2020 年 04 月 12 日

证券研究报告•行业研究•房地产

房地产行业例评

跟随大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

政策宽松走新路，择时逻辑不再

投资要点

- **市场继续缩量震荡，筑底特征明显：**上周上证指数上涨 0.58%、沪深 300 上涨 0.93%、创业板指上涨 1.72%，万得全 A 交易额 2.72 万亿，环比再次减少 7.3%（成交额接近年初低位）。上周地产板块上涨 0.21%，年初以来累计下跌 12.52%，在所有申万一级行业中排名 23/28，地产板块估值水平 PE（TTM 整体法并剔除负值影响）为 7.92 倍，港股通内房股 7.10 倍。
- **全球疫情确诊病例突破 170 万，境外新增疑似二次探顶：**本周新冠疫情 COVID-19 防控形势有三点值得注意：1）国内境外输入病例有所反弹，近期上海、黑龙江、内蒙等区域值得关注；2）境外 4 月 10 日新增 9.76 万病例，略低于 4 月 3 日的 10.2 万，单日峰值 10 万例初步确认；3）美国单日新增病例最高 3.6 万例，英国同日创新高，此外俄罗斯、印度等国家单日新增病例持续上行。
- **政策宽松走新路，调节供需两端激活行业动能：**4 月 9 日国务院及发改委发文，鼓励人口等要素自由流动、大幅放宽落户限制提升购房需求增量；要求在政府空间规划前提下全面推行集体经营性建设用地入市，承接城镇配套用地需求，一方面提升商住建设用地指标调剂空间，一方面增厚存量房地产价值；实施人钱地挂钩制度，新增建设用地指标与新增人口对应，以需求定供给。
- **头部房企发布 3 月销售数据，略好于克而瑞数据：**从同比增速来看，招商蛇口、恒大、龙湖、中海、世茂、碧桂园等 3 月销售表现较强，新城控股和保利相对较差；从销售均价的变化趋势来看，3 月金地、招商蛇口的销售均价有明显抬升，恒大销售单价下跌幅度超 16%，碧桂园、新城、万科、融创、保利单价均有不同程度的下降。从 30 大中城市看，单日成交量基本恢复去年同期水平。
- **投资策略与重点关注个股：**择时方面建议关注股价低估和基本面预期改善的时间，择股方面建议按三条投资主线，1）估值有抬升潜力：A 股推荐万科 A、金地集团、保利地产、招商蛇口、新城控股，H 估推荐中国金茂、宝龙地产、融创中国、旭辉控股、龙光地产，建议关注世茂房地产；2）显著低估并存在预期差：A 股推荐中南建设、阳光城、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展、华发股份，H 股推荐佳兆业、碧桂园、禹洲地产、融信中国、中国恒大；3）物管类和小市值：A 股推荐南国置业、南山控股，关注大悦城、招商积余、新大正，港股推荐保利物业，关注蓝光嘉宝等。
- **风险提示：**新冠肺炎疫情防控风险、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	26.88	买入	3.44	4.12	4.81	7.81	6.52	5.59
601155	新城控股	31.29	买入	5.61	6.98	8.44	5.57	4.48	3.71
600383	金地集团	13.32	买入	2.13	2.65	3.05	6.25	5.03	4.37
600048	保利地产	14.69	买入	2.23	2.76	3.17	6.59	5.32	4.63
001979	招商蛇口	16.59	持有	2.35	2.80	2.95	7.06	5.93	5.62

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

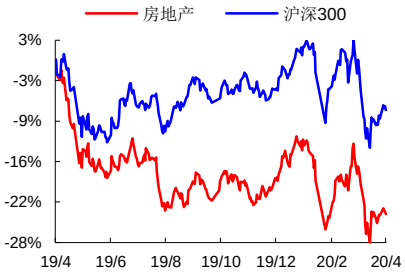
分析师：胡华如

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）	20,764.14
流通市值（亿元）	20,036.37
行业市盈率 TTM	8.18
沪深 300 市盈率 TTM	11.2

相关研究

1. 房地产行业例评：央行下调超额存准率，3 月销售显著改善 (2020-04-06)
2. 房地产行业例评：内房优等生交卷，政治局会议定调积极 (2020-03-29)
3. 房地产行业例评：内房信用风险升温，寻找错杀优质个股 (2020-03-23)
4. 房地产行业疫情影响定量分析：销售、复工、竣工与投资 (2020-03-22)
5. 房地产行业例评：外围冲击难言结束，国务院下放用地审批权 (2020-03-15)
6. 房地产行业例评：海南地产新政有前瞻性但无代表性 (2020-03-08)

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 8

4 数据参考 11

5 投资建议 14

6 风险提示 15

图 目 录

图 1：上周申万地产板块走势弱于沪深 300 1
图 2：年初以来申万地产板块相对沪深 300 表现（pp.） 1
图 3：上周京投发展、京汉股份等个股涨幅显著 1
图 4：上周金地、万通地产等个股跌幅显著 1
图 5：上周申万地产板块中个股交易额靠前个股（亿） 2
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 20.45% 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：境外新增输入病例是全国新增病例主要来源 3
图 10：上周黑龙江境外输入病例较为明显（例） 3
图 11：海外新增确诊病例首现见顶迹象（峰值 10 万） 3
图 12：港澳台地区当日新增的确诊病例（例） 3
图 13：美国每日新增确诊病例与累计病例（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：伊朗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与累计病例（例） 4
图 19：头部房企 3 月销售额表现与增速差异（亿元） 11
图 20：头部房企 3 月销售均价与增速变化（元每平米） 11
图 21：近三年全国六大发电集团日均耗煤量对比（万吨） 12
图 22：30 大中城市商品房交易高频数据跟踪（套） 12
图 23：2019 年 1 月以来全国住宅用地成交建面（左轴）和楼面地价（右轴） 13
图 24：2019 年 1 月以来全国住宅用地成交总价和溢价率 13

表 目 录

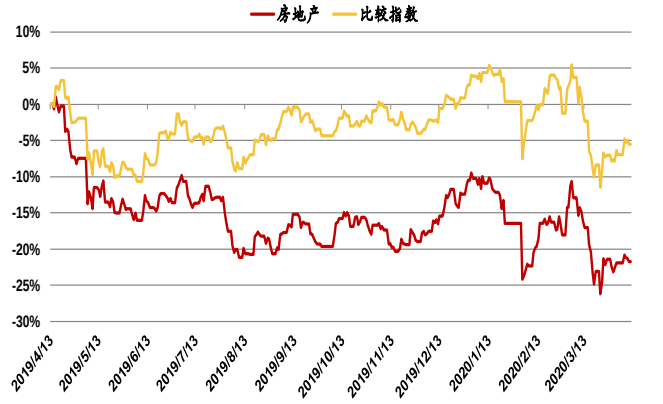
表 1：重点关注公司盈利预测与评级 14

1 市场回顾

上周A股市场整体继续保持缩量震荡，上证指数上涨0.58%、沪深300指数上涨0.93%，创业板指上涨1.72%，万得全A上周交易额2.72万亿，环比减少7.33%，交易继续保持缩量状态（成交额接近2020年初低位）。

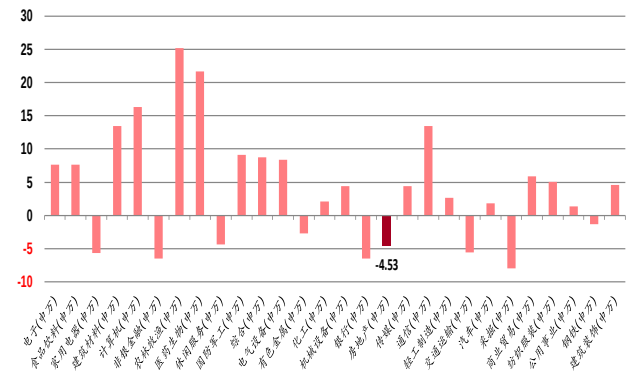
申万一级行业房地产板块（简称申万地产）上周上涨0.21%，在所有申万一级行业中相对排名20/28。从年初涨跌幅来看，申万地产下跌12.52%，在所有申万一级行业中相对排名23/28。上周申万地产交易额466.42亿，环比减少17.14%。

图1：上周申万地产板块走势弱于沪深300



数据来源：Wind，西南证券整理

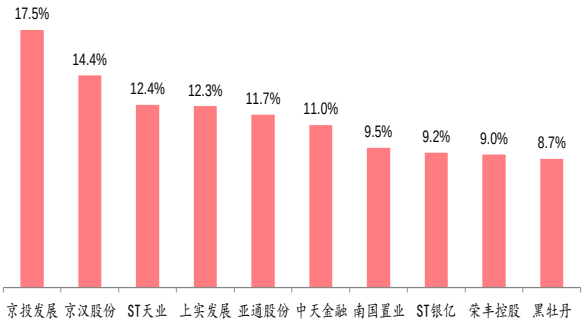
图2：年初以来申万地产板块相对沪深300表现（pp.）



数据来源：Wind，西南证券整理

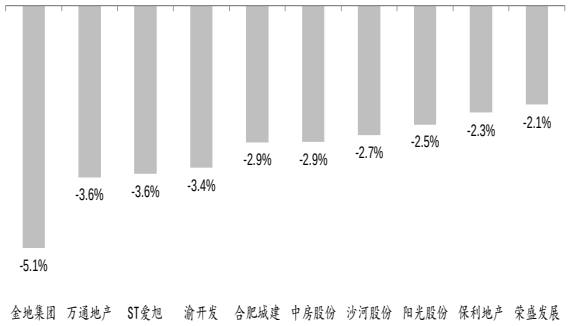
从个股涨跌幅来看，上周京投发展、京汉股份和ST天业等个股涨幅居前。金地、万通地产和ST爱旭等个股跌幅居前。

图3：上周京投发展、京汉股份等个股涨幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

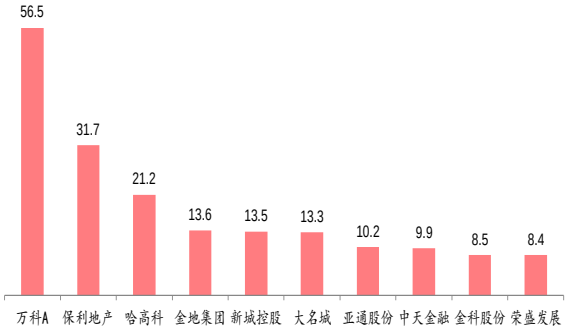
图4：上周金地、万通地产等个股跌幅显著



数据来源：Wind，西南证券整理

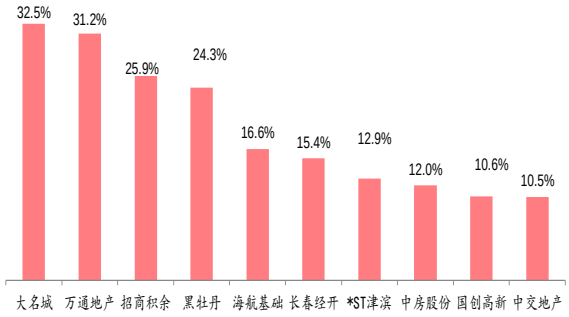
从板块交易额来看，上周万科、保利、哈高科、金地、新城、大名城、亚通股份、中天金融、金科和荣盛发展等排在行业前列。其中，万科和保利周交易额合计88.23亿，占板块交易额比重为18.92%。从年初累计涨幅来看，大名城、万通地产、招商积余和黑牡丹等涨幅居前，上涨个股个数占比20.45%。年初以来，中南、新黄浦和华夏幸福等跌幅居前。

图 5：上周申万地产板块中个股交易额靠前个股（亿）



数据来源：Wind，西南证券整理

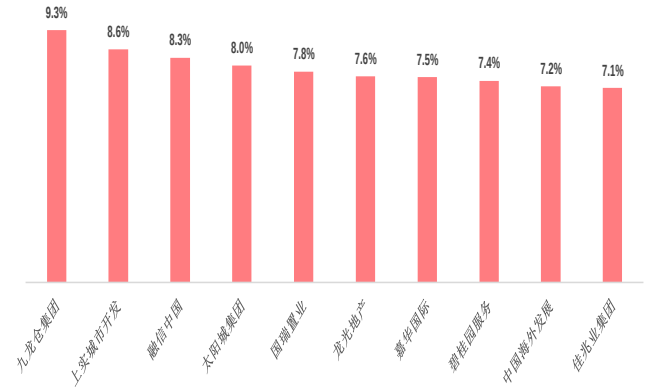
图 6：年初以来申万地产上涨个股占比为 20.45%



数据来源：Wind，西南证券整理

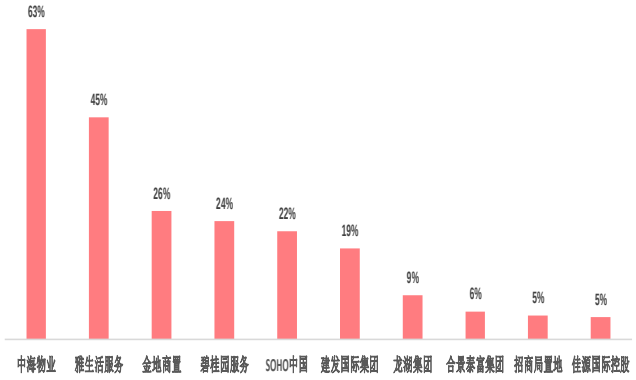
从港股通内房（根据 Wind-港股概念类-内房股，且为港股通标的）表现来看，上周整体表现较好，九龙仓、上实城开、融信和太阳城等涨幅明显，而 SOHO 中国、力高集团和丰盛控股位居跌幅前列。年初以来，中海物业、雅生活、金地商置、碧桂园服务等个股表现强势。上周从成交金额来看融创、中海、长实、润地、恒大和碧桂园服务等均超过 10 亿。

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

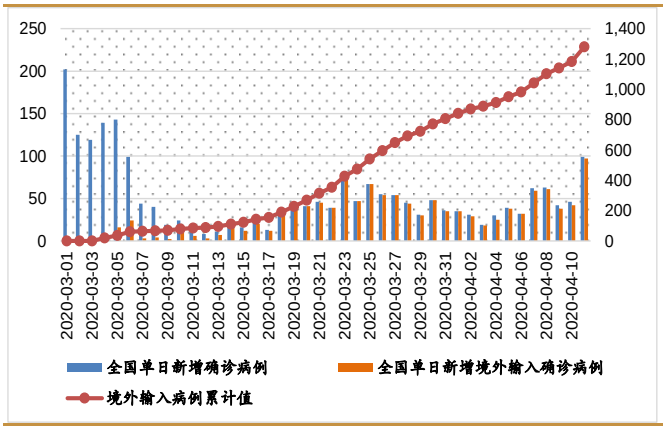
2 行业点评

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，但还未引起重视。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目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。

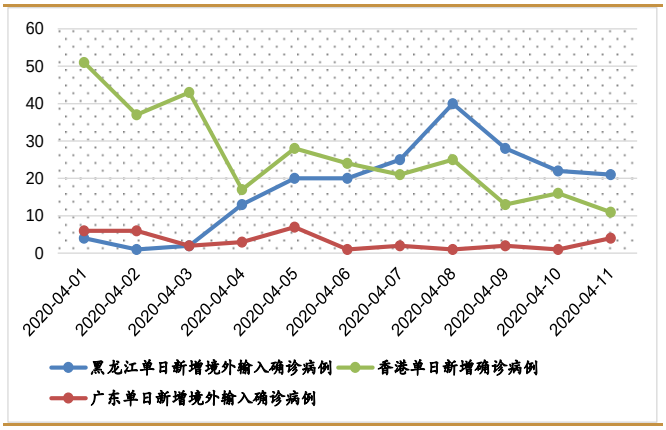
截止 2020 年 4 月 12 日 11:00，国内累计确诊病例 83,482 例，较昨日增加 113 例，增加病例数有所反弹；现存确诊病例 2,105 例（+97 例）、现存无症状感染者 1,086 例（+63 例）、境外输入确诊病例 1,280 例（+97 例）、累计死亡人数 3,349 例（+0 例）、累计治愈病例 78,028 例（+85 例）。国内疫情防控态势保持稳定，境外输入仍是重要增量来源，同时疫情在国外已经扩大到 209 个国家，累计确诊 1,700,951 人。

图 9：境外新增输入病例是全国新增病例主要来源



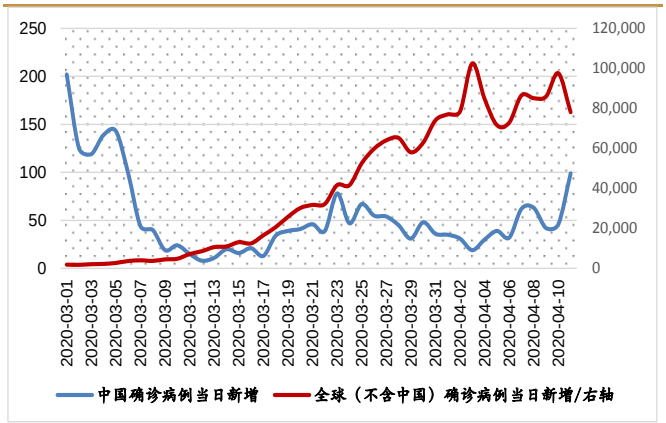
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：上周黑龙江境外输入病例较为明显（例）



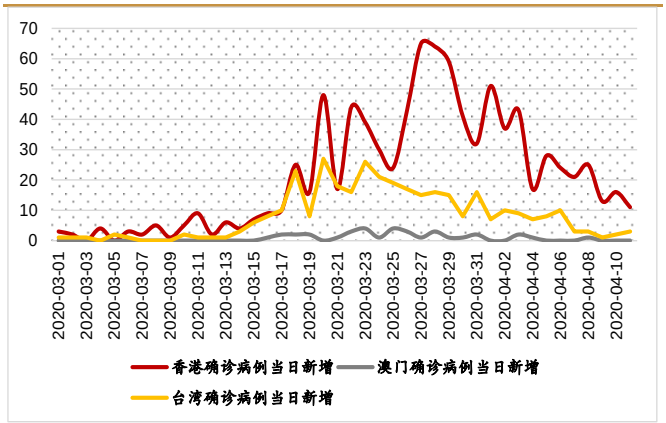
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：海外新增确诊病例首现见顶迹象（峰值 10 万）



数据来源：Wind，西南证券整理

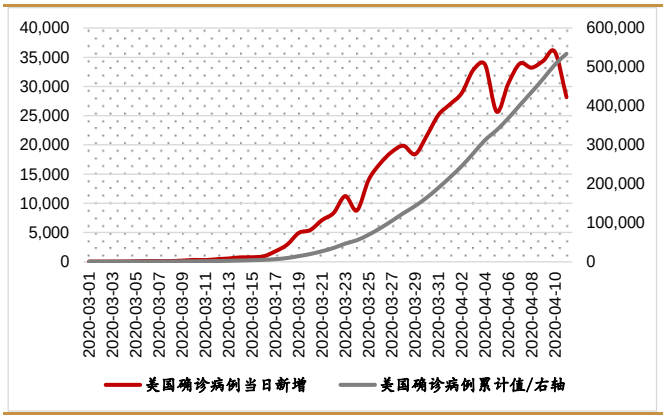
图 12：港澳台地区当日新增的确诊病例（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

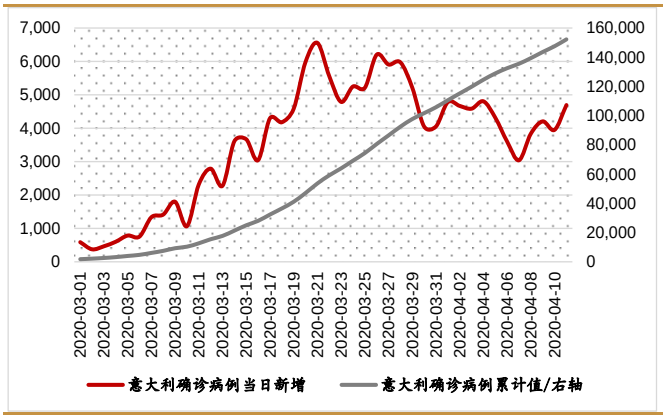
本周值得关注的主要有三点，1）继上周明显下降后，本周境外输入病例有所反弹，近期上海、黑龙江、内蒙、香港等区域境外输入病例较多；2）海外疫情仍在持续扩散，全球累计确诊超过 170 万例，4 月 10 日新增 9.76 万病例略低于 4 月 3 日的 10.2 万，单日峰值 10 万的拐点初步确认；3）4 月 10 日，美国新增病例 3.6 万例（创新高）、英国新增病例 0.87 万例（创新高），其他国家如俄罗斯、印度单日新增病例出现持续增长态势。

图 13：美国每日新增确诊病例与累计病例（例）



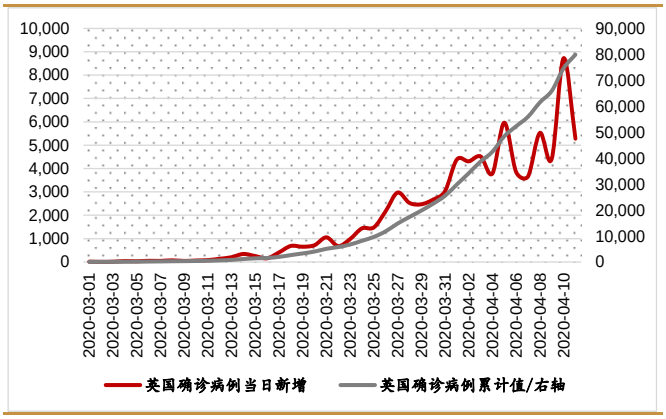
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：意大利每日新增确诊病例与累计病例（例）



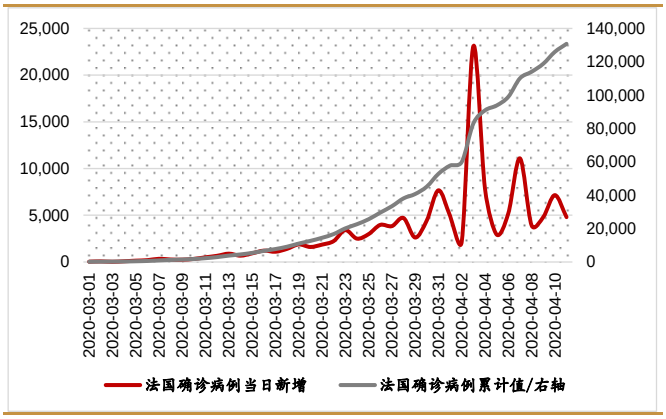
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：英国每日新增确诊病例与累计病例（例）



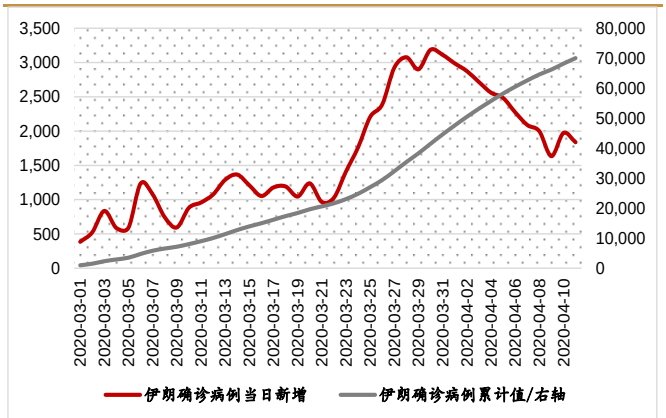
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：法国每日新增确诊病例与累计病例（例）



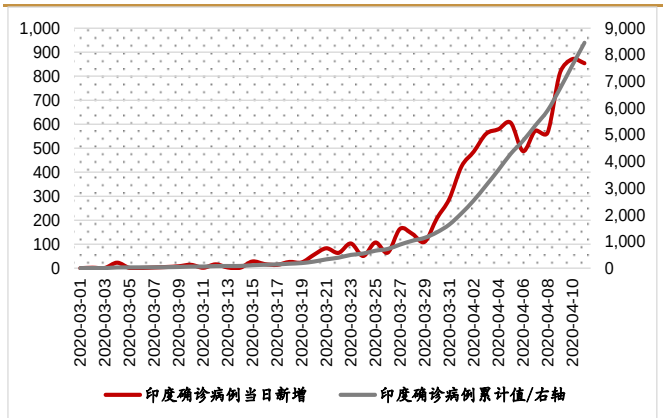
数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：伊朗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与累计病例（例）



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 行业政策动态跟踪

近一周最值的关注的政策有两个，其一是 4 月 9 日国务院发文《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》和国家发改委发文《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，其二是 4 月 10 日央行谈房地产“三稳”目标时，表示稳定房地产市场预期尤其重要，央行下一步还是按照中央总体要求和精神，围绕“三稳”目标做好工作。

我们的点评：

1）关于房地产政策的转折点问题，市场期望出现的“房地产金融政策”发生转折，比如类似以前的“认房不认贷”、“降低首付款比例”、“与棚改类似变相的方式提升购买力”等出现的概率并不大，或者说随着销售的恢复、其他政策的出台，出现的概率在变小。中央“房住不炒”的定位还是很清晰的，地产的金融属性最好就这样了，不要再被强化，不能通过提杠杆的方式刺激流动性，地方“房短不刺”的要求相对模糊，短期和长期区分难度不说，“刺激”的意思也耐人寻味，本意可能是说不能促涨但可防跌，或者说地方的政策只能用来防跌。在这种框架下，地产金融政策放松一点还是有空间，但转向的可能性并不大，政策大概率是纵深渐进式放松（新路子），而非一次性转向（回到老路）。如果认可这个判断，那么意味着投资者根据“政策转向”的逻辑再择时恐怕靠不住，因为政策的变化难以在一个时间形成“转向的一致性预期”。

2）既然金融政策大概率难以转向，那么地产政策的路径在哪儿？在供需两端进一步增加流量、打开行业空间而提升流动性。3 月 12 日国务院下放用地审批权的点评内容可以参考我们此前的报告。针对 4 月 9 日国务院和发改委的发文，总体上毋庸置疑是利好地产行业的。

其一，鼓励人口自由流动、放宽落户提升了购房需求的增量。国务院的发文鼓励人才自由流动，而且尽量不要受到户口等限制，比如明确了探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认。发改委的文要督促城区常住人口 300 万人以下的城市完全放开落户，对城区常住人口 300 万以上 500 万以下的城市对重点人群放开落户，对城区常住人口在 500 万人以上的超大城市对郊区落户放宽。

其二，农村经营性建设用地入市可以承接部分配套用地需求，一方面商住建设用地指标调剂空间变大，一方面增厚了存量房地产的配套价值。国务院发文要求全面推开农村土地征收制度改革，扩大国有土地有偿使用范围。发改委要求在符合政府空间规划前提下，全面推开农村集体经营性建设用地直接入市。实施人地钱挂钩制度，新增建设用地指标与新增户籍人口对应。推动城镇基本公共服务覆盖，有利于维持和提升城镇房地产的价值。

其三，打开房地产行业相关产业链空间。实施城乡融合发展，以县城为载体的新型城镇化建设，这一块契合都市圈和城市集群的发展趋势，对于区域深耕的房企有重要意义。无论是传统改善型产品的下沉、还是产业园、文旅地产或是代建市场，都可能迎来更大的发展空间。

4 月 10 日，青岛市不动产登记中心主办的“青岛网上房地产”网站发布了“2020 青岛百日万店消费季网络房展”活动规则，特别提到，会坚持“房住不炒”定位继续执行限购政策，但对由于继承、拆迁等原因，居民家庭在一套住房中仅占部分共有份额的，不按其拥有一套住房计算。鼓励改善型住房需求，出售 1 套以上原有住房新购 1 套住房的，原有住房应

取得《不动产权证书》满 2 年并办理买卖合同网签备案后或委托中介机构代理销售并办理委托代理合同网签备案后，即可对新购住房的买卖合同予以网签备案。

4 月 10 日，央行谈房地产“三稳”目标：稳定房地产市场预期尤其重要。央行金融市场司司长表示，2016 年以来，央行为抑制资金过度流向房地产行业做了一些工作，取得比较明显的效果。房地产行业特点是资本密集型行业，而且周期很长，央行一直非常注重政策的稳定性、连续性和一致性。房地产市场的“三稳”（稳地价、稳房价、稳预期）基调中，稳预期尤其重要，预期不稳反而对经济伤害更大，下一步还是按照中央总体要求和精神，围绕“三稳”目标做好工作。

4 月 10 日，上海市举行疫情防控工作领导小组新闻发布会，表示将减轻房企入市成本压力。今年开工建设的住宅项目可延期缴纳城市基础设施配套费。允许符合条件的房企延期缴纳土地增值税。会上介绍了即将出台的《上海市扩大有效投资稳定经济发展的若干政策措施》主要内容，文件中提到对急需用款的旧改项目先行预拨 100 亿元资金。加快启动市、区联手土地储备项目和新一轮市、区联合旧区改造项目。在新增土地方面，上海将夯实土地供应计划，适当增加年度土地供应量；在存量土地方面，上海将精准实施混合用地出让、容积率提升、标准厂房分割转让、绿化率区域统筹等政策，高效利用存量土地。

4 月 9 日，中央出台第一份要素市场化配置文件。中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，要求根据不同要素属性、市场化程度差异和经济社会发展需要，分类完善要素市场化配置体制机制。意见要求，稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，提高债券市场定价效率，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。推动超大、特大城市调整完善积分落户政策，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，试行以经常居住地登记户口制度。

4 月 9 日，发改委表示，将牵头建立推进要素市场制度建设工作机制，确保各项重点任务落到实处。深化基础性改革。加快政府职能转变，打破行政性垄断，大幅减少政府直接配置要素范围。深化国有企业和国有金融机构改革，完善国有企业和国有金融机构法人治理结构，确保各类所有制企业通过竞争等市场手段平等获取要素。

4 月 9 日，发改委印发《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，促进大中小城市和小城镇协调发展，提升城市治理水平，推进城乡融合发展。督促城区常驻人口 300 万以下城市全面取消落户限制；促进农业转移人口等非户籍人口在城市便捷落户。全面推开农村集体经营性建设用地直接入市；加快引导工商资本入乡发展，开展工商资本入乡发展试点。

4 月 8 日，南京市委市政府召开新闻发布会，发布《关于支持促进高校毕业生在宁就业创业十项措施》。包括落户门槛放宽至 40 岁以下大专生、推出 7000 套人才公寓保障人才购房、开发 4000 个见习岗位等 10 个方面“真金白银”的扶持。《十项措施》中最受关注的一条，就是落户门槛进一步放宽，“本科学历人才从 40 周岁放宽到 45 周岁，将留学回国人员和非全日制研究生一并纳入，40 周岁以下的大专学历人员在宁就业参保半年就可以落户。”

4 月 8 日，乌鲁木齐发布支持企业发展的十七条措施，当中提到在 2020 年 1 月 1 日至 8 月 31 日期间，新建商品房预售重点监管资金的监管比例减少 50%，并对存量重点监管资金按 50%比例一次性拨付给开发企业。截至 4 月 7 日，新疆维吾尔自治区乌鲁木齐为房地产开发企业释放 16.47 亿重点监管资金，其中政策惠及的有 127 家开发企业 146 个项目，减收

重点监管资金 1.91 亿元；按减半原则，99 家开发企业 113 个项目，拨付存量重点监管资金 14.56 亿元。

4 月 8 日，中共中央政治局常务委员会会议要求，要加大复工复产政策落实力度，加强对困难行业和中小微企业扶持，着力扩大国内需求，有序推动各类商场、市场复工复市，促进生活服务业正常经营，积极扩大居民消费，加快推进投资项目建设，形成供需良性互动；我国农业连年丰收，完全有能力保证粮食和重要农产品供给。

4 月 8 日，国务院金融稳定发展委员会召开第二十五次会议，要求加大宏观政策实施力度，稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置。引导信贷资源更多支持受疫情冲击较大的中小微企业和民营企业。发挥好资本市场枢纽作用，不断强化基础性制度建设，坚决打击各种造假和欺诈行为，放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度。高度重视国际疫情和经济金融形势研判应对，防范境外风险向境内传递。

4 月 8 日，用益信托网发布 2020 年一季度集合资金信托统计报告显示，2020 年一季度，房地产类信托下滑明显，据统计，投向房地产领域的集合信托资金 1365.20 亿元，环比下滑 20.86%，下滑最为明显。从规模占比变化来看，2020 年一季度房地产类信托规模占比 24.66%，环比减少 4.52 个百分点。

4 月 6 日，住建部数据显示截止 4 月 1 日，全国房屋建筑和市政基础设施工程在建项目共 18.66 万个，已开复工 15.87 万个，开复工率为 85.06%，其中，16 个省（区、市）的开复工率达到 90%（含）以上。此外，全国售楼处复工率达 92.73%。

4 月 5 日，中国房地产协会主办的全国房价行情数据显示，有 121 个城市 3 月份二手房价环比 2 月份下跌。从整体上看，房价下跌的城市比例不算高，但具有象征意义的四大一线城市，北上广深 3 月份二手房价全部下跌。其中，上海下跌 5.85%位居四大一线城市跌幅榜首位，每平跌 3401 元位居全国首位。

4 月 5 日，杭州出台住房公积金阶段性支持政策指出，受新冠肺炎疫情影响对支付租房压力较大的无房职工，6 月 30 日前可按月提取本人住房公积金账户余额，提现额度按现有标准上浮 50%确定。

3 企业动态

保利地产：4 月 9 日，保利地产发布 2020 年 3 月份销售情况简报，2020 年 3 月公司实现签约面积 201.37 万平方米，同比下降 28.86%；实现签约金额 273.70 亿元，同比下降 35.85%；2020 年 1-3 月公司实现签约面积 490.24 万平方米，同比下降 29.97%；实现签约金额 710.21 亿元，同比下降 35.24%。

招商蛇口：4 月 9 日，招商局蛇口工业区控股股份有限公司发布 2020 年 3 月销售简报，2020 年 3 月，公司实现签约销售面积 93.28 万平方米，同比减少 0.1%；实现签约销售金额 216.84 亿元，同比增加 21.79%。2020 年 1-3 月，公司累计实现签约销售面积 148.55 万平方米，同比减少 21.37%；累计实现签约销售金额 361.13 亿元，同比减少 4.7%。

德信中国：4 月 9 日，德信中国发布 2020 年 3 月未经审核的营运数据，3 月公司实现合同销售额 33.8 亿元，合约销售面积 16.9 万平方米；2020 年 1-3 月，公司累计实现合同销售额 53.6 亿元，累计合同销售面积 27.6 万平方米。

绿地香港：4 月 9 日，绿地香港控股有限公司发布 2020 年 3 月未经审核营运数据，2020 年 1-3 月公司累计实现合同销售额 37.33 亿元，合同销售面积 32.53 万平方米，平均售价为每平方米 11474 元。

龙湖集团：4 月 9 日，龙湖集团控股有限公司发布 2020 年 3 月未经审核营运数据，3 月公司实现合同销售金额 210.5 亿元，合同销售面积 120.8 万平方米；1-3 月累计实现合同销售额 381.6 亿元，合同销售面积 120.8 万平方米。

五矿集团：4 月 8 日，五矿集团拟发行 2020 年度第一期超短期融资券，金额人民币 20 亿元。五矿集团拟将募集资金用于偿还集团本部及子公司到期债务和补充集团本部及子公司营运资金，以提高直接融资比例，改善融资结构，并承诺募集资金不用于金融及房地产业务。

泛海控股：4 月 8 日，泛海控股公告称，公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行规模不超过人民币 53 亿元（含 53 亿元）的中期票据。本次发行的募集资金将按照相关法规及监管部门的要求使用，包括但不限于偿还公司债务、补充流动资金等。

龙光：4 月 8 日，龙光发布公告称，公司与若干银行订立融资协议。据此，公司获授为期 36 个月的相当于 22.3 亿港元的双货币（美元及港元）定期贷款融资（附上限金额为 7.7 亿港元的增额权）。

融创：4 月 8 日，融创联手武汉地产集团与黄陂区签约“融创·武地·长江文旅城”项目投资建设合作协议。黄陂区与融创中国、武汉本土实力国企启动同频共振，为区域产业发展升级、城市功能提升深度共融、共生赋能。

阳光城：4 月 8 日，阳光城发布公告称，公司以下属子公司上海兴申所持有的上海君御豪庭为物业资产设立资产支持票据信托并发行资产支持票据开展资产证券化融资工作，发行规模不超 8.2 亿元，期限不超 20 年。

中交地产：4 月 8 日，，中交房地产集团有限公司公告称，截至 2019 年 12 月 31 日，公司对外借款余额为 1315.87 亿元，合并净资产为 760.98 亿元。截至 2020 年 3 月 31 日，中交房地产集团借款余额为 1587.56 亿元，较 2019 年末累计新增借款金额 271.69 亿元，累计新增借款占上年末净资产的比例为 35.70%。

大悦城:4 月 8 日,大悦城控股集团股份有限公司发布公告称,截至 2020 年 3 月 31 日,大悦城控股集团股份有限公司(以下简称“公司”)本年累计新增借款超过上年末净资产的 20%。

新城控股:4 月 8 日,新城控股集团股份有限公司发布 2020 年 3 月份及第一季度经营简报,3 月份公司实现合同销售金额约 142.58 亿元,销售面积约 136.68 万平方米;1-3 月累计合同销售金额约 309.81 亿元,比上年同期下降 33.68%,累计销售面积约 285.82 万平方米,比上年同期下降 31.17%。

富力:4 月 8 日,据深交所最新消息显示,富力地产 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券项目状态更新为“已反馈”,拟发行金额 100 亿元。本次债券规模不超过人民币 100 亿元,采用分期发行的方式,其中,首期发行规模不超过人民币 50 亿元。

荣盛发展:4 月 8 日,荣盛房地产发展股份有限公司发布 2019 年度报告,报告期,公司实现营业收入 709.12 亿元,同比增长 25.80%;营业利润 132.97 亿元,同比增长 20.13%;实现归属于母公司所有者净利润 91.20 亿元,同比增长 20.57%。截至 2019 年 12 月 31 日,公司总资产 2,545.95 亿元,同比增长 11.78%;归属于上市公司股东的所有者权益 408.88 亿元,同比增长 21.75%。

奥园:4 月 7 日,奥园集团发布公告,披露收购京汉实业约 29.99%股本的事项。于 2020 年 4 月 7 日(交易时段后),京汉控股集团有限公司(卖方 A)、建水泰融企业管理有限公司(卖方 B)、田汉先生与买方(奥园全资附属公司)订立框架协议。据此,买方已有条件同意收购及卖方已有条件同意出售目标公司约 29.99%的股本,代价为现金人民币 11.6 亿元。

恒大:4 月 7 日,恒大健康发布公告,于 2020 年 4 月 7 日,南京恒康、恒大人寿及项目公司订立投资协议,据此南京恒康同意透过现金和资产注入的方式向项目公司出资;而恒大人寿则同意以现金向项目公司注资,总金额为人民币 14 亿元,以供项目公司用于相关标的地块的土地使用权、在建工程收购及/或后续开发建设。

中海:4 月 7 日,中信证券-中海商管 1 号绿色资产支持专项计划项目状态变更为“通过”。据了解,本次资产支持专项计划拟发行金额为 37.01 亿元,承销商/管理人为中信证券,发行人为北京中海广场商业发展有限公司。

中国建筑:4 月 7 日,中国建筑 2020 年度第一期中期票据发行完成,实际发行总额为 40 亿元,票面利率为 3.29%。据了解,本期中期票据简称为“20 中建 MTN001”,起息日和兑付日分别为 2020 年 04 月 03 日和 2099 年 12 月 31,票据期限为 3+N 年。

万科:4 月 7 日,万科企业股份有限公司发布公告称,董事会同意聘任王海武为公司执行副总裁、首席运营官(COO)。

华润置地:4 月 7 日,华润置地拟发行 2020 年度第一期中期票据,金额为人民币 20 亿元。分别为 10 亿元 3 年期和 10 亿元 5 年期,经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,本期中期票据的债项评级为 AAA;华润置地控股有限公司主体信用级别为 AAA。

华侨城:4 月 7 日,华侨城拟发行 2020 年度第二期中期票据,发行金额为人民币 15 亿元,期限为 3+N 年。据募集说明书显示,票据发行首日为 4 月 9 日,起息日和上市日分别为 4 月 13 日和 4 月 14 日。本期中期票据募集资金拟偿还华侨城集团即将到期的银行借款。

中国建筑：4 月 7 日，中国建筑拟发行 2020 年度第二期中期票据，本期发行金额为 30 亿元，发行期限为 3＋N 年。据募集说明书显示，票据发行日为 4 月 9 日-10 日，票据募集资金用于置换存量债务，其余用于补充流动资金。

保利：4 月 7 日，保利拟发行 2020 年度第二期中期票据，发行金额为 15 亿元，发行期限为 3＋N（3）年。经中诚信国际综合评定，保利主体信用级别为 AAA 级，评级展望为稳定；本期中期票据信用级别为 AAA 级，发行金额全部用于偿还到期债券。

金地：4 月 7 号，金地集团有限公司发布 2020 年 3 月销售情况，数据显示 2020 年 3 月公司实现签约面积 53.0 万平方米，同比下降 35.73%；实现签约金额 129.7 亿元，同比下降 20.23%。2020 年 1-3 月公司累计实现签约面积 127.5 万平方米，同比下降 21.11%；累计实现签约金额 282.1 亿元，同比下降 16.58%。

金科：4 月 6 日，金科发布公告称，公司控股子公司重庆金科取消经其审议通过但尚未实施的对部分控股子公司担保额度合计 4.7 亿元，并新增对部分控股房地产项目公司担保额度合计不超过 21.46 亿元。

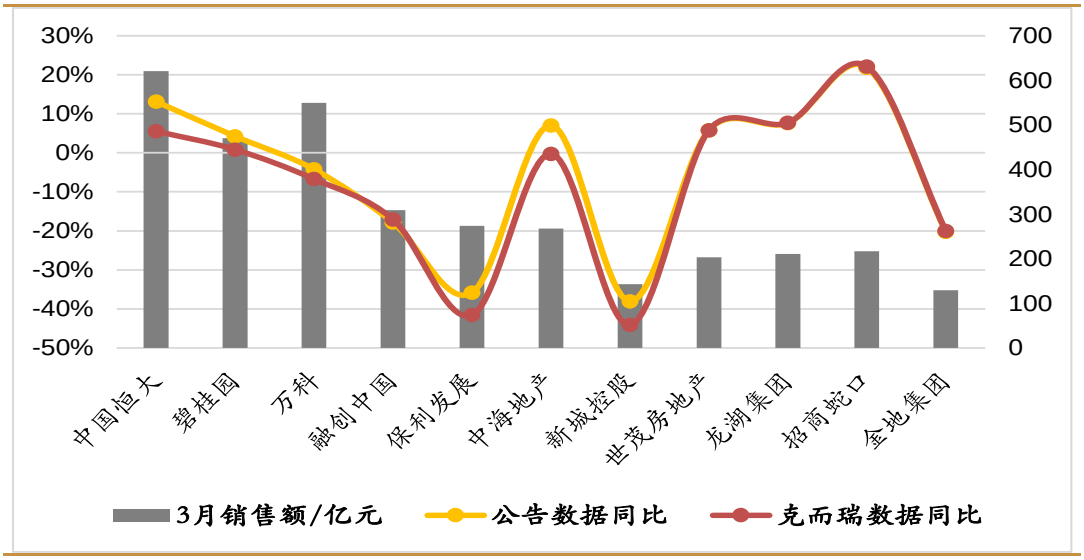
荣盛发展：4 月 6 日，荣盛发展发布公告称，控股股东荣盛控股所持有荣盛发展的部分股份被质押，本次质押 8950 万股，质押用途为非上市公司股权投资。质押起始日为 2020 年 4 月 1 日。

融创：4 月 6 日，融创中国控股有限公司发布 2020 年 3 月未经审核营运数据，显示公司 3 月份实现合同销售额 309.2 亿，合同销售面积 228.7 万平方米，分别同比下降 17.85%和 12.60%；截止 3 月底，公司累计实现合同销售额 617.6 亿，累计合同销售面积 453.4 万平方米，分别同比下降 22.67%和 16.42%。

4 数据参考

大部分头部房企发布了 3 月份的销售数据，相比较而言，招商蛇口、恒大、龙湖、中海、世茂、碧桂园等 3 月销售表现较强，新城控股和保利的同比增速相对较差。

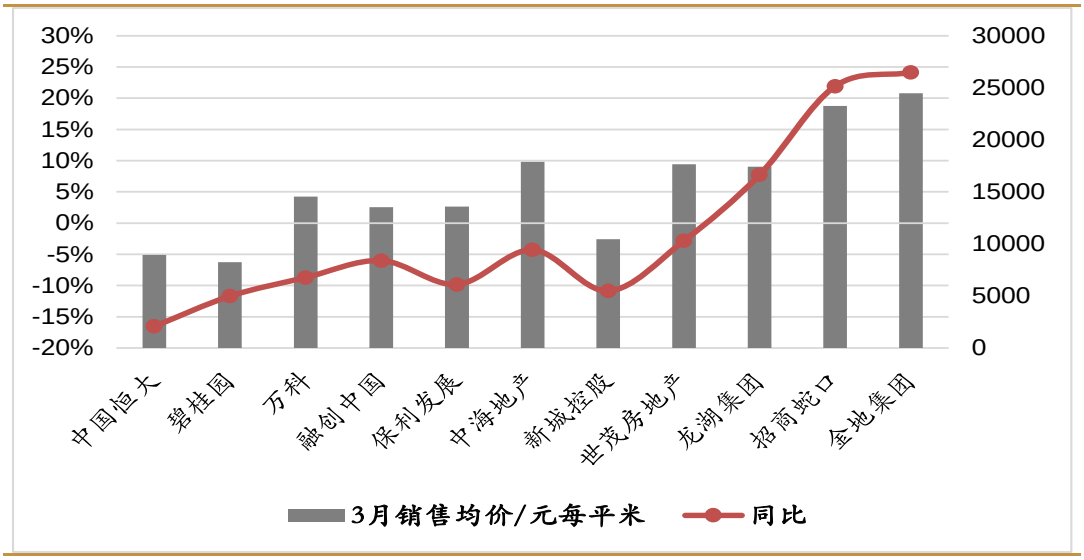
图 19：头部房企 3 月销售额表现与增速差异（亿元）



数据来源：Wind、公司公告、西南证券整理

从销售均价的变化趋势来看，金地、招商蛇口的销售均价有明显抬升（总销售基数相对不大，销售单价上涨可能与推盘结构变化相关），恒大销售单价下跌幅度超过 16%，碧桂园、新城、万科、融创、保利单价均有不同程度的下降，总体上看销售基数越高单价下行压力也会相应增大。

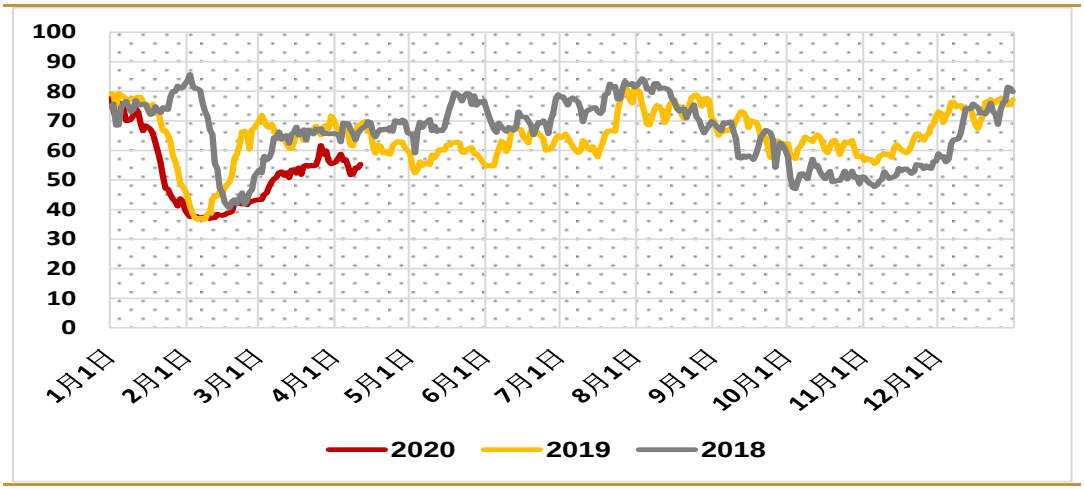
图 20：头部房企 3 月销售均价与增速变化（元每平米）



数据来源：Wind、公司公告、西南证券整理

2 月 17 日，国务院联防联控机制印发意见，要求各地制定差异化的县域防控和恢复经济社会秩序的措施，对于低风险地区要实施“外防输入”策略，全面恢复正常生产生活秩序。2 月 18 日开始随着疫情数据的边际变化，部分区域随后开始调低疫情防控等级，人口返工和复工比例持续提升。3 月 14 日以来，随着湖北区域的解封，返工复工人流进一步加快。春节以后，六大集团日均煤耗量自 2 月 10 日的低位 36.92 万吨开始逐步回升。4 月 8 日零时起，武汉正式解封。上周（4 月 4 日-4 月 10 日）均值为 54.10 万吨，相当于 2019 年均值 64.76 万吨的 83.5%。

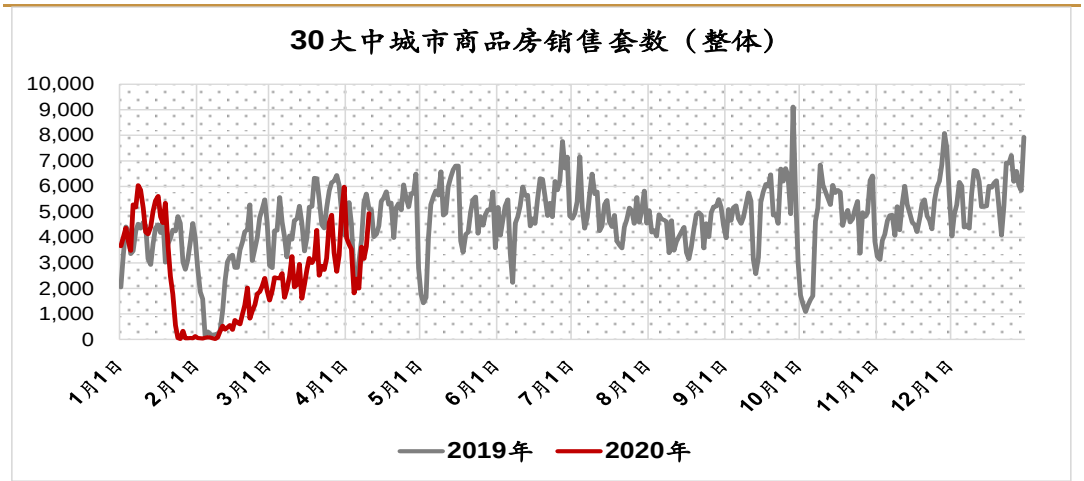
图 21：近三年全国六大发电集团日均耗煤量对比（万吨）



数据来源：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 5 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。上周（2020 年 4 月 4 日-4 月 10 日）30 大中城市新房日均交易 3080 套（3 月份交易日均值 2934 套），相当于 2019 年日均 4693 套的 65.6%。

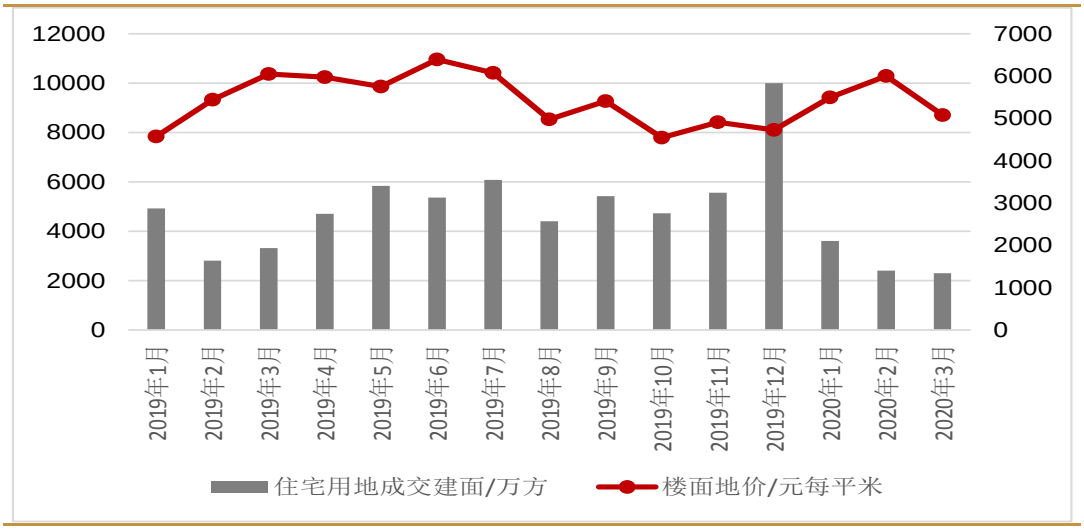
图 22：30 大中城市商品房交易高频数据跟踪（套）



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）

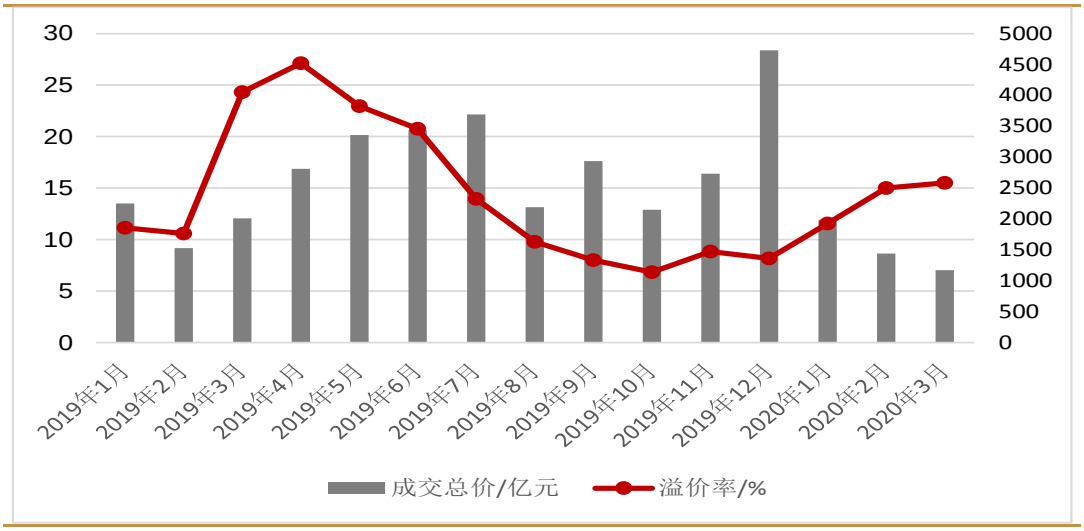
从土地成交情况来看，我们将样本城市扩展到 100 城市，根据 Wind 统计数据（含非房企购买土地），2020 年 2 月中旬以来土地交易持续恢复，特别是住宅用地和工业用地反弹较为明显。3 月份，住宅用地成交 2309 万方（环比减少 3.95%），成交总价 1173 亿（环比减少 18.7%），平均土地成交溢价率为 15.52%（1 月和 2 月分别为 11.57%和 15.00%）。4 月 1 日-12 日，住宅用地成交土地规划建面 696 万方，成交总价 571 亿，平均土地成交溢价率 15.63%。

图 23：2019 年 1 月以来全国住宅用地成交建面（左轴）和楼面地价（右轴）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 24：2019 年 1 月以来全国住宅用地成交总价和溢价率



数据来源：Wind、西南证券整理

5 投资建议

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 7.92 倍（前周为 7.89 倍），在 28 个申万一级行业里面排名倒数第二（仅次于银行），港股通内房的估值水平为 7.10 倍（前周为 6.81 倍）。

在“房住不炒”的定位和“房短不刺”的要求，地方政府可以为了“防价格下跌、防流动性萎缩”进行“因城施策”的宽松，但一旦触发敏感的政策比如降低首付款比例、放松限售对象等即被叫停。房地产金融政策整体的基调目前并未改变，主要着力点还是在稳预期。在这种框架下，地产金融政策放松一点还是有空间，但转向的可能性并不大，政策大概率是纵深渐进式放松（新路子），而非一次性转向（回到老路）。如果认可这个判断，那么意味着投资者根据“政策转向”的逻辑再择时恐怕靠不住，因为政策的变化难以在一个时间形成“转向的一致性预期”。从这个角度来看，我们不建议投资者再去寻找或等待政策拐点，而应该关注优质公司股价低估的时间和基本面预期改变的时间，综合这两个因素寻找择时的线索。

另外，我们建议按以下三条投资主线择股：

1）估值偏低但估值水平有上升潜力：A 股推荐万科 A、金地集团、保利地产、招商蛇口、新城控股，H 估推荐融创中国、旭辉控股、中国金茂、宝龙地产、龙光地产，建议关注世茂房地产；

2）估值明显低估存在较大预期差：A 股推荐中南建设、阳光城、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展、华发股份，H 股推荐佳兆业、碧桂园、禹洲地产、融信中国、中国恒大等；

3）物管类和小市值标的：A 股推荐南国置业、南山控股，关注招商积余、新大正，港股推荐保利物业，关注蓝光嘉宝等。

表 1：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）		
				2018A	2019A/E	2020E	2018A	2019A/E	2020E
000002	万科 A	26.88	买入	3.06	3.44	4.12	8.8	7.8	6.5
600048	保利地产	14.69	买入	1.59	2.23	2.76	9.2	6.6	5.3
000961	中南建设	7.71	买入	0.59	1.15	1.86	13.1	6.7	4.1
600383	金地集团	13.32	买入	1.79	2.13	2.65	7.4	6.3	5.0
601155	新城控股	31.29	买入	4.65	5.61	6.98	6.7	5.6	4.5
000671	阳光城	6.89	买入	0.75	1.02	1.28	9.2	6.8	5.4
600466	蓝光发展	6.14	买入	0.75	1.16	1.80	8.2	5.3	3.4
600340	华夏幸福	21.37	买入	3.91	4.98	6.73	8.9	4.3	3.2
001979	招商蛇口	16.59	持有	1.93	2.35	2.81	8.6	7.1	5.9
000069	华侨城 A	6.42	买入	1.29	1.51	1.84	5.0	4.3	3.5
002146	荣盛发展	7.96	买入	1.74	2.10	2.55	4.6	3.8	3.1
600325	华发股份	6.53	买入	1.08	1.56	2.19	6.0	4.2	3.0
6049.HK	保利物业	63.37	持有	0.84	1.21	1.48	75.4	52.4	42.8
1918.HK	融创中国	32.91	买入	3.75	5.85	6.98	8.8	5.6	4.7

股票代码	股票名称	当前价格（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）		
				2018A	2019A/E	2020E	2018A	2019A/E	2020E
0884.HK	旭辉控股	5.37	买入	0.68	0.81	0.97	7.9	6.6	5.5
2007.HK	碧桂园	8.72	买入	1.60	1.81	2.11	5.4	4.8	4.1
1638.HK	佳兆业	2.72	买入	0.45	0.75	1.01	6.1	3.6	2.7
6158.HK	正荣地产	4.48	持有	0.51	0.57	0.70	8.8	7.9	6.4
0817.HK	中国金茂	4.83	买入	0.45	0.56	0.68	10.7	8.6	7.1
3380.HK	龙光地产	11.58	买入	1.46	1.99	2.59	7.9	5.8	4.5
3301.HK	融信中国	7.38	买入	1.37	1.85	2.18	5.4	4.0	3.4
1238.HK	宝龙地产	4.40	买入	0.71	0.98	1.27	6.2	4.5	3.5

数据来源：聚源数据，西南证券

6 风险提示

新冠肺炎疫情防控风险、政策宽松低于预期、房企交楼或低于预期、重点房企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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@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
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@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