

不一样的地产周期：从“同起同落”到“城市分化”

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

房地产行业分析师/潘玮

2019年7月

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

01 | 房地产行业呈现周期性特征

02 | 四轮小周期回顾

03 | 行业未来总量周期性减弱，城市周期性增强

04 | 投资建议

05 | 重点推荐标的

01 | 房地产行业呈现周期性特征

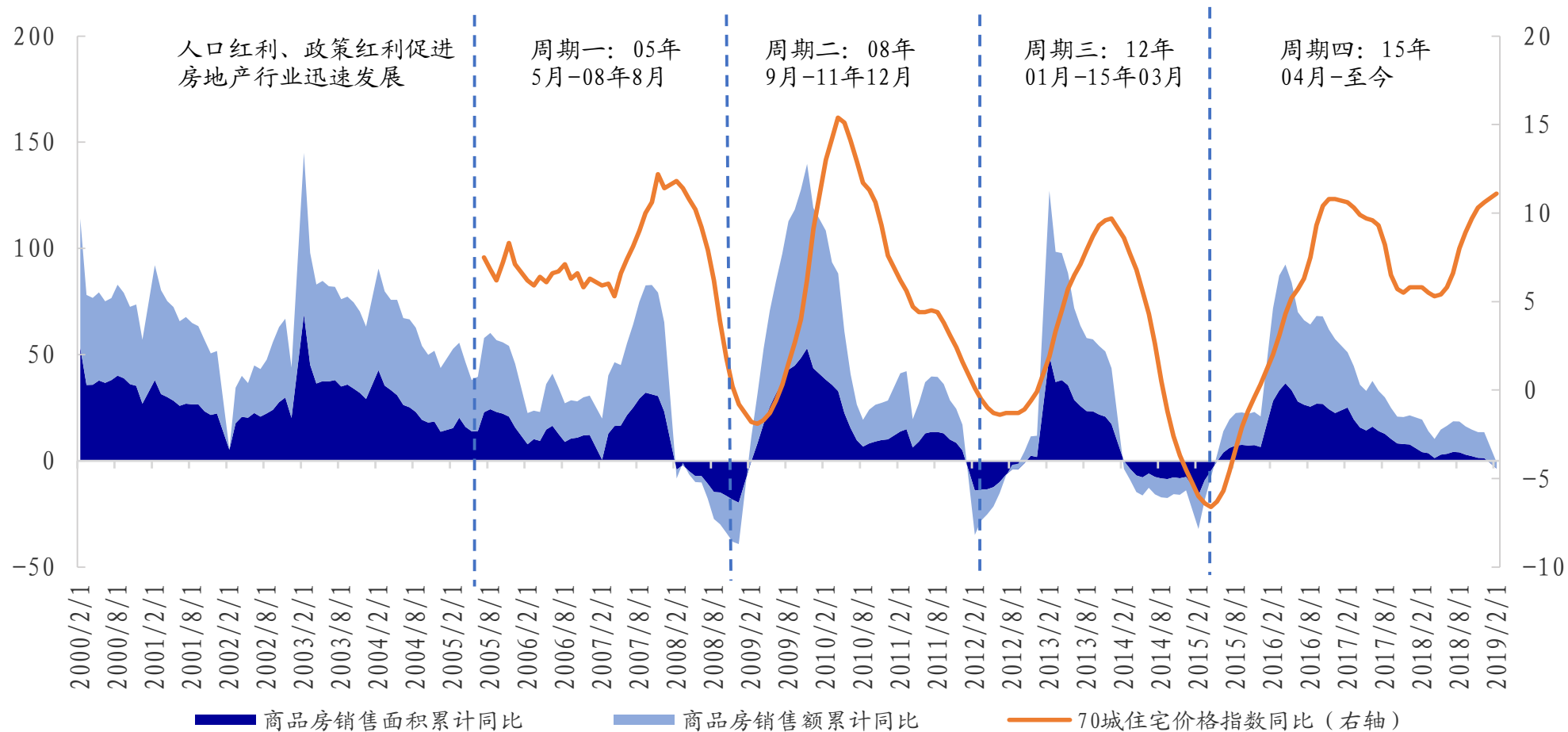
China galaxy securities

1.1 地产行业基本面呈周期变化

房地产行业呈现周期性特征
China galaxy securities

1 2 3 4 5

■ 2005年以前，受人口红利、房改政策红利、城镇化快速推进的共同作用，房地产行业基本面长周期向好，此后受政策调节影响，小周期分化凸显。到目前为止，大致每三年左右可划分为一个小周期。



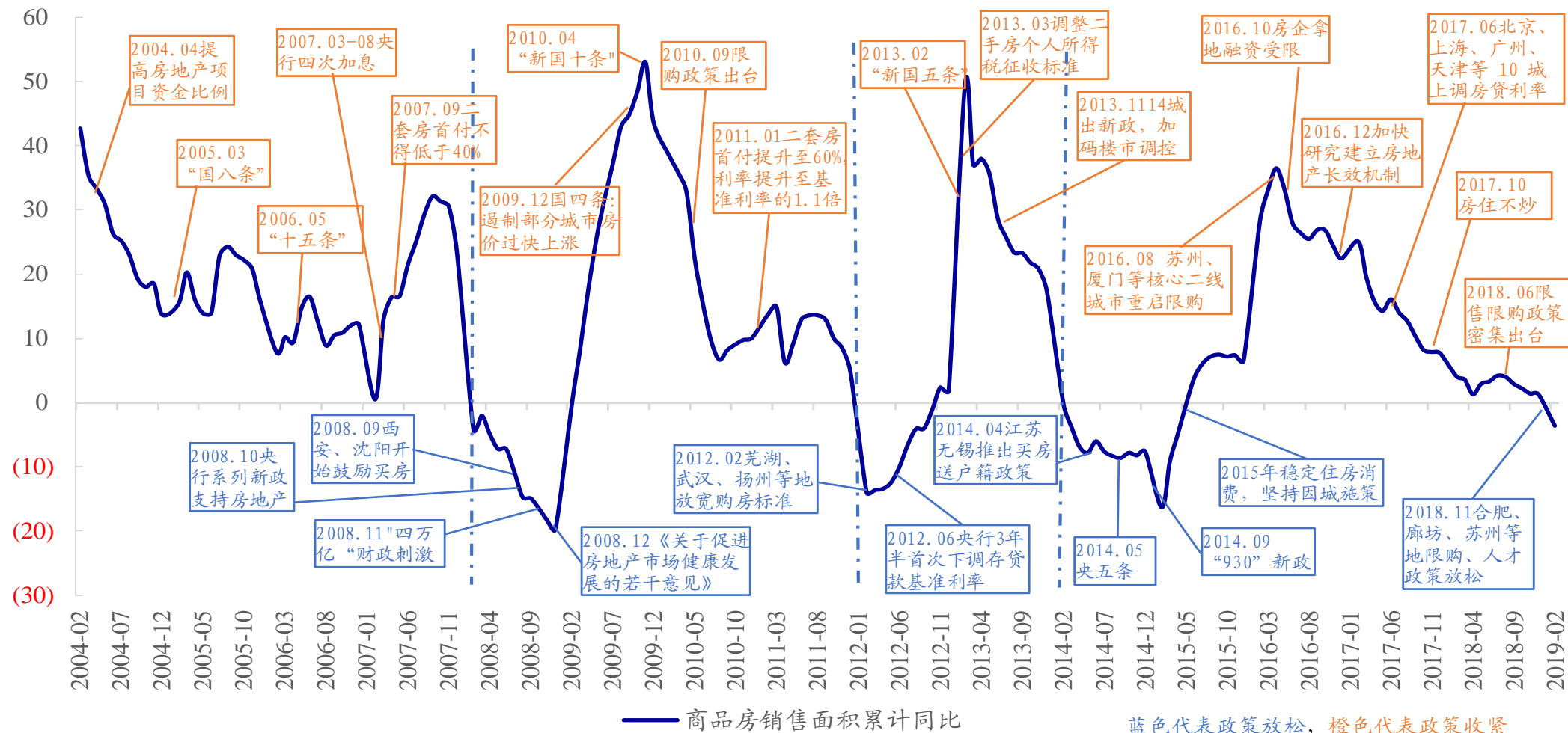
资料来源：中国银河证券研究院整理

1.2 房地产调控政策在控房价与稳增长之间往复，政策工具种类多样化

房地产行业呈现周期性特征
China galaxy securities

1 2 3 4 5

- 地产的政策调整的核心逻辑在于“保经济”与“保民生”之间的博弈，在房价飙升时期，中央为保民生通常先于地方收紧政策，而在市场下行时期，地方财政承压，为保经济表现出地方先于中央放松的规律。



资料来源：中国银河证券研究院整理

02 | 四轮小周期回顾

China galaxy securities

2.1 05-08年小周期：房地产市场整体偏热，政策调控趋严

四轮小周期回顾
China galaxy securities

1

2

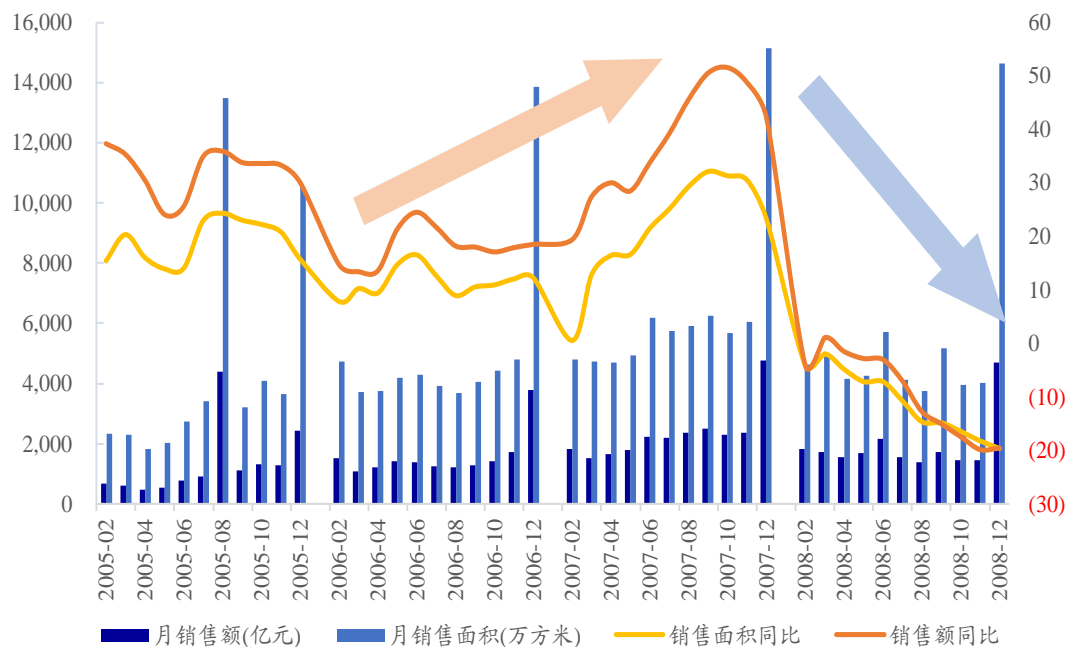
3

4

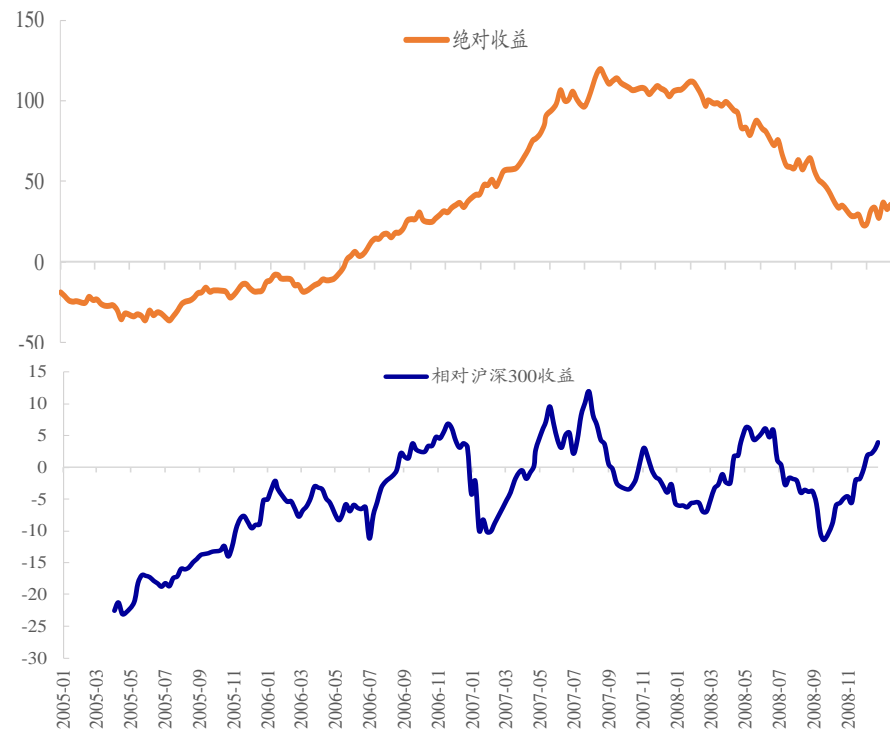
5

- 2005.05-2007.10上行，销售金额同比持续攀升，由24.1%上升至51.5%；2007.11-2008.08下行，销售金额同比进入收窄通道，2008年底销售金额同比见底为-19.8%。
- 申万房地产板块相对于沪深300指数的超额收益走势与绝对收益出现了两次背离。2006年11月-2007年3月：2006年受调控政策密集出台的影响，年底行业基本面表现不佳，销售面积同比增速从12.2%下降至0.5%，房地产板块相对表现随之下滑。2007年9月-2008年4月：随着房价一路飙升，市场预期政府为稳定房价将出台调控政策，纷纷转向看跌房地产市场。2007年11月起，楼市销量、拿地、开发投资增速相继转负，小周期步入下行阶段，板块表现持续走低。

2005-2008销售金额、销售面积同比增速



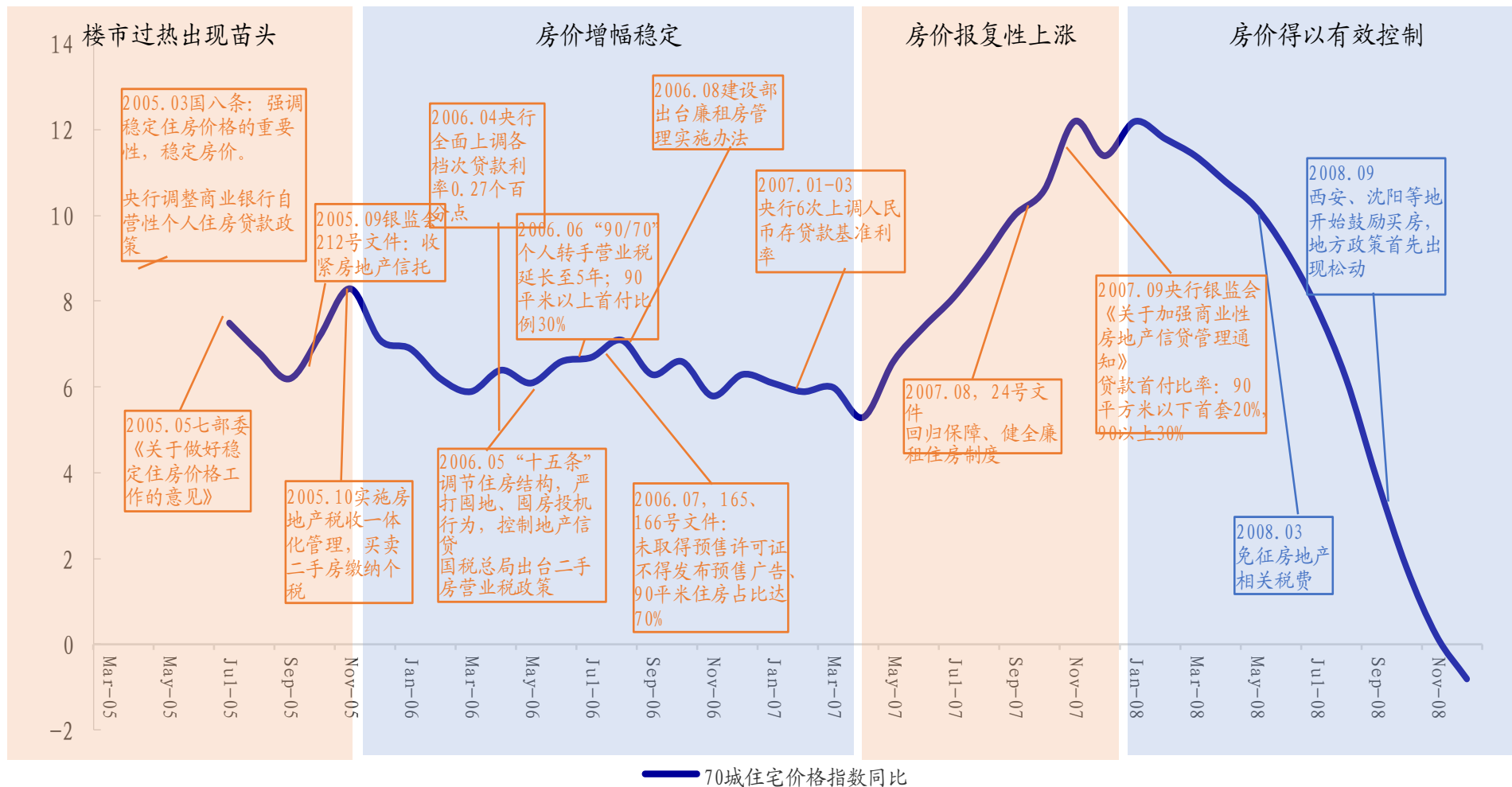
2005-2008房地产行业绝对收益、相对收益变动



资料来源：中国银河证券研究院整理

2.1 行业政策调控：稳房价是调控主旋律

- 1998年新政实施后，房地产行业得到全面发展，进入2003年楼市过热凸显，商品房价格增幅开始超过居民收入同期增幅，房地产投资与需求双高，全国房地产宏观调控由此全面展开，但房价上涨势头并未得到有效控制，2005-2008年小周期的政策调控重心仍是稳定房价，缓解上涨的巨大压力。



2.2 08-11年小周期：房地产逆周期对冲金融危机，政策作用显著

四轮小周期回顾
China galaxy securities

1

2

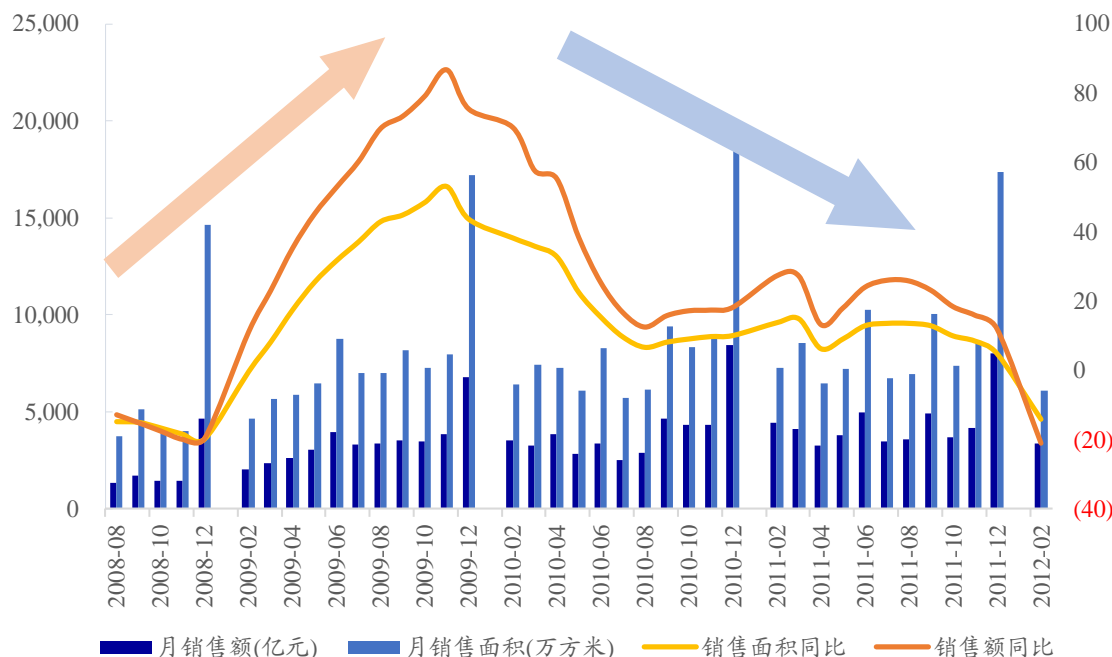
3

4

5

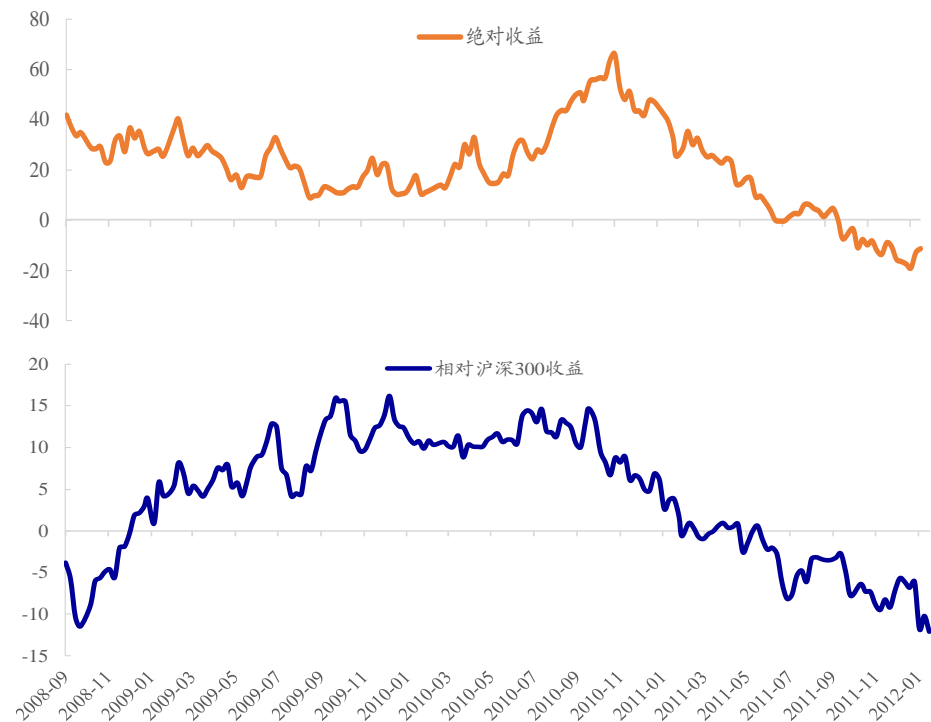
- 2008.09-2009.11上行，销售金额同比由-19.8%攀升至86.8%。2009.12-2011.12下行，销售金额同比先收窄后震荡，进入12年后，销售同比转负并跌至谷底。
- 相对沪深300收益从2008年11月到2010年末，长达两年的时间内，相对收益均为正值，平均达8%。政府“救市”使房地产真正成为国民经济支柱产业，信贷资金来源不断流向房地产市场，楼市空前繁荣带动资本市场表现一路跑赢大盘。进入2011年后，随着GDP增速稳定、CPI同比持续攀升，市场预期政策将转向，2011年底中央“坚持房地产政策不动摇”进一步加强市场悲观预期，相对收益差距继续扩大。

2008-2011销售金额、销售面积同比增速



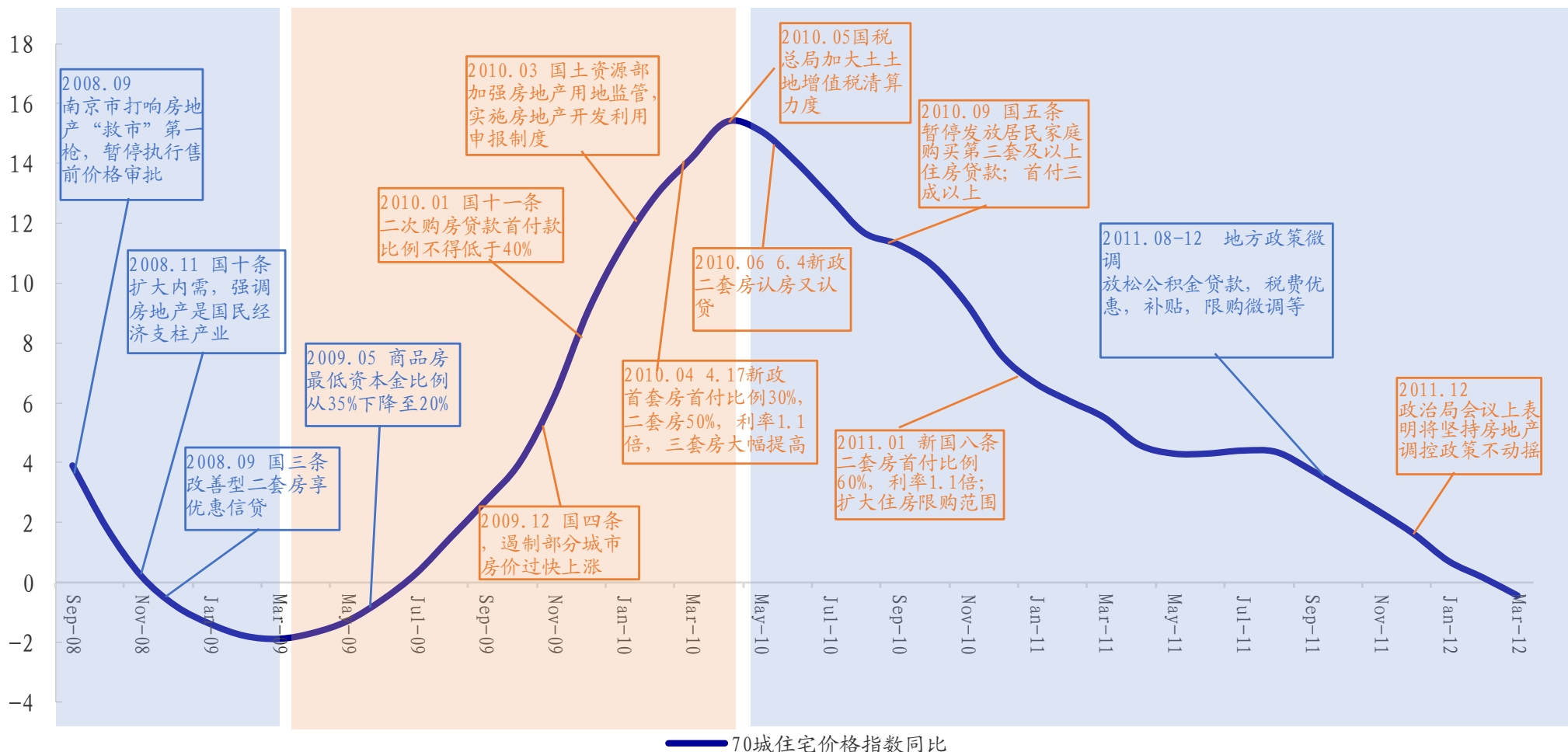
资料来源：中国银河证券研究院整理

2008-2011房地产行业绝对收益、相对收益变动



2.2 行业政策调控：政策先行趋势明显，调控作用显著

- 2008年金融危机带来的外需骤缩抑制经济增长，房地产作为政府调控的经济的工具，承担起拉动内需、促进经济的任务，再一次迎来行业繁荣周期。2008年底，房地产市场基本面见底，销售快速拉高带动价格、投资上升，直到09年底通胀压力开始显现，政策重心由宽松转向调控。



2.3 12-14年小周期：经济增速放缓，行业政策与宏观相对冲

四轮小周期回顾
China galaxy securities

1

2

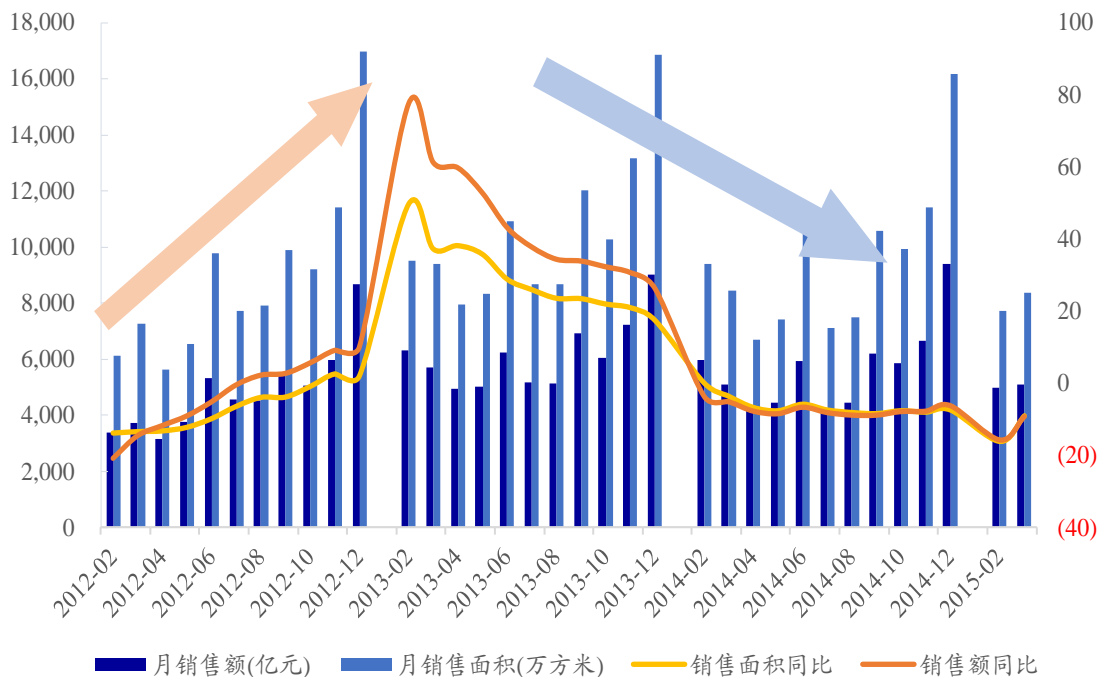
3

4

5

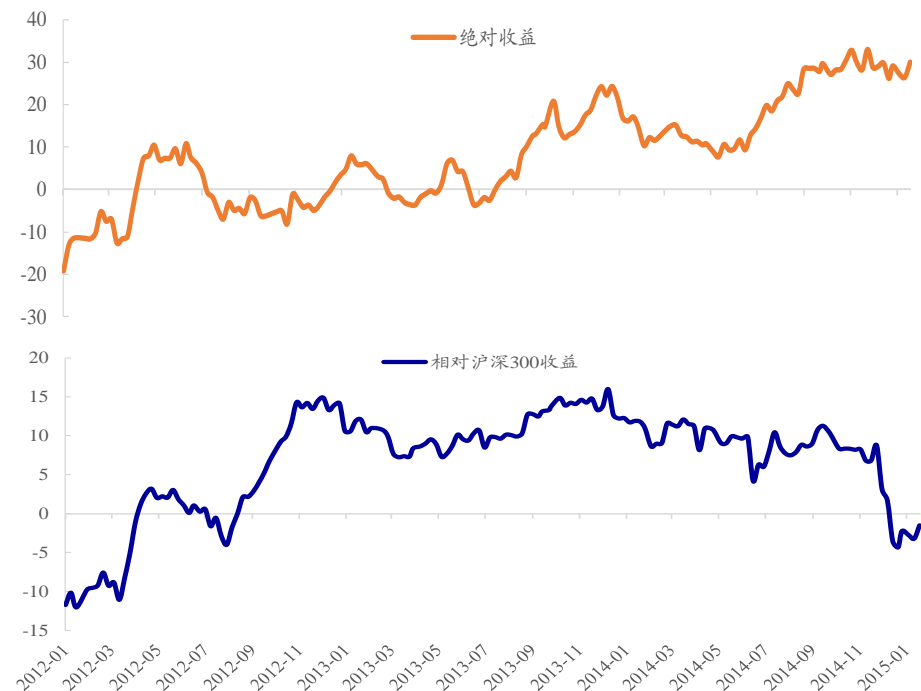
- 2012.01-2013.02上行，销售金额同比持续攀升，由-20.9%上升至77.6%。2013.03-2015.02下行，销售金额2014年2月起同比转负，直至小周期末，销售额同比下降至-9.3%。
- 2012年9月-2014年12月，几乎整个小周期内，板块相对收益均为正值，且收益率在10%附近高位震荡，行业表现优于大盘，主要源于市场对房地产政策放松的预期值较高。一方面，我国的经济高速增长期已经过去，GDP增速下行致使市场预期政策转向宽松。另一方面，09年起中央房地产政策一直处于收紧状态，随着行业基本面见底，政策转向的预期愈发强烈，带动资本市场估值提升，收益率高于市场整体水平。

2012-2014销售金额、销售面积同比增速



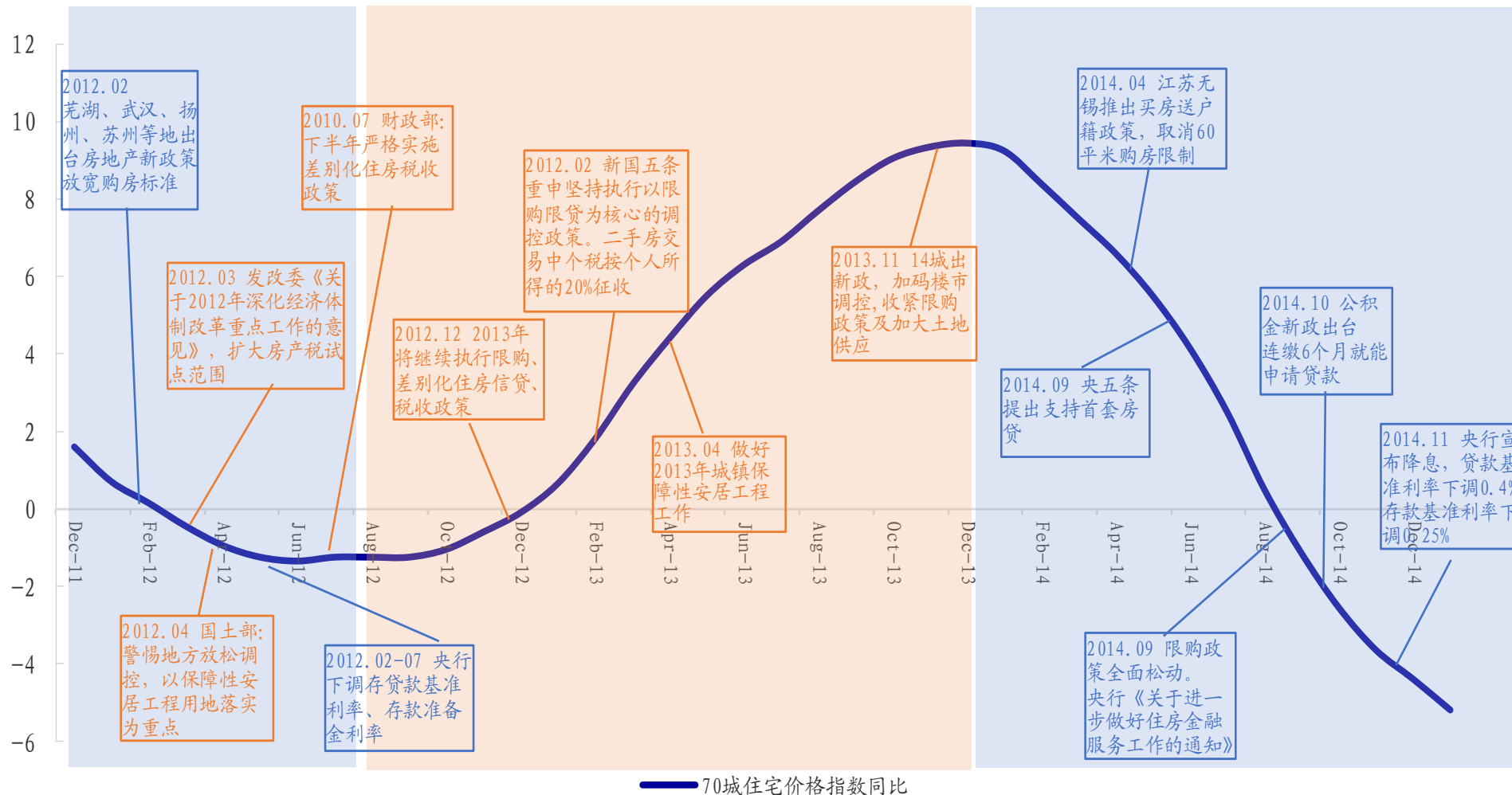
资料来源：中国银河证券研究院整理

2012-2014房地产行业绝对收益、相对收益变动



2.3 行业政策调控：行业政策对冲宏观放松，保障性住房建设成重点

- 2012-2013年，为了对冲宽松稳健的货币政策对房地产行业的刺激作用，避免房价过快上涨，坚持房价调控和保障性住房建设成为行业政策两大重点。随着2014年面临销售转负、房价增速下滑，房地产政策逐渐转向，放松调控。



资料来源：中国银河证券研究院整理

2.4 15-至今小周期：供给侧改革下房地产重点去库存，因城施策效果显著

四轮小周期回顾
China galaxy securities

1

2

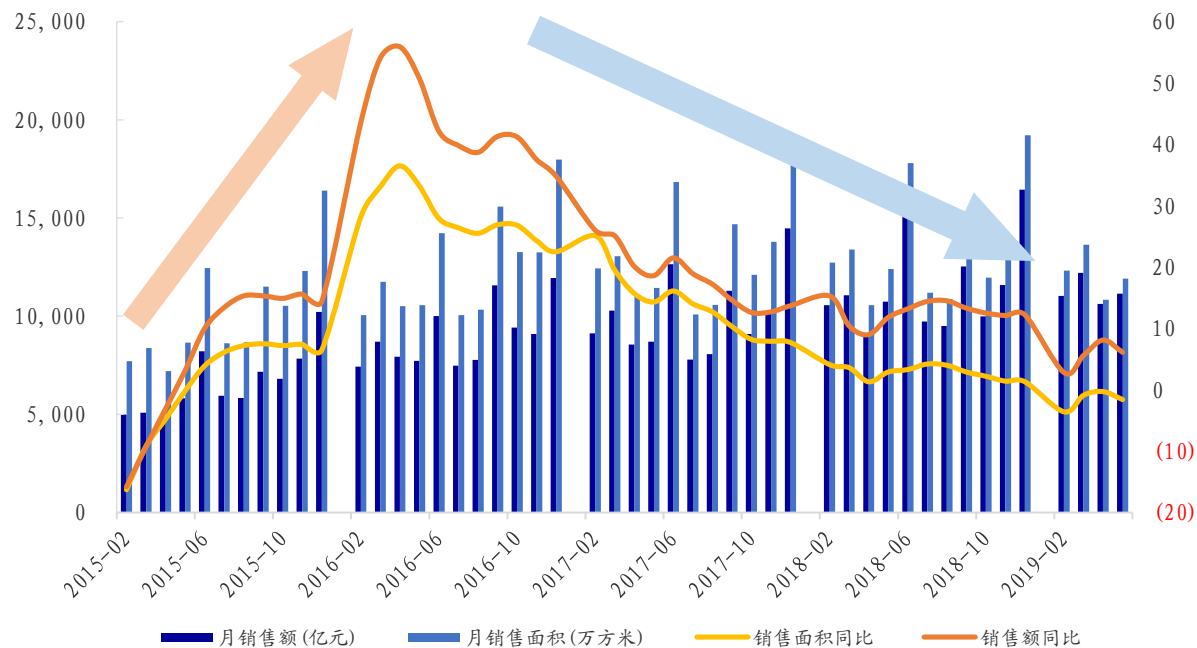
3

4

5

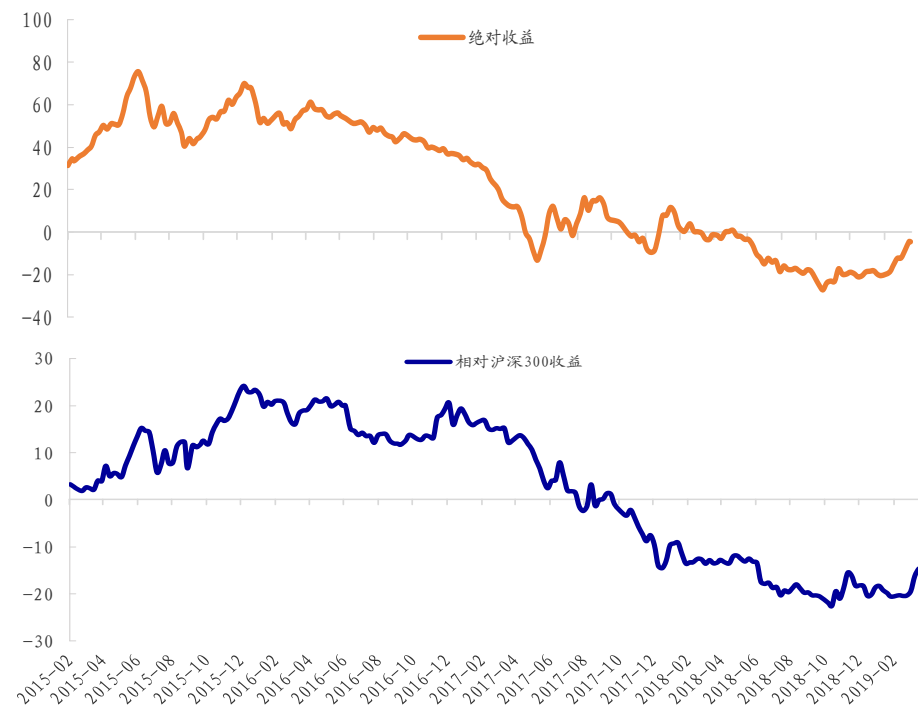
- 2015.03-2016.04上行，销售金额同比由-9.3%上涨至55.9%。2016.05-至今销售金额同比进入下行通道，2019年2月销售额同比为2.8%，创下行周期新低。
- 板块相对收益在周期内均呈现为先高位波动、后逐步下行趋势。2016年初，房价同比由负转正后，增速在一年内攀升至10%附近，随后维持在6%-12%高位区间，楼市火爆下政策调控预期逐步加强，房地产行业估值开始逐步下降，相对正收益随着收窄，2017年“房住不炒”的政策定位加深了市场的悲观预期，相对收益转负且与沪深300的差距不断扩大。

2015-至今销售金额、销售面积同比增速



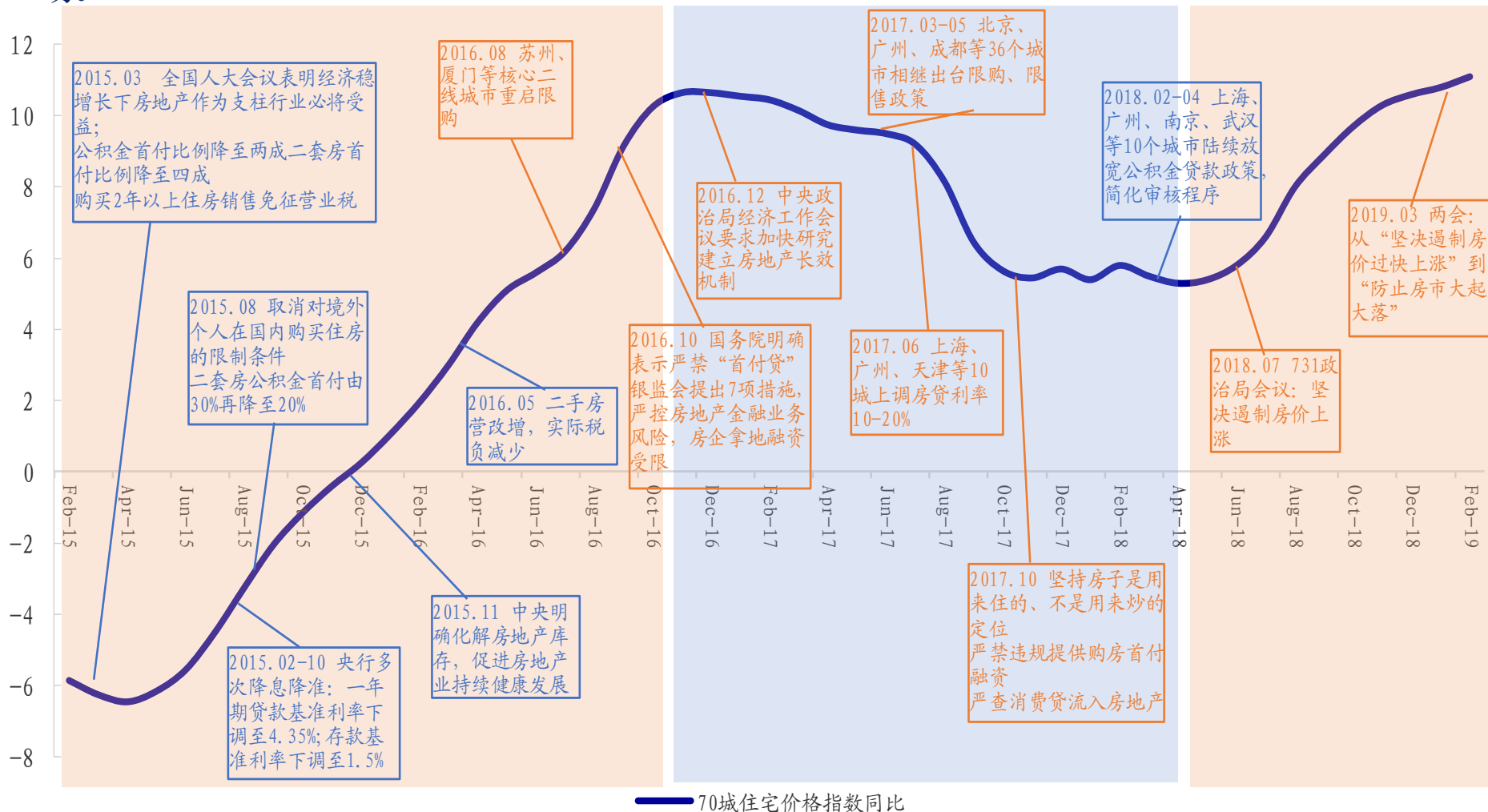
资料来源：中国银河证券研究院整理

2015-至今房地产行业绝对收益、相对收益变动



2.4 行业政策调控：贯彻实施“房住不炒”定位，推进建设长效机制

- 2015年以来，中国经济的结构性分化趋于明显，迫切需要改善供给侧环境、优化供给侧机制，房地产作为高库存行业成为改革重点之一。城市能级分化显现，三四线城市去库存、一二线城市控房价，因城施策主导市场。



资料来源：中国银河证券研究院整理

1

2

3

4

5

行业未来总量周期性减弱，城市周期性增强
China galaxy securities



03 | 行业未来总量周期性减弱，城市周期性增强

China galaxy securities

3.1 四轮小周期总结：基本面与政策

1

2

3

4

5

		2005-2008年小周期： 房地产市场整体偏热，政策调控趋严	2008-2011年小周期： 房地产逆周期对冲金融危机，政策作用显著	2012-2014年小周期： 经济增速放缓，行业政策与宏观相对对冲	2015-至今小周期： 供给侧改革下房地产重点去库存，因城施策效果显著
基本面	销售金额	2005.05-2007.10上行，销售金额同比持续攀升，由24.1%上升至51.5%； 2007.11-2008.08下行，销售金额同比进入收窄通道，2008年底销售金额同比见底为-19.8%。	2008.09-2009.11上行，销售金额同比由-19.8%攀升至86.8%。 2009.12-2011.12下行，销售金额同比先收窄后震荡，进入12年后，销售同比转负并跌至谷底。	2012.01-2013.02上行，销售金额同比持续攀升，由-20.9%上升至77.6%。 2013.03-2015.02下行，销售金额2014年2月起同比转负，直至小周期末，销售金额同比下降至-9.3%。	2015.03-2016.04上行，销售金额同比由-9.3%上涨至55.9%。 2016.05-至今销售金额同比进入下行通道，2019年2月销售金额同比为2.8%，创下下行周期新低。
	房价	房价走势与销售情况基本一致，70城住宅价格指数于2007年11月见顶，峰值为12.2%，相较于2005年初涨幅达79.41%。	房价变动紧随销售，70城住宅价格指数同比于2009年7月由负转正，房价进入上涨阶段，2010年4月指数同比见顶，峰值达15.4%。	房价变动相对滞后于销售，70城住宅价格指数同比于2013年12月见顶，峰值为9.45%，相较于2012年5月同比-1.25%房价快速上涨。	2015年3月至2016年12月70城住宅价格指数同比快速上升，从-6.25%上升至10.65%，2017-2018年增速小幅回落后再次拉高，至今已达11.3%。
	土地购置面积	土地购置面积滞后于销售，从2007年1月起才正式进入上行通道，2008年2月达到峰值，同比增速分别达到35.8%。	土地购置面积同比增速在2010年2月-12月长期处于30%以上的高增长阶段，2011年2月增幅达57.1%后见顶回落。	在整个周期内，土地购置面积同比下降，仅在2013年11月-2012年2月，拿地面积同比为正，平均增速达8%。	2017、2018年分别经历了两次土地热潮，19年土地市场出现断崖式下降，同比下降34.1%。
	开发投资	开发投资额在2007年9月-2008年7月高位震荡，同比均在30%以上。	开发投资额整体呈现上升趋势，2009年同比增速从1%拉高至44%，随后增速放缓，但仍在30%的附近高位震荡，直至周末增速下降至20%以内。	开发投资额变动与销售一致，在2013年，同比增速达到峰值22.8%之后，直到2014年2月开发投资额均维持在20%左右的高增速。	随着新开工面积于2016年2月同比转正，开发投资额随之增加，之后受拿地与新开工双重影响，投资额震荡上行，2019年5月拐点出现。
政策	宏观政策	2007年之前，经济呈现出高增长、低通胀的良好发展态势；2007年之后，贸易顺差下通胀压力增大，货币政策由“稳健”转向“从紧”。	2008年我国宏观经济受挫，宏观政策转向积极的财政政策和适度宽松的货币政策，调控目标由“双防”转向“保增长、扩内需”。	2012年1季度起，我国GDP增速放缓。政策以积极的财政政策和稳健的货币政策为主，同时开启利率市场化改革。	2015年后，GDP增速持续下行、CPI低位运行，消费上升投资下降等问题凸显，“供给侧改革”成为推动经济持续发展的重点，房地产去库存成为主线。
	行业政策	2005-2008年小周期的政策调控重心仍是稳定房价，缓解上涨的巨大压力。	2008-2011年，政策先行趋势明显，调控作用显著。	2012-2013年，为了对冲宽松稳健的货币政策对房地产行业的刺激作用，坚持房价调控和保障性住房建设成为行业政策两大重点。	15年至今，贯彻实施“房住不炒”定位，推进建设长效机制。

3.1 四轮小周期总结：估值与收益

行业未来总量周期性减弱，城市周期性增强
China galaxy securities

1

2

3

4

5

		2005-2008年小周期： 房地产市场整体偏热，政策调控趋严	2008-2011年小周期： 房地产逆周期对冲金融危机，政策作用显著	2012-2014年小周期： 经济增速放缓，行业政策与宏观相对对冲	2015-至今小周期： 供给侧改革下房地产重点去库存，因城施策效果显著
估值	市盈率	05年初板块PE从30倍左右至最高点118.07倍，上涨了293.57%。07年9月以后在政策调控下，板块PE一路下行，直至此轮小周期结束跌至底部，PE仅为	相较于05-08年小周期（涨幅293.57%），板块估值变动幅度不大，涨幅仅为132.71%，市场表现较为理性。	房地产板块估值相较于前两个周期大幅收缩，PE仅在10倍-20倍之间震荡。本轮周期估值创历史新低，2014年3月PE触底，仅10.22倍。	2015年受政策放松刺激，板块估值房地产板块估值在20-25倍之间震荡，相对稳定。2017年起随调控政策出台，板块估值逐步下行，2018年PE降至历史冰
	绝对收益	绝对收益在上行周期持续攀升，到2008年1月初，最高周收益率达到高点111.57%，随后绝对收益开始回落。	板块绝对收益在整个周期内呈现先震荡上行，后平稳下行的趋势，除周期末尾阶段，板块绝对收益均为正值，峰值达到66.07%。	申万房地产板块绝对收益在整个周期内呈现整体上行、阶段波动的趋势。2013年8月起，受指数走势上升的影响，板块绝对收益不断攀升。	板块绝对收益在周期内呈现为先高位波动、后逐步下行趋势。2015-2016年板块实现40%以上的高收益，之后一路下行跌至0以下。
收益	相对收益	申万房地产板块相对于沪深300指数的超额收益走势与绝对收益出现了两次背离。	相对沪深300收益从2008年11月到2010年末，长达两年的时间里，相对收益均为正值，平均达8%。	几乎整个小周期内，板块相对收益均为正值，且收益率在10%附近高位震荡，行业表现优于大盘，主要源于市场对房地产政策放松的预期值较高。	2016年房价增速维持在6%-12%高位区间，政策调控预期逐步加强，相对正收益随着收窄，2017年“房住不炒”的政策定位加深了市场的悲观预期，相对收益转负且逐步走低。

	周期长度（月）	上行周期（月）	下行周期（月）
05-08小周期	31	21	10
08-11小周期	40	15	25
12-14小周期	38	14	24
15-至今小周期	52	14	38

