

行业研究/动态点评

2019年08月19日

行业评级:

房地产 增持 (维持)

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

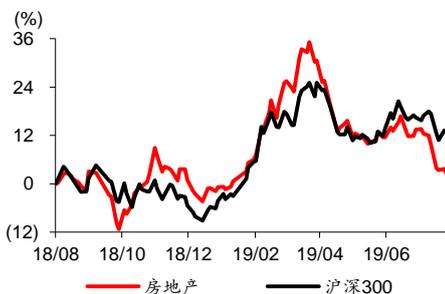
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《房地产: 行业周报(第三十三周)》2019.08
- 2《荣盛发展(002146 SZ,买入): 业绩增势稳健, 布局杠杆优化》2019.08
- 3《房地产: 融资收紧投资回落, 销售韧性依然强劲》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

利率中枢下行, 凸显低估值优势

关于央行完善 LPR 定价机制的点评

疏通货币政策传导机制, 降低市场实际利率

此次利率并轨是将 16 号召开的国常会相应指示进一步落实, 旨在运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决“融资难”问题。并轨前 LPR 与贷款基准利率保持一致, 而并轨后 LPR 更为灵活。从形成机制上看, 以 MLF 利率加点的方式, 即 MLF 的利率水平将直接作用于 LPR, 这意味着货币政策传导机制更为通畅; 从结构上看, 我们认为这次并轨将率先引导短端实际利率下滑, 长端利率需参考尚在规划中的 5 年期 LPR, 因期限利差等因素的考量, 短期内的调整空间预期将小于短端利率。

市场利率中枢下行, 按揭贷款有望边际改善

无论是政治局工作会议对流动性的定调, 还是本次利率并轨政策的实施, 我们认为市场利率中枢下行是大势所趋。对于地产而言, 需要从两方面看待: 1、在此次央行发文前, 无论是政治局会议还是地方已经多次强调“房住不炒”, 并从二季度以来对房地产企业融资进行精准监管, 目前融资环境下, 短端利率下行向供给端融资的通道可能并不通畅; 2、更加需要关注的是长端利率, 目前房贷依然属于优质安全的资产, 虽然 7 月首套以及二套房贷利率略有反弹 (背后存在窗口指导因素), 但我们并不认为在市场利率下行环境下重点城市房贷利率会持续回升, 重点城市需求将有望构筑支撑。

融资收紧如期影响再投资, 后续再施压空间减弱

二季度以来融资收紧的影响如期在土地市场上兑现: 1-7 月土地购置面积同比降幅较 1-6 月扩大 1.9 个百分点, 土地成交价款同比降幅维持 27.6%; 7-8 月市场流拍率明显提升, 40 个重点城市 7 月流拍量环比提升 43%; 溢价率持续下降, 重点城市溢价率降至 8%, 较 7 月进一步下降 6 个百分点。此次融资收紧的原因即在于重点城市土地市场过热, 而随着土地市场热度回落, 我们认为后续的政策再施压空间减弱。

优质地产股估值优势已经显现

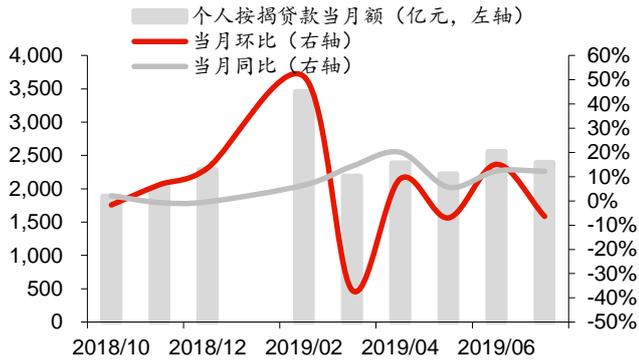
当前地产股估值水平具备明显优势, 目前地产 PE (TTM) 处于 16 年以来的历史性地位。A 股中行业 TOP50 的房企估值创新低的比例达 81%, TOP51-200 房企创新低的比例达 43%。TOP50 的房企 18 年分红对应的股息率为 3.8%, 参照 18 年分红比例, 预计以金地集团、金科股份、荣盛发展、首开股份为代表的个别房企 19 年分红对应的股息率可达 6% 以上, 在市场利率进入下行通道的背景下, 愈加凸显高股息率品种的配置价值。

