

海外地产行业 2021 年中期投资策略:

**推荐** (维持)**跨越低谷，等待柳暗花明**

2021 年 06 月 14 日

**重点公司**

重点公司	目标价(港元)	评级
旭辉控股集团	8.30	买入
华润置地	48.00	买入
世茂集团	31.00	买入
龙湖集团	66.00	买入
宝龙地产	7.70	买入
建发国际集团	18.50	买入
越秀地产	2.30	买入
融创中国	45.00	买入

**相关报告**

《分化持续，择优布局》  
20210506  
《从向土地要红利到向管理要红利》20210210  
《融资收紧冲击有限，等待市场情绪改善》20201110  
《短期结转放缓，长期仍具韧性》20200726  
《销售的韧性凸显板块的价值》  
20200701

**海外房地产研究**

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190521010001

请注意: 严宁馨并非香港证券及  
期货事务监察委员会的注册持  
牌人, 不可在香港从事受监管的  
活动

**投资要点**

- **总结:** (1) 行业 2020 全年销售依然实现强劲增长, 销售规模再创新高, 商品房销售金额达到 17.4 万亿元, 同比增长 8.7%, 远超年初预期的不增长甚至负增长。我们预计行业销售将保持稳步增长, 预计 2021 年销售金额将达到 18 万亿元, 销售面积同比持平。(2) 集中供地结果与我们预期相符合。从拍地结果来看, 头部房企资金充裕, 优先受益; 不同城市及同一城市不同地块间的分化都很剧烈, 溢价率有升有降, 整体参与热度有减缓, 但参与者之间的竞争依然激烈; 此次集中供地的毛利率回归理性常态水平。(3) 当前对于地产的金融环境并不宽松, 我们认为偏紧的金融环境还会持续, 但房企间分化加剧, 基本面扎实财务稳健的头部房企不会受到太大影响, 反而融资优势更加突出。5 月以来我们看到多家头部房企再度打开美元债发行通道, 融资成本持续创新低。
- **展望:** 我们认为地产行业的定向调控已经趋于常态化, 短期内不会出现明显放松, 行业的普遍利润压力需要 1 至 2 年的时间逐步消化, 行业内趋势是不断大浪淘沙。同时, 我们认为行业的底层支撑逻辑未改变 (1) 行业的销售端强劲增长趋势不变; (2) 土地市场已逐步回归理性, 房企利润率稳定在合理区间, 通过加快周转、多元化拿地、孵化多元业务、提升管理效率, 房企盈利能力有望保持和回升; (3) 融资环境收紧进一步凸显大中型房企的财务实力, 尽管有息负债余额正在压缩, 利率进入上行通道, 这些房企的融资环境依然在不断优化, 融资通道保持畅通。
- **估值:** 截至目前板块估值为 2020A/2021E 为 5.5/4.4 倍, 当前平均股息收益率为 7.5%, 估值凸显吸引力。我们维持房地产板块“推荐”评级, 我们认为头部房企集中度提升是大趋势, 板块内分化还将加剧, 未来行业的竞争格局将更为稳固, 资源更为聚集。基本面稳健扎实、现金流优异财务安全性高, 盈利能力更稳定的大中型房企优势更加显著, 销售和业绩都能保持连续稳定的增长, 融资成本伴随持续下降。推荐旭辉控股集团、龙湖集团、华润置地、越秀地产、建发国际集团、宝龙地产、融创中国等。财务状况良好的大中型内房股的债券仍然是很好的选择。

**风险提示:** 宏观经济增长放缓、地产行业调控政策加严、流动性收紧、商品房销售不及预期、人民币贬值。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Strategy of Investment in China Property Industry in mid-2021:

# Overweight

(Maintained)

## China Property

## Crossing the Bottom and Keep Waiting

06/14/21

### Analyst

Jian Song

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Ningxin Yan

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

Notice: Ningxin Yan is not a license holder registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong.

### Investment Strategy:

**Summary:** (1) The industry's 2020A sales achieved strong growth, and the sales scale reached a new high of 17.4 trillion yuan, up by 8.7% yoy, far exceeding the non-growth or even negative growth expected at the beginning of the year. We expect the industry sales to maintain steady growth. We expect the 2021E sales amount to reach 18 trillion yuan, and the sales area to maintain scale. (2) The results of centralized land supply are in line with our expectations. The leading companies have sufficient cash reserve and benefited directly. The differentiation between different cities and even different land parcels in the same city is sharp, and the land premium rates are fluctuating. Among the participants the competition is still fierce. The GPM of projects supplied this time has returned to a rational and normalized level. (3) The current financial environment for China Property companies is not loose. We believe that the tight financial environment may continue. However, the differentiation between companies is increasing. The first tier companies with solid fundamentals and stable financial situation will not be affected too much. Instead, their financial strengths are more advantageous. Since May, we have seen a number of first and second tier companies reopen the US dollar bond issuance channel, and financing costs have continued to decrease.

**Outlook:** We believe that the targeted regulation of the real estate industry has become normalized, and it's hard to see obvious loosening in the short term. It will take 1-2 years for the whole industry to gradually digest the profit pressure. The industry trend is that intense competition continues and excellent companies will stand out. At the same time, we believe the underlying support of the industry has not changed. (1) The strong growth trend of the industry sales remains unchanged. (2) The land market has gradually return rational, and companies' profit rates have stabilized in a reasonable range. Companies' core net profit margins are possible to maintain and rebound through accelerating turnover, using diversified land acquisition channels, incubating diversified businesses, improving management efficiency. (3) The tight financing environment magnifies scaled companies' financial advantages. Although the balance of industry's interest-bearing liabilities is shrinking and interest rates keep increasing, the financing environment of these first and second tier companies is continuously optimized, and their financing channels remain smooth.

**Valuation:** The valuation of the sector is 5.5/4.4X PE of 2020A/2021E, and the current average dividend yield is 7.5%. The valuation remains low and attractive. We maintain "Overweight" on China Property sector. We believe that the increase of concentration rate is a general trend, and the division within the sector will intensify. In the future, the competitive pattern of the industry will be more stable and resources will be more concentrated. First and second tier companies with stable and solid fundamentals, excellent cash flow, high financial security, stable profitability have significant advantages. Their sales and performance can maintain continuous growth, and financing costs continue to decline. We recommend CIFI(00884.HK), Longfor(00960.HK), CR Land(01109.HK), Yuexiu Property(00123.HK), C&D(01908.HK), Powerlong(01238.HK), Sunac China(01918.HK), etc. Bonds of scaled companies with sound financial conditions are also good choices.

**Potential risks:** 1) Macroeconomic growth slows down. 2) Stricter industry regulation and policies. 3) Tighter liquidity. 4) Contracted sales below expectation. 5) RMB depreciation.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

## 目 录

1、行业销售趋势向好 .....	- 6 -
2、集中供地新政下，头部房企优先受益 .....	- 10 -
3、融资环境加紧，头部房企优势更加显著 .....	- 22 -
4、2021 中期投资策略 .....	- 25 -
5、风险提示 .....	- 29 -

## 图 表 目 录

图 1、行业销售金额 .....	- 6 -
图 2、行业销售均价 .....	- 6 -
图 3、30 大中城市成交面积按城市分布 .....	- 7 -
图 4、30 大中城市成交套数按城市分布 .....	- 7 -
图 5、70 大中城市的新建商品房价格指数 .....	- 7 -
图 6、70 大中城市的二手房价格指数 .....	- 7 -
图 7、商品房待售面积 .....	- 8 -
图 8、商品房待售面积累计同比 .....	- 8 -
图 9、十大主要一二线城市的可售面积 .....	- 8 -
图 10、十大主要一二线城市的存销比 .....	- 8 -
图 11、100 大中城市供应住宅面积 .....	- 10 -
图 12、100 大中城市供应住宅面积按城市划分 .....	- 10 -
图 13、100 大中城市成交住宅面积 .....	- 10 -
图 14、100 大中城市成交住宅面积按城市划分 .....	- 10 -
图 15、100 大中城市分城市住宅成交面积/供应面积 .....	- 11 -
图 16、100 大中城市分时间住宅成交面积/供应面积 .....	- 11 -
图 17、100 大中城市住宅成交均价按城市分布 .....	- 11 -
图 18、100 大中城市住宅成交溢价率 .....	- 11 -
图 19、100 大中城市未成交土地数量 .....	- 12 -
图 20、100 大中城市流拍数量占比 .....	- 12 -
图 21、房企土地储备 .....	- 12 -
图 22、截至 2020A 土地储备/2021E 销售面积 .....	- 12 -
图 23、房企 1-5 月拿地面积及均价 .....	- 12 -
图 24、房企 1-5 月拿地金额及占销售金额比例 .....	- 12 -
图 25、房企 1-5 月拿地面积按城市划分 .....	- 13 -
图 26、房企 1-5 月拿地金额按城市划分 .....	- 13 -
图 27、房企 1-5 月拿地金额按区域划分 .....	- 13 -
图 28、房企 1-5 月拿地金额按时间划分 .....	- 13 -
图 29、各城集中供地结果按含商业数量划分 .....	- 14 -
图 30、各城集中供地结果按含保障性住房数量划分 .....	- 14 -
图 31、北京土地市场成交出让金 .....	- 15 -
图 32、北京土地市场成交均价和溢价率 .....	- 15 -
图 33、广州土地市场成交出让金 .....	- 15 -
图 34、广州土地市场成交均价和溢价率 .....	- 15 -
图 35、深圳土地市场成交出让金 .....	- 15 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 36、	深圳土地市场成交均价和溢价率 .....	- 15 -
图 37、	重庆土地市场成交出让金 .....	- 16 -
图 38、	重庆土地市场成交均价和溢价率 .....	- 16 -
图 39、	无锡土地市场成交出让金 .....	- 16 -
图 40、	无锡土地市场成交均价和溢价率 .....	- 16 -
图 41、	沈阳土地市场成交出让金 .....	- 17 -
图 42、	沈阳土地市场成交均价和溢价率 .....	- 17 -
图 43、	长春土地市场成交出让金 .....	- 17 -
图 44、	长春土地市场成交均价和溢价率 .....	- 17 -
图 45、	南京土地市场成交出让金 .....	- 17 -
图 46、	南京土地市场成交均价和溢价率 .....	- 17 -
图 47、	杭州土地市场成交出让金 .....	- 18 -
图 48、	杭州土地市场成交均价和溢价率 .....	- 18 -
图 49、	福州土地市场成交出让金 .....	- 18 -
图 50、	福州土地市场成交均价和溢价率 .....	- 18 -
图 51、	厦门土地市场成交出让金 .....	- 18 -
图 52、	厦门土地市场成交均价和溢价率 .....	- 18 -
图 53、	青岛土地市场成交出让金 .....	- 19 -
图 54、	青岛土地市场成交均价和溢价率 .....	- 19 -
图 55、	天津土地市场成交出让金 .....	- 19 -
图 56、	天津土地市场成交均价和溢价率 .....	- 19 -
图 57、	济南土地市场成交出让金 .....	- 19 -
图 58、	济南土地市场成交均价和溢价率 .....	- 19 -
图 59、	宁波土地市场成交出让金 .....	- 20 -
图 60、	宁波土地市场成交均价和溢价率 .....	- 20 -
图 61、	苏州土地市场成交出让金 .....	- 20 -
图 62、	苏州土地市场成交均价和溢价率 .....	- 20 -
图 63、	郑州土地市场成交出让金 .....	- 20 -
图 64、	郑州土地市场成交均价和溢价率 .....	- 20 -
图 65、	合肥土地市场成交出让金 .....	- 21 -
图 66、	合肥土地市场成交均价和溢价率 .....	- 21 -
图 67、	长沙土地市场成交出让金 .....	- 21 -
图 68、	长沙土地市场成交均价和溢价率 .....	- 21 -
图 69、	成都土地市场成交出让金 .....	- 21 -
图 70、	成都土地市场成交均价和溢价率 .....	- 21 -
图 71、	2021 年以来房企境内发债规模 .....	- 22 -
图 72、	房企境内发债种类 .....	- 22 -
图 73、	房企 2021 年以来发行境内债到期情况 .....	- 22 -
图 74、	房企境内发债期限结构 .....	- 22 -
图 75、	房企海外债发行规模 .....	- 23 -
图 76、	房企海外债到期规模 .....	- 23 -
图 77、	房地产开发贷余额及同比增速 .....	- 23 -
图 78、	个人住房贷款余额及同比增速 .....	- 23 -
图 79、	首套房平均房贷利率 .....	- 24 -
图 80、	首套房平均房贷利率同比及环比增速 .....	- 24 -
图 81、	二套房平均房贷利率 .....	- 24 -
图 82、	二套房平均房贷利率同比及环比增速 .....	- 24 -
图 83、	板块间涨幅比较 .....	- 25 -
图 84、	恒生地产指数及恒生指数 .....	- 25 -
图 85、	主要内房股 2020-2021 年股价涨跌幅 .....	- 26 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

图 86、	中国海外发展 PE-Band.....	- 28 -
图 87、	华润置地 PE-Band.....	- 28 -
图 88、	龙湖集团 PE-Band.....	- 28 -
图 89、	中国金茂 PE-Band.....	- 28 -
图 90、	旭辉控股集团 PE-Band.....	- 28 -
图 91、	融创中国 PE-Band.....	- 28 -
图 92、	碧桂园 PE-Band.....	- 28 -
图 93、	世茂集团 PE-Band.....	- 28 -
表 1、	主要上市公司 1-5 月销售数据 .....	- 8 -
表 2、	22 城集中供地情况 .....	- 13 -
表 3、	房企近期发债一览 .....	- 24 -
表 4、	行业估值表（截至 20210611） .....	- 26 -

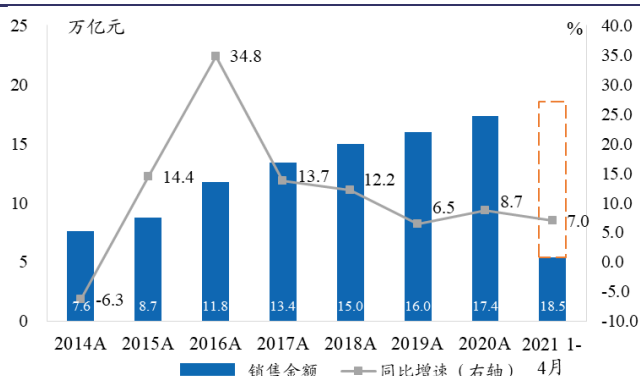


## 1、行业销售趋势向好

尽管 2020 年受到公共卫生事件冲击，5 月以来地产行业销售保持迅速复苏，全年销售依然实现强劲增长，销售规模再创新高，商品房销售金额达到 17.4 万亿元，同比增长 8.7%，远超年初预期的不增长甚至负增长。全年商品房销售面积为 17.6 亿平，同比增长 2.6%。2021 年以来，行业销售保持增势，首四月累计销售金额为 5.4 万亿元，同比增长 68.2%，较 2019 年同期增长 37.0%；累计销售面积为 5.0 亿平方米，同比增长 48.1%，较 2019 年同期增长 19.5%。我们预计行业销售将保持稳步增长，预计 2021 年销售金额将达到 18 亿元，销售面积同比持平。

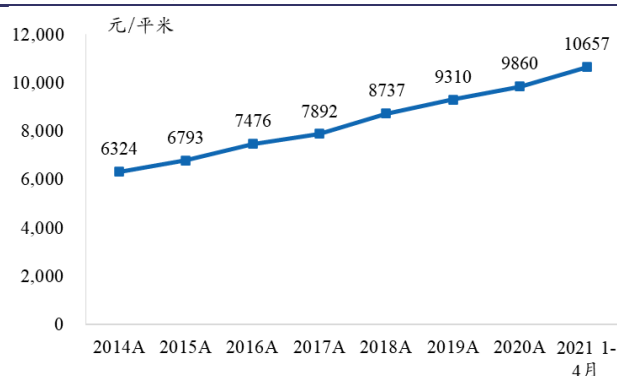
行业销售均价保持平稳增长。2020 年销售均价为 9860 元/平米，同比增长 5.9%。2021 年 1-4 月，销售均价突破 10000 元达到 10657 元/平米，同比增长 13.6%，我们预计行业销售均价将保持增长趋势。

图1、行业销售金额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

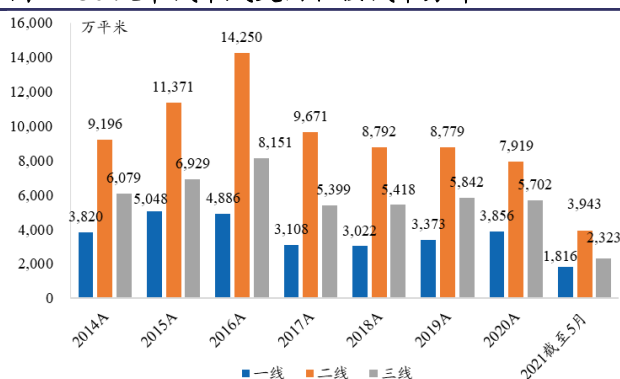
图2、行业销售均价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

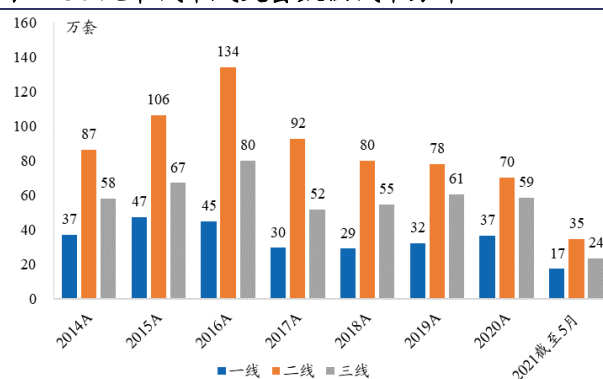
从 30 大中城市的整体成交情况来看，成交量基本保持稳定。分城市来看，30 大中城市中，2020 年一线城市、二线城市、三线城市成交面积分别为 3856、7919、5702 万平米，同比增长 14%、下降 10%、下降 2%。2021 年截至 5 月一线城市、二线城市、三线城市成交面积分别为 1816、3943、2323 万平米，同比增长 84%、70%、35%，较 2019 年增长 35%、25%、5%。

图3、30大中城市成交面积按城市分布



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、30大中城市成交套数按城市分布

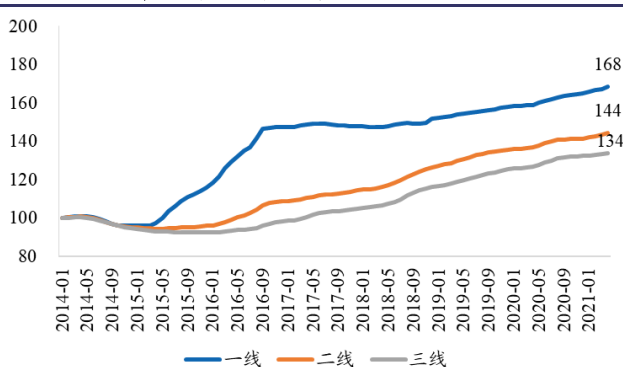


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

在严格的新房市场调控政策下，新房价格保持平稳增长，符合预期。从价格走势曲线来看，2020年一线、二线和三线城市新房售价平均涨幅为4.5%、4.4%、5.6%，2021年截至4月平均涨幅为5.8%、5.2%、5.5%，增速小幅加快。

二手房价则更加市场化，不受限价控制但受到限购限贷间接影响。2020年以来北上广深四个一线城市的二手房价增长最为显著，二三线城市二手房价增长相对平稳，2020A一线、二线和三线城市二手房售价平均涨幅为8.7%、3.0%、3.6%。2021年截至4月平均涨幅为11.3%、4.1%和4.2%，增速亦小幅加快。

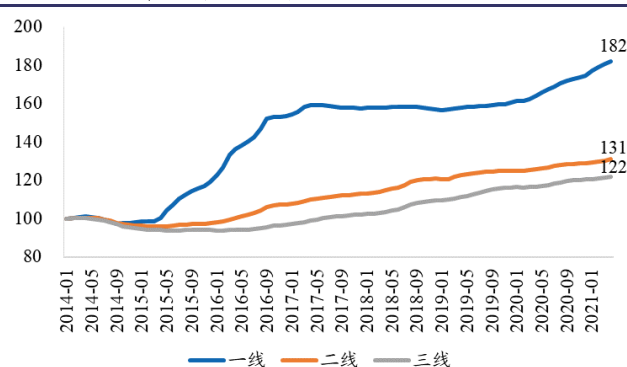
图5、70大中城市的新建商品房价格指数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均以2014年1月为基数100

图6、70大中城市的二手房价格指数

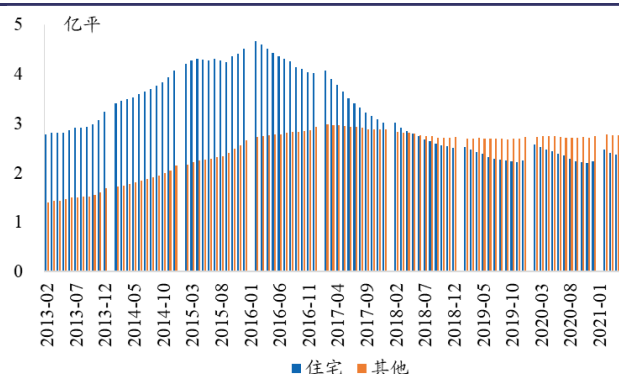


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均以2014年1月为基数100

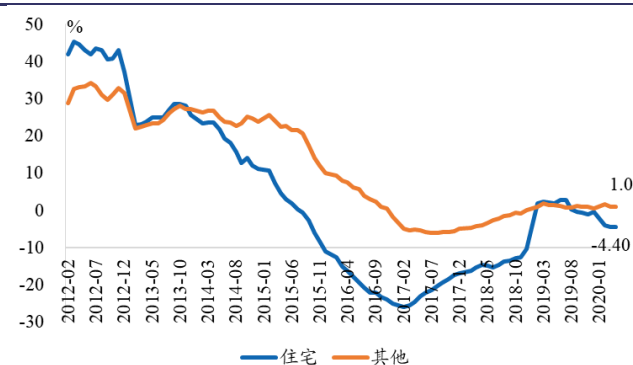
2020年底以来住宅待售面积累计同比增长转负。2020H2销售持续恢复，市场住宅存货加速下降，截至2021年4月，商品房住宅及其他业态待售面积为2.5亿平和2.8亿平，同比下降4.4%和增长1.0%。

图7、商品房待售面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

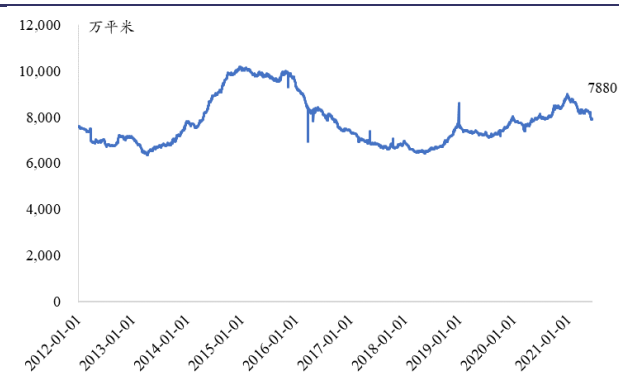
图8、商品房待售面积累计同比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

十大城市相对库存处于历史较低水平，房企具备补库存需求。十大主要一二线城市目前可售面积为7880万平方米，截至5月一线及二线城市的存销比分别为8.5和7.8个月，低于历史平均水平，2014年至今一线及二线城市的平均存销比分别为9.3和11.8个月。

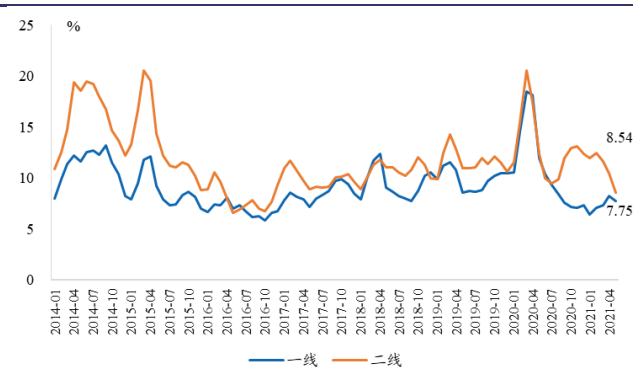
图9、十大主要一二线城市的可售面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：十大城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门

图10、十大主要一二线城市的存销比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：十大城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门

主要上市房企的销售增长较行业平均更加强劲。截至5月26家房企累计销售金额平均同比增长55%，较2019年同期增长48%；累计销售面积平均同比增长49%，较2019年同期增长42%；累计销售均价同比增长5%。截至当前的平均销售完成度已达到38%（2019、2020年为36%、29%），我们认为房企全年平均销售增速将大概率超过12%的平均增长目标。

表1、主要上市公司1-5月销售数据

代码	公司	5月份						1-5月份						目标 (亿元)	完成度 (%)
		金额 (亿元)	同比 (%)	较2019 (%)	面积 (万平方米)	同比 (%)	较2019 (%)	金额 (亿元)	同比 (%)	较2019 (%)	面积 (万平方米)	同比 (%)	较2019 (%)		
02007.HK	碧桂园	574	2.3	5.6	651	(2.1)	11.9	2498	21.2	12.7	2821	14.9	14.5	6277	NA
03333.HK	中国恒大	639	6.0	19.3	782	22.8	57.2	2852	4.5	23.2	3383	12.5	57.0	8000	35.6
02202.HK	万科企业	576	(6.1)	(0.7)	383	(1.1)	4.6	2868	16.1	7.2	1796	14.0	8.1	7900	36.3
01918.HK	融创中国	708	56.7	59.6	512	60.1	68.0	2418	71.9	48.0	1664	62.8	48.0	6400	37.8

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 海外行业深度研究报告

00688.HK	中国海外发展	343	28.0	3.0	176	19.0	7.6	1554	35.8	8.7	768	22.4	14.4	3968	39.2
01030.HK	新城发展控股	242	8.1	(2.2)	219	7.2	7.6	946	32.4	1.9	904	38.2	13.5	2600	36.4
00960.HK	龙湖集团	295	33.4	46.7	174	35.2	43.1	1118	35.8	32.8	654	34.8	24.5	3100	36.1
01109.HK	华润置地	251	18.2	17.7	141	11.2	22.9	1261	59.5	39.5	722	58.9	47.6	3135	40.2
03900.HK	绿城中国	315	65.8	85.3	138	45.3	35.3	1293	114.1	133.8	546	91.6	87.6	3100	41.7
00813.HK	世茂集团	291	31.9	80.4	163	29.3	82.3	1218	51.7	69.3	687	49.9	70.6	3300	36.9
00817.HK	中国金茂	233	15.8	74.8	119	(0.8)	115.6	1102	68.8	102.3	661	74.4	156.9	2500	44.1
00884.HK	旭辉控股集团	269	33.2	68.4	159	40.2	57.4	1101	97.9	66.5	649	94.4	68.6	2650	41.5
02777.HK	富力地产	122	15.0	16.2	91	3.1	(1.9)	525	43.5	18.6	395	27.4	4.1	1500	35.0
03383.HK	雅居乐集团	101	(27.2)	(9.8)	73	(26.8)	(11.7)	609	51.5	34.0	393	43.2	26.9	1500	40.6
03377.HK	远洋集团	103	25.3	1.8	57	26.3	11.4	408	28.6	(5.9)	224	35.0	11.4	1400	29.2
03380.HK	龙光集团	116	0.3	14.5	86	21.9	12.6	636	70.7	84.6	329	36.2	29.5	1448	43.9
03883.HK	中国奥园	115	12.3	14.9	97	(4.5)	(3.9)	526	58.0	37.2	459	41.2	21.0	1500	35.1
02868.HK	首创置业	55	(37.8)	(9.1)	29	8.1	33.8	306	55.6	23.2	142	127.5	41.6	800	38.2
00123.HK	越秀地产	81	(28.0)	5.5	30	(28.8)	(13.5)	408	58.1	41.5	148	47.3	18.7	1122	36.4
01813.HK	合景泰富集团	113	23.5	79.1	64	25.0	82.8	459	59.8	61.0	238	38.9	47.1	1240	37.0
01966.HK	中骏集团控股	105	14.8	93.5	71	29.3	70.5	466	65.6	73.8	287	49.8	34.3	1200	38.8
01628.HK	禹洲集团	104	(3.5)	101.4	58	(8.5)	88.4	417	35.6	95.8	231	21.4	68.4	1200	34.7
01233.HK	时代中国控股	90	19.7	50.2	47	(9.7)	17.3	373	51.5	48.3	193	8.7	15.3	1100	33.9
01238.HK	宝龙地产	94	27.7	45.1	58	19.0	60.9	425	100.4	88.7	272	97.1	95.2	1050	40.5
06158.HK	正荣地产	145	16.1	36.7	90	8.6	28.3	692	69.3	50.8	419	55.6	39.7	1500	46.1
03301.HK	融信中国	139	9.1	25.8	61	(13.1)	(30.3)	681	67.3	46.0	331	72.3	32.9	1600	42.6
	<b>平均</b>		<b>13.9</b>	<b>35.5</b>		<b>12.2</b>	<b>33.0</b>		<b>54.8</b>	<b>47.8</b>		<b>48.9</b>	<b>42.2</b>		<b>38.3</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、集中供地新政下，头部房企优先受益

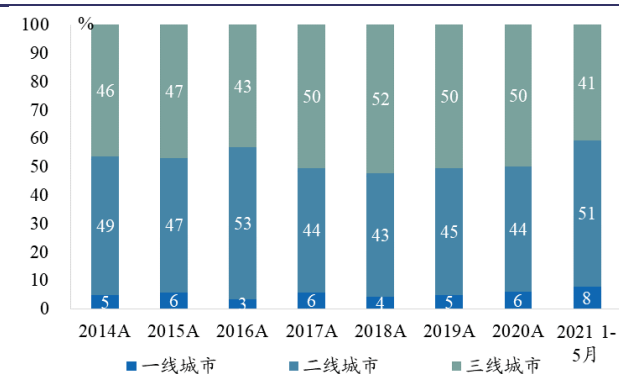
住宅用地供给整体保持合理规模。2020年100大中城市住宅供应面积为8.1亿平方米，同比增长6%。2021年起，22个核心一二线城市开始执行两集中三次拍地，核心城市一季度土地供应推后，第一批集中供地普遍已于5月完成。截至5月100大中城市住宅供应面积为2.4亿平方米，同比下降19%，按城市划分，一线、二线及三线城市供应分别占8%、51%和41%。

图11、100大中城市供应住宅面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

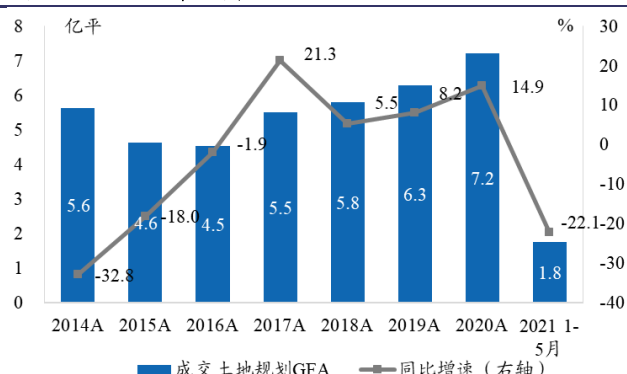
图12、100大中城市供应住宅面积按城市划分



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

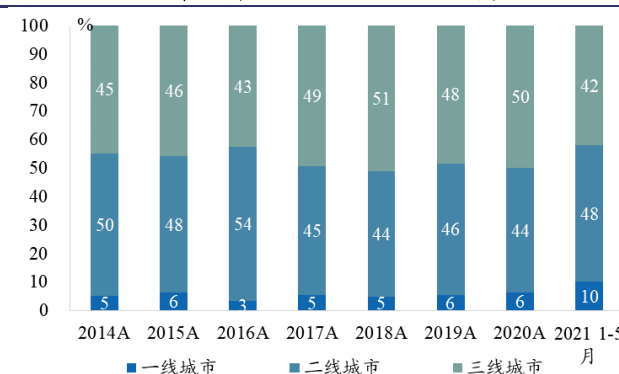
土地成交达成情况保持稳定，2020年100大中城市住宅成交面积为7.2亿平方米，同比增长15%；各能级城市成交面积占供应面积比例分别为91%、89%、89%，保持在较高水平。2020年1至4月，住宅成交面积为1.8亿平方米，同比下降22%。按城市划分，一线、二线、三线城市分别占10%、48%、42%。

图13、100大中城市成交住宅面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

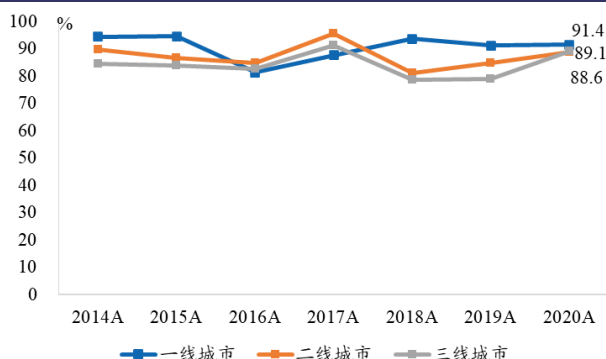
图14、100大中城市成交住宅面积按城市划分



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

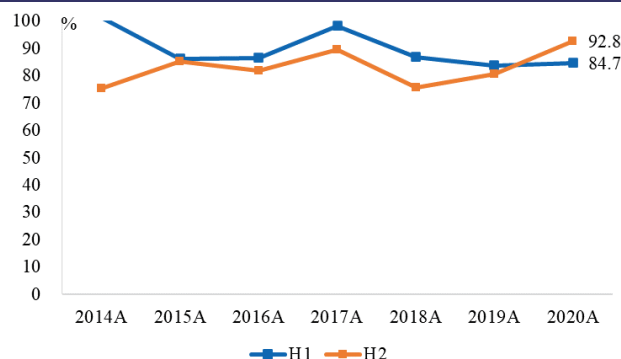
分上下半年来看，2020H1 和 H2 成交率分别为 85%、93%，保持在较高水平。

图15、100 大中城市分城市住宅成交面积/供应面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、100 大中城市分时间住宅成交面积/供应面积

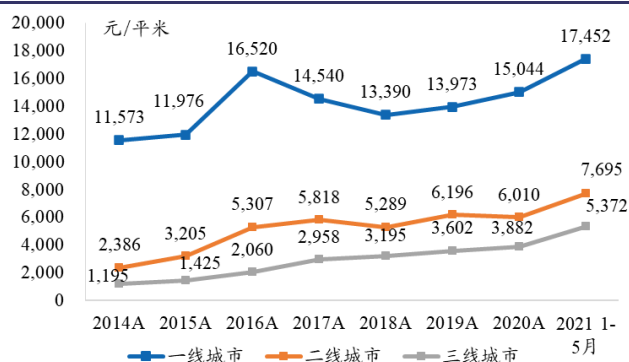


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

开年至今公开市场拍地热度不减，各城市土地成交价持续增长。2021 年 1-5 月，一线、二线和三线城市的住宅成交均价分别为 13535、6214、5464 元/平米。

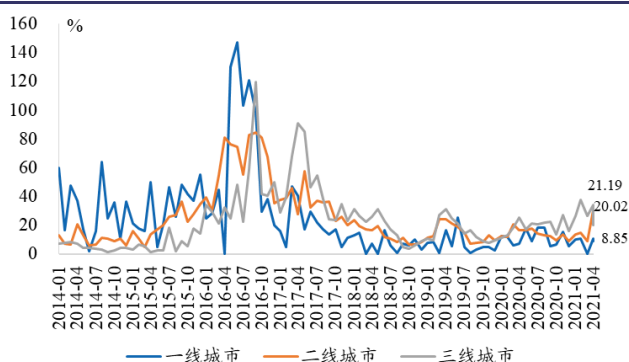
土地成交溢价率持续增长。截至 5 月，100 大中城市中，一线城市、二线城市、三线城市的住宅成交溢价率分别为 8.9%、20.0%、21.2%，二三线城市溢价率增长明显。

图17、100 大中城市住宅成交均价按城市分布



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

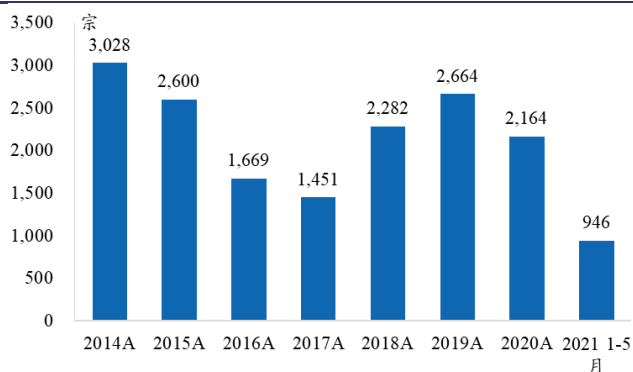
图18、100 大中城市住宅成交溢价率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

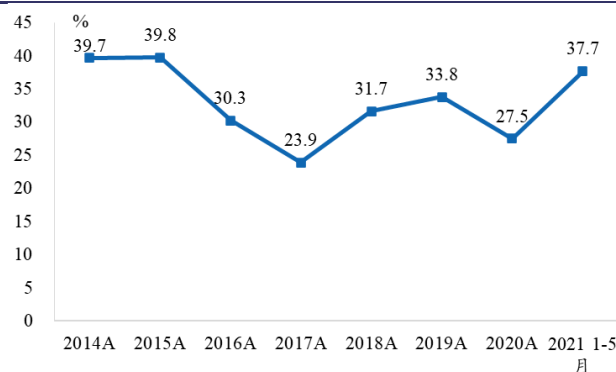
2020A 流拍率同比下降，2021 年 1-5 月有所回升。2020 年 100 大中城市未成交土地数量为 2164 宗，同比下降 18.8%，流拍比例同比下降 3.6 个百分点。2021 年 1-5 月未成交土地数量为 946 宗，流拍比例较 2020A 增长 10.2 个百分点。

图19、100大中城市未成交土地数量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

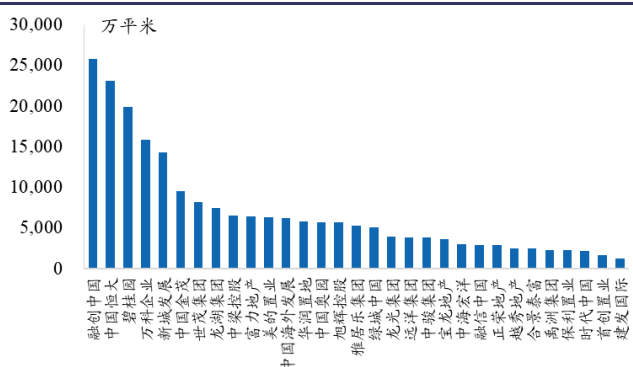
图20、100大中城市流拍数量占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

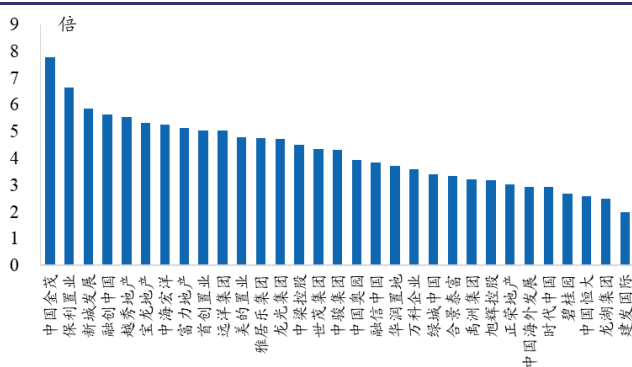
主要上市房企的土地储备保持充足。从截至 2020A 房企土地储备情况来看，土地储备体量较大的三个房企是融创中国、中国恒大、碧桂园。截至 2020 年房企的土地储备对应 2021E 销售面积的平均比例为 4 倍，保证房企未来约 3 年货值需求。土地储备面积对应 2021E 销售面积倍数较高的三个房企是中国金茂、保利置业、新城发展，较低三个房企是建发国际集团、龙湖集团、中国恒大。

图21、房企土地储备



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

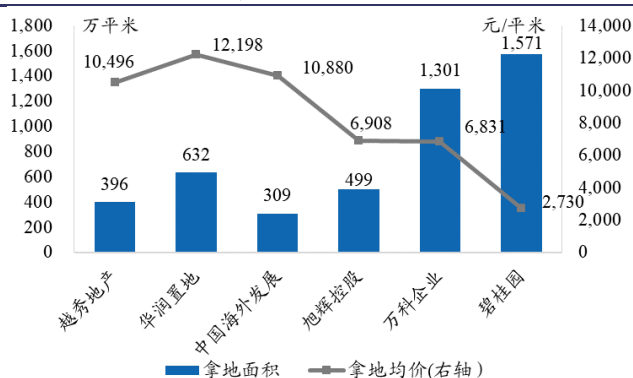
图22、截至 2020A 土地储备/2021E 销售面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

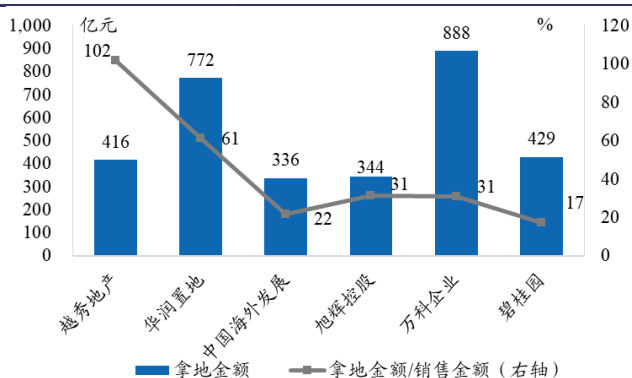
从房企 1-5 月的拿地来看, 5 月集中供地拿地占比较大, 投资投向主要仍以一二线城市为主。

图23、房企1-5月拿地面积及均价



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：碧桂园为 OI 及权益口径

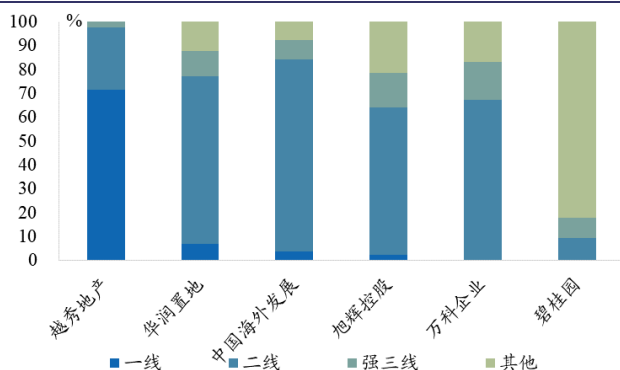
图24、房企 1-5 月拿地金额及占销售金额比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：碧桂园为 Q1 及权益口径

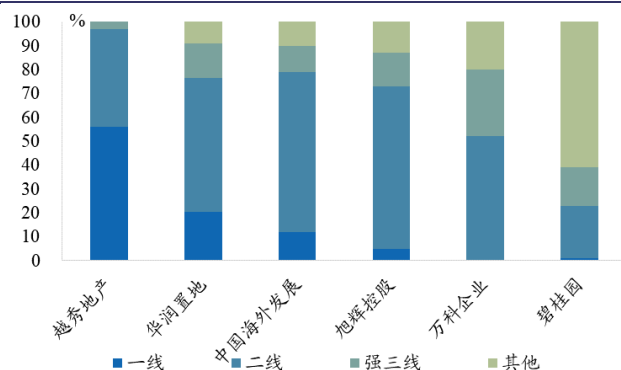
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图25、房企 1-5 月拿地面积按城市划分



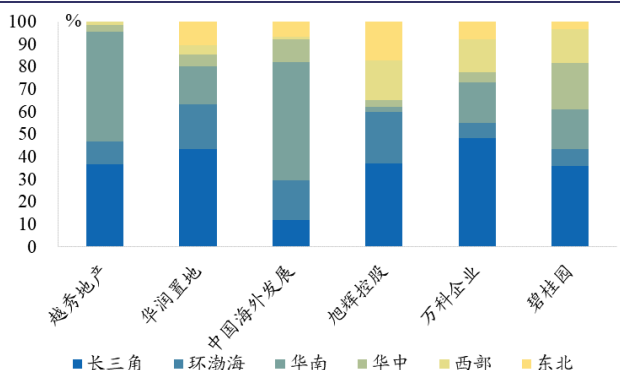
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：碧桂园为 1-4 月及权益口径

图26、房企 1-5 月拿地金额按城市划分



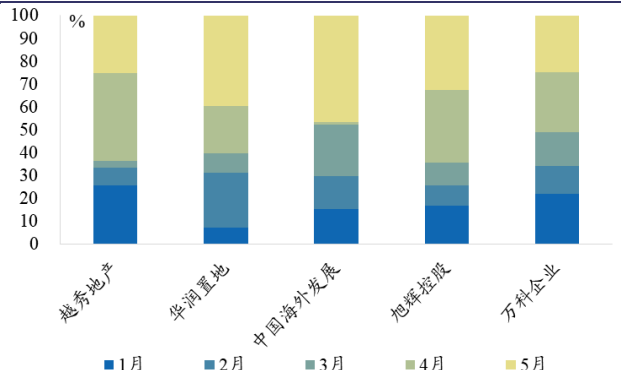
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：碧桂园为 1-4 月及权益口径

图27、房企 1-5 月拿地金额按区域划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：碧桂园为 1-4 月及权益口径

图28、房企 1-5 月拿地金额按时间划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4 月以来，22 个集中供地陆续进行第一批拍地。从拍地结果来看，（1）头部房企优势明显斩获较多，这得益于他们雄厚的资金实力和全国化的成熟布局（2）不同城市及同一城市不同地块间的分化都很剧烈，溢价率有升有降，整体参与热度有减缓，但参与者之间的竞争依然激烈（3）此次集中供地的毛利率平均维持在 20% 左右的常态水平。

从这 22 个城市的推地计划上看，住宅用地供应平均增长 20%，但对商品房供应管控更加严格，商品房计划供应量平均同比增长 6%。从第一批推地时间结构上看，长春、广州、天津、上海（预计）第一批集中供地供给较多，推地面积占全年计划推地比例都达到了 50%。

表2、22 城集中供地情况

城市	时间	历史推地（万平方米）					政府计划供地（万平方米）						第一批集中供地			
		2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2020 年住宅	2021 年住宅	同比（%）	2020 年商品房	2021 年商品房	同比（%）	供地面积（万平方米）	% 全年计划	成交面积（万平方米）	% 全年计划
长春	4/15	377	429	546	1089	1453	NA	960	NA	NA	900	NA	492	55%	371	41%
无锡	4/27	253	383	493	657	678	520	352	-32%	300	300	0%	95	32%	95	32%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 海外行业深度研究报告

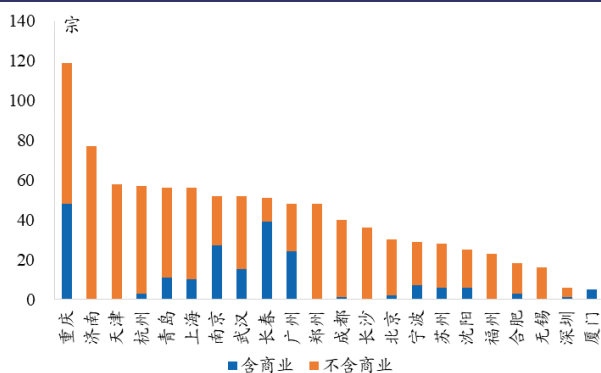
广州	4/26-4/27	293	309	447	470	618	547	634	16%	451	485	8%	280	58%	247	51%
重庆	4/28-4/29	2464	2574	2952	3033	3393	2580	2678	4%	NA	2292	NA	753	33%	753	33%
沈阳	4/30	393	304	530	660	757	700	586	-16%	622	519	-16%	230	44%	193	37%
杭州	5/7-5/8	515	724	630	838	774	1214	1107	-9%	707	671	-5%	302	45%	302	45%
北京	5/10-5/11	99	603	377	370	321	1000	1060	6%	870	600	-31%	169	28%	169	28%
厦门	5/13	81	66	52	60	108	190	195	3%	95	75	-21%	19	25%	19	25%
福州	5/12-5/13	273	396	562	773	779	258	323	25%	200	198	-1%	87	44%	81	41%
青岛	5/12-5/14	762	748	1101	1281	1111	718	806	12%	665	720	8%	142	20%	141	20%
深圳	5/14	21	6	18	45	173	293	363	24%	NA	149	NA	36	24%	36	24%
天津	5/14-5/15	1008	780	1193	1459	849	1050	950	-10%	1000	770	-23%	402	52%	291	38%
南京	5/20	665	579	556	687	764	672	919	37%	672	710	6%	297	42%	279	39%
济南	5/24	883	808	960	742	713	527	864	64%	457	647	42%	239	37%	222	34%
宁波	5/26-5/27	625	755	1197	1058	948	918	582	-37%	773	421	-46%	132	31%	132	31%
苏州	5/31-6/2	1077	1023	919	992	1126	413	615	49%	290	461	59%	224	49%	224	49%
郑州	6/3	1285	1783	2401	2098	1381	998	1166	17%	NA	689	NA	233	34%	233	34%
合肥	6/3	641	759	858	999	639	590	660	12%	350	373	7%	162	44%	84	22%
长沙	6/1-6/9	381	627	682	1066	1235	407	791	94%	NA	676	NA	334	49%	296	44%
成都	6/7-6/11	858	679	1108	1202	1021	1050	1050	0%	700	770	10%	230	30%	230	30%
上海	6/18	406	635	574	833	738	NA	NA	NA	NA	380	NA	290	76%	0	0%
武汉	6/25	627	1042	1033	1174	1360	506	1200	137%	430	860	100%	375	44%	0	0%

资料来源：政府官网、CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理  
 注：上海、武汉集中供给还未开始；福州供地计划为中心四城区

从 22 个城市的推地性质来看，商住地块数量占比达到 22%。商住项目推地较多的城市包括长春、重庆、南京、广州。

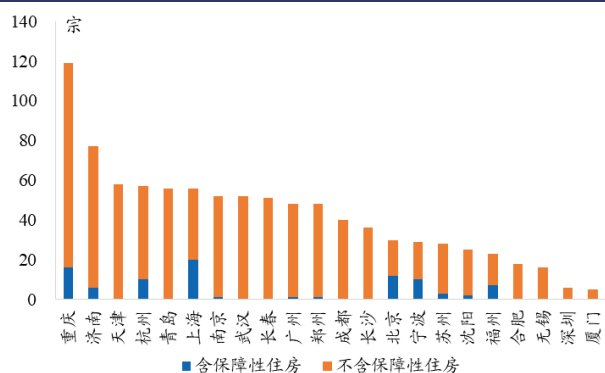
推出项目附加保障性住房配建要求的有南京、杭州、福州、重庆、沈阳、北京等 12 个城市，其中配建项目占比较高的包括北京、广州、上海、福州。

图29、各城集中供地结果按含商业数量划分



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、各城集中供地结果按含保障性住房数量划分



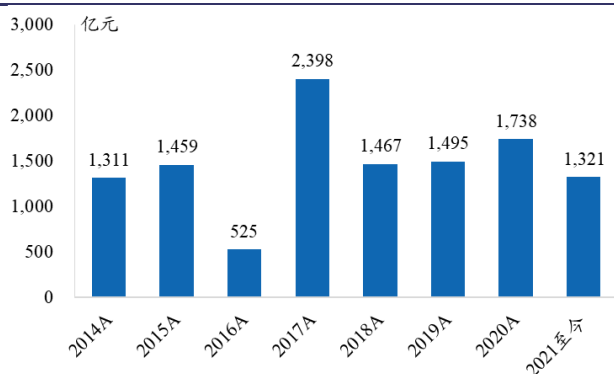
资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

分城市来看，2021 年至今北京市场成交出让金为 1321 亿元，土地成交均价为 30785 元/平米，溢价率为 8%。第一批集中供地，北京共推出并成交 30 个地块，本次推地所有地块均限地价，近一半地块竞配建，因此名义溢价率有所下降，实际竞争情况依然激烈。北京拍地的拿地企业均为百强房企，融创中国、卓越集团、北京首都开发股份拿地较多，分别参与 4、4、4 个地块。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

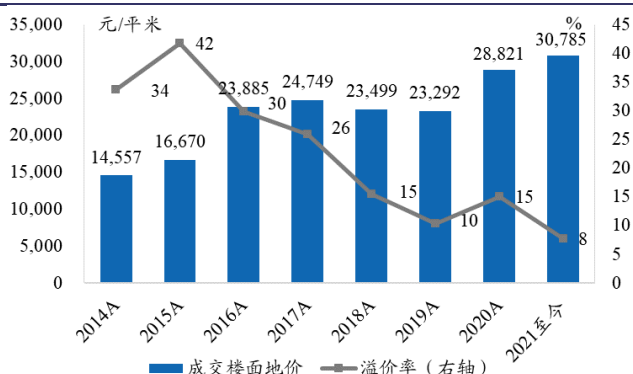
- 14 -

图31、北京土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

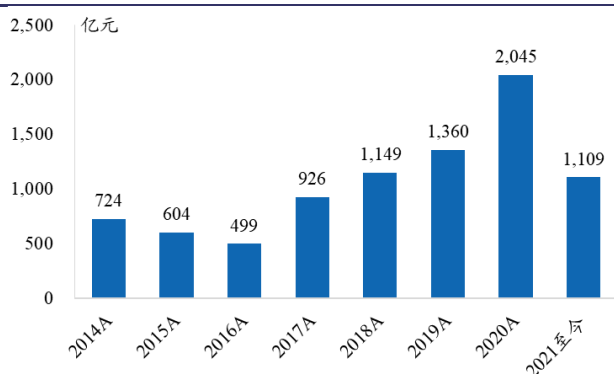
图32、北京土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

2021年以来广州市场成交出让金为1109亿元，成交均价为12158元/平米，溢价率为12%。第一批集中供地广州共推出48宗土地，其中成交地块有42宗，6宗流拍，其中4宗都位于增城区。本次供地共有近20家大中型房企成功拿地，其中越秀地产获得7幅土地。

图33、广州土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

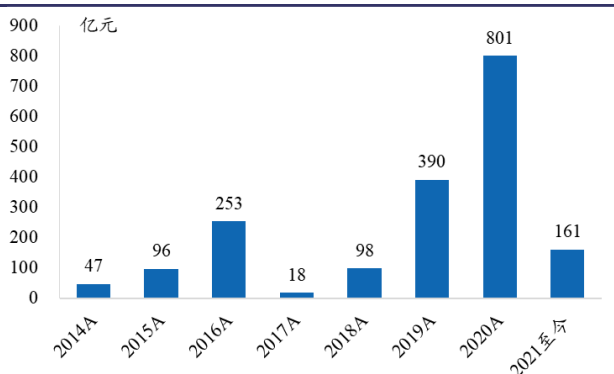
图34、广州土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

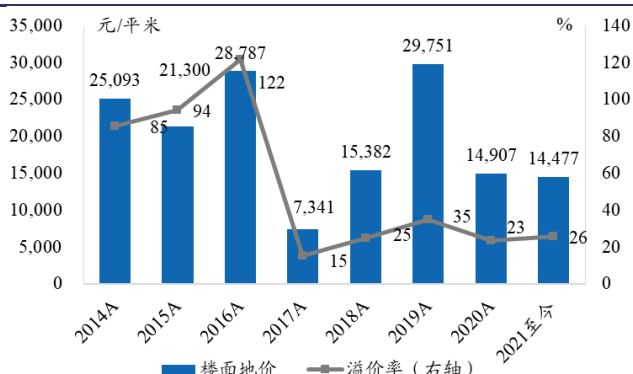
2021年以来深圳市场成交出让金为161亿元，平均成交均价为14477元/平米，平均溢价率为26%。深圳此次集中供地共推出并成交6幅土地，第一批推地规模不大，均位于光明、大鹏等外围区域，龙光集团、佳兆业集团、中国铁建成功获取2、1、1幅地块。

图35、深圳土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、深圳土地市场成交均价和溢价率

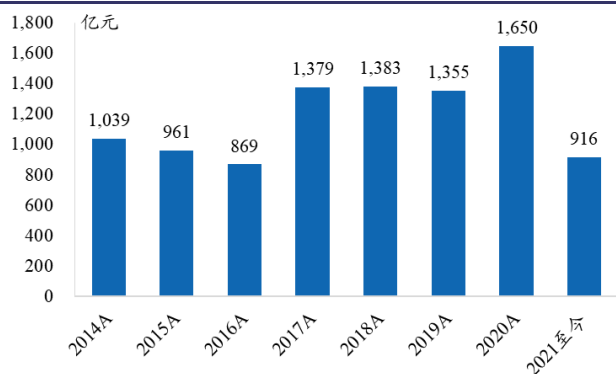


资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2021 年以来重庆市场成交出让金为 916 亿元，平均成交均价为 4679 元/平米，平均溢价率为 34%。此次集中供地重庆共推出并成交 119 幅土地，供给规模是第一批所有供地城市中最庞大的，仅计入主城区推地供给 GFA 也达到 600 万平米。主城区土拍竞争激烈，其他区域基本均为 0 溢价成交，获取方以本土开发商为主。

图37、重庆土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

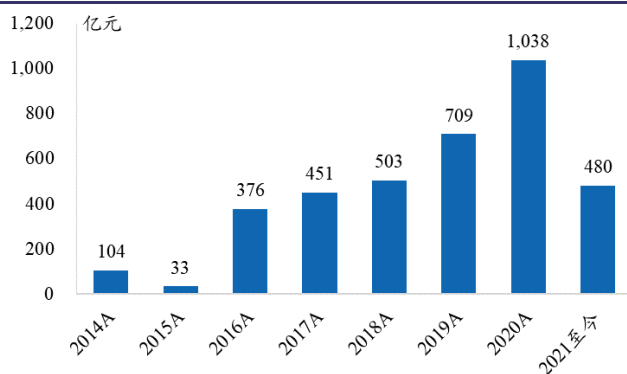
图38、重庆土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

无锡 2021 年以来成交出让金为 480 亿元，成交均价为 11186 元/平米，平均溢价率为 15%。此次集中供地无锡共推出并成交 16 宗土地，获地方以大中型房企为主，融创中国、龙湖集团、招商蛇口分别获得 4、2、2 幅土地。

图39、无锡土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

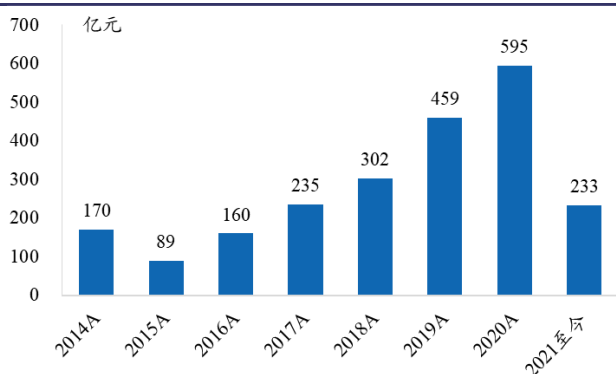
图40、无锡土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

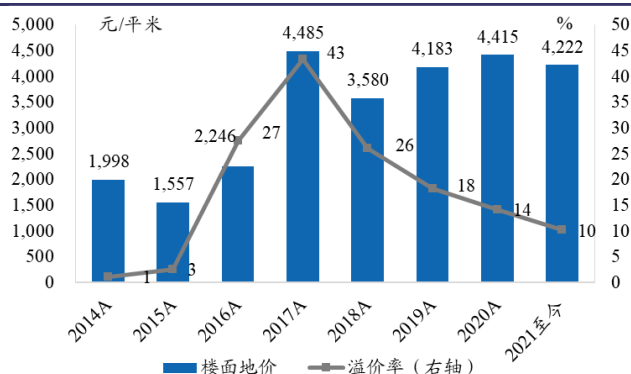
2021 年以来沈阳市场成交出让金为 233 亿元。成交均价为 4222 元/平米，平均溢价率为 10%。本次集中供地沈阳共推出 25 幅土地，成交 22 幅。22 幅土地中，13 由头部房企获取，受让方包括华润置地、万科企业、保利地产、招商蛇口、旭辉控股集团、远洋集团、佳兆业集团。

图41、沈阳土地市场成交出让金



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

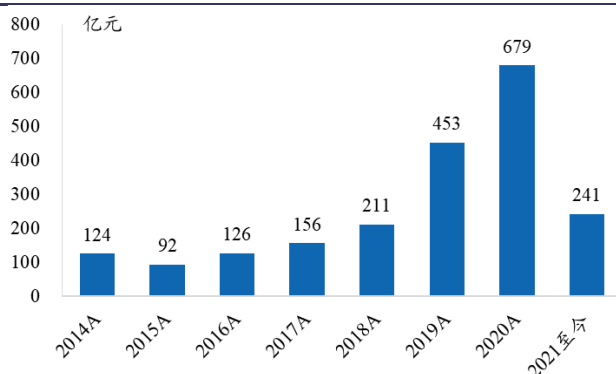
图42、沈阳土地市场成交均价和溢价率



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

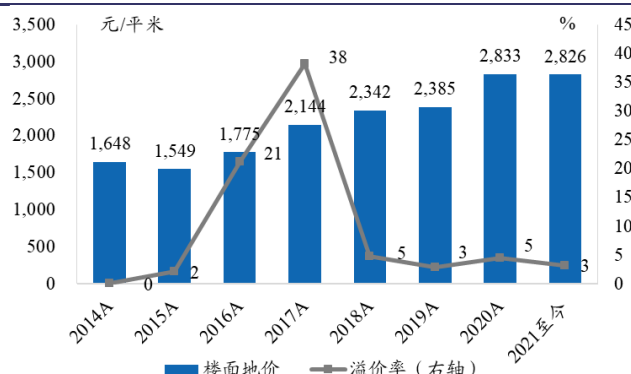
2021 年以来长春市场土地出让金为 241 亿元, 成交均价为 2826 元/平米, 平均溢价率为 3%, 整体土地市场竞争环境较温和。本次集中供地长春共推出 51 宗土地, 成交 40 宗。此次推出项目大部分由本地开发商竞得, 头部开发商参与度不高。

图43、长春土地市场成交出让金



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

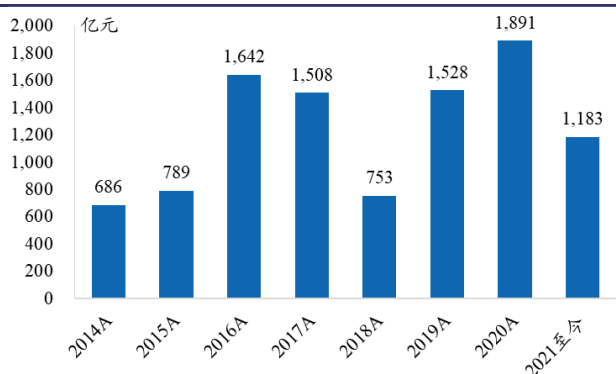
图44、长春土地市场成交均价和溢价率



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年至今南京土地市场成交出让金为 1183 亿元, 成交均价为 12641 元/平米, 平均溢价率为 17%。本次集中供地南京共推出 52 幅土地, 成交 51 幅。万科企业、招商蛇口、新城发展分别获得 4、3、3 幅土地。

图45、南京土地市场成交出让金



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

图46、南京土地市场成交均价和溢价率



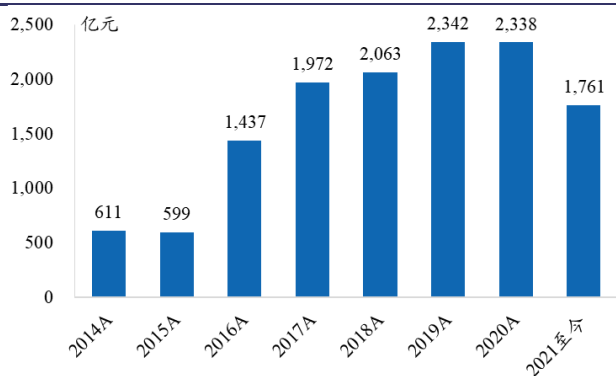
资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年至今杭州土地市场成交出让金为 1761 亿元, 成交均价为 14870 元/平米, 平均溢价率为 27%。本次集中供地杭州共推出并成交 57 幅土地, 本次杭州供地超过一半项目为头部开发商获取, 其中融信中国获取 7 个项目, 融创中国获取了 4

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

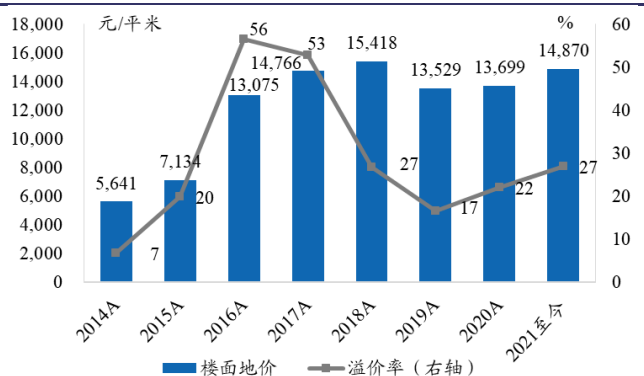
个项目。

图47、杭州土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

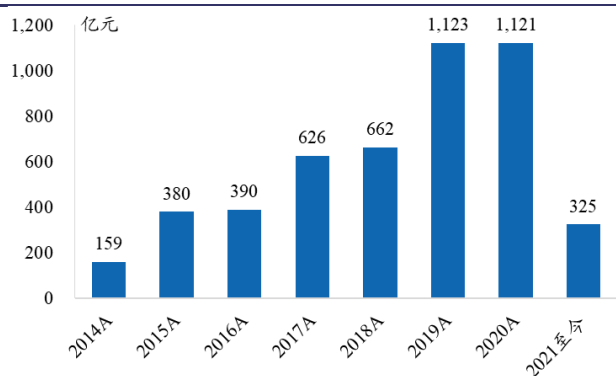
图48、杭州土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

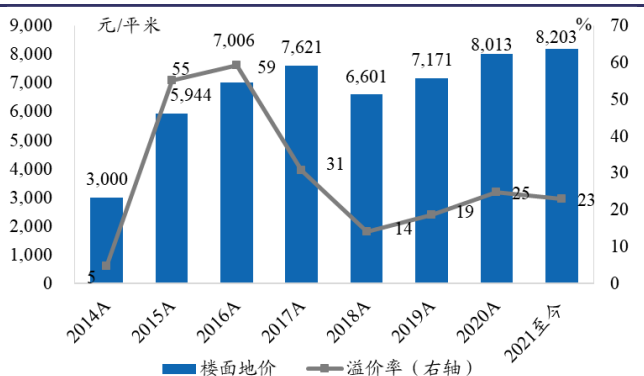
2021年至今福州土地市场成交出让金为325亿元，成交均价为8203元/平米，平均溢价率为23%。本次集中供地福州共推出23幅土地，共成交20幅，成交项目中12幅为头部房企获得，其中融信中国、建发房地产、保利地产分别获得3、2、2个项目。

图49、福州土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

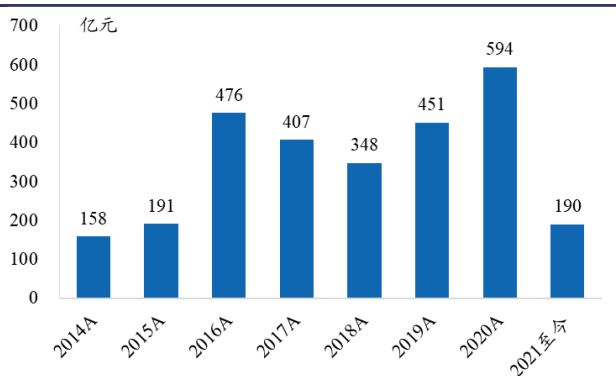
图50、福州土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

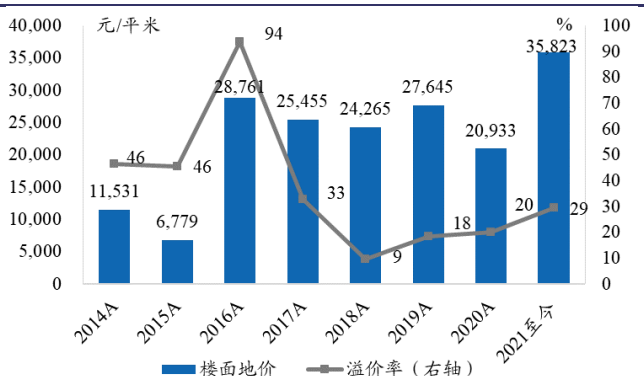
2021年至今厦门土地市场成交出让金为190亿元，成交均价为35823元/平米，平均溢价率为29%。厦门第一批集中供地仅推出5幅岛外土地，均已成交，五个项目分别由中国海外发展、联发集团、建发房地产、远洋集团、正荣地产获得。

图51、厦门土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、厦门土地市场成交均价和溢价率



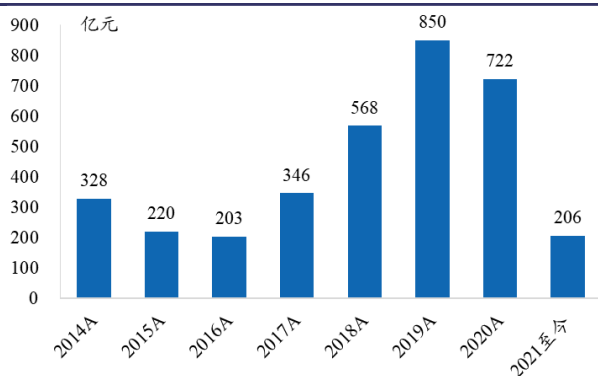
资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



2021 年至今青岛土地市场成交出让金为 206 亿元，成交均价为 3286 元/平米，平均溢价率为 1%。本次集中供地青岛共成交 55 幅，成交项目中 23 个为头部房企获得，其中融创中国、中铁集团、保利地产、中南建设分别获取 8、4、2、2 个项目。

图53、青岛土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

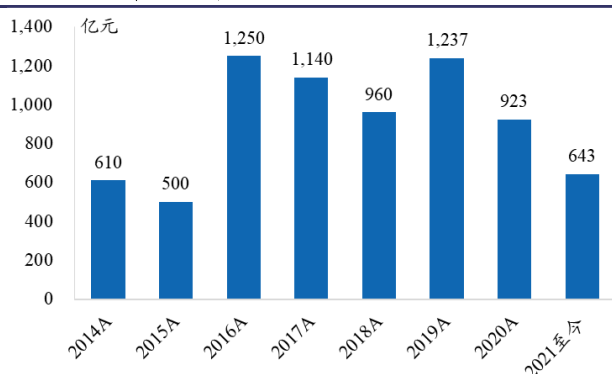
图54、青岛土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年至今天津土地市场成交土地出让金为 643 亿元，成交均价为 8796 元/平米，平均溢价率为 11%。本次集中供地天津共推出 58 幅土地，已成交 45 幅土地，其中融创中国、新城发展、绿城中国、旭辉控股集团分别获取 7、4、3、3 个项目。

图55、天津土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

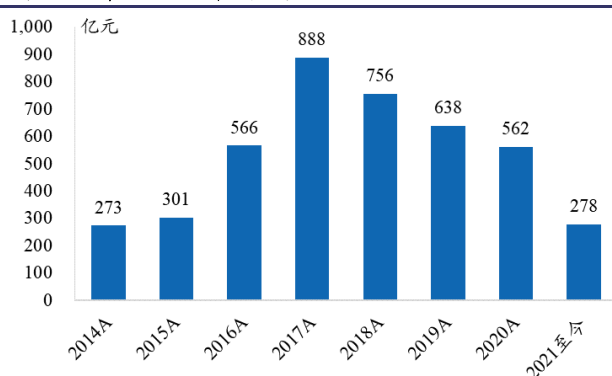
图56、天津土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

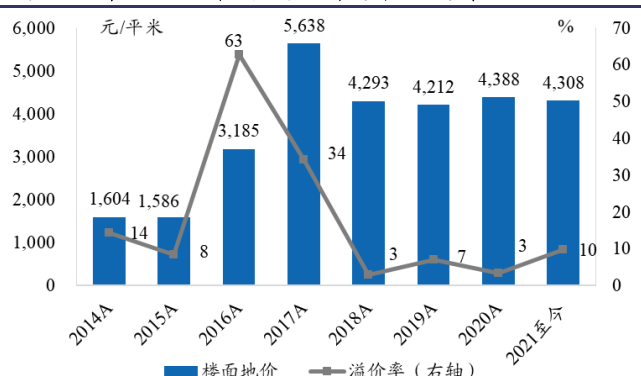
2021 年至今济南土地市场成交土地出让金为 278 亿元，成交均价为 4308 元/平米，平均溢价率为 10%。本次集中供地济南共推出 77 幅土地，其中 4 幅流拍，拿地企业以大中型开发商为主。

图57、济南土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、济南土地市场成交均价和溢价率

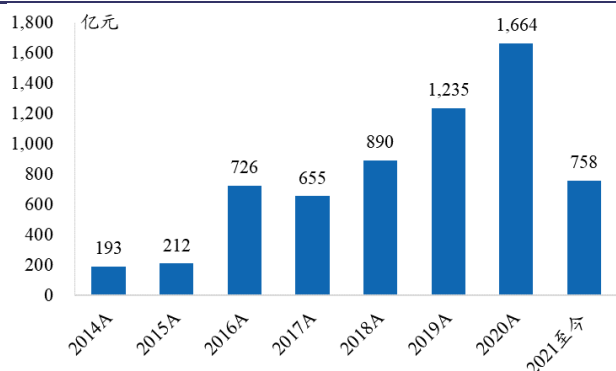


资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

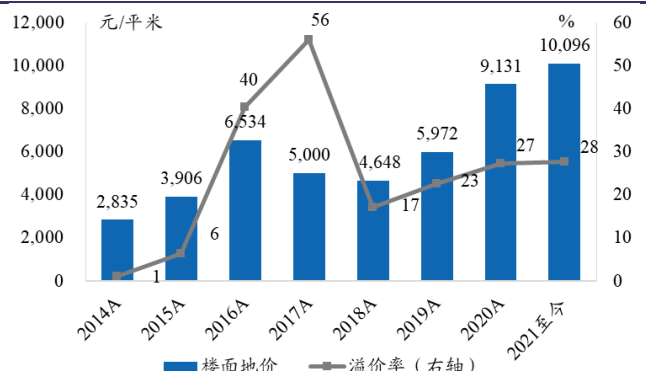
2021 年至今宁波土地市场成交土地出让金为 758 亿元,成交均价为 10096 元/平米,平均溢价率达到 28%。本次集中供地宁波共推出 29 幅土地,均已成交,拿地地方以深耕长三角的房企为主,包括绿城中国、荣安地产等。

图59、宁波土地市场成交出让金



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

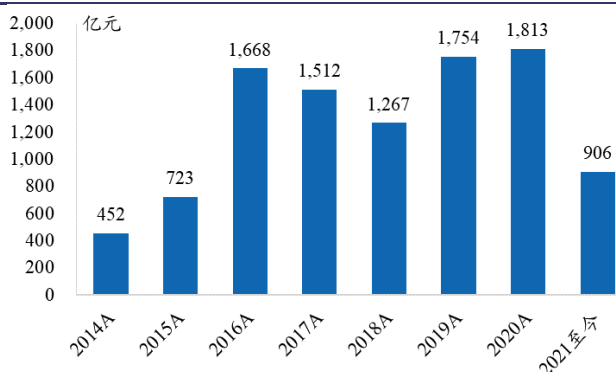
图60、宁波土地市场成交均价和溢价率



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

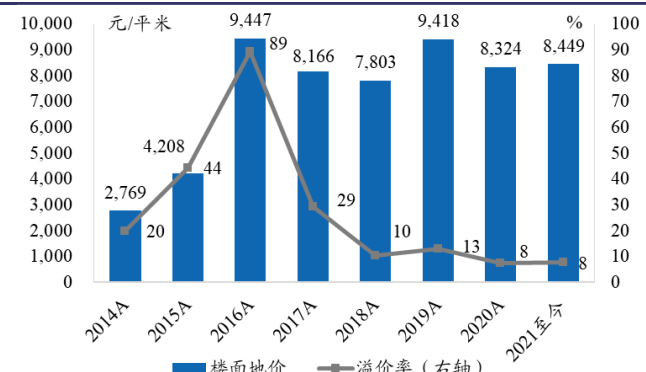
2021 年至今苏州土地市场成交土地出让金为 906 亿元,成交均价为 8449 元/平米,平均溢价率为 8%。本次集中供地苏州共推出并成交 28 幅土地,其中 13 幅土地均为大中型开发商获得。

图61、苏州土地市场成交出让金



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

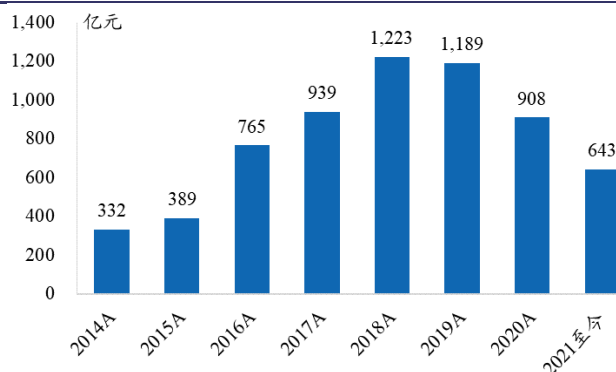
图62、苏州土地市场成交均价和溢价率



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

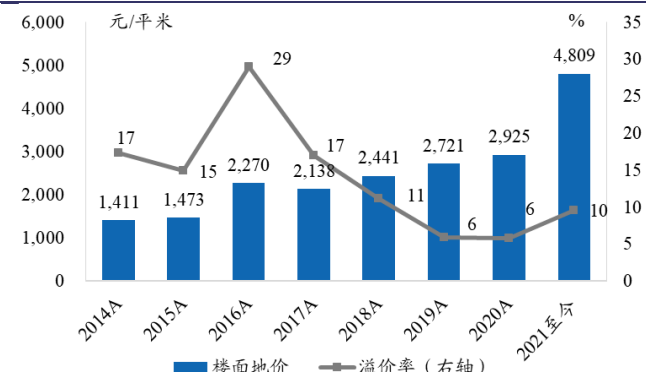
2021 年至今郑州土地市场成交土地出让金为 643 亿元,成交均价为 4809 元/平米,平均溢价率为 10%。本次集中供地郑州共推出 48 幅土地,均已成交。融创中国、华润置地、碧桂园、万科企业、新城发展等前十房企均有斩获,本地开发商拿地占比超过 50%。

图63、郑州土地市场成交出让金



资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

图64、郑州土地市场成交均价和溢价率

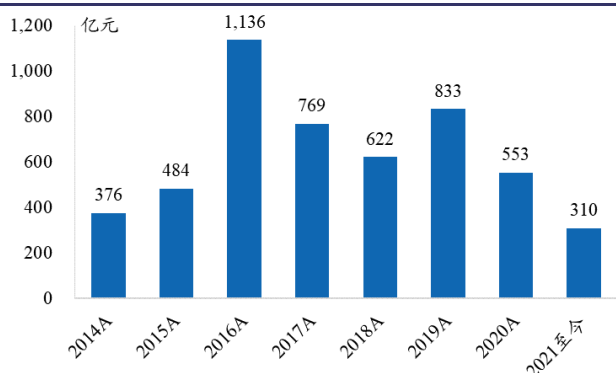


资料来源: CREIS, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

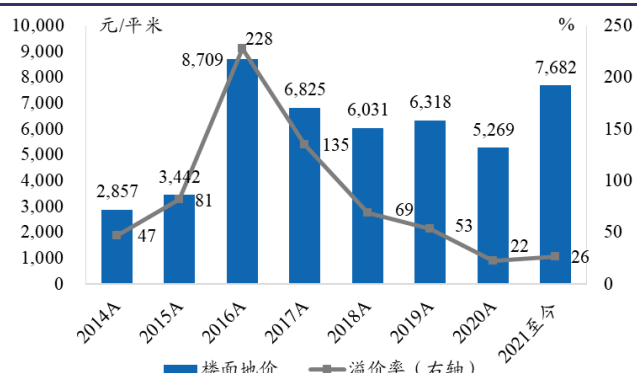
2021 年至今合肥土地市场成交土地出让金为 310 亿元，成交均价为 7682 元/平米，平均溢价率为 26%。本次集中供地合肥共推出 18 幅土地，截至当前已成交 12 幅。

图65、合肥土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

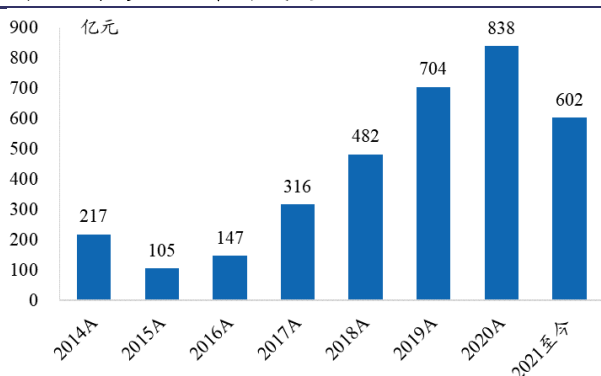
图66、合肥土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年至今长沙土地市场成交土地出让金为 602 亿元，成交均价为 4076 元/平米，平均溢价率为 7%。本次集中供地合肥共推出 36 幅土地，成交 33 幅，其中 20 幅为 Top50 大中型开发商获取。

图67、长沙土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

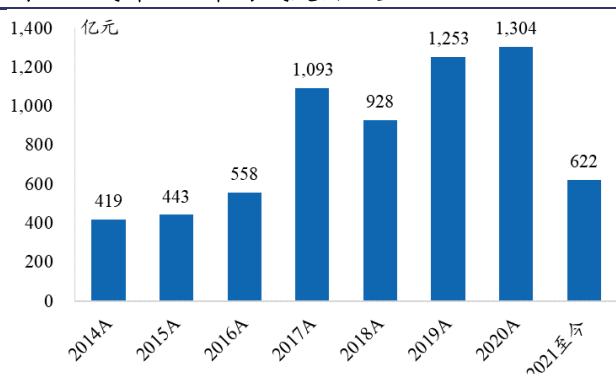
图68、长沙土地市场成交均价和溢价率



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年至今成都土地市场成交土地出让金为 622 亿元，成交均价为 7179 元/平米，平均溢价率为 8%。本地集中供地成都共推出 40 幅土地，已全部成交。

图69、成都土地市场成交出让金



资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

图70、成都土地市场成交均价和溢价率



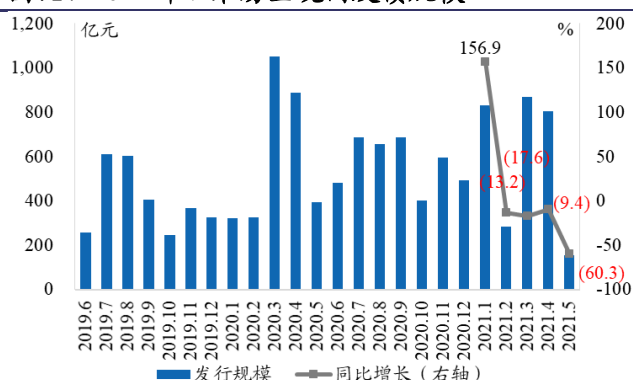
资料来源：CREIS，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、融资环境加紧，头部房企优势更加显著

当前对于地产的金融环境并不宽松，（1）政策对地产定向收紧，三道红线严格监控有息负债余额及杠杆指标，银行贷款从供给端限制额度（2）需求端个人住房贷款利率增长，房企贷款利率分化，大部分中小房企房贷利率上行（3）全球加息预期持续增强，可能出现传导（4）去年以来多家房企债务违约，加之部分房企 2020 年业绩低于预期，市场情绪波动房企融资难度加大。我们认为偏紧的金融环境还会持续，但房企间分化加剧，基本面扎实财务稳健的头部房企不会受到太大影响，反而融资优势更加突出。5 月以来我们看到多家头部房企再度打开美元债发行通道，融资成本持续创新低。

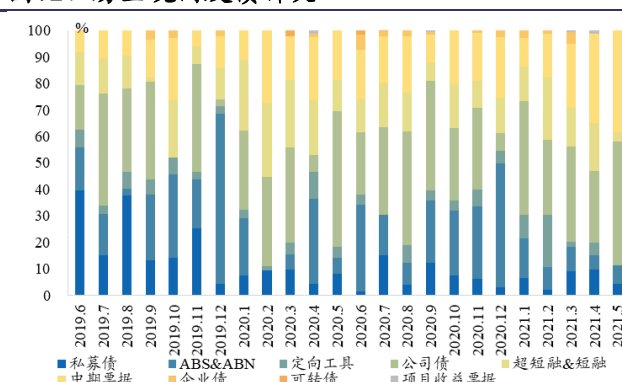
2021 年以来，1 月是房企的密集融资期无论境内境外，2 月以来发债规模同比有所缩减。1 至 5 月，房企发债规模为 831、284、867、806、156 亿元人民币，同比增长 157%、下降 13%、下降 18%、下降 9%、下降 60%。从发行种类来看，公司债和中票依然是房企使用最多的融资方式（占比约六成），从今年发债来看，私募债、ABS&ABN、定向工具、公司债、超短融&短融、中期票据、企业债、可转债、项目收益票据分别占 8%、10%、6%、35%、15%、23%、2%、0%、1%。

图71、2021 年以来房企境内发债规模



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

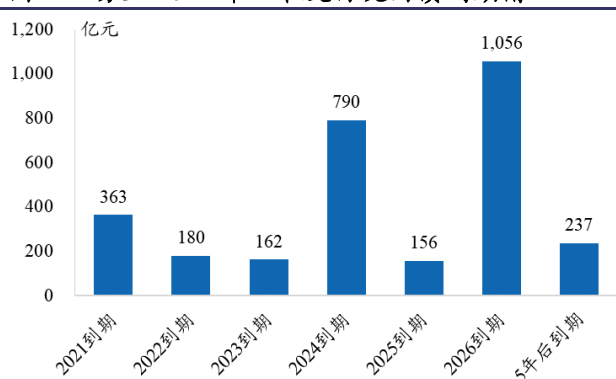
图72、房企境内发债种类



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

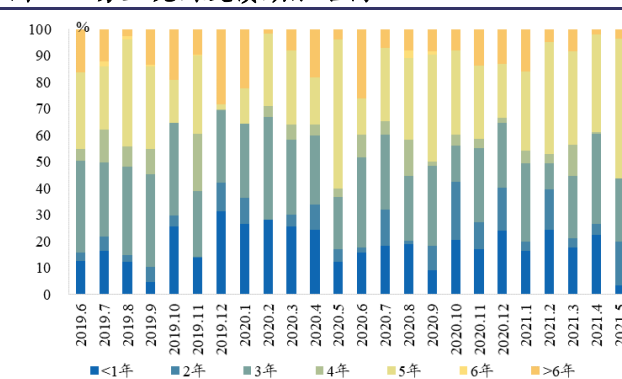
2021 年来发行债务以 5 年期长期债务居多。从统计的 1 至 5 月发行境内债到期情况来看，1 年内到期的短期债务、2 至 5 年到期的中长期债务、5 年以上到期的长期债务分别占 18%、73%、8%。

图73、房企 2021 年以来发行境内债到期情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图74、房企境内发债期限结构

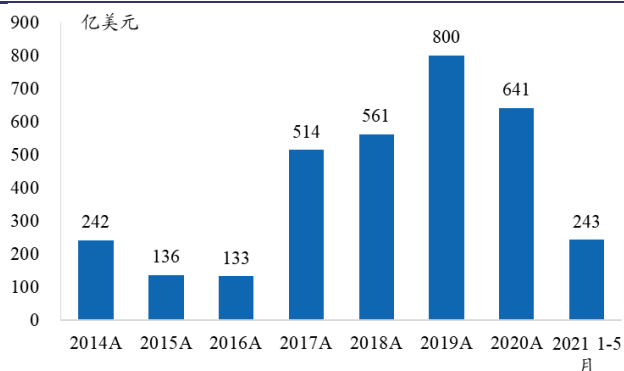


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

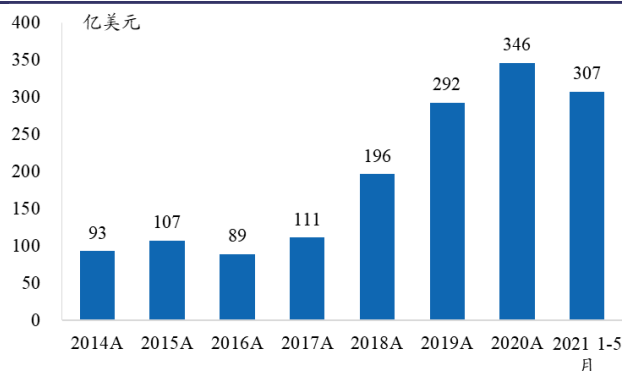
2021 年房企的海外债兑付压力仍然存在。此前在 2021 年度策略报告中我们提到过，2021 年是房企海外债到期大年，不加 2021 年新发，近两年发行的存量美元债就有近 700 亿美元将于 2021 年到期。而从 1-5 月发行情况来看，新发行为 243 亿美元，到期为 307 亿美元，处于再融资未平衡的资金净流出状态，我们认为后半年房企的境外债务发行压力依然存在，财务稳健的头部房企偿付难度不大，中小房企压力较大。

图75、房企海外债发行规模



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

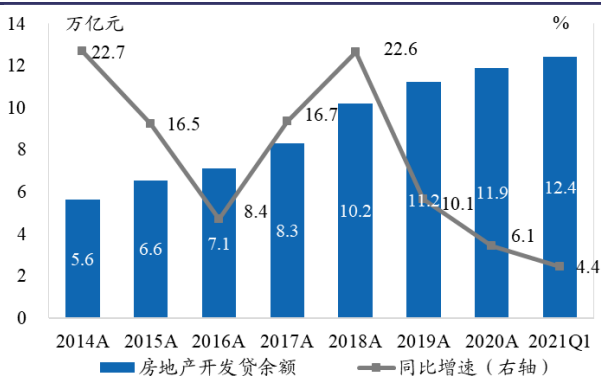
图76、房企海外债到期规模



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

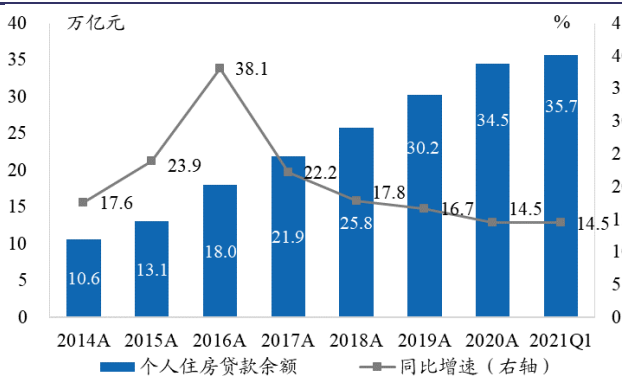
开发贷及个人住房贷款余额增速有效下降。截至 2021Q1，房地产开发贷余额为 12.4 万亿，同比增长 4.4%；个人住房贷款余额为 35.7 万亿元，同比增长 14.5%。我们认为开发贷及个人住房贷款余额都将保持在平稳增长的可控范围内。

图77、房地产开发贷余额及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图78、个人住房贷款余额及同比增速



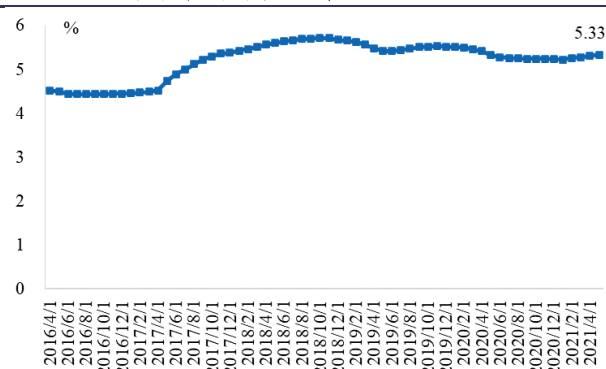
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

年初以来房贷利率持续回升。2021 年 5 月，全国首套房平均房贷利率为 5.33%，同比上升 0.19%，环比上升 0.38%；二套房房贷利率为 5.61%，同比下降 0.36%，环比上升 0.36%。



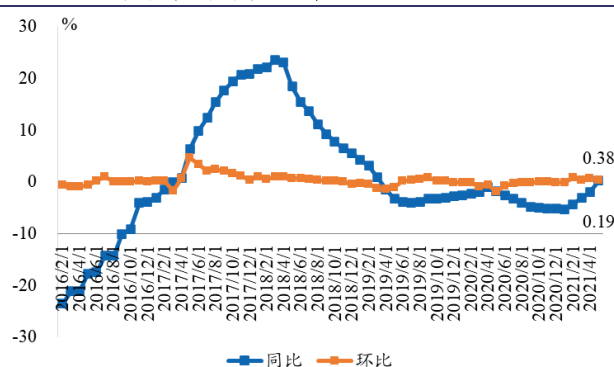
## 海外行业深度研究报告

图79、首套房平均房贷利率



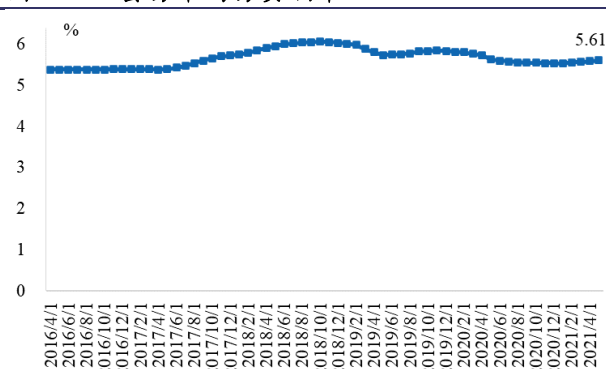
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图80、首套房平均房贷利率同比及环比增速



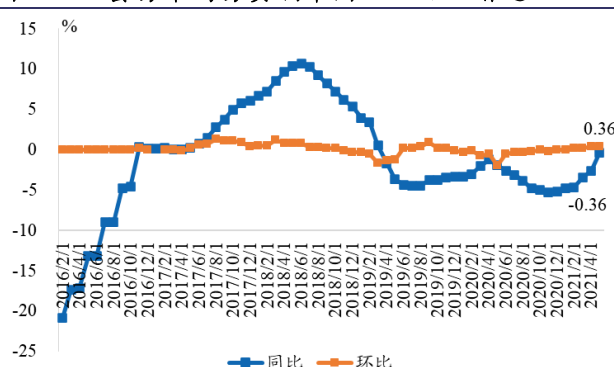
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图81、二套房平均房贷利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图82、二套房平均房贷利率同比及环比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从5月以来主要上市房企发债情况来看，融资成本还在进一步创新低。这些头部房企的融资优势反而更加显著，融资渠道畅通，融资方式多样，融资成本可控。

表3、房企近期发债一览

代码	公司	时间	类型	利率 (%)	金额	到期	上笔同类型及期限发行时间	上笔同类型及期限发行利率 (%)	上笔同类型及期限发行金额	上笔同类型及期限发行到期
01638.HK	佳兆业集团	2021/6/8	优先票据	9.75	2.8 亿美元	2023	2021/1/19	10.875	3 亿美元	2023
01238.HK	宝龙地产	2021/6/4	中期票据	5.8	10 亿美元	2024	2020/8/26	6.5	10 亿元人民币	2023
06158.HK	正荣地产	2021/6/1	优先票据	7.1	3.4 亿美元	2024	2020/6/4	8.3	2 亿美元	2023
03383.HK	雅居乐集团	2021/5/10、5/31	优先票据	5.5	4.5 亿美元	2026	2020/11/9	6.05	1.83 亿美元	2025
01233.HK	时代中国控股	2021/5/27	优先票据	5.55	4 亿美元	2024	2019/2/13	7.625	5 亿美元	2022
01638.HK	佳兆业集团	2021/5/24	优先票据	11.65	3 亿美元	2026	2020/9/2	11.25	4 亿美元	2025
00960.HK	龙湖集团	2021/5/24	公司债	3.5	15 亿元人民币	2026	2020/8/7	3.78	20 亿元人民币	2025
00960.HK	龙湖集团	2021/5/24	公司债	3.93	15 亿元人民币	2028	2020/8/7	4.3	10 亿元人民币	2027
02202.HK	万科企业	2021/5/20	公司债	3.7	5.66 亿元人民币	2028	2020/11/13	3.5	3.81 亿元人民币	2025
02202.HK	万科企业	2021/5/20	公司债	3.4	10 亿元人民币	2026	2020/11/13	4.11	16 亿元人民币	2027
01238.HK	宝龙地产	2021/5/13	优先票据	4.9	2 亿美元	2026	2020/12/18	5.95	1 亿美元	2025
02007.HK	碧桂园	2021/5/11	优先票据	3.125	5 亿美元	2025	NA	NA	NA	NA
02772.HK	中梁控股	2021/5/10	优先票据	8.5	3 亿美元	2022	2021/1/25	7.5	2.5 亿美元	2022
00884.HK	旭辉控股集团	2021/5/10	优先票据	4.45	3.5 亿美元	2026	2020/7/29	5.95	2 亿美元	2025
00884.HK	旭辉控股集团	2021/5/10	优先票据	4.8	1.5 亿美元	2028	NA	NA	NA	NA
01813.HK	合景泰富集团	2021/5/10	优先票据	6	3.78 亿美元	2026	2020/8/3	5.95	2 亿美元	2025

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

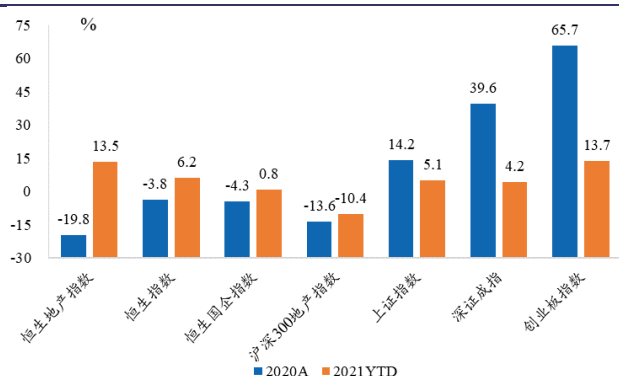
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 4、2021 中期投资策略

在 2020 年 11 月 10 日发布的 2021 年度投资策略《融资收紧冲击有限，等待市场情绪改善》中，我们认为 2021 年地产板块接受的首要挑战便在于融资收紧带来的冲击，但冲击是有限的。建议关注三方面估值修复逻辑，静待市场情绪改善：（1）销售具备韧性，恢复持续超预期，预期四季度房企推货力度还将更强，全年行业销售金额增速预计将超过 5%。展望 2021 年，2020H1 低基数下，2021 年销售金额增速有望保持，头部房企的销售韧性更强。（2）长期来看，房企的业绩增长逐步回归常态化，地产转向更加精工细作的时代，通过多元化拿地降低成本、过程费用控制、经常性业务扩张、应占合联营利润释放将成为可持续驱动利润增长的因素。（3）三道红线新政下，融资条件更加标准化和公开化，对行业是规范也是清洗，重资产+高杠杆隐含风险减弱。伴随无风险利率下降，市场的实体融资成本持续下行，对于主体融资和居民购房来说是正面影响。

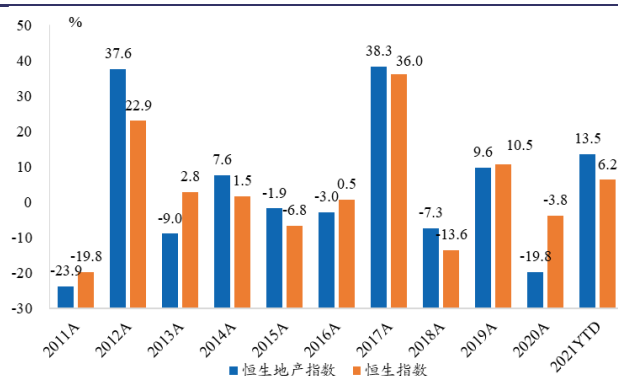
地产行业不确定性并未消除，房企利润压力仍然存在，政策持续定向监控，三道红线从企业端加强管控，银行贷款额度收缩从金融机构端加强管控，房贷利率持续回升。年初至今恒生地产 YTD 为 13.5%，强于恒生指数，香港本地股表现强势，仅看内房股整体表现偏弱。

图83、板块间涨幅比较



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图84、恒生地产指数及恒生指数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

落实到个股上看，销售和业绩持续高速增长，分红稳定丰厚，财务稳健持续改善，多元化业务发展亮眼带来稳定现金流回报的公司表现优异。个股表现中，宝龙地产（+41.7%）、越秀地产（+28.7%）、新城发展（+28.2%）、中海宏洋（+21.8%）、中国海外发展（+20.1%）表现靠前。

图85、主要内房股 2020-2021 年股价涨跌幅



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为地产行业的定向调控已经趋于常态化, 短期内不会出现明显放松, 行业的普遍利润压力需要 1 至 2 年的时间逐步消化, 行业内趋势是不断大浪淘沙。同时, 我们认为行业的底层支撑逻辑未改变 (1) 行业的销售端强劲增长趋势不变; (2) 土地市场已逐步回归理性, 房企利润率稳定在合理区间, 通过加快周转、多元化拿地、孵化多元业务、提升管理效率, 房企盈利能力有望保持和回升; (3) 融资环境收紧进一步凸显大中型房企的财务实力, 尽管有息负债余额正在压缩, 利率进入上行通道, 这些房企的融资环境依然在不断优化, 融资通道保持畅通。

截至目前板块估值为 2020A/2021E 为 5.5/4.4 倍, 当前平均股息收益率为 7.5%, 估值凸显吸引力。我们维持房地产板块“推荐”评级, 我们认为头部房企集中度提升是大趋势, 板块内分化还将加剧, 未来行业的竞争格局将更为稳固, 资源更为聚集。基本面稳健扎实、现金流优异财务安全性高, 盈利能力更稳定的大中型房企优势更加显著, 销售和业绩都能保持连续稳定的增长, 融资成本伴随持续下降。推荐旭辉控股集团、龙湖集团、华润置地、越秀地产、建发国际集团、宝龙地产、融创中国等。财务状况良好的大中型内房股的债券仍然是很好的选择。

表4、行业估值表 (截至 20210611)

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS (元)			PE			PB	息率 (%)	ROE (%)
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E			
00081.HK	中国海外弘洋集团	5.03	172	1.28	1.52	1.79	3.3	2.8	2.4	0.6	6.9	20.0
00123.HK	越秀地产	1.89	293	0.26	0.31	0.37	6.2	5.3	4.3	0.6	1.3	10.1
00337.HK	绿地香港	2.59	72	0.94	1.03	1.09	2.3	2.1	2.0	0.5	11.6	20.8
00604.HK	深圳控股	2.59	231	0.42	0.66	0.72	5.2	3.3	3.1	0.5	6.9	7.8
00688.HK	中国海外发展	19.74	2161	4.01	4.30	4.75	4.2	3.9	3.5	0.6	6.0	14.8
00813.HK	世茂集团	21.40	757	3.52	3.99	4.54	5.2	4.6	4.0	0.7	8.4	16.4
00817.HK	中国金茂	2.90	368	0.27	0.42	0.47	9.3	5.9	5.3	0.7	9.0	9.0
00884.HK	旭辉控股集团	6.74	555	1.00	1.15	1.33	5.7	5.0	4.3	1.3	5.9	24.3
00960.HK	龙湖集团	46.10	2796	3.18	3.68	4.39	12.3	10.6	8.9	2.2	3.7	19.8
01030.HK	新城发展	7.75	481	1.38	1.75	2.16	4.8	3.8	3.1	1.1	6.4	33.5
01109.HK	华润置地	36.40	2596	3.38	3.73	4.24	9.1	8.3	7.3	1.1	4.1	15.8

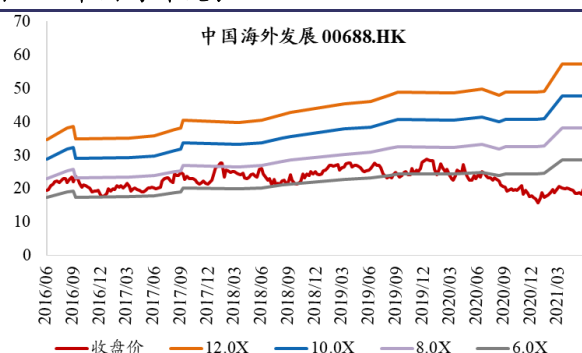
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

01233.HK	时代中国控股	10.10	196	2.56	3.09	3.82	3.4	2.8	2.2	0.9	9.2	26.1
01238.HK	宝龙地产	7.65	317	0.87	1.05	1.27	7.5	6.2	5.1	0.7	5.9	17.9
01628.HK	禹洲集团	2.32	132	0.14	0.51	0.59	14.2	3.8	3.3	0.5	14.4	0.5
01777.HK	花样年控股	0.98	57	0.17	0.20	0.22	4.9	4.1	3.8	0.3	7.2	6.9
01813.HK	合景泰富集团	11.18	356	2.10	2.56	2.98	4.5	3.7	3.2	0.7	9.9	16.8
01908.HK	建发国际集团	14.16	167	1.99	2.57	3.55	6.1	4.7	3.4	0.8	0.0	18.5
01918.HK	融创中国	29.10	1357	6.64	7.38	8.16	3.7	3.4	3.0	0.9	5.7	34.2
01966.HK	中骏集团控股	3.56	150	0.91	0.97	1.16	3.3	3.1	2.6	0.6	8.1	19.7
02007.HK	碧桂园	9.59	2114	1.50	1.74	1.98	5.5	4.7	4.1	1.0	5.6	21.4
02772.HK	中梁控股	4.90	176	1.05	1.18	1.38	4.0	3.5	3.0	1.4	10.0	38.1
02777.HK	富力地产	9.67	363	2.53	2.53	2.73	3.2	3.2	3.0	0.3	12.0	10.8
03301.HK	融信中国	4.83	81	1.43	1.64	1.89	2.9	2.5	2.2	0.4	10.4	14.2
03377.HK	远洋集团	1.75	133	0.38	0.41	0.43	4.0	3.6	3.4	0.2	8.7	5.5
03380.HK	龙光集团	12.42	686	2.19	2.56	2.97	4.8	4.1	3.6	1.4	8.1	34.0
03383.HK	雅居乐集团	10.82	424	2.44	2.90	3.37	3.8	3.2	2.7	0.7	10.2	19.9
03883.HK	中国奥园	7.38	199	1.80	2.16	2.62	3.5	2.9	2.4	0.9	12.4	35.2
03900.HK	绿城中国	8.87	221	1.05	1.25	1.47	7.2	6.0	5.1	0.6	4.7	12.7
03990.HK	美的置业	18.92	234	3.52	4.37	5.11	4.6	3.7	3.1	0.9	8.5	20.7
06158.HK	正荣地产	4.91	214	0.61	0.67	0.75	6.8	6.2	5.5	0.9	3.1	14.7
平均							5.5	4.4	3.8	0.8	7.5	18.7

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院

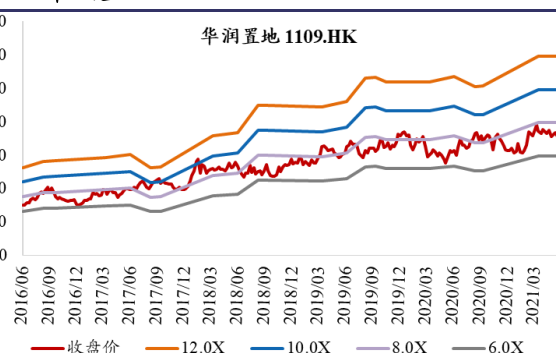
注：粗体部分为兴业证券预测，其余为 Wind 一致预测

图86、中国海外发展 PE-Band



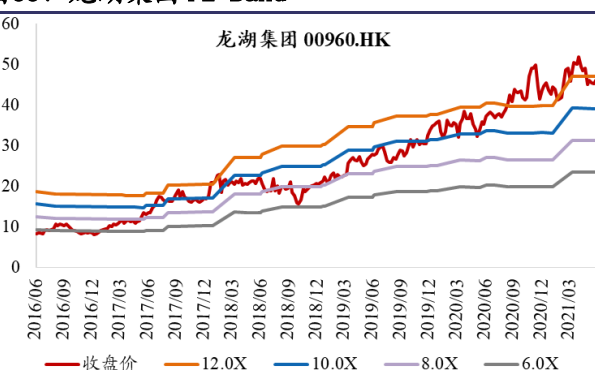
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图87、华润置地 PE-Band



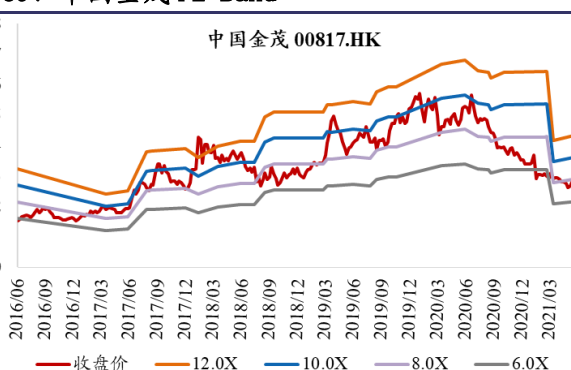
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图88、龙湖集团 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图89、中国金茂 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图90、旭辉控股集团 PE-Band



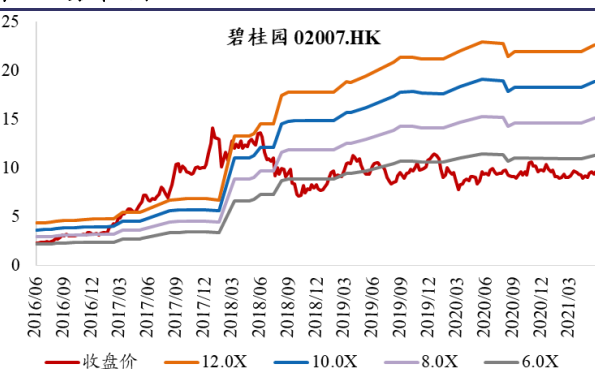
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图91、融创中国 PE-Band



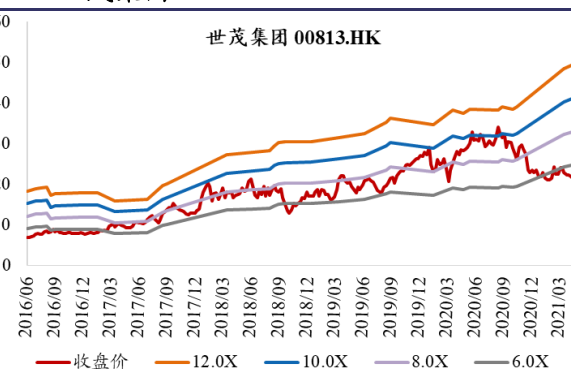
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图92、碧桂园 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图93、世茂集团 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 5、风险提示

宏观经济增长放缓。如果宏观经济增长放缓，或将影响房价走势、居民购买力水平，对地产销售产生压制。

行业限制政策加严。如果新政策出台或当前政策调控升级，包括限购限售限贷限价进一步加严、对地产融资条件提高等，或将对地产销售产生压制。

流动性收紧。如果宏观流动性收紧或对地产定向收紧，房企融资难度或将提升。

商品房销售不及预期。如果去化速度较慢，新房销售进度不及预期，或将导致存货及资金积压、交付进程同步放缓。

人民币贬值。如果人民币大幅贬值，或将对境外存续及新发债务产生负面影响，报表汇兑损益也将面临大幅波动。

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。