

2018 销售靓丽收官，关注政策结构化宽松

房地产行业

推荐 维持评级

投资要点:

一、一周行业热点

- 1、2018 百城住宅均价上涨 5.09% 涨幅收窄
- 2、2018 土地出让金创新高：11 城超千亿，杭州排第一
- 3、房企融资难或引发并购重组浪潮

二、最新观点

1、碧桂园单月销售再次排名第一达 641 亿元，万科、绿地分别单月销售额 630 亿元和 576 亿元，排名第二、第三，12 月份单月销售过百的房企达 35 家，较 2017 年同期多增 9 家。TOP100 房企单月实现销售金额 1.28 万亿元，增速较 11 月下降 3.5 个百分点。我们认为未来销售增速有可能继续承压，12 月单月销售金额较 11 月环比大增 42.9%，源于房企四季度推盘量增加，并且 12 月属于传统销售旺季，一二线城市强于三四线，主流房企销售表现更为突出，预计年后销售增速将下降。行业集中度持续提升。TOP10 房企集中度达 26.9%，TOP50 和 TOP100 房企集中度分别为 55.1%和 66.7%，较 2017 年分别提升 9.3 和 11.3 个百分点。

2、2019 年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观：预计整体房价涨幅 1%；全年销售面积增速预计为-4%到-6%之间；销售金额同比增速-2%到-4%；投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为 5%-7%。

3、投资建议：目前全国单月销售已连续三个月负增长，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	4.66%	-16.60%	9.44%
	601155	新城控股	5.95%	-12.24%	13.80%
	600048	保利地产	3.73%	-10.99%	15.05%

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

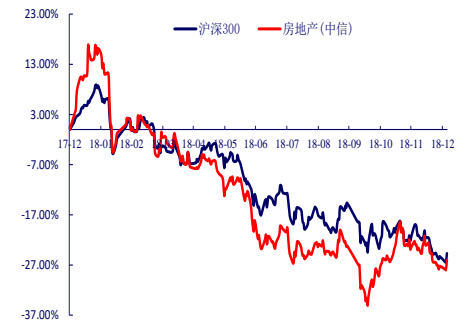
特别鸣谢

王秋蓓

☎：(8610) 83574699

✉：wangqiuhe_yj@chinastock.com.cn

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：需求向好，供给稳定，静待政策结构化宽松 -2018.12.29

【银河地产潘玮】房地产行业周报：整体融资环境逐步好转 -2018.12.10

【银河地产潘玮】房地产行业周报：四季度楼市或深度盘整，龙头及高成长房企优势显著 -2018.11.12

【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

目 录

一、一周行业动态及热点	2
二、最新观点	3
(一) 2018 年龙头房企销售持续高增长	3
(二) 2019 年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观	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>1月3日,中国指数研究院发布全国百城2018年12月份及全年的住宅均价变动数据。2018年全年,百城房价累计涨幅为5.09%,较2017年全年收窄2.06个百分点。根据中指百城价格指数系统对全范围100个受监测城市新建住宅的全样本调查数据,2018年12月,100个城市(新建)住宅平均价格为14678元/平方米,环比上涨0.25%,涨幅较11月收窄0.02个百分点。2018年1-12月,全国100个城市(新建)住宅均价累计上涨5.09%,涨幅较2017年收窄2.06个百分点。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/04/1264704.html)</p>	<p>近日,全国住房和城乡建设工作会议强调2019年将以稳地价、稳房价、稳预期为目标。随后,各地因城施策、因地制宜优化调控措施,北京、江西、青岛、合肥、三亚、武汉等地进一步强化楼市监管。从市场表现来看,供应方面,当前多数房企正在加快推盘节奏,热点城市推盘数量继续维持高位,但市场整体去化效果一般。需求方面,整体成交量保持稳定,城市之间成交热度呈分化态势。未来各项楼市调控政策仍将以稳为主,同时也更加强调因城施策、理性施策和结构优化。随着政策稳步推进,房价有望进一步趋稳,部分热点城市将延续调整态势,三四线城市房价上行动力也会明显趋弱,房价降温的城市数量将进一步增加。</p>
<p>尽管土地市场在2018年呈现前高后低的走势,不过一些重点城市的土地出让金还是创下了新高。中原地产研究中心统计数据显示,2018年,50大城市合计卖地3.74万亿元,同比上涨3.7%,从上半年上涨接近40%到当下土地市场基本同比持平,2018年下半年土地市场退烧明显。分城市来看,2018年土地出让金超过千亿美元的城市有11个,包括杭州、上海、北京、广州、重庆、郑州、苏州、武汉、成都、天津、宁波。这其中,杭州表现颇为亮眼。2017年,杭州土地出让金首次超过2000亿,去年则再创新高,达到了2501亿。连续两年土地出让金超过2000亿,杭州的土地市场可谓十分亮眼。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/04/1264705.html)</p>	<p>统计数据显示,2017年,杭州市信息经济发展持续向好,增速较快,占比扩大,全年实现增加值(剔除)3216亿元,增长21.8%,高于全市GDP增幅13.8个百分点,占全市生产总值25.6%,占比较上年同期提高1.3个百分点。2015-2017年,杭州市信息经济连续三年增长超过20%,成为该市经济增长主引擎。来自中部地区的郑州虽然经济总量位列全国第17,但去年的土地出让金达到了1437亿元,位居全国第6。在土地价格相对低于东部沿海发达城市的前提下,土地出让数量是郑州实现爆发的强有力支撑。统计数据显示,2018年郑州市主城区共挂牌出让210宗土地。郑州、武汉、西安、成都、重庆等中西部核心城市成为大型房企的青睐所在,与这些城市近年来经济快速增长,人才、人口加速流入有关。2017年以来,这些强二线城市纷纷发起了“人才争夺战”,越来越多的人才选择留在新一线城市发展,以互联网为代表的不少大型企业将布局重点放在新一线。</p>
<p>2018年可以说是中国房地产调控历史上政策出台最频繁的年度。据不完全统计,与房地产相关的各项调控措施已累计出台450次,同比2017年上涨75%且刷新历史记录。随着调控效果的持续现象,对于房地产企业而言,也在逐步调整自身定位。如碧桂园方面表示,宁可发展慢一点,也要发展稳一点;中海地产方面也表示,宁可错失机会,也不投错地;再比如恒大方面表示,要从过去以规</p>	<p>刚刚过去的2018年,房企在追求规模化的同时也做出了部分调整,一部分房企选择“去地产化”将主营业务向非地产领域转变;一部分房企选择“多元化”,在房地产行业的上下游寻找更多发展机遇;还有一部分房企加快在房地产领域的深入布局,通过并购做大做强。如绿地集团宣布核心产业战略升级,通过“三大变革”推动房地产主业在未来三年实现高</p>

模取胜，逐步转向更加注重销售质量；此外，保利方面也在积极应对宏观调控与行业环境变化，不断微调战略方向，灵活修正经营策略，整合上下游资源优势。事实上，对于房地产开发商而言，除了要应对来自行业外部的挑战外，在融资方面的强压之下，行业内部的激烈竞争也在加剧。

质量发展，重组成立大基建、商贸、酒店旅游三大产业集团，推动相关重要产业实现跨越式发展。2019年房地产行业并购重组将会有一波不小的浪潮。数据显示，2019年至2021年是房地产债券的集中到期高峰，规模分别为6.1万亿元、5.9万亿元和3.4万亿元，叠加结构性去杠杆政策的延续，预计房企尤其是中小房企的融资难现象依旧会持续。

(<http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/03/1264676.html>)

资料来源：中国银河证券研究院

二、最新观点

(一) 2018年龙头房企销售持续高增长

12月31日，克尔瑞公布2018年TOP200房企销售数据。TOP100房企累计实现销售金额超过9.98万亿元，同比增长35%，12月单月实现销售金额1.28万亿元，同比增长21%。1-12月累计同比增速保持在一个较高的水平。其中，金科股份、阳光城、新城控股等top30房企的增速分别高达89.5%、77.9%和74.9%，高于平均增速。

碧桂园单月销售再次排名第一达641亿元，万科、绿地分别单月销售额630亿元和576亿元，排名第二、第三，12月份单月销售过百的房企达35家，较2017年同期多增9家。TOP100房企单月实现销售金额1.28万亿元，增速较11月下降3.5个百分点。我们认为未来销售增速有可能继续承压，12月单月销售金额较11月环比大增42.9%，源于房企四季度推盘量增加，并且12月属于传统销售旺季，一二线城市强于三四线，主流房企销售表现更为突出，预计年后销售增速将下降。

行业集中度持续提升。TOP10房企集中度达26.9%，TOP50和TOP100房企集中度分别为55.1%和66.7%，较2017年分别提升9.3和11.3个百分点。

(二) 2019年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观

行业需求向好，供给稳定：行业需求端，城镇化率仍存在上升空间，真实潜在需求旺盛，但由于房价高企，总体有效需求仍然不足；行业供给端，房地产投资维持高位，新开工增幅收窄，拿地热度理性增长，房企业绩向好且分化加剧，“去库存”政策及供给侧改革进入新阶段。

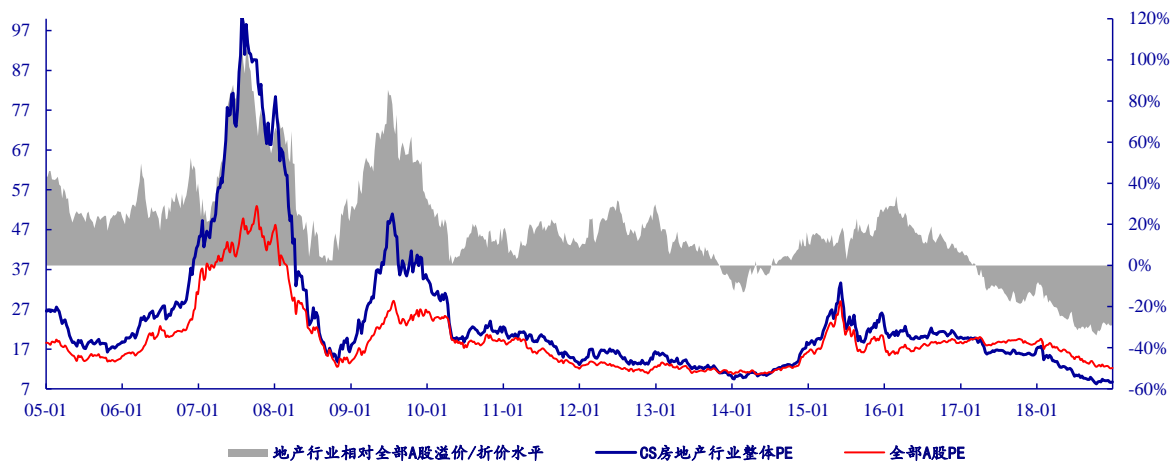
2019年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观：预计整体房价涨幅1%；全年销售面积增速预计为-4%到-6%之间；销售金额同比增速-2%到-4%；投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为5%-7%。

龙头房企优势凸显，一二线市场有望在2019中期企稳回暖：行业景气度下行和高价地项目入市导致2019年销售项目的盈利水平承压。龙头房企销售速度仍有望保持15%以上的正增长。集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在2019年中期企稳回暖，对冲三四线市场下跌风险。中小房企将加速退出市场。

(三) 行业估值及国际估值比较

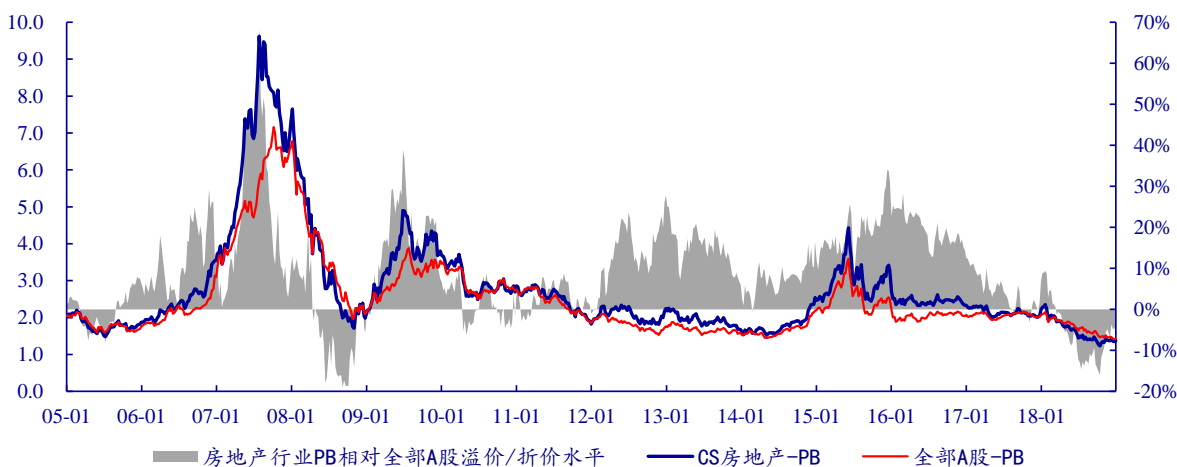
1、房地产板块 PE、PB 估值比较

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 2019 年 1 月 4 号, 房地产行业 TTM 市盈率 (历史整体法) 为 8.7X, 相对前一周 8.6X 上升了 0.1 个单位; 全部 A 股 TTM 市盈率为 12.3X, 相对前一周 12.2X 上升 0.1 个单位, 地产行业估值相对全部 A 股折价水平为 -28.75%, 较前几周折价水平有所下降。

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 股市盈率处于溢价平均值 18.5% 的状态, 当前折价 28.75%, 处于历史低位。

过去 13 年房地产行业 TTM 市盈率平均值为 24.4X，当前房地产板块市盈率为 8.7X，较历史均值折价在 64.1%。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 2019 年 1 月 4 号，房地产行业 PB（整体法，最新）为 1.4X，相较前一周的 1.3X 上升 0.1 个单位；全部 A 股 PB 为 1.4X，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 -3.95%，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 1.4X，较历史均值折价 42.8%。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 9% 的水平，当前折价水平 3.95%，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 2019 年 1 月 4 日，当前房地产 A 股房地产板块市盈率为 8.7X，较前一周（8.6X）上升 0.1 个单位；美股为 12.1X，较前一周（12.1X）持平；港股为 6.1X，较前一周（6.0X）上升一个单位。

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 6.6X。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。

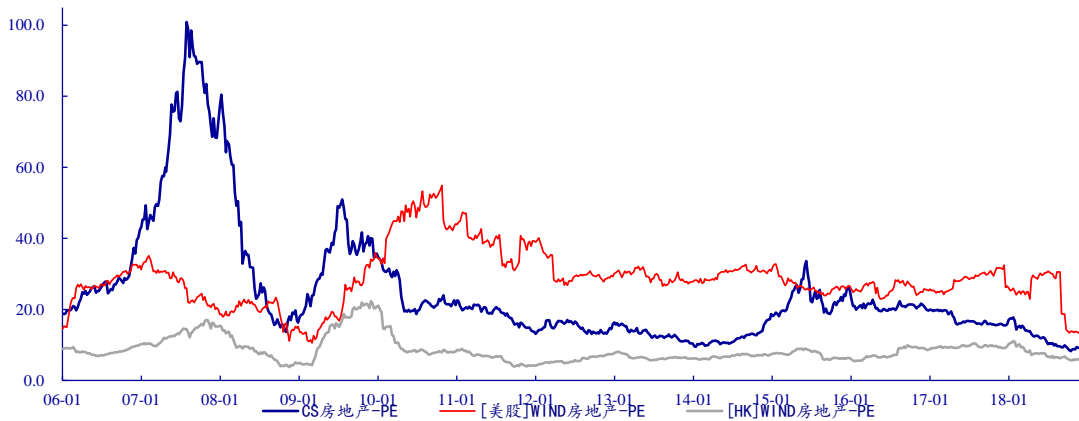
A 股、美股、港股地产板块 PE 的历史均值（2006 至 2018 年）分别为 24.7X、28.7X、8.6X，当前美股 PE 与历史均值折价 58%，A 股房地产股 PE 较历史均值折价 64.5%，港股房地产股 PE 较历史均值折价为 28.9%，我们认为 A 股从 PE 相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。

PB 比较:

国内房地产板块市净率低于美股和港股。以 2019 年 1 月 4 日收盘价计算，国内地产板块的市净率为 1.4 倍，较上周（1.3 倍）上升 0.1 个单位，同期美国地产板块为 2.6 倍，港股地产板

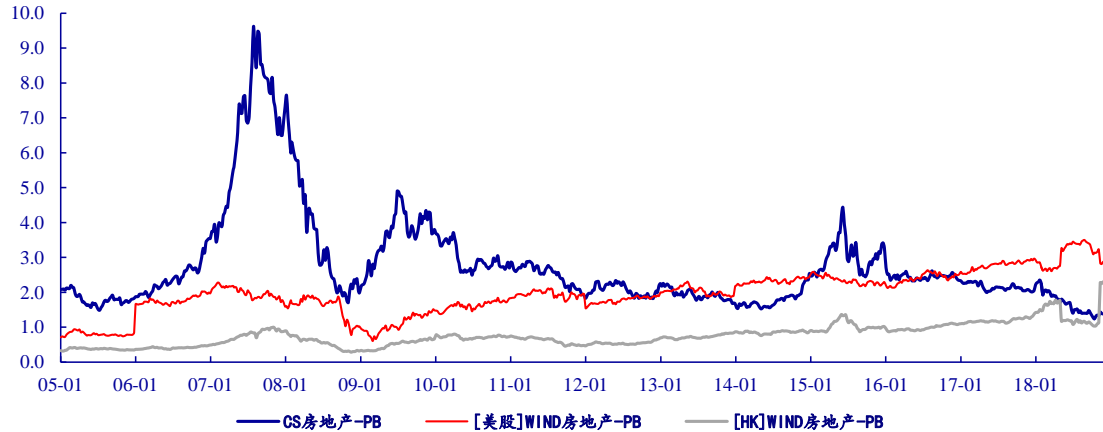
块为 2.3 倍，美股、港股 PB 均较前持平。以 CS 房地产对各国房地产板块的 PB 溢价率/折价率计算，国内相对美国房地产板块的折价率较历史平均水平低 108 个百分点，当前值为 47.85%，历史均值为 60.18%。国内相对港股房地产板块的溢价率较历史平均水平低 358.9 个百分点，当前值为 40.5%，历史均值为 318.4%。国内地产指数市净率估值水平处于历史低位，未来提升空间较大。

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



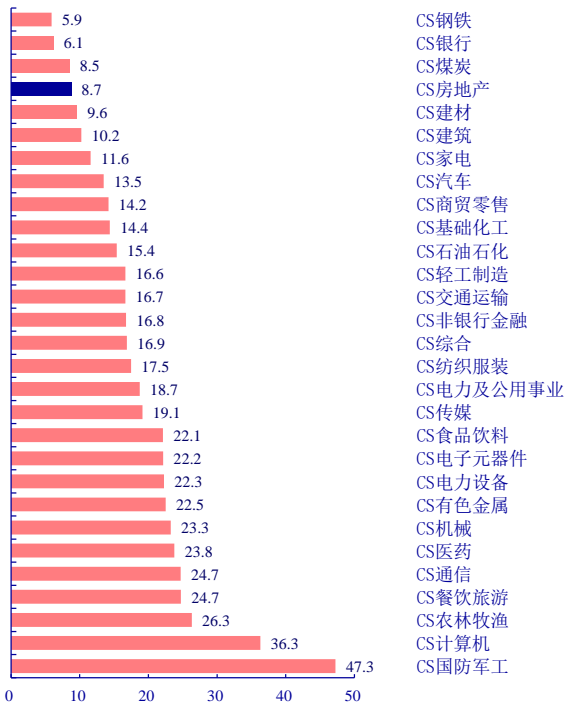
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

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 2019 年 1 月 4 日，PE 最低的是钢铁行业，仅 5.9 倍市盈率，房地产行业 PE 为 8.7X，排名倒数第四，在所有行业分类中房地产的相对估值是偏低的。

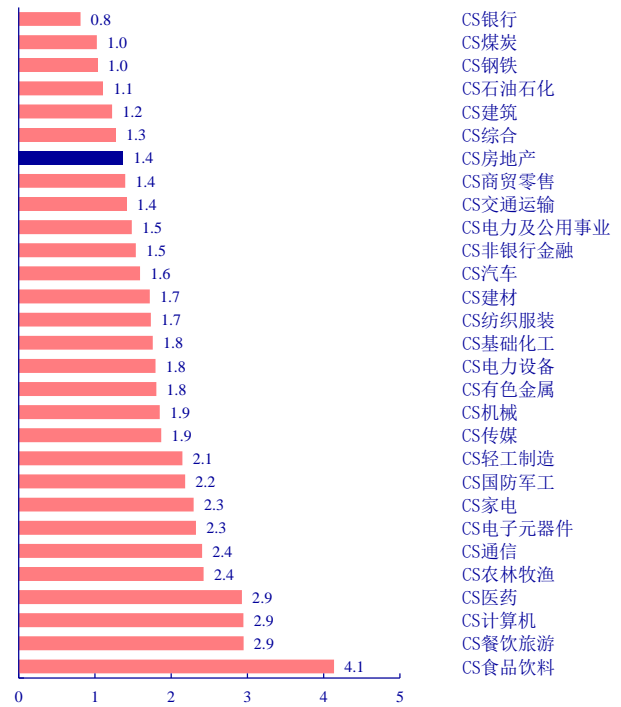
同样按照中信一级行业分类，我们统计了各行业的 PB 情况，截止到 2019 年 1 月 4 日，PB 最低的是银行业，仅 0.8 倍 PB，其次是煤炭行业，房地产行业排倒数第七，市净率为 1.4X，从行业纵比的角度来看房地产的 PB 估值也是偏低的。

图 5: 中信一级行业各行业 PE 比较 (统计时间 2019.1.4)



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 2019.1.4)



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 24.26%, 中位数为 19.93%; 前一年度收入同比增速平均为 18.58%, 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 56.40%, 中位数为 43.01%; 前一年度净利润同比增速平均为 25.36%, 中位数为 21.78%。而其所对应的估值(以 2019.1.4 日计)平均数为 9.94 倍, 估值中位数为 9.07 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 2019.1.4 日计), 市盈率平均为 7 倍, 中位数为 7.36 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 2019 年 1 月 4 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	18Q3	Y17	2019/1/4	2019/1/4
DHL.N	霍顿房屋(HORTON D R)	37.10	17.16	16.42	15.90	9.47	138.28
LEN.N	莱纳房产(LENNAR)	79.62	-11.12	59.27	15.49	11.36	133.11
LEN_B.N	莱纳房产(LENNAR)B 类股	79.62	-11.12	59.27	15.49	9.17	133.11
NVR.N	NVR	36.85	26.40	15.14	8.30	12.65	87.22
PHM.N	普尔特房屋(PULTE)	112.10	-25.80	24.32	11.80	8.96	76.39
TOL.N	托尔兄弟	27.23	40.15	23.79	12.49	6.79	50.78
BLD.N	TOPBUILD CORP	81.02	117.80	24.19	9.38	8.47	17.04
TMHC.N	Taylor Morrison	185.58	73.37	7.11	9.44	9.50	20.79
TPH.N	TRI POINTE GROUP INC	50.68	-4.09	26.66	16.79	6.84	16.74
KBH.N	KB HOME	-23.61	70.99	7.87	21.58	11.57	18.26
IBP.N	INSTALLED BUILDING PRODUCTS INC	26.11	7.04	18.04	31.28	23.58	11.57
MTH.N	MERITAGE HOMES	40.99	-4.20	8.89	6.08	8.21	15.38
MDC.N	MDC HOLDINGS INC	33.06	37.42	14.56	10.78	9.35	16.93
CVCO.O	卡寇工业	0.00	62.04	0.00	12.59	15.47	12.19
LGIH.O	LGI HOMES INC	45.02	51.01	26.53	50.06	7.50	11.11
WLH.N	William Lyon Homes	57.65	-19.37	21.81	27.77	6.27	4.33
CCS.N	CENTURY COMMUNITIES INC	112.27	1.52	66.19	43.18	6.73	5.89
MHO.N	MI 家居	33.91	27.33	16.68	16.00	7.00	6.38
	均值	56.40	25.36	24.26	18.58	9.94	43.08
	中位数	43.01	21.78	19.93	15.49	9.07	16.99
	最大值	185.58	117.80	66.19	50.06	23.58	138.28
	最小值	-23.61	-25.80	0.00	6.08	6.27	4.33

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 2019 年 1 月 4 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	2019/1/4	2019/1/4
2202.HK	万科企业	24.94	33.44	55.15	3.69	8.6	3,127.6
0016.HK	新鸿基地产	59.89	27.91	18.43	-13.94	6.8	3,401.3
0001.HK	长和	13.20	6.34	11.23	-4.36	7.8	2,901.8
2007.HK	碧桂园	72.50	126.31	69.05	48.94	5.2	1,961.1
3333.HK	中国恒大	63.56	378.73	60.15	47.03	6.8	2,924.1
0688.HK	中国海外发展	7.22	10.12	1.74	3.72	6.9	2,903.4
1113.HK	长实集团	65.30	55.16	-41.97	-16.96	5.4	2,173.6
0012.HK	恒基地产	14.97	38.86	2.64	-4.35	5.5	1,789.1
1109.HK	华润置地	96.07	18.03	40.34	8.36	7.4	2,062.0
1997.HK	九龙仓置业	107.73	73.62	-14.57	24.05	6.2	1,395.1

1972.HK	太古地产	43.64	125.63	-35.08	10.47	4.1	1,638.0
0960.HK	龙湖地产	23.26	37.65	46.53	31.82	8.4	1,359.9
	均值	49.36	77.65	17.80	11.54	6.6	2,303.1
	中位数	51.76	38.25	14.83	6.04	6.8	2,117.8
	最大值	107.73	378.73	69.05	48.94	8.6	3,401.3
	最小值	7.22	6.34	-41.97	-16.96	4.1	1,359.9

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 2019 年 1 月 4 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	2019/1/4	2019/1/4
000002.SZ	万科 A	26.09	33.44	50.32	1.01	8.89	2739.88
600048.SH	保利地产	16.04	25.80	25.67	-5.45	8.58	1454.76
600383.SH	金地集团	131.21	8.61	60.27	-32.15	4.52	444.24
002146.SZ	荣盛发展	33.98	38.88	40.89	26.39	5.15	345.68
000981.SZ	银亿股份	-5.53	134.76	-25.03	29.10	6.51	124.06
000540.SZ	中天金融	185.77	-29.18	-25.43	-11.90	5.16	266.20
000732.SZ	泰禾集团	15.35	24.43	22.51	17.38	7.60	175.97
000671.SZ	阳光城	155.55	67.63	67.13	69.22	7.14	215.87
000656.SZ	金科股份	131.26	43.67	48.79	7.82	10.13	328.93
000402.SZ	金融街	-27.91	7.20	-45.39	28.54	7.43	193.38
000537.SZ	广宇发展	225.09	275.54	49.89	135.68	3.30	143.41
002244.SZ	滨江集团	-35.83	22.35	88.38	-29.19	9.00	118.55
600376.SH	首开股份	89.62	24.26	36.23	22.74	5.94	188.82
600823.SH	世茂股份	5.76	5.17	24.27	36.17	6.21	143.29
600266.SH	北京城建	39.09	0.87	8.47	20.77	7.88	129.59
600094.SH	大名城	-91.53	68.04	71.19	16.88	11.21	89.51
600325.SH	华发股份	85.85	59.11	2.72	49.76	5.55	131.74
000031.SZ	中粮地产	72.67	31.27	-7.39	-22.10	6.82	90.51
000979.SZ	中弘股份	0.00	-1699.01	14.74	-77.18	0.00	0.00
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	5.52	134.77
000718.SZ	苏宁环球	7.64	7.15	-28.55	-30.06	8.14	96.80
600240.SH	华业资本	-114.94	-18.08	41.04	-25.78	-85.57	38.03
600622.SH	光大嘉宝	29.66	84.40	105.87	30.45	10.18	65.64
000620.SZ	新华联	27.70	63.63	66.50	-0.99	8.26	75.87
002016.SZ	世荣兆业	45.38	875.09	-9.54	116.70	6.62	72.33
600185.SH	格力地产	-6.34	3.94	-17.22	0.27	13.95	83.43
600733.SH	SST 前锋	56.13	123.12	63.21	612.13	60.00	268.76
600641.SH	万业企业	-42.35	136.48	31.18	-34.25	7.29	74.57
600675.SH	中华企业	272.42	-43.75	29.36	-46.10	32.23	286.01

均值	45.28	34.56	24.38	33.12	7.00	286.57
中位数	28.68	32.35	27.51	12.35	7.36	133.25
最大值	272.42	875.09	105.87	612.13	60.00	2739.88
最小值	-114.94	-1699.01	-45.39	-77.18	-85.57	0.00

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三个月负增长, 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; 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15%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

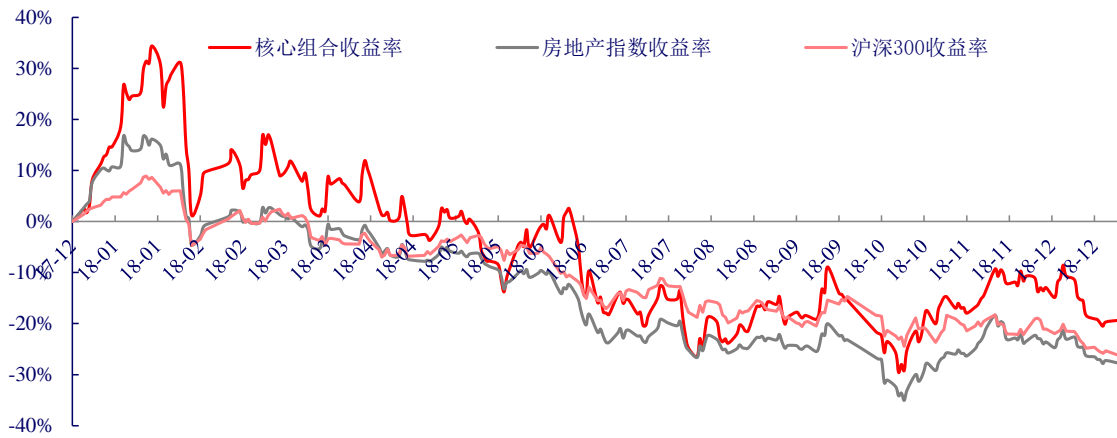
(一) 核心组合

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	4.66%	-16.60%	9.44%	33%	-15.86%
	601155	新城控股	二线低估白马; 规模快速扩张	5.95%	-12.24%	13.80%	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	3.73%	-10.99%	15.05%	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 1.65%，2018 年初至今（2019.1.4）累计收益率-26.04%。2018 年初至上周五（2019.1.4），银河房地产核心组合累计收益率-15.86%。在累计方面，核心组合跑赢行业指数(-26.04%)，核心组合跑赢沪深 300 指数(-24.68%)。单看上周(2019.1.2-2019.1.4)，银河房地产核心组合收益率为 4.76%，跑赢房地产行业指数（1.65%）3.11 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。

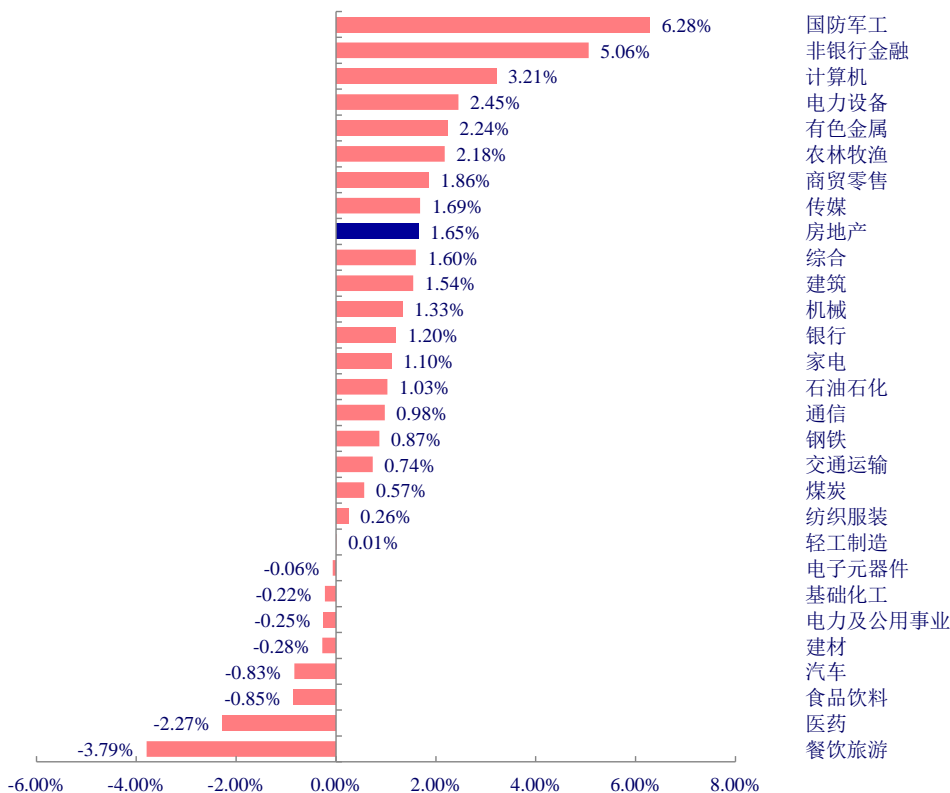
附录:

一、板块市场行情

(一) 板块市场表现

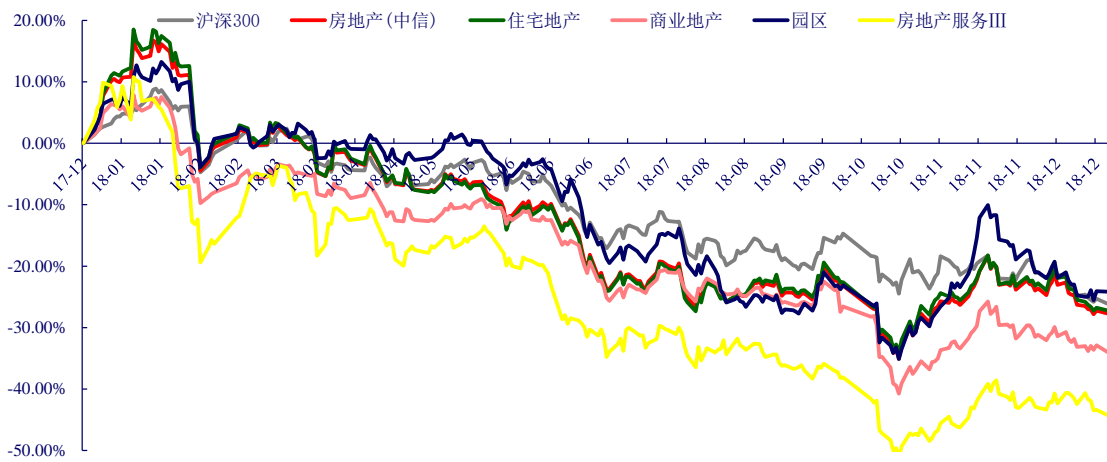
1月2日至1月4日(上周),以中信一级行业统计的本周各行业板块以上涨为主,其中房地产板块涨幅1.65%,同期上证综指涨幅1.19%,沪深300跌幅1.59%,房地产行业跑赢上证综指和沪深300,在29个一级行业中排名第九。

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

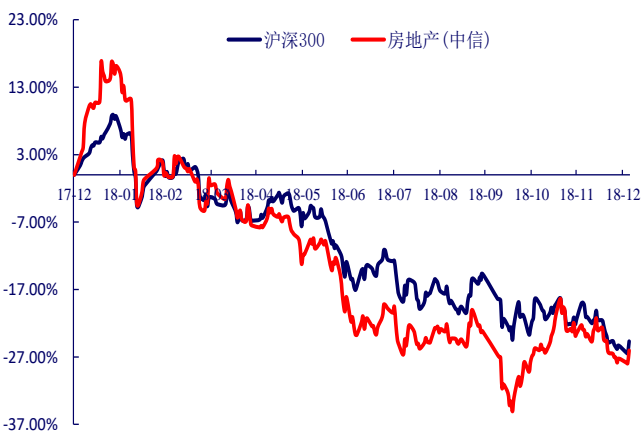
图 9: 年初至今房地产各子行业表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

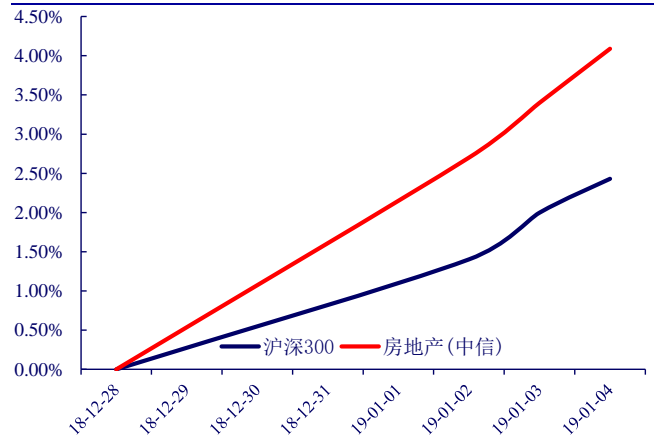
本周各子行业指数呈现反弹。各子行业表现来看, 2018 年初至 2019 年 1 月 4 日, 房地产中信一级行业指数跌幅为 26.04%, 住宅地产指数跌幅 25.32%, 商业地产指数跌幅 32.96%, 园区指数跌幅 23.18%, 房地产服务指数跌幅 44.30%, 相比前一周, 各子行业中园区地产子板块表现好于其他。同期沪深 300 跌幅 24.68%。上周, 房地产指数涨幅为 4.09%, 沪深 300 指数涨幅 2.43%, 房地产指数跑赢沪深 300。

图 10: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (2018 年初至今)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

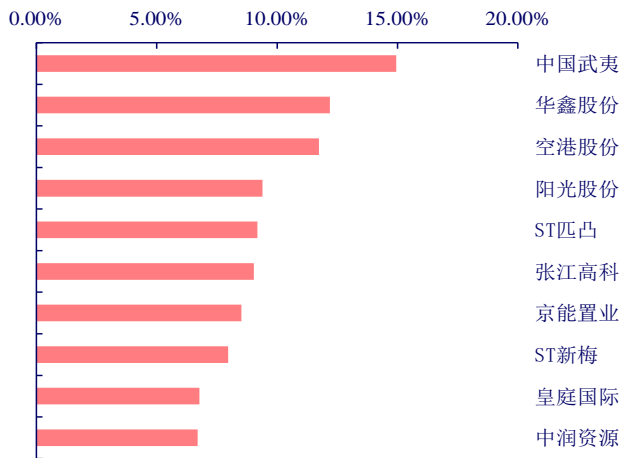
图 11: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)



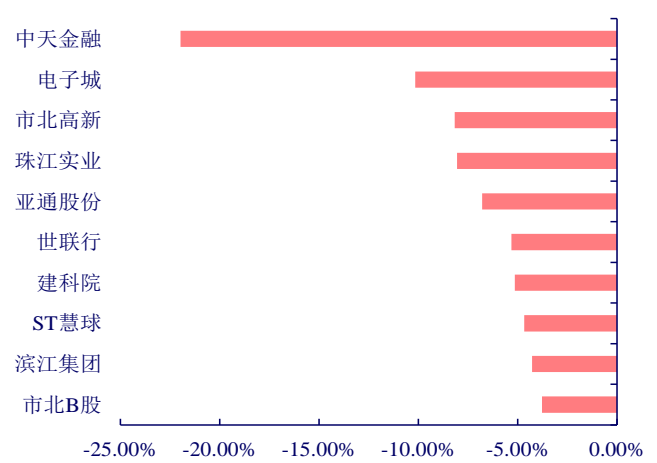
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 个股市场表现

截至 1 月 4 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中国武夷 (000797.SZ) (+14.95%)、华鑫股份 (600621.SH) (+12.19%)、空港股份 (600463.SH) (+11.73%); 个股涨幅排名靠后的是中天金融 (000540.SZ) (-21.97%)、电子城 (600658.SH) (-10.15%)、市北高新 (600604.SH) (-8.17%)。

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 2019 年 1 月 4 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	24.93	2.54	3.2	4.01	9.8	7.7	6.2	2.0	推荐
600048.SH	保利地产	12.23	1.32	1.7	2.09	9.3	7.3	5.9	1.3	推荐
600383.SH	金地集团	9.84	1.52	1.8	2.16	6.5	5.4	4.6	1.0	推荐
002146.SZ	荣盛发展	7.95	1.32	1.8	2.24	6.0	4.5	3.5	1.2	推荐
000540.SZ	中天金融	3.80	0.45	0.5	0.65	8.5	7.5	5.8	1.3	推荐
000732.SZ	泰禾集团	14.14	1.71	2.0	2.28	8.3	7.0	6.2	0.9	推荐
000671.SZ	阳光城	5.33	0.51	0.8	1.09	10.5	6.9	4.9	1.3	推荐
000656.SZ	金科股份	6.16	0.35	0.5	0.68	17.6	11.5	9.0	1.7	推荐
000402.SZ	金融街	6.47	1.01	1.1	1.30	6.4	5.7	5.0	0.7	推荐
000537.SZ	广宇发展	7.70	1.29	1.5	1.87	6.0	5.3	4.1	1.4	推荐
002244.SZ	滨江集团	3.81	0.55	0.6	0.79	6.9	6.3	4.8	0.8	推荐
600376.SH	首开股份	7.32	0.73	1.0	1.21	10.0	7.1	6.0	0.9	推荐
600823.SH	世茂股份	3.82	0.59	0.7	0.75	6.5	5.8	5.1	0.6	推荐
600266.SH	北京城建	8.27	0.93	1.1	1.37	8.9	7.3	6.0	0.7	推荐
600094.SH	大名城	3.67	0.57	0.7	0.75	6.4	5.6	4.9	0.8	推荐
600325.SH	华发股份	6.22	0.77	1.0	1.25	8.1	6.2	5.0	1.1	推荐
600622.SH	光大嘉宝	5.69	0.61	0.6	0.72	9.3	9.6	7.9	1.2	推荐
000620.SZ	新华联	4.00	0.45	0.5	0.66	8.9	7.4	6.1	1.1	推荐
002016.SZ	世荣兆业	8.94	1.13	1.7	2.22	7.9	5.4	4.0	2.9	推荐
均值								5.5	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 2019.1.4)	7
图 6: 中信一级行业各行业 PB 比较 (统计时间 2019.1.4)	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 (2018 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 2019 年 1 月 4 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 2019 年 1 月 4 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 2019 年 1 月 4 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 2019 年 1 月 4 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