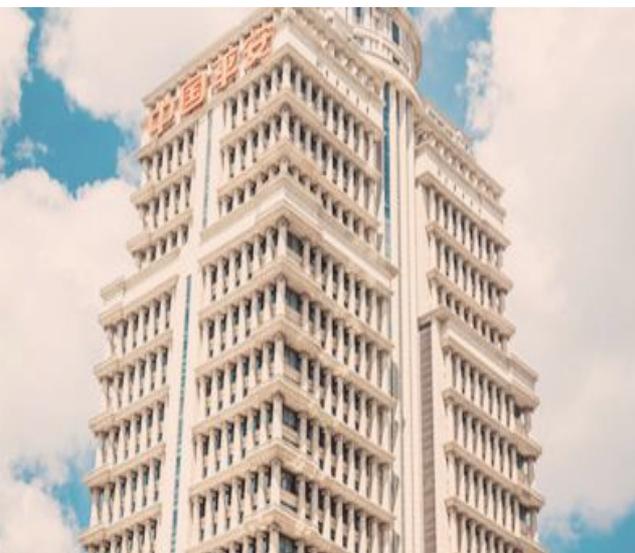


商品住宅行业全景图

——细数住宅前世、今生及未来



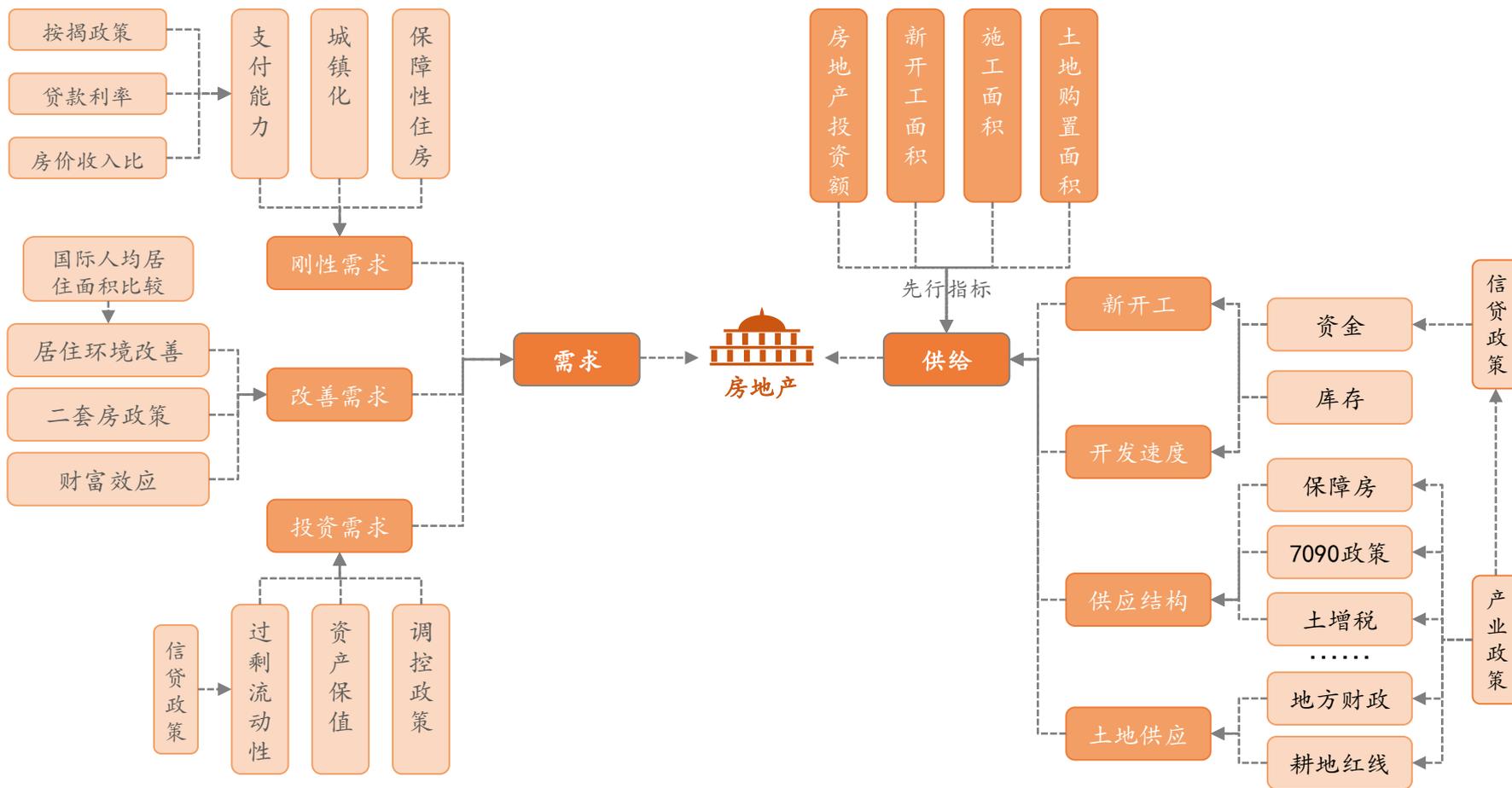
杨侃 投资咨询资格编号 S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

郑茜文 一般从业资格编号 S1060118080013
ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

核心内容

- **“人口+土地+金融”外衣下的供需推动：**纵观国内外商品住房市场发展，本质上仍是供需起作用。从需求端来看，人口迁移、家庭规模小型化、适婚人口的增加都会显著增加房屋需求，但能否形成有效需求，离不开收入增长及金融条件的支持。从供给端看，土地供应直接影响区域楼市中期表现，过去十年（2008-2018）人地错配是导致国内楼市区域分化的重要原因之一；同时建设周期等因素亦可能导致短期供需结构失衡，进而加剧楼市波动。
- **“多元化+存量市场+市占率提升”为海外普遍趋势：**随着城镇化率的完成，海外楼市均呈现新房市场的萎缩、二手房存量市场的崛起；同时市场的调整及成熟加速了行业集中度提升及带来房企的多元化布局。美英二手房成交占比超过80%；英国TOP10市占率达到近60%。尽管各国房企均开启多元化布局，但从收入结构来看，美英房企传统开发类收入占比90%以上，日本随着租赁、商管等业务崛起，物业开发类收入占比已不到40%。
- **“中期需求稳定+多元化+区域分化”为国内中期趋势：**随着城镇化率持续提升，改善及更新需求释放，中期国内住宅需求规模仍有望维持年均12.5亿平左右，同时在稳地价稳房价背景下，行业盈利中枢将逐步回归至市场平均水平。龙头房企凭借融资、拿地等优势，有望持续扩大市场份额，且积极开展多元化试水，但住宅开发中期仍将是传统房企的主要收入来源。区域布局上，一二线城市尽管兼具人口及产业支撑，但面临竞争激烈、地价高企、供应少等问题，而大多数三四线城市人口净流出、产业基础较为薄弱，缺乏中长期支撑，未来以一二线为中心的城市圈将成为房企争夺的主战场。
- **投资建议：**短期来看，行业政策及融资环境依旧维持高压，销售端压力逐步加大，将加快行业格局洗牌及市场集中度提高。中期来看，稳地价稳房价稳预期背景下，随着住宅开发回归制造业属性，唯有具备融资及规模优势、高周转房企方可获得超额利润；同时随着行业盈利中枢下行，收并购、旧改等将成为房企重要拿地抓手，预计未来具备融资及拿地优势的房企方能基业长青、脱颖而出。
- **风险提示：**1) 住宅开发需求大幅萎缩风险；2) 多元化业务布局进程不及预期甚至失败风险；3) 开发业务毛利率大幅下降风险；4) 中小房企资金链断裂风险。

商品住宅行业供需全景图



Contents

- 01 商品住宅现状如何？
- 02 影响动因：“人口+土地+金融”
外衣下的供需推动
- 03 海外趋势：“多元化+存量市场+
市占率提升”
- 04 国内展望：“中期需求稳定+多元
化+区域分化”
- 05 投资建议及风险提示

商品住宅现状如何

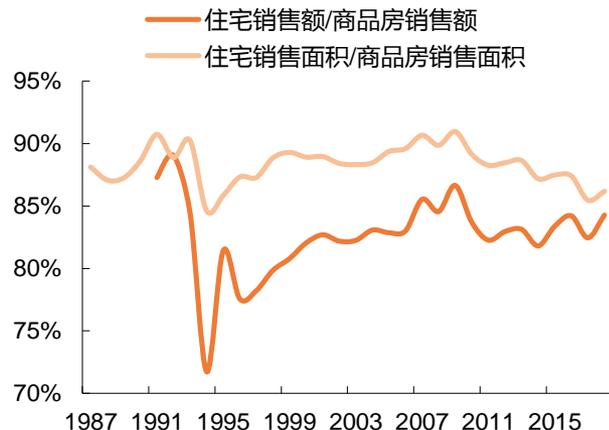
■ 商品住宅定义：

住宅指供家庭居住使用的建筑，含普通住宅、别墅、公寓等。

房地产业发展的主要目的旨在改善人民群众居住条件、满足人民群众对美好居住生活向往，基于此，住宅行业成为房地产业的重要组成，其发展历程亦与房地产市场高度趋同。1987年以来住宅销售面积占商品房销售面积比例稳定85%以上，1991年以来销售额占比稳定70%以上。

1978年改革开放以来，中国房地产市场经历萌芽、探索、成长、成熟等多个阶段，尤其在1998年房改后，整体房地产业步入高速发展快车道。

商品住宅销售占商品房销售绝对比重



行业发展历程





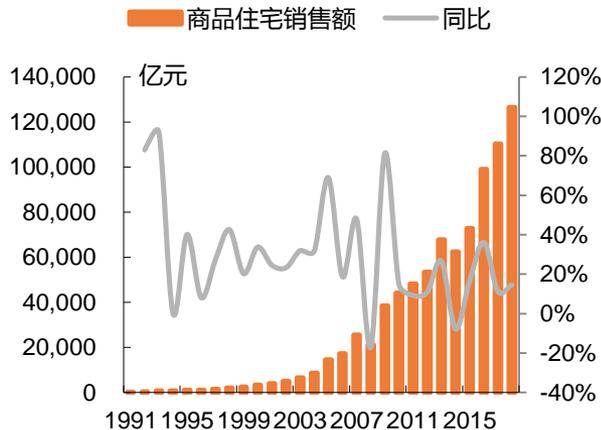
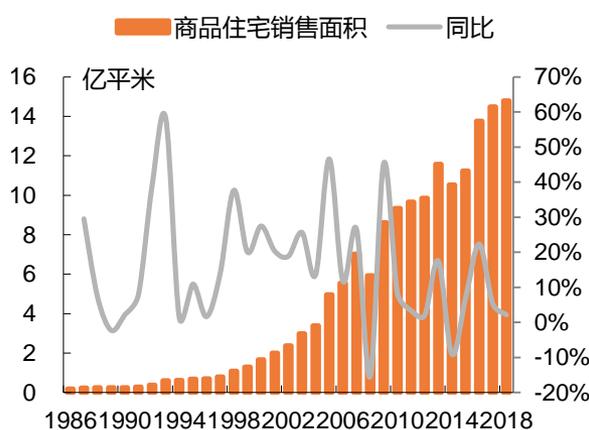
商品住宅现状如何

■ 住宅销量屡创新高，自有率位居前列

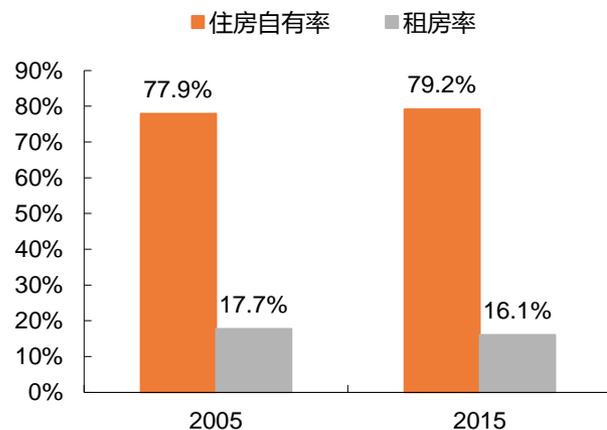
全国商品住宅销售面积由1986年的1835万平方米升至2018年的14.8亿平方米，年复合增速14.7%；商品住宅销售额由1991年的208亿元升至2018年的12.6万亿元，年复合增速26.8%。

由人口普查数据计算，2015年国内城镇居民住房自有率达79.2%，较2005年上升1.3个百分点。横向对比来看，国内住房自有率已居于较高水平。细分来看，建制镇居民住房自有率更高，且呈上升趋势。

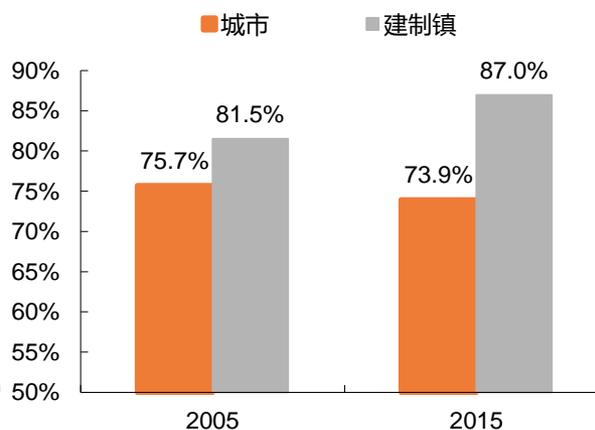
1986-2018年住宅销售面积年复合增速14.7% 1991-2018年住宅销售额年复合增速26.8%



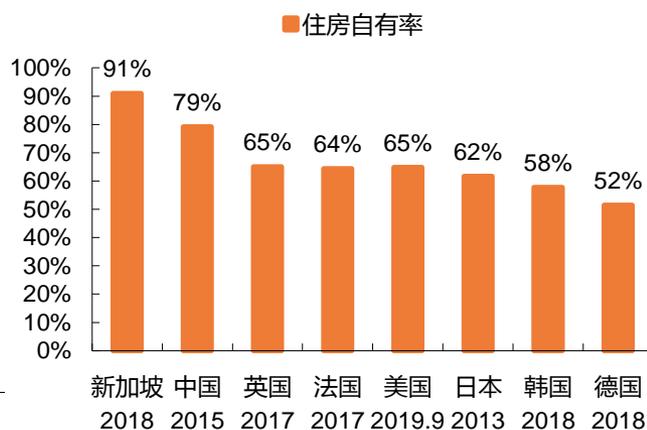
城镇居民住房自有率提升



建制镇居民住房自有率高于城市居民



中国住房自有率处较高水平



数据来源: Wind, 人口小普查, 全球经济指标网, 平安证券研究所注: 国内城镇住房自有率为居住在自有住房的家庭户比例



商品住宅现状如何

■ 人均建面提升，居住条件改善

2018年城镇居民人均住房建筑面积达39平方米，较1956年增长33.3平方米，增长5.8倍；

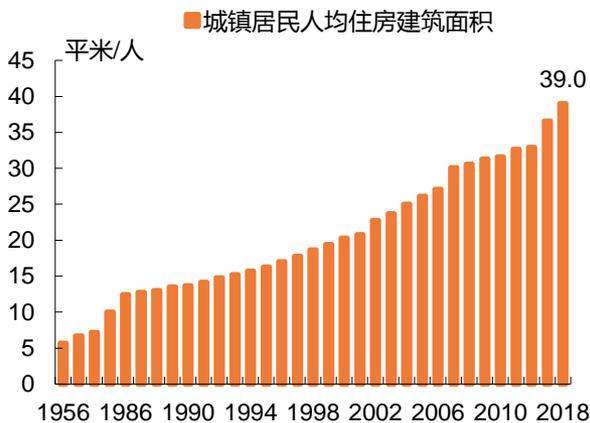
但考虑公摊等因素，与部分发达经济体相比，仍具提升空间。

2015年国内城镇家庭居住在同时拥有厨房及厕所住宅比例为84.3%，较2005年提升10.8个百分点；居住在平房比例为20.6%，较2005年下降15.3个百分点。

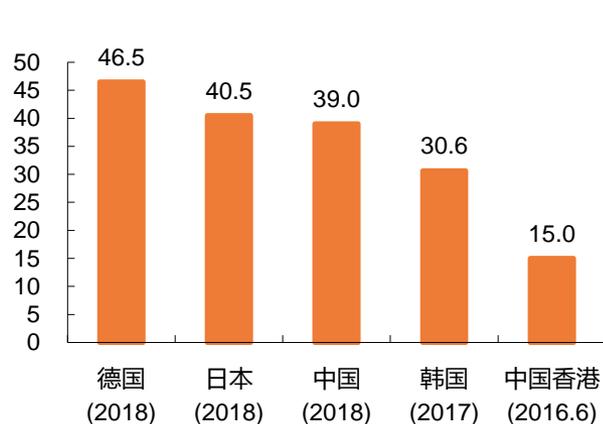
2015年末改革开放后建成房屋比例达94.1%，其中2000年以来建成房屋比例过半。



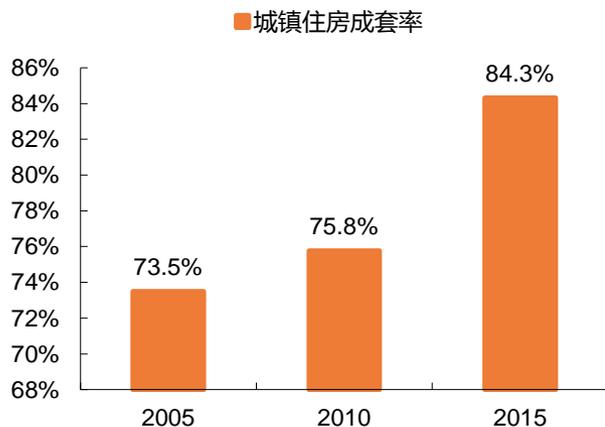
2018年人均住房建面较1956年增长5.8倍



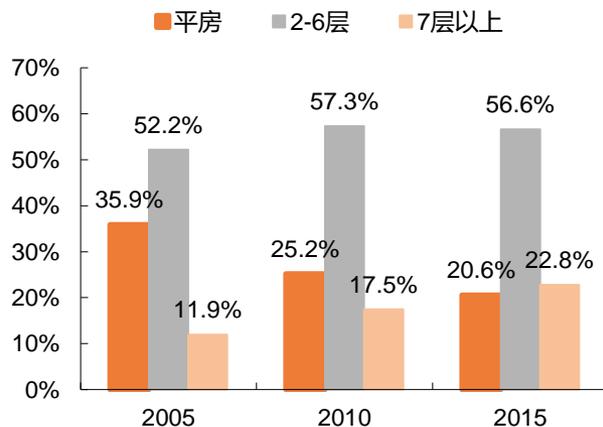
人均住房面积对比



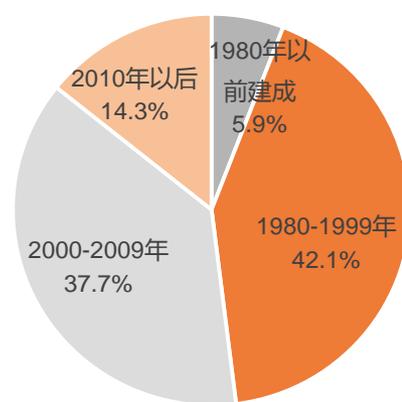
城镇住房成套率提升



城镇住房楼层结构



城镇存量住房房龄结构 (2015年)





商品住宅现状如何

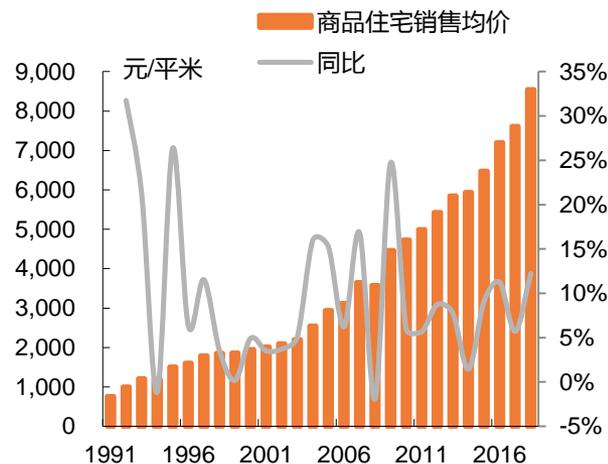
■ 房价稳步上涨，保值升值效应明显

全国商品住宅销售均价由1991年的756元/平米升至2018年的8544元/平米，累计增长1030%；年复合增长率9.4%，远高于同期CPI年复合涨幅。从国际上主要国家房价表现来看，亦大多跑赢同期通胀水平。

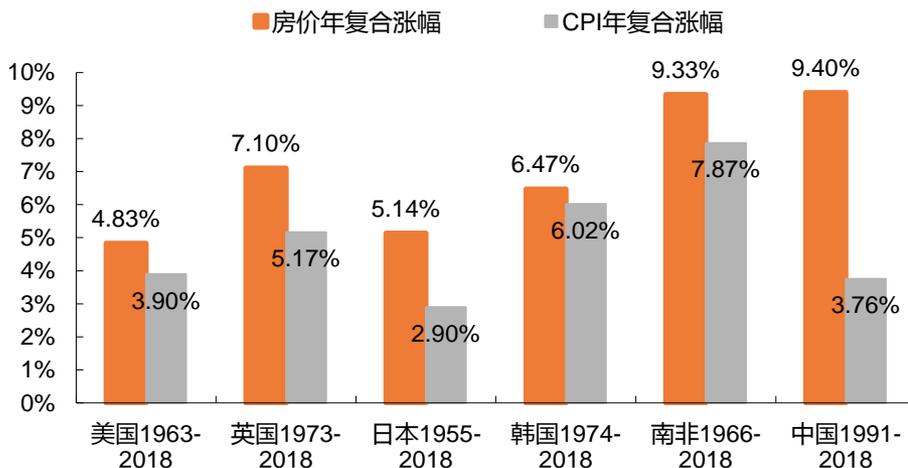
房价的快速上涨带来房价收入比的快速上升，根据NUMBEO数据，按照城市中心区90平米总房价与家庭收入比值（1.5*人均可支配收入，假定女性贡献一半收入），当前北上广深房价收入比超过35倍，高于巴黎、伦敦、纽约等。



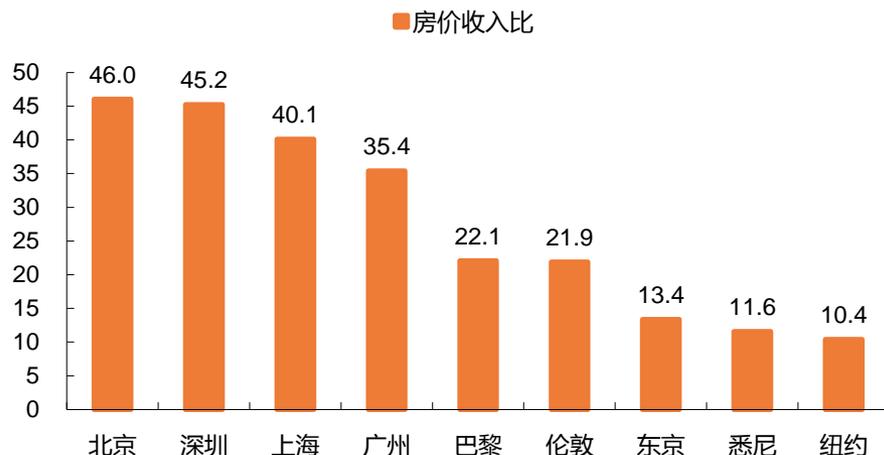
2018年住宅销售均价较1991年增长1030%



各国房价与通胀年复合涨幅



国内主流城市房价收入比相对高企



数据来源: Wind, NUMBEO, 平安证券研究所 注: 房价收入比=销售均价*90平米/(1.5*人均可支配收入), 假定女性贡献一半收入

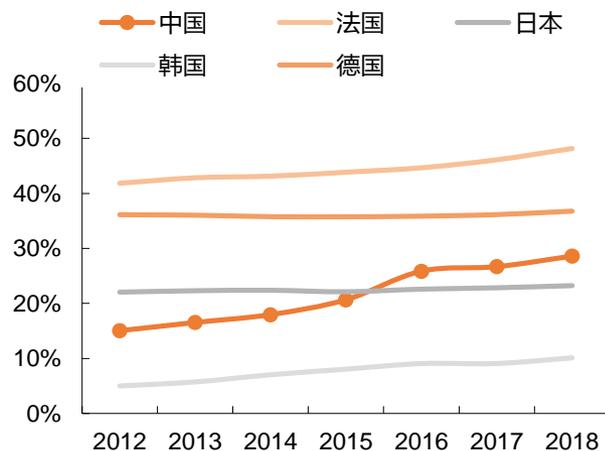


商品住宅现状如何

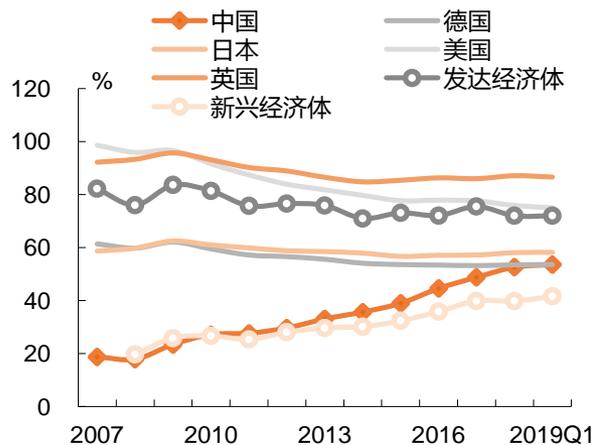
■ 房价上升带来居民杠杆率快速上升，潜在加杠杆空间持续收窄

- ▶ 2019Q1中国居民贷款余额/GDP达53.6%，高于新兴经济体41.6%的平均水平，已接近日德水平（58.2%、53.6%），考虑2016年来房价大幅上涨，近年“上车”置业者杠杆率将更高；
- ▶ 2017年中国居民部门偿债比率达9.4%，已处于发达国家中游；
- ▶ 2008-2018年中国居民部门债务收入比由43.2%升至121.6%，其中房贷收入比由2008年末的22.6%升至2017年末的60.5%。
- ▶ 2018年中国房贷余额占GDP比重上升至28.6%，较2012年上升13.6个百分点。

🏠 个人房贷余额/GDP



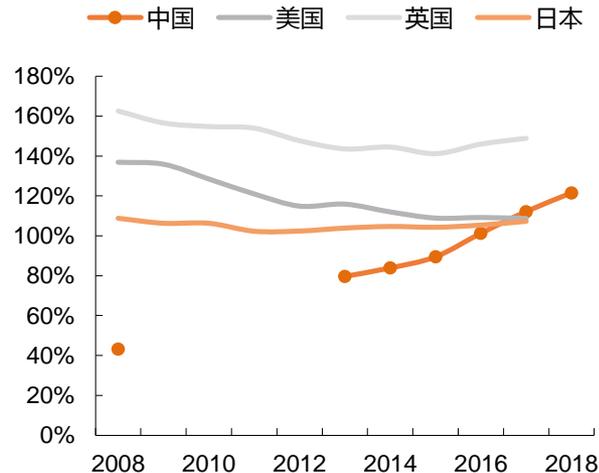
🏠 居民贷款余额/GDP对比



🏠 居民部门偿债比率对比



🏠 居民部门债务收入比对比



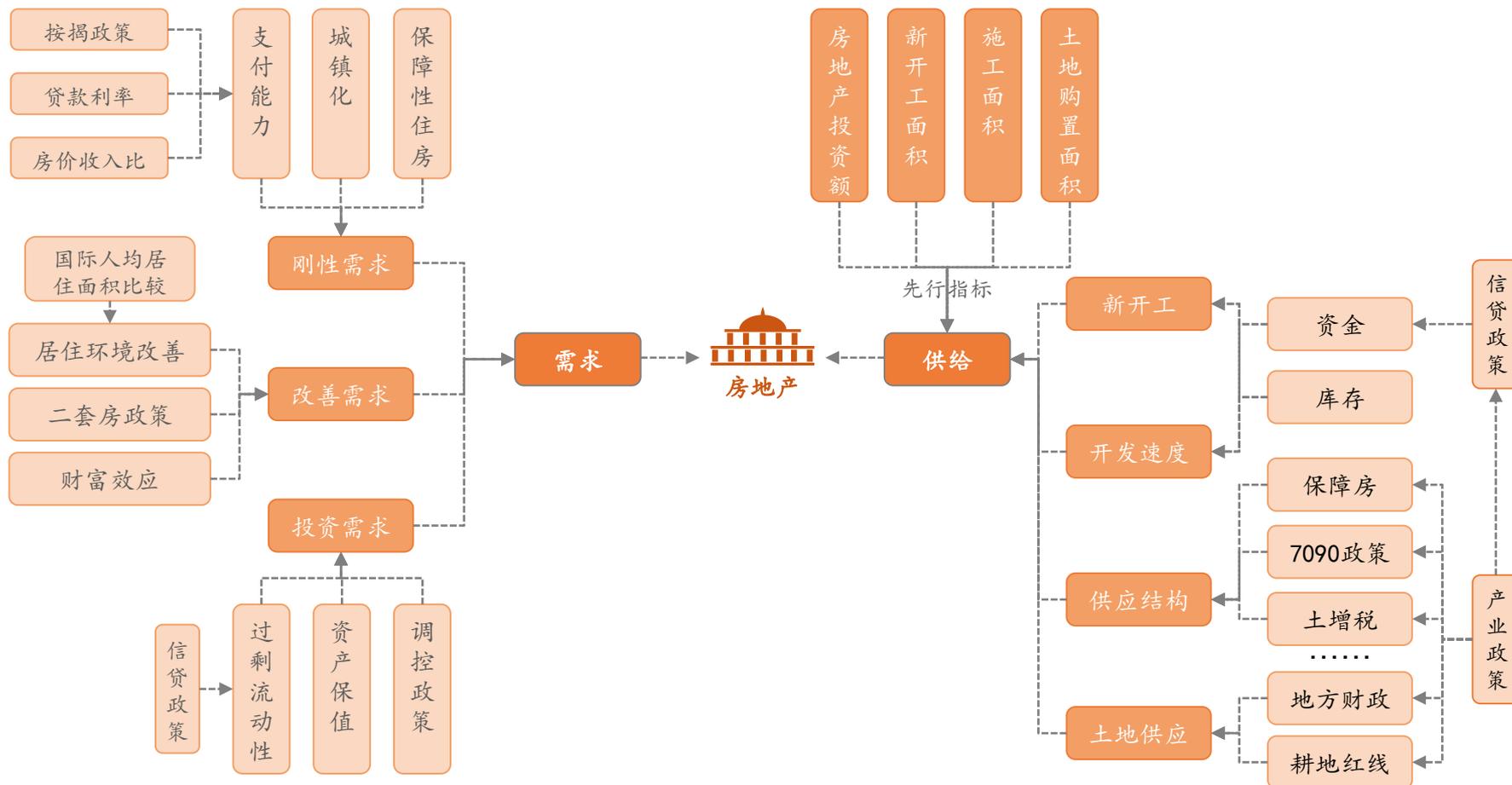
Contents

- 01 商品住宅现状如何？
- 02 影响动因：“人口+土地+金融”
外衣下的供需推动
- 03 海外趋势：“多元化+存量市场+
市占率提升”
- 04 国内展望：“中期需求稳定+多元
化+区域分化”
- 05 投资建议及风险提示

商品住宅供需结构图

商品住宅市场本质上仍是供需问题

纵观国内外房地产市场发展，从人口城镇化、流动性、收入、土地到限购等调控政策，无论是短期还是中长期，本质上仍是通过影响地产的供需来影响楼市量价走势。





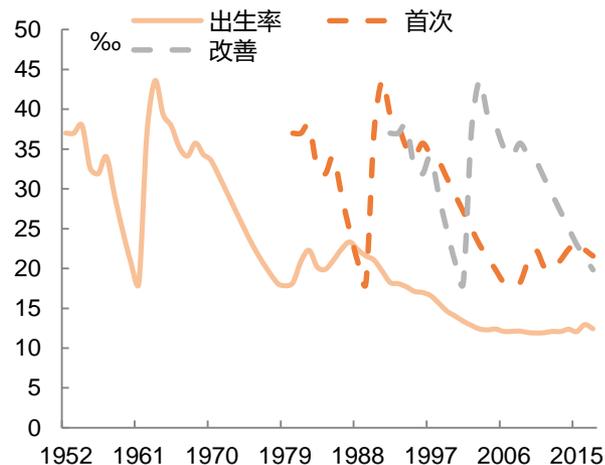
需求端：人口是奠定房地产中长期需求的根本

基于需求视角，中长期来看，考虑房地产居住功能，影响房地产需求的根本因素为人口，包括人口总量与人口结构。人口迁移、家庭规模小型化、适婚人口的增加都会显著增加房屋需求。以国内2003-2013年黄金十年为例：

