

房地产

报告日期：2023年08月08日

下一个机会：核心城市国企开发商

——房地产行业专题报告

投资要点

□ 1. 地产板块前期为什么下跌？

申万房地产指数（882118.WI）从2022年12月1日至2023年7月18日持续下行，跌幅达21.8%。我们认为房地产板块前期持续承压的原因有三方面：

1)【基本面】行业整体销售未见拐点：2023H1房企销售额、开发投资额及新开工面积持续下跌，仅竣工面积增速在“保交楼”的背景下维持正增长。根据国家统计局数据，2023H1全国商品房销售面积为5.95亿平方米，同比下降5.3%，房地产开发投资5.86万亿元，同比下降7.9%；房屋新开工面积4.99亿平方米，同比下降24.3%；房屋竣工面积3.39亿平方米，同比增长19.0%。

2)【基本面】房企销售表现欠佳：根据克而瑞数据，2023年1-7月百强房企实现销售操盘金额34124.4亿元，同比降低4.7%。我们认为造成房企7月销售面积下行的原因主要为：a)7月房企推盘积极性不足，根据中指研究院数据显示重点50城批准上市面积环比下降约4成；b)7月是传统销售淡季，供需双双走弱，导致房企销售表现不强。

3)【政策面】政策放松力度和速度在7月出现拐点：2023年7月24日政治局会议时隔7年重新明确了房地产市场供需关系新形势且未提及“房住不炒”。7月27日住建部强调房地产行业的支柱地位，明确各地政策的调整方向。此后，合肥、北京、广州、深圳、上海等地迅速响应中央政策，表示要促进房地产市场平稳发展。7月底政策放松态势上来看，我们预计政策后续力度和速度较2023H1会有明显转变。

我们认为截止目前房地产行业政策大致分为两类。一类是力度有待加强的政策，例如一二线城市五限（限购、限售、限贷、限价、限商）的进一步放松、房贷利率下调、公积金贷款政策的调整等。我们认为这类政策有望在8月以后各地加速放松，包括“认房认贷”政策的调整。另外一类是待执行政策，例如老旧小区改造、城中村（可拆改留综合）和闲置资产盘活。我们认为待执行政策在历次周期中对市场供需结构调节力度不容小觑，可期待后续配套政策出台。

□ 2. 为什么我们认为房地产板块目前仍然位于底部区间？

【哪些风险已经释放】从行业风险角度来看，民营房企从2021H2之后接连出现债务违约。2022年底房企融资端“三支箭”政策陆续出台，在一定程度上降低了未出险的民营房企和混合所有制企业债务风险。但是伴随2023H1房地产行业销售的疲弱之势延续，房地产企业债务风险仍在。

【哪些风险尚未释放】我们认为行业内目前有以下三个风险未释放：第一，各地政策落地速度及力度有不确定性，这会传导到房企销售，进而影响房企债务偿还；第二，2023年8-12月市场修复的速度还需要观察，修复斜率有不确定性；第三，

行业评级：看好(维持)

分析师：杨凡
执业证书号：S1230521120001
yangfan02@stocke.com.cn

相关报告

- 《预计8月重点城市成交面积现修复》 2023.08.07
- 《中央政策持续加码，各地进入政策落地期》 2023.07.31
- 《我国产业园REITs特点与美国ARE对比分析》 2023.07.27

二手房挂牌量保持高位致使房价承压，对需求修复有影响。

【未释放风险怎么看】我们认为化解以上未释放风险的核心在于基本面需要出现拐点，目前7月房地产政策拐点信号明确，传导到基本面仍需要时间。政治局会议提及的“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，我们认为该表述含义明确，可以期待2023H2房地产支持政策的接连出台。房地产是国民经济支柱，扭转房地产基本面下行趋势是确定性较强的政策主线。

□ 3. 房地产下一个机会点：核心城市国企开发商

【先前压制股价上涨的因素】我们认为压制地产股的主要因素一方面是各线城市2023H1销售未见下行企稳迹象，另一方面7月以前政策放松低于预期。

【预计压制因素边际如何变化】我们认为压制地产股的主要因素边际上会有以下变化：

1) **地产政策的落地速度和力度**：7月政治局后，市场非常关注后续配套政策的出台。虽然具体政策类型和细节有待跟踪，但我们认为政策导向明确，配套政策受7月政治局会议指示会加大落地速度和力度，直至基本面企稳修复。

2) **销售的边际改善**：7-8月是房地产销售传统淡季，市场已有预期。但是政策放松后，我们认为市场会关注金九银十是否能够看到销售的边际改善。我们认为三四线城市可能需要较长的时间修复，基本面企稳大概率会在一二线城市率先看到好转迹象。

□ 4. 怎么前瞻把握下一个机会

【前瞻指标跟踪】关键指标的跟踪方面，我们认为有3个较为前瞻的指标：1) 二手房市场带看量：能够反应居民购房信心是否出现修复（请关注我们周报中冰山活跃指数，该数据根据二手房带看数据计算得到，具有较强的前瞻性）；2) 房企新增供应是否加速，这代表房企的信心修复和融资渠道的修复；3) 一线城市政策调整情况：一线城市楼市是全国市场的风向标，一线城市的政策放松是重要信号。

【可能的催化剂】我们认为，加速政策出台的催化剂可能是以下几点：1) 金九银十销售不旺盛，销售修复不明显；2) 有优质民企继续出现违约情况进而引发需求端负反馈。出现以上两种情况我们认为政策可能会加速、加大力度出台。

【时间和幅度如何判断】节奏上，我们预计Q3末会进入政策快速落地时期，Q4通常是地产销售冲高兑现业绩的时期。此外年底行业轮动，低估值板块如地产通常会有投资窗口。如果房地产市场修复明朗进入顺周期逻辑，我们认为可以参照2008-2009年、2014-2015年行业拐点出现时头部房企股价和估值波动的情况：股价涨幅100-200%；平均最高PB估值约为2倍。目前大部分头部房企PB估值仅为1倍。

□ 5. 抓好下一个机会选股思路

【选股思路】我们认为本轮一二线城市基础好、政策放松空间相对较多，基本面复苏确定性强。以广州为例，城市更新推进主体以国企为主，我们认为其他一二线城市推进城中村政策大概率会偏向使用国企。因此我们认为此次核心城市国企会享有基本面修复、政策放松和城中村推进参与机会较多三重利好。此外，核心城市基本面下行空间有限意味着地方国企风险可控，周期拐点确立之际抗风险能力强。

我们认为市场对一二线城市国企逻辑是认可的，对其未来表现是有期待的，在7月政治局政策方向发生转变后，市场已经给予这些国企一定的Beta估值修复。与此同时，我们认为市场对一二线城市国企仍存在疑虑，如果疑虑消除，一二线城市国企估值修复还可以进一步打开上涨空间。我们认为促进股价上涨主要有两个核心因素：

- 1) 核心城市出现销售企稳修复的迹象，基本面修复意味着当地国企资产保值和增值能够兑现，进而可以支持NAV和PB估值的提升；
- 2) 城中村细节政策（例如，拆建比例、配套融资方案等）的落地，可以让市场对城中村政策推进更具信心，进而推动估值修复。

【推荐组合】我们看好在一线城市有土储优势的房企，看好北京领先全国出现基本面修复，优先推荐布局北京的国企：**城建发展**。此外广州和深圳的地方国企也顺位推荐：**越秀地产**、**天健集团**。此外，我们认为在企稳房地产基本面的过程中，仍需要降息降准，因此利好永续现金流标的估值提升，继续看好：**中国国贸**。

□ **风险提示：政策效果边际递减；新增房企债务违约。**

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。

未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>