



Research and
Development Center

地产股是否反转，决定因素是什么？

——策略周观点

2024 年 5 月 19 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 策略分析师
执业编号: S1500523110004
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

地产股是否反转，决定因素是什么？

2024年5月19日

核心结论：目前较多房地产上市公司估值在 0.3-0.7 倍 PB 之间，从长远来看，我们判断房地产行业存量依然还有较大的更新替换需求，后续如果地产行业正常化，战略上估值修复空间较大。但投资者较为困惑的是赔率高，但胜率难定，择时较难。我们认为地产股胜率和择时取决于现金流和销售。（1）参考 2014-2015 年去库存的经验，如果后续房地产企业总现金流企稳，则大概率由反弹升级为反转。2014-2015 年房地产政策宽松期间，也提出了去库存的政策。从股价表现来看，房地产行业的超额收益始于 2014 年，但房地产销售同比回正是 2015 年 Q1，股价表现领先销售较多，背后很重要的原因之一是，政策变化后，房地产企业的总现金流结束下滑稳定住了。（2）参考美国次贷危机后的经验，从 2005 年 Q4 美国房地产销售见顶回落，销售下降 3 年后，2009 年 Q1 销售开始企稳，对应房地产行业也见底并有明显的超额收益。房地产销售企稳的前两年（2009-2010），地产销售出现二次探底，但股价在第一个销售底的时候已经见底，第二个销售底之后反而超额收益很小，房价开始上涨后，房地产股的超额收益反而结束了。这一次房地产销售下降已经 3 年了，如果不是日本的情形，而是美国的情形，销售也有逐渐底部企稳的可能，这一点还需要时间验证，我们认为当下验证地产企业现金流情况更重要。

- （1）战略上，地产股机会较大，关键是确定何时走出危机模式。2007-2019 年，房地产行业 ROE 长时间维持在 10-15% 的范围内，2020 年之后，ROE 急速下降到负值，同时 PB 也快速回落到 1 倍以下，目前较多房地产上市公司估值在 0.3-0.7 倍 PB 之间，隐含的是对房地产企业现金流风险的较大担心。
- （2）参考上一次国内地产去库存的经验，地产股见底需观察企业现金流，而不是销售。2014-2015 年房地产政策宽松期间，也提出了去库存的政策。2014 年地产之所以能有超额收益，背后很重要的原因之一是，政策变化后，房地产企业现金流恶化的情况开始缓和，虽然反应正常经营的自由现金流依然不好，但总现金流逐渐稳定，2015-2016 年总现金流大幅回升。2020 年以来的这一次房地产销售下降，总现金流和自由现金流都很差，我们认为新一轮政策后，销售改善估计需要比较长时间，但如果能通过商品房收储、土地回收等新的去库存政策改善企业的现金流。
- （3）美股次贷危机后，地产股超额收益出现在销售底部震荡期，房价上涨期行情已经结束。参考美国次贷危机后的经验，从 2005 年 Q4 美国房地产销售见顶回落，销售下降 3 年后，2009 年 Q1 销售开始企稳反转，对应房地产行业也见底并有明显的超额收益。这一次房地产销售下降已经 3 年了，如果不是日本的情形，而是美国的情形，销售有逐渐底部企稳的可能。
- 风险因素：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。



目录

一、策略观点：地产股是否反转，决定因素是什么？	4
二、本周市场变化	8
风险因素	11

表目录

表 1：配置建议表	7
-----------	---

图目录

图 1：地产低 PB 是危机状态的定价，一旦地产正常化，空间较大（单位：倍，%）	4
图 2：2014 年地产已经开始有超额收益，但销售是 2015 年才回升（单位：%、倍）	5
图 3：2014 年每股现金流企稳，2015 年自由现金流企稳（单位：元/每股）	5
图 4：美国次贷危机后地产超额收益始于销售企稳（单位：万套，倍数）	6
图 5：美次贷危机后地产超额收益早于房价回升（单位：100，倍数）	6
图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：2024 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 13：沪股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 14：融资余额（单位：亿元）	9
图 15：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 16：基金仓位估算（单位：%）	10
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 19：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

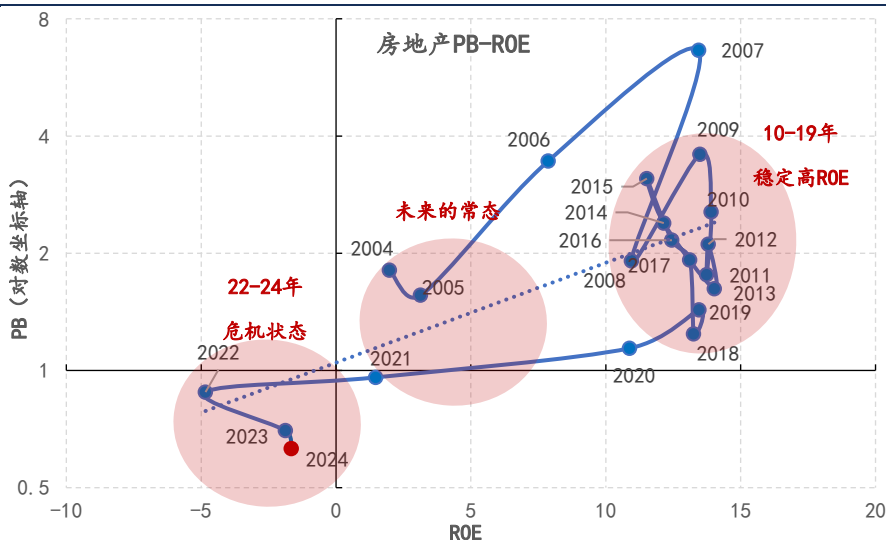
一、策略观点：地产股是否反转，决定因素是什么？

目前较多房地产上市公司估值在 0.3-0.7 倍 PB 之间，从长远来看，我们判断房地产行业存量依然还有较大的更新替换需求，后续如果地产行业正常化，战略上估值修复空间较大。但投资者较为困惑的是赔率高，但胜率难定，择时较难。我们认为地产股胜率和择时取决于现金流和销售。(1) 参考 2014-2015 年去库存的经验，如果后续房地产企业总现金流企稳，则大概率由反弹升级为反转。2014-2015 年房地产政策宽松期间，也提出了去库存的政策。从股价表现来看，房地产行业的超额收益始于 2014 年，但房地产销售同比回正是 2015 年 Q1，股价表现领先销售较多，背后很重要的原因之一是，政策变化后，房地产企业的总现金流结束下滑稳定住了。

(2) 参考美国次贷危机后的经验，从 2005 年 Q4 美国房地产销售见顶回落，销售下降 3 年后，2009 年 Q1 销售开始企稳，对应房地产行业也见底并有明显的超额收益。房地产销售企稳的前两年（2009-2010），地产销售出现二次探底，但股价在第一个销售底的时候已经见底，第二个销售底之后反而超额收益很小，房价开始上涨后，房地产股的超额收益反而结束了。这一次房地产销售下降已经 3 年了，如果不是日本的情形，而是美国的情形，销售也有逐渐底部企稳的可能，这一点还需要时间验证，我们认为当下验证地产企业现金流情况更重要。

(1) 战略上，地产股机会较大，关键是确定何时走出危机模式。2007-2019 年，房地产行业 ROE 长时间维持在 10-15% 的范围内，2020 年之后，ROE 急速下降到负值，同时 PB 也快速回落到 1 倍以下，目前较多房地产上市公司估值在 0.3-0.7 倍 PB 之间，隐含的是对房地产企业现金流风险的较大担心。鉴于未来长远来看，我们判断房地产行业存量依然还有较大的更新替换需求，房地产行业 ROE 大概率某些时候是要回到正值，如果以散点图分布来看，未来 PB 有望从现在 0.6 倍左右的水平抬升到 1-1.5 倍，战略上估值修复空间较大。战术上，我们认为分成两步，第一步观察政策变化后，房地产企业流动性危机能否根本性缓解，第一步完成房地产 PB 大概率可以修复到接近 1 倍。第二步，观察地产销售回升和地产经营正常化，这一步完成后，地产的 PB 大概率会进入 1-2 倍的范围内波动。

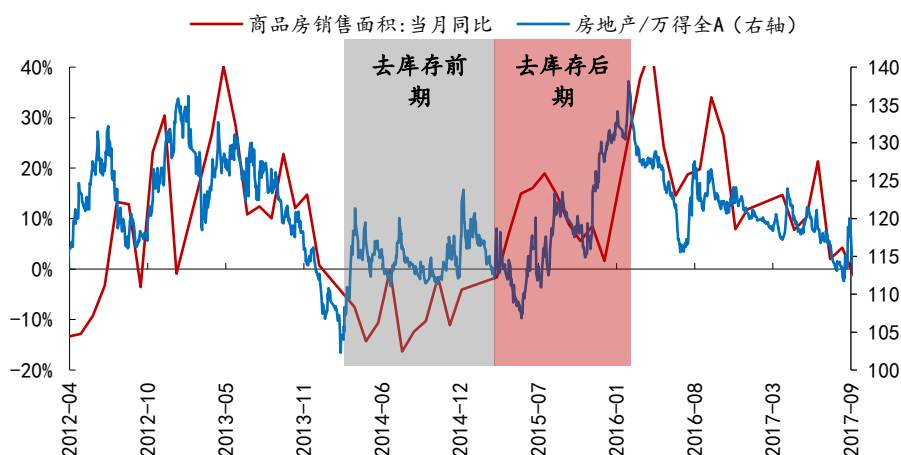
图 1：地产低 PB 是危机状态的定价，一旦地产正常化，空间较大（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 参考上一次国内地产去库存的经验，地产股见底需观察企业现金流，而不是销售。2014-2015 年房地产政策宽松期间，也提出了去库存的政策。从股价表现来看，房地产行业的超额收益始于 2014 年，但房地产销售同比回正是 2015 年 Q1，股价表现领先销售较多。

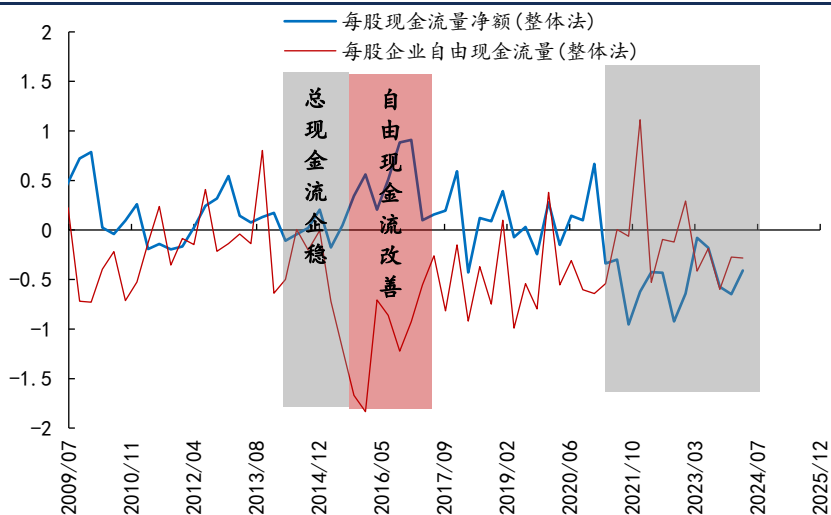
图 2：2014 年地产已经开始有超额收益，但销售是 2015 年才回升（单位：%、倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2014 年地产之所以能有超额收益，背后很重要的原因之一是，政策变化后，房地产企业现金流恶化的情况开始缓和，虽然反应正常经营的自由现金流依然不好，但总现金流逐渐稳定，2015-2016 年总现金流大幅回升。2020 年以来的这一次房地产销售下降，总现金流和自由现金流都很差，我们认为新一轮政策后，销售改善估计需要比较长时间，但如果能通过商品房收储、土地回收等新的去库存政策改善企业的现金流。地产股存在进入第一阶段上涨的可能性。

图 3：2014 年每股现金流企稳，2015 年自由现金流企稳（单位：元/每股）

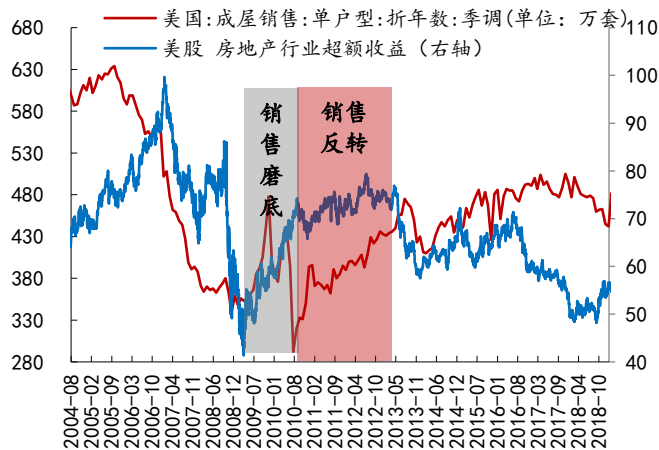


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 美股次贷危机后，地产股超额收益出现在销售底部震荡期，房价上涨期行情已经结束。参考美国次贷危机后的经验，从 2005 年 Q4 美国房地产销售见顶回落，销售下降 3 年后，2009 年 Q1 销售开始企稳反转，对应房地产行业也见底并有明显的超额收益。我们这一次房地产销售下降已经 3 年了，如果不是日本的情形，而是美国的情形，销售有逐渐底部企稳的可能。美国次贷危机后，房地产销售企稳的前两年（2009-2010），地产销售刚回升不到 1 年后，还有二次探底，直到 2010 年底才真正稳定下来进入趋势性回升，但股价在第一个销售底的时候已经见底，第二个销售底之后反而超额收益很小，房价开始上涨后，房地产股的超额收益反而结束了。



图 4：美国次贷危机后地产超额收益始于销售企稳（单位：万套，倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：美次贷危机后地产超额收益早于房价回升（单位：100，倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

以此来看，这一次地产股的行情，起点可能是地产企业通过去库存现金流改善，加速点可能是销售企稳反弹，终点可能是房价企稳回升。

(4) 短期 A 股策略观点：年度上涨趋势没有完成，但第一波轮动式估值修复可能已经到达尾声。市场的年度反转已经确立，背后主要是两个原因：（1）房地产下滑对各行业盈利的负面影响逐渐达到尾声，2 月 5 日 A 股整体 PB 历史最低，但整体 ROE 并不是历史最低，股市已经充分定价了大部分宏观悲观预期。（2）新国九条政策将会系统性改善股市的供需结构。从历史经验来看，熊转牛第一波上涨大多持续 1 个季度左右，以估值修复为主，此时大部分板块业绩并没有改善。但如果涨到第二个季度，则大多需要明确的盈利改善或居民增量资金，这些因素还需要酝酿，当下有可能是第一波估值修复的尾声。交易层面的特征是：（1）第一波估值修复所有板块都要轮涨一遍，现在已经轮动到较晚的房地产行业了。（2）近期私募和外资补仓比较快。（3）经济在库存周期底部刚企稳，改善一般会比较慢，后续一个季度，基本面变化可能赶不上投资者预期的变化，由此带来波折。

年度建议配置顺序：上游周期>汽车汽零、出海>金融地产>AI、医药&半导体&新能源>消费，排序靠前的可能是未来牛市的最强主线。近期地产链的强势，从策略角度来看，有两个原因：（1）熊市结束后，熊市中跌幅最大的板块大多会出现一次较大的反弹，新能源和地产是过去 2 年熊市中，最弱的两个方向，先后企稳反弹，我们判断标志着熊市结束。（2）季度内，2 月 6 日市场反转以来，高分红、AI、周期、超跌大盘成长先后反转，地产链反弹之前是位置最低的一类板块，从轮动的角度，存在着补涨的诉求。

上游周期股这一次调整主要是短期强势股补跌，大概率 1-2 周内会结束。商品价格上行刚从黄金轮到工业金属，我们判断离顶点还有 1-2 年的时间，基本面不需要担心。对上游周期的后续展望：（1）上游周期行情能否持续核心看商品价格。我们认为价格上涨还处在初段，现在全球经济短周期（库存周期）还处在底部，后续随着库存周期回升，价格 1-2 年会持续上涨。（2）强势股补跌一般 1-2 周内结束。参考 2016-2021 年白酒，如果是单纯的强势股补跌，一般 1-2 周内结束。我们认为这一次上游周期可能只会有 1-2 周波折。（3）什么情况下周期会出现季度调整？参考 2016-2021 年白酒牛市经验，如果非熊市，需要同时具备三个条件，基本面出现阶段性担心、且其他行业集中出现基本面逻辑明显改善、同时市场季度内持续震荡或下跌。三个条件同时具备时会出现季度调整，而我们认为当下出现季度调整的概率不高。



表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	绝对收益	高仓位
	相对收益	石油石化、有色金属、汽车、煤炭
行业配置 观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然处在产能周期景气向上的过程中，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降期的影响。后续可能会持续走强，基于以下三点：（1）中美的库存周期很有可能已经接近底部。（2）2022 年 11 月黄金见底开始回升，2024 年可能会见到整体商品的底部。（3）目前股市可能只定价了高股息和价格稳定，尚未定价可能的价格上行。
	消费	目前消费板块的估值大多处于 2010 年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在两个方向：（1）契合消费降级的消费模式。（2）部分行业可能会有较强的高分红属性。
	成长	（1）硬科技（新能源、光伏、半导体等）估值已经调整到历史偏低水平。熊转牛第一波上涨的板块通常会受到前一轮牛市的影响，可能有季度反弹的机会，年度表现不一定强。（2）AI 等新的产业方向，产业趋势较强，估值正在尝试突破过去 5 年的限制。但由于 4 月季报期市场风格季节性偏向价值，AI 调整较多，5 月可能会再次有机会，今年可以持续做波段。
	金融地产	金融类似 2014 年下半年的低估值修复（速度没有那么快）。受益于两点（1）经济大幅下台阶，景气度板块较为稀缺。（2）利率大幅下台阶后，静态估值性价比抬升。会出现估值修复。（3）上游周期牛市带动的风格偏好。地产 2024 年存在一次较大反弹的可能性，但时间点较难把握。战术上第一步观察政策变化后，房地产企业流动性危机能否根本性缓解。第二步观察地产销售回升和地产经营正常化，春季地产新房销售很弱，下一次新房销售改善估计要等金九银十。

资料来源：信达证券研发中心

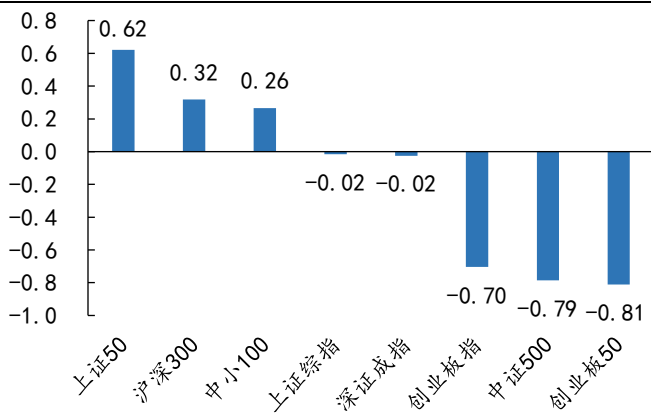
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数均上涨，上证 50 (0.62%)，沪深 300 (0.32%)，中小 100 (0.26%) 领涨。申万一级行业涨跌幅分化，其中房地产 (12.65%)、建筑材料 (5.03%)、建筑装饰 (3.00%) 领涨，家用电器 (-2.36%)、医药生物 (-2.12%)、煤炭 (-2.10%) 领跌。概念股中，租售同权 (19.16%)、充电桩 (12.45%)、NFT (11.91%) 领涨，激光雷达 (-13.97%)、细胞免疫治疗 (-9.57%)、辅助生殖 (-6.29%) 领跌。

本周全球股市重要指数部分上涨，其中恒生指数 (3.11%)、印度 SENSEX30 (1.72%)、标普 500 (1.54%) 领涨。本周商品市场重要指数中，LME 铜 (4.01%)、PVC (4.90%) 涨幅较大。另外在 2024 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (16.80%)、日经 225 (15.91%)、标普 500 (11.18%) 排名较高，而南华工业品指数 (5.94%)、美元指数 (3.07%)、LME 铜 (1.11%) 排名靠后。

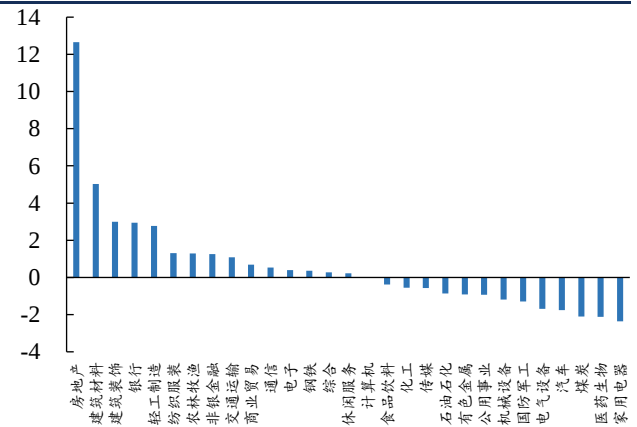
A 股市场资金方面，本周北上资金净流出 (陆股通) 共计 87.62 亿元 (前值净流出 48.42 亿元)。本周央行公开市场操作逆回购 1350 亿元，累计净投放 0 亿元。截至 2024 年 5 月 18 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期有所上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期也有所上升。

图 6：A 股主要指数周涨跌幅 (单位：%)



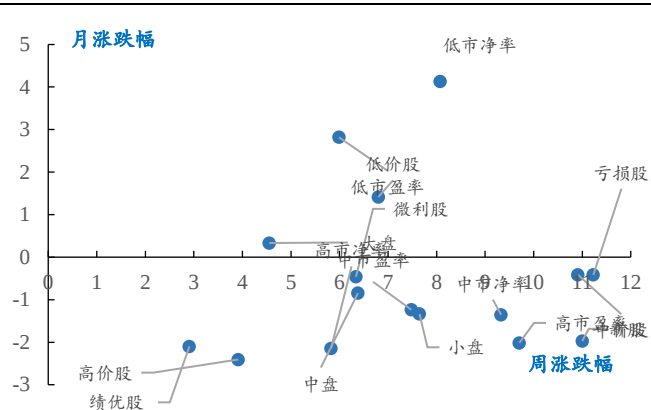
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7：申万一级行业周涨跌幅 (单位：%)



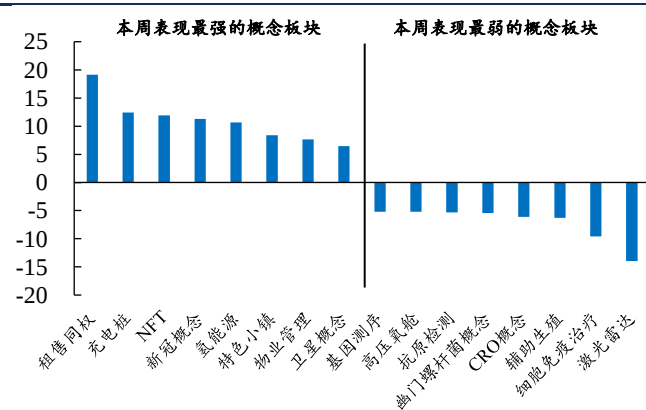
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：申万风格指数周/月涨跌幅 (单位：%)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

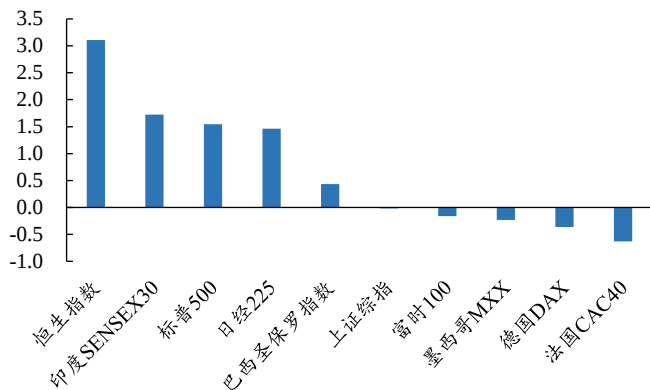
图 9：概念类指数周涨跌幅 (单位：%)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

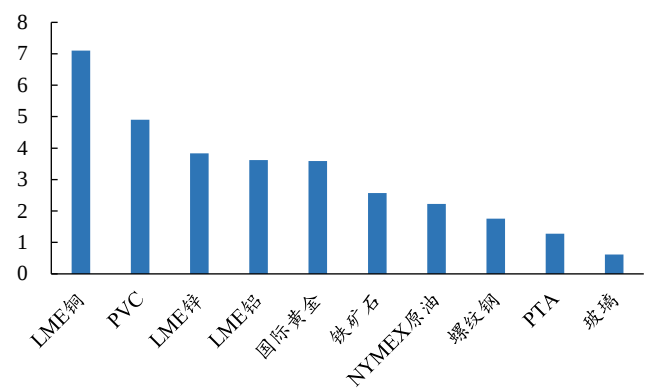


图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



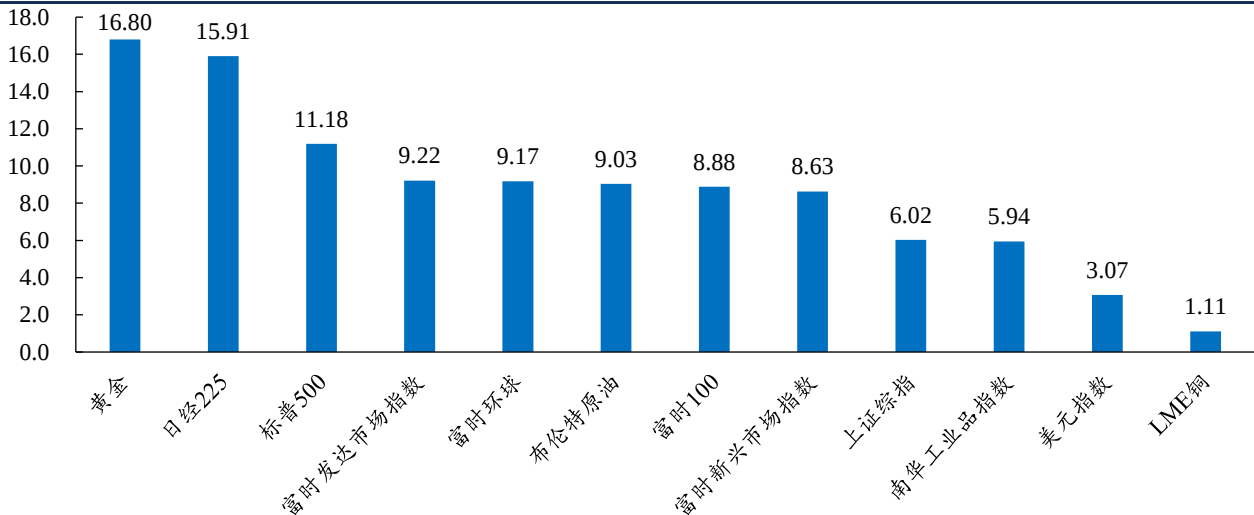
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

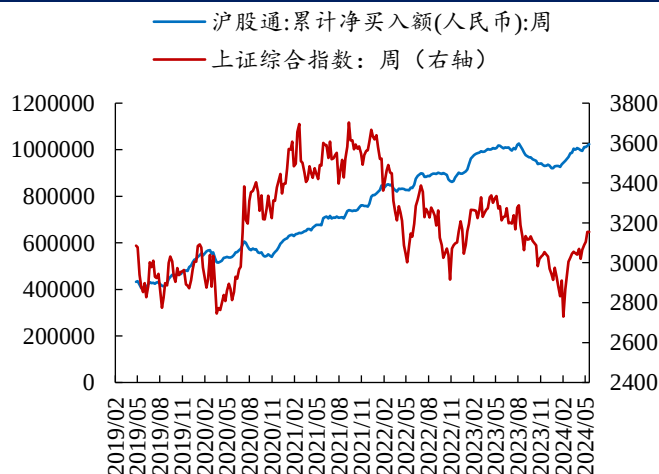
图 12：2024 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

注：统计日期截至 2024 年 5 月 17 日

图 13：沪股通累计净买入（单位：亿元）

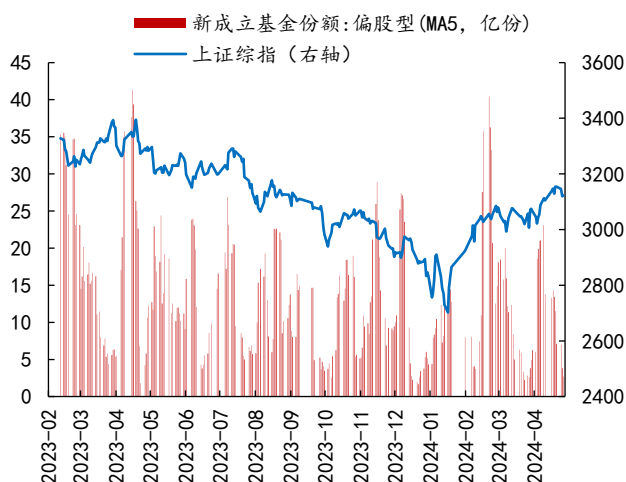


资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

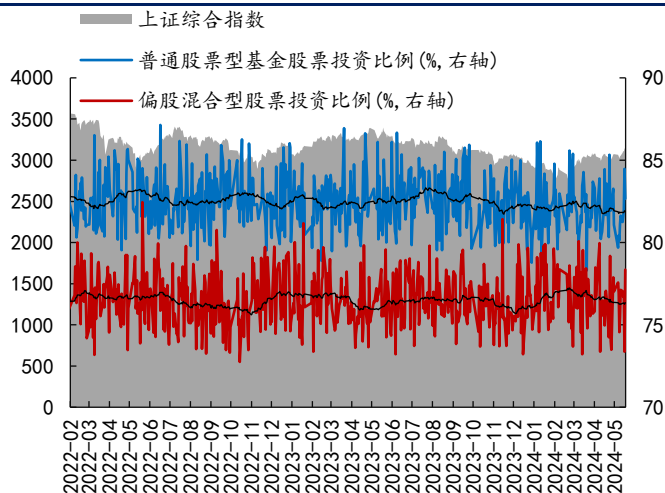
图 14：融资余额（单位：亿元）



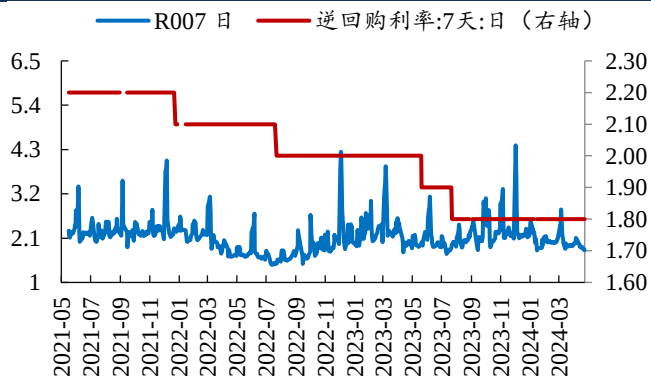
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 15：新发行基金份额（单位：亿份）


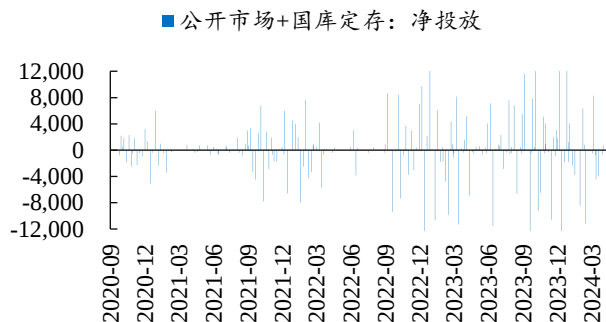
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 16：基金仓位估算（单位：%）


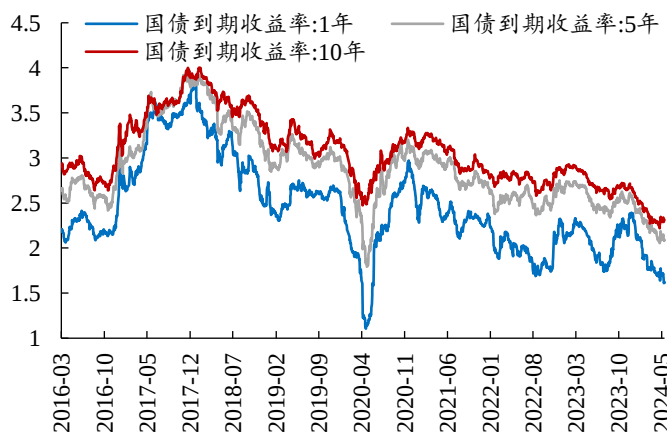
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）


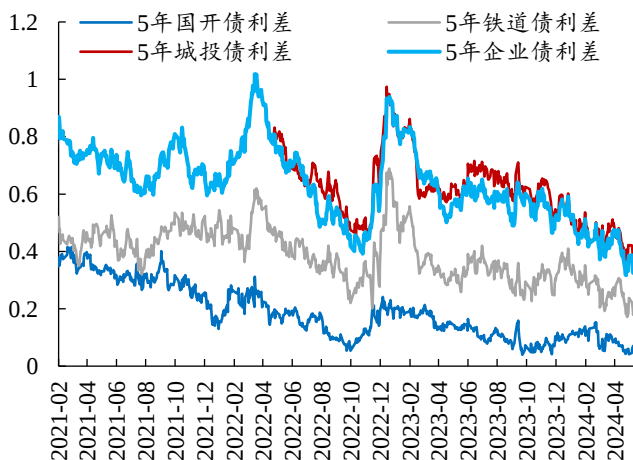
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 19：长期国债利率走势（单位：%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4 年策略研究经验，2021 年 9 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。