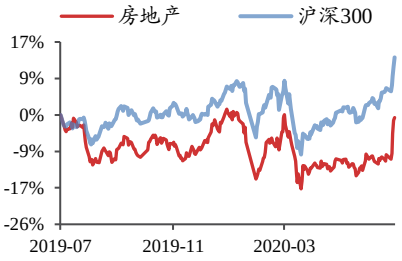
房地产

2020 年 07 月 06 日

投资评级：看好（首次）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

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

——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

● **宽信用背景下，销售好转、限价松动利好利润率修复，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，政策将会长期给予当前框架之下，但力度则会相机而变。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 9.84 倍，但仍处于历史绝对低位（分位点 13.2%，从低到高）。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，给予行业看好评级。

● **政策：央行下调再贷款、再贴现利率，销售持续回暖，多地限价政策松动**

信贷政策持续宽松，央行决定于 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率；其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点；再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%；此外央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点至 1.75%。**年初至今，多地对限价政策小幅放松，**长沙洋湖地块限价 14800 元/平米创新高；上海、武汉、杭州限价政策均有小幅松动。限价松动，房企利润率有改善空间，房企迎来存货价值重估契机。

● **成交：一二手成交持续修复，二线城市表现最佳**

1）新房：2020 年第 27 周，全国 32 城成交面积 663 万平米，同比增长 25%，环比增长 18%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 9655 万平米，累计同比减少 13%，增速降幅仍在收敛。**2）二手房：**9 城二手房成交累计增速降幅收窄至-14%。**3)根据 CRIC 公布的百强房企销售排行榜**，2020 年 1-6 月，TOP100 房企销售金额、面积同比增速持续复苏至-2.7%、-3.5%，较前值分别提升 5.3、4.4 个百分点。我们认为，疫情对成交带来的消极因素正在逐渐褪去，前期积压的购置需求有效保障后续成交走势。信贷宽松环境下，房地产价格稳中向好，对房企来说，“价稳量增”是当前政策格局下的最优局面。

● **资金：信用债发行规模可观，海外债基本持平**

1）房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 26%、3%。2020 年第 27 周，信用债发行 31.29 亿元，同比减少 72%，平均加权利率 5.24%；海外债发行 12.6 亿美元，同比增加 215%，平均加权利率 5.94%。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。**2）C 端房贷利率仍处于下行通道。**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。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。

● **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：宽信用背景下，销售好转、限价松动提振板块估值修复 3
1.1、 央行下调再贷款、再贴现利率，销售持续回暖，多地限价政策松动 3
1.2、 资本运作：分拆物业上市蔚然成风 4
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-14% 6
3、 土地：溢价率仍在高位，流拍率低位徘徊 7
4、 资金：信用债发行规模可观，海外债基本持平 8
4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 26%、3% 8
4.2、 C 端房贷利率仍处于下行通道 8
5、 投资建议：给予行业“看好”评级 9
6、 风险提示 10

图表目录

图 1： 全国 32 城新房成交面积单月同比增长达 25% 5
图 2： 全国 32 城新房成交面积单月环比增长达 18% 5
图 3： 全国 32 城新房成交各线城市复苏趋势一致 6
图 4： 全国 9 城二手房单周成交面积同比增长 30% 6
图 5： 全国 9 城二手房成交累计增速有所回暖 6
图 6： 100 城全类型土地成交溢价率保持高位 7
图 7： 100 城全类型土地流拍率低至 4% 7
图 8： 2020 年第 27 周国内房地产信用债发行规模回落 8
图 9： 2020 年第 27 周房地产海外债发行规模提升 8
图 10： 年初至今信用债发行规模增速高达 26%，高于海外债累计增速 3% 8
图 11： 6 月 LPR 利率暂未调整 9
图 12： 房贷利率仍在下行通道 9

表 1： 货币政策持续宽松，地方政策因城施策（ 2020 年第 26-27 周） 3
表 2： 房地产公司多分拆物业、代建业务寻求单独上市 4
表 3： 二线城市新房成交表现仍然最为靓眼 6
表 4： 100 城中三线城市全类型土地成交溢价率依然最高（2020 年第 27 周） 7
表 5： 100 城中三线城市宅地成交溢价率依然最高（2020 年第 27 周） 7

1、 政策：宽信用背景下，销售好转、限价松动提振板块估值修复

1.1、 央行下调再贷款、再贴现利率，销售持续回暖，多地限价政策松动

销售方面，根据 CRIC 公布的百强房企销售排行榜，2020 年 1-6 月，TOP100 房企销售金额、面积同比增速持续复苏至-2.7%、-3.5%，较前值分别提升 5.3、4.4 个百分点；6 月单月销售金额、面积同比分别增长 13.8%、10.3%，单月销售额同比增速连续 4 个月持续回升。我们认为，疫情对成交带来的消极因素正在逐渐褪去，前期积压的购置需求有效保障后续成交走势。信贷宽松环境下，房地产价格稳中向好，对房企来说，“价稳量增”是当前政策格局下的最优局面。

信贷政策持续宽松，央行决定于 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率；其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点；再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%；此外央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点至 1.75%。

年初至今，多地对限价政策小幅放松，长沙洋湖地块限价 14800 元/平米创新高；上海、武汉、杭州限价政策均有小幅松动。限价松动，房企利润率有改善空间，房企迎来存货价值重估契机。周内板块估值迎来大幅提升，但仍处于市场较低水平。后续销售、政策基本面持续好转仍将有效提振板块。**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，给予行业看好评级。**

表1：货币政策持续宽松，地方政策因城施策（ 2020 年第 26-27 周）

时间	政策
2020/7/2	**杭州：**高层次人才优先购房限售 5 年；均价 3.5 万元/平以下新建商品住房对“无房家庭”的房源保障比例不低于 50%
2020/7/2	**哈尔滨：**7 月起不再执行公积金应对疫情支持政策
2020/7/2	**惠州：**上调市区普通住房标准，惠城区标准为 14593 元/平方米，惠阳区为 16731 元/平方米，大亚湾开发区为 16667 元/平方米
2020/7/2	**天津：**家庭违规申请或承租公租房，将纳入失信黑名单
2020/7/2	**东莞：**2020 年 8 月 1 日起，申请预售商品房总建面 3 万平米及以下的，须一次性申请预售；新建商品房一次性或分期预（现）售的，须以幢为单位申报销售价格，同一幢每套住宅均价相差不超过 20%
2020/7/1	**央行：**下调再贷款、再贴现利率。支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点；再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%，金融稳定再贷款利率下调 0.5 个百分点至 1.75%
2020/7/1	**深圳：**2020 年下半年阶段性提高公积金的租房提取比例
2020/7/1	**北京：**出台“免缴二手房评估费”“冲还贷”等公积金便民新政
2020/7/1	**广州：**人大常委会表决通过房屋租赁管理规定，明确非居住用途的空间，不得单独出租供人居住
2020/6/29	**成都：**工程投资额在 100 万元以下或者建面在 500 平方米以下的，可不申请办理施工许可证
2020/6/29	**厦门：**落户条件放宽，缩短参加城镇社保年限，取消连续居住年限要求，岛内岛外梯次化落户
2020/6/27	**银保监会：**开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作，核查“房住不炒”政策的执行情况，整治范围包括表内外资金直接或变相用于土地出让金或土地储备融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资等
2020/6/27	**武汉：**拟出台新政规范和优化网签备案

时间	政策
2020/6/23	**上海：**自贸区临港新片区国土空间总体规划公示：到 2035 年，规划建设用地总规模约 292 平方公里，实现常住人口规模达 250 万左右
2020/6/22	**海口：**严禁住宅用地与其他产业用地捆绑供应
2020/6/22	**武汉：**就个人住房商业贷款转公积金贷款细则征求意见
2020/6/22	**全国银行间同业拆借中心：**LPR 环比给予不变
2020/6/22	**义乌：**人才购房政策调整，取消本市户籍、工作满 2 年等要求

资料来源：政府官网、乐居财经、Wind、开源证券研究所

1.2、 资本运作：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
2020/6/29	金科智慧服务向港交所递交招股书
2020/6/29	世茂服务向港交所递交招股书
2020/6/29	绿城管理发布招股章程，每股定价 2.2-3 港元，股份代号 9979
2020/6/26	佳源国际旗下的物业公司佳源服务向港交所提交了招股书
2020/6/24	雅居乐公告建议分拆雅居乐雅城集团有限公司（园林景观公司）在联交所主板独立上市
2020/6/24	正荣服务通过港交所聆讯
2020/6/24	荣盛发展旗下物业公司荣万家向港交所提交了招股书
2020/6/24	金科智慧服务赴港 IPO 申请获中国证监会受理
2020/6/24	港龙地产第二次上市申请已通过港交所聆讯

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

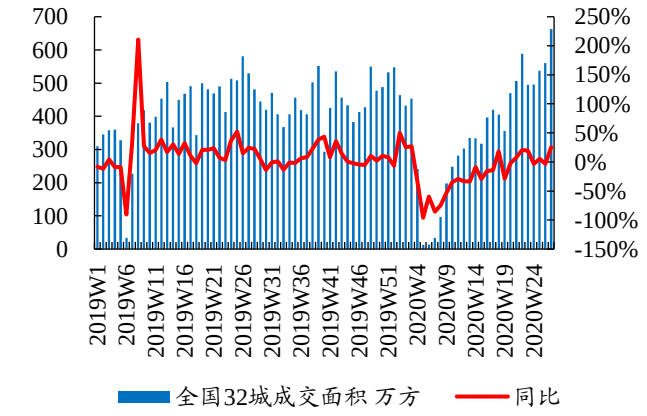
2.1、 32 城新房成交持续修复，二线城市表现最佳

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 27 周，全国 32 城成交面积 663 万平米，同比增长 25%，环比增长 18%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 9655 万平米，累计同比减少 13%，增速降幅仍在收敛。

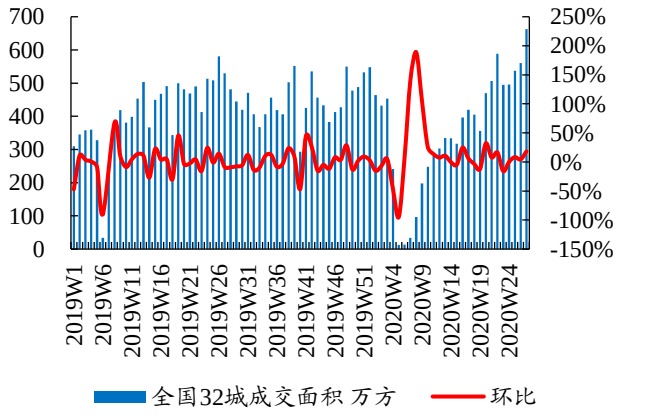
从 CRIC 百强房企销售排行榜数据看，2020 年 6 月，百强房企销售额、面积同比分别增长 13.8%、10.3%，随着国内疫情带来的消极因素逐渐退却，销售持续好转，单月销售额同比增速连续 4 个月持续提升，前期积压需求正在逐渐释放，后续销售有所保障。

图1：全国 32 城新房成交面积单月同比增长达 25%



数据来源：wind、开源证券研究所（横坐标 W 代表周，下同）

图2：全国 32 城新房成交面积单月环比增长达 18%

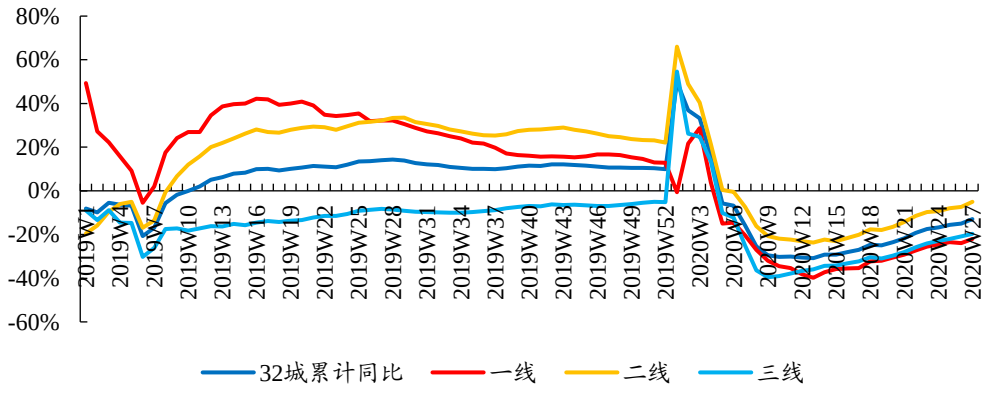


数据来源：wind、开源证券研究所

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 27 周，全国 32 城成交面积同比增速 25%，年初至今累计增速-13%，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 23%、39%、6%，年初至今累计增速-22%、-5%、-20%，二线城市成交情况最佳，三线城市承压，复苏情况较为一般。

图3：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

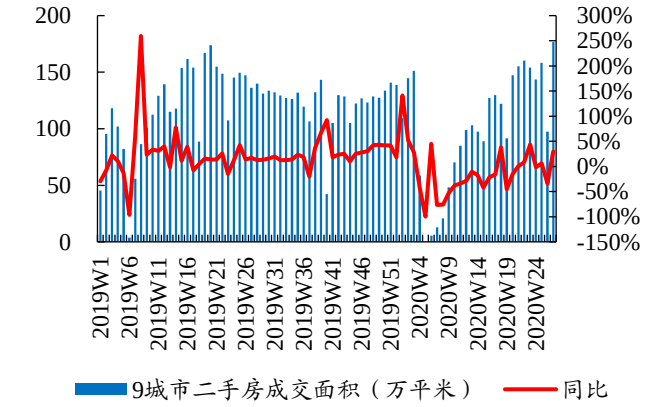
	成交面积（万方）	同比	环比	累计成交（万方）	累计同比	累计环比
一线城市	90	23%	34%	1376	-22%	7%
二线城市	371	39%	25%	5045	-5%	8%
三线城市	201	6%	3%	3234	-20%	7%
合计	663	25%	18%	9655	-13%	7%

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-14%

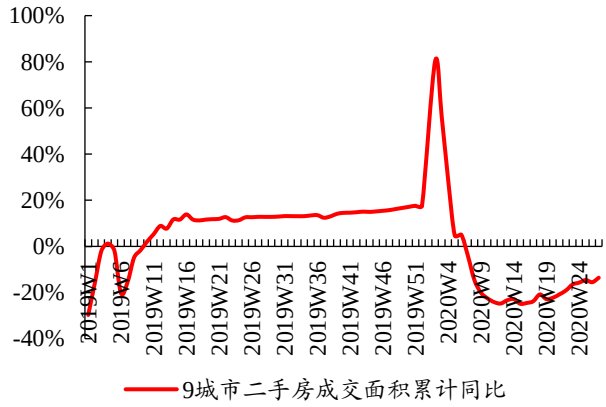
9 城二手房成交累计增速降幅收窄至-14%。2020 年第 27 周，全国 9 城成交面积同比增速 177 万平米，同比增长 30%，前值-34%；年初至今累计成交面积 2758 万平米，同比增速-14%，较前值继续收窄 2 个百分点。

图4：全国 9 城二手房单周成交面积同比增长 30%



数据来源：wind、开源证券研究所（备注：9 城指北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、南宁，下同）

图5：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 27 周，全国 100 城全类型土地成交溢价率 12%，流拍率 4%；宅地成交溢价率 13%，流拍率 5%。

表4：100 城中三线城市全类型土地成交溢价率依然最高（2020 年第 27 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	250	11.5%	91	11258	4%
二线	2738	2.4%	3220	4658	11%
三线	2948	5.0%	2676	2271	16%
合计	5855	4.2%	5987	3703	12%

数据来源：wind、开源证券研究所

表5：100 城中三线城市宅地成交溢价率依然最高（2020 年第 27 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	102	28.3%	37	21632	5%
二线	1487	3.4%	2006	6902	12%
三线	1109	5.5%	1371	3703	18%
合计	2698	5.2%	3414	5788	13%

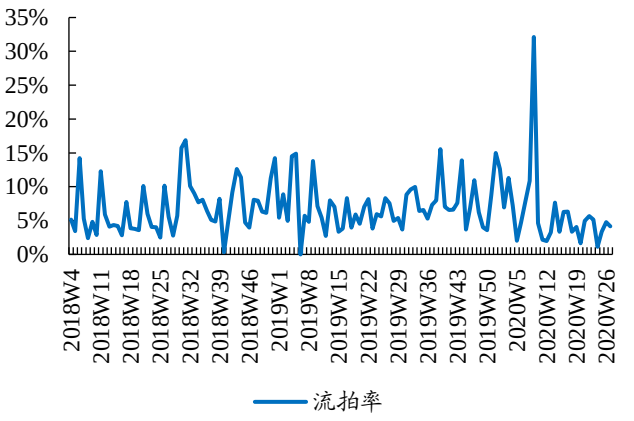
数据来源：wind、开源证券研究所

图6：100 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7：100 城全类型土地流拍率低至 4%



数据来源：wind、开源证券研究所

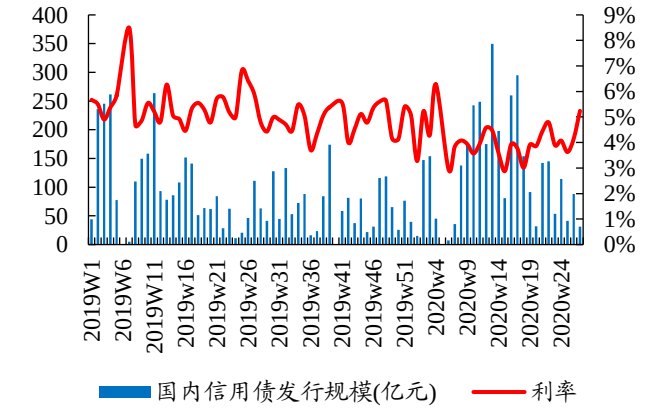
4、 资金：信用债发行规模可观，海外债基本持平

4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 26%、3%

2020 年第 27 周，信用债发行 31.29 亿元，同比减少 72%，环比减少 65%，平均加权利率 5.24%，环比增加 109BP；海外债发行 12.6 亿美元，同比增加 215%，环比增加 38%，平均加权利率 5.94%，环比减少 122BP。

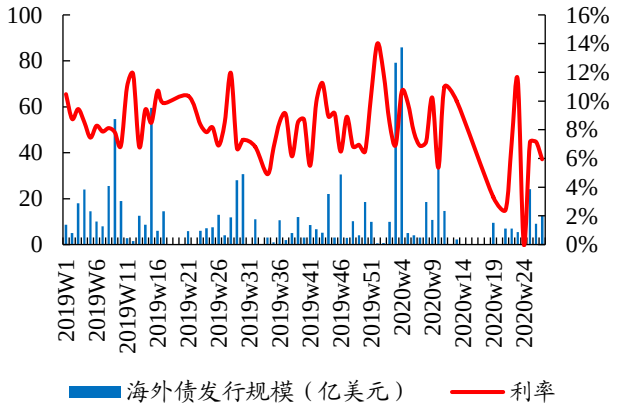
从大趋势看，2020 年受益于货币政策持续宽松，叠加市场逐渐由宽货币向宽信用过渡，房企发债规模有所提升、成本也有所改善。2020 年 6 月，信用债发行 448 亿元，同比增长 46%；海外债发行 343 亿元，同比增长 19%；加权利率分别为 4.42%、7.57%，较 2019 年末均有下降。

图8：2020 年第 27 周国内房地产信用债发行规模回落



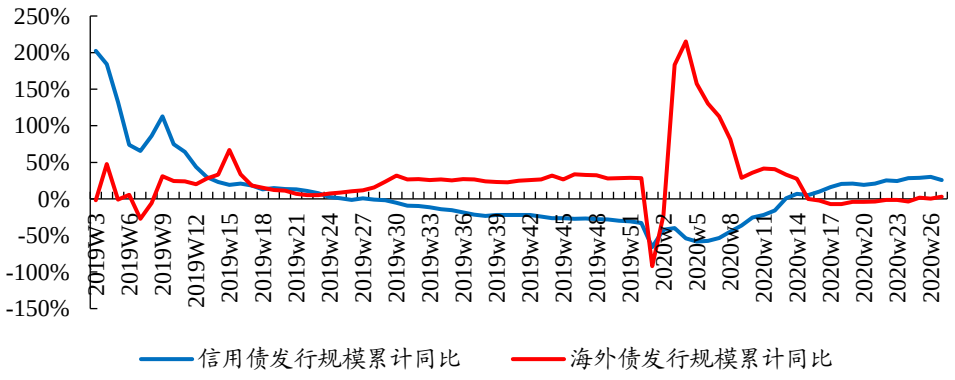
数据来源：wind、开源证券研究所

图9：2020 年第 27 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10：年初至今信用债发行规模增速高达 26%，高于海外债累计增速 3%



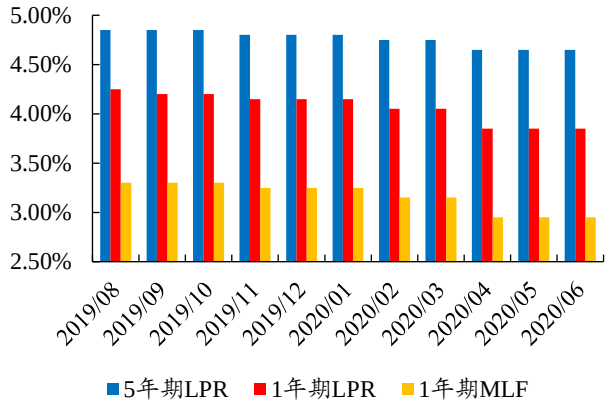
数据来源：wind、开源证券研究所

4.2、 C 端房贷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

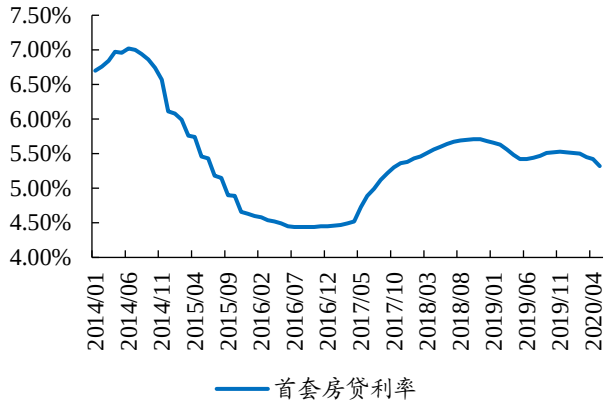
利率为 5.28%，环比下降 4BP；二套房贷款平均利率为 5.60%，环比下降 3BP。这是首套房、二套房连续下调的第 6 个月。疫情影响下，全球迎来降息潮，3 月 16 日央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点；4 月 15 日，中国人民银行宣布开展 1 年期中期借贷便利（MLF）操作 1000 亿元，中标利率为 2.95%，较上期下降 20 个基点；4 月 20 日，央行发布最新一期 LPR 利率，其中一年期利率为 3.85%，较上期下降 20 个基点；五年期利率为 4.65%，较上期下降 10 个基点；5、6 月 LPR 利率未变。C 端房贷利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

图11：6 月 LPR 利率暂未调整



数据来源：wind、开源证券研究所

图12：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：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，政策将会长期给予当前框架之下，但力度则会相机而变。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 9.84 倍，但仍处于历史绝对低位（分位点 13.2%，从低到高）。

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，给予行业看好评级。

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（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，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