

推荐 (维持)

这次板块上涨的最强催化剂是什么？只有靠自己（管理红利）来终结自己（囤地模式）

2021年01月20日

——房地产行业2021年春季策略报告

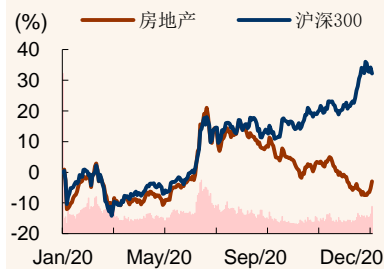
上证指数 3566

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	148	3.6
总市值 (亿元)	18152	2.2
流通市值 (亿元)	16463	2.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.3	-11.9	-4.5
相对表现	-11.0	-31.6	-35.3



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《藏在房地产业增加值里的转型密码——房地产行业 2021 年度投资策略》2020-11-17
- 2、《低估值策略发酵与房地产下游演绎并存——房地产行业 2020 年中期投资策略》2020-05-29
- 3、《行业核心逻辑已从供给侧转为需求侧——房地产行业 2020 年春季策略报告》2020-04-15

赵可 博士

zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

李洋

liyong24@cmschina.com.cn
S1090519030002

路畅

luchang1@cmschina.com.cn
S109052101001

申忆扬 研究助理

shenyiyang@cmschina.com.cn

本篇报告不谈任何的风格切换和景气度回升，认为板块上涨的最强催化剂来自于行业内部，即靠自己（管理红利）来终结自己（囤地模式）。

1. 板块上涨的最强催化剂是“自己（管理红利）终结自己（囤地模式）”。本报告不谈景气度回升的估值修复，不谈风格切换的配置价值，更不谈政策边际变化如何决定板块博弈；18 年开始强调行业格局变化下板块配置需从 β 切换到 α 思维，减少板块博弈，同时开发了一套现金流模型来挑选未来“冠军”，这套模型在债券投资人、各类金融机构上取得了认可和应用，也让我们做研究还“有饭吃”，可惜，在 2020 年房地产股票糟糕的表现下，模型并未“造福”股票投资人；悲中有喜，港股的少数派龙头已经在体现这种 α ，比如龙湖集团，这些少数派龙头的共同特点就是具备商业模式上的领先优势，简称“管理红利”；板块上涨需触发因素，认为板块最强催化剂或来源内部 α ，只有靠自己（管理红利）来终结自己（囤地模式）。

2. 房地产板块目前的估值到底反映了什么预期？当前绝对估值仅略高于基本面和流动性均差的 14 年初，相对估值（剔除流动性影响）已跌破历史规律底部，这种低估值难以简单的用市场配置风格的极端抱团来解释，其反应的是对估值陷阱的担忧，是市场对风险的极度厌恶和规避，而这种风险厌恶并无法转移到股票市场之外的市场，从房地产行业对其余行业的关联来看，如果房地产板块低定价是正确的，那结构性牛市就是“掩耳盗铃”了，显然不是如此，也希望不是如此。我们并未从其余行业的估值中感觉到这种房地产行业可能引致的系统风险，总有一个定价错了，也可能大家定价都错了，但结果都将表现为估值的收敛。

3. 这种极度悲观的预期会否兑现？**a.**从行业空间角度看，城镇化快速阶段未结束、户均完整住房（含厨房厕所）不到 0.8 套、政策压制当前改善型需求将共同支持行业需求高位，而不是当前估值反应的大萧条；**b.**从企业层面看，龙头市占率仍有明显提升空间，而房价区间管理和限制杠杆的行为将使得未来龙头更倚重房企相对缺乏的管理红利而非杠杆能力，这就是 α 的源泉，过去大幅上涨的房价给予行业相当的暴利，使得管理红利微不足道，未来 10 年管理红利将主导增长，13 年的茅台和曾经经历波折的三一均是很好的研究借鉴；**c.**从极端情况参考，在发达国家城镇化饱和阶段，即便房企收入增长步入小个位数增长区间，房地产开发公司估值波动的主区间仍在 6~12X；**d.**当前基本面定价谁说了算？复盘历史，认为债券交易的是风险和基本面判断，股票当前更多交易惯性，相似的历史环境下，大多以股票估值修复来抹平这种定价的背离。

4. 板块最强催化剂或在自己，认为市场会以一种流动性估值切换下的普涨为触发，但最终成就板块机会的，是内部的 α 分化，如题所述：“只有靠自己（管理红利）来终结自己（囤地模式）”。驱逐劣币的大时代已开始，甄选房地产真龙头，不论是当下还是未来五年，内生能力也即管理红利将是主导房地产股票的核心要素，行业 α 将加速呈现；推荐“造血能力”强的高质量周转公司【万科 A】【保利地产】，港股关注【龙湖集团】等；边际改善的【金地集团】；精选“高质量杠杆”的弹性品种【中南建设】【金科股份】；资源型公司或现金流改善型标的关注【华侨城 A】【阳光城】等。同时，趋势性配置房地产产业链和生态链的各环节。

风险提示：流动性收紧超预期，房地产调控政策边际收紧超预期，三四线销售回调大幅超预期。

正文目录

一、前言——一定要讲的话	3
二、房地产板块目前的估值到底反映了什么预期?	5
1. 当前估值水平: 绝对估值仅略高于基本面和流动性均差的 14 年初, 相对估值 (剔除流动性影响) 已跌破历史规律底部	5
2. 当前房地产估值反映了什么? 估值陷阱 & 市场对风险的极度厌恶 (而非简单的板块配置上的抱团)	9
三、这种极度悲观的预期会否兑现?	10
1. 行业空间: 城镇化未结束, 户均完整住房不到 0.8 套, 政策压制改善型需求将共同支持行业需求高位, 而不是估值代表的大萧条	10
2. 从企业层面看, 龙头市占率仍有明显提升空间, 而房价区间管理和限制杠杆的行为将使得未来龙头的第二次发展更倚重房企相对缺乏的管理红利而非加杠杆能力, 这也是 α 的源泉	13
3. 当前基本面定价谁说了算: 认为债券交易的是风险和基本面判断, 股票当前更多交易惯性, 认为股票会以估值修复来抹平背离	14
4. 从极端情况参考, 在发达国家城镇化饱和阶段, 即便房企收入增长步入小个位数增长区间, 房地产开发公司估值波动的主区间仍在 6~12X	16
四、 结论: 板块最强催化剂或在自己内部的 α 分化	17

一、前言——一定要讲的话

这篇报告不谈景气度回升的估值修复，不谈风格切换的配置价值，更不谈政策边际变化如何决定板块博弈。

过去，大家喜欢把自己板块的龙头公司和茅台比，习以“某茅”冠之，我们却来说说我们自己的“不足”。

我们知道，对于房地产而言，地价一直在涨，我们的成本不如白酒“能控制”；

我们知道，对于房地产而言，我们的税收是累进税收，我们的价格上涨对毛利的贡献要打折，没白酒通畅；

当然，我们也有类似的地方，我们的供应也是高度受限的，我们的新房和二手房的价格也是倒挂的，而且这种倒挂目前在缩小，限价政策从2018年8月份开始呈阶梯型放开，限价政策逐步变为了“稳”价政策，于是出现了房价信号的失真，出现了二手房价格与新房价差先收敛后放大的各种奇异的背离特点，参考报告《失真》；

我们有“不足”，但更重要的是，

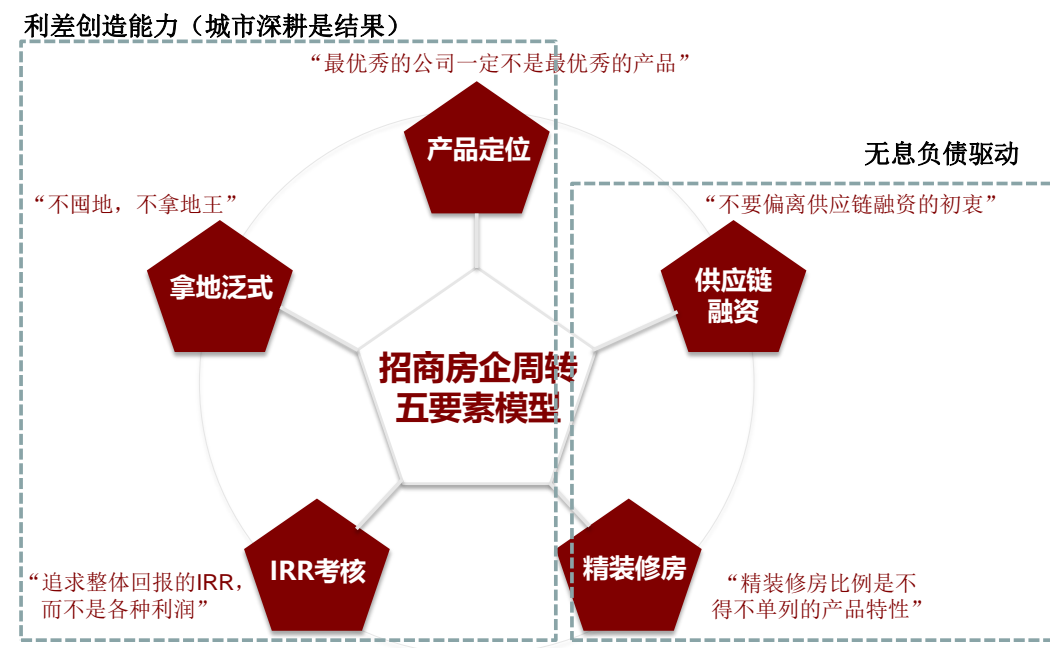
在管理红利上，我们有十分优秀的公司，另外，我们是真便宜，许多人说便宜不是上涨的理由，我们认为关键是判断到底是不是真便宜，同时，便宜确实需要触发因素，催化剂是什么？这次的最强催化剂可能就是我们自己，如题。

从2018年，我们就开始思考行业盈利模式的变化，曾经写了《夹缝中的房企生存之道，Martingale策略的失效之路》、《集中度管理政策或加速房企 α 呈现和产业链机会，长远或立足倒逼行业和房企转型》、《藏在房地产业增加值里的转型密码》等一系列报告，核心意思就是行业格局变化了，市场需要从 β 思维切换到 α 思维，减少板块性博弈，同时我们开发了一套**现金流选股模型**来挑选未来的“冠军”，这套模型在债券投资人、各类金融机构上取得了高度的认可和应用，也让我们还“有饭吃”，在这里敬个礼。

可惜，股票投资人虽然也认可这套模型，有的甚至运用到了其他行业选股中间，但因为2020年A股房地产股票表现全市场倒数第一，模型也就是模型了，当然，这里有诸多方面的原因，有市场风格的原因，有弥漫在行业上空所谓估值陷阱的逻辑，也有政策的原因(即便政策已经由“一刀切”变为“因城施策、因企施策、因人施策”)。

悲中有喜，这种价值也并非没有体现，港股的少数派龙头已经在体现这种 α 价值，比如龙湖集团，这些少数派龙头的共同特点就是具备商业模式上的领先优势，简称“管理红利”，如下图：

图 1：招商证券房地产-房企管理红利下的高质量周转五要素模型



资料来源：招商证券

上图，是我们总结出来的房企管理红利下的高质量周转模型，目前，优秀的头部房企和求改变中小房企的新战略均表现出“所见略同”。

简单说，就是过去房企的管理红利其实一直存在，只不过被掩盖在更大的“快餐利润”下，囤地，赌增值的模型曾经风光一时。所谓退潮后谁在裸泳，用在目前的房地产行业再合适不过，我们曾经在报告中说过，具备以上管理红利的房企在 100 强房企中可能不到 10%。

A 股房地产板块始终被 β 压制，虽然近两日有所修复，但研究者必须突破老旧的思维来帮助行业的好公司更早的被市场识别。友人送了一句“最后的呐喊”，我们真想呐喊一下，但这次不是基于板块的博弈和风格切换，不是基于南下资金如何汹涌，一定是去找寻未来 10 年的内在价值。

二、房地产板块目前的估值到底反映了什么预期？

1. 当前估值水平：绝对估值仅略高于基本面和流动性均差的 14 年初，相对估值（剔除流动性影响）已跌破历史规律底部

回顾历史，可以发现，房地产板块的行情走势，与全国商品房销量同比增速相关性显著，大体同步略领先；板块行情的起点，往往领先房地产销量同比底部 1-2 个季度。最近的三轮销售小周期的底部分别对应 2008 年底、2011 年底、2014 年初，而房地产板块指数也分别在这三个时点迎来底部。我们看看历史底部估值水平如何？

图 2：房地产指数复盘，2008 底、2011 底、2014 年初分别是最近三次房地产指数大底



资料来源：Wind、招商证券

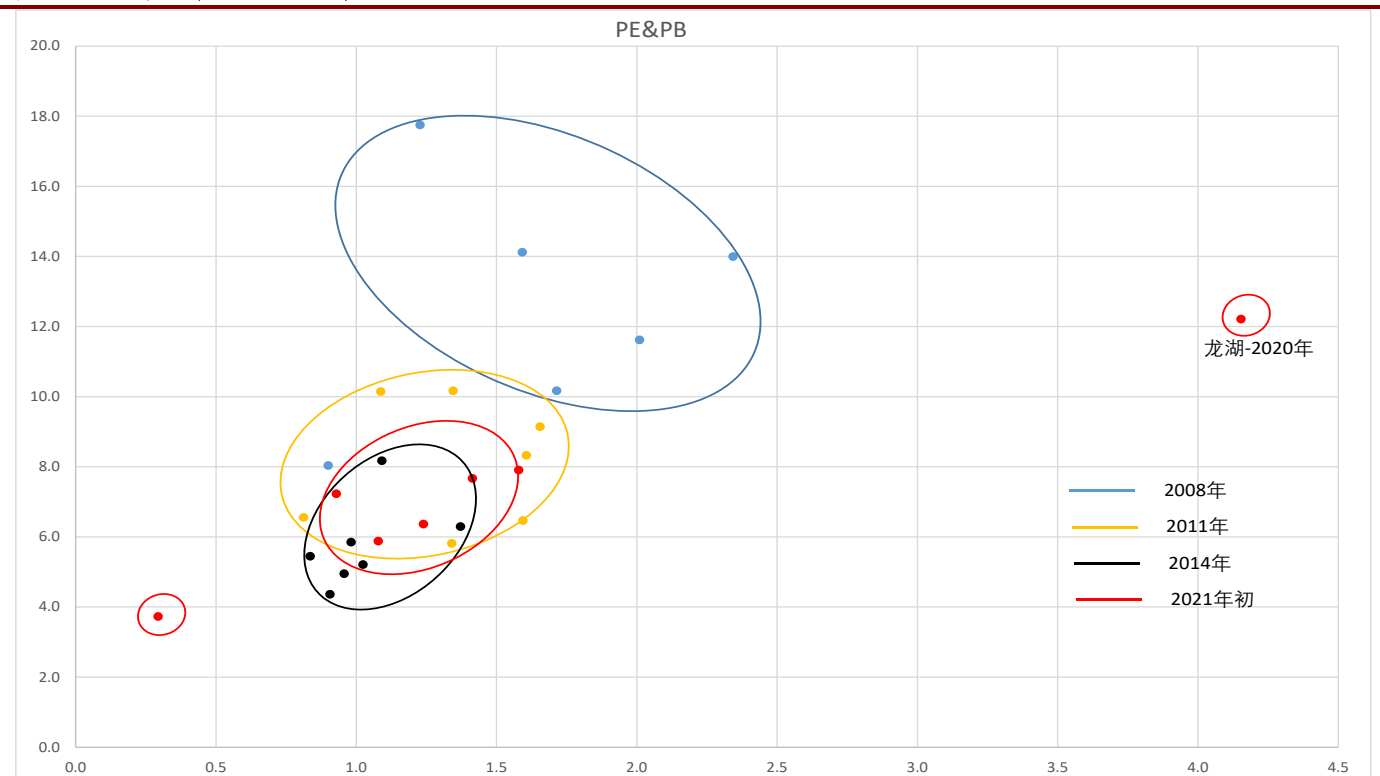
敬请阅读末页的重要说明

如下图，2008年金融危机背景下的周期底部，重点房企PE中枢在13倍，PB中枢在1.6倍：2006年下半年开始，楼市景气度持续向好，量价齐升，这种复苏持续到2007年三季度并出现过热，2007年8月全国商品房销量同比增速高达58%；进入9月，政策开始收紧，如二套首付比例上调至40%，按揭利率上浮至1.1倍，全国商品房销量同比增速于2007年9月开始持续下降，而全球金融危机的爆发和扩散进一步加剧了这轮调整，直至2008年三季度才见底，对应2008年11月全国销量同比降至-33%。当时市场对经济基本面、对楼市异常悲观，股市暴跌，中信房地产指数则由2007/11月持续暴跌至2008/11月，跌幅高达77%；届时重点房企的PE中枢在13倍，PB中枢在1.6倍；

2011年房地产调控政策持续收紧下的周期底部，重点房企PE中枢在8倍，PB中枢在1.3倍：2008年房地产调控政策开始放松，叠加4万亿元经济刺激计划等，楼市开始复苏，2009年量价齐升并于年底出现局部过热；政策调控导致2010年销量先跌后涨但整体仍维持相对高位，价格继续上涨，整体楼市虽有调整但景气度仍不错；2011年政策继续收紧，政策调控和加息的累计效应在下半年开始显现，量价齐降，全国商品房销量同比增速明显下滑，并于2012年3月左右见底，对应同比增速降至-13%。中信房地产指数由2011/4月趋势线跌至2012/1月，跌幅达36%；届时重点房企的PE中枢在9倍，PB中枢在1.4倍；

2014年经济差流动性紧、且房地产调控政策收紧下的周期底部，重点房企PE中枢在6倍，PB中枢在1.0倍：2012年随着央行降息，商品房销量增速明显回升，价格也在下半年止跌回升；2013年销量增速上半年仍维持高位，房价也大幅上涨，楼市向好引致政策也进一步收紧，2013年2月底出台“新国五条”，再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策，坚决打击投资投机性购房，再叠加经济大环境变差，流动性收紧，全国商品房销量增速于2013年下半年加速回落，直到2014年三季度才完全见底，对应2014年7月销量同比增速降至-16%。中信房地产指数由2013/9月趋势线跌至2014/2月，跌幅达24%；届时重点房企的PE中枢在6倍，PB中枢在1.0倍；

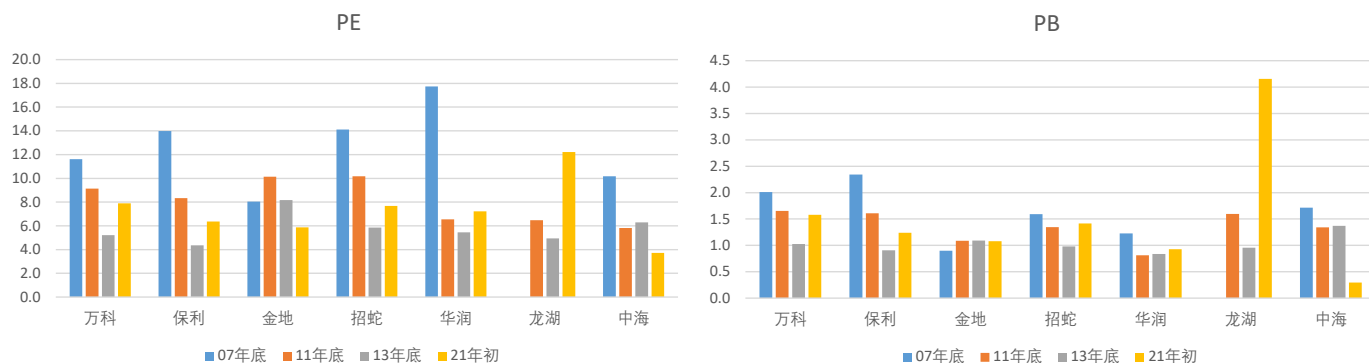
图3：重点房企最近三次底部的PE&PB



资料来源：Wind、招商证券

注：1) 蓝色表示2008年、黄色表示2011年，黑色表示2013年，红色表示2020年；2) 房企样本：万科、保利、金地、招蛇、华润、龙湖、中海

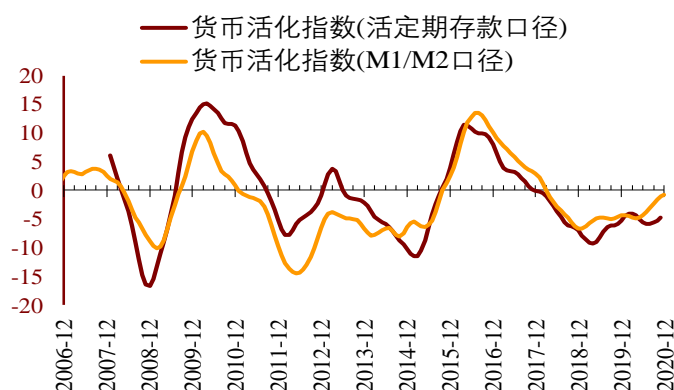
图 4：重点房企最近三次底部的 PE&PB



资料来源：Wind、招商证券

回到现在，2021年初，重点房企 PE 中枢已跌至在 7 倍，PB 中枢跌至 1.1 倍，仅略高于基本面和流动性均差的 14 年初，对比来看，当前位置不论基本面还是流动性均好于 2014 年，如图 5 流动性指标和图 2 销量所代表的基本面。房企之间分化加剧，个别大中型房企 PE 仅 3 倍出头，有些则是 PB 不到 0.8 倍：在房住不炒主基调，以及“稳房价、稳地价、稳预期”、一城一策、“三道红线”、银行涉房贷款余额占比“安全线”等调控措施下，房地产市场逐渐趋于平稳；截至 2021 年初，重点房企（剔除龙湖）PE 中枢已跌至在 7 倍，PB 中枢跌至 1.1 倍，而当前位置不论基本面还是流动性均好于 2014 年，如图 5 流动性指标和图 2 销量所代表的基本面。。

图 5：目前影响行业的流动性好于 2014 年



资料来源：Wind、招商证券

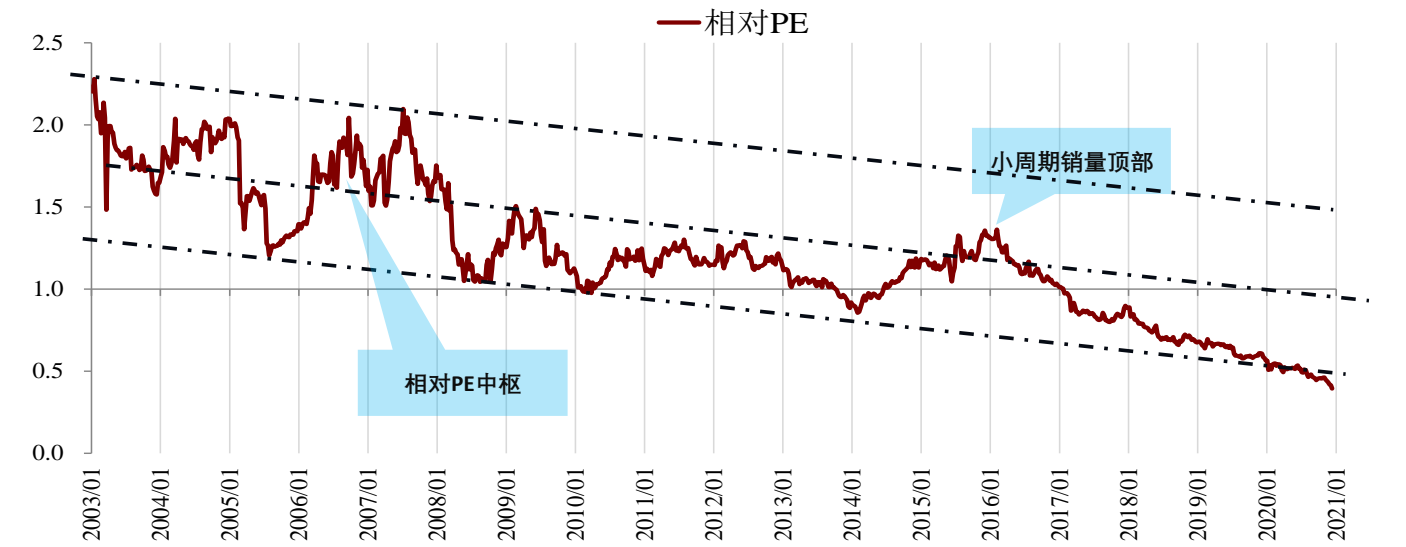
为了更好地观察估值，剔除流动性的影响，我们也采用了相对估值（板块估值与 wind 全 A 的比值）来观察现在的估值水平。

