

地产板块分析框架

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

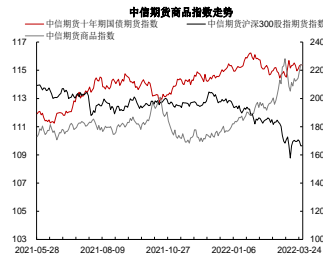
地产板块 ROE 与 PB 非简单的线性关系，业绩非主导因素，政策导向是核心变量。实践中，建议关注土地溢价率、首套房贷款利率、工业利润增速、M1 同比。

摘要：

地产的行业特征：1) 重资产/重资金行业。存货在资产中的占比达到 50%-60%，其中存货以土地/在建为主，地产盈利环境非常依赖于融资环境；2) “预售制”。期房销售占比 80%，预收款项占比显著高于其他行业；3) 集中度上移，Top10 销售额占比达到 25%。因 A 股大型房企多为国企，其信用环境优于民企，利于其扩张；4) 2016 年提出房住不炒以及棚改红利减弱之后，房企存货周转放缓。

地产板块的驱动逻辑：1) ROE 与 PB 非简单的线性关系，决定股价的核心变量来自于风险偏好而非利润增速；2) 逻辑上，土地购置领先预收款项，预收款项领先销售收入，由于采用预售制，销售收入以及利润是滞后指标，故非核心驱动因子；3) 影响风险偏好的核心因素是政策基调，一旦地产政策由紧转松，此后往往对应于地产超额收益时段；4) 鉴于政策主导超额，房价、钢价、土地溢价率一旦升至高位，后续地方调控频率会增多，反而会导致地产超额回撤。时序上，螺纹价格与地产超额收益显著负相关；5) 房贷利率、M1、信托融资增速是观察政策环境、融资环境的重要指标；6) 宏观层面，利润下行阶段，地产政策趋松概率较大，松绑地产是逆周期环境下的重要手段。

地产景气度编制：使用打分系统编制地产景气度指标。驱动信号为土地溢价率、首套房贷款利率、工业利润增速、M1 同比。历史上，景气度指标与地产/中证 800 具有一定的拟合度，使用景气度指标择时超额，2009 年之后可获取 44% 的超额。



权益策略团队

研究员：
姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

康遵禹
010-58135952
kangzunyu@citicsf.com
从业资格号 F03090802
投资咨询号 Z0016853

| 跟踪信号 | 指标 | 关联性 | 更新频率 |
|------|---------------|-----------------|------|
| 地方调控 | 百大城市平均土地溢价率 | 土地溢价率上行，地产景气度上行 | 月度 |
| 政策基调 | 首套房贷款平均利率 | 贷款利率下行，政策基调转松 | 月度 |
| 宏观环境 | 工业企业滚动12月利润增速 | 利润增速下行，政策基调转松 | 月度 |
| 融资环境 | M1同比年度变动 | M1同比上行，企业融资环境改善 | 月度 |

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

| | |
|-----------------------|----|
| 摘要: | 1 |
| 一、 地产开发商资产负债表 | 4 |
| 二、 行业驱动逻辑 | 9 |
| 三、 杜邦分析拆解地产 ROE | 18 |
| 四、 地产景气度构建 | 19 |
| 免责声明 | 22 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 营业收入集中在头部房企 | 4 |
| 图表 2: 大部分营业收入集中在住宅物业开发 | 4 |
| 图表 3: 一线、二线开发商存货、投资性房地产占比 (2020) | 4 |
| 图表 4: 龙头地产资产结构 | 5 |
| 图表 5: 龙头地产资产结构 | 5 |
| 图表 6: 龙头地产负债占比 | 5 |
| 图表 7: 龙头地产负债占比 | 5 |
| 图表 8: 房地产开发资金结构 | 6 |
| 图表 9: 三大现金流/营业收入 | 6 |
| 图表 10: 筹资现金流领先土地购置 | 6 |
| 图表 11: 经营活动现金流流入/流出结构 | 6 |
| 图表 12: 土地购置增速部分解释经营活动现金流出 | 6 |
| 图表 13: 销售面积增速可以解释经营活动现金流入 | 6 |
| 图表 14: 不同阶段对应的开发资金 | 7 |
| 图表 15: 期房销售占比 | 7 |
| 图表 16: 行业集中度 | 7 |
| 图表 17: 万科 A 存货结构 | 8 |
| 图表 18: 保利营业收入与销售额 (滚动 1 年增速) | 8 |
| 图表 19: 剔除预收款项合同负债的资产负债率 | 8 |
| 图表 20: (有息负债-货币资金)/合并权益 | 8 |
| 图表 21: 短期有息负债/货币资金 | 8 |
| 图表 22: 存货周转率 | 8 |
| 图表 23: 土地购置与新开工 | 9 |
| 图表 24: 新开工与销售 | 9 |
| 图表 25: 土地购置与竣工 | 9 |
| 图表 26: 12 月各项数据占比 | 9 |
| 图表 27: 保利销售额与新增土地总价 | 10 |
| 图表 28: 保利预收款项合同负债与营业收入 | 10 |
| 图表 29: 保利销售额与预收款项合同负债 | 10 |

中信期货权益策略专题报告

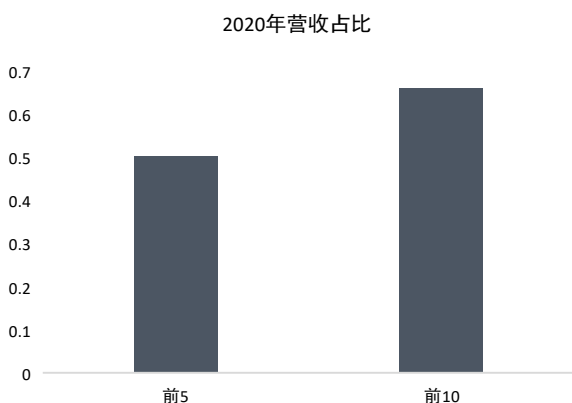
| | |
|--|----|
| 图表 30: 保利存货与销售额 | 10 |
| 图表 31: 土地购置增速与货币资金增速 | 11 |
| 图表 32: 土地购置增速与信托融资增速 | 11 |
| 图表 33: 房贷利率与房地产相对中证 800 超额收益 | 11 |
| 图表 34: 房贷利率与 M1 的负数 | 12 |
| 图表 35: 房贷利率与筹资现金流/营业收入 | 12 |
| 图表 36: 举牌/增持与房地产相对中证 800 超额收益 | 13 |
| 图表 37: 政策基调与房地产相对中证 800 超额收益 | 14 |
| 图表 38: 地产融资政策 | 15 |
| 图表 39: 地产相对中证 800 超额与政策加码次数 | 16 |
| 图表 40: 地产相对中证 800 超额与政策加码次数 | 16 |
| 图表 41: 土地溢价率均值 (2016-2021) | 16 |
| 图表 42: 地产超额收益均值 (2016-2021) | 16 |
| 图表 43: 工业企业滚动 12 月利润增速与地产/中证 800 | 17 |
| 图表 44: 螺纹钢期货与地产/中证 800 | 17 |
| 图表 45: 房价同比与螺纹同比 | 17 |
| 图表 46: 保利陆股通持仓占比与中信地产 | 18 |
| 图表 47: 龙头地产 ROE 与 PB | 18 |
| 图表 48: ROE | 19 |
| 图表 49: 权益乘数 | 19 |
| 图表 50: 总资产周转率 | 19 |
| 图表 51: 销售净利率 | 19 |
| 图表 52: 地产跟踪信号 | 19 |
| 图表 53: 部分指标与地产/中证 800 的相关系数 | 20 |
| 图表 54: 地产景气度与地产/中证 800 | 20 |
| 图表 55: 地产景气度与龙头地产净利润增速 | 20 |
| 图表 56: 地产超额收益择时 | 21 |

一、地产开发商资产负债表

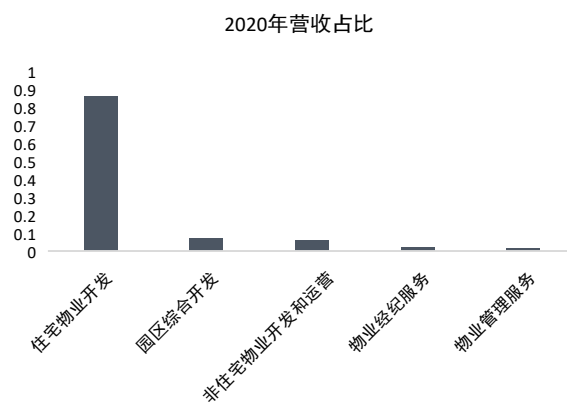
1. 地产板块集中度较高

统计地产板块 2020 年营业收入，整体呈现以下特征：1) 营业收入最大的 5 家房企分别为碧桂园、中国恒大、万科、融创中国、保利发展，其中有 3 家在港股上市；2) A 股房企营业收入集中度较高，前 5 占比达到 50%；3) 营业收入集中在住宅物业开发，占比超 80%。其中住宅开发与商业地产的差异主要体现在存货、投资性房地产占比的差异，如大悦城投资性房地产占比高，归类商业地产，保利存货占比高，归类住宅开发；4) 一线开发商多为国企，二线开发商多为民企。鉴于地产集中度高的特征，下文仅研究 A 股一线开发商与二线开发商（万科、保利、招商蛇口、新城、金地、绿地、金科、荣盛、中南、滨江、首开、华夏幸福、阳光城）。