继续看好优质房企估值修复

7 月政治局会议继续强化房住不炒, 行业短期内难以期待政策红利, 但流动性宽松已明确开启, 历史上地产的相对估值拐点均与实体流动性拐点同时出现, 叠加优质房企业绩具备潜力, 估值修复值得期待, 其中融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的优质房企发展空间更为明确。继续推荐: 1、具备融资优势且受益于核心城市发展的优质房企 (万科 A 等); 2、具备高周转能力和回款能力的成长企业 (中南建设、金地集团、华发股份等); 3、受益于公募 REITs 未来推进的优质商业物业企业 (大悦城等)。

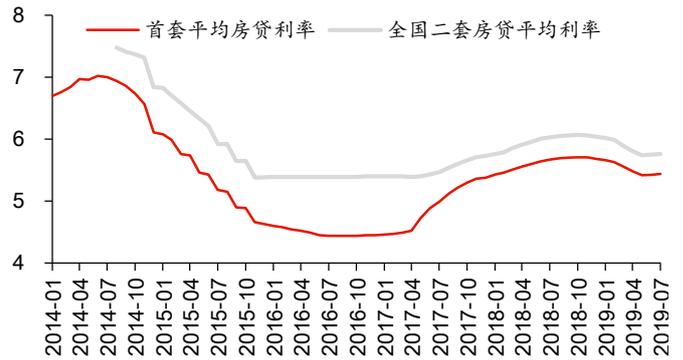
风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 部分房企经营风险; 行业基本面下行风险。

图表1： 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值



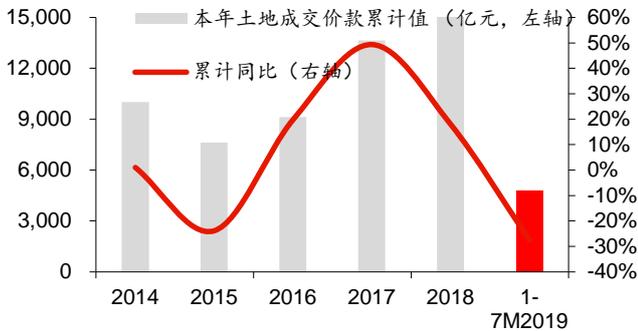
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2： 房贷利率走势（单位：%）



资料来源：融 360，华泰证券研究所

图表3： 全国房地产开发企业土地成交价款累计值



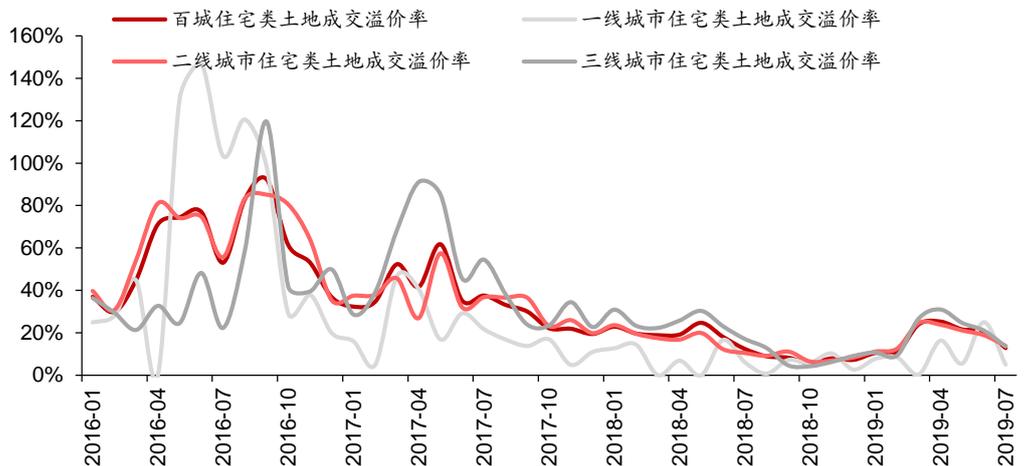
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表4： 全国房地产开发企业土地成交价款当月值



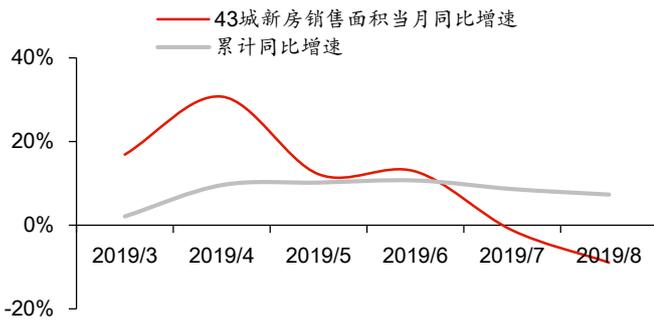
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表5： 百城及各线城市住宅类土地成交溢价率



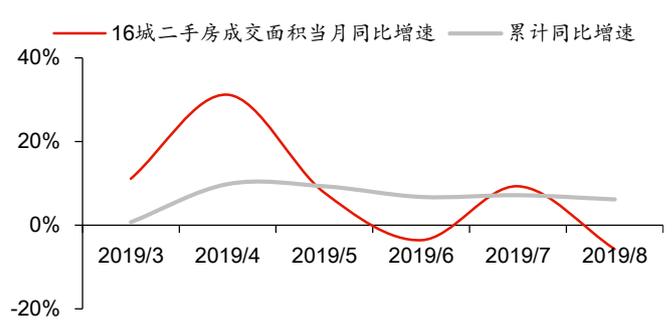
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：43城新房销售面积同比增速



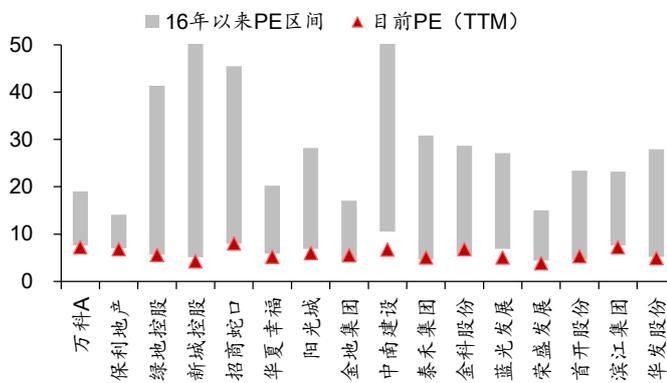
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：16城二手房成交面积同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

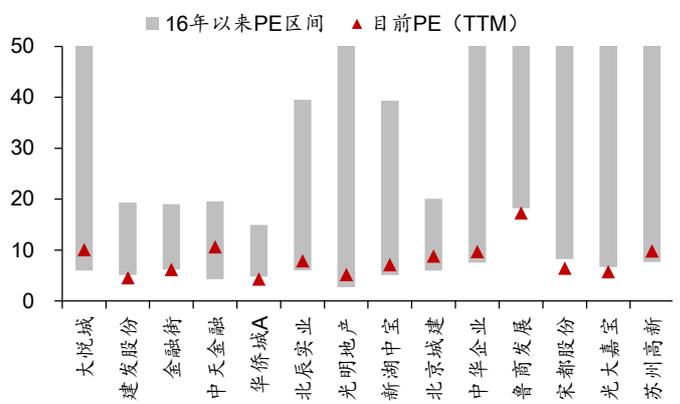
图表8：A股TOP50上市房企PE (TTM)



资料来源：wind，华泰证券研究所

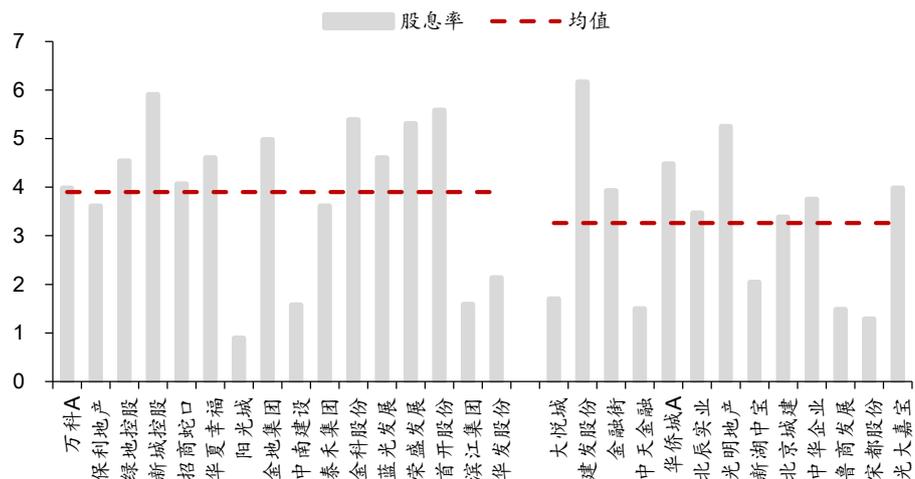
注：个别房企历史PE上限超50部分未完整列示

图表9：A股TOP51-200上市房企PE (TTM)



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表10：销售TOP200的A股上市房企股息率（单位：% ，以2018年分红规模计算）



注：左半边为销售TOP50的A股上市房企，右半边为销售TOP51-200的A股上市房企。

资料来源：wind，华泰证券研究所

风险提示

行业政策风险：融资收紧的节奏、范围、力度，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

房企经营风险：房地产行业融资环境暂未出现明显放松，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com