



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

房地产行业2020年投资策略

革旧鼎新、柳暗花明

西南证券研究发展中心
房地产研究团队
2019年12月

核心观点

2019年春节后，房地产板块跟随市场有一波明显的上涨，但4月以来紧融资持续抑制了地产股的风险偏好，730首次提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，十一后地产股估值开始逐步修复。行业层面看，销售、投资和拿地表现略超预期，棚改货币化安置消极影响低于预期，房地产市场轮动分化，总量上看依然是高位盘整、窄幅震荡。

2020年看好房地产板块，房地产行业选股思路：

- 1) 从估值变化的角度：选择有子公司分拆（含预期）、有大手笔投资/入股其他行业上市公司的地产股（基本面也有业绩增长的基础、资本市场的形象不能差）。
- 2) 从行业竞争格局的角度：优选龙头公司和模式特点突出的公司，次选均衡性好的公司。
- 3) 从房地产市场分化的角度，看好协同潜力大的区域，最看好大湾区、其次长三角、中西部都市圈，选择充分受益区域市场需求爆发（房地产调控协同机制）、城市更新（重点是大湾区）的房企。
- 4) 看好物业管理、城市更新、长租公寓，纯商业（商业和地产协同除外）要关注经营质量，园区类公司估值太贵并不看好，区域主题类看好大湾区。

- 估值面变化：推荐万科A（000002）、保利地产（600048）、华夏幸福（600340）、新城控股（601155）、蓝光发展（600466）、宝龙地产（1238.HK）。
- 行业竞争格局：推荐金地集团（600383）、中南建设（000961）、融创中国（1918.HK）、碧桂园（2007.HK）、中国金茂（0817.HK），关注世贸房地产（0813.HK）。
- 市场分化角度：推荐华发股份（600325）、荣盛发展（002146）、佳兆业（1638.HK）、旭辉（0884.HK）、龙光地产（3380.HK）、融信中国（3301.HK）。
- 其他子板块：关注中航善达（000043）、蓝光嘉宝（2606.HK）。

风险提示：融资持续收紧、市场估值下行等。

目 录

◆ **2019年行业表现回顾**

◆ **新一轮朱格拉周期下行业窄幅震荡**

◆ **地方调控政策进入区域协同阶段**

◆ **2020投资策略及重点推荐标的**

1.1 板块表现：过去一年申万地产相对标准指数

2019年4月中以来地产明显落后沪深300



2019年7月底以来地产明显落后上证综指

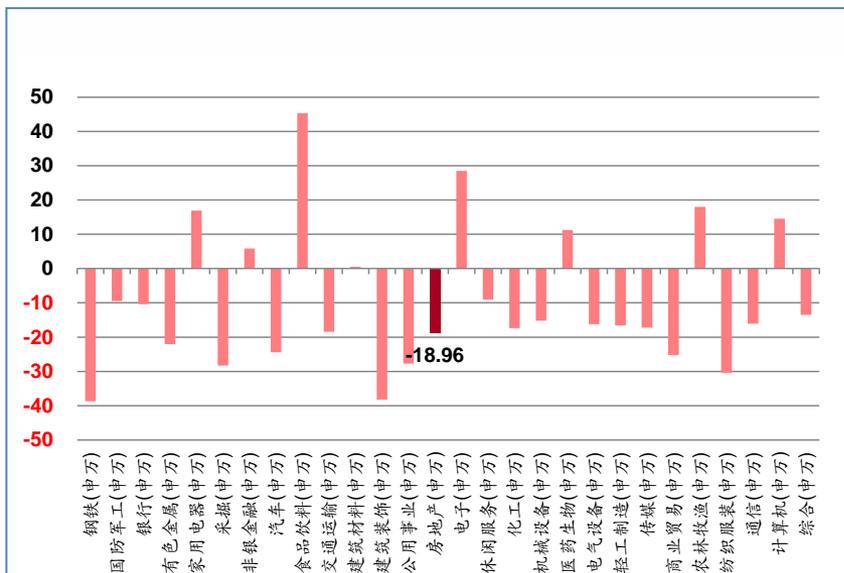
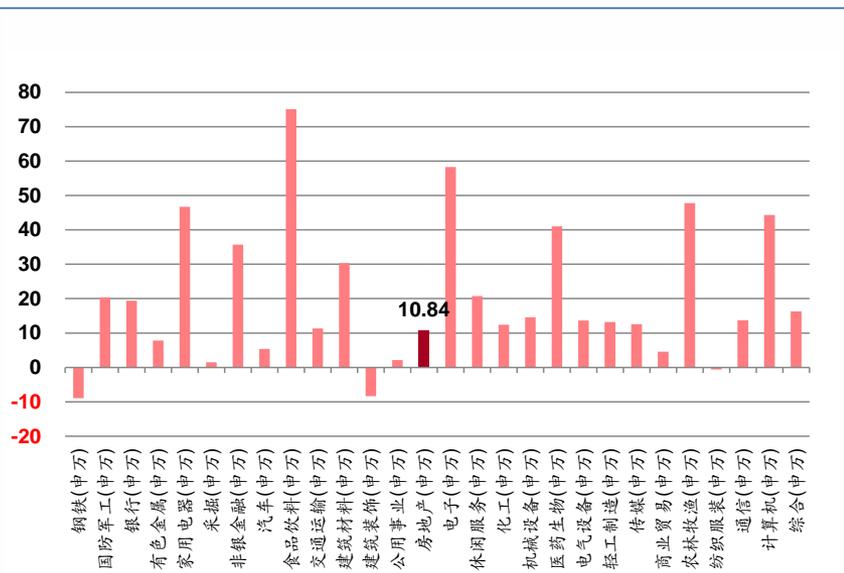


数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止到2019.11.20

1.1 板块表现：过去一年申万地产与其他板块比较

年初以来绝对涨跌幅：细分板块里面地产排名19/28

年初以来相对沪深300表现：细分板块里面地产表现中位数以下

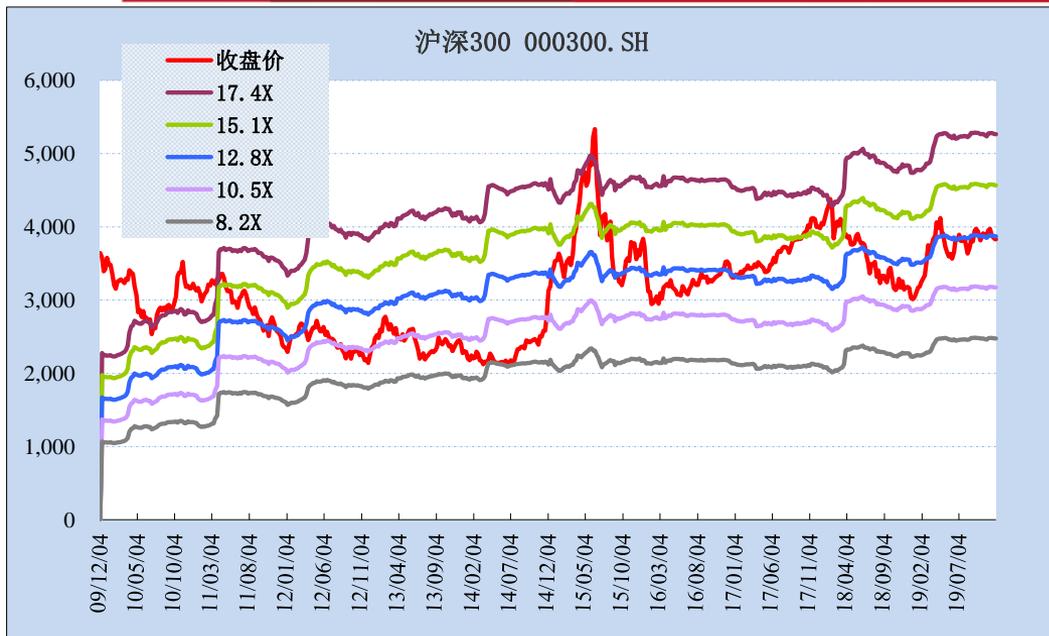


- 申万地产板块横向对比（年初以来绝对值上涨10.84%）

- 申万地产板块横向对比（年初以来相对沪深300下跌-18.96%）

数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止到2019.11.20

1.2 估值水平：申万地产与沪深300对比



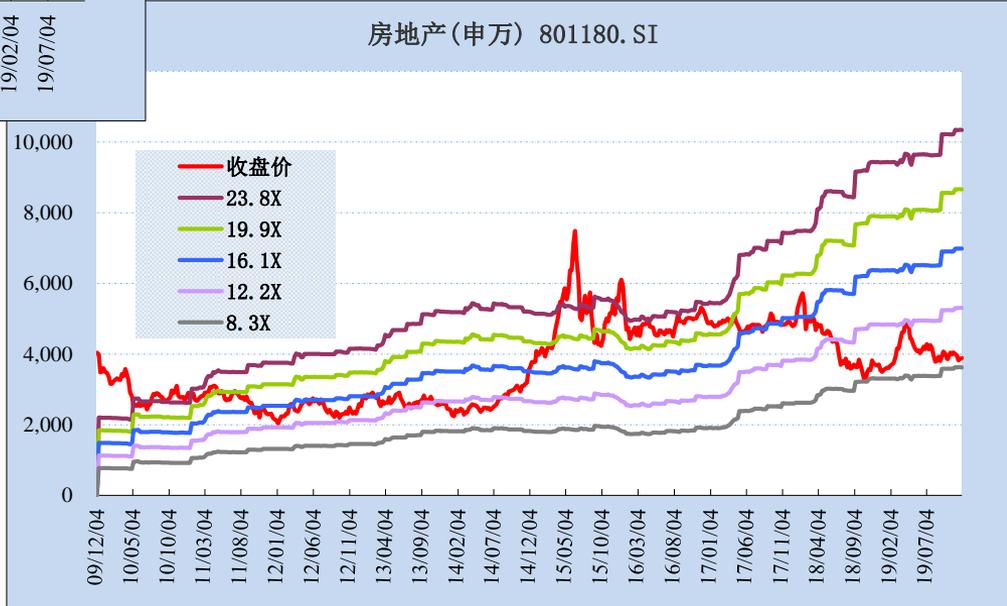
左图为沪深300 PE-Bands
(按最新年报)

2019年以来一直在12.8X
左右小幅波动，表现稳定，
2019.4.19最高为13.6X

数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止到2019.11.30

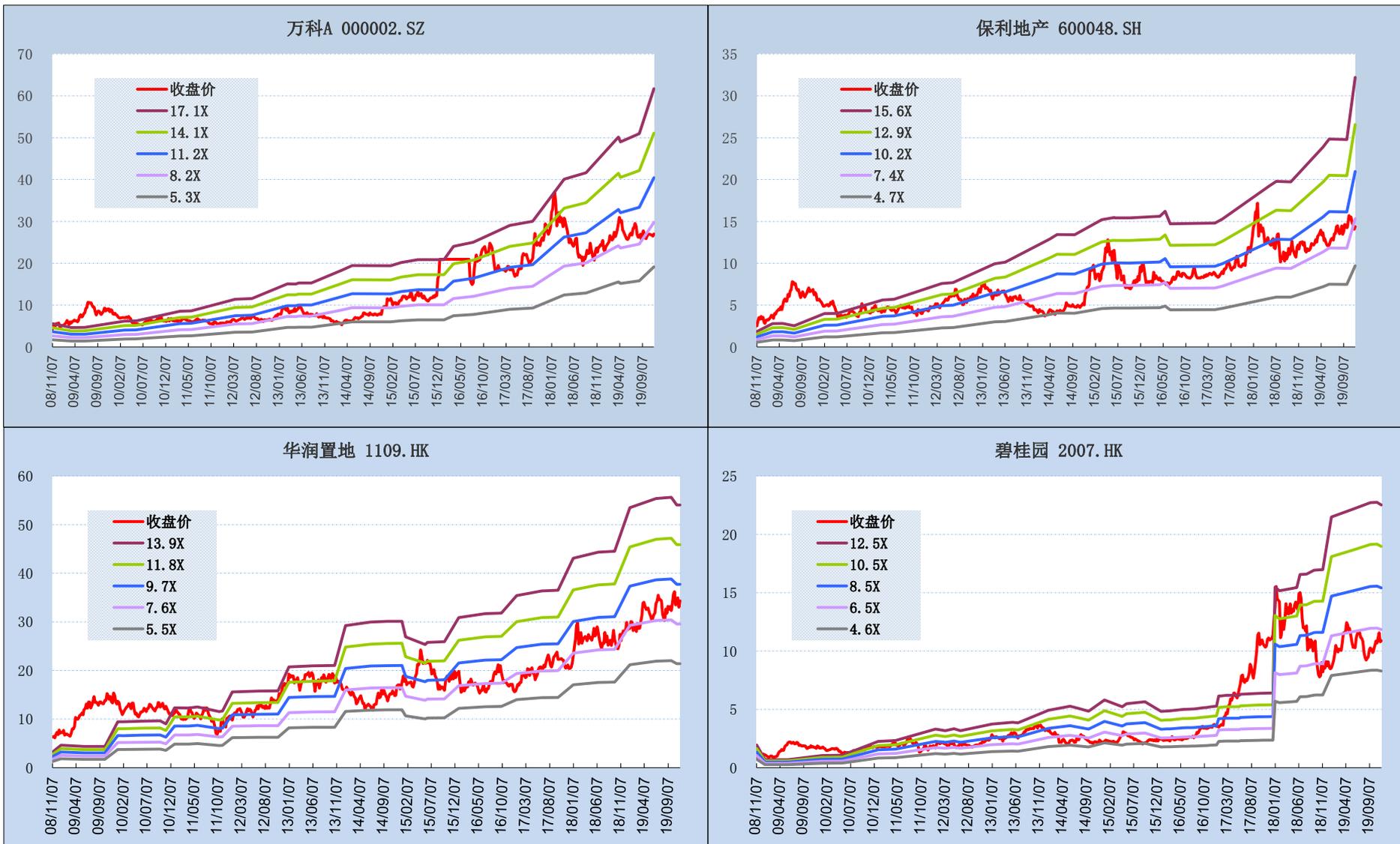
右图为申万地产 PE-Bands
(按TTM)

2019年以来一直在缓步走低，
11月底为8.9X，接近
2018.10.19最低值8.3X



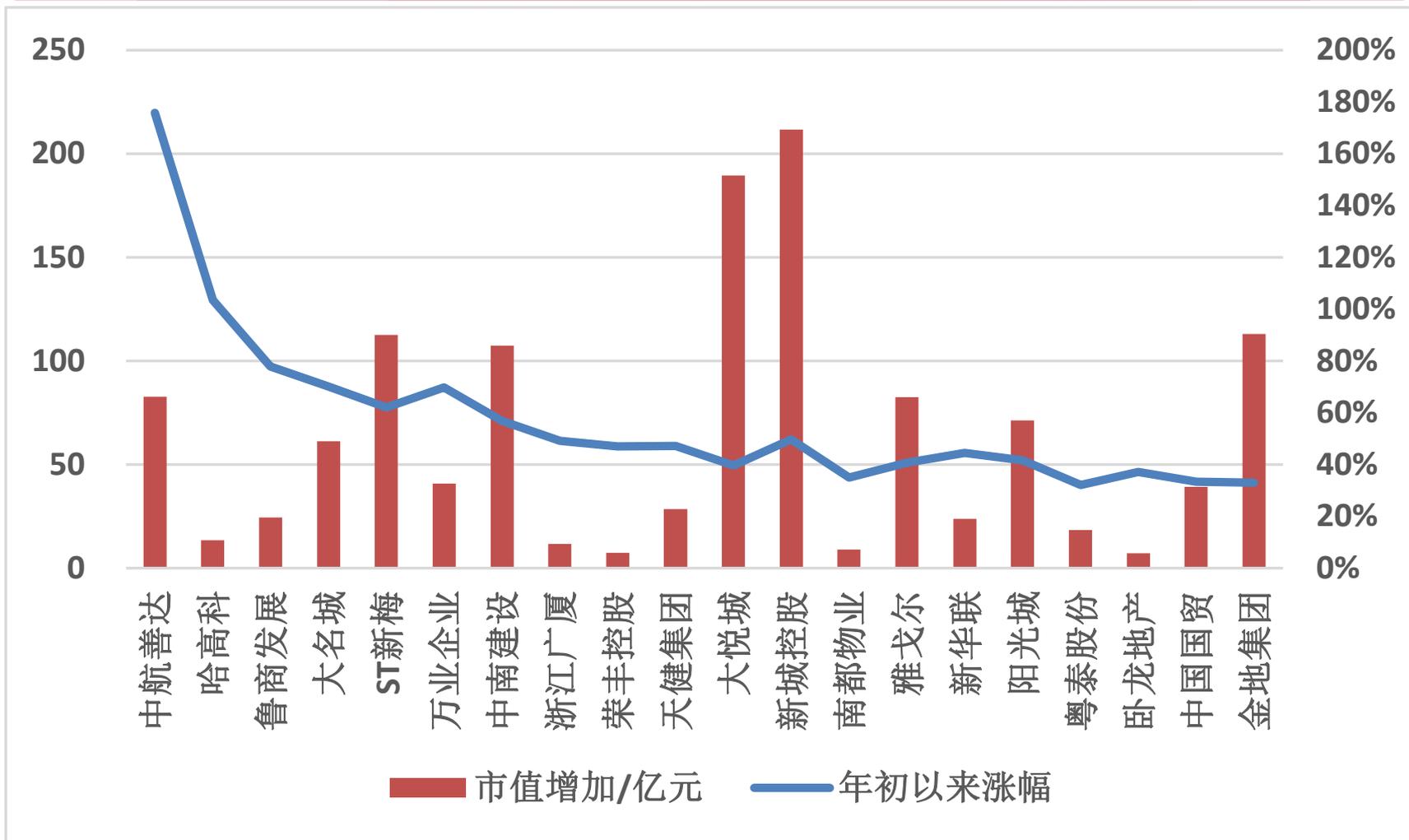
数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止到2019.11.30

1.2 估值水平：当前A股和H股主流地产股



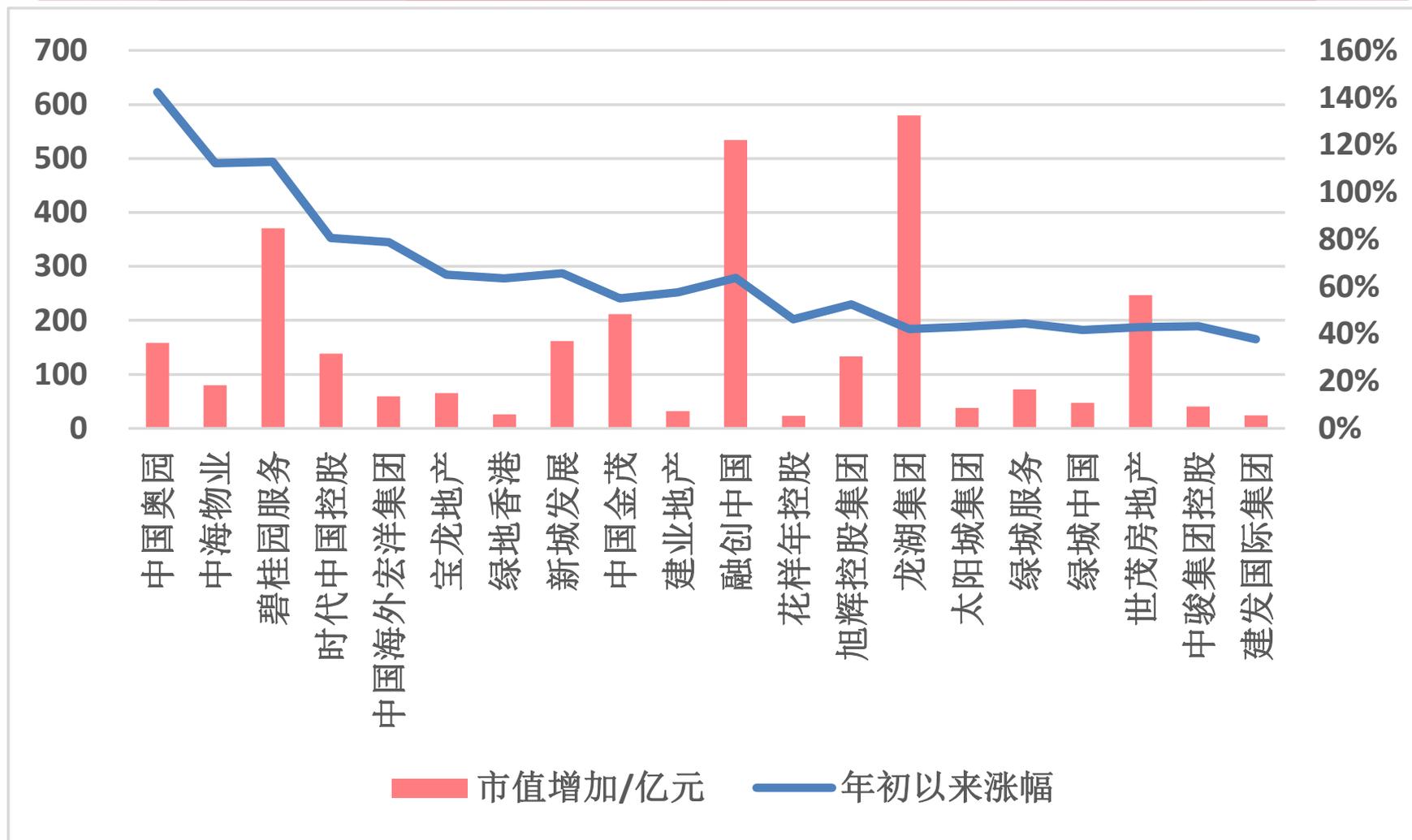
数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止到2019.11.20，沪深300指数三低点为2008.11.4、2013.6.25、2019.1.3

1.3 个股表现：2019年以来A股地产股涨幅TOP20



数据来源：Wind，西南证券整理（年初到2019.11.26），申万地产131只个股

1.3 个股表现：2019年以来港股通地产股涨幅TOP20



数据来源：Wind，西南证券整理（年初到2019.11.26），港股通72只地产股

1.4 行情回顾及总结

市场逻辑：走向成熟市场，资金风险偏好两级分化

- A股从1989到2019共30年时间，市场成熟度越来越高，价值投资占据主流，有成熟牛市场特征
- 2016Q2以来，很多缺乏基本面支撑的股票赚钱效益越来越弱，随着退市常态化，A股壳价值不断走低
- 11月26日MSCI第三次扩容，中国大盘A股纳入因子从15%提升至20%，MSCI中国指数增加204只A股。A股在MSCI中国指数和MSCI新兴市场指数中的权重将分别提升至12.1%和4.1%，外资持续流入趋势不改
- 截止到2019年11月底，A股破净个股占比达11.8%，预计未来1年可能还要持续增加，但同时沪深300指数估值水平在历史中位，核心资产个股估值水平在高位

板块比较：大消费、大科技板块明显占优

- 截止11月底，年初以来涨幅超过30%的申万子板块包括食品饮料、电子、农牧、家电、计算机、建材、非银和医药
- 从涨幅上看，电子Top18个股涨幅超过150%、计算机Top20个股超过100%、医药Top20个股超过100%、食品饮料Top10个股涨幅超过100%、农牧Top10个股涨幅超90%、建材Top12个股涨幅超过50%、非银Top10个股涨幅超过50%、家电Top10个股涨幅超过50%

地产个股：内房依旧强于A股地产股，物业表现抢眼

- 整体上看内房股依然要强于A股地产股
- A股地产股最强的是逆周期的中航善达（央企物业）和大名城（新能源汽车），比较强的是中南建设、天健集团（旧改）、新城控股、大悦城（商业）、阳光城、金地、蓝光、保利等
- 内房股比较强的包括奥园、中海物业、碧桂园服务（物业）、时代、新城发展、宝龙、融创、金茂、建业、旭辉、世茂、龙湖、佳兆业（旧改）等

目 录

◆ 2019年行业表现回顾

◆ 新一轮朱格拉周期下行业窄幅震荡

◆ 地方调控政策进入区域协同阶段

◆ 2020投资策略及重点推荐标的

2.1 行业周期：位于新一轮朱格拉周期中部位置

□ 房地产行业周期划分：

- 长周期（康波周期）与房地产价格驱动机制相关，比如土地信用扩张行为驱动房地产价格转变为资产现金流预期驱动房地产价格
- 中周期（朱格拉周期）与库存均值周期相关，核心驱动因素是房企一致的补库存或去库存行为
- 短周期（基钦周期）与调控/信贷政策周期相关，核心是判断政策的转折点

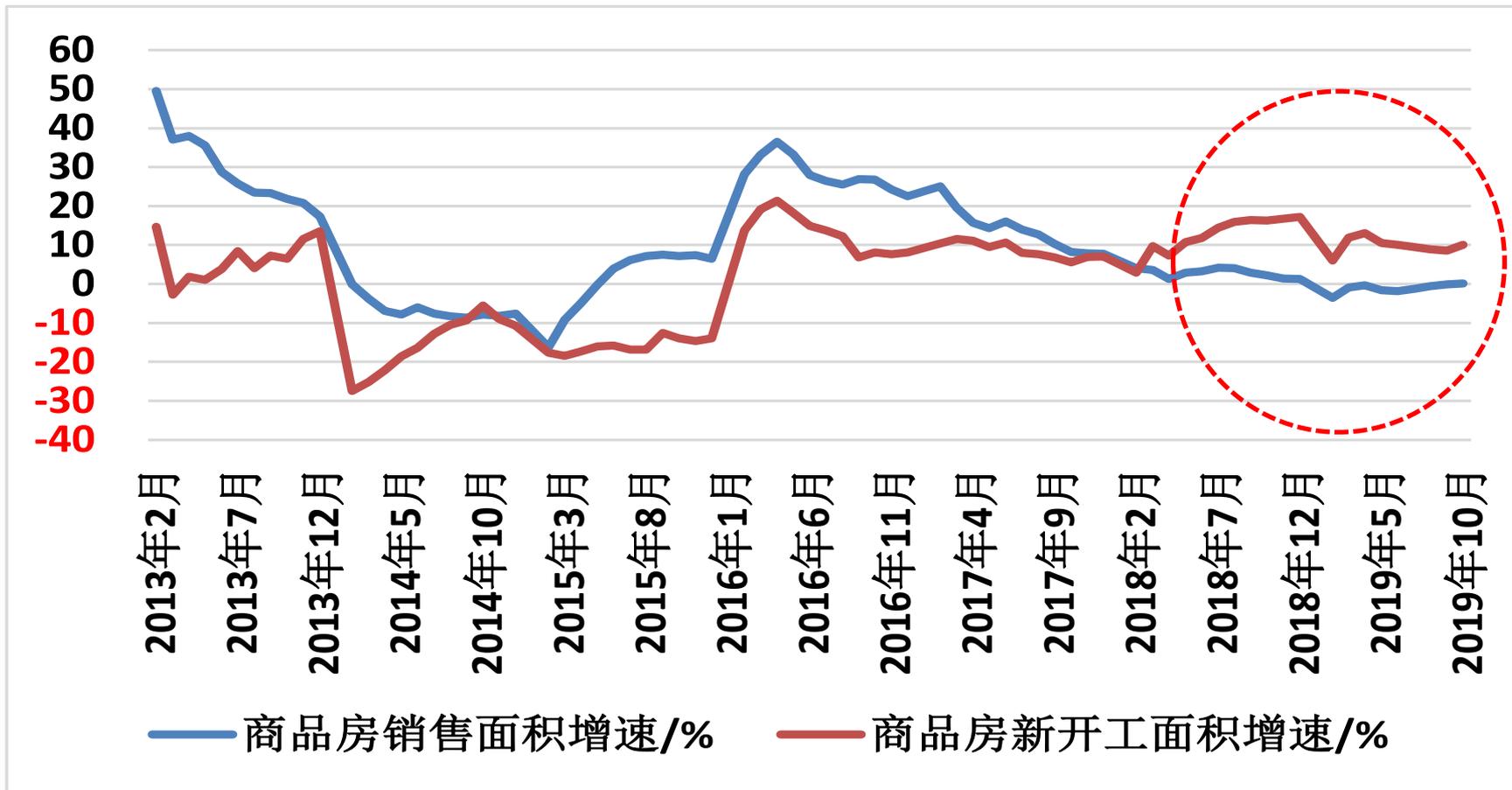
□ 房地产行业位置判断：

- 长周期（康波周期）：依然位于1998年以来的上行周期，地价波动方向决定房价波动方向并未改变
- 中周期（朱格拉周期）：房企一致地补库存，2018年开始，已历时两年，预计还有2-3年的库存回补过程
- 短周期（基钦周期）与调控/信贷政策周期相关，核心是判断政策的转折点，5年LPR降低值得关注

□ 2019&2020行业数据展望：

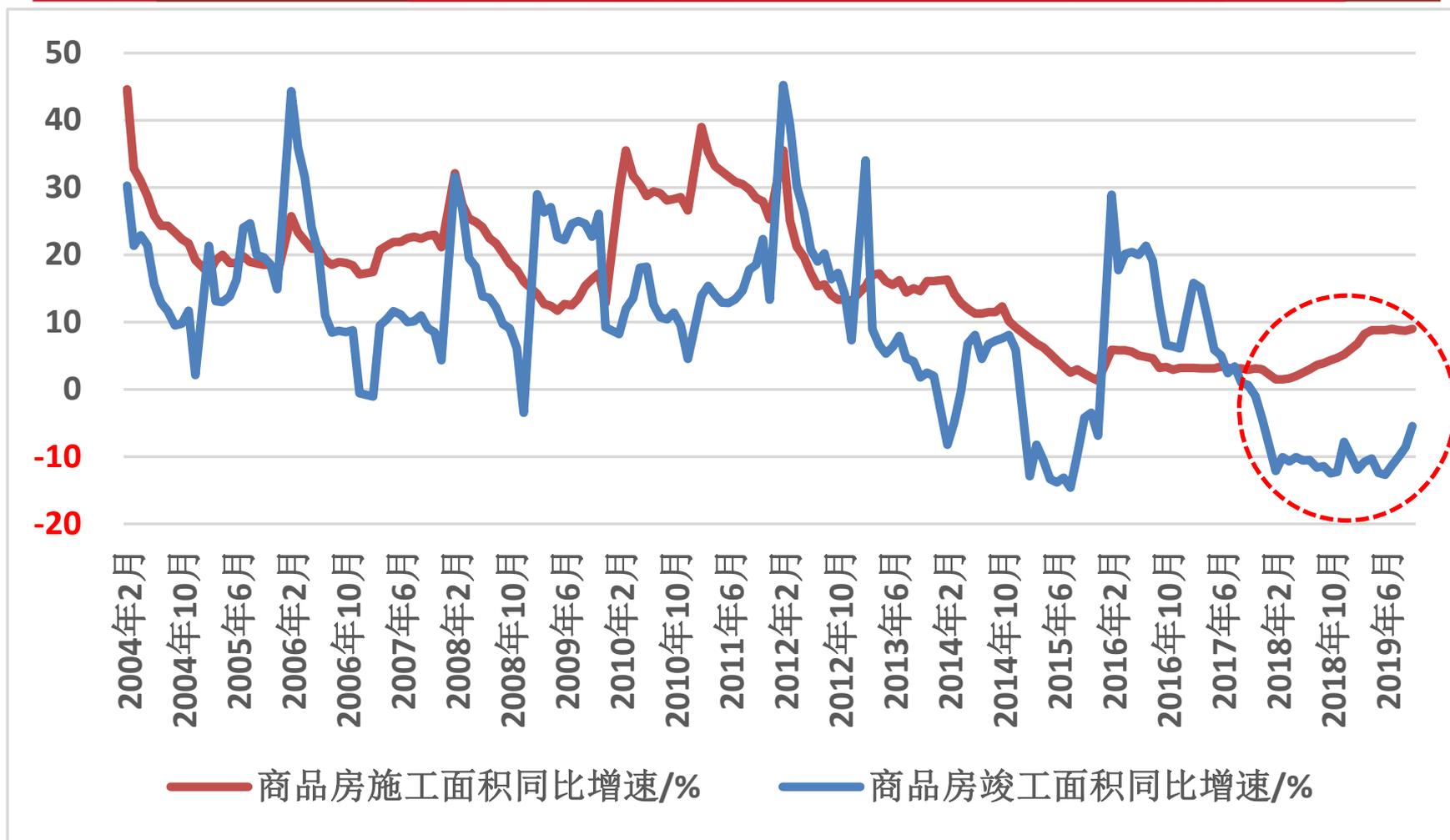
- 2019E：销售面积+1%、销售金额+8%、新开工+12%、施工+9.5%、竣工-2%、投资+10%
- 2020E：销售面积+5%、销售金额+12%、新开工+5%、施工+7%、竣工+12%、投资+8%

2.2 存货回补：预计2020还在路上，投资韧性犹存



数据来源：Wind，西南证券整理（从历史上看，年度商品房销售面积绝对值一直低于商品房新开工面积绝对值，从累计增速来看，自2013年初到2018年初，销售面积增速大部分时间高于新开工，主因是去库存，但自2018年之后，新开工面积增速爬升到上方，很多城市还在存货回补的过程中，目前来看这一过程还未结束，这带来了土地购置的强劲和投资增速的超预期，补库存进入尾部阶段可观察的指标为施工面积增速在5%内、新开工跌入到-10%以下）

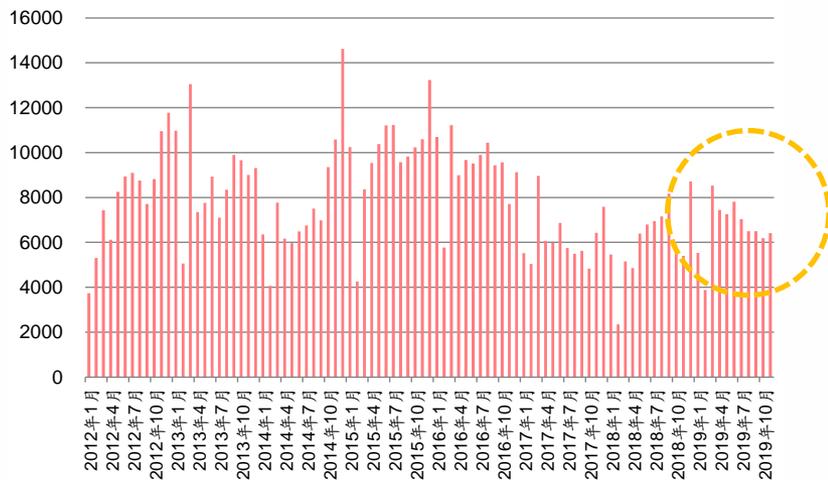
2.2 竣工提振：竣工面积恢复逐步导致施工面积增长放缓



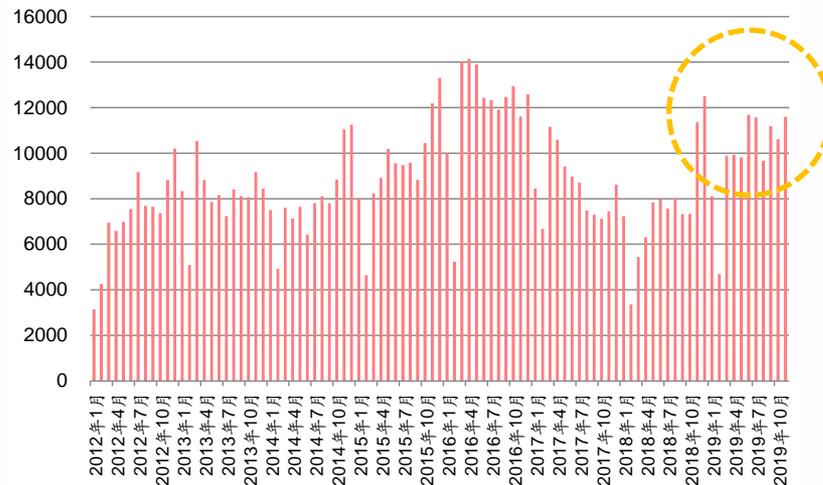
数据来源：Wind，西南证券整理，竣工面积自2019Q4开始明显恢复，预计在2020Q2和2020Q4持续恢复

2.3 销量回顾：一线/中心城市及受辐射的三四线表现较强

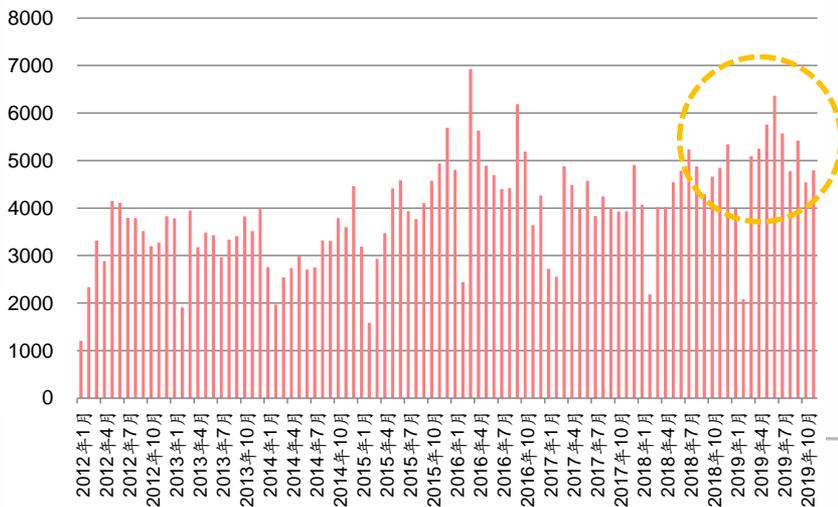
一线城市新房销量均值（月，套）



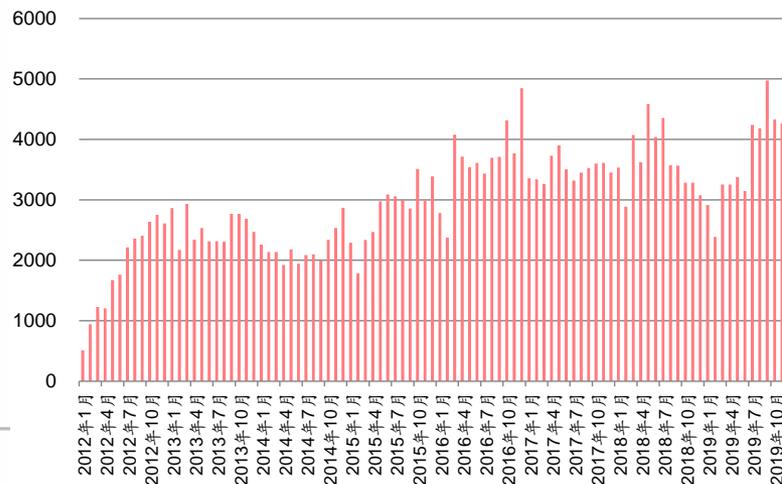
中心城市新房销量均值（月，套）



辐射三四线城市新房销售均值（月，套）



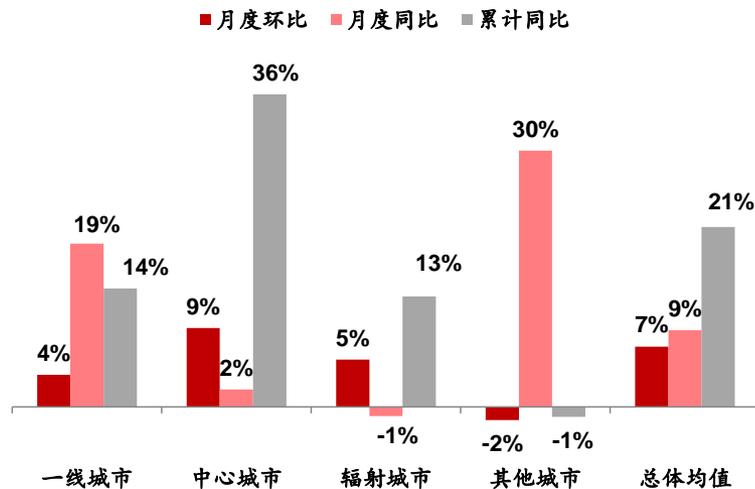
其他三四线城市新房销量均值（月，套）



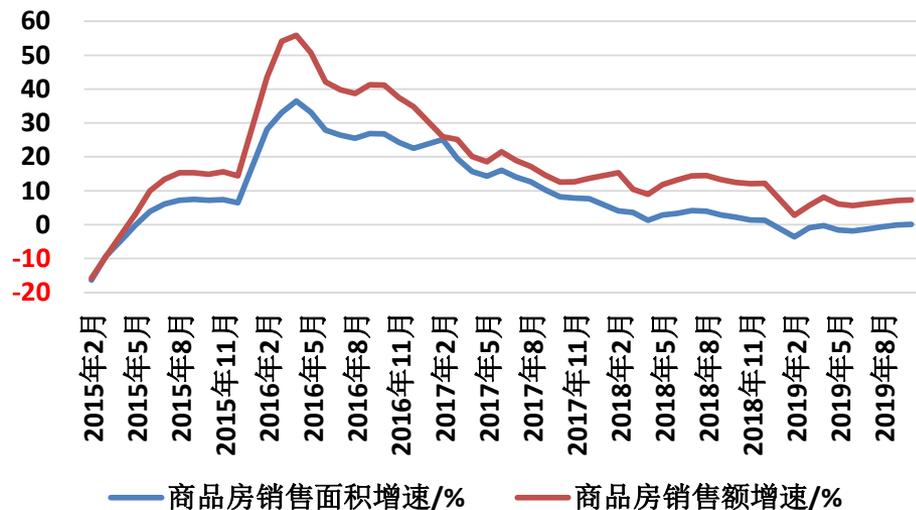
数据来源：Wind，西南证券整理

2.4 价格表现：区域收敛特征下，改善型需求支撑价格同比上涨

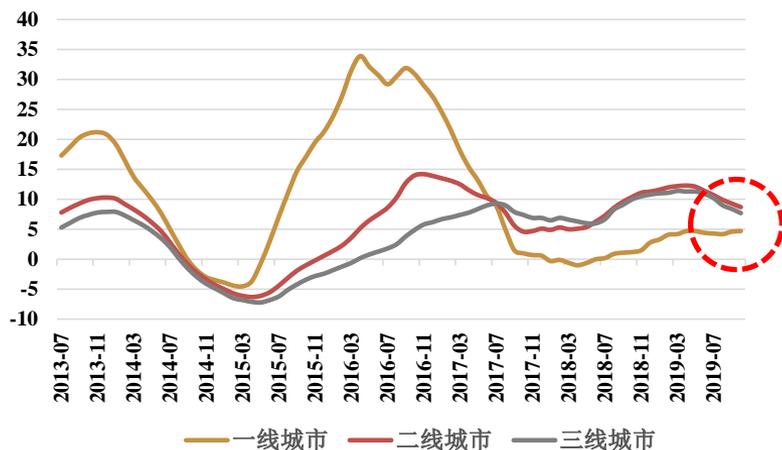
2019.11样本城市新房销量结构拆分



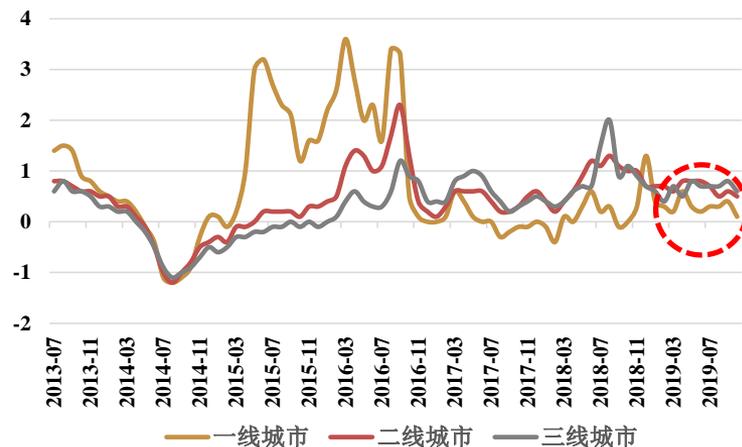
全国商品房销售累计增速 (%)



70城市新房价格同比分类变化 (%)



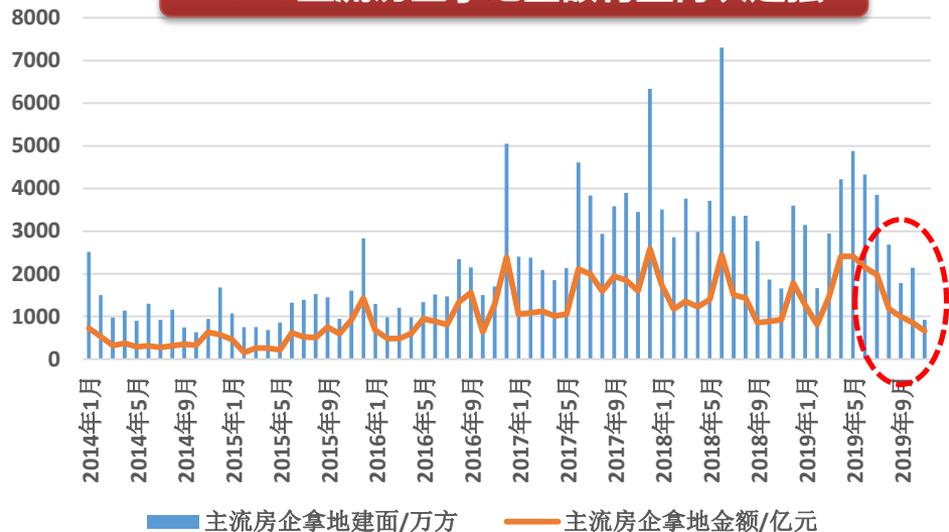
70城市新房价格环比分类变化 (%)



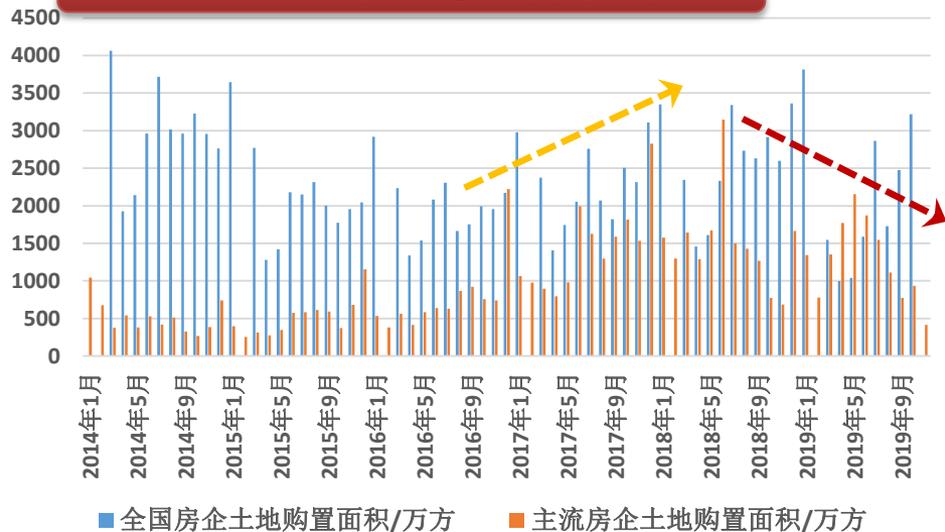
数据来源：Wind，西南证券整理

2.4 中观表现：房企表外紧融资影响拿地，明年拿地或再次走强

2020主流房企拿地金额有望再次走强



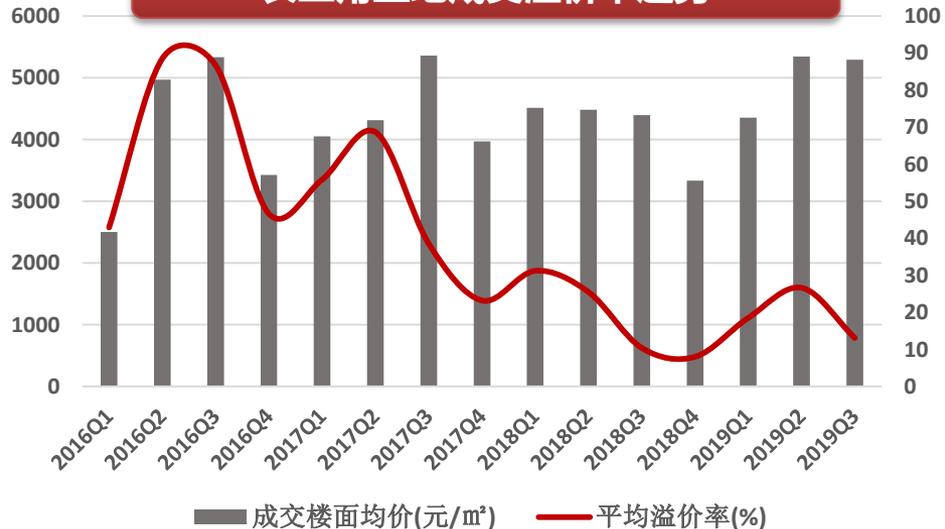
2019H2主流房企拿地占比趋缓



2020年房企拿地有望超预期

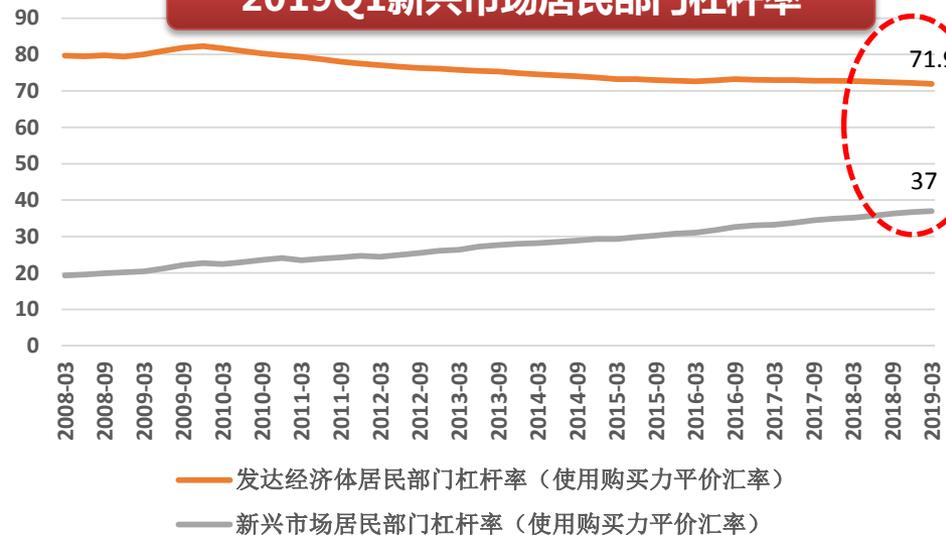
- 表外融资收紧对拿地的影响或边际改善
- (地价/房价) 比值在2019Q4继续走低
- 房企合作拿地现象变少，权益比提升
- 收并购与城市更新在高能级城市拿地越来越多，城市更新在大湾区比例最大
- 拿地多的房企和城市越来越集聚

长三角土地成交溢价率趋势

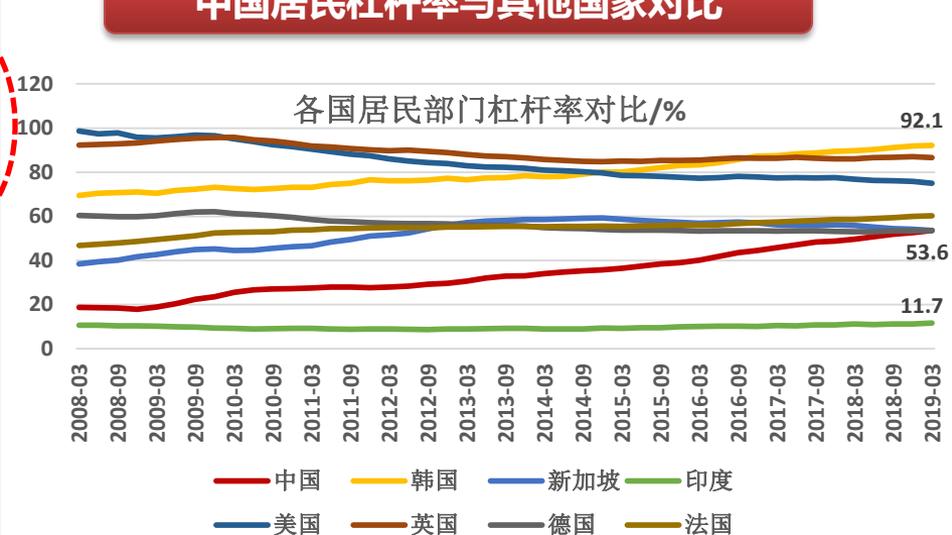


2.4 中观表现：居民杠杆率位于新兴市场高位，但依然有空间

2019Q1新兴市场居民部门杠杆率



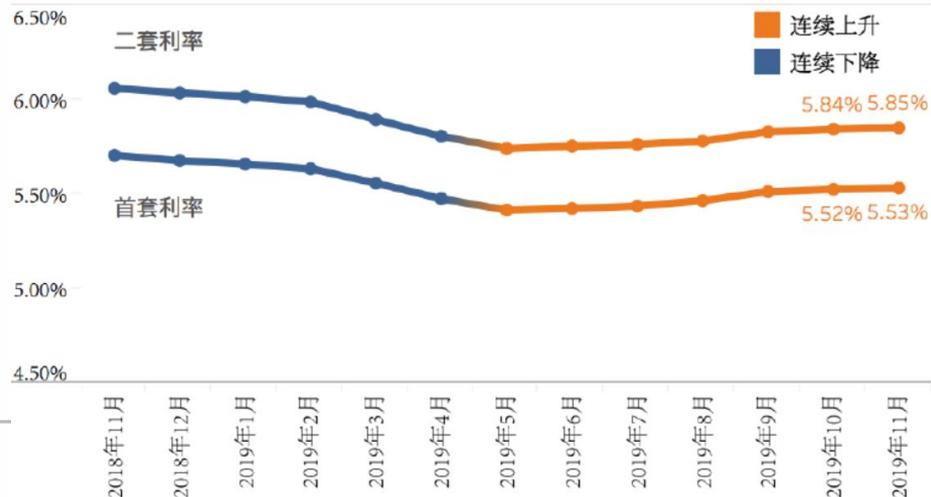
中国居民杠杆率与其他国家对比



2020年流动性或见底反弹

- 19年9月末主要金融机构个人购房贷款余额同比增速从17年3月末的35.7%持续降低到16.8%，接近12年6月末11%的历史低位
- 5年期LPR自2019年11月20首次调低至4.80%，有望带动全国首套和二套房贷利率下行
- 都市圈内公积金互认、信贷资源共享开始

全国首套和二套房贷利率或再次下行



2.5 行业表现展望及择股思路

行业表现

- 2019H1，二线中心城市和被辐射三四线城市新房表现强劲，一线表现也不错，其他三四线城市明显较差，销售呈现较为明显的集聚特征；但2019下半年之后，其他三四线城市销售又有所恢复，截止到2019年底，一线销量同比+15%、中心城市+36%、被辐射三四线+12%、其他三四线-1%，其他三四线销售主要由改善型产品的供求关系驱动。
- 从流动性改善及区域调整政策走向协同趋势来看，20年销售可能会比19年要更强，预计销售额增长12%，一线及周边辐射的三四线可能增速比19年要高，21年销售不乐观。
- 竣工可能有持续的恢复，投资增速的施工、新开工支撑不如19年，增速可能下滑到8%
- 房企恢复拿地趋势比较明显一些，横向并购带入货值的现象会比较普遍。

择股思路

- 流动性改善：融资渠道打开>信用评级调升>净负债率下降>融资成本降低，选择相对比较敏感的房企，比如中南（融资成本由高到低）、阳光城（净负债率有高到低）、佳兆业（融资渠道从少到多）、碧桂园（信评调升）；
- 销售弹性：横向兼并带入货值>储备可售货值充裕>销售去化率提升
- 都市圈依然看好大湾区、长三角和成渝等多核区域、海西及海南20年可能会超预期
- 一二线依旧看好，三四线关注有联动效应、二手交易有规模、改善型新房产品供应较少的区县

关注点

- 行业存货回补是否在20年结束？
- 销售改善是否导致价格上涨压力加大？
- 万科的物业、商业、物流、长租是否会分拆上市等？恒大的风险偏好能否提升？

目 录

◆ 2019年行业表现回顾

◆ 新一轮朱格拉周期下行业窄幅震荡

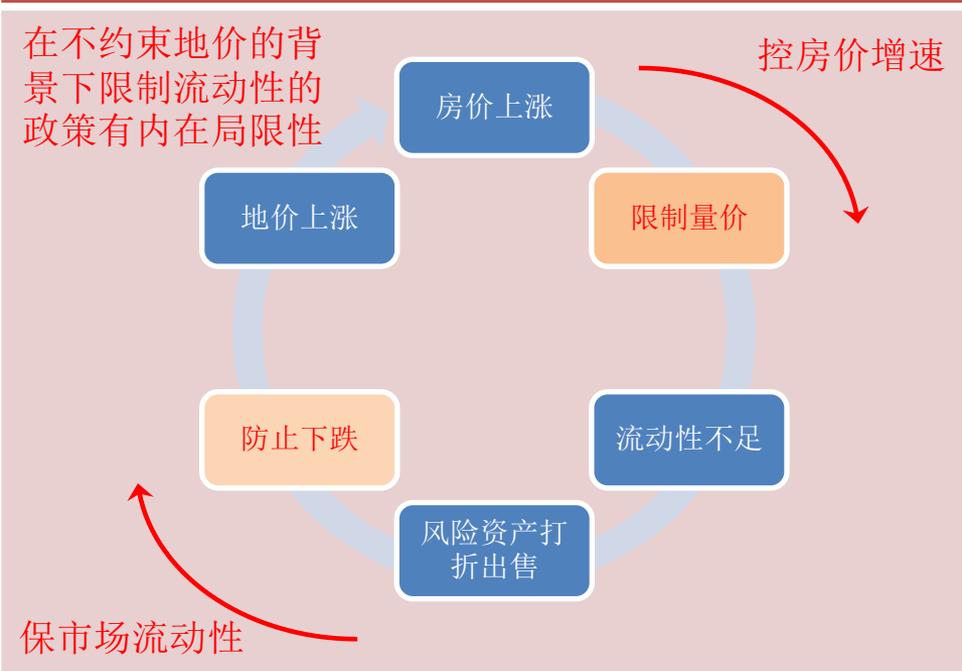
◆ 地方调控政策进入区域协同阶段

◆ 2020投资策略及重点推荐标的

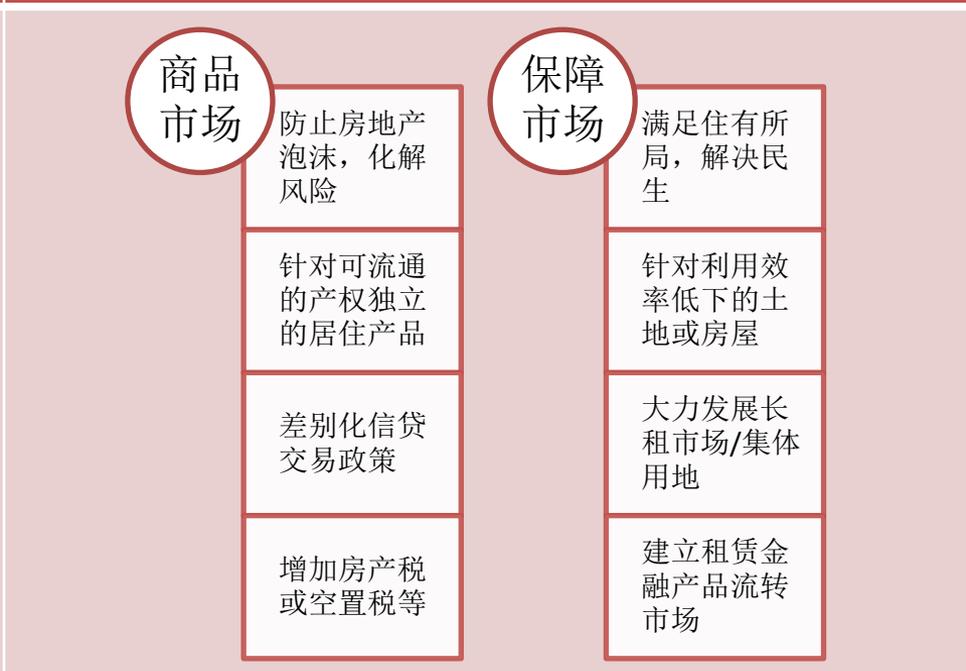
3.1 宏观调控：融资渠道控制为主，量价回归市场

- ◆ 长效机制：政府对房地产市场保持长期干预和调控的一切政策和制度的总称，而非建立一种针对房地产的基础制度保持长期不变。
- ◆ 房住不炒：主要是房地产金融属性“收和放”的问题，金融属性并未改变，需要提高炒房难度限定炒房范围，这个政策落实更多是总量的信贷政策，在央行和银保监会，不在住建部，也不在地方。
- ◆ 区分住房商品市场与保障市场，分别达到“防止房地产泡沫”和“满足住有所居”这两大目标。

宏观调控的核心：控制不合规融资渠道



两个市场框架（长期租赁优先购买权）



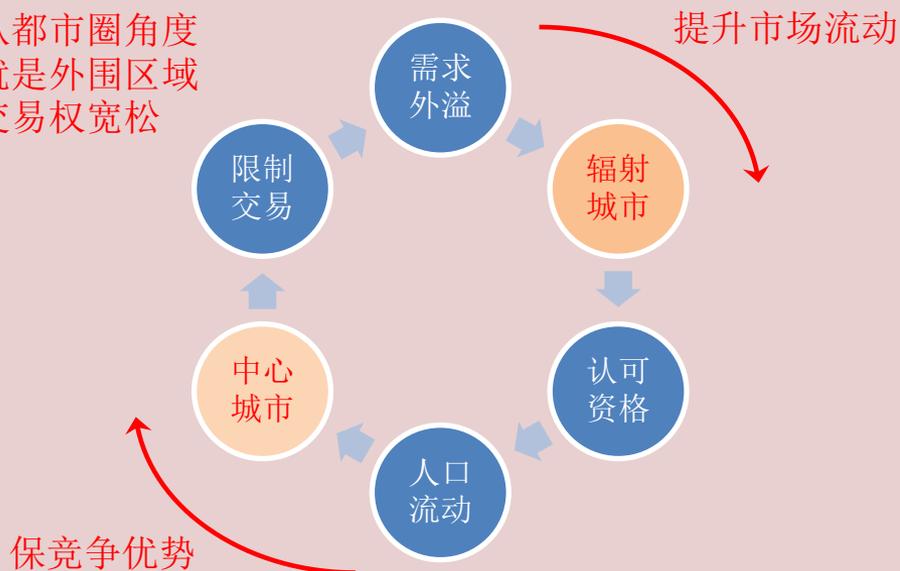
数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 地方调控：从“独自为战”到“区域协同”

- ◆ 因城施策：地方房地产市场的发展阶段和风险承受力差异明显，政策的松紧程度和节奏不一样；
- ◆ 调控政策：限制交易权（限制资格、交易频率、交易税费）的政策打破城市边界，进入区域协同
- ◆ 价格管制：锚定历史比较基准、统计范围扩散化，缓解高价盘堰塞湖现象；
- ◆ 区域协同：中心城市及周边城市在购房资格、配套用地、信贷资源实现共认、共担和共享。

低能级城市认可高能级城市购房资格

从都市圈角度
就是外围区域
交易权宽松



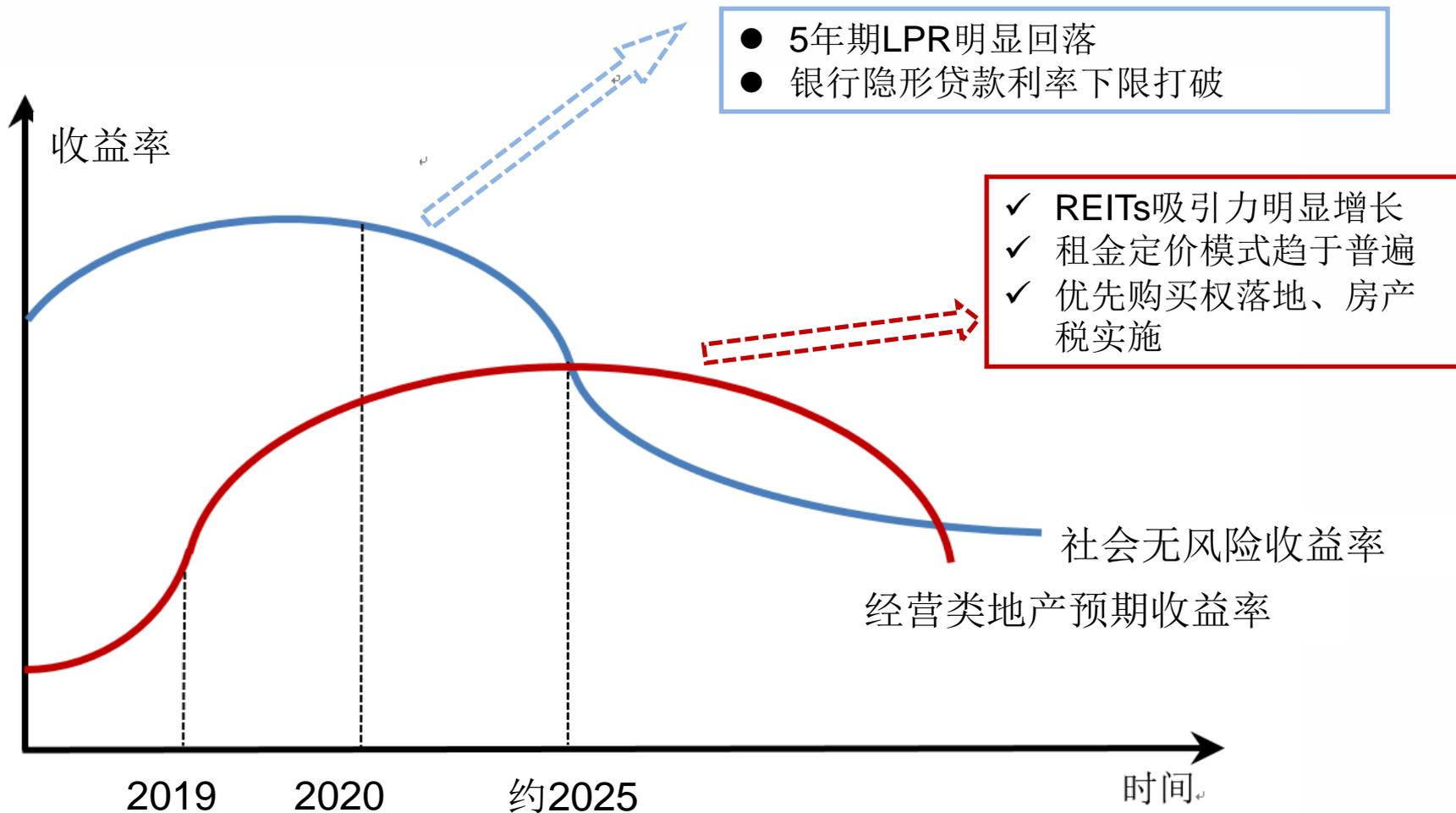
几个特别值得关注的区域

- | | | |
|--------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| <p>大湾区
深圳、澳门及周边</p> | <p>长三角
上海、南京、杭州及周边</p> | <p>海南
海口、三亚及南宁周边</p> |
| <p>成渝
重庆、成都及周边</p> | <p>海西
海西延岸城市</p> | <p>环京
雄安与大兴机场周边</p> |

数据来源：Wind，西南证券整理

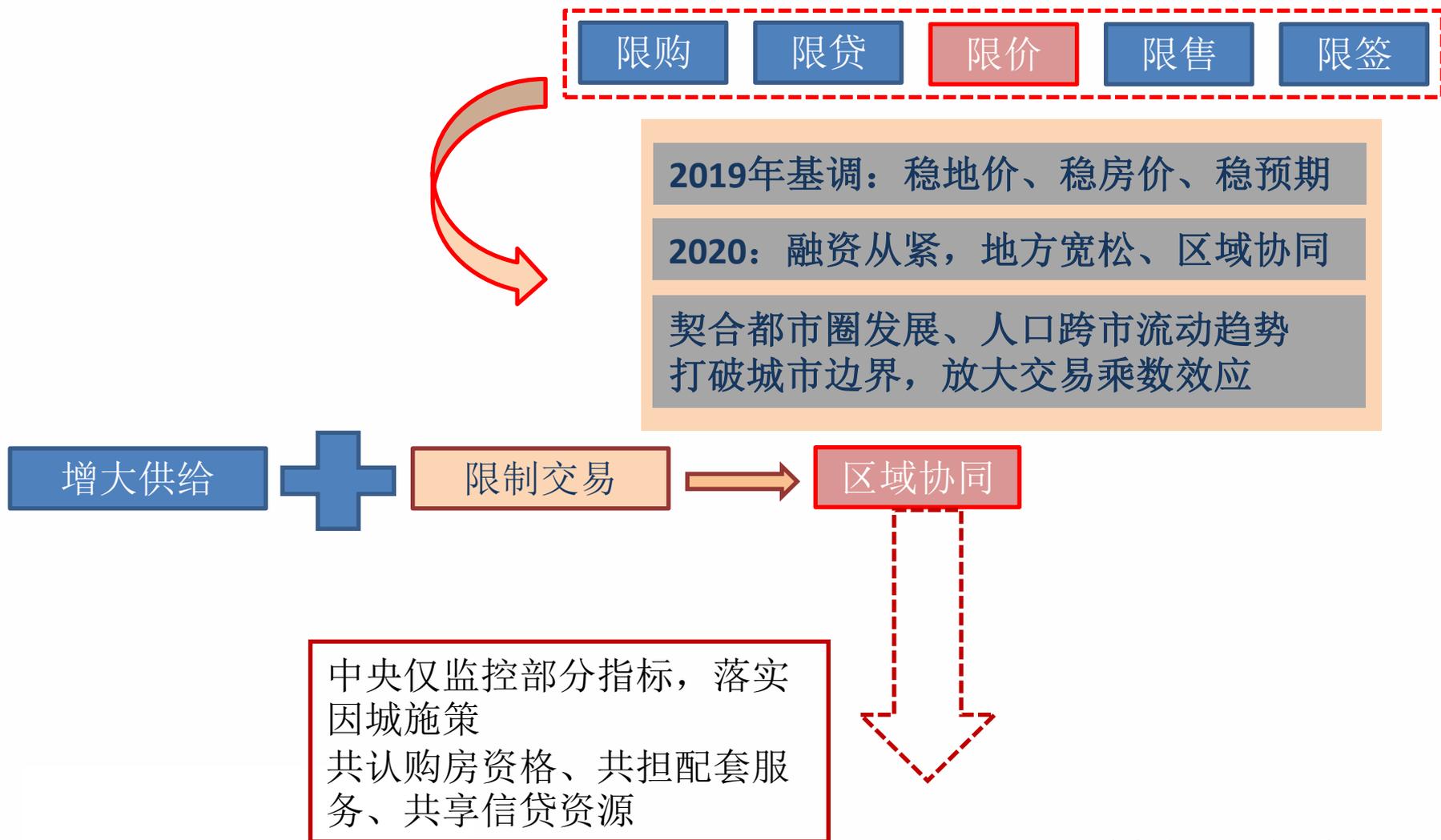
www.swsc.com.cn

3.3 刚兑有序打破，无风险收益率或持续走低



数据来源：西南证券整理

3.4 2020政策面：渠道从紧不变、因城施策宽松，资本成本走低



数据来源：西南证券整理

3.5 政策调控及应对要点

中央与地方由对应到统一

- 2016年以前，中央主要控制风险，而地方倾向于大量卖地、刺激房价地价上涨，风险在中央，收益在地方，风险收益并不匹配，博弈明显
- 因城施策后，地方需要承担风险，地方调控政策的维度更广，博弈层面转为与周边城市的博弈，政策与具体的人口流动相匹配，更为科学

政策调控周期逐步变缓变质

- 从2006-2016年地产调控周期一般是3-4年；
- 2014Q2千方百计去库存之后，中心城市的供求关系发生显著变化，持续的库存回补造成行业波动周期明显缩小，政策调控周期效应不显著
- 地产调控政策进入区域协同后，结构性周期特征取代总量周期性特征

应对政策：从人口流动、产业变迁新趋势出发

- 拿地布局在城市群里面（有潜在乘数效应），产品竞争力提升（在市场深度不够的地方创造改善型住房需求）
- 财务杠杆中长趋势还是降杠杆，表外融资难以回到之前高点
- 政策关注时间：2019年12月、2020年4月、2020年7月等

目 录

◆ 2019年行业表现回顾

◆ 新一轮朱格拉周期下行业窄幅震荡

◆ 地方调控政策进入区域协同阶段

◆ 2020投资策略及重点推荐标的

投资策略及核心结论

【A股地产投资策略】

- 1) 2018年9月我们率先提出四季度重视地产股收益，目前来看逻辑还未完全兑现，12月经济工作会议未提房地产，地方调控政策或松动，从政策时点看关注2019年12月、2020年4月和2020年7月。
- 2) 信贷方面，2020年初按揭额度会明显宽松，叠加5年期LPR走低，2020Q1率先在按揭市场看到流动性的提振；针对开发商融资，我们预计2020年依然是渠道控制从严，表外负债依然面临压力，但表内负债成本有望受益5年期LPR的下行，高负债房企的融资成本改善可能会有较大的结构性差异。
- 3) 2020H1，随着竣工数据修复、地产相关产业链（包括物业）依然看好，保利物业、万科物业上市有利于地产股估值的企稳回升。
- 4) 2020年3/4月地产公司业绩和分红超预期可能性很大。
- 5) 建议超配地产：一线和优质二线均衡配置/动态调整，看好物业、有持续性的商业等。

【港股地产投资策略】

- 1) 关注人民币贬/升值时点、外围市场涨跌时点
- 2) 关注竞争格局、结构占优、基本面大幅向好的地产股

- 竞争格局：A股万科、保利、招蛇、新城，H股龙湖、世茂、碧桂园、金茂等
- 信用改善：A股华夏、中南、华发、蓝光、阳光城，H股融创、恒大、佳兆业等
- 业绩分红：A股金地、荣盛，H股龙光、旭辉、宝龙等
- 逆周期：A股中航善达、新大正、上海临港，H股碧桂园服务、蓝光嘉宝等

风险提示：地方调控不放松、市场信用风险加剧等。

万科A (000002) : 业绩符合预期, 土储补充积极

□ 投资逻辑 :

1) 业绩稳步结算, 盈利能力强, 19年前三季度收入业绩分别同比+27%、+30%, 毛利率、净利率分别36%、13%, 三季度末已售未结金额6363亿元, 未来业绩可期; 2) 1-10月实现销售额5190亿元, 同比增长7%, 公司拿地聚焦一二线及环都市圈, 1-10月拿地3695万方, 总土储约1.5亿方; 3) 三季度末有息负债2306亿元, 现金短债比1.7倍, 截至三季度末净负债率仅为50%, 为业内标杆。

□ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为421.3亿、489.2、560.6亿, 对应PE分别为7.4倍、6.4倍、5.7倍, “买入” 评级。

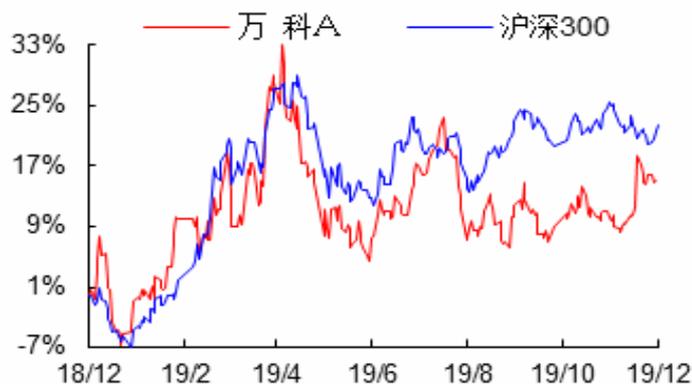
□ 风险提示 : 公司房地产项目销售不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	297679.33	360798.78	426453.25
营业收入增长率	22.55%	21.20%	18.20%
净利润 (百万元)	33773.65	42125.10	48917.27
净利润增长率	20.40%	24.73%	16.12%
EPS (元)	2.99	3.73	4.33
P/E	9.4	7.4	6.4

数据来源: Wind, 西南证券

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

中南建设（000961）：业绩再超预期，有息负债保持低位

□ 投资逻辑：

1) 2019年1-10月销售额1474亿元，同比增长29%，预计全年销售规模有望突破1800亿；2) 前三季度新增计容建面751万方，拿地权益比为62%，平均地价4832元/平方米；截至三季度末，公司总土储4755万方；3) 截至三季度末，公司总有息负规模为690.6亿元，总有息负债在同等规模的房企中处于低位，经营风险可控；4) 股权激励充分，业绩承诺彰显信心，占股本比共计高达10%。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为40.4亿、70.4亿、90.7亿，对应PE分别为8.3倍、4.8倍、3.7倍，“买入”评级。

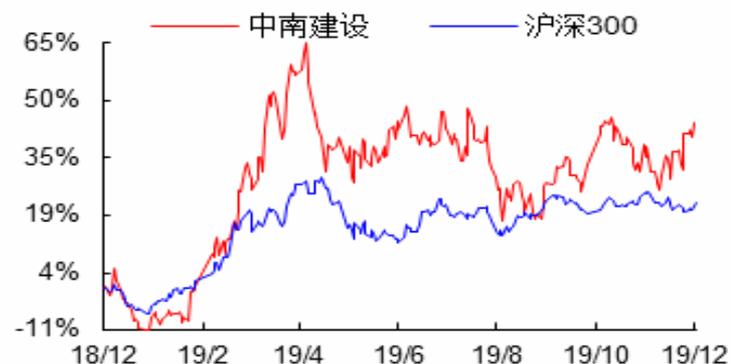
□ 风险提示：销售增速或低于预期，负债结构优化或较为缓慢。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	40,110.13	63,646.53	100,021.06
营业收入增长率	31.28%	58.68%	57.15%
净利润（百万元）	2,193.10	4,042.52	7,044.71
净利润增长率	263.90%	84.33%	74.27%
EPS（元）	0.59	1.09	1.90
P/E	14.8	8.3	4.8

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

蓝光发展（600466）：物业成功拆分上市，拿地结构明显优化

投资逻辑：

1) 公司进入业绩释放期，前三季度营收业绩分别同比增长95%和108%，三季度末预收账款605亿元，结算规模充沛；2) 19年销售平稳增长，根据克而瑞数据，1-10月实现销售838亿；前三季度新增计容建面828万方，拿地销售比约为1.06倍；3) 嘉宝股份10月18日顺利上市，公司持有嘉宝服务上市后总股本的67.5%，嘉宝股份为业内物业排名11位，盈利能力强劲，有助于公司估值提升。

业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为34.7亿、53.8亿、68.8亿，对应PE分别为6.0倍、3.8倍、2.9倍，“买入”评级。

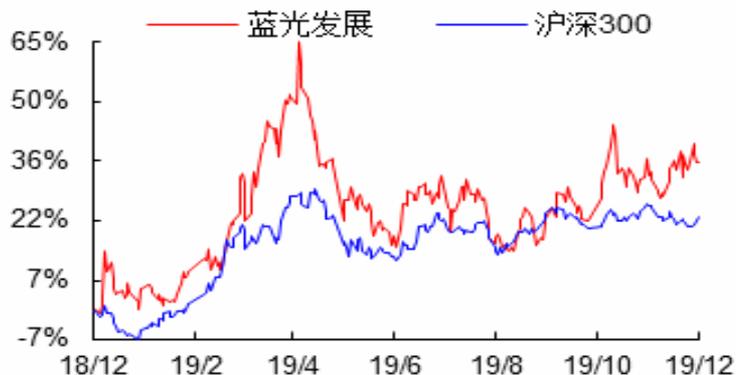
风险提示：房产销售回款不及预期、融资不断收紧、蓝光嘉宝估值偏低等。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	30820.54	39231.95	49284.97
营业收入增长率	26%	27%	26%
净利润（百万元）	2224.07	3470.48	5380.20
净利润增长率	63%	56%	55%
EPS（元）	0.74	1.15	1.79
P/E	9.1	6.0	3.8

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

华发股份（600325）：从量变到质变，TOP20潜在进入者

□ 投资逻辑：

1) 销售增速亮眼，1-10月实现销售金额约674亿元，同比+48%，预计全年有望超800亿；2) 公司以一二线为重点深耕城市，土储占比超过85%，土储质量高，2018年末公司土储（含在建）1754.3万方，总口径货值约3350亿，19年上半年新增土储97万方；3) 公司擅长利用产业链优势不断创新，产品品质获客户和业内广泛认可，2018年全年销售均价高达29866元每平方米，契合改善型需求市场。

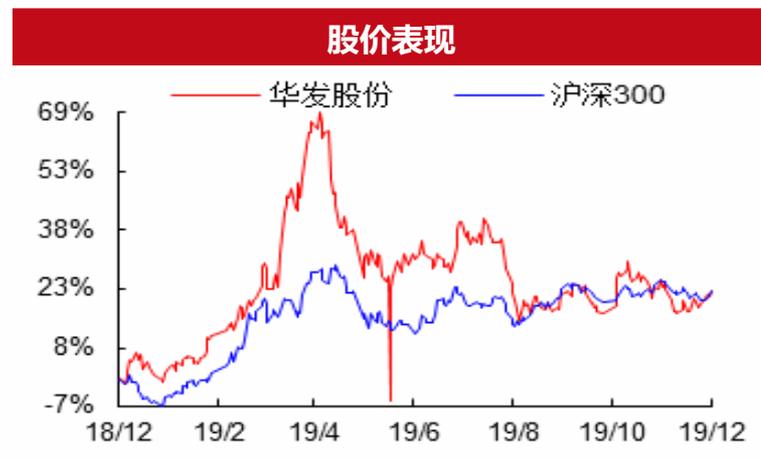
□ 业绩预测与投资建议：

预计2019-2021年净利润分别为33.1亿、46.5亿、62.0亿，对应PE分别为4.7倍、3.4倍、2.4倍，“买入”评级。

□ **风险提示：**宏观调控风险、区域政策风险、项目合作风险、销售回款风险等。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	23699	33758	45334
营业收入增长率	19.0%	42.4%	34.3%
净利润（百万元）	2284	3306	4648
净利润增长率	41.0%	44.7%	40.6%
EPS（元）	1.08	1.56	2.19
P/E	6.4	4.7	3.4

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

融创中国 (1918.HK) : 竞争优势依旧显著, 业绩如期高增长

□ 投资逻辑 :

1) 2019年1-10月实现合同销售金额4339亿元, 同比增长17%; 2) 截至2019年8月, 总土储2.13亿方, 平均土地成本4307元/平方米, 总货值2.8万亿, 83%位于一、二线城市, 土储规模充裕质量高; 3) 截至2019年上半年末, 公司有息负债总额3021亿元, 相比去年末增长了32%, 而公司短期偿债能力强, 2019年中期现金覆盖下半年到期有息负债3.1倍, 随着业绩释放年末净负债率有望明显改善。

□ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为251.0亿、319.6亿、407.7亿, 对应PE分别为6.8倍、5.3倍、4.0倍, “买入” 评级。

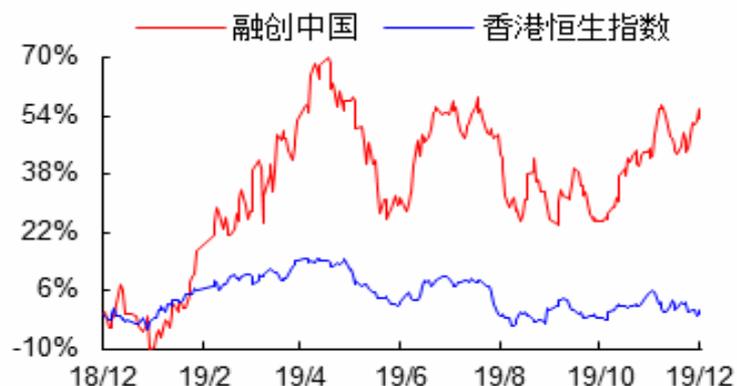
□ **风险提示** : 净负债率改善低于预期、融资端调控进一步趋严等。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	124746	197598	237512
营业收入增长率	89.4%	58.4%	20.2%
净利润 (百万元)	16567	25101	31962
净利润增长率	50.6%	51.5%	27.3%
EPS (元)	3.75	5.68	7.24
P/E	8.7	6.8	5.3

数据来源: Wind, 西南证券

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

中国金茂 (0817.HK) : 受益一二线回暖, 稀缺央企成长标的

□ 投资逻辑 :

1) 2019年1-10月实现签约销售金额1360亿元, 同比增长29%, 全年1500亿元销售达成可期; 2) 公司项目主要布局在一二线城市, 2019年上半年新增计容建面643万方, 截止到2019年7月底公司二级开发权益土储建面合计2735万方, 另外一级开发权益土储1547万方; 3) 上半年末有息负债888.1亿, 平均资金成本仅4.96%, 信用优势明显, 融资成本4.21%。截止2019年中公司净负债率67%。

□ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为75.9亿、106.4亿、119.8亿, 对应PE分别为7.5倍、5.4倍、4.6倍, “买入” 评级。

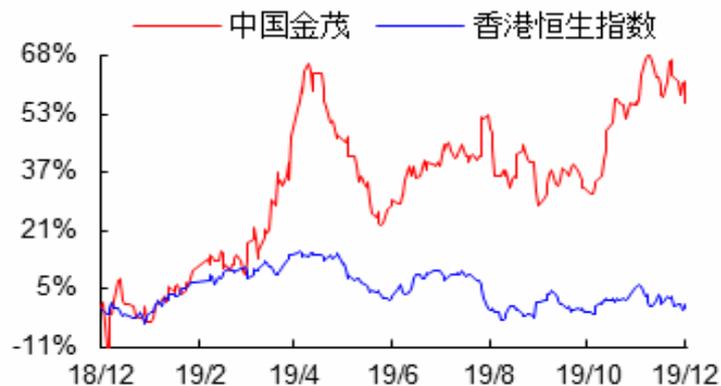
□ **风险提示** : 城市运营项目进度缓慢, 销售回款低于预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	38733	53838	72682
营业收入增长率	24.6%	39.0%	35.0%
净利润 (百万元)	5210	7594	10639
净利润增长率	31.0%	45.8%	40.1%
EPS (元)	0.45	0.66	0.92
P/E	10.5	7.5	5.4

数据来源: Wind, 西南证券

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

旭辉控股集团 (0884.HK) : 销售表现明显提速、拿地权益占比提升

□ 投资逻辑 :

1) 2019年1-10月, 公司现销售金额1558亿元, 同比增长32.2%; 2) 1-10月公司新增建面1126万方, 拿地金额权益占比提升至76%, 截止7月末公司累计土地储备达6300万方, 总货值9800亿元, 其中一二线及准二线占比高达89%; 3) 2019年上半年公司加权融资成本约为5.9%, 净负债率约为69.5%, 一年内到期债务比约为18%, 杠杆总体可控, 安全性无忧。

业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为70.0亿、88.9亿、106.0亿, 对应PE分别为5.3倍、4.0倍、4.0倍, “买入” 评级。

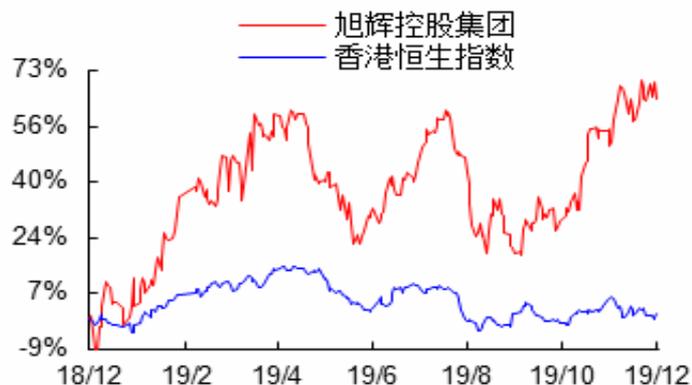
□ 风险提示 : 调控政策及融资面继续收紧、未来销售增长或低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	42368	57077	75587
营业收入增长率	33.13%	34.72%	32.43%
净利润 (百万元)	5409	7000	8896
净利润增长率	12.03%	29.42%	27.09%
EPS (元)	0.7	0.9	1.1
P/E	7.8	5.3	4.0

数据来源 : Wind , 西南证券

股价表现



数据来源 : Wind , 西南证券整理

碧桂园 (2007.HK) : 销售有质有量, 业绩稳健增长

□ 投资逻辑 :

1) 2019年1-10月实现权益合同销售金额4797亿元, 同比增长5%, 销售规模位居行业第一, 公司注重高回款于销售增速本身, 上半年权益回款率94.3%; 2) 截至19年上半年末, 公司已获取的权益可售资源约1.75万亿, 潜在的权益可售资源1.03万亿, 公司总土储充沛优质为未来销售提供支撑; 3) 公司严格控制负债率及融资成本, 上半年末公司净负债率58.5%, 平均加权融资成本位6.42%。

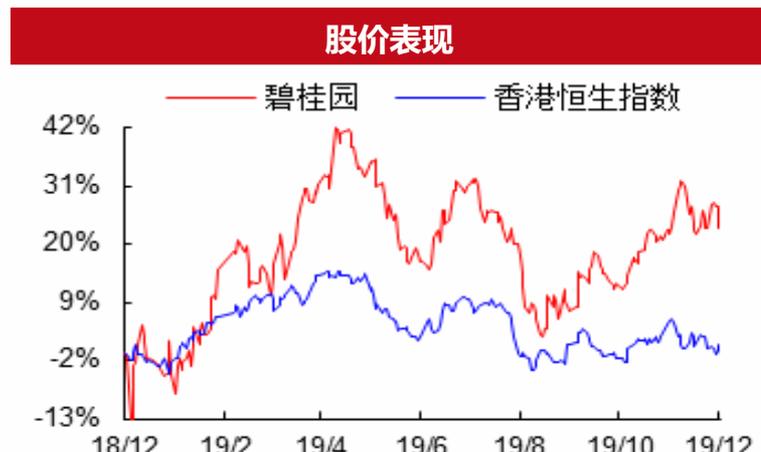
□ 业绩预测与投资建议 :

预计2019-2021年净利润分别为451.0亿、561.2亿、670.2亿, 对应PE分别为4.9倍、4.0倍、3.2倍, “买入” 评级。

□ **风险提示** : 三四线销售低于预期、地方调控政策进一步趋严。

业绩预测和估值指标			
指标	2018A	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	379079	462476	554972
营业收入增长率	67.1%	22.0%	20.0%
净利润 (百万元)	34618	45098	56120
净利润增长率	32.8%	30.3%	24.4%
EPS (元)	1.60	2.08	2.59
P/E	6.1	4.9	4.0

数据来源: Wind, 西南证券



数据来源: Wind, 西南证券整理

佳兆业集团 (1638.HK) : 信用评级持续改善, 负债结构优化超预期

□ 投资逻辑:

1) 19年上半年业绩超预期, 营收业绩增速分别为34%和67%, 2) 2019年1-10月实现合约销售金额631亿元, 同比增长29%; 3) 截止到2019年6月末, 纳入土储的旧改项目725万方, 对应货值1975亿元, 尚未纳入土储的旧改项目占地面积3200万方, 货值约2万亿元, 广州和深圳占比约60%。4) 随着信用评级得以改善以及业绩的进一步释放, 2020年公司净负债率和融资成本更待进一步降低;

□ 业绩预测与投资建议:

预计2019-2021年净利润分别为34.0亿、39.3亿、43.5亿, 对应PE分别为5.2倍、4.5倍、3.9倍, “买入” 评级。

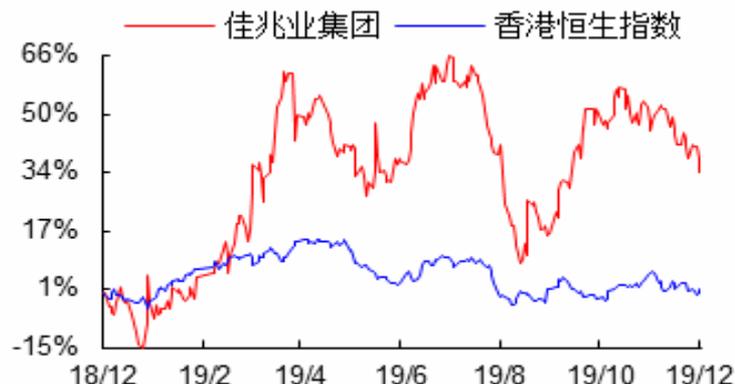
□ **风险提示:** 资金成本走高, 融资持续收紧, 旧改转化缓慢等。

业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	38705	49284	60278
营业收入增长率	18.1%	27.3%	22.3%
净利润 (百万元)	2750	3403	3926
净利润增长率	-16.3%	23.7%	15.4%
EPS (元)	0.45	0.56	0.65
P/E	6.4	5.2	4.5

数据来源: Wind, 西南证券

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司盈利预测估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS			PE			投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000002	万科A	28.17	2.99	3.73	4.33	9.21	7.37	6.36	买入
000961	中南建设	9.09	0.59	1.09	1.90	15.41	8.34	4.78	买入
600466	蓝光发展	6.91	0.75	1.16	1.80	9.21	5.96	3.84	买入
600325	华发股份	7.37	1.08	1.56	2.19	6.82	4.72	3.37	买入
1918.HK	融创中国	38.45	3.75	5.68	7.24	10.25	6.77	5.31	买入
0817.HK	中国金茂	4.92	0.45	0.66	0.92	10.94	7.46	5.35	买入
0884.HK	旭辉控股	5.52	0.89	1.05	1.39	6.20	5.25	3.97	买入
2007.HK	碧桂园	10.17	1.60	2.08	2.59	6.36	4.89	3.93	买入
1638.HK	佳兆业	2.92	0.45	0.56	0.65	6.49	5.21	4.49	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2019/12/9）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：胡华如

执业证号：S1250517060001

电话：0755-23900571

邮箱：hhr@swsc.com.cn

联系人：尉鹏洁

电话：021-58351917

邮箱：ypj@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jyf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
广深	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn