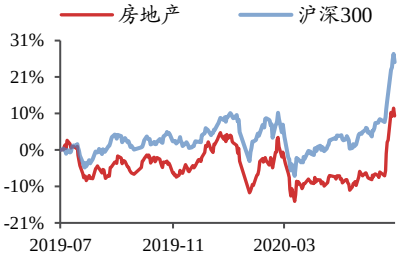
房地产

2020 年 07 月 12 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-宽信用背景下，限价松动利好房企价值重估，板块超额收益明显》-2020.7.6

成交向好，信用债新发利率下降，中长期贷款表现靓眼

——行业周报

齐东（分析师）
qidong@kysec.cn
证书编号：S0790520060001

陈鹏（联系人）
chenpeng@kysec.cn
证书编号：S0790120060038

● **信贷需求持续改善，融资成本下行利好行业利润率修复，给予行业看好评级**

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销售、区域政策、融资等方面均持续向好，在宽信用的大环境下，限价政策有所松动利好房企利润率修复，存货价值有望得到重估。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 9.98 倍，但仍处于历史低位。当前结算项目主要为 2017-2018 年销售项目，伴随疫情影响逐渐消散，对全年业绩影响相对较小。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。

● **政策：信贷需求改善，结构优化，一城一策持续推进**

1）货币政策持续宽松，信贷需求持续改善。6 月末，M2 余额同比增长 11.1%，增速环比持平；M1 余额同比增长 6.5%，增速环比降低 0.3 个百分点。预计未来 M2 增速维持高位，在宽信贷政策背景下，信贷需求持续改善，结构继续优化。6 月住户部门贷款新增 9815 亿元，同比多增 2198 亿元，住户中长期贷款表现更为靓眼，单月新增 6349 亿元，主要受益于房地产销售持续好转，房贷规模继续提升。**2）一城一策持续推进**，宁波扩大限购范围，海南进行房地产整治，深圳辟谣限购新政。我们认为宁波楼市不具典型性，主要源于宁波本身限购范围较小，调控符合房住不炒大基调。后续宏观政策、行业基本面持续好转仍将有效提振板块。

● **成交：一二手成交累计增速持续修复，二线城市表现最佳**

1）新房：2020 年第 28 周，全国 32 城成交面积 460 万平米，同比减少 4%，环比减少 33%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 10142 万平米，累计同比减少 12%，增速降幅仍在收敛。**2）二手房：**2020 年第 28 周，全国 9 城成交面积为 139 万平米，同比增速-1%，前值 31%；年初至今累计成交面积 2899 万平米，同比增速-13%，较前值继续收窄 1 个百分点。

● **资金：发债规模持续提升，单周信用债、海外债发行利率有所分化**

房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 32%、6%。2020 年第 28 周，信用债发行 180.11 亿元，同比增加 185%，环比增加 66%，平均加权利率 3.81%，环比减少 122 BPs；海外债发行 14.7 亿美元，同比增加 25%，环比增加 15%，平均加权利率 7.58%，环比增加 153 BPs。

● **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

目 录

1、 政策：信贷需求改善，结构优化，一城一策持续推进 3
2、 成交：一二手成交持续修复，二线城市表现最佳 5
2.1、 32 城新房成交持续修复，二线城市表现最佳 5
2.1.1、 全国重点 32 城新房成交情况仍在持续修复中 5
2.1.2、 二线城市新房成交表现最佳 5
2.2、 9 城二手房成交累计增速降幅收窄至-13% 6
3、 土地：溢价率仍在高位，流拍率低位徘徊 7
4、 资金：发债规模持续提升，利率有所分化 8
4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速均在提升 8
4.2、 按揭贷款利率仍处于下行通道 9
5、 投资建议：维持行业“看好”评级 10
6、 风险提示 11

图表目录

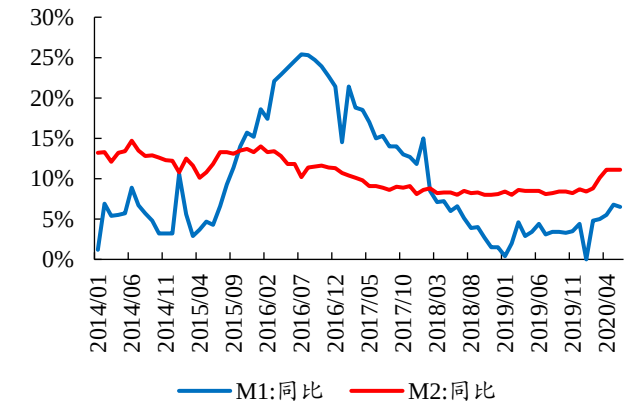
图 1： 6 月 M1、M2 同比增速分别为 6.5%、11.1% 3
图 2： 6 月住户部门新增贷款表现持续靓眼 3
图 3： “M1-M2”剪刀差处于低位 4
图 4： 6 月住户部门长短期新增贷款均处于高位 4
图 5： 全国 32 城新房成交面积单周同比增速-4% 5
图 6： 全国 32 城新房成交面积单周环比增速-33% 5
图 7： 全国 32 城新房成交各线城市复苏趋势一致 6
图 8： 全国 9 城二手房单周成交面积同比增速-1% 7
图 9： 全国 9 城二手房成交累计增速有所回暖 7
图 10： 100 城全类型土地成交溢价率保持高位 8
图 11： 100 城全类型土地流拍率低至 2.6% 8
图 12： 2020 年第 28 周国内房地产信用债发行规模提升 8
图 13： 2020 年第 28 周房地产海外债发行规模提升 8
图 14： 年初至今信用债发行规模增速高达 32%，高于海外债累计增速 6% 9
图 15： 6 月 LPR 利率暂未调整 9
图 16： 房贷利率仍在下行通道 9

表 1： 信贷需求改善，地方政策因城施策（2020 年第 28 周） 4
表 2： 房地产公司多分拆物业、代建业务寻求单独上市 5
表 3： 二线城市新房成交表现仍然最为靓眼 6
表 4： 100 城中二线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 28 周） 7
表 5： 100 城中二线城市宅地成交溢价率最高（2020 年第 28 周） 7

1、 政策：信贷需求改善，结构优化，一城一策持续推进

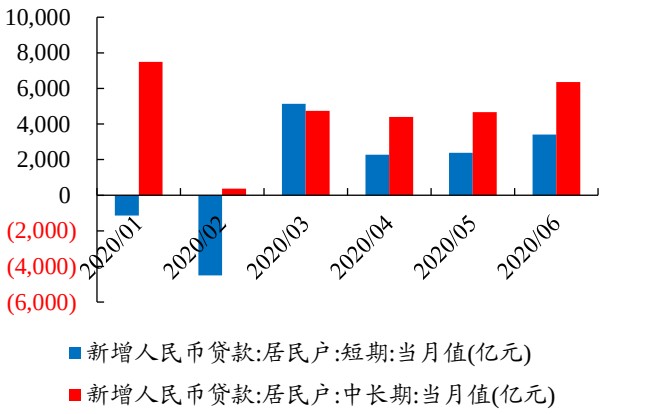
货币政策持续宽松，信贷需求持续改善。7 月 10 日，央行发布《2020 年上半年金融统计数据报告》，货币供应量方面，6 月末，M2 余额 213.49 万亿元，同比增长 11.1%，增速环比持平，同比提高 2.6 个百分点；M1 余额 60.43 万亿元，同比增长 6.5%，增速环比降低 0.3 个百分点，同比提高 2.1 个百分点。预计未来 M2 增速维持高位，在宽信贷政策背景下，信贷需求持续改善，结构继续优化。6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，前值 1.48 万亿元；其中住户部门贷款大增 9815 亿元，同比多增 2198 亿元，住户中长期贷款表现更为靓眼，单月大增 6349 亿元，主要受益于房地产销售持续好转，房贷规模继续提升。

图1：6 月 M1、M2 同比增速分别为 6.5%、11.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6 月住户部门新增贷款表现持续靓眼

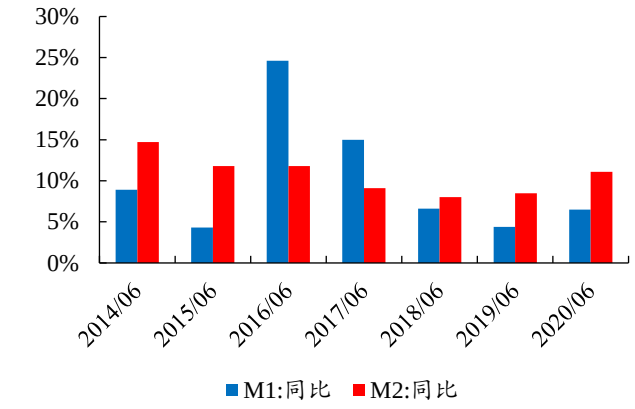


数据来源：Wind、开源证券研究所

从过往 6 年数据看，目前 M2 增速处于阶段性高位，M1 弹性更足。近三年，半年度 M2 增速持续回升，M1 增速持续波动。“M1-M2”剪刀差持续低位，但从边际变化看，随着政策引导、资金持续支持实体经济，企业信贷需求复苏，这一剪刀差或将持续收窄。

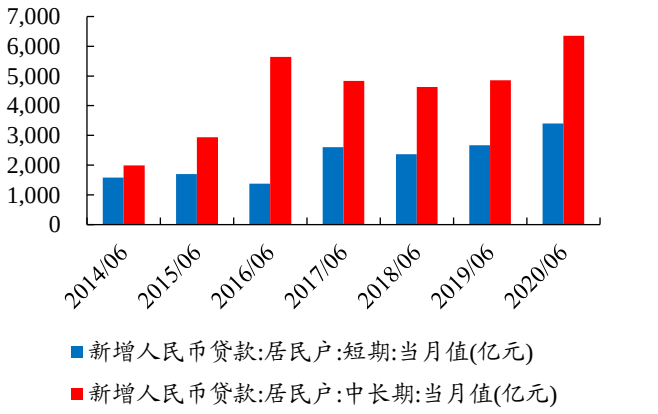
居民新增贷款数据看，2020 年 6 月居民新增贷款 9815 亿元，其中短期、中长期贷款新增值双双创下 2014 年以来的 6 月份最高值。居民消费端持续复苏的同时，购房需求也迎来强有力复苏。

图3：“M1-M2”剪刀差处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：6月住户部门长短期新增贷款均处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

宁波扩大限购范围，海南进行房地产整治，深圳辟谣限购新政。7月6日，北京丰台区成寿寺全国首个集体土地租赁项目正式落地开放；7日，宁波起实施稳定房地产市场的“十条”新政，扩大限购范围，从严核定新出让地块住宅售价；8日，深圳市即将出台房地产限购调控新政为不实传言；海南开展房地产市场整治，严厉查处违规销售、骗购住房等违法违规行为。我们认为宁波楼市不具典型性，主要源于宁波本身限购范围较小，调控符合房住不炒大基调。后续宏观政策、行业基本面持续好转仍将有效提振板块。

表1：信贷需求改善，地方政策因城施策（2020年第28周）

时间	政策
2020/7/10	央行发布《2020年上半年金融统计数据报告》：6月M2同比增长11.1%，预期11.2%；6月新增人民币贷款1.81万亿元，前值1.48万亿元；6月份社会融资规模增量为3.43万亿元，比上年同期多8099亿元。
2020/7/10	央行指出，房地产融资保持稳定，5月末全口径房地产融资增速10.3%，比同期社会融资规模增速低2.2个百分点；继续深化LPR改革，推动贷款实际利率持续下行
2020/7/8	深圳：深圳市即将出台房地产调控新政为不实传言
2020/7/8	海南：开展房地产市场整治，严厉查处违规销售、骗购住房等违法违规行为
2020/7/7	苏州：7月起住房公积金缴存基数上限调整为26400元，较2019年上调2700元
2020/7/7	宁波：7月7日起实施稳定房地产市场的“十条”新政，扩大限购范围，从严核定新出让地块住宅售价
2020/7/7	北京住建委：新建公租房须同步建人脸识别系统
2020/7/6	深圳：养老服务投资扶持政策清单出炉，涵盖用地、规划和建设政策，税费优惠政策，医养结合政策，运营资助政策，培训补贴政策，其他政策等六方面
2020/7/6	济南：3年内将建设10个特色产业园区
2020/7/6	北京：丰台区成寿寺全国首个集体土地租赁项目正式落地开放

资料来源：政府官网、乐居财经、Wind、开源证券研究所

分拆物业上市蔚然成风。物业行业具备轻资产、现金流好、客户黏性强等一系

列，市场给予物业板块更高估值；同时通过分拆上市，物业公司可以获得融资，利于后续收并购扩大规模。近两周从房企资本运作看，房企多进行物业、代建业务分拆寻求单独上市。

表2：房地产公司多分拆物业、代建业务寻求单独上市

时间	事件
2020/7/10	正荣服务，港交所上市，代码 06958.HK，开盘报价 4.86 港元/股
2020/7/10	绿城管理，港交所上市，代码 09979.HK，开盘报价 2.65 港元/股
2020/7/7	弘阳服务，港交所上市，代码 01971.HK，开盘股价 4.88 港元/股

资料来源：公司公告、乐居财经、Wind、开源证券研究所

2、 成交：一二手成交持续修复，二线城市表现最佳

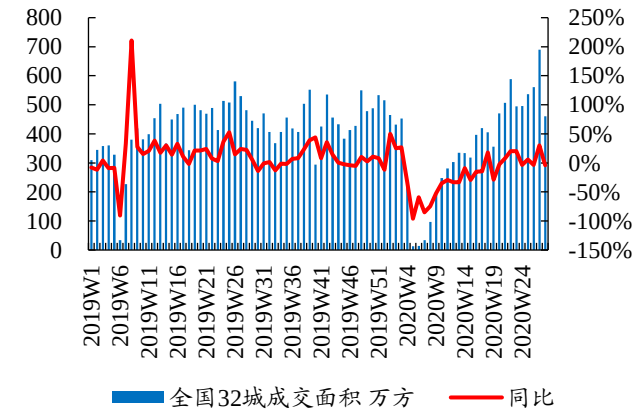
2.1、 32 城新房成交持续修复，二线城市表现最佳

2.1.1、 全国重点 32 城新房成交情况仍在持续修复中

根据房管局数据，2020 年第 28 周，全国 32 城成交面积 460 万平米，同比减少 4%，环比减少 33%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 10142 万平米，累计同比减少 12%，增速降幅仍在收敛。

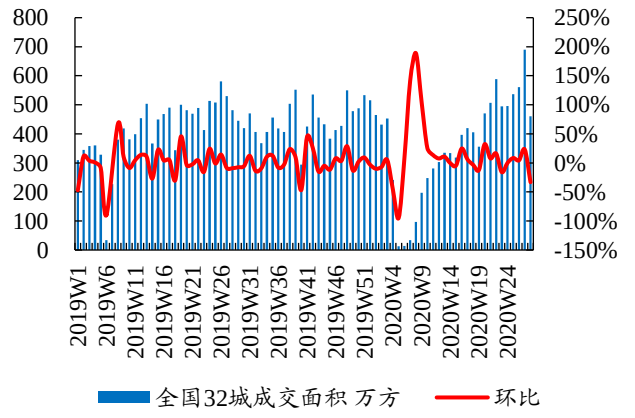
从 CRIC 百强房企销售排行榜数据看，2020 年 6 月，百强房企销售额、面积同比分别增长 13.8%、10.3%，随着国内疫情带来的消极因素逐渐退却，销售持续好转，单月销售额同比增速连续 4 个月持续提升，前期积压需求正在逐渐释放，后续销售有所保障。

图5：全国 32 城新房成交面积单周同比增速-4%



数据来源：Wind、开源证券研究所（横坐标 W 代表周，下同）

图6：全国 32 城新房成交面积单周环比增速-33%

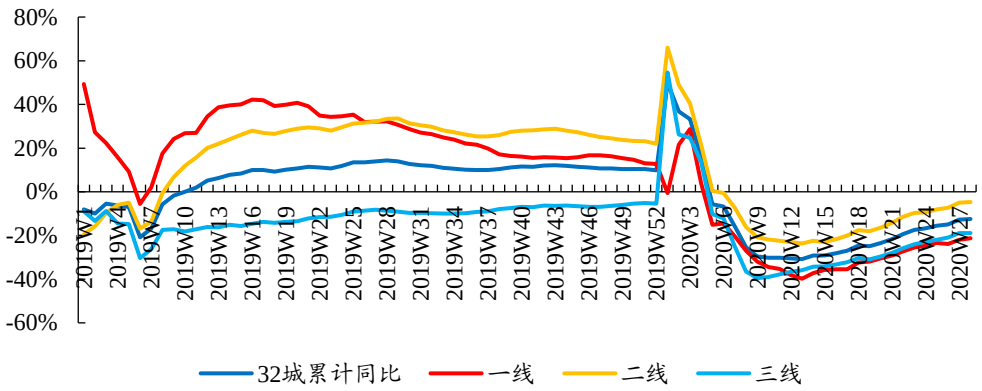


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、 二线城市新房成交表现最佳

根据房管局数据，2020 年第 28 周，全国 32 城成交面积同比增速-4%，年初至今累计增速-12%，自 2 月以来处于持续修复通道。各线城市走势基本一致，一、二、三线单周成交同比增速分别为 0%、1%、-16%，年初至今累计增速-21%、-5%、-19%，二线城市成交情况最佳，一、三线城市承压，复苏情况较为一般。

图7：全国 32 城新房成交各线城市复苏趋势一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：二线城市新房成交表现仍然最为靓眼

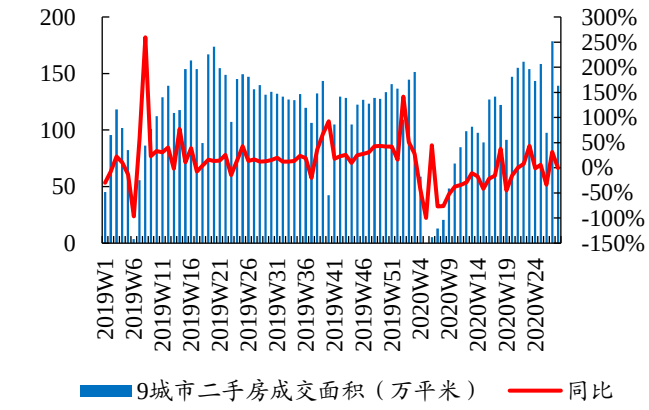
	成交面积（万方）	同比	环比	累计成交（万方）	累计同比	累计环比
一线城市	63	0%	-30%	1439	-21%	5%
二线城市	270	1%	-27%	5315	-5%	5%
三线城市	127	-16%	-44%	3388	-19%	4%
合计	460	-4%	-33%	10142	-12%	5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 9 城二手房成交累计增速降幅收窄至-13%

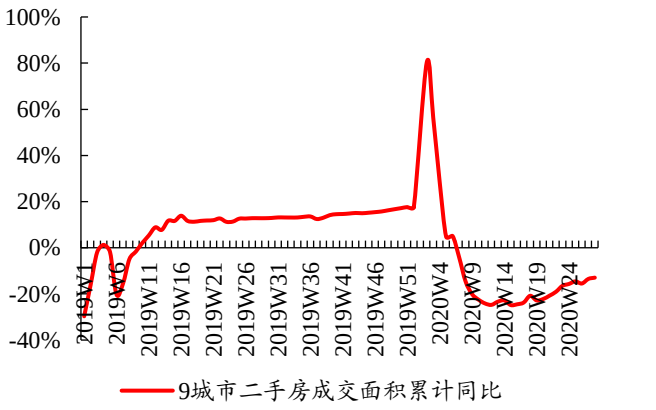
9 城二手房成交累计增速降幅收窄至-13%。2020 年第 28 周，全国 9 城成交面积为 139 万平米，同比增速-1%，前值 31%；年初至今累计成交面积 2899 万平米，同比增速-13%，较前值继续收窄 1 个百分点。

图8：全国 9 城二手房单周成交面积同比增速-1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：全国 9 城二手房成交累计增速有所回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 土地：溢价率仍在高位，流拍率低位徘徊

全国 100 城土地市场成交热度可观。2020 年第 28 周，全国 100 城全类型土地成交溢价率 13%，流拍率 2.6%；宅地成交溢价率 13%，流拍率 1.2%。

表4：100 城中二线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 28 周）

	推出规划建面（万方）	流拍率	成交规划建面（万方）	成交楼面均价（元/平米）	平均溢价率
一线	274	0.0%	178	5393	13%
二线	1903	4.9%	1502	4034	15%
三线	3282	1.5%	1567	1992	9%
合计	5459	2.6%	3247	3150	13%

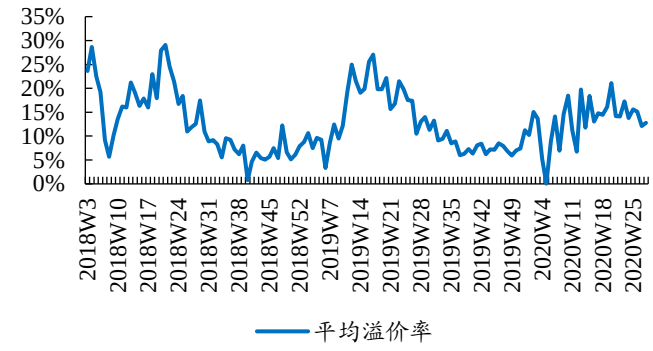
数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：100 城中二线城市宅地成交溢价率最高（2020 年第 28 周）

	推出规划建面（万方）	流拍率	成交规划建面（万方）	成交楼面均价（元/平米）	平均溢价率
一线	148	0.0%	64	13754	14%
二线	973	2.8%	888	6279	16%
三线	1477	0.3%	753	3672	8%
合计	2597	1.2%	1704	5458	13%

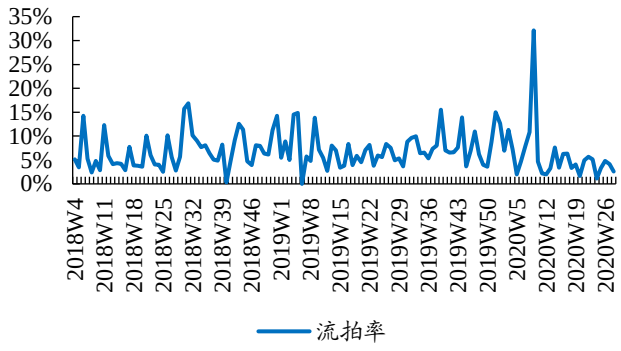
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：100 城全类型土地成交溢价率保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：100 城全类型土地流拍率低至 2.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

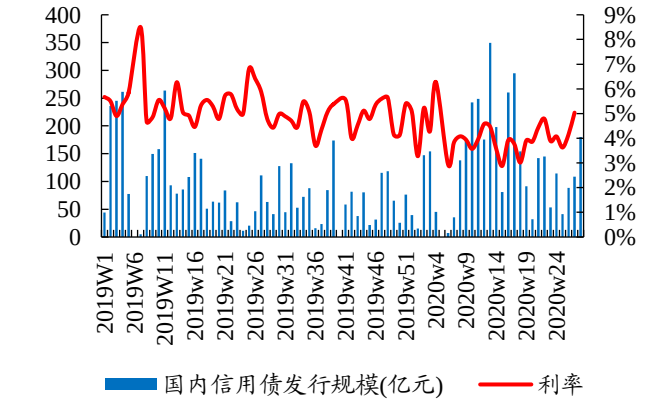
4、 资金：发债规模持续提升，利率有所分化

4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速均在提升

2020 年第 28 周，信用债发行 180.11 亿元，同比增加 185%，环比增加 66%，平均加权利率 3.81%，环比减少 122BPs；海外债发行 14.7 亿美元，同比增加 25%，环比增加 15%，平均加权利率 7.58%，环比增加 153BPs。

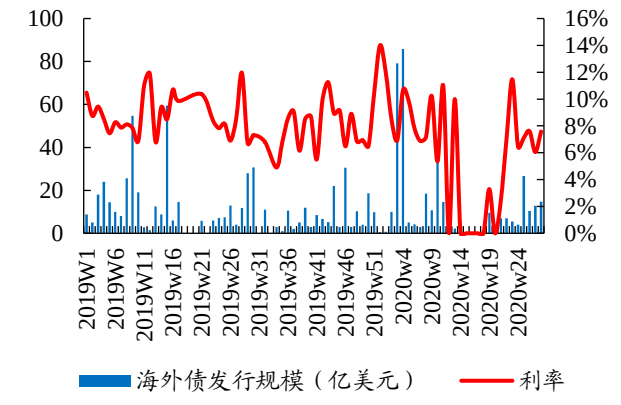
从大趋势看，2020 年受益于货币政策持续宽松，叠加市场逐渐由宽货币向宽信用过渡，房企发债规模有所提升、成本也有所改善。2020 年 6 月，信用债发行 448 亿元，同比增长 46%；海外债发行 343 亿元，同比增长 19%；加权利率分别为 4.42%、7.57%，较 2019 年末均有下降。

图12：2020 年第 28 周国内房地产信用债发行规模提升



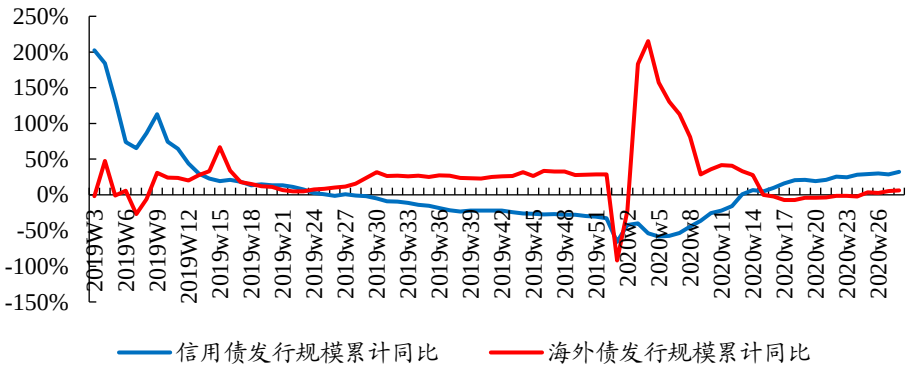
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2020 年第 28 周房地产海外债发行规模提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：年初至今信用债发行规模增速高达 32%，高于海外债累计增速 6%



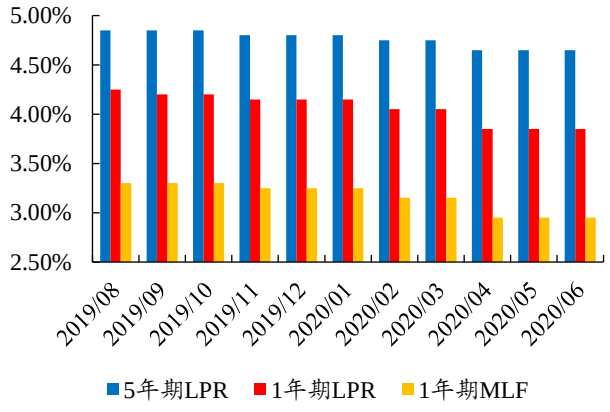
数据来源：Wind、开源证券研究所

7 月 10 日，央行举行 2020 年上半年金融统计数据新闻发布会，货币政策司副司长郭凯表示，下半年稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕；继续深化 LPR 改革，推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。

4.2、 按揭贷款利率仍处于下行通道

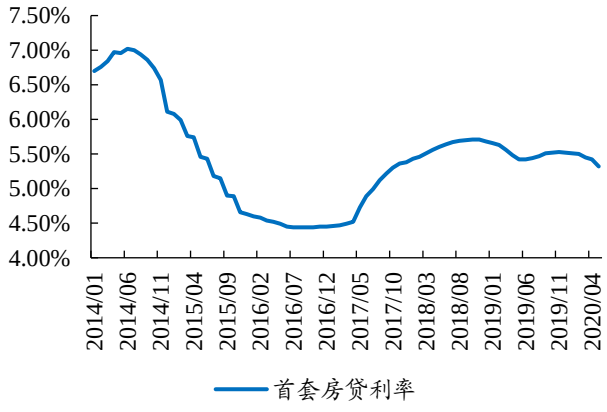
居民端资金面持续改善。根据融 360 数据，2020 年 6 月，全国首套房贷款平均利率为 5.28%，环比下降 4BP；二套房贷款平均利率为 5.60%，环比下降 3BP。这是首套房、二套房连续下调的第 6 个月。疫情影响下，全球迎来降息潮，3 月 16 日央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点；4 月 15 日，中国人民银行宣布开展 1 年期中期借贷便利（MLF）操作 1000 亿元，中标利率为 2.95%，较上期下降 20 个基点；4 月 20 日，央行发布最新一期 LPR 利率，其中一年期利率为 3.85%，较上期下降 20 个基点；五年期利率为 4.65%，较上期下降 10 个基点；5、6 月 LPR 利率未变。C 端房贷利率仍在下行通道，利于缓和居民还贷压力，释放居民置业需求。

图15：6 月 LPR 利率暂未调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：房贷利率仍在下行通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 投资建议：维持行业“看好”评级

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。目前销售、区域政策、融资等方面均持续向好，在宽信用的大环境下，限价政策有所松动利好房企利润率修复，存货价值有望得到重估。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 9.98 倍，但仍处于历史低位。

当前结算项目主要为 2017-2018 年销售项目，伴随疫情影响逐渐消散，对全年业绩影响相对较小。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。

6、 风险提示

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。

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。

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	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	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，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
地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn