

行业研究/行业月报

2020年12月17日

行业评级:

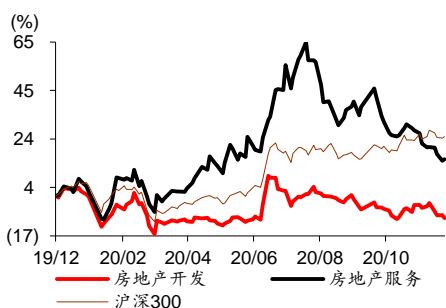
房地产开发 增持(维持)
房地产服务 增持(维持)

陈慎 SAC No. S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com
刘璐 SAC No. S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com
韩笑 SAC No. S0570518010002
研究员 SFC No. BQA941
01056793959
hanxiao012792@htsc.com
林正衡 SAC No. S0570520090003
研究员 021-28972087
linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《房地产开发/房地产服务:行业周报(第五十周)》2020.12
- 2《房地产开发/房地产服务:行业周报(第四十九周)》2020.12
- 3《房地产服务/房地产开发:年末推盘发力,销售韧性十足》2020.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

投融资维持景气, 开竣工延续修复

2020年1-11月房地产行业数据点评

核心观点

11月全国房地产开发投资、销售同比增速略有放缓,开竣工延续修复,加速开工和库存变现依然为行业运营的主基调,供需稳定维持行业高景气周期。我们认为房地产融资长效机制是改变行业发展路径的重大里程碑,将打破房企通过高杠杆谋求扩张的路径依赖。未来行业真实集中度将趋于提升,融资成本将整体下降。具备更健康财务杠杆、无息杠杆、多元化资产和产业链话语权的企业将具备更强竞争优势。

投资延续景气周期, 开工竣工持续修复

11月全国房地产开发投资完成额同比增长10.9%,行业景气度维持高位。1、土地投资层面:11月土地成交价款同比增长22.8%,一二线城市同三四线城市的土地市场热度持续分化;2、施工层面:11月新开工面积同比增速继续温和回升,较10月提升0.6pct至4.1%,三条红线和销售目标的双重压力下加快开工推盘依然为行业的主基调。11月竣工面积同比增长3.1%,连续两月同比正增长。新开工、竣工延续复苏,同时存量项目加快施工变现,1-11月施工面积同比增速较1-10月提升0.2pct至3.2%。

供给提升和流动性平稳共同维持销售韧性

11月全国商品房销售面积同比增长12.1%,销售金额同比增长18.6%。销售韧性主要源于:1、年末集中推盘高峰的到来,10、11月单月新开工面积连续两个月正增长,房企新拿地项目争取年内实现推盘供货;2、据融360统计,11月全国首套房、二套房平均贷款利率分别环比持平、微降1BP,连续3个月保持2018年以来的低位水平,且11月居民户中长期新增人民币贷款占中长期贷款的比重依然达到46%(高于1-11月累计占比的40%),流动性量价平稳在一定程度上延缓了货币政策常态化向需求端的传导。

销售回款顺畅, 到位资金单月同比增速升至年内次高点

11月房地产到位资金同比增长17.2%,单月同比增速仅次于8月的18.3%。其中销售回款顺畅,按揭支持力度不减。11月定金及预收款、个人按揭贷款分别同比增长14.6%、18.3%,较10月分别-1.5、+5.3pct。国内贷款增速显著放缓,11月同比增速较10月回落9.6pct至8.9%,三条红线对金融机构借贷意愿的影响或逐步兑现,11月自筹资金同比增速反弹至20.1%。

融资新政打破行业路径依赖, 估值体系有望重塑

重点推荐:未来有望受益于融资优势,在多元化领域拥有前瞻布局的龙头房企:万科A、金地集团等;目前杠杆较高但未来有望改善,且在土地储备或者周转能力上拥有优势的房企:中交地产、华发股份等;融资新机制将助推房企探索多元化赛道,继续看好存量资产价值重估的房企:招商积余、新大正、大悦城等。

风险提示:疫情不确定性;行业政策不确定性;基本面下行;经营风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000002 CH	万科A	28.60	买入	35.87	3.35	3.73	4.21	4.79	8.54	7.67	6.79	5.97
600383 CH	金地集团	13.84	买入	19.26	2.23	2.59	3.01	3.55	6.21	5.34	4.60	3.90
000736 CH	中交地产	6.81	买入	8.10	0.78	0.82	1.08	1.41	8.73	8.30	6.31	4.83
600325 CH	华发股份	6.28	买入	8.75	1.32	1.38	1.62	1.92	4.76	4.55	3.88	3.27
001914 CH	招商积余	22.90	买入	31.13	0.27	0.58	0.81	1.13	84.81	39.48	28.27	20.27
002968 CH	新大正	52.38	买入	69.75	0.97	1.22	1.55	1.97	54.00	42.93	33.79	26.59
000031 CH	大悦城	4.62	买入	6.33	0.55	0.47	0.55	0.64	8.40	9.83	8.40	7.22

资料来源:华泰证券研究所

正文目录

投资延续景气周期，开工竣工持续修复	4
开发投资当月同比增速收窄至 10.9%，累计增速继续扩大	4
新开工和竣工延续修复，累计降幅继续收窄	5
土地成交价款增速扩大，土地市场景气度延续分化	6
供给提升和流动性平稳共同维持销售韧性	7
销售回款顺畅，到位资金单月同比增速升至年内次高点	9
融资新政打破行业路径依赖，估值体系有望重塑	11
重点推荐标的	11
万科 A (000002 CH, 买入, 目标价 35.87 元)	11
金地集团 (600383 CH, 买入, 目标价 19.26 元)	12
华发股份 (600325 CH, 买入, 目标价 8.75 元)	12
中交地产 (000736 CH, 买入, 目标价 8.10 元)	12
招商积余 (001914CH, 买入, 目标价 31.13 元)	13
新大正 (002968CH, 买入, 目标价 69.75 元)	13
大悦城 (000031CH, 买入, 目标价 6.33 元)	13
风险提示	14

图表目录

图表 1: 全国房地产开发投资累计完成额	4
图表 2: 全国房地产开发投资完成额当月值	4
图表 3: 全国住宅开发投资累计完成额	4
图表 4: 全国住宅开发投资完成额当月值	4
图表 5: 全国房屋新开工面积累计值	5
图表 6: 全国房屋新开工面积当月值	5
图表 7: 全国住宅新开工面积累计值	5
图表 8: 全国住宅新开工面积当月值	5
图表 9: 全国房屋施工面积累计值	6
图表 10: 全国房屋竣工面积累计值	6
图表 11: 全国房地产开发企业土地购置面积累计值	6
图表 12: 全国房地产开发企业土地购置面积当月值	6
图表 13: 全国房地产开发企业土地成交价款累计值	6
图表 14: 全国房地产开发企业土地成交价款当月值	6
图表 15: 全国商品房销售面积累计值	7
图表 16: 全国商品房销售面积当月值	7
图表 17: 全国商品住宅销售面积累计值	7
图表 18: 全国商品住宅销售面积当月值	7
图表 19: 全国商品房销售金额累计值	8