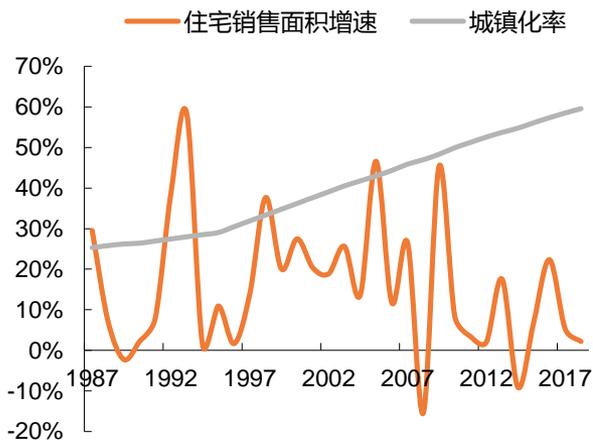
- 1962年-1975年为我国人口出生高峰期，根据置业规律，通常首次置业年龄在28岁左右，而改善置业年龄在40岁左右，以此推算婴儿潮出生人群，首次置业高峰为1990年到2003年，改善置业高峰为2002年到2015年；
- 2003年到2013年城镇化率由40.5%提升到53.7%，年均提升1.33个百分点；
- 户均人口规模由1990年的3.5人下降到2012年的2.86人，全国总户数在2004-2010年持续保持2%以上增速。

婴儿潮、家庭规模小型化及快速城镇化购房需求释放为房地产规模扩大奠定基础。

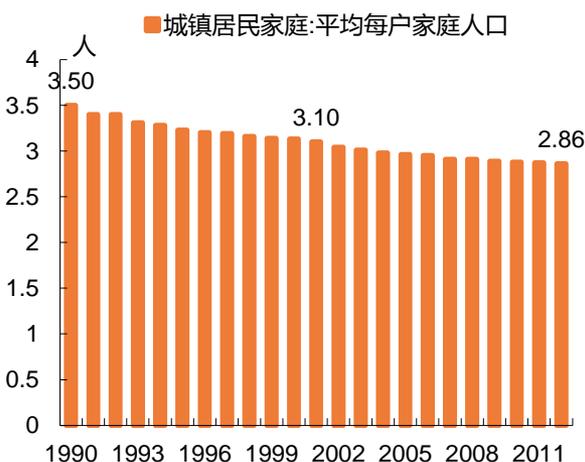
1962-1975年国内婴儿潮购房需求释放



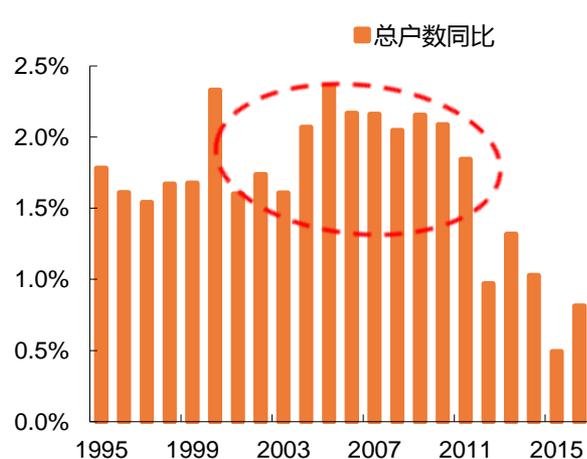
国内城镇化率与销售面积增速



国内家庭小型化趋势带来新增需求



2004-2010年国内总户数加速提升





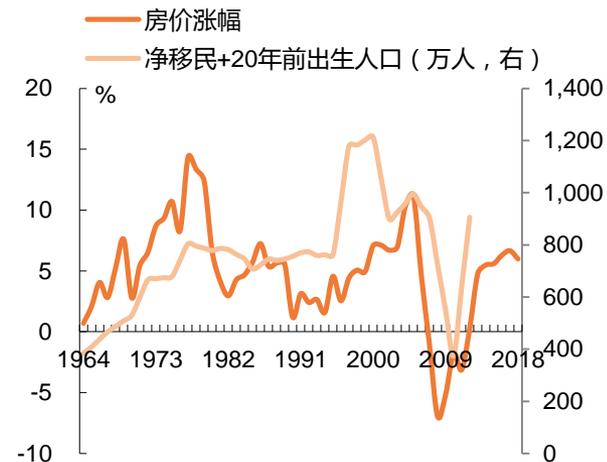
需求端：人口是奠定房地产中长期需求的根本

从国外来看，以美国为例：

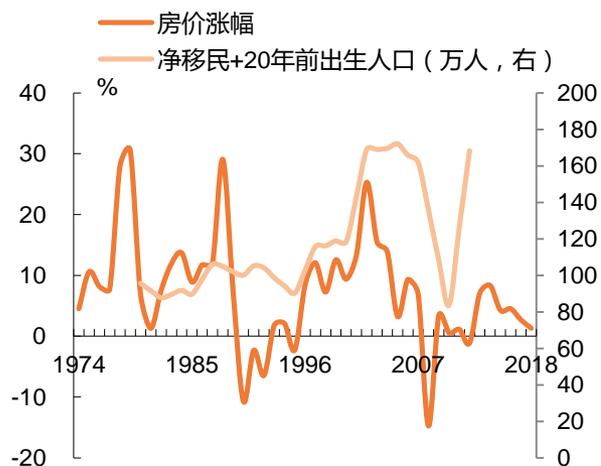
战后第一波婴儿潮（1954-1964连续11年每年超400万的新生人口）带来的需求增量及房地美的设立推动了70年代住房市场的繁荣；在90年代中后期到20世纪早期，大量移民的涌入（1997-2000年每年的人口净流入都在800万以上，为此前近两倍）助力了房价上涨。

从英国、韩国、德国等国房价走势来看，亦大多呈现与人口流入或婴儿潮高度相关的置业规律。

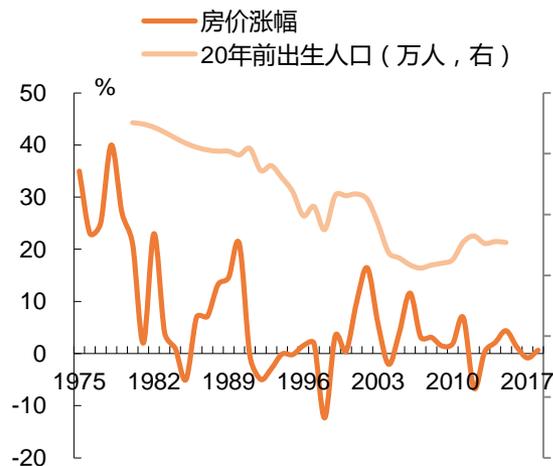
美国房价涨幅与人口结构



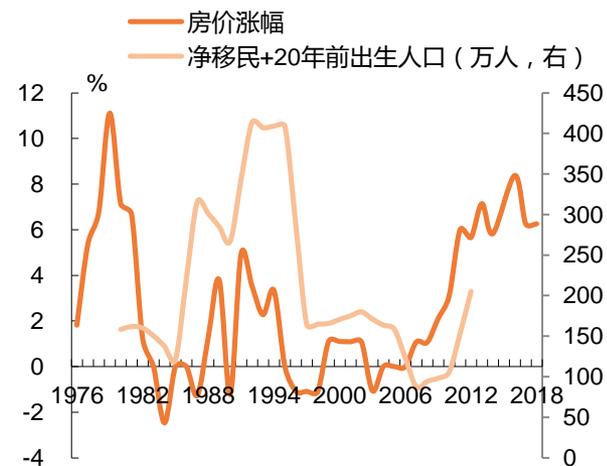
英国房价涨幅与人口结构



韩国房价涨幅与人口结构



德国房价涨幅与人口结构





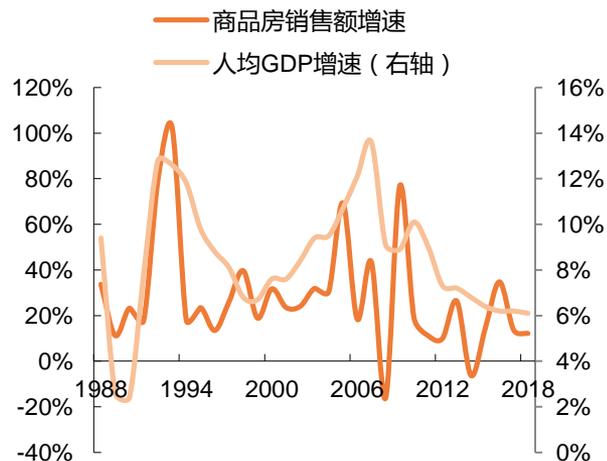
需求端：购买力是形成真实住房需求的基础

是否能形成真实需求，除了人口因素还要看购买力。除了购房意愿，更重要的为购房能力。即便人口增长停滞甚至负增长，但房价依然可能上涨甚至大涨，其背后原因在于居民购买力提升。

影响购房能力的基本因素为收入增长，而收入增速又与经济增速高度相关。收入增长除了满足刚性住房需求外，还会导致改善性住房需求的增加，无论是居住面积还是质量均会随着收入增长而增长。

从国内情况来看，1987-2018年期间人均GDP由1123元增长至6.5万元、城镇居民人均可支配收入由1002元增长至3.9万元，年复合增速14%、12.6%；同期商品房销售额由110亿元增长至15万亿元、销售均价由408元/平米增长至8737元/平米，年复合增速分别为26.2%、10.4%。

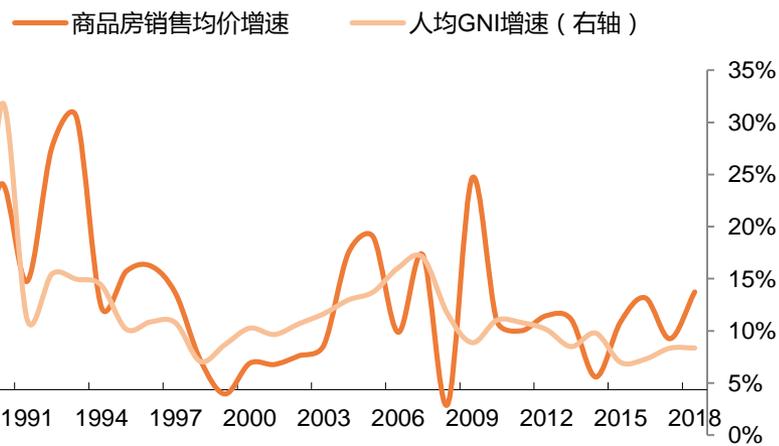
国内商品房销售额增速与人均GDP增速



国内商品房销售额增速与人均可支配收入增速



国内房价涨幅与人均GNI增速

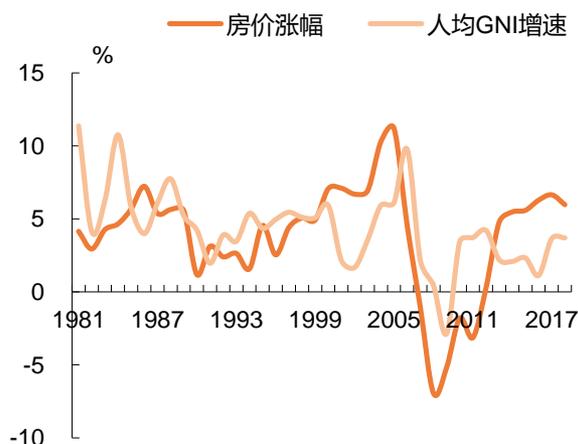




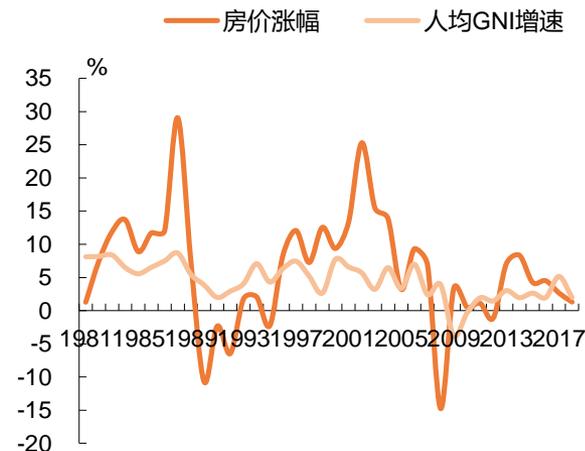
需求端：购买力是形成真实住房需求的基础

从国外主要国家房价与收入走势来看，房价涨幅与人均收入增长趋势基本一致。美国、韩国房价与人均收入增速基本相当；英国房价一定程度跑赢人均收入增速；日本1981年以来房价涨幅略低于收入增速，主要因1990年来地产泡沫破灭带来的影响。

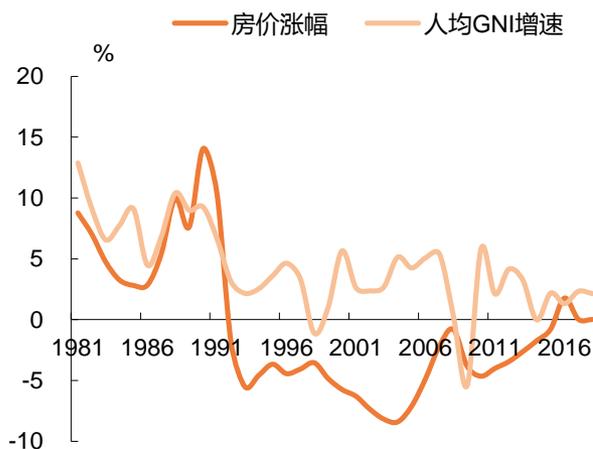
美国房价涨幅与人均GNI增速



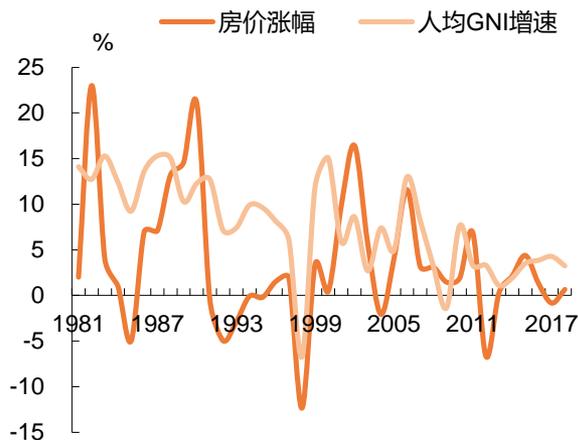
英国房价涨幅与人均GNI增速



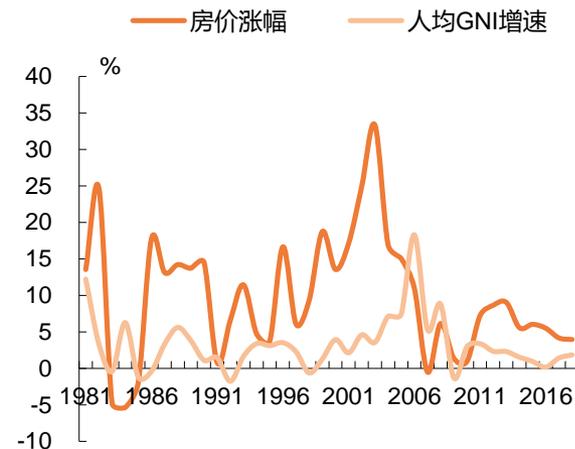
日本房价涨幅与人均GNI增速



韩国房价涨幅与人均GNI增速



南非房价涨幅与人均GNI增速





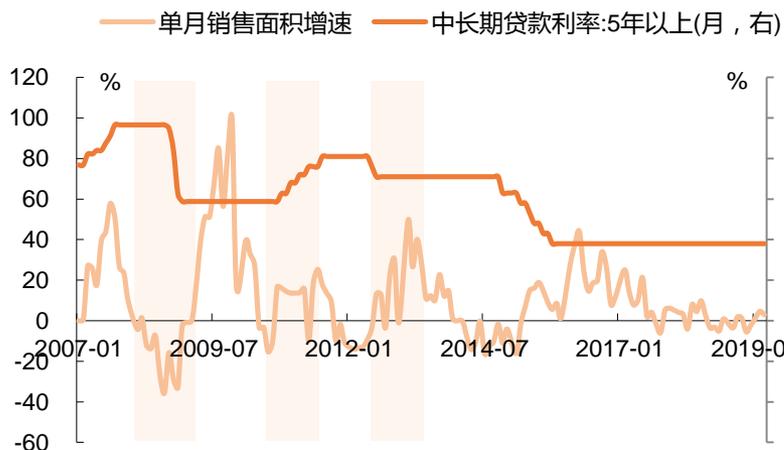
需求端：金融环境为影响短期需求的重要因素

从中短期来看，影响居民购房能力更为重要的因素为金融条件的支持（而非收入）；尤其是近二十年来地产金融属性的增强，导致短期楼市表现与基本面（人口、收入等）偏离。金融支持条件包括两个重要维度：一个是资金成本（利率），另一个是资金可获得性（信贷支持、金融创新）。

- 影响资金成本最重要因素是利率，低利率导致低的借贷成本，从而推动房地产需求增加，无风险利率下降也会催生资产配置需求。
- 影响资金可得性的首先是信贷支持（包括首付比例、按揭年数等）。对于绝大多数购房者来说，需要进行借贷才有购房能力，因此短期影响居民购房能力最重要的因素不是收入，而是信贷支持。其次为银行放贷意愿（通常取决于银行竞争的激烈程度和流动性环境及政策），比如利率市场化可能导致银行激烈竞争，从而降低按揭门槛；而金融危机期间，即便政策利率降低至0，银行为控制风险亦不愿意放贷。

从国内来看，在降息后的3-6月内地产销售均存在明显回升，房价亦呈现回升态势。如2014年11月降息后，全国单月销售面积同比增速及70城市房价环比涨幅均在2015年4月转正。

🏠 中长期贷款利率与销售面积增速走势



🏠 中长期贷款利率与房价涨幅走势





需求端：金融环境为影响短期需求的重要因素



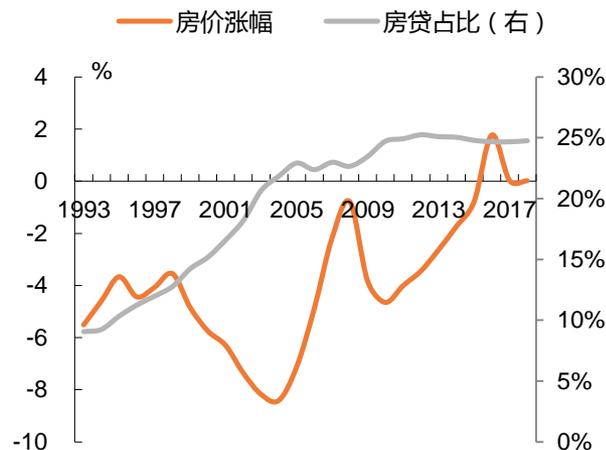
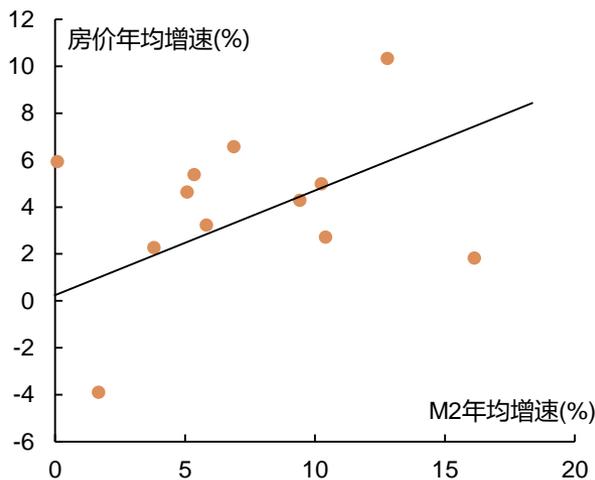


需求端：金融环境为影响短期需求的重要因素

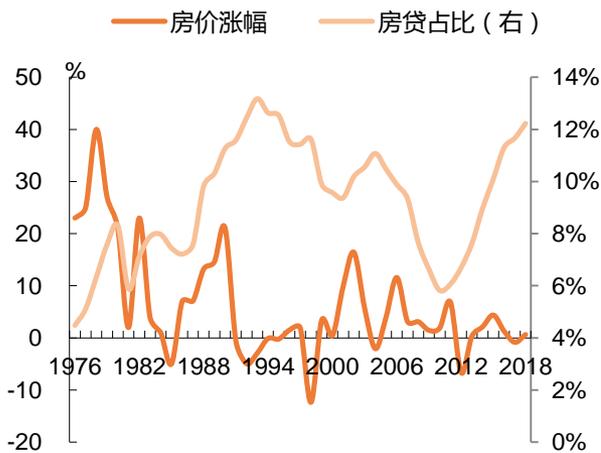
从国外来看，各国房价走势均与流动性及房贷投放明显相关。

其中德国房贷占银行贷款比例相对较高在24%-30%，韩国较低在4%-14%。韩国上世纪90年代房贷占比升至高位，与房价低迷形成对比，主要因韩国80年代末扩大住房供给同时行政控制房价。

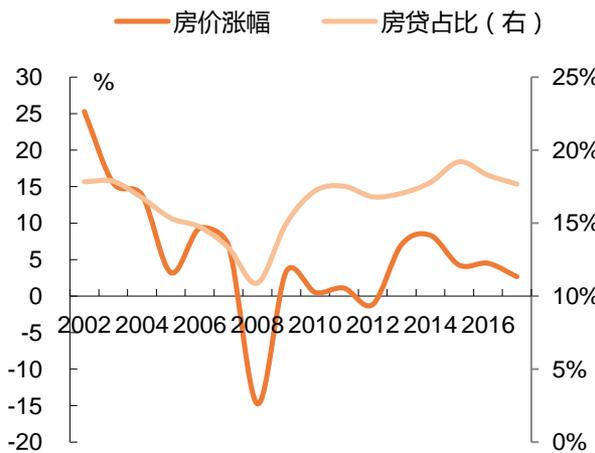
各国房价涨幅与货币增速正相关(1991-2014) 日本房价涨幅与住房贷款占银行贷款比例



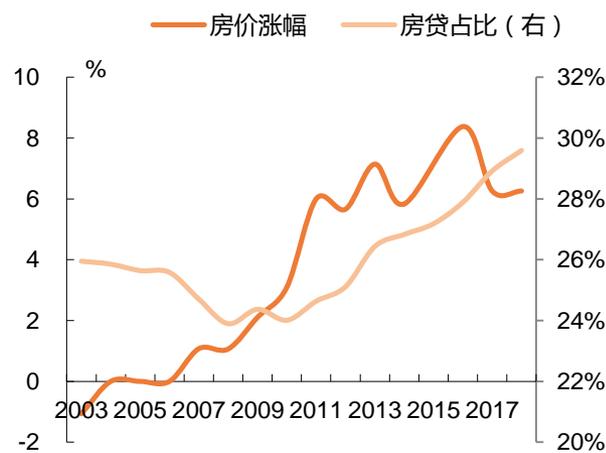
韩国房价涨幅与住房贷款占银行贷款比例



英国房价涨幅与住房贷款占银行贷款比例



德国房价涨幅与住房贷款占银行贷款比例





供给端：土地供应直接影响区域楼市中期表现

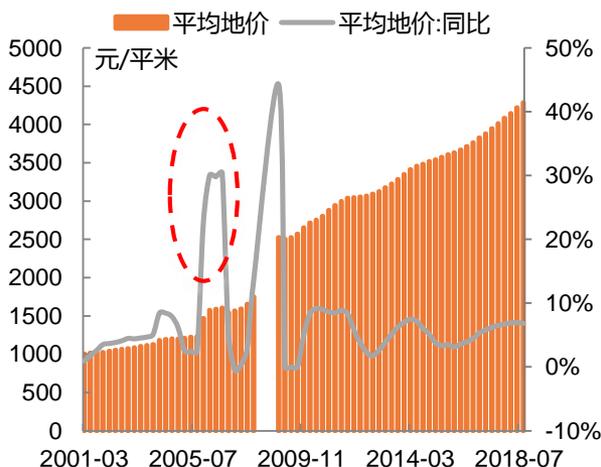
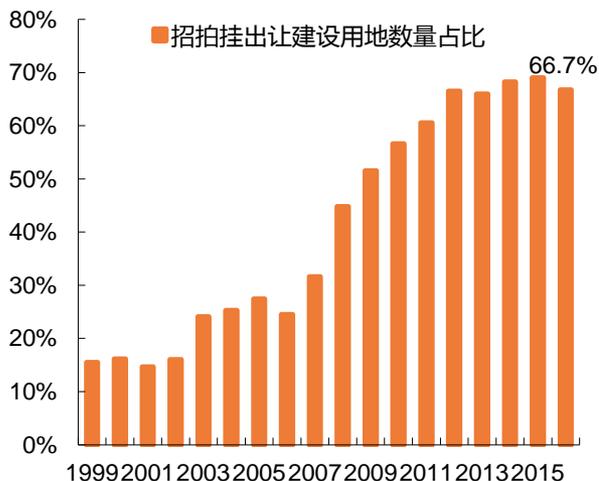
从供给端来看，土地作为房屋建造的基本条件，土地供应的量价走势将通过影响住宅供应来影响楼市表现。

从价的角度来看，地价是房屋的主要成本之一，以国内为例，2004年8月31日起，国内所有经营性项目用地一律公开竞价出让，2004年后招拍挂土地数量占比持续攀升，2011年后已超过60%，同时土地出让金占地方本级财政比重亦由2002年的28.4%飙升到2003-2004年的50%以上。2017年地方政府土地出让金收入约5万亿元，占地方本级财政收入的54.7%。

地方政府作为土地的唯一出让方，从土地财政角度并未有大幅加大土地供应冲动。土地供给的稀缺叠加“招拍挂”制度，带来地价及房价飙升。2004年“831”大限后，2005年四季度地价同比上涨超过20%，2004-2005年商品房销售均价年涨幅持续超过15%。

2004年“831大限”后招拍挂占比逐步上升 “831大限”带来2005年地价大幅上涨

土地出让收入为地方政府财政收入重要来源





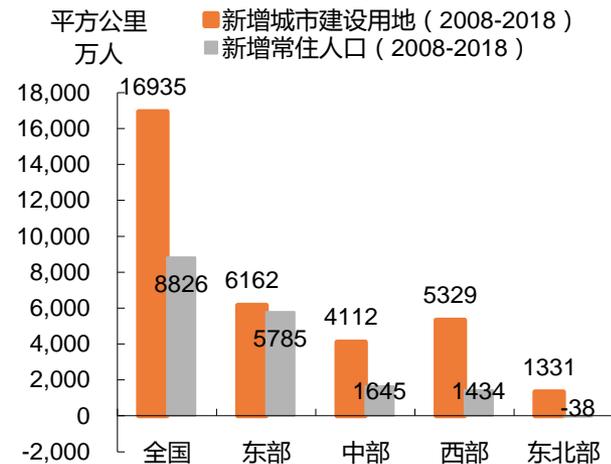
供给端：土地供应直接影响区域楼市中期表现

从量的角度来看，人地错配是导致国内楼市区域分化的重要原因之一。

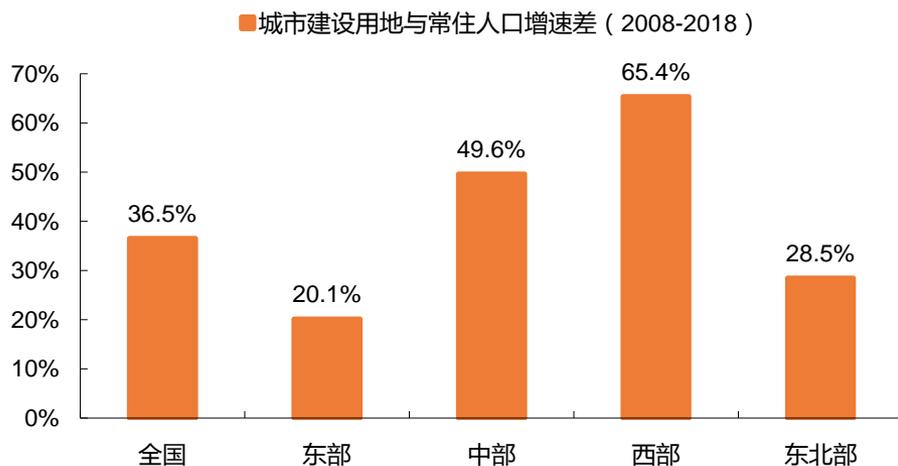
过去十年（2008-2018），东部常住人口增加5785万人，城市建设用地增加6162平方公里，较2008年分别增长12.1%和32.2%。同期西部新增人口近1434万人，新增建设用地达5329平方公里，同比分别增长3.9%和69.3%。

西部城市用地与新增人口增速差达65.4%，远远高于东部的20.1%，西部以较低人口增速占据较大建设用地指标，直接导致以东部为主的一二线城市房价涨幅远超以三四线城市为主的西部。

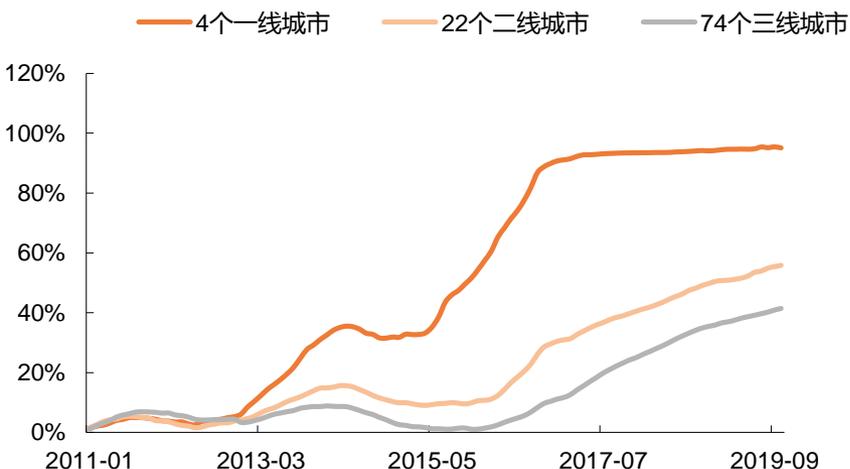
新增城市建设用地与新增常住人口



城市建设用地与常住人口增速差



各线城市累计房价涨幅(2010年末为基准)



数据来源：Wind，平安证券研究所 注：城市建设用地及常住人口增长，为2018年相比2008年增长

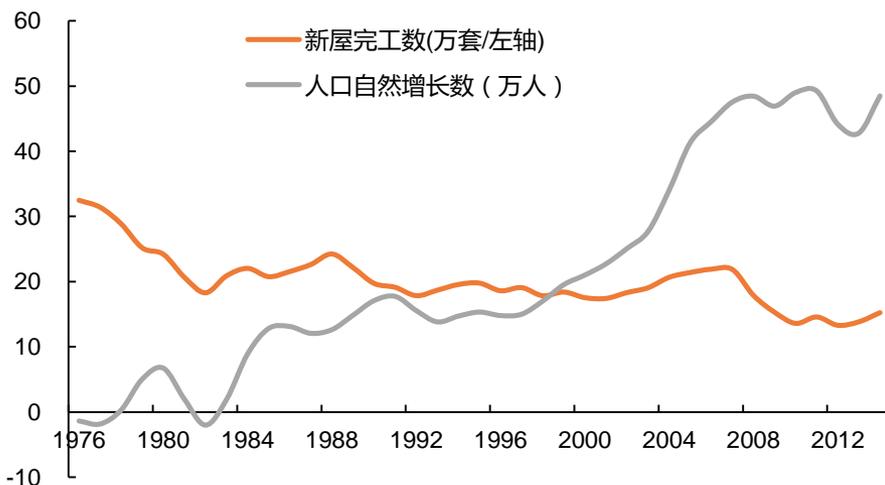


供给端：建筑施工周期亦将影响短期供应释放

除上述收入、人口结构、金融环境、土地等因素，房屋的属地特征、建设周期等因素亦可能导致短期供需结构失衡，进而加剧房价波动。从国外来看：

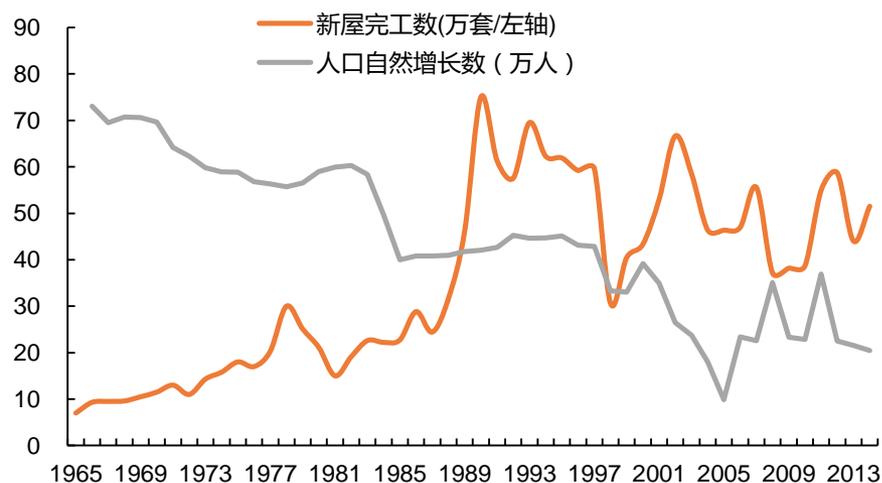
- ▶ 英国1995-2007年新屋完工数与人口自然增长数出现正剪刀叉：人口自然增长数快速上升并超过新屋完工数，到2007年当年新增加人口达48.5万（主要来自移民），同年住宅竣工仅22万套。同期英国房价年涨幅持续高于10%，2002年达到25%的涨幅峰值。
- ▶ 韩国1987-1995年新屋完工与人口自然增长数出现反剪刀叉：住宅竣工量快速上升并超过人口自然增长数。由于住宅供应大增，人口增量持续下滑，对应韩国房价1991-2000年持续十年涨幅低于4%。

英国新屋完工与人口增长呈正剪刀叉



数据来源：Wind，平安证券研究所

韩国新屋完工与人口增长呈反剪刀叉

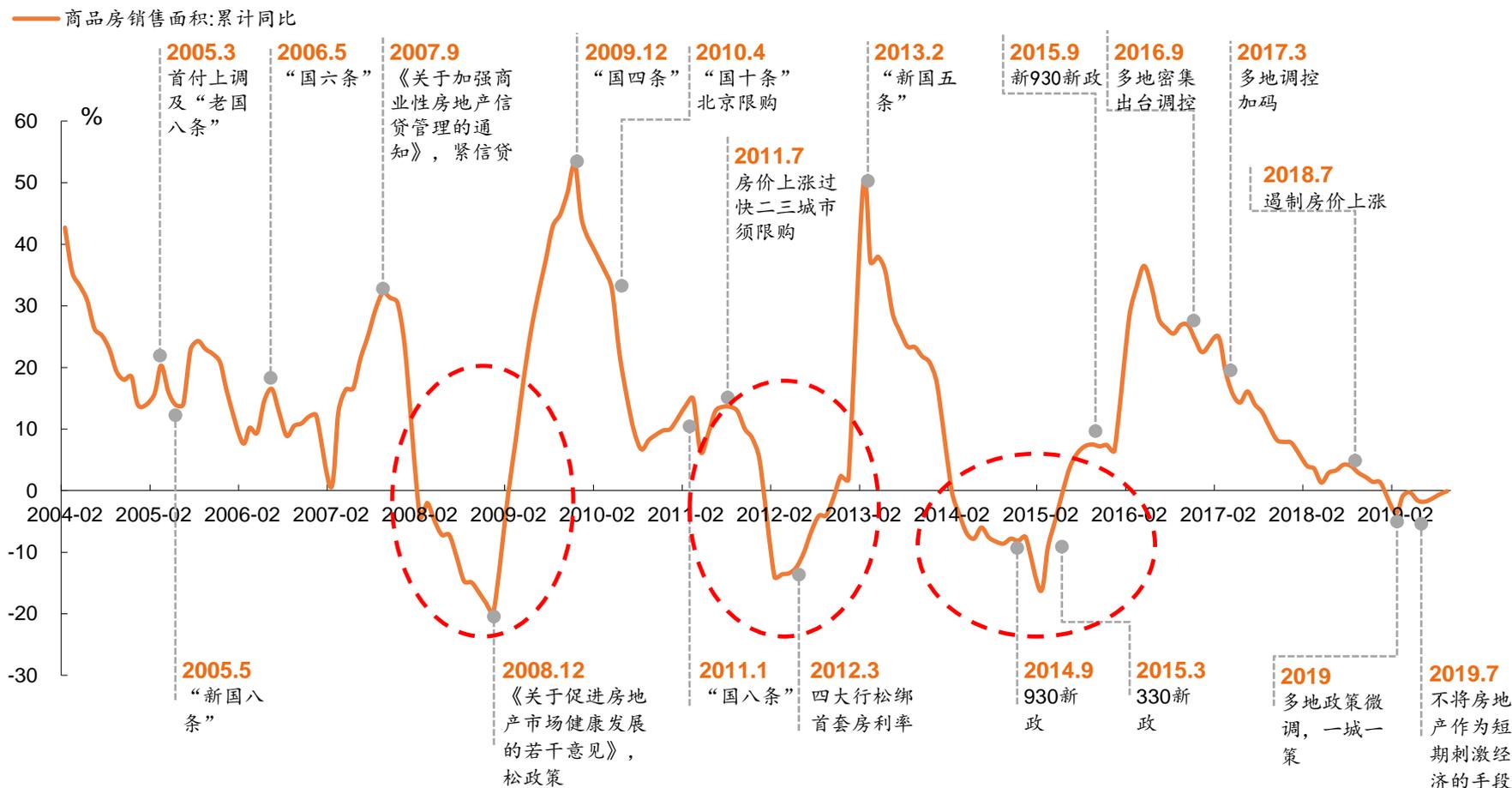




政策端：本质上亦是通过影响供需调节楼市

行政调控本质上仍是供需调节

从各国经验来看，政策对短期楼市量价影响较大，政策手段包括行政调控及流动性调节。无论是限购限贷等需求端调控，还是加大土地供应、打击捂盘捂地等供应端手段，本质上仍是通过影响需求及供给端来调节楼市。



Contents

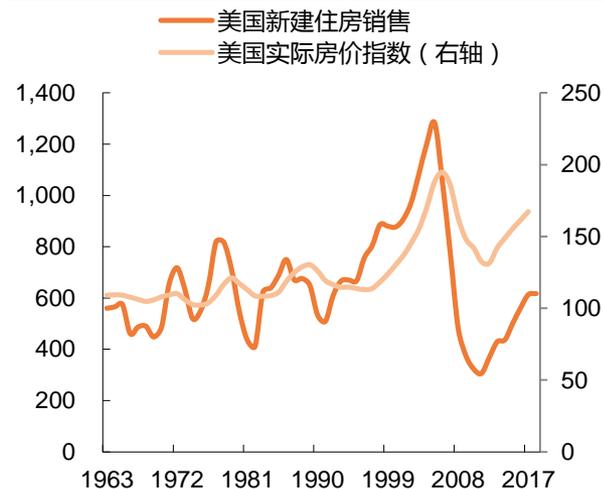
- 01 商品住宅现状如何？
- 02 影响动因：“人口+土地+金融”
外衣下的供需推动
- 03 海外趋势：“多元化+存量市场+
市占率提升”
- 04 国内展望：“中期需求稳定+多元
化+区域分化”
- 05 投资建议及风险提示



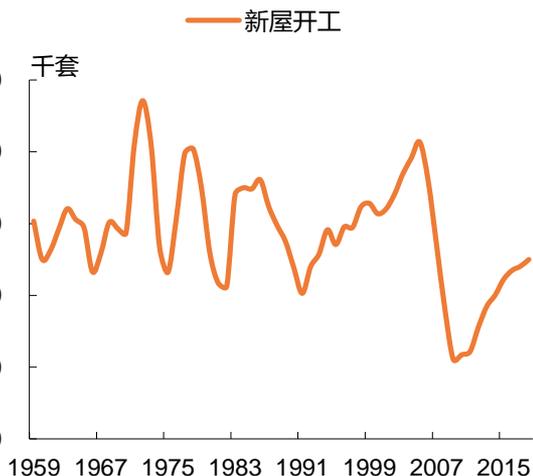
他山之石——美国：新房市场放缓，房价趋势上行

除2007年次贷危机引发的下跌以外，美国名义房价指数基本保持上升趋势。次级贷款的宽松推动房价在2006年达到高点（1995-2006年累计上涨71.2%），后泡沫破灭房价逐步走低（2006-2012年累计下跌32.5%）。2013年开始随着美国经济持续回升，叠加量化宽松的低利率环境，房价逐步反弹，2018年升至2006年高点的97.2%。

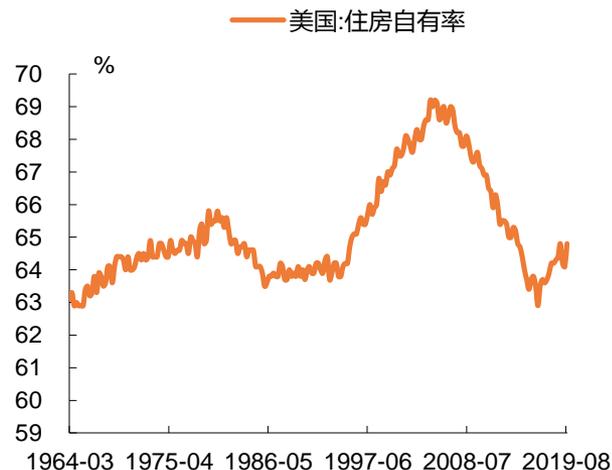
美国新房销量、价格在次贷中创新高(千套)



2001-2007年空置率攀升侧面反映投资客上升 美国房屋新开工套数整体处于历史低位



剔除次贷周期美国住房自有率整体稳定



数据来源: Wind, 平安证券研究所



他山之石——美国：存量房市场，市占率提升

从美国房地产发展历史来看，随着城镇化率的逐步完成，房屋销售及新开工增速逐步放缓，甚至下降。2018年全美一手房成交2378亿美元，仅为2005年的62.3%，新开工套数仅为2005的63.9%。在此背景下，房企逐步开展金融服务等多元化业务。

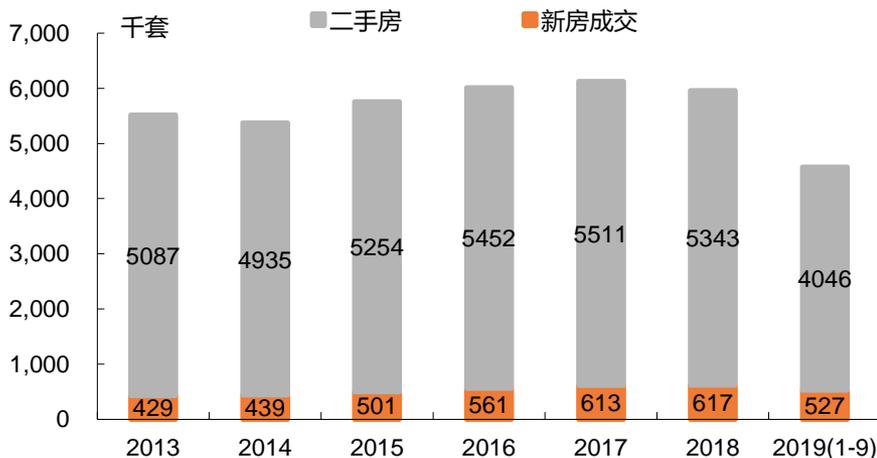
从一二手房成交对比来看，随着美国房地产市场逐步成熟，二手房成交占据市场房屋主导。2019年前9月二手房成交404.6万套，占比达88.5%。

从市场格局来看，美国新房市场五大主流房企销售套数市占率稳定在19%左右，整体呈现稳中有升的趋势。

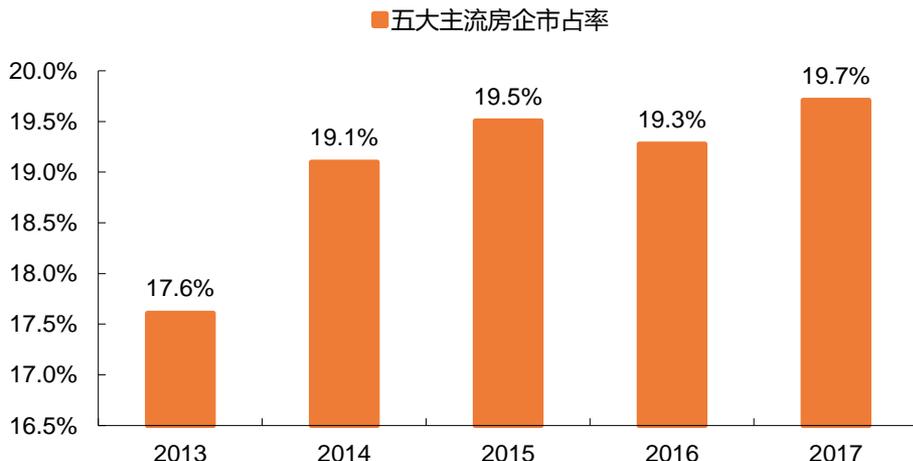
2012年至今美国一手房销售额逐步回升，但仍远低于前期高点



美国二手房成交占主流



美国主流房企销售市占率 (按套数)



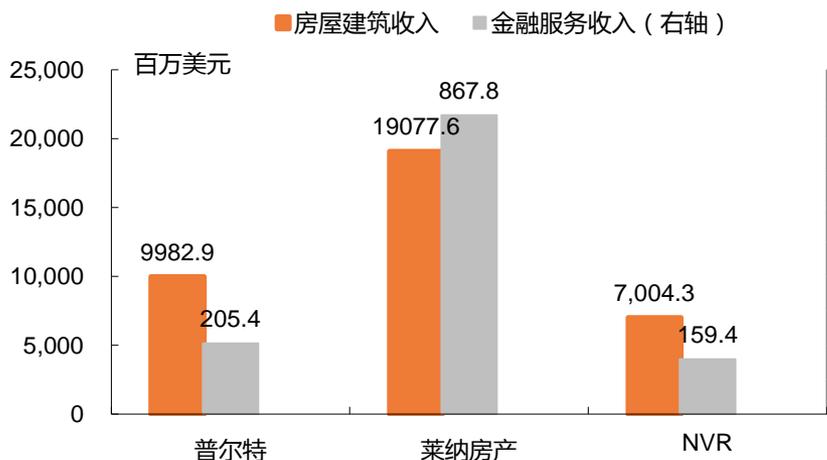
数据来源：NAHB, Wind, 平安证券研究所注：五大主流房企为普尔特、莱纳房产、霍顿房屋、托尔兄弟、NVR

