

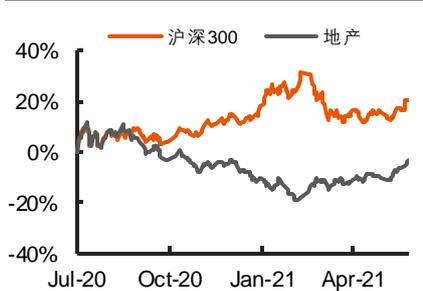
## 地产杂谈系列之八

## 人口流入叠加财富累积，大城市群发展可期

## 中性（维持）

## 投资要点

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之七：从凯德模式寻商管成功之鉴》 2021-06-27

《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之六：从主流房企对比观龙湖高估值之谜》 2021-06-11

《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之五：细数主流商管企业，经营发展各有千秋》 2021-06-03

《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之四：2021年新开工持续低迷之惑》 2021-05-27

《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之三：商业物管与住宅物管差异之辨》 2021-05-19

《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之二：顺丰房托上市在即，REITs架构与资产如何？》 2021-05-12

《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之一：业绩增速放缓，“三条红线”指标改善》 2021-05-06

## 证券分析师

**杨侃** 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
0755-22621493  
yangkan034@pingan.com.cn

## 研究助理

**郑南宏** 一般从业资格编号  
S1060120010016  
zhengnanhong873@pingan.com.cn

- **楼市表现分化，依靠城市能级判断楼市潜力或并不恰当。**疫情后全国楼市恢复背景下，城市能级间及内部分化明显。沪深等东部核心城市楼市表现明显好于天津、沈阳等北方核心城市；东部三四线、西部三四线表现则优于一二线及其它三四线，意味着一二线、三四线楼市间并非绝对孰优孰劣，且内部亦存在分化，因此根据传统城市能级判断城市发展潜力、房企布局质量或并不恰当。在此背景下，考虑人口、购买力为决定城市房地产需求的核心因素，我们从人口流动与居民财富两个维度，探讨中长期视角下区域城市发展前景。
- **人口持续往大城市群集聚，购房需求更具支撑。**近年全国人口增长放缓背景下，东部地区尤其长三角、珠三角城市群人口显著流入。分四大区域看，2010-2020年东部人口占比提升2.15pct至39.9%，中部、东北分别降0.8pct、1.2pct。分城市群看，珠三角（广东）、长三角、京津冀、成渝人口占比达41.7%，较2010年提升1.6pct；其中，深广等城市群一二线人口大幅流入，长三角、珠三角部分三四线人口流入亦多，如佛山、东莞、嘉兴等人口增量远高于哈尔滨、西宁等一二线城市。从国际经验看，20世纪60年代以来美国、日本、韩国人口超过100万的城市群人口占比持续提升，十四五规划亦提出“发展壮大城市群和都市圈”，未来人口或继续向大城市群集聚，对区域楼市发展形成支撑。
- **大城市群经济发展快速，“藏富于民”现象普遍。**从居民收入看，大城市群经济发展质量高、居民人均产值高，2020年人均GDP前十省份中有六个位于长三角、珠三角、京津冀三大城市群。从财富存量看，三大城市群富裕家庭（600万以上资产）、高净值家庭（千万以上资产）数量全国占比达六成。佛山等4个珠三角三四线城市富裕家庭数量达17万户，绍兴等9个长三角三四线城市富裕家庭达27万户，而18个中西部、东北部一二线城市富裕家庭仅18万户，表明大城市群“藏富于民”更普遍，部分三四线居民财富亦不逊于一二线，潜在购买力有支撑。
- **投资建议：**我们认为由于城市发展、资源禀赋的差异，当前城市间及内部楼市分化日益加剧，传统城市能级划分或无法真实反映区域发展潜力。从人口流入及居民财富的角度来看，结合国际经验及十四五规划，未来人口或继续向长三角、珠三角、京津冀、成渝等大城市群集聚；同时大城市群经济发展快速，“藏富于民”现象更普遍，充足购买力将对区域楼市发展形成支撑。综上我们看好长三角、珠三角等大城市群未来楼市发展前景，建议关注积极布局长三角及珠三角等城市群、善于挖掘城市发展潜力的优质龙头房企，如万科A、保利地产、新城控股、金科股份、龙光集团等。
- **风险提示：**1) 地价高企而房价上涨放缓导致行业毛利率下行风险；2) 房企大规模减值风险；3) 行业金融监管力度超预期风险。

## 正文目录

一、	楼市表现分化，传统城市能级难以反映区域潜力.....	4
二、	人口持续往大城市群集聚，购房需求更具支撑.....	6
三、	大城市群经济发展快速，“藏富于民”现象普遍.....	10
四、	投资建议.....	12
五、	风险提示.....	12

