

## 库存仍处低位，政策适度宽松将支撑未来销售

### 投资要点：

#### 一、一周行业热点

- 1、多家房企布局物流地产，部分公司出资力度较大
- 2、全国首套房贷利率23月来首次下降，北上广深集体回调
- 3、业绩压力空前，开发商集体冲击开门红

#### 二、最新观点

1、当前地产行业库存处于底部区域。行业持续低库存，商品房去库存效果显著。从广义库存的角度，累加1998至2018年11月历年住宅新开工面积与住宅销售面积的差额，估算出2018年11月末广义库存面积约为26亿平，较2017年末增长9822万平，以2017成交面积为基准的去化周期约为1.8年，延续2017年的下降趋势。目前库存仍处于底部区间。

2、房地产是否放松，关注两个方面：一是限购政策是否放松，二是大行房贷利率是否下调。近期地方宽松托底政策频出，破除之前的一刀切政策。预计2019年棚改货币化安置率继续下降。公租房兼具保障房和租赁住房属性，是保障性住房供应的重要组成；商品房方面在楼市平稳运行的前提下可以适度支持首套刚需、改善需求；住房租赁的顶层设计持续出台，租赁市场日渐火爆；共有产权房在京沪进行试点，预计未来将在一二线城市扩围；房地产税立法先行，预计最快2022年征收。部分城市的政策适度放松将对房企未来销售形成有力支撑。

3、投资建议：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，对冲三四线城市下跌风险。中小房企将加速退出市场。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

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	1.48%	-18.68%	9.19%
	601155	新城控股	-1.24%	-12.43%	15.44%
	600048	保利地产	-1.96%	-14.49%	13.39%

资料来源：中国银河证券研究院

## 房地产行业

推荐 维持评级

### 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

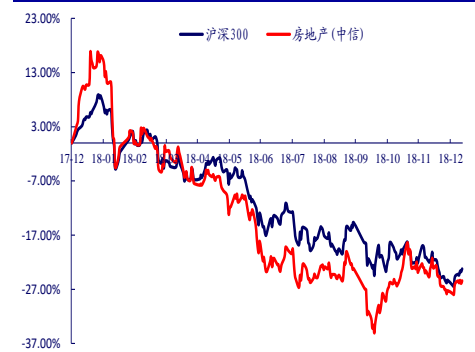
特别鸣谢

王秋薇

☎：(8610) 83574699

✉：wangqiuweij@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】房地产行业周报：2018销售靓丽收官，关注政策结构化宽松 -2018.12.07

【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

## 目 录

一、一周行业动态及热点 .....	2
二、最新观点 .....	3
(一) 行业库存处低位, 需求旺盛, 供给稳定 .....	3
(二) 静待政策结构化宽松对销售形成支撑 .....	4
(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>近期多家房地产企业布局物流地产项目，部分公司出资力度较大。《国家物流枢纽布局和建设规划》2018 年底发布，明确对物流用地支持。物流地产一度被行业认为是新的风口。对此，业内人士表示，物流地产租金较低，但相比其他地产项目盈利性仍有待提高。房企布局多由于物流用地拿地相对容易且便宜，看好的是与物流地产配套的商业和住宅项目。有的公司则积极盘活物流地产项目。光明地产日前公告，拟申请发行不超过 6 亿元的冷链仓储物流资产支持专项计划(CMBS)，把间接持有的斯班赛的仓库、西郊物流仓库及对应土地使用权作为资产支持，以目标物业产生的现金流作为支撑，通过设立信托计划，并以相应信托受益权作为基础资产发起设立。南山控股 2018 年三季度，公司完成了对深圳赤湾石油基地股份有限公司(简称“深基地”)的吸收合并，深基地持有的 50 多个物流项目归入南山控股旗下。</p> <p>( <a href="http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/11/1264856.html">http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/11/1264856.html</a> )</p>	<p>《国家物流枢纽布局和建设规划》明确了国家物流枢纽的重要性，以及对物流用地支持。对国家物流枢纽范围内的物流仓储、铁路站场、铁路专用线和集疏运铁路、公路等新增建设用地项目，经国务院及有关部门审批、核准、备案的，允许使用预留国家计划；地方相关部门审批、核准、备案的，由各省(区、市)计划重点保障。鼓励通过“先租后让”、“租让结合”等多种方式供应土地。房地产企业布局物流地产主要为了拿地，开发商看中的是物流地产的配套商业和住宅。仅从物流的功能看，其盈利性与房地产企业的其他项目相比不值一提。而物流企业自身有资金和技术，自己就可以做物流地产，不需要借助房地产开发商去做。仅从功能属性看，两者没有合作的必要。主要还是政策支持下拿地更便利，开发商借助物流地产用地的配套去开发获利。</p>
<p>中新经纬客户端 1 月 11 日电融 360 大数据研究院日前发布数据显示，2018 年 12 月份，全国首套房贷款平均利率为 5.68%，环比下降 0.53%，这是全国首套平均利率 23 个月以来首次出现下降。据融 360 统计，2018 年 12 月共有 17 个城市首套利率均值出现回调，北上广深以及多数热门二线城市首套利率均值均有不同程度下降。一个月前，即 2018 年 11 月，四个一线城市中仅有广州、深圳首套利率回调。而在 12 月的全国首套利率最低排名中：上海位居第一、北京第四、广州第九、深圳第十，北京的排名较 11 月上升了 2 位次。</p> <p>( <a href="http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/11/1264853.html">http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/11/1264853.html</a> )</p>	<p>目前北上广深一线城市的房贷利率，不论是一套还是二套，均出现了松动迹象。初步预计全国地区将会有其他城市跟进下调，不过总体幅度不会过大，市场基调仍是以稳为主。对于购房者来说，银行资金面的充裕，加之新一年信贷额度的放开，房贷门槛也将有所宽松，此前全国普遍上浮 10%-15% 的房贷利率，上浮部分将逐步回缩，购房者的实际购房成本也将就此降低。各家银行平均利率上浮幅度的大小与银行先前优惠幅度及后期的上浮情况有关，后期具体银行的利率调整很大程度上取决于银行的流动性和业务策略。降准后银行的贷款政策会趋于宽松，包括开发贷款和个人按揭贷款，甚至是租赁市场的贷款等，其实都会面临一个宽松的概念，这有助于此类市场后续交易的活跃。</p>
<p>新年伊始，一些房企一改往年农历新年前的轻松局面，延续了 2018 年底冲刺的姿势，加紧推盘销售。恒大京津冀区域推出“新年开门红”整体促销活动。区域内 22 个项目千套新品 9 折优惠，商铺项目则推出了三年超长分期。此外，北京楼市众多楼盘并未有偃旗息鼓的意思，各大楼盘争相推出优惠房源，并给出各种优惠政策，推盘入市。</p>	<p>部分房企冲“开门红”的背后体现了行业对市场预期的判断以及企业面临的空前业绩压力。为去年销售不佳的业绩“补课”、为全年业绩铺垫以及缓解企业紧绷的资金链都是房企淡季推盘的原因所在。一些房企在目前这个时间节点上加大促销力度，与企业对今年上半年的市场走向预期有关。当前楼市进入降温周期，行业普遍预计 2019 年上半年的市场不</p>

(<http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/11/1264835.html>)

会太好。开发商上半年通过加快促销加速资金回笼不失为明智之选。在规模至上的时代，虽然不少大型房企喊出有质量地增长，但毕竟只有销售额以及增幅达到一定规模和速度的企业，在融资、并购、扩张等方面才能获益，从而取得竞逐下一场游戏的入场券。由此，部分房企利用春节前的短短一个月时间，已摆出了未来贯穿 2019 年一年的拼销售、冲业绩的姿态。

资料来源：中国银河证券研究院

## 二、最新观点

### (一) 行业库存处低位，需求旺盛，供给稳定

**当前地产行业库存处于底部区域。**狭义库存角度，受益于高位成交的延续及新增供应的滞后，2018 年以来全国商品房待售面积延续了 2017 年以来逐月改善态势，1-11 月绝对值保持连续负增长，11 月末全国商品房待售面积 5.26 亿平米。行业持续低库存，商品房去库存效果显著。从广义库存的角度，累加 1998 至 2018 年 11 月历年住宅新开工面积与住宅销售面积的差额，估算出 2018 年 11 月末广义库存面积约为 26 亿平，较 2017 年末增长 9822 万平，以 2017 成交面积为基准的去化周期约为 1.8 年，延续 2017 年的下降趋势。目前库存仍处于底部区间。

**行业需求旺盛，但有效需求待释放。**在房地产行业需求端，2018 年我国尚处于城镇化快速发展的末期，城镇化率仍存在上行空间。同时，我国城镇化发展不均衡，人口密度分割线“胡焕庸线”两侧的城镇化发展进程存在着显著分化。由此，我们认为，城镇购房需求存在着进一步释放的内在动力。另外，随着农民工市民化政策及配套机制的落地实施，农民工城镇置业人数将有更显著的增加，将带来更多城镇购房潜在需求。需求的测算：真实需求测算方法一：假定（1）2018-2025 年每年出生人口为 1600 万人，且全部为城镇住房需求（2）按人均住房面积 33.5 平米测算（非农户籍口径和常住口径下人均住宅面积均值），我国每年新增需求约 5.35 亿平米。真实需求测算方法二：参考曾国安《中国城市住房供给与需求的初步测算》（2010），假定常住口径下城镇化率每年提升 1.35%，即每年新增城镇常住人口 1400 万人，按 33.5 平米/人计算，2018-2025 年每年新增住房需求约 4.7 亿平米。

然而，2018 年商品住宅市场仍存在泡沫，对于大部分一二线热点城市及部分房价高企的三四线城市，房价已经超出居民可以承担的合理范围，房地产市场的总体有效需求仅约三成，仍然有待进一步拉升提高。同时，值得注意的是，一二、三四线城市的购房需求量呈现出两级分化的特点，这需要政府在未来推升有效需求增加的过程中，实行分类调控，进一步贯彻“因地制宜、因城施策”的政策方针。

**行业供给稳定，土地市场理性回归。**土地市场方面，2018 年土地购置面积累计同比理性回升，截至 2018 年 10 月份，累计上涨 15.3%。拿地热度主要集中在二三线城市，一二三线城市拿地积极性存在分化。高溢价拿地已成为小概率事件：根据 100 城数据显示，2018 年 1-11 月，100 城成交土地楼面均价和土地溢价率均呈现下行趋势。其中，2018 年 11 月份，100 城土地楼面均价为 4577 元/平米，同比上涨 26%；11 月末土地溢价率为 7.39%，去年同期为 19.61%，位于历史较低水平。品牌房企理性投资，拿地节奏放缓，拿地态度谨慎，土地投资热度下降。

