

证券研究报告

2018年05月30日

2018年中期投资策略研讨会

定价权转变下的房企分化

房地产行业2018年中期投资策略

行业评级：增持

姓名：谢皓宇（分析师）

证书编号：S0880518010002

姓名：卜文凯（分析师）

证书编号：S0880517080005

姓名：郝亚雯（分析师）

证书编号：S0880518010005

姓名：白淑媛（分析师）

证书编号：S0880518010004

姓名：赵格格（研究助理）

证书编号：S08801171110069

投资要点（行业评级：增持）

01

定价权：定价权逐步向金融和政府转移

要点：背景逐步变为高广义库存、紧企业信贷、紧政府调控、强居民购买力，定价权向金融和政府转移，企业财务费用率、远期毛利润率上行

02

总杠杆：总杠杆进一步提升带来利润率下行的压力，龙头公司整体杠杆率最高。

要点：2017年周转率下降是总杠杆水平上升的主因。去杠杆带来财务费用上行，净利润水平或将进一步收窄。

03

城市分化：区域的裂变导致了企业的分化，部分向一二线扩散，部分企业下沉

要点：城市分化继续下沉，呈现一线衰退、二线分化、三四线城市贴近二线、5678线增长的局面，企业同时产生分化。

04

去库存：房企库存普遍较高，去杠杆推动去库存

要点：龙头公司库存水平高于全国平均水平，融资收紧使龙头公司投资强度下降，行业集中度增速放缓。

目录 / CONTENTS

01 融资变化产生的定价权转移

02 总杠杆提升带来利润率下行的压力

03 区域分裂到资源重估逻辑

04 房企库存普遍较高，去杠杆推动去库存

05 投资建议

06 风险提示

01 融资变化产生的定价权转移

- ◆ 表外融资转表内
- ◆ 库存和杠杆向龙头集中
- ◆ 政府逐渐参与定价权

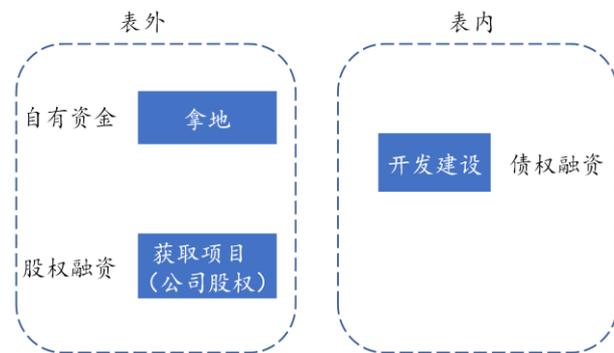
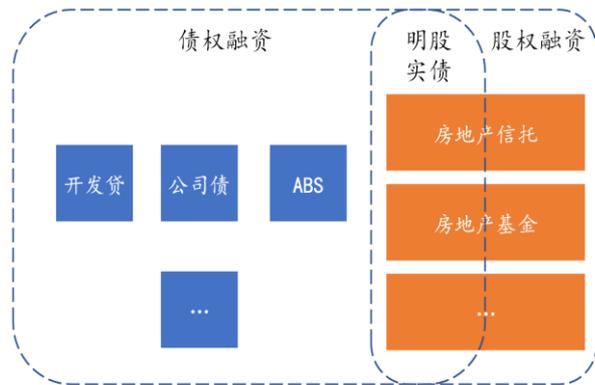
01 MPA考核制度带来表内外融资的变化

表内融资与表外融资

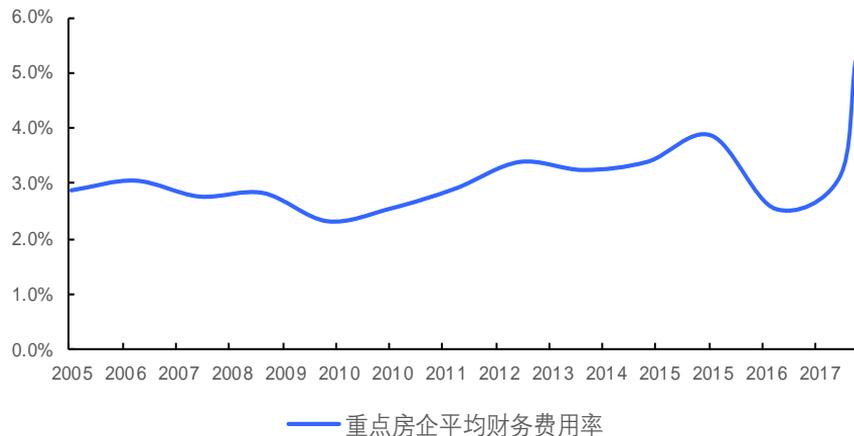
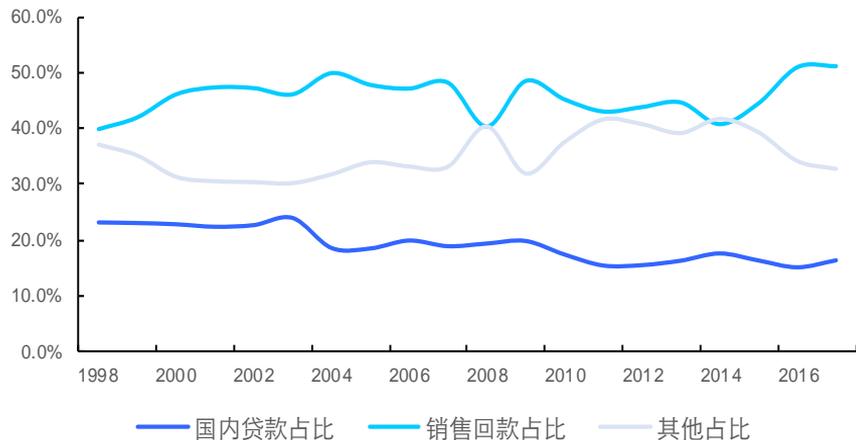
- 计入M2的银行表内贷款，都属于债权融资，以开发贷为主，也包括其他标准化的产品（公司债、ABS等）
- 表外融资，尽管也是债权融资的本质，但可以通过一系列的包装，成为股权融资。

债权融资 VS 股权融资

- 债权融资对应开发，股权融资对应拿地和整合。
- 银行2018年开始执行全面MPA考核制度，表外资金开始转入到表内监管，未来表外非标类资金将以股权融资的方式进入地产行业。
- **银行贷款表外转表内，将导致拿地和整合的减速。**



01 定价权转移带来财务费用率上行压力



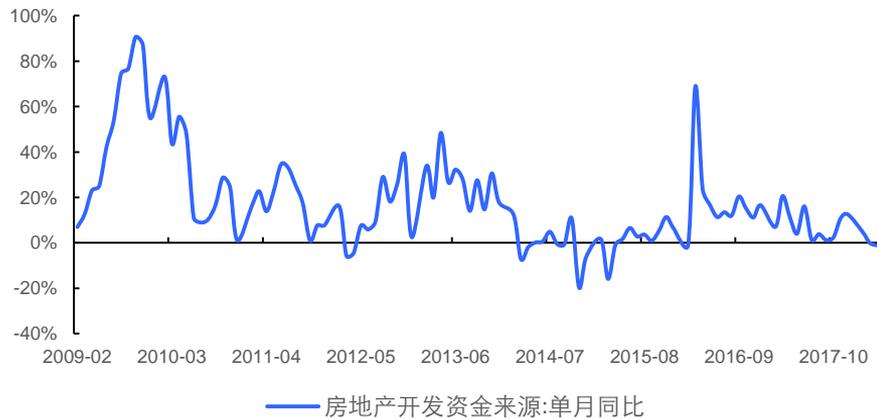
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：其他=总资金来源-国内贷款-销售回款=自筹资金+外资

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

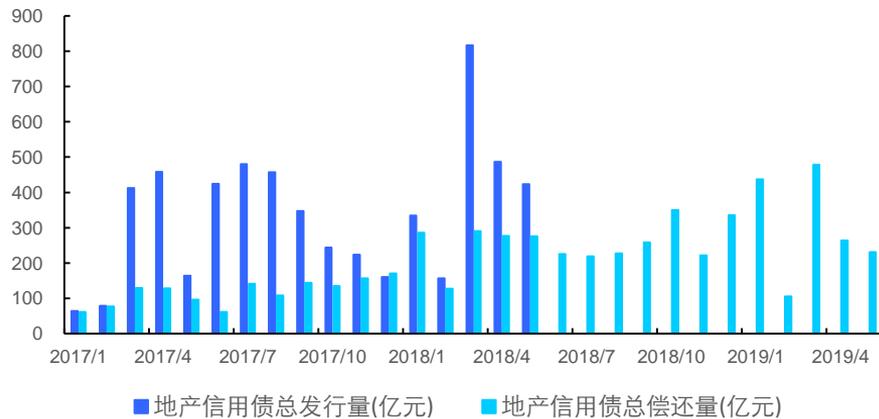
- 股权资金涌向大企业，会导致大企业并购小企业，增强定价权，获得市场的垄断利润。
- 2014年起，其他融资渠道持续缩窄；MPA考核导致股权资金变为债权资金，使得定价权转移所需要的资金来源受到影响。
- 定价权的转移同时带来库存和杠杆的提高，毛利润率修复，财务费用率上升。

01 定价权转移带来财务费用率上行压力



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

- 资金来源4月份在在2016年3月以来首次转负增长；
- 在1月份银行MPA范围扩大，使得表外融资表内化之后，类股权融资收紧成为了大趋势；根据资金来源看，在股权融资、标准化债权融资、非标融资这三类融资方式来看，未来将主要通过标准化债权融资来解决，考虑标准化债权融资的用途管制，预计土地市场和并购市场热度将进一步下降。



