2020 年 09 月 13 日

证券研究报告•行业研究•房地产

房地产行业例评

强于大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

成熟分化牛不改、地产相对收益显现

投资要点

- **成熟分化牛趋势不改，但 9/10 月风险不可忽视。**上周资本市场波动幅度较大，有两点值得关注:1）创业板指大跌，创业板综合指数周跌幅 7.43%，创成长、创业板 50 等跌幅均超过 7%，大票小票均有较大幅度的调整，带动几乎所有 A 股指数出现较大幅度调整；2）创业板上周成交额 1.61 万亿，超过主板成交额 1.58 万亿，但整个 A 股市场成交量却连续四周低于 5 万亿。我们在此前例评报告中曾提示，创业板 20%涨跌幅新规会给市场带来一定冲击，主要是交易层面短期套利资金的爆炒带来的监管风险，这点市场已经印证。但从趋势上看，在交易制度差异叠加科技强国主旋律下，创业板有望与主板并驾齐驱，通过高换手率保持较高的成交额。近期创业板 50 也存在内生调整的需求，一部分是疫情非对称冲击下股价预期反应的差异，一部分是成熟分化牛纵深演绎仓位调整的需求。但成熟分化牛趋势并未改变，流动性总体持续宽松、经济转型期头部企业盈利占优、资本市场的枢纽地位、房住不炒的资金溢出没有发生本质变化。在美国大选结果落地前，较大的行业和区域政策红利出台可能性低，市场结构性调整的风险不可忽视，建议加大配置金融地产股，以博取相对收益为主。

- **怎么看待地产股估值水平的走势？**8 月份出来的三道红线可能暗示这样一个方向：监管层对头部房企建立以“负债率”为核心指标的监管体系，头部房企先自身调整和修复资产负债表，然后通过横向兼并中小房企提升市占率，地产行业外延式增长将替代之前依赖体系外金融资源的增长模式，确保整个行业风险程度进一步压实降低，中小房企议价能力降低，或更多让渡资产权益对冲债务风险。这种情况下，头部特色房企存在更为确定的增长和安全性。个股估值分化大幕将打开，头部特色房企理应享受估值溢价。近期泰康入股阳光城，如若能协助其实质修复资产负债表，未来或迎来业绩释放和估值提升的双击。

- **投资策略与重点关注个股。**三条红线托底板块估值，市场风格纵深推进，地产关注三条投资主线：1）稳健龙头类：A 股推荐万科 A、保利地产、金地集团、绿地控股等，H 股推荐世茂房地产、融创中国、碧桂园、旭辉控股、中国金茂等；2）区域特色类：A 股推荐中南建设、阳光城、天健集团、南山控股、华发股份，H 股推荐龙光集团、佳兆业、宝龙地产、禹洲集团等；3）物业商管类：A 股推荐招商积余、新大正，H 股推荐保利物业、碧桂园服务，建议关注永升生活、新城悦、宝龙商业、蓝光嘉宝等。

- **风险提示：**新冠肺炎疫情二次爆发风险、销售回款风险、复工竣工风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
000002	万　科 A	28.00	买入	3.47	4.00	4.45	8.07	7.00	6.29
600383	金地集团	14.84	买入	2.23	2.48	2.61	6.65	5.98	5.69
600606	绿地控股	7.01	买入	1.21	1.37	1.52	5.79	5.12	4.61
600048	保利地产	16.58	买入	2.35	2.64	3.22	7.06	6.28	5.15
002314	南山控股	4.04	买入	0.15	0.20	0.28	26.93	20.20	14.43

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如

执业证号：S1250517060001

电话：0755-23900571

邮箱：hhr@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	129
行业总市值（亿元）	23,080.76
流通市值（亿元）	22,230.95
行业市盈率 TTM	9.34
沪深 300 市盈率 TTM	14.6

相关研究

1. 房地产行业 2020 年中报总结：三条红线托底估值，特色房企表现占优 (2020-09-11)
2. 房地产行业例评：消费股及科技股调整，平衡风格纵深演绎 (2020-09-06)
3. 房地产行业例评：央行 345 新规或促进行业并购整合 (2020-08-30)
4. 房地产行业例评：创业板新规落地，市场风格或更为均衡 (2020-08-24)
5. 房地产行业例评：市场平衡风格确立，地产关注度提升 (2020-08-17)
6. 房地产行业例评：公募 REITs 指引落地，产业链投资方兴未艾 (2020-08-09)

目 录

1 市场回顾 1
2 行业点评 2
2.1 新冠肺炎 COVID-19 跟踪 2
2.2 行业政策动态跟踪 4
3 企业动态 5
4 数据参考 6
5 投资建议 9
6 风险提示 11

图 目 录

图 1：近一年申万地产板块相对沪深 300 走势 1
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp） 1
图 3：上周海航基础，阳光城，海航投资等个股涨幅显著 1
图 4：上周空港股份、合肥城建、新黄浦等个股跌幅显著 1
图 5：上周申万地产板块中交易额靠前个股（亿元） 2
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 53.49% 2
图 7：上周表现强势的港股通内房股 2
图 8：年初以来表现强势的港股通内房股 2
图 9：6 月上旬及 7 月下旬本地疫情小面积反弹（例） 3
图 10：上海新增确诊病例有零星反弹（例） 3
图 11：海外确诊病例再创新高（例） 3
图 12：香港新增病例有显著减缓（例） 3
图 13：美国累计确诊病例超过 550 万（例） 4
图 14：伊朗每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 15：意大利每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 16：印度每日新增确诊病例继续攀升（例） 4
图 17：限制房企有息负债增长的“三道红线” 9
图 18：申万地产板块估值依然处于历史低位 10
图 19：申万全行业估值水平对比 10

