

# 开发看修复，物业看反转

## —房地产行业 2021 年度策略报告

投资策略报告/房地产

2021 年 01 月 07 日

### 报告摘要：

虽然，2020 年 A 股地产股走势显著落后于其他板块，但是，通过我们独特且有效的分析方式，我们认为，2021 年，**优质地产开发股将走出修复行情，而优势的物业股将走出反转行情。**

#### ● 温故知新，从有效规律看去年行情

去年销售端增速持续好转，但地产股估值却不增反降；主要源于销售好转下，伴随着楼市价格与土地价格出现显著的上涨压力，带来政策持续收紧的预期；政策持续变化，才是地产股估值最重要的驱动因素。

#### ● 融资管控进入全新时代，股价已隐含过度悲观

融资端管控，将从过去的成本管控升级到分类上限管控的新时代；房企层面实行“三条红线”的规定，个人住房贷款端在银行层面实现上限控制；虽然“三条红线”确实会使高周转房企 ROE 水平下降，但是我们认为，这种下降的影响是可控的；通过我们合理的测算假设，进行梳理发现，重点样本房企的 ROE 将从 20% 以上水平，下降至 17% 的水平；**整体看，ROE 下降影响可控，地产开发股估值已隐含过度悲观。**

#### ● 2021 年行业预测，销售端前高后稳

我们创新的发现，居民增量利息保障倍数是**地产需求判断的有效领先指标**，根据该指标，销售端增速将在 2021 年 Q1 继续冲高，而于二季度开始走向温和，预计全年商品住宅销售额增速为 4.81%；根据最新变化的行业规律，土地成交增速是新开工的良好领先指标，2020 年上半年新开工增速将持续走高，伴随房企融资端收紧，中期起开工增速将逐步回落，**预计全年增速为 2.51%。**

#### ● 投资建议

重点布局超跌的地产开发标的，推荐：**阳光城、中南建设**；建议关注：**绿城中国（H 股）**；布局房产交易端持续超预期的标的，建议关注：**我爱我家**；布局转型取得成交的标的，建议关注：**苏宁环球**；优势物业管理标的，建议关注：**新城悦服务（H 股）、招商积余、绿城服务（H 股）**。

#### ● 风险提示

1、政策超预期收紧；2、外围不确定性风险加大

### 盈利预测与财务指标

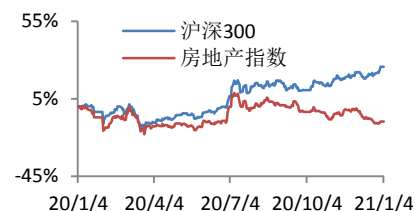
| 代码     | 重点公司 | 现价<br>1 月 6 日 | EPS  |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|--------|------|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|        |      |               | 2019 | 2020E | 2021E | 2019  | 2020E | 2021E |    |
| 000671 | 阳光城  | 6.34          | 0.98 | 1.28  | 1.62  | 6.47  | 4.95  | 3.91  | 推荐 |
| 000961 | 中南建设 | 7.98          | 1.12 | 1.89  | 2.43  | 7.13  | 4.22  | 3.28  | 推荐 |
| 000560 | 我爱我家 | 3.81          | 0.35 | 0.20  | 0.36  | 10.89 | 19.05 | 10.58 | —  |
| 000718 | 苏宁环球 | 4.10          | 0.41 | 0.44  | 0.46  | 10.00 | 9.32  | 8.91  | —  |
| 001914 | 招商积余 | 22.54         | 0.27 | 0.56  | 0.78  | 83.48 | 40.25 | 28.90 | —  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院（其中，我爱我家、苏宁环球、招商积余使用 WIND 一致预期）

推荐

维持评级

### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：赵翔

执业证号：S0100520010001

电话：021-60876730

邮箱：zhaoxiang@mszq.com

### 相关研究

- 1.【民生地产】行业事件点评：个人按揭端杠杆将适度收缩
- 2.【民生地产】2020 年中期策略报告：成长与重估并举

## 目录

|          |                               |           |
|----------|-------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>前言：优质地产股估值能否在 2021 翻身？</b> | <b>3</b>  |
| <b>2</b> | <b>温故知新，从有效规律看去年行情</b>        | <b>4</b>  |
| 1.1      | 去年销售端持续好转，地产股估值为何不增反降         | 4         |
| 1.2      | 政策面围绕基本面变化，估值围绕政策面变化          | 5         |
| <b>3</b> | <b>融资管控进入全新时代，股价已隐含过度悲观</b>   | <b>7</b>  |
| <b>4</b> | <b>2021 年行业预测，销售端前高后稳</b>     | <b>10</b> |
| 4.1      | 销售端：根据我们独创的有效指标，销售将前高后稳       | 10        |
| 4.2      | 开工端：前高后低，销售将前高后稳              | 12        |
| <b>5</b> | <b>投资建议：开发看修复，物业看反转</b>       | <b>14</b> |
| 5.1      | 销售与政策步入温和，优质地产开发股将走出修复行情      | 14        |
| 5.2      | 中长期逻辑叠加催化，优质物业股将走出反转行情        | 14        |
| <b>6</b> | <b>风险提示</b>                   | <b>14</b> |
|          | <b>插图目录</b>                   | <b>15</b> |
|          | <b>表格目录</b>                   | <b>15</b> |

## 1 前言：优质地产股估值能否在 2021 翻身？

2020 年，A 股地产股的走势显著落后于其他板块，不少地产开发股的估值也创下历史新低，而其背后，主要源于地产政策出现新一轮的收紧；站在 2021 的年初，当前优质地产股估值是否已隐含了过度的悲观，未来能否走出修复行情？是否有部分标的，通过自身能力能实现盈利修复，带来反转行情？

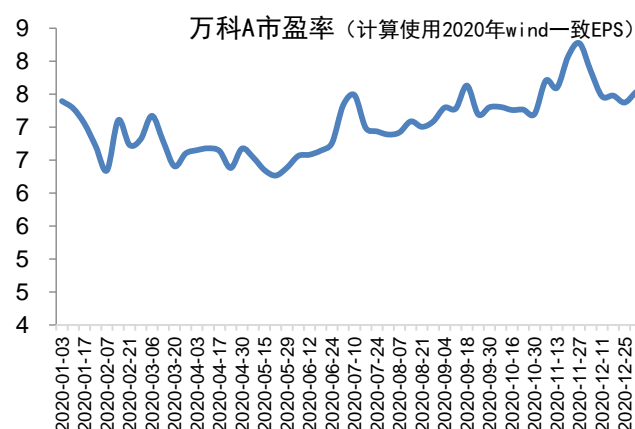
对于以上这些重点研究问题，我们不同于常规方式的研究，将利用我们独特且有效的分析方式，对 2021 年的地产股行情进行研判。

图1： 沪深 300 与房地产指数走势



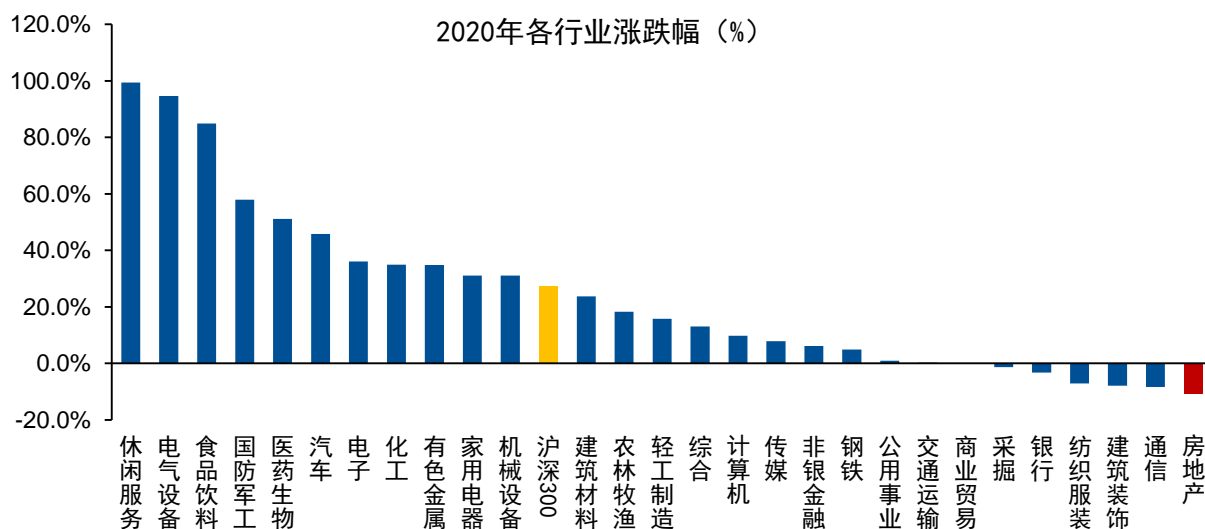
资料来源：WIND，民生证券研究院

图2： 万科 PE 水平波动



资料来源：WIND，民生证券研究院

图3： 2020 年 A 股各行业涨跌幅 (%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

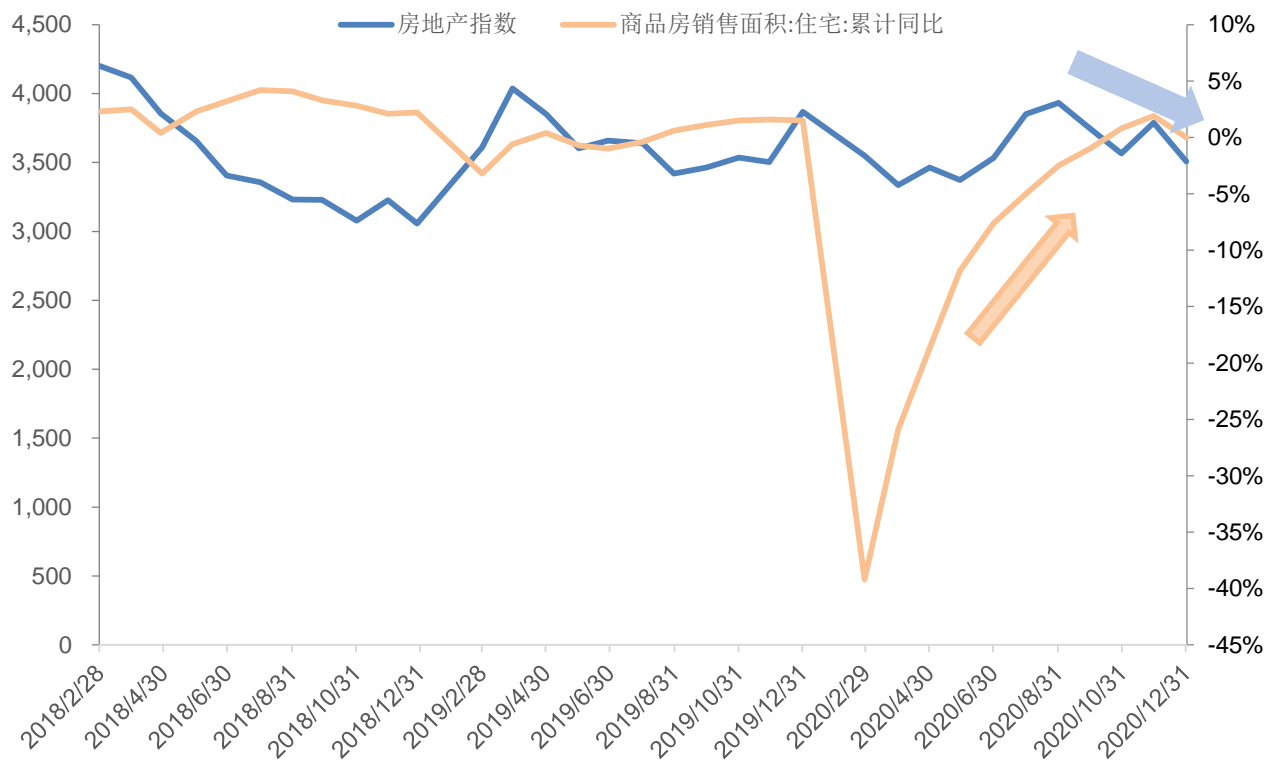
## 2 温故知新，从有效规律看去年行情

2020 全年，地产股板块涨幅在 A 股各行业中，处于显著落后的位置；并且，地产开发股估值也显著下行，即使以基本面相对扎实的龙头万科 A 为例，在其他多个行业龙头股估值提升的背景下，万科 A 全年估值并无显著提升；

### 1.1 去年销售端持续好转，地产股估值为何不增反降

自去年国内疫情稳定以来，经济逐步复苏中，不少行业基本面出现显著改善，与此相伴，行业对应的板块估值也持续提升；然而，地产板块与此颇为不同，虽然地产行业销售增速自疫情后持续提升，但地产股估值水平不增反降。

图4：房地产板块指数走势与地产销售增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

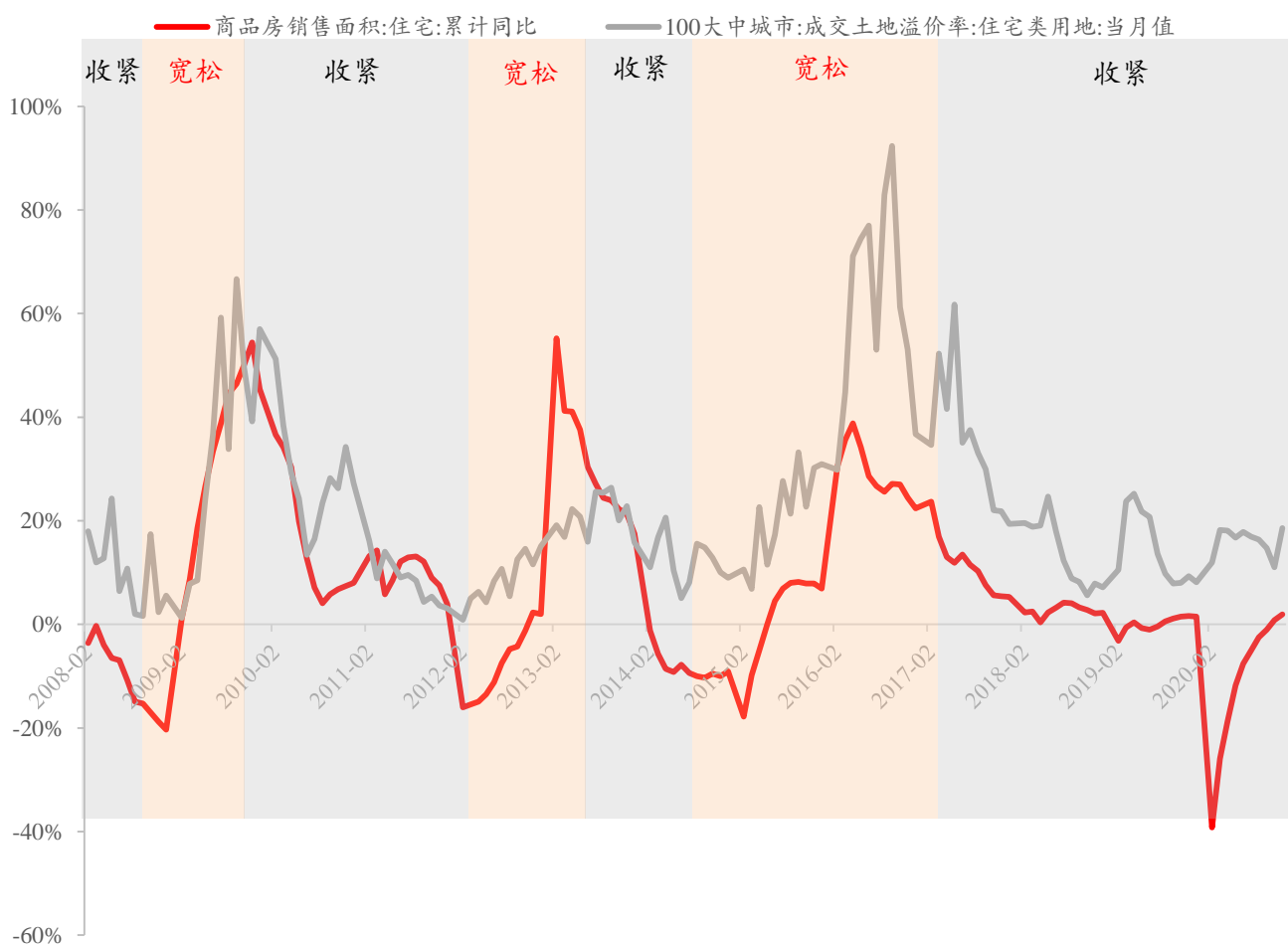
地产板块呈现出如此特殊的变化，归根结底看，是因为政策持续变化，才是地产股估值最重要的驱动因素；而在行业销售增速持续提升下，若核心城市房价存在较大上涨压力，将促使政策持续收紧。

## 1.2 政策面围绕基本面变化，估值围绕政策面变化

一方面，**地产行业销售增速持续上升**，通常会伴随房价出现显著的上涨压力；而另一方面，土地市场的持续升温，主要表现为**土地溢价率的持续快速上升**；这两方面，都是地产政策将持续收紧的重要信号。

复盘广义的地产政策的收紧与宽松期规律看，在2009年、2013年、2016年都呈现出类似现象，在地产销售增速与土地溢价率的快速上升下，地产政策持续收紧；此外，在具体的各个政策期间，如果销售增速（房价上涨压力）与土地溢价率出现较快速上行，也将出现政策短期的快速持续收紧。

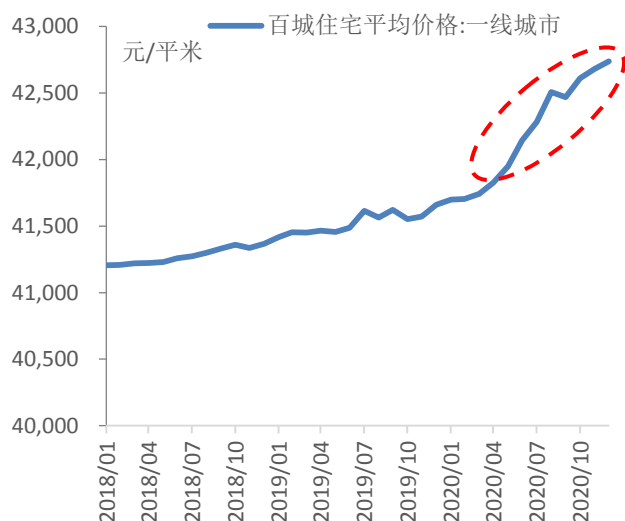
图5：房地产政策收紧与宽松期变动规律



资料来源：WIND，民生证券研究院

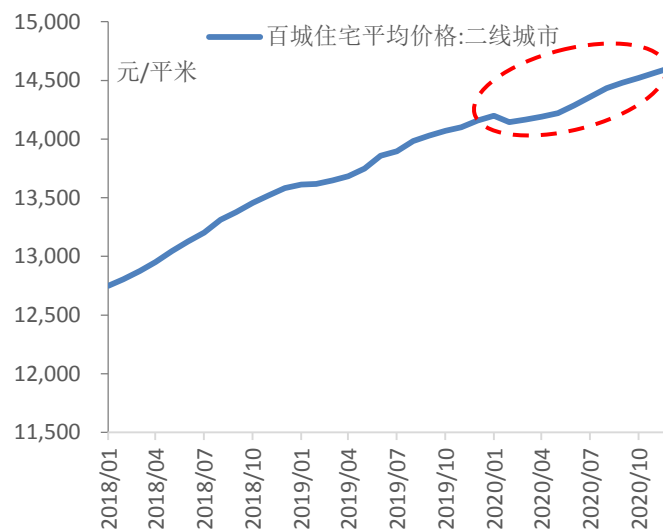
2020年疫情稳定以来，楼市端持续升温，**核心城市房价持续提升**；而土地端同样快速升温，**土地溢价率持续提升**；与此相伴，地产政策进入持续收紧期。而与之相伴，**地产开发股估值受其影响，持续走低**。

图6: 百城住宅平均价格: 一线城市



资料来源: WIND, 民生证券研究院

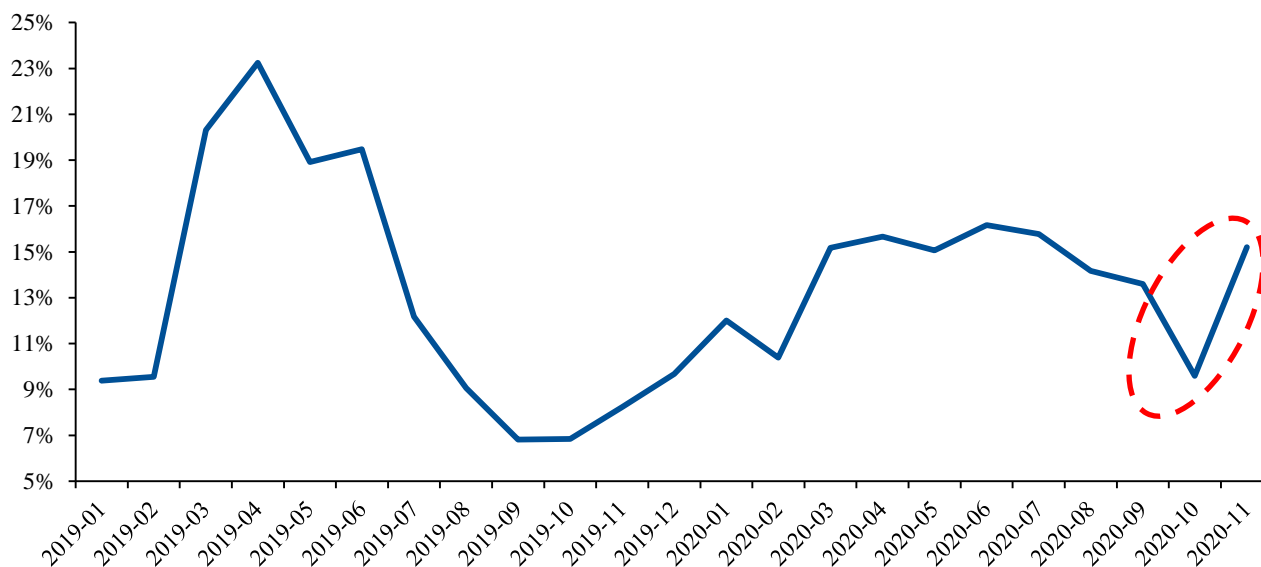
图7: 百城住宅平均价格: 二线城市



资料来源: WIND, 民生证券研究院

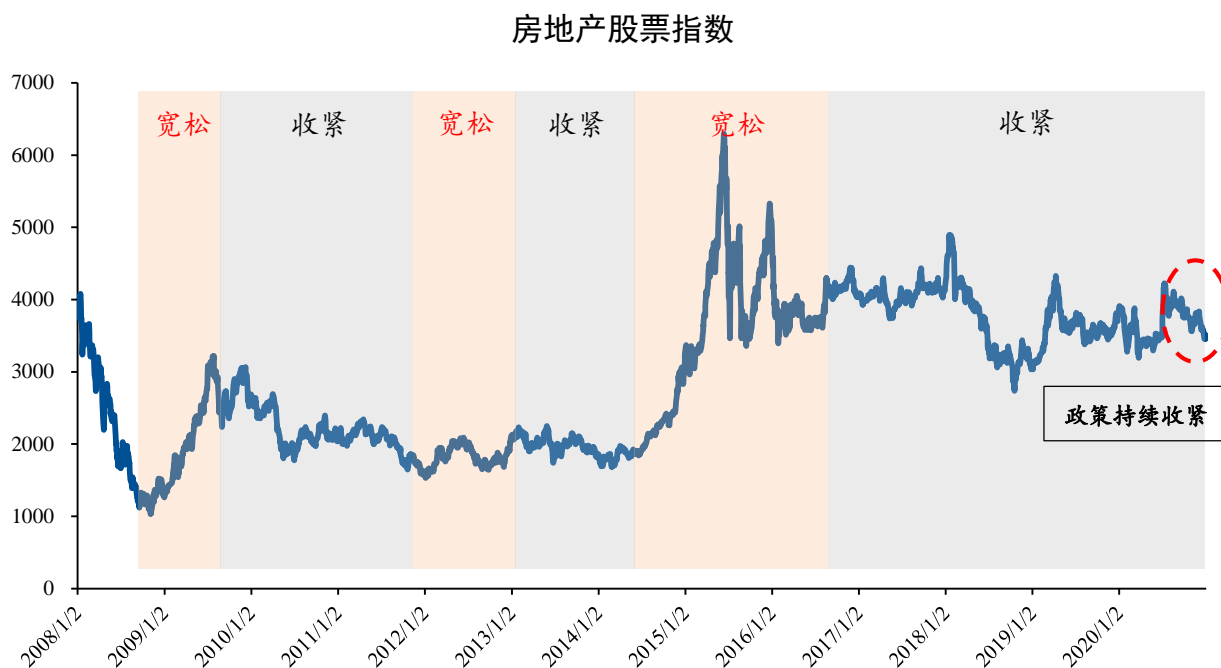
图8: 100大中城市土地溢价率

### 100大中城市土地溢价率



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图9：地产股围绕政策阶段涨跌



资料来源：WIND，民生证券研究院

### 3 融资管控进入全新时代，股价已隐含过度悲观

去年至今，政策端最大的变化，来自于融资管控；过去的融资管控主要在成本方面，例如：提高融资利率等；去年三季度起，12家房地产企业开始试点“三条红线”，代表房地产融资的管控，将进入分类的上限管控全新时代；对于房地产企业的整体风险的下降，该项规定将起到重要的积极作用。

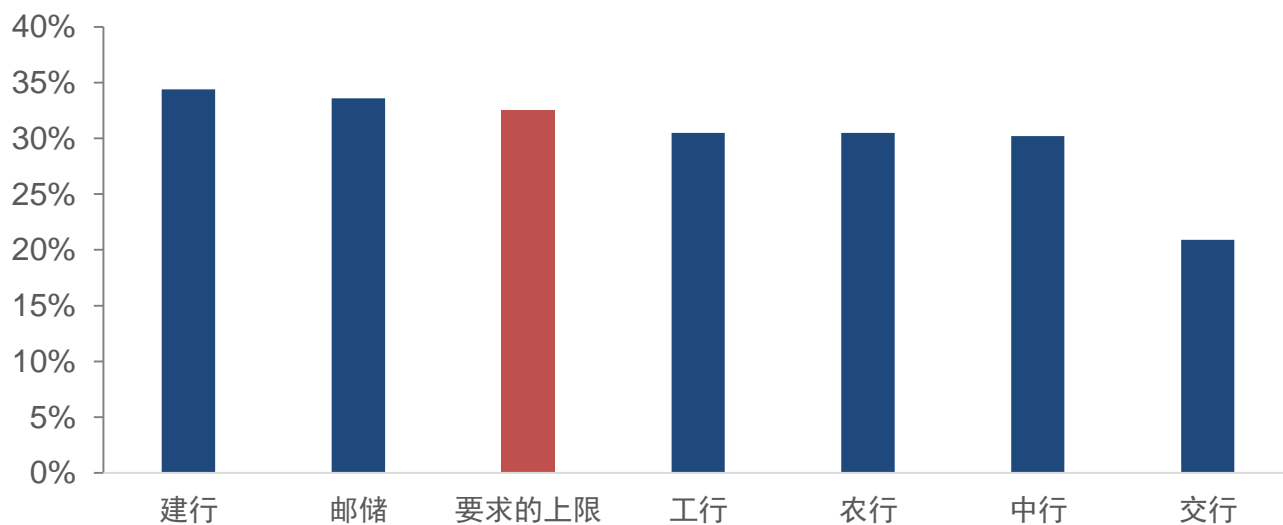
表1：“三条红线”要求

| 项目             | 内容                             |
|----------------|--------------------------------|
| 分类标准<br>(三条红线) | 财务指标要求：                        |
|                | 剔除预收款后的资产负债率大于 <b>70%</b>      |
|                | 净负债率大于 <b>100%</b>             |
| 分类             | 现金短债比小于 <b>1</b> 倍             |
|                | 红色档房企:有息负债规模不得增加               |
|                | 橙色档房企:有息负债规模年增速不得超过 <b>5%</b>  |
|                | 黄色档房企:有息负债规模年增速不得超过 <b>10%</b> |
|                | 绿色档房企:有息负债规模年增速不得超过 <b>15%</b> |

资料来源：WIND，民生证券研究院

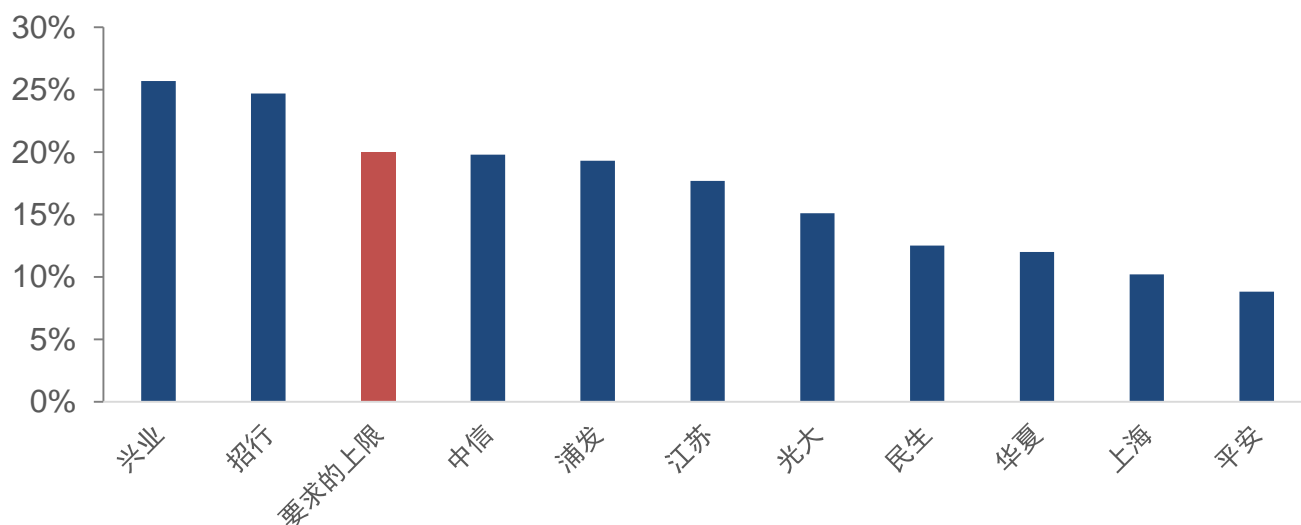
而在去年底，对于消费端个人住房贷款，也在银行层面开启分类上限管理的政策规定。央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。《通知》明确房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。

图10: 2020H1 中资大型上市银行个人按揭贷款占总贷款比例



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图11: 2020H1 中资中型上市银行个人按揭贷款占总贷款比例



资料来源: WIND, 民生证券研究院



虽然“三条红线”确实会对高周转型房企 ROE 水平带来下降影响，但是我们认为，这种下降的影响是可控的；如果全行业房企全部实施“三条红线”的规定，其具体影响如何，我们将于下文进行测算。

具体测算条件：

1、以 2023 年 6 月底前要求完成去杠杆，即高于“三条红线”的房企，其负债率需下降至满足红线要求；我们采取更保守的测算，假设 2022 年底完成去杠杆的要求，重点测算对 2021 年和 2022 年盈利能力的影响。

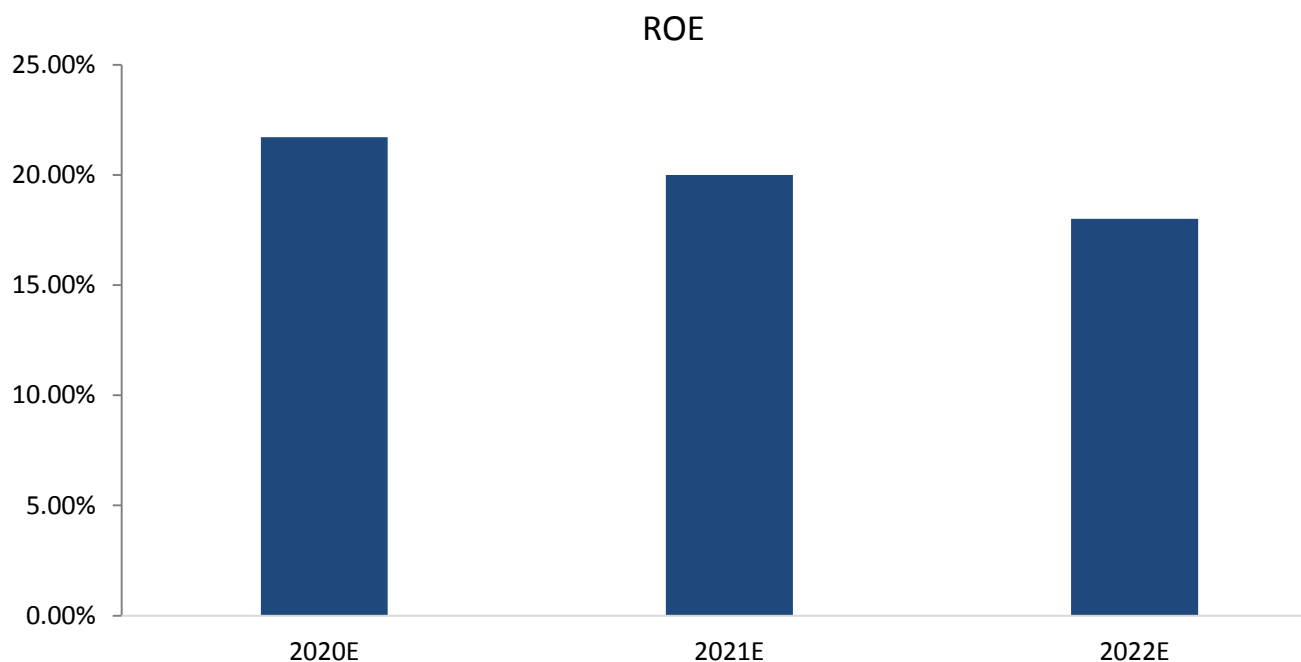
2、需要去杠杆的房企负债统计，考虑表外有息负债以及永续债，不考虑表外负债。

3、对于各年度去杠杆的幅度，本文采取平均分摊法。

4、本文测算仅考虑部分重点房企，测算的样本房企包括有：万科、保利、融创、恒大、阳光城、新城、碧桂园、世茂、宝龙、旭辉、龙光、中海外、金茂、中南、禹州、时代、奥园、雅居乐。

通过统计可以看出，按照上述的测算条件看，重点房企的 ROE 将从 20% 以上水平，下降至 17% 的水平；整体看，对于 ROE 下降影响可控，地产开发股估值已隐含过度悲观。

图12: 重点房企都实施“三条红线”的条件下，ROE 未来的变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院（上述房企 2020 年 ROE 水平均采取 WIND 一致预期）

## 4 2021 年行业预测，销售端前高后稳

### 4.1. 销售端：根据我们独创的有效指标，销售将前高后稳

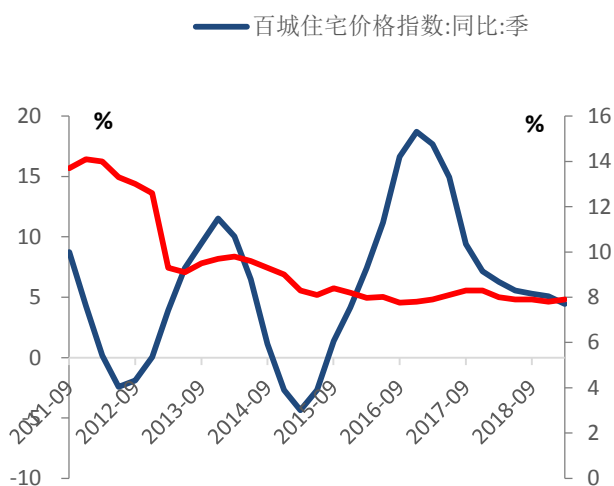
销售端短期内出现较大幅度的变动，原因通常在地产需求端，本文将先从需求端入手，重点分析未来地产销售的变化。我们在 2020 年度策略中，首次提出判断地产需求的有效指标——居民增量储蓄利息保障倍数，从去年的走势看，该指标具备极高的领先预测性，本文我们将再次为投资者们重现该指标，并且用它预测 2021 年。

2014 年以来，在政策推动下，地产行业经历了深幅去库存，也促使地产经历了较长的景气阶段；然而，持续的去库存过程，也使居民需求被持续消耗，居民部门的杠杆水平也持续攀升，使其成为地产需求判断中的重点。

然而，如何将居民杠杆这一因素（俗称：居民购房需求有没有阶段性透支），化成可跟踪的量化指标，是市场先前的难题。

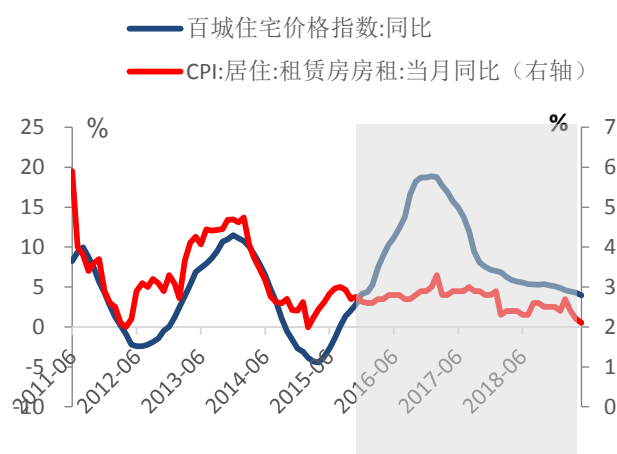
经常被用于谈论房价水平的指标，是房价收入比和房价租金比，然而，根据对历史数据的回测，收入和租金都不是与房价变化相关的合理指标。

图13: 房价波动与居民收入没有显著相关性



资料来源：WIND，民生证券研究院

图14: 房价和租金相关性已消失

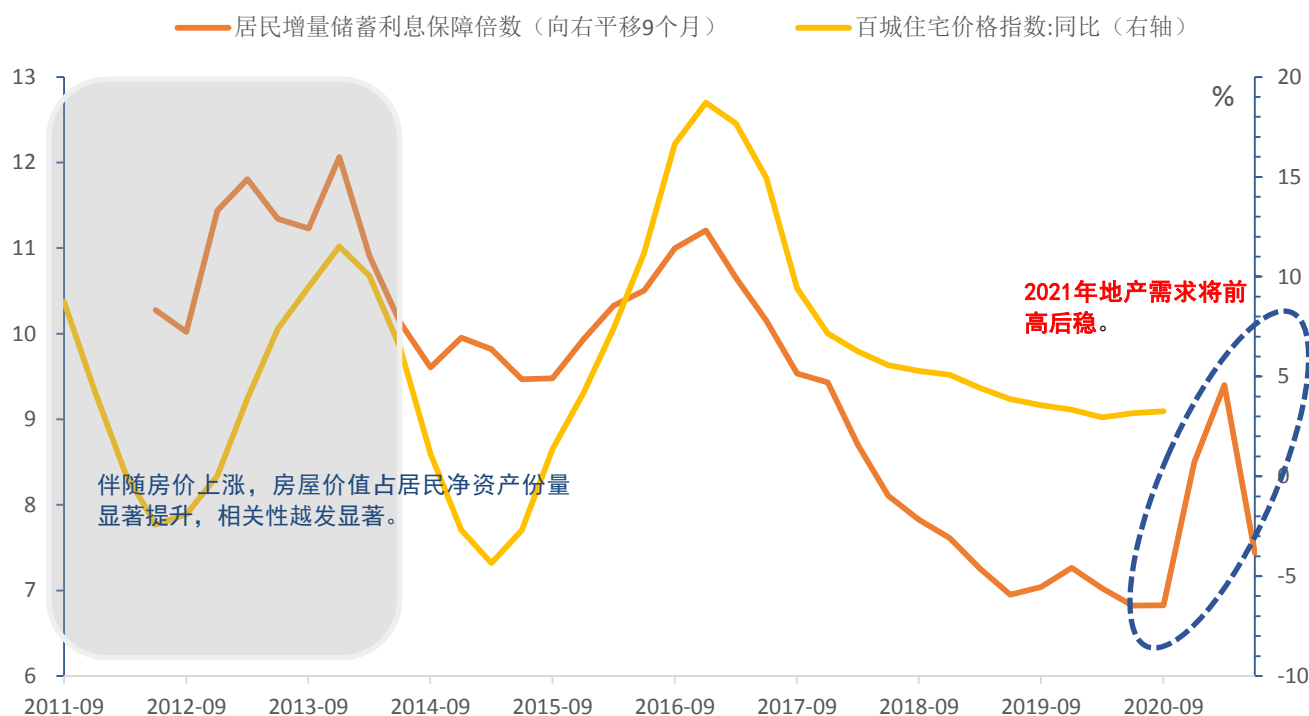


资料来源：WIND，民生证券研究院

而从居民杠杆角度（居民偿债能力）出发，构建出居民增量储蓄利息保障倍数；具体的计算为： $(居民部门可支配收入 - 消费支出) / (居民部分总贷款 * 加权平均贷款利率)$ 。

通过对历史数据规律的总结发现，居民增量储蓄利息保障倍数是对于房价变化显著的领先指标，并且具有 9 个月的领先性，对居民购房需求是否透支，居民杠杆对地产需求端的影响有很好的解释意义。

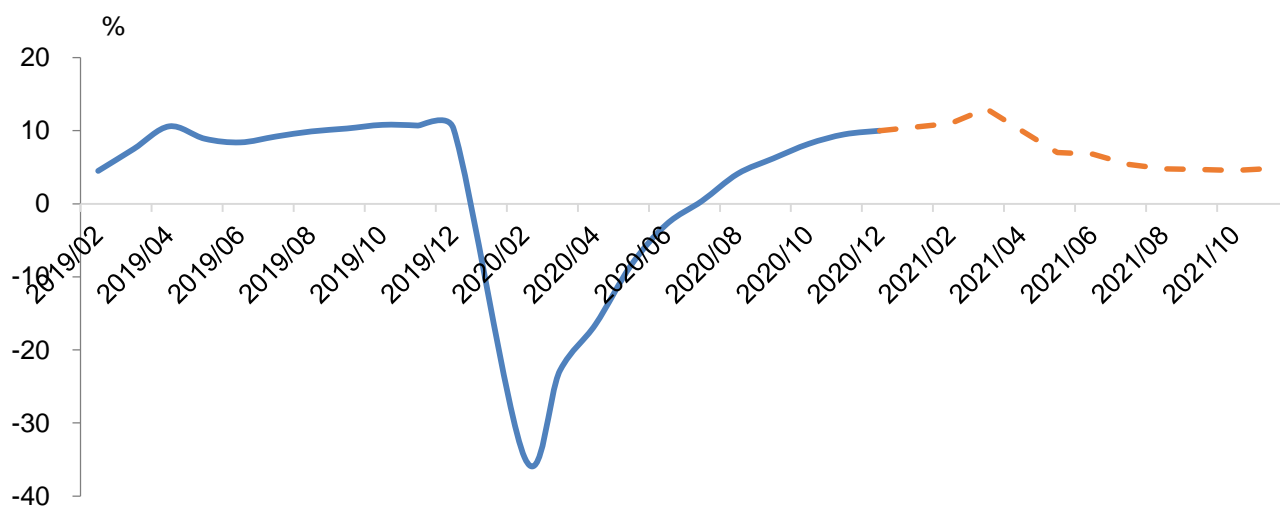
图15: 构建居民增量储蓄利息保障倍数, 领先房价变化9个月



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (上述房企 2020 年 ROE 水平均采取 WIND 一致预期)

通过所构建的领先指标可以看出, 销售端增速将在 2021 年一季度继续冲高, 而伴随政策端对于居民杠杆的收紧, 地产销售增速将于二季度走向温和。预计 2021 年全年商品住宅销售额增速为 4.81%。

图16: 地产行业销售额增速预测



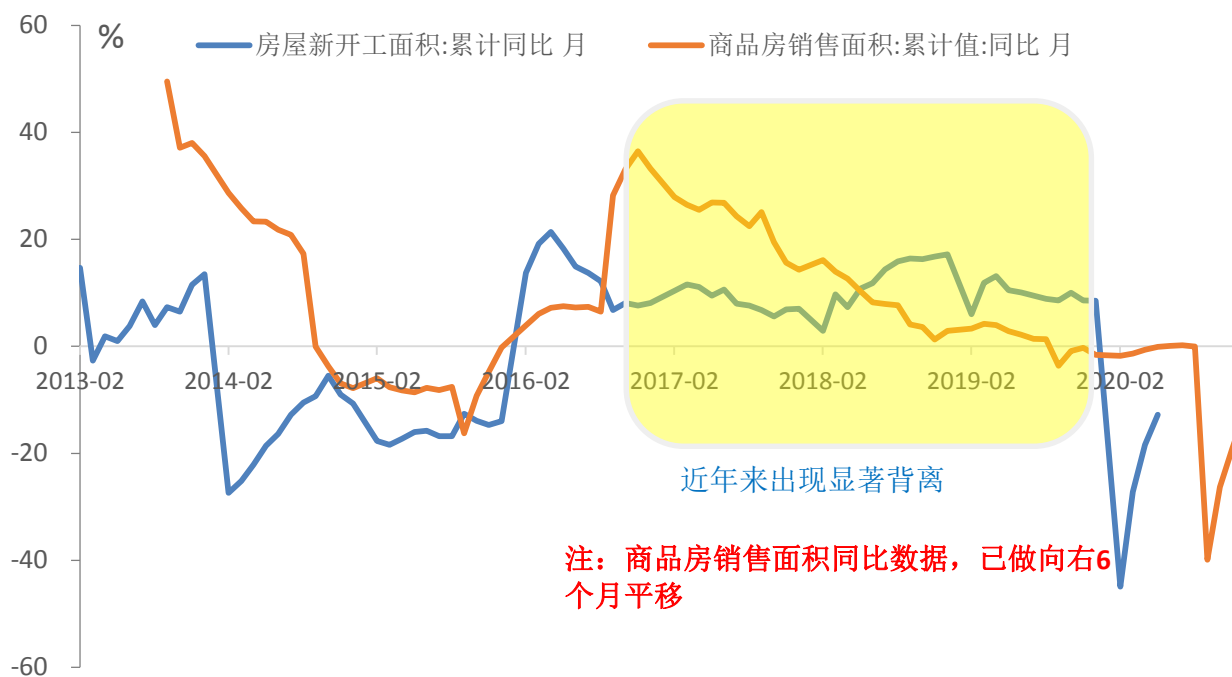
资料来源: WIND, 民生证券研究院

## 4.2. 开工端：前高后低，销售将前高后稳

对于新开工的预测，过去的经验，通常使用销售对于新开工的领先性；虽然，过去销售稳定领先于新开工 6 个月，但 2017 年后该规律显著失效。

销售与新开工的相关性，背后是基于房企开工的动力，源于销售市场的好坏，但在 2017 年限价出台后，开发商观念有了显著的变化，更愿意当下加速去化，这也是销售与新开工背离发生的原因。

图17: 销售领先于新开工的规律，2017年后已经失效

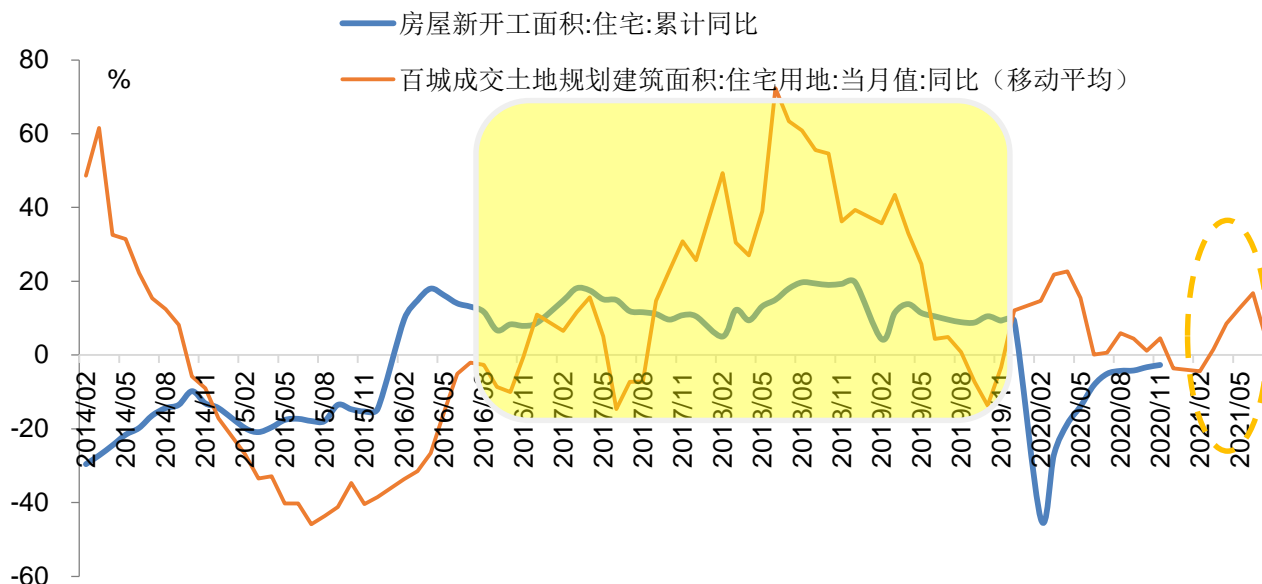


资料来源：WIND，民生证券研究院

但是，基于此逻辑，房企更期望加速去化，那从逻辑上看，拿地增速将会是新开工的领先指标；实际上，确实也符合上述的规律，土地成交增速与新开工近年来反而相关性较高，土地成交增速领先 7 个月。

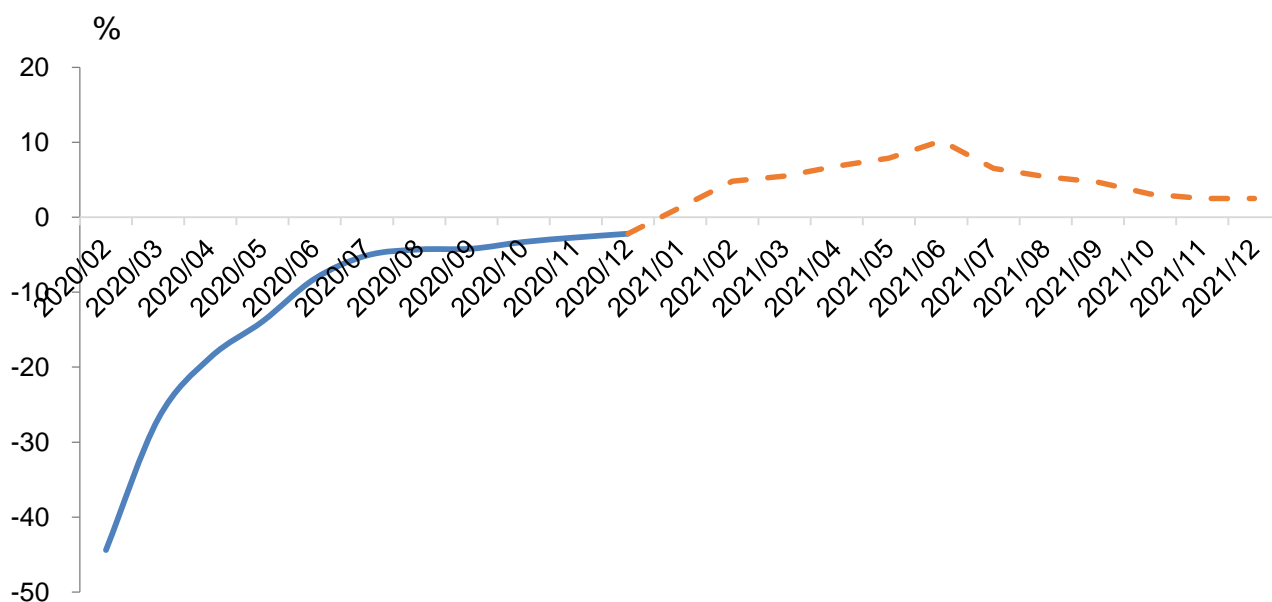
根据土地成交增速的领先性来看，2021 年上半年新开工增速将持续走高，伴随房企融资的收紧，2021 年中期起，新开工增速将逐步回落，预计 2021 年全年商品住宅新开工面积增速 2.5%。

图18: 土地成交增速领先于新开工7个月



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图19: 地产行业新开工面积增速预测



资料来源: WIND, 民生证券研究院

## 5 投资建议：开发看修复，物业看反转

### 5.1. 销售与政策步入温和，优质地产开发股将走出修复行情

基于上文中分析，楼市的火热态势将持续于 2021 年一季度，并从二季度起，热度将逐步趋向温和；与此相伴，我们认为对于政策持续收紧的担忧也将逐步修复。

优质地产股将于年内逐步走出修复行情，重点布局的超跌的地产开发标的，**推荐：阳光城、中南建设；建议关注：绿城中国（H 股）。**

布局房产交易端有望持续超预期的标的，**建议关注：我爱我家**，布局转型取得成效的转型地产标的，**建议关注：苏宁环球。**

### 5.2. 中长期逻辑叠加催化，优质物业股将走出反转行情

优质的物业管理型公司，基于其收益的高确定性，以及未来服务开拓的空间巨大，是具备良好中长期逻辑支撑的方向；在 2021 年，政策面也将有望给予物业股持续催化，促进优胜劣汰，使增值服务能力较强的物业公司，获得较好的溢价能力。

近期住建部等十部委发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》，体现出政策面对于物业管理行业持续升级的重视，**其次在《通知》中，重点提及：1、优质服务可享优质价格。**提及物业服务价格主要通过市场竞争形成，由业主与物业服务企业在物业服务合同中约定服务价格，可根据服务标准和物价指数等因素动态调整。提倡酬金制计费方式。将促使优势物业公司，在优胜劣汰中快速脱颖而出。**2、支持拓展增值服务。**提及鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式。使得优势物业公司，其业务开拓进一步加速。

布局物管行业龙头型公司，**建议关注：招商积余、绿城服务（H 股）**；布局被显著低估的优势物业公司，**建议关注：新城悦服务（H 股）。**

## 6 风险提示

- 1、政策超预期收紧；
- 2、外围不确定性风险加大。

## 插图目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 沪深 300 与房地产指数走势 .....               | 3  |
| 图 2: 万科 PE 水平波动 .....                    | 3  |
| 图 3: 2020 年 A 股各行业涨跌幅 (%) .....          | 3  |
| 图 4: 房地产板块指数走势与地产销售增速 .....              | 4  |
| 图 6: 百城住宅平均价格: 一线城市 .....                | 6  |
| 图 7: 百城住宅平均价格: 二线城市 .....                | 6  |
| 图 8: 100 大中城市土地溢价率 .....                 | 6  |
| 图 9: 地产股围绕政策阶段涨跌 .....                   | 7  |
| 图 10: 2020H1 中资大型上市银行个人按揭贷款占总贷款比例 .....  | 8  |
| 图 11: 2020H1 中资中型上市银行个人按揭贷款占总贷款比例 .....  | 8  |
| 图 12: 重点房企都实施“三条红线”的条件下, ROE 未来的变化 ..... | 9  |
| 图 13: 房价波动与居民收入没有显著的相关性 .....            | 10 |
| 图 14: 房价和租金相关性已消失 .....                  | 10 |
| 图 15: 构建居民增量储蓄利息保障倍数, 领先房价变化 9 个月 .....  | 11 |
| 图 16: 地产行业销售额增速预测 .....                  | 10 |
| 图 17: 销售领先于新开工的规律, 2017 年后已经失效 .....     | 10 |
| 图 18: 土地成交增速领先于新开工 7 个月 .....            | 13 |
| 图 19: 地产行业新开工面积增速预测 .....                | 10 |

## 表格目录

|                     |   |
|---------------------|---|
| 表 1: “三条红线”要求 ..... | 7 |
|---------------------|---|

## 分析师简介

**赵翔**，民生证券房地产行业首席分析师，六年以上地产研究经验，曾就职于华泰证券研究所、浙商证券研究所、上市房地产企业管理岗位，2019年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                    | 投资评级 | 说明                    |
|---------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅15%以上      |
|                           | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间   |
|                           | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                           | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅5%以上       |
| 行业评级标准                    |      |                       |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅5%以上     |
|                           | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                           | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅5%以上     |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001



## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。