开源证券

寻求模糊的正确，规避精确的错误

房地产行业展望

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0600517110004

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 陈鹏（联系人）

证书编号：S0790120060038

邮箱：chenpeng@kysec.cn

2020年9月17日

目 录

CONTENTS

1 房企融资新政影响：负债与销售基本同步

2 行业红利：下一个增长点在哪里？

3 投资建议及盈利预测

1.1 房企融资新政

8月20日，住建部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会。会议提出，为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，各部门广泛征求意见，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。

根据每日经济新闻报道，三条红线是:

1）剔除预收款后的资产负债率大于70%;

2）净负债率大于100%;

3）现金短债比小于1倍。

除了三条红线，拿地销售比是否超过40%和经营性现金流是否为负是重要观察指标。

如果踩线:

1）若上述三项指标全部“踩线”，红色，有息负债不得增加

2）若指标中两项“踩线”，橙色，有息负债规模年增速不得超过5%

3）若只有一项“踩线”，黄色，有息负债规模年增速可放宽至10%

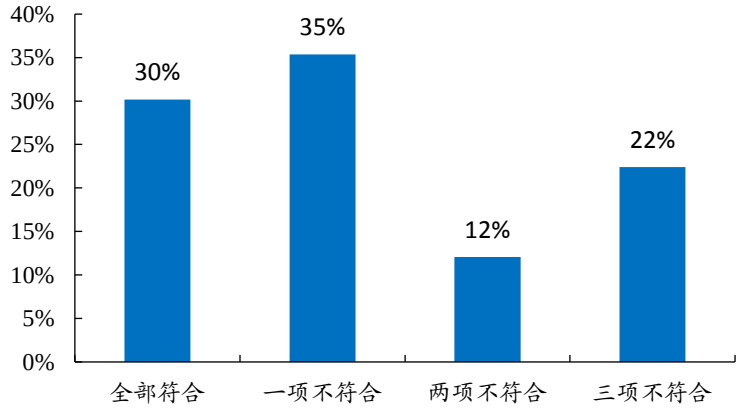
4）若全部指标符合监管层要求，绿色，则有息负债规模年增速可放宽至15%

1.1 房企融资新政：波及面

我们使用房地产板块，剔除ST公司后测算，116个公司中三条红线全部符合占比30%，两条符合占比35%。

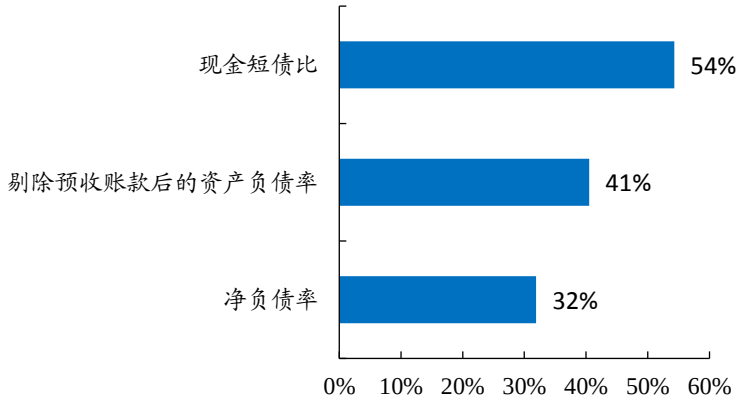
从踩线情况看，现金短债比是最容易被踩线的，占比54%。

图1：A股房企三条红线踩线情况中全部符合占比三成（剔除ST公司）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：A股房企三条红线踩线情况比例中现金短债比最高（剔除ST公司）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 房企融资新政影响

对房企行为：

1）控负债，本质就是控拿地，加强销售和资金回笼。

2）股权融资，出表的资产证券化，永续债替换。

3）子公司分拆上市，如物业、商管、代建。

4）加速结算，增厚权益。

对市场和投资机构：

1）地产债权融资需求降速，融资成本下降。

2）地产公司杠杆下降，估值有望抬升。

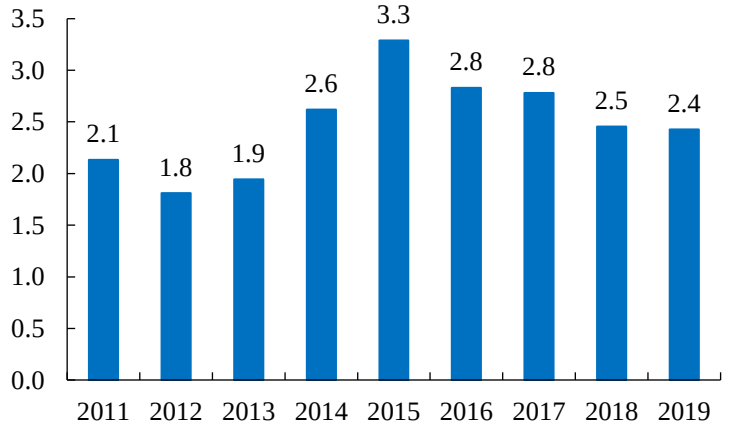
3）行业格局更加稳定，没有加杠杆弯道超车的机会。

1.3 房企融资新政影响：负债与销售基本同步

从规模发展看，龙头公司单位负债能够驱动的销售规模是较为平稳的，均值在2.5。

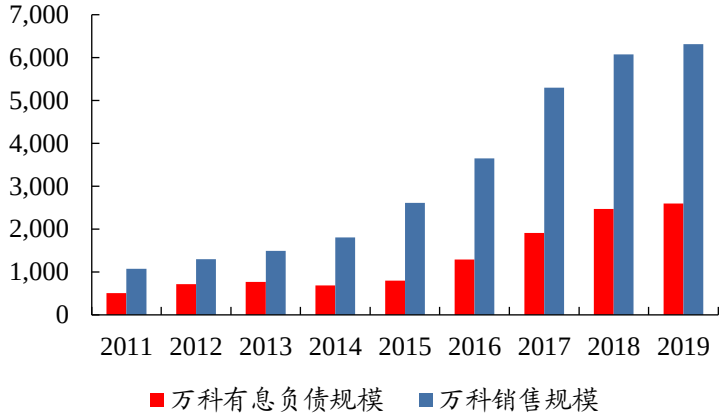
2011-2019年万科销售规模CAGR 25%；有息负债CAGR 23%

图3：万科A近年来销售规模/有息负债有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：万科A2011-2019年销售规模、有息负债规模稳步增长

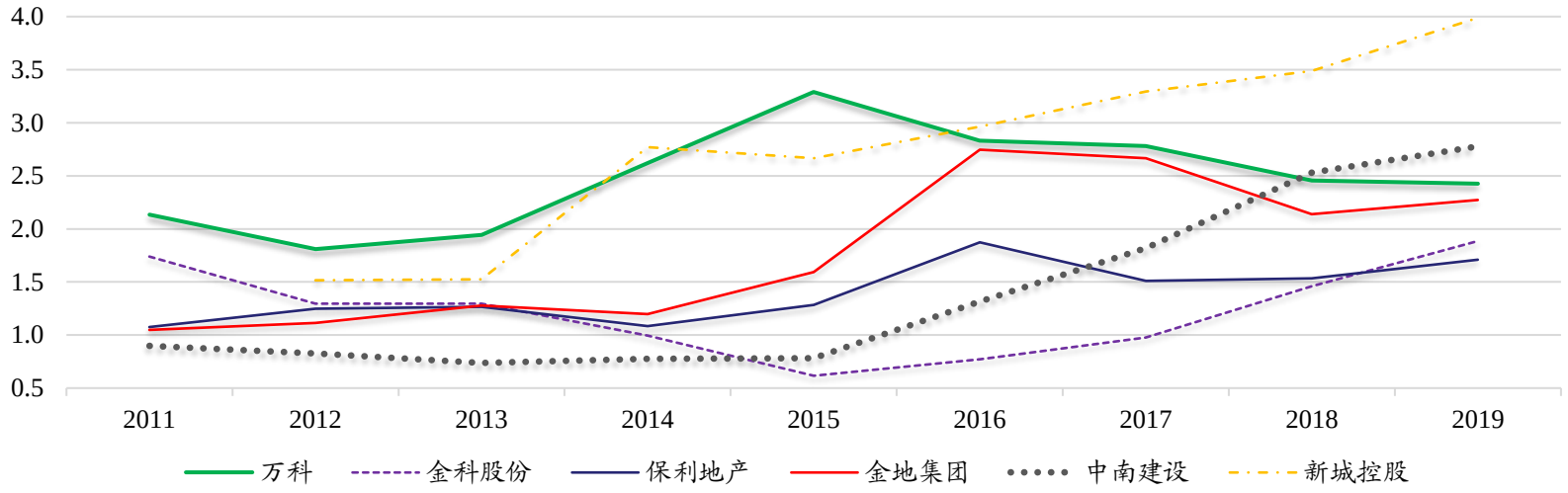


数据来源：Wind、开源证券研究所

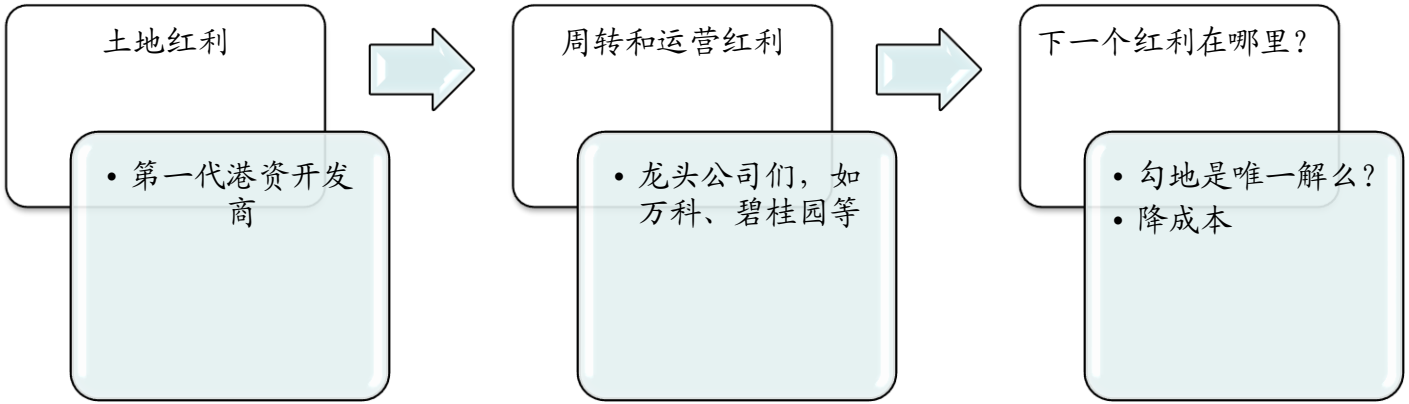
1.4 房企融资新政：成长性房企“高周转”贯彻得更加彻底

成长型房企和龙头房企在2015年后走出了截然不同的走势。

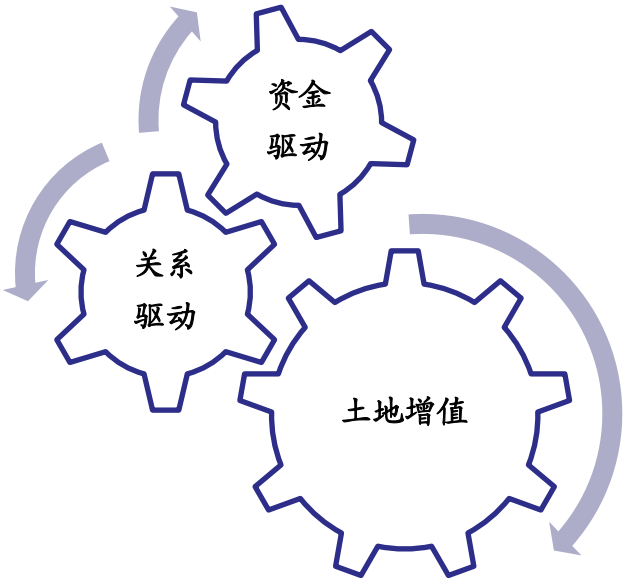
图5：6家A股代表公司“销售规模/有息负债规模”



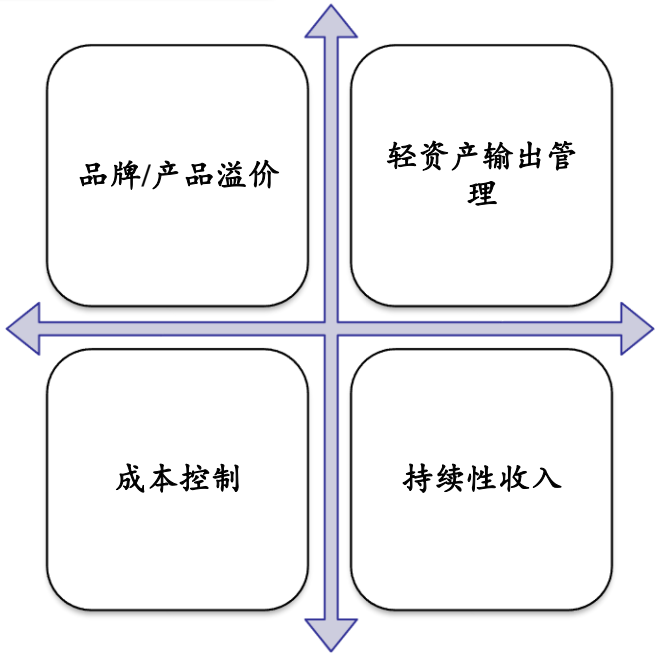
数据来源：Wind、开源证券研究所


土地红利
• 第一代港资开发商
周转和运营红利
• 龙头公司们，如万科、碧桂园等
下一个红利在哪里？
• 勾地是唯一解么？
• 降成本

过去时



将来时



投资建议：

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，板块PE-TTM为9.07倍，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议三季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

表1：重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS			PE			评级
		2020/9/15	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600048.SH	保利地产	16.66	2.77	3.27	3.85	6.0	5.1	4.3	买入
600383.SH	金地集团	15.04	2.57	2.95	3.39	5.9	5.1	4.4	买入
000656.SZ	金科股份	9.81	1.33	1.64	1.94	7.4	6.0	5.1	买入
002244.SZ	滨江集团	5.02	0.68	0.86	1.06	7.4	5.8	4.7	买入
0535.HK	金地商置	1.21	0.26	0.3	0.35	4.7	4.0	3.5	买入
1908.HK	建发国际集团	11.65	1.79	2.23	2.79	6.5	5.2	4.2	买入
3990.HK	美的置业	16.88	4.62	5.8	7.17	3.7	2.9	2.4	买入
603506.SH	南都物业	24.12	1.08	1.38	1.7	22.3	17.5	14.2	买入
6049.HK	保利物业	59.99	1.26	1.7	2.29	47.6	35.3	26.2	买入
6098.HK	碧桂园服务	45.77	0.83	1.11	1.48	55.2	41.2	30.9	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（汇率：0.8803 RMB=1 HKD）

1）行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

2）政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

3）融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。

4）企业运营风险：施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金茂大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券