

房地产/行业深度

更新改造、人均居住面积改善驱动未来住宅需求

- **需求空间：**我们考虑空置率为20%，有效需求漏损率为10%时，中性预期下（总和生育率为1.0，城镇化率达70%以前每年增加0.5个百分点），**2023-2030年我国商品住房需求年均约为10亿平米**；若采用乐观的城镇化发展假设（城镇化率达70%以前每年增加0.8个百分点），则23-30年我国商品住房需求年均约为11.22亿平米。
- **住房增量空间细分情况：**改善需求和更新改造空间有望支撑未来住宅需求企稳。（1）**城镇化驱动需求：**由于总和生育率为1.0时，总人口呈下降趋势，而城镇化率的提升速度（达70%以前每年增加0.5个百分点）难以使城镇人口呈增长趋势，23-30年由城镇人口变化带动的城镇化驱动需求年均约为-1.4亿平米；（2）**改善需求：**2020年我国城镇人均居住面积为38.6平米/人，对比发达国家处于中上位置，仍有一定的改善空间，我们假设23-30年每年城镇人均居住面积增加约0.7平米/人，则年均改善需求为6.37亿平米；（3）**更新改造空间：**目前我国存量住房中高房龄、住房设施不完善、小户型或低楼层的住房比例较高，至少3成住房待更新，我们假设23-30年更新率为1%，则年均更新改造空间为3.86亿平米。
- **地产投资支撑因素：**（1）**库存：**目前我国住宅库存位于低位，23年4月广义住宅库销比为11.16个月，显著低于历史中枢水平；（2）**资金流动性：**地产融资政策走向宽松，地产信用及资金来源略有边际改善，房地产开发资金来源自22年2月开始累计同比下降，至22年年底平均降幅超20%；23年房地产开发资金来源逐步向好发展，至23年4月累计同比下降6.4%，降幅大幅缩小。
- **总和生育率为1.0时的地产投资增速：**（1）**新开工面积：**中性情况下（总和生育率=1.0、新开工面积/销售面积=1.1），23-30年年均新开工面积为10.93亿平米；（2）**竣工面积：**预计在“保交楼，稳民生”的政策持续落地，房地产资金流动性边际改善的背景下，竣工端将得以修复，我们测算23-30年年均竣工面积为9.55亿平；（3）**施工面积：**以上一年施工面积、上一年竣工面积、当年新开工面积测算当年施工面积，23-30年我国地产施工面积增速中枢为1.6%；（4）**房地产开发投资完成额：**过往5年房地产开发投资完成额平均增速/施工面积平均增速为1.47，我们利用该系数以施工面积增速估算房地产投资增速，23-30年我国房地产投资完成额增速中枢为2.4%。
- **投资建议：**我们认为后续房地产行业发展动力较充分。需求面，我国城镇存量住房未过剩，人均住宅面积及住宅设施配套均有待改善，由此带来的商品房住宅需求可观。投资面，本轮房地产弱修复态势保持延续，政策环境仍处于宽松期，住宅库存处于低位，预计2023年房地产投资增速有望迎来改善。建议关注融资能力强、土储优质的国央企，以及在本轮行业出清中率先完成信用修复的优质民企。
- **风险提示：**生育率不及预期；人均住宅面积改善不及预期；地产竣工修复不及预期；测算结论与实际情况具有偏差风险。

投资建议：

中性(维持评级)

上次建议：

中性

相对大盘走势



分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：姜好幸

邮箱：hxjiang@glsc.com.cn

相关报告

1、《国联证券地产建材周报房地产》2023.05.29

2、《国联证券地产建材周报房地产》2023.05.26

3、《国联证券地产建材周报房地产》2023.05.17

正文目录

1	若总和生育率降至 1.0，预计 23-30 年我国商品房销售面积中枢约 10 亿平米.....4
1.1	驱动力 1：城镇化驱动需求.....4
1.1.1	假设 1：中性假设下，2030 年我国人口数量降至 12.92 亿人.....4
1.1.2	假设 2：预计未来 10 年内我国城镇化发展仍处于中高速期.....7
1.1.3	中性假设下，2030 年我国城镇人口数量将降至 8.94 亿人.....11
1.2	驱动力 2：改善需求.....12
1.3	驱动力 3：更新改造空间.....13
1.4	考虑需求漏损及空置率，中期我国商品房年均销量约 9.94 亿平.....16
2	若总和生育率降至 1.0，预计 23-30 年我国地产投资增速中枢约 2.4%.....19
2.1	长期：住房库存处于低位，资金到位有望改善.....19
2.1.1	需求：改善需求和更新改造空间支撑需求企稳.....19
2.1.2	库存：住宅库存位于低位，土地库存仍待消化.....19
2.1.3	资金流动性：地产融资政策走向宽松，资金面待进一步修复.....20
2.2	短期：期房销售拉动施工需求.....23
2.3	未来 8 年年均新开工面积约 11 亿平，投资增速中枢为 2.4%.....24
2.3.1	总和生育率为 1.0 时，预计未来 8 年新开工面积均值近 11 亿平.....24
2.3.2	保交楼政策下，预计竣工端将边际改善.....26
2.3.3	总和生育率=1.0 时，未来 8 年我国地产施工面积增速中枢为 1.6%.....27
3	22 年&23 年 Q1 房地产行业（申万一级）财务综况.....29
4	投资建议.....30
5	风险提示.....30

图表目录

图 1：	1986-2022 年我国总和生育率.....5
图 2：	日本、新加坡、澳大利亚总和生育率.....5
图 3：	2010-2022 年中国出生人口数（万人）.....5
图 4：	2003-2022 年我国 25-34 岁人口数量占比（%）.....6
图 5：	OCED 对中国 25-34 岁人口数量的预测（万人）.....6
图 6：	2023-2050 年中国人口预测曲线（总和生育率=1.0）（万人）.....7
图 7：	中国城镇化率发展历程.....8
图 8：	2022 年各国城镇化率.....9
图 9：	韩国、加拿大城镇化率增长用时.....9
图 10：	典型国家城镇化发展历程对比.....9
图 11：	中国城镇化率预测走势.....11
图 12：	中国城镇人口预测（亿人）.....12
图 13：	2021 年各国人均居住面积对比（平米/人）.....13
图 14：	中国城镇存量住房变化.....14
图 15：	中国平均每户住房建筑面积（平米）.....14
图 16：	中国平均每户住房间数（间）.....14
图 17：	中国人均住房建筑面积（平米）.....14
图 18：	中国人均住房间数（间）.....14
图 19：	2020 年我国存量住房房龄结构.....15
图 20：	2020 年我国存量住房设施状况.....15

图 21: 2020 年我国存量住房户型结构.....	16
图 22: 2020 年我国存量住房楼层结构.....	16
图 23: 中国商品住房需求预测 (亿平米)	18
图 24: 中国住房累计库存及广义住宅库销比.....	19
图 25: 全国土地开工比.....	20
图 26: 全国土地库销比.....	20
图 27: 房地产开发资金来源累计同比 (%)	20
图 28: 地产债发行金额 (亿元)	21
图 29: 地产债信用利差 (bp)	21
图 30: 违约或展期债券规模: 月度 (亿元)	22
图 31: 违约或展期债券规模: 季度 (亿元)	22
图 32: 中长期贷款利率: 5 年以上 (%).....	22
图 33: 人民币存款准备金率: 大型存款类金融机构 (%)	22
图 34: 土地购置费累计同比 (%)	23
图 35: 期房、现房销售结构.....	23
图 36: 商品房销售与房屋竣工面积差 (万平米)	23
图 37: 新开工面积增速与销售面积增速 (逐年)	24
图 38: 新开工面积累计同比增速与销售面积累计同比增速 (逐月)	24
图 39: 新开工面积/销售面积.....	25
图 40: 中性条件下新开工面积预测 (亿平)	26
图 41: 房屋面积竣工率.....	26
图 42: 竣工面积与销售面积的滞后差 (亿平)	27
图 43: 三类情景下施工面积 (亿平米) 与施工面积增长率.....	28
图 44: 房地产开发投资完成额增速与施工面积增速 (逐年)	28
图 45: 房地产开发投资完成额累计同比增速与施工面积累计同比增速 (逐月)	28
图 46: 重点企业 22 年&23 年 Q1 营业收入、净利润及增速	29
表 1: 人口发展规划.....	4
表 2: 人口政策变化梳理.....	6
表 3: 中国人口弹性测算.....	7
表 4: 各国城镇化发展阶段比较.....	9
表 5: 各国城镇化发展政策比较.....	10
表 6: 中国城镇化率测算.....	11
表 7: 中国城镇人口弹性预测 (亿人)	11
表 8: 2010-2020 年中国住房总量和人均居住面积变化.....	13
表 9: 2020 年我国存量住宅来源结构.....	16
表 10: 2023-2030 年我国住房增量空间测算	17
表 11: 考虑空置率时 2023-2030 年我国住房增量空间测算 (亿平米)	18
表 12: 23-30 年年平均新开工面积弹性测算 (亿平)	25
表 13: 总和生育率=1.0 时, 竣工面积测算 (亿平)	27
表 14: 总和生育率=1.0 时, 施工面积及增速测算.....	27
表 15: 总和生育率=1.0 时, 房地产开发投资完成额增速测算.....	29

1 若总和生育率降至 1.0，预计 23-30 年我国商品房销售面积中枢约 10 亿平米

我国自住房增量空间可根据驱动力分类为以下三类：(1) 城镇化驱动需求：源于刚性住房需求人群的增加，主要由人口及城镇化率带来的城镇人口变化驱动；(2) 改善需求：源于居民住房消费升级，主要由人均居住面积增长驱动；(3) 更新改造空间：源于对存量住房的更新改造，由存量住房中具有高房龄、低质量等特征的住房的更新驱动。

1.1 驱动力 1：城镇化驱动需求

1.1.1 假设 1：中性假设下，2030 年我国人口数量降至 12.92 亿人

人口发展规划为 2030 年人口达到 14.5 亿人，实际情况或难达预期。根据国务院发布的《国家人口发展规划（2016—2030 年）》，我国人口总规模增长惯性减弱，至 2030 年前后人口总规模达到峰值。按照规划目标，2020 年我国人口总量达到 14.2 亿人，2030 年达到 14.5 亿人，总和生育率稳定在 1.8。然而实际情况为 2020 年我国总人口达 14.13 亿人，总和生育率为 1.31；2022 年我国总人口为 14.12 亿人，总和生育率为 1.06，就实际人口总量变化趋势及总和生育率而言，我国人口峰值或已提前到达，未来十余年我国人口发展或不及预期。

表 1：人口发展规划

领域	主要指标	单位	目标值		实际值		
			2020E	2030E	2015	2020	2022
人口总量	全国总人口	亿人	14.2	14.5	13.75	14.13	14.12
	总和生育率		1.8	1.8	1.5-1.6	1.31	1.06
人口结构	出生人口性别比		≤112	107	113.5	111.3	-
人口素质	人均预期寿命	岁	77.3	79	76.3	78.08	-
	劳动年龄人口平均受教育年限	年	10.8	11.8	10.23	-	-
人口分布	常住人口城市化率	%	60	70	56.1	63.89	65.22

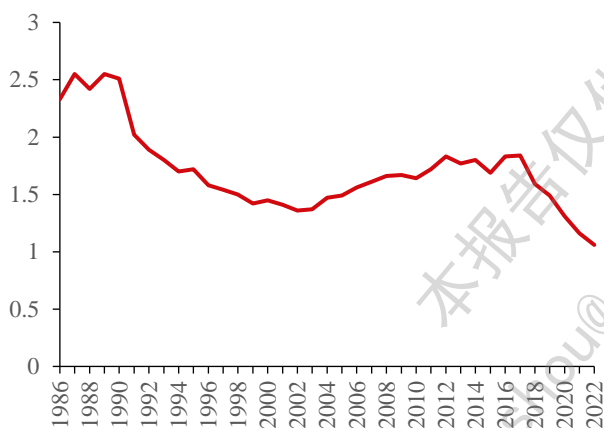
资料来源：国务院，同花顺 iFinD，国联证券研究所 注：总和生育率指一名女生育儿数量

我国过去十三年总和生育率处于低生育率区间，生育率走向低迷。

- 2010-2022 年，我国平均总和生育率为 1.59，而人口世代更替所需的总和生育率为 2.1，因此一旦生育率低于 1.5，就可能陷入“低生育率陷阱”。
- 自 2017 年以来，我国总和生育率迅速走向低迷。2017-2022 年我国总和生育率分别为 1.84、1.59、1.49、1.31、1.16、1.06。2022 年 1.06 的总和生育率水平创历史新低。
- 我国出生人口数量亦迎来持续下滑，2017-2022 年我国出生人口数分别为 1797、1527、1405、1215、1062、956 万人，五年复合增长率为-11.86%。

- 与日本（2021 年，总和生育率 1.3）、新加坡（2022 年，总和生育率 1.4）、澳大利亚（2021 年，总和生育率 1.7）对比，目前我国总和生育率（2022 年，总和生育率 1.06）均为较低水平。此外，纵观日本、新加坡、澳大利亚的总和生育率变化趋势，近十余年其均保持较为稳定的水平，而我国总和生育率波动较大且处于下降趋势中。

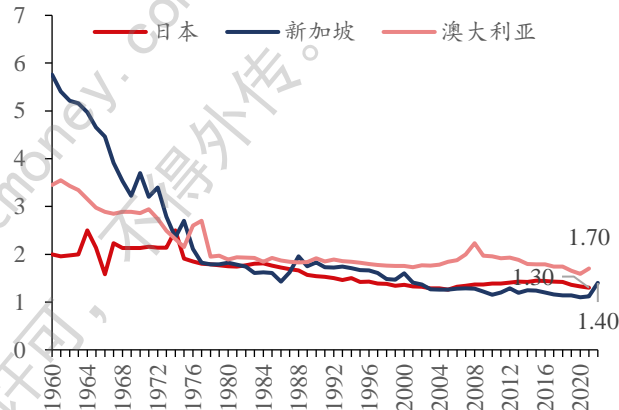
图1：1986-2022 年我国总和生育率



资料来源：《三十年来关于生育水平的争论和对总和生育率的重新估计》

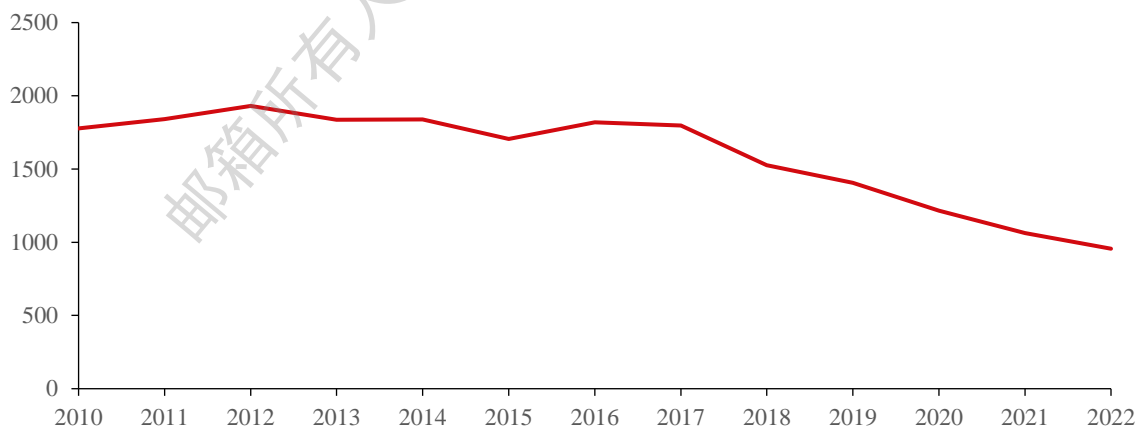
(2023 年 1 月，乔晓春)，国联证券研究所

图2：日本、新加坡、澳大利亚总和生育率



资料来源：WIND，国联证券研究所

图3：2010-2022 年中国出生人口数（万人）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

人口政策效果不及预期，老龄化、少子化现象日益显现。

- 自 1949 年以来，我国人口政策可分为 4 个阶段，鼓励生育期、计划生育调整期、二孩政策调整期、三孩政策期。值得注意的是，2001 年开始，经历了几十年的严格计划生育后，我国逐步放开“一孩政策”，经历“双独二孩”、“单独二孩”到“全面二孩”、“全面三孩”。
- 然而，根据人口普查结果，1982、1990、2000、2010、2020 年我国人口区间年均增长率分别为 2.13%、1.71%、1.23%、0.63%、0.53%。结果显示，经历近二十年的“二孩”政策调整，我国人口增长放缓趋势仍然持续，老龄化、少

子化现象日益显现。

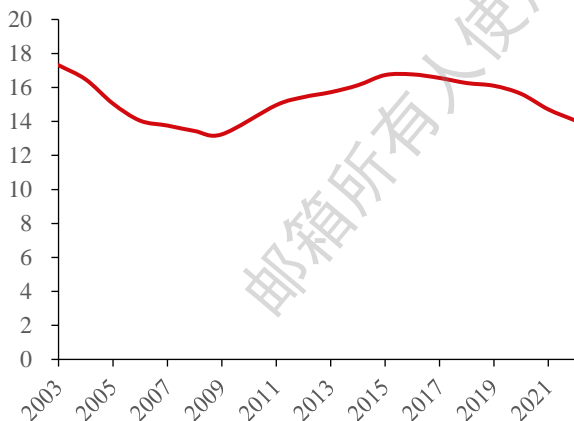
- 中国指数研究院的数据显示，在大湾区的购房人口中，25-34岁购房者占比50%。因此我们将25-34岁人群视为适龄购房人群。2021年，我国人口抽样数据显示，25-34岁人口占总人口比例为14.71%，较2003年的17.31%下降近3个百分点。根据OECD预测，2022至2060年，我国25-34岁人口数量将由2.11亿人下降至1.36亿人。

表 2：人口政策变化梳理

阶段	时间	人口政策
鼓励生育期	1949-1953	鼓励生育
计划生育调整期	1953-1970	支持节育
	1971-2001	计划生育
	2002-2012	双独二孩
二孩政策调整期	2013-2015	单独二孩
	2015-2021	全面二孩
	2021-至今	全面三孩
三孩政策期	2021-至今	全面三孩

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图4：2003-2022年我国25-34岁人口数量占比（%）

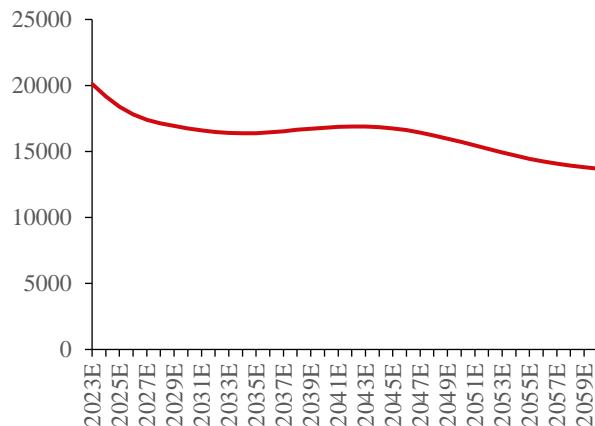


资料来源：国家统计局，OECD，国联证券研究所

注：2003-2019、2021 为国家统计局抽样数，2020、2022 年为利用

OECD 预测值和过往 OECD 预测值及国家统计局披露数据差值推测所得

图5：OECD 对中国25-34岁人口数量的预测（万人）



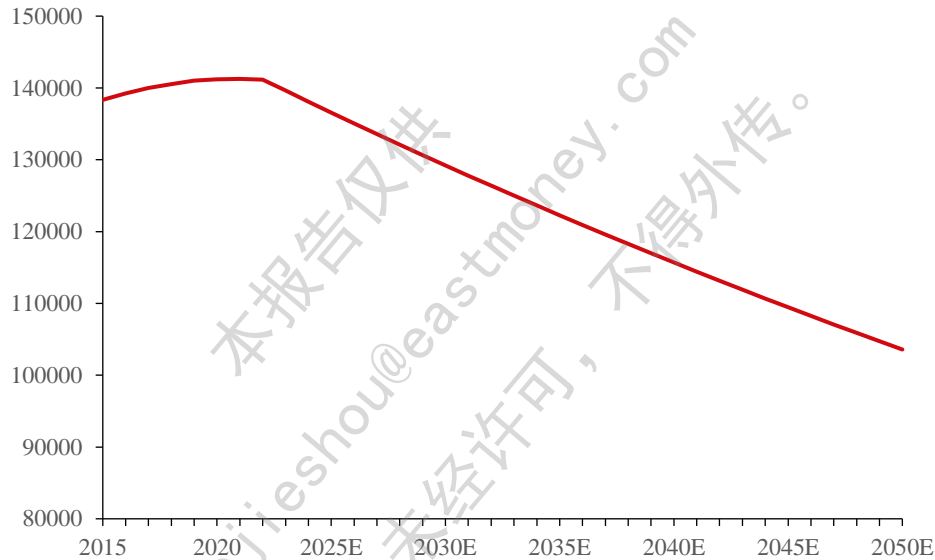
资料来源：OECD，国联证券研究所

假设未来我国人口总和生育率为 1.0，则 2030 年我国人口将跌破 13 亿人。

- 我们参考 2023 年 2 月王炳文发表的《我国内生性人口收缩的主要特征、影响及政策建议》、2009 年 8 月钟晓青发表的《我国人口增长的总和生育率模型及人口预警》中的人口预测模型，根据总和生育率进行本报告的人口预测。
- 假设 2023-2050 年我国人口世代更替的总和生育率为 2.1，以简易公式“当年人口数量=上年人口数量+上年人口数量*（当年总和生育率-2.1）”测算我国人口总量。结果表明，当 2023-2050 年我国人口总和生育率为 1.0 时，2030 年我国人口将降至 12.92 亿人，2050 年降至 10.36 亿人。

- 在总和生育率分别为 0.7、0.8、0.9、1.0、1.2、1.5、2.1 的情况下，2030 年我国人口总数将为 12.61、12.71、12.82、12.92、13.13、13.45、14.12 亿人，2050 年我国人口总数将为 9.51、9.79、10.07、10.36、10.96、11.93、14.12 亿人。

图6：2023-2050 年中国人口预测曲线（总和生育率=1.0）（万人）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

表 3：中国人口弹性测算

总和生育率	中国人口数量（亿人）		
	2022	2030E	2050E
0.7	14.12	12.61	9.51
0.8		12.71	9.79
0.9		12.82	10.07
1.0		12.92	10.36
1.2		13.13	10.96
1.5		13.45	11.93
2.1		14.12	14.12

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

1.1.2 假设 2：预计未来 10 年内我国城镇化发展仍处于中高速期

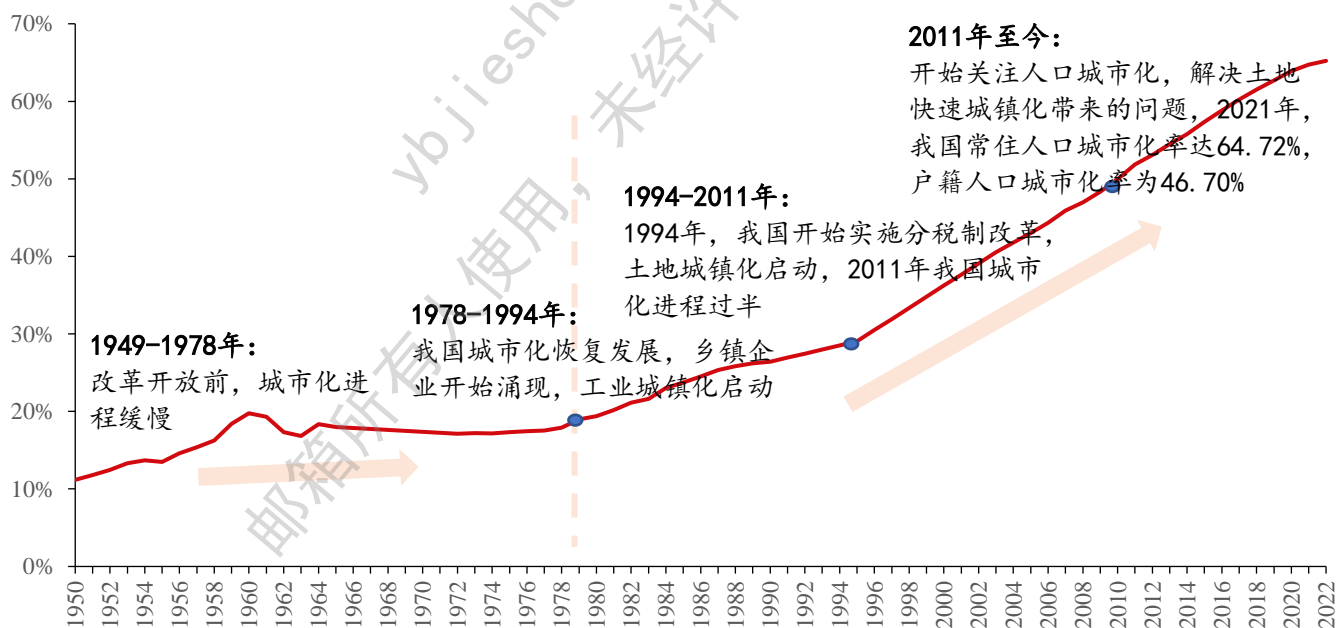
1949 年以来我国城镇化率并非线性变化，近 40 余年我国常住人口城镇化率增长迅速，由 18%增至 60%以上。

- 阶段 1（1949-1978 年）：改革开放以前，我国城镇化速度缓慢，近 30 年间从 11%增至 18%。
- 阶段 2（1978-1994 年）：1978 年，党的十一届三中全会召开，作出把党的工

作重心转移的经济建设上来和实行改革开放的重大决策；1984 年，党的十二届三中全会召开，中国改革重点从农村转向城市，我国城镇化恢复发展，乡镇企业开始涌现，工业城镇化启动。1994 年，我国城镇化率增加至 28.51%，即距 1978 年约 16 年，增长 10 个百分点。

- **阶段 3 (1994-2011 年)：**1994 年，我国开始实施分税制改革，中央和地方的财政关系从分权走向集权，地方政府吸引外地经济主体流入本地的意愿增强，导致产品与要素的跨地区流动性增加，地方政府发展经济的模式从“经营企业”向“经营城市”转变，土地城镇化启动，人口流动加强。2011 年，我国城镇化率达 51.83%，城镇化进程过半。
- **阶段 4 (2011 年至今)：**与常住人口城镇化率相比，我国户籍城镇化率水平不高，这一阶段开始关注人口城镇化，解决土地快速城镇化带来的问题。2021 年，我国常住人口城镇化率达 64.72%，而户籍人口城镇化率仅 46.70%。

图7：中国城镇化率发展历程



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

注：本文若未特别说明，则城镇化率均代表常住人口城镇化率。

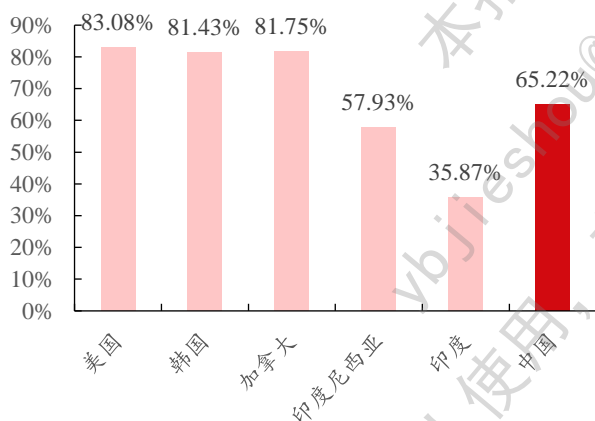
对比发达国家，我国城镇化率仍有可观上升空间，未来近十年我国城镇化依旧处于中高速发展阶段。

- **我国城镇化率较发达国家城镇化率低约 15 个百分点。**2022 年我国城镇化率达 65.22%。根据联合国数据，2022 年美国、韩国、加拿大的城镇化率水平分别为 83%、81%、82%，均达到 80%以上水平。即与发达国家相比，我国城镇化水平还有超 15%的提升空间，未来 20 年，城镇化仍然是我国房地产的重要驱动力之一。
- **纵观发达国家城镇化进程，城镇化率或在达 70%后增速下降。**韩国在 1982-1988 年实现了城镇化率由 60%增至 70%，用时约 6 年；而其后城镇化率由

70%增至 80%用时约 14 年。加拿大在 1950-1962 年实现城镇化率由 60%增至 70%，用时约 12 年；而城镇化率由 70%增至 80%用时约 42 年。二者在城镇化率达 70%之后增长 10 个百分点所需的时间是达 70%之前的两倍以上。

- **预计 2032 年我国城镇化率达 70%以上。**2022 年我国城镇化率为 65.22%，较 2021 年增加 0.5 个百分点。根据我国最新城镇化率增速及发达国家城镇化率进程，我们假设 2023 年后我国城镇化率每年增加 0.5 个百分点，则将在 2032 年达到 70.22%的水平；之后以每年增长 0.25 个百分点的增速发展，则 2050 年我国城镇化率将接近 75%。因此，预计在未来近十年内，我国城镇化率仍然会处于中高速发展阶段。

图8：2022 年各国城镇化率



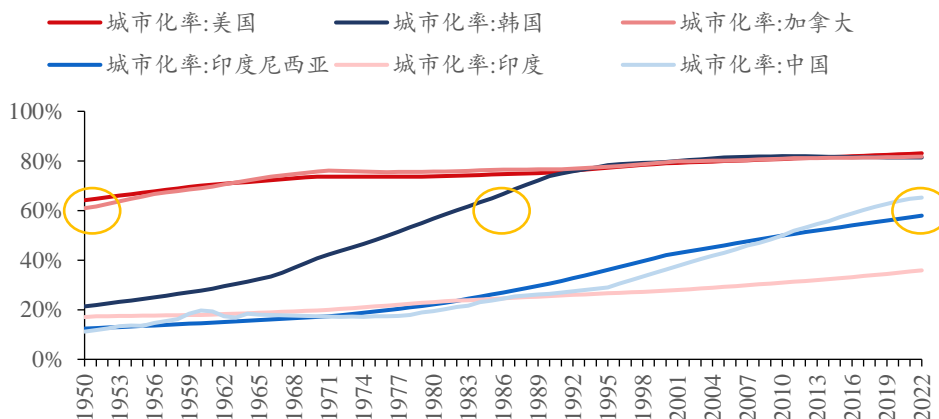
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图9：韩国、加拿大城镇化率增长用时



资料来源：联合国，国联证券研究所

图10：典型国家城镇化发展历程对比



资料来源：国家统计局，联合国，国联证券研究所

表 4：各国城镇化发展阶段比较

阶段	中国	英国	美国	日本
发展起点	1978 年改革开放	18 世纪后期 1775 工业革命的推动	1789 年联邦政府建立	20 世纪 20 年代明治维新
初始阶段（城镇化率 $\leq 30\%$ ）	1978—1994 年	18 世纪末至 19 世纪初	1790—1890 年	20 世纪 20 年代至 20 世纪 30 年代
走向基本实现阶段（ $30\% \leq$ 城镇化率 $\leq 50\%$ ）	1994—2011 年	19 世纪初至 19 世纪中叶	1890—1920 年	20 世纪 30 年代至 50 年代
基本实现→完成过渡阶段（ $50\% \leq$ 城镇化率 $\leq 70\%$ ）	2011 年至今	19 世纪初至 19 世纪末	1920—1960 年	20 世纪 50 年代至 70 年代
自我完善和发展阶段（城镇化率 $\geq 70\%$ ）	—	19 世纪末至今	1960 年至今	20 世纪 70 年代至今

资料来源：《新型城镇化发展财政政策的国际比较与借鉴》，国联证券研究所

表 5：各国城镇化发展政策比较

政策	英国	美国	日本
发达国家完善社保制度的政策	1.在农村社会保障方面，英国设立农场主养老保险制度，并以“农业社会互助金”的模式实现了农村人口社保。 2.根据贝弗里奇报告发布了社会保险白皮书，逐步建立起了完整的社保体系。	1.针对在城镇化进程中由于人口数量在城市的集聚而产生的住房困难问题，提出了一系列的住房保障措施。 2.颁布了多项法律法规和补贴政策以确保障民众尤其是贫困人口住房问题，让农村人口与城市人口的社会保障待遇相同。	1.为了提高人民的福利水平、保障农民基本生存权，日本提出“全民皆保险”的口号，由中央政府、县、町政府共同出资来健全社保体系。 2.在 1985 年的《国民年金法》提出让国民年金成为共同的基础养老保险，扩大了社会保障的主体，逐步实现了城乡一体化的社保体系。
发达国家促进乡村发展的财政政策	英国政府自 19 世纪末开始积极实施财政政策发展乡村，1909 年颁布《住宅城镇规划条例》是世界上第一部关于城乡规划的法律。促进乡村发展的政策有效地解决了之前以城市扩张为主的城镇化发展给乡村带来的不利影响。	美国政府在城镇化发展过程中一直坚持农业与工业发展并重的原则，使得乡村和城市在城镇化进程中协调发展。	日本为了应对城镇化发展初期出现的城乡差距过大的问题，提出一系列保护乡村、促进乡村发展的措施，实现了乡村在城镇化进程中有特色的发展。
发达国家发展小城镇的财政政策	英国政府将城镇化发展的规划立法，重视小城镇对劳动力的牵引作用和对工业的促进作用，形成了中心城市、小城镇、乡村交相辉映的发展格局。	美国政府在城镇化发展的初期就开始重视小城镇的发展，以大城市为依托，利用了大城市的辐射功能带动美国小城镇的发展，并由联邦政府、地方政府以及开发商共同承担小城镇的开发建设费用，逐步确立了大都市、小城镇、乡村互相促进的发展格局。	日本自 20 世纪 50 年代以来由于大都市圈的过度扩张，大都市的发展与其他地区发展极度不平衡，为了提升城镇化发展质量，日本政府运用资金大力扶持落后地区、小城镇的发展，实现了均衡的城镇化发展。

资料来源：《新型城镇化发展财政政策的国际比较与借鉴》，国联证券研究所

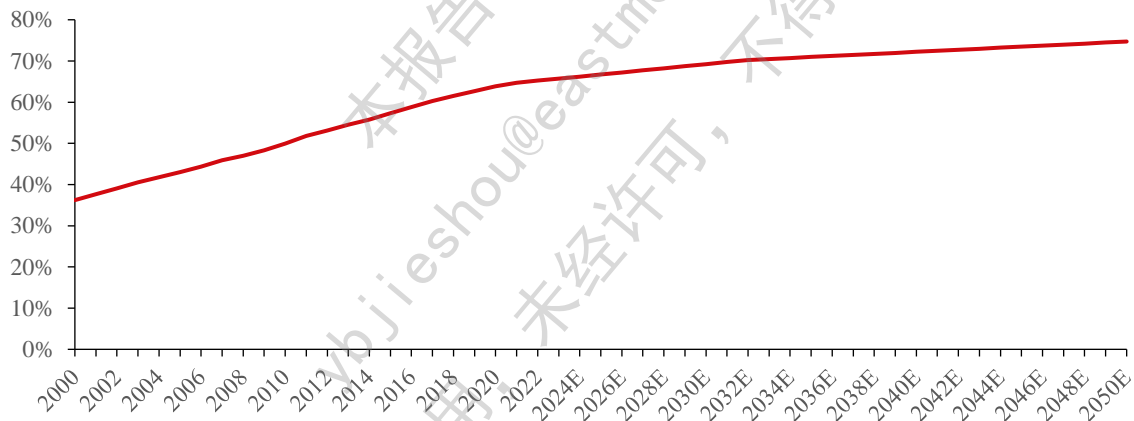
表 6：中国城镇化率测算

假设依据：2022 年我国城镇化率较上年增加 0.5 个百分点；根据发达国家城镇化进程，城镇化率达 70% 之后增速将降至原增速 1/2。

阶段	增速（假设值）	中国城镇化率测算值
2023-2032 年	每年增长 0.5 个百分点	2032 年：70.22%
2033-2050 年	每年增长 0.25 个百分点	2050 年：74.72%

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图 11：中国城镇化率预测走势



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

1.1.3 中性假设下，2030 年我国城镇人口数量将降至 8.94 亿人

城镇人口数量变化是我国住房城镇化驱动需求的主要影响因素，我们根据上述假设 1 及假设 2 测算我国城镇人口数量，结果显示，中性假设下（总和生育率=1.0），2022-2030 年我国城镇人口数量由 9.21 降至 8.94 亿人。

表 7：中国城镇人口弹性预测（亿人）

表中为中国城镇人口数量（亿人），其中 2022 年为国家统计局公布值，2023-2050 年为测算值，总和生育率、城镇化率为假设条件；

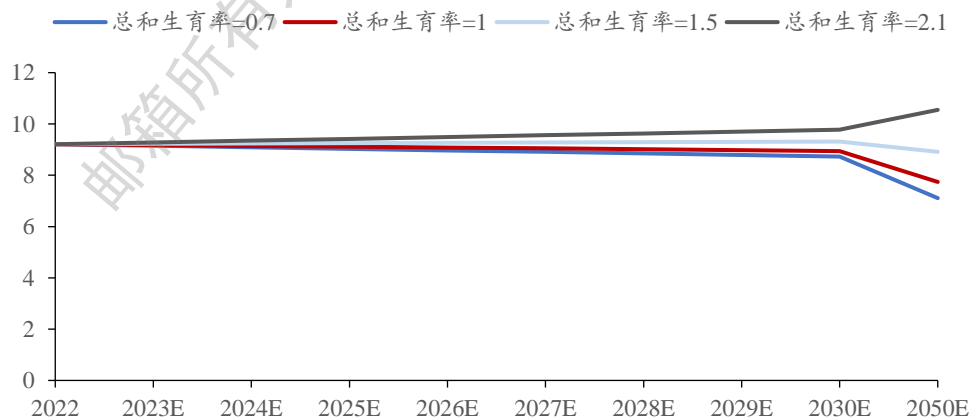
计算示例：总和生育率为 1 的情况下，2030 年的城镇人口=2030 年人口总数（总和生育率=1.0）*2030 年城镇化率

总和生育率 (2023-2050 年)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2050E
0.70	9.21	9.15	9.09	9.03	8.97	8.91	8.85	8.79	8.73	7.11
0.80	9.21	9.16	9.11	9.06	9.01	8.95	8.90	8.85	8.80	7.31
0.90	9.21	9.17	9.13	9.08	9.04	9.00	8.96	8.92	8.87	7.52
1.00	9.21	9.18	9.14	9.11	9.08	9.05	9.01	8.98	8.94	7.74
1.20	9.21	9.19	9.18	9.17	9.15	9.14	9.12	9.11	9.09	8.19

1.50	9.21	9.22	9.24	9.25	9.26	9.28	9.29	9.30	9.31	8.91
2.10	9.21	9.28	9.35	9.42	9.49	9.56	9.63	9.70	9.77	10.55
附 1：城镇化率										
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2050E
城镇化率	65.22%	65.72%	66.22%	66.72%	67.22%	67.72%	68.22%	68.72%	69.22%	74.72%
附 2：人口总数（亿人）										
总和生育率 (2023-2050年)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2050E
0.70	14.12	13.92	13.72	13.53	13.34	13.16	12.97	12.79	12.61	9.51
0.80	14.12	13.93	13.75	13.57	13.40	13.22	13.05	12.88	12.71	9.79
0.90	14.12	13.95	13.78	13.62	13.45	13.29	13.13	12.97	12.82	10.07
1.00	14.12	13.96	13.81	13.66	13.51	13.36	13.21	13.07	12.92	10.36
1.20	14.12	13.99	13.86	13.74	13.62	13.49	13.37	13.25	13.13	10.96
1.50	14.12	14.03	13.95	13.86	13.78	13.70	13.62	13.54	13.45	11.93
2.10	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12	14.12

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图12：中国城镇人口预测（亿人）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

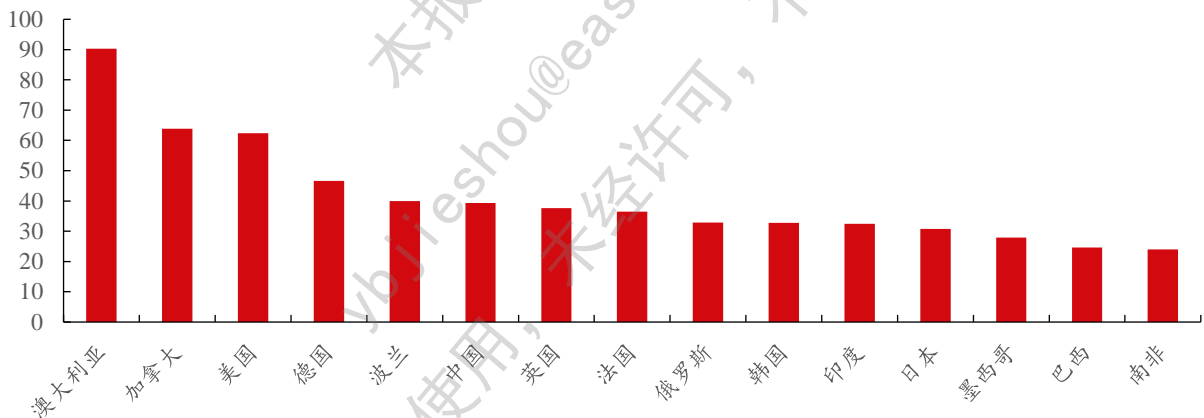
另外，若我们对城镇化发展速度进行更为乐观的预测，即假设城镇化率达到 70% 以前每年增加 0.8 个百分点，达到 70% 以后每年增加 0.35 个百分点，则我国城镇化人口将在 2028 年达到峰值 9.25 亿人，到 2030 年发展至 9.14 亿人。

1.2 驱动力 2：改善需求

住房升级下，人均居住面积的提升是我国住房改善需求的主要影响因素。我国城镇人均居住面积正在逐年提升，在其已提升至一定水平的背景下，我们预计至 2030 年年增速为 0.7 平方米/人。

- 根据第六次和第七次人口普查数据，2010 年我国城镇人均居住面积为 30.8 平米/人，2020 年我国城镇人均居住面积为 38.6 平米/人，十年间增加 8.3 平米/人，平均每年增加 0.83 平米/人。
- 参考 2021 年各国人均居住面积，2020 年我国 38.6 平米/人的城镇人均居住面积在其中已处于中上位置，虽距离澳大利亚、加拿大、美国、德国仍有一定空间，但与波兰、英国、法国相当，胜于俄罗斯、韩国、日本等国家。
- 因此，本报告认为我国城镇人均居住面积已达到中上水平，伴随房价提升，我国城镇人均居住面积增速将放缓，假设 2021-2030 年每年城镇人均居住面积增加约 0.7 平米/人。

图13：2021 年各国人均居住面积对比（平米/人）



资料来源：世界银行，国联证券研究所

注：图中中国数据为本文测算的 2021 年中国城镇人均居住面积，即=2020 年我国城镇人均居住面积+0.7

1.3 驱动力 3：更新改造空间

城镇存量住房未过剩，2020 年城镇人均住房间数仅 1.1。根据第七次全国人口普查统计数据，2020 年全国家庭户居住住房总面积为 517.2 亿平方米，较 2010 年增长 34%。2020 年人均住房间数为 1.2 间/人，较 2010 年增长 20%。值得注意的是，城乡之间住房数据具有较大的差异。2020 年城镇存量住房建筑面积仅 292 亿平方米，占总住房面积 56%。2010-2020 年，乡村平均每户住房间数由 3.6 增至 3.9，而城镇平均每户住房间数由 2.7 增至 2.8；乡村人均住房间数由 1.1 增至 1.4，而城镇人均住房间数仅由 0.9 增至 1.1。相比之下，城镇存量住房并未过剩，且 1.1 的人均住房间数处于略低水平。

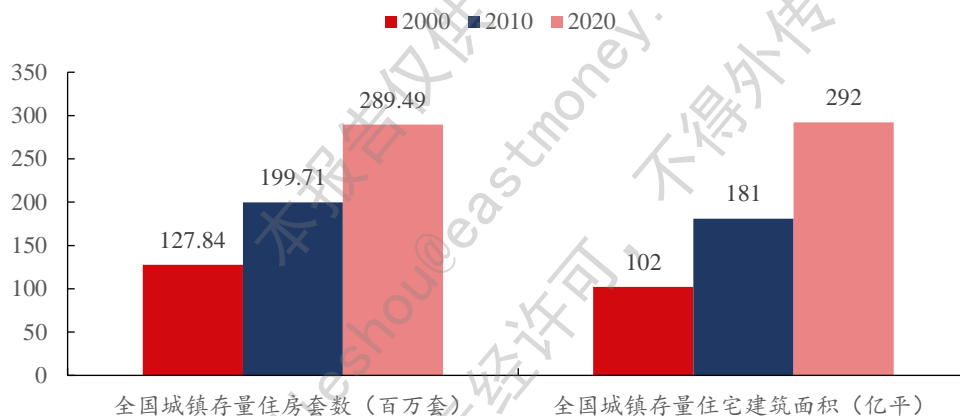
表 8：2010-2020 年中国住房总量和人均居住面积变化

	2010	2020	变化
总面积（亿平米）	385.1	517.2	34%
总间数（亿间）	12.5	14.9	19%
平均每户住房建筑面积（平米/户）	95.8	111.2	16%
人均住房建筑面积（平米/人）	31.1	41.8	34%

人均住房间数 (间/人)	1.0	1.2	20%
--------------	-----	-----	-----

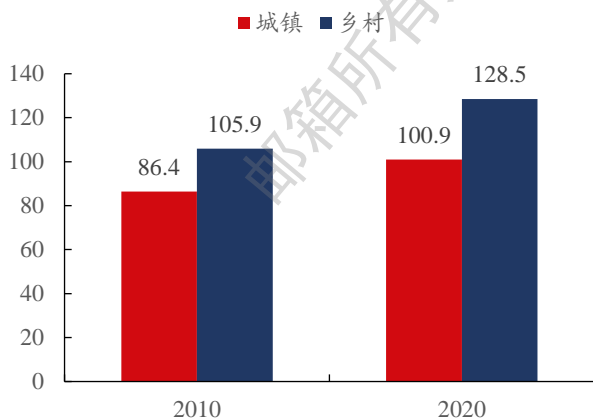
资料来源：第六次、第七次人口普查，国联证券研究所

图14：中国城镇存量住房变化



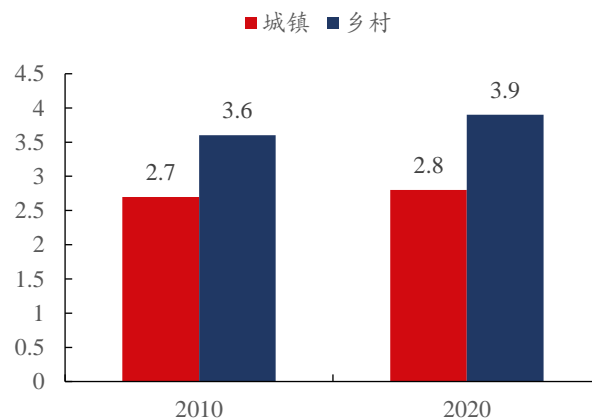
资料来源：第五次、第六次、第七次人口普查，国联证券研究所

图15：中国平均每户住房建筑面积 (平米)



资料来源：第六次、第七次人口普查，国联证券研究所

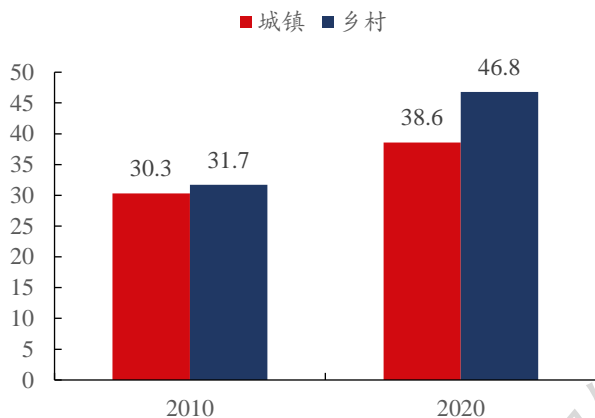
图16：中国平均每户住房间数 (间)



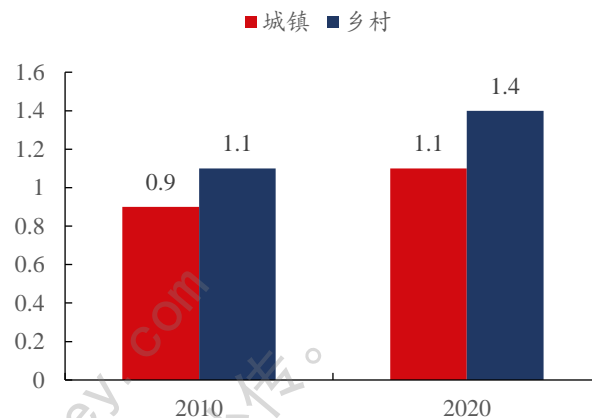
资料来源：第六次、第七次人口普查，国联证券研究所

图17：中国人均住房建筑面积 (平米)

图18：中国人均住房间数 (间)



资料来源：第六次、第七次人口普查，国联证券研究所

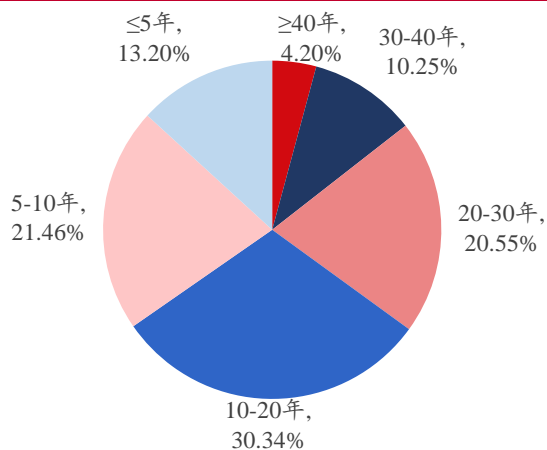


资料来源：第六次、第七次人口普查，国联证券研究所

我国存量住房中高房龄、住房设施不完善、小户型或低楼层的住房比例较高，至少 3 成住房待更新。

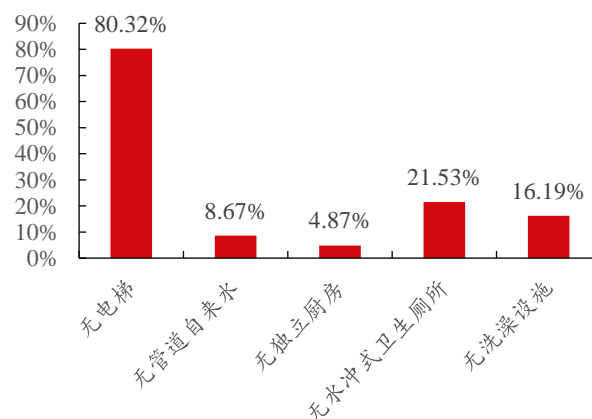
- 房龄结构方面，根据 2020 年第七次人口普查数据，我国存量住房中 20 年以上房龄住房占比高达 35%，其中，房龄为 20-30 年占比 20.55%，30-40 年占比 10.25%，40 年以上占比 4.2%。
- 住房设施方面，由于老房占比较高，我国存量住房设施状况亦有待改善。截至 2020 年，80%以上的住房无电梯，21%以上的住房无水冲式卫生厕所，16%以上的住房无洗澡设施。
- 户型结构方面，截至 2020 年，我国存量住房中一户型占比近 12%，四户及以上占比不足 20%。
- 楼层结构方面，平房占比高达 28%，7 层及以下占比为 53%，高层及超高层住房占比低。
- 来源结构方面，全国住房中，商品房占比仅为 28%，无产权住房占比为 19%，非商品住房占比 49%。

图19：2020 年我国存量住房房龄结构



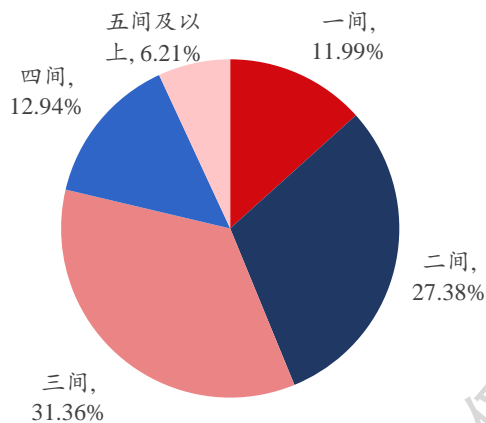
资料来源：《中国人口普查年鉴——2020》，国联证券研究所

图20：2020 年我国存量住房设施状况



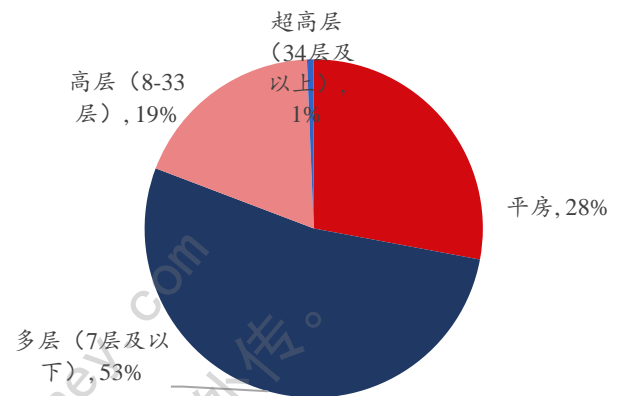
资料来源：《中国人口普查年鉴——2020》，国联证券研究所

图21：2020 年我国存量住房户型结构



资料来源：《中国人口普查年鉴——2020》，国联证券研究所

图22：2020 年我国存量住房楼层结构



资料来源：《中国人口普查年鉴——2020》，国联证券研究所

表 9：2020 年我国存量住宅来源结构

分类	细分类	城镇住房结构	全国住房结构
无产权住房	租赁其他住房	18%	19%
	租赁廉租住房/公租房	3%	
	其他	5%	
商品住房	购买新建商品房	32%	28%
	购买二手房	24%	
非商品住房	自建	21%	49%
	购买原共有住房	6%	
	购买经济适用房/两限房	4%	
	继承或赠予	1%	

资料来源：《中国人口普查年鉴——2020》，国联证券研究所

预计未来更新率为 1%，每年更新 3-4 亿平米。根据中国政府网公布的数据，2016-2020 年 8 月，全国开工改造各类棚户区 2300 多万户，假设每户为 50 平米，合计更新改造 11.5 亿平米，平均每年改造约 2.5 亿平米。根据 2010 年城镇住房面积为 181 亿平米，2020 年城镇住房面积为 292 亿平米计算，2015-2020 年平均住房面积约 260 亿平米。由此计算得更新率约 1%，根据更新改造空间=存量住房面积*更新率，预计未来每年更新 3-4 亿平米。

1.4 考虑需求漏损及空置率，中期我国商品房年均销量约 9.94 亿平

从由城镇人口变化带动的城镇化驱动需求、由人均居住面积变化带动的改善需求和由存量住房更新带动的更新空间三个方面对我国住房增量空间进行测算，中性条件假设如下：

- （1）城镇化驱动需求：假设 2023-2030 年总和生育率为 1.0，城镇化率每年提升 0.5 个百分点。
- （2）改善需求：假设 2023-2030 年我国城镇人均居住面积每年增加 0.7 平

米/人。

➤ (3) 更新空间：假设 2023-2030 年每年存量住宅更新率为 1%。

测算结果显示，中性假设下，2023-2030 年我国住宅年均增量空间为 8.83 亿平米（不考虑空置率）。

表 10：2023-2030 年我国住房增量空间测算

假设说明：1.总人口：来源于 1.1.1 中假设 1，总和生育率为 1.0 情况下的测算结果；2.城镇化率：来源于 1.1.2 中假设 2 测算结果；3.城镇人口=总人口*城镇化率；4.城镇人均居住面积：来源于 1.2 中城镇人均居住面积增速假设；5.存量面积=城镇人口*城镇人均居住面积。									
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总人口 (亿人)	14.12	13.96	13.81	13.66	13.51	13.36	13.21	13.07	12.92
城镇化率	65.22%	65.72%	66.22%	66.72%	67.22%	67.72%	68.22%	68.72%	69.22%
城镇人口 (亿人)	9.21	9.18	9.14	9.11	9.08	9.05	9.01	8.98	8.94
城镇人均 居住面积 (平米/ 人)	40	41	41	42	43	44	44	45	46
存量面积 (亿平 米)	368	373	379	384	389	394	398	403	408
新增需求 (亿平 米)		5.19	5.13	5.06	5.00	4.94	4.88	4.81	4.75
注：新增需求=城镇化驱动需求+改善需求									
城镇化驱 动需求驱 动(亿平 米)		-1.26	-1.30	-1.34	-1.38	-1.42	-1.46	-1.49	-1.53
注：城镇化驱动需求=(当年城镇人口-上一年城镇人口)*当年城镇人均居住面积									
改善需求 驱动(亿 平米)		6.45	6.42	6.40	6.38	6.36	6.33	6.31	6.29
注：改善需求=(当年城镇人均居住面积-上一年人均居住面积)*当年城镇人口									
更新改造 空间(亿 平米)		3.68	3.73	3.79	3.84	3.89	3.94	3.98	4.03
注：更新改造空间=存量面积*更新率(为 1%)									
增量空间 (亿平 米)		8.87	8.86	8.85	8.84	8.83	8.81	8.80	8.78
注：增量空间=新增需求+更新改造空间									

资料来源：WIND，国联证券研究所

考虑到市场中存在一定比例的空置房，这类住房为家庭换房提供选择，通常合理的空置率不低于 10%。西南财经大学的《2017 中国城镇住房空置分析》显示，2017 年我国城镇地区住房空置率为 21.4%。贝壳研究院发布的《2022 年中国主要城市住房空置率调查报告》显示，2022 年我国 28 个城市平均空置率为 12%。我们在考虑空置率的情况下对未来中期我国住房增量空间进行弹性分析。中性预期空置率为 20% 时，2023-2030 年年均增量空间为 11.04 亿平米。

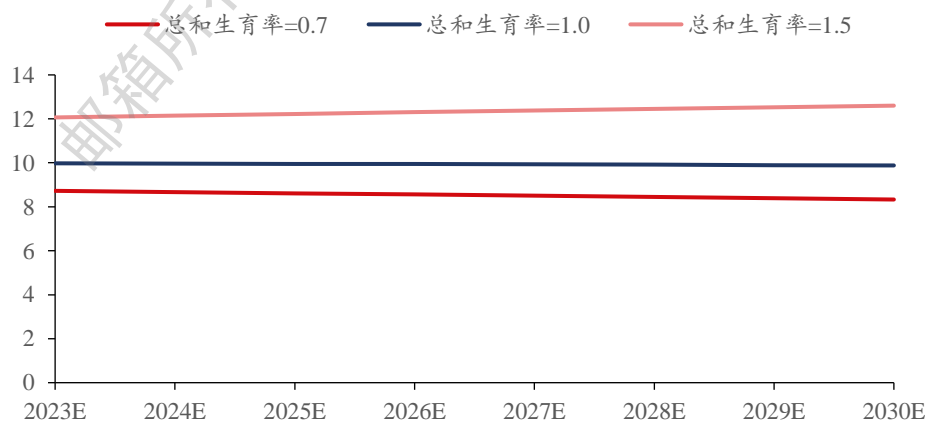
表 11：考虑空置率时 2023-2030 年我国住房增量空间测算（亿平米）

空置率	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
10%	9.85	9.84	9.83	9.82	9.81	9.79	9.78	9.76
15%	10.43	10.42	10.41	10.40	10.38	10.37	10.35	10.33
20%	11.09	11.07	11.06	11.05	11.03	11.02	11.00	10.98
25%	11.83	11.81	11.80	11.78	11.77	11.75	11.73	11.71
30%	12.67	12.66	12.64	12.63	12.61	12.59	12.57	12.55

资料来源：WIND，国联证券研究所

根据当年商品住房需求 $= (1 - \text{有效需求漏损率}) \times ((\text{城镇化驱动需求} + \text{改善需求} + \text{更新改造空间}) / (1 - \text{空置率}))$ ，有效需求漏损率是指未来住房市场总需求中有一部分需求不在商品房实际销售中体现，产生需求漏损，如农转非自带房入城，城镇流入人口返乡置业等使得住房需求通过其他渠道得到解决等。假设有效需求漏损率为 10%，则考虑空置率为 20% 时，2023-2030 年我国商品住房需求年均 9.94 亿平米，假设商品房销量与需求相当，则 2023-2030 年我国商品房年均销量为 9.94 亿平米。

图23：中国商品住房需求预测（亿平米）



资料来源：国联证券研究所

如若采用乐观的城镇化发展假设(城镇化率达到 70% 以前每年增加 0.8 个百分点，达到 70% 以后每年增加 0.35 个百分点)，其余均为中性假设，则 2023-2030 年我国商品房年均销量为 11.22 亿平米。

2 若总和生育率降至 1.0，预计 23-30 年我国地产投资增速中枢约 2.4%

房地产行业沿“信用-融资-竣工-销售-拿地及新开工-投资”传导，由此，根据传导速度，地产投资的支撑因素可以分为长期因素和短期因素：（1）长期因素：需求、库存及资金流动性；（2）短期因素：期房销售带来的刚性施工需求。

2.1 长期：住房库存处于低位，资金到位有望改善

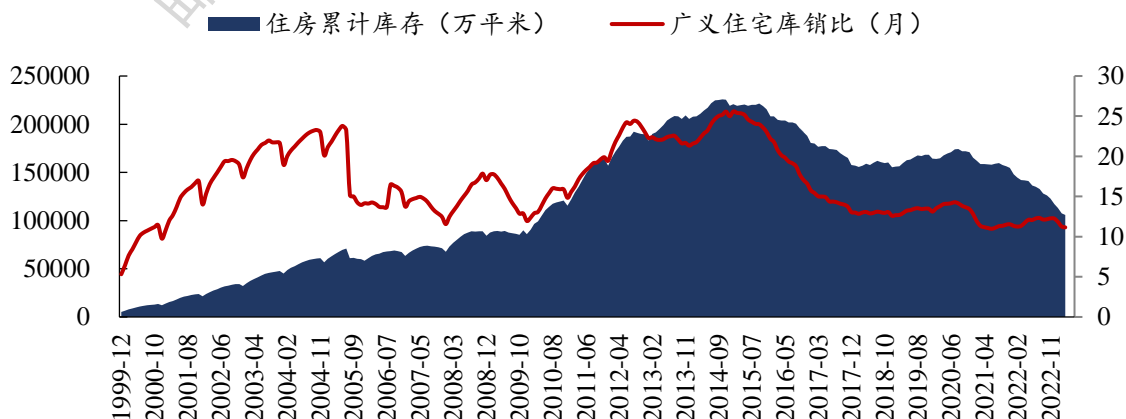
2.1.1 需求：改善需求和更新改造空间支撑需求企稳

我们测算在总和生育率为 1 的情形下，未来城镇人口数量将逐步下降，城镇化驱动未能为住宅需求带来正需求；改善需求和更新改造空间将支撑未来住宅需求企稳，其中，改善需求占比最高。我们假设总和生育率为 1，空置率为 20%，有效需求漏损率为 10%，则预计 2023-2030 年我国商品房年均销量为 9.94 亿平米。

2.1.2 库存：住宅库存位于低位，土地库存仍待消化

23 年 4 月广义住宅库销比为 11.16 个月，显著低于历史中枢水平。我们以广义住宅库销比代表商品房住宅库存水平。广义住宅库销比=（累计商品住宅新开工面积*0.95-累计商品住宅销售面积）/商品住宅销售面积。其中 0.95 是指房屋竣工面积中约有 5%为不可销售面积。截止至 2023 年 4 月，广义商品住宅累计库存约 10.59 亿平米；广义住宅库销比为 11.16 个月，而 1999 年以来广义住宅库销比中枢水平为 16.66 个月，2008 年以来广义住宅库销比中枢水平为 16.78 个月。相比之下，经历 2015-2016 年商品房住宅去库阶段后，商品房住宅库存维持低位，库存压力合理。

图24：中国住房累计库存及广义住宅库销比



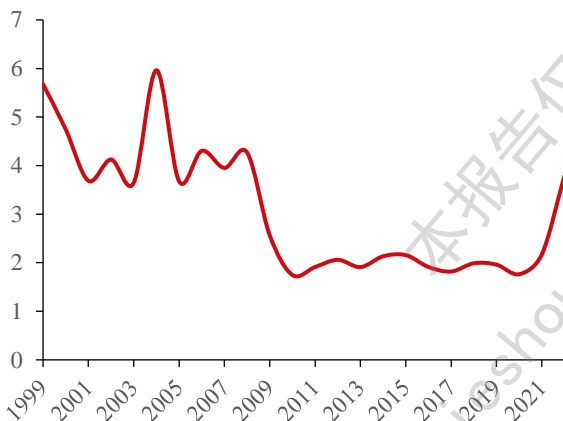
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

注：住房累计库存=累计商品住宅新开工面积*0.95-累计商品住宅销售面积；广义住宅库销比=住房累计库存/商品住宅销售面积

土地库存随地产下行周期提升，待消耗土地将使新开工数据传导至投资数据的速度减慢。根据土地开工比=（土地待开发面积/0.11）/房屋新开工面积，土地库销比=（土地待开发面积/0.11）/商品房销售面积；其中 0.11 是指土地面积与建筑面积的

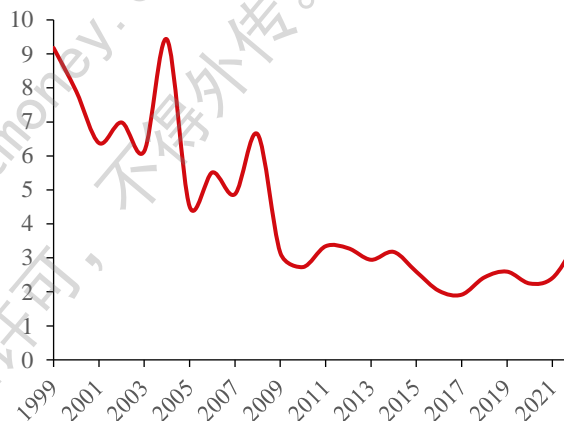
常规比值。2021 年之后，全国土地开工比和土地库销比均迎来上升。土地开工比是从新开工角度衡量土地库存去化速度，2022 年升至 3.79；土地库销比是从商品房销售角度衡量土地库存去化速度，2022 年升至 3.37。与历史水平相比，土地开工比 2008 年以来中枢为 2.29，土地库销比 2008 年以来中枢为 2.99，现阶段土地库存已处于较高位。这意味着，在新开工恢复时，这些待消耗土地库存将使其传导至投资提升的速度减慢。

图25：全国土地开工比



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图26：全国土地库销比



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

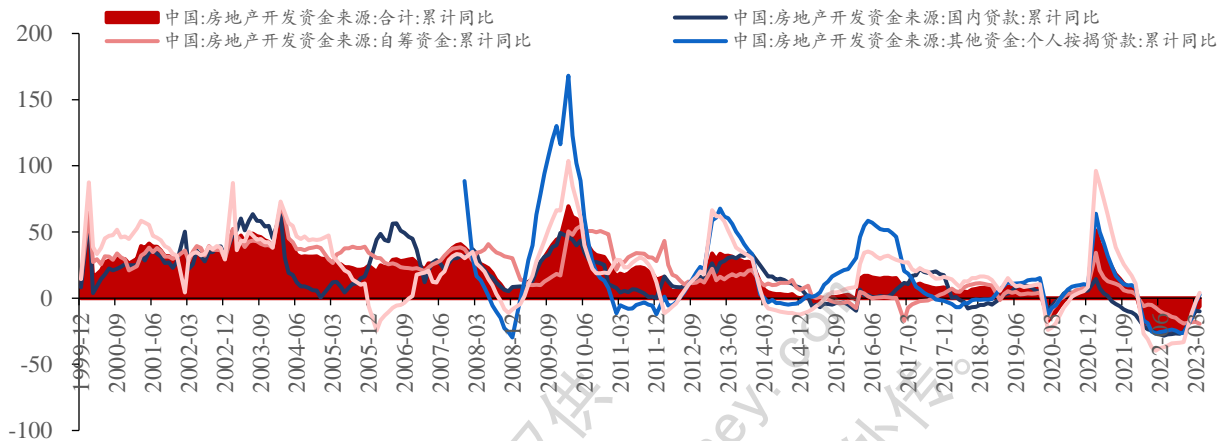
2.1.3 资金流动性：地产融资政策走向宽松，资金面待进一步修复

政策端，地产融资走向宽松。2022 年 11 月，央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，要求放松房地产行业融资。以“房地产 16 条”出台为代表，2022 年年底房地产行业股权、债券、信贷融资三支箭均得到放松。至此，持续约两年的房地产行业融资收紧政策阶段性结束。

数据面，地产信用及资金略有边际改善。

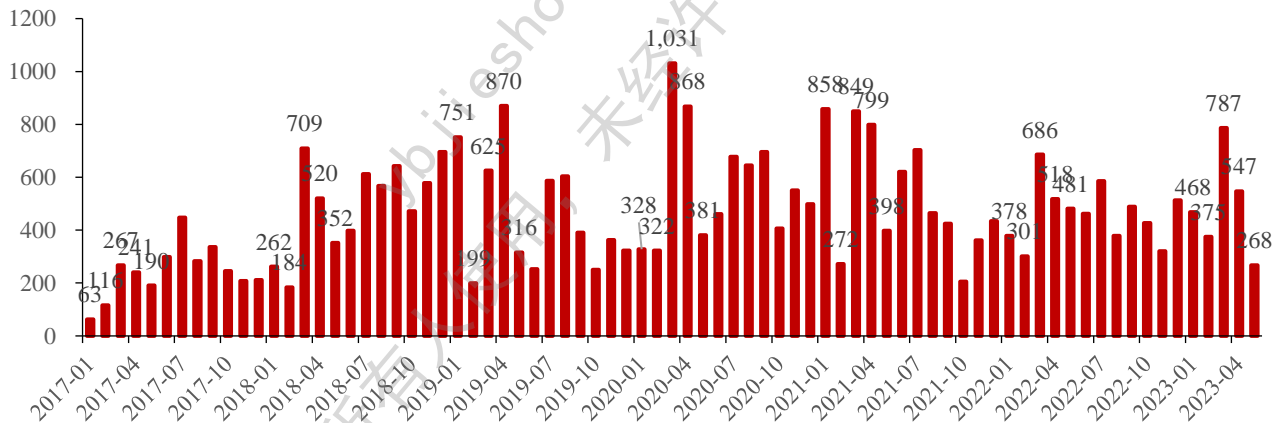
- 房地产开发资金来源修复。自 22 年 2 月开始累计同比下降，至 22 年年底平均降幅超 20%；23 年房地产开发资金来源逐步向好发展，至 23 年 4 月累计同比下降 6.4%，降幅大幅缩小。
- 地产发债宽松，信用利差下降。23 年 1-5 月地产债发行金额合计为 2445 亿元，较 22 年 1-5 月的 2364 亿元略有增加。23 年 3 月 27 日，地产债信用利差为 60.83bp，处于 2018 年以来 13%分位的水平。22 年 11 月房地产行业融资政策频出，信贷、债券、股权“三支箭”融资工具组合拳打出，22 年 Q4 违约或展期债券金额快速下降。
- 目前我国中长期贷款利率处于过去 20 年低位，存款准备金率目前 10.75%，对比 2005-2007 年 6%的水平，仍有下降空间。

图27：房地产开发资金来源累计同比（%）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图28: 地产债发行金额（亿元）



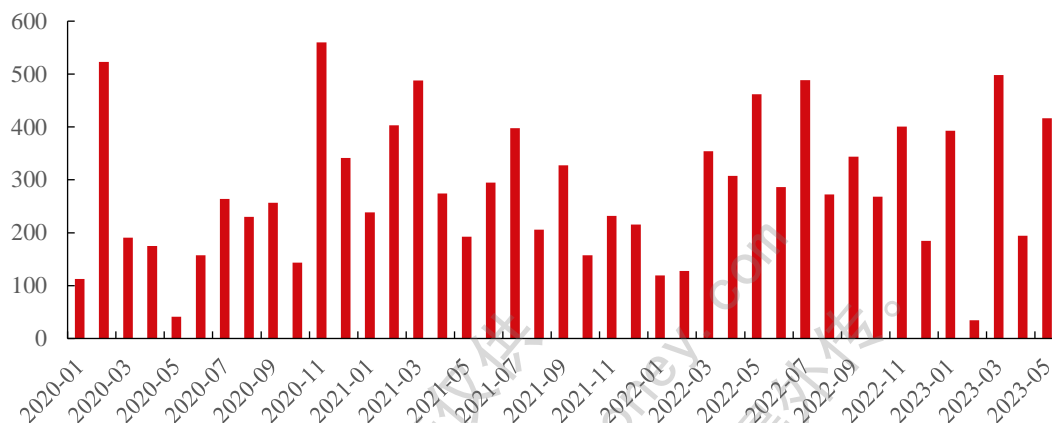
资料来源：WIND，国联证券研究所

图29: 地产债信用利差（bp）



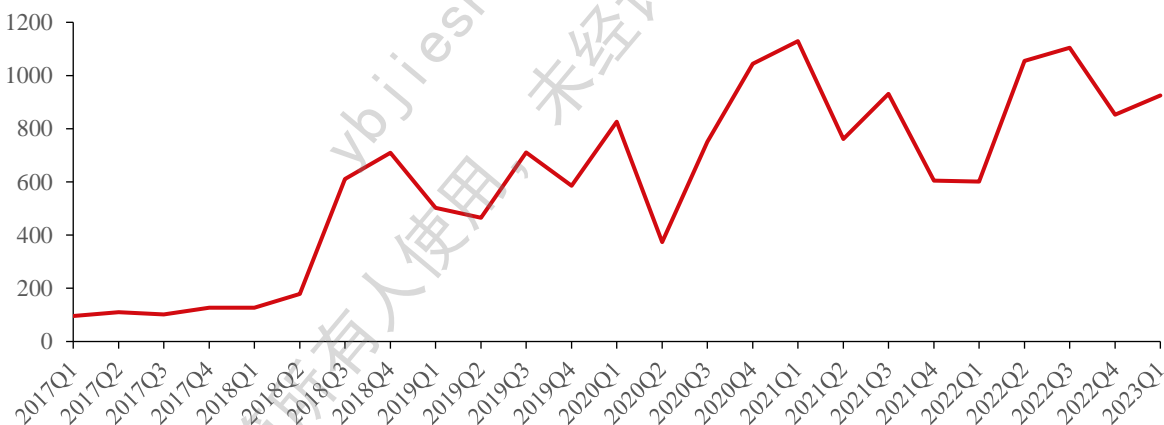
资料来源：WIND，国联证券研究所

图30: 违约或展期债券规模: 月度 (亿元)



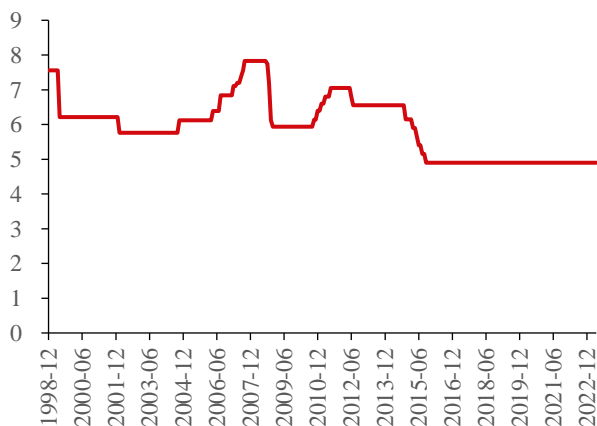
资料来源: WIND, 国联证券研究所

图31: 违约或展期债券规模: 季度 (亿元)



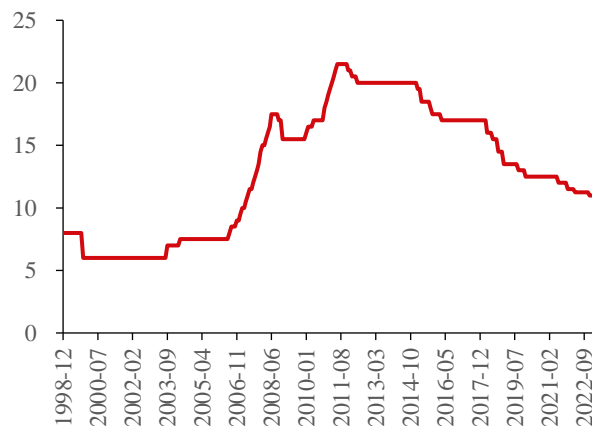
资料来源: WIND, 国联证券研究所

图32: 中长期贷款利率: 5 年以上 (%)



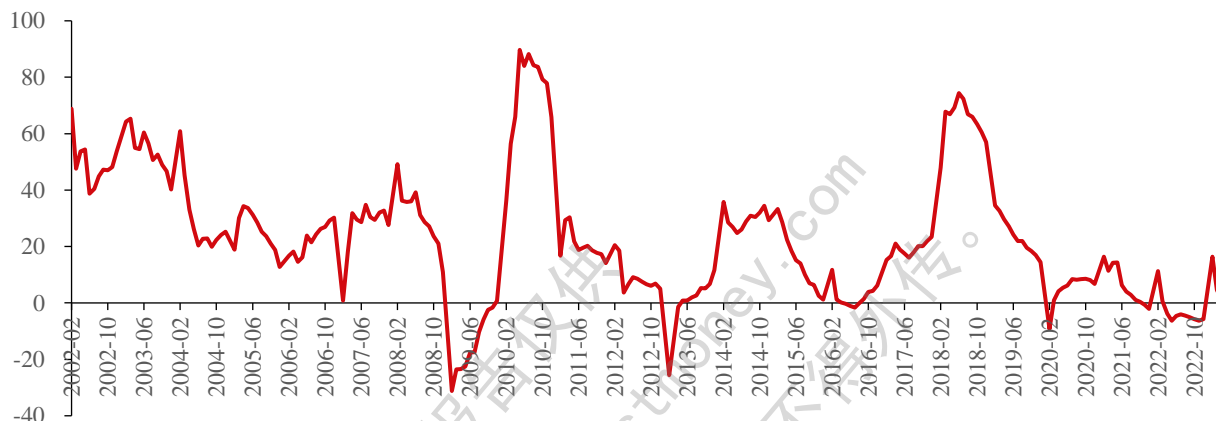
资料来源: 中国人民银行, 国联证券研究所

图33: 人民币存款准备金率: 大型存款类金融机构 (%)



资料来源: 中国人民银行, 国联证券研究所

图34：土地购置费累计同比（%）

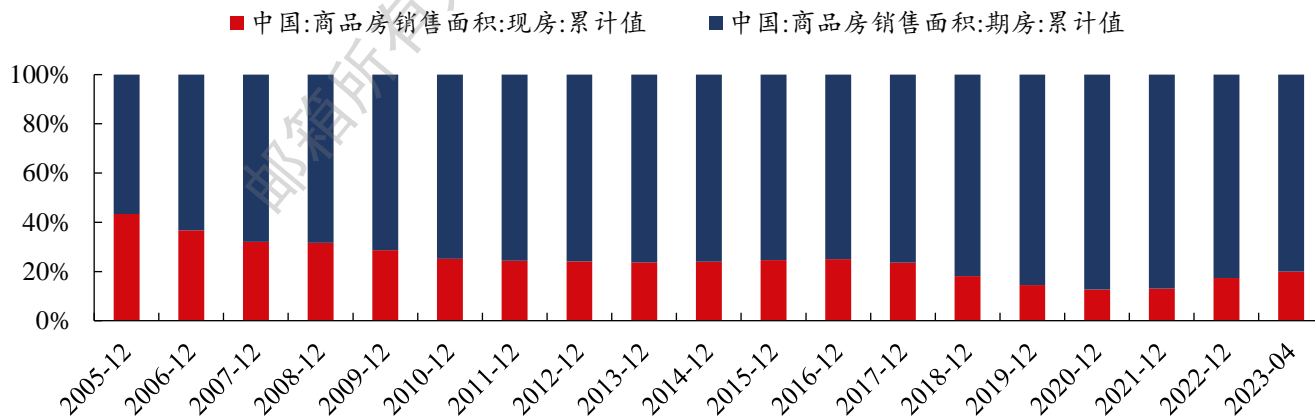


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

2.2 短期：期房销售拉动施工需求

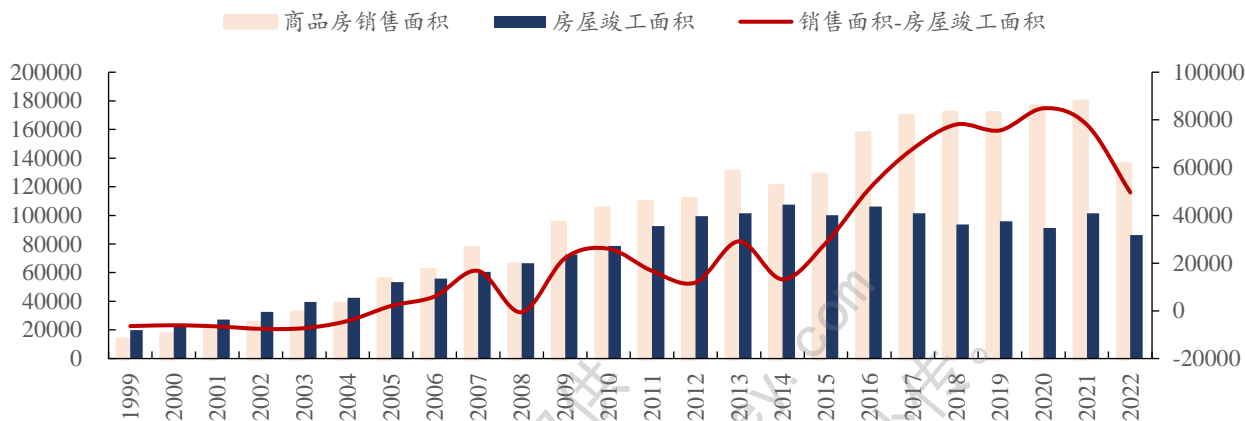
在我国商品房销售结构中，期房占比由 05 年 12 月的 56.6% 提升至 23 年 4 月的 80%，期房销售占比逐步提升；此外，商品房销售面积与竣工面积的差距拉大，且 2017-2021 年商品房销售面积维持高位，这将拉动可观的施工需求。

图35：期房、现房销售结构



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图36：商品房销售与房屋竣工面积差（万平方米）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

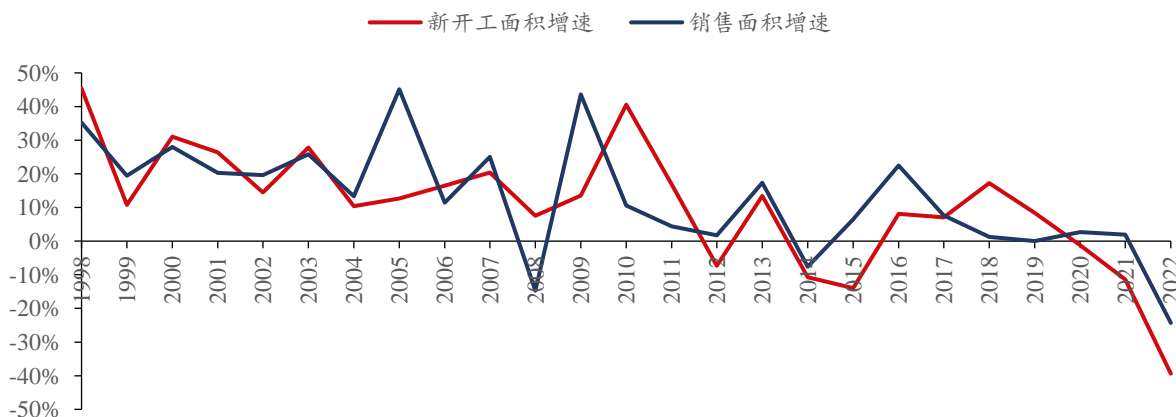
2.3 未来8年年均新开工面积约11亿平，投资增速中枢为2.4%

2.3.1 总和生育率为1.0时，预计未来8年新开工面积均值近11亿平

逐月来看，近三年新开工面积和销售面积增长步调基本一致。新开工面积可代表房地产供应，销售面积可代表房地产需求，二者之间的关系反应房地产供求关系。

- 逐年来看，2012年后新开工面积增速和销售面积增速变动基本保持一致。逐月来看，近三年新开工面积和销售面积增长步调高度吻合。
- 2008年以来广义住宅库销比中枢水平为16.78个月，2021年以来均值保持在12个月以下，假设未来库销比维持约12个月，则意味着新开工面积和销售面积的绝对差值较小。
- 观察过去几年的新开工面积和销售面积的绝对值大小，2020、2021、2022年新开工面积/销售面积分别为1.3、1.1、0.9，三年均值为1.1。

图37：新开工面积增速与销售面积增速（逐年）



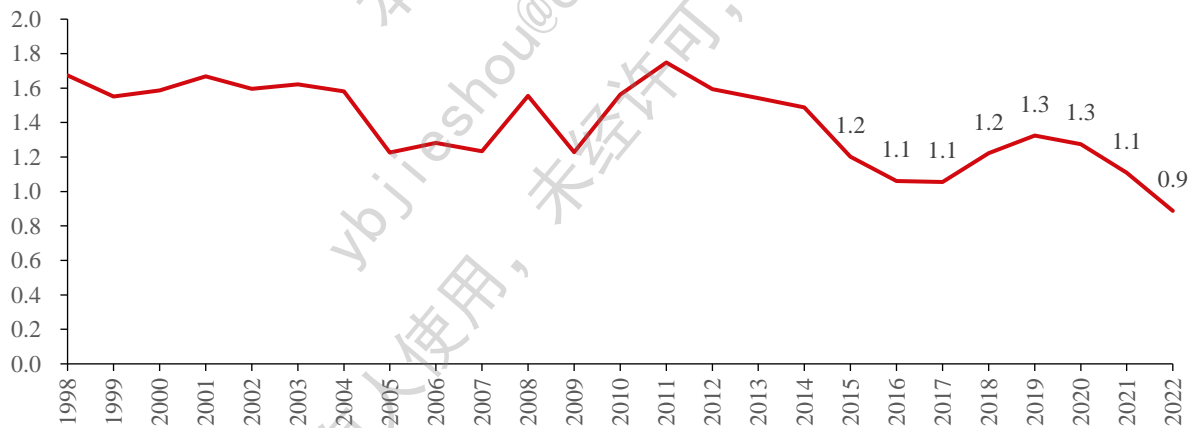
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图38：新开工面积累计同比增速与销售面积累计同比增速（逐月）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图39：新开工面积/销售面积



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

我们对 2023-2030 年年均新开工面积进行弹性测算，假设参数包括总和生育率和新开工面积/销售面积。对于总和生育率，分别赋值 0.7、1.0、1.5；对于新开工面积/销售面积，分别赋值 0.9、1.1、1.3。最乐观的情况下（总和生育率=1.5、新开工面积/销售面积=1.3），未来 8 年年均新开工面积为 16.04 亿平米；最悲观的情况下（总和生育率=0.7、新开工面积/销售面积=0.9），未来 8 年年均新开工面积为 7.68 亿平米；中性情况下（总和生育率=1.0、新开工面积/销售面积=1.1），未来 8 年年均新开工面积为 10.93 亿平米。

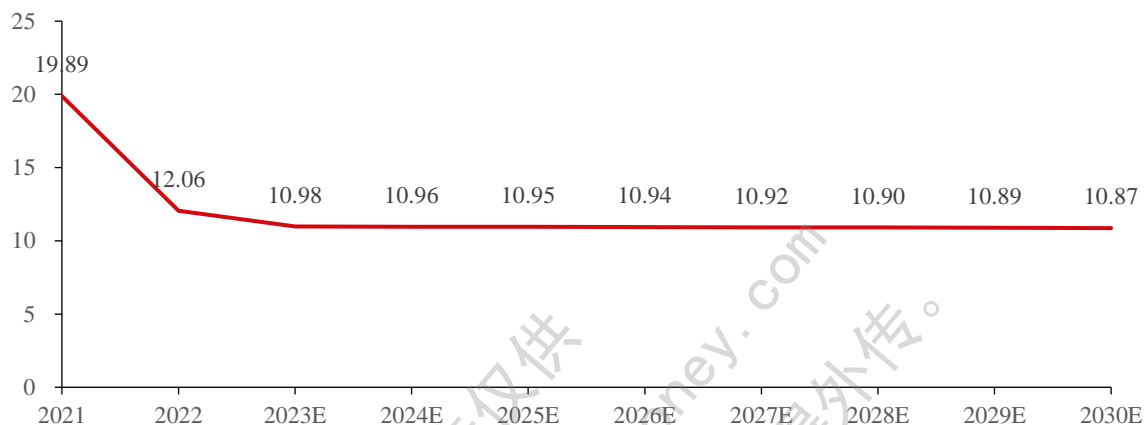
表 12：23-30 年年平均新开工面积弹性测算（亿平）

23-30 年年平均新开工面积 (亿平)	总和生育率=0.7	总和生育率=1.0	总和生育率=1.5
新开工面积/销售面积=0.9	7.68	8.94	11.10
新开工面积/销售面积=1.1	9.38	10.93	13.57
新开工面积/销售面积=1.3	11.09	12.91	16.04

资料来源：国联证券研究所

注：新开工面积=销售面积*比例系数，其中销售面积计算如报告第一节

图40：中性条件下新开工面积预测（亿平）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

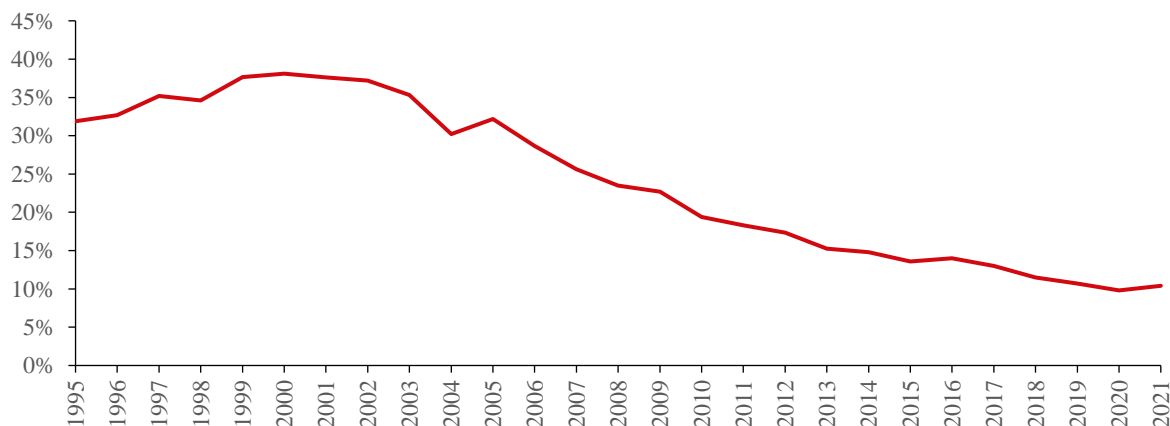
注：中性条件指假设总和生育率为 1.0，新开工面积/销售面积=1.1

2.3.2 保交楼政策下，预计竣工端将边际改善

由于房地产开发公司资金到位情况差，建设规模大、施工慢等原因，近几年房地产竣工端表现不佳，主要表现为：（1）房屋面积竣工率走低，19-21 年房屋面积竣工率分别为 10.7%、9.8%、10.4%，对比 2006 年以前 30%以上的水平降幅较大；（2）竣工面积与销售面积滞后差转负，以“差值=（第 n 年）竣工面积-（第 n-3 年）销售面积”进行计算，2012 年以后该值转负，且 2022 年已达到-8.53 亿平，过去 5 年均值达-6.6 亿平。

预计在“保交楼，稳民生”的政策持续落地，房地产资金流动性边际改善的背景下，竣工端将得以修复，竣工面积与销售面积滞后差的绝对值缩小。22 年竣工面积与销售面积滞后差为-8.5 亿平，假设 2023 年为-8 亿平，24 年为-7 亿平，由于政策的逐步落地，我们预计 24 年后滞后差值将快速缩小，我们假设 25 年保持 2017-2018 年的水平，为-2.5 亿平，此后滞后差逐步缩小，则 2023-2030 年年均竣工面积为 9.55 亿平。

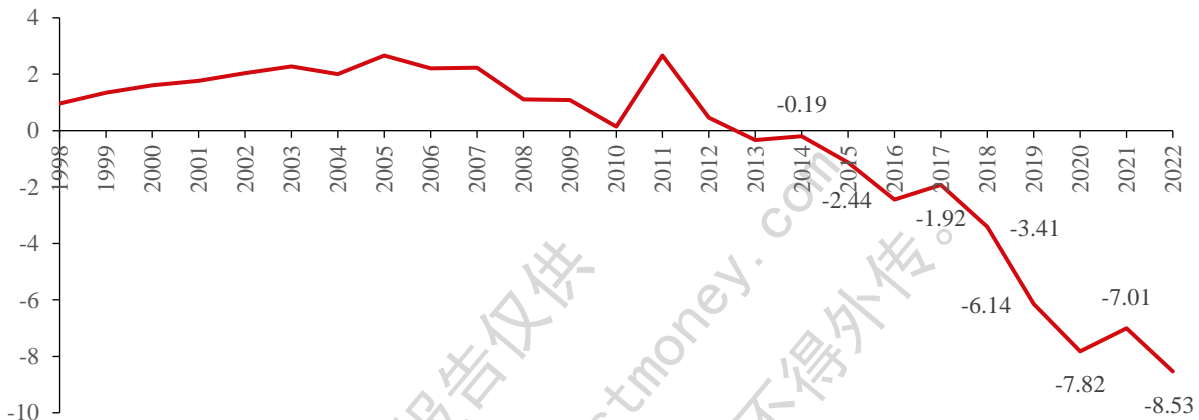
图41：房屋面积竣工率



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

注：房屋面积竣工率=房屋竣工面积/房屋施工面积

图42：竣工面积与销售面积的滞后差（亿平）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

表 13：总和生育率=1.0 时，竣工面积测算（亿平）

（亿平米）	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
销售面积	17.61	17.94	13.58	9.98	9.97	9.96	9.94	9.93	9.91	9.90	9.88
n 年竣工面积-（n-3）年销售面积	-7.82	-7.01	-8.53	-8	-7	-2.5	-2	-1.5	-1	-0.5	0
竣工面积	9.12	10.14	8.62	9.61	10.94	11.08	7.98	8.47	8.96	9.44	9.93

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

注：本表所用销售面积为总和生育率=1.0 情况下的销售面积

2.3.3 总和生育率=1.0 时，未来 8 年我国地产施工面积增速中枢为 1.6%

以“施工面积=（第 n-1 年）施工面积-（第 n-1）年竣工面积+（第 n 年）新开工面积”测算 2023-2030 年施工面积：

- （1）总和生育率为 0.7 时，未来 8 年我国地产施工面积增速中枢为 0.7%。
- （2）总和生育率为 1.0 时，未来 8 年我国地产施工面积增速中枢为 1.6%。
- （3）总和生育率为 1.5 时，未来 8 年我国地产施工面积增速中枢为 3.1%。

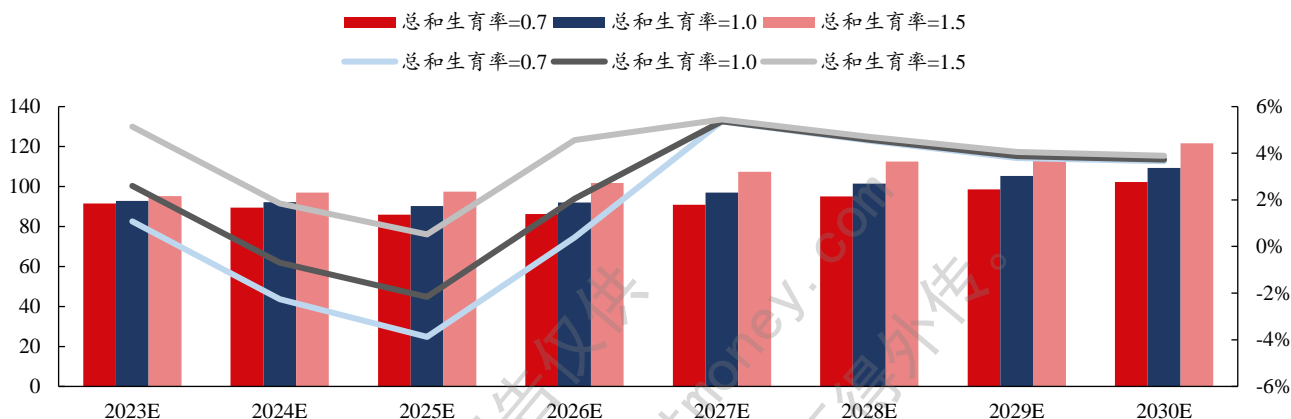
表 14：总和生育率=1.0 时，施工面积及增速测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
销售面积（亿平）	17.94	13.58	9.98	9.97	9.96	9.94	9.93	9.91	9.90	9.88
新开工面积（亿平）	19.89	12.06	10.98	10.96	10.95	10.94	10.92	10.90	10.89	10.87
竣工面积（亿平）	10.14	8.62	9.61	10.94	11.08	7.98	8.47	8.96	9.44	9.93
施工面积（亿平）	97.54	90.50	92.85	94.21	94.22	94.07	97.01	99.45	101.38	102.81
施工面积增速	5.25%	-7.22%	2.60%	1.46%	0.01%	-0.16%	3.13%	2.51%	1.94%	1.41%

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

注：施工面积=（第 n-1 年）施工面积-（第 n-1）年竣工面积+（第 n 年）新开工面积；本表所用销售面积为总和生育率=1.0 情况下的销售面积

图43：三类情景下施工面积（亿平米）与施工面积增长率

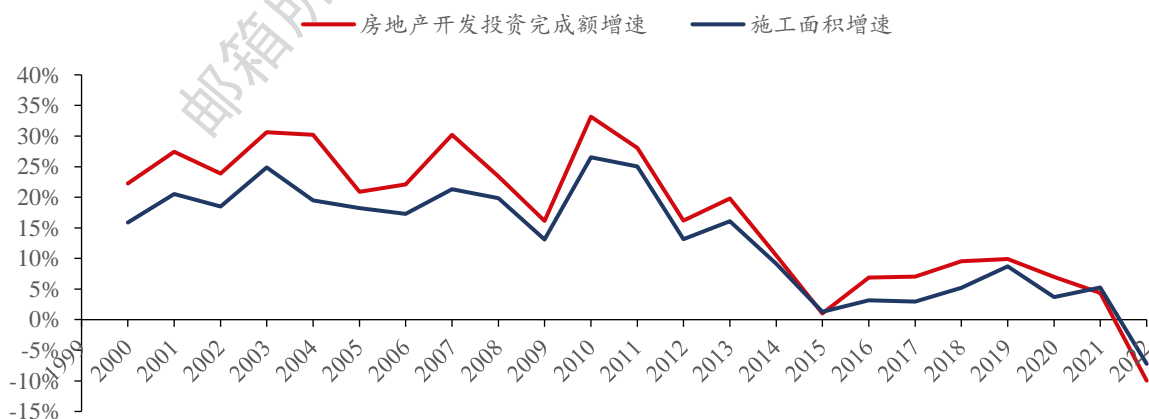


资料来源：国家统计局，国联证券研究所

我国房地产开发投资完成额、施工面积的增速具有高度吻合的特点，因此我们以施工面积增速估算房地产投资增速。2018年5月-2023年4月房地产开发投资完成额平均增速为5.44%，施工面积平均增速为3.70%，房地产开发投资完成额平均增速/施工面积平均增速为1.47，我们利用该系数以施工面积增速估算房地产投资增速。

- (1) 总和生育率为0.7时，未来8年我国房地产投资完成额增速中枢为1.1%。
- (2) 总和生育率为1.0时，未来8年我国房地产投资完成额增速中枢为2.4%。
- (3) 总和生育率为1.5时，未来8年我国房地产投资完成额增速中枢为4.5%。

图44：房地产开发投资完成额增速与施工面积增速（逐年）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图45：房地产开发投资完成额累计同比增速与施工面积累计同比增速（逐月）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

表 15：总和生育率=1.0 时，房地产开发投资完成额增速测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
施工面积增速	3.69%	5.25%	-7.22%	2.60%	1.46%	0.01%	-0.16%	3.13%	2.51%	1.94%	1.41%
房地产开发投资完成额增速	7.00%	4.35%	-9.96%	3.82%	2.15%	0.01%	-0.23%	4.60%	3.69%	2.86%	2.07%

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

注：房地产开发投资完成额增速=施工面积增速*1.47

3 22 年&23 年 Q1 房地产行业（申万一级）财务综述

我们对房地产行业（申万一级）所含标的的 2022 年及 2023 年 Q1 财务表现进行统计。在 22 年营收规模位于前 50 名的标的中，22 年营收同比增长的企业有 22 家，同比下降的企业有 28 家；22 年净利润同比增长的企业有 13 家，同比下降的企业有 37 家；23 年 Q1 营收同比增长的企业有 24 家，同比下降的企业有 26 家；23 年 Q1 净利润同比增长的企业有 23 家，同比下降的企业有 27 家。整体而言，23 年 Q1 营收及净利情况有所改善。

图46：重点企业 22 年&23 年 Q1 营业收入、净利润及增速

代码	名称	2022				2023Q1			
		营业收入 (亿元)	营业收入同比增速	净利润 (亿元)	净利润同比增速	营业收入 (亿元)	营业收入同比增速	净利润 (亿元)	净利润同比增速
000002.SZ	万科A	5038.38	11.27%	375.51	-1.36%	684.74	9.27%	28.34	1.66%
600606.SH	绿地控股	4355.20	-19.98%	45.97	-51.32%	788.06	-17.94%	23.95	-24.33%
600048.SH	保利发展	2810.17	-1.37%	270.11	-27.37%	399.56	19.17%	39.66	2.60%
001979.SZ	招商蛇口	1830.03	13.92%	90.98	-40.15%	150.09	-20.17%	4.24	-60.68%
600383.SH	金地集团	1200.35	21.14%	91.66	-29.22%	143.37	7.52%	2.20	-66.55%
601155.SH	新城控股	1154.57	-31.37%	15.85	-88.48%	162.52	-12.99%	6.99	24.09%
000069.SZ	华侨城A	767.67	-25.17%	(27.67)	-278.52%	69.17	-7.44%	(0.94)	-120.90%
600325.SH	华发股份	591.90	15.51%	47.26	1.06%	119.58	43.25%	7.96	6.91%
000961.SZ	中南建设	590.36	-25.47%	(36.30)	-191.32%	111.30	43.62%	(6.39)	1.01%
000566.SZ	金科股份	548.62	-51.15%	(36.95)	-454.27%	99.51	-21.47%	(1.19)	54.37%
600376.SH	首开股份	479.21	-29.32%	9.19	-44.88%	36.35	54.91%	(9.59)	-186.37%
002244.SZ	滨江集团	415.02	9.28%	39.04	-20.67%	100.86	63.13%	9.26	148.66%
000671.SZ	ST阳光城	399.19	-6.13%	(26.42)	-68.73%	19.65	5.82%	(5.60)	65.74%
000031.SZ	大悦城	395.79	-7.12%	(22.23)	-389.62%	60.85	-25.61%	6.12	-22.63%
000736.SZ	中交地产	384.67	164.52%	10.22	38.30%	26.89	-31.89%	(0.92)	-476.04%
600340.SH	华夏幸福	319.42	-26.03%	10.65	102.67%	58.76	40.49%	8.27	-70.33%
002146.SZ	荣盛发展	317.93	-32.70%	(84.36)	-268.53%	61.21	60.46%	(4.22)	62.69%
000090.SZ	天健集团	264.64	13.73%	19.71	0.97%	32.29	-16.37%	2.11	-76.73%
000266.SH	城建发展	245.62	1.56%	(8.84)	-195.32%	13.54	-56.49%	0.32	103.26%
600565.SH	迪马股份	227.89	11.37%	(26.29)	-37.04%	44.71	99.83%	1.29	451.75%
000402.SZ	金融街	205.06	-15.11%	6.47	-59.05%	28.35	-39.68%	(2.33)	-124.93%
600657.SH	信达地产	182.48	-17.45%	5.75	-31.94%	12.88	-68.15%	0.32	-45.74%
600708.SH	光明地产	165.41	-36.08%	1.73	-62.90%	20.14	-61.15%	0.01	-98.99%
000926.SZ	福星股份	151.42	20.72%	1.41	-60.33%	13.80	-16.64%	0.38	-30.91%
000517.SZ	荣安地产	141.57	-22.13%	8.21	-29.17%	51.85	35.51%	6.50	32.65%
001914.SZ	招商积余	130.24	22.97%	5.69	25.66%	33.06	30.28%	1.92	32.88%
601588.SH	北辰实业	129.89	-41.45%	(16.53)	-1632.06%	41.85	79.88%	0.48	33.41%
600223.SH	福瑞达	129.51	4.76%	0.65	-83.47%	12.72	-14.17%	1.54	132.00%
002028.SH	新潮中宝	128.99	-23.64%	17.77	-22.18%	3.16	-85.02%	7.04	45.19%
002314.SZ	南山控股	121.50	8.68%	7.81	-16.58%	51.35	392.88%	1.73	240.30%
600663.SH	陆家嘴	117.62	-15.21%	14.61	-70.87%	19.81	-26.66%	5.58	-29.11%
900932.SH	陆家B股	117.62	-15.21%	14.61	-70.87%	19.81	-26.66%	5.58	-29.11%
000560.SZ	我爱我家	116.73	-2.42%	(3.32)	-353.72%	31.49	-9.48%	0.55	122.85%
600510.SH	黑牡丹	115.45	17.49%	8.46	-0.76%	18.04	86.33%	1.06	390.92%
600067.SH	冠城大通	111.40	17.79%	1.52	116.14%	19.48	-24.46%	0.00	-99.48%
600743.SH	华远地产	109.24	-20.22%	(50.48)	-429.36%	14.63	57.32%	(0.94)	-40.48%
600736.SH	苏州高新	107.24	-10.48%	5.09	5.00%	29.35	209.18%	1.78	5131.65%
600665.SH	天地源	105.52	52.01%	7.01	67.37%	31.91	783.67%	0.31	204.30%
002305.SZ	南国置业	98.19	199.98%	(6.33)	47.00%	1.95	-58.60%	(1.80)	-146.38%
600648.SH	外高桥	90.58	3.57%	12.55	32.00%	14.49	-63.16%	0.35	-95.72%
900912.SH	外高B股	90.58	3.57%	12.55	32.00%	14.49	-63.16%	0.35	-95.72%
000732.SZ	ST泰禾	88.03	79.24%	(55.70)	-37.47%	9.69	294.23%	(6.20)	-43.87%
600649.SH	城投控股	84.68	-7.88%	7.83	-12.70%	4.85	-59.31%	0.74	-84.34%
600077.SH	*ST宋都	79.92	6.59%	(34.98)	-679.29%	4.40	-74.62%	(0.57)	-380.76%
600094.SH	大名城	73.61	-3.91%	1.92	158.35%	14.99	82.56%	0.95	220.08%
900940.SH	大名城B	73.61	-3.91%	1.92	158.35%	14.99	82.56%	0.95	220.08%
000797.SZ	中国武夷	73.15	-15.59%	1.48	-4.10%	6.17	-30.20%	(1.05)	-1174.91%
000046.SZ	*ST泛海	71.41	-12.41%	(32.91)	-1.56%	3.24	-25.03%	(14.37)	-50.79%
000042.SZ	中洲控股	70.83	-18.36%	2.09	-86.22%	24.90	114.72%	0.36	-38.46%
600533.SH	栖霞建设	69.14	116.38%	2.01	-43.35%	18.67	172.08%	0.28	-77.26%

资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

4 投资建议

我们认为后续房地产行业发展动力较充分。需求面，我国城镇存量住房未过剩，人均住宅面积及住宅设施配套均有待改善，由此带来的商品房住宅需求可观。投资面，本轮房地产弱修复态势保持延续，政策环境仍处于宽松期，住宅库存处于低位，预计2023年房地产投资增速有望迎来改善。建议关注融资能力强、土储优质的国企央企，以及在本轮行业出清中率先完成信用修复的优质民企。

5 风险提示

- 1) 生育率不及预期：**受社会、经济、文化等多重因素共同影响，生育形势面临较大挑战，总和生育率可能不及预期。
- 2) 人均住宅面积改善不及预期：**目前我国人均住宅面积已改善至较好水平，未进一步的提升速度可能不及预期。

3) 地产竣工修复不及预期：受到现金流流动性和“保交楼”政策落地节奏的影响，竣工修复可能不及预期。

4) 测算结论与实际情况具有偏差风险：由于市场波动具有大量不可测因素，根据历史数据进行未来测算得到的结论可能与实际情况具有偏差。

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695