

今天，说点干货！

原创：老裘 金融街老裘 今天

聊房价，相信大家都有兴趣。今天，老裘不和大家讨论房价或者房地产股票会涨多少，我们聊一些房地产行业的研究方法。

(1) 中国房地产行业的重要现状和基本特征

特点一：房子并没有太多冗余。

研究房地产行业，先要知道中国到底有多少房子，不然连总量都不了解没法做研究。

从存量范围来看，2017年城镇住房总面积261亿平米，其中城区是146亿平米，乡镇115亿平方米，人均居住面积36平方米。

总套数是2.74亿套，按照2.4亿户家庭算，户均住房套数是1.13套。

户均住房超过1是好现象，表示中国不缺房子，还有冗余。但具体冗余多少，还要看自然空置率。

美国和日本的长期自然空置率是10%-15%，中国目前是17%，如果只看城区大概是15%，所以整体空置率不是特别严重。这个空置房还包含了在装修的房子、危房等等，如果都剔除的话更少。所以，并不像有些新闻媒体报道出来的那样高得离谱。

另外刚才所说的城镇住房总面积261亿平方米中，还包括了不是煤卫独用的、平房、质量堪忧的房子等等，这些大概占到20%-25%，相当于60亿平方米左右，都是可能要改建或者拆除的。

按照目前每年新房成交量10-11亿平方米左右，基本上光这些要拆除的楼房，就可以继续维持6年。所以很多开发商都说，国家现在严打房地产，但是通过拆迁，市场还能拉回来。

特点二：房价增长速度和人均GDP增长速度相关性很强。

全球十几个主要的经济体，人均GDP增长速度和房价增长速度的相关性曲线，都是一条比较完美的斜线。

比如德国，房价控制的好，人均GDP的增速也慢；又比如日本，都说房子便宜，但日本的人均GDP增速是负的；巴西和南非的住房稀缺问题很大，房价走高，经济增速也较快。

我们现在“房住不炒”，房价控制住了，但是经济增速也慢了。昨天公布的工业增加值创了阶段性的新低，工业增加值和GDP也有很高的相关性，所以整体经济目前还不怎么好。

特点三：开发周期非常长。

从拿地到开工需要半年，从开工到达到预售条件又需要半年。漫长的建设周期导致了房地产需求价格弹性和供应价格弹性差别很大，行业周期也会因此不停地波动。

从上下游行业来看。从开工开始，房地产行业对桩机、挖掘机的需求就开始上来；到主体建设时，对水泥、钢材的需求很大；然后再往后是PVC管材、铜等材料；再后面是对玻璃、铝合金的需求；最后交付时是对轻装修相关的材料有所需求。

特点四：中国房子贵。

土地供应不足是中国房价问题的根源。中国土地面积有960万平方公里，真正住宅用地的只有0.3%，即2.7万平方公里。

形象一点的话，把中国所有的楼不叠加，就平着聚拢到一起，大概只有不到2个北京或者3个半上海的大小。

刚才说到，中国的人均居住面积是36平方米，其中香港、北京、上海都是10平方米左右。我们的邻国日本是100平方米，而美国达到了400平方米。所以，我们的房地产从根源上就没法和其他国家比。

特点五：开发商现金压力大。

开发商拿到10几万亿的销售回款，其中要支付的税费就占到70%，所以房地产企业的净现金流量永远是负的，因为都给到了政府。

特点六：杠杆问题。

实话实说，中国居民家庭购房的杠杆，现在第一套房是20%-40%，从全球来看几乎是最高的，第二套就更高了。

但是，每年新增房贷占当年房地产销售额的比例，2015-2016年的确是很高，但后面明显下降，说明去杠杆是有明显的效果的。

(2) 长期趋势

大家一般都会认为判断长期趋势很困难，比如现在问大家20年后的房价是多少？很多人都会说挺难回答的。

但实际上，越长期的事情越容易判断。因为你问我下个月房价涨还是跌，老裘很难回答，但是问未来5年房价趋势，或许能给到你思路。

站在长期角度，住房需求和经济发展所处阶段有很大的相关性。举个例子，大家还处于愁吃愁穿的时候，根本没人会在意房子有多小。

当人均GDP在3000美元以下时，每年新房交易套数占城镇家庭户数的比重在1.5%左右，也就是说每100个城镇家庭中只有1个半家庭买了新房，如果大家全部都换一遍需要60多年，要等到房子都坏了或者要塌了，才会考虑换房。

当人均GDP在3000-5000美元时，这个比值开始增加；5000-8000美元时快速上升；到8000美元的时候基本上能达到5%，就是说20年所有家庭的住房可以换一遍；8000-12000美元时，达到6%。

再往后就开始下降了，并且是非常长的长尾。美国2018年人均GDP有6.26万美元，但是比值只有2%，就是50年换一遍。这个为什么会下降呢？因为大家都住得够大够好了，开始在意健康、在意幸福，所以房子不是那么重要了。

所以，根据以上规律，当我们知道了人均GDP水平，就基本上能知道新房成交套数大概有多少了。

直接和大家说一下计算后得到的结论。新房成交面积的合理中枢，中国现在每年应该在11-12亿平米左右，2015-2020年可能就是顶峰，而2020年后会开始下降，到2030年开始平滑，往后大概维持在8亿平米左右。

以上对成交量的长期判断相信大家应该能比较认同。但接下来对长期房价的判断，可能很多人就会不认同。老裘从时间维度和空间维度两个方面来说。

一方面，从时间维度来看。老裘认为平均房价会从现在的将近8000多元/平米，到2050年达到3万元/平米，剔除通胀后是1.5万元/平米。也就是说，30年后房价的名义价格会翻四倍，实际价格会翻2倍。

美国50年前的房价是1.7万美元/套，现在是35万美元/套，名义价格50年间涨了20倍。拉长时间看，美国的房价长期稳定跑赢通胀。

从荷兰阿姆斯特丹过去近400年的房价价格指数看，也印证了房价长期单边上涨的趋势。

另一方面，从空间维度来看。老裘认为未来中国五大都市圈的房价会进一步提升。

正如融创的孙宏斌所说：“不要问我对中国房地产怎么看，我脑子里只有自己城市的房地产。”房地产必须要从空间上切割的很细才能判断。

从高铁的城市节点来分析，现在高铁正在改变和重新塑造中国的人口分布、经济分布、也包括房地产分布。

就像日本的新干线，1960年时日本的三大都市圈人口占全国26%，后来新干线开通，如今人口占比已经达到44%，三大都市圈的房价也猛烈提升。

中国也正在发生相同的故事。高铁节点城市正在形成五大都市圈，分别是长三角、环渤海、粤港澳、西南地区和中部三角地带，现在人口总数占全国的20%，预计将来达到30-40%。

从长期供应看，越是人口集中的地方，土地越贵，越是供不应求，稍微卖两块地就能达到政府财政需求；而越是人口少的地方，越难完成政府的财政需求。

(3) 中短期房地产的趋势

从中短期的角度，大家会认为是房地产行业受政策影响很大，但是其实政策不是外生变量，而是房地产的量价表现倒逼出来的内生变量。

中短期研判房地产的核心是库存，只看这一点就够了。听上去很简单，但其实不简单，因为库存不太容易算。

大家读研报时经常看到“库存去化月数”是多少，但其实这个数字有2个问题：一是库存定义为拿到批准预售证的库存规模，其他的不算，口径小很多；二是万得的房地产销售量也失真严重，比建委口径要小得多。

这里介绍一个统计方法，用开发商累计拿地数减去累计已开工数量，就是剩余未开工土地，再从累计已开工数减去累计已销售数，就是累计已开工但未销售的数量。这样的算法基本能确保是全口径库存。

这样算下来的库存去化月数，一般16-20个月是合理区间。今年预测下来，3、4线城市是16个月，而1、2线城市仍然远远低于这个区间，所以房价有长期上涨压力。

有了库存数据，接下来就很简单。库存低的时候房价就会上涨，销售量也上来，开发商也会补库存，就会产生刚开始说的时间差。这时候就主要分析供应增加和需求增加的力量谁更大，就能看到房价的变化趋势。

(4) 房地产公司和股票估值方法

看房企，关键要看两个“三角形”。

一个是进攻三角形，包括周转率、利润率和杠杆（本质上就是杜邦分析法对ROE的三拆分）。能把这三点做到均衡的房企很少，一般能在这三点里做到两点就已经很好了。融创当时只做到了周转足够好，股价就已经飞速上涨。

另一个是防御三角形，包括成本、融资和产品。以前买房子，大家都不看开发商和物业是谁，但是现在越来越看重，所以能提供好的产品很重要。

从具体指标上来看，土地储备、供销存管、财务管理、经营机制等都需要关注。尤其对于房地产公司来说，相比财务杠杆（净负债率），如果能运用好经营杠杆，ROE会非常高。就是说开发商应该更少地去运用银行借款，而是用好客户给的预收款，相当于免费的融资。

房地产公司大致可以分为三类：

第一类是市占率很高的开发商。现在前10名开发商的市占率是30%，以后应该能达到50%左右，按照每年3个百分点的增长，大概可以奔跑7年。这7年内营收保持每年10%-15%的增速应该没问题，但7年后也基本到头了。

第二类是未来可能会实现长跑的公司。长跑是指未来50-100年，主要是投资性物业，比如用于商场、写字楼、教育等等的，这是提供融资端的保障。多说一句，恒隆集团的投资性物业很多，董事长陈启宗老先生的《致股东的公开信》是老裘每年都要反复阅读的文件之一，对理解房地产行业有很大的帮助。

第三类是有机会动用或者成立房地产基金的。中国目前对房企认为就是开发，太狭隘了，将来开发商应该是输出投资能力和管理能力的。

最后简单说一下地产股的估值，就是看资产净值NAV和市盈率PE。对每个项目用假设开发法，测算出现金流流出后折现回来，再把所有项目资产值减去净负债就是NAV，主要能看看房地产企业的家底有多厚。

而PE就是看这些家底能带来多少利润，目前房企的PE都是很低的，大概在6-7倍，可以说是全球最便宜了。

昨天林奇总的文章里提到了浙江龙盛买了不少卧龙地产的股票，占比超过5%。这两家公司的基本面都很扎实，而且都在上虞，离的很近，开车不到10分钟。之前平安不停的在买房地产股票，大家可能不以为然，现在实业资本开始买房地产公司的股票了，可能是一个信号，因为房地产的股票真的挺便宜的。

地产股用来做长期的价值投资是比较好的，但是如果大家没有这么长久的耐心，那做做波段也无妨。地产股的大牛市一般需要具备4个要素：宏观经济要有压力，房地产销售偏弱，估值低，政策有好的曲态转向。

但是要注意，当4个要素都具备的时候，对不起，股价应该已经疯涨了，不能追。建议在左侧买入，当满足2个条件时就开始观察，满足3个条件时可以入场，等到4个条件都满足的时候，就可以看情况卖出了。

(5)

这篇文章里，我们简单聊了聊房地产行业。

我的同事，基金经理助理，朱伟琪先生花了很多时间整理了这些内部培训的材料。这些内部培训的东西，讲过也就讲过了，之前也没有想过特地整理成文，小朱还是非常有心，在此老裘也向他表示感谢。

这篇文章超过4000字，码字很累，如果大家愿意鼓励一下我们，恳请大家点击一下右下角的“在看”或者赞赏吧，谢谢大家了！