图表 1： 营业收入集中在头部房企



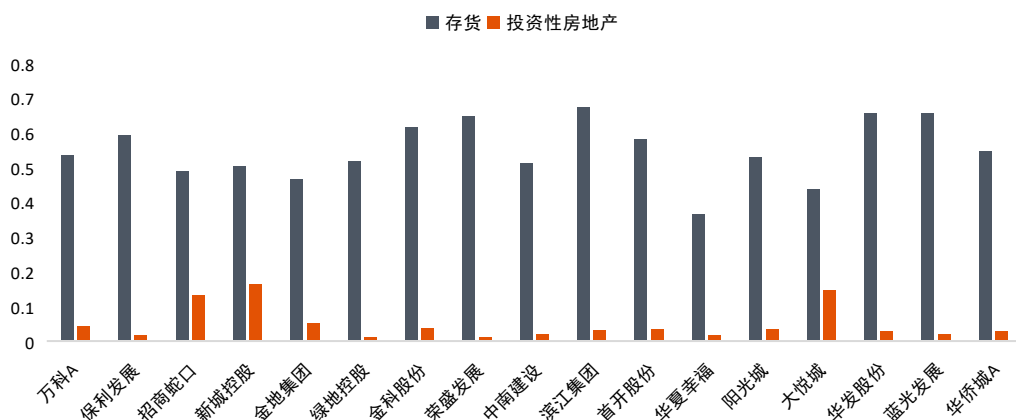
图表 2： 大部分营业收入集中在住宅物业开发



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 3： 一线、二线开发商存货、投资性房地产占比（2020）



资料来源：Wind 中信期货研究所

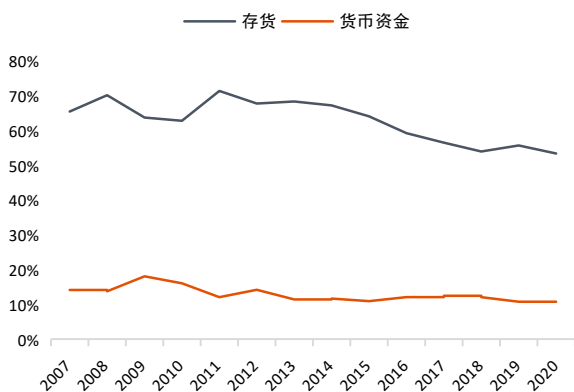
2. 龙头地产资产结构

龙头地产资产结构如下：1) 存货占比 50%-60%，土地、在建为主；2) 其他应收款占比 10%-12%；3) 货币资金占比 10%-12%；4) 长期股权投资占比 3%-5%；5) 投资

中信期货权益策略专题报告

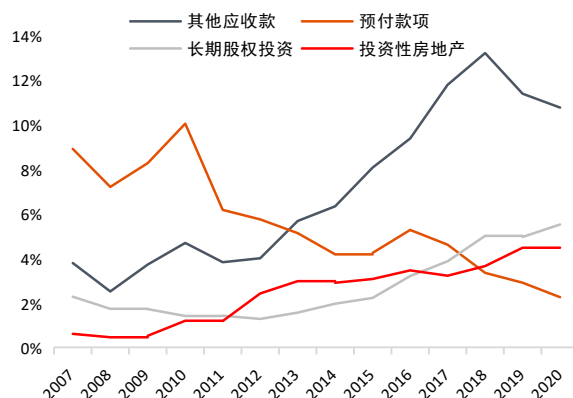
性房地产占比 3%-5%；6) 预付款项占比 2%-5%。其他应收款科目占比提升，主要是营
收联营/合营企业款、合作方往来款所贡献，近年房企共同拿地、共同开发增多。

图表 4： 龙头地产资产结构



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5： 龙头地产资产结构

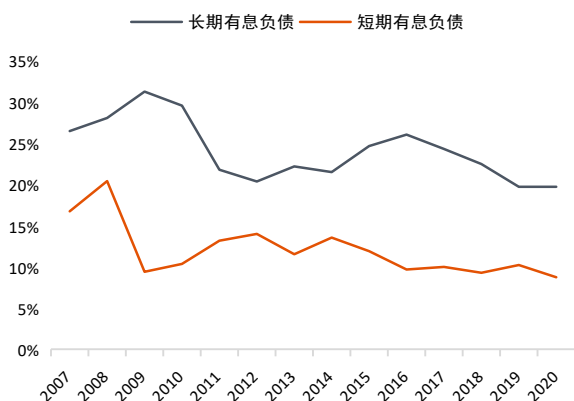


资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 负债结构

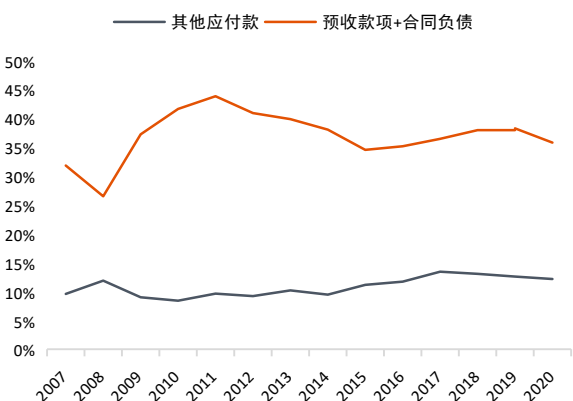
龙头地产负债结构如下：1) 短期有息负债占比 8%-10%；2) 长期有息负债占比
20%-25%；3) 预收款项+合同负债占比 35%-40%；4) 其他应付款占比 12%-14%。近年，
地产开发商有息负债占比下降，预收款、销售回款在地产开发资金中的占比不断提升。

图表 6： 龙头地产负债占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 龙头地产负债占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

4. 现金流量表/融资结构

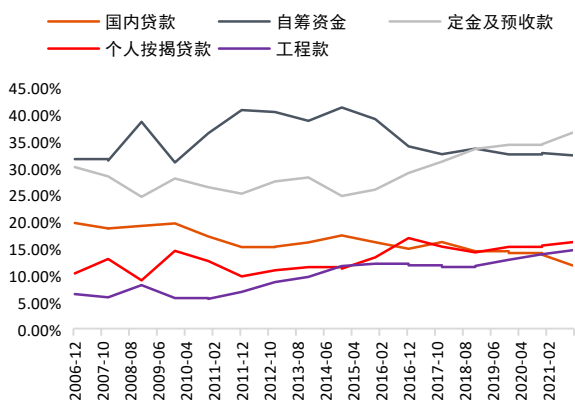
融资结构：1) 自筹资金、定金及预收款为主，占比 2/3；2) 销售回款（预收款、
个人按揭）、工程款占比近年扩大；3) 各项应付款主要融资渠道为资产证券化（ABS）。

三大现金流：1) 筹资现金流/营业收入领先于土地购置；2) 经营现金流=经营活
动现金流入小计-经营活动现金流出小计，其中销售商品、提供劳务收到的现金在经
营活动现金流入小计中占比约 70%，销售商品、提供劳务收到的现金在经营活动现金
流入小计中占比约 60%；3) 销售商品、提供劳务收到的现金/经营活动现金流入小计

中信期货权益策略专题报告

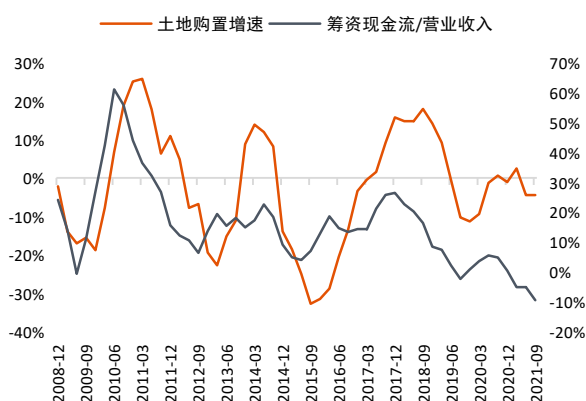
与销售面积增速密切关联，购买商品、接受劳务支付的现金/经营活动现金流出小计与土地购置增速弱关联，近年关联性减弱；4) 经营现金流/营业收入大致反映土地销售-土地购置的情况。

图表 8： 房地产开发资金结构



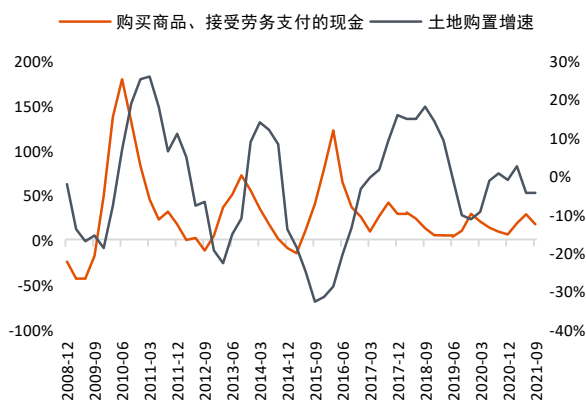
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10： 筹资现金流领先土地购置



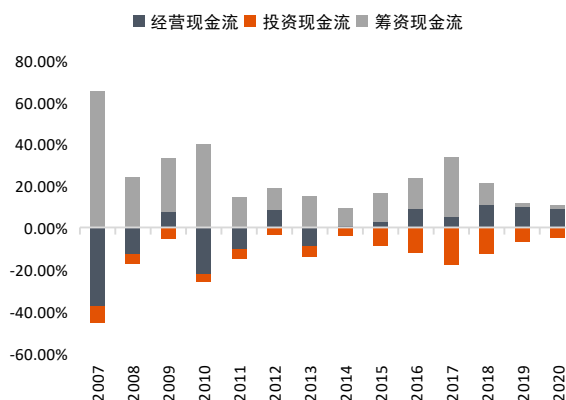
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12： 土地购置增速部分解释经营活动现金流出



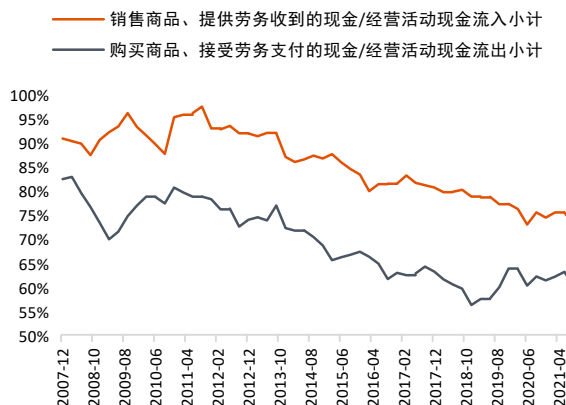
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 9： 三大现金流/营业收入



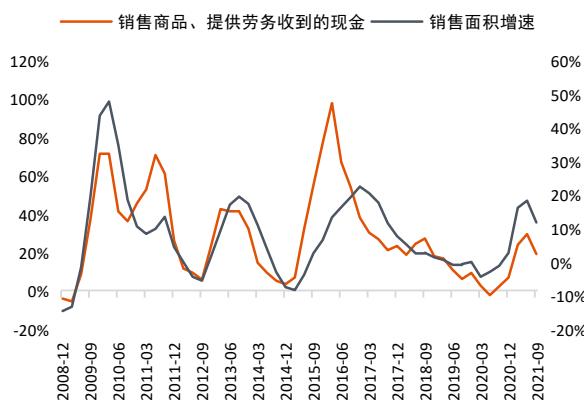
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11： 经营活动现金流入/流出结构



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13： 销售面积增速可以解释经营活动现金流入



资料来源：Wind 中信期货研究所

中信期货权益策略专题报告

图表 14：不同阶段对应的开发资金

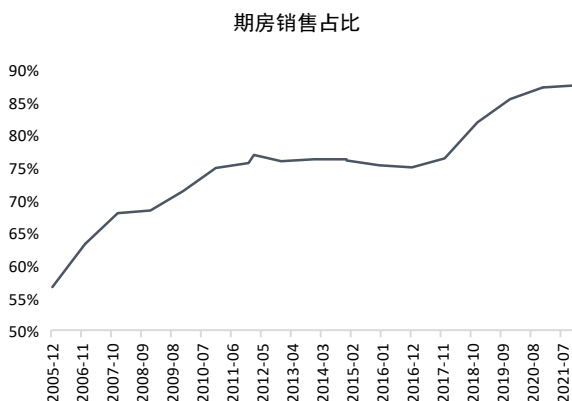
| | 资金来源（一级） | 资金来源（二级） | 涉及主要融资渠道 | 开发阶段 |
|-------|----------|--|--|-------|
| 国内贷款 | 银行贷款 | 银行开发贷、并购贷、经营性物业贷、流动资金贷、租赁住房贷、棚户区改造贷款 | 银行贷款-开发贷、银行贷款-并购贷、非标融资-委托贷款 | 施工 |
| | 非银贷款 | 城市信用社、农村信用社、保险公司、金融信托投资公司、证券公司、财务公司、金融租赁公司、融资公司(中心)等贷款 | 非标融资-信托 | 拿地/施工 |
| 利用外资 | 对外借款 | 外国政府贷款、国际金融组织贷款、出口信贷、外国银行商业贷款、对外发行债券和股票 | 境外 IPO、海外债、海外银团贷款 | - |
| | 外商直接投资 | 外商独资企业、中外合资经营企业等的投资 | | - |
| | 外商其他投资 | 补偿贸易、加工装配由外商提供的设备价款、国际租赁，外商投资收益的再投资资金 | | - |
| 自筹资金 | 自有资金 | 企业折旧资金、未分配利润、企业盈余公积金、发行股票筹集的资金等 | 信用债、资产证券化、信托、私募基金等投入的股权资金或明股实债的资金、民间借贷 | 拿地 |
| | 股东投入资金 | 从股东处融入的资金，股东资金来源非金融机构贷款、各级财政资金及外资 | | - |
| | 借入资金 | 从其他单位(不包括股东)筹集的资金，非财政资金贷款和外资 | | - |
| 其他资金 | 定金及预收款 | 销售回款 | | 预售 |
| | 个人按揭贷款 | 销售回款 | | 预售 |
| | 其他到位资金 | 社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金 | | - |
| 各项应付款 | 工程款 | 应付未付给施工单位的工程投资款 | 资产证券化-供应链ABS | 施工/竣工 |
| | 其他应付款 | 应付器材款、应付工资、其他应付款，应交税金等非工程款外的应付款项 | | 施工/竣工 |

资料来源：Wind 中信期货研究所

5. 行业特征总结

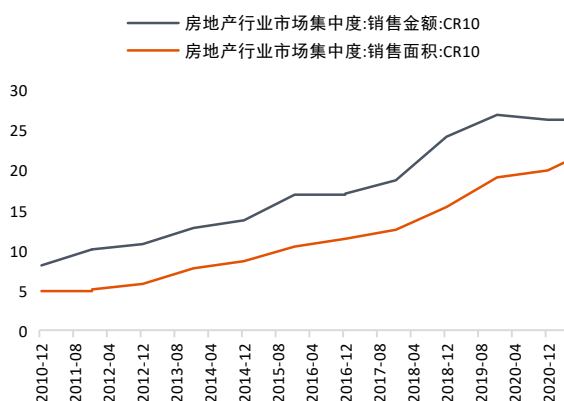
行业特征：1) 重资产/重资金行业。存货主要是土地/在建，万科 70%存货集中在存货（在产品），存货跌价是其潜在风险；2) “预售制”。期房销售占比 80%，预收款项占比显著高于其他行业，保利地产销售金额领先其销售收入；3) 行业集中度上移，Top10 销售额占比达到 25%，但上行斜率放缓。

图表 15：期房销售占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

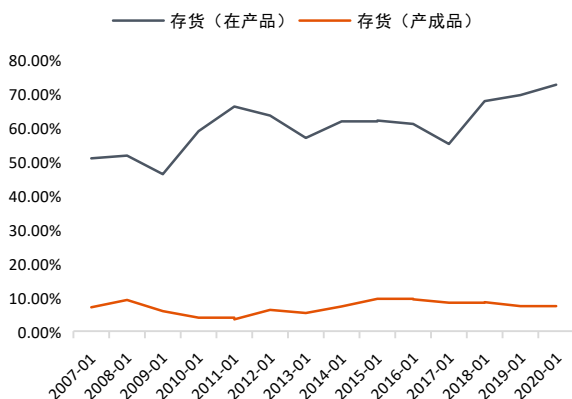
图表 16：行业集中度



资料来源：Wind 中信期货研究所

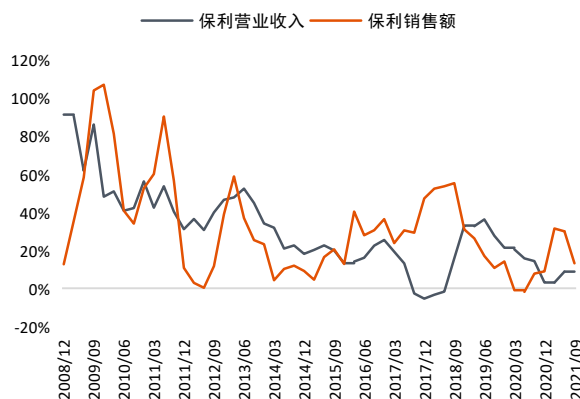
中信期货权益策略专题报告

图表 17: 万科 A 存货结构



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 18: 保利营业收入与销售额 (滚动 1 年增速)



资料来源: Wind 中信期货研究所

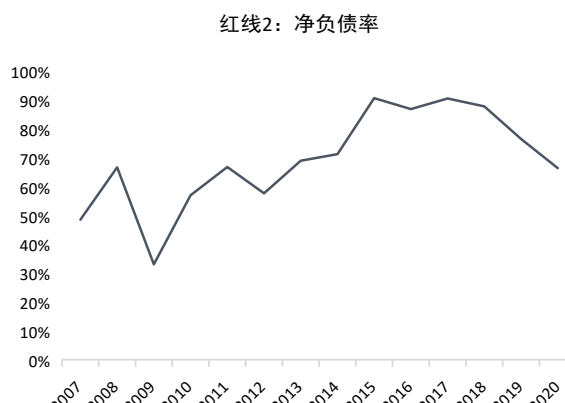
盈利模式: 依赖于存货高周转以及房价抬升。2015 年、2016 年存货周转率见顶 (2016 提出房住不炒&棚改红利减弱), 其后开放商去杠杆, 2017 年净负债率见顶, 2018 年资产负债率、现金短债比见顶。2015 年之后, 房地产指数持续跑输中证 800。

图表 19: 剔除预收款项合同负债的资产负债率



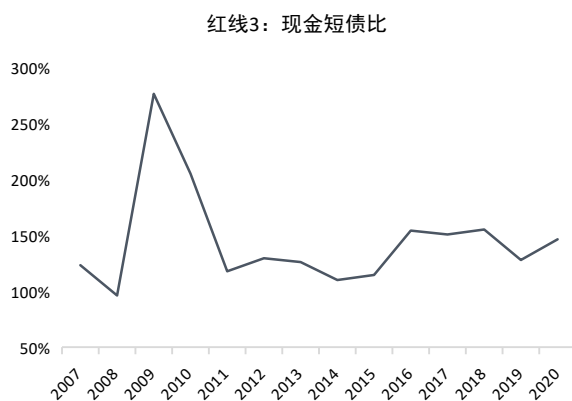
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 20: (有息负债-货币资金)/合并权益



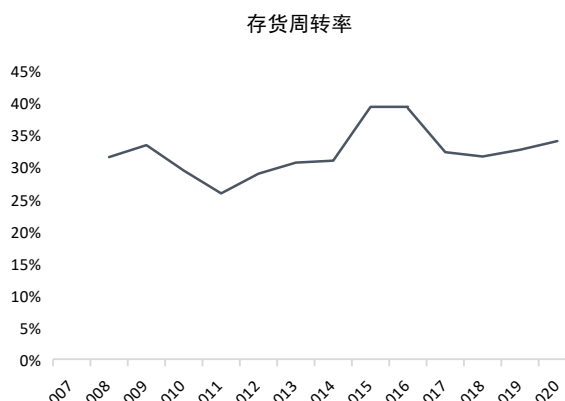
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 21: 短期有息负债/货币资金



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 22: 存货周转率



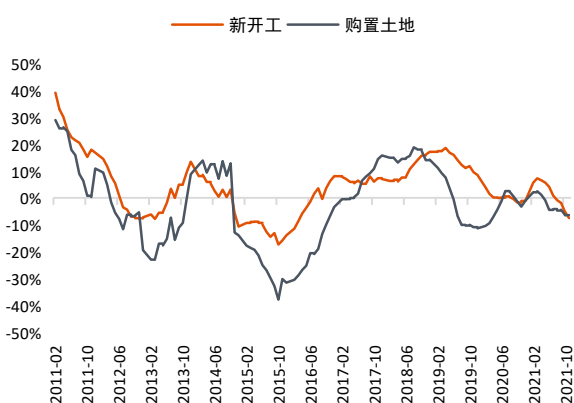
资料来源: Wind 中信期货研究所

二、行业驱动逻辑

(一) 业绩：营业收入拟合

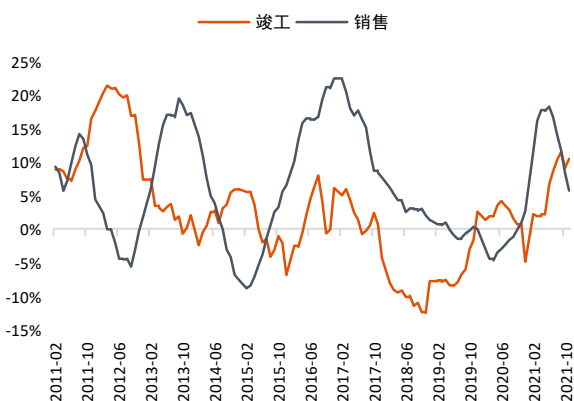
拟合营业收入的一种自然思路是根据行业的传导路径寻找领先、同步指标。逻辑上，土地购置领先新开工面积 6 月-9 月，新开工领先销售面积 6 月-9 月，土地购置领先竣工面积 30 月至 50 月。但近些年，无论是土地购置与新开工还是新开工与销售，统计局数据的领先滞后性弱化，这可能与数据延后申报有关。从数据来看，12 月土地购置、竣工面积占比显著高于 10 月以及 11 月。

图表 23：土地购置与新开工



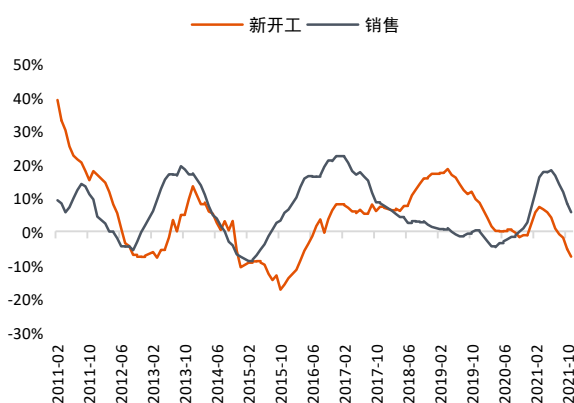
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：土地购置与竣工



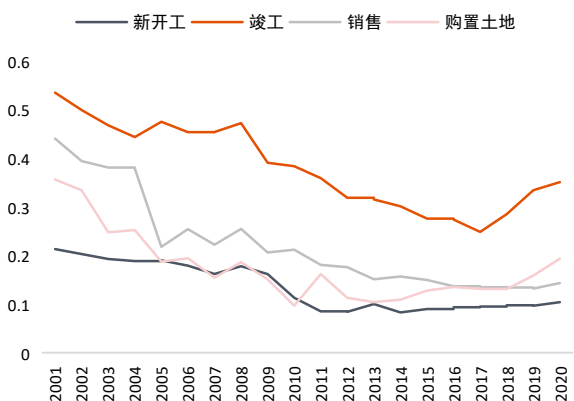
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 24：新开工与销售



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：12 月各项数据占比

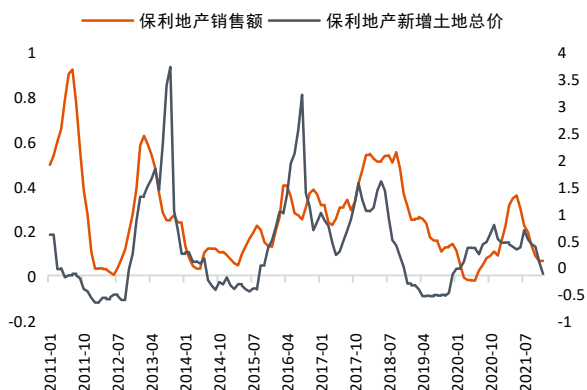


资料来源：Wind 中信期货研究所

而龙头地产股的领先滞后性更为显著，统计保利地产各项数据滚动 12 月增速，我们发现以下规律：1) 预售制下，合同负债与预收款项增速领先营业收入增速；2) 合同负债与预收款项增速与销售增速同步；3) 新增土地总价增速（土地购置）领先销售增速。逻辑上，土地购置的确是领先业绩指标。

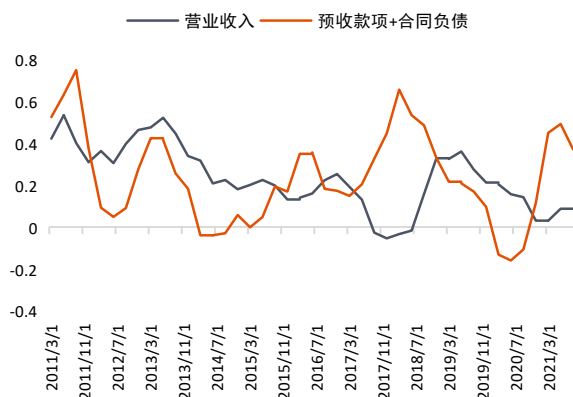
中信期货权益策略专题报告

图表 27：保利销售额与新增土地总价



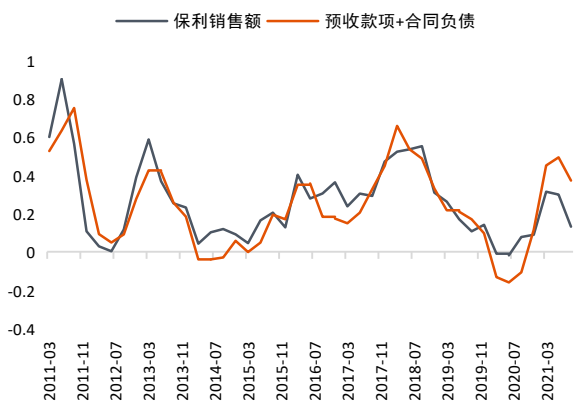
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 28：保利预收款项合同负债与营业收入



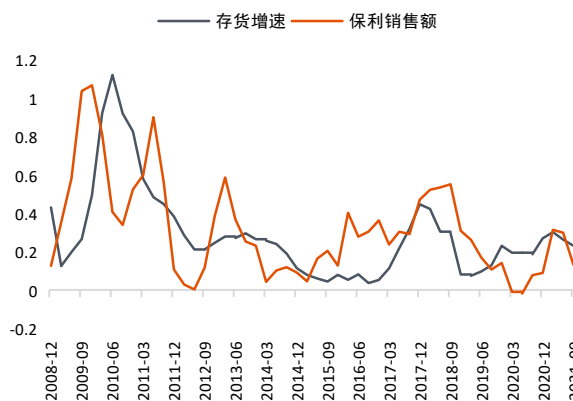
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 29：保利销售额与预收款项合同负债



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：保利存货与销售额

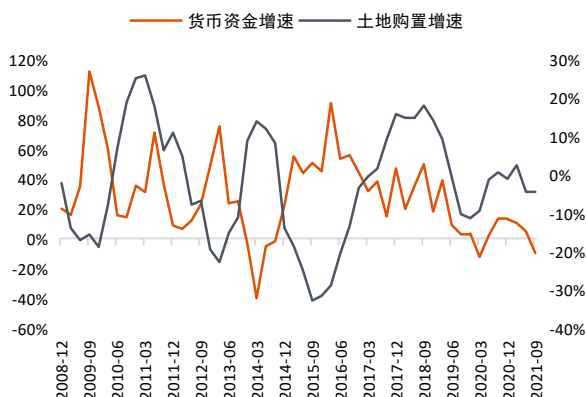


资料来源：Wind 中信期货研究所

另外土地购置也有一些同步指标：1) 货币资金增速。2017 年之前，货币资金增速与土地购置增速呈现显著负相关，但在 2017 年之后两者呈现正相关。背后逻辑可能是，2017 年之前，开发商以融资扩张模式为主，货币资金体量偏低意味着土地购置需求较大，但在 2017 年之后，只有资金充裕的开发商才有资金进行土地购置，故联动性由负转正；2) 信托融资增速。逻辑上，拿地资金主要来源于自有资金与信托融资，一旦信托融资增速出现拐点，意味着开发贷融资环境改善。

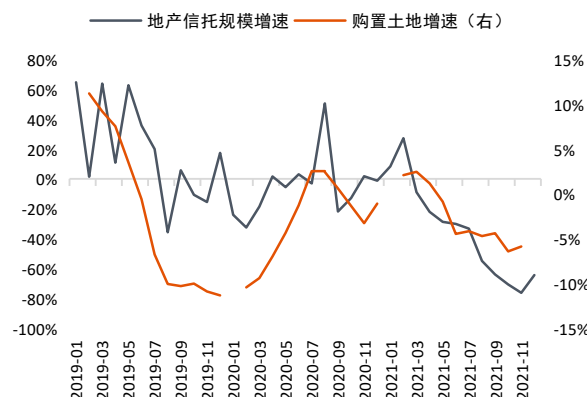
中信期货权益策略专题报告

图表 31：土地购置增速与货币资金增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 32：土地购置增速与信托融资增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 房贷利率/首套房贷款平均利率

2008 年之后市场历经四轮房贷利率（代指个人住房贷款平均利率）降息周期，其中 75%的情形下房地产指数相对中证 800 具有超额收益，利率下行多为正向信号。

而唯一的一次例外发生在 201812-202012，期间地产超额为负的主要原因是与房贷利率下行与政策收紧信号同时出现：1) 2019Q2，个人住房贷款利率下调 15bp，但在此期间，政策对地价波动较大的城市进行预警，地产收紧预期升温；2) 2020Q3 至 2020Q4，个人住房贷款利率下调 8bp，但伴随三道红线发布，信托受到窗口指导，实际融资环境趋紧。

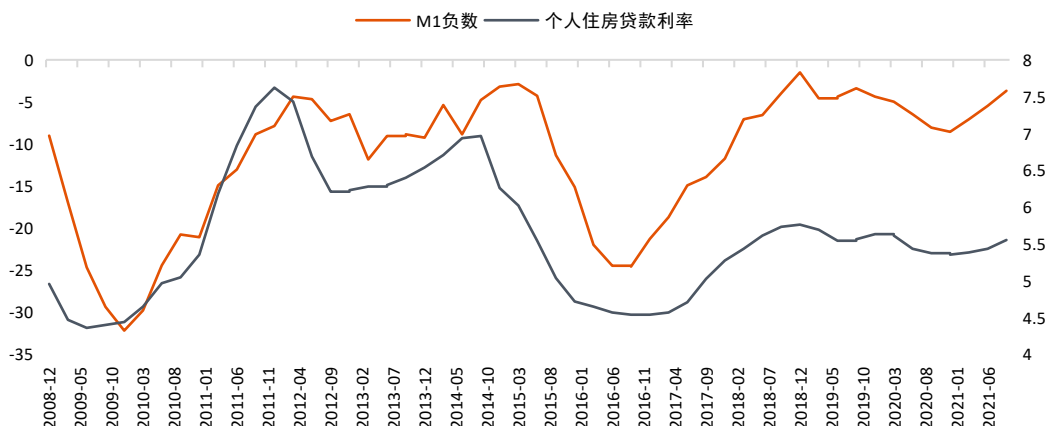
图表 33：房贷利率与房地产相对中证 800 超额收益

| | 个人住房贷款 | 超额收益 | 房地产 | 万科 | 保利 |
|---------------|--------|------|------|------|------|
| 200812-200906 | 降息 | 51% | 126% | 99% | 153% |
| 200906-201112 | 加息 | -19% | -40% | -40% | -38% |
| 201112-201209 | 降息 | 12% | -35% | -31% | -19% |
| 201209-201409 | 加息 | 19% | 37% | 17% | -18% |
| 201409-201609 | 降息 | 53% | 85% | 207% | 83% |
| 201609-201812 | 加息 | -13% | -29% | -2% | 31% |
| 201812-202012 | 降息 | -54% | 14% | 30% | 47% |

资料来源：Wind 中信期货研究所

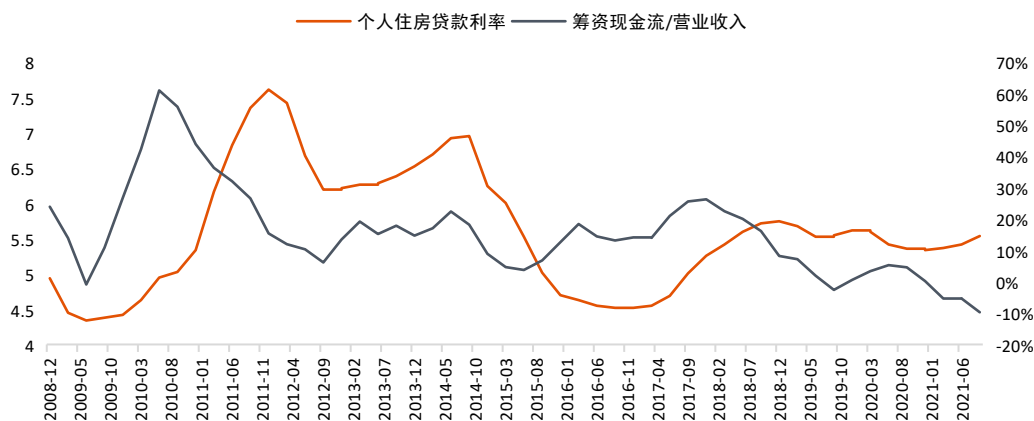
与此同时，M1 能够描述房贷利率的边际趋势。路径上，若地产政策趋紧，房贷利率易升难降，伴随融资环境恶化，开发商筹资现金流/营业收入下降，影响土地购置增速的同时，企业资金活性恶化，M1 中枢下降。于是，可考虑使用 M1 的一致预期预判房贷利率的趋势变化。

图表 34：房贷利率与 M1 的负数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 35：房贷利率与筹资现金流/营业收入



资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 风险偏好：机构持仓

历史上，险资举牌也是地产股启动的重要催化因素。代表行情为 2014Q3-2015Q2，期间生命、安邦先后增持龙头地产，险资举牌迅速点燃市场情绪，期间地产股具有超额收益。但在 2016 年之后，机构开始关注 ROE 因子所带来的超额收益，地产股持续被减持，机构定价属性减弱。

图表 36：举牌/增持与房地产相对中证 800 超额收益

| | 中证800 | 中信地产 | 中信地产相对收益 | 个人住房贷款利率变化 | 举牌/增持 |
|--------|---------|---------|----------|------------|-----------------------------------|
| 2012Q3 | -7.08% | -10.10% | -3.02% | -0.48 | 安邦进入金地十大股东，龙湖配售 |
| 2012Q4 | 8.18% | 23.00% | 14.82% | 0.02 | 安邦成为金地第二大股东 |
| 2013Q4 | -2.72% | -7.80% | -5.08% | 0.14 | 安邦举牌金地 |
| 2014Q1 | -5.77% | 1.30% | 7.07% | 0.17 | 生命人寿增持金地，安邦开始买入金融街，恒大回购 |
| 2014Q2 | 1.24% | 0.00% | -1.24% | 0.23 | 生命、安邦增持金地。安邦举牌金融街 |
| 2014Q3 | 16.52% | 24.20% | 7.68% | 0.03 | 恒大回购，万科金鹏计划增持，生命、安邦增持金地，碧桂园供股 |
| 2014Q4 | 33.39% | 41.50% | 8.11% | -0.71 | 安邦继续增持金地，金融街，中交宣布入股绿城中国，龙湖控股股东增持 |
| 2015Q1 | 19.99% | 25.20% | 5.21% | -0.24 | 前海开始增持万科，金鹏计划继续增持万科 |
| 2015Q2 | 13.95% | 23.30% | 9.35% | -0.48 | 平安投资碧桂园，新华通过增发入股中国金茂 |
| 2015Q3 | -29.23% | -31.00% | -1.77% | -0.51 | 万科开始回购股份。前海开始大规模增持万科，举牌 |
| 2015Q4 | 18.76% | 45.80% | 27.04% | -0.32 | 前海、安邦大规模增持万科，安邦进入保利地产十大股东。恒大大规模回购 |
| 2016Q2 | -1.55% | -3.60% | -2.05% | -0.08 | 碧桂园继续回购，泰康参与增发成为保利地产战略股东 |
| 2016Q3 | 3.21% | 11.90% | 8.69% | -0.03 | 碧桂园继续回购，恒大开始增持万科 |
| 2016Q4 | 0.91% | -3.00% | -3.91% | 0 | 碧桂园继续回购，恒大增持万科 |

