
房地产行业研究框架报告

摘要：2017 年房地产行业 GDP 为 5.38 万亿，占全国 GDP 总量的 6.5%，而对全国 GDP 增量的贡献值为 6.8%，相比与 2016 年的 11.9% 出现明显下滑。地产部门稳经济的任务减轻，政策平稳期将延续。长期来看，我国整体城镇化发展程度步入中后段，但对城镇化偏低中西部省份而言，加上持续的人口数量的净流入，中西部人口大省的省会城市首位度优势将更加凸显。另一方面，我国结婚人口首次在 2014 年出现负增长，并在随后年份有不断扩大的趋势，住房的长期增量需求趋于减缓。北上深房价存在一定的泡沫，较快的经济增长可有效化解房价泡沫风险。总的来说，对地产中长期偏谨慎乐观。

2017 年全国整体销售超预期增长，但重点一二线城市销售面积降幅明显，主要是低能级城市的销售对全国的销售贡献较大。土地方面，供需连续两年形成错配，需大于求，价格维持高位。中间端开工、施工面积平稳，去化率历史新低，待开发面积有走高迹象。表明开发商逆周期强势拿地，看好未来长期销售，但短期对房屋建设反应迟钝。根据房企货值领先于销售的指引，预计未来 3-5 年 top10-15 的房企销售面积市占率有望提升到 40% 左右。

房地产周期的背后实为政策周期。而且行业政策比货币政策对销售的拐点作用更加明显，而且会通过影响投资者预期对板块估值产生较大的扰动作用。

经营增速、土地储备、负债水平、周转率及回款率等指标是评判房企的几个重要指标。地产供给侧改革，未来 TOP30 房企才具有话语权。较高的经营增速，往往伴随着较高的净负债率。高负债率需要对公司预估的价值打一定的折扣。此外，当前的土储规模又意味着公司未来有足够的资源可供开发，但地产制造业化，周转率指标的参考权重将会更大。**那么一个选股指导是：选龙头或者选快周转，增速快的中型房企。**

由于预售制度的存在，房企当年报表体现的业绩可能是过去 1-2 年的房屋销售情况。根据报表项目销售、结算等情况，有两种业绩测算方法可选择，其一是相关成本、税率等指标按行业标准推测未来可能的业绩；其二是相关成本费用按公司财务报表进行推算。但使用两种方法测算时都存在较大的主观性。

关于房企估值方法论，对于快周转的房企来说，其制造业属性非常明显，快周转模式下，土地成为一种类似制造业的原材料。那么，这些房企应该更适用 PE 法估值。

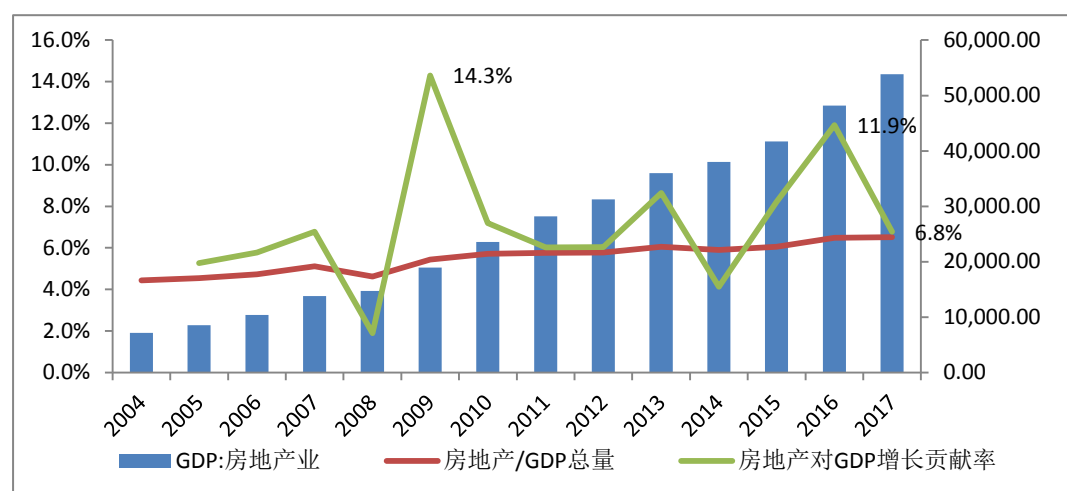
目 录

1 宏观视角	3
2 产业视角	6
2.1 销售端.....	6
2.2 土地端.....	8
2.3 产业格局变化.....	12
3 政策视角	13
3.1 行业政策.....	13
3.2 货币政策.....	14
4 公司视角	16
4.1 经营增速.....	16
4.2 土储	18
4.3 负债比较.....	18
4.4 周转率对比.....	19
4.5 回款率对比.....	20
5 房企业绩测算方法.....	21
5.1 方法一：相关指标按行业标准.....	21
5.2 方法二：相关成本费用按公司财务报表推算	23
6 估值方法.....	24

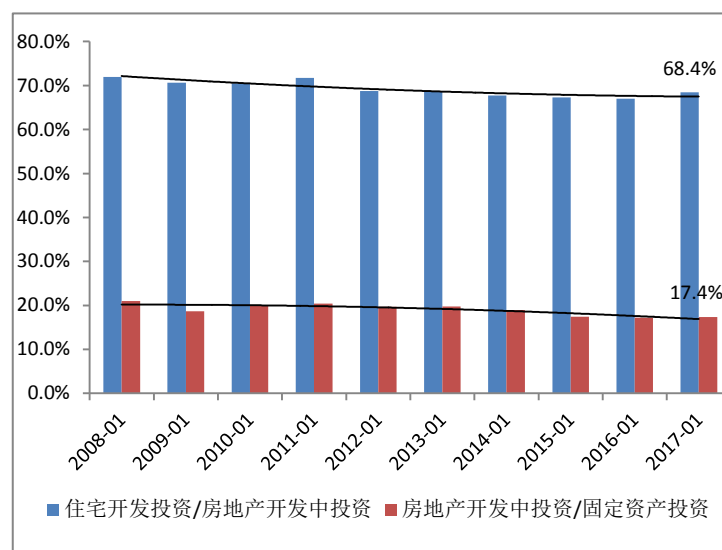
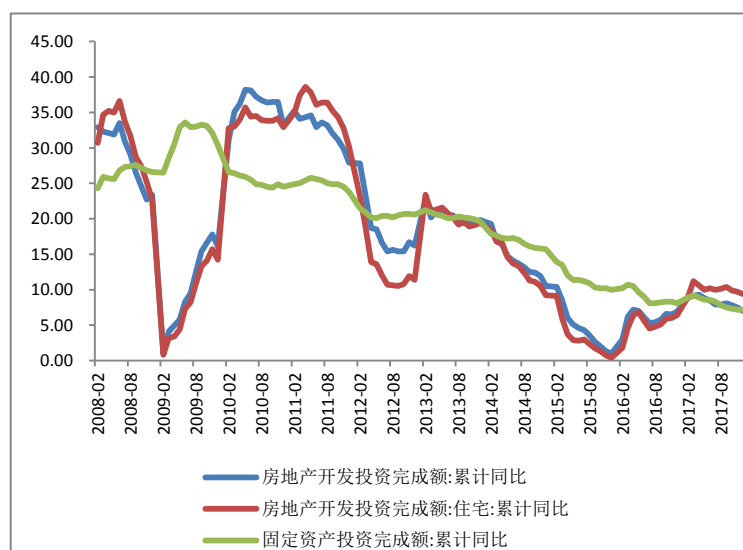
1 宏观视角

2017 年全国 GDP 总量现价 82.7 万亿，房地产行业 GDP 为 5.38 万亿，占全国 GDP 总量的 6.5%，与 2016 年保持一致。房地产行业对国内经济的拉动作用显著，国家经济新旧动能的转换需要时间，总量替代一朝一夕不能完成，未来数年内房地产行业仍将扮演举足轻重的角色。

2017 年房地产对全国 GDP 增量的贡献值为 6.8%，相比与 2016 年的 11.9% 出现明显下滑。国内除地产外的其它行业的经济出现好转，房地产拉动经济的潜能有可能得到一定的释放，地产部门稳经济的任务减轻，政策平稳期将延续。

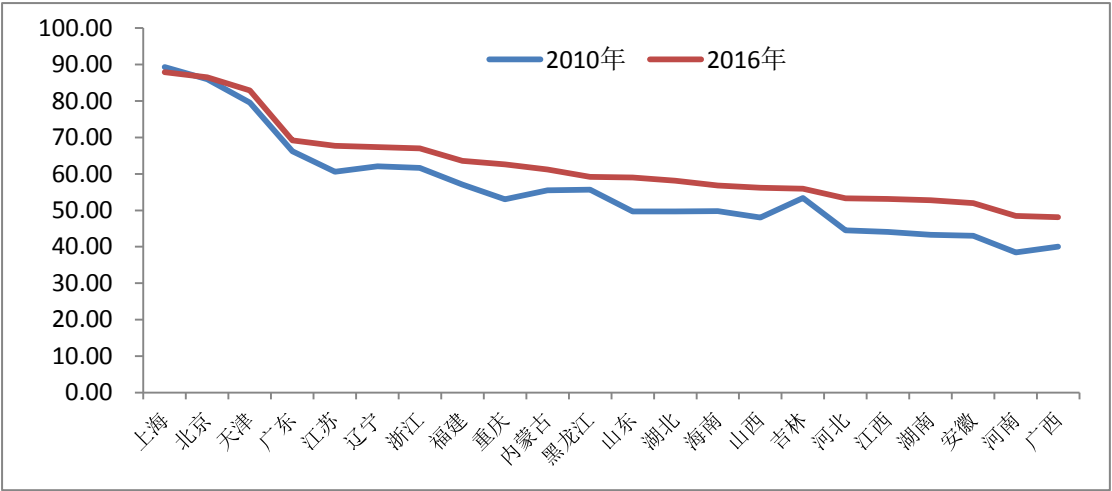


从房地产投资累计同比的拐点可以看出（2012 年、2015 年），房地产投资是稳定我国经济平稳发展的必要手段，我国经济的增长尚未逃脱投资驱动，但有逐渐弱化的趋势。地产开发投资占固定资产投资的比重有所下滑，但仍维持高位。



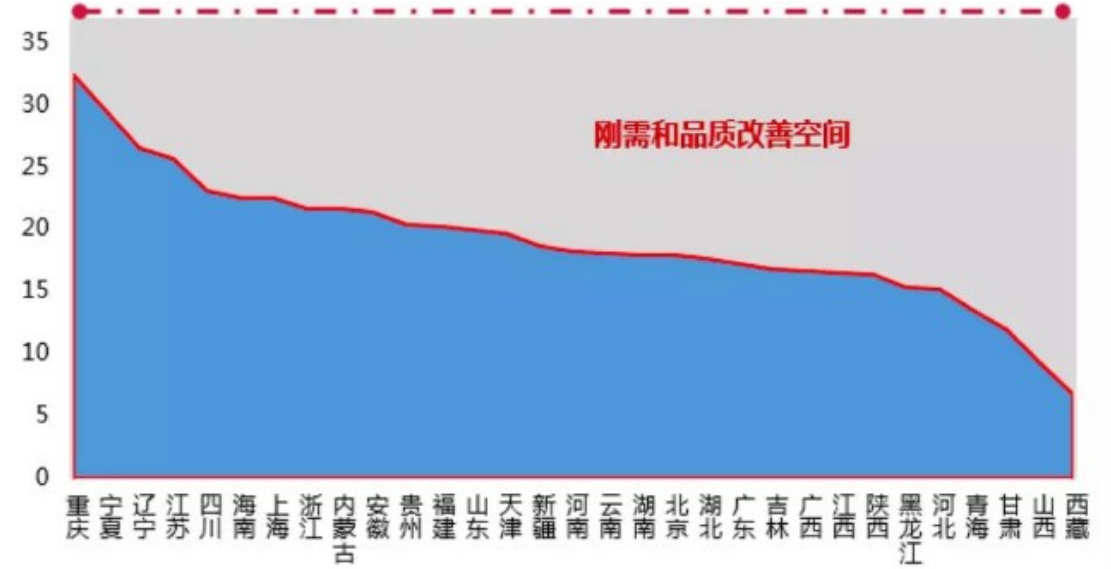
2017 年全国城镇化率为 58.5%，2016 年全国城镇化率为 57.35%，我国城镇化发展程度步入中后段，速度减缓，但离天花板还有巨大的发展空间。从省份分布来看，中西部省份城镇化率整体偏低，这些省份城镇化起步较晚、提升空间广阔，具有明显的“后发效应”，中西部人口大省的省会城市首位度优势将更加凸显。

城镇化率=城镇人口/总人口



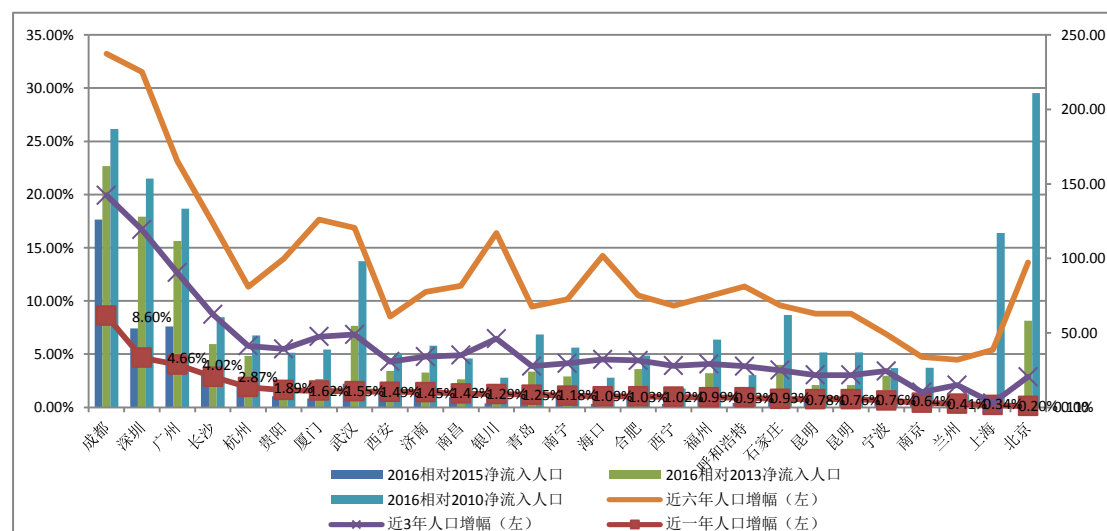
由于我国户籍制度的存在，以城镇人口来计算的城镇化率可能会失真，而城镇人均住房面积可从另一方面反应人们的购房需求。2017 年，我国城镇人均住房面积约为 37 m²，但从商品房诞生至今，我国商品住宅的人均累计销售面积仅为 17 m²，占比不足 50%，其中重点一二线城市的差距更加明显。表明我国商品住宅还存在较大的刚需和改善房的需求空间。

图：我国各省市城镇人均累积商品房成交面积(m²)

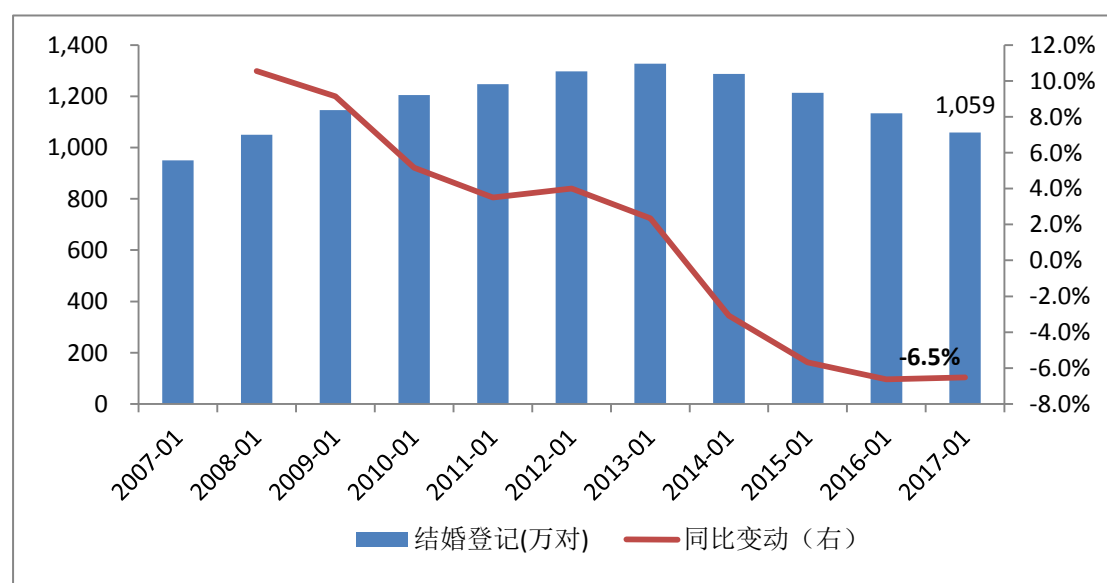


注：计算公式为 1995 -2017 年累计成交的商品住宅面积/2016 年末城镇人口

商品房长期需求的总量主要由人口体量所决定，人口数量的持续净流入对未来城市房地产的发展有强大的支撑作用。下图以近一年的人口增幅降序排列，成都、深圳、广州、长沙、杭州等城市人口净流入排名靠前，表明这些城市的具有较强的人口吸附能力。而上海、北京由于城市化率较高，社会人口结构相对固化，常住人口增长基本饱和，其中上海甚至出现个别年份人口净流出。



另一方面，国人普遍对住房有归属情节，尤其随着近年来人们物质观的改变，房子已经成为婚姻的附属品，婚姻登记是住房需求的重要代理变量。从全国婚姻登记的情况来看，我国结婚人口首次在2014年出现负增长，并在随后年份有不断扩大的趋势，从这一方面表明，住房的长期增量需求趋于减缓。



使房屋价格过快增长，是否积累过重的泡沫？用（人均GDP/城市均价）指标测度房价是否存在泡沫，该指标显示北京、上海和深圳相对于人均GDP而言实属偏高，存在一定的

虚高，但是我国经济增速相对较高，若能有效遏制房价的上涨，未来几年通过人均 gdp 的较快增长可有效化解房价走高的风险。

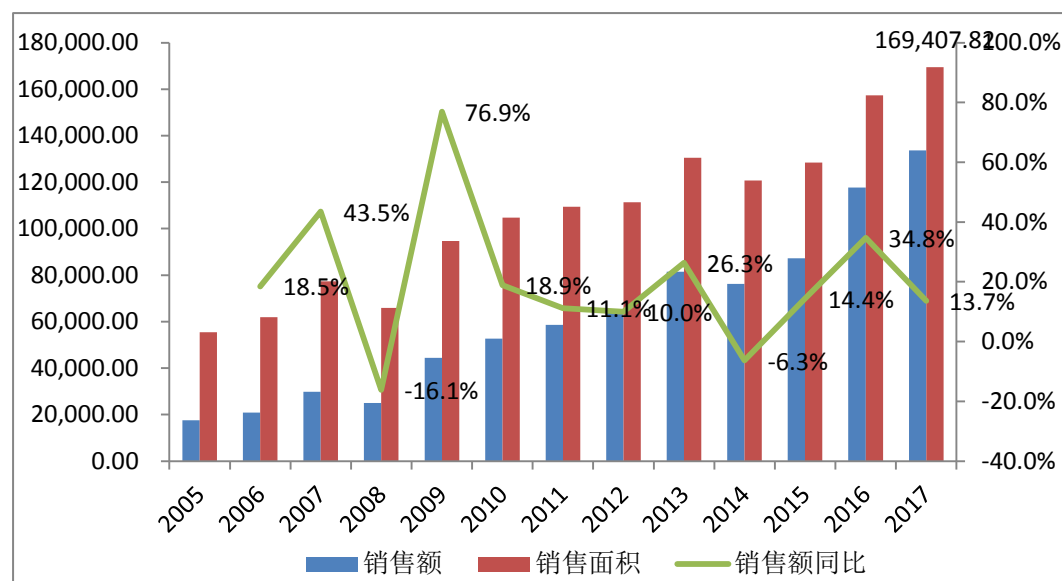
单位：元人民币	最新城市均价：元/平米	人均GDP	人均GDP/城市均价
俄罗斯莫斯科	18645	230611	12.37
韩国首尔	40505	262500	6.48
法国巴黎	69965	419610	6
英国伦敦	71208	348990	4.9
新加坡	83340	397200	4.77
日本东京	54612	240000	4.39
美国纽约	106728	354036	3.32
中国深圳	54445	167411	3.07
中国北京	38378	118198	3.08
中国香港	102042	273600	2.68
中国上海	46865	116562	2.49
泰国曼谷	40500	60000	1.48
台湾台北	123600	159134	1.29
印度孟买	59638	5855	0.1

2 产业视角

2.1 销售端

2017 年全国商品房销售总额为 13.4 万亿，同比 2016 年增长 13.7%。美国新房一年 60-70 万套。新房占房屋销售 15%，二手房 85%，总量约 400-460 万套。我国只公布总量，2017 年 16.9 亿平方米，按平均 120 平/套算约 1400 万套。新房 60%，二手房 40%，总量约 2300 万套，为美国的 5.3 倍。美国人口 3.2 亿，我国人口 13.8 亿，为美国 4.3 倍。考虑我国城市化率和美国相差较远，我们的商品房销售量尚算合理。

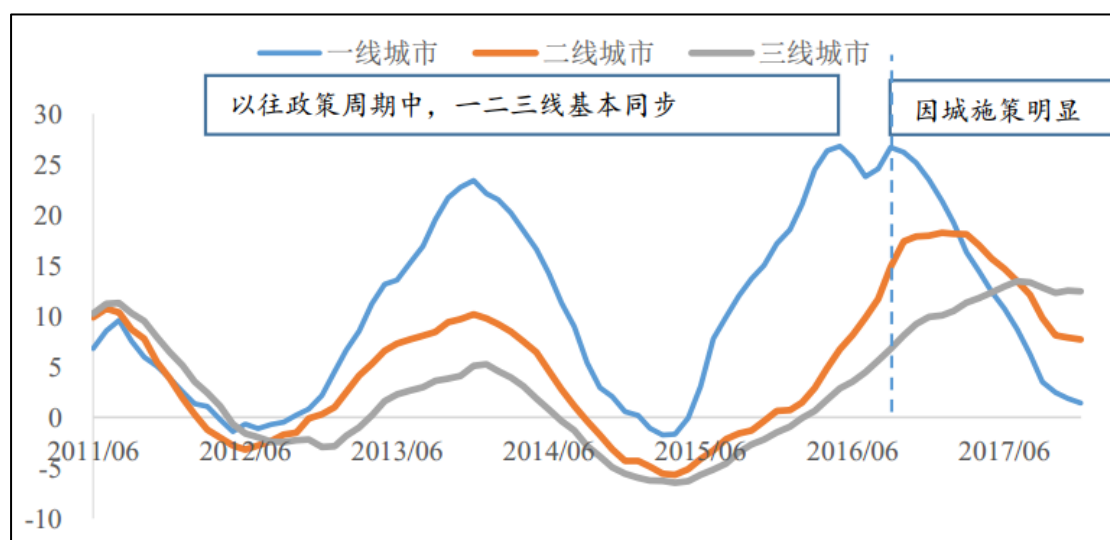
2018 年地产政策的调控效果延续，各地信贷利率上浮显著，销售额大概率会同比下滑。考虑到本次调控是因城施策，地方政府拥有更大的主动权来与经济的稳定增长平衡，正常来看，下滑的幅度不会太大。



用全国整体销售数据减去 40 城的销售数据，得到低能级城市的销售情况，发现重点一二线城市销售面积降幅明显，低能级城市的销售对全国的销售贡献较大。这也可能是媒体报道中出现数据偏差的一个重要方面。

销售面积当月同比					
	全国	一线	二线	三线	低能级（全国减 40 大中城市）
2016-03	33.1%	30.3%	44.1%	30.2%	28.5%
2016-04	44.1%	18.4%	54.3%	41.5%	41.5%
2016-05	24.2%	10.7%	30.7%	31.6%	21.4%
2016-06	14.6%	0.9%	15.0%	25.0%	14.6%
2016-07	18.7%	10.9%	25.0%	21.1%	16.3%
2016-08	19.8%	8.0%	21.2%	32.2%	18.9%
2016-09	34.0%	18.9%	48.8%	31.7%	29.4%
2016-10	26.4%	8.0%	34.6%	7.4%	26.4%
2016-11	7.9%	-30.6%	7.2%	-2.4%	12.6%
2016-12	11.8%	13.3%	2.1%	7.2%	16.5%
2017-03	19.5%	-11.0%	8.2%	11.5%	29.0%
2017-04	7.7%	-37.4%	-5.6%	7.8%	18.9%
2017-05	10.2%	-46.3%	-0.4%	9.6%	20.8%
2017-06	21.4%	-25.9%	19.8%	32.8%	24.4%
2017-07	2.0%	-41.2%	-8.9%	5.4%	11.2%
2017-08	4.3%	-28.3%	-4.7%	1.9%	11.6%
2017-09	-1.5%	-43.0%	-8.8%	4.2%	4.1%
2017-10	-6.0%	-37.5%	-16.1%	-5.4%	0.7%
2017-11	5.3%	-20.9%	2.0%	18.2%	6.8%
2017-12	6.1%	-22.3%	1.2%	12.8%	9.3%

价格方面，一二三线城市的价格同比变化与过往周期表现出明显的不同，“因城施策”的效果显著，既控制住了热点城市的房价，也让非热点城市的库存得到较好的消化。



需求总量测算。参照万科谭华杰的估算，对地产需求总量的测算有两点假设：

1、销售面积：上限水平，2011 到 2013 年全国住房新开工面积应该是一个历史峰值；
 下限水平，以参考日本 1992 年之后的人均或户均新开工住宅面积，日本新房建设量还保持在每年每人 1 平米，日本住房更新周期 40 年，我国商品房使用年限过去仅 28 年左右，所以乘以系数 1.2，我国总人口按 10 亿规模计算。

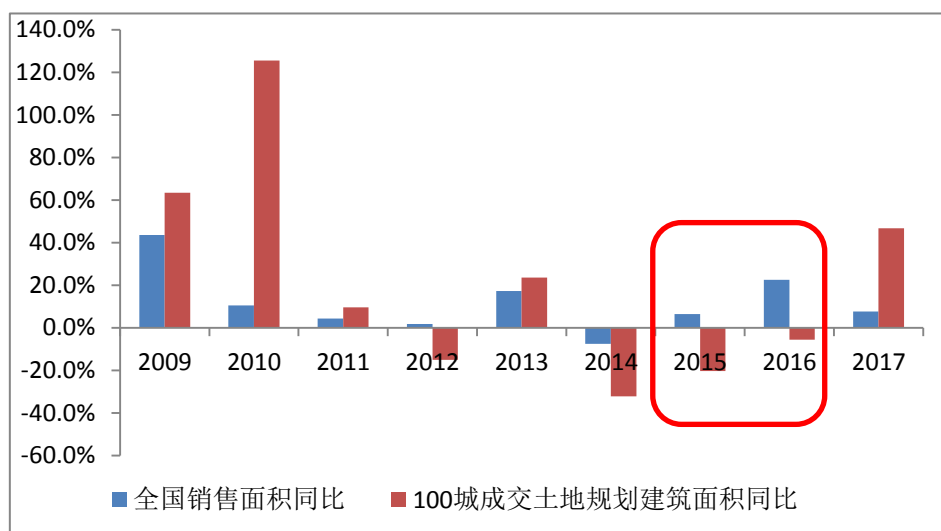
2、销售均价：以 2017 年销售均价为基准价，下限每年增长 2%，上限增长 7%。

极其保守的估计，2020 年销售额仍保持现有规模，以当前拿地集中度为指引，未来 3-5 年 TOP10 房企集中度将从目前的 24.16%提升至 40%，销售额将从 32302 亿元增长至 52973 亿元，增长幅度为 63%，复合增长率将超 15%。

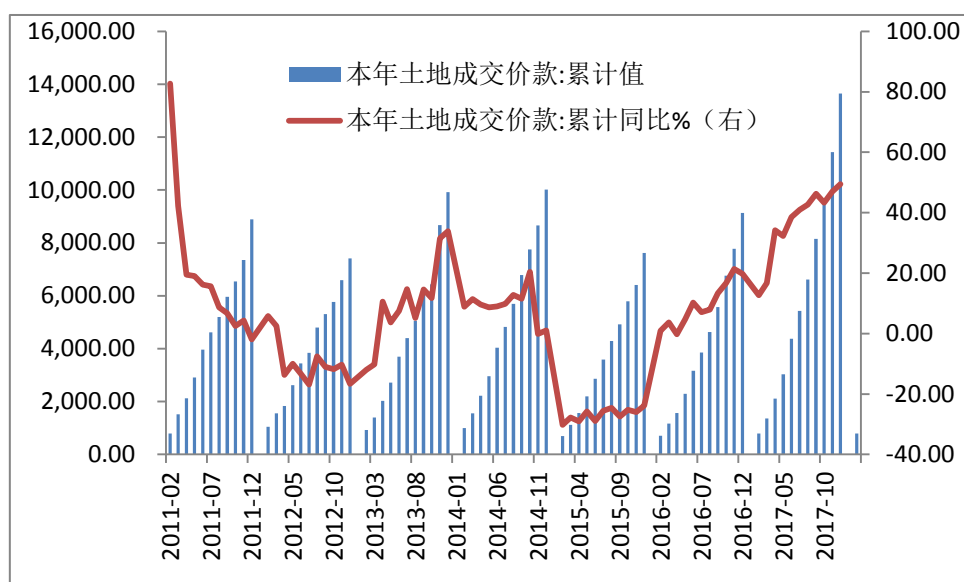
年份	销售面积（万平米）		均价（元/平米）		市场容量（亿元）		均值（亿元）
	下限	上限	下限	上限	下限	上限	
2017(实际值)	169407		7892		133701		
2018	120000	170000	8050	8445	96602	143561	120081
2019	120000	170000	8211	9036	98534	153610	126072
2020	120000	170000	8375	9668	100504	164363	132434
2021	120000	170000	8543	10345	102514	175868	139191
2022	120000	170000	8714	11069	104565	188179	146372
2023	120000	170000	8888	11844	106656	201352	154004
2024	120000	170000	9066	12673	108789	215446	162118
2025	120000	170000	9247	13560	110965	230527	170746

2.2 土地端

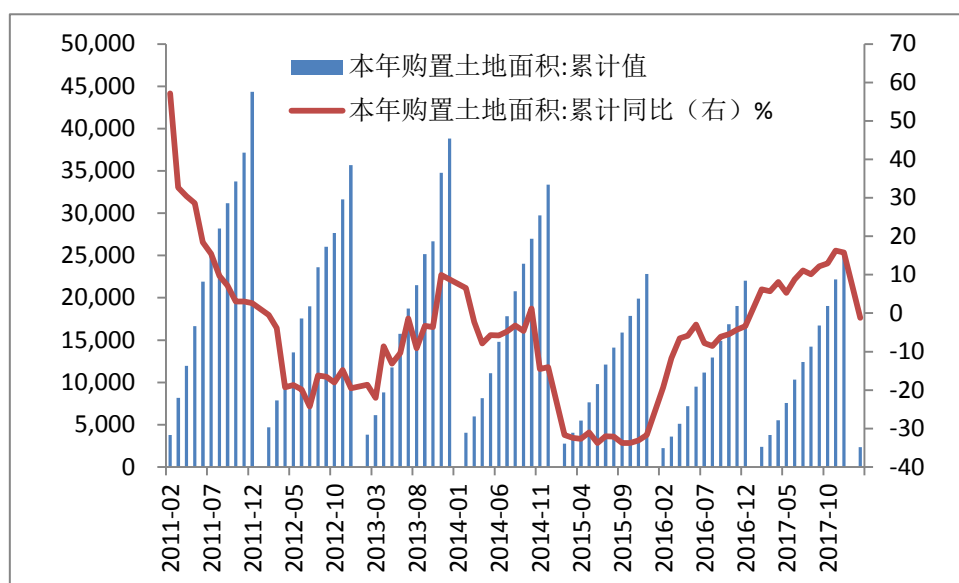
由于地产周期的存在，年度商品房销售和土地成交增长错配，以 15 年、16 年来看，全国商品房呈现较大的正向增长，但土地成交同比仍为负，而 17 年土地成交同比暴增。供需连续两年形成错配，需大于求，价格维持高位。



2017 年土地成交价款 13643 亿元，累计同比增长 49.4%。



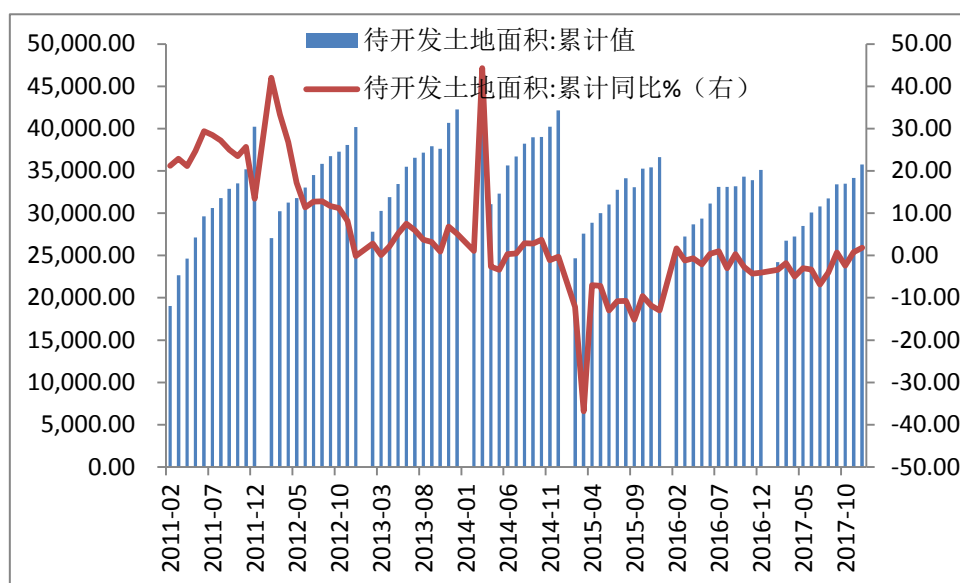
2017 年土地购置面积为 25508 万方，同比增长 16%。2018 年 1-2 月为 2345 万方，同比 -1%。



2017 年全国土地成交均价 5348 元/平米，同比上年涨幅 29%，为历年最高。房企销售均价受限，而土地成本日益增加，给未来房企项目盈利带来较大的压力。



2017 年待开发土地面积为 35747 万方，累计同比增长 1.8%。



2017 年度土地购置面积同比大增 15.8%，而待开发土地面积也由负转正，同比增 1.8%。

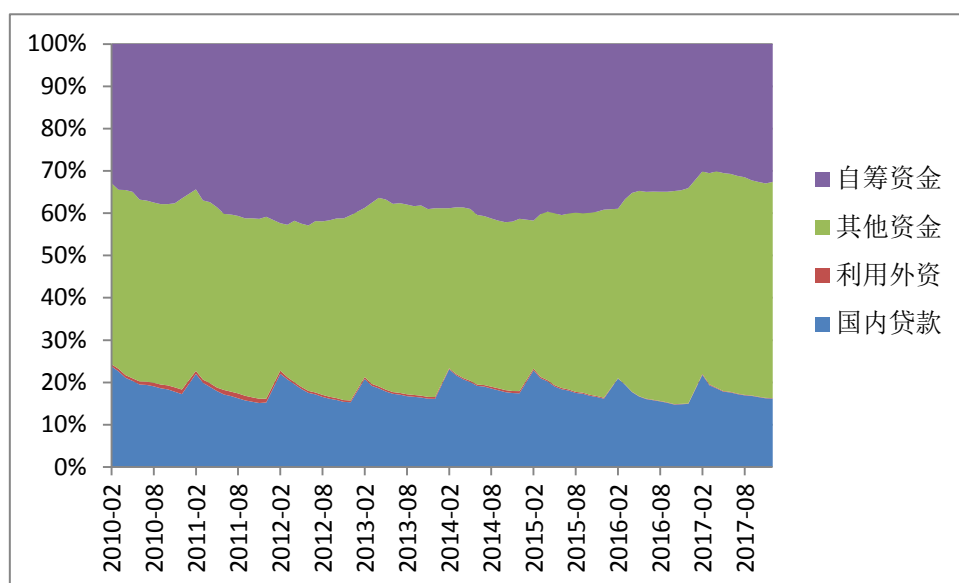
而新开工面积、施工面积分别同比增长 7%、3%，维持相对平稳。

土地市场成交量十分火热，销售端成交量也超预期增长，中间端开工、施工面积平稳，待开发面积有走高迹象。表明开发商逆周期强势拿地，看好未来长期销售，但短期对房屋建设反应迟钝。

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
商品房销售面积	109,367	111,304	130,551	120,649	128,495	157,349	169,408
同比上年变化		1.8%	17.3%	-7.6%	6.5%	22.5%	7.7%
商品房待售面积	27,194	36,460	49,295	62,169	71,853	69,539	58,923
同比上年变化		34.1%	35.2%	26.1%	15.6%	-3.2%	-15.3%
房屋竣工面积	92,620	99,425	101,435	107,459	100,039	106,128	101,486
同比上年变化		7.3%	2.0%	5.9%	-6.9%	6.1%	-4.4%
房屋施工面积	506,775	573,418	665,572	726,482	735,693	758,975	781,484
同比上年变化		13.2%	16.1%	9.2%	1.3%	3.2%	3.0%
房屋新开工面积	191,237	177,334	201,208	179,592	154,454	166,928	178,654
同比上年变化		-7.3%	13.5%	-10.7%	-14.0%	8.1%	7.0%
待开发土地面积	40,221	40,196	42,280	42,136	36,638	35,121	35,747
同比上年变化		-0.1%	5.2%	-0.3%	-13.0%	-4.1%	1.8%
本年购置土地面积	44,327	35,667	38,814	33,383	22,811	22,025	25,508
同比上年变化		-19.5%	8.8%	-14.0%	-31.7%	-3.4%	15.8%

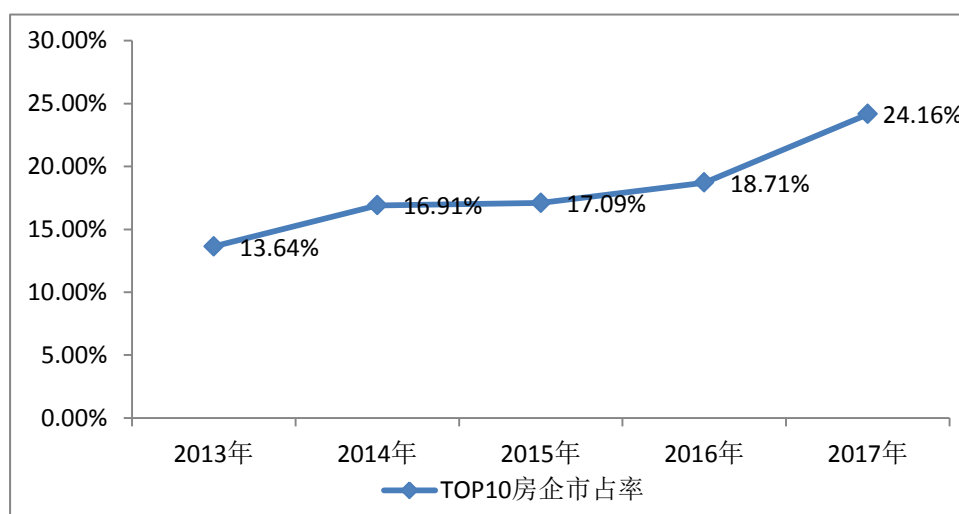
单位: 万平方米

地产商的开发资金来源的结构也发生明显的变化，2017 年房地产开发资金总计 15.6 万亿元，同比增长 8.2%，2016 年的同比增长 15.2%，增速放缓明显。受益于 2017 年销售的超预期表现，利用其它资金（定金、预收及个人按揭贷款）进行开发的占比扩大明显。

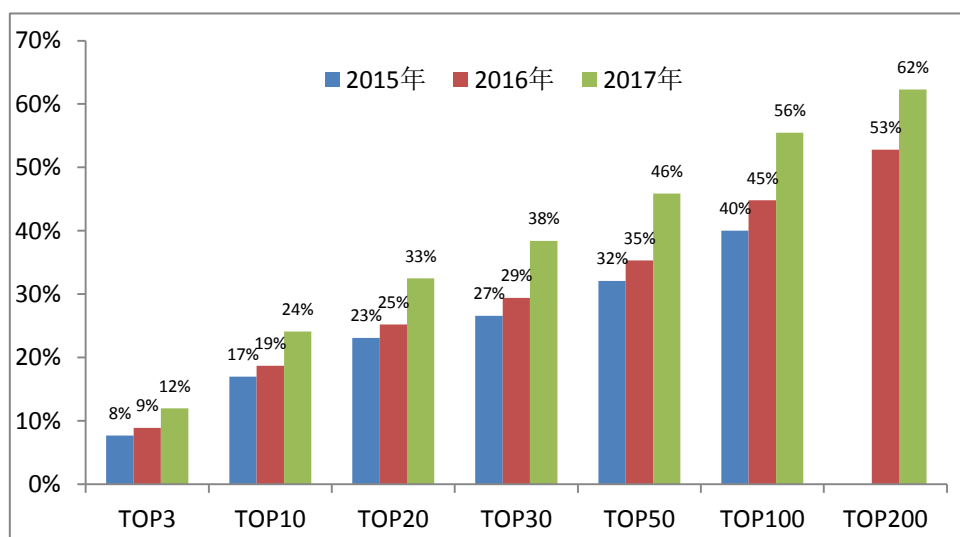


2.3 产业格局变化

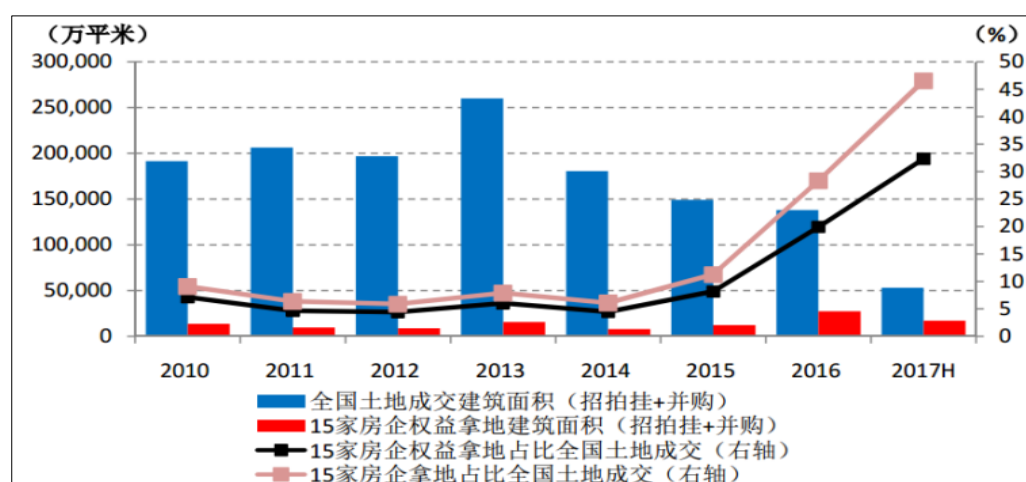
13 年以来，龙头房企的市占率提升明显，集中度提高是房地产行业格局变化的最重要方面，强者恒强。其中，**每每在政策调控时期，集中度提高得愈发明显，如 2014 年、2017 年。**



图：不同层级房企销售集中度



根据房企货值领先于销售的指引，TOP15 房企的拿地集中度在 2017 年超 45%，而权益拿地集中度达 33%。预计未来 3-5 年 top10-15 的房企销售面积市占率有望从当前的 15-20% 提升到 40%左右。



3 政策视角

过往周期中，房地产行业政策和周期政策多为配合使用，对商品房的销售面积增速的影响效果显著，房地产周期的背后实为政策周期。而且行业政策比货币政策对销售的拐点作用更加明显，而且会通过影响投资者预期对板块估值产生较大的扰动作用，如 2018 年 01 月的地产股暴涨。

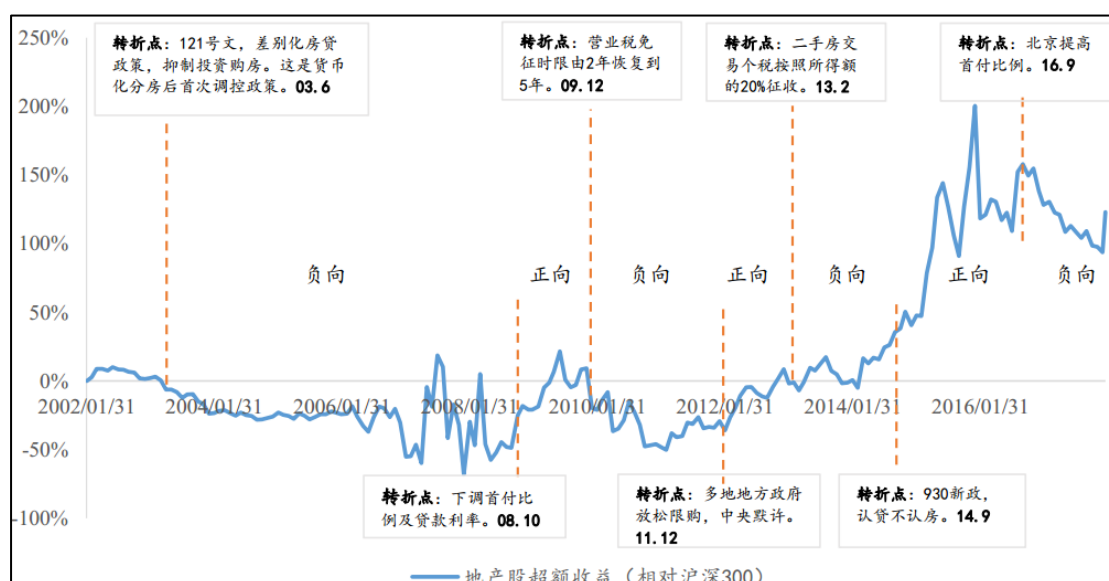
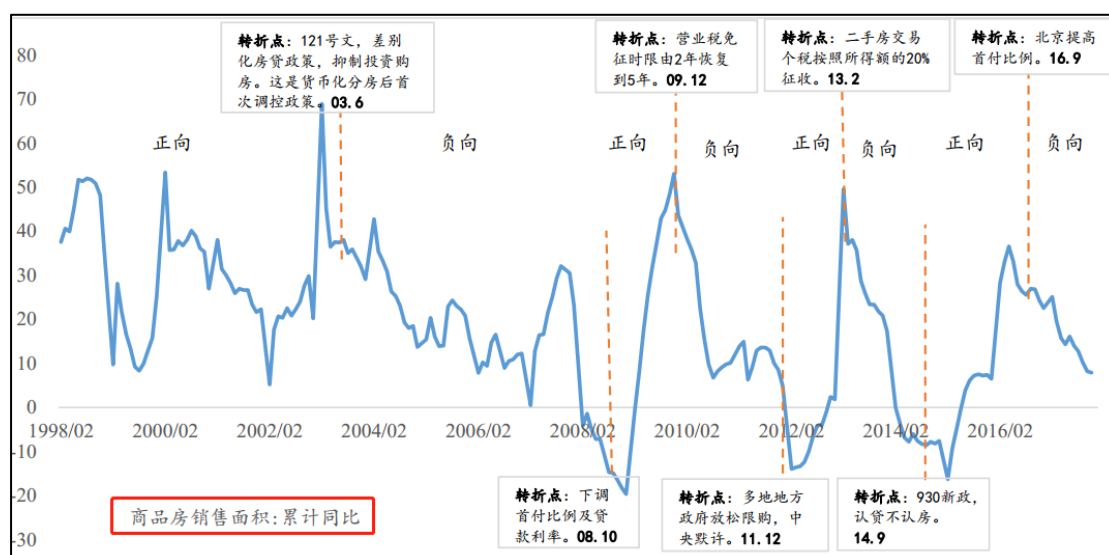
3.1 行业政策

08 年 11 月至 09 年 11 月：个人住房商贷利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍。最低首付比例调整为 20%；

11 年 12 月至 13 年 2 月：地方放松政策调控，中央默许，平稳调控政策叠加宽松货币政策；

14 年 10 月至 16 年 9 月：930 新政，托底宏观经济，正向政策不断（330 新政、缩短营业税免征年限，下调契税、棚改货币化），再次叠加宽松货币政策；

18 年 01 月开始：个别二三线城市以人才引进的方式对调控政策开始边际放松。

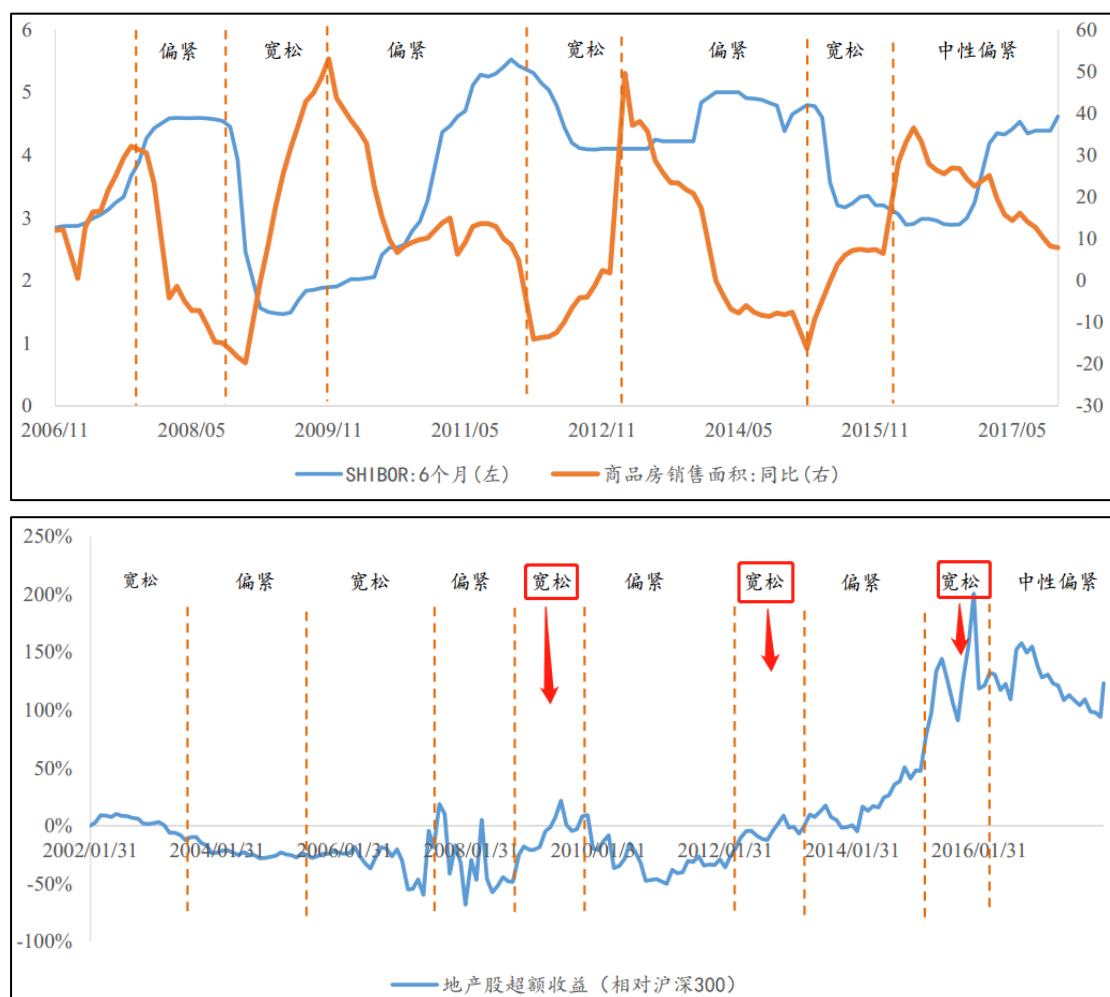


3.2 货币政策

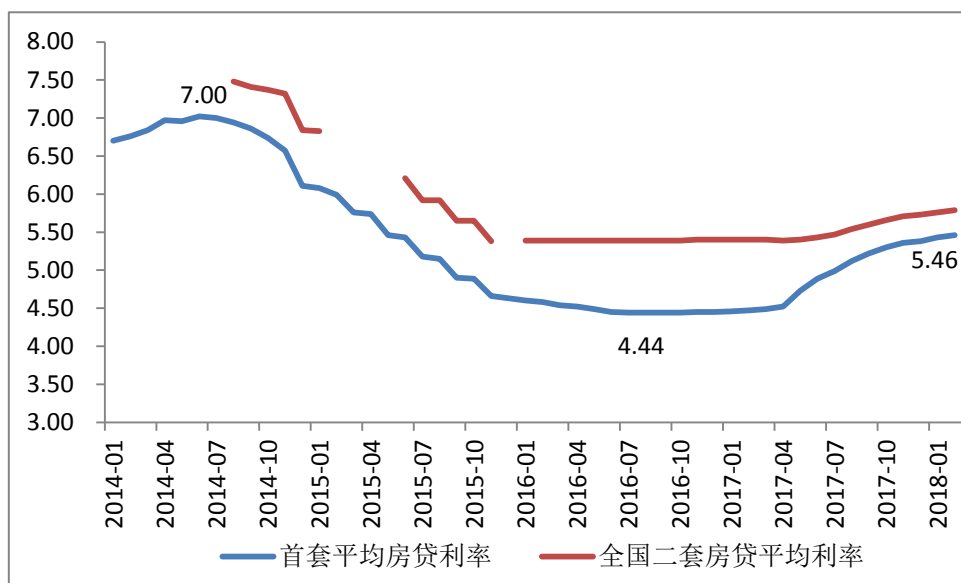
08 年 11 月至 09 年底：基准利率迅速下降，SHIBOR 由 4.5%大幅降至 1.5%；

12 年 2 月至 12 年底：2 次降准，2 次降息，SHIBOR 由 5.4%大幅降至 4.1%；

14 年 11 月至 15 年底：4 次降准，5 次降息，SHIBOR 由 5%大幅降至 2.9%。



随着国内去杠杆化的持续推进，国家和国企的负债往居民大挪移基本完成，政府对居民的负债容忍度出现转向，居民的负债需要未来一定时间的消化。加上全球经济复苏，以美国为首的发达国家相继加快加息步伐，国内基准利率也被迫提高。综合来看，**房贷利率从2017年初已经进入上升通道，且还存在较大的上升空间。居民购房成本增加，对住房需求将会产生较大的抑制作用。**



4 公司视角

地产股基本面会有多个因素对基本面产生影响，成长能力肯定是首要的，在行业集中化程度不断提升的背景下，企业融资能力、拿地实力等各方面都会受房屋销售规模及排名的影响，全国 TOP30 甚至只有 TOP20 才在这些方面具备优势，所以排名靠后的二三线房企必须奋起直追才能免遭被淘汰的末路。其次，土地储备、负债水平、周转率及回款率等也都是重要的几个评判维度。

4.1 经营增速

根据克尔瑞提供的数据，取前三十名进行分析。从销售额排名来看，泰禾(+11)、阳光城(+6)、中南(+5)、龙湖(+5)、中梁(+5)等公司名次提升较多，对应的年度增速都超过了 80%。其中泰禾的增速超过了 150%，行业增速第一，而中南建设的增速为 92%，增速排名第四位。

经营增速还可以进一步分解，分别由销售面积增速和销售均价增速构成。**行业 17 年的经营增速主要由销售面积的较快增长所驱动，而销售价格基本保持不变**。但也不缺乏个例，主要做高端洋房的泰禾集团销售面积、均价的增幅分别达 65%、52%。融创、中梁尽管经营增速分别达 141%、125%，但销售均价分别下降-18%、-25%。

2018 年全国整体地产政策仍然会趋紧，一线城市 18 年 1 月房价同比已经跌入负区间，进一步扩散至二三线城市是大概率事件，房价的下跌既会影响单位净利润率，也会使经营增速趋于下降，部分操盘能力较差的房企股价将会承受戴维斯双杀的可能。

表：TOP30 房企 2016-2017 年经营增速情况

	2016销售排名	2016销售额	2016销售面积	2016销售均价	2017销售排名	排名变化	2017销售额	2017销售面积	2017年销售均价	销售均价增速	销售面积增速	经营增速	2017权益销售金额
碧桂园	3	3090	3782.7	0.82	1	2	5500	6016.2	0.91	0.12	0.59	78%	3961.1
万科	2	3622	2756	1.31	2	0	5239	3519.8	1.49	0.13	0.28	45%	3772
恒大	1	3731	4467.6	0.84	3	-2	5131	5162	0.99	0.19	0.16	36%	4880.2
融创	7	1500	726.7	2.06	4	3	3620	2144.5	1.69	-0.18	1.95	141%	2595.3
保利	5	2203	1864.6	1.32	5	0	3150	2287.7	1.38	0.04	0.37	43%	2236.6
绿地	4	2513	2015.4	1.25	6	-2	3042	2463.1	1.24	-0.01	0.22	21%	2920.4
中海地产	6	1925	1335.8	1.44	7	-1	2013	1475.4	1.36	-0.05	0.10	5%	1881.7
龙湖地产	13	858	594.2	1.44	8	5	1560	1023.4	1.52	0.06	0.72	82%	1092.2
华夏幸福	8	1200	975.2	1.23	9	-1	1538	968	1.56	0.27	0.01	26%	1538
华润置地	11	1080	780.6	1.38	10	1	1512	968.1	1.56	0.13	0.24	40%	1300.3
绿城中国	9	1136	824.5	1.82	11	-2	1457	818.5	1.78	-0.02	0.31	28%	540.2
金地集团	12	1006	665.9	1.51	12	0	1403	756.3	1.86	0.23	0.14	39%	982.2
新城控股	15	685	594.9	1.15	13	2	1280	896.2	1.41	0.22	0.51	84%	942.1
招商蛇口	14	735	468.7	1.57	14	0	1126	554.6	2.03	0.29	0.18	53%	819.9
旭辉集团	17	653	369.1	1.77	15	2	1040	621.8	1.67	-0.05	0.68	59%	624
世茂地产	16	681	491.6	1.39	16	0	1010	604.9	1.67	0.21	0.23	48%	881.9
泰禾集团	28	400	268.3	1.49	17	11	1007	443.2	2.27	0.52	0.65	152%	857.2
中南置地	23	502	450.6	1.11	18	5	963.2	855.3	1.13	0.01	0.90	92%	864.1
阳光城	25	487	353.1	1.38	19	6	915	659.4	1.39	0.01	0.87	88%	842.1
正荣集团	20	530	313.2	1.69	20	0	910	519	1.75	0.04	0.66	72%	746.4
鲁能集团	19	646	475	1.36	21	-2	893	662.7	1.35	-0.01	0.40	36%	893.7
万达集团	10	1100	1221	0.90	22	-12	891	864	1.03	0.14	-0.29	-19%	891.2
富力地产	18	651	491.7	1.32	23	-5	883	676.1	1.31	-0.01	0.38	36%	818
雅居乐	21	530	540.7	0.98	24	-3	866	718.4	1.21	0.23	0.33	63%	864
中梁地产	30	336.8	208.5	1.62	25	5	757	623	1.22	-0.25	1.99	125%	739.2
荣盛发展	24	489	606.7	0.81	26	-2	730	690.5	1.06	0.31	0.14	49%	692.8
远洋集团	22	526	270.2	1.95	27	-5	723	401.7	1.80	-0.08	0.49	37%	506.1
融信集团	27	460	237.3	1.94	28	-1	703	449.4	1.56	-0.19	0.89	53%	486.4
中国金茂	26	485	238.8	2.03	29	-3	693	383.7	1.81	-0.11	0.61	43%	521.1
蓝光发展	29	339	313.8	1.08	30	-1	689	713.1	0.97	-0.11	1.27	103%	600.9

2018 年 1-2 月份最新克尔瑞数据显示,1-2 月累计销售金额超千亿的房企分别有碧、万、恒, 累计同比分别增长 36.1%、20.7%和 63.7%, 龙头仍表现出较强的增长态势, 而中国金茂增长最快, 销售金额同比增长超 6 倍。

2 月份包含春节因素, 房企销售环比参考意义不大。尽管如此, 仍有公司环比正增长, 融信、中南环比分别增长 27.2%和 23.7%, 表现出较强的成长攻击性。销售增长最快的中国金茂, 其销售面积和销售价格增长的贡献显著。

而对于中南建设而言, 1-2 月销售面积累计同比增长 17.7%, 并不算突出, 但销售价格增长 50.6%, 侧面反应了公司项目毛利率将改善明显。

表：TOP30 房企 2018 年 1-2 月销售情况

公司名称	2017年1-2销售金额	2017年1-2销售面积	2018年1销售金额	2018年1-2销售金额	2018年1-2销售面积	1月金额环比	2月累计金额同比	2月累计面积同比	2月累计价格同比
中国金茂	39.6	18.7	166.5	306.2	97.1	-16.1%	673.2%	419.3%	48.9%
中梁地产	70.6	75.4	114.5	205.4	211.4	-20.6%	190.9%	180.4%	3.8%
融创	181.2	100.4	220.3	412	256.9	-13.0%	127.4%	155.9%	-11.1%
正荣集团	83.1	50.1	90.8	183	94.3	1.5%	120.2%	88.2%	17.0%
新城控股	105.1	72.1	105.7	193.7	156.2	-16.7%	84.3%	116.6%	-14.9%
泰禾集团	103.7	36.1	111.6	187.8	79.8	-31.7%	81.1%	121.1%	-18.1%
融信集团	75.6	36.8	60.2	136.8	60.4	27.2%	81.0%	64.1%	10.2%
中南置地	82.1	78.9	65.1	145.6	92.9	23.7%	77.3%	17.7%	50.6%
保利	288.3	228.3	285	506.4	348.6	-22.3%	75.7%	52.7%	15.0%
世茂房地产	103.3	67.7	100.1	175.2	109.8	-25.0%	69.6%	62.2%	4.6%
恒大	685.1	778.1	605	1121.6	1086.9	-14.6%	63.7%	39.7%	17.2%
富力地产	81.8	63.9	72.5	129.3	86.2	-21.7%	58.1%	34.9%	17.2%
绿城中国	106.8	70.5	87.4	164	80.6	-12.4%	53.6%	14.3%	34.3%
荣盛发展	57.8	67.7	53	87.1	84.4	-35.7%	50.7%	24.7%	20.9%
华夏幸福	201.2	167.4	175	298	167.5	-29.7%	48.1%	0.1%	48.0%
绿地	193.7	190.8	147.7	286	235	-6.4%	47.7%	23.2%	19.9%
蓝光发展	69.8	63.8	52.6	101	131.9	-8.0%	44.7%	106.7%	-30.0%
阳光城	93.7	64.7	88.5	134	114.5	-48.6%	43.0%	77.0%	-19.2%
旭辉集团	120.1	67.8	101	189.2	118	-32.5%	40.9%	74.0%	-19.1%
碧桂园	872.1	985.2	653.6	1186.6	1297.6	-18.5%	36.1%	31.7%	3.3%
远洋集团	60.9	26.9	80.3	36.4	31.9	31.9%	35.3%	-2.6%	-2.6%
雅居乐	97.9	75.3	67.4	121.6	86.1	-19.6%	24.2%	14.3%	8.6%
万科	859.2	630.1	652.3	1037.1	680.9	-41.0%	20.7%	8.1%	11.7%
龙湖地产	245.4	176.1	160.1	293.2	196.5	-16.9%	11.6%	11.6%	7.1%
招商蛇口	158.4	79.3	116.1	189.1	97.1	-37.1%	19.4%	22.4%	-2.5%
中海地产	305.3	184	218	355.7	258.6	-36.8%	16.5%	40.5%	-17.1%
华润置地	185.2	134.5	118.2	166.1	115.3	-59.5%	-10.3%	-14.3%	4.6%
金地集团	161.2	88.5	81.3	128.2	102	-42.3%	-20.5%	15.3%	-31.0%
万达集团	98.2	109		58	58.5		-40.9%	-46.3%	10.0%
鲁能集团	192.1	145.2							

注：数据来源克尔瑞

4.2 土储

以 2017 年底的权益土储乘以 2017 年销售均价，得到毛估的货值。再与 2017 年权益销售金额相比，得到公司以当年的销售金额其土地储备能开发多少年。销售增速较快的融创、新城和龙湖等公司的货值/权益销售比值都位于较高的水平，公司未来的发展提供了基础。

表：TOP30 房企货值比较

	2017年底权益土储	2017年销售均价	货值	销售增速	2017权益销售金额	货值/权益销售金额
中国金茂	3378	1.81	6101	43%	521.1	11.7
融创	17555	1.69	29634	141%	2595.3	11.4
恒大	36409	0.99	36190	38%	4880.2	7.4
富力地产	4493	1.31	5868	36%	818	7.2
新城控股	4451	1.41	6258	84%	942.1	6.6
世茂房地产	3413	1.67	5699	48%	881.9	6.5
万科	15631	1.49	23266	45%	3772	6.2
远洋集团	1699	1.80	3058	37%	506.1	6.0
绿城中国	1796	1.78	3197	28%	540.2	5.9
绿地	11997	1.24	14817	21%	2920.4	5.1
龙湖地产	3806	1.52	5497	82%	1092.2	5.0
旭辉集团	1740	1.67	2910	59%	624	4.7
融信集团	1439	1.56	2251	53%	486.4	4.6
阳光城	2533	1.39	3515	88%	842.1	4.2
华润置地	3459	1.56	5402	40%	1300.3	4.2
雅居乐	2948	1.21	3554	63%	864	4.1
荣盛发展	2683	1.06	2836	49%	692.8	4.1
碧桂园	17485	0.91	15985	78%	3961.1	4.0
中海地产	5207	1.36	7104	5%	1881.7	3.8
泰禾集团	1382	2.27	3140	152%	857.2	3.7
金地集团	1800	1.86	3339	39%	982.2	3.4
中南置地	2242	1.13	2525	92%	864.1	2.9
保利	4600	1.38	6334	43%	2236.6	2.8
正荣集团	982	1.75	1722	72%	746.4	2.3
蓝光发展	1293	0.97	1249	103%	600.9	2.1
华夏幸福		1.56		28%	1538	
招商蛇口		2.03		53%	819.9	
鲁能集团		1.35		38%	893.7	
万达集团		1.03		-19%	891.2	
中梁地产		1.22		125%	739.2	

注：数据来源克尔瑞

4.3 负债比较

由于地产预售制度的存在，地产公司当年的销售并未进入当年报表的营收项目，而是以预收账款的形式存在，待后续年份结算后再转移至营收项目。所以报表的资产负债率并不能如实反映实际情况。将有息负债减去现金及等价物得到净负债，与净资产相除得到净负债比率。

通过比较发现，销售增速较快的房企，往往具有较高的净负债比率，与此同时也会放大公司的经营风险。泰禾、融创、恒大、阳光城等净负债比率排名靠前，该比超过 200%，而万科、碧桂园则相对偏谨慎，净负债比率都低于 50%，安全性较高。中南建设的净负债比率也高达 230%，但相应的销售增速也较高。高负债高增长公司通过降低净负债率从而控制经营风险，也能使经营增速保持合理水平。

表：TOP30 房企净负债率比较（负向指标）

	2017销售额	销售增速	2017权益销售金额	带息债务	净有息负债	报表净资产	净负债比率
泰禾集团	1007	152%	857.2	1,240	1,084	267	407%
正荣集团	910	72%	746.4	385	311	95	326%
融创	3620	141%	2595.3	1,813	1,106	342	323%
恒大	5131	38%	4880.2	6,735	5,091	1,682	303%
阳光城	915	88%	842.1	1,041	766	269	285%
绿地	3042	21%	2920.4	2,826	2,186	860	254%
中南置地	963.2	92%	864.1	506	381	166	230%
富力地产	883	36%	818	1,231	1,075	470	229%
融信集团	703	53%	486.4	583	519	246	211%
荣盛发展	730	49%	692.8	575	435	262	166%
新城控股	1260	84%	942.1	416	234	171	137%
蓝光发展	689	103%	600.9	320	204	156	131%
保利	3150	43%	2236.6	1,978	1,327	1,269	105%
华夏幸福	1538	28%	1538	993	509	618	82%
中国金茂	693	43%	521.1	628	447	592	75%
雅居乐	866	63%	864	521	326	448	73%
绿城中国	1457	28%	540.2	602	284	405	70%
远洋集团	723	37%	506.1	558	361	518	70%
旭辉集团	1040	59%	624	396	145	232	63%
龙湖地产	1560	82%	1092.2	696	470	835	56%
招商蛇口	1126	53%	819.9	870	424	783	54%
世茂房地产	1010	48%	881.9	688	499	931	54%
碧桂园	5500	78%	3961.1	1,558	457	943	48%
华润置地	1512	40%	1300.3	918	540	1,268	43%
金地集团	1403	39%	982.2	549	215	522	41%
万科	5239	45%	3772	1,628	684	1,677	41%
中海地产	2013	5%	1881.7	1,378	369	2,164	17%
鲁能集团	893	38%	893.7				
万达集团	891	-19%	891.2				
中梁地产	757	125%	739.2				

4.4 周转率对比

周转率直接体现的是地产公司的经营能力，周转率越高，资产利用率越高。即使单位项目的净利润率偏低，周转率越快也能使得年度的销售额和销售利润成倍增长。热点一线城市的预售由于对房屋的建造进程有较高要求，周转率很难提升，但三四线城市要求较低，从拿地到预售最快 3-4 个月就能实现，这也是碧桂园销售规模快速爬升的重要原因。

本文中：实际周转率=销售收入/净总资产，其中净总资产=净资产+有息负债；

去自持周转率=销售收入/（净总资产*（1-物业占比））。

新城控股、碧桂园等房企正是基于高周转率使得地产周期对公司的营业大大减弱，这也是地产制造业化的重要体现。

表：TOP30 房企 2017 年周转率比较

	2017销售额	销售增速	净总资产	实际周转率	物化占比	去自持实际净总资产	去自持周转率
新城控股	1260	84%	587.62	1.60	57%	251.68	3.74
碧桂园	5500	78%	2500.93	1.58	8%	2313.36	1.71
正荣集团	910	72%	480.13	1.55	0%	480.13	1.55
蓝光发展	689	103%	476.3	1.26	14%	410.22	1.46
华润置地	1512	40%	2186.20	0.59	59%	897.44	1.45
旭辉集团	1040	59%	627.70	0.99	31%	435.81	1.43
中南置地	963.2	92%	672.3	1.29	3%	652.88	1.32
融创	3620	141%	2155.39	1.20	7%	1998.91	1.30
万科	5239	45%	3305.0	1.14	9%	3009.53	1.25
龙湖地产	1560	82%	1530.86	0.71	43%	874.89	1.25
金地集团	1403	39%	1070.5	0.92	24%	814.88	1.21
雅居乐	866	63%	969.66	0.89	9%	879.10	0.98
中海地产	2013	5%	3542.25	0.53	40%	2121.10	0.89
绿地	3042	21%	3686.3	0.79	10%	3315.09	0.88
荣盛发展	730	49%	837.42	0.83	1%	829.80	0.83
恒大	5131	38%	8416.65	0.58	29%	6004.44	0.81
保利	3150	43%	3246.6	0.69	6%	3042.10	0.74
世茂房地产	1010	48%	1619.15	0.54	25%	1209.99	0.73
阳光城	915	88%	1310.3	0.64	7%	1212.52	0.69
融信集团	703	53%	829.73	0.59	9%	757.71	0.64
泰禾集团	1007	152%	1506.9	0.57	8%	1379.15	0.62
远洋集团	723	37%	1075.75	0.47	21%	855.22	0.59
富力地产	883	36%	1701.68	0.48	15%	1444.90	0.57
中国金茂	693	43%	1219.7297	0.43	23%	942.73	0.55
绿城中国	1457	28%	1007.38	0.54	0%	1007.38	0.54
华夏幸福	1538	28%	1610.8	0.95			
招商蛇口	1126	53%	1652.8	0.50			
鲁能集团	893	38%					
万达集团	891	-19%					
中梁地产	757	125%					

4.5 回款率对比

下表中的预收款项，A股公司来自2017年3季报，港股公司来自2017年中报，但权益销售取的是2017年全年的销售额，会使得比值比实际值低估，所以仅做简单参考。

可以发现，A股龙头公司的回款率较好，这可能是龙头房企不仅具有良好的品牌效应，也对销售回款有较高的要求。泰禾、融创等回款率横排名相对靠后，可能是由于他们的产品偏高端的缘故。毛利率反映了房企产品的单位盈利能力、品牌溢价、产品档次等多个维度的情况，TOP30房企的毛利率区间在20%-40%之间，大部分都超过了30%，龙头房企的毛利率水平相对靠前。

以中南建设为例，其回款能力处于行业中等水平，这方面风险应该不需要太过担心。但是，17年中报的毛利率仅有19%，是TOP30中的最低值，当然这只是当前报表体现公司2015年的销售情况。随着热点三线城市房价在2016年-2017年的大涨，公司销售项目的净利润率肯定上了一个台阶，这将会在2018年的报表中得到体现，后文将有进一步分析。

表：TOP30 房企回款率及毛利率比较

	2017销售额	销售增速	2017权益销售金额	预收账款	回款率（预收账款/权益销售额）	毛利率
万科	5239	45%	3772	4,078.82	1.08	31.73%
保利	3150	43%	2236.6	2,305.46	1.03	30.8%
招商蛇口	1126	53%	819.9	810.40	0.99	
龙湖地产	1560	82%	1092.2	1,021.50	0.94	34.5%
绿城中国	1457	28%	540.2	491.00	0.91	20%
华润置地	1512	40%	1300.3	1,155.50	0.89	34.93%
荣盛发展	730	49%	692.8	614.29	0.89	28.51%
华夏幸福	1538	28%	1538	1,361.98	0.89	
碧桂园	5500	78%	3961.1	3,380.00	0.85	25%
绿地	3042	21%	2920.4	2,257.03	0.77	22.8%
中国金茂	893	43%	521.1	382.60	0.73	30%
中南置地	963.2	92%	864.1	618.46	0.72	19%
蓝光发展	689	103%	600.9	366.00	0.61	25.15%
金地集团	1403	39%	982.2	558.61	0.57	34.57%
新城控股	1260	84%	942.1	497.50	0.53	34.83%
远洋集团	723	37%	506.1	253.40	0.50	22%
阳光城	915	88%	842.1	412.08	0.49	21.80%
中海地产	2013	5%	1881.7	793.20	0.42	30.50%
恒大	5131	38%	4880.2	1981.60	0.41	35.80%
富力地产	883	36%	818	305.40	0.37	36.21%
旭辉集团	1040	59%	624	226.00	0.36	31.64%
融信集团	703	53%	486.4	173.80	0.36	20%
世茂房地产	1010	48%	881.9	302.80	0.34	30.50%
融创	3620	141%	2595.3	622.80	0.24	27.5%
泰禾集团	1007	152%	857.2	192.80	0.22	27.04%
雅居乐	866	63%	864	163.10	0.19	26.49%
正荣集团	910	72%	746.4			
鲁能集团	893	38%	893.7			
万达集团	891	-19%	891.2			
中梁地产	757	125%	739.2			

总结：

未来房企集中度将持续提升，强者恒强，弱者渐弱的趋势不可逆转。

拿碧桂园来说，城市布局必然要向一二线城市抬升，这些城市人口净流入，在预售前资金沉淀和时间比三四线稍有劣势，但在销售去化上更有优势。而其他大型房企，以前多数主攻一二线，未来就向三四线下沉。

面粉的价格不断上升，还要竞价+竞自持+竞自持年限等，拿地的门槛越来越高，小型房企拿地可能性越来越低，而金融环境收紧，大房企不好受，但小房企更难受。项目少，土储少的房企发展没有可持续性，吃力不讨好的开发后还要发愁怎么卖，可能就干脆选择被并购算了。而龙头房企和中型房企发展的持续性加强。

那么很简单的一个选股指导是：选龙头或者选快周转，增速快的中型房企。

5 房企业绩测算方法

5.1 方法一：相关指标按行业标准

地产公司收入为房价，成本则包括：

1 拿地成本；2 建安装修成本（包括前期费用）；3 管理营销费用；4 增值税城建教育附加等各种税费；5 可能要缴纳的土地增值税；6 财务费用；7 企业所得税。

为尽可能计算接近真实的利润率，本方法将采用管理会计算法（非财务会计算法，实际纳税并非如此计算但结果相差很小）。

土地楼面价：地产公司财报都会公布拿地项目的楼面价；

建安装修成本：根据项目的所在城市基本可确定建安成本。一般而言，对于普通住宅一线城市建安成本在 4500 元每平米，装修 1500 元，强二线 4000+1300，弱二线 3500 元+1200，三线 3000+1000；豪宅系成本在这个基础上贵 500~2500 甚至更高都有可能。中南大部分项目介于强二线、三线之间，保守起见，对单位成本一定的上浮，2015 年、2016 年的建安成本分别为 4300 元/平米和 4500 元/平米。

管理营销费用：行业中此项费用一般占销售额 3%，如融创投关口径数据为 3%，基于谨慎保守原则，本文取销售额 4%。

增值税城建教育附加税等：涉及到营改增等几个税种，为明了这一块采用简易算法，直接合成一项（实际报税与计算过程不是这样，但结果相差很小），按售价 5.6%计算是地产行业合理值。

土地增值税（计算房产利润难点）：土增税是超额累进制，这里有三个概念分别是增值额，扣除项目额，增值率。

增值额=售价-扣除项目款；扣除项目额=（地价+建安+装修）*1.3+增值税城建教育附加税等（关于 1.3，房产扣除项目额加计扣除 30%，其中 20%是管理费用，10%为财务费用，分是否能提供金融机构证明两种情况：一、能提供证明则允许据实扣除，但最高不能超过同期贷款利率计算金额。其他房地产开发费用，按规定计算的金额之和百分之五以内计算扣除；二、不能提供金融机构证明的，则房地产开发费用按项规定计算金额之和百分之十以内计算扣除。）

增值率=增值额/扣除项目额。土增税=增值额*税率（跟工资一样超额累进制）

具体征收规则如下：普通住宅增值额未超过扣除金额 20%的，免征土地增值税，非普通住宅增值额超过扣除金额就要征土增税；未超过扣除项目金额 50%的部分，税率为 30%。增值额超过扣除项目金额 50%、未超过扣除项目金额 100%的部分，税率为 40%，此外还有第三档。

关于是否普通住宅：因城而异，依据标准可能为不同区域单价、容积率、面积等，比方说别墅肯定是非普通住宅。从北京上海 2017 年新标准来看基本无普通住宅，主要受限于单价及总价。而二三线城市普通住宅比例则因城而异，可以五五开左右。

财务费用：地产公司拿地之后，将地抵押给银行贷款，质押率在 60~70%，对于快周转房企保守预估项目 18 个月回款，故财务费用=融资利率*土地价值*0.7*1.5。

所得税：企业所得税税率为 25%。

表：具体计算项目对应含义

	释意
售价（住宅）	
土地楼面价	
建安	
装修	
增值城建教育附加	0.056*售价
营业成本	楼面价+建安+装修+城建教育税
营销及管理费用	售价*0.04
扣除项目额	（楼面价+建安+装修）*1.3+城建教育税
增值额	售价-扣除项目额
增值率	增值额/扣除项目额
增值税	增值额*A，增值率分别小于20%、20%-50%、大于50%，A分别取0、30%、40%
财务费用	融资利率*土地价值*0.7*2，2为周转年限
所得税	（售价-营业成本-营销管理费用-增值税-财务费用）*0.25
毛利率	（售价-营业成本）/售价
净利润	售价-营业成本-营销及管理费用-增值税-财务费用-所得税
净利润率	净利润/售价

5.2 方法二：相关成本费用按公司财务报表推算

由于地产公司的销售后置，利润前置，从销售到结算大概 2 年周转时间，就需要知道净利润的构成。

- 1、营业成本=交房结转时的销售成本=((平均楼面价+单位建筑安装成本)*结转销售面积)+利息资本化;
- 2、营业总成本=交房结转时的营业成本+当年营业税金+当年三费(销售费用+管理费用+财务费用)+当年资产减值损失;
- 3、N 年的营业总成本=((N-2 年)平均楼面价+(N-2 年)建筑安装成本)*(N-2 年)销售面积)+(N-2 年)利息资本化+(N 年营业税金+N 年三费+N 年资产减值损失);

售价（住宅）	N-2年平均销售价
土地楼面价	N-2年平均楼面价
建安	N-2年单位建筑安装成本
装修	N-2年单位装修成本
销售面积	N-2年销售面积
营业成本	N年财报营业成本
利息资本化	N-2年利息资本化
营业税金	N年营业税金
销售费用	N年销售费用
管理费用	N年管理费用
财务费用	N年财务费用
资产减值损失	N年资产减值损失
营业总成本	
公允价值变动净收益	N年
投资净收益	N年
营业总收入	
营业利润	
营业外收入	N年
营业外支出	N年
非流动资产处置损失	
利润总额	
所得税	一般为25%
净利润	
归母净利润	

6 估值方法

关于房企估值方法论。对于快周转的房企来说，其制造业属性非常明显，快周转模式下，土地成为一种类似制造业的原材料。那么，这些房企应该更适用 **PE 法估值**，而以往 NAV 估值并没有将房企看做可持续发展企业，而是各个土地项目组合所蕴含的贴现利润。以美国前十大开发商的数据看，其 PE 平均在 15 的水平。

可能的演绎路径

一阶段：2018-2019。目前估值方法已由传统的 NAV 转向合理的 PE 估值，TOP 房企可预期的收入稳定增长，包括强劲的合同销售数据，以及行业集中度的提高。估值有望从行业目前的 18 年 8x-11x 进一步提升到 10-12x 的 PE。而 10-12x 的 PE 在全球来看依旧是便宜的（全球平均估值约 16x）。相比之下，中国市场有全球最高的行业增速、高 ROE（中国 13.3% vs 全球 7.5%）、吸引人的分红率（18E 4% vs 全球 2.5%）、杠杆水平逐步降低（中国 70%，全球 68%）。

二阶段：2020 年以后。地产商业模式逐步稳定和成熟，长效机制建立，行业周期性减弱，竞争环境稳定，估值水平向成熟市场靠拢，PE 合理估值为 12X-15X。