相对 PE 已跌破历史规律底部，相对 PB 跌破 08 年历史底部。

相对 PE 大幅跌破过往周期形成的规律底部。05 年、08 年、10 年、14 年四轮周期底部房地产板块 PE 相对全部 A 股 PE “相对 PE” 分别降至 1.2X、1.1X、1.0X、0.9X，每轮底部相对估值较之前底部下降 0.1X 左右，目前已降至 0.41X，已低于历史规律形成的底部 0.7-0.8X。

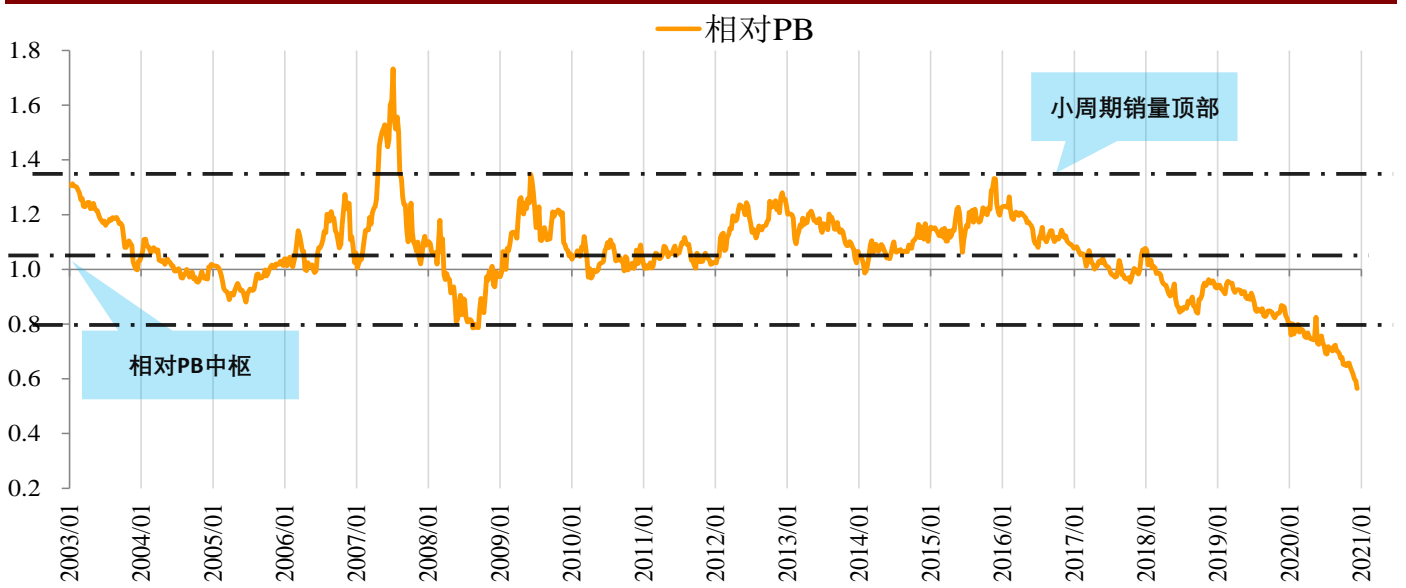
相对 PB 已跌破 08 年历史底部位置。05 年周期底部房地产板块 PB 相对全部 A 股 PB 降至 0.9X，08 年底部降至 0.8X，10 年、14 年周期底部均在 1.0X 左右，目前相对 PB 已跌至 0.6X。

图 6：板块相对 PE 中枢下滑



资料来源：Wind、招商证券

图 7：相对 PB 中枢稳定



资料来源：Wind、招商证券

2. 当前房地产估值反映了什么？估值陷阱 & 市场对风险的极度厌恶（而并非简单的板块配置上的抱团）

当前板块应该包含了估值陷阱的担忧。所谓估值陷阱，通俗的讲就是觉得标的行业当前的估值低是有道理的，隐含的是趋势外推下更低的估值和更差的基本面。

当前估值或隐含对房地产行业的极度悲观和后续风险扩大的定价。从上文第 1 部分的对比我们可以看到，即便不去对比更差的 08 年，当前基本面和流动性环境较最近的总量底部，也即 14 年也更好，而从剔除流动性影响的相对估值看，目前估值远远低于 2014 年，这隐含的是对房地产行业的极度悲观或者后续风险扩大的定价。

从行业关联度分析，如果对房地产行业是极度悲观的，对经济的其他部分则难乐观，而我们并未从其余行业的估值中感觉到这一点，总有一个定价是错的，也可能定价都错了，但结果一定是不同资产的估值收敛。从投入产出表观察，房地产行业对经济相关行业的影响和牵连众多。下图是某房地产公司的损益表，从表中我们可以看到，收入结构中，一方面缴纳给中央和地方政府的，包括土地出让金，土地增值税，所得税等，占比 49%，这方面间接影响着众多行业；二是对上下游产业链的支出占比 26%，对金融机构的利息支付占比 4%，留存利润占比 15%，另外 6% 形成对员工的工资收入，这虽然是一个大体的估算，但反应了房地产行业对各行业贡献的抽象画像。

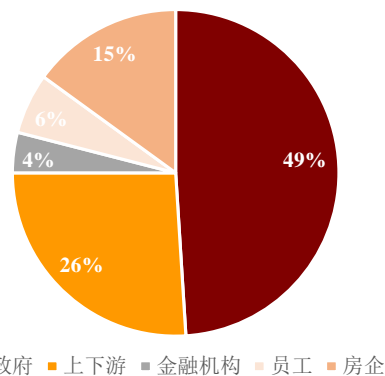
这种估值难以简单的用市场配置极端抱团的风格来解释，其反应的是市场对于风险的极度厌恶和规避，而这种风险厌恶并无法转移到其余市场，如果房地产板块低定价是正确的，那结构性牛市就是“掩耳盗铃”了，显然不是如此，也希望不是如此。言下之意，如果当前房地产行业的低定价是正确的，那我们并未从相关行业的估值中感觉到这一点；如果作为周期之母的房地产行业定价是正确的，那周期的复苏和上涨是错误的？如果当前房地产行业的低定价是正确的，那对于经济复苏、消费繁荣的高定价是暂时的？

图 8：损益表隐含的行业贡献：政府 49%，上下游 26%，金融机构 4%，房企 15%，工资 6%

某龙头房企年报	利润表	利润拆分占比 (%)	备注：收入/成本来源
营业总收入	2,428.97	100	【居民家庭】购房支出
营业收入	2,428.97	100	
营业总成本	1,983.24	81.65	
营业成本	1,600.80	65.9	
土地成本	?		【地方政府】土地财政收入
建安成本	?		成本/费用
资金成本	?		【金融】收入
税金及附加	197.22	8.12	【中央政府】征收
销售费用	62.62	2.58	成本/费用
管理费用	88.66	3.65	成本/费用
财务费用	20.75	0.85	【金融】收入
资产减值损失	13.19	0.54	
投资净收益	62.45	2.57	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	45.69	1.88	
公允价值变动净收益			
资产处置收益	-0.05	0	
营业利润	508.13	20.92	
加：营业外收入	7.23	0.3	
减：营业外支出	3.94	0.16	
其中：非流动资产处置净损失			
利润总额	511.42	21.05	
减：所得税	139.34	5.74	【中央政府】征收
净利润	372.08	15.32	【开发商股东】收益
减：少数股东损益	91.57	3.77	
归属于母公司所有者的净利润	280.52	11.55	
加：其他综合收益	-2.01	-0.08	
综合收益总额	370.08	15.24	
减：归属于少数股东的综合收益总额	91.17	3.75	
归属于母公司普通股股东综合收益总额	278.90	11.48	

资料来源：Wind、招商证券

损益表隐含的行业贡献



资料来源：Wind、招商证券

三、这种极度悲观的预期会否兑现？

因为行业所承受之偏见太大，我们得从4个方面来充分分析这种悲观预期难以兑现。分别是“未来房地产行业空间”，“企业市占率空间”，“债券和股票定价差异”，“海外房地产成熟市场估值”。

1. 行业空间：城镇化未结束，户均完整住房不到0.8套，政策压制改善型需求将共同支持行业需求高位，而不是估值代表的大萧条

总量角度，城镇化过程就是市民进城买房、小房换大房、拆迁棚改换新房的过程，在房价年均上涨2.5%，和住宅比例60%的谨慎前提下，行业未来十年商品住宅销售额或将维持在13万亿元上下波动。

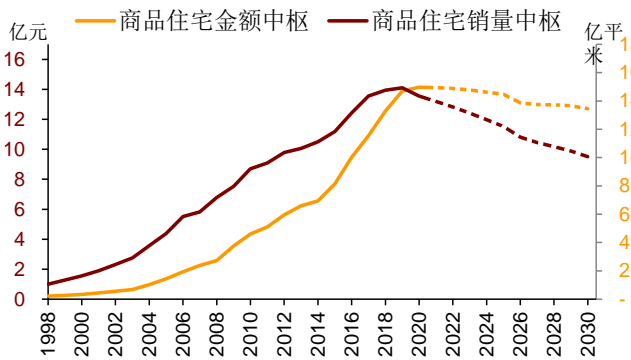
我们对商品住宅销售是通过：“城镇增量人口+城镇存量人口改善+城镇存量房折旧拆迁及棚改=新增住房需求”来做的预测。

业内对于未来十年房地产行业空间已经形成基本共识，就是商品住宅销售额规模维持在高位震荡，不管这个数据拍的是多少，13万亿还是多少，其背后核心的逻辑是中国城镇化目前只有62%左右，城镇化尚未走完，当然，过去中国在扭曲的土地供应制度下，确实用更少的时间实现了更快的城镇化和更快的房价上涨，从而制约了城镇化快速阶段最后十年的房价上涨空间，但这同时也造成了当前行业供应偏紧的大背景以及相对固化的供需格局。

这个逻辑的背后到底是怎么样的假设？新增住房需求中只有部分转化为实际的商品住宅购买需求，其余的或以保障性住房、租房等形式解决，所以商品住宅化比例很重要，目前我们给的中性假设是60%，比如，对于深圳，未来这个比例是40%；

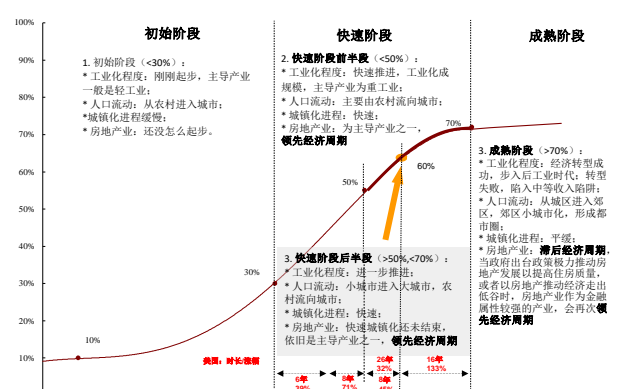
还有一个关键点是房价涨幅，2011-2020年十年百城房价复合涨幅约7.8%，限价政策下我们假设未来十年房价中性情境下复合增速低于5%，我们取2.5%进行测算。

图9：增长中枢回落，开发行业由大牛市变为结构牛市



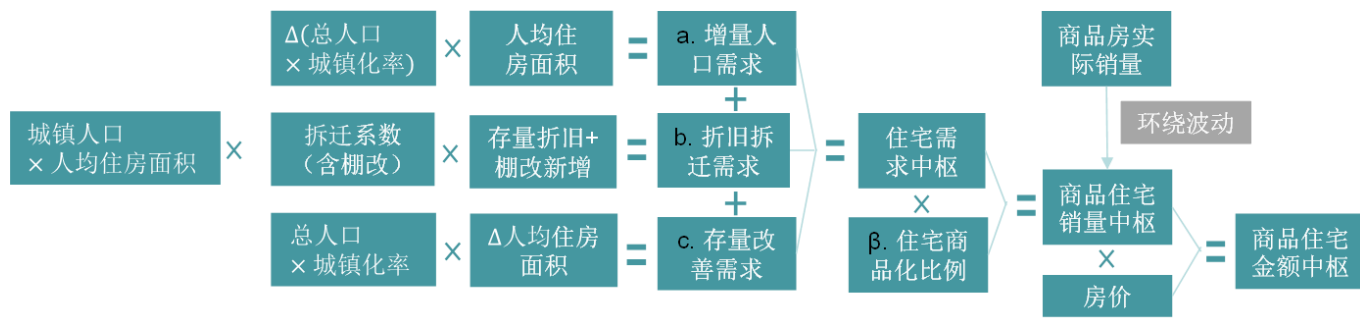
资料来源：Wind、招商证券

图10：大位置：城镇化降速，离饱和阶段约10年



资料来源：Wind、招商证券

图 11：商品住宅销售预测逻辑



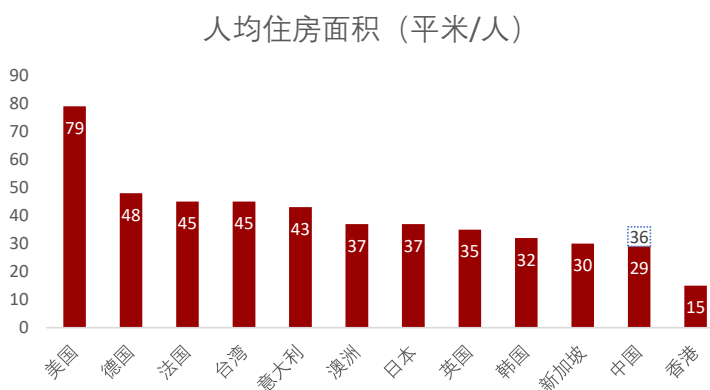
资料来源：Wind、招商证券

结构角度，居民有房住但住的不好，完整房屋户均不到 0.8 套，改善性及置换需求或才开始。

一是 2017 年统计局公布城市人均住房面积虽已达 36 平米，但这是建筑面积口径，相比国外的使用面积或室内面积（相当于国内的套内面积），打个 8 折意味着可比人均住房面积仅 28.8 平米，远低于发达国家的 35-45 平米/人，

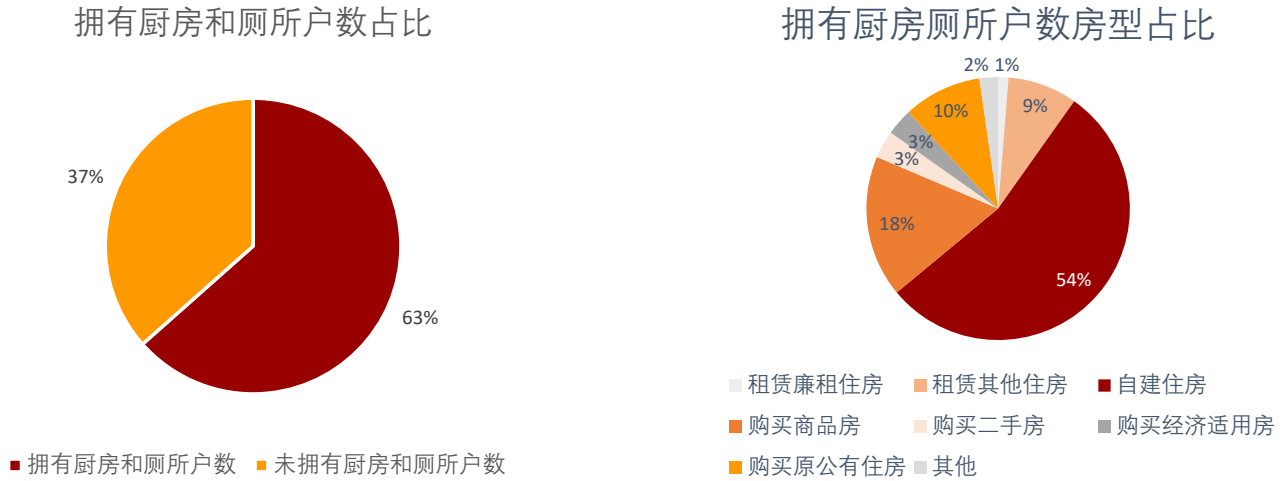
二是 2018 年住建部住房政策专家委员会副主任顾云昌提到中国户均住房已达 1.1 套，但第六次人口普查数据显示拥有厨房和厕所的户数占比仅 63%，假设 2011-2020 年竣工的商品房均拥有厨房和厕所，对应拥有厨房和厕所的户数占比提升至 68%，这意味全国拥有厨房和厕所的户均套数仅 0.75 套；并且，户均 0.75 套中还包含了租赁住房、自建住房、保障房等，这意味着有大量的改善型需求，以及城市更新需求。

图 12：可比人均住房面积低于发达国家



资料来源：Wind、招商证券

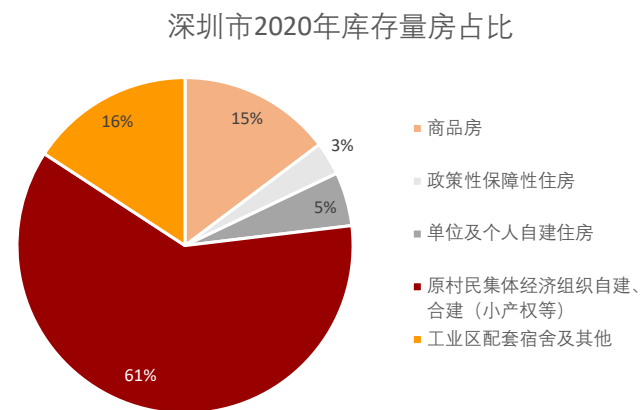
图 13: 有厨房和厕所的户均套数仅 0.75 套



资料来源：第六次人口普查，招商证券

政策角度，受政策影响，主流一二线和重点三四线城市的改善型需求被压制。以深圳为例，2013 年底全市住房总量为 1035 万套，结构上商品房约 128 万套，政策性保障性住房约 34 万套，自建、合建及工业区配套宿舍等合计 873 万套；商品房加上 2014-2020 年新竣工套数，其他类型住房套数假设不变，对应 2020 年底全市存量住房约 1060 万套，商品房仅 160 万套，占比仅 15%，也即剩下的 85% 都是小产权，工业配套宿舍、单位及个人自建房等。而对于现存的商品房，有不低比例属于是小户型，如八九十平的小三房，这部分有置换大面积的需求；对于小产权或者城中村的，也有置换商品房的需求，但這些改善型需求，在当下较为严厉的调控政策下，受到了较为明显的压制。

图 14: 深圳存量房中商品住房占比不足 20%



资料来源：Wind、招商证券

2. 从企业层面看，龙头市占率仍有明显提升空间，而房价区间管理和限制杠杆的行为将使得未来龙头的第二次发展更倚重房企相对缺乏的管理红利而非加杠杆能力，这也是 α 的源泉

一是预计龙头房企全国销售额市占率或能到 6%-8%，目前市占率约 4%-6%，这意味着龙头房企销售规模仍有一定的提升空间。

我们统计了 2010 年以来 30 个城市历年 top1 和 top10 房企的销售额市占率情况：

从 30 城 top1 平均市占率来看，近 10 年由 2010 年的 5.5% 趋势性提升至 2019 年的 7.8%，2020 年略有回落；分城级看，一线（4 城）、二线（12 城）、三四线（14 城）城市 top1 销售平均市占率均在 11% 上下，其中单城市占率东莞最高，达 23.8%，除绍兴外其他城市最低也有 5.0%；

从 30 城 top1-10 平均市占率来看，近 10 年由 2010 年的 24.7% 趋势性提升至 2020 年的 38.0%；分城级看，一线（4 城）、二线（12 城）、三四线（14 城）城市 top1-10 销售平均市占率分别在 51%、41%、36% 上下，其中单城 top1-10 销售市占率舟山最高，达 81.1%，除绍兴和廊坊外其他城市最低也有 24%。

龙头房企核心布局城市一般在 80 个及以上，这些城市销售额占全国销售比例在 80% 左右，假如平均每个城市市占率能 8-11%，意味着在全国的市占率能达 6-8%，目前龙头房企市占率约 4%-6%，这意味着龙头房企销售规模仍有一定的提升空间。

图 15：主流城市 top1 销售市占率的极限或在 8%-10%

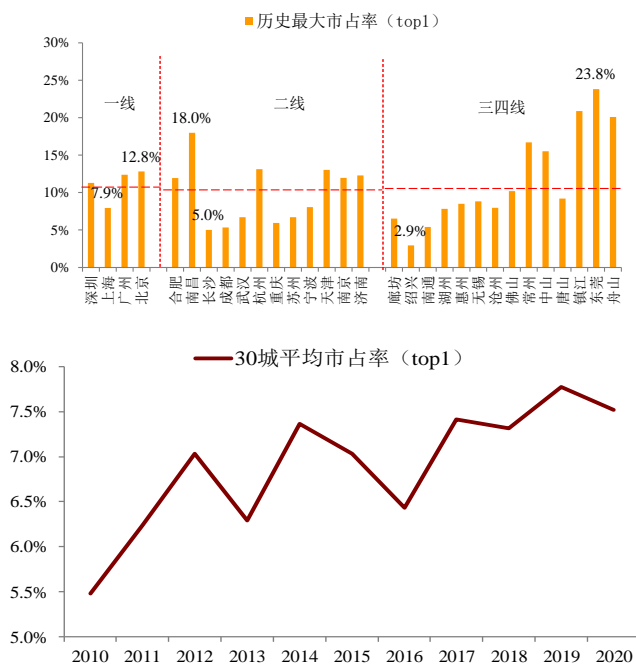
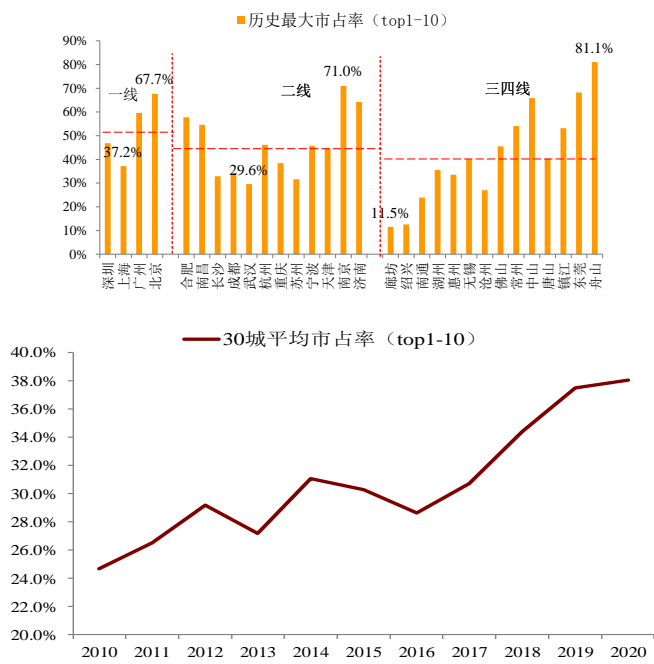


图 16：都市圈是城镇化下半场主旋律



资料来源：中国指数研究院，招商证券

资料来源：中国指数研究院，招商证券

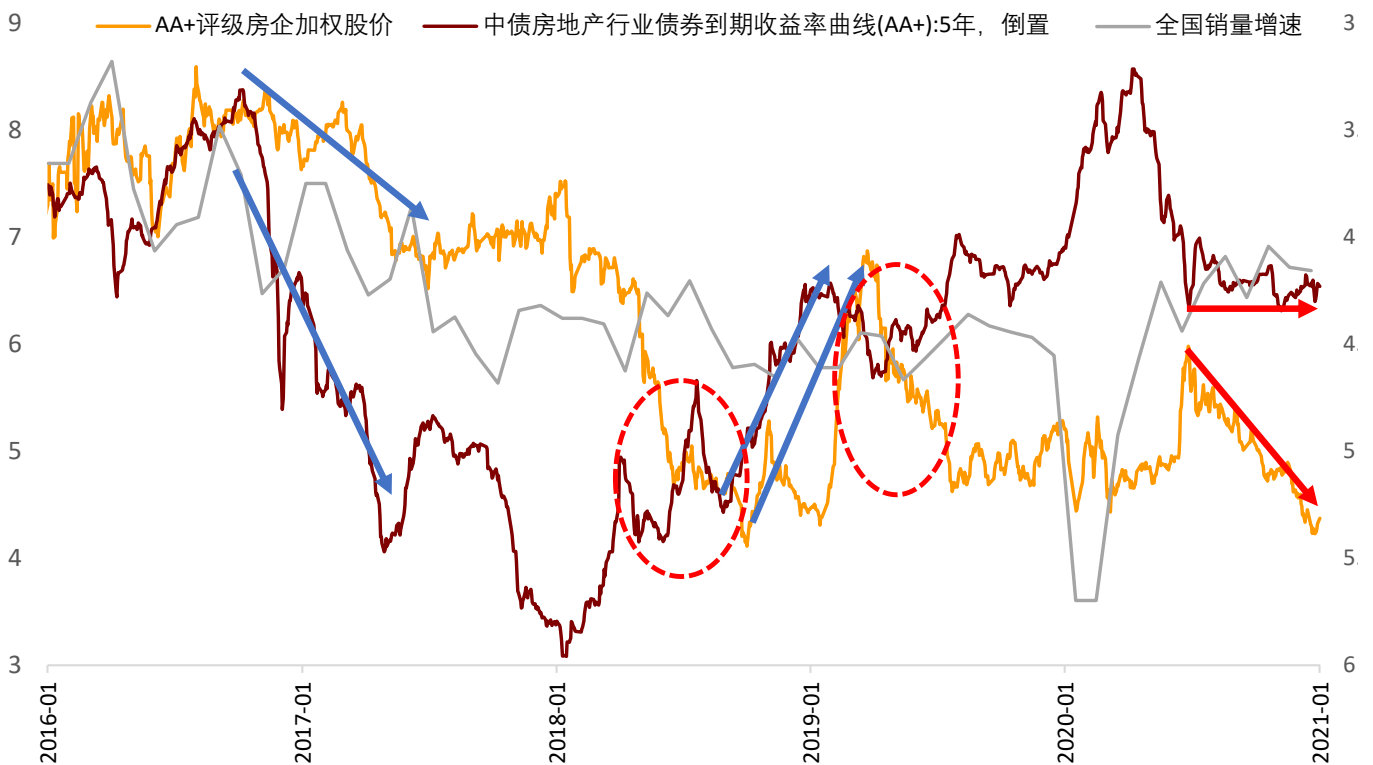
二是行业 alpha 会加速呈现，未来集中度提高的逻辑和过去有别，过去是杠杆优先下的均好，现在是少数好，原因在于房价区间管理和限制杠杆的行为将使得未来龙头的再次大发展更倚重管理红利而非杠杆能力。房企普遍缺乏管理红利，从我们的现金流模型观察，这类公司在 100 强房企中或不到 10%，这其实就是未来 α 的源泉，越少越凸显 alpha，大家可以思考下 2013 年的茅台，曾经的低估值和市场认为行业从此无增长的判断相关，但后面高端白酒龙头出来了；曾经陷入困境的三一，最后靠管理红利更加优秀。

房地产行业也拥有十分优秀的，具备管理红利的公司，只不过过去大幅上涨的房价给予相当的暴利，使得管理红利微不足道，“潮退后，谁在裸泳”用在当前的房地产行业再合适不过。

3. 当前基本面定价谁说了算：认为债券交易的是风险和基本面判断，股票当前更多交易惯性，认为股票会以估值修复来抹平背离

首先，股价与债券收益率大多数情况呈同向变化，股债双杀及双涨等少数情况均是由力度较大的政策变化导致，当前情况下，股价与债券价格对基本面的定价并不一致。我们采取 AA+ 评级房企作为样本来复盘历史股债走势。不难看出，股价与债券收益率大多数情况呈同向变化，股债双杀及双涨等少数情况均是由力度较大的政策导致，比如 16 年下半年的股债双杀是由于出台了 930 限价政策；18 年下半年股债双涨是由于 8 月“限价”变“稳价”。同时，历史上股价与销量景气度呈正相关，但自 20 年 7 月后两者关系出现背离。股价与销量的这种背离反应的是对风险的极度厌恶，也即对政策的相对悲观定价，与债券的定价并不一致。

图 17：AA 债券收益率&股价与景气股的历史复盘



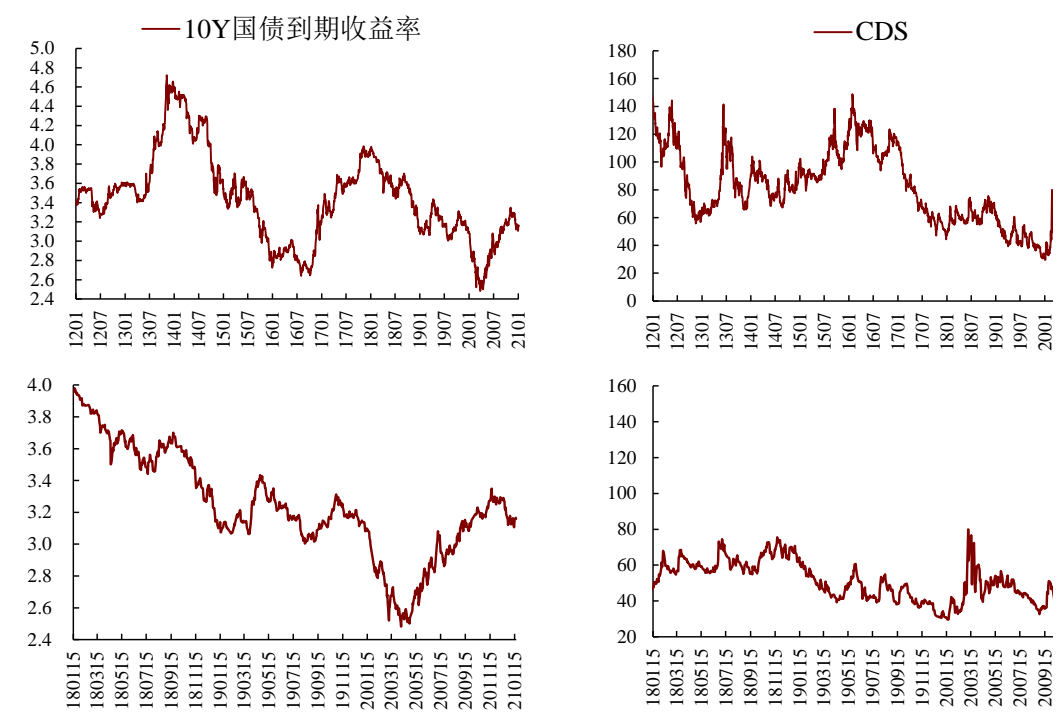
资料来源：wind、招商证券

也就是说，我们认为债券目前反映的是基本面定价，而股票超跌。当然，这种后面只有2个可能，第一，债券定价错了，债券补跌，第二，股票定价错了，股票要反弹。

复盘来看，股票价格更多交易惯性，而债券价格或更准确给予基本面定价。20年下半年景气度持续向好，债券收益率始终较为稳定，但股票价格却出现明显回落，究其原因就在于债券价格或更灵敏反映风险及基本面的边际改善，而股票的交易则更具惯性，也即股票市场反应更加迟钝且消化时间更长，复盘过去，股票惯性更强的特点并不少见，比如17年中及18年中股价下降的持续时间均长于债券价格出现拐点的时间。

认为房地产股票或以估值修复来完成股债背离的修复。从历史上看，股价走弱而债券价格不变的情况下股价大概率会出现补涨，如上图，例如18年下半年由于“限价”变“稳价”驱动股价反弹及19年年中限制信托及海外债等融资手段后的反弹。我们认为，之前股市还未从“房地产不行了”的认识中转变过来，股价持续承压，但债券价格一直较为稳定，认为房地产股票或与18、19年情况相近，将以股票估值的修复来完成这种背离的修复，另外一个有利的证据就是，如下图，从CDs走势观察，我们认为市场并未判定房地产会导致进一步的风险。

图 18：10Y 国债收益率&CDS 近期持续走低

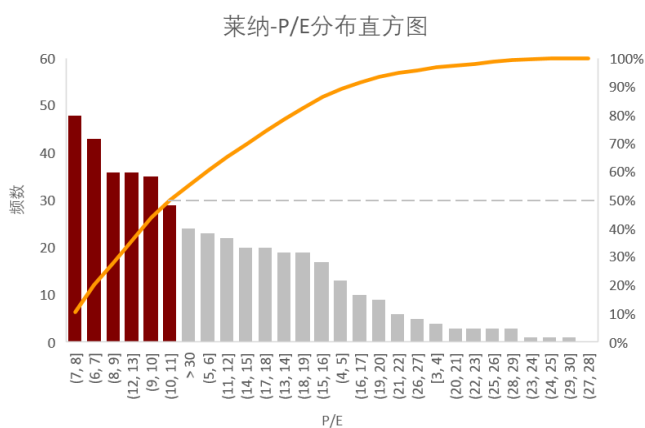


资料来源：Wind、招商证券

4. 从极端情况参考，在发达国家城镇化饱和阶段，即便房企收入增长步入小个位数增长区间，房地产开发公司估值波动的主区间仍在 6~12X

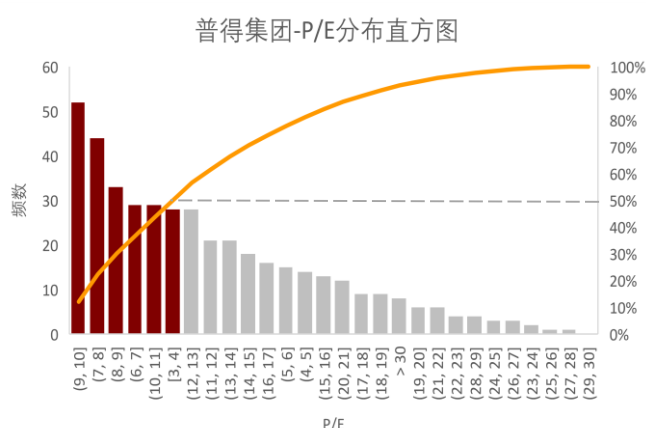
城镇化相对饱和阶段的 1980 年至今，美国龙头房地产开发商估值波动的主区间为 6X-12X (P/E)。我们将美国四家房地产巨头 1980 年至今的月度 P/E 进行了纵向比较，由此可以观察到，绝大多数时间，美国龙头房地产开发商的估值区间为 6X-12X (P/E)，而这一数据的统计是基于公司收入增长迈入小个位数复合增长区间的统计结论，大背景是城镇化步入相对成熟阶段。

图 19：1980 年至今莱纳房屋 P/E 分布直方图



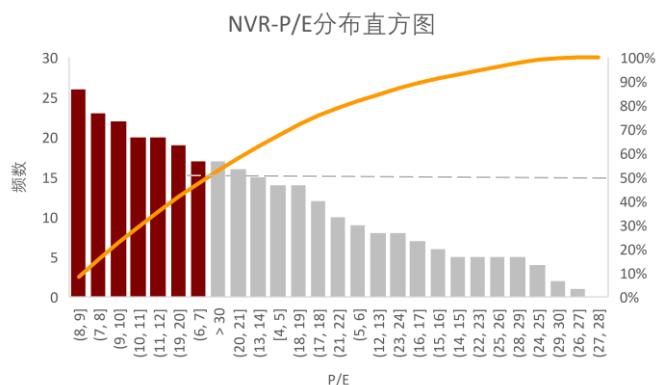
注：频数以月为单位；折线为累积概率
资料来源：路透，招商证券

图 20：1980 年至今普得集团 P/E 分布直方图



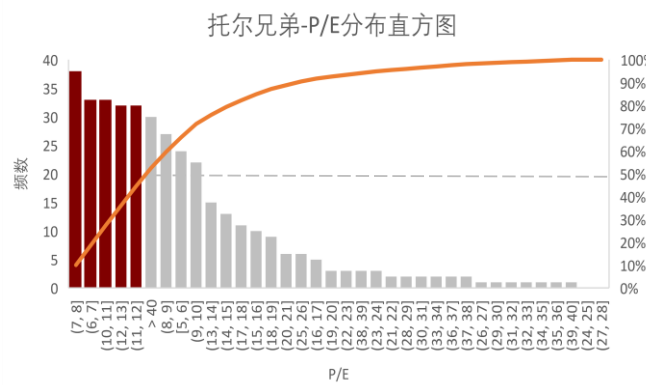
注：频数以月为单位；折线为累积概率
资料来源：路透，招商证券

图 21：1980 年至今 NVR P/E 分布直方图



注：频数以月为单位；折线为累积概率
资料来源：路透，招商证券

图 22：1980 年至今托尔兄弟 P/E 分布直方图



注：频数以月为单位；折线为累积概率
资料来源：路透，招商证券

四、 结论：板块最强催化剂或在自己内部的 α 分化

板块修复的动力在哪已经不言而喻，我们认为，市场会以一种流动性估值切换下的普涨为触发，但最终成就板块机会的，或者说板块的最强催化剂是什么？认为是板块内部的 α ，如题所述：“只有靠自己（管理红利）来终结自己（囤地模式）”。

在这个过程中，将表现为开发类公司 α 的凸显，少数公司的第二次大发展将在未来五年出现，同时，行业总量痛点背景下，房地产行业产业链和生态链机会并存，参考《如何寻找房地产产业链投资机会》。

买谁？行业 β 痛点下，买具备管理红利的龙头，买现金流结构改善下的开始尊重和重视管理红利的公司，买入和关注受益于房地产行业痛点的产业链与生态链公司。

(1) 认为驱逐劣币的大时代或已开始，甄选房地产真龙头，不论是当下还是未来五年，内生能力也即管理红利将是主导房地产股票的核心变量，行业 α 将加速呈现；推荐“造血能力”强的高质量周转公司【万科 A】【保利地产】，港股关注【龙湖集团】等；边际改善而获弹性的【金地集团】等；精选“高质量杠杆”的弹性品种【中南建设】【金科股份】；资源型公司或现金流改善型标的关注【华侨城 A】【阳光城】等（部分因限制名单调出）。

(2) 转型及产业链机会：

围绕主业构建生态圈，中介（交易）与物管是核心，而终极方向或是注重运营的资产管理。

a. 中介行业或形成寡头竞争格局，重点关注贝壳。贝壳是领跑行业的房屋交易 O2O 平台，也是我国所有行业中的第二大商业平台，过去通过底层数据奠基、“真房源”理念创行业标杆，未来 ACN 机制或可化解行业痛点，行业或将形成寡头竞争格局。

b. 物业管理行业正处于高速成长期，竣工回暖周期叠加老旧小区改造两大 β 背景下，重点关注物业管理龙头，物业板块的投资机会已从板块性机会转为个股 α 。虽然短期估值看上去并不便宜，但未来三年确定性的高增长将一定程度上消化高估值，并且长期看，依托对人和物的经营，增值业务发展空间巨大，关注【碧桂园服务】【永升生活服务】【保利物业】【华润万象生活】等。物业板块的投资机会已从板块性机会转为选股，核心是服务业的践行，资产负债表质量（商誉）和关联交易（盈利调节）是部分公司的瑕疵。

c. 核心优质物业（包括商办及物流）仍具备对抗周期衰退的能力，并且长期复合回报也相对可观（类比 Reits），在经济下行和疫情冲击下，预判 2021 年此类公司或具备底部机会；其中，优质商办领域关注【中国国贸、金融街】等，零售物业领域关注运营能力相对不错的【华润置地】【大悦城】等，物流地产领域关注第二梯队龙头【南山控股】；房企终极的转型方向或是更注重运营的资产管理，可参考国外不动产资管巨头 Brookfield，国内在资产运营能力上领先的企业其实已经构建好护城河，因运营能力的培育不是三五年的事情。

d. 对于房地产上下游产业链而言，未来 10 年是行业痛点铸就的大 α 机会，集中度加速提升与新增品类迭代与替代并存。两大 β 成为产业链机会发现的推手：一方面，竣工交付周期触发了房地产产业链需求向上，这也是“竣工周期”第一次被资本市场重视；另一方面，老旧小区改造作为新增的 β 对产业链的拉动亦不容忽视，两者将共同推动产业链需求持续向上。而更关键的是是基于前述三个痛点（机会）之下的长期 α 构建：一方面，为房企产业链上的企业带来新的 α ，另一方面，也将推动房企自身构建生态链和

转型。转型：一方面在房企自身开发类主业的商业模式转型上，更具备经营管理红利的房企将构建新的 α ，另一方面，房企在围绕产业链转型方向上的尝试从而构建更长期的 α 。

风险提示：流动性收紧超预期，房地产调控政策边际收紧超预期，三四线销售回调大幅超预期。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师、董事，主要从事不动产与综合服务研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，深圳市高层次人才，高级经济师。

李洋：2017 年加入招商证券，4 年房地产行业研究经验，中南大学工学学士、管理学硕士。

刘畅：2018 年加入招商证券，2 年房地产行业研究经验，山东大学物理学学士，曼彻斯特大学物理学硕士。

申忆扬：2020 年加入招商证券，香港大学金融学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围奖；2016 年度“天眼”中国最佳分析师房地产行业盈利预测最准确分析师第一名；2017 年中国证券分析师金牛奖房地产行业第四名。2018 年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业第一名；2018 年 Wind 金牌分析师房地产行业第四名；2018 年金牛奖最具价值分析师；2018 年度“天眼”明星分析师团队成员分获第一、四名；2019 年新财富房地产行业入围奖；2019 新浪金麒麟房地产行业最佳分析师第四名；2020 年新浪金麒麟房地产行业最佳分析师第五名；2020 年 21 世纪金牌分析师第五名；2020 年新财富、水晶球地产行业入围奖。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。