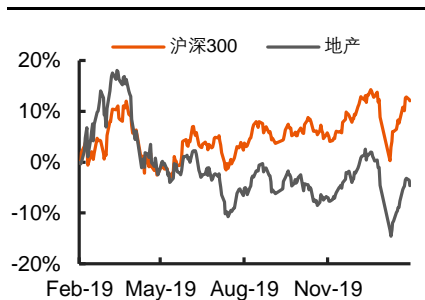


行业深度报告

疫情下的房地产政策、楼市及房企走势猜想

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*地产*因城施策态势延续，央行重申“房住不炒”》 2020-02-23
 《行业深度报告*地产*房地产企业全景图系列专题之土储篇》 2020-02-20
 《行业周报*地产*政策微调提估值，看好龙头房企表现》 2020-02-16
 《行业点评*地产*多地政策微调风险，持续关注逆周期对冲》 2020-02-13
 《行业周报*地产*楼市地市短期受挫，多地发文配合疫情防控》 2020-02-09

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
 S1060514080002
 0755-22621493
 YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 政策猜想：渐进式边际改善，供给侧宽松为主基调。**近期多地政府出台延迟房企税款及信贷等措施，我们认为政策出台主要为缓解房企现金流压力，降低行业金融风险。中长期来看，由于短期疫情影响仍在，对经济、投资、销售的影响仍尚待评估，叠加房住不炒的定位，我们认为政策边际改善将是渐进的，供给侧宽松仍将为主流，限购限贷等需求端放松短期仍难期待。
- 销售猜想：短期阶段性承压，中期或延续 2019H2 走势。**受疫情影响，目前仍有近七成售楼处尚未开放，尽管房企多种手段拓展客源，但成效整体并不明显，节后 25 天 30 城商品房成交同比降 93%。中长期来看，结合政策托而不举、渐进式改善的判断，叠加疫情期间积压诉求释放，将对楼市复苏形成一定支撑，预计后续楼市或延续 2019H2 走势，市场整体走稳，部分房企小幅以价换量，全年销售同比降 5%-10%。
- 开工猜想：预计三月中下旬项目开工逐步步入正轨。**各地封城、隔离防疫等影响员工返工进程，节后客运总量减少超 8 成。由于大量工人尚未返程，叠加各地政府对项目开工规定相对严格，房企项目多数仍处于停滞状态。近期中央与多地政府发文鼓励复工，同时大量农民工持续返程，考虑两周隔离时间，预计三月中下旬非湖北区域项目建设将步入正轨。
- 土地市场猜想：政府供地增加，房企拿地窗口来临。**疫情导致地方政府财政支出增加，同时销售下滑制约房企拿地热情影响地方政府收入，节后 25 天 300 城土地成交建面同比降 57%。预计后续各地方有望加大供地数量及质量，并降低土拍门槛提振土地市场参与热度，供地增加叠加竞争对手减少有望带来土地性价比上升，央企、国企及资金充足房企将迎来较好拿地窗口期。
- 房企猜想：龙头强者恒强，兼并收购或将加剧。**随着疫情持续，销售端影响扩大及偿债规模上升，预计部分中小型房企资金端压力将逐步加大，融资端需求将持续上升，行业收购也将大幅增加。龙头房企凭借较强的融资及管控能力，有望进一步提升市场份额。
- 投资建议：短期受新冠疫情影响，房企销售开工均受到冲击，资金端压力亦逐步加大，但我们认为对于房企危中藏机，将迎来较好的拿地窗口期。**板块投资方面，目前主流房企对应 2020 年估值不到 6 倍，潜在股息率超过 5%，经济及楼市下行打开政策改善空间，行业配置价值依旧凸显。中期随着政策微调、货币端发力，楼市有望逐步走稳，关注流动性宽松可能带来的“资产荒”配置机会。个股方面，地产短期建议优选财务状况佳、融资能力强的全国性房企万科、保利、金地、招商等，同时关注业绩销售高增的弹性二线中南、阳光城等。
- 风险提示：1) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超预期，行业资金压力加大将带来中小房企资金链断裂风险；2) 若开工进一步延期，则将对施工投资、后续可推货量、竣工节奏等均产生负面影响；3) 若需求释放持续低于预期，未来存在房企进一步降价以提升需求，带来大规模减值风险。**

正文目录

引言	4
一、 政策端猜想：供给端边际改善，需求端或难大幅松动	4
1.1 政策现状：供给端持续发力，缓解房企现金流压力	4
1.2 政策猜想：“三稳”基调难改，需求端或难大幅松动	6
二、 销售猜想：短期阶段性承压，中期或延续 2019H2 走势	6
2.1 销售现状：节后商品房成交大幅下滑	6
2.2 销售猜想：中期或延续 2019 年下半年走势	9
三、 开工猜想：预计三月中下旬项目建设步入正轨	10
3.1 开工现状：返工人数不足及防疫影响，项目复工率不足	10
3.2 开工猜想：预计非湖北区域三月中下旬项目复工逐步步入正轨	12
四、 土地市场猜想：政府供地增加，房企拿地窗口来临	13
4.1 现状：节后土地成交大幅下滑，央企、国企拿地更加积极	13
4.2 猜想：政府供地数量及质量有望提升，房企拿地窗口来临	15
五、 房企猜想：强者恒强，行业兼并收购或将加剧	15
5.1 现状：短期资金端压力加大，主流房企风险可控	15
5.2 猜想：中小房企压力渐增，行业兼并收购或将加剧	18
六、 投资建议	19
七、 风险提示	19

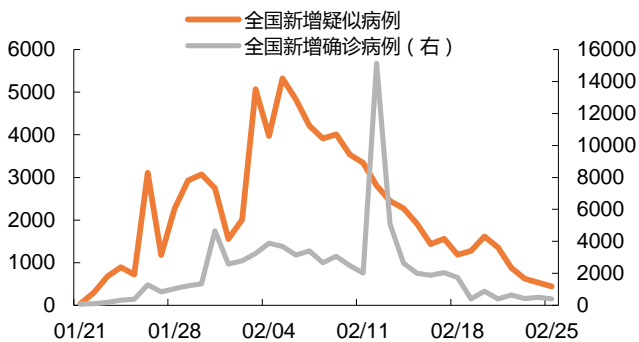
图表目录

图表 1	全国新增疑似与确诊情况（截至 2 月 25 号）	4
图表 2	湖北与非湖北地区新增确诊（截至 2 月 25 号）	4
图表 3	近期各地主要房地产政策情况	4
图表 4	近期中央及各部委政策一览	5
图表 5	2018-2020 年春节前后 30 个大中城市商品房成交面积变化	7
图表 6	实体售楼处开放情况（截至 2 月 20 号）	7
图表 7	按城市划分的售楼处开放情况（截至 2 月 20 号）	7
图表 8	部分房企线上销售平台情况	7
图表 9	近期房企营销策略一览	8
图表 10	疫情不同时间结束假设下 2020 年销售预测	9
图表 11	2019 年下半年楼市整体平稳，市场小幅以价换量	10
图表 12	各地复工时间要求	10
图表 13	2020 年春节之后客运总量同比减少超过 8 成	11
图表 14	2020 春运铁路客运量显著弱于前两年	11
图表 15	房企复工时间统计（截至 2 月 20 号）	12
图表 16	房企复工方式统计（截至 2 月 20 号）	12
图表 17	部分主流房企复工时间安排	12
图表 18	近日多地发文支持建筑行业复工	13
图表 19	节后 25 天 300 城土地供应成交建面变化	13
图表 20	节后 25 天 300 城土地成交价格变化	13
图表 21	2019 年 12 月以来北京各周土地成交建面与溢价率情况	14
图表 22	近日北京、上海部分土拍成交情况	14
图表 23	土地出让收入占地方财政收入比重较高	15
图表 24	地方债务余额持续增长	15
图表 25	节后 25 天 300 城土地出让金变化	15
图表 26	2019 年以来历月 300 城土地出让金变化	15
图表 27	2020 年房地产信托及债券各月到期情况	16
图表 28	房地产信托及债券合计到期规模	16
图表 29	2019 年武汉市销售额前十房企	16
图表 30	全国二十强房企湖北及武汉拿地情况及负债率情况	17
图表 31	全国二十强房企短期资金风险可控	17
图表 32	2012 年以来房地产行业并购情况	18

引言

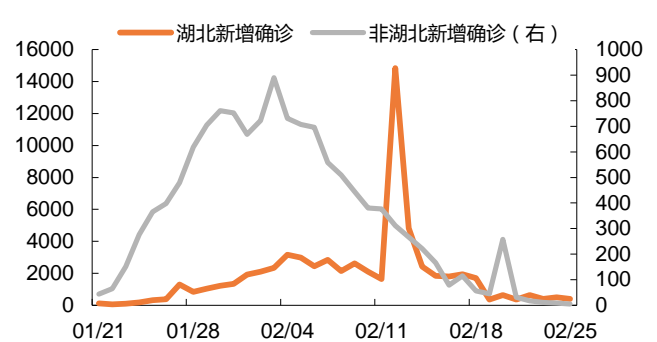
2月25号，全国新增新冠肺炎确诊病例406人，环比减少20%，连续7天在1000例以下；其中湖北新增确诊401、环比减少20%，非湖北新增确诊5人、环比减少44%；全国新增疑似病例439人，环比减少17%。整体来看，非湖北区域疫情正逐步得到控制，预计非湖北地区生产次序亦有望逐步恢复。作为短期受疫情影响较大行业之一，房地产业当前复工进展如何？未来行业又将如何演变，本篇报告试图从政策、销售、开工、土地市场与房企五个维度展开分析，为投资者提供些许参考。

图表1 全国新增疑似与确诊情况（截至2月25号）



资料来源：国家卫健委，平安证券研究所

图表2 湖北与非湖北地区新增确诊（截至2月25号）



资料来源：国家卫健委，平安证券研究所

一、政策端猜想：供给端边际改善，需求端或难大幅松动

1.1 政策现状：供给端持续发力，缓解房企现金流压力

近期多地政府陆续出台包括延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，同时银保监会、央行亦陆续发文提出鼓励通过适当下调贷款利率、完善续贷政策安排、增加信用贷款和中长期贷款等措施。2月20日，5年期LPR下调5个BP。整体来看，无论是行业政策微调还是流动性环境宽松，密集政策出台均为缓解房企短期现金流压力，降低整体金融风险，维持楼市稳定。

图表3 近期各地主要房地产政策情况

时间	省市	延迟或减免缴纳税款	延迟缴纳土地价款	调整保证金比例	延迟开工、竣工	降低预售条件	引导银行信贷支持
2月21日	河南	✓	✓	✓		✓	✓
2月19日	苏州		✓			✓	
2月17日	沈阳	✓	✓		✓	✓	
2月16日	武汉						
2月14日	南京		✓		✓		
2月13日	天津		✓		✓		
2月12日	江西		✓	✓	✓		
2月12日	上海		✓		✓		
2月12日	无锡	✓	✓		✓	✓	✓

2月12日	南昌		✓	✓	✓		
2月12日	西安		✓				
2月11日	浙江		✓		✓		
2月8日	贵州	✓					

资料来源：各政府网站，平安证券研究所

图表4 近期中央及各部委政策一览

时间	部门	政策或会议名称	政策或会议内容
2月21日	央行	2020年金融市场工作电视电话会议	保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2月21日	中央政治局	中央政治局会议	要建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序，有序推动复工复产，使人流、物流、资金流有序转动起来，畅通经济社会循环；积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用；稳健的货币政策要更加灵活适度
2月20日	央行		1年期LPR下调10个基点至4.05%，5年期以上LPR下调5个基点至4.75%
2月19日	央行	2019年第四季度中国货币政策执行报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2月17日	央行		开展中期借贷便利(MLF)操作2000亿元，利率较上期下降10个基点
2月12日	中央政治局	中央政治局常委会会议	强调今年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要努力把新冠肺炎疫情影响降到最低，保持经济平稳运行和社会和谐稳定，努力实现各项目标任务，要更好发挥积极的财政政策作用，继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费措施，保持稳健的货币政策灵活适度，有序推动央企、国企等各类企业复工复产。
2月11日	国务院	国务院常务会议	要求分类有序推动企业复工复产、制定方案有序组织务工人员返岗、推动重大项目尽早开工和建设等。
2月7日	央行	人民银行召开电视电话会议部署专项再贷款支持疫情防控工作	设立3000亿元专项再贷款，向主要全国性银行和湖北等重点省份的部分地方法人银行提供低成本资金，支持银行向重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业提供优惠利率贷款。
2月7日	财政部	《财政部 发展改革委 工业和信息化部 人民银行 审计署关于打赢疫情防控阻击战 强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知》	针对疫情防控重点保障企业，通过专项再贷款支持金融机构加大信贷支持力度，中央财政安排贴息资金支持降低企业融资成本，切实加强应急保障资金监督管理。
2月5日	国务院	国务院常务会议	要求切实做好疫情防控重点医疗物资和生活必需品保供工作，确定支持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策。
2月4日	央行		公开市场操作逆回购投放资金5000亿元
2月3日	中央国家机关	《关于配合做好疫情防控工作加强中	将新型冠状病毒感染的肺炎列入大病提取住房公积金范围，患者可提取本人住房公积金用于医疗支出。

	住房资金管理中心	《中央国家机关住房公积金服务保障的通知》	
2月3日	央行		开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金，银行体系整体流动性比去年同期多9000亿
2月1日	央行	《中国人民银行 财政部 银保监会 证监会 外汇局关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》	1) 对因感染新型冠状病毒住院治疗或隔离等人群，金融机构需灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排，合理延后还款期限。2) 通过适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式，支持相关企业战胜疫情灾害影响。
2月1日	财政部	《关于支持金融强化服务 做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》	对疫情防控重点保障企业贷款给予财政贴息支持；对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的50%给予贴息，贴息期限不超过1年，贴息资金从普惠金融发展专项资金中安排。
1月26日	银保监会	《关于加强银行业保险业金融服务配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排，合理延后还款期限；不得盲目抽贷、断贷、压贷。鼓励通过适当下调贷款利率、完善续贷政策安排、增加信用贷款和中长期贷款等方式，支持相关企业战胜疫情灾害影响。

资料来源：各政府网站，平安证券研究所

1.2 政策猜想：“三稳”基调难改，需求端或难大幅松动

2月19日，央行2019年第四季度货币政策执行报告重提不将房地产作为短期刺激手段；2月21日，央行2020年金融市场工作会议明确表示保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行，预计在行业资金风险加大情形下，政策由严控变为维稳，各地因城施策空间有望进一步打开，但仍需在以稳为主前提下进行。

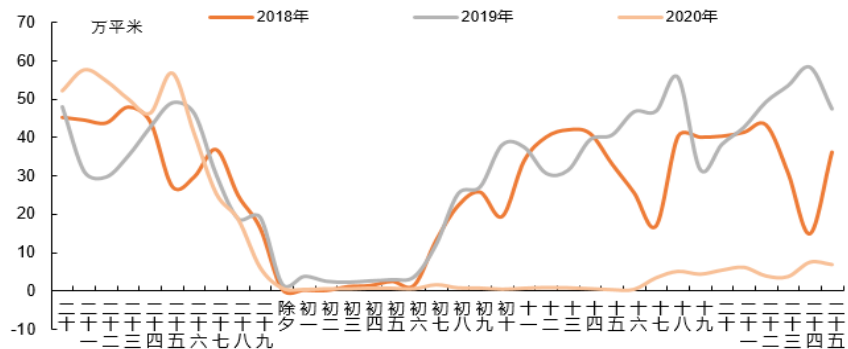
由于短期疫情影响仍在，对经济、投资、销售的影响仍尚待评估，叠加房住不炒的定位，我们认为政策边际改善将是渐进而缓慢的，政策的着力点仍将是“稳地价、稳房价、稳预期”，土拍政策及预售条件调整等供给侧宽松仍将为主流，需求端政策短期大幅松动的可能性依旧较小。

二、销售猜想：短期阶段性承压，中期或延续2019H2走势

2.1 销售现状：节后商品房成交大幅下滑

受疫情影响，2020年春节后商品房成交同比大幅下滑。节后25天30个大中城市商品房仅成交56万平，同比下滑93%，其中一线、二线与三线城市分别同比下滑88%、92%、96%。尽管最近两周成交情况略有好转，但仍远低于前两年水平。

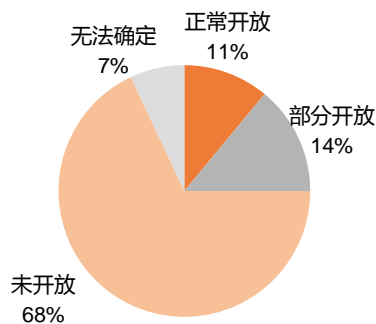
图表5 2018-2020年春节前后30个大中城市商品房成交面积变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

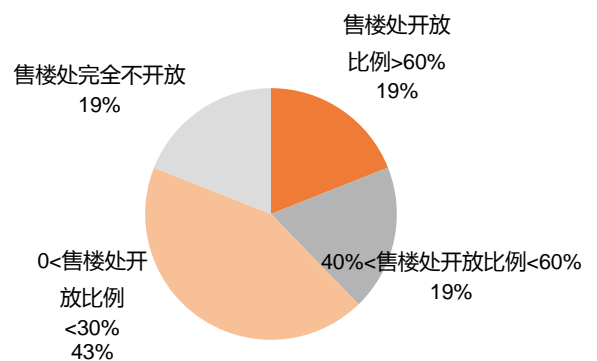
近七成实体售楼处尚未开放。受疫情影响，多地线下楼市暂停，据克尔瑞统计，截至2月20号，48个城市6880个项目中，未开放、部分开放、正常开放的分别占比68%、14%与11%。同时售楼处开放比例（含正常开放与部分开放）超过60%的城市占比仅20%。

图表6 实体售楼处开放情况（截至2月20号）



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

图表7 按城市划分的售楼处开放情况(截至2月20号)



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

由于多地售楼处关闭，房企纷纷转移至线上营销。一方面，碧桂园、富力等房企基于原有购房APP、小程序、官网进行推广营销，融创、禹州也于近期推出新版APP或小程序；另一方面，多家房企还通过乐居、房天下等第三方平台进行线上推广。据克而瑞统计，截至2月13日，200强房企中已有143家重启或新推出了线上售楼处，其中TOP50均设有线上售楼处。

图表8 部分房企线上销售平台情况

房企	名称	推出时间
碧桂园	凤凰云 APP	2016年
富力地产	富力好房	2016-6-21
雅居乐	雅居宝	2016-12-1
恒大	恒房通 APP	2017年
万科	万科在线家、e选房	2018年
龙湖	龙湖U享家小程序、APP	2018-8-1
新城	新城小新家小程序	2019-5-27
融创	融创幸福通小程序、新版APP	2020-1-20
禹州地产	买房宝 APP	2020-1-31

资料来源: 房企官网, 平安证券研究所

多种手段拓展客源，成效整体并不明显。为降低疫情对成交及回款的冲击，各家房企在线上售楼的同时，亦纷纷推出多种营销活动，锁定客源及加快去化。

- 适度让利刺激购房者入市，如恒大 2 月 16 日推出全国 613 个楼盘 75 折优惠，富力、龙光、阳光城等也提出购房立减 1-2 万元优惠；
- 允许购房者通过少量定金锁定房源，购房者只需支付 1000-5000 元即可在一定期限锁定房源，若房源被售可获最多双倍定金，通过这种方式提前锁定客户；
- 推行全民营销策略，推荐成交可获得 1-2% 的佣金，另有推荐注册等奖励；
- 实行无理由退房政策，允许购房者在一定期限内无理由退房。

从亿瀚调研数据来看，46 家调研房企中 70% 反映线上销售效果不明显，30% 反映效果一般，这也与春节后 30 个大中城市商品房成交大幅下滑相对应。

图表9 近期房企营销策略一览

房企	预付房源定金 金额	锁定房 源被售	预售折扣明细（在预 付定金基础上）	全民营销策略	无理由 退房
恒大	5000 元	双倍返 还定金	购房立减 2 万，613 个楼盘 75 折，根据楼 盘去化率和付款方式 另有不同折扣	推荐成交：1%佣金+1 万元；推荐新客： 100 元/位，上限 500；兼职销售员推荐 成交 1 套，奖励 100 元/组，每套最高 2000 元	办理入 住手续 前
富力	3000 元	双倍返 还定金	购房立减 2 万	推荐成交：1%佣金+1 万元；推荐新客： 100 元/位，上限 500；	到 6 月 底
龙光	5000 元	双倍返 还定金	购房立减 2 万	推荐成交：1%佣金，推荐到访奖励 100 元，二级推荐 0.5%奖励	30 天
禹州	1000 元	双倍返 还定金	原价 99 折，3.31 前， 认购并完成网签，额 外 99 折；6.30 日前， 抢购 8 元神券，额外 99 折	推荐成交：0.4%-1%佣金	7 天
阳光 城	5000 元	双倍返 还定金	购房立减 2 万，自购 2%优惠	推荐成交：2%佣金；老推新：100 元/ 位，上限 500；	最长 180 天
蓝光	5000 元	双倍返 还定金	购房立减 2 万，	推荐成交：2%佣金；推荐奖励：50 元/ 位，上限 500；邀请注册：最高 500 奖 励	—
美的	1000 元	返还定 金	购房立减 1 万	推荐成交：1.5%佣金(3.31 前)，1%佣金 (4.1-5.31)；推介奖最高 8 万、5 组有 效到访：500 元或等值消费券	30 天
中南	5000 元	双倍返 还定金	购房立减 2 万	推荐成交：1%佣金+1 万元；推荐到访： 100 元/组，上限 500；	—
新城	5000 元	退还定 金	最高抵 58888 元	推荐成交：2%佣金；推荐新客：上限 1000 元；现场带访 300/组	60 天
保利	5000 元	返还定 金	98 折	推荐成交：1.05%佣金+5000 元推介费 +500 元奖励；推荐注册：退还定金+500 元奖励	—
雅居 乐	1000 元	返还定 金	线上订房 98 折，30 天无理由退房	推荐佣金限时翻倍 2%	30 天

资料来源：乐居财经，腾讯网，凤凰网，新京报，平安证券研究所

2.2 销售猜想：中期或延续 2019 年下半年走势

在疫情影响到4月假设下，定量测算全年销售面积同比下滑8%。我们在此前深度报告《疫情短期阶段性冲击，中期关注政策端走向》，以2月2日确诊大于600例、150-600例、150例以下将全国省市划分为三个梯队。考虑到2月实际受影响或大于此前估计，我们调整此前深度报告中的销售假设，预计2月份一二三梯队省市销售较年度策略中预测均下降80%（原假设为降80%、50%、30%），3月一二三梯队省市销售下降30%、20%和20%（原假设为降20%、10%、5%），4-6月假设保持不变。下半年受积压需求释放及政策微调影响，楼市走稳维持年度策略销售判断。若疫情4月结束，预计全年销售同比降8.2%，较此前预测值下调3.2个百分点；但若疫情持续到5、6月，销售所受影响将进一步加大。

图表10 疫情不同时间结束假设下 2020 年销售预测

疫情结束 时间假设	单月销售较原预测值下滑比例假设			2020 年销售面积同 比预测
	一梯队省市	二梯队省市	三梯队省市	
2 月	80%	80%	80%	-5.8%
3 月	30%	20%	20%	-7.8%
4 月	10%	5%	5%	-8.2%
5 月	10%	5%	5%	-8.7%
6 月	10%	5%	5%	-9.4%
	原预测值（年度策略报告）			-3%

资料来源：Wind，平安证券研究所

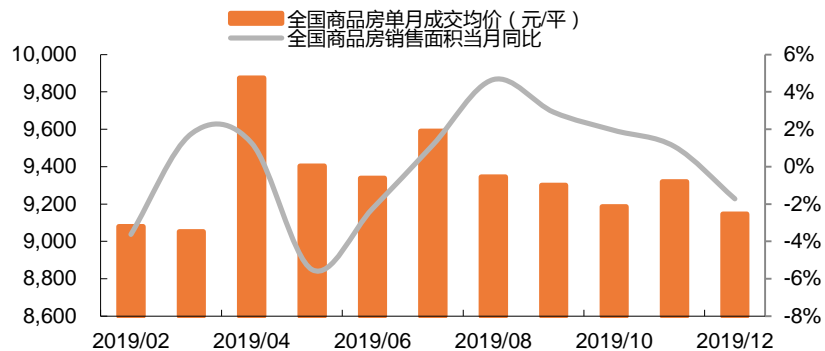
注：（1）各梯队省市按疫情严重程度划分，一梯队（确诊大于600例）包括湖北、浙江、广东，二梯队（确诊大于150例）包括河南、湖南、安徽、江西、重庆、江苏、四川、山东、上海、北京、福建，三梯队为其他省份；（2）2020年各梯队月度销售占比假定与2019年持平；2月单月数据按照百强房企2月销售占前2月比例估计；（3）若疫情2月结束，则3月及以后预测不受影响，仍为原预测值，同理若疫情3月结束，则4月及以后预测不受影响

短期市场仍将承压，中期或延续2019H2走势。短期来看，受疫情防控影响，线下销售难以完全恢复，居民购房动力减弱，预计市场仍将继续承压。中长期来看：

- 若政策保持定力不予强刺激，疫情结束后开发商出于现金流考虑将加大推盘，而购房者可能受收入、房价预期影响，需求释放动力不足，楼市将持续承压；
- 若政策在以稳为主前提下，各地因城施策，通过人才引进等方式适度宽松，叠加部分疫情期间积压需求释放，预计楼市将基本保持平稳；
- 若经济及楼市下行压力加大，房地产政策如限贷、限购出现明显放松，将刺激市场需求急剧释放，但由于前期开工不足、土地市场遇冷制约供给，或造成市场出现过热迹象。

在“房主不炒”、“三稳”的总基调下，预计政策端有望小幅边际改善，叠加部分疫情期间积压需求的释放，中期市场或延续2019年下半年走势，楼市有望走稳，部分回款压力相对较大的房企小幅以价换量。

图表11 2019年下半年楼市整体平稳，市场小幅以价换量



资料来源:Wind, 平安证券研究所

三、开工猜想：预计三月中下旬项目建设步入正轨

3.1 开工现状：返工人数不足及防疫影响，项目复工率不足

从各地复工要求看，多数地方已满足复工期限要求。上海、广东、江苏等多数地方要求2月9号之后复工，徐州、苏州则分别要求15号、20号之后复工，而太原、黑龙江、郑州、杭州余杭区、湖北则将复工时间推迟到3月之后。

图表12 各地复工时间要求

公告时间	省市	复工时间要求
2020-1-27	上海	本市各类建筑工地不迟于2月9日24时复工或新开工
2020-1-28	广东	各类企业复工时间不早于2月9日24时
2020-1-28	长沙	各类房地产(含中介)企业复工时间不早于2月8日24时
2020-1-29	江苏	企业不早于2月9日24时前复工
2020-1-29	云南	各类企业及建设工程项目不早于2月9日24时前复工
2020-1-29	安徽	省内各类企业不早于2月9日24时前复工
2020-1-30	浙江	2月9日24时前房屋市政建筑工地不得复工
2020-1-30	温州	各类企业不早于2月9日24时前复工
2020-1-30	重庆	房屋市政工程项目工地开(复)工时间调整为不得早于2月9日24时
2020-1-31	贵州	2月9日24时前房屋市政建筑工地不得复工
2020-1-31	太原	新建项目和节前停工的在建项目不得在3月1日晚24时前开工、复工
2020-1-31	湖南	各类企业复工时间不早于2月9日24时
2020-2-1	山西	各类企业不早于2月9日24时前复工
2020-2-1	西安	市内各类企业不早于2月9日24时前复工
2020-2-8	黑龙江	房地产等其他建设工程于4月中旬后开复工
2020-2-7	郑州	复工时间：一般民生工程(包括安置房等建设工程)3月6日；其他工程(包括房地产等建设工程)3月16日
2020-2-4	苏州	房屋建筑和市政基础设施工程复(开)工时间原则上不早于2月20日。
2020-2-3	徐州	各在建建筑工地复工时间不得早于2020年2月15日24时
2020-2-6	杭州余杭区	建筑企业、建设工程原则上不早于2020年2月29日24时开复工
2020-2-20	湖北	各企业先按不早于3月10日24时前复工

资料来源：各地政府官网，平安证券研究所

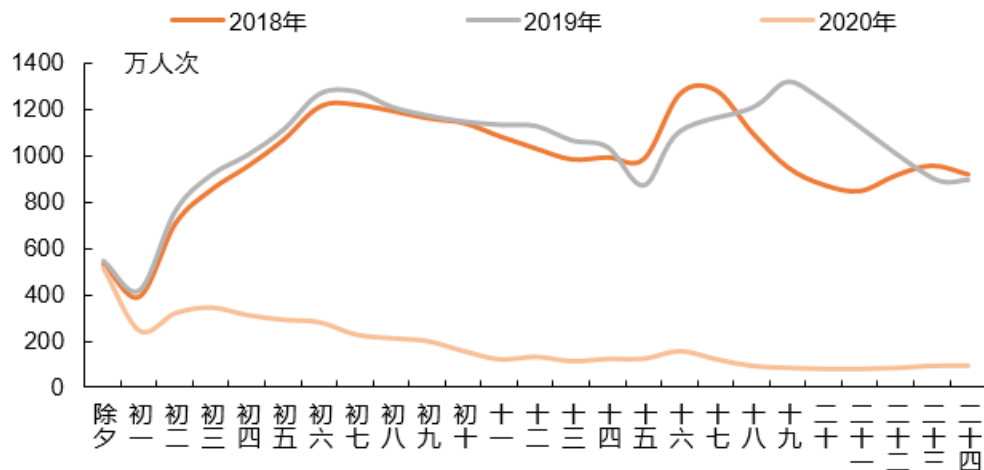
各地封城、隔离防疫影响员工返工进程，节后客运总量减少超8成，七成农民工尚未返程。节后25天（1月24日至2月18日），全国累计发送旅客仅3.32亿人次，较节前15天减少约8.11亿人次，同比减少82.0%。同时根据交通运输部判断，今年农民工返程客运量约为3亿人次，截至2月15日仅返程约8000万人次。

图表13 2020年春节之后客运总量同比减少超过8成

	节前15天 (1月10日至24日)		节后25天 (1月24日至2月18日)		春运40天累计	
	运量累计	同比	运量累计	同比	运量累计	同比
全国旅客 (亿人次)	11.43	2.00%	3.32	-82.02%	14.76	-50.30%
铁路(亿人次)	1.68	17.20%	0.42	-83.57%	2.10	-47.30%
公路(亿人次)	9.33	-0.50%	2.77	-81.80%	12.11	-50.80%
水路(万人次)	1399	4.60%	290	-89.43%	1689	-58.60%
民航(万人次)	2805	6.70%	1034	-77.92%	3839	-47.50%

资料来源：交通运输部、平安证券研究所

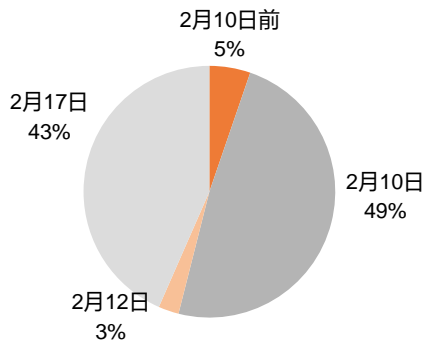
图表14 2020春运铁路客运量显著弱于前两年



资料来源：交通运输部、平安证券研究所

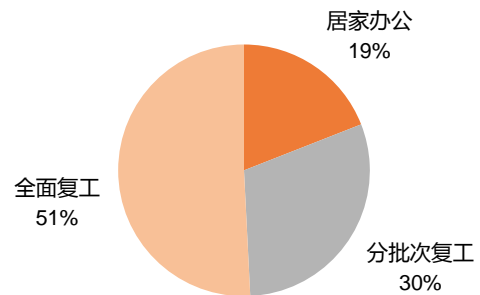
尽管半数房企已全面复工，但受返工人数少等限制，项目复工率不足。据克而瑞统计，截至2月20号，63家调研房企中已经全部开工，其中2月10号与17号开工的分别占比49%、43%；同时已经有半数房企全面复工，63家房企中居家办公、分批次复工与全面复工的分别占比19%、30%、51%。但由于大量工人尚未返程，叠加各地政府对项目开工规定相对严格，房企项目多数仍处于停滞状态。

图表15 房企复工时间统计（截至2月20号）



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表16 房企复工方式统计（截至2月20号）



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表17 部分主流房企复工时间安排

房企	复工安排
万科地产	按照各地政府的政策规定要求
碧桂园	严格按照国家和当地政府的要求执行
绿地集团	严格按照中央及各省市当地要求的复工时间执行
龙湖集团	2月3日正式开工，第一周线上办公，视疫情再定2月10日是否线下办公
华夏幸福	2月3日开启线上开工，计划2月10日线下开工
世茂集团	假期延长至2月9日，2月10日到岗上班
融创集团	按照国家和当地政府的要求执行，北京员工上班日期是2月10日
新城控股	上海总部复工是2月10日，其它城市按当地政府规定时间
华润置地	复工时间按照各个城市实际规定，基本是2月10号左右
远洋集团	开复工的时间根据各地政府的要求时间执行，员工返岗时间2月10日
泰禾集团	上班时间延长到2月10日，各地项目开工时间严格按照当地政府的统一安排
珠江投资	2月10日上班，员工因特殊情况无法按期返工可先提请假申请
保利发展	2月10日上班，湖北区域2月14日上班
卓越集团	2月10日上班，延长复工按年假抵扣，不足按事假抵扣
恒大地产	假期延长到2月16日，全国1246个项目2月20日前不得开工，1040个售楼部2月20日前不得开业

资料来源：地产锐观察，平安证券研究所

3.2 开工猜想：预计非湖北区域三月中下旬项目复工逐步步入正轨

近期中央与多地政府发文鼓励复工复产，同时大量农民工即将返程，考虑两周左右隔离时间，预计非湖北区域三月中下旬项目建设有望步入正轨。中央层面，2月15日，习总书记在《求是》刊文提出“积极推动企业复工复产，推动重大项目开工建设”；2月21日中央政治局会议提出“有序推动复工复产，使人流、物流、资金流有序转动起来，畅通经济社会循环”；地方层面，厦门、广州、苏州等多地政府发文，通过简化审批流程等方式支持建筑行业复工复产；同时根据交通运输部判断，到2月底农民工将返程约1.2亿人次，3月以后返程约1亿多人次，合计占农民工返程量的73%，将为项目建设带来大量劳动资源。考虑两周左右隔离时间，预计三月中下旬项目施工逐渐步入正轨。

图表18 近日多地发文支持建筑行业复工

时间	省市	文件	建筑工程复工安排
2-8	厦门	《关于应对新型冠状病毒肺炎疫情加快推动建设项目有序开复工若干措施》	推动项目尽早开工、复工、竣工；各项目责任单位负责指导推动项目规范有序复工，对清单内项目要逐个指定专人，积极创造条件促进项目复工
2-14	广州	《关于进一步简化我市房屋建筑工程节后复工流程的通知》	各企业承诺做好节后复工生产的相关工作，填写《广州市建筑工程复工（含新开工）备案表》，经建设单位审核盖章后，上传至“广州市建筑工程工地智慧监管服务平台”，即可复工
2-18	苏州	《关于支持企业组织返苏务工人员有序来苏复工的通告》	对落实措施到位、组织复工有力的建筑业企业，提前退清民工工资保证金，对疫情期间严格落实防控责任、未出现疫情的予以企业信用分奖励
2-19	东莞	《关于全力支持建筑工地复工复产的通知》	要加大统筹力度，指派专人指导复工复产；简化项目复工手续办理，鼓励在线服务、电子申报等方式提交复工复产有关材料；同时，减少复工复产阶段检查
2-19	无锡	《关于推进住建行业开复工（复业）工作的通知》	全市建筑工地自2020年2月20日起，即可全面组织复工
2-21	河南	《关于应对新冠肺炎疫情影响防范和化解房地产市场风险的若干意见》	支持疫情轻微区域房地产企业办公场所、售楼部、项目施工现场全面复工、应复尽复，指导疫情影响较重区域有序复工复产

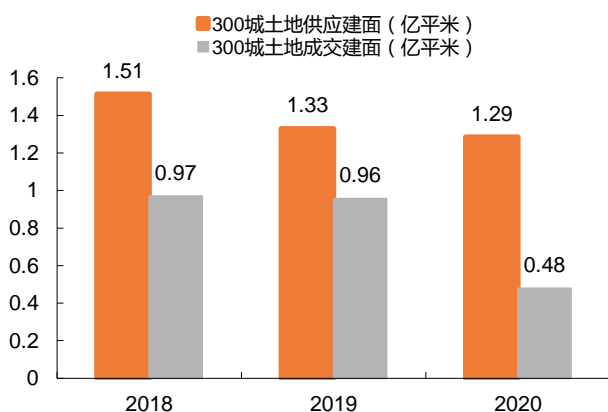
资料来源：各地政府官网，平安证券研究所

四、 土地市场猜想：政府供地增加，房企拿地窗口来临

4.1 现状：节后土地成交大幅下滑，央企、国企拿地更加积极

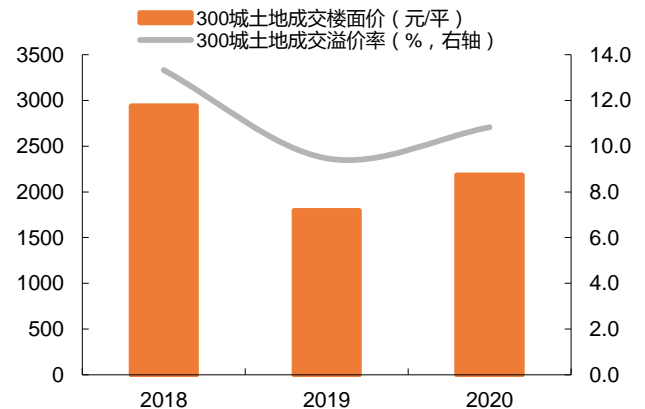
2020年春节后土地市场成交大幅下滑。节后25天全国300城土地供应建面1.29亿平，同比下降3.4%；但成交大幅下滑，300城土地成交建面0.48亿平，同比下降50.0%。

图表19 节后25天300城土地供应成交建面变化



资料来源：中指院，平安证券研究所

图表20 节后25天300城土地成交价格变化

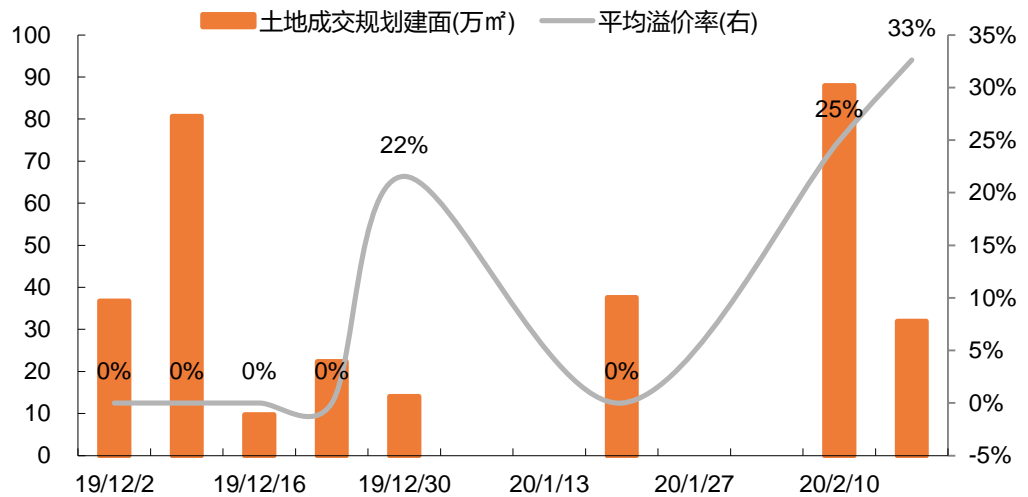


资料来源：中指院，平安证券研究所

部分核心城市土拍回暖，央企、国企拿地更加积极。受肺炎疫情影响，地方财政压力加大，部分核心城市通过推出优质地块、松绑土拍限制提升市场热度。如2月18日北京成功举行二月以来第三次大型土拍，近两周土地成交溢价率也显著高于之前。从竞拍房企看，以绿城、华润、保利为代表的

央企与地方国企凭借资金与融资优势，拿地更加积极。正如我们在前期深度报告《疫情短期阶段性冲击，中期关注政策端走向》所提出的，短期受肺炎疫情影响，房企销售开工及到位资金情况均将受到影响，将进一步考验房企资金实力及应对能力，财务状况佳、资金实力强的房企有望进一步提升市场份额。

图表21 2019年12月以来北京各周土地成交建面与溢价率情况



资料来源：中指院，平安证券研究所

注：横坐标时间为当周开始时间

图表22 近日北京、上海部分土拍成交情况

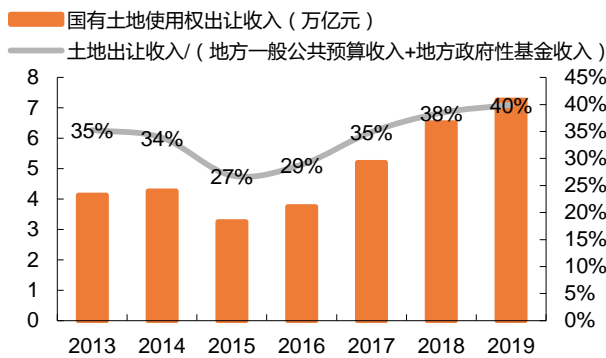
城市	地块编号	时间	规划建面 (万平)	成交价 (亿元)	楼面价 (万元/平)	溢价率	竞得企业	企业性质
北京	土整储挂(海)[2019]047号	2-14	10.8	54.4	5.1	26%	首开+华润+住总+中交	国企+央企
北京	京土整储挂(通)[2019]053号	2-18	5.1	13.5	2.7	50%	绿城	央企
北京	京土整储挂(兴)[2019]055号	2-18	18.8	67	3.6	34%	绿城	央企
北京	京土整储g(兴)[2019]054号	2-18	5.1	6.56	1.29	0%	兴创+住总	国企
上海	金山区朱泾镇镇区B18-03地块	2-17	15.3	16.8	1.1	0%	上海城投	国企
上海	嘉定区江桥镇北社区N1-02	2-18	7.1	19.7	2.8	0%	保利	央企
上海	静安区市北高新技术服务业园区N070501单元22-02地块	2-18	8.8	21.1	2.4	0%	市北高新	国企

资料来源：中指院，平安证券研究所

4.2 猜想：政府供地数量及质量有望提升，房企拿地窗口来临

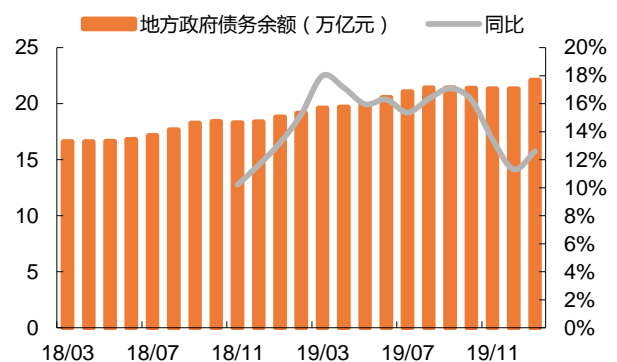
土地财政依旧突出，占比超过 40%。2019 年国有土地使用权出让收入 7.3 万亿，占地方本级财政收入比重高达 40%，土地财政依然突出。截至 2020 年 1 月末，地方政府显性债务余额高达 22.1 万亿元，同比增长 12.6%，且大量债务以土地抵押，在地方政府对土地财政依赖度较高背景下，预计其对地价及土地出让金下滑容忍度较低。

图表23 土地出让收入占地方财政收入比重较高



资料来源：Wind，平安证券研究所

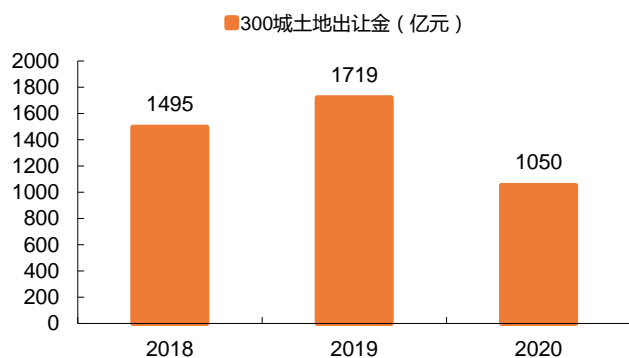
图表24 地方债务余额持续增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

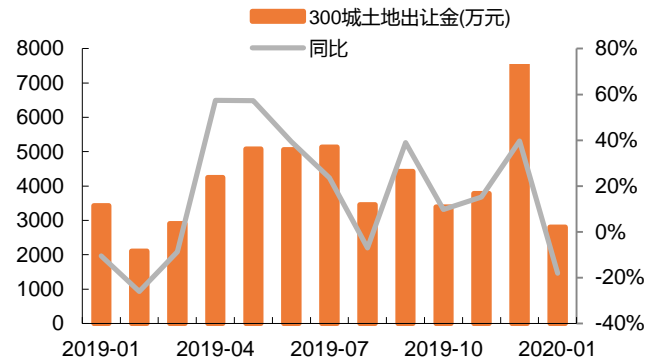
疫情影响土地出让及各项税收，地方政府财政压力增大。一方面，受疫情影响房企拿地热情下降，土地成交大幅减少。节后 25 天 300 城土地出让金仅 1050 亿元，同比下滑 39%。另一方面，疫情也严重冲击旅游、餐饮、娱乐等行业，导致企业复工时间延长，继而影响各地经济与政府各项税收。为缓解地方财政压力，预计后续各地政府将积极供应土地，并通过提高土地质量、降低土拍限制等方式吸引市场热度，为房企获取优质土储创造了时间窗口。

图表25 节后 25 天 300 城土地出让金变化



资料来源：中指院，平安证券研究所

图表26 2019 年以来历月 300 城土地出让金变化



资料来源：中指院，平安证券研究所

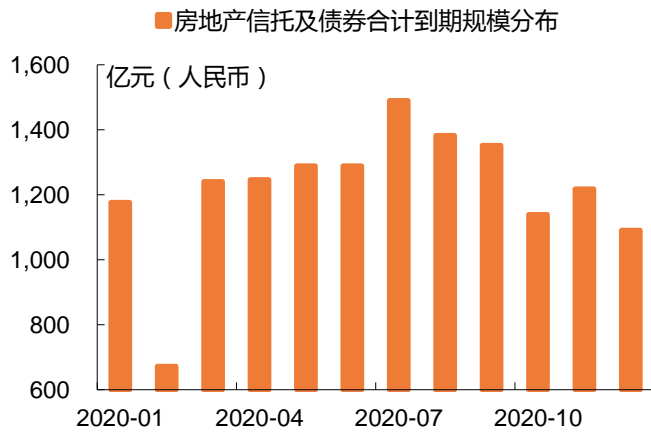
五、房企猜想：强者恒强，行业兼并收购或将加剧

5.1 现状：短期资金端压力加大，主流房企风险可控

房企2月债务到期金额少，短期偿债压力不大。根据我们测算，2020年房企境内债券到期5902亿元、

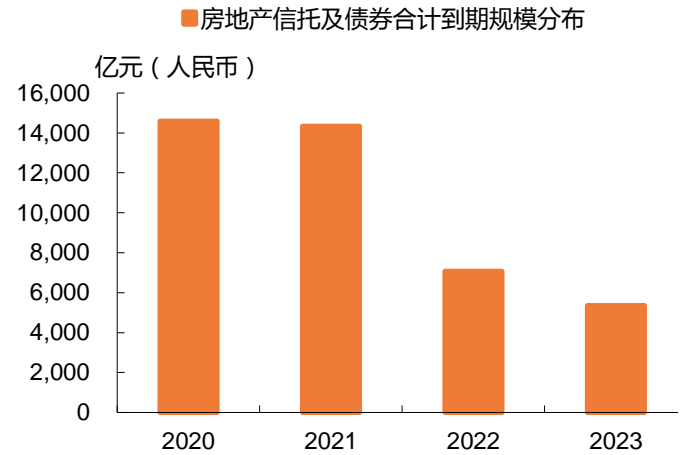
海外发债到期2136亿元、房地产信托到期6544亿元，合计约1.46万亿元，较2019年实际到期值增长19.4%。其中2月到期金额仅672亿，占全年比重的4.6%。

图表27 2020年房地产信托及债券各月到期情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

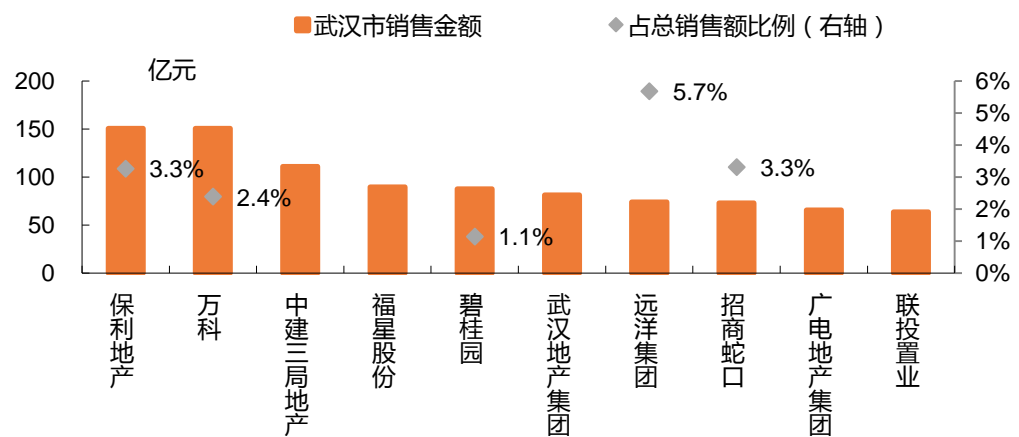
图表28 房地产信托及债券合计到期规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

主流房企重灾区占比有限，对短期偿债能力影响较小。2019年，武汉销售排名前三房企分别为保利、万科、中建三局，分别实现150.7亿、150.5亿和111亿元，其中保利、万科分别仅占其全国销售的3.3%和2.4%。从前二十强房企拿地占比情况来看，2017-2019年全国二十强湖北及武汉区域拿地占比均值分别为5.2%和3.1%，与湖北占全国销售比重基本相当。考虑二十强房企平均净负债率和现金短债比分别为90%和179%，区域突发事件对其现金流及短期偿债能力影响仍相对较小。

图表29 2019年武汉市销售额前十房企



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 全国二十强房企湖北及武汉拿地情况及负债率情况

房企	2017-2019年新增土储建面(万平方米)			武汉占全国比例	湖北省占全国比例	净负债率	现金与短债比例
	武汉市	湖北省	全国				
碧桂园	169	969	18971	0.9%	5.1%	58.5%	182.0%
万科A	377	426	13149	2.9%	3.2%	50.4%	170.7%
中国恒大	97	359	10586	0.9%	3.4%	152.1%	55.0%
融创中国	463	637	11894	3.9%	5.4%	67.3%	81.8%
保利地产	307	419	8063	3.8%	5.2%	82.3%	233.5%
绿地控股	130	725	11319	1.2%	6.4%	173.0%	91.9%
中海地产	112	112	3705	3.0%	3.0%	35.0%	506.8%
新城控股	88	384	6597	1.3%	5.8%	61.6%	167.0%
世茂房地产	5	5	1737	0.3%	0.3%	50.9%	144.4%
华润置地	127	216	4912	2.6%	4.4%	43.6%	217.8%
龙湖集团	142	142	3891	3.7%	3.7%	53.0%	421.2%
招商蛇口	120	287	3480	3.4%	8.2%	62.4%	127.3%
阳光城	0	173	4034	0.0%	4.3%	142.2%	141.0%
金地集团	156	238	2878	5.4%	8.3%	60.1%	204.5%
旭辉集团	261	261	3766	6.9%	6.9%	69.5%	325.4%
中南建设	0	74	4439	0.0%	1.7%	175.6%	158.8%
金科股份	64	93	3438	1.9%	2.7%	144.3%	106.6%
中国金茂	105	105	2104	5.0%	5.0%	67.0%	87.1%
中梁控股	27	133	4409	0.6%	3.0%	43.5%	69.6%
华夏幸福	245	316	1833	13.3%	17.3%	202.8%	77.3%
平均				3.1%	5.2%	89.8%	178.5%

资料来源：中指院，公司公告，平安证券研究所

注：A股上市房企财务数据为2019年三季度数据，H股上市房企为2019年半年报数据

主流房企在手现金充足，可覆盖三个月销售下滑造成的资金缺口。考虑到近期多地政府发文要求银行不抽贷、不断贷，假设房企融资维持原计划不变，拿地开发、日常运营支出也维持不变。极度悲观情境下，假设房企2-4月销售额分别同比下滑100%、60%、40%，此前销售回款率100%，则3个月销售下降形成的资金缺口即等于其销售整体下降金额。测算结果显示，20家主流房企2019年平均在手现金846亿元，剔除该资金缺口后，现金盈余仍有423亿元。值得注意的是，房企可以通过减少拿地、降低施工节奏减少开支，实际现金盈余更高。

图表31 全国二十强房企短期资金风险可控

房企	2019年现金(亿元)	疫情对房企销售不同影响下在手现金盈余 (2019年在手现金-销售额减少总额)		
		2-4月销售额同比分别降100%、60%、40%	2-4月销售额同比分别降80%、50%、30%	2-4月销售额同比分别降60%、40%、20%
		碧桂园	2228	979
万科地产	1439	417	622	827
中国恒大	2880	2109	2264	2419
融创中国	1380	816	929	1042
保利发展	1228	520	659	799
绿地控股	866	379	474	568
中海地产	938	507	594	680

新城控股	456	116	184	252
世茂房地产	522	255	308	360
华润置地	632	312	375	438
龙湖集团	581	286	345	404
招商蛇口	764	507	558	610
阳光城	433	201	248	295
金地集团	395	162	209	256
旭辉集团	543	317	362	406
中南建设	249	22	68	114
金科集团	309	71	120	169
中国金茂	275	84	122	161
中梁控股	247	24	68	112
华夏幸福	552	370	405	441
平均值	846	423	507	592

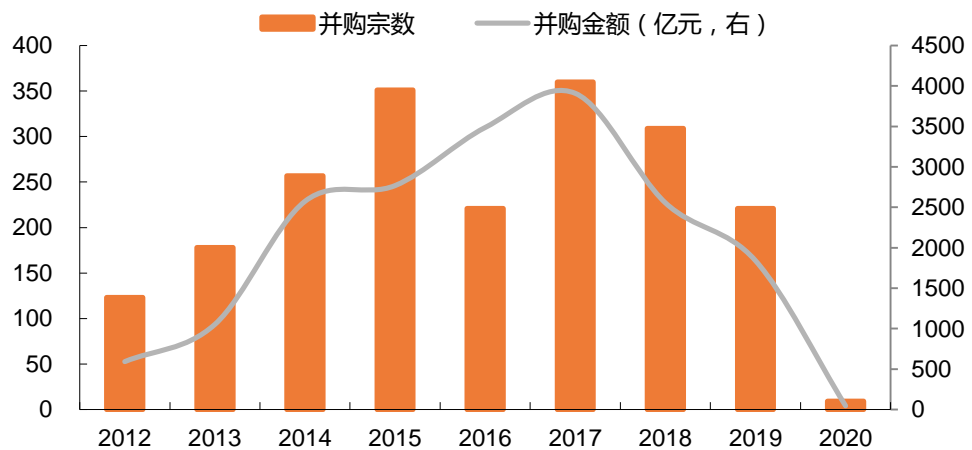
资料来源：公司公告，克而瑞，平安证券研究所

注：A股上市房企现金数据为2019年三季报数据，H股上市房企为2019年半年报数据

5.2 猜想：中小房企压力渐增，行业兼并收购或将加剧

根据我们测算，3月房企债券、信托到期金额环比增长84.7%至1240亿，且呈逐月上升趋势，7月到期值达到峰值1490亿。考虑到楼市短期仍然承压，销售端影响持续而偿债规模上升，预计部分中小型房企资金端压力将逐步加大。另一方面，大型房企在手现金充足，债务风险较小，在冲规模、补库存等需求下，预计将积极把握行业低点收并购机会，加剧行业并购重组。

图表32 2012年以来房地产行业并购情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：2020年统计时间截至2月23号

六、投资建议

短期受新冠疫情影响，房企销售开工均受到冲击，资金端压力亦逐步加大，但我们认为对于房企危中藏机，危险在于短期销售回款的放缓和现金流压力的加大、开工停滞导致未来供货不足的风险；机会在于地方政府财政压力加大，后续供地的数量和质量均有望提升、拿地对手减少有望带来地价的潜在下降、同时资金端政策也存在松动空间。对于资金充足的房企，在保证现金流安全前提下，要积极把握疫情期间及疫情后的拿地时机，拓展受疫情影响小、高货地比、预售条件低的高周转项目，同时积极关注收并购的机会；对于资金相对紧张的房企，应优先开工及复工预售条件低、受疫情影响小的高周转项目，弹性定价保障项目去化及现金流回收。

板块投资方面，我们认为每次调整都是龙头集中度提升机会，本次疫情将进一步考验房企资金实力及应对能力，财务状况佳、资金实力强的房企有望进一步提升市场份额。目前主流房企对应 2020 年估值不到 6 倍，潜在股息率超过 5%，同时经济及楼市下行压力背景下政策空间有望进一步打开，行业配置价值依旧凸显。尽管短期销售端将承压，但政策带来的估值弹性远大于销售带来的业绩弹性，政策而非销售将决定后续板块走向。中期随着政策微调、货币端发力，楼市有望逐步走稳，关注流动性宽松可能带来的“资产荒”配置机会。个股方面，地产短期建议优选财务状况佳、融资能力强的全国性房企万科、保利、金地、招商等，同时关注业绩销售高增的弹性二线中南、阳光城等。

七、风险提示

- 1) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超预期，导致房企销售持续低迷，行业资金压力加大将带来中小房企资金链断裂风险；
- 2) 若开工进一步延期，施工进度受到影响，则将对施工投资、后续可推货量、竣工节奏等均产生负面影响；
- 3) 若需求释放持续低于预期，未来存在房企进一步降价、以价换量以提升需求，将带来房企大规模减值风险，同时需求低迷带来销售回款不及预期，将增加行业资金压力，进而导致资金链风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033