跟随大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

银证混业契合大趋势，房企业务分拆显估值

投资要点

- **怎么看待 6 月 LPR 依然按兵不动？**622 发布的 LPR 连续三个月“按兵不动”，1）在同样面对疫情的冲击下，我国央行对货币政策的定力明显要强于美联储；2）货币政策的评估基调，主要是看能否增加实体经济融资支持总量和降低实体经济的融资成本，因此降准降息的节奏与金融体系和实体经济的流动性结构比例密切相关；3）5/6 月央行通过阶段性地稳定以及适度提高货币市场利率，把流动性从金融体系压向实体经济领域，在这样的情况下，贷款市场报价利率也难以走低。但从趋势上看，我们预计下半年 LPR 可能有两次下调空间。从板块受益的角度，LPR 不降低，地产股可能相对收益略好一些。

- **万科拟 1200 亿投资长沙，聚焦城市更新、轨交和文旅等方向。**6 月 23 日长沙市人民政府与万科签订战略合作框架协议，万科拟投资 1200 亿，从城市更新、轨道经济、文旅新城、城乡一体、商业配套、长租公寓、物流产业等多个领域全方位参与长沙城市建设与发展。从单个业务来看，地产开发门槛低，长租公寓、物流地产、城市更新见效也很慢，但整合这些业务能力从空间上锁定一个城市的重大投资机会，则表现出万科作为优质房企的“护城河”优势。从这个角度来看，2014 年以来万科对地产相关产业链的探索在进入收获期，城乡建设与生活服务商的战略在逐步清晰落地。

- **银证混业经营与创业板注册制或加快房企业务分拆估值。**对比发达国家经验，银行和券商混业经营是大趋势，相比国外大型投行，国内券商更多是经纪通道业务主导，从资金和渠道方面依赖银行。从银行角度，增配券商牌照才能根本上解决新经济领域放贷和风险评估不匹配的问题。房地产作为传统行业，在开发业务缩表去杠杆后，有望通过分拆业务、投资入股等方式享受新经济的红利。

- **投资策略与重点关注个股。**继续推荐三条投资主线：1）存在区域主题利好催化的国资背景小市值个股：推荐天健集团、南山控股，关注南国置业、深物业 A、深振业 A 等；2）物管类标的：A 股关注招商积余、新大正，港股推荐保利物业，关注碧桂园服务、新城悦、永升生活、蓝光嘉宝等；3）有格局有优势、具备“核心资产”特征的个股：A 股推荐万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股等，H 股推荐旭辉控股、世茂房地产、宝龙地产、碧桂园、融创中国、龙光地产、佳兆业、禹洲地产等。

- **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

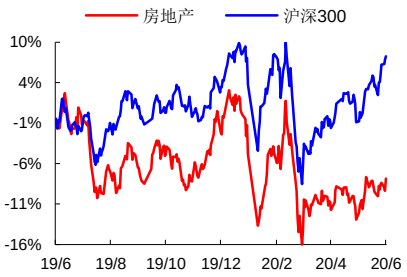
代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
000002	万　科A	26.4	买入	3.47	4.12	4.81	7.61	6.41	5.49
600048	保利地产	14.74	买入	2.35	2.86	3.54	6.27	5.15	4.16
600383	金地集团	13.43	买入	2.23	2.74	3.19	6.02	4.90	4.21
601155	新城控股	31.77	买入	5.62	6.98	8.44	5.65	4.55	3.76
002314	南山控股	3.58	买入	0.15	0.19	0.27	23.87	18.84	13.26

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	132
行业总市值（亿元）	21,808.09
流通市值（亿元）	20,989.49
行业市盈率 TTM	8.59
沪深 300 市盈率 TTM	12.7

相关研究

1. 房地产行业例评：继续推荐国资背景小市值标的及物业股　(2020-06-22)
2. 房地产行业例评：核心资产估值泡沫化、北京本地疫情爆发　(2020-06-14)
3. 房地产行业例评：物业配股压力增大，格力地产遭大幅减持　(2020-06-07)
4. 房地产行业例评：物业股走势强劲，旭辉并表永升生活　(2020-06-01)
5. 房地产行业例评：两会提法略显积极，市场风格或阶段性切换　(2020-05-24)
6. 房地产行业例评：万科提请股份回购意味深远　(2020-05-17)

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 5

3 企业动态 6

4 数据参考 7

5 投资建议 11

6 风险提示 14

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：上周南国置业、嘉凯城、泰禾集团等个股涨幅显著 1
图 4：上周大连友谊、合肥城建、南都物业等个股跌幅显著 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 35.61% 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 月上旬以来本地疫情小面积复发（例） 3
图 10：北京、广东近期新增确诊病例较为明显（例） 3
图 11：海外新增确诊病例再创新高 3
图 12：香港单日新增病例近期也略有反弹（例） 3
图 13：美国单日新增确诊病例接近 5 万（例） 4
图 14：意大利每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 15：英国每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 16：法国每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 17：俄罗斯每日新增确诊病例与累计病例（例） 4
图 18：印度每日新增确诊病例继续攀升（例） 4
图 19：截止 6 月底 LPR 已经三月保持不变 7
图 20：2020 年 5 月住宅累计投资额同比持平 8
图 21：房地产开发单月投资增速情况 8
图 22：商品房施工面积和狭义库存同比增速 8
图 23：商品房销售面积和新开工面积持续恢复 8
图 24：土地购置面积同比增速恢复趋缓 9
图 25：住宅销售单价同比回升明显 9
图 26：70 市新房销售价格总体表现（%） 9
图 27：70 市二手房成交价格总体表现（%） 9
图 28：30 大中城市商品房交易高频数据跟踪（套） 10
图 29：100 城市住宅用地成交金额和成交建面（右轴） 10
图 30：100 城市住宅用地成交楼面价和平均溢价率 10
图 31：疫情下中美股市对比（按疫情前最高点标准化处理） 11
图 32：2016 年以来 A 股、港股和美股典型股票走势对比 11

表 目 录

表 1：2020Q1 公募基金（股票和混合型）主要持有的地产股持仓变动明细 12
表 2：2020Q1 公募基金（股票和混合型）主要持有的港股通内房持仓变动明细 12
表 3：重点关注公司盈利预测与评级 14

1 市场回顾

因为端午佳节休市，上周 A 股仅三个交易日，市场整体表现为延续上涨态势。上证指数上涨 0.40%、沪深 300 指数上涨 0.98%，创业板指上涨 2.72%，万得全 A 上周交易额 2.29 万亿。从板块表现来看，上周三个交易日内电子、计算机、电气和传媒板块涨幅均在 2%以上。

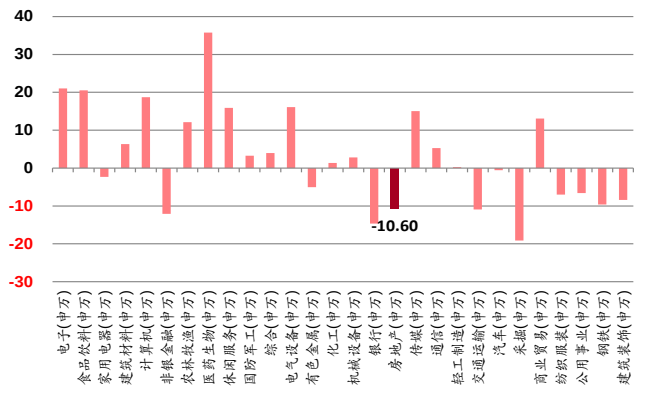
申万房地产板块(简称申万地产)上周上涨 0.57%,在所有申万一级行业中相对排名 8/28。从年初涨跌幅来看，申万地产下跌 9.56%，在所有申万一级行业中相对排名 24/28。上周申万地产板块交易额 537.38 亿。

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

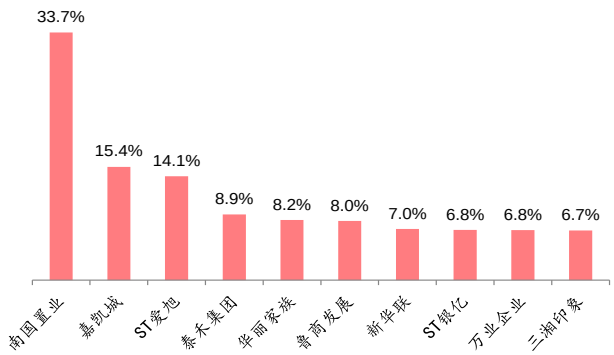
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp.）



数据来源：Wind，西南证券整理

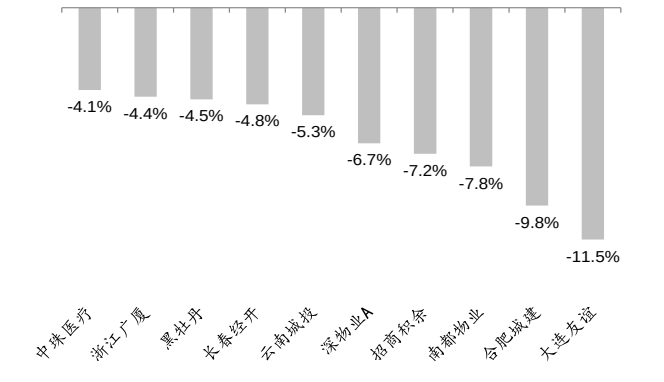
从个股涨跌幅来看，上周南国置业、嘉凯城、ST 爱旭、泰禾集团等个股涨幅居前。大连友谊、合肥城建、南都物业、招商积余等个股跌幅居前。

图 3：上周南国置业、嘉凯城、泰禾集团等个股涨幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

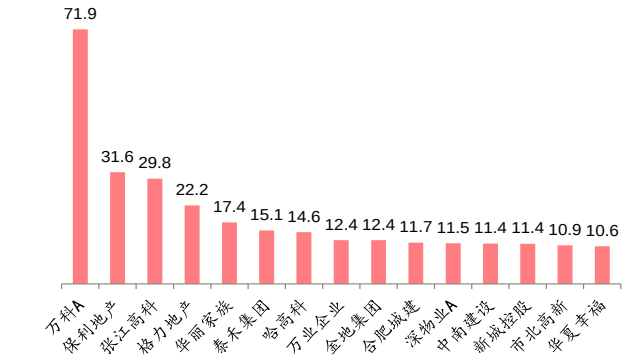
图 4：上周大连友谊、合肥城建、南都物业等个股跌幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

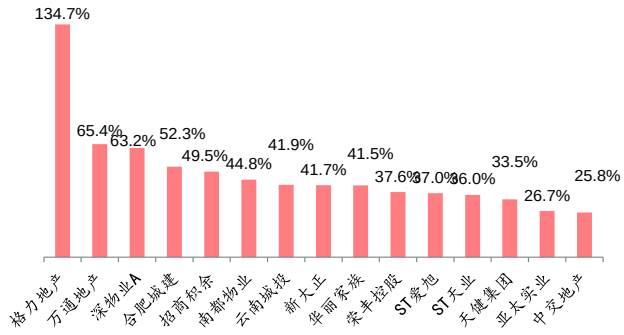
从板块交易额来看，上周万科 A、保利地产、张江高科、格力地产等排在行业前列，成交额均超 20 亿。其中，万科和保利交易额合计 103.48 亿，占板块交易额比重为 19.26%。从年初累计涨幅来看，格力地产、万通地产、深物业 A、合肥城建、招商积余等涨幅居前，上涨个股个数占比 35.61%。年初以来，天津松江、中珠医疗、ST 新光、大悦城等个股跌幅居前。

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

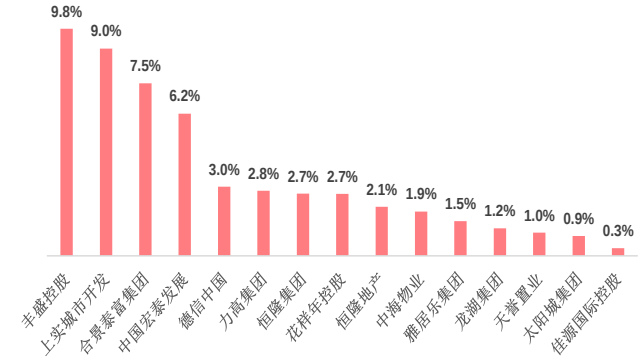
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 35.61%



数据来源：Wind，西南证券整理

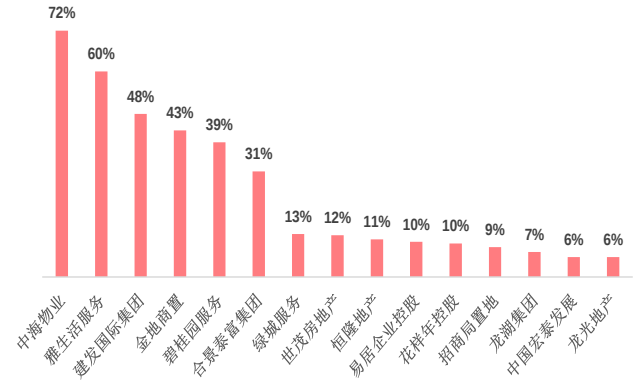
上周港股有四个交易日，从港股通内房（根据 Wind-港股概念类-内房股，且为港股通标的）表现来看，上周有 15 只股票上涨，丰盛控股、上实城开、合景泰富、宏泰发展等涨幅明显，而瑞安地产、北辰实业、保利置业、易居企业等位居跌幅前列。年初以来，中海物业、雅生活服务、建发国际、金地商置、碧桂园服务等个股表现强势。上周从成交金额来看华润、融创、长实均超过 10 亿（人民币），中海、恒大和万科企业均超过 8 亿（人民币）。

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

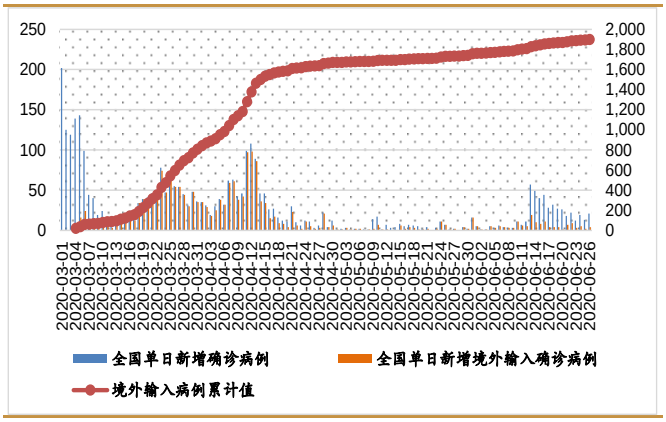
2 行业点评

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。

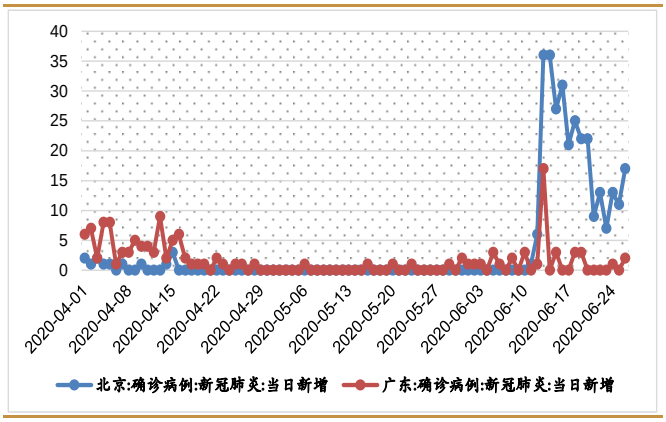
截止 2020 年 6 月 28 日，国内累计确诊病例 85,190 例，较昨日增加 18 例（主要系北京近期本土爆发）；现存确诊病例 516 例（+7 例）、现存无症状感染者 106 例（+7 例）、境外输入确诊病例 1,902 例（+3 例）、累计死亡人数 4,648 例（+0 例）、累计治愈病例 80,026 例（+11 例）。国外疫情防控态势依然严峻，累计病例首次突破千万大关，新增确诊病例 18.2 万人，全球 212 个国家存在确诊病例，全球累计确诊 10,090,033 人（较昨日增加 182,354 人）。2020 年 6 月 27 日新增确诊国家排在前列的为美国（+45,399 人）、巴西（+38,693 人）、印度（+20,131 人）、南非（+7210 人）、俄罗斯（+6,852 人）等。

