

韧性十足，稳中前行

——房地产行业 2020 年度投资策略

报告摘要：

► 行业基本面：千磨万击还坚劲

虽然自去年7月政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”，乃至今年7月政治局会议再次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”后，房地产行业经历了一系列政策的打压，但行业基本面仍然表现出了极强的韧性，这与今年棚改资金投放超预期有关。展望未来，我国住宅需求仍然具备较强韧性。我们预计2020年全年销售面积增速为-3%左右，销售金额增速2%左右，地产投资增速则为7%左右。

► 板块表现：业绩保持高增，估值仍处低位

目前A股和H股地产板块估值都仍旧处于低位，龙头房企今年前三季度普遍财务状况改善，短期偿债能力无忧，同时已售未结资源丰富，未来业绩有保障。对比海外成熟市场来看，我国一线房企市场占有率仍有较大提升空间。

► 政策面：“因城施策”成主基调，城镇化继续推进

中央层面对地产调控政策的定调逐渐趋稳，基本保持了连续性和稳定性，其施政思路目标上来说基本围绕“房住不炒”这一核心，力求做到“三稳”，即“稳房价、稳地价、稳预期”；而具体措施上“因城施策”则成为了主基调，且以市场预期管理作为中介目标。总的来说，我们认为，对于2020年的调控政策，一定要紧抓“房住不炒”与“因城施策”这两个关键点。

风险提示

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑；计提过多存货跌价准备导致年报业绩不达预期。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：由子沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

盈利预测与估值

		重点公司									
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000002.SZ	万科A	26.19	增持	2.99	3.75	4.57	5.41	8.8	7.0	5.7	4.8
600068.SH	保利地产	14.18	增持	1.58	2.16	2.68	3.25	9.0	6.6	5.3	4.4
001979.SZ	招商蛇口	18.38	增持	1.93	2.38	2.87	3.47	9.5	7.7	6.4	5.3
000671.SZ	阳光城	6.48	增持	0.75	1.03	1.41	1.87	8.6	6.3	4.6	3.5

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 引言.....	4
2. 行业基本面：千磨万击还坚劲.....	4
2.1. 房地产开发：千磨万击，韧性十足.....	4
3. 上市公司：业绩保持高增，估值仍处低位.....	28
3.1. 财报分析：业绩稳步释放，盈利能力提升.....	28
3.2. 板块表现：涨幅跑输大盘，估值仍处低位.....	34
4. 政策面：“因城施策”成主基调，新型城镇化继续推进.....	36
4.1. 调控层面：以房住不炒为目标，以因城施策为手段.....	36
4.2. 新型城镇化：从“区域均衡发展”到“城市群”.....	38
5. 投资建议.....	40
6. 风险提示.....	40

图表目录

图 1 房地产销售面积与销售金额累计同比.....	6
图 2 30 大中城市成交面积同比（移动 8 周平均）.....	6
图 3 销售数据当月值.....	6
图 4 各都市圈销售面积累计同比.....	6
图 5 库存总面积及同比增速.....	6
图 6 各类商品房库存面积同比增速.....	6
图 7 分地区销售面积增速（2019 年 1-9 月累计同比）.....	7
图 8 PSL 新增投放与累计同比增速.....	7
图 9 PSL 投放量逐步减小.....	8
图 10 地方政府棚改专项债逐步放量.....	8
图 11 棚改资金增速与销售面积增速当月同比.....	8
图 12 棚改资金增速与销售面积增速累计同比.....	8
图 13 西部地区棚改专项债占比相比去年提升明显.....	9
图 14 2019 年 1-9 月棚改专项债各省份占比.....	9
图 15 西部地区棚改专项债占比相比去年提升明显.....	9
图 16 2019 年 1-9 月棚改专项债各省份占比.....	9
图 17 基于年龄结构及对应户主率测算方法基本思路.....	11
图 18 模型计算得到的 2010-2017 年住宅需求面积与当年实际销售面积对比.....	13
图 19 模型计算得到的未来住宅需求面积预测值.....	13
图 20 基于需求分拆的修正 M-W 模型的测算方法基本思路.....	15
图 21 1992 年-2017 年人口数量拟合曲线.....	16
图 22 1992 年-2017 年城镇化率拟合曲线.....	17
图 23 美国前 10 强房企销售额增长率、市占率等变化情况.....	21
图 24 日本前 10 强房企销售额增长率、市占率等变化情况.....	21
图 25 香港前 10 强房企销售额增长率、市占率等变化情况.....	22
图 26 房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比.....	23
图 27 土地购置与成交情况.....	23
图 28 100 大中城市住宅类用地成交溢价率.....	23
图 29 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比.....	23
图 30 房地产开发到位资金累计同比.....	27
图 31 住房贷款利率走势.....	27
图 32 70 城房价指数当月同比.....	27
图 33 全国住宅库销比.....	27
图 34 M2 同比.....	28
图 35 板块营业收入及同比增速.....	29
图 36 15 家大中型房企营业收入及同比增速.....	29
图 37 板块归母净利润及同比增速.....	29

图 38	15 家大中型房企归母净利润及同比增速	29
图 39	板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速	30
图 40	15 家大中型房企销售收到的现金及增速	30
图 41	板块销售毛利率及销售净利润率	30
图 42	15 家大中型房企销售毛利率及销售净利润率	30
图 43	板块期间费用率	31
图 44	15 家大中型房企期间费用率	31
图 45	板块货币资金及同比增速	31
图 46	15 家大中型房企货币资金及同比增速	31
图 47	板块现金短债比	32
图 48	15 家大中型房企现金短债比	32
图 49	板块资产负债率及剔除预收款后的资产负债率	32
图 50	大中型房企资产负债率及剔除预收后的负债率	32
图 51	板块净负债率	33
图 52	15 家大中型房企净负债率	33
图 53	年初至三季度末申万房地产板块与其他行业涨跌幅比较（%，总市值加权平均，2019/9/30）	34
图 54	申万地产板块历史 PE	35
图 55	恒生地产板块历史 PE	35
图 56	申万房地产板块历史估值分位情况（截至 2019/11/12）	36
图 57	申万房地产板块历史股息率分位情况（截至 2019/11/12）	36
图 58	近年来历次政治局会议关于地产的表述	37
表 1	房地产行业 1-9 月统计局数据汇总	4
表 2	房地产行业 1-9 月统计局数据汇总	5
表 3	棚改货币化安置对过去几年销售贡献巨大	8
表 4	人口预测基础数据取值	11
表 5	人口预测基础数据取值	12
表 6	基于年龄结构及对应户主率测算模型各项指标数据明细	13
表 7	未来应达到的人均住房使用面积取值（平米）	16
表 8	测算 2019-2030 年人口数量拟合值	17
表 9	测算 2019-2030 年城镇化率拟合值	17
表 10	1978 年来我国当年存量住宅面积推算	18
表 11	主要指标在谨慎、中性、乐观情况下的取值	19
表 12	谨慎情况下未来的每年住宅需求总量	19
表 13	中性情况下未来的每年住宅需求总量	19
表 14	乐观情况下未来的每年住宅需求总量	20
表 15	TOP1 房企在全国的市占率测算（采用 2017 年数据）	22
表 16	我国历年房地产信托政策监管文件及影响	24
表 17	A 股大中型房企 2019Q3 预收账款保障倍数	33
表 18	年初至三季度末申万房地产板块个股涨跌幅排名（2019/9/30）	35
表 19	各层级城市落户限制放松情况	39
表 20	各层级城市落户限制放松情况	39

1. 引言

房地产行业的形势判断与房地产板块的投资策略，离不开两个核心因素：行业基本面与行业政策，而这两个核心因素又是互为因果、互相反馈调节的，当行业基本面过热，房价上涨过快时，政策出于防范风险的角度考虑，会不断收紧从而对行业估值形成压制，导致行业基本面数据下行；而当行业基本面数据下行到一定程度时，由于宏观经济维稳以及地方财政收入方面的考量，政策又会出现一定程度的宽松。因此，本篇房地产行业 2020 年度投资策略，将首先分别从行业基本面与行业政策面两个维度进行回顾与展望，以此引出对房地产板块上市公司业绩与估值情况的分析和预测，并由此阐述我们对 2020 年房地产行业形势的判断与投资的逻辑。

2. 行业基本面：千磨万击还坚劲

2.1. 房地产开发：千磨万击，韧性十足

从整体上来看，虽然自去年 7 月政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”，乃至今年 7 月政治局会议再次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”后，房地产行业经历了一系列政策的打压，但行业数据仍然表现出了极强的韧性：2019 年 1-9 月，全国商品房销售面积 119179 万平方米，同比仅下降 0.1%，降幅比 1-8 月份收窄 0.5 个百分点，降幅已连续三月收窄。同期，全国房地产开发投资完成额 98008 亿元，同比名义增长 10.5%，年初至今持续保持两位数的高速增长。

表 1 房地产行业 1-9 月统计局数据汇总

指标	2019年1-8月				2019年1-9月				2019年8月			2019年9月		
	累计值	占比	累计同比	相比上月变化百分点	累计值	占比	累计同比	相比上月变化百分点	当月值	当月环比	当月同比	当月值	当月环比	当月同比
商品房销售面积(万平方米)	101,849	100.0%	-0.6%	0.7	119,179	100.0%	-0.1%	0.5	13,066	0.5%	4.7%	17,330	32.6%	2.9%
其中:住宅	89,410	87.8%	0.6%	1.0	104,650	87.8%	1.1%	0.5	11,654	0.7%	7.2%	15,240	30.8%	4.6%
办公楼	2,275	2.2%	-10.8%	0.0	2,624	2.2%	-11.0%	-0.2	259	-1.3%	-10.4%	349	34.7%	-12.6%
商业营业用房	5,971	5.9%	-13.9%	-0.8	7,002	5.9%	-13.7%	0.2	665	-4.2%	-19.9%	1,031	55.0%	-12.1%
商品房销售金额(亿元)	95,373	100.0%	6.7%	0.5	111,491	100.0%	7.1%	0.4	12,211	-2.0%	10.1%	16,118	32.0%	9.4%
其中:住宅	83,317	87.4%	9.9%	0.7	97,497	87.4%	10.3%	0.4	10,886	-1.8%	14.6%	14,179	30.2%	13.1%
办公楼	3,227	3.4%	-11.7%	1.6	3,755	3.4%	-11.1%	0.6	392	11.6%	1.6%	528	34.5%	-7.5%
商业营业用房	6,660	7.0%	-12.8%	-1.9	7,725	6.9%	-13.0%	-0.2	690	-10.8%	-26.5%	1,065	54.4%	-14.2%
房地产开发投资完成额(亿元)	84,589	100.0%	10.5%	-0.1	98,008	100.0%	10.5%	0	11,746	4.6%	10.5%	13,419	14.2%	10.5%
其中:住宅	62,187	73.5%	14.9%	-0.2	72,146	73.6%	14.9%	0	8,720	5.1%	13.7%	9,959	14.2%	14.6%
办公楼	3,861	4.6%	0.6%	0.8	4,447	4.5%	0.8%	0.2	528	1.8%	5.9%	586	11.1%	2.6%
商业营业用房	8,456	10.0%	-9.4%	-0.4	9,796	10.0%	-8.0%	1.4	1,137	0.2%	-11.4%	1,340	17.8%	1.5%
房屋新开工面积(万平方米)	145,133	100.0%	8.9%	-0.6	165,707	100.0%	8.6%	-0.3	19,417	-3.9%	4.9%	20,574	6.0%	6.7%
其中:住宅	107,053	73.8%	8.9%	-0.7	122,308	73.8%	8.8%	-0.1	14,227	-4.1%	4.4%	15,255	7.2%	8.2%
办公楼	4,480	3.1%	20.2%	-1.4	5,010	3.0%	15.7%	-4.5	550	-17.2%	11.0%	530	-3.7%	-12.3%
商业营业用房	12,172	8.4%	-4.5%	-1.0	13,942	8.4%	-3.3%	1.2	1,587	-7.1%	-10.2%	1,769	11.5%	5.8%
土地购置面积(万平方米)	12,236	100.0%	-25.6%	3.8	15,454	100.0%	-20.2%	5.4	2,475	43.4%	-6.0%	3,218	30.0%	10.4%
土地成交价款(亿元)	6,374	100.0%	-22.0%	5.6	8,186	100.0%	-18.2%	3.8	1,579	14.7%	1.4%	1,812	14.7%	-0.7%
房企到位资金(亿元)	113,724	100.0%	6.6%	-0.4	130,571	100.0%	7.1%	0.5	13,923	-6.1%	4.1%	16,847	21.0%	10.8%
其中:国内贷款	17,322	15.2%	9.8%	0.3	19,689	15.1%	9.1%	-0.7	1,944	-5.0%	11.9%	2,368	21.8%	4.8%
利用外资	81	0.1%	129.3%	45.7	104	0.1%	138.2%	8.9	20	6.1%	904.2%	22	13.2%	177.0%
自筹资金	36,036	31.7%	3.1%	0.3	42,024	32.2%	3.5%	0.4	5,004	16.3%	4.9%	5,988	19.7%	6.2%
定金及预收款	38,377	33.7%	8.3%	-1.3	43,877	33.6%	9.0%	0.7	4,397	-20.3%	-0.8%	5,500	25.1%	14.3%
个人按揭贷款	17,449	15.3%	11.8%	0.5	19,900	15.2%	13.6%	1.8	2,251	-5.9%	15.4%	2,452	8.9%	27.9%

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

表 2 房地产行业 1-9 月统计局各区域数据汇总

指标	累计同比					当月同比					当月环比				
	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝
商品房销售面积	10.48%	-1.99%	-3.15%	3.86%	4.27%	-3.38%	8.84%	0.80%	-1.06%	20.81%	42.58%	29.81%	39.34%	37.53%	39.04%
其中：住宅	10.64%	-0.82%	-1.95%	5.68%	4.37%	-4.45%	10.67%	4.75%	-1.81%	18.92%	37.39%	25.46%	37.41%	36.72%	35.24%
商品房销售金额	26.40%	7.36%	5.17%	12.45%	8.30%	-0.96%	18.84%	3.89%	7.99%	27.94%	17.86%	32.96%	39.89%	35.98%	40.03%
其中：住宅	30.13%	10.02%	6.87%	15.41%	13.04%	1.07%	22.03%	6.44%	5.43%	33.73%	12.37%	30.24%	37.88%	34.98%	38.80%
房地产开发投资完成额	6.41%	7.01%	11.36%	7.96%	12.35%	-8.25%	7.41%	15.25%	12.24%	4.62%	20.91%	14.03%	21.01%	8.84%	17.73%
房屋新开工面积	4.23%	-0.74%	-4.32%	11.76%	5.54%	-22.96%	5.22%	16.44%	8.01%	-24.85%	-0.58%	13.24%	29.64%	3.17%	-4.83%
其中：住宅	4.76%	-3.73%	-5.61%	12.59%	3.17%	-21.17%	4.84%	8.65%	9.74%	-26.06%	-3.86%	11.47%	32.78%	4.41%	-5.34%

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

注：本报告中京津冀包含北京、天津、河北；江浙沪包含上海、江苏、浙江；珠三角包含广东；中原包含河南、湖北；川渝包含重庆、四川

2.1.1. 销售表现超预期，未来不悲观

2.1.1.1. 当年回顾：“小阳春”与棚改资金接力，韧性十足

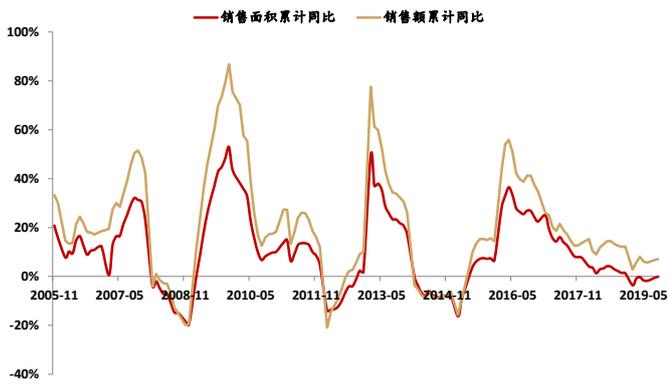
按照过往的规律，我国房地产市场的小周期一般为 3 年，本轮小周期从 15 年至今已近 4 年，且 18 年下半年销售增速已出现明显回落态势，因此去年年底市场普遍对今年的销售预期颇为悲观。然而，2019 年商品房销售却呈现出明显的先抑后扬态势：1-2 月份由于春节等因素影响，销售面积增速仅为-3.6%，销售金额增速仅为 2.8%，然而紧接着便是 3-4 月份的地产“小阳春”，销售面积增速在去年高基数水平上回正，虽然 5、6 两月又略有下滑，但 7 月后至今已连续三月回暖，前 9 月销售面积累计增速已达-0.1%，几乎与去年持平，考虑到去年四季度的低基数，今年全年销售面积增速有较大几率回正。

回顾其中原因，年初流动性宽裕带来的一二线楼市“小阳春”，与二季度后棚改资金放量所带来的三四线城市销售韧性，形成了接力轮动，直接先后带动了今年商品房销售的超预期增长。

具体而言，2018 年到 2019 年春节前，连续 5 次降准释放了较为宽裕的货币流动性，多个城市按揭利率亦从 2018 年年底开始下调，叠加一二线城市调控满三年所压抑需求的集中爆发，带动了今年 3、4 月份的地产“小阳春”，一二线城市商品房成交量大幅上涨，部分城市房价也出现了较大幅度的上涨；而从 6 月起，地方政府棚改专项债开始接力 PSL 大幅放量，棚改在途资金的时间差也一定程度上带动了三四线市场需求的持续性，三四线城市的销售并未如年初市场所预期的那样一落千丈，而是维持了相当程度的韧性，也进一步维持了全局销售的韧性，实际上，从各区域销售数据来看，中西部区域今年以来一直好于东部区域，同时 7 月后销售均价明显低于 3-4 月，也从侧面验证了二季度后三四线城市的成交占比在逐渐提升。

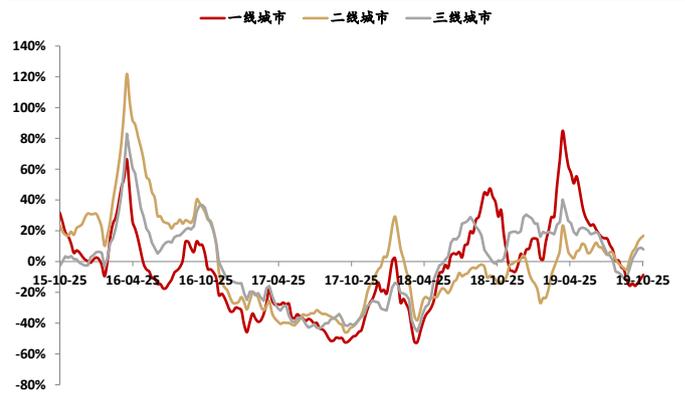
展望四季度，考虑到去年较低的基数数据，与今年“金九银十”后诸多房企的降价促销，以及棚改在途资金的滞后效应，我们认为四季度销售面积增速仍有望继续缓步走高，而销售金额增速也仍能维持，预计全年商品房销售面积增速 1%左右，销售金额增速 8%左右。

图1 房地产销售面积与销售金额累计同比



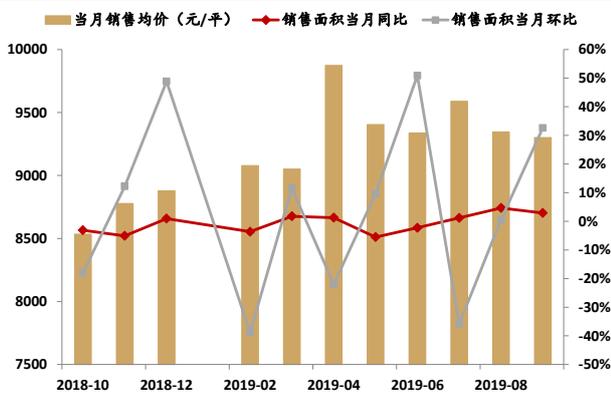
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图2 30大中城市成交面积同比（移动8周平均）



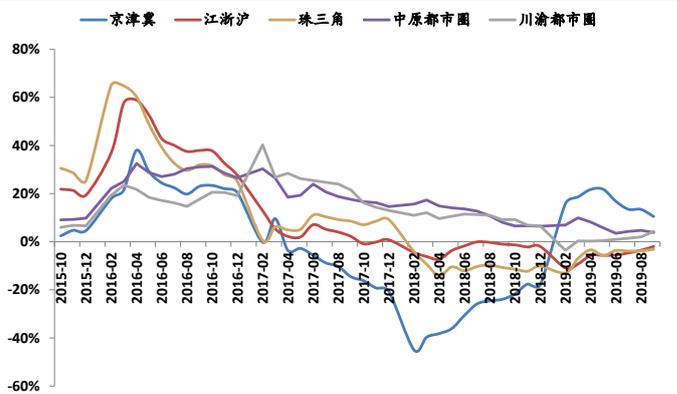
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图3 销售数据当月值



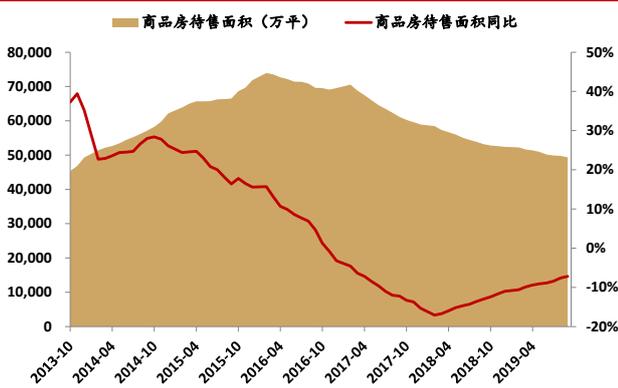
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图4 各都市圈销售面积累计同比



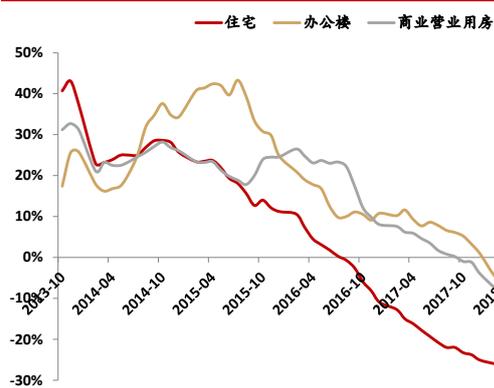
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图5 库存总面积及同比增速



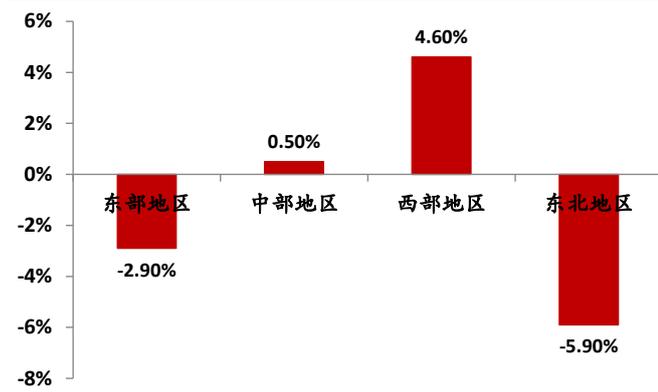
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图6 各类商品房库存面积同比增速

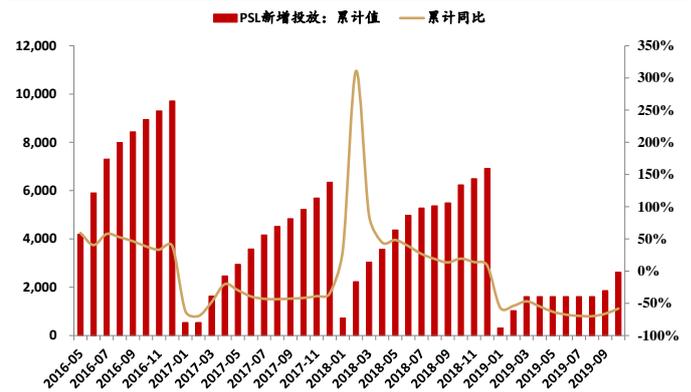


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图7 分地区销售面积增速（2019年1-9月累计同比） 图8 PSL新增投放与累计同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.1.1.2. 次年展望：棚改仍有望发力，总量预计保持增长

历史来看，我国商品房销售的小周期一般为3年，且每一轮后期都会出现销售面积与销售金额的双双负增长。本轮小周期始自2015年，至今已4年有余，销售面积累计同比仍然只是微幅下降，而销售金额同比更是仍在保持较高的正增速，即便在政策不断收紧之下，市场规模也不断创新高。同时，这一背景也导致了近两年不断有声音看衰地产的需求空间，各种悲观预测层出不穷。

追根溯源，在这一轮地产周期的持续坚韧中，棚改货币化安置和核心城市需求的外溢发挥了重要的作用。因此我们认为，在核心一二线城市调控常态化，需求已进入平稳期的背景下，预测2020年商品房销售情况的关键便在于预测广大三四线城市房地产市场的变化，而棚改计划则是其中的关键因素。2016-2018年，估算全国棚改货币化分别去化库存为2.5、3.1和2.5亿平米，分别占2016-2018年销售面积的18%、22%和17%。2015年到2017年基本维持着逐年增长态势，近3年的开工量都在600万套以上，2018年目标虽然略有回调降至580万套，但从实际的完成情况来看，全年棚户区新开工改造为626万套，目标完成率也创历年新高达107.9%。前几年的超额完成成为后续棚改缩量埋下了伏笔，事实上，纵观棚改三年规划总量，从2015年-2017年的1800万套到2018年-2020年的1500万套，的确在收缩，棚户区改造越少既是目标任务也符合客观规律，不可能越改越多。另一方面，大力推进棚改货币化安置的一些负面效应已经显现，比如加剧了地方财政负债压力，推升三四线房价等等，也引出了去年年中之后棚改货币化收紧的传闻，基于三四线的库存问题已经得到了初步解决，棚改开工量目标下调也在情理之中。

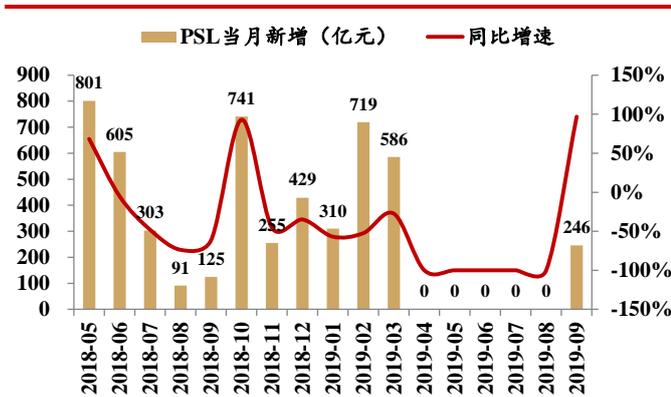
然而，根据今年财政部核定开工计划，2019年将棚改套数下调到285万套，较之前计划的460万套下降38%，如此一来，考虑到2018-2020年三年1500万套的总目标，2020年的棚改量有望超预期；其次注意到，自去年年中棚改货币化收紧之后，虽然PSL新增投放量下行明显，但地方政府棚改专项债发行大幅放量，棚改资金同比增速持续上升；最后我们还需考虑到：1)棚改资金在途、拆迁户购房时间滞后，一定程度上平滑了三四线市场的需求；2)三四线城市调控政策边际宽松趋势较强，对冲了部分棚改需求的下行；3)年初以来城市群规划陆续推出，推动了城市群中的强三四线城市需求的释放。因此我们认为，2020年的全国商品房销售一方面难以出现大幅增长，但另一方面也仍将具有相当强的韧性，销售金额预计仍可保持缓慢增长的态势。我们预测，2020年全国商品房销售面积将下滑3%，销售金额则仍将同比增长2%。

表 3 棚改货币化安置对过去几年销售贡献巨大

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
财政部核定计划开工套数 (万套)				618	588	285
住建部计划开工套数 (万套)	470	580	600	600	580	
实际完成 (万套)	470	601	606	609	626	274 (1-9月)
完成率	100.0%	103.6%	101.0%	101.5%	107.9%	
货币化安置率	9%	30%	49%	60%	50%	
货币化安置套数 (万套)	42.3	180.3	296.94	365.4	313	
单套平均面积 (平米)	85	85	85	85	85	
货币化安置等效面积 (亿平)	0.36	1.53	2.52	3.11	2.66	
全国住宅销售面积 (亿平)	10.5	11.2	13.8	14.5	14.5	
货币化安置对住宅销售的贡献率	3.4%	13.7%	18.3%	21.4%	18.3%	

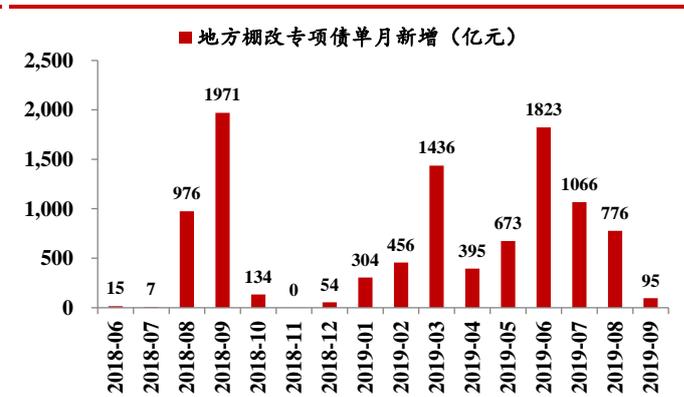
资料来源：政府官网，国家统计局，华西证券研究所

图 9 PSL 投放量逐步减小



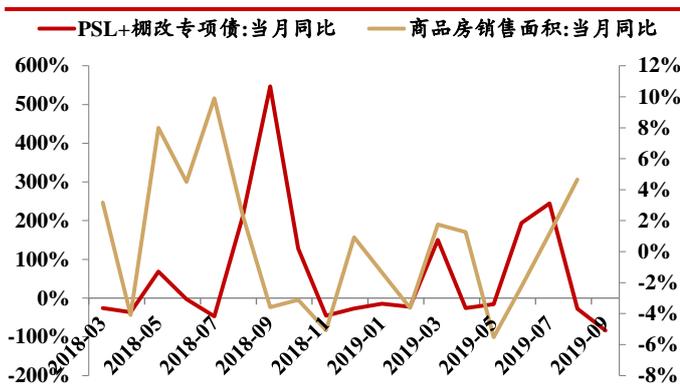
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 地方政府棚改专项债逐步放量



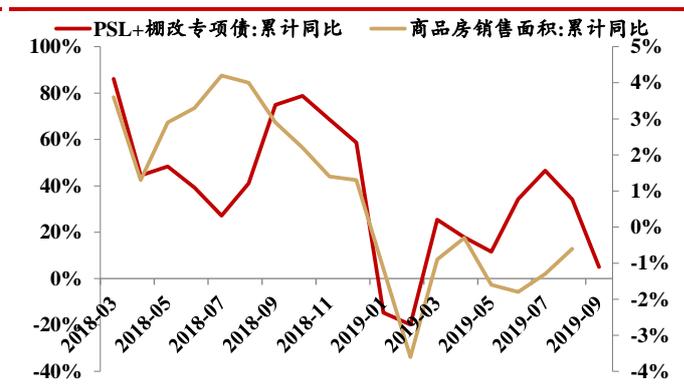
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 棚改资金增速与销售面积增速当月同比



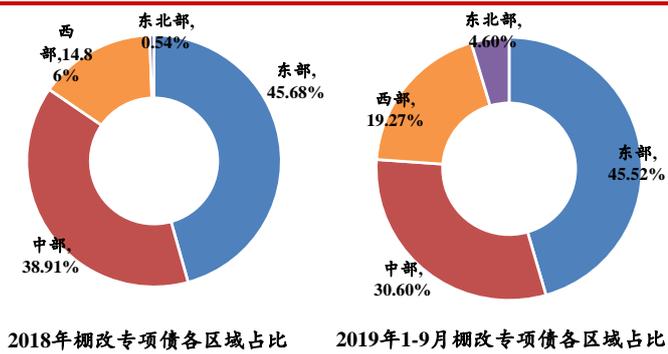
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 棚改资金增速与销售面积增速累计同比



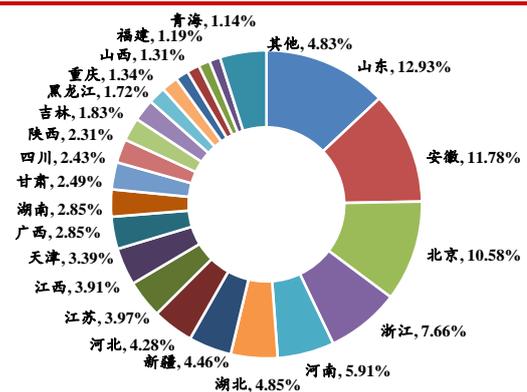
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 西部地区棚改专项债占比相比去年提升明显



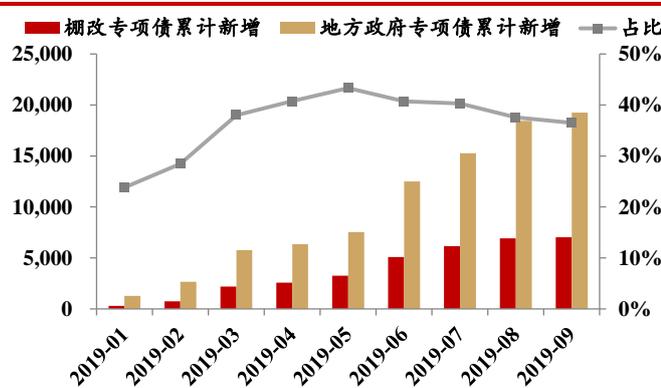
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 2019 年 1-9 月棚改专项债各省份占比



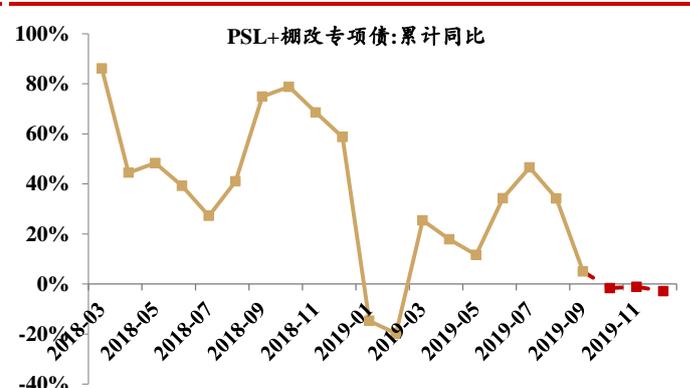
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 西部地区棚改专项债占比相比去年提升明显



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 16 2019 年 1-9 月棚改专项债各省份占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.1.1.3. 中长期需求：

从 2016 年四季度至今，各地政府针对房地产行业的调控政策不断收紧，已逾三年，然而这三年当中，房地产行业仍然呈现出欣欣向荣的发展态势：2018 年全年，我国商品房的销售面积达到了 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%；其中住宅销售面积 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%。龙头房企更是享受到了行业的盛宴，共有 32 家公司全年销售金额突破千亿元，碧桂园、万科、恒大三家公司更是全年销售额突破 6000 亿元。2019 年已近结束，房地产行业仍然韧性十足，一线房企也保持了较高的销售额增速。

然而，市场对房地产行业的悲观预期却从未消退，房地产板块的估值也自一季度以来一路下滑，即便房地产企业的中报和三季度业绩依然靓丽，市场却总在质疑：今年虽然可以，可明年呢？后年呢？

质疑的声音主要有两方面，一方面，随着中国老龄化的加剧和低生育率的不断持续，人口问题开始显现。因此有部分观点认为未来几十年间国内对于住房的需求将会显著下滑；另一方面，由于过去几年宽松的货币政策和棚改货币化的实施，商品房销售持续保持了较高增速，也有部分观点认为国内对于住房的需求已被严重透支，在货币政策转为稳健中性、房地产调控政策不断收紧、棚改货币化比例下降的情况下，未

来数年商品房销售会呈现大幅度的下降，而房地产公司的业绩也将因此大幅下滑。实际上，整个房地产板块现在的低估值也部分反映了市场对于行业未来增长的悲观预期。

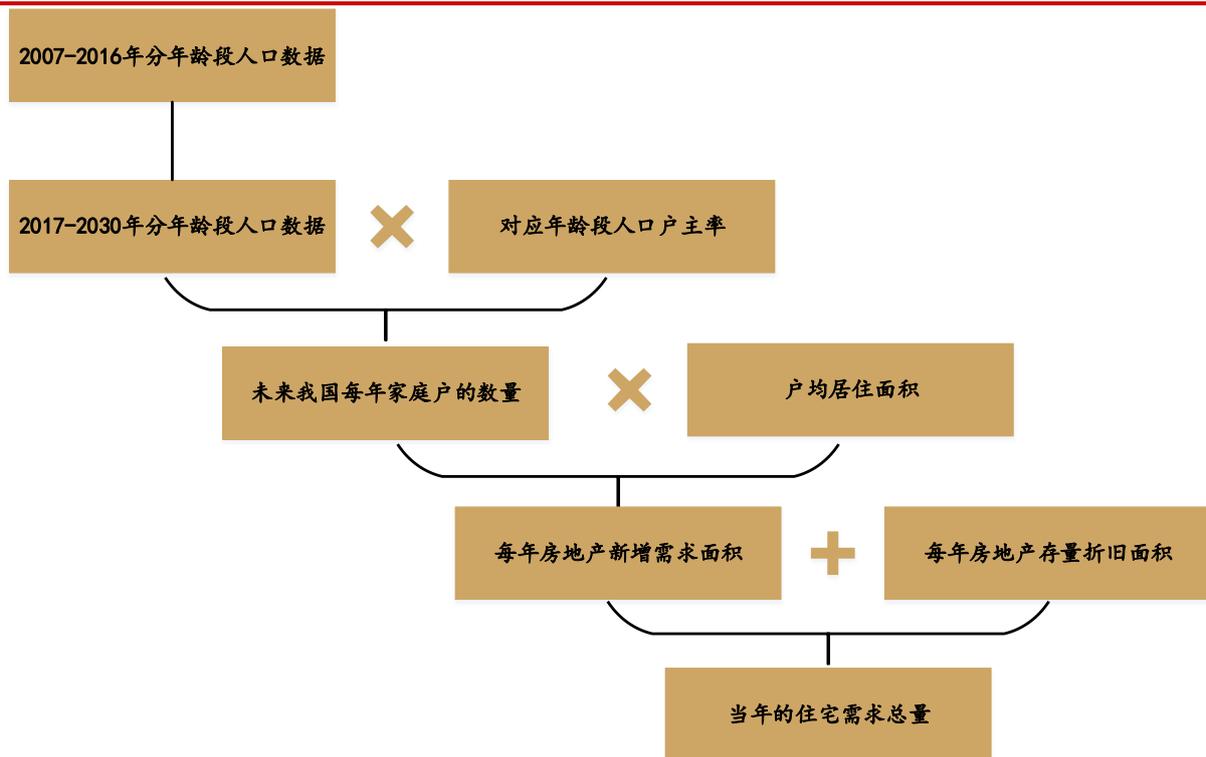
那么，在过去 20 年时间里作为国民经济支柱的房地产行业的未来真的如此悲观吗？为了回答这一问题，本部分将从人口结构与住房需求分拆这两个角度，采用两种模型分别对未来我国每年的住宅潜在需求总量做了简单测算。进一步的，我们又通过研究发达国家成熟房地产市场的情况，对比美国、日本等发达国家的一线市占率，对未来一线房企的业绩增长空间进行了简单估算。

(1) 基于年龄结构及对应户主率的住房需求测算

既有的研究表明，一个国家的住房需求，会受到人口、家庭户数量和结构变动等多个因素的共同影响。以同为亚洲国家的日本为例，根据上海市人民政府发展研究中心的研究，1987 年，日本 65 岁以上老年人口占人口总数的比重约为 10.81%，但在人口快速老龄化背景下，日本住宅数量进入了一个长达 15 年的平稳增长区间，从 1983 年-1998 年，日本住宅数量五年增幅维持在 8%左右的水平，并未出现明显的回落。其中，尤为值得关注的是，2015 年日本 1 人家庭、2 人家庭的数量分别约为 1684 万户、1452 万户，较 1985 年增长均超过 1 倍，而 4 人及以上家庭数量均出现明显下降。实际上，由于在现代社会人口往往以家庭为单位居住和生活，相比于人口总量，家庭户的数量可能是研究住房需求量的一个更合适的指标。

基于以上分析，我们在人口预测的基础上，采用扩展的户主率家庭预测模型，按照联合国出版的《人口趋势的原因和结果》中对于各个年龄段户主率的统计结果，预测未来家庭户的数量、结构情况。然后结合 2000 年普查得到的不同家庭户类型住房情况的信息，对未来 30 年我国城乡居民住房面积的需求进行了预测，从而可以得到每年房地产的新增需求面积。

图 17 基于年龄结构及对应户主率测算方法基本思路



资料来源：华西证券研究所

我们以国家统计局统计的 2007-2016 年分年龄段（0-4 岁、5-9 岁、10-14 岁、15-19 岁、20-24 岁、25-29 岁、30-34 岁、35-39 岁、40-44 岁、45-49 岁、50-54 岁、55-59 岁、60-64 岁、65-69 岁、70-74 岁、75-79 岁、80-84 岁、85-89 岁、90-94 岁、95 岁以上）的人口调查数据为基础，来预测 2017-2030 的人口结构情况。人口的变动主要由出生、死亡和迁移三个主要过程构成。0-5 岁新生儿人口我们采用出生比例乘以适龄妇女的人口数来预测，其余各个年龄段在考虑死亡率的情况下采用 5 年前各个年龄段的人口数据“平移”得到（例如 2019 年的 5-9 岁人口数量为 2014 年时 0-4 岁人口考虑死亡率后“平移”得到）。对于高年龄段人口，则引入“留存率”的概念，留存率=1-死亡率，用以表达高年龄段人口的生存比例，例如，2021 年 65 岁及以上的人口数量=2016 年 60-64 岁人口+2016 年 65 岁以上人口×留存率，以此类推。考虑到高年龄段人口死亡率会随年龄增长显著提高，本文假设 65 岁及以上人口数量每隔 10 年“留存率”减少 10 个百分点。

表 4 人口预测基础数据取值

	男性:0-4 岁		女性:0-4 岁
占育龄妇女人数比例（生育率）	40%		32%
	2017 年-2021 年	2021 年-2026 年	2027 年-2030 年
65 岁及以上年龄段留存率（1-死亡率）	88%	78%	68%

注：表格中男性与女性新生儿占当年育龄妇女人数比例不同，原因为本来的抽样调查数据取样数据中男性女性占比的不同

资料来源：联合国资料，华西证券研究所

此处我们引入户主率的概念，所谓户主率，是指人口中户主数与人口数之比例。粗户主率其实就是平均家庭规模的倒数，人口统计学往往认为在特定性别年龄组户主

率是稳定的，联合国出版《人口趋势的原因和结果》显示，无论对于男性还是女性，无论是发达国家和发展中国家，户主率都是随着年龄增长先增加后减少的。我们选取联合国出版的《人口趋势的原因和结果》中发展中国家的各个年龄段男性和女性对应的户主率数据。

表 5 不同年龄段人口预测基础数据取值

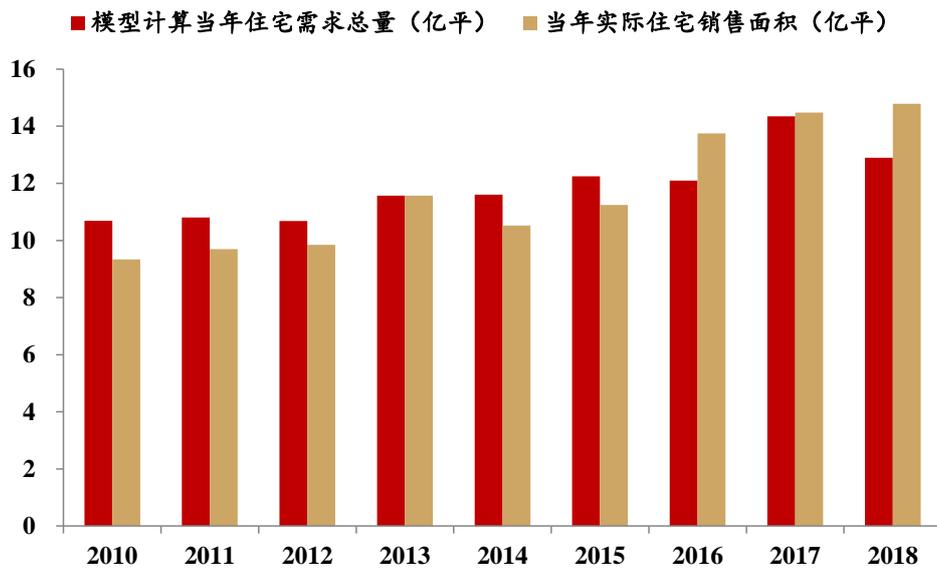
年龄段	男性对应年龄段户主率	女性对应年龄段户主率
0-14	0.100	0.050
15-24	0.500	0.130
25-34	0.700	0.170
35-44	0.700	0.230
45-54	0.700	0.300
55-64	0.500	0.180
65 及以上	0.290	0.180

资料来源：联合国《人口趋势的原因和结果》，华西证券研究院

基于以上获得的各年龄段人口和户主率数据，推算未来我国每年家庭户的数量，再乘以户均居住面积后取每年增量，即可得到未来每年房地产新增的潜在需求面积。

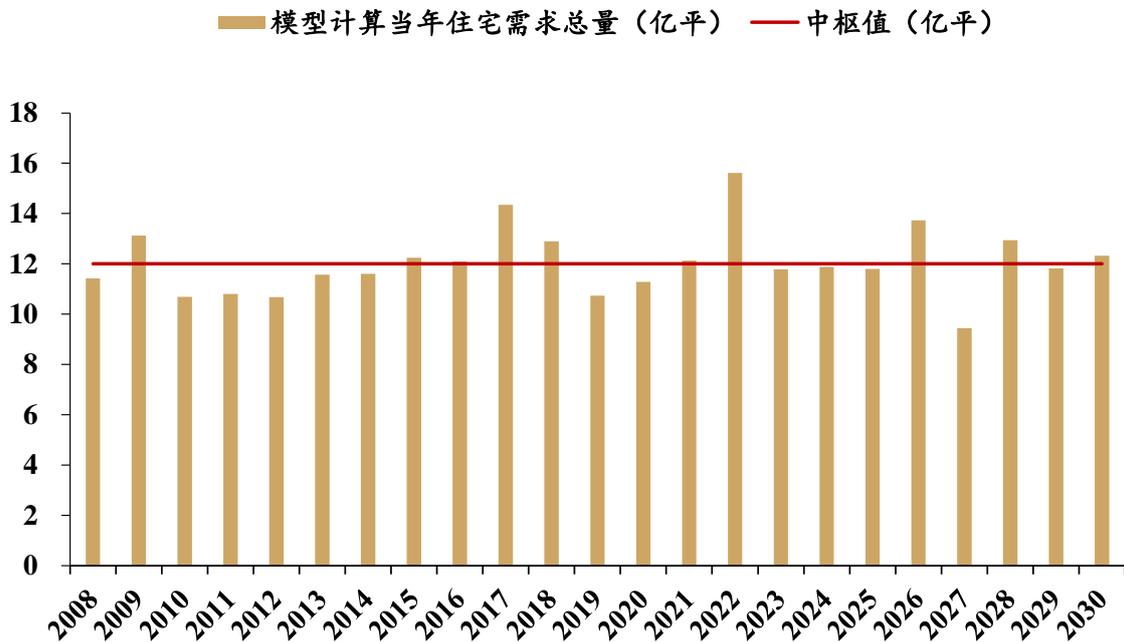
同时，考虑到存量住房的折旧规模也比较大，对当年的住宅需求总量将有越来越大的影响，因此有必要考虑存量住房折旧的因素。中国的住房设计寿命是 70 年的周期，但是中国住宅更新速度比较快，根据《城市住宅使用寿命研究》，城市住宅使用寿命偏低，均小于设计寿命 50 年。参考统计局相关数据，如表 6 所示，我们取折旧率为 1.25% 计算出当年的存量住房的折旧，并与上文的得到的每年新增潜在需求面积相加，得到每年的住宅需求总量如下图所示。从图中可以看到，采用本文模型计算出的 2010-2017 年的住宅需求面积值，与当年的住宅实际销售面积数值相当接近，这也一定程度上验证了这一计算模型的可靠性。整体来看，2020-2030 年的住宅需求总量基本围绕 12 亿平方米左右波动，也即在未来十几年中，我们很难看到由于人口问题导致的国内住房需求下降；而特别值得注意的是，模型计算结果显示 2019-2022 年间我国的住宅需求量将经历一波持续的上升，并在 2022 年达到新的峰值（约 15.6 亿平方米）。

图 18 模型计算得到的 2010-2017 年住宅需求面积与当年实际销售面积对比



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 19 模型计算得到的未来住宅需求面积预测值



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

表 6 基于年龄结构及对应户主率测算模型各项指标数据明细

年份	当年户数需求 (亿户)	户均面积需求 (平)	当年住宅面积 (亿平)	当年新增住宅面积需求 (亿平)	折旧量 (亿平)	折旧率	当年住宅需求总量 (亿平)
----	-------------	------------	-------------	-----------------	----------	-----	---------------

2007	4.452	80.000	356.134	6.974		1.25%	
2008	4.514	80.435	363.107	6.974	4.452	1.25%	11.425
2009	4.596	80.870	371.693	8.586	4.539	1.25%	13.125
2010	4.646	81.304	377.736	6.043	4.646	1.25%	10.689
2011	4.696	81.739	383.822	6.086	4.722	1.25%	10.808
2012	4.742	82.174	389.703	5.881	4.798	1.25%	10.678
2013	4.798	82.609	396.398	6.695	4.871	1.25%	11.566
2014	4.853	83.043	403.050	6.652	4.955	1.25%	11.607
2015	4.915	83.478	410.255	7.205	5.038	1.25%	12.243
2016	4.972	83.913	417.223	6.968	5.128	1.25%	12.096
2017	5.055	84.348	426.350	9.127	5.215	1.25%	14.342
2018	5.118	84.783	433.915	7.565	5.329	1.25%	12.895
2019	5.154	85.217	439.222	5.307	5.424	1.25%	10.731
2020	5.196	85.652	445.020	5.797	5.490	1.25%	11.288
2021	5.246	86.087	451.586	6.567	5.563	1.25%	12.130
2022	5.335	86.522	461.561	9.974	5.645	1.25%	15.619
2023	5.377	86.957	467.581	6.020	5.770	1.25%	11.790
2024	5.419	87.391	473.611	6.030	5.845	1.25%	11.875
2025	5.459	87.826	479.485	5.874	5.920	1.25%	11.794
2026	5.520	88.261	487.218	7.733	5.994	1.25%	13.726
2027	5.531	88.696	490.571	3.352	6.090	1.25%	9.443
2028	5.580	89.130	497.385	6.814	6.132	1.25%	12.946
2029	5.616	89.565	502.989	5.604	6.217	1.25%	11.821
2030	5.656	90.000	509.029	6.040	6.287	1.25%	12.327

注：参考社科院预测，假设 2007 年户均居住面积需求为 80 平米，2030 年为 90 平米，中间采用线性差值

资料来源：社科院，华西证券研究所

(2) 基于需求分拆的修正 M-W 模型的测算

针对市场上存在的一个普遍疑问，也即过去几年的棚改货币化等政策是否造成住房需求透支，我们采用将未来潜在的住房需求分拆为新增需求、改善需求和折旧需求三大部分进行分别测算并加总。

经济学家 Mankiw 和 Well 在 1989 年曾提出著名的 M-W 模型，从人口和人均住房使用面积两个因素出发研究住房需求量问题。但是模型是基于北欧较高的居住水平和发达的住宅市场提出的，与我国的现实情况存在一定的差异。因此，我们在 M-W 模型的基础上进行了一定的修正。

M-W 模型的修正后计算方法如下：

$$D = D1 + D2 + D3$$

其中 D：住宅需求总量；

D1：现有人口住房需求的增长量或对现有住房的改善需求；

D2：未来新增人口的住房需求；

D3：补偿性住房折旧的需求；

模型的基本假设如下：

1. 住房需求均通过新购商品住房来解决；
2. 改善需求引起的旧房空置不占用新增人口的住房需求；
3. 改善需求为自发性的，与人均收入等因素有关，折旧需求为政府强制性的，与其他因素无关；
4. 人口、城镇化率、人均住房面积均采用线性增长假设。

模型的预测过程如下：

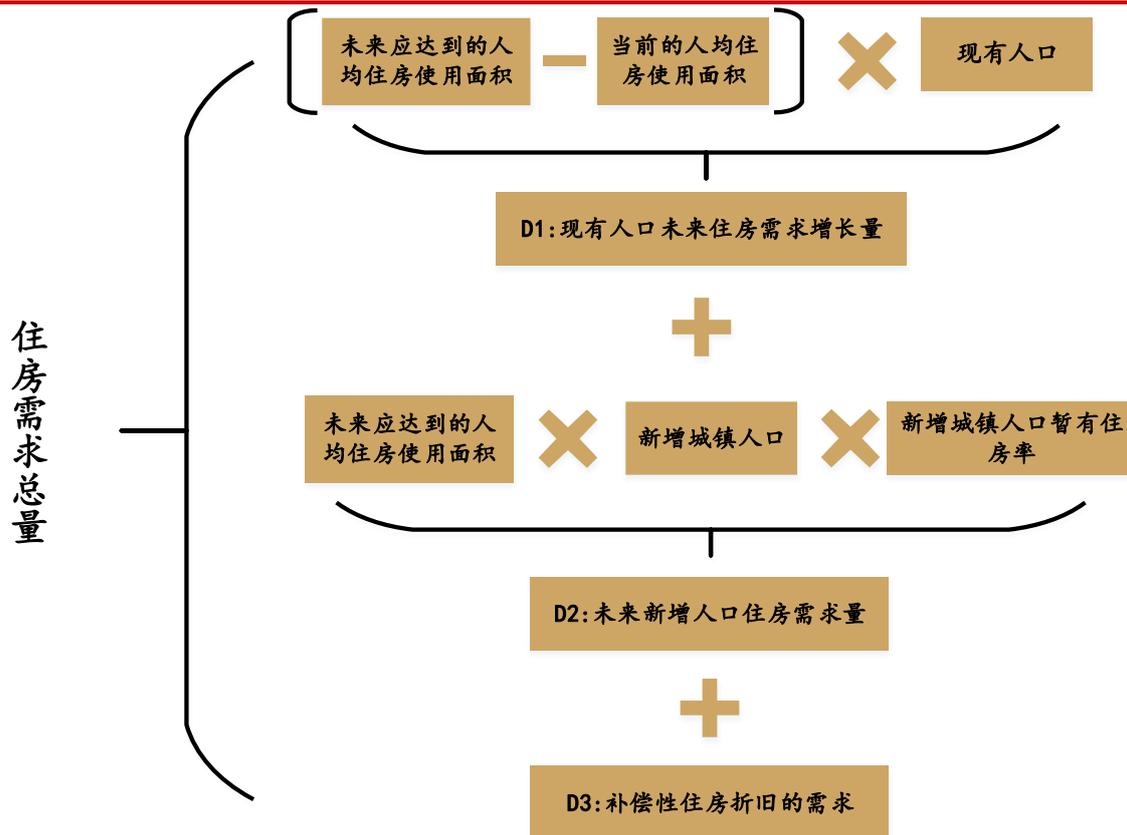
现有人口未来住房需求增长量=（未来应达到的人均住房使用面积—当前的人均住房使用面积）×现有人口；

未来新增人口住房需求量=未来应达到的人均住房使用面积×新增城镇人口×新增城镇人口暂有住房率；

未来期内现有住房折旧量=现有住房面积×年折旧率×未来年数；

现有住房面积=现有人口×人均住房面积；

图 20 基于需求分拆的修正 M-W 模型的测算方法基本思路



资料来源：华西证券研究所

现有人口未来住房需求增长量=（未来应达到的人均住房使用面积—当前的人均住房使用面积）×现有人口，人均住房使用面积是人民生活水平的一个重要标志。在人口数量和家庭规模不变的条件下，人均住房使用面积的变化会引起住房需求的变化。现有人口未来住房需求量为未来应达到的人均住房使用面积与当前的人均住房使用面积的差值再与现有人口的乘积，未来新增人口住房需求量为未来应达到的人均住房使用面积与新增人口和新增人口暂有住房率的乘积。

人均住房面积从长期来看受到了人口密度的影响，包括经济发达程度、城市化水平、城市人口规模、家庭结构、文化习惯等多种因素。根据中国的三口之家等家庭的基本情况，基于线性增长假设，我们对 2030 年人均住房面积按照谨慎、中性、乐观情况进行取值：

国家统计局发布的数据显示，截至 2016 年，我国城镇居民人均住房建筑面积为 36.6 平方米；同时，中国社科院在《中国经济体制改革报告 2013》中预测 2030 年中国城市人均住房面积将达到 44 平方米。参考统计局数据和社科院预测数据并基于线性增长假设，我们对 2030 年人均住房面积按照谨慎、中性、乐观情况进行取值：

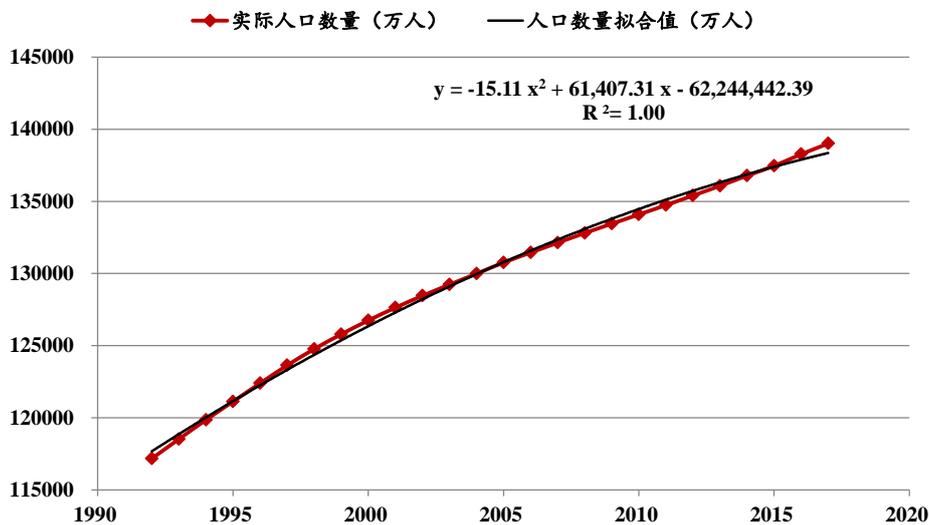
表 7 未来应达到的人均住房使用面积取值（平方米）

年份	谨慎情况取值	中性情况取值	乐观情况取值
2017	36.84	36.99	37.20
2018	37.09	37.37	37.80
2019	37.33	37.76	38.40
2020	37.57	38.14	39.00
2021	37.81	38.53	39.60
2022	38.06	38.91	40.20
2023	38.30	39.30	40.80
2024	38.54	39.69	41.40
2025	38.79	40.07	42.00
2026	39.03	40.46	42.60
2027	39.27	40.84	43.20
2028	39.51	41.23	43.80
2029	39.76	41.61	44.40
2030	40.00	42.00	45.00

资料来源：社科院，华西证券研究所

我国城镇化初期是 1949 年-1995 年，中期是 1996 年-2032 年，后期是进入 2033 年以后。2017 年底我国城镇化人口占总人口的比重是 58.52%。我们根据 1996-2017 年的数据拟合得到 2019-2030 年的人口数量。

图 21 1992 年-2017 年人口数量拟合曲线



资料来源：华西证券研究所

使用该公式进行拟合可得到 2030 年的人口数量约为 14.56 亿，但考虑到全面二胎政策的实施，应用历史数据拟合并不是一个好的方法，可能会导致人口数量偏小，然而

1) 根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016—2030年）》，2030年全国总人口预期目标为14.5亿；

2) 北京市人口研究所研究发现，二孩政策不会导致婴儿潮，而只会促进生育率温和的增长，乐观的研究认为2030年中国人口总数可达到14.96亿人；

两个数据均与拟合结果较为接近，因此，2030年的人口数据可认为取值范围在14.5亿-15亿之间，因此本文取14.8亿，2018-2030年间人口数量则采用线性插值法进行填充。

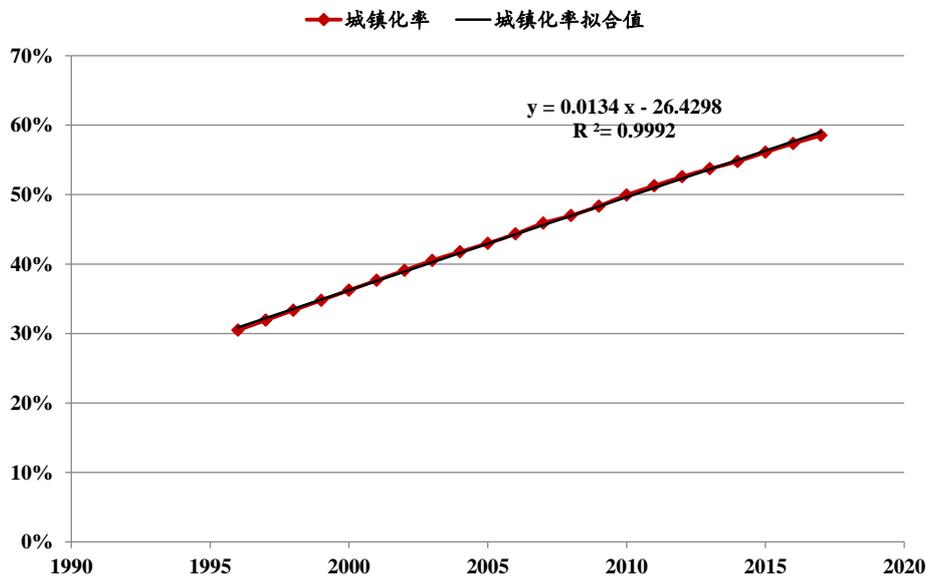
表8 测算2019-2030年人口数量拟合值

年份	当年人口数量拟合值(亿人)	年份	当年人口数量拟合值(亿人)
2018	13.970	2025	14.454
2019	14.039	2026	14.523
2020	14.108	2027	14.592
2021	14.177	2028	14.662
2022	14.247	2029	14.731
2023	14.316	2030	14.800
2024	14.385		

资料来源：华西证券研究所

城市化率是经济发展水平的一个重要指标，欧美发达国家目前城镇化率在80%左右。从1850年到1970年，美国城市化率从10%增长到75%左右。之后美国城市化率速度减慢，从1970年的75%增长到现在81%。联合国报告预测2030年中国的城镇化率将达到70%以上，我们假定2030年城镇化率可以达到72%，然后根据线性拟合曲线得到2019-2030年的城镇化率数据。

图22 1992年-2017年城镇化率拟合曲线



资料来源：华西证券研究所

表9 测算2019-2030年城镇化率拟合值

年份	当年城镇化率拟合值	年份	当年城镇化率拟合值
----	-----------	----	-----------

2018	59.54%	2025	66.81%
2019	60.58%	2026	67.85%
2020	61.62%	2027	68.88%
2021	62.65%	2028	69.92%
2022	63.69%	2029	70.96%
2023	64.73%	2030	72.00%
2024	65.77%		

资料来源：华西证券研究所

中国的住房设计寿命是 70 年的周期，但是中国住宅更新速度比较快，根据《城市住宅使用寿命研究》，城市住宅使用寿命偏低，均小于设计寿命 50 年。

对住宅折旧量的估计有两种方法，第一种是通过住宅折旧率——住宅折旧量占住宅存量的比率——来推算每年的折旧量，即，假定每年住宅的折旧量与住宅存量之间有如下关系：

$$D_t = H_t \times \beta_t \quad (2)$$

其中 D_t : t 年的住房折旧需求量/ (万平米)；

H_t : t 年当年存量住宅面积/ (万平米)；

β_t : t 年的住房折旧率；

第二种方法是通过旧房拆迁量占城镇新建住宅量的比例来推算。这种方法只能对住宅折旧量进行大致估算。因此我们选择第一种方法进行计算。

考虑我国住宅使用年限，我们取年折旧率范围在 1.2%-1.8%之间，根据统计局的城镇人口人均居住面积数据可推算出 2016 年的城镇存量住宅面积约为 290 亿平方米（这一数据明显少于上一模型的原因在于，本模型推算的是城镇住宅存量面积，因而采用的是城镇人口数量乘以人均居住面积，如果采用全国人口数量，则两者测算结果误差将在 10%以内），据此可以计算出每年的住房折旧情况。

表 10 1978 年来我国当年存量住宅面积推算

年份	城镇居民人均居住面积 (平方米)	城镇人口 (亿人)	当年存量住宅面积 (亿平方米)	当年新增住宅面积 (亿平方米)
1978	6.7	1.7	11.6	
1979	6.9	1.8	12.8	1.2
1980	7.2	1.9	13.7	1.0
1981	7.7	2.0	15.5	1.8
1982	8.2	2.1	17.6	2.1
1983	8.7	2.2	19.4	1.8
1984	9.1	2.4	21.9	2.5
1985	10.0	2.5	25.1	3.3
1986	12.4	2.6	32.8	7.7
1987	12.7	2.8	35.3	2.5
1988	13.0	2.9	37.3	2.0
1989	13.5	3.0	39.7	2.5
1990	13.7	3.0	41.2	1.5
1991	14.2	3.1	44.2	3.0
1992	14.8	3.2	47.6	3.4
1993	15.2	3.3	50.5	2.9
1994	15.7	3.4	53.6	3.1
1995	16.3	3.5	57.3	3.7
1996	17.0	3.7	63.5	6.2
1997	17.8	3.9	70.1	6.6
1998	18.7	4.2	77.6	7.5
1999	19.4	4.4	85.0	7.3
2000	20.3	4.6	93.0	8.0
2001	20.8	4.8	100.0	7.0

2002	22.8	5.0	114.4	14.5
2003	23.7	5.2	124.1	9.7
2004	25.0	5.4	135.7	11.6
2005	26.1	5.6	146.7	11.0
2006	27.1	5.8	158.0	11.2
2007	28.0	6.1	169.8	11.8
2008	28.3	6.2	176.6	6.8
2009	31.3	6.5	201.9	25.3
2010	31.6	6.7	211.7	9.7
2011	32.7	6.9	225.9	14.2
2012	32.9	7.1	234.2	8.3
2013	33.9	7.3	247.8	13.7
2014	34.5	7.5	258.5	10.6
2015	35.6	7.7	274.5	16.1
2016	36.6	7.9	290.2	15.7

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

依托于以上对于未来人口、城镇化率、折旧等数据的研究分析，我们对以下3个指标（暂有住房率即新增城镇人口买房比率、2030年人均住房面积、年折旧率）按照谨慎、中性、乐观情况进行取值，然后将D1（现有人口住房需求的增长量或对现有住房的改善需求）、D2（未来新增人口的住房需求）和D3（补偿性住房折旧的需求）在不同情况下的数值进行汇总计算，就可以得到谨慎、中性、乐观情况下未来应达到的人均住房使用面积。从这一模型的计算结果可以看到，在乐观和中性情况下，未来十几年我国住宅需求面积的中枢值分别在15亿平方米和12亿平方米左右，而即便在谨慎取值条件下，住宅每年需求量也可维持在10亿平方米左右，行业并不会经历大幅的衰退。

表 11 主要指标在谨慎、中性、乐观情况下的取值

序号	指标名称	谨慎情况取值	中性情况取值	乐观情况取值
1	暂有住房率（新增城镇人口买房比率）	50.0%	55.0%	60.0%
2	2030年人均住房面积（平方米）	40.0	42.0	45.0
3	年折旧率	1.2%	1.5%	1.8%
4	2030年人口数量（万人）	148000	148000	148000
5	2030年城镇化率	72.0%	72.0%	72.0%

资料来源：华西证券研究所

表 12 谨慎情况下未来的每年住宅需求总量

年份	D1（亿平方米）	D2（亿平方米）	D3（亿平方米）	总和（亿平方米）
2019	2.07	3.49	3.48	9.04
2020	2.11	3.54	3.48	9.13
2021	2.16	3.59	3.48	9.23
2022	2.20	3.64	3.48	9.32
2023	2.25	3.69	3.48	9.42
2024	2.30	3.74	3.48	9.52
2025	2.35	3.79	3.48	9.62
2026	2.39	3.84	3.48	9.72
2027	2.44	3.90	3.48	9.82
2028	2.49	3.95	3.48	9.92
2029	2.54	4.00	3.48	10.02
2030	2.59	4.06	3.48	10.12

资料来源：华西证券研究所

表 13 中性情况下未来的每年住宅需求总量

年份	D1（亿平方米）	D2（亿平方米）	D3（亿平方米）	总和（亿平方米）
----	----------	----------	----------	----------

2018	3.21	3.73	4.35	11.29
2019	3.28	3.84	4.35	11.47
2020	3.35	3.89	4.35	11.60
2021	3.43	3.95	4.35	11.72
2022	3.50	4.00	4.35	11.85
2023	3.57	4.06	4.35	11.98
2024	3.65	4.12	4.35	12.12
2025	3.72	4.17	4.35	12.25
2026	3.80	4.23	4.35	12.38
2027	3.88	4.29	4.35	12.51
2028	3.95	4.34	4.35	12.65
2029	4.03	4.40	4.35	12.78
2030	4.11	4.46	4.35	12.92

资料来源：华西证券研究所

表 14 乐观情况下未来的每年住宅需求总量

年份	D1 (亿平米)	D2 (亿平米)	D3 (亿平米)	总和 (亿平米)
2018	4.99	4.07	5.22	14.28
2019	5.10	4.19	5.22	14.51
2020	5.22	4.25	5.22	14.68
2021	5.33	4.31	5.22	14.86
2022	5.44	4.37	5.22	15.03
2023	5.56	4.43	5.22	15.21
2024	5.68	4.49	5.22	15.39
2025	5.79	4.55	5.22	15.57
2026	5.91	4.61	5.22	15.75
2027	6.03	4.68	5.22	15.93
2028	6.15	4.74	5.22	16.11
2029	6.27	4.80	5.22	16.29
2030	6.39	4.87	5.22	16.48

资料来源：华西证券研究所

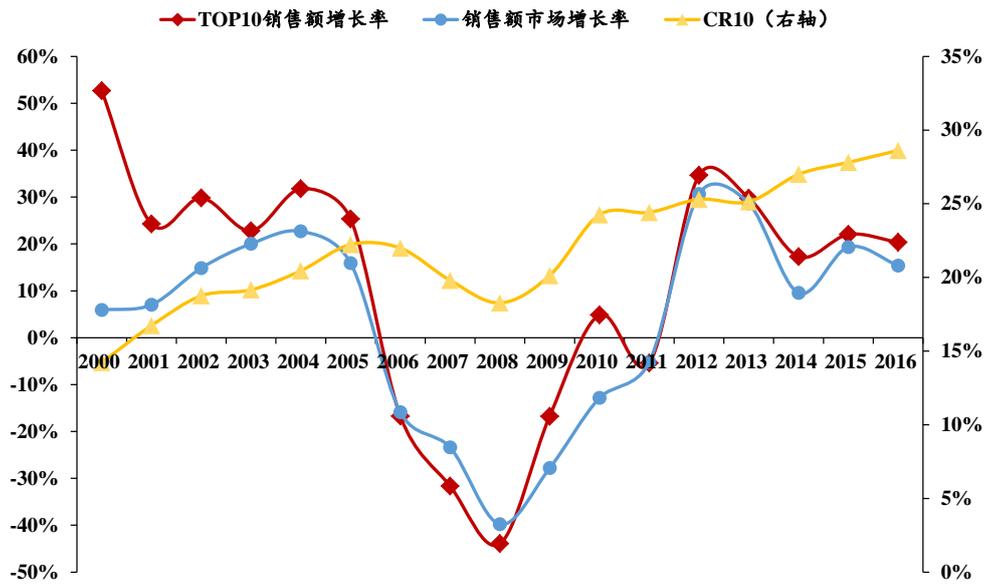
(3) 集中度仍有继续提升的空间

通过上文中基于人口年龄结构及对应户主率的住房需求测算，以及基于需求分拆的修正 M-W 模型的两种测算方法可以得到：2020-2030 年的住宅需求总量基本可维持在每年 12 亿平米的中枢值左右。那么下一个问题是，在行业逐渐步入平稳发展期的背景下，如何寻找可投资的增长点呢？

答案显然是行业集中度的提高。在此背景下，行业进入稳定发展期，一线公司凭借其销售、拿地、融资三方面的优势有望持续扩大市场份额。那么到底一线公司未来有望从稳定市场中分得多大的蛋糕呢？为了得到更加确切的结果，我们类比海外发达国家等市场的数据，对未来一线房企的市场占有率进行了测算和分析。

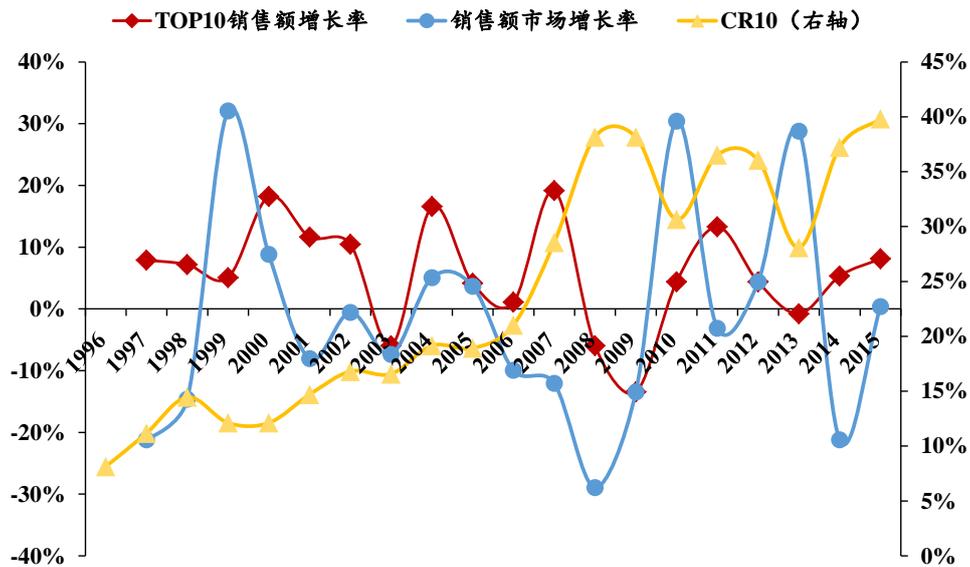
从海外成熟市场的经验来看，Top10 的销售金额集中度在 30%-40%左右。通过整理中国香港、日本、美国等相对成熟市场的一线房企市场占有率情况，我们发现其中香港地区最高曾达到 89.7%，日本和美国都是稳步增长到 40%左右的水平。

图 23 美国前 10 强房企销售额增长率、市占率等变化情况



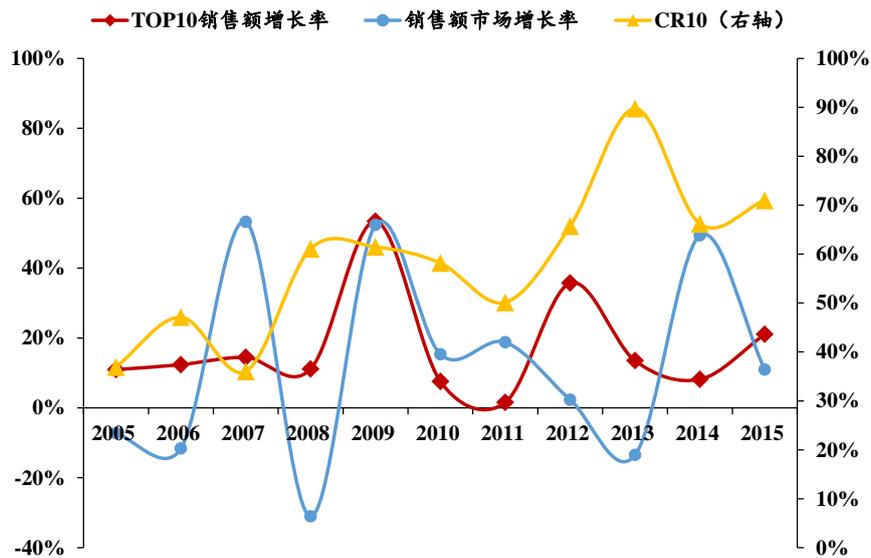
资料来源: Bloomberg, Wind, 华西证券研究所

图 24 日本前 10 强房企销售额增长率、市占率等变化情况



资料来源: Bloomberg, Wind, 华西证券研究所

图 25 中国香港前 10 强房企销售额增长率、市占率等变化情况



资料来源: Bloomberg, Wind, 华西证券研究所

回到我国的房地产市场,从行业集中度的情况来看,2017 年的销售排名门槛进一步上升,前三的门槛在 2016 年突破 3000 亿元之后,2017 年更是超过了 5000 亿元,而前十的门槛上升达到了 1400 亿元,前二十的门槛则突破了 950 亿元。我们认为,未来中国的行业集中度将有望超过美国。主要原因如下:1) 美国房地产市场以二手房、独立房为主流,并且活跃度高的区域面积并不大。据美国商务部的统计,美国每个月旧房子成交数大约为 500 万套,而新房子只有 30 万套左右;2) 中国的新房市场总体增量提升较快,近 10 年平均每年成交规模是美国的 4 倍以上,因此开发商的新增可开发空间比较大;3) 中国针对房地产行业的各项调控门槛更高,如拿地打分制、中小企业融资难等,加大了一线房企的优势。

我们将城市按照能级进行划分,单独列出一线城市和部分强二线城市,然后按照不同城市销售额占比情况进行累加,根据我们的测算,未来中国的 TOP1 开发商的市占率可以达到的极值为 8.09%。我们看到,二线城市的 TOP1 房企在当地城市的市占率最大可以达到 13% (合肥)。非一二线城市之间的差异较大,我们假设平均值在 11% 左右。由此,我们得到在稳定状态下, TOP1 房企在全国的市占率能够达到 8.09%。

表 15 TOP1 房企在全国的市占率测算 (采用 2017 年数据)

	A:区域销售额/ 全国销售额	B:TOP1 开发商市占率	C:折扣因子	A*B*C	
一线城市	北京	1.88%	6.10%	0.8	0.092%
	上海	3.03%	5.11%	0.8	0.124%
	深圳	2.30%	7.40%	0.8	0.136%
	广州	2.19%	6.80%	0.8	0.119%
二线城市	重庆	3.267%	5.77%	0.8	0.151%
	杭州	2.927%	8.65%	0.8	0.203%
	厦门	0.604%	11.70%	0.8	0.057%
	南京	1.673%	6.50%	0.8	0.087%
	武汉	3.206%	6.17%	0.8	0.158%
	合肥	0.997%	13.00%	0.8	0.104%
非一二线城市 合计	其他城市	77.92%	11%	0.8	6.857%
					8.09%

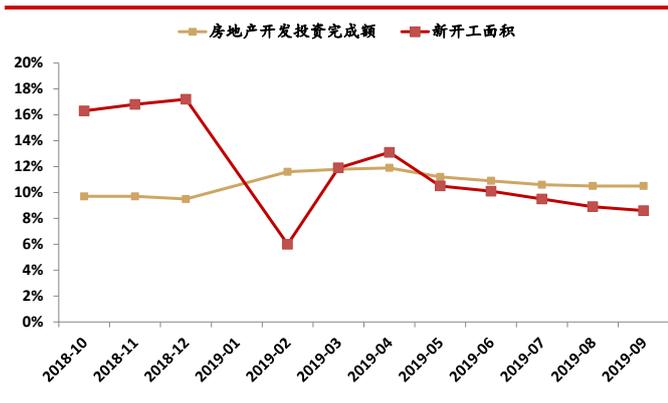
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.1.2. 投资：高位平稳，未来预计走弱但不至断崖下跌

2019年1-9月，全国房地产开发投资完成额98007.7亿元，同比增长10.5%，增速与1-8月份持平，继续保持高位趋稳态势。分项来看，住宅表现较好而办公楼和商业营业用房则表现较弱。从增速绝对值来看，住宅投资也仍然是房地产开发投资的主要拉动点，增速达14.9%。

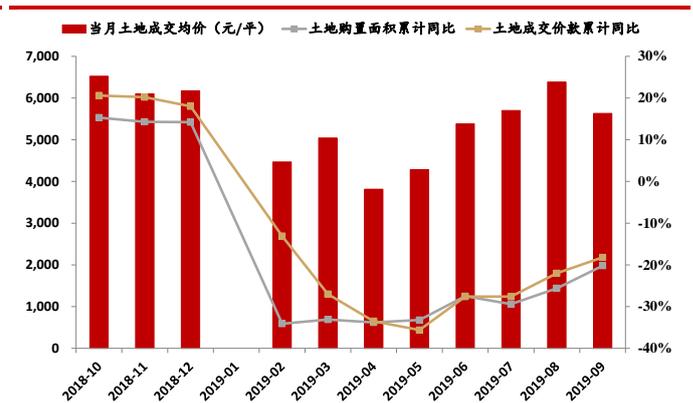
在投资增速继续保持高位的同时，新开工面积的增速也维持了相当的韧性。2019年1-9月，房屋新开工面积累计同比+8.6%，增速较1-8月微幅下降0.3个百分点，继续保持高位增长。地产投资和新开工面积持续高增速，我们认为需要从多个方面协同理解：(1) 库存面积不断去化，销售持续回暖，房企仍有着充分的补库存意愿；(2) 房企偿债高峰期来临，叠加各项融资渠道相继收紧，通过抢开工获取销售回款仍是最佳选择，这也与房企资金来源的分项增速是相符的；(3) 预期市场可能会走差、房价再难大幅上涨的背景下，越早预售越有助于房企优先抢占不断减少的购房需求。1-9月土地购置面积15454万平方米，同比下降20.2%，降幅比1-8月份缩小5.4个百分点；土地成交价款8186亿元，同比下降18.2%，降幅较1-8月缩小3.8个百分点。值得注意的是，本月施工面积同样维持了较高的增速，而竣工面积增速虽仍为负值，但降幅收窄较大，回暖趋势明显。

图 26 房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比



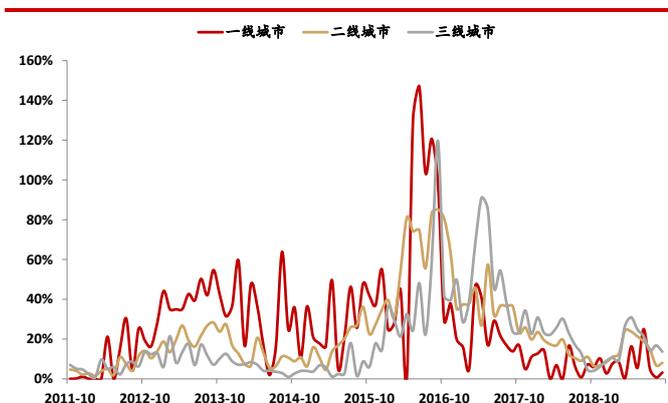
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 土地购置与成交情况



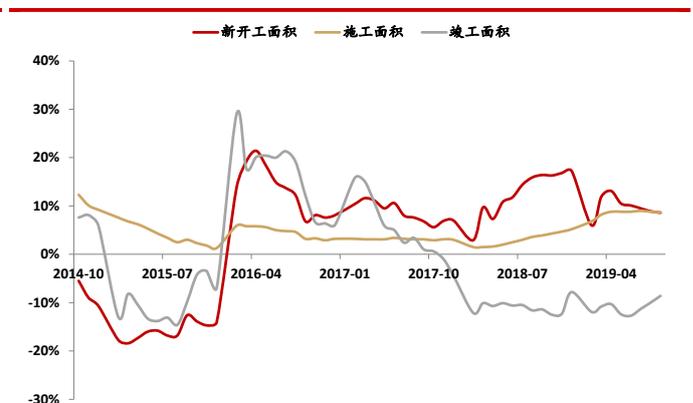
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 100 大中城市住宅类用地成交溢价率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 29 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比



资料来源：Wind，华西证券研究所

我们认为，1-9 月投资增速得以保持高位企稳，原因主要在于：(1) 土地购置费一般滞后于土地成交金额 2-3 个季度（购置费是分期付款分期计入），2017 年下半年以来由于房企开始发力在三四线与中西部地区拿地，而今年年初一二线城市土地市场再度火热（如图 28，溢价率再度抬头），2018 年下半年土地成交金额的持续高增速推动土地购置费对于投资拉动的贡献提升；(2) 前期库存持续下行叠加销售不弱，房企补库存意愿强烈，新开工面积增速提升带动投资增速。

综合看来，考虑到：(1) 土地成交价款作为前置变量，年后增速持续低位，未来或将带动土地购置费增速下降；(2) 2019 棚改维持一定韧性，而以 2018-2020 三年 1500 万套的总目标计算，2020 年棚改套数或将恢复高值；(3) 房企补库存叠加统计口径改变的影响将在明年消除，建安投资增速将逐渐回归正常值。预计地产投资 2019 年全年增速 9.5% 左右，2020 年全年地产投资增速 7% 左右。

2.1.3. 融资：年内不断收紧，但资金来源增速仍保持平稳

由于一季度流动性较为充裕，部分地区再次出现了房价、地价的飙升，因此二季度开始，监管开始不断收紧地产融资端：5 月 17 日，银保监会发布 23 号文，进一步规范了信托公司房地产业务的模式，并严格限制了信托通过“明股实债”模式参与前端融资；7 月 6 日，银保监会对多家信托公司进行窗口指导，要求控制地产信托规模；8 月 29 日，多家银行收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度，地产信托融资进一步收紧。

表 16 我国历年房地产信托政策监管文件及影响

时间	监管机构	文件名	政策出台背景	监管方向	主要监管措施	政策影响
2003-06	央行	121 号文： 《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》	2003 年前，地产商在取得土地证之后可以申请抵押融资，资金一部分用于拿地、一部分用于开发建设，但是大部分企业会加大杠杆，以减少自有资金占用。自“周正毅事件”后，中央出台了一系列政策规范地产融资业务。	收紧	商业银行对未取得土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证（四证）的项目，不得发放任何形式的贷款；房地产开发企业申请银行贷款，其自有资金（指所有者权益）应不低于开发项目总投资的 30%。	银行贷款规模急剧下降，同时信托业务规模迅速增长。此时银信合作主要操作模式为：信托公司发行信托产品募集资金代替银行发放贷款，银行代销并为信托贷款提供担保。
2005-09	银监会	212 号文： 《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》	2003、2004 年房地产公司和银行业为规避监管通过信托公司进行贷款业务，央行监管文件没有起到理想的作用。	收紧	信托公司对未取得“四证”的房地产项目不得发放贷款；申请贷款的房地产开发企业资质不低于国家建设行政主管部门核发的二级房地产开发资质，开发项目的资本金不低于 35%。	信托贷款规模迅速下降，“股权投资附加回购”的模式开始实行，也是初级的“明股实债”交易模式。
2006-08	银监会	54 号文： 《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》	“明股实债”交易模式泛滥	收紧	信托公司开办房地产贷款业务或以投资附加回购承诺等方式间接发放地产贷款，要严格执行《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》的有关规定，用集合信托资金发放房地产贷款，要求严格执行信息披露制度。	之前的交易模式被叫停，之后主要以股权投资附加回购选择权、购买股权收益权或特定资产收益权附加回购以及商品房预售附加回购三种模式为主。
2008-10	银监会	265 号文： 《中国银监会办公	新型“明股实债”交易模式泛滥	收紧	严禁向未取得“四证”的房地产项目发放贷款，严禁以投资附加回购承诺、商品房预售回购等方	信托公司设计出“股权投资附加第三方购买”的

		<p>厅关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》</p>		<p>式间接发放房地产贷款。严禁向房地产企业发放流动资金贷款，严禁购买房地产开发企业资产回购承诺等方式变相发放流动资金贷款，不得向房地产企业发放用于缴交土地出让价款的贷款。</p>	<p>模式。</p>	
2009-01	银监会	<p>3号文： 《关于当前调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》</p>	<p>美国“次贷危机”，国内房地产投资增速大幅跳水</p>	<p>放松</p>	<p>调整《中国银监会办公厅关于加强信托公司房地产证券业务监管有关问题的通知》中有关房地产金融业务的规定，对符合一定监管评级要求、经营稳健、风险管理水平较高的信托公司，适当放宽对开发商资质、资本金比例等的要求。</p>	<p>小型信托按照规定执行，大型信托持观望态度。</p>
2009-03	银监会	<p>25号文： 《中国银监会关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》</p>	<p>美国“次贷危机”，国内房地产投资增速大幅跳水</p>	<p>放松</p>	<p>信托公司不得向未取得“四证”的房地产开发项目发放贷款，但信托公司最近一年监管评级为2C级（含以上）、经营稳健、风险管理水平良好的可向已得国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证的房地产开发项目发放贷款；申请贷款的房地产开发企业或其控股股东资质应不低于国家建设行政主管部门核发的二级房地产开发资质，但发放贷款的信托公司最近一年监管评级为2C（含以上）、经营稳健、风险管理水平良好的除外；申请贷款的房地产开发项目资本金应不低于35%（经济适用房除外）。</p>	<p>房地产信托融资变得更加活跃。</p>
2009-08	银监会	<p>84号文： 《中国银监会关于信托公司开展项目融资业务涉及项目资本金有关问题的通知》</p>	<p>“四万亿”之后房地产火热。</p>	<p>收紧</p>	<p>信托公司要严格执行国家固定资产投资项目资本金管理制度，对股东借款（股东承诺在项目公司偿还银行或信托公司贷款前放弃该股东借款受偿权的情形除外）、银行贷款等债务性资金和除商业银行私人银行业务外的银行个人理财资金，不得充作项目资本金。信托不得将债务性集合信托计划资金用于补充项目资本金，以达到国家规定的最低项目资本金要求。</p>	<p>从资本金角度限制了信托公司部分房地产股权融资业务，但是并未收紧融资条件。</p>
2010-02	银监会	<p>54号文： 《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》</p>	<p>“四万亿”之后房地产火热</p>	<p>收紧</p>	<p>一、控制结构化参与信托贷款的优先劣后比例，信托公司以结构化方式设计房地产集合资金信托计划的，其优先和劣后收益权配比比例不得高于3:1；二、信托资金不得发放土地储备贷款。同时，取消了对于银监发【2009】25号中的例外条例。</p>	<p>坚决杜绝信托公司各种“创新”融资模式，信托公司房地产融资陷入低谷。</p>
2014-04	银监会	<p>99号文： 《关于信托公司风险监管的指导意见》</p>	<p>2014年，银监会放开资产管理业务，券商资管、私募基金都可以从事资管通道业务，对房地产信托行业造成很大冲击。并且，银监会99号文规范了信托资金池。</p>	<p>收紧</p>	<p>严格执行《信托公司集合资金信托计划管理办法》，防止第三方非金融机构销售风险向信托公司传递；做好资金池清理，信托公司不得开展非标准化理财资金池业务。</p>	<p>部分信托公司此前的资金池模式遭到收紧。</p>

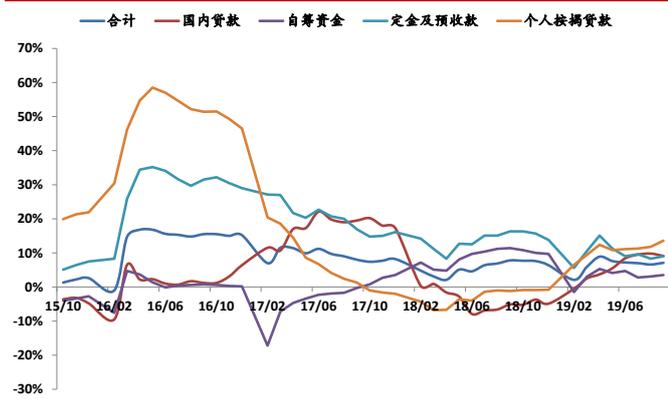
2017-04	银监会	6号文：《关于银行业风险防控工作的指导意见》	2016年年底的中央经济工作会议首次提出，“房子是用来住的，不是用来炒的”，此后，与房地产相关的部门陆续出台了与之相配套的政策，涉及到房企融资、购房者信贷等方面	收紧	加强房地产业务合规性管理，严禁资金违规流入房地产领域，各级监管机构要重点关注房地产融资占比高、贷款质量波动大的银行业金融机构，以及房地产信托业务增量、占比较高的信托公司。	地产信托业务没有受到很大影响，基本操作模式基本沿袭以往。
2019-05	银保监会	23号文：《关于开展“巩固治乱成果 促进合规建设”工作的通知》	2018年受到加强银信监管、规范银行理财影响，房地产信托整体规模回落，融资成本上升。2018年5月“资管新规”出台，限制资管产品多层嵌套、资金和资产期限错配。通道类信托规模将持续收缩，而主动管理类地产信托承接需求外溢。这直接导致2019年一季度地产信托规模大幅上升，大量资金进入前融阶段，带来了土地市场的过热。	收紧	对信托公司在宏观调控政策执行、公司治理、资产质量、非标资金池业务、同业业务以及经营管理等重点方面作出指示。尤其是对于信托公司向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资进行限制。	待观察，部分房企仍在通过设计新型、复杂的交易架构在前融阶段使用信托资金

资料来源：Wind，华西证券研究所

那么，融资的收紧对于地产公司资金情况到底影响几何呢？根据我们的测算，房企资金来源绝大部分源于销售回款，有息融资仅占较小比例，而其中信托融资所占比例更小。即使地产信托被一刀切全部停止，也只影响房企资金来源的7%，有息融资的16%；而如果只按照现在监管的余额规模控制和禁止参与前融要求的话，实际影响将更小。

实际上，从之后的统计局数据来看，也证实了我们的观点：统计局数据显示2019年1-9月份，房地产开发企业到位资金同比增长7.1%，增速比1-8月份回升0.5个百分点。同时，定金及预收款一项仍然是资金来源主要带动点，而个人按揭贷款增速仍在上升，显示房企销售回款情况不差，是地产公司的主要资金来源。总体来说，房企到位资金增速大幅上升，显示总体融资与销售回款情况仍然良好，后续可继续关注行业融资监管政策的变动。

图 30 房地产开发到位资金累计同比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 31 住房贷款利率走势

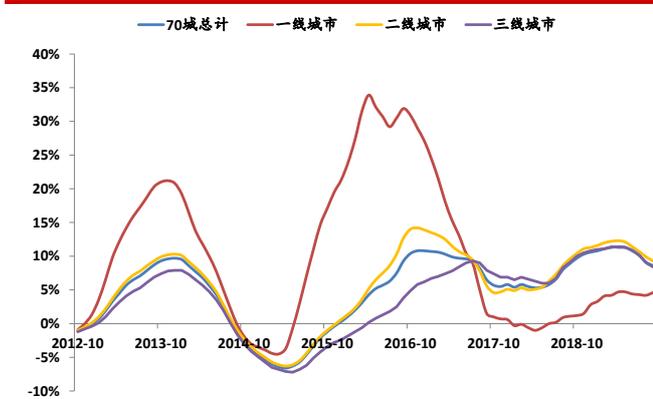


资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.1.4. 房价：整体趋于平稳

从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，房价整体涨幅趋于平稳，一定程度上表明长效机制和“房住不炒”正在发挥作用。部分地区出现了房价快速上涨，但调控政策随即收紧。注意到全国住宅库销比仍然处于低位，但在政治局会议强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，以及 M2 增速也企稳的情况下，预计 2020 年房价将继续保持整体平稳的态势。

图 32 70 城房价指数当月同比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 33 全国住宅库销比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 M2 同比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

3. 上市公司：业绩保持高增，估值仍处低位

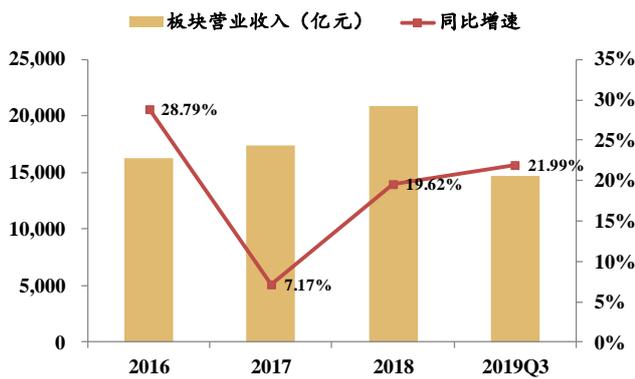
3.1. 财报分析：业绩稳步释放，盈利能力提升

为了总结上市房企的业绩情况，我们选取申万房地产板块中的 135 家公司，以 2019 年三季度报数据作为板块数据的样本。另选取 15 家 A 股上市公司中销售排名靠前的大中型房企，作为 15 家大中型房企进行着重分析，这 15 家包括：万科 A、保利地产、招商蛇口、绿地控股、华夏幸福、金科股份、阳光城、金地集团、蓝光发展、荣盛发展、首开股份、华侨城 A 和大悦城等。

3.1.1. 业绩销售双双增长，盈利水平稳中向上

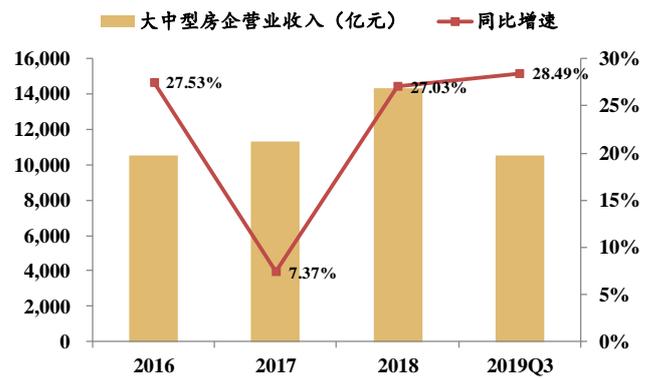
2019 年前三季度，A 股地产公司业绩稳步增长，板块整体营业收入同比增长 22%，归属母公司股东净利润同比增速为 11.6%，行业营业收入的增长主要得益于地产项目结算规模的增加。2019 年前三季度，15 家大中型房企营业收入同比增长 28.5%，归属母公司股东净利润同比增速为 25.3%，增速保持稳健。从 2019 年三季度报来看，大中型房企业绩弹性整体优于板块，主要是大中型房企过往销售增速较高，且可结算项目较多所致；其中，大悦城、蓝光发展、金科股份在 2019 年前三季度的归母净利润增速均超过 70%。

图 35 板块营业收入及同比增速



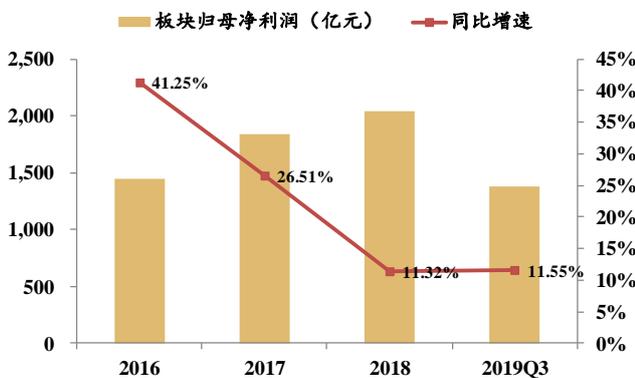
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 36 15 家大中型房企营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 37 板块归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

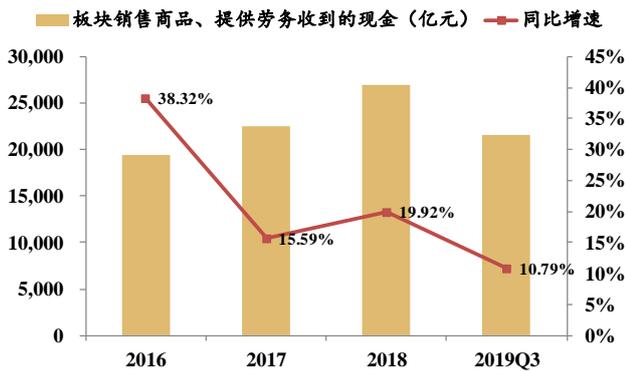
图 38 15 家大中型房企归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

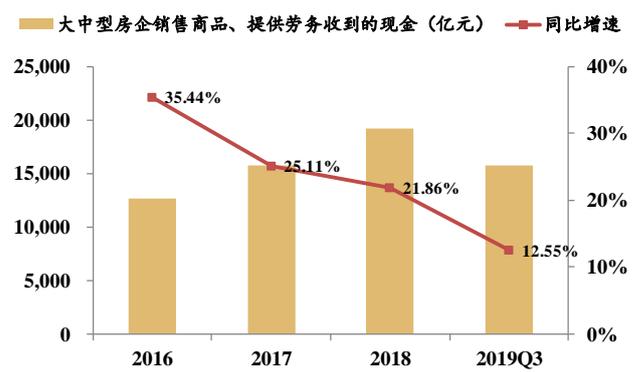
销售方面，我们通过“销售商品、提供劳务获的现金”这个指标来观察整个板块的销售情况。2019 年前三季度，板块销售商品、提供劳务收到的现金为 21499.9 亿元，同比增长 10.8%，较上年同期 22.6% 的增速有所放缓，下滑 11.8pct。根据 15 家大中型房企 2019 年三季报的销售情况来看，15 家大中型房企的销售金额合计为 15798.1 亿元，同比增长 12.6%，整体销售能力强于整体板块；其中，大悦城、华侨城 A、招商蛇口及金科股份的销售增速均保持在 20% 以上，高于大中型房企平均水平。

图 39 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 40 15 家大中型房企销售收到的现金及增速

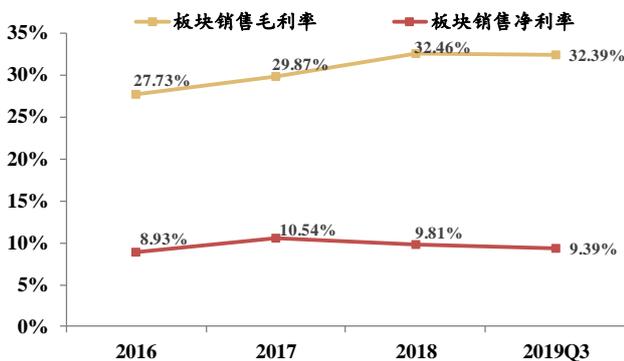


资料来源: Wind, 华西证券研究所

从利润率情况来看, 2019 年前三季度, 板块整体销售毛利率为 32.39%, 较上年同期提升 0.64pct, 板块整体盈利能力持续提升, 15 家大中型房企销售毛利率为 30.18%, 较上年同期提升 0.56pct, 其中华侨城 A、大悦城、首开股份及金地集团的销售毛利率分别为 62.59%、48.41%、42.53%和 42.11%, 均显著高于大中型房企的平均水平。此外, 由于绿地控股营收占 15 家大中型房企的比例较大, 且营收中低毛利率基建业务占比较大, 导致 15 家大中型房企销售毛利率低于板块销售毛利率; 如剔除绿地控股的影响, 其余 14 家大中型房企销售毛利率为 36.26%, 高于板块 3.87 个百分点, 盈利能力显著强于板块。

2019 年前三季度, 板块整体销售净利润率为 9.39%, 较上年同期小幅下降 0.88pct; 15 家大中型房企销售净利润率为 8.86%, 较上年同期下滑 0.23pct, 盈利能力略低于板块; 其中, 华侨城 A、招商蛇口、华夏幸福及金地集团的销售净利率分别为 29.36%、21.90%、16.29%和 15.19%, 均显著高于大中型房企的平均水平。如剔除绿地控股的影响, 其余 14 家大中型房企的销售净利率达 10.73%, 高于板块 1.34pct。总体来看, 剔除利润率较低的绿地控股, 大中型房企的整体盈利能力强于板块。

图 41 板块销售毛利率及销售净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 42 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2019 年前三季度, 板块期间费用率为 10.75%, 较上年同期下降 0.98pct; 15 家大中型房企期间费用率为 8.74%, 较上年同期下降 0.42pct, 显著低于整体板块 2.01pct, 体现出较强的管控能力。2016 年以来, 各房企展开了新一轮的扩张, 业务

的快速扩张对房企的管控能力提出了新的考验，也导致了各项期间费用率的进一步上升，而无疑大中型房企的运营管控优势更为明显。

图 43 板块期间费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 44 15 家大中型房企期间费用率

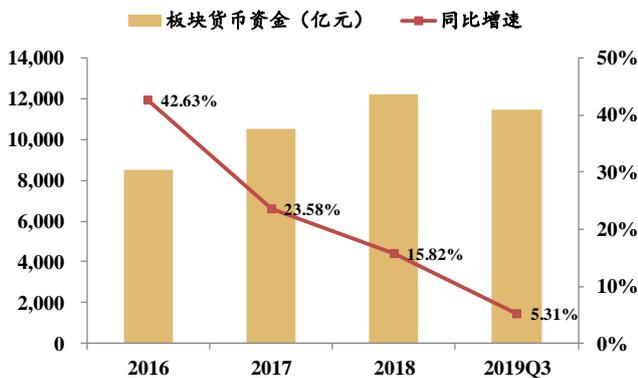


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.1.2. 财务状况优化，短期偿债无忧

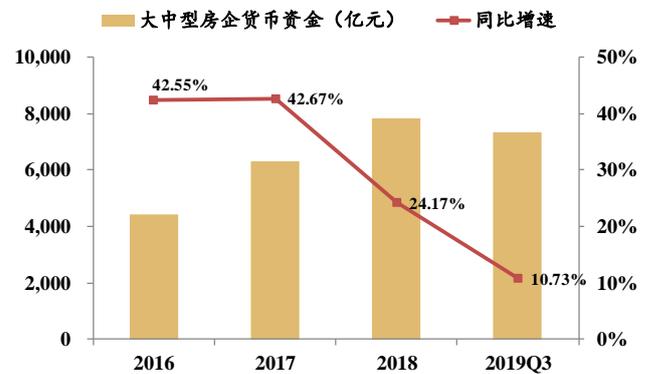
2019 年前三季度，整体板块个股的货币资金为 11478.9 亿元，同比增长 5.3%；15 家大中型房企的货币资金为 7345.8 亿元，同比增长 10.7%，增速高于板块 5.43pct。从短期偿债的压力来看，2019 年前三季度，板块的现金短债比为 1.14，较上年末下降 0.09；大中型房企的现金短债比为 1.32，较上年末下降 0.13。总体来看，板块和大中型房企的在手货币资金均能覆盖短期债务，现金短债比均小幅下降，但总体风险可控，大中型房企的短期偿债能力强于板块。

图 45 板块货币资金及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 46 15 家大中型房企货币资金及同比增速



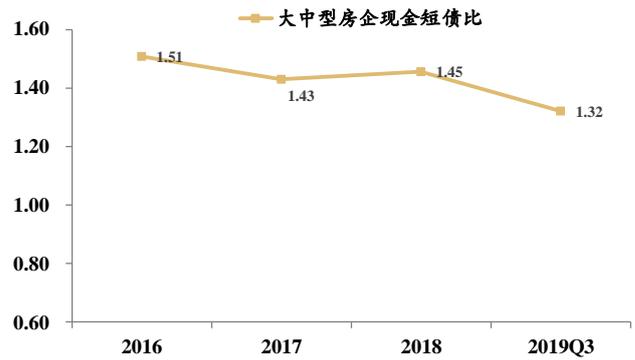
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 47 板块现金短债比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 48 15 家大中型房企现金短债比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2019 年前三季度, 板块整体资产负债率为 80.19%, 较上年同期上升 0.11pct; 15 家大中型房企的资产负债率为 83.26%, 较上年同期下降 0.4pct, 大中型房企的杠杆率更高; 板块剔除预收账款后的资产负债率为 51.68%, 较上年同期下降 0.95 个百分点; 15 家大中型房企剔除预收账款后的资产负债率为 49.25%, 较上年同期下降 0.69pct, 优于板块; 板块的净负债率为 99.19%, 较上年同期下降 5.70pct; 15 家大中型房企的净负债率为 101.49%, 较上年同期下降 6.24pct。整体来看, 虽然大中型房企的净负债率高于整体地产板块, 但预收账款较高使得剔除预收账款后的资产负债率低于板块。总体来看, 在“房住不炒”和“去杠杆”的政策指引下, 房企的负债情况普遍得到了一定的改善。

图 49 板块资产负债率及剔除预收款后的资产负债率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 50 大中型房企资产负债率及剔除预收后的负债率



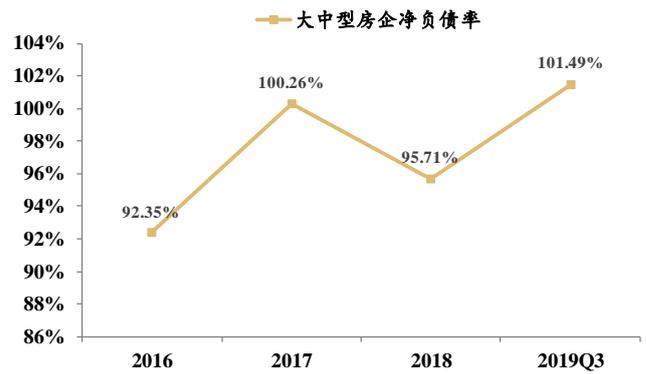
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 51 板块净负债率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 52 15 家大中型房企净负债率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.1.3. 预收账款覆盖度较高, 未来业绩持续释放有保障

业绩方面, 房地产公司的收入和利润主要取决于其前期的销售与结算的节奏。鉴于近年主流房企的销售金额都出现了快速的上涨, 同时由于房价的上升也带动了房企毛利率的提升, 因此 2019 年主流房企的业绩增速仍有较大保障。结算节奏方面, A 股主流房企 2019 年前三季度的预收账款大部分均可覆盖当期 (仅前三季度) 营业收入 2 倍甚至更高, 也为将来的业绩结算夯实了基础。

表 17 A 股大中型房企 2019Q3 预收账款保障倍数

证券代码	证券名称	2019Q3 营业收入 (亿元)	2019Q3 预收账款 (亿元)	预收账款覆盖倍数
000002.SZ	万科 A	2239.1	5880.4	2.6
600048.SH	保利地产	1118.3	3829.3	3.4
001979.SZ	招商蛇口	255.4	1347.3	5.3
600606.SH	绿地控股	2942.2	3815.5	1.3
600340.SH	华夏幸福	643.2	1350.2	2.1
000656.SZ	金科股份	432.0	1043.2	2.4
000671.SZ	阳光城	320.3	882.1	2.8
600383.SH	金地集团	335.1	855.3	2.0
600466.SH	蓝光发展	142.8	605.4	2.2
002146.SZ	荣盛发展	305.5	883.3	2.3
600376.SH	首开股份	206.7	675.5	2.3
000069.SZ	华侨城 A	245.5	726.8	2.4

000031.SZ

大悦城

223.3

378.1

1.7

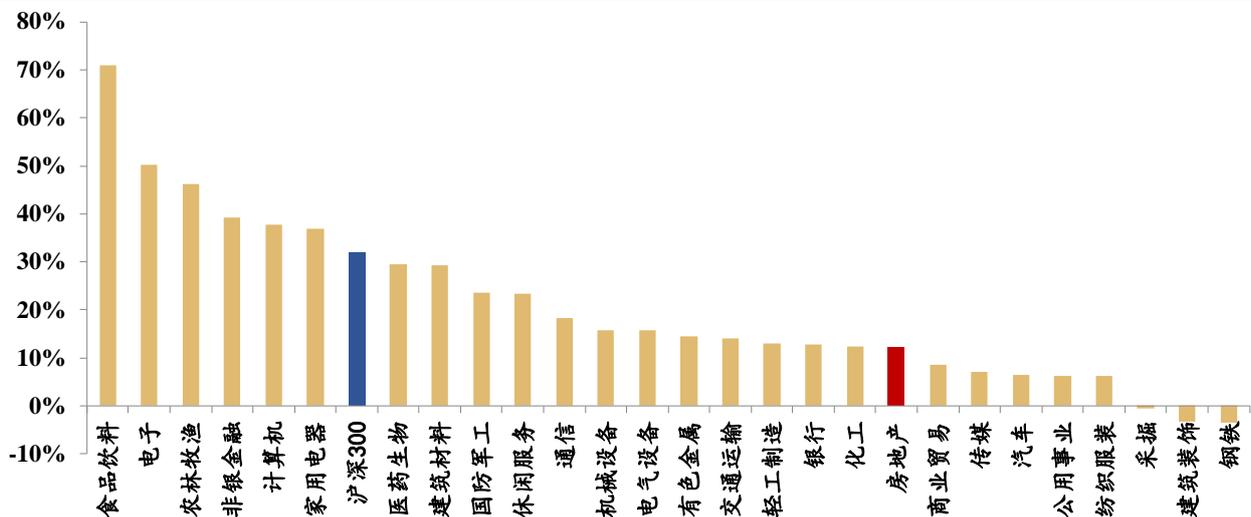
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 板块表现：涨幅跑输大盘，估值仍处低位

今年年初至三季度末，申万房地产板块涨幅达 10.38%，跑输沪深 300 指数 21.59 个百分点，涨幅在各行业中排名第 19。板块中涨幅较大的个股以主题、概念股为主，同时部分成长性好和业绩超预期的个股表现优于板块。我们重点关注的企业中，中航善达（涨幅 195.1%）、大悦城（涨幅 48.0%）、中国国贸（涨幅 39.8%）和阳光城（涨幅 31.7%）表现均优于板块。

从估值角度看，截止 2019 年 9 月 30 日，房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）达到 8.97（相比年初 8.82 倍的 PE 提高了 0.15），历史 PE 分位点为 5.25%，相比年初小幅提高了 2.37pct，从历史上来看，当前板块估值仍处于相对低位。

图 53 年初至三季度末申万房地产板块与其他行业涨跌幅比较（%，总市值加权平均，2019/9/30）



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 18 年初至三季度末申万房地产板块个股涨跌幅排名 (2019/9/30)

