2020 年 09 月 06 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

消费股及科技股调整，平衡风格纵深演绎

投资要点

- **海天味业及美股大跌影响几何？**上周四周五两个交易日，消费明星股海天味业放量大跌 14.5%，两天合计交易额 66.3 亿，上周食品饮料整体下跌 1.99%（跌幅排板块第六），相比而言茅五泸受影响并不大。此外，创业板 20%涨跌幅新规迅速放大赚钱效应，上周创业板涨幅前 20 只个股（平均涨幅 45.4%），周五收盘后总市值也只有 54.1 亿，小盘子的创业板个股依然受到短线资金的热捧。最后，美股的头部科技股在上周四周五也创下较大的盘中跌幅，周末外媒报道美国政府正考虑将中芯国际列入贸易黑名单，中芯国际官方辟谣涉军的报道均为不实新闻，期望与美国相关部门直接沟通化解歧见。9 月及 10 月在美国大选落定之前，大力度的政策红包似乎难以预期，而部分风险可能提前释放，机构抱团的消费明星股出现松动，而创业板小盘子的“打一枪换一地”不仅容易招致监管风险，也在逐步消耗赚钱效益，整体上这期间个股调整的风险不可忽视，市场的平衡风格逐步朝纵深方向演绎，建议提升对金融地产的关注度。

- **地产股及物业股中报整体如何？**2020 上半年房地产板块受疫情影响，整体主营业务收入同比增长 2.8%，较 2019 年度下降 17.3pp；其中 36 家核心房企整体主营业务收入同比增长 8.1%，较 2019 年度下降 15.4pp，表现出了更强的业绩韧性。2020H1 房地产板块整体归母近利润同比下降 19.4%，较 2019 年度下降 29.6pp；其中 36 家核心房企归母净利润同比下降 10.1%，较 2019 年度下降 26.0pp。2020H1 地产板块整体毛利率为 28.6%，较 2019 年度下降 2.9pp；净利率为 10.3%，较 2019 年度下降 1.0pp，由于竣工结算进度影响及结转毛利率下行，地产板块盈利能力有所下滑。物业股方面，2020H1 物业板块持续高增长，整体主营业务收入同比增长 38.6%，较 2019 年度提升 0.7pp。2020H1 物业板块整体毛利率为 26.9%，较 2019 年度提升 0.7pp；整体净利率为 6.0%，较 2019 年度下降 1.5pp，物业板块整体业绩向好。

- **投资策略与重点关注个股。**消费股及科技股出现调整迹象，市场平衡风格有望纵深推进，地产关注三条投资主线。1）具备核心资产特征：A 股推荐万科 A、金地集团、保利地产、绿地控股等，H 股推荐世茂房地产、龙光集团、宝龙地产、旭辉控股、融创中国、中国金茂等；2）存在区域利好类：推荐天健集团、南山控股、华发股份、佳兆业等；3）物业商管类：A 股推荐招商积余、新大正，港股推荐保利物业、碧桂园服务、新城悦、永升生活、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	28.07	买入	3.47	4.00	4.45	8.09	7.02	6.31
600383	金地集团	14.59	买入	2.23	2.48	2.61	6.54	5.88	5.59
600048	保利地产	16.47	买入	2.35	2.64	3.22	7.01	6.24	5.11
600606	绿地控股	7.67	买入	1.21	1.37	1.52	6.34	5.60	5.05
002314	南山控股	4.12	买入	0.15	0.20	0.28	27.47	20.60	14.71

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）	23,450.24
流通市值（亿元）	22,587.12
行业市盈率 TTM	9.46
沪深 300 市盈率 TTM	15.1

相关研究

1. 房地产行业例评：央行 345 新规或促进行业并购整合 (2020-08-30)
2. 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)
3. 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)
4. 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)
5. 房地产行业例评：深圳扩容预期走强，阿里易居共建交易平台 (2020-08-02)
6. 房地产行业例评：市场风格再平衡，无大跌不牛市 (2020-07-26)

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 6

4 数据参考 8

5 投资建议 11

6 风险提示 13

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：上周万通地产、世联行等个股涨幅显著 1
图 4：上周万泽股份、西藏城投等个股跌幅显著 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 57.57% 2
图 7：上周表现强势的港股通内房 2
图 8：年初以来表现强势的港股通内房 2
图 9：6 月上旬及 7 月下旬本地疫情小面积反弹 3
图 10：广东新增确诊病例有零星反弹 3
图 11：海外确诊病例再创新高 3
图 12：香港疫情有明显减缓（例） 3
图 13：8 月 28 日美国累计确诊病例超过 630 万 4
图 14：伊朗每日新增确诊病例与累计病例 4
图 15：俄罗斯每日新增确诊病例与累计病例 4
图 16：印度连续 30 天单日新增超 5 万例 4
图 17：截止 8 月底主流上市房企销售增长情况对比 8
图 18：房企融资“三道红线” 10
图 19：申万地产板块估值依然处于历史低位 11
图 20：申万全行业估值水平对比 11

表 目 录

表 1：地产板块半年度业绩披露情况 9
表 2：重点关注公司盈利预测与评级 12

1 市场回顾

上周 A 股市场整体表现较差，上指周线终止五连阳。上证指数下跌 1.42%、沪深 300 指数下跌 1.53%，创业板指下跌 0.93%，万得全 A 上周交易额 4.55 万亿，环比增加 2.25%，增量不明显。从板块表现来看，上周汽车、化工、电子板块表现靠前，但涨幅均较低。

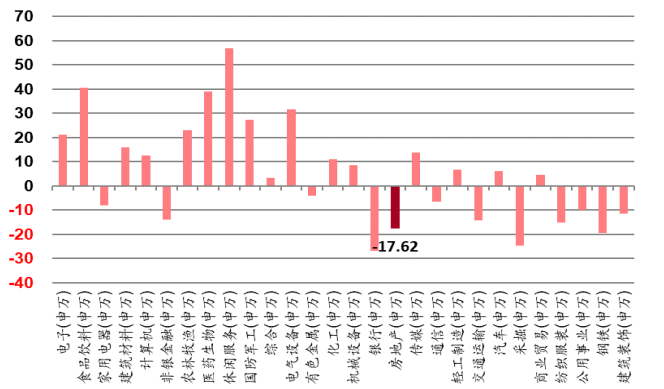
申万房地产板块（简称申万地产）上周下跌 1.17%，在所有申万一级行业中相对排名 19/28。从年初涨跌幅来看，申万地产下跌 1.17%，在所有申万一级行业中相对排名 25/28。上周申万地产板块交易额 889.08 亿，环比减少 1.31%，有略微减量。

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

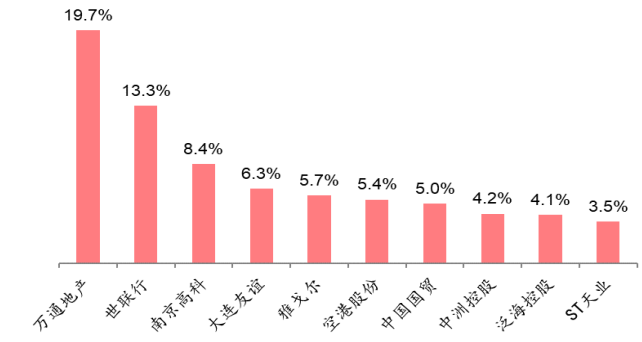
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp）



数据来源：Wind，西南证券整理

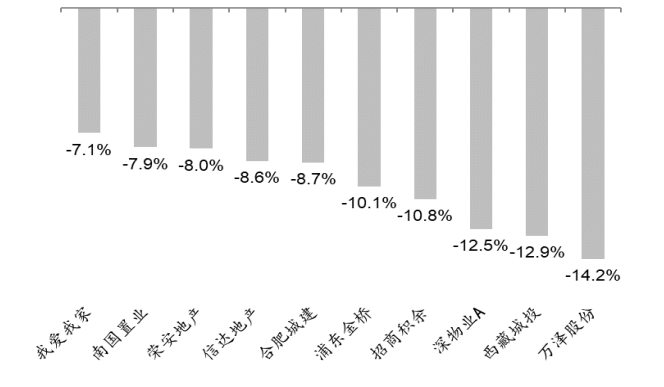
从个股涨跌幅来看，上周万通地产、世联行、南京高科等个股涨幅居前，均超 8%。万泽股份、西藏城投、深物业 A 等个股跌幅居前，均超 12%。

图 3：上周万通地产、世联行等个股涨幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

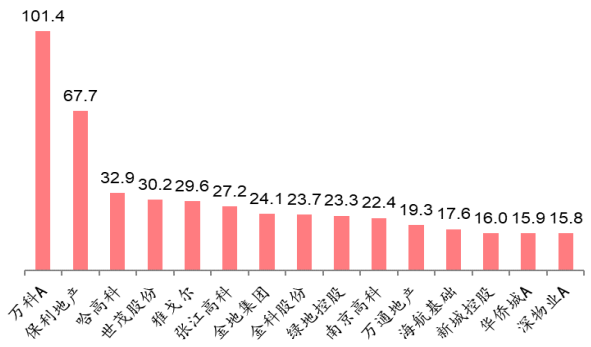
图 4：上周万泽股份、西藏城投等个股跌幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

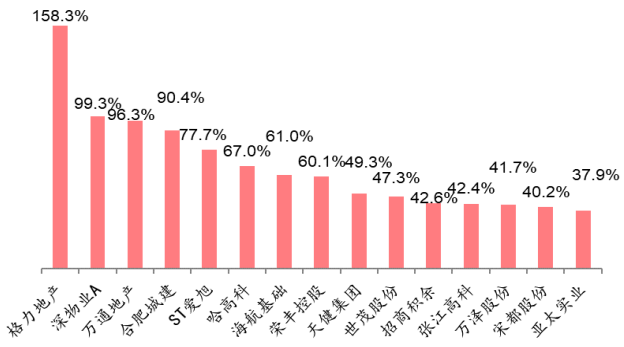
从板块交易额来看，上周万科 A、保利地产、世茂股份、哈高科等排在行业前列，成交额均超 30 亿。其中，万科和保利交易额合计 169.11 亿，占板块交易额比重为 19.02%，较上周略微上升（龙头股交易占比维持稳定），雅戈尔、张江高科和金地集团交易量持续维持在较高位置。从年初累计涨幅来看，格力地产、深物业 A、万通地产等涨幅居前，上涨个股个数占比 57.57%。年初以来，天津松江、大悦城、蓝光发展等个股跌幅居前。

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

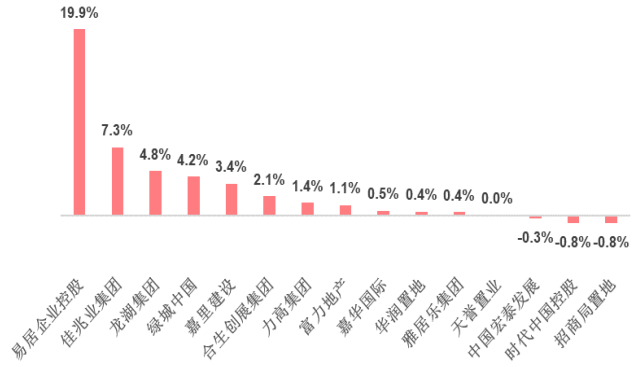
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 57.57%



数据来源：Wind，西南证券整理

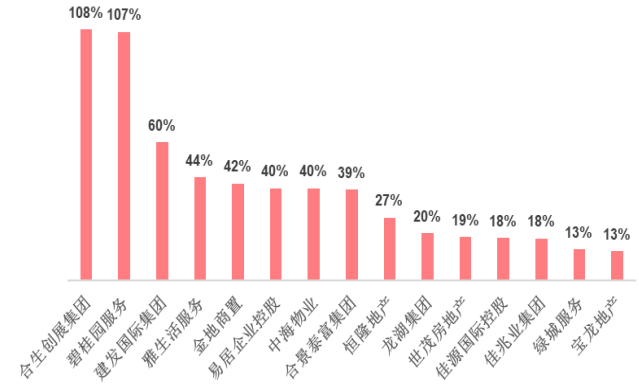
从港股通内房（根据 Wind-港股概念类-内房股，且为港股通标的）表现来看，上周有 11 只股票上涨，易居企业、佳兆业、龙湖集团等涨幅明显，均超 4%；而丰盛控股、融信中国、中国恒大等位居跌幅前列，均超 10%。年初以来，合生创展、碧桂园服务、建发国际等个股表现强势。上周从成交金额来看，华润、融创和中国海外发展均超过 23 亿（人民币）。

图 7：上周表现强势的港股通内房



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



数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业点评

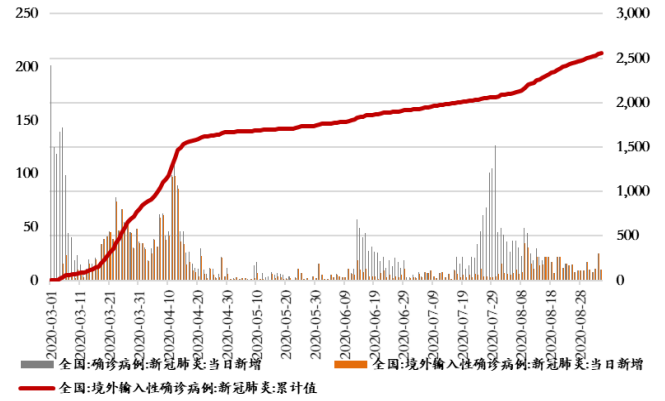
2.1 新冠肺炎 COVID-19 跟踪

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 4 日，国内累计确诊病例 90,498 例，较前日增加 23 例；现存确诊病

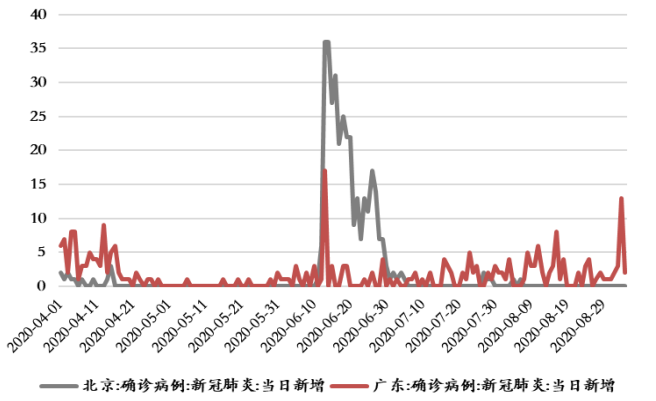
例 506 例（-23 例）、现存无症状感染者 338 例（+8 例）、境外输入确诊病例 2,563 例（+10 例）、累计死亡人数 4,735 例（+0 例）、累计治愈病例 85,257 例（+46 例）。国外疫情防控态势依然严峻，全球 212 个国家存在确诊病例，境外累计确诊 26,700,513 人（较昨日增加 300,454 人）。2020 年 9 月 4 日新增确诊排在前列的为印度（+87,115 人）、美国（+53,813 人）、巴西（+51,194 人）等。

图 9：6 月上旬及 7 月下旬本地疫情小面积反弹



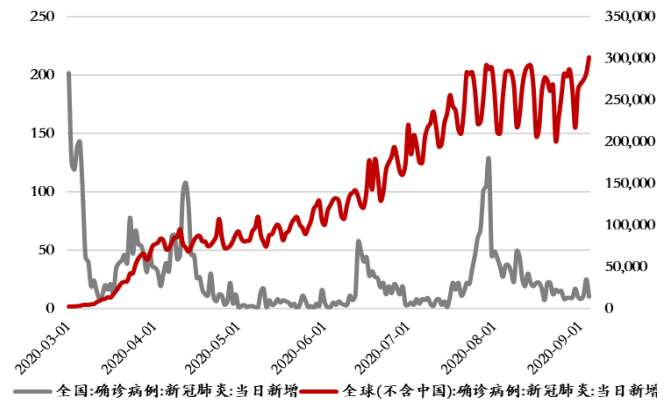
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：广东新增确诊病例有零星反弹



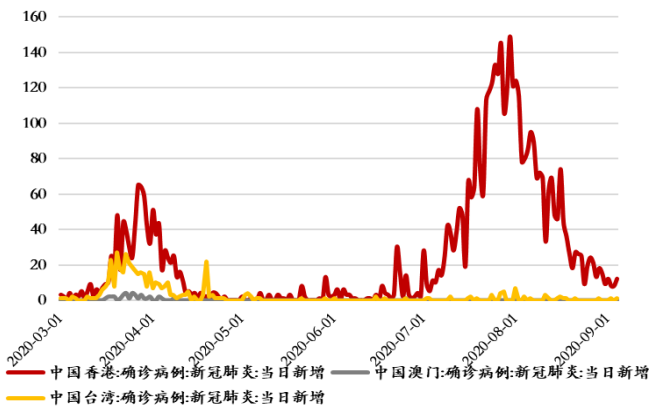
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：海外确诊病例再创新高



数据来源：Wind，西南证券整理

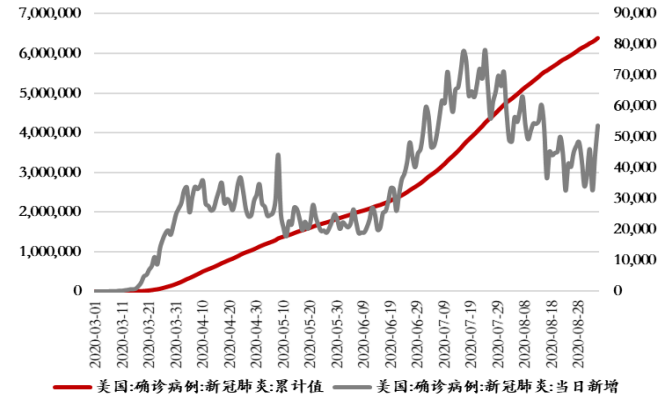
图 12：香港疫情有明显减缓（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

近期值得关注的主要有：1）9 月 4 日，香港地区疫情有所控制，特区政府计划延长社区检测，并将在本月 7 日停止运作 19 个检测中心；2）9 月 5 日，国药集团中国生物在 2020 中国国际服务贸易会上展出的两款新冠灭活疫苗均已进入最后的 III 期临床试验阶段；3）9 月 4 日全球累计确诊病例突破 2600 万；4）截止 2020 年 9 月 4 日，印度单日新增连续 3 天超 8 万例，单日增量超过美国。

图 13：8 月 28 日美国累计确诊病例超过 630 万



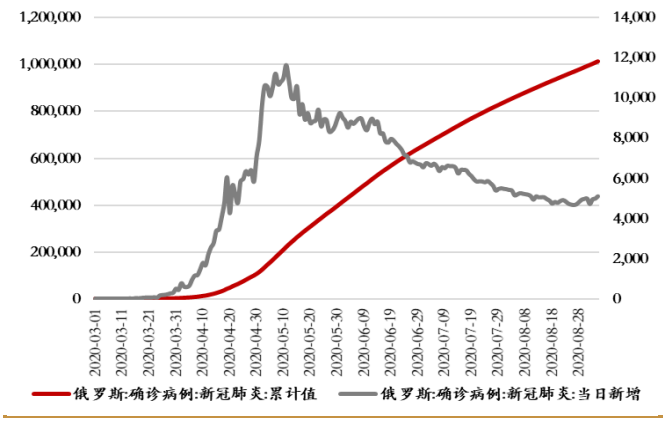
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：伊朗每日新增确诊病例与累计病例



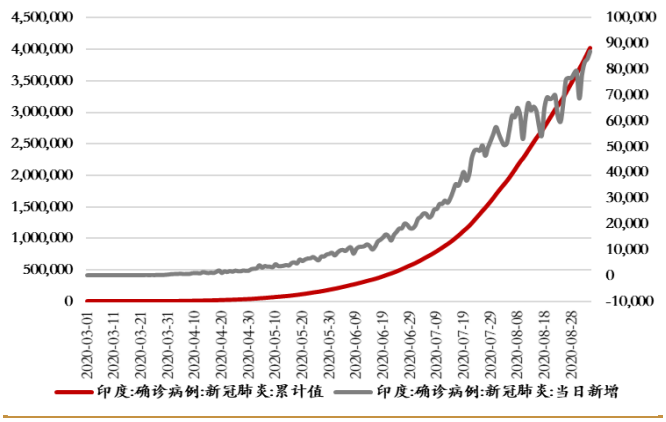
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：俄罗斯每日新增确诊病例与累计病例



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：印度连续 30 天单日新增超 5 万例



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 行业政策动态跟踪

9 月 5 日，央行参事室主任纪敏表示，我国资本市场建设任重道远，要把资本市场变成更加开放、包容、有竞争力的市场，是下一步金融改革中非常关键的内容。现在一系列动作已经开始。在不远的将来，我们有条件、也有必要更好推动资本市场加速发展。

9 月 5 日，工信部部长肖亚庆表示，2020 年是开启国家“十四五”新征程的基础之年，工信部将高质量编制“十四五”期间大数据、软件、信息通信等产业规划。明确新形势下的发展目标和任务，培育软件产业生态、推动产业聚集，加快建设数字基础设施，推动 5G 大规模的商用部署。

9 月 4 日，杭州发布楼市新政，父母投靠子女落户须满 3 年方可作为独立购房家庭购房；热点商品房项目应加大无房家庭房源倾斜比例，倾斜比例达到 80%的房源 5 年内限售；离异满 3 年且无自有住房记录满 3 年方可认定为无房家庭。

9 月 4 日，58 同城、安居客发布 8 月份租房趋势报告显示，一线城市中，北京租房热度环比持续上升；上海、广州和深圳均出现不同程度的环比下滑现象。新一线城市中，天津租房热度环比小幅上涨，成都、杭州、长沙则环比出现下降。

9 月 3 日，用益信托网最新数据显示，8 月共计发行集合信托产品 1665 款，发行规模 1781.56 亿元，募集资金 1751.77 亿元，环比上升 1.19%。值得注意的是，8 月房地产类信托募集占比 42.52%，超过募集占比为 40.28%的金融类信托，募集规模占比重回第一。

9 月 3 日，中国 8 月财新服务业 PMI 为 54，连续四个月处于扩张区间，预期 53.9，前值 54.1。

9 月 2 日，深圳楼市在“7·15”楼市新政调控后二手房成交转跌。深圳中原研究中心数据显示，8 月深圳二手住宅成交套数为 11322 套，环比下滑 15.6%；成交面积为 97.5 万平，环比下滑 15%。

9 月 2 日，商务部：将继续推进高质量建设自贸试验区，推动赋予自贸试验区更大改革开放自主权，形成更多针对性强、实效性强、集成性强的制度创新成果，推动更深层次改革，实行更高水平开放，打造改革开放新高地。

9 月 2 日，商务部：1-7 月，6 个自贸试验区和上海临港新片区实际利用外资 131.1 亿人民币，外贸进出口 6607.6 亿人民币，分别占所在省市的 5.8%和 10.8%，为稳外贸稳外资发挥了积极作用。

9 月 2 日，《中国（河北）自由贸易试验区条例》已通过省人大常委会第二次审议，预计年内出台，将为自贸试验区改革发展提供基本制度和法律保障。

9 月 1 日，中指研究院：8 月全国 100 个城市新建住宅平均价格环比上涨 0.5%，涨幅较 7 月扩大 0.07 个百分点；从涨跌城市个数看，89 个城市环比上涨，10 城市环比下跌，1 个城市与上月持平。

9 月 1 日，中国 8 月财新制造业 PMI 升至 53.1，创 2011 年 2 月以来最高，且为连续六个月处于扩张区间，预期为 52.6，前值 52.8。

9 月 1 日，发改委：海南自由贸易港鼓励类产业由两部分组成，一是国家现有产业目录中的鼓励类产业，包括《产业结构调整指导目录》和《鼓励外商投资产业目录》（均按最新修订版本执行）；二是海南自由贸易港新增鼓励类产业。

9 月 1 日，中央深改委第十五次会议强调，要坚决守住土地公有制性质不改变、耕地红线不突破、农民利益不受损这三条底线；要把保障粮食安全放在突出位置，健全粮食安全制度体系；要完善农村产权制度和要素市场化配置，提高农村土地、资金、人才、技术等各类要素的配置效率；要大力实施乡村振兴战略，健全城乡融合发展体制机制和政策体系。会议审议通过《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》、《关于进一步规范医疗行为促进合理医疗检查的指导意见》、《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》等文件。

9 月 1 日，外交部：国务委员兼外长王毅表示，要尽快签署《中欧合作 2025 战略规划》。2020 战略规划即将到期，双方应做好新的五年合作规划，为中欧对话合作提供蓝图和框架。要加强数字经济合作，坚持相互开放市场，加强技术产业合作，推动制定全球数字领域的标准规则。

8 月 31 日，央行：提出了以培育 DR 为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系的思路和方案；下阶段，中国银行间基准利率体系建设的重点在于推动各类基准利率的广泛运用，通过创新和扩大 DR 在浮息债、浮息同业存单等金融产品中的运用，将其打造为中国货币政策调控和金融市场定价的关键性参考指标。

8 月 31 日，穆迪将中国房地产行业的评级展望由“负面”调整至“稳定”，因开发商的合同销售恢复缓慢增长、库存保持稳定水平，以及国内及离岸融资渠道对财务状况良好的房企保持畅通。穆迪预计预计未来 6 至 12 个月内地房企的销售额将按年增长 0-5%。

8 月 31 日，8 月中国制造业 PMI 为 51，预期 51.5，前值 51.1；非制造业 PMI 为 55.2，前值 54.2；综合 PMI 为 54.5，前值 54.1。

8 月 31 日，广东省发展改革委召开委党组扩大会，会议指出，加快构建“一核一带一区”区域发展格局，是落实习近平总书记关于促进区域协调发展的重要论述的必然要求，也是我省加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的重要抓手。

8 月 31 日，自今年初起，金融机构新发生的浮动利率贷款已基本参考 LPR 定价。到 8 月 31 日，存量浮动利率贷款定价基准转换为 LPR 的工作也基本完成。

8 月 31 日，报告显示，8 月全国重点监测 67 城新房在线均价 16481 元/平方米，环比上涨 0.14%。二手房挂牌均价 15683 元/平方米，环比涨 0.55%。二手房全国新增挂牌房源量环比下跌 4.8%，但上海和广州新增挂牌房源量环比涨幅均超过 7%。

3 企业动态

正荣地产：9 月 4 日，公司公布 8 月份经营数据简报。公司 2020 年 8 月合约销售额为 123.03 亿元；合约销售面积 76.55 万平方米；销售均价 16100 元/平方米。截至 2020 年 8 月，公司实现累计合约销售额 818.96 为亿元；合约销售面积 532.29 万平方米；销售均价 15400 元/平方米。

世茂集团：9 月 4 日，公司公布 8 月份经营数据简报。公司 2020 年 8 月合约销售额为 295.6 亿元，同比增 37%；合约销售面积 169.47 万平方米，同比增 41%；销售均价 17443 元/平方米。截至 2020 年 8 月，公司实现累计合约销售额为 1690 亿元，同比增 19%；合约销售面积 962.99 万平方米，同比增 22%；销售均价 17550 元/平方米。

中南建设：9 月 4 日，公司公布 8 月份经营数据简报。公司房地产业务 2020 年 8 月份合同销售金额 202.7 亿元，比上年同期增长 34.2%；销售面积 157.2 万平方米，比上年同期增长 37.7%。公司 2020 年 1-8 月份累计合同销售金额 1,194.7 亿元，比上年同期增长 7.6%；累计销售面积 889.1 万平方米，比上年同期增长 2.1%。

新城控股：9 月 4 日，公司公布 8 月份经营数据简报。8 月份公司实现合同销售金额约 206.05 亿元，销售面积约 204.54 万平方米。1-8 月累计合同销售金额约 1,390.81 亿元，比上年同期下降 18.89%；累计销售面积约 1,279.98 万平方米，比上年同期下降 14.66%。

融信中国：9 月 3 日，公司公布 8 月份经营数据简报。2020 年 8 月单月，公司实现合约销售额 120.31 亿元，合约建筑面积 61.16 万平方米，平均售价约 19671 元/平方米。截至 2020 年 8 月，公司实现合约销售额 845.33 亿元，合约建筑面积 379.11 万平方米，平均售价约 22298 元/平方米。

中国恒大：9 月 3 日，公司公布 8 月份经营数据简报。2020 年 8 月公司的合约销售金额为 514.8 亿元，同比增 7.7%；合约销售面积 532.4 万平方米，同比增 18.5%。2020 年 1-8 月份，公司物业累计合约销售金额为 4506.2 亿元，同比增 21.8%；累计合约销售面积为 4934.3 万平方米，同比增 42.9%。

雅居乐集团：9 月 3 日，公司公布 8 月份经营数据简报。2020 年 8 月公司的预售金额合计为人民币 119.6 亿元，对应建筑面积 85.2 万平方米，均价为 14045 元/平方米。截至 2020 年 8 月 31 日，公司实现的预售金额合计约为 776.7 亿元，对应建筑面积 566.4 万平方米，均价为 13713 元/平方米。

荣盛发展：9 月 3 日，公司公布 8 月份经营数据简报。2020 年 8 月，公司实现签约面积 92.78 万平方米，同比增长 19.93%；签约金额 102.36 亿元，同比增长 31.26%。2020 年 1-8 月，公司累计实现签约面积 596.87 万平方米，同比增长 5.52%；累计签约金额 662.02 亿元，同比增长 8.25%。

万科 A：9 月 3 日，公司公布 8 月份经营数据简报。2020 年 8 月公司实现合同销售面积 422.9 万平方米，合同销售金额 587.2 亿元；2020 年 1~8 月份公司累计实现合同销售面积 2,893.9 万平方米，合同销售金额 4,382.2 亿元。

碧桂园：9 月 2 日，公司公布 8 月份经营数据。2020 年 8 月单月内，公司实现归属本公司股东权益的合同销售金额约 609.3 亿元，较去年同期增加 30.10%；归属本公司股东权益的合同销售面积约 712 万平方米，较去年同期增加 37.86%。

龙光集团：9 月 2 日，公司发布半年报。报告期内，公司实现合约销售额 463.5 亿元人民币，较去年同期增长 12.1%，完成了 42%的销售目标；权益合约销售面积 304 万平方米。总营收 310.34 亿元，同比增 14.9%；毛利 109.34 亿元，毛利率为 35.2%；归母净利润 61.57 亿元，同比增 20.1%；归母核心净利润 53.34 亿元，同比增 18.3%。

金地商置：9 月 2 日，公司公布 8 月份经营数据。2020 年 8 月单月内，公司实现销售总额月 64.14 亿元，期内合约销售总面积约 26 万平方米；期内销售均价 24400 元/平方米。自 2020 年 1 月到 8 月累计合约销售总额约 432.38 亿元，累计销售总面积 185.7 万平方米。

中国恒大：8 月 31 日，公司发布半年报。报告期内，公司实现营收 2666.3 亿元，同比增长 7.5%；毛利 666.8 亿元，毛利率 25.0%；净利润 147.6 亿元，净利率 5.5%；核心利润 192.5 亿元，核心利润率 7.2%；合约销售额 3488.4 亿元，同比增长 23.8%；合约销售面积 3863.2 万平方米，同比增长 47.5%。

融信中国：8 月 31 日，公司发布半年报。报告期内，公司实现营收 210.7 亿元，同比减少 20.85%；毛利 31.4 亿元，同比减少 50.63%；公司拥有人应占核心利润 11.1 亿元，同比减少 43.22%；负债比率 0.91，较 2019 年末上升 30%。公司实现合约销售 603.6 亿元，同比增 6.49%，平均售价 23457 元/平方米，同比增 16.7%。

绿地控股：8 月 31 日，公司子公司受让广西建工集团有限责任公司 66%股权，价格约为 36 亿元人民币。此举有利于公司发展大基建产业、深入泛珠三角及粤港澳大湾区建设，同时亦有利于公司进一步深化混合所有制改革。

4 数据参考

克而瑞发布了 2020 年 1-8 月房企销售榜单，大部分上市房企 8 月销售同比表现优异，市场销售状况持续恢复。

图 17：截止 8 月底主流上市房企销售增长情况对比

房企简称	2020预计目标	1-8月销售额	累计销售权益比	累计销售均价	目标完成率	8月环比	8月同比	累计同比
中国恒大	6,500	4,501	95%	9,135	69%	1%	7%	22%
碧桂园	8,000	5,293	72%	8,700	66%	7%	33%	4%
万科	6,500	4,385	65%	15,358	67%	-2%	35%	3%
融创中国	6,000	3,115	68%	14,000	52%	22%	25%	2%
绿地控股	4,500	1,693	90%	12,701	38%	41%	-33%	-24%
保利地产	5,000	3,145	72%	15,000	63%	-26%	37%	1%
中海地产	4,000	2,230	93%	17,981	56%	-6%	-10%	-13%
新城控股	2,500	1,390	76%	10,961	56%	-14%	-21%	-19%
世茂房地产	3,000	1,690	70%	17,546	56%	1%	37%	19%
龙湖集团	2,600	1,563	70%	17,000	60%	15%	10%	6%
华润置地	2,620	1,620	61%	18,430	62%	13%	24%	6%
招商蛇口	2,500	1,603	70%	21,812	64%	17%	48%	16%
阳光城	2,000	1,284	65%	12,905	64%	12%	19%	4%
富力地产	1,520	785	92%	11,939	52%	2%	13%	-3%
金地集团	2,400	1,440	62%	20,694	60%	3%	31%	23%
中南建设	2,300	1,201	65%	13,481	52%	11%	33%	8%
旭辉控股	2,300	1,283	58%	15,921	56%	16%	86%	10%
中国金茂	2,000	1,458	69%	18,962	73%	0%	39%	35%
荣盛发展	1,300	648	87%	10,847	50%	2%	14%	6%
中国奥园	1,320	713	78%	10,032	54%	14%	41%	5%
龙光地产	1,100	833	85%	12,120	76%	-3%	61%	33%
佳兆业	1,300	731	74%	12,011	56%	-32%	28%	17%
融信中国	1,600	845	59%	22,298	53%	-1%	10%	5%
禹洲地产	1,000	655	63%	16,302	65%	5%	90%	61%
建业地产	1,000	398	72%	8,054	40%	76%	-35%	-27%
宝龙地产	750	462	75%	15,330	62%	-4%	48%	16%
绿城中国	1,500	962	57%	24,409	64%	42%	66%	43%
雅居乐	1,300	776	71%	13,754	60%	12%	16%	2%
越秀地产	800	520	91%	24,691	65%	27%	148%	18%
合景泰富	1,033	556	61%	16,086	54%	4%	56%	14%
中骏集团	1,000	514	59%	14,063	51%	7%	-9%	7%
首创置业	1,000	409	61%	33,085	41%	-38%	31%	-14%
金科股份	2,200	1,218	71%	9,942	55%	-4%	79%	20%
华夏幸福	1,800	576	98%	16,744	32%	-55%	-41%	-31%
中梁控股	1,680	965	70%	13,000	57%	42%	77%	10%
远洋集团	1,500	600	65%	20,000	40%	1%	21%	-20%
正荣地产	1,500	846	62%	14,753	56%	-13%	7%	7%
蓝光发展	1,200	565	72%	8,571	47%	49%	18%	-14%
美的置业	1,200	718	68%	11,243	60%	24%	87%	18%
滨江集团	1,200	789	51%	33,214	66%	-8%	-8%	11%
新力控股	1,100	614	60%	17,537	56%	8%	39%	-1%
时代中国	1,000	494	95%	13,987	49%	13%	41%	14%
首开股份	1,000	606	60%	26,579	61%	-18%	-12%	-2%
泰禾集团	1,000	269	76%	26,991	27%	-50%	-84%	-49%
华发股份	1,000	604	63%	23,713	60%	-4%	36%	11%

说明：销售目标绝大部分是全口径数据，数据优先引用公司公告数据，其次参考克而瑞和亿翰智库，单位包括亿、元每平米等（相关数据库欢迎联系西南地产胡华如团队）

数据来源：克而瑞、公司公告、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 1：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%
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%

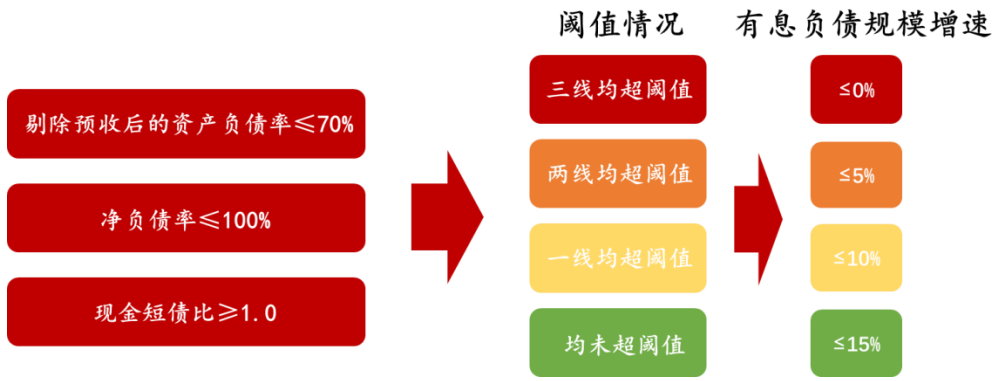
股票代码	股票名称	营业收入（亿元）	同比增幅	归母净利润（亿元）	同比增幅
1109.HK	华润置地	464.7	-2.4%	115.4	-9.3%
0960.HK	龙湖集团	512.3	32.5%	63.4	0.5%
1628.HK	禹洲集团	141.6	21.2%	9.6	-39.3%
1918.HK	融创中国	782.8	0.1%	109.6	6.5%
0817.HK	中国金茂	121.2	-19.8%	37.7	1.7%
0884.HK	旭辉控股	230.7	11.4%	33.7	5.4%

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 18：房企融资“三道红线”



数据来源：西南证券整理

深交所和上交所对基础设施公募 REITs 相关配套业务规则公开征求意见，持续利好产业地产和物流地产。2020 年 9 月 4 日，上交所、深交所双双发布公募 REITs 业务相关配套文件的公开征求意见稿，用以规范交易所基础设施基金份额发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等行为，并称相关意见和建议将于 9 月 15 日前反馈。基础设施 REITs 的进度持续推进，有利于产业地产和物流地产：1）产业地产开发与运营的房企有两大类，一类为包

括张江高科和招商蛇口等在内的国企央企，另一类是华夏幸福等的民企，产业地产开发与运营周期较长，资金周转较慢，公募 REITs 推行有效拓宽融资渠道，盘活产业园区资产；2）物流地产开发与运营的房企主要包括物流地产商、传统房企、电商企业、快递企业等 4 大类，其中万科（万纬物流）、南山控股、中储股份是其中布局较广的物流地产企业，受益于未来的公募 REITs，提升资产效率，万纬物流或南山控股 REITs 有望进入第一批基础设施 REITs 试点项目。预计基础设施公募 REITs 持续推进后，未来有望继续延伸至长租公寓等领域。

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、成长类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，消费股/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、贵州茅台和中国中免）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、医药股等强势个股出现回调，加码金融地产的平衡风格再次显现，叠加金融领域的改革步伐，表现可能好于前期。

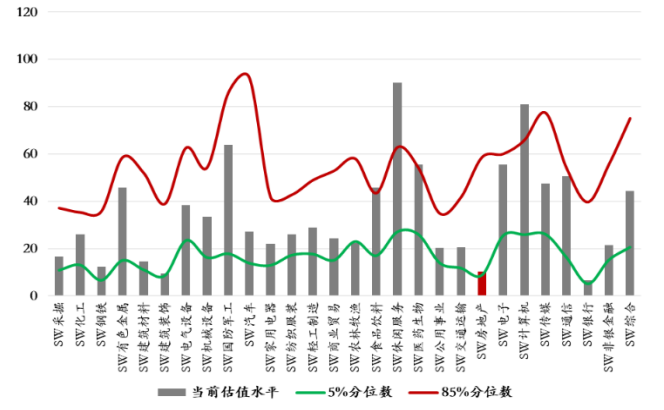
从历史相对估值水平来看，地产、金融、建筑建材等依然处于 10%估值分位，当前位置安全边际优势突出。从当前估值水平来看，目前申万地产板块的平均估值水平 PE（TTM，整体法，剔除负值影响）为 9.45 倍（前一周末为 9.67 倍），港股通内房的估值水平为 8.13 倍（前一周末为 8.14 倍）；申万地产板块整体 PB（剔除负值影响）为 1.34 倍（前一周为 1.36 倍），港股通内房为 1.14 倍（前一周末为 1.16 倍）。

图 19：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 20：申万全行业估值水平对比



数据来源：Wind，西南证券整理

2020 年 1 月上旬是地产股的阶段性高点，之后经历过两次比较明显的风险事件冲击：1）武汉封城后中国疫情的冲击，较多为心理影响，2 月 4 日开始修复较快（基本一个月左右）；2）境外疫情冲击，叠加阶段性的流动性风险和年报窗口期（部分房企经营目标或业绩的下修），政策宽松落空导致板块调整到更深的位置，然后 3 月下旬开始再次进入修复阶段。5 月两会结束后，对政策预期的调整结束，销售持续向好构成了部分地产股反弹的基础。从位置上看，3 月下旬是个股的低点，从趋势上看 5 月底是地产股反弹的起点（基本面位置确认）。6 月底以来地产有两次反弹，主要逻辑是市场风格从较为单一的追捧消费/科技/成长变得换到

更均衡（券商、保险、地产、银行），背景是两类股票累计了较大的涨幅差。7 月初是市场平衡风格的预演。8 月中旬以来，市场风格再次切换到平衡市，金融地产表现再度抢眼。

从地产行业基本面来看，房地产行业韧性较强且结构性特征突出，核心城市及周边的商品房属于“核心资产”，优质房企（关注优质存量或股东资源优势和业务协同带来的边界突破）和平台型物业管理公司的股权同样是核心资产。后续重点关注央行 345 新规的影响以及国资国企改革、金融领域并购整合带来的机会，建议按三条投资主线择股：

1）具备“核心资产”特征的个股：A 股推荐万科 A、绿地控股、金地集团、保利地产等，H 股推荐世茂房地产、龙光集团、宝龙地产、旭辉控股、融创中国、中国金茂等；

2）存在主题和区域利好的个股：A 股推荐天健集团、南山控股、华发股份，关注南国置业等，H 股推荐佳兆业、禹洲集团等；

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

表 2：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	16.47	买入	2.34	2.86	3.54	7.5	6.1	4.9
000002	万科 A	28.07	买入	3.44	4.12	4.81	8.5	7.1	6.1
600383	金地集团	14.59	买入	2.23	2.74	3.19	6.8	5.6	4.8
001979	招商蛇口	16.47	持有	2.03	2.46	2.86	9.8	8.1	6.9
601155	新城控股	34.50	买入	5.61	6.98	8.44	6.6	5.3	4.4
000671	阳光城	6.92	买入	0.98	1.19	1.50	7.6	6.2	4.9
000961	中南建设	9.41	持有	1.11	1.93	2.24	9.5	5.5	4.7
600466	蓝光发展	16.40	买入	1.15	1.73	1.96	5.1	3.4	3.0
002146	荣盛发展	5.34	买入	2.10	2.55	3.07	4.4	3.7	3.0
600325	华发股份	8.10	买入	1.32	1.63	1.99	5.7	4.7	3.8
000090	天健集团	6.99	持有	0.66	1.04	1.31	13.7	8.7	6.9
002314	南山控股	7.44	买入	0.15	0.19	0.27	31.6	24.9	17.6
0813.HK	世茂房地产	4.12	买入	3.15	3.96	4.92	9.7	7.7	6.2
1918.HK	融创中国	30.84	买入	5.85	6.98	8.49	5.6	4.7	3.9
0884.HK	旭辉控股	28.37	买入	0.82	1.02	1.22	7.4	5.9	5.0
2007.HK	碧桂园	5.75	买入	1.81	2.11	2.54	5.3	4.5	3.8
1638.HK	佳兆业	8.54	买入	0.75	1.01	1.29	4.4	3.3	2.6
6158.HK	正荣地产	3.76	持有	0.57	0.70	0.82	7.9	6.4	5.5
1628.HK	禹洲集团	3.98	持有	0.69	0.79	0.96	4.8	4.2	3.4
0817.HK	中国金茂	3.10	买入	0.56	0.68	0.86	9.1	7.5	5.9
3301.HK	融信中国	4.24	买入	1.84	2.18	2.60	3.7	3.1	2.6
1238.HK	宝龙地产	5.25	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、回款及融资政策或低于预期等。

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