图表 20: 全国商品房销售金额当月值.....	8
图表 21: 全国商品住宅销售金额累计值.....	8
图表 22: 全国商品住宅销售金额当月值.....	8
图表 23: 房地产开发企业到位资金累计值.....	9
图表 24: 房地产开发企业到位资金当月值.....	9
图表 25: 房地产开发到位资金中国内贷款累计值.....	9
图表 26: 房地产开发到位资金中国内贷款当月值.....	9
图表 27: 房地产开发到位资金中自筹资金累计值.....	10
图表 28: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值.....	10
图表 29: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值.....	10
图表 30: 房地产开发到位资金中定金及预收款当月值.....	10
图表 31: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值.....	10
图表 32: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值.....	10
图表 33: 重点公司一览表.....	14

投资延续景气周期，开工竣工持续修复

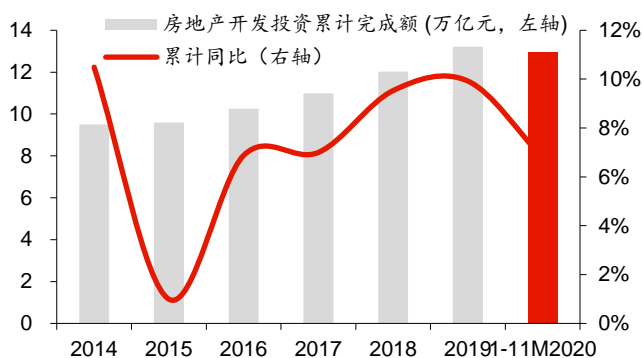
11月全国房地产开发投资完成额同比增长10.9%，当月增速回落至下半年以来低点。1-11月累计同比增速依然较1-10月提升0.4pct至6.8%，行业景气度维持高位。1、土地投资层面：11月土地成交价款同比增长22.8%，土地购置面积同比减少15.6%，成交均价同比增长45.5%，一二线城市同三四线城市的土地市场热度持续分化；2、施工层面：11月新开工面积同比增速继续温和回升，较10月提升0.6pct至4.1%，三条红线和销售目标的双重压力下加快开工推盘依然为行业的主基调。11月竣工面积同比增长3.1%，连续两月同比正增长，考虑到2017-2019年12月竣工面积占全年竣工面积的比重达到29%，12月竣工表现将决定全年修复力度。新开工、竣工延续复苏，同时存量项目加快施工变现，1-11月施工面积同比增速较1-10月提升0.2pct至3.2%。

开发投资当月同比增速收窄至10.9%，累计增速继续扩大

2020年1-11月全国房地产开发投资累计完成额为13.0万亿元，累计同比上升6.8%，较1-10月上升0.4个百分点。其中住宅开发投资累计完成额为9.6万亿元，累计同比增速7.4%，较1-10月上升0.4个百分点。

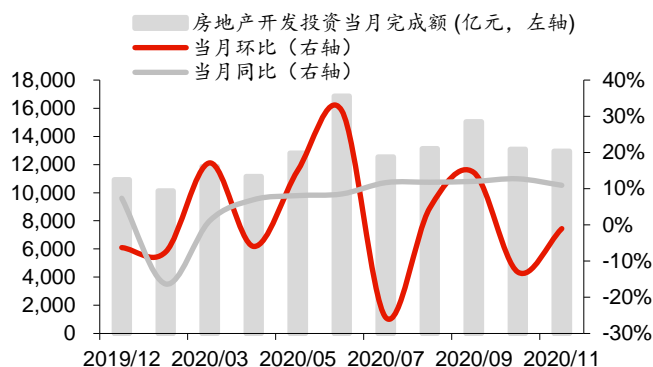
2020年11月全国房地产开发投资完成额为1.3万亿元，环比下降1.0%，同比上升10.9%，11月全国住宅开发投资完成额为1.0万亿元，环比下降2.0%，同比上升11.4%。

图表1：全国房地产开发投资累计完成额



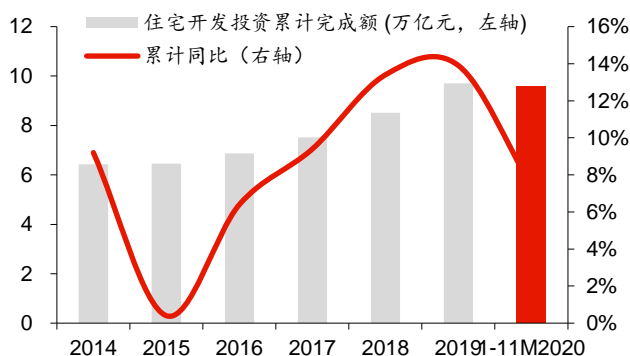
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：全国房地产开发投资完成额当月值



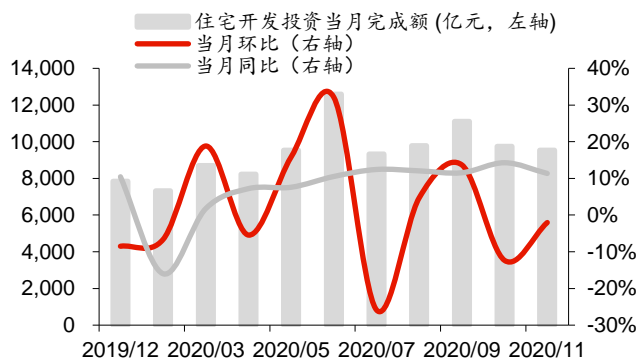
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表3：全国住宅开发投资累计完成额



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表4：全国住宅开发投资完成额当月值



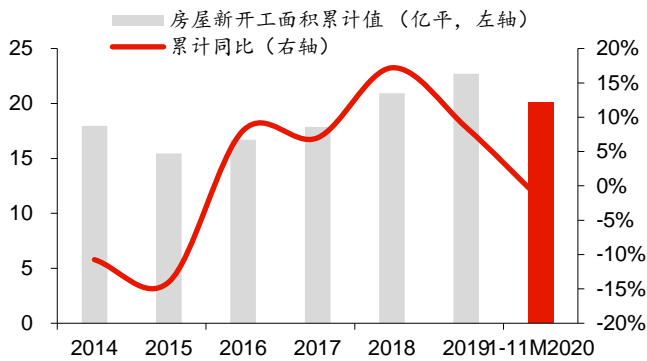
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

新开工和竣工延续修复，累计降幅继续收窄

2020 年 1-11 月全国房屋新开工面积为 20.1 亿平，累计同比下降 2.0%，降幅较 1-10 月收窄 0.6 个百分点。其中住宅新开工面积为 14.7 亿平，累计同比下降 2.7%，降幅较 1-10 月收窄 0.5 个百分点。

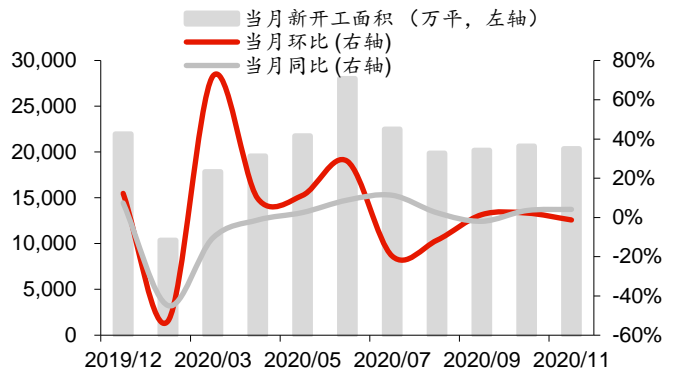
2020 年 11 月全国房屋新开工面积为 2.0 亿平，环比下降 1.3%，同比上升 4.1%。11 月全国住宅新开工面积为 1.5 亿平，环比下降 2.8%，同比上升 2.4%。

图表5：全国房屋新开工面积累计值



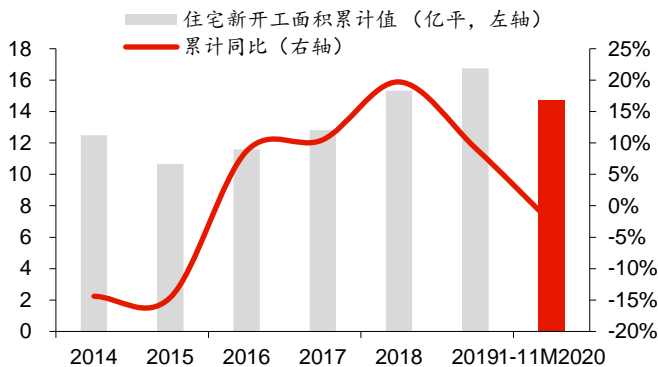
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表6：全国房屋新开工面积当月值



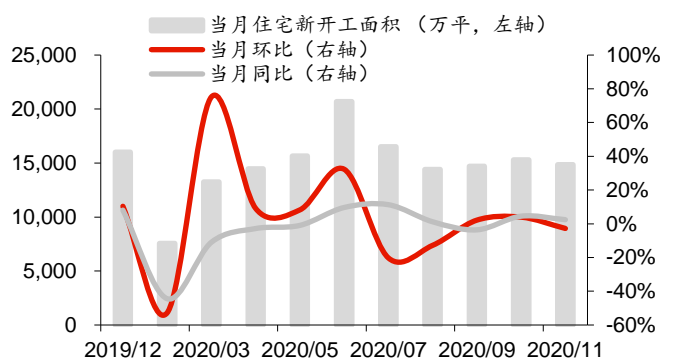
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表7：全国住宅新开工面积累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表8：全国住宅新开工面积当月值

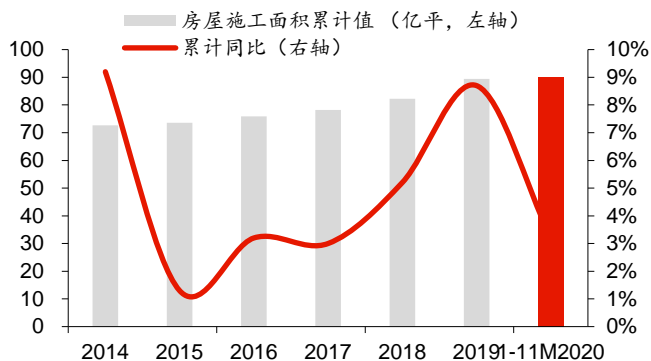


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

2020 年 1-11 月全国房屋施工面积为 90.2 亿平，累计同比增长 3.2%，增速较 1-10 月上升 0.2 个百分点。1-11 月全国房屋竣工面积为 5.9 亿平，累计同比下降 7.3%，降幅较 1-10 月收窄 1.9 个百分点。

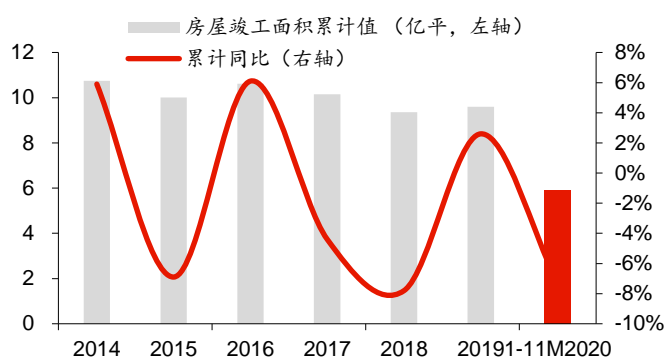
2020 年 11 月全国房屋竣工面积为 1.0 亿平，环比上升 25.7%，同比上升 3.1%。

图表9：全国房屋施工面积累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表10：全国房屋竣工面积累计值



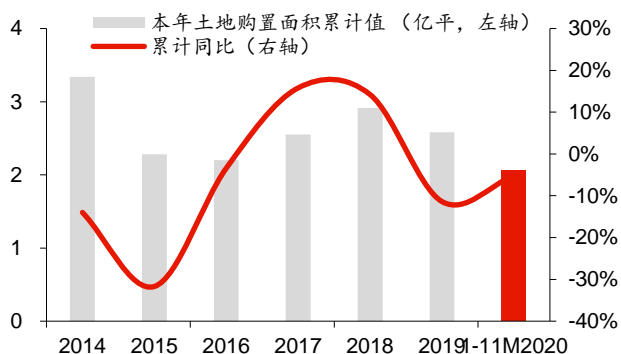
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

土地成交价款增速扩大，土地市场景气度延续分化

2020年1-11月土地购置面积为20591万平，累计同比下降5.2%，降幅较1-10月扩大1.9个百分点。土地成交价款为13890亿元，累计同比上升16.1%，较1-10月上升1.3个百分点。

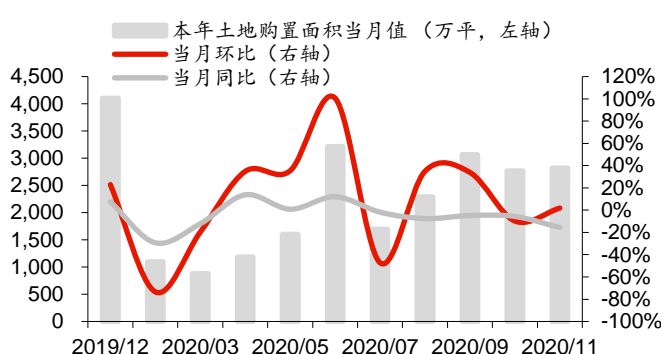
2020年11月土地购置面积为2816万平，环比上升1.9%，同比下降15.6%。11月土地成交价款为2504亿元，环比上升20.9%，同比上升22.8%。

图表11：全国房地产开发企业土地购置面积累计值



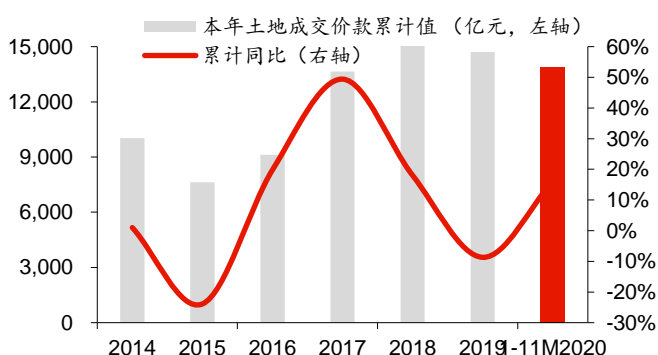
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表12：全国房地产开发企业土地购置面积当月值



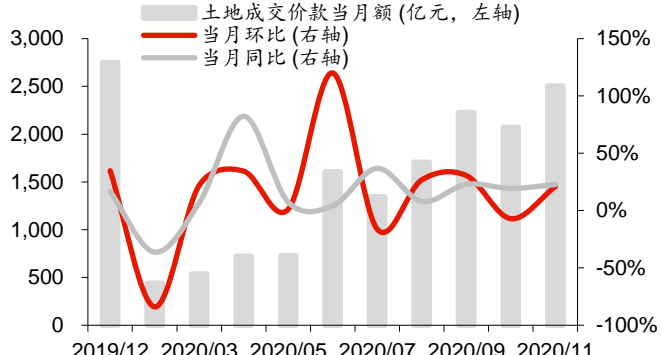
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表13：全国房地产开发企业土地成交价款累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表14：全国房地产开发企业土地成交价款当月值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

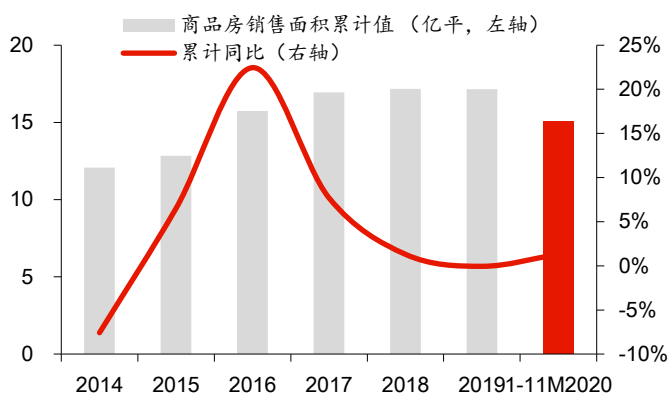
供给提升和流动性平稳共同维持销售韧性

11 月全国商品房销售面积同比增长 12.1%，销售金额同比增长 18.6%，在年末高基数效应下单月面积、金额同比增速较 10 月分别放缓 3.2、5.3pct，但 1-11 月累计同比增速分别提升至 1.3%和 7.2%。我们认为 11 月销售韧性的延续主要源于：1、年末集中推盘高峰的到来，10、11 月单月新开工面积连续两个月正增长，房企新拿地项目争取年内实现推盘供货；2、据融 360 统计，11 月全国首套房、二套房平均贷款利率分别环比持平、微降 1BP，虽然终止了此前连续 10 个月的环比改善，但是连续 3 个月保持 2018 年以来的低位水平，且 11 月居民户中长期新增人民币贷款占中长期贷款的比重依然达到 46%（高于 1-11 月累计占比的 40%），量价平稳在一定程度上延缓了货币政策常态化向需求端的传导。

2020 年 1-11 月全国商品房销售面积为 15.1 亿平，累计同比上升 1.3%。其中，商品住宅销售面积为 13.3 亿平，累计同比上升 1.9%，增幅较 1-10 月扩大 1.1 个百分点。

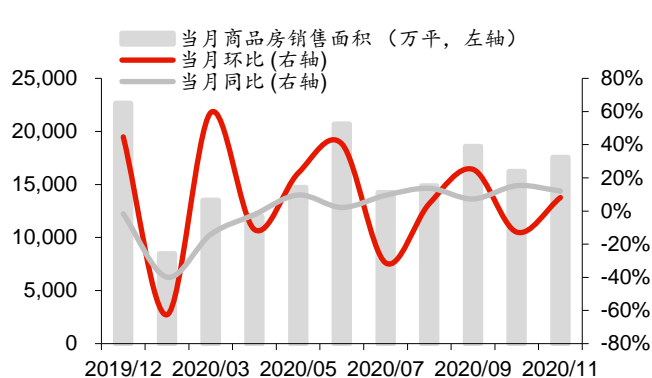
2020 年 11 月全国商品房销售面积为 1.8 亿平，环比上升 8.1%，同比上升 12.1%；其中，商品住宅销售面积为 1.5 亿平，环比上升 5.1%，同比上升 11.3%。

图表15：全国商品房销售面积累计值



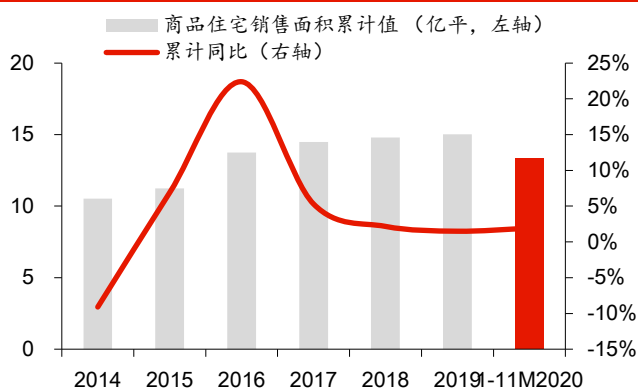
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表16：全国商品房销售面积当月值



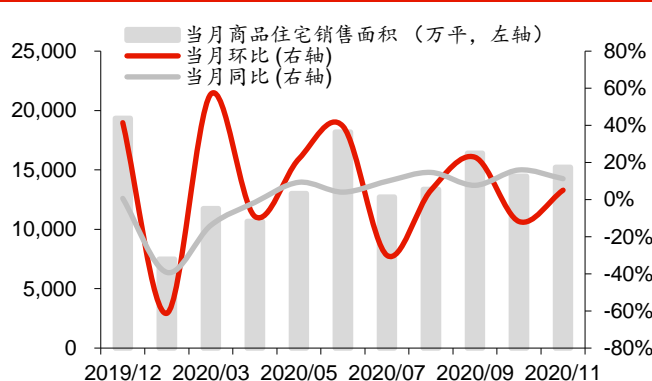
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表17：全国商品住宅销售面积累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表18：全国商品住宅销售面积当月值

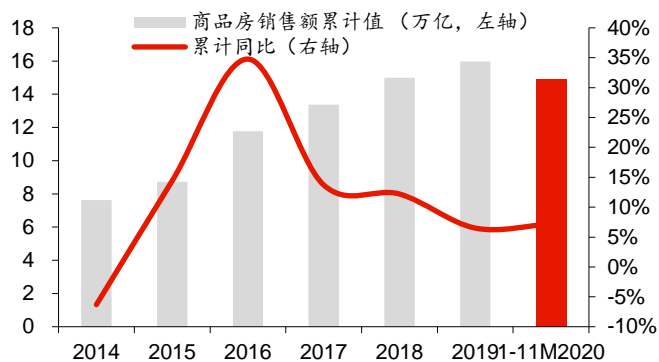


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

2020 年 1-11 月全国商品房销售金额为 14.9 万亿元，累计同比上升 7.2%，增幅较 1-10 月扩大 1.4 个百分点。其中，商品住宅销售金额为 13.3 万亿元，累计同比上升 9.5%，增幅较 1-10 月扩大 1.2 个百分点。

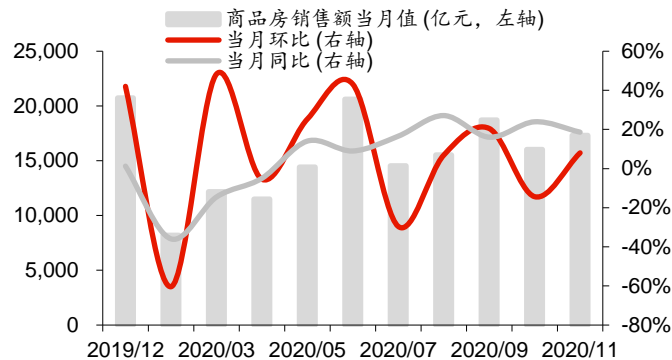
2020 年 11 月全国商品房销售金额为 1.7 万亿元，环比上升 8.0%，同比上升 18.6%；其中，商品住宅销售金额为 1.5 万亿元，环比上升 6.2%，同比上升 20.1%。

图表19: 全国商品房销售金额累计值



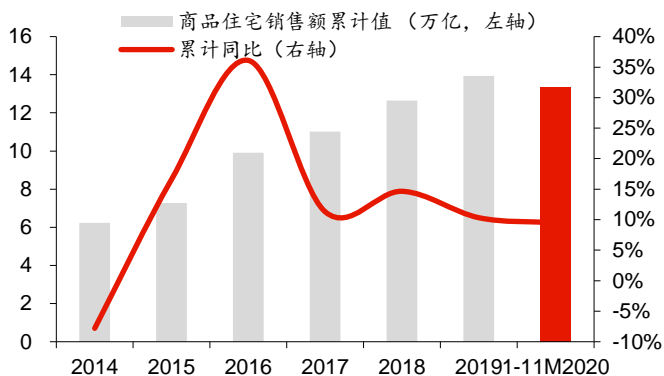
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表20: 全国商品房销售金额当月值



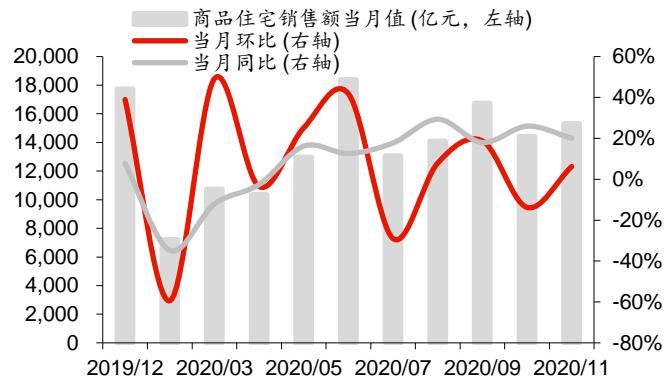
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表21: 全国商品住宅销售金额累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表22: 全国商品住宅销售金额当月值



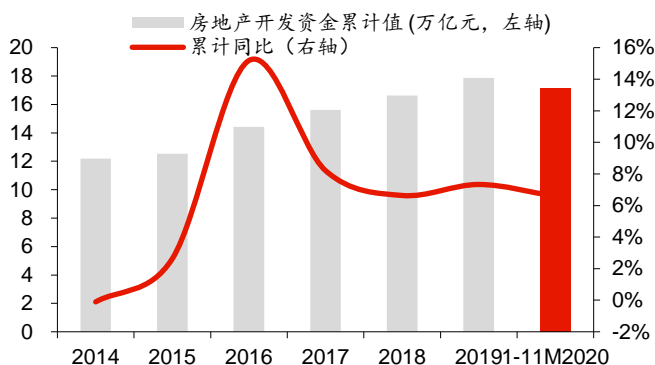
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

销售回款顺畅，到位资金单月同比增速升至年内次高点

11月房地产到位资金同比增长17.2%，单月同比增速仅次于8月的18.3%，带动累计同比增速提升至6.6%。其中1、销售回款顺畅，按揭支持力度不减。11月定金及预收款、个人按揭贷款分别同比增长14.6%、18.3%，较10月分别-1.5、+5.3pct。2、国内贷款增速显著放缓，11月同比增速较10月回落9.6pct至8.9%，三条红线对金融机构借贷意愿的影响或逐步兑现，11月自筹资金同比增速反弹至20.1%。

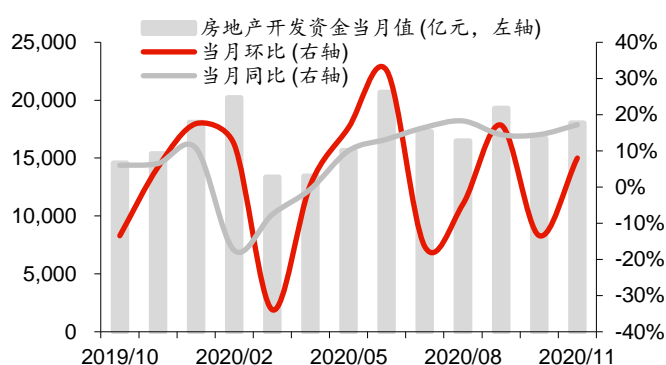
2020年1-11月房地产开发企业到位资金为17.1万亿元，累计同比上升6.6%，增幅较1-10月扩大1.1个百分点。2020年11月到位资金为1.8万亿元，环比上升8.0%，同比上升17.22%。

图表23： 房地产开发企业到位资金累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表24： 房地产开发企业到位资金当月值

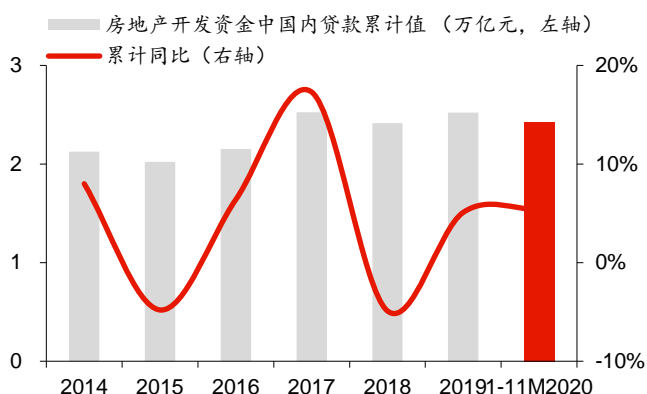


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

拆分到位资金的主要构成：

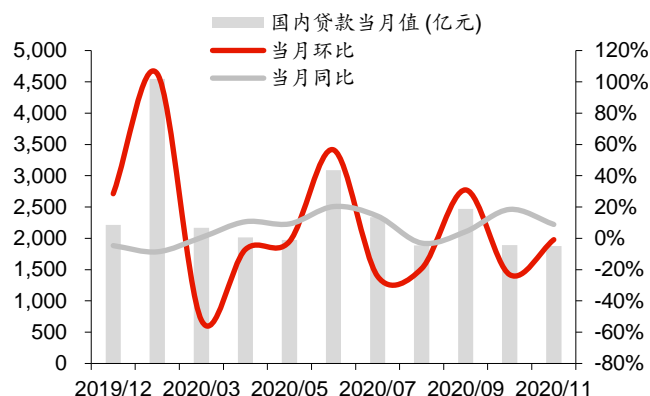
2020年1-11月房地产开发企业到位资金中，国内贷款为2.4万亿元，累计同比上升5.4%，累计增速较1-10月扩大0.3个百分点。2020年11月国内贷款为1878亿元，环比下降0.9%，同比上升8.9%。

图表25： 房地产开发到位资金中国内贷款累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

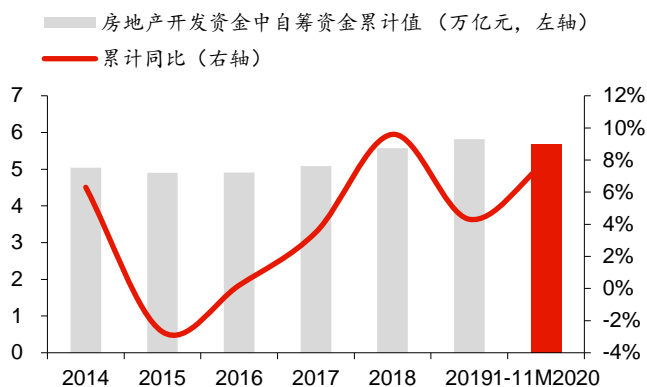
图表26： 房地产开发到位资金中国内贷款当月值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

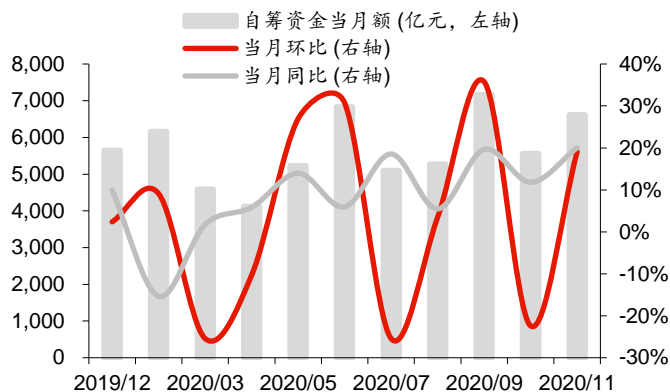
2020年1-11月房地产开发企业到位资金中，自筹资金为5.7万亿元，累计同比上升7.9%，增幅较1-10月增加1.4个百分点。2020年11月自筹资金为6621亿元，环比上升19.1%，同比上升20.1%。

图表27: 房地产开发到位资金中自筹资金累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

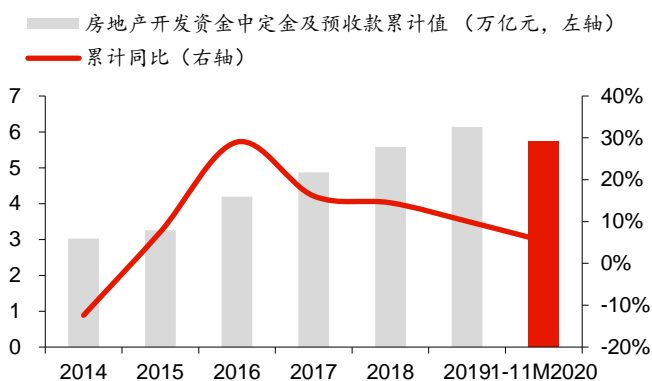
图表28: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

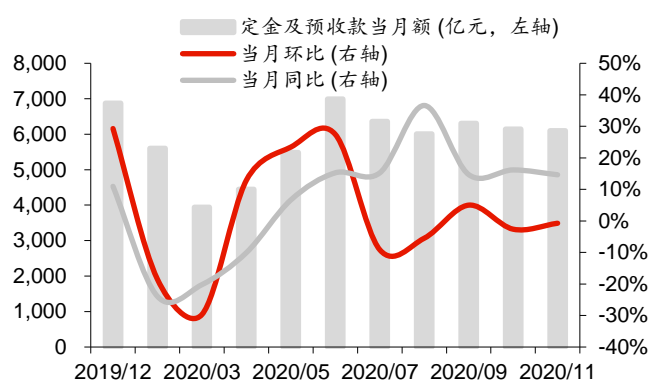
2020年1-11月房地产开发企业到位资金中, 定金及预收款为5.7万亿元, 累计同比上升5.3%, 增幅较1-10月增加1.0个百分点。2020年11月定金及预收款为6097亿元, 环比下降0.7%, 同比上升14.6%。

图表29: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

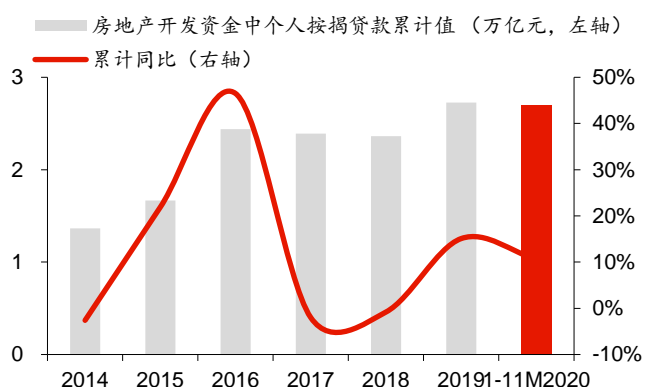
图表30: 房地产开发到位资金中定金及预收款当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

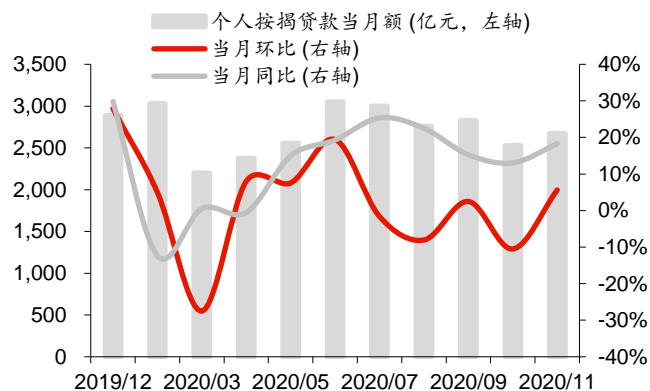
2020年1-11月房地产开发企业到位资金中, 个人按揭贷款为2.7万亿元, 累计同比上升10.6%, 增幅较1-10月扩大0.8个百分点。2020年11月个人按揭贷款为2671亿元, 环比上升5.6%, 同比上升18.3%。

图表31: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表32: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

融资新政打破行业路径依赖，估值体系有望重塑

2020 年 8 月多部委联合推动房地产融资长效机制，我们认为这是改变行业发展路径的重大里程碑，将打破房企通过高杠杆谋求扩张的路径依赖。未来行业权益销售金额集中度将趋于提升，融资成本将整体下降。具备更健康财务杠杆、无息杠杆、多元化资产和产业链话语权的企业将具备更强的竞争优势，房地产板块的估值体系也有望借此重塑。

重点推荐：未来有望受益于融资优势，在多元化领域拥有前瞻布局的龙头房企：万科 A、金地集团等；目前杠杆较高但未来有望改善，且在土地储备或者周转能力上拥有优势的房企：中交地产、华发股份等；融资新机制将助推房企探索多元化赛道，继续看好存量资产价值重估的房企：招商积余、新大正、大悦城等。

重点推荐标的

万科 A (000002 CH, 买入, 目标价 35.87 元)

10 月 30 日公司公布三季报，Q1-3 实现营收 2415 亿元，同比+7.9%；归母净利 199 亿，同比+8.9%；EPS1.11 元。前三季度竣工面积同比+10%，推动房地产业务收入同比+7%；因非并表合作项目结算大幅增长，投资收益+133%至 45 亿；但结算结构影响下结算均价同比-15%，结算毛利率同比-4.7pct 至 22.9%；公司预计全年竣工完成年初计划（同比+7.9%），截至 2020Q1-3 已售未结金额+19%至 7249 亿，已售未结货值充沛，为未来 1-2 年业绩提供支撑。延续我们 3 月 12 日发布的深度报告《战略先为不可胜 转型聚焦迎远征》以来的假设，对万科进行分部估值：

物业管理板块，即便受疫情影响，上半年物业管理营业收入依旧同比增加 26.8%，我们维持万科物业 20-21 年净利分别为 15.87 和 24.11 亿元的盈利预测，对标物业公司 2020 年 Wind 一致预期业绩对应的 PE 均值为 51 倍，我们认为万科作为内地物管龙头，其 PE 应该为 60 倍，对应估值 952 亿，万科持有万科物业 63%的股权，我们认为万科物业的估值可为万科贡献估值 600 亿。

商业地产板块即印力的估值，据中报披露上半年营业收入达 30.5 亿，因疫情影响，我们下调 2020 全年商业板块净利预测至 23.6 亿，根据 Wind 一致预期，2020 年 A 股典型商业地产的平均估值约 13.0 倍，我们认为印力合理估值在 13 倍，即印力估值可达 306 亿，万科持股 62.07%，可贡献估值 191 亿。

物流地产板块，万科的资产估值可分为两块：普洛斯（GLP）股权以及万纬物流。我们维持普洛斯 20 年归母净利 8.3 亿美元的预测，可比公司 2020 年业绩（Bloomberg 一致预期）对应 PE 均值为 38 倍。可比公司估值差异较大，保守起见，我们给予普洛斯 2020 年归母净利对应的 PE 以 30 倍，即普洛斯市值可达 249 亿美元，对应 1743 亿人民币。万科持股 21.4%，因此，万科所持有的普洛斯股权预计估值达 373 亿。据中报披露，万纬物流上半年营收 8.3 亿，同比+36.9%，我们预计全年可实现净利 6.25 亿，予以 30 倍 PE 估值，估值可达 187 亿。综上可大致得出，物流板块总估值为 560 亿。

房地产开发板块，因房价自然增长空间相对较弱，整体毛利率水平略有下降，调整后我们预计 NAV 约 3859 亿。

我们给予物业管理 2020 年 PE60x，商业地产 2020 年 PE13x，物流地产 2020 年 PE30x，总估值为 1820 亿，考虑到权益，我们认为万科的多元化业务可贡献万科估值合计 1351 亿，加上房地产开发主业 NAV3859 亿，合计市值约为 5209 亿。因公司目前对多元化业务兑现到利润的数据披露有限，收入以及利润结构中地产仍然占据主要地位，基于谨慎性原则和行业当前折价情况，我们对这一估值按 20%的折价，2020 年目标市值为 4168 亿元，同时因公司上半年行使超额配售权，股本有所增长，目标价为 35.87 元，维持“买入”评级（估值日期为 2020 年 10 月 30 日）。

风险提示：行业销售下行风险；拿地节奏低预期致可售货量不足风险。

金地集团 (600383 CH, 买入, 目标价 19.26 元)

30 日公司公布三季报, 2020Q1-3 实现营收 404.4 亿元, 同比-4.9%; 实现归母净利润 49.9 亿元, 同比-8.0%; EPS1.11 元。前三季度竣工面积同比-3.9%, 其中第三季度竣工提速, 竣工量占累计竣工面积的 58%, 带动 Q1-3 营收同比降幅较中期收窄 6.7pct。毛利率同比降 3.6pct 至 38.1%。此外, Q1-3 因公允价值变动以及存量资产处置获 13 亿收益, 对冲了部分结算利润下滑对业绩影响。Q1-3 竣工计划完成率为 47%, 即四季度即将迎结算高峰, 我们认为全年归母净利有望恢复正增长。

我们维持 2020-2022 年 EPS 为 2.59、3.01 和 3.55 元的业绩预测, 参考可比公司 2021 年平均 PE 为 5 倍 (Wind 一致预期), 公司 2019 年分红对应 10 月 29 日收盘价股息率达 4.9%, 高于可比公司 0.8bp。高销售增速和股息率、充沛货值、稳健的财务结构将进一步凸显配置价值, 预计公司 2021 年 PE 估值 6.4x, 目标价 19.26 元, 维持“买入”评级 (估值日期为 2020 年 10 月 30 日)。

风险提示: 疫情发展不确定性; 行业政策风险, 行业销售下行风险。

华发股份 (600325 CH, 买入, 目标价 8.75 元)

公司 10 月 30 日发布三季报, 1-3Q2020 实现营收 288 亿元, 同比+48%; 归母净利润 17.6 亿元, 同比+1%; 扣非归母净利润 17.8 亿元, 同比+4%。1-3Q 公司竣工面积 233 万平, 同比增速转正至 8%, 叠加华东区域高价项目结转较多, 共同推动营收同比+48%。公司销售+管理费用率同比-2.3pct 至 7.0%, 联营合营企业项目结转推动投资收益同比+2.2 亿元至 3.5 亿元。但公司归母净利润同比增速依然明显低于营收, 主要由于: 1、受结转结构影响, 地产开发利润率同比下滑, 导致毛利率同比-9.7pct 至 24.5%; 2、过去几年合作项目增加带来的影响显现, 少数股东损益占比同比+9.8pct 至 30.4%。

我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.38、1.62、1.92 元的盈利预测。参考可比公司 2021 年平均 PE 为 5.4 倍 (Wind 一致预期), 我们认为公司 2021 年合理 PE 估值水平为 5.4 倍, 目标价 8.75 元, 维持“买入”评级 (估值日期为 2020 年 10 月 31 日)。

风险提示: 疫情、资金链、区域市场、房地产市场下行风险。

中交地产 (000736 CH, 买入, 目标价 8.10 元)

10 月 29 日公司披露 2020 三季报, 前三季度公司实现营收 80.3 亿, 同比+74.8%; 实现归母净利 2.9 亿, 同比+75.1%。公司销售高增长持续结转兑现, 前三季度营收同比+74.8%, 结算毛利率同比+1.5pct 至 24.8%。虽然借款费用化的大幅增长及业务高速扩张推升期间费用率同比+4.0pct 至 12.1%, 低权益比项目集中结算导致少数股东损益同比+156.9%至 5.0 亿, 但报告期投资净收益高达 3.2 亿 (主要源于原联营企业昆明中交金盛置业控制并表确认投资收益约 2.9 亿), 支撑归母净利实现 75.1% 的高速增长。报告期末公司表内已售未结 186.1 亿, 同比+8.4%。

公司为中国交通建设集团旗下唯一 A 股地产平台, 集团承诺在 2021 年底前逐步启动下属涉房企业与公司深度融合。考虑到 20 年财务费用大幅增长, 我们调整 2020-2022 年 EPS 至 0.82、1.08、1.41 元, 参考可比公司 2021 年平均 PE 估值 5.0 倍 (Wind 一致预期), 考虑到销售、拿地高增长预期, 我们认为公司 2021 年合理 PE 估值 7.5 倍, 目标价 8.10 元, 维持“买入”评级 (估值日期为 2020 年 10 月 31 日)。

风险提示: 疫情发展不确定性, 行业政策风险, 行业下行风险, 经营风险。

招商积余 (001914CH, 买入, 目标价 31.13 元)

12 月 11 日, 招商局集团全资子公司中外运航运与创毅控股的控股股东 Genesis Group Limited, 就收购其持有的创毅控股 53.51% 股份意向签署了《谅解备忘录》, 在 5 个月排他期内可推荐招商局集团下属控股公司作为收购主体与 Genesis Group Limited 进行交易。公司近日接到中外运航运通知, 建议公司考虑收购创毅控股 53.51% 股份。公司将对此进行可行性研究和尽职调查、交易协商等工作, 收购可能触发对创毅控股剩余股份的全面要约。收购能否得到实施以及具体实施方式尚未确定。

考虑到本单收购尚处于早期阶段, 我们仍然维持 20-22 年 EPS 0.58、0.81、1.13 元的盈利预测, 21 年物管+资管净利润 8.61 亿元。物管可比公司 21 年平均 PE 为 23 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司兼具扩张意愿和竞争壁垒, 我们认为物管+资管业务 21 年合理 PE 估值水平为 34 倍, 对应价值 293 亿元, 加上地产分部后整体价值为 330 亿元, 目标价 31.13 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情、收购整合、人工成本上涨、剩余房地产项目处置风险。

新大正 (002968CH, 买入, 目标价 69.75 元)

公司 10 月 29 日发布三季报, 1-3Q2020 实现营收 8.93 亿元, 同比+19%; 归母净利润 0.90 亿元, 同比+16%; 扣非归母净利润 0.79 亿元, 同比+19%。随着疫情影响减弱和规模扩张, 今年以来公司营收和归母净利润逐季增长, Q1-3 营收同比+24%至 3.25 亿元, 归母净利润同比+20%至 0.36 亿元, 连续两个季度增速达到 20%。1-3Q 归母净利润同比增速略低于营收, 主要由于公司发展导致销售和管理人员增加, 以及疫情期间相关费用增加, 销售+管理费用率同比+1.3pct 至 10.6%。扣非归母净利润同比增速高于归母净利润, 主要因为去年同期计入非经常损益的政府补助较多, 今年更多是以社保减免的形式直接冲减主营业务成本, 这也助力公司在疫情导致成本增加的情况下, 1-3Q 毛利率同比+0.6pct 至 21.4%。

考虑到民兴物业股权尚未交割, 我们暂时维持原盈利预测, 预计 2020-2022 年 EPS 为 1.22、1.55、1.97 元。可比公司 2021 年平均 PE 为 30 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司战略目标清晰以及 A 股稀缺性, 我们认为公司 2021 年合理 PE 估值水平为 45 倍, 目标价 69.75 元, 维持“买入”评级 (估值日期为 2020 年 10 月 30 日)。

风险提示: 疫情发展不确定性、规模拓展不及预期、人工成本上涨风险。

大悦城 (000031CH, 买入, 目标价 6.33 元)

10 月 30 日公司发布三季报, 前三季度实现营收 178 亿, 同比-20.3%, 归母净利 7.6 亿, 同比-67.7%, EPS0.18 元。前三季度净利同比下降, 主要原因在于: 1、持有物业运营业务受疫情影响显著; 2、地产开发业务竣工延迟, 导致结算进度延缓; 3、非并表项目出现 7.3 亿亏损; 4、公司计提 2.1 亿存货跌价准备。5、去年同期结算上海、深圳高毛利项目, 基数效应导致报告期毛利率同比-5pct 至 43.8%。公司可结算货值充沛, 三季度末公司合同负债 406 亿, 对 19 年结算收入的覆盖率达 144%, 待结算收入充沛, 同时, 去年第四季度公司归母净利为负, 因此全年净利增速有望实现修复。

我们维持 2020-2022 年 EPS0.47、0.55 和 0.64 元的盈利预测, 参考可比公司 2021 年 9.2 倍 PE 估值 (Wind 一致预期), 公司作为精耕商业地产的央企, 规模效应、品牌和融资优势显著, 我们予以公司 2021 年 11.5 倍 PE 估值, 目标价 6.33 元, 维持“买入”评级 (估值日期为 2020 年 10 月 30 日)。

风险提示: 疫情不确定性; 一二线销售不及预期; 商业地产竞争激烈。

图表33: 重点公司一览表

公司代码	公司名称	评级	目标价(元)	12月16日			EPS (元)				P/E (倍)			
				收盘价(元)	总市值(亿元)	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
000002 CH	万科 A	买入	35.87	28.60	3,200	3.35	3.73	4.21	4.79	8.54	7.67	6.79	5.97	
600383 CH	金地集团	买入	19.26	13.84	625	2.23	2.59	3.01	3.55	6.21	5.34	4.60	3.90	
000736 CH	中交地产	买入	8.10	6.81	47	0.78	0.82	1.08	1.41	8.73	8.30	6.31	4.83	
600325 CH	华发股份	买入	8.75	6.28	133	1.32	1.38	1.62	1.92	4.76	4.55	3.88	3.27	
001914 CH	招商积余	买入	31.13	22.90	243	0.27	0.58	0.81	1.13	84.81	39.48	28.27	20.27	
002968 CH	新大正	买入	69.75	52.38	56	0.97	1.22	1.55	1.97	54.00	42.93	33.79	26.59	
000031 CH	大悦城	买入	6.33	4.62	198	0.55	0.47	0.55	0.64	8.40	9.83	8.40	7.22	

注: 以上公司推荐文字、目标价及估值来自各公司最新报告

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

疫情发展不确定性: 海外疫情蔓延、国内疫情反复、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

行业政策风险: 宏观流动性政策的变化, “一城一策”落地的节奏、范围、力度, 房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度, 房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险: 若调控政策未出现较大力度放松, 行业经历 2008 年以来最长上行周期后, 需求存在一定透支, 叠加居民加杠杆空间和能力的收窄以及疫情的冲击, 本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能 (尤其是部分三四线城市), 使得行业销售、新开工、投资增速低于我们的预测值。

部分房企经营风险: 房地产行业融资端政策难以放松, 销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力, 不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、韩笑、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：** 预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com