



房地产三个维度：地产类公用时代的选股法则



地产开发已进入“类公用”时代伴随房住不炒和宏观审慎管理的持续推进，地产开发行业的“民生”属性逐步增强，波动率也大幅降低；尤其是在销售额占比超过半壁江山的重点城市，新房价格处于“可控区间”（年化涨幅目标不超过5%），通过控制起拍价和溢价率，土地价格也在“可控区间”，房企净利率已逐步“公用化”。销量的中枢虽已在顶部附近，但城镇化和区域再平衡仍有空间，预计中枢的下行速度相对平滑，“以价补量”可支撑销售金额高位稳定，且管控“投销比”也将抑制规模动能，房企销售端也逐步“公用化”。

三个维度——地产类公用时代的选股法则

ROE 隐含杠杆贡献，“ROIC-WACC”才是衡量房企价值创造能力的标尺，利润率和周转率是关键，对应广义费用率、房价地价比和投入产出比三个维度。类公用时代，高品质可以体现为高流速而不是高房价，招拍挂拿地难以形成显著差异，意味着卖房与买地的价差基本锁定，建安在头部企业之间也差异不大，决定利润率的核心因素就只剩广义费用率；该指标代表单位回款背负的期间费用支出，可拆解为净利息负担和销管费负担，前者既反映融资成本，又反映周转效率（单位负债创造回款能力的差异），后者就是控费能力，也包括品牌力（好品牌和好产品可大幅降低营销支出）；广义费用率角度，重点上市房企差异巨大，优秀房企与中位数已拉开“5%”左右的税后差异。广义费用率之外，提高房价地价比也是房企未来的核心能力，既可提高毛利率，又是管控投销比之后新的突破路径，包括产业勾

地、收并购、适度下沉等方式；此外，土储厚度也是重要的筛选维度，尤其在管控投销比之后。企业层面的周转率与项目层面的感知有差异，最好的观察视角是资金层面的“投入产出比”，可理解为单位负债创造的回款，考虑资本结构、表内外和重资产因素，进一步可理解为开发类单位投入资本创造的回款。

投资建议：开发重视结构性线索，物业处于成长股投资的第二阶段仅就传统地产开发而言，重视四条结构性线索：1) 赛道切换，首选“开发有效率+运营有能力”的类资管型房企，A股典型如新城；2) 腰部成长——分子视角；3) 风险缓释——分母视角；4) 头部蓝筹——不只是股息率，典型如万科/保利/金地等，在三个维度的领先可确保持续较高的 ROE，这是长期“ α ”的重要来源。龙头房企估值中枢中长期将跨越两个台阶，短期对应均值回归 (5-10X)，中期对应类公用事业 (10X 左右)，长期对应类资管行业 (10-20X，具体取决于自持业务的资本占用比例，而自持可锚定 REITs 的 20X 估值)。广义不动产视角，重申《时代的红利，远不止三年——再论物企业绩的确定性和成长性》报告观点，头部物企仍处于成长股投资的第二阶段，业绩高增和政策红利依旧，住宅类首选头部品牌物企，商管类首选华润万象生活和宝龙商业。

风险提示

- 1.土拍政策完善程度不及预期；
- 2.宅地供应放量不及预期；

3.销售回落速度高于预期。

关键词: 城镇化

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34243

