

整体融资环境逐步好转

房地产行业

推荐 维持评级

投资要点:

一、一周行业热点

- 1、龙头房企提前完成全年业绩目标
- 2、2019年商品房销售将大幅减少，房地产迎最长下行周期
- 3、11月份百城新建住宅均价涨幅回落

二、最新观点

1、本周，中粮地产重组大悦城事项获得证监会无条件通过，本次方案为募集配套资金24亿元，向10个特定投资者募集；中华企业发行的新增股份登记完毕，发行股票募集配套资金进展顺利，显示出房企再融资或存在放开可能，也显示出房企融资环境有继续改善的可能性。目前，房企融资规模及成本都在下行，发行难度降低。11月房地产行业信用债平均利率水平为5.7%，环比下降0.6个百分点。随着宽松政策预期的抬升，地产股估值修复有望持续。

2、对于处于成长或高速发展期的房企而言，销售规模快速增长仍被放在重要的位置，今年的销售目标增长率普遍定到了40%以上。尽管从全国范围来看成交量有所回升，但提升幅度仍是有限的。在各城市供应放量后，11月成交继续环比微增，也较2018年月平均成交量增长8%，但同比增幅也从10月时的15%继续收窄至8%。供应放量但成交相对乏力的局面，给房企销售和回款造成一些压力。

3、投资建议：目前全国单月销售已连续两个月负增长，部分区域楼市量价亦出现松动，短期来看行业基本面仍将延续下行格局，震荡行情中可以寻求政策博弈的反弹机会，以龙头防御为主；预计2019年中期量价能够企稳，资金风险释放之后将迎来较好的反弹机会。龙头未来业绩增长有保障（未来两年业绩能维持20%左右的增长），是比较好的底部配置时机。我们建议投资者关注万科A（000002）、新城控股（601155）、保利地产（600048）等股票的投资机会。

三、风险提示：房价大幅下跌风险，棚改不及预期风险等。

需要关注的重点公司

投资组合	公司代码	公司名称	周涨跌幅	累计涨跌幅	相对收益率
核心组合	000002	万科A	-0.39%	-15.23%	8.38%
	601155	新城控股	-3.80%	-7.98%	15.63%
	600048	保利地产	-3.21%	-7.71%	15.89%

资料来源：中国银河证券研究院

分析师

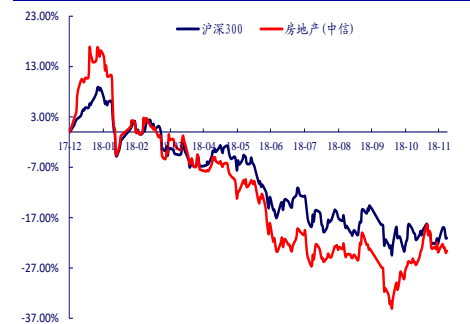
潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产潘玮】房地产行业周报：房企融资难逐渐改善，大中型房企业绩确定性高-2018.10.22

【银河地产潘玮】房地产行业周报：“金九”成色不足，库存仍在低位-2018.10.15

【银河地产潘玮】房地产行业周报：成交逆势上扬，“金九”初见端倪-2018.09.04

目 录

一、一周行业动态及热点	2
二、最新观点	3
(一) 房企融资环境有望逐步改善	3
(二) 千亿房企的数量可能低于预期	3
(三) 行业估值及国际估值比较	4
(四) 投资建议	10
三、投资组合	10
(一) 核心组合	10
四、风险提示	11
附录:	12
一、板块市场行情	12
(一) 板块市场表现	12
(二) 个股市场表现	13

一、一周行业动态及热点

表 1: 热点事件及分析

重点事件	我们的理解
<p>碧桂园 6645.5 亿元，万科 5422.3 亿元，恒大 5391.4 亿元，11 月过罢，三家龙头房企全部突破去年全年的销售金额。根据地产研究机构克而瑞的统计，截至 11 月底，今年销售流量金额超千亿元的房企已有 25 家，超过 2000 亿元的房企已有 7 家，此外已有多家企业提前完成此前定下的销售目标。尽管克而瑞仍然预计年内千亿房企数量或接近 30 家，但房企单月销售额延续了前几个月的增速放缓势头。结合当前市场形势，千亿房企数量很可能低于预期，部分房企的销售目标完成度也会受到较大影响。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2018/12/07/1264047.html)</p>	<p>龙头房企更加追求有质量的增长，规模增长较为平稳，以恒大为例，今年恒大提出了 5500 亿元的销售目标，但与去年相比，目标增长率也只有 10%。但对于处于成长或高速发展期的房企而言，销售规模快速增长仍被放在重要的位置，今年的销售目标增长率普遍定到了 40% 以上。尽管从全国范围来看成交量有所回升，但提升幅度仍是有限的。在各城市供应放量后，11 月成交继续环比微增，也较 2018 年月平均成交量增长 8%，但同比增幅也从 10 月时的 15% 继续收窄至 8%。供应放量但成交相对乏力的局面，给房企销售和回款造成一些压力。</p>
<p>“2018 年已经释放出收紧棚改融资的信号，加上前期繁荣周期对部分需求透支和私人部门信心下降，三四线城市的房地产市场将迎来一轮明显的调整周期。” 2019 年商品房销售面积将大幅减少，房地产开发投资增速将放缓，房地产政策不会放松，房地产市场将迎来最长下行周期。过去十年，中国房地产市场先后经历了三轮下行周期，最严重的一次发生在 2008 年全球金融危机期间，许多房价直接下降 20%，销售面积萎缩，售价丝毫不涨，房地产对 GDP 拉动作用从 2007 年的 1.15 个百分点下降到 2008 年的 0.05 个百分点。得益于棚户区改造，此次下行周期到了 2017 年才开始，至今却未有回暖迹象。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2018/12/06/1263992.html)</p>	<p>棚户区改造尤其是货币化安置在支撑三四线住房市场繁荣周期中发挥了重要作用，一方面减少住房存量供给，另一方面新增住房需求，在短期内改变了一些城市的住房供求关系，推动房价在短期内集中上涨，吸引潜在刚需或投机需求入市，进一步产生助涨效应。前两轮下行周期均在持续一年之后迎来宽松刺激周期，而此次下行周期已持续一年多，大幅放松政策带来房地产繁荣是不太可能的了，下行趋势将在 2019 年继续。</p>
<p>受市场预期转变影响，11 月份房地产市场延续调整趋势，在房价及土地流拍调整两个方面的表现更加突出。12 月 6 日，中国指数研究院发布的最新数据显示，截至 11 月份，百城新建住宅均价涨幅普遍回落，土地流拍数量创新纪录。根据中国房地产指数系统对全国 100 个城市的全样本调查数据显示，11 月，百城新建住宅均价为 14641 元/平方米，环比上涨 0.27%，涨幅较 10 月回落近 0.2 个百分点。从具体城市来看，百城中 11 月有 31 个城市新建住宅价格环比下跌，下跌城市数量较 10 月增加 12 个；其中三四线城市价格调整范围最广，下跌城市数量较 10 月增加 9 个至 21 个。二手房方面，11 月十大城市二手房均价</p>	<p>整体来看，受市场需求端、供应端、金融端等多维度监管的持续推进，调控政策效果稳固延续，市场预期转向，房地产市场继续进入调整通道，一线城市房价也在经历长时间横盘后率先进入调整，预计未来整体房地产市场将进一步承压，价格继续小幅下调的可能性较大；二线城市调整幅度将相对缓和；而多数普通三四线城市在各线中需求的支撑基础最为薄弱，在市场调整周期其面临的压力较为严峻。未来各地方政府将继续严格执行各项调控措施，加快建立健全住房保障体系，切实改善住房供求关系，确保市场稳定。受政策持续深化影响，房</p>

为 39012 元/平方米，环比下跌 0.38%，跌幅较 10 月扩大 0.35 个百分点，其中除南京挂牌价相对平稳外，其余 9 个城市近几个月二手房价格均呈连续下调或间断性震荡趋势。

(<http://news.dichan.sina.com.cn/2018/12/07/1264046.html>)

资料来源：中国银河证券研究院

二、最新观点

（一）房企融资环境有望逐步改善

本周，中粮地产重组大悦城事项获得证监会无条件通过，本次方案为募集配套资金 24 亿元，向 10 个特定投资者募集，募集资金用于投向中粮置地广场项目、杭州大悦城-购物中心项目的两个商业地产项目。这是 2016 年后第一个获批公开市场募资的方案。虽然方案比较特殊，属于央企重组并且购买的资产为商业地产，并非全面股权融资放松，但我们认为未来行业融资环境有望逐步改善。除此之外，中华企业发行的新增股份登记完毕，发行股票募集配套资金进展顺利，显示出房企再融资或存在放开可能，也显示出房企融资环境有继续改善的可能性。目前，房企融资规模及成本都在下行，发行难度降低。11 月房地产行业信用债平均利率水平为 5.7%，环比下降 0.6 个百分点。随着宽松政策预期的抬升，地产股估值修复有望持续。

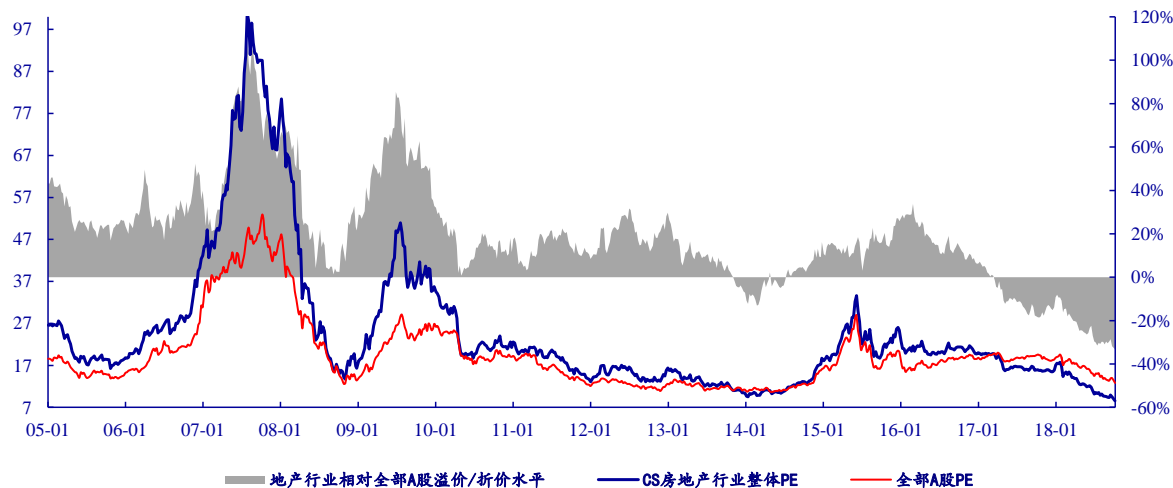
（二）千亿房企的数量可能低于预期

根据地产研究机构克而瑞的统计，截至 11 月底，今年销售流量金额超千亿的房企已有 25 家，超过 2000 亿元的房企已有 7 家，此外已有多家企业提前完成此前定下的销售目标。尽管克而瑞仍然预计年内千亿房企数量或接近 30 家，但房企单月销售额延续了前几个月的增速放缓势头。结合当前市场形势，千亿房企数量很可能低于预期，部分房企的销售目标完成度也会受到较大影响。龙头房企更加追求有质量的增长，规模增长较为平稳，以恒大为例，今年恒大提出了 5500 亿元的销售目标，但与去年相比，目标增长率也只有 10%。但对于处于成长或高速发展期的房企而言，销售规模快速增长仍被放在重要的位置，今年的销售目标增长率普遍定到了 40% 以上。尽管从全国范围来看成交量有所回升，但提升幅度仍是有限的。在各城市供应放量后，11 月成交继续环比微增，也较 2018 年月平均成交量增长 8%，但同比增幅也从 10 月时的 15% 继续收窄至 8%。供应放量但成交相对乏力的局面，给房企销售和回款造成一些压力。

(三) 行业估值及国际估值比较

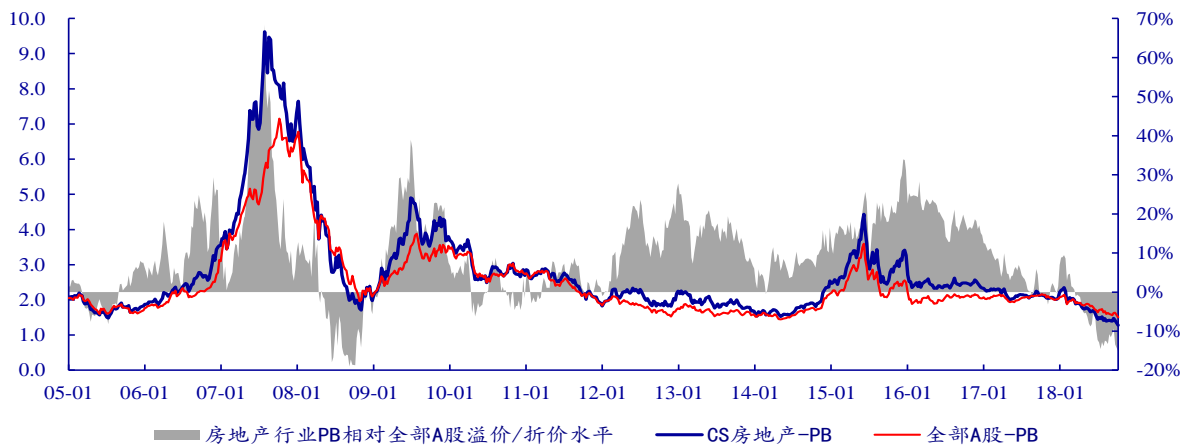
1、房地产板块 PE、PB 估值比较

图 1: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 地产股 PB 估值及溢价/折价分析



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

PE 估值:

截止到 2018 年 12 月 7 号, 房地产行业 TTM 市盈率 (历史整体法) 为 9.1X, 前一周是 9.1X, 本周板块估值相对上周持平; 全部 A 股 TTM 市盈率为 12.8X, 相对前一周 12.7X 上升 0.1 个单位, 地产行业估值相对全部 A 股折价水平为 -29.09%, 较前几周折价水平基本持平。

我们还统计了过去 13 年的房地产行业 TTM 市盈率趋势, 可以发现, 大部分历史时间里, 房地产行业市盈率相对 A 股是处于溢价水平, 07-08 年平均溢价达到 60%, 最高达 100% 的水平, 只有在 2014 年上半年出现了半年多的折价, 幅度最高达折价 12%, 其次就是 2017 年二季度至今, 地产板块相对 A 股市盈率处于折价平均值 13% 的状态, 当前折价 29.09%, 处于历史低位。

过去 13 年房地产行业 TTM 市盈率平均值为 24.5X，当前房地产板块市盈率为 9.1X，较历史均值折价在 62.9%。全部 A 股市盈率平均值为 19.4X，当前房地产板块及全部 A 股市盈率均仍低于历史平均，我们认为房地产板块未来仍有较大的估值修复空间。

PB 估值:

截止到 2018 年 12 月 7 号，房地产行业 PB（整体法，最新）为 1.4X，相较前一周的 1.4X 持平；全部 A 股 PB 为 1.5X，较前一周持平。房地产行业 PB 估值相对全部 A 股估值的折价水平为 -6.8%，折价水平较前略有收窄。

过去 13 年房地产行业 PB 平均值为 2.8X，当前地产板块市盈率为 1.4X，较历史均值折价在 50%。全部 A 股 PB 平均值为 2.5X，当前 A 股 PB 为 1.5X，较历史均值折价 40.9%。当前地产板块及全部 A 股市盈率均低于历史平均，我们认为行业 PB 估值未来也有较大上升空间。

我们统计了过去 13 年的房地产行业 PB 趋势，从 2005 年到 2013 年，大部分时间房地产行业 PB 相对于全部 A 股是处于溢价水平，溢价率 10-20% 之间，除了 08 年到 09 年之间出现了一年的折价时间，溢价率均值在 9.53%。2012 年至今，地产行业 PB 估值相对于全部 A 股一直处于溢价均值为 10% 的水平，当前折价水平 6.8%，未来进一步反弹可期。

2、房地产板块 PE、PB 国际估值比较

PE 比较:

我们比较了 A 股、美股、港股房地产板块 2006 年至今的历史 TTM 市盈率，截止到 12 月 7 日，当前房地产 A 股房地产板块市盈率为 9.1X，较前一周（9.1X）持平；美股为 13.2X，较前一周（13.7X）下降 0.5 个单位；港股为 6.2X，较前一周（6.2X）持平。

美股地产企业重点公司平均市盈率高于 A 股和港股，原因是中美资本市场发展阶段不同，行业公司面临的社会环境不同。美股地产板块的构成中房地产基金以及 REITS 占相当一部分比例，这部分企业市场给予的估值偏高，拉高了整体美股地产股的市盈率水平。

港股地产企业重点公司当前市盈率为 5.8X。港股房地产板块市盈率低于 A 股，原因我们认为有三点：一是在于内地的资本管制。香港作为国际金融中心，货币可以自由兑换，港股的投资者大多是国际投资者，其投资可以在不同的市场灵活转换，而内地由于外汇管制，投资者的投资相对不那么灵活，导致 A 股的估值要比对应的 H 股要高；二，港股市场的机构投资者占比较高，尤其是资金来源于欧美成熟市场的资金，其目的不仅是投资增值获利，也是为了多样化资产配置，这类资金较为追求资金安全性，因此对公司的估值更为苛刻。

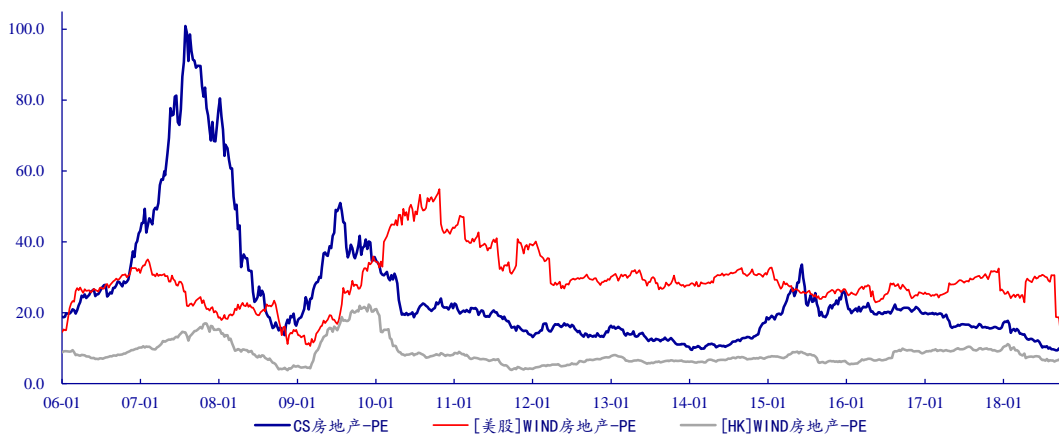
A 股、美股、港股地产板块 PE 的历史均值（2006 至 2018 年）分别为 24.7X、28.8X、8.6X，当前美股 PE 与历史均值折价 54.3%，A 股房地产股 PE 较历史均值折价 63.4%，港股房地产股 PE 较历史均值折价为 28.1%，我们认为 A 股从 PE 相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。

PB 比较:

国内房地产板块市净率低于美股，高于港股。以 2018 年 12 月 7 日收盘价计算，国内地产

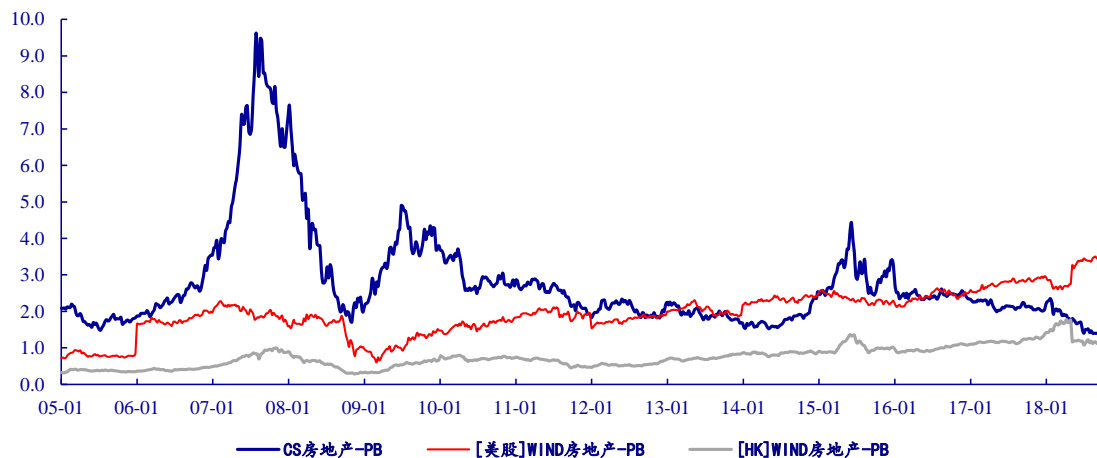
板块的市净率为 1.4 倍，同期美国地产板块为 2.9 倍，港股地产板块为 2.3 倍，国内、美股、港股 PB 均较前持平。以 CS 房地产对各国房地产板块的 PB 溢价率/折价率计算，国内相对美国房地产板块的折价率较历史平均水平低 112.3 个百分点，当前值为 52.1%，历史均值为 60.18%。国内相对港股房地产板块的溢价率较历史平均水平低 358.4 个百分点，当前值为 40.3%，历史均值为 318.4%。国内地产指数市净率估值水平处于历史低位，未来提升空间较大。

图 3: A 股、美股、港股房地产板块 PE 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: A 股、美股、港股房地产板块 PB 比较



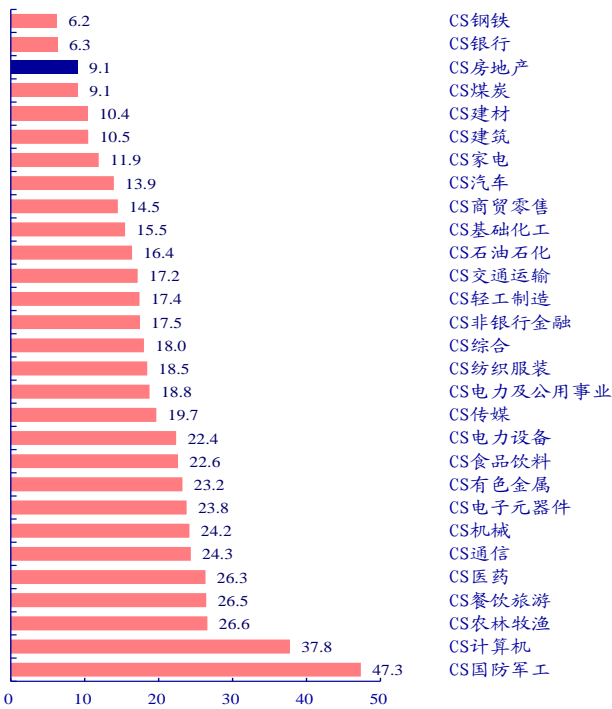
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较

按照中信一级行业分类，我们统计了各行业的 PE 情况，截止到 2018 年 12 月 7 日，PE 最低的是钢铁行业，仅 6.2 倍市盈率，房地产行业 PE 为 9.1X，排名倒数第三，在所有行业分类中房地产的相对估值是偏低的。

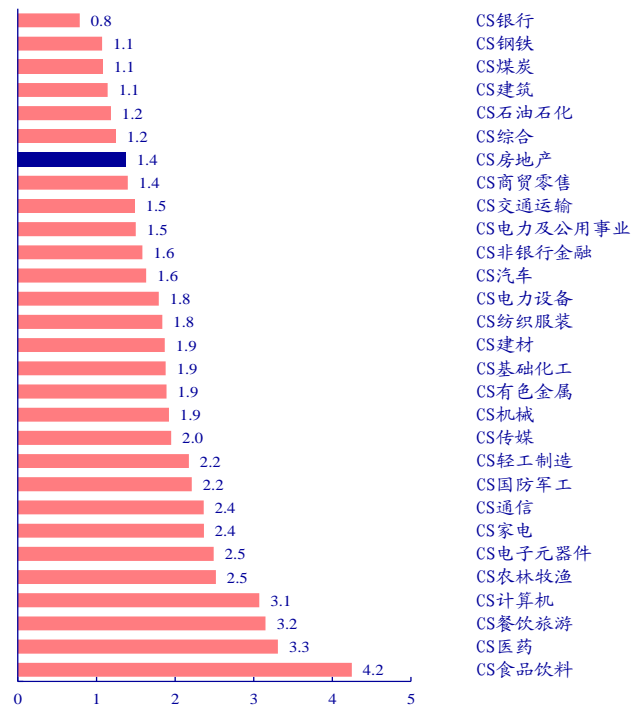
同样按照中信一级行业分类，我们统计了各行业的 PB 情况，截止到 2018 年 12 月 7 日，PB 最低的是银行业，仅 0.8 倍 PB，其次是钢铁行业，房地产行业排倒数第七，市净率为 1.4X，从行业纵比的角度来看房地产的 PB 估值也是偏低的。

图 5: 中信一级行业各行业 PE 比较 (统计时间 12.07)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 中信一级行业各行业 PB 比较 (统计时间 12.07)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4、国际与国内重点公司估值比较

我们计算了美股主流房地产公司 2018 年前三季度及前一年度的收入、净利润增速及估值等。从收入角度看, 18 年前三季度收入增速平均为 21.79%, 中位数为 16.55%; 前一年度收入同比增速平均为 17.88%, 中位数为 15.49%。从净利润角度看, 18 年前三季度净利润增速平均为 52.45%, 中位数为 39.04%; 前一年度净利润同比增速平均为 21.92%, 中位数为 12.10%。而其所对应的估值(以 2018.12.07 日计)平均数为 10.6 倍, 估值中位数为 8.82 倍, 多数处于 10-25 倍之间。

A 股市场, 我们列示国内市值居前的 30 只房地产行业重点覆盖公司如下表。从收入角度看, 其 18 年前三季度收入增速平均为 24.38%, 中位数为 27.51%; 前一年度收入平均增速为 33.12%, 中位数为 12.35%。从净利润角度看, 18 年上半年净利润增速均值为 45.28%, 中位数为 28.68%; 前一年度的净利润平均增速为 34.56%, 中位数为 32.35%。而观察其目前的估值水平(以 2018.12.07 日计), 市盈率平均为 7 倍, 中位数为 7.7 倍, 主要位于 10-25 倍区间。

表 2: 美股房地产公司业绩增速与估值 (截止 2018 年 12 月 07 日) (市值单位: 亿美元)

证券代码	证券简称	净利润同比增速%		收入同比增速%		市盈率 TTM	当前市值
		18Q3	Y17	18 Q3	Y17	2018/12/07	2018/12/07
DHL.N	霍顿房屋(HORTON D R)	37.10	17.16	16.42	15.90	9.39	137.19
LEN.N	莱纳房产(LENNAR)	79.62	(11.12)	59.27	15.49	11.58	135.64
LEN_B.N	莱纳房产(LENNAR)B 类股	79.62	(11.12)	59.27	15.49	9.32	135.64
NVR.N	NVR	36.85	26.40	15.14	8.30	12.88	88.81
PHM.N	普尔特房屋(PULTE)	112.10	(25.80)	24.32	11.80	8.64	73.67
TOL.N	托尔兄弟	27.23	40.15	23.79	12.49	6.53	48.84
BLD.N	TOPBUILD CORP	81.02	117.80	24.19	9.38	8.30	16.69
TMHC.N	Taylor Morrison	185.58	73.37	7.11	9.44	9.34	20.45
TPH.N	TRI POINTE GROUP INC	50.68	(4.09)	26.66	16.79	7.07	17.29
KBH.N	KB HOME	(23.61)	70.99	7.87	21.58	11.43	18.04
IBPN	INSTALLED BUILDING PRODUCTS INC	0.00	7.04	0.00	31.28	24.36	11.09
MTH.N	MERITAGE HOMES	40.99	(4.20)	8.89	6.08	8.06	15.10
MDC.N	MDC HOLDINGS INC	33.06	37.42	14.56	10.78	8.99	16.29
CVCO.O	卡寇工业	0.00	0.00	0.00	0.00	27.21	13.67
LGIH.O	LGI HOMES INC	0.00	51.01	0.00	50.06	6.99	10.09
WLH.N	William Lyon Homes	57.65	(19.37)	21.81	27.77	6.41	4.43
CCS.N	CENTURY COMMUNITIES INC	112.27	1.52	66.19	43.18	6.95	6.07
MHO.N	MI 家居	33.91	27.33	16.68	16.00	7.28	6.63
	均值	52.45	21.92	21.79	17.88	11.08	42.15
	中位数	39.04	12.10	16.55	15.49	8.77	17.55
	最大值	185.58	117.80	66.19	50.06	29.91	135.62
	最小值	-23.61	-25.80	0.00	0.00	6.50	4.74

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 3: 港股房地产公司业绩增速与估值 (截止 2018 年 12 月 07 日) (单位: 亿港元)

证券代码	证券简称	净利润同比增速%		收入同比增速%		市盈率 TTM	当前市值
		18H1	Y17	18H1	Y17	2018/12/07	2018/12/07
2202.HK	万科企业	24.94	33.44	55.15	3.69	8.3	3,150.8
0016.HK	新鸿基地产	59.89	27.91	18.43	-13.94	6.6	3,279.6
0001.HK	长和	13.20	6.34	11.23	-4.36	8.1	3,027.1
2007.HK	碧桂园	72.50	126.31	69.05	48.94	5.4	2,000.0
3333.HK	中国恒大	63.56	378.73	60.15	47.03	7.6	3,278.1
0688.HK	中国海外发展	7.22	10.12	1.74	3.72	6.8	2,897.9
1113.HK	长实集团	65.30	55.16	-41.97	-16.96	5.3	2,097.9
0012.HK	恒基地产	14.97	38.86	2.64	-4.35	5.4	1,753.9
1109.HK	华润置地	96.07	18.03	40.34	8.36	7.2	2,027.3
1997.HK	九龙仓置业	107.73	73.62	-14.57	24.05	6.6	1,480.2

1972.HK	太古地产	43.64	125.63	-35.08	10.47	4.2	1,693.6
0960.HK	龙湖地产	23.26	37.65	46.53	31.82	8.2	1,320.4
	均值	49.36	77.65	17.80	11.54	6.64	2,333.89
	中位数	51.76	38.25	14.83	6.04	6.71	2,062.58
	最大值	107.73	378.73	69.05	48.94	8.32	3,279.58
	最小值	7.22	6.34	-41.97	-16.96	4.19	1,320.37

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 (港股三季报数据未出, 暂时列示半年报数据)

表 4: A 股主要房地产公司业绩增速与估值 (截止 2018 年 12 月 07 日)

证券代码	证券简称	净利润同比增速%		收入同比增速%		市盈率 TTM	当前市值
		18Q3	Y17	18Q3	Y17	2018/12/07	2018/12/07
000002.SZ	万科 A	26.09	33.44	50.32	1.01	9.04	2,770.52
600048.SH	保利地产	16.04	25.80	25.67	(5.45)	8.90	1,507.94
600383.SH	金地集团	131.21	8.61	60.27	(32.15)	4.45	437.46
002146.SZ	荣盛发展	33.98	38.88	40.89	26.39	5.35	359.16
000981.SZ	银亿股份	(5.53)	134.76	(25.03)	29.10	8.16	155.48
000540.SZ	中天金融	185.77	(29.18)	(25.43)	(11.90)	6.62	341.16
000732.SZ	泰禾集团	15.35	24.43	22.51	17.38	8.23	190.77
000671.SZ	阳光城	155.55	67.63	67.13	69.22	7.50	226.80
000656.SZ	金科股份	131.26	43.67	48.79	7.82	9.63	312.91
000402.SZ	金融街	(27.91)	7.20	(45.39)	28.54	7.81	203.25
000537.SZ	广宇发展	225.09	275.54	49.89	135.68	3.21	139.50
002244.SZ	滨江集团	(35.83)	22.35	88.38	(29.19)	9.31	122.59
600376.SH	首开股份	89.62	24.26	36.23	22.74	5.51	175.15
600823.SH	世茂股份	5.76	5.17	24.27	36.17	6.43	148.17
600266.SH	北京城建	39.09	0.87	8.47	20.77	7.68	126.30
600094.SH	大名城	(91.53)	68.04	71.19	16.88	12.06	95.90
600325.SH	华发股份	85.85	59.11	2.72	49.76	5.47	129.83
000031.SZ	中粮地产	72.67	31.27	(7.39)	(22.10)	7.32	97.22
000979.SZ	中弘股份	0.00	(1699.01)	14.74	(77.18)	-0.47	20.98
000517.SZ	荣安地产	(15.01)	263.75	(40.24)	146.82	16.27	76.41
000918.SZ	嘉凯城	45.68	398.39	(18.37)	(59.06)	6.28	153.36
000718.SZ	苏宁环球	7.64	7.15	(28.55)	(30.06)	8.07	95.89
600240.SH	华业资本	(114.94)	(18.08)	41.04	(25.78)	-92.30	41.02
600622.SH	光大嘉宝	29.66	84.40	105.87	30.45	10.72	69.10
000620.SZ	新华联	27.70	63.63	66.50	(0.99)	8.38	77.01
002016.SZ	世荣兆业	45.38	875.09	(9.54)	116.70	6.91	75.49
600185.SH	格力地产	(6.34)	3.94	(17.22)	0.27	13.13	78.49
600733.SH	SST 前锋	56.13	123.12	63.21	612.13	60.00	330.50
600641.SH	万业企业	(42.35)	136.48	31.18	(34.25)	7.38	75.46

600675.SH	中华企业	272.42	(43.75)	29.36	(46.10)	32.57	289.06
	均值	45.28	34.56	24.38	33.12	6.53	289.80
	中位数	28.68	32.35	27.51	12.35	7.68	144.49
	最大值	272.42	875.09	105.87	612.13	60.00	2,584.05
	最小值	-114.94	-1,699.01	-45.39	-77.18	-105.44	46.86

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 投资建议

目前全国单月销售已连续两个月负增长, 部分区域楼市量价亦出现松动, 短期来看行业基本面仍将延续下行格局, 震荡行情中可以寻求政策博弈的反弹机会, 以龙头防御为主; 预计2019年中期量价能够企稳, 资金风险释放之后将迎来较好的反弹机会。经历3-4年房地产行业去库存之后, 库存从高点累计下降了24%, 并且目前房地产行业整体依然处于库存低位, 而在低库存之下, 价格和投资的韧性依然会较强。融资端, 按揭利率稳定以及发债成本明显下行, 资金存在边际性改善迹象; 销售端, 7-10月销量基数逐月走低, 累计同比稳定趋强, 11-12月因基数略高而走低, 全年销量大概率创新高; 地产公司业绩确定性高, 高额预收账款提前锁定收入。估值低于历史均值, 龙头未来业绩增长有保障(未来两年业绩能维持20%左右的增长), 是比较好的底部配置时机。我们建议投资者关注万科A(000002)、新城控股(601155)、保利地产(600048)等股票的投资机会。

三、投资组合

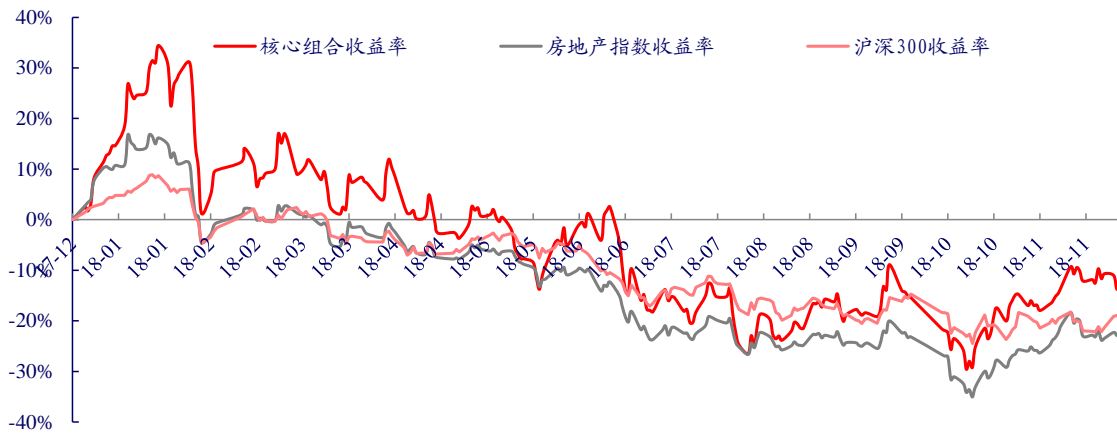
(一) 核心组合

表5: 核心组合个股组成及推荐理由

投资组合	公司代码	公司名称	推荐理由	周涨跌幅	累计涨跌幅	相对收益率	持仓比例	累计收益率
核心组合	000002	万科A	低估龙头; 受益市占率提升; 主要布局重点一二线城市, 看好2018年一二线城市销量增长	-0.39%	-15.23%	8.38%	33%	--12.97%
	601155	新城控股	二线低估白马; 规模快速扩张	-3.80%	-7.98%	15.63%	33%	
	600048	保利地产	低估龙头; 受益市占率提升; 主要布局重点一二线城市, 看好2018年一二线城市销量增长; 央企平台, 资源优势凸显	-3.21%	-7.71%	15.89%	34%	

资料来源: 中国银河证券研究院(相对收益率是指相对于CS房地产中信行业指数的收益率)

图 7: 投资组合总回报示意图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

房地产行业指数周涨跌幅-0.2%，年初至今（2018.12.7）累计收益率-23.61%。年初至上周五（2018.12.7），银河房地产核心组合累计收益率-12.97%。在累计方面，核心组合跑赢行业指数（-23.61%），核心组合跑赢沪深 300 指数（-21.07%）。单看上周（2018.12.3-2018.12.7），银河房地产核心组合收益率为-2.56%，跑输房地产行业指数（-0.2%）2.36 个百分点。

四、风险提示

房地产价格大幅下跌风险，调控政策超出预期风险，棚改进程低于预期。

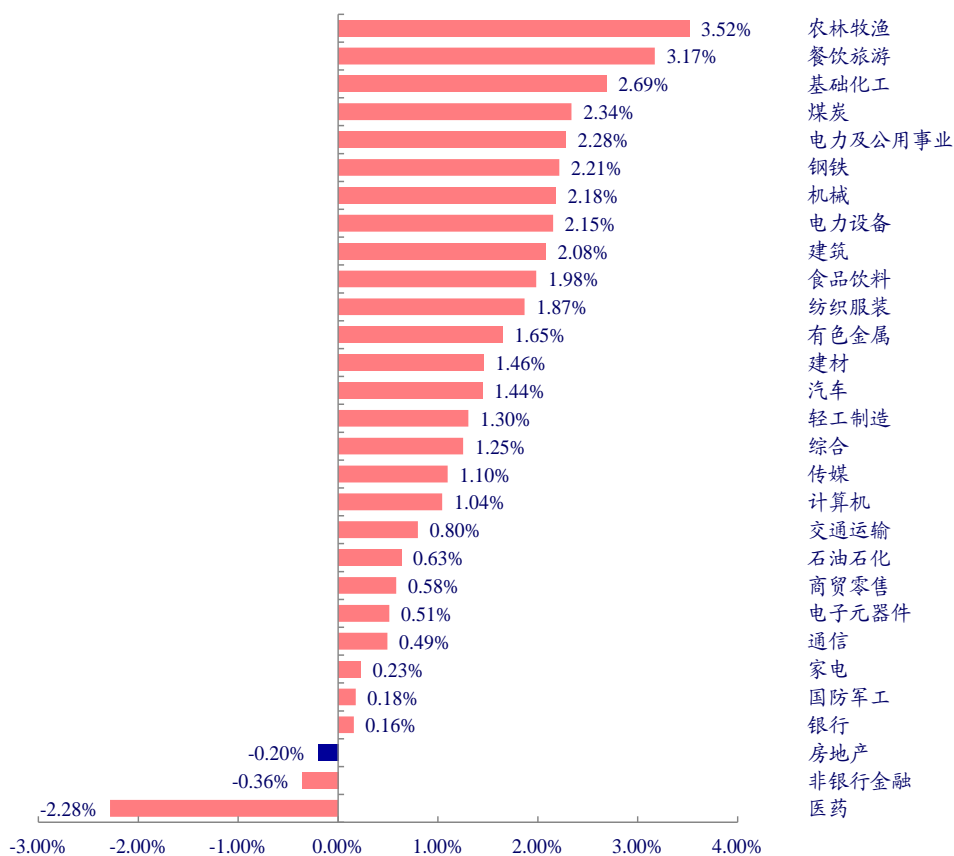
附录:

一、板块市场行情

(一) 板块市场表现

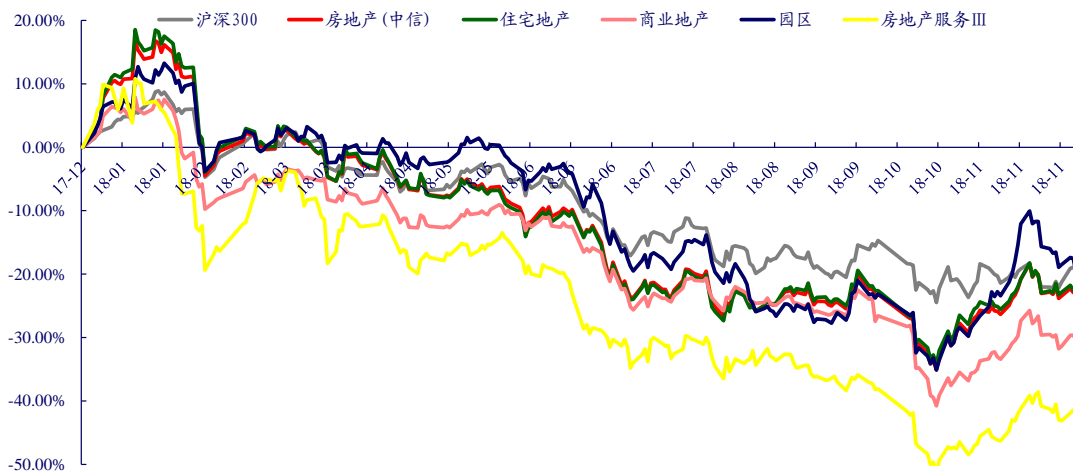
12月3日至12月7日(上周),以中信一级行业统计的本周各行业板块以上涨为主,其中房地产板块跌幅0.2%,同期上证综指涨幅0.68%,沪深300涨幅0.28%,房地产行业跑输上证综指和沪深300,在29个一级行业中排名倒数第三。

图8: 上周各一级行业表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

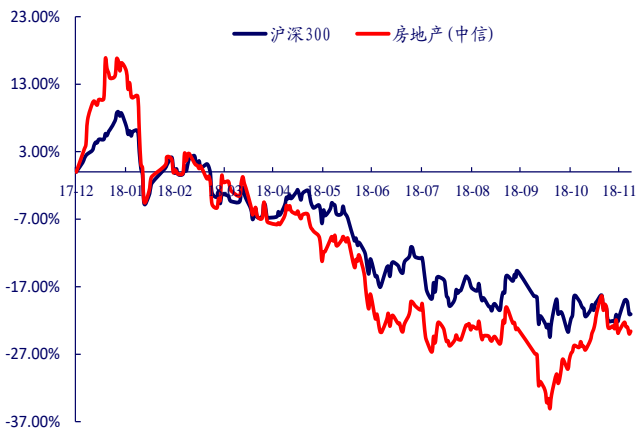
图 9: 年初至今房地产各子行业表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

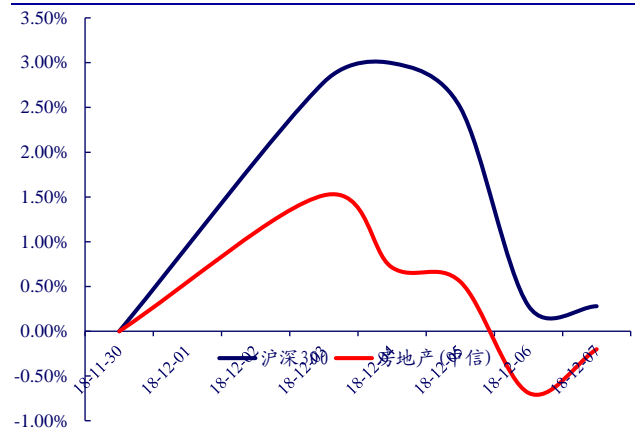
本周各子行业指数跌幅有所扩大。各子行业表现来看,年初至12月7日,房地产中信一级行业指数跌幅为23.61%,住宅地产指数跌幅22.76%,商业地产指数跌幅31.18%,园区指数跌幅20.99%,房地产服务指数跌幅43.06%,相比前一周,各子行业中园区地产子板块表现好于其他。同期沪深300跌幅21.07%。上周,房地产指数跌幅为0.2%,沪深300指数涨为0.28%,房地产指数跑输沪深300。

图 10: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (年初至今)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

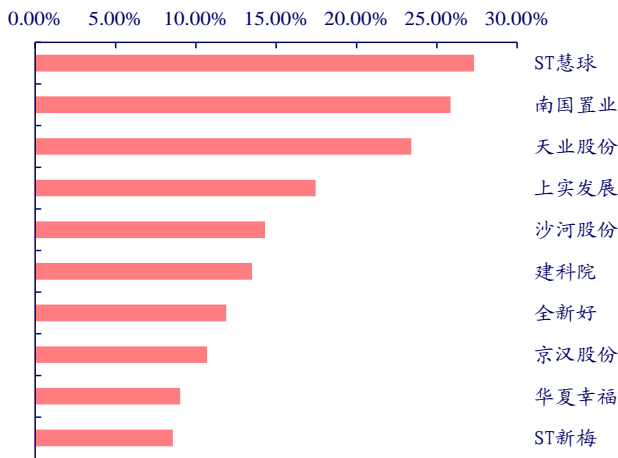
图 11: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)



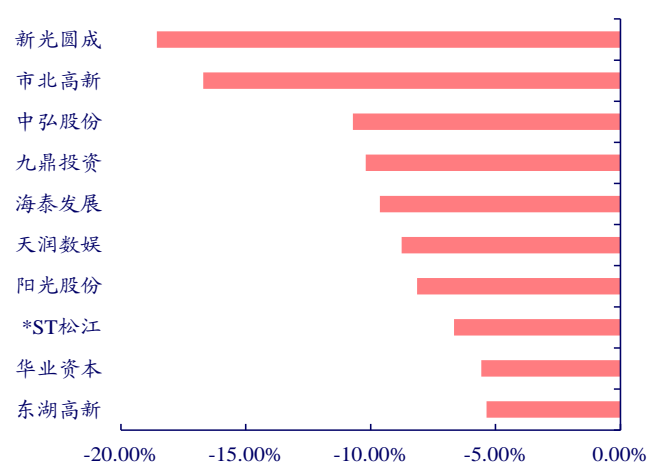
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 个股市场表现

截至12月7日,上周房地产板块个股涨跌互现。本周房地产板块个股涨幅排名前三的是ST慧球(600556.SH)(+27.32%)、南国置业(002305.SZ)(+25.85%)、天业股份(600807.SH)(+23.4%);个股涨幅排名靠后的是新光圆成(002147.SZ)(-18.56%)、市北高新(600604.SH)(-16.71%)、中弘股份(000979.SZ)(-10.71%)。

图 12: 地产行业周涨幅排名前十的个股


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 地产行业周跌幅排名前十的股票


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 6: 重点公司估值表格 (截止到 2018 年 12 月 7 日)

股票代码	股票简称	股价/元	EPS/元			PE			PB	投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
000002.SZ	万科 A	25.34	2.54	3.2	4.02	10.0	7.8	6.3	2.0	推荐
600048.SH	保利地产	12.68	1.32	1.7	2.10	9.6	7.5	6.0	1.3	推荐
600383.SH	金地集团	9.69	1.52	1.8	2.16	6.4	5.3	4.5	1.0	推荐
002146.SZ	荣盛发展	8.26	1.32	1.8	2.24	6.3	4.7	3.7	1.2	推荐
000540.SZ	中天金融	4.87	0.45	0.5	0.65	10.9	9.5	7.5	1.7	推荐
000732.SZ	泰禾集团	15.33	1.71	2.0	2.28	9.0	7.5	6.7	0.9	推荐
000671.SZ	阳光城	5.60	0.51	0.8	1.09	11.0	7.2	5.1	1.1	推荐
000656.SZ	金科股份	5.86	0.35	0.5	0.68	16.7	10.9	8.6	1.5	推荐
000402.SZ	金融街	6.80	1.01	1.1	1.30	6.7	6.0	5.2	0.7	推荐
000537.SZ	广宇发展	7.49	1.29	1.5	1.87	5.8	5.2	4.0	1.3	推荐
002244.SZ	滨江集团	3.94	0.55	0.6	0.79	7.2	6.5	5.0	0.8	推荐
600376.SH	首开股份	6.79	0.73	1.0	1.21	9.3	6.6	5.6	0.6	推荐
600823.SH	世茂股份	3.95	0.59	0.7	0.75	6.7	6.0	5.3	0.6	推荐
600266.SH	北京城建	8.06	0.93	1.1	1.37	8.7	7.1	5.9	0.6	推荐
600094.SH	大名城	3.95	0.57	0.7	0.75	6.9	6.1	5.3	0.8	推荐
600325.SH	华发股份	6.13	0.77	1.0	1.25	8.0	6.0	4.9	1.0	推荐
600622.SH	光大嘉宝	5.99	0.61	0.6	0.72	9.8	10.1	8.4	1.2	推荐
000620.SZ	新华联	4.06	0.45	0.5	0.66	9.0	7.5	6.2	1.2	推荐
002016.SZ	世荣兆业	9.33	1.13	1.7	2.22	8.3	5.6	4.2	3.1	推荐
均值								5.7	1.2	

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析	4
图 2: 地产股 PB 估值及溢价/折价分析	4
图 3: A 股、美股、港股房地产板块 PE 比较	6
图 4: A 股、美股、港股房地产板块 PB 比较	6
图 5: 中信一级行业各行业 PE 比较 (统计时间 12.07)	7
图 6: 中信一级行业各行业 PB 比较 (统计时间 12.07)	7
图 7: 投资组合总回报示意图	11
图 8: 上周各一级行业表现图	12
图 9: 年初至今房地产各子行业表现图	13
图 10: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (年初至今)	13
图 11: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)	13
图 12: 地产行业周涨幅排名前十的个股	14
图 13: 地产行业周跌幅排名前十的股票	14

表格目录

表 1: 热点事件及分析	2
表 2: 美股房地产公司业绩增速与估值 (截止 2018 年 12 月 07 日) (市值单位: 亿美元)	8
表 3: 港股房地产公司业绩增速与估值 (截止 2018 年 12 月 07 日) (单位: 亿港元)	8
表 4: A 股主要房地产公司业绩增速与估值 (截止 2018 年 12 月 07 日)	9
表 5: 核心组合个股组成及推荐理由	10
表 6: 重点公司估值表格 (截止到 2018 年 12 月 7 日)	14

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。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。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn