

# 地产股估值专题：相对 PB 与 ROE 分析框架

## ——行业深度报告

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002      联系人: 陈立  
☎️ : 021-80105911  
✉️ : chenli@stocke.com.cn

### 行业评级

房地产      看好

### 报告导读

房地产行业因其特殊的会计准则及行业特性，在衡量地产股估值方面，不同的估值方法存在不同的优点及缺陷，我们从剔除整体 A 股后的板块估值与行业 ROE 水平的对比，从另外一个角度，按照 PB 反映预期 ROE 的变化来分析地产行业的估值。

### 投资要点

#### □ 从相对 PB（房地产 PB/全 A 股 PB）与行业 ROE 预期看板块估值水平

从房地产板块相对 PB 及 ROE 变化对比来看，大致可以分为三个阶段：在 2007 年到 2010 年间，相对 PB 在一定程度上提前反映了对于行业 ROE 水平的预期，二者基本上处于同向变化且相对 PB 水平领先 ROE 水平半年到一年左右。2010 年至 2014 年，行业整体 ROE 水平维持稳定，房企在这段时期内 ROE 水平周期属性较弱。在 ROE 能够持续维持稳定时，行业相对 PB 水平持续提升。但从 2014 年至今，行业 ROE 水平与相对 PB 呈现反向变化，尤其是 2017 年来，行业 ROE 水平不断复苏的过程中，板块相对于 A 股的估值水平却在不断下行。

#### □ 本轮周期调控政策预期导致相对 PB 水平与 ROE 的错配

2014 年至 2015 年调控政策宽松期：ROE 水平下降的核心驱动因素为净利润率下降导致，由于地产结算的滞后性，估值已经提前反应，叠加调控政策持续宽松，地产板块估值水平持续上升。2016 年至 2018 年调控政策紧缩期：ROE 水平上升主要由于 15 年 16 年大宽松下的杠杆率提升，高杠杆带来的短期 ROE 水平的提升质量不高，加之调控政策持续紧缩，市场对行业 ROE 回升的可持续性并不认可的情况下导致相对估值水平持续向下。

#### □ 因城施策，调控政策企稳，ROE 将同步趋稳

2019 年整体政策及行业层面预期稳定，从 ROE 三个拆解因素来看，净利润率、总资产周转率及权益乘数三个因素边际改善显著，ROE 水平将维持在较高水平。

#### □ 相对 PB 与 ROE 改善下的板块预期差机会

2010 年至 2013 年，当 ROE 维持恒定时，行业相对估值提升显著，板块 PB/A 股 PB 从 0.9 上升至 1.3。目前房地产相对 PB 水平反映了未来两年行业 ROE 水平持续下行的预期。我们认为，在一城一策，房住不炒的背景下，伴随着行业周转提速、融资环境边际改善的背景下，行业 ROE 水平将在未来维持稳定，相对估值水平将会稳健上升。

### 相关报告

- 1《20190422 房地产行业周报：45 城销售环比持续复苏（4.15-4.22）》2019.04.23
- 2《20190415 房地产行业周报：销售维持高位，地价小幅回落（4.8-4.14）》2019.04.15
- 3《20190408 房地产行业周报：销售环比略降，热点城市土地价格回暖（4.1-4.7）》2019.04.08
- 4《20190401 房地产行业周报：重点城市销售持续复苏（3.25-3.31）》2019.04.01
- 5《20190325 房地产行业周报：一二线销售持续复苏，土地成交量缩价稳（3.18-3.24）》2019.03.25

报告撰写人：张海涛

数据支持人：陈立

## 正文目录

1. 从相对 PB（房地产 PB/全 A 股 PB）与行业 ROE 预期看板块估值水平.....	3
2. 近十年来，地产板块 ROE 核心驱动因素差别较大 .....	4
3. 因城施策，调控政策企稳，ROE 将同步趋稳 .....	5
4. 相对 PB 与 ROE 改善下的板块预期差机会.....	7

## 图表目录

图 1: 中信住宅开发板块相对 PB 及 ROE (ttm) 历史对比 .....	3
图 2: 行业 ROE 不同影响因素拆解 .....	4
图 3: 2014 年来相对 PB 与 ROE 反向变化 .....	4
图 4: 全国房价及平均楼面价增速 .....	5
图 5: 地价占房价比例下行明显 .....	5
图 6: 地产债平均发行利率 .....	5
图 7: 不同评级地产信用债信用利差 .....	5
图 8: 地产债平均发行利率 .....	6
图 9: 全国土地成交价款及购置面积增速 .....	6
图 10: 房地产板块预收账款及营业收入增速 .....	6
图 11: AAA 房企信用债净融资额.....	7
图 12: AA+及 AA 房企信用债融资额 .....	7
图 13: 2009 年至 2013 年房地产板块相对 PB 与 ROE .....	7
图 14: 目前的相对 PB 估值水平反映了行业 ROE 持续下行的预期.....	7

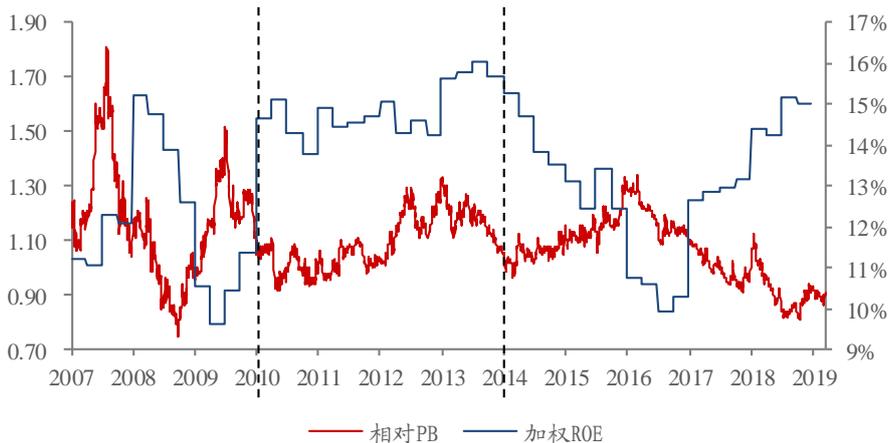
## 1. 从相对 PB（房地产 PB/全 A 股 PB）与行业 ROE 预期看板块估值水平

房地产行业因其特殊的会计准则及行业特性，在衡量地产股估值方面，市盈率及市净率估值法都有其相对的局限性，而从理论上更为合理的重估净资产 RNAV 估值法下，房地产公司价值更接近于清算价值。同时，在 RNAV 估值法下，重估净资产的核心驱动因素，即商品房未来销售价格以及对应的折现率在评估时相对主观，而在衡量股价波动对重估净资产折溢价水平时，也同样存在一定的主观性。

在目前房地产行业的会计准则下，由于收入结转时间的滞后性，单一采用利润指标衡量公司的经营成果相对滞后，例如已销售的商品房回款通过预收账款的形式存在于资产负债表的负债科目中。而 ROE 水平虽然仍旧滞后，但相对单一的净利润水平来看，在一定程度上能够更好的衡量的公司当期的经营状况。

因此，在 ROE 水平存在一定滞后的情况下，市场对于 PB 在 PB-ROE 模型中，当期股价对应的 PB 水平反映的是投资者对于未来公司 ROE 水平的预期，PB 的波动反映的则是市场对于未来 ROE 水平变化的预期。在以上背景下，当我们用房地产行业 PB 除以万得全 A 的 PB 水平，用以衡量房地产板块去除掉 A 股整体估值水平影响后的相对估值水平，这里我们暂且称之为相对 PB，通过相对 PB 与行业 ROE 水平对比，来衡量房地产板块相对 A 股整体的估值如何反映了行业的 ROE 水平的预期。

图 1：中信住宅开发板块相对 PB 及 ROE (ttm) 历史对比



资料来源：Wind、浙商证券研究所

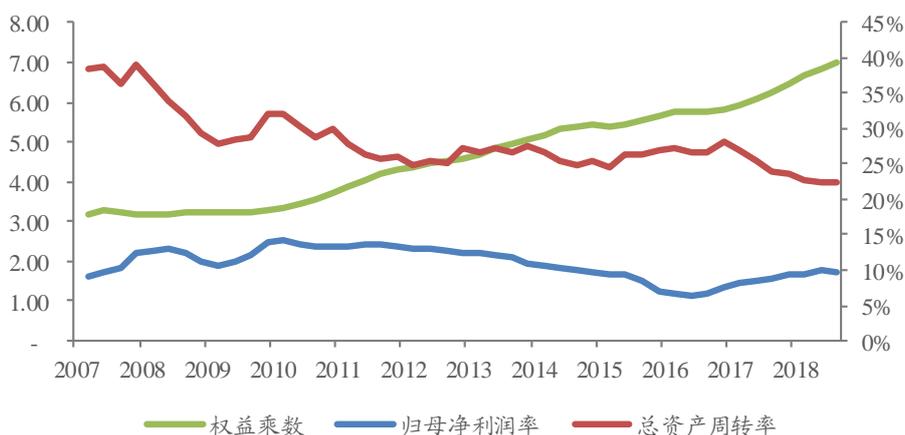
从房地产板块相对 PB 及 ROE 变化对比来看，大致可以分为三个阶段：在 2007 年到 2010 年间，相对 PB 在一定程度上提前反映了对于行业 ROE 水平的预期，二者基本上处于同向变化且相对 PB 水平领先 ROE 水平半年到一年左右。2010 年至 2014 年，行业整体 ROE 水平维持稳定，房企在这段时期内 ROE 水平周期属性较弱。在 ROE 能够持续维持稳定时，行业相对 PB 水平持续提升。但从 2014 年至今，行业 ROE 水平与相对 PB 呈现反向变化，尤其是 2017 年来，行业 ROE 水平不断复苏的过程中，板块相对于 A 股的估值水平却在不断下行。

在不同时期，由于 ROE 的关键驱动因素变化，导致 ROE 的预期波动与相对 PB 的估值水平在不同时期，相关性有所不同。

## 2. 近十年来，地产板块 ROE 核心驱动因素差别较大

这里我们传统的杜邦分析法，对行业 ROE 进行拆解分析，我们认为，不同时期相对 PB 与 ROE 的相关性的差别主要是由于 ROE 变化的核心驱动因素的变化以及市场对调控政策的预期导致。

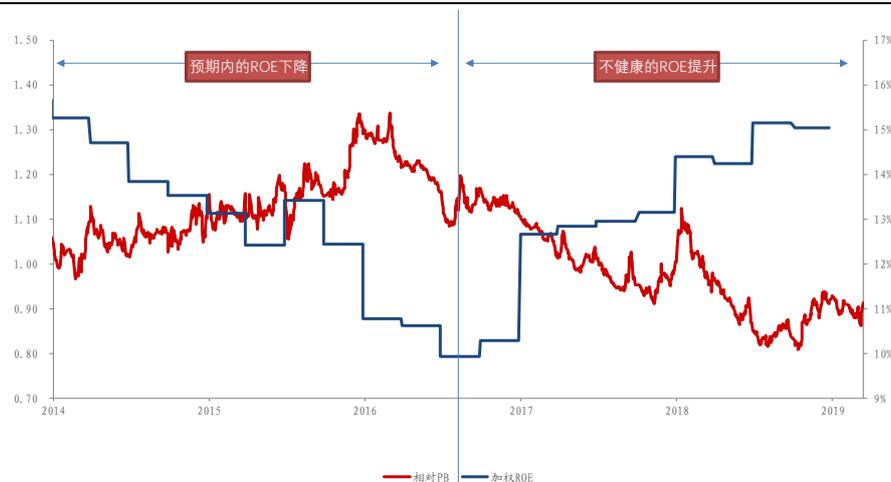
图 2：行业 ROE 不同影响因素拆解



资料来源：Wind、浙商证券研究所

地产相对 PB 在一定程度上反映行业 ROE 预期，但视 ROE 增长的质量以及地产周期中房地产调控政策的松紧而变化不同。2007 年至 2010 年，在杠杆率稳定的情况下，经营质量提升导致的 ROE 上升，将推升行业的相对估值水平，并且在相对 PB 中提前反映；2010 年至 2014 年，在经营水平稳定，杠杆率温和提升的情况下，相对 PB 水平会随着杠杆率的提升而稳健提升，此时地产股 ROE 水平类似消费股。2014 年至今，受到调控政策的强烈影响，地产相对估值与 ROE 水平的关系相对复杂。

图 3：2014 年来相对 PB 与 ROE 反向变化



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2014年至2015年调控政策宽松期：ROE水平下降的核心驱动因素为净利润率下降导致，由于地产结算的滞后性，估值已经提前反应，叠加调控政策持续宽松，地产板块估值水平持续上升。2016年至2018年调控政策紧缩期：ROE水平上升主要由于15年16年大宽松下的杠杆率提升，高杠杆带来的短期ROE水平的提升质量不高，加之调控政策持续紧缩，市场对行业ROE回升的可持续性并不认可的情况下导致相对估值水平持续向下。

### 3. 因城施策，调控政策企稳，ROE将同步趋稳

2019年整体政策及行业层面预期稳定，从ROE三个拆解因素来看，净利润率、总资产周转率及权益乘数三个因素边际改善显著，ROE水平将维持在较高水平。

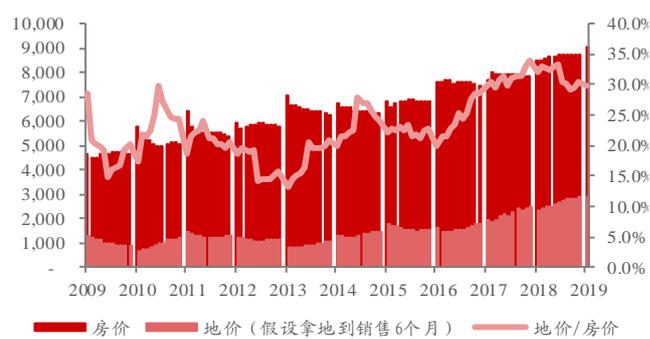
决定开发商结算利润的两大核心因素，房地价差及资金成本，在2018年下半年开始都出现显著改善；地价增速领先房价增速3到6个月左右，2018年地价持续下降，房地价差拐点出现；2018年房价同比上涨主要是市中心高价房集中推盘，2019年刚需复苏，同比增速下滑主要是成交结构不同导致，并不代表房地价差重新收窄。

图 4：全国房价及平均楼面价增速



资料来源：Wind、统计局、浙商证券研究所

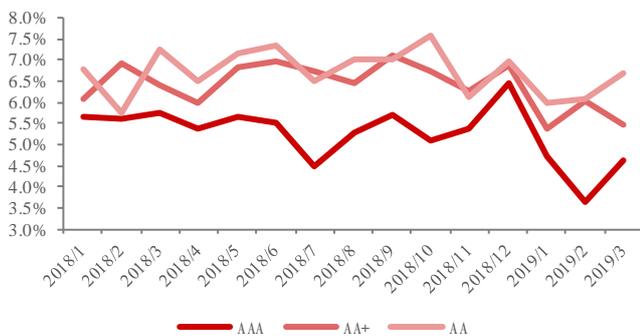
图 5：地价占房价比例下行明显



资料来源：Wind、统计局、浙商证券研究所

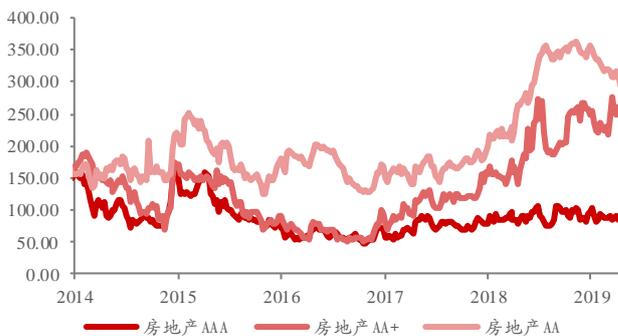
融资成本方面，房企公司债发行成本下行明显，高资质企业受益更加显著。目前AAA房企信用利差较小；AA+及AA企业信用利差较大。2019年在房企销售回款及融资环境边际改善下，低评级房企信用利差目前仍在较高分位，仍旧存在信用利差收窄，房企融资成本下行空间。

图 6：地产债平均发行利率



资料来源：Wind、统计局、浙商证券研究所

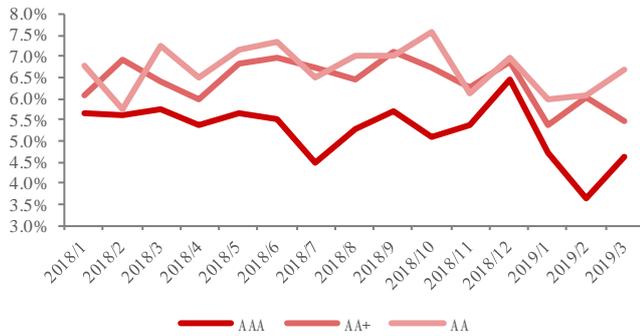
图 7：不同评级地产信用债信用利差



资料来源：Wind、统计局、浙商证券研究所

2017年至2018年地产整体融资环境较差，房企普遍采取快销售慢施工的策略，通过预收款的周转加速提升对下游的占款能力。开工与竣工增速剪刀差扩大，但2016年销售高增长，新房销售合同约定交房周期一般在2至3年，2018年竣工增速较低，低基准期因素叠加今年交付增加，收入结转增速将会显著增长。另一方面，开发商拿地意愿降低，存货扩张速度下降，总资产周转率将显著提升。

图 8：地产债平均发行利率



资料来源：Wind、统计局、浙商证券研究所

图 9：全国土地成交价款及购置面积增速



资料来源：Wind、统计局、浙商证券研究所

从上市公司预收账款增速与营业收入增速的对比中，快销售慢施工也能得到侧面印证。从财务报表的角度，预收账款增速反映行业销售金额增速，营业收入增速反映竣工结算增速。往年预收账款与营业收入增速基本同时同向变动，行业整体周转率处于稳定；2016年来，预收账款增速向上，营业收入增速向下，虽然快周转加快了预售，但由于结转速度的下降，导致了总资产周转率的下滑；2018年依赖，周转速度显著提升，营收增速向上，预收账款向下，周转速度在2019年显著提升。

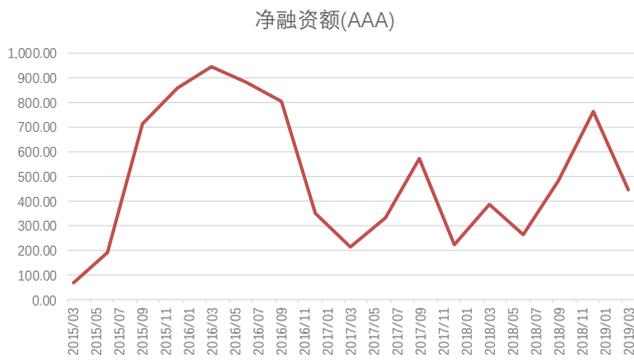
图 10：房地产板块预收账款及营业收入增速



资料来源：Wind、浙商证券研究所

权益乘数方面，头部企业融资环境改善显著，净融资额从2018年下半年起增长显著，低评级房企净融资量相对较低，资金进一步向龙头企业集中，行业杠杆水平将呈现结构性差异，头部企业杠杆将维持稳定，部分高杠杆企业伴随着竣工量的增加，权益乘数将会有所下行。

图 11: AAA 房企信用债净融资额



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 12: AA+及 AA 房企信用债融资额

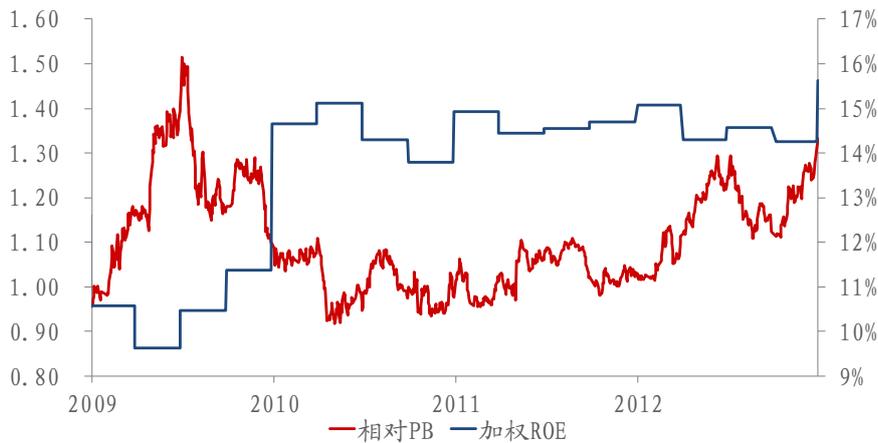


资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 4. 相对 PB 与 ROE 改善下的板块预期差机会

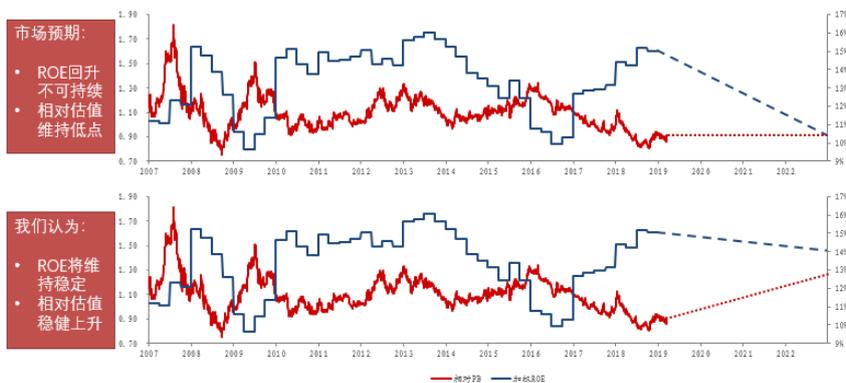
2010 年至 2013 年, 当 ROE 维持恒定时, 行业相对估值提升显著, 板块 PB/A 股 PB 从 0.9 上升至 1.3。目前房地产相对 PB 水平反映了未来两年行业 ROE 水平持续下行的预期。我们认为, 在一城一策, 房住不炒的背景下, 伴随着行业周转提速、融资环境边际改善的背景下, 行业 ROE 水平将在未来维持稳定, 相对估值水平将会稳健上升。

图 13: 2009 年至 2013 年房地产板块相对 PB 与 ROE



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 14: 目前的相对 PB 估值水平反映了行业 ROE 持续下行的预期



资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200128

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>