他山之石——美国：业务布局多元化，地产开发仍为营收主体

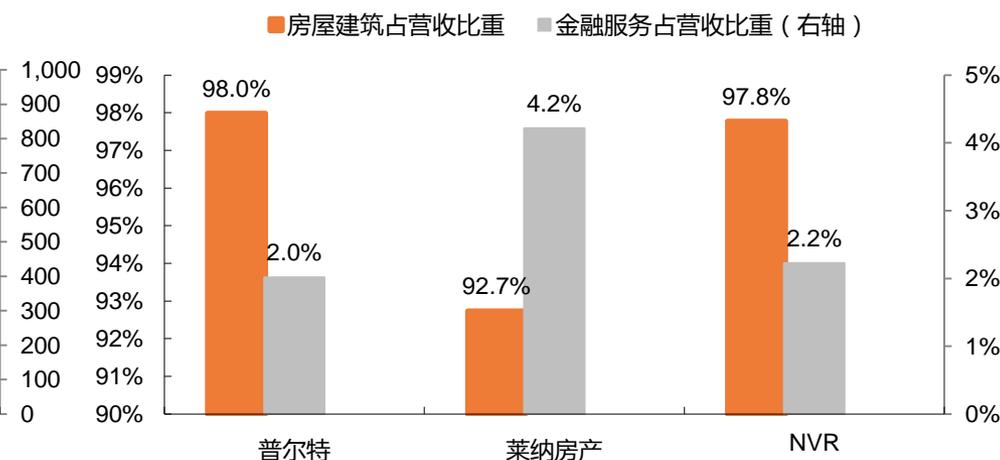
美国从事房地产的企业按照经营产品的差异可区分为房屋建筑商（Home Builder）、房地产信托投资基金（REITs）两类。Home Builder除了开发销售还提供房地产金融等服务；REITs通过持有并出租住宅、写字楼等物业获得稳定回报，并实现资产保值增值。

- ▶ 传统建筑商房企随着城镇化率完成及新房市场增速的放缓，逐步试水新的业务形态，但从收入构成来看，传统房屋开发业务仍是房企主要收入来源，占到主要房企营收的90%以上。以美国三大房企为例，2018年普尔特、莱纳、NVR房屋开发收入占比分别达98%、92.7%和97.8%。
- ▶ REITs（房地产信托投资基金）集合众多投资者基金，由专门机构操作以从事房地产投资，并将投资所得按出资比例进行分配，期间受独立机构监管，主要投资住宅及商业地产。盈利主要由基本租金、附加服务费及物业升值（含不定期的资产交易）构成。基本租金取决于持有物业量、租金及出租率；附加服务费取决于持有物业量、附加服务种类及收费标准；物业升值主要取决于市场周期、物业质量。

美国房地产商业务多元化（2018年）



房屋开发业务占主要房企收入90%以上（2018年）





他山之石——日本：新房市场萎缩，房价低点缓慢回升

20世纪90年代以前，随着日本经济快速增长，日本全国和主要城市地价持续攀升，日本居民、企业和金融机构纷纷投资土地并等待升值获利。日本房企在该阶段以资金密集型的房地产开发业务为主，通过持续做大资产，依赖土地升值获得资本回报。

20世纪90年代至今，随着日本房地产泡沫的破灭，土地价格长期低迷，市场需求有所回落，房地产市场规模大幅萎缩。2018年日本实现公寓销售套数8万套，仅为1994年高点的42.6%，除2013年外过去十年均在10万套以下。从新开工来看，公寓开工套数在1990年达到高峰后，逐步呈现回落态势。2018年日本公寓新开工11.1万套，仅为1990年峰值的46.3%。

从住宅价格来看，1992年至2002年日本首都圈住宅价格持续回落，2002年首都圈公寓均价仅为1992年的54%。2012年后日本房价逐步回升，2018年日本首都圈和近畿圈均价分别为每平方米86.9万日元和65.9万日元，同比分别上涨1.2%和4.6%，绝对价格已经达到1990-1991年高点的93%和87.9%。

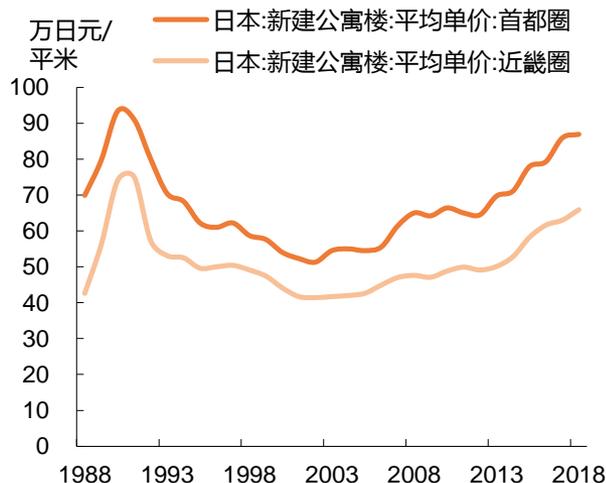
日本历年公寓销售套数逐步萎缩



日本公寓新开工在1990年达到峰值



2012年至今日本房价缓慢回升





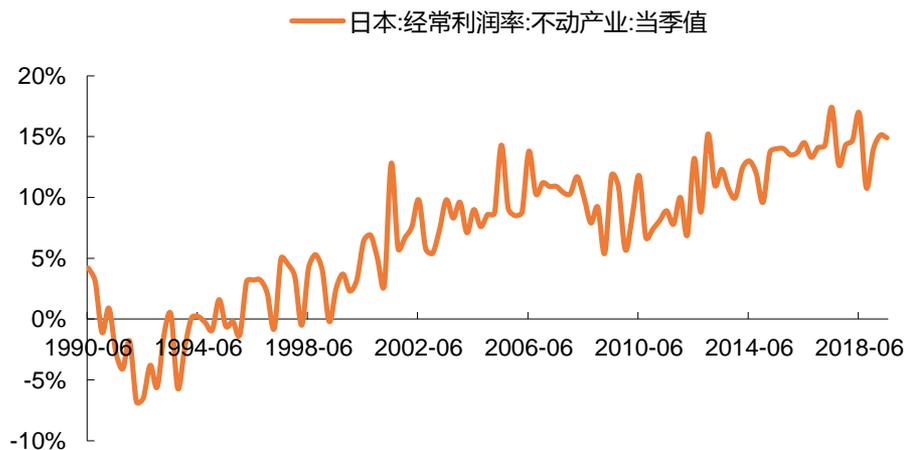
他山之石——日本：市场调整加快集中度提升

在经济不断下滑、土地价格持续下跌的背景下，日本房地产企业面临资产缩水和负债加剧的考验，1990-1995年日本不动产行业的经营利润基本处于亏损状态，为了解决资产负债表恶化问题，房地产企业开始出售闲置的土地资产，大量房企面临破产清盘。日本最大的三家开发商三井不动产、三菱地所及住友不动产一度亏损，如三井不动产1997年实现亏损440亿日元。

市场调整加速行业集中度提升，根据日本不动产经济研究所数据，2018年全日本住宅销售套数约8万套，最大的住友不动产销售7377套，市占率达9.2%。2018年TOP3、TOP10和TOP20市占率分别达22.3%、43.1%和58.5%，较2008年分别提高10个、13.3个和15.1个百分点。其中TOP1、TOP3、TOP5市占率较2008年分别提升116.6%、82.2%和65.7%，提升幅度大于TOP20（34.7%），显示强者恒强的趋势。



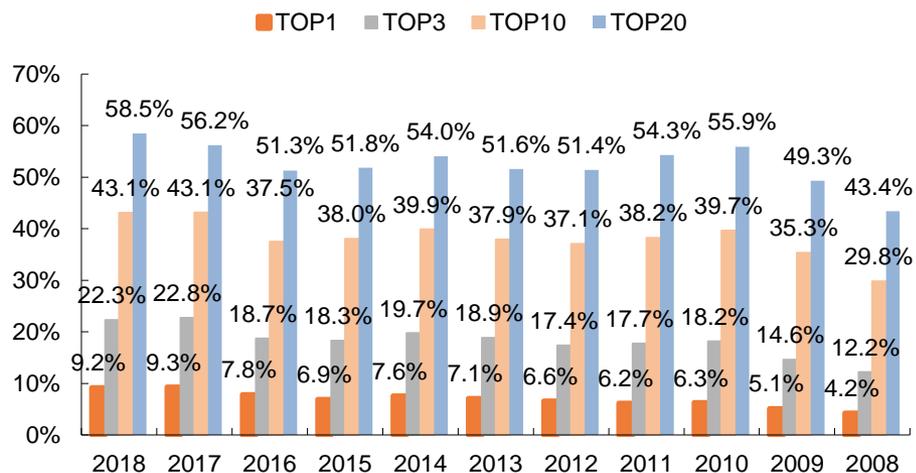
1990-1995年日本不动产业经常利润率大多为负



数据来源: Wind, 日本不动产研究中心, 平安证券研究所



日本销售套数市占率





他山之石——日本：步入存量市场，租赁及经纪逐步崛起

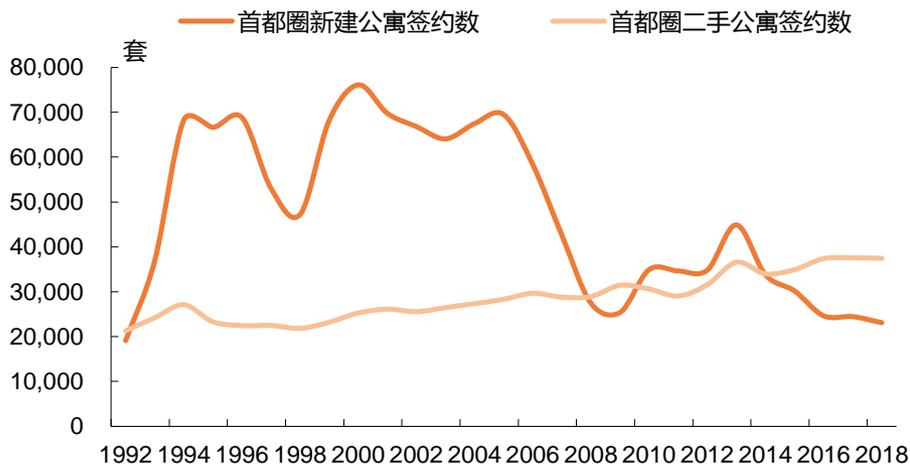
为了实现可持续发展，房价泡沫后日本房企逐步改变经营理念并扩宽收入来源，进行商业模式转型，从而实现多元化发展和轻资产运营。

二手占比提升及商业地产回暖，带动经纪及租赁业务的发展。尽管上世纪90年代后，新房成交波动较大，但二手公寓成交相对比较稳定，占比持续提升。以东京首都圈为例，2018年二手房公寓成交3.74万套，较1992年提升75.8%，占到一二手公寓成交合计的61.8%。

商业地产方面，伴随日本经济周期变化，办公楼租赁市场呈现明显的周期性波动。上世纪90年代地产泡沫和2007年次贷危机后有所降温，但2012年后商业地产市场逐步回暖，2019年二季度东京23区办公楼空置率仅为0.7%，较2012年高点下降7.2个百分点。二手房成交活跃及商业地产的回暖带动了经纪及物管租赁业务的发展。



日本首都圈二手公寓成交逐步超过新建公寓



数据来源：Wind，平安证券研究所



日本东京23区办公楼空置率



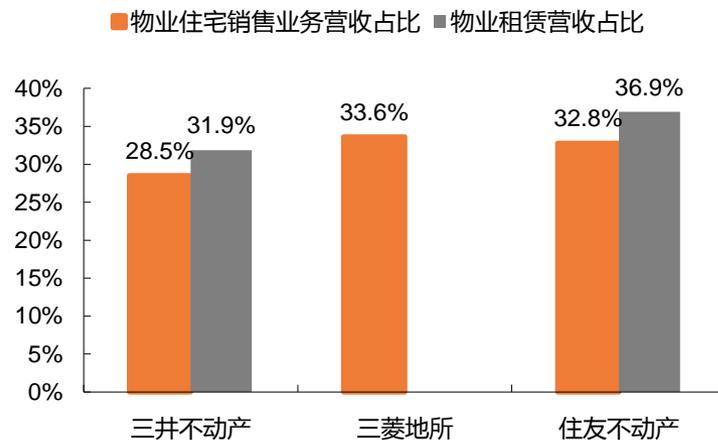


他山之石——日本：房企经营及收入结构趋于多元化

以日本三大房企为例，从业务分类来看，目前三大房企以物业租赁为主要业务，对收入和盈利的贡献比较突出；物业销售、资产管理及经纪亦是重要收入来源。

2017-2018年财年三井不动产、三菱地所和住友不动产的收入构成中，传统的物业销售占比仅为28.5%、33.6%和32.8%；三井不动产、住友不动产租赁收入占比分别达31.9%和36.9%，成为最大的收入来源。

🏠 物业销售仅占日本主要房企营收30%左右(2017-2018)



🏠 三井不动产各业务盈利模式





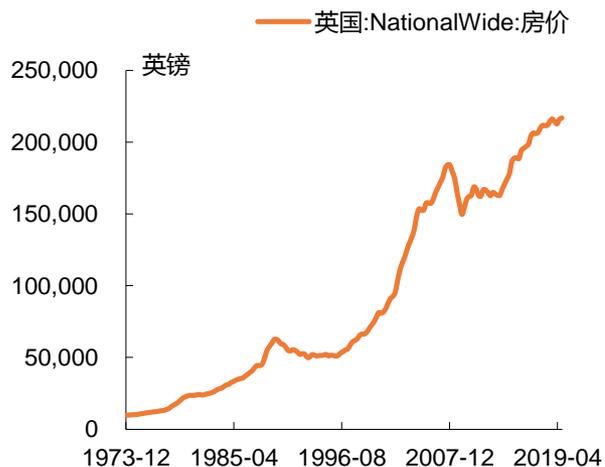
他山之石——英国：市场趋于成熟，房价趋势上行

从英国房地产发展历史来看，除上世纪90年代初及本世纪次贷危机两次调整外，房价整体保持上升趋势。

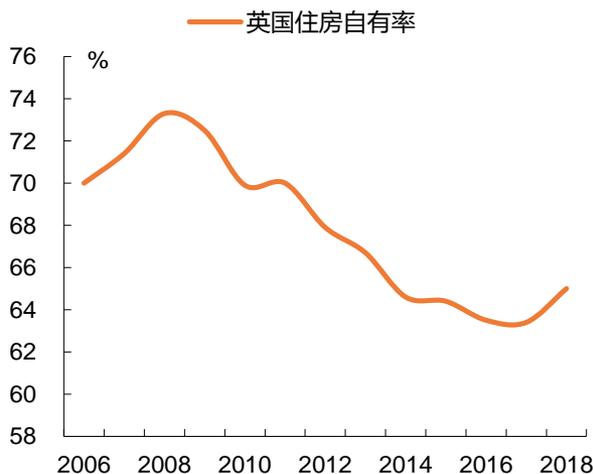
上世纪90年代初英国缩减房贷利息税减免额及各类住房补贴带来需求降温，同时为应对经济与房价过热，政府将贷款利率从9.63%逐步上调至14.75%（1990年），M2从1990年的9000多亿降至1993年的5865亿英镑，导致1990-1992年房价持续三年下跌，1992年末房价较1989年高点下降20%；2008年受次贷危机影响，房价下跌持续一年，2009年低点较2007年房价高点下降13%。

随着城镇化率的逐步完成，英国房屋新开工及完工增速逐步放缓，甚至规模出现下降。2017年全英国新开工住宅19.33万套，较1969年下降45.8%。

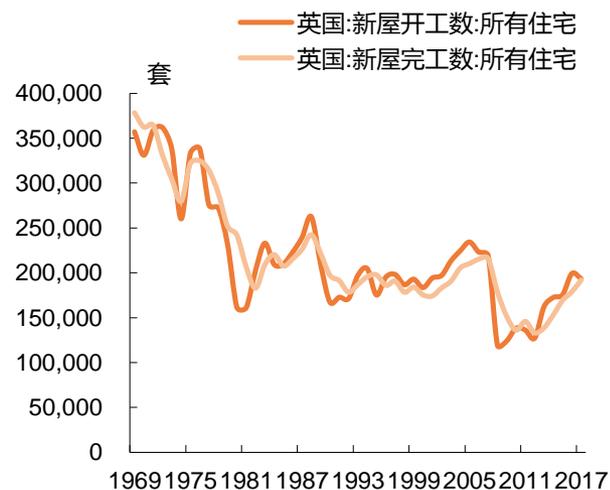
英国房价走势图（每套）



英国住房自有率



英国开工及完工情况



数据来源: Wind, 全球经济指标网, 平安证券研究所



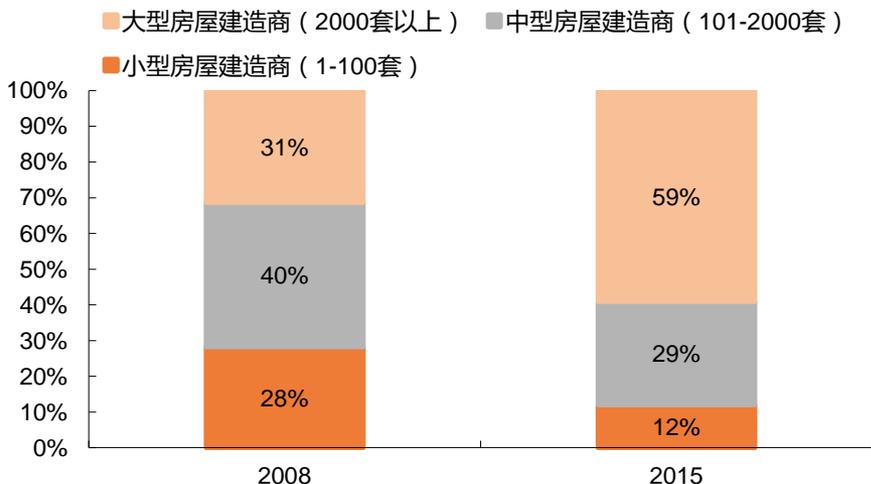
他山之石——英国：存量房市场，市占率提升

从行业格局来看，根据英国政府发布的住房白皮书，2015年大型房企新房市占率达59%，较2008年上升28个百分点，主流房企的市场话语权不断提升。

从一二手房成交对比来看，随着英国房地产市场逐步成熟，二手房成交占据市场房屋的主导。2018年英格兰及威尔士住房成交89.6万套，远大于同期新房竣工数（17.6万套）。如果用新房竣工套数近似等于新房销售套数，英格兰及威尔士新房占比持续低于20%，二手房市场已经成为行业主流。



英国大型房企新房市占率接近60%



新房竣工套数占一二手房销售套数比例处于低位



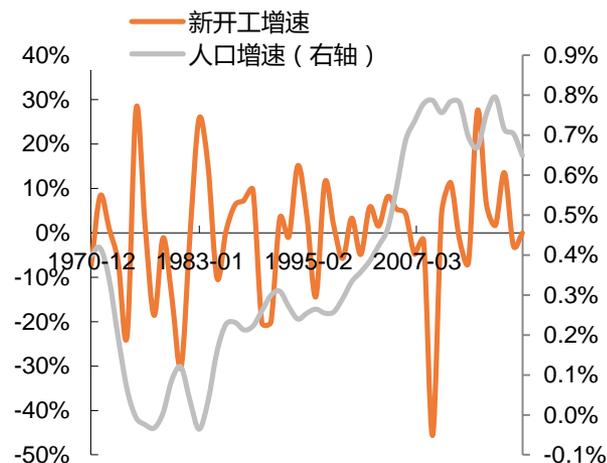


他山之石——英国：人口持续增长，地产开发仍是主业

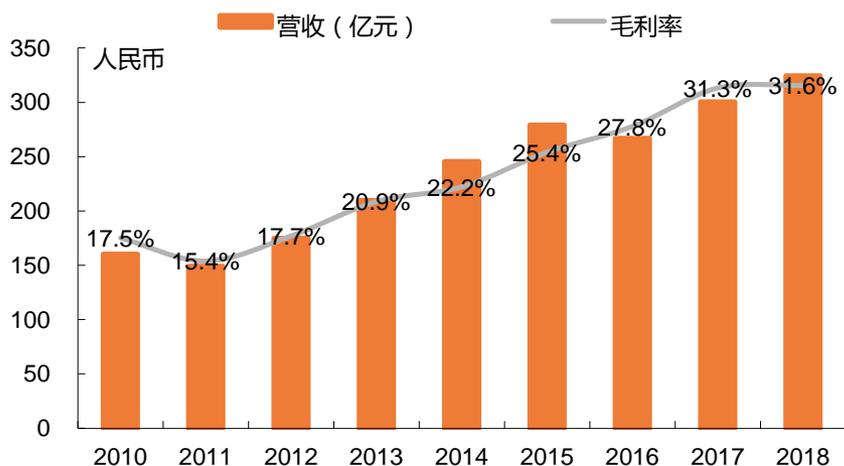
相比美国与日本，英国房企仍以地产开发类业务为主。英国最大房企之一柿子地产（PSN.L，新房市占率10%左右）2018年营收324.3亿人民币，均来自房屋开发建设。我们认为主要因：

- 一方面由于英国房价持续上涨，尽管销售套数萎缩，但销售额仍在创新高，如伦敦2016年销售额达2008年高点的121%，英格兰和威尔士也达到2008年的98%，新房市场空间依旧广阔。
- 更深层次原因，根据英国地产白皮书，市场近60%房屋由十大开发商建造，2015年大型房企市占率达59%，并无动力增加市场供应；由于移民因素，英国人口仍保持较高增长，而新房开工增速一直处于低位，2010-2015年政府获批建造的住房仍有三分之一未开工。

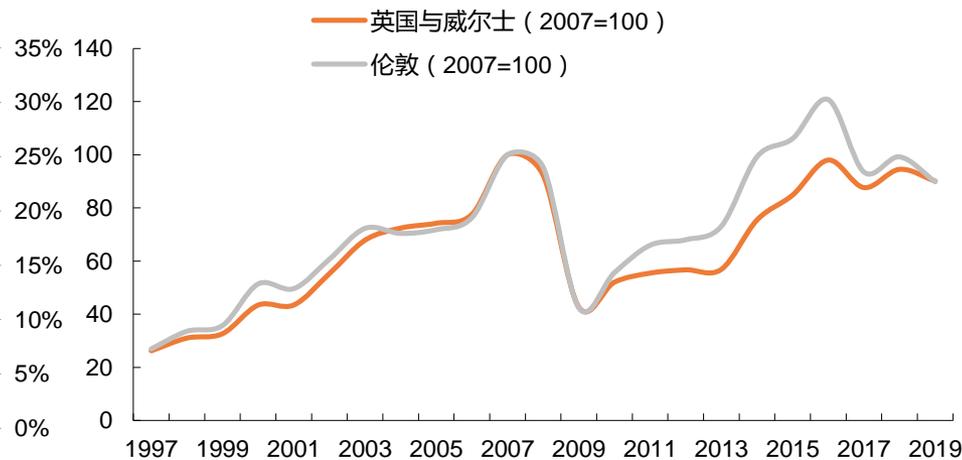
🏠 英国人口增速与新开工增速走势对比图



🏠 英国柿子地产100%收入仍来自地产



🏠 英国销售主要区域及城市新房销售额仍在攀升



数据来源：英国国家统计局和HM土地登记处，英国住房白皮书，房屋销售额统计周期为上年3月到当年3月，平安证券研究所

Contents

- 01 商品住宅现状如何？
- 02 影响动因：“人口+土地+金融”
外衣下的供需推动
- 03 海外趋势：“多元化+存量市场+
市占率提升”
- 04 国内展望：“中期需求稳定+多元
化+区域分化”
- 05 投资建议及风险提示



行业展望一：行业中期规模尚可，盈利能力中枢回归

盈利能力中枢回归，品质竞争渐成核心：由于地价涨幅快于房价涨幅，在稳地价稳房价背景下，未来行业盈利中枢将逐步回归至市场平均水平。随着行业回归制造业属性，唯有具备融资及规模优势、高周转房企方可获得超额利润。同时在城镇化速度放缓、改善需求逐步占主导的趋势下，购房者将越来越注重房屋品质，具备品牌及高品质房企将享有更高溢价。

地产中期需求仍将维持较高水平：根据《国家人口发展规划（2016年-2030年）》预期发展目标，预计2030年全国总人口14.5亿、城镇化率70%。2018年国内城镇化率为59.6%、城镇人均住宅建面39平米，8.3亿城镇人口对应存量总建面324.2亿平米。假定2030年城镇人均建面维持在39平米/人，则2030年末存量建面为395.9亿平米。假定2018年末存量住宅每年更新2%，则对应2019-2030年合计存量更新建面为77.8亿平米；则2019-2030年住宅新增存量及更新需求为149.5亿平米，预计2019-2030年平均年需求为12.5亿平米，仅次于2016-2018年，仍处于较高水平。



2019-2030年新增住宅需求测算

主要假设	
1、预计2030年全国总人口14.5亿人、城镇化率70%	
2、假定2030年城镇人均住宅建筑面积与2018年一致，为39平米	
3、假定存量建面年更新率为2%	
主要估算过程：	
2030年末存量建面	总人口*城镇化率*人均=14.5*70%*39=395.9亿平米
2019-2030年更新建面	2018年末存量*年更新率*年数=324.2*2%*12=77.8亿平米
2019-2030年住宅需求	2030末存量-2018年末存量+期间更新=395.9-324.2+77.8=149.5亿平米
2019-2030年年均住宅需求	149.5/12=12.5亿平米



2019-2030年全国住宅成交预计仍将保持较高规模





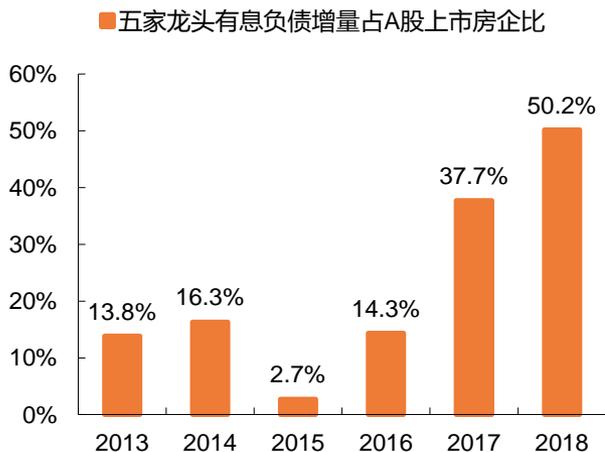
行业展望二：强者恒强，三大集中度提升

资金向龙头集中：融资环境趋紧背景下，2018年招保万金、华侨城五家龙头新增有息负债占A股上市房企的50.2%，较2017年进一步提升。2019年5月来，融资端再度收紧，预计将进一步加剧资金向优质房企集中。

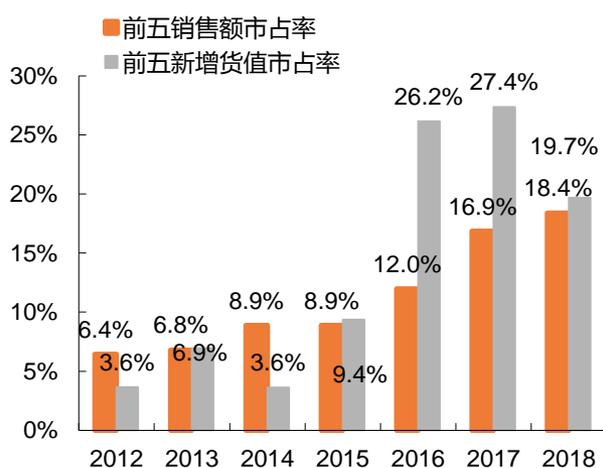
土储向龙头集中：较高的融资成本、持续的调控政策及高企的土地竞拍门槛，不断压缩中小房企的生存空间，2018年行业五强新增货值占比19.7%，高于同期销售额市占率，意味着未来销售市占率仍将提升。

销售向龙头集中：融资及土地资源的集中进一步加快销售集中度的提升。2018年TOP10、TOP20、TOP50销售额市占率分别为26.9%、38.3%、55.1%，较2017年末分别提升2.7个、5.9个和9.3个百分点。中长期来看，随着新房市场规模收缩、盈利中枢下行，龙头房企凭借强大的运营能力、灵活的战略布局、融资及拿地优势，将持续扩大市场份额。

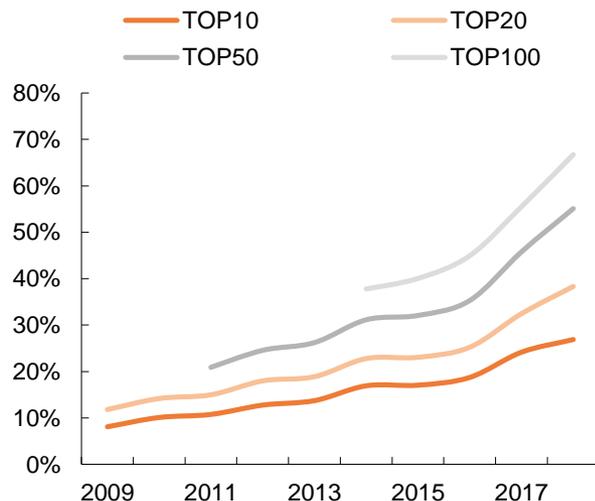
信贷资源进一步向优质房企集中



龙头房企新增货值集中度超销售额集中度



房企销售额集中度持续提升



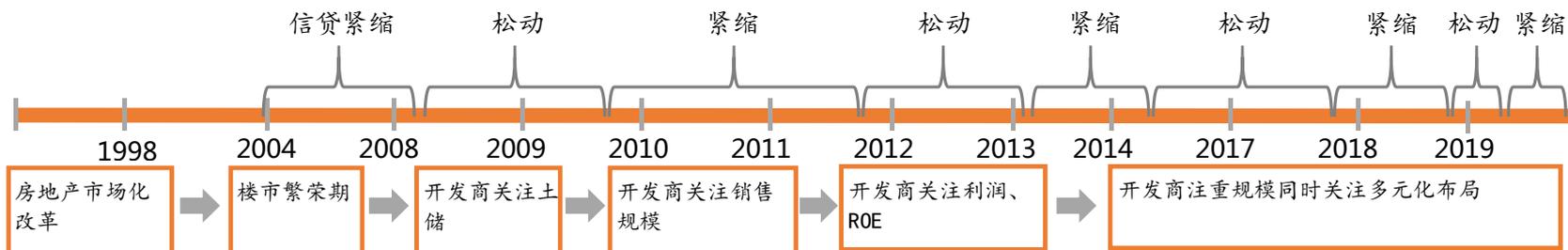
数据来源：Wind，平安证券研究所，注：五家房企为招保万金、华侨城



行业展望三：多元化布局与业务聚焦的抉择

从战略角度来看，传统房企面临聚集传统住宅开发与多元化业务的抉择：万科明确收敛聚集、融创及中海强调围绕核心不动产开发主业；恒大已形成地产为基础，旅游、健康为两翼，新能源汽车为龙头的产业布局；碧桂园则将精心构建地产、农业、机器人“三驾马车”业务布局。同时尽管万科、融创等强调聚集，但同时涉及多元化布局，如万科近年明确加大在长租、物流地产、商业地产等方面投入，根据克而瑞的统计，TOP30房企均在物业服务方面有所涉及。

开发商注重规模同时关注多元化布局

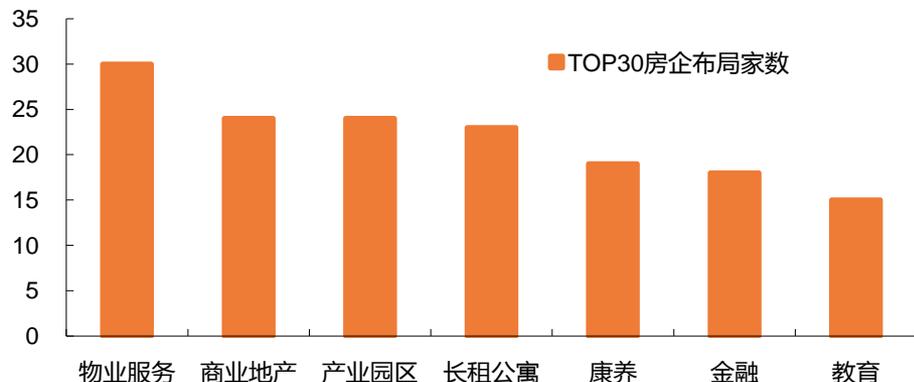


各家房企聚集及多元化战略

万科	收敛聚焦、不断巩固和提升基本盘
中国恒大	已形成以地产为基础，旅游、健康为两翼，新能源汽车为龙头的产业布局，近五年内不会有其他多元化业务布局
碧桂园	将精心构建地产、农业、机器人“三驾马车”业务布局
融创	专注地产主业，文化集团及文旅集团均是基于房地产+的基础
中海	围绕核心主业不动产开发运营，以90%资源聚集住宅开发主业、10%资源投入商业及创新业务
旭辉	坚持一体两翼总体战略，做大做强主业
朗诗	剥离旗下非房地产开发业务，精简业务聚集绿色科技地产开发核心业务



TOP30房企多元化布局家数





行业展望三：多元化布局与业务聚焦的抉择

■ 从业务聚焦来看：

地产业绩贡献大，行业中期仍将维持较大规模：尽管地产开发规模中长期趋势向下，龙头房企亦开启多元化布局，但一方面多元化意味着不确定性，同时商品住宅市场中期仍有望维持11亿平左右规模，行业依旧孕育着机会。从前文美英房企来看，即使步入行业成熟阶段，房地产开发业务仍贡献90%以上收入。

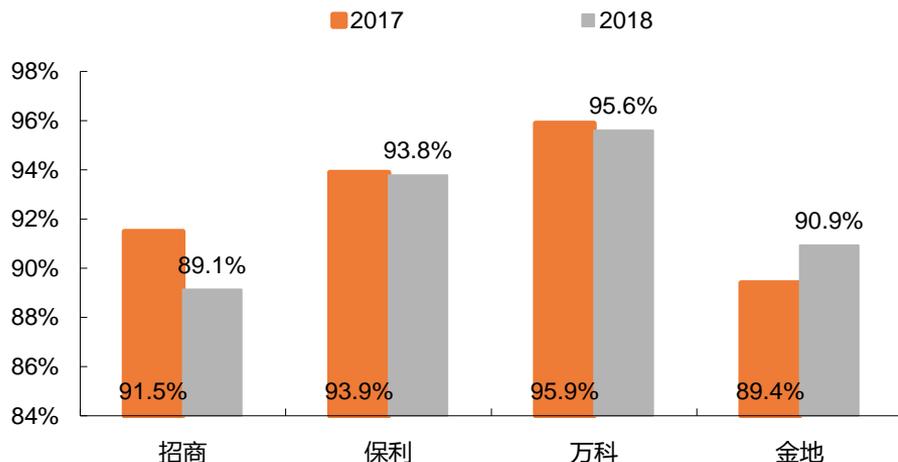
地产盈利能力强且规模大，短期尚未有可替代行业：2018年A股上市房企平均毛利率32.4%，居26个申万行业（剔除大金融）第4位。地产行业总营收达9.59万亿，无论从盈利能力还是利润空间，尚未有可完全替代行业。

■ 从多元化布局来看：

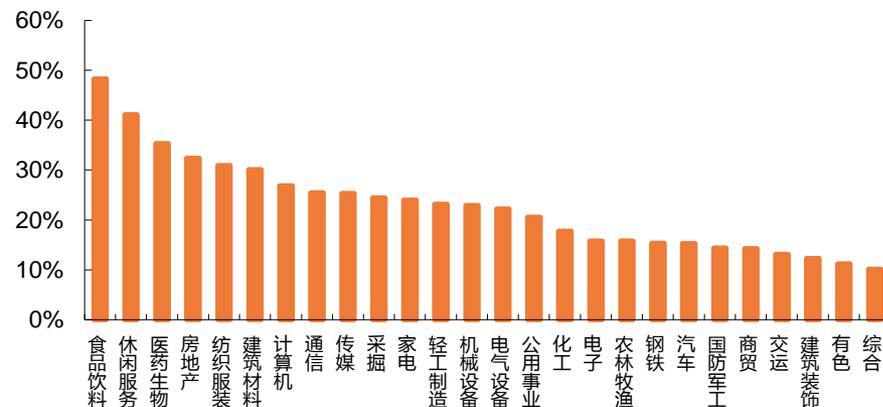
行业中期仍面临毛利率下行的压力，房企亦面临行业增长天花板的约束，从国外来看，物业、存量市场、租赁等中长期仍有较大市场空间。



主要房企地产业务占营收比重超80%



A股主要行业2018年毛利率对比





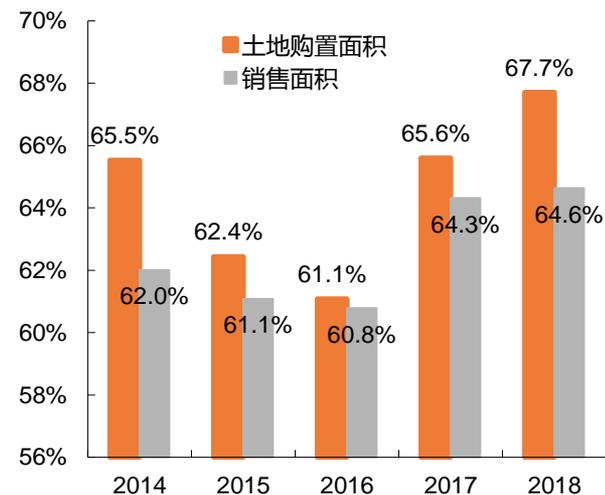
行业展望四：城市圈为主战场，多元化拿地为抓手

一二线地价高企、竞争激烈：一二线城市尽管兼具人口及产业支撑，但2018年仅占全国土地成交的32.3%；同时面临竞争激烈、地价高企、盈利空间窄等问题。且从维持货值和体量角度，三四线占全国销售的65%，预计以一二线为中心的城市圈将成为中长期房企资源争夺主战场。

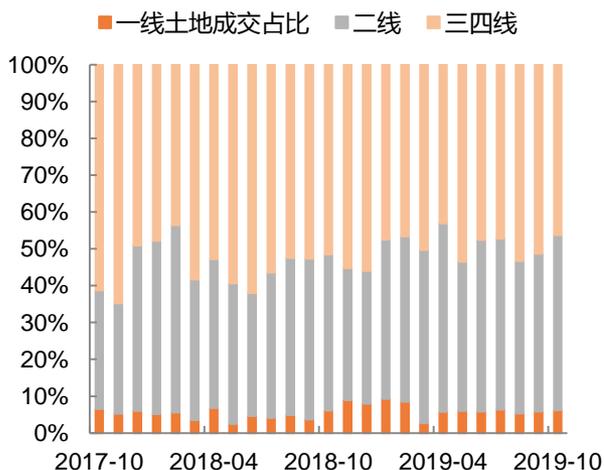
三四线大多缺乏人口及产业支撑：2017年来受棚改货币化及一二线需求外溢影响，三四线楼市迎来一波快速上行；但中长期来看大多数三四线城市人口净流出、产业基础较为薄弱，缺乏中长期支撑。

一二线做品质产品、三四线高周转：为提高产品溢价，一二线高价地项目纷纷致力提升产品品质，进而拉高项目溢价；三四线开发商则致力高周转，加快开工去化降低货值积压风险。同时房企纷纷引入合作，快速扩充货值同时，降低一二线亏损和三四线去化下滑风险。

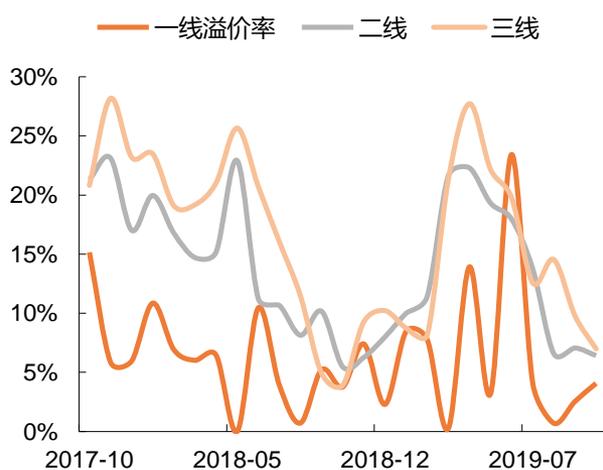
三四线土地购置面积及销售占全国比重



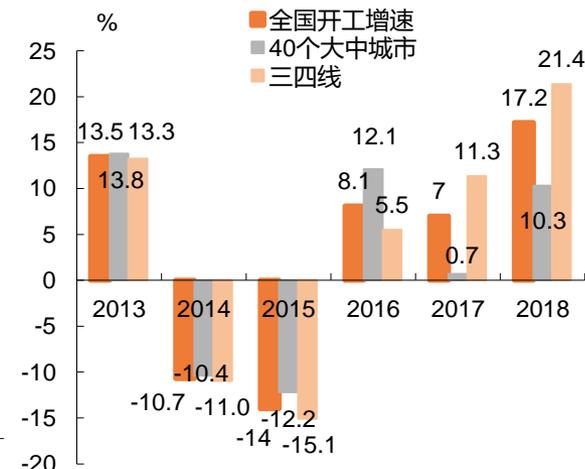
百城土地成交结构



一二线溢价率回升



三四线城市新开工更加积极



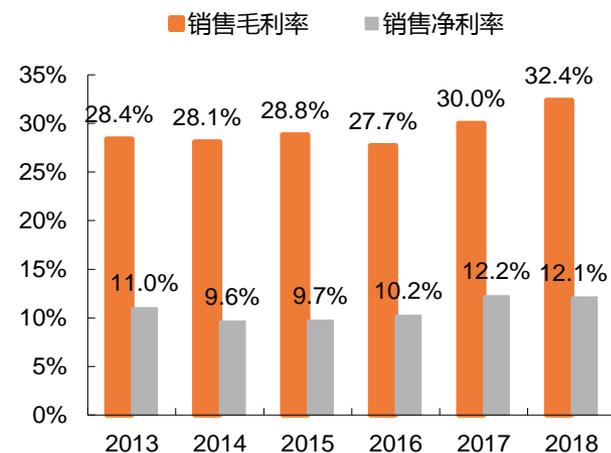


行业展望四：城市圈为主战场，多元化拿地为抓手

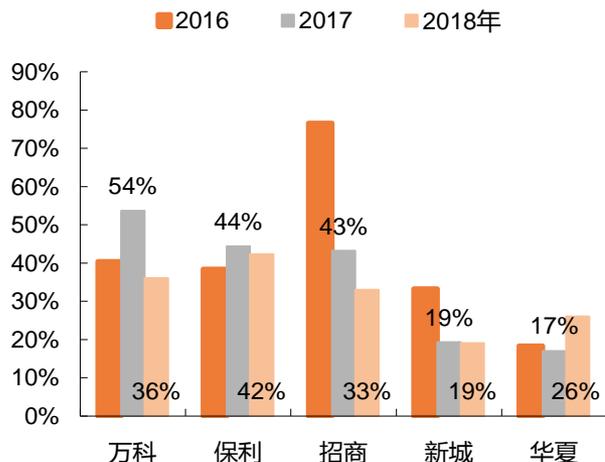
地价攀升带来利润空间压缩风险：2014年以来地价与房价持续攀升，百强地价/全国房价比由2014年的24%最高上升至2017年的36.3%，2018年受融资端收紧及三四线低地价占比提高影响，略有回落。但2019年来随着房企回归核心城市，一二线“地王”再现。地价攀升将带来未来房企盈利空间的压缩，而不拿或少拿地则无法保证充足的货值的补充，保障未来销售规模的增长。

多元化拿地成为重要土储获取来源：为降低拿地成本，房企2014年来明显加大收并购、旧改等其它拿地渠道。尽管面临开发周期较长、资金周转较慢等问题，但考虑城市更新等相对较好的位置、毛利率，预计将成为更多房企的拿地手段。

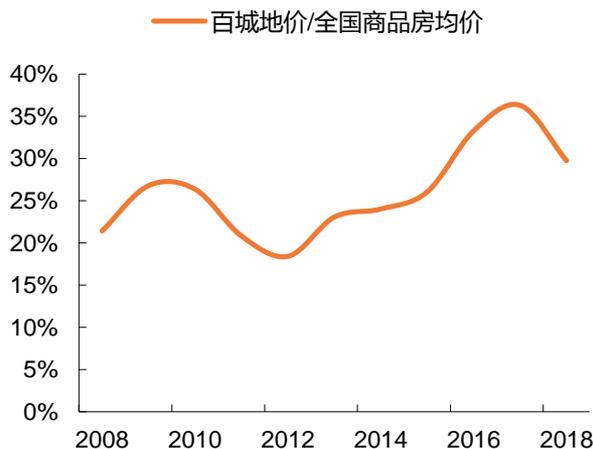
房企历年毛利率及净利率走势



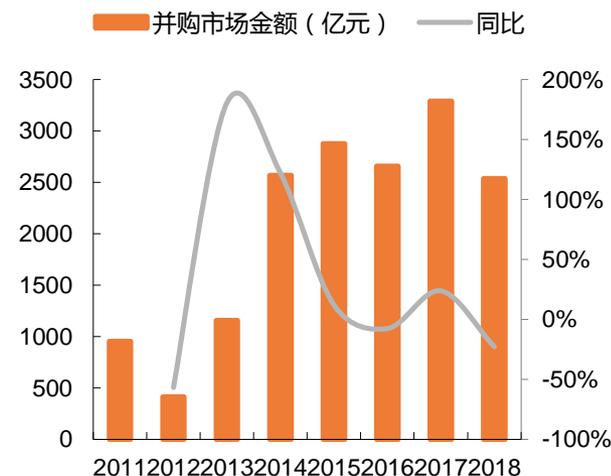
主要房企地价销售比



全国地价房价比



并购金额及同比



Contents

- 01 商品住宅现状如何？
- 02 影响动因：“人口+土地+金融”
外衣下的供需推动
- 03 海外趋势：“多元化+存量市场+
市占率提升”
- 04 国内展望：“中期需求稳定+多元
化+区域分化”
- 05 投资建议及风险提示

 投资建议

随着城镇化率持续提升，改善及更新需求释放，中期国内住宅需求规模仍有望维持年均12.5亿平左右，同时在稳地价稳房价背景下，行业盈利中枢将逐步回归至市场平均水平。龙头房企凭借融资、拿地等优势，有望持续扩大市场份额，且积极开展多元化试水，但住宅开发中期仍将是传统房企的主要收入来源。

区域布局上，一二线城市尽管兼具人口及产业支撑，但面临竞争激烈、地价高企、供应少等问题，而大多数三四线城市人口净流出、产业基础较为薄弱，缺乏中长期支撑，未来以一二线为中心的城市圈将成为房企争夺的主战场。

短期来看，行业政策及融资环境依旧维持高压，销售端压力逐步加大，将加快行业格局洗牌及市场集中度提高。中期来看，稳地价稳房价稳预期背景下，随着住宅开发回归制造业属性，唯有具备融资及规模优势、高周转房企方可获得超额利润；同时行业盈利中枢下行、地价高企背景下，收并购、旧改等将成为房企重要拿地抓手。房企在深耕传统住宅开发业务同时，预计将积极开展物业、物流、地产金融等多元化布局，但考虑住宅开发中期规模仍将维持高位，仍将是传统房企收入主要来源。整体来看，在稳地价稳房价常态化背景下，唯有具备融资及拿地优势的房企方能基业长青、脱颖而出。



风险提示

- 1、**住宅开发需求大幅萎缩风险：**1991-2018年全国商品住宅销售均价累计上涨约10倍，从个别城市来看，当前北上广深房价收入比已高于巴黎、伦敦、纽约等发达国家城市，国内居民购房能力弱化；同时房价的上升带来杠杆率快速提升，国内居民潜在加杠杆空间持续收窄。基于此，若后续经济增长表现乏力，将对住宅开发需求产生不利影响。
- 2、**多元化业务布局进程不及预期甚至失败风险：**基于住宅开发规模中长期趋势向下、毛利率面临下行压力等因素，主流房企纷纷探索物业服务、长租公寓、养老、文旅、物流地产等多元化业务布局。从现阶段发展情况而言，如养老地产，行业发展主要受政策支持推动，参与者商业模式尚不清晰，项目难以盈利。房企在多元化业务布局中亦面临进程不及预期甚至失败风险。
- 3、**开发业务毛利率大幅下降风险：**受楼市火爆影响2016年起地价持续上升，而后续各城市限价政策陆续出台，房地产开发业务面临毛利率下滑风险。
- 4、**资金链断裂风险：**现阶段行业融资管控严格，而当前楼市销售难度逐步加大，后续楼市回归平稳过程中若超预期降温，中短期来看，部分偿债压力较大房企或面临资金链断裂风险。

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。

谢谢阅读!

