

行业研究/专题研究

2021年01月22日

行业评级:

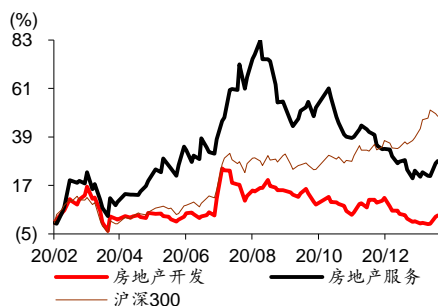
房地产开发 增持(维持)  
房地产服务 增持(维持)

**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《房地产服务/房地产开发:高景气收官,全年销售创历史新高》2021.01
- 2《房地产服务/房地产开发:行业周报(第二周)》2021.01
- 3《房地产开发/房地产服务:行业周报(第一周)》2021.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 拨云见日, 向阳而生

## 2020年房地产行业融资专题

**核心观点**

2020年的房地产金融环境,既见证了一场突如其来的外生冲击,又经历了一场深谋远虑的内生变革。综合考虑“不急转弯”的宏观政策定调,房地产长效机制的“落实”,以及“三道红线”、房地产贷款集中度管理等房地产金融审慎管理制度的“实施”,我们认为2021年地产金融环境将“拨云见日”,拥有更高的能见度,市场将从过去追求爆发转向具备持续健康发展能力的房企。虽然销售和业绩增速难以回到过去的辉煌,但是更加稳健的发展预期将改变市场对企业的偏见,看好优质房企的估值重塑机遇。

**融资规模: 20年净融资额处于2014年以来的最低值,仅境内债有所改善**

严格的地产金融监管政策、境内债和境外债逐步走高的到期规模以及行业空间见顶的预期,导致2020年地产净融资额收窄至9283亿元,同比下滑37%,处于2014年以来的最低值,年末融资余额为17.87万亿元。仅境内债净融资额同比增长,且绝对值也还处于较低水平,开发贷、境外债、房地产信托净融资额都出现收缩,尤其房地产信托出现3262亿元净偿还。

**融资分化: 优质房企享集中度、成本、期限三重红利**

尽管净融资额表现仍不理想,但在宏观流动性大幅宽松的背景下,房地产融资成本还是出现了明显优化。一方面是受到压缩的净融资额,另一方面是明显改善的融资成本,这意味着优质房企在融资集中度、融资成本和发债期限方面的相对优势更加显著。“三道红线”对于不同档房企发债集中度的影响尚不明显,长期来看绿档房企发债集中度有望提升。

**到期债务: 境内债压力逐季减弱,境外债到期高峰初至**

房地产境内债正在经历从2020Q2-2021Q4的到期高峰,2021年到期规模仍然很高,但压力将逐季减弱。房地产境外债将在2021-2023Q1迎来到期高峰,2021Q1、Q2到期规模跳增,压力相对较大。

**2021展望: 能见度提升,净融资额稳中有降**

我们认为2021年房地产金融环境能见度有望提升,在过去融资渠道额度管控的基础之上,以“三道红线”、贷款集中度为主体的房地产宏观审慎框架基本成型,后续看点一是“三道红线”试点的执行效果和扩围节奏,二是关注居民债务收入比和房地产贷款风险权重的相关政策。净融资额稳中有降是大概率事件,降幅主要取决于房地产信托净融资额的收缩程度,境内债净融资额或将温和扩大,境外债有所收窄,开发贷保持平稳。

**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,多元领域前瞻布局的龙头房企:万科A、金地集团;目前杠杆较高但有望改善,且在土地储备或周转能力上拥有优势的房企:中交地产、华发股份;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。

风险提示:疫情风险,行业政策、基本面下行风险,部分房企经营风险。

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	30.10	买入	35.87	3.35	3.73	4.21	4.79	8.99	8.07	7.15	6.28
600383 CH	金地集团	12.47	买入	19.26	2.23	2.59	3.01	3.55	5.59	4.81	4.14	3.51
000736 CH	中交地产	6.51	买入	8.10	0.78	0.82	1.08	1.41	8.35	7.94	6.03	4.62
600325 CH	华发股份	6.19	买入	8.75	1.32	1.38	1.62	1.92	4.69	4.49	3.82	3.22
001914 CH	招商积余	23.09	买入	31.13	0.27	0.58	0.81	1.13	85.52	39.81	28.51	20.43
002968 CH	新大正	55.74	买入	69.75	0.97	1.22	1.55	1.97	57.46	45.69	35.96	28.29
000031 CH	大悦城	4.24	买入	6.33	0.55	0.47	0.55	0.64	7.71	9.02	7.71	6.63

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

2020 年地产融资回顾：开启长效机制 .....	3
融资规模：20 年净融资额处于 2014 年以来的最低值，仅境内债有所改善 .....	6
境内债：发行规模逆势扩张，净融资重现 .....	6
境外债：全年跌宕起伏，发行规模和净融资出现收缩 .....	8
开发贷：余额占比持续压降，净融资同比下滑 .....	9
房地产信托：净融资十年来最低 .....	10
融资成本：宽松流动性推动融资成本优化 .....	11
融资分化：优质房企享集中度、成本、期限三重红利 .....	12
到期债务：境内债压力逐季减弱，境外债到期高峰初至 .....	15
2021 展望：能见度提升，净融资额稳中有降 .....	16
融资新政打破行业路径依赖，估值体系有望重塑 .....	16
重点推荐标的 .....	17
万科 A（000002 CH，买入，目标价 35.87 元） .....	17
金地集团（600383 CH，买入，目标价 19.26 元） .....	17
华发股份（600325 CH，买入，目标价 8.75 元） .....	18
中交地产（000736 CH，买入，目标价 8.10 元） .....	18
招商积余（001914CH，买入，目标价 31.13 元） .....	18
新大正（002968CH，买入，目标价 69.75 元） .....	19
大悦城（000031CH，买入，目标价 6.33 元） .....	19
风险提示 .....	20

## 2020年地产融资回顾：开启长效机制

2020年的房地产金融环境，既见证了一场突如其来的外生冲击，又经历了一场深谋远虑的内生变革。当前所未见的疫情，遇上里程碑式的政策，这注定了2020年将在中国房地产的历史上留下浓墨重彩的印记。

年初，银保监会“52号文”和工作会议认可了2019年防范地产金融化的成效，针对房地产金融的表态延续此前略有改善的基调，主要落脚在防止资金“违规”入市和“稳住”居民杠杆。而央行工作会议“补齐房地产金融宏观审慎政策框架”、“加快建立房地产金融长效机制”的表述，事后来看则是“剧透”了全年的政策走向，我们在年初的报告中对相关内容进行了分析（详见《如何理解地产金融的“长效机制”？》，2020年1月7日）。

1月下旬开始，新冠疫情在国内率先发酵。节后复工复产以来，逆周期调节政策开始发力，多地政府针对房企缴纳土地款、预售资金监管、信贷政策等进行适当放松（详见《逆周期调节开启中，估值修复进行时》，2020年2月13日）。当我们察觉地产融资环境正在出现边际改善的时候，中资美元债市场却在海外疫情引发的流动性危机中化身“黑天鹅”，二级市场的大幅调整导致一级市场境外债发行被按下“暂停键”（详见《波动源于流动性，把握股债双机遇》，2020年3月23日）。

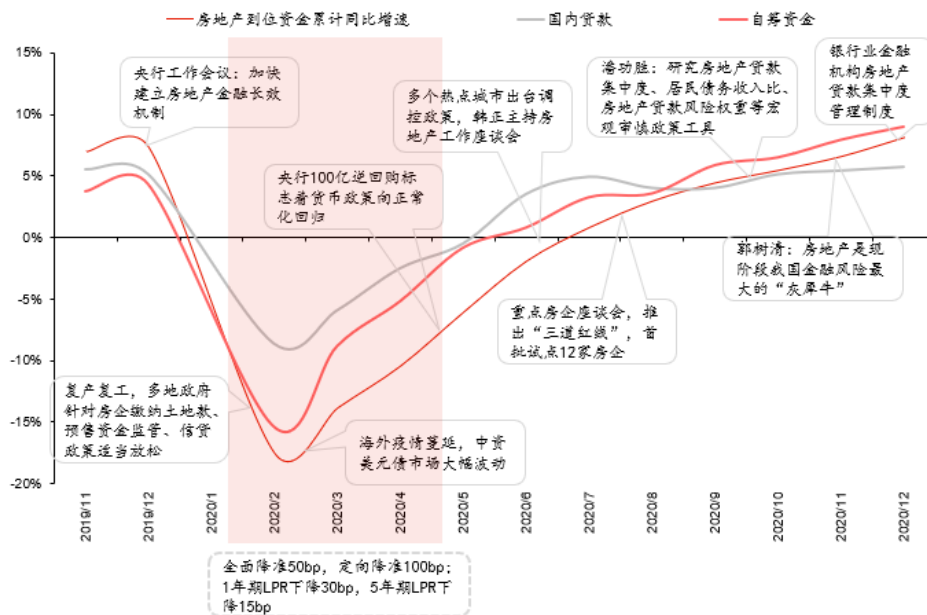
尽管海外出现大幅波动，房地产境内债市场已然是“春江水暖鸭先知”。到期高峰下的额度管控优化，叠加宏观流动性的宽松，3月房地产境内债净融资额创2016Q3以来新高，优质房企融资环境比肩2015-2016年，融资集中度提升趋势强化。快速走高的土地溢价率，部分发展前景较好的核心城市房地产和土地市场出现过热苗头，一方面是宏观流动性和房企融资环境宽松的印证，另一方面也引发了后续政策再次收紧的担忧（详见《春江水暖鸭先知，地产融资梦回2016》，2020年3月23日）。

5月26日，央行踩了第一脚“刹车”，100亿逆回购的重启标志着货币政策逐步向正常化回归。7月以来多个城市加码调控政策，“因城施策”再次步入收紧区间，房地产工作座谈会、银保监会年中工作会议再次强调房住不炒和严防资金违规流入房地产（详见《因城施策预期内，估值空间仍有余》，2020年7月8日；《肯定调控成果，强化供给侧改革》，2020年7月27日）。多管齐下后，房地产境内债融资成本见底回升，土地市场溢价率稳步回落。至此，房地产金融环境基本摆脱疫情扰动，重新回归平稳，而筹划已久的房地产金融长效机制终于迎来了合适的登场时机。

8月20日，央行、住建部在北京召开重点房地产企业座谈会，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”制度，率先在12家头部房企进行试点。这一里程碑事件，或将改变行业发展路径，打破房企通过高杠杆谋求扩张的路径依赖（详见《“三道红线”下房地产的15个预判》，2020年10月20日）。

10月21日，央行副行长潘功胜提到“研究房地产贷款集中度、居民债务收入比、房地产贷款风险权重等宏观审慎政策工具”。12月31日，央行、银保监会便建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，为房地产金融长效机制补上新的一环，也为后续围绕另外两个指标推出新的政策埋下伏笔（详见《地产金融长效机制又一环》，2021年1月3日）。

图表1：房地产开发资金累计同比增速及2020年地产金融重要事件



资料来源：国家统计局，中国人民银行，中国政府网，华泰证券研究所

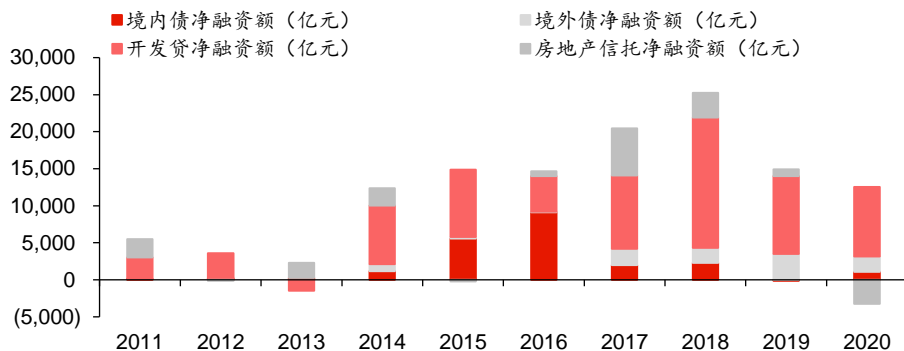
**图表2：2020年中央对于房地产金融的主要表述**

时间	部门/会议/文件/官员发言	房地产金融主要表述
2020/1/5	央行工作会议	加快建立房地产金融长效机制。
2020/1/11	银保监会工作会议	房地产金融化泡沫化倾向趋缓；坚决落实“房住不炒”要求，严格执行授信集中度等监管规则，严防信贷资金违规流入房地产领域。
2020/2/19	央行 2019Q4 中国货币政策执行报告	加快建立房地产金融长效机制。
2020/2/21	央行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。
2020/2/25	银保监会办公厅主任、首席风险官肖远企	目前房地产金融政策没有调整和改变，银保监会也会对房地产市场融资情况进行监测，动态掌握具体情况。
2020/3/3	央行金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会	保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2020/4/20	深圳银保监局辖内银行座谈会	对于加强信贷管理服务实体经济提出相关要求，包括对房产交易完成后短期内申请抵押贷款的业务要重点审查融资需求的合理性；要加强对房产抵押经营贷的资金用途监控，不得违规流入房地产领域等。
2020/5/10	央行 2020Q1 中国货币政策执行报告	保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2020/7/23	银保监会年中工作座谈会暨纪检监察工作会议	坚决防止影子银行死灰复燃、房地产贷款乱象回潮和盲目扩张粗放经营卷土重来。
2020/7/24	韩正主持召开房地产工作座谈会	房地产长效机制实施以来，取得明显成效，值得充分肯定。要坚持从全局出发，进一步提高认识、统一思想，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展。
2020/8/6	央行 2020Q2 中国货币政策执行报告	保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。
2020/8/20	央行、住建部重点房地产企业座谈会	为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，人民银行、住房城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。
2020/10/21	中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜	推动完善房地产金融的宏观审慎管理，根据防范房地产金融风险 and 稳地价、稳房价和稳预期的需要，逐步实施房地产贷款集中度、居民债务收入比、房地产贷款风险权重等宏观审慎政策工具。这三项政策工具的文件我们已经制定完毕，会在寻找合适的时间窗口将逐步实施。
2020/11/26	央行 2020Q3 中国货币政策执行报告	保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。
2020/12/1	银保监会主席郭树清《完善现代金融监管体系》	坚决抑制房地产泡沫。房地产与金融业深度关联。上世纪以来，世界上 130 多次金融危机中，100 多次与房地产有关。2008 年次贷危机前，美国房地产抵押贷款超过当年 GDP 的 32%。目前，我国房地产相关贷款占银行业贷款的 39%，还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业。可以说，房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。
2020/12/31	央行、银保监会《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差异化调节机制。
2021/1/6	央行工作会议	深化金融市场和金融机构改革，落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，完善金融支持住房租赁政策体系。

资料来源：中国人民银行，住建部，华泰证券研究所

**融资规模：20年净融资额处于2014年以来的最低值，仅境内债有所改善**  
严格的地产金融监管政策、境内债和境外债逐步走高的到期规模以及行业空间见顶的预期，导致2020年地产净融资额继续收窄，处于2014年以来的最低值。汇总房地产境内债、境外债、开发贷、信托四个渠道的数据（其中开发贷、房地产信托为前三季度的数据），2020年房地产净融资规模为9283亿元，同比下滑37%，处于2014年以来的最低值，年末融资余额为17.87万亿元。四个渠道中，仅境内债净融资额同比增长，且绝对值也还处于历史较低水平；其余三个渠道净融资额都出现收缩，尤其是房地产信托出现3262亿元的净偿还。

图表3： 房地产境内债、境外债、开发贷、信托净融资额



注：开发贷和房地产信托暂无2020全年数据，图表内这两者为各年度前三季度的数据

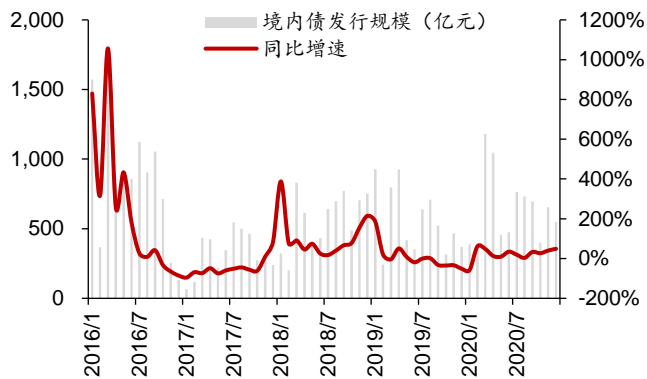
资料来源：Wind，中国人民银行，中国信托业协会，华泰证券研究所

### 境内债：发行规模逆势扩张，净融资重现

境内债方面，到期高峰下的借新还旧+宽松流动性驱动发行规模扩张，净融资重现，但仍然受到管控。2020年房地产境内债发行规模为7725亿元，同比增长15.62%；净融资1080亿元，2019年为净偿还133亿元。从发行规模的角度看，2020年仅次于2016年；但从净融资的角度看，由于到期规模的放量，2020年净融资仍然低于2017、2018年（1991、2272亿元），与2015、2016年的高峰时期（5568、9104亿元）更是相距甚远。截至2020年末，房地产境内债余额为2.09万亿元。

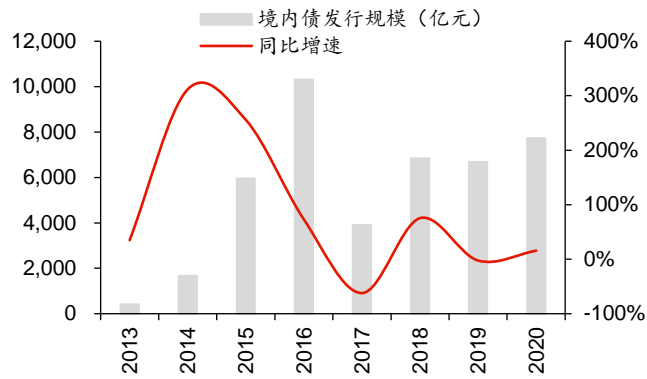
2020年除1月以外，其余月份发行规模均实现同比正增长。我们认为主要原因是2020下半年开始的房地产境内债到期高峰（2020Q3到期量1905亿元创出历史新高，连续5个季度到期量将超过1200亿元），“借新还旧”的余额管控下房企发债额度相对充裕，融创中国（1918 HK）、保利地产（600048 CH）自2016年以后再次获批发行公司债亦说明额度管控有所优化。此外，宽松流动性环境下融资成本显著降低，信用利差大幅收窄，这导致房企在上半年抓住境内债融资窗口期，2020Q1、Q2净融资额分别达到998、714亿元，季度净融资额仅次于2015-2016年的宽松时期。下半年随着到期量的放量，虽然房地产境内债发行规模同比增速仍然较快，但整体再次转为净偿还。

图表4：房地产行业境内债发行规模及同比增速（月度）



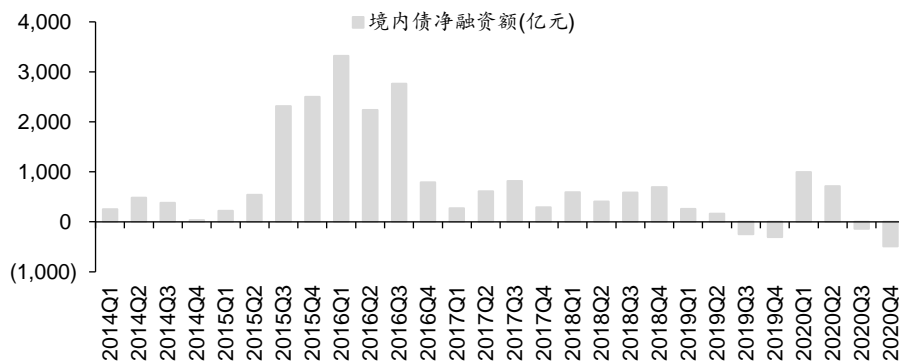
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：房地产行业境内债发行规模及同比增速（年度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：房地产境内债净融资额（季度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

境内债分品种来看，交易所品种发行规模保持稳定，公司债替换私募债的结构优化趋势延续，银行间市场出现回暖。

交易所监管品种方面，2020年公司债发行规模同比增长32%，私募债则同比下滑55%。新《证券法》取消公开发行业债券累计余额不得超过净资产40%的限制，结合房地产领域“借新还旧、总额不变”的指导思路，房企逐渐用流动性好、期限长、成本低的公司债替换流动性差、期限短、成本高的私募债。2020年证监会主管ABS发行规模同比增长34%，增速在2019年放缓后重新提速，是各大融资渠道中唯一自2013年以来发行规模持续增长的通道。

银行间协会监管品种方面，2020年短融、中票发行规模分别同比增长32%、89%。2019年5月以来，部分拿下“地王”、土地投资金额较大的房企被限制公开市场融资，短融、中票发行规模出现明显收缩，5-12月发行规模分别同比下滑46%、53%。2020年短融、中票逐步走出2019下半年的低谷，3、4月还出现明显放量，银行间市场对于房企融资的重要性重新回升。定向工具发行规模小幅下滑5%。

**图表7：2014-2020年房地产行业境内债券发行结构数据**

发行规模(亿元)	公司债	私募债	证监会主管ABS	短融	中票	定向工具	其它
2014年	142	10	20	148	271	339	989
2015年	2429	1551	122	276	1053	367	478
2016年	2667	4826	406	282	917	314	901
2017年	260	486	581	370	1502	338	367
2018年	1260	1355	984	1104	1514	515	116
2019年	1591	1552	990	1071	791	520	167
2020年	2104	696	1330	1415	1498	493	190
同比增长	32%	-55%	34%	32%	89%	-5%	14%

注：“其它”包括交易商主管ABN、一般企业债、可转债、可交换债。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

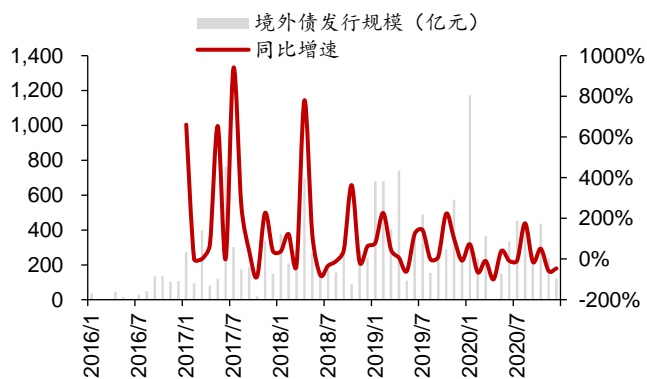
**境外债：全年跌宕起伏，发行规模和净融资出现收缩**

境外债方面，全年跌宕起伏，发行规模和净融资出现收缩。2020年房地产境外债发行规模为4187亿元，同比下滑16%，终结了连续4年的扩张趋势；而随着到期规模的抬升，全年净融资2064亿元，同比下滑幅度达到41%，与2017、2018年净融资规模相当。截至2020年末，房地产境外债余额为1.24万亿元。

年初发行势头本来较为良好，1月境外债发行规模1172亿元，净融资884亿元，双双创下历史新高。但3月第二周以来，新冠疫情引发的流动性危机带来美元计价资产挤兑，同时境内资金参与中资美元债交易的限制较多导致买方力量严重不足，致使中资美元债市场出现大幅调整，进而传导到一级市场，使得3月下旬仅有2笔房地产境外债发行，4月发行规模甚至挂零。

随着美联储向市场投放了充足的流动性，以及疫情恐慌情绪逐步消退，中资美元债市场于2020Q3基本恢复正常，Markit iBoxx亚洲中资美元房地产债券到期收益率重新回到疫情前的水平。一级市场方面发行也在逐步恢复，2020Q3房地产境外债发行规模环比增长133%，同比增长20%；净融资额环比增长648%，同比增长6%，2020Q4发行规模同环比再次下滑。

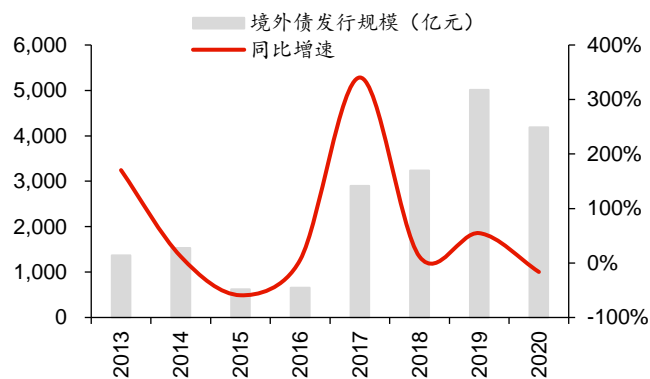
**图表8：房地产行业境外债发行规模及同比增速（月度）**



注：发行规模统一采用2021年1月7日的汇率数据进行换算

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表9：房地产行业境外债发行规模及同比增速（年度）**

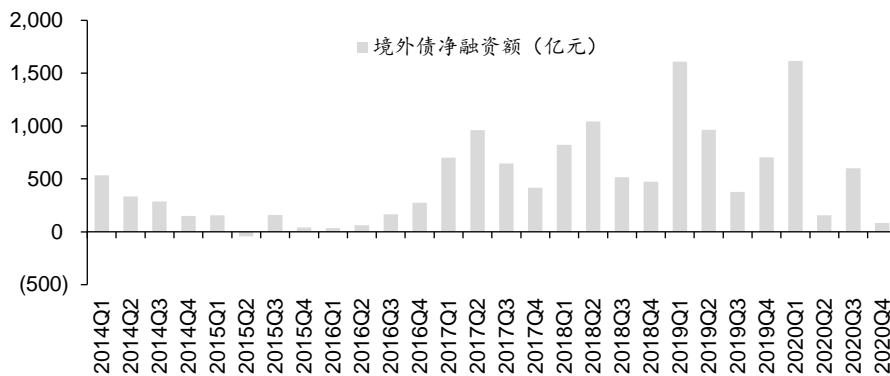


注：发行规模统一采用2021年1月7日的汇率数据进行换算

资料来源：Wind，华泰证券研究所

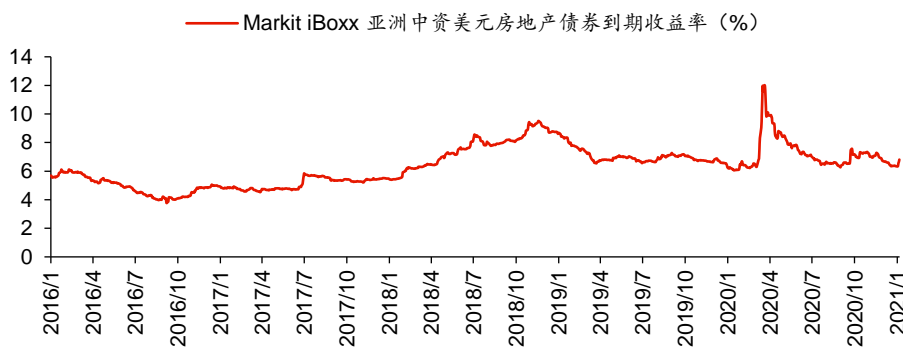


**图表10: 房地产境外债净融资额 (季度)**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表11: Markit iBoxx 亚洲中资美元房地产债券到期收益率**

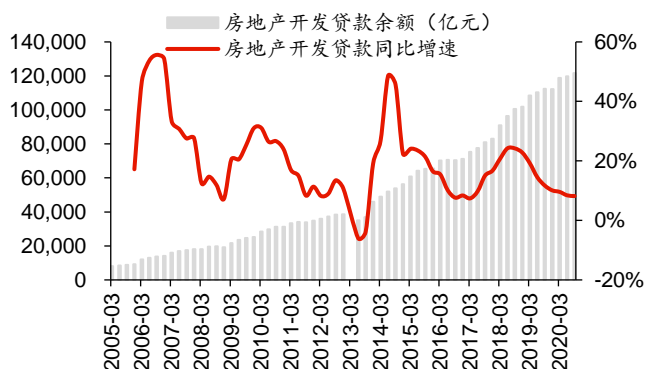


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**开发贷: 余额占比持续压降, 净融资同比下滑**

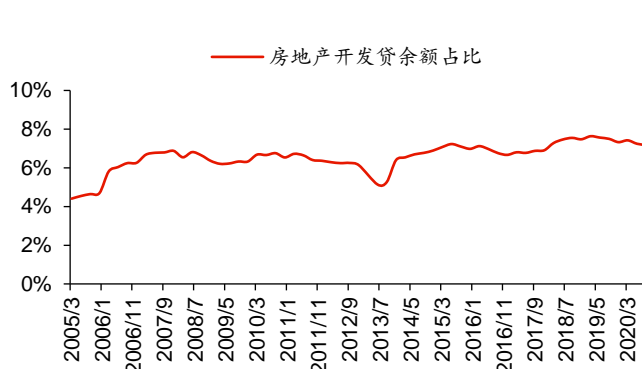
开发贷方面, 余额占比持续压降, 净融资同比下滑。根据央行的数据, 截至 2020Q3 房地产开发贷款余额为 12.16 万亿元, 同比增长 8.19%, 增速在 2018Q2 达到 2016 年以来周期顶部(24.23%)后持续收窄, 2019Q3 以后已经低于金融机构各项贷款余额的同比增速。这使得开发贷余额占比稳中有降, 从 2019Q3 的 7.64% 收窄至 2020Q3 的 7.18%。2020 前三季度房地产开发贷净融资 9400 亿元, 同比下滑 10%, 处于 2014 年以来的平均水平。

**图表12: 房地产开发贷款余额和同比增速**



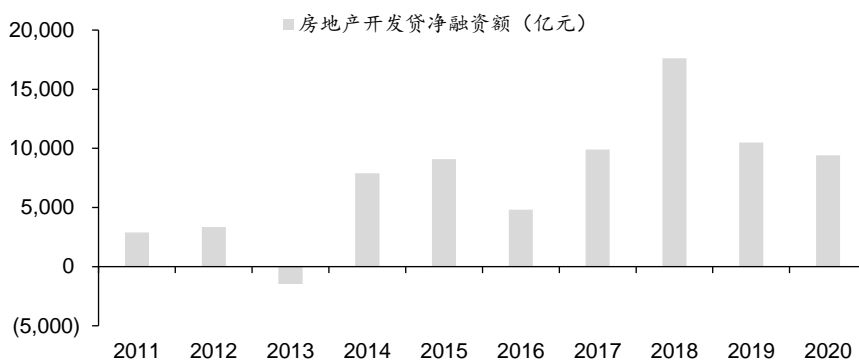
资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

**图表13: 房地产开发贷余额占金融机构各项贷款余额的比例**



资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表14： 房地产开发贷净融资额（均为各年度前三季度的数据）



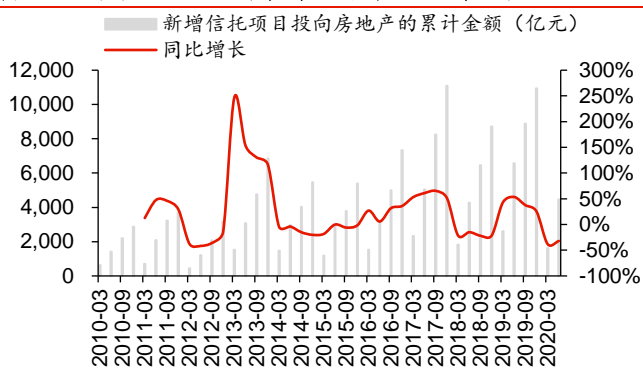
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

**房地产信托：净融资十年来最低**

房地产信托方面，压降余额，净融资十年来最低。2019年5月银保监会出台“23号文”，7月对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司进行约谈警示，房地产信托从此进入严监管模式。2020年延续这一基调，10月银保监会信托部向各地银保监局下发《关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知》，要求继续严控房地产信托规模，严禁为资金违规流入房地产市场提供通道。其实不只是房地产信托，整个信托行业都在面临更加严峻的监管形势，2020年5月银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，对于非标业务、私募属性等做了进一步限制。

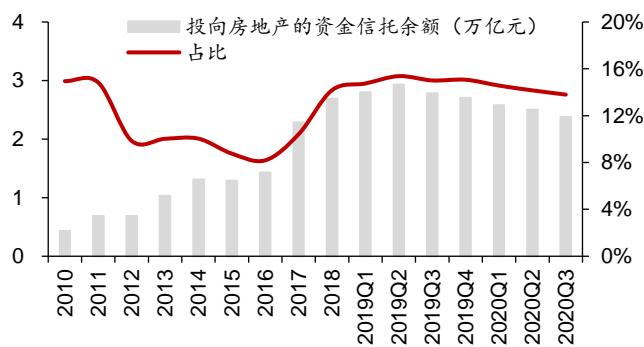
尽管房地产信托融资成本随着宏观流动性的宽松而有所改善，但根据中国信托业协会的数据，2020H1新增信托项目投向房地产的累计金额同比下滑32%，三季度末投向房地产的资金信托余额为2.38万亿元，较2019Q2的高峰已经收缩19%，同时余额占比也由当时的15.4%收窄至13.8%，连降5个季度。2020前三季度房地产信托净偿还3262亿元，上年同期为净融资939亿元，处在十年来的最差水平。

图表15： 新增信托项目投向房地产的累计金额和同比增长



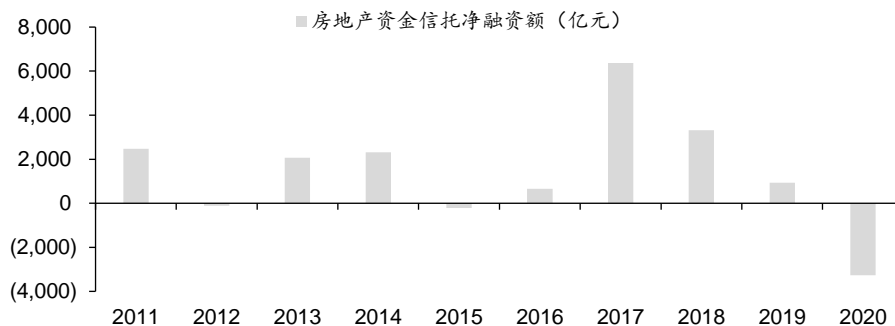
资料来源：中国信托业协会，华泰证券研究所

图表16： 投向房地产的资金信托余额和占比



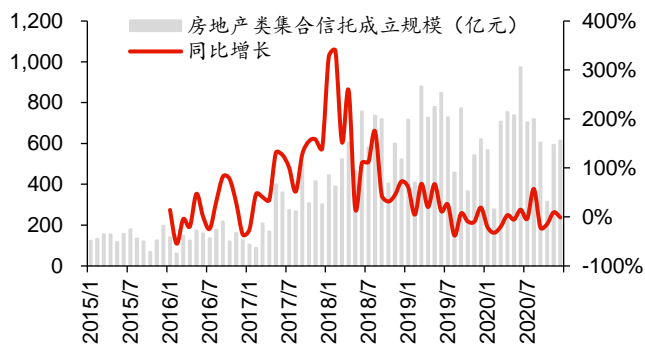
资料来源：中国信托业协会，华泰证券研究所

图表17: 房地产资金信托净融资额 (均为各年度前三季度的数据)



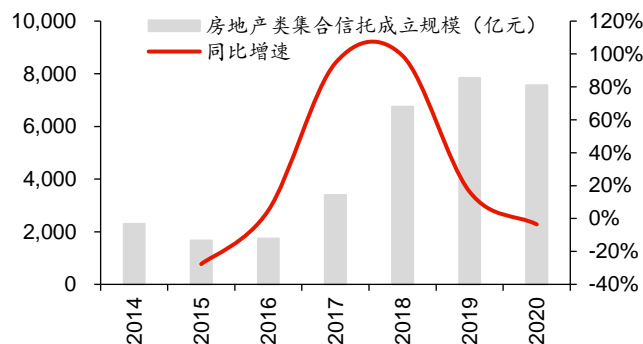
资料来源: 中国信托业协会, 华泰证券研究所

图表18: 房地产类集合信托成立规模和同比增速 (月度)



资料来源: 用益信托, 华泰证券研究所

图表19: 房地产类集合信托成立规模和同比增速 (年度)



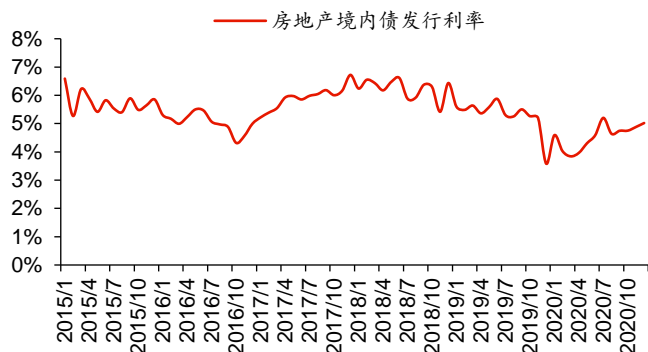
资料来源: 用益信托, 华泰证券研究所

### 融资成本: 宽松流动性推动融资成本优化

尽管净融资额表现仍不理想,但在宏观流动性大幅宽松的背景下,房地产融资成本还是出现了明显优化。

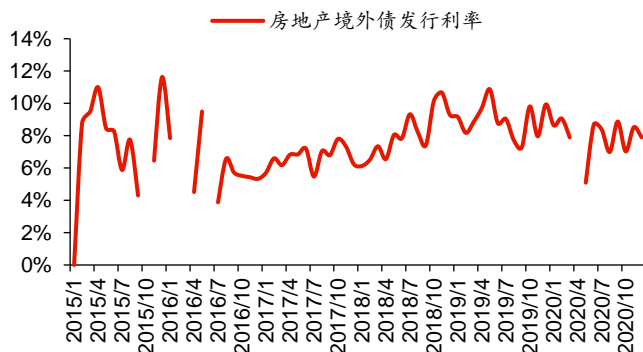
年初为了应对疫情冲击,央行通过多种手段释放流动性,机构对于地产债配置需求明显加大,房地产境内债发行利率和新成立房地产信托平均收益率快速走低,其中境内债发行利率甚至低于2016年的水平。房地产境外债在度过3、4月的异常波动后,整体发行利率较2019年同样有所降低。5月26日央行重启100亿逆回购,标志着货币政策逐步向正常化回归,流动性环境边际收紧,也导致房地产境内债融资成本出现回升。房地产信托的收益率低点出现在10月,11、12月收益率也开始走高。

图表20: 房地产境内债平均发行利率



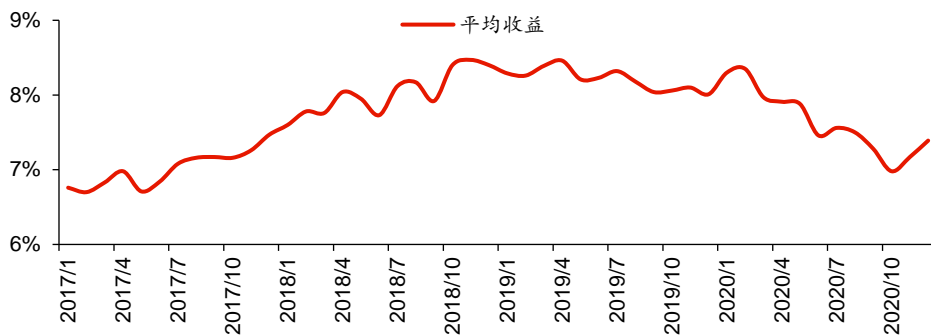
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 房地产境外债平均发行利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 新成立房地产类集合信托平均收益率



资料来源: 用益信托, 华泰证券研究所

### 融资分化: 优质房企享集中度、成本、期限三重红利

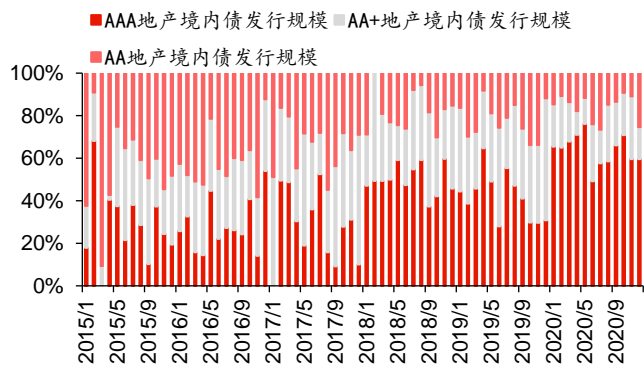
一方面是受到压缩的净融资额, 另一方面是明显改善的融资成本, 这意味着优质房企在融资集中度、融资成本和发债期限方面的相对优势更加显著。从境内债来看:

**1、融资集中度提升。**2020年AAA房企境内债发行规模占比达到64%, 远高于2015-2016年的27%, 也较2019全年的45%明显抬升。

**2、融资成本降低。**尽管在宽松初期, 房地产境内债信用利差出现收窄, 即AA+、AA房企融资成本展现出更好的弹性, 但在5月后的融资成本回升期, 优质房企融资成本的相对优势正式凸显。一方面是融资成本回升幅度低。12月AAA房企平均境内债融资成本为3.89%, 相较年内低点的回升幅度为74bp, 明显小于AA+ (189bp)、AA房企 (230bp), 房企信用利差快速扩大至历史较高位置。另一方面是融资成本仍然低于2019全年水平。只有AAA房企12月融资成本仍然低于2019全年的平均水平 (4.42%), AA+、AA房企均已超过2019全年的平均水平。

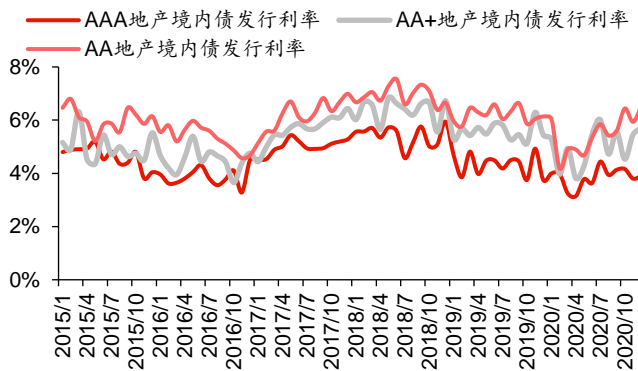
**3、发债期限变得 longer, 锁定较低的融资成本。**例如万科 (000002 CH) 于2020年3月12日历史上首次发行7年期公司债, 利率3.42%; 世茂集团 (0813 HK)、龙湖集团 (0960 HK)、绿城中国 (3900 HK) 亦在3月发行7年期公司债, 票面利率较公司此前发行的同期品种分别下行90、40、47bp (发行时间分别为2019年11月、2020年1月、2019年11月); 大量百强房企发行5年期公司债产品, 票面利率亦较此前下行。

图表23: 不同信用评级房地产境内债发行规模占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

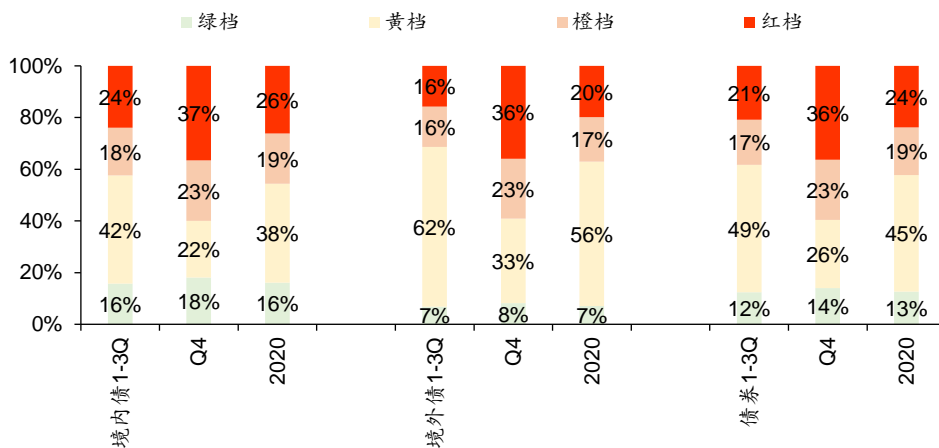
图表24: 不同信用评级房地产境内债发行利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

为了考察“三道红线”对于房企债券融资行为的影响，我们根据2020H1的财务数据，将TOP50上市房企分为绿档、黄档、橙档、红档（分别对应踩中0、1、2、3道红线），观察各档房企债券发行规模的占比变化。对比2020前三季度和第四季度的数据，只有黄档房企债券Q4发行规模占比显著收缩，绿档、橙档、红档房企占比均出现提升，短期内“三道红线”对于发债集中度的影响尚不明显。这主要因为“借新还旧”之下发债规模受到期节奏的影响较大，过去发债较多的房企，面对到期压力很难快速压降发行规模。但从长期来看，随着不同档房企的差异化有息负债增速限制逐渐传导至发债行为，我们预计当前的绿档房企发债集中度有望提升。

**图表25：分档房企债券发行规模占比**



注：分档依据为2020H1 TOP50上市房企的财务数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26: 2020年TOP50房企发债规模

销售排名	企业简称	彭博代码	境内债发行规模 (亿元)	境外债发行规模 (亿元)	债券发行规模 (亿元)
1	碧桂园	2007 HK	161.78	260.95	422.73
2	中国恒大	3333 HK	171.00	387.19	558.19
3	万科A	000002 CH	147.47	0.00	147.47
4	融创中国	1918 HK	86.00	131.65	217.65
5	保利地产	600048 CH	140.62	32.27	172.89
6	中国海外发展	0688 HK	59.00	64.53	123.53
7	绿地控股	600606 CH	0.00	109.70	109.70
8	世茂集团	0813 HK	182.50	19.36	201.86
9	华润置地	1109 HK	55.00	0.00	55.00
10	招商蛇口	001979 CH	256.35	0.00	256.35
11	龙湖集团	0960 HK	105.00	41.95	146.95
12	新城控股	601155 CH	110.94	51.63	162.57
13	金地集团	600383 CH	150.00	0.00	150.00
14	旭辉控股集团	0884 HK	63.71	79.76	143.47
15	中国金茂	0817 HK	85.01	0.00	85.01
16	金科股份	000656 CH	89.70	0.00	89.70
17	中南建设	000961 CH	75.00	12.91	87.91
18	阳光城	000671 CH	111.80	87.63	199.43
19	绿城中国	3900 HK	113.28	38.72	152.00
20	中梁控股	2772 HK	3.40	54.85	58.25
21	融信集团	3301 HK	75.46	38.72	114.18
22	正荣地产	6158 HK	50.53	157.46	207.99
23	龙光集团	3380 HK	91.03	69.69	160.72
24	富力地产	2777 HK	17.00	49.04	66.04
25	佳兆业集团	1638 HK	6.66	177.46	184.12
26	雅居乐集团	3383 HK	30.00	51.63	81.63
27	滨江集团	002244 CH	62.10	0.00	62.10
28	荣盛发展	002146 CH	61.21	35.49	96.70
29	中国奥园	3883 HK	48.40	79.25	127.65
30	祥生集团	未上市	5.00	0.00	5.00
31	建发国际集团	1908 HK	74.00	0.00	74.00
32	中国铁建	601186 CH	85.90	0.00	85.90
33	美的置业	3990 HK	115.00	0.00	115.00
34	华发股份	600325 CH	158.07	0.00	158.07
35	新力控股集团	2103 HK	10.27	47.75	58.02
36	远洋集团	3377 HK	26.79	70.99	97.78
37	禹洲集团	1628 HK	40.43	86.80	127.23
38	蓝光发展	600466 CH	52.50	48.40	100.90
39	合景泰富集团	1813 HK	45.00	58.08	103.08
40	新希望地产	未上市	12.11	0.00	12.11
41	中骏集团控股	1966 HK	20.00	41.95	61.95
42	首开股份	600376 CH	307.00	0.00	307.00
43	时代中国控股	1233 HK	100.63	70.99	171.62
44	卓越集团	未上市	34.65	0.00	34.65
45	金辉控股	9993 HK	23.70	35.49	59.19
46	越秀地产	0123 HK	0.00	0.00	0.00
47	华夏幸福	600340 CH	15.00	118.09	133.09
48	仁恒置地	YNLG SG	0.00	0.00	0.00
49	弘阳地产	未上市	0.00	29.36	29.36
50	融侨集团	未上市	40.30	0.00	40.30

注: 对于上市公司而言, 不包括母公司的债券融资, 但包括子公司的债券融资; 由于发债主体穿透统计存在困难, 部分融资(尤其是ABS融资)未被统计在内; 境外债以2021年1月7日汇率进行转换; 统计结果仅供参考, 具体以各公司公告为准。

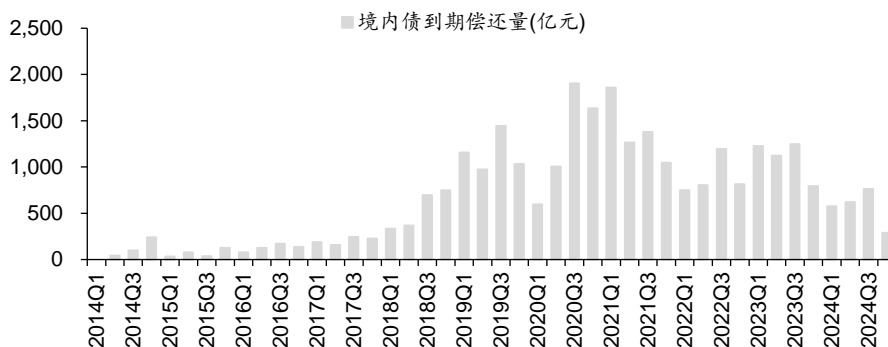
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

**到期债务：境内债压力逐季减弱，境外债到期高峰初至**

房地产境内债正在经历从 2020Q2-2021Q4 的到期高峰，2021 年到期规模仍然很高，但压力将逐季减弱。房地产境外债将在 2021-2023Q1 迎来到期高峰，2021Q1、Q2 到期规模跳增，压力相对较大。

境内债方面，仍在穿越到期高峰，将持续到 2021Q4，但压力将逐季缓解。2021 年仍然是房地产境内债的到期高峰，全年到期规模为 5547 亿元，较 2020 年进一步增长 8%。但节奏上将呈现前高后低的趋势，Q1-Q4 到期规模分别为 1861、1264、1377、1045 亿元，Q1 过后到期压力将明显缓解。2022 年到期规模将回落至 3560 亿元，尤其是上半年，Q1、Q2 分别只有 750、803 亿元。

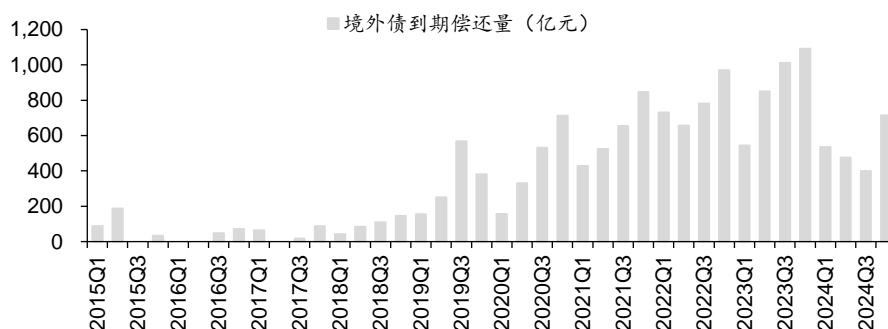
图表27： 房地产境内债到期偿还量（季度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

境外债方面，到期高峰初至，将持续到 2023Q1。由于 2016-2019 年发行规模快速扩张，2021 年房地产境外债将迎来到期高峰，全年到期规模为 3495 亿元，相较 2020 年大幅增长 65%。节奏上也是与境内债类似的前高后低，Q1-Q4 到期规模分别为 1090、1011、849、544 亿元。2022 年到期规模为 3139 亿元，虽然较 2021 年下降 10%，但仍处于历史较高位置。总体来看，这轮到期高峰将持续到 2023Q1。

图表28： 房地产境外债到期偿还量（季度）



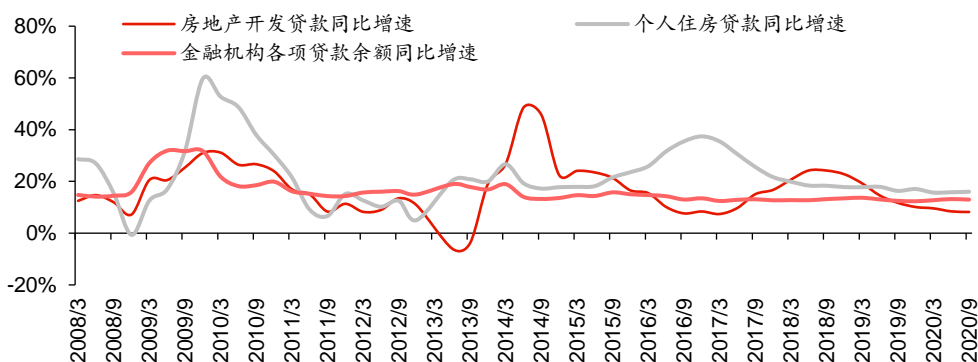
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2021 展望：能见度提升，净融资额稳中有降

挥别充满不确定性的 2020，房地产金融环境迎来了能见度相对较高的 2021。中央经济工作会议提出 2021 年宏观政策“不急转弯”，意味着宏观流动性的平稳过渡。2021 年 1 月 4 日的央行工作会议，对于地产的表述不再放在“防风险”的段落中，关于房地产金融长效机制的表述从 2020 年的“建立”改为“落实”和“实施”。结合我们对于房地产市场的平稳预期，我们认为 2021 年的房地产金融环境将保持平稳，在过去融资渠道额度管控的基础之上，以“三道红线”、贷款集中度为主体的房地产宏观审慎框架基本成型。后续看点一是“三道红线”试点的执行效果和扩围节奏，二是关注居民债务收入比和房地产贷款风险权重的相关政策。

总体而言，我们预计 2021 年融资环境稳中有降是大概率事件，降幅主要取决于房地产信托净融资额的收缩程度（房地产信托仍然面临严格的监管基调）。境内债净融资额或将温和扩大（其它融资渠道腾挪至境内债），境外债净融资额或将有所收窄（到期规模大幅攀升、市场不确定性较大），开发贷净融资额或将保持平稳（贷款集中度超标银行数量不多、较为宽裕的过渡期、监管机构稳妥推进的主基调）。“三道红线”下，我们认为短期内房企仍将维持信用利差，但随着更多房企杠杆改善，长期我们有望看到行业利差收窄，整体融资成本趋势性下降。

图表29：房地产开发贷款、个人住房贷款和金融机构各项贷款余额同比增速



资料来源：中国人民银行，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

综合考虑“不急转弯”的宏观政策定调，房地产长效机制的“落实”，以及“三道红线”、房地产贷款集中度管理等房地产金融审慎管理制度的“实施”，我们认为 2021 年地产金融环境将“拨云见日”，拥有更高的能见度，市场将从过去追求爆发转向具备持续健康发展能力的房企。虽然销售和业绩增速难以回到过去的辉煌，但是更加稳健的发展预期将改变市场对企业的偏见，看好优质房企的估值重塑机遇。

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20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）

公司 12 月 14 日公告收到中外运航运关于收购创毅控股（3992 HK）53.51% 股份的收购建议。公司 2019 年报提出“内外发展并举”的战略举措，今年来稳步推进，收购建议与公司外拓思路相符，有望成为公司收并购落地的第一步，彰显招商局集团对于公司做大做强的鼎力支持和发展决心，同时有望与公司在香港的现有物管业务形成协同。

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（估值日期为 2020 年 12 月 14 日）。

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30: 重点公司一览表

公司代码	公司名称	评级	目标价(元)	1月21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	30.10	3,497	3.35	3.73	4.21	4.79	8.99	8.07	7.15	6.28	
600383 CH	金地集团	买入	19.26	12.47	563	2.23	2.59	3.01	3.55	5.59	4.81	4.14	3.51	
000736 CH	中交地产	买入	8.10	6.51	45	0.78	0.82	1.08	1.41	8.35	7.94	6.03	4.62	
600325 CH	华发股份	买入	8.75	6.19	131	1.32	1.38	1.62	1.92	4.69	4.49	3.82	3.22	
001914 CH	招商积余	买入	31.13	23.09	245	0.27	0.58	0.81	1.13	85.52	39.81	28.51	20.43	
002968 CH	新大正	买入	69.75	55.74	60	0.97	1.22	1.55	1.97	57.46	45.69	35.96	28.29	
000031 CH	大悦城	买入	6.33	4.24	182	0.55	0.47	0.55	0.64	7.71	9.02	7.71	6.63	

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2021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