

房地产开发II

从投资需求主导回归消费需求主导： 基础条件已初步显现

独到见解

以成交批售比接近于1为临界点，当前需求开始超过潜在供给，供求关系将发生变化，消费需求主导的下一阶段行业上升趋势或将开启，因此相应的投资选择可参照该指标。对比来看，上一轮成交批售比低点出现在08年9月前后，并持续徘徊3个月，而本轮的阶段性拐点或将出现。

调控政策进入效果观察期，中央和地方在考虑出台更严厉政策时将变得更为谨慎，但也不应期望本轮调控会在短期内放松，政府将继续扭转过于浓厚的商品房投资需求，使之回归居住属性。随着这种转换的逐步实现，房地产行业下一阶段的发展空间将由“量”而非“价”驱动。

主要观点

➤ **真正问题在于商品房的投资需求居于主导：**房价反映的是商品房作为一种资产的价格，过于浓厚的投资需求容易使房价在短期内出现异常上涨。同时，也给经济结构带来扭曲：土地囤积及房屋空置、资产保有和财富分配的两极分化、成为经济结构调整的障碍。从这个角度观察，本轮调控正在试图推动房地产从投资品特性主导，逐步恢复到消费品主导。

➤ **回归消费品特性的转换是否已启动？**随着本轮调控的继续推进，实现这种转换的基础条件已初步显现：效果观察期内，政策侧重点和实施力度有可能会根据实体经济的需要而进行动态调整，但方向难以改变，也不太可能放松。开发商从房价高涨时的主动补库存进入房价停滞时的被动去库存，表现为成交批售比的下降与库存消化周期的延长。资金链从政策启动期的较为充足转向政策观察期时的日趋紧张，灵活定价，回笼资金的压力不断显现。

➤ **信贷依然是观察下一阶段调控效果较为关键的政策变量：**相对于2009年的5:3:1:1和历史平均水平的4:3:2:1，10年3季度的信贷投放增速可能是阶段性低点，而四季度信贷投放增长的环比则会有相对的上升。2009年的开发商贷款呈现“前低后高”格局，即40%开发商贷款集中在第四季度，前面三个季度基本是均匀投放。10年恰恰相反，全年有可能呈现“前高后低”格局，后两个季度的贷款投额度和节奏仍需进一步观察。此外，下一阶段效果逐步显现的监测指标是：成交批售比和土地成交/推出比止跌上升、库存消化速度加快、信贷与销售额相关性由强变弱。

➤ **转换完成后的大致图景：**行业发展空间上，下一阶段的收入与利润增长将由“量”而非“价”驱动，而“量”的增长空间既来源于商品房，也包括保障性住房。政策走向上，为避免投资需求再次“卷土重来，居于主导”，未来政策演变有可能呈现“有选择地退出、有选择地保留”的双条线索。

研究员：巴曙松 杨现领

Tel: 010-59370833

Email: yangxianling@hczq.com

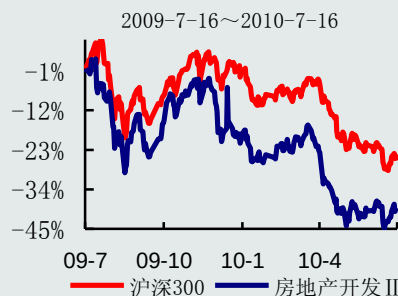
行业评级

行业评级:	中性
评级变动:	维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

正文目录

一、真正问题在于商品房的投资需求居于主导.....	4
1、城市化和土地供给的低弹性，在投资气氛浓厚的环境下预设了地价与房价上涨的预期..	4
2、宽松的金融条件是投资特性显著的环境下地价与房价高涨的重要条件	4
二、商品房的投资性需求带来经济结构的扭曲.....	5
1、过于强烈的投资需求所引发的第一个问题就是土地囤积及房屋空置	6
2、过于强烈的投资需求所引发的第二个问题是资产保有和财富分配的两极分化	6
3、过于强烈的投资需求所引发的第三个问题是房价高涨成为经济结构调整的障碍	7
三、从过于浓厚的投资品特性回归消费品特性：转换是否已启动？	8
1、首先，调控政策从启动期进入效果观察期	8
2、其次，效果观察期内，开发商被动去库存	8
3、再者，开发商资金链从政策启动期时的较为充足转向观察期时的相对紧张	9
四、信贷依然是观察下一阶段调控效果较为关键的政策变量.....	10
1、政策效果已部分释放，商品房投资需求所推动的价格高涨趋势已逐步回落	10
2、信贷依然是观察下一阶段调控效果较为关键的政策变量	10
3、下一阶段政策效果逐步呈现的相关监测指标	12
五、从投资需求主导回归消费需求主导：转换完成后的大致图景.....	14
1、调控政策进一步演变的可能图景	14
2、转换完成后，行业发展的空间将由“量”而非“价”的驱动	15

图表目录

图表 1	2010 年北京市住宅土地平均价格出现跳跃式上升（推出价格：元/每平方米）	5
图表 2	2010 年北京市住宅土地价格泡沫尤甚（推出价格：元/每平方米）	5
图表 3	近年来，未开发面积占比保持在 30%左右（右：千平方米）	6
图表 4	2010 上半年一、二线城市住宅土地楼面价差距巨大（元）	7
图表 5	房价变动率与储蓄/GDP 的正相关关系明显.....	7
图表 6	成交批售比远远低于平均水平，显示当前需求远低于供给.....	8
图表 7	效果观察期内，库存消化周期稳步上升（月）	9
图表 8	开发商资金来源发生结构性变化，显示资金压力日趋紧张（%）	9
图表 9	投资需求所引发的价格高涨趋势已平稳回落（%）	10
图表 10	开发商贷款与信贷投放（亿）	11
图表 11	观察期下一步效果的关键取决于信贷条件（万亿）	11
图表 12	开发商贷款从 09 年的“前低后高”转向 10 年的“前高后低”（亿）	12
图表 13	2010 年拟增发房地产企业均已跌破增发价（元）	12
图表 14	土地成交/推出比已降至 0.4（右：万平方米）	13
图表 15	M2 与商品房销售额同比数据的相关性在 09 年以来达到最高点.....	13
图表 16	政策演变的可能图景	14

有史以来最为严厉的地产调控政策已进入效果观察期，中央和地方在考虑出台更严厉政策时将变得更为谨慎，但也不应期望本轮调控会在短期内放松，政府将继续扭转过于浓厚的投资需求，使之回归商品房的居住属性。随着这种转换的逐步实现，房地产行业下一阶段的发展空间将由“量”而非“价”驱动。

一、真正问题在于商品房的投资需求居于主导

从国际经验观察，伴随着城市化进程，地价与房价会出现持续的上涨。20 世纪 80 年代的日本，以东京、大阪和名古屋为中心的三大城市圈，土地与房屋价格出现前所未有的高涨。2005 年以来的中国，以北京、上海和深圳为代表的一线城市，地价和房价也出现类似的高涨。一般认为，高房价和房价高涨本身就是最大的问题。

然而，如果房价正确反映了市场的供给与需求，就不能把高房价本身简单地看成问题。真正问题在于：房价反映的是商品房作为一种资产的价格，通过过于浓厚的投资需求，房价才会在短期内出现异常上涨。因此，一线城市的房价之所以会在最近几年呈现大规模、不稳定的变化，根本的原因即在于此，具体的作用机制如下：

1、城市化和土地供给的低弹性，在投资气氛浓厚的环境下预设了地价与房价上涨的预期

城市化在四个层面增加了城市用地需求：工业用地、住宅用地、商业用地、公共建设用地。如果短期内难以大量供给土地或土地得不到有效利用，那么需求的增加必然产生地价和房价上涨的预期。

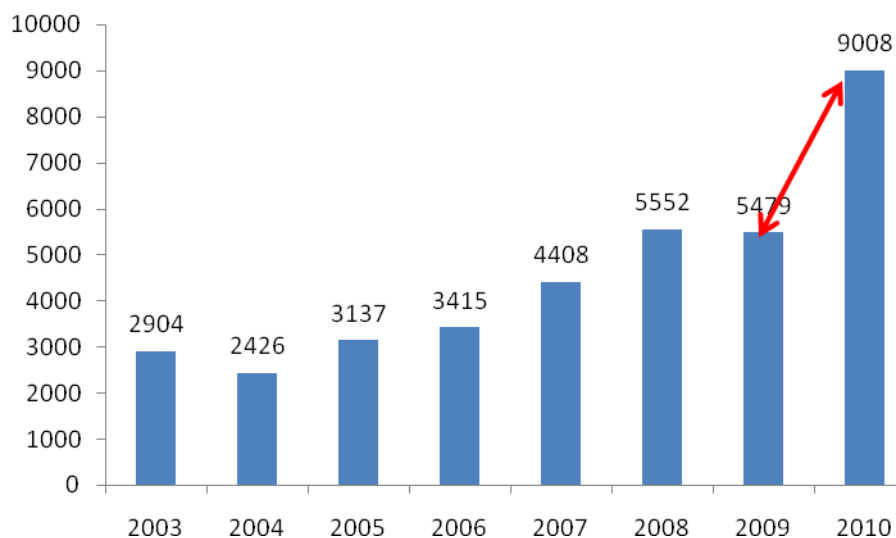
仅以北京为例，2010 年北京市的城市化率超过 85%，远超全国平均水平 40 个百分点，与此同时，近年来北京土地平均价格上涨幅度已超过 3 倍，特别是 2010 年就跳跃式上升了 60%，其中住宅和商业土地平均价格分别是工业用地的 11 和 9 倍，按照基本的原则，扣除各种社会成本，不同用途的土地价格应该相同。因此，北京的土地价格尤其是住宅土地价格出现了异常的上涨，这是今年以来北京房价高涨的根本原因。

2、宽松的金融条件是投资特性显著的环境下地价与房价高涨的重要条件

历史经验表明，宽松的金融条件是资产价格上涨适宜土壤，无论是日本 80 年代的房地产泡沫，还是今天中国一线城市的房地产泡沫都与极其宽松的金融条件密切相关。表现在相关关系上，就是房地产价格与销售额越来越多地受到货币供给量、银行信贷等货币变量的影响。在投资渠道狭窄的环境下，房地产成为重要的投资品，而且是中国现有的所谓投资品中能够合法拥有投资杠杆的少数几个投资品之一。

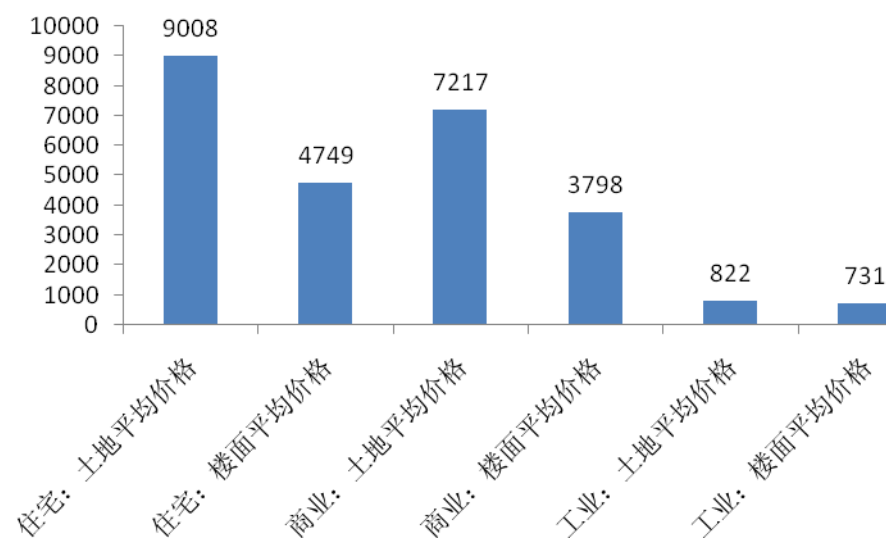
从相关指标上观察，在房改之后数年间，商品房价格与主要金融变量之间保持了微弱的相关性，表明当时的购房者主要是以消费性的自主需求为主，房地产市场的走势总体平稳。但是，近年来，特别是 2007 年以来，房地产的投资品特性日益显著，直接成为房地产价格显著上涨的重要推动力。从这个意义上说，当前的房地产市场调控，就是更为强调商品房的消费品特征，而试图通过种种政策措施，来抑制其投资品特性。

图表 1 2010 年北京市住宅土地平均价格出现跳跃式上升（推出价格：元/每平方米）



数据来源：中国指数研究院

图表 2 2010 年北京市住宅土地价格泡沫尤甚（推出价格：元/每平方米）



数据来源：中国指数研究院

二、商品房的投资性需求带来经济结构的扭曲

商品房具有一定的投资品特性是可以理解的，但是在特定的金融环境下，过于浓厚的投资需求不仅容易使市场充满投机气氛，并导致房价在短期内的异常上涨，而且也给经济结构带来不少问题。从这个角度观察，以新国十条为代表的新一轮房地产调控，正在试图推动房地产

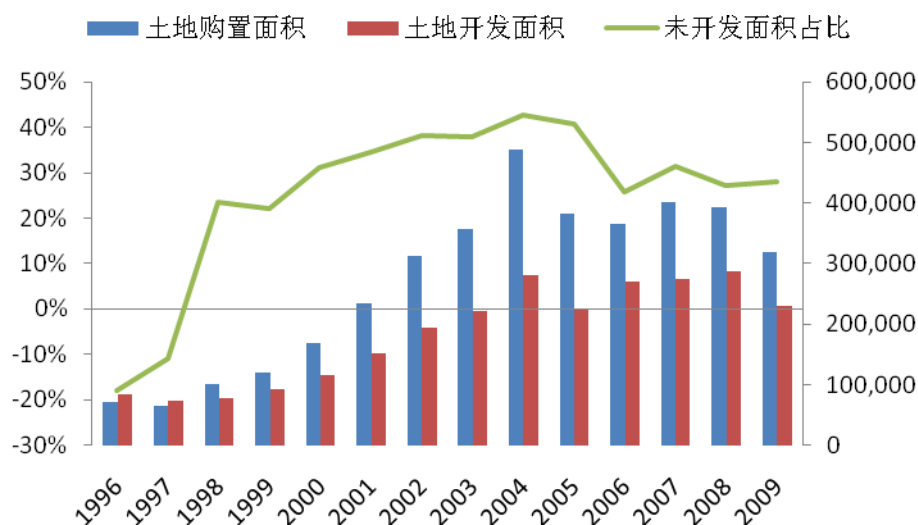
从投资品特性主导，逐步恢复到消费品主导。

1、过于强烈的投资需求所引发的第一个问题就是土地囤积及房屋空置

(1) 土地囤积：对于开发商而言，即便是在资金十分充足的情况下，也倾向于选择等待最好的时机从事土地开发，在此之前，土地囤积成为常态。从相反的视角看，土地囤积也会进一步促使房价上涨，从而形成房价上涨与土地囤积的恶性循环。

(2) 房屋空置：对于购房者而言，在商品房作为投资品被保有的情况下，为了降低资产变现的交易成本，不会轻易将其出租，而是选择空置。因为如果出租出去，房客迁入，就会使资产的权利关系变得复杂，从而增加将其变现时的困难。同时快速上涨的房价也使得投资者忽视租金的收入。

图表 3 近年来，未开发面积占比保持在 30%左右（右：千平方米）



数据来源：CEIC

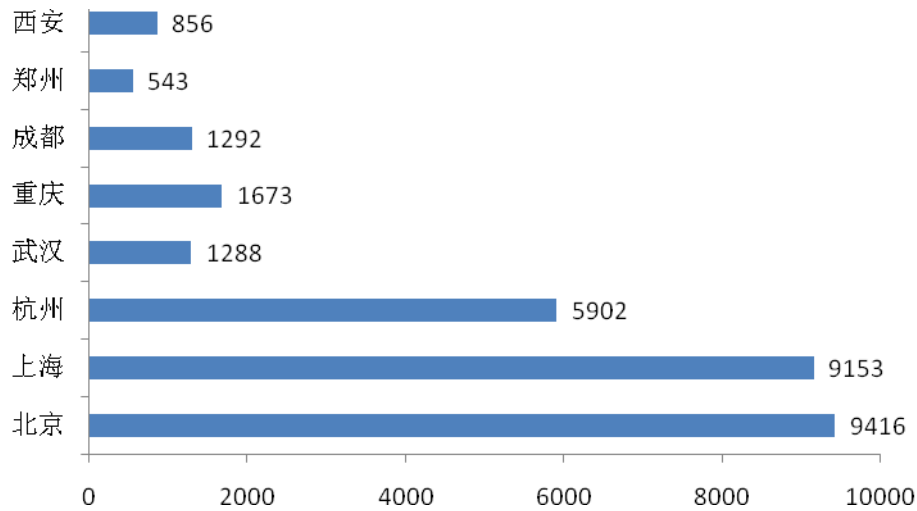
2、过于强烈的投资需求所引发的第二个问题是资产保有和财富分配的两极分化

(1) 土地所有者与土地使用者之间财富分配的两极分化：政府作为土地所有者，地价高涨为政府提供了源源不断的资产性收入。相反，无论是商业用地还是住宅用地的使用者，都不得不承担土地价格高涨的成本。这一关键性区别成为政府部门与非部门之间财富分配两极分化的一种最重要的机制，并带来严重的收入分配不公平。2009 年全国通过土地“招拍挂”实现的出让价款高达 1.5 万亿，相对于 2008 年的 9070 亿上涨了 65%。

(2) 不同区域、不同城市地方政府之间财富分配的两极分化：由于城市化进程在不同区域、不同城市之间存在巨大的差距，地价上涨的分布在区域性上是极不平衡的。因此，并非所有的地方政府都能均等地享受到土地资产溢价的收益。

(3) 有房者与无房者之间财富分配的两极分化：房价高涨的情况下，在一线城市保有房产的家庭与二、三线城市保有房产的家庭之间、有房者与无房者之间，资产和财富的差距被严重拉开，从而在不同家庭之间产生资产保有的两极分化。

图表 4 2010 上半年一、二线城市住宅土地楼面价差距巨大（元）

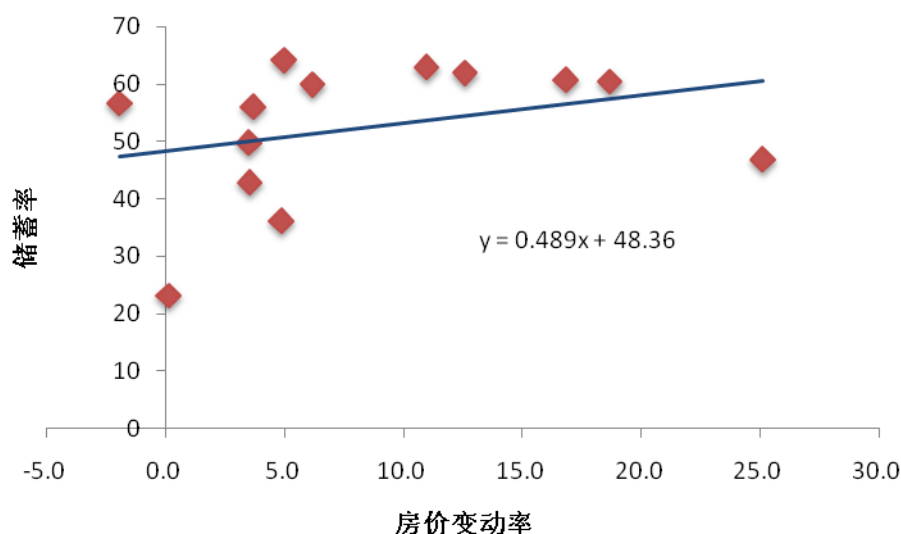


数据来源：中国指数研究院

3、过于强烈的投资需求所引发的第三个问题是房价高涨成为经济结构调整的障碍

扩大内需一直是中国经济结构调整和宏观政策最重要课题之一。然而反观现状，扩大内需的一个最主要的方面就是增加对住宅的消费，以及与住宅相关的市政工程与公共服务投资支出。目前，即使与世界发达国家相比，中国家庭的消费生活水平应该说已明显进步，然而在居住生活方面，却与发达国家甚至许多新兴国家都存在很大的差距。其中最重的原因就是地价与房价高涨，基于此，家庭收入的绝大部分预算不得不花费在购买住宅上，或者将收入的绝大部分用于储蓄以备未来的购房支出，由于多数家庭仍未满足改善性住房需求，因此房价高涨、储蓄持续增加、消费持续下降成为同一问题的三个方面。从初步的分析结果来看，房价与储蓄率有明显的正相关性。

图表 5 房价变动率与储蓄/GDP 的正相关关系明显



数据来源：CEIC、华创证券

敬请阅读正文之后的免责声明

三、从过于浓厚的投资品特性回归消费品特性：转换是否已启动？

目前实现这种转换的基础条件正初步显现：政策层面上，从调控启动期进入效果观察期，在一阶段，政府将致力于扭转过于浓重的投资需求，使商品房回归居住属性，而且效果观察期内，调控政策方向难改，不太可能轻易放松；行业层面上，从房价高涨时的主动补库存进入房价停滞时的被动去库存，表现在相关指标上，就是成交批售比远远小于 1，去库存周期被延长；开发商资金链层面上，虽然政策启动期，资金较为充足，但随着国内贷款占比的持续下降、定金及预售款的持续减少、资本市场 IPO 和增发计划的受阻，开发商资金链将从充足逐步转向紧张，灵活定价，回笼资金的压力不断显现。

1、首先，调控政策从启动期进入效果观察期

(1) 动态微调：基于房地产市场过于浓重的投资需求，及其所引发的一系列扭曲，本轮调控政策只是将过度投资需求转变为正常消费需求的一个起点。从当前的情况看，政策已从启动期进入效果观察期，这一时期，政策侧重点和实施力度有可能会根据实体经济的需要而进行局部性和动态性调整；

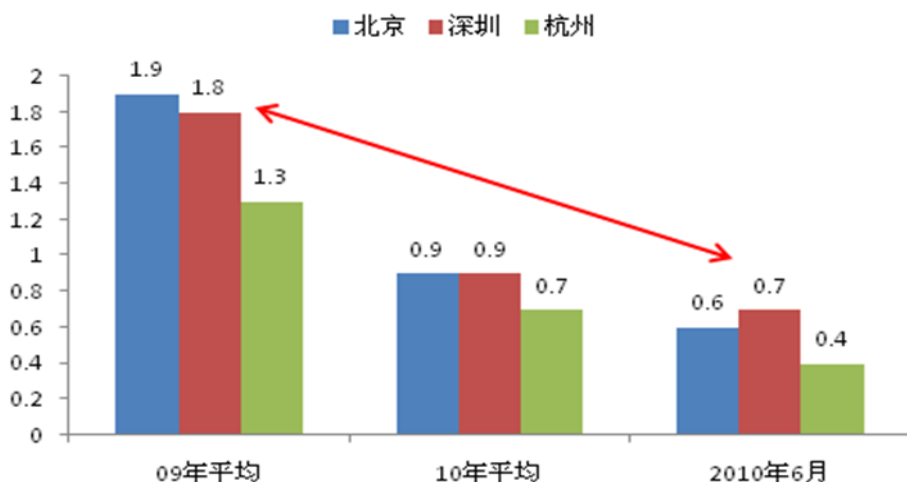
(2) 方向难改：但从方向上看，政府将继续限制投资性需求，使商品房逐步回归基本的居住属性，因此处于观察期内的调控政策存在动态调整的可能性，但不太可能放松。

2、其次，效果观察期内，开发商被动去库存

(1) 成交批售比小于 1：该指标衡量的是当前成交面积与新批售面积之比，它小于 1 说明当前需求小足以吸收潜在供给，市场需求不旺；相反，它大于 1 则说明新增供给不足，市场需求旺盛。从最新数据看，一线主要城市的成交批售比远远低于 1，表明当前需求大大低于市场供给。北京、深圳和杭州的成交批售比已由年初的 0.9 下降到目前的 0.6 左右，从而使开发商的新增库存继续增加，使房价下行的压力进一步加大。

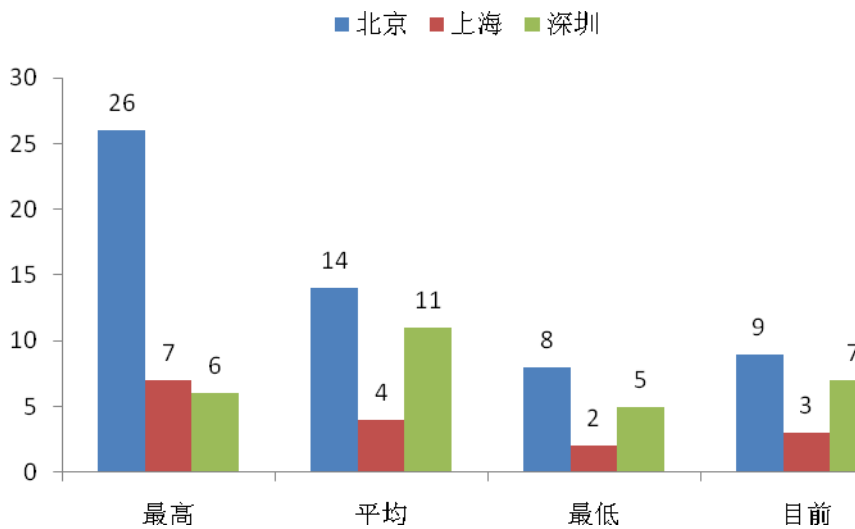
(2) 库存消化周期延长：随着目前成交量的大幅萎缩以及可售面积的逐步积累，库存消化周期将会延长。从总体上看，北京、上海和深圳的库存消化周期仍低于历史平均水平，也低于 10 年初的水平。

图表 6 成交批售比远远低于平均水平，显示当前需求远低于供给



数据来源：中国指数研究院

图表 7 效果观察期内，库存消化周期稳步上升（月）

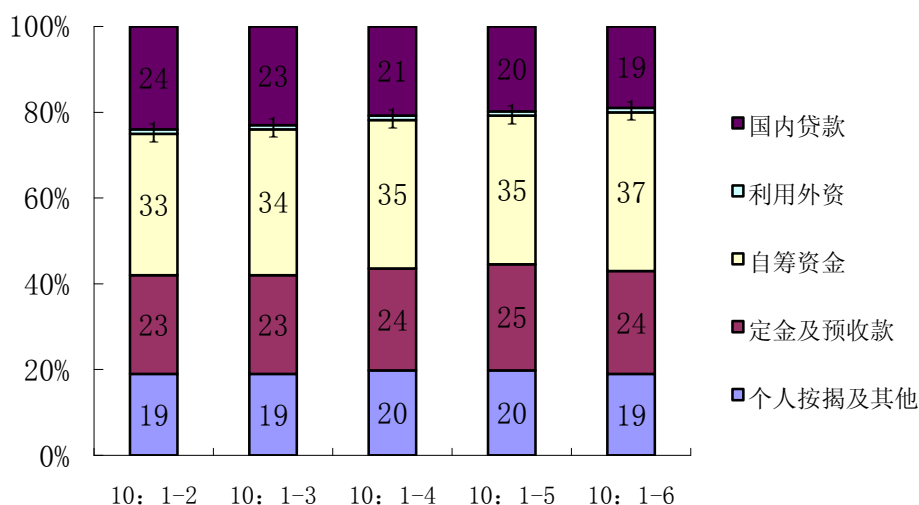


数据来源：中国指数研究院

3、再者，开发商资金链从政策启动期时的较为充足转向观察期时的相对紧张

随着成交量的持续萎缩，预收款将进一步减少，加之目前资本市场再融资难度不断加大及银行授信额度的控制，未来开发商的资金链条将变得更为紧张。从开发商资金来源结构看，2010年1-6月份，国内贷款占比已由年初的24%下降到目前的19%，下降幅度为5个百分点；自筹资金占比为37%，较年初提高两个百分点；定金及预收款占比为24%，较年初提高1个百分点。虽然在调控政策启动初期，开发商资金来源较为充足，但随着国内贷款占比的持续下降、自筹资金和定金及预收款占比的持续上升，企业资金压力将在未来几个月日趋紧张。

图表 8 开发商资金来源发生结构性变化，显示资金压力日趋紧张（%）



数据来源：WIND

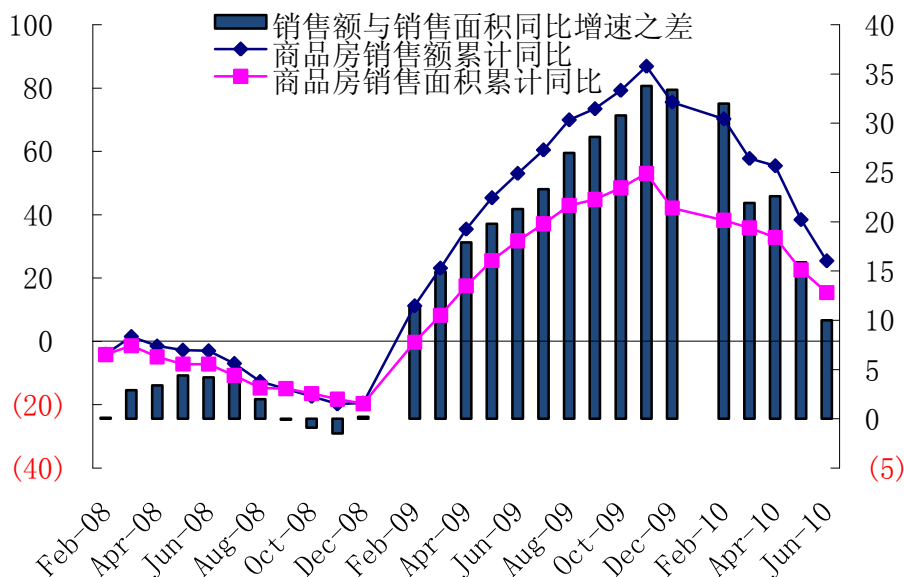
四、信贷依然是观察下一阶段调控效果较为关键的政策变量

从目前释放的调控政策效果看，商品房投资需求所推动的房价高涨趋势已逐步回落，政策在抑制投资性需求方面的效果正不断显现。而下一阶段，调控效果进一步或者加速显现关键在于信贷，它仍然是观察期所需求重点关注的政策变量。

1、政策效果已部分释放，商品房投资需求所推动的价格高涨趋势已逐步回落

目前，政策效果观察期内，以打击投资性需求为主线之一的调控政策正在显示初步效果，一个相应的监测指标是商品房销售额与销售面积同比增速之间的差额，虽然该指标不太精准，但可以提供一个简单的参照。数据显示，2010年1-6月份，该指标已从年初的33个百分点下降到6月份的10个百分点，差额的收窄意味着商品房投资需求所推动的价格高涨趋势已逐步回落，调控政策在抑制投资需求方面的效果正不断显现。

图表 9 投资需求所引发的价格高涨趋势已平稳回落 (%)



数据来源：WIND

2、信贷依然是观察下一阶段调控效果较为关键的政策变量

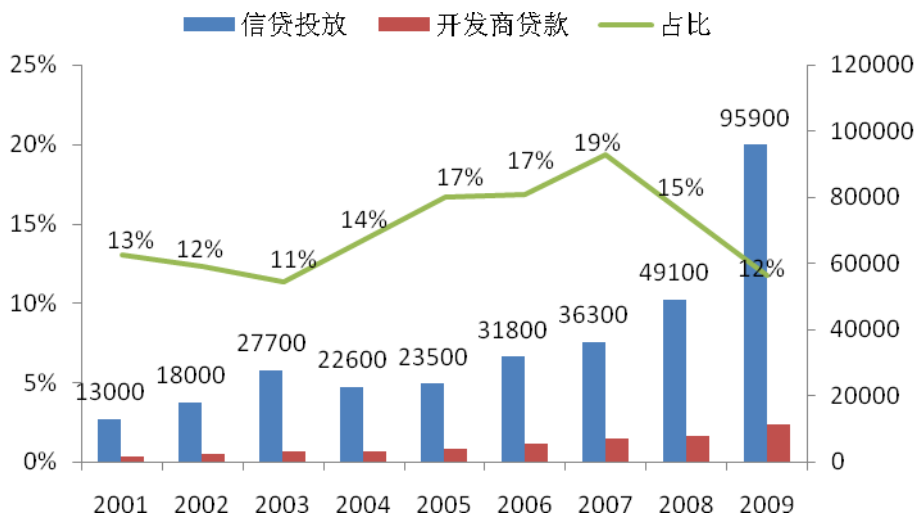
(1) 下半年的信贷投放节奏：信贷投放依然是观察下一阶段调控效果十分关键的政策变量。从趋势看，2010年的投放节奏很可能是3:3:2:2为季度投放目标，相对于2009年的5:3:1:1和历史平均水平的4:3:2:1，2010年3季度的信贷投放增速可能是阶段性低点，而四季度信贷投放增长的环比则会有相对的上升。

(2) 下半年的开发商贷款：总体上观察，在正常情况下，开发商贷款将会与新开工面积保持相对的一致性，但是考虑到今年地产调控的特殊时期，下半年的开发商贷款仍然面临较大的不确定性。开发商贷款：2009年银行信贷对开发商的投放节奏与新开工面积增速保持一致，呈现2:2:2:4的“前低后高”格局，即40%开发商贷款集中在第四季度，前面三个季度基本是均匀投放。2010年恰恰相反，今年前两个季度开发商贷款分别达3674、2898亿。

大致测算，如果按照历史平均的信贷投放占比（15%），10 年开发商贷款可实现 11250 亿，这一规模已是历史第二高点（第一高为 09 的 11290 亿），这意味着三、四季度的贷款额度加总将在 4600 亿左右。全年开发商贷款很可能呈现“前高后稳”格局，当然后面两个季度的贷款投放未必会均匀分布，商业银行也有可能会根据市场形势的变化相机抉择。总体上观察，在正常情况下，开发商贷款将会与新开工面积保持相对的一致性，但是考虑到今年地产调控的特殊时期，下半年的开发商贷款仍然面临较大的不确定性。

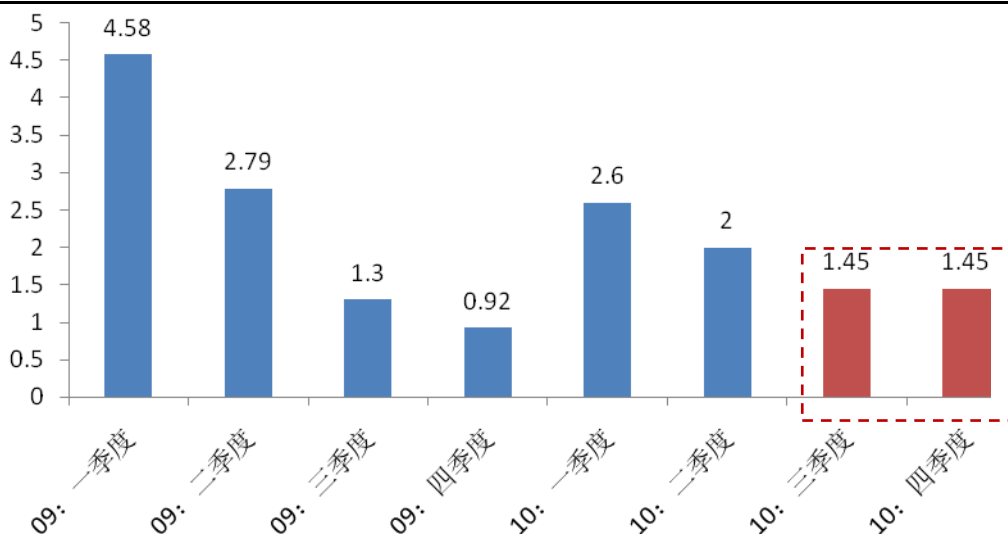
（3）下半年的资本市场融资情况：2010 年以来，资本市场对房地产开发企业 IPO 和增发融资保持较为理性的态度。截至目前，国内 A 股尚未有房地产企业获批上市，除 IPO 受阻外，上市房地产企业的增发计划也因为股价的大幅下跌而搁浅。截至目前招商地产、北京城建等公布增发计划的企业，股价已全部跌破拟增发价格，上市企业再融资难度明显加大，下半年的情况仍需要进一步观察。

图表 10 开发商贷款与信贷投放（亿）



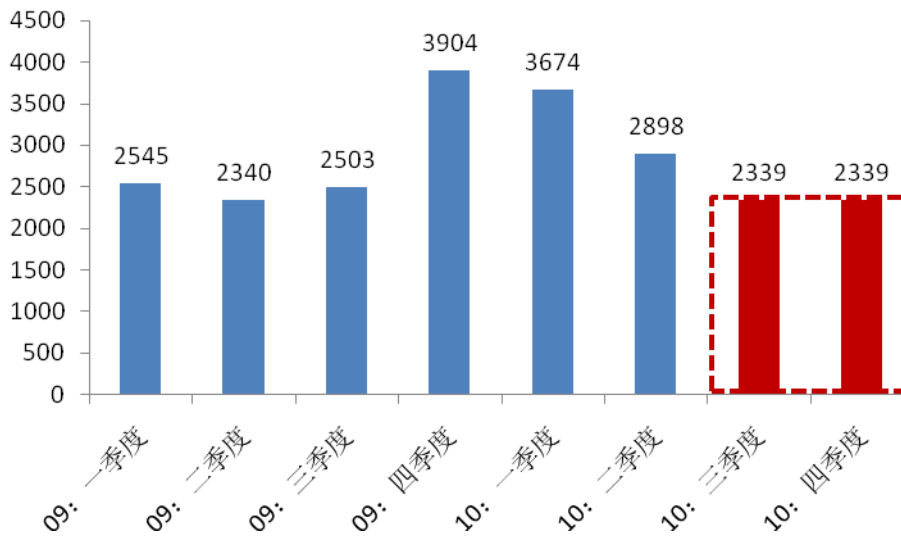
数据来源：WIND

图表 11 观察期下一步效果的关键取决于信贷条件（万亿）



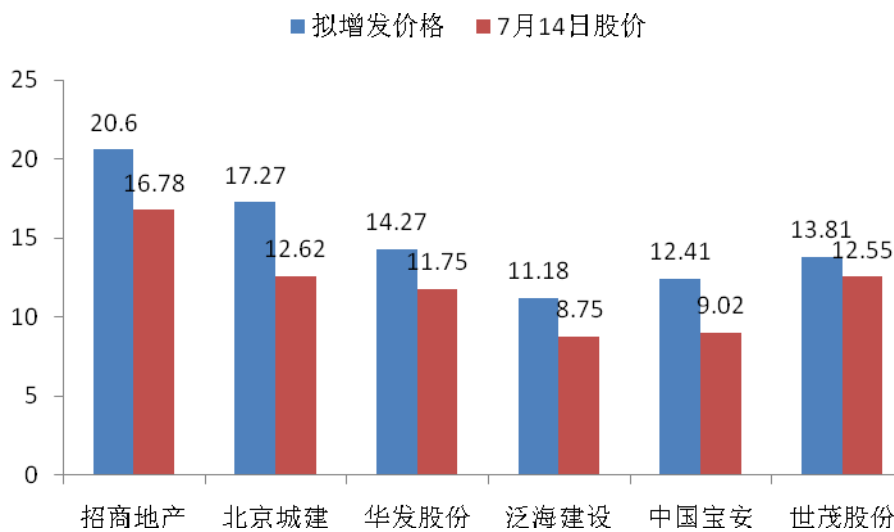
数据来源：WIND

图表 12 开发商贷款从 09 年的“前低后高”转向 10 年的“前高后低”（亿）



数据来源: WIND

图表 13 2010 年拟增发房地产企业均已跌破增发价（元）



数据来源: WIND

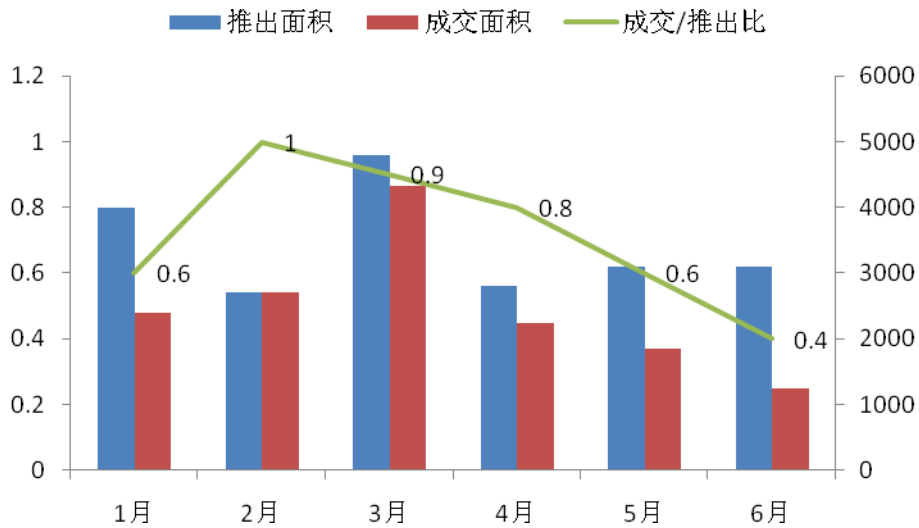
3、下一阶段政策效果逐步呈现的相关监测指标

以下三类指标可以用来大致判断下一阶段政策效果显现的速度与程度。

(1) **房屋成交批售比和成交 / 推出比**: 以成交批售比大于 1 为临界点, 则说明需求增量开始超过供给增量, 本轮调控下市场需求止跌回升, 正常的居住需求居于主导, 并带动成交量上升。目前该指标保持在 0.6 左右, 较 5 月份有年回升, 阶段性拐点或将出现。以土地成交 / 推出比大于 1 为临界点, 则说明开发商土地购置意愿回升, 土地市场交易日趋活跃。目前来看, 该指标保持在 0.4 左右, 已是 10 年以来的最低点。然而具体来看, 由于不同开发商的发展战略与资金状况有所不同, 因此在土地市场的交易活动也出现分化, 不过整体上观察,

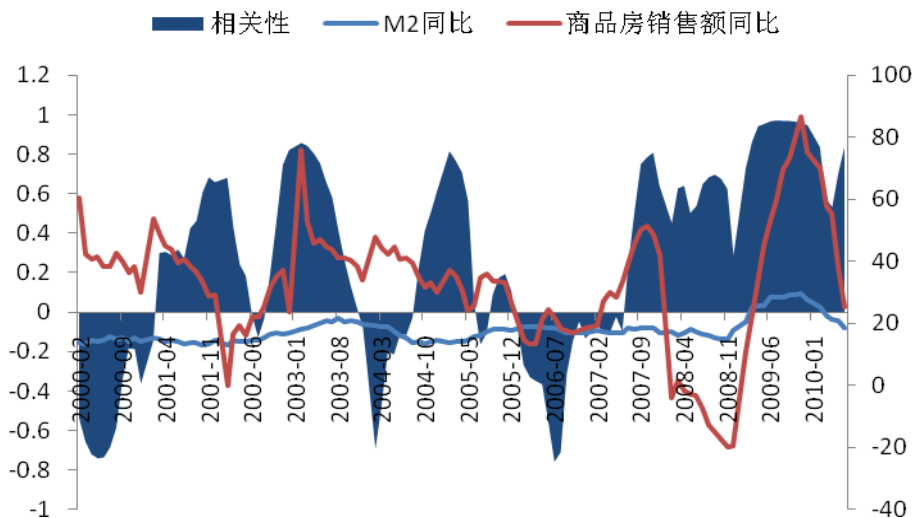
开发商在二、三线城市增加土地储备的趋势较为明显，平均楼面价也得到有效控制。

图表 14 土地成交/推出比已降至 0.4（右：万平方米）



数据来源：中国指数研究

图表 15 M2 与商品房销售额同比数据的相关性在 09 年以来达到最高点



数据来源：WIND

(2) 库存消化周期：这是一个存量指标，在调控效果观察期，随着成交量萎缩，以及开发商库存量的积累，库存消化月数被动延长；相反，如果我们观察到该指标环比出现下降，则说明去库存速度加快，整体上的供求关系开始发生转变，以此为临界点，开发商新开工面积与新增固定资产投资将会增加，从而开启新一轮的生产周期。

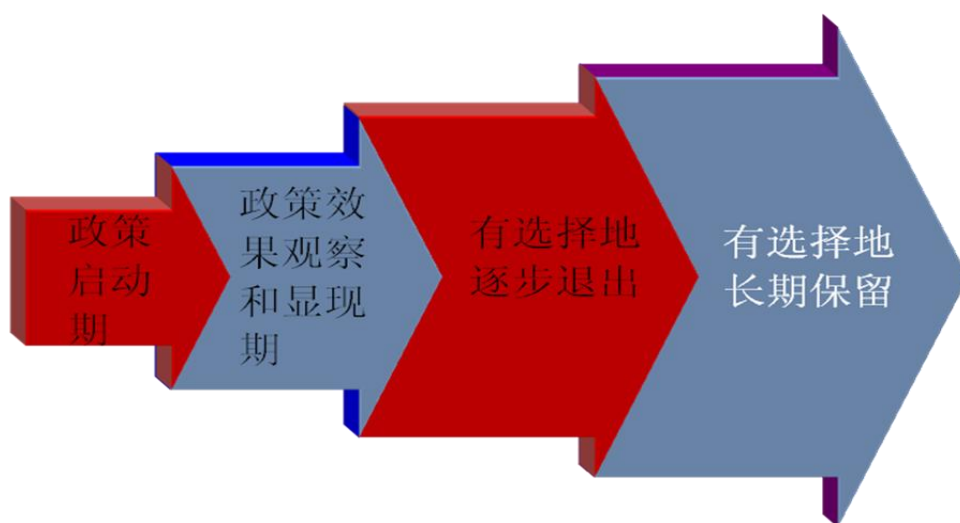
(3) 信贷与销售额同比相关性：以上两类指标都是基于供求与需求关系变化的量化指标，但是都不能用来衡量需求的上升是由投资还是由消费主导，为了区分需求结构，一个可以参照的指标是信贷与商品房销售额的相关性，如果两者仅保持相对微弱的相关性，则说明消费需求比重较大，相反，如果两者高度相关，则说明投资需求比重较大，如果两者相关由强变

弱，则说明投资需求主导正逐步转向消费需求主导。

五、从投资需求主导回归消费需求主导：转换完成后的大致图景

本轮调控是推动房地产市场从投资需求主导向消费需求主导转换的起点。短期政策目标在于扭转过于浓厚的投资需求，从而逐步回归正常的消费需求，中长期政策目标则在于避免投资需求再次“卷土重来，居于主导”，从而稳定商品房的价格形成预期，避免走向难以挽回的泡沫之路。基于此，我们大致判断，本轮调控在实现阶段性目标后，将从短期应急性政策逐步转向长期结构性政策，放松或退出将会是选择性的，不太可能完全退出。

图表 16 政策演变的可能图景



资料来源：华创证券

1、调控政策进一步演变的可能图景

(1) 有选择地逐步退出：在消费需求居于主导的情况下，首次置业需求和改善性需求在未来一段较长时间仍将是房地产市场相对稳定的基本消费需求，也是未来房地产市场稳定发展的支撑力量。特别是考虑到二、三线城市正处于城市化快速推进、住房需求不断升级的过程当中，如何释放这部分自住与改善性需求将会是一项中长期任务。而在本轮调控中所实施的差别化信贷政策客观上在打击投资性需求的同时，也提高了正常消费需求进入银行信贷的门槛与成本。因此，随着打击投资性需求的阶段性目标逐步实现，预计未来针对二、三套房，特别是二套房的首付比例和贷款利率将会出现动态调整。

(2) 有选择地长期保留：本轮调控一直坚持严厉打击投资性需求和扩大土地与房屋供给两条主线，随着投资性需求逐步得到抑制，未来最有可能长期保留的政策主要有两个：一是扩大土地供给，重点在于一方面继续通过提高土地保证金比例和清理土地增值税严厉打击土地囤积，挤出市场的土地存量，另一方面持续扩大土地新增供给总量，从而增加住宅和商业用地的有效供应，抑制房价上涨的预期，预计今年 18 万公顷的土地供给计划

将会逐步落实，并在未来几年持续增加土地供应。二是扩大保障性住房建设规模，逐步形成多层次的住宅供应体系。因此，今年 580 万套建设计划和地方政府问责机制的引入将会这种

长期政策的一个起点。

2、转换完成后，行业发展的空间将由“量”而非“价”的驱动

如果商品房的投资需求主导逐步转换到消费需求主导，那么，下一阶段行业发展的空间及增长点也将由消费品属性所产生的实质性需求所决定。

(1) 总体上，消费需求主导下的行业发展空间将由“量”而非“价”决定

如果房地产市场需求的主导因素由投资层面转化到消费层面，那么未来地产行业发展的驱动因素将由“量”而非“价”主导。大量保障房的建设也抑制了总体房价水平的大幅上涨，这意味着行业利润率的上升空间将取决于成交量的上升，而非价格的高涨。因此从开发商赢利模式看，过去那种依赖高地价、高房价的粗放式赢利模式将难以持续，试图从土地和房价的快速上涨中获取高利润将变得更加困难。

中长期来看，驱动“量”的最大因素仍然来源于持续的城市化进程所产生的实质性消费需求，这既包括保障房的建设，也包括商品住宅的建设：1996 年以来，中国每年几乎都有超过 1500 万的人口由农村流入城市。按照目前的进展速度，未来 10 年，中国的人口总量达到 14.5 亿左右，城市化率达到 55%左右，而 2009 年为 46.6%，这意味着从现在开始每年将有 1400 多万的人口迁入城市。这部分人口会在未来 10 里逐渐积累财富，并具备相应的购房能力。

(2) 结构上，行业发展的增“量”空间将来源于三大新增需求

一线城市郊区化进程带来对住宅的需求增量：目前，“北、上、广、深”的城市化率已经赶上甚至超过了发达国家。从国际经验看，这些一线城市将逐步进入郊区化阶段，未来将形成以其为中心的城市圈。目前北京和上海的城市人口密度分别接近 2000 和 3000 人每平方公里，这一规模与世界上的超大城市如香港和东京等相比仍然处于相当较低的水平，未来随着郊区化的逐步推进，这些城市中心的人口将不断向郊区分流，使得人口分布更为优化，同时也将提供潜在的住宅需求。

二、三线城市加速推进的城市化产生巨大的真实需求：整体上，尽管 2009 年中国的城市化率已接近 46.6%，但中国的城市化进程在区域之间以及各城市之间存在较大的差距，目前仍有 17 个省市的城市化率低于全国水平，甚至还有部分省市的城市化率尚不足 30%。从区域上看，东、中、西的城市化率分别为 56%、41%、38%，后两者均低于全国平均水平；从城市上看，中部代表性城市武汉的城市化率为 64%、西部代表性城市西安的城市化率为 47%，与上海相比分别存在 24 和 41 个百分点。因此未来中西部地区和二、三线城市将会面临更为广阔的城市化空间。这也将为房地产市场的提供相应的需求空间。

居住条件的标准提高以及家庭的小型化、农民工市民化将催生更大的改善性需求：按照住建部的规划，未来 10 年中国的人均居住面积将达到 35 平方米，而 2008 年这一数字为 28 左右。这意味着未来 10 年全国城市住宅的改善性需求会达到 42 亿平米，相当于每年新增 4.2 亿平米。如果考虑到 2020 年中国总体上的城市化将达到 55%左右，平均每年提高一个百分点，那么加上这部分新增城市人口，未来每年新增的真实住宅需求将在 8 亿平米左右。另外，家族的小型化与农民工的市民化，同样也会累积新的市场需求空间。

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801