

弘则弥道（上海）投资咨询有限公司

2020年地产预测

章左昊
2019年11月



目录

01

OPTION

明年地产销售将继续保
持稳定

02

OPTION

投资增速仅会小幅回落

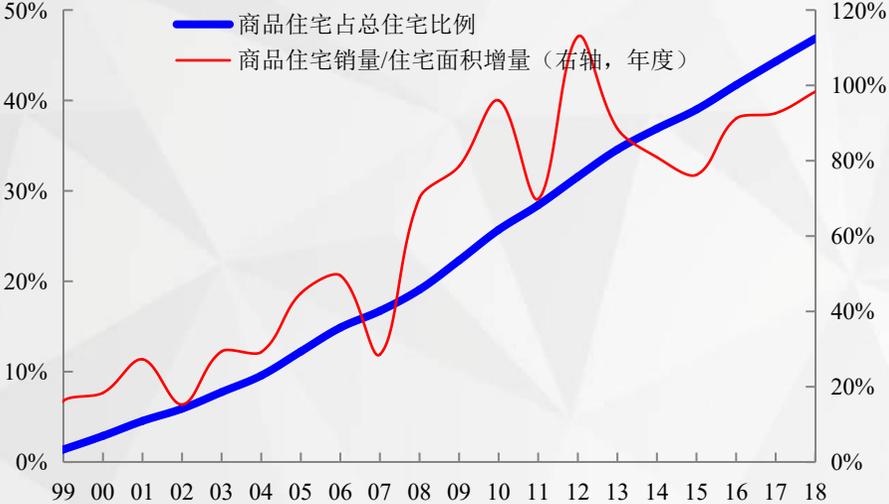
01

PART 01

第一部分 地产销售

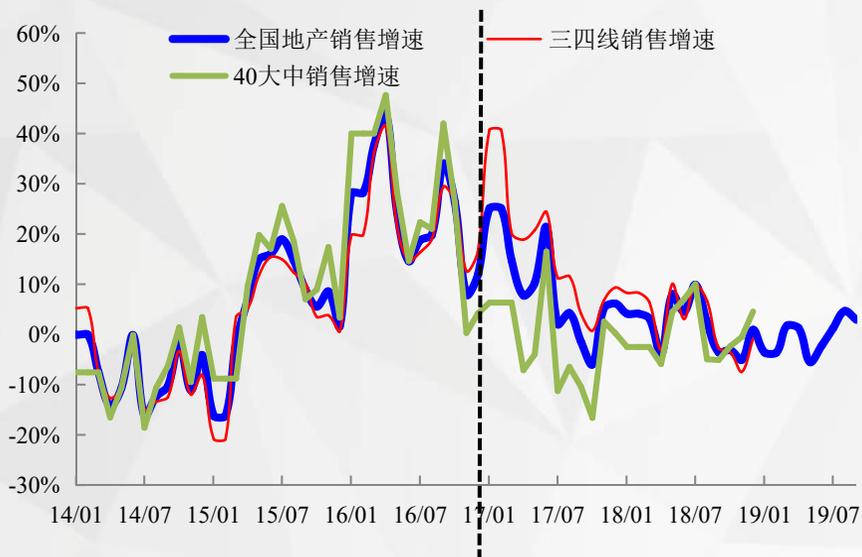
| | | TYU division | | | | T division | |
|-----|-----|--------------|-----|-----|------|------------|-----|
| 784 | GHT | 254 | 550 | 254 | 274 | 154 | 415 |
| | RDW | 505 | 320 | 754 | 273 | 825 | 154 |
| | TRG | 660 | 450 | 144 | 364 | 954 | 174 |
| | RTG | | 650 | | 657 | 276 | 274 |
| | WEF | 784 | 145 | 124 | 752 | 741 | 759 |
| | HRT | 453 | 784 | 954 | 2411 | 0941 | 345 |

地产进入存量市场？至少商品房还远远不够



- 讨论年度想法之前，我们需要先讨论一个长期的问题——地产是否已经进入存量市场。
- 如果从城镇人均住宅面积来看，16年已经到达了36平，预计19年已经来到了38平以上，而发达国家中除了美国和加拿大这样地广人稀的国家以外，基本在35平左右达到了峰值，不再扩张。
- 所以有些声音会认为房子已经够多了。但要注意两个问题，第一我们统计的是建筑面积，如果乘以0.75的得房率的话，目前我们人均套内面积大约只有28平，而过去几年的平均每年增长速度在1平左右，至少我们还有7-10年的增长空间。考虑平均每年新增城镇人口1800万，加上每人每年1平的住宅面积扩张，对应的每年住宅需求就在15亿平以上，是高于现在一年的销售水平的。
- 第二点，中国从1998年房改开始到现在，总共城镇住宅面积已经来到了320亿平，而其中商品住宅仅有150亿平不到，另外一半是什么呢？是保障房、更早之前的老公房、自建房、房改房、棚户等等，总之是居住条件较差的住宅。而这部分住宅早晚会得到改善，所以如果讨论的是商品房的市场空间，那至少还有150亿平，还远远没有到头。

