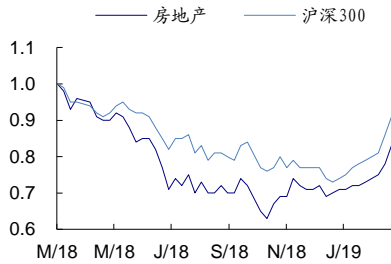


一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《房地产行业 2019 年 2 月投资策略:有信心,更要有耐心》——2019-02-15  
 《房地产 2018 年业绩预览及 2019 年业绩前瞻专题研究:净利润增长确定性仍较高》——2019-02-12  
 《统计局 2018 年 1-12 月房地产数据点评:销售面积下滑将制约投资及产业链,2019 年将迎来近四年最宽松的政策窗口期》——2019-01-23  
 《对中央经济工作会议房地产表述的点评:预计 2019 年政策改善,舆论偏友好》——2018-12-24

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678  
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051  
 联系人: 陈曦  
 E-MAIL: chenxi4@guosen.com.cn

行业投资策略

积极把握春耕行情

● 2 月投资组合回顾及 3 月组合推荐

国信区瑞明房地产团队 2 月策略《有信心,更要有耐心》重点推荐的新城控股、荣盛发展、中南建设、华夏幸福涨幅分别达 20.3%、16.8%、15.4%、9.5%;其中新城控股、荣盛发展分别跑赢沪深 300 达 6.8、3.4 个百分点(2 月 15 日-3 月 6 日),同时分别跑赢申万房地产指数 4.4、1.0 个百分点。3 月组合为荣盛发展(区域边际改善)、中南建设(新管理层红利)、阳光城(利率下行背景下具备高弹性)。

● 行业动态跟踪

今年以来,政策方面:①地方政策以落户条件放宽及人才政策为主,3 月初,无锡首付比例下调、深圳等地房贷利率下调;②《粤港澳大湾区发展规划纲要》发布,利好区域房地产市场展;③2019 年《政府工作报告》涉及房地产的内容总体积极、正面。根据 2018 年 4 季度以来的政策趋势,我们维持 2019 年房地产行业将迎来来自 2016 年以来最宽松的政策窗口期的判断。

行业销售持续降温,商品房交易量环比整体下降;一线城市销售同比增长,二三线销售增速分化明显。土地市场小幅回暖,住宅用地流拍面积占推出面积比下降,土地平均溢价率回升。

● 公司动态跟踪

房企受行业降温、春节假期以及 2018 年销售高基数的叠加影响,整体销售增速仍不理想,且销售增速分化:部分龙头房企增速下降较明显,一些二线房企受益于布局城市楼市回暖,销售反而出现了显著增长。

● 板块表现及估值变化

自 2 月策略发布至今,申万房地产指数录得 15.9% 的涨幅,跑赢沪深 300 达 2.4 个百分点,在 28 个行业中排第 13 名;板块估值小幅提升,但仍处在近五年的低位:板块 2019 年动态 PE 由 6.8 提升至 7.6;PB 由 1.4 提升至 1.6。

● 行业评级及投资建议

再次强调历史铁律:牛市,地产股又怎会缺席?维持行业“超配”评级,建议机构投资者加大对地产股的配置。3 月组合如前述,并维持对华夏幸福、新城控股、龙光地产、保利地产、招商蛇口、华润置地、旭辉控股、宝龙地产、合景泰富、蓝光发展、世联行、中国恒大、华侨城 A、碧桂园等品种的“买入”评级。

● 风险

市场的风险及研究框架的风险。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
002146.SZ	荣盛发展	买入	10.76	46,786	1.76	2.20	6.1	4.9
000961.SZ	中南建设	买入	8.18	30,346	0.55	0.96	14.9	8.5
000671.SZ	阳光城	买入	7.78	31,510	0.76	0.98	10.2	7.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

2月投资组合回顾及3月组合推荐 .....	3
行业动态跟踪 .....	3
《政府工作报告》关于房地产的表述积极、正面 .....	3
多城市发布人才落户计划 .....	4
首次提及“住宅建筑应以套内使用面积进行交易” .....	4
《粤港澳大湾区发展规划纲要》发布 .....	4
预计2019年政策面春风化雨 .....	5
商品房销售继续降温 .....	7
土地市场小幅回温 .....	9
公司动态跟踪 .....	9
板块表现及估值变化 .....	11
核心观点及投资建议 .....	13
风险 .....	13
国信证券投资评级 .....	15
分析师承诺 .....	15
风险提示 .....	15
证券投资咨询业务的说明 .....	15

## 图表目录

图 1: 部分地区房地产政策调整 .....	7
图 2: 40 重点城市商品住宅销售面积 .....	7
图 3: 2019 年 2 月一线城市销售增速 .....	8
图 4: 2019 年 2 月部分二线城市销售增速 .....	8
图 5: 2019 年 2 月部分三线城市销售增速 .....	9
图 6: 全国 300 城土地溢价率情况 .....	9
图 7: 百城住宅用地流拍情况 .....	9
图 8: 2019 年 2 月各梯队房企销售同比增速 .....	10
图 9: 2019 年 1-2 月各梯队房企销售同比增速 .....	10
图 10: 2019 年 2 月 15 日至 3 月 6 日部分优势地产股涨幅 .....	11
图 11: 2019 年 2 月 15 日至 3 月 6 日各行业板块涨幅 .....	12
图 12: 2019 年 2 月 15 日至 3 月 6 日部分概念板块涨幅 .....	12
图 13: 近几年地产股 PE 变化 .....	13
图 14: 2 月 15 日至今地产股 PE 变化 .....	13
图 15: 2 月 15 日至今地产股 PB 变化 .....	13
表 1: 粤港澳大湾区重点城市发展规划 .....	5
表 2: 2019 年 1-2 月 Top30 房企销售情况 .....	10

## 2月投资组合回顾及3月组合推荐

国信区瑞明房地产团队2月策略《有信心，更要有耐心》重点推荐的新城控股、荣盛发展、中南建设、华夏幸福涨幅分别达20.3%、16.8%、15.4%、9.5%；其中新城控股、荣盛发展分别跑赢沪深300达6.8、3.4个百分点（2月15日-3月6日），同时分别跑赢申万房地产指数4.4、1.0个百分点。

2019年3月，国信房地产研究团队重点推荐组合为荣盛发展、中南建设、阳光城。

**荣盛发展：**估值低廉，2019年动态PE仅4.9倍，已充分反映悲观预期，业绩锁定性高，处于历史高位；区域边际改善，公司城市地产持续增长，康旅业羽翼渐成，产业新城形成规模，新兴产业亮点纷呈，“3+X”战略持续推进，“创想计划”跟投机制亦将促进增长。

**中南建设：**新管理层红利、股权激励计划落地。

**阳光城：**利率下行背景下的高弹性品种，积极去杠杆、销售将受益一二线市场回暖、利润率提升。

## 行业动态跟踪

2019年1-2月基本属于房地产政策空窗期，地方政策以落户条件放宽及人才政策为主。进入3月份，两会前夕个别城市及银行出现首付比例下调、房贷利率下调的局部放松：

- ① 据财联社报道，2019年3月1日，工行无锡分行向各支行、分行营业部下发通知表示，居民家庭首次购买普通住房申请个人住房贷款，最低首付比例下调至30%；
- ② 据财联社获悉，中信银行、北京银行在深圳已下调二手房房贷利率：中信银行二手房首套可做到在基准利率基础上上浮8%，北京银行二手房首套可以做到上浮8%、二套房上浮12%，招商银行金葵花卡客户首套上浮8%、二套上浮11%。

### 《政府工作报告》关于房地产的表述积极、正面

《政府工作报告》涉及房地产内容虽然不多，但总体积极、正面，大方向完全符合2018年底中央经济工作会议定下的“宏观政策要强化逆周期调节”的总基调：

- ① 细分产业引导，提到“新建居住区应配套建设社区养老服务设施”；
- ② 制度改革，提到“推广农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点成果”、“改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；
- ③ 既有措施的延续和扩展，提到“继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造……，城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升”，我们认为：棚改向旧改扩展，利好；
- ④ 区域发展战略，提到“将长三角区域一体化发展上升为国家战略”、“支持港澳抓住共建‘一带一路’和粤港澳大湾区建设的重大机遇”；
- ⑤ 对市场一直关注的房地产税，报告仅提到“稳步推进房地产税立法”，但没有完成的时间表，这样的表述实际上已经持续了多年，表明不具备迫切性。

## 多城市发布人才落户计划

2019年2月21日，国家发改委发布了《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》表示，“构建都市圈一体化发展机制，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制；允许都市圈内城乡建设用地增减挂钩节余指标跨地区调剂；健全都市圈商品房供应体系，强化城市间房地产市场调控政策协同”；公安部副部长在全国治安管理工作座谈会上表示，加快建立新型户籍制度，积极探索试行以经常居住地登记户口制度。2019年2月以来，越来越多的城市通过宽松落户、租房住房优惠、创业激励等方式吸引人才落户。

1. 西安：全国高等院校在校学生，均可迁入西安市落户；
2. 南京：根据积分落户实施办法，房产面积每满1平米计1分，最高不超过90分；本市有二套及以上产权房的，不累计加分；政府提供的共有产权住宅用房，按本人产权比例计分；硕士研究生以上学历可直接落户；
3. 常州：缴纳社保满1年或租赁房屋满5年的，本人、配偶和未成年子女可以申请在常州市落户；
4. 海口：40岁以下硕士毕业生以及符合条件的人才，住房租赁补贴2000元/月，购房补贴2.4万元/年；本科毕业生住房租赁补贴1500元/月，购房补贴1.8万元/年；
5. 陵水：2018年5月13日后引进并申请入住人才租赁住房的拔尖人才、其他类高层次人才、全日制硕士毕业生或具有中级专业技术职称人才、全日制本科毕业生、自主创业人才（含个体工商户）安置住房面积不低于50m<sup>2</sup>；硕士毕业生和具有中级专业技术职称的人才、本科毕业生分别享有2000元/月、1500元/月的住房租赁补贴或2.4万元/年、1.8万元/年的购房补贴。

## 首次提及“住宅建筑应以套内使用面积进行交易”

2月18日，住房和城乡建设部官方网站发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，首次提及“住宅建筑应以套内使用面积进行交易”。我们认为该征求意见稿的发布对商品住宅的交易影响有限，更多的意义在于加强监管，明确产权意识，保障所有业主的权益。

我国《物权法》第六章对业主的建筑物区分所有权有明确规定：“主对建筑物内的住宅、经营性用房等专有部分享有所有权，对专有部分以外的共有部分享有共有和共同管理的权利。”商品住宅的专有部分和共用部分在交易环节中是不可分割的，所以也不存在“取消公摊”的误读。既然商品住宅专有和共有部分不可分割，以套内使用面积交易对于商品住宅的总价并不会产生实质影响，“房价上涨”一说不攻自破。“公摊面积”的界定及测量相对于套内面积比较模糊，监管也较薄弱，业主的所有权得不到保护，经常存在开发商或个别业主私自占用公共区域等损害业主权益的行为，“住宅建筑应以套内使用面积进行交易”意在明确不同所有权部分的界限，保障业主权益。

## 《粤港澳大湾区发展规划纲要》发布

2月18日，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市（以下称珠三角九市），总面积5.6万平方公里。

规划近期至2022年，远期展望到2035年：

- 一、到2022年，粤港澳大湾区综合实力显著增强，粤港澳合作更加深入广泛，区域内生发展动力进一步提升，发展活力充沛、创新能力突出、产业结构优化、要素流动顺畅、生态环境优美的国际一流湾区和世界级城市群框架基本形成；

二、到 2035 年，大湾区形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，经济实力、科技实力大幅跃升，国际竞争力、影响力进一步增强；大湾区内市场高水平互联互通基本实现，各类资源要素高效便捷流动；区域发展协调性显著增强，对周边地区的引领带动能力进一步提升；人民生活更加富裕；社会文明程度达到新高度，文化软实力显著增强，中华文化影响更加广泛深入，多元文化进一步交流融合；资源节约集约利用水平显著提高，生态环境得到有效保护，宜居宜业宜游的国际一流湾区全面建成。

据国家发展改革委副主任介绍，国家发改委将会同有关部门和粤港澳三地下一步将“以广深港澳科技创新走廊为依托，集中建设一批重大科技基础设施、交叉学科研究平台和产业前沿技术创新平台，实施一批高水平创新项目，打造高度国际化发展的科学中心，引导地方和社会资本加大创新投入，吸引国内外顶尖水平高等院校、科研院所、企业研发机构到大湾区发展”。伴随《粤港澳大湾区发展规划纲要》逐步落地，大湾区及泛珠三角区域对于高质量产业、平台、人才的吸附力将进一步提升，从而促进区域房地产行业长期健康的发展。

**表 1：粤港澳大湾区重点城市发展规划**

城市	发展规划
香港	巩固和提升国际金融、航运、贸易中心和国际航空枢纽地位，强化全球离岸人民币业务枢纽地位、国际资产管理中心及风险管理中心功能，推动金融、商贸、物流、专业服务等向高端高增值方向发展，大力发展创新及科技事业，培育新兴产业，建设亚太区国际法律及争议解决服务中心，打造更具竞争力的国际大都会。
澳门	建设世界旅游休闲中心、中国与葡语国家商贸合作服务平台，促进经济适度多元发展，打造以中华文化为主流、多元文化共存的交流合作基地。
广州	充分发挥国家中心城市和综合性门户城市引领作用，全面增强国际商贸中心、综合交通枢纽功能，培育提升科技教育文化中心功能，着力建设国际大都市。
深圳	发挥作为经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用，加快建成现代化国际化城市，努力成为具有世界影响力的创新创业之都。
珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等城市	建设重要节点城市，充分发挥自身优势，深化改革创新，增强城市综合实力，形成特色鲜明、功能互补、具有竞争力的重要节点城市。增强发展的协调性，强化与中心城市的互动合作，带动周边特色城镇发展，共同提升城市群发展质量。

资料来源：《粤港澳大湾区发展规划纲要》、国信证券经济研究所整理

### 预计 2019 年政策面春风化雨

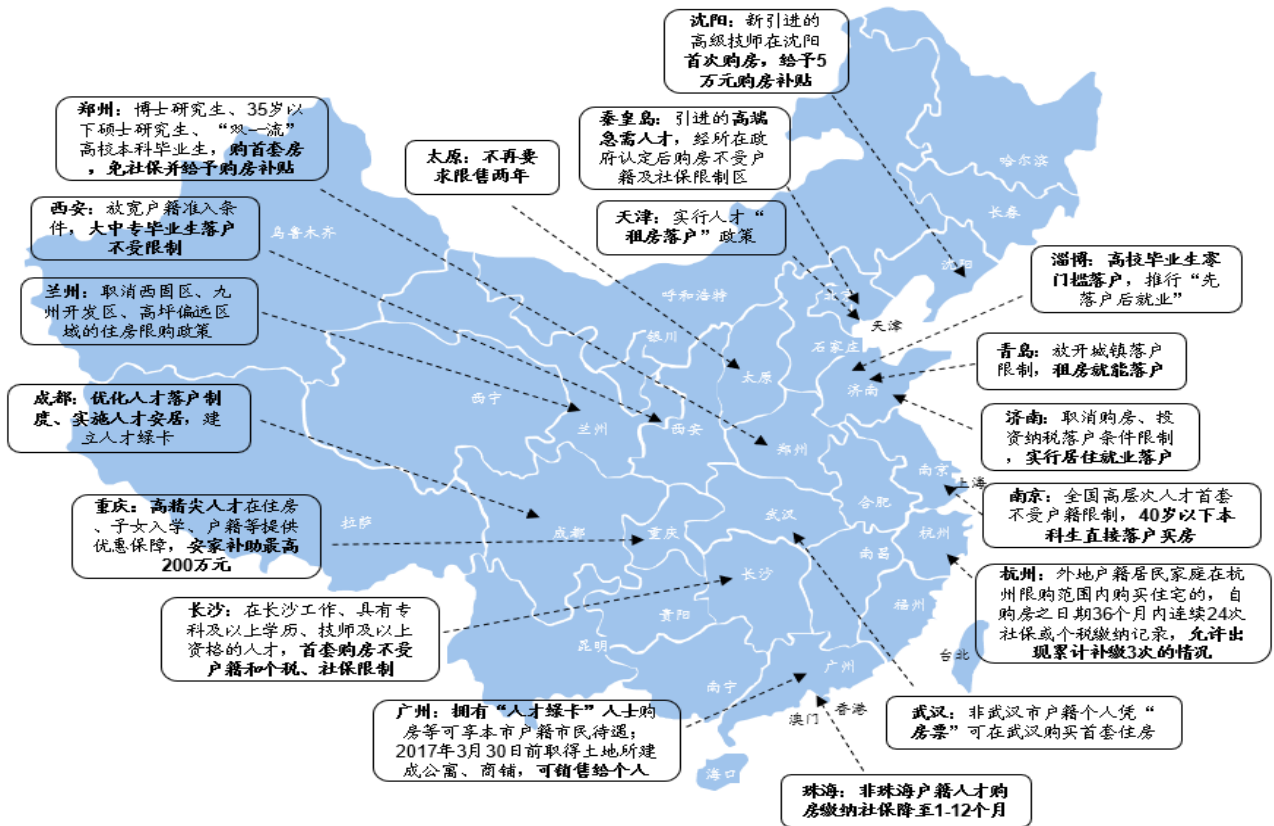
根据 2018 年 4 季度以来的政策趋势，我们判断在 2019 年，过往的一些限制、打压的措施有望取消，房地产行业将迎来自 2016 年以来最宽松的政策窗口期。

自 2018 年 9 月下旬，房产税在未来五年开征的预期落空已标志着政策改善的信号已经出现，其他政策改善的信号还有：

1. 进入 2018 年 10 月份，当年已第三次降准；
2. 2018 年国庆前后，厦门、杭州、苏州、合肥等地落户政策相继放宽；
3. 据新华网报道，10 月以来，北京共有 6 个非限价纯商品住宅获得预售证，其中包括 4 个报价超过 10 万元/平方米的项目，限价天花板突破。广州增城区、南沙区、花都区房屋销售价格将按照真实价格备案，限价政策放松。
4. 据《21 世纪经济报道》及《券商中国》获悉，2018 年 10 月以来北京、广州、杭州、佛山、深圳等房地产热门城市出现部分银行下调房贷利率的现象，且房贷审批有所加快；
5. 2018 年 10 月 24 日，新华网对话清华大学房地产研究所所长刘洪玉教授，为房地产正名，强调房地产业对国家进步的贡献有目共睹且无法替代；
6. 2018 年 10 月 26 日，中国银保监会发布《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》表示，取消保险资金开展股权投资的行业范围限制；
7. 2018 年 12 月 11 日，辽宁省住房城乡建设厅正式下发《全省推动县城和新城新区房地产去库存工作方案》表示进一步推动县城和新城新区房地产去库存，到 2020 年，各县城、新城新区商品住宅库存去化周期回归到合理区间；

8. 2018年12月12日，国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券，其中房地产企业需同时满足资产总额达1500亿元和营业收入达到300亿元；
9. 2018年12月13日，央行行长易纲出席“长安讲坛”表示“我们正在数量调控为主向价格调控为主的过程中”、“影子银行是必要补充，但要规范经营”；
10. 2018年12月18日，菏泽出台政策取消限售、放宽资金监管要求；
11. 2018年12月19、21日，广州、珠海分别出台政策放宽限售、限购门槛；
12. 2018年12月19日，杭州出台政策“外地户籍居民家庭在杭州限购范围内购买住宅的，自购房之日期36个月内连续24次社保或个税缴纳记录，允许出现累计补缴3次的情况”；
13. 2018年12月21日中央经济工作会议提出“进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期……”、“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”、“夯实城市政府主体责任”；
14. 2019年1月10日，北京孙河两宗预出让宅地取消限价；
15. 2019年2月22日，合肥部分银行确认房贷已结清的，在购买第二套房时，房贷利率将按照首套房贷利率执行；
16. 据财联社报道，2019年3月1日，工行无锡分行向各支行、分行营业部下发通知表示，居民家庭首次购买普通住房申请个人住房贷款，最低首付比例下调至30%；
17. 据财联社获悉，中信银行、北京银行在深圳已下调二手房房贷利率：中信银行二手房首套可做到在基准利率基础上上浮8%，北京银行二手房首套可以做到上浮8%、二套房上浮12%，招商银行金葵花卡客户首套上浮8%、二套上浮11%。

图 1：部分地区房地产政策调整

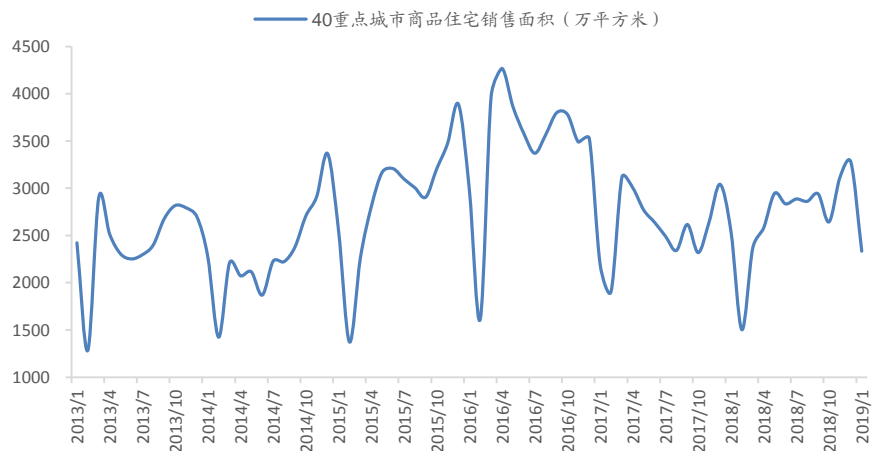


资料来源：网易财经、人民网、国信证券经济研究所整理

### 商品房销售继续降温

根据中国指数研究院数据，40 重点城市商品住宅单月销售面积在 2018 年 12 月的小幅提升后，2019 年 1 月回落至 2333 万平方米，较 2016 年高点 4268 万平方米下降 45.3%，降温明显。

图 2：40 重点城市商品住宅销售面积

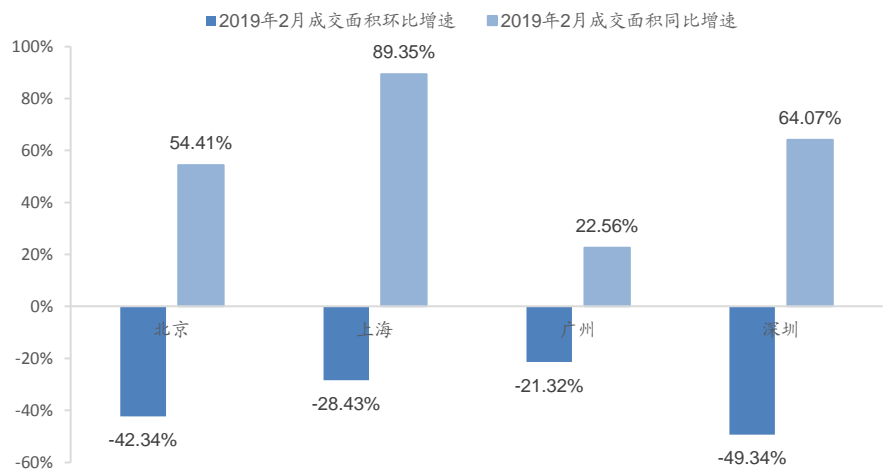


资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

2019 年 2 月受春节假期影响，楼市交易量环比整体下降，同比出现分化。中国

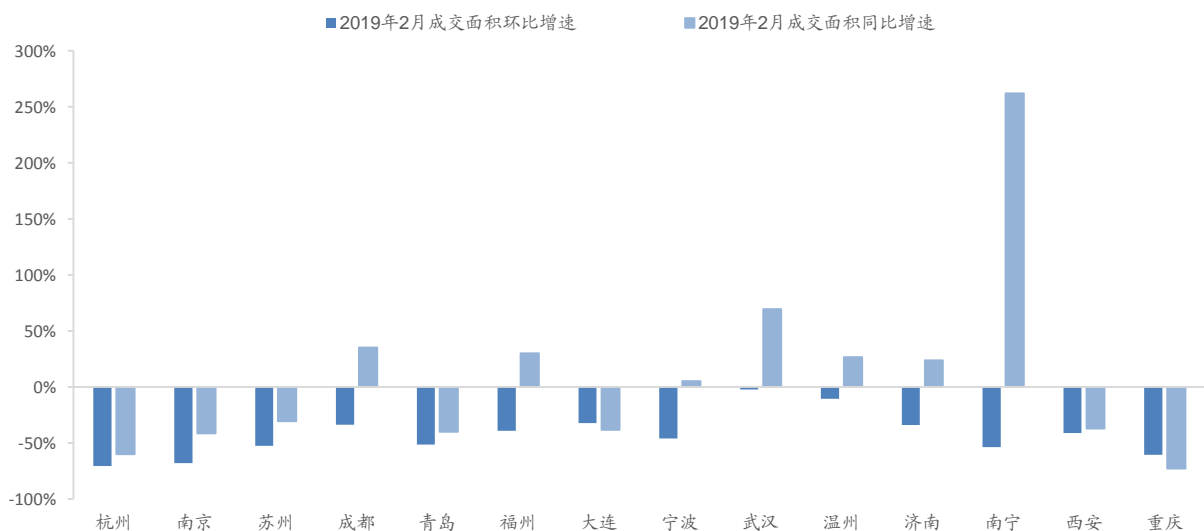
指数研究院重点监测的 24 城中，22 个城市销售面积环比下降，仅泉州及连云港销售面积环比提升，分别提升 15.5%、15.55%；24 个城市中，销售面积同比增长与同比下降的城市各占一半。分城市层级来看，一线城市整体成交面积环比下降 32%，受低基数影响同比提升明显达 58%，上海、深圳、北京、广州分别同比提升 89%、64%、54%、23%；重点跟踪的 14 个二线城市，整体成交面积环比下降 41%，同比下降 12.5%，其中重庆、杭州等降幅达 73%、60%，而南宁、武汉、成都等涨幅达 262%、70%、35%，分化明显；重点跟踪的 6 个三线城市，整体成交面积环比下降 8%，同比下降 22%，销售增速同样出现分化。

图 3: 2019 年 2 月一线城市销售增速



资料来源:中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

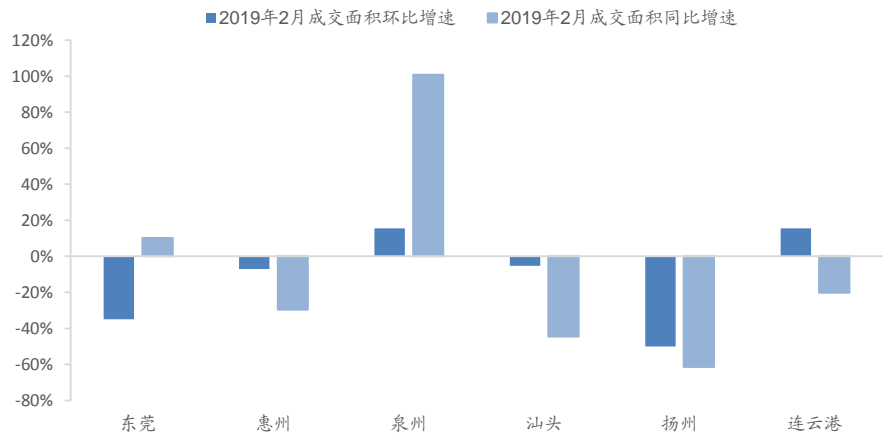
图 4: 2019 年 2 月部分二线城市销售增速



资料来源:中国指数研究院、国信证券经济研究所整理



图 5：2019 年 2 月部分三线城市销售增速



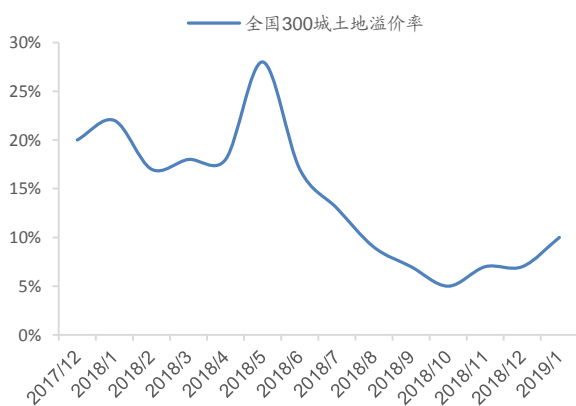
资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

商品房价格方面，根据统计局公布的 2019 年 1 月份 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况，一二线城市新建商品住宅销售价格环比微涨，二手住宅销售价格下降；其中北京 1 月新建商品住宅价格环比上涨 0.6%，同比上涨 2.8%；上海 1 月新建商品住宅价格环比上涨 0.1%，同比上涨 0.9%；广州 1 月新建商品住宅价格环比上涨 0.9%，同比上涨 9.7%；深圳 1 月新建商品住宅价格环比下降 0.1%，同比下降 0.1%；三线城市环比涨幅均回落。

### 土地市场小幅回温

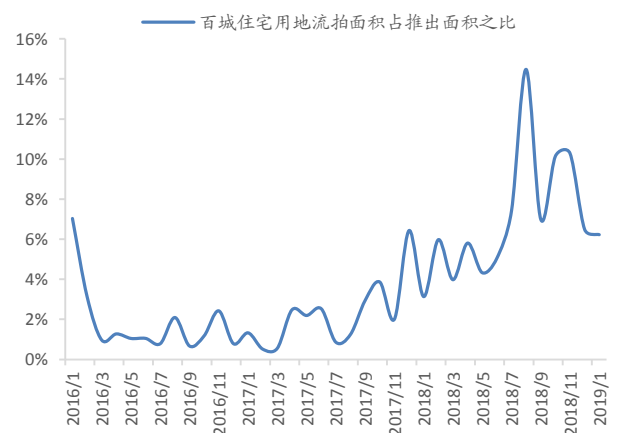
根据中国指数研究院数据，2019 年 2 月，全国 300 个城市共成交成交土地面积 4884 万平方米，环比减少 44%，同比减少 18%；百城住宅用地流拍面积占推出面积之比为 6%，较 2018 年 8 月高点 14%下降 8 个百分点，土地市场小幅回温；全国 300 个城市土地平均溢价率为 10%，较上月增加 0.1 个百分点，较 2018 年 10 月的低点 5%提升 5 个百分点。

图 6：全国 300 城土地溢价率情况



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 7：百城住宅用地流拍情况



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

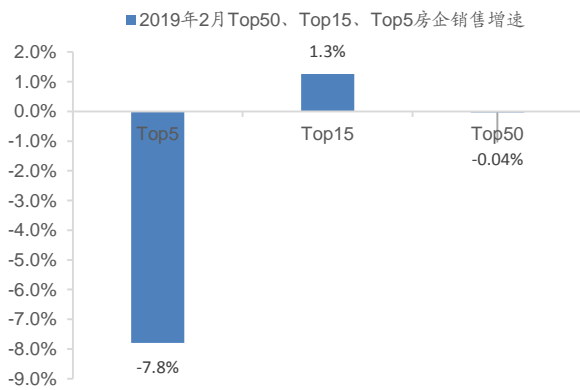
## 公司动态跟踪

受房地产市场持续降温、春节假期以及 2018 年销售高基数的叠加影响，房企销售增速仍不理想。根据克而瑞数据，从单月来看，2019 年 2 月 Top50 房企

销售金额达 5443 亿元，环比下降 19.5%，同比基本持平；Top15 房企销售金额达 2753 亿元，环比下降 16%，同比提升 1%；Top5 房企销售金额达 1654 亿元，环比下降 16%，同比下降 8%；房企 2 月销售较 1 月普遍下滑明显，龙头房企受 2018 年高基数影响，同比增速下滑较多。2019 年 1-2 月，Top50 房企销售金额达 9825 亿元，同比下降 5%；Top15 房企销售金额达 6029 亿元，同比下降 5%；Top5 房企销售金额达 3619 亿元，同比下降 14%；龙头房企增速下降更为明显，部分二线房企受益于布局城市楼市回暖，销售依然保持增长。

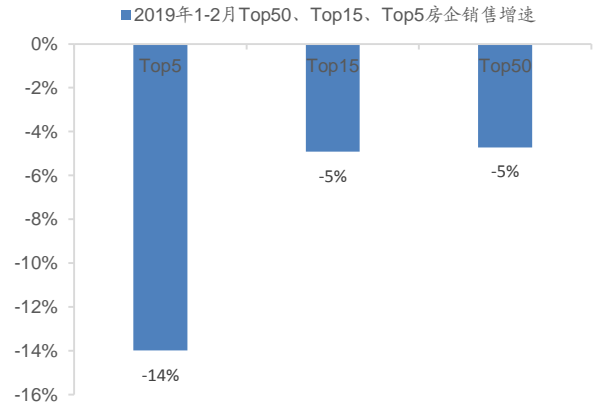
就目前已公告的公司销售数据来看，2019 年 1-2 月，万科、恒大分别实现累计销售金额 921 亿元、647 亿元，同比下降 11%、43%，而同期新城控股、中南建、荣盛发展分别实现 24%、15%、9% 的销售增长，房企销售分化明显。

图 8：2019 年 2 月各梯队房企销售同比增速



资料来源:克而瑞、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：2019 年 1-2 月各梯队房企销售同比增速



资料来源:克而瑞、公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：2019 年 1-2 月 Top30 房企销售情况

序号	房企	2019 年 1-2 月销售金额 (亿元)	2019 年 1-2 月同比增速	2018 年 1-2 月同比增速	增长变化 (百分点)
1	碧桂园	1050.0	-15%	42%	-57%
2	万科地产	920.7	-11%	20%	-31%
3	中国恒大	647.0	-42%	64%	-107%
4	保利地产	565.3	6%	85%	-79%
5	中海地产	428.0	28%	22%	6%
6	融创中国	422.3	2%	87%	-85%
7	绿地控股	315.3	10%	48%	-37%
8	华润置地	256.0	36%	1%	35%
9	龙湖集团	249.4	-15%	20%	-35%
10	新城控股	236.6	24%	88%	-64%
11	世茂房地产	215.5	26%	66%	-40%
12	阳光城	200.8	50%	43%	7%
13	中国金茂	182.9	-40%	655%	-695%
14	中粮控股	178.0	359%	82%	277%
15	金地集团	175.5	38%	-21%	59%
16	正荣集团	170.5	-7%	120%	-127%
17	华夏幸福	169.4	-43%	48%	-91%
18	招商蛇口	168.3	-11%	23%	-34%
19	中南置地	167.4	15%	77%	-62%
20	旭辉集团	160.0	-5%	19%	-25%
21	金科集团	153.4	17%	89%	-72%
22	融信集团	148.6	9%	81%	-72%
23	富力地产	138.8	12%	58%	-46%
24	泰禾集团	137.1	-27%	81%	-108%
25	雅居乐	133.2	8%	12%	-4%

26	蓝光发展	116.9	16%	45%	-29%
27	滨江集团	112.5	-10%	110%	-120%
28	奥园集团	112.3	38%	114%	-76%
29	首开股份	111.7	8%	-10%	19%
30	远洋集团	110.5	38%	41%	-3%

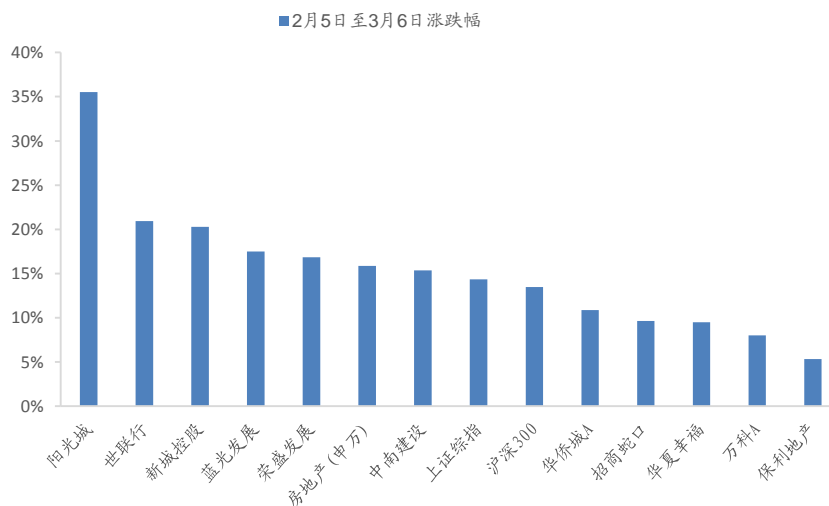
资料来源:公司公告、克而瑞、国信证券经济研究所整理

## 板块表现及估值变化

2月以来,在多种因素作用下,市场风险偏好大幅提升,新兴产业、农业板块涨幅居前。2月15日至3月6日间,打板、鸡产业、领涨龙头等概念指数涨幅居前,涨幅分别达到了63.7%、47.8%、38.8%,甚至连业绩暴雷指数都录得31.9%的涨幅。A股市场这种浪漫的情绪和高风险偏好制约了市场容量虽大但长期故事不够大的地产股跑出相对收益,二月份申万房地产指数录得15.9%的涨幅,跑赢沪深300达2.4个百分点,位于28个行业中第13名。

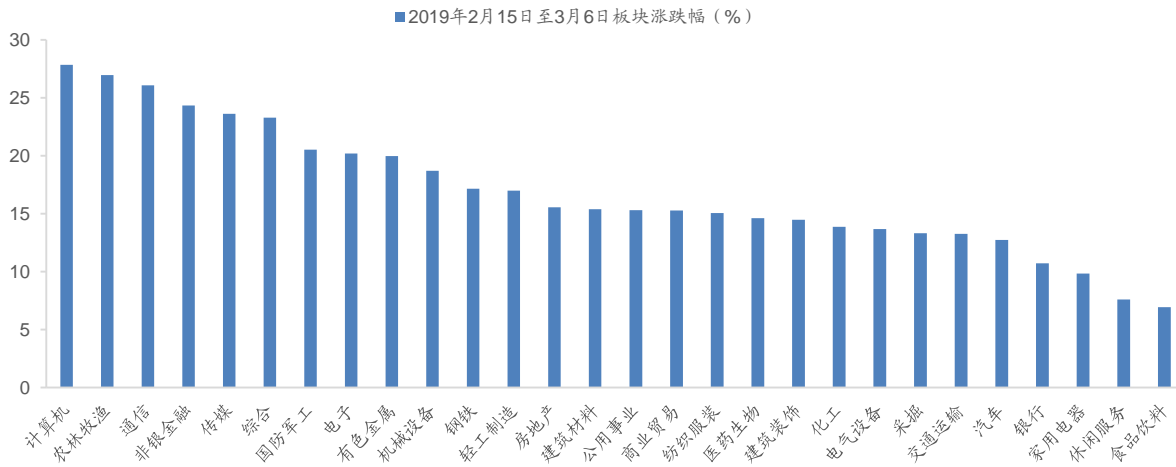
我们认为:如果这种浪漫情绪和高风险偏好能持续,地产股大概率后市亦有望拉升补涨,绝对收益无虞;若这种浪漫情绪和高风险偏好不能持续,低估值的地产股将有望重新跑出相对收益。

图 10: 2019 年 2 月 15 日至 3 月 6 日部分优势地产股涨幅



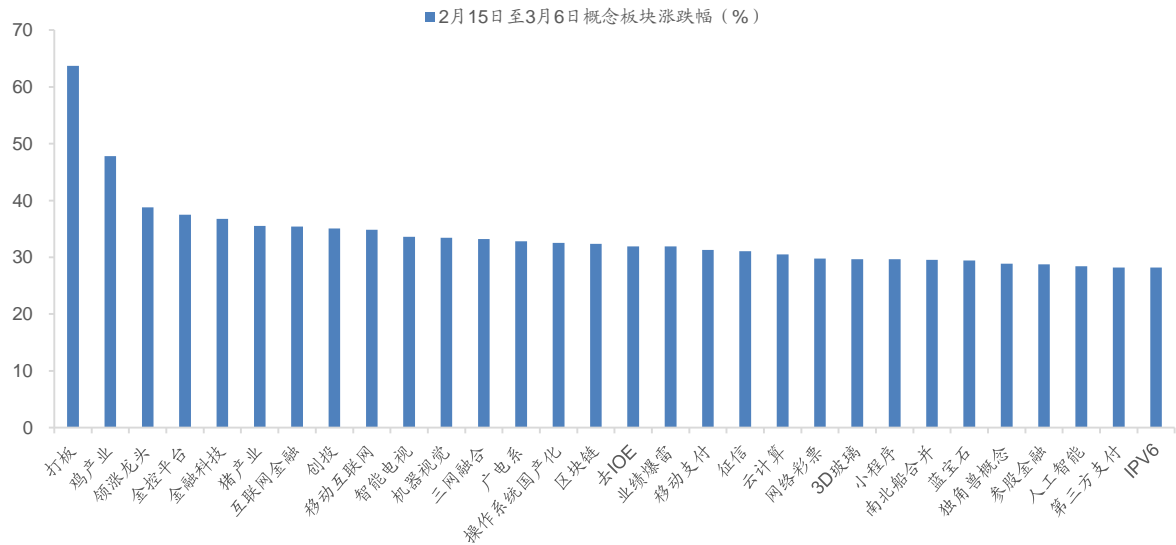
资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2019 年 2 月 15 日至 3 月 6 日各行业板块涨幅



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2019 年 2 月 15 日至 3 月 6 日部分概念板块涨幅



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2 月份随着申万房地产指数上涨, 2019 年动态 PE 也发生了变化, 截至 3 月 6 日, 由 2 月 15 日的 6.8 倍提升至 7.6 倍, 但 PE 估值整体上仍处在近五年的低位; 同期板块 PB 由 1.4 提升至 1.6。

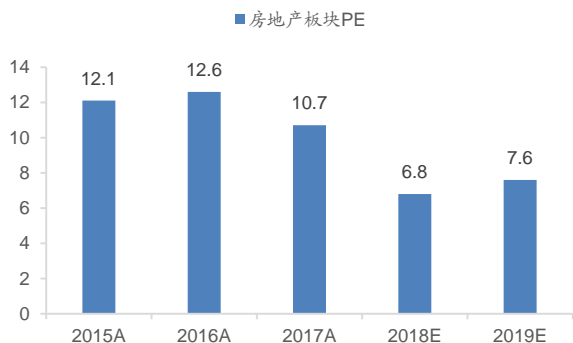
注 1: 每年股价最低时点按照当年申万房地产指数的最低时点;

注 2: 每年最低点的 PE=每年股价最低点的总市值/当年归母净利润总和, 2018 年的归母净利润总和取 WIND 一致预期 (取 50 家主流地产股);

注 3: 2 月 15 日 PE=2 月 15 日收盘价的总市值/2019 年 WIND 一致预期归母净利润总和; 3 月 6 日 PE=3 月 6 日收盘价的总市值/2019 年 WIND 一致预期归母净利润总和 (取 50 家主流地产股)。

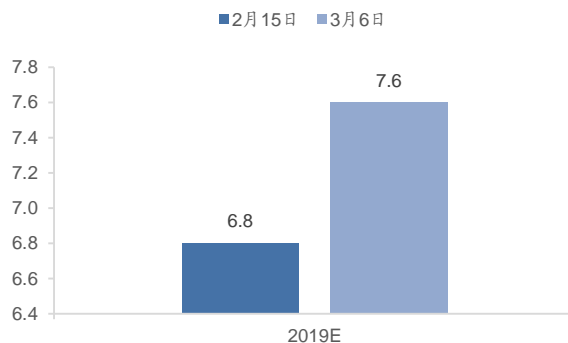
注 4: 计算 PB 匹配的财务数据来自 2018 年三季度报。

图 13: 近几年地产股 PE 变化



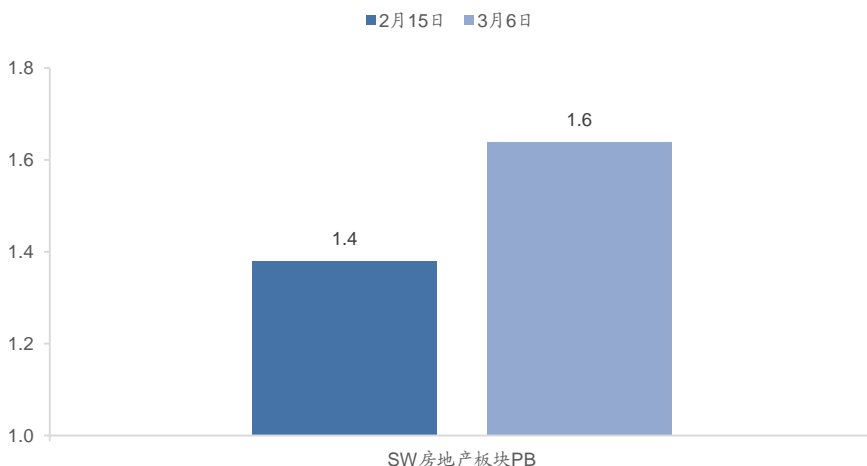
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理  
注 1、注 2

图 14: 2 月 15 日至今地产股 PE 变化



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理  
注 3

图 15: 2 月 15 日至今地产股 PB 变化



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理  
注 4

## 核心观点及投资建议

再次强调历史铁律: 牛市, 地产股又怎会缺席? 维持行业“超配”评级, 建议机构投资者加大对地产股的配置。3 月组合如前述, 并维持对华夏幸福、新城控股、龙光地产、保利地产、招商蛇口、华润置地、旭辉控股、宝龙地产、合景泰富、蓝光发展、世联行、中国恒大、华侨城 A、碧桂园等品种的“买入”评级。

## 风险

- 一、市场的风险: 若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖;
- 二、研究框架的风险: 上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》, 其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅

开发对中国宏观经济拉动作用的行业，则上述研究框架失效，导致相应地策略建议亦失效。

**附表 1: 重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
600048.SH	保利地产	买入	13.99	1.32	1.58	1.9	10.6	8.9	7.4	1.6
600340.SH	华夏幸福	买入	32.19	2.83	3.8	4.83	10.6	8.5	6.7	2.5
601155.SH	新城控股	买入	36.42	2.71	4.21	5.5	11	8.7	6.6	3.2
002146.SZ	荣盛发展	买入	10.76	1.32	1.76	2.2	7.2	6.1	4.9	1.5
600466.SH	蓝光发展	买入	6.85	0.64	0.75	1.12	8.8	9.1	6.1	1.4
001979.SZ	招商蛇口	买入	21.70	1.55	1.91	2.36	12.7	11.4	9.2	2.3
000961.SZ	中南建设	买入	8.18	0.16	0.55	0.96	39.5	14.9	8.5	1.7
000671.SZ	阳光城	买入	7.78	0.51	0.76	0.98	15.5	10.2	7.9	1.7
000069.SZ	华侨城 A	买入	7.24	1.05	1.23	1.49	8.1	5.9	4.9	1.3
2007.HK	碧桂园	买入	9.76	1.23	1.5	1.88	10.2	6.5	5.2	2.8
3380.HK	龙光地产	买入	10.22	1.19	1.73	2.15	5.8	5.9	4.8	1.6
1109.HK	华润置地	买入	26.40	2.78	3.51	3.99	6.9	7.5	6.6	1.1
3333.HK	中国恒大	买入	22.42	1.83	3.62	4.1	12.2	6.2	5.5	2.6
0884.HK	旭辉控股集团	买入	4.63	0.68	0.7	0.87	6.2	6.6	5.3	1.4
1238.HK	宝龙地产	买入	3.37	0.84	1.02	1.2	3.8	3.3	2.8	0.5
1813.HK	合景泰富集团	买入	7.36	1.17	1.57	1.88	6.7	4.7	3.9	0.9
1628.HK	禹洲地产	增持	3.67	0.7	0.85	1.1	5.2	4.3	3.3	0.9
3377.HK	远洋集团	增持	3.14	0.69	0.65	0.78	6.7	4.8	4.0	0.7
1638.HK	佳兆业集团	增持	2.78	0.6	0.65	0.76	6.8	4.3	3.7	1.2

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (注: 涉及金额均以人民币计价)

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032