

房地产

报告原因：投资策略报告

2020年3月24日

房地产行业二季度投资策略

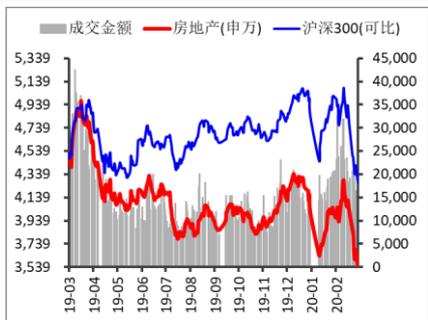
短期疫情不改行业长期趋势 关注安全和稳定的龙头

维持评级

看好

行业研究/深度报告

房地产板块近一年市场表现



相关报告：

分析师：

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **一季度行业跑输大盘 一线二线龙头跌幅居前。**一季度申万地产板块下跌18.07%，跑输大盘（沪深300）4.25个百分点，落后于大部分行业，仅强于采掘和非银金融两个行业。对比2003年SARS比较严重的时期为3月-5月，在此期间，地产板块整体下跌2.97%，在申万28个行业中排名第21位。此次疫情对地产板块的影响明显大于2003年SARS对市场的影响。个股方面，1季度跌幅较大的个股中一线和二线龙头较多，跌幅前30的个股中有万科A、绿地控股、华侨城A、新城控股、华夏幸福等一线龙头，也有中南建设、荣盛发展、阳光城、首开股份等二线龙头。而且跌幅前30个股跌幅均大于行业平均跌幅（18.07%）
- **销售短期大幅下滑，但不会改变行业长期趋势。**受疫情影响，1-2月，全国商品房销售面积仅为8475万平方米，同比下降39.9%。随着全国范围内疫情逐步得到控制，行业销售逐渐恢复，3月初，全国30个大中城市商品房成交面积逐步回升。随着全国疫情继续好转，2季度有望逐步恢复至正常水平。但从长期来看，我国经济增长的大趋势并未改变，我国城镇化的趋势也未改变，房地产行业作为国民经济重要产业的地位也未改变，全国商品房销售仍将保持稳定的趋势也不会改变。
- **投资短期大幅下滑，低库存或加速行业复工进度。**此次疫情对房地产行业投资短期造成了较大影响，主要体现在行业新开工和竣工大幅下降，已开工项目也有部分处于暂停状态，但随着国内疫情逐渐得到控制，国内商品房销售逐渐恢复，行业开工率和复工率将逐步回升。全国商品房库存仍处于较低水平，这会加速房地产企业开复工进度。



➤ **现金流趋紧，但资金链总体安全。** 负债方面，A 股地产板块上市公司真实杠杆率在下降。短期债务方面，地产板块 A 股上市公司近 3 年来短期有息负债/有息负债 1 季度均低于全年（三季度）。行业现金流方面，行业现金能够覆盖短期有息负债，行业资金链总体仍在可控区间。

➤ **2020 年行业业绩保障率高 疫情或影响 2021 年业绩。** 们假设 2019 年、2020 年行业营业收入分别增长 20%和 15%，截止到 2019 年 3 季度末，行业 2019-2020 年业绩保障率已达到 86.04%，市值前 10、前 30 和前 50 的上市公司保障率分别达到 92.94%、92.57%、90.37%。如果再叠加 2019 年 4 季度销售，行业 2019-2020 年业绩保障率会更高。但如果此次疫情持续时间较长，会影响行业 2021 年业绩。

➤ **维持行业看好评级 重点关注兼具安全性和稳健性之行业龙头。** 行业未来 2 年业绩确定性高，行业基本面未发生变化；行业 PE（TTM）和 PB 均已处于近 20 年来最低水平。维持行业“看好”评级。建议关注杠杆率较低和业绩稳定性较强的行业龙头企业：万科 A、保利地产、金地集团，和区域龙头企业：金科股份、中南建设、荣盛发展、蓝光发展

风险提示：全球疫情持续发展风险；宏观经济增长不及预期风险；个别公司资金链断裂风险。

目录

1. 一季度行业跑输大盘 一线二线龙头跌幅居前	5
3. 销售短期大幅下滑，但不会改变行业长期趋势	7
4. 投资短期大幅下滑，低库存或加速行业复工进度.....	8
5. 现金流趋紧，但资金链总体安全	10
6. 2020 年行业业绩保障率高 疫情或影响 2021 年业绩.....	12
7. 维持行业看好评级 重点关注兼具安全性和稳健性之行业龙头.....	14
7.1 维持行业看好评级.....	14
7.2 关注稳健发展的行业龙头企业.....	15
8.风险提示	15

图表目录

图 1：1 季度地产板块走势弱于大盘	5
图 2：1 季度申万各行业涨跌幅排名	5
图 3：SARS 主要时间节点	6
图 4：地产板块 2003 年走势.....	6
图 5： SARS 期间申万各行业涨跌幅	6
图 6：1 季度地产板块走势弱于大盘	7
图 7：2020 年 1-2 月全国商品房销售面积大幅下降	8
图 8：全国 30 个大中城市商品房销售面积.....	8
图 9：2020 年 1-2 月全国房地产投资大幅下降.....	9
图 10：2020 年 1-2 月全国房屋新开工面积大幅下降	9
图 11：2020 年 1-2 月全国房屋竣工面积大幅下降	9
图 12：2020 年 1-2 月全国房屋施工面积保持增长	9

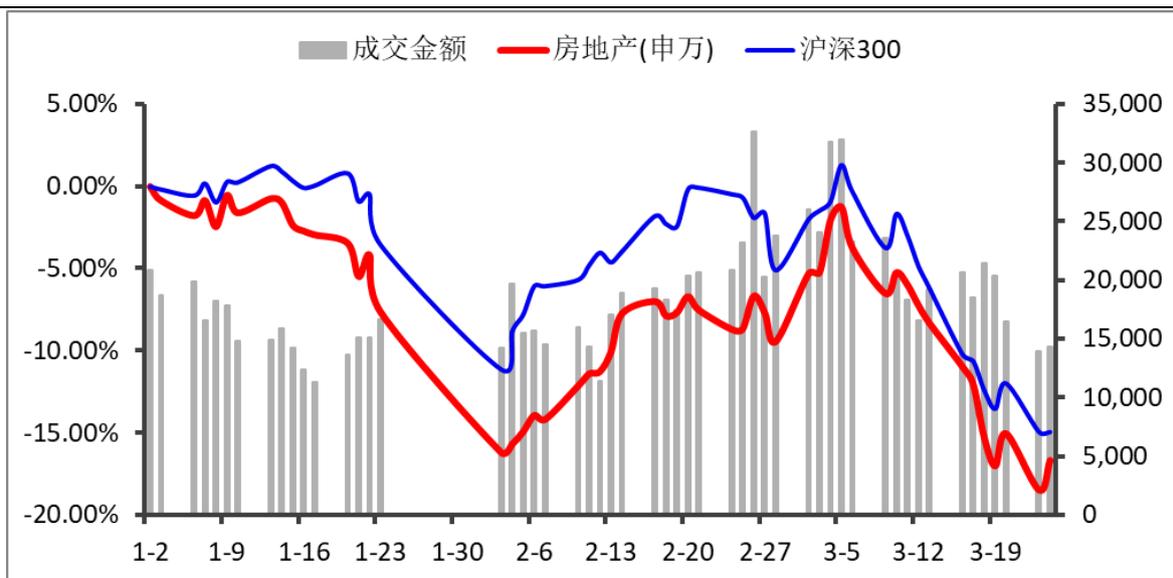


图 13: 2020 年 1-2 月全国房地产企业土地购置面积	9
图 14: 全国商品房库存处于较低水平	10
图 15: 近 3 年地产板块上市公司资产负债率	10
图图 16: 近 3 年地产板块上市公司真实资产负债率	10
图 17: 近 5 年地产板块上市公司短期有息负债/总负债一季度与全年比较	11
图 18: 近 5 年地产板块上市公司短期有息负债/有息负债一季度与全年比较	11
图 19: 2019 年以来全国商品房单月销售情况	12
图 20: 2019 年以来 36 家上市公司销售情况	12
图 21: 截至 2019 年 3 季度末地产板块现金与有息负债、管理费用情况	12
图 22: 过去 5 年全国商品房销售额与申万地产板块公司营业收入情况	13
图 23: A 股地产公司 2019 年与 2020 年业绩覆盖情况 (单位: 万亿元)	13
图 24: 申万地产板块 PE (TTM) 已处于 20 年来最低水平	14
图 25: 申万地产板块 PB 也处于 20 年来最低水平	14
表 1: 重点公司盈利预测与估值	15

1. 一季度行业跑输大盘 一线二线龙头跌幅居前

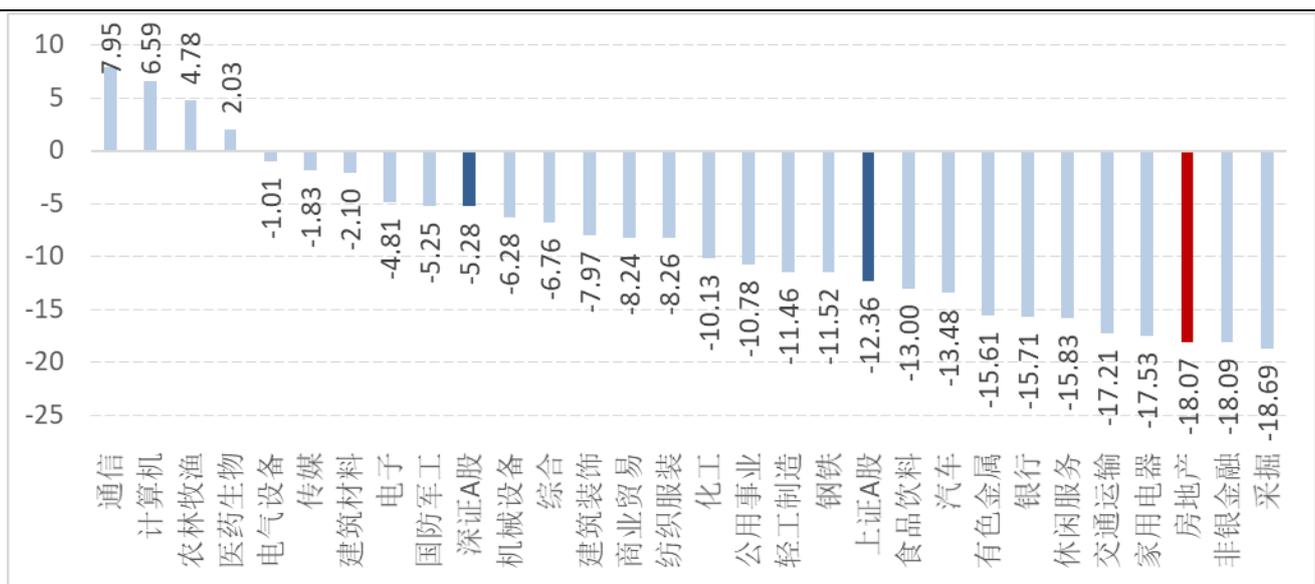
受新冠肺炎疫情影响，申万地产板块从年初至3月24日下跌18.07%，跑输大盘（沪深300）4.25个百分点，落后于大部分行业，仅强于采掘和非银金融两个行业。对比2003年SARS比较严重的时期为3月-5月，在此期间，地产板块整体下跌2.97%，在申万28个行业中排名第21位。此次疫情对地产板块的影响明显大于2003年SARS对市场的影响。

图 1：1 季度地产板块走势弱于大盘



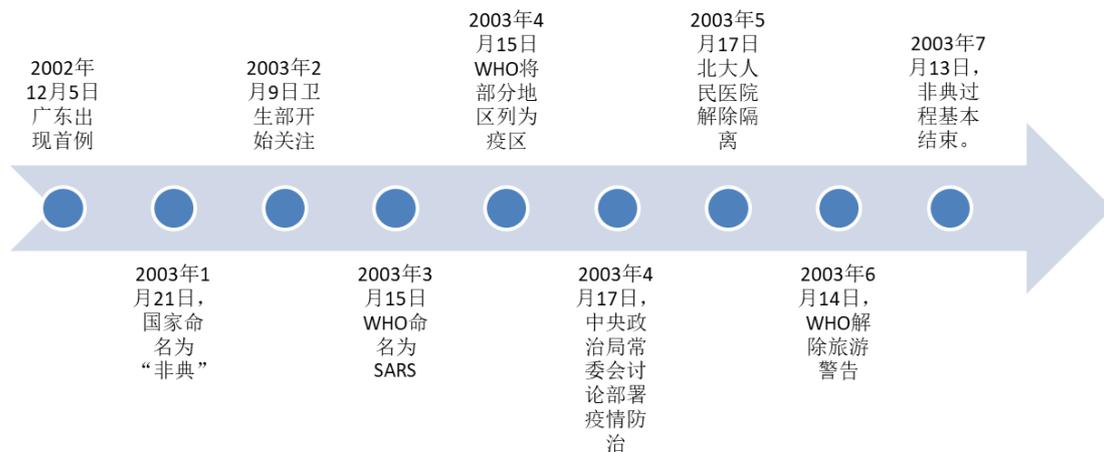
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：1 季度申万各行业涨跌幅排名



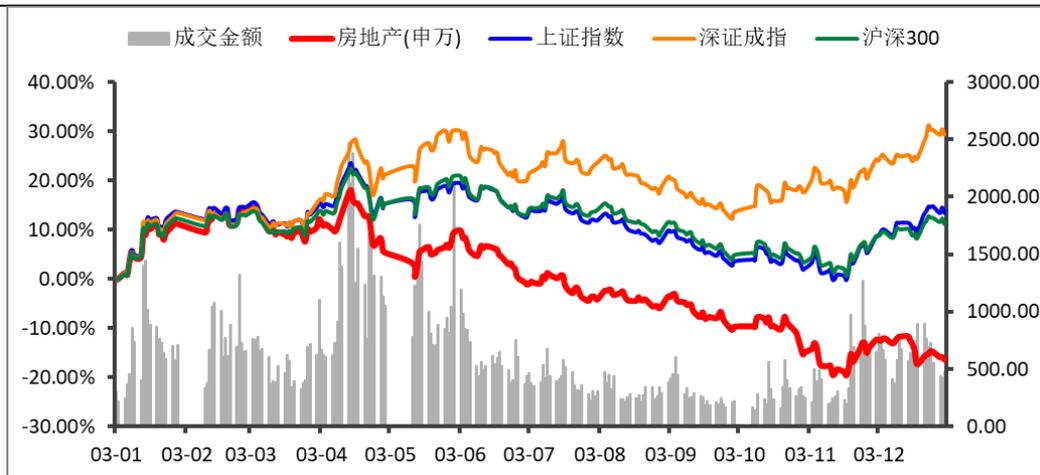
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：SARS 主要时间节点



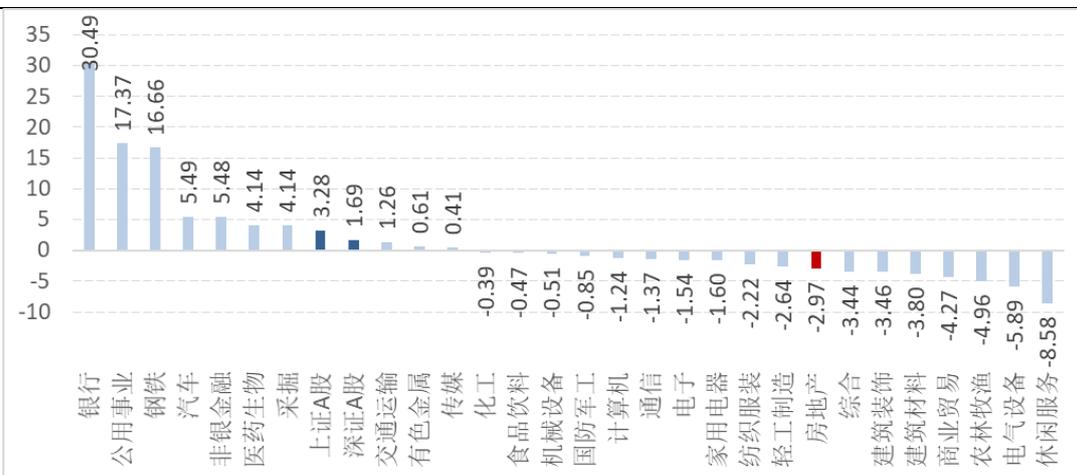
数据来源：山西证券研究所

图 4：地产板块 2003 年走势



数据来源：wind，山西证券研究所

图 5：SARS 期间申万各行业涨跌幅

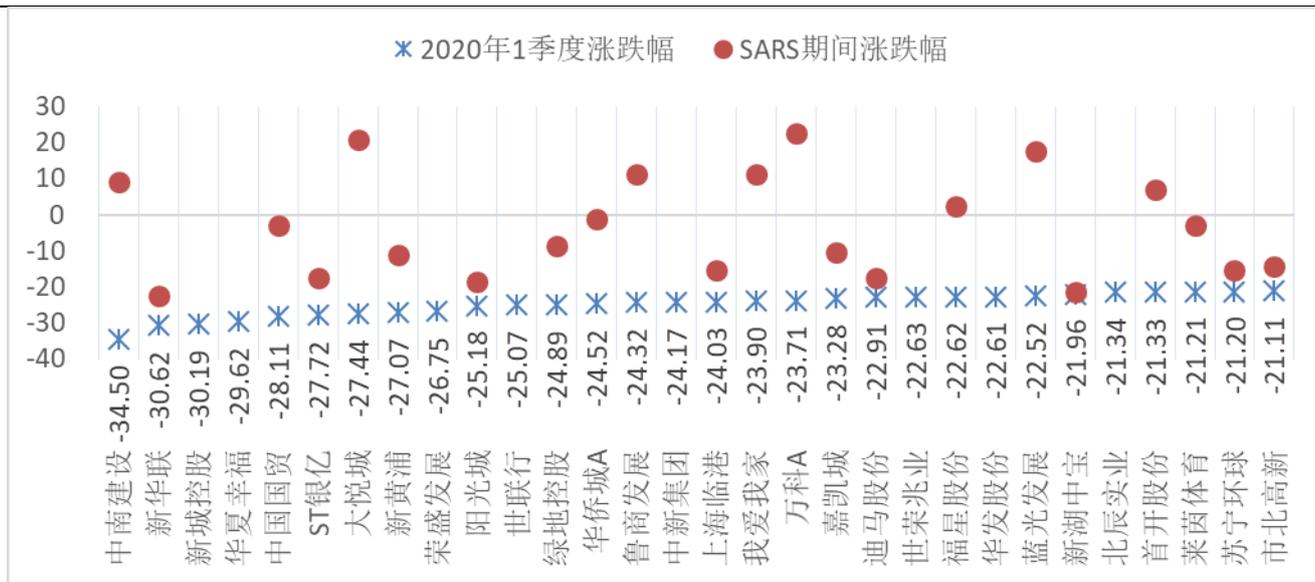


数据来源：wind，山西证券研究所

个股方面，1 季度跌幅较大的个股中一线和二线龙头较多，跌幅前 30 的个股中有万科 A、绿地控股、华侨城 A、新城控股、华夏幸福等一线龙头，也有中南建设、荣盛发展、阳光城、首开股份等二线龙头。而且跌幅前 30 个股跌幅均大于行业平均跌幅（18.07%）。

综合来看，一季度房地产行业和公司均跑输大盘。

图 6：1 季度地产板块走势弱于大盘

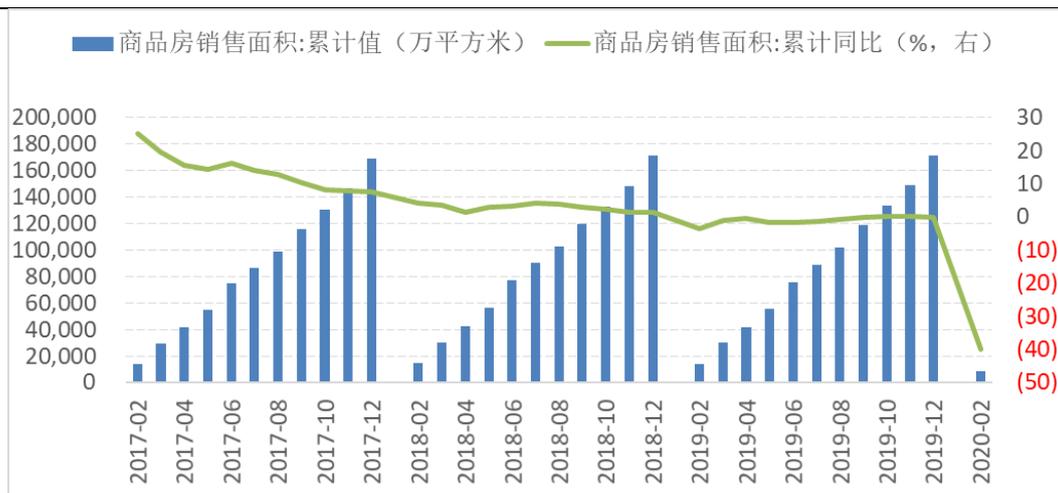


数据来源：wind，山西证券研究所

3. 销售短期大幅下滑，但不会改变行业长期趋势

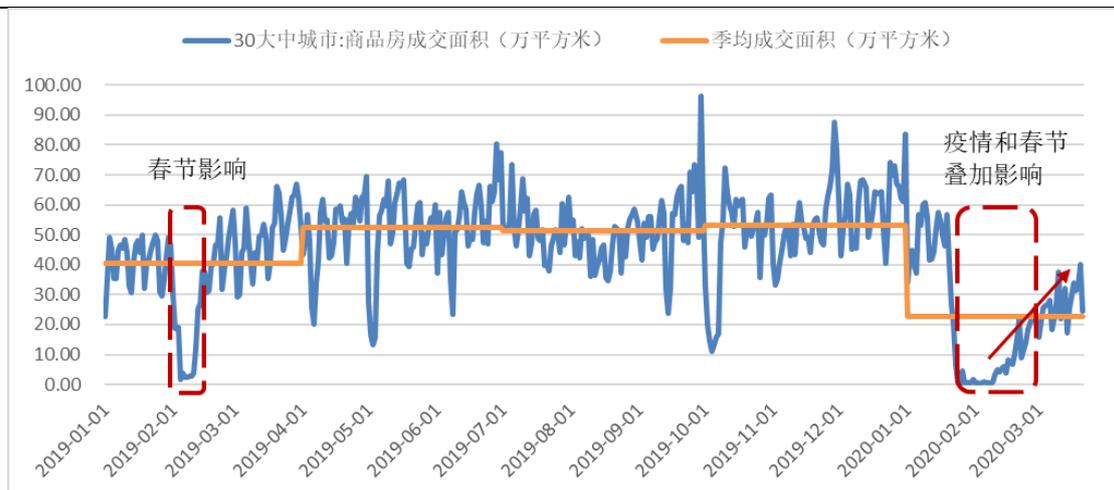
由于 COVID-19 疫情来势凶猛，全国采取的防控措施也比较果断，整个房地产行业销售在疫情防控期间受到了较大影响，2020 年 1-2 月，全国商品房销售面积仅为 8475 万平方米，同比下降 39.9%。随着全国范围内疫情逐步得到控制，行业销售也在逐渐恢复，从 3 月初开始，全国 30 个大中城市商品房成交面积逐步回升，目前日成交面积已经超过 2019 年 1 季度日均成交面积的一半，并继续呈上升趋势。随着全国疫情继续好转，我们认为全国商品房成交将继续恢复，2 季度有望逐步恢复至正常水平。尽管此次疫情对房地产行业短期销售造成较大冲击，但从长期来看，我国经济增长的大趋势并未改变，我国城镇化的趋势也未改变，房地产行业作为国民经济重要产业的地位也未改变，因此，全国商品房销售仍将保持稳定的趋势也不会改变。

图 7：2020 年 1-2 月全国商品房销售面积大幅下降



数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：全国 30 个大中城市商品房销售面积



数据来源：wind，山西证券研究所

4. 投资短期大幅下滑，低库存或加速行业复工进度

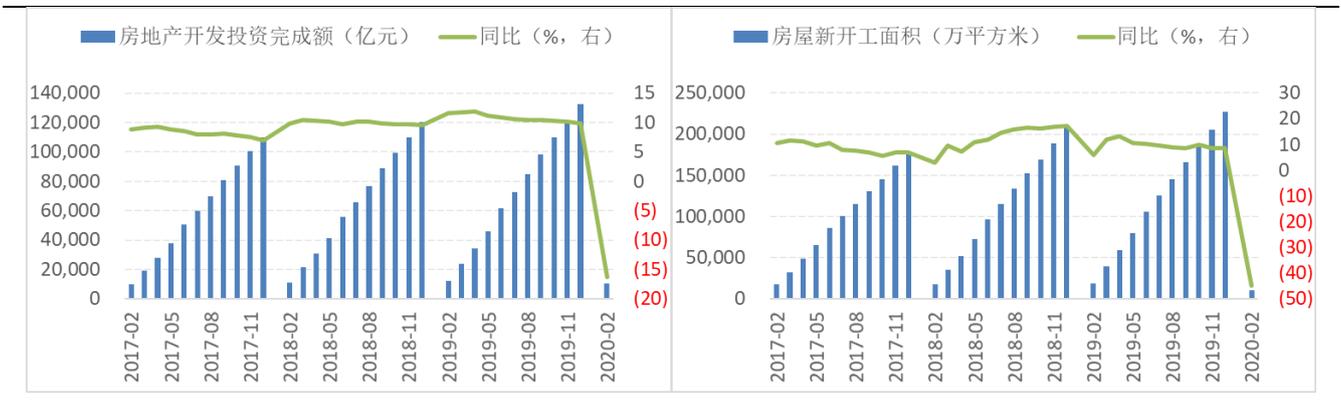
2020 年 1-2 月全国房地产投资同比下降 16.3%，房地产企业新开工面积和竣工面积分别同比下降 44.9% 和 22.9%，均为 2017 年以来最大同比降幅，表明此次疫情对房地产行业投资的短期影响较大，但 2 月底全国房屋总施工面积为 69.42 亿平方米，同比增长 2.9%，尽管为近一年来较低增速，但并不是近三年的最低增速；另外 2 月底全国房地产企业土地购置面积为 9636 万平方米，同比下降 29.3%，尽管同比下降较多，但仍高于去年同期增速。

综上，此次疫情对房地产行业投资短期造成了较大影响，主要体现在行业新开工和竣工大幅下降，已开工项目也有部分处于暂停状态，但随着国内疫情逐渐得到控制，国内商品房销售逐渐恢复，行业开工率

和复工率将逐步回升。另外，从全国商品房库存看，2020年2月底，全国商品房待售面积为5.3亿平方米，库存水平与2014年5月相当，按1-2月份全国销售情况，去化时间约为12.5个月，但考虑到疫情过后需求的释放和过去一年的去化时间，全国商品房库存仍处于较低水平，这也会加速房地产企业复工进度。

图 9：2020 年 1-2 月全国房地产投资大幅下降

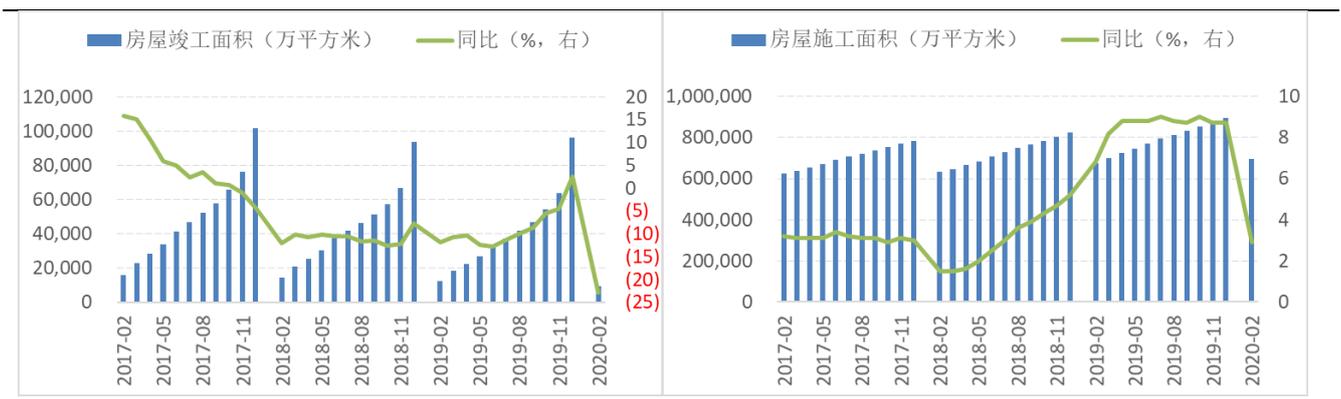
图 10：2020 年 1-2 月全国房屋新开工面积大幅下降



数据来源：wind，山西证券研究所

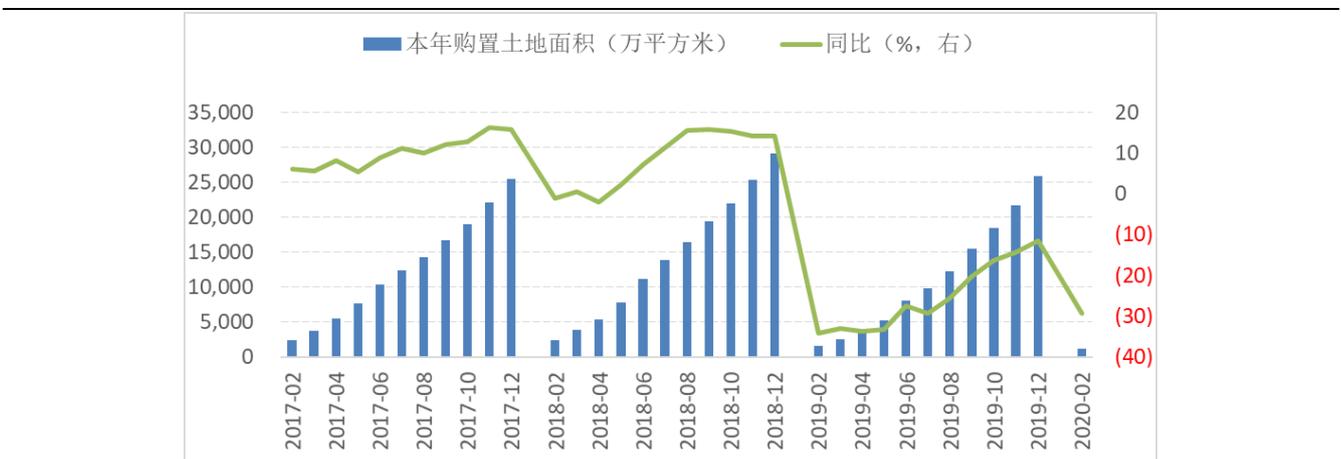
图 11：2020 年 1-2 月全国房屋竣工面积大幅下降

图 12：2020 年 1-2 月全国房屋施工面积保持增长



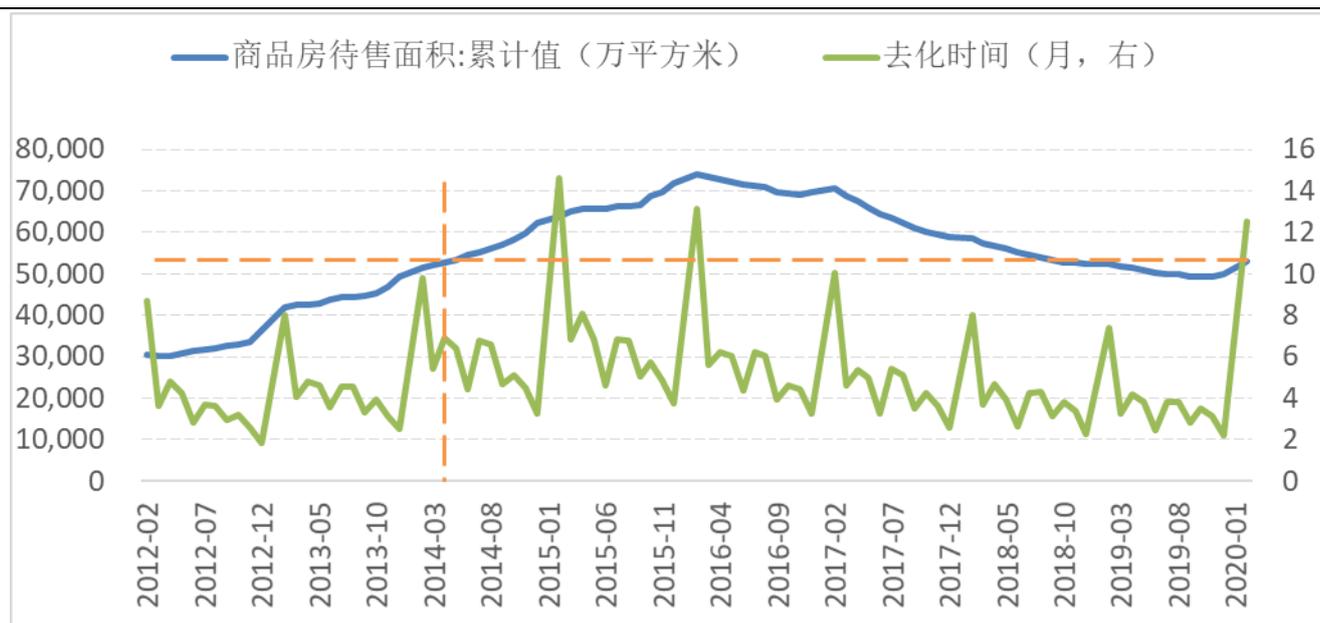
数据来源：wind，山西证券研究所

图 13：2020 年 1-2 月全国房地产企业土地购置面积



数据来源：wind，山西证券研究所

图 14：全国商品房库存处于较低水平



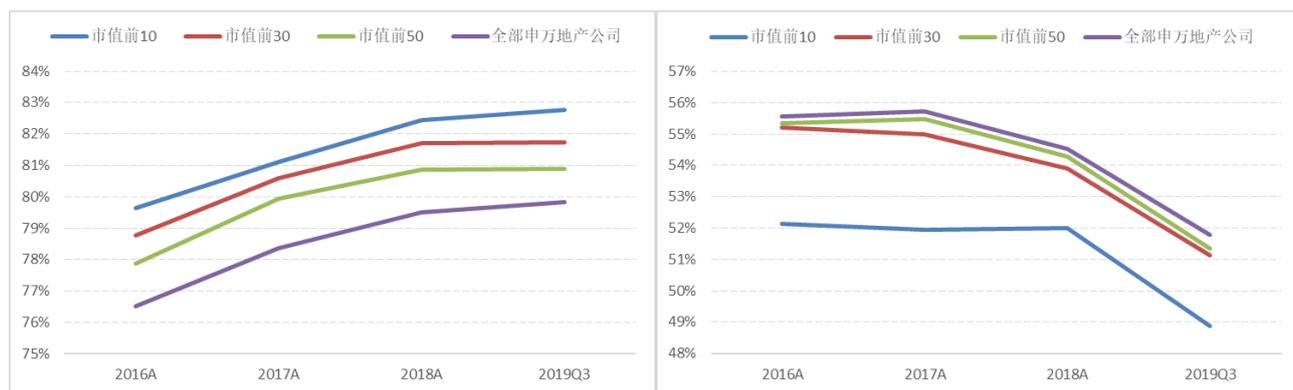
数据来源：wind，山西证券研究所

5. 现金流趋紧，但资金链总体安全

负债方面，近 3 年 A 股地产板块上市公司资产负债率呈上升趋势，但扣除预售款后真实资产负债率却呈下降趋势，表明 A 股地产板块上市公司真实杠杆率在下降。

图 15：近 3 年地产板块上市公司资产负债率

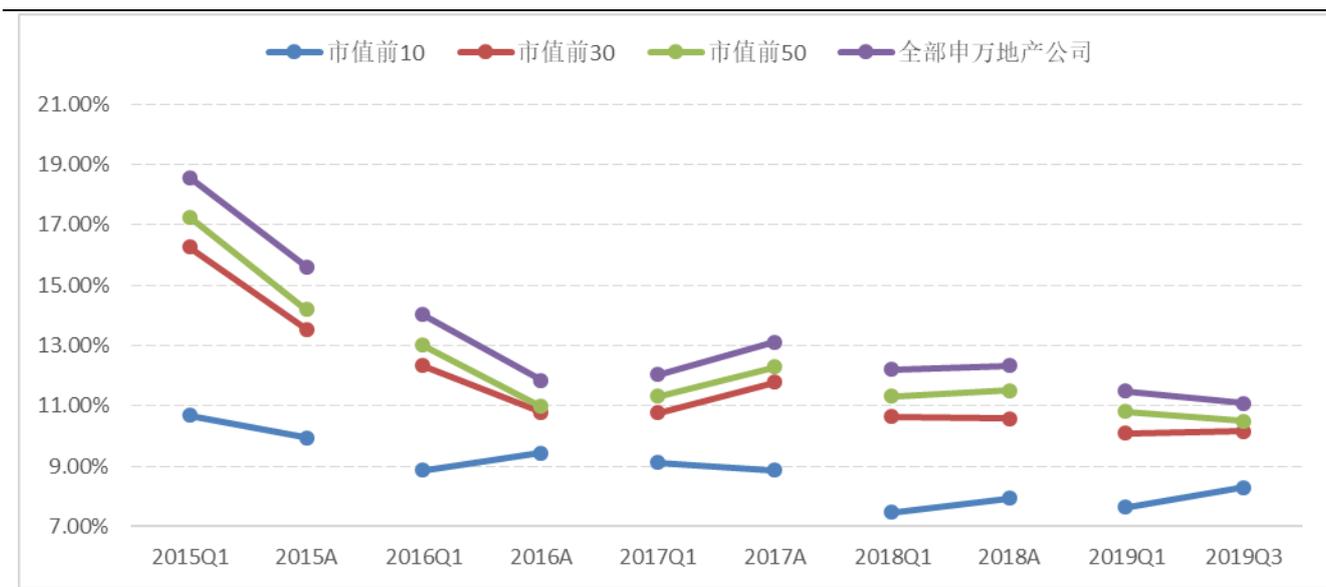
图 16：近 3 年地产板块上市公司真实资产负债率



数据来源：wind，山西证券研究所

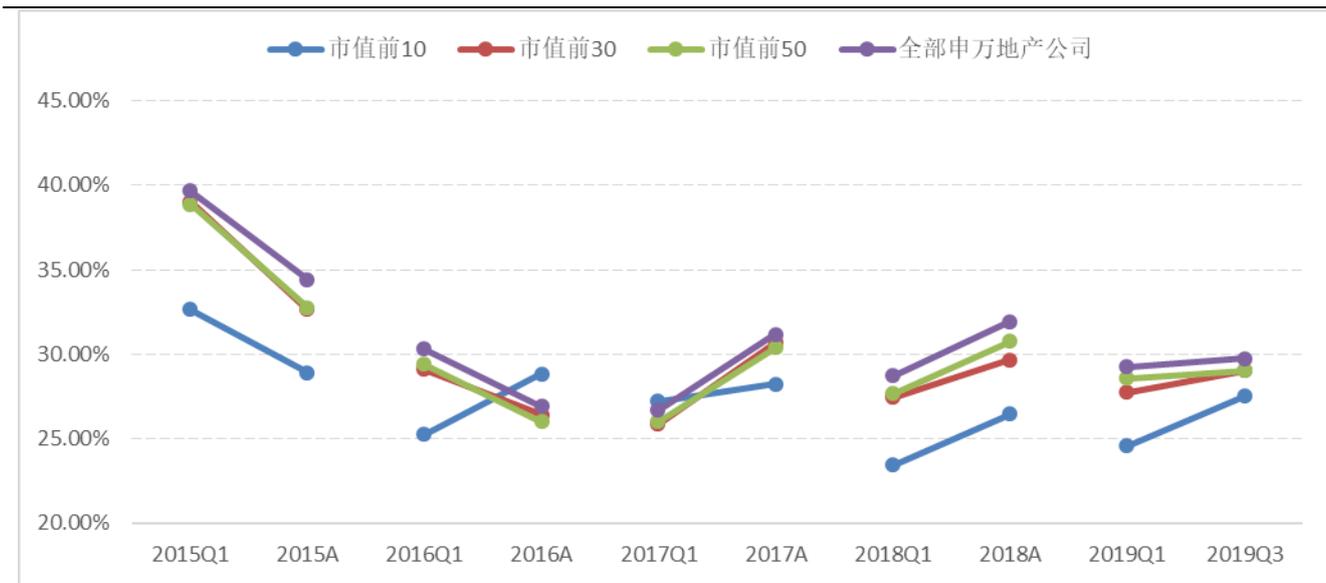
短期债务方面，地产板块 A 股上市公司近 3 年来一季度短期有息负债在全年均处于较低水平，尤其是短期有息负债/有息负债在近 3 年的 1 季度均低于全年（三季度）。

图 17：近 5 年地产板块上市公司短期有息负债/总负债一季度与全年比较



数据来源：wind，山西证券研究所

图 18：近 5 年地产板块上市公司短期有息负债/有息负债一季度与全年比较



数据来源：wind，山西证券研究所

行业现金流方面，截止到 2019 年 3 季度末，A 股 144 家地产公司拥有现金 11678.43 亿元，短期有息负债为 10384.21 亿元，公司现金能够覆盖短期有息负债。从 2019 年 3 季度末到 2019 年年底，全国商品房销售保持了较高水平，行业现金流进一步得到充实，尽管 2020 年 1-2 月行业销售受到较大影响，行业现金流趋紧，但整个行业投资也相应大幅下降，行业资金链总体仍在可控区间。

图 19：2019 年以来全国商品房单月销售情况

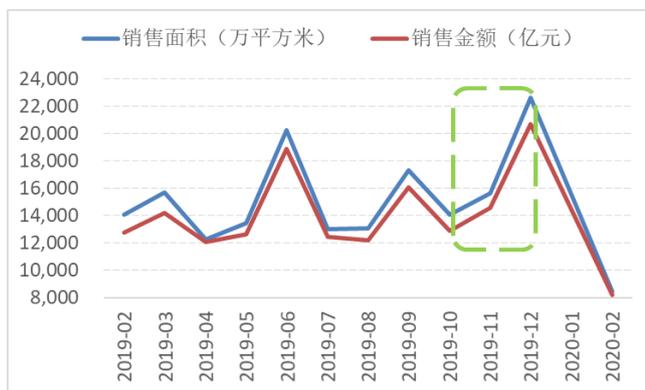
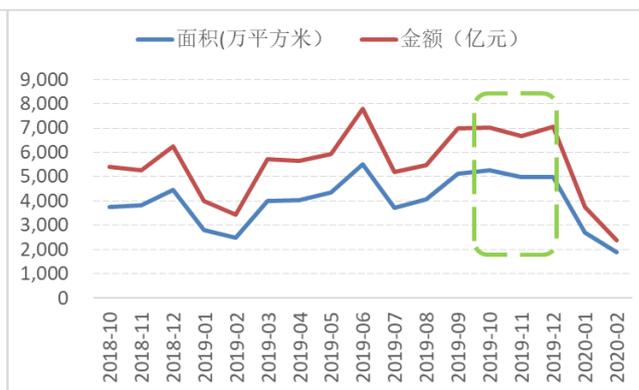
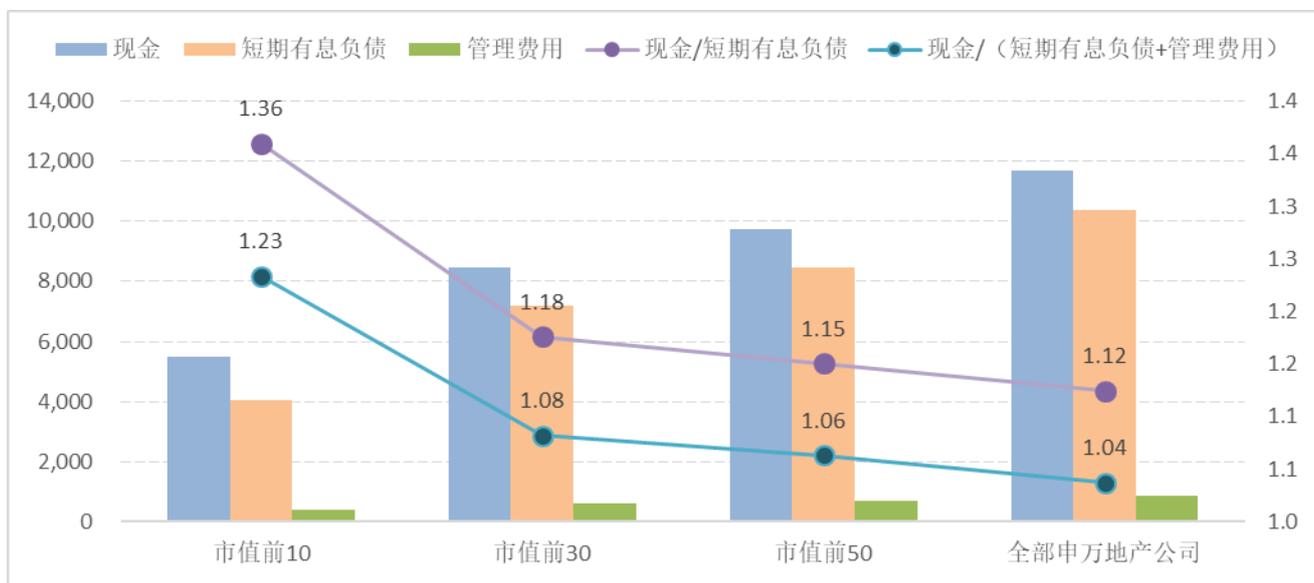


图 20：2019 年以来 36 家上市公司销售情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 21：截至 2019 年 3 季度末地产板块现金与有息负债、管理费用情况

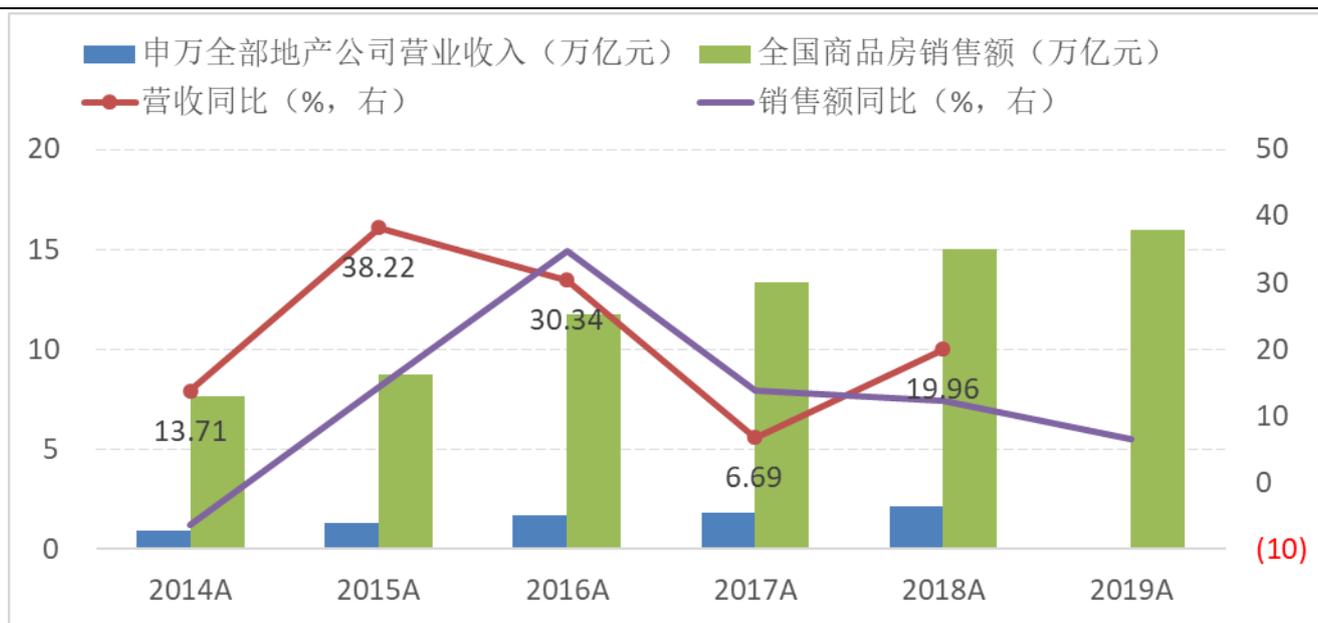


数据来源：wind，山西证券研究所

6. 2020 年行业业绩保障率高 疫情或影响 2021 年业绩

销售方面，2015 年以来全国商品房销售额均保持正增长，但从 2016 年增速开始下降，2019 年，全国商品房销售金额达到 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，为 2015 年以来最低增速；上市公司营业收入方面，2014 年以来，申万 144 家地产上市公司营业收入均保持正增长，2018 年营业收入达到 2.16 万亿元，同比增长 19.96%。

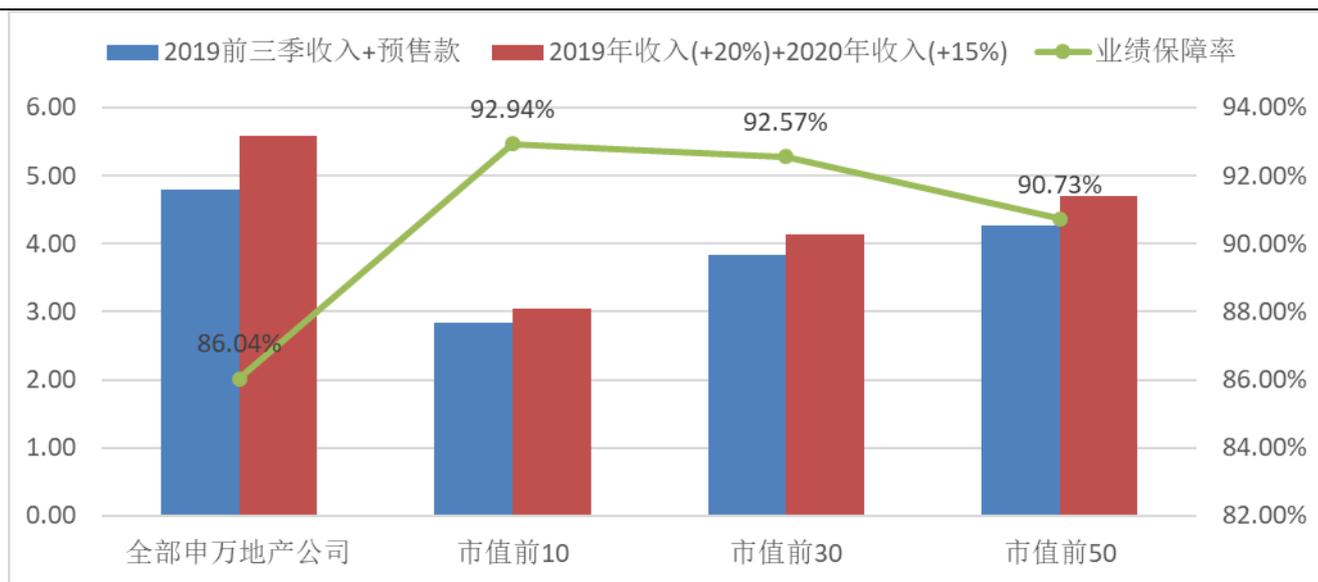
图 22：过去 5 年全国商品房销售额与申万地产板块公司营业收入情况



数据来源：wind，山西证券研究所

根据近 3 年来全国商品房销售额增长和地产上市公司收入增长情况，我们假设 2019 年、2020 年申万地产板块上市公司营业收入分别增长 20%和 15%，截止到 2019 年 3 季度末，申万地产板块全部上市公司 2019-2020 年业绩保障率已达到 86.04%，市值前 10、前 30 和前 50 的上市公司保障率分别达到 92.94%、92.57%、90.37%。考虑到 2019 年 4 季度全国商品房销售继续保持强势增长，如果再叠加 2019 年 4 季度销售，地产板块上市公司 2019-2020 年业绩保障率会更高。如果此次疫情持续时间较长，会影响行业 2021 年业绩。

图 23：A 股地产公司 2019 年与 2020 年业绩覆盖情况（单位：万亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

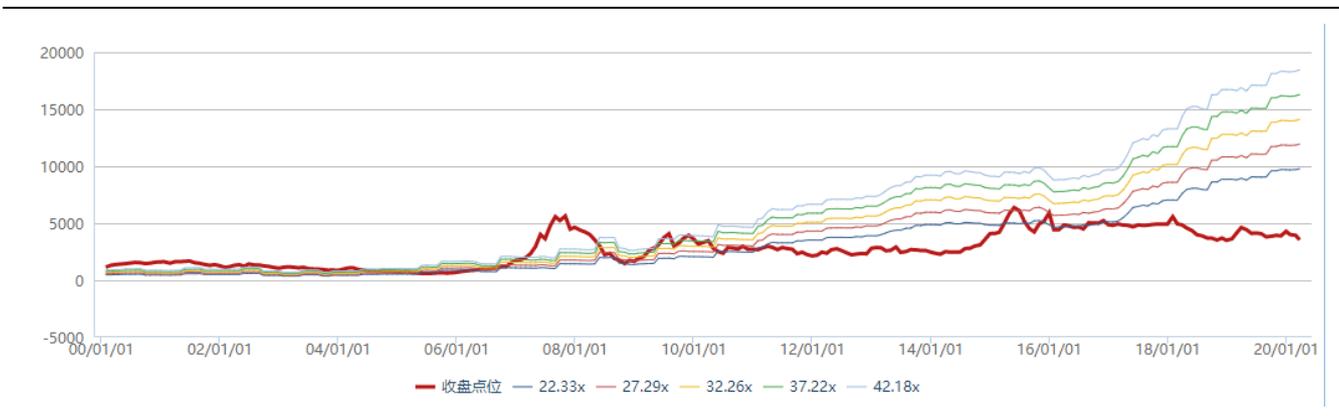
7. 维持行业看好评级 重点关注兼具安全性和稳健性之行业龙头

7.1 维持行业看好评级

行业基本面，尽管受到疫情影响，房地产行业 1 季度行业销售下滑较多，但随着国内逐步恢复正常，行业销售正在逐步恢复，二季度销售有望恢复至正常水平；负债和现金流方面，行业真实负债水平下降，资金链总体安全；2018-2019 年全国商品房市场良好的销售形势为整个行业 2020-2021 年业绩奠定了扎实的基础，行业业绩未来 2 年能够保持稳定增长。并且，国内经济总体向好的形势和城镇化继续发展的趋势并未改变，房地产行业作为国内经济重要产业的地位也未改变，我国房地产行业仍将保持稳定发展。

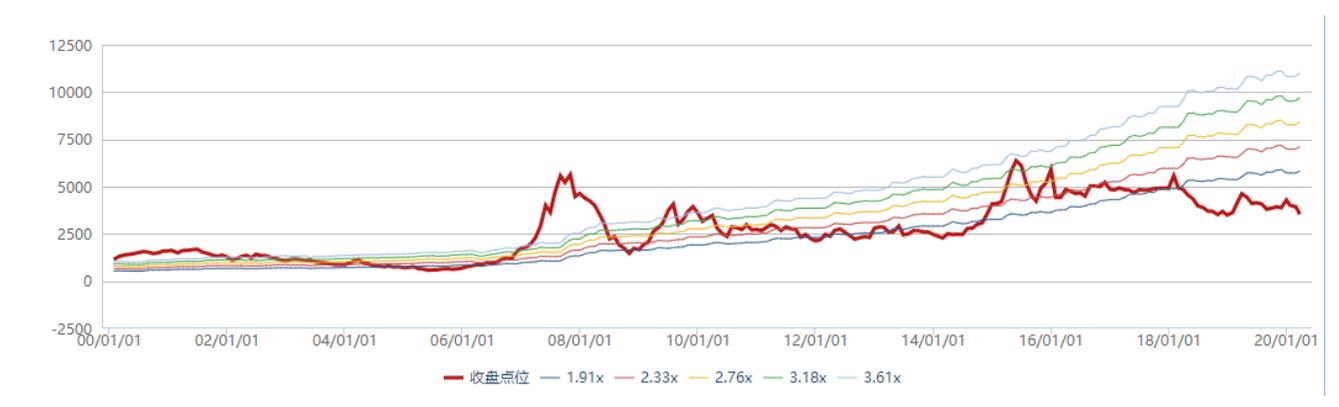
市场基本面，无论是 PE（TTM）还是 PB，地产板块估值已处于近 20 年来最低水平。

图 24：申万地产板块 PE（TTM）已处于 20 年来最低水平



数据来源：wind

图 25：申万地产板块 PB 也处于 20 年来最低水平



数据来源：wind

综上所述，我们维持房地产行业“看好”评级。

7.2 关注稳健发展的行业龙头企业

个股选择方面，受现金流收紧和销售下滑影响，行业资金链普遍承压，建议关注杠杆率较低和业绩稳定性较强的行业龙头企业：万科 A、保利地产、金地集团；区域龙头企业：金科股份、中南建设、荣盛发展、蓝光发展。

表 1：重点公司盈利预测与估值

公司	股价 (3-23)	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
万科 A	24.55	3.06	3.44	4.1	8.02	7.14	5.99	买入
保利地产	14.08	1.59	2.23	2.68	8.86	6.31	5.25	买入
金地集团	12.15	1.79	2.19	2.61	6.79	5.55	4.66	买入
招商蛇口	16.23	1.93	2.29	2.79	8.41	7.09	5.82	增持
荣盛发展	7.20	1.74	2.09	2.59	4.14	3.44	2.78	买入
中南建设	6.91	0.59	1.1	1.9	11.71	6.28	3.64	买入
金科股份	7.07	0.73	1.06	1.29	9.68	6.67	5.48	增持
蓝光发展	5.71	0.75	1.13	1.68	7.61	5.05	3.40	买入

数据来源：wind

注：表中 EPS 为 wind 一致预期

8.风险提示

全球疫情持续发展风险；宏观经济增长不及预期风险；个别公司资金链断裂风险。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

