

房地产行业深度研究报告

# 三大基本面改善，逆转偏见、价值凸显

推荐（维持）

## □ 利润率：地价/房价比改善，融资成本下行，助利润率阶段性见底

我们认为行业利润率已阶段性见底。1) 土地端来看，2018年末至今百城供应/成交比基本稳定在1.25倍左右，供地相对积极；并且疫情间政府鼓励供地、土地财政依赖加重，后续供地增加、溢价率相对低位是大概率事件。2) 销售端来看，年初至今一二线城市如上海、杭州等限价边际放松；2017年以来t年地价/t年房价比平均值稳定在35-37%；并且t-1年地价/t年房价平均值已从2019年的35%左右降至年初至今的31%左右。3) 融资端来看，近期主流房企发债与2018-2019年同期限债券发行成本对比，平均利率下行162BP，估算融资成本下行将降低主流房企平均财务费用率0.8pct。因而，上述因素将共同助力行业利润率阶段性见底，甚至部分优质房企或将见底回升。

## □ 周转率：销售改善超预期，地方预售政策放松，助周转效率提升

我们认为行业周转率将略有提升。一方面，2020年5月主流50家房企单月销售金额同比由1-4月的分别-10%、-35%、-14%、+3%进一步大幅改善为+17%，连续三个月快速回升，考虑到50家主流房企销售同比与全国商品房销售同比比较强相关性，预示5月全国销售同比也将继续进一步改善。另一方面，受益于管理精细化和限价之下制造业属性的加强，房企自身从拿地-开工-预售的周期在不断缩减，同时疫情期间各地政府陆续出台的预售资金监管放松、商品房预售条件放宽等政策，客观上也加速了周转效率。总体而言，考虑到流动性宽松、政策稳定、前期需求累积释放、供给的逐步爬坡，我们认为今年2-3季度销售仍将保持稳中向好趋势，全年仍将保持较强韧性。

## □ 杠杆率：金融去杠杆告一段落，预计房企杠杆率后续或保持平稳

我们认为行业杠杆率将保持平稳。一方面，从宏观环境来看，金融去杠杆政策已经告一段落。2019年末中央经济工作会议指出，“我国金融体系总体健康、具备化解各类风险的能力”，“保持宏观杠杆率基本稳定”。另一方面，房企杠杆率也已经自2017-18年高位下行。2019年A股房企平均净负债率79.4%，同比-12.3pct，目前已经处于相对合理的位置。我们认为后续行业规模稳中略降、集中度提升的格局也将促使主流房企保持相对平稳的杠杆率。综合考虑利润率阶段性见底、周转率略有提升以及杠杆率保持平稳，将综合推动ROE逐步改善，而在目前板块低估值、高股息背景下，投资价值将进一步提升。

## □ 估值面：低估值、高股息，恰遇基本面改善下更获长线资本认可

估值方面，房地产板块PE TTM已低至8.8倍，处于历史低位，处于横向板块倒数第二；主流房企20PE创新低至4.9倍、较18H2估值底折价达25%。股息率方面，板块股息率2.98%持续超过10Y国债收益率2.83%，其中我们统计10家主流房企的平均股息率自2018年7月以来基本都高于10Y国债收益率，2020/6/5达到19A5.7%，对应股息国债利差创历史新高。2019年底以来保险公司、社保基金、养老保险基金等长期资金持续新进或增持地产股，近期又有平安系作为战投入股招商蛇口；此外，海外长期资本如美国Capital Group也开始持续增持优质内房（龙湖、世茂和旭辉）。我们认为，在利率下行周期中，房企低估值、高股息等特色对于长期资金的吸引力进一步提升。

## □ 投资建议：三大基本面改善，逆转偏见、价值凸显，重申“推荐”评级

新冠疫情下房地产仍是我国经济稳定的压舱石，预计政策将处于稳中向好趋势，行业基本面也正逐步改善，近期美国Capital也接连增持房企，预计板块低估值将得到修复。此外，本次疫情对物业管理行业将是一次行业价值的再认识，推动行业进入更广阔、更持续的黄金发展阶段。我们重申板块“推荐”评级，并优选优质房企和优质物管企业，推荐：1) 住宅开发：金科股份、世茂房地产、金地集团、保利地产、旭辉控股、融创中国、万科A、中南建设、阳光城、龙光地产、美的置业，建议关注：荣盛发展、蓝光发展、华夏幸福；2) 物业管理：招商积余、永升生活服务、碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、绿城服务、新大正，建议关注：雅生活服务、时代邻里、奥园健康等；3) 商业地产：龙湖集团、新城控股、大悦城，建议关注：华润置地、宝龙地产等。

## □ 风险提示：新冠肺炎疫情超预期、房地产调控政策超预期收紧

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：袁豪

电话：021-20572536  
邮箱：yuanhao@hcyjs.com  
执业编号：S0360516120001

#### 证券分析师：曹曼

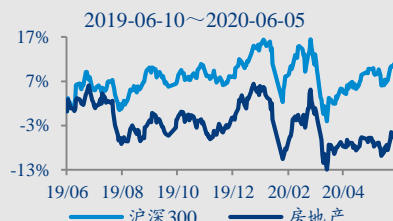
电话：021-20572593  
邮箱：caoman@hcyjs.com  
执业编号：S0360519070001

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	132	3.42
总市值(亿元)	21,192.93	3.12
流通市值(亿元)	18,798.62	3.78

### 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		1.02	-3.0	-4.74
相对表现		-0.92	-5.53	-16.99



### 相关研究报告

《2020年5月房企销售数据点评：销售改善再超预期，短期向好趋势成型》

2020-05-31

《房地产行业周报：房企5月销售靓丽，基本面正逐步改善》

2020-06-07

《房地产行业重大事项点评：美国Capital接连增持房企，优质价值获长线资本认可》

2020-06-07

## 投资主题

### 报告亮点

长期以来，市场对于房地产行业总存在着诸多偏见，比如房价崩盘、销售大幅下跌、房企大量倒闭等等，并且始终认为房地产行业将是一个快速消亡的行业，行业基本面将一去不复返的下行。但考虑到：1）我国房地产行业及产业链对于 GDP 影响占比高达 30-40%，2）我国人口众多导致需求庞大、同时城镇化率还有较大提升空间预示更多的增量需求，3）我国目前房地产开发行业的集中度仍有较大提升空间，因而我们认为我国房地产行业仍将是未来经济发展过程中的重要行业，并且优质房企也仍有较大的发展空间，当然也将伴随与此涌现较多的投资机会。

在 2020 年疫情之下，房地产行业又一次呈现了较强韧性，基本面获得了超预期的快速修复。并且我们认为，后续即使不依靠更大力度的需求端政策放松，房地产行业也将呈现基本面的进一步逐步改善：1）地价/房价比改善，融资成本下行，助利润率阶段性见底；2）销售改善超预期，地方预售政策放松，助周转效率提升；3）金融去杠杆告一段落，预计房企杠杆率后续或保持平稳。综上，我们认为，本次疫情影响之下，房地产行业韧性仍远超其他行业，并预计利润率阶段性见底、周转率略有提升以及杠杆率保持平稳，将推动 ROE 逐步改善，而在目前板块处于低估值、高股息的背景下，投资价值将进一步凸显。

### 投资逻辑

新冠疫情下房地产仍是我国经济稳定的压舱石，预计政策将处于稳中向好趋势，行业基本面也正逐步改善，近期美国 Capital 也接连增持房企，预计板块低估值将得到修复。此外，本次疫情对物业管理行业将是一次行业价值的再认识，推动行业进入更广阔、更持续的黄金发展阶段。我们重申板块推荐评级，并优选优质房企和优质物管企业，推荐：1）住宅开发：金科股份、世茂房地产、金地集团、保利地产、旭辉控股、融创中国、万科 A、中南建设、阳光城、龙光地产、美的置业，建议关注：荣盛发展、蓝光发展、华夏幸福；2）物业管理：招商积余、永升生活服务、碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、绿城服务、新大正，建议关注：雅生活服务、时代邻里、奥园健康等；3）商业地产：龙湖集团、新城控股、大悦城，建议关注：华润置地、宝龙地产等。

# 目 录

前言.....	6
一、利润率：地价/房价比改善，融资成本下行，助力利润率阶段性见底.....	6
（一）毛利率：供地增加、限价松动、地价/房价比改善，当期销售毛利率阶段性见底.....	6
（二）融资成本：房企融资成本下降将节省财费率约 0.8pct，助力利润率阶段性见底.....	16
二、周转率：销售改善再超预期，地方预售政策放松，助力周转效率提升.....	20
（一）销售情况：5 月销售改善再超预期，预计短期市场向好、全年保持较强韧性.....	20
（二）加快周转政策：各地陆续出台预售放宽政策，进一步助力周转率提升.....	22
三、杠杆率：金融去杠杆告一段落，房企杠杆率高位下行、后续或保持平稳.....	24
四、估值情况：低估值、高股息，恰遇基本面改善下更获长线资本认可.....	26
（一）估值对比：板块 PE TTM 仅 8.8 倍、横向纵向均处低位，主流房企 PE 仅 4.9 倍.....	26
（二）股息率：股息率国债利差持续破零，业绩确定性之下长线投资价值凸显.....	28
五、投资建议：三大基本面改善，逆转偏见、价值凸显，重申“推荐”评级.....	29
六、风险提示：新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧.....	29

# 图表目录

图表 1、预计房地产行业 ROE 将逐步改善.....	6
图表 2、房地产行业毛利率 2019 年有所回落（A 股 136 家上市房企）.....	7
图表 3、房地产行业净利率 2019 年有所回落（A 股 136 家上市房企）.....	7
图表 4、百城土地成交溢价率在相对低位，预计后续将相对稳定而可控.....	8
图表 5、3-4 月百城宅地供应建面同比增长，土地供应正逐步增加.....	9
图表 6、百城土地供应/成交-住宅类-12 月移动平均自 2018 年以来有所恢复.....	9
图表 7、2020 年 1-5 月 10 重点城市住宅用地供应情况.....	10
图表 8、2020 年 1-5 月 10 重点城市住宅用地成交情况.....	10
图表 9、春节后各地政府先后密集出台供给端支持政策.....	10
图表 10、百城 t 年地价/t 年房价-12 月移动平均自 2016 年以来基本止涨.....	14
图表 11、百城 t-1 年地价/t 年房价-12 月移动平均在相对低位.....	15
图表 12、上海部分区域楼盘限价有所松动.....	15
图表 13、杭州部分区域楼盘限价有所松动.....	15
图表 14、长沙部分区域楼盘限价有所松动.....	16
图表 15、厦门部分区域楼盘限价有所松动.....	16
图表 16、主流房企加权平均融资成本.....	16
图表 17、房企分月发债情况.....	17
图表 18、房企年度发债情况.....	17
图表 19、主流房企近期发债利率对比.....	17
图表 20、近期不同评级房企信用利差均有收窄.....	18
图表 21、主流 15 家房企短债占比有息负债.....	19
图表 22、融资成本下降对利息费用/营业收入影响测算：以阳光城为例.....	19
图表 23、主流公司 2020E 利息费用/营收下降幅度.....	20
图表 24、50 家主流房企月度销售金额及同比.....	20
图表 25、50 家主流房企月度销售面积及同比.....	20
图表 26、全国销售额、50 家主流房企销售金额同比.....	21
图表 27、45 城销售面积、50 家主流房企销售面积同比.....	21
图表 28、2011-4M2020 龙头房企年度销售金额集中度.....	21
图表 29、2011-4M2020 龙头房企年度销售面积集中度.....	21
图表 30、主流 47 城成交推盘比逐步修复.....	22
图表 31、主流 47 城中分能级成交推盘比逐步修复.....	22
图表 32、春节后各地政府陆续出台预售放宽政策.....	22

图表 33、近年中央经济工作会议对于金融风险 and 杠杆的表述 .....	24
图表 34、2010-2020Q1 房地产板块资产负债率水平（A 股 136 家上市房企） .....	25
图表 35、2010-2020Q1 房地产板块净负债率水平（A 股 136 家上市房企） .....	25
图表 36、板块 PE TTM 历史区间，目前板块估值处于历史低位 .....	26
图表 37、板块 PE TTM 低至 8.8 倍、处于历史估值低位 .....	26
图表 38、横向板块 PE TTM 对比，房地产板块倒数第二 .....	27
图表 39、横向板块 PB 对比，房地产板块倒数第五 .....	27
图表 40、横向板块年初至今股价涨幅对比，房地产板块倒数第五 .....	28
图表 41、板块股息率与 10Y 国债收益率差值仍在高位 .....	28
图表 42、主流房企估值表 .....	29



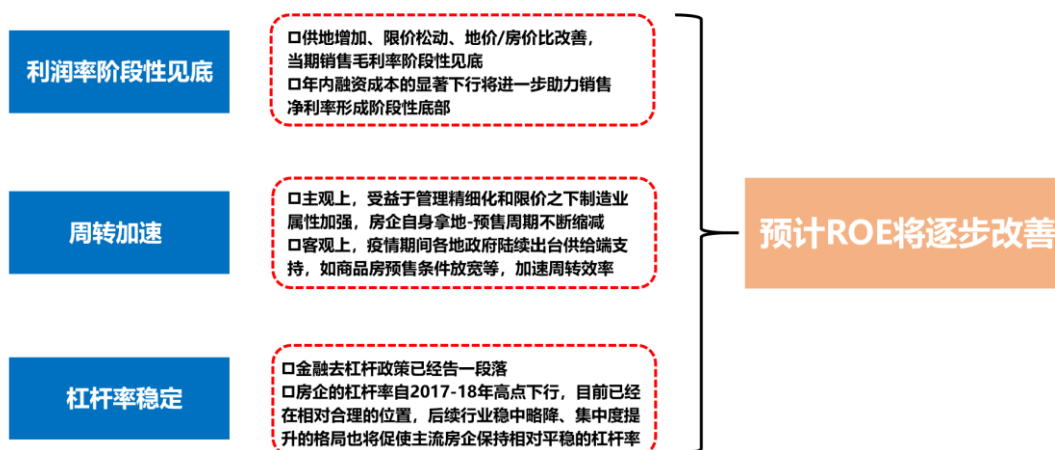
## 前言

长期以来，市场对于房地产行业总存在着诸多偏见，比如房价崩盘、销售大幅下跌、房企大量倒闭等等，并且始终认为房地产行业将是一个快速消亡的行业，行业基本面将一去不复返的下行。但考虑到：1）我国房地产行业及产业链对于 GDP 影响占比高达 30-40%，2）我国人口众多导致需求庞大、同时城镇化率还有较大提升空间预示更多的增量需求，3）我国目前房地产开发行业的集中度仍有较大提升空间，因而我们认为我国房地产行业仍将是未来经济发展过程中的重要行业，并且优质房企也仍有较大的发展空间，当然也将伴随与此涌现较多的投资机会。

在 2020 年疫情之下，房地产行业又一次呈现了较强韧性，基本面获得了超预期的快速修复。并且我们认为，后续即使不依靠更大力度的需求端政策放松，房地产行业也将呈现基本面的进一步逐步改善：1）地价/房价比改善，融资成本下行，助利润率阶段性见底；2）销售改善超预期，地方预售政策放松，助周转效率提升；3）金融去杠杆告一段落，预计房企杠杆率后续或保持平稳。

综上，我们认为，本次疫情影响之下，房地产行业韧性仍远超其他行业，并预计利润率阶段性见底、周转率略有提升以及杠杆率保持平稳，将推动 ROE 逐步改善，而在目前板块处于低估值、高股息的背景下，投资价值将进一步凸显。

图表 1、预计房地产行业 ROE 将逐步改善



资料来源：华创证券

## 一、利润率：地价/房价比改善，融资成本下行，助力利润率阶段性见底

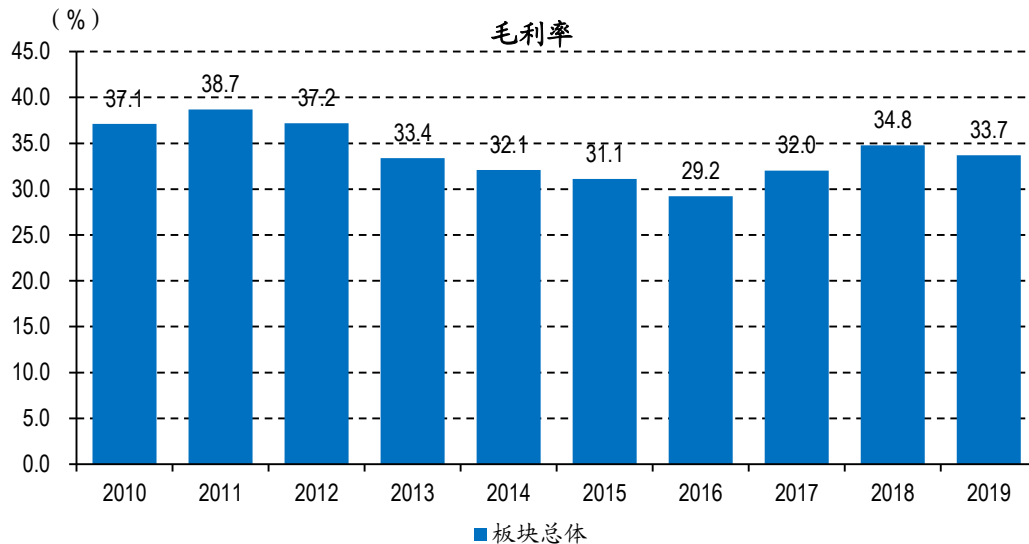
我们认为行业利润率已经阶段性见底。一方面，供地增加、限价松动、地价/房价比改善，当期销售毛利率阶段性见底；另一方面，今年融资成本的显著下行将进一步助力销售净利率形成阶段性底部，也就预示着未来 1-2 年行业结算净利率将形成阶段性底部，甚至部分优质房企将呈现净利率见底回升。

### （一）毛利率：供地增加、限价松动、地价/房价比改善，当期销售毛利率阶段性见底

长久以来，市场对于房地产行业基本面的担忧之一就是行业毛利率的持续下行，尤其是 2016 年 10 月以来限价政策开始严格执行导致房价上涨受限，同时 2015 年开始行业去库存下土地供给持续偏紧导致地价却仍在上行，双向挤压之下市场对于行业毛利率的担忧也就相应提升。

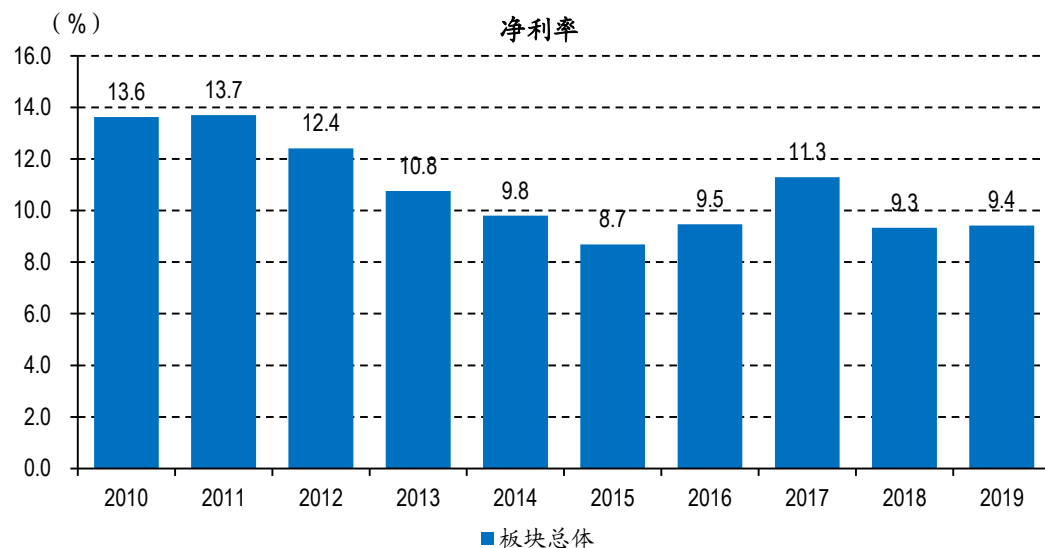
2019 年，房地产行业的毛利率和净利率分别为 33.7% 和 9.4%，分别较 2018 年下降 1.1pct 和上升 0.1pct。

图表 2、房地产行业毛利率 2019 年有所回落（A 股 136 家上市房企）



资料来源：Wind，华创证券

图表 3、房地产行业净利率 2019 年有所回落（A 股 136 家上市房企）



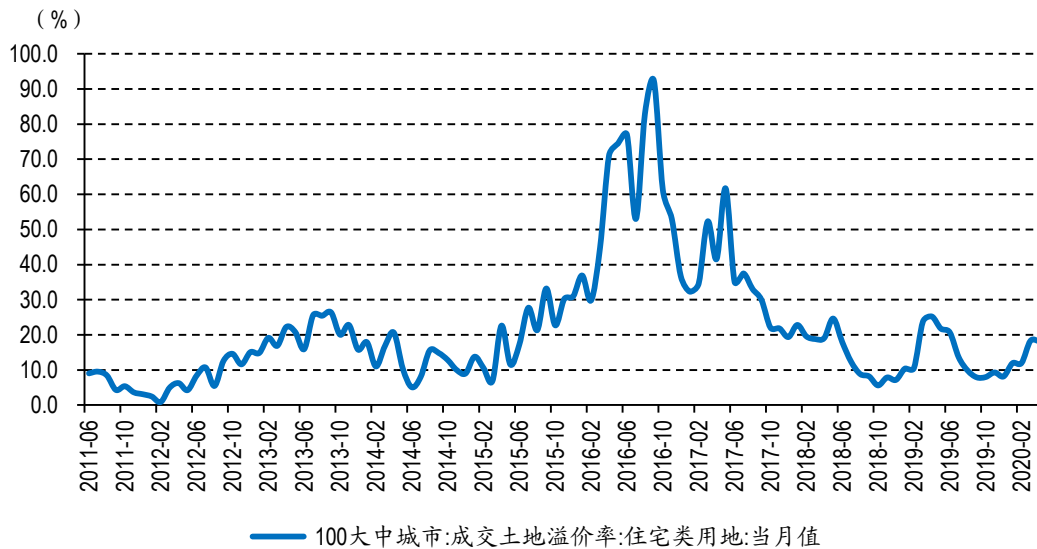
资料来源：Wind，华创证券

不过，我们认为在土地市场供给有所增加、限价政策有所放松的背景下，行业毛利率下降趋势有所趋缓、甚至阶段性见底可期。

一方面，从土地端来看，在 2016-2017 年土地市场较热的期间，百城住宅类土地溢价率曾最高飙升至 92%；经

历了 2018 年下半年的低谷后，2019 年至今平均溢价率在 14% 左右。2020 年初至今溢价率有所抬头主要由于疫情下补库存需求迫切，年初拿地在年末基本能够形成销售、贡献年内销售规模；另外年初至今发债量增价减，流动性边际宽松赋予加库存外部动力。

图表 4、百城土地成交溢价率在相对低位，预计后续将相对稳定而可控



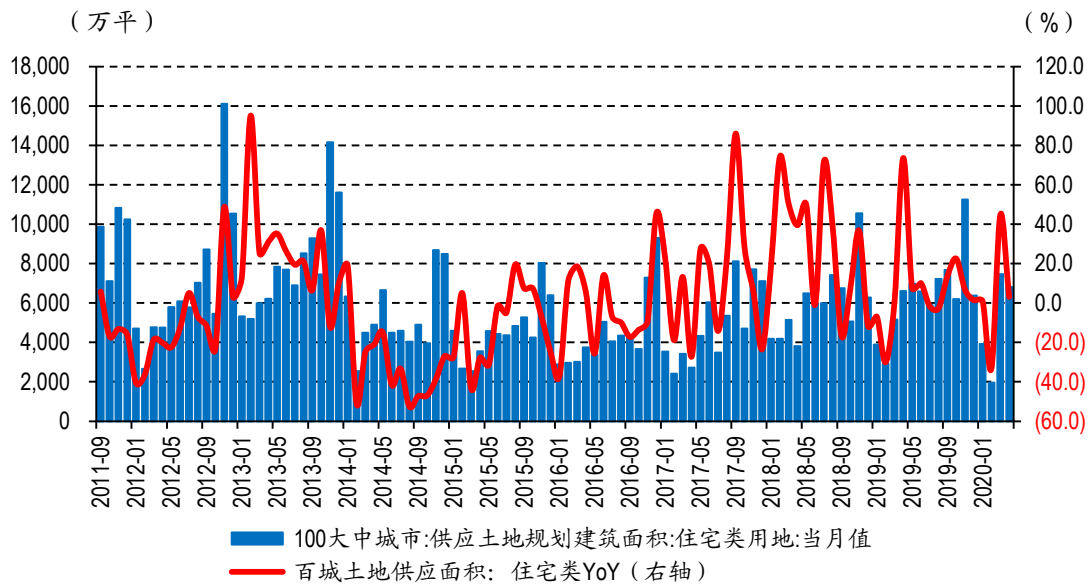
资料来源: Wind, 华创证券

而从土地供应来看，2018 年末至今百城供应/成交比基本稳定在 1.25 倍左右，处于相对积极的供给状态，并且在政府在疫情期间鼓励土地加库存、并对土地财政依赖加重的背景下，2020 年 3、4 月土地供应显著放量，百城宅地供应建面分别同比+45%、+3%。根据中指院数据，从重点 10 城 1-5 月累计供地和成交数来看，广州（供地+239%、成交+198%）、重庆（供地+40%、成交+49%）、成都（供地+27%、成交+36%）等城市也均实现不同程度的增长。

因此，我们认为，在后续整体房住不炒的背景下，土地市场供应增加、溢价率相对低位是大概率事件，整体土地端的成本可控也将为房企毛利率管控提供更好基础。

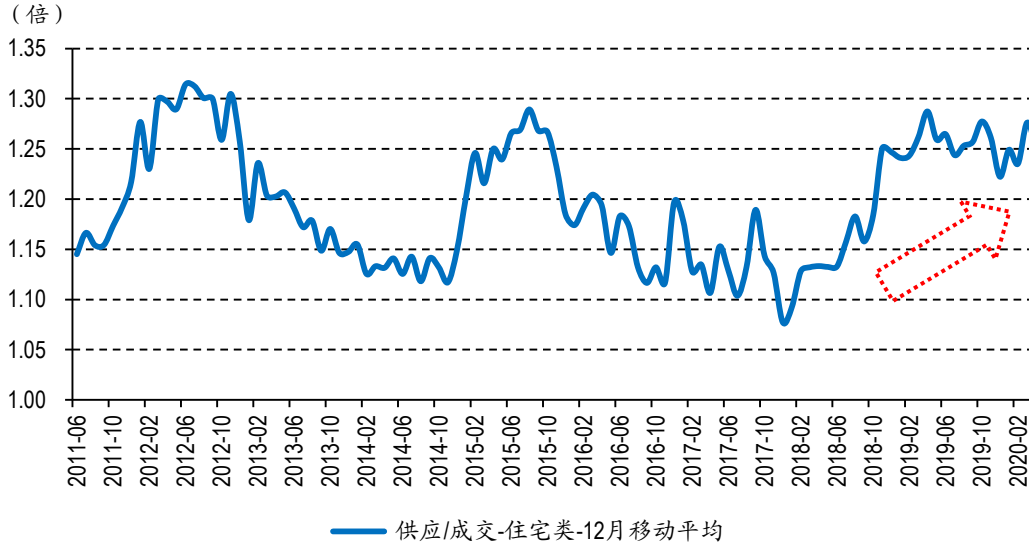


图表 5、3-4 月百城宅地供应建面同比增长，土地供应正逐步增加



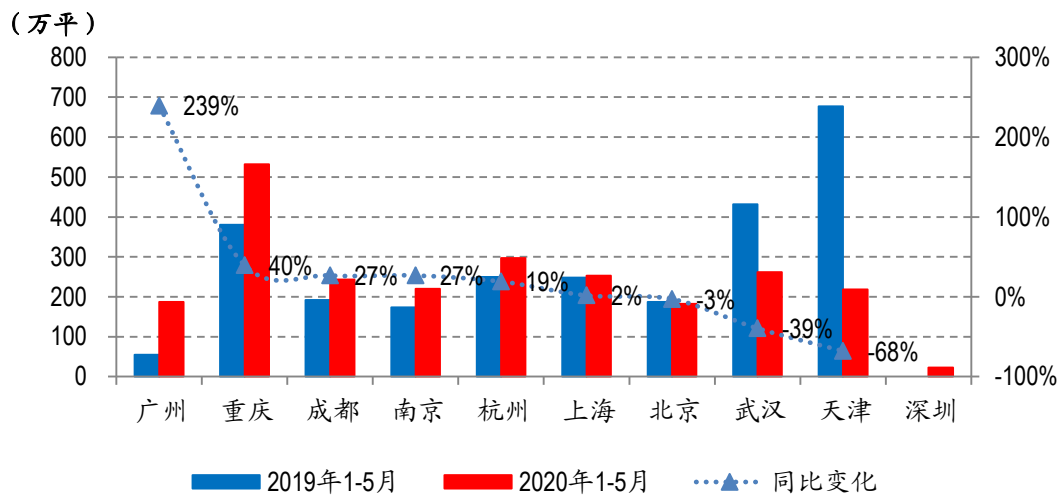
资料来源: Wind, 华创证券

图表 6、百城土地供应/成交-住宅类-12 月移动平均自 2018 年以来有所恢复



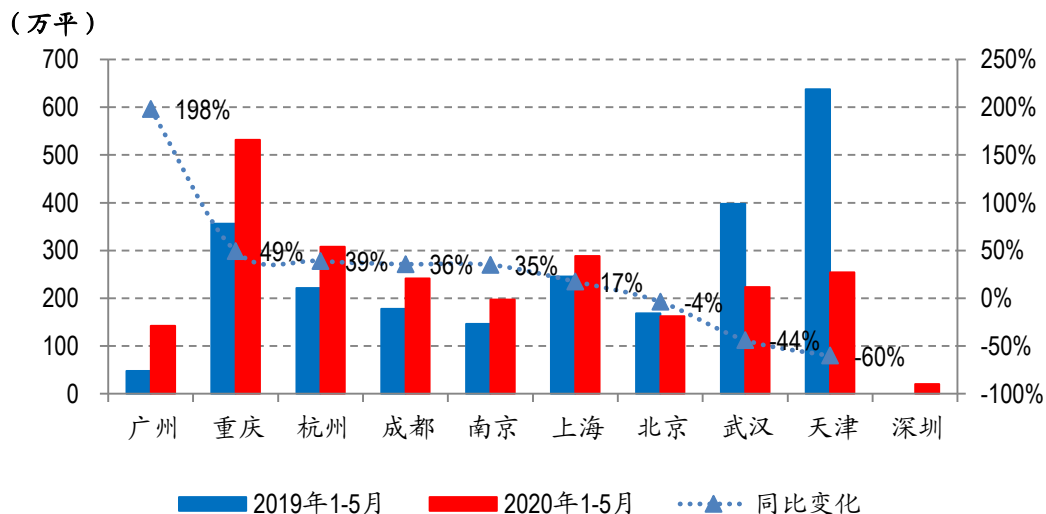
资料来源: Wind, 华创证券

图表 7、2020 年 1-5 月 10 重点城市住宅用地供应情况



资料来源：中指院，华创证券

图表 8、2020 年 1-5 月 10 重点城市住宅用地成交情况



资料来源：中指院，华创证券

图表 9、春节后各地政府先后密集出台供给端支持政策

城市	日期	摘要	内容
承德	2020/2/5	承德出台 15 条政策支持企业稳定经营持续发展，包括缓缴出让金、新出让地块降低保证金比例等	在土地出让过程中，受疫情影响导致企业资金困难、无法按期完成土地出让金缴纳的，经市县两级政府批准后企业可延期缴纳，最长不超过 6 个月。新出让的地块市县适当降低保证金比例，不低于出让底价的 20%；土地出让成交后用地单位应在 1 个月内缴纳出让价款 50% 的首付款，余款可在一年内缴清。
嘉兴	2020/2/7	嘉兴发布《关于做好疫情	对土地已成交，按规定在 2020 年 1 月 23 日（含）之后签订《成交确认书》或《土

城市	日期	摘要	内容
		防控支持用地企业稳定发展的通知》，主要涉及延期缴纳出让金、延期开竣工等6条举措。	地出让合同》的，竞得人可申请延期签订。延期签订时间，签订《土地成交确认书》的按疫情消除日后5个工作日内；签订《土地出让合同》的按疫情消除日后10个工作日内。对已签订《土地出让合同》，按合同约定在2020年1月23日（含）后缴纳土地出让金的，受让人可申请延期缴纳。延期天数为2020年1月23日（含）至疫情消除日（含）的天数再加10天。
中山	2020/2/9	中山市出台应对疫情稳企安商二十条，免除疫情期间未能按时缴纳土地出让金违约责任	适当调整国有建设用地使用权（含“三旧”改造项目）履约监管工作，疫情防控期间暂不开展实地履约巡查。对于受疫情影响未能按期交地、动工、竣工的，疫情持续期间不计入违约期。补办用地出让手续、改变土地用途、调整容积率、调整建筑高度业务，未能按期缴交土地出让金的，疫情持续期间免除违约责任。
天津	2020/2/10	天津出台措施：允许延缓土地出让金缴纳	对因疫情影响，已供应项目用地的土地出让金缴纳和开工、竣工期限，可自动延期，不再办理续期手续。
广州	2020/2/10	南沙区规划资源局2月10日对1宗商服用地的报名时间和土地出让保证金缴纳时间进行了延长。	广州南沙开发区规划和自然资源局于2月7日专门召开南沙开发区土地管理委员会审议1宗重点产业用地，确保该宗用地加快供应；针对疫情对房地产市场的影响，2月7日终止了1宗商服用地挂牌出让，2月10日对1宗商服用地的报名时间和土地出让保证金缴纳时间进行了延长。
杭州	2020/2/11	杭州市规划资源局出台十条措施，允许在符合规定的条件下缓缴土地出让金21天	已签订《土地出让合同》的地块，按合同约定应在2020年1月31日至2020年2月20日期间缴纳土地出让金的，经申请可顺延21天缴纳；已交付尚未开工或竣工的地块，疫情持续期间不计入企业自身原因的开竣工违约责任。
上海	2020/2/12	上海市规划资源局出台通知，免除疫情期间土地出让金违约责任，允许顺延或分期缴付	调整土地价款缴付方式和期限。受疫情影响，未能按土地出让合同约定缴付土地价款和交付土地的，不作为违约行为，不计滞纳金和违约金，受让人可以向出让人申请延期缴付或分期缴付，疫情解除后签订补充出让合同调整土地价款缴付方式和期限，交地时间相应顺延。
重庆	2020/2/12	重庆江津区出台：允许缓缴土地出让金至3月底	该区在确保中央和市里有关政策落地的基础上，结合江津区实际，调整优化支出方向、结构和进度，追加6条政策措施，涵盖资金支持、优化服务、信用修复等多个方面，帮助中小企业渡过难关。其中第六条：将2月份土地出让金、配套费缴纳时间延长至3月底，期间不收取滞纳金。
浙江	2020/2/12	浙江省自然资源厅发布，免除首疫情影响未能缴纳土地出让金违约责任	调整土地交易和履约监管要求。经本级人民政府批准，各地可适当调整土地出让时间节点，终止或中止国有建设用地使用权交易，《补充公告》和相关信息应通过浙江省土地使用权网上交易系统发布，中止后交易相关时间节点顺延。企业因疫情影响无法按约定签订《成交确认书》《土地出让合同》或缴纳出让金的，经申请可以延期至疫情消除后签约、缴纳，不收取滞纳金，不记入企业诚信档案。疫情防控期间，暂不开展实地履约巡查，因疫情影响未能按期交地、动工、竣工的，不计入违约期并不收取违约金。
西安	2020/2/12	西安资源规划局出台通知：疫情防控期间可分期缴纳土地出让价款 允许变更缴纳期限	通知称，疫情防控期间，新出让土地原则上可按起始价的20%确定竞买保证金，出让合同签订后一个月内缴纳土地出让价款的50%，用地单位出具承诺书后，余款可按合同约定分期缴纳，缴款期限最长不超过一年。2019年11月1日之后出让，已签订《国有建设用地使用权出让合同》的，在2020年3月31日前，用地单位出具承诺书，可按程序与资源规划部门签订变更协议，约定自签订变更协议之日起一个月内缴纳土地出让价款的50%，余款分期缴纳，缴款期限最长不超过原合同签订之日起一年。缴纳50%土地出让金后：1）可先行办理《建设用地规划许可证》《建设工程规划许可证》；2）可预办理不动产登记手续；

城市	日期	摘要	内容
无锡	2020/2/12	无锡政府出台通知：企业可申请延迟缴纳出让金直至一级响应接触	我市实施疫情防控一级响应措施期间无法现场交付土地和按期缴纳出让金的，企业可申请延迟交地和延期缴纳出让金，最迟可于我市疫情防控一级响应措施解除后5个工作日内办理。引导银行信贷适度增长；预售条件放宽；开工工期限自动延期；组织网上房交会促成交；简化审批。
南昌	2020/2/12	南昌市自然资源厅发布，防控疫情期间适当调整土地供应工作支持企业稳定发展	对已签订《国有建设用地使用权出让合同》的宗地，允许延期缴纳出让金；对已签订《国有建设用地使用权出让合同》的宗地，受疫情影响不能按时开工的，受让人可申请延期开工；土地出让竞买保证金比例全部调整为20%；土地出让金缴纳期限全部调整为：商品住宅或商住混合用地出让金缴纳期限为6个月，其他项目用地出让金缴纳期限为12个月，但签订土地出让合同一个月内须缴纳50%。
合肥	2020/2/13	合肥市自然资源和规划局出台《关于有效应对疫情支持企业履行土地出让合同有关事项的通知》	《通知》指出，适当调整土地出让金缴纳期限。适当调整项目开工工期限。
福州	2020/2/15	福州市人民政府办公厅印发《关于有效应对疫情促进城市开发建设平稳发展措施的通知》	1、顺延项目开工工期限；2、顺延项目预售期限；3、调整土地出让金缴纳期限；4、调整土地履约监管协议；5、调整商品房预售条件；6、拓展房地产销售模式；7、支持安置型商品房建设；8、加大住房公积金支持力度；9、优化行政许可审批；10、落实财税金融扶持政策。
沈阳	2020/2/17	沈阳市房产局发布关于联合印发《沈阳市应对新型冠状病毒肺炎疫情保障房地产市场平稳健康发展政策措施》	一、推进项目有序复工。二、保障土地供应完善管理服务。三、积极促进商品房入市和销售。四、稳妥释放商品房预售监管资金。五、做好住房公积金缴存及使用工作。六、稳妥实施税费支持政策。七、全面做好水电气等要素保障。八、进一步提高行政审批效率。
苏州	2020/2/19	苏州市自然资源和规划局发布《关于做好土地出让相关工作有效应对疫情的通知》	住宅（商住）地块不统一要求设置竣工预售许可调整价，超过市场指导价的，不统一要求项目工程结构封顶后申请预售许可；进入一次报价的，不统一要求工程竣工验收后申请预售许可。
抚州	2020/2/27	抚州市人民政府官网发布《抚州市有效应对疫情促进房地产市场平稳健康发展实施意见》。	《实施意见》明确，降低企业购地资金使用成本。今年内新出让的房地产用地，竞买保证金比例下调为出让最低价的40%。对已签订《国有建设用地使用权出让合同》的宗地，受疫情影响不能按期开、竣工的，受让人可申请延期开、竣工，不计入违约期，不收取违约金，延期时间视疫情情况原则上不超过6个月。2020年3月1日至6月30日期间，购买新建普通商品住宅的，由受益财政给予购房户150元/m <sup>2</sup> 的购房补贴，起始时间以商品房买卖合同备案时间为准。
南通	2020/2/27	江苏南通市住建局、市发改委、市自然资源和规划局三部门联合发布《关于应对新型冠状病毒肺炎疫情保障市区房地产市场平稳健康发展的若干措施》的通知	出台了支持疫情防控工作的九项措施，涉及顺延经营性用地交易时间、放宽商品房预售部分要求等，房企最长可延期3个月缴纳税款。
鹤壁	2020/2/28	河南鹤壁政府发布《关于应对新冠肺炎疫情影响促	内容包括：开通项目审批绿色通道、实行手续容缺办理、放宽商品房预售许可办理条件、提前拨付预售资金、开辟企业信贷审批绿色通道、落实信贷优惠政策等。



城市	日期	摘要	内容
		进建筑和房地产业健康发展的通知》	落实新出让土地优惠政策指的是在疫情防控期间，新出让土地可按起始价的 20% 确定竞买保证金，出让合同签订起一个月内缴纳土地出让价款的 50%，余款可申请延期缴纳，最长不超过 1 年。
云南	2020/3/2	云南省自然资源厅：灵活调整土地使用政策为企业减负，房地产等项目可 1 年内缴纳土地出让金，工业项目可两年。	对受疫情影响较大的行业，属商业、房地产等经营性项目的可最长于 1 年内缴纳土地出让金，属工业项目的可最长于 2 两年缴纳土地出让金，原土地出让合同约定缴纳期限小于规定最长期限的，经本级人民政府批准，可根据项目受疫情影响实际调整合同缴纳期限，适当延期缴纳。因疫情影响未能按期缴纳土地出让金的，疫情持续期间不计算土地出让金未缴纳部分利息和滞纳金。
天津	2020/3/2	天津市规划和自然资源局发布《天津市土地储备管理办法》	天津市规划和自然资源局发布《天津市土地储备管理办法》提出，土储计划涉及三年滚动计划、年度计划报批、储备土地管理。值得注意的是，各土地储备机构不得向银行业金融机构举借土地储备贷款或者以储备土地作为抵押品融资。
广州	2020/3/6	广州市政府常务会议审议通过了《广州市发展住房租赁市场奖补实施办法》。	《实施办法》规定，利用集体、国有建设用地建设租赁住房的给予补贴，其中建设普通租赁住房的，按建筑面积 750 元/平方米给予补贴；建设集体宿舍型租赁住房的，按建筑面积 800 元/平方米给予补贴。
山东	2020/3/6	山东省住房和城乡建设厅下发《关于统筹推进住建领域疫情防控和经济社会发展工作的实施意见》	《意见》提及，2020 年 6 月 30 日前，已领取施工许可证的房地产开发项目，因疫情影响施工建设的，在完成基础工程前提下，适度降低申请商品房预售许可的建设进度条件。已领取商品房预售许可证的项目，视情增加 1-2 个商品房预售监管资金拨付节点，并适度降低各拨付节点监管资金留存比例，但一般不低于《山东省商品房预售资金监管办法》规定的留存比例 10 个百分点。
深圳	2020/3/11	《关于应对新冠肺炎疫情支持房地产企业加快复工复产的若干措施》	《措施》内容涉及推进房屋线上交易系统建设、加快商品房网签进度、缓解企业短期资金压力、顺延项目交付时间和开发资质办理时间、增加居住用地供应等九个方面；其中申请预售的商品房项目，不再要求提交项目资本金余额证明。具备房地产开发一级资质的企业及其下属项目公司，在满足相关要求时可向监管银行申请解冻不超过预售资金总额的 20%。
海口	2020/3/18	《海口市有偿收回闲置土地实施办法（征求意见稿）》	内容涉及有偿收回闲置土地、有偿收回情形、责任认定、补偿标准、补偿方式等 18 条，该措施有效期为即生效日起 5 年。
长春	2020/3/23	《关于有效应对疫情支持房地产开发企业共克时艰的政策措施》	《措施》内容主要涉及降低申请办理预售许可证门槛、放宽预售资金监管、延长房地产开发企业资质证书有效期等内容。
武汉	2020/3/23	《关于支持房地产开发企业复工复产确保我市房地产市场平稳健康发展的六条措施》	公告指出，适当调整预售许可申请进度要求。2020 年 10 月 1 日以前取得施工许可证的房地产开发项目，其开发投资额达到 25% 以上，且高层建筑形象进度达到 1/4 以上、多层（含六跃七层）及低层建筑形象进度达到正负零，即可申请办理预售许可。
北京	2020/4/14	《北京市战略留白用地管理办法》	各区政府、开发区管委会应加强战略留白用地管理，2035 年前保持总量不减少。严格现状管控，原则上现状地上建筑只减不增。
上海	2020/4/16	上海土地交易市场公告	拟于 4 月下旬推介 50 幅地块，涉及浦东新区、静安区等、宝山区、嘉定区。
上海	2020/4/22	《上海市扩大有效投资稳定经济发展的若干政策措施》	保持土地市场交易平稳有序；加快经营性用地出让节奏，适当增加年度土地供应量；减轻房企入市成本压力；降低制造业项目用地成本；提高存量土地投资强度。
海南	2020/4/23	海南省自然资源和规划厅	海南将在百镇千村、共享农庄以及其他旅游项目设施建设中，采取分散化快、点



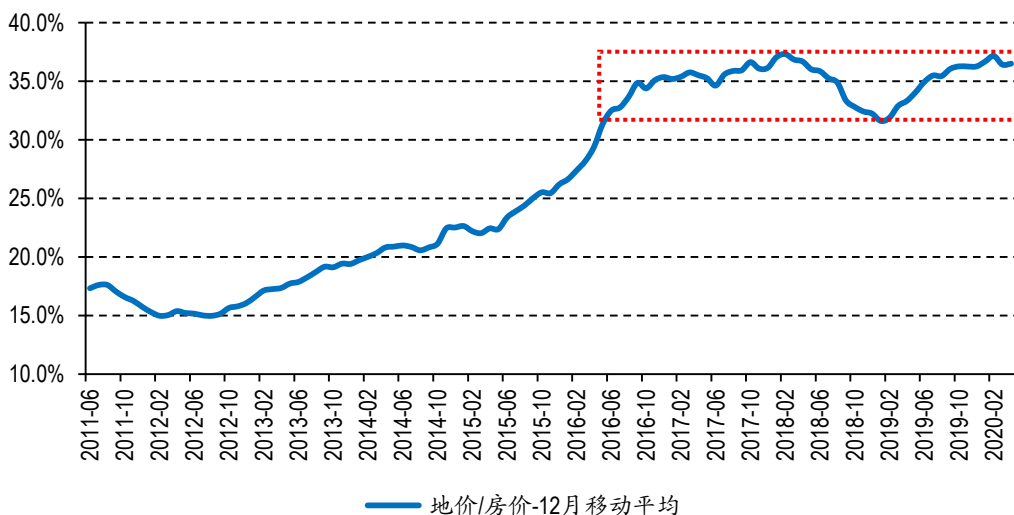
城市	日期	摘要	内容
			状分布的方式“点状供地”，在供地方式上，明确点状用地按单个项目一次性组织供地，可区分国有和集体土地，
深圳	2020/5/9	《深圳市落实住房制度改革加快住房用地供应的暂行规定》	引导多主体参与、拓展住房供应渠道；挖掘用地潜力、合理确定住房类型；优化审批流程、强化监管考核。《规定》鼓励已批未建用地和已建合法用地，在无偿移交公共利益用地后建设公共住房。

资料来源：相关地方政府官网，华创证券

另一方面，销售端来看，年初至今一二线城市限价有所放松。我们整理了部分城市如上海、杭州、长沙、厦门等同一区域的楼盘，同一楼盘今年加推价格较 2019 年平均有 5.7% 左右的涨幅。

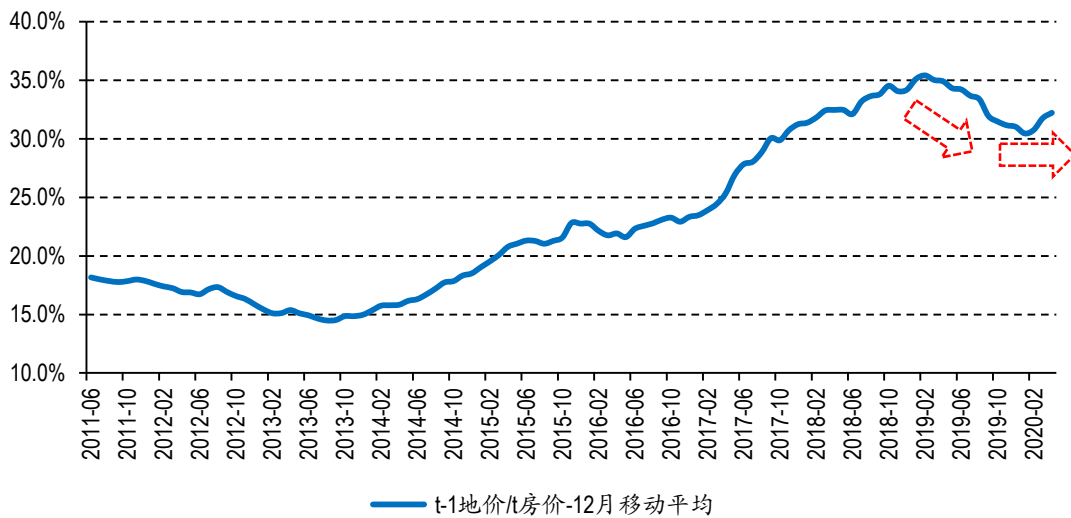
并且，从百城 t 年地价/t 年房价比来看，2017 年以来 12 月移动平均值在 35-37% 左右，保持高位稳定，代表了后续房价不涨的前提条件下，1-2 年后的销售毛利率和净利率将保持稳定状态。此外，我们采用 t-1 年地价/t 年房价-12 月移动平均来看，已经从 2019 年的 35% 左右降至年初至今的 31% 左右。因此，2019 年至今的地价走低会逐步反映到未来的销售和结算中，虽然 2019 年行业毛利率和净利率有所回落，但是我们认为目前行业毛利率和净利率已经处于阶段性底部的位置。

图表 10、百城 t 年地价/t 年房价-12 月移动平均自 2016 年以来基本止涨



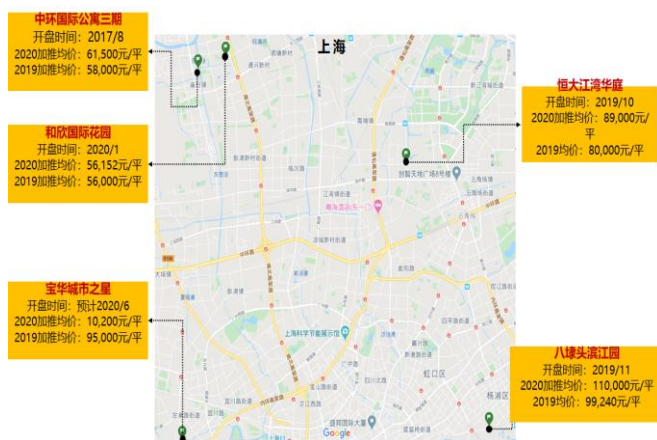
资料来源：Wind，华创证券

图表 11、百城 t-1 年地价/t 年房价-12 月移动平均在相对低位



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12、上海部分区域楼盘限价有所松动



资料来源: 房天下, 华创证券

图表 13、杭州部分区域楼盘限价有所松动



资料来源: 房天下, 华创证券

图表 14、长沙部分区域楼盘限价有所松动



资料来源：房天下，华创证券

图表 15、厦门部分区域楼盘限价有所松动



资料来源：房天下，华创证券

## （二）融资成本：房企融资成本下降将节省财费率约 0.8pct，助力利润率阶段性见底

在行业毛利率降幅趋缓、甚至阶段性见底的同时，今年融资成本的显著下行将进一步助力销售净利率形成阶段性底部，也就预示着未来 1-2 年行业结算净利率将形成阶段性底部、甚至部分优质房企将呈现净利率见底回升。

2019 年主流 18 家房企平均融资成本为 6.0%，同比+0.16pct。但近期房企发债体现明显的量增价减的特点。5M2020 房企发债金额 2,480 亿元，同比+4.3%；其中 3-5 月分别发行金额同比分别+73%、+11%和+17%。

从发行利率来看，主流房企均有不同类型的下降，如万科 3+2 年期公司债利率低至 2.56%，中南建设 2+2 年期公司债利率也从 2019 年的 7.6%降至 20 年的 6.8%。并且，万科（17 万科 01 从 4.50%下调至 1.90%）、华夏幸福（18 华夏 03 从 7.15%下调至 4.40%）等公司回售利率均有大幅下行。此外，4 月下旬以来不同评级房企的信用利差也均有收窄，资金端的宽松已经逐步体现。

我们整理主流房企近期发债与 2018-2019 年同期债券发行成本对比，平均利率下行 162BP。考虑到资金宽松将全方位体现在开发贷、债券和信托等非标融资，年内房企融资成本持平或下降是大概率事件；这将体现在报表的财务费用降低，从而提升结算净利率水平。

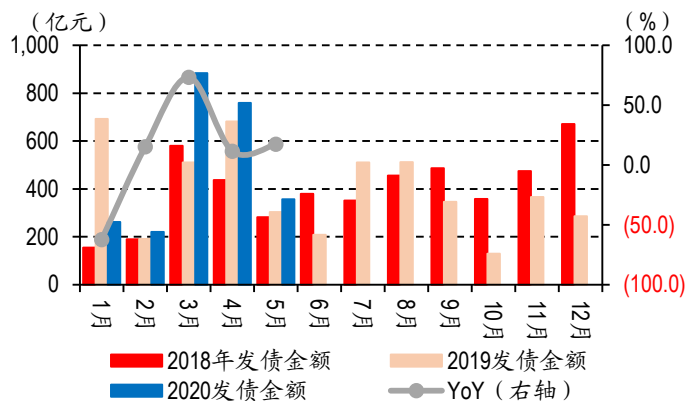
图表 16、主流房企加权平均融资成本

公司	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019H1	2019
中国恒大	9.59	8.27	8.09	7.92	8.18	8.62	NA
蓝光发展	10.27	9.06	7.19	NA	7.54	NA	8.65
融创中国	7.60	5.98	6.24	6.74	6.81	8.50	8.56
阳光城	9.41	8.42	7.08	7.49	7.94	7.72	7.71
华夏幸福	7.92	6.97	5.98	6.14	6.42	7.23	7.86
新城控股	7.26	5.49	5.32	5.75	6.47	6.48	6.73
碧桂园	6.20	5.66	5.22	5.81	6.11	6.13	6.34
龙光地产	6.80	6.10	5.80	6.00	6.10	6.10	6.10
旭辉控股	7.20	5.50	5.20	5.30	5.80	5.90	6.00

公司	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019H1	2019
世茂房地产	6.90	5.80	5.30	5.60	5.80	5.60	5.60
绿地控股	5.98	5.45	5.19	5.33	5.40	5.50	5.60
保利地产	4.65	4.69	4.82	4.86	5.03	4.99	4.95
招商蛇口	4.93	4.50	4.80	4.87	4.85	4.91	4.92
金地集团	5.32	4.52	4.56	4.79	4.83	4.87	4.99
万科A	4.47	3.74	4.50	4.70	4.60	4.80	4.80
龙湖集团	5.74	4.92	4.50	4.50	4.55	4.56	4.54
华润置地	4.63	4.23	4.16	4.41	4.47	4.45	4.45
中海地产	4.23	4.76	4.27	4.27	4.30	4.28	4.21
平均值	6.62	5.78	5.46	5.56	5.84	5.92	6.00

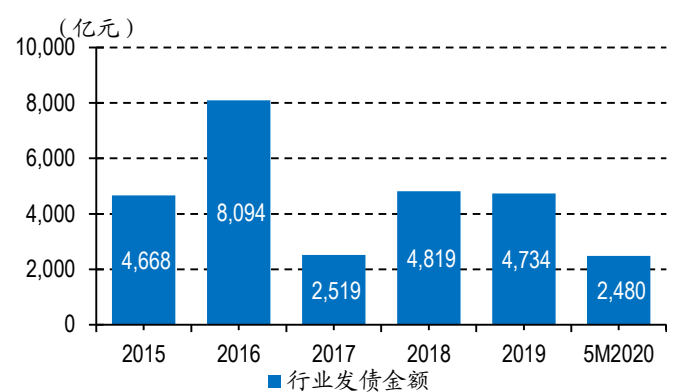
资料来源：公司公告，华创证券

图表 17、房企分月发债情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 18、房企年度发债情况



资料来源：Wind，华创证券

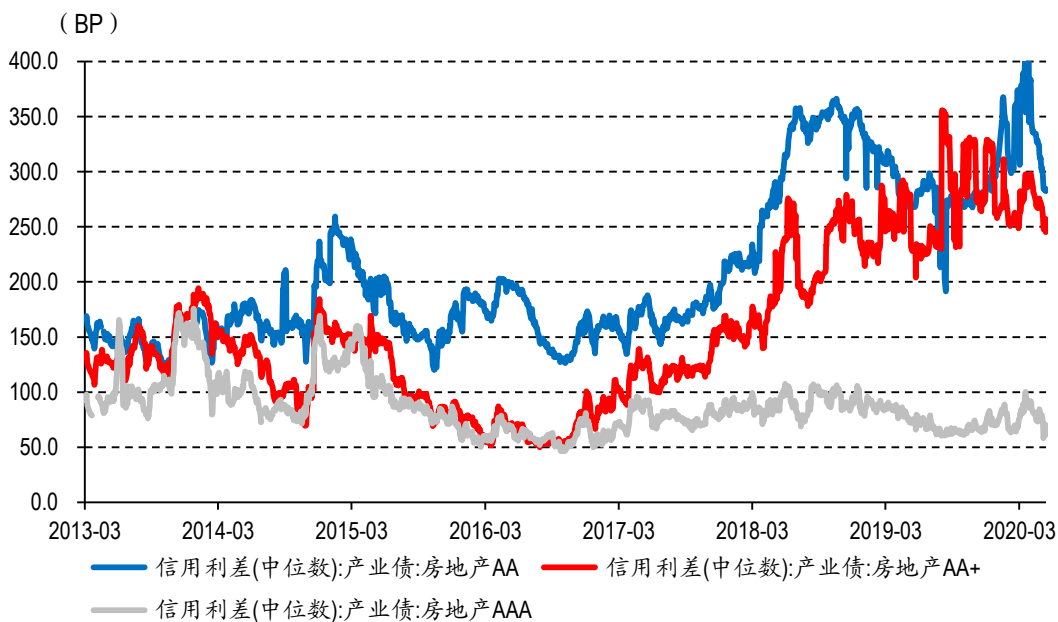
图表 19、主流房企近期发债利率对比

公司名称	债券类型	期限	债券简称	发行规模(亿元)	利率 (%)
保利地产	一般中期票据	3 年	18 保利房产 MTN001	5	4.59
			18 保利房产 MTN002	20	4.88
			18 保利房产 MTN003	25	4.60
			18 保利发展 MTN004	15	4.63
			19 保利发展 MTN001	15	3.60
			20 保利发展 MTN001	9	3.39
			20 保利发展 MTN002	15	3.07
			20 保利发展 MTN004	15	3.18
金地集团	一般中期票据	3 年	18 金地 MTN002	20	5.18
			18 金地 MTN003	20	4.80

公司名称	债券类型	期限	债券简称	发行规模(亿元)	利率(%)
			20 金地 MTN001A	15	3.05
金科股份	一般公司债	5 年	18 金科 02	16.1	7.50
			20 金科 02	4	6.30
			20 金科 04	4.5	5.60
首开股份	一般中期票据	5 年	18 首开 MTN001	25	5.46
			19 首开 MTN001	25	3.98
			20 首开 MTN002	42	2.70
万科 A	一般公司债	5 年	18 万科 01	15	4.05
			18 万科 02	20	4.18
			19 万科 01	20	3.65
			19 万科 02	25	3.55
			20 万科 01	15	3.02
			20 万科 03	10	2.56
中南建设	一般公司债	4 年	19 中南 03	10	7.60
			20 中南 01	8	6.80
阳光城	一般短期融资券	1 年	19 阳光城 CP001	9	6.50
			20 阳光城 CP001	9	6.20

资料来源: Wind, 华创证券

图表 20、近期不同评级房企信用利差均有收窄



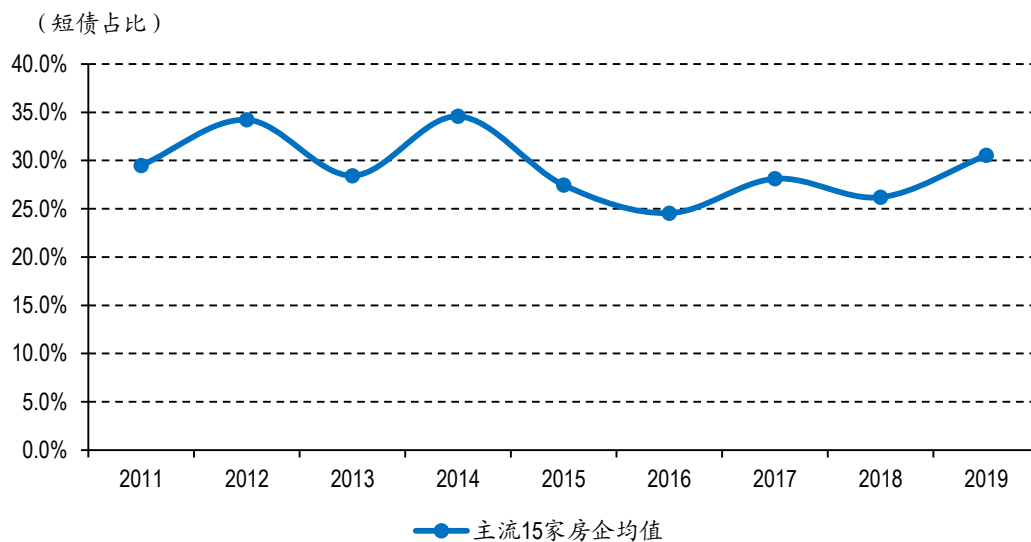
资料来源: Wind, 华创证券



具体来看，年内有息负债的融资成本下行将降低财务费用，对冲今年结算毛利率的潜在下行。以阳光城为例，2019 年末有息负债 1,107 亿元，其中银行贷款、债券类和其他分别占比 47%、28%和 25%。我们假设以上渠道融资成本分别下行 50BP、80BP 和 300BP，则对应 2020 年利息费用/营收下降 3.4%。假设存量债务久期为 3 年，则对应到年内利息费用/营收下降 1.1%。

我们计算得到，阳光城、中南建设、万科、金地集团利息费用/营收分别下降 1.1%、1.2%、0.3%、0.7%，平均为 0.8%。在行业毛利率降幅趋缓、甚至阶段性见底的同时，今年融资成本的显著下行将进一步助力销售净利率形成阶段性底部，也就预示着未来 1-2 年行业结算净利率将形成阶段性底部，甚至部分优质房企将呈现净利率见底回升。

图表 21、主流 15 家房企短债占比有息负债



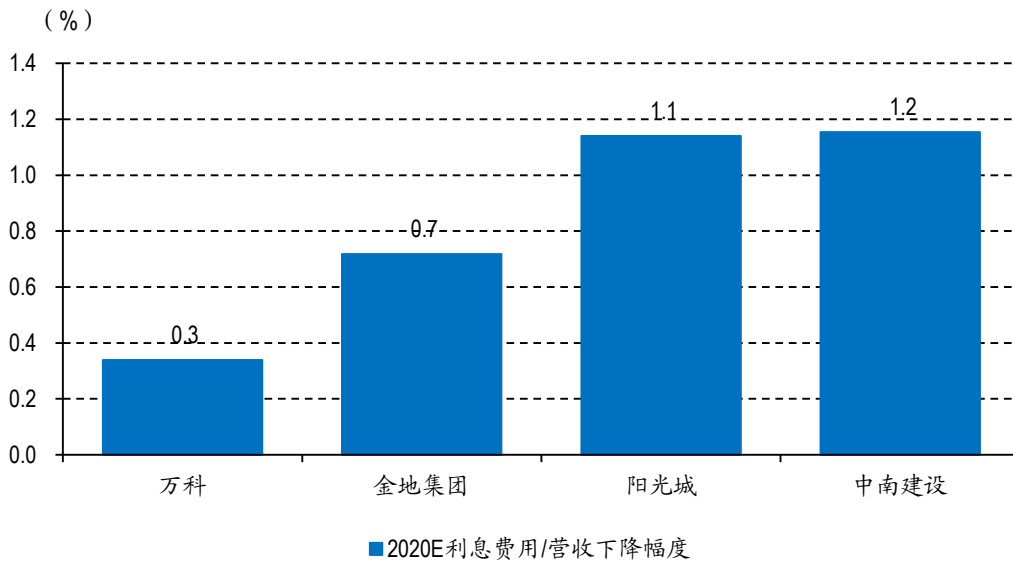
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22、融资成本下降对利息费用/营业收入影响测算：以阳光城为例

阳光城	有息负债	银行贷款	债券类	其他	融资成本 (公司公告)
2019A	1,107	523	308	276	
2019A 营业收入 (亿元)	610				
融资成本 (计算口径)	7.76%	5.64%	7.80%	11.74%	7.71%
利息费用 (亿元)	85.9	29.5	24.0	32.4	
2019A 利息费用/营收	14.1%				
融资成本下降 (BP)		50	80	300	
2020E 融资成本(计算口径)	6.55%	5.14%	7.00%	8.74%	
2020E 利息费用	72.5	26.9	21.5	24.1	
2020E 营业收入 (亿元)	763				
2020E 利息费用/营收	9.5%				
利息费用/营收下降	3.4%				

资料来源: Wind, 华创证券

图表 23、主流公司 2020E 利息费用/营收下降幅度



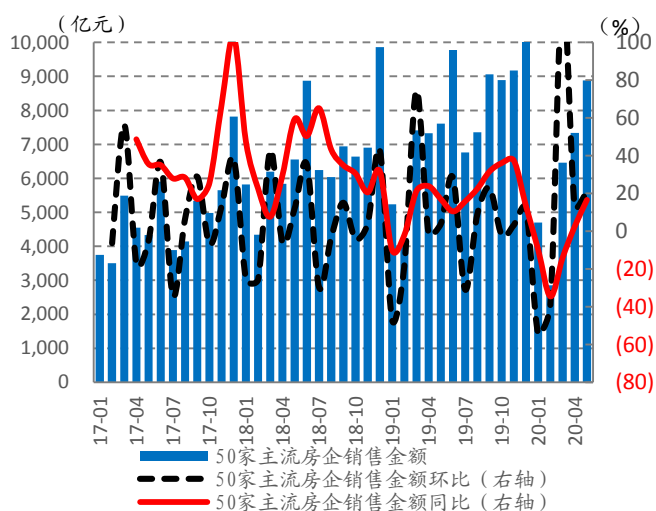
资料来源: Wind, 华创证券

## 二、周转率：销售改善再超预期，地方预售政策放松，助力周转效率提升

### (一) 销售情况：5 月销售改善再超预期，预计短期市场向好、全年保持较强韧性

2020 年 5 月，主流 50 家房企单月销售金额 8,885 亿元，同比+17%、较前值上升 14pct；销售面积为 6,279 万方，同比+13%、较前值上升 9pct，优于同期 45 城成交面积同比-3%的表现。1-5 月主流 50 家房企累计销售金额 29,654 亿元，同比-7%、较前值上升 6pct；累计销售面积为 22,020 万方，同比-5%、较前值上升 5pct，表现好于同期 45 城 1-5 月销售面积同比-27%。

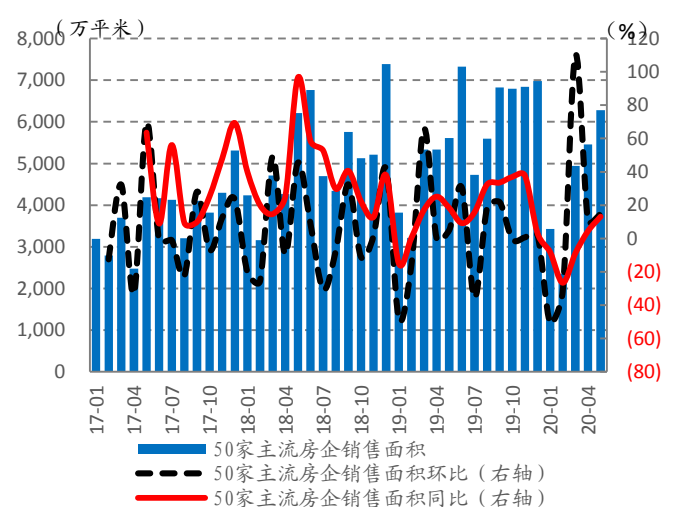
图表 24、50 家主流房企月度销售金额及同比



资料来源: 克而瑞、亿翰智库, 华创证券

注: 50 家主流房企采用固定房企名单。

图表 25、50 家主流房企月度销售面积及同比

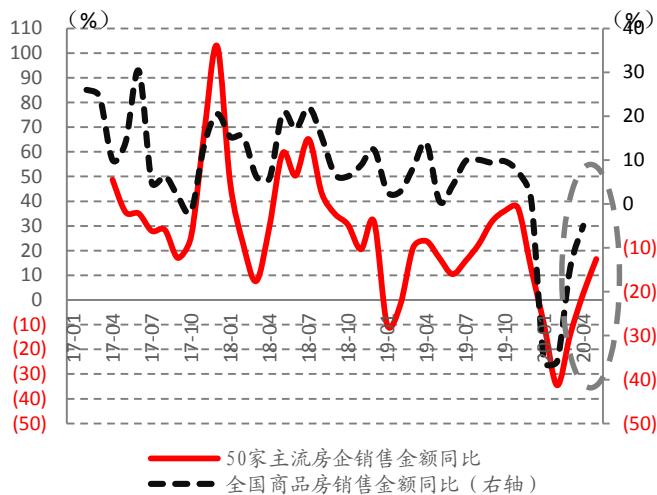


资料来源: 克而瑞、亿翰智库, 华创证券

注: 50 家主流房企采用固定房企名单。

5月主流50家房企单月销售金额同比由1-4月的分别-10%、-35%、-14%、+3%进一步大幅改善为+17%，连续三个月快速回升，考虑到我们所跟踪的50家主流房企销售同比与全国商品房销售同比较强相关性，预示5月全国销售金额同比也将继续进一步改善。此外，5月主流50家房企销售表现继续明显优于我们同期跟踪的45城，龙头房企集中度提升逻辑得以持续验证。

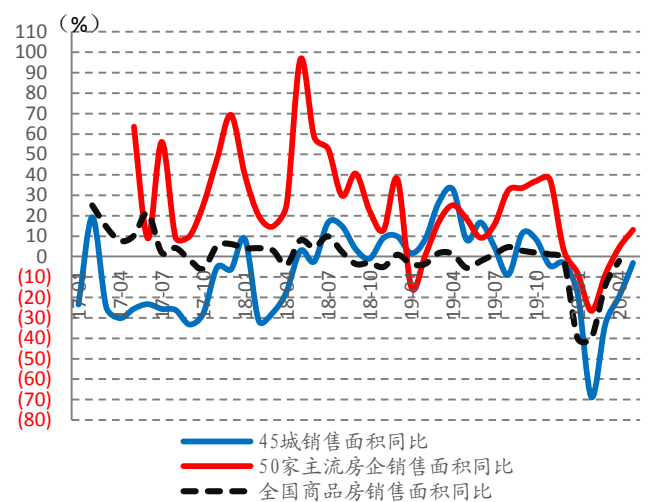
图表 26、全国销售额、50家主流房企销售金额同比



资料来源：克而瑞、亿翰智库、统计局，华创证券

注：50家主流房企采用固定房企名单。

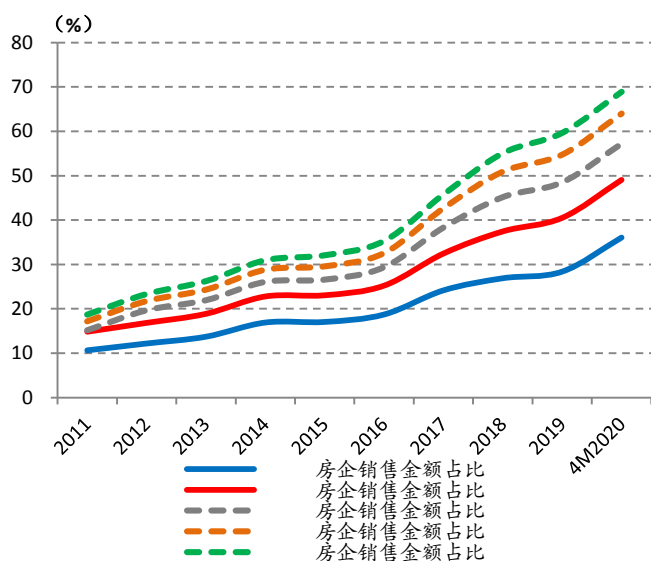
图表 27、45城销售面积、50家主流房企销售面积同比



资料来源：克而瑞、亿翰智库、统计局、Wind，华创证券

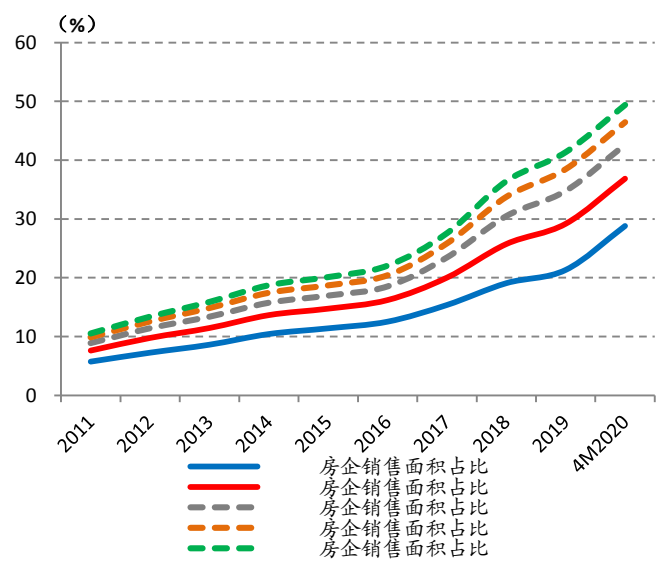
注：50家主流房企采用固定房企名单。

图表 28、2011-4M2020 龙头房企年度销售金额集中度



资料来源：克而瑞、亿翰智库、统计局，华创证券

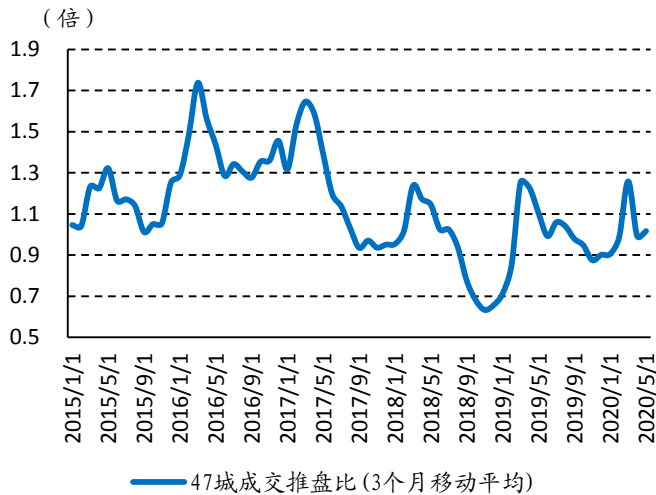
图表 29、2011-4M2020 龙头房企年度销售面积集中度



资料来源：克而瑞、亿翰智库、统计局，华创证券

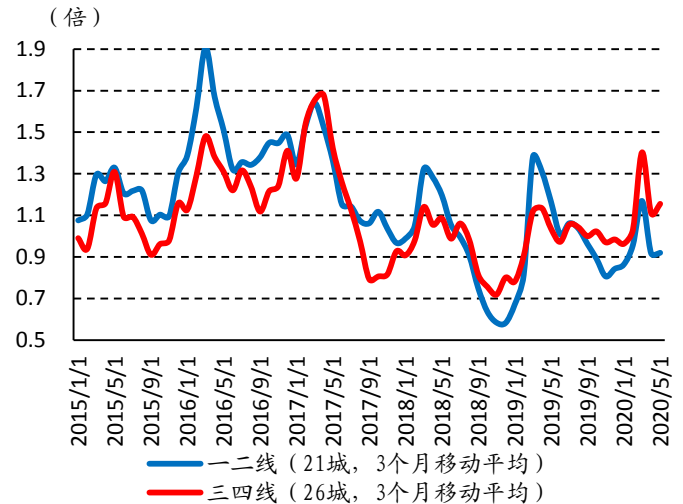
总体而言，考虑到流动性宽松、政策稳定、前期需求累积释放、供给的逐步爬坡，我们认为今年 2-3 季度的销售仍将保持稳中向好的趋势，并且预计在疫情下全年销售仍将保持较强的韧性。

图表 30、主流 47 城成交推盘比逐步修复



资料来源：克而瑞，华创证券

图表 31、主流 47 城中分能级成交推盘比逐步修复



资料来源：克而瑞，华创证券

## (二) 加快周转政策：各地陆续出台预售放宽政策，进一步助力周转率提升

疫情后，各地政府陆续出台供给端支持政策，其中有较多涉及预售资金监管放松、商品房预售条件放宽，如山东省、武汉、杭州、深圳等省市；具体体现为对于疫情影响施工建设的，在完成基础工程前提下，均有适度降低申请商品房预售许可的建设进度条件。

因此，我们认为：一方面，受益于管理精细化和限价之下制造业属性的加强，房企自身从拿地-开工-预售的周期在不断缩减；另一方面，疫情期间各地政府陆续出台的预售资金监管放松、商品房预售条件放宽等政策，客观上也加速了周转效率。

图表 32、春节后各地政府陆续出台预售放宽政策

城市	日期	摘要	内容
无锡	2020/2/12	《关于应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情保障城乡有序建设的政策意见》	《意见》提及已经领取施工许可证范围内的楼栋，因疫情影响施工建设的，预售资金监管主管部门可依企业申请，对正常执行资金监管办法的企业批准其可跨一个节点申请提前拨付重点监管资金。完成不动产首次登记前，累计申请使用额度不超过重点入账监管资金的 95%；申请预售时原形象进度要求调整为按投资额计算，预售部分完成 25% 以上投资即可（装配式建筑的形象进度要求不变）。每一批次申请销售规模原则上高层商品房不少于 2 万平方米、多层商品房不少于 1 万平方米。
沈阳	2020/2/17	《沈阳市应对新型冠状病毒肺炎疫情保障房地产市场平稳健康发展政策措	《措施》积极促进商品房入市和销售，24 小时随时受理房地产企业商品房预售许可项目形象进度审核。在疫情防控一级响应期间，将每期申报商品房预售许可面积不低于 2 万平方米调整为可按每栋楼申报(别墅项目除外)，但不得将每栋楼拆

城市	日期	摘要	内容
		施》	分。申请预售许可手续齐全的，即时下发预售许可证。
	2020/4/2	修订《沈阳市应对新型冠状病毒肺炎疫情保障房地产市场平稳健康发展政策措施》及有序释放商品房预售监管资金的通知	自本通知发布之日起，现有商品房预售监管项目沉淀（应留存）的监管资金提前释放 10%，企业可在今年 6 月底前提取，新增项目继续执行原办法。
贵阳	2020/2/20	《关于疫情防控期间支持住房城乡建设领域稳定发展若干措施的通知》	《通知》提及对不能及时提供相关资料的建设单位，采取“容缺审批”方式对其资质证书、施工许可和商品房预售许可进行审批。建设项目实物工程量达到 25% 以上，且施工现场员工返岗率达到春节前 60% 以上的，在办理商品房预售许可证时给予支持。对复工复产的房地产开发企业，在提供银行保函，或属于上市公司的控股公司（或母公司）有效担保函的前提下，其开发项目可申请提前支取重点监管的预售资金用于保障本项目工程建设，额度不超过重点监管资金余额的 50%。
鹤壁	2020/2/24	《关于应对新冠肺炎疫情影响促进建筑和房地产业健康发展的通知》	《通知》放宽了商品房预售许可办理条件并且规定可以提前拨付预售资金。房地产开发企业申请商品房预售时，多层（6 层以下）建筑形象进度完成正负零、小高层（7—11 层）建筑完成地面 1 层、高层（12 层以上）建筑完成地面 2 层施工即可办理预售。疫情防控期间，商品房预售资金监管部门可依据企业申请，提前一个节点拨付预售资金。
南通	2020/2/26	《关于应对新型冠状病毒肺炎疫情保障市区房地产市场平稳健康发展的若干措施》	措施包括：放宽商品房预售资金监管和放宽商品房预售许可要求。对于 2017 年 1 月 1 日至本文件出台之日间成交土地、且在南通疫情防控一级响应措施期解除后三个月前领取施工许可证的商品房楼栋，预售资金监管部门可依企业申请，对正常执行资金监管办法的企业提前拨付重点监管资金，具体为：完成竣工验收前，累计拨付额度不超过 85%；完成不动产初始登记前，累计拨付额度不超过 95%；达到零投诉的优质开发企业可分别放宽至 95%、100%。开发企业应按照合同约定拨付工程款和农民工工资款项。并且开发企业申请销售规模暂不执行原不少于 3 万平方米的面积规定，申请预售、销售的时间节点可适当提前，具体由住建部门核定。
苏州	2020/2/28	《市住房和城乡建设局关于应对疫情保障房地产市场平稳健康发展的通知》	对 2020 年 1 月 24 日前土地已成交并已进入实质性启动阶段的房地产项目，因突发疫情影响其前期规划、施工手续、工程进度等情况的，申请预售时原形象进度要求调整为按投资额计算，申请预售部分完成 25% 以上投资即可。其中对土地成交价格超过市场指导价须工程结构封顶或竣工验收后预（销）售的项目，申请预售时间节点可适当提前，具体标准为：按正常合理工期核减我市疫情防控一级响应时间。并且分期销售项目每期申请预售面积由不低于 3 万平方米的要求，调整为高层、小高层商品房不少于 2 万平方米，多层商品房不少于 1 万平方米。
杭州	2020/3/2	《关于暂时调整商品房预售建设工程形象进度要求的通知》	自通知之日起到 2020 年 5 月 31 日申领商品房预售许可证的项目，其建设工程形象进度要求可在《杭州市城市房地产开发经营管理若干规定》第十六条规定的基础上降低 5 层（最低不低于正负零）。
山东	2020/3/6	山东省住房和城乡建设厅下发《关于统筹推进住建领域疫情防控和经济社会发展工作的实施意见》	《意见》提及，2020 年 6 月 30 日前，已领取施工许可证的房地产开发项目，因疫情影响施工建设的，在完成基础工程前提下，适度降低申请商品房预售许可的建设进度条件。已领取商品房预售许可证的项目，视情增加 1-2 个商品房预售监管资金拨付节点，并适度降低各拨付节点监管资金留存比例，但一般不低于《山东省商品房预售资金监管办法》规定的留存比例 10 个百分点。



城市	日期	摘要	内容
深圳	2020/3/11	《关于应对新冠肺炎疫情支持房地产企业加快复工复产的若干措施》	《措施》内容涉及推进房屋线上交易系统建设、加快商品房网签进度、缓解企业短期资金压力、顺延项目交付时间和开发资质办理时间、增加居住用地供应等九个方面；其中申请预售的商品房项目，不再要求提交项目资本金余额证明。具备房地产开发一级资质的企业及其下属项目公司，在满足相关要求时可向监管银行申请解冻不超过预售资金总额的 20%。
武汉	2020/3/23	《关于支持房地产开发企业复工复产确保我市房地产市场平稳健康发展的六条措施》	公告指出，适当调整预售许可申请进度要求。2020 年 10 月 1 日以前取得施工许可证的房地产开发项目，其开发投资额达到 25% 以上，且高层建筑形象进度达到 1/4 以上、多层（含六跃七层）及低层建筑形象进度达到正负零，即可申请办理预售许可。
长春	2020/3/23	《关于有效应对疫情支持房地产开发企业共克时艰的政策措施》	《措施》指出，在房地产开发企业新申请办理商品房预售许可证时，有地下室的工程形象进度达到标高正负零即可办理，无地下室的达到地上 2 层即可办理。对已缴存商品房预售资金且依法依规诚信经营的房地产开发企业，如有新建或者续建项目，允许申请提取监管账户内资金余额不超过 50% 的资金用于工程建设。新销售的商品房暂停预售资金监管。
上海	2020/4/22	《上海市扩大有效投资稳定经济发展的若干政策措施》	保持土地市场交易平稳有序；加快经营性用地出让节奏，适当增加年度土地供应量；减轻房企入市成本压力；降低制造业项目用地成本；提高存量土地投资强度

资料来源：相关地方政府官网，华创证券

### 三、杠杆率：金融去杠杆告一段落，房企杠杆率高位下行、后续或保持平稳

一方面，从宏观环境来看，金融去杠杆政策已经告一段落。2019 年末的中央经济工作会议指出，“我国金融体系总体健康、具备化解各类风险的能力”，“保持宏观杠杆率基本稳定”。

图表 33、近年中央经济工作会议对于金融风险 and 杠杆的表述

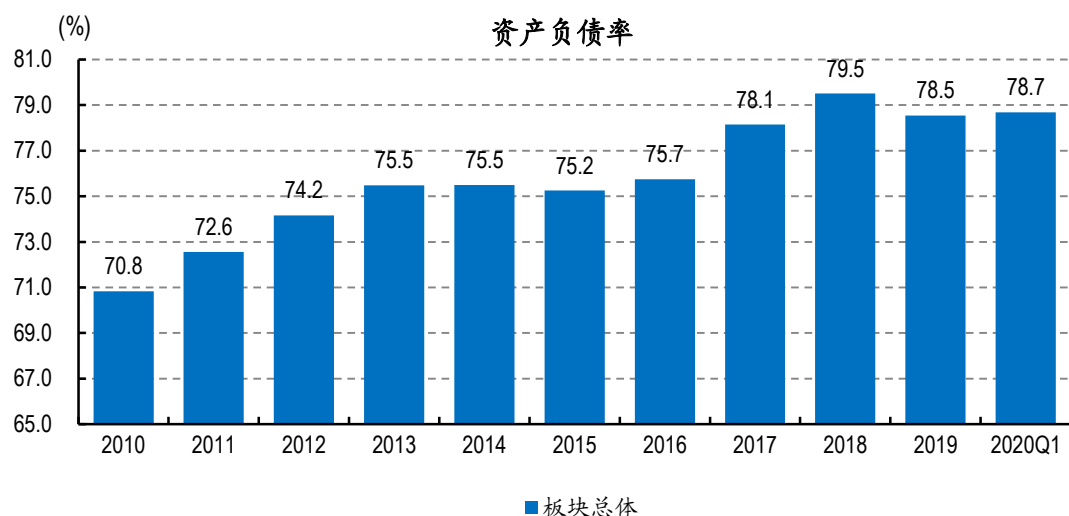
时间	内容
2014	从经济风险积累和化解看，伴随着经济增速下调，各类隐性风险逐步显性化，风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间，必须标本兼治、对症下药，建立健全化解各类风险的体制机制。
2015	战略上要坚持稳中求进、把握好节奏和力度，战术上要抓住关键点，主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。要防范化解金融风险。对信用违约要依法处置。要有效化解地方政府债务风险，做好地方政府存量债务置换工作，完善全口径政府债务管理，改进地方政府债券发行办法。要加强全方位监管，规范各类融资行为，抓紧开展金融风险专项整治，坚决遏制非法集资蔓延势头，加强风险监测预警，妥善处理风险案件，坚决守住不发生系统性和区域性风险的底线。
2016	要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险。
2017	打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。
2018	打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度。

时间	内容
2019	我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。

资料来源：新华社，华创证券

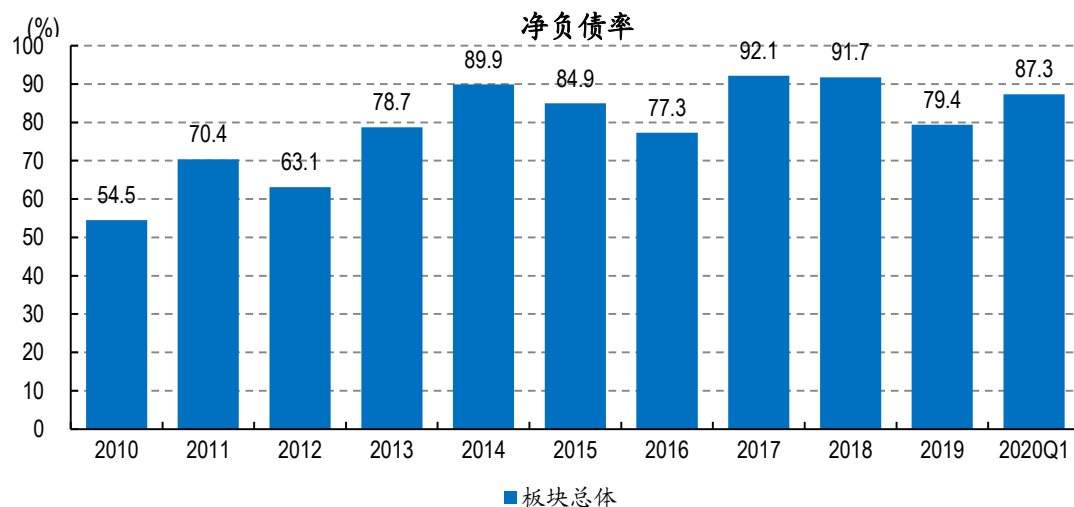
另一方面，房企的杠杆率也已经自 2017-18 年高位下行。2019 年 A 股房企平均净负债率 79.4%，同比-12.3pct，目前已经处于相对合理的位置。我们认为后续行业规模稳中略降、集中度提升的格局也将促使主流房企保持相对平稳的杠杆率。

图表 34、2010-2020Q1 房地产板块资产负债率水平（A 股 136 家上市房企）



资料来源：Wind，华创证券

图表 35、2010-2020Q1 房地产板块净负债率水平（A 股 136 家上市房企）



资料来源：Wind，华创证券

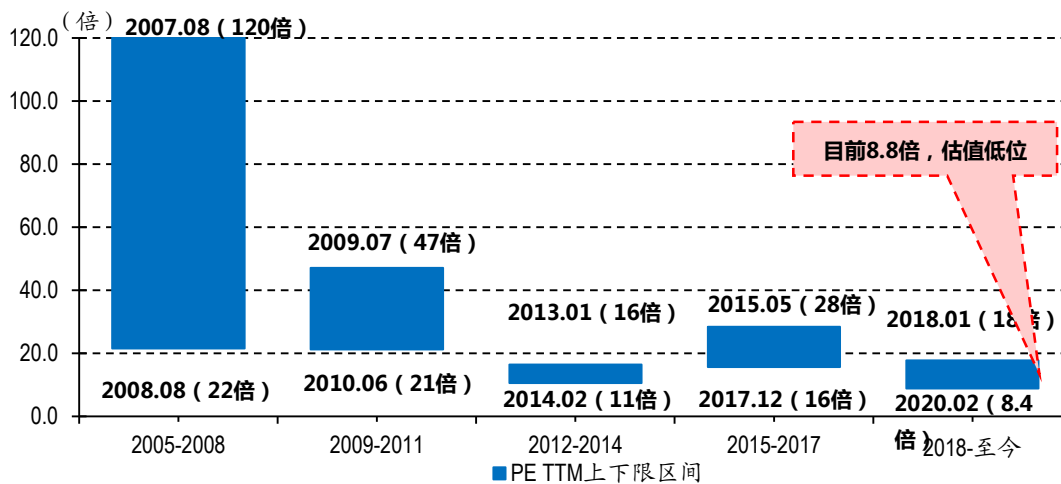
#### 四、估值情况：低估值、高股息，恰遇基本面改善下更获长线资本认可

##### （一）估值对比：板块 PE TTM 仅 8.8 倍、横向纵向均处低位，主流房企 PE 仅 4.9 倍

估值方面，房地产板块 PE TTM 已低至 8.8 倍，处于历史低位，已经低于 2014 年 3 月和 2018 年 8 月的估值底，接近并持平于 2018 年 10 月的估值底；主流房企 2020 年 PE 创新低至 4.9 倍、较 2018H2 估值底折价达 25%。

横向对比来看，房地产板块 PE TTM 处于横向板块倒数第二，仅 8.8 倍；PB 处于倒数第五，仅 1.2 倍；年初至今股价涨幅倒数第五，为-11%。

图表 36、板块 PE TTM 历史区间，目前板块估值处于历史低位



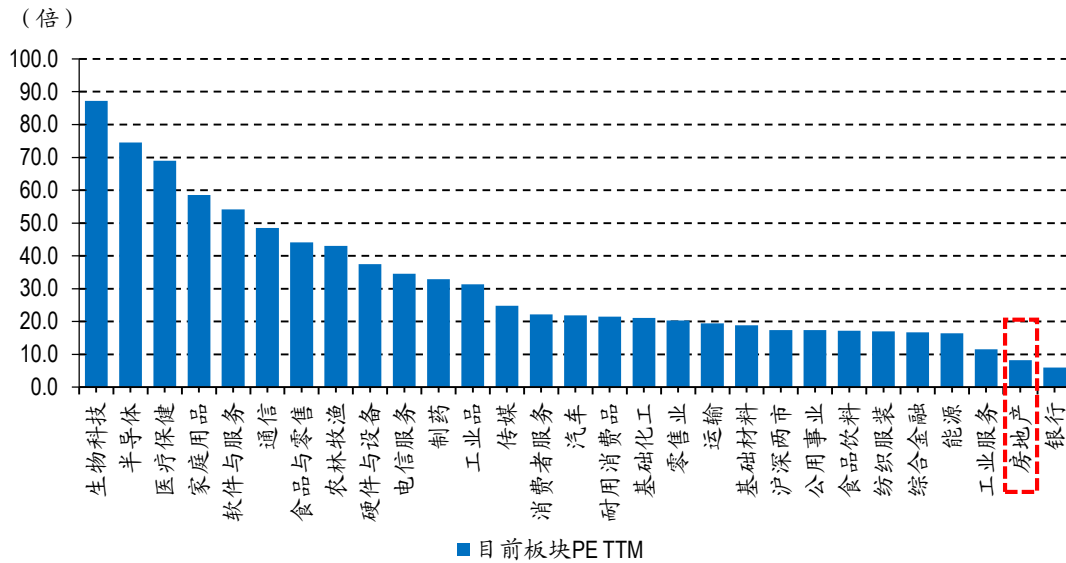
资料来源：Wind，华创证券

图表 37、板块 PE TTM 低至 8.8 倍、处于历史估值低位



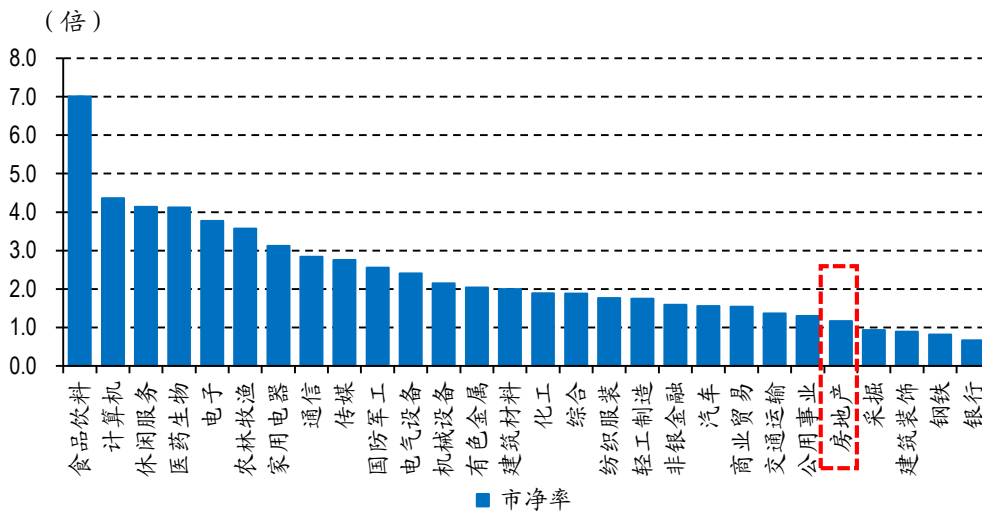
资料来源：Wind，华创证券

图表 38、横向板块 PE TTM 对比，房地产板块倒数第二



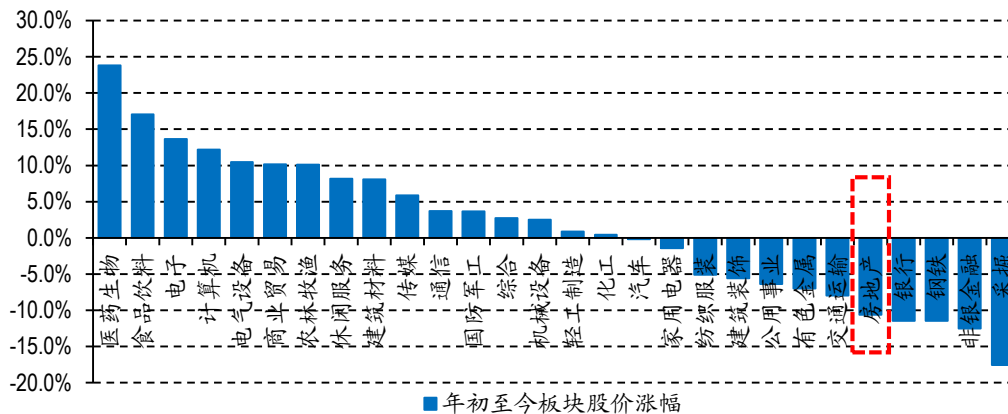
资料来源: Wind, 华创证券

图表 39、横向板块 PB 对比，房地产板块倒数第五



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40、横向板块年初至今股价涨幅对比，房地产板块倒数第五



资料来源: Wind, 华创证券

## (二) 股息率: 股息率国债利差持续破零, 业绩确定性之下长线投资价值凸显

板块股息率方面, 继 2018 年 7-8 月、10 月、2019 年初及 8 月后, 板块股息率 2.98% 再次超过 10 年期国债收益率 2.83%, 板块股息率国债利差持续破零、达到 0.15%。而房地产板块业绩确定性更强之下股息率将大概率继续走高, 板块股息率国债利差有望再创历史新高。

个股股息率方面, 我们统计 10 家主流房企的平均股息率自 2018 年 7 月以来基本都高于 10 年期国债收益率, 2020/6/5 达到主流房企 19A5.7% vs. 国债 2.83%, 并且对应股息率国债利差创历史新高。其中, 股息率较高的房企包括: 金科股份 (19A5.8%)、首开股份 (19A6.4%)、荣盛发展 (19A6.0%)、金地集团 (19A4.9%)、蓝光发展 (19A5.5%)、保利地产 (19A5.5%)、万科 A (19A4.0%) 等。而从分红比例来看, 10 家主流房企在 2015-2019 年的平均分红比例为 36%, 在业绩增速确定的背景下, 稳定的分红率将决定了更高的股息率, 进一步创新高的股息率国债利差也预示主流优质房企的长线投资价值已经凸显, 尤其对于保险资金和产业资本等长线资金的吸引力大幅提升。

图表 41、板块股息率与 10Y 国债收益率差值仍在高位



资料来源: Wind, 华创证券



**图表 42、主流房企估值表**

公司	代码	股价 (元)	现价对应19PE 2020/6/7	现价对应20PE 2020/6/7	现价对应21PE 2020/6/7	2018年股价底部附近PE		18A股息率 (%)	19E股息率 (%)	每股NAV (元)	NAV折价
万科A	000002.SZ	26.4	7.7	6.6	5.7	7.0	6.9	4.0	4.0	35.3	-25%
保利地产	600048.SH	14.9	6.3	5.5	4.8	6.6	6.7	3.4	5.5	19.0	-22%
招商蛇口	001979.SZ	16.0	7.9	7.2	6.6	8.4	8.4	4.9	5.2	35.5	-55%
新城控股	601155.SH	32.5	5.8	4.1	3.2	5.0	4.5	4.6	5.2	44.4	-27%
金地集团	600383.SH	13.7	6.1	5.1	4.4	4.7	4.3	4.4	4.9	21.0	-35%
阳光城	000671.SZ	6.8	6.8	5.0	3.8	7.7	6.6	0.8	3.0	14.7	-54%
首开股份	600376.SH	6.2	5.8	5.3	4.8	5.3	5.1	6.4	6.4	22.5	-72%
中南建设	000961.SZ	8.1	7.4	4.4	3.4	9.3	8.5	1.5	3.4	15.9	-49%
华夏幸福	600340.SH	22.4	4.6	4.0	3.7	5.8	5.3	5.4	6.7	35.0	-36%
蓝光发展	600466.SH	5.2	4.5	3.1	2.6	7.0	5.6	5.0	5.5	13.2	-61%
金科股份	000656.SZ	7.8	7.3	5.9	4.7	6.9	6.8	4.6	5.8	12.1	-36%
荣盛发展	002146.SZ	8.0	3.8	3.2	2.8	4.1	3.9	5.6	6.0	18.0	-56%
绿地控股	600606.SH	5.5	4.5	3.8	3.3	6.3	5.6	5.5	7.3	10.0	-45%
华侨城A	000069.SZ	6.0	4.0	3.5	3.0	4.7	4.0	5.0	5.0	11.1	-46%
北京城建	600266.SH	6.2	5.6	5.3	5.1	13.1	10.2	3.9	3.9	18.4	-66%
大悦城	000031.SZ	5.1	9.2	7.5	6.0	17.5	14.5	2.2	3.3	19.4	-64%
金融街	000402.SZ	6.6	5.8	5.5	5.2	6.3	5.3	4.5	4.5	14.3	-53%
光大嘉宝	600622.SH	4.0	13.4	12.1	11.0	11.1	7.8	4.0	1.5	20.5	-80%
融创中国	1918.HK	35.9	5.7	5.0	3.8	5.5	4.9	2.2	3.8	60.0	-40%
旭辉控股	0884.HK	6.4	7.0	5.6	4.7	5.5	3.8	4.0	6.0	8.0	-21%
龙湖集团	0960.HK	37.1	10.8	9.0	7.5	6.8	5.5	2.6	3.6	51.1	-27%
世茂房地产	0813.HK	35.2	10.2	8.2	6.8	7.4	5.3	3.0	4.1	48.9	-28%
龙光地产	3380.HK	12.7	5.7	4.7	3.9	5.1	4.3	5.2	6.5	24.5	-48%
美的置业	3990.HK	20.8	5.3	4.0	3.1	-	5.5	5.1	7.8	43.6	-52%
平均值			6.7	5.6	4.7	6.9	6.2	4.1	5.0		-46%

资料来源: Wind, 华创证券

近期美国资本集团(The Capital Group Companies, Inc.)持续增持优质内房, 包括: 2020年3月9日, 龙湖集团获美国资本集团以每股均价 35.4655 港元增持 350.307 万股, 涉资约 1.24 亿港元; 增持后 Capital 持股龙湖约 3.0043 亿股, 持股比例由 4.96% 升至 5.02%。2020年4月23日, 世茂房地产公告按照每股 29.73 港元(较前一日收盘价折价 2%) 配售 7,820.4 万股给美国资本集团, 占比配售后总股本的 2.21%, 配售净额 23.11 亿港元。2020年6月7日, 旭辉控股配售约 1.85 亿股新股(占比扩大后总股本的 2.28%), 价格为每股 6.28 港元(较 6月5日收市价折让 1.26%), 配售净额约 11.53 亿港元; 据乐居财经报道其中约 1.77 亿股配售至美国资本集团。

2019 年末以来保险公司、社保基金、养老保险基金等长期资金持续新进或增持地产股, 近期又有平安资管和平安人寿作为战投入股招商蛇口; 此外, 海外长期资本如美国 Capital Group 也开始持续增持优质内房, 我们认为, 在利率下行周期中, 房企低估值、高股息等特色对于长期资金的吸引力进一步提升。

## 五、投资建议: 三大基本面改善, 逆转偏见、价值凸显, 重申“推荐”评级

新冠疫情下房地产仍是我国经济稳定的压舱石, 预计政策将处于稳中向好趋势, 行业基本面也正逐步改善, 近期美国 Capital 也接连增持房企, 预计板块低估值将得到修复。此外, 本次疫情对物业管理行业将是一次行业价值的再认识, 推动行业进入更广阔、更持续的黄金发展阶段。我们重申板块“推荐”评级, 并优选优质房企和优质物管企业, 推荐: 1) 住宅开发: 金科股份、世茂房地产、金地集团、保利地产、旭辉控股、融创中国、万科 A、中南建设、阳光城、龙光地产、美的置业, 建议关注: 荣盛发展、蓝光发展、华夏幸福; 2) 物业管理: 招商积余、永升生活服务、碧桂园服务、新城悦服务、保利物业、绿城服务、新大正, 建议关注: 雅生活服务、时代邻里、奥园健康等; 3) 商业地产: 龙湖集团、新城控股、大悦城, 建议关注: 华润置地、宝龙地产等。

## 六、风险提示: 新冠肺炎疫情影响超预期、房地产调控政策超预期收紧

## 房地产组团队介绍

### 组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名。

### 研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

### 分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

### 研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2017 年/2019 年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018 年/2019 年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019 年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019 年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500