资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）风险偏好：政策基调

政策基调是决定地产超额收益最为核心的变量。下图展示了各个季度的政策基调（红色偏松、黑色中性、绿色偏紧）以及地产板块的超额收益（灰色代表具有超额的时间段）。数据显示，一旦政策基调由紧转松，此后大致对应于地产获取超额的时间段。

中信期货权益策略专题报告

图表 37：政策基调与房地产相对中证 800 超额收益

| 时间 | 中信地产 | 超额收益 | 时间 | 中信地产 | 超额收益 | 时间 | 中信地产 | 超额收益 | 时间 | 中信地产 | 超额收益 |
|------------------------------|---------|---------|-----------------------|---------|---------|--------------------------------|---------|--------|----------------------------|---------|---------|
| 2007Q1 | 31.30% | -12.32% | 2007Q2 | 58.60% | 26.43% | 2007Q3 | 42.80% | -4.00% | 2007Q4 | -11.10% | -6.96% |
| 加息、提准，保持房地产合理投资规模 | | | 加息、提准 | | | 加息、提准，对“二套房”提高首付和按揭比例 | | | 加息、提准，以家庭为单位认定房贷数 | | |
| 2008Q1 | -14.60% | 12.26% | 2008Q2 | -43.30% | -16.02% | 2008Q3 | -22.30% | -1.75% | 2008Q4 | -6.70% | 10.36% |
| 提准，打击囤地 | | | 提准，重新评估房地产企业的资质及其贷款风险 | | | 降准、降息 | | | 降准、降息，下调住房贷款利率和首付比例。 | | |
| 2009Q1 | 56.00% | 15.51% | 2009Q2 | 44.90% | 20.36% | 2009Q3 | -13.80% | -9.43% | 2009Q4 | 12.60% | -9.10% |
| 稳定房地产市场信心和预期，税收、信贷等全方位支持住房需求 | | | 降低房地产开发项目最低资本金要求 | | | 防范信贷资金进入股市和房地产市场 | | | 国四条，提高拿地首付 | | |
| 2010Q1 | -2.40% | 1.14% | 2010Q2 | -31.70% | -8.42% | 2010Q3 | 16.00% | -1.73% | 2010Q4 | 0.40% | -5.98% |
| 提准，国十一条，限贷，二套首付比例不低于40% | | | 提准，国十条 | | | 暂停发放第三套及以上住房贷款，首付比例调整到30%及以上 | | | 提准、加息，城市限购 | | |
| 2011Q1 | 9.30% | 6.74% | 2011Q2 | -3.20% | 3.12% | 2011Q3 | -17.50% | -2.15% | 2011Q4 | -9.40% | 1.31% |
| 提准、加息，新国八条 | | | 加息，北京房价稳中有降目标 | | | 加息，房价上涨过快的二三线城市也采取必要限购措施 | | | 降准，坚持房地产调控政策不动摇 | | |
| 2012Q1 | 12.00% | 7.36% | 2012Q2 | 9.00% | 8.41% | 2012Q3 | -10.13% | -3.05% | 2012Q4 | 23.00% | 14.82% |
| 降准、降息，多城市公积金政策松绑 | | | 降准、降息，多城市公积金政策松绑 | | | 降息，首套利率下降至 85 折 | | | 多城市公积金政策松绑 | | |
| 2013Q1 | -7.30% | -7.63% | 2013Q2 | -5.00% | 5.46% | 2013Q3 | 8.80% | -3.19% | 2013Q4 | -7.80% | -5.08% |
| 国五条，年度新建住房价格控制目标 | | | 没有执行20%的交易差价征收个税的政策 | | | 整体从紧，因城施策初露端倪 | | | 二线城市出台相关措施，调控升级 | | |
| 2014Q1 | 1.30% | 7.07% | 2014Q2 | 0.00% | -1.24% | 2014Q3 | 24.20% | 7.68% | 2014Q4 | 41.50% | 8.11% |
| 地方提高二套首付比例要求，限制个贷使用 | | | 强调满足首套自住贷款需求，合理确定利率水平 | | | 提出千方百计去库存，部分城市取消限购，放松按揭 | | | 降息，部分城市松绑限购 | | |
| 2015Q1 | 25.20% | 5.21% | 2015Q2 | 23.30% | 9.35% | 2015Q3 | -31.00% | -1.77% | 2015Q4 | 45.80% | 27.04% |
| 降准、降息，下调首付比例要求，棚改货币化比例快速上升 | | | 降准、降息 | | | 降准、降息，放宽按揭和公积金支持力度 | | | 降准、降息，强调化解房地产库存 | | |
| 2016Q1 | -22.20% | -6.79% | 2016Q2 | -3.60% | -2.05% | 2016Q3 | 11.90% | 8.69% | 2016Q4 | -3.00% | -3.91% |
| 部分城市适度调高购房门槛 | | | 因城施策，有新增限购城市 | | | 核心城市要求收紧按揭，但低线城市继续推进去库存 | | | 房住不炒，部分城市限购开始升级 | | |
| 2017Q1 | -2.00% | -5.75% | 2017Q2 | 1.60% | -1.48% | 2017Q3 | 1.50% | -3.95% | 2017Q4 | 0.00% | -2.12% |
| 遏制热点城市房价过快上涨，部分城市收紧按揭 | | | 限售政策，境内债券市场的融资门槛开始提高 | | | 深化限售等政策 | | | 强调长效机制建设，严厉打击购房首付融资 | | |
| 2018Q1 | -1.50% | 1.49% | 2018Q2 | -16.90% | -5.71% | 2018Q3 | -6.20% | -2.66% | 2018Q4 | -5.28% | 7.34% |
| 房住不炒，地方收紧 | | | 限售限购，强化限贷，房地产调控不动摇不放松 | | | 坚决遏制房价上涨，约谈一些房价上涨过快的城市 | | | 部分城市放松限价，下调房贷利率上浮比例 | | |
| 2019Q1 | 31.75% | 2.04% | 2019Q2 | -9.30% | -5.70% | 2019Q3 | -5.28% | -5.01% | 2019Q4 | 11.45% | 4.24% |
| 防止房市大起大落，多城调降人才落户门槛 | | | 重申房住不炒，对地价波动幅度较大的城市预警 | | | 不将房地产作为短期刺激经济的手段，放松人才购房门槛 | | | 房住不炒，因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效机制 | | |
| 2020Q1 | -14.05% | -5.40% | 2020Q2 | 6.42% | -7.38% | 2020Q3 | 5.55% | -3.47% | 2020Q4 | -6.25% | -17.24% |
| 保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性 | | | 限价盘频现“万人摇” | | | 住建部直指市场过热问题，设置三道红线 | | | 多家信托收到窗口指导 | | |
| 2021Q1 | -2.47% | 0.36% | 2021Q2 | -7.59% | -12.27% | 2021Q3 | 0.74% | 5.10% | 2021Q4 | -0.48% | -2.49% |
| 住建部发文对22个重点城市实施土地供应两集中 | | | 防止以学区房等名义炒作房价 | | | 被纳入“三道红线”试点的房企，已被监管部门要求买地金额不得超 | | | 招商蛇口发行债务融资工具，1年期LPR下调5个基点 | | |

资料来源：Wind 中信期货研究所

(五) 风险偏好:融资政策

2017 年之后，政策收紧频率提升，代表性政策包括并购贷款、限制银行信托土地出让金融、银行贷款占比上限，此后随着资产周转率的边际下移，中信地产持续跑输中证 800。

中信期货权益策略专题报告

图表 38：地产融资政策

| | 政策 | 时间 | 内容 |
|-------|----------------------------|---|---|
| 土地购置 | 供地两集中 | Feb-21 | 北上广深加18个二线城市，集中供地不超过三次 |
| 融投资金 | 开发贷432 | Jun-03 | 4：土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证；3：自有资金（指所有者权益）≥开发项目总投资的30%。2：申请贷款的房地产开发企业或其控股股东资质应不低于国家建设行政主管部门核发的二级房地产开发资质。 |
| | 银监发〔2009〕25号文 | Jul-09 | 申请贷款的房地产开发项目资本金比例应不低于35%，严禁信托公司以商品房预售回购的方式变相发放房地产贷款 |
| | 银监办发〔2010〕54号文 | Feb-10 | 信托公司以结构化方式设计房地产集合资金信托计划的，其优先和劣后收益权配比比例不得高于3：1，信托资金不得发放土地储备贷款 |
| | 银监发〔2015〕5号 | Mar-15 | 并购贷款期限一般不超过7年，通常不超过5年，以3-5年居多。并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于60%，商业银行全部并购贷款余额占同期本行一级资本净额的比例不超过50% |
| | 财综〔2016〕4号文 | Feb-16 | 各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款 |
| | 《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》 | Oct-16 | 房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地 |
| | 《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》 | Nov-16 | 严格限制房地产开发企业发行企业债券融资，用于商业性房地产项目 |
| | 银监发〔2017〕6号文 | Apr-17 | 严厉打击“首付贷”等行为，各级监管机构要重点关注房地产融资占比高、贷款质量波动大的银行业金融机构，以及房地产信托业务增量较大、占比较高的信托公司 |
| | 银监发〔2018〕4号文 | Jan-18 | 重点整治表内外资金直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资、向“四证”不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资 |
| | 并购贷款432要求 | Feb-18 | 并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购，应按照穿透原则管理，拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的25%以上 |
| | 发改外资〔2018〕706号文 | May-18 | 房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺 |
| | 银保监会23号文 | May-19 | 限制银行、信托提供土地出让金融资。房地产领域重点治理以下事项：表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发 |
| | 发改办外资〔2019〕778号文 | Jul-19 | 房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务 |
| 贷款集中度 | Dec-20 | 中资大型银行、中型银行、小型银行、非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行房地产贷款占比上限分别为40%、27.5%、22.5%、22.5%、17.5%、12.5%，个人住房贷款占比上限分别为32.5%、20%、17.5%、17.5%、12.5%、7.5%；2020年12月末，银行业金融机构房地产贷款占比、个人住房贷款占比超出管理要求，超出2个百分点以内的，业务调整过渡期为2年；超出2个百分点及以上的，业务调整过渡期为4年。 | |
| 监控指标 | 商票监测 | Jun-21 | 央行将试点房企的商票数据纳入监控，每月上报 |
| | 三道红线 | Aug-20 | 剔除预收款后的资产负债率>70%；净负债率>100%；现金短债比<1倍 |
| | 经营性现金流 | Aug-20 | 近三年经营性现金流是否连续为负纳入监测指标 |
| | 拿地销售比 | Aug-20 | 拿地销售比不超过40% |

