

关注政策面边际改善带来的估值修复机会

看好（维持）

⑤ 2018 年房地产板块表现弱于大盘

2018 年房地产板块下跌 27.84%（截至 12 月 27 日），排名中信 29 个一级行业的涨幅榜第 10 位。同期上证综指下跌 24.92%，沪深 300 指数下跌 25.81%，房地产板块走势弱于大盘。

⑤ 调控政策基调不变，地方调整更灵活

年底的中央经济工作会议提出强化逆周期调节，稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。房地产调控政策坚持“房住不炒”的基调不变，同时“因城施策”给予地方政府更多调整的空间。

展望 2019 年，在行业政策坚持“房住不炒”基调不变的前提下，因城施策、分类指导为地方政府提供更多的自主权，同时房企资金面或随着流动性边际改善而有所好转。

⑤ 基本面下行压力较大，集中度持续提升

2018 年上半年，在部分二线城市放宽落户限制，三四线城市棚改货币化安置热度不减的环境下，商品房销售跑出了超预期的增速。但随着下半年传出棚改货币化安置收紧以及各部门对房地产调控从严的表态，销售增速开始持续回落。其他方面，房地产投资增速上升，新开工增速大幅提升，土地市场受销售走弱影响前高后低，调控政策效果延续，重点城市房价总体平稳。

2019 年行业政策总体基调预期不变，一二线城市房地产市场销量有望持续修复，三四线受棚改货币化安置比例削减影响，销量继续回落的可能性较大，或带动总体销量小幅下行。今年房地产板块集中度进一步提升，前十以及前二十房企的市场占有率提升尤为明显，强者恒强，随着房企品牌效应的提升，土地市场竞争加剧，未来这一趋势将愈演愈烈。

⑤ 投资策略

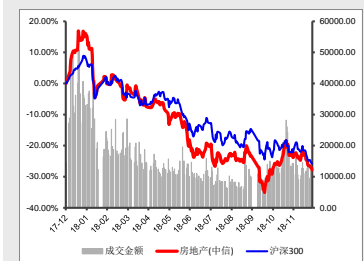
重点上市房企销售增速大幅领先全国平均水平，叠加过去两年房价上涨带来的毛利率回升，房地产板块整体业绩增长确定性较强。随着房价涨幅回落，调控政策继续加码的可能性较小，地产板块估值未来有修复的空间。目前地产板块相对估值处于低位，维持行业看好评级。

大型房企土地储备充足、融资成本更低、抗风险能力强，在行业基本面下行压力较大之时业绩确定性更高，推荐公司为保利地产（600048）、新城控股（601155）和招商蛇口（001979）。

⑤ 风险提示

1、宏观经济波动 2、房地产税加速推出 3、市场销售及房价跌幅超预期

市场表现 截至 2018.12.27



分析师：易华强

执业证书号：S1490513080001

电话：010-85556205

邮箱：yihuaqiang@hrsec.com.cn

联系人：路哲伦

电话：010-85556200

邮箱：luzhelun@hrsec.com.cn

目 录

一、2018年房地产板块行情回顾.....	4
二、调控政策基调不变，地方调整更灵活.....	5
1、货币政策松紧适度，保持流动性合理充裕.....	5
2、中央坚持房住不炒定位，加快构建长效机制.....	7
3、地方因城施策，分类指导.....	8
三、基本面下行压力较大，集中度持续提升.....	10
1、房地产开发投资增速提升.....	10
2、新开工大幅增长.....	11
3、销售增速回落.....	12
4、部分二三线城市房价同比涨幅较大.....	12
5、房地产行业资金同比增速小幅回落.....	14
6、土地成交同比增速降低.....	15
7、重点城市商品房成交面积同比降幅收窄.....	15
8、一二线城市存销比处于合理水平.....	16
9、市场集中度继续提升，但有所放缓.....	17
四、行业评级与投资策略.....	18
1、维持房地产业看好投资评级.....	18
2、重点推荐公司.....	19
五、风险提示.....	21

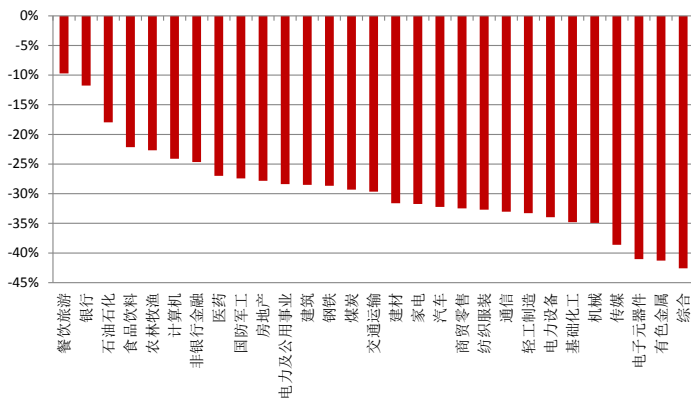
图表目录

图表 1: 2018 年中信 29 个一级行业指数涨跌幅	4
图表 2: 2018 年房地产板块相对沪深 300 超额收益	4
图表 3: 2018 年房地产子板块涨跌幅 (%)	4
图表 4: 首套房贷款平均利率结束上涨	6
图表 5: 各省市相继出台人才引进政策	9
图表 6: 全国房地产开发投资增速提升	10
图表 7: 全国房屋新开工面积大幅增长	11
图表 8: 全国房屋施工面积增速回升	11
图表 9: 全国商品房销售面积增速回落	12
图表 10: 全国商品房销售额增速回落	12
图表 11: 70 大中城市平均新建商品住宅价格指数环比	13
图表 12: 70 大中城市平均新建商品住宅价格指数同比	13
图表 13: 前 11 月房地产开发资金来源合计	14
图表 14: 定金及预收款同比增长	15
图表 15: 个人按揭贷款同比增长	15
图表 16: 100 大中城市成交土地规划建筑面积累计同比	15
图表 17: 30 大中城市商品房成交面积同比降幅收窄	16
图表 18: 一二线城市存销比处于较低水平	17
图表 19: 房企销售额市场占有率持续提升	18
图表 20: 房地产板块市盈率	19
图表 21: 房地产板块市盈率相对沪深 300 溢价	19
图表 22: 房地产板块市净率	19
图表 23: 房地产板块市净率相对沪深 300 溢价	19
图表 24: 重点公司盈利预测与评级	20

