



海通证券30周年高端论坛暨投资策略会
INVESTMENT FORUM & STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD. 30th ANNIVERSARY

证券研究报告
(优于大市, 维持)

《否极终会泰来 ——兼谈地产投资时钟》

涂力磊 (房地产行业首席分析师)

SAC号码: S0850510120001

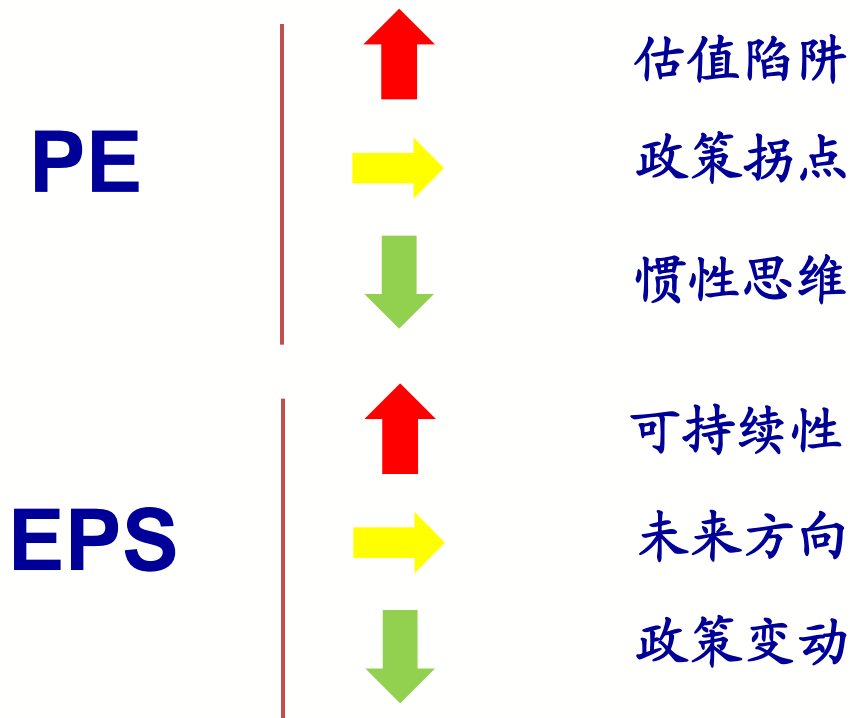
2018年8月20日



海通证券股份有限公司
HAITONG SECURITIES CO., LTD.





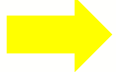







对地产投资逻辑的理解：PE与EPS的艺术

图：PE与EPS组合变动关系



对地产投资逻辑的理解：PE与EPS的艺术

图：PE与EPS组合表

PE（未来预期）	EPS	关注点
		产业政策和宏观政策是否持续支持
		产业政策转变但基本面未体现
		主题投资行情，观察业绩趋势
		是否是行业基本面顶点
		分红能力和行业比较
		基本面转差
		是否是行业基本面顶点，通常无超额收益
		基本面是否会转差
		产业政策和宏观政策是否有转向可能

如何寻找宏观政策方向

主要问题：目前本质上仍是出口、消费、投资，三大因素决定就业

是否有经济体不走这三条路能够顺利发展？

出口

海外政治、全球比较竞争力、产业方向等

消费

居民收入、消费倾向、内部生产率等

投资

内部因素、政策赤字能力

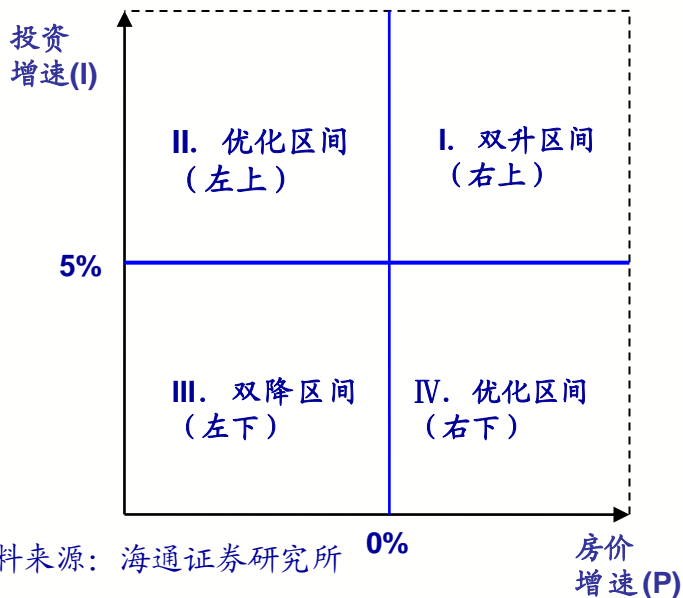
就业

我们认为主要差异进在于不同人口红利、不同科技特点、不同地缘政治下，不同国家在出口、消费、投资中所表现的产业形态、利润率水平和财富分配方式存在差异

如何寻找产业政策方向：

主要问题：行业政策变化本质看与行业景气度密切相关。投资增速与房价增速所构成的四象限决定产业政策方向

图：四象限决定行业政策方向



资料来源：海通证券研究所

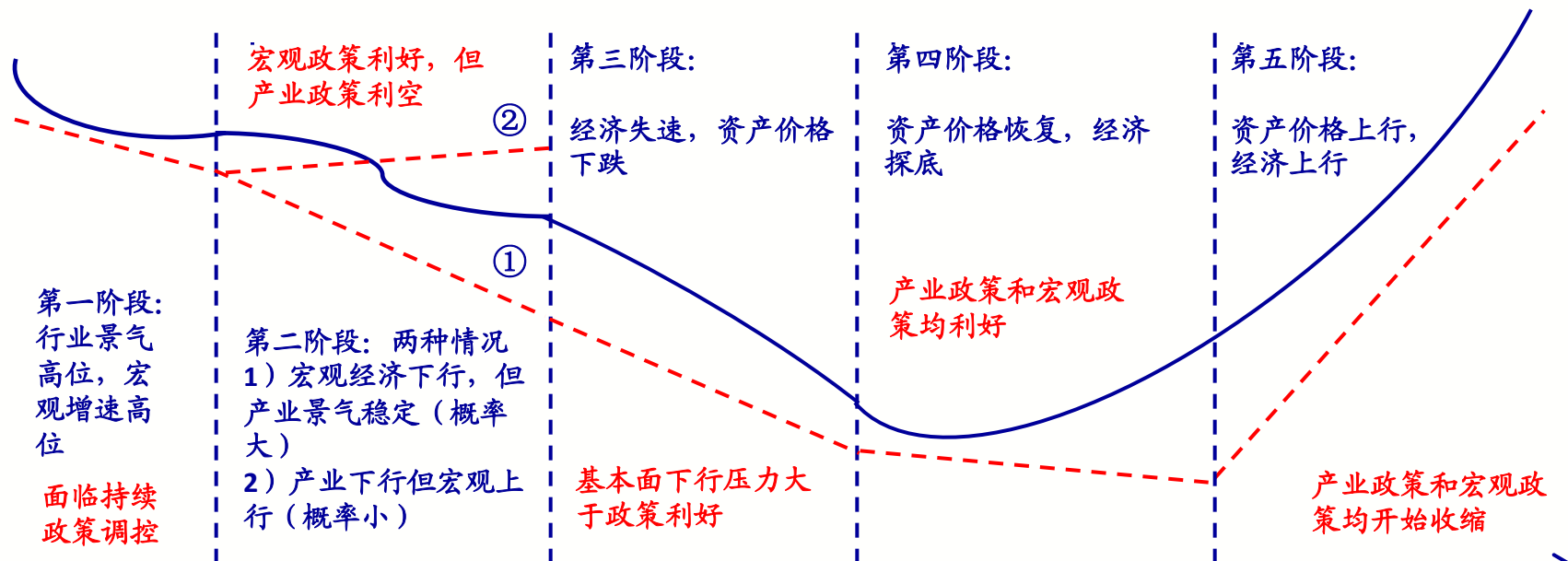
表：如何理解四象限

象限	特征		产业政策方向
	房地产投资增速	房价增速	
I. 双升区间 (右上)	高	高	强压
IV. 优化区间 (右下)	低	高	稳定
II. 优化区间 (左上)	高	低	稳定
III. 双降区间 (左下)	低	低	扶持

房地产投资时钟:

主要问题: 把宏观和产业景气度叠加。

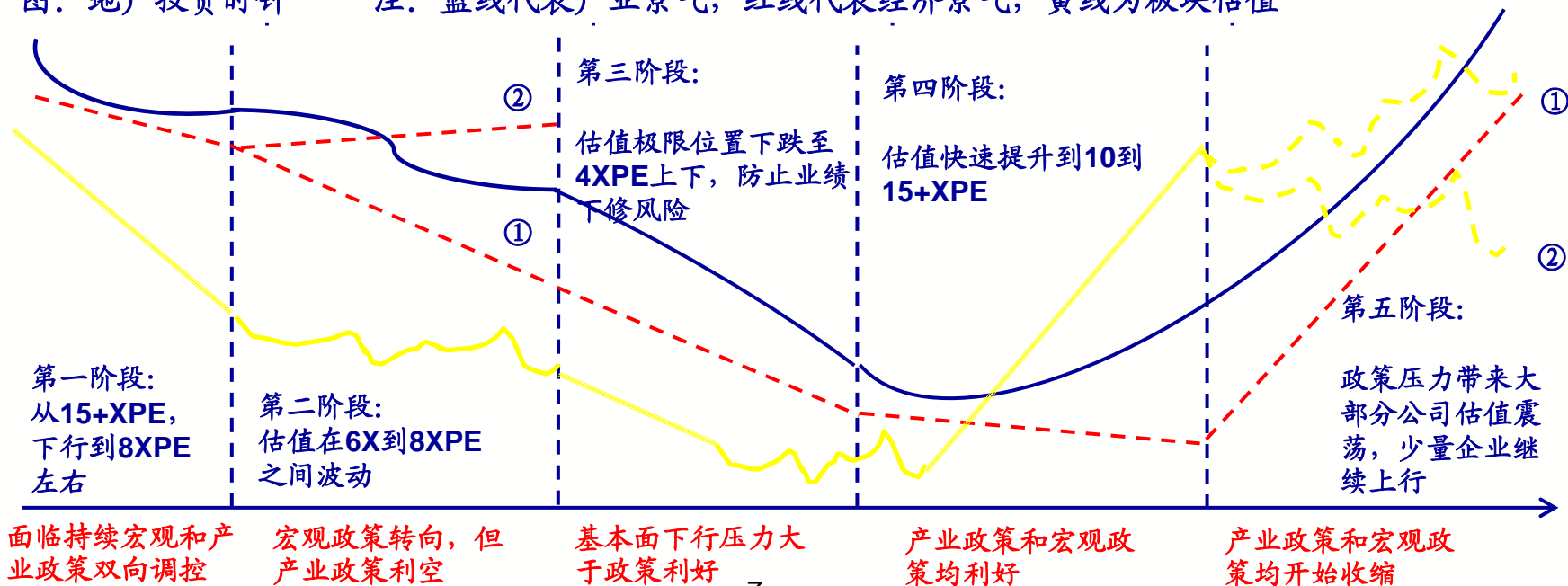
图: 地产投资时钟 注: 蓝线代表产业景气度, 红色虚线代表经济景气度



房地产投资时钟:

主要问题: 行业估值和公司估值未来一定存在差异。

图: 地产投资时钟 注: 蓝线代表产业景气, 红线代表经济景气, 黄线为板块估值

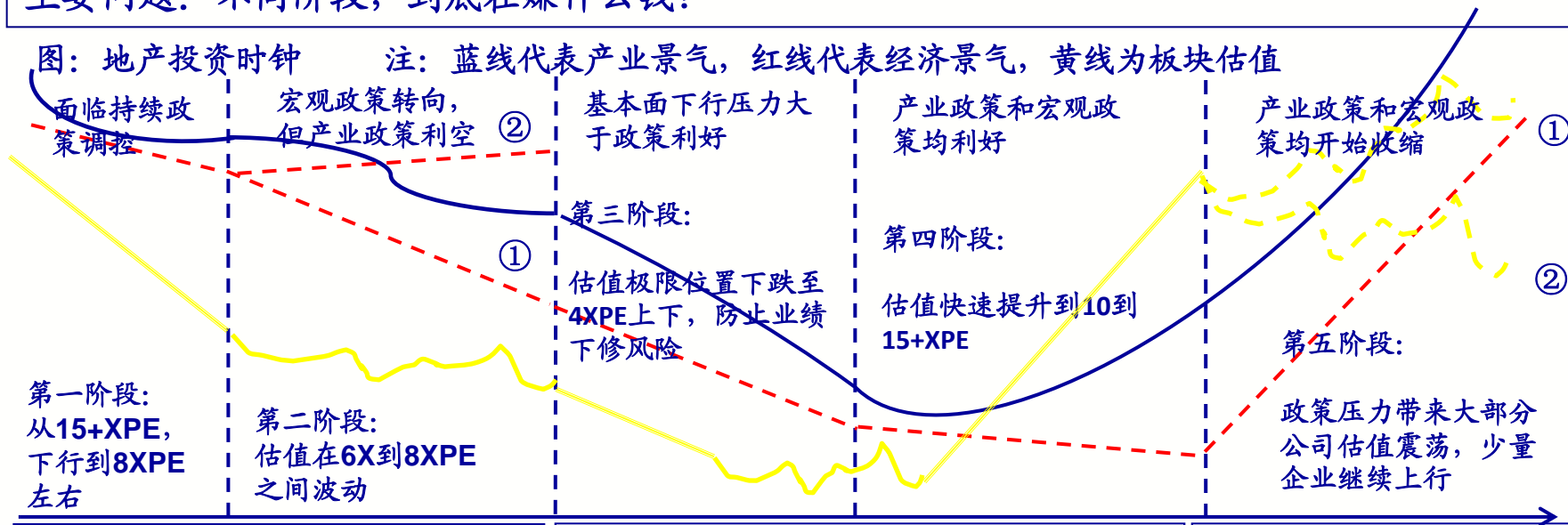


房地产投资时钟:

主要问题: 不同阶段, 到底在赚什么钱?

图: 地产投资时钟

注: 蓝线代表产业景气, 红线代表经济景气, 黄线为板块估值



防止估值陷阱:

因为只能赚到业绩钱, 所以必须在低估值状态买入

市场恐慌时要贪婪:

可以赚业绩和估值的钱。观测宏观政策与产业政策双拐点带来的趋势性机会

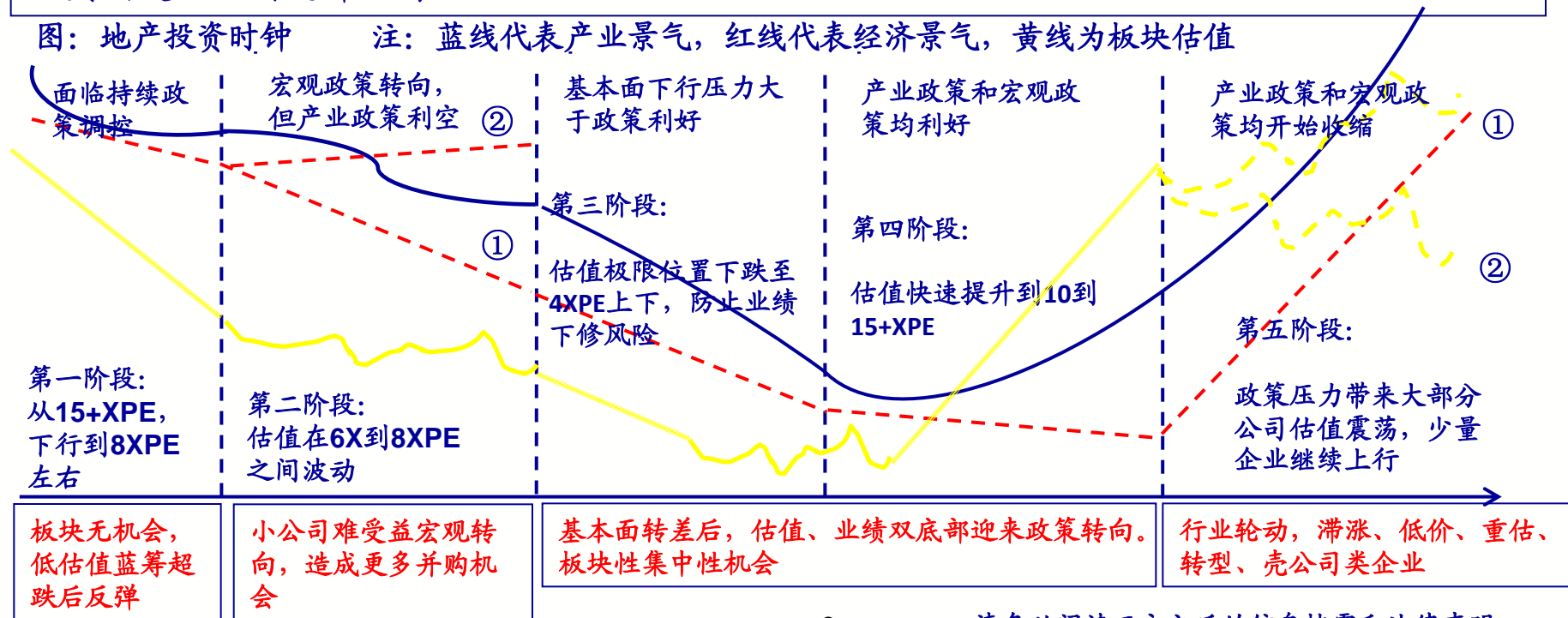
注意政策观点:

只能赚业绩钱, 估值钱与个股特性相关, 更多表现为轮动

房地产投资时钟:

主要问题: 如何选择公司?

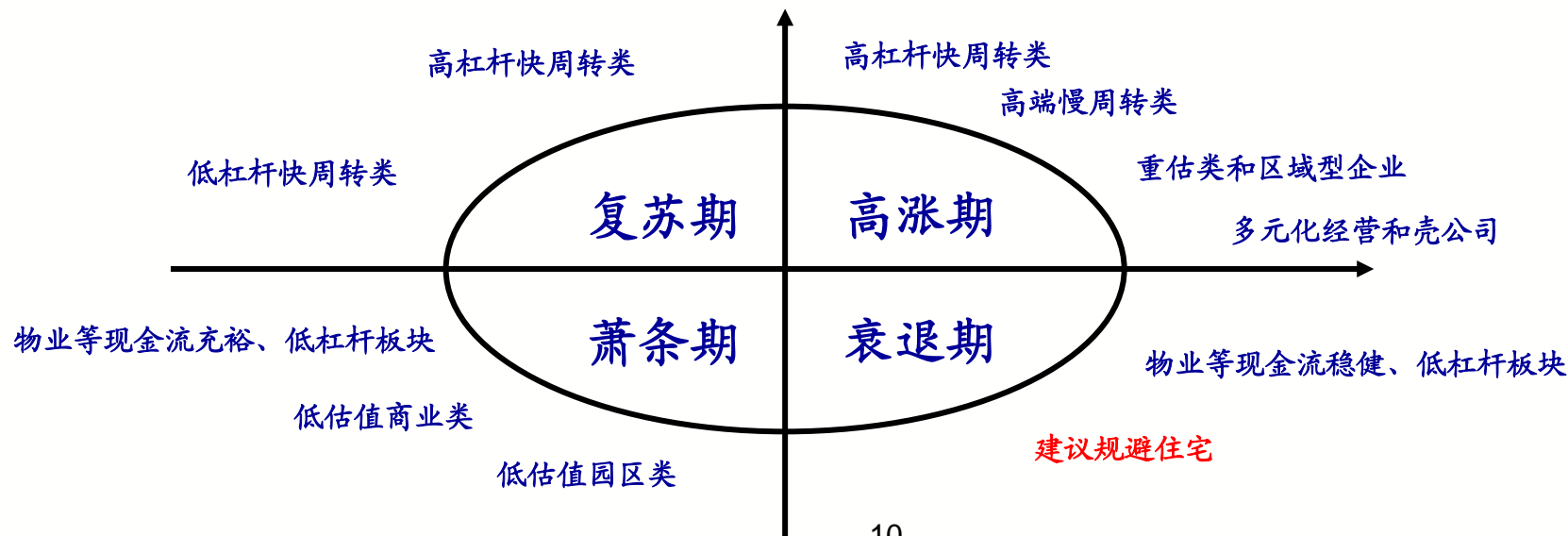
图: 地产投资时钟 注: 蓝线代表产业景气, 红线代表经济景气, 黄线为板块估值



房地产投资时钟:

主要问题: 如何选择公司?

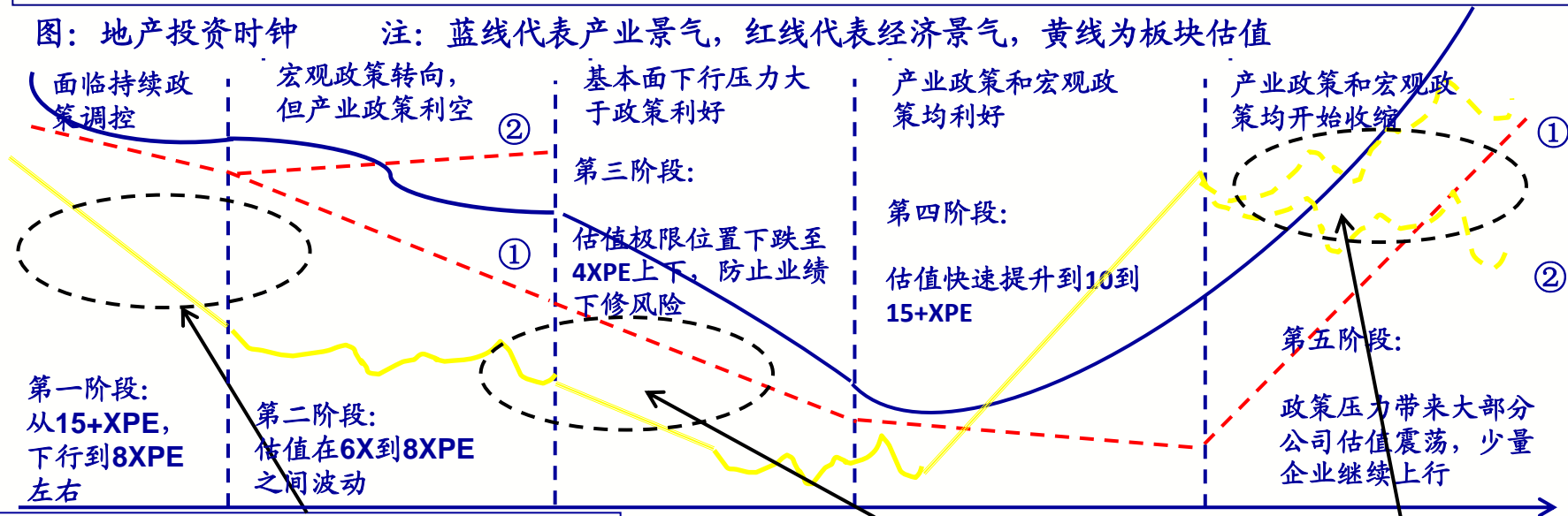
图: 不同类型地产股投资时钟



房地产投资时钟：

主要问题：最难判断的阶段

图：地产投资时钟 注：蓝线代表产业景气，红线代表经济景气，黄线为板块估值



惯性思维：对调控带来的舆论压力估计不足。通常行业基本面不差，但估值下行速度快于业绩增速带来亏损

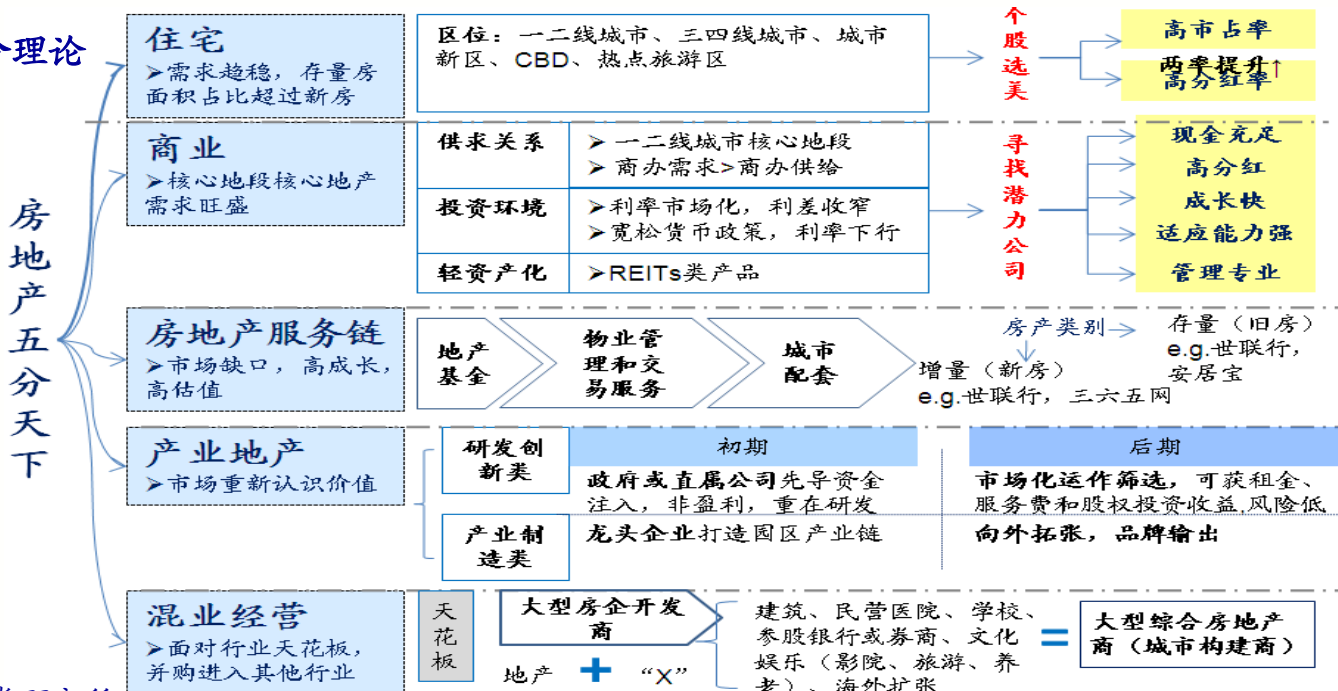
戴维斯双杀：防止基本面转差带来业绩、估值双下行。

估值陷阱：也许是好公司、行业增速也不错，但是估值可能太贵

房地产投资时钟:

几点其他问题: 以上判断仅适用于住宅相关, 对于物业、商业子版块并不适用

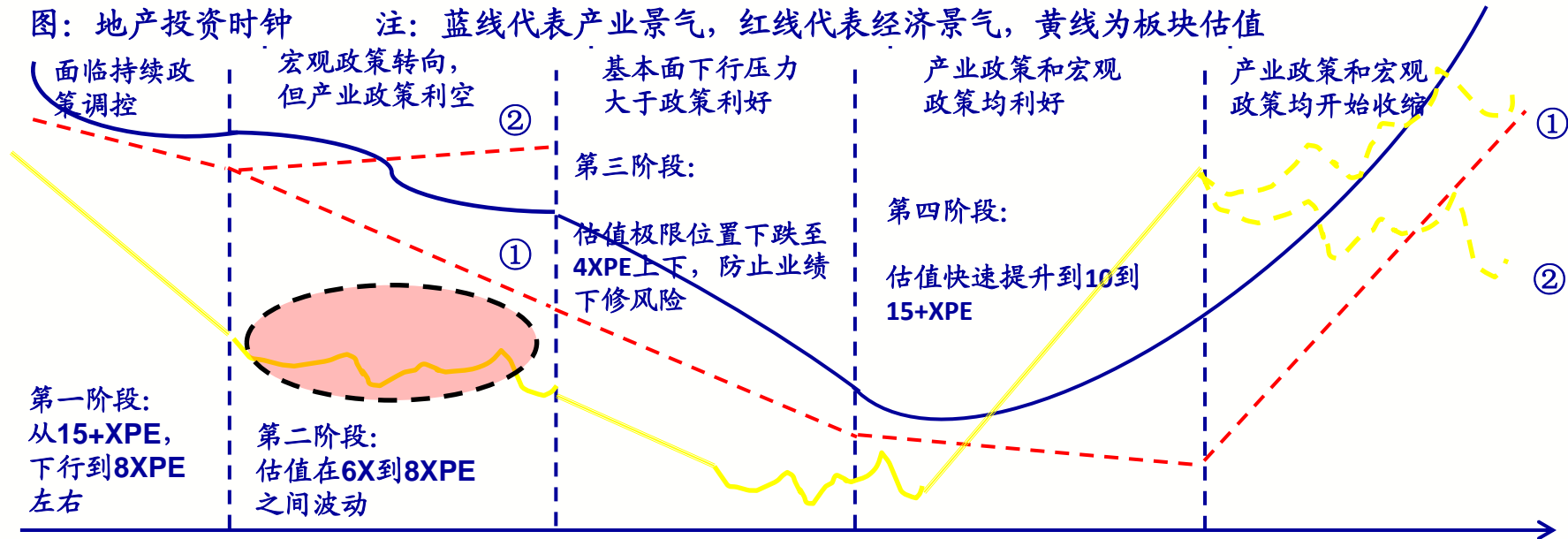
图: 板块五分理论



房地产投资时钟:

现在处于什么阶段，等待什么信号？

图：地产投资时钟 注：蓝线代表产业景气，红线代表经济景气，黄线为板块估值



密切关注：1) 销售变化；2) 房地产投资增速变化

以上两点决定第二阶段进入第三阶段（周期出清）还是第二阶段直接进入第四阶段（产业政策转向）

vanke 万科

运营策略—城市配套服务商

- 遵循与客户同步发展和与城市同步发展两条主线，打造服务于客户和城市的生态平台

表：万科A主要财务数据及预测

	2017	2018E
营业收入（亿元）	2428.97	3006.93
归母净利润（亿元）	280.52	363.47
每股收益（元/股）	2.54	3.29
毛利率（%）	34.10%	34.18%
净利率（%）	15.32%	16.07%
资产负债率（%）	84.5%	81.0%
有息负债率（%）	12.5%	15.6%

企业概况

- 公司主营房地产开发，已经进入中国大陆67个城市，以及香港、新加坡、纽约、旧金山、西雅图、吉隆坡等7个城市
- 万科始终坚持“为普通人盖好房子”，2017年144平米以下的普通户型占比达93%
- 此外万科还涉足物业\商业\物流\办公\养老\滑雪\公寓\教育，并在子行业中取得优异成绩

投资要点 我们认为：

- 大宗交易接近尾声，基本面行情逐步到来
- 伴随深圳地铁集团成为第一大股东和新一届董事会成立，公司业务发展、基本面增速明显处于加快上行阶段
- 股息率优势，三季度和年报不断提升；
- 17H1土地端积极进取，存量端物流、商业、物业、泊寓长租等新业务方向同样高速推进

风险提示：1）涨价引发调控风险；2）行业销售不达预期风险；3）棚改货币化不达预期造成三四线销售增速出现较大幅度下行；4）宏观经济出现较明显下滑导致人均收入下行；5）市场集中度提升速度不达预期。

回顾物业行业情况看，我们认为：

1) 行业空间较大，TOP100处于快速增长期

2) 竣工增速有望提速

- 我们预计**2022**年末物业行业总规模可达到**10000**亿元。
- **2017**年TOP100企业与TOP10企业市场份额分别达到**32.42%**和**11.06%**，对比房地产开发行业，**2017**年TOP100与TOP10房企市场份额分别为**55.39%**和**24.16%**，集中度方面仍有较大差距。

表：6家物业公司主要财务数据及预测

名称	股价		EPS(人民币元每股)				PE(倍)			
	2018/8/10									
	港币	人民币元	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
碧桂园服务	12.84	10.90	0.16	0.23	0.31	0.41	68.13	47.04	35.08	26.49
彩生活	8.41	7.14	0.24	0.40	0.49	0.62	29.75	18.05	14.69	11.52
中海物业	2.75	2.34	0.08	0.11	0.13	0.16	29.25	21.95	18.20	14.97
雅生活服务	14.92	12.67	0.22	0.51	0.77	1.04	57.59	24.88	16.55	12.13
绿城服务	7.64	6.49	0.14	0.20	0.26	0.34	46.36	32.54	25.24	19.27
南都物业		26.80	0.73	0.91	1.15	1.46	36.71	29.29	23.36	18.41
平均值							44.63	28.96	22.19	17.13

行业面临政策调控风险，基本面下行风险

分析师声明

涂力磊

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

房地产研究团队:

涂力磊

SAC执业证书编号: S0850510120001

电 话: 021-23219747

Email: tll5535@htsec.com

联系人: 金晶

电 话: 021-23154128

Email: jj10777@htsec.com

谢 盐

SAC执业证书编号: S0850511010019

电 话: 021-23219436

Email: xiey@htsec.com

联系人: 杨凡

电话: 021- 23219812

Email: yf11127@htsec.com

信息披露和法律声明

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。