推荐（维持）

认清几个长期问题，分析几个短期分歧

——房地产行业2019年度投资策略

2018 年 12 月 3 日

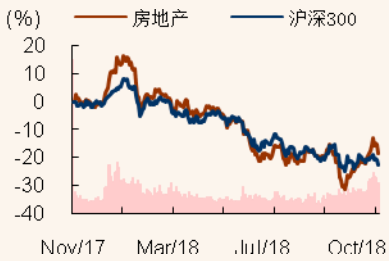
上证指数 **2576**

行业规模

		占比%
股票家数（只）	150	4.2
总市值（亿元）	18086	3.9
流通市值（亿元）	14915	4.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	10.4	-15.6	-20.1
相对表现	11.7	2.8	3.3



资料来源：贝格数据，招商证券

相关报告

1、《利率周期决定行业回暖，行业大洗牌迎接 REITs——房地产行业 2018 年中期投资策略》2018-07-09

2、《地产股“画龙”，房企创新变现模式“点睛”——房地产行业 2018 年度策略报告》2017-11-28

3、《这个冬天不太冷——房地产行业 2017 年投资策略》2016-12-07

4、《“降噪”房地产--去除偏见的雾霾——房地产行业 2016 年投资策略》2015-12-7

赵可 博士
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

刘义
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003

董浩 研究助理
donghao@cmschina.com.cn

李洋 研究助理
liyang24@cmschina.com.cn

本篇报告分析行业长期空间，“洗牌十年”特点与土地利用结构扭曲等长期问题；同样，对明年行业变化提出“更需关注结构数据”，对政策理解为“交谊舞步”式改善。维持行业“推荐”评级。

- **城镇化速度放缓但行业未来十年需求相对稳定，销售额中枢 11 万亿，“洗牌的十年”。**2014 年底以来房市的强劲复苏加大了投资者对未来行业长期发展前景的担忧；一方面，城镇化速度在放缓，拿地就赚钱的年代一去不复返；另一方面，我们离 70%的城镇化率饱和区间还有 8-10 年，任何行业都会经历从成长到纯周期的变迁，而房地产行业正开始蝶变，进入“洗牌十年”。

- **“洗牌十年”三特点：(1)存量商机和房地产金融春笋发芽；(2)房企变现模式渐变，但住宅开发仍是实现“周转”之核心；(3)房地产对经济的领先性仍存在。**当前不动产收益率与国债的倒挂会随着城镇化逼近饱和区间而逐步解决，而短期回报率取决于政策是否能改变回报率的分母而做出提前突破。

- **提前遭遇“稳增长”与“保民生”矛盾、“后发劣势”、收入房价长期背离均与过去的土地利用结构的扭曲相关。**中国土地利用结构扭曲，长期用“住房”补贴“工业”，引致：(1)地方政府财政最大化导向下，住宅类商品房价格上涨压力加大，经济增长和民生的矛盾在城镇化达到成熟阶段之前就已凸显；(2)住房补贴工业，强化了过去经济发展的“后发优势”，这种优势目前逐渐转化为“后发劣势”，这也是当前政府大力推动改革，期望短痛换长康背后的重要因素；(3)流动人口并不是解释房价长期上涨的主要原因，因为他们几乎没有住在商品房里，根据居民平均收入计算的收入房价比意义不大。

- **明年怎么看？总量数据意义下降，更应关注结构数据。**一二线销量 17Q3 先一步见底，全局销量或于明年年中二次探底，预计全年同比下降 5%左右，前低后高；销量下行决定新开工向下趋势，但低库存亦有托底，预计明年三四线将拖累全局新开工增速回落至小个位数（1%，6%），前高后低。明年拿地是小年，而名义建安投资降幅或收窄至 0%左右，预计全年开发投资增速放缓至小个位数（1%，6%），前高后低。

- **目前房地产政策是“交谊舞步”节奏。**政策边际随宏观经济下行而持续改善，但难有总量发文针对行业的全局放松政策。行业政策跟随经济变化和行业本身节奏微调，你进一步我退一步，短期行政调控难以马上退出和长效机制难以快速推出仍是当前主要特点。

- **投资建议：选股苛刻性提升，或有显著超额收益。**行业政策端和总量基本面将依次进入 "平/下(18 年底-19 年初)" "上/下(19 上半年)" "上/上(19 下半年)" 三阶段，从结构数据观察则更积极（三四线滞后性增强拖累总量复苏），当前已进入配置区间，明年或有显著超额收益。第一阶段为超跌反弹，首推【万科 A/保利地产】等高周转大蓝筹；第二及第三阶段将分别体现估值弹性和业绩弹性，首选【中南建设/阳光城】等高杠杆弹性品种，但大蓝筹仍是穿越周期的长期标的；资源型【华侨城 A/苏宁环球】等可获取低风险稳健回报。

风险提示：政府对经济下行压力容忍度超预期、三四线去化率下降超预期、长效机制落地超预期。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
万科 A	25.19	2.54	3.22	3.86	7.82	6.53	1.9	强烈推荐-A
保利地产	13.05	1.32	1.71	2.08	7.63	6.27	1.4	强烈推荐-A
阳光城	5.82	0.51	0.77	1.10	7.56	5.29	1.1	强烈推荐-A
中南建设	6.46	0.16	0.55	0.98	11.75	6.59	1.5	强烈推荐-A
华侨城 A	6.04	1.05	1.18	1.33	5.12	4.54	0.9	强烈推荐-A

资料来源：公司数据，招商证券

正文目录

前言 研究的时间轴 7

一、行业空间？--长期我们还“活着” 8

1. 增量人口之住房需求：仍具备增长 9

2. 存量人口之改善需求：高位回落 10

3. 存量住房之折旧拆迁：趋势稳定，但 2021 年或有向下波动 11

4. 行业总量空间：商品房销售额中枢或 11 万亿 11

二、行业“洗牌的十年”三大特点 14

1. 存量商机和房地产金融春笋发芽 14

1.1 物业管理——未来空间大，明年或随竣工提升而良好增长，看好增值服务未来发展空间 14

1.2 物流地产——多重因素长期利好物流地产总量需求，且供给受限 17

1.3 商业地产——商业不动产价格和收益率处在背离的顶部阶段 19

1.4 长租公寓——短期尚难盈利，对全局新开工和投资具备一定拉动 21

2. 房企“变现模式”渐变，但住宅开发仍是实现“周转”之核心 25

3. 房地产对经济的领先性仍存在 26

三、土地利用结构扭曲积累多重矛盾—被选择性忽略且不可逆的问题 27

1. 新市民承担房价上涨的轮回，还“住房”补贴“工业”的旧账 27

2. “后发优势”逐渐转为“后发劣势”，大力推动改革之重要原因 28

3. 长期决定房价的是人口？流动人口无法解释房价长期上涨 29

4. 未来的回旋余地在哪？有限的政策空间中寻求出路 29

四、明年怎么看？总量数据意义下降，产业链下游机会或先于上游出现 31

1. 销量预测：2019 年同比下降 5%左右，前低后高 31

2. 新开工预测：2019 年增速回落至小个位数(1%, 6%)、前高后低 35

3. 投资预测：2019 年增速放缓至小个位数(1%, 6%)、前高后低 38

4. 房价预测：2019 年增速放缓至小个位数、前高后低 41

5. 房地产产业链：下游机会或先于上游出现 45

五、政策“交谊舞步”式改善 49

1. 政策随宏观经济下行呈“交谊舞步”式改善 49

2. 库存堰塞湖存在，房价回落背景下“限价”转“稳价” 50

3. 长效机制可能的突破口 51

六、公司分析及配置建议 52

1. 自上而下选股核心在于周期择时，先 Beta 后 alpha 52

2. beta 行情区间顺势选股，先周转蓝筹再高杠杆弹性，选股苛刻性较强 54
3. 开发类个股超额收益三因子，集中度提升仅是规模因子外在表现 54
4. 开发类重点房企横向比较 55
5. 配置组合 59
七、风险提示 61

图表目录

图 1：我国位于城镇化“S”型曲线快速阶段的后半段，离进入成熟阶段还有 8-10 年 8
图 2：增量人口之住房需求：仍具备增长 10
图 3：存量人口之改善需求：高位回落 10
图 4：存量住房之折旧拆迁：趋势稳定，但 2021 年或有向下波动 11
图 5：总量高位稳定，商品房销售额中枢或维持 11 万亿 12
图 6：增量到存量的变迁-招商证券房地产新经济产业图谱 14
图 7：物业管理行业的发展历程 15
图 8：我国商品房销售面积 15
图 9：我国竣工房屋面积 15
图 10：物业百强企业市占率不断提高 16
图 11：物业百强企业在管面积五年实现倍增 16
图 12：物业百强企业收入构成 17
图 13：物业百强企业利润构成 17
图 14：美/日/中及全球物流成本占 GDP 之比 18
图 15：美/日/中物流成本结构 18
图 16：中国城镇化与房企变现模式“渗透”图 19
图 17：2011 年至今一线城市甲级写字楼供需基本平衡 20
图 18：2011 年至今二线城市甲级写字楼供大于求 20
图 19：2011 年至今一线和二线甲级写字楼空置率 20
图 20：2011 年至今一线和二线优质写字楼租金 单位：（元/平/月） 20
图 21：全国商铺供需基本平衡（截至 2017 年） 21
图 22：各线城市商铺租金情况（截至 2017 年） 21
图 23：优质零售物业空置率处历史低位 21
图 24：优质零售物业首层租金 2015 年后平缓下行 21
图 25：长租公寓盈利空间趋势图 23
图 26：从“全持有”到“全销售”—房地产公司变现模式渐变图 25
图 27：房地产复苏走在经济复苏曲线之前（Q3/M10），房地产行业供需关系短周期顶

部已出现 26
图 28：一线城市住宅和工业用地出让宗数 27
图 29：一线城市住宅和工业用地成交价格 27
图 30：二线城市住宅和工业用地出让宗数 27
图 31：二线城市住宅和工业用地成交价格 27
图 32：三四线城市住宅和工业用地出让宗数 28
图 33：三四线城市住宅和工业用地成交价格 28
图 34：中国城镇化与房企变现模式“渗透”图 29
图 35：利差持续扩大推升银行对按揭配置意愿，或将倒逼按揭贷款利率改善 32
图 36：按揭贷款利率同比已于 18Q2 见顶，18Q3 开始回落 32
图 37：按揭贷款利率同比改善对销量复苏形成支撑 32
图 38：10Y 国债收益率 VS 销量同比 32
图 39：70 城房价环比 VS 销量同比 32
图 40：交易杠杆率和新增贷款中按揭占比均在回落 33
图 41：新增按揭贷款/交易杠杆率与住房销售额基本同步 33
图 42：2018 年住宅、非住宅占比分别约为 85%、15% 34
图 43：住宅销量同比或于 2019 年中出现第二个底部 34
图 44：全国商品房销售面积分城级占比：受棚改影响 2017-18 年三四线占比较往年均有提升 34
图 45：一/二线城市销量同比增速均已于 17Q3 触底回升，而三四线城市底部或在明年年中附近 34
图 46: 全国商品房销售额分城级占比: 得益于量价齐升 2017-18 年三四线占比均超 55%（历史新高） 34
图 47：2018 年得益于房价同比持续正增长，一/二/三四线销售额增速均高于面积增速 34
图 48：销量领先拿地 2-4 个季度 36
图 49：土储口径库存去化周期已回升至历史较高水平 36
图 50：近 3 年当期拿地仅占土地存量 50%左右 36
图 51：拿地与新开工大体同步 36
图 52：19 年土地存量预计个位数增长 37
图 53：19 年开工意愿预计下降 37
图 54：资金来源领先新开工平均 2 个季度 37
图 55：资金链领先新开工平均 2 个季度 37
图 56：广义库存对新开工有显著的指引意义 37
图 57：销量领先新开工平均 2-4 个季度 37

图 58：全国新开工面积：2018 年一/二/三四线占比大体维持在 4%/26%/70% 38
图 59：2019 年同比，小个位数下降，前高后低 38
图 60：销量领先土地购置面积平均 2-4 个季度 39
图 61：2012 年以来土地购置费滞后拿地金额 1-3 个季度 39
图 62：净施工面积同比增速低位已开始回升 39
图 63：当年净施工面积主要由上年净施工面积决定 39
图 64：销量与实际开发速度指数大体同步 40
图 65：PPI 与建安价格指数基本同步 40
图 66：销售领先开发投资 40
图 67：资金来源领先开发投资 40
图 68：开发投资：分城级占比 40
图 69：开发投资同比：分城级 40
图 70：开发投资：分结构占比 40
图 71：开发投资同比：分结构 40
图 72：全国销量领先房价 3-4 个季度 42
图 73：一线城市房价同比或以见底 42
图 74：二线城市房价短期反弹后或再次回落 42
图 75：三四城市房价短期反弹后或再次回落 42
图 76：招商房地产资金链指数与房价环比 43
图 77：70 城房价环比：一/二/三线 43
图 78：一线城市 12 个月是房价涨跌分水岭 43
图 79：二线 15 个月是分水岭 43
图 80：三四线 15 个月是分水岭 43
图 81：招商货币活化指数与房价同比 44
图 82：70 城房价同比：一/二/三线 44
图 83：房地产上下游背离排名：钢铁>有色>建材>建筑>煤炭>下游（家电/家居等） 46
图 84：全国新开工单同比增速已见顶回落 47
图 85：三四线城市将拉动全国新开工同比继续回落 47
图 86：全国新开工面积：2018 年一/二/三四线占比大体维持在 4%/26%/70% 47
图 87：2014 年以前竣工滞后新开工 2 年左右 48
图 88：2014 年开始竣工滞后新开工 3 年左右 48
图 89：明年消费/出口或向下，仍需投资来托底 50
图 90：投资三大项：制造业，基建与房地产投资 50

图 91：明年房地产投资高位回落或倒逼政策边际放松 50
图 92：配置房地产正当时（房价短期同比上涨因三四线贡献以及高价房入市） 52
图 93：房地产行业超额收益空间或在 30%左右 53
图 94：板块相对 PE 中枢下滑，而相对 PB 中枢稳定 55
图 95：重点房企存量土储和可售周期比较 56
图 96：重点房企净负债率比较 56
图 97：重点房企负债结构和融资成本比较 57
图 98：重点房企短期偿债压力和存量流动性比较 57
图 99：重点房企毛利率和净利率比较 58
图 100：重点房企 ROA&ROE 比较 58
图 101：重点房企估值（限制清单公司） 60
图 102：增量到存量的变迁-招商证券房地产新经济产业图谱 60

表 1：2025 年全国商品住宅销售额测算 13
表 2：2015 年以来典型物业公司收并购案例 16
表 3：物流地产投资回报率测算 19
表 5：长租公寓盈利拆解（以地处上海、中端定位、3000 套规模的集中式长租公寓为例） 22
表 6：北京、上海、广州未来五年住宅用地和租赁用地供应计划 23
表 7：13 个租赁试点城市租赁住房建设对全国新开工拉动测算 24
表 8：13 个租赁试点城市租赁住房建设对全国投资拉动测算 24
表 9：2019 年商品房全国销量预计同比下降 5%左右 35
表 10：2019 年全国房屋新开工面积同比预计小个位数增长 38
表 11：2019 年全国房地产投资结构预测 41
表 12：2019 年全国房地产投资城级预测 41
表 13：杜邦分析法角度看房企（2017 年） 55

前言 研究的时间轴

在市场还有大量看空房地产声音的 2014 年与 2015 年，我们抛出了房地产中周期复苏已经开始，并将持续至 2019 年的观点（详见:《2015 年中期投资策略-**周期的魅力、转型的魅惑**》、2016 年投资策略:《**"降噪" 房地产，去除偏见的雾霾**》);

2016 年，我们指出中周期内部的小周期调整是不可避免的，（详见:《房地产行业 2017 年度投资策略-**这个冬天不太冷**》），指出从 2016 年 2 季度开始的调整将持续至 2017 年年底往后，但并不意味着从此步入下行周期，中周期的下半场（2018-2019 年）尚未来临;

2017 年中期策略（详见:《房地产行业 2017 年度投资策略-**脉冲式调整与南北两极再发展**》），我们指出脉冲式调整是本轮小周期的核心特征，预计全国销量同比在 18Q2 左右见底，**广义三四线销量反弹是本轮周期景气扩散的末端;** 高度重视南北两极再发展，逆向投资和区域主题仍是下半年首要逻辑，**年底开始需重视下一轮小周期机会**;

2018 年度策略报告《房地产行业 2018 年度投资策略-**地产股画龙，房企创新变现模式点睛》，**我们指出收益率和物业价格的倒挂进入历史顶部区间，而倒逼房企创新 "变现模式"，这是存量时代的春笋发芽；并指出 18 年是基本面小年和转折年，认为板块具备超额收益，部分绩优蓝筹提前出现配置窗口。

在 2018 年行将结束的 12 月回看，两个重要的事情值得回味和继续跟踪:

第一， **房地产行业总量数据的意义下降，因为三四线城市走出了一波独立行情，当然这与货币化补贴这一 "外力" 有关，不同能级城市的滞后关系被阶段性扰乱。市场在寻找销量底部的过程中很难找到一个黄金的切换口，即代表领先指标的一线城市开始回暖的同时全局数据见底，这个底部可以说不存在，也可以说被很大程度上拉长;**

第二， **"短期行政调控政策无法快速退出，长效机制难以加快推出" 的矛盾仍存在，我们很难等到一个总量的房地产政策放松，房地产政策随宏观经济变化和行业变化而作微调。取而代之的是必须从更宏观视角跟踪长端利率与房地产行业相关利率（例如按揭贷款）的变化。建立在过去政策博弈框架之下的 "突击" 房地产股票难获超额收益;**

在股票选择上，从 14 年底开始到 16 年，市场主流仍弥漫着看空房地产的声音，并将地产小票和多元化转型作为选股的主要法则。我们基于对周期和市场风格的把握，**最早在市场上提出了蓝筹白马优先、地产股逆向投资法则，到目前为止，我们的观点仍未发生变化。**但**站在一个短期的视角**，因为经济下行和流动性改善叠加窗口，或提升小票配置诉求，**11 月份以某种 "炒主题，炒地图" 的方式实现了部分小票的估值修复，这背后的原因是房地产指数某种意义上是缩小版的 "中证 500"，而并非普遍的小票具备投资价值;** 另外，和其余所有行业对比，从去杠杆到稳杠杆的变化反映到房地产行业是相对最慢的，即便进入流动性改善通道，行业融资也不再是普惠制改善，过度运用杠杆，甚至利用杠杆进行多元化的公司，品牌和上下游溢价能力低的公司，管理红利低的公司等都无法获得 "便宜" 的钱，**以至于我们在一个行业超额收益的区间不得不苛刻性选股，某些弹性标的弹性下降甚至不具备弹性。**

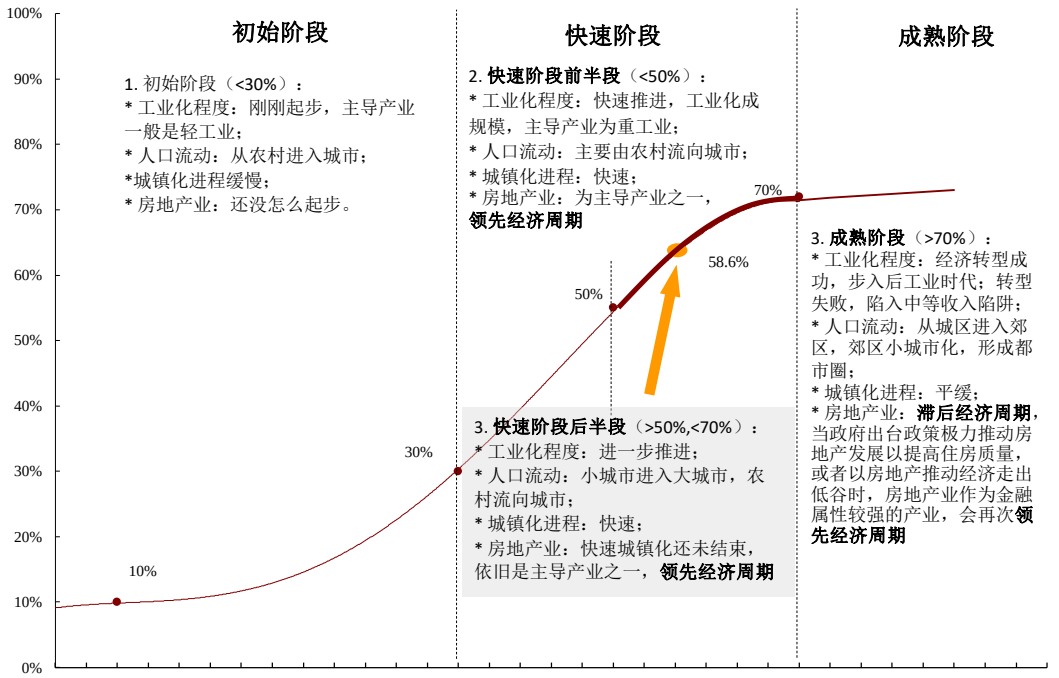
下文将就市场最关心的几个长期问题和短期分歧进行一一分析，从全面的视角勾勒明年的行业策略。指出城镇化是最核心的决定行业未来 10 年需求的变量；同时认为洗牌十年将会很精彩；行文中，我们也花费了大量时间来做一些深度研究，试图从扭曲的土地供给结构上找到许多问题的答案，这些问题几乎未曾得到很好回答。

一、行业空间？--长期我们还“活着”

2014 年底以来房市的强劲复苏加大了投资者对未来行业长期发展前景的担忧，似乎崩溃就在眼前。我们需要辨证看清楚的是：**一方面，**城镇化速度在放缓，行业利润率过去也在趋势性下降，拿地就赚钱的年代一去不复返；**另一方面，**我们离 70%的城镇化率饱和区间还有 8-10 年，支撑行业的最关键变量（城镇化）仍然“活着”。

任何行业都会经历从成长到纯周期的变迁，而房地产行业正开始蝶变，进入“洗牌十年”。“周期属性增强，全局成长属性减弱”是不可避免的；未来十年城镇化速度放缓但需求相对稳定，中性情景下也即房价年均涨幅 2%，2025 年住宅需求商品化比率降至 60%，未来 8-10 年商品住宅销售额高位稳定，中枢 11 万亿（悲观情境下 8 万亿，乐观情境下 13 万亿）。

图 1：我国位于城镇化“S”型曲线快速阶段的后半段，离进入成熟阶段还有 8-10 年



资料来源：招商证券

我们把住房需求拆分为三块，以期望更全面的做出预期，同时在 18 年中期策略报告的基础上，加入情境化的测算，以便更全面地对关键预测变量作出观察，同时也便于以后商业研究进行跟踪和纠错。

下面的第 1 到第 3 小节是对住房需求的测算，结论是：行业总量需求将见顶回落，但斜率相对平缓。

a. 城镇化速度虽在放缓，但仍具备正增长；且落户率及人均住房面积提高，推动**增量人口住房需求仍具备增长**；

b. 人均住房面积增加但增长趋缓，导致**存量人口改善需求增速高位回落**，但改善型住房供给相对更少；

c. **折旧拆迁需求总体稳定**；

第 4 小节，则是基于总量需求，测算全局商品住宅的销量和销售额，中间涉及两个关键变量，一是需求转化为商品住宅销量的比例（住宅需求商品化比例），二是房价的涨幅。中性假设**下也即未来十年房价年均涨幅 2%，2025 年住宅需求商品化比率降至 60%**，对应未来十年，商品住宅销量中枢亦将见顶回落，商品住宅销售额中枢仍相对稳

定，大致 11 万亿左右；悲观情境下，也即房价年均涨幅 1%，2025 年住宅需求商品化比率降至 50%，对应未来十年商品住宅销售额中枢将降至 8 万亿元左右；乐观情境下，也即房价年均涨幅 3%，2025 年住宅需求商品化比率为 70%，对应未来十年商品住宅销售额中枢将升至 13 万亿左右。

1. 增量人口之住房需求：仍具备增长

增量人口的住房需求是指每年新增城镇人口的住房需求，新增城镇人口分两部分，一是新增户籍城镇人口，带来的住房需求=新增户籍城镇人口*人均住房面积；二是新增非户籍城镇人口，考虑到这部分人口多以刚需为主，对应人均住房面积会偏小些，所以带来的住房需求=(新增城镇人口-新增户籍城镇人口）*人均住房面积*折扣比例。其中，户籍城镇人口=总人口*市民化率，非户籍城镇人口=总人口*城镇化率- 总人口*市民化率，城镇化率=常住城镇人口/总人口，市民化率=非农业户籍城镇人口/总人口。

a. 总人口：我国总人口从 1990 年的 11.4 亿上升至 2017 年的 13.9 亿，每年增速从 1991 年的 1.30%降至 2005 年的 0.6%，之后在 0.5%-0.6%间波动，假设未来十年大体维持 0.6%左右然后回落，则对应 **2025 年中国总人口达到 14.4 亿左右，**这与《国家人口发展规划（2016—2030 年）》预计的 2020 年 14.2 亿、2030 年 14.5 亿大体吻合；

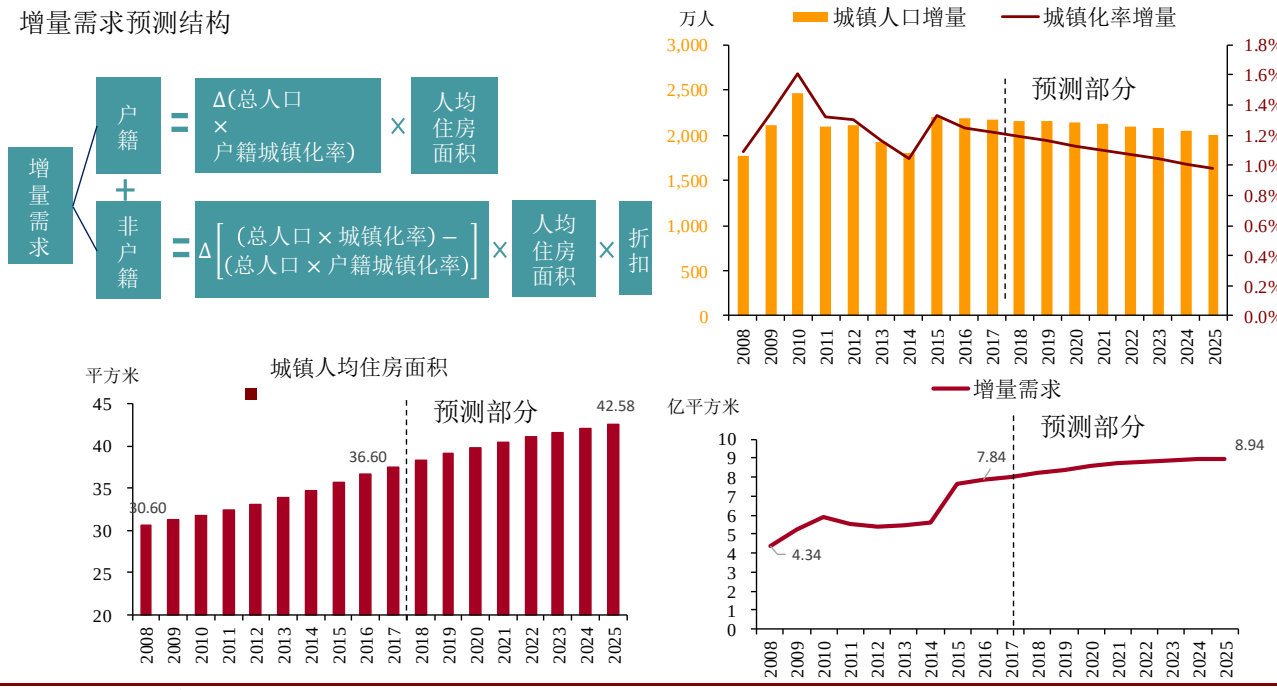
b. 城镇化率：1990 年我国城镇化率约 26.4%，2017 年达到 58.6%，每年变化从 1991 年的上升 0.53 PCT 增长至 2010 年的上升 1.61 PCT，之后趋势回落至 2017 年的上升 1.22 PCT，假设到 2025 年将回落到每年上升 1.0 PCT，对应 **2025 年城镇化率提高到 67%左右**；

c.市民化率：1990 年我国市民化率约 20.6%，2014 年达到 36.9%（2015 年以来的数据未公布），对应户籍城镇人口占总人口的比例由 1990 年的 78.0%降至 2014 年的 67.3%，主要原因是市民化率速度跟不上城镇化率速度。但根据最新规划，未来将逐步放宽新市民落户城镇的条件，加速市民化率进程，假设到 **2025** 年户籍城镇人口占总城镇人口比例回升到 75%左右，对应的**市民化率约 50%左右，与城镇化率的缺口逐步缩小**；

d. 人均住房面积：国家统计局数据显示，1990 年我国城镇人均住房面积约 13.7 平米，2016 年升至 36.6 平米，接近国际平均水平，其中 2013-2016 四年年均增加 0.92 平米，假设未来每年新增人均住房面积会逐步回落，由 2016 年的 0.92 回落至 2025 年的 0.5 左右，这意味着到 **2025 年全国城镇人均住房面积将提高至 42 平米左右**。

测算发现，增量人口的住房需求 1990 年以来趋势性回升，2017 年当年需求大致 8 亿平左右；往后看，虽然每年进城人口缓慢减少，但落户率及人均住房提高，预计仍将推动增量人口需求平缓上行。

图 2：增量人口之住房需求：仍具备增长



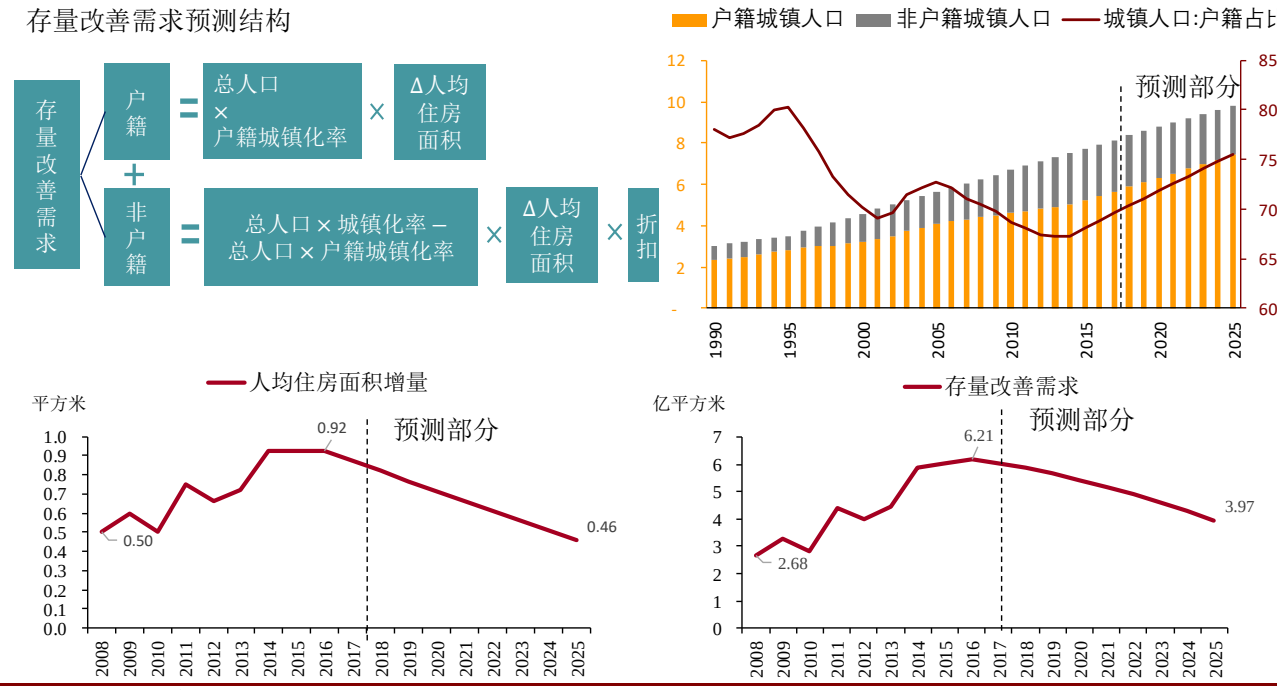
资料来源：Wind，招商证券

2. 存量人口之改善需求：高位回落

存量人口的住房改善需求是指每年存量城镇人口无房变有房、小房换大房带来的住房需求，对应就是城镇人均住房面积的提高。带来的改善需求=户籍城镇人口*城镇人均住房面积新增量+非户籍城镇人口*城镇人均住房面积新增量*折扣比例，折扣比例主要是考虑到非户籍城镇人口人均改善面积总体会相对偏小。

测算发现，存量人口的改善需求 1990 年以来趋势性回升，2017 年当年需求大致 6 亿平左右；往后看，人均住房面积“增量”大概率逐步递减，预计将导致存量改善需求（数量层面）高位回落。

图 3：存量人口之改善需求：高位回落



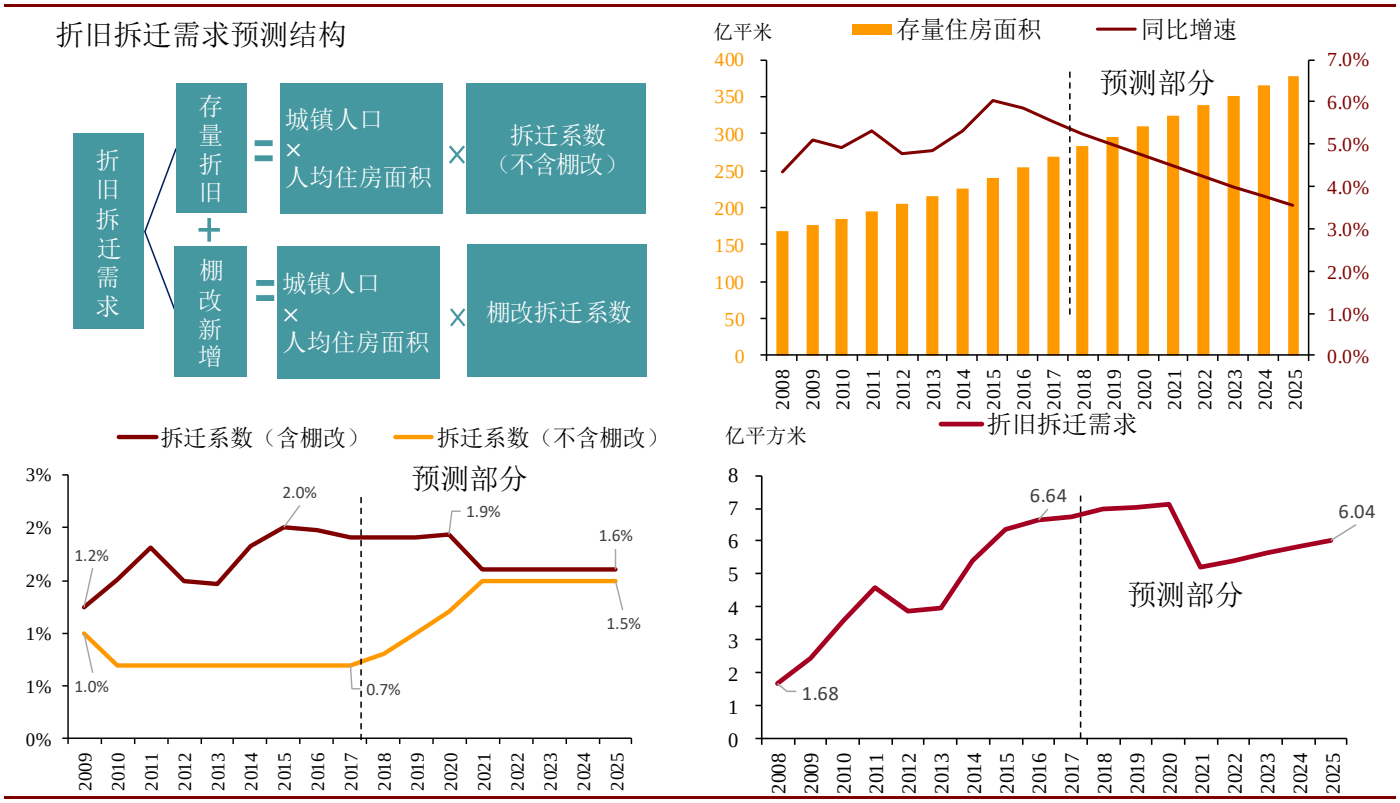
资料来源：Wind，招商证券

3. 存量住房之折旧拆迁：趋势稳定，但 2021 年或有向下波动

存量住房拆迁折旧的住房需求是指每年存量房中有一部分需要拆迁等带来的需求，棚改和旧改等也是其中一部分。这一部分需求=城镇人口*人均住房面积*拆迁系数（不含棚改）+城镇人口*人均住房面积*棚改拆迁系数，其中历史拆迁系数根据数据大致推算；棚改是 2009 年才开始有，按目前规划是到 2020 年结束，本质上也是折旧拆迁的一部分，所以当推行棚改后，会拉低不含棚改的折旧拆迁系数，同时也会提高含棚改的总折旧拆迁系数，到 2020 棚改退出后，总折旧拆迁系数会有一个小幅回落，之后大体维持稳定。

测算发现，存量住房折旧拆迁带来的住房需求 1990 年以来趋势性回升，2015-2017 年左右达到 6 亿平左右（大力推行棚改）；预计 2018-2020 仍将维持在 6-7 亿平左右，总体稳定，但 2021 年有向下波动，主因大规模棚改结束。

图 4：存量住房之折旧拆迁：趋势稳定，但 2021 年或有向下波动



资料来源：Wind，招商证券

4. 行业总量空间：商品房销售额中枢或 11 万亿

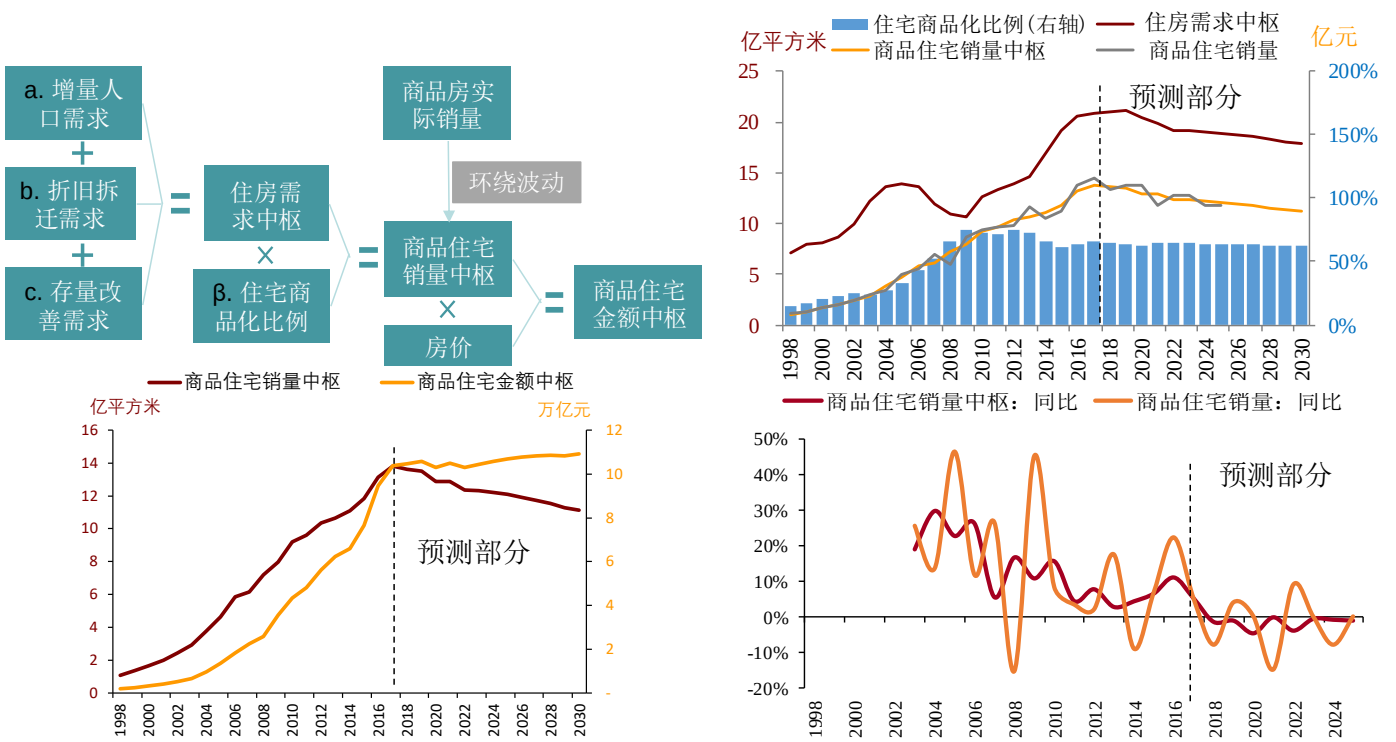
把前面三部分需求加总，对应全国每年城镇住房（住房≠住宅）需求总量，其中一部分需求主要以租房的形式解决，另一部分以购房的形式解决，购房的人群中还有小部分并非购买商品房（自建和保障性住房等），所以**商品住宅销量中枢=住房需求中枢**（前后三年需求均值）***住宅商品化比例**，而每年的实际商品住宅销量则是在经济和利率的驱动下，围绕商品住宅销量中枢波动。

住宅商品化比例：

住宅商品化比例的历史数据可以根据历史商品住宅销量中枢（前后三年销量均值）和历史住房需求中枢大致确定，我们测算结果表明 1990s 以来商品住宅比例趋势性上升，并于 2009 年达到峰值（约 75%），之后趋势性回落，2017 年降至 66%左右，假设 2025

年降低至 60%左右，对应销量中枢由 2017 年的近 14 亿平降至 2025 年的 12 亿平，商品住宅销量中枢将见顶回落，但房价向上（假设年均涨幅 2%），使得销售额中枢未来十年仍相对平稳于 11 万亿左右。**销量中枢这一变化特点决定了住宅开发类板块未来周期属性强于成长属性；需要重视的是：决定行业股票 beta 的是住宅销量变化周期，而非销售中枢。**

图 5：总量高位稳定，商品房销售额中枢或维持 11 万亿



资料来源：Wind，招商证券

考虑到长效机制的推行，未来非商品住宅（公租房/安居房/人才房等）占比或逐步提高，以深圳为例，今年 7 月正式颁布的《关于深化住房制度改革加快多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见》，对未来 18 年住房供应做了规划，商品住宅、人才房、安居房、公租房分别占 40%/20%/20%/20%，也即商品住宅供应仅占 4 成；当然，考虑到过去保障性住房实际供应效率一直偏低，所以最终实际形成有效供应中的商品住宅占比大概率要高于 4 成；如果一线高于 4 成，二线尤其三四线大概率会更高，其中三四线达到 6-7 成都是可能的。

全国来看，住房供应中商品住宅占比边际或有所回落但降幅有限。基于此，我们假设 2025 年住房需求转化为商品住宅销量的比例中枢在 60%，最悲观假设是 50%，最乐观假设是 70%;

房价:

对于房价，美国 1890-2017 年这 100 多年中房价年均涨幅约为 3%，略高于美国的通胀率；韩国 1990-2018 年这近 20 年中房价年均涨幅约为 2%，与通胀大体持平；中国近 10 年/5 年房价年均涨幅分别为 4.3%/3.8%，CPI 年均涨幅分别为 2.6%/1.9%，考虑到限价带来的影响，房价涨幅较过去或更为平稳，假设中性情境下接近 CPI，大致 2%左右，悲观情境/乐观情境分别为 1%/3%。

结果表明，最悲观情境下，也即住宅需求商品化比率为 50%，房价年均涨幅 1%，对应 2025 年商品住宅的销售额约 8 万亿元；最乐观情境下，也即住宅需求商品化比率为 70%，房价年均涨幅 3%，对应 2025 年商品住宅的销售额约 13 万亿元；中性假设下大

致 11 万亿元。

表 1：2025 年全国商品住宅销售额测算

情境假设			住宅需求商品化比例				
			悲观 2 50%	悲观 1 55%	中性 60%	乐观 1 65%	乐观 2 70%
房价	悲观	1%	8.1	8.9	9.7	10.6	11.4
	中性	2%	8.8	9.7	10.5	11.4	12.3
	乐观	3%	9.5	10.5	11.4	12.4	13.3

资料来源：招商证券　　单位：万亿元

这即是未来 8-10 年的销售额中枢，我们的预测暂时只做到 2025 年，以上部分期待为未来的研究提供一个可跟踪和调整的框架。从数据角度来说，销量大顶已见，但销售额高位稳定，**这一变化特点决定了房地产行业的住宅开发类板块未来“周期属性逐步强于成长属性”；龙头公司行业集中度提高能对冲一部分行业成长属性的下滑，另外，在未来 10 年中，行业并购事件可能会在某些时点拔高某些龙头公司的集中度，投资者需要明白的是，这种集中度提高并非“成长性”。**

二、行业“洗牌的十年”三大特点

“洗牌十年”三特点：

（1）存量商机和房地产金融春笋发芽；

（2）房企变现模式渐变，但住宅开发仍是实现“周转”之核心；

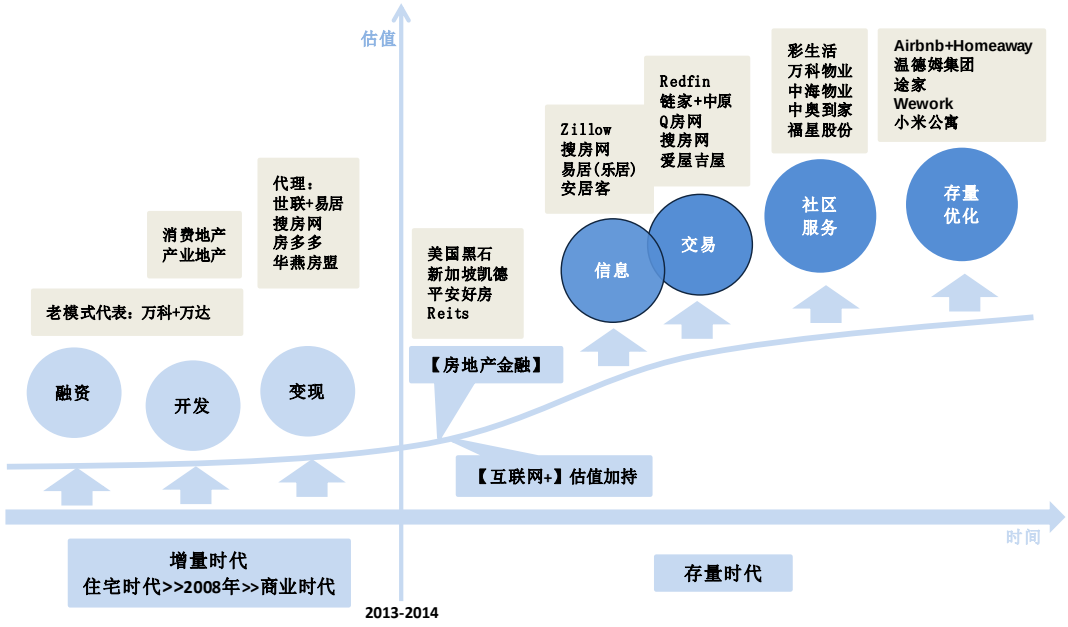
（3）房地产对经济的领先性仍存在。

当前不动产收益率与国债的倒挂会随着城镇化逼近饱和区间而逐步解决，而短期回报率取决于政策是否能改变回报率的分母而做出提前突破。

1. 存量商机和房地产金融春笋发芽

重申房地产新经济独家框架，三大核心环节（交易&信息/社区/存量优化）及两大基础工具（金融/互网+）为成长股摇篮。商业地产未来 8-10 年继续洗牌，作为元 REITs 的房地产私募基金将进一步成熟，等待行业土壤的到来。

图 6：增量到存量的变迁-招商证券房地产新经济产业图谱



资料来源：招商证券

1.1 物业管理——未来空间大，明年或随竣工提升而良好增长，看好增值服务未来发展空间

1981 年，我国第一家物业管理企业在深圳成立，标志着物业管理行业在中国内地的诞生。此后，在一系列政策与科技力量的推动下，我国的物业管理行业不断向**现代化、专业化、精细化**的方向发展演进；

1994 年，建设部颁发的《城市新建住宅小区管理办法》，将新建小区全面纳入物业管理；2000 年，中国物业服务行业协会成立，有效推动了行业的规范化发展；2003 年 6 月，国务院颁布了《物业管理条例》，为行业正式确立了法律框架；2007 年正式实施的《物

权法》进一步从国家法律层面规范了物业管理活动；近十年来，行业与科技的结合愈发显著，而消费者需求的升级也促使行业不断拓展更高品质的服务。

图 7：物业管理行业的发展历程

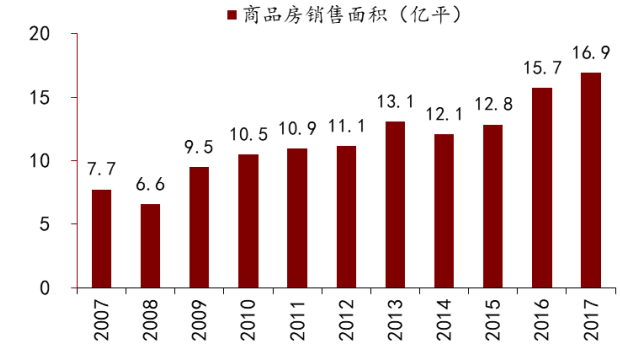
资料来源：招商证券

2014 年起，业内领先的企业，如彩生活、中海物业、绿城服务、碧桂园服务、新城悦等陆续登陆资本市场并获投资者青睐。截至 2018 年底，我国物业管理总面积已超过 250 亿平方米，规模不断扩大，业务日臻完善。

中国物业管理行业的发展空间来自三个方面，一是中国房地产行业高速发展，存量和增量物业的面积较大；二是物业管理行业的集中度提升，龙头公司的管理面积扩张优势明显；三是物业管理公司或可在物业管理的基础上开展多元增值业务，贡献超额利润。

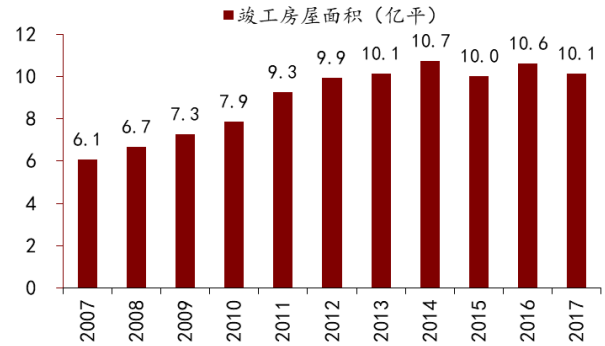
（1） **中国房地产行业高速发展：**截至 2017 年，中国的城镇化率已经达到 58.6%，从 2004 年的 41.8%，以每年 1 个百分点左右的速度上升。从发达国家的发展历史来看，城镇化进程达到 70%之后进入成熟阶段，最终可以达到稳定在 80%的城镇化水平，未来中国的城镇化还有很大的空间。城镇化使更多的人住进现代的小区、物业，对物业管理服务有更多的需求。截至 2017 年，全国商品房销售面积高达 16.9 亿平米，竣工的房屋面积为 10.1 亿平米，存量和增量物业管理面积较大。

图 8：我国商品房销售面积



资料来源：统计局，招商证券

图 9：我国竣工房屋面积

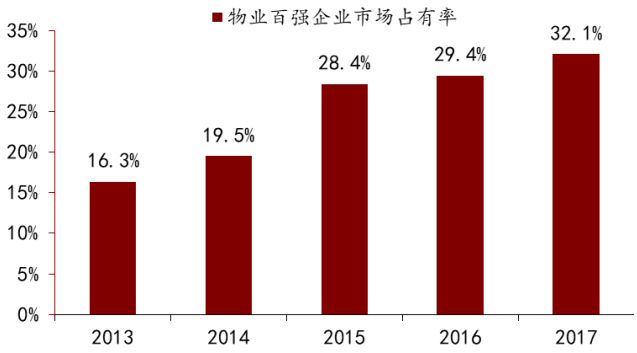


资料来源：统计局，招商证券

稳定的存量市场与逐步提升的增量市场，让物业管理行业未来仍具备广阔的发展空间。从 2006 年到 2018 年，全国总物业在管面积由 98 亿平方米，上升到 250 亿平方米，每年稳定增加的商品房竣工面积为物业管理面积的增长提供了有力的保障。

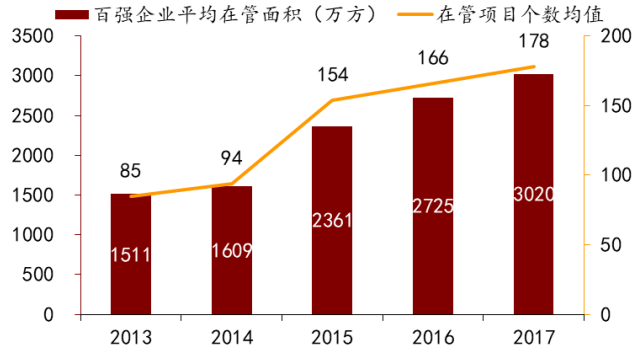
（2） **行业集中度提升：**近年来物业管理行业已显露出整合趋势，集中度有显著提升。2013 年，百强企业的市场占有率仅为 16.3%，而 2016 年百强企业占有率迅速提升至 32.1%。同期，百强企业管理面积的均值也从 1511 万平方米提升至 3020 万平方米，五年实现翻倍，增速远超全国总在管面积的增速。

图 10：物业百强企业市占率不断提高



资料来源：中国物业管理协会，招商证券

图 11：物业百强企业在管面积五年实现倍增



资料来源：中国物业管理协会，招商证券

同时，业内的领先企业已在通过收购，扩大业务版图，快速提升目标城市的市场份额。2016 年后，百强企业收购物业服务企业超过百家，收购总管理面积逾 2 亿平方米。以下为部分业内龙头企业近年来的兼并收购情况：

表 2：2015 年以来典型物业公司收并购案例

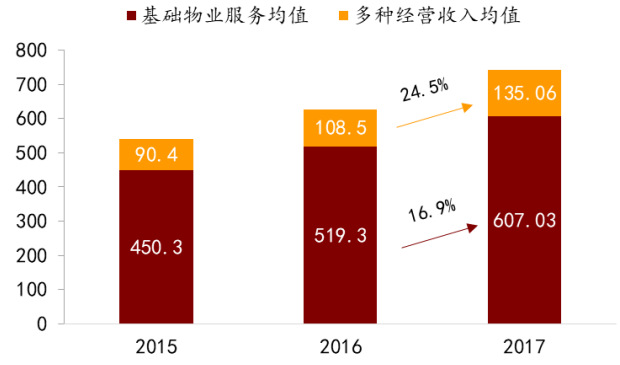
企业名称	时间	事件
万科物业	2015	净资产入股卓弘物业和北京佰嘉物业
	2015	收购东莞卓圣物业
	2016	收购吉林天顺物业、安徽盛安和浙江浙元
	2017	收购浙江耀江物业、中新苏州和乔物业服务、云南德润物业
绿城服务	2012	收购浙江新湖、上海新湖、沈阳银基
	2015	收购安徽盐城开发物业
	2017	收购温州雅园物业、吉林天顺物业、浙江南颂供应链管理、浙江绿化国际旅行社
彩生活	2015	收购开元国际、香港世纪物业
	2016	收购万达物业
	2017	收购武汉天宇弘物业、深圳市前海微生活网络服务有限公司、上海同涞物业管理有限公司
第一物业	2015	认购西安盛领博兴物业管理服务有限公司 100%股权
中海物业	2017	收购中信物业
雅生活服务	2017	收购上海绿地物业服务、南京紫竹物业
嘉宝股份	2017	收购杭州绿宇物业、上海真贤物业
远洋亿家	2017	收购杭州新时代物业、南通乾通物业、北京百思得保洁服务、北京元和志尚科技服务
南都物业	2017	收购上海采林物业

资料来源：招商证券

行业内的并购活动加剧了小规模企业与大规模企业之间的差距。2015 年，业内 TOP 10 企业的平均在管面积为其余百强企业均值的 6 倍，而 2016 年以后，这一差距扩大至 8 倍。近年来，规模效应逐渐显著，领先企业的优势得以巩固，行业呈现出强者恒强的发展态势。

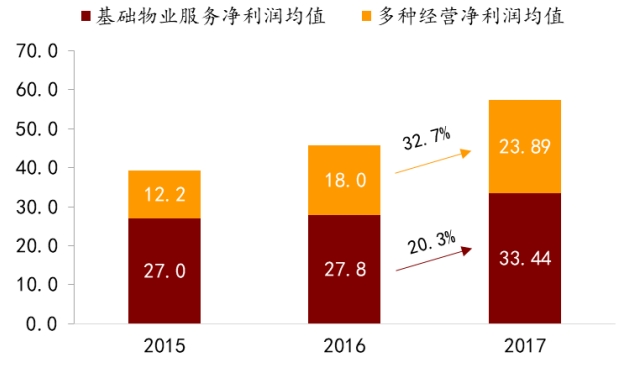
（3） **多元增值业务贡献超额利润：**伴随着物业管理主营业务的稳步增长，业内公司同时开始积极探索以业主为核心的多种服务领域，如顾问咨询、社区服务、工程服务等。这些依托企业客户资源与业务资源发展起来的服务已成为企业收入的重要增长点。2017 年，在百强企业的收入构成中，多种经营收入均值同比增长 24.5%，贡献净利润均值同比增长 32.7%；基础物业服务收入均值同比增长 16.9%，贡献净利润均值同比增长 20.3%。多种经营业务的增长速度显著高于基础物业服务的增速。

图 12：物业百强企业收入构成



资料来源：中国物业管理协会，招商证券

图 13：物业百强企业利润构成



资料来源：中国物业管理协会，招商证券

占多种经营业务中比重最大的，为社区服务板块，是物业管理公司面向业主的园区增值服务，能够为业主生活的方方面面提供便捷与舒适。如**社区房屋经纪**，即业主将暂时空置的房屋交由物业公司保管并出租；**社区金融**，即在社区内设置站点方便业主进行家庭理财；此外，**还有如电商、家政、教育、养老等服务**。由于物业公司掌握着第一手的业主信息，对其需求有一定了解，且业主对为其服务的物业公司有一定信任感，物业公司在这类社区增值业务的发展上具有较强优势。

随着互联网科技在物业管理行业的渗透逐渐深入，部分领先企业已自主研制 APP，构建连接业主与各类服务的 O2O 平台，在完善基础物业管理服务、扩大增值服务规模上起到重要作用。如彩生活 APP 彩之云于 2018 年中注册用户数已达 1450 万，其中活跃用户接近 400 万。

1.2 物流地产——多重因素长期利好物流地产总量需求，且供给受限

2015 年，万科、平安不动产、绿地等多家大型内资房企宣布战略进军物流地产行业，开展物流地产业务。这个一直以来由外资企业强势主导的蓝海市场，开始掀起资本角逐的大潮。**较低的地价，可观的租金收入，简单的运营模式和快速的建造周期使得物流地产这种现金流稳定的运营模式与房企现有的变现模式形成契合，多重因素长期利好物流地产总量需求。**

需求旺盛，存量高端仓储供不应求。以第三方物流淘宝系为例，日均发货量约 7000 万单，需要 0.7-1 亿平米店家发货仓库，目前仅有 4%是通过高端仓储（菜鸟+菜鸟合作伙伴）来发货，需求旺盛且空间大。中国仓储设施 8-10 亿平米，其中高端仓储仅占 4%-5%（4000+万平米）。

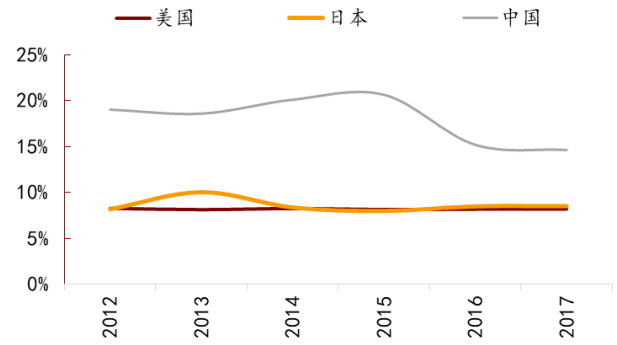
新增供给相对有限。近几年大多地方政府（尤其是物流仓储收益率不错的城市）基本不供应一手物流地块，并且对于二手地用途限制也很严格，尤其是工业用地转物流用地的；而真有物流用地供应的城市，一般收益率都相对较低，拿地会相对谨慎。另外对于二手工业用地做物流仓储，存在不可控风险：一是融资，不一定能融到钱；二是欧美的客户一般不会用土地性质有瑕疵的仓库；三是政府可能通过查消防/断电/道路维修等方式妨碍仓库使用。

在现阶段供给相对有限的大背景下，未来多重因素长期利好物流地产总量需求：

（1） **物流综合效率偏低，急需更精细化的物流方式和现代物流设施。**尽管中国物流

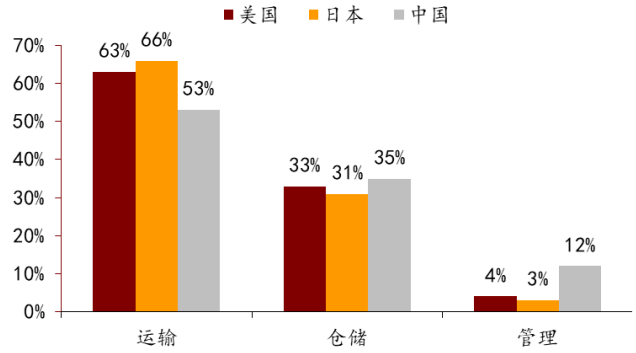
综合效率持续提升，但整体仍偏低，物流成本/GDP 明显高于美国/日本以及全球平均水平，中国高物流成本尤其体现在管理和仓储环节。未来高效物流是大势所趋，急需更精细化的物流方式和现代物流设施。

图 14：美/日/中及全球物流成本占 GDP 之比



资料来源：Wind，招商证券

图 15：美/日/中物流成本结构



资料来源：Wind，招商证券

（2） **中国电子商务市场飞速发展，物流地产对电商行业至关重要。**根据艾瑞咨询报告，截止 2017 年底，中国约有 631 万网购用户，自 2010 年起年复合增长率为 22.5%。中国网上零售购物增长反映了全球零售市场的一个现象，在大多数发达国家，电子商务于实体零售店激增之后应运而生，而中国的电子商务于实体零售连锁店仍未普及至中小城镇时便已经出现。在这些地区，客户产品选择有限，无法从当地购买的产品便转向网络购物渠道，间接推动物流设施的需求。同时，由于电商参与者已经进入更小城镇，扩大产品及服务供应范围，未来将进一步推送物流地产需求。

物流设施对于电商行业至关重要，在电商物流链中，有至少三种不同类型的物流设施需求提升：1）存储和挑拣商品的大型订单处理中心；2）对订单进行排序的包裹分拣中心，从而将订单派往相关的包裹配送中心；3）向客户进行“最后一公里”配送的包裹配送中心。目前国内大型电子商务公司通常承接自用的大型订单处理中心的建设和运营，将包裹分拣中心及包裹配送中心依赖于第三方供应商。

（3） **产业转移趋势加大制造重心和消费重心的空间距离。**目前，产业向中西部转移持续推进，中西部核心省份工业投资占比明显提升，并且与消费占比的剪刀差也持续扩大。产业转移加大制造重心与消费重心的空间距离，进而带动对物流及物流设施的需求。

（4） **整体物流地产回报率高于写字楼、商铺和住宅。**需求增长及供给约束导致一线城市物流地产租金持续上涨。**典型物流地产项目的投资回报率（不带杠杆）在 7%左右，龙头企业普洛斯也大致在这个水平在大类物业中，物流地产回报率具备明显优势**，二线城市办公物业供给过剩以及零售物业租金普降，进一步加大物流地产对产业资本的吸引力。

表 3：物流地产投资回报率测算

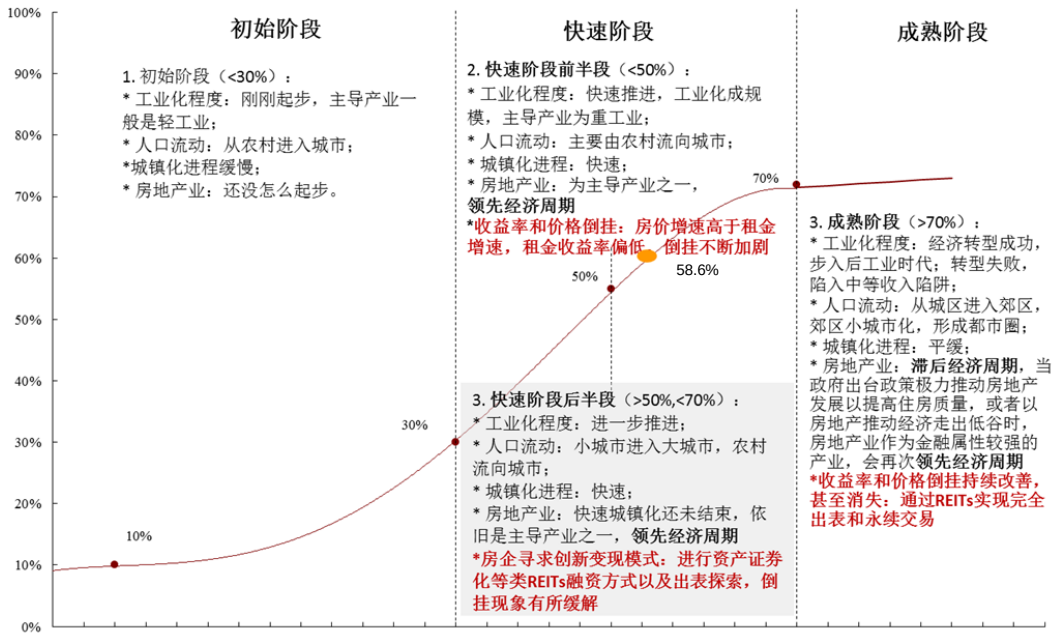
初始回报率测算	保守	保守	中性	乐观	乐观
投资成本（元/平）	3000	3000	3000	3000	3000
土地	500	500	500	500	500
建安	2000	2000	2000	2000	2000
其他	500	500	500	500	500
出租率	95%	95%	95%	95%	95%
日租金（元/平）	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
年收入（元）	312	347	381	416	451
净利率（不考虑折旧）	45%	50%	55%	60%	65%
净利润（元）	140	173	210	250	293
投资回报率	4.7%	5.8%	**7.0%**	8.3%	9.8%

资料来源：招商证券

1.3 商业地产——商业不动产价格和收益率处在背离的顶部阶段

城镇化快速发展前半段，销售当然是最好的选择。我们在 2018 年房地产年度投资策略报告中强调，在城镇化进程放缓且尚未达到 70%的这个区间内，伴随的现象是不动产价格和收益率（分红）倒挂程度的加剧，过去，不单单是住宅，包括商业（写字楼和商铺），开发商也是尽量卖掉绝大多数的产品以实现周转。

图 16：中国城镇化与房企变现模式“渗透”图



资料来源：招商证券

目前我们距离城镇化成熟阶段（70%水平）还有大约十年左右的路程要走，因此在当前阶段，商业不动产价格和收益率还处在背离的阶段，但这种背离 已经见顶。

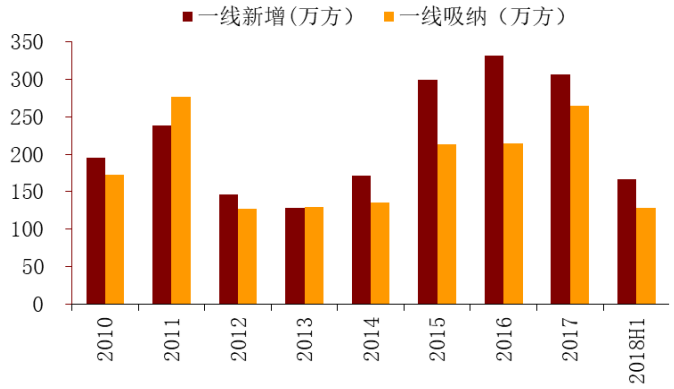
从具体业态来看：

甲级写字楼：根据世邦魏理仕数据，从 2010 年以来的一线城市和部分核心二线城市甲级写字楼（见备注）供需绝对量观测，发现一线城市甲级写字楼基本上处于供需平衡状

态（新增量略高于吸纳量），而二线城市则表现出明显的供大于求的状态。价格指标观测，一线城市优质写字楼的租金价格也在不断攀升，而二线城市 2011 年以来至今则没有发生明显的上涨。空置率指标观测，一线城市优质写字楼空置率基本上稳定在 5%-10%的区间，而二线城市则从 17%左右的水平逐步攀升至 2018 年中接近 25%的水平，这也间接印证了二线城市目前写字楼市场供需失衡的观点。

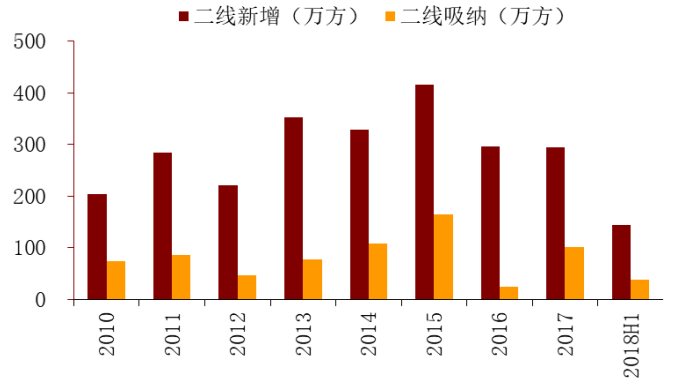
备注：一线城市样本：北京、上海、广州、深圳，二线城市样本：天津、沈阳、大连、南京、杭州、宁波、青岛、武汉、重庆、成都、西安、长沙、厦门。

图 17：2011 年至今一线城市甲级写字楼供需基本平衡



资料来源：世邦魏理仕，招商证券

图 18：2011 年至今二线城市甲级写字楼供大于求



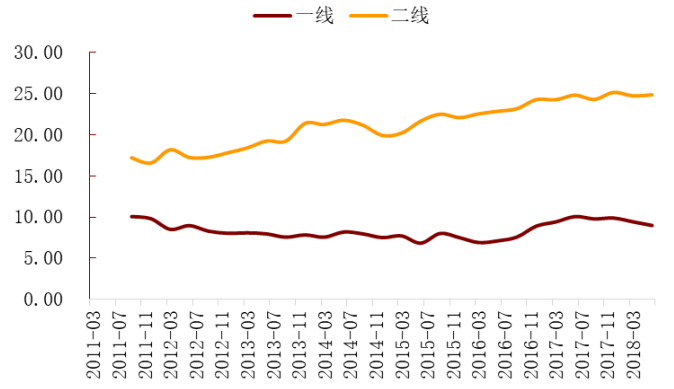
资料来源：世邦魏理仕，招商证券

2019 年甲级写字楼收益率预测：

根据世邦魏理仕城市具体城市层面的研究，一线城市中，北京由于此前施工限制压制了写字楼的短期供应，广州市场需求旺盛而前期供应有限，因此这两个城市未来租金有望延续上涨势头，而上海和深圳由于此前供给相对充足，同时共享办公供给力度的超预期，短期内改善了市场供求关系，因此这两个城市未来一年租金有望持稳。**综合来看，一线城市甲级写字楼 2019 年租金将稳中有升，租金收益率有望维持在 4.0%-4.5%的水平。**

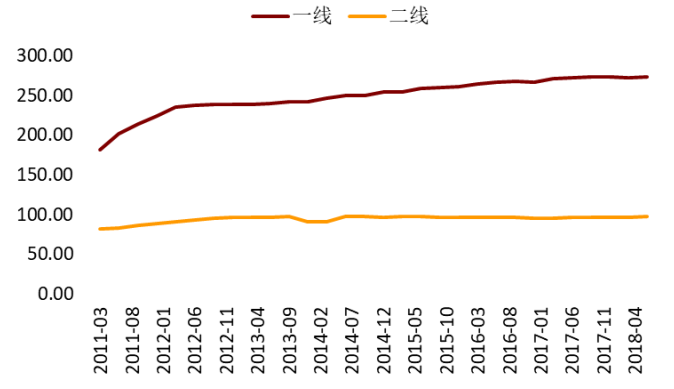
二线城市，由于供给过剩的原因，未来一年租金面临着小幅下行的压力，空置率的总体上扬也预示着 2019 年是供给过剩仍将持续的一年。**预计二线城市优质写字楼 2019 年租金将小幅调整，租金收益率维持在 5.5%-6.0%左右的水平。**

图 19：2011 年至今一线和二线甲级写字楼空置率



资料来源：世邦魏理仕，招商证券

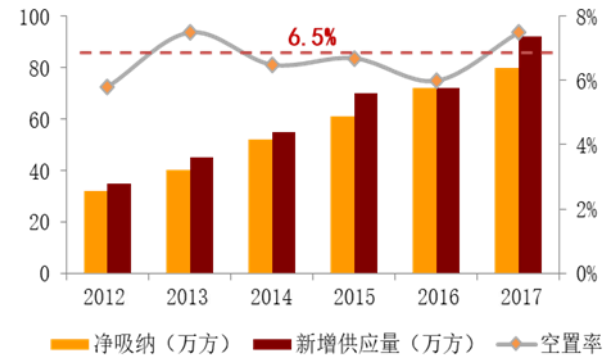
图 20：2011 年至今一线和二线优质写字楼租金
单位：（元/平/月）



资料来源：世邦魏理仕，招商证券

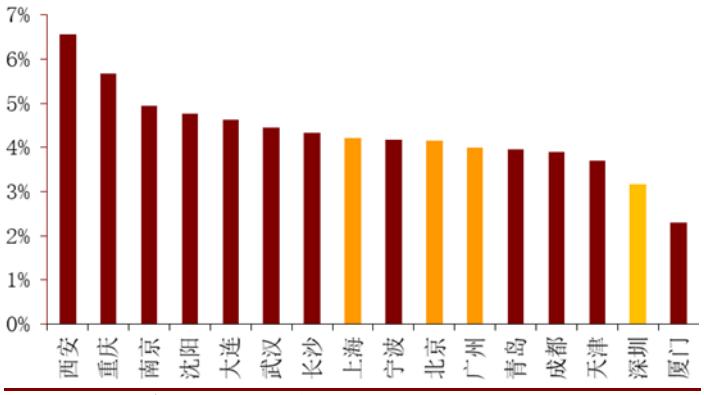
商铺：2010 年以来，全国商铺供需总体平衡（供应量略大于吸纳量），且空置率维持在 6.5%左右的稳定水平。重点城市空置率指标分析，自 2012 年至 2018 年中，全国 17 个一线城市和重点二线城市优质零售物业空置率分别为 6.0%和 6.5%，均处于历史低位。

图 21：全国商铺供需基本平衡（截至 2017 年）



资料来源：世邦魏理仕，招商证券

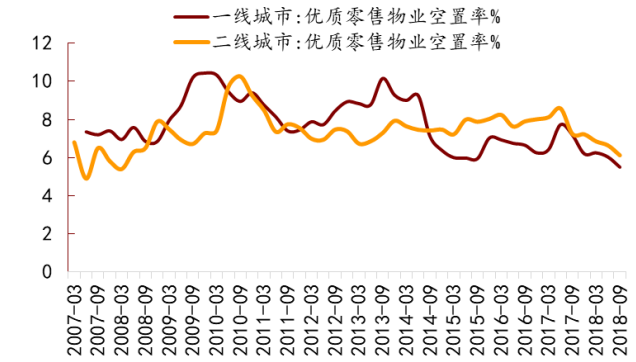
图 22：各线城市商铺租金情况（截至 2017 年）



资料来源：世邦魏理仕，招商证券

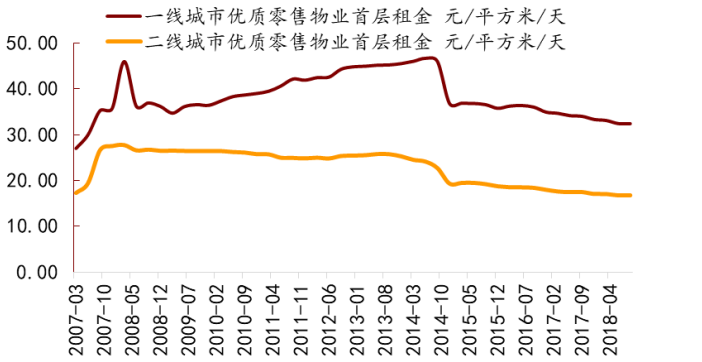
重点城市租金价格指标分析，2018 年中，全国 17 个重点一线和二线城市优质商铺租金价格自 2015 年以来也进入低斜率下调的通道。

图 23：优质零售物业空置率处历史低位



资料来源：Wind，招商证券

图 24：优质零售物业首层租金 2015 年后平缓下行



资料来源：Wind，招商证券

商铺收益率预测：

一线城市：根据世邦魏理仕数据，截至 2018 年中，我国一线城市优质商铺的租金收益率为 3.88%，预计一线城市由于新增供应较多，且核心商圈内存量项目较多，加剧了业主在招商上面的竞争，因此存在小幅降低租金的可能性，但同时一线核心地段的商业也是稀缺资源，因此两者抵消，**整体来看 2019 年一线城市优质商铺的租金或将维持微小幅度的波动，租金收益率维持在 3.5%-4%之间的水平。**

二线城市：根据世邦魏理仕数据，截至 2018 年中，我国二线城市优质商铺的租金收益率为 5.05%，预计经济的悲观预期以及高空置率将迫使二线城市平均租金持续走低，商铺业主的运营能力对于未来租金水平的稳定至关重要。**预计 2019 年二线城市优质商铺租金整体小幅下调的趋势，租金收益率 4.5%-5%之间。**

1.4 长租公寓——短期尚难盈利，对全局新开工和投资具备一定拉动

根据测算，我国租赁市场存量规模达万亿级别，体量较大。考虑到本地家庭产生的租房需求难以估算，暂且根据我国流动人口和高校毕业生人口预测，不完全统计我国租房人口接近 1.80 亿人，租房市场规模达 1.38 万亿元。

随着租房长效机制的建立，我国租房体系不断完善，对居民的租房保障更加多元和完备，外出农民工、高校毕业生等人口的租房占比有望提升。热点城市房价绝对水平较高，近年首次购房置业年龄推迟，部分需求转向租赁市场。未来租房比例将进一步提高，市场

规模将持续提升。

表 4：全国租赁市场规模测算

流动人口测算		高校毕业生人口测算	
流动人口（亿）	2.45	落户地就业的租房人数（亿人）	0.13
租房比例（%）	67.3%	人均年租金（万元/人）	1.2
户均人口（人/户）	2.67		
户均年租金（万元/户）	2.0		
市场规模（万亿）	1.23	市场规模（万亿）	0.15
合计（万亿）	**1.38**		

资料来源：《中国流动人口发展报告》、互联网，招商证券

考虑到本地家庭产生的租房需求难以估算，暂且根据我国流动人口和高校毕业生人口预测，不完全统计我国租房人口接近 1.80 亿人，租房市场规模达 1.38 万亿元。

随着租房长效机制的建立，我国租房体系不断完善，对居民的租房保障更加多元和完备，外出农民工、高校毕业生等人口的租房占比有望提升，且流动人口逐渐向沿江、沿海、沿交通节点等地区聚集，特别是三大城市群内部城市和中西部省会城市，这些城市房价绝对水平较高，近年首次购房置业年龄推迟，部分需求转向租赁市场。**未来租房比例将进一步提高，市场规模将持续提升。**

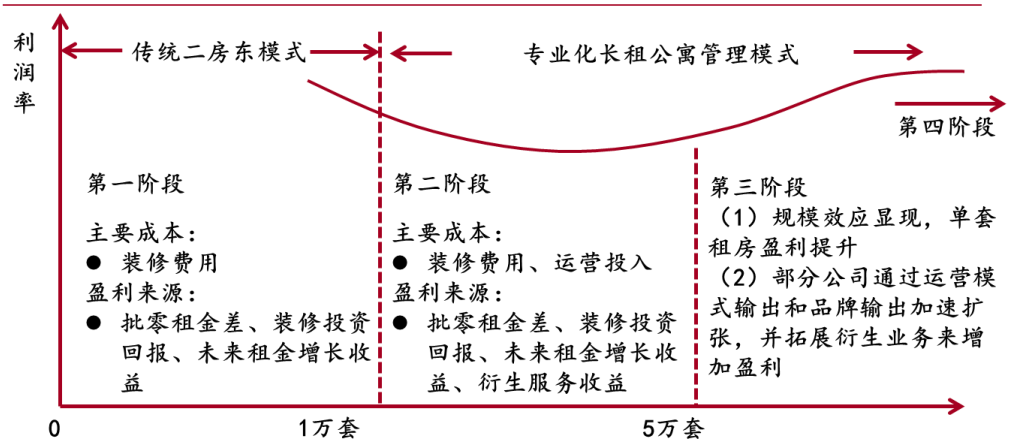
目前长租公寓尚处于“资本投入大，回报率低”的阶段。我们通过拆解和计算，发现提高盈利能力的关键点在于扩大规模以实现规模效应、做强品牌以提高租金溢价，此外保障较低空置率并且获得较低成本的融资是长租进一步拓展的保障。

表 5：长租公寓盈利拆解（以地处上海、中端定位、3000 套规模的集中式长租公寓为例）

项目	金额（元）	计算方式
单套公寓盈利分拆（元）		
租入价	6000	6000（单套租入价格）
装修投资回报	1600	400（单间提价）*4（间）
批零租金差	2400	2000（多隔出一间收益）+100（单间提价）*4（间）
服务溢价	500	10000*5%（行业平均服务费率）
合计	10500	10500（单套出租价格）
价差	4500	4500（单套价差）
盈利估算（万元）		
公寓收入	37800	10500（单套价格）*12（月）*3000（套）/10000
减：租金成本	21600	6000（单套租入价）*12（月）*3000（套）/10000
空置率损失	3780	37800（公寓总收入）*10%（空置率）
装修开支	2250	3（单套装修价）*3000/4（按 4 年平摊）
员工工资	4800	500（总员工数）*0.8（月薪）*12（月）
其他开支	1890	办公场地租金、营销费用、运营支出（按收入 5%的保守水平估计）
毛利润	3480	
利润率	**9%**	3480（毛利润）/37800(公寓收入)
注：此处盈利测算为考虑税费和融资成本之前的利润率，扣除 5%的融资成本和 4%优惠税收则利润率为 0		

资料来源：招商证券

图 25：长租公寓盈利空间趋势图



资料来源：招商证券

乐观情境下，测算 13 个试点城市长租公寓建设将拉动明年新开工和投资均增长约 1-2%。

北京 自 2017 年起，北京市未来五年计划供应租赁住房 50 万套，年均 10 万套，2017 年供地计划中，租赁住房用地剔除公租房用地后，租赁住房用地供应 200 公顷，按照 2.0 的容积率和单套 50 平米的面积估算，对应约 400 万方 8 万套住房。

上海 在“十三五”期间租赁住房计划供应 70 万套（不涵盖保障房中的租赁性住房），年均 14 万套，“十三五”期间年均计划供应租赁租房用地 340 万方，今年以来已供应 54 万方，仅约占计划供应的 16%。

广州 自 2017 年起，广州市未来五年计划供应 15 万套租赁住房，年均 3 万套，今年以来成交的自持地块带来的租赁住房不足 2000 套，远低于计划供应量。

深圳 在 2017 年 8 月 28 日公布《深圳市住房租赁试点工作方案》（征求意见稿），明确指出 2017 年 8 月起，以招拍挂方式出让的商品住房用地除按规定配建一定比例的保障性住房或人才住房外，还应按不低于规划建筑面积 20%的比例建设自持租赁住房，自持年限为 70 年。

表 6：北京、上海、广州未来五年住宅用地和租赁用地供应计划

分类	北京		上海		广州	
	总计	租赁住房	总计	租赁住房	总计	租赁住房
计划供地量（公顷）	6000	1300	5500	1700	3200	825
计划供应套数（万套）	150	50	170	70	75	15
租赁套数占比	-	33%	-	41%	-	20%
年均供应套数（万套）	30	10	34	14	15	3

资料来源：公开资料，招商证券

13 个试点城市将拉动 2019 年新开工和投资均增长约 1-2%。根据北京、上海和广州三个城市公布的数据，对于全国 13 个租赁试点城市未来租赁建设对全国新开工和投资产生的拉动进行预测：在 100%完成计划的前提下，租赁建设对于全国新开工和投资的拉动分别为 1.9%和 1.5%；如果完成计划的 50%，对于全国新开工和投资的拉动则分别为 1.0%和 0.8%。从数据看出，乐观假设背景下，当前试点城市的租赁建设对于全国新

开工和投资影响有限，未来伴随着政策执行力度加大以及试点城市范围铺开，租赁建设对于新开工和投资的拉动力度有望进一步提高。

表 7：13 个租赁试点城市租赁住房建设对全国新开工拉动测算

城市	北京	上海	广州	合计
计划年均租赁用地供应面积（万平）	260	340	165	765
计划年均租赁用地供应套数（万套）	10	14	3	27
近三年新开工面积均值（万平）	2430	2686	1930	7046
租赁建设对各城市新开工拉动	21.4%	25.4%	17.0%	21.8%
13 个试点城市累计租赁用地供应估算（万平）	=(765/3*10*50%+765)*2.0			4080
对全国新开工拉动（按计划 100%完成）	=4080/210000（预计 2018 新开工）			1.9%
对全国新开工拉动（按计划 50%完成）	=2040/210000（预计 2018 新开工）			1.0%
核心假设				
容积率	2.0			
其余 10 个试点城市供应面积	765/3（*北上广均值*）*10*50%			

资料来源：招商证券

表 8：13 个租赁试点城市租赁住房建设对全国投资拉动测算

城市	北京	上海	广州	合计
计划年均租赁用地供应面积（万平）	260	340	165	765
计划年均租赁用地供应套数（万套）	10	14	3	27
租赁用地出让贡献投资额（亿）	375	525	112.5	1012.5
近三年投资额均值（亿）	3952	3666	2474	10092
租赁建设对各城市投资拉动	9.5%	14.3%	4.5%	10.0%
13 个试点城市累计租赁用地供应估算（万套）	=27/3*10*50%+27			72
租赁建设对全国投资额（亿）	=27*50*(1*50%+0.1*50%+0.15)+45*50*(0.4*50%+0.1*50%+0.15)			1845
对全国投资拉动（按计划 100%完成）	=1845/120000（预计 2018 地产投资）			1.5%
对全国投资拉动（按计划 50%完成）	=922.5/120000（预计 2018 地产投资）			0.8%
核心假设				
一线城市土地价格（元/平）	10000			
二线城市土地价格（元/平）	4000			
集体用地平整费用	1000			
建安成本（元）	3000（按两年摊薄）			
单套租赁住房面积（平）	50（人均租房标准*户均人口）			

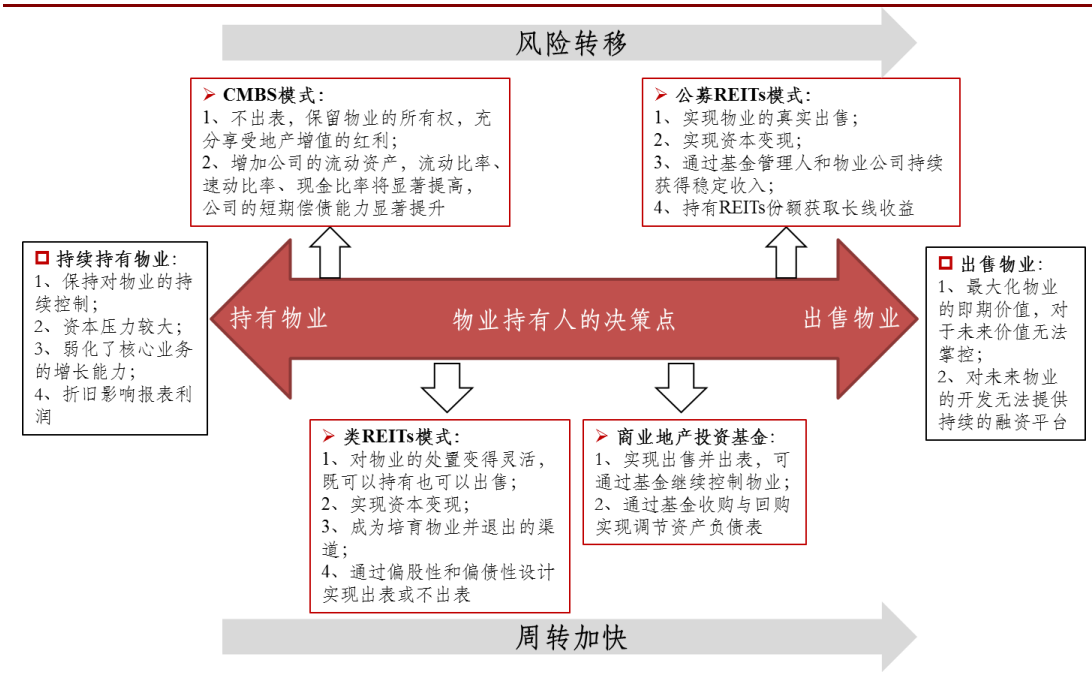
资料来源：招商证券

2．房企“变现模式”渐变，但住宅开发仍是实现“周转”之核心

过去几十年的房地产行业高速增长也伴随着对房地产产业链的拉动，作为经济支柱的房地产行业实实在在是个成长性行业，其背景是城镇化的高速发展，我们曾经在 2015 年的策略报告里头分享过一个研究，从不同国家城镇化的水平总结了一个结论，**也即，城镇化率未超越 70%（也可理解为黄金分割点 68%）的饱和区间之前，房地产业都是经济的领先指标，也即支柱。目前官方的城镇化率水平大致在 57%，这带来 2 个结论：（1）城镇化仍在快速阶段的下半场（2）走进成熟饱和阶段差不多还需要 8-10 年。**

下图左右侧两个极端：反映了房地产公司开发后从最左侧的全持有到最右侧的全销售的一个渐变。

图 26：从“全持有”到“全销售”—房地产公司变现模式渐变图



资料来源：招商证券，感谢招商证券投行创新团队对此图的支持与沟通

城镇化快速发展的前半段，“销售”当然是最好的选择。城镇化的背后就是人流和产业流的集中，在其高速发展的前半段，意味着需求的增长，在商言商，在增量需求较大的背景下，房地产公司当然会选择尽快的销售物业已获得更快的回报，**相当于把未来的“红利”收入一把实现。**

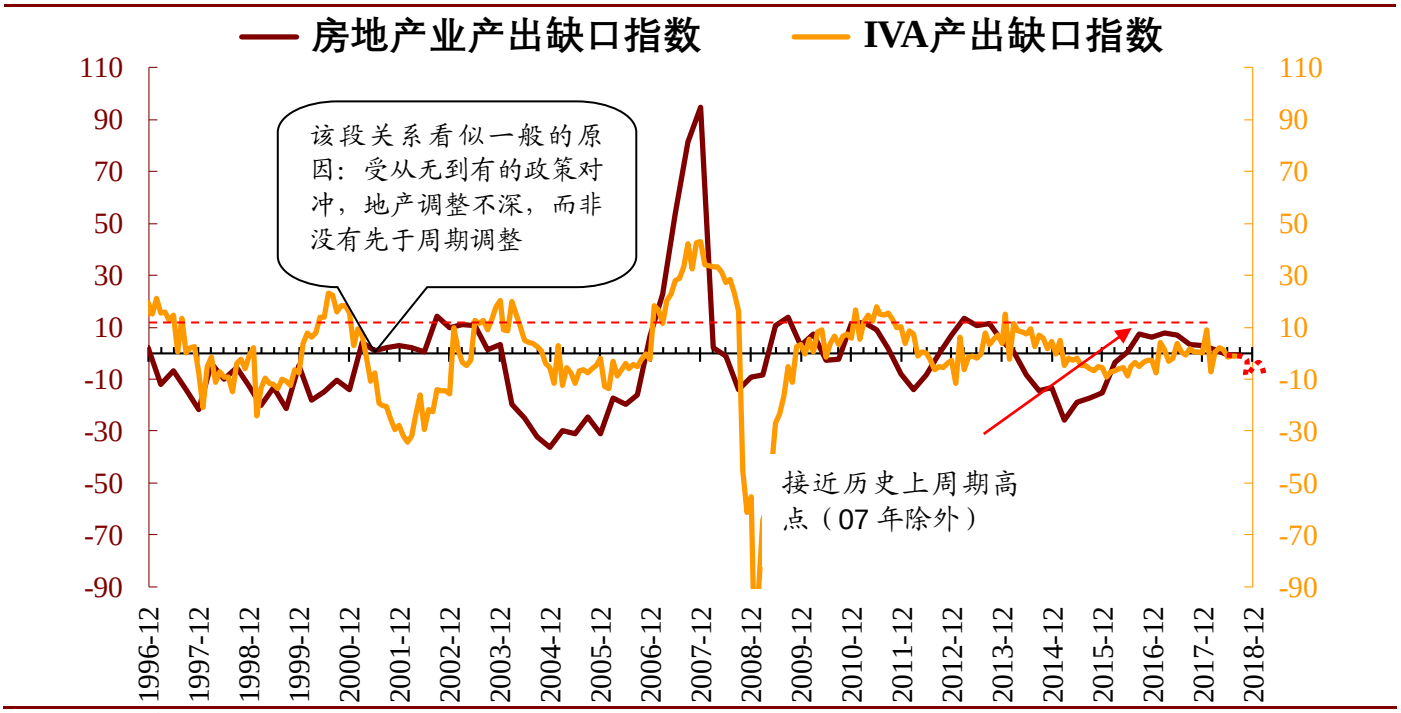
城镇化快速阶段的下半场，房企创新变现方式“未雨绸缪”。随着城镇化进入快速阶段的下半场，开发商通过完全销售实现快速周转仍然有所保障，但周转进一步提高也遇到了瓶颈，同时需求虽然仍在增长，但增速已经开始放缓，看到这一变化的开发商已经开始布局存量物业，但由于不动产价格和收益率倒挂的局面仍然严重，通过金融工具来提高周转的代价仍然较高（变相补贴收益），这种代价或许是值得的，因为风险也得到了转移。因此，目前来看，销售仍然是周转的首选途径，未雨绸缪的开发商可能看得更远，慢慢增加持有型物业比例的动作已经开始，万科和新城控股就是典型，这个阶段，创新金融工具也开始了萌芽。

城镇化的成熟阶段，REITs 并非融资模式，且其将为房企提供新的“高周转“可能。进入城镇化的成熟阶段，增量需求放缓，出售物业的周转模型受到了影响，伴随着的是物业价格和收益率倒挂的局面出现改善，房地产公司自持性物业的比例加大，这将倒逼不动产公司采用**新的提高周转的方式**，也即想方设法提高租金收入以获得合适的收益率，同时，合适的收益率才能利用金融工具实现周转。

3．房地产对经济的领先性仍存在

从产出缺口口径观察，房地产领先经济 2-4 个季度，2014 年-2020 年这个周期也不例外，根本原因在于房地产产业链够长，且对经济贡献大。

图 27：房地产复苏走在经济复苏曲线之前（Q3/M10），房地产行业供需关系短周期顶部已出现



资料来源：招商证券

注：住宅大开发时代见顶，传统指标基于行业上升大周期，缺点显现，房地产增加值不局限于开发环节，且产出缺口基于供需关系观察行业真实周期变化。

IVA：工业增加值，低斜率复苏，红色虚线为预测趋势

房地产增加值的定义：指所有从事房地产活动的常住单位在一定时期内新创造的价值。它主要包括如下四类经济活动：1）房地产开发经营活动：如房地产经营、交易和租赁等活动；2）房地产管理活动：物业管理等；3）房地产经纪与代理活动：包括房地产经纪、中介、估价等活动；4）居民自有住房服务。具体详见我们的 16 年年中策略报告。

重申观点：房地产在 2030 年之前仍是经济支柱，城镇化的下半场将为此提供支撑。这是行业洗牌十年的第三个特点。

三、土地利用结构扭曲积累多重矛盾—被选择性忽略且不可逆的问题

我国提前遭遇“稳增长”与“保民生”矛盾、“后发劣势”、收入房价长期背离均与过去的土地利用结构的扭曲相关，我们在年度报告里头做一些简单的分享。在学术界，早有大量研究关注中国土地利用结构扭曲。工业用地和住宅类用地供给的二元结构长期用“住房”补贴“工业”,引致:

1. 新市民承担房价上涨的轮回，还“住房”补贴“工业”的旧账

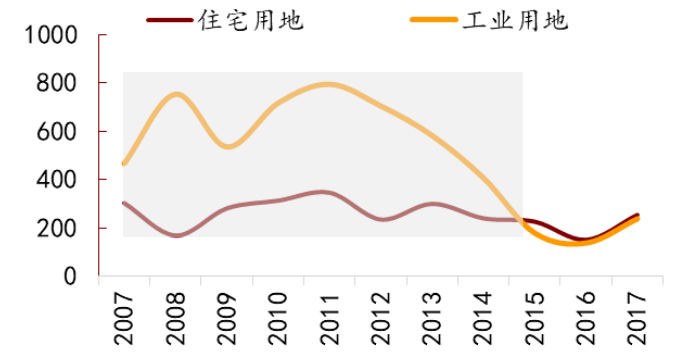
土地供给结构扭曲带来的第一个问题:

多位学者均提及国外工业用地平均占比一般为城市用地的 5% -15%，住宅和服务业用地占比为 60% -70%，而中国在城市化过程中工业用地达 30% - 40%，住宅用地仅占 20% -30%，工业用地超量供应明显。

在这种背景下会发生什么？根据统计,如下 6 图,一线城市 2015 年以前,二线城市 2008 年后至今，三四线城市 2011 年后至今，工业用地出让宗数均高于住宅用地出让宗数，可见一线城市已提前遭遇到了这种扭曲结构的后果，也即非常高的开发强度导致土地总供给受限，二三线城市将步后尘。

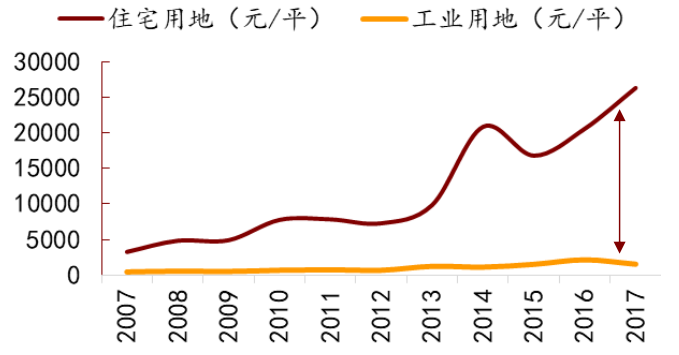
下六图同样显示，**住宅用地价格和工业用地价格则自 2009 年无一例外出现了大幅度的背离，这明显高于其余国家，这种背离加速了房价的上涨，而非流动人口可以解释。**

图 28：一线城市住宅和工业用地出让宗数



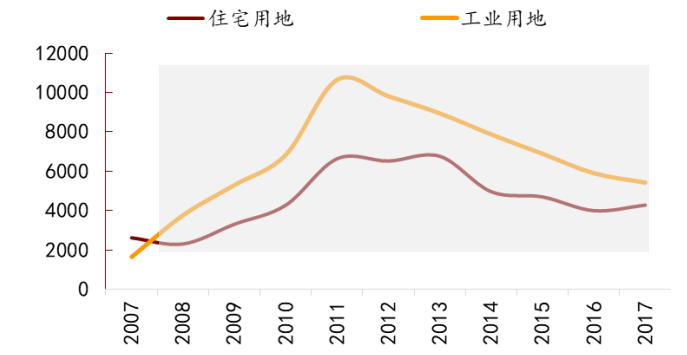
资料来源：中国指数研究院，招商证券

图 29：一线城市住宅和工业用地成交价格



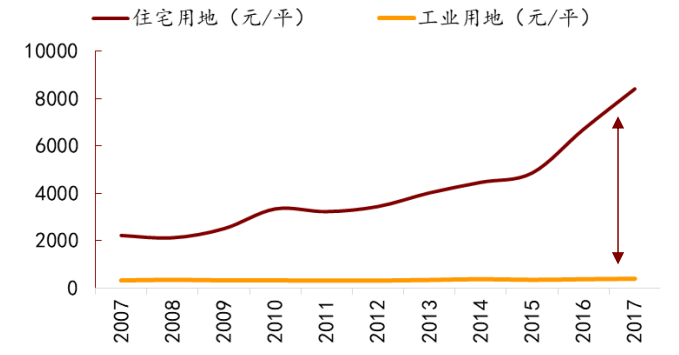
资料来源：中国指数研究院，招商证券

图 30：二线城市住宅和工业用地出让宗数



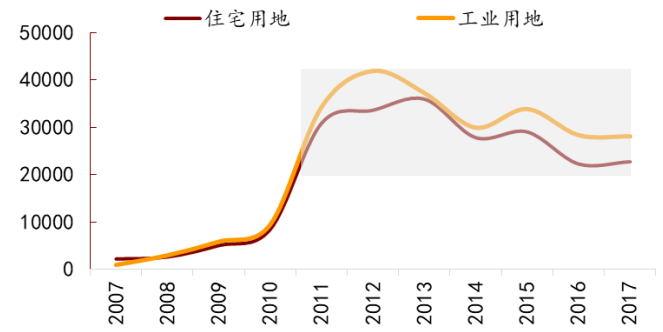
资料来源：中国指数研究院，招商证券

图 31：二线城市住宅和工业用地成交价格



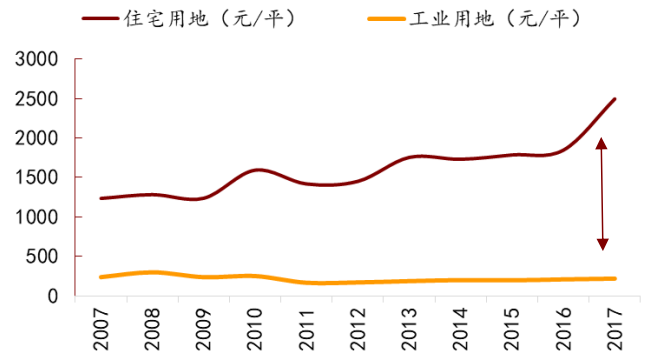
资料来源：中国指数研究院，招商证券

图 32：三四线城市住宅和工业用地出让宗数



资料来源：中国指数研究院，招商证券

图 33：三四线城市住宅和工业用地成交价格



资料来源：中国指数研究院，招商证券

更重要的是，在地方政府财政最大化导向下，住宅类商品房价格上涨压力进一步加大，而随着房价上涨，城镇化降速，这种“住房”对“工业”的补贴也愈发显得乏力，买不起房的“感慨”愈发多，新市民承担了住房补贴工业的“轮回”。

如果土地利用结果合理一些，经济增长和民生的矛盾不至于在当前城镇化尚未进入成熟阶段就已凸显。但这是一种不可逆的问题，难道让工业反过来补贴一个个居民？当然，针对居民结构性降税是可以参考这个结论的。另外，这种扭曲的结构过去给工业的高速发展创造了条件，有利必有弊，这是一种轮回。第 2 部分会分析。

2.“后发优势”逐渐转为“后发劣势”，大力推动改革之重要原因

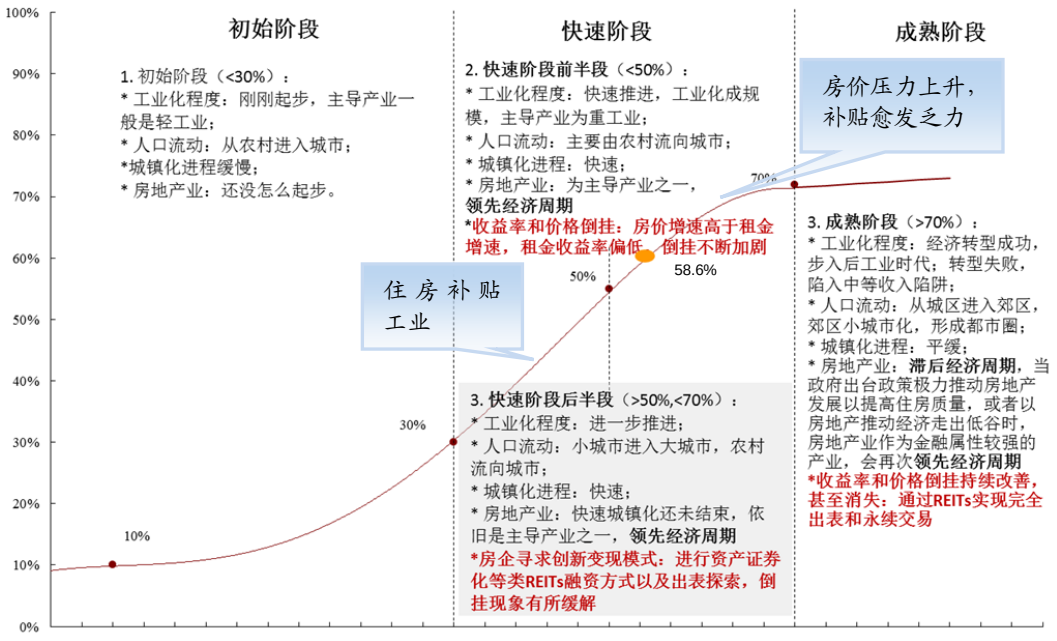
土地供给结构扭曲带来的第二个问题：在土地供给结构扭曲的背景下，给工业带来最直接的 2 个好处：

（1）廉价的工业用地降低了企业的生产要素成本。其一，在过去的 GDP 考核下，扩张工业用地供给、压低工业用地价格和实施各类优惠的税收政策，以招商引资，形式是各类工业园区的创建，目的是促进 GDP 与就业增长，压低的土地要素成本显然起到了较大的吸引力，但同样牺牲了创新力；其二是利用地方政府在土地市场的垄断地位，减少商住用地的供地面积，通过抬高商住用地单价来提高土地出让收入，并以“土地金融”为融资手段，进行城市基础设施建设和推动经济增长。这综合造就了过去的“后发优势”，经济取得了更具弹性的增长。

（2）在低廉的工业用地上提供更便宜的宿舍同样降低了人工成本，经济增长和居民收入并不完全匹配，进一步降低了企业的生产要素成本。

如下图所示：**城镇化快速阶段前半部住房补贴工业，经济高速发展，城镇化高速发展，后半部房价压力提升，带来的结果就是未来政策空间受限。**

图 34：中国城镇化与房企变现模式“渗透”图



资料来源：招商证券

综合上述，“**住房**”**补贴**“**工业**”**强化了过去经济发展的**“**后发优势**”**，这种优势目前逐渐转化为**“**后发劣势**”，同时也为地方政府债务问题埋下隐患，**这也是当届政府大力推动改革，期望短痛换长康背后的重要原因。**

3. 长期决定房价的是人口？流动人口无法解释房价长期上涨

土地供给结构扭曲带来的第三个问题：

许多经济学家分析流动人口和房价的关系，并认为长期决定房价的是人口流动，在中国环境下，我们并不这么认为，一个很重要的变量被忽略。

前面，我们已经分析了**在这种扭曲的土地供给结构下，房价上涨一定程度上透支，居民进一步补贴工业的可能性将显著下降。**这种扭曲的土地供给结构对房价的上涨造成了决定性的压力，简单而言，需求并不是拉动房价的最大因素，流动人口也无法完全解释长期的房价高速上涨。低廉的工业用地价格变相提升了住房价格上涨的压力。

前文提到，在低廉的工业用地上提供更便宜的宿舍降低了人工成本，另外，经济增长和居民收入并不完全匹配，**流动人口并不是解释房价长期上涨的主要原因，因为他们几乎没有住在商品房里，而是选择城中村或工业上盖宿舍来解决，这也是我们并没有看到大量人**“**睡大街**”**的原因。**

由此，另外 2 个问题也可以得到解答：即根据居民平均收入计算的收入房价比意义不大，根据人口流动论证房价上涨也忽略了最重要的结构性因素。

这是扭曲的土地供给结构带来的影响，我们会在后面的研究中做一些深化。

4. 未来的回旋余地在哪？有限的政策空间中寻求出路

基于以上扭曲的土地供给结构不可逆的认识，我们认为这将压制未来的政策空间，但回旋余地仍存在。

未来的政策出路:

目前房地产对我国 GDP 的整体拉动还是起到相对重要的作用，但是过往对于房地产的多重调控使得政策空间变小，总量意义的全局性政策推出概率较小，但精细化政策的出台也使得政策成本提高。

对于土地二元结构所累积的多重矛盾，党的十八届三中全会提出 “建立有效调节工业用地和居住用地合理比价机制”对于符合地价分布规律的差异，应当予以尊重，并合理利用这一价格杠杆，发挥市场在资源配置中的决定性作用。根据这一核心指导思想，我们尝试从短期和长期找到回旋的出路。根据“《我国城市建设用地市场结构性失衡的供给侧改革》刘鹤翠 2013”，“《工业用地市场及工业与居住用地比价研究综述》赵松、李超 2010”，“《工业与住宅用地比价关系的重新考察》徐思超、朱道林 2011”等资料。资料，我们整理如下:

（1）短期:

尽快调整工业用地出让最低价标准，并体现差别化特征。现行工业用地出让最低价标准制定于 2006 年，已明显滞后于市场发展水平，低于工业用地的成本价格。建议尽快以“不低于土地取得成本、开发成本、相关税费及合理增值收益”为原则，测算并公布新一轮最低价标准。

发挥公示地价体系及相关标准的引导作用，加强政府对价格的监测监管。尽快落实房地产管理法的有关要求，建立以商业、住宅、工业等各用途基准地价、标定地价为核心的公示地价体系，按照价值主导、弱化非理性异常因素的原则确定公示地价，并体现政府的管理导向。同时，参照日本等国家的经验，明确公示地价在特定交易行为中的法定参照性，以此发挥公示地价对市场的引导作用。将公示地价与现有监测地价、市场交易地价等相结合，进一步建立土地市场预警预测系统。

提高工业用地利用强度和利用效率，促进工业用地节约集约利用。首先，修订工业项目建设用地标准，在工业用地规划审批和供应环节，提高工业项目用地建设强度要求。其次，改革工业用地供应方式，提高工业用地的周转和利用效率。灵活调整工业用地供应方式，根据工业项目生命周期缩短工业用地使用权出让年限，实行 5-10 年使用权出让制度，甚至实行工业用地以租代让，鼓励地方增加标准厂房建设和出租比例，这样既可提高工业用地利用率和节约集约利用水平，也为政府主动调节工业产业结构提供产权制度支撑。

（2）长期改革建议:

打破政府对土地市场的垄断供给，并进行市场化配置。目前，建设用地指标层层分解，各地的建设用地供给受到总量控制，在此约束下地方政府自然根据发展目标和市场需求决定供给结构，尤其是在房地产需求弹性相对较小的东部地区，造成商住用地供给偏低，抬高房价。**由此，改变目前建设用地指标的配置方式，减少用途管制，根据市场需求增加人口流入较多城市的商住用地供给是当务之急。**

改变唯 GDP 总量增长的政绩观，这一块政府已经在推进。

四、明年怎么看？总量数据意义下降，产业链下游机会或先于上游出现

过去每轮周期一/二/三四线城市销量同比增速基本同起同落，但本轮周期则依次是一线扩散至二线，再扩散至三四线，且三四线在货币化补贴扰乱下节奏更滞后，我们认为总量数据意义下降，更应关注结构数据，目前一二线城市销量已见底回升，明年上半年三四线或拉动全局销量二次见底。

按揭利率 18Q2 以来边际改善对全局销量复苏形成有力支撑，意味着全局**销量**或于明年上半年二次探底（受三四线影响）后企稳，全年看全国销量同比下降 5%左右，前低后高。

分城级看，一/二线城市销量同比增速均已于 17Q3 触底回升，其中二线城市改善斜率更低，而三四线城市仍在滞后调整，底部或在明年上半年，拉动全局数据二次探底。销量下行决定**新开工**趋势，但低库存（开工未售口径）亦有托底，预计明年三四线将拖累全局新开工同比增速回落至小个位数，前高后低。房地产**开发投资**主要由拿地及建安构成，明年拿地是小年，而净施工面积小幅增长、施工速度低位反弹、价格涨幅回落将导致建安投资降幅收窄至 0%左右，预计全年开发投资增速放缓至“小个位数”，前高后低。

房地产产业链上下游都还会经历一些调整，但是下游会领先于上游早些见底，包括基本面和股票。房地产下游的底部大致在明年一季度左右，而房地产上游或更晚一点，在明年年中或见底。

1. 销量预测：2019 年同比下降 5%左右，前低后高

销量是房地产传统指标体系的源头，是所有预测的核心，其主要受两方面影响:

（1）利差持续扩大推升银行对按揭配置意愿，或将倒逼按揭贷款利率改善，目前按揭贷款利率同比已于 18Q2 见顶，这对销量复苏形成有力支撑

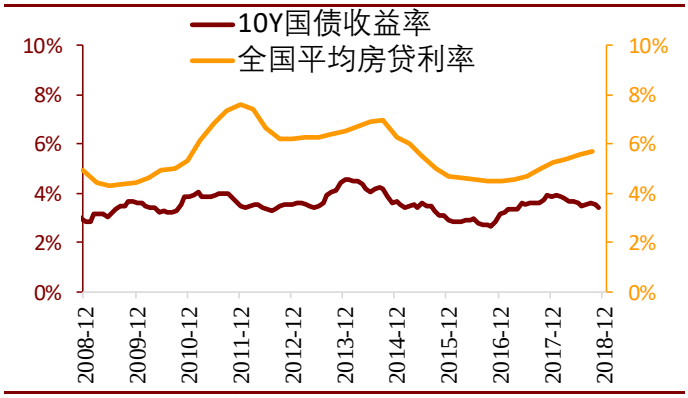
房地产的本质是金融、金融的核心是利率，按揭贷款利率是影响住房需求最直接和重要的因素。银行按揭贷款利率以及相关税费是决定购房成本的主要因素，税费目前主要是一次性影响，而按揭贷款利率对购房成本的影响则是持续且显著的，同时也影响房价预期，按揭贷款利率是影响住房需求最重要的因素(按揭贷款利率的本质是全局利率的变化，而全局利率又是经济周期变化的结果)。

利差持续扩大推升银行对按揭配置意愿，或将倒逼按揭贷款利率改善，目前按揭贷款利率同比已滞后 10Y 国债收益率 2 个季度于 18Q2 见顶。作为长期无风险资金成本的典型代表，十年期国债到期收益率对银行按揭贷款利率具有显著的预测功能，同比增速大致领先 1-2 个季度，背后逻辑是当 10Y 国债收益率率先改善时，按揭贷款利率仍在滞后上行，两者利差持续扩大，从而推升银行对按揭配置的意愿，或将倒逼按揭贷款利率滞后出现改善。从同比数据来看，本轮中周期，十年期国债到期收益率同比增速顶点/低点分别在 2014Q1/ 2015Q1/2017Q3，而按揭贷款利率同比增速对应顶点/低点分别在 2014Q2/2015Q3/ 2018Q2，也即按揭贷款利率已滞后于 18Q2 见顶。

按揭贷款利率领先销量 1-2 个季度，本轮周期受“货币化补贴”外力影响被拉长，目前一/二线城市商品房销量已触底回升，三四线或滞后于 2019 年年中左右见底。一般当按揭贷款利率同比改善时，会对销量边际复苏形成有力支撑，从历史数据来看，按揭贷款利率同比增速对商品房销量领先大致 1-2 个季度；但本轮周期受“货币化补贴”外力影

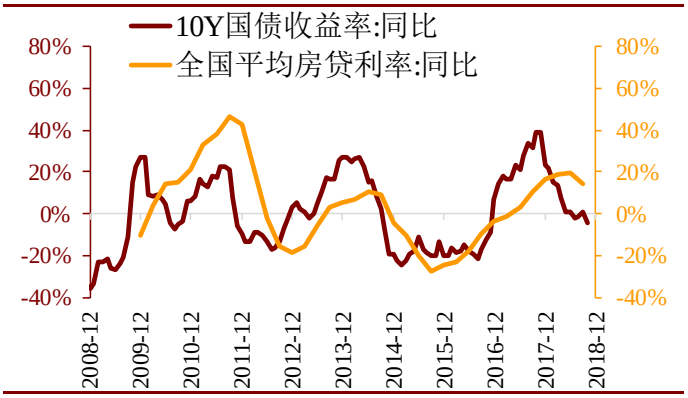
响，三四线表现更为滞后，导致全局商品房销量对按揭贷款利率的滞后时长被拉长，且全局销量底部的意义也在下降。从同比数据来看，本轮中周期，按揭贷款利率顶点/低点分别在 2014Q2/2015Q3，而销量低点/顶点分别在 2014Q3/ 2016Q1&2016Q3（二/三四线滞后见顶导致双顶点）；目前按揭贷款利率已于 18Q2 见顶回落，这意味着全局销量或于明年年中二次探底。但本轮周期总量数据意义在下降，更应关注结构数据，一/二线城市商品房销量已于 17Q3 先一步见底，而三四线或滞后于 2019 年年中左右见底。

图 35：利差持续扩大推升银行对按揭配置意愿，或将倒逼按揭贷款利率改善



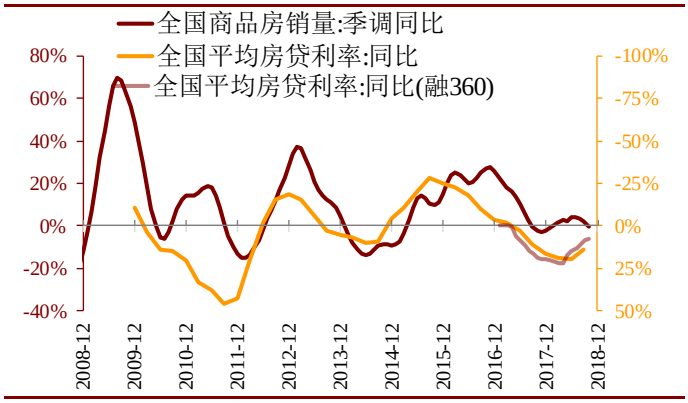
资料来源：Wind，招商证券

图 36：按揭贷款利率同比已于 18Q2 见顶，18Q3 开始回落



资料来源：Wind，招商证券

图 37：按揭贷款利率同比改善对销量复苏形成支撑



资料来源：Wind，招商证券

图 38：10Y 国债收益率 VS 销量同比

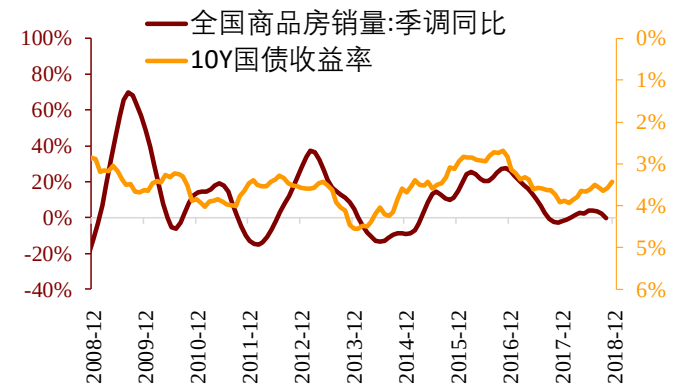
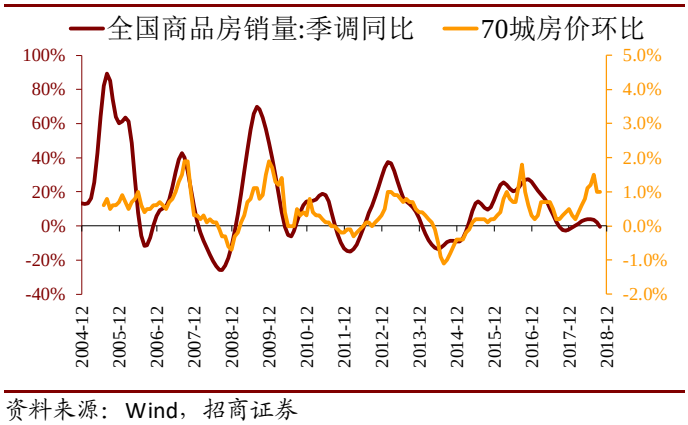


图 39：70 城房价环比 VS 销量同比



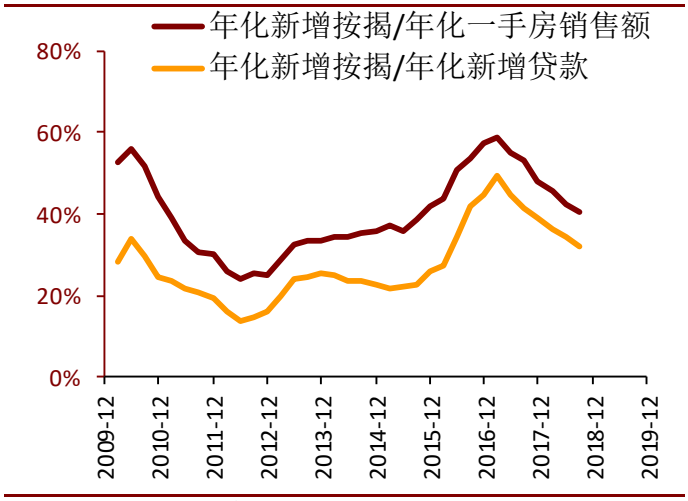
资料来源：Wind，招商证券

（2）居民住房交易杠杆或小幅回落

居民住房交易杠杆或小幅回落，对销售带来一定压制。从历史数据来看，交易杠杆率、新增按揭贷款与住房销售基本同步，且关系非常稳定，内在的逻辑关系是：当行业从低点起来时，按揭需求开始增加，而行业周期低点往往伴随相对较低的首付比例和宽松的信贷环境，按揭供给不构成约束，所以按揭发放伴随需求增加而增加；当行业进入繁荣后半段时，政策收紧（提高首付比例，收紧信贷等）导致按揭收缩，此时按揭供给可能构成约束，并且按揭需求也会逐步下降，反映在数据上就是按揭发放与住房销量同步下降。

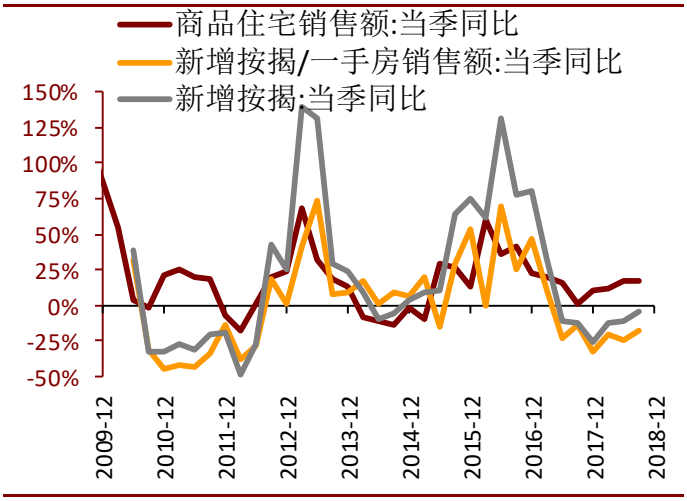
2016 年，住房交易杠杆率及按揭发放短期上升过快，全局平均交易杠杆接近 60%，新增按揭/新增贷款超 50%；2017-2018 年政策持续偏紧背景下交易杠杆及新增按揭均持续回调，全局交易杠杆率由 2017Q1 的 59%降至 2018Q3 的 40%，新增按揭/新增贷款由 2017Q1 的 49%降至 2018Q3 的 32%；在房地产去杠杆的大背景下，预计明年上半年交易杠杆率仍将下行，达到历史较低位，然后下半年或有改善，全年看，交易杠杆率或小幅下降，对全局销售带来一定压制。

图 40：交易杠杆率和新增贷款中按揭占比均在回落



资料来源：Wind，招商证券

图 41: 新增按揭贷款/交易杠杆率与住房销售额基本同步



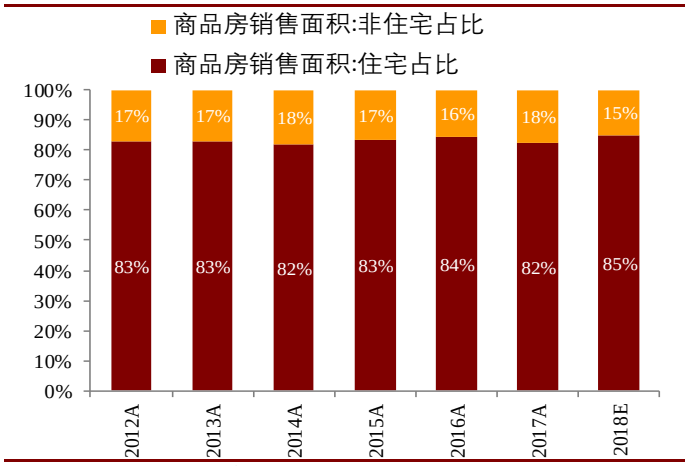
资料来源：Wind，招商证券

（3）一/二线城市销量同比增速均已于 17Q3 触底回升，其中二线城市改善斜率更低，而三四线城市仍在滞后调整，底部或在明年年中附近

分性质看，商品房销量主要由住宅贡献（2018 年约 85%），全局住宅销量同比增速已于 2017Q3 触底回升，但受三四线滞后调整影响或于 2019 年上半年出现第二个底部。商品房销售主要由住宅贡献，其中住宅、非住宅销量占比分别维持在 83%、17%左右，2018 年约为 85%、15%。看同比数据，非住宅对住宅有略有滞后，本轮周期中滞后时长被拉长，截至到 2018M10，全局住宅销量季度同比已触底回升，但因三四线住宅销量仍在滞后调整或拉动全局住宅销量于 2019 年上半年出现第二个底部（若三四线调整较大则是“大底”）；非住宅销量或滞后于明年下半年出现底部。

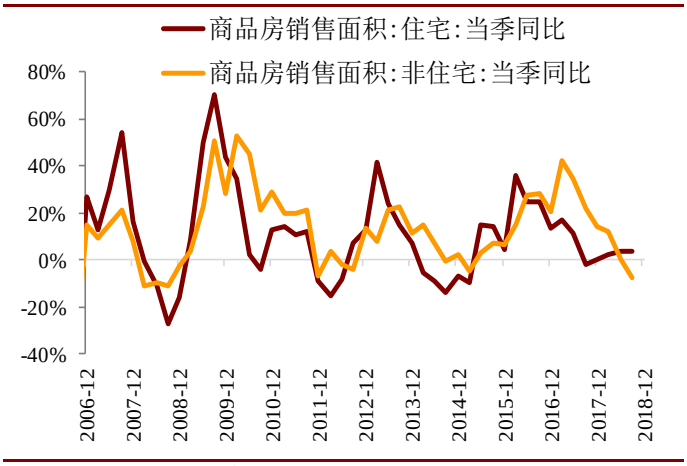
分城级看，一/二线城市商品房销量同比增速均已于 17Q3 触底回升，而三四线城市底部或在明年年中左右。一线城市商品房销量同比增速已于 17Q3 触底回升，今年来趋势性改善，由去年四季度的-38%升至 18Q3 的 6%；**二线城市**也已于 17Q3 触底（-7.6%），之后持续回升至 18Q2 的 2.7%，Q3 短期回落至-2.2%，但趋势上看，仍在上行通道，只是斜率更低；而**三四线城市**仍在下行通道，由 2017Q1 的 27.3%降至 2018Q3 的 3.4%。

图 42：2018 年住宅、非住宅占比分别约为 85%、15%



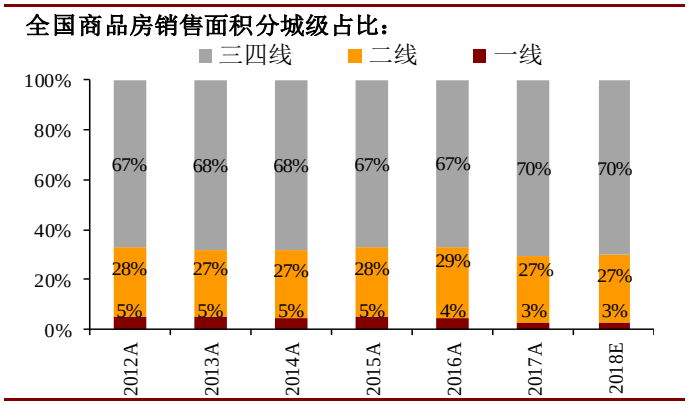
资料来源：Wind，招商证券

图 43：住宅销量同比或于 2019 年中出现第二个底部



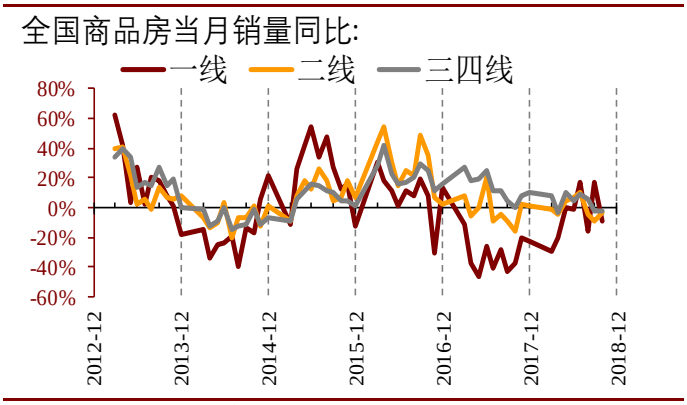
资料来源：Wind，招商证券

图 44：全国商品房销售面积分城级占比：受棚改影响 2017-18 年三四线占比较往年均有提升



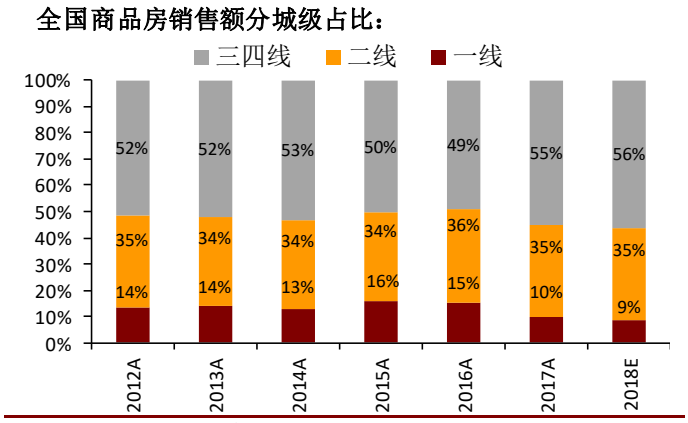
资料来源：Wind，招商证券

图 45：一/二线城市销量同比增速均已于 17Q3 触底回升，而三四线城市底部或在明年年中附近



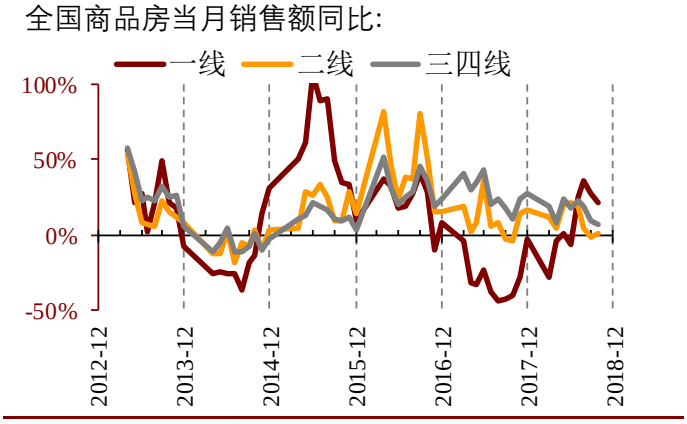
资料来源：Wind，招商证券

图 46：全国商品房销售额分城级占比：得益于量价齐升 2017-18 年三四线占比均超 55%（历史新高）



资料来源：Wind，招商证券

图 47：2018 年得益于房价同比持续正增长，一/二/三四线销售额增速均高于面积增速



资料来源：Wind，招商证券

主要结论：2019 年，预计全国销量同比下降 5%左右，前低后高，受三四线影响或于明年年中二次探底

政策未来大概率维持边际改善，但难有“全局性”的政策转向来昭示此种变化，且“长效机制无法快速推出，短期行政手段也无法立马退出”使得政策大放松的预期很难实现，政策将适应宏观经济变化和行业市场形势一步步做微调，所以回归利率周期是预测销量走势最简单的办法。按揭贷款和 10Y 国债的利差持续扩大推升银行对按揭配置意愿，

或将倒逼按揭贷款利率改善，目前按揭贷款利率同比已于 18Q2 见顶，这对销量复苏形成有力支撑，意味着全局销量或于明年年中二次探底（受三四线影响），全年看前低后高，分城级看，一/二线城市销量同比增速均已于 17Q3 触底回升，其中二线城市改善斜率更低，而三四线城市仍在滞后调整，底部或在明年年中附近。

表 9：2019 年商品房全国销量预计同比下降 5%左右

商品房销量预测		2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018M1-10	2018E	2019E 下限	2019E 上限
A. 一线	绝对量	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
	YOY		15.3%	-14.6%	15.3%	9.0%	-29.2%	-10.0%	-7.7%	10.0%	15.0%
B. 二线	绝对量	3.1	3.5	3.3	3.6	4.5	4.5	3.5	4.7	4.9	5.1
	YOY		13.9%	-6.5%	8.3%	26.6%	-0.4%	-0.3%	3.3%	5.0%	10.0%
C. 三四线	绝对量	7.5	8.9	8.2	8.6	10.5	11.9	9.4	12.0	10.5	11.1
	YOY		18.8%	-7.5%	5.2%	21.7%	13.6%	3.7%	0.7%	-12.3%	-7.3%
全国 A+B+C	绝对量	11.1	13.1	12.1	12.8	15.7	16.9	13.3	17.1	15.9	16.8
	YOY	1.77%	17.3%	-7.6%	6.5%	22.5%	7.7%	2.2%	1.1%	-7.0%	-2.0%

资料来源：Wind，招商证券

2. 新开工预测：2019 年增速回落至小个位数（1%, 6%）、前高后低

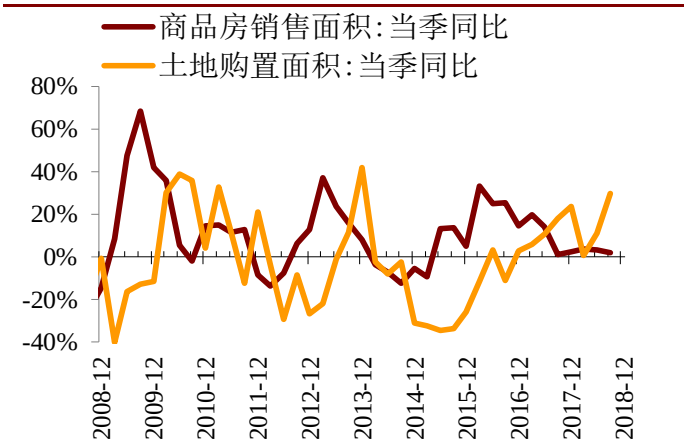
新开工=土地存量*开工意愿，前者包括前期遗留和当期拿地，后者主要受资金链、存量库存及销售预期所影响。新开工本质是补库存逻辑（狭义补库存），补库存的意愿主要取决于资金链、存量库存（广义库存&去化周期）和对未来的销售预期；资金方面绝对量可以参照“资金来源”，相对量可以参照“资金链”指标，这两个指均滞后于销量（销售影响销售回款、又影响融资，进而影响企业资金状况）；前期待开发土地是既成事实，当期拿地本质也是补库存逻辑（广义补库存），也受存量库存和销售预期影响。**综合而言，销售预期及存量库存既通过当期拿地影响土地存量，也影响开工意愿，所以销售预期及存量库存是影响新开工最重要的因素。**

（1）19 年土地存量预计仍有较高增长

土地存量由前期待开发土地和当期拿地两部分组成，前期待开发土地是既成事实，当期拿地受销量趋势和库存影响。

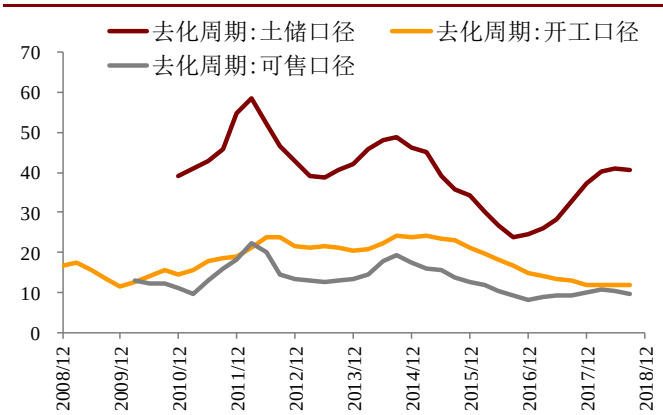
19 年土地存量预计仍有较高增长。a. 19 年期初待开发土地面积同比高增长，从历史数据看，当期期初待开发土地同比与上期期末待开发土地同比大多相差不大，2018 年 7 月以来待开发土地同比增速开始回落，截至 10 月为 28.5%，预计 18 年年底维持高增长，也即 2019 年初待开发土地大概率高增长。**b. 19 年拿地面积前高后低，全年或大个位数下降。**从历史数据看，土地购置面积同比增速滞后全国销量 2-4 个季度，**但本轮周期的滞后时间明显被拉长**；全局销量同比增速于 2016Q2 见顶后持续下行，2017Q3 虽首次见底，但受三四线滞后下行影响反弹斜率偏低，且明年年中或第二次见底，意味着拿地面积将持续下行，且 2017 年来大力拿地补库存导致当前土储口径的库存去化周期已回到历史较高水平，预计拿地面积 2019 年全年或大个位数下降。**综合而言**，2019 年期初待开发土地大概率高增长，虽然新增拿地同比或大个位数下降，但全年可供开发土地面积或仍有较高增长。

图 48：销量领先拿地 2-4 个季度



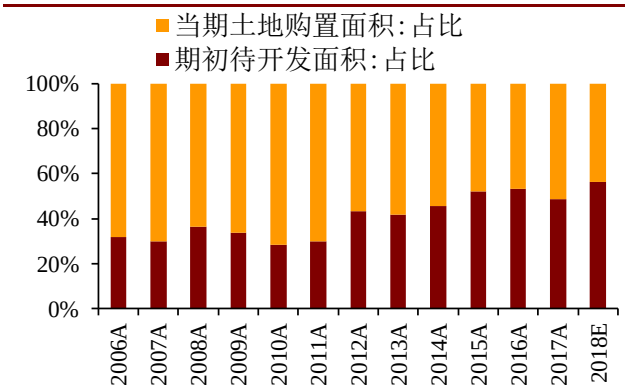
资料来源：Wind，招商证券

图 49：土储口径库存去化周期已回升至历史较高水平



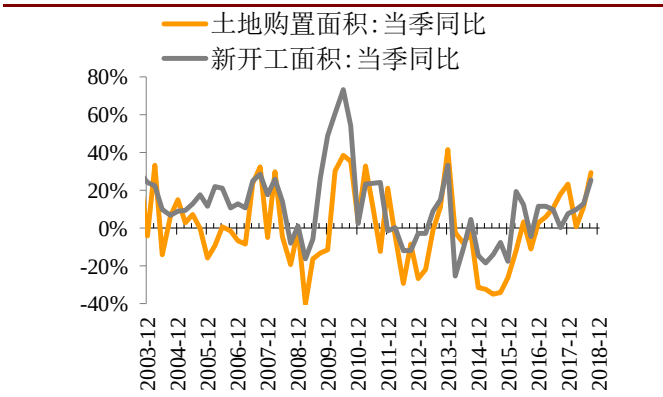
资料来源：Wind，招商证券

图 50：近 3 年当期拿地仅占土地存量 50%左右



资料来源：Wind，招商证券

图 51：拿地与新开工大体同步



资料来源：Wind，招商证券

（2）19 年开工意愿预计同比降幅小幅扩大

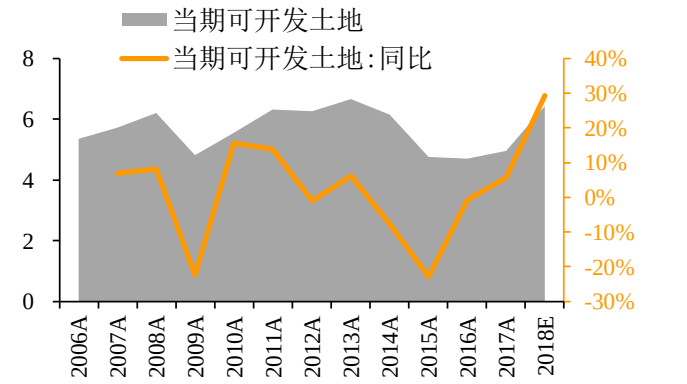
开工意愿即补库存意愿，主要取决于资金（资金来源&资金链）、存量库存（开工未售库存&去化周期）和对未来的销售预期，即有没有货，有没有钱以及未来卖不卖得动的判断。**2019 年开工意愿大概率同比降幅小幅扩大。**

a.从年度数据上看，开工意愿同比与销量同步，这也意味着 2019 年开工意愿大概率跟随销量将继续下行，但下半年边际或有改善;

b. 土储口径库存去化周期虽已回到历史较高水平，但**开工未售口径库存去化周期仍在相对低位**，不过 18Q2-Q3 已持续回升 2 个季度（今年新开工持续高位的结果），这也意味着开发商开工意愿虽下降但不会太差（拿地补库存过渡到开工补库存）;

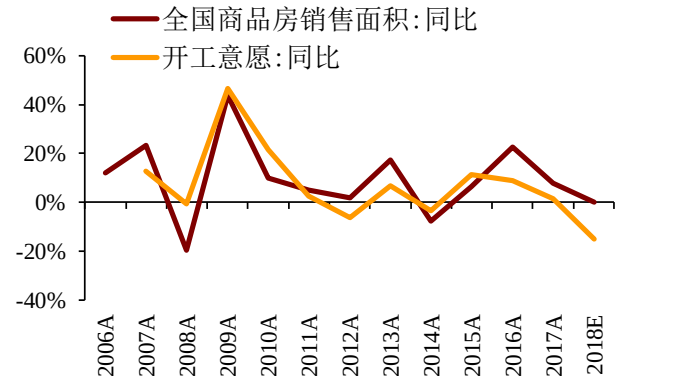
c. 资金链 2017 年持续在收紧，2018 年上半年有所改善，8-10 月虽又呈收紧但仍远高于警戒线，预计 2019 年仍不会太差甚至边际还会有所改善，这对开工意愿也起到正向作用。综合来看，2019 年开工意愿大概率同比降幅小幅扩大。

图 52：19 年土地存量预计个位数增长



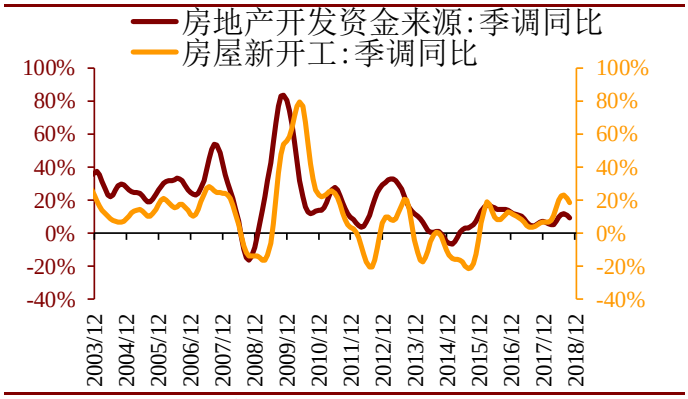
资料来源：Wind，招商证券

图 53：19 年开工意愿预计下降



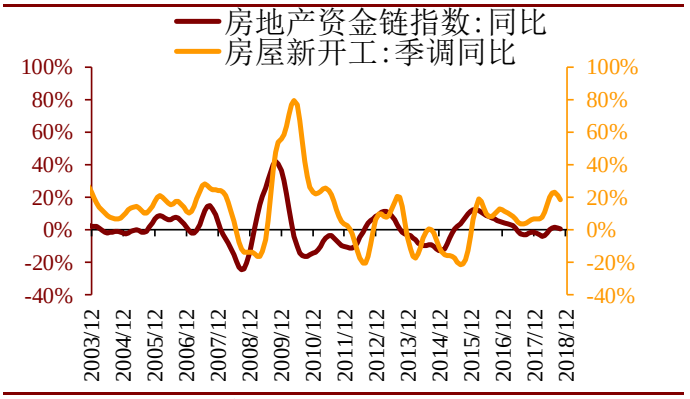
资料来源：Wind，招商证券

图 54：资金来源领先新开工平均 2 个季度



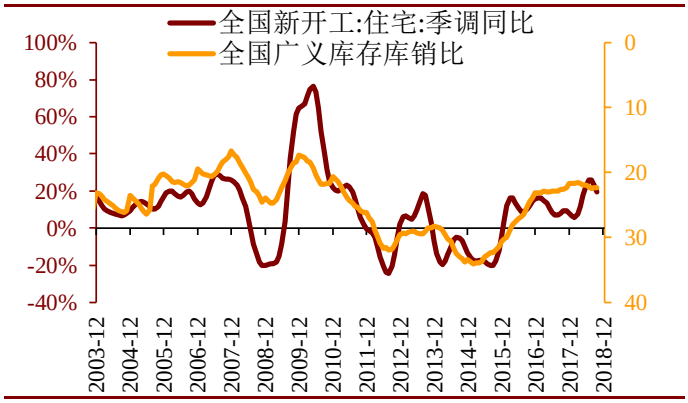
资料来源：Wind，招商证券

图 55：资金链领先新开工平均 2 个季度



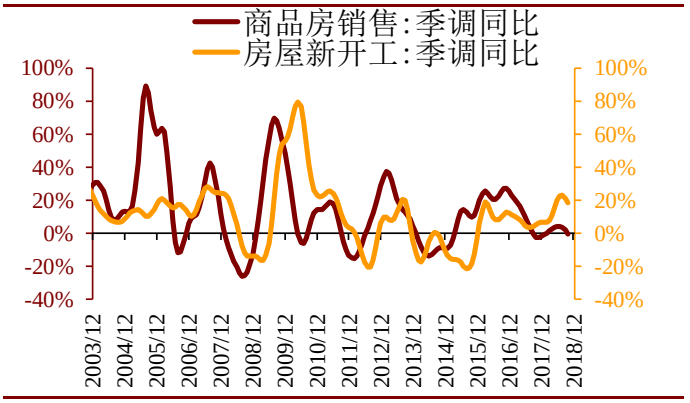
资料来源：Wind，招商证券

图 56：广义库存对新开工有显著的指引意义



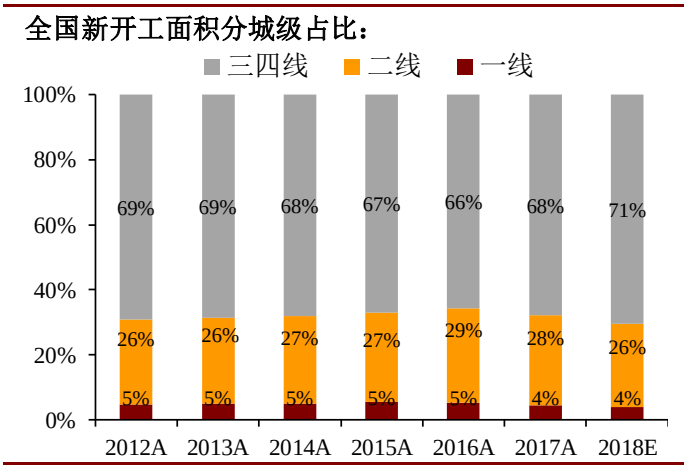
资料来源：Wind，招商证券

图 57：销量领先新开工平均 2-4 个季度



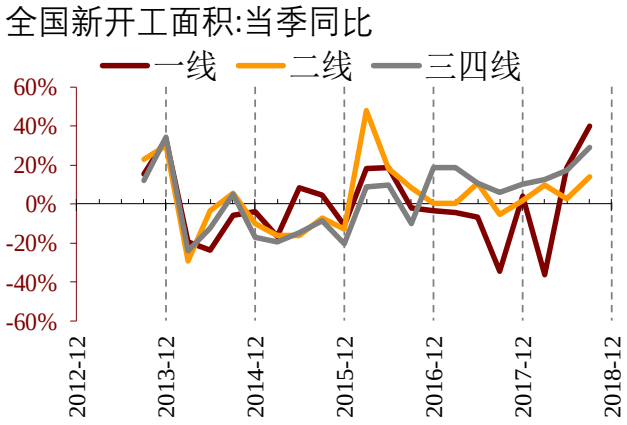
资料来源：Wind，招商证券

图 58：全国新开工面积：2018 年一/二/三四线占比大体维持在 4%/26%/70%



资料来源：Wind，招商证券

图 59：2019 年同比，小个位数下降，前高后低



资料来源：Wind，招商证券

主要结论：2019 年土地存量仍有较高增长，而开工意愿同比降幅小幅扩大，相互对冲后，预计新开工同比小个位数增长。

表 10：2019 年全国房屋新开工面积同比预计小个位数增长

新开工预测		2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018M1-10	2018E	2019E 下限	2019E 上限
A. 一线	绝对量	0.8	1.0	0.9	0.8	0.9	0.8	0.6	0.8	0.8	0.9
	YOY		16.5%	-12.5%	-3.6%	5.8%	-10.8%	8.4%	7.6%	1.0%	6.0%
B. 二线	绝对量	4.6	5.3	4.9	4.2	4.9	5.0	4.5	5.4	5.6	5.8
	YOY		14.6%	-8.3%	-12.8%	14.5%	2.2%	9.0%	9.2%	2.8%	7.8%
C. 三四线	绝对量	12.3	13.8	12.2	10.4	11.0	12.1	11.8	14.4	14.4	15.1
	YOY		12.8%	-11.6%	-15.2%	5.6%	10.6%	19.8%	18.7%	0.2%	5.2%
全国 A+B+C	绝对量	17.7	20.1	18.0	15.4	16.7	17.9	16.9	20.6	20.8	21.9
	YOY	-7.3%	13.5%	-10.7%	-14.0%	8.1%	7.0%	16.3%	15.6%	0.9%	5.9%

资料来源：Wind，招商证券，亿平米

3. 投资预测：2019 年增速放缓至小个位数（1%, 6%）、前高后低

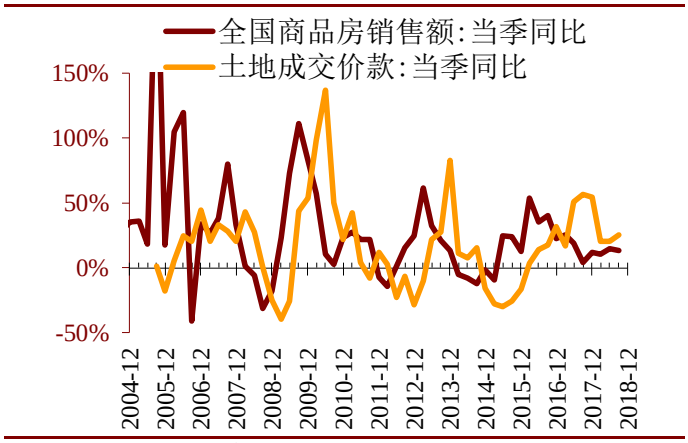
房地产开发投资包括三部分，拿地（土地购置费）、建安（建筑工程+安装工程）、其他，**拿地和建安是最核心成分，合计占比超过 90%**。

（1）拿地费用 19 年预计同比增速降至 10%上下

拿地费用滞后拿地金额平均 1-3 季度，拿地金额滞后销售额 2-4 个季度。拿地的本质是广义补库存，与新开工（狭义补库存）类似；所以拿地的多少主要取决于存量库存和销售预期。从历史数据看：**a.拿地金额**（土地成交价款）亦滞后销售额 2-4 个季度（本轮周期滞后时长被拉长）；**b.** 而**拿地费用**是拿地金额分期偿付的结果，当期偿付计入当期拿地费用，从 2012 年起拿地费用滞后拿地金额 1-3 季度。

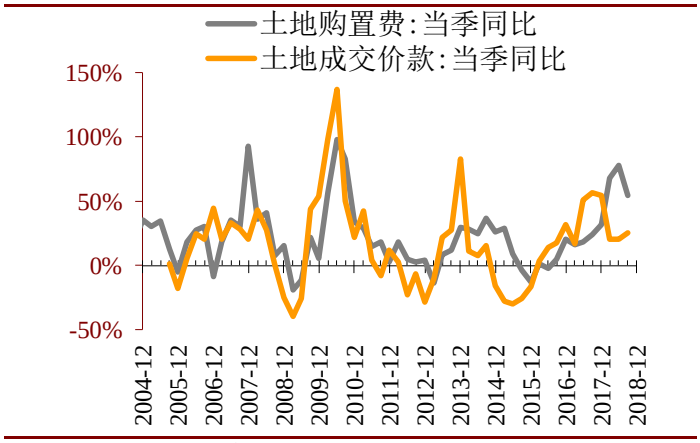
根据下图，我们看到土地成交价款增速已于 17Q3 见顶回落，之后快速回落，由 17Q3 的 57%降至 18Q3 的 25%；拿地费用滞后 3 个季度于 18Q2 见顶，增速高达 78%，之后开始回落，Q3 降至 54%，预计 2019 年继续调整，全年同比增速放缓至 10%上下（本轮周期拿地费用增速波动或较土地成交价款更大）。

图 60：销量领先土地购置面积平均 2-4 个季度



资料来源：Wind，招商证券

图 61：2012 年以来土地购置费滞后拿地金额 1-3 个季度



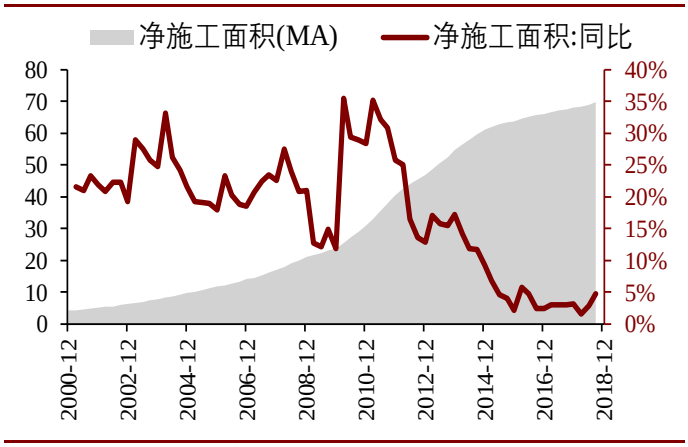
资料来源：Wind，招商证券

（2）建安投资 19 年预计同比增速回升至 0%上下

建安决定于 3 个变量，即净施工面积*实际开发速度*价格指数：

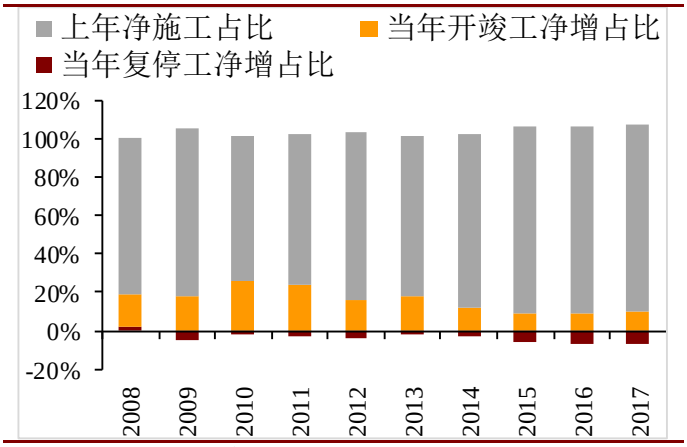
当期净施工面积=上期净施工面积+当期复停工净增面积+当期开竣工净增面积，上期净施工面积也即 18 年年底净施工面积大体已确定，截至 10 月约 67 亿平米（同比+3.6%），19 年停复工净增假设与 18 年维持不变，19 年开竣工净增大概率有一定增长（19 年新开工面积高位回落但仍大于竣工面积增速），预计 **2019 年净施工面积约 70 亿平米，维持同比小个位数正增长**。

图 62：净施工面积同比增速低位已开始回升



资料来源：Wind，招商证券，亿平米

图 63：当年净施工面积主要由上年净施工面积决定

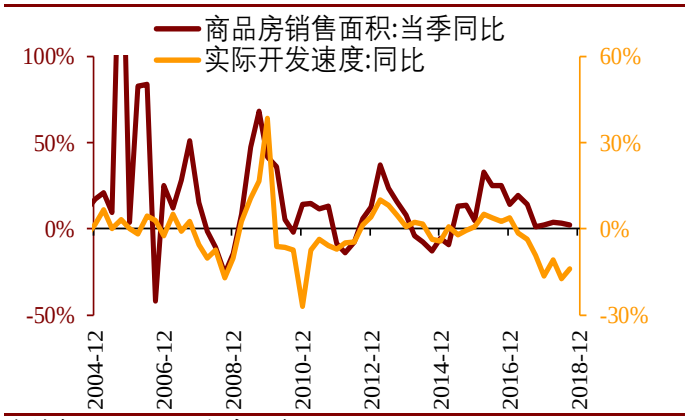


资料来源：Wind，招商证券

实际开发速度受销量和资金链等影响，从销量看，目前一/二线销量已处复苏通道，三四线仍在下行，但于明年年中见底后也会进入复苏通道，全局看四季度到明年上半年销量或继续下行而下半年开始复苏，这也意味着销量边际转好预期或对实际开发速度起到正向作用；而从资金链（资金来源/投资）看，2017 年持续在收紧，2018 年上半年有所改善，8-10 月虽又呈收紧但仍远高于警戒线，预计 2019 年仍不会太差甚至边际还会有所改善，对实际开发速度起到负向作用的概率不大。另外，实际开发速度在 17Q3 便已降至历史低位，今年上半年持续低位震荡，下半年已出现回升，我们认为这也反映了对销量的预期和资金链的状况，往后或继续改善，预计 2019 年全年降幅有所收窄。

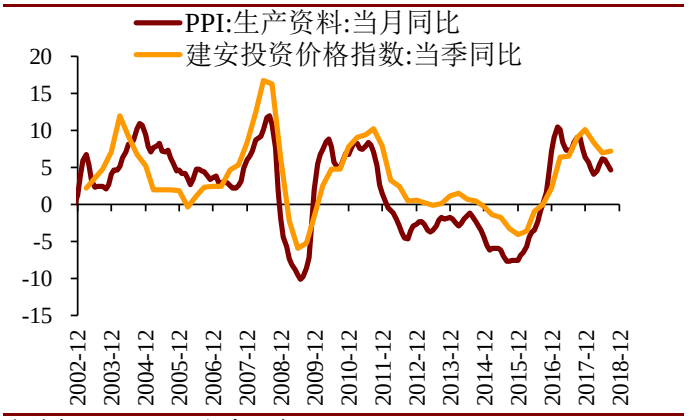
建安价格指数与 PPI 大体同步，预计 2019 年 PPI 将有回落，建安价格指数亦跟随回落至小个位数增长。综合来看，**预计 2019 年建安投资同比增速回升至 0%上下**。

图 64：销量与实际开发速度指数大体同步



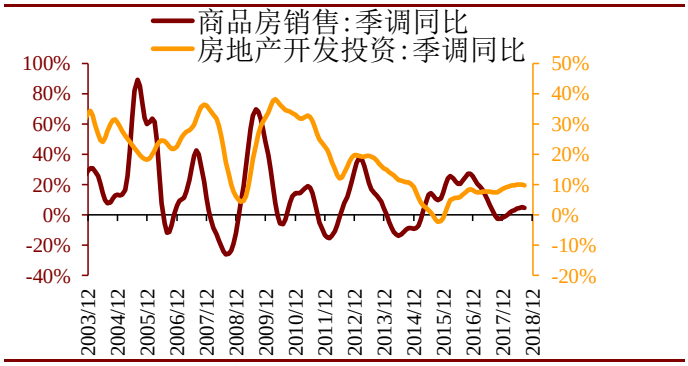
资料来源：Wind，招商证券

图 65：PPI 与建安价格指数基本同步



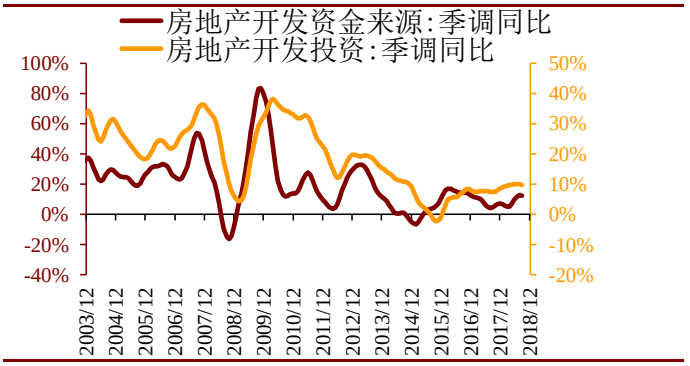
资料来源：Wind，招商证券

图 66：销售领先开发投资



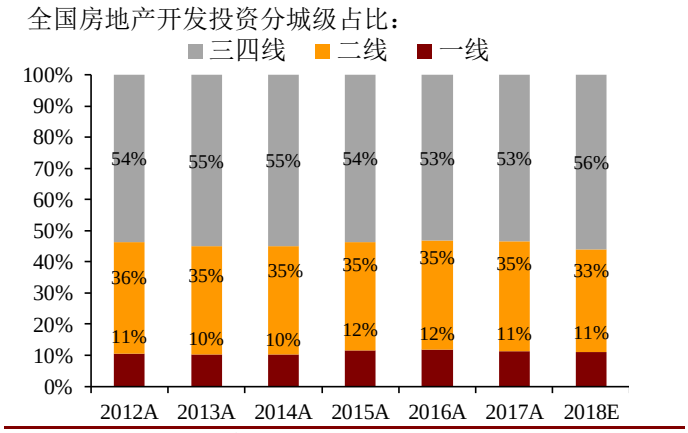
资料来源：Wind，招商证券

图 67：资金来源领先开发投资



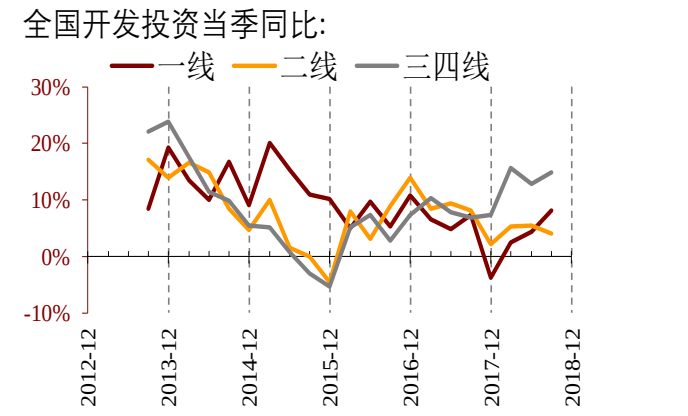
资料来源：Wind，招商证券

图 68：开发投资：分城级占比



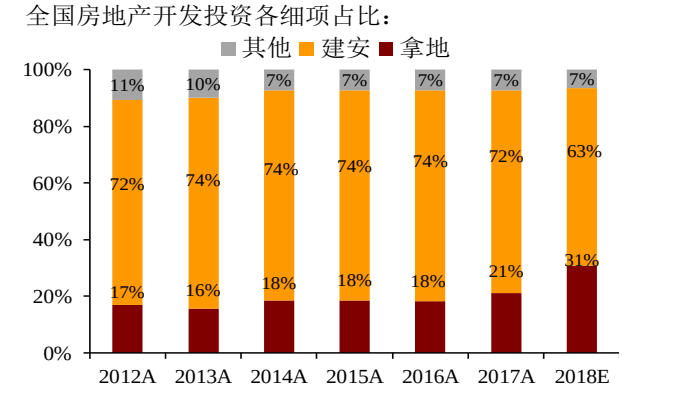
资料来源：Wind，招商证券

图 69：开发投资同比：分城级



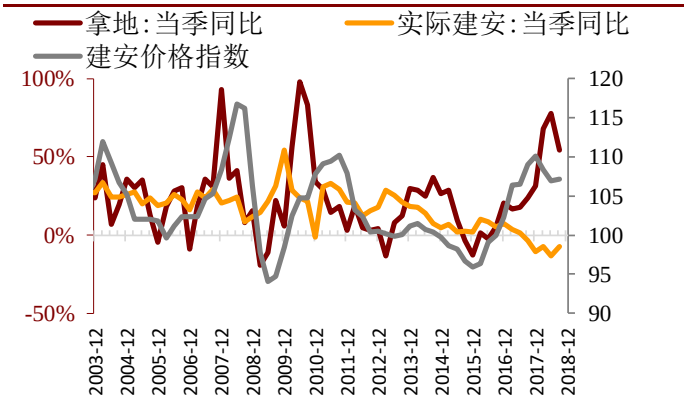
资料来源：Wind，招商证券

图 70：开发投资：分结构占比



资料来源：Wind，招商证券

图 71：开发投资同比：分结构



资料来源：Wind，招商证券

主要结论：预计 2019 年投资增速放缓至 1%-6%

预计 2018 年底投资仍继续调整，全年名义投资放缓至 9%左右，展望 2019 年：

1）拿地费用已于 2018Q2 见顶回落，预计 2019 年继续调整，全年同比增长 10%左右；

2）建安投资：a. 预计净施工面积维持惯性低增长；b. 实际开发速度大概率跟随销售低斜率复苏；c. 预计建安价格指数将与 PPI 同步回调，全年同比小个位数增长。综合来看，建安费用全年同比增速回升至 0%上下。

综合而言，**预计 2019 年名义投资增速放缓至小个位数。**

表 11：2019 年全国房地产投资结构预测

开发投资(结构)预测		2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018M1-10	2018E	2019E 下限	2019E 上限
A.拿地	绝对量	1.2	1.2	1.4	1.7	1.8	1.9	2.3	3.0	3.7	4.0	4.1
	YOY		5.0%	11.6%	29.3%	1.2%	6.2%	23.4%	63.4%	58.2%	8.0%	13.0%
B.建安 建安	绝对量	4.4	5.2	6.4	7.1	7.1	7.6	6.3	5.6	7.6	7.5	7.9
	YOY		17.0%	22.8%	10.4%	0.9%	7.2%	-4.0%	-4.0%	-3.3%	-1.7%	3.3%
净施工面积	绝对量	37.8	44.4	51.8	58.3	61.1	63.5			67.6	69.9	70.0
	YOY		17.5%	16.8%	12.4%	4.9%	3.9%			3.2%	3.4%	3.6%
实际开发速度	绝对量	1,079	1,144	1,200	1,171	1,159	1,202			966	892	918
	YOY		6.0%	4.9%	-2.4%	-1.1%	3.8%			-13.0%	-7.7%	-5.0%
价格指数	绝对量	109.2	102.5	102.8	103.4	100.6	100.0			116.3	119.8	122.1
	YOY		1.62%	0.31%	0.60%	-2.70%	-0.60%			7.70%	3.00%	5.00%
C.其他	绝对量	0.6	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.6	0.8	0.7	0.8
	YOY		32.8%	12.1%	-18.3%	1.3%	5.5%	7.4%	-4.5%	-5.3%	-3.0%	2.0%
总投资 A+B+C	绝对量	6.2	7.2	8.6	9.5	9.6	10.3	11.0	9.9	12.0	12.2	12.8
	YOY		16.2%	19.8%	10.5%	1.0%	6.9%	7.0%	9.7%	9.5%	1.2%	6.2%

资料来源：Wind，招商证券，万亿元，万平米

表 12：2019 年全国房地产投资城级预测

开发投资(城级)预测		2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018M1-10	2018E	2019E 下限	2019E 上限
A.一线	绝对量	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3	1.4
	YOY		14.5%	12.1%	13.3%	8.0%	3.1%	6.4%	6.0%	-2.0%	3.0%
B.二线	绝对量	2.6	3.0	3.3	3.3	3.6	3.9	3.4	4.0	3.9	4.1
	YOY		16.5%	10.6%	1.0%	8.2%	7.1%	4.6%	4.5%	-3.0%	2.0%
C.全国其他	绝对量	3.8	4.7	5.2	5.1	5.4	5.9	5.5	6.7	6.9	7.3
	YOY		23.0%	10.1%	-1.3%	5.8%	7.9%	13.8%	13.5%	4.0%	9.0%
全国 A+B+C	绝对量	7.2	8.6	9.5	9.6	10.3	11.0	9.9	12.0	12.1	12.7
	YOY	16.2%	19.8%	10.5%	1.0%	6.9%	7.0%	9.7%	9.5%	1.0%	6.0%

资料来源：Wind，招商证券；万亿元

4. 房价预测：2019 年增速放缓至小个位数、前高后低

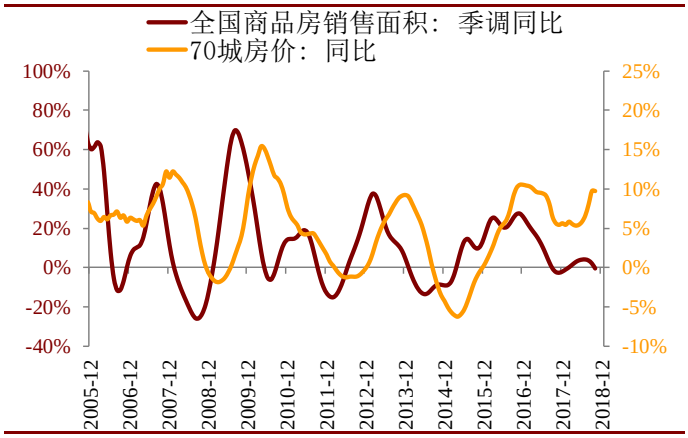
“量在价先”是判断房价的核心逻辑，在此基础上，我们也要关注去化周期这一触发价格上涨的阀门以及房企资金链这一触发价格变得的来自于房企的内生因素，以此区分价格到底是健康调整（冲高回落）蓄势待发，还是崩溃下行。这其实和股价一样，在一波牛市中，股价是否完成了“最后一浪”？

（1）量在价先，预计全局房价往后仍有 1-2 个季度补跌

“量在价先”是判断房价的核心逻辑，历史上，全国销量同比一般领先 70 城房价 3-4

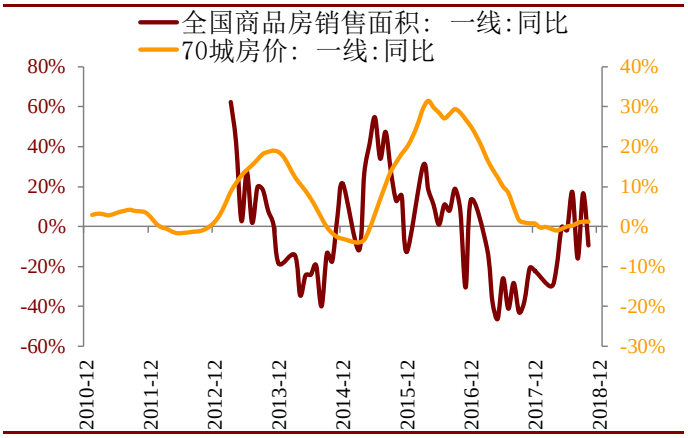
个季度，但本轮周期因为一线/二线/三四线依次扩散和限价等影响，房价数据一定程度上被扭曲了，但暂时的压制和扭曲大概率带来后续的阶段性反弹，我们认为 70 城房价同比 2 季度以来的反弹，便是如此。2016 年下半年限价政策的集体出台，使得 70 城房价同比在当时出现骤跌，之后持续较低位；但 2018 年下半年来，限价政策边际出现松动，由“限价”变“稳价”，之前未备案的高价房逐步放了出来，部分“双合同”重新变回“单合同”等，对应 70 城房价同比也出现一个阶段性的报复性反弹，往后看，预计全局房价仍有 1-2 个季度补跌。分城级看，一线房价已见底，二线房价或在明年上半年见底，三四线价格调整或在明年年中往后区间结束，需明白的是，这是前期价格上涨后的小周期调整，而并非趋势性失速下调。

图 72：全国销量领先房价 3-4 个季度



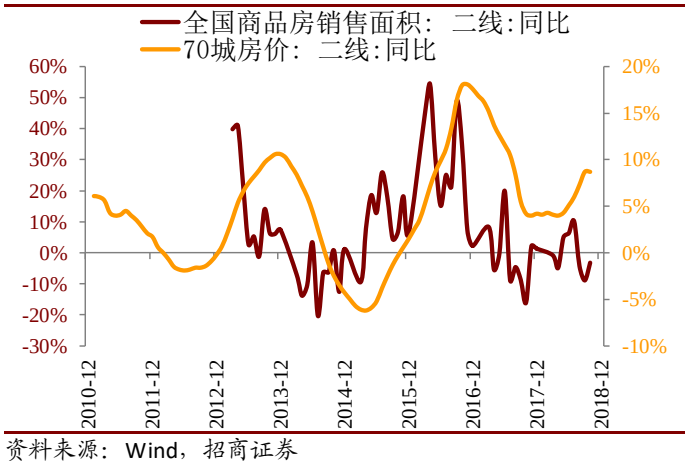
资料来源：Wind，招商证券

图 73：一线城市房价同比或以见底



资料来源：Wind，招商证券

图 74：二线城市房价短期反弹后或再次回落



资料来源：Wind，招商证券

图 75：三四城市房价短期反弹后或再次回落

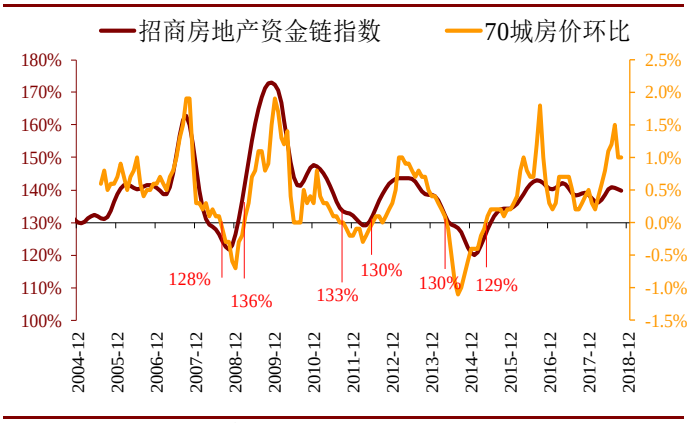
资料来源：Wind，招商证券

（2）去化周期低位和资金链仍较好，作证房价短期不具备主动全局性降价的基础，难出现奔溃下行

行业资金链是房价环比涨跌指示器一：资金链水平仍可控，表明房价不具备主动全局性降价的基础。

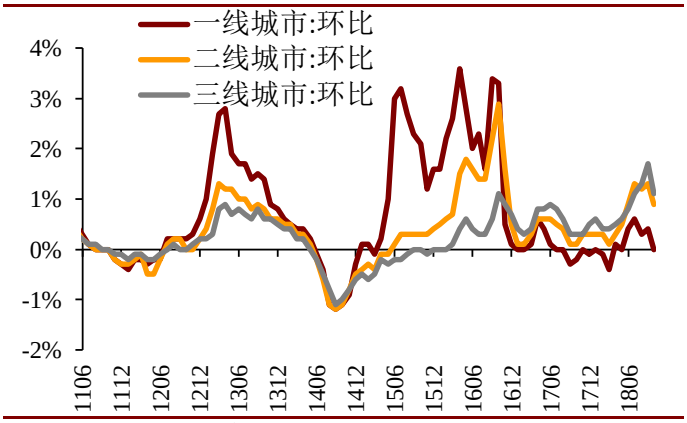
回顾历史，当行业资金链指数低于 130%时房价大概率下跌，而当资金链指数大于 130%时房价大概率是上涨。17 年来趋势性收紧，18 年上半年有所改善，但 8 月以来因资金来源回落较投资更快，又呈收紧（10 月为 140:100），仍远高于警戒线（130:100），当前整体房企资金链水平可控，行业整体性风险或不大，因资金链问题带来全局主动降价的概率不高，近期部分地区降价现象随量缩而变，更多在于短期调控政策对于交易的压制以及变相提高的交易门槛，没有不调整的小周期，不改变对于本轮房地产中周期中第二个小周期销量高点在 2019 年，价格在 2020 年左右的判断。

图 76：招商房地产资金链指数与房价环比



资料来源：Wind，招商证券

图 77：70 城房价环比：一/二/三线

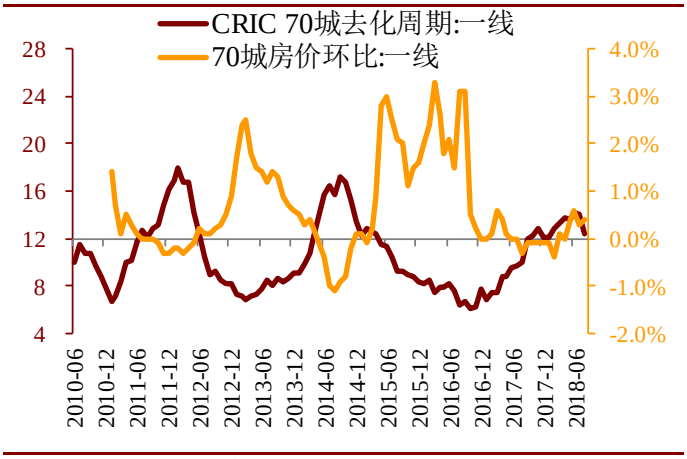


资料来源：Wind，招商证券

去化周期是房价环比涨跌指示器之二：可售口径去化周期持续低位，进一步佐证房价不具备主动全局性降价的基础，也即只要适当降价促销，需求还是充足的，去化率也会相对较好。

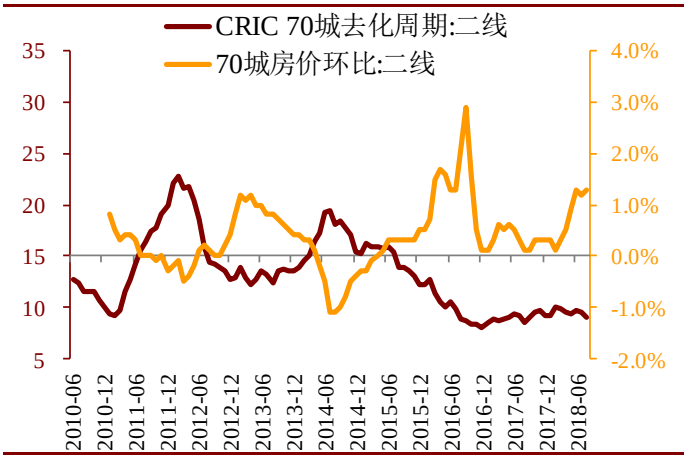
一线城市 12 个月是房价涨跌分水岭；二线和三四线 15 个月是分水岭。

图 78：一线城市 12 个月是房价涨跌分水岭



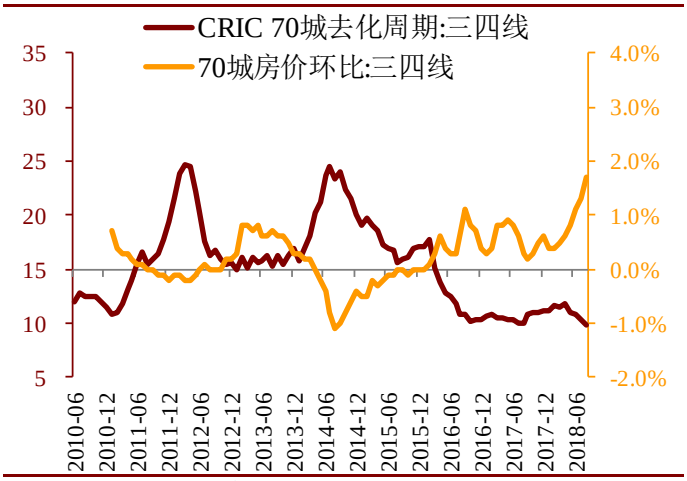
资料来源：Wind，招商证券

图 79：二线 15 个月是分水岭



资料来源：Wind，招商证券

图 80：三四线 15 个月是分水岭



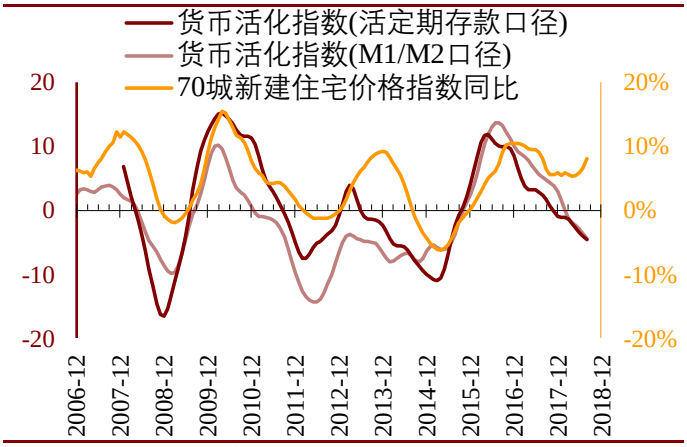
资料来源：Wind，招商证券

（3）2019 年房价同比或放缓至小个位数：流动性角度

前面考虑的是房企内生因素对房价的影响，结论是房价同比往后仍有 1-2 个季度的补跌，但这个补跌是健康调整（冲高回落）蓄势待发，而非崩溃下行。而从外生角度，也即全局流动性角度看，也支持房价往后将出现 1-2 个季度的补跌。

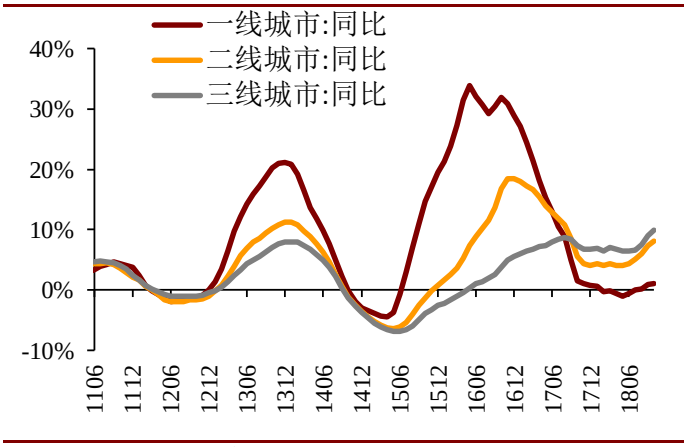
货币活化指数自 16Q3 起持续回调，房价作为滞后指标，同比数据（70 城房价）也于 17M1 冲顶后趋势性回落；其中一线最先回落（16M9），二线略后（16M11），三四线最后（17M7）。但今年 3 季度以来，70 城房价同比出现较明显反弹，这或在政策从“限”价变“稳”价之后，部分高价地项目进入市场交易所致，料全局房价往后仍有 1-2 个季度的上涨，然后出现补跌；分城级看，一线房价已见底，二线房价或在明年上半年见底，三四线价格调整或在明年年中往后区间结束，需明白的是，这是前期价格上涨后的小周期调整，而并非趋势性失速下调，预计 2019 年 70 城房价同比放缓至小个位数。

图 81：招商货币活化指数与房价同比



资料来源：Wind，招商证券

图 82：70 城房价同比：一/二/三线



资料来源：Wind，招商证券

5. 房地产产业链：下游机会或先于上游出现

我们再从房地产的角度来聊聊其产业链的上游和下游，路演中大家关注的变量很多，有房地产投资，房地产新开工，房屋竣工情况等等，研究房地产行业让人有一种责任感。

（1）相较去年 5 月份的供不应求，当前部分房地产上游的供需关系已 180 度逆转

我们在 17 年 5 月份发布看好房地产上游的报告，主要是基于行业产出缺口（供需关系指标）角度，看到了在房地产行业供需关系持续改善的背景下，部分房地产上游行业的供给释放无法响应和匹配需求的增加，背后的原因自然是供给侧改革，但这样势必导致价格上涨，这在 17 年 5 月份之后大宗商品的价格上涨和股票的机会上得到了淋漓尽致的展现。

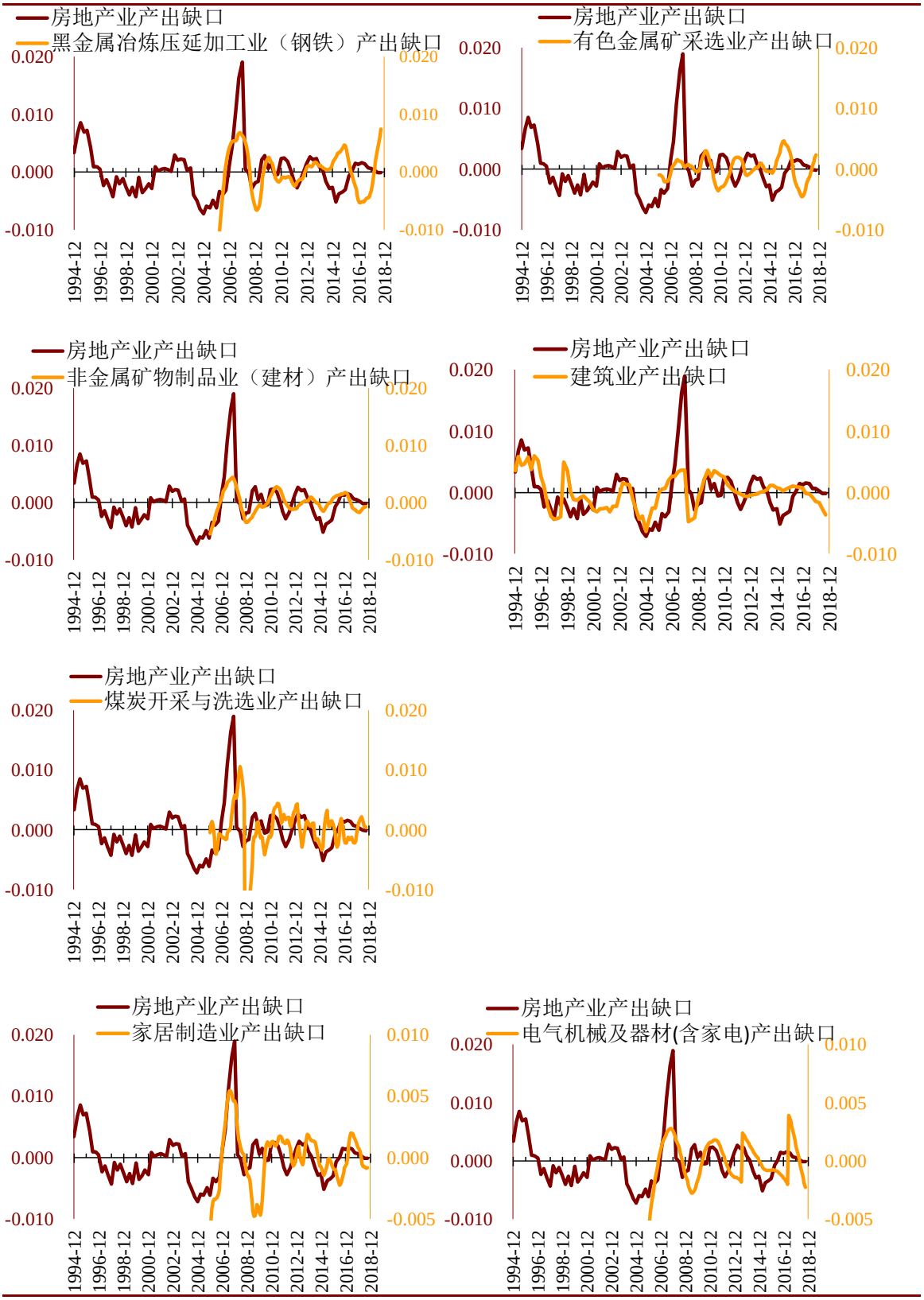
周期本身的节奏被供给侧改革所扰动，来自房地产带来的需求并未得到上游的及时响应，但这种响应并不会消失，也不会仅仅只反映到价格上，真实需求的“量”是真实存在的，在供给侧受压之下，供给对需求的响应就像挤牙膏一样，一点点把需求给挤出来，所以需求在相当长的一段时间内保持在一个比较稳定向上的状态，价格自然下不来，导致上游企业的盈利相当不错。

这与地方政府供应土地类似，也即一线和重点二线城市的土地供给，在财政最大化原则之下，房价和地价越涨，政府出让土地的意愿就更低，土地供应也是挤牙膏一样，像极了前述上游行业。

但这个现象到现在为止发生了一些逆转，也就是房地产本身的供需关系已经向下，去化周期在回升，在走下行的路；此时对于房地产上游来说，需求在转弱，供给还稳在那，前一个月，市场许多期货的投资者仍沉浸在减产和环保限产的逻辑下，仍在不断寻求事件的催化。换句话说，大家过度关注供给端的变化而忽略了需求端的转坏，但供给端现在其实也已经到了某种极限，最近不论是从行业周期角度还是政府的表态都可以看到，供给其实有一定程度的松动。

而在需求端，我们可以看到最直观的就是房地产的新开工，前面半个月对新开工判断的分歧都还是很大的。曾经有一些研究说，新开工高是因为房企要加快开工，这种逻辑听上去就比较怪，这感觉在和别人说“新开工好是因为新开工好”一样。略微细致一些的研究也总结了一些原因：如因为“房企要加快回款，因此为了加快推盘和周转从而使得新开工加速”。这个逻辑说的过去一点，但是本质上也无法解释今年 9 月份以来新开工持续的好。

图 83：房地产上下游背离排名：钢铁>有色>建材>建筑>煤炭>下游（家电/家居等）



资料来源：Wind，招商证券

（2）代表上游需求最直观的变量—新开工已经发生变化，我们怎么提前判断新开工的转弱？

本次新开工持续上行持续到九月才看到向下的一些变化，如果只是仅仅用房企要加快回款和推盘来判断，显然看不出这种变化，因为现在所有的房企仍然在加快回款和推盘。

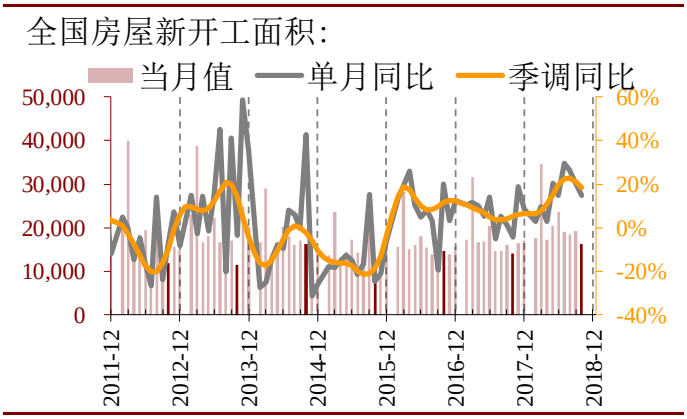
那我们怎么在前 2 个月的报告中做出新开工要下滑的预判的呢？这涉及到数据的深度

挖掘和拆分，大家如果把新开工做一个仔细的分层剥离就能够很容易看明白。研究员习惯于拆分成本，利润和收入，以期待更准确的看清楚一个公司，中观分析也是一样，不做拆分就容易得出一些“宏大叙事”的表面看上去没毛病的错误逻辑和结论，这是经常有些宏观研究容易犯的错。

从结构上面看，今年新开工持续高，主要的原因在结构上，三四线城市的销量好，导致三四线补库存，而三四线的新开工贡献了绝大数的今年新开工的上行，再加上三四线本身新开工的节奏也比一二线更快，所以这些因素共同导致了新开工今年以来的持续上行。

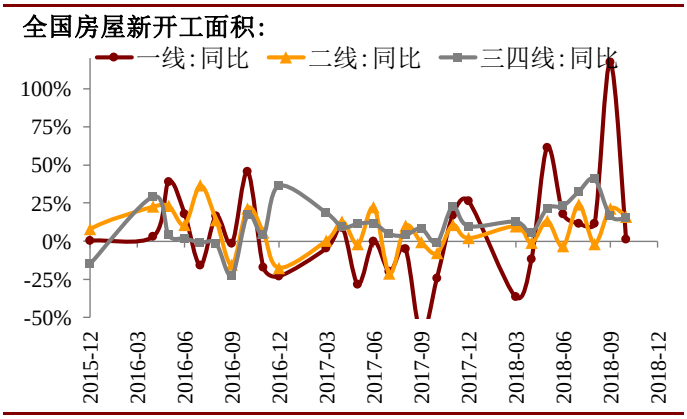
但是我们看到三四线的销量在货币化补贴转为因城施策后，销量同比增速的顶部也在今年六七月份出现，九月份看到新开工同比增速出现拐点信号。所以往后面看，三四线是拖累全局新开工的，也就是说差不多新开工的顶部已经出来，即便一二线城市在结构上走一个低位回升的节奏，但这也不足以影响新开工总量数据的下行。

图 84：全国新开工单同比增速已见顶回落



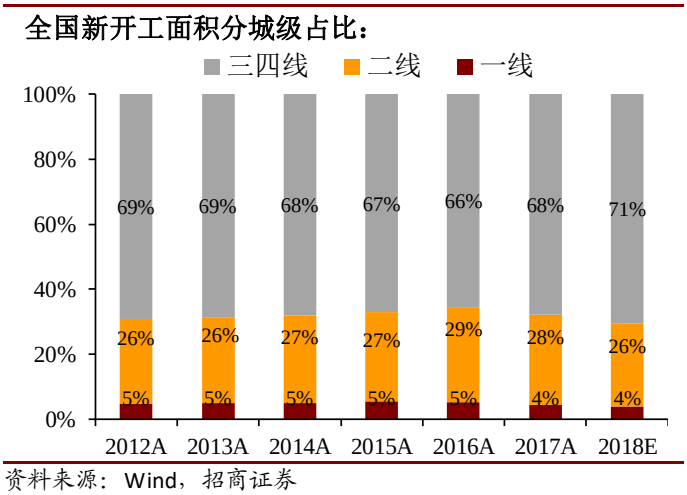
资料来源：Wind，招商证券

图 85：三四线城市将拉动全国新开工同比继续回落



资料来源：Wind，招商证券

图 86：全国新开工面积：2018 年一/二/三四线占比大体维持在 4%/26%/70%



资料来源：Wind，招商证券

（3）新开工和竣工的背离为什么持续时间更长？--竣工或明年上半年出现向上拐点

另外一个重要的对下游的变量就是竣工。新开工和竣工数据的长期背离是大家悬而未决的一个问题。

首先，竣工数据确实像许多朋友说的那样，存在数据瑕疵的问题，由于房企上报可能存在一些随意性，所以竣工数据的绝对值参考意义并不大。但，趋势做不了假，我们把数

据做了剥离，发现以下有意思的特点，在 2014 年之前新开工的趋势是领先于竣工约 2-2.5 年，2014 年以后到现在，整体新开工对竣工的领先性，增加了大概半年，到 3 年左右，原因大致是三个方面：

a. 三四线过去 2 年销量增加明显，而三四线城市的新开工节奏上更快，行政审批条件或更松，同时三四线城市与一二线城市最大的不同是，一二线更靠价格的弹性实现财政最大化，而三四则是靠土地面积的弹性来实现，大家都是财政最大化原则，但实现这一原则的价格弹性曲线是不一样的

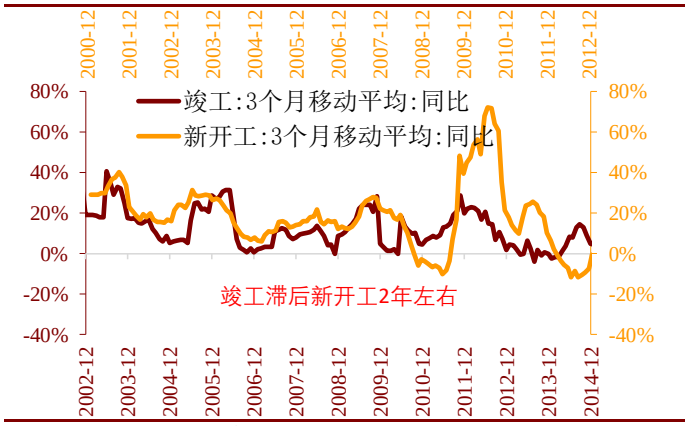
b. 集中度提高背景下，“大”项目更多，分期开发更多。导致新开工在统计上可能存在以下可能：因为新开工是企业上报，大项目开工可能按照整个项目开工体量上报，而竣工是根据实际竣工来上报，分期开发的项目增加会拉大新开工和竣工的剪刀差

c. “二手地”更多，集中度提高背景下，二手地增加，一方面二手地可能存在停复工影响竣工周期，另一方面，二手地存在土地或债务方面的瑕疵导致竣工较开工更滞后

从当前新开工观察，大致在三年前新开工从底部开始起来。从其对竣工的领先性来讲，在一个季度左右的时间里，竣工就有可能触底回升，意义就是对于部分的房地产下游来说是比较积极的信号，因为竣工对一些下游的家电，家居板块来说是比较积极的。我们也可以看到，这些板块最近也在调整，不论是基本面还是股票。或许明年上半年或率先看到部分房地产下游子行业见底回升。

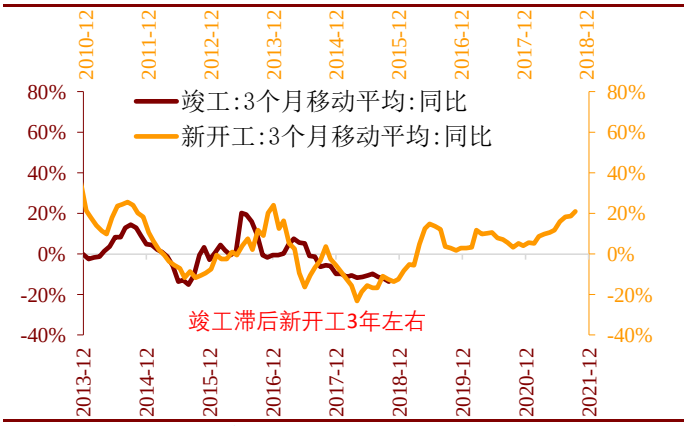
总结以上我们大致判断，之后地产的上下游都还会经历一些调整，但是下游会领先于上游早些见底，包括基本面和股票。房地产下游的底部大致在明年一季度左右，而房地产上游或更晚一点，在明年年中才或见底。

图 87：2014 年以前竣工滞后新开工 2 年左右



资料来源：Wind，招商证券

图 88：2014 年开始竣工滞后新开工 3 年左右



资料来源：Wind，招商证券

五、政策“交谊舞步”式改善

判断政策边际随宏观经济下行而持续改善，但难有总量发文针对行业的全局放松政策。行业政策跟随经济变化和行业本身节奏微调，你进一步我退一步，“短期行政调控难以马上退出和长效机制难以快速推出”仍是当前主要特点。

1. 政策随宏观经济下行呈“交谊舞步”式改善

我们先至上而下看看经济的三驾马车：

消费在未来半年大概率持续向下。居民降杠杆对消费的挤出不言而喻，全国拥有按揭贷款的家庭大概有 6000 万左右，约 1.8 亿人口，占城镇居民人口的比例大致 20%+，虽中国居民储蓄率的平均水平仍较高，但结构上看这一部分人总体杠杆率水平已经处于相对高位；从另一角度说，一部分人并没有充分享受金融杠杆或者说其他相关住房支持（来带的红利），最近杨伟民也提出未来要加快住房公积金制度的改革，设立各个地区政策性金融银行，这或是之前有加杠杆意愿居民未来的突破。在这些未突破之前，经济下行叠加前期杠杆挤出消费不会那么快就结束。

净出口数据方面，短期出口数据看似不错有对于明年出口关税谨慎而提前安排的可能。短期可能出口数据可能是异常的，明年净出口大概率向下修正。

从投资角度看，主要三块，制造业，基建与房地产投资：

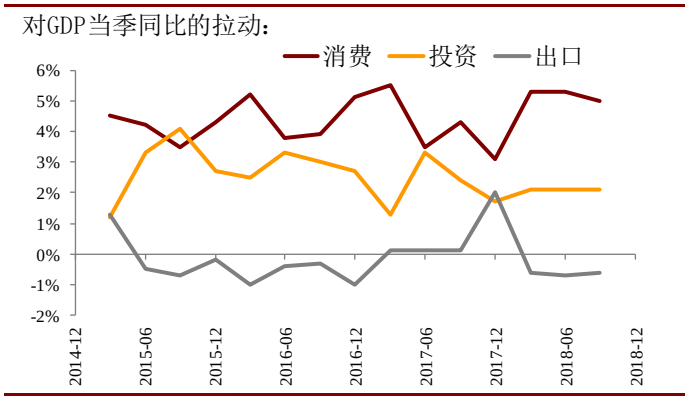
a. 制造业方面，制造业属于新旧产能切换关键点，在这个关键点期望一个大的修复并不现实；

b. 基建方面，大家一致性预期较好，认为受益于稳增长要求基建肯定不错，但是也要看到 28 号文，目前设定的 1.35 万亿地方专项债，表达其实政府“风控”依然属于很严的类型，对未来加杠杆存在一定限制的，所以对于基建存在太多乐观的预期也是需要再考量的；

c. 房地产投资方面，截至到 10 月，房地产开发投资累计增长 9.7%，10 月单月同比增速已降至 7.7%，明年上半年房地产投资会下降得更快一点，尤其是三四线城市；从房地产投资结构来看，土地款是过去一年支撑房地产投资向上最重要的原因，但是土地款最近数据也在下降，所以投资未来会存在一定压力，因此往后展望，12 月单月的房地产投资数据如若下降加速，明年一季度房地产投资跌到 6%左右就概率增加，这将使得经济下行预期进一步增强，12 月的经济数据很重要。

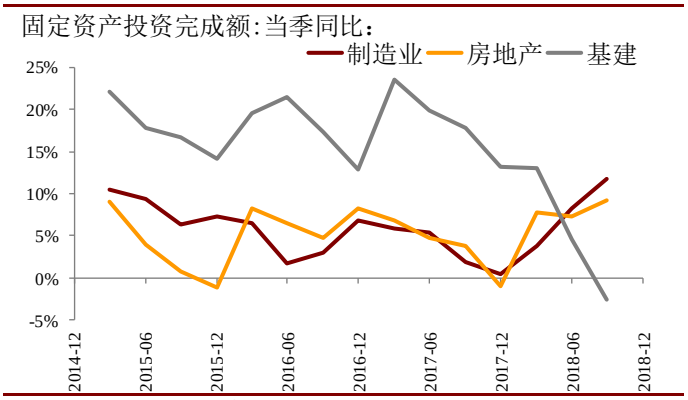
如果经济数据出现较大的变化，那么在稳基建投资，稳房地产投资方面都可能会有新的变化。虽然政府不会再走老路简单放水加杠杆，但是政府仍或有包括加快土地出让，加快建设共有产权房，或者租赁等这一块的动作。整体而言，经济处于一个宽松通道，12 月份是 18 年最后一个月，在其余经济贡献变量受压的情况下，房地产投资是一个关键观察节点，其重要性在提高。

图 89：明年消费/出口或向下，仍需投资来托底



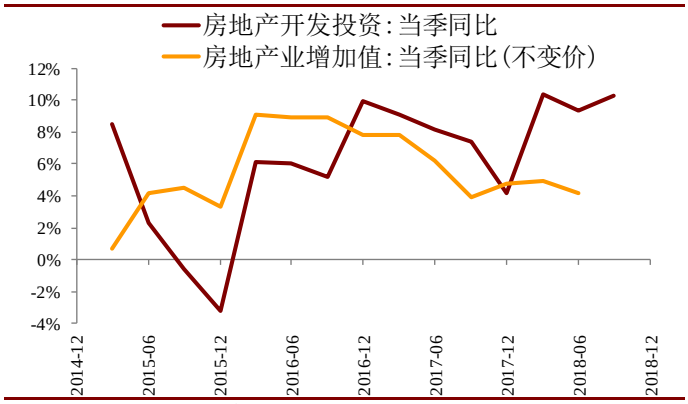
资料来源：Wind，招商证券

图 90：投资三大项：制造业，基建与房地产投资



资料来源：Wind，招商证券

图 91：明年房地产投资高位回落或倒逼政策边际放松



资料来源：Wind，招商证券

短期行政调控难以马上退出，长效机制难以快速推出。政策边际随宏观经济下行而持续改善，但难有总量发文针对行业的全局放松政策，将跟随经济变化和行业本身节奏微调，你进一步我退一步，呈“交谊舞步”式改善。比如房价跌了限价就变为了“稳价”。

2. 库存堰塞湖存在，房价回落背景下“限价”转“稳价”

“限价”使得房价信号失真，导致了套利乱象和寻租以及可能造成未来风险的库存堰塞湖（高价地和高价房库存）。多思考一点，当前的房价能够为管理层提供明确和真实的信号吗？很显然，在一二手房价严重倒挂的背景下，地方政府更多的是在与政策博弈，公开的房价指标看似在下降，但并不能反映真实的市场价格，调控也无从从价格上寻找信号。同时，一二手房价倒挂带来了新的问题，主要是两方面：

a. 套利的乱象和寻租；

b. 许多当年拿的高价地形成了库存“堰塞湖”。限价使得这些地块无法推向市场，如果这种倒挂长期存在，堰塞湖的雷如何排会成为新的课题和难题，如果一次性放出，对房价的上涨也会形成压力。

我们此前曾判断可行的政策突破口：当前的限价政策在未来存在调整的客观可行性，倒挂情况或逐渐改善。如果房价信号是失真的，同时带来的新问题也非常严重，那意味着“限价”的效果将大打折扣，副作用可能更多。那么限价政策的调整是否有空间呢？我们认为，这或许会是未来政策出现微调的一个口子，因为新房周边二手房反映的才是真实的市场价格，这种大幅倒挂未来存在一定修正的可能性，哪怕慢慢的调整这种倒挂的幅度也是解决库存堰塞湖的办法，堰塞湖如果越来越大会产生新的风险。对于倒挂的新房价格，未来如果真的存在调整，也不会违背“遏制房价上涨”的表述，因为他只是一

种价格修正。我们可以看到，政府也正在从关注“房价”的“事后调控”转为监控更多的前瞻指标，比如库存情况，杠杆情况等，限价政策的调整也有了更好和更新的政策来替代和完善，因此，限价政策未来的改善是一个可行的突破口。另外，倒挂情况未来如果会改善的潜台词其实是“套利最好的时间点或许慢慢在过去”。

目前，在房价回落背景下，我们已经看到了“限价”变为“稳价”（区间管理），这也是前面说的“交谊舞步”式改善，你退一步，我进一步。

3. 长效机制可能的突破口

关于长效机制，目前不动产收益率低的现状并不支持房地产税的“宽税基”；对于基本住房保障制度，对刚需群体的支持效率也偏低。土地制度在前面我们已作分析（土地二元制度），此处我们探讨下建立基本住房保障制度和房地产财税制度这两类长效机制。

基本住房保障制度早已在执行，但首套房支持并不明显且公积金系统效率偏低。基本住房保障制度就是居者有其屋，不论是购买还是租赁，每个人都有房子住。对购买第一套住房的家庭，实行低首付、低利率政策；对于中等以下收入家庭，提供保障性住房（包括共有产权等）；对于买不起房的家庭，政府提供公共租赁住房。这些都早已在实行。对于首套房的支持，在当前市场环境下，其优势并不明显，如果不突破现有的商业银行和公积金系统框架，这一块很难有大的变化，原因在于：a. 商业银行难以从市场化角度给予刚需群体更多的利率优惠，因为他们没有更多的抵押资产同时收入更易波动；b. 当前公积金体系对于首套房的支持效率低。在商业交易中使用公积金的购房者一定程度上被“歧视”（其余购房方式优先），因为该系统运作效率较低。

房地产财税制度。目前不动产收益率情况并不支持“宽税基”，房地产税是培育地方主体税种、增强地方政府提供基本公共服务能力的功能，而非调控房价。中国当前的不动产收益情况与国债收益率存在明显倒挂，换句话说，不动产整体租金回报率低，也即，如果按照宽税基的模式征收房地产税，绝大多数的不动产将成为负现金流资产，这样的结果是资产价格的大幅回撤。发达国家之所以能根据不动产评估价征收房地产税，是因为这种评估价是在租金的合理资本化率基础上计算的，而在我国，要是根据租金还原来评估不动产价格，这个价格将比市场交易价格低很多。所以，在**我国，房地产税要征收也一定是和租金相匹配的，而不是目前的市场交易价格，如果按照当前的市场交易价格来评估，这种房地产税并不支持“宽税基”。**

长效机制可行的政策突破口：

短期而言，调控政策的规则化和公式化已经出现，一定程度上属于长效机制。从当前情况观察，过去的各类限制和鼓励政策也在完善和规则化，一定程度上也属于长效机制的构建。比如，根据库存情况制定的弹性土地出让规则，因城施策的弹性棚户区改造政策，这些其实相当在原有政策上加入了一定的规则和公式，根据规则和公式的动态调控手段就是一种进步，存在退出机制的政策也是进步，也是目前可以看到的长效机制。

对于基本住房保障制度，需要突破现有的商业银行和公积金体系，也存在多年的讨论和征求意见，现行系统低效的改变或是突破口，阻力也小，也符合差别化的信贷调控要求。过去，出台《基本住房保障法》或《基本住房保障条例》，筹备建立住房储蓄银行的法律、法规的讨论已有多年，据说也有了草案，但何时出台没有时间表。从当前“差别化信贷政策”的角度出发，这一块显然效率偏低，相较房地产税这些而言，改革阻力并不大，如果对于现存的商业银行和公积金体系有所突破，这一块对刚需释放的边际影响应该会比较大。

对于房地产税，其根本目的是为了完善地方主体税种。从当前不动产收益率情况考量，很难对广泛的居民征收，其长效的意义更多在于完善税制上。

六、公司分析及配置建议

2014 年底开始到 2016 年，市场主流仍弥漫着看空房地产的声音，并将地产小票和多元化转型作为选股的主要法则。**我们基于对周期和市场风格的把握，最早在市场上提出了蓝筹白马优先、地产股逆向投资法则，到目前为止，我们的观点仍未发生变化；**

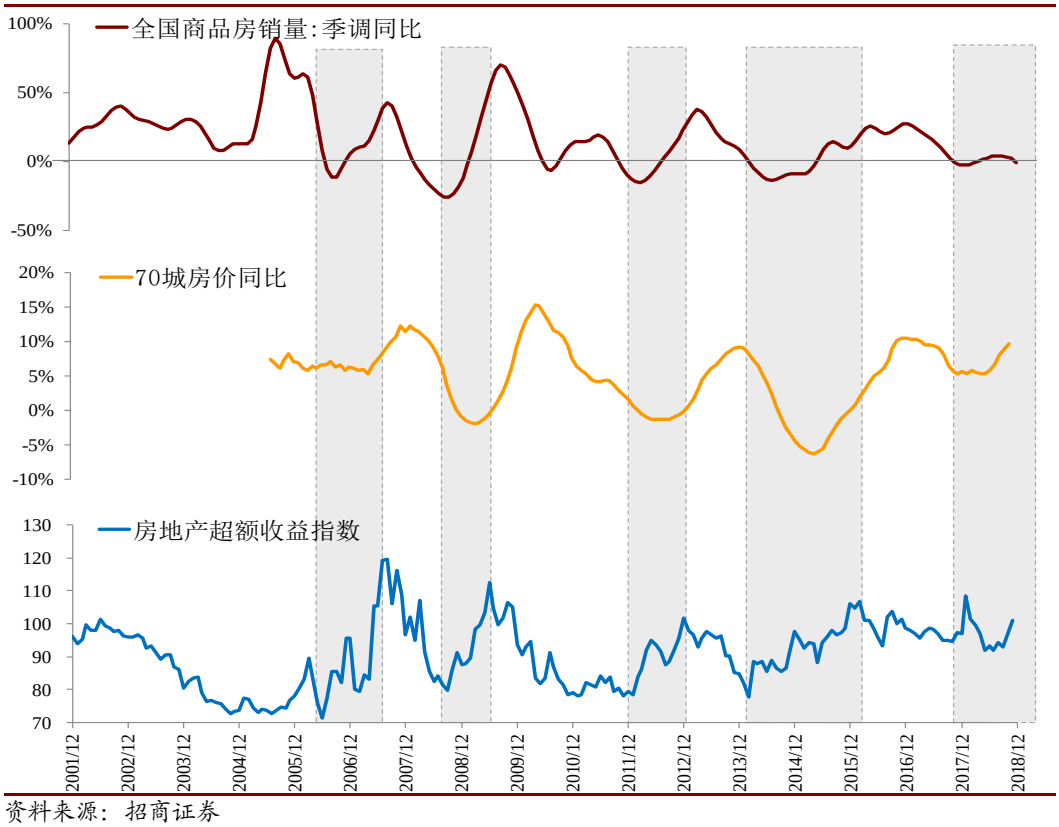
但站在一个短期的视角，因为经济下行和流动性改善叠加窗口，或提升小票配置诉求。11 月份以某种“炒主题，炒地图”的方式实现了部分股票的估值修复，这背后的原因是房地产指数某种意义上是缩小版的“中证 500”，而并非普遍的小票具备投资价值；

另外，和其余所有行业对比，从去杠杆到稳杠杆的变化反映到房地产行业是相对最慢的，即便进入流动性改善通道，行业融资也不再是普惠制改善，**过度运用杠杆，甚至利用杠杆进行多元化的公司，品牌和上下游溢价能力低的公司，管理红利低的公司等都无法获得便宜的钱，以至于我们在一个行业超额收益的区间不得不苛刻性选股，某些弹性标的弹性下降甚至不具备弹性。**

往后看，今年年底到明年，行业政策端和总量基本面将依次进入 "平/下(18 年底-19 年初)" "上/下(19 上半年)" "上/上(19 下半年)" 三阶段，从结构数据观察则更积极（三四线滞后性增强拖累总量复苏），当前已进入配置区间，明年或有显著超额收益。第一阶段为超跌反弹，首推【万科 A/保利地产】等高周转大蓝筹；第二及第三阶段将分别体现估值弹性和业绩弹性，首选【中南建设/阳光城】等高杠杆弹性品种，但大蓝筹仍是穿越周期的长期标的；资源型【华侨城 A/苏宁环球】等可获取低风险稳健回报。

1. 自上而下选股核心在于周期择时，先 Beta 后 alpha

图 92：配置房地产正当时（房价短期同比上涨因三四线贡献以及高价房入市）



资料来源：招商证券

行业基本面的周期阶段和结构差异是自上而下选股的核心线索。2018 年底，行业政策端（主要是行政管制和按揭利率）已确认“边际上不会更紧”，基本面（即供需关系，

指标上主要是去化率和房价）仍处于探底过程，**即当前行业处于“政策平、基本面下”阶段，超跌之后开始逐步修复**；展望 2019 年，行业政策端当然具备一定的放松空间，主要是货币宽松传导下的按揭利率正常回落、以及对首套刚需的合理支持，放松时点和力度取决于宏观和行业下行速度和幅度（政策本质是对基本面的内生式响应），但内外部约束下对政策放松亦不宜过分乐观，限购限售等行政管制措施短期难以退出，**预计 2019 上半年行业将处于“政策上、基本面下”阶段，下半年将处于“政策上、基本面上”，板块全年可取得显著超额收益，空间或在 30%左右，类似 2012 年。此处的“上、下”仅指边际角度的相对变化。**

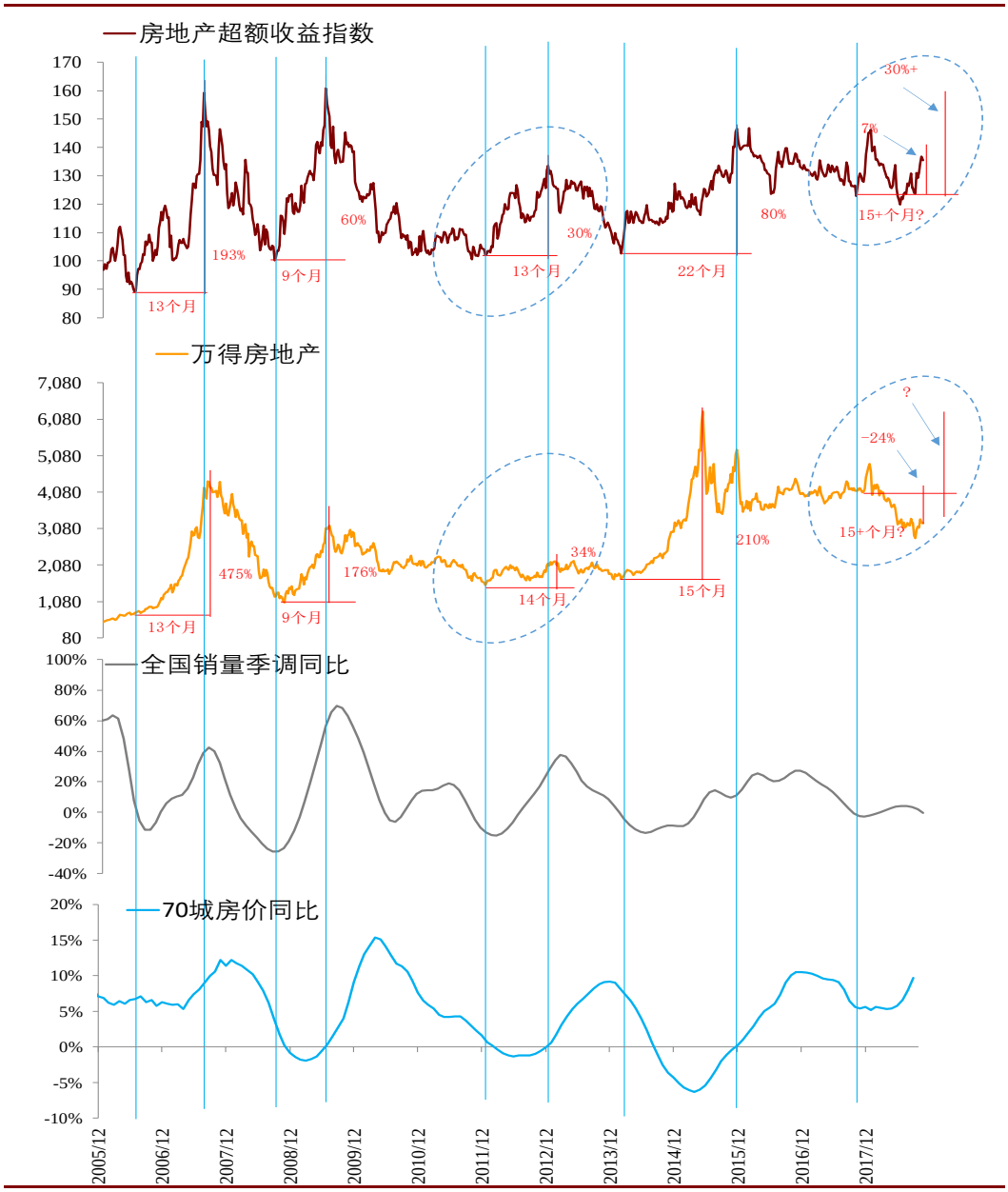
而结构差异层面主要关注三个维度，

一是区域维度，核心一二线受益于低基数及本身基本面优势，其供需关系相对更好，广义三四线仍处于滞后调整阶段；

二是细分行业维度，开发环节，受益于率先去库存且力度充分，住宅较商办相对更具优势，存量环节，核心优质物业（包括商办及物流）仍具备对抗周期衰退的能力，交易、物管、长租、金融等依然是战略上持续看多的领域；

三是竞争格局维度，弱市背景下集中度提升幅度反而不弱。

图 93：房地产行业超额收益空间或在 30%左右



资料来源：招商证券

2. beta 行情区间顺势选股，先周转蓝筹再高杠杆弹性，选股苛刻性较强

按周期阶段顺势选股，“先高周转蓝筹、再高杠杆弹性”，政策确认转向是分水岭。2018 年底及 2019 年初，行业处于“政策平、基本面下”阶段，货币端改善早已率先向高信用龙头房企传导，大蓝筹房企增量部分融资成本明显下降，但向低信用评级的传导尚不明显，并且大蓝筹房企基本面抗周期波动的能力更强，投资者风险偏好的改善也相对有限，**所以此阶段仍以高周转的大蓝筹为主**，当然，高杠杆企业已经蠢蠢欲动（预期领先）；

2019 上半年，行业将处于“政策上、基本面下”阶段，政策端边际改善将带来三点变化，一是融资成本继续下降并且向低评级房企扩散，二是基本面预期将出现边际改善，三是投资者风险偏好将有修复，此阶段选股思路可以更进取一些，将更为重视“估值弹性”，而估值弹性主要取决于估值本身及业绩弹性预期，所以**高杠杆公司将更受青睐（折价幅度更高、业绩弹性更大）**；**2019 下半年**，行业将处于“政策上、基本面上”阶段，此乃周期性行业超额收益最佳时期，估值弹性大幅释放之后逐步下降，业绩弹性预期将逐步主导行情，此阶段**仍然首选高杠杆企业**。此外，**高周转大蓝筹 2019 全年虽然弹性不及高杠杆企业，但仍可获取稳健回报，“蓝筹+弹性品种”实乃攻守兼备组合；**此外，行情末端再关注资源型企业，核心逻辑是涨价背景下的价值重估。

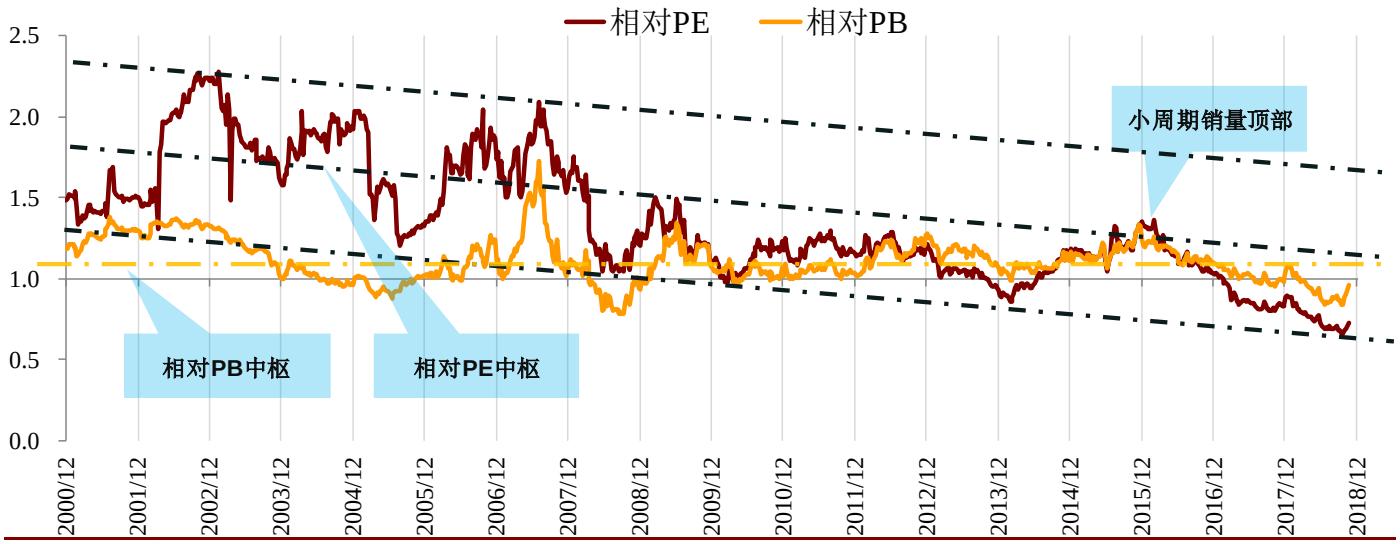
在以上经典逻辑之后，我们仍需关注此次周期的不同，即选股苛刻性提升：和其余所有行业对比，从去杠杆到稳杠杆的变化反映到房地产行业是相对最慢的，即便进入流动性改善通道，行业融资也不再是普惠制改善，**过度运用杠杆，甚至利用杠杆进行多元化的公司，品牌和上下游溢价能力低的公司，管理红利低的公司等都无法获得便宜的钱，以至于我们在一个行业超额收益的区间不得不苛刻性选股，某些弹性标的弹性下降甚至不具备弹性。弹性品种要更重视管理红利充分，周转和杠杆率相对均衡的公司。**

3. 开发类个股超额收益三因子，集中度提升仅是规模因子外在表现

重申开发类个股超额收益三因子，集中度提升只是规模因子的外在表现。地产股超额收益可分解为“盈利和估值”的超额增长，其中，盈利由规模和利润率主导，而规模是“杠杆+周转”的结果，所以地产股超额收益主要来自规模、利润率、估值等三个因子，集中度提升只是规模因子的外在表现，需要跳出集中度唯一逻辑；

利润率提高主要源自行业周期/拿地节奏/价值创造能力，尤其是基于企业经营内功的价值创造能力；估值角度首先要关注性价比，方向主要由政策预期主导。**此前限价背景及未来周期回落阶段，利润率因子有所压制而规模因子更为突出**，但长期角度价值创造能力贡献的利润率因子也很重要。

图 94：板块相对 PE 中枢下滑，而相对 PB 中枢稳定



资料来源：招商证券　　注：房地产板块相对 PB 或 PE 是指 wind 房地产板块相对 wind 全 A 而言

4. 开发类重点房企横向比较

根据杜邦分析法，大致可将房企大致分为三类：高周转型、资源型（一般周转偏慢但净利率较高）、高杠杆型（一般兼具较高周转），如下是这三类房企的几个典型。

表 13：杜邦分析法角度看房企（2017 年）

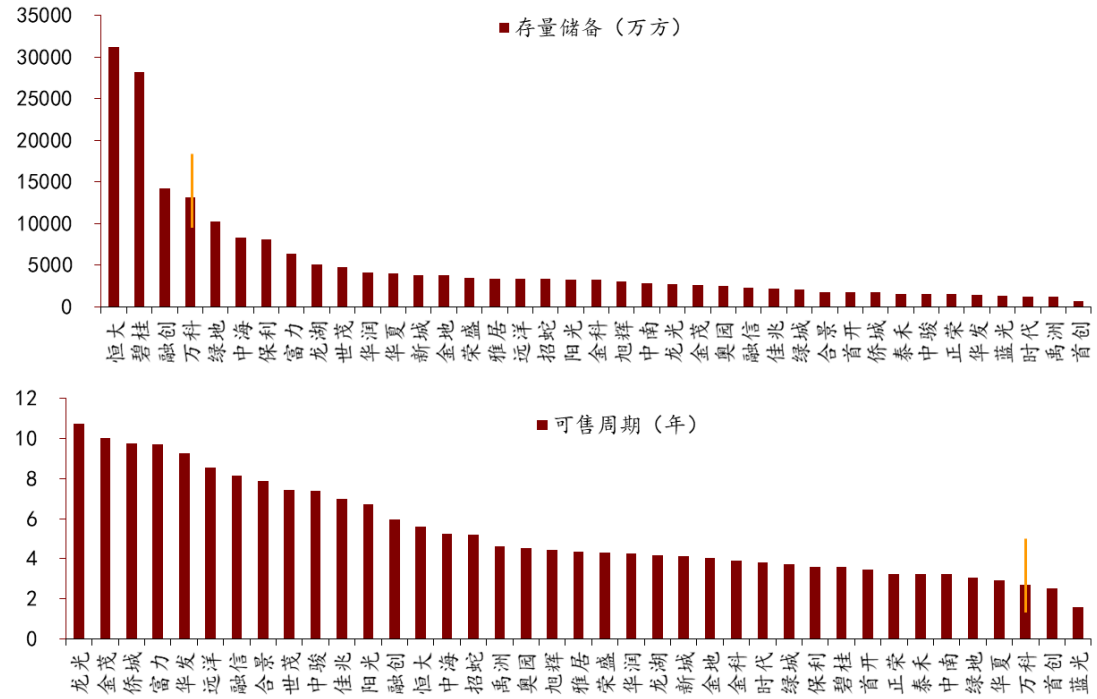
杜邦分析法	高周转型				资源型			高杠杆且较高周转型		
	万科	碧桂园	保利	新城	侨城	招蛇	华夏	恒大	融创	阳光城
A 归母净利率(a*b)	11.5%	11.4%	10.7%	**14.9%**	**20.4%**	**16.2%**	**14.7%**	7.8%	16.5%	6.2%
a 全口径净利率(a1*a2*a3)	15.3%	12.6%	13.4%	15.4%	22.0%	19.9%	14.8%	11.9%	17.5%	6.7%
a1 EBIT/营收(经营净利润率）	21.7%	20.4%	19.3%	21.5%	33.9%	29.1%	23.1%	27.4%	31.1%	11.6%
a2 利润总额/EBIT(利息负担)	97%	100%	91%	96%	89%	94%	93%	91%	74%	94%
a3 净利润/利润总额(税负因素)	73%	62%	77%	75%	73%	72%	69%	48%	76%	62%
b 归母净利占比	75%	91%	79%	96%	93%	81%	100%	66%	94%	93%
B 资产周转率	**24%**	**28%**	**25%**	**28%**	23%	26%	19%	20%	15%	20%
实际采用指标：开发周期(年）	**2.7**	**3.6**	**3.1**	**3.0**	9.7	5.2	3.5	4.5	6.0	3.0
C 权益乘数	8.1	10.0	5.9	8.1	3.8	4.7	**10.0**	**19.6**	**13.7**	**10.3**
实际采用指标：净负债率(扣永续债）	50%	67%	108%	99%	67%	106%	**75%**	**240%**	**312%**	**334%**
ROE(A*B*C)	23%	32%	16%	34%	18%	20%	28%	31%	33%	13%

资料来源：Wind，招商证券；

（1）储备和周转：地不在多、够用则灵

万科土储绝对量约 13000 万方（未售计容口径），虽然很大，但可售周期不到 3 年，处于极低水平，反映高周转特色；华侨城土储绝对量虽不到 2000 万方，但可售周期近 10 年，处于较高水平，反映其周转偏慢，但相应净利率较高。

图 95：重点房企存量土储和可售周期比较

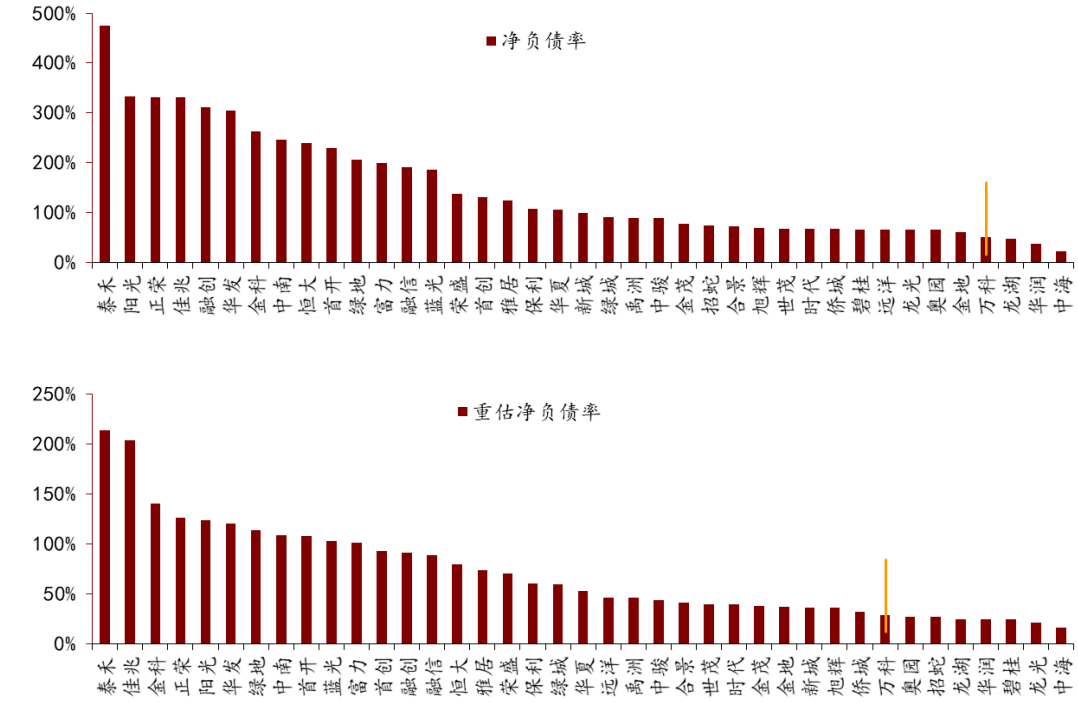


资料来源：招商证券

（2）杠杆、融资成本和偿债压力：高杠杆一般对应较高融资成本和较大偿债压力，这也倒逼其追求较快的周转

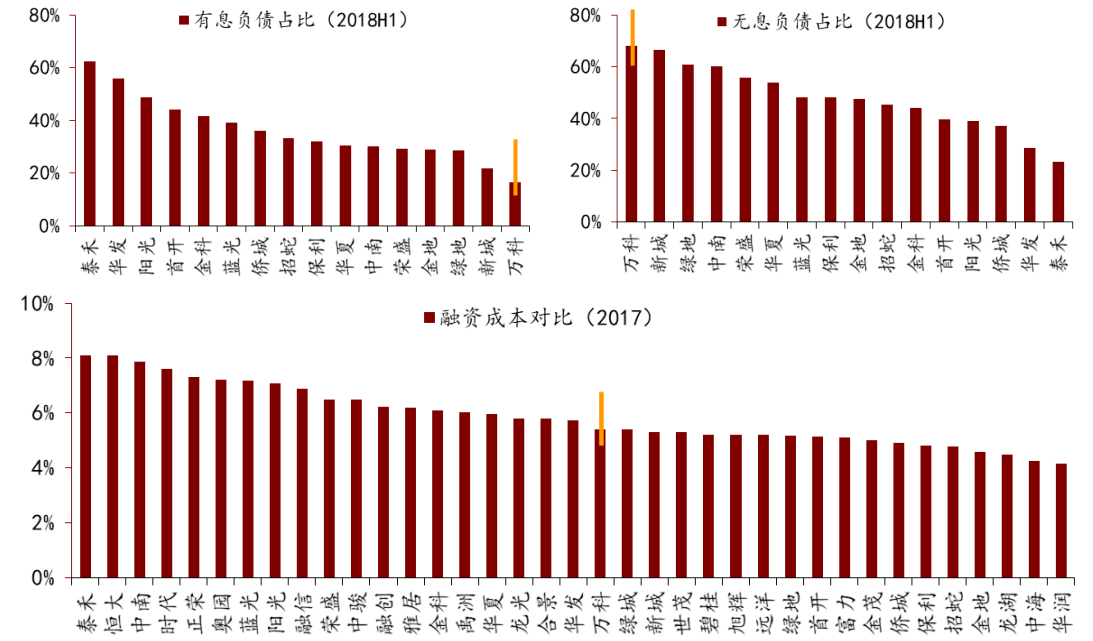
泰禾/阳光城等净负债率均在 300%以上，处较高水平；两者的综合融资成本也均在 7%以上，偏高；对应现金/即期有息负债覆盖倍数均小于 80%，短期偿债压力较大；这也倒逼高杠杆房企一般都会追求较快的周转，如泰禾可售周期分别为 3.2 年。

图 96：重点房企净负债率比较



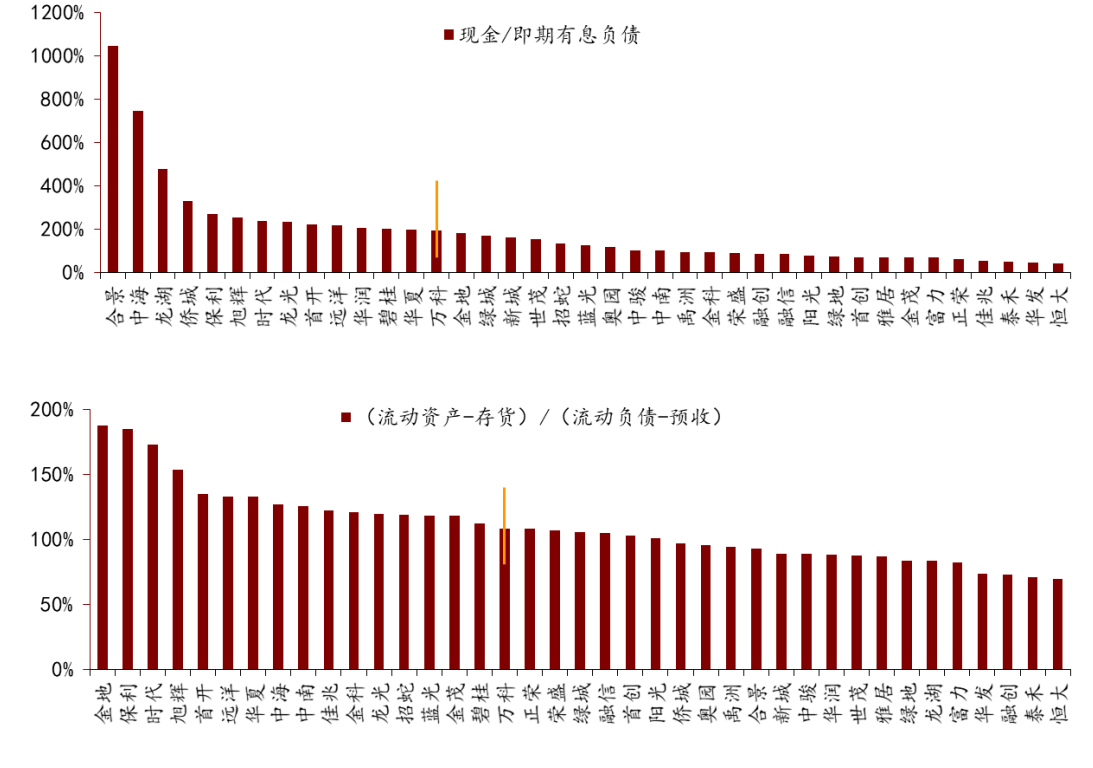
资料来源：Wind，招商证券　　注：净负债率=（有息负债-现金）/净资产，重估净负债率=（有息负债-现金）/RNAV

图 97：重点房企负债结构和融资成本比较



资料来源：招商证券

图 98：重点房企短期偿债压力和存量流动性比较

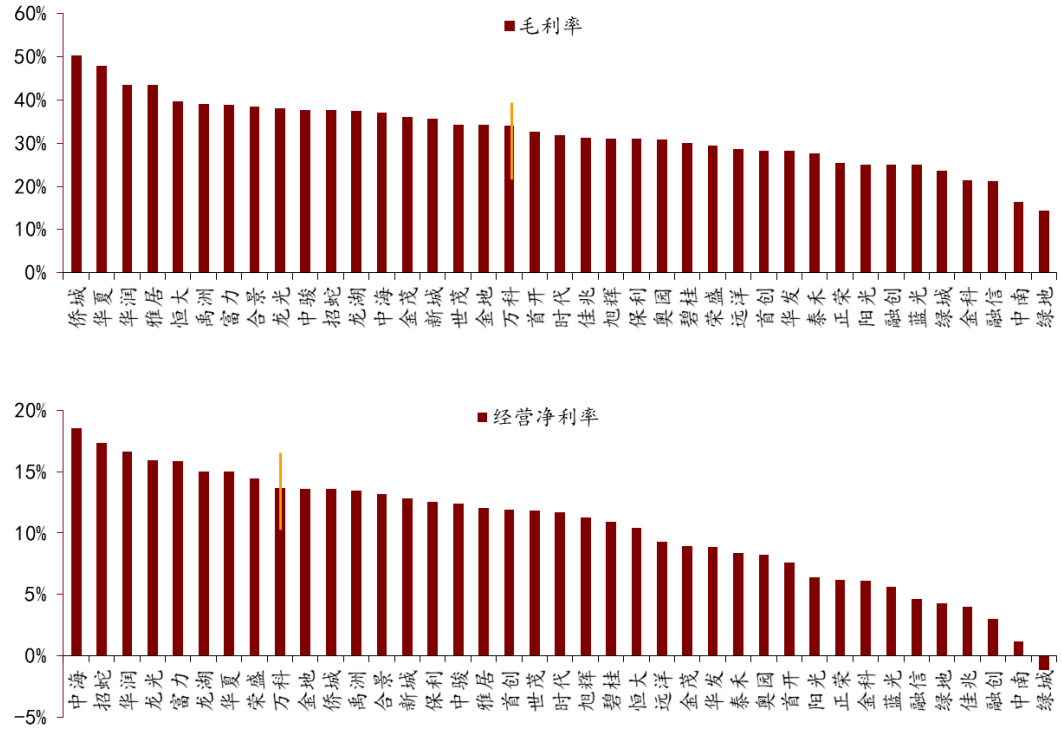


资料来源：招商证券

（3）盈利能力：高净利率一般对应偏慢的周转

华侨城/招商蛇口毛利率均在 35%以上，净利率均在 15%以上，盈利能力较高，但他们存量土储的可售周期分别为 10 年/5 年；较慢的周转才能给予充分的时间去创造更高的价值。

图 99：重点房企毛利率和净利率比较

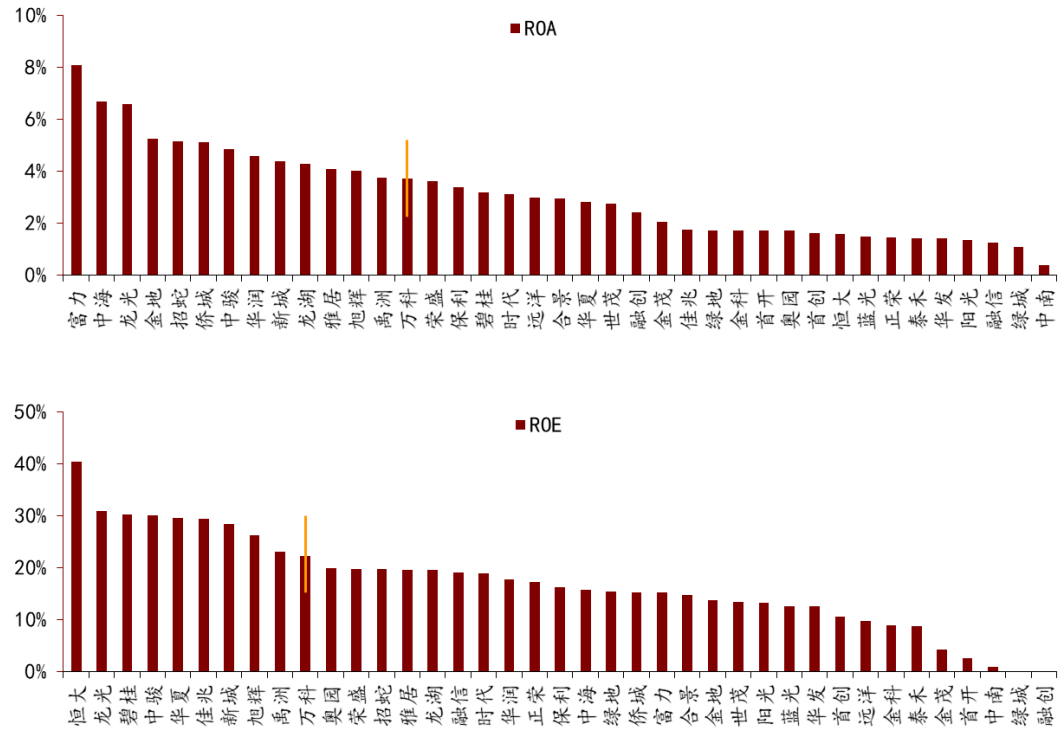


资料来源：招商证券

（4）资本回报率：杠杆/盈利/周转的综合比较

靠高杠杆推高 ROE 的典型如恒大，高净利率推高 ROE 的典型如华夏幸福，极致周转推高 ROE 的典型如碧桂园，低杠杆但较快周转和较好盈利推高 ROE 的典型如万科。

图 100：重点房企 ROA&ROE 比较



资料来源：招商证券

5. 配置组合

（1）开发领域：

当前阶段仍重点推荐高周转型大蓝筹：该类房企主要通过高速周转模式实现稳定的净利润率（类似于制造业），未售货值一般只够卖 3 年左右，此时若按照当前货值去折现，会低估公司的价值，因此通常高周转公司在行业平稳时期可以享有一定的 NAV 溢价；短期而言，行业仍处于“政策平、基本面下”阶段，并且涨价因子受到限制，规模因子相对更为突出，所以当前阶段重点推荐高周转龙头。**高周转型大蓝筹首选【万科 A、保利地产、金地集团】等，杠杆不高且融资优势相对显著，行业格局集中趋势下最为受益；此外，与高杠杆弹性品种相比，高周转大蓝筹更具长跑潜力，是成功穿越周期的品种。**

2019 上半年开始重点关注高杠杆型房企：该类房企一般兼具快周转（高杠杆决定）特征，但由于高融资成本的拖累，其净利率一般相对较低；但高杠杆公司实乃典型的顺周期弹性品种，潜在预期差较大，一旦行业政策预期松动或者基本面底部复苏，高杠杆品种的超额收益空间也相应更大，而 2019 上半年将进入“政策上、基本面下”阶段，下半年将进入“政策上、基本面上”阶段，高杠杆品种的估值弹性和业绩弹性将得到释放，所以该阶段需重点关注高杠杆品种。**高杠杆弹性品种关注【中南建设、阳光城】等，虽然杠杆偏高但仍相对可控，估值弹性和业绩弹性均较大。**

资源型公司风险相对较小收益相对稳健、最好的投资时机在于“涨价”阶段的价值重估：该类房企销售净利率高于其他两类，主要来自于拿地成本优势和货币的时间价值，一定程度上也有主动的价值创造能力（区域和产品溢价），其未售货值一般可供销售 5 年以上甚至 10 年左右，之所以被定义为资源型房企，主要就是土地储备又多又便宜，这种企业短期资本开支压力不大，并且抵御房价周期波动的能力更强，所以具备显著的低风险特征，当前市值较 NAV 折价幅度高达 50%左右，一般在行业复苏阶段 NAV 估值能够修复到接近平价位置，虽然短期受制于限价，但长期而言，核心城市土地仍是稀缺资源，“资源红利”必将陆续释放。**资源型公司推荐【华侨城 A、苏宁环球】等**，资源储备潜在价值突出，极致低估且经营效率边际上有改善。

（2）存量环节：

核心优质物业（包括商办及物流）仍具备对抗周期衰退的能力，并且长期复合回报也相对可观（类比 Reits）；其中，优质商办领域关注【中国国贸、金融街】等，物流地产领域关注第二梯队潜在龙头【南山控股】。

长租、物管、交易、房地产金融等新经济依然是战略上持续看多的领域。

“租购并举”是重大制度性变革，政策红利有望持续落地，大开发商、地方国企、中介服务商等将成集中式长租的主导，二手中介将成分散式长租的主导；虽然轻资产金融模式面临调整风险，并且短期盈利也有一定压力，但战略性业务应该用更长远的眼光去考量，“先有规模、再有盈利”，关注【我爱我家】等。

中国房屋资产存量持续增长，“资产属性”和“居住体验”等诉求均在呼唤更好的物管服务，并且以房屋为基础，可建立人与资产的链接，进而获取更丰富的流量变现模式，实乃**“周期中的消费升级”**，近年来相关标的也在 H 股快速资本化，关注【碧桂园服务】【绿城服务】【彩生活】等。

中国核心城市房地产已进入存量时代，全国角度正处于增量向存量的过渡阶段，未来存量房屋资产的“流动”将是大势所趋，关注【我爱我家、国创高新】等。

此外，Reits 等房地产金融相关主题是长期关注焦点，重点关注具备资产运营能力的房地产基金稀缺标的【光大嘉宝】，然后关注具备重估价值的自持型标的【国贸、金融街】等。

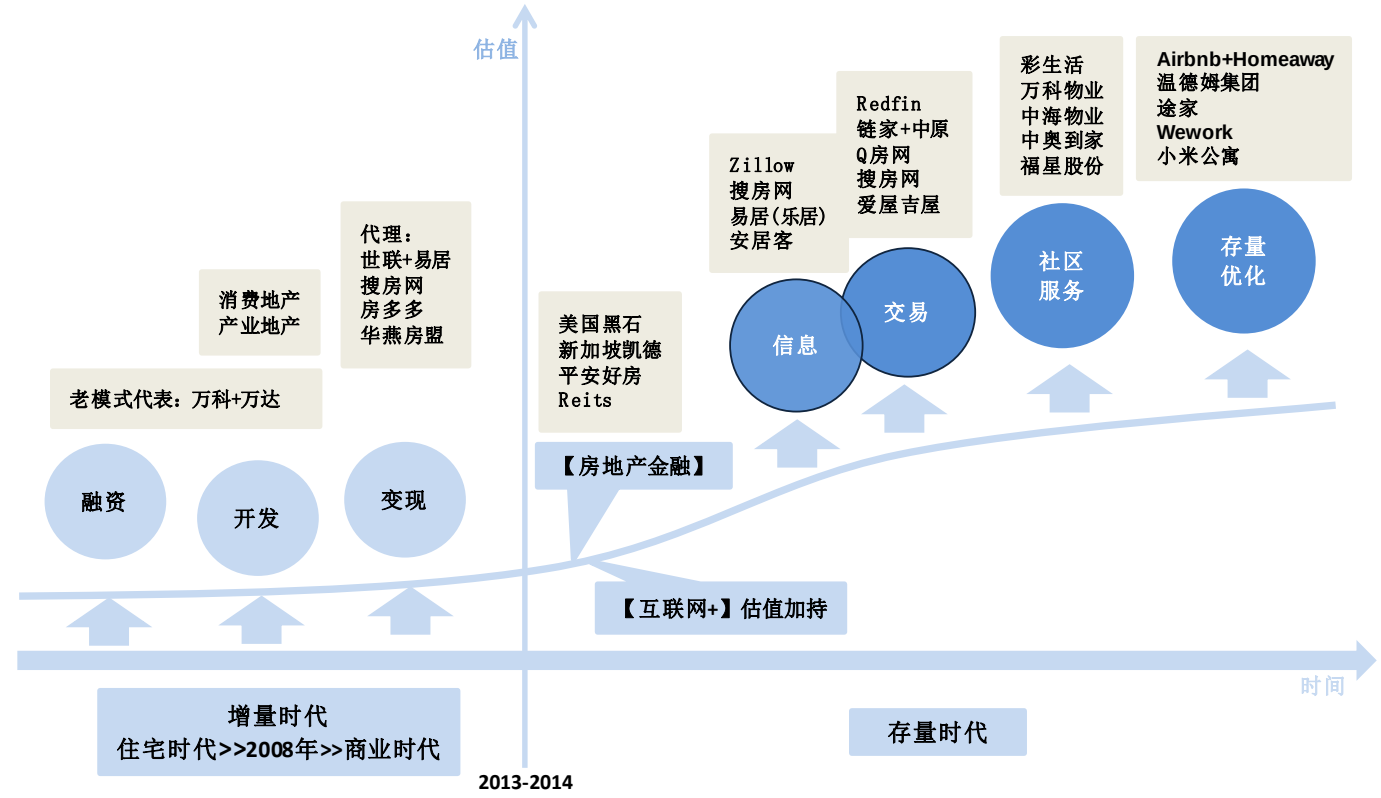
（3）持续关注“长三角一体化”、“粤港澳大湾区”、“京津冀协同发展”三大区域主题：上述三个区域是中国人口和产业持续集中的“三极”，也是房地产兵家必争之地，均上升为国家战略，未来量价表现将明显超越行业平均水平，其中，“长三角”关注【新城控股】等，“粤港澳”关注【华侨城 A、龙光地产】等，“京津冀”关注两大价值龙头。

图 101：重点房企估值

代码	名称	市值	RNAV	市值/RNAV	18 EPS	19EPS	2018 PE	2019 PE	PB
000002.SZ	万科	2,840	2834	100%	3.22	3.86	8.0	6.7	2.1
600048.SH	保利	1,558	1986	78%	1.71	2.08	7.7	6.3	1.5
600383.SH	金地	435	680	64%	1.79	2.11	5.4	4.6	1.1
000671.SZ	阳光	234	475	49%	0.79	1.10	7.3	5.3	1.5
000961.SZ	中南	237	413	57%	0.54	0.98	11.7	6.5	1.7
600466.SH	蓝光	158	228	69%	0.78	1.13	6.8	4.7	1.6
000069.SZ	侨城	505	1144	44%	1.32	1.58	4.7	3.9	1.0

资料来源：招商证券

图 102：增量到存量的变迁-招商证券房地产新经济产业图谱



资料来源：招商证券

七、风险提示

政府对经济下行压力的容忍度超预期;

三四线去化率下降超预期;

长效机制落地超预期。

等

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心房地产行业联席首席分析师，同济大学金融专业，10 年证券行业研究经验（6 年房地产+4 年纺服），08-11 年就职于天相投顾，12 年加盟招商证券纺服团队（所在团队一直保持新财富前三），15 年再次从事房地产行业研究。

董浩：2017 年 7 月加入招商证券，2 年房地产行业研究经验，南京大学管理学硕士。

李洋：2017 年 2 月加入招商证券，中南大学管理学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围奖；2016 年度“天眼”中国最佳分析师 房地产行业盈利预测最准确分析师 第一名；2017 年中国证券分析师 金牛奖 房地产行业 第四名。2018 年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业 第一名；2018 年 Wind 金牌分析师 房地产行业 第四名；2018 年金牛奖最具价值分析师；2018 年度“天眼”明星分析师团队成员分获第一、四名；房地产行业盈利预测最准确分析师第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。