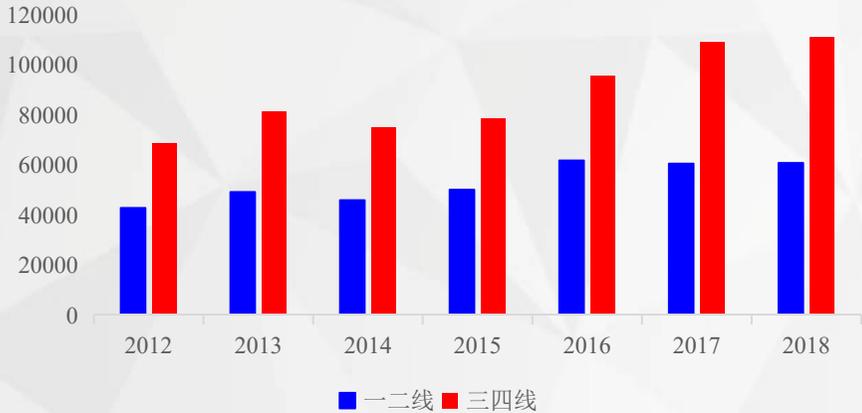
一二线和三四线出现分化的拐点在16年4季度，也即一二线开始收紧的起点



- 讨论这一轮地产绕不开的一个话题就是棚改。棚改对于这一轮“超级地产周期”的贡献到底有多大呢？现在的共识是认为很大，某种意义上甚至是核心变量，起到了“逆天改命”的作用。但我们认为棚改的重要性很可能被严重高估了。
- 首先，我们注意到所谓的三四线和一二线脱钩起始于16年四季度，而在18年之后两者又几乎回到了同步的状态。且在16年四季度至17年底的背离时期，两者的增速节奏仍然是保持一致的。
- 而导致这个分化，有一个更显而易见的原因就是一二线从16年“930”开始的政策收紧，强行压制了一二线的需求。而三四线真正谈得上异常好的，可能只有16年底到17年初的短短几个月而已，其余时间基本和一二线没有差别。
- 换句话说，延续常规性宽松政策（按揭利率、限购限贷等）的三四线在16年4季度后好于一二线是再正常不过的事了，棚改的作用并不明显。

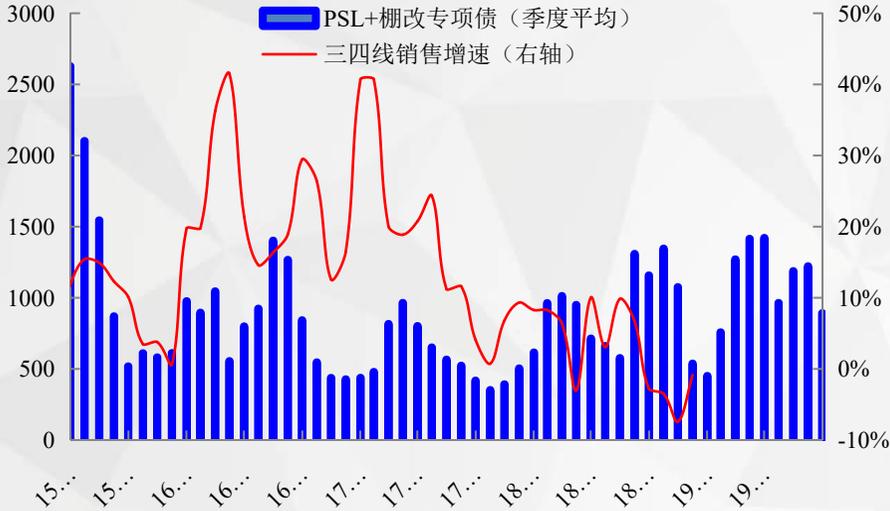
▶ 从14年的低谷到现在的高峰，三四线并未比一二线好多少

一二线和三四线销售情况



- 第二点，我们在14年底划一刀，观察在14年全国的地产周期谷底，到最近两年的峰值过程中，一二线和三四线分别改善的幅度。
- 可以看到一二线销量增加了35%，三四线增加了48%。有差别，但是不多，而且要注意的是16年“930”之后一二线就突然收紧了，如果像三四线一样继续宽松到18年，相信两者的销售改善幅度应该非常接近。
- 也就是说如果保证常规性政策宽松这个变量在一二线和三四线大致相等的话，两者的改善幅度也是大致相等的，额外有棚改利好的三四线并未有更好的表现，这一点也证明了棚改的贡献可能并不大。

▶ 三四线销售节奏跟棚改相关变量的相关性也很差



- 第三点，我们直接观察棚改相关变量和三四线地产周期的相关性。可以看到在15年底到17年中段时间内，或多或少还能看到一些货币化资金领先销售的迹象，当然幅度上的解释并不完美。
- 而在17年中之后，货币化资金与三四线地产销售增速之间的相关性几乎完全消失了，无论是节奏还是总量。
- 如果同时考虑棚改套数这个变量，从15年以来棚改的套数就基本稳定在600万套左右，持续了4年，并在今年降到了289万套。而与此同时，三四线的销售并未出现同步或者滞后的相关变化，货币化+套数两个因素综合考虑最高的一年是15年，但15年销售并未起来，17年相对于16年“药效”降低，但销售仍然高增，18年较17年“药效”增加，但销售增速却显著回落，19年较18年“药效”大幅减少，但销售增速较18年保持平稳。可见，三四线的销售节奏几乎跟棚改没有任何匹配度。

▶ 90-144平米成为香饽饽，背后是改善型住房的大爆发



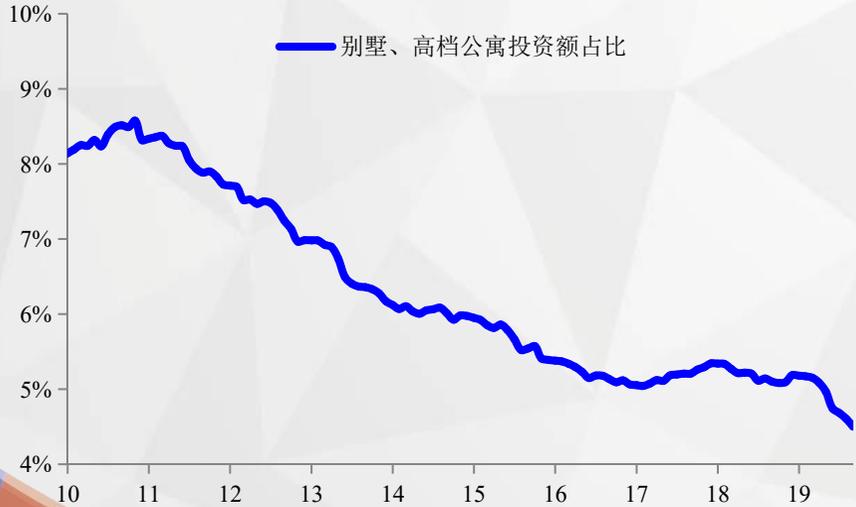
- 那到底如何理解这一轮地产周期？首先我们要搞清楚的是到底是谁在买房。

- 结论非常清楚，不是首套刚需，而是改善。在16年以来90平方米以下（刚需户型）的住宅投资占比巨幅回落，自身的增速也在过去三年都是负增长，而144平方米以上虽有扩张，但幅度相对较小，别墅的占比也在继续回落的趋势中。

- 而90-144的投资占比则在过去三年大幅扩张，背后是改善型需求的大爆发。

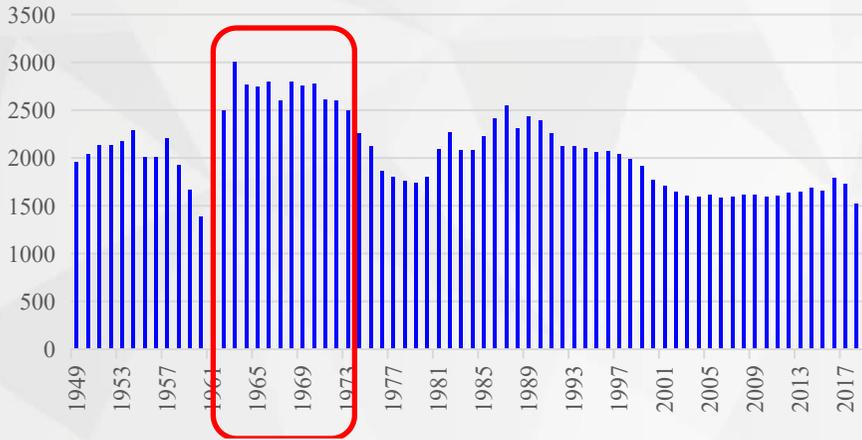
- 所以为何很多人到现在都无法理解销售面积能在17亿平的水平上持续3年，觉得刚需怎么算都只有12、3亿平，问题就在于这一轮本身就不是刚需扛大旗。

- 而改善需求的来源是复杂的，如果从人口结构来分析的话，最大的一块应该来自于60后。



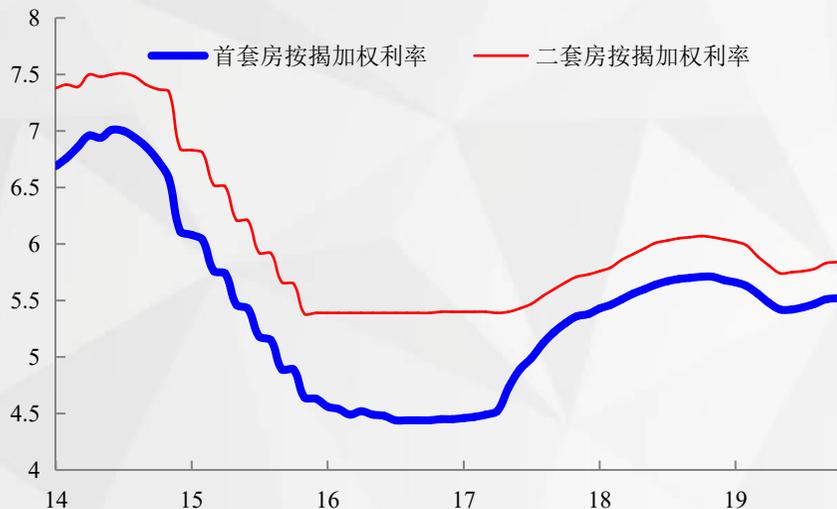
▶ 60后集中买房撑起一片天

中国历年出生人口数



- 首先60后这一代是中国历史出生人数最多的一代，统计数据上从1963-1973年这10年平均每年有2700万人出生，而且大概率这个数字是被低估的（当时统计条件受限，且很多农村人口不会及时上报出生人口）。作为对比，现在的首套刚需人口（1990-1995生人）大概在2000万/年左右。
- 而这一代人在过去几年陆续进入到临近退休的最后几年，一辈子的积蓄如何投资？买房是最好的选择。

从按揭加权利率的趋势来看，明年一二线销售增速大概率将维持在0附近



- 对于一二线销售而言，比较关键的一个变量就是政策，我们可以使用融360统计的35个城市的按揭加权利率来作为政策的代理变量。
- 当然这个变量有所欠缺的是，在16年“930”出现政策拐点时，率先变化的是定性的政策如限购限贷、购房资格等，利率并没有同步收紧（只是走平），所以在解释一二线的销售时，17年底的拐点没有精准捕捉到。
- 往后看，考虑到LPR报价持续走平，按揭加权利率窄幅震荡的概率较高，对应的一二线销售增速明年可能也会稳定在0附近。
- 而对于三四线而言，考虑到政策也不太可能出现收紧，明年的销售预计也将保持稳定，可能在0到-5%之间。全国的销售增速明年预计还是在0上下。

02

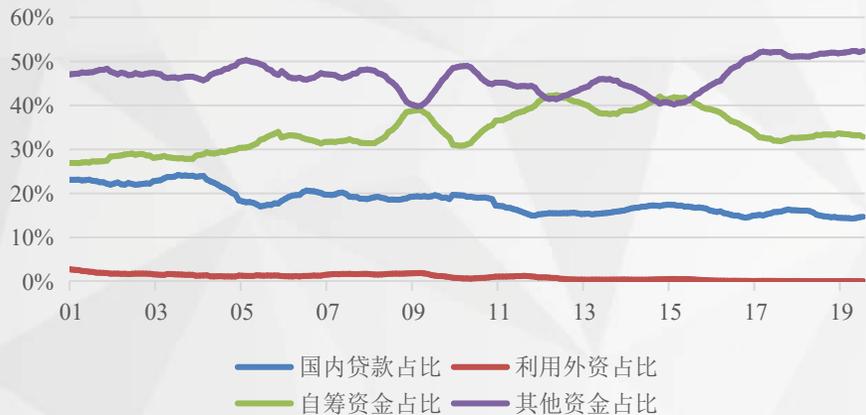
PART 02

第二部分
地产投资

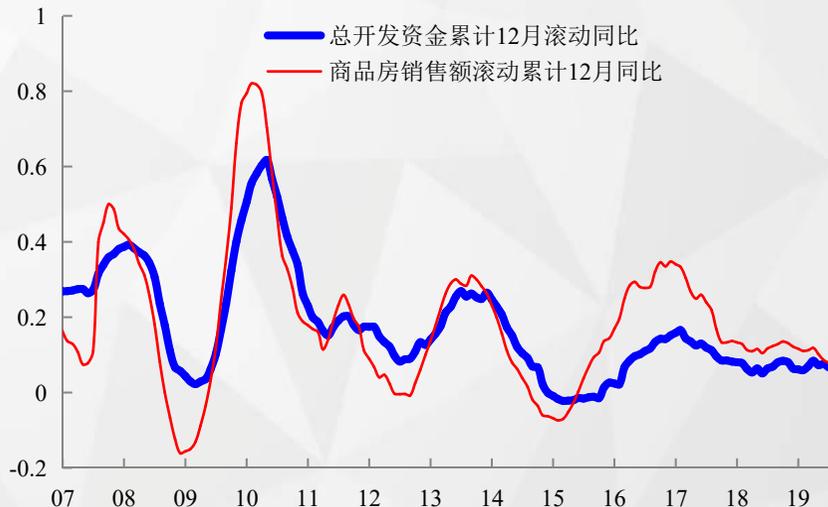
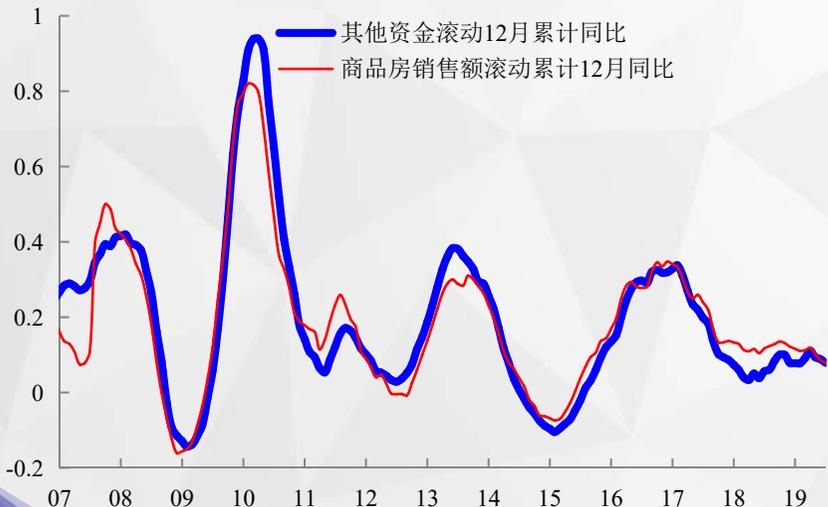


► 开发商资金来源由销售回款主导

开发商资金来源



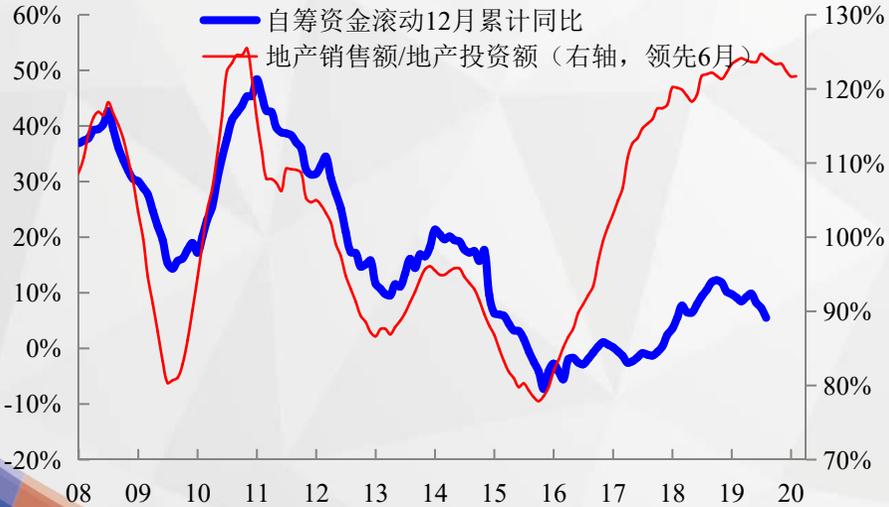
- 在7月份以来针对地产的融资收紧之后，市场开始广泛的担心开发商“钱紧”的问题，我们从数据上做一下拆分。开发商资金来源由三大部分组成，其中“其他资金”占比最高，达到50%左右，其次是自筹资金，再次是国内贷款。
- 销售回款是重中之重。其他资金包含按揭和定金，也即销售回款。可以看到其他资金的变化与销售金额基本完全一致，且销售金额甚至能很大程度上直接解释总体资金来源。



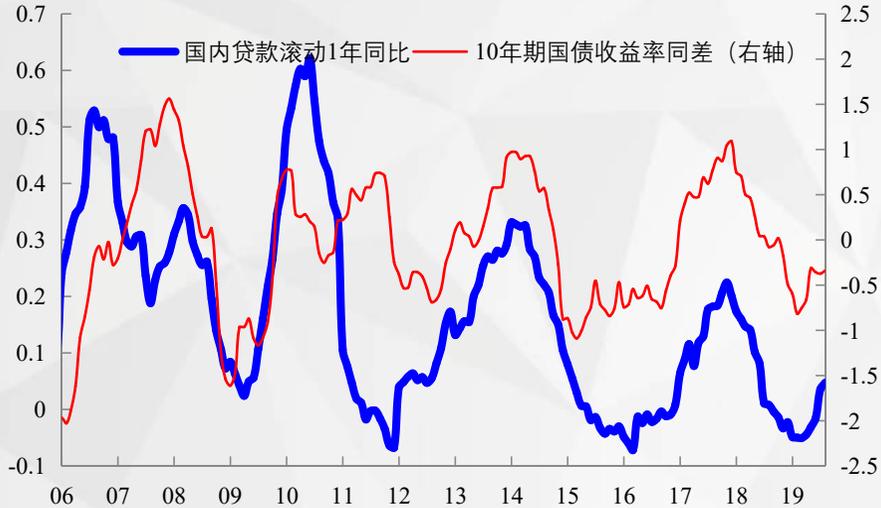
▶ 自筹资金主要受到开发商自有现金流影响



- 对于自筹资金而言，我们看到其主要受到开发商自有现金流的影响，可以用地产销售额/地产投资额来刻画其趋势，目前出现见顶的迹象，但是回落速度相对较慢。
- 值得一提的是，很多人担心融资收紧对于地产资金来源的影响，在微观上我们认为影响确实很明显，但是从宏观整体来看，影响其实并不大，如信托贷款的变化趋势与自筹资金并无明显相关性。

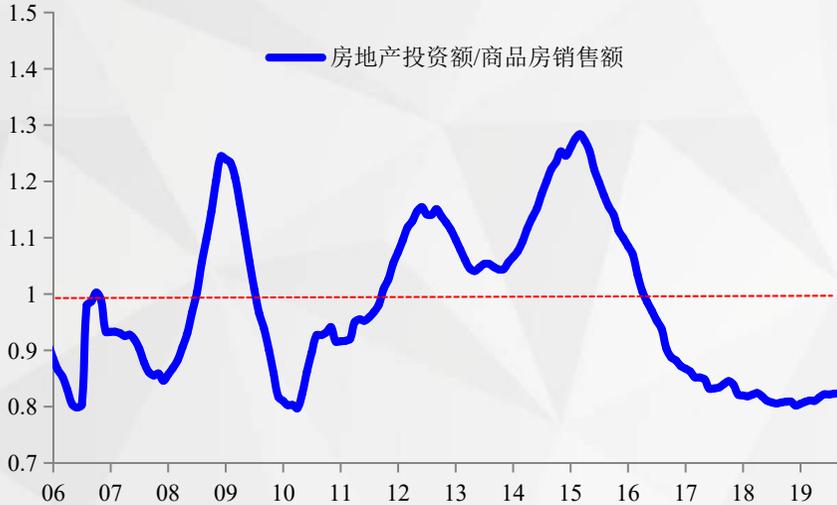


国内贷款的周期性很强，与利率周期存在一定正相关性

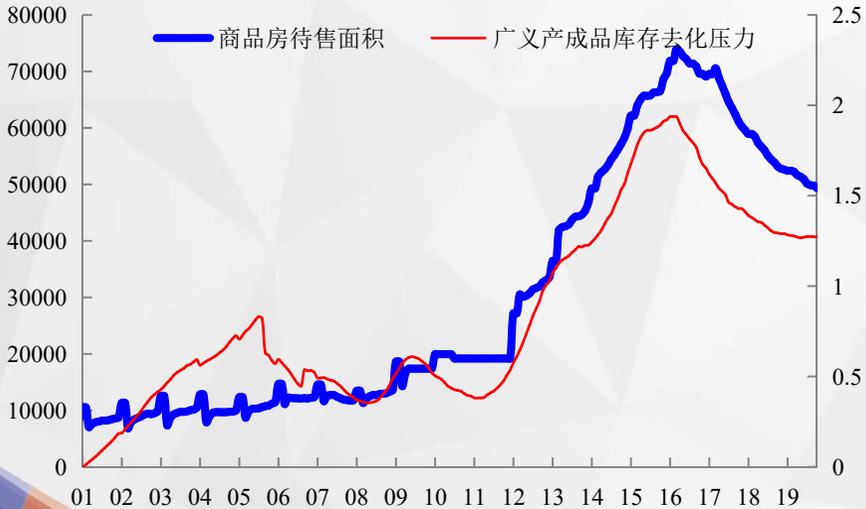


- 国内贷款的周期性非常强。观察国内贷款的趋势，可以看到其周期性很强、很连贯，基本一轮上行或下行周期持续时间都能在1年以上，19年以来处于上升周期中。
- 利率与国内贷款周期存在一定正相关性。对于影响国内贷款的因子，我们并没有找到非常强相关且有解释力的（如存款准备金率、贷款利率皆与国内贷款是呈正相关而非负相关）。
- 从相关性上看，利率与国内贷款存在正相关性，这可能一方面与银行放贷收益有关（利率上升，往往息差扩大），另一方面可能也与实体经济改善，融资需求扩大有关。

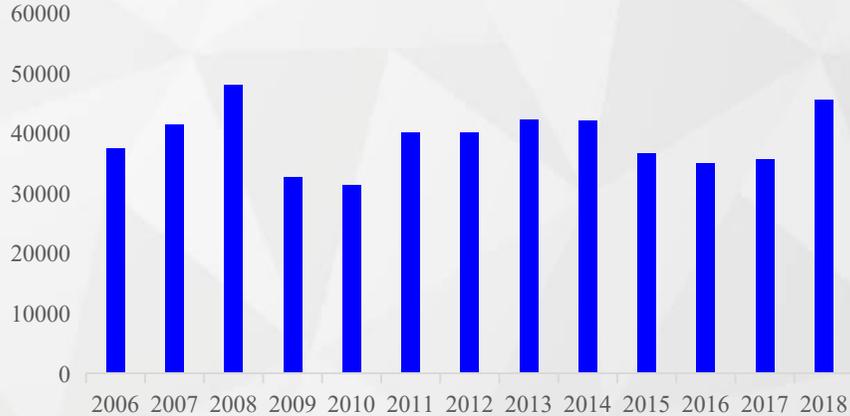
▶ 全产业链库存低，产成品库存低，原材料库存中偏高



- 在讨论投资之前，我们先要弄清楚现在的库存状态。用一句话总结，目前地产产业链的库存状态是全产业链库存低（左上图）、产成品库存低（左下图）、原材料库存中偏高（右下图）。这个状态和去年底是比较接近的，区别是原材料库存稍稍降低了一些，所以对于投资的映射是2020年的生产活动（建安）仍然不会太差，但会较19年小幅回落。



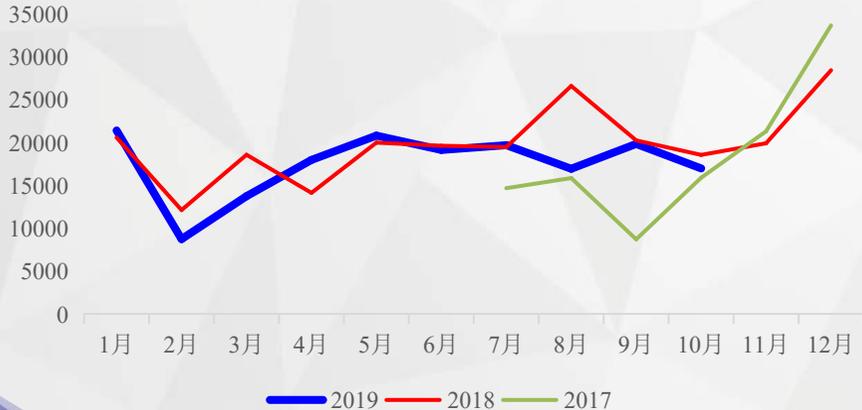
历年年底待开发土地面积



▶ 小心统计数据的陷阱，今年的土地市场并没有想象中的差

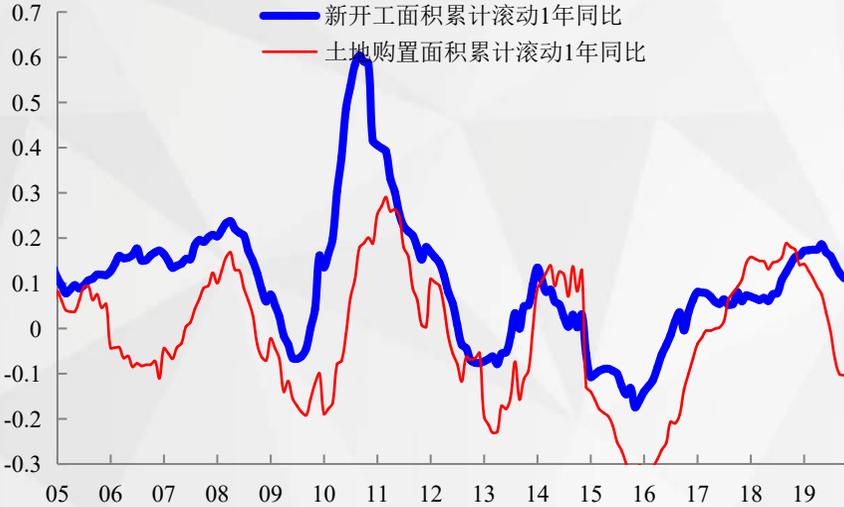


336城土地成交建筑面积（克尔瑞）



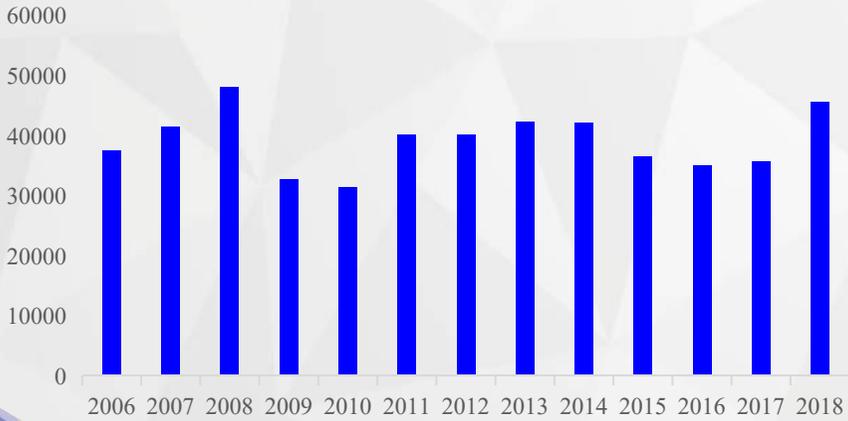
- 土地市场的表现是目前房地产市场的一个关键点，如果土地成交大幅下滑，那明年下半年地产压力确实较大，但如果土地市场仍保持稳定，则明年全年地产投资仍然相对偏强。
- 我们在wind整理的百城土地成交数据中看到从7月份开始确实出现了边际走弱，同时过去每次刷新数据后都看到最近一个月表现极差，但过后再看似乎当时又没那么差，主要原因是wind上最近几周的数据还统计不完全，往往会后续对前值进行修正，换句话说，wind的数据最近几个点是没法看的。
- 而如果看统计局以及克尔瑞公布的数据，今年以来整体上土地成交是稳定的，绝对水平只比去年略少。在年中信贷收紧后出现了一定的负面影响，但并不大。如果这个状态维持到年底，那么明年地产投资的韧性仍然是可以预期的。

▶ -10%的土购增速大约对应0%的新开工增速



- 我们一直以来的一个判断是过去新开工的绝对强度是不够的，所以导致了土地库存的累积，而今年两者之间的增速差出现了扩大，代表土地库存开始去化，但目前绝对水平仍然不低。
- 在这种状态下，土地购置的增速和新开工的增速差会逐渐回到历史均值10%附近，也就是说-10%左右的土地购置增速（中性偏保守的假设）对应0%的新开工增速。

历年年底待开发土地面积



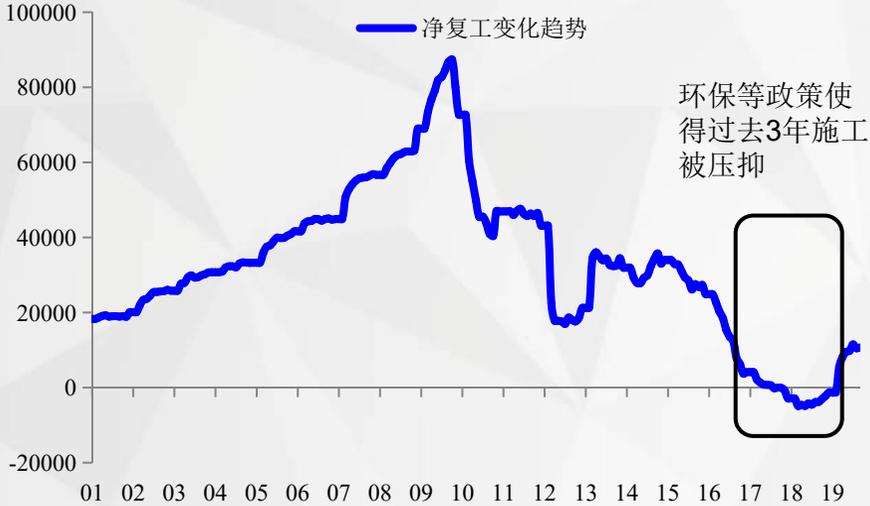
▶ 施工面积过去三年明显偏慢，未来较长时间都将处于“补作业”状态

施工面积流量测算



- 理论上施工面积变化等于新开工-竣工+净复工，但由于竣工这个数据准确性存在较大疑问，我们采用2年前期房销售+当期现房销售来作为理论竣工面积。
- 我们发现12年以前大体上年度施工增量与新开工流入量-竣工流出量是大致对的上，但在12年之后，施工持续偏弱，过去三年弱的幅度更为夸张。
- 考虑上地产后周期产品（家电、定制家居等）销量确实在也还没起色，意味着真实的竣工可能比理论竣工确实偏低，也即施工欠下的作业更为夸张。
- 背后的原因主要是环保、停工令等影响，相当于施工欠下的很多的工期，但19年以来我们已经看到净复工趋势开始扭转，补作业的状态将持续一段较长的时间。

▶ 净复工趋势开始扭转，将对施工形成较长时间的支撑



- 中性情形下，按照新开工增速全年0%的假设，以及全年净复工3亿平，2020年全年的施工面积大约在5-6%左右。
- 悲观情形下，新开工面积增速-5%，净复工1亿平，对应2020年全年施工面积增速掉到2%。
- 乐观情形下，新开工面积增速5%，净复工5亿平，则2020年全年施工面积增速为8%。
- 在中性情形下，我们判断施工面积增速未来会持续回落，但速度会很慢，幅度会较小。

▶ 建安增速见拐点，对应黑色链条价格中枢下移



- 虽然在建安下行的幅度和速度上我们比市场乐观的多，但对于下行的方向肯定是没有分歧的，而建安下行直接带了一个投资机会就是以螺纹钢为代表的建筑链条商品价格中枢将有所下移。
- 当然由于幅度温和，增速仍然为正，我们不预期出现14-15年这种级别的大熊市。



谢谢观赏！

本报告仅供弘则弥道（上海）投资咨询有限公司正式签约的机构客户使用，不会仅因接收人/接受机构收到本报告而将其视为客户。本报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更。本报告中所提供的信息仅供参考。报告中的内容不对投资者做出的最终操作建议做任何的担保，也没有任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺。不作为客户在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议，也不作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。在任何情况下，本公司不对客户/接受人/接受机构因使用报告中内容所引致的一切损失负责任，客户/接受人/接受机构需自行承担全部风险。