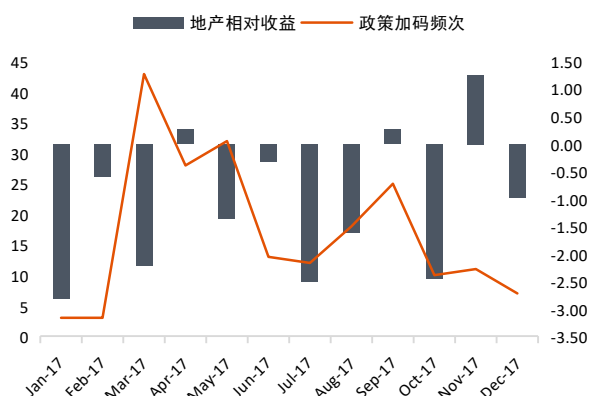
资料来源：Wind 中信期货研究所

（六）风险偏好：调控城市家数&土地溢价率

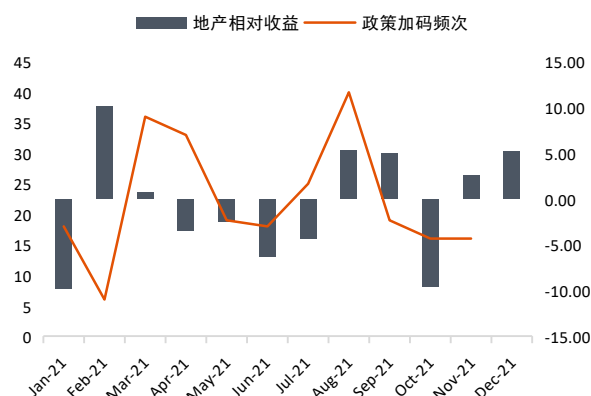
地方调控次数也是影响地产超额收益的重要指标。以 2017 年行情为例，3 月之后地方调控不断加码，此后三个季度地产板块跑输中证 800。而地方调控升级的前置信号，往往是土地溢价率的急速冲高，这一现象通常是地产市场过热的信号。而从 2016 年之后的经验来看，土地溢价率的峰值往往出现在每年的 3 月至 5 月，于是 4 月至 7 月地产超额收益转负的概率较大。

中信期货权益策略专题报告

图表 39：地产相对中证 800 超额与政策加码次数



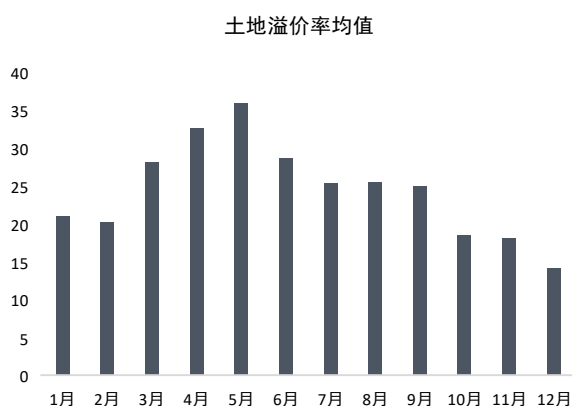
图表 40：地产相对中证 800 超额与政策加码次数



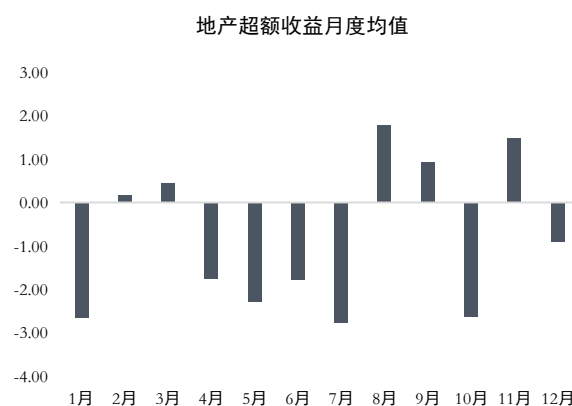
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 41：土地溢价率均值（2016-2021）



图表 42：地产超额收益均值（2016-2021）



资料来源：Wind 中信期货研究所

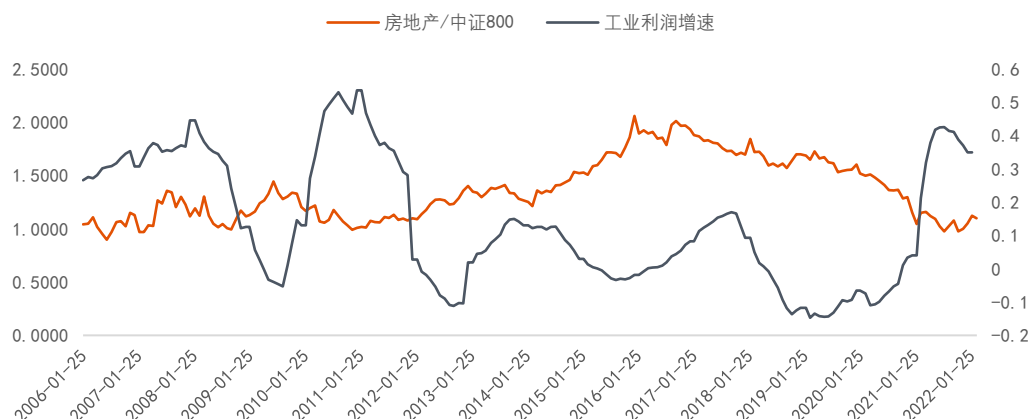
资料来源：Wind 中信期货研究所

（七）风险偏好：经济下行预期

另外宏观环境也是决定地产行业是否具有超额收益的关键因素。下图统计了工业企业滚动 12 月利润增速以及地产/中证 800，结合历史走势，可以发现在利润下行周期，通常对应于地产超额收益时段。当经济陷入停滞，松绑地产往往是提振经济的重要手段，伴随政策转松，地产股可以获取超额收益。

中信期货权益策略专题报告

图表 43：工业企业滚动 12 月利润增速与地产/中证 800



资料来源：Wind 中信期货研究所

（八）风险偏好：住房价格、螺纹钢价格

左图计算了螺纹钢期货价格与地产相对于中证 800 的超额收益，历史上两者显著负相关，这点与投资者的常识相悖。背后逻辑在于，螺纹钢上行、房价上行通常发生在宏观环境上行周期，此时政策需要提防房地产市场过热的风险，故反而对于地产股不利。

图表 44：螺纹钢期货与地产/中证 800



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 45：房价同比与螺纹钢同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

（九）风险偏好：保利陆股通持仓占比

资金层面，建议关注保利地产的陆股通持仓占比。从历史经验来看，保利外资持股占比与中信地产短期走势匹配度较好，且一旦保利地产出现外资减持潮，多对应于房地产板块股价下行的阶段。

图表 46：保利陆股通持仓占比与中信地产



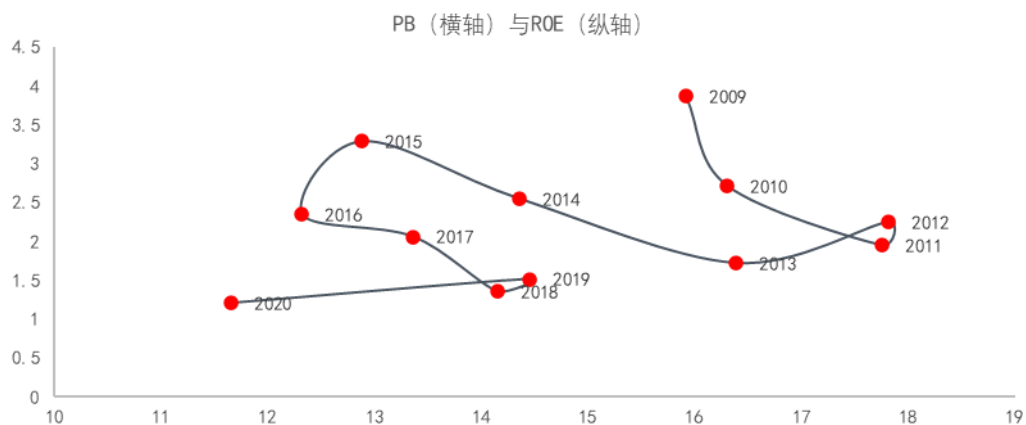
资料来源：Wind 中信期货研究所

三、杜邦分析拆解地产 ROE

(一) 地产 PB 与 ROE 的关系

下图展示了地产板块的 ROE 与 PB，数据显示，两者未呈现显著的线性关系，由此，暗示驱动地产板块的核心因素来自于风险偏好，而非业绩变化。

图表 47：龙头地产 ROE 与 PB



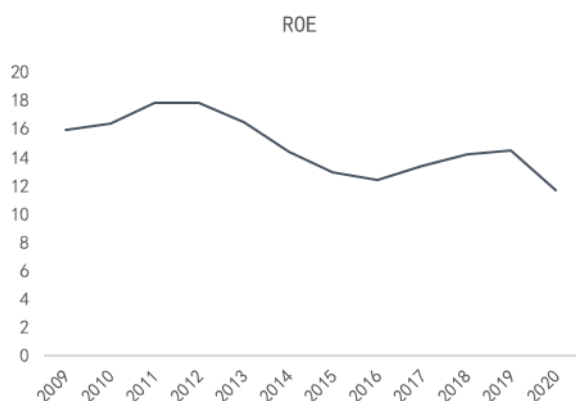
资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) ROE 中期下行

其次，地产板块 ROE 呈现中期下行态势，相较于 2010 年，ROE 年化下行 3.3%，其中权益乘数、总资产周转率、销售净利率年化变动分别为 5.7%、-3.1%、-5.4%，周转率以及净利率的下滑是近年地产 ROE 下行的关键因素。存货周转放缓叠加 2016 年之后开发商溢价拿地压制 ROE。

中信期货权益策略专题报告

图表 48: ROE



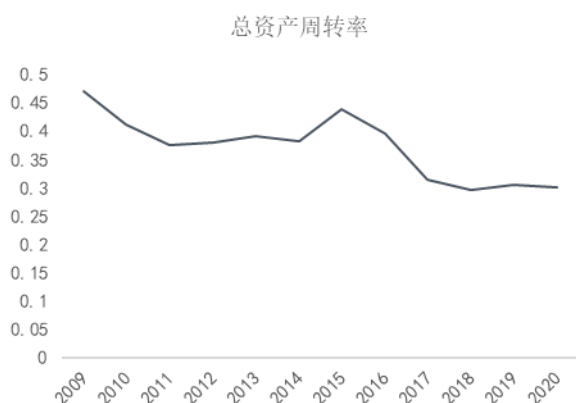
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 49: 权益乘数



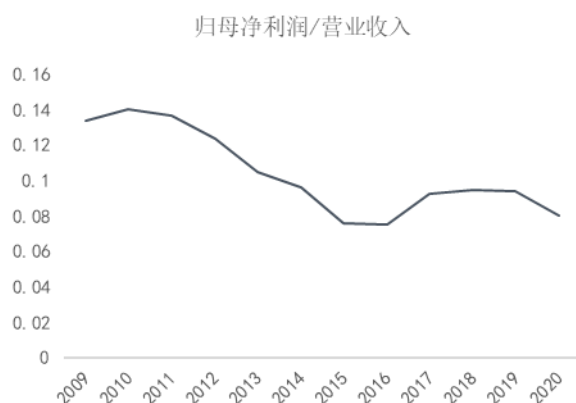
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 50: 总资产周转率



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 51: 销售净利率



资料来源: Wind 中信期货研究所

四、地产景气度构建

(一) 构建指标

结合第二部分的行业驱动因素分析,我们选择以下指标作为景气度构建的信号因子: 1) 土地溢价率。土地溢价率上行代表地产行业进入景气度上行周期,但升至高位,暗示政策调控随时到来; 2) 首套房贷款平均利率,与地产超额收益负向相关; 3) 工业企业滚动 12 月利润增速,经济萎缩时地产政策拐点即将出现; 4) M1 同比,反映企业资金活性,边际暗示企业融资环境。

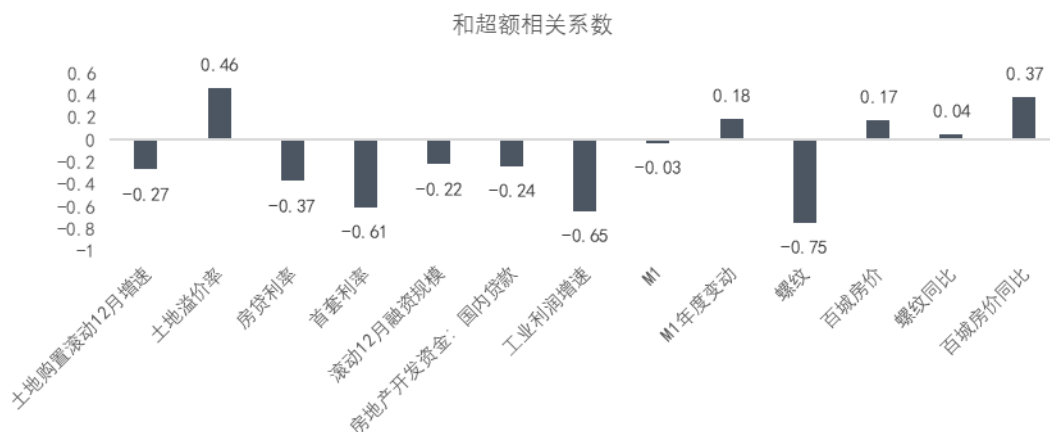
图表 52: 地产跟踪信号

| 跟踪信号 | 指标 | 关联性 | 更新频率 | 与超额收益相关系数 | 与超额收益是否互为因果 |
|------|---------------|------------------|------|--------------|-------------|
| 地方调控 | 百大城市平均土地溢价率 | 土地溢价率上行, 地产景气度上行 | 月度 | 0.459493727 | 超额收益为因 |
| 政策基调 | 首套房贷款平均利率 | 贷款利率下行, 政策基调转松 | 月度 | -0.607155172 | 互为因果 |
| 宏观环境 | 工业企业滚动12月利润增速 | 利润增速下行, 政策基调转松 | 月度 | -0.647654511 | 工业利润为因 |
| 融资环境 | M1同比年度变动 | M1同比上行, 企业融资环境改善 | 月度 | 0.177688143 | 互为因果 |

资料来源: Wind 中信期货研究所

中信期货权益策略专题报告

图表 53：部分指标与地产/中证 800 的相关系数



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 地产景气度构建

选择以上四个指标构建地产景气度指标：1) 计算土地溢价率滚动 24 月百分位数；2) 计算首套房平均利率季度差分（若数据缺省，使用房贷利率季度差分替代），计算 1-差分数数据滚动 24 月百分位数；3) 计算 1-工业企业利润 12 月增速滚动 24 月百分位数；4) 计算 M1 同比年度差分，以及其 24 月百分位数；5) 对上述百分位数进行均值处理，由此可得地产板块景气度指标。

下图统计了地产景气度指标与地产超额收益、地产净利润增速的关系图，数据显示景气度上行周期，超额收益大概率上行，拟合景气度大体可以反映市场情绪变化，以此可考虑进行超额收益择时。

图表 54：地产景气度与地产/中证 800

图表 55：地产景气度与龙头地产净利润增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

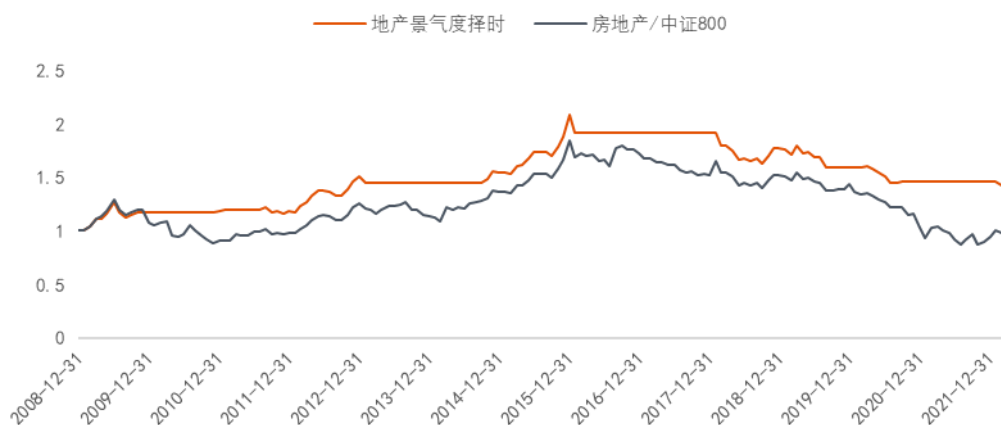
资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 地产超额收益择时

择时思路：1) 若景气度 3 月均值>6 月均值，暗示景气度上行，此时做多地产/中证 800；2) 若景气度 3 月均值<6 月均值，暗示景气度下行，此时观望；3) 回溯 2009 年 1 月至 2022 年 2 月数据，择时策略累计收益率 42.1%，较原有净值改善 44%。

中信期货权益策略专题报告

图表 56：地产超额收益择时



资料来源：Wind 中信期货研究所

行业报告资源群



微信扫码 长期有效

1. 进群即领福利《报告与资源合集》，内有近百行业、上万份行研、管理及其他学习资源免费下载；
2. 每日分享学习最新6+份精选行研资料；
3. 群友交流，群主免费提供相关领域行研资料。

知识星球 行业与管理资源



微信扫码 行研无忧

知识星球 行业与管理资源 是投资、产业研究、运营管理、价值传播等专业知识库，已成为产业生态圈、企业经营者及数据研究者的智慧工具。

知识星球 行业与管理资源 每月更新5000+份行业研究报告、商业计划、市场调研、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等。

微信扫码加入后无限制搜索下载。



(报告整理于网络，仅限于群友学习，请勿商用)

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。