

2020年04月13日

融资持续改善，规模房企逆周期表现较好

—— 房地产行业 2020 年一季报业绩前瞻

看好

相关研究

"往昔峥嵘岁月、今朝何惧风流-房地产行业全景复盘深度报告" 2020年3月17日
"停工导致行业下滑严重、预计二季度将得到改善-房地产行业 1-2 月数据点评" 2020年3月17日

证券分析师

曹一凡 A0230518110002
caoyf@swsresearch.com

联系人

曹一凡
(8621)23297818×7222
caoyf@swsresearch.com

本期投资提示：

- 受新型冠状病毒感染肺炎疫情疫情影响，2020 年 Q1 行业销售额有所下滑，1-2 月销售额同比增速为-35.9%。发布 2020Q1 业绩预告或快报的房企数量较少，从 8 家发布 2020 年 Q1 业绩预告或快报的房企来看，预增、略增、扭亏以及快报业绩正增长的共有 4 家，预减、首亏、续亏或快报负增长的共有 3 家，不确定有 1 家，主要为转型或地方中小企业。
- **规模房企销售韧性更强，集中度被动加速提升。**据克而瑞数据，2020Q1 年中国规模房企销售额大幅下降，Top100 房企 Q1 销售金额同比下降 21%。2020 年 Q1Top10/20/50 房企销售额累计增速分别为-11.1%/-13.7%/-18.0%。较 2020 年 1-2 月全行业销售额增速为-35.9%韧性更强，行业集中度被动加速提升。CR10/50/100 2020 年 1-2 月分别为 41.2%/71.1%/82.3%，较去年同期增加 10.1/11.9/11.2pct。
- **逆周期调节政策持续发力，流动性改善助力房企融资。**LPR 有望持续下行，核心优质房企春节后房企融资成本出现明显下降。从近期融资利率来看，一季度陆续有多家房企发行短融、超短融等，平均利率较 2019 有明显下降，2020 年 3 月与 2019Q4 相比，样本地产公司平均短融、超短融、债券利率分别为 3.0%、2.9%、4.1%，基本都下降了 100bp 以上，融资改善持续。我们认为停工使得房企拿地、施工、销售几乎都步入停滞状态，但资金充裕的房企，足以应对短期销售下滑带来的负面影响，反而能从融资宽松的环境中获益。二季度逐步复工后房地产市场或出现供需两旺的局面。
- **一线城市土地供应韧性较强，看好后续一二线城市的销售回暖。**2020 年 1-3 月 100 大中城市累计供应土地规划建面 2.45 亿平，同比下降 3.9%；除一线城市土地供应加快，同比增加 49.8%，二三线城市均有缩量，分别同比下降 7.7%/5.9%。1-3 月住宅类用地供应规划建面 1.07 亿平，同比下降 10.7%；其中，一/二/三线城市同比增速分别为 50.1%/-16.0%/-9.0%。考虑到唯一难以回补业需求主要集中于三四线城市，其去化风险或会提升，而一二线城市 2016 年以来执行调控较严格，因城施策下市场有望转暖。
- 我们预计房地产行业重点公司 2020Q1 业绩情况如下：
- **1.增速在 10%上（不含 10%）的公司有两家：中南建设（15%）、阳光城（15%）**
- **2.增速在 10%以下的公司有五家：万科 A（0-10%）、保利地产（0-10%）、招商蛇口（0-5%）、华夏幸福（-5-5%）、金地集团（-5%-5%）**
- **行业观点与投资建议：**推荐布局一二线及都市圈核心城市、资金状况优良的房企，因城施策力度加大，对房企销售和业绩的正面推动作用值得重视。尽管市场对于因城施策下的政策纠偏反应钝化，但稳房价稳地价稳预期的政策基调在地产下行周期或意味着方向性的改变值得重视。流动性充裕的背景下，融资渠道多样、与金融机构合作关系良好的龙头房企或更受益，推荐：**万科 A、保利地产、金地集团。**
- **风险提示：**国内新型冠状病毒感染肺炎疫情疫情影响复工不及预期、海外疫情扩散影响居民购房预期。



申万宏源研究微信服务号

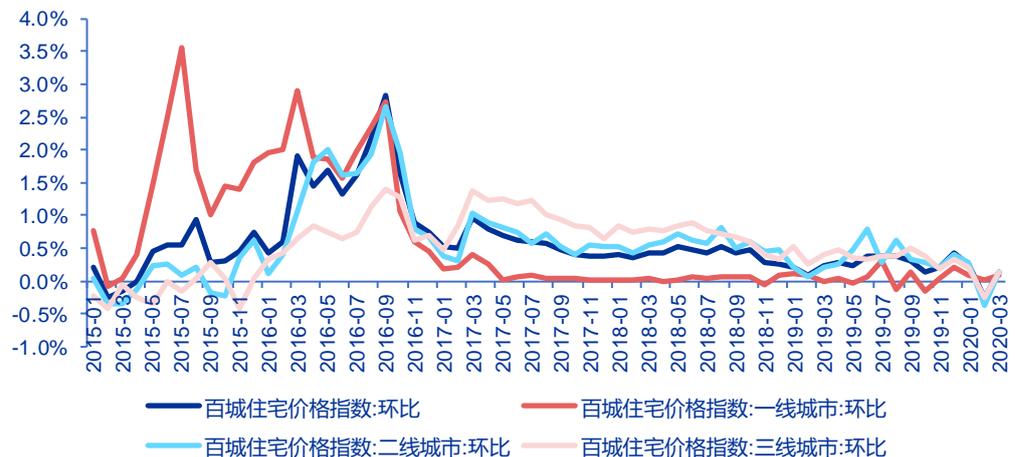
1. 2020 一季度行业景气承压，二季度有望回暖

1.1 销售表现：一季度 TOP50 房企量缩价稳

根据克而瑞房企销售排行榜数据，2020 年 1-3 月 TOP50 房企全口径销售额为 14390 亿元，全口径销售面积为 11191 万平米，分别较 2019 年 1-3 月 TOP50 房企销售数据下降 18.7%/ 14.5%。均价上，TOP50 房企销售均价约 14517 元/平，与 2019 年同期基本持平。随着疫情好转，房企售楼部完全复工并加大推盘力度，预计二季度销售数据同比情况将有好转。

样本城市月销售均价方面，3 月百城住宅平均价格 15195 元/平米，环比上涨 0.14%，同比上涨 2.95%。其中，一/二/三线城市平均价格环比回升，增速分别为 0.09%/0.14%/0.13%。

图 1：3 月百城住宅价格指数环比回升



资料来源：wind，申万宏源研究

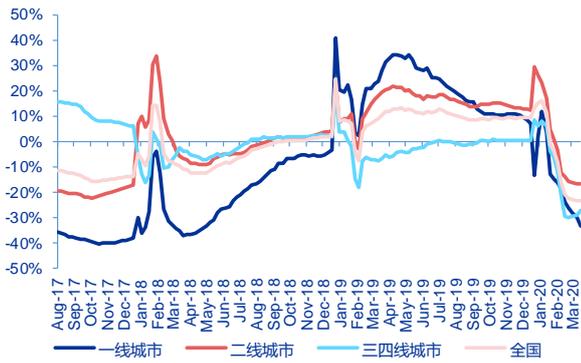
截至 3 月 28 日，53 个样本城市商品房销售累计成交面积同比下降 23.3%，一/二/三线累计同比分别为-33.2%/-16.9%/-27.2%，京津冀/长三角/珠三角/其他城市销售面积同比分别为-18.0%/-22.0%/-32.5%/-20.4%。一线城市和 19 城的可售面积同比分别为 1.3%/5.7%。样本城市总去化时间 25.1 个月（一线为 25 个月），19 城去化周期上升 2.9（一线上升 1.8 个月）。

图 2：各线城市销售增速

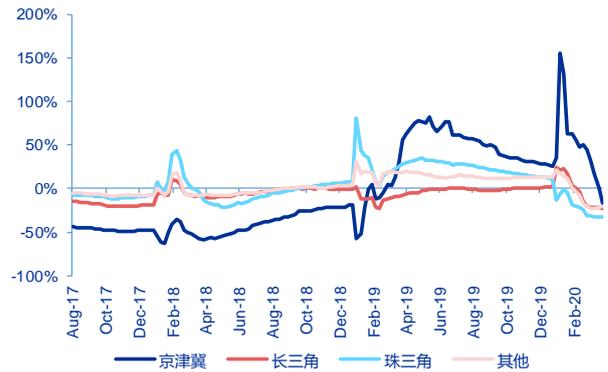
单位：%

图 3：各大城市群销售增速

单位：%



资料来源：Wind，申万宏源研究



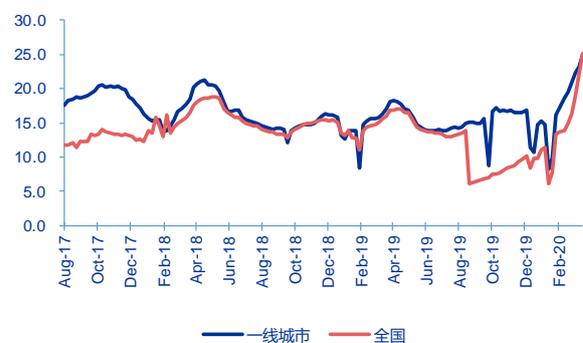
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：全国可售面积同比增幅上升 单位：%

图 5：19 城去化周期上升 单位：月



资料来源：Wind，申万宏源研究



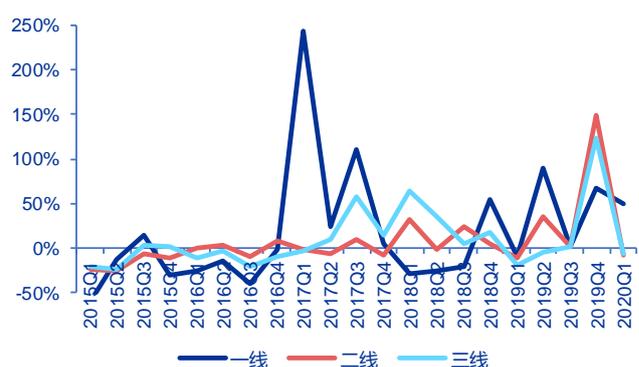
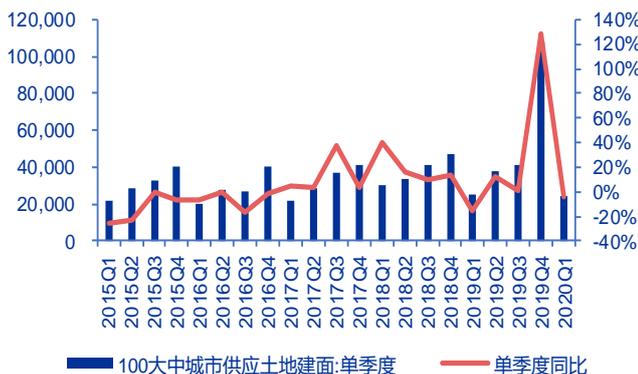
资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 土地市场：整体成交缩量，一线城市热度较高

土地供应方面，2020 年 1-3 月 100 大中城市累计供应土地规划建面 24500 万平方米，同比下降 3.9%；除一线城市土地供应加快，同比增加 49.8%，二三线城市均有缩量，分别同比下降 7.7%/5.9%。1-3 月住宅类用地供应规划建面 1.07 亿平，同比下降 10.7%；其中，一/二/三线城市同比增速分别为 50.1%/-16.0%/-9.0%。

图 6：一季度土地供应建面下降 单位：万平米、%

图 7：一线城市土地供应建面同比增加



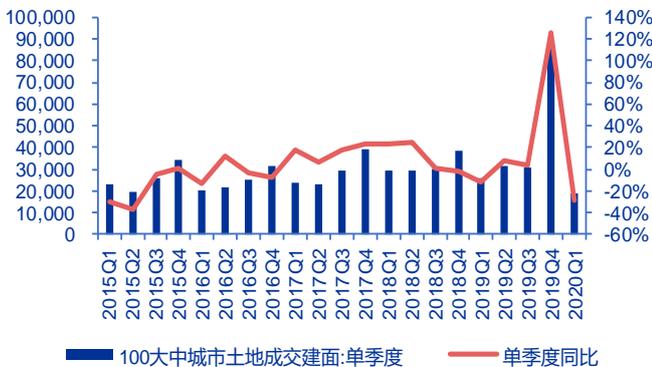
资料来源：Wind、申万宏源研究

资料来源：Wind、申万宏源研究

土地成交方面，1-3月100大中城市累计成交建面18710万平方米，同比下降28.0%；其中，一/二/三线城市成交建面同比增速分别为-4.6%/-33.9%/-26.0%。1-3月100大中城市各类用地成交楼面均价为2807元/平米，同比上涨5.2%，平均溢价率约14.3%；其中，一/二/三线城市成交楼面均价同比增速分别为20.5%/-6.0%/7.1%。

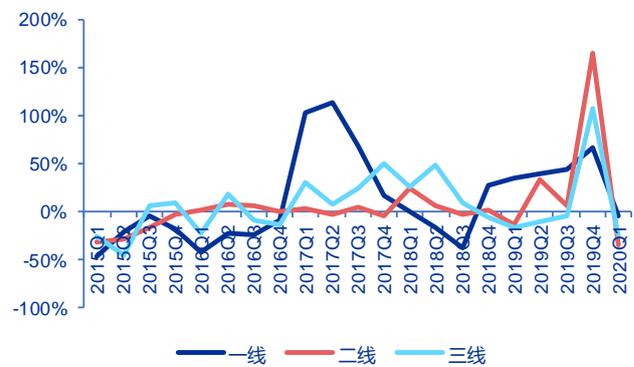
住宅类用地，1-3月100大中城市累计成交建面7660万平方米，同比下降30.9%；其中，一/二/三线城市同比增速分别为-15.5%/-37.5%/-23.2%。1-3月成交楼面均价为5642元/平米，同比上涨7.8%，平均溢价率约16.4%；其中，一/二/三线城市同比增速分别为29.7%/-0.8%/6.8%。

图8：一季度土地成交建面下降 单位：万平米、%



资料来源：Wind、申万宏源研究

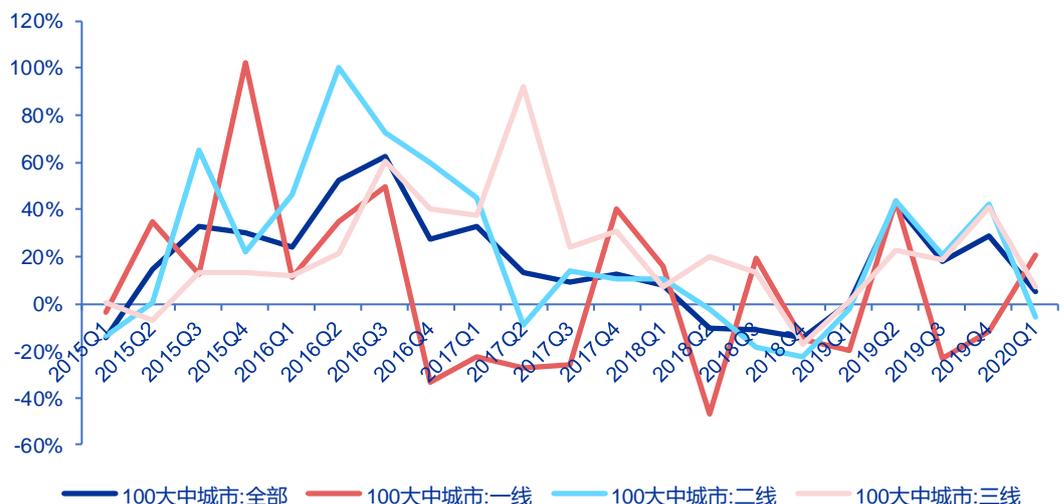
图9：一线城市土地成交建面同比降幅最小



资料来源：Wind、申万宏源研究

从土地供给及成交数据来看，两方面因素共同推动一季度成交楼面均价同比上涨。一方面，受各线城市土地供应结构影响，导致各线城市土地成交结构变化，一线城市高价土地成交占比增大。另一方面，从各线城市成交楼面均价看，一线城市成交楼面均价明显上涨，反映房企对优质土地的拿地积极性高，热点城市、优质地块竞拍热度高。

图10：100大中城市各类用地成交楼面均价同比变化



资料来源：wind，申万宏源研究

1.3 投融资：开发贷增速较高，资金压力同比略有下行

从房企的角度考虑良性循环，与实体部门类似，主要看直接融资的难易程度，我们用房企开发投资额/资金来源衡量房企的资金链压力；在债务融资层面，房地产开发贷余额是衡量银行直接放贷情况的一个指标，此外也包括信用债、ABS 和股权融资。

2020 年 1-2 月开发投资额/资金来源在 50%的水平，较去年同期增加 1 个百分点，较 2019 年 1-12 月降低 24 个百分点，资金压力处于历史上中等偏下位置。2019 年以来房企融资环境逐步好转，头部房企融资成本均有不同程度的下降，但由于行业销售整体下滑拖累资金流入叠加融资向头部房企集中的情况，预计集中度会继续提升。

图 11：房地产开发贷增速较高



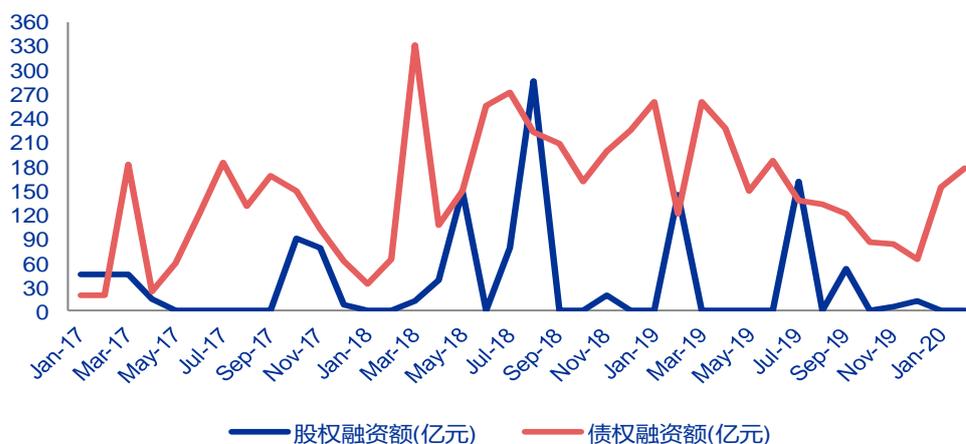
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：资金压力较去年同期略有增强



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：2 月债权融资增加



资料来源：wind，申万宏源研究

1.4 重点公司表现

1) 万科 A : 2019 年销售额 6,308.4 亿, 同比增长 3.94%。一季度受疫情冲击影响, 销售略有下滑。2020 年 1-3 月销售额 1,378.8 亿, 同比下降 7.74%, 销售面积 884.8 万平, 同比下降 4.33%, 销售均价 15583 元, 同比下降 3.57%, 3 月份复工复产后预计有所恢复, 我们预计公司一季度净利润增长 0-10% ;

2) 保利地产 : 2019 年销售额 4618.48 亿, 同比增长 14.09%。一季度受新型冠状病毒感染肺炎疫情影响, 公司量价均有所下滑, 2020 年 1-3 月销售额 710.21 亿, 同比下降 35.24%, 销售面积 490.24 万平, 同比下降 29.97%, 销售均价 14487 元, 同比下降 7.51%, 我们预计公司一季度净利润增长 0-10% ;

3) 金地集团 : 2019 年销售额 2,106.0 亿, 同比增长 29.74%。一季度受疫情冲击影响, 2020 年 1-3 月销售额 282.1 亿, 同比下降 16.58%, 销售面积 127.5 万平, 同比下降 21.11%, 销售均价 22125 元, 同比增加 5.75%, 我们预计公司一季度净利润增速 -5%-5%。

附表

表 1：房地产行业重点公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价	EPS		市盈率 PE		市净率 PB		归母净利润 (百万)		归母净利润增速		评级
		4月13日	2019A/E	2020E	2019A/E	2020E	2018A	2019A/E	2019A/E	2020E	2019A/E	2020E	
001979.SZ	招商蛇口	16.65	2.38	2.85	7.0	5.8	2.2	1.67	18,803	22,528	24%	20%	增持
600048.SH	保利地产	15.07	2.23	2.75	6.8	5.5	1.3	1.36	26,569	32,730	41%	23%	增持
000002.SZ	万科 A	27.04	3.44	4.59	7.9	5.9	1.9	1.78	38,872	48,320	15%	24%	买入
600383.SH	金地集团	13.58	2.15	2.63	6.3	5.2	1.0	1.20	9,700	11,404	20%	18%	增持
600823.SH	世茂股份	4.18	0.74	0.89	5.6	4.7	0.6	0.71	2,430	2,714	1%	12%	买入
600340.SH	华夏幸福	20.84	4.97	6.38	4.2	3.3	2.4	1.09	14,967	19,214	27%	28%	增持
000671.SZ	阳光城	7.04	0.99	1.38	7.1	5.1	1.3	1.08	4,022	5,636	33%	40%	增持
002285.SZ	世联行	2.78	0.29	0.36	9.6	7.7	1.9	0.97	595	728	26%	26%	增持
600325.SH	华发股份	6.54	1.29	1.77	5.1	3.7	1.1		2,741	3,752	20%	37%	增持

资料来源：wind、申万宏源研究

备注：万科 A、世茂股份年报已披露，保利地产业绩快报已披露

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。