

2月房企销售数据下滑，分化格局延续

房地产行业

推荐 维持评级

投资要点:

一、一周行业热点

- 1、“稳”字当头，近二十个城市微调楼市政策
- 2、北京开年首拍，金地、中海69亿夺大兴两宗地块
- 3、杭州57宗人才专项租赁用地已落实，可建5.08万套房

二、最新观点

1、2月房企销售依旧不佳，分化格局延续。根据地产研究机构克尔瑞的统计，2019年2月百强房企全口径销售额达到4470亿元，环比下降22.9%，同比下降15.6%，2月权益销售金额为3927亿元，环比下降22.8%，同比下降11.3%。2月房企销售数据下滑与当期推盘力度较去年同期有所放缓有关，并且去年同期基数较大对数据也有一定影响。从1-2月累计销售来看，碧桂园继续蝉联第一，万科、恒大位列二三。其中，碧桂园1,050亿元，同比下降15%、万科922亿元，同比下降11%、恒大642亿元，同比下降13%。一二线蓝筹房企销售表现较好，其中新城控股、金地集团、阳光城等房企1-2月累计销售同比增加20%以上，而排名靠后的房企销售表现不佳，房企销售延续分化格局。

2、后续房地产全面宽松的可能性不大。2019年人民银行金融市场工作会议于2月25日至26日在北京召开，提出了加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制，除此之外银保监会有关负责人25日在国新办新闻发布会上也表述继续对房地产开发贷款、个人住房按揭贷款实行更加审慎的贷款标准。银保监会和央行的表述代表了，后续房地产信贷全面宽松的可能性不大。

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	5.82%	5.90%	-2.00%
	601155	新城控股	6.99%	10.21%	2.30%
	600048	保利地产	3.57%	3.81%	-4.09%

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

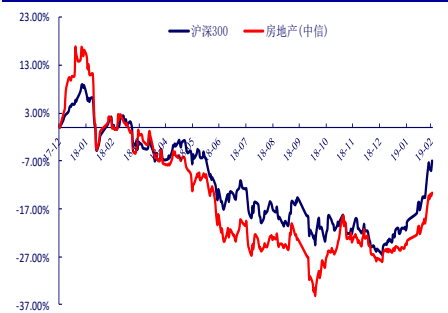
特别鸣谢

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：房地产信贷全面宽松可能性不大，长效机制已经到“落实”阶段 -2019.3.1

【银河地产潘玮】房地产行业周报：一二线城市新房价格上涨、二手房下跌，需求边际改善 -2019.2.25

【银河地产潘玮】房地产行业点评：粤港澳大湾区规划出台，首选深耕及布局湾区的标的 -2019.2.20

目 录

一、一周行业动态及热点	2
二、最新观点	3
(一) 2月房企销售依旧不佳, 分化格局延续	3
(二) 后续房地产信贷全面宽松的可能性不大	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
<p>春节过后，地方政府针对楼市的配套措施和调控政策陆续发布。2月26日，南京市发展和改革委员会发布《南京坚持房价稳控政策不动摇》，提出南京市在房价过快上涨期间对房价采取了一系列稳控措施，防范大起大落风险。未来，将坚持房地产市场调控政策不动摇，力度不放松。据克而瑞研究中心统计，当前全国近20个城市对楼市调控进行了微调，“因城施策、分类指导”的特点更为突出。从今年1月开始，海口、广州、西安、大连、常州等城市陆续发布了人才引进政策。例如，海口放宽人才落户的学历年龄限制；西安取消本科学历落户年龄限制；广州市放宽引进人才的落户限制。业内人士分析认为，这些城市针对人才引进的新政策，对当地的房地产市场将产生短期的利好作用。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2019/02/28/1265389.html)</p>	<p>虽然各地楼市政策出现了不同程度的调整，但主要还是因地制宜，“房住不炒”的基本面并未出现变化。结合各地的落户新政来看，本质还在于优化人口结构，以真实的居住需求带动本地楼市的发展。值得一提的是，从全国20个典型城市2月以来的项目去化率表现来看，多数城市的去化率延续了下行趋势，仅有武汉、南宁、郑州、南京、深圳、常州等6个城市项目开盘去化率有了明显提升。总的来说，2019年房地产政策面基本维稳，“因城施策、分类指导”的特点会更加突出，不同城市市场分化将加剧。具体来看，一二线城市有望低位企稳，市场表现将优于三四线，部分购买力透支、经济基础较差、缺乏人口支撑的弱二线和三四线城市将面临较大的去化风险。</p>
<p>备受关注的北京土地市场年后首拍在大兴打响，2月25日，两宗住宅混合公建地块分别被金地商置(00535.HK)和中海地产(00688.HK)以总价69亿元揽下，其中金地商置以总价24.6亿元代价拿下黄村地块，中海以44.4亿元代价拿下瀛海地块。现场吸引了包括中海、旭辉、保利、城建+招商、金地商置等房企参与竞拍。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2019/02/13/1265136.html)</p>	<p>自从房地产市场自2017年步入新一轮调整以来，土地市场上的低溢价出让、甚至流拍成为过去两年的常态。中原地产研究院数据显示，2018年全国土地流拍再创新高，一二线城市宅地合计流拍高达382宗，流拍率同比2017年上涨167%，创下6年来最高纪录。2018年北京共成交52宗宅地，同比2017年下降了36个百分点，属于近几年的历史地位。在整体市场走低的大环境之下，房企拿地积极性被抑制，在北京市场范围内，包括丰台花乡白盆窑地块、丰台卢沟桥地块、朝阳焦化厂地块等在内的近10宗地块纷纷流拍，其中不乏有位置较好的地块。因此，25日举行的新春首次拍卖，在一定程度上，成为今年土地市场开局的晴雨表，多家房企参与地块角逐，让冷清许久的土地市场重现暖意。不过，单一场土地拍卖并不能判断市场趋势，需要后续表现才足以对市场走向作出判断。</p>
<p>人才是城市发展的动力，为了打好“人才争夺战”，杭州市“筑巢引凤”，首创人才专项租赁住房制度，计划5年内开工建设5万套人才专项租赁住房，截至2月中旬，已落实2018-2021年人才专项租赁住房用地57宗，预计可建5.08万套人才专项租赁房。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2019/02/28/1265406.html)</p>	<p>去年，杭州市发布《关于做好杭州市区人才专项租赁住房建设工作的通知》，通知明确“2018年到2021年，杭州市区将开工建设5万套人才专项租赁住房”。根据文件要求，各区政府(管委会)和市级各做地主体要按2018—2021年住宅计划出让用地总量的5%，确定其四年人才专项租赁住房供地指标，并结合5万套建设总体目标和三年内开工、五年内竣工</p>