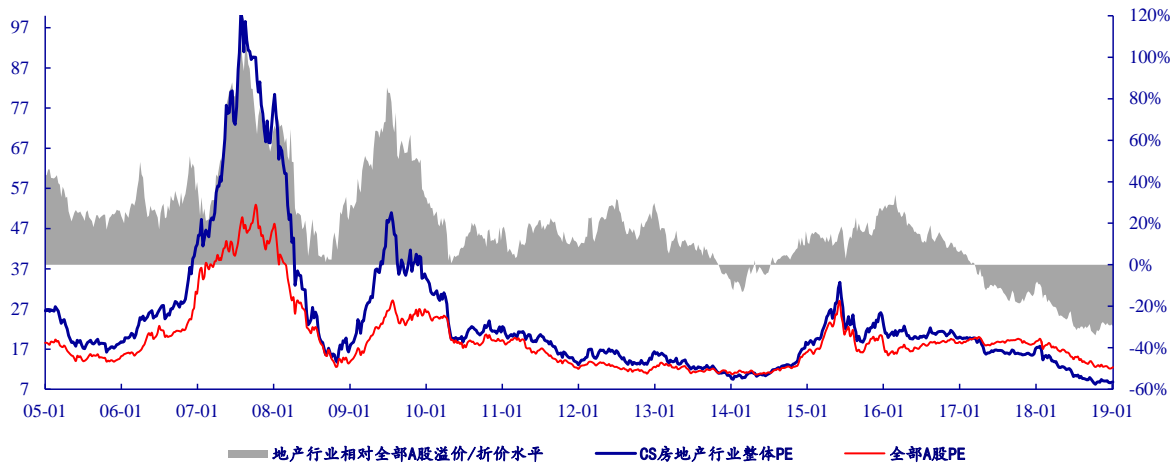
## （二）静待政策结构化宽松对销售形成支撑

房地产是否放松，关注两个方面：一是限购政策是否放松，二是大行房贷利率是否下调。近期地方宽松托底政策频出，破除之前的一刀切政策。预计 2019 年棚改货币化安置率继续下降。公租房兼具保障房和租赁住房属性，是保障性住房供应的重要组成；商品房方面在楼市平稳运行的前提下可以适度支持首套刚需、改善需求；住房租赁的顶层设计持续出台，租赁市场日渐火爆；共有产权房在京沪进行试点，预计未来将在一二线城市扩围；房地产税立法先行，预计最快 2022 年征收。部分城市的政策适度放松将对房企未来销售形成有力支撑。

## （三）行业估值及国际估值比较

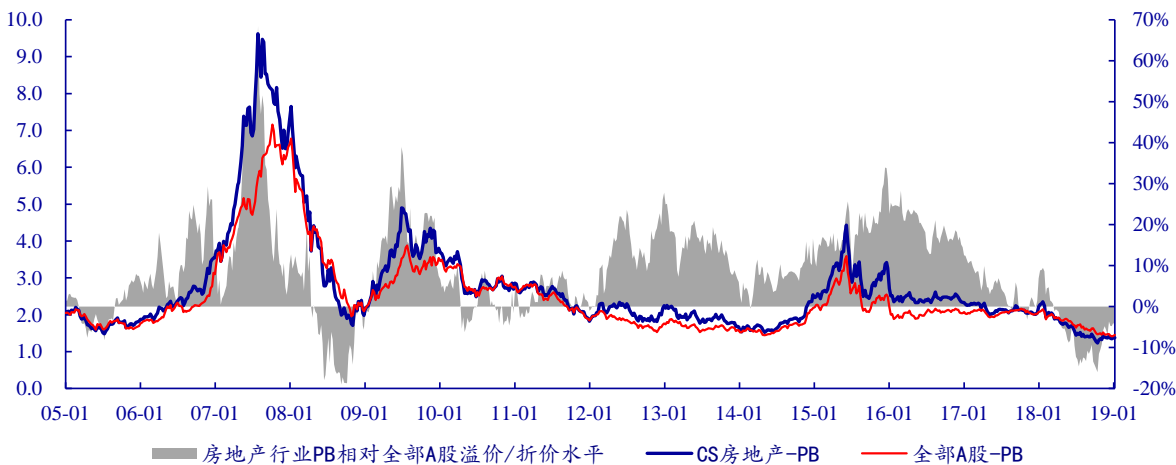
### 1、房地产板块 PE、PB 估值比较

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 11 号，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 8.8X，相对前一周 8.7X 上升了 0.1 个单位；全部 A 股 TTM 市盈率为 12.5X，相对前一周 12.3X 上升 0.2 个单位，地产行业估值相对全部 A 股折价水平为 -29.5%，较前几周折价水平有所上升。

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 18.4% 的状态，当前折价 29.5%，处于历史低位。

过去 13 年房地产行业 TTM 市盈率平均值为 24.3X，当前地产板块市盈率为 8.8X，较历史均值折价在 63.8%。全部 A 股市盈率平均值为 19.4X，当前地产板块及全部 A 股市盈率仍均低于历史平均，我们认为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 11 号，房地产行业 PB（整体法，最新）为 1.4X，相较前一周持平；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 -4.89%，折价水平较前略有扩大。

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 41.7%。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 年之间出现了一年左右的折价时间，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 4.89%，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 11 日，当前地产 A 股地产板块市盈率为 8.8X，较前一周（8.7X）上升 0.1 个单位；美股为 12.6X，较前一周（12.1X）上升了 0.5 个单位；港股为 6.3X，较前一周（6.1X）上升 0.2 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 6.8X。港股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

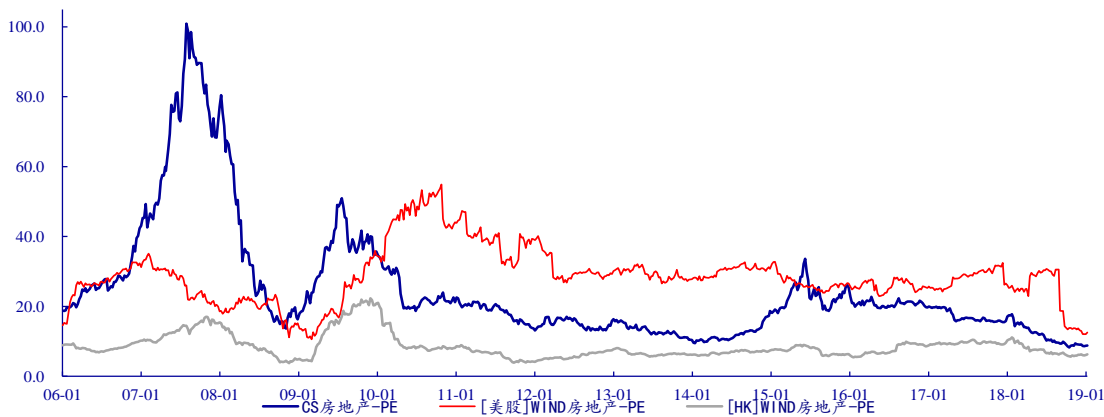
样化资产配置，这类资金较为追求资金安全性，因此对公司的估值更为苛刻。

A 股、美股、港股地产板块 PE 的历史均值（2006 至 2018 年）分别为 24.6X、28.7X、8.6X，当前美股 PE 与历史均值折价 56.2%，A 股房地产股 PE 较历史均值折价 64.2%，港股房地产股 PE 较历史均值折价为 26.5%，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:**

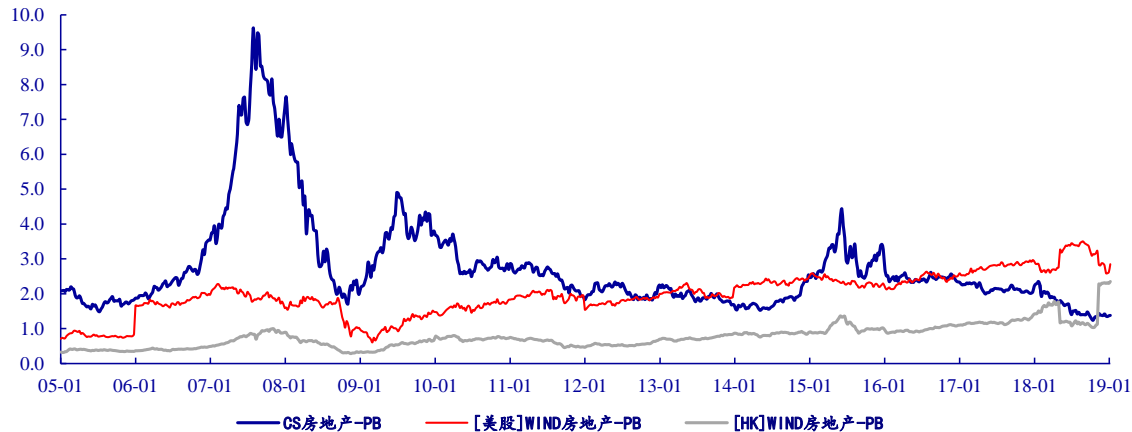
国内房地产板块市净率低于美股和港股。以 2019 年 1 月 11 日收盘价计算，国内地产板块的市净率为 1.4 倍，较上周（1.4 倍）持平，同期美国地产板块为 2.8 倍，较上周（2.6 倍）上升 0.2 个单位，港股地产板块为 2.4 倍，较上周（2.3 倍）上升 0.1 个单位。以 CS 房地产对各国房地产板块的 PB 溢价率/折价率计算，国内相对美国房地产板块的溢价率较历史平均水平低 111 个百分点，当前值为-51.57%，历史均值为 59.41%。国内相对港股房地产板块的溢价率较历史平均水平低 356 个百分点，当前值为-41.3%，历史均值为 314.3%。国内地产指数市净率估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



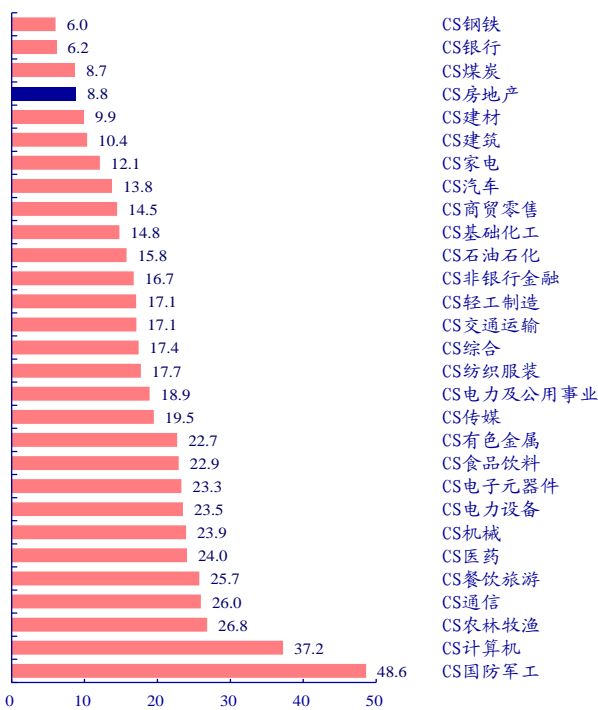
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 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 11 日，PE 最低的是钢铁行业，仅 6.0 倍市盈率，房地产行业 PE 为 8.8X，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。

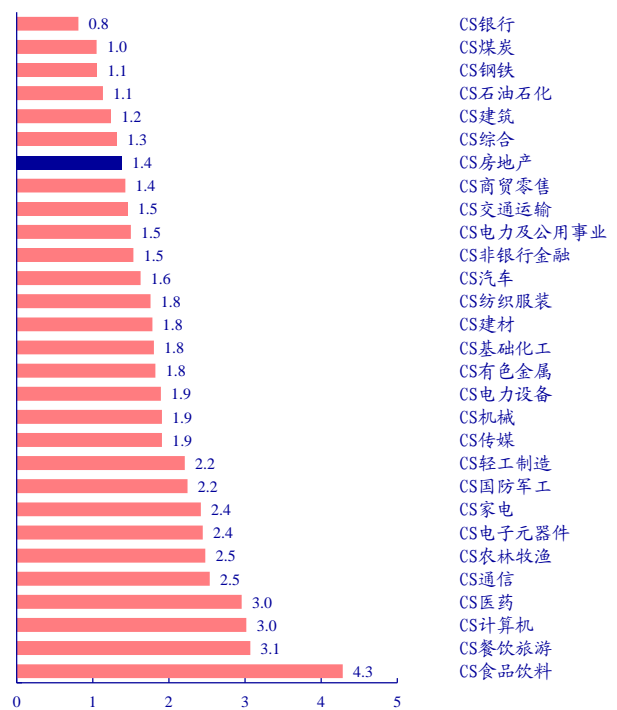
同样按照中信一级行业分类，我们统计了各行业的 PB 情况，截止到 2019 年 1 月 11 日，PB 最低的是银行业，仅 0.8 倍 PB，其次是煤炭行业，房地产行业排倒数第七，市净率为 1.4X，从行业纵比的角度来看房地产的 PB 估值也是偏低的。

图 5: 中信一级行业各行业 PE 比较 (统计时间 2019.1.11)



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 2019.1.11)



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 2019.1.11 日计）平均数为 10.30 倍，估值中位数为 8.96 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 2019.1.11 日计), 市盈率平均为 6.95 倍, 中位数为 7.48 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 11 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	2019/1/11	2019/1/11
DHL.N	霍顿房屋(HORTON D R)	37.10	17.16	16.42	15.90	10.20	149.00
LEN.N	莱纳房产(LENNAR)	79.62	-11.12	59.27	15.49	9.04	149.81
LEN_B.N	莱纳房产(LENNAR)B 类股	79.62	-11.12	59.27	15.49	7.25	149.81
NVR.N	NVR	36.85	26.40	15.14	8.30	13.56	93.49
PHM.N	普尔特房屋(PULTE)	112.10	-25.80	24.32	11.80	9.42	80.27
TOL.N	托尔兄弟	27.23	40.15	23.79	12.49	6.98	52.23
BLD.N	TOPBUILD CORP	81.02	117.80	24.19	9.38	8.80	17.71
TMHC.N	Taylor Morrison	185.58	73.37	7.11	9.44	9.95	21.78
TPH.N	TRI POINTE GROUP INC	50.68	-4.09	26.66	16.79	7.34	17.96
KBH.N	KB HOME	-23.61	70.99	7.87	21.58	11.85	18.71
IBP.N	INSTALLED BUILDING PRODUCTS INC	26.11	7.04	18.04	31.28	24.99	12.26
MTH.N	MERITAGE HOMES	40.99	-4.20	8.89	6.08	8.82	16.53
MDC.N	MDC HOLDINGS INC	33.06	37.42	14.56	10.78	9.66	17.50
CVCO.O	卡寇工业	0.00	62.04	0.00	12.59	16.53	13.03
LGIH.O	LGI HOMES INC	45.02	51.01	26.53	50.06	8.89	13.18
WLH.N	William Lyon Homes	57.65	-19.37	21.81	27.77	6.81	4.70
CCS.N	CENTURY COMMUNITIES INC	112.27	1.52	66.19	43.18	7.69	6.73
MHO.N	MI 家居	33.91	27.33	16.68	16.00	7.66	6.98
	均值	56.40	25.36	24.26	18.58	10.30	46.76
	中位数	43.01	21.78	19.93	15.49	8.96	17.83
	最大值	185.58	117.80	66.19	50.06	24.99	149.81
	最小值	-23.61	-25.80	0.00	6.08	6.81	4.70

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 11 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	2019/1/11	2019/1/11
2202.HK	万科企业	24.94	33.44	55.15	3.69	9.0	3,215.9
0016.HK	新鸿基地产	59.89	27.91	18.43	-13.94	7.1	3,534.5
0001.HK	长和	13.20	6.34	11.23	-4.36	8.1	3,002.1
2007.HK	碧桂园	72.50	126.31	69.05	48.94	5.4	2,026.1
3333.HK	中国恒大	63.56	378.73	60.15	47.03	6.6	2,859.7
0688.HK	中国海外发展	7.22	10.12	1.74	3.72	7.1	3,007.5
1113.HK	长实集团	65.30	55.16	-41.97	-16.96	5.9	2,367.5
0012.HK	恒基地产	14.97	38.86	2.64	-4.35	5.8	1,866.1
1109.HK	华润置地	96.07	18.03	40.34	8.36	7.7	2,165.9
1997.HK	九龙仓置业	107.73	73.62	-14.57	24.05	6.5	1,472.6

1972.HK	太古地产	43.64	125.63	-35.08	10.47	3.9	1,567.8
0960.HK	龙湖地产	23.26	37.65	46.53	31.82	8.8	1,420.1
	均值	49.36	77.65	17.80	11.54	6.8	2,375.5
	中位数	51.76	38.25	14.83	6.04	6.9	2,266.7
	最大值	107.73	378.73	69.05	48.94	9.0	3,534.5
	最小值	7.22	6.34	-41.97	-16.96	3.9	1,420.1

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 11 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	2019/1/11	2019/1/11
000002.SZ	万科 A	26.09	33.44	50.32	1.01	9.03	2786.03
600048.SH	保利地产	16.04	25.80	25.67	-5.45	8.41	1426.21
600383.SH	金地集团	131.21	8.61	60.27	-32.15	4.64	455.97
002146.SZ	荣盛发展	33.98	38.88	40.89	26.39	5.32	356.98
000981.SZ	银亿股份	-5.53	134.76	-25.03	29.10	6.55	124.87
000540.SZ	中天金融	185.77	-29.18	-25.43	-11.90	5.03	259.19
000732.SZ	泰禾集团	15.35	24.43	22.51	17.38	7.50	173.73
000671.SZ	阳光城	155.55	67.63	67.13	69.22	7.07	213.84
000656.SZ	金科股份	131.26	43.67	48.79	7.82	9.81	318.78
000402.SZ	金融街	-27.91	7.20	-45.39	28.54	7.78	202.65
000537.SZ	广宇发展	225.09	275.54	49.89	135.68	3.24	140.99
002244.SZ	滨江集团	-35.83	22.35	88.38	-29.19	9.03	118.86
600376.SH	首开股份	89.62	24.26	36.23	22.74	6.11	194.24
600823.SH	世茂股份	5.76	5.17	24.27	36.17	6.28	144.80
600266.SH	北京城建	39.09	0.87	8.47	20.77	7.82	128.65
600094.SH	大名城	-91.53	68.04	71.19	16.88	11.42	91.03
600325.SH	华发股份	85.85	59.11	2.72	49.76	5.70	135.34
000031.SZ	中粮地产	72.67	31.27	-7.39	-22.10	6.84	90.87
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	5.23	127.74
000718.SZ	苏宁环球	7.64	7.15	-28.55	-30.06	8.09	96.20
600240.SH	华业资本	-114.94	-18.08	41.04	-25.78	-87.81	39.02
600622.SH	光大嘉宝	29.66	84.40	105.87	30.45	10.49	67.60
000620.SZ	新华联	27.70	63.63	66.50	-0.99	8.71	80.04
002016.SZ	世荣兆业	45.38	875.09	-9.54	116.70	6.67	72.82
600185.SH	格力地产	-6.34	3.94	-17.22	0.27	14.57	87.14
600733.SH	SST 前锋	56.13	123.12	63.21	612.13	60.00	277.15
600641.SH	万业企业	-42.35	136.48	31.18	-34.25	7.46	76.34
600675.SH	中华企业	272.42	-43.75	29.36	-46.10	31.31	277.88

均值	45.28	34.56	24.38	33.12	6.95	288.05
中位数	28.68	32.35	27.51	12.35	7.48	132.00
最大值	272.42	875.09	105.87	612.13	60.00	2786.03
最小值	-114.94	-1699.01	-45.39	-77.18	-87.81	0.00

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 投资建议

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。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, 对冲三四线城市下跌风险。中小房企将加速退出市场。我们推荐业绩确定性强, 资源优势明显, 市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

### 三、投资组合

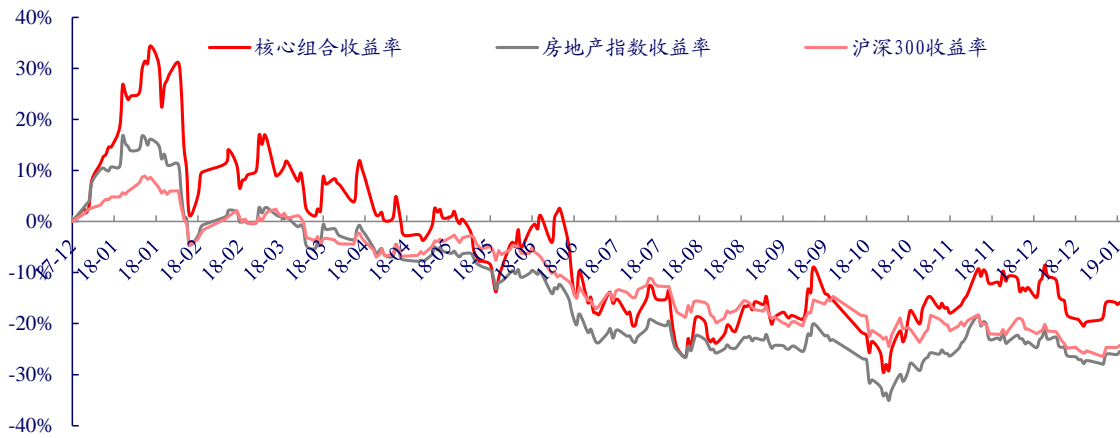
#### (一) 核心组合

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	1.48%	-18.68%	9.19%	33%	-16.39%
	601155	新城控股	二线低估白马; 规模快速扩张	-1.24%	-12.43%	15.44%	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	-1.96%	-14.49%	13.39%	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 0.84%，2018 年初至今（2019.1.11）累计收益率-27.87%。2018 年初至上周五（2019.1.11），银河房地产核心组合累计收益率-16.39%。在累计方面，核心组合跑赢行业指数（-27.87%），核心组合跑赢沪深 300 指数（-24.73%）。单看上周（2019.1.7-2019.1.11），银河房地产核心组合收益率为-0.63%，跑输房地产行业指数（0.84%）1.47 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。

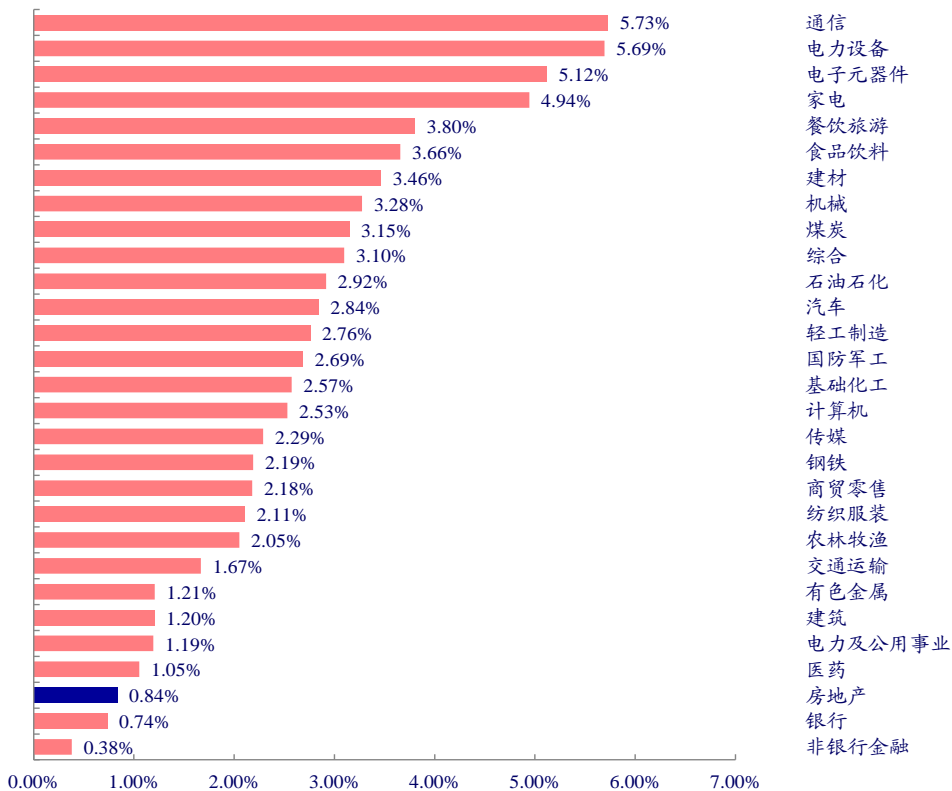
附录:

一、板块市场行情

(一) 板块市场表现

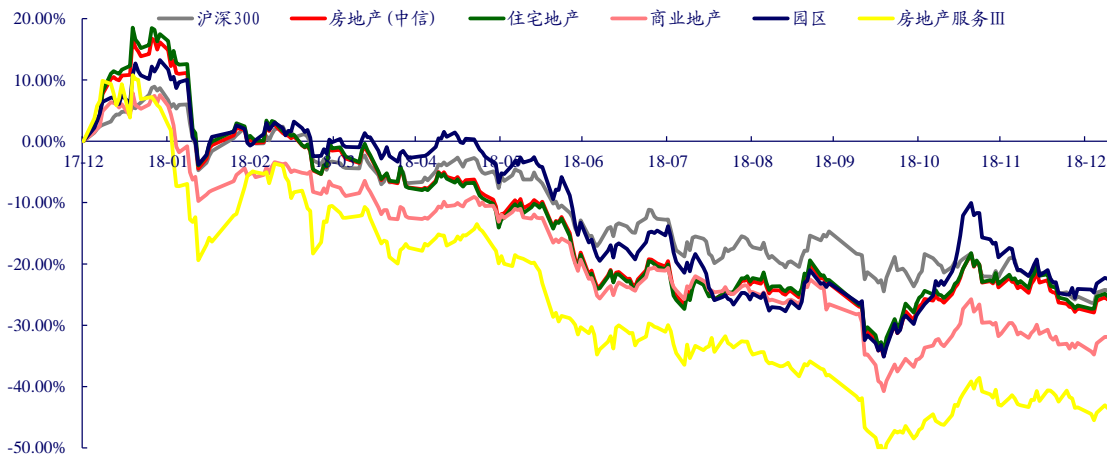
1月7日至1月11日(上周),以中信一级行业统计的本周各行业板块以上涨为主,其中房地产板块涨幅0.84%,同期上证综指涨幅1.19%,沪深300涨幅1.88%,房地产行业跑输上证综指和沪深300,在29个一级行业中排名倒数第三。

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

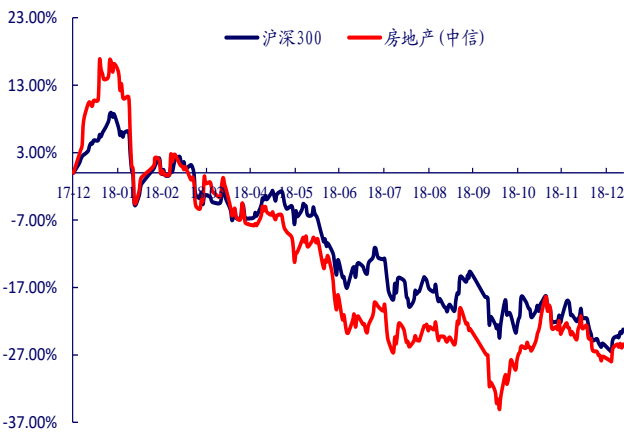
图 9: 年初至今房地产各子行业表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

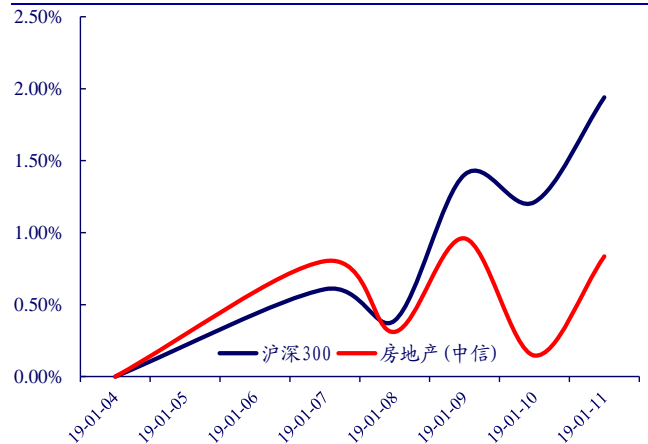
本周各子行业指数呈现反弹。各子行业表现来看, 2018 年初至 2019 年 1 月 11 日, 房地产中信一级行业指数跌幅为 25.42%, 住宅地产指数跌幅 24.84%, 商业地产指数跌幅 31.66%, 园区指数跌幅 22.26%, 房地产服务指数跌幅 43.25%, 相比前一周, 各子行业中园区地产子板块表现好于其他。同期沪深 300 跌幅 23.22%。上周, 房地产指数涨幅为 0.84%, 沪深 300 指数涨幅 1.94%, 房地产指数跑输沪深 300。

图 10: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (2018 年初至今)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

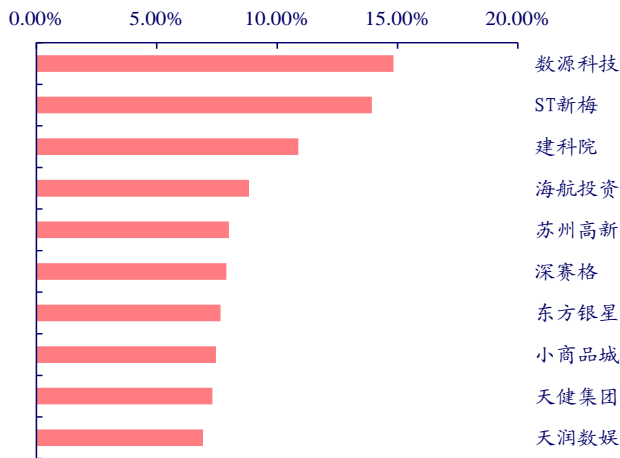
图 11: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)



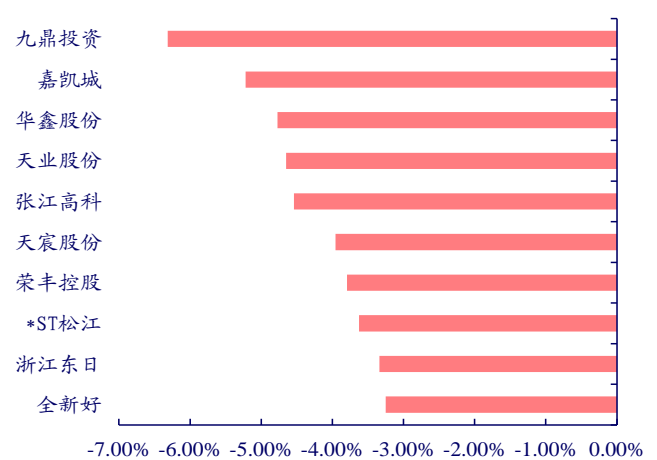
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (二) 个股市场表现

截至 1 月 11 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数源科技 (000909.SZ) (+14.84%)、ST 新梅 (600732.SH) (+13.93%)、建科院 (300675.SZ) (+10.88%); 个股涨幅排名靠后的是九鼎投资 (600053.SH) (-6.31%)、嘉凯城 (000918.SZ) (-5.22%)、华鑫股份 (600621.SH) (-4.77%)。

**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 11 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	25.30	2.54	3.2	4.01	10.0	7.9	6.3	2.0	推荐
600048.SH	保利地产	11.99	1.32	1.7	2.09	9.1	7.2	5.7	1.3	推荐
600383.SH	金地集团	10.10	1.52	1.8	2.16	6.6	5.5	4.7	1.0	推荐
002146.SZ	荣盛发展	8.21	1.32	1.8	2.24	6.2	4.7	3.7	1.2	推荐
000540.SZ	中天金融	3.70	0.45	0.5	0.65	8.3	7.3	5.7	1.3	推荐
000732.SZ	泰禾集团	13.96	1.71	2.0	2.28	8.2	6.9	6.1	0.8	推荐
000671.SZ	阳光城	5.28	0.51	0.8	1.09	10.4	6.8	4.9	1.3	推荐
000656.SZ	金科股份	5.97	0.35	0.5	0.68	17.1	11.1	8.7	1.6	推荐
000402.SZ	金融街	6.78	1.01	1.1	1.30	6.7	5.9	5.2	0.7	推荐
000537.SZ	广宇发展	7.57	1.29	1.5	1.87	5.9	5.2	4.0	1.3	推荐
002244.SZ	滨江集团	3.82	0.55	0.6	0.79	6.9	6.3	4.9	0.8	推荐
600376.SH	首开股份	7.53	0.73	1.0	1.24	10.3	7.2	6.0	0.9	推荐
600823.SH	世茂股份	3.86	0.59	0.7	0.75	6.5	5.9	5.2	0.6	推荐
600266.SH	北京城建	8.21	0.93	1.1	1.37	8.8	7.3	6.0	0.7	推荐
600094.SH	大名城	3.74	0.57	0.7	0.75	6.6	5.8	5.0	0.8	推荐
600325.SH	华发股份	6.39	0.77	1.0	1.26	8.3	6.2	5.1	1.1	推荐
600622.SH	光大嘉宝	5.86	0.61	0.6	0.72	9.6	9.9	8.2	1.2	推荐
000620.SZ	新华联	4.22	0.45	0.5	0.66	9.4	7.8	6.4	1.2	推荐
002016.SZ	世荣兆业	9.00	1.13	1.7	2.22	8.0	5.4	4.1	2.9	推荐
均值								5.6	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 2019.1.11) .....	7
图 6: 中信一级行业各行业 PB 比较 (统计时间 2019.1.11) .....	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 11 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 11 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 11 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 11 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