

推荐 (维持)

# “异常”数据修复不等于复苏通道，低估值策略终将发酵

2020 年 05 月 16 日

## — 房地产行业最新观点及 4 月数据深度解读

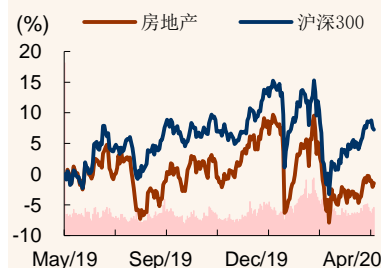
上证指数 2868

### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	149	3.9
总市值 (亿元)	19165	3.2
流通市值 (亿元)	17091	3.6

### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.2	-0.2	-2.3
相对表现	-1.8	-1.1	-7.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《抢推盘对销售的“粉饰”开始弱化，建安见顶回落，竣工回暖或是一个 3 年周期——房地产行业最新观点及 1-10 月数据深度解读》2019-11-17
- 2、《资金链趋紧背景下的抢推盘或仍在“粉饰”销售，这或强化明年上半年销量超预期下滑的概率；竣工结构上三四线主导，回暖无忧——房地产行业最新观点及 1-9 月数据深度解读》2019-10-19
- 3、《销售、投资短期弱反弹或因房企加大推盘促回款，竣工下半年加速回暖正持续兑现——房地产行业最新观点及 1-8 月数据深度解读》2019-09-17

赵可 博士

0755-82943231

zhaoke@cmschina.com.cn

S1090513110001

李洋

liyang24@cmschina.com.cn

S1090519030002

路畅 研究助理

luchang1@cmschina.com.cn

- 4 月销售恢复到接近去年同期的水平，5 月高频数据显示销售恢复趋缓，结构分化拉大，政策或有更多边际改善，观察期在季度末的 6 月，不论政策改善来的慢或快，低估值策略都会发酵。4 月销售恢复到接近去年同期的水平，略低于前期公布的百强房企数据，其中一二线城市维持负增长，进入 5 月高频数据显示销售恢复趋缓，结构分化拉大，维持行业核心逻辑已由供给侧主导变为需求侧主导的判断，政策或有更多边际改善，观察期在季度末的 6 月，不论政策改善来的慢或快，低估值策略都会发酵，经营和管理红利高的房企价值将二次绽放，选取高质量周转标的。

- 房地产投资 4 月同比回升至 7.0%，结构上三四线贡献更高，判断 5-6 月反弹力度或减弱，全年下行压力仍较大；

新开工 4 月反弹至 0% 附近，5-6 月仍将反弹但边际趋缓，囤地型公司的缩表周期也会进一步压低新开工中枢。新开工同比 4 月继续反弹，修复至 0% 附近，判断 5-6 月仍将反弹但边际趋缓；后续在“稳房价”影响下，依靠房价弹性赚钱的囤地型房企约有 2 年以上的被动缩表周期，进一步压低新开工中枢；

竣工是最确定的回补变量，短期震荡回落不改明年复苏趋势，同时关注老旧小区改造。竣工 4 月单月同比下降 7.9 PCT 至 -8.8%，疫情影响下 3 月竣工回补拉高当期数据，4 月回到正常节奏，我们仍认为竣工是最确定的回补变量，短期震荡回落不改明年复苏趋势，同时关注老旧小区改造，或为竣工复苏周期之外的第二 beta。

- 资金来源降幅继续收窄，结构上销售回款边际贡献最大但同比仍为负，国内贷款和自筹资金亦有较大贡献且同比均已转正，这与无风险利率改善往房地产行业的顺畅传导一致且一定程度佐证银行可配置资产有限，资金链压力或倒逼行业全年在去杠杆和降库存通道中前行。受“限价”和“稳价”影响，70 城房价指数先后出现两次“失真”，表现为与百城住宅价格指数“削峰填谷”，这也导致 70 城房价指数在上涨时被低估涨幅，在回调时被低估下行压力，这或使得市场高估了当前房价的韧性，以及低估了政策可能的边际改善。

- 不论政策改善来的慢或快，低估值策略都会发酵。强调行业核心逻辑已由供给侧变为需求侧主导，外需不确定性上升，购房需求大幅延后和消失的风险在上升；新房销量恢复不及预期，二线城市二手房销量不升反降，或形成政策正反馈。政策目前已在房企租赁环节降低税费，市场波动加大下低估值策略配置了房地产，地产板块政策悲观已充分反映到估值，或直接受益；同时需求端按揭和融资端发债以及开发贷等的量和价（利率）改善肉眼可见，在“稳房价”下，经营和管理红利高的房企价值将二次绽放，选取高质量周转标的（=非囤地模式+无息负债驱动）：“造血能力”强的高质量周转公司【万科 A】、【保利地产】，未来大象起舞概率增加；边际改善而获弹性的【金地集团】等；精选“高质量杠杆”的弹性品种，如【金科股份】等；资源型公司或现金流改善型标的仍可获稳健回报，关注【华侨城 A】、【华夏幸福】、【阳光城】等；（限制名单调出）。

- 风险提示：疫情影响超预期，外需下滑对国内居民部门收入预期影响超预期，政策边际改善低于预期，三四线销售回调大幅超预期

框架申明:从销量看地产股(超额收益出现在行业衰退末段到复苏前段,隐含量在价先);从投资和开竣工看地产上下游需求,同时须结合上下游供给观察地产上游机会;从招商证券资金链水平指标,货币活化等指标关注房价。

事件:统计局公布 20 年 1-4 月全国房地产相关数据,1-4 月房地产销售面积 3.40 亿平,同比-19.3%;新开工面积 4.78 亿平,同比-18.4%;开发投资额 3.31 万亿,同比-3.3%;资金来源 4.70 万亿,同比-10.4%。

表 1: 4 月行业数据继续回升

指标	公布时间	最新数据
销量	5.15: 全国	4 月同比(较上月变化) 累计: -19.3% (↑+7.0 PCT)
	5.15: 一/二/三四线	单月: <b>-2.1% (↑+12.0 PCT)</b> 季调: -3.6% (↑+20.3 PCT)
新开工	5.15: 全国	4 月同比(较上月变化) 累计: -18.4% (↑+8.8 PCT)
	5.15: 一/二/三四线	单月: <b>-1.3% (↑+9.1 PCT)</b> 季调: -24.3% (↓-3.3 PCT)
竣工	5.15: 全国	4 月同比(较上月变化) 累计: -14.5% (↑+1.3 PCT)
	5.15: 一/二/三四线	单月: <b>-8.8% (↓-7.9 PCT)</b> 季调: -1.8% (↑+0.4 PCT)
投资	5.15: 全国	4 月同比(较上月变化) 累计: -3.3% (↑+4.5 PCT)
	5.18: 建安/拿地	单月: <b>+7.0% (↑+5.8 PCT)</b> 季调: -7.8% (↓-0.9 PCT)
资金来源	5.15: 全国	4 月同比(较上月变化) 累计: -10.4% (↑+3.4 PCT)
	5.15: 自筹/国内贷款/销售回款	单月: <b>-0.6% (↑+7.0 PCT)</b> 季调: -3.6% (↑+2.7 PCT)

资料来源: 统计局, 招商证券

一、4 月销售恢复到接近去年同期的水平，略低于前期公布的百强房企数据，其中一二线城市维持负增长，进入 5 月高频数据显示销售恢复趋缓，结构分化拉大，维持行业核心逻辑已由供给侧主导变为需求侧主导的判断，政策或有更多边际改善，观察期在季度末的 6 月，不论政策改善来的慢或快，低估值策略都会发酵，经营和管理红利高的房企价值将二次绽放，选取高质量周转标的

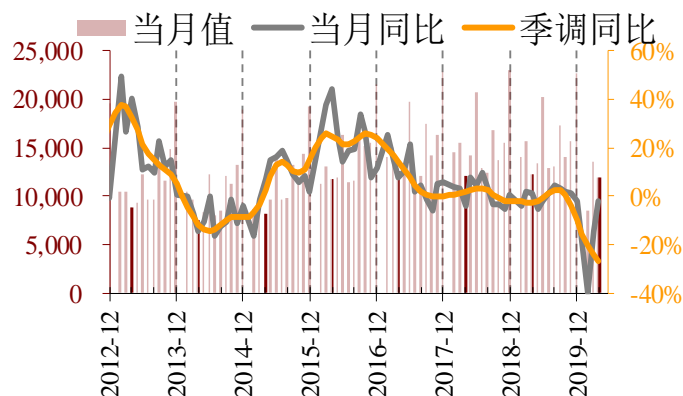
4 月销售恢复到接近去年同期的水平，略低于前期公布的百强房企数据，其中一二线城市维持负增长；进入 5 月高频数据显示销售恢复趋缓，结构分化拉大；维持行业核心逻辑已由供给侧主导变为需求侧主导的判断，政策或有更多边际改善，观察期在季度末的 6 月。全国销量 4 月单月同比降幅较 3 月收窄 12.0 PCT 至 -2.1%，略低于 4 月百强房企的 +0.4%；疫情影响下 1-2 月销量大幅深跌，3 月需求逐步复苏（上旬偏慢下旬加快），4 月已恢复到接近去年同期水平，但城市间分化加大；另外，外需不确定性仍然很高，从消费函数角度思考，居民收入预期一定程度上已被改变，购房需求延后甚至消失的风险仍在上升；5 月上旬（截至 14 号），高频房管局数据显示：各能级城市销量仍然维持负增长，且重点城市二手房销量负增长持续扩大，体现一定程度上需求复苏的不稳定。强调行业核心逻辑已由供给侧主导变为需求侧主导的，预计针对需求侧或房产交易层面有更多的“稳定”和逆周期政策。

结构上看，4 月统计局数据显示，一线城市销量同比降幅收窄 7.7PCT 至 -18.0%，二线城市降幅收窄 11.2PCT 至 -12.0%，三四线城市同比回升 12.8PCT 至 2.4%，率先转正，这与疫情下不同能级城市的销售恢复先后或相关。随着流动性改善，预计一二线和重点三四线城市三季度后会开启销售弱复苏，而全国数据在后续广义三四线拖累下大个位数负增长，基于历史规律，可重视房地产股票超额收益，其领先基本面底部 1-2 个季度。

不论政策改善来的慢或快，低估值策略都会发酵。强调行业核心逻辑已由供给侧变为需求侧主导，外需不确定性上升，购房需求大幅延后和消失的风险在上升；新房销量恢复不及预期，二线城市二手房销量不升反降，或形成政策正反馈。政策目前已在房企租赁环节降低税费，市场波动加大下低估值策略配置了房地产，地产板块政策悲观已充分反映到估值，或直接受益；同时需求端按揭和融资端发债以及开发贷等的量和价（利率）改善肉眼可见，在“稳房价”下，经营和管理红利高的房企价值将二次绽放，选取高质量周转标的（=非囤地模式+无息负债驱动）：“造血能力”强的高质量周转公司【万科 A】、【保利地产】，未来大象起舞概率增加；边际改善而获弹性的【金地集团】等；精选“高质量杠杆”的弹性品种，如【金科股份】等；资源型公司或现金流改善型标的仍可获稳健回报，关注【华侨城 A】【华夏幸福】【阳光城】等；（限制名单调出）。

图 1: 销量 4 月增速继续回升

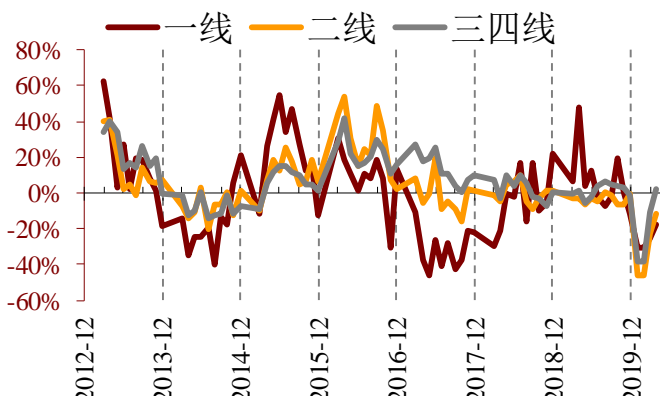
全国商品房销售面积:



资料来源: Wind、招商证券 单位: 万平方米

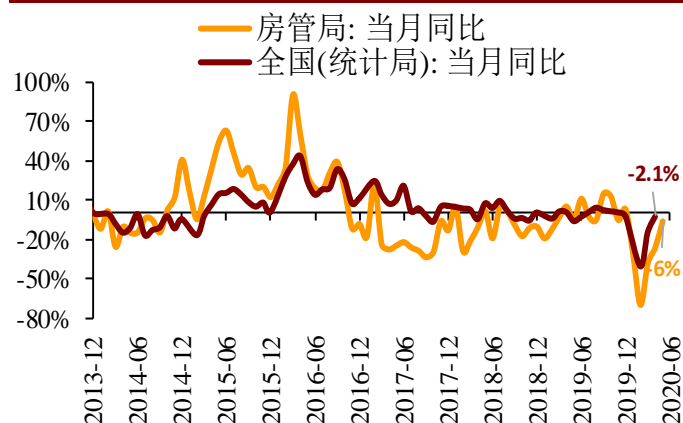
图 2: 从结构上看, 三四线短期相对坚挺

全国商品房当月销量同比:



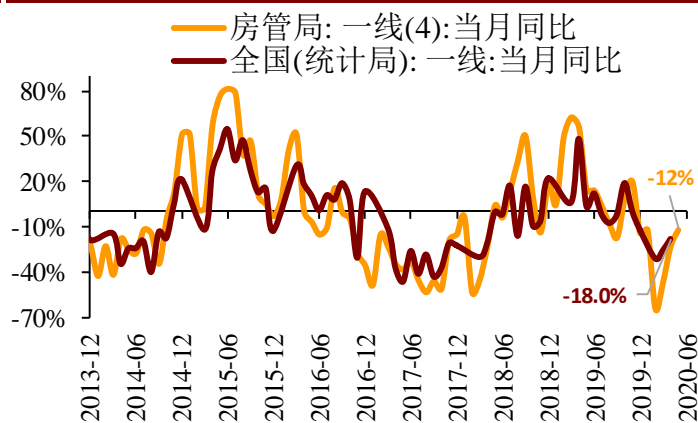
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 全国销量 4 月降幅继续收窄



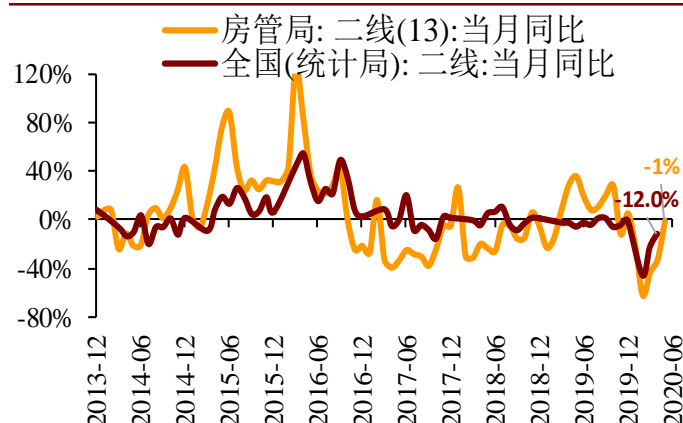
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 一线城市 4 月降幅收窄至 -18% (统计局口径)



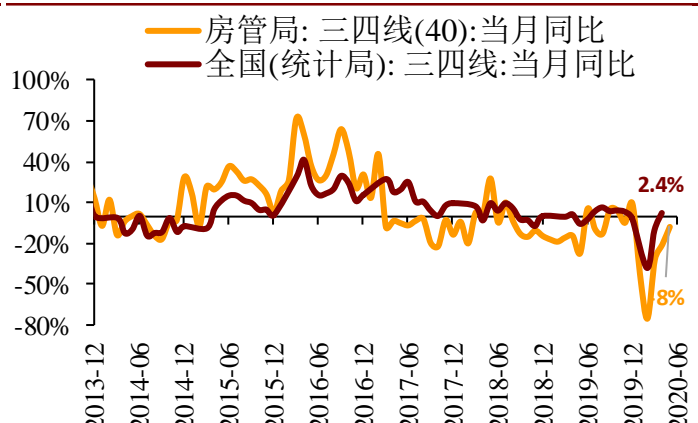
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 二线城市 4 月降幅收窄至 -12% (统计局口径)



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 三四线城市 4 月同比转正, 为 +2.4% (统计局口径)



资料来源: Wind、招商证券

注: 统计局一/二/三四线销量同比更新至 20 年 4 月; 房管局销量同比更新至 20 年 5 月 14 日



二、房地产投资 4 月同比回升至 7.0%，结构上三四线贡献更高，判断 5-6 月反弹力度或减弱，全年下行压力仍较大；新开工同比 4 月继续反弹，修复至 0%附近，判断 5-6 月仍将反弹但边际趋缓；后续在“稳房价”影响下，依靠房价弹性赚钱的囤地型房企约有 2 年以上的被动缩表周期，进一步压低新开工中枢；竣工 4 月单月同比下降 7.9 PCT 至-8.8%，疫情影响下 3 月竣工回补拉高当期数据，4 月回到正常节奏，我们仍认为竣工是最确定的回补变量，短期震荡回落不改今年复苏趋势，同时关注老旧小区改造，或为竣工复苏周期之外的第二 beta

房地产投资 4 月同比回升至 7.0%，结构上三四线供需更高，判断 5-6 月反弹力度或减弱，全年下行压力仍较大。房地产投资 4 月单月同比较 3 月回升 5.8PCT 至 +7.0%，结构上预计拿地费用继续大幅反弹，建安投资开始转正，其中：（1）拿地费用大幅反弹或得益于去年下半年土地成交的滞后确认，以及 3-4 月份土地成交价款的大幅增加；（2）判断建安投资继续反弹并转正，这主要得益于复工的大力推进，而这种边际的修复，3 月或主要得益于实际施工面积的大幅反弹，4 月或得主要益于施工速度的低位回升；预计二季度建安投资和拿地费用仍有反弹，但修复力度减弱。

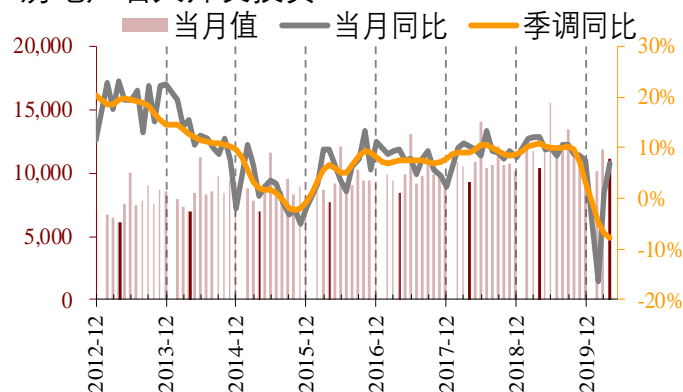
新开工同比 4 月继续反弹，修复至 0%附近，判断 5-6 月仍将反弹但边际趋缓；后续在“稳房价”影响下，依靠房价弹性赚钱的囤地型房企约有 2 年以上的被动缩表周期，进一步压低新开工中枢。随着国内疫情逐步缓解，新开工继续修复，4 月单月同比降幅较 3 月收窄 9.2PCT 至-1.3%，结构上一线恢复最好，二线和三四线仍维持负增长，预计新开工 5-6 月将继续反弹但幅度趋缓，新开工本质是补库存，判断销售恢复边际将逐步转弱，且销售负增长将压制新开工，同时“稳房价”将倒逼更多“囤地型”房企降低合意库存，而进一步压低新开工中枢。

竣工 4 月单月同比下降 7.9 PCT 至-8.8%，疫情影响下 3 月竣工回补拉高当期数据，4 月回到正常节奏，我们仍认为竣工是最确定的回补变量，短期震荡回落不改今年复苏趋势，同时关注老旧小区改造，或为竣工复苏周期之外的第二 beta。竣工滞后新开工，时滞 14 年以前约 2-2.5 年，而 14 年以后延长至 3 年+；基于此我们于 18 年底提出竣工三年复苏周期，19 年下半年以来逻辑持续兑现；受疫情影响，20 年 1-2 月竣工“深跌”，随着复工推进 3 月增速如期大幅反弹并趋近 0%，4 月回落至-8.8%，强调竣工是最确定的回补变量，维持 20-21 年竣工复苏周期判断，三四线持续性更确定。另外，关注老旧小区改造，今年或大规模放量，成为竣工周期之外的第二 beta。

结构上看，今年主导竣工回升的主要是二线和三四线城市的拉动（今年二线更强），而三四线城市持续性更好（或持续至明年）。

图 7: 名义投资 4 月同比继续回升

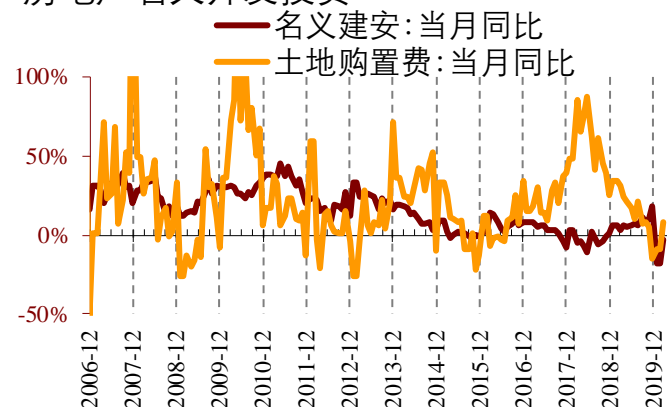
房地产名义开发投资:



资料来源: Wind、招商证券单位: 亿元

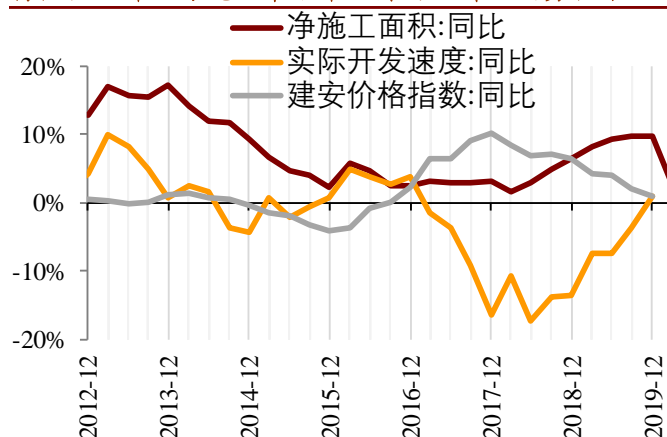
图 9: 拿地费用及建安投资低位明显反弹

房地产名义开发投资:



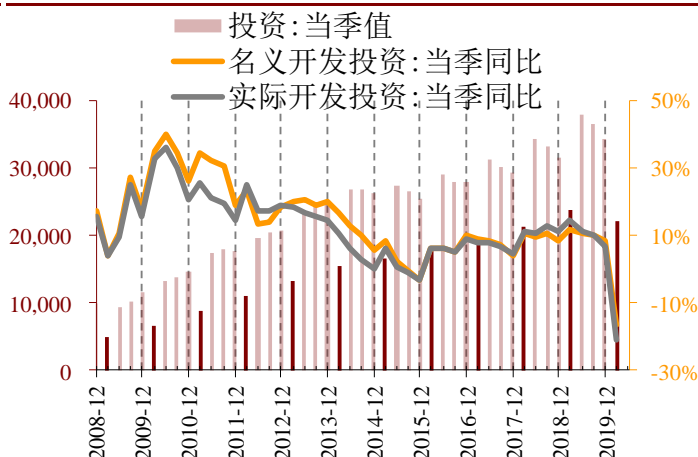
资料来源: Wind、招商证券 注: 数据更新至 20 年 3 月

图 11: 受疫情影响净施工面积增速明显下滑, 预计之后将低位反弹至原先正常水平, 并再次掉头趋势往下



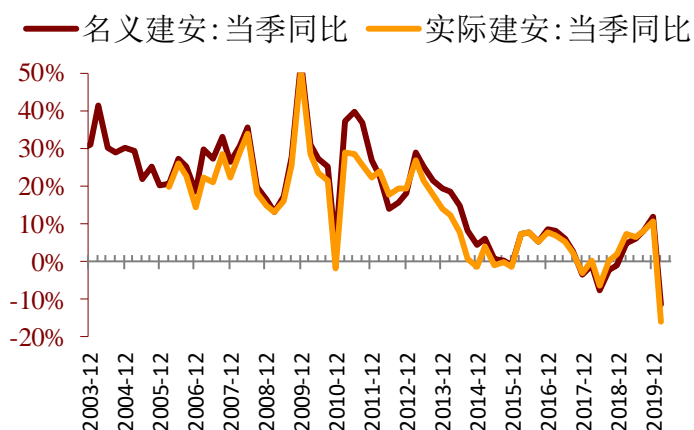
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 疫情影响下 20Q1 名义投资、实际投资均深跌



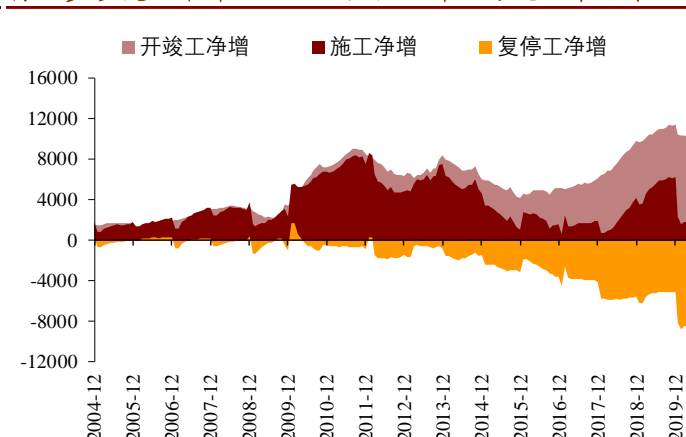
资料来源: Wind、招商证券单位: 亿元

图 10: 疫情影响下 20Q1 名义建安、实际建安均深跌



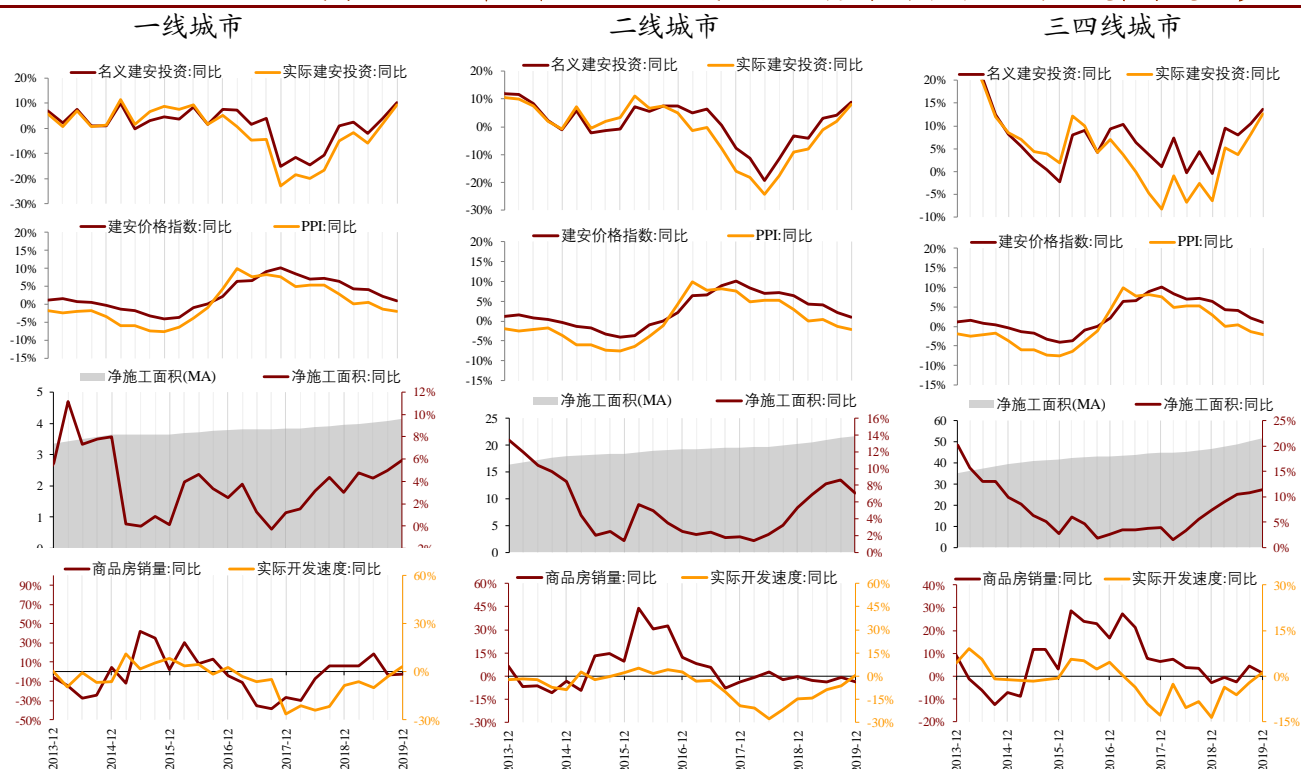
资料来源: Wind、招商证券单位: 万平方米

图 12: 疫情影响下 20Q1 明显扩大, 随着复工推进缺口将逐步修复, 推升施工面积低位反弹至原先正常水平



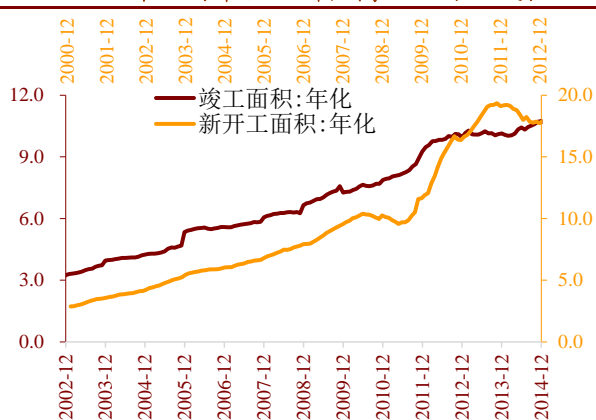
资料来源: Wind、招商证券单位: 万平方米

图 13: 施工面积一/二/三四线城市均已低位回升, 开发速度三四线或跟随销量震荡下行, 短期反复在于复工影响



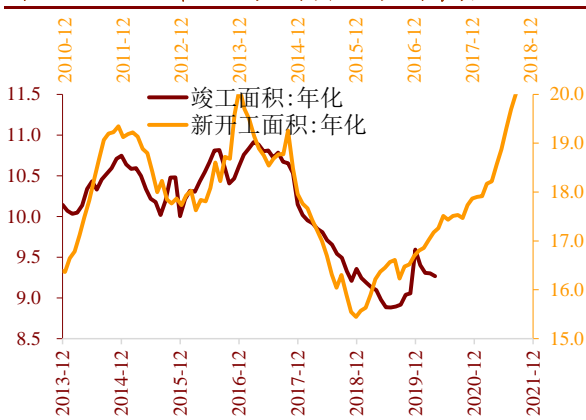
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 2014 年以前中枢不断提高反映行业成长性



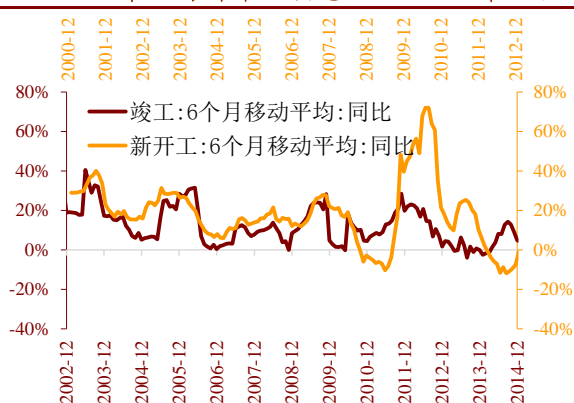
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 2014 年之后共同演变为强周期变化



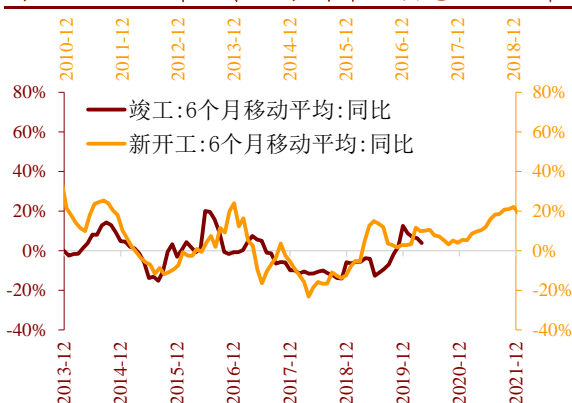
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 2014 年以前新开工领先竣工 2-2.5 年左右



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 2014 年以来至今新开工领先竣工 3 年左右



资料来源: Wind、招商证券

### 房地产产业链持续跟踪:

房地产上游（钢铁、煤炭、有色等）与房地产存在产出缺口倒挂，也即房地产需求下降暂未反映到上游的供需恶化当中，这主因上游供给端位于低位，需求的传导或在后面反映出来，表现为上游的供需关系将滞后下行；而房地产下游（建材、家电、家居等）因不存在供给侧改革影响，供需关系已较为充分反映房地产的需求下降。

房地产上下游与地产背离程度变化排名：煤炭>家电>钢铁>有色>建筑>家居>建材；

房地产上下游行业产出缺口大小排名：煤炭>家电>钢铁>有色>建筑>家居>建材。

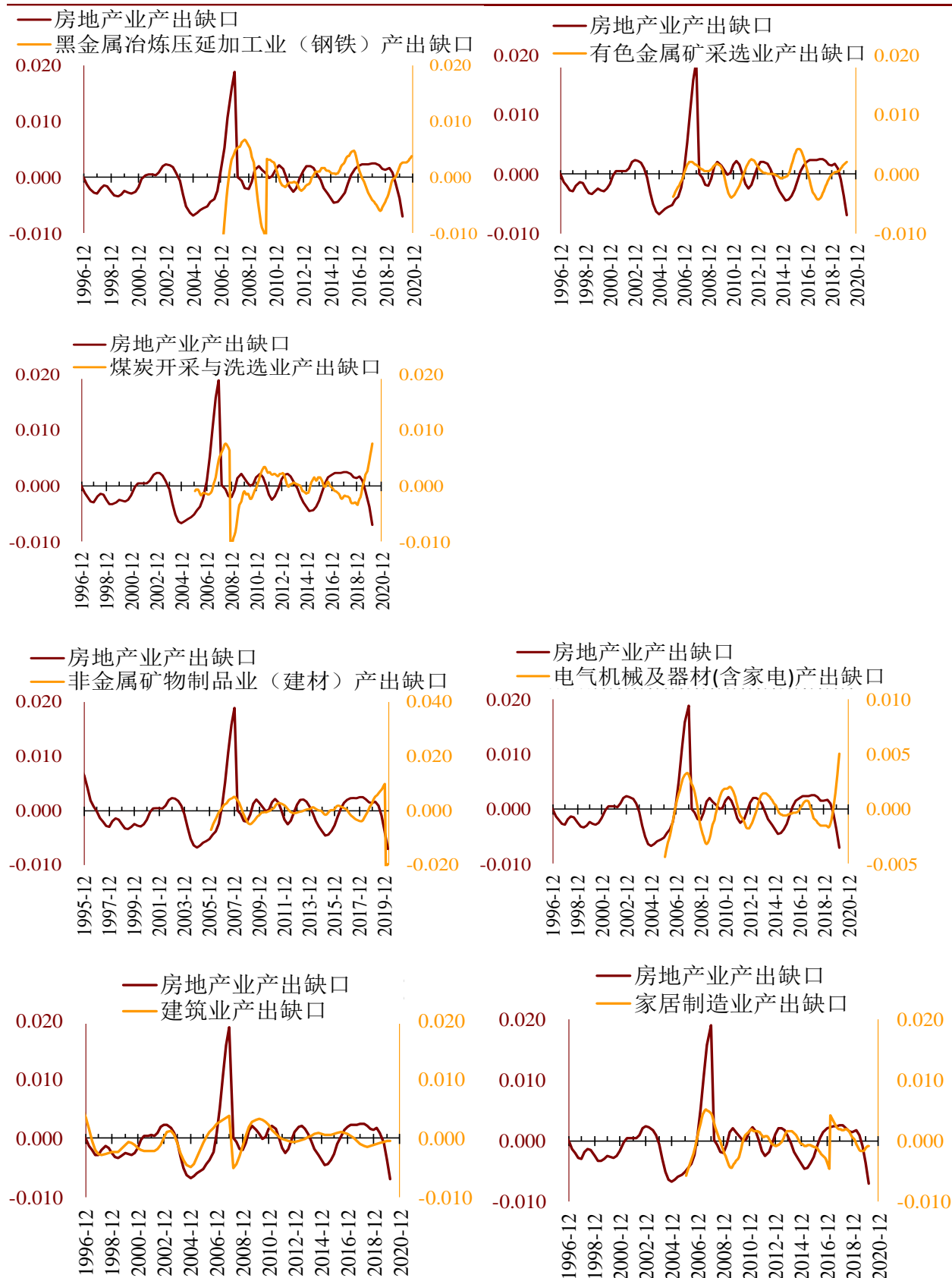
表 2：房地产上下游行业产出缺口近期变化

行业产出缺口变化	钢铁	有色	煤炭	建材	家电	建筑	家居
2019M1	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓
2019M2	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓
2019M3	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓
2019M3	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↓
2019M4	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↓
2019M5	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓
2019M6	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓
2019M7	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓
2019M8	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↓
2019M9	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓
2019M10	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓
2019M11	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓
2019M12	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↓
2020M1	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↓
2020M2	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↓
2020M3	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↓
行业本身产出缺口	较大	较大	较大	较小	较大	较小	较小
与房地产背离程度变化	略有缩小	持续扩大	略有缩小	大幅缩小	持续扩大	无明显背离	出现背离

资料来源：Wind、招商证券注：箭头“↑”表示产出缺口较上月回升，“↓”表示较上月回落



图 18：房地产上下游背离排名：煤炭&gt;家电&gt;钢铁&gt;有色&gt;建筑&gt;家居&gt;建材

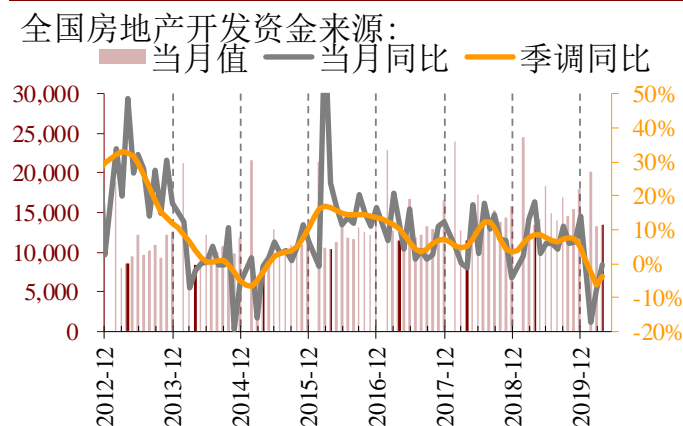


资料来源：Wind，招商证券

三、资金来源降幅继续收窄，结构上销售回款边际贡献最大但同比仍为负，国内贷款和自筹资金亦有较大贡献且同比均已转正，这与无风险利率改善往房地产行业的顺畅传导一致且一定程度佐证银行可配置资产有限，资金链压力或倒逼行业全年在去杠杆和降合意库存通道中前行；受“限价”和“稳价”影响，70城房价指数先后出现两次“失真”，表现为与百城住宅价格指数“削峰填谷”，这也导致70城房价指数在上涨时被低估涨幅，在回调时被低估下行压力，这或使得市场高估了当前房价的韧性，以及低估了政策可能的边际改善

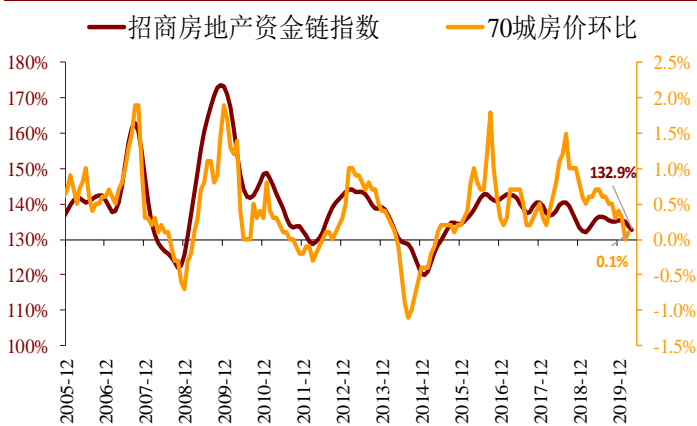
资金来源降幅继续收窄，结构上销售回款边际贡献最大但同比增速仍为负，国内贷款和自筹资金亦有较大贡献且同比增速均已转正，这与无风险利率改善往房地产行业的顺畅传导一致且一定程度佐证银行可配置资产有限，资金链压力或倒逼行业全年在去杠杆和降合意库存通道中前行；20年房价或结构性纠偏，市场或高估了房价韧性和政策可能的边际改善。房地产行业资金来源4月单月同比降幅较3月收窄7.0PCT至-0.6%，结构上看销售回款虽仍为负增长边际贡献最大，其次是国内贷款，同比实现了两位数正增长（+10.6%），自筹资金也继续回升（+5.8%）；行业资金链1-2月恶化明显，3月维持低位；往后看，预计无风险利率改善继续支持房地产融资端和需求端改善，另外，部分房企或继续在降合意库存和去杠杆的通道中前行；受“限价”变“稳价”影响，16年以来，70城房价指数先后出现两次“失真”，表现为与百城住宅价格指数“削峰填谷”，这也导致70城房价指数在上涨时被低估涨幅，在回调时被低估下行压力，这或使得市场高估了当前房价的韧性，以及低估了政策可能的边际改善，判断政策出现边际改善的概率在二季度靠后位置增强。

图 19：资金来源继续反弹



资料来源：Wind、招商证券单位：亿元

图 20：行业资金链维持低位



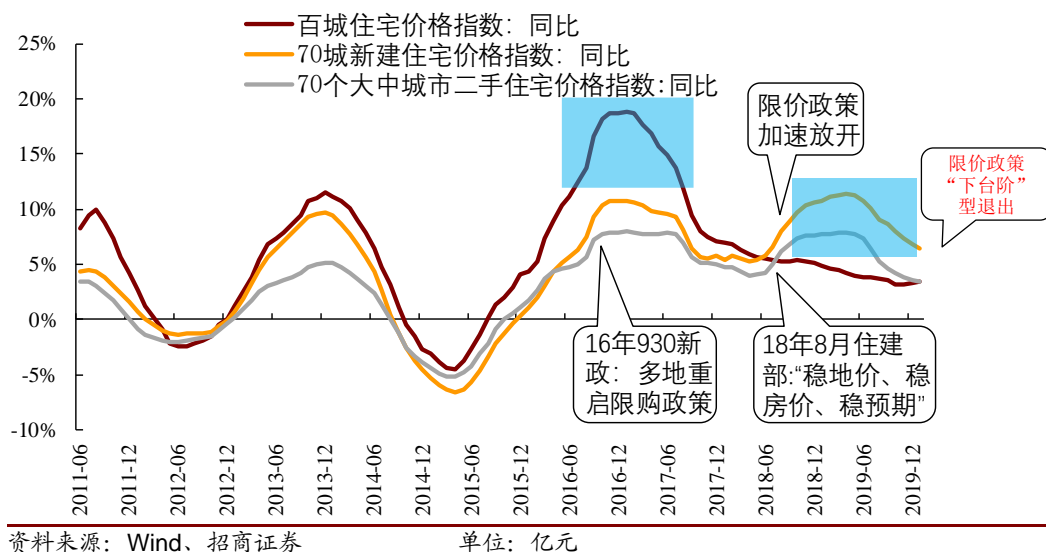
资料来源：Wind、招商证券

房价“失真”，70城住宅价格指数与百城住宅价格指数的“削峰填谷”。历史上看，70城房价与百城房价拟合度极高，但在本轮周期却有两段时间均出现显著背离，统计上的差异使得我们发现和研究这个问题。即16年“930限价”后70城住宅价格指数同比增速提前“见顶”并开始下行，而百城住宅价格指数增速继续上行之后才回落（房价的第一次“失真”）；在18年8月限价政策放开后百城住宅价格指数增速延续回落趋势，只不过回落幅度略有放缓，而70城住宅价格指数增速出现突兀的回升，于19年二季度才开始回落（房价的第二次“失真”）。造成其差异原因主要有三：

- 中央重点监管的或主要是70城（包含重点一二线城市），限价放开对更头部的城市影响更大；
- 70城房价指数统计方式采取的是网签价格（滞后于成交价），限价放开，挤压的备案数据对价格指数形成上行扰动，而百强房价指数采用的是成交价；
- 70城房价指数统计样本为当期存在网签情况的楼盘的网签价，样本会随是否网签而变，故限价对其影响较大；而百城住宅价格指数尽量将所有项目计入样本，包括一些上期售罄而下期未开盘的项目，样本变化不大。

而更核心的原因就在于限价的行政平滑，导致在上涨时统计意义上的房价被低估涨幅，在回调时低估下行压力（即房价“失真”）。这或使得市场高估了当前房价的韧性，以及低估了政策可能的边际改善。

图 21：70城新建住宅价格指数与百城住宅价格指数的分歧暴露失真



供求的边际变化、按揭利率变动、流动性等都可能引起房价的变动，从流动性角度看：4月招商货币活化指数（M1-M2口径）：-5.15（↓-0.23）；（活定期口径，3月数据）：-2.90（↑+0.69）。

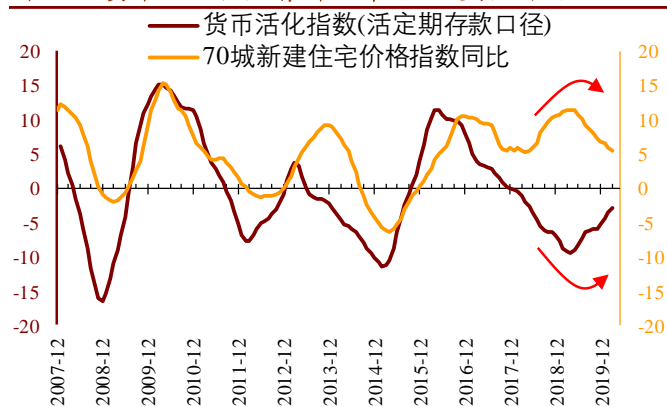
今年或是房价纠偏期。货币活化指数一般领先70城房价指数1-2个季度，限价政策后出现背离，主因价格信号“失真”使得房价看起来相对坚挺，而流动性持续下行。随着高价库存堰塞湖逐渐疏通入市使得价格信号出现修复，且19年来货币活化指数边际改善明显，使得两者的背离收窄，而由于当前流动性指标虽有改善但仍在低位，且库存堰塞湖已得到部分释放，预计未来房价指数将会进一步下行，今年或是失真房价的纠偏期。

表 2: 4 月房价同比继续下降

指标	公布时间	最新数据
货币活化 指数	5.15: M1/M2 4.15: 活定期	4 月数据 (较上月变化) M1-M2 口径: -5.15 (↓ -0.23) 活定期口径 (3 月数据): -2.90 (↑ +0.69)
房价	5.18	3 月同比 (较上月变化) 70 城: +5.4% (↓ -0.5PCT) 一线: +3.3% (↓ -0.2PCT) 二线: +5.8% (↓ -0.4PCT) 三线: +5.3% (↓ -0.6PCT)

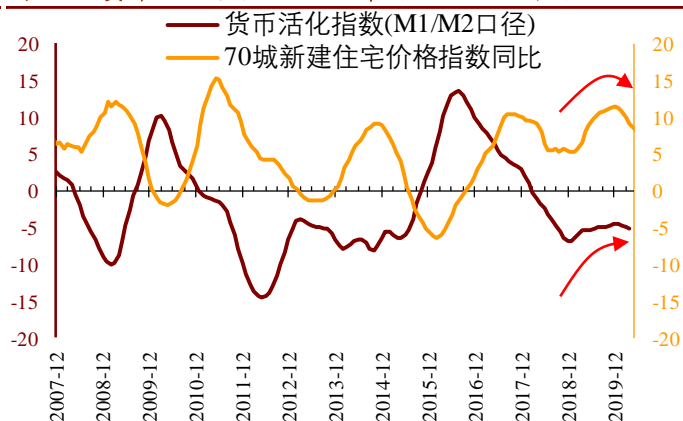
资料来源: Wind、招商证券

图 22: 货币活化指数有所上升 (活定期口径)



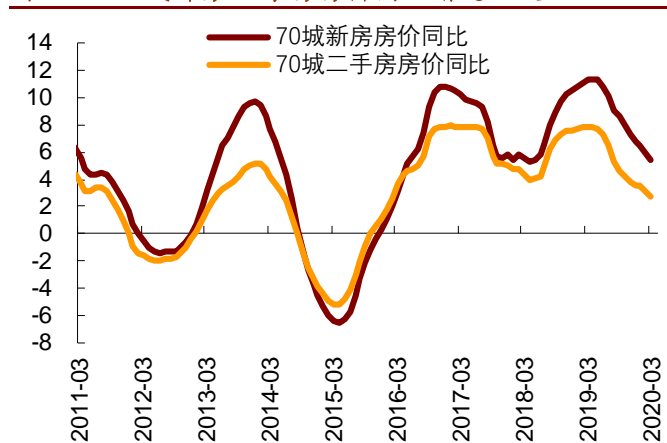
资料来源: Wind、招商证券 注: 更新至 20 年 3 月

图 23: 货币活化指数企稳回升 (M1/M2 口径)



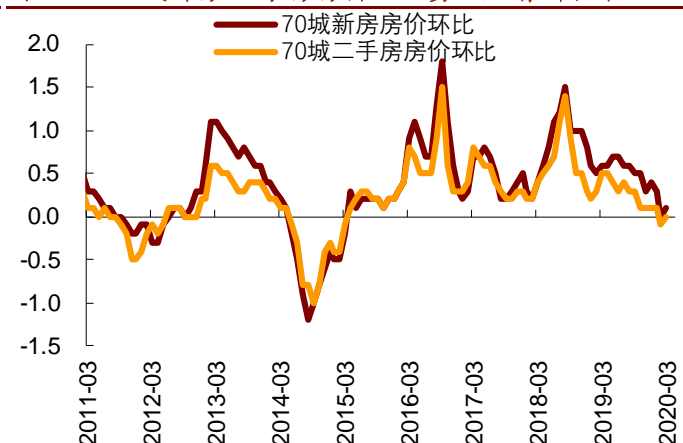
资料来源: Wind、招商证券

图 24: 70 城新房/二手房房价同比增速放缓



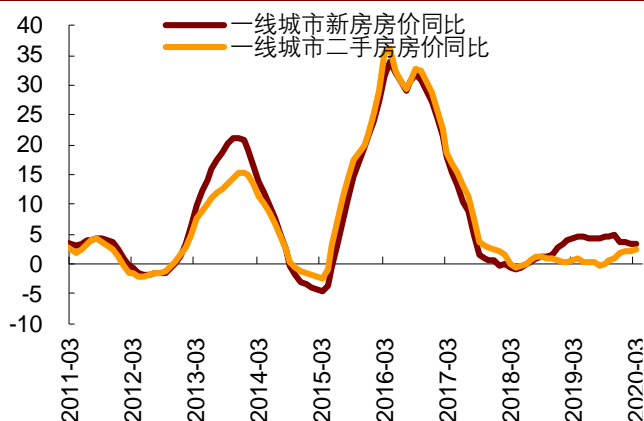
资料来源: Wind、招商证券

图 25: 70 城新房/二手房房价环比剪刀差有所收窄



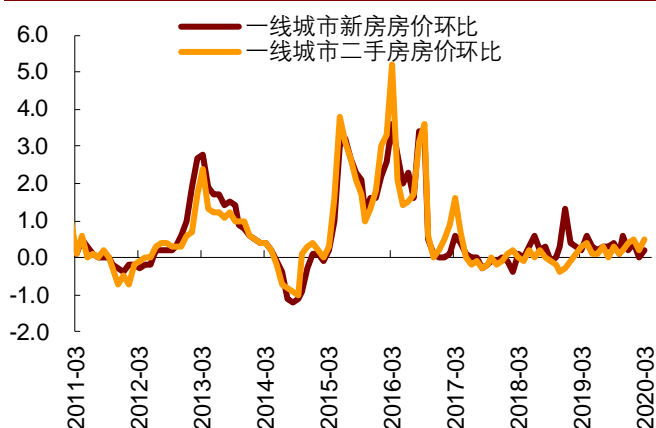
资料来源: Wind、招商证券

图 26: 一线城市新房房价同比有所下降, 二手房房价同比低斜率回升



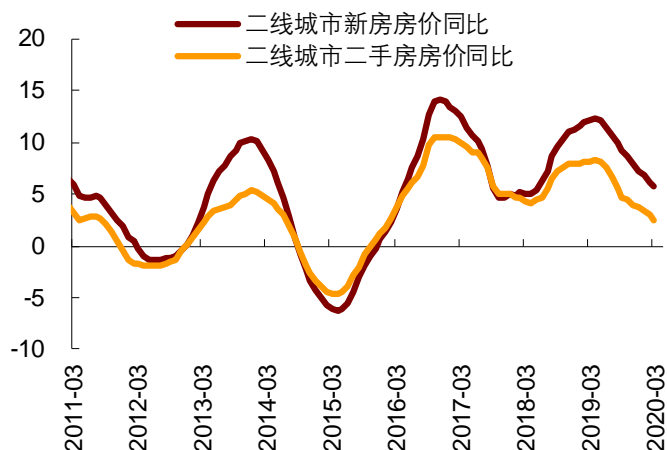
资料来源: Wind、招商证券

图 27: 一线城市新房环比 18 年下半年快速回升 19 年则又再回落, 而二手房 18Q4 以来持续回升



资料来源: Wind、招商证券

图 28: 二线城市新房/二手房房价同比增速回落



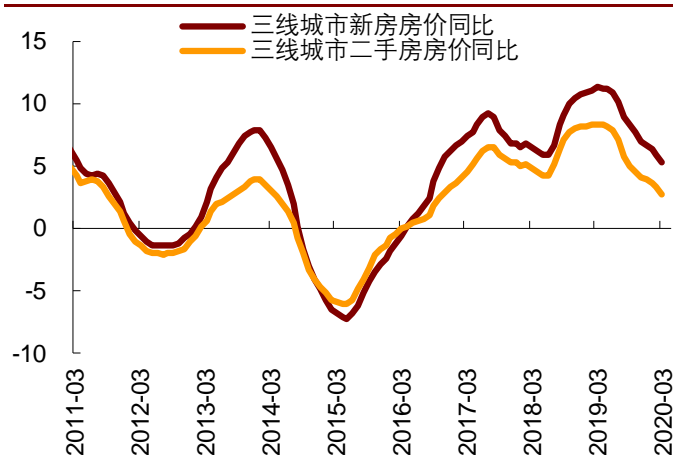
资料来源: Wind、招商证券

图 29: 二线城市新房、二手房房价环比上升



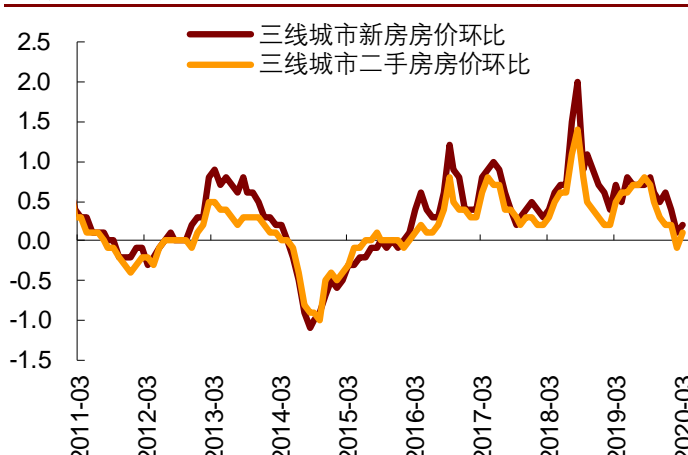
资料来源: Wind、招商证券单位: 万平方米

图 30: 三四线城市新房/二手房房价同比增速回落



资料来源: Wind、招商证券

图 31: 三四线城市新房/二手房房价环比 19 年上半年有所回升, 下半年趋势回落, 20 年以来有所回升



资料来源: Wind、招商证券



## 四、配置建议

不论政策改善来的慢或快，低估值策略都会发酵。强调行业核心逻辑已由供给侧变为需求侧主导，外需不确定性上升，购房需求大幅延后和消失的风险在上升；新房销量恢复不及预期，二线城市二手房销量不升反降，或形成政策正反馈。政策目前已在房企租赁环节降低税费，市场波动加大下低估值策略配置了房地产，地产板块政策悲观已充分反映到估值，或直接受益；同时需求端按揭和融资端发债以及开发贷等的量和价（利率）改善肉眼可见，在“稳房价”下，经营和管理红利高的房企价值将二次绽放，选取高质量周转标的（=非囤地模式+无息负债驱动）：“造血能力”强的高质量周转公司【万科A】、【保利地产】，未来大象起舞概率增加；边际改善而获弹性的【金地集团】等；精选“高质量杠杆”的弹性品种，如【金科股份】等；资源型公司或现金流改善型标的仍可获稳健回报，关注【华侨城A】【华夏幸福】【阳光城】等；（限制名单调出）。

### （1）开发领域：

首推具备“持续内生性现金流创造能力”的真正高周转公司【万科A、保利地产】，港股【龙湖集团】也属于此类公司：该类房企主要通过高质量周转模式实现稳定的净利润率（类似于制造业），未售货值一般只够卖3年左右，此时若按照当前货值去折现，会低估公司的价值（相当于只考虑了未来三年的现金流，而非永续），因此通常高周转公司在行业平稳时期可以享有一定的NAV溢价。中长期角度，与大多数高杠杆弹性品种相比，高周转大蓝筹更具长跑潜力（相对低的杠杆和相对高的信用能力），是成功穿越周期的品种；中短期角度，涨价因子和杠杆因子都受到压制，周转因子相对更为突出，所以当前阶段重点推荐高质量周转龙头。

**高杠杆型房企要精选“有质量的杠杆”**：该类房企一般兼具快周转（高杠杆决定）特征，但由于高融资成本的拖累，其净利率一般相对较低，虽然部分高杠杆企业结算利润增速也相对较高，但结算利润对选股的意义并不大。如何定义“有质量的杠杆”，核心还是经营活动创造的现金流能覆盖高杠杆的代价，也即销售回款要“盖住”融资支出和成本。A股高杠杆房企中，能够真正实现“有质量增长”的企业不多，推荐【金科股份】等。

**资源型公司仍可获取稳健回报，关注【华侨城】等**。资源型公司风险相对较小收益相对稳健，比较优势未来或回升，该类房企销售净利率高于其他两类，主要来自于拿地成本优势和货币的时间价值，一定程度上也有主动的价值创造能力（区域和产品溢价），其未售货值一般可供销售5年以上甚至10年左右，虽然短期受制于限价，但长期而言，核心城市土地仍是稀缺资源，“资源红利”必将陆续释放。**资源型公司推荐【华侨城】等**，资源储备潜在价值突出，极致低估且经营效率边际上有改善；此外，【苏宁环球】也可关注，低负债、无资本开支、资源好、重分红，本质上是一系列稳定现金流的折现。

此外，具备边际改善的【金地集团】、【华夏幸福】、【阳光城】可关注。

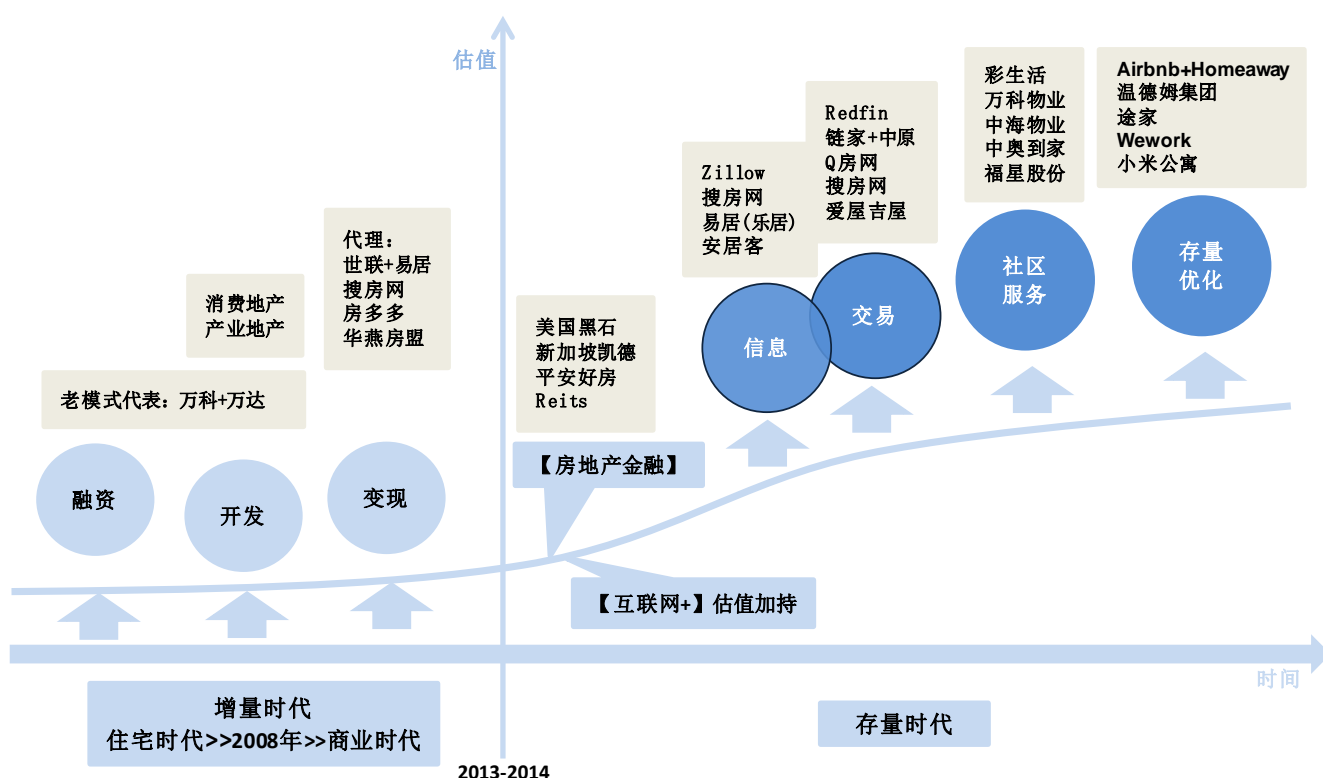
### （2）存量环节：

核心优质物业（包括商办及物流）仍具备对抗周期衰退的能力，并且长期复合回报也相对可观（类比Reits），在经济下行和疫情冲击下，预判2021年此类公司或具备底部机会；其中，优质商办领域关注【中国国贸、金融街】等，零售物业领域关注运营能力相对不错的【华润置地】【大悦城】等，物流地产领域关注第二梯队潜在龙头【南山控股】；此外，竣工回暖周期下，物业管理龙头也值得重点关注，尽管短期估值看上去偏高，但未来三年确定性的高增长将明显消化高估值，并且长期看，依托对人和物的经营，增值业务发展空间巨大，关注【保利物业】【永升生活服务】等。物业板块的投资机会已从板块性机会转为选股，核心是服务业的践行，资产负债表质量（商誉）和关联交易（盈利调节）是部分公司的瑕疵。

(3)持续关注“长三角一体化”、“粤港澳大湾区”、“京津冀协同发展”三大区域主题：上述三个区域是中国人口和产业持续集中的“三极”，也是房地产兵家必争之地，均上升为国家战略，未来量价表现将明显超越行业平均水平，其中，“粤港澳”关注【华侨城A】等，“京津冀”关注【华夏幸福】等。

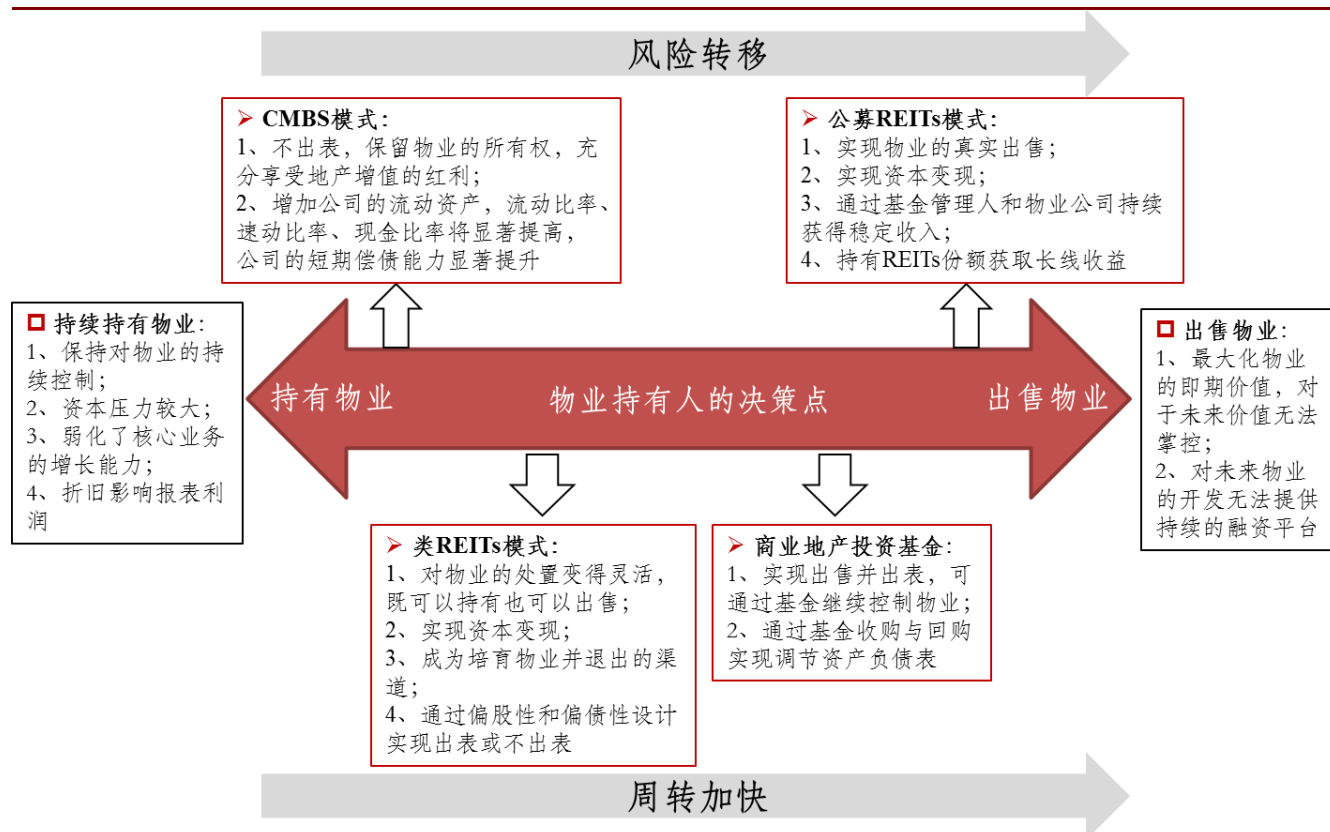
风险提示：疫情影响超预期，外需下滑对国内居民部门收入预期影响超预期，政策边际改善低于预期，三四线销售回调大幅超预期。

图 32：增量到存量的变迁-招商证券房地产新经济产业图谱



资料来源：招商证券

图 33: 从“全持有”到“全销售”——房地产公司变现模式渐变图



资料来源: 招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵可：**现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师、董事，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师。

**李洋：**2017 年加入招商证券，3 年房地产行业研究经验，中南大学工学学士、管理学硕士。

**路畅：**2018 年加入招商证券，1 年房地产行业研究经验，山东大学物理学学士，曼彻斯特大学物理学硕士。

**团队荣誉：**2016 年新财富房地产行业入围奖；2016 年度“天眼”中国最佳分析师房地产行业盈利预测最准确分析师第一名；2017 年中国证券分析师金牛奖房地产行业第四名。2018 年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业第一名；2018 年 Wind 金牌分析师房地产行业第四名；2018 年金牛奖最具价值分析师；2018 年度“天眼”明星分析师团队成员分获第一、四名；2019 新浪金麒麟房地产行业最佳分析师第四名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。