

房地产开发

事件点评：回答四个问题，理性看待“不刺激”

事件：政治局会议重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”、“落实房地产长效机制”，**新增**“不将房地产作为短期刺激经济的手段”和“老旧小区改造”，**未提**“一城一策”、“因城施策”。

点评：

如何理解“不刺激”？“不刺激”的对立面是“刺激”，并不意味着“打压”。我们认为“不刺激”的主要目的在于打消部分地方政府的放松动机，“不刺激”的对立面是“刺激”，并不意味着“打压”。理由是：1) “不刺激”的同时未提“一城一策”，目的在于降低地方政府放松楼市的自主权；2) 部分地方政府放松动机较强；3) 当前商品房销售、土地出让、开发投资等尚未达到需要“刺激”的程度，“不刺激”本就符合预期。

后续政策基调如何？关键不在于放松难期，而在于是否会继续收紧。后续政策不放松自不必说，关键在于是否会继续收紧。我们认为可能性较低，理由是：1) 销售下行趋势已经确立，政策和周期因素共同导致销售转头向上的可能性很小，价格稳定下销售额缓慢回落是大概率。而这也最符合政府期待，因此收紧必要性降低；2) 施工投资支撑下，投资大幅回落风险低，但土地购置继续回落亦会拖累投资数据；3) 融资收紧之下土地市场已见回落迹象，4月开始的土地出让金收入改善预计很快反转，地方财政压力提升。

“不刺激”是否低于市场预期？当前地产股估值基本未包含放松预期。年初小阳春之后，政策即缺乏整体方向性的放松，调控政策出台次数明显提升，目前市场对政策放松的预期本就不强，当前地产股估值基本未包含政策放松预期。新增“不刺激”的说法短期内扰动市场情绪，但与市场的普遍预期并不明显相悖。

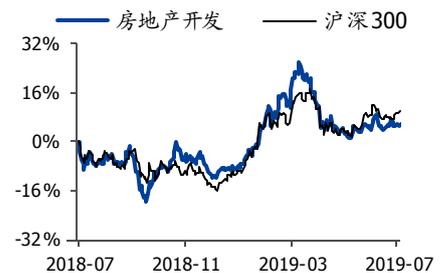
地产股驱动因素是否改变？业绩驱动股价，“不刺激”不改变绝对收益逻辑。我们多次强调本年地产股的绝对收益属性，理由是：1) 调控延续叠加销售下行，估值难上行；2) 政策预期理性，估值整体低位，下行空间小；3) 今明两年都将迎来竣工交房的同比持续好转，推动地产板块整体业绩释放。业绩驱动板块绝对收益，“不刺激”并不改变当前地产板块的核心逻辑。

投资建议。首推今明两年销售好于平均水平、业绩确定性强、杠杆水平合理、信托融资依赖程度较低的房企，建议关注保利地产、金地集团、招商蛇口、华发股份；同时，估值低位、业绩确定性强、成长性较好的中小型房企也值得关注，如蓝光发展、荣盛发展、滨江集团等。

风险提示：政策超预期收紧，融资收紧影响超预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

相关研究

- 《房地产行业周报：销售投资数据小幅回落，板块磨底持续：销售投资数据小幅回落，板块磨底持续》2019-06-16
- 《房地产开发：统计局5月数据点评：并非所有回落都是趋势性下行》2019-06-16
- 《房地产开发：政策博弈空间收窄 关注绝对收益个股》2019-06-09



内容目录

1. 如何理解“不刺激”？打消地方政府放松动机.....	3
2. 后续政策基调如何？关键不在于放松难期，而在于是否会继续收紧.....	4
3. “不刺激”是否低于市场预期？当前地产股估值基本未包含放松预期.....	5
4. 地产股驱动因素是否改变？业绩驱动股价，“不刺激”不改变绝对收益逻辑.....	5
投资建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

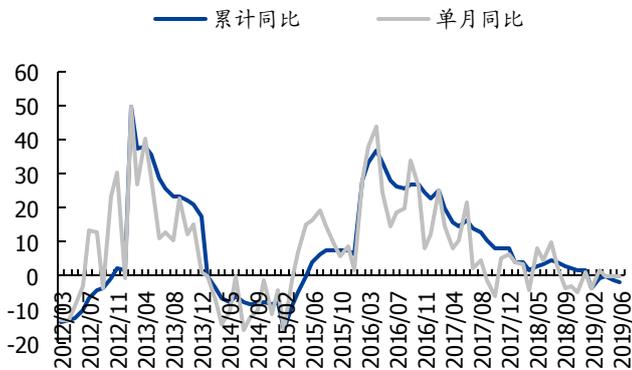
图表 1: 商品房销售面积同比增速 单位: %.....	3
图表 2: 商品房销售额同比增速 单位: %.....	3
图表 3: 房地产开发投资完成额同比增速 单位: %.....	4
图表 4: 土地市场仍处低位 单位: %.....	5
图表 5: 百城土地出让金增速 单位: %.....	5
图表 6: 当前地产股估值基本未包含放松预期.....	5

1.如何理解“不刺激”？打消地方政府放松动机

我们认为“不刺激”的主要目的在于打消部分地方政府的放松动机，“不刺激”的对立面是“刺激”，并不意味着“打压”。理由如下：

- 1) “一城一策”的实质是给了地方政府根据当地实际情况进行楼市微调的自主权，“不刺激”的同时未提“一城一策”，在于降低地方政府放松楼市的自主权：“一城一策”自3月份提出后，部分城市进行了放松限价、放松社保年限要求等实质上的放松行为。其中，一二线城市受政策实质放松和周期自然修复的影响，销售有所好转，三四线城市亦没有出现预期中的大幅下行。本次删去“一城一策”表述，目的在于降低地方政府自主权。
- 2) 部分地方政府放松动机较强：从部分城市“一日游”、“半日游”式放松来看，部分地方政府仍有放松调控的动机。当前经济下行叠加减税降费、严控隐性债务的大背景下，不排除某些地方政府期望重走地产刺激经济的老路。
- 3) 当前商品房销售、土地出让、开发投资等尚未达到需要“刺激”的程度：上半年商品房销售额同比增速为5.6%，销售面积同比增速为-1.8%，6月单月销售面积增速为-2.2%，相对5月有所收窄，销售情况尚可。土地出让金收入同比增长-0.8%，延续了4月份开始的修复。房地产开发投资同比增速为10.9%，相对上月有所下滑，但仍处于较高水平。

图表 1: 商品房销售面积同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 2: 商品房销售额同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 3: 房地产开发投资完成额同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2. 后续政策基调如何? 关键不在于放松难期, 而在于是否会继续收紧

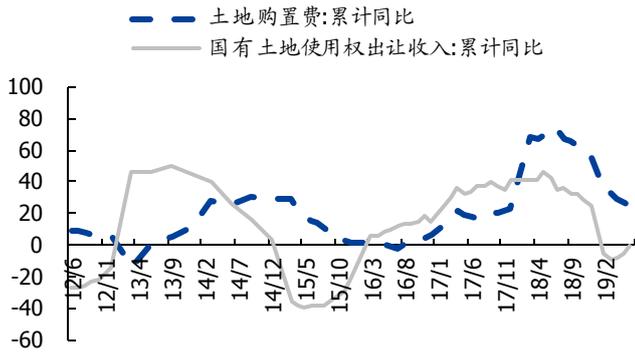
后续政策不放松自不必说, 问题的关键在于是否会继续收紧。我们认为后续出台实质性调控政策的可能性较低, 理由是:

1) 销售下行趋势已经确立, 价格稳定下销售缓慢回落是大概率事件: 本轮房地产周期自 2016 年年中达到高峰, 但由于政策和棚改货币化, 导致一二线和三四线周期错开, 反映为下行周期拉长, 下行节奏趋缓。考虑到房价相对 2016 年前明显上涨, 且部分需求透支, 行业仍处下行周期, 销售缓慢回落有一定自发性成分, 而这也最符合政府期待, 因此收紧必要性降低。

2) 投资大幅回落风险低, 但土地购置继续回落亦会拖累投资数据: 房地产开发投资同比增速为 10.9%, 仍处于较高水平。展望全年, 我们认为在建安投资的支撑下, 房地产开发投资很难出现大幅回落, 但土地购置可能的超预期回落亦会拖累开发投资。目前融资收紧对房企拿地的影响正在显现, 开发投资的缓慢下行也会降低政策继续收紧的可能性。

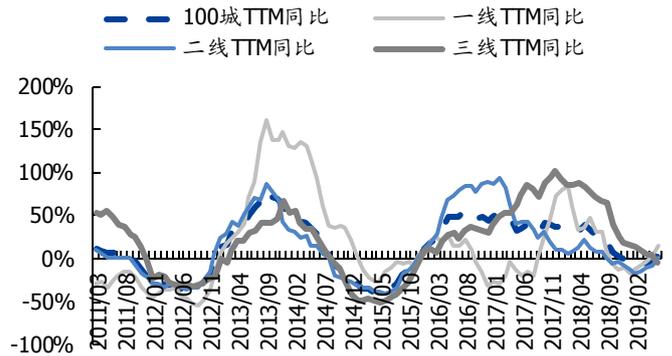
3) 融资收紧之下土地市场已见回落迹象, 4 月开始的土地出让金收入改善预计很快反转, 地方财政压力提升: 上半年土地出让金收入和百城土地成交总价均呈现前低后高的走势, 这与 5 月前资金层面相对宽松、销售情况较好有关。其中, 土地出让金收入同比增速由 3 月份最低点-9.5% 上升至 6 月份的-0.8%, 百城土地成交总价同比增速由一季度的-7.1% 上升至半年的 24.7%。但长周期看, 土地市场相对过去几年的处于中低位, 随着信托融资大幅收紧、销售回款增速下降、银行按揭额度紧张的共同影响, 土地市场短期内预计即可看到下滑, 地方政府财政压力提升。

图表 4: 土地市场仍处低位 单位: %



资料来源: 国家统计局, 财政部, 国盛证券研究所

图表 5: 百城土地出让金增速 单位: %

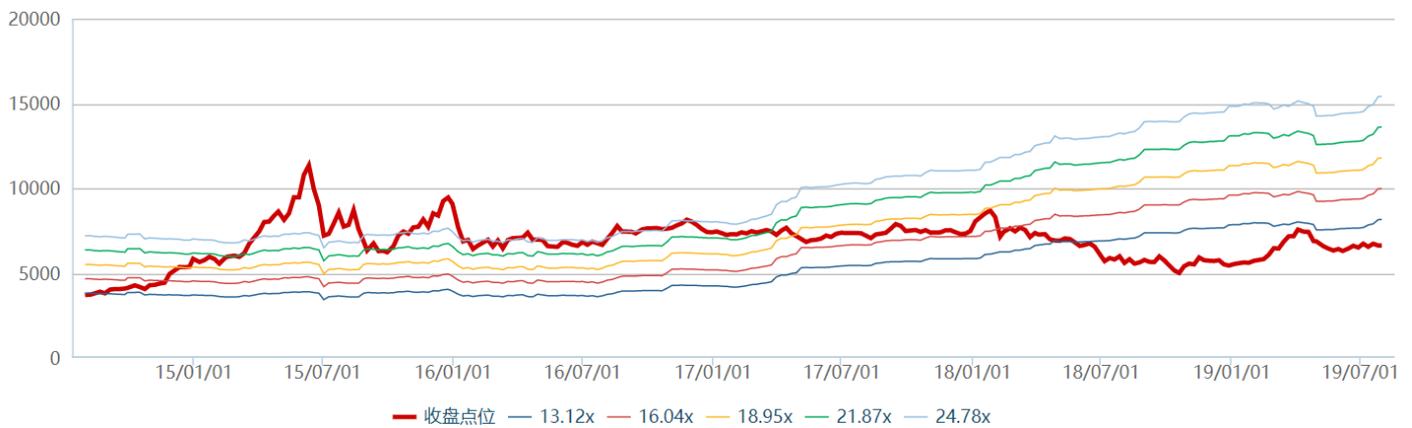


资料来源: wind, 国盛证券研究所

3. “不刺激”是否低于市场预期？当前地产股估值基本未包含放松预期

“不刺激”的说法虽然首次提出，也给市场带来了一定影响，但从理性角度分析，我们认为当前地产股的估值本身未包含政策放松预期，“不刺激”也并不明显低于市场预期。因为年初小阳春之后，政策即缺乏整体方向性的放松，调控政策出台次数明显提升，市场对政策放松本已不抱期待。

图表 6: 当前地产股估值基本未包含放松预期



资料来源: wind, 国盛证券研究所

4. 地产股驱动因素是否改变？业绩驱动股价，“不刺激”不改变绝对收益逻辑

我们多次强调本年地产股的核心逻辑是业绩驱动的绝对收益，“不刺激”并不改变地产股中短期逻辑。理由是：

1) 调控延续叠加销售下行，估值难上行：中央定调“不刺激”，“一城一策”地方自主性降低，整体转向已无可能，叠加销售缓慢下行趋势不变，融资收紧影响渐显，板块估值

难上行。

2) 政策预期理性，估值整体低位，下行空间小：“不刺激”并不意味着“打压”，且市场对政策的预期相对理性，当前估值基本未包含政策放松预期。同时板块估值整体低位，接近10年以来的最低水平（14年1月、18年10月），估值进一步下行空间有限。

3) 业绩驱动绝对收益，“不刺激”并不改变逻辑：今明两年都将迎来竣工交房的同比持续好转，推动地产板块整体业绩释放。在估值保持稳定的基础上，业绩驱动板块绝对收益，“不刺激”并不改变当前地产板块的核心逻辑。

投资建议

首推今明两年销售好于平均水平、业绩确定性强、杠杆水平合理、信托融资依赖程度较低的房企，建议关注保利地产、金地集团、招商蛇口、华发股份；同时，估值低位、业绩确定性强、成长性较好的中小型房企也值得关注，如蓝光发展、荣盛发展、滨江集团等。

风险提示

政策超预期收紧，融资收紧影响超预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com