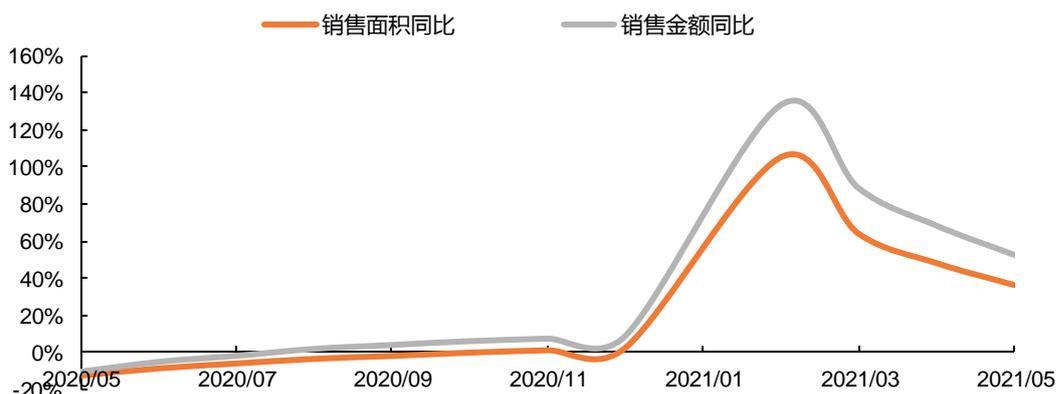
## 图表目录

图表 1	全国商品房销售面积、销售额 1-5 月累计分别同比增 36.3%、52.4%.....	4
图表 2	分区域销售面积累计同比情况 .....	4
图表 3	分区域销售金额累计同比情况 .....	4
图表 4	2020 年各城市楼市表现有所分化 .....	5
图表 5	40 城与非 40 城历年销售面积同比 .....	5
图表 6	分具体区域历年销售面积同比 .....	5
图表 7	大连等部分一二线城市商品房库存去化周期远大于泰州等三四线城市（单位：个月）	6
图表 8	历次人口普查人口总量变化 .....	6
图表 9	历次人口普查城镇化率变化 .....	6
图表 10	全国人口普查各区域占比及变化.....	7
图表 11	过去十年珠三角、长三角人口占比增加.....	7
图表 12	各省市 2010-2020 年人口增量情况 .....	8
图表 13	深圳、广州等核心城市人口增量排名靠前 .....	8
图表 14	20 世纪 60 年代以来美、日、韩人口往大城市群集聚.....	9
图表 15	十四五规划关于城镇化空间格局示意图.....	9
图表 16	2020 年各省市 GDP 与人均 GDP 情况 .....	10
图表 17	600 万人民币资产“富裕家庭”所处省市分布 .....	10
图表 18	千万人民币资产“高净值家庭”所处省市分布 .....	11
图表 19	中国 600 万人民币资产“富裕家庭”城市分布排名（不包括 4 个一线城市） .....	11
图表 20	三大城市群人口流入与居民财富积累较多 .....	12

## 一、楼市表现分化，传统城市能级难以反映区域潜力

受益流动性宽松、改善型需求释放等，疫情后全国楼市快速复苏。2020年全国商品房销售面积、销售额分别同比增2.6%、8.7%，显著好于市场预期；2021年1-5月，商品房销售面积、销售额分别同比增36.3%、52.4%，比2019年同期增19.6%、36.2%，整体延续良好表现。

图表1 全国商品房销售面积、销售额1-5月累计分别同比增36.3%、52.4%

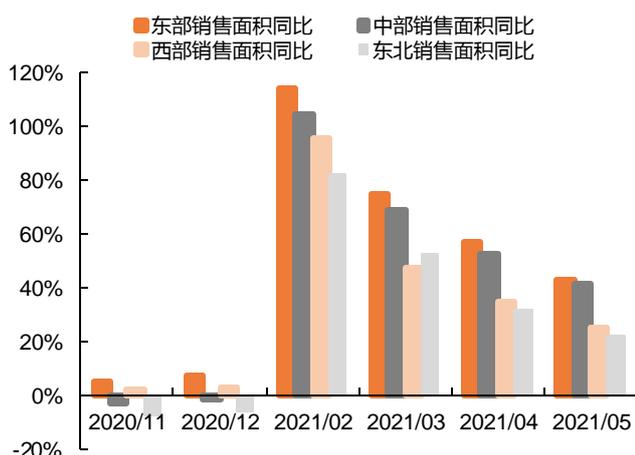


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

尽管全国楼市表现仍优，但区域分化明显，东部优于中西部、东北部，一二线与三四线内部亦分化。

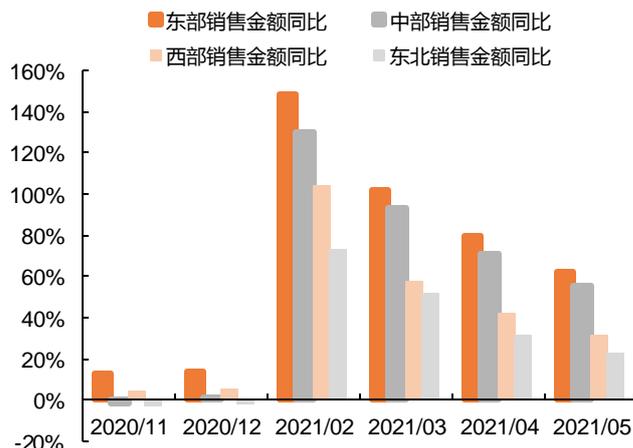
从四大区域看，东部楼市表现优异，东北相对较弱。2020年东部、中部、西部、东北部地区商品房销售面积分别同比增长7%、减少2%、增长3%、减少6%；2021年1-5月东部、中部、西部、东北部分别同比增43%、41%、25%、22%，较2019年同期增28%、增17%、增13%、降5%。