3.2 本轮周期预测及政策展望

1

2

行业未来总量周期性减弱，城市周期性增强
China galaxy securities

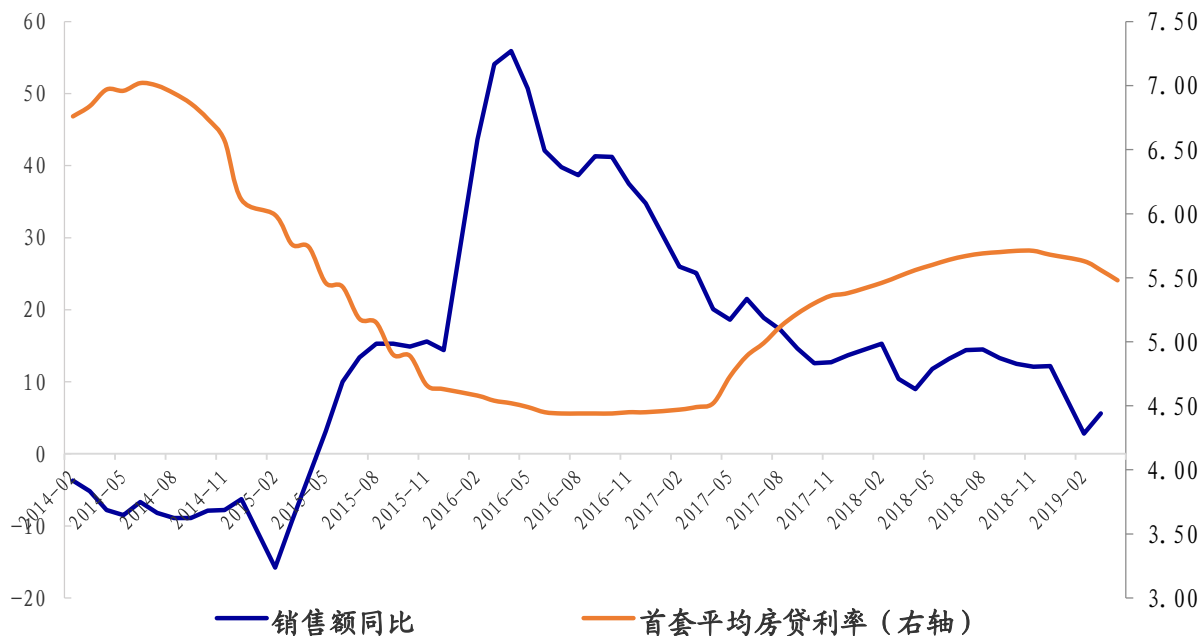
3

4

5

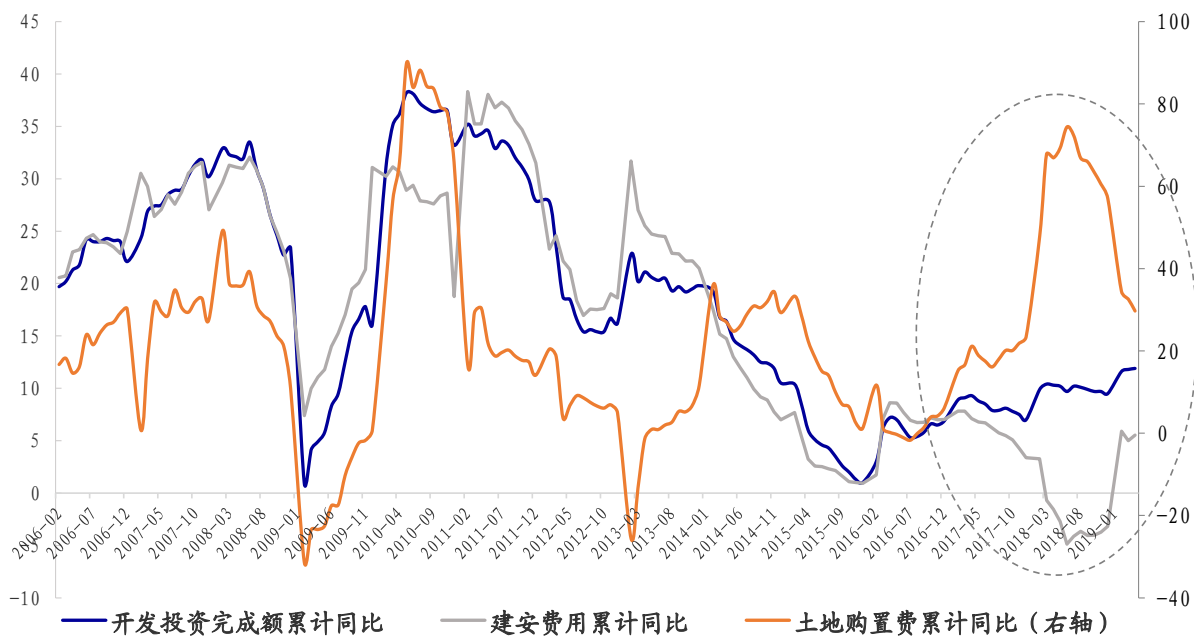
- 销售增速有望见底
- 开发投资增速预期缓步下行，建安费用或成为支撑投资得主力
- 土地市场长期有望回温，但增速有限
- 房价同比增速将表现为总体稳定、小幅震荡
- 政策矛盾点初步浮现，未来“一城一策”分化凸显

房贷利率影响销售变动



资料来源：中国银河证券研究院整理

土地购置费滞后效应显现，投资缓步下行但具有韧性



3.3 各城市能级下周期变化预测

行业未来总量周期性减弱，城市周期性增强
China galaxy securities

1

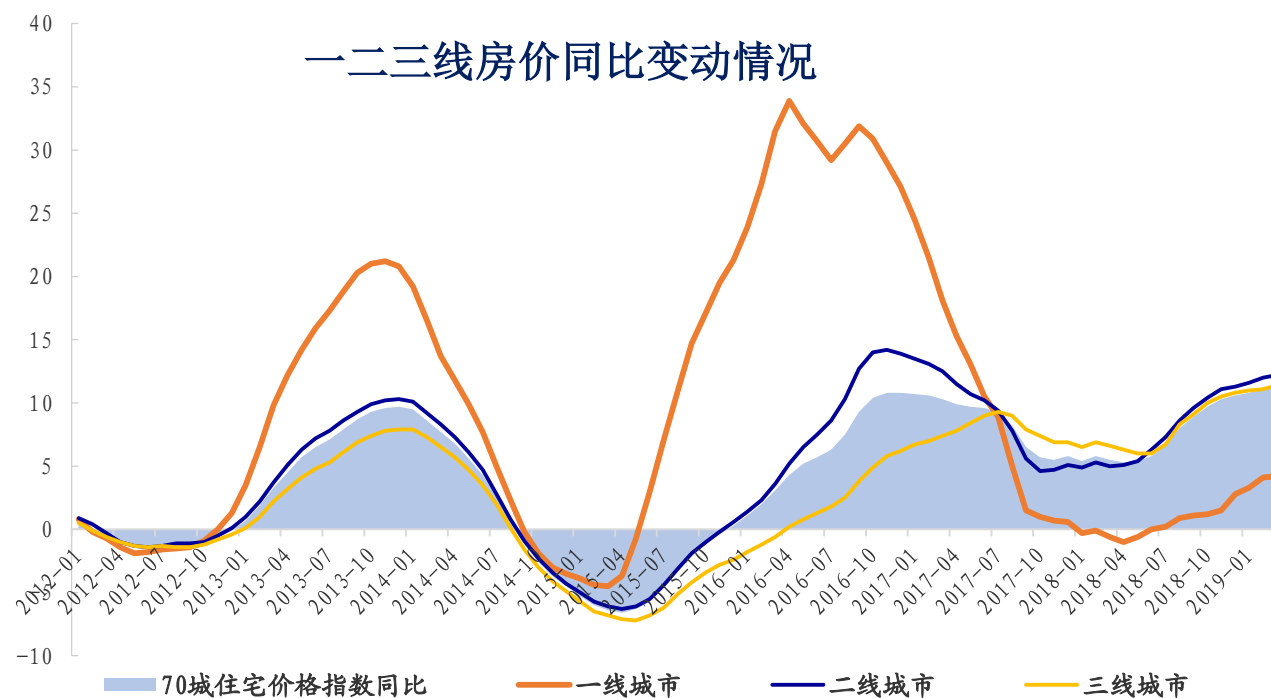
2

3

4

5

- **一线城市迎来新周期。**一线正处于新一轮房地产复苏的开端，政策边际放松的可能性较高，但在“房住不炒”的基调下房价管控仍将作为政策的重点目标，一线复苏将会表现温和。
- **二线城市市场普遍回暖。**重点二线城市开始回暖，具有相当的普遍性，二线城市之间的“抢人大战”仍未结束，新增人口的上涨扩大了对住房的需求量，人才引进政策下租房、购房补贴的支持推动楼市逐步回暖。同时在一线城市上涨空间有限的情况下，二线将承接一线的溢出效应，预期未来二线城市将普遍向好。
- **三四线城市进入回调期。**前期棚改货币化政策下掀起了去库存浪潮，大量购房需求提前透支，面对棚改逐步退出，三四线楼市缺乏支撑点，将步入回调期。



1

2

3

投资建议

China galaxy securities

4



5

04 | 投资建议

China galaxy securities

4.1 地产板块年初至今表现

1

2

3

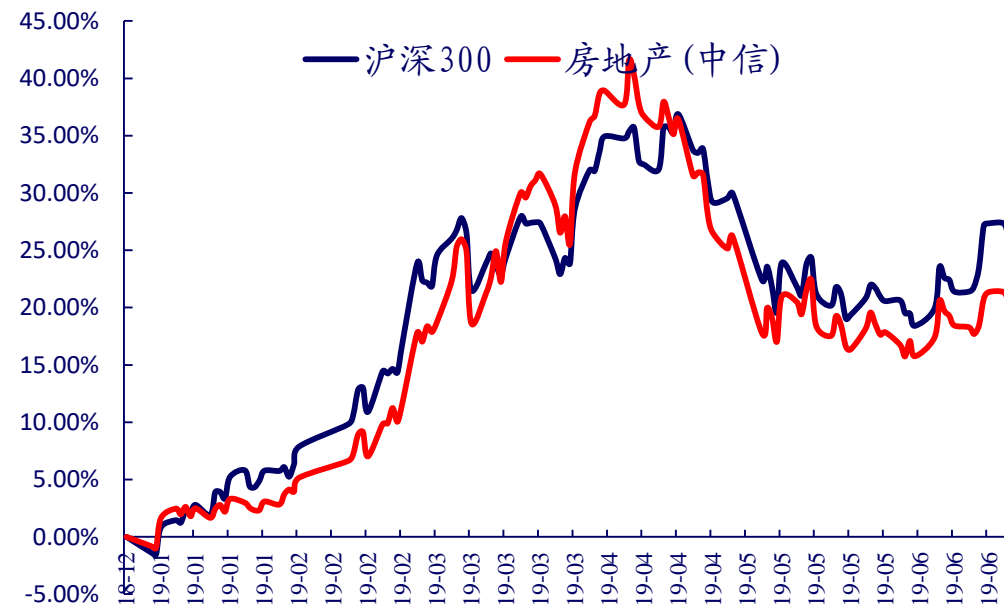
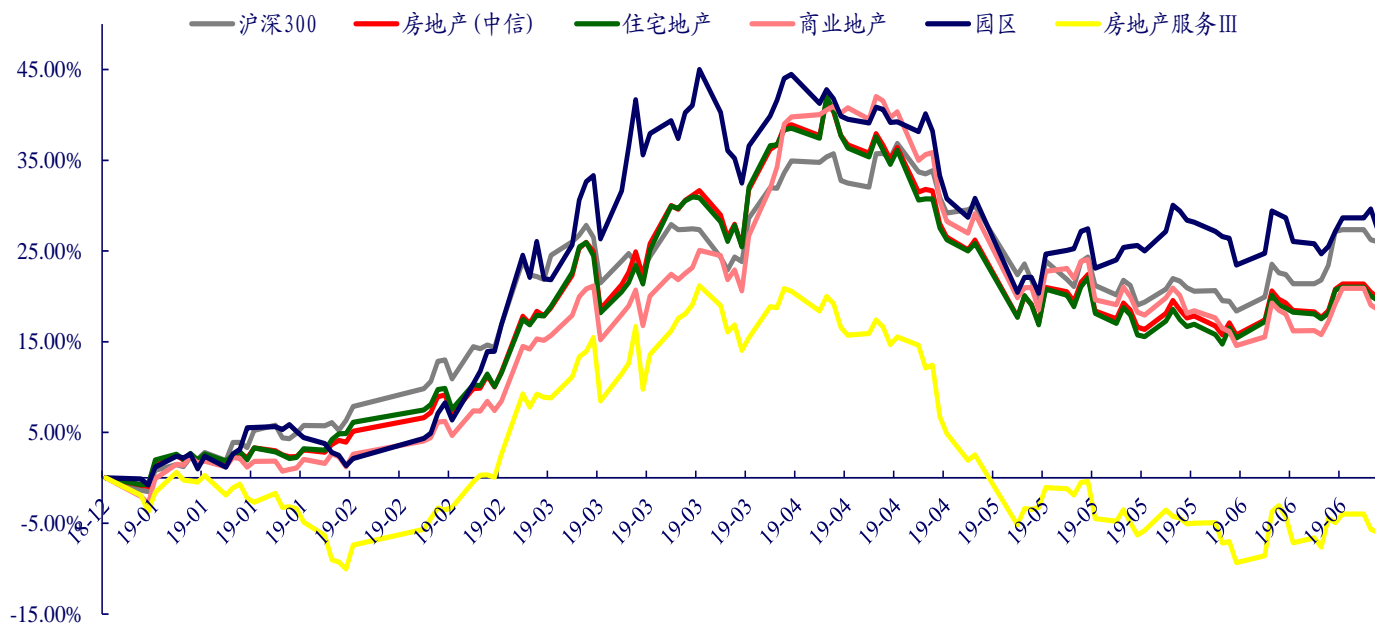
投资建议

China galaxy securities

4

5

- 各子行业表现来看，年初至今，房地产中信一级行业指数涨幅为19.87%，住宅地产指数涨幅19.61%，商业地产指数涨幅18.59%，园区指数涨幅27.32%，房地产服务指数跌幅6%，各子行业中，园区子板块表现继续好于其他。
- 同期沪深300跌幅26.03%，房地产行业指数跑输沪深300。

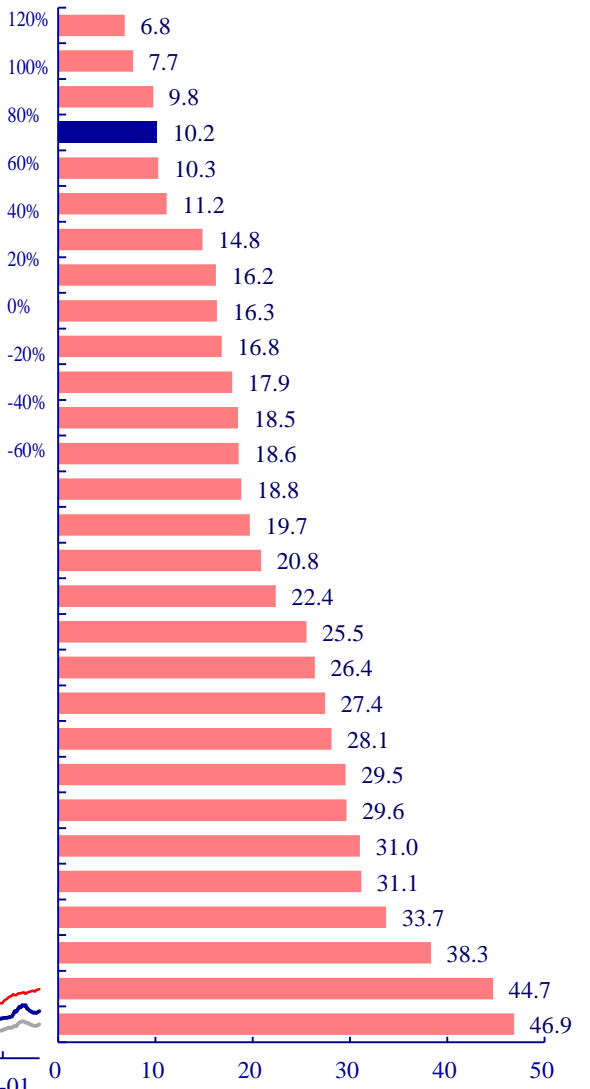
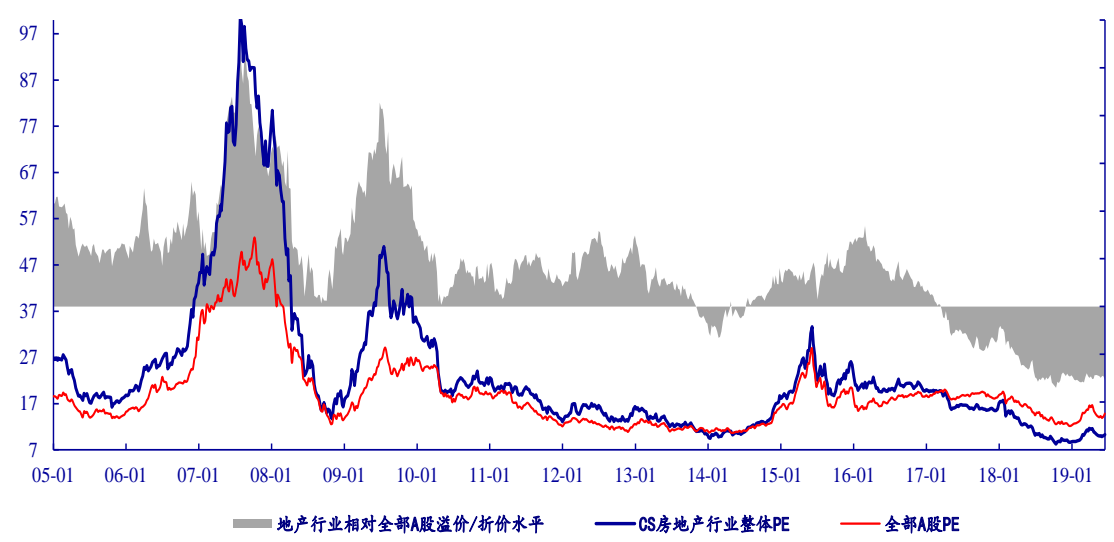


资料来源：中国银河证券研究院整理

4.2 地产板块估值（国内及国际估值比较）

投资建议

China galaxy securities

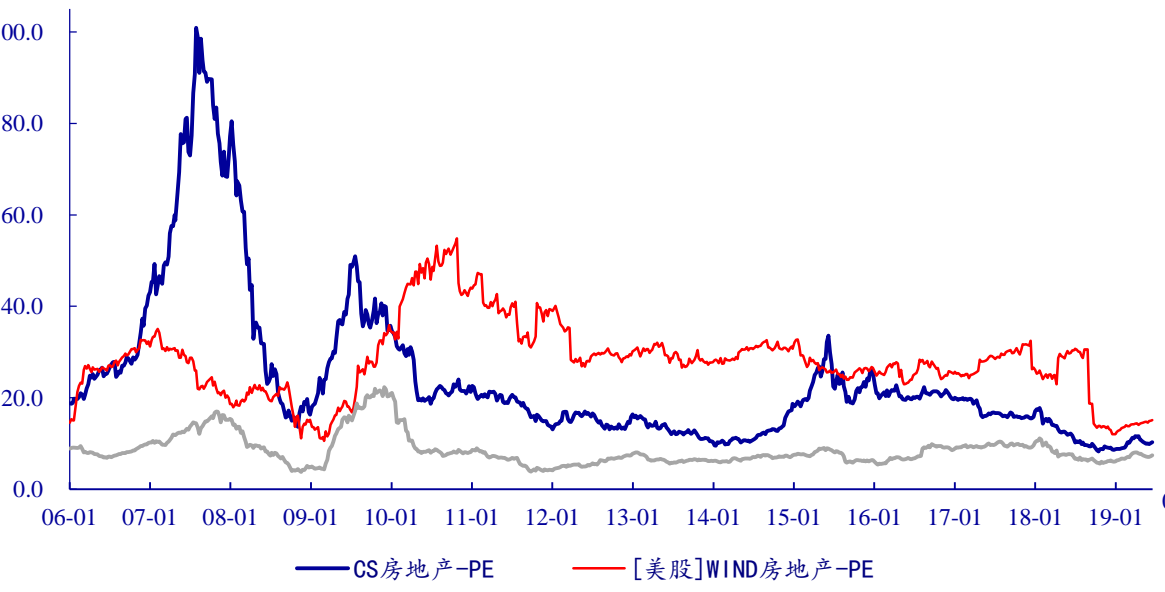


- CS银行
- CS钢铁
- CS煤炭
- CS房地产
- CS建筑
- CS建材
- CS商贸零售
- CS综合
- CS汽车
- CS家电
- CS交通运输
- CS纺织服装
- CS基础化工
- CS石油石化
- CS电力及公用事业
- CS非银行金融
- CS轻工制造
- CS传媒
- CS机械
- CS电力设备
- CS通信
- CS电子元器件
- CS餐饮旅游
- CS医药
- CS食品饮料
- CS有色金属
- CS农林牧渔
- CS国防军工
- CS计算机

过去13年房地产行业TTM市盈率平均值为24.2X，当前房地产板块市盈率为10.3X，较历史均值折价在57.4%。

美股、港股地产板块PE的历史均值（2006至2018年）分别为28.2X、8.5X，当前美股和港股PE较其历史均值折价分别为46.4%、13.2%，我们认为A股从PE相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。

全行业估值比较来看，房地产行业列倒数第四位，估值偏低。



资料来源：中国银河证券研究院整理

4.3 行业投资建议

1

2

3

投资建议

China galaxy securities

4

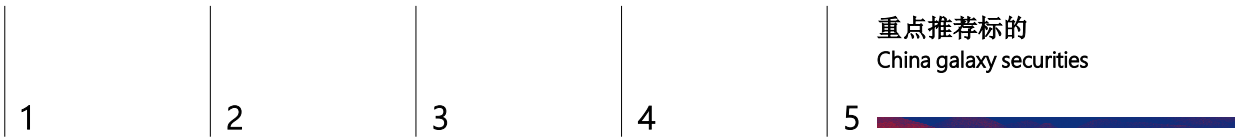
5

- **2019年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观**：预计整体房价涨幅1%；全年销售面积增速预计为-3%到-4%之间；销售金额同比增速2%到4%；投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为8%-10%。
- **房地产行业景气度持续下行，各线城市周期位置分化**。分线来看，各线城市周期位置有所差异：其中一二线城市已历经两年调整，随着流动性和房贷利率的改善，一二线城市周期底部呈现回暖；三四线供应增加、需求萎缩，加上此前未有明显调整，量价均将面临较大压力，成交热度大概率趋势下行。
- **集中度提升逻辑不变**，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。在一二线城市市场结构性回暖对冲三四线市场下跌风险，城镇化进程加速，一二线及强三线城市需求将进一步释放。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的招商蛇口（001979），销售增速高于行业平均，业绩释放较充分的阳光城（000671）。

05 | 重点推荐标的

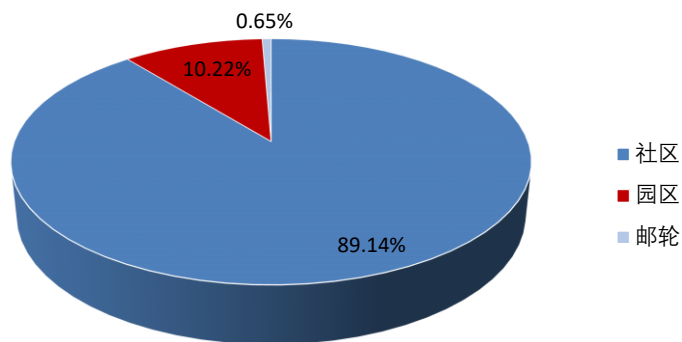
China galaxy securities

5.1 推荐标的——招商蛇口 (001979)

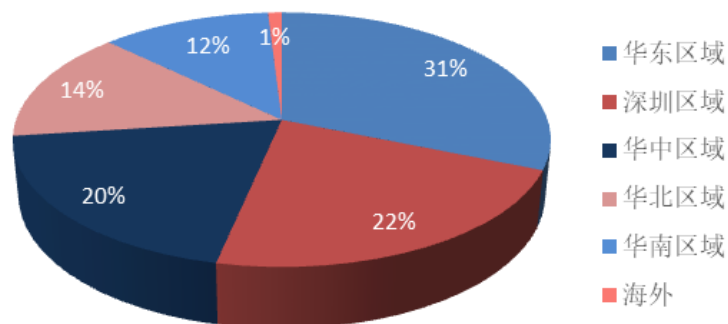


- 重组上市后的招商蛇口确立了“前港-中区-后城”发展新模式。招商蛇口旗下拥有三大核心业务，包括园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业建设与运营，形成“前港-中区-后城”的发展模式。
- 2018年公司实现销售金额1706亿元，同比增速51%，达成18年初的目标1500亿元。
- 2018年招商蛇口五大区域的营业收入贡献比例较为均衡，其中华东区域占比相对较高，营业收入贡献比例为31%。
- 公司土储优质丰富，货值升值潜力大。公司未结转土储高达4217.68万方，一二线土储总计占比72%，按当前均价2.19万/平方米估算，对应未结转货值9236.7亿元，可覆盖2018年全年销售额5.4倍，公司充裕土储奠定未来销售持续高增基础。

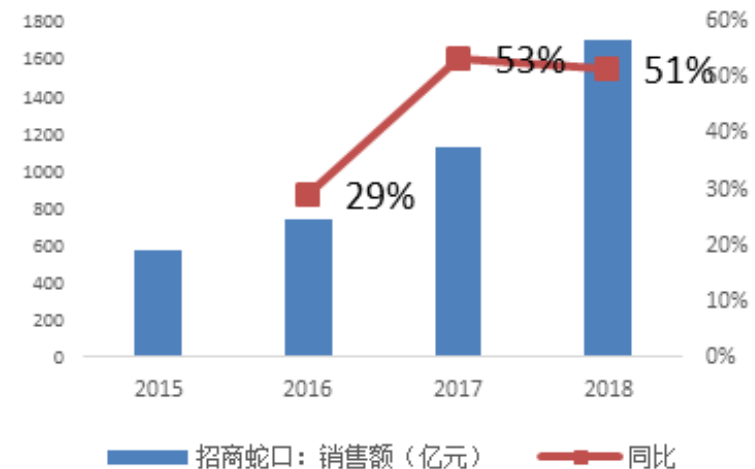
三大业务营收占比情况



五大区域营收占比情况



招商蛇口销售增速



5.2 推荐标的——阳光城 (000671)

重点推荐标的
China galaxy securities

1

2

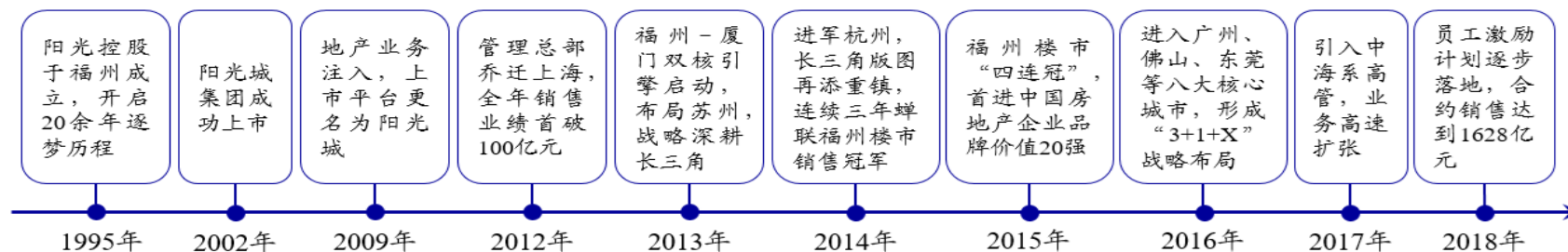
3

4

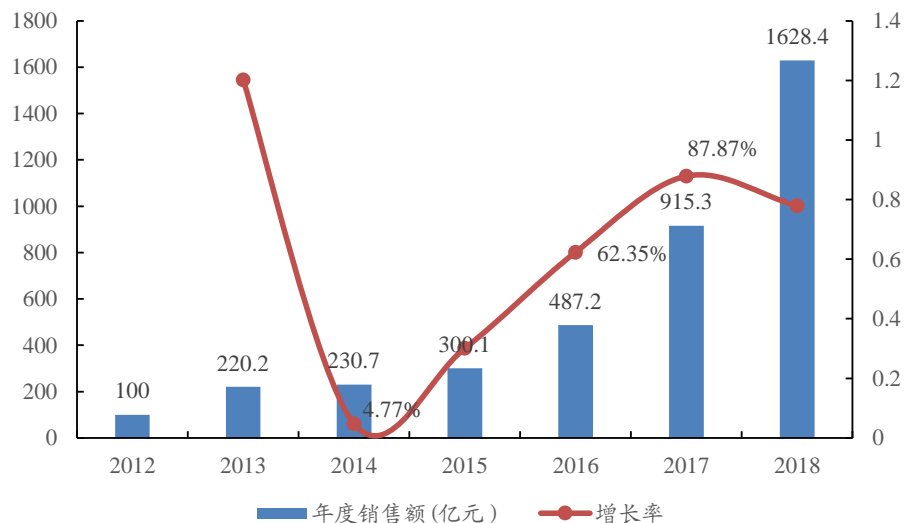
5

- 阳光城集团董事局主席林腾蛟先生带领团队于1995年于福建省福州市起家
- 2002年公司完成上市，上市平台于2009年变更名称为阳光城。2017年销售排名前20，2018年排14名，2019有望再提升
- 2012年地产业界知名职业经理人陈凯接任阳光城总裁职位，公司管理总部乔迁至上海，宣告公司高速成长期开始，**2013年开始销售额平均年化增长率达50%，销售面积平均年化增长46%，均远高于行业平均水平**

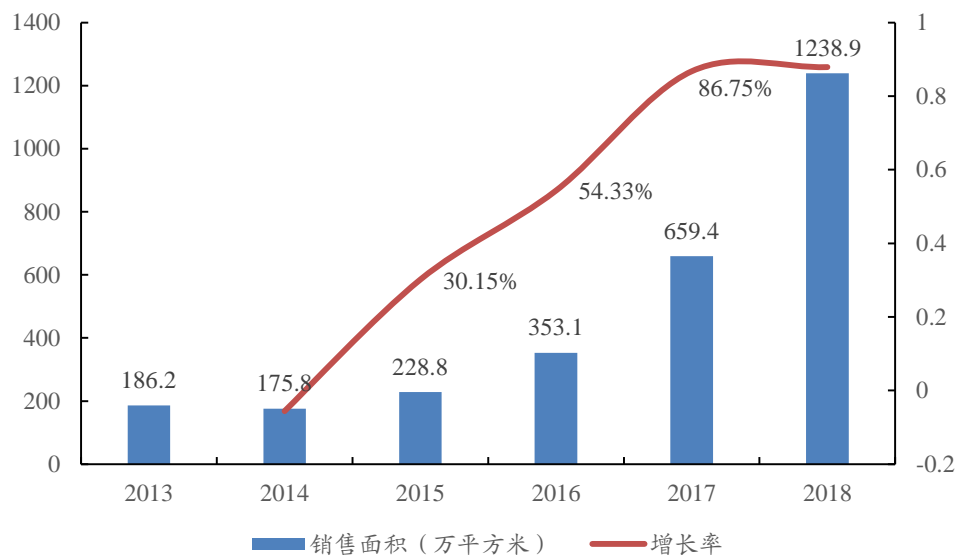
阳光城公司发展历史进程



阳光城销售额增长情况



阳光城销售面积增长情况



潘 玮

银河证券研究院 房地产行业分析师
执业证书编号：S0130511070002

清华大学管理学硕士、金融学学士。
2008年进入银河证券研究部，从事房地产行业研究。
2012年获得金融界“慧眼识券商”地产行业平均涨幅第一名；
2012年获得中金在线“海峡金融高峰论坛财经排行榜”最佳行业分析师称号；
2013年获得新财富最佳分析师房地产行业第五名；
2014年获得新财富最佳分析师房地产行业入围奖。

团队成员：

王 秋 衡

银河证券研究院 房地产行业助理分析师
英国杜伦大学金融学硕士、北京交通大学金融学学士。
2018年进入银河证券研究院，从事房地产行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。



中国银河证券 | CGS