一、2018 年房地产板块行情回顾

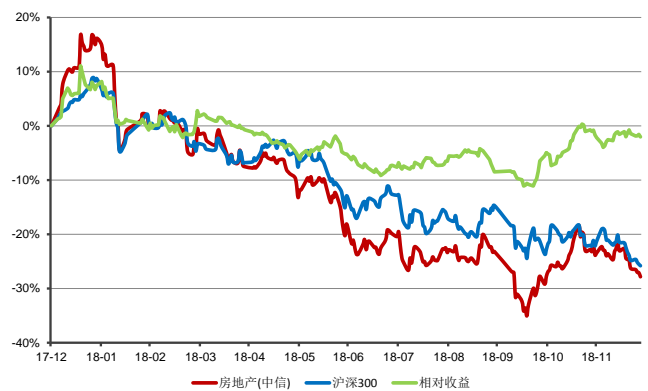
2018 年以来，A 股房地产行业指数（中信）下跌 27.84%（截至 12 月 27 日），排名中信 29 个一级行业的涨幅榜第 10 位。同期上证综指下跌 24.92%，沪深 300 指数下跌 25.81%，房地产板块走势弱于大盘。

图表 1：2018 年中信 29 个一级行业指数涨跌幅



数据来源：Wind，华融证券整理

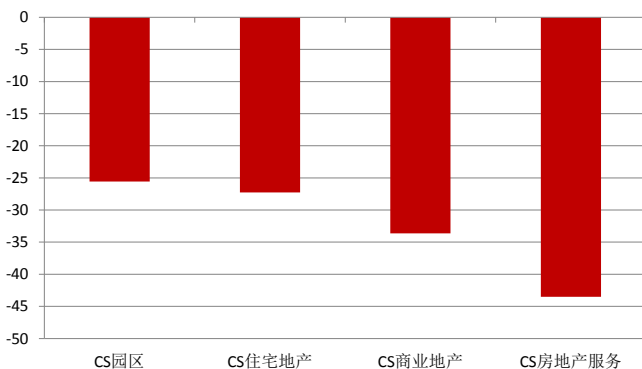
图表 2：2018 年房地产板块相对沪深 300 超额收益



数据来源：Wind，华融证券整理

房地产板块全年跌幅较大，截至 2018 年 12 月 27 日，中信房地产板块 153 只地产股中，上涨家数仅 7 只，占比仅为 4.6%，跌幅 30% 以上的股票 86 只，占比达到 56.2%。虽然商品房销售额全年维持较高增速，重点上市房企业绩表现稳健，但受调控政策从严、基本面下行压力大的影响，房地产板块总体表现较为低迷。

图表 3：2018 年房地产子板块涨跌幅 (%)



数据来源：Wind，华融证券整理

从子板块涨跌幅来看，受房地产市场整体下行的影响，4 个子板块全部下

跌，其中园区板块受科创题材影响跌幅最小，房地产服务板块跌幅最大。

二、 调控政策基调不变，地方调整更灵活

1、 货币政策松紧适度，保持流动性合理充裕

2018年初，中央多次强调防范金融风险，货币政策保持稳健中性。3月份的两会提出将防范金融风险作为今后三年三大攻坚战之一。同时在货币政策方面，提出货币政策稳健保持中性，要松紧适度，管好货币供给总闸门，控制信贷增量。4月份的中央政治局会议再次提出保持货币政策稳健中性，注重引导预期，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行。要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。

随着国内外经济形势的变化，金融政策基调在年中开始有所调整。6月底的央行货币政策委员会二季度例会分提出稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社会融资规模合理增长。在此次会议关于货币政策的措辞中，新增“松紧适度”，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”。

2018年下半年，经济环境趋于复杂致使国内金融政策基调进一步做出调整。10月15日，央行下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点。当月，《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》公布，自2019年1月1日起，子女教育、继续教育、大病医疗、赡养老人、住房租金、首套房贷款将按照不同标准享受个税应缴税额专项扣除。货币政策的调整为今年以来资金面持续紧张的房地产行业带来边际改善的预期，同时租金和首套房贷的个税减免政策也为刚需市场带来了一定程度的刺激。

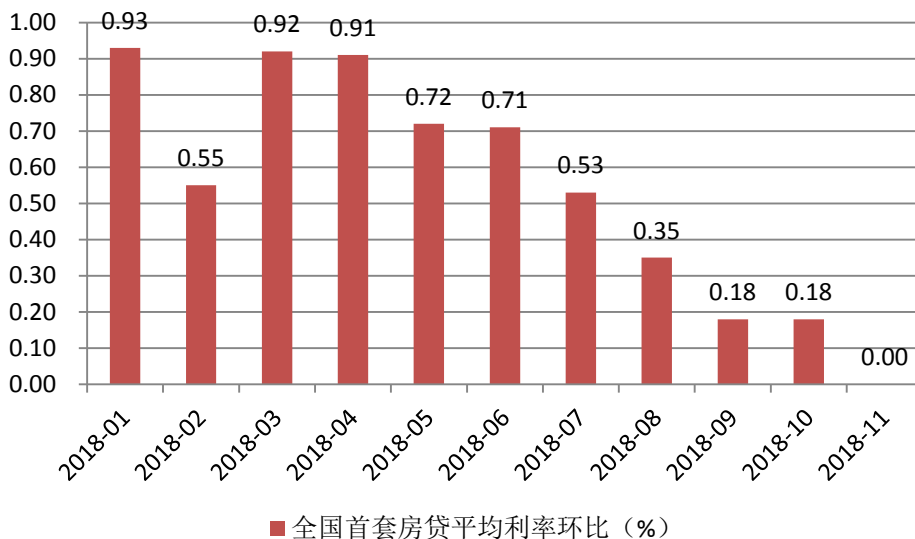
进入年底，金融政策方面在做好服务实体经济、为企业减税降负的同时，继续强调了对房地产业的规范，减持不搞“大水漫灌”式强刺激。央行在11月的《中国金融稳定报告（2018）》中，强调保持房地产金融政策的连续性和稳定性，防范房地产领域不当和过度融资，同时点名上海、浙江、广东、福建、重庆等5省市住户部门债务风险相对较高。12月的中央经济工作会议为之后的金融财税政策方向做出定调，提出宏观政策要强化逆周期调节，适时预调微调，实施更大规模的减税降费，稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。同时，本次会议在房地产方面也强调了坚持“房住不炒”、“因城施策”的基调不变。

与年初相比，中央关于流动性的措辞由保持流动性“合理稳定”转为“合理充裕”，并且伴随着降准以及银行间市场利率的持续走低。展望 2019 年，前期货币政策收紧的滞后影响以及贸易战的冲击对稳增长造成的压力较大，预计去杠杆节奏及力度将有所放缓，房企融资难度有望随着流动性改善而有所减轻。

按揭利率方面，截至 10 月底，多个热点一、二线城市，如北京、广州、杭州、武汉、南京等房贷按揭利率出现了松动：杭州大部分银行首套房贷利率上浮 10%，仅少数银行上浮 20%，之前首套房整体维持在 15%~20%；北京首套利率普遍执行基准上浮 10%，个别股份行首套按揭利率由上浮 20%下调至上浮 15%；广州早在七月底就有多家银行下调首套房贷利率；武汉首套房、二套房贷款平均利率环比均下降；南京首套房贷利率平均值环比下降 0.84%。此外，上海、深圳首套房贷款平均利率虽然与 9 月份持平，但放款速度都有所加快。

据融 360 数据显示，今年 11 月份全国首套房贷款平均利率为 5.71%，与 10 月份持平，结束了连续 22 个月的上涨。随着年底中央经济工作会议定调“保持流动性合理充裕”，且按揭贷款利率已处于高位，需求也随着市场降温而逐步减少，预计 2019 年一季度首套房贷平均利率将出现回落。

图表 4：首套房贷款平均利率结束上涨



数据来源：Wind，华融证券整理

2、中央坚持房住不炒定位，加快构建长效机制

进入 2018 年，房地产调控延续“房住不炒”的基调不变。中央多次明确坚持房地产调控不放松，加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；地方继续实行因城施策、差别化调控，因地制宜推进棚改货币化安置，夯实地方城市政府主体责任。

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。

具体来看，在刚需以及租赁住房方面，提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。棚改方面，明确了 2018 年新开工 580 万套的目标，肯定了棚改货币化对去库存、促进供求平衡的贡献。备受关注的房地产税方面，提到了健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。年初的两会定调了 2018 年房地产调控将继续围绕“房住不炒”和“长效机制”进行。

在“房住不炒”的贯彻上，5 月份住建部《住房和城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，提出重申坚持房地产市场调控目标不动摇、力度不放松。上半年，部分地区楼市由于调控较宽松，加上多个人才引进政策变相放松限购，房价上涨较快。对此，7 月份的中央政治局会议作出“下决心解决好房地产市场问题”、“坚决遏制房价上涨”的强硬表态。住建部在五一前后约谈了 12 个房价上涨较快的二线城市，随即多数城市作出回应，出台了新的限购、限售政策。由此可见，中央对楼市调控的态度依然坚决，并未有放松迹象。

长效机制构建方面，关于租赁及保障性住房的供给，住建部提出在 3-5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50% 以上的目标。银保监会在 6 月份发布的《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》中，提出支持符合条件的保险公司参与长租市场建设。

作为构建长效机制过程中不可或缺的基础性制度改革之一，房地产税制改革在 2018 年多次被提及。其中，3 月 5 日两会政府工作报告中明确提出，健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。4 月 27 日，全国人大常委会公布 2018 年立法工作计划，房地产税法被列入预备审议项目。9 月 7 日的全国人大常委会立法工作会议上，房地产税被列入五年立法规划之中。

2018 年 7 月，住建部表示要因地制宜推进棚改货币化安置，打破了市场

关于棚改货币化要一刀切废止的传闻。对于商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地方，应有针对性地及时调整棚改安置政策，采取新建棚改安置房的方式；商品住房库存量较大的地方，可以继续推进棚改货币化安置。8月份，长春市宣布新启动实施的棚改项目取消货币化安置购房奖励政策。随后的国务院常务会议明确，要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。棚改货币化近两年带动了三四线城市房价上涨潮，虽然多部门明确不会完全取消货币化安置，但其比例逐步削减已是大势所趋。

年底的中央经济工作会议再次提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，本次会议对于房地产的口径与过去两年工作会议基本一致，预计2019年行业政策基调依旧围绕“房住不炒”和“长效机制”两个核心。若经济基本面波动较大，对于稳房地产投资的要求或带动行业政策在不改变基调的前提下做出边际改善。

3、地方因城施策，分类指导

年末的中央经济工作会议在地方调控方面提出“因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任”，地方政府被赋予了更多的自主权。预计2019年将有更多城市执行差异化的政策，而不是一刀切式调控。因城施策允许地方政府在不违反原则的基础上，根据各地宏观经济变化和房价变化做出政策微调，避免了一刀切式调控带来的一些不可控的风险。

2018年，热点城市房地产调控政策全面加码，同时部分三四线城市相继出台调控政策，加强与扩围并存。从调控手段来看，还是以之前常用的限购、限售和限贷为主。

以海南省为例，2018年4月，海南实施全域限购，五指山、保亭、琼中、白沙4个中部生态核心区市县建设的住房只能面向本市县居民家庭销售。海口、三亚、琼海已实行限购的区域，非本省户籍居民家庭购买住房的，须提供至少一名家庭成员在海南省累计60个月及以上个人所得税或社会保险缴纳证明。在海南省建设自由贸易港之际，调控政策的加码有利于打击投机炒房行为，促使当地房地产市场健康发展。

对于之前调控覆盖较少的中西部地区，多个城市在2018年相继实现了调控扩围。以二线城市为主，其中太原实施差别化限购限贷政策，并将限售范围扩大到全市；成都实施全市范围内的限售政策，以及差别化限购政策；重庆对闲置土地征收相关费用，并实施限售限贷政策；长沙提高购房限制标准，延长

限售年限，并暂停企事业单位购房；西安将限制区域商品房限售年限调整为 2 年，暂停企事业单位和其他组织购买商品住房和二手住房。三四线城市中，西双版纳景洪市对中心城区住房首次出台限售政策；宜昌针对城区住房出台限售政策，同时强化价格监管。

除了针对热点城市的调控升级、扩围，2018 年以二线城市为主的多个地区相继出台了人才引进政策，内容根据各地方需求有所不同，但基本分为住房保障、人才落户、人才奖励、子女入学以及亲属安置五个类别。人才引进政策变相放宽了当地的限购要求，同时对购房刚需群体提供了有力支持。

图表 5：各省市相继出台人才引进政策

人才政策类别	主要内容	实行省市
住房保障	1. 提供租金、购房优惠 2. 加大人才住房供应量 3. 高层次人才免费提供人才公寓	南京、吉林、徐州、北京大兴、石家庄、张家口、唐山、沈阳、合肥、南昌、海南新余、漳平、西安、四川、郑州、福州、太原、莱芜、珠海、海口、厦门、呼和浩特
人才落户	1. 高校毕业生直接落户 2. 放宽人才落户年龄、就业创业限制 3. 户口通迁	福州、江苏、广州、南京、天津、吉林、徐州、北京、石家庄、唐山、沈阳、南昌、呼和浩特、山东、海南、新余、天津、三亚、郑州、深圳、太原、珠海、上海
人才奖励	1. 购房及租房补贴 2. 创新、创业人才资助 3. 一次性补贴、生活补贴	石家庄、辽宁、合肥、南昌、文昌、海南、西安、四川、郑州、温州、嘉兴、福州、太原、莱芜、珠海、洛阳、东莞、上海嘉定区、苏州、江门、柳州
子女入学	1. 人才绿卡可享受子女入学待遇 2. 高层次人才子女免试就近入学、自主择校、中考加分	吉林、北京大兴、海南、新余、漳平、四川、三亚、郑州、太原、珠海、广州
亲属安置	1. 取消省级高层次人才及其共同居住的父母、配偶、子女落户限制 2. 高层次人才配偶安排就业	海南、新余、漳平、山东

数据来源：各地政府网站，华融证券整理

展望 2019 年，在行业政策坚持“房住不炒”基调不变的前提下，因城施策、分类指导将为地方政府调节房地产市场提供更多的灵活性。2018 年底菏泽、广州、珠海等城市的政策边际宽松预计会对其他房地产市场情况类似的城市造成较强的示范效应，并紧随其后做出相应调整。全国大部分热点城市房价在 2018 年的强调控之下得到了有效控制，随着行业基本面的下行，预计未来调控

政策继续加码的可能性不大，更多为各地政府根据自身的情况做出或松或紧的微调。

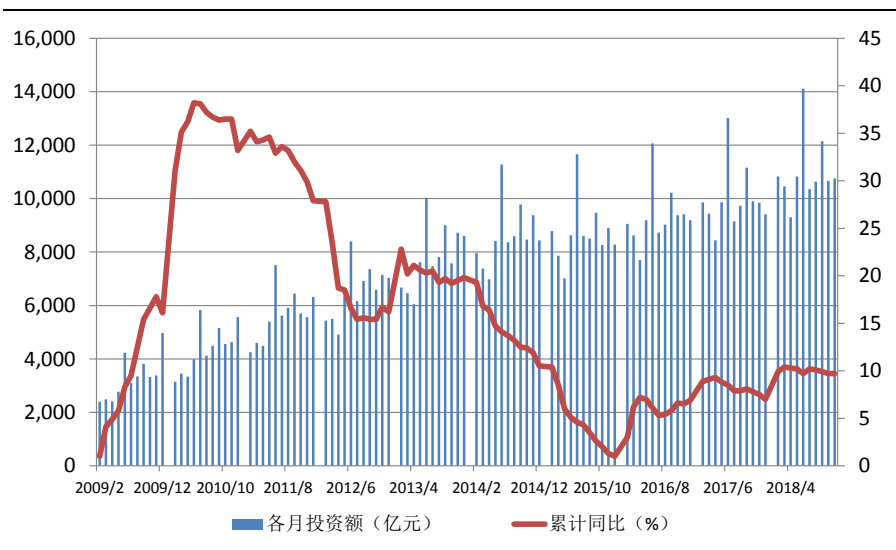
三、基本面下行压力较大，集中度持续提升

2018年上半年，在部分二线城市放宽落户限制，三四线城市棚改货币化安置热度不减的环境下，商品房销售跑出了超预期的增速。但随着下半年传出棚改货币化安置收紧以及各部门对房地产调控从严的表态，商品房销售面积增速开始持续回落，并且在9月至11月连续三个月单月同比增速为负。其他方面，全国房地产开发投资增速上升，新开工增速大幅提升，土地市场受销售走弱影响前高后低，调控政策效果延续，重点城市房价总体平稳。2019年行业政策总体基调预期不变，一二线城市房地产市场销量有望持续修复，三四线城市受棚改货币化安置比例削减的影响，销量继续回落的可能性较大，或带动总体销量小幅下行。今年房地产板块集中度进一步提升，前十以及前二十房企的市场占有率提升尤为明显，强者恒强，随着房企品牌效应的提升，土地市场竞争加剧，未来这一趋势将愈演愈烈。

1、房地产开发投资增速提升

2018年1-11月份，全国房地产开发投资110083亿元，同比名义增长9.7%，增速与1-10月份持平。今年以来，受前期拿地费用的支撑，房地产投资增速维持较高水平，全年增速相比去年有望实现较大增长。

图表 6：全国房地产开发投资增速提升

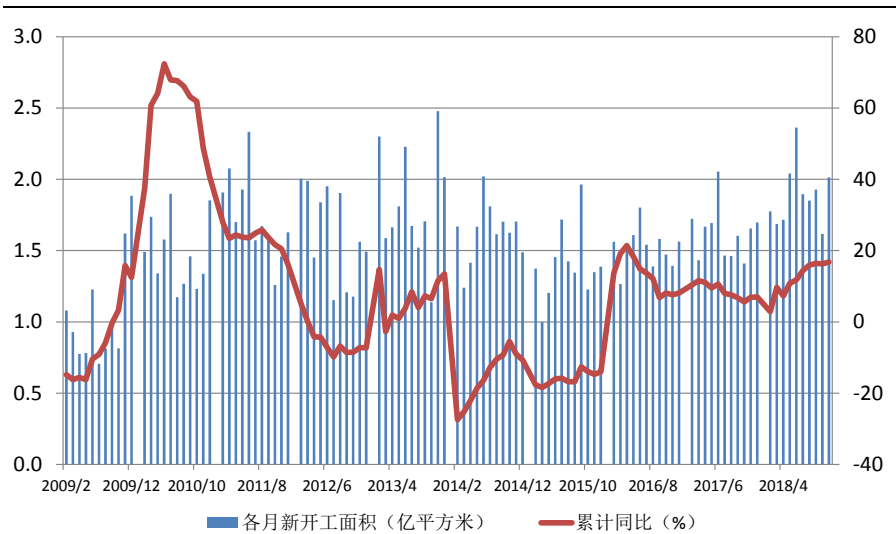


数据来源：Wind，华融证券整理

2、新开工大幅增长

2018年前11月，房屋新开工面积188895万平方米，增长16.8%，增速比前10月提高0.5个百分点。今年房屋新开工面积增速持续攀升，明显领先于销售面积增速，全年新开工面积增速相比去年有望大幅提升。

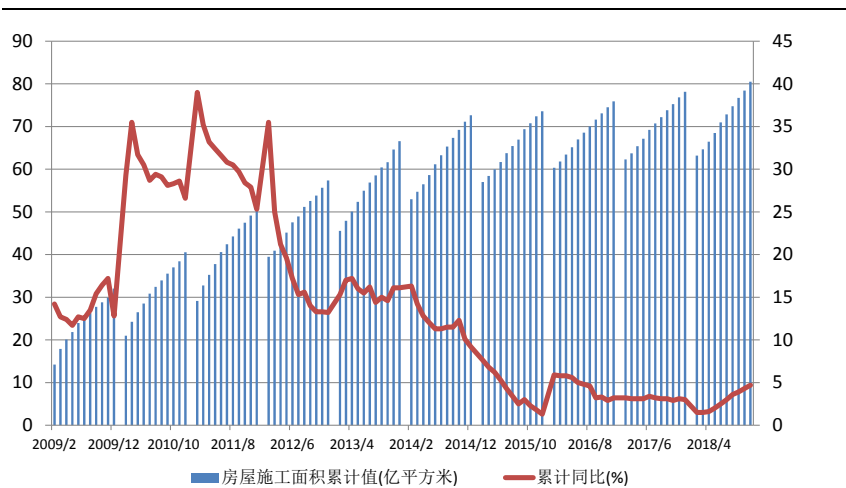
图表 7：全国房屋新开工面积大幅增长



数据来源：Wind，华融证券整理

2018年前11月，房地产开发企业房屋施工面积804886万平方米，同比增长4.7%，今年施工面积增速下半年回升明显。

图表 8：全国房屋施工面积增速回升

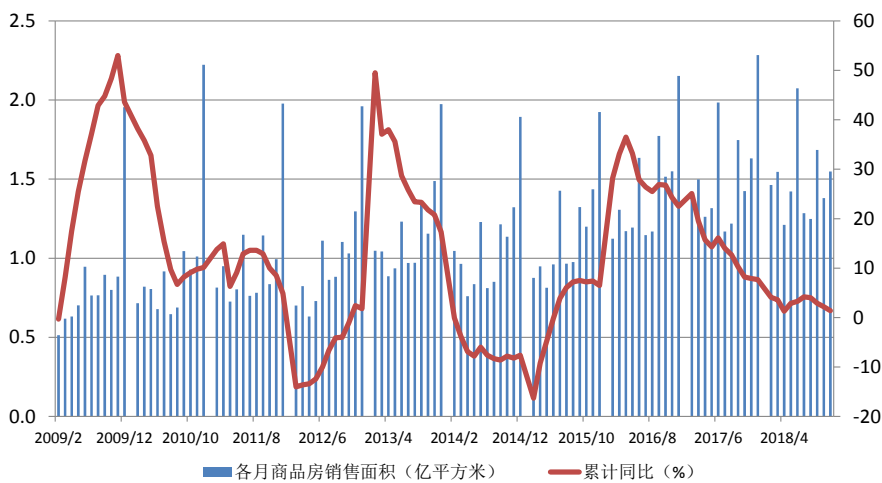


数据来源：Wind，华融证券整理

3、销售增速回落

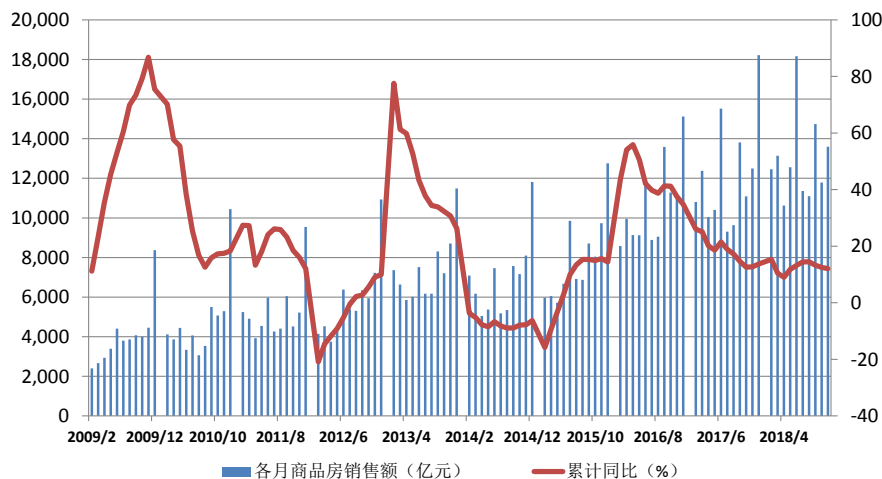
2018年前11月，商品房销售面积148604万平方米，同比增长1.4%，增速比1-10月份回落0.8个百分点。商品房销售额129508亿元，增长12.1%。受三四线城市销售下行的影响，商品房销售面积增速较上年大幅回落，销售额增速在房价支撑下降幅较小，年中有所回升后，下半年维持下滑趋势。

图表 9：全国商品房销售面积增速回落



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 10：全国商品房销售额增速回落



数据来源：Wind，华融证券整理

4、部分二三线城市房价同比涨幅较大

根据国家统计局公布的数据，2018年11月，70个大中城市中，一线城市新建商品住宅环比上涨0.3%，二手住宅环比下降0.4%，降幅比上月扩大0.2个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅价格环比分别上涨0.1%和0.3%，涨幅均与上月相同。三线城市新建商品住宅和二手住宅价格环比分别上涨0.9%和0.4%，涨幅比上月分别回落0.2和0.1个百分点。

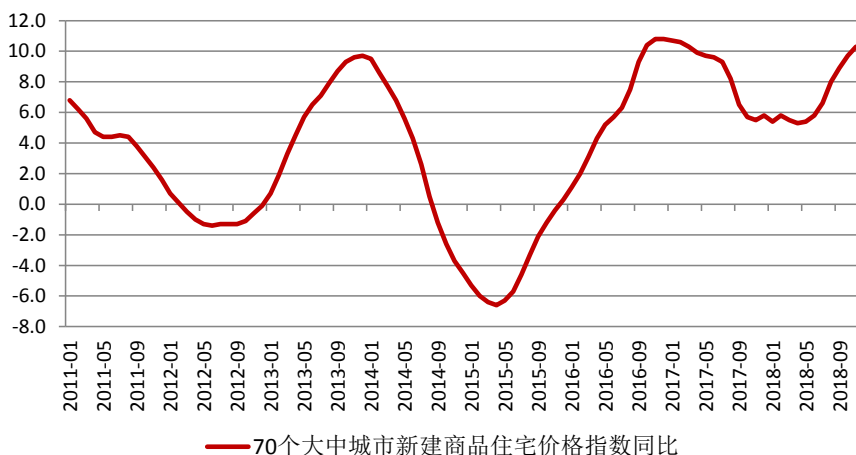
本轮房地产调控政策效果正在显现，重点一二线城市房价总体平稳，三四线城市房价涨幅下半年逐步放缓，房价的平稳有利于政策预期的稳定，也有利于房地产长效机制的推出。

图表 11: 70 大中城市平均新建商品住宅价格指数环比



数据来源: Wind, 华融证券整理

图表 12: 70 大中城市平均新建商品住宅价格指数同比



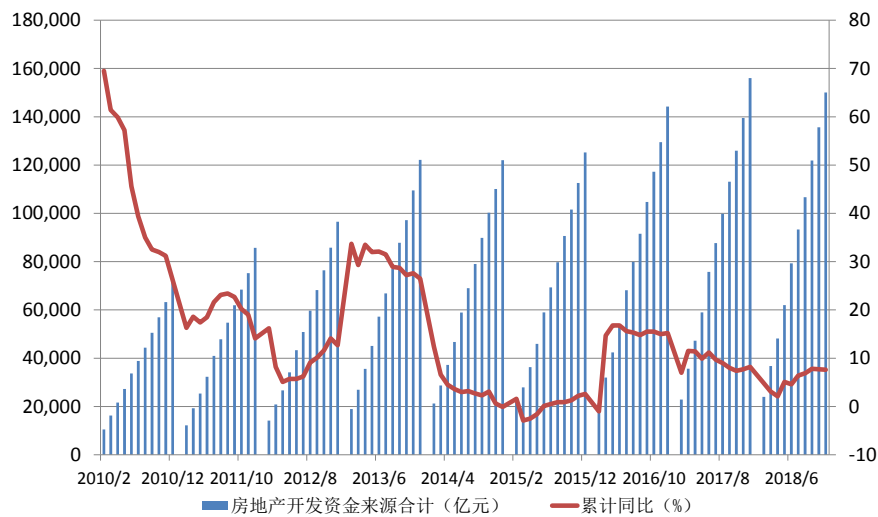
数据来源: Wind, 华融证券整理

5、房地产行业资金同比增速小幅回落

从房地产开发投资资金来源来看，2018年前11月，房地产开发企业到位资金150077亿元，同比增长7.6%，增速比1-10月份减低0.1个百分点。其中，国内贷款21807亿元，降低3.7%；利用外资102亿元，降低30.4%；自筹资金50619亿元，增长10.0%；其他资金77549亿元，增长9.7%。在其他资金中，定金及预收款49551亿元，增长15.7%；个人按揭贷款21420亿元，下降0.9%。

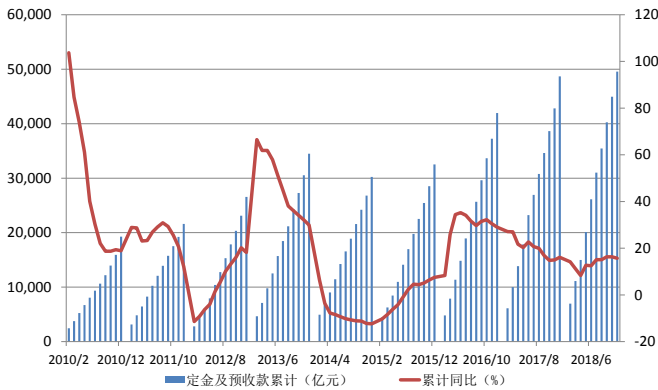
受销售增速回落影响，房地产开发到位资金同比增速小幅回落，定金及预收款同比增速保持较高水平，体现出行业对销售回款的依赖，但由于市场去化率的下行，未来房企资金面压力或将提升。

图表 13：前11月房地产开发资金来源合计



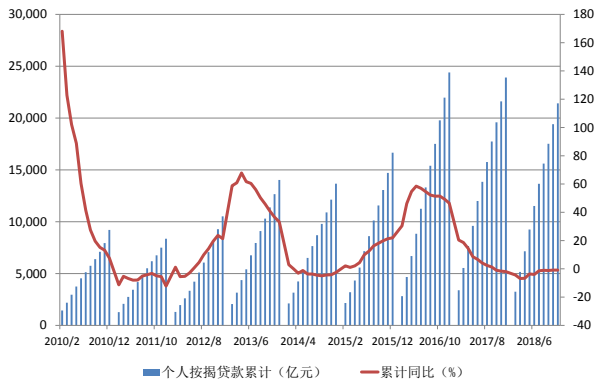
数据来源：Wind，华融证券整理

图表 14: 定金及预收款同比增长



数据来源: Wind, 华融证券整理

图表 15: 个人按揭贷款同比增长

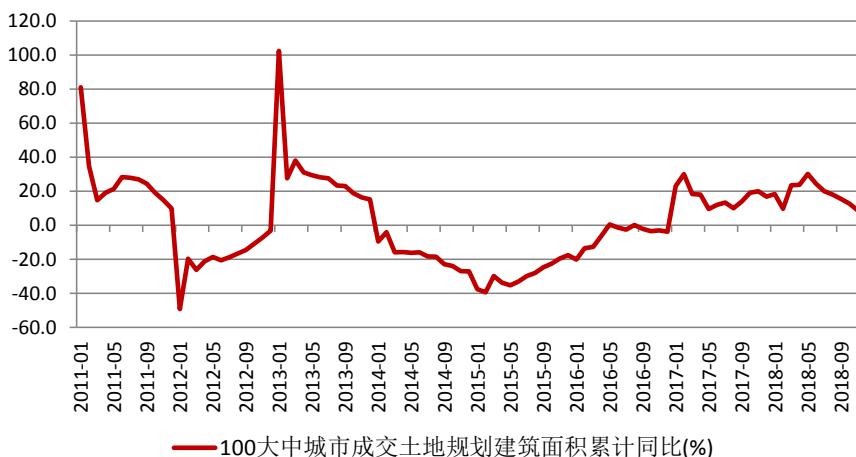


数据来源: Wind, 华融证券整理

6、土地成交同比增速降低

从统计的 100 个大中城市土地成交来看, 前 11 月成交土地规划建筑面积 10.85 亿平方米, 同比增长 8.75%。其中, 一线城市土地成交面积同比下降 12.55%, 二线城市土地成交面积同比上涨 8.50%, 三线城市土地成交面积上涨 11.53%。2018 年下半年土地成交同比增速持续走低, 一方面原因在于销售的走弱导致房企拿地意愿降低, 另一方面在于开发商资金压力普遍较大, 土地投资趋于理性。

图表 16: 100 大中城市成交土地规划建筑面积累计同比

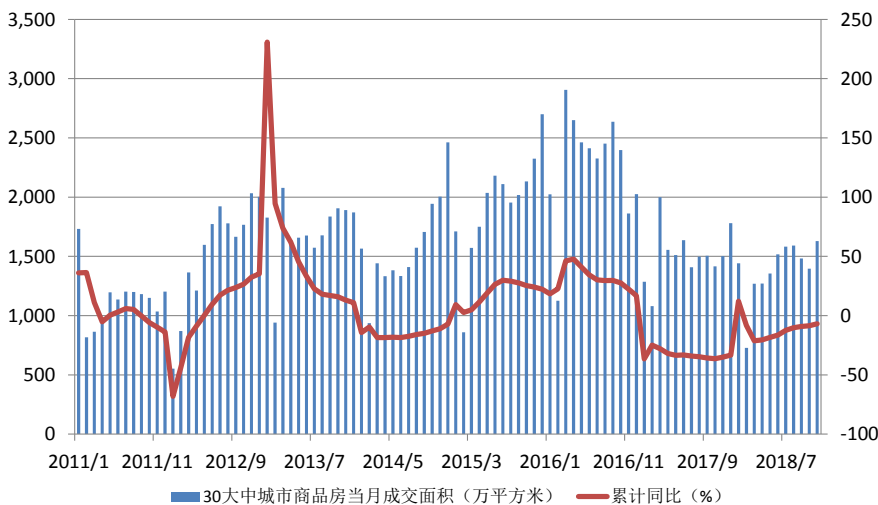


数据来源: Wind, 华融证券整理

7、重点城市商品房成交面积同比降幅收窄

今年的房地产市场如期回落，虽然累计销售面积在三四线城市的支撑下仍然录得正增长，但棚改货币化对三四线成交量的推动正逐步减弱，在一二线城市逐渐修复的同时，三四线市场今年有所降温。从重点关注的 30 个大中城市房地产成交来看，前 11 月商品房成交面积累计同比下降 6.92%，其中一线城市下降 5.27%，降幅较去年同期大幅收窄。一二线重点城市在 2017 年是调控政策的集中区域，政策继续收紧的空间十分有限，并且在 2018 年年初，部分二线城市放宽落户限制，变相放松了限购，全年一二线成交量处于修复阶段。与此同时，三四线城市的去库存已接近尾声，并且随着棚改货币化的收紧，成交量增速在 2018 年明显回落，并带动全国销售增速在下半年持续下降。

图表 17：30 大中城市商品房成交面积同比降幅收窄

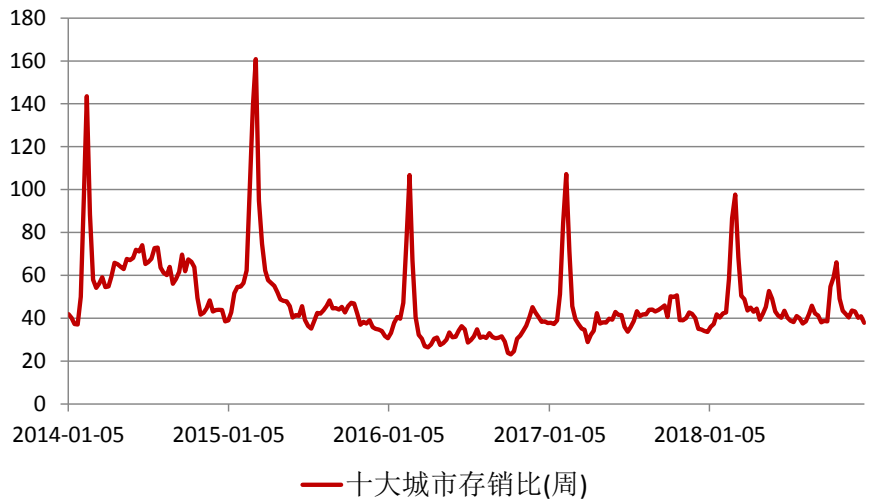


数据来源：Wind，华融证券整理

8、一二线城市存销比处于合理水平

从库存去化周期来看，目前十大城市存销比为 38 周，为今年以来的较低水平，其中一线城市存销比为 34 周，二线城市存销比为 41 周。虽然重点城市成交量下滑，但由于较低的库存水平，一二线城市存销比仍然较低。

图表 18：一二线城市存销比处于较低水平



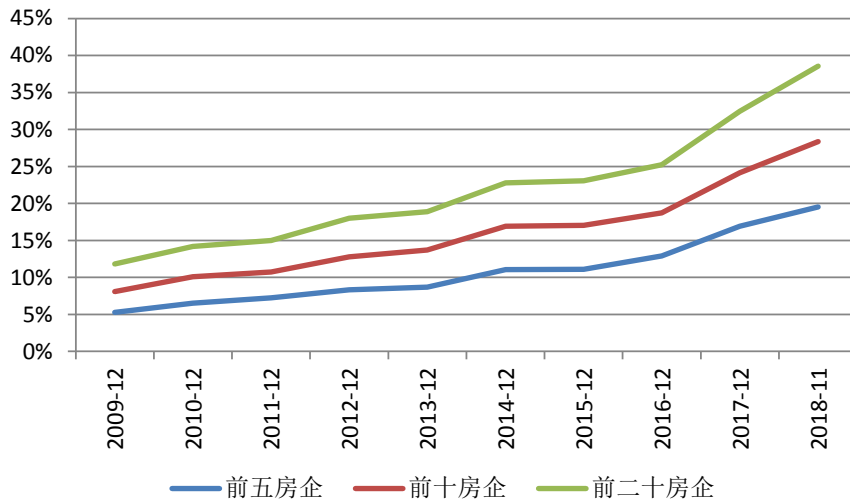
数据来源：Wind，华融证券整理

9、市场集中度继续提升，但有所放缓

在调控力度不放松、房企融资难度加大、市场竞争加剧的背景下，房地产市场快速洗牌，大型房企的市场占有率快速提升。今年前 11 月，销售额超过 5000 亿的房企已达到三家，其中碧桂园销售金额突破 6000 亿元。截至 2018 年 11 月，销售排名前 5 名的房企市场占有率达到 19.54%，比去年全年提升 2.61 个百分点，相比去年同期 6.73% 的提升幅度明显放缓。排名前十及前二十的房企，市场占有率分别提升 4.19% 和 6.10%，提升幅度较 2017 年同期小幅下降。