图表2 分区域销售面积累计同比情况



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表3 分区域销售金额累计同比情况

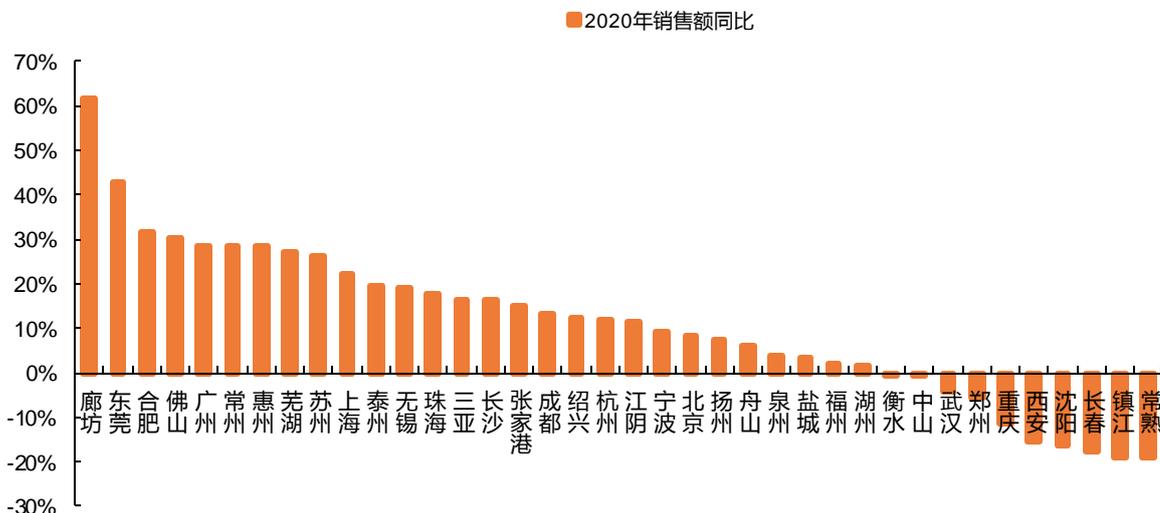


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

从城市能级看，一二线与三四线楼市内部分化，部分三四线楼市发展优于部分一二线城市。按照40个大中城市为一二线、全国其余城市为三四线的传统城市能级划分方法，一二线城市中，深圳、广州、上海等为代表的东部城市2020年以来楼市热度较高，但沈阳、长春等东北城市表现较弱；三四线城市中，东部三四线与西部三四线2020年销售面积分别增9.0%、5.3%，显著优于一二线与其他

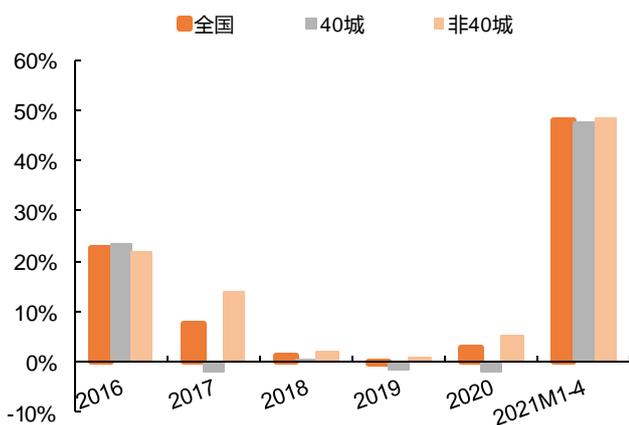
三四线。同时从库存角度来看，泰州、芜湖等三四线城市库存压力亦远低于大连、沈阳等一二线，表明一二线、三四线城市内部亦有分化，部分三四线城市表现甚至优于一些一二线城市。因此，根据传统的一二线、三四线城市能级判断城市房地产市场发展潜力、房企布局质量或并不恰当。近年来多家房企亦淡化一二三四线概念，强调挖掘城市发展潜力。

图表4 2020年各城市楼市表现有所分化



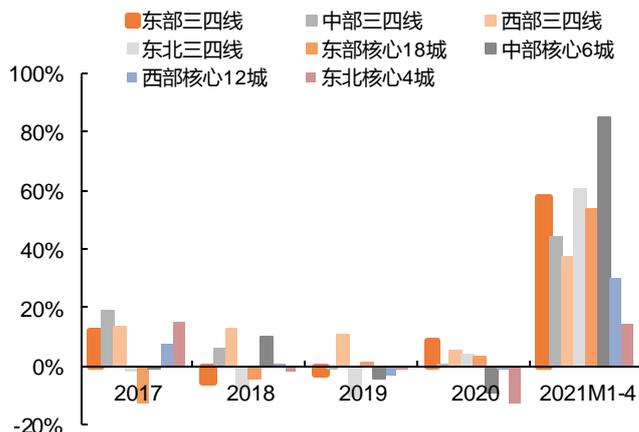
资料来源：中指院，平安证券研究所 注：杭州含萧山、余杭、富阳、临安，南京含溧水、高淳

图表5 40城与非40城历年销售面积同比



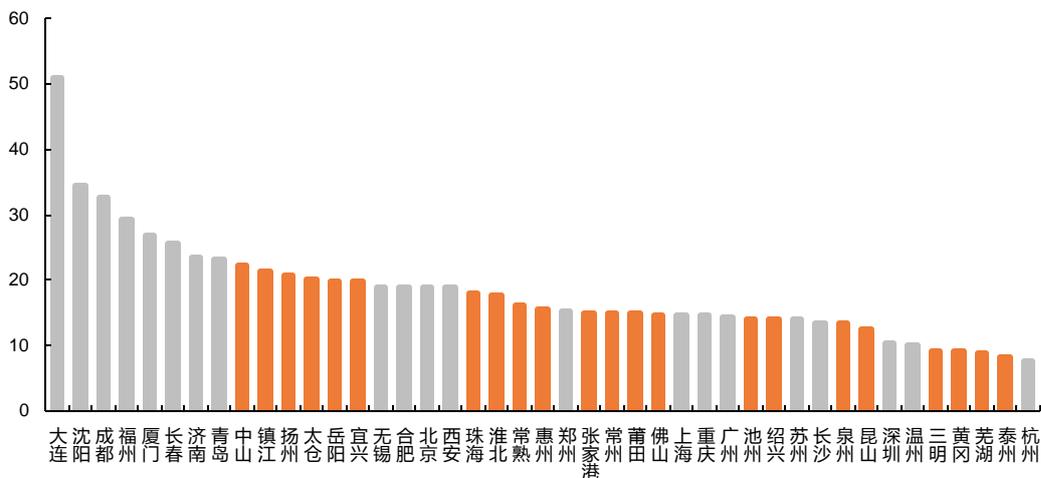
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表6 分具体区域历年销售面积同比



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表7 大连等部分一二线城市商品房库存去化周期远大于泰州等三四线城市（单位：个月）



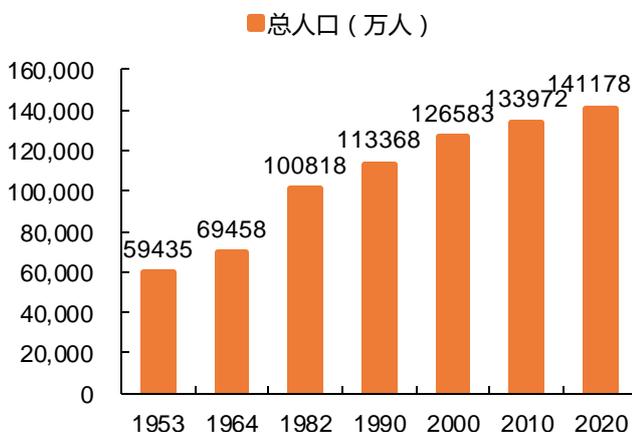
资料来源：中指院，平安证券研究所 注：时间截至2021年4月末

考虑传统城市能级难以反映真实楼市情况、判断城市发展潜力，而人口、购买力为决定城市房地产需求的核心因素。在人口老龄化加剧限制房地产需求、热点城市房价高企制约居民购买力的背景下，我们从人口流动与居民财富两个维度，探讨中长期视角下区域、城市楼市发展潜力。

## 二、人口持续往大城市群集聚，购房需求更具支撑

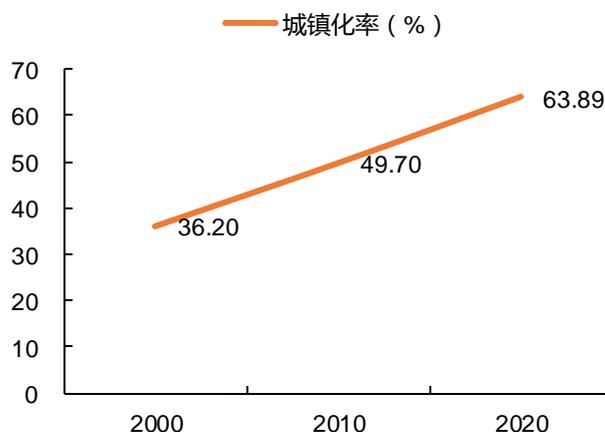
**全国人口增长放缓，未来房地产或呈现总量稳定。**第七次人口普查数据显示，全国人口保持低速增长态势，2020年总人口141178万人，与2010年相比累计增长5.38%，年均增长0.53%，比2000-2010年的年均增长率0.57%下降0.04个百分点。2020年城镇化率63.89%，较2010年提升14.19个百分点，增幅高于2000-2010年（13.5个百分点）。尽管低出生率、低人口增速及高城镇化背景下，房地产增量空间受限，但根据纳瑟姆曲线，我国当前城镇化率相比70%以上的成熟阶段存在一定距离，对应房地产需求仍旧具备支撑，未来行业或呈现总量稳定的特征。

图表8 历次人口普查人口总量变化



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表9 历次人口普查城镇化率变化

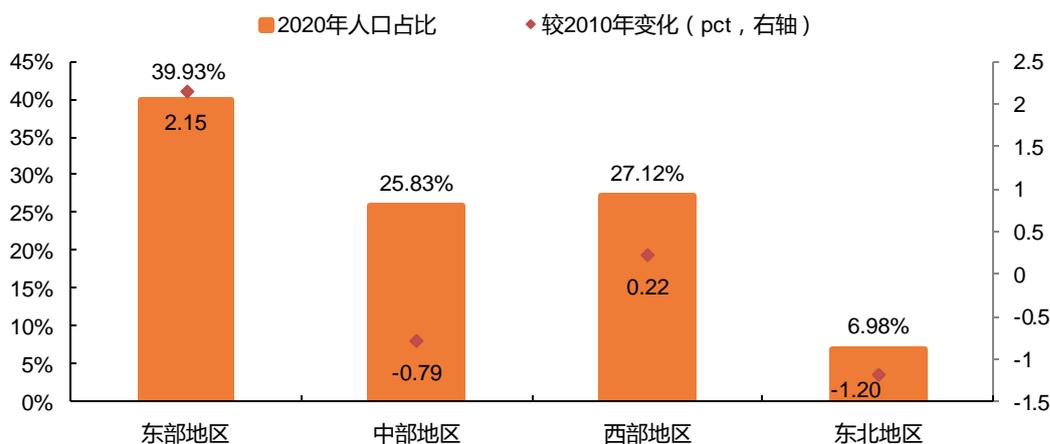


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

人口增长放缓背景下，区域表现明显分化，东部地区尤其长三角、珠三角等城市群人口显著流入。一方面是由于长三角、珠三角、京津冀、成渝等城市群的经济、产业基本面好，就业创造与人口吸附能力强；另一方面，随着国家新型城镇化建设不断推进，落户政策逐步放开，对劳动力吸引力亦进一步增强。

分四大区域看，东部地区人口占比显著提升，中部、东北地区人口占比下滑。2020年末东部地区常住人口占39.93%，中部地区占25.83%，西部地区占27.12%，东北地区占6.98%，与2010年相比，东部地区人口所占比重上升2.15个百分点，中部地区下降0.79个百分点，西部地区上升0.22个百分点，东北地区下降1.20个百分点。

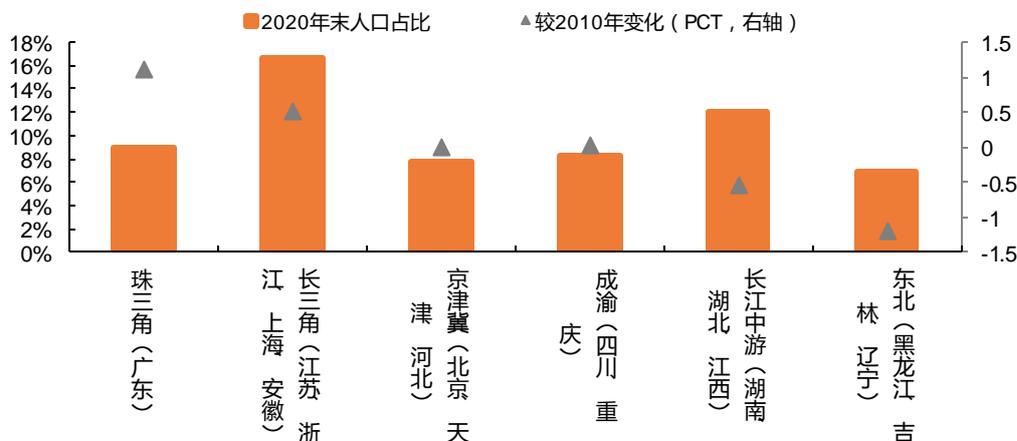
图表10 全国人口普查各区域占比及变化



资料来源：国家统计局，平安证券研究所注：人口均为常住人口口径，下同

分城市群看，珠三角、长三角人口占比明显增加。2020年末珠三角（仅指广东）、长三角（江苏、浙江、上海、安徽）、京津冀（北京、天津、河北）、成渝（四川、重庆）四大城市群人口分别占比8.94%、16.68%、7.83%、8.21%，较2010年末增1.11pct、增0.51pct、减0.005pct、增0.01pct，四大城市群合计人口占比达41.66%，其中京津冀人口占比下滑主要因河北人口占比下滑0.10pct。

图表11 过去十年珠三角、长三角人口占比增加

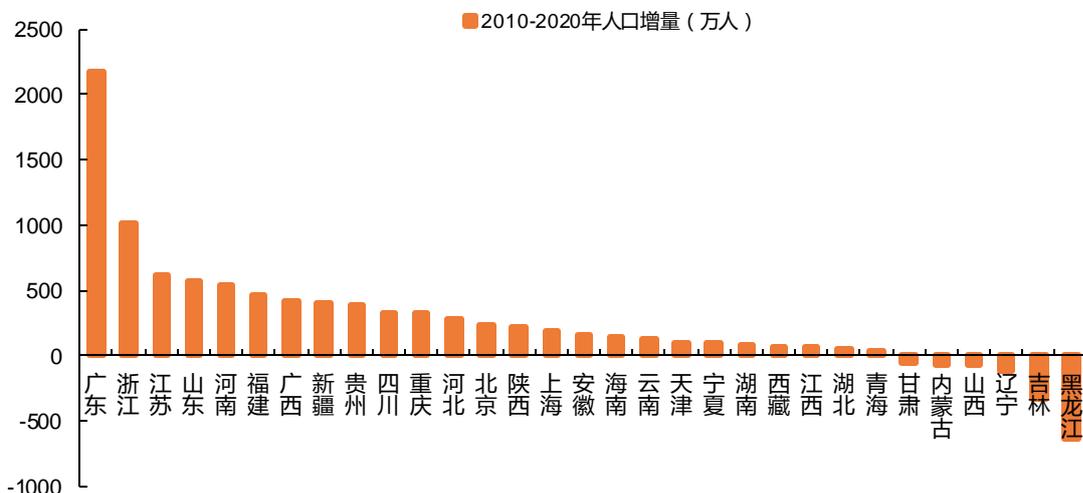


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

分省市看，粤浙苏人口流入排行前列，六省人口负增长。广东、浙江、江苏作为长三角与珠三角核心省份，2010-2020年三省人口增量排名全国前三，分别增加2171万人、1014万人、609万人；

甘肃、内蒙古、山西、辽宁、吉林、黑龙江六省人口分别减少 56 万人、66 万人、79 万人、116 万人、339 万人、646 万人，东北三省人口流出情况最为严重。

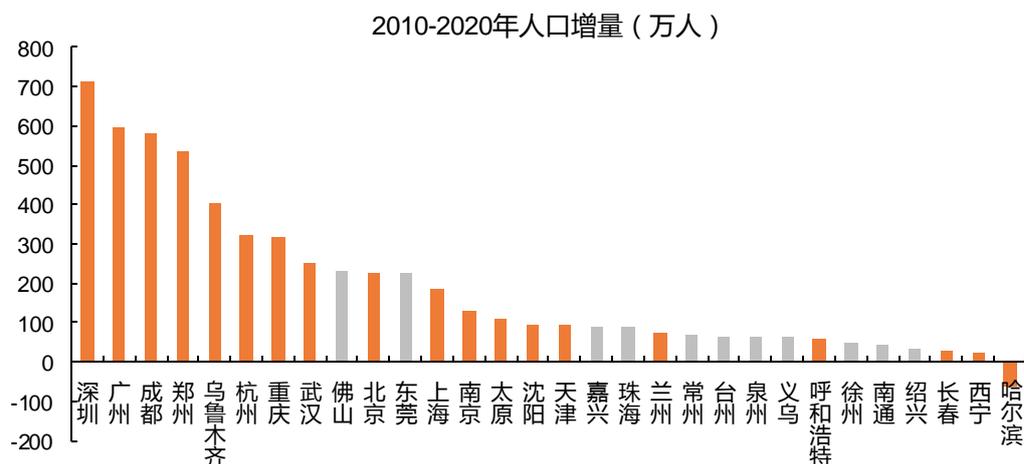
图表12 各省市 2010-2020 年人口增量情况



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

分城市看，深广等核心一二线城市人口大幅流入，长三角、珠三角部分三四线人口流入亦多。2010-2020 年深圳、广州、成都三个核心人口分别增加 714 万人、598 万人、582 万人，人口增量在国内排名前列；此外，长三角、珠三角部分三四线城市人口流入亦较多，佛山、东莞、嘉兴、珠海、常州 2010-2020 年分别增加 230 万人、225 万人、90 万人、88 万人、69 万人，高于哈尔滨（-63 万人）、西宁（26 万人）、长春（30 万人）等一二线城市。

图表13 深圳、广州等核心城市人口增量排名靠前

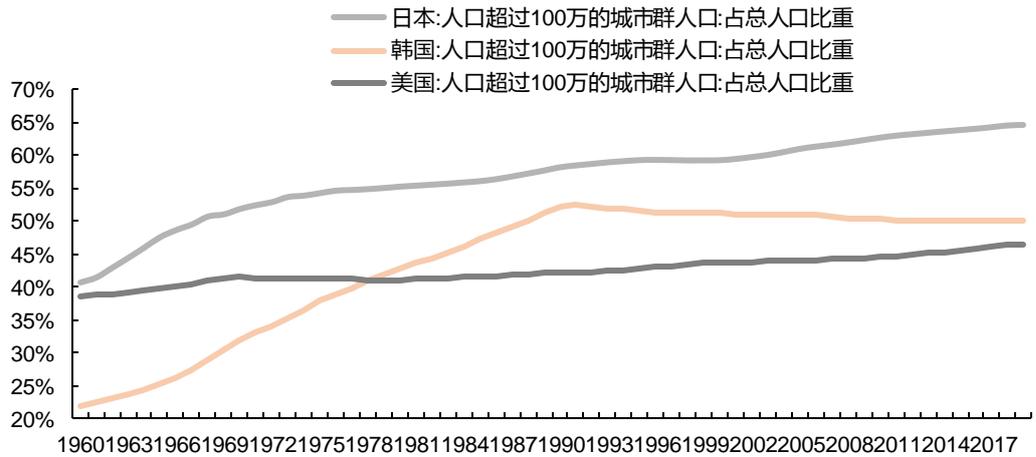


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

结合国际经验与十四五规划看，未来国内人口或继续向大城市群集聚，对区域楼市发展形成支撑。

- 从国际经验看，1960-2019 年，美国人口超过 100 万的城市群人口占总人口比重从 39% 提升至 46%，日本从 41% 提升至 65%，韩国从 22% 提升至 50%，人口持续往城市群集聚。

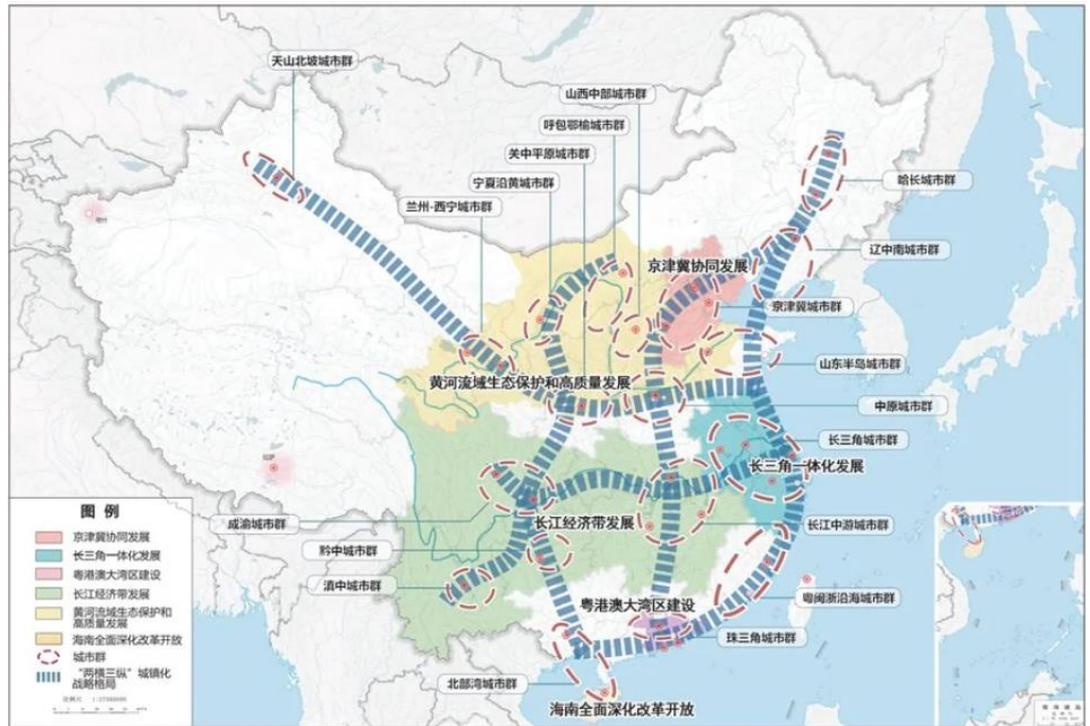
图表14 20世纪60年代以来美、日、韩人口往大城市群集聚



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从国家规划看，十四五规划明确提出“发展壮大城市群和都市圈，进一步优化城市群内部空间结构，构筑生态和安全屏障，形成多中心、多层次、多节点的网络型城市群”，“优化提升京津冀、长三角、珠三角、成渝、长江中游等城市群，发展壮大山东半岛、粤闽浙沿海、中原、关中平原、北部湾等城市群，培育发展哈长、辽中南、山西中部、黔中、滇中、呼包鄂榆、兰州-西宁、宁夏沿黄、天山北坡等城市群。”在经济产业、落户政策等推动下，未来国内人口有望继续向大城市群集聚，人口支撑下对应区域房地产市场或更具潜力及韧性。

图表15 十四五规划关于城镇化空间格局示意图

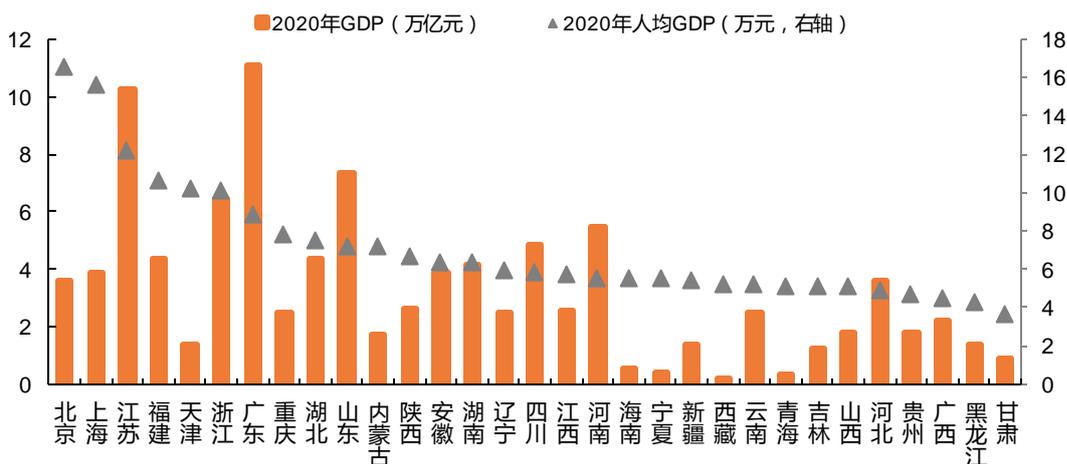


资料来源: 十四五规划, 平安证券研究所

### 三、大城市群经济发展快速，“藏富于民”现象普遍

居民收入方面，大城市群经济发展质量高，人均产值水平高。从各省市人均 GDP 情况看，2020 年北京、上海、江苏、福建、天津、浙江、广东、重庆、湖北、山东位列国内前十，其中六个位于长三角、珠三角、京津冀三大城市群。在政策积极支持、人口与资本集聚等因素推动下，大城市群经济发展更具潜力，有望带动居民收入维持较高水平，亦为居民购买力释放提供坚实基础。

图表16 2020年各省市GDP与人均GDP情况

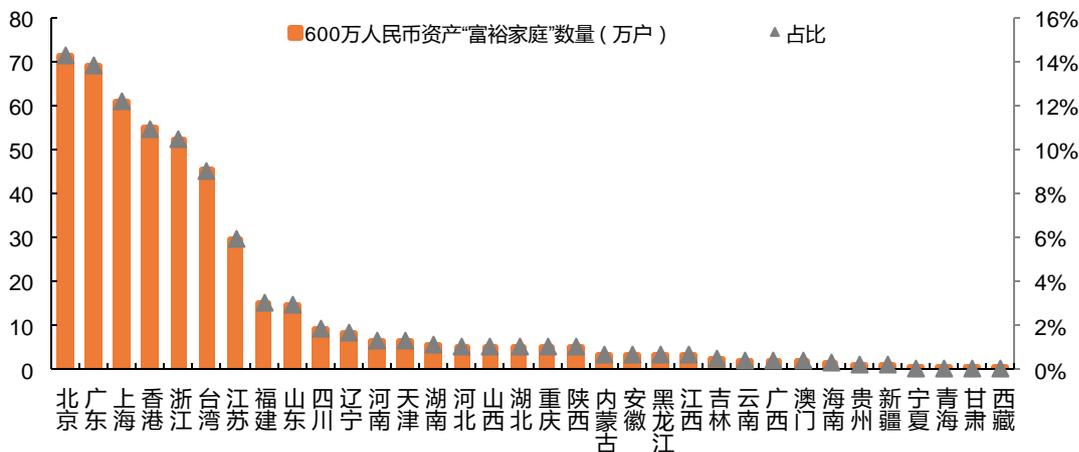


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

居民财富存量方面，大城市群“藏富于民”现象普遍，购买力更具保障。

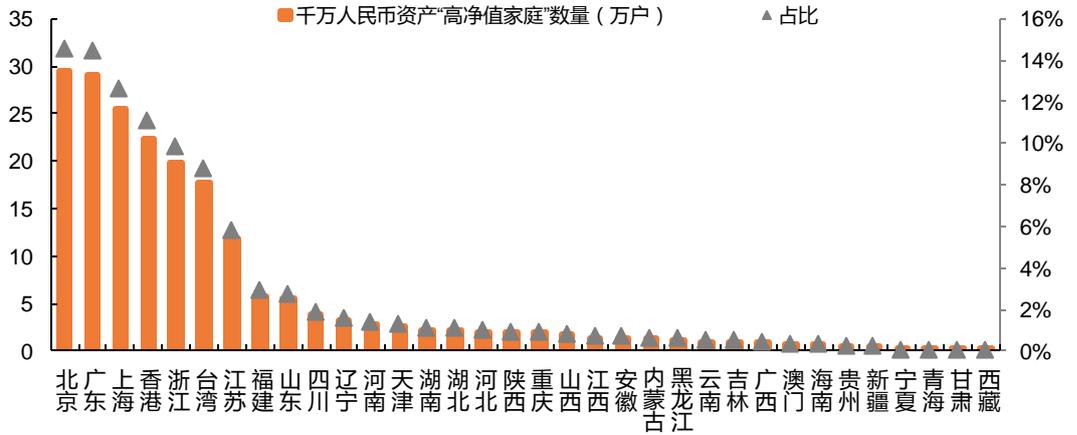
从城市群整体看，三大核心城市群“富裕家庭”、“高净值家庭”数量占比达六成。根据《2020方太·胡润财富报告》，全国 600 万人民币资产“富裕家庭”中，长三角（江苏、浙江、上海、安徽）、珠三角（广东）、京津冀（北京、天津、河北）三大城市群的数量占比分别为 29.2%、13.8%、16.6%，合计占比 59.6%；千万人民币资产“高净值家庭”中，三大城市群的数量占比分别为 29.0%、14.4%、16.8%，合计占比 60.3%。若将香港、澳门纳入珠三角计算，则三大核心城市群“富裕家庭”、“高净值家庭”数量占比分别升至 70.9%、71.6%。

图表17 600万人民币资产“富裕家庭”所处省市分布



资料来源：胡润研究院，平安证券研究所

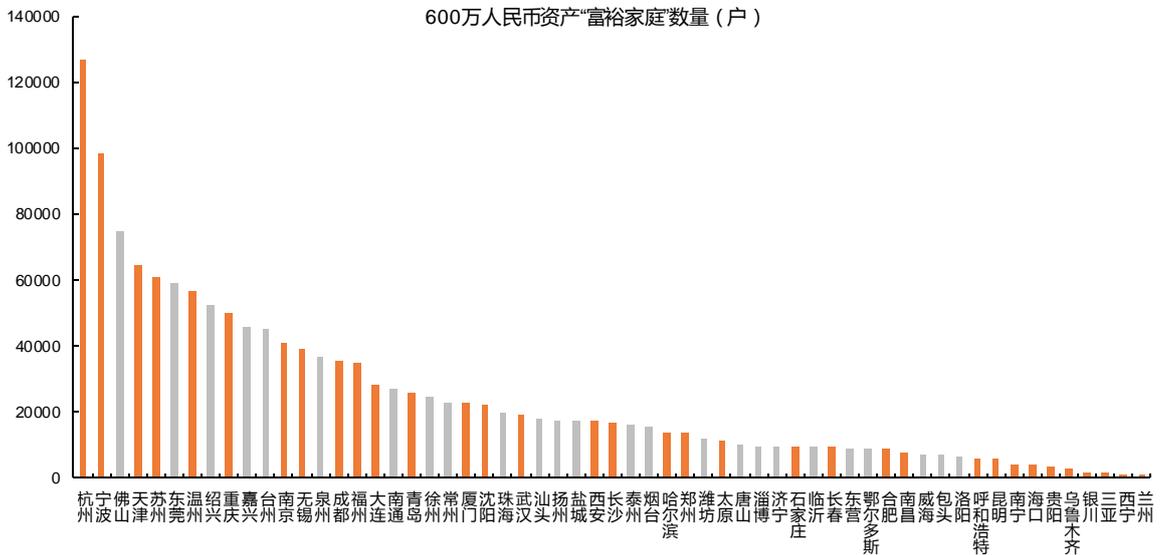
图表18 千万人民币资产“高净值家庭”所处省市分布



资料来源：胡润研究院，平安证券研究所

从城市群内部看，珠三角、长三角部分三四线城市富裕家庭数量远多于中西部、东北部一二线城市。从城市群看，佛山等4个珠三角三四线城市富裕家庭数量达17.07万户，绍兴等9个长三角三四线城市富裕家庭数量达26.76万户，相比之下，18个中西部、东北部一二线城市富裕家庭仅18.38万户；从具体城市看，佛山、东莞、绍兴、嘉兴、台州富裕家庭分别为7.47万户、5.87万户、5.25万户、4.54万户、4.52万户，在全国富裕家庭城市排名中位列第7、第10、第12、第14、第15（不含港澳台），远高于兰州（830户）、西宁（1160户）、三亚（1470户）、银川（1620户）、乌鲁木齐（2940户）等一二线城市。

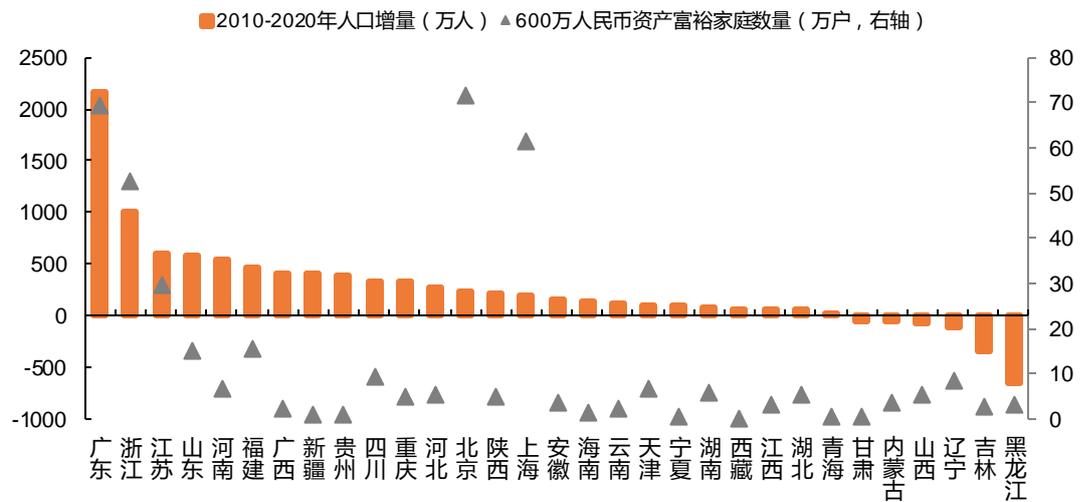
图表19 中国600万人民币资产“富裕家庭”城市分布排名（不包括4个一线城市）



资料来源：胡润研究院，平安证券研究所 注：北京、上海、深圳、广州富裕家庭数量分别为71.5万户、61.1万户、17.4万户、16.6万户，远多于其他城市，为方便看图，图中未包括这四个一线城市

整体来看，受益人口持续流入、经济发展快速、居民富裕，大城市群楼市发展或更具潜力。人口方面，结合国际经验与十四五规划看，未来国内人口或继续向长三角、珠三角、京津冀、成渝等大城市群集聚，居民财富方面，大城市群经济发展快速，“藏富于民”现象普遍，部分三四线居民财富不逊色于一二线城市，潜在购买力具备保障，对区域楼市发展形成有力支撑。

图表20 三大城市群人口流入与居民财富积累较多



资料来源：胡润研究院，国家统计局，平安证券研究所

## 四、投资建议

我们认为由于城市发展、资源禀赋的差异，当前城市间及内部楼市分化日益加剧，传统城市能级划分或无法真实反映区域发展潜力。从人口流入及居民财富的角度来看，结合国际经验及十四五规划，未来人口或继续向长三角、珠三角、京津冀、成渝等大城市群集聚；同时大城市群经济发展快速，“藏富于民”现象更普遍，充足购买力将对区域楼市发展形成支撑。综上我们看好长三角、珠三角等大城市群未来楼市发展前景，建议关注积极布局长三角及珠三角等城市群、善于挖掘城市发展潜力的优质龙头房企，如万科A、保利地产、新城控股、金科股份、龙光集团等。

## 五、风险提示

1) 土地市场热度持续高企，带来行业毛利率持续下行若后续土地市场维持较高热度，地价持续高企而房价上涨放缓，行业对应毛利率将持续下行。2) 房企大规模减值风险；当前重点城市楼市调控持续加码，若调控力度超预期，将带来部分前期高价地减值风险。3) 行业金融监管力度超预期风险：若后续融资收紧力度超出预期，将对各房企规模发展产生负面影响，导致业绩表现不及预期风险。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 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。

### 免责条款：

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 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033