

对地产的认识、认错和华润

1、房地产是周期行业。

房价是有上升和下跌周期的。二十多年的上升，虽有几年调整，但现在核心城市核心区域房价和地价还在高位。今后三年，房价调整可能在核心城市的核心区域发生。地产公司的大量存货一直是大问题，核心城区价格松动后，问题存货可能已经向华润、中海和招蛇等一线公司漫延。

2、华润业务也面临诸多挑战

去年（23年）年中时候，由于华润销售和商业同比阶段向好，中报筹前现金流300亿特别好，我们还相信华润开发和商业的优势。但过去十二个月，华润销售平常，回头看买地明显过量，未来存量去化困难且毛利率有很大压力；商业虽有增长，但增量的边际毛利率也有压力。23年筹前现金流不到100亿，下半年现金流出大问题了，华润如果没有200亿筹前现金流净额，分红实际上还是借钱分红的。

3、华润也难逃房价下行大时代的笼罩

房价下行叠加供过于求，但经理人仍可能会因为判断房价企稳而在没有足够毛利率空间的情况下过渡竞地，逐步耗尽信用和资源，因此市场下跌和出清过程将很漫长；目前开发销售是毛利率较低且销售去化率低的行业；由于商业办公楼酒店供过于求，所以综合体也是最卷的竞争。我们判断未来几年地产仍难言行业反转。总之，目前地产行业是销售没增长、利润没增长，毛利率低，负债率高，正常经营很难，自由现金流很难得的行业。华润也难逃房价下行大时代的笼罩，面临的问题很难在行业下行中改善。长期看华润亦难以独善其身，22年到23年上半年这段时间，是其应对比较好的阶段。

4、未来几年，地产仍是个死局

未来几年看，比方说三年，地产仍是个死局。房价是有大周期决定的，房价向下的趋势不会变；土地财政的标签不会变，卖地是地方政府的主要收入，供给继续；地产公司买地毛利率普遍低于20%的状态很难变，地产公司资产负债表几年之内很难修复；宏观环境整体上比较困难，购房者普遍谨慎，新房销售规模难有起色。地产要开新局，要房价到底部一年，这样地产公司的负债不继续恶化；



买地毛利率整体过 20%+, 这样买地的公司有利润同时负债表逐步改善; 新房销售额在底部跌无可跌, 这样销售才会逐年增长; 从另外一个角度看, 可以这样描述, 只有等到核心地区的房价也下来了, 这样大家都放弃了幻想; 地方政府求人买地, 这样毛利率就会有改善; 新房好即使地段低价格也很难较快销售去化, 这样买地的人就会普遍谨慎, 今后行业的买地毛利有保障; 这样的局面如果出现, 新的局面, 新的趋势才会慢慢形成。新的趋势形成了, 然后接下来几年房产税就来了。