当前调控政策基调与过去两年基本一致，房地产市场竞争愈加激烈，房企融资成本普遍上升，大型房企通过其融资、拿地、品牌等方面的优势推动销售集中度进一步提高，未来地产板块集中度提升将是大势所趋，但速度较最近两年或有所放缓。

图表 19: 房企销售额市场占有率持续提升



数据来源: Wind, 华融证券整理

四、行业评级与投资策略

1、维持房地产业看好投资评级

过去两年全国房地产销售额保持高增长态势，重点上市房企销售增速更是高于全国平均水平，叠加期间房价上涨带来的毛利率回升，房地产板块整体业绩增长确定性较强。随着房价涨幅回落，调控政策继续加码的可能性较小，地产板块估值未来有修复的空间。预计 2019 年房地产板块投资机会将好于 2018 年，低估值稳增长标的与高增长弹性标的将是主要选择标准，维持房地产板块看好投资评级。

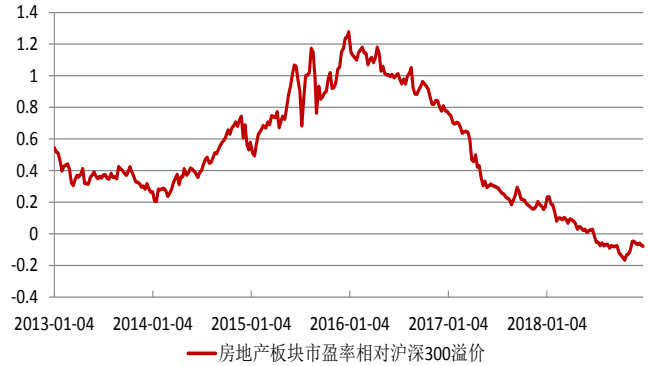
目前房地产行业 TTM 市盈率 9.4 倍，市净率 1.4 倍，均处于近几年来较低水平。从相对沪深 300 估值溢价来看，市盈率与市净率溢价均处于近几年最低水平，结合房地产板块稳定的业绩增长，地产板块具有较为明显的估值优势。

图表 20: 房地产板块市盈率



数据来源: Wind, 华融证券整理

图表 21: 房地产板块市盈率相对沪深 300 溢价



数据来源: Wind, 华融证券整理

图表 22: 房地产板块市净率



数据来源: Wind, 华融证券整理

图表 23: 房地产板块市净率相对沪深 300 溢价



数据来源: Wind, 华融证券整理

2、重点推荐公司

面对热点地区调控加码、融资难度不断提升的不利局面, 各大房企业绩分化在最近两年愈发明显, 龙头房企市场占有率不断提升, 同时小型房企在行业政策从严格的背景下举步维艰, 规模难以实现突破。大型房企土地储备充足、融资成本更低、抗风险能力强, 在行业基本面下行压力较大之时业绩确定性更高, 建议关注低估值、业绩增长稳定的公司。推荐公司为保利地产 (600048)、新城控股 (601155) 和招商蛇口 (001979)。

(1) 保利地产 (600048): 销售稳居前五, 央企背景融资优势明显

销售额前五的央企地产龙头, 目前已形成以房地产开发经营为主、房地产金融和社区消费服务为翼的“一主两翼”模式。公司坚持全国化战略布局, 形

成了以珠三角、长三角、京津冀城市群为核心，中部、成渝、海峡西岸等区域多点开花的城市群布局，土地储备丰富，可满足公司未来 2-3 年的开发需求。公司财务结构稳健，融资成本较低。2018 年前 11 月，公司房地产销售额 3683 亿元，同比增长 34.28%，公司可结算资源丰富，为未来的业绩兑现提供了有力的保障。预计公司 2018 年和 2019 年营业收入分别为 1892 亿元和 2402 亿元，归母净利润分别为 199 亿元和 248 亿元，目前股价对应市盈率分别为 7.0 倍和 5.6 倍，给予公司“推荐”评级。

(2) 新城控股 (601155): “地产+商业”双核驱动业绩高增，财务持续改善

公司坚持“地产+商业”双核驱动的战略，依托快周转模式，销售规模在 2015-2017 年间由 319 亿快速增长至 1265 亿，复合增速近 100%。公司土地储备充足，布局以长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张，公司近两年拿地以长三角及中西部三四线城市为主。2018 年 1-11 月公司累计合同销售金额约 1986 亿元，同比增长 88.58%，超出全年计划销售水平。在业绩持续高增的同时，公司财务也有所改进。2018 年三季度末，公司净负债率 95.5%，较年中下降 5 个百分点；前三季度经营性净现金流-47.4 亿元，其中第三季度转正为 43.9 亿元。公司财务持续改善预计公司 2018 年和 2019 年营业收入分别为 625 亿元和 890 亿元，归母净利润分别为 93 亿元和 124 亿元，目前股价对应市盈率分别为 5.7 倍和 4.3 倍，给予公司“推荐”评级。

(3) 招商蛇口 (001979): 前海土地整备方案落地，资源优势明显

公司作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台。公司在新的板块积极布局，长租公寓、养老地产业务发展快速。2018 年 12 月 24 日，公司前海区域 500 万方土地整备方案落地，预计将于 2020 年后贡献业绩。2018 年前 11 月签约销售金额 1488.13 亿元，同比增加 45.04%。预计公司 2018 年和 2019 年营业收入分别为 992 亿元和 1278 亿元，归母净利润分别为 161 亿元和 196 亿元，目前股价对应市盈率分别为 8.3 倍和 6.8 倍，给予公司“推荐”评级。

图表 24: 重点公司盈利预测与评级

代码	公司名称	收盘价 (2018.12.27)	EPS (元)			PE			投资评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	
600048	保利地产	11.75	1.68	2.09	2.58	6.99	5.62	4.55	推荐
601155	新城控股	23.40	4.11	5.48	7.10	5.69	4.27	3.30	推荐
001979	招商蛇口	16.95	2.03	2.48	2.97	8.35	6.83	5.71	推荐

数据来源: 华融证券

五、风险提示

1、宏观经济波动及货币政策变化

宏观经济波动和货币政策变化将对房地产行业产生明显影响。

2、房地产税推出加快

房地产税推出将对行业产生较大的影响。

3、房地产销售及房价超预期下跌

销售及房价下降将影响上市公司的盈利水平。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

易华强，在此声明，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn