

房企销售走弱，一城一策深化落地可期

房地产行业

推荐 维持评级

投资要点:

一、一周行业热点

- 1、多房企发债计划遭中止，偿债能力成关键
- 2、1月房企综合融资成本上升，大小企业分化加剧
- 3、土地出让下滑，一二线城市机遇仍存

二、最新观点

1、**房企销售数据走弱，分化格局延续。**2019年1月百强房企全口径销售额达到6610.7亿元，同比下降2.6%，相比于去年1月份58.4%的同比增速大幅下滑。出现销售额同比增速大幅下滑的原因是去年的高基数效应。从权益金额来看，百强房企1月份销售额出现同比下降的有35家，其中下降幅度超过30%的有13家，其中万科、碧桂园、恒大三家房企合约销售金额同比分别下跌29%、33%以及32%。随着楼市进入调整通道，房企的运营、融资、操盘等能力将受到考验，预计19年百强房企分化格局仍将延续。

2、**政策在地方层级调整，多地下调棚改目标。**从政策面来看，去年年末部分城市限购限贷政策的放松叠加19年开年以来一系列稳增长的政策，市场对房地产调控政策的放松预期不断增强，但政策全面放松可能性不大，随着各地方政策定调“因城施策分类指导”和“以稳为主”，未来有可能会看到更多一城一策的深化落地。近日，多省市公布2019年棚改计划，下调全年棚改目标，对整体楼市而言，未来棚改及其货币化安置对三四线城市楼市拉动作用或有所减弱，行业基本面处于下行通道。

3、**投资建议：**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。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	-4.08%	-11.77%	6.72%
	601155	新城控股	1.36%	1.32%	19.81%
	600048	保利地产	-1.55%	-8.05%	10.45%

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

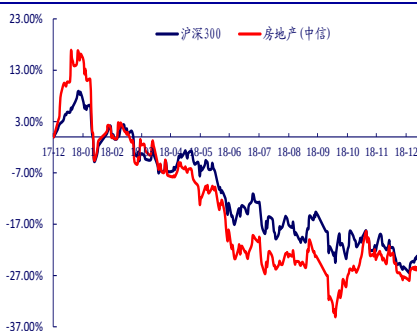
特别鸣谢

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】房地产行业点评：18Q4基金持仓分析，房地产板块持仓比例持续提升，龙头配置风格延续-2019.1.28

【银河地产潘玮】房地产行业点评：国家统计局12月份行业数据跟踪：商品房销售走弱，新开工、投资提速-2019.1.22

【银河地产潘玮】房地产行业周报：房价涨幅收窄，按揭利率开始下行-2019.1.22

目 录

一、一周行业动态及热点	2
二、最新观点	3
（一）房企销售数据走弱，分化格局延续	3
（二）政策在地方层级调整，多地下调棚改目标	3
（三）行业估值及国际估值比较	3
（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
2018 年底开始的房企融资潮至今仍在持续。机构数据显示, 2019 年 1 月, 房企公布的融资计划已超过 70 起, 总金额超过 1600 亿元。但密集发债并不意味着“融资难”局面已破局。据上交所 2 月 1 日披露信息显示, 和昌地产集团申请发行的“中金和昌资产支持专项计划”被中止审核。该笔资产支持证券拟发行规模为 3.3 亿元。不仅是合昌地产的融资计划, 近一个时期内, 已有多家房企发债项目被中止审核。包括阳光 100(微博)一笔规模 7 亿元资产支持专项计划、宝龙地产一笔规模 11.8 亿元资产支持专项计划、当代节能置业一笔规模 7.9 亿元资产支持专项计划、合景泰富两笔规模分别为 200 亿元及 20 亿元资产支持专项计划等。此外, 包括融创集团、俊发集团、花样年、雅居乐等多家知名房企在内的多家地产公司此前公布的部分融资计划均遭遇中止审核。 (http://news.dichan.sina.com.cn/2019/02/14/1265162.html)	当前房企融资意愿强烈, 但并非所有融资案都会顺利获批, 类似的房企融资计划遭中止的情况现在和以后都将是常态。尤其是在此前有少数企业未能及时偿付到期债务而引发违约事件被曝出后, 管理机构对融资计划的审批可能会更加关注企业的偿债能力, 从而对这些融资案的审核过程更趋仔细和严格。当前房企集中抛出大量融资计划, 显示出房企对融资诉求明显上涨。当前楼市销售放缓, 回款难度加大, 再叠加企业前期过度投资和债务集中到期, 后续企业为缓解资金压力, 会加大融资力度。不过监管层仍然在严控银行信贷和信托资金违规进入房地产市场, 房企融资难度实际上依然比较大。
克而瑞地产研究中心 12 日公布的数据显示, 1 月份房企境外债发行占比最大, 为 67.6%, 发行规模为 740.4 亿元, 环比增加了 141.9%, 主要是因为中国恒大、碧桂园和禹洲地产等企业发行了大额的境外优先票据; 而月内公司债发行规模则有所下降, 1 月房企公司债发行额为 178.4 亿元, 环比减少了 19%。与此同时, 2019 年伊始房企融资成本依然处于高位。1 月房企平均发债成本为 6.98%, 环比下降 0.17 个百分点。境外债融资成本维持高位, 当月达到了 7.86%, 环比增加了 0.32 个百分点, 使得整体的融资成本依然处于最近几年来的较高水平, 企业融资成本压力仍在。 (http://news.dichan.sina.com.cn/2019/02/13/1265136.html)	2018 年, 房企融资规模保持高位, 但在金融监管加强、去杠杆、信贷紧缩的大背景下, 综合融资成本上升, 资源向优质企业倾斜, 房企之间分化日益明显。从融资结构来看, 企业内部融资占比上升, 自筹资金成为企业开发资金来源的主力, 企业更加注重销售回款。从融资渠道来看, 银行贷款是主要途径, 公司债规模翻倍, 海外融资规模大涨, 但成本持续走高。整体来看, 除资产证券化融资方式外, 房企传统的融资渠道均受到了一定影响, 整体资金压力明显。随着房地产企业销售增速下滑和偿债高峰的来临, 房企融资步伐加快, 融资成本继续结构性分化, “优质”房企受到鼓励, 融资边际改善, 中小房企被迫放缓拿地速度, 市场分化进一步加剧。预计 2019 年, 融资监管仍保持收紧状态, 融资成本继续结构性分化, 房企宜加快去杠杆、降负债, 促进企业稳健发展。
新年伊始, 全国一二线城市土地成交额下滑趋势显著, 中原地产研究中心统计数据显示, 1 月全国 40 个一二线城市共成交 1134 宗土地, 成交面积为 9896.35 万平方米, 平均楼面价为 2550.3 元/平方米。值得注意的是, 40 个一二线城市土地销售金额 2525.9 亿元。同比下调 15.4%, 环比下调幅度达到 32.4%。热点城市土地市场退烧明显, 土	楼市逐渐进入调整期, 企业拿地意愿不强。信托等资金监管严格, 导致房地产企业对总价较高的地块相对谨慎。但未来一二线城市仍具备竞争力。部分城市在供地结构上或许会做出微调, 适当供应优质地块提振企业信心。例如北京近来推出了不限销售价格, 不限“7090”政策的地块。此外, 从去年开

地呈明显分化趋势。与此同时，从成交土地的平均溢价率来看，40个城市中，平均土地溢价率仅为8.67%。有32个城市出现溢价率下调。其中，热点城市溢价率基本在10%上下，持续保持低位。

(<http://news.dichan.sina.com.cn/2019/02/14/1265173.html>)

始，房企已经流露出从三四线城市退却的迹象，对一二线城市或许是个利好。统计显示，2018年全国土地流拍数达1808块，同比增长93.16%。部分一线城市流拍数量打破近十年纪录；三四线城市流拍数量远超一二线总和。三四线城市土地供应加大，调控力度不减以及企业融资情况恶化成为流拍走高的主要因素，而且，三四线城市上一轮市场供应已趋近饱和。因此，虽然一二线城市当前调控政策严格，但对于房企来说，一二线城市消费人群的购买力相对坚挺，为了加大销售规模，开发商依然有望在未来走出观望集中拿地。

资料来源：中国银河证券研究院

二、最新观点

（一）房企销售数据走弱，分化格局延续

根据地产研究机构克尔瑞的统计，2019年1月百强房企全口径销售额达到6610.7亿元，同比下降2.6%，相比于去年1月份58.4%的同比增速大幅下滑，其中百强房企权益销售额为5088.5亿元，同比下降8.6%，去年1月权益口径同比增速则为53.9%。出现销售额同比增速大幅下滑的原因是去年的高基数效应。从权益金额来看，百强房企1月份销售额出现同比下降的有35家，其中下降幅度超过30%的有13家，其中万科、碧桂园、恒大三家房企合约销售金额同比分别下跌29%、33%以及32%。随着楼市进入调整通道，房企的运营、融资、操盘能力将受到考验，预计19年百强房企分化格局仍将延续。

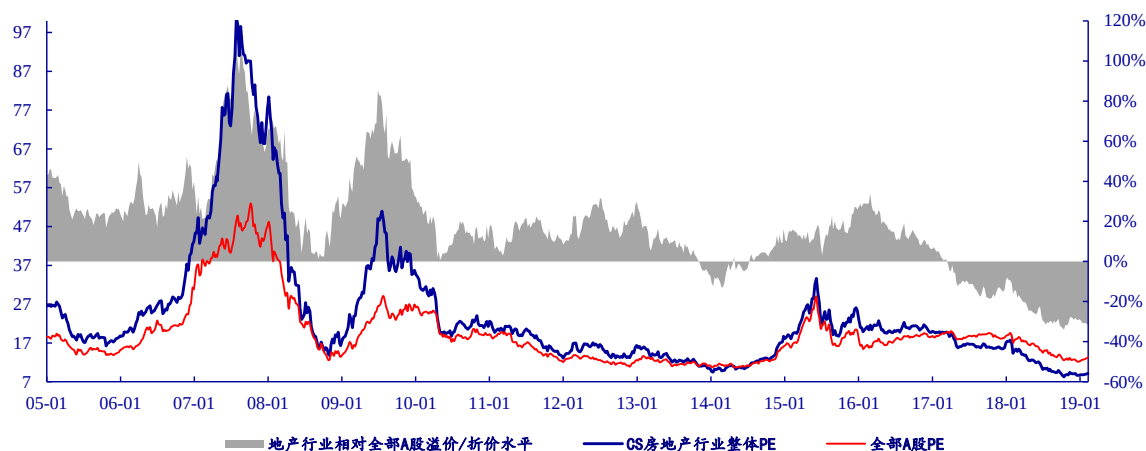
（二）政策在地方层级调整，多地下调棚改目标

从政策面来看，去年年末部分城市限购限贷政策的放松叠加19年开年以来一系列稳增长的政策，市场对房地产调控政策的放松预期不断增强，但政策全面放松可能性不大，随着各地方政策定调“因城施策分类指导”和“以稳为主”，未来有可能会看到更多一城一策的深化落地。近日，多省市公布2019年棚改计划，下调全年棚改目标，如北京由上年的2.36万套下调至今年的1.15万套；四川则由上年的25.5万套下调至15万套；河南由上年的50万套下调至15万套。对整体楼市而言，未来棚改及其货币化安置对三四线城市楼市拉动作用或有所减弱，行业基本面处于下行通道。

（三）行业估值及国际估值比较

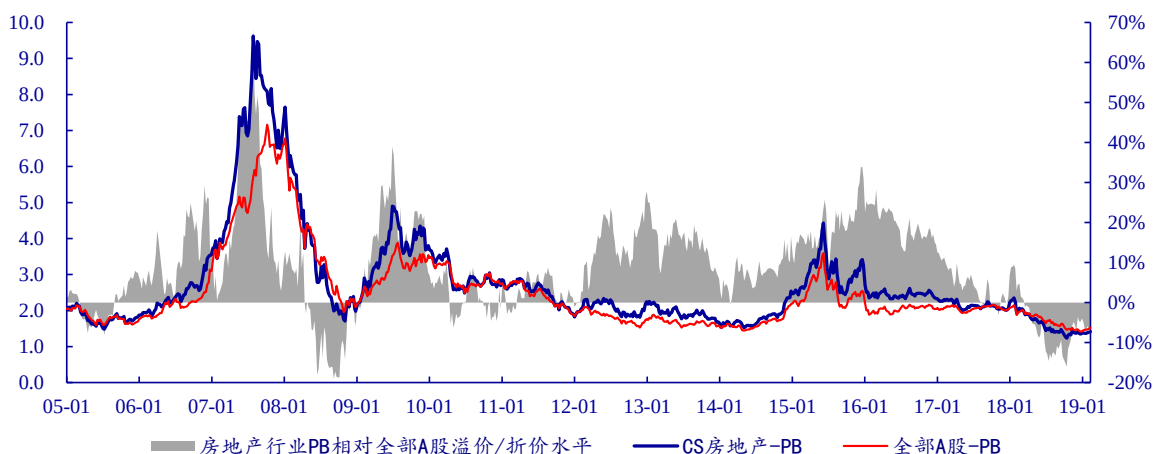
1、房地产板块 PE、PB 估值比较

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 2 月 15 号, 房地产行业 TTM 市盈率 (历史整体法) 为 9.1X, 较春节前一周 8.9X 上升了 0.2 个单位; 全部 A 股 TTM 市盈率为 13.3X, 相对春节前一周 12.8X 上升 0.5 个单位, 地产行业估值相对全部 A 股折价水平为 -31.58%, 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 18.16% 的状态, 当前折价 31.58%, 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, 当前房地产板块市盈率为 9.1X, 较历史均值折价在 62.5%。全部 A 股市盈率平均值为 19.3X, 当前房地产板块及全部 A 股市盈率

仍均低于历史平均，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 2 月 15 号，房地产行业 PB（整体法，最新）为 1.4X，相较春节前一周持平；全部 A 股 PB 为 1.5X，较春节前一周持平。房地产行业 PB 估值相对全部 A 股估值的折价水平为-7.1%，折价水平较前略有扩大。

过去 13 年房地产行业 PB 平均值为 2.7X，当前地产板块市盈率为 1.4X，较历史均值折价在 48.5%。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 38.7%。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 7.1%，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 2 月 15 日，当前地产 A 股房地产板块市盈率为 9.1X，较春节前一周上升 0.2 个单位；美股为 13.7X，较前一周（13.4X）上升了 0.3 个单位；港股为 6.7X，较前一周持平。

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 7.2X。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。

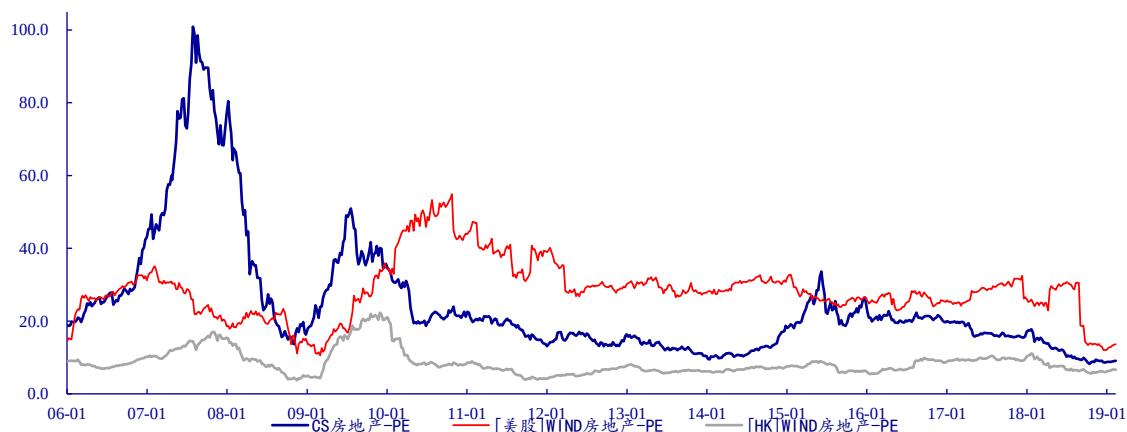
A 股、美股、港股地产板块 PE 的历史均值（2006 至 2019 年）分别为 24.5X、28.6X、8.6X，当前美股 PE 与历史均值折价 52.2%，A 股房地产股 PE 较历史均值折价 62.9%，港股房地产股 PE 较历史均值折价为 22.0%，我们认为 A 股从 PE 相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。

PB 比较:

国内房地产板块市净率高于港股，低于美股。以 2019 年 2 月 15 日收盘价计算，国内地产板块的市净率为 1.4 倍，较春节前一周（1.4 倍）持平，同期美国地产板块为 3.0 倍，较上周持平，港股地产板块为 2.3 倍，较上周持平。以 CS 房地产对各国房地产板块的 PB 溢价率/折价

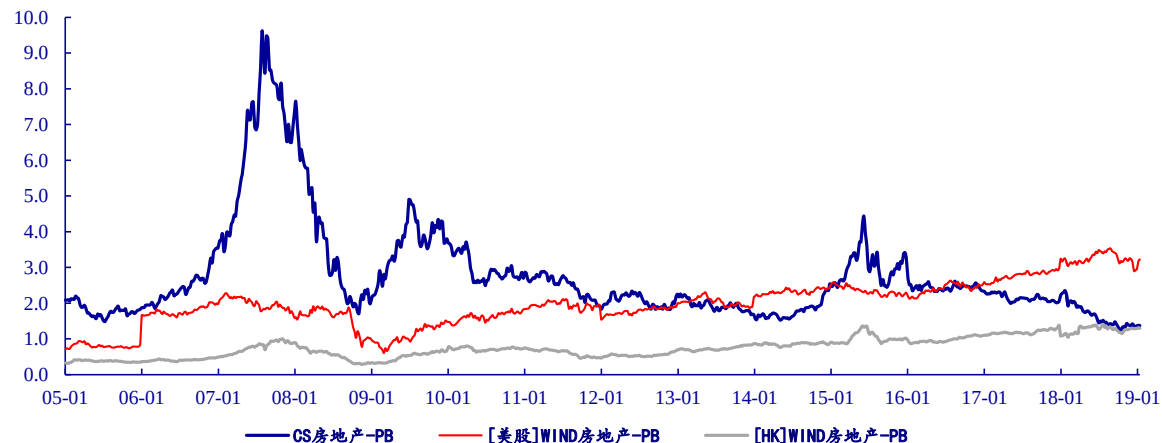
率计算，国内相对美国房地产板块的溢价率较历史平均水平低 112 个百分点，当前值为 -53.47%，历史均值为 58.45%。国内相对港股房地产板块的溢价率较历史平均水平低 354 个百分点，当前值为 -40%，历史均值为 313.6%。国内地产指数市净率估值水平处于历史低位，未来提升空间较大。

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

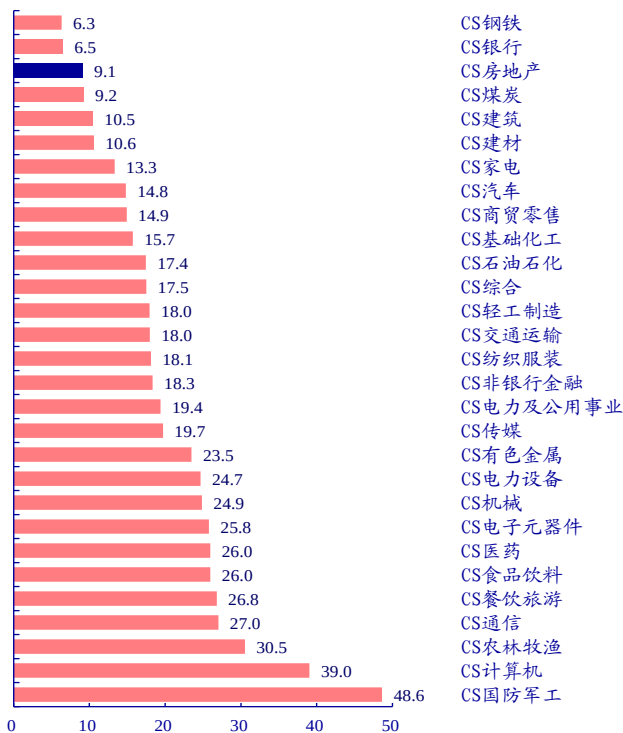
3、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较

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 2 月 15 日，PE 最低的是钢铁行业，仅 6.3 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 2019 年 2 月 15 日，PB 最低的是银行业，仅 0.8 倍 PB，其次是钢铁和煤炭行业，房地产行业排倒数第七，市净率

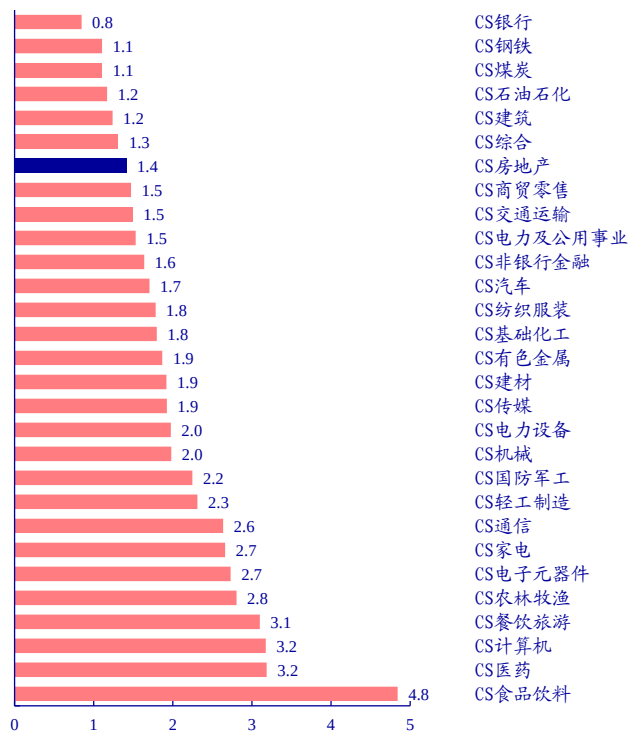
为 1.4X，从行业纵比的角度来看房地产的 PB 估值也是偏低的。

图 5: 中信一级行业各行业 PE 比较 (统计时间 2019.2.15)



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 2019.2.15)



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 2019.2.15 日计) 平均数为 10.01 倍, 估值中位数为 8.59 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 24.46%, 中位数为 30.27%; 前一年度收入平均增速为 37.19%, 中位数为 17.13%。从净利润角度看, 18 年上半年净利润增速均值为 47.17%, 中位数为 31.82%; 前一年度的净利润平均增速为 94.52%, 中位数为 36.16%。而观察其目前的估值水平 (以 2019.2.15 日计), 市盈率平均为 7.14 倍, 中位数为 7.69 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 2 月 15 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	当前市值
		18Q3	Y17	18Q3	Y17	TTM	
DHL.N	霍顿房屋(HORTON D R)	37.10	17.16	16.42	15.90	9.58	149.26
LEN.N	莱纳房产(LENNAR)	79.62	-11.12	59.27	15.49	9.43	154.92
LEN_B.N	莱纳房产(LENNAR)B 类股	79.62	-11.12	59.27	15.49	7.58	154.92
NVR.N	NVR	36.85	26.40	15.14	8.30	12.08	96.31
PHM.N	普尔特房屋(PULTE)	112.10	-25.80	24.32	11.80	7.44	75.16
TOL.N	托尔兄弟	27.23	40.15	23.79	12.49	7.17	53.62
BLD.N	TOPBUILD CORP	81.02	117.80	24.19	9.38	10.22	20.55
TMHC.N	Taylor Morrison	185.58	73.37	7.11	9.44	9.89	21.65
TPH.N	TRI POINTE GROUP INC	50.68	-4.09	26.66	16.79	7.61	18.61
KBH.N	KB HOME	-23.61	70.99	7.87	21.58	11.64	19.84
IBPN	INSTALLED BUILDING PRODUCTS INC	26.11	7.04	18.04	31.28	28.56	14.01
MTH.N	MERITAGE HOMES	40.99	-4.20	8.89	6.08	9.55	17.90
MDC.N	MDC HOLDINGS INC	33.06	37.42	14.56	10.78	7.78	16.40
CVCO.O	卡寇工业	23.60	62.04	14.78	12.59	18.01	12.75
LGIH.O	LGI HOMES INC	45.02	51.01	26.53	50.06	9.25	13.71
WLH.N	William Lyon Homes	57.65	-19.37	21.81	27.77	7.79	5.38
CCS.N	CENTURY COMMUNITIES INC	112.27	1.52	66.19	43.18	8.14	7.12
MHO.N	MI 家居	33.91	27.33	16.68	16.00	8.36	7.62
	均值	57.71	25.36	25.08	18.58	10.56	47.76
	中位数	43.01	21.78	19.93	15.49	9.34	19.23
	最大值	185.58	117.80	66.19	50.06	28.56	154.92
	最小值	-23.61	-25.80	7.11	6.08	7.17	5.38

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 2 月 15 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	2019/2/15	
2202.HK	万科企业	24.94	33.44	55.15	3.69	9.4	3,391.2
0016.HK	新鸿基地产	59.89	27.91	18.43	-13.94	7.7	3,835.9
0001.HK	长和	13.20	6.34	11.23	-4.36	8.3	3,073.4
2007.HK	碧桂园	72.50	126.31	69.05	48.94	6.1	2,268.7
3333.HK	中国恒大	63.56	378.73	60.15	47.03	7.3	3,149.5
0688.HK	中国海外发展	7.22	10.12	1.74	3.72	7.5	3,171.8
1113.HK	长实集团	65.30	55.16	-41.97	-16.96	5.9	2,373.0
0012.HK	恒基地产	14.97	38.86	2.64	-4.35	6.1	1,967.4
1109.HK	华润置地	96.07	18.03	40.34	8.36	7.2	2,016.9
1997.HK	九龙仓置业	107.73	73.62	-14.57	24.05	7.3	1,648.7

1972.HK	太古地产	43.64	125.63	-35.08	10.47	4.5	1,813.5
0960.HK	龙湖地产	23.26	37.65	46.53	31.82	8.8	1,414.5
	均值	49.36	77.65	17.80	11.54	7.2	2,510.4
	中位数	51.76	38.25	14.83	6.04	7.3	2,320.8
	最大值	107.73	378.73	69.05	48.94	9.4	3,835.9
	最小值	7.22	6.34	-41.97	-16.96	4.5	1,414.5

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 2 月 15 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	2019/2/15	2019/2/15
000002.SZ	万科 A	26.09	33.44	50.32	1.01	9.47	2922.28
600048.SH	保利地产	16.04	25.80	25.67	-5.45	8.02	1507.10
600383.SH	金地集团	131.21	8.61	60.27	-32.15	4.99	490.28
002146.SZ	荣盛发展	33.98	38.88	40.89	26.39	5.05	386.55
000981.SZ	银亿股份	-5.53	134.76	-25.03	29.10	6.25	119.23
000540.SZ	中天金融	185.77	-29.18	-25.43	-11.90	4.88	251.49
000732.SZ	泰禾集团	15.35	24.43	22.51	17.38	7.26	168.25
000671.SZ	阳光城	155.55	67.63	67.13	69.22	7.55	228.42
000656.SZ	金科股份	131.26	43.67	48.79	7.82	9.75	316.65
000402.SZ	金融街	-27.91	7.20	-45.39	28.54	8.37	217.89
000537.SZ	广宇发展	225.09	275.54	49.89	135.68	3.15	137.08
002244.SZ	滨江集团	-35.83	22.35	88.38	-29.19	9.22	121.35
600376.SH	首开股份	89.62	24.26	36.23	22.74	5.91	188.05
600823.SH	世茂股份	5.76	5.17	24.27	36.17	6.59	151.92
600266.SH	北京城建	39.09	0.87	8.47	20.77	7.89	129.75
600094.SH	大名城	-91.53	68.04	71.19	16.88	11.42	90.86
600325.SH	华发股份	85.85	59.11	2.72	49.76	6.14	145.93
000031.SZ	中粮地产	72.67	31.27	-7.39	-22.10	7.06	93.77
601155.SH	新城控股	56.69	99.68	47.10	44.89	9.39	672.05
000517.SZ	荣安地产	-15.01	263.75	-40.24	146.82	16.20	76.10
000918.SZ	嘉凯城	45.68	398.39	-18.37	-59.06	5.02	122.50
000718.SZ	苏宁环球	7.64	7.15	-28.55	-30.06	8.42	100.14
600240.SH	华业资本	-114.94	-18.08	41.04	-25.78	-74.99	33.33
600622.SH	光大嘉宝	29.66	84.40	105.87	30.45	12.26	79.02
000620.SZ	新华联	27.70	63.63	66.50	-0.99	8.63	79.28
002016.SZ	世荣兆业	45.38	875.09	-9.54	116.70	7.74	84.55
600185.SH	格力地产	-6.34	3.94	-17.22	0.27	15.02	89.82
600733.SH	SST 前锋	56.13	123.12	63.21	612.13	60.00	282.29
600641.SH	万业企业	-42.35	136.48	31.18	-34.25	8.20	83.92
600675.SH	中华企业	272.42	-43.75	29.36	-46.10	32.23	286.01

均值	47.17	94.52	25.46	37.19	7.90	321.86
中位数	31.82	36.16	30.27	17.13	7.95	141.50
最大值	272.42	875.09	105.87	612.13	60.00	2922.28
最小值	-114.94	-43.75	-45.39	-59.06	-74.99	33.33

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,对冲三四线市场下跌风险。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

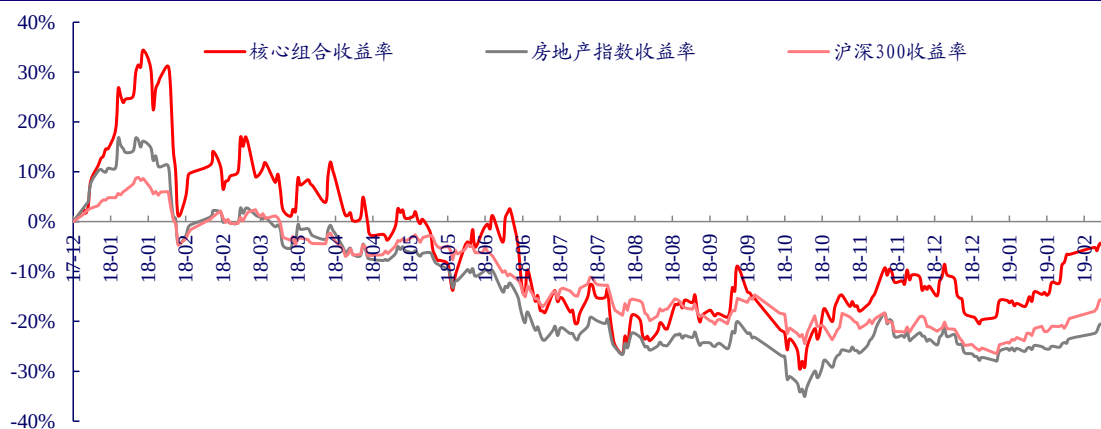
(一) 核心组合

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	-4.08%	-11.77%	6.72%	33%	-7.81%
	601155	新城控股	二线低估白马;规模快速扩张	1.36%	1.32%	19.81%	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	-1.55%	-8.05%	10.45%	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幅 1.77%，2018 年初至今（2019.2.15）累计收益率-18.49%。2018 年初至上周五（2019.2.15），银河房地产核心组合累计收益率-7.81%。在累计方面，核心组合跑赢行业指数（-18.49%），核心组合跑赢沪深 300 指数（-13.07%）。单看上周（2019.2.11-2019.2.15），银河房地产核心组合收益率为-1.32%，跑输房地产行业指数（1.77%）3.09 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。

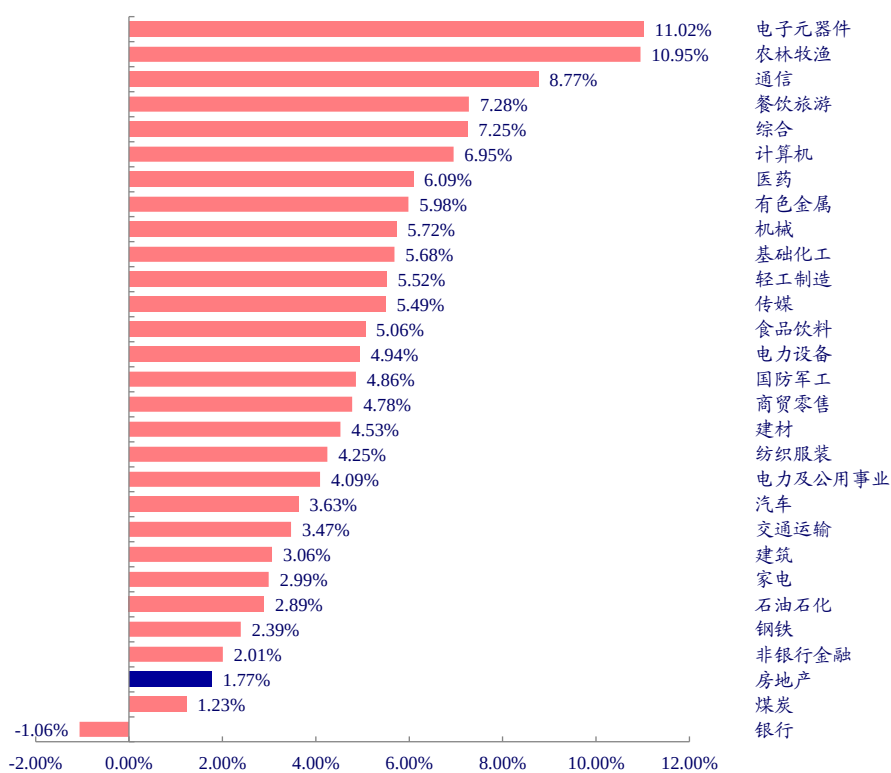
附录:

一、板块市场行情

(一) 板块市场表现

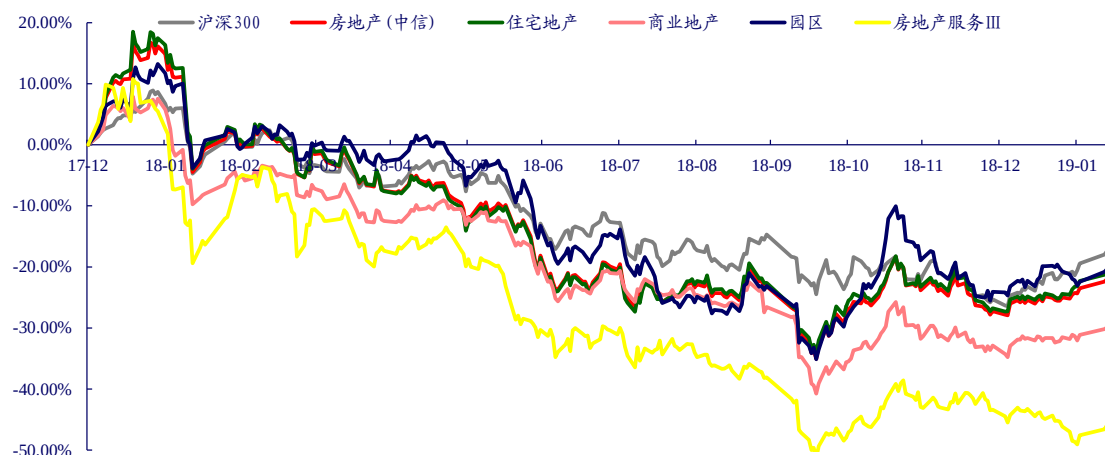
2月11日至2月15日(上周),以中信一级行业统计的本周各行业板块以上涨为主,其中房地产板块涨幅1.77%,同期上证综指涨幅2.45%,沪深300涨幅2.81%,房地产行业跑输上证综指和沪深300,在29个一级行业中排倒数第三。

图 26: 上周各一级行业表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

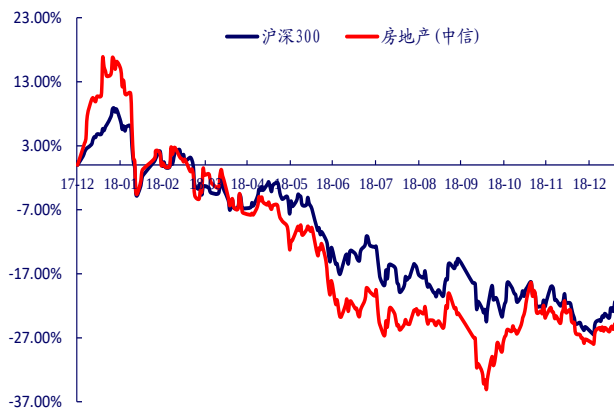
图 27: 年初至今房地产各子行业表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

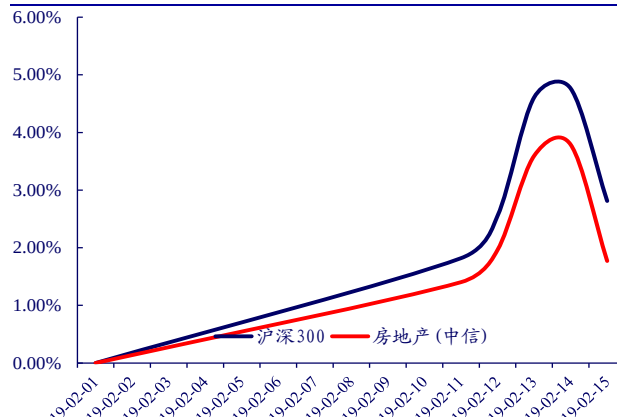
本周各子行业指数呈现反弹。各子行业表现来看，2018 年初至 2019 年 2 月 15 日，房地产中信一级行业指数跌幅为 22.14%，住宅地产指数跌幅 21.21%，商业地产指数跌幅 29.76%，园区指数跌幅 19.23%，房地产服务指数跌幅 45.24%，相比前一周，各子行业中园区地产子板块表现好于其他。同期沪深 300 跌幅 17.17%。上周，房地产指数涨幅为 1.77%，沪深 300 指数涨幅 2.81%，房地产指数跑输沪深 300。

图 28: 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 29: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)

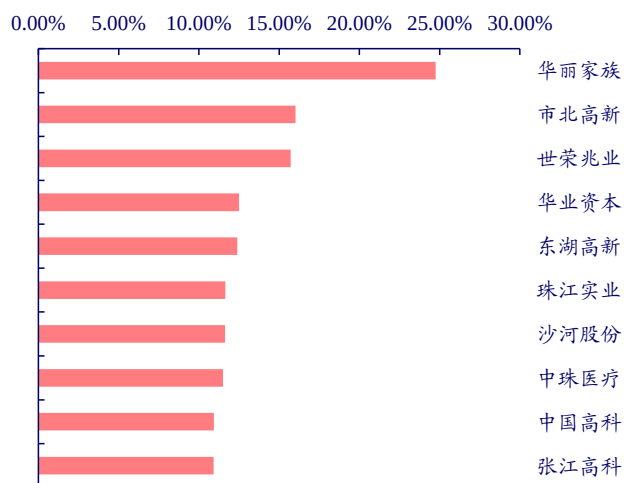


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 个股市场表现

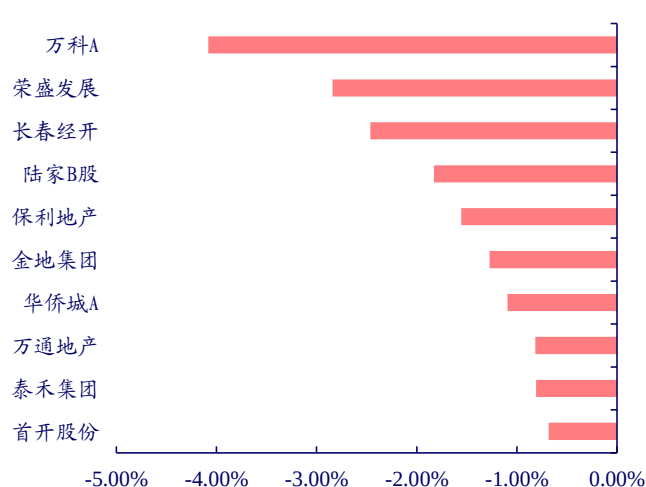
截至 1 月 18 日，上周房地产板块个股涨跌互现。本周房地产板块个股涨幅排名前三的是华丽家族 (600503.SH) (+24.76%)、市北高新 (600604.SH) (+16.02%)、世荣兆业 (002016.SZ) (+15.73%)；个股涨幅排名靠后的是万科 (000002.SZ) (-4.08%)、荣盛发展 (002146.SZ) (-2.84%)、长春经开 (600215.SH) (-2.46%)。

图 30: 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 31: 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 11: 重点公司估值表格 (截止到 2019 年 2 月 15 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	26.55	2.54	3.2	4.01	10.5	8.2	6.6	2.1	推荐
600048.SH	保利地产	12.67	1.32	1.7	1.98	9.6	7.6	6.4	1.2	推荐
600383.SH	金地集团	10.86	1.52	1.8	2.15	7.1	6.0	5.0	1.1	推荐
002146.SZ	荣盛发展	8.89	1.32	1.8	2.21	6.7	5.1	4.0	1.1	推荐
000540.SZ	中天金融	3.59	0.45	0.5	0.65	8.1	7.0	5.5	1.2	推荐
000732.SZ	泰禾集团	13.52	1.71	2.0	2.28	7.9	6.7	5.9	0.8	推荐
000671.SZ	阳光城	5.64	0.51	0.8	1.09	11.1	7.2	5.2	1.4	推荐
000656.SZ	金科股份	5.93	0.35	0.6	0.70	16.9	10.6	8.4	1.6	推荐
000402.SZ	金融街	7.29	1.01	1.1	1.32	7.2	6.3	5.5	0.7	推荐
002244.SZ	滨江集团	3.90	0.55	0.6	0.79	7.1	6.5	5.0	0.8	推荐
600376.SH	首开股份	7.29	0.73	1.0	1.23	10.0	7.0	5.9	0.9	推荐
600823.SH	世茂股份	4.05	0.59	0.7	0.75	6.9	6.2	5.4	0.7	推荐
600266.SH	北京城建	8.28	0.93	1.1	1.37	8.9	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	6.89	0.77	1.0	1.26	8.9	6.7	5.5	1.2	推荐
600622.SH	光大嘉宝	6.85	0.61	0.7	0.80	11.2	10.5	8.5	1.4	推荐
000620.SZ	新华联	4.18	0.45	0.5	0.66	9.3	7.7	6.4	1.2	推荐
002016.SZ	世荣兆业	10.45	1.13	1.7	2.22	9.3	6.3	4.7	3.4	推荐
均值								5.8	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 2019.2.15)	7
图 6: 中信一级行业各行业 PB 比较 (统计时间 2019.2.15)	7
图 7: 投资组合总回报示意图	11
图 26: 上周各一级行业表现图	12
图 27: 年初至今房地产各子行业表现图	13
图 28: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (2018 年初至今)	13
图 29: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)	13
图 30: 地产行业周涨幅排名前十的个股	14
图 31: 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 2 月 15 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 2 月 15 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 2 月 15 日)	9
表 5: 核心组合个股组成及推荐理由	10
表 11: 重点公司估值表格 (截止到 2019 年 2 月 15 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接受任何形式的补偿。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