2020 年 08 月 30 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

央行 345 新规或促进行业并购整合

投资要点

- **地产中报及业绩交流有哪些看点？**从业绩增速的角度，物业股普通表现较好（招商积余、碧桂园服务、永升生活、新城悦等表现较强），但增速上看也有分化（中海物业、保利物业等低于预期）；刚好进入业绩释放周期的房企（中南建设、天健集团、龙光集团）和有大体量持有型资产加持的房企（新城控股、宝龙地产、金地商置）表现较强，一二线优质房企业绩增速较多表现为个位数涨跌。我们认为销售单价变化、毛利率走势、净负债率下降幅度、融资成本改善幅度也是关键的跟踪因素，长期坚持稳健发展的房企或 2018 年以来率先去杠杆的民企目前来看占据有为主动更有优势的位置。展望 9-12 月，信贷宽松不及上半年，开发商持有现金不如上半年充裕，新房市场可能竞争更为激烈。

- **怎么看待央行 345 新规？**近期住建部和央行在北京召开了重点房企座谈会（碧桂园、恒大、万科、融创、中梁、保利、新城、华侨城、绿地、华润、中海和阳光城），或将重点房企直接纳入监管体系按负债率为核心指标进行监管（依据杠杆水平高低设置三道红线，扣预收款后负债率大于 70%、净负债率超过 100%、现金短债比小于 1 倍，将房企分为四档设置信贷增长规模），融创、绿地和中梁处于“红档”，意味着后期需更多依赖销售回款改善负债，对于处于“绿档”的保利、中海、华润和华侨城，可能也意味着更多的投资和并购机会。如果 2021 年 1 月 1 日全面执行 345 规则，9-12 月可能会看到兼并收购的浪潮，部分房企存在外延式增长的可能（特别是保利、华侨城、万科、碧桂园等）。从房地产的金融属性来看，纳入监管体系（央行直接对重点房企进行点对点监管）及行业门槛提升（综合投资能力、持有运营能力）可能是未来两个重要趋势。房地产企业的风险控制不仅仅是企业本身的问题，也涉及到金融体系的稳定，未来不排除能生存下去的房企可能会类似于券商被监管机构常态化监管。

- **投资策略与重点关注个股。**创业板新规落地刺激炒作热潮，市场平衡风格有望继续推进，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、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、龙光地产等；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	27.57	买入	3.47	4.00	4.45	7.95	6.89	6.20
600383	金地集团	14.95	买入	2.23	2.48	2.61	6.70	6.03	5.73
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	7.88	买入	1.21	1.37	1.52	6.51	5.75	5.18
002314	南山控股	4.38	买入	0.15	0.20	0.28	29.20	21.90	15.64

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

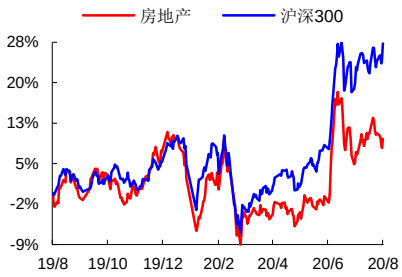
分析师：胡华如

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）	23,807.71
流通市值（亿元）	22,939.24
行业市盈率 TTM	9.5
沪深 300 市盈率 TTM	14.7

相关研究

1. 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)
2. 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)
3. 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)
4. 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)
5. 房地产行业例评：市场风格再平衡，无大跌不牛市 (2020-07-26)
6. 房地产行业例评：成熟分化牛趋势未改，关注特区 40 周年 (2020-07-19)

目 录

1 市场回顾 1

2 行业点评 3

2.1 新冠肺炎 COVID-19 跟踪 3

2.2 行业政策动态跟踪 4

3 企业动态 6

4 数据参考 7

5 投资建议 10

6 风险提示 12

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：上周世茂股份、荣安地产等个股涨幅显著 1
图 4：上周深物业 A、ST 天业、深振业 A 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 62.02% 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：上海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：香港疫情有所减缓（例） 3
图 13：8 月 28 日美国累计确诊病例超过 585 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：房企融资“三道红线” 9
图 18：2020 年 7 月住宅投资额累计同比持续回正 9
图 19：房地产开发单月投资增速持续为正 9
图 20：住宅销售单价有所回落 10
图 21：商品房销售面积和新开工面积持续恢复 10
图 22：申万地产板块估值依然处于历史低位 10
图 23：申万全行业估值水平对比 10

表 目 录

表 1：地产板块半年度业绩披露情况 7
表 2：重点关注公司盈利预测与评级 11

1 市场回顾

上周 A 股市场整体表现良好，上指周线录得五连阳。上证指数上涨 0.68%、沪深 300 指数上涨 2.66%，创业板指上涨 4.76%，万得全 A 上周交易额 4.45 万亿，环比减少 10.82%，缩量显著。从板块表现来看，上周食品饮料、休闲服务和电气设备板块表现靠前，另外创业板在新股的刺激下上周行情此起彼伏，表现抢眼。

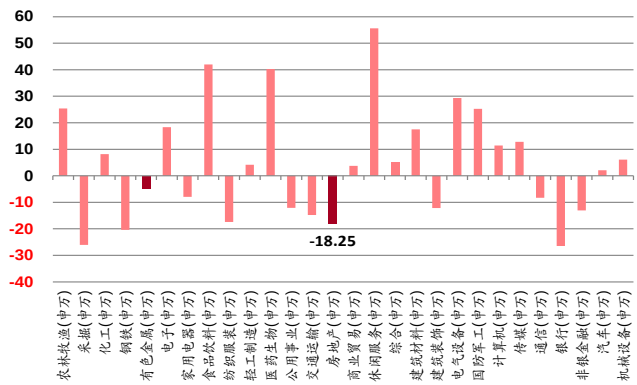
申万房地产板块（简称申万地产）上周下跌 0.92%，在所有申万一级行业中相对排名 24/28。从年初涨跌幅来看，申万地产与年初水平持平，在所有申万一级行业中相对排名 25/28。上周申万地产板块交易额 900.84 亿，环比减少 16.64%，有较大幅减量。

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

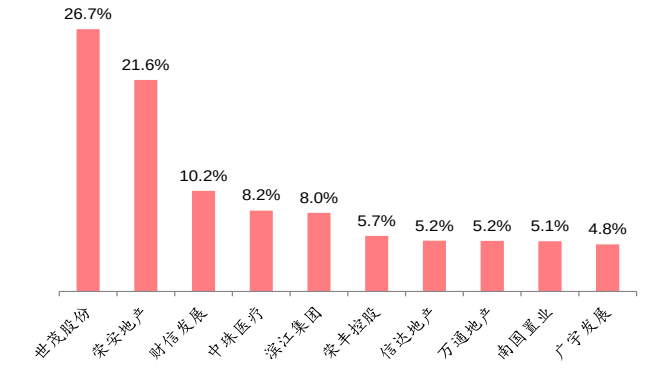
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp）



数据来源：Wind，西南证券整理

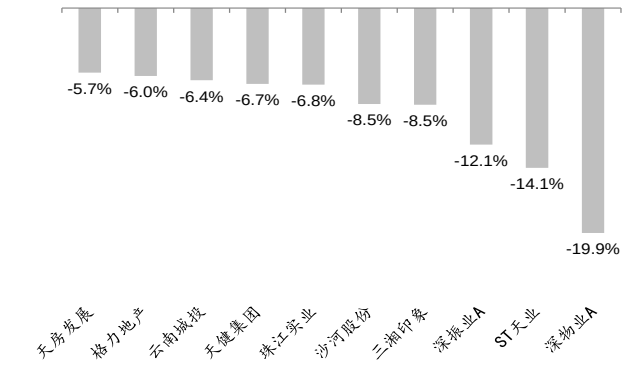
从个股涨跌幅来看，上周世茂股份、荣安地产、财信发展、中珠医疗等个股涨幅居前。深物业 A、ST 天业、深振业 A 等个股跌幅居前。

图 3：上周世茂股份、荣安地产等个股涨幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

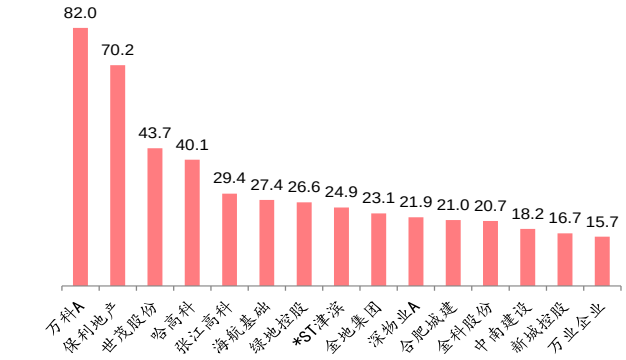
图 4：上周深物业 A、ST 天业、深振业 A 等个股跌幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

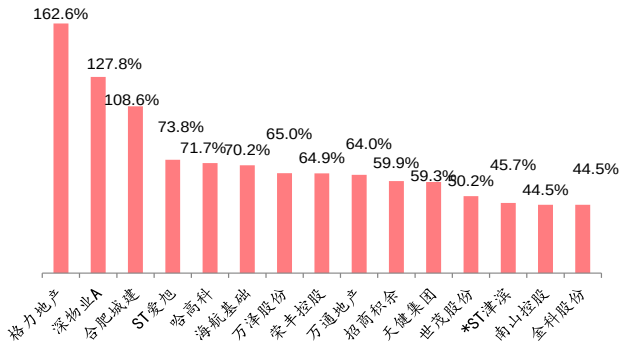
从板块交易额来看，上周万科 A、保利地产、世茂股份、哈高科等排在行业前列，成交额均超 40 亿。其中，万科和保利交易额合计 152.51 亿，占板块交易额比重为 16.89%，较上周略微上升（龙头股交易占比维持稳定），张江高科、海航基础和绿地控股交易量持续维持在较高位置。从年初累计涨幅来看，格力地产、深物业 A、合肥城建等涨幅居前，上涨个股个数占比 61.36%。年初以来，天津松江、蓝光发展、ST 新光和长春经开等个股跌幅居前。

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

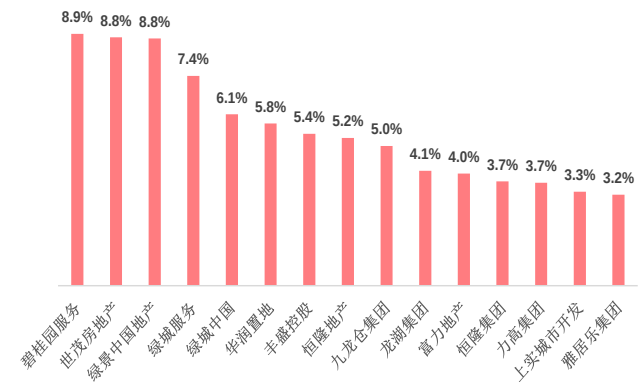
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 62.02%



数据来源：Wind，西南证券整理

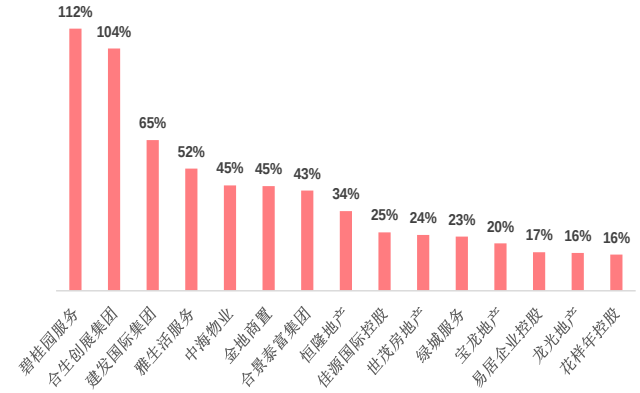
从港股通内房（根据 Wind-港股概念类-内房股，且为港股通标的）表现来看，上周有 21 只股票上涨，碧桂园服务、世茂房地产、绿景中国地产等涨幅明显，而建业地产、瑞安房地产、禹洲地产等位居跌幅前列。年初以来，碧桂园服务、合生创展、建发国际集团、雅生活服务等个股表现强势。上周从成交金额来看，融创和华润均超过 18 亿（人民币）。

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

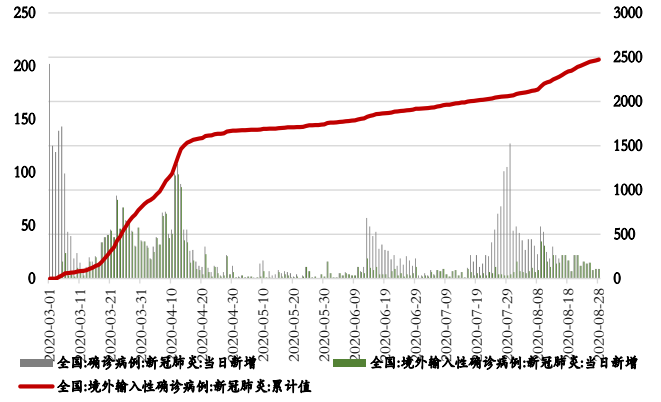
2 行业点评

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。

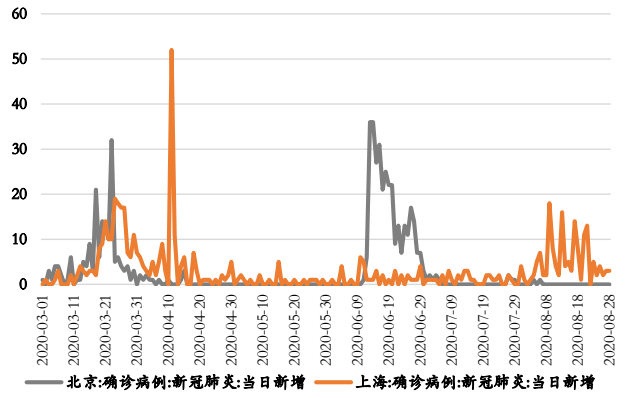
截止 2020 年 8 月 29 日，国内累计确诊病例 90,343 例，较前日增加 24 例（系近日新疆地区增多）；现存确诊病例 694 例（-86 例）、现存无症状感染者 351 例（+10 例）、境外输入确诊病例 2,473 例（+9 例）、累计死亡人数 4,727 例（+5 例）、累计治愈病例 84,922 例（+123 例）。国外疫情防控态势依然严峻，全球 212 个国家存在确诊病例，境外累计确诊 24,854,123 人（较昨日增加 264,241 人）。2020 年 8 月 28 日新增确诊排在前列的为印度（+76,472 人）、美国（+49,601 人）、巴西（+43,412 人）等。

图 9：6 月上旬及 7 月下旬本地疫情小面积反弹



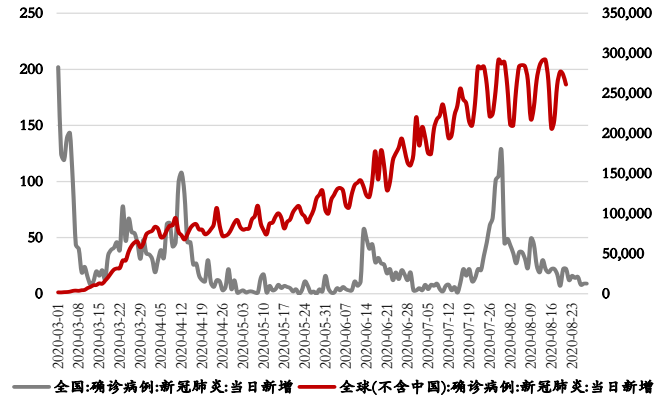
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：上海新增确诊病例有零星反弹



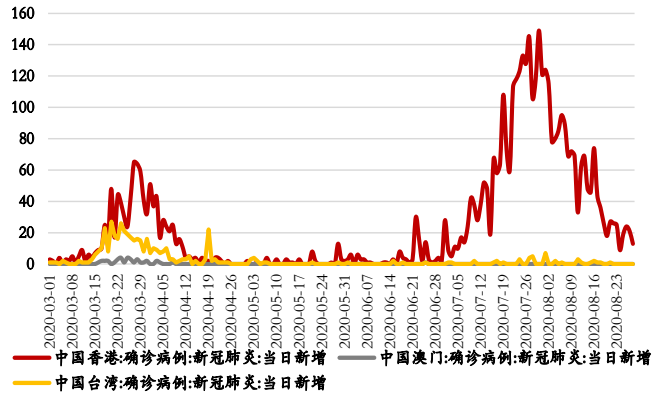
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：海外确诊病例再创新高



数据来源：Wind，西南证券整理

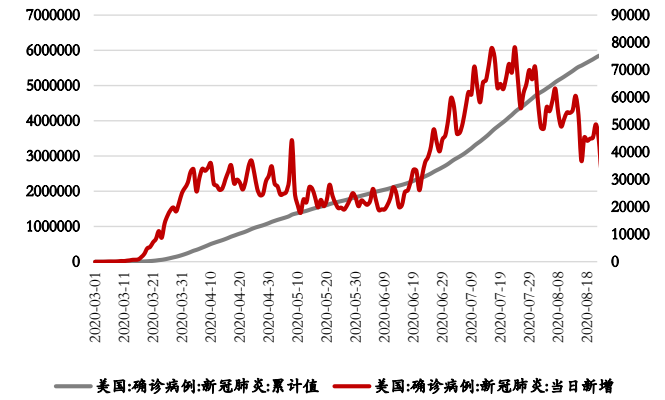
图 12：香港疫情有所减缓（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

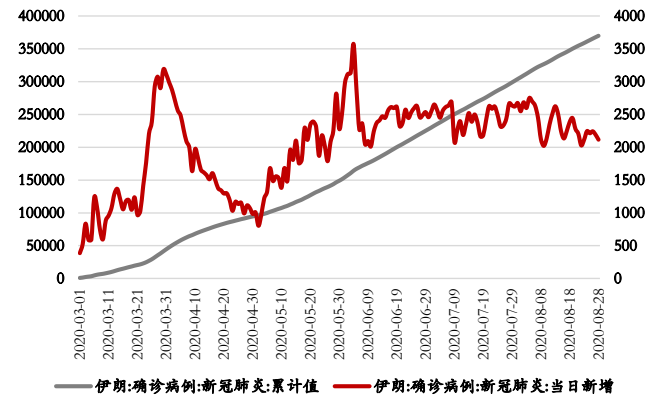
近期值得关注的主要有：1）8 月 24 日，香港地区第三波疫情下首现个位数增幅；2）8 月 24 日，香港大学证实有康复者二次感染新冠病毒，属全球首例；3）新冠病毒测试纸升级版研发成功，可快速检测空气及食物；4）8 月 27 日全球累计确诊病例突破 2400 万；5）截止 2020 年 8 月 28 日，印度单日新增连续 30 天超 5 万例。

图 13：8 月 28 日美国累计确诊病例超过 585 万



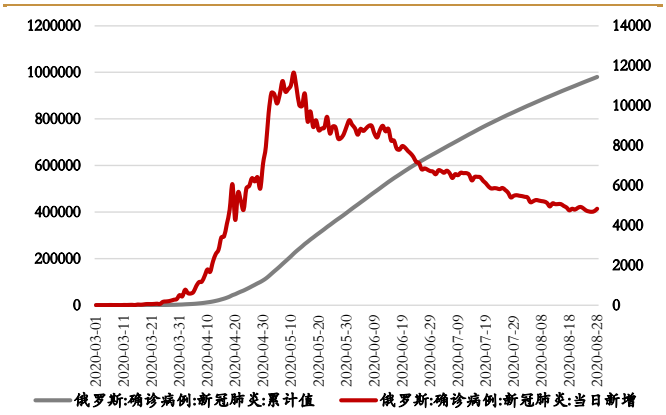
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：伊朗每日新增确诊病例与累计病例



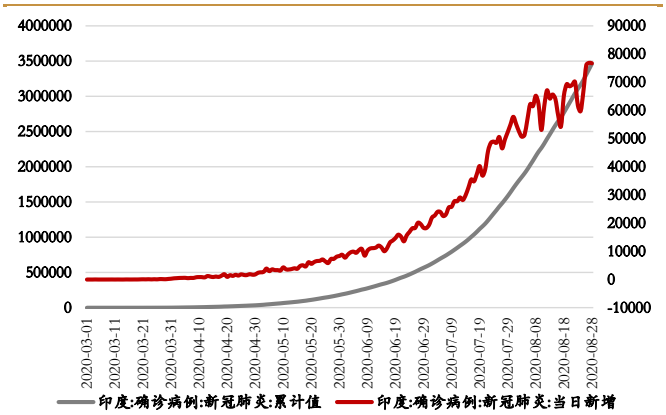
数据来源：Wind，西南证券整理

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

8 月 29 日，Wind 数据显示，央行公开市场有 6100 亿元逆回购和 1500 亿元 MLF 到期，累计进行 8100 亿元逆回购操作，因此全口径净投放 500 亿元。下周央行公开市场将有 7500 亿元逆回购到期，无正回购、央票等到期。

8 月 28 日，国家发改委近期下发通知，要求地方通过国家建设重大项目库按月开展地方政府专项债项目发行使用情况调度。调度内容包括项目实际开工时间、实际竣工时间，资金到位、完成和支付情况，形象进度等信息。国家发改委将根据各地调度情况和填报质量，视情况予以通报，激励先进、鞭策后进。

8 月 28 日，银保监会印发《健全银行业保险业公司治理三年行动方案》，明确将开展公司治理全面评估。规范股东行为方面，今年将深入整治股权与关联交易乱象，同时着力完善

大股东行为约束机制；2021 年侧重于健全中小股东权益保障机制，推动股东股权存量问题整改。

8 月 28 日，深汕合作区建立住房差别化销售价格指导机制，实施商品房和商务公寓限购，家庭限购 2 套，单身人士限购一套；同时推行优先申购制度，并加强商品房转让管理，5 年内禁止转让。

8 月 28 日，南京出台新建商品房装修新政，不具备科技系统或新风系统新建商品住房，装修标准不低于 1500 元/平方米；具备科技系统或新风系统新建商品住房，装修标准不高于 2000 元/平方米，评估价格高于 2000 元/平方米的，按 2000 元/平方米计。

8 月 28 日，央行和住建部制定重点房企资金监测和融资管理新规，目前新规尚无明确的落地时间表，相关的执行细则也有待出台。未来这项政策有可能先在部分企业进行试点，然后逐渐推开。

8 月 27 日，加盟字节跳动仅三个月的 TikTok 全球 CEO 凯文·梅耶尔（Kevin Mayer）宣布辞职，原 TikTok 美国总经理瓦妮莎·帕帕斯（Vanessa Pappas）将接任 TikTok 临时全球负责人。字节跳动创始人、CEO 张一鸣发布致员工信称，正制定全球问题解决方案，特别是在美国和印度。

8 月 27 日，住建部：1-7 月份，全国新开工改造城镇老旧小区 2.22 万个，占年度目标任务的 56.4%，较 6 月末提高 16 个百分点；涉及居民 442.74 万户，占年度目标任务的 62.7%。

8 月 26 日，深圳经济特区建立 40 周年纪念日。2019 年深圳 GDP 已高达 26927 亿元，人均 GDP 突破 20 万元。短短 40 年间，深圳特区 GDP 增长近 10000 倍，人均 GDP 升至全国城市之首，创造了世界经济发展史上的奇迹。

8 月 26 日，央行副行长刘国强表示，下阶段要保持流动性合理充裕，但不搞大水漫灌；深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。要进一步优化 LPR 传导机制，督促金融机构更好地将 LPR 内嵌入贷款 FTP（银行内部资金转移）定价曲线中，健全以公开市场操作利率为短期政策利率和以 MLF 利率为中期政策利率的央行政策利率体系。

8 月 26 日，住建部等 13 部门联合发文，要求以建设安全健康、设施完善、管理有序的完整居住社区为目标，以完善居住社区配套设施为着力点，大力开展居住社区建设补短板行动。

8 月 25 日，外交部表示，中方支持相关企业拿起法律武器维护正当权益，也将继续采取一切必要措施，坚决维护中国企业的合法权益。

8 月 25 日，重庆四川联合印发《关于推动成渝地区双城经济圈建设的若干重大改革举措》。

8 月 25 日，习近平主席召开经济社会领域专家座谈会并发言：要以畅通国民经济循环为主构建新发展格局，以科技创新催生新发展动能，以深化改革激发新发展活力，以高水平对外开放打造国际合作和竞争新优势。

8 月 24 日，至 8 月下旬，贷款市场化报价利率（LPR）形成机制改革已满一年。一年来，LPR 随央行政策利率下调，并传导至银行贷款利率和存款利率，利率传导机制进一步完善，利率市场化改革继续深化。

3 企业动态

华夏幸福:8 月 29 日,公司公告注销股票期权 1268.58 万份,回购注销限制性股票 21.45 万股，首次授予限制性股票的回购价格为 9.29 元/股；本次预留授予限制性股票的回购价格为 9.44 元/股。

金地集团：8 月 29 日发布中报，2020H1 实现营业收入 198.75 亿元，较往年同期减少 11.60%，实现归母净利润 29.82 亿元，较往年同期减少 17.89%。

南山控股：8 月 29 日发布中报，2020H1 实现营业收入 58.67 亿元，较往年同期减少 38.36%，实现归母净利润 2.51 亿元，较往年同期减少 76.13%。

金融街:8 月 29 日发布中报,2020H1 实现营业收入 58.67 亿元,较往年同期减少 38.36%,实现归母净利润 2.51 亿元，较往年同期减少 76.13%。

金科股份：8 月 28 日发布中报，2020H1 实现营业收入 303.06 亿元，较往年同期增加 16.09%，实现归母净利润 36.15 亿元，较往年同期增加 39.59%。

万科 A:8 月 28 日发布中报,2020H1 实现营业收入 1463.5 亿元,较往年同期增加 5.05%,实现归母净利润 125.08 亿元，较往年同期增加 5.62%。

蓝光发展：8 月 28 日发布中报，2020H1 实现营业收入 158.04 亿元，较往年同期增加 8.72%，实现归母净利润 13.62 亿元，较往年同期增加 7.45%。

格力地产：8 月 28 日发布中报，2020H1 实现营业收入 29.78 亿元，较往年同期增加 11.61%，实现归母净利润 4.22 亿元，较往年同期增加 3.50%。

大悦城：8 月 28 日发布中报，2020H1 实现营业收入 121.87 亿元，较往年同期减少 33.31%，实现归母净利润 5.66 亿元，较往年同期减少 69.74%。

华夏幸福：8 月 28 日发布中报，2020H1 实现营业收入 373.72 亿元，较往年同期减少 3.51%，实现归母净利润 60.62 亿元，较往年同期减少 28.52%。

佳兆业集团：8 月 27 日发布中报，2020H1 实现营业收入 222.97 亿元，较往年同期增加 10.90%，实现扣非归母净利润 24.43 亿元，较往年同期增加 31.49%。

旭辉控股：8 月 27 日发布中报，2020H1 实现营业收入 230.67 亿元，较往年同期增加 11.36%，实现扣非归母净利润 23.69 亿元，较往年同期减少 26.08%。

碧桂园服务：8 月 26 日发布中报，2020H1 实现营业收入 63.18 亿元，较往年同期增加 78.63%，实现扣非归母净利润 12.36 亿元，较往年同期增加 58.59%。

天健集团：8 月 26 日发布中报，2020H1 实现营业收入 72.60 亿元，较往年同期增加 85.02%，实现归母净利润 12.38 亿元，较往年同期增加 582.62%。

绿地控股：8 月 25 日发布中报，2020H1 实现营业收入 2099.76 亿元，较往年同期增加 4.16%，实现归母净利润 80.20 亿元，较往年同期减少 10.77%。

招商积余：8 月 25 日发布中报，2020H1 实现营业收入 38.68 亿元，较往年同期增加 48.88%，实现归母净利润 1.79 亿元，较往年同期增加 110.66%。

融创中国：8 月 25 日发布中报，2020H1 实现营业收入 782.83 亿元，较往年同期增加 0.14%，实现归母净利润 109.59 亿元，较往年同期增加 6.54%。

碧桂园：8 月 25 日发布中报，2020H1 实现营业收入 1857.59 亿元，较往年同期减少 8.46%，实现扣非归母净利润 130.54 亿元，较往年同期减少 12.37%。

招商蛇口：8 月 25 日发布中报，2020H1 实现营业收入 243.2 亿元，较往年同期增加 45.74%，实现归母净利润 9.13 亿元，较往年同期减少 81.35%。

保利地产：8 月 25 日发布中报，2020H1 实现营业收入 737.1 亿元，较往年同期增加 3.61%，实现归母净利润 101.24 亿元，较往年同期增加 1.69%。

中南建设：8 月 25 日发布中报，2020H1 实现营业收入 296.9 亿元，较往年同期增加 27.32%，实现归母净利润 20.5 亿元，较往年同期增加 56.20%。

新城控股：8 月 24 日发布中报，2020H1 实现营业收入 377.36 亿元，较往年同期 +121.15%，实现归母净利润 32.04 亿元，较往年同期增加 23.59%。

4 数据参考

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）发布半年度公告或业绩快报，由于新冠疫情影响了中期结算进度，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大幅度下滑，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%