表 目 录

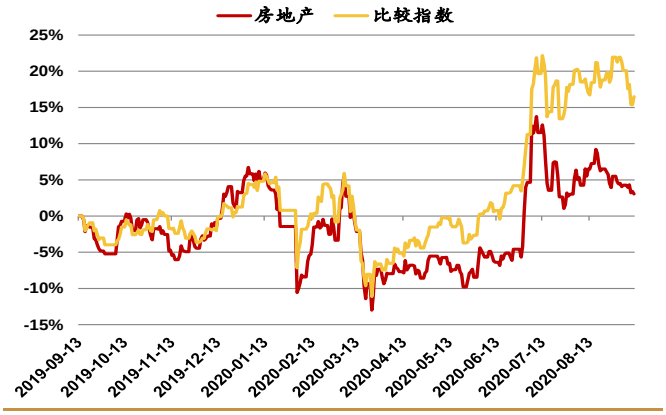
表 1：Top50 房企中险资参与投资状况 6
表 2：2019 年后险资举牌房企状况 7
表 3：地产板块半年度业绩披露情况 7
表 4：重点关注公司盈利预测与评级 10

1 市场回顾

上周 A 股市场整体表现低迷，沪指出现周线二连阴。上证指数下跌 2.83%、沪深 300 指数下跌 3.00%，创业板指下跌 7.16%，万得全 A 上周交易额 4.50 万亿，环比减少 1.10%，缩量显著。从板块表现来看，上周银行、钢铁和房地产板块表现靠前。

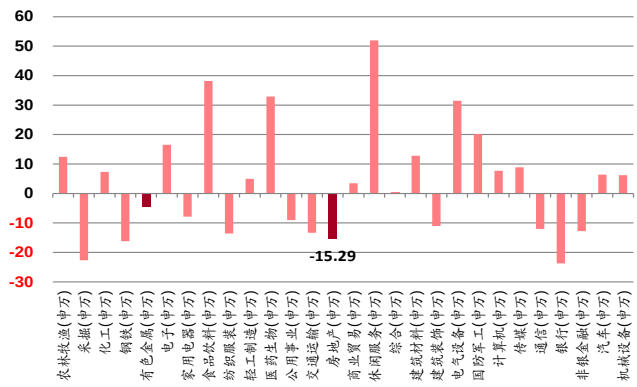
申万房地产板块（简称申万地产）上周下跌 1.17%，在所有申万一级行业中相对排名 3/28。从年初涨跌幅来看，申万地产下跌 2.33%，在所有申万一级行业中相对排名 25/28。上周申万地产板块交易额 967.49 亿，环比减少 8.82%。

图 1：近一年申万地产板块相对沪深 300 走势



数据来源：Wind，西南证券整理

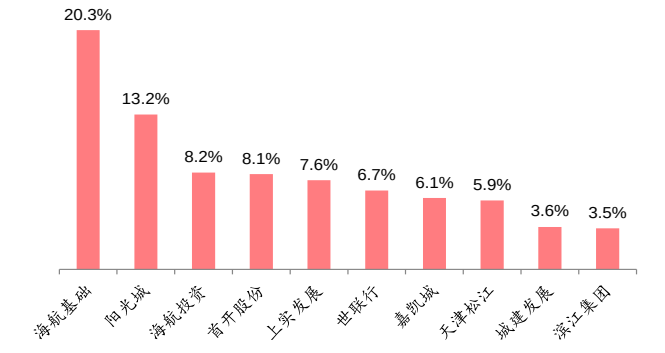
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp）



数据来源：Wind，西南证券整理

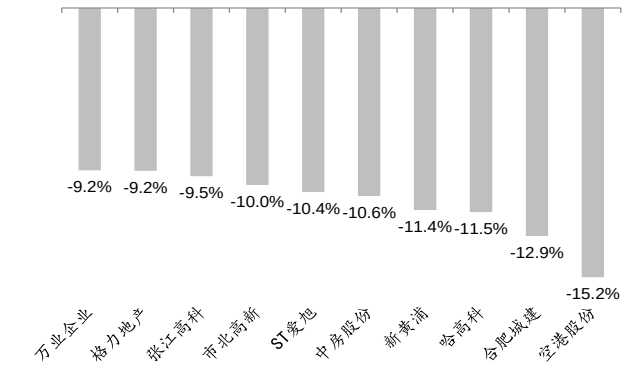
从个股涨跌幅来看，上周海航基础、阳光城、海航投资、首开股份等个股涨幅居前。空港股份、合肥城建、哈高科、新黄浦等个股跌幅居前。

图 3：上周海航基础，阳光城，海航投资等个股涨幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

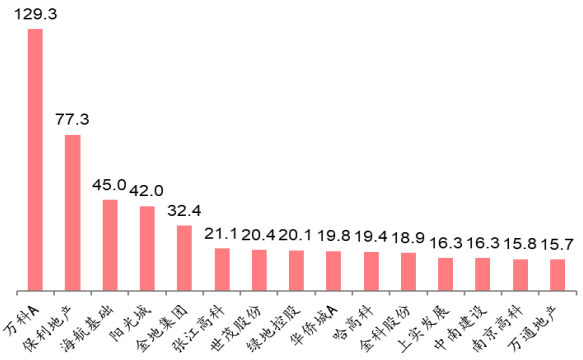
图 4：上周空港股份、合肥城建、新黄浦等个股跌幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

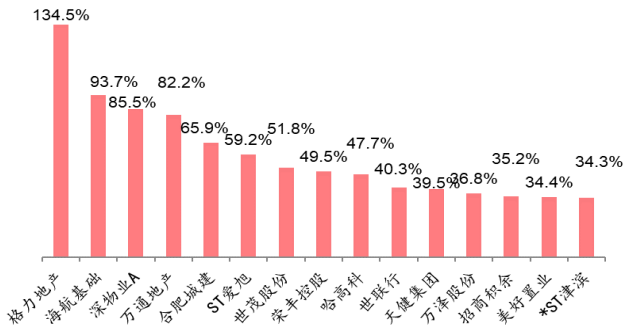
从板块交易额来看，上周万科 A、保利地产、海航基础、阳光城等排在行业前列，成交额均超 40 亿。其中，万科和保利交易额合计 206.6 亿，占板块交易额比重为 21.35%，较上周略微提升（龙头股交易占比维持稳定），金地集团和张江高科交易量维持在较高位置。从年初累计涨幅来看，格力地产、海航基础、深物业 A 等涨幅居前，上涨个股个数占比 53.49%。年初以来，华夏幸福、蓝光发展、大悦城、ST 松江等个股跌幅居前。

图 5：上周申万地产板块中交易额靠前个股（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

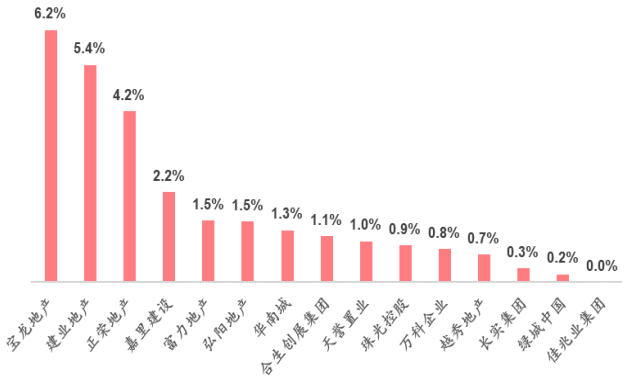
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 53.49%



数据来源：Wind，西南证券整理

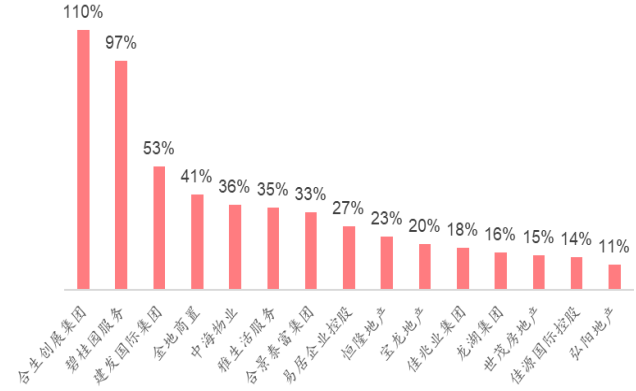
从港股通内房（根据 Wind-港股概念类-内房股，且为港股通标的）表现来看，上周有 14 只股票上涨，宝龙地产、建业地产、正荣地产等涨幅明显，而丰盛控股、国瑞置业和易居企业控股等位居跌幅前列。年初以来，合生创展、碧桂园服务、建发国际、金地商置等个股表现强势。上周从成交金额来看，融创、华润置地、碧桂园服务和长实均超过 10 亿（人民币）。

图 7：上周表现强势的港股通内房股



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：年初以来表现强势的港股通内房股



数据来源：Wind，西南证券整理

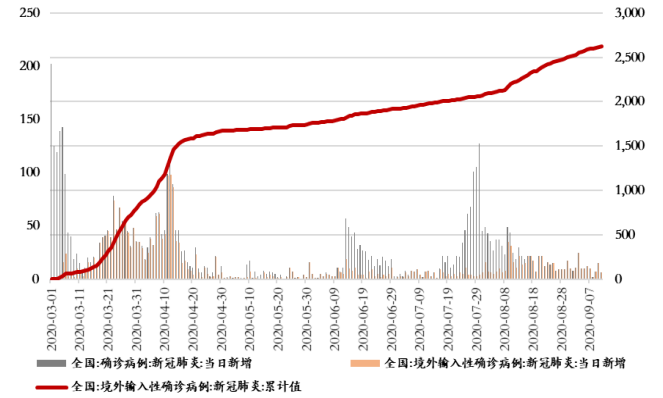
2 行业点评

2.1 新冠肺炎 COVID-19 跟踪

2019 年 12 月 5 日，武汉出现首例不明原因肺炎就医患者。2019 年 12 月 30 日，武汉陆续出现不明原因的肺炎病人，均来自于华南海鲜市场，症状疑似 SARS。2020 年 2 月 13 日在日内瓦的国际会议上，WHO 世界卫生组织宣布将此前爆发的新冠病毒正式命名为 COVID-19（替代之前的名字 2019-nCoV）。2020 年 2 月 21 日，国家卫生健康委决定将“新型冠状病毒肺炎”（Novel coronavirus pneumonia）英文名称也修订为 COVID-19，以取代之前 2 月 8 日的英文名称 NCP。

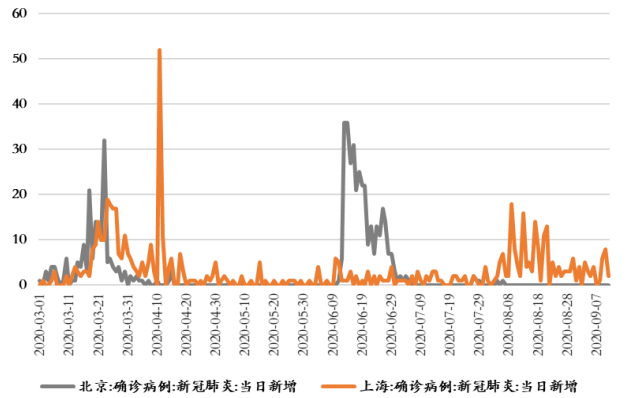
截止 2020 年 9 月 11 日，国内累计确诊病例 90,643 例，较前日增加 20 例，现存确诊病例 398 例（-5 例）、现存无症状感染者 299 例（+8 例）、境外输入确诊病例 2,625 例（+6 例）、累计死亡人数 4,740 例（+0 例）、累计治愈病例 85,505 例（+25 例）。国外疫情防控态势依然严峻，全球 212 个国家存在确诊病例，境外累计确诊 28,569,528 人（较昨日增加 265,779 人）。2020 年 9 月 11 日新增确诊排在前列的为印度（+97,654 人）、巴西（+45,532 人）、美国（+48,066 人）等。

图 9：6 月上旬及 7 月下旬本地疫情小面积反弹（例）



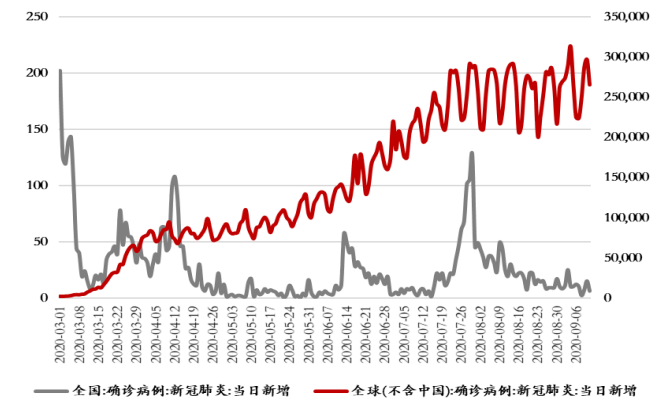
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：上海新增确诊病例有零星反弹（例）



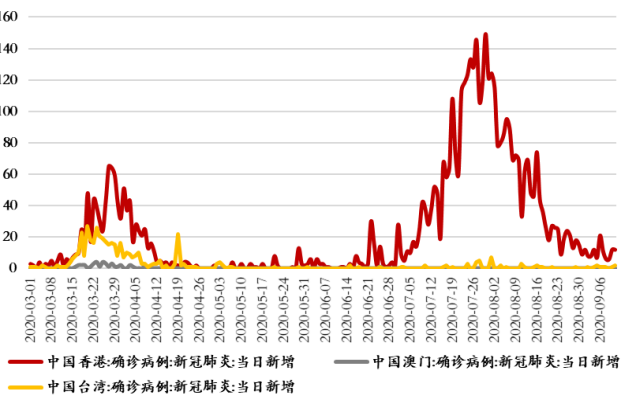
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：海外确诊病例再创新高（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

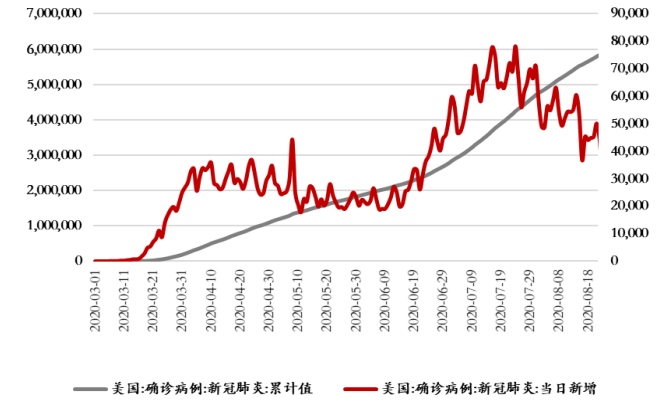
图 12：香港新增病例有显著减缓（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

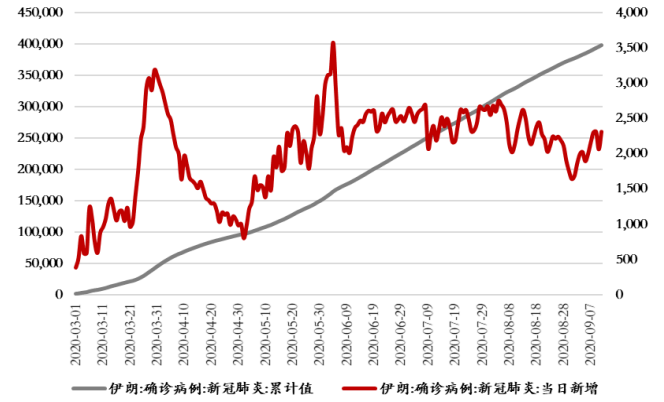
近期值得关注的主要有：1）9 月 11 日西班牙当日新增病例达到 4708 例，为 4 月以来最大增幅；2）9 月 11 日美国新增 48066 例，累计确诊数量已经超过 660 万例；3）本周江苏地区自 8 月 20 日以来，首次出现境外输入病例，目前现存病例 2 例；4）巴西昨日确诊人数 45,532 例，本周总计新增数量较上周震荡下行。

图 13：美国累计确诊病例超过 550 万（例）



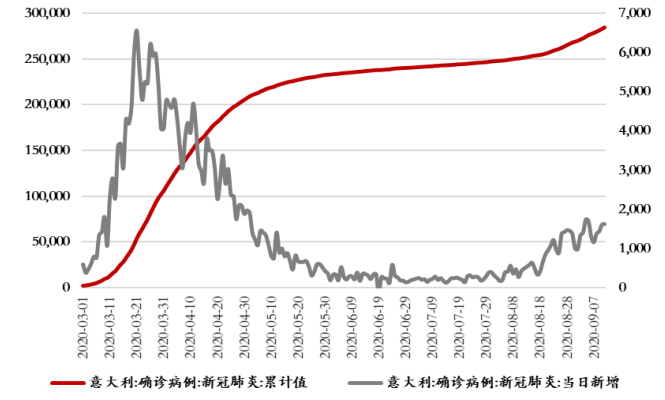
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：伊朗每日新增确诊病例与累计病例（例）



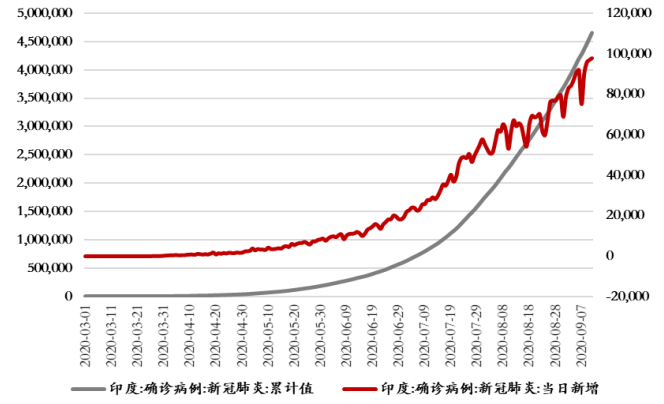
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：意大利每日新增确诊病例与累计病例（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：印度每日新增确诊病例继续攀升（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 行业政策动态跟踪

9 月 11 日，李克强总理表示，持续深化“放管服”改革，要放出活力、放出创造力；进一步降低准入门槛，加快取消重复审批、不必要审批，深化“证照分离”改革，在生产许可、项目投资、证明事项等领域推行承诺制。

9 月 10 日，国务院发布关于深化商事制度改革进一步为企业松绑减负激发企业活力的通知，全面推广企业开办“一网通办”，持续提升企业开办服务能力；优化企业标准“领跑者”制度机制，形成 2020 年度企业标准“领跑者”名单。

9 月 10 日，相关媒体报道称，在恒大宣布全国楼盘降价后，碧桂园正在考虑在购房方面提供更大的折扣，但计划尚未敲定。对此碧桂园回应称：完全不属实。

9 月 9 日，深交所与重庆市人民政府签署战略合作框架协议，双方围绕重庆经济发展特点和产业特色，就进一步提供资本市场精准对接培育服务进行深入交流。这是深交所充分发挥资本市场枢纽作用和创新资本形成优势，积极助力重庆建设内陆国际金融中心，着力服务区域经济高质量发展的又一重要举措。

9 月 9 日，银保监会规范保险公司健康管理服务，将保险公司健康管理服务分为健康体检等七大类型，对健康管理服务的概念、服务内容和实施目的进行界定，并提出健康管理服务应遵循的原则和要求。

9 月 9 日，北京发布《氢燃料电池汽车产业发展规划》，目标是到 2025 年推广氢燃料电池汽车 1 万辆，建成加氢站 74 座，实现全产业链产值 240 亿元。

9 月 8 日，美国股市开盘大幅下挫，科技股在上周遭遇五个多月来最严重抛售后继续承压，导致投资者情绪低迷。一些市场人士认为，市场将进入修正阶段。

9 月 7 日，住建部就《住房租赁条例（征求意见稿）》向社会公开征求意见，支持发展房地产投资信托基金，支持住房租赁企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券及资产支持证券，专门用于发展住房租赁业务。

9 月 7 日，国务院原则同意深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案，到 2025 年，基本健全以贸易便利、投资便利为重点的服务业扩大开放政策制度体系，市场化、法治化、国际化营商环境进一步优化，产业竞争力显著增强，风险防控有力有效，为全国服务业扩大开放提供更强的示范引领。

9 月 7 日，教育部就《中华人民共和国学前教育法草案(征求意见稿)》公开征求意见，意见稿指出，上市公司及其控股股东不得通过资本市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或者支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。

9 月 6 日，行业分析机构 IDC 再度发布“爆好”的无线耳机销量数据，令人刮目相看。数据显示，2020 年上半年，中国无线耳机市场出货量同比增长 24%。其中，真无线耳机市场份额为 64%，同比增长 49%。

9 月 6 日，央视财经热评，服务贸易是各国经济复苏增长的强劲动力；服务贸易对于带动新冠肺炎疫情之后，全球经济加快复苏增长具有举足轻重的作用。

9 月 6 日，方星海表示，将不断提高证券期货业双向开放水平，鼓励境外证券基金期货机构来华展业，支持境内金融机构走出去。及时防范和化解跨境资本市场风险，强化跨境上市公司审计监管合作，严厉打击财务造假行为。

3 企业动态

保利地产：发布 2020 年 8 月月报，公司实现签约面积 282.16 万平方米，同比增加 42.56%；实现 签约金额 439.05 亿元，同比增加 44.91%，1-8 月公司实现签约面积 2096.63 万平方米，同比增加 3.70%；实 现签约金额 3170.56 亿元，同比增加 2.29%。

阳光城：2020 年 9 月 9 日发布公告，泰康人寿保险有限责任公司（以下简称“泰康人寿”）及 泰康养老保险股份有限公司（以下简称“泰康养老”）与阳光城集团股份有限公 司（以下简称“公司”）第二大股东上海嘉闻投资管理有限公司（以下简称“上海嘉闻”）签订《股份转让协议》(以下简称“股转协议”)，约定泰康人寿及泰康 养老通过协议受让的方式，从上海嘉闻受让公司 13.53%的股份（以下简称“标的股份”），共计 554,710,264 股。

深赛格：截至 2020 年 9 月 9 日，深圳赛格股份有限公司（以下简称“公司”、“本公司”或“深赛格”）尚持有深圳华控赛格股份有限公司(证券简称“华控赛格”,股票代码：000068)股票 155,498,846 股，占华控赛格总股本的 15.45%。

金科地产：2020 年 8 月月报发布，金科地产集团股份有限公司（以下简称“公司”）及所投资 的公司实现销售金额约 191 亿元，房地产销售面积约 180 万平方米。2020 年 1-8 月，公司及所投资的公司实现销售金额约 1,239 亿元，房地产销售面积约 1,201 万平方米。

招商蛇口：2020 年 8 月月报发布，公司实现签约销售面积 110.42 万平方米，同比增加 18.74%； 实现签约销售金额 268.05 亿元，同比增加 48.46%。2020 年 1-8 月，公司累计实 现签约销售面积 711.86 万平方米，同比减少 2.41%；累计实现签约销售金额 1,603.75 亿元，同比增加 15.72%。

首开股份：2020 年 8 月月报发布，公司共实现签约面积 27.04 万平方米，签约金额 72.31 亿元。其中：1）公司及控股子公司共实现签约面积 15.70 万平方米（含地下车库等），签约金额 26.12 亿元。2）公司合作项目共实现签约面积 11.34 万平方米（含地下车库等），签约金额 46.19 亿元。2020 年 1-8 月份，公司共实现签约面积 207.68 万平方米，同比下降 1.33%；签约金额 593.90 亿元，同比增长 1.14%。

4 数据参考

阳光城引入泰康保险集团作为战略投资者，其成为第三大股东。2020 年 9 月 9 日，泰康保险集团宣布投资阳光城 13.5%的股权，成为其第三大股东，此外，泰康保险与阳光城签署合作协议：1）阳光城董事席位调整为 12 人，泰康人寿和泰康养老占据 2 席；2）每年至少进行一次现金分红，每次不低于当年可分配利润的 30%；3）承诺 10 年业绩，前 5 年年均增长率超 18%，否则进行现金补偿等。本次引入泰康保险作为战略投资者，将优化阳光城的股权结构以及治理水平、增强了公司资源整合及获取能力，有助于公司拓宽项目合作渠道、优化债务结构、资金成本、主体信用、提升市场认可度，有利于未来持续稳健的发展。

险资近年来频繁投资房企股权，彰显地产股的中长期吸引力。2019 年以来险资开始频繁举牌房企，如平安持股华夏幸福股权比例达 25.3%，为其第二大股东，同时董事会上则呈现平安和华夏平分的局面；2020 年 1 月太平洋人寿收购大悦城控股 6.6%的股权；2020 年 6 月平安收购招商蛇口 2.7%股份。和 2015、2016 年期间险资较为激进的投资不同，本轮险资更多作为财务投资者进行房企股权投资，收购方式主要以协议转让而非强行增持，险资选择不干预企业正常运营。总体来看，目前险资偏好业绩稳定增长的中大型房企，目前 Top50 房企中有超过 1/3 的房企股东中有险资的身影。

表 1：Top50 房企中险资参与投资状况

企业名称	险资名称	持股比例	股东地位
碧桂园	中国平安	8.93%	2
万科地产	安邦人寿	2.61%	5
	中国人寿	1.13%	10
保利发展	泰康人寿	6.23%	2
招商蛇口	中国人寿	4.27%	3
中国金茂	中国平安	14.43%	2
金地集团	富德人寿	29.83%	1
	安邦人寿	20.43%	2
阳光城	华夏人寿	4.35%	5
旭辉集团	中国平安	6.92%	2

企业名称	险资名称	持股比例	股东地位
佳兆业	富德人寿	25.26%	2
荣盛发展	中国人保	1.05%	6
远洋集团	中国人寿	29.59%	1
	大家保险	29.58%	2
首开股份	君康人寿	3.28%	4
	横琴人寿	2.95%	5
蓝光发展	中国人保	2.16%	4
华夏幸福	中国平安	25.02%	2
建发房产	太平洋人寿	5.76%	2
大悦城	太平人寿	6.61%	3
阳光城	泰康人寿/泰康养老	13.53%	3

数据来源：Wind，西南证券整理

表 2：2019 年后险资举牌房企状况

公告日期	险资企业	投资标的	交易金额（亿元）	持股比例	股东地位
2019-2-1	中国平安	华夏幸福 5.7%股权	42.0	25.3%	2
2019-7-26	中国平安	中国金茂 15.2%股权	82.2	15.2%	2
2019-12-4	中国太保	上海临港 5.3%股权	27.0	5.3%	4
2020-1-7	太平洋人寿	大悦城控股 6.6 股权	19.1	6.6%	3
2020-6-7	中国平安	招商蛇口 2.7%股权	35.3	2.7%	5
2020-9-9	泰康保险	阳光城 13.5%股权	42.0	25.3%	2

数据来源：Wind，西南证券整理

物管板块企业中期业绩亮眼，商业运营、旅游地产和房产经纪板块企业较多受疫情影响。截止至 2020 年 8 月 30 日，已有 37 家典型上市房企（含物业管理公司等）发布半年报，由于新冠疫情影响了中期的结算进度，其中 11 家企业归母净利润下降，10 家企业归母净利润增长在 10%以内，16 家企业归母净利润增长超过 10%。从板块角度看，商业运营、旅游地产和房产经纪相关公司受疫情影响较大，典型企业业绩出现较一定幅度下滑，地产开发相关公司业绩较为平稳，物业板块业绩增长迅猛，已披露的上市物管公司多数归母净利润均取得较大幅度的增长。

表 3：地产板块半年度业绩披露情况

股票代码	股票名称	营业收入（亿元）	同比增幅	归母净利润（亿元）	同比增幅
000002.SZ	万科 A	1463.5	5.1%	125.1	5.6%
601155.SH	新城控股	377.3	121.2%	32.0	23.6%
000069.SZ	华侨城	171.1	-3.1%	21.4	-23.9%
600325.SH	华发股份	228.7	60.8%	14.7	6.0%
002146.SZ	荣盛发展	261.5	7.4%	29.5	0.0%
001979.SZ	招商蛇口	243.2	45.7%	9.1	-81.4%
600606.SH	绿地控股	2099.8	4.2%	80.2	-10.8%
000961.SZ	中南建设	296.9	27.3%	20.5	56.2%

股票代码	股票名称	营业收入（亿元）	同比增幅	归母净利润（亿元）	同比增幅
000090.SZ	天健集团	72.6	85.0%	12.4	416.8%
600048.SH	保利地产	737.1	3.6%	101.2	1.7%
600466.SH	蓝光发展	158.1	8.7%	13.6	7.5%
600340.SH	华夏幸福	373.7	-3.5%	60.6	-28.5%
002314.SZ	南山控股	15.2	-39.3%	-2.3	-248.1%
000560.SZ	我爱我家	39.3	-30.8%	0.4	-89.4%
002968.SZ	新大正	5.7	15.8%	0.5	13.2%
001914.SZ	招商积余	38.7	49.9%	1.8	110.7%
6098.HK	碧桂园服务	63.2	78.6%	13.1	61.0%
3319.HK	雅生活服务	40.0	78.5%	7.6	40.0%
2869.HK	绿城服务	44.0	20.1%	3.7	59.4%
2669.HK	中海物业	25.4	18.0%	2.5	12.0%
1755.HK	新城悦服务	12.2	42.7%	1.9	65.6%
1995.HK	永生生活服务	13.8	90.2%	1.7	89.1%
6049.HK	保利物业	36.0	27.6%	4.0	27.4%
0535.HK	金地商置	59.5	83.5%	16.1	38.9%
3380.HK	龙光集团	310.4	14.9%	61.6	20.1%
9909.HK	宝龙商业	8.7	16.0%	1.4	66.4%
1238.HK	宝龙地产	171.7	40.1%	22.2	23.1%
6158.HK	正荣地产	145.5	6.5%	8.8	-6.2%
2007.HK	碧桂园	1857.6	-8.5%	141.3	-9.6%
0813.HK	世茂集团	649.1	14.6%	52.7	3.1%
1638.HK	佳兆业集团	223.0	10.9%	27.7	-2.4%
1109.HK	华润置地	464.7	-2.4%	115.4	-9.3%
0960.HK	龙湖集团	512.3	32.5%	63.4	0.5%
1628.HK	禹洲集团	141.6	21.2%	9.6	-39.3%
1918.HK	融创中国	782.8	0.1%	109.6	6.5%
0817.HK	中国金茂	121.2	-19.8%	37.7	1.7%
0884.HK	旭辉控股	230.7	11.4%	33.7	5.4%

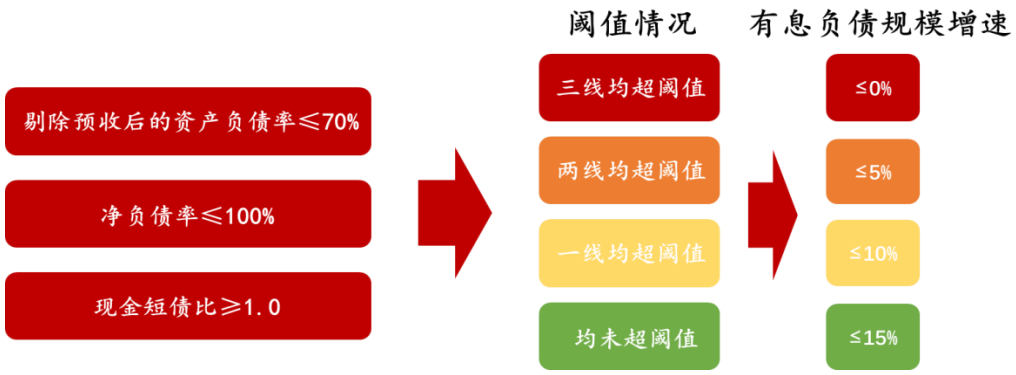
数据来源：Wind，西南证券整理

据经济参考报报道，央行限制开发商融资的“三条红线”或将于明年年初正式全面推行，成为市场关注热点。8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，据了解碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、中海、华侨城、绿地、华润和阳光城等 12 家房企参与会议，本次会议重点在于房地产企业资金监测和融资管理规则，也就是所谓的“三条红线”：1）房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；2）房企的净负债率不得大于 100%；3）房企的“现金短债比”小于 1。

12 家重点房企中，位于三条红线中“红档”的是融创、绿地和中梁，它们的剔除预收款后的资产负债率分别是 84.2%、82.8%和 80.8%，净负债率分别是 214.1%、163.4%和 120.9%，货币资金与短期债务之比分别是 0.57、0.67%和 0.70；“橙档”的为阳光城，其剔除预收款

后的资产负债率分别是 77.6%，净负债率 154.4%，货币资金与短期债务之比 1.15；“黄档”的为碧桂园、万科和新城，它们剔除预收款后的资产负债率分别是 82.7%、76.5%和 76.5%，净负债率分别是 55.3%、36.7%和 14.2%，货币资金与短期债务之比分别是 2.14、1.68 和 2.42；“绿档”的为保利、中海、华润、华侨城等。“三道红线”成为地产行业的热点话题，背后也凸显出了行业融资形势的变化。

图 17：限制房企有息负债增长的“三道红线”



数据来源：西南证券整理

5 投资建议

市场在 2019 年 2 月、8 月和 2020 年 3 月分别确认了流动性层面、成长性个股和情绪面冲击下的底部位置，市场重心缓步上行，风险偏好在持续提升。从向上弹性来看，科技股/创业板 50 可能优于传统强势股，但金融地产强势股也可能阶段性表现占优。核心资产个股 YHHMG（药明康德、恒瑞医药、海天味业、贵州茅台和中国国免）泛化趋势不可避免。6 月底以来随着金融地产股的上涨，“成熟分化牛”趋势已经确立。市场的平衡风格（从单一追求高估值的成长板块走向均衡）初步预演。8 月中旬随着经济数据的持续好转，货币流动性边际上从全面适度宽松到结构性宽松。此前超涨的科技股、疫苗股等强势个股出现回调，金融地产的平衡风格再次预演。9 月上旬以来，随着创业板 20%涨跌幅新规带来的冲击，市场平衡风格纵深演绎，金融地产相对收益开始表现明显。

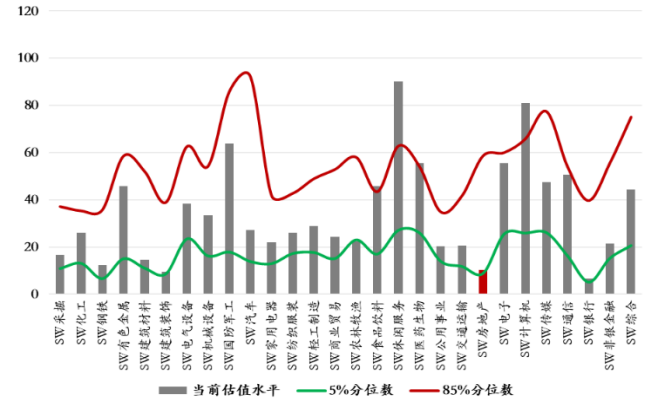
从历史相对估值水平来看，地产、金融、建筑建材等依然处低估值分位，当前位置安全边际优势突出。目前申万地产板块的平均估值水平 PE（TTM，整体法，剔除负值影响）为 9.07 倍（前一周末为 9.25 倍），港股通内房的估值水平为 7.91 倍（前一周末为 8.03 倍）；申万地产板块整体 PB（剔除负值影响）为 1.30 倍（前一周为 1.32 倍），港股通内房为 1.14 倍（前一周末为 1.20 倍）。

图 18：申万地产板块估值依然处于历史低位



数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：申万全行业估值水平对比



数据来源：Wind，西南证券整理

三条红线托底板块估值，市场平衡风格有望纵深推进，地产股相对收益近期凸显，我们建议关注三条投资主线：

1）具备“核心资产”特征的稳健龙头类：A 股推荐万科 A、保利地产、金地集团、绿地控股等，H 股推荐世茂集团、融创中国、碧桂园、旭辉控股、中国金茂等；

2）持续受益大湾区及长三角的特色房企：A 股推荐中南建设、阳光城、天健集团、南山控股、华发股份，H 股推荐龙光集团、佳兆业、宝龙地产、禹洲集团等；

3）物管商管类标的：A 股推荐招商积余、新大正，港股推荐保利物业、碧桂园服务，建议关注永升生活、新城悦、宝龙商业、蓝光嘉宝等。

表 4：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600048	保利地产	16.58	买入	2.34	2.86	3.54	7.5	6.1	4.9
000002	万科 A	28.00	买入	3.44	4.12	4.81	8.5	7.1	6.1
600383	金地集团	14.84	买入	2.23	2.74	3.19	6.8	5.6	4.8
001979	招商蛇口	16.05	持有	2.03	2.46	2.86	9.8	8.1	6.9
601155	新城控股	33.11	买入	5.61	6.98	8.44	6.6	5.3	4.4
000671	阳光城	7.83	买入	0.98	1.19	1.50	7.6	6.2	4.9
000961	中南建设	9.19	持有	1.11	1.93	2.24	9.5	5.5	4.7
600340	华夏幸福	15.90	买入	4.85	6.11	7.53	4.2	3.3	2.7
600466	蓝光发展	5.38	买入	1.15	1.73	1.96	5.1	3.4	3.0
002146	荣盛发展	7.93	买入	2.10	2.55	3.07	4.4	3.7	3.0
600325	华发股份	6.95	买入	1.32	1.63	1.99	5.7	4.7	3.8
000090	天健集团	6.95	持有	0.66	1.04	1.31	13.7	8.7	6.9
002314	南山控股	4.04	买入	0.15	0.19	0.27	31.6	24.9	17.6
0813.HK	世茂房地产	29.15	买入	3.15	3.96	4.92	9.7	7.7	6.2
1918.HK	融创中国	27.83	买入	5.85	6.98	8.49	5.6	4.7	3.9

股票代码	股票名称	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
0884.HK	旭辉控股	5.33	买入	0.82	1.02	1.22	7.4	5.9	5.0
2007.HK	碧桂园	8.47	买入	1.81	2.11	2.54	5.3	4.5	3.8
1638.HK	佳兆业	3.76	买入	0.75	1.01	1.29	4.4	3.3	2.6
6158.HK	正荣地产	4.15	持有	0.57	0.70	0.82	7.9	6.4	5.5
1628.HK	禹洲集团	3.08	持有	0.69	0.79	0.96	4.8	4.2	3.4
0817.HK	中国金茂	4.19	买入	0.56	0.68	0.86	9.1	7.5	5.9
3301.HK	融信中国	5.19	买入	1.84	2.18	2.60	3.7	3.1	2.6
1238.HK	宝龙地产	5.12	买入	0.98	1.27	1.60	4.6	3.5	2.8

数据来源：聚源数据，西南证券

6 风险提示

新冠肺炎疫情二次爆发风险、房企交楼或低于预期、回款及融资或低于预期等。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn