

2020年房地产行业投资策略

房地产行业七大判断
2019年或是新房成交历史大顶，量跌价稳大势所趋

太平洋证券房地产组：徐超

执业证号：S1190519080001

2019年11月12日

目录

- 1 2019年或是新房成交量历史大顶
- 2 二手房或将开始挤压新房
- 3 房价大概率横盘
- 4 兼并重组从春秋演进到战国
- 5 三类房企有望杀出重围
- 6 不要低估决策层调控地产的决心
- 7 地产股估值上升空间有限

1、2019年或是新房成交量历史大顶，量跌价稳大势所趋

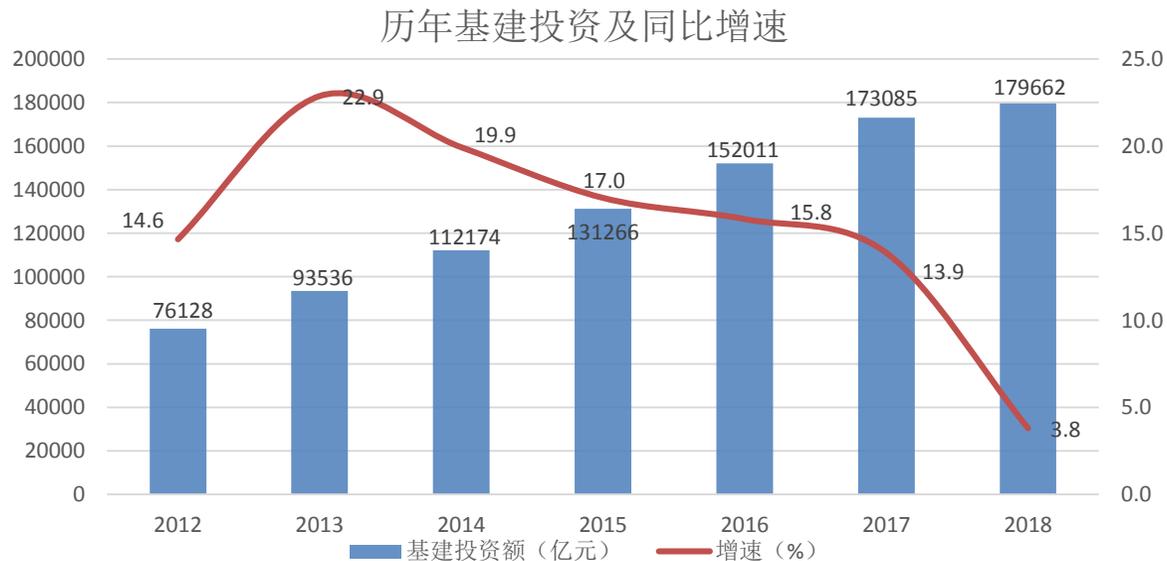
从成交量上来看，2019年或将是新房市场的历史大顶，后面几年量跌价稳将是大势所趋。我们认为过去三四年新房成交连年超预期，除了棚改货币化的催化剂作用外，成交主力其实是透支的未来的城镇化需求（县城迁徙到地级市，地级市迁徙到省会城市，老城区迁徙到新城区）。未来新房需求将向每年11-12亿平左右的中枢水平缓慢回归。

	销售面积	同比	销售额	同比	到位资金	同比	70城房价	300城土地成交建面	同比	成交楼面均价	同比	300城土地出让金	同比	新开工面积	同比	房地产投资	同比
单位	亿平		万亿元		万亿元		同比	亿平		元		万亿元		亿平		万亿元	
2007	7.74	23.2%	2.96	42%	3.75	38.1%	11.4%	5.31	76.4%	1533.67	30.5%	0.81	30.9%	9.54	20.4%	2.53	30.2%
2008	6.60	-19.7%	2.41	-20%	3.96	5.7%	-0.8%	5.80	9.4%	943.87	-38.5%	0.55	-32.7%	10.26	7.5%	3.12	23.4%
2009	9.48	43.6%	4.40	76%	5.78	45.9%	9.1%	12.77	120.1%	1124.67	19.2%	1.44	162.3%	11.64	13.5%	3.62	16.1%
2010	10.48	10.1%	5.25	18%	7.29	26.2%	7.6%	20.34	59.2%	1143.04	1.6%	2.32	61.8%	16.36	40.6%	4.83	33.2%
2011	10.94	4.9%	5.91	12%	8.57	17.5%	1.6%	22.79	12.1%	967.58	-15.4%	2.21	-5.1%	19.12	16.9%	6.18	28.1%
2012	11.13	1.8%	6.45	10%	9.65	12.7%	-0.1%	21.70	-4.8%	948.34	-2.0%	2.06	-6.7%	17.73	-7.3%	7.18	16.2%
2013	13.06	17.3%	8.14	26%	12.21	26.5%	9.7%	26.62	22.7%	1192.88	25.8%	3.18	54.3%	20.12	13.5%	8.60	19.8%
2014	12.06	-7.6%	7.63	-6%	12.20	-0.1%	-4.5%	18.81	-29.4%	1251.78	4.9%	2.35	-25.9%	17.96	-10.7%	9.50	10.5%
2015	12.85	6.5%	8.73	14%	12.52	2.6%	0.3%	15.14	-19.5%	1430.51	14.3%	2.17	-8.0%	15.45	-14.0%	9.60	1.0%
2016	15.73	22.5%	11.76	35%	14.42	15.2%	10.8%	15.01	-0.9%	1941.39	35.7%	2.91	34.5%	16.69	8.1%	10.26	6.9%
2017	16.94	7.7%	13.37	14%	15.61	8.2%	5.8%	16.82	12.1%	2425.95	25.0%	4.08	40.0%	17.87	7.0%	10.98	7.0%
2018	17.17	1.3%	15.00	12%	16.60	6.4%	10.6%	19.53	16.1%	2149.54	-11.4%	4.20	2.9%	20.93	17.2%	12.03	9.5%

资料来源：wind,太平洋证券整理

2、基建红利耗尽，二手房或将开始挤压新房

随着14-16年的基建高增速的红利消耗殆尽，好地段的新房大都已经卖完了，由于近两年在金融去杠杆的背景下基建投资增速快速下滑，后续新推的楼盘配套设施可能还不成熟，二手房的性价比将开始凸显。我们认为未来几年在很多城市可能会出现二手房挤压新房的现象。



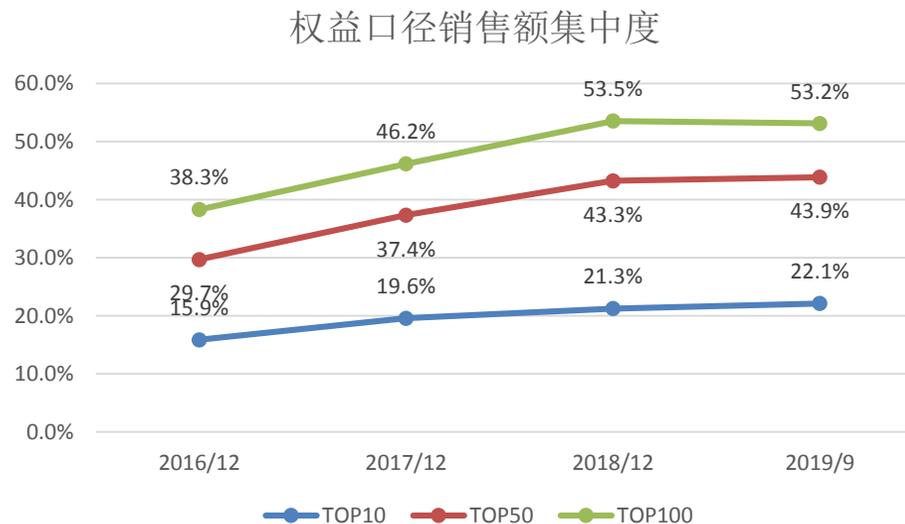
资料来源：wind,太平洋证券整理

3、房价不会大幅下降，大概率将横盘一段时间

价格方面由于很多地方政府对降幅有限制，我们认为不会出现快速下行，而是会在当前水平稳定一段时间（不排除有小幅下降）。但是房企可能会采取一些其他手段进行变相降价，比如加大对中介的提点比例，然后由中介将“提点”返给购房者，这最终将体现为房企销售费用的上升。

4、行业集中度提升将从“春秋”阶段演进至“战国”阶段。

行业集中度提升将从“春秋”阶段演进至“战国”阶段。大型房企的兼并对象将从微型房企（只有几个项目的房企），向资金链紧张的百强房企手中的部分项目转变。房企降低杠杆率将是大势所趋，否则利润率将遭到极大侵蚀。



资料来源：克而瑞，wind,太平洋证券整理

5、三类房企有望杀出重围，轻资产有望成为趋势

三类房企有望杀出重围：一是**融资优势明显的龙头房企**，如保利、万科等；二是**有独特拿地优势的房企**，如招商蛇口、中国金茂等；三是**开发品质极高的精品房企**，如滨江，绿城等，可以走轻资产运作模式。

我们认为后续房企融资可能会向真股权融资发展（如平安不动产），保险或基金+开发商的一二级联动模式或将逐渐被效仿。地价上涨预期不再之后，开发商也有动力向轻资产模式转型。

6、政策难有大幅松动，不要低估决策层调控地产的决心

2019年11月7日，新华社旗下刊物《经济参考报》头版刊发评论员文章《“一城一策”要坚守房住不炒底线》，并由新华网转载。11月8日，该报头版又刊发《多部门协同严防已退出产能“死灰复燃”》，并由新华网转载。我们认为，权威媒体连续两天刊发的文章反映出决策层对地产调控和供给侧改革的决心并没有因为稳增长压力而动摇，稳增长不能破坏房地产调控和供给侧改革的既有成果。

《“一城一策”要坚守房住不炒底线》强调：“由中央对地方房地产调控政策进行监测和督导，可以防止地方政府出现利用房地产短期刺激地方经济的可能性，确保地方房地产调控方向不跑偏。”“依靠房地产刺激地方短期增长代价极为高昂，特别是房地产的超前发展和繁荣，与经济高质量发展方向背道而驰，决定了地方政府必须要坚守房住不炒底线，认真落实“一城一策”调控要求。”“个别城市“抢人”政策，曾一度引发楼市波动，冲击到楼市稳定预期，值得高度关注。”

从上述表述我们可以看出，决策层本轮地产调控的决心异常坚决，即使在有稳增长压力的情况下也不打算大幅放松地产政策。我们认为当前政策环境非常像2012年，很多城市出台了针对房地产政策的微调，但一旦放松幅度过大，则将立即被中央叫停（如2012年的珠海）。我们认为，对于地产坚决的调控态度或将在一段较长的时间内维持下去，特别是房企融资政策松动的可能性较小。

7、地产股估值上升的空间有限，主要赚业绩的钱

本轮房地产板块反弹我们认为最主要的原因在于其他版块（如食品饮料、TMT等）的获利资金有换仓需求，开始流入低估值的银行、地产等版块，叠加9-10月份部分房企在促销力度加大的情况下销售数据超预期。区块链等新炒作热点的出现或将分流流入地产银行板块的资金，茅台等食品饮料龙头标的在经过一段时间的调整后也出现企稳回升的迹象，在年底相对收益考核在即的情况下，后续机构资金追逐地产板块的热情或将有所降低。我们认为这一轮地产板块反弹较难突破4月份的估值水平（当时融资政策在明显放松），但EPS可能会切换到明年。

近十年，主流地产股市值的涨幅远低于其业绩的增幅。2009年底最后一个交易日到上周末，万科的总市值增长了154%，而其归母净利润增长了673%（2019年按Wind一致预期估计，下同）；保利的总市值增长了126%，而其归母净利润增长了598%。

地产股之所以难以把握，主要是驱动地产股波动的三个因素：销售、业绩、政策预期，往往是两两冲突的。在不同的时点上，不同的因素起主导作用。

投资评级说明

■ 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

风险提示

政策变化超预期，销售下滑超预期

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。