

房地产行业研究方法交流

I

行业基本发展历史及基本概念

- 1 房地产行业发展历史
- 2 房地产开发分类
- 3 房地产狭义及广义产业链
- 4 地产开发流程及税收

II

行业基本面分析框架

- 1 主要分析数据及来源
- 2 地产周期分析：长周期、小周期
- 3 重要指标分析：投资、库存
- 4 城市发展分析

III

板块投资分析

- 1 板块经营分析（销售、拿地、集中度）
- 2 板块财务分析
- 3 地产板块周期及估值分析

IV

公司经营及财务分析

- 1 主要数据指标梳理
- 2 公司盈利能力分析
- 3 地产企业估值方法：PE、PB、NAV

I

行业基本发展历史及基本概念

- 1 房地产行业发展历史
- 2 房地产开发分类
- 3 房地产狭义及广义产业链
- 4 地产开发流程及税收

1.1 房地产行业发展历史：行业快速发展始于1998年房改

邓小平发表重要讲话首次提出中国要适应经济发展、进行住房制度改革，并初步设想房地产商品化的发展。

《城市房地产管理法》和《城市商品房预售管理办法》的颁布建立了商品房预售许可制度。

国土部要求商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以**招标、拍卖或者挂牌方式**出让。

政策面与基本面博弈下，**行业3年一轮小周期特征初现**。

中央经济工作会议提出加快**建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，发展住房租赁市场**特别是长期租赁。

1980

1981

1994

1998

2002

2003

2008

2012

2017

深圳、广州首推商品房开发试点，此前国内的房地产开发仅限于**企事业单位为职工兴建的福利住宅**。

国务院宣布**停止住房实物分配**，逐步实行**住房分配货币化**，提出“建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系”。

国务院**明确**房地产业是**国民经济的支柱产业**。央行121文件取消高档商品房优惠利率标志着房地产政策调控的开端。

统计局数据显示12年我国15-59岁劳动年龄人口（适龄购房人口）在相当长时期里第一次出现了绝对下降，**人口红利趋于消失**。

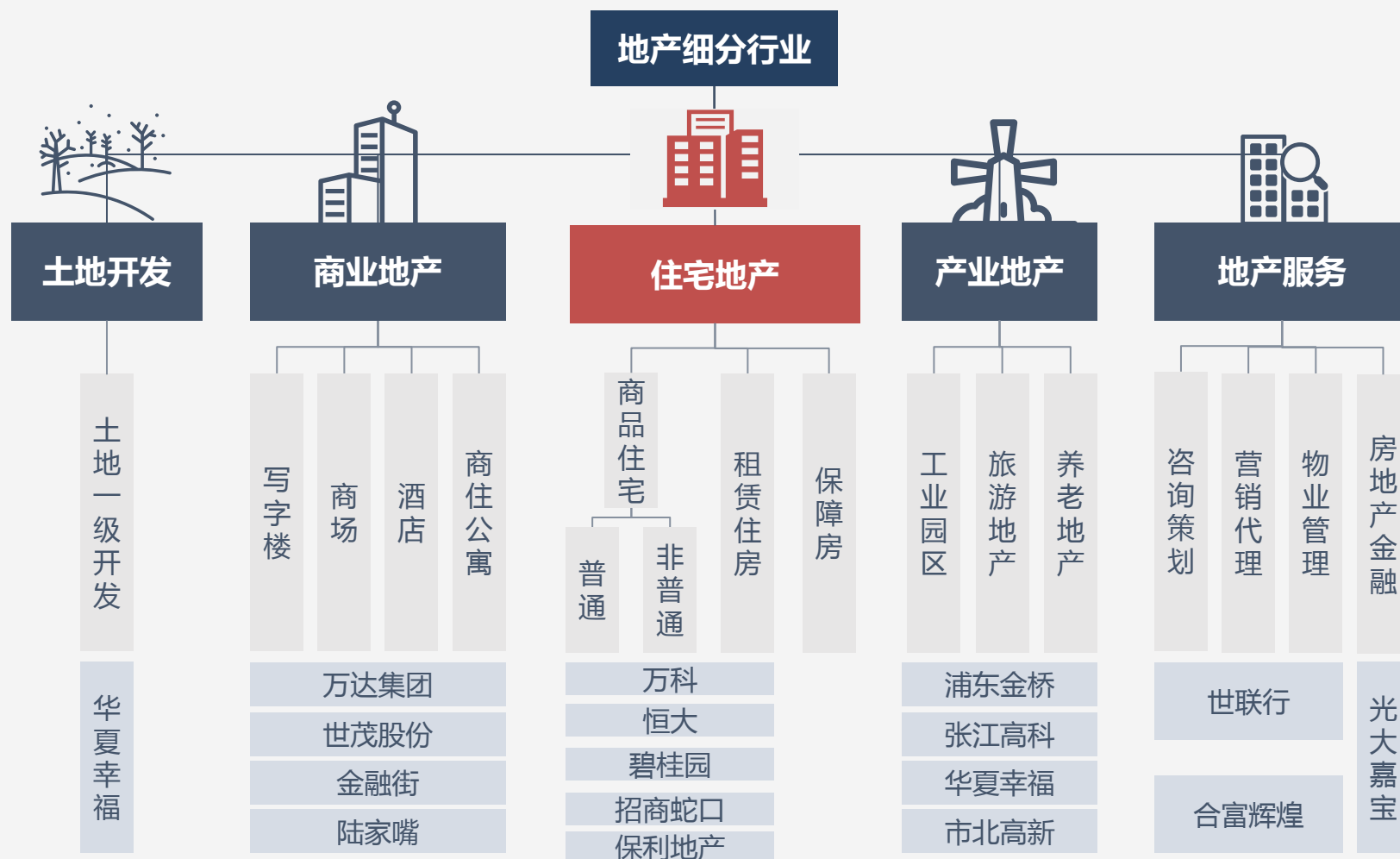
商品房市场快速发展

租购并举

福利分房阶段

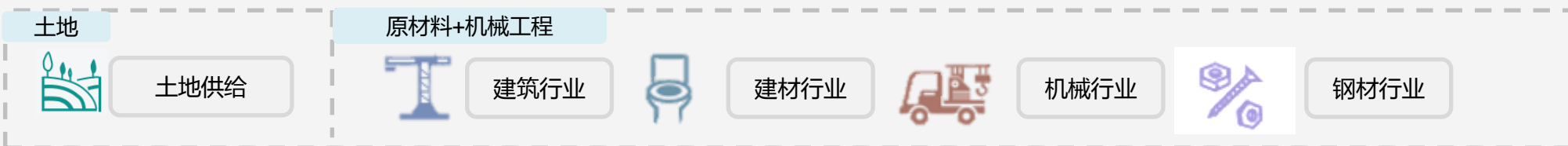
住房市场化阶段

1.2 房地产行业分类：商品房住宅开发是房地产行业的主体业务

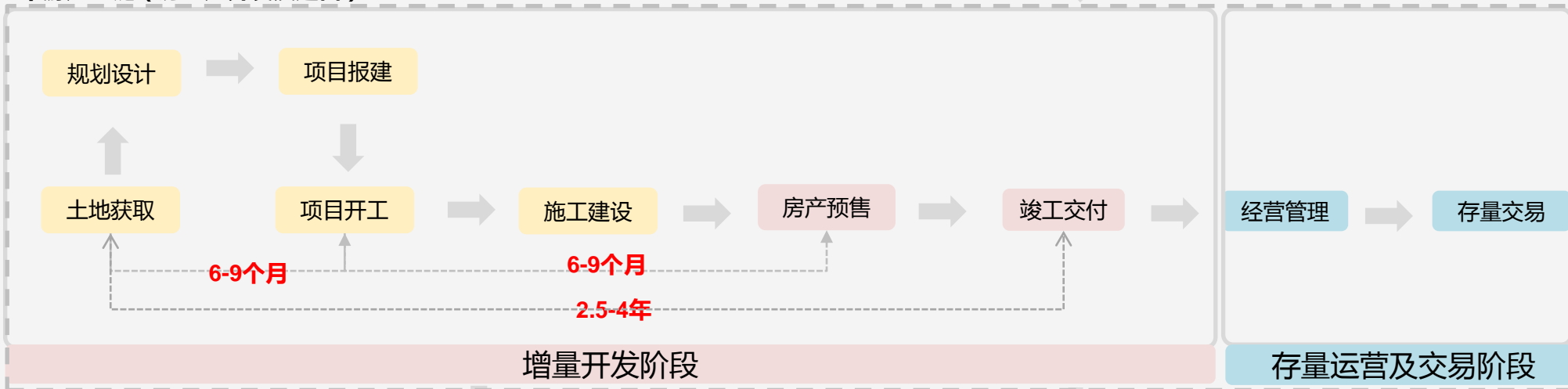


1.3 房地产行业全产业链

上游产业链(土地+原材料)



中游产业链 (房地产开发及运营)

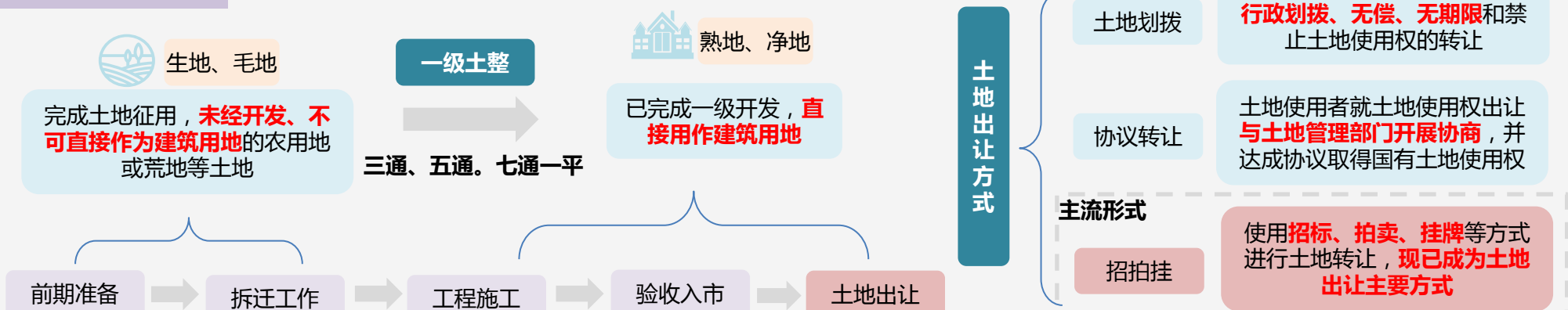


下游产业链 (家电+家具)

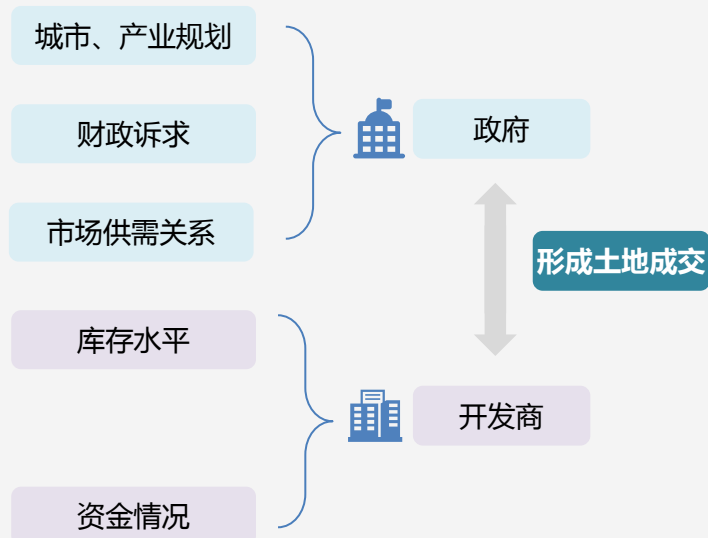


1.3 土地一级开发流程及盈利模式

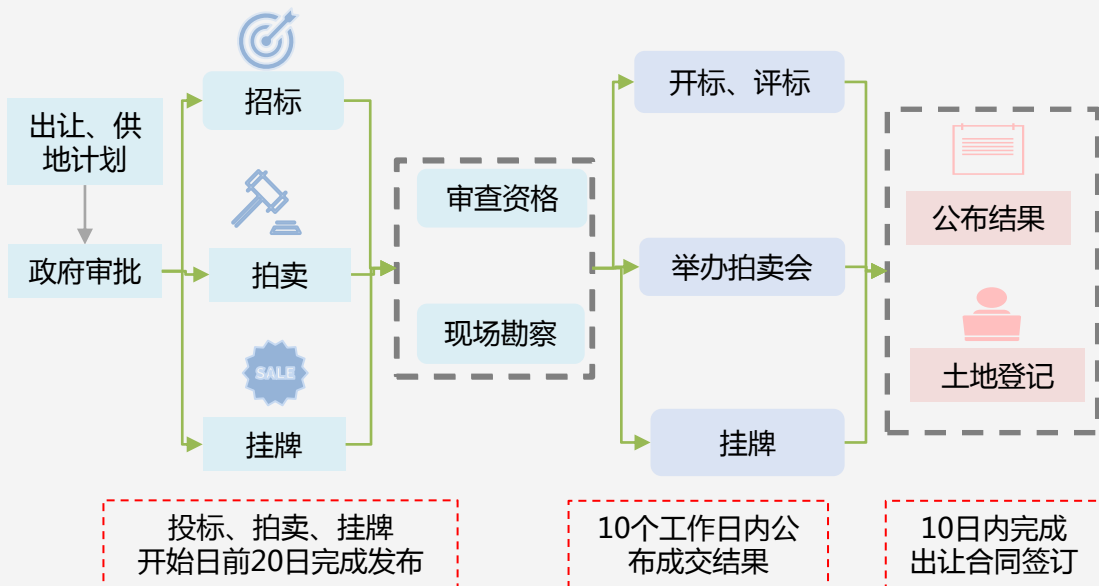
土地开发流程



影响政府供地及房企拿地意愿的主要因素



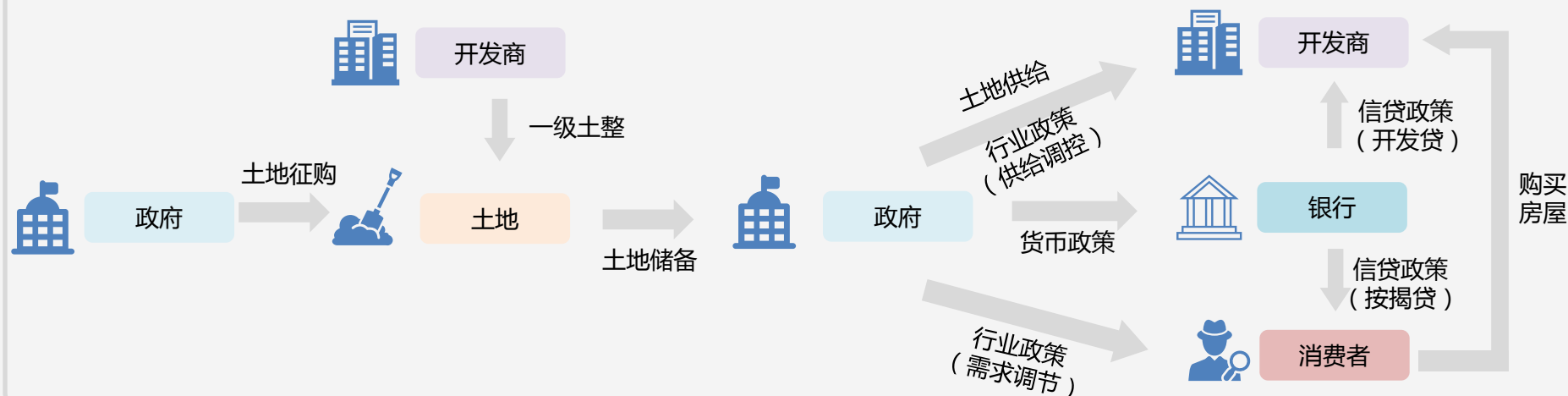
国有建设用地出让 (招拍挂) 流程



1.4

房地产开发的主要参与者

地产行业主要参与者



◆ 政府起到整体调控作用，一方面在土地层面实现了垄断供给，根据经济状况、市场供需结构调节土地供给，另一方面，通过货币政策及行政政策调节需求的入市节奏。



◆ 银行是开发商开发贷及消费者按揭贷资金的提高者，通过信贷投放量及资金成本调节影响市场供需。



◆ 开发商对生产要素（土地+资金）的聚焦能力是根本，而如何将生产要素快速变现是关键



◆ 消费者入市节奏一方面是受到房价预期的影响，另一方面又受到政策的强调，从购房目的来看，可以分为刚需、刚改和投资需求三类

1.4 房地产开发过程中涉及的税费

房地产开发税费明细

税种		税率/适用税额	缴纳税额	财务报表归属
印花税		多种数额	合同记载金额×税率	管理费用
契税		3%~5%	成交价格×税率	主营业务成本
耕地占用税		12.5~45元/平米	实际占用耕地面积×税额	主营业务成本
城镇土地使用税		0.6~30元/平米	实际占用的城市土地面积×税额	主营业务成本
增值税		11%	(销售收入-土地出让金)/(1+11%)×11%-建安成本/(1+11%)*11%	税金及附加
城建税		市7%，县5%，其他1%	增值税×应缴税率	税金及附加
教育费附加		3%	增值税×3%	营业税金及附加
土地增值税	预缴	预征率：东部≥2%，中部和东北≥1.5%，西部≥1%	销售收入×预征率	应交税款
	清算	土地增值税速算扣除法计算	土地增值额×税率-扣除项目金额×速算扣除系数	税金及附加
企业所得税	预缴	税率：25%；预计计税毛利率：15%、10%、5%、3%	(销售收入×预计计税毛利率+当前会计利润-弥补亏损-免税收入)×25%	应交税费
	清算	25%	(利润总额+调增项-调减项-弥补亏损)×25%	所得税费用

土地增值税速算口出发计算系数

增值与扣除项目金额比例	税率%	速算扣除系数%
不超过50%的部分	30	0
超过50%至100%的部分	40	5
超过100%至200%的部分	50	15
超200%的部分	60	35

预缴企业所得税预计计税毛利率

开发项目级别	计税毛利率范围
项目位于省、自治区、直辖市	不得低于15%
项目位于地级市城区及郊区的	不得低于10%
项目位于其他地区的	不得低于5%
属于经济适用房、限价房和危改房的	不得低于3%

II

行业基本面分析框架

- 1 主要分析数据及来源
- 2 地产周期分析：长周期、小周期
- 3 重要指标分析：投资、库存
- 4 城市发展分析

2.1 地产行业主要指标之一：量价指标

新房市场

供给

批准上市面积

分类
商品房/住宅
频率
月、年
来源
中指院
统计机构
房管局

推盘

分类
商品房/住宅
计算公式
 $T\text{期库存} + T\text{期销售} - (T-1)\text{期库存}$
频率：月、年
来源：房管局、统计局数据计算

成交量

成交面积

分类
商品房/住宅
频率
日、周、月、年
来源
WIND、克而瑞、中指院
统计机构
房管局、统计局

库存

库存

分类
商品房/住宅
频率
日、周、月、年
来源
WIND、克而瑞、中指院
统计机构
房管局、统计局

市场热度

去化周期

分类
商品房/住宅
计算公式
 $\text{库存} / 6\text{月移动平均销售面积}$
频率：月、年
来源：房管局、统计局数据计算

批售比

分类
商品房/住宅
计算公式
 $\text{销售面积} / \text{批准上市面积}$ ，3月移动平均
频率
月、年

房价

百城房价指数

含义
100城在售新建住宅样本楼盘价均值（实际调查获取）
频率
月
来源及统计
中指院

70个大中城市新建住宅价格指数

含义
取样房管局网签数据、统计系统房地产开发统计报表数据进行计算
频率：月
来源及统计
统计局

二手房市场

二手房挂牌量

含义
房地产经纪公司发布的房源数
频率
日、月
来源
北京住建委、上海房管局
(注：多数城市暂无政府机构监控统计各家经纪机构的挂牌量)

成交面积

分类
商品房/住宅
频率
日、周、月、年
来源
WIND、克而瑞、中指院
统计机构
房管局、统计局

库存

存量房市场的供给端
为分散的个体
无监控指标

中原二手房指数

分类
中原报价指数、中原经理指数
含义
收集中原前线业务经理对于市场及时的反馈信息，经统计计算形成指数
频率：周
来源：WIND
统计机构：中原地产

二手房销售价格指数

含义
100城信誉好、业务量大的经纪公司在搜房的挂牌均价
频率：月
来源及统计
中指院

二手房成交均价

频率：月
来源：WIND
统计机构
中原地产(北京、上海、深圳、天津)；房管局(广州、郑州、金华等)
(注：多数城市暂无政府机构公布该指标)

口径辨析

	成交面积		库存（可售面积）	
WIND、中指院、克而瑞	房管局	统计局	房管局	统计局（缺失较多）
统计方法	网签备案数据	开发商上报数据	网签备案数据	开发商上报数据
数据差异	各省市房管局发布日度、周度数据，各机构根据各城市交易明细汇总统计月度、年度数据；统计局发布月度、年度数据。房管局口径数据一般大于统计局。			

注：WIND、中指院、克而瑞的具体城市数据，即使均来自于房管局，也可能有所差异，主要在于是否统计保障房、城市范围界定、期房现房界定等计算口径问题。

2.1 地产行业主要指标之二：投资及工程面积指标

地产投资

房地产开发投资：统计局数据

分类一，按地区（东部、中部、西部）
月度更新，统计公报同期更新（网站、wind）

分类二，按类型（住宅、商业、办公）
月度更新，统计公报同期更新（网站、wind）

分类三，按省份（北京、河南、天津）
月度更新，滞后统计公报同期更新，每月20日左右（wind、网站）

分类四，按城市（一线、二线、三四线）
月度更新，滞后统计公报同期更新，每月25日左右（中国指数研究院）

分类五，按投资类型（建筑安装、设备安装、土地投资）
月度更新，滞后统计公报1-2日更新（网站、wind）

工程面积

施工面积、新开工面积、竣工面积：统计局数据

分类一，按地区（东部、中部、西部）
月度更新，统计公报同期更新（网站、wind）

分类二，按类型（住宅、商业、办公）
月度更新，统计公报同期更新（网站、wind）

分类三，按省份（北京、河南、天津）
月度更新，滞后统计公报同期更新，每月20日左右（wind、网站）

分类四，按城市（一线、二线、三四线）
月度更新，滞后统计公报同期更新，每月25日左右（中国指数研究院）

2.1 地产行业主要指标之三：土地指标

住宅用地（46%）*

包含纯住宅及含有住宅的综合性用地

商业/办公（12%）*

包含商业、商服、旅游业、金融保险用地

工业用地（40%）*

包含工业和仓储

其它（2%）*

包含文化、体育、科研、教育、医疗、等绿化用地

面积维度

推出规划建筑面积

推出规划方案的“总建筑面积”

占地面积

开发商可以用于建设的土地面积

容积率

单位土地面积上允许的建筑容量

成交规划建筑面积

占地面积×容积率

价格维度

成交底价

政府部门出让宗地的最低对价

土地出让金

政府收取的土地出让价款

楼面价

出让金÷成交规划建筑面积

溢价率

$\frac{\text{成交价} - \text{成交底价}}{\text{成交底价}} \times 100\%$

供给

÷

成交

=

供需比

判断土地市场景气度

*为各类土地2017年1-4月成交规划建筑面积占比，数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

来源	中指院	国土资源部、财政部	统计局
统计口径	招拍挂	招拍挂、协议出让、划拨用地	开发商自主上报
统计维度	各类土地成交和供给数据	土地供给和出让金额等	开发商的土地购置面积及金额
频度	月度	年度	月度
优点	数据分类非常全面	覆盖范围为全国	——
缺点	仅跟踪统计300城市 统计口径只有招拍挂	不详细，对实际的规划建筑面积以及成交的分类情况没有详细的披露	可使用性相对最差， 数据明显小于其它口径数据

口径辨析

2.2

房地产长周期分析：供给端取决于人均住房建面、户均套数、住宅存量价值、自有率、千人新开工套数等指标

存量指标

增量指标

人均住房建面

户均套数

住宅存量价值
/GDP

住房自有率

住房成套率

千人住房新开工套数

指标计算公式

历史存量建面 + 累计竣工面积 - 累计拆迁面积 = 存量建面

人均住房建面 × 城市户籍人口 = 存量建面

存量建面 / 家庭户数 = 户均套数

居住在自有产权住房的家庭户数 / 住房家庭户数 = 住房自有率

成套住宅建面 / 实有住宅建面 = 住房成套率

存量建面 × 住宅销售均价 = 住宅存量价值

住宅存量价值 / GDP = 住宅存量价值 / GDP

新开工套数 / 人数（以千人计） = 千人住房新开工套数



来源

统计局及六普

人均住房建面
(02年-16年)
户籍人口、家庭户数、住房自有率、新开工套数、住宅成套套数

住建部

存量建面历史数据
(02-05年)
住宅成套率
人均住宅建筑面积
户均住宅建筑面积
(78年-09年)

房地产长周期

由供需两端指标决定

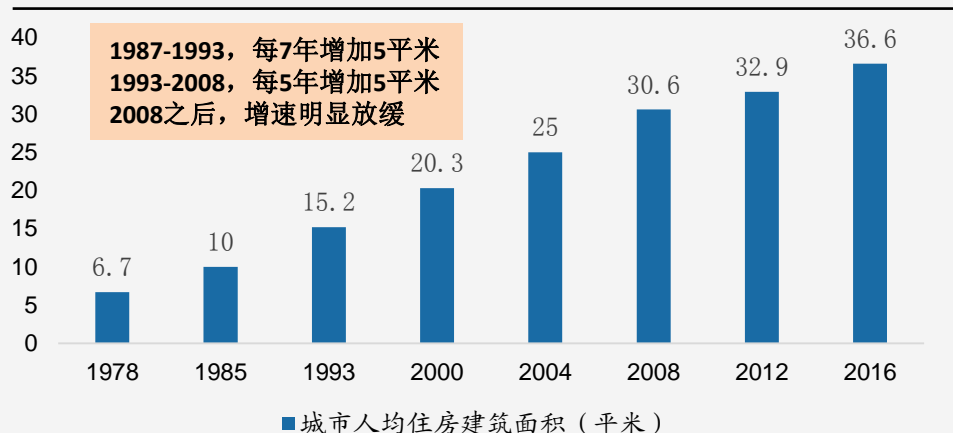
供给端指标

需求端指标

注：指标来源为统计局、住建部、第六次人口普查

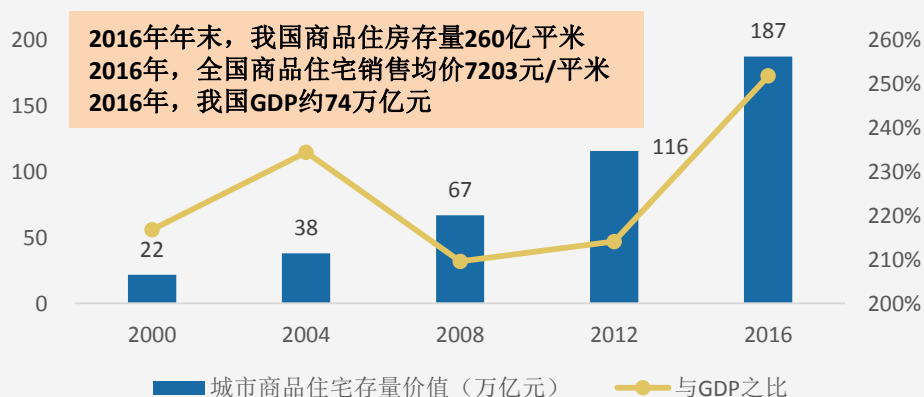
2.2 房地产长周期位置：目前我国住房总量整体告别短缺，户均住房套数接近1.1

图：我国城市户籍人均住房建筑面积



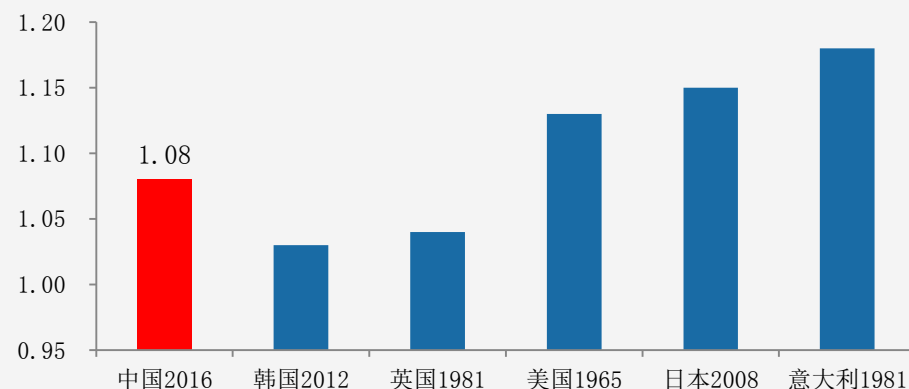
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图：我国商品住房的市场价值及其与GDP之比



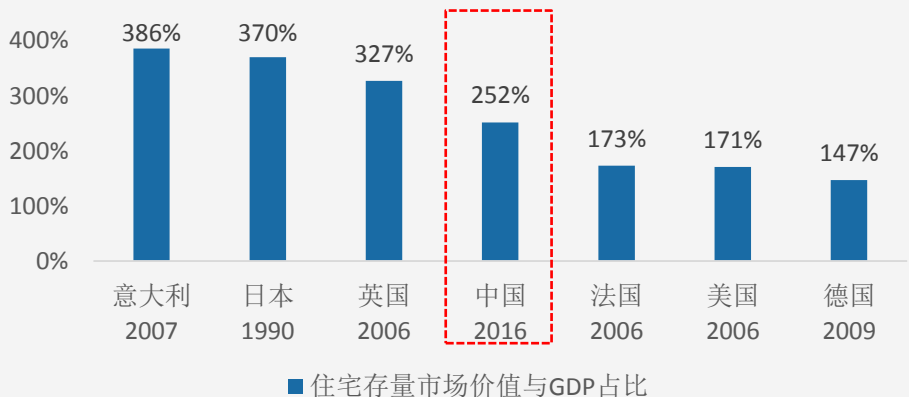
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图：我国户均住房套数的国际比较



数据来源：Wind，Bloomberg，CEIC，广发证券发展研究中心

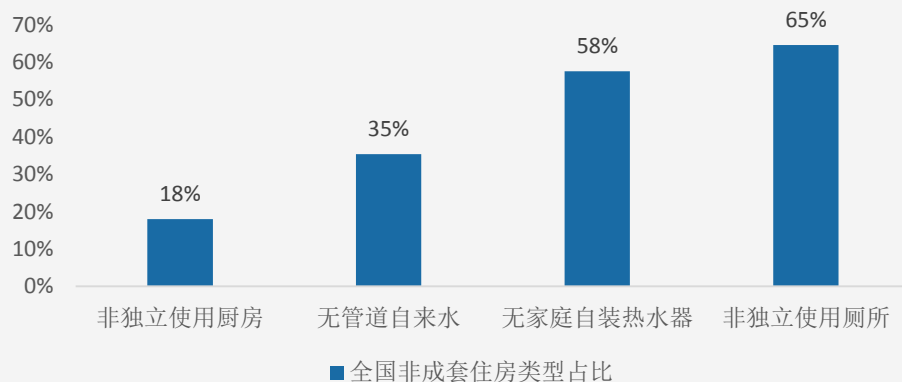
图：商品住房市场价值与GDP之比的国际比较



数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

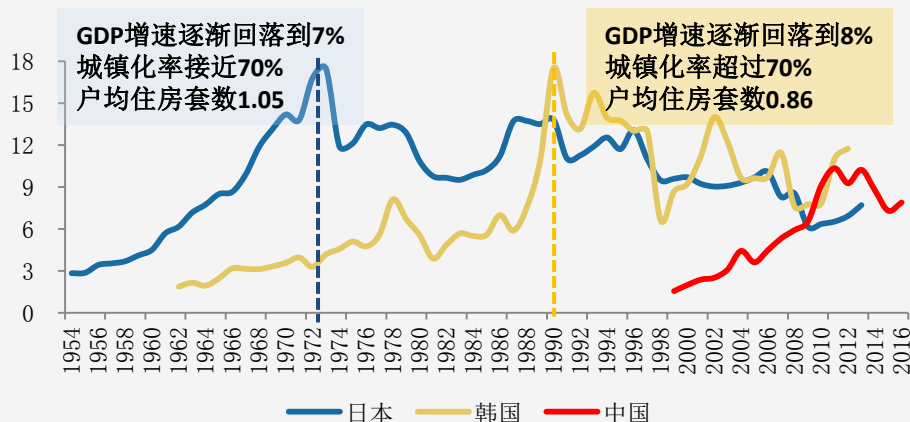
2.2 房地产长周期位置：每年住房增量部分也接近日本、韩国行业进入成熟期前后的峰值

图：我国住房成套率分析（2010年“六普”数据）



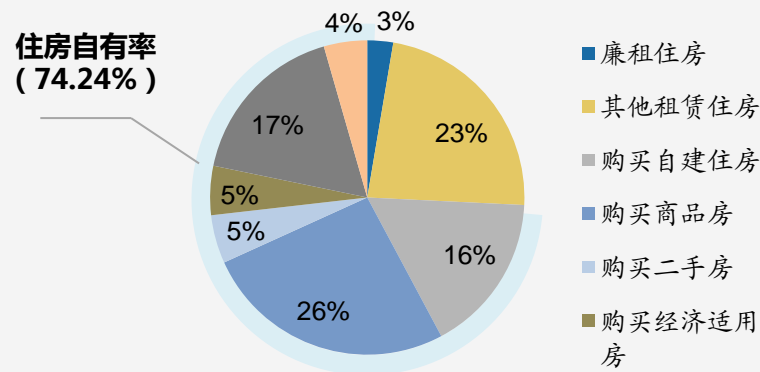
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图：千人住房新开工套数的比较（我国数据为商品住房）



数据来源：Wind，Bloomberg，CEIC，广发证券发展研究中心

图：我国住房成套率分析（2010年“六普”数据）



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

我国户均住房套数超过1，将接近1.1

◆ 16年年末，城市存量住宅建面【260亿平米】，共计【2.43亿套】，城市户籍家庭户均住房套数为【1.08套】

年新增量在11年达到了日韩行业进入成熟期前的峰值

- ◆ 户均住房套数反映的是存量，从流量的角度看，我们以千人住房新开工套数作为指标
- ◆ 我国千人住房新开工套数指标在2011年达到峰值【10套】，如果加上全部保障房，则在2011年达到峰值的【18套】

2.2 房地产长周期位置：需求端取决于置业人口以及城镇化率

房地产长周期

由供需两端指标决定

供给端指标

需求端指标

总人口

×

城镇化率

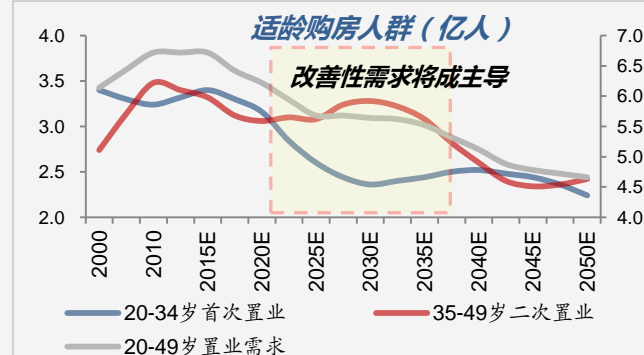
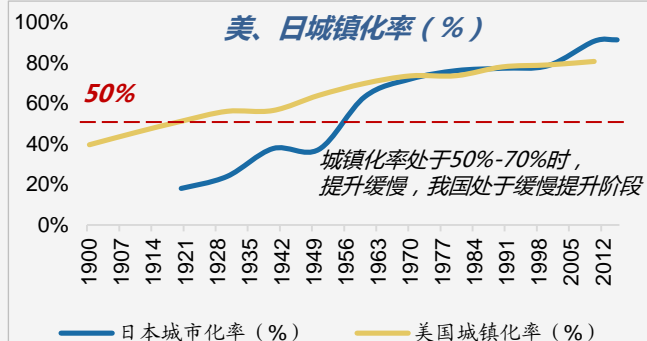
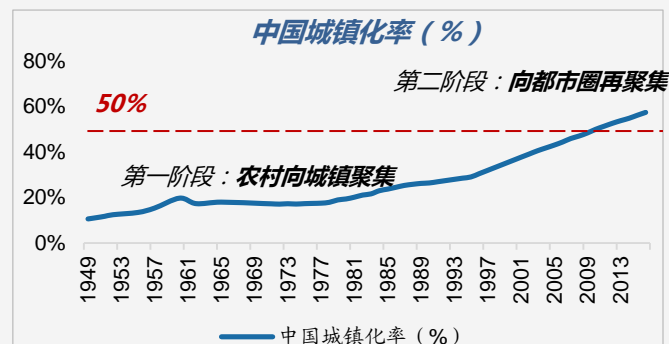
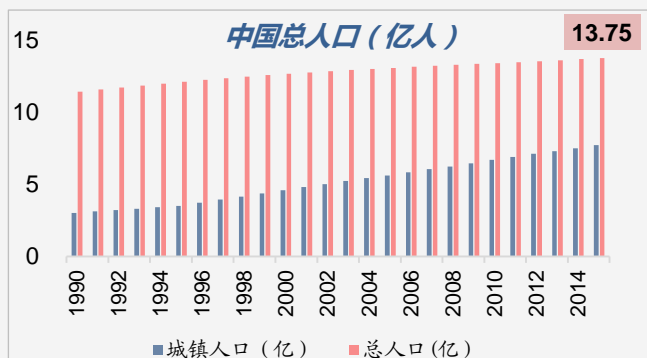
×

适龄人口占比

=

购房需求人口

指标数据



主要结论

- 16年我国城镇化率57.3%，对比美、日，未来我国城镇化率将进入缓慢提升的第二阶段，这一阶段人口将逐步向都市圈再聚集，从这个角度看，未来我国城市房地产市场将进一步分化，部分城市仍将存在结构性机会。
- 适龄人口结构中二次置业人口比例增加，意味着未来我国需求结构将以改善性需求为主导。

2.2 房地产长周期位置：需求端取决于置业人口以及城镇化率

房地产长周期

由供需两端指标决定

供给端指标

需求端指标 →

$$\text{中长期潜在需求} = \text{城镇化刚需} + \text{自发改善性需求} + \text{拆迁改善性需求} + \text{二胎改善性需求}$$

潜在需求测算

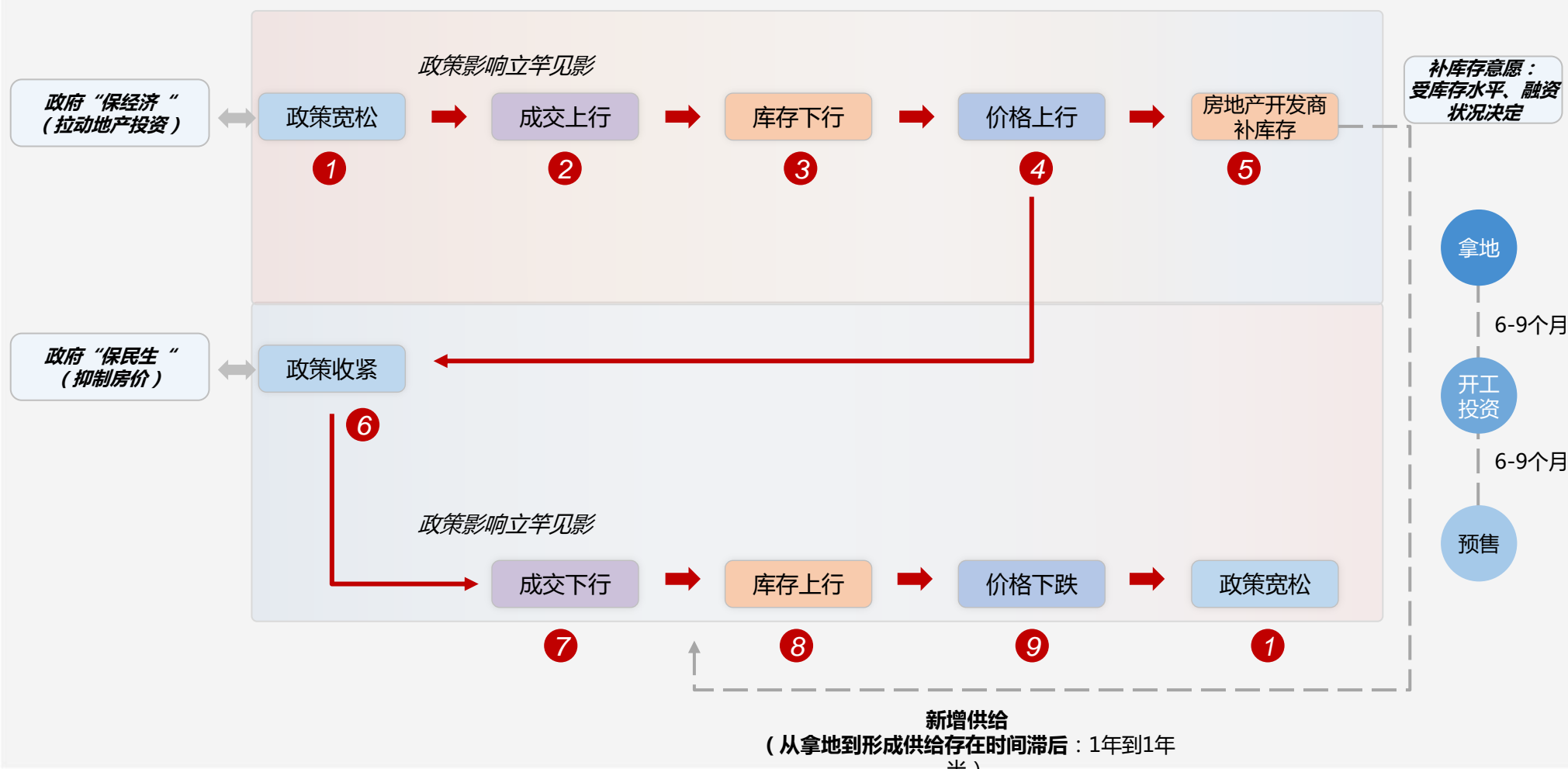
潜在需求	基本假设	主要测算公式
城镇化带来的刚性需求	总人口年增长率为5‰ 2020年中国城市化率达到60%	$\text{城镇化带来的当期需求人口} = \text{当期新进城市人口} * 0.3 + (\text{T-1期新进城市人口}) * 0.1 + (\text{T-2期新进城市人口}) * 0.1 + (\text{T-3期新进城市人口}) * 0.1$
自发的改善性需求	存量城镇人口的2%产生改善性需求 改善性需求人均面积约38平方米	$\text{改善性需求} = \text{城镇人口} * 2\% * \text{改善性需求人均面积} (38\text{平方米/人})$
拆迁改善需求	05年拆迁量为0.7亿平米，年增速5% (03年拆迁量为1.4亿平米，但03年、04年、09年连续出台政策以控制拆迁规模)	$\text{拆迁改善性需求} = \text{拆迁量} * 2 * 70\%$ 拆迁后，大多数人选择货币补偿，且大多数城市执行一补二原则，假定有70%的人选择了购买新房，其余购买二手房/租赁
二胎所带来的改善性需求	18年之后二胎占新生儿比例约48%	$\text{二胎改善性需求} = \text{二胎新生儿数量} * \text{改善性需求人均面积}$ $= \text{城镇总人口} * \text{出生率} (即\text{为新生儿数}) * \text{二胎占新生儿比例} * \text{改善性需求人均面积}$

(亿元)	城镇化需求	自发改善需求	拆迁折旧需求	二胎需求	汇总	增速
2010	4.26	4.69	1.25	0.83	11.02	5.82%
2011	3.97	4.84	1.31	0.85	10.96	-0.55%
2012	4.09	4.98	1.38	0.92	11.37	3.69%
2013	4.15	5.41	1.45	1.05	12.06	6.08%
2014	3.86	5.47	1.52	1.18	12.03	-0.22%
2015	4.15	5.63	1.60	1.32	12.70	5.61%
2016	4.18	6.03	1.71	1.76	13.67	7.59%
2017E	3.79	6.15	1.88	2.07	13.89	1.65%
2018E	3.46	6.25	2.03	2.12	13.86	-0.23%
2019E	3.18	6.35	2.17	2.17	13.87	0.08%
2020E	2.89	6.45	2.30	2.23	13.87	-0.03%
2021E	2.51	6.53	2.42	2.15	13.60	-1.94%
2022E	2.34	6.60	2.54	2.16	13.63	0.25%
2023E	2.13	6.67	2.66	2.16	13.63	-0.04%
2025E	1.98	6.74	2.80	2.17	13.69	0.42%

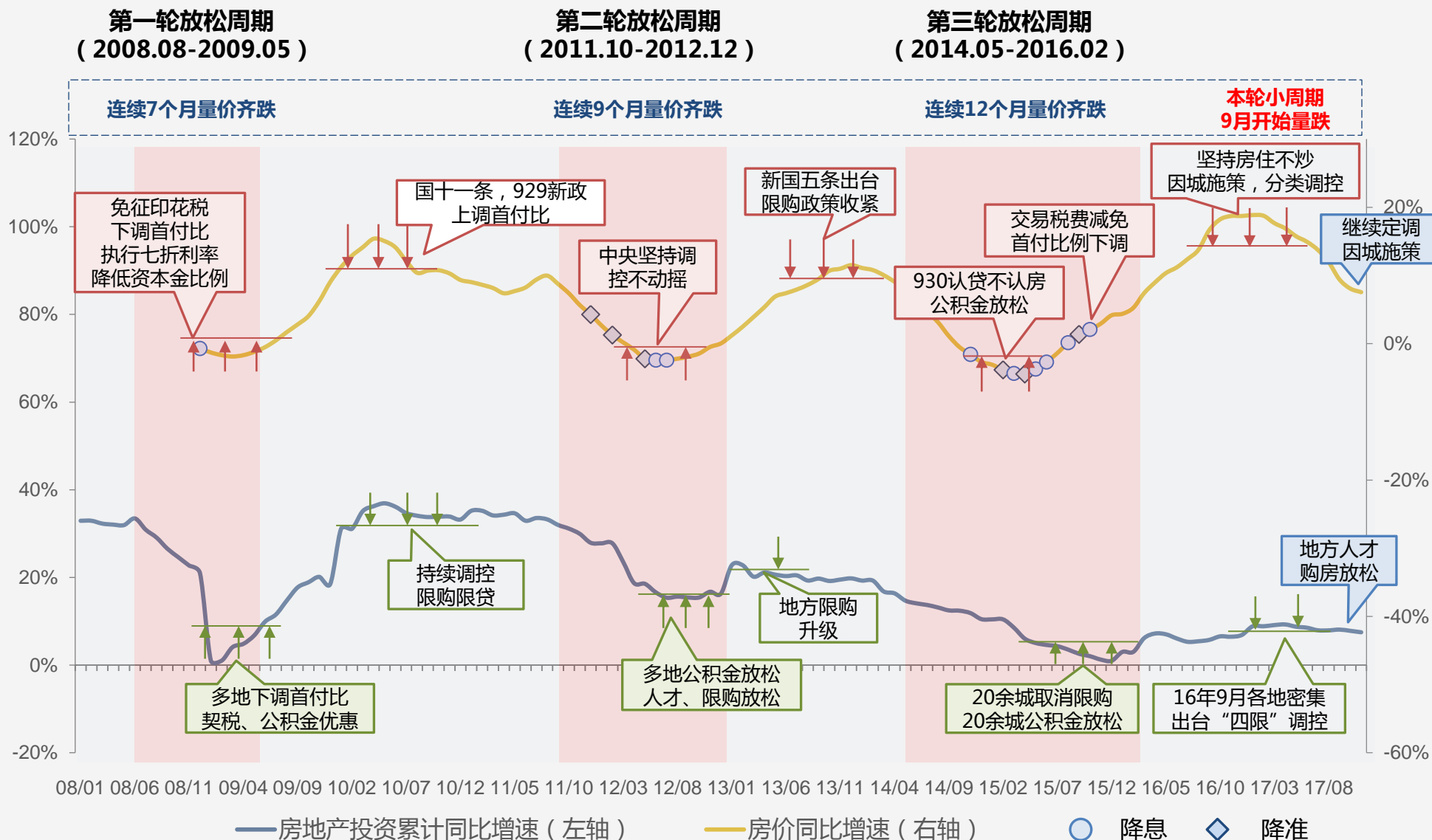
2.2 行业小周期：政策影响下的地产供需错配产生了地产小周期

地产小周期是政策影响下的供需错配

- ◆ 历来地产小周期都是政策与基本面的相互博弈，其中**政府在“保经济”和“保民生”之间的摇摆是产生政策周期的原因**
- ◆ 政策对于需求端的促进作用立竿见影，而供给端调整相对刚性，**供给和需求存在错配，带来了地产小周期的向上、向下波动。**

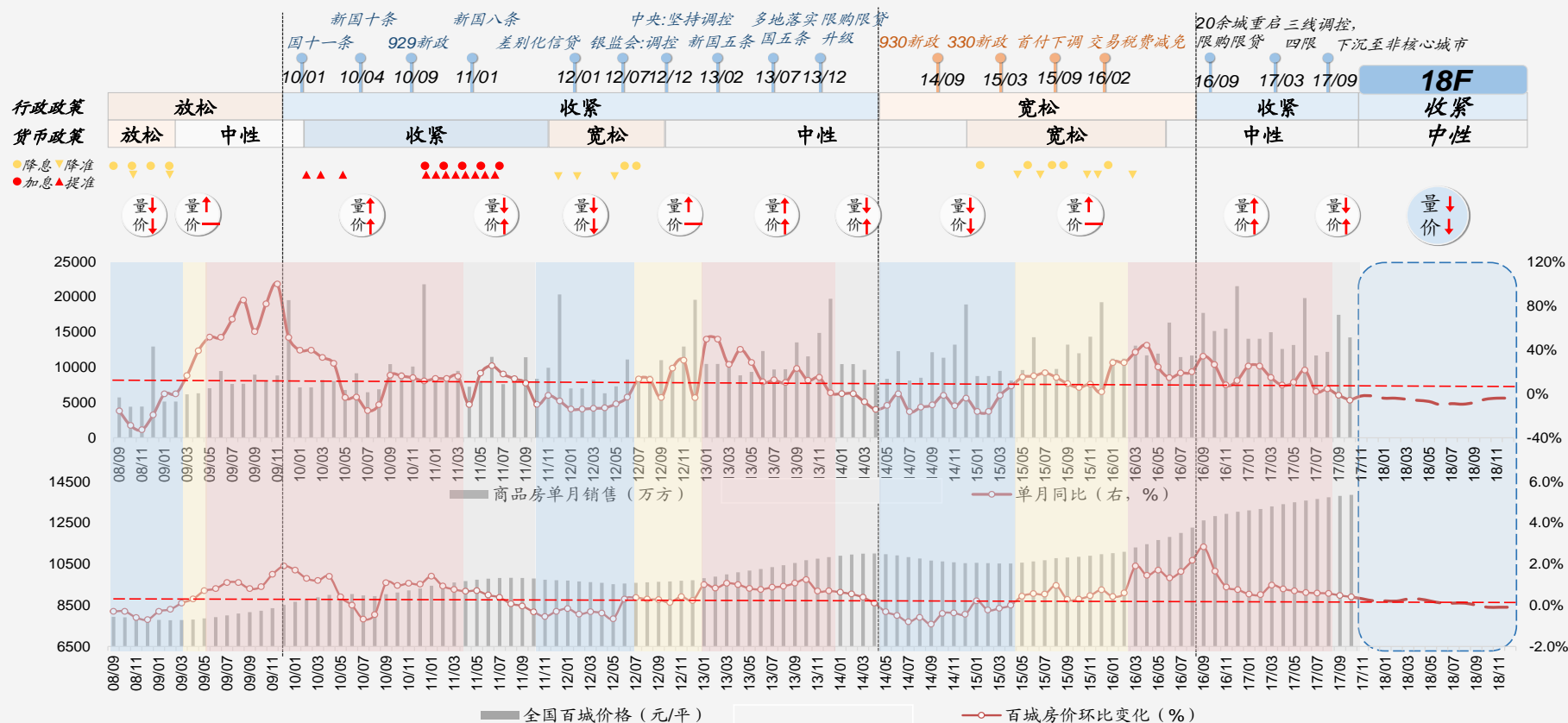


2.2 行业小周期：价格过快上涨和投资失速下落是诱发政策调控/放松的主要因素



2.2 行政政策周期加上货币周期的扰动，使得08年以来房地产行业经历了3轮小周期波动

图：房地产政策周期（行政政策+货币政策）与地产基本面量价关系图



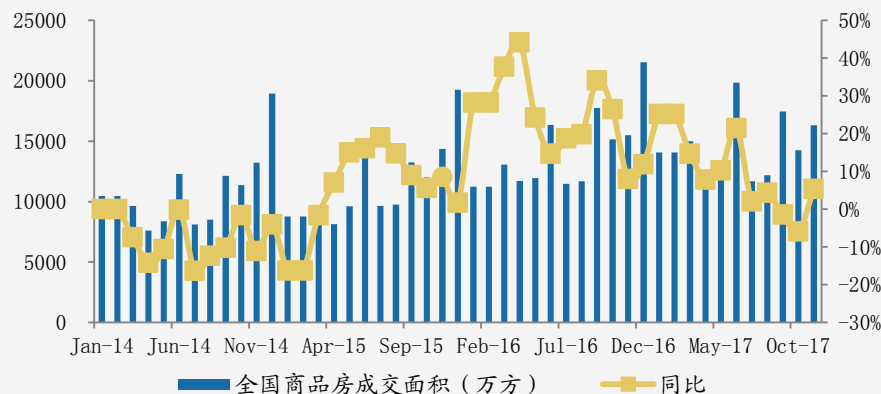
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

08年至今，两轮行政政策周期以及期间货币周期的扰动，共同使得地产行业经历了3轮小周期量价波动

◆ 政策周期是开启地产小周期的关键，同时又受到地产基本面量价走势的影响。实际上，08年以来，地产行政政策经历了两轮完整周期，加上在12年受到货币宽松周期的扰动，使得08年至今，房地产行业至少经历了三轮小周期量价波动。

2.2 本轮小周期成交同比连续上涨28个月，成交增速下行具备一定的“韧性”，但17年9月基本面逐步进入量跌价稳阶段

图：全国商品房销售9、10月同比下滑，11月增速略有反弹



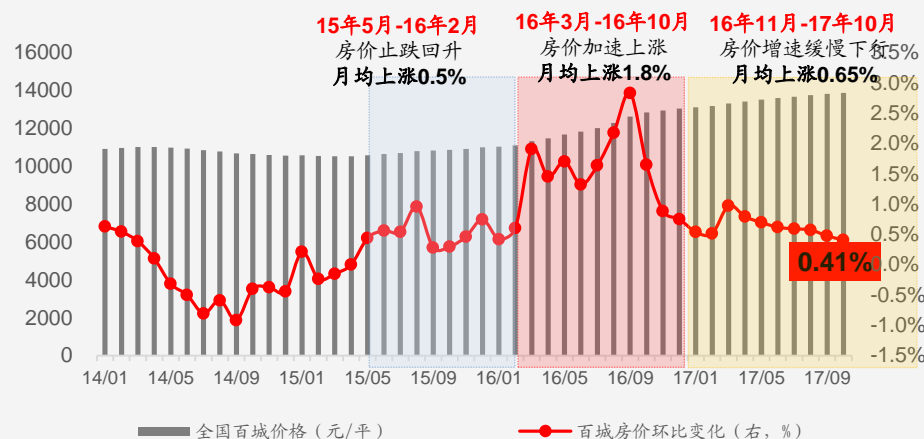
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

表：本轮小周期成交同比连涨28个月，成交增速下行呈现“韧性”

成交同比上涨阶段	持续时间
2009年3月-2011年3月	25个月
2012年7月-2013年12月	18个月
2015年5月-2017年8月	28个月
成交同比下跌阶段	持续时间
2008年1月-2009年2月	14个月
2011年4月-2012年6月	15个月
2014年1月-2015年4月	16个月

数据来源：广发证券发展研究中心

图：16年四季度以来百城房价增速下行，但下行速度缓慢



数据来源：CREIS，广发证券发展研究中心

表：本轮小周期房价连续环比上涨30个月

房价环比上涨阶段	持续时间
2009年3月-2011年9月	31个月
2012年6月-2014年4月	23个月
2015年5月-2017年10月	30个月
房价环比下跌阶段	持续时间
2008年8月-2009年2月	7个月
2011年10月-2012年5月	8个月
2014年5月-2015年4月	12个月

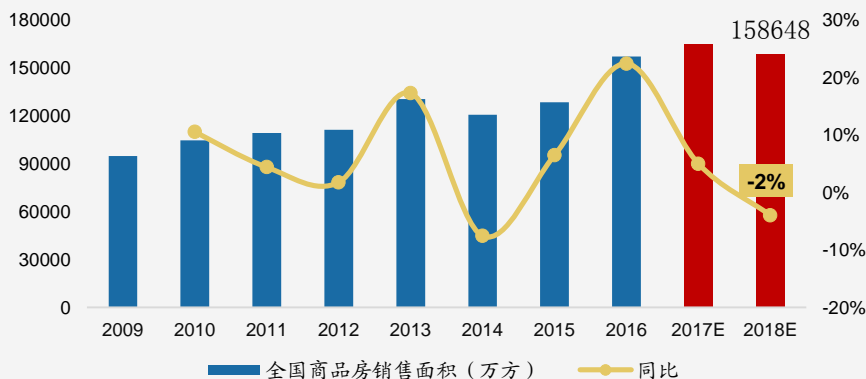
2.2 预计18年销售面积下滑2%，其中一二线结构性向好，三四线下滑，但在房价支撑下，销售金额或同比持平

表：过去几轮小周期量价关系及各阶段持续时间

区间	行政政策	货币政策	基本面 量价走势	持续时间 (月)
09年3月-09年4月	放松	放松	量增价稳	2
09年5月-11年3月	收紧	收紧	量价齐涨	23
11年4月-11年9月			量跌价涨	6
11年10月-12年6月			量价齐跌	9
12年7月-12年12月		宽松	量增价稳	6
13年1月-13年12月			量价齐涨	12
14年1月-14年4月	宽松	宽松	量跌价涨	4
14年5月-15年4月			量价齐跌	12
15年5月-16年2月			量增价稳	10
16年3月-17年8月	收紧	中性	量价齐涨	18
17年9月-17年12月			量跌价涨	4
18年1月-18年6月			量跌价稳	-

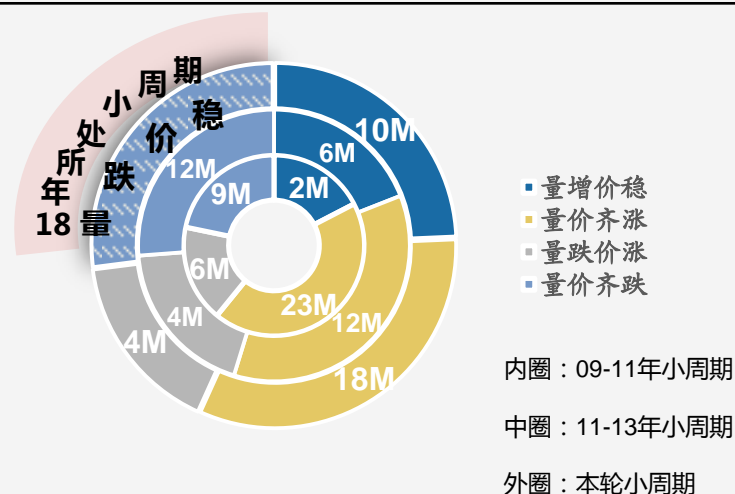
数据来源：Wind，中指院，广发证券发展研究中心

图：预计18年全国商品房销售面积同比下滑2%



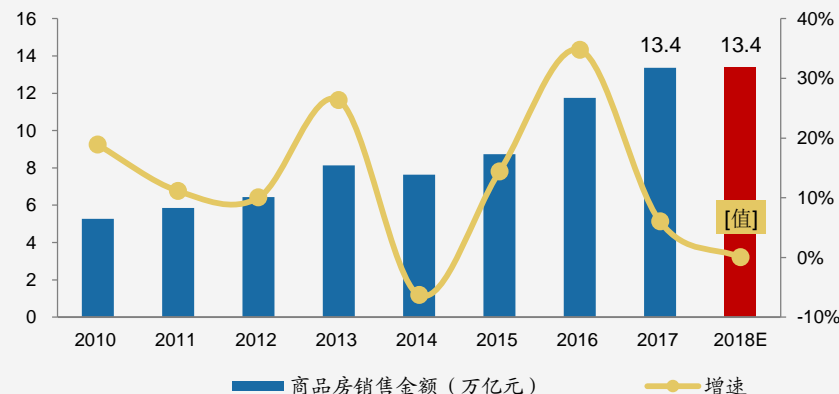
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图：进入18年，小周期将呈现“量跌价稳”



数据来源：Wind，中指院，广发证券发展研究中心

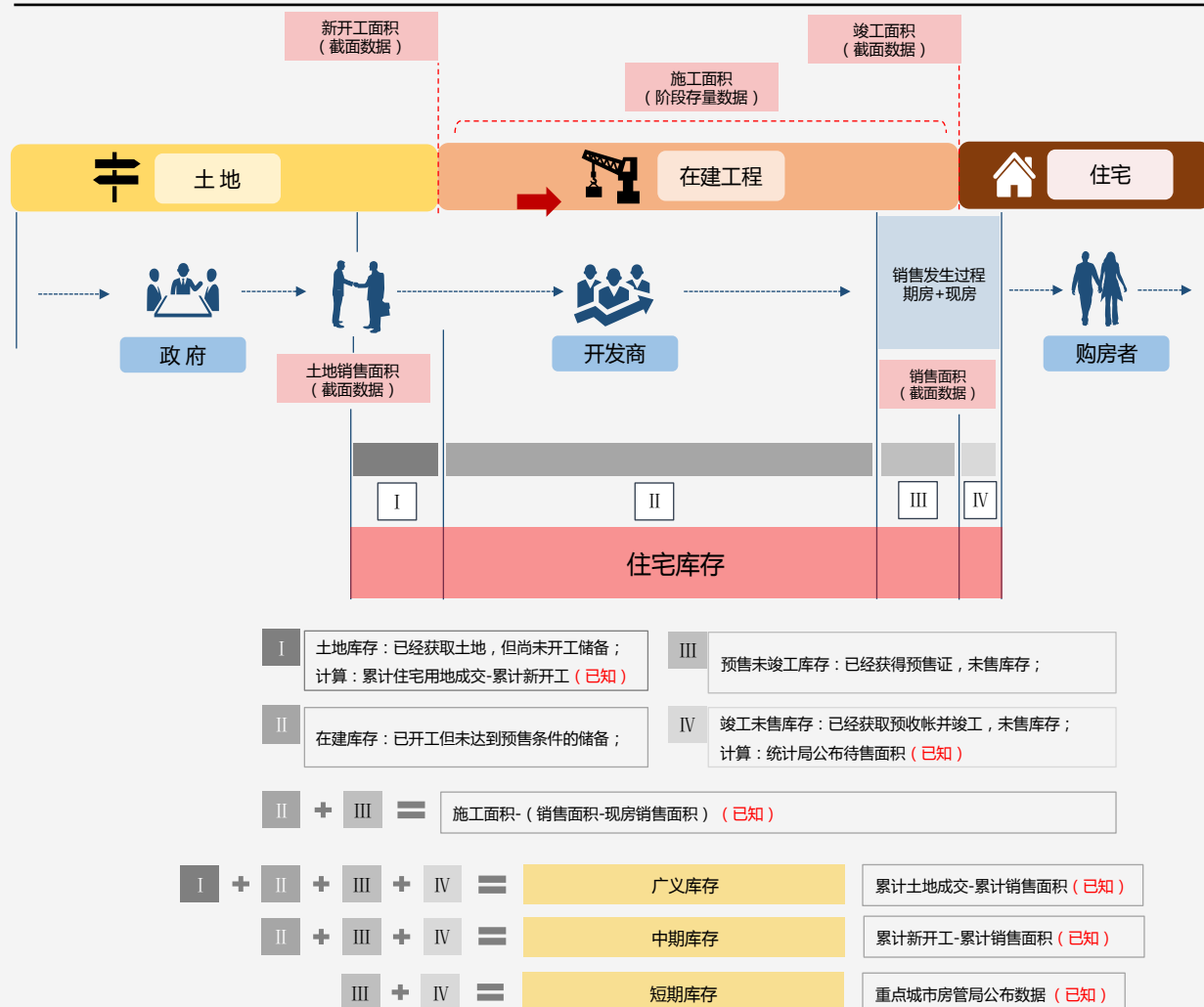
图：预计18年全国商品房成交金额同比+0%



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

2.3 重要指标分析：地产库存（长期、中期、短期）

图：房地产开发环节中的库存概览



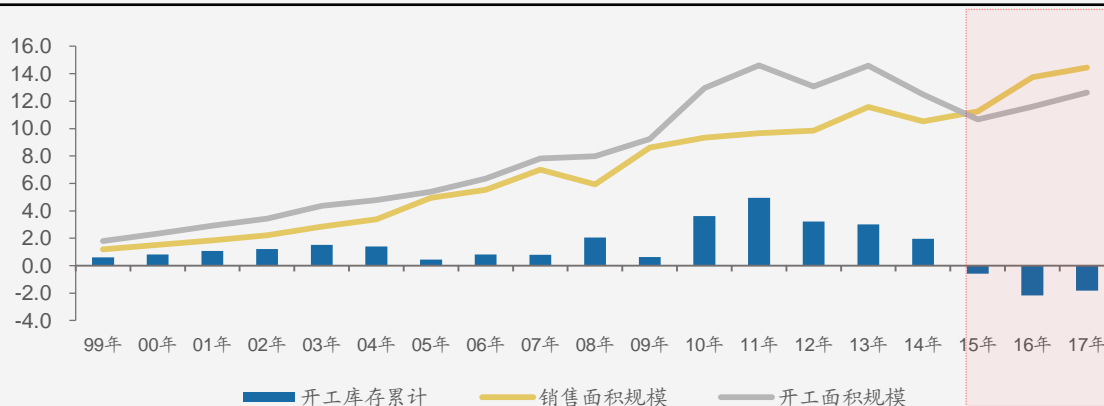
各类库存计算

◆ 广发团队测算库存：

1. **广义库存**（累计土地出让-累计销售）：全国56.4亿平米，去化周期49月。
2. **中期库存**（累计新开工-累计销售）：全国30.7亿平米，去化周期25.1月。
3. **短期库存**（在建未售+现房库存=中期库存-停工库存）：全国13.2亿平米，去化周期11个月。

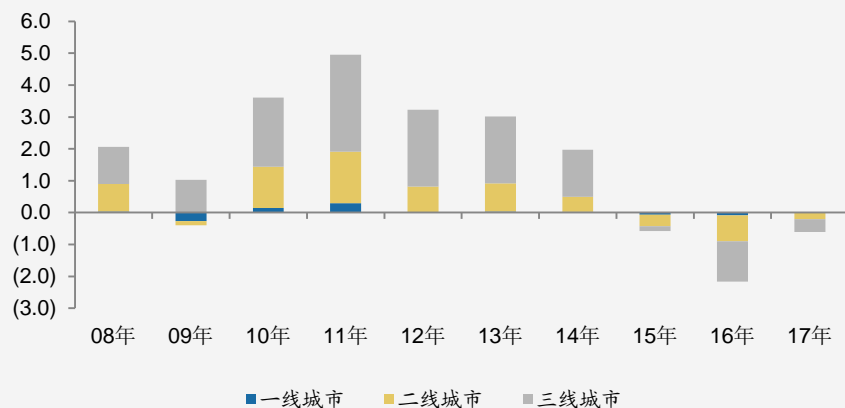
2.3 重要指标分析：地产库存（长期、中期、短期）

图：15年以来住宅新开工持续低于销售面积，中期库存持续下降，目前中期库存约30.7亿平



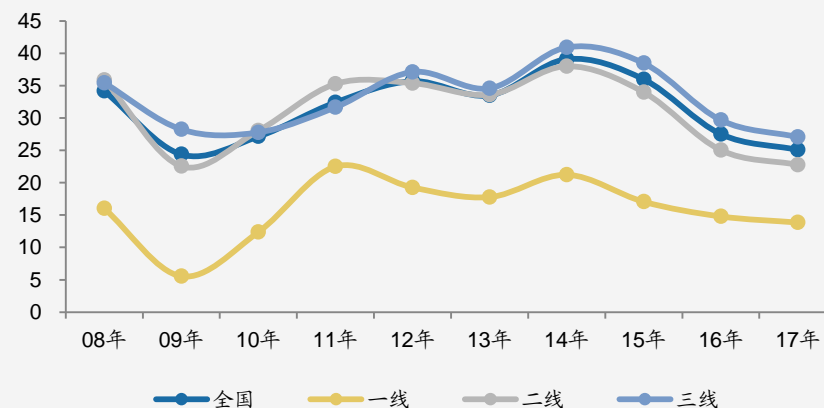
数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图：15年以来，各线城市中期库存均持续下降



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

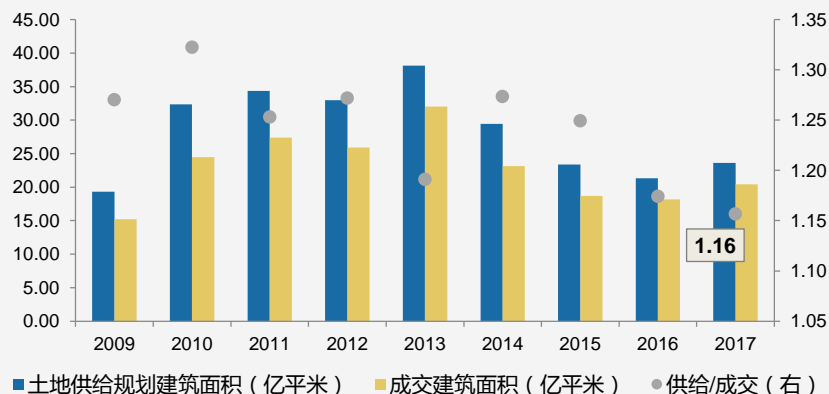
图：目前各线城市中期库存去化周期处于09年以来的最低位置



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

2.3 重要指标分析：土地供给（批售比、溢价率、金额及面积）

图：300城市全类型土地批售比



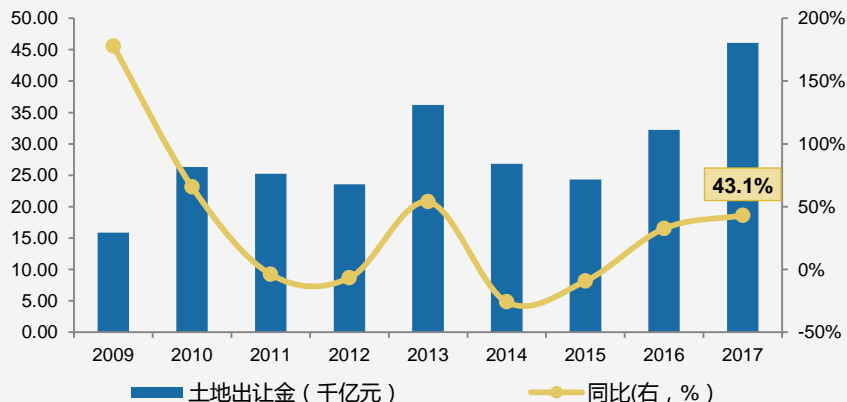
数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图：300城市全类型土地平均楼面价与溢价率



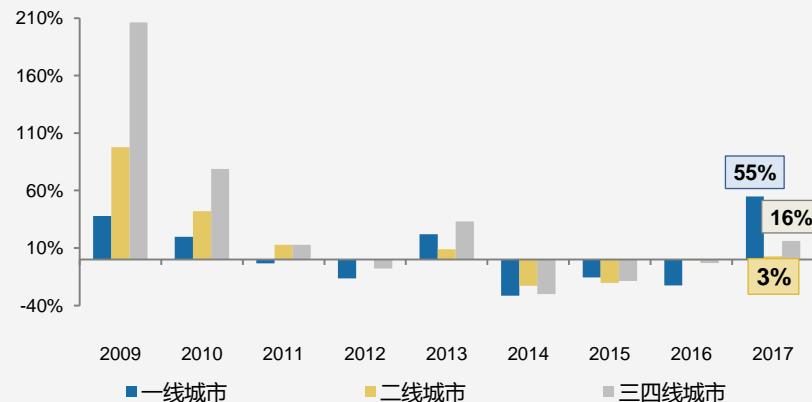
数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图：300城市全类型土地出让金及同比



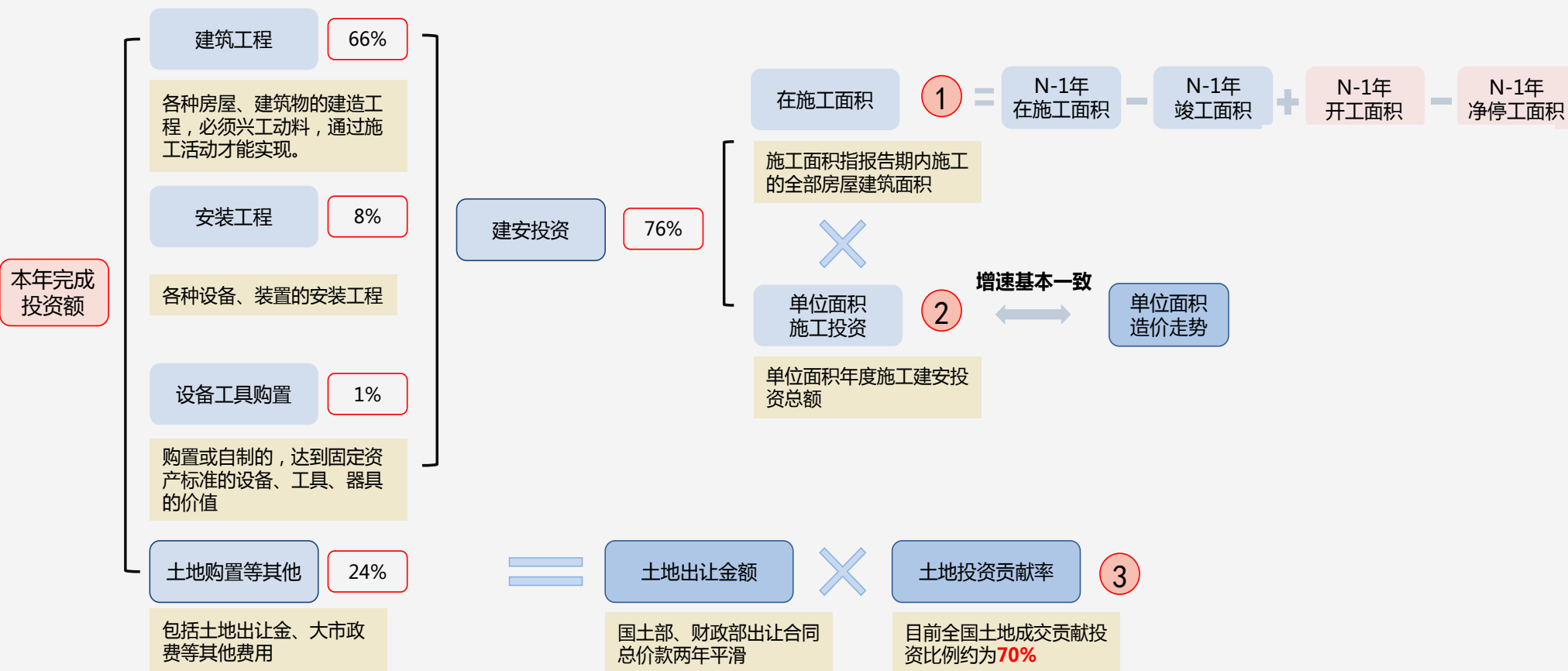
数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图：各线城市全类型土地出让金同比



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

2.3 重要指标分析：房地产投资（从拆分到判断）



2.3 重要指标分析：房地产投资（从拆分到判断）

- ◆ 房地产投资按照统计局的拆分方式包括：**施工投资**及**土地投资**
- ◆ 考虑新开工及停工影响，施工面积18年相比17年增速维持在3.6%左右，单位面积施工投资规模增长为2%，施工投资增速3.9%
- ◆ 结合土地投资增速的判断，18年房地产投资规模为11.5万亿，较17年相比增长5.0%。

	投资金额	施工投资	土地投资	单位施工面积投资金额	新开工面积	竣工面积	施工面积	净停工面积
2005	1.6	1.1	0.5	668	6.8	5.3	16.6	0.0
2006	1.9	1.4	0.6	699	7.9	5.6	19.5	-0.3
2007	2.5	1.8	0.8	742	9.5	6.1	23.6	-0.2
2008	3.1	2.2	0.9	768	10.3	6.7	28.3	-0.5
2009	3.6	2.8	1.0	883	11.6	7.3	32.0	1.3
2010	4.8	3.4	1.5	830	16.4	7.9	40.5	0.6
2011	6.2	4.5	1.6	894	19.1	9.3	50.7	1.1
2012	7.2	5.3	1.9	925	17.7	9.9	57.3	1.8
2013	8.6	6.5	2.1	979	20.1	10.1	66.6	1.0
2014	9.5	7.2	2.3	989	18.0	10.7	72.6	1.7
2015	9.6	7.2	2.4	984	15.4	10.0	73.6	3.8
2016	10.3	7.8	2.5	1025	16.7	10.6	75.9	4.4
2017E	11.0	8.1	2.9	1043	17.9	10.1	78.1	5.0
2018E	11.5	8.4	3.1	1064	18.9	10.8	80.9	6.0
16年增速	6.9%	7.4%	5.3%	4.1%	8.1%	6.1%	3.2%	15.4%
17年增速	7.0%	4.2%	17.3%	1.8%	7.0%	-4.4%	3.0%	14.7%
18年增速	5.0%	3.9%	6.8%	2.0%	6.0%	6.0%	3.6%	20.0%

2.4

城市分析框架：短期指标（供需）、中期指标（库存）、长期指标（人口趋势）

城市发展体系评价标准

短期指标

批售比

批售比指拿到预售证的面积/销售面积，若批售比持续小于1，表明市场景气度持续上行

去化周期

一般由取证库存面积/月均销售面积计算得出，去化周期小于6个月，房价上涨压力大，大于15个月，房价或承压下行

中期指标

新开工/销售面积

一般用过去5年的累计新开工规模除以最近一年的销售，表征中期维度的房价上涨压力

宅地供应/销售面积

若住宅销售规模均高于或等于宅地供给规模，说明中长期需求中枢水平高于供给水平，房价面临上涨压力。

长期指标

人口增速

表征整体人口体量变化，增速越高越好。

抚养比

每个15-65岁人口所抚养的0-15岁及65岁以上人口数量。数字越低表明城市劳动力人口占比越高，当前购房能力和意愿越强。

购房人口占比

20-49岁人口占总人口比例，占比越高表明购房能力越强。

小学在校人口增速

未来10年成长为购房人口的增速，越高城市地产市场发展潜力越强。

2.4 城市分析框架：短期指标（供需）、中期指标（库存）、长期指标（人口趋势）

图：重点城市短、中、长期房价走势评估指标及综合评分

城市	短期价格走势评估			中期价格走势评估			长期价格走势评估		
	17年批售比	17年11月去化周期	评分	新开工/销售规模	招拍挂供应/销售规模	评分	购房人口占比	小学在校人数复合增速	评分
深圳	1.16	20.5	★	113%	12%	★★	51%	6.00%	★★★★
厦门	0.86	15.3	★	71%	48%	★★★★	43%	7.60%	★★★★
上海	0.59	2.6	★★★★	82%	63%	★★★★	39%	3.60%	★★★★
南京	1.04	4.2	★★★	101%	100%	★★	35%	4.00%	★★★
珠海	2.07	23.7	★	--	70%	★★	41%	1.50%	★★★★
合肥	1.66	16.8	★	90%	78%	★★★★	35%	5.90%	★★★
东莞	1.18	10.6	★	--	68%	★★★	50%	6.20%	★★★★
郑州	0.96	3.4	★★★	134%	107%	★★	33%	4.90%	★★★
苏州	1.05	9.5	★	112%	111%	★★	37%	10.50%	★★★★
北京	0.64	19.2	★	115%	65%	★★	39%	4.80%	★★★★
武汉	1.23	6.4	★★	86%	123%	★★★	32%	1.40%	★★
广州	0.85	8.5	★	91%	48%	★★★★	40%	1.60%	★★★
天津	1.02	14	★★	106%	75%	★★	35%	2.20%	★★★
济南	0.97	15.9	★	121%	180%	☆	33%	1.00%	★
福州	0.93	15.5	★★	117%	49%	★★	36%	2.10%	★★
无锡	1.17	13.4	★	108%	89%	★★	37%	2.50%	★★
杭州	0.73	1	★★★	93%	98%	★★★★	36%	2.10%	★★
温州	1.28	15.3	★	131%	59%	★★	39%	1.70%	★★
乌鲁木齐	--	--	★	117%	154%	★★	41%	1.00%	★★★★
南昌	0.71	3.8	★★	87%	91%	★★★★	30%	-2.30%	★
西宁	1.03	19.5	★	155%	106%	☆	37%	-1.30%	★
长沙	0.59	2.2	★★★★	84%	92%	★★★★	34%	3.70%	★★★
石家庄	--	27.4	★	118%	81%	★★	31%	0.90%	★
沈阳	0.68	16.1	★★	118%	94%	★★	33%	0.60%	★★
青岛	0.75	7.9	★★	110%	141%	★★	33%	2.00%	★★★
太原	1.51	21.4	★	157%	162%	☆	33%	-1.50%	★
兰州	0.69	10.5	★	107%	157%	★★	33%	-1.90%	★
哈尔滨	--	25.4	★	91%	62%	★★★★	35%	-2.80%	★
呼和浩特	--	50.3	★★	212%	78%	★★	35%	-1.10%	★
重庆	--	1.9	★★★	92%	147%	★★★	30%	-0.50%	★
贵阳	0.7	8.6	★	95%	97%	★★★★	36%	-2.30%	★
海口	0.45	0.8	★★★	88%	84%	★★★★	36%	-1.10%	★★
成都	0.68	10.1	★	93%	88%	★★★★	37%	1.70%	★★
西安	0.85	11	★★	119%	113%	★★	33%	0.40%	★
长春	0.9	10.8	★	113%	105%	★★	34%	-2.40%	★
大连	0.27	6.5	★★	113%	107%	★★	33%	0.00%	★
银川	--	18.3	★	126%	65%	★★	38%	1.30%	★★★
南宁	0.72	3.6	★★★	86%	110%	★★★	34%	1.50%	★
昆明	0.58	3.3	★★★	124%	109%	★★	37%	-2.00%	★
宁波	0.88	3.6	★★★	104%	134%	★★	37%	1.30%	★★

数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

短期指标

- ◆ 批准预售/销售规模 < 0.6 +1分
- ◆ 狭义库存去化周期 < 6月 +1分
- ◆ 当前去化周期 < 上次房价拐点去化周期 2/3 +1分

中期指标

- ◆ 过去5年住宅新开工/销售面积 < 100% +2分，若大于100%，去化周期 < 12月，+1分
- ◆ 过去5年宅地供应/销售面积 < 100% +2分，若大于100%，去化周期 < 12月，+1分

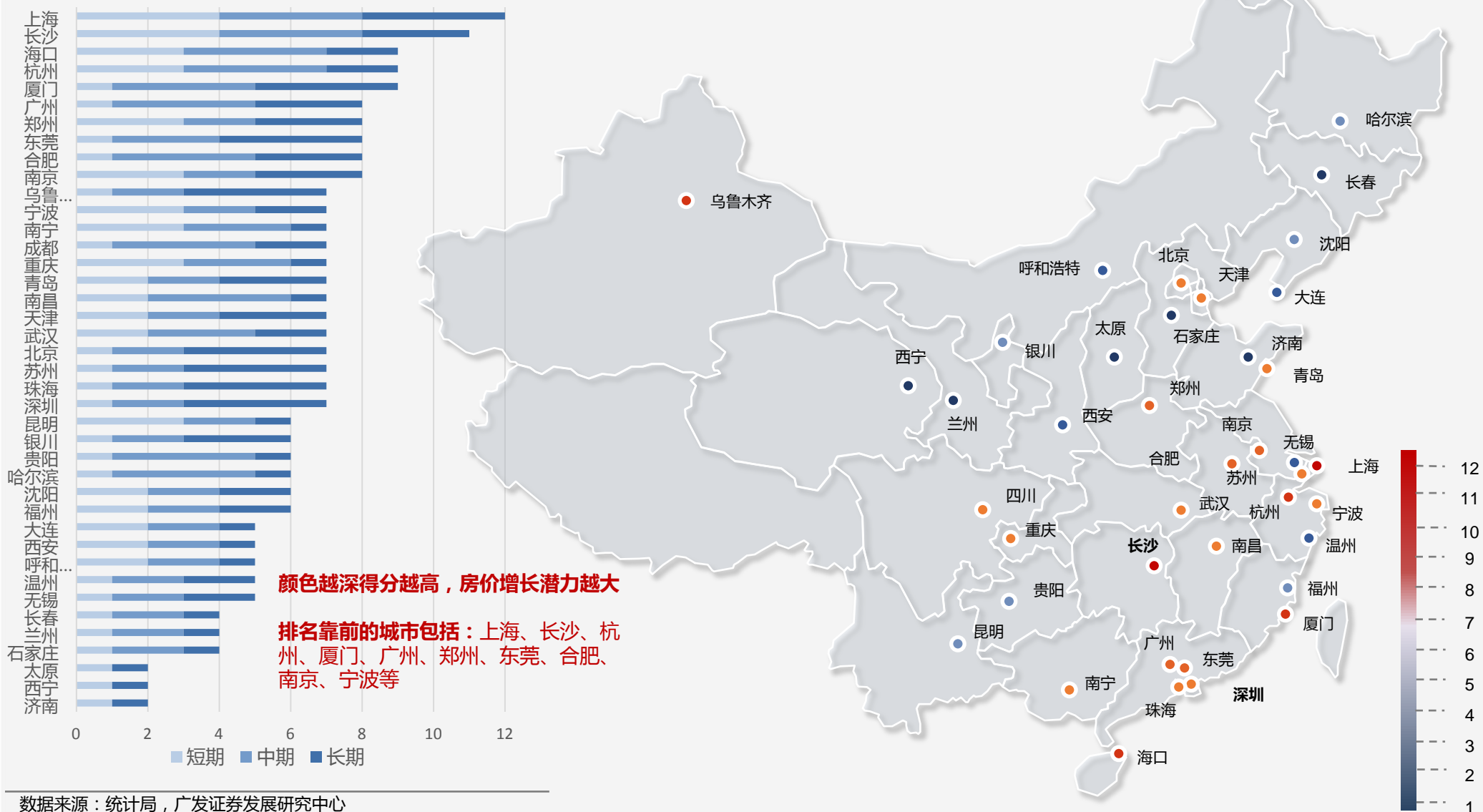
长期指标

根据常住人口增速、抚养比、购房人口占比、小学生在校人数增速四指标相应的变化趋势，得到综合评分衡量城市长期房价的上涨潜力。

- ◆ 综合评分 > 7 +4分
- ◆ 综合评分 > 3 +3分
- ◆ 综合评分 > 0 +1分
- ◆ 综合评分 < 0 +0分

2.4 城市分析框架：短期指标（供需）、中期指标（库存）、长期指标（人口趋势）

图：重点城市短、中、长期房价走势综合评分结果



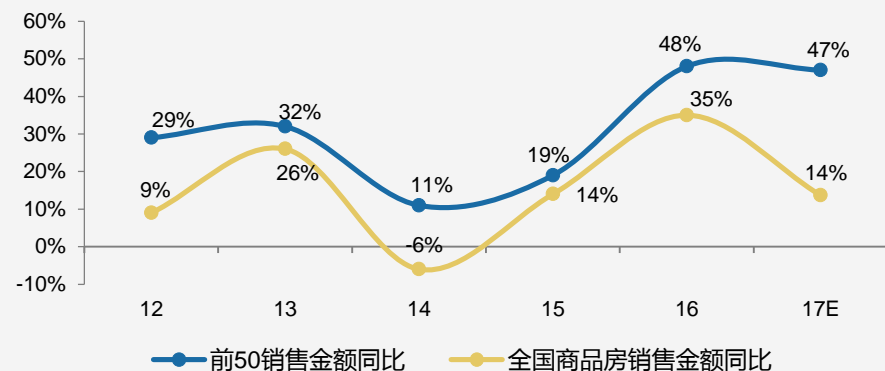
Ⅲ

板块投资分析

- 1 板块经营分析（销售、拿地、集中度）
- 2 板块财务分析
- 3 地产板块周期及估值分析

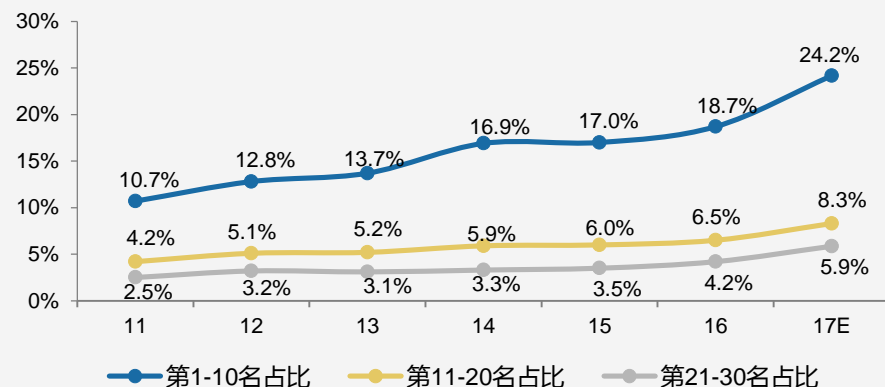
3.1 行业集中度分析：关注销售、拿地及各线城市分化

图：销售金额口径的集中度提升显著



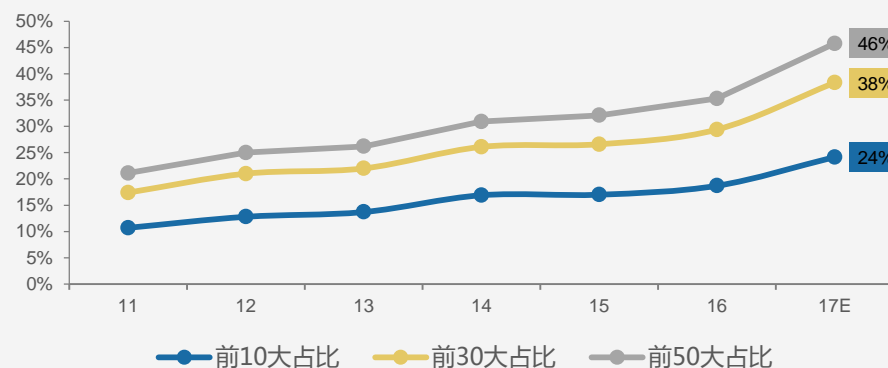
数据来源：克而瑞，公司公告，广发证券发展研究中心

图：龙头房企也呈现分化，前10大房企集中度提升最快



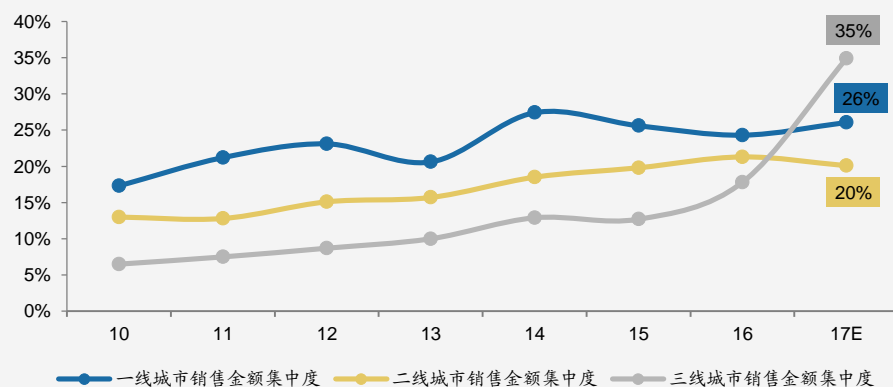
数据来源：克而瑞，公司公告，广发证券发展研究中心

图：17年行业集中度提升显著，前50大房企市占率提升至46%左右



数据来源：克而瑞，公司公告，广发证券发展研究中心

图：龙头房企在三四线的集中度提升显著



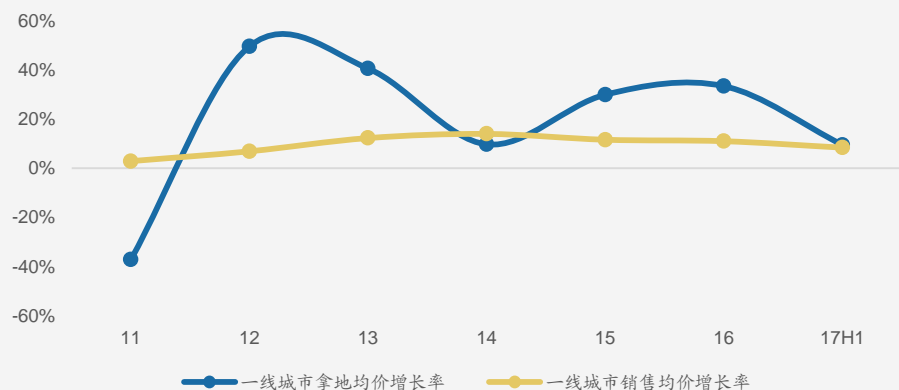
数据来源：克而瑞，统计局，广发证券发展研究中心

3.1 行业集中度分析：关注销售、拿地及各线城市分化

表：前15大龙头房企在拿地端的集中度提升明显，且高于同期销售面积集中度

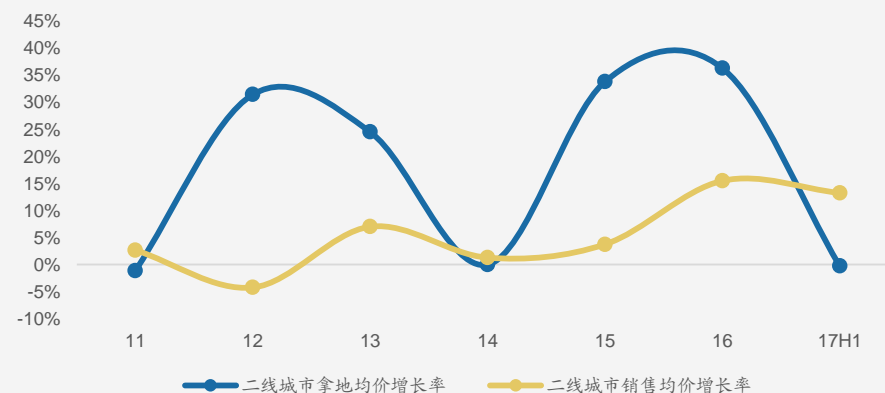
时间	全国		一线城市		二线城市		三线城市	
	拿地面积集中度	销售面积集中度	拿地面积集中度	销售面积集中度	拿地面积集中度	销售面积集中度	拿地面积集中度	销售面积集中度
11	4.1%	5.6%	8.6%	17.9%	5.7%	8.8%	3.0%	3.3%
12	4.3%	7.3%	11.7%	18.2%	6.3%	11.5%	2.8%	4.3%
13	6.2%	7.9%	14.8%	16.4%	8.8%	11.9%	4.7%	5.4%
14	4.5%	9.5%	12.1%	19.5%	6.6%	14.0%	3.1%	6.7%
15	8.5%	10.5%	24.1%	19.6%	8.1%	16.5%	8.3%	7.2%
16	18.1%	12.6%	17.9%	19.8%	15.3%	15.8%	13.3%	10.4%
17H1	26.4%	16.3%	33.9%	23.3%	21.5%	15.9%	27.9%	16.2%

图：15龙头一线城市拿地均价及销售均价增速



数据来源：克而瑞，公司公告，广发证券发展研究中心

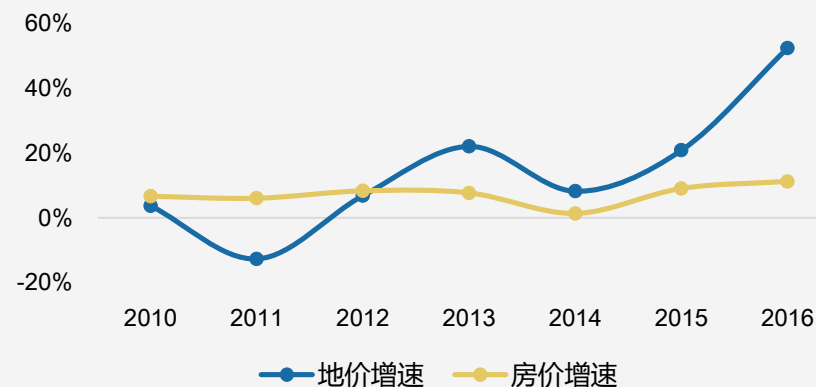
图：15龙头二线城市拿地均价及销售均价增速



数据来源：克而瑞，公司公告，广发证券发展研究中心

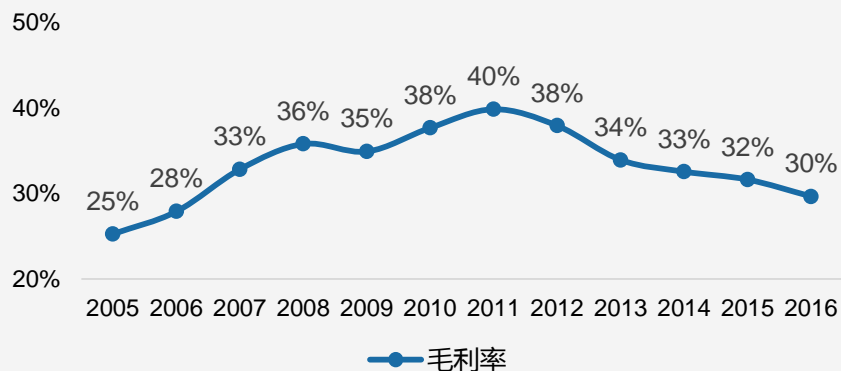
3.2 板块利润率分析：关注产品价格（房价）与原材料（土地）价格走势关系

图：近几年地价增速快于房价增速，压缩板块利润空间



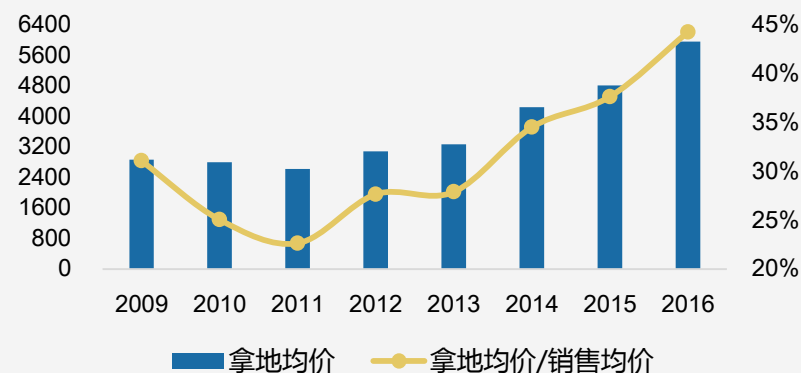
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图：板块毛利率自2011年后趋势性回落



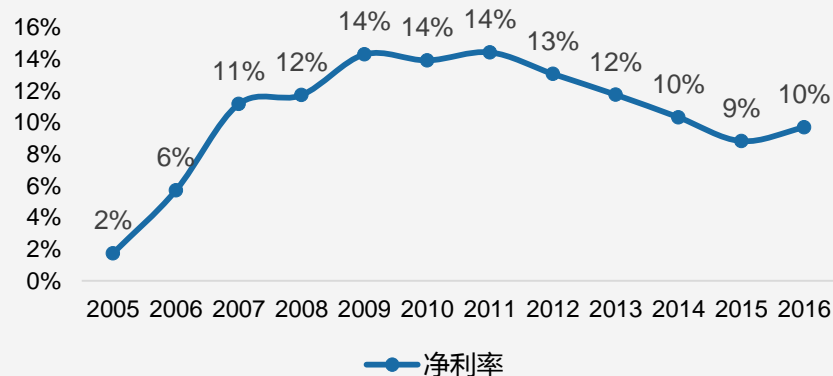
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图：房企拿地均价占销售均价比例逐年提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

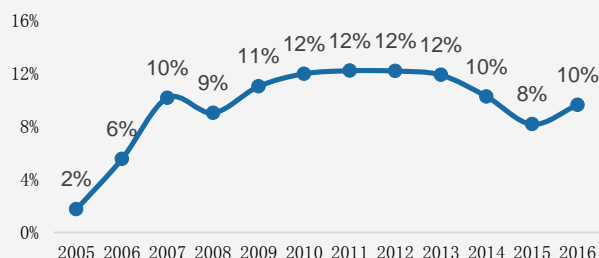
图：板块净利率自2011年后趋势性回落



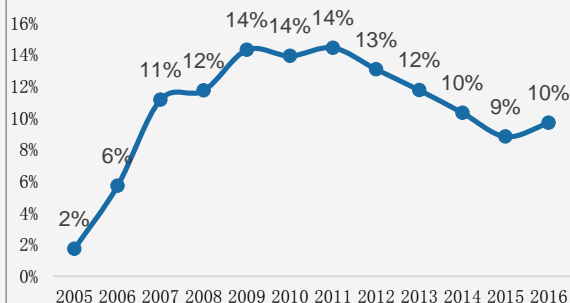
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3.2 板块盈利能力分析：ROE的杜邦分解

$$\text{ROE} = \text{净利润率} \times \text{周转率} \times \text{杠杆率}$$

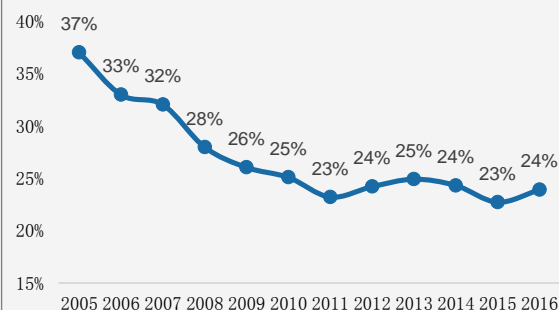


净利润率=净利润/营业收入



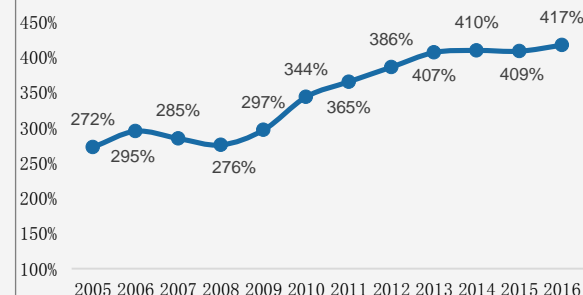
行业进入成熟期之后，土地价格上涨速度超过房价，房企利润率被压缩

周转率=营业收入/总资产



在净利润率下滑的背景下，要保持ROE水平，首先要提高周转速度

杠杆率=总资产/净资产

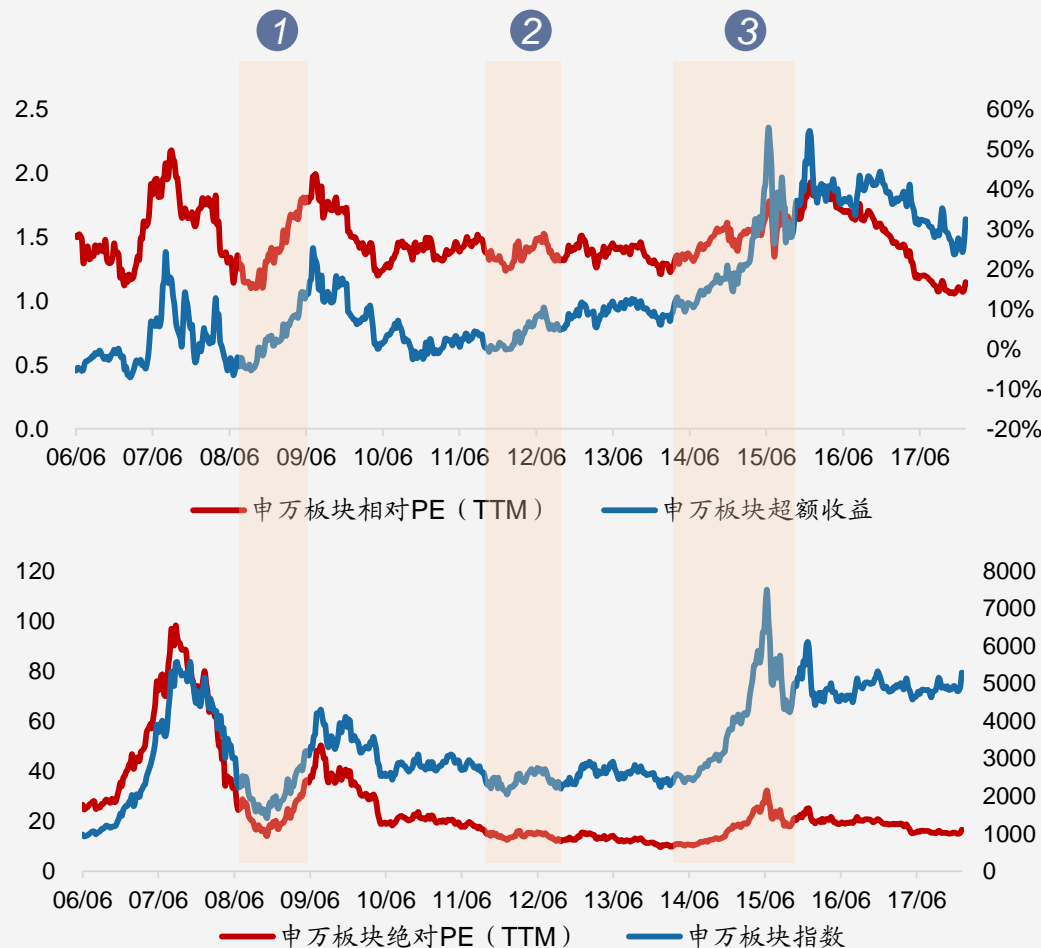


在保障现金流整体平衡的前提下，也可以通过加杠杆维持ROE水平

- ◆ 在利润率稳定或者提升有限的背景下，（高杠杆+快周转）可以提升ROE，实际上在行业高速发展阶段，高杠杆+高周转的快速扩张模式确实获得了市场认可（比如阳光城）
- ◆ 另一方面，房企的周转率以及杠杆提升空间始终有限，并且高杠杆下也积攒了大量风险。

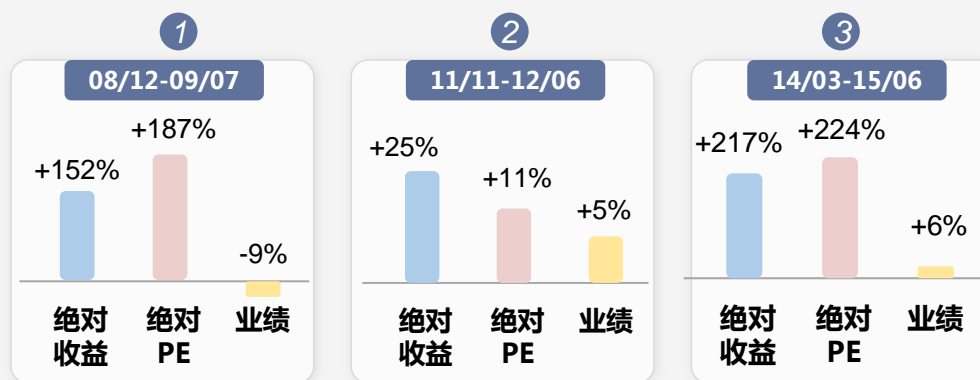
3.3 板块投资：地产板块收益更多的是估值驱动（赚估值弹性的收益）

图：板块指数、板块收益及业绩走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图：板块区间绝对收益、绝对PE与业绩变动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

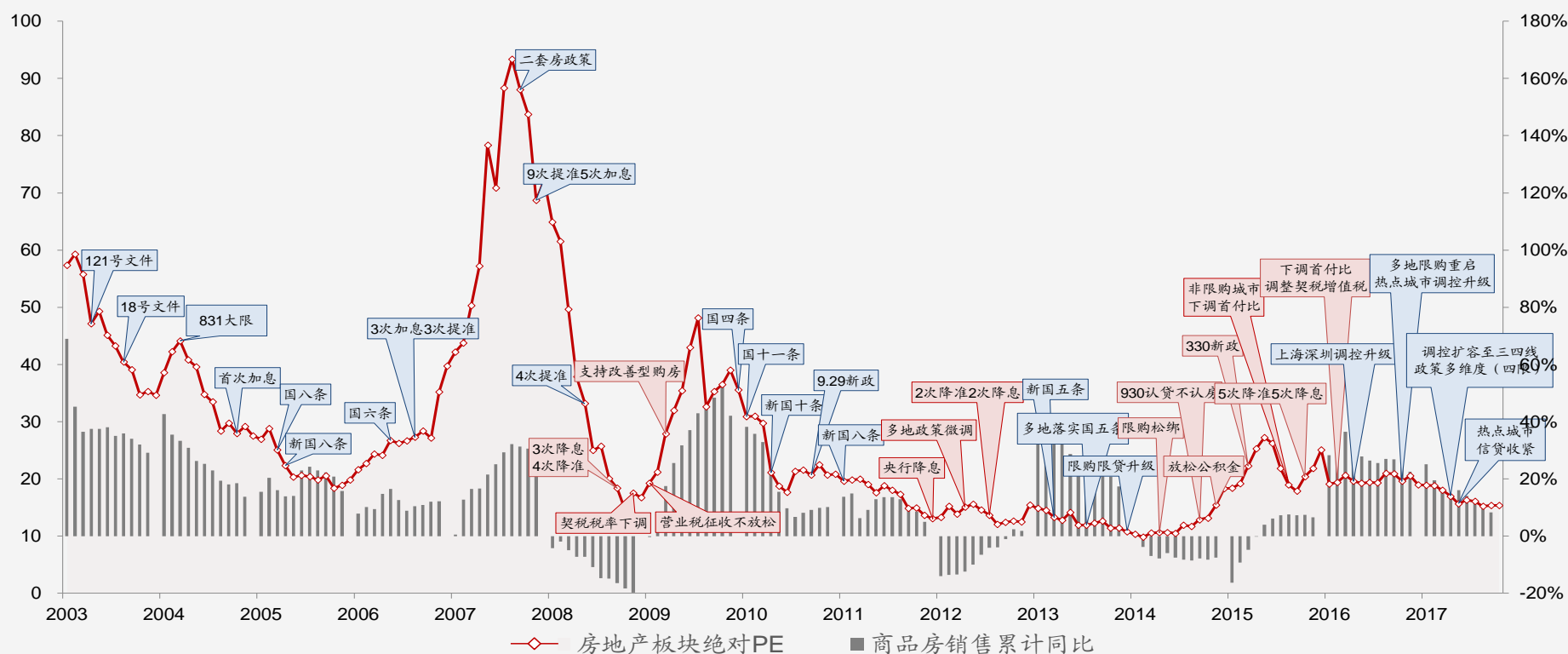
表：板块区间绝对收益（相对收益）、绝对PE（相对PE）与业绩变动

	绝对收益	绝对PE	业绩	超额收益	相对PE
08/12-09/07	152%	187%	-9%	69%	52%
11/11-12/06	25%	11%	5%	20%	12%
14/03-15/06	217%	224%	6%	71%	42%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3.3 地产板块：政策透过成交影响估值走势

图：板块PE的波动本质是由行业小周期波动引起，更进一步看更多的是由政策波动引起



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

3.3 政策影响下，成交拐点与板块估值拐点保持一致，但受政策预期影响，估值往往领先成交率先达到拐点

表：政策调控时，成交与板块相对估值拐点

时期	政策出台时间	成交同比增速回落时间	成交同比增速回升时间	相对估值高点	相对估值低点
03年3月-03年12月	一月份试探性调控，4月份出台121文件，8月出台18号文件	03年3月	03年12月	03年4月	03年12月
04年3月-05年7月	3月31号出台“831大限”，05年初国八条	04年3月	05年7月	05年3月	05年7月
06年1月-07年3月	06年5月出台“国六条”及“9070”政策，同时货币政策也转向收紧，年内三次提准、两次加息。	06年6月	07年3月	06年3月	07年1月
07年3月-07年8月	6月取消房地产开发商土地使用税优惠政策，货币政策收紧，四次提准、三次加息	07年8月	07年3月	07年8月	07年3月
07年8月-08年9月	8月1日出台《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，9月提高二套房首付比例。	07年10月	08年9月	07年8月	08年9月
09年7月-11年10月	09年6月开始试探性调控，随后12月“国四条”、10年1月“国十一条”和“新国十条”等政策先后出台，10年929新政，11年“新国八条”拉开限购序幕。	09年12月	10年9月	09年6月	10年5月
13年1月-14年2月	2月“新国五条”出台，各地密集出台政策，新一轮限购升级，5月房产税改革	13年3月	14年2月	12年12月	14年2月
16年3月-17年5月	3月热点城市开始调控，10月16城市限购重启，17年调控城市进一步扩容	16年3月	17年2月	16年2月	17年5月

数据来源：政府网站综合整理，广发证券发展研究中心

表：政策放松时，成交与板块相对估值拐点

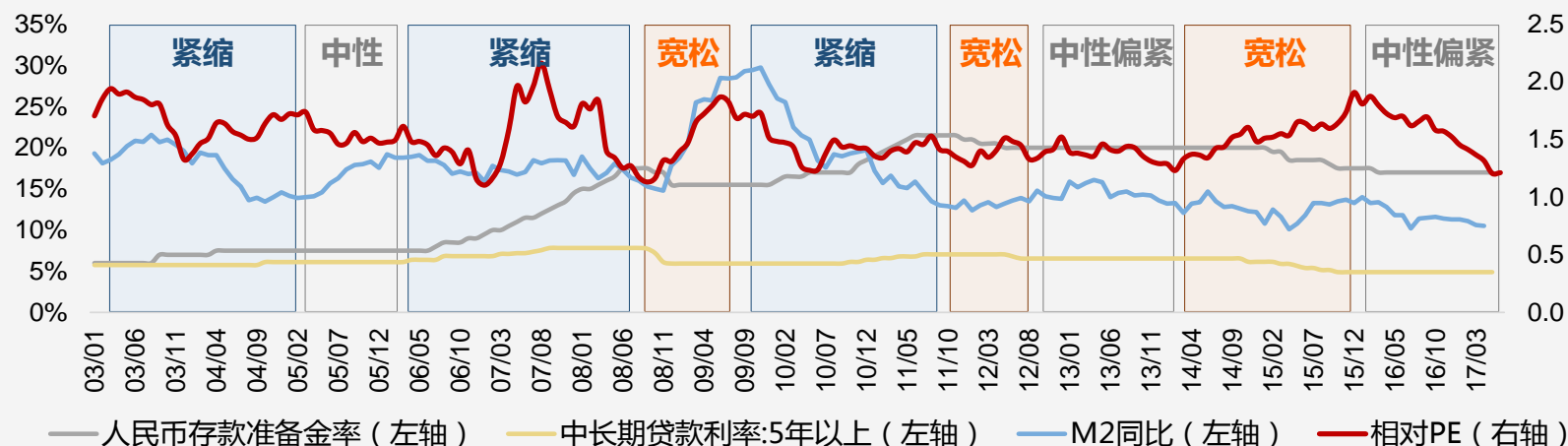
时期	政策出台时间	成交同比降幅收窄时间	成交同比增速回落时间	相对估值低点	相对估值高点
08年9月-09年6月	08年下半年3次降准，5次降息，3月政府工作报告支持居民改善型住房	08年12月	-	08年9月	09年6月
11年11月-12年12月	12年两次降息、两次降准，12年4月份政策微调，公积金松绑	12年2月	12年12月	12年1月	12年12月
14年3月-16年3月	14年6月开始各地陆续限购松绑，两次下调首付比，15年进入准货币宽松周期5次降息4次降准	15年2月	16年3月	14年6月	16年3月

数据来源：政府网站综合整理，广发证券发展研究中心

3.3

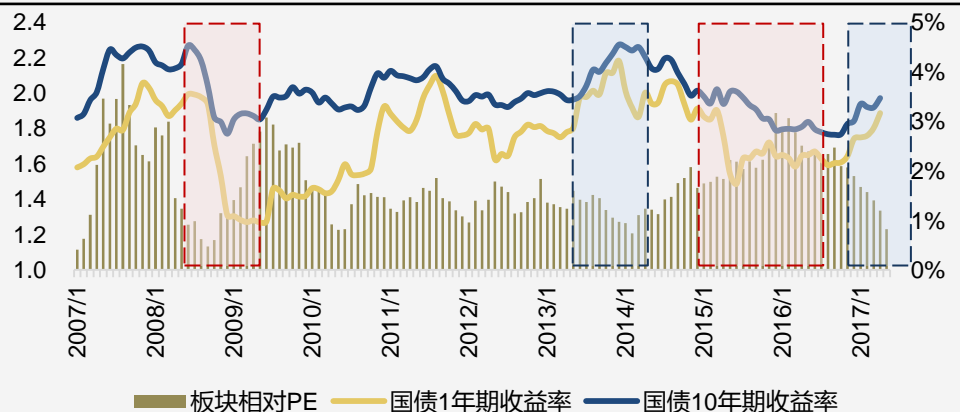
除行业政策外，货币政策对板块估值也有一定的影响，地产板块估值与流动性呈现较为明显的正相关

图：板块估值与货币环境呈现较好的正相关性（流动性宽松时，板块估值呈现明显上行，而流动性明显紧缩阶段，板块估值往往承压下行）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图：板块估值与国债收益率负相关



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

地产板块估值与货币流动性呈现较为明显的正相关

- ◆ 地产板块估值与流动性呈现较为明显的正相关，在流动性宽松时，板块估值呈现明显上行，而在流动性明显紧缩阶段，板块估值往往承压下行
- ◆ 从历史情况来看，我国地产行业政策和货币环境往往保持方向一致（背后反映了地产对宏观经济的支撑地位），流动性对估值的影响本质上也是通过实际成交变化来传导。

IV

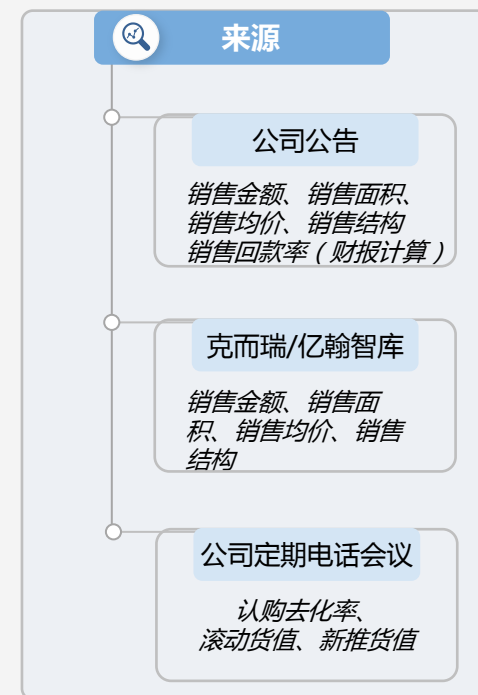
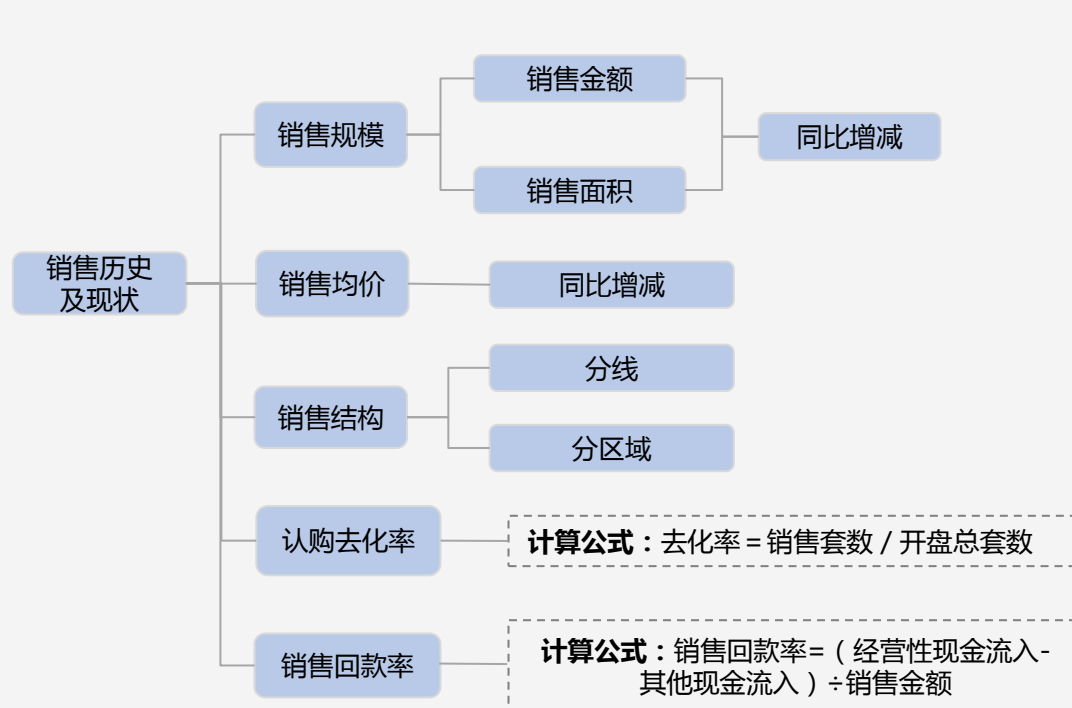
公司经营及财务分析

- 1 主要数据指标梳理
- 2 公司盈利能力分析
- 3 地产企业估值方法：PE、PB、NAV

4.1

房企经营层面指标：销售端关注销售规模、均价、结构、认购去化率、销售回款率

销售

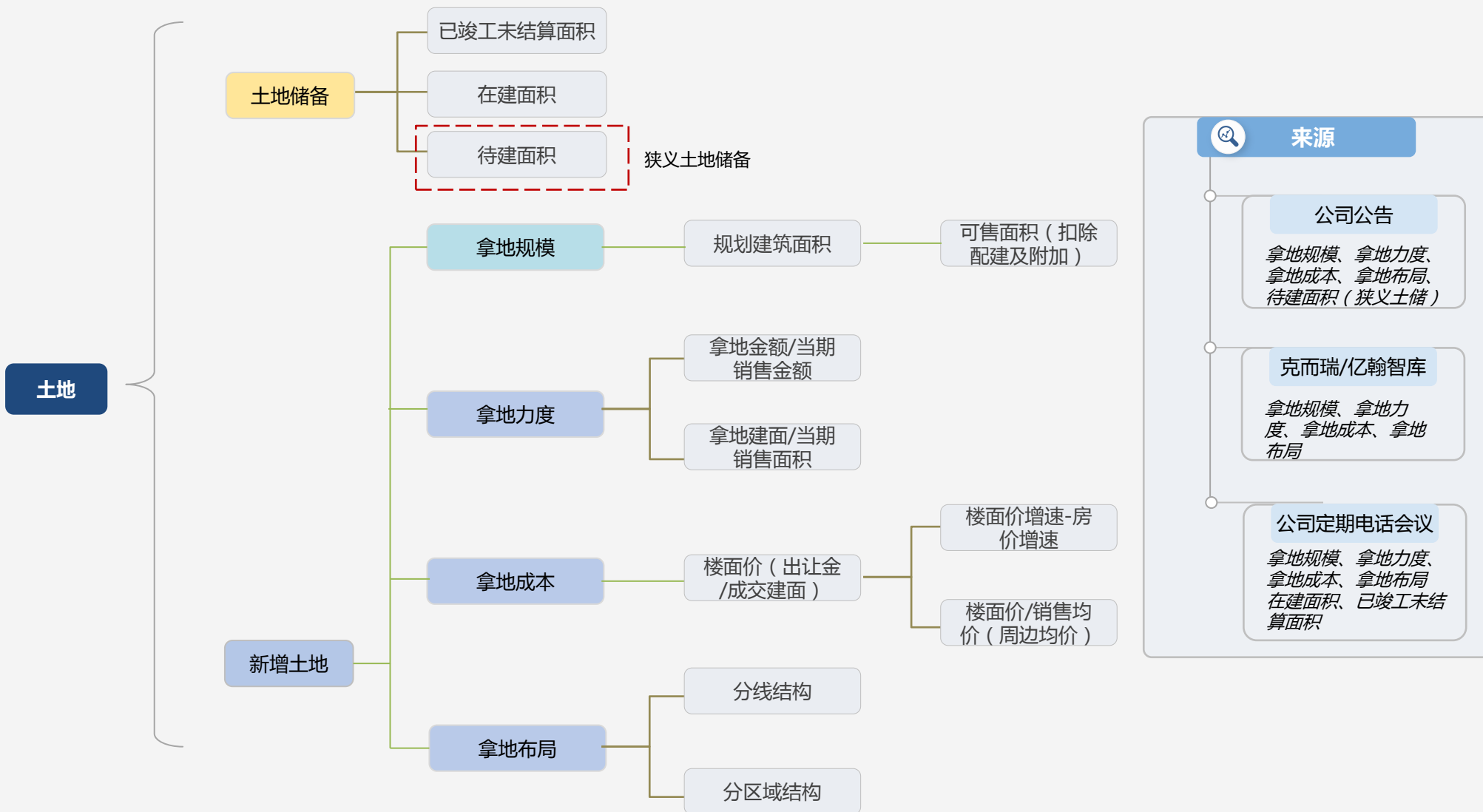


未来预测

$$[\text{滚动货值} + \text{新推货值}] \times \text{去化率} = \text{预计销售规模}$$

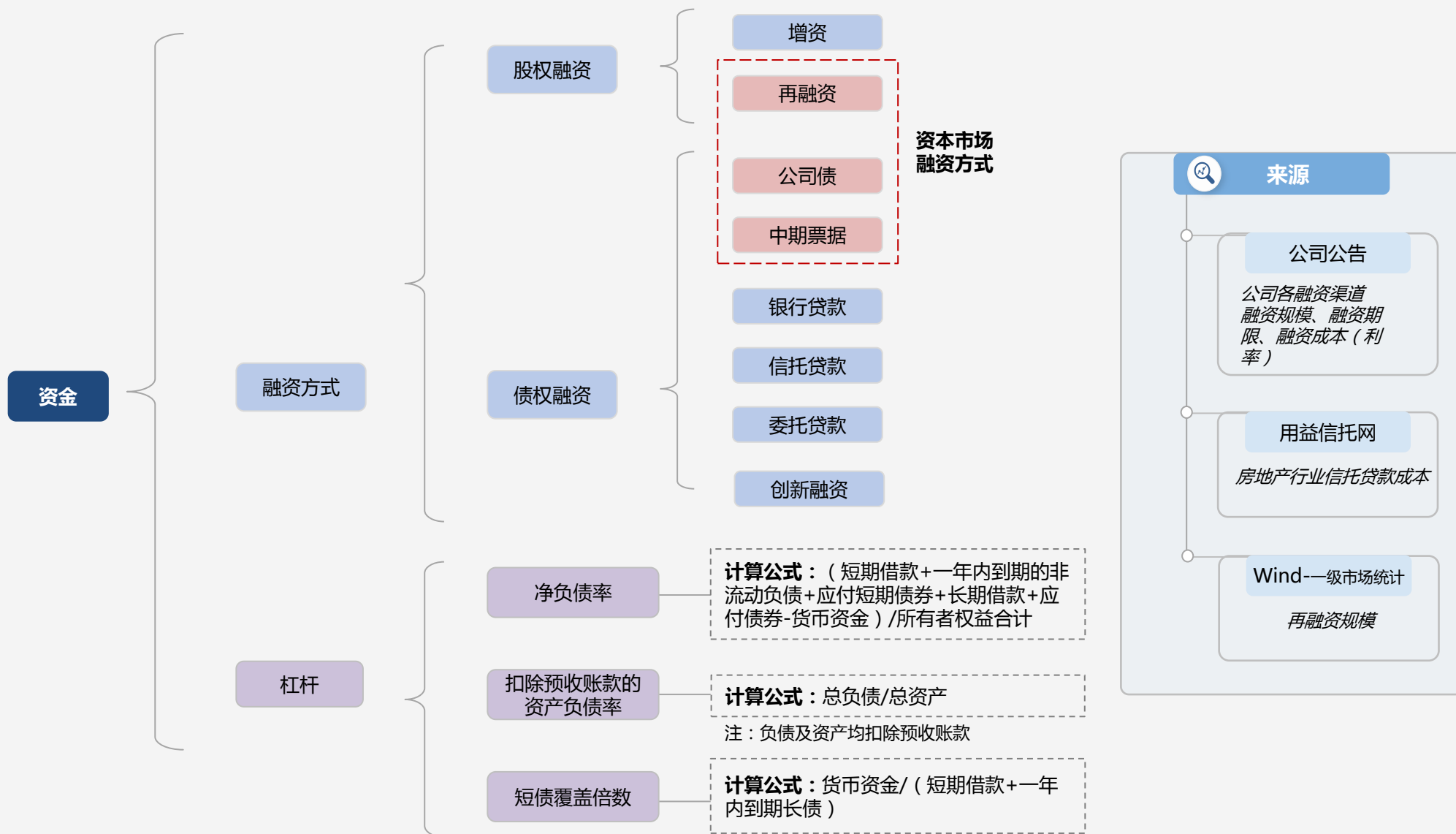
4.1

房企经营层面指标：拿地端关注土地储备、新增土地两方面（拿地规模、拿地力度、拿地成本、布局等）



4.1

房企经营层面指标：资金端关注房企融资融资规模、融资方式及杠杆率



4.2 房企财务报表分析

资产负债表

资产

货币资金

开发成本

存货

开发产品

注：存货为主要资产

存货周转率

存货周转效率（快周转）是房企运营的关键之一

负债

有息负债

短期

1. 短期借款
2. 一年内到期的非流动负债
3. 应付短期债券

长期

1. 长期借款
2. 应付债券

预收账款

...

净资产

所有者权益

结算

存货 → 营业成本

预收账款 → 营业收入

利润表

营业收入

营业收入 - 营业成本 = 毛利

营业成本

营业成本：土地 + 建安 + 利息资本化

销售费用

管控水平

管理费用

财务费用

与杠杆水平相关

净利润

销售净利率 = 净利润 / 营业收入

净利润扣除少数股东损益

归母净利润

现金流量表

经营活动产生的现金流量

经营性现金流入

销售回款 = 经营性现金流入 - 其他流入

销售回款率 = (经营性现金流入 - 其他流入) / 销售金额

经营性现金流出

投资活动产生的现金流量

筹资活动产生的现金流量

销售净利率

资产周转率

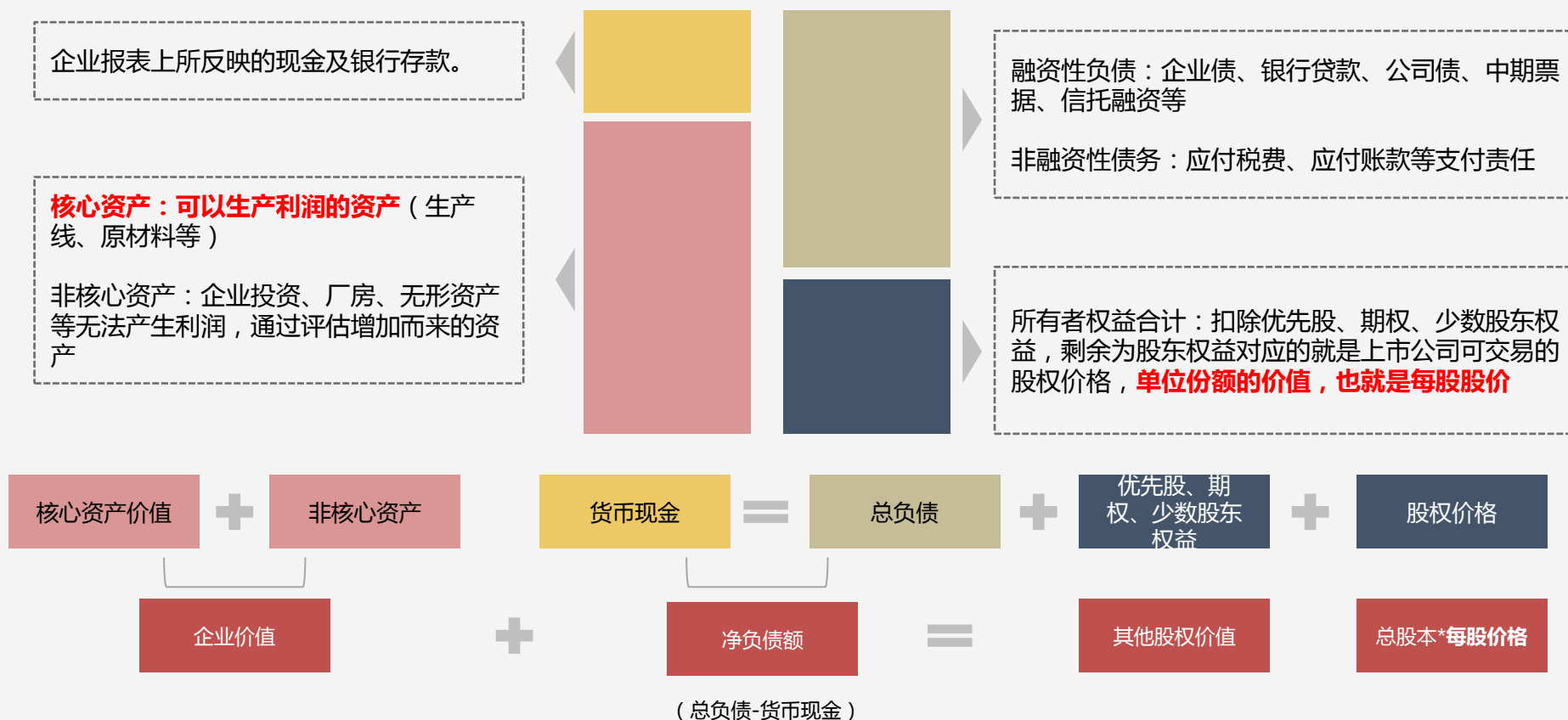
杠杆比率

ROE = 净利润 / 净资产

4.3 公司的估值原理：股权价值是扣除现金等价物之后的企业价值

公司估值的思路

- ◆ 企业价值衡量的是企业的资产价值（总资产），稀缺性越高，创造利润能力越强资产，其价值就越高。例如：茅台的资产是酒窖，稀缺性和创造持续利润的能力都很强，而地产企业的资产是土地及在建工程，相对稀缺性较低。
- ◆ 总资产中，扣除货币现金的剩余资产，是产生盈利的主要依托；总负债包括融资性债务及非融资性负债（偿付责任），其中融资性负债会产生财务成本，负债内容都是现金等价物。而股票总市值表征的是，扣除负债后的净资产价值。



4.3 地产公司常用估值方法：市场法（PE、PB等）、NAV、股息收益率

1

相对估值市场法：根据PE、PB、EV/EBITDA等指标，选择经营模式及规模相似的上市企业，结合公司现在有部分财务指标进行企业价值的评估。

√ 优点：使用方便，快捷，对于公司未来机制可以根据财务指标的预测进行评估

⊗ 缺点：无法针对企业（资产）的差异和特点做精确评估，受市场影响较大

2

绝对估值，净现金流折现法（NAV）：通过对企业未来经营活动的绩效预测，计算企业未来产生现金流的规模以及折现价值，累加得到企业的绝对价值水平。

√ 优点：可以精确评估企业资产状况以及价值

⊗ 缺点：无法有效预测未来企业价值变化，计算过程中假设较多

3

股息收益率法：根据企业产生的分红现金流（投资者收到的现金，而不是企业经营产生的现金）再除以必要收益率，计算得到企业价值。

√ 优点：从资金投资回报的角度来评估企业价值，更有效的进行不同类型资产投资的横向比较

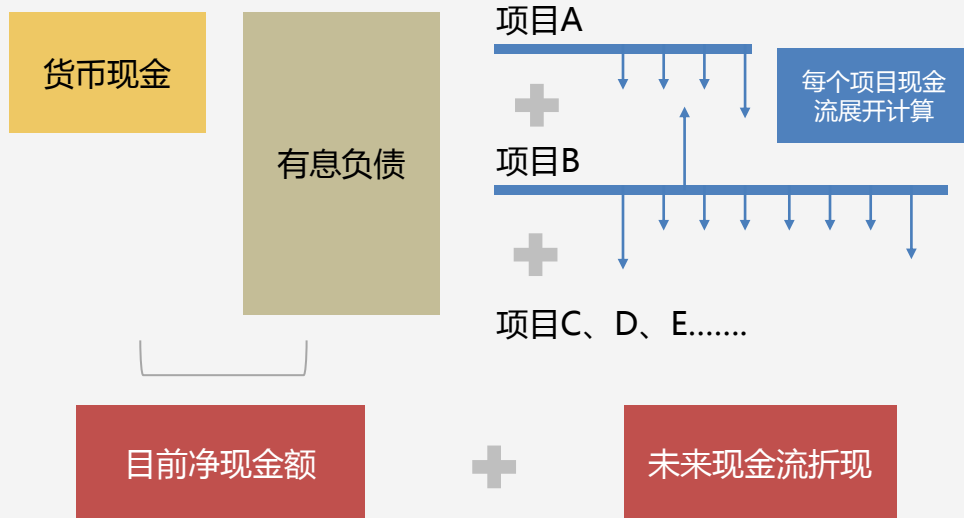
⊗ 缺点：对于成长性企业（分红较低）的价值评估并不适用

4.3 地产企业估值常用方法：NAV

NAV评估方法

- ◆ 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。
- ◆ 地产开发本质上是项目制的收益模式，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，能够比较充分的体现企业现阶段（在手项目）的等价现金价值。

NAV的详细算法：**现在的在手现金价值+未来将会拥有的现金折现价值**



NAV的简单算法：**过去挣得钱+未来将要挣得钱**



我们不认为NAV方法能够完美的反映出公司的真实价值，但可以有效的反映出公司的基本价值。

4.3

地产企业估值常用方法：PE估值

地产PE估值方法解构

- 长期来看企业的PE应该是加权资金成本（预期收益率）与行业长期增长水平 g_n 的函数，而加权资金成本是表征行业波动以及风险的指标。
- 作为地产开发企业，销售和结算存在一定的滞后期，当期政策和行业基本面的变化会及时反映为PEf的变化，而企业在未来两年的短期业绩增速 g 也会对公司结算口径的PE0造成一定的影响。

房地产行业在过去20年的发展过程中，不同阶段的行业增速、政策环境以及盈利水平都在不断变化。PE在不同时期的确定方式也有所区分

PE 估值的公式可以简化为 $PE = \frac{P}{EPS} = \frac{1}{k_e - g_n}$ 公式对企业价值的衡量只考虑净利润，不关注分红水平

房地产公司的 PE_0 表征的是当期的结算口径数据，而实际上由行业增速 g_n 与权益成本 k_e 决定的是销售口径的PE forward

$$\frac{PE_0}{(1+g)^2} = \frac{P}{EPS_0 \times (1+g)^2} = PE_{Forward} = \frac{1}{k_e - g_n}$$

$$PE_0 = \frac{1}{k_e - g_n} \times (1+g)^2$$

4.3 地产企业估值常用方法：PE估值

地产PE估值方法解构

- 房地产行业从高速增长的“黄金十年”，进入到政策周期波动幅度较大的“白银时代”，行业整体投资收益率水平和销售规模增速是在下降的，但是每段时期影响估值的主要因素不同。
- 在目前的政策环境下，18年行业的库存将维持状况，稳定的销售去化率的稳定以及较高的资产周转率，保证了企业的存货价值。
- **行业的估值波动在本轮政策周期下行的过程中，将在较窄的空间内进行波动，企业自身的业绩增长会成为带动股价上升的核心要素。**

PE_0 ：当期结算PE； k_e ：wacc 加权资金成本； gn ：行业预期利润增长率； g ：短期公司销售业绩增长率

不同阶段的行业基本面特征及估值逻辑

99-03年

gn 及 g 维持高位，政策调控力度小 k_e 主要来自土地获取的不确定性， PE 在50以上

03-07年

gn 及 g 维持高位，政策调控力度逐渐加码 k_e 不断提高， PE 水平持续下降，05年降至22x

08-14年

第一轮政策周期（加库存）：行业增速 gn 下降，整体 PE 中枢回落。政策波动双向影响 k_e ，成为估值水平波动的最主要因素，而库存的不断积累，抬高 k_e 中枢水平。 g 的差异化并不显著，龙头公司估值反而因为资产周转率下降，相对 k_e 更高。

15-19年

第二轮政策周期（去库存）：行业增速 gn 维持稳定， PE 中枢不再下移；降低库存及政策波动减小均降低了 k_e 。企业内生增长 g 的成为主要影响估值的因素。

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，13年加入广发证券。

郭 镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，13年加入广发证券。

李 飞：分析师，中国科学技术大学金融工程硕士，15年加入广发证券。

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

Thanks !

谢谢