公司名称	涨幅(%)前 20	公司名称	跌幅(%)前 20
中航善达	195.10	*ST 华业	-63.32
哈高科	121.94	ST 银亿	-59.62
鲁商发展	97.20	ST 新光	-40.00
大名城	89.58	世联行	-34.77
荣丰控股	65.46	中房股份	-33.62
ST 新梅	61.50	中天	-31.55
浙江广厦	55.84	电子城	-28.92
新湖中宝	54.43	中珠医疗	-24.12
天健集团	52.97	南国置业	-23.89
万业企业	50.69	*ST 津滨	-19.74
大悦城	48.00	亚太实业	-17.25
雅戈尔	41.64	中迪	-16.57
中国国贸	39.83	泰禾集团	-16.36
卧龙地产	38.98	万泽股份	-15.99
外高桥	34.58	新黄浦	-15.50
新华联	33.79	珠江实业	-15.02
万通地产	31.98	海航	-14.65
阳光城	31.69	嘉凯城	-13.39
上海临港	27.14	天津松江	-12.57
凤凰股份	26.48	天保基建	-12.44

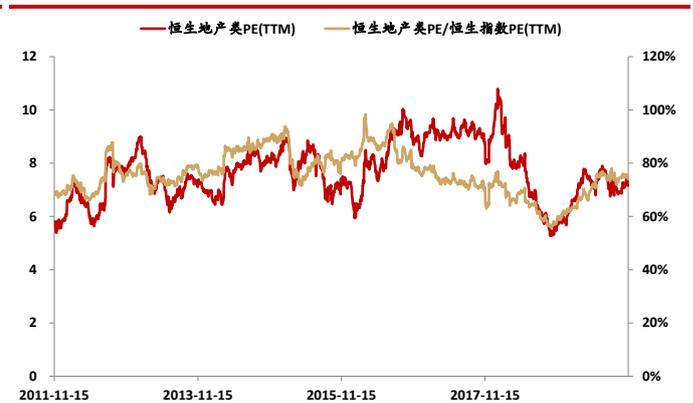
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 54 申万地产板块历史 PE



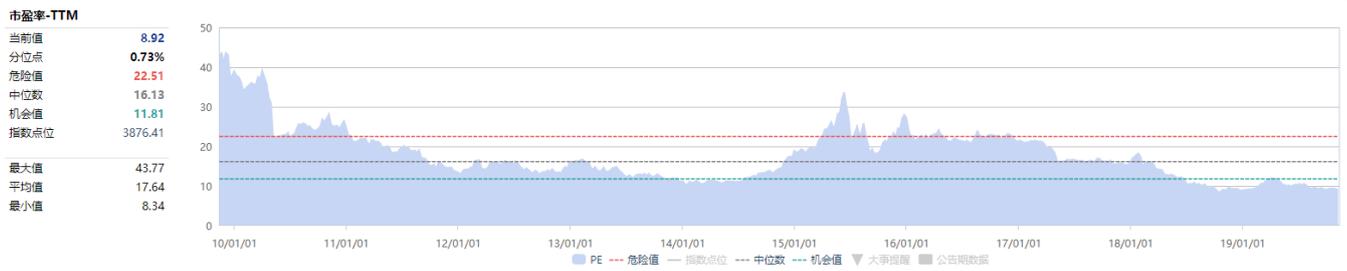
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 55 恒生地产板块历史 PE



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 56 申万房地产板块历史估值分位情况（截至 2019/11/12）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 57 申万房地产板块历史股息率分位情况（截至 2019/11/12）



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 政策面：“因城施策”成主基调，新型城镇化继续推进

4.1. 调控层面：以房住不炒为目标，以因城施策为手段

自 2017 年以来，中央层面对地产调控政策的定调逐渐趋稳，基本保持了连续性和稳定性，其施政思路，目标上来说基本围绕“房住不炒”这一核心，力求做到“三稳”，即“稳房价、稳地价、稳预期”；而具体措施上“因城施策”则成为了主基调，且以市场预期管理作为中介目标。

具体来说，“房住不炒”实质上是政府对于房价的目标管控，今年两次政治局会议都重申了“房住不炒”：4 月政治局会议提出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”；7 月政治局会议提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

而“因城施策”则体现了政府在“稳增长”和“控风险”中寻求平衡的精准调控的思路：对于库存较低、销售火爆、房价上涨过快的城市，调控逐渐收紧；而对于库存过剩较多、销售较为冷清的地区，则调控较松或者不调控，实现对需求的合理引导和地区间的结构性平衡。

总体来看，在房地产长效机制尚在研究、还未完全建立之际，在房地产调控正在逐步由以行政措施为主向综合施策转变的关键期，中央层面不会允许任何放松原已建立的调控政策体系、任由房价上涨的做法；中央层面对调控的态度依然较为坚决，并未出现放松迹象。由于中央的严厉态度，从地方政府层面来看，也基本贯彻了“一城一策、因城施策”的思路，基本保持了各地房价的稳定。

图 58 近年来历次政治局会议关于地产的表述



资料来源：Wind，华西证券研究所

展望 2020 年，我们认为房地产相关政策的核心仍然将以“稳”字当头。之所以强调“稳”为核心，是因为在过去十余年的房地产调控中，政策一直没能较好的保持连续性与稳定性，导致房地产市场大起大落，也严重扰乱了市场的预期，各种极端观点诸如“房价永远涨”“房地产已经是夕阳产业没有未来”等轮番出现，甚至引发了多地的业主维权事件影响了社会稳定。因此，在当前错综复杂的内外部经济形势下，房地产市场是潜在的风险，防止房价大起大落，实现房地产行业稳定健康发展将是房地产政策的首要目标。

从这个的角度，就可以理解中央以及地方政府因城施策，一方面针对热点城市采用“五限”等行政手段来对房价进行调控，另一方面对于库存较高的地区仍然继续稳妥推进货币化安置的目的，即希望通过行政手段来改变短期内房地产市场的供求关系，做到“稳房价、稳地价、稳预期”。实际上，这一差别化调控的方法在过去一年多里也已经收到了一定的效果。

然而，类似于“五限”等政策只可以作为短期控制房价的手段。虽然短期内该类政策对于房价确实有不错的抑制效果，但是限制手段不能做到长期有效，因为其并没有从根本上改变供需关系以及人们对房价的预期，只是短时间抑制了需求和潜在供给，其并不符合长效机制的要求。

理解长效机制，要从“长效”、“机制”两个关键词上来把握。长效是指长期有效，机制是使制度能够正常运行并发挥预期功能的配套制度。中央不断推动建立长效机制的根本目的是从根源上解决供需不平衡、房价过高的问题。从十九大报告开始的数次会议及文件的表述可见，现有的长效机制主要表现在税收制度改革、住房供给侧改革等方面，当然，目前不断推进的新型城镇化建设也属于对房地产行业有长期影响的政策，因此也可置于分析内容之中。

我们认为，长效机制首先意味着政策的长期施效，长期有效。所谓长效机制要能做到可以长期实行，并其效果可以长期存在两点。房地产税作为一个税收体制的改革，对于整个国家一级城市来讲都非常重要，但中国城市众多，地区和城市间分化巨大，要立足平衡，因城施策，不宜“一刀切”。房地产税作为地方财政收入的主要来源，对于理顺中央和地方政府的关系、优化财税体系以及减少地方对土地的财政依赖和冲动具有重要意义，可以做到对房价的预期调整与管理，因此在长期施效条件下可以做到长期有效，并且对房价的控制也相对于“五限”等政策具备更长远效应。城镇化就目前来看能在较长时间得到施行，并且城镇化带来的效应也可以长存；租售并举能

在长期上改变房地产市场结构，从消费习惯的改变促成租赁行业的长期稳定发展，进而达到长期有效平滑房地产价格上升趋势的作用。

长效机制从目的上来说，是要让房地产市场健康平稳的发展，进而保持房地产市场在中国经济中流砥柱的作用，带动上下游产业的健康运作；是要让居民的住房得到保障，解决住房基本需求以及改善性需求；是要让地方政府在房地产业取得合理的税收，支持地方政府的发展。更具体来讲，我们认为，长效机制的目标可以分为以下几点：

(1) 完善房地产税收体制，并从调节收入差距，改善地方土地财政现状，调整房地产税收结构三方面来实现其价值。房地产税的主要作用是控制房价增长，促进社会公平，通过定向征税使得中低收入人群的住房问题得以解决；房地产税也将作为地方政府筹集财政收入，逐步改善土地财政依赖现状，满足公共服务需求的基础；其次房地产税亦将通过增加保有环节的税收，降低建设交易环节税收等来调整房地产税体系的相关税种，做到合理化、简化税收体系。

(2) 土地供应做到因城施策。各个城市根据自身的发展需求进行土地供应，从土地供应以及土地价格实现房价的合理化。目前一二线城市土地供应存在不足，三四线土地供应存在过量，这也是导致一二三四线房价分化的重要原因。长效机制应从根本解决这些土地供需问题，可以利用类似土地面积与人口数量挂钩等方式，控制土地供应数量随需求合理增减。

(3) 通过金融手段，可帮助信用良好的房企获取资金；银行信贷可以为居民的住房刚需提供信用支持。房企的对外部资金的依赖度很大，杠杆高，利用 REITs 等资产证券化手段可以让房企获取资金，并且可以使资金定向流向信用良好的企业，促进行业的健康发展。为了满足中低收入人群的住房刚需，银行可以加大对信用良好的中低收入人群的信贷额度，尤其在库存多、供过于求的地区，可以通过银行信贷额度的增加，使得中低收入人群的需求得以释放，进而平衡供需。

(4) 抑制投机需求，实现住房不炒。目前的限制性措施对投机需求起到了一定的作用，但从长期来看，需要由长效机制来使得行业健康发展，需求的合理释放，进而实现对投机的抑制，使得住房的投资属性减弱，真正实现住房不炒。

(5) 完善房地产业各层次立法。一套完整、全面并且正确合理的法律体系是推动长效机制建立的强有力根本，房地产税、租售并举的有效开展都需要建立在立法健全的基础上，因此长效机制建立的首要任务就是推动法律体系的建设。

总的来说，我们认为，对于 2020 年的调控政策，一定要紧抓“房住不炒”与“因城施策”这两个关键点。理解了这一点，我们对 2019 年的整体房地产市场表现便可以做到“不以物喜，不以己悲”，既不过分乐观，也不过分悲观，既不要期望房价会像之前一样出现报复性大幅上涨，也不必担忧房价会像日本、美国经济危机时一样全面崩盘，房地产的 2020 年，正如政策所表述的，将进一步迈向“平稳健康发展”。

4.2. 新型城镇化：从“区域均衡发展”到“城市群”

今年 4 月，国家发展改革委对外发布《2019 年新型城镇化建设重点任务》。在这份文件中，开头就提出城镇化是现代化的必由之路。其中，最核心的内容如下几点：

1、继续加大户籍制度改革力度，在此前城区常住人口 100 万以下的中小城市和小城镇已陆续取消落户限制的基础上，城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅

增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。城市政府要探索采取差异化精准化落户政策，积极推进建档立卡农村贫困人口落户。

2、全面落实城镇建设用地增加规模与吸纳农业转移人口落户数量挂钩政策，在安排各地区城镇新增建设用地规模时，进一步增加上年度农业转移人口落户数量的权重，探索落户城镇的农村贫困人口在原籍宅基地复垦腾退的建设用地指标由输入地使用。

3、有序实施城市群发展规划。加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设。扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估，研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极。

我们认为，这一文件的发布，再次标志着我国推进城镇化的思路，从之前的“区域均衡发展”转变为把城市群作为新型城镇化的主体。之前，包括北京和上海在内的一线大城市一直在实施严格的人口控制措施，而之后，随着诸多大中城市落户限制的放开，我国将进入城镇化建设的新阶段。

表 19 各层级城市落户限制放松情况

城市类别	2019	2018
超大特大城市	超大特大城市要调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。城市政府要探索采取差异化精准化落户政策，积极推进建档立卡农村贫困人口落户。允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。	超大城市和特大城市要区分城区、新区和所辖市县，制定差异化落户条件，探索搭建区域间转积分和转户籍通道。探索租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。落实地方政府主体责任，2018年实现进城落户 1300 万人。
I 型大城市	城市常住人口 300 万-500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。	I 型大城市中实行积分落户的要大幅提高社保和居住年限的权重，鼓励取消年度落户数量限制。
II 型大城市	城市常住人口 100 万-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制。	大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，其中 I 型大城市不得实行积分落户，有条件城市要进一步降低社保年限要求。

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 20 各机构发布的相关重点任务

时间	机构	重点任务内容
2016.10	国务院	户籍人口城镇化率年均提高 1 个百分点以上，年均转户 1300 万人以上。2020 年，全国户籍人口城镇化率提高到 45%。
2018.03	发改委	继续落实 1 亿非户籍人口在城市落户方案，大城市对参加城镇社保年限的要求不得超过 5 年，深化“人地钱挂钩”配套政策。
2018.10	发改委	推动 1 亿非户籍人口在城市落户，是推进新型城镇化高质量发展的重要任务。
2019.04	发改委	II 型大城市要全面取消落户限制；I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 投资建议

我们认为，2020 年房地产板块投资的主线逻辑，主要有以下三方面：

1. 从政策博弈逐渐转向业绩为王。回顾 2019 年，政策基调以严为主，但由于中央和地方政府博弈的存在，以及上一轮房价上涨周期在三四线的延续，使得具体调控政策经历了从年初的宽到年中的严，又从年中的严到年末逐渐放宽的几轮变化，一定程度上扰乱了市场的预期，使得地产板块估值对政策变化极为敏感。然而，展望 2020 年，如我们上文所分析的，一方面政策将以“房住不炒”和“因城施策”为核心思路，另一方面，下半年开始全国各地房价逐渐趋稳，也为政策的连续性和稳定性创造了客观条件，我们预计 2020 年的政策仍将保持平稳。在这种情况下，板块的投资思路也自然的将从政策博弈的估值层面逐渐转向业绩为王的基本面层面，有着一张靓丽财务报表的地产公司，无疑将更受到投资者的关注。

2. 从规模导向逐渐转向利润导向。在过去的几年中，由于市场的火爆和三四线的崛起，以及行业集中度的快速提升，诸多房企经历了规模的快速提升，很多中型房企也在努力冲销售规模和排名。在行业市场规模快速扩张、房价上涨的整体牛市阶段，采用高周转努力做大市场份额的确是行之有效的办法。然而当市场步入平稳发展期之后，利润率将逐渐取代销售规模成为投资者更关注的指标。在这种情况下，拥有优质土地资源或者低价获取土地能力、较高经营管理以及成本管控能力，能够做出优质而精细化产品的房地产企业，即便销售规模未能名列前茅，然而由于净利润方面的优势，也能够得到资本市场的青睐。

3. 行业集中度提升的逻辑仍将延续，但速度将明显降低。过去几年中，受到三四线城市的火爆行情的吸引，一线房企纷纷下沉布局，依靠其本身强大的运营周转能力和品牌优势，降维打击般抢占了大批三四线城市当地小型房企的市场份额，这是之前行业集中度提升的最主要逻辑。展望 2020 年，虽然一线房企仍将在融资端、拿地端、销售端继续享有较大优势，但由于三四线市场的逐步降温，一线房企大幅蚕食小型房企市场份额的大前提也将逐渐消失，虽然房企间的竞争、并购拿地仍将长时间存在，行业集中度的提升也仍将是长期的趋势，但由于竞争的逐渐白热化，这一趋势的速度无疑将在 2020 年明显放缓。对于上市房企来说，过去几年的对手可能只是三四线本地的小型房企，不堪一击，然而未来将面临的对手可能将越来越强大，这对公司本身的运营管理、产品质量等综合能力也将提出全方位的考验，好的公司也将更有可能脱颖而出，走出 α 行情。

综合上述分析，我们在 A 股建议关注：历经风雨牛熊、强者恒强的龙头房企万科 A、保利地产，资源禀赋优质、高利润率的招商蛇口，拥有高效的运营管理能力和激励机制的阳光城、蓝光发展、金科股份等；H 股相关受益公司：融创中国、旭辉控股集团等优质房企。

6. 风险提示

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑。房地产行业长期受政策所影响，持续收紧的购房政策对房地产行业上市公司的销售造成较大波动，使销售承压。

计提过多存货跌价准备导致年报业绩不达预期。受房地产调控政策影响，房地产公司的销售价格受到较大影响，致使部分项目出现亏损。

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。