



房地产行业专题研究：估值 徘徊折射政策分歧



本轮估值修复遇到哪些障碍

复盘每轮地产股行情，基本都是政策方向决定了估值修复的起点，政策力度决定了估值弹性空间，政策效果决定了持续时间和终点区间。21Q3地产政策底出现，本轮估值持续至今，政策方向的博弈在二级市场已经兑现比较明显的估值溢价，也就是我们之前多次提到的单向博弈的政策环境。但是政策力度（结构性放松还是系统性放松）和政策效果（公司基本面迎来强周期还是弱改善）决定了估值预期反应的合理程度，目前这两点分歧依然比较大，可能会导致板块估值修复的阶段性犹豫。

政策力度取决于基本面现状和调控目标

1-3月行业基本面数据的差基本上是在预期之内的。但是不确定性更多在政策目标层面：行业软着陆的标准是模糊的，5.5%的增长目标对地产的诉求也是相对模糊的，因此对应的政策临界点和阈值也是不可量化的。我们认为目前的政策态度依然是想寻求一种较为极致的紧平衡或者理想状态（行业温和调整，平稳回归，产能良性、稳健出清），并且有把握控制好出清风险。但是对于高杠杆、预期不可控的房地产行业来说，究竟有没有这样一种刚刚好的状态可能是值得商榷的（或者需要政策反复调试修正）。我们很难预判，只能走一步看一步，大概率是只有到了难以承受的阶段才可能会进一步改变，也就是我们一直强调的本轮政策真实拐点在基本面很右侧的位置。

政策效果取决于真实需求积累

政策效果的分歧主要在于：1) 会不会提高房价的容忍度（我们假定不会放开管控）。失去了核心城市房价风向标的引导之后，二三四线的全面宽松究竟能不能实现基本面的企稳也是前所未有的难题；2) 真实需求还有多少，即限购限贷放松之后，基本面能有多大改善。我们认为政策短期还是有一定托底效果的，但是力度和持续性都不确定，尤其是疫情、失业和收入预期等外部变量对居民现金流的冲击之下，难以形成周期性改善。我们认为政策预期有兑现空间，可能是一个季度左右的脉冲改善，更重要的意义在于避免市场预期的负反馈式下跌，但市场信心的持续提升仍需更为密集的因城施策信号、更为宽松的政策尺度以及热点城市的带动效应。

通过估值评估预期与现实的匹配

从动态来看，我们认为未来 5 年龙头 ROE 有望维持当前 15% 的历史偏低水平，乐观假设下 8-10XPE 对应 PB1.2-1.5X 区间，相比当前估值依然有 20% 以上空间，但是继续向上取决于 ROE 能力的证明，政策情绪和行业格局稳定带来的 PE 提升。从静态角度来看，我们认为，当前部分房企 $PB < 1$ 反应的悲观预期在于：1) 存货减值；2) 销售去化放缓，折现成本增加；3) 杠杆较高，资金成本反噬盈利空间；4) 公司管理和周转能力较差。截至 4 月 21 日，A 股主流上市房企中共 45 家 $PB < 1$ ，PB (MRQ) 的估值中位数为 0.72，对应存货跌价幅度为 -8.3%。PB 对存货价值高敏感度，基本面尤其是价格的边际变化对高杠杆房企的净资产估值预期的影响是比较大的。我们认为政策宽松预期之下，如果基本面能够实现真实改善，

优质低估值房企仍有后续修复空间。策略：把握策结构性宽松的 beta 与收并购的 alpha 未来行业 beta 取决于行业结构调整、产能出清节奏和政策托底力度；alpha 在于收并购对重点房企资产负债表和利润率的修复、逆周期加杠杆的精准度、围绕住房场景价值的长期挖掘。持续推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：新城控股、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。建议关注：首开股份、华发股份、金融街、越秀地产、建发国际等地方国企。风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期；主观测算风险

关键词：疫情

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_40692