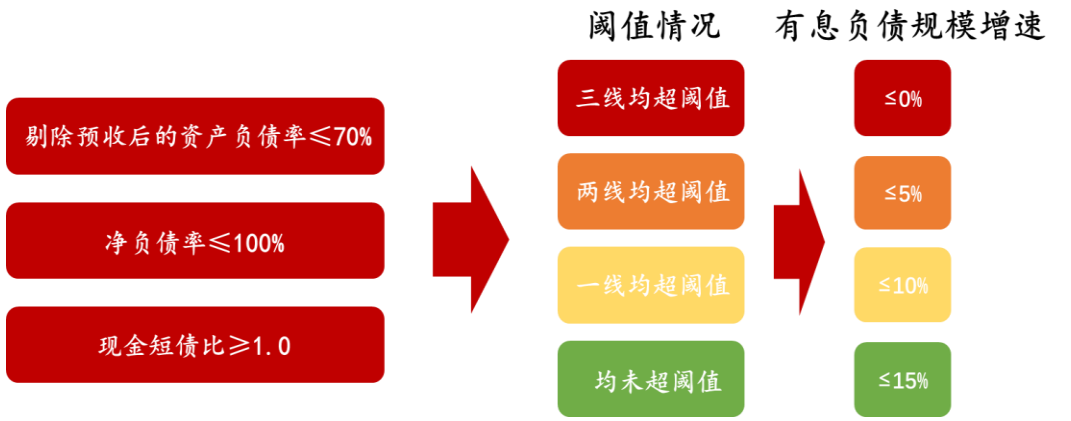
股票代码	股票名称	营业收入（亿元）	同比增幅	归母净利润（亿元）	同比增幅
002968.SZ	新大正	5.7	15.8%	0.5	13.2%
001914.SZ	招商积余	38.7	49.9%	1.8	110.7%
6098.HK	碧桂园服务	63.2	78.6%	13.1	61.0%
3319.HK	雅生活服务	40.0	78.5%	7.6	40.0%
2869.HK	绿城服务	44.0	20.1%	3.7	59.4%
2669.HK	中海物业	25.4	18.0%	2.5	12.0%
1755.HK	新城悦服务	12.2	42.7%	1.9	65.6%
1995.HK	永生生活服务	13.8	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：房企融资“三道红线”



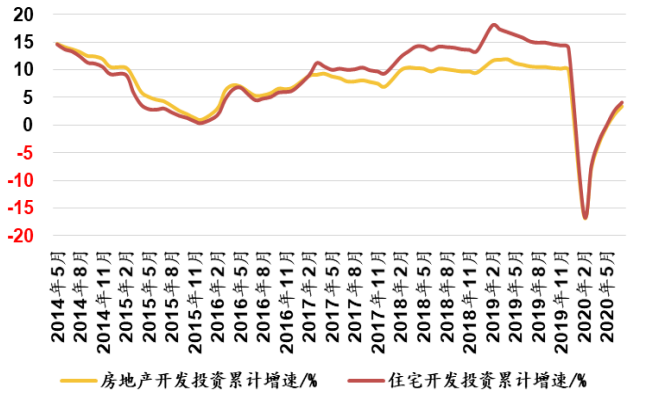
数据来源：西南证券整理

2020 年 7 月房地产投资额累计同比继续回升。8 月 15 日国家统计局发布了房地产行业数据。2020 年 1-7 月全国房地产开发投资完成额 75,325 亿元，累计同比上升 3.4%，主要原因在于房地产施工状况有所回暖且土地购置费持续回暖，比前值回升 1.5pp。其中，1-6 月住宅、办公楼、商业营业用房开发投资完成额累计同比分别 4.1%、-2.1%及-4.5%，比前值分别回升 1.5pp、1.0pp 及 0.9pp。

2020 年 7 月住宅销售面积和销售额累计同比继续收窄，单月数据同比连续为正。2020 年 7 月住宅销售面积和销售额同比分别增长 9.9%和 17.7%，单月增速连续 3 个月为正，回暖力度有所加强，比前值分别回落 5.8pp 和 5.1pp。1-7 月住宅销售面积和销售额分别为 7.38 亿平方米和 7.27 亿元，累计同比分别为-5.0%及 0.4%，比前值分别回升 2.6pp 及 3.2pp。

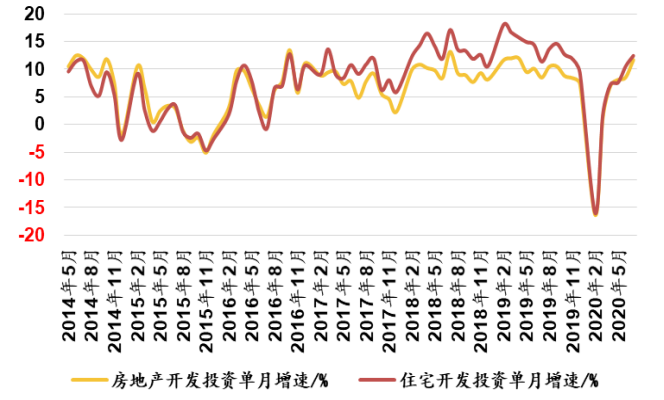
2020 年 7 月住宅新开工增速回升，竣工增速持续回落。2020 年 7 月住宅新开工面积同比增长 11.3%，比前值提高 1.7pp，2020 年 1-7 月住宅新开工面积累计同比继续收窄，增速为-5.1%，比前值提高 2.9pp。2020 年 7 月住宅竣工面积有所下滑，同比增长 12.8%，比前值回落-8.1pp，2020 年 1-7 月住宅竣工面积累计同比继续收窄，增速为-10.2%，比前值微降 0.4pp。

图 18：2020 年 7 月住宅投资额累计同比持续回正



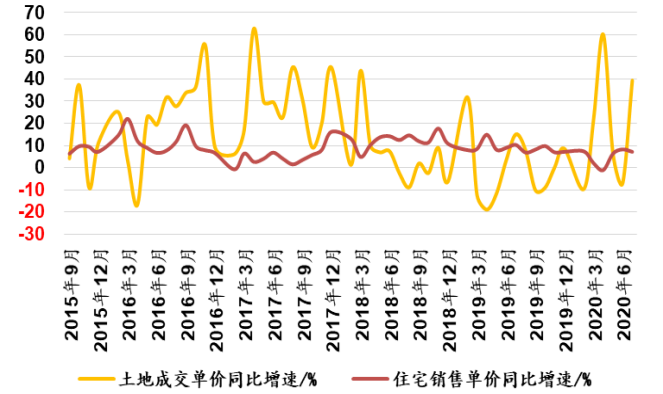
数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

图 19：房地产开发单月投资增速持续为正



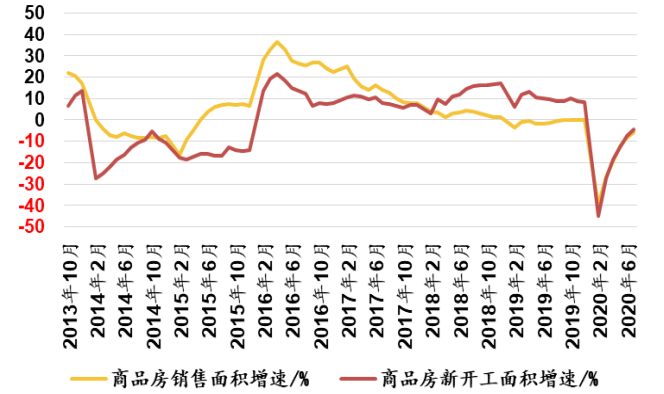
数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

图 20：住宅销售单价有所回落



数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

图 21：商品房销售面积和新开工面积持续恢复



数据来源：统计局、Wind、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，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、疫苗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。

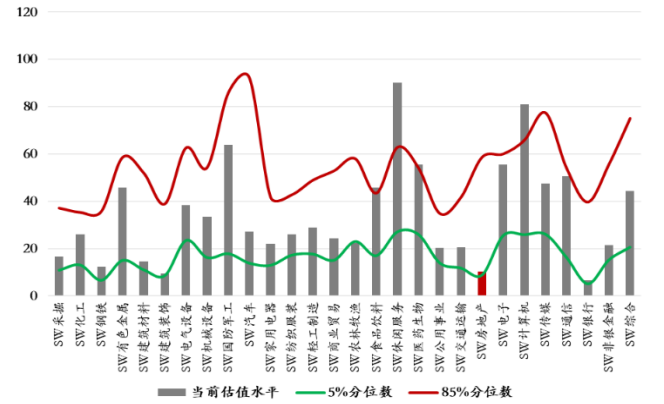
从历史相对估值水平来看，地产、金融、建筑建材等依然处于 10%估值分位，当前位置安全边际优势突出。从当前估值水平来看，目前申万地产板块的平均估值水平 PE（TTM，整体法，剔除负值影响）为 9.51 倍（前一周末为 9.33 倍），港股通内房的估值水平为 8.14 倍（前一周末为 7.96 倍）；申万地产板块整体 PB（剔除负值影响）为 1.36 倍（前一周为 1.34 倍），港股通内房为 1.16 倍（前一周末为 1.15 倍）。

图 22：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 23：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、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 股推荐龙光地产、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	27.57	买入	3.44	4.12	4.81	8.5	7.1	6.1
600383	金地集团	14.95	买入	2.23	2.74	3.19	6.8	5.6	4.8
001979	招商蛇口	16.59	持有	2.03	2.46	2.86	9.8	8.1	6.9
601155	新城控股	36.00	买入	5.61	6.98	8.44	6.6	5.3	4.4
000671	阳光城	7.08	买入	0.98	1.19	1.50	7.6	6.2	4.9
000961	中南建设	9.94	持有	1.11	1.93	2.24	9.5	5.5	4.7
600466	蓝光发展	5.40	买入	1.15	1.73	1.96	5.1	3.4	3.0
002146	荣盛发展	8.27	买入	2.10	2.55	3.07	4.4	3.7	3.0
600325	华发股份	7.11	买入	1.32	1.63	1.99	5.7	4.7	3.8
000090	天健集团	7.94	持有	0.66	1.04	1.31	13.7	8.7	6.9
002314	南山控股	4.38	买入	0.15	0.19	0.27	31.6	24.9	17.6
0813.HK	世茂房地产	32.28	买入	3.15	3.96	4.92	9.7	7.7	6.2
1918.HK	融创中国	29.66	买入	5.85	6.98	8.49	5.6	4.7	3.9
0884.HK	旭辉控股	6.00	买入	0.82	1.02	1.22	7.4	5.9	5.0
2007.HK	碧桂园	8.65	买入	1.81	2.11	2.54	5.3	4.5	3.8
1638.HK	佳兆业	3.52	买入	0.75	1.01	1.29	4.4	3.3	2.6

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
6158.HK	正荣地产	4.12	持有	0.57	0.70	0.82	7.9	6.4	5.5
1628.HK	禹洲集团	3.21	持有	0.69	0.79	0.96	4.8	4.2	3.4
0817.HK	中国金茂	4.43	买入	0.56	0.68	0.86	9.1	7.5	5.9
3301.HK	融信中国	5.99	买入	1.84	2.18	2.60	3.7	3.1	2.6
1238.HK	宝龙地产	5.17	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