推荐 维持评级

成长与重估并举

——2020年中期房地产行业投资策略

分 析 师： 赵翔 执业证号：S0100520010001

2020年07月15日

风险提示：1、全球疫情变化及外围风险具有不确定性；

2、地产政策超预期收紧



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

一、行业研判

通过判断，下半年全国需求平稳，利率下行下，居民资产配置楼市意愿较强，预测2020全年商品住宅销售额累计同比增速+5.8%。

利用有效的领先指标判断，预计2020全年商品住宅新开工累计同比增速+4.0%。

通过被拖延的竣工推算，预计2020全年房屋住宅竣工累计增速预计为+6.2%。

二、政策研判

通过地产政策变化的框架研判，由于地产景气的持续，下半年地产政策不会放松。

三、投资建议—成长与重估并举

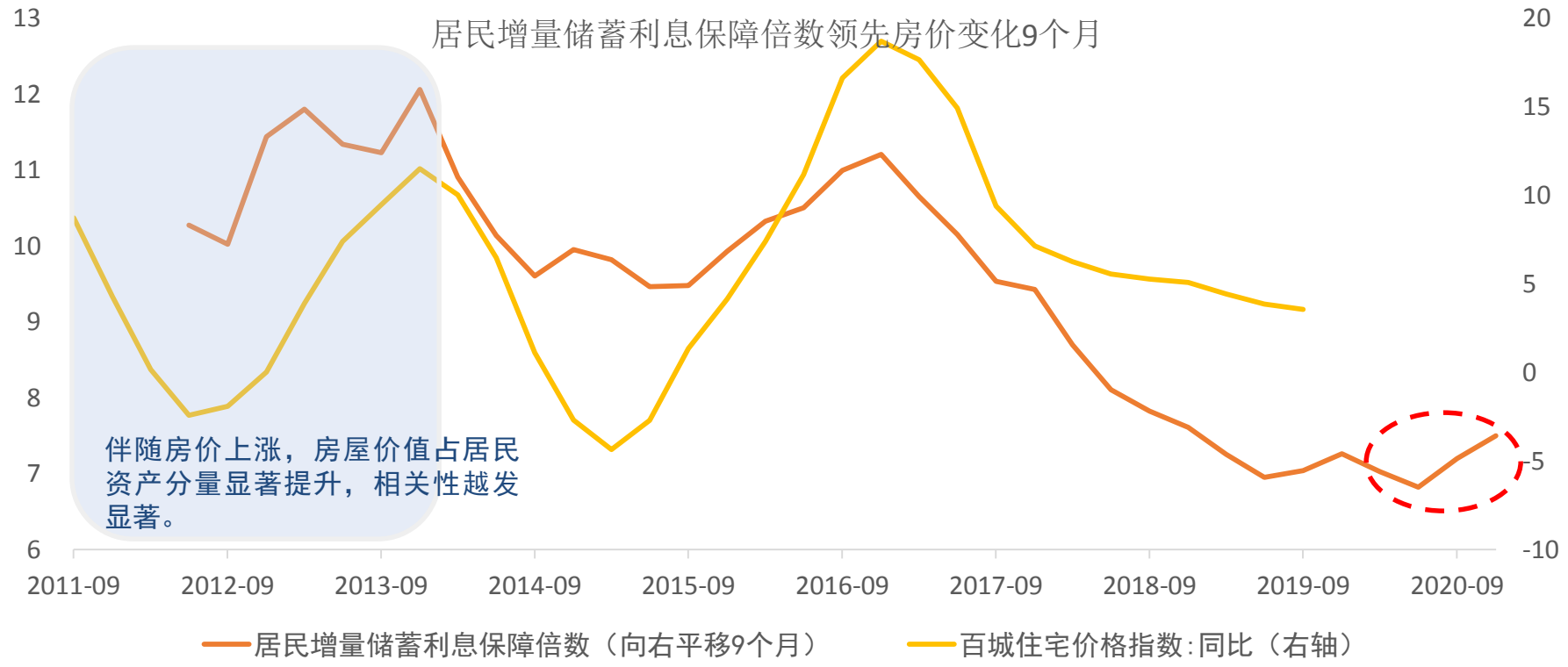
推荐超跌高确定性地产开发标的：中南建设、保利地产、阳光城、荣盛发展。

建议关注高成长性物业股，建议关注招商积余、南都物业、保利物业（H股）、绿城服务（H股）

建议关注控股型地产股的重估机会，建议关注中国宝安

1.1 全国需求整体平稳，结构化提升显著

如果从整个全国的地产需求看，我们利用最新更新的居民增量储蓄利息保障倍速，该指标领先于房价变化9个月，具备较好的领先性，从指标领先性看，今年下半年全国整体的地产需求表现将较为平稳，需求提升将主要出现在局部地区。



数据来源：wind、民生证券研究院

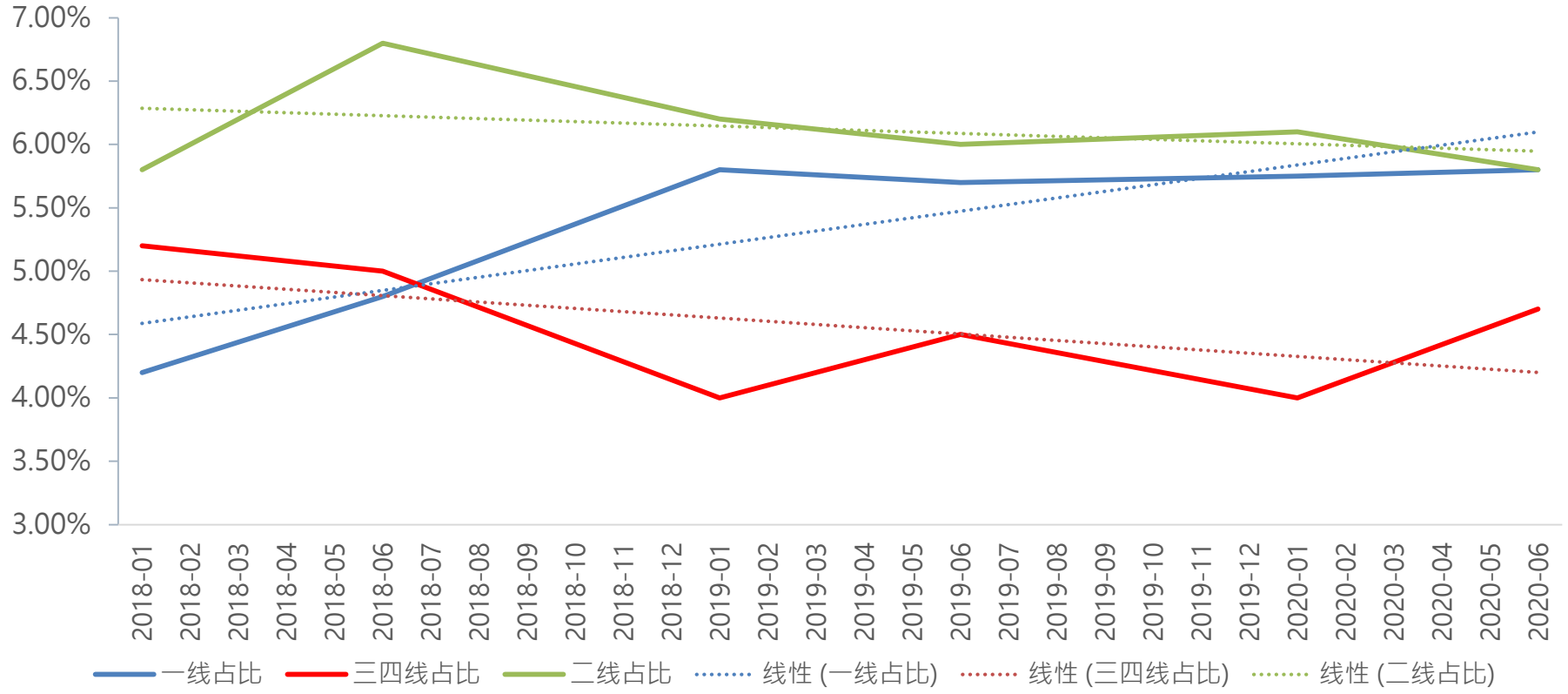
居民增量储蓄利息保障倍数=（居民收入-居民支出）/居民部门贷款总额*金融机构加权平均利率

注：两条线相关性高，也说明地产依然是居民配置的首选，地位无可取代。

1.1 全国需求整体平稳，结构化提升显著（续）

利率下行之下，对于收入水平较高的居民，其资产配置楼市意愿反而加强；因此，收入水平较高的区域，疫情后地产需求出现显著的提升。而从过去的趋势看，重点样本城市中的各线成交占比中，一线占比出现显著提升，而三四线占比出现稳步下降。

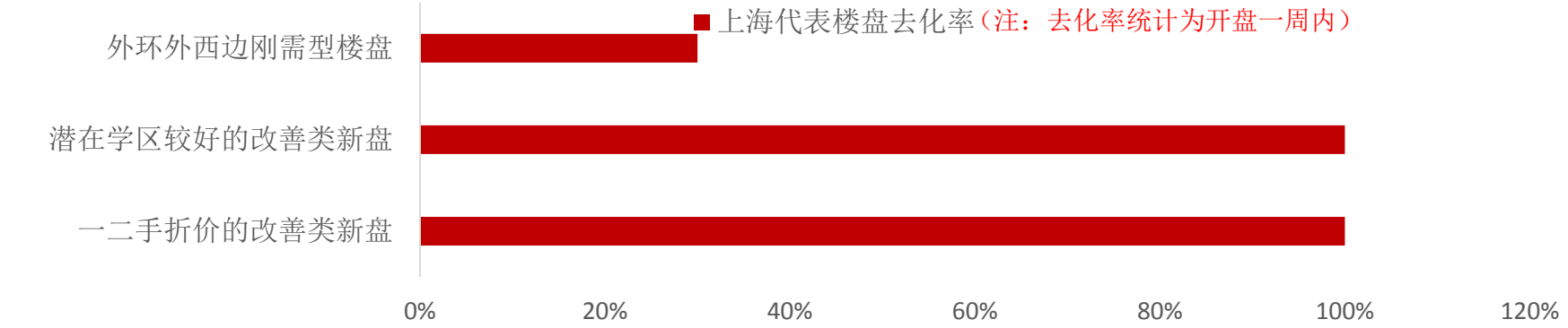
重点样本城市中各线城市成交占比



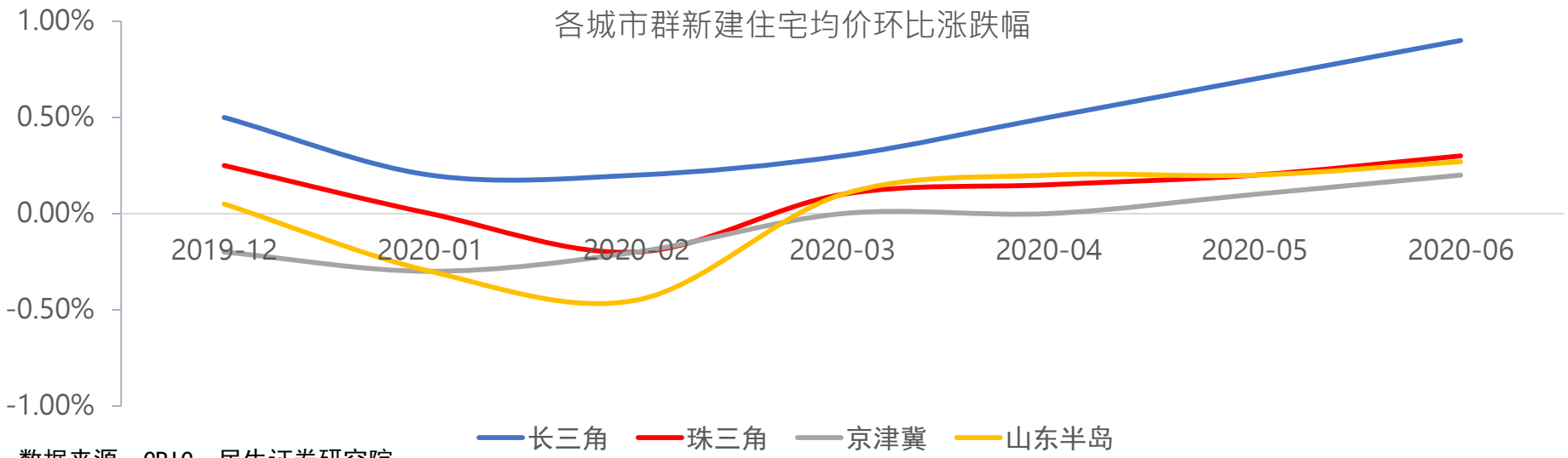
数据来源：CRIC、民生证券研究院

1.1 全国需求整体平稳，结构化提升显著（续2）

具体到微观来看，无论是城市群之间的差异，还是具体到城市内各区域（图中以上海为例），疫情后地产需求均表现为：人群收入水平较高区域，楼市需求表现较好，反之亦然。



数据来源：房天下（通过典型样本楼盘统计）、民生证券研究院



数据来源：CRIC、民生证券研究院

1.1 全国需求整体平稳，结构化提升显著（续3）

利率下行所催化的居民资产配置需求，将使得整体楼市需求具备韧性，预测全年商品住宅**销售额累计同比增速为+5.8%。**

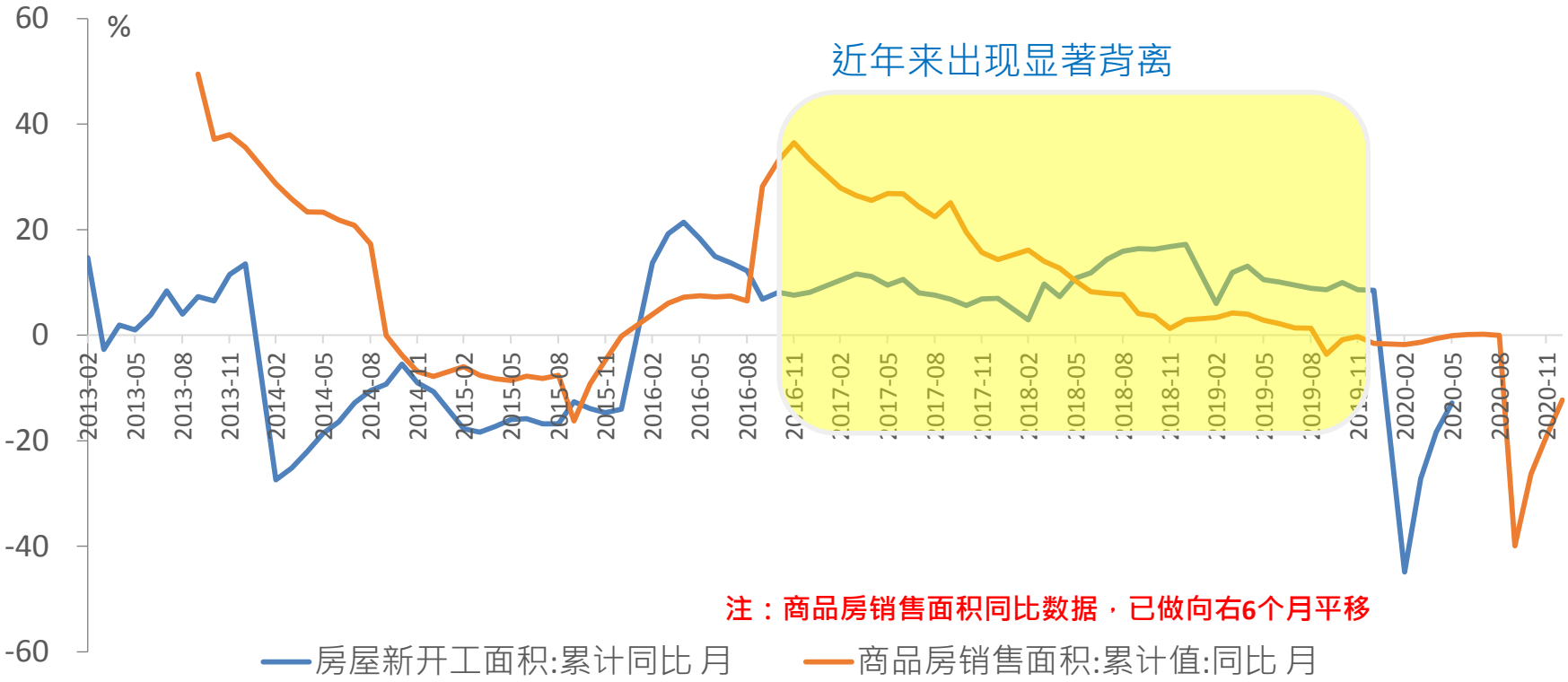


数据来源：WIND、民生证券研究院

1.2 新开工下半年持续好转，年底到达高点

对于下半年新开工的预测，**我们利用领先指标来看。**传统思路中，预测新开工一般是利用销售增速的领先性推算；然而，销售领先新开工6个月的规律，近年来已出现失效，两者关系显著背离。

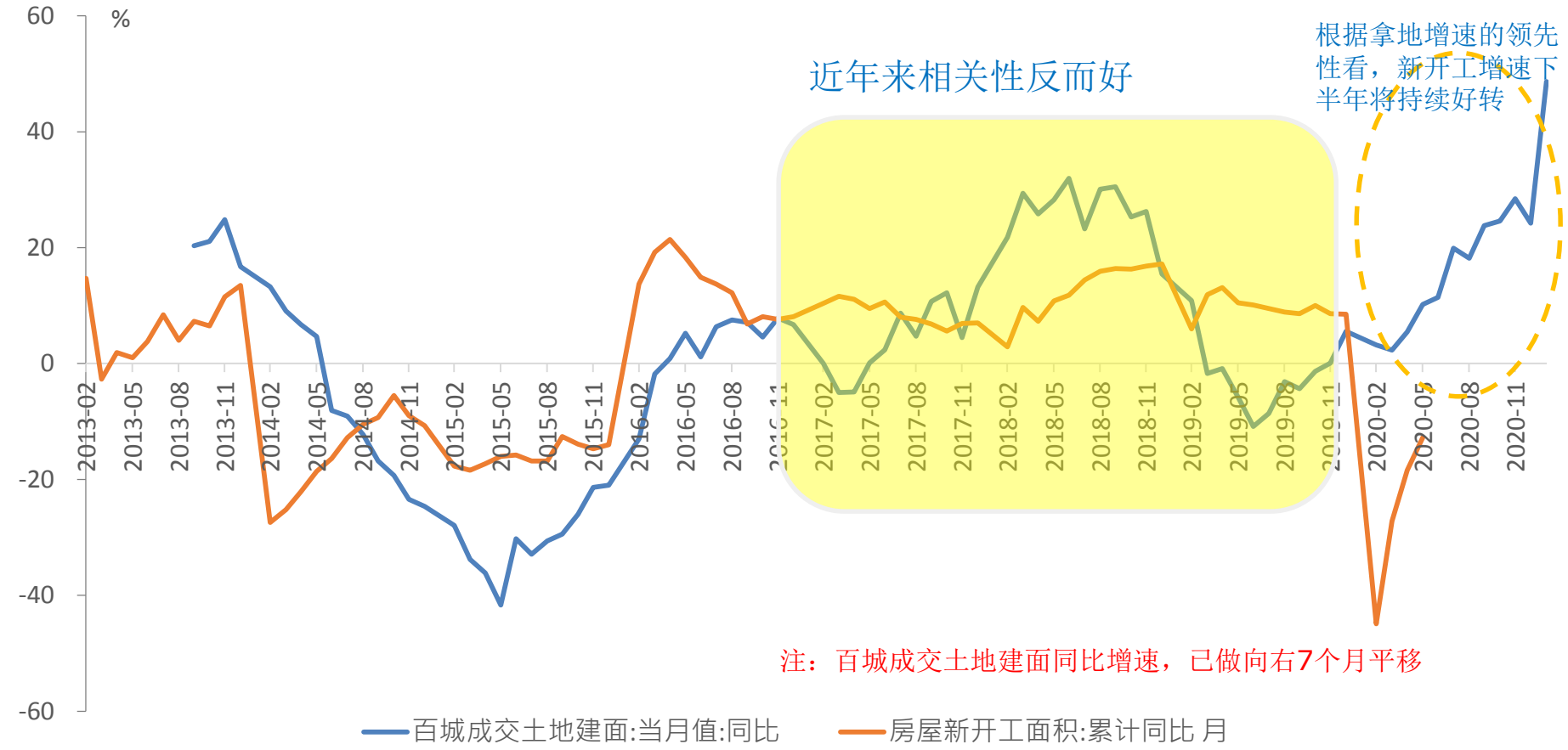
销售与新开工的相关性，背后是基于房企开工的动力，源于销售市场的好坏，但在2017年限价出台后，开发商观念有了显著的变化，更愿意当下加速去化，这也是销售与新开工背离发生的原因。



数据来源：WIND、民生证券研究院

1.2 新开工下半年持续好转，年底到达高点

基于此逻辑，利用**土地成交增速与新开工**进行比较，近年来反而相关性较高，土地成交增速领先7个月；根据此进行推算，下半年新开工增速将持续好转，**全年商品住宅新开工累计增速为+4.0%。**



数据来源：WIND、民生证券研究院

1.2 新开工下半年持续好转，年底到达高点

拿地增速在疫情后显著的提升，其背后深层次原因，是疫情后为了激活土地成交，出让土地的质量大幅提升；从今年来诞生的地王和高溢价率土地看，都是相应区域出让了高稀缺土地。

今年诞生的地王情况：
北京海淀区三宗地：楼面价海淀地王超70000元/平米，三环内稀缺纯住宅地块。
厦门思明区：楼面价地王50599元/平米，作为厦门最贵区域，10年来厦门思明区唯一出让的整块商住地。
广州越秀区：楼面价地王64576元/平米，越秀该区域8年来唯一出让的住宅地

疫情发生以来，成交溢价率较高的土地案例

城市	地块信息	规划建面（万平）	成交楼面价（元/平米）	溢价率	成交价（亿元）	成交日期	所在区域宅地最高价（元/平）	拿地企业
杭州	钱塘新区临江地块	7.14	5505	30%	3.93	2月3日	5505	中国三地
北京	海淀区西北旺镇地块	10.8	50587	26%	54.40	2月14日	70070	联合体
北京	通州区台湖镇地块	5	26825	50%	13.50	2月18日	31829	绿城
温州	永嘉县城市新区地块	20.9	12063	33%	25.30	2月12日	12063	德信
绍兴	越城区地块	5.3	21569	46%	11.30	3月27日	21569	众安
成都	新都区龙伏社区地块	5.1	11800	125%	6.00	3月19日	11800	大发
成都	天府新区大石社区	6.7	10655	49%	7.10	3月24日	13956	蓝光
东莞	万江街道	9.8	16725	57%	16.30	3月25日	18000	世茂

数据来源：CERIS、民生证券研究院

1.3 竣工增速下半年持续回升

去年四季度以来竣工的明显反弹，背后深层次原因是竣工周期被拉长，源于精装房比例提升、三四线预售条件较宽以及资金收紧；从而，2016~2017年大量新开工项目，被拖延至2019~2020年释放；由于2019年上半年地产资金链收紧，去年四季度才有显著改善，开启竣工增速的反弹。

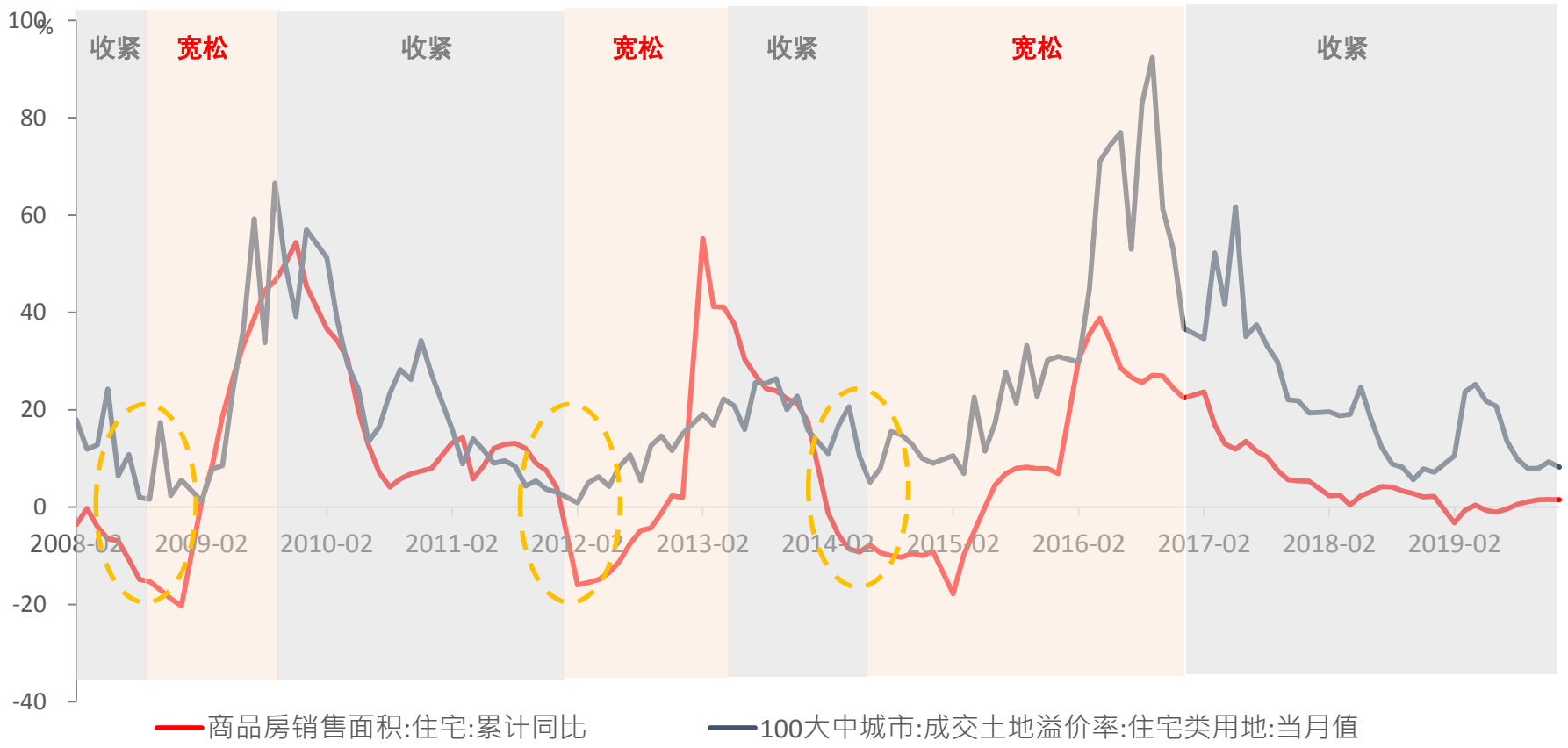
按照被拉长的竣工周期看，**2020全年房屋住宅竣工累计增速预计为+6.2%**。



数据来源：WIND、民生证券研究院

2.1 由于基本面持续景气，地产政策不会放松

根据我们在2020年策略报告《升级，新维度研判地产》所提及的框架内容，地产政策由收紧转向宽松的信号，为地产基本面变差，具体为：住宅销售面积同比变化由正转负、土地溢价率低于4%。根据前文的判断，下半年地产销售增速表现将较好，地产政策也将维持当前状态，不会大范围明显放松。



数据来源：WIND、民生证券研究院

2.1 由于基本面持续景气，地产政策不会放松

通过梳理近期出台的地产政策，也可以发现，依然整体坚持“因城施策”。对于热度提升较快的区域，区域政策会适当收紧，进行降温；对于需求较差区域，区域政策会适度的改善。

	近期出台的政策内容	政策方向
2020.6.5	南京市出台“限房价+竞地价”新政	收紧
2020.6.5	广东江门市出台《江门市进一步推进户籍制度改革实施方案（修订）》	改善
2020.6.5	厦门市发布《重点群体来厦落户实施细则》	改善
2020.6.4	西安市发布《关于试行促进大学生在西安就业创业的意见》	改善
2020.6.3	成都市住建局出台《成都市商品房买卖合同网签备案办法》	收紧
2020.6.20	义乌市人民政府发布关于调整《义乌市人才购房补助实施办法》部分条款的通知	改善
2020.6.2	南宁市住房和城乡建设局发布关于调整《南宁市高层次人才购房补贴申请业务指南》的通知	改善
2020.6.12	惠州市公安局发布关于征求《惠州市户口登记、迁移准入条件（试行）》（修订稿）意见的通告	改善
2020.6.11	深圳市光明区发布消息，将加大住房供应量	收紧
2020.6.11	苏州市自然资源和规划局发布4条房企土地违规竞买处理决定	收紧
2020.6.10	张家口市公安局等十一部分联合制定下发了《关于进一步深化户籍制度改革的意见》	改善
2020.6.28	北京调整部分通州区域限购到大兴	收紧
2020.7.6	宁波扩大限购范围	收紧

数据来源：政策整理、民生证券研究院

3.1 成长主线之一：布局超跌的高确定性地产开发标的

重点推荐四大超跌高确定性地产开发标的：**中南建设、保利地产、阳光城、荣盛发展**。

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		7月14日	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000671	阳光城	7.35	0.91	1.39	1.67	8.08	0.65	0.83	推荐
600048	保利地产	16.93	2.35	2.8	3.33	7.20	0.84	0.84	推荐
002146	荣盛发展	9.35	2.1	2.65	3.11	4.45	0.79	0.85	推荐
000961	中南建设	10.5	1.12	1.89	2.43	9.38	0.59	0.78	推荐

数据来源：WIND、民生证券研究院

3.2 成长主线之二

建议关注高成长性物业股，**招商积余、南都物业、保利物业（H股）、绿城服务（H股）**

招商积余：未来物管增长空间较为充足，商管扩张促进盈利能力提升。

南都物业：被低估的第三方独立物管公司，发展稳健，多业态和旧改为其带来增量。

保利物业：龙头优势较为显著的标的。

绿城物业：增值服务开拓领先的标的。

3.3 重估主线

建议关注控股型地产股的重估机会，建议关注**中国宝安**

中国宝安：所持股的两大资产，具有较高重估空间，分别为锂电负极材料龙头贝特瑞，以及积极开拓品类的马应龙。

- 分析师简介

赵翔，民生证券房地产行业首席分析师，五年以上地产研究经验，曾就职于华泰证券、浙商证券、上市房地产企业管理岗位，2019年加入民生证券。

分析师承诺：

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。