的进度要求，科学制定年度人才专项租赁住房项目落地和开工计划方案后上报。

资料来源：中国银河证券研究院

二、最新观点

（一）2月房企销售依旧不佳，分化格局延续

根据地产研究机构克尔瑞的统计，2019年2月百强房企全口径销售额达到4470亿元，环比下降22.9%，同比下降15.6%，2月权益销售金额为3927亿元，环比下降22.8%，同比下降11.3%，其中TOP50房企2月权益销售金额同比下降10.1%，TOP30房企2月权益销售金额同比下降12.7%。从累计销售来看，1-2月百强房企操盘口径销售金额达到10263亿元，同比下滑15.1%；权益销售金额达到9015.9亿元，同比下滑9.8%，其中TOP50房企1-2月权益销售金额同比下滑10.4%。2月房企销售数据下滑与当期推盘力度较去年同期有所放缓有关，并且去年同期基数较大对数据也有一定影响。从1-2月累计销售来看，碧桂园继续蝉联第一，万科、恒大位列二三。其中，碧桂园1,050亿元，同比下降15%、万科922亿元，同比下降11%、恒大642亿元，同比下降13%。一二线蓝筹房企销售表现较好，其中新城控股、金地集团、阳光城等房企1-2月累计销售同比增加20%以上，而排名靠后的房企销售表现不佳，房企销售延续分化格局。

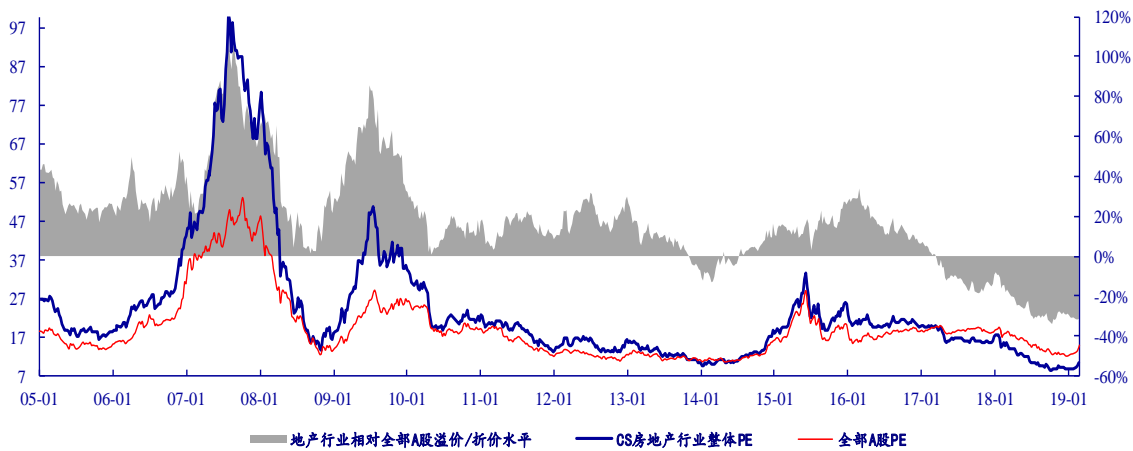
（二）后续房地产信贷全面宽松的可能性不大

2019年人民银行金融市场工作会议于2月25日至26日在北京召开，提出了加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制，除此之外银保监会有关负责人25日在国新办新闻发布会上也表述继续对房地产开发贷款、个人住房按揭贷款实行更加审慎的贷款标准。同时要实施差异化的房地产信贷政策，对解决住房困难和改善住房条件且自身有财务支付能力的，继续给予相应贷款支持；对用来投资甚至用来投机和炒卖的，要实行更严格的贷款标准，有的可能要提高首付比例，有的要调整利率的风险定价，有的甚至不能给予贷款支持。银保监会和央行的表述代表了，后续房地产信贷全面宽松的可能性不大。

（三）行业估值及国际估值比较

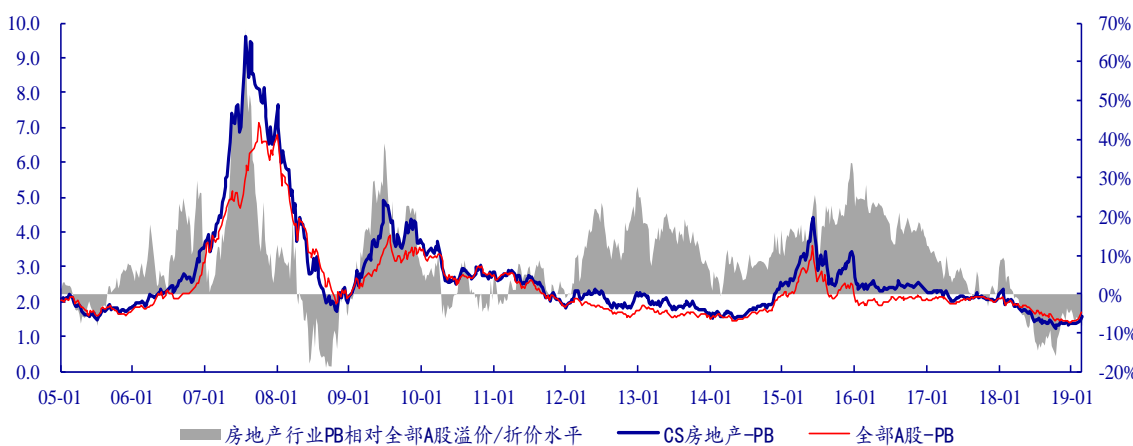
1、房地产板块PE、PB估值比较

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 3 月 1 号, 房地产行业 TTM 市盈率 (历史整体法) 为 10.3X, 相对前一周 9.5X 上升了 0.8 个单位; 全部 A 股 TTM 市盈率为 15.0X, 相对前一周 14.0X 上升 1.0 个单位, 地产行业估值相对全部 A 股折价水平为 -31.39%, 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 18.02% 的状态, 当前折价 31.39%, 处于历史低位。

过去 13 年房地产行业 TTM 市盈率平均值为 24.2X, 当前房地产板块市盈率为 10.3X, 较历史均值折价在 57.6%。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 3 月 1 号, 房地产行业 PB (整体法, 最新) 为 1.6X, 相较前一周的 1.5X 上升 0.1 个单位; 全部 A 股 PB 为 1.7X, 相较前一周的 1.6X 上升 0.1 个单位。房地产行业 PB 估值相对全部 A 股估值的折价水平为 -8.15%, 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, 当前地产板块市净率为 1.6X, 较历史均值折价在 42.8%。全部 A 股 PB 平均值为 2.5X, 当前 A 股 PB 为 1.7X, 较历史均值折价 31.2%。当前地产板块及全部 A 股市净率均低于历史平均, 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 8.15%, 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 3 月 1 日, 当前房地产 A 股地产板块市盈率为 10.3X, 较前一周 (9.5X) 上升 0.8 个单位; 美股为 13.7X, 较前一周 (14.0X) 下降了 0.3 个单位; 港股为 7.1X, 较前一周 (6.9X) 上升了 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 7.5X。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。

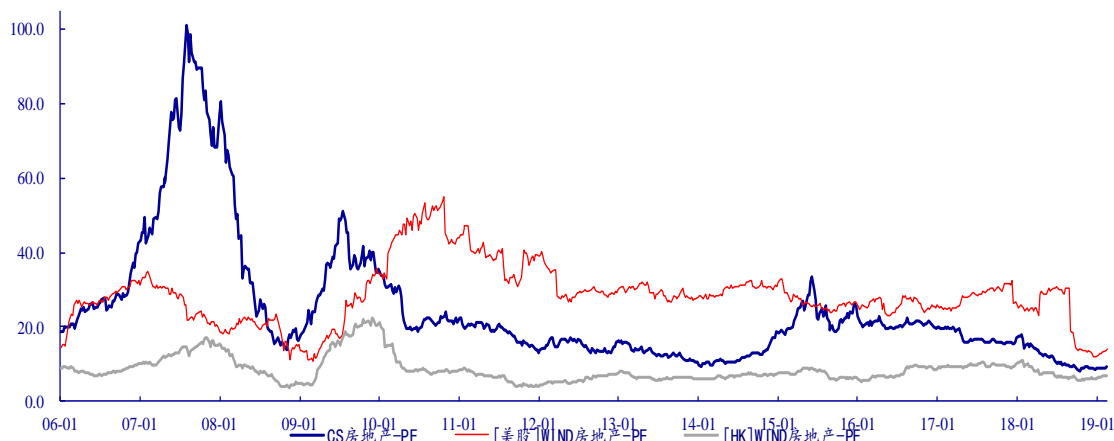
A 股、美股、港股地产板块 PE 的历史均值 (2006 至 2019 年) 分别为 24.5X、28.6X、8.6X, 当前美股 PE 与历史均值折价 51.8%, A 股房地产股 PE 较历史均值折价 58.03%, 港股房地产股 PE 较历史均值折价为 17.61%, 我们认为 A 股从 PE 相对估值角度处于历史低位, 具有较大的估值修复空间。

PB 比较:

国内地产板块市净率高于港股, 低于美股。以 2019 年 3 月 1 日收盘价计算, 国内地产板块的市净率为 1.6 倍, 较前一周 (1.5 倍) 上升 0.1 个单位, 同期美国地产板块为 3.3 倍, 较上周 (3.1 倍) 上升 0.2 个单位, 港股地产板块为 1.4 倍, 较上周 (2.5 倍) 下降 1.1 个单位。

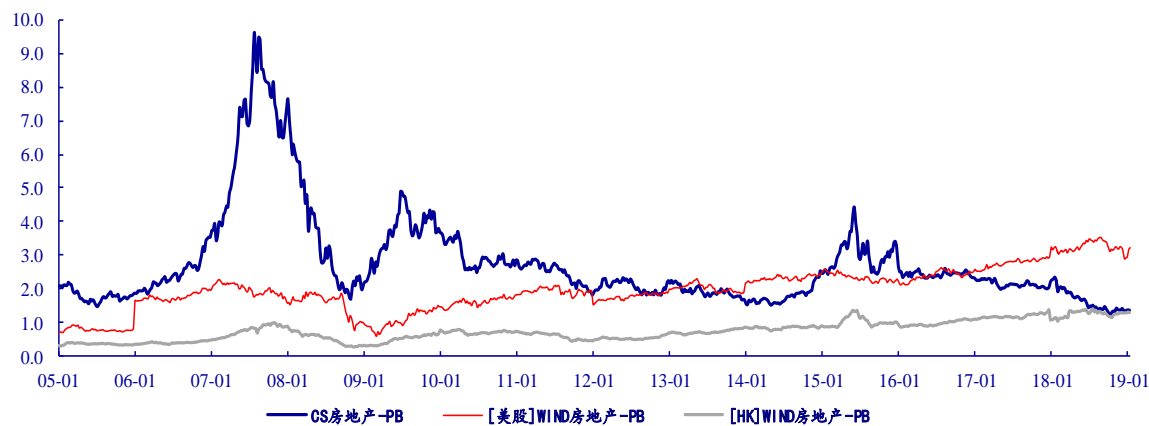
以 CS 房地产对各国房地产板块的 PB 溢价率/折价率计算，国内相对美国房地产板块的溢价率较历史平均水平低 111 个百分点，当前值为 -52.79%，历史均值为 58.14%。国内相对港股房地产板块的溢价率较历史平均水平低 302.88 个百分点，当前值为 9.8%，历史均值为 312.68%。国内地产指数市净率估值水平处于历史低位，未来提升空间较大。

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



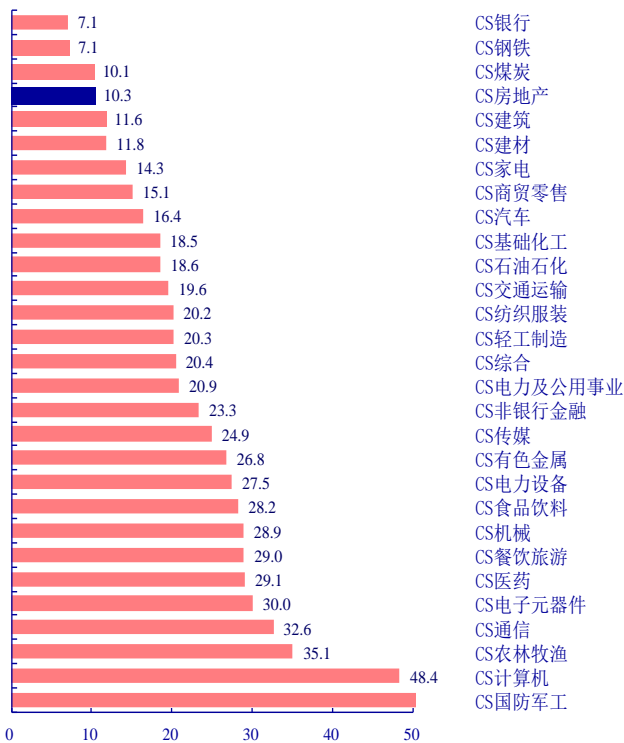
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

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 3 月 1 日，PE 最低的是银行行业与钢铁行业，仅 7.1 倍市盈率，房地产行业 PE 为 10.3X，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。

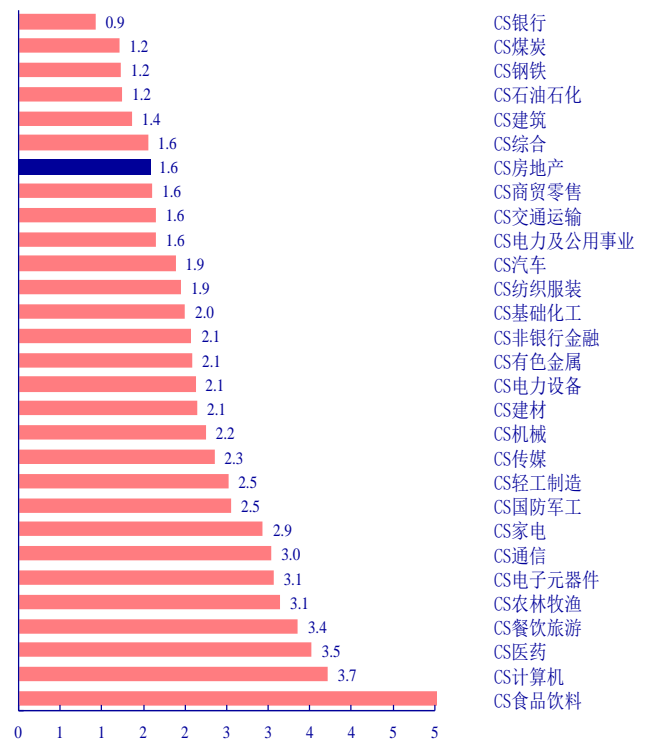
同样按照中信一级行业分类，我们统计了各行业的 PB 情况，截止到 2019 年 3 月 1 日，PB 最低的是银行业，仅 0.9 倍 PB，其次是钢铁和煤炭行业，房地产行业排倒数第七，市净率为 1.6X，从行业纵比的角度来看房地产的 PB 估值也是偏低的。

图 5: 中信一级行业各行业 PE 比较 (统计时间 2019.3.1)



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 2019.3.1)



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 25.08%, 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 57.71%, 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 2019.3.1 日计) 平均数为 10.23 倍, 估值中位数为 8.55 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 25.16%, 中位数为 29.36%; 前一年度收入平均增速为 17.37%, 中位数为 16.88%。从净利润角度看, 18 年前三季度净利润增速均值为 46.86%, 中位数为 29.66%; 前一年度的净利润平均增速为 93.54%, 中位数为 33.44%。而观察其目前的估值水平 (以 2019.3.1 日计), 市盈率平均为 8.51 倍, 中位数为 9.26 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 3 月 1 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	2019/3/1	2019/2/22
DHL.N	霍顿房屋(HORTON DR)	37.10	17.16	16.42	15.90	9.29	152.51
LEN.N	莱纳房产(LENNAR)	79.62	-11.12	59.27	15.49	9.07	159.17
LEN_B.N	莱纳房产(LENNAR)B 类股	79.62	-11.12	59.27	15.49	7.28	159.17
NVR.N	NVR	36.85	26.40	15.14	8.30	11.80	96.93
PHM.N	普尔特房屋(PULTE)	112.10	-25.80	24.32	11.80	7.33	77.54
TOL.N	托尔兄弟	27.23	40.15	23.79	12.49	7.09	54.82
BLD.N	TOPBUILD CORP	81.02	117.80	24.19	9.38	10.32	20.07
TMHC.N	Taylor Morrison	185.58	73.37	7.11	9.44	8.26	20.05
TPH.N	TRI POINTE GROUP INC	50.68	-4.09	26.66	16.79	6.58	19.03
KBH.N	KB HOME	-23.61	70.99	7.87	21.58	11.59	20.75
IBPN	INSTALLED BUILDING PRODUCTS INC	26.11	7.04	18.04	31.28	29.85	14.53
MTH.N	MERITAGE HOMES	40.99	-4.20	8.89	6.08	8.85	17.58
MDC.N	MDC HOLDINGS INC	33.06	37.42	14.56	10.78	7.56	16.96
CVCO.O	卡寇工业	23.60	62.04	14.78	12.59	17.70	13.06
LGIH.O	LGI HOMES INC	45.02	51.01	26.53	50.06	8.95	14.07
WLH.N	William Lyon Homes	57.65	-19.37	21.81	27.77	7.68	5.76
CCS.N	CENTURY COMMUNITIES INC	112.27	1.52	66.19	43.18	7.10	7.28
MHO.N	MI 家居	33.91	27.33	16.68	16.00	7.83	7.57
	均值	57.71	25.36	25.08	18.58	10.23	48.71
	中位数	43.01	21.78	19.93	15.49	8.55	19.54
	最大值	185.58	117.80	66.19	50.06	29.85	159.17
	最小值	-23.61	-25.80	7.11	6.08	6.58	5.76

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 3 月 1 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	2019/3/1	2019/3/1
2202.HK	万科企业	24.94	33.44	55.15	3.69	9.6	3,657.4
0016.HK	新鸿基地产	59.89	27.91	18.43	-13.94	10.0	3,746.1
0001.HK	长和	13.20	6.34	11.23	-4.36	8.7	3,220.0
2007.HK	碧桂园	72.50	126.31	69.05	48.94	6.2	2,307.6
3333.HK	中国恒大	63.56	378.73	60.15	47.03	7.5	3,221.7
0688.HK	中国海外发展	7.22	10.12	1.74	3.72	7.6	3,215.6
1113.HK	长实集团	65.30	55.16	-41.97	-16.96	5.9	2,365.6
0012.HK	恒基地产	14.97	38.86	2.64	-4.35	6.0	1,956.4
1109.HK	华润置地	96.07	18.03	40.34	8.36	7.4	2,065.4
1997.HK	九龙仓置业	107.73	73.62	-14.57	24.05	7.4	1,657.8

1972.HK	太古地产	43.64	125.63	-35.08	10.47	4.6	1,874.9
0960.HK	龙湖地产	23.26	37.65	46.53	31.82	8.8	1,423.4
	均值	49.36	77.65	17.80	11.54	7.48	2,559.32
	中位数	51.76	38.25	14.83	6.04	7.43	2,336.63
	最大值	107.73	378.73	69.05	48.94	10.02	3,746.08
	最小值	7.22	6.34	-41.97	-16.96	4.64	1,423.42

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 3 月 1 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	2019/3/1	2019/3/1
000002.SZ	万科 A	26.09	33.44	50.32	1.01	10.18	3119.62
600048.SH	保利地产	16.04	25.80	25.67	-5.45	8.45	1587.99
600383.SH	金地集团	131.21	8.61	60.27	-32.15	5.26	516.92
002146.SZ	荣盛发展	33.98	38.88	40.89	26.39	5.54	424.82
000981.SZ	银亿股份	-5.53	134.76	-25.03	29.10	7.52	143.40
000540.SZ	中天金融	185.77	-29.18	-25.43	-11.90	6.70	345.36
000732.SZ	泰禾集团	15.35	24.43	22.51	17.38	8.17	189.28
000671.SZ	阳光城	155.55	67.63	67.13	69.22	9.35	282.70
000656.SZ	金科股份	131.26	43.67	48.79	7.82	10.01	325.19
000402.SZ	金融街	-27.91	7.20	-45.39	28.54	9.20	239.41
000537.SZ	广宇发展	225.09	275.54	49.89	135.68	3.74	162.78
002244.SZ	滨江集团	-35.83	22.35	88.38	-29.19	11.72	143.13
600376.SH	首开股份	89.62	24.26	36.23	22.74	6.54	208.17
600823.SH	世茂股份	5.76	5.17	24.27	36.17	7.16	165.05
600266.SH	北京城建	39.09	0.87	8.47	20.77	8.86	145.73
600094.SH	大名城	-91.53	68.04	71.19	16.88	15.33	120.83
600325.SH	华发股份	85.85	59.11	2.72	49.76	6.58	156.30
000031.SZ	中粮地产	72.67	31.27	-7.39	-22.10	17.12	227.31
601155.SH	新城控股	56.69	99.68	47.10	44.89	10.62	760.29
000517.SZ	荣安地产	-15.01	263.75	-40.24	146.82	20.26	95.20
000918.SZ	嘉凯城	45.68	398.39	-18.37	-59.06	5.48	133.87
000718.SZ	苏宁环球	7.64	7.15	-28.55	-30.06	9.37	111.37
600240.SH	华业资本	-114.94	-18.08	41.04	-25.78	-103.20	45.86
600622.SH	光大嘉宝	29.66	84.40	105.87	30.45	15.86	102.21
000620.SZ	新华联	27.70	63.63	66.50	-0.99	9.33	85.73
002016.SZ	世荣兆业	45.38	875.09	-9.54	116.70	10.75	85.60
600185.SH	格力地产	-6.34	3.94	-17.22	0.27	16.26	97.24
600733.SH	SST 前锋	56.13	123.12	63.21	612.13	60.00	309.19
600641.SH	万业企业	-42.35	136.48	31.18	-34.25	8.41	86.02
600675.SH	中华企业	272.42	-43.75	29.36	-46.10	34.57	306.84

均值	47.17	94.52	25.46	37.19	8.51	357.45
中位数	31.82	36.16	30.27	17.13	9.26	163.92
最大值	272.42	875.09	105.87	612.13	60.00	3119.62
最小值	-114.94	-43.75	-45.39	-59.06	-103.20	45.86

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

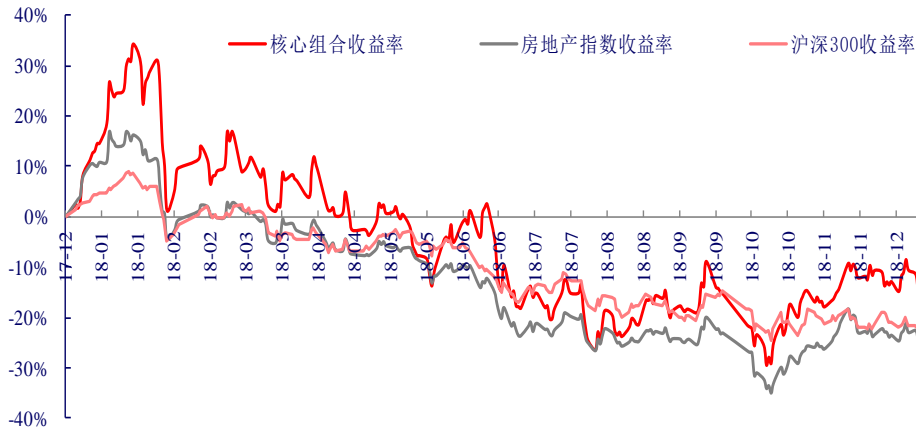
(一) 核心组合

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	5.82%	5.90%	-2.00%	33%	0.34%
	601155	新城控股	二线低估白马;规模快速扩张	6.99%	10.21%	2.30%	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	3.57%	3.81%	-4.09%	33%	

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 6.31%，2018 年初至今（2019.3.1）累计收益率-13.07%。2018 年初至上周五（2019.3.1），银河房地产核心组合累计收益率 0.34%。在累计方面，核心组合跑赢行业指数（-13.07%），核心组合跑赢沪深 300 指数（-5.48%）。单看上周（2019.2.25-2019.3.1），银河房地产核心组合收益率为 5.52%，跑输房地产行业指数（6.31%）0.79 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。

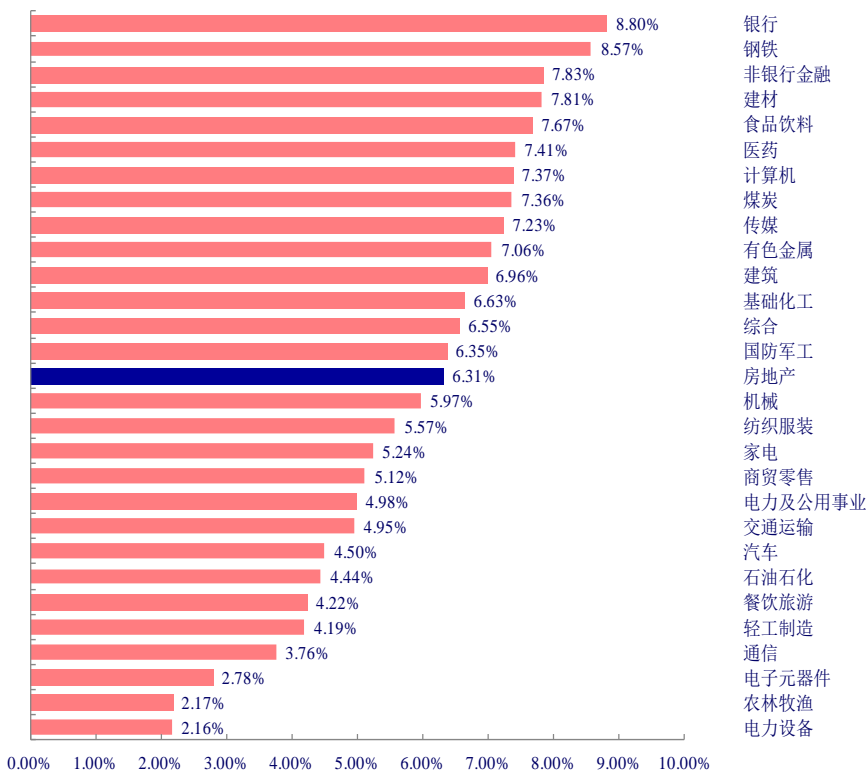
附录:

一、板块市场行情

(一) 板块市场表现

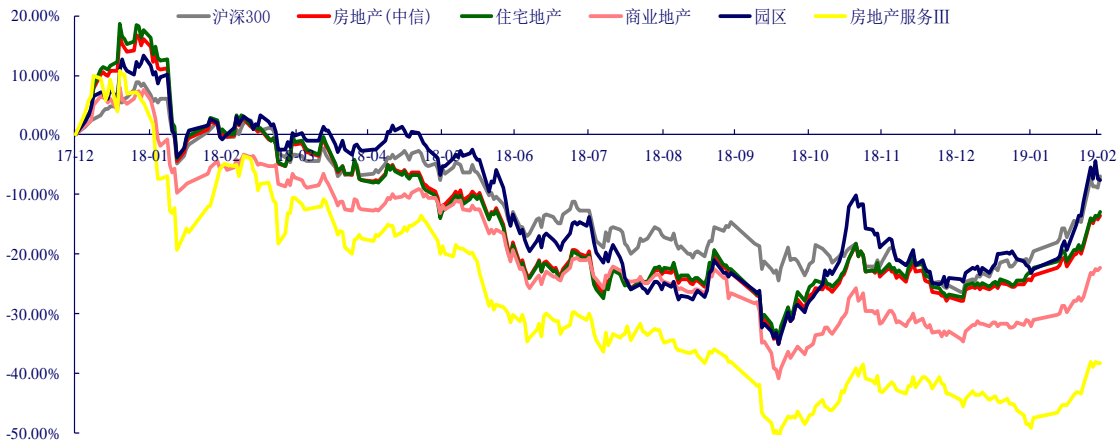
2月25日至3月1日(上周),以中信一级行业统计的本周各行业板块以上涨为主,其中房地产板块涨幅6.31%,同期上证综指涨幅6.77%,沪深300涨幅6.52%,房地产行业跑输上证综指和沪深300,在29个一级行业中排名第十五。

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

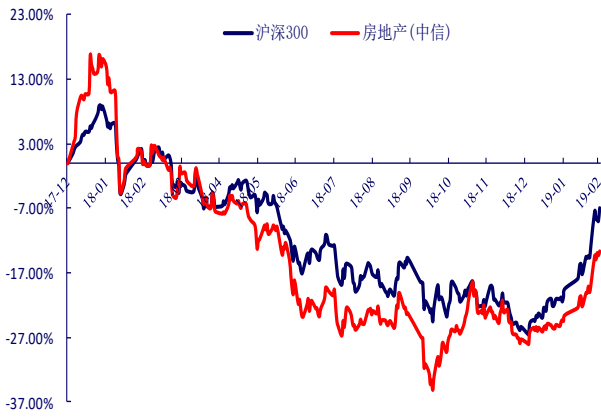
图 27: 年初至今房地产各子行业表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

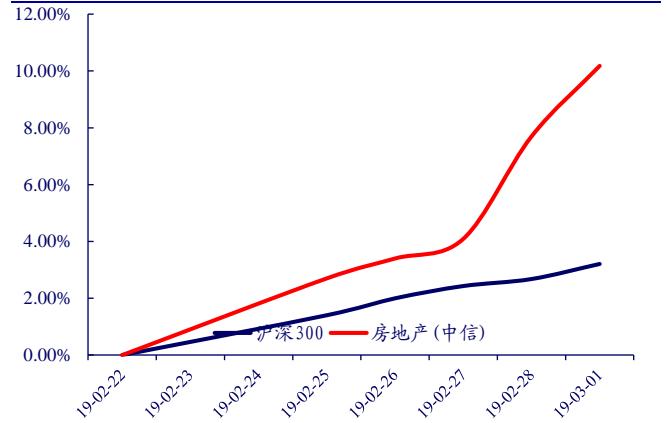
本周各子行业指数呈现反弹。各子行业表现来看, 2018 年初至 2019 年 3 月 1 日, 房地产中信一级行业指数跌幅为 13.61%, 住宅地产指数跌幅 12.94%, 商业地产指数跌幅 22.35%, 园区指数跌幅 7.51%, 房地产服务指数跌幅 38.40%, 相比前一周, 各子行业中园区地产子板块表现好于其他。同期沪深 300 跌幅 6.97%。上周, 房地产指数涨幅为 6.31%, 沪深 300 指数涨幅 6.52%, 房地产指数跑输沪深 300。

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

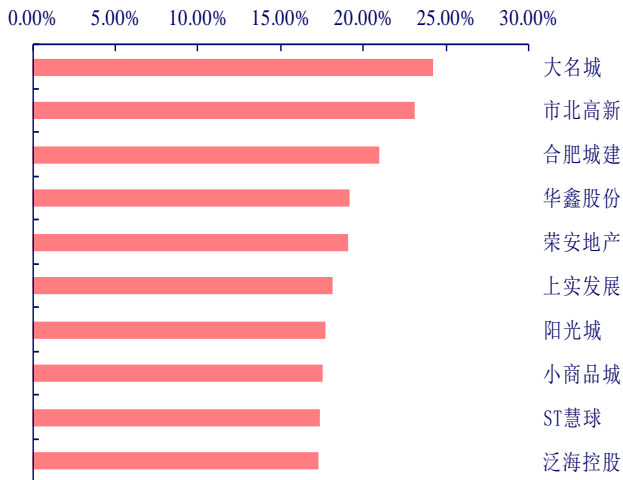
图 29: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)



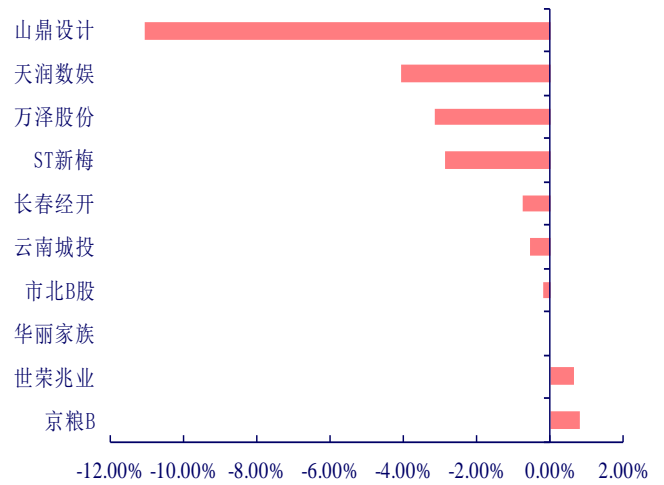
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 个股市场表现

截至 3 月 1 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大名城 (600094.SH) (+24.26%)、市北高新 (600604.SH) (+23.13%)、合肥城建 (002208.SZ) (+21.01%); 个股涨幅排名靠后的是山鼎设计 (300492.SZ) (-11.05%)、天润数娱 (002113.SZ) (-4.05%)、万泽股份 (000534.SZ) (-3.14%)。

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 3 月 1 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	28.54	2.54	3.2	3.98	11.2	8.9	7.2	2.3	推荐
600048.SH	保利地产	13.35	1.32	1.7	1.98	10.1	8.0	6.8	1.3	推荐
600383.SH	金地集团	11.45	1.52	1.8	2.15	7.5	6.3	5.3	1.2	推荐
002146.SZ	荣盛发展	9.77	1.32	1.8	2.21	7.4	5.6	4.4	1.3	推荐
000540.SZ	中天金融	4.93	0.45	0.5	0.65	11.1	9.7	7.6	1.7	推荐
000671.SZ	阳光城	6.98	0.51	0.8	1.09	13.7	9.0	6.4	1.7	推荐
000656.SZ	金科股份	6.09	0.35	0.6	0.72	17.4	10.4	8.4	1.6	推荐
000402.SZ	金融街	8.01	1.01	1.2	1.34	7.9	6.9	6.0	0.8	推荐
002244.SZ	滨江集团	4.60	0.55	0.6	0.75	8.4	8.1	6.1	0.9	推荐
600376.SH	首开股份	8.07	0.73	1.0	1.22	11.0	7.7	6.6	1.0	推荐
600823.SH	世茂股份	4.40	0.59	0.7	0.75	7.5	6.7	5.8	0.7	推荐
600266.SH	北京城建	9.30	0.93	1.1	1.37	10.0	8.2	6.8	0.8	推荐
600094.SH	大名城	5.02	0.57	0.7	0.75	8.8	7.7	6.7	1.1	推荐
600325.SH	华发股份	7.38	0.77	1.0	1.30	9.6	7.1	5.7	1.3	推荐
600622.SH	光大嘉宝	8.86	0.61	0.7	0.83	14.5	13.3	10.7	1.8	推荐
000620.SZ	新华联	4.52	0.45	0.6	0.71	10.0	7.8	6.4	1.3	推荐
均值								6.7	1.3	

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 2019.3.1)	7
图 6: 中信一级行业各行业 PB 比较 (统计时间 2019.3.1)	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
插图目录	15

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 3 月 1 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 3 月 1 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 3 月 1 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 3 月 1 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