



房地产

2018.09.16

步入金融周期，开启二次探底

——对8月统计局数据的点评

	谢皓宇 (分析师)	卜文凯 (分析师)	赵格格 (研究助理)
	010-59312829	010-59312756	0755-23976170
	xiehaoyu@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com	zhaogege@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880517080005	S0880117110069

本报告导读：

当前处于金融下行周期，但金融周期的政策出台已经趋缓，政策底已经显现；在基本面的二次探底之后，将形成基本面底，开启反转行情。

摘要：

- **土地继续高速新开工转化商品房预售，需求和供给逐步拉开差距，正在进入销量的二次探底阶段。** 1) 新开工面积在5月份以来持续超过销售面积，而8月份则继续拉大，单月新开工1.9亿平方米，同比增长+27%，销售1.2亿平方米，同比增长+2%。目前开发商净负债率水平为114%，后续推盘量将持续放量，预计全年新开工增速均将保持20%以上；2) 去化率继续走低，因此判断市场进入到下行周期的第三个阶段，就是供给持续增加、需求减少的二次探底阶段。
- **商品库存将快速累积，行业低库存和拿地高增不可持续被证伪。** 1) 以销售/新开工作为商品房供给强度，目前下降到67%，隐含去化率将持续走低，反推商品库存将快速累积。同时，以新开工/土地成交作为土地供给强度，目前为133%，隐含继续去库存；2) 市场的谜题正在揭开，年初市场预期行业低库存带来房价上涨、或者拿地高增不可持续均被证伪，前者因为房地产市场周期本质是金融周期，商品库存对市场的供需周期比不过企业融资代表的土地库存对市场的金融周期，后者因为拿地绝对面积依然低于销售面积，也即仍处于去库存阶段，因此，拿地下降仅在销售下行期出现。
- **死库存盘活，销售快速下行，房价、地价存在下跌空间，为下一轮周期预留弹性。** 考虑到目前的数据回落，二次探底阶段在供需两方面和2010年、2013年形成反差，负债率的绝对高位使得供给强度将达到历史高点，而2017年居民在高首付情况下通过消耗储蓄买房，让需求相对处于低点，预计后续供需差达到历史最大。目前，市场对这一趋势的变化认可度较低，主要因为经历了3年去库存之后，认为当前的库存水平不足以让市场供给井喷，而我们的观点是，此前的库存绝大多数集中在小企业手中，而这些小企业在整个生命周期当中都难以推盘，因为不具备开发能力，其核心价值就是在地价升值后卖出。我们把这类库存理解为“死库存”，这类库存目前通过收并购的方式向大中企业集中，就会让这类库存盘活，并推向市场。而目前34家重点房企的净负债率水平达到114%，也就意味着集中了大量的“已盘活”库存，等待推向市场。
- **房地产市场就是周期，更是金融周期，就应该用周期的视角看待房地产，而非成长或者消费，政策无边际风险，基本面底催动行情。** 我们认为，每一轮地产周期，都有黑马诞生，这就是周期魅力之所在，当前处于金融下行周期，但金融周期的政策出台已经趋缓，政策底已经显现，边际无风险；在基本面的二次探底之后，将形成基本面底，并逐步催动行情。推荐万科A、保利地产、招商蛇口、华夏幸福等公司。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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：《用金融，重塑地产周期》	2018.09.07
房地产：《最好的结算周期，最差的金融周期》	2018.09.03
房地产：《城市租金普涨，区域分化明显》	2018.08.30
房地产：《租金，房价上涨的救赎》	2018.08.29
房地产：《货币政策决定估值，继续看好三季度反弹》	2018.08.27

附表：重点公司盈利预测

证券简称	9.14 股价	17 EPS	18E EPS	17 PE	18E PE	RNAV	NAV	溢价率	总市值	总股本	年初涨幅	投资评级	
000002.SZ	万科 A	23.32	2.54	3.36	9.2	6.9	2974	26.9	-13.4%	2,562	110	-22%	增持
600048.SH	保利地产	12.02	1.32	1.74	9.1	6.9	2723	22.9	-47.5%	1,429	119	-13%	增持
001979.SZ	招商蛇口	17.70	1.55	1.91	11.4	9.3	1194	15.1	17.2%	1,399	79	-7%	增持
002146.SZ	荣盛发展	7.83	1.33	1.67	5.9	4.7	646	14.9	-47.3%	340	43	-13%	增持
600340.SH	华夏幸福	24.28	2.83	4.25	8.6	5.7	1549	52.4	-53.7%	717	30	-20%	增持
600266.SH	北京城建	8.29	0.93	0.98	8.9	8.5	349	22.3	-62.8%	130	16	-35%	增持
002244.SZ	滨江集团	4.08	0.55	0.83	7.4	4.9	315	10.1	-59.7%	127	31	-48%	增持
000090.SZ	天健集团	5.79	0.50	0.88	11.5	6.6	264	18.3	-68.4%	83	14	-29%	增持
600466.SH	蓝光发展	5.03	0.57	0.84	8.8	6.0	181	6.1	-17.2%	150	30	-24%	增持
600376.SH	首开股份	6.98	0.73	1.07	9.6	6.5	567	22.0	-68.2%	180	26	-19%	增持
000656.SZ	金科股份	5.17	0.35	0.50	14.8	10.3	295	5.5	-6.5%	276	53	10%	增持
002285.SZ	世联行	5.94	0.49	0.58	12.1	10.2				121	20	-46%	增持
601155.SH	新城控股	24.70	2.71	3.87	9.1	6.4	957	42.4	-41.7%	558	23	-14%	增持
平均值					9.7	7.1			-33.8%				

数据来源: 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

	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。	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
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。	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	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		