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

01 | 2017-2018，定价权由企业转移向政府、金融机构

4类决定权及其背景

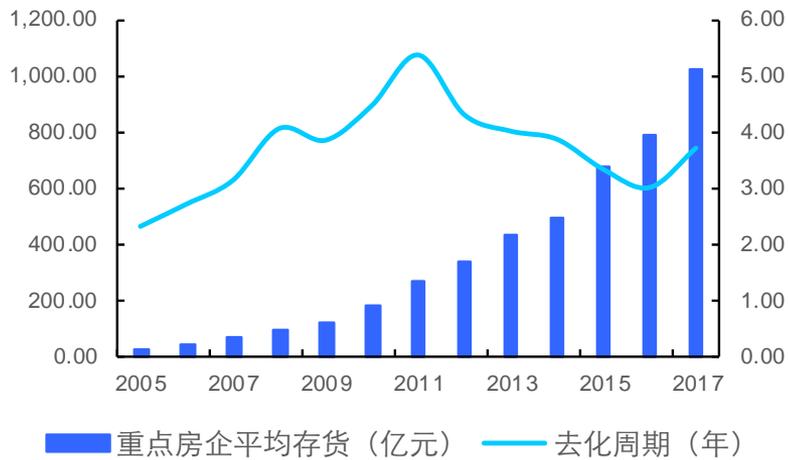
- ① 开发商掌握定价权，背景是狭义库存低、居民购买力强、企业信贷松，和调控无关。
- ② 居民掌握定价权，背景是开发商库存高、政府调控紧、企业信贷紧，和购买力无关。
- ③ 政府掌握定价权，背景是广义库存高（同时狭义库存在增加）、居民购买力强、调控紧、企业信贷紧。
- ④ 金融机构掌握定价权，背景居民购买力高、政府调控紧，和其他因素无关。

2017年处于①类，在逐步向③和④变化

定价权权属	库存	居民购买力	政府调控	信贷	新一轮周期代表
房企	低	强	无关	松	2015~2017
居民	高	无关	紧	松	2014
政府	高	强	紧	紧	2018
金融机构	无关	强	紧	无关	2018

资料来源：国泰君安证券研究

01 政府倒逼房企推盘，逐步参与定价权的制定



数据来源：Wind、国泰君安证券研究



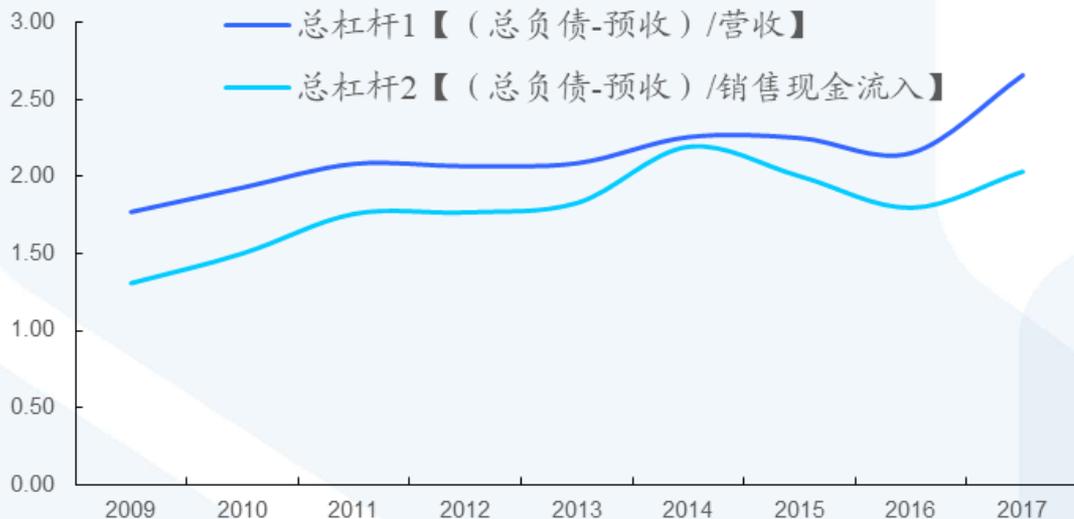
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

- 历史调控中，政府定价权具备绝对高的地位。2017年起，开发商和政府博弈预售证的过程是政府定价权被削弱的表现。
- 目前开发商库存高企，但通过备案库存低制造的低库存假象（确实带来了高去化率），将逐步得以转变。
- 政府卡住股权融资的行为将倒逼开发商的供给加速，因此，定价权开始逐步转移至政府。

02 总杠杆提升带来利润率下行的压力

- ◆ 2017年行业杠杆率继续攀升
- ◆ 周转率、负债率对总杠杆的影响
- ◆ 杠杆水平向上集中
- ◆ 利润存在下行压力

02 | 2017年，行业总杠杆持续攀升

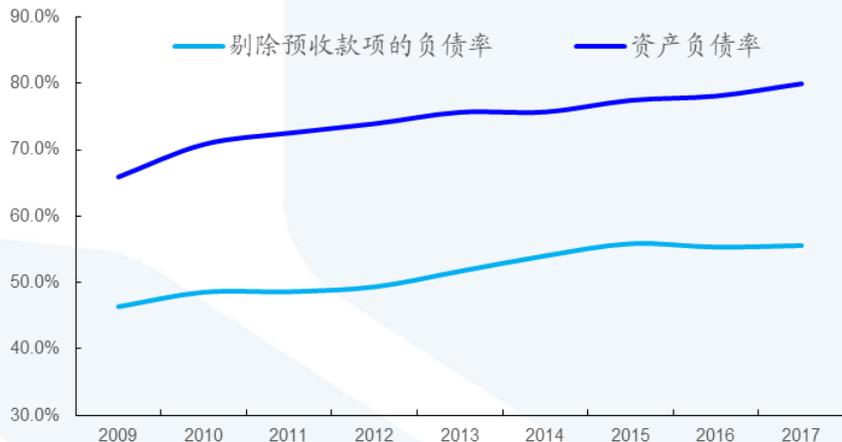


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

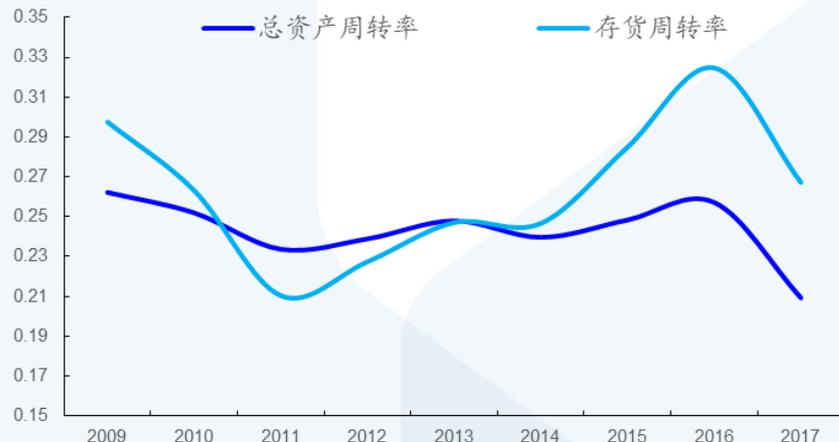
- 用营业收入口径的总杠杆水平来看，行业总杠杆水平在2017年达到了新高，2017年期末口径达到了2.66。
- 销售口径得到的总杠杆水平虽然较2016年也有所提升，但仍然低于2014年的历史高点。
- 营业收入在财务分析中运用的更为广泛且两个口径衡量的杠杆水平趋势一致，为了便于理解，选取营业收入口径作为衡量总杠杆的水平指标。

02

周转率下降是总杠杆提升的主要原因



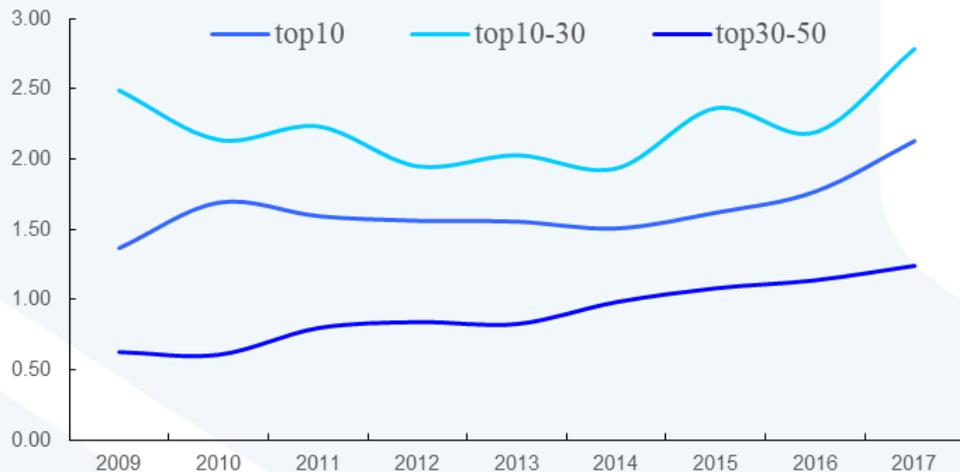
数据来源：Wind、国泰君安证券研究



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

- 2017年剔除预收款项的资产负债率与2016年持平；周转率出现了大幅下滑，导致2017年总杠杆水平较2016年大幅提升。
- 假设周转率不变，净利率维持2017年水平，测算出由总杠杆上升带来的潜在净利润的损失约为350亿，实际净利润较潜在净利润水平下降18.6%；假设净利率维持2016年水平，潜在净利润损失仅为78亿，实际净利润较潜在净利润水平仅下降4.8%。
- 在资金面趋紧，现金流压力较大的环境下，提高周转速度加快资金回流则为更好的策略。

02 整体杠杆水平上升，中游房企杠杆较高



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

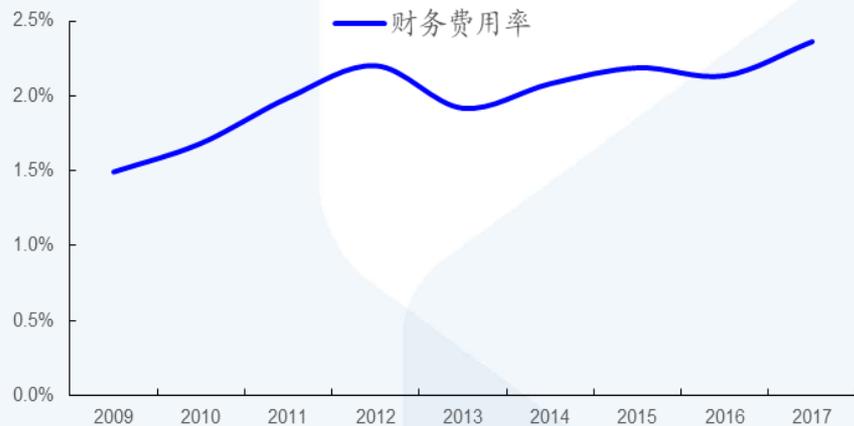
➤ 数据选取：A股上市的且2017年销售排名前50的房企，按照销售排名分成三组，并分别计算它们的总杠杆水平。

- 全国龙头房企与整体杠杆率更为接近，而top10-30的房企整体杠杆率较高。
- top30-50的房企杠杆率较低，同时在2017年总杠杆水平都有所上升。

02 降杠杆，升周转，利润仍存下行压力



数据来源：Wind、国泰君安证券研究



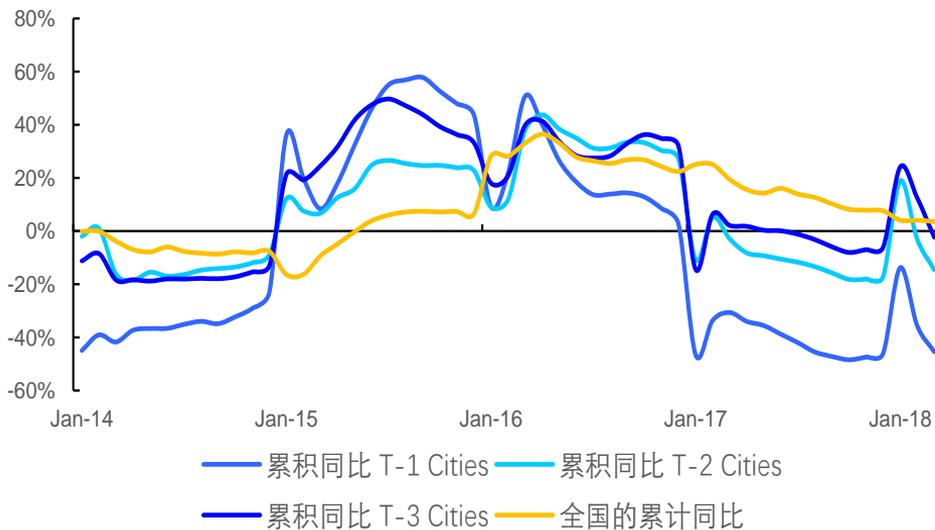
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

- 从负债水平来看，尽管相比于2016年剔除预收账款的资产负债率变化不大，但是整体负债处于高位且持续上行。
- 财务费用率到达历史高位，且有持续上行的趋势。应付债券的规模自2015年以来大幅增加，尽管2016、2017年整体长期有息债务增速放缓，但是仍然面临较大的付息偿债压力，预计后续的财务费用率仍有上升趋势，从而进一步压缩净利润的空间。
- 综上所述，2018年房地产去杠杆一方面会降低财务杠杆水平，同时会加快行业周转率，利润水平或将面临较大的压力。

03 区域分裂到资源重估逻辑

- ◆ 销售强度持续分化
- ◆ 县镇级城市需求增长
- ◆ 区域分化导致企业分化

03 销售强度持续分化，销售增长逐渐下沉



资料来源：克尔瑞，国泰君安证券研究

不同层级城市销售强度将长期持续分化

- **目前市场可分为4类：**一线城市控制人口增长、土地供给较少，成为资源类企业的主战场；二线城市人口流入和供给增加同时存在，作为成长型市场；三四线城市是人口保持稳定，供给从多到少的市场；5678线多为县镇，属于从无商品房到有商品房的过程。

5678线县镇级城市销售逐渐修复

- 一线城市受到影响最大，在国庆后呈现断崖式下跌。
- 二三线城市持续热度，直到2017年3月份再加限购重拳。
- 2017年全年，全国商品房销售面积增速持续超过一二三线城市，销售逐渐下沉到了5678线县镇级地区。

03 多方位因素拉动县镇需求增长

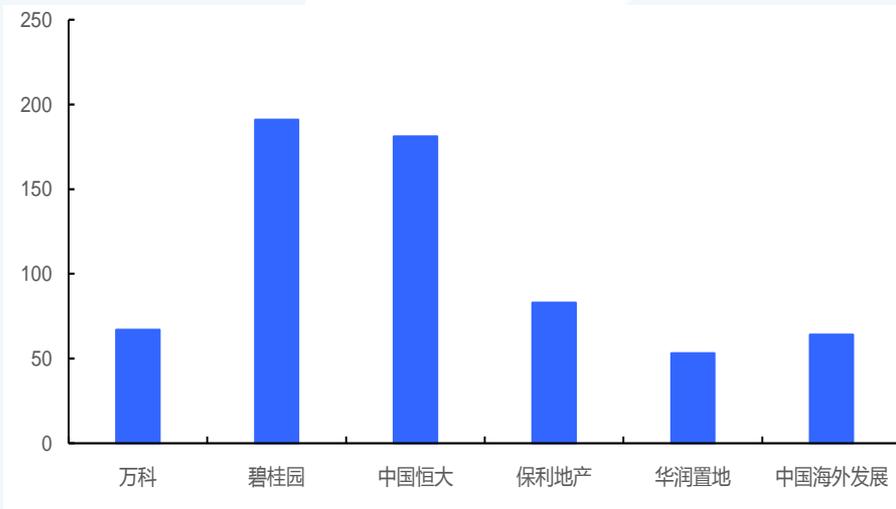
农民进城，刚需支撑县镇城市需求释放

- 十三五剩下期限内，户籍人口城镇化任务更重，催生2018年初发改委要求中小城市全面放开落户限制。
- 2020年内地常住城镇化率需达到60%，户籍城镇化率要达到45%。剩下三年（2018-2020年）需新增0.43亿常住人口及0.54亿户籍人口，户籍人口城镇化任务更重。

房产开发尚未成熟，改善型需求空间较大

- 一二线及经济较为发达的三线城市，普遍被规模较大开发商占据，商品住宅市场较为成熟。
- 县镇级地区还没有品牌开发商进驻，大部分住房质量较差、没有成熟生活及物业配套、楼龄较高，仍然有较大规模的改善型需求。

龙头公司分布城市距全国地级市总数（300城）还有一定差距



资料来源：中指院，国泰君安证券研究

03 区域的裂变导致企业的分化

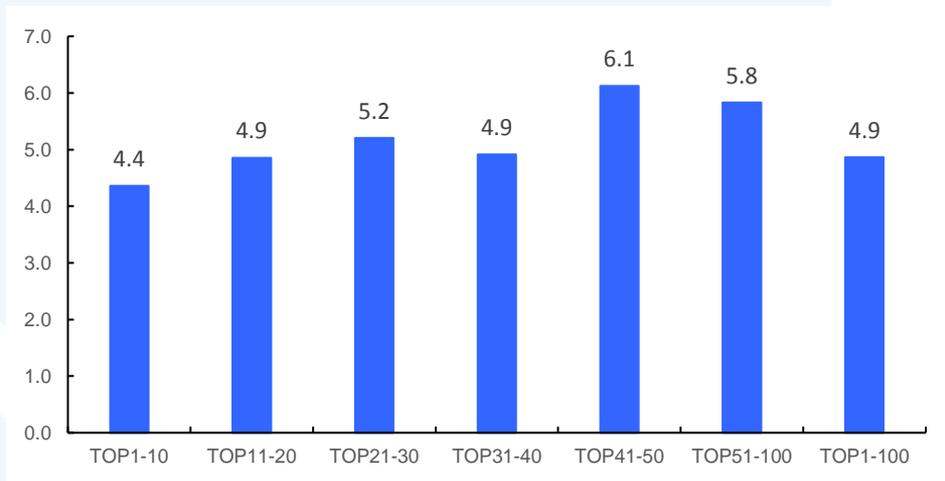


04 房企库存普遍较高，去杠杆推动去库存

- ◆ 百强平均去化周期5年
- ◆ 全国平均对应2.8年的去化周期
- ◆ 投资强度与集中度双重下滑

04 百强房企去化在5年左右，一线最低

百强房企平均去化水平在5年附近



数据来源：克尔瑞、国泰君安证券研究

- 2016、2017年由于销售资金回流充沛，叠加表外融资较为通畅，房地产企业有较为充足的资金补充土地储备。
- 目前百强房企平均去化水平（截止2017年底货值/2017年全年销售额）在5年附近，TOP1-10（按照销售金额排名）的房企去化周期最短，约在4.4附近。

04 龙头公司库存水平高于全国平均水平



数据来源：Wind、国土资源部、国泰君安证券研究



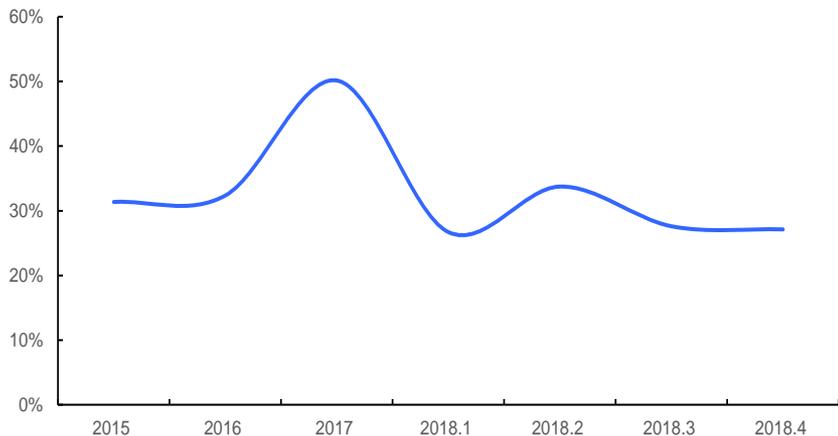
数据来源：克尔瑞、国泰君安证券研究

- 从国有建设用地中普通商品住宅用地的出让情况看，截止2017年底，预计广义库存为41亿方，去化周期34个月。
- 假设每年95%的可售比例，2003~2007年流拍比例40%，容积率2.16。广义库存的去化周期基本上回到2012年水平，库存回到2013年水平。
- 全国平均对应2.8年的去化周期，远低于龙头公司平均5年的去化水平。

04

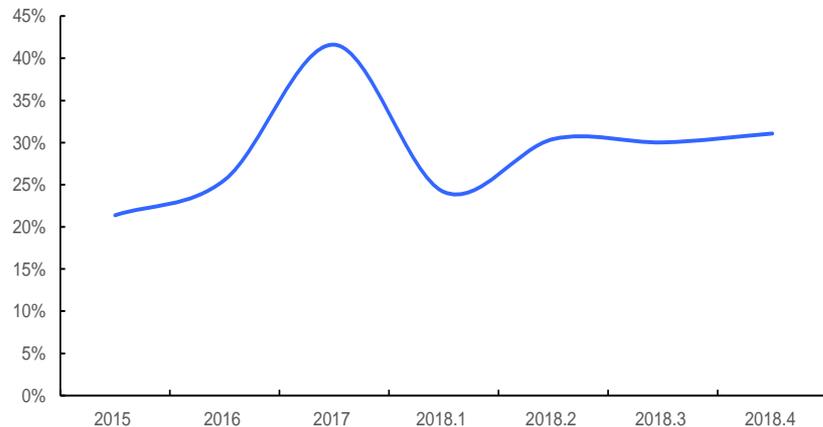
龙头投资强度下降，集中度增速放缓

TOP1-10龙头拿地强度逐渐下降



数据来源：中指院，克尔瑞，国泰君安证券研究

TOP1-10龙头拿地集中度持续下降



数据来源：中指院，克尔瑞，国泰君安证券研究

- 在融资收紧的环境下，龙头开发商目前在手库存充足，土地购置强度（购置土地总价/销售额）逐渐下降，集中度（购置土地总价/300城土地出让总价）增速受损。
- 布局区域性的小型公司，由于过去对公司债、信托和开发贷的依赖较小。2016、2017年，区域性小公司的在手项目通过被龙头公司收购置换为在手现金。在2018年土地市场溢价率持续下降的背景下，区域性公司的土地购置力度开始逐渐回升。

05 投资建议

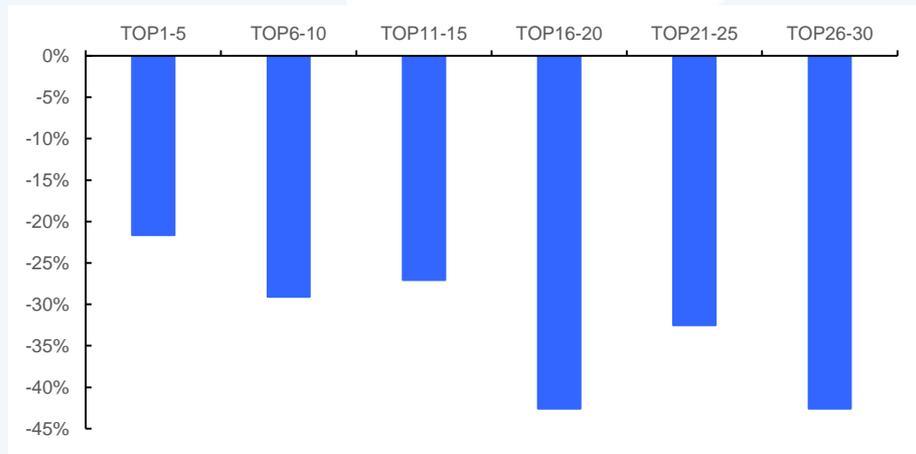
大龙头NAV折价较小，小龙头及资源类房企较高

- 目前大龙头NAV折价较小，小龙头及资源类房企（如首开股份）NAV折价较高。
- 地产第二春在即，看好**城市复苏逻辑和预期管理的修复**，推荐**华夏幸福、保利地产、万科A、新城控股**，**城市资源股推荐首开股份、招商蛇口、华侨城A**等公司。

NAV计算核心假设

1. 折现率为8%，折现周期为各公司的去化周期
2. 净利润率在2017年的基础上降低2个百分点

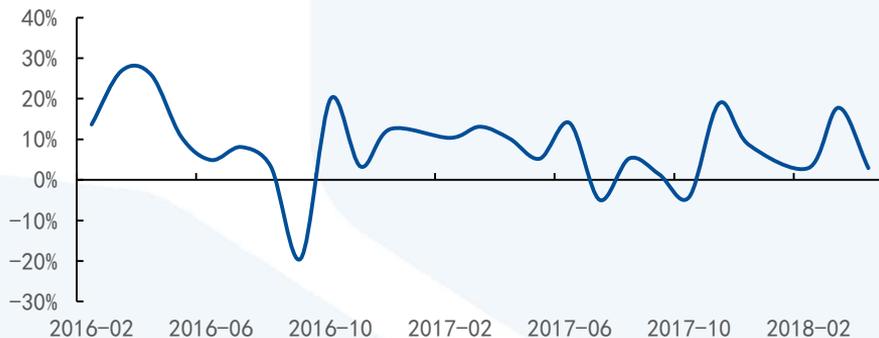
风险提示：行业调控进一步收紧，需求恢复不及预期



资料来源：wind，克尔瑞，国泰君安证券研究

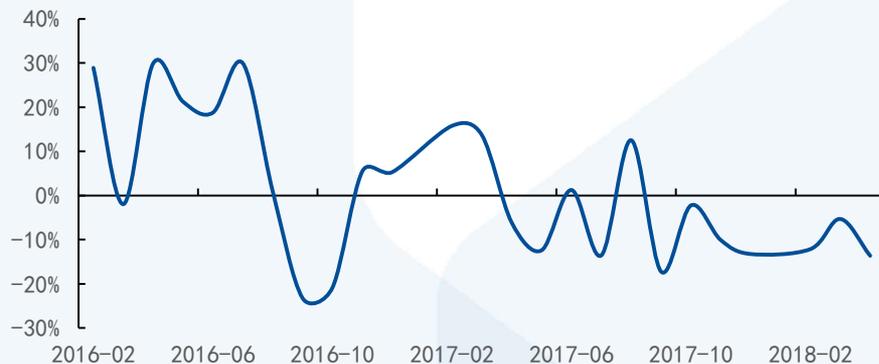
05 | 竣工不及预期，业绩低于预期可能还会存在

——新开工面积单月增速



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

——竣工面积单月增速



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

- 从去年开始，和结算关联度极大的竣工面积持续处在负增长的局面，资金紧张导致开发商售后交付时间拉长，施工动力不足，预计将会在半年报影响业绩确认进度。我们认为主要是融资收紧之下，开发商加大售后交付节奏的动力不足，因此使得竣工节奏放缓。
- 由于竣工和结算高度挂钩，因此，在老会计准则之下，业绩增速将放缓，即便是采用根据施工节奏的新会计准则，竣工放缓也会通过施工节奏放缓拉低业绩释放速度。

06 风险提示

风险提示：

- 行业调控进一步收紧
- 需求恢复不及预期

07 附表

附表：重点公司盈利预测

	证券简称	5.25股价	17 EPS	18E EPS	17 PE	18E PE	RNAV	NAV	溢价率	总市值	评级
000002.SZ	万科A	26.39	2.54	3.36	10.4	7.9	2974	26.9	-2.0%	2,883	增持
600048.SH	保利地产	12.74	1.32	1.74	9.7	7.3	2723	23.0	-44.5%	1,511	增持
001979.SZ	招商蛇口	21.65	1.55	1.91	14.0	11.3	1194	15.1	43.4%	1,711	增持
002146.SZ	荣盛发展	9.65	1.33	1.67	7.3	5.8	646	14.9	-35.0%	420	增持
600340.SH	华夏幸福	28.86	2.83	4.25	10.2	6.8	1549	52.4	-45.0%	853	增持
600266.SH	北京城建	10.39	0.93	0.98	11.2	10.6	349	22.3	-53.4%	163	增持
002244.SZ	滨江集团	5.74	0.55	0.83	10.4	6.9	315	10.1	-43.3%	179	增持
000069.SZ	华侨城A	7.86	1.03	1.48	7.7	5.3	1190	14.5	-45.8%	645	增持
000090.SZ	天健集团	9.14	0.50	0.88	18.2	10.4	264	22.0	-58.5%	109	增持
600466.SH	蓝光发展	9.62	0.57	0.84	16.8	11.5	181	8.5	13.3%	205	增持
600376.SH	首开股份	8.56	0.73	1.07	11.7	8.0	567	22.0	-61.0%	221	增持
600094.SH	大名城	6.32	0.57	0.66	11.1	9.6	174	7.0	-9.8%	152	增持
000656.SZ	金科股份	5.19	0.35	0.50	14.8	10.4	295	5.5	-6.2%	277	增持
002285.SZ	世联行	7.99	0.49	0.58	16.3	13.8				163	增持
600325.SH	华发股份	8.71	0.77	0.90	11.3	9.7	672	31.7	-72.5%	185	增持
601155.SH	新城控股	29.82	2.71	3.87	11.0	7.7	957	42.4	-29.7%	673	增持
	平均值				12.0	8.9			-27.5%		

资料来源：wind，国泰君安证券研究

免责声明

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。

国泰君安谢皓宇团队

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES