



房地产

2021.08.01

利润链条重构，地产投资退居二线

——对政治局会议的点评

	谢皓宇(分析师)	白淑媛(分析师)	单戈(研究助理)
	010-83939826	021-38675923	010-83939827
	xiehaoyu@gtjas.com	baishuyuan@gtjas.com	shange@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880518010004	S0880119110057

本报告导读：

7月30日召开中央政治局会议，对房地产表述和此前一致，新增租赁住房表述，从目前地方政府动力来看，还需要大量政策配套才能推进。

摘要：

- 总基调来看，确定稳健偏松的货币政策和积极的财政政策，对冲经济潜在的下行压力，而对地产依然处于高压状态。从前期降准开始，货币政策基调基本确立稳健偏松，用于对冲宏观经济的下行压力。而作为持续提供正向拉动的地产投资来说，预计将在2021年4季度开始，形成对经济增长的负向拉动。一方面，随着拿地面积的下降和可供开发面积的减少，对实物的消耗下降，另一方面，再次开启的缩表周期，将抑制潜在地产投资增速。因此，作为补充项的积极财政政策，变得较为有必要。
- 由于房地产行业的利润分配链条已经重构，从政府、房企、金融机构共同分割的利润，变为政府独享，因此，政府在决定是否重启地产拉动经济的决策链条更为简单。由于地价的大幅度上行，和被定价的新房价格，使得房企的利润率从早期的10%下降至当前约3%，同时，限制金融机构给房企贷款，也使得金融机构参与房地产的环节减少。因此，从房地产整个产业链的利润分配来看，政府几乎拿走约95%的利润，因此，在决定是否重启房地产作为经济拉动项上，政府的决定远远强于历史每一轮周期。
- 引入租赁市场，使得房地产变为二元结构的市场，在目前的执行上有较大难度，等待政策的进一步推进。即便新房市场，地方政府也没有降低地价增加供地的动力，甚至在可能因为供地减少而影响后续地产投资上，也没有看到地方政府增加供地的行为。那么，对于价格远低于商品房地块的租赁地块，地方政府的供给动力会更加不足，因此，还需要大量的配套政策推进，来改变地方政府的动力。
- 当前房企最大的风险就是地方政府抬地价和自身资产负债表收缩的双重打压，本次政治局会议内容暂时没有涉及这两点。由于监管交易资金的潜在影响，预计房企拿地意愿会下降，地方政府增加供地的动力进一步下降，这是当前市场的主要矛盾，以当前政策环境来看，预计将持续至2022年。推荐港股中的中国金茂、融创中国，受益旭辉控股集团，A股标的推荐中南建设、万科A、保利地产、金地集团、招商蛇口等，受益我爱我家，同时推荐物业板块，受益招商积余、碧桂园服务，推荐中海物业、宝龙商业。
- 风险提示：政府重新放开前融、再走土地金融模式。

评级：**增持**

上次评级：**增持**

细分行业评级

房地产开发	增持
房地产经营	增持

相关报告

房地产《规范行业，还需两年》	2021.07.26
房地产《供给端亟待对冲》	2021.07.18
房地产《警惕失速风险，逆向思维再起》	2021.07.15
房地产《改变预期，上行压力继续增加》	2021.07.11
房地产《再论继续负增长的新开工》	2021.07.04

表 1: 重点公司盈利预测

	证券简称	08.01 最新股价 (元)	20 EPS (元)	21E EPS (元)	20 PE	21E PE	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	年初涨幅	投资评级
000002.SZ	万科 A	20.66	3.62	3.90	5.7	5.3	2,328	116	-28%	增持
600048.SH	保利地产	10.01	2.42	2.70	4.1	3.7	1,198	120	-37%	增持
001979.SZ	招商蛇口	9.36	1.46	1.98	6.4	4.7	742	79	-25%	增持
000961.SZ	中南建设	4.56	1.87	2.36	2.4	1.9	174	38	-43%	增持
600383.SH	金地集团	8.37	2.30	2.62	3.64	3.19	378	45.15	-34%	增持
1918.HK	融创中国	17.74	7.74	6.97	2.3	2.5	829	47	-30%	增持
0817.HK	中国金茂	1.91	0.32	0.40	6.0	4.8	242	127	-36%	增持

数据来源: (注: 港股以人民币计价) WIND, 国泰君安证券研究

表 2: 重点物业类公司盈利

代码	公司名称	08.01 最新股价 (元)	盈利预测 (EPS, 元)			PE			投资评级
			2018A	2019A	2020A	2018A	2019A	2020A	
2669.HK	中海物业	6.04	0.1	0.1	0.2	64.4	47.1	38.5	增持
9909.HK	宝龙商业	18.87	0.2	0.4	0.5	118.8	59.4	53.2	谨慎增持

数据来源: (注: 港股以人民币计价) WIND, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		