



房地产行业：供给不足之下 我们如何看待地产政策演绎与板块机会？



核心观点：拍地制度优化只是开始，重视地产板块 β 机会总体来看，当前房地产市场的核心矛盾在于土地市场及商品房市场的供给不足，而房企在集中供地制度下悲观的利润率预期以及持续收紧的融资环境影响下，拿地意愿及能力上双方面走弱，制约了企业增加供应的效果。

我们认为，当前集中供地的制度优化只是供给端政策优化的开始，在房企分化加剧，违约事件频发的情况下，伴随二三轮集中供地出让，融资政策存在修复的空间。利润率以及杠杆率的边际改善将驱动市场对龙头房企 ROE 水平的悲观预期修复，进而驱动板块的估值水平回升。建议关注房地产开发板块的 β 机会，推荐行业龙头房企万科、保利、新城及港股绿城中国，关注优质成长型房企金地集团的投资机会。

为何在当前时点看到了土地出让制度的优化

在第一轮集中供地后，房企拿地预期与地方供计划出现了明显的错配，前一轮集中供地地价高涨、房企拿地预期较高的供需格局将发生逆转。上半年市场：溢价率并未真实反映市场热度，地价仍旧高企。下半年市场：高地价高供应，供应放量碰上了拿地需求转冷。

集中供地的制度优化能否改善供给不足的核心矛盾

我们认为，市场供应不足并不仅仅受到拿地利润率下行的单一因素影响，在融资政策收紧，企业现金流状况不断恶化之下，拿地能力走弱也是供给不足的核心因素。

由于内外部环境相比三年前发生显著变化,2018 年来收紧行业融资倒逼企业推地增加市场供给,进而支撑房地产开发投资的现象,在当前时间点发生反转。总体来看,债务压力的缓解、存量土储的不足以及中小型房企退出市场,三方面因素进一步弱化了企业的拿地能力,

回顾历史,政策宽松的时点的信号来自哪里

回顾历史,房地产需求和供应端调控政策的边际变化分别取决于房价的边际变化及地产投资和固定资产投资的增速差。政策方向上,我们预计政策将如下演绎:

从需求侧:供给不足需求高位,房价上行压力较大,需求侧以限制需求为主。

从供给侧:开工下行拿地下降,周期下行压力较大,供给侧以宽松货币为主。

土拍制度:拿地回落利润有限,房企拿地意愿下行,土拍规则制度优化为主。

从基本面演绎到政策预期,如何看待地产股行情

与 2017 年以前地产股比较明显的周期属性不同,2018 年长效调控机制落地以来,驱动地产股相对收益的核心变量在于政策的预期。在当前需求端政策保持紧缩,土地及融资端政策存在边际改善的预期之下,房地产板块将出现类似 2018 年及 2019 年四季度,由于土地市场大幅转冷,流拍

率快速上升，融资政策边际宽松带来的相对收益行情。

政策预期变化，如何传导至估值与板块涨跌

2010 年至今，龙头房企的相对整体 A 股的 PB 水平与公司的 ROE 水平变化方向基本一致，当前市场对于房地产板块的持续悲观，本质上反映的是投资者对于未来龙头房企 ROE 水平的悲观预期。

拿地的利润率改善与权益乘数的企稳将成为驱动 ROE 企稳回升的核心因素。而在当前集中供地制度优化、融资改善可期的政策背景下，我们预期头部房企 ROE 水平存在持续的改善空间，进而驱动板块相对权益市场的估值水平提升。

风险提示事件：融资环境收紧超预期、地产政策收紧超预期、引用数据滞后或不及时

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_34411

