

从宏观周期与国别比较看中国地产



宁静鞭

中金公司研究部

2015年8月

目录

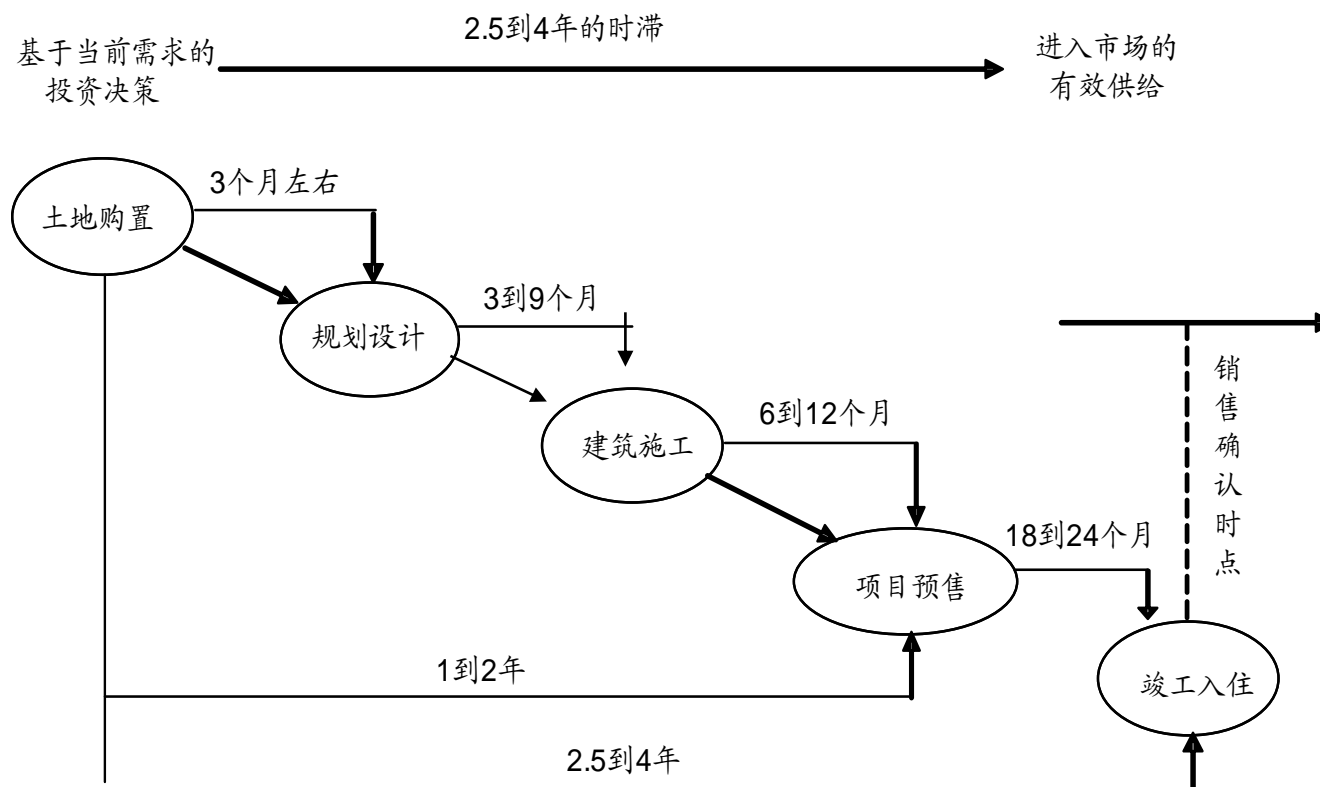
第一部分	行业特征	-----2
第二部分	供求分析框架	-----6
第三部分	估值理论	-----23
第四部分	公司研究	-----29
第五部分	股票投资	-----40

第一部分

行业特征

房地产供应弹性小

房地产行业开发周期长



资料来源: CRED, 中金公司研究部

房地产需求的金融属性强

实际利率与房价负相关关系明显

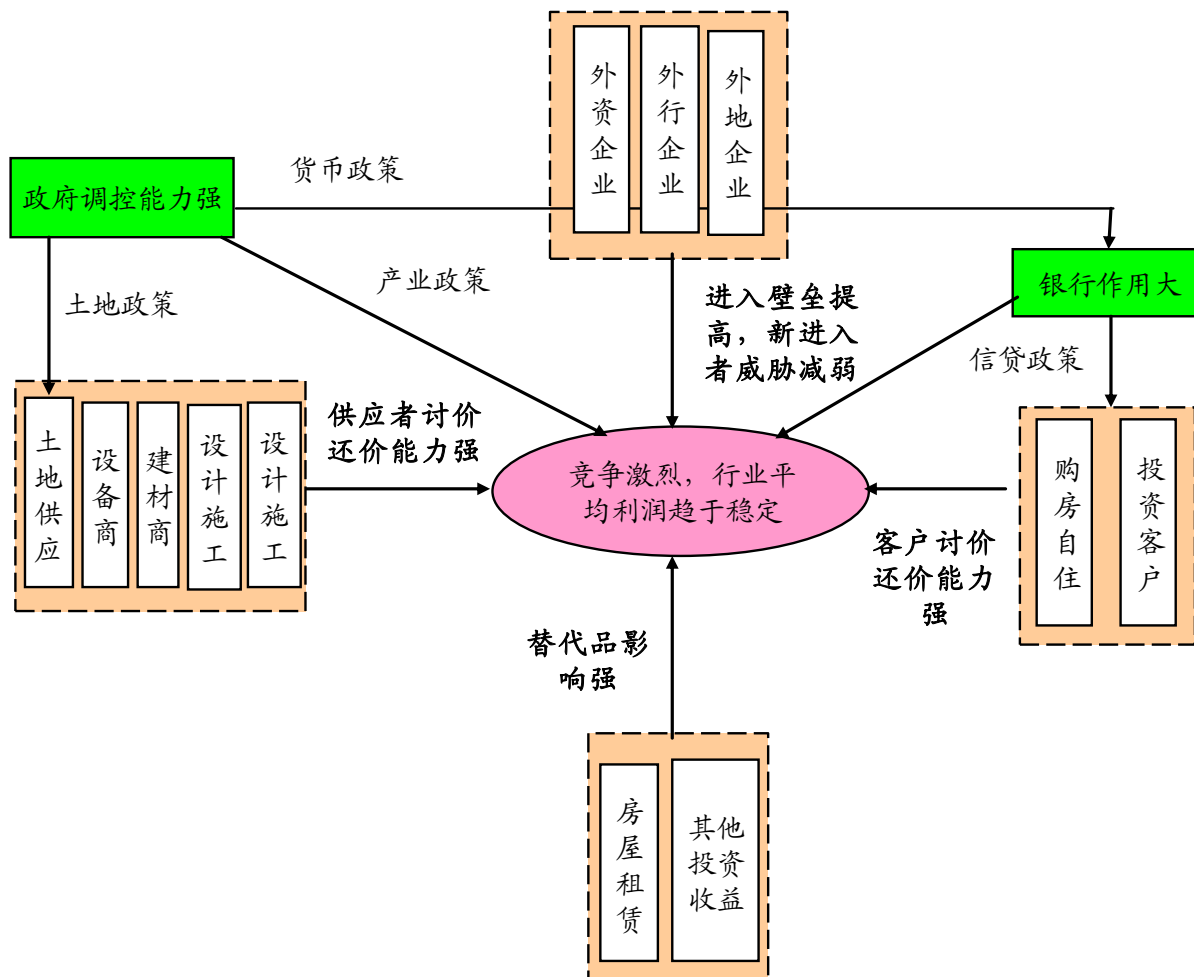


资料来源：Wind，中金公司研究部

行业有三依赖：政策依赖、资本依赖和资源依赖

- 开发商核心是整合资源；
- 政府通过对土地和资金控制行业明显。
- 资金要求高
- 进入壁垒低，三外企业进入加速；
- 行业竞争从无序到有序；

开发商竞争结构



资料来源：CRED，中金公司研究部

第二部分

供求分析框架

房地产行业的供求分析框架

长期、中期、短期的关键点及重点指标

长期

关键点

需求趋势

重点指标

住房存量
人口趋势

中期

供应与政策

货币供应量
新开工
调控政策

短期

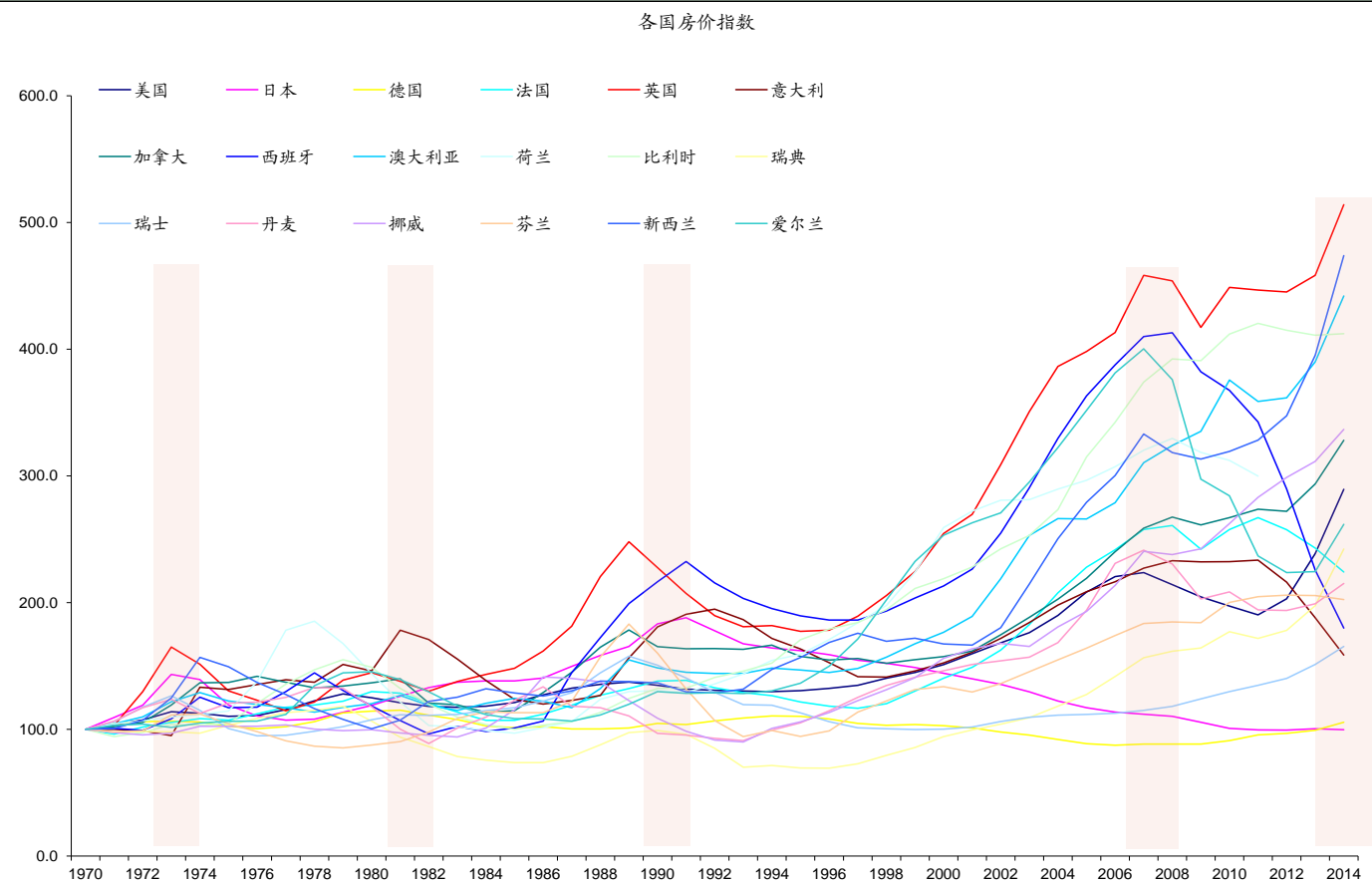
市场热度

去化率

资料来源：中金公司研究部

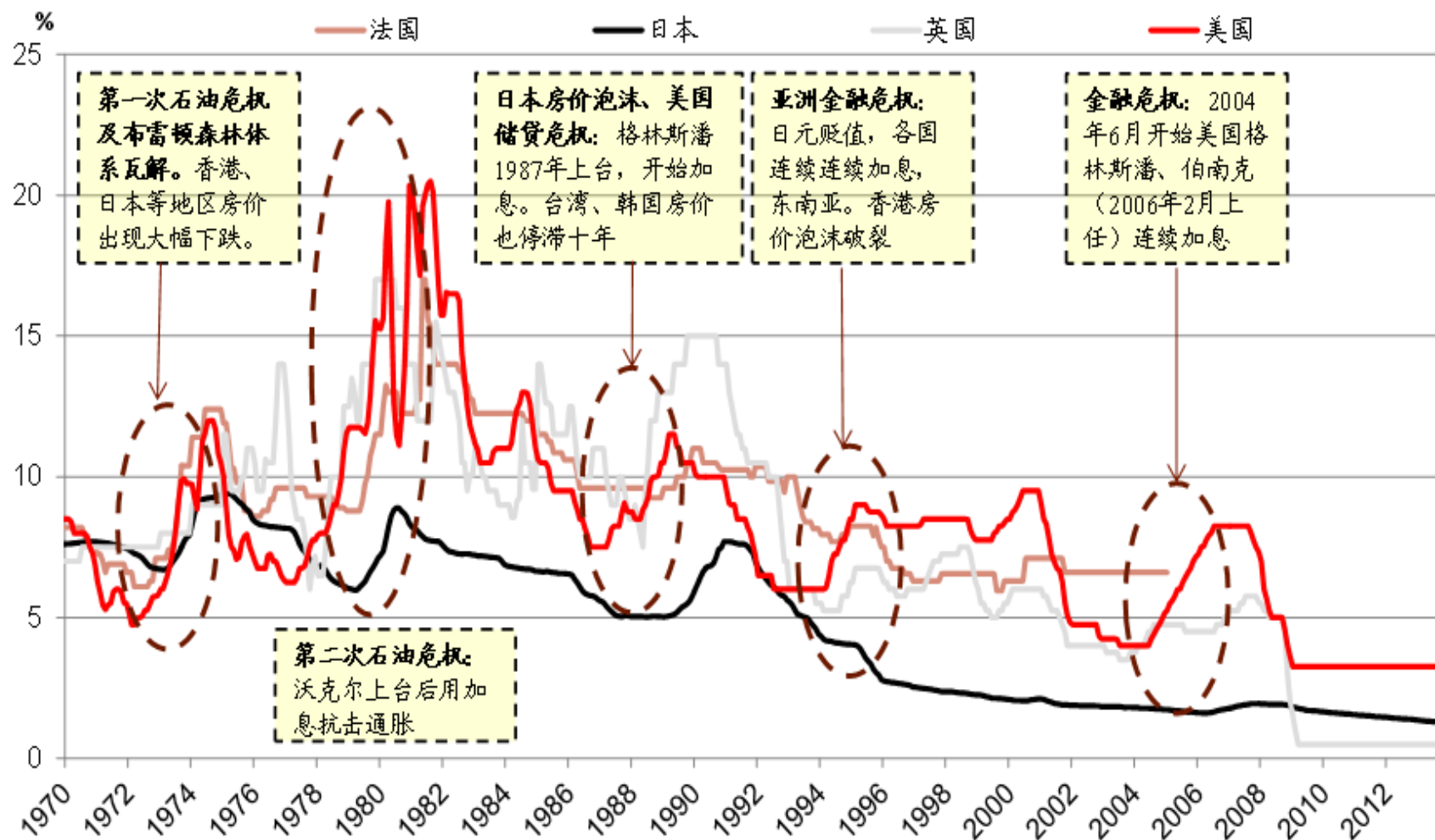
过去四十年世界主要国家房价经历了五个大周期

主要国家房价经历了五个大周期，与经济周期基本一致



主要与全球流动性变化有关

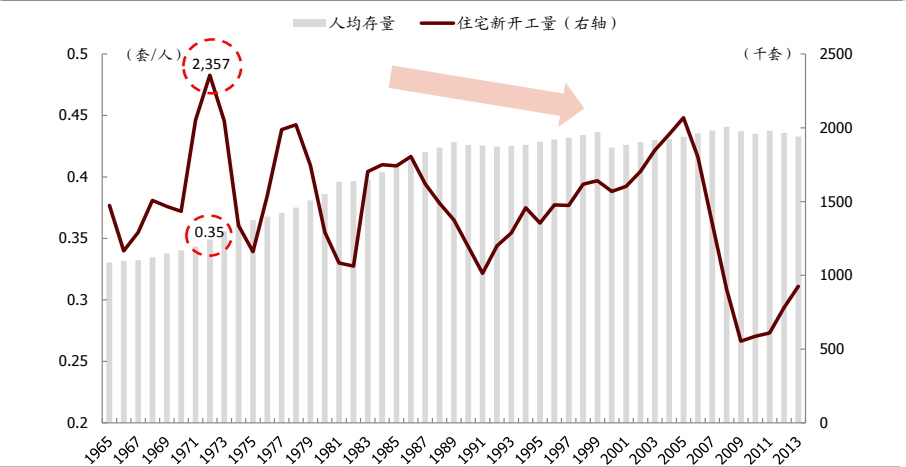
主要国家利率走势与房价泡沫



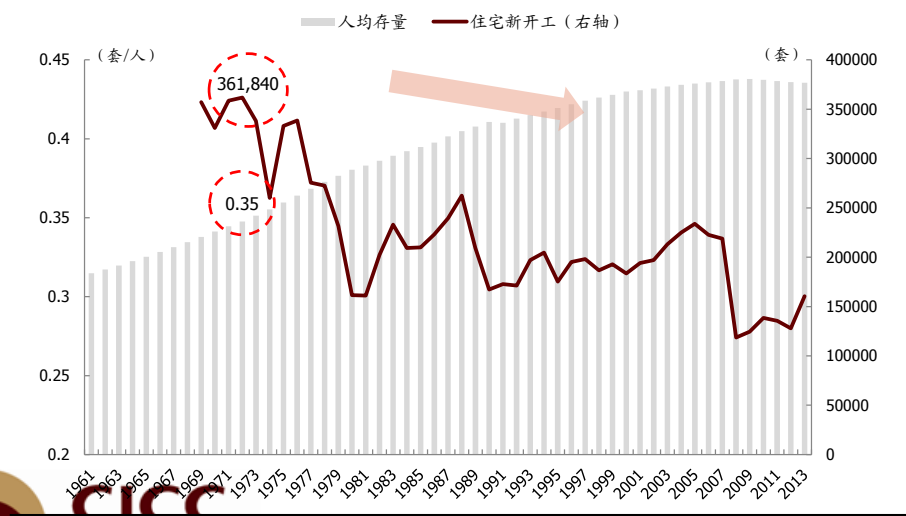
资料来源：IMF，中金公司研究部

但各国住房建设量的大周期只有一个

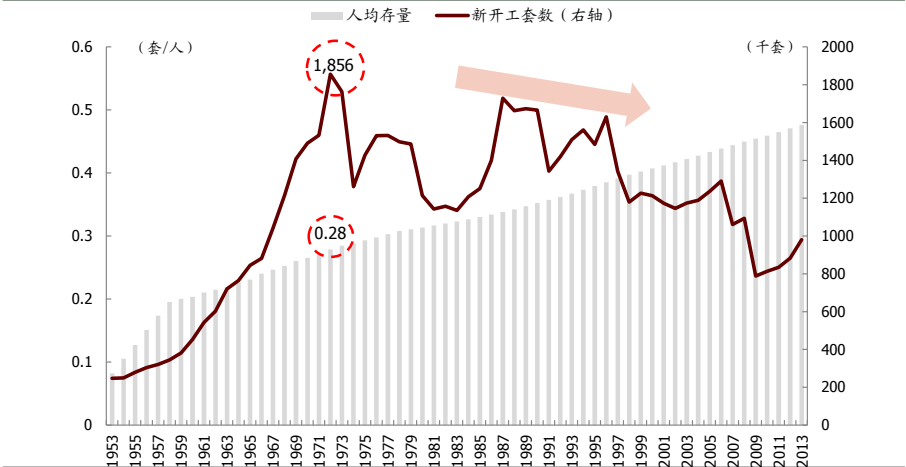
美国在实现人均0.35套住宅时开发见顶



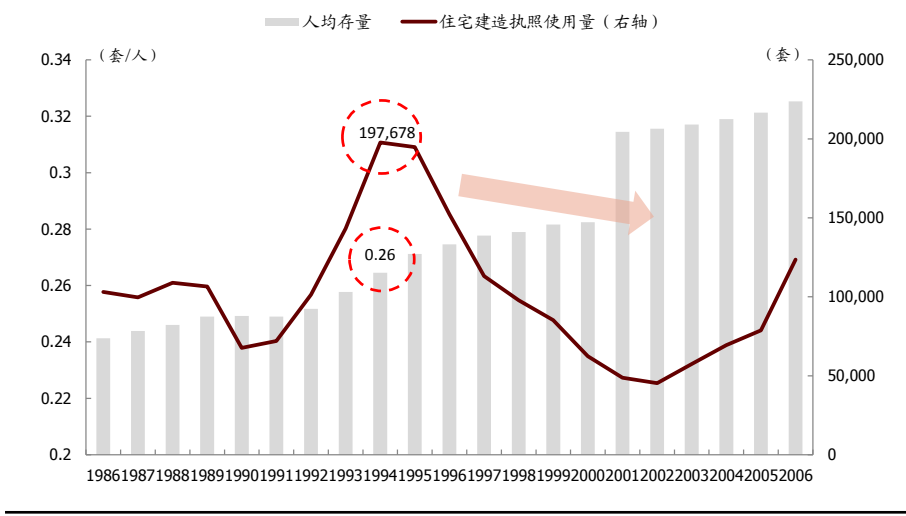
英国在实现人均0.35套住宅时住宅开发量也见顶



日本在实现人均0.28套住宅时开发见顶



台湾在实现人均0.26套住宅时住宅开发见顶



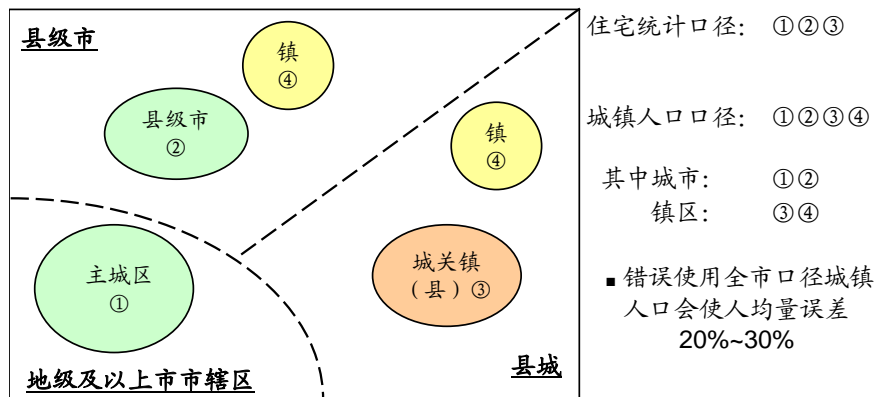
中国有多少住房？全国约420亿平米，城镇中200亿平米

全国存量住房分布测算

亿平方米 住建部	CICC 估计			六普数据	统计局
	存量住房面积 (亿平方米)	对应常住人口 (万人)	人均住房面积 (平方米)		
2005年末： 108 + 2006-2010竣工： 商品住宅27亿 平方米 其他住宅10亿 平方米 + 小产权房： 20亿平方米 - 拆迁： 15亿平方米 合计：150	一线城市主城区	15	5,600	27	102
	二线城市主城区	34	12,000	29	
	三线城市主城区	52	17,000	31	
	四线城市（县级市）主城区	19	5,400	35	
	城关镇（县城）镇区部分	80	7,850万户	户均104平方米	79
	建制镇镇区部分				
城镇合计		200			城镇合计：196
农村		220	19,500万户	户均109平方米	211
城乡合计		420			城乡合计：407

数据来源：住建部，第六次人口普查数据，中金公司研究部；注：住房口径包括所有商品住宅、自建房、房改房、职工家属宿舍和集体宿舍等所有专供居住的房屋。

人口统计与住房统计口径对应关系



数据来源：国家统计局，中金公司研究部

三线城市主城区已经达到户均一套房

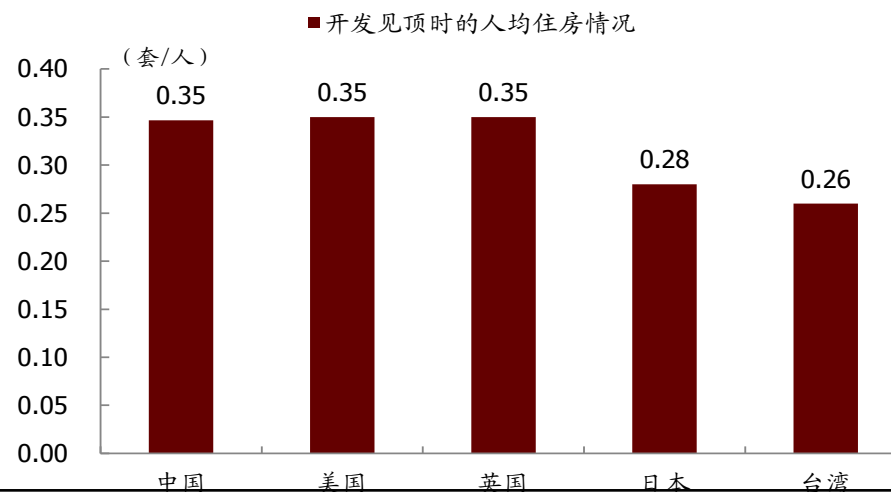
三线城市主城区存量住房套数测算			三线城市主城区家庭户数测算		
2000年住宅普查-三线城市主城区平均存量住房（万平方米）	A	1,068	2010年三线城市总人口（万人）	J	99,851
户均住房面积（平方米）	B	75	三线城市主城区人口占总人口比	K	24%
2000年每个三线城市主城区平均存量住房套数（万套）	C=A/B	14	三线城市主城区总人口（万人）	L=J*K	23,964
2001-2011年平均每个三线城市主城区住宅销售面积（万平方米）	D	732	三线城市主城区非农业人口比例	M	57%
考虑小产权房和拆迁对每个三线城市主城区住房增量的影响（万平方米）	E ^	93	三线城市主城区城镇人口与非农业人口比例	N ^	1.25
2001-2011年平均每个三线城市主城区新增住房面积（万平方米）	F=D+E	825	三线城市主城区城镇总人口（万人）	O=L*M*N	17,075
新增住房套均面积（平方米）	G ^	90	三线城市数量	P	251
2001-2011年平均每个三线城市主城区新增住房套数（万套）	H=F/G	9	平均每个三线城市主城区城镇人口（万人）	Q=O/P	68
2011年末平均存量住房套数（万套）	I=C+H	23	户均人口	R	3.1
			平均每个三线城市主城区总户数（万户）	S=Q/R	22

已经实现户均一套房

数据来源：国家统计局，中金公司研究部；注：三线城市主城区仅指251个地级市市辖区的城市部分；^为中金估计数。

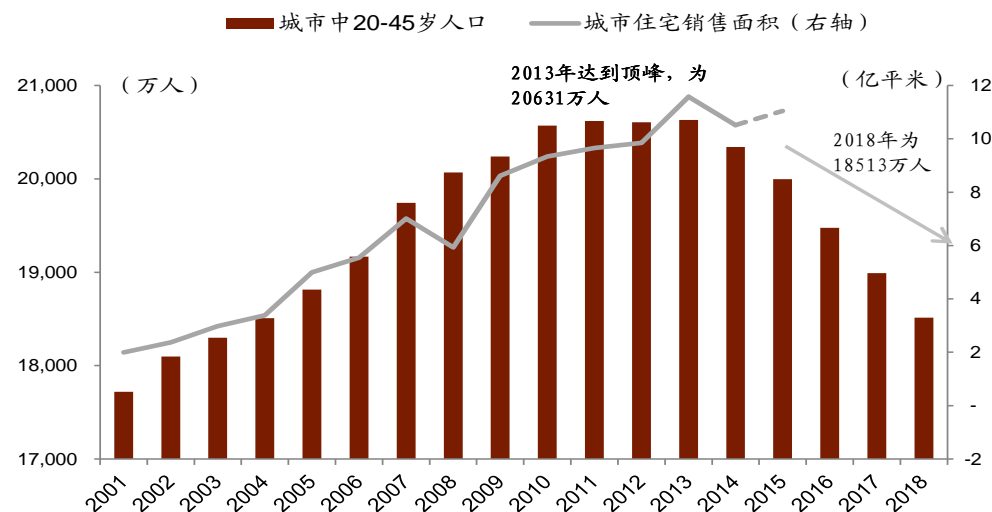
中国住宅开发见顶进入存量时代

中国目前已达到人均**0.35套**住房



资料来源：国家统计局，中金公司研究部 注：假设中国住宅套均面积100平米

住房开发建设量将见到顶峰



远期潜在需求测算（不考虑购买力）

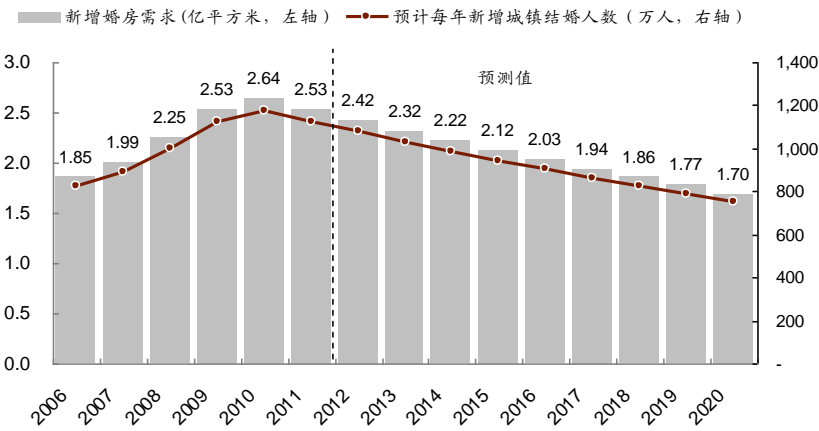
每年商品住宅潜在刚性需求大约6亿平方米，潜在改善型需求约2.5~3亿平方米

每年潜在刚性需求6 亿平方米 城市：4.0亿平方米 镇：2.0亿平方米	城镇婚房需求	=	新增结婚对数	X	购买婚房占比	X	套均面积
	城市：1.4亿平方米		城市：353.5万对		城市：50%		城市：80平方米
	镇：1.1亿平方米		镇：233.1万对		镇：60%		镇：80平方米
	拆迁产生需求	=	每年拆迁人数	X	购房比例	X	人均购房面积
	城市：2.4亿平方米		城市：887.0万人		城市：90%		城市：30平方米
	镇：0.7亿平方米		镇：466.9万人		镇：50%		镇：30平方米
	城市化需求	=	新增城镇人口	X	购房比例	X	人均购房面积
	城市：0.23亿平方 米		城市：930万人		城市：9.0%		城市：27.7平方米
	镇：0.19亿平方米		镇：570万人		镇：11.6%		镇：28.4平方米
每年潜在改善型需 求2.5~3亿平方米 城市：1.7亿平方米 镇：0.7亿平方米	改善型需求	=	家庭户总人口	X	人均改善面积	X	以购房改善的比例
	城市：1.7亿平方米		城市：3.48亿		城市：0.82平方米		城市：60%
	镇：0.7亿平方米		镇：2.42亿		镇：0.73平方米		镇：40%

数据来源：国家统计局，中金公司研究部

潜在需求分析（接上）

城镇婚房需求



数据来源：国家统计局, 中金公司研究部

城市化需求

		城市	镇
假设每年新增城镇人口数（万人）	A	1500	
其中，农民工人数（万人）	B	1200	
农民工流入占比	C	65%	35%
农民工流入人数（万人）	D=B*C	780	420
假设农民工购房比例	E ^	5%	5%
人均购房面积（平方米）	F ^	25	25
农民工购房需求（亿平方米）	G=D*E*F	0.10	0.05
其他新增城镇人口（万人）	H	150	150
其他新增城镇人口购房比例	I ^	30%	30%
人均购房面积（平方米）	J ^	30	30
其他新增城镇人口购房需求（亿平方米）	K=H*I*J	0.14	0.14
新增城镇人口总计（万人）	L=D+H	930	570
平均购房比例	M=(D*E+H*I)/L	9.0%	11.6%
人均购房面积（平方米）	N=O/(L*M)	27.7	28.4
需求合计（亿平方米）	O=G+K	0.23	0.19

数据来源：第六次人口普查数据, 中金公司研究部; 注: ^为中金估计数



拆迁需求测算

	城 市		镇
1990年以前建成的存量住房占比	A	20.3%	23.6%
普查存量住房面积（亿平方米）	B	102	79
待拆迁住房建筑面积（亿平方米）	C=A*B	20.7	18.6
对应的待拆迁家庭户数（万户）	D	3,273	3,273
预计拆迁年数	E ^	10	15
每年拆迁面积（亿平方米）	F=C/E	2.1	1.2
每年拆迁户数(万户)	G=D/E	327.3	218.2
户均人数	H	2.7	3.1
每年拆迁人数（万人）	I=G*H	887.0	672.1
其中，购房人数比例	J ^	90%	50%
购房人数（万人）	K=I*J	798.3	336.0
假设新购置住宅的人均居住面积（平方米）	L ^	30.0	30.0
每年拆迁产生住宅需求（亿平方米）	M=K*L	2.4	1.0

数据来源：第六次人口普查数据, 中金公司研究部; 注: ^为中金估计数。

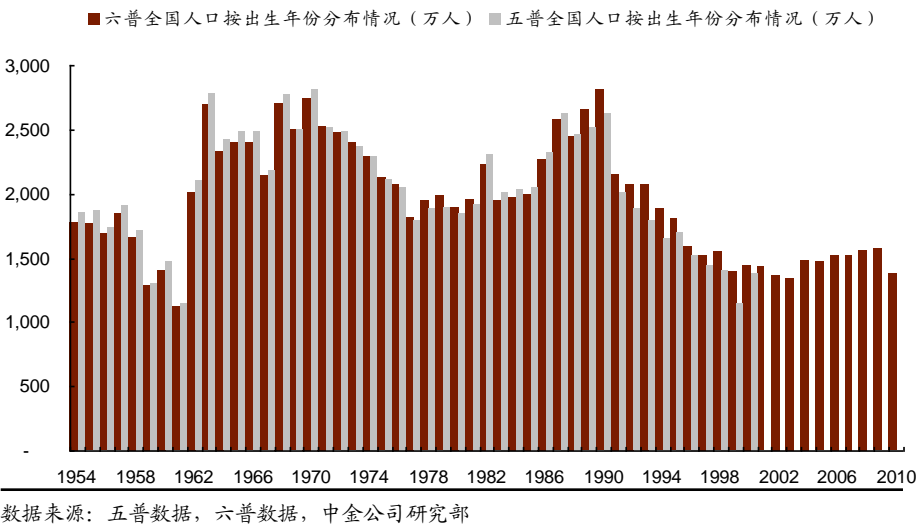
改善型需求测算

		城市	镇
人均住房8平米以下家庭占比	A	9.4%	6.8%
假设其中每年居住面积改善的人口比例	B ^	20%	20%
假设改善居住者人均住宅面积提高 (平方米)	C ^	10	10
对城市/镇人均居住面积改善的贡献 (平方米)	D=A*B*C	0.19	0.14
人均住房9-19平米家庭占比	E	22.4%	18.1%
假设其中每年居住面积改善的人口比例	F ^	20%	20%
假设改善居住者人均住宅面积提高 (平方米)	G ^	10	10
对城市/镇人均居住面积改善的贡献 (平方米)	H=E*F*G	0.45	0.36
人均住房20-29平米家庭占比	I	23.7%	23.0%
假设其中每年居住面积改善的人口比例	J ^	15%	15%
假设改善居住者人均住宅面积提高 (平方米)	K ^	8	8
对城市/镇人均居住面积改善的贡献 (平方米)	L=I*J*K	0.28	0.28
人均住房30-39平米家庭占比	M	16.5%	17.7%
假设其中每年居住面积改善的人口比例	N ^	10%	10%
假设改善居住者人均住宅面积提高 (平方米)	O ^	5	5
对城市/镇人均居住面积改善的贡献 (平方米)	P=M*N*O	0.08	0.09
对城市/镇人均居住面积改善的贡献合计 (平方米/人)	Q=D+H+L+P	1.00	0.86
其中, 产生廉租房以外需求的人均居住面积改善 (平方米/人)	R=Q-D	0.82	0.73
家庭户总人口 (万人)	S	34,846	24,166
通过购房改善居住条件的比例	T ^	60%	40%
改善型需求合计 (亿平方米)	U=R*S*T	1.7	0.7

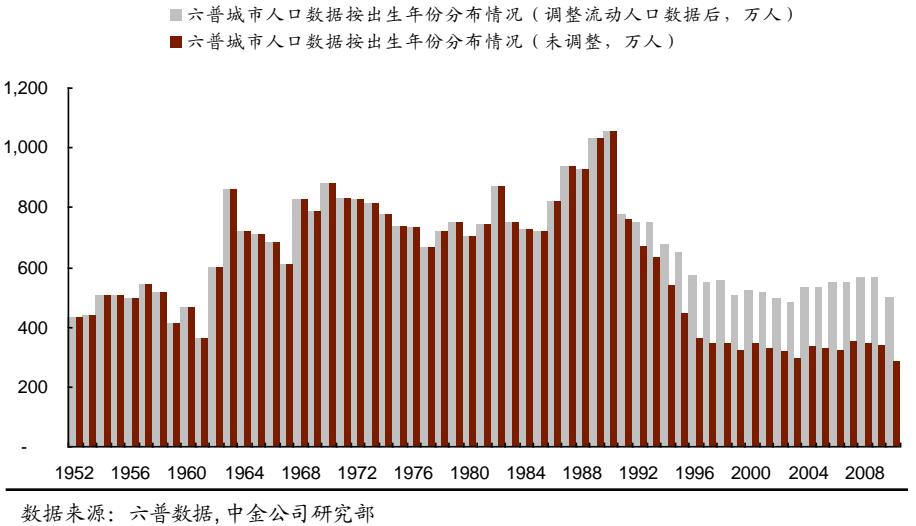
数据来源：第六次人口普查数据, 中金公司研究部; 注: ^为中金估计数; 我们假设, 当前人均居住面积8平方米以下的家庭的改善型需求主要通过廉租房等保障房来实现, 不产生商品住宅购买需求。

潜在需求：人口红利在衰减

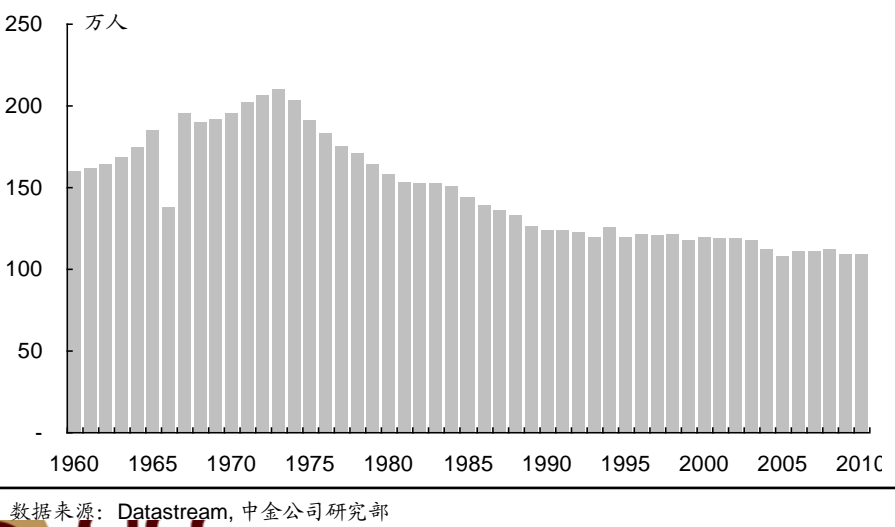
两次人口普查的全国人口年龄结构



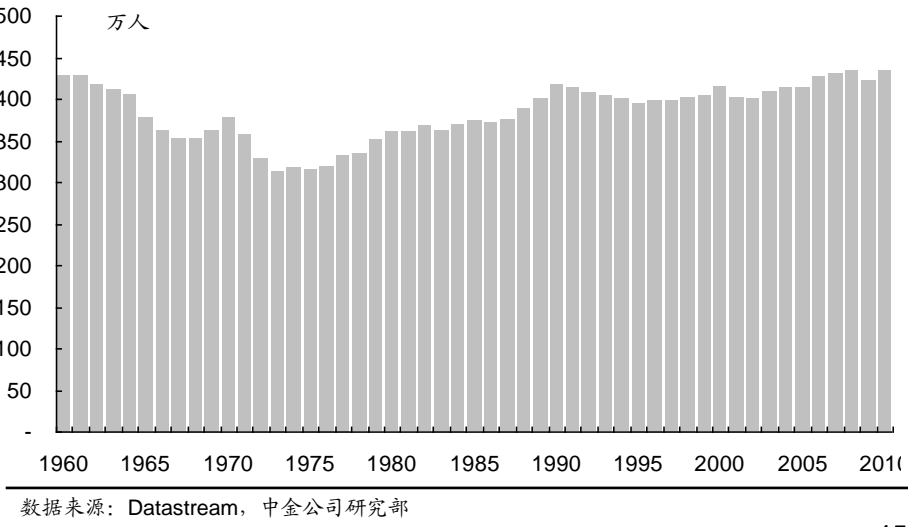
六普的城市人口年龄结构



日本历年人口出生情况

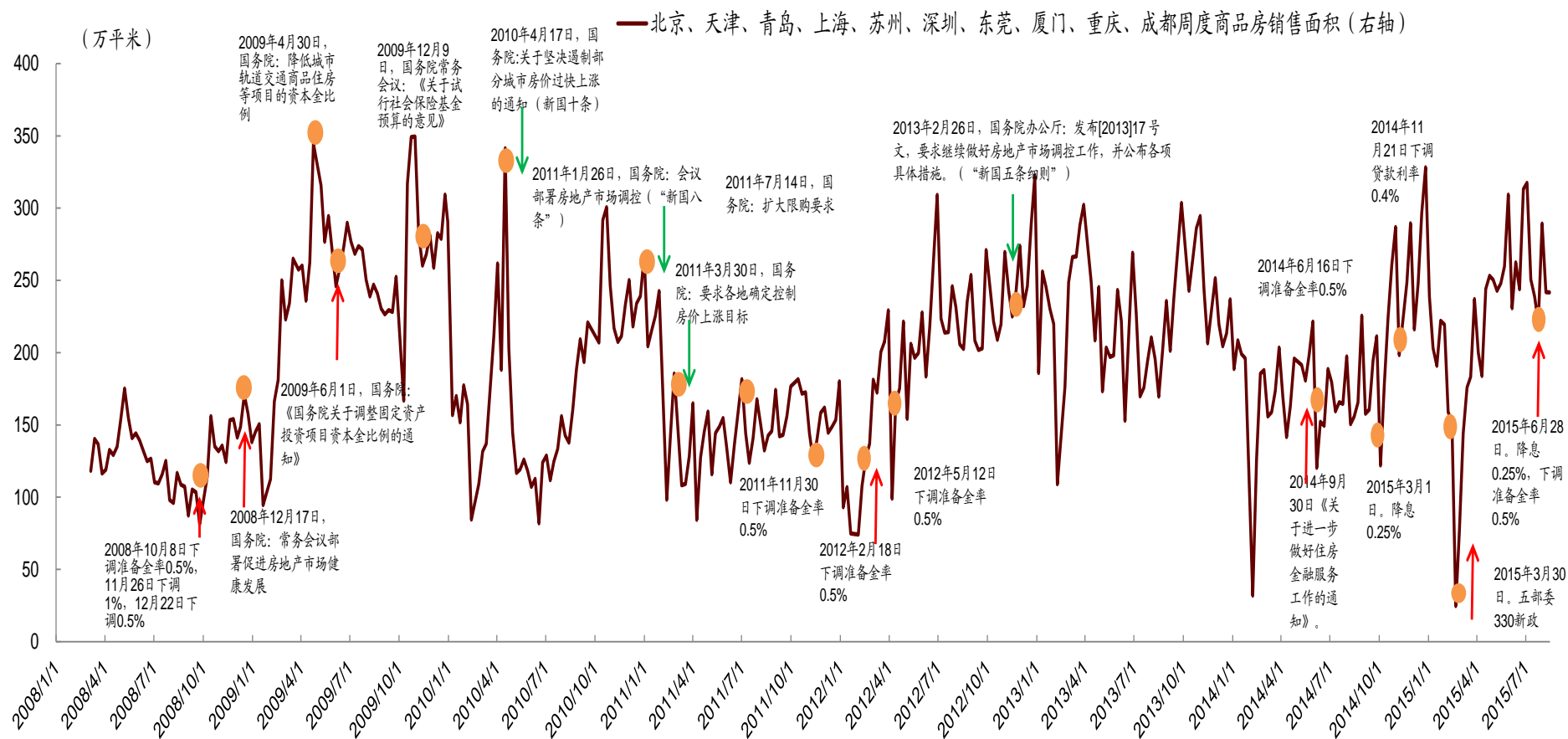


美国历年人口出生情况



中周期主要看政策+货币的拐点

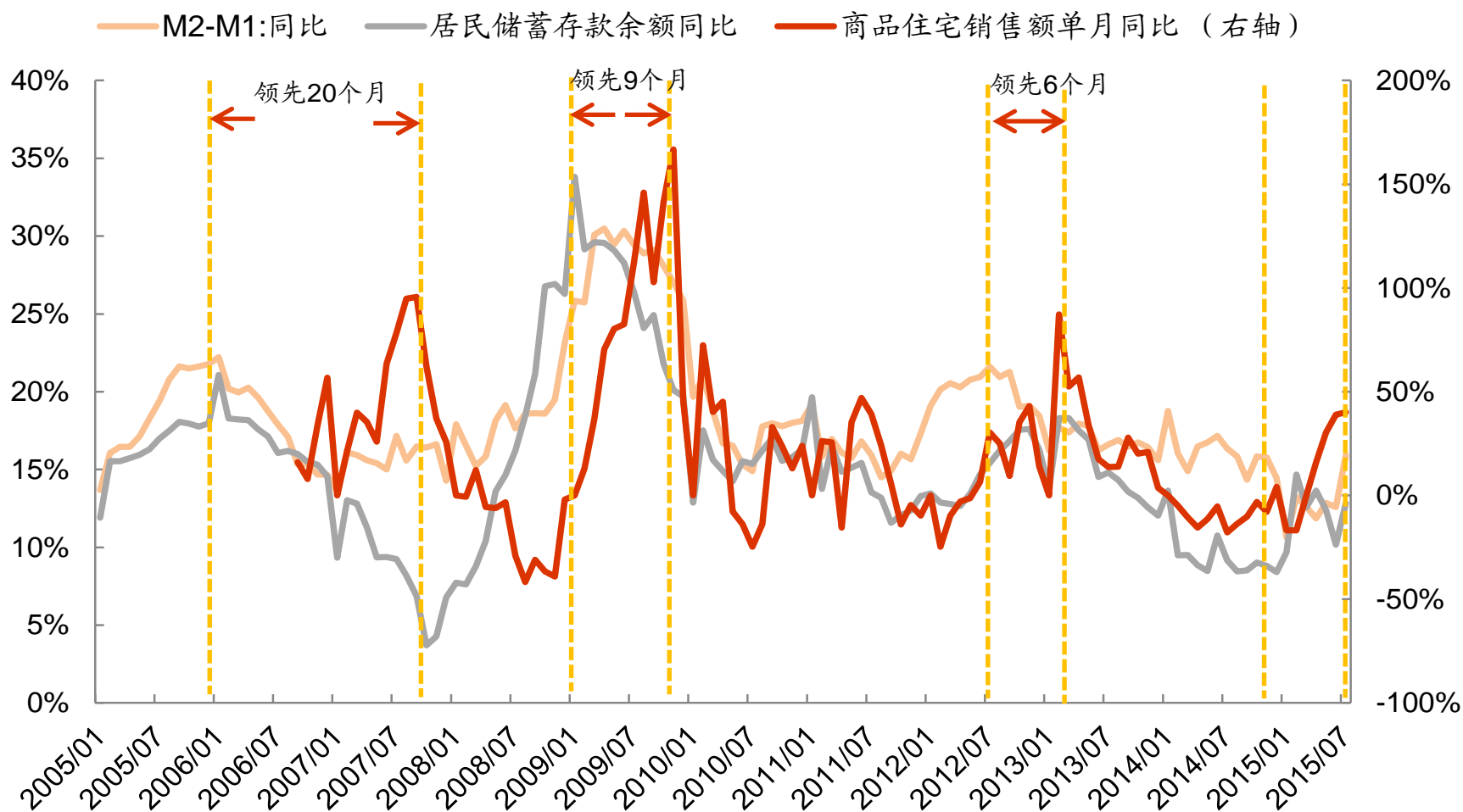
2008年至2015年政策放松周期一览



资料来源：Wind，中金公司研究部

货币政策具有一定领先性

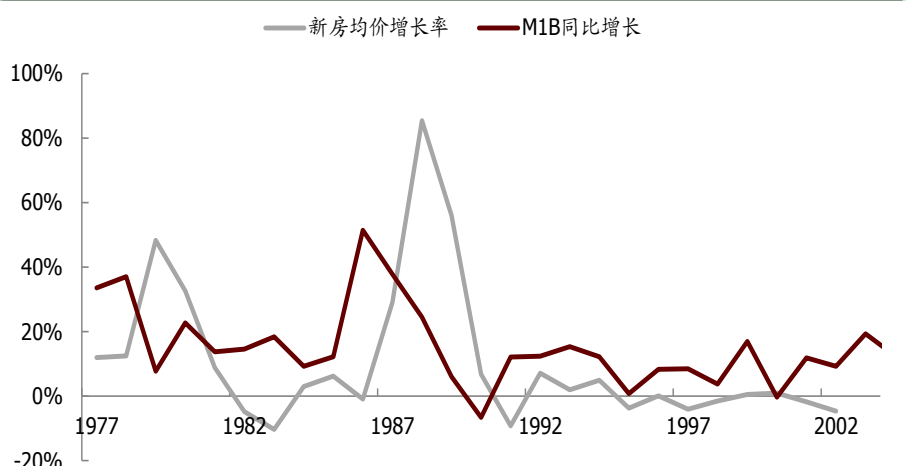
M2-M1的同比增速领先于房地产销售额同比增速约6~12个月



资料来源: Wind, 中金公司研究部

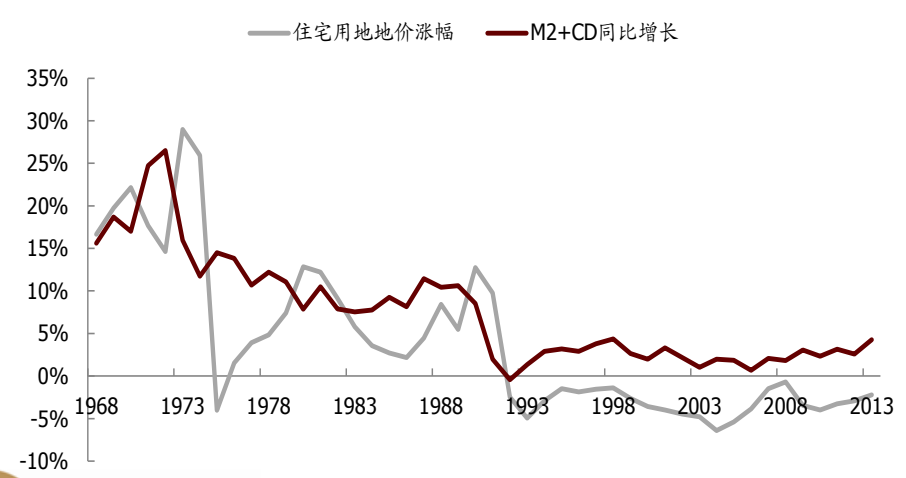
房价涨幅也与货币增速挂钩

中国台湾地区M1B领先于房价



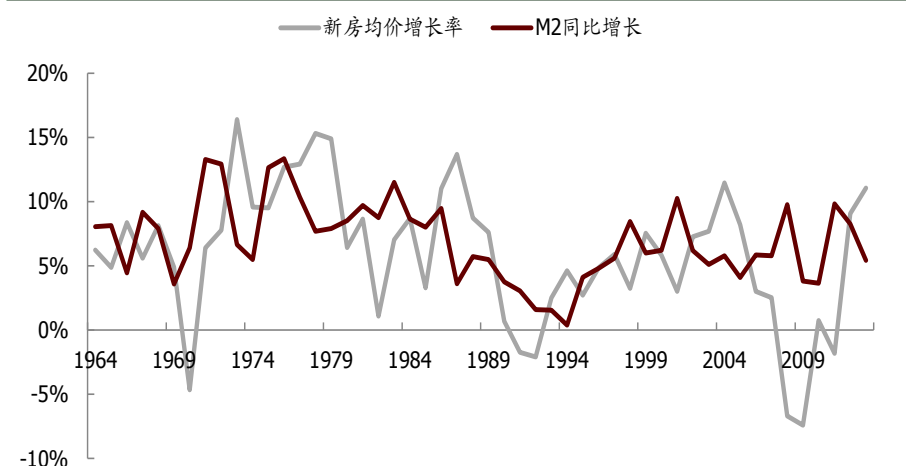
资料来源：台湾央行，台湾内政部建筑研究所，中金公司研究部

日本M2+CD与房价的关系



资料来源：日本不动产研究所，日本央行，中金公司研究部

美国M2对房价是领先关系

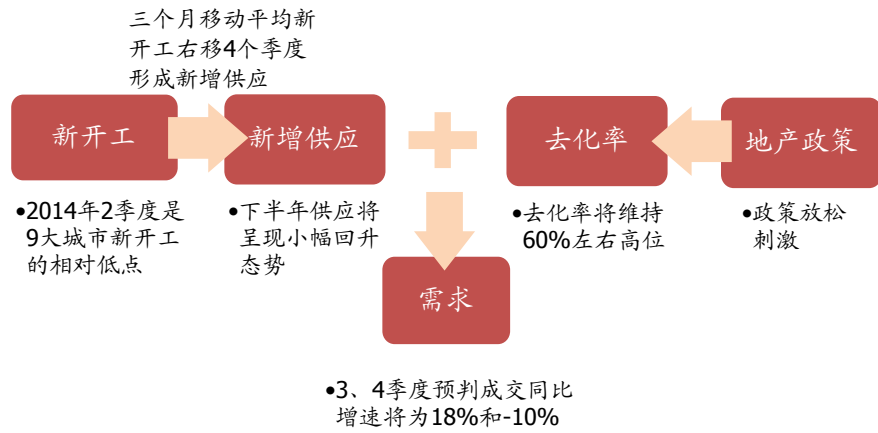


资料来源：美国统计局，美联储，中金公司研究部



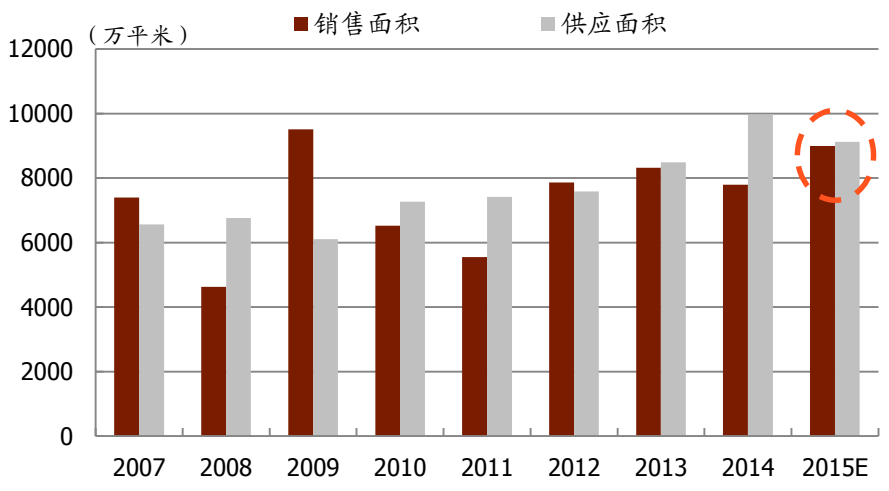
中期的供应则是确定性指标

大城市的市场供需预测体系

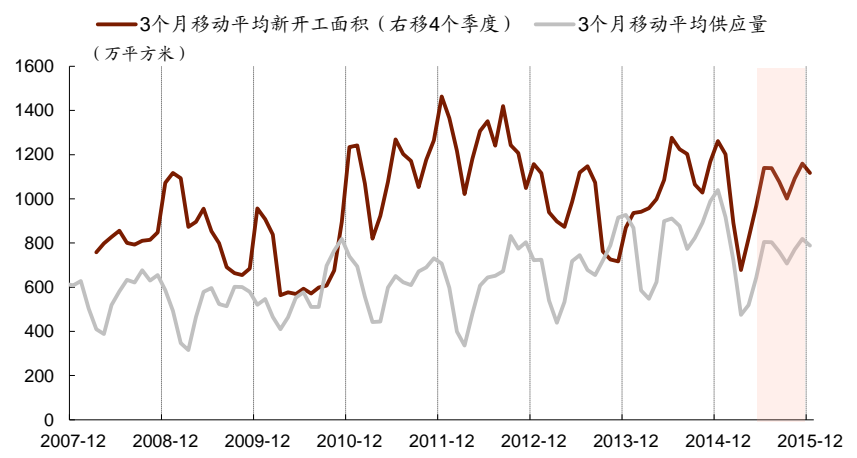


资料来源：中金公司研究部

9大城市的年度供需状况预测

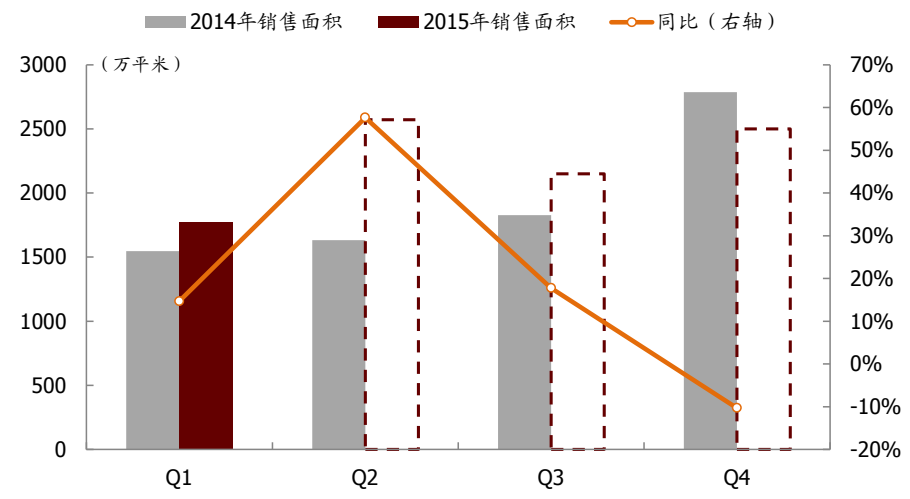


从新开工看，下半年9大城市新增供应将小幅增加



资料来源：搜房数据库，中金公司研究部

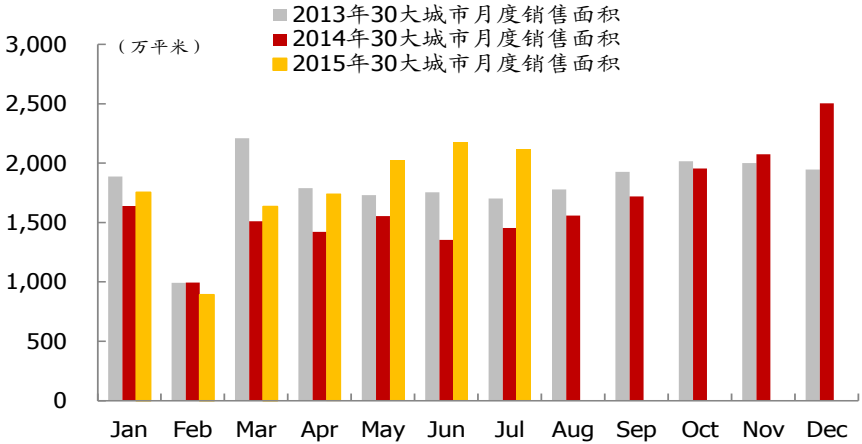
基数最好看的时点是2、3季度



资料来源：搜房数据库，中金公司研究

短期主要观察市场冷热程度

30大城市7月成交同比增幅45%



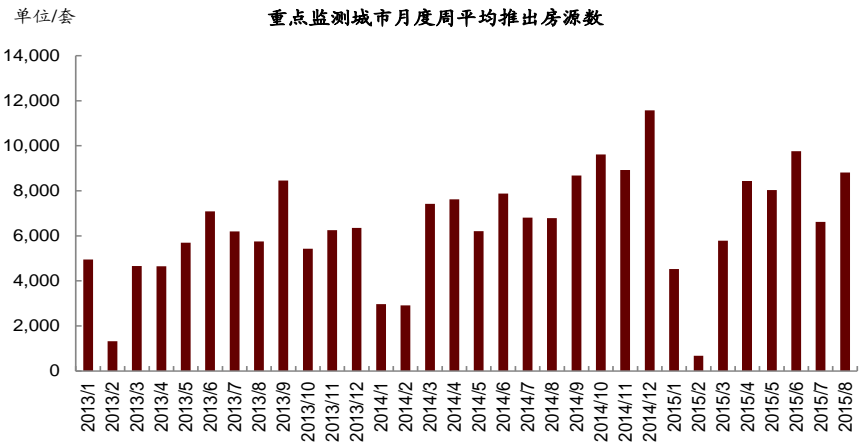
资料来源: CREIS, WIND, 中金公司研究部

纯新盘推出量占比



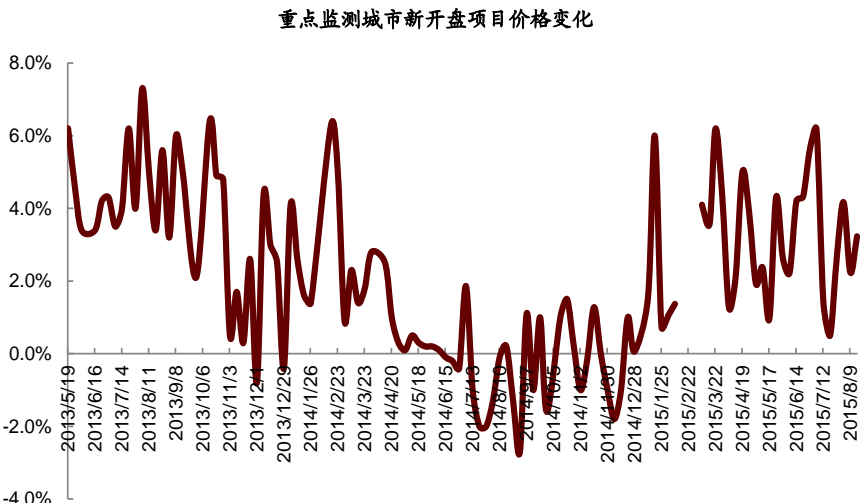
资料来源: CREIS, WIND, 中金公司研究部

8月初推盘量环比有所回升



资料来源: CREIS, WIND, 中金公司研究部

新推盘价格波动情况

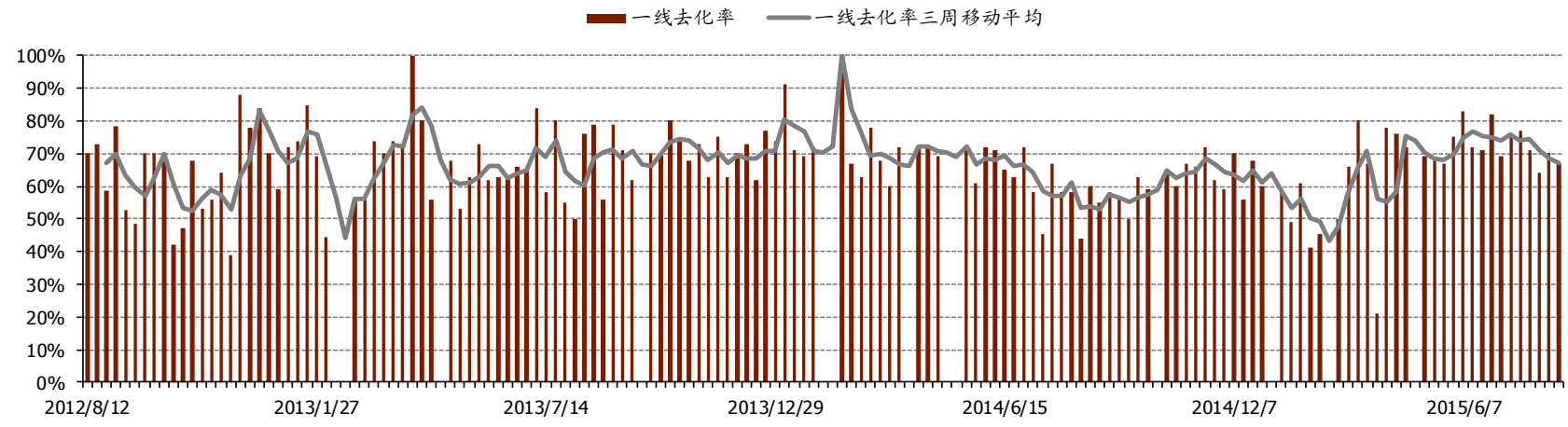


资料来源: CREIS, WIND, 中金公司研究部



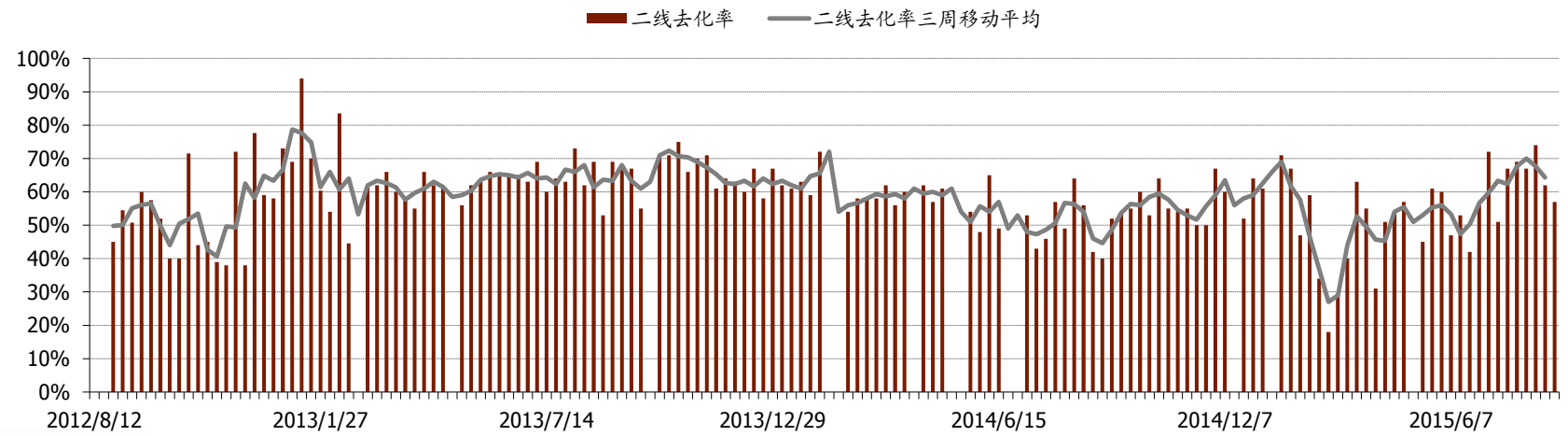
去化率是冷热程度的重要指标

一线城市开盘去化维持在**70%**左右



资料来源：搜房数据库、中金公司研究部

二线城市开盘去化维持在**60%**左右

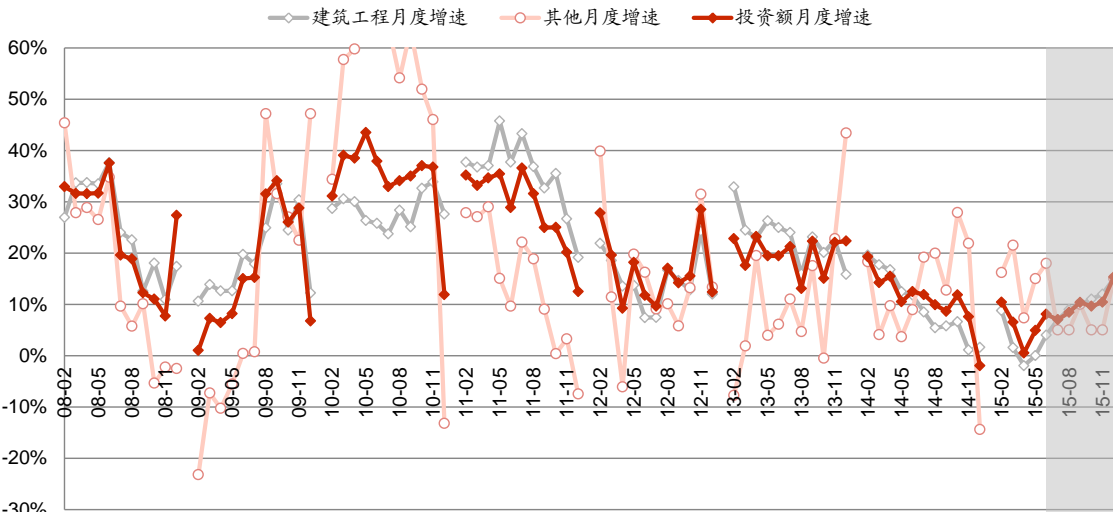


资料来源：搜房数据库、中金公司研究部



投资预判则看销售及土地获取

维持2015年房地产投资增速+8%的预测



来源：CREIS，中金公司研究部

2015年全国销售额增速+8%左右

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
单位：万亿元											
余额											
房地产贷款	3.01	3.68	4.80	5.28	7.33	9.35	10.73	12.11	14.61	17.37	19.79
开发贷款	1.11	1.41	1.77	1.93	2.53	3.13	3.49	3.86	4.59	5.63	6.56
按揭贷款	1.91	2.27	3.00	3.33	4.76	6.20	7.14	8.10	9.80	11.52	13.23
人民币贷款余额	19.47	22.53	26.17	30.35	39.97	47.92	54.79	62.99	71.90	81.68	91.18
新增额											
房地产贷款		0.67	1.12	0.55	2.05	2.02	1.31	1.38	2.50	2.76	2.42
开发贷款		0.30	0.36	0.22	0.62	0.59	0.35	0.37	0.73	1.04	0.93
按揭贷款		0.36	0.76	0.33	1.43	1.40	0.98	0.96	1.70	1.72	1.71
人民币各项贷款新增额		3.06	3.64	4.18	9.62	7.95	7.47	8.20	8.89	9.78	9.50
新增按揭贷款占新增贷款比例		0.12	0.21	0.08	0.15	0.18	0.13	0.12	0.19	0.18	0.18
按揭支持下的销售额测算											
已有按揭贷款还款额			0.53	0.63	0.67	0.78	0.95	1.09	1.19	1.33	1.55
当年新发放按揭额			1.26	0.96	2.11	2.22	1.89	2.05	2.89	3.05	3.26
基于按揭支持下的销售额估算			2.57	2.11	4.01	4.56	4.85	5.08	6.64	6.41	6.84
实际销售额	1.50	1.70	2.53	2.04	3.82	4.40	4.86	5.35	6.77	6.24	6.77
同比增速		14%	49%	-19%	87%	15%	11%	10%	27%	-8%	9%

资料来源：Wind，中金公司研究部

第三部分

估值理论

估值方法：相对估值+NAV

1、相对估值：：与其它公司一样，PE/PB是衡量公司价值的主要指标之一。

➤**比较估值：**我们对内地房地产企业之间及内地房地产企业与香港和国际其他国家房地产公司进行比较，从而找到内地房地产企业的一个合理的估值区间；

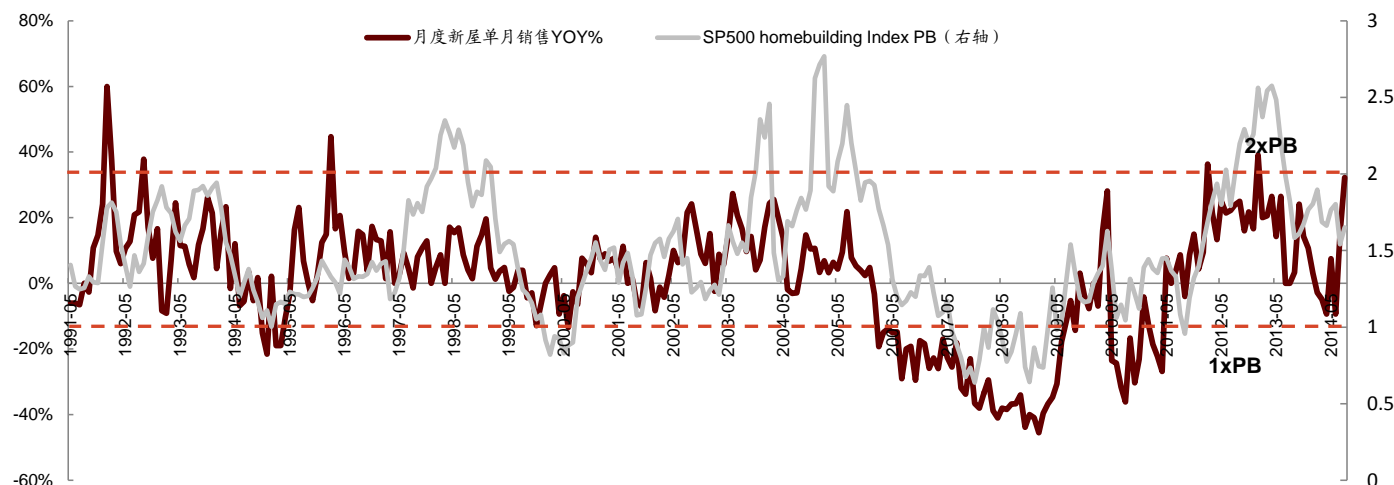
➤**增长潜力：**增长潜力是中国内地的上市公司的最大价值所在，增长潜力的实现将由公司的发展战略、竞争实力决定的。

2、净资产值 (NAV)：净资产值估值法（NAV）是国际上较为通用的房地产企业资产评估计算方法，其基本方法是通过对房地产公司项目进行现金流折现后计算出其净资产值，然后折算出每股净资产值，与股票价格相比较。

3、股息收益率：股息收益率在国际上是一个比较重要的衡量企业价值的工具，但在国内地产行业并不适用，由于内地房地产企业正处于不断成长过程中，需要不断的资金的投入，因而普遍来说，内地上市公司的股息收益率处于较低的水平。

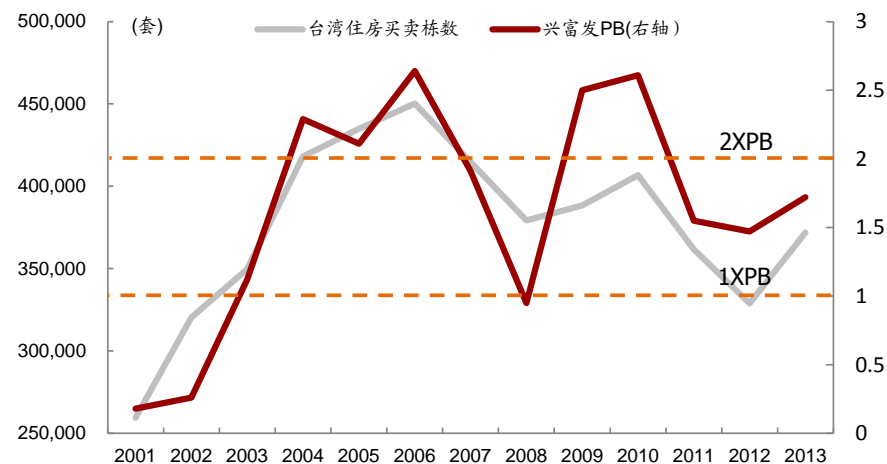
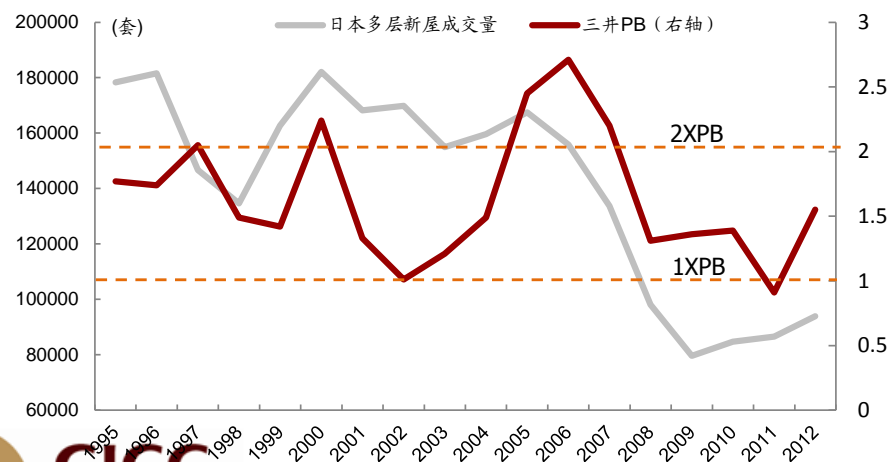
国际经验看，地产股中枢估值在1.5~2.0x PB

美国地产指数PB与住宅销量密切相关



资料来源：Bloomberg, US Census Bureau, 中金公司研究部

日本、台湾龙头房企PB与住宅销量的关系



估值方法：NAV

净资产值 (NAV) 估值原因：

- 以项目为基础，开发周期较长导致公司业绩连续性差，短时期业绩波动较大；
- 历史业绩与未来收益之间也并没有十分必然的联系；
- 土地作为特殊原材料，通过净资产值的计算能够把在建、在售项目价值和土地价值通过现金流折现方式体现出来。

NAV方法的局限性：

- 房地产上市公司的信息披露不充分，导致在计算公司净资产值上存在难度；
- 开发物业价格和土地价格波动性较大，影响了NAV计算结果的准确性。
- 由于在折现率和资本化率的选择不同将带来不同的NAV计算结果。

NAV估值模型范例

Cash flow	Rate	Total (USD '000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2029	2030
Rental revenue		41,549	1,180	1,239	1,301	1,366	1,434	1,506	1,331		3,251	3,360
-Occupancy rate			95%	95%	95%	95%	95%	95%	80%		95%	95%
-Expected rents (USD/ sqm/ year)			56	59	62	65	69	72	76		76	76
-Rentable GFA			22,035	22,035	22,035	22,035	22,035	22,035	22,035		22,035	22,035
Property related taxes	6.7%	(3,445)	(119)	(122)	(126)	(129)	(133)	(137)	(132)		(242)	(248)
Operating expenses	4.0%	(1,940)	(1,940)	(1,940)	(1,940)	(1,940)	(1,940)	(1,940)	(1,940)		(1,940)	(1,940)
Other expenses	14.5%	(6,025)	(171)	(180)	(189)	(198)	(208)	(218)	(193)		(471)	(487)
Income tax	25.0%	(7,535)	(206)	(217)	(229)	(242)	(255)	(268)	(234)		(600)	(621)
Operating cashflow		22,605	618	652	688	725	764	805	702		1,800	1,862
Construction capex		27,594	-	-	-	-	-	-	(528)		-	28,651
Cash Flow		50,199	618	652	688	725	764	805	174		1,800	30,513
Discount rate	10.0%		1.00	1.10	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77		1.77	1.77
Discounted cash flow		13,142	618	593	568	545	522	500	98		324	4,989

还可以看PE/PB相对大盘水平

A股地产相对PE表现



来源：Bloomberg，中金公司研究部

A股地产相对PB表现



来源：Bloomberg，中金公司研究部

行业中看龙头公司与中小地产股估值价差

A股龙头房企相对中小房企P/E表现



来源：Bloomberg，中金公司研究部

A股龙头房企相对中小房企P/B表现



来源：Bloomberg，中金公司研究部

第四部分

公司研究

基本面分析框架：3显+2隐

房地产企业的本质是“土地+金融”，围绕于此的软硬实力可以扩展出五个维度，3显：资源、项目、模式；2隐：管理+人才

1. 资源

资源分三块，大股东资源、政府关系、资金实力

2. 项目

项目维度包括在手土地以及产品能力两方面

3. 模式

模式主要是指开发（如周转型、利润型）以及拿地（如华侨城的乐园、万达的商业）模式

4. 管理

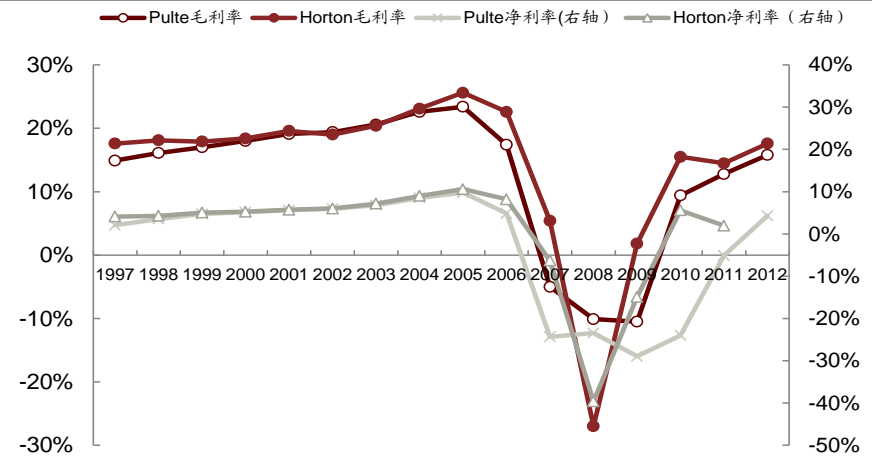
管理分两块，集团层面管理，包括区域资源协调、资金运作调配运作能力、内部流程管控等方面，而项目层面管理，包括项目进度、成本控制等。

5. 人才

人才主要涉及梯队建设，项目经理培养

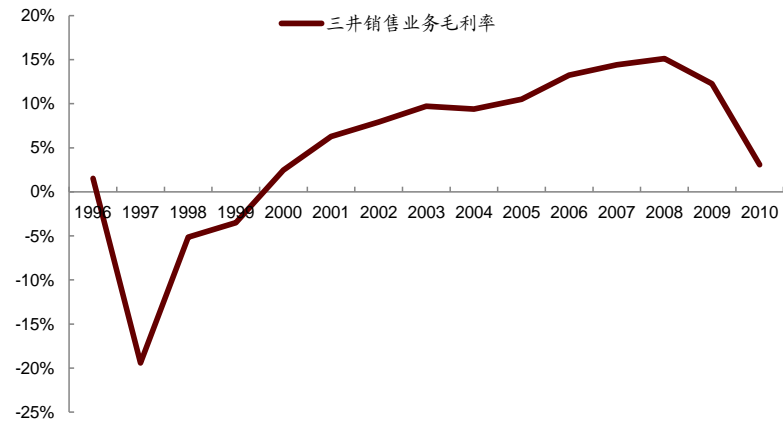
多数国家开发商利润率都不高

美国开发业务的毛利率均在20%左右，净利润率低于10%



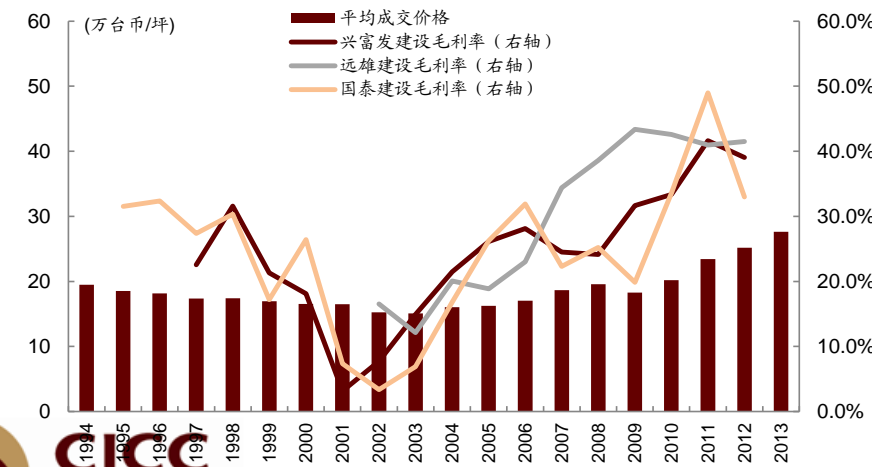
资料来源：各公司年报，中金公司研究部

日本开发商的纯开发业务利润指标也不高



资料来源：三井公司年报，中金公司研究部

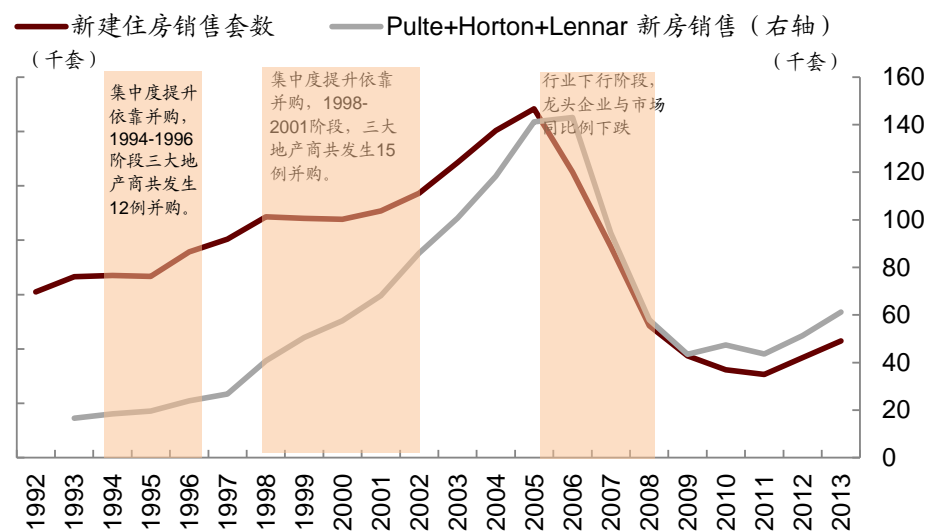
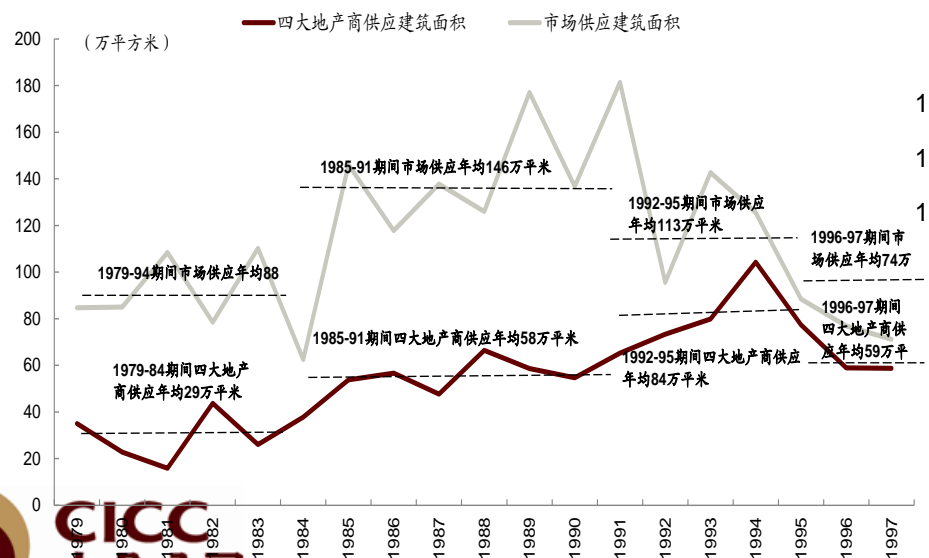
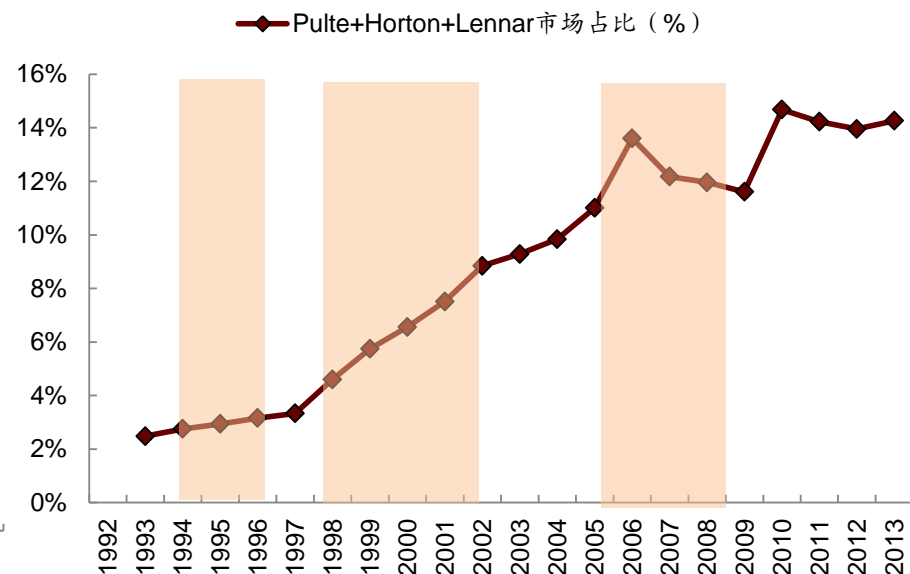
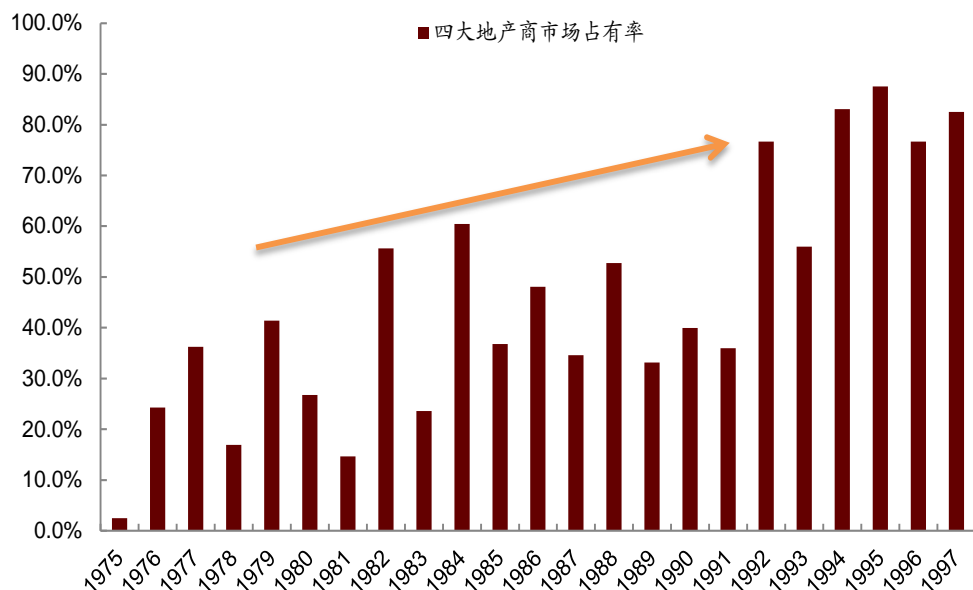
中国台湾地区开发商毛利率在行业下行期大幅下滑



资料来源：各公司年报，中金公司研究部

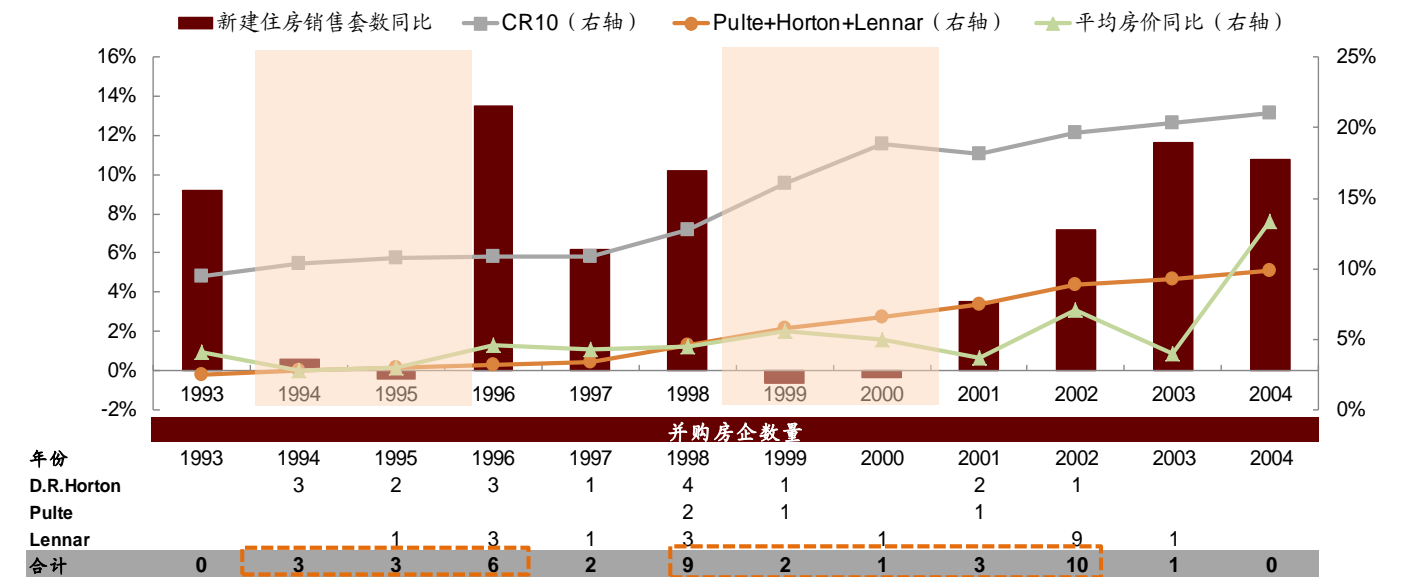
而开发商的集中度提升在中长期看是个“伪命题”

香港和美国的集中度提升过程



两个长趋势：收购+转型

美国地产下行期的并购浪潮



来源：公司数据，中金公司研究部

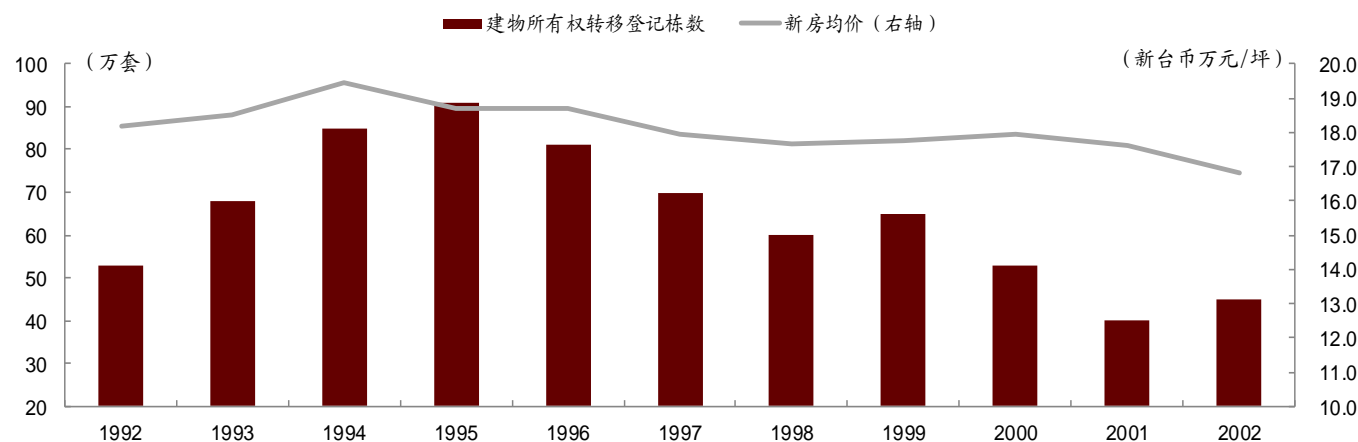
四大地产商均构建了产融结合模式

	Pulte	Lennar	D.R.Horton	Centex
进入时间	1980年	1984年	1998年	1973年
进入方式	并购ICM抵押贷款公司	设立Universal American Mortgage Company	合资设立DHI Mortgage	并购了联邦储备与信贷保险公司西南分公司
2006年公司直接申请抵押贷款的客户比例	77%	66%	95%	n/a

来源：公司数据，中金公司研究部

两个长趋势：收购+转型

台湾开发商在1994-2001年行业下行期，出现了多元化浪潮

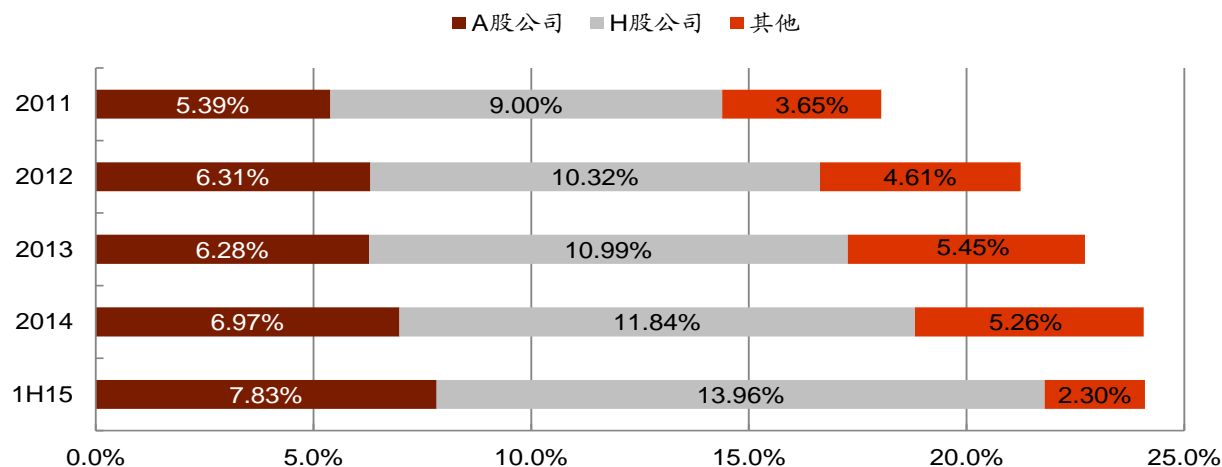


	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
房企数合计	2	4	3	5	2	2	5	5		
非相关多元化	旅游	长亿实业								
	有线电视	长亿实业								
	发电厂			长亿实业						
	科技				长谷建设		长谷建设/ 昱成科技/ 荣美科技	德利科技/ 宝成建设/ 冠德建设		
	软件开发		昱成科技			长谷建设				
	百货				润泰建设					
	纺织						荣美科技			
	电信						国产实业			
	金融	宏总建设	大华建设	宏盛建设/ 春池建设	三采建设			龙邦建设		
	工程营造		基泰建设/ 昱成科技		樱花建设/ 昌易科技/ 德利科技	长谷建设		昌易科技		
相关多元化	建材	润泰建设								
	大型观光购物中心					长亿实业				

资料来源：《建筑投资业多角化类型风险与报酬之研究》，中金公司研究部

中国房地产公司的格局

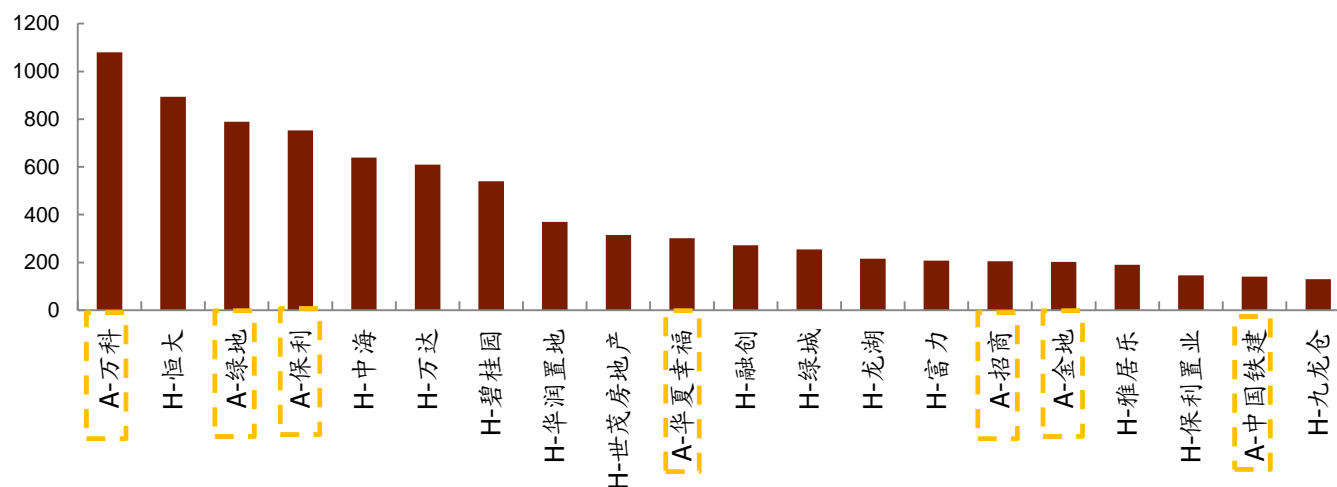
A/H房地产公司市场份额



资料来源: Wind, 中金公司研究部

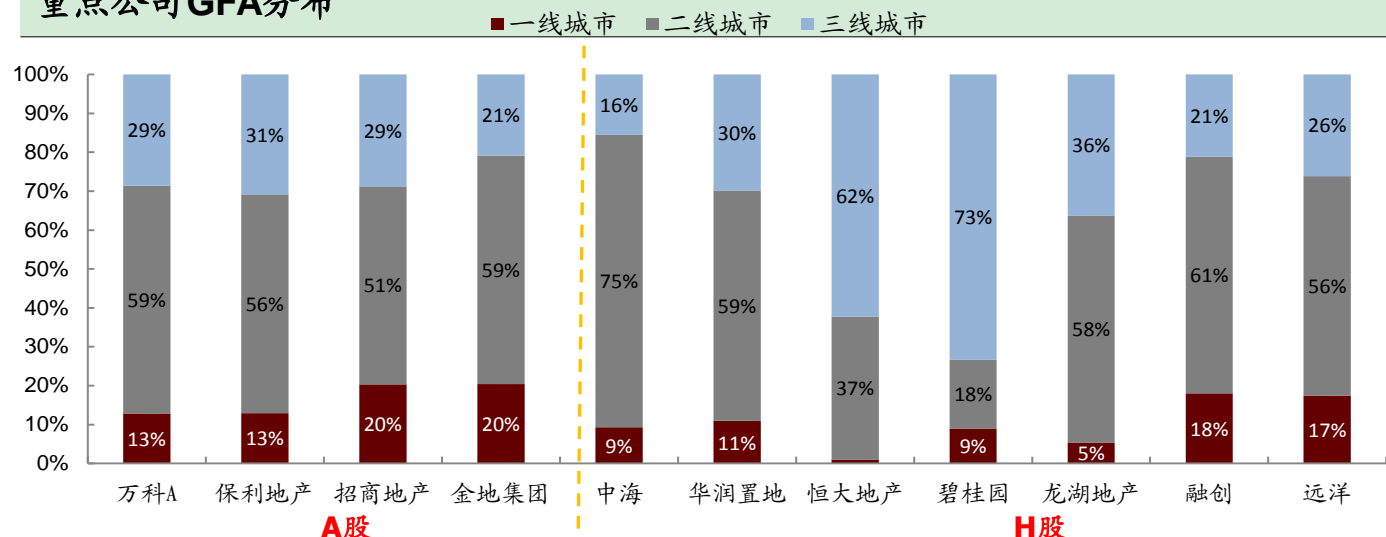
1H15地产公司销售额20强

■ 1H15销售额 (亿元)



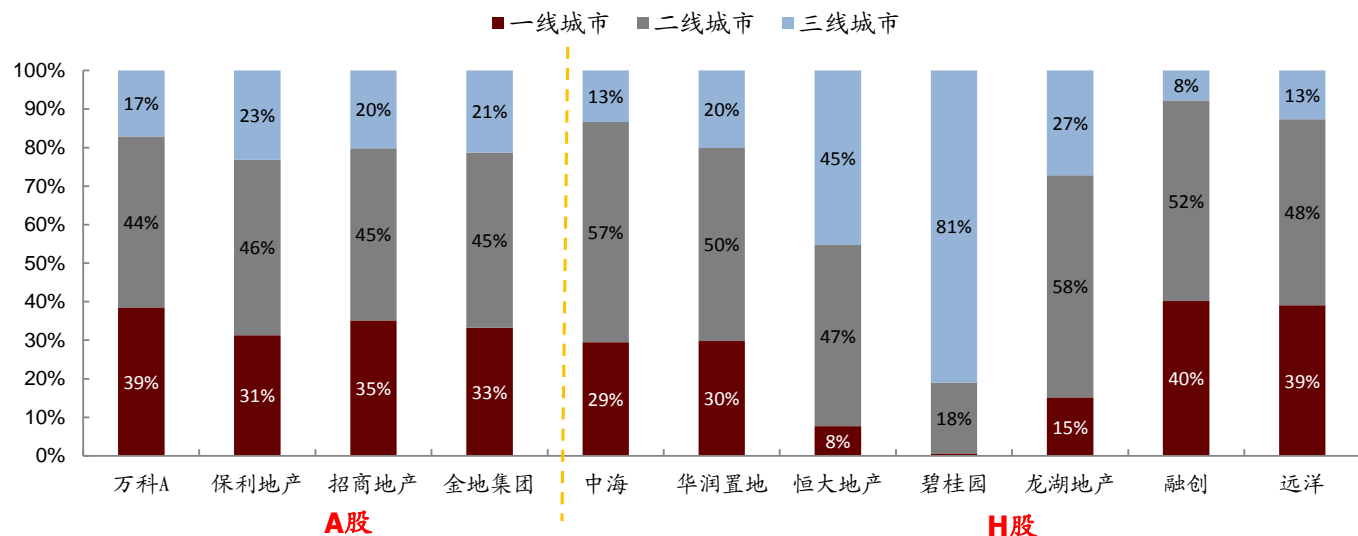
显性的观察指标：城市布局

重点公司GFA分布



资料来源：公司数据，中金公司研究部

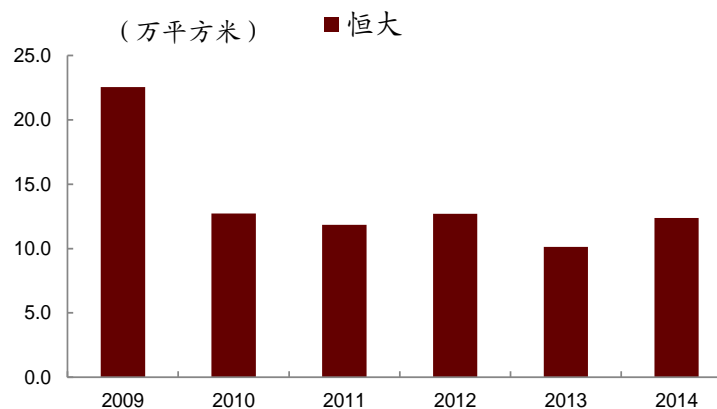
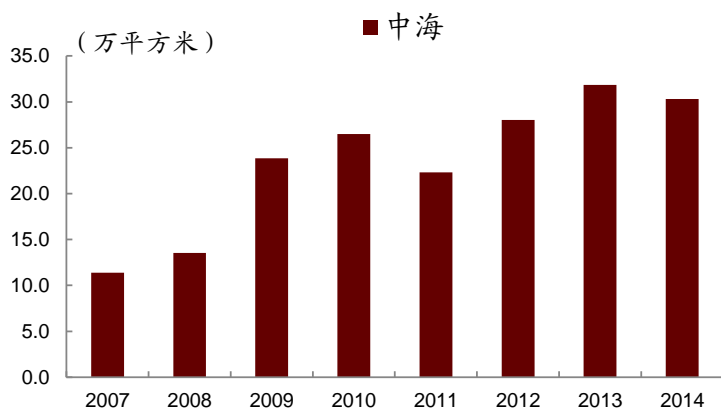
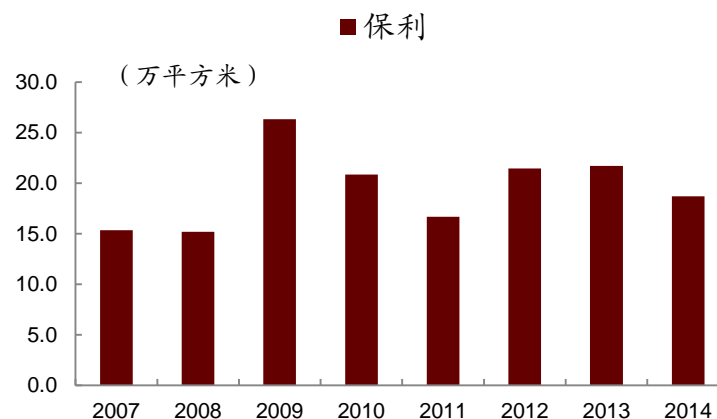
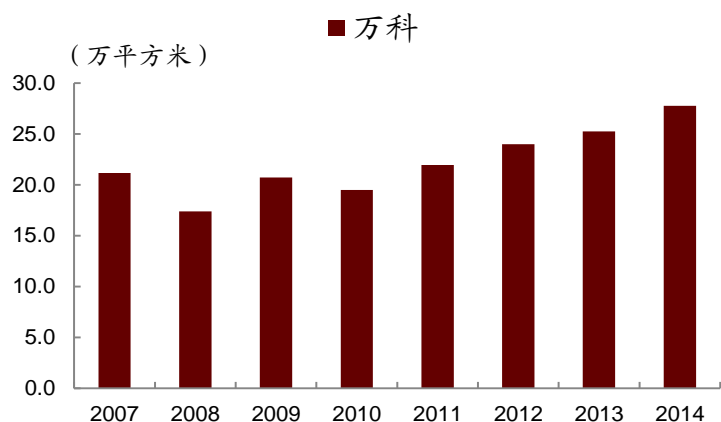
重点公司NAV分布



资料来源：公司数据，中金公司研究部

显性的观察指标：单城市的产出能力

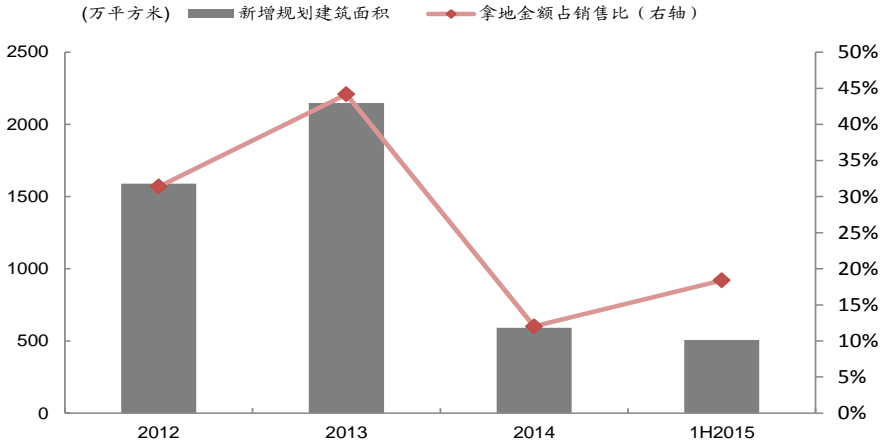
单城市产出能力很重要



资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：单城市产出能力指标为销售面积（万平方米）/进驻城市数目

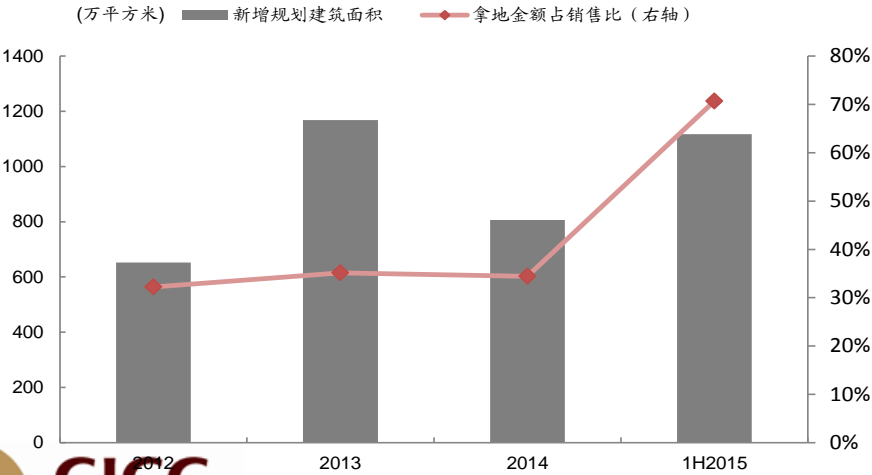
显性的观察指标：拿地节奏

万科拿地情况概览



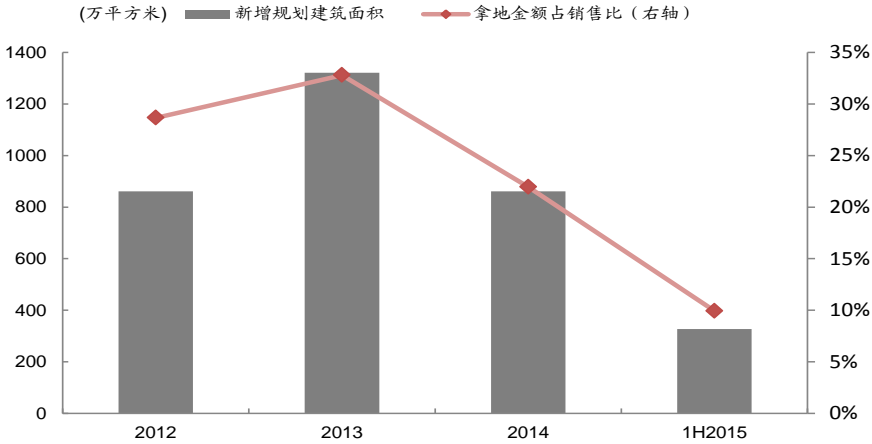
资料来源：公司数据、中金公司研究部

中海拿地情况概览



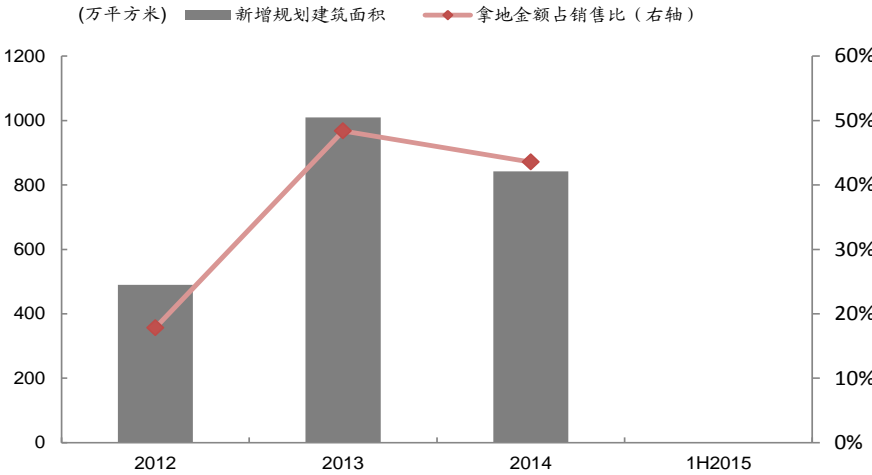
资料来源：公司数据、中金公司研究部 注：中海上半年获得中国建筑资产注入，增加建筑面积约900万平方米。

保利拿地情况概览



资料来源：公司数据、中金公司研究部

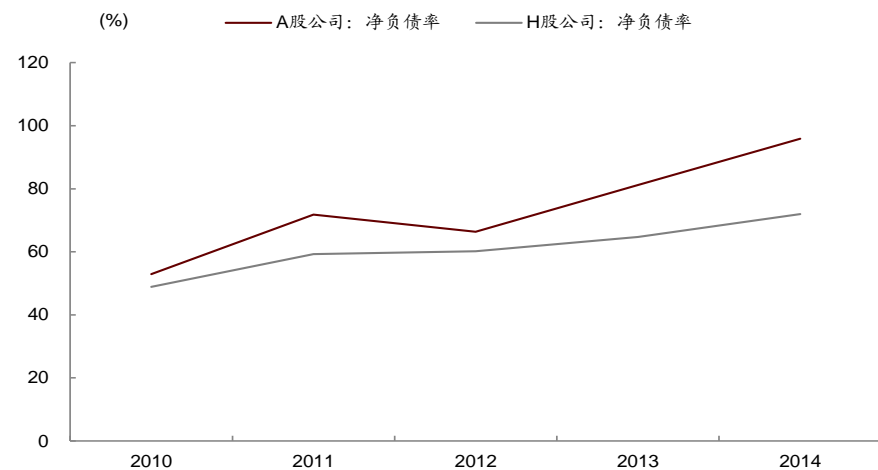
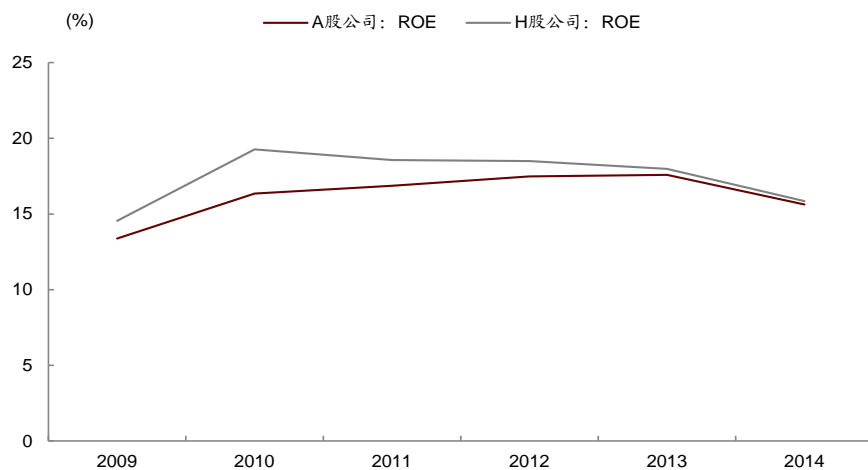
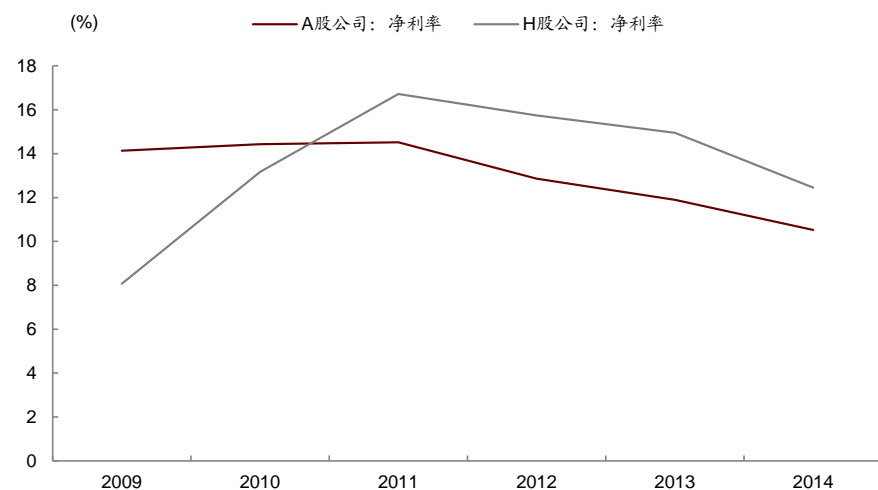
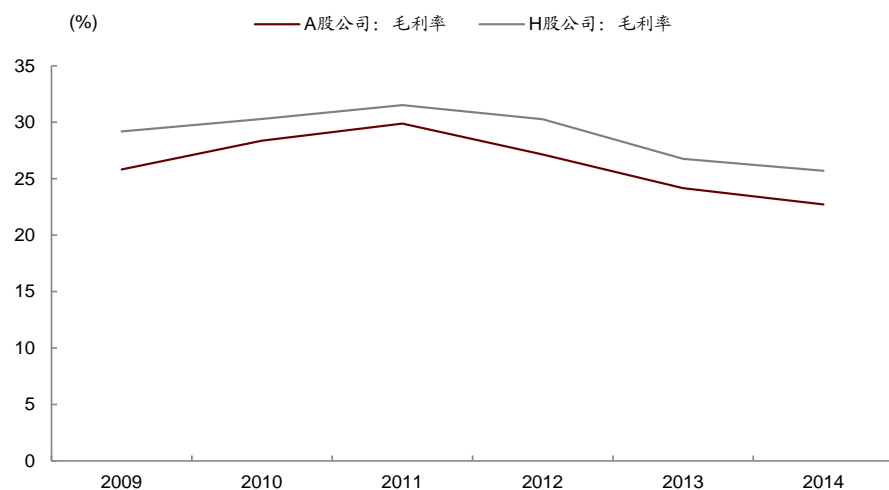
华润拿地情况概览



资料来源：公司数据、中金公司研究部

最终体现于财务数据

毛利率、净利率、ROE、净负债逐年变动趋势



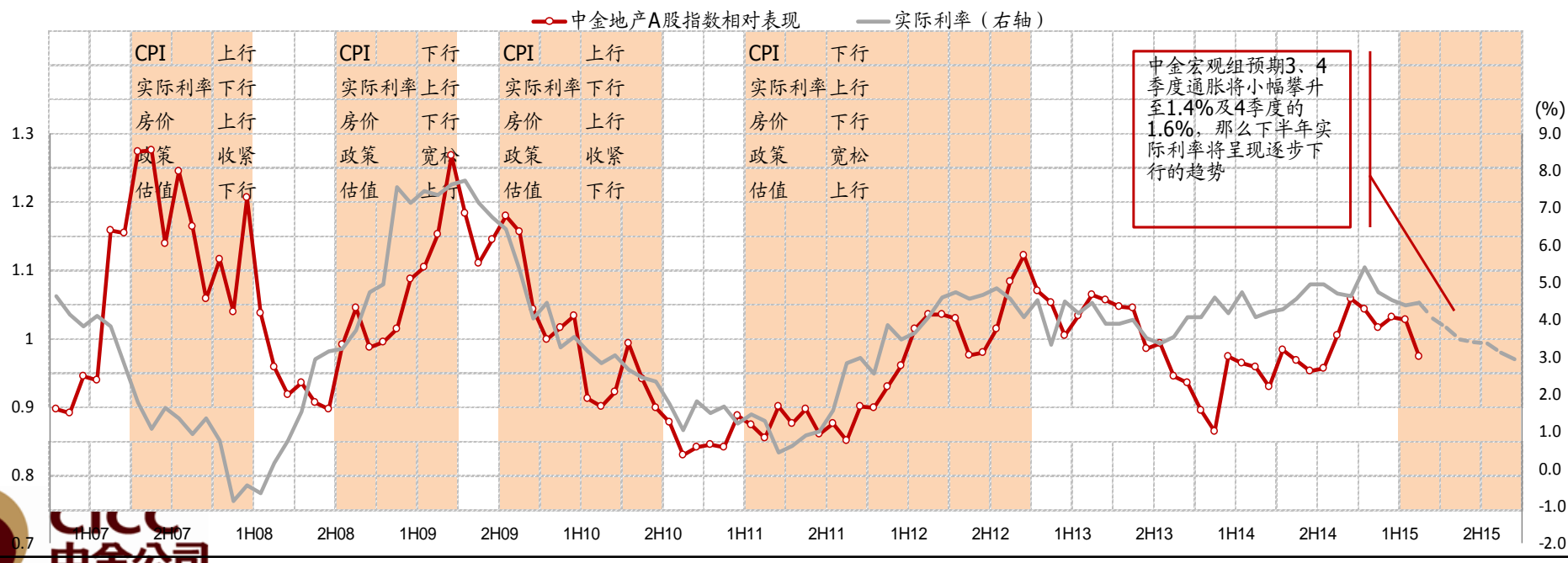
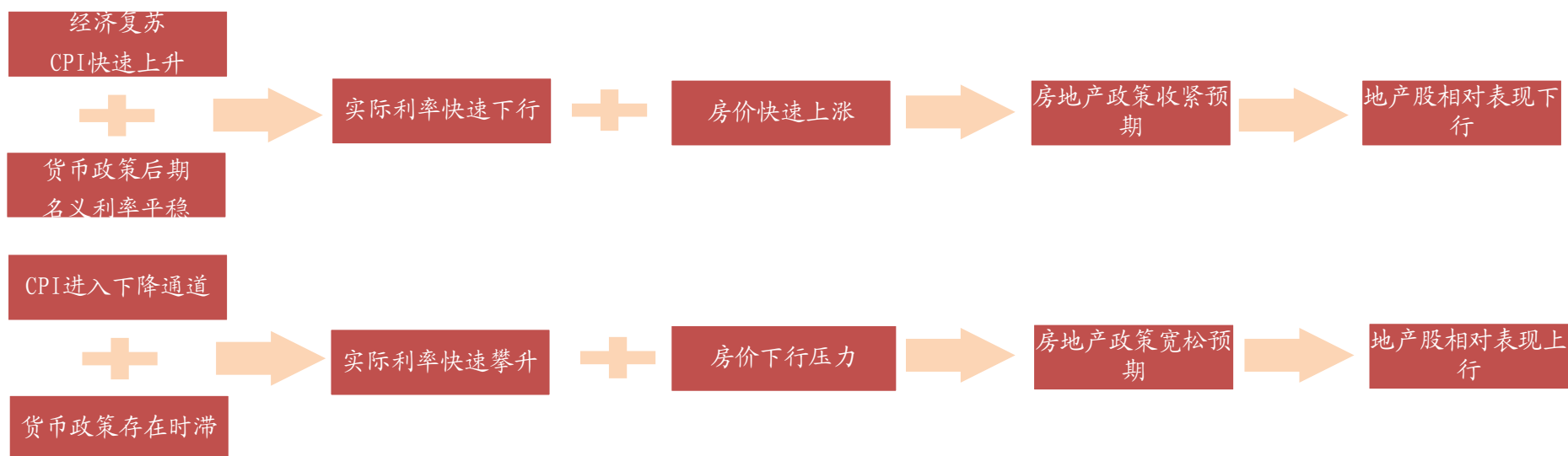
资料来源：WIND，中金公司研究部

第五部分

股票分析

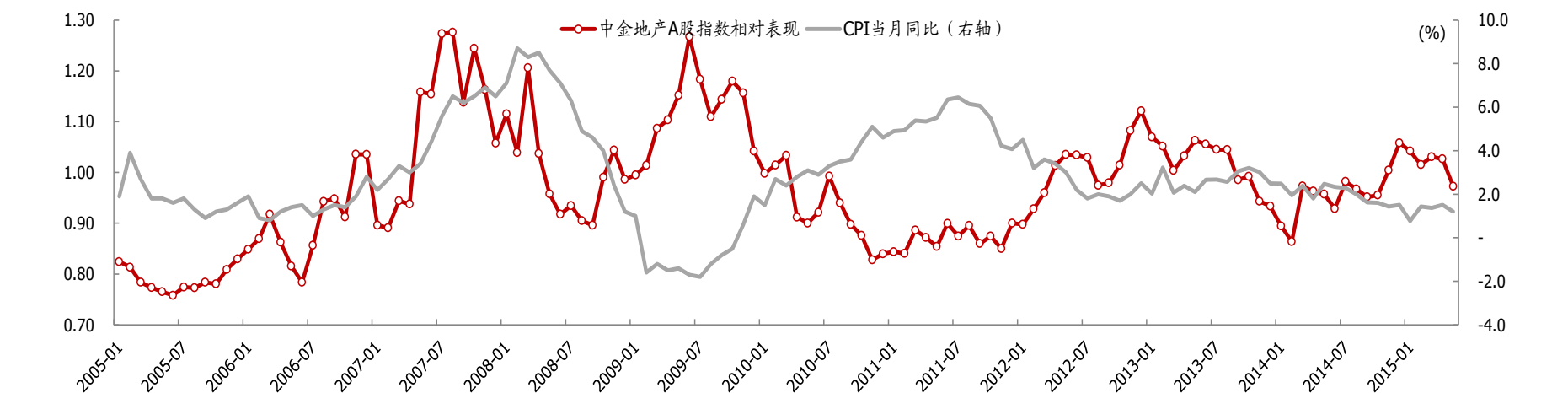
传统地产股逻辑链的核心本质是政策稳增长

地产股的经济逻辑链



地产板块相对走势与宏观指标的相关性：与M2/CPI关联度小

地产板块相对走势与CPI



资料来源: Wind、中金公司研究部

地产板块相对走势与M2同比



资料来源: Wind、中金公司研究部

地产相对走势与宏观指标的相关性：与销售额、实际利率最相关

地产板块相对走势与商品住宅销售额月度同比



资料来源: Wind、中金公司研究部

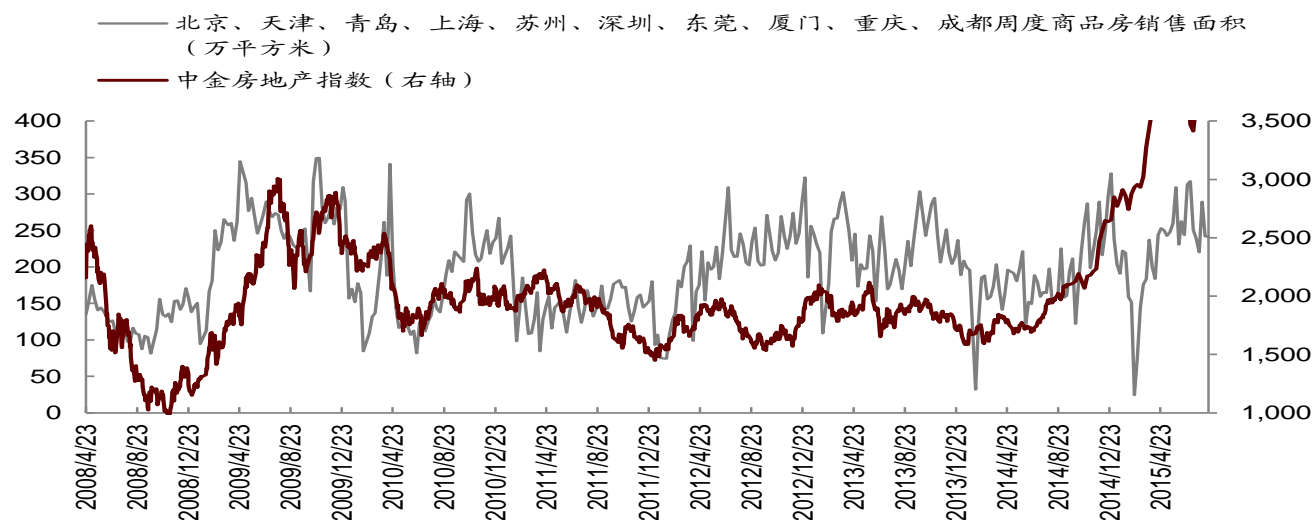
地产板块相对走势与实际利率



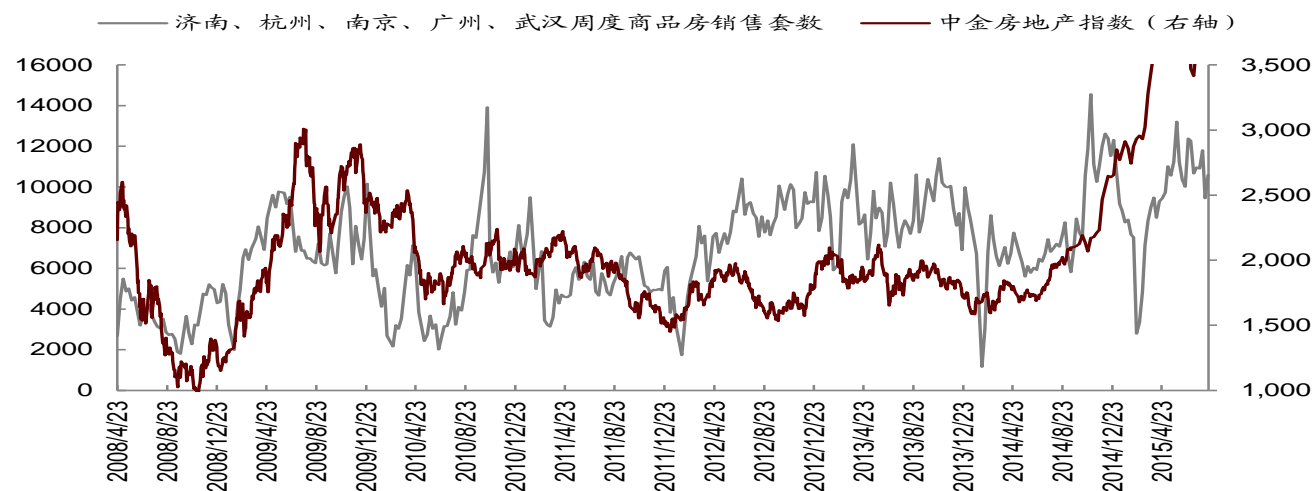
资料来源: Wind、中金公司研究部

板块绝对表现与成交量密切相关

股票走势与房地产成交量关系

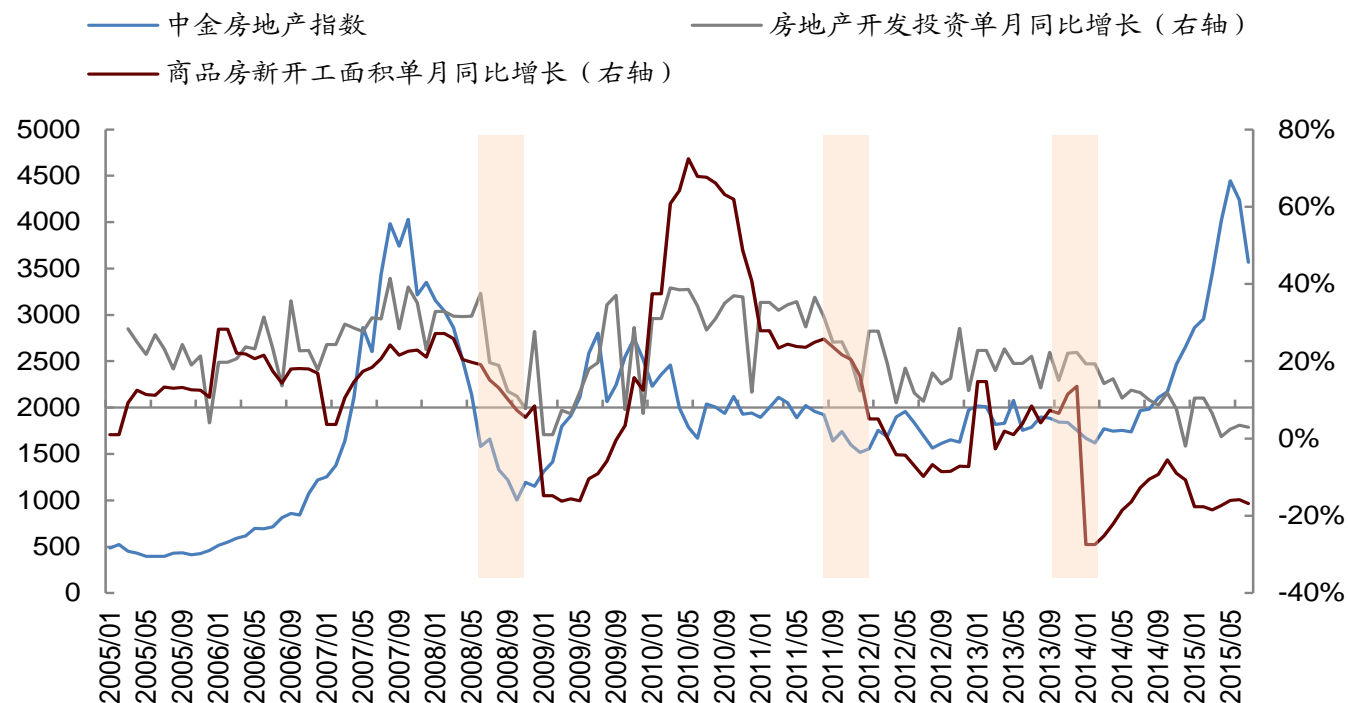


股票走势与房地产成交量关系2



传统地产股投资：供应收缩、货币政策放松周期是最好的买点

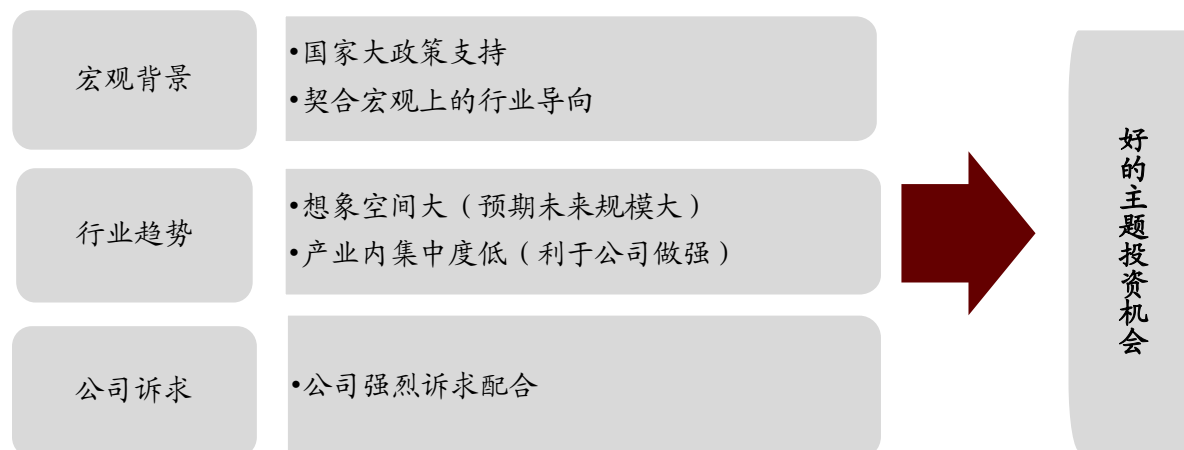
过去十年的供应收缩与地产板块投资大机会



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

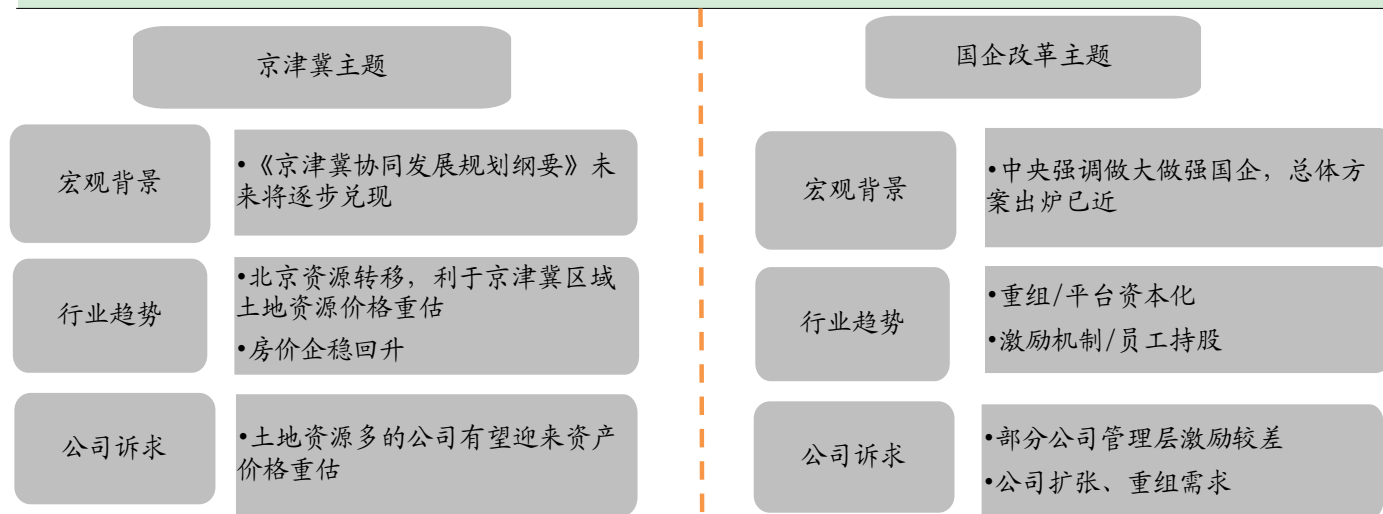
地产股主题投资探讨

什么是好的主题投资机会



来源：中金公司研究部

“京津冀”+“国企改革”的主题投资逻辑框架梳理



来源：互联网媒体，中金公司研究部