增长，这一情况的可能性较悲观大较中性小。中性预期的情况下，2019年可能出现部分城市放松限购限售限贷政策和部分城市房贷利率下行，但中央政策变化的可能性较小，大部分地方政府大量松绑的可能性也较小，因此中性预测可能性较大，后续分析将以中性预测为假设条件进行。

## （二）中长期发展趋势（2018-2030）

### 1、首次置业人口基数较高

图 42：中国人口年龄层次



数据来源：wind、红塔证券研发中心

根据智研咨询的数据，我国首次置业平均年龄约为 30 岁左右，那么在未来 11 年里，目前 19--29 岁人群将形成新增购房需求，这一人群人数约为 2.2541 亿人，保守根据我国目前城镇化率 58.52%，估算这一人群中城镇常住人口数量为 1.3191 亿人，我国目前城镇人均住房面积约为 35 m<sup>2</sup>，这一人群将形成的住房需求估算为 46.17 亿 m<sup>2</sup>。

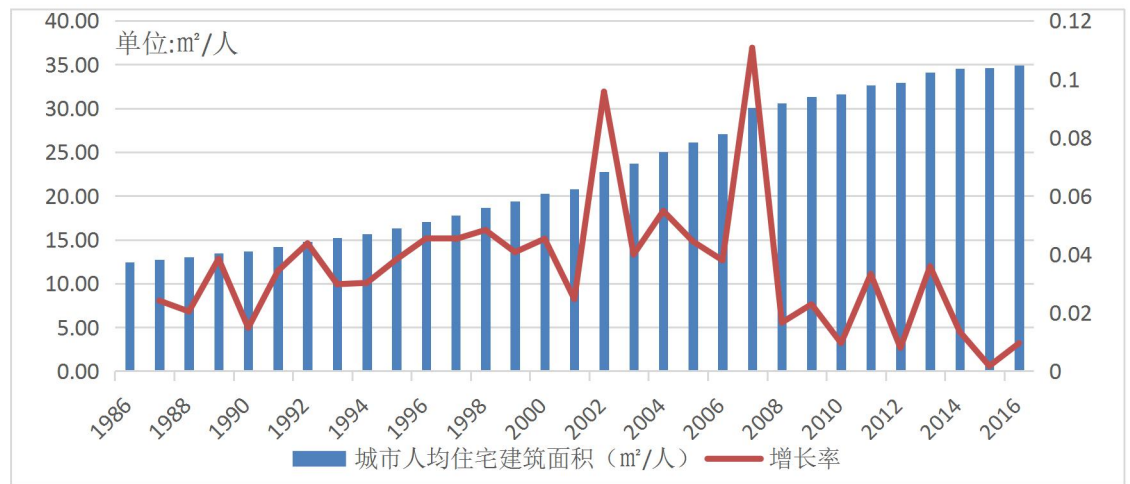
### 2、城镇化持续推进

根据国务院 2017 年印发的《国家人口发展规划（2016—2030 年）》（下称“《人口规划》”），预计我国在 2030 年前后人口达到峰值 14.5 亿，城镇化率目标为 70%。根据《人口规划》，我国 2030 年城镇常住人口估算值为 10.15 亿，目前城镇常住人口为 8.13 亿，城镇常住人口增长约为 2.02 亿人，除去城镇人口自然增长估算为 0.35 亿人，由城镇化带来的人口增长为 1.67 亿人，我国目前城镇人均住房面积为 35 m<sup>2</sup> 左右，也就是说在未来 11 年间，通过城镇化进程产生的刚性住房需求约为 58.45 亿 m<sup>2</sup>。



### 3、改善性需求逐步推进

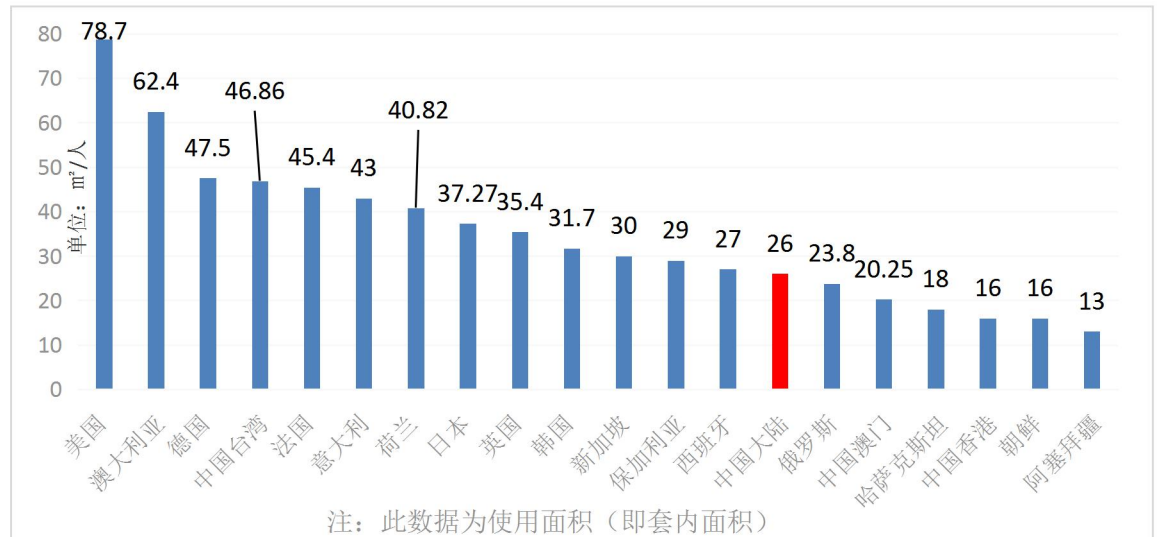
图 43：中国城市人均住宅面积



数据来源：wind、红塔证券研发中心

目前中国城市人均住宅面积已经达到 35 m<sup>2</sup>，增速有所放缓，随着我国房改已接近 40 年，部分住宅存在更新需求，将带来一定的改善性需求。根据近 5 年城市人均住宅面积增速平均值 1.33% 向下取整保守估算未来 11 年人均住房面积增速 1%，2030 年我国城市人均住房面积将提升至 39 m<sup>2</sup>/人，提高 4 m<sup>2</sup>/人，届时城镇人口估计为 10.15 亿人，带来 40.6 亿 m<sup>2</sup> 的新增住房需求。

图 44：全球主要国家人均住房使用面积比较



数据来源：根据公开资料整理、恒大研究院、红塔证券研发中心

从全球主要国家的人均住房使用面积来看，估算中国大陆为 26 m<sup>2</sup>/人，由于中国大陆采用建筑面积和套内面积双口径，而全球主要国家无二者差别，均使用套内面积作为交易和统计依据。从这一数据上卡，目前中国大陆还处于较低水平，2030 年时，初步估算，我国人均住房面积提升 4 m<sup>2</sup>/人，达到 30 m<sup>2</sup>/人，与目前新加坡、韩国同一水平，与美国、德国、中国台湾相比仍然有较大增长空间。

### 4、小结及预测

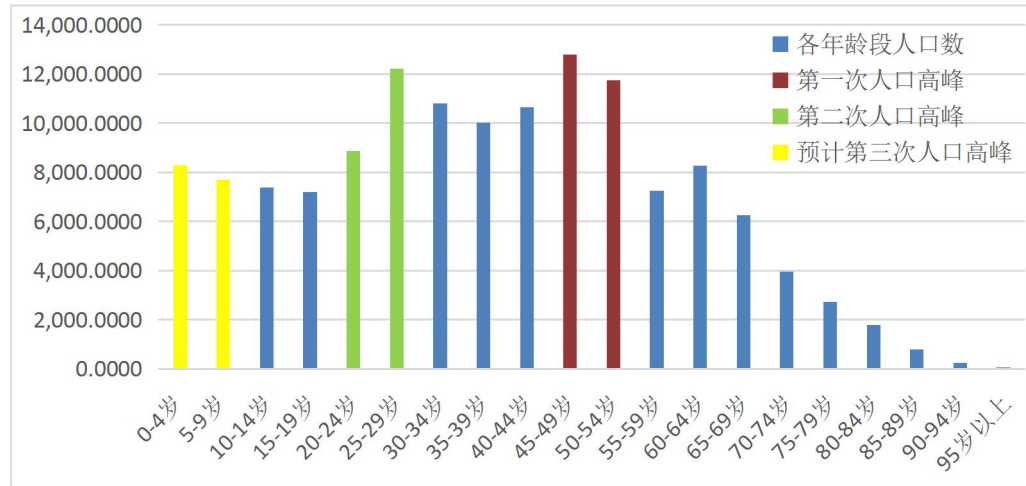
通过上述分析，2018--2030 年期间，我国住房需求主要通过三方面构成：①城镇适龄人口达到我国首次置业平均购房年龄产生的购房需求，约为 46.17 亿 m<sup>2</sup>；②2030 年我国城镇化进程带来的城市人口增长产生的购房需求约为 58.45 亿 m<sup>2</sup>；③随着国民经济增长和人均收入提高，以及部分老旧住宅的更新需求，将带来改善性需求约 40.6 亿 m<sup>2</sup>。以上三者合计 145.22 亿平方米，年均需求 13.2 亿 m<sup>2</sup>，估计未来 11 年间每年住宅销售面积将围绕这一数字波动，与短期预测基本一致。从中长期看，我国新增住房需求将随着人

口红利衰退而逐步减少，改善性需求将逐步增加，我国住宅地产行业在中长期将从高速向中低速转变、从量额增长向质的提升转变。

### (三) 远期行业拐点 (2030-未来)

#### 1、人口红利逐步减退

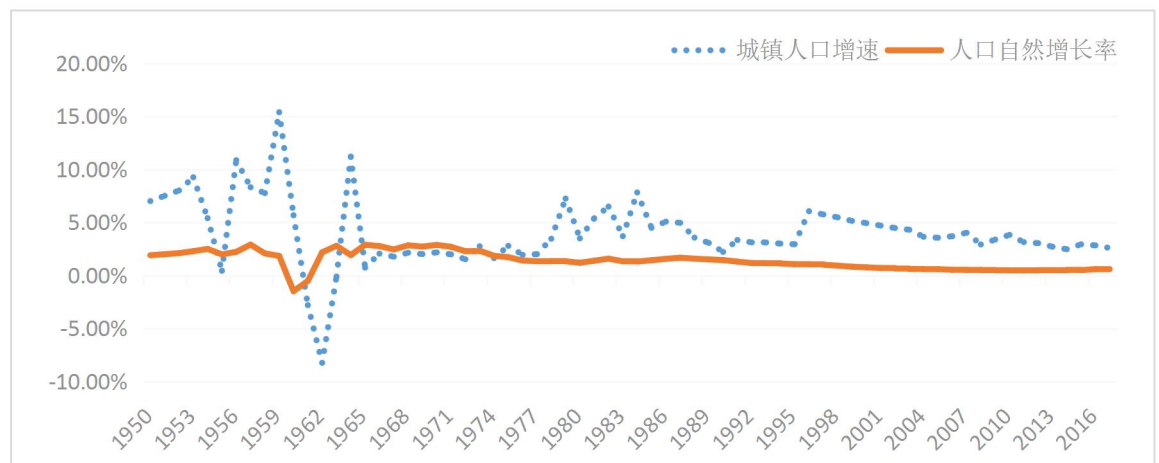
图 45：全国及城镇人口增长速度



数据来源：wind、红塔证券研发中心

由上图可以看出，我国目前已经经历过 2 次人口高峰，分别为 1968±5 年出生人口，对应目前 45-54 岁人口数为 2.45 亿人，这一次人口高峰带来了 1988±5 年出生人口，对应目前 25-34 岁人口数为 2.30 亿人，受计划生育政策影响，第二次人口高峰比第一次人口高峰略有下降。根据我国目前育龄妇女平均年龄 29 岁，第二次人口高峰带来的第三次人口高峰预计在 2017±5 年出现，即目前 6 岁至未来 4 年出生人口，但是结合目前 0-9 岁人口情况看，这一高峰并未如期而至，25 岁以后人口陡降，人口断层十分明显。2030 年以后人口断层进入首次置业平均年龄后，人口红利消退对于房地产市场而言将是重大负面影响，住房市场的需求将大幅下降。

图 46：全国及城镇人口增长速度

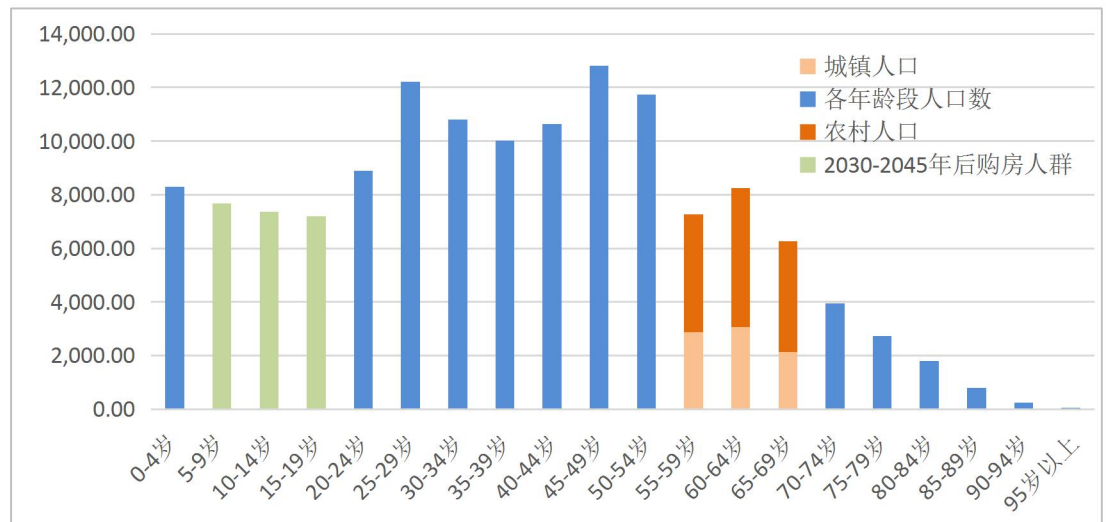


数据来源：wind、红塔证券研发中心

采用人口增长速度对上述估算进行验证，中国人口自然增长率目前已经建国以来除 1960--1962 三年困难时期以来的最低点，2009 年-2015 年 7 年中有 6 年人口自然增长率低于 0.5%，2016 年和 2017 年受放开二胎影响，人口自然增长率回升至 0.586% 和 0.532%，低于预期水平。城镇人口增长率也处于下滑趋势，2017 年为 2.58%，为近 30 年最低增速。根据我国人口规划，按照目前的生育政策，2030 年人口自然增长率和城镇人口增速都将接近于 0。

## 2、继承性供给出现

图 47：中国人口年龄层次



数据来源：wind、红塔证券研发中心

目前中国 55-69 岁人口数量总额为 2.18 亿人，而 5-19 岁人口数量总额为 2.22 亿人，二者数量大致相当，其中 55-69 岁城镇人口比例为 39%，5-19 岁城镇人口比例估计比现在平均城镇化率 58.52% 略高。而中国当前平均寿命 74 岁，也就是说，随着时间推移，在未来 10-25 年间，当前 5-19 岁人群逐渐产生住房需求的时间里，将会出现相当于城镇住宅需求人口数 2/3 的继承性供给，即使住房老化需要更新，土地使用权将得以继承，这对于新建住房的需求而言，可能会产生很大的冲击。

## 3、保障性住房形成规模

我国保障性安居工程包括三类。第一类是保障性住房建设，包括廉租住房、经济适用房、公共租赁住房、限价商品住房；第二类是棚户区改造，包括城市棚户区、国有工矿棚户区、林区棚户区、垦区棚户区和煤矿棚户区；第三类是农村危房改造和游牧民定居工程。目前仅有第一类保障性住房对住宅地产市场供给进行挤压，根据住建部数据，第一类占保障性安居工程比重不足 33%，目前我国保障性住房覆盖率为 7% 左右。我国突出未来保障性住房覆盖率将提高至 20%，根据建设执行情况和申请审批时间看，将对挤占部分远期住宅需求。

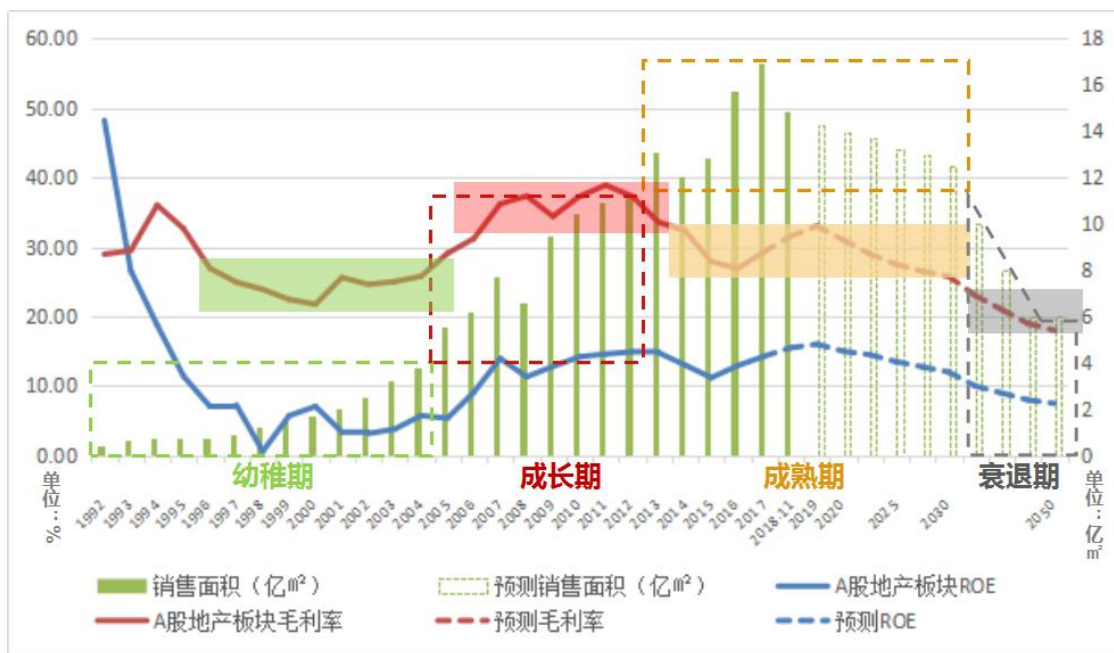
## 4、小结

2030 年以后随着我国人口断层和人口峰值的到来，城镇化进程基本结束，我国人口红利已经基本消退，总体住房需求将快速消减。随着时间推移，大量的继承性住宅供给将出现，供给方面受到挤压，随着我国保障性住房的执行不断推移，虽然当前比重很低对住宅市场暂不构成影响，但远期来看，随着保障性住房覆盖率的提高，我国商品化住房供给也将受到挤压。综上所述，2030 年以后，住宅地产市场将进入衰退期，市场规模将会快速缩减。

综合上述分析可以看出，我国房地产市场从 1987 年前后住房商品化改革以后至 2004 年，行业处于幼稚期，市场规模较小，销售面积处于 4 亿  $m^2$ /年以下，初期由于改革处于试水阶段，获取商品化建设用地具有难度，幼稚期初期进入市场具有一定门槛，毛利率较高，随着房改的全国铺开，市场竞争加剧，居民还未能完全接受住房商品化的概念和趋势，中国城镇化进程才刚刚开始，市场处于培育阶段，毛利率下滑至 21%--26%；2005 年--2012 年行业进入高速成长阶段，市场规模从 4 亿  $m^2$ /年快速提升至 11 亿  $m^2$ /年，毛利率上升至 32%--40% 右；在经历了幼稚期和成长期之后，于 2012 年前后销售面积稳定在

11 亿m<sup>2</sup>以上，市场竞争较为充分，毛利率下降至 26%—32%，企业通过加杠杆维持原有 ROE，行业进入成熟期，2016 年—2018 年年中由于货币化棚改等外部因素催生了一轮成熟期内的高增长行情；随着中国人口年龄结构的变化和供给的多样化，预计行业将在 2030 年前后进入衰退期，以更新需求为主的市场规模将降低至 6 亿m<sup>2</sup>/年左右，毛利率下滑至 20% 以下，ROE 下降至 7% 左右。

图 48：行业生命周期



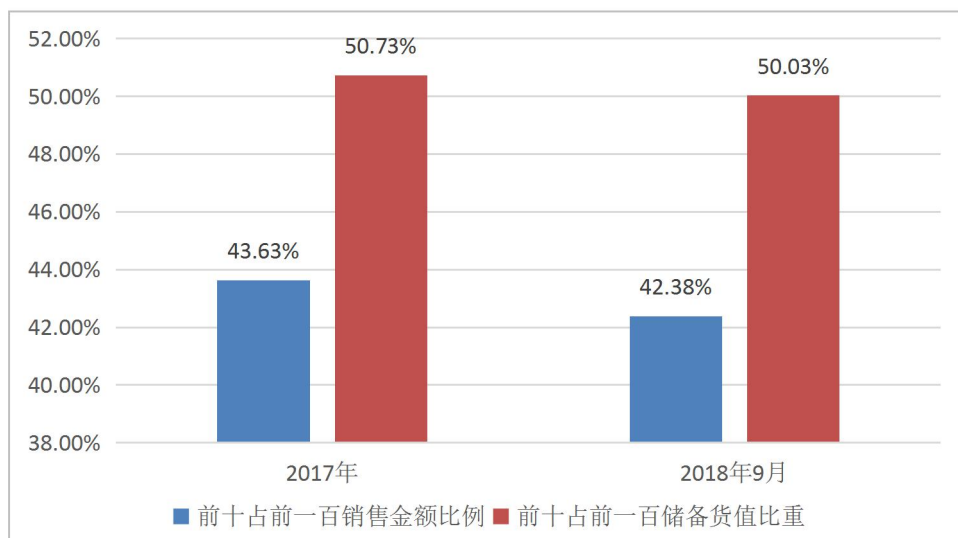
数据来源：wind、红塔证券

目前行业处于成熟期中段，未来 10 年将进入成熟期后半段，销售面积将稳定在 13.2 亿m<sup>2</sup>/年附近波动，市场规模仍在，可关注其中的中小周期波动和行业内部的结构性机会，具体看主要有四个方面：①存在于横向扩张或低效企业退出带来的市场集中度提高；②企业空间布局与房地产行情的区域分化相契合；③目前的存量预收账款和土地储备带来的业绩支撑；④企业为即将进入衰退期做的准备四个方面。

#### （四）行业内结构性特征

##### 1、行业集中度将进一步提高

图 49：销售和土地储备货值集中度



数据来源：wind、克尔瑞、红塔证券研发中心

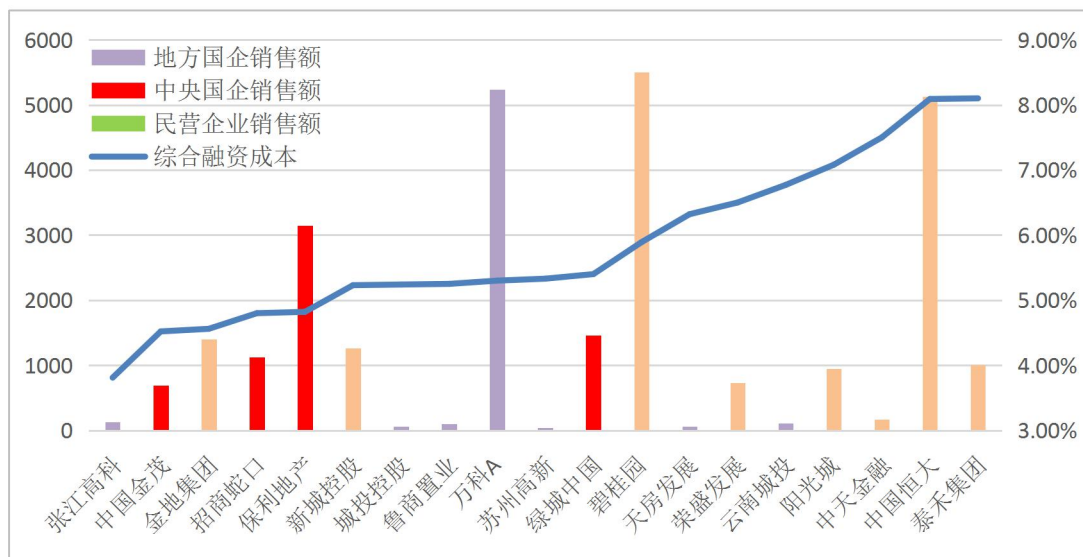
2017 年和 2018 年前三季度销售额排名前十的开发企业销售额占前一百名销售额的比



重约为 43%左右，而同一时间排名前十的开发企业土地储备货值占前一百名的比重约为 50%左右，前文已经叙述过，房地产的原材料和产品具有独一无二的唯一性，因此土地获取能力仍然是房地产开发企业的核心竞争力之一，目前排名前十的开发企业土地储备货值占比远高于当前他们的市场份额，为未来获取更高的市场份额奠定基础，由此判断房地产市场的市场集中度还将进一步提高。

## 2、融资优势向国有、大型开发企业倾斜

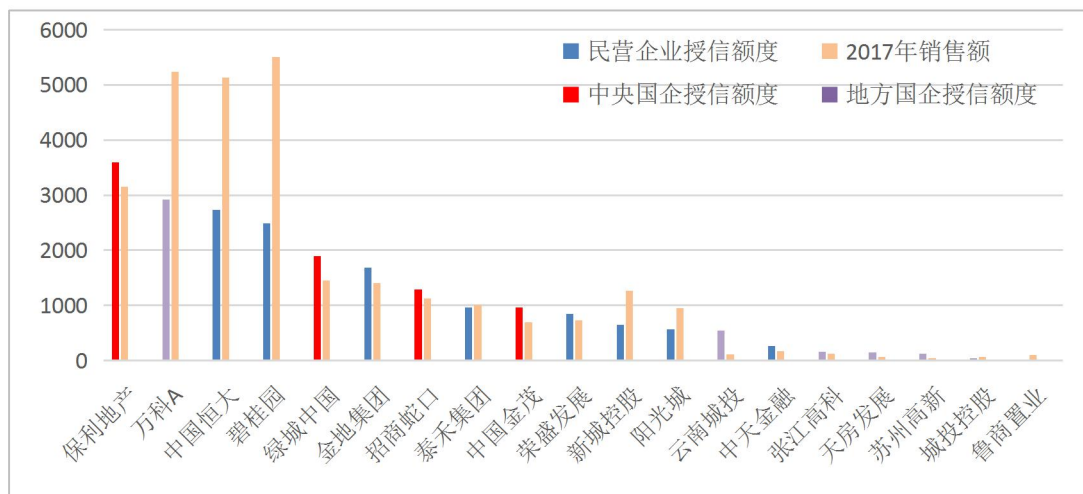
图 50：融资成本情况



数据来源：wind，红塔证券研发中心

图 42 中选取了 19 家 A 股和港股的上市公司作为样本进行分析，涵盖了住宅地产各种规模的开发企业，综合融资成本的高低与房企的规模没有太大的相关性，而是与企业性质相关度较高，19 个样本中，11 个样本为国有企业，8 个样本为民营企业，融资成本最低的 10 个样本中，8 家为国企，融资成本最高的 9 个样本中，7 家为民营企业。国有企业在融资成本方面具有明显优势。

图 51：授信额度情况



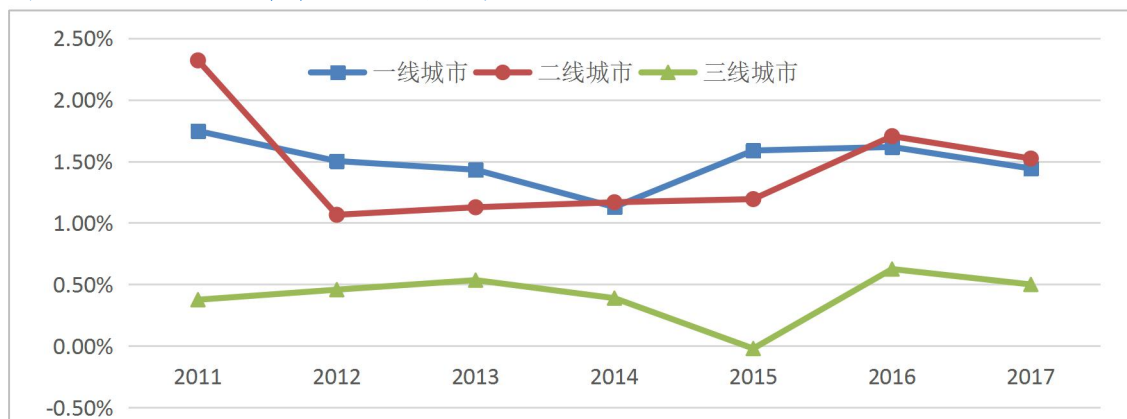
数据来源：wind，红塔证券研发中心

根据前文分析，授信额度与销售规模相关性较高，除了 5 家高周转开发企业不需要与销售金额相当的销售金额，其余公司授信额度与销售金额大致相当。

综上，从融资成本来看，低利率向国有企业倾斜，从授信额度看，高授信向大型开发企业倾斜，总体来说样本当中保利地产、招商蛇口、中国金茂的融资规模较大且利率较低，综合看融资向国有大型开发企业倾斜的趋势明显。

### 3、区域分化将进一步加剧

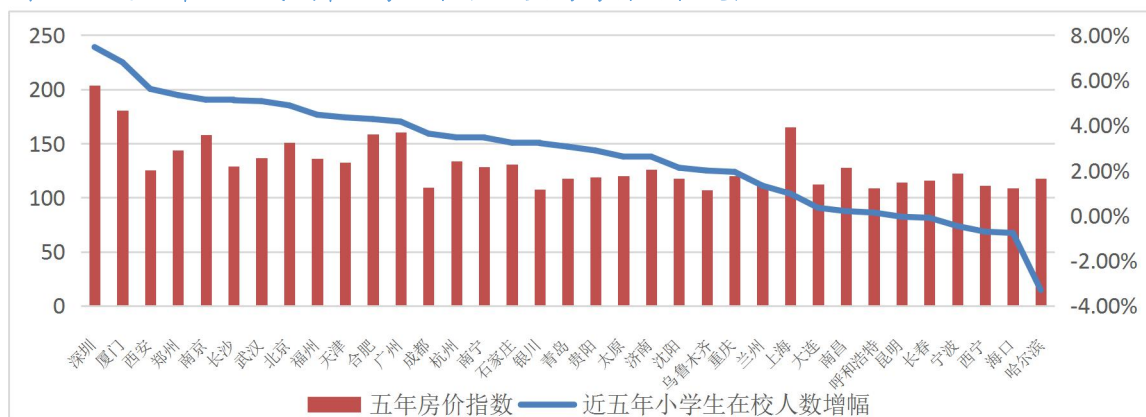
图 52：一二三线城市常住人口增长情况



数据来源：wind，红塔证券研发中心

从人口流动来看，目前一二线城市的人口增长率显著高于三线城市，近7年中三线城市人口增长率维持在0.5%附近，2015年甚至出现一次负增长，而一二线城市人口增长率一直保持高位增长，2016、2017年由于北京、上海严控人口流入，两城市常住人口均为负增长，二线城市在大规模人才引进政策下，人口增长速度超过一线城市，三线城市常住人口增长率仍然维持在0.5%的增速附近，从人口流动上看，二线城市的竞争力逐渐凸显。

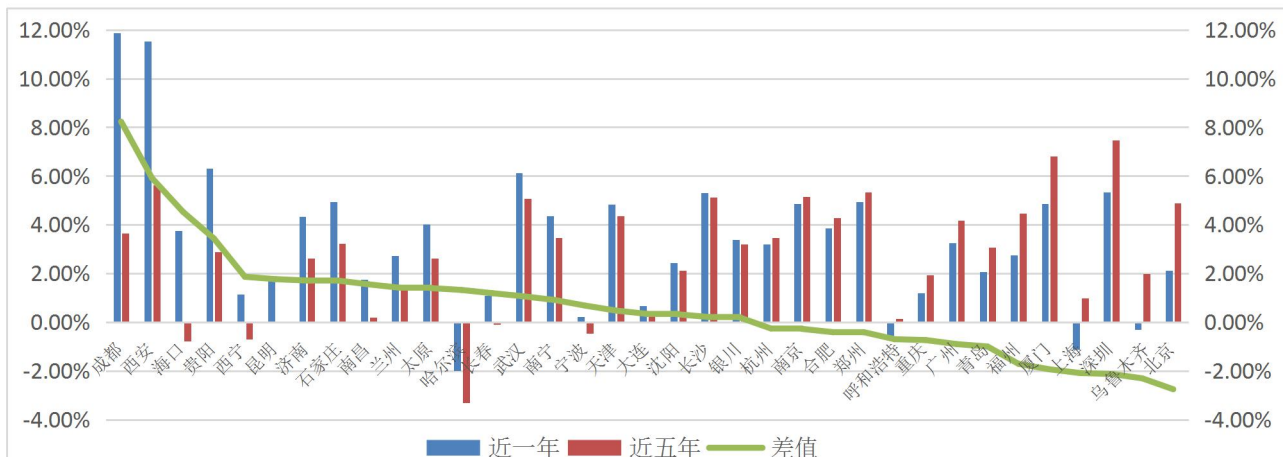
图 53：近五年一二线城市小学生在校人数与房价的相关性



数据来源：wind，红塔证券研发中心

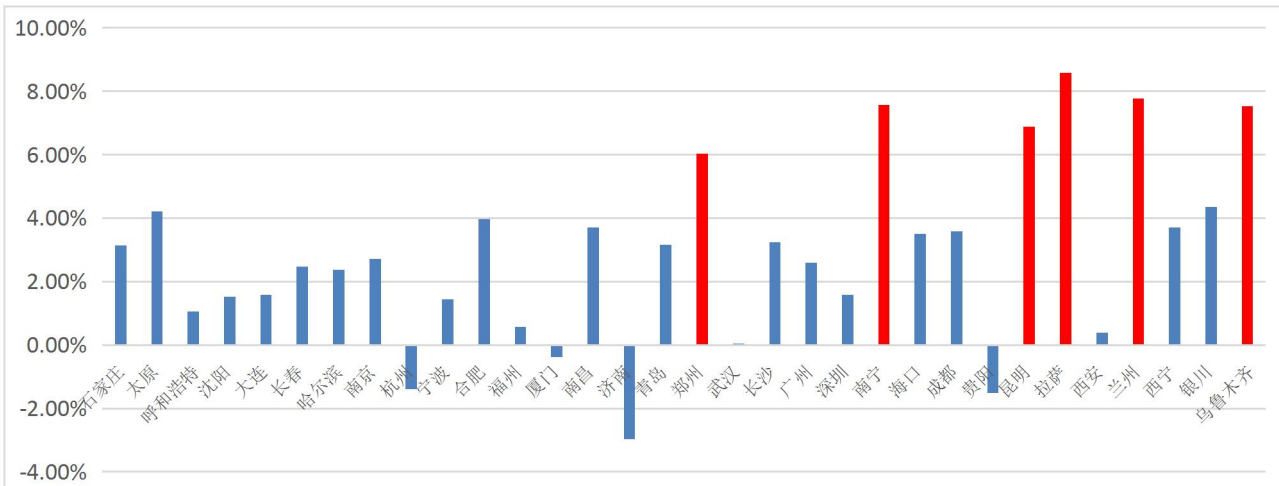
由于未来对一二线城市的看好程度较高，因此对一二线城市进行单独分析来看，近五年的房价涨幅与小学生在校人数的增幅大致呈正相关关系，房价指数定基于2012年为100，截止到2017年年末的涨幅，二者的相关系数达到0.65，具有较高的相关性，小学生在校人数表明该城市处于消费高峰期的家庭户数，这些家庭属于有能力且有意愿购买住房的群体。因此，可以重点关注小学生在校人数增长较快的城市。

图 54：近五年一二线城市小学生在校人数与房价的相关性



数据来源：wind，红塔证券研发中心

图 55：近 5 年在校大学生人数平均增长率

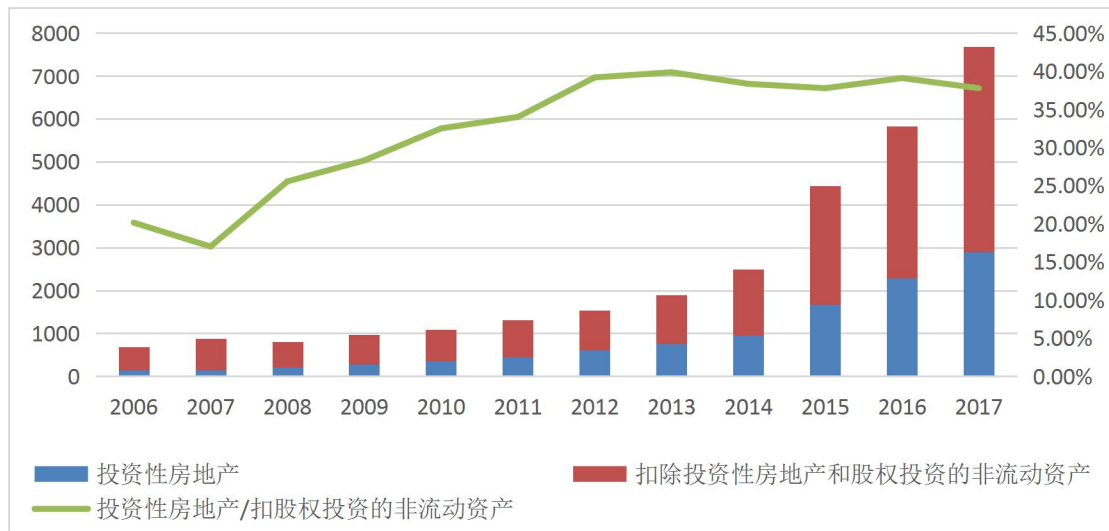


数据来源：wind、红塔证券研发中心

根据前文论述，一二三线城市分化明显，从根本上来说是资源分配的差异性导致的人口流动，一二三线城市分化格局已经基本形成，在此框架内，仍然可以寻找一些存在高增长潜力的区域和城市，其区域性开发企业可能会在未来的房价上涨中获取超额土地溢价，增强盈利能力。由于我国首次置业年龄较早，加上大学生是受高等教育人群，未来收入水平可以构成潜在购买力，大学生入学构成的首次人口迁移对于地区来说很重要，因此从在校大学生人数增长的情况可以在一定程度上预判未来区域房地产市场的盛衰情况。从近 5 年在校大学生人数平均增长率看，目前平均增速超过 6% 的城市有郑州、南宁、昆明、拉萨、兰州、乌鲁木齐，结合这些城市的经济水平对大学生的吸引程度，可以大致估计在中国人口分界线以东的郑州、南宁、昆明具备增长潜质，可以关注布局这些区域的开发企业。

#### 4、开发企业兼具运营商角色

图 56：投资性房地产占非流动资产比重



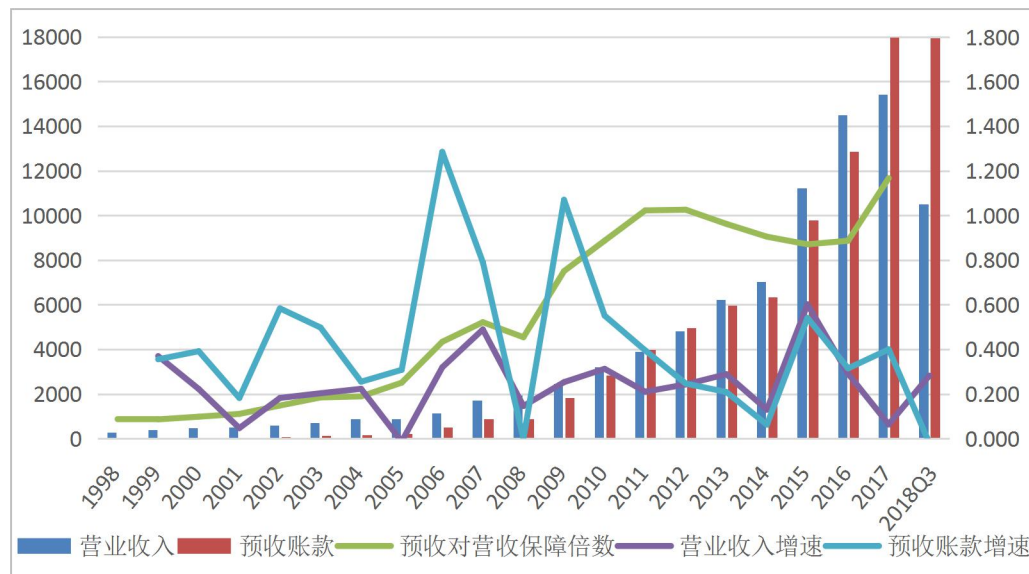
数据来源：wind、红塔证券研发中心

在 2017 年年底的中央经济工作会议中提出“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，长租公寓的运营开始进入风口。现实因素中，随着当前城市规划中住宅、商业、办公、酒店等指标越来越多地放入同一地块中，土地出让过程中附加条件加入自持物业比例、招拍挂竞价过程中竞自持物业比例等因素影响，加上万达集团、华润置地、新城控股等公司运营商业综合体的成功经验，目前越来越多的开发企业开始进入租赁市场，由开发企业角色兼具运营商角色。万达集团和万科地产两个商业地产和住宅地产领域的巨头均提出轻资产化战略，从开发企业转向运营商。数据上看，投资性

房地产在扣除股权投资的非流动资产中的比重从 2006 年的 20.14% 上升至 2013 年的 39.86%，虽然近年来房企资产负债表膨胀迅速，但是投资性房地产占比始终稳定在这一比例附近。不管是被迫还是自愿，目前开发型房地产企业中已经开始具备运营商的角色。

## 5、高预收账款对未来业绩保障作用加强

图 57：预收账款对营业收入的保障情况



数据来源：wind，红塔证券研发中心

由于预售制度的存在，高预收账款是住宅地产行业的一大特征，在达到可预售条件时开始预售，确认预收账款，在住房竣工验收后，确认营业收入。2017 年 A 股住宅地产板块上市公司的预收账款/营业收入达到 1.167 的历史高位，对未来年份业绩保障力度加强，未来年份行业景气的话，高预收账款能够进一步推高营业收入的增长，未来年份行情不景气的话，高预收账款能够平滑营业收入不至于出现大幅度下滑。截止 2018 年三季度，住宅地产板块营业收入同比增长 40%，但预收账款与去年三季度相比基本持平，从目前来看，2018 全年营业收入高增长可期，预收账款对营业收入保障力度仍然很高。

## 6、小结

综上所述，我国房地产市场除了随时间推移而产生的行业整体变迁外，行业结构内也存在一定变化，主要体现在上述五个方面，综合来看未来生存空间较大的公司典型特征有：目前为行业龙头，具备高速扩张潜力，国有、大型开发企业优势明显，探索地产开发上下游产业，高额预收账款保障，布局潜力区域获取土地溢价。具备上述特征的公司可以重点关注。

### （五）推荐关注公司

通过前述对行业的判断，住宅地产行业在未来 10 年之内仍可以依靠城镇化进程维持平均每年约 13.2 亿  $m^2$  的销售面积，中期内依然对市场保持乐观。但是在 2030 年以后，随着继承性住房供给出现，保障性住房形成规模，城镇化进程也基本宣告结束时，需求萎缩、供给增加，对住宅地产的开发企业来说将是重要冲击，远期来看住宅开发行业并不乐观。

在棚改货币化推进收紧的背景下，加上居民负债率上升，住房贷款平均利率出现上升的趋势，总体来看短期内不具备形成 17 年需求的能力，而开发企业并未出现投资降速的情况，因此短期内可能会造成库存上升，在高负债经营的情况下对住宅开发企业的生存构成威胁，因此短期内市场情况并不乐观。

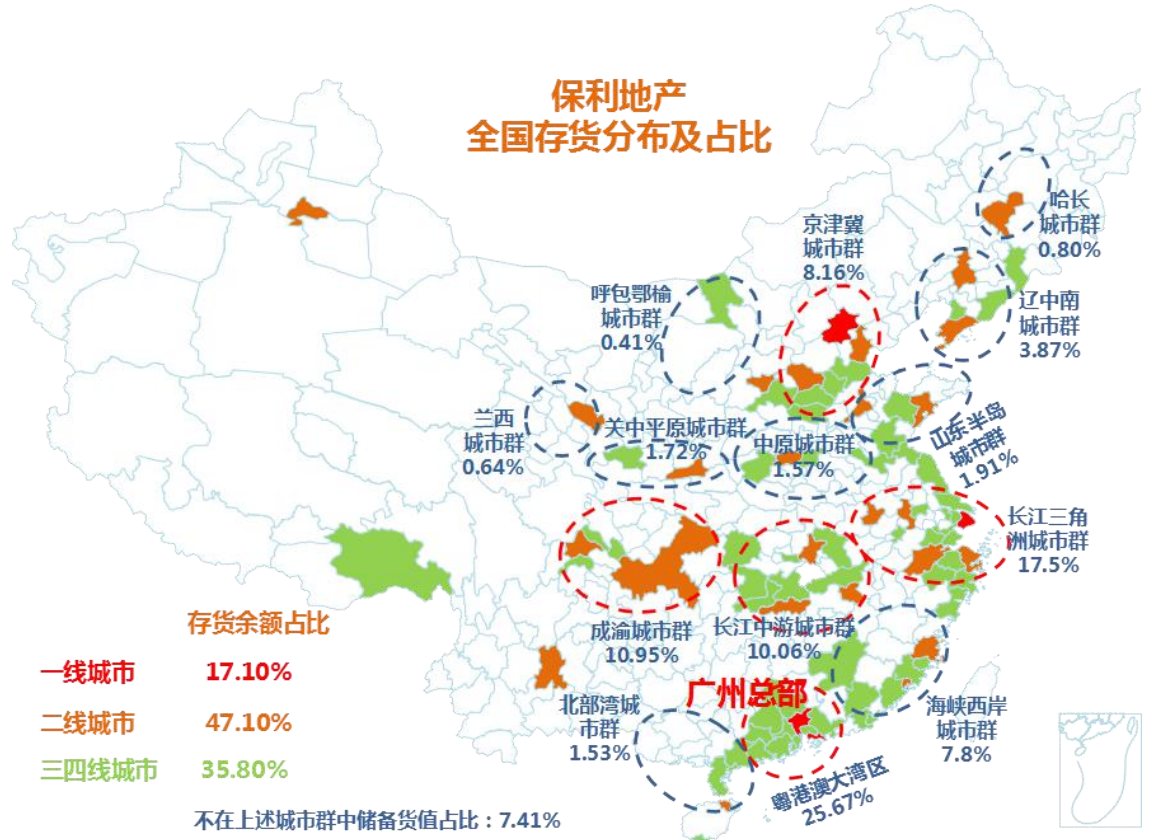
从城市和区域来看，人口进一步向一二线城市集中，由于一线城市严控人口或土地



出让，因此一线城市对于新建住宅开发企业来说参与难度很高，而二线城市目前人口流入速度最快，部分城市大学生和小学生在校人数增长较快，具备较高的人口接纳能力和住宅地产市场容量，因此未来市场空间和溢价能力看好二线城市。

横向来看，未来住宅地产行业的行业集中度将进一步提高，融资向大型、国有控股的开发企业倾斜，当市场需要出现整合时，这一类开发企业将能够存活下来并且具备整合行业的实力。短期市场预期不乐观的情况下，高预收账款的企业能够平滑未来年份的业绩。

图 58：保利发展全国项目分布及区域储备货值成本占比



数据来源：公司年报，红塔证券研发中心

因此，重点推荐关注保利地产[600048.SH]，保利地产实际控制人为国务院国有资产管理委员会，央企背景，综合融资成本较低，授信额度最高，规模目前排名行业第五，综合实力较强，具备行业整合能力。保利地产预收账款对营业收入的保障倍数达到 1.99 倍，具备很强的业绩平滑能力。保利地产总部位于广州，储备项目布局上侧重于城市群布局，储备建筑面积中有 95.94% 位于在国务院已经审批和正在审批的 14 个国家级城市群中，二线城市储备占比达到 47.1%，布局重点位于二线城市，其中储备货值最高的区域是粤港澳大湾区、长三角、长江中游、成渝、京津冀区域，五个区域储备货值成本占比合计 76.52%。也是目前一二线城市最为集中的区域。目前保利地产正在向房地产开发的上下游扩张，包括房地产金融业务和社区服务业务两块，为未来轻资产化和向运营商转变进行探索。

## 五、潜在风险提示

### （一）房企高度负债，需警惕债务风险

当前住宅地产行业整体负债率超过 80%，部分公司资产负债率超过 90%，处于高杠杆经验的情况下，未来如果融资出现收紧或去化周期延长，对目前高周转和融资困难的企业将是重大打击，由此可能引发金融市场和房地产市场的联动恶性循环，需要警惕。

## （二）政策变动风险

在 2017 年中央经济工作会议中提出的多主体供应、租售并举的住房制度，是否会挤压开发型企业的市场空间目前尚需进一步观察。部分地方政府尝试取消预售制度可能会对高周转开发模式的可持续性造成影响。

## （三）房产税或房屋空置税征收预期

针对住宅的房产税开征已经多次在全国人大中提案，目前开征房产税预期很高，关键在于征收方式、计税基础、税率存在较大不确定性，给市场造成看空预期。房屋空置税虽没有房产税预期这么高，但是随着国家电网逐步掌握我国住房空置情况，认为住房空置情况无法掌握导致房屋空置税无法开征的障碍已经基本排除。这两项税种一旦开征，可能会造成二手房市场供给扩大，对新房市场造成冲击。

## （四）土地储备过高对行业冬季的资金周转形成挑战

目前排名靠前的房地产开发企业对土地储备的竞争十分激烈，土地储备是一柄双刃剑，在销售情况好的时候，土地储备能够迅速转化为土地货值，形成销售业绩，在销售情况不好的时候，严峻考验公司资金流，特别是对高周转类型企业形成挑战。

**相关报告：**

《 》 yyyymm/dd

**红塔证券投资评级：**

以报告日后 6 个月内的行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

类别	级别	定义
行业 投资评级	增持	行业指数相对表现优于沪深 300 指数
	中性	行业指数相对表现与沪深 300 指数持平
	减持	行业指数相对表现弱于沪深 300 指数

**公司声明：**

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师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。

**免责声明：**

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因任何机构或个人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。但在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行交易；可能为这些公司提供或者争取提供保荐承销、财务顾问或者金融产品等相关服务；本公司的员工也可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

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、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司 2014 版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。