图 9：6 月上旬以来本地疫情小面积复发（例）



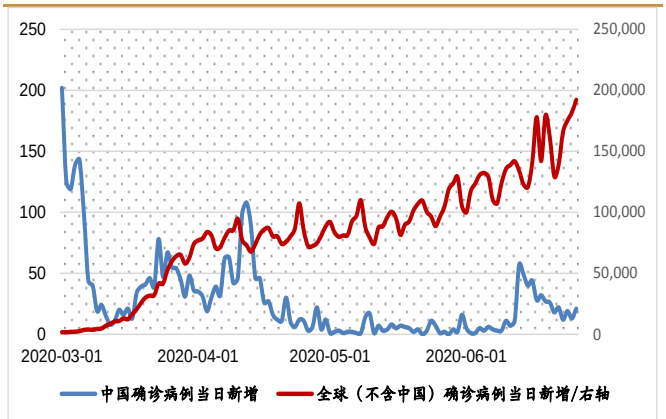
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：北京、广东近期新增确诊病例较为明显（例）



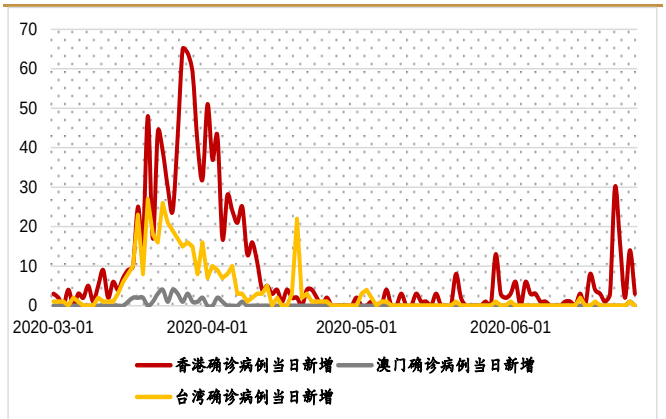
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：海外新增确诊病例再创新高



数据来源：Wind，西南证券整理

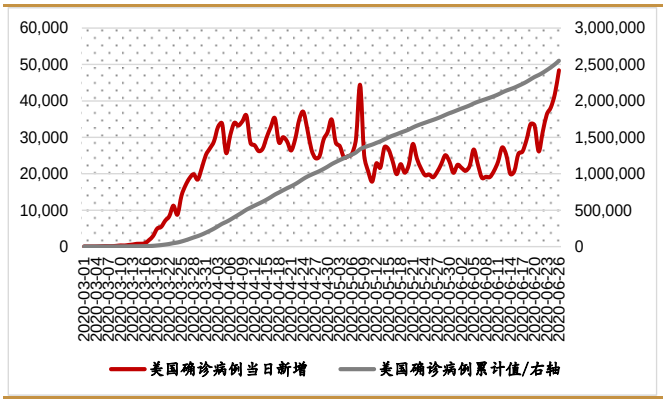
图 12：香港单日新增病例近期也略有反弹（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

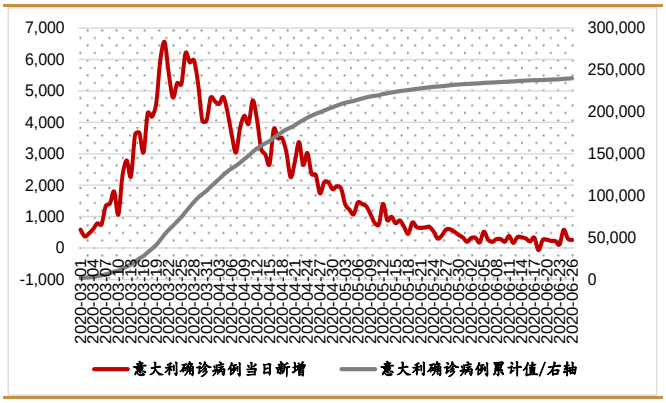
本周值得关注的主要有三点：1）6 月初以来北京连续发现多例本地新冠肺炎确诊病例，对病例溯源发现在 6 月 4 日最早在新发地市场工作的两人有感染病毒症状，之后 6 月 11 日确诊 1 例，6 月 13 日丰台启动战时机制，截止 6 月 26 日新发地聚集性疫情确诊超过 200 人，但 6 月下旬以来北京新增病例均低于 20 例，表明得以初步控制；从结构上看丰台、大兴和海淀现存病例较多，疫情发散并不显著；2）6 月 26 日全球当日新增病例 19.6 万例，再创新高，相比 20 万例仅一步之遥；3）6 月 26 日美国和巴西单日新增均接近 5 万例。

图 13：美国单日新增确诊病例接近 5 万（例）



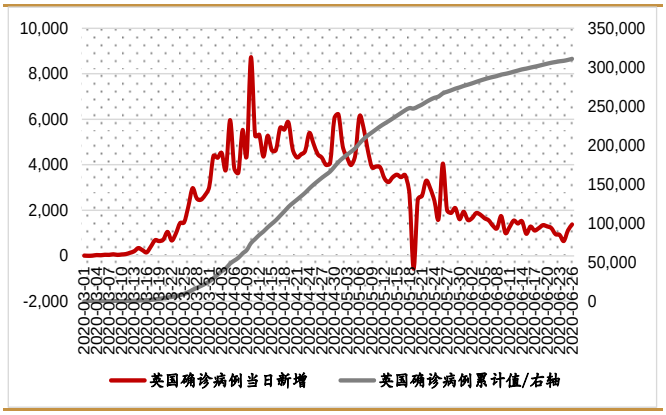
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：意大利每日新增确诊病例与累计病例（例）



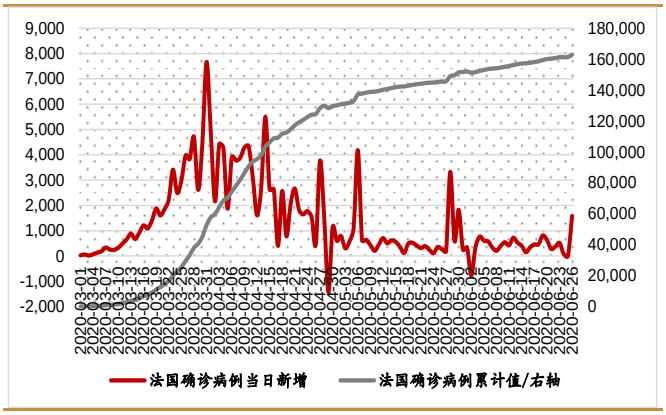
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：英国每日新增确诊病例与累计病例（例）



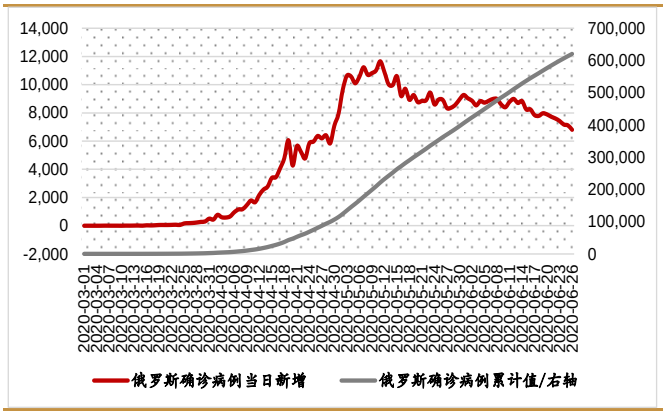
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：法国每日新增确诊病例与累计病例（例）



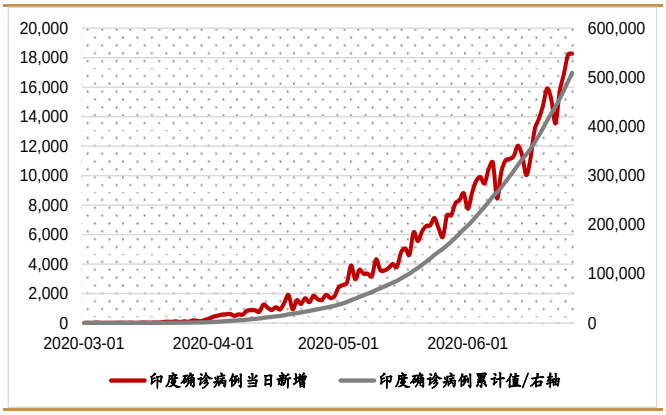
数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：俄罗斯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 18：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

6 月 27 日，四川省地方金融监管局等七部门联合印发《关于支持金融机构加快不良资产处置若干措施》，提出十条具体举措，助力提高不良资产处置效率，提升金融支持实体经济能力。《措施》提出，将“天府信用通”打造成不良资产处置信息发布、交易撮合、融资服务平台；争取不良资产跨境转让试点，引进外资参与不良资产处置；探索成立不良资产处置特殊目的公司（SPV），以过桥基金、分级基金等形式循环使用，提高不良资产处置能力。

6 月 27 日，国家税务总局发布新版税收优惠政策指引，从支持贫困地区基础设施建设、推动涉农产业发展、激发贫困地区创业就业活力、推动普惠金融发展、促进“老少边穷”地区加快发展、鼓励社会力量加大扶贫捐赠六个方面，实施了 110 项推动脱贫攻坚的优惠政策。指引明确，国家重点扶持的公共基础设施项目企业所得税“三免三减半”，农村电网维护费免征增值税等政策，将优化贫困地区经济社会发展环境。

6 月 24 日，银保监会强调，要开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作；查看“房住不炒”政策的落实，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。

6 月 24 日，财政部表示，已提前下达了 2020 年部分新增地方政府专项债券额度 22900 亿元，目前各地发行使用情况良好；截至 6 月 15 日，全国各地发行新增专项债券 21936 亿元，发行进度 96%；发行规模同比增加 12313 亿元，增长 128%；8 成以上投向交通基础设施、市政和产业园基础设施、民生服务 3 个领域。

6 月 24 日，外管局表示，一季度国际金融市场出现剧烈震荡，在此环境下，一季度我国经常账户呈现小幅逆差，与 GDP 之比为-1.1%，继续处于相对均衡的合理区间；跨境资本流动总体平稳，国际收支保持基本平衡，体现了较强的稳定性。

6 月 23 日，经济参考报评论称，在房地产市场回暖背景下，需要高度警惕房地产市场预期变化。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。坚持因城施策，守住不鼓励投资投机性需求、不刺激房价快速上涨的底线，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标，完善长效调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。

6 月 23 日，国家发改委分两批下达中央预算内投资 35 亿元，用于补齐海南自由贸易港建设的基础设施和公共服务短板。

6 月 23 日，6 月以来国内房企境内共发债 92 笔，发债金额为 694.5 亿元。尽管在金额上较 5 月全月的 771 亿元尚有距离，但发债笔数已超过 5 月全月的 81 笔。与此同时，6 月至今房企境外发债共 19 笔，发债金额为 46.1 亿美元。

6 月 23 日，上海陆家嘴发布楼宇倍增“陆九条”，拟从楼宇运营支持、企业落地服务、楼宇软实力提升等各方面全面推进楼宇经济高质量发展，以实现 2025 年陆家嘴楼宇经济倍增的战略目标。

6 月 22 日，6 月 LPR 报价出炉：1 年期品种报 3.85%，上次为 3.85%，5 年期以上品种报 4.65%，上次为 4.65%。

6 月 22 日，商务部：1-5 月，我国对外全行业直接投资 3148.7 亿元人民币，同比下降 1.3%；折合 448.5 亿美元，同比下降 4.9%。

6 月 22 日，义乌调整人才购房政策：取消“在义乌工作满 2 年要求”、“在义乌缴纳职工基本养老（医疗）保险 2 年以上”的规定。

6 月 22 日，近月来，房地产市场稳步复苏，市场成交热度不减。在供求相互作用之下，百城住宅库存继续维持高位区间，楼市供求进入快速恢复期。克而瑞地产研究中心近日公布的最新监测数据显示，截至今年 5 月，百城商品住宅库存量达到了 56871 万平方米，与 4 月大体持平，同比则增长 12%。

3 企业动态

万科：6 月 24 日公司发布公告，长沙市人民政府与万科企业股份有限公司签订战略合作框架协议。根据战略合作框架协议，万科拟投资 1200 亿元，从城市更新、轨道经济、文旅新城、城乡一体、商业配套、长租公寓、物流产业等多个领域全方位参与长沙城市建设与发展。

中国恒大：6 月 24 日公司公告，1 月 1 日至 6 月 22 日，集团物业累计合约销售金额约达 3153 亿元，与 2019 年前六个月比较，增长约 11.9%，本集团 6 月底前还计划新开盘 20 个项目，预计上半年合约销售金额将进一步增长。

雅居乐集团：6 月 24 日，标普公告授予雅居乐集团控股有限公司拟发行高级无抵押美元票据“BB”长期发行评级，展望为负面，所得款项主要用于为其现有债务进行再融资。原因：该公司的去杠杆化努力可能比标普预期的要弱，因此其杠杆率在未来 6 到 12 个月内不会有实质性的改善。标普认为，雅居乐集团的去杠杆化高度依赖于毛利率恢复和收入增长加速，因其海南项目和非房地产板块贡献有所增加。标普还认为，雅居乐集团在房地产开发和其他方面的持续投资可能会阻碍其对债务增长的控制。

浦东金桥：6 月 24 日公司发布公告，九届董事会第七次会议审议通过《关于同意公司参加土地竞买及一般性授权事宜的议案》，同意子公司上海金桥出口加工区房地产发展有限公司(或者新设的项目公司)参加出让土地竞买，授权公司董事长对当年内累计交易金额不超过公司最近一期经审计的总资产 30%的交易进行决策，申请参加竞买，签署与上述事项相关的合同、协议及文件(董事长有转委托权)；授权期限自本议案通过之日起至 2020 年 12 月 31 日止。

泰禾集团：6 月 24 日下午 13:53，银行间市场 17 泰禾 MTN001(101774002)成交价 63.0000 元，较昨收价 66.7000 元下跌-5.55%。17 泰禾 MTN001(101774002)最新债项评级 AA-，票息 7.50%，剩余期限 0.03 年。

市北高新：6 月 23 日公司发布公告，为优化资产负债结构，拓宽融资渠道，上海市北高新股份有限公司拟采用 CMBS（商业不动产抵押贷款资产支持证券）模式，即以公司全资子公司上海市北高新欣云投资有限公司所持有的市北•壹中心房屋所有权及对应土地使用权作为资产支持、以目标物业产生的现金流作为支撑，通过设立信托计划，并以相应信托受益权作为基础资产发起设立不超过人民币 21 亿元的资产支持专项计划。

财信发展：6 月 23 日公司公告，财信地产发展集团股份有限公司的全资子公司重庆财信弘业房地产开发有限公司与上海爱建信托有限责任公司签署了《信托贷款合同》，约定财信弘业公司向爱建信托申请贷款人民币 30,000 万元，期限为 12 个月。公司提供连带责任保证担保，公司的全资子公司重庆财信仕达房地产开发有限公司提供连带责任保证担保，并以

其持有的资产提供抵押担保，公司的全资子公司重庆智烨房地产经纪有限公司与财信弘业公司以其持有的财信仕达公司股权提供质押担保。

中南建设：6 月 23 日公司公告，江苏中南建设集团股份有限公司作为“16 中南 02”的发行人，有权决定在存续期的第 4 年末上调本期债券存续期后 1 年的票面利率。按照当前的市场行情，根据股东大会和董事会的授权，公司决定不上调本期债券的票面利率，即“16 中南 02”债券存续期第 5 年的票面利率为 7.30%。

渝开发：6 月 22 日公司公告，重庆渝开发股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期），本期债券发行规模为人民币 3.79 亿元，债券期限为 5 年期，附第 3 个计息年度末发行人赎回选择权、发行人调整利率选择权及投资人回售选择权，票面利率为 3.95%，起息日为 2019 年 7 月 16 日。

广宇集团：6 月 22 日公司发布对外投资公告，同意增加公司子公司杭州希宇企业管理有限公司，注册资本金至 17,455 万元，其中公司以自有及自筹资金对其增资 16,395 万元，舟山鑫宇股权投资合伙企业（有限合伙）对其增资 960 万元。增资完成后，杭州希宇的注册资本金将从 100 万元增至 17,455 万元，公司持有杭州希宇 94.5%的股权，鑫宇投资持有杭州希宇 5.5%的股权，杭州希宇仍系公司合并报表范围内子公司。

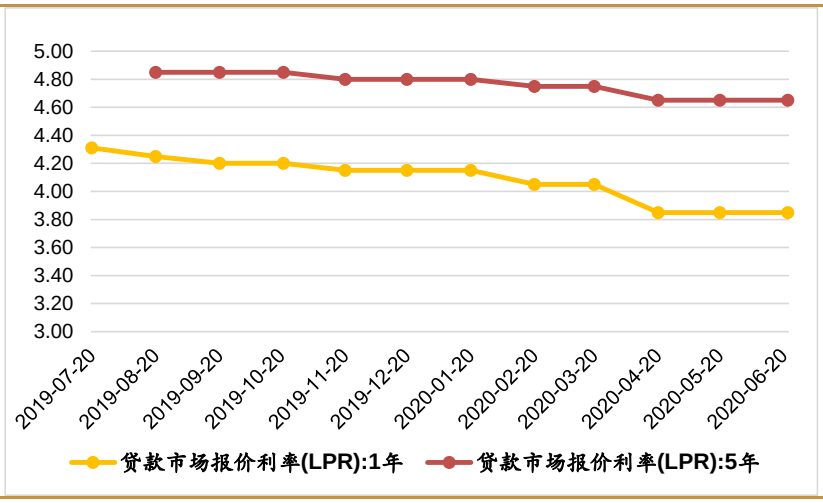
大名城：6 月 22 日公司发布 2019 年度权益分派实施公告，本次利润分配以方案实施前的公司总股本 2475.33 百万股为基数，每股派发现金红利 0.03 元（含税），共计派发现金红利 74.26 百万元。

万科：6 月 22 日公司公告，万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期），本期债券最终实际发行数量为 20 亿元，品种一，20 万科 05，实际发行 8 亿元，票面利率为 3.20%；品种二，20 万科 06，实际发行 12 亿元，票面利率为 3.90%。

4 数据参考

6 月 22 日 LPR 报价最终出炉，1 年期品种报 3.85%、5 年期以上品种报 4.65%，相比上次均未发生变化。

图 19：截止 6 月底 LPR 已经三月保持不变

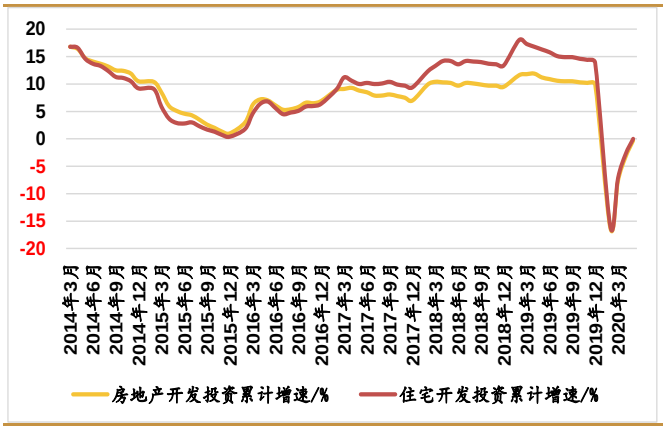


数据来源：Wind，西南证券整理

央行在应对疫情冲击时对货币政策的定力明显要强于美联储。央行对货币政策的评估基调，主要是看能否增加实体经济融资支持总量和降低实体经济的融资成本，在量上要有扩大效应，在价上有利率下降的结果。降息的节奏与金融体系和实体经济的流动性分配结构密切相关。当前信贷市场体量在 200 万亿，债券市场体量在 60 万亿，央行通过阶段性地稳定甚至适度提高货币市场利率，把流动性从金融体系压向实体经济领域。在这样的情况下，贷款市场报价利率也难以持续走低。但从趋势上看，下半年 LPR 依然可能有两次下调空间。

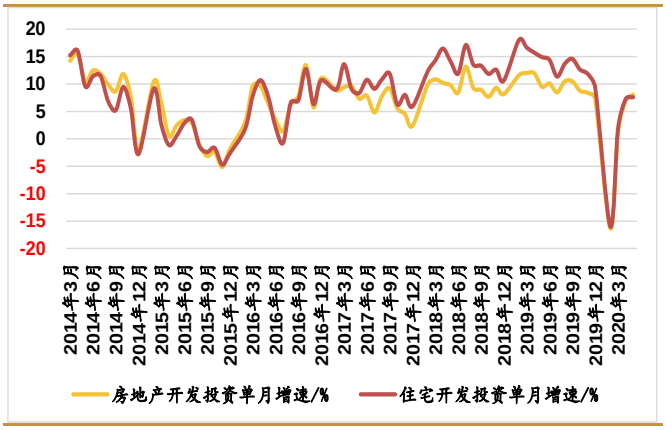
6 月 15 日国家统计局发布了房地产行业数据。2020 年 1-5 月全国房地产开发投资完成额 45,920 亿元，同比下降 0.3%，降幅比前值收窄 3.0pp。但从斜率变化来看，5 月投资增速回升的速度略有放缓。销售方面，受益于强劲的价格表现，销售额变化斜率继续向上，5 月住宅销售额同比增长 16.22%，今年单月增速首次回正。从到位资金来看，个人按揭贷款和国内贷款仅分别下降 0.9%和 0.5%，1-5 月房企到位资金总体下降 6.1%，降低比前值收窄 4.3pp。

图 20：2020 年 5 月住宅累计投资额同比持平



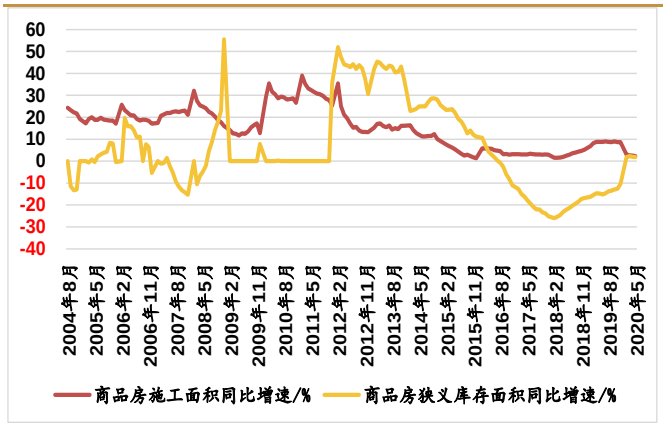
数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

图 21：房地产开发单月投资增速情况



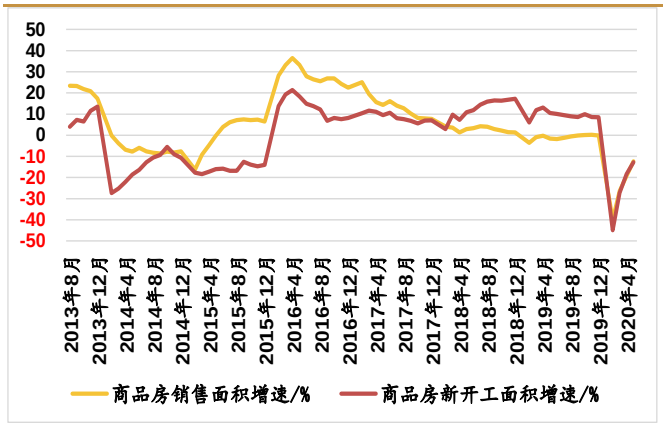
数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

图 22：商品房施工面积和狭义库存同比增速



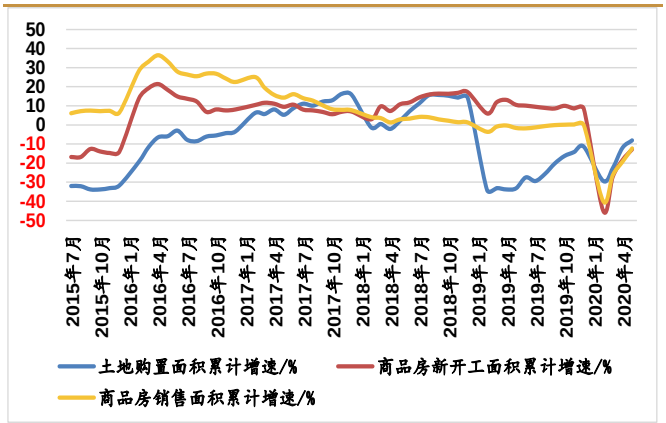
数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

图 23：商品房销售面积和新开工面积持续恢复



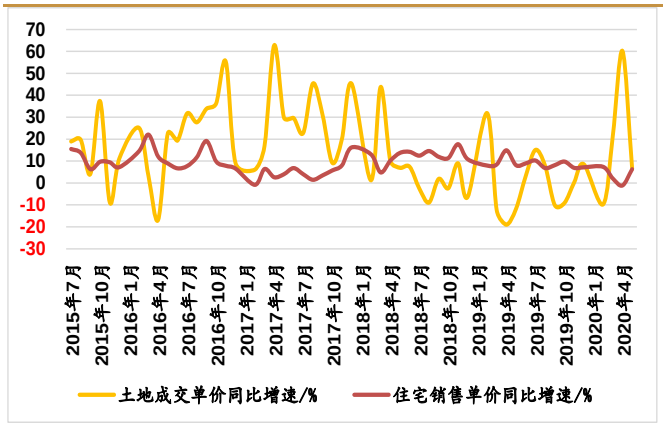
数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

图 24：土地购置面积同比增速恢复趋缓



数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

图 25：住宅销售单价同比回升明显



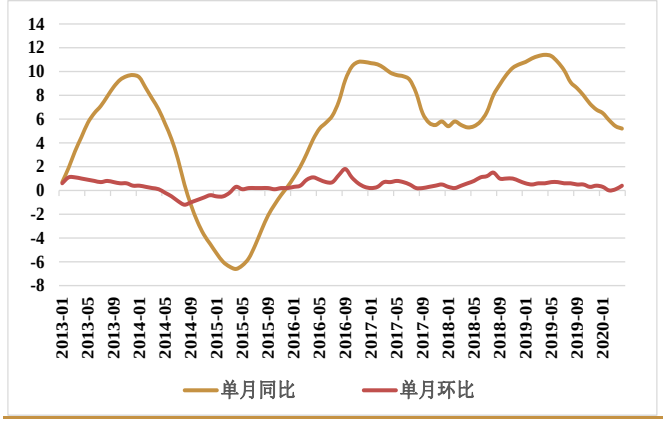
数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

从房价数据来看，5 月份一线城市二手房和新房价格全面上涨：同比方面，二手房销售价格同比上涨 4.1%，涨幅比上月扩大 1.1 个百分点，新房销售价格同比上涨 2.9%，涨幅与上月相同；环比方面，一线城市新房销售价格环比上涨 0.7%（北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.5%、0.8%、0.3%和 0.6%），涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，二手住宅销售价格环比上涨 1.1%（北京、上海、广州和深圳分别上涨 1.8%、0.6%、0.4%和 1.6%），涨幅与上月相同。

5 月份 31 个二线城市新房销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅与上月相同。新房和二手房价格同比分别上涨 5.4%和 2.0%，涨幅比上月均回落 0.2 个百分点，均连续 13 个月回落。5 月份 35 个三线城市新房和二手房价格环比分别上涨 0.7%和 0.3%，涨幅比上月均扩大 0.1 个百分点。新房和二手房价格同比分别上涨 4.8%和 2.1%，涨幅比上月均回落 0.3 个百分点，均连续 14 个月相同或回落。

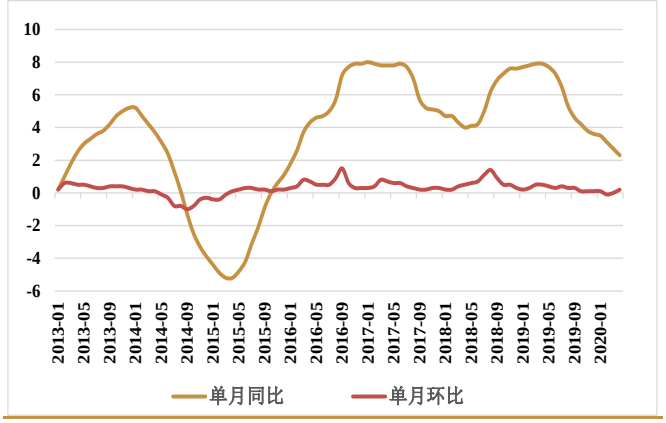
在一线城市和部分二线城市，二手房价格表现显著强于新房，在其他二线和三线城市，新房价格同比涨幅高于二手房，新房的定价行为较为明显。

图 26：70 市新房销售价格总体表现（%）



数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

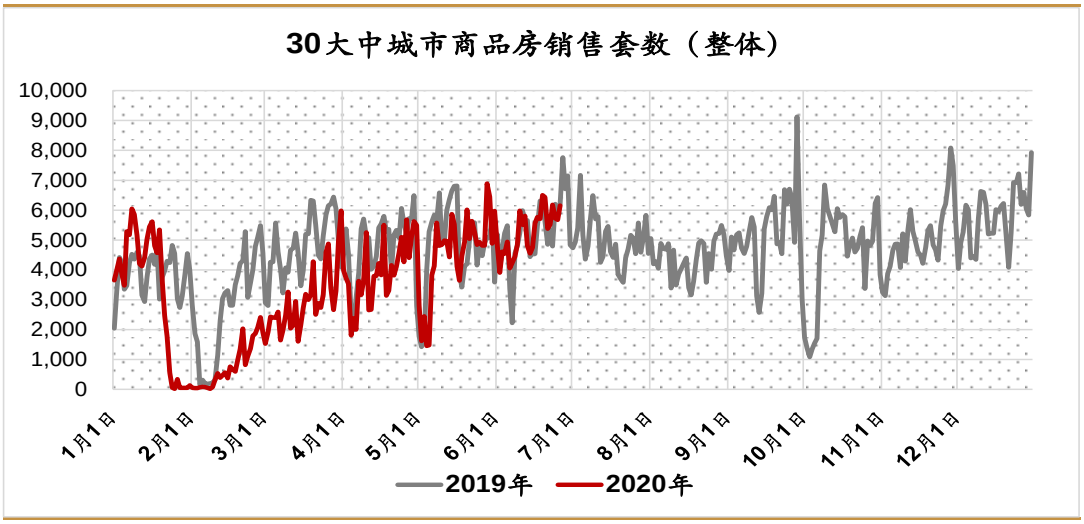
图 27：70 市二手房成交价格总体表现（%）



数据来源：统计局、Wind、西南证券整理

根据 30 大中城市新房交易高频数据：2020 年 1 月 20 日，商品房成交套数为 3662 套，环比下滑 31.5%，之后五个自然日的交易套数分别为 2349 套、1499 套、523 套、59 套和 21 套，之后交易量开始持续恢复，4 月最后一周成交量已恢复到 2019 年平均水平的 85.7%。今年五一假期（2020 年 5 月 1 日-5 月 5 日），30 大中城市新房日均交易 1964 套，与去年五一假期（2019 年 5 月 1 日-5 月 3 日）的日均交易套数 1996 套相当。5 月日均成交量 4564 套，同比下降 5.0%。过去一周（6 月 20 日-26 日）日均交易 5866 套，超出 2019 年日均 4693 套 25.0%，环比上周增长 12.7%。

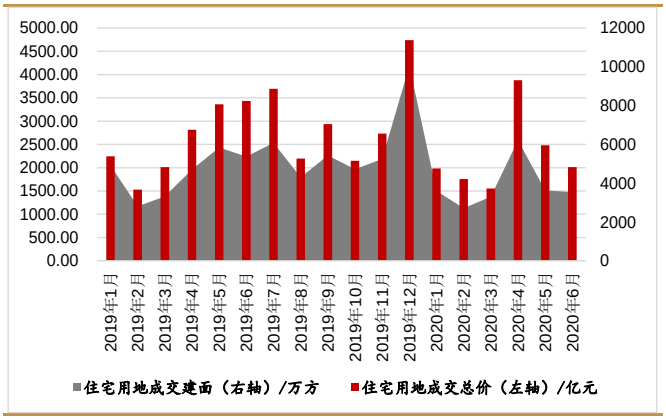
图 28：30 大中城市商品房交易高频数据跟踪（套）



数据来源：Wind，西南证券整理（30 大中城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、江阴、厦门、大连、武汉、南昌、佛山、无锡、福州、东莞、惠州、包头、长春、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、成都、长沙、哈尔滨、昆明、石家庄、兰州、天津。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴、佛山 11 个城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据）

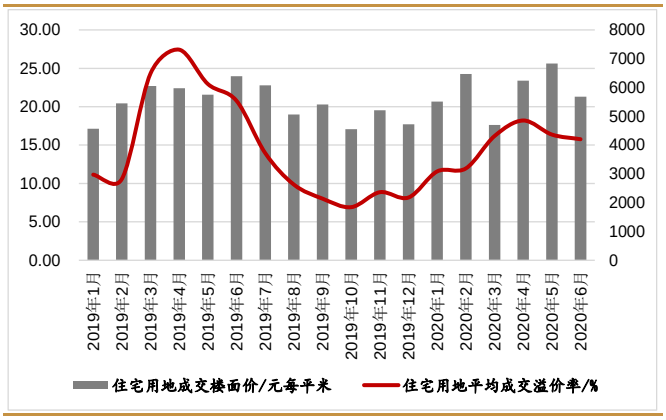
从土地成交情况来看，我们将样本城市扩展到 100 城市，根据 Wind 统计数据（含非房企购买的土地），2020 年 2 月中旬以来土地交易持续恢复，特别是住宅用地和工业用地反弹较为明显。6 月份以来 100 城市住宅用地成交 3542 万方，成交总额 2013 亿，平均土地成交溢价率为 15.76%（1 月、2 月、3 月、4 月和 5 月分别为 11.57%、11.96%、16.18%、18.20%和 16.37%），平均楼面价达到 5683 元每平米，相比 5 月份有所回落。

图 29：100 城市住宅用地成交金额和成交建面（右轴）



数据来源：Wind，西南证券整理（6 月为累计值）

图 30：100 城市住宅用地成交楼面价和平均溢价率

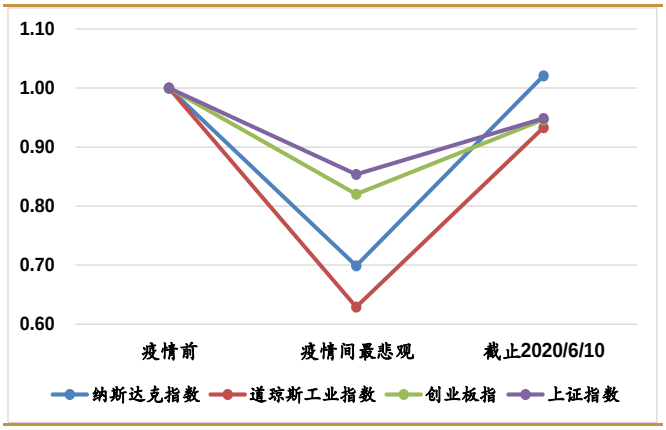


数据来源：Wind，西南证券整理

5 投资建议

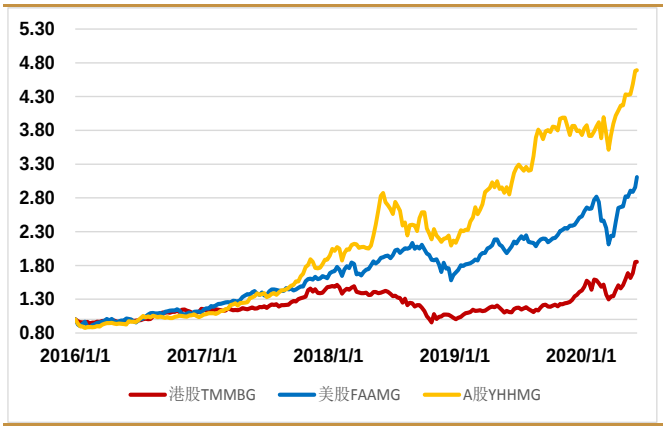
6 月上旬美股纳斯达克指数创出新高，近两周除了茅台、恒瑞持续创历史新高之外，创业板指也持续创出四年新高。统计今年以来中美四大指数表现不难看出，疫情对美国股市的冲击幅度明显高于 A 股市场，但由于核心资产（美股的五大科技股 FAAMG）权重高股价反弹强势，纳指反弹幅度最为明显，上证指数与创业板指的反弹幅度几乎一致（以 2020 年 6 月 10 日为界，相比疫情前高点跌 5%多一点）。A 股强势股代表（YHHMG，分别为药明康德、恒瑞医药、海天味业、贵州茅台和中国国旅）表现强劲，相比疫情之前的最高价再创历史新高，特别是海天、茅台和国旅相比疫情前的最高价再次上涨 20%以上。从股价整体表现来看，YHHMG 更超越 FAAMG，在逻辑上看两者均是“无风险利率下行核心资产估值泡沫化”的受益逻辑。

图 31：疫情下中美股市对比（按疫情前最高点标准化处理）



数据来源：Wind，西南证券整理（6 月为累计值）

图 32：2016 年以来 A 股、港股和美股典型股票走势对比



数据来源：Wind，西南证券整理

考虑到华为（Huawei）和字节跳动（ByteDance）并未上市，我们按港股现有的五大科技股（TMMBG，腾讯、美团、小米、阿里巴巴和中芯国际）综合来看，疫情之后表现也是创出新高（按平均涨跌幅，不考虑市场大小的权重影响），但无论是短期还是 2016 年以来，港股表现不及美股。以上对比不难看出，核心资产泡沫化的趋势依然在延续，识别和选择核心资产是很重要的投资线索。从地产行业的角度来看，核心城市及周边的存量房地产属于“核心资产”，深圳、东莞等地二手房价格持续大幅增长是估值泡沫化最好的表现形式。从地产股的角度来看，开发类个股因“房住不炒”背景下政策宽松政策落空、地价高企制约毛利率、行业销售零增长或负增长等压制估值水平，销售放缓的房企缺乏股价向上的弹性。我们建议关注格局大、现金流指标表现优异、具备分项估值基础的公司。物业股整体表现依然强于开发类，小市值国企标的（天健集团、南山控股、深物业、深振业、南国置业、华发股份）等因为存在区域主题利好相比一般房企更值得关注。

从估值水平来看，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 8.60 倍（前一周末为 8.58 倍），港股通内房的估值水平为 7.29 倍（前一周末为 7.47 倍）；申万地产板块整体 PB（剔除负值影响）为 1.22 倍（前一周为 1.21 倍），港股通内房为 1.14 倍（前一周为 1.18 倍）。

2020Q1 主动型基金（股票型和混合型）中，房地产板块合计市值 949.85 亿，占股票投资市值比为 3.71%，相比股票市场标准行业配置比例（3.79%低配 0.08 个百分点）。而 2019 年年报基金整体是超配地产 0.24 个百分点（按 4.25%的标配标准）。2020Q1 基金整体减仓

的行业从高到低是金融、有色、电力、交运、建筑、零售、公共事业和地产，地产板块虽然被减仓，但调仓比例很小。从具体个股来看，持有超过 10 家以上基金公司的地产个股分别为保利、万科、金地、金科、中南、阳光城、招商积余、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展、华侨城和招商蛇口。一季度增持明显的个股有金科、阳光城、保利、金地和招商积余，被减持明显的有中南建设、华侨城、绿地、华夏幸福等。

表 1：2020Q1 公募基金（股票和混合型）主要持有的地产股持仓变动明细

名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
保利地产	389	84	109,547.30	6,054.28	9.18	1,628,968.32
万科 A	417	77	85,101.44	-78.89	8.76	2,182,851.84
金地集团	139	43	24,768.84	4,933.33	5.49	348,992.98
金科股份	51	23	14,267.00	12,259.70	2.72	113,565.35
中南建设	54	20	39,064.05	-13,938.52	10.51	302,746.37
阳光城	43	17	14,877.22	11,114.15	3.72	103,991.76
招商积余	43	17	8,098.16	2,513.64	12.14	191,035.68
荣盛发展	27	16	6,164.69	-1,760.36	1.58	47,776.31
华夏幸福	30	16	5,751.27	-5,301.45	1.93	120,144.07
蓝光发展	26	16	2,446.20	-879.12	0.81	14,750.61
华侨城 A	19	11	3,914.62	-8,240.68	0.56	25,014.42
招商蛇口	16	11	5,344.47	-131.02	0.68	88,076.83
绿地控股	14	8	11,981.05	-6,669.82	0.98	64,817.46
新城控股	14	8	936.57	131.32	0.42	29,286.51
华发股份	13	7	1,486.22	-375.65	0.71	9,556.40
雅戈尔	7	6	845.02	80.44	0.17	5,382.77
首开股份	8	6	457.25	-1,997.98	0.18	3,022.41

数据来源：Wind，西南证券整理

从港股通内房来看，2020 年一季度被基金明显增持的有碧桂园服务、中海物业、融创中国、金地商置、世茂房地产等，金茂和旭辉减持较为明显。

表 2：2020Q1 公募基金（股票和混合型）主要持有的港股通内房持仓变动明细

名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
融创中国	31	20	5,536.25	2,599.92	1.19	181,597.52
碧桂园服务	21	9	5,270.10	3,925.40	1.94	151,679.81
绿城服务	7	3	7,106.00	-548.00	2.55	61,036.61
世茂房地产	15	8	1,856.15	1,322.85	0.54	46,294.48
万科企业	5	5	1,328.50	566.19	0.84	31,013.88
华润置地	13	9	938.77	-940.14	0.13	27,448.33
中海物业	10	6	4,058.50	3,308.50	1.23	27,070.20
保利物业	6	5	91.04	91.04	0.59	5,494.25
中国金茂	4	4	1,115.00	-2,525.09	0.09	5,114.27
龙光地产	7	7	306.09	137.09	0.06	3,344.87

名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
龙湖集团	4	4	90.85	81.80	0.02	3,133.61
新城发展	1	1	413.20	413.20	0.07	2,642.79
金地商置	1	1	1,864.40	1,864.40	0.12	2,197.52
富力地产	4	4	151.36	-15.72	0.12	1,399.59
合景泰富集团	4	4	129.11	-48.31	0.04	1,300.00
雅居乐集团	3	3	106.45	-30.55	0.03	816.08
禹洲地产	1	1	162.60	-87.81	0.03	490.27
新奥能源	2	2	6.35	-4.70	0.01	435.44
中骏集团控股	1	1	120.80	-758.20	0.03	380.79
雅生活服务	1	1	10.20	10.20	0.02	351.35
新鸿基地产	2	2	3.35	-174.15	0.00	312.82
中国海外发展	2	2	13.00	-76.20	0.00	285.67
碧桂园	1	1	11.20	3.00	0.00	95.99
新世界发展	1	1	7.90	2.10	0.00	60.20
中国恒大	1	1	5.00	1.30	0.00	58.75
中国奥园	1	1	2.80	-56.00	0.00	23.23
旭辉控股集团	1	1	2.40	-1,978.80	0.00	12.28

数据来源：Wind，西南证券整理

2020 年以来，1 月上旬基本上是地产股的阶段性高点：一方面是地产股自 2019 年 11 月下旬的估值修复历时一个半月，从时间和空间上修复较为充分，一方面是从预期、政策和企业方面均出现程度不一的利空因素（2020 年货值储备和销售目标下调、央行继续严控房地产新增贷款占比、融创中国配股等）。之后经历过两次比较明显的风险事件冲击：一方面是武汉封城后中国疫情的冲击，这一次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），部分地产股随之有不错的反弹（有的甚至创新高）；一方面是境外疫情冲击，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，下跌的动力相比修复更足，历史半个月及调整到更深的位置）。从 3 月下旬开始，超跌反弹再次进入修复阶段，但个股表现出显著的分化。5 月两会结束后，对政策预期的调整结束，销售表现促进了地产股的反弹。截止的 6 月下旬，个股的差异化表现有所平滑。整体上看，当前市场风险偏好有望继续向上，物业股依然明显强于开发类，深圳和上海国资背景个股表现明显较强。展望下半年，关注疫情的二次爆发、销售的环比下行和市场风格偏好的变化。建议按以下三条投资主线择股：

1）有格局、具备“核心资产”特征的个股：A 股推荐万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股，H 股推荐旭辉控股、世茂房地产、宝龙地产、碧桂园、融创中国；

2）存在主题和区域利好的个股：A 股推荐天健集团、华发股份、南山控股，关注南国置业、深物业 A 等，H 股推荐龙光地产、佳兆业、禹洲地产、雅居乐等；

3）物管类标的：A 股关注招商积余、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 3：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	14.74	买入	2.34	2.86	3.54	6.3	5.2	4.2
000002	万科 A	26.40	买入	3.44	4.12	4.81	7.7	6.4	5.5
600383	金地集团	13.43	买入	2.23	2.74	3.19	6.0	4.9	4.2
001979	招商蛇口	16.69	持有	2.03	2.46	2.86	8.2	6.8	5.8
601155	新城控股	31.77	买入	5.61	6.98	8.44	5.7	4.6	3.8
000671	阳光城	6.56	买入	0.98	1.19	1.50	6.7	5.5	4.4
000961	中南建设	8.87	买入	1.11	1.93	2.24	8.0	4.6	4.0
600340	华夏幸福	22.95	买入	4.85	6.11	7.53	4.7	3.8	3.0
600466	蓝光发展	5.44	买入	1.15	1.73	1.96	4.7	3.1	2.8
002146	荣盛发展	8.12	买入	2.10	2.55	3.07	3.9	3.2	2.6
600325	华发股份	6.97	买入	1.32	1.63	1.99	5.3	4.3	3.5
000090	天健集团	6.65	买入	0.66	1.04	1.31	10.1	6.4	5.1
002314	南山控股	3.58	买入	0.15	0.19	0.27	23.9	18.8	13.3
0813.HK	世茂房地产	30.12	持有	3.15	3.96	4.92	9.6	7.6	6.1
1918.HK	融创中国	30.62	买入	5.85	6.98	8.49	5.2	4.4	3.6
0884.HK	旭辉控股	5.79	买入	0.82	1.02	1.22	7.1	5.7	4.7
2007.HK	碧桂园	8.93	买入	1.81	2.11	2.54	4.9	4.2	3.5
1638.HK	佳兆业	2.70	买入	0.75	1.01	1.29	3.6	2.7	2.1
6158.HK	正荣地产	4.45	持有	0.57	0.70	0.82	7.8	6.4	5.4
1628.HK	禹洲地产	3.10	买入	0.69	0.79	0.96	4.5	3.9	3.2
0817.HK	中国金茂	5.01	买入	0.56	0.68	0.86	8.9	7.4	5.8
3301.HK	融信中国	6.27	买入	1.84	2.18	2.60	3.4	2.9	2.4
1238.HK	宝龙地产	4.15	买入	0.98	1.27	1.60	4.2	3.3	2.6

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 指数涨幅在-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
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
	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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn