

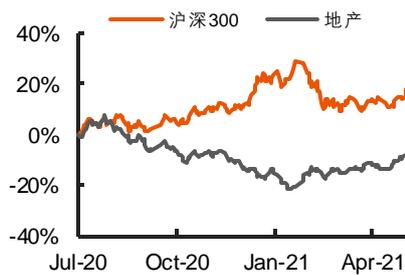
## 地产杂谈系列之十二

## 两大隐忧制约板块估值，优选财务稳健龙头

## 中性（维持）

## 投资要点

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之十一：首次集中供地与50强房企上半年拿地观察》 2021-07-29  
 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之十：二手房“限价”效果显著，试点城市有望扩围》 2021-07-19  
 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之九：聊聊 2021 年新上市和待上市物企》 2021-07-10  
 《行业动态跟踪报告\*地产\*地产杂谈系列之八：人口流入叠加财富累积，大城市群发展可期》 2021-07-02  
 《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之七：从凯德模式寻商管成功之鉴》 2021-06-27  
 《行业深度报告\*地产\*地产杂谈系列之六：从主流房企对比观龙湖高估值之谜》 2021-06-11

## 证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号  
 S1060514080002  
 0755-22621493  
 yangkan034@pingan.com.cn

## 研究助理

郑南宏 一般从业资格编号  
 S1060120010016  
 zhengnanhong873@pingan.com.cn

- **两大隐忧制约板块表现，估值跌至历史低位：**当前地产板块 PE (TTM) 6.92 倍，估值处于近五年 0.57% 分位，主要龙头房企对应 2021 年 PE 不到 5 倍，PB 不到 1 倍。后续市场主要两大隐忧：1) 2020 年行业利润及毛利率双降，首批集中供地热度不减，未来行业毛利率下行压力犹在；2) 随着“三条红线”、“房贷集中度管理”等政策出台，2020 年以来，部分中大型房企信用事件逐步暴露、2021 年 7 月中诚信下调房地产行业评级展望至负面，进一步引发市场对行业资金端的担忧。
- **行业大规模爆发信用事件风险较小，土拍制度完善稳定拿地端毛利率：**2020 年高杠杆房企已通过快销售、缓拿地持续降杠杆，2020 年行业负债率已逐步改善，我们认为后续行业大规模爆发信用风险可能性较小。同时多家房企前 7 月销售增速超过 20%，较高销售增速有望对冲行业毛利率下行对业绩的侵蚀，缓解融资端收紧对房企现金流的冲击。拿地端，7 月 22 日韩正副总理指出，要加快完善“稳地价”工作机制，优化土地竞拍规则，建立有效的企业购地资金审查制度；杭州第二批集中供地亦提高竞拍门槛、降低溢价率上限、试点“竞品质”地块，各地土拍制度逐步完善，叠加融资端收紧影响显现，均将带来下半年土拍市场的逐步降温及拿地端毛利率的企稳。
- **投资建议：中长期投资价值已经显现，优选财务稳健、现金流健康、销售高增的行业龙头。**尽管行业结算端毛利率仍有下行压力，但我们认为当前板块估值已经反映业绩及毛利率方面的担忧，同时随着各地土拍制度逐步完善、叠加监管对拿地销售比的限制，重点城市土地热度有望逐步降温，带来拿地端毛利率的企稳。当前龙头房企估值对应 2021 年 PE 不到 5 倍、PB 不到 1 倍、股息率大多超过 6%，近期保利地产、金科股份先后发布实控人或高管增持、回购计划，亦彰显中长期发展信心。考虑市场对行业信用风险的担忧，建议优选财务稳健、现金流健康、销售高增的行业龙头，如保利地产、金地集团、万科 A 等。
- **风险提示：**1) 若后续土地市场维持较高热度，地价持续高企而房价上涨放缓，存在行业结算毛利率持续下行风险；2) 当前重点城市楼市调控持续加码，若调控力度超预期，将带来部分前期高价地减值的风险；3) 若后续行业金融监管力度超出预期，将对各房企规模发展产生负面影响，导致业绩表现不及预期风险。



# 正文目录

前言 .....	4
一、 板块估值已经跌至历史低位 .....	4
二、 业绩确定性及信用风险为市场两大隐忧 .....	5
2.1 地价高企、毛利率下行对业绩形成压制 .....	5
2.2 融资端收紧效果显现，信用端违约风险加大 .....	7
三、 我们的观点 .....	9
3.1 土拍制度持续完善，拿地端热度降温稳定毛利率 .....	9
3.2 大规模信用风险释放概率小，主流房企销售高增对冲毛利率下行冲击 .....	10
四、 投资建议 .....	11
五、 风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1	各板块年初至今涨跌幅（截至 2021/8/6）	4
图表 2	房地产 PE（TTM）处于近五年 0.57%分位	5
图表 3	2020 年 A 股上市房企归母净利润同比下降 15.6%	5
图表 4	2020 年 A 股上市房企毛利率及净利率同比下降	6
图表 5	22 城首批集中供地成交楼面价及溢价率	6
图表 6	首批 7 城代表性地块盈利能力测算	7
图表 7	三大政策陆续出台对房企融资提出更大的挑战	7
图表 8	2021H1 全国新增房贷占比显著降低	8
图表 9	2021 年 2 月以来全国首套房贷利率持续回升	8
图表 10	2021 年 7 月全国百强房企销售面积同比降 16.4%	9
图表 11	北京市首批集中供地制度细则	9
图表 12	2020 年 50 强房企“三条红线”均值有所改善	10
图表 13	2020 年 50 强房企有息负债增速大幅放缓	10
图表 14	1-7 月部分主流房企销售额仍保持较高增速	10
图表 15	部分主流房企股息率具备一定吸引力	11
图表 16	重点公司盈利预测（股价、估值截至 2021/8/8）	11

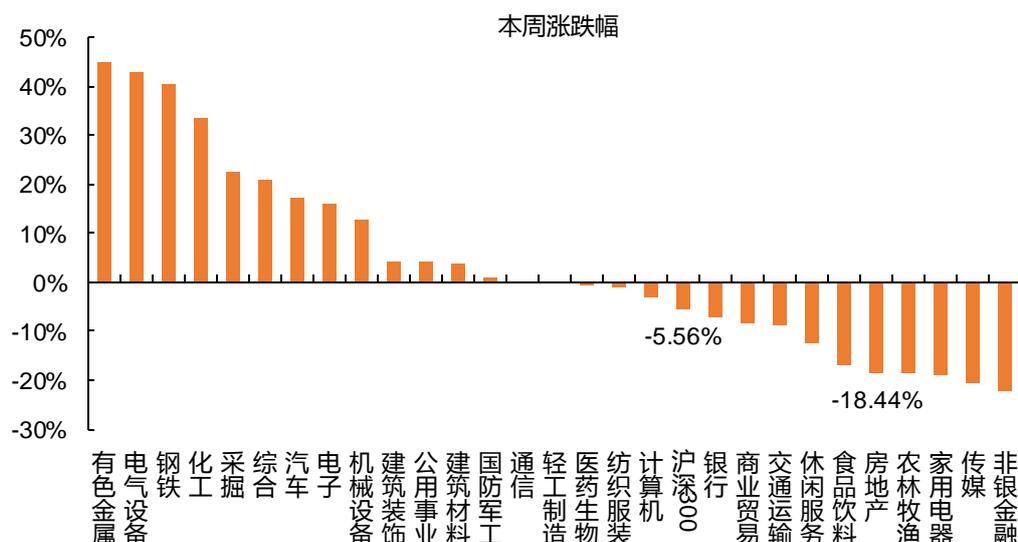
## 前言

2021年以来地产股持续下跌，截止2021年8月6日，申万地产板块累计下跌18.4%，主要龙头房企对应2021年PE不到5倍，PB不到1倍，已跌至近五年历史低位。展望后续，市场主要担忧毛利率下行对业绩的冲击以及行业信用风险的持续爆发。我们认为尽管毛利率下行趋势短期难以逆转，但融资端持续收紧叠加后续各地土拍制度的完善有望带来土地端毛利率的逐步企稳；同时自2020年“三条红线”以来，主流房企已持续降杠杆，对于大部分现金流稳健、财务健康的龙头房企，信用风险相对有限。站在目前时间，我们认为当前板块估值已反映上述两大担忧，目前多数龙头房企对应2020年分红股息率超过6%，财务稳健的优质龙头已具备中长期投资价值。

## 一、 板块估值已经跌至历史低位

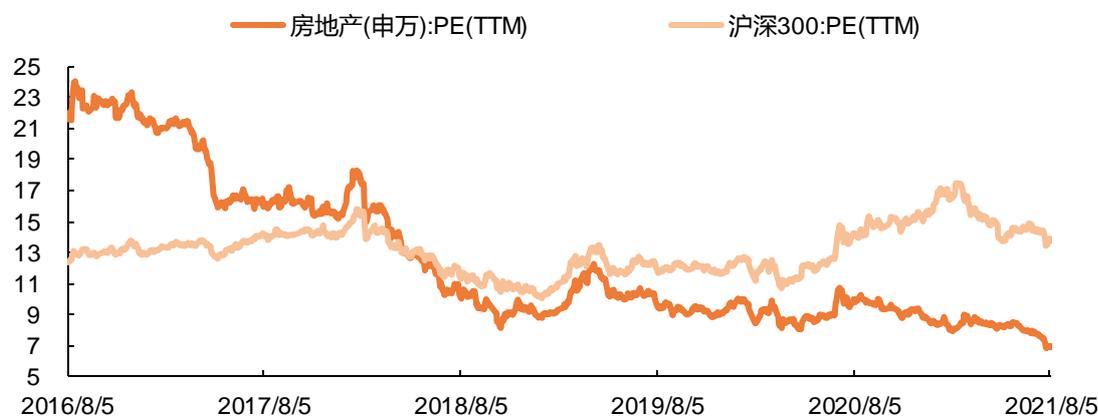
2021年以来地产股持续下跌，截止2021年8月6日，申万地产板块累计下跌18.4%，主要龙头房企对应2021年PE不到5倍，PB不到1倍；地产板块PE(TTM)6.92倍，估值处于近五年0.57%分位。

图表1 各板块年初至今涨跌幅（截至2021/8/6）



资料来源:中指, 平安证券研究所

图表2 房地产PE(TTM)处于近五年0.57%分位



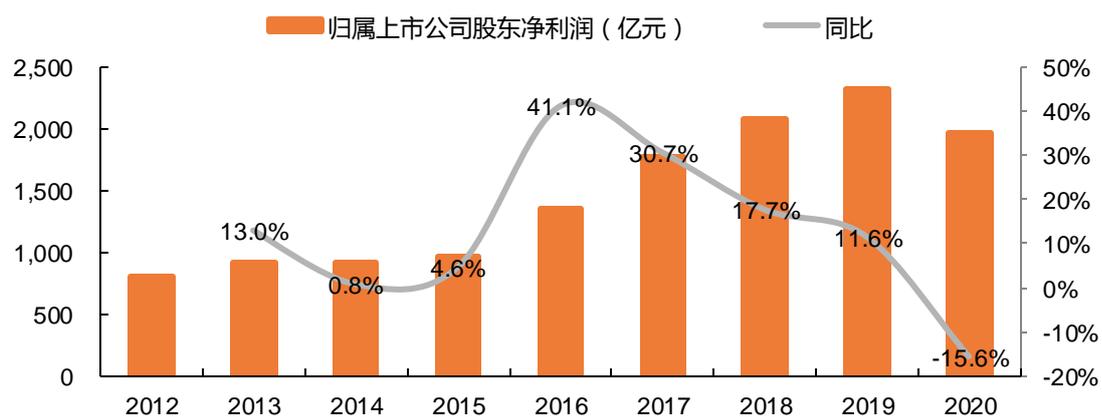
资料来源:中指, 平安证券研究所

## 二、业绩确定性及信用风险为市场两大隐忧

### 2.1 地价高企、毛利率下行对业绩形成压制

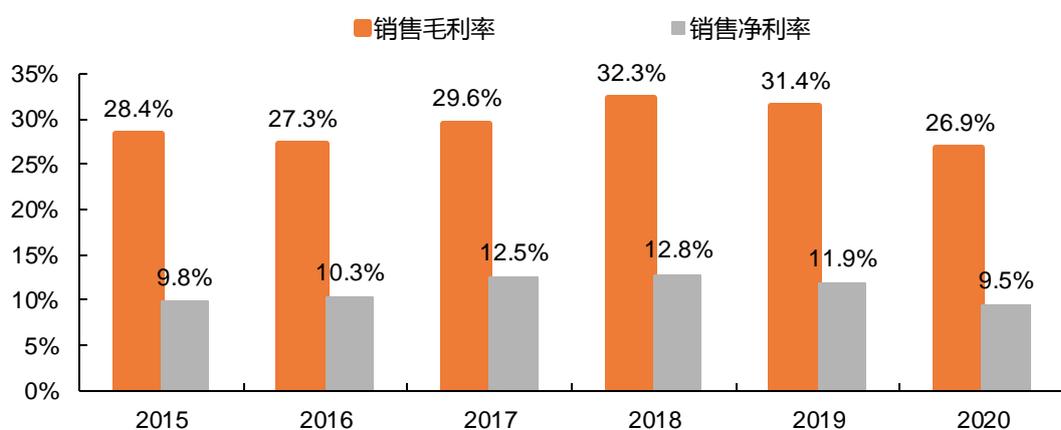
2020年A股上市房企整体归母净利润同比下降15.6%，首次出现负增长，增速较2019年降27.2个百分点；整体毛利率26.9%，较2019年下降4.6个百分点；销售净利率9.5%，较2019年下降2.4个百分点。地价高企对行业毛利率及业绩的影响持续显现。

图表3 2020年A股上市房企归母净利润同比下降15.6%



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表4 2020年A股上市房企毛利率及净利率同比下降



资料来源:Wind, 平安证券研究所

注:行业毛利率通过 1-行业成本/行业营收计算,下同

**首批集中供地成交楼面价、溢价率整体较高。**受销售韧性延续、房企年初补货等因素影响,22城首批集中供地热度较高,平均成交楼面价9591元/平米,较2020年增长38%,平均溢价率15%,较2020年增长2个百分点。分城市看,重庆、武汉由于土拍规则宽松,成交溢价率分别为39%、17%,较2020年增长31个、8个百分点,绝对水平及变动幅度均处22城前列。

图表5 22城首批集中供地成交楼面价及溢价率

城市	溢价率	较2020年变化(PCT)	楼面价(元/平米)	较2020年变化	城市	溢价率	较2020年变化(PCT)	楼面价(元/平米)	较2020年变化
重庆	39%	31	5827	85%	广州	12%	3	11337	-15%
深圳	31%	8	15212	2%	郑州	11%	5	5653	93%
厦门	29%	9	35823	71%	天津	11%	7	9207	37%
杭州	26%	4	15567	14%	沈阳	10%	-4	5397	22%
宁波	25%	-2	11841	30%	长沙	7%	-2	4821	57%
合肥	19%	-3	8962	70%	成都	7%	-7	7565	21%
福州	18%	-6	9291	16%	苏州	7%	-0.3	10084	21%
南京	18%	7	13861	28%	北京	6%	-9	32167	12%
武汉	17%	8	8161	33%	上海	5%	-6	14549	-6%
无锡	12%	-6	15060	72%	长春	4%	-1	3267	15%
济南	12%	9	4794	9%	青岛	2%	2	4129	24%

资料来源:中指, 平安证券研究所

**热点地块隐含毛利率仍低。**我们选取了首批7个城市代表性地块,按照假设开发法对项目盈利能力进行初步测算,测算平均毛利率约16%。具体来看,部分热点地块由于较高溢价率及配建或自持比例,若参考项目周边房价开发销售,毛利率处相对较低水平。如广州金沙洲地块,考虑2.34万平配

建后实际楼面地价达 42122 元/平，按照 52000 元/平的销售均价测算毛利率约 13%；杭州自持比例达 40%的城东滨湖新区地块测算毛利率约 1%。

图表6 首批7城代表性地块盈利能力测算

城市	地块	房企	建面(万平)	成交额(亿元)	楼面地价(元/平)	配建(万平)	自持比例	测算可售比例	周边房价(元/平)	假设建安(元/平)	毛利率	
广州	金沙洲地块	华润	7.4	21.3	28787	2.34		68%	52000	3500	13%	
	横沥岛地块	越秀等	14.3	27.6	19300			100%	35000	3500	34%	
沈阳	沈北新区地块	汇置	12.3	2.9	2368	5%的租赁住房		95%	8000	3000	28%	
	经开区域地块	华润	31.4	26	8236			100%	13000	3000	13%	
长春	绿园区地块	万龙	28.8	4.6	1582	5%-7%的公共配套		94%	7000	3000	29%	
	净月区地块	创远	11.6	7.7	6600			100%	12000	3000	19%	
重庆	渝北区观音桥组团	中海	2.4	3.6	15307			100%	20000	3000	7%	
	沙坪坝区西永组团	绿地	39.5	18	4559		不少于8.5万平商业	78%	12000	3000	19%	
无锡	XDG-2021-10号	仁恒	16.5	32.2	19511	5.64		66%	35000	3000	1%	
	XDG-2021-17号	祥瑞	9.1	6.6	7200	0.53		94%	12500	3000	12%	
杭州	JG1402-32	滨江&融创	18	80.9	44938			17%	83%	66000	4500	9%
	G-R21-01	地上	8.6	10.9	12708			40%	60%	27480	3500	1%
北京	30-L01-01地块R2	金地&保利&华润	10.3	50.9	49472	2.2(政府1.2万/平回购)			79%	88000	5000	23%
	3005-08地块R2	融创	5.1	26.8	52983	15%(政府产权)			85%	76000	5000	9%
平均											16%	

资料来源：中指院，平安证券研究所，测算未考虑自持部分将带来的租金等收益；杭州及北京地块按区域房价最高限价估算未来售价；由于周边房价不代表最终销售价格，测算毛利率仅供参考

## 2.2 融资端收紧效果显现，信用端违约风险加大

随着“三条红线”、“房贷集中度管理”等政策出台，2020年以来，行业融资环境持续收紧，部分中大型房企信用事件逐步暴露。2021年7月中诚信下调房地产行业评级展望至负面，进一步引发市场对行业资金端的担忧。

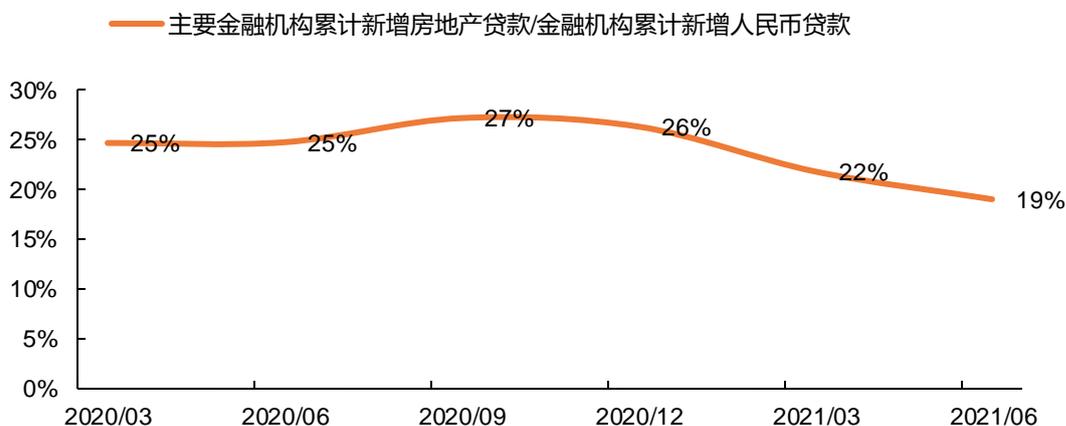
图表7 三大政策陆续出台对房企融资提出更大的挑战

三条红线	<ul style="list-style-type: none"> <li>时间：2020年8月23日</li> <li>内容：剔除预收款的资产负债率不得大于70%、净负债率不得大于100%、现金短债比不得小于1倍</li> </ul>
房贷集中度	<ul style="list-style-type: none"> <li>时间：2020年12月31日</li> <li>内容：建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，分档设置房地产贷款余额占比、个人住房贷款余额占比上限</li> </ul>
供地两集中	<ul style="list-style-type: none"> <li>时间：2021年2月23日</li> <li>内容：集中发布土地出让公告、集中组织出让活动，原则上发布公告全年不得超过3次</li> </ul>

资料来源：各政府网站，平安证券研究所

融资端收紧效果持续显现。2021H1 全国新增房贷 2.42 万亿，同比降 19%，占同期新增人民币贷款比例为 19%，较 2020 年全年降 7pct。

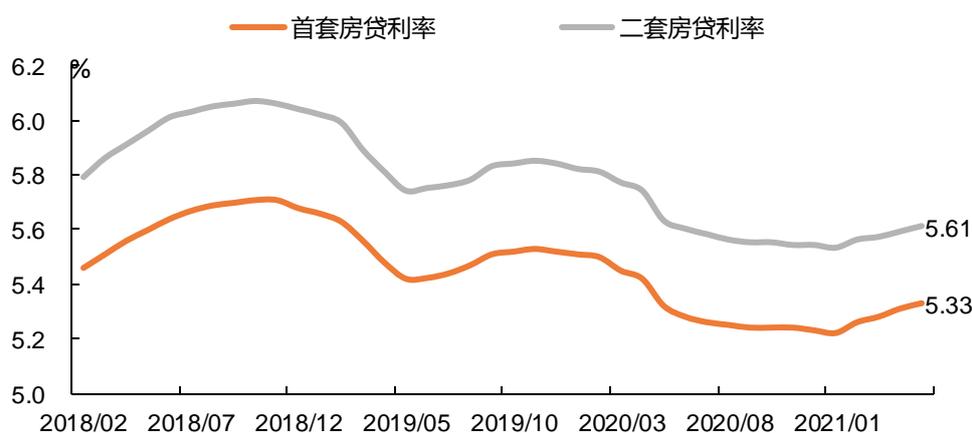
图表8 2021H1 全国新增房贷占比显著降低



资料来源:中指, 平安证券研究所

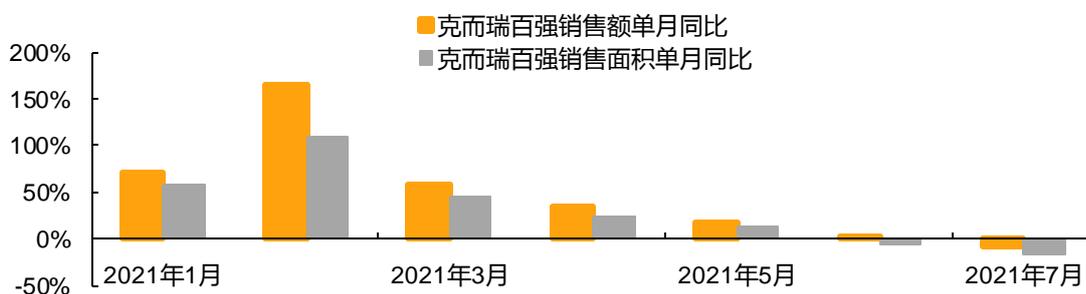
按揭利率上行, 百强房企销售增速放缓。从按揭端来看, 5 月全国首套、二套房贷平均利率分别为 5.33%、5.61%, 连续 4 个月上行; 7 月上海地区首套房利率由目前的 4.65%调整至 5.00%, 二套房利率从 5.25%上调至 5.70%, 同时各地按揭放款速度持续放缓。受按揭利率上行等因素影响, 7 月百强房企单月销售面积同比降 16.4%, 销售增速放缓叠加回款速度下降进一步引发对行业资金环境的担忧。

图表9 2021 年 2 月以来全国首套房贷利率持续回升



资料来源:中指, 平安证券研究所

图表10 2021年7月全国百强房企销售面积同比降16.4%



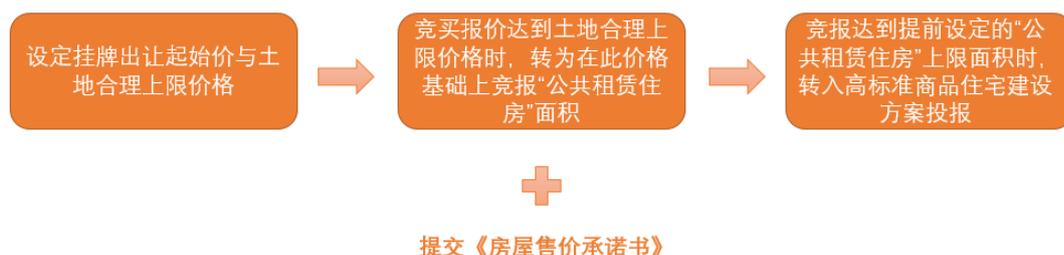
资料来源:克而瑞, 平安证券研究所

### 三、我们的观点

#### 3.1 土拍制度持续完善，拿地端热度降温稳定毛利率

由于22城首批集中供地整体表现较为火热，与中央“稳地价、稳房价、稳预期”政策初衷存在偏差。7月22日韩正副总理指出，要加快完善“稳地价”工作机制，优化土地竞拍规则，建立有效的企业购地资金审查制度。同日，央视新闻报道，要着力建立房地联动机制，推广北京市做法，限房价、控地价、提品质，建立购地企业资格审查制度，建立购地资金审查和清退机制。

图表11 北京市首批集中供地制度细则



资料来源:北京市规划和自然资源委员会, 平安证券研究所

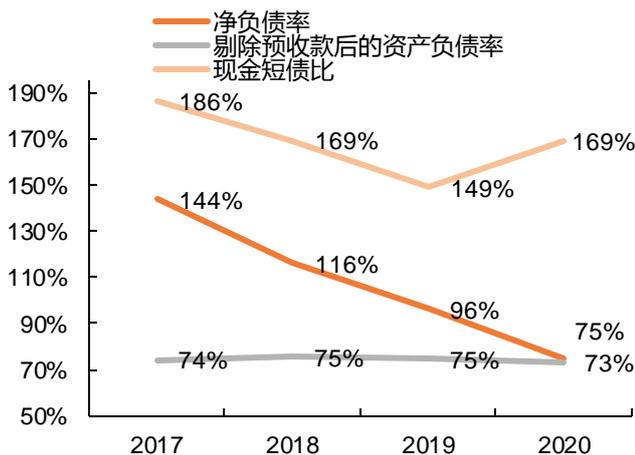
注: 以北京市朝阳区王四营乡土地一级开发项目一期1304-L03地块R2二类居住用地为例

从杭州第二批集中供地来看，已进行部分规则调整，包括提高竞拍门槛、降低溢价率上限、试点“竞品质”地块。加上近期监管明确被纳入“三道红线”试点的几十家重点房企，拿地金额不得超年度销售额40%，部分前期拿地较积极预计下半年拓地节奏亦将有所放缓。我们认为随着各地土拍制度逐步完善，叠加融资端收紧均将带来下半年土拍市场的逐步降温。

### 3.2 大规模信用风险释放概率小，主流房企销售高增对冲毛利率下行冲击

主流房企持续降杠杆，大规模信用风险释放概率较小。截至2020年末，50强房企平均净负债率、剔除预收款后资产负债率、现金短债比分别为75%、73%、169%，较2019年降21个、降2个、升20个百分点；50强整体有息负债同比增5%，增速较2019年下降11个百分点。行业负债率已持续改善，我们认为大规模爆发信用风险的可能性较小。

图表12 2020年50强房企“三条红线”均值有所改善



资料来源：中指院，平安证券研究所

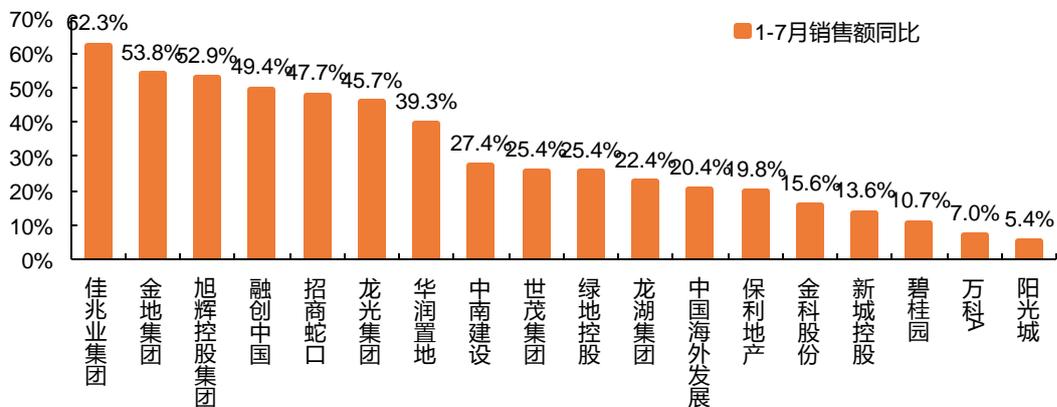
图表13 2020年50强房企有息负债增速大幅放缓



资料来源：中指院，平安证券研究所

重点房企销售保持高增，有望部分对冲毛利率下行的冲击。尽管行业及百强增速放缓，但从主流房企销售增速来看，多家房企前7月销售增速超过20%，其中佳兆业集团、金地集团、旭辉控股前7月累计销售增速均超过50%，较高销售增速有望对冲行业毛利率下行对业绩的侵蚀，同时缓解融资端收紧对房企现金流的冲击。

图表14 1-7月部分主流房企销售额仍保持较高增速

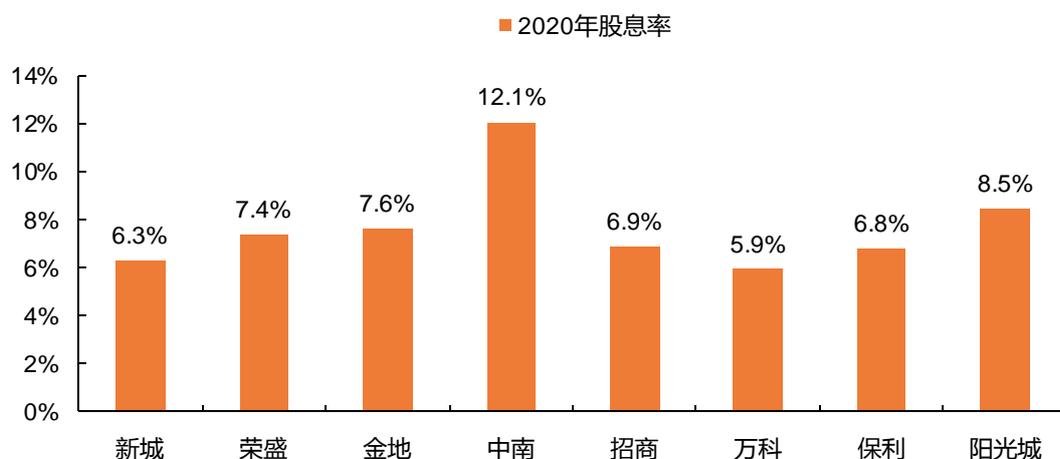


资料来源：中指，平安证券研究所

## 四、投资建议

优选财务稳健、现金流健康、销售高增的行业龙头。尽管行业结算端毛利率仍有下行压力，但我们认为当前板块估值已经反映业绩及毛利率方面的担忧，同时随着各地土拍制度逐步完善、叠加监管对拿地销售比的限制，重点城市土地热度有望逐步降温，带来拿地端毛利率的企稳。当前龙头房企估值对应 2021 年 PE 不到 5 倍、PB 不到 1 倍、股息率大多超过 6%，近期保利地产、金科股份先后发布实控人或高管增持、回购计划，亦彰显中长期发展信心。考虑市场对行业信用风险的担忧，建议优选财务稳健、现金流健康、销售高增的行业龙头，如保利地产、金地集团、万科 A 等。

图表 15 部分主流房企股息率具备一定吸引力



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表 16 重点公司盈利预测 (股价、估值截至 2021/8/8)

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)				P/E (倍)				评级
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
万科 A	000002.SZ	21.10	3.57	3.92	4.26	4.57	5.91	5.38	4.95	4.62	推荐
保利地产	600048.SH	10.75	2.42	2.57	2.79	3.02	4.44	4.18	3.85	3.56	推荐
金地集团	600383.SH	9.16	2.30	2.68	3.08	3.53	3.98	3.42	2.97	2.59	推荐
招商蛇口	001979.SZ	9.27	1.55	2.15	2.46	2.76	5.98	4.31	3.77	3.36	推荐
金科股份	000656.SZ	4.29	1.32	1.61	1.94	2.29	3.25	2.66	2.21	1.87	推荐

中南 建设	00096 1.SZ	4.61	1.85	2.36	2.88	3.25	2.49	1.95	1.60	1.42	推荐
新城 控股	60115 5.SH	32.50	6.75	8.06	9.36	10.58	4.81	4.03	3.47	3.07	推荐
天健 集团	00009 0.SZ	4.99	0.80	0.92	1.01	1.11	6.24	5.42	4.94	4.50	推荐

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 五、 风险提示

- 1) 毛利率下行风险: 若后续土地市场维持较高热度, 地价持续高企而房价上涨放缓, 存在行业结算毛利率持续下行风险;
- 2) 房企大规模减值风险: 当前重点城市楼市调控持续加码, 若调控力度超预期, 将带来部分前期高价地减值的风险;
- 3) 行业金融监管力度超预期风险: 若后续行业金融监管力度超出预期, 将对各房企规模发展产生负面影响, 导致业绩表现不及预期风险。

## 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 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 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 16 层  
邮编：100033