

房地产行业估值研究专题

# 政策改善、信用宽松，突破行业估值枷锁

**推荐** (维持)

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

联系人：曹曼

电话：021-20572593

邮箱：caoman@hcyjs.com

**事项：**

四轮房地产周期中的政策放松期，都伴随着主流房企估值的显著上行，其中二线房企估值一般都高于一线房企。2017H2-2018年初由于房地产行业的供给侧改革，导致了资金、土地和销售集中度的大幅提升，因此一线房企估值跑赢二线，过往经验看似失效，同时考虑过往10年房地产行业估值峰值不断下移，综合导致市场对于房地产行业估值上限形成了一定的思维定势、甚至是估值枷锁。长期来看我们认为集中度提升的逻辑将持续验证，行业的供给侧改革将继续推进，拉长时间轴来看一线房企的估值溢价合理；但2019年逆周期调节背景下，政策改善和信用宽松将推动行业估值提升，其中信用利差收窄则将赋予二线房企更高估值弹性。

**观点：****1、行业整体估值分析：目前行业估值处合理区间中下沿，4大因素推动估值仍有40%提升空间**

10年后行业估值区间稳定，房地产板块PE TTM估值的峰值在16-18倍、底部在9-11倍。18年12月板块PE TTM触底8.8倍、目前稳步回升至11.5倍，处于合理区间中下沿、仍有40%提升空间。我们认为四大因素将推动板块估值提升，分别是：1) 全国销量增速预计在19Q1-Q2中增速见底，之后逐步收窄，而销量见底收窄意味着估值见底回升；2) 预计无风险利率将进一步下行、信用利差逐步收窄，AA+房企债收益率拐头走低也将推动板块估值逐步回升；3) 政策边际改善趋势已定，预计一二线的“一城一策”叠加三大城市圈发展规划提振需求，而政策放松一般伴随着估值走高；4) 房地产税未进入2019年财政部立法工作安排，短期估值压制因素减弱。就龙头而言，考虑政策改善、资金宽松和一二线改善等，预计龙头估值仍有30%提升空间，源于：1) 万科保利10年至今PE TTM峰值分别为15.3和12.2倍，目前仍有40%空间；2) 万科保利动态PE峰值均值均为11倍，目前仍有30%空间。

**2、二线估值溢价分析：二线估值弹性更大，信用利差收窄、业绩增速更高赋予额外50%溢价空间**

09年至今一线房企动态PE中枢9.8倍 vs. 二线14.8倍，二线房企估值一般高于一线50%；同时估值中枢偏离度上下限分别为55%和33% vs. 一线房企47%和27%，预示估值弹性更大。历史来看二线高杠杆房企相对万科、保利的估值溢价倍数逆序与信用利差契合度较好，并且我们预计19年信用宽松导致的融资成本下行将带动AA+房企信用利差或降至13年的180BP左右，对应二线房企估值溢价倍数中枢在1.5倍。因此如果一线房企估值稳定在8倍或提升至中枢10倍、则对应二线估值分别为12倍和15倍。此外，主流一线房企10-18年销售额CAGR均值27% vs. 二线均值38%；19年销售目标一线10%左右 vs. 二线20-30%；10-18年一线平均业绩增速20%左右 vs. 二线35-55%，叠加高预收款和3-4年股权激励锁定未来业绩；以及18年初信用利差大幅上行预示19年资金成本下行空间更大；因此二线房企相对高销售增速、高业绩增速和高杠杆将赋予更高估值弹性。

**3、投资建议：政策改善、信用宽松，突破行业估值枷锁，维持行业“推荐”评级**

2019年中，政策边际改善趋势已定，一二线“一城一策”和三大城市圈发展规划实现结构性放松提振需求，并对冲三四线的棚改缩减需求削弱。而货币和信用宽松也已经持续验证，10年期国债收益率持续下行、行业发债规模增加、房企发债利率降低，后续无风险利率或继续下行、AA+房企债信用利差收窄，对应二线房企估值将有所抬升。复盘以往周期，我们认为行业和龙头估值仍有30%空间，二线房企估值相对一线仍有50%溢价空间，或将可以提升至12-15倍；并且目前一二线城市已经处于“市场底、资金底和政策底”的三底叠加阶段，有利于一二线布局房企的销售弹性。目前主流房企19PE估值仅5-9倍，NAV折价20-50%，我们维持行业“推荐”评级以及看多龙头和蓝筹房企，推荐两条主线：一二线龙头（受益一二线需求弹性）：金地集团、万科、招商蛇口、融创中国、保利地产；二线蓝筹（受益资金放松受益）：新城控股、中南建设、阳光城、首开股份、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展。

**4、风险提示：房地产市场销量超预期下行以及行业资金放松不及预期**

# 目录

前言&观点概要 .....	5
一、行业整体估值分析：目前行业估值处合理区间中下沿，4大因素推动估值仍有40%提升空间 .....	5
（一）行业估值周期复盘：10年后行业估值区间稳定，目前处合理区间中下沿、仍有40%提升空间 .....	5
（二）估值提升驱动因素：销量增速见底收窄、流动性宽松加强、政策边际改善、房地产税淡化 .....	7
1、驱动因素1：预计19Q1-Q2销量增速将见底后逐步收窄，推动板块估值将逐步回升 .....	7
2、驱动因素2：预计无风险利率将进一步下行、信用利差逐步收窄，推动板块估值将逐步回升 .....	10
3、驱动因素3：政策边际改善，“一城一策”叠加三大城市群规划，推动板块估值将逐步回升 .....	13
4、驱动因素4：房地产税未进入2019年财政部立法工作安排，短期估值压制因素减弱 .....	14
（三）龙头房企估值分析：考虑政策改善、信用宽松和一二线改善等，预计龙头估值仍有30%提升空间 .....	17
二、二线估值溢价分析：二线估值弹性更大，信用利差收窄、业绩增速更高赋予额外50%溢价空间 .....	20
（一）估值周期复盘：二线估值一般高于一线50%，同时估值中枢偏离度更大、预示弹性更大 .....	20
（二）信用利差收窄：信用利差与二线房企估值溢价倍数强相关，高杠杆赋予更高资金弹性 .....	24
1、信用利差与二线房企估值溢价倍数强相关，二线相对一线估值溢价中枢50% .....	24
2、18年初至今房地产AA+和AA产业债信用利差上行较多，后续下行空间更大 .....	26
3、利息支出下降、拿地策略易调整，高杠杆属性决定二线受益资金宽松程度更强 .....	27
（三）业绩增速更高：二线房企销售和业绩增速更高，对应将获得更高的估值溢价 .....	28
三、投资建议：政策改善、信用宽松，突破行业估值枷锁，维持行业“推荐”评级 .....	31
四、风险提示：房地产市场销量超预期下行以及行业资金放松不及预期 .....	31

# 图表目录

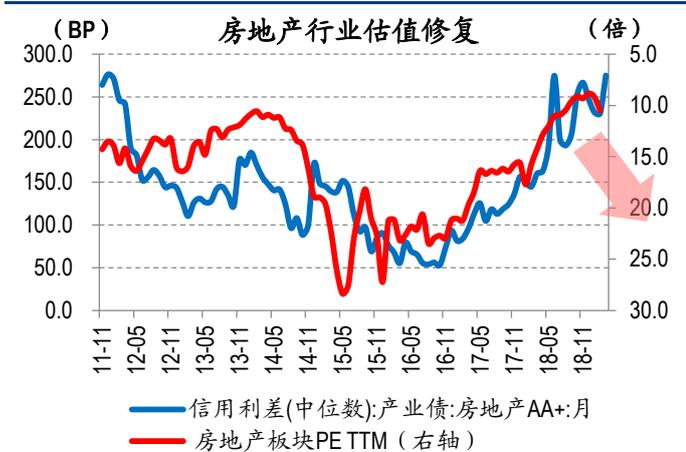
图表 1、房地产 AA+产业债信用利差 vs.板块 PE TTM .....	5
图表 2、信用利差与阳光城/保利估值溢价逆序正相关 .....	5
图表 3、行业、万科、保利估值和销售额单月增速走势 .....	6
图表 4、以往周期中板块 PE TTM 上下限区间及发生时间 .....	7
图表 5、以往周期中板块 PE TTM 估值顶和估值底以及对应单月销售面积增速 .....	7
图表 6、2019 年部分省份棚改计划 .....	8
图表 7、45 城一手房月成交同比 .....	9
图表 8、45 城一手房月成交累计同比 .....	9
图表 9、45 城一手房成交面积同比：一二线 vs.三四线 .....	10
图表 10、2019 年 2-3 月楼市草根调研情况 .....	10
图表 11、10 年期国债收益率与房地产 AA+产业债信用利差 18 年开始分化 .....	11
图表 12、10 年期国债收益率 vs.板块 PE TTM .....	11
图表 13、房地产 AA+产业债信用利差 vs.板块 PE TTM .....	11
图表 14、2018 年底至今关于流动性宽松的调控政策及发言 .....	12
图表 15、近期房企同类产品发债利率已经有所下行 .....	12
图表 16、政策情况 vs.房地产板块 PE TTM vs.销量增速 .....	13
图表 17、以往周期中板块 PE TTM 估值顶和估值底以及对应单月销售面积增速 .....	14
图表 18、历年重要会议及领导人关于房地产提法 .....	14
图表 19、历年立法计划及预备项目情况 .....	16
图表 20、万科、保利近几轮周期动态 PE 峰值及发生时间 .....	17
图表 21、万科、保利 PE TTM vs.AAA 房企债信用利差 .....	18
图表 22、万科、保利 PE TTM vs.10 年期国债收益率 .....	18
图表 23、万科累计销售额同比 vs.PE TTM .....	18
图表 24、保利累计销售额同比 vs.PE TTM .....	18
图表 25、累计销售额同比：万科 vs.行业 .....	19
图表 26、累计销售额同比：保利 vs.行业 .....	19
图表 27、万科保利销售额增速 vs.10 年期国债收益率逆序 .....	19
图表 28、PE TTM 对比：万科保利 vs.行业 .....	20
图表 29、PE TTM 对比：万科 vs.其他版块龙头 .....	20
图表 30、估值对比：万科、保利、金地、板块 .....	21
图表 31、估值对比：荣盛、华夏幸福、阳光城、中南建设、板块 .....	21
图表 32、2009-2018 年一二线房企 PE TTM 均值偏离上下限区间对比 .....	22
图表 33、万科：PE TTM 均值和上下限 .....	22

图表 34、保利：PE TTM 均值和上下限.....	22
图表 35、金地：PE TTM 均值和上下限.....	23
图表 36、荣盛：PE TTM 均值和上下限.....	23
图表 37、华夏幸福：PE TTM 均值和上下限.....	23
图表 38、阳光城：PE TTM 均值和上下限.....	23
图表 39、中南建设：PE TTM 均值和上下限.....	23
图表 40、首开股份：PE TTM 均值和上下限.....	23
图表 41、信用利差与阳光城/保利估值溢价逆序正相关.....	24
图表 42、信用利差与荣盛发展/保利估值溢价逆序正相关.....	24
图表 43、信用利差与中南建设/保利估值溢价逆序正相关.....	25
图表 44、信用利差与华夏幸福/保利估值溢价逆序正相关.....	25
图表 45、信用利差与阳光城/万科估值溢价逆序正相关.....	25
图表 46、信用利差与荣盛发展/万科估值溢价逆序正相关.....	25
图表 47、信用利差与中南建设/万科估值溢价逆序正相关.....	26
图表 48、信用利差与华夏幸福/万科估值溢价逆序正相关.....	26
图表 49、AAA、AA+、AA 房地产产业债信用利差 vs.10 年期国债收益率.....	26
图表 50、主流房企净负债率情况.....	27
图表 51、房企分月发债情况.....	27
图表 52、主流二线房企利息支出下行平均对业绩贡献 4.8%.....	28
图表 53、主流一二线房企销售增速对比：2009-2018.....	28
图表 54、主流二房企销售增速对比：2012-2018.....	28
图表 55、中南建设、阳光城、华夏幸福、蓝光发展股权激励对应业绩目标及增速.....	29
图表 56、2010-2018E 二线房企业绩平均增速更高.....	29
图表 57、主流 15 家房企预收款覆盖倍数达到 9 年来最高.....	29
图表 58、主流房企 19 年销售目标增速对比.....	29
图表 59、拿地均价/销售均价：中南建设.....	30
图表 60、拿地均价/销售均价：阳光城.....	30
图表 61、2012-2018 年 5 家主流房企拿地均价/销售均价情况.....	30
图表 62、主流一二线房企估值表.....	31

## 前言&观点概要

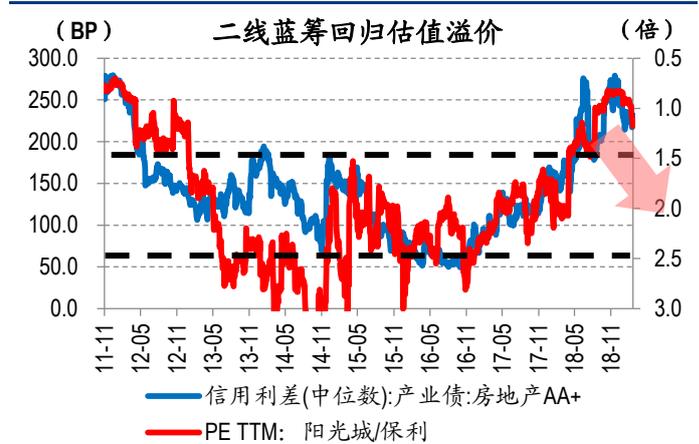
历史上四轮房地产周期中（2005-2008、2009-2011、2012-2014、2015-至今）的政策放松期间，都伴随着主流房企估值的显著上行，其中二线房企估值一般都高于一线房企估值。2017H2-2018年初由于集中度提升的逻辑，一线房企估值跑赢二线，过往经验看似失效；同时考虑过往10年房地产行业估值峰值不断下移，综合导致市场对于房地产行业估值上限形成了一定的思维定势、甚至是估值枷锁。长期来看我们认为集中度提升的逻辑将持续验证，行业的供给侧改革将继续推进，拉长时间轴来看一线房企的估值溢价合理；但2019年逆周期调节背景下，我们认为政策改善和信用宽松将推动行业估值提升，其中信用利差收窄则将赋予二线房企更高估值弹性。

图表 1、房地产 AA+产业债信用利差 vs.板块 PE TTM



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2、信用利差与阳光城/保利估值溢价逆序正相关



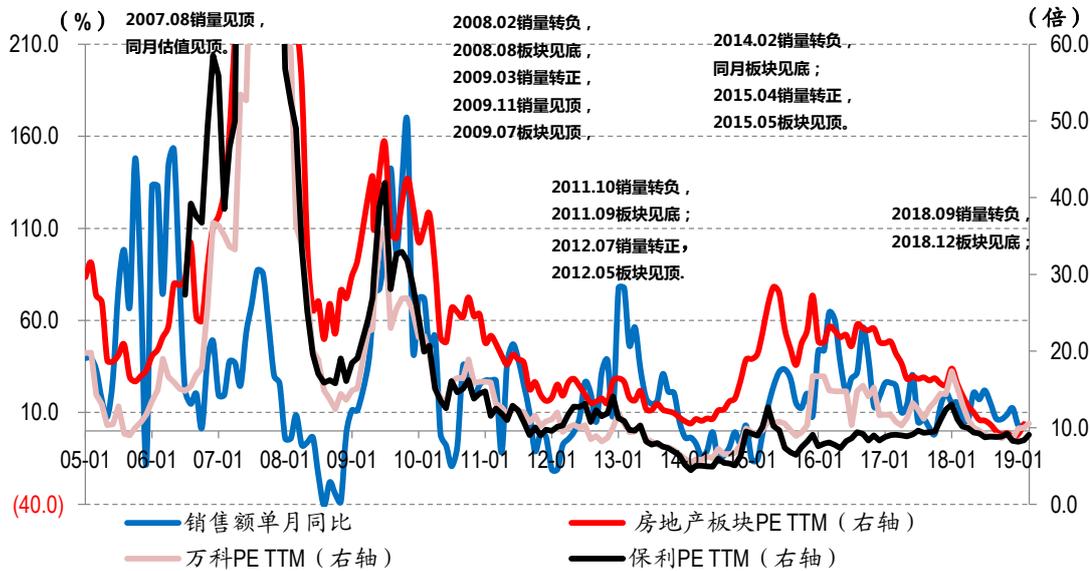
资料来源: Wind, 华创证券

## 一、行业整体估值分析：目前行业估值处合理区间中下沿，4大因素推动估值仍有40%提升空间

### （一）行业估值周期复盘：10年后行业估值区间稳定，目前处合理区间中下沿、仍有40%提升空间

以往四轮小周期（2005-2008、2009-2011、2012-2014、2015-至今）中，销量、政策与板块估值有较紧密的关系，其中单月销售面积增速转负、政策放松、板块估值见底，单月销量见顶、政策从紧、板块估值见顶。在过去四轮小周期中，房地产板块 PE TTM 峰值从2007年8月的120倍逐步下行至2018年1月的18倍，而估值底部稳定在10-20倍，近期最低点在2018年12月8.8倍出现，目前在11.5倍。

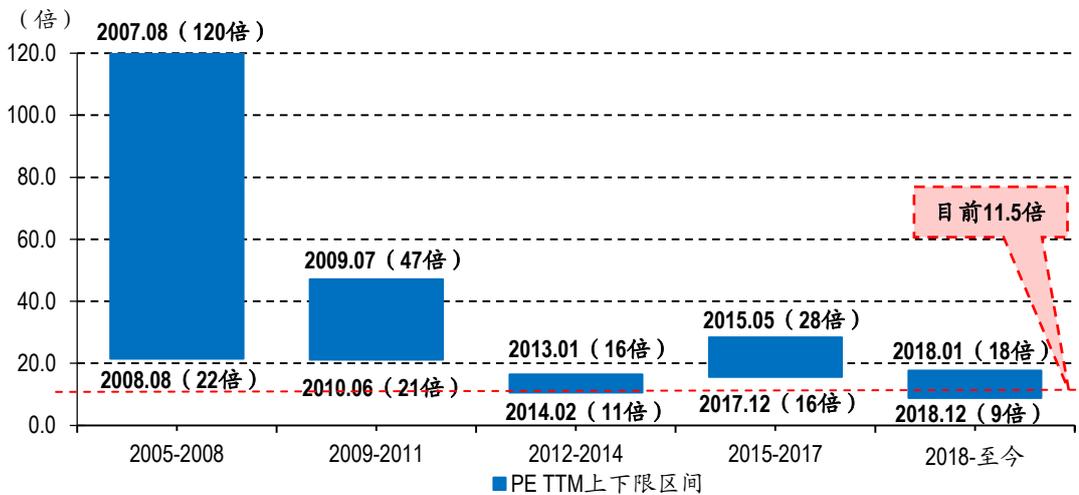
图表 3、行业、万科、保利估值和销售额单月增速走势



资料来源: Wind, 华创证券

从过往四轮小周期来看, 我们可以发现, 房地产板块估值峰值呈现一路下行。原因或主要在于: 1) 行业销量 10 年近翻番, 需求总量逐步见顶, 销售增速逐步放缓; 2) 行业调控越来越频繁、密集, 且力度更大; 3) 房价涨幅受压制, 开发模式亦由囤地模式变为快周转模式, 企业估值由 beta 属性主导向 alpha 属性主导转变。其中, 后两者在调控常态化和企业开发模式亦由囤地变为快周转的背景下, 房地产行业的也应有合理的估值, 并不是一味的下降。

值得注意的是, 2012-2014 年以及 2015 年至今的两轮小周期中, 房地产板块估值的峰值和底部也相对稳定。期间 PE TTM 估值峰值分别为 2013 年 1 月的 16.4 倍、2015 年 5 月的 28.4 倍和 2018 年 1 月 17.7 倍 (政策从严期), 期间 PE TTM 估值底部分别为 2014 年 2 月 10.6 倍、2017 年 12 月的 15.6 倍和 2018 年 12 月 8.8 倍。剔除 2015 年牛市前后估值表现后, 我们可以发现房地产板块 PE TTM 估值的峰值在 16-18 倍, 而底部在 9-11 倍, 这可以作为后续估值分析的合理参考区间。

**图表 4、以往周期中板块 PE TTM 上下限区间及发生时间**


资料来源: Wind, 华创证券

就板块估值的合理区间来看, 2009 年之前的地产行业仍处于蓬勃发展期, 高成长时期的估值参考意义不大, 并且限购限贷等调控措施也是自 2010 年之后变得常态化, 此外, 主流房企也先后自 2010 年开始, 开发模式亦由囤地变为快周转, 因而 2010 年之后的估值表现将更具参考意义。目前房地产板块 PE TTM 估值(3 月 20 日收盘)为 11.5 倍, 处于估值底部 9-11 倍、估值峰值 16-18 倍的合理参考区间中下沿。后续即使只修复到 2013 年 1 月和 2018 年 1 月的估值位置, 目前而言也仍有 42% 和 54% 的估值空间; 如果参考 2015 年牛市表现的话, 估值提升空间将更大。

**图表 5、以往周期中板块 PE TTM 估值顶和估值底以及对应单月销售面积增速**

小周期区间	时间	PE TTM 峰值	单月销售面积 同比 (%)	时间	PE TTM 底部值	单月销售面积 同比 (%)
		<b>政策收紧</b>			<b>政策放松</b>	
2005-2008	2007.08	120.0	57.9	2008.08	21.5	(35.7)
2009-2011	2009.07	47.1	67.6	2010.06	21.2	(3.2)
	2010.10	27.0	16.0	2012.08	13.2	12.9
2012-2014	2013.01	16.4	49.5	2014.02	10.6	(0.0)
2015-至今	2015.05	28.4	15.0	2017.12	15.6	6.1
	2018.01	17.7	4.1	2018.12	8.8	0.9

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 估值提升驱动因素: 销量增速见底收窄、流动性宽松加强、政策边际改善、房地产税淡化

1、驱动因素 1: 预计 19Q1-Q2 销量增速将见底后逐步收窄, 推动板块估值将逐步回升

从过去四轮周期可以看出, 行业销量增速见底意味着板块估值见底, 并且本轮 2018 年 12 月房地产板块的 PE

TTM 估值底 8.8 倍已经达到史上最低，目前已经稳步回升到 11.5 倍。随着销量增速逐步见底收窄，板块估值也在逐步触底回升。

其中，我们预计全国销量增速在 19Q1-Q2 中增速见底，而后逐步收窄。主要源于：一方面，对于一二线而言，自 2016Q1 开始市场调整至今已经历时近 3 年，调整较为充分，目前一二线已经处于“市场底、资金底和政策底”的三底叠加，后续包括三大城市群中强三四线在内的市场将逐步改善；另一方面，对于三四线而言，由于过去 3 年棚改对于三四线需求的过度消耗+19 年棚改计划的显著缩减将综合影响三四线需求的下降。因而，一二线和三四线需求占比 30%vs.70%将综合决定需求总量偏弱、结构改善，并且我们预计全国销量增速将在 1 季度末或者 2 季度中见底。

图表 6、2019 年部分省份棚改计划

省份	2017 年计划 (万套)	2018 年计划 (万套)	2019 年计划 (万套)	2019 年同比 (%)
安徽省	33.2	25.5	21.5	(16.0)
陕西省	22.7	20.2	20.9	3.7
山西省	13.0	12.5	3.3	(74.0)
山东省	74.0	70.0	25.6	(63.4)
江西省	24.2	27.8	27.8	(0.0)
湖北省	41.0	23.3	22.8	(2.0)
浙江省	17.9	34.6	18.3	(47.0)
四川省	25.0	25.0	15.0	(40.0)
甘肃省	16.6	23.2	18.3	(21.3)
福建省	6.9	4.4	3.7	(15.7)
河南省	56.0	50.0	15.0	(70.0)
河北省	20.0	23.0	21.3	(7.6)
青海省	5.6	3.1	1.0	(67.2)
广东省	3.7	2.6	2.4	(7.3)
江苏省	25.8	21.5	22.0	2.3
贵州省	43.0	38.5	7.6	(80.3)
云南省	16.8	13.9	10.0	(28.2)
海南省	3.4	1.4	0.9	(32.8)
辽宁省	10.0	6.3	7.7	22.8
吉林省	NA	9.0	3.5	(61.5)
广西自治区	8.1	9.0	12.9	43.2
新疆自治区	28.0	47.0	14.7	(68.7)
宁夏自治区	NA	2.9	3.1	5.9
西藏自治区	NA	3.5	1.9	(46.0)
重庆市	NA	4.2	5.0	19.0
北京市	5.0	2.4	1.2	(51.3)
天津市	0.5	0.7	0.5	(31.6)
24 省+3 市合计	500	505	308	(39.1)

省份	2017年计划(万套)	2018年计划(万套)	2019年计划(万套)	2019年同比(%)
全国	600	580	353	(39.1)
占比(%)	83.4	87.1	87.1	黄色部分为估算值

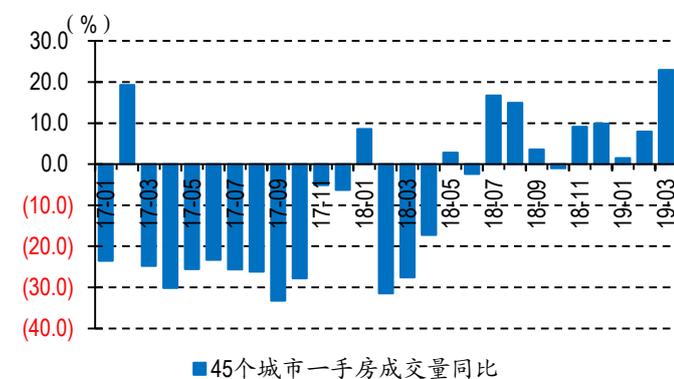
资料来源: Wind, 各省政府官方网站, 华创证券

注: 2018-2020年三年全国棚改计划1,500万套, 2018年中实际完成626万套, 按逻辑2019-2020年平均每年需完成437万套, 目前除湖南、内蒙古、黑龙江、上海3省1市以外, 其余24省+3市已公布2019年棚改计划, 合计约308万套, 参考2018年其占全国棚改计划比值为87%, 我们假设占比不变情况下, 可以推算2019年全国棚改计划约为353万套, 较2018年计划580万套同比下降39%、较2018年实际完成626万套同比下降44%, 最终真实数据可能会略有波动, 并且预计具体总体棚改压缩会受到稳经济诉求的约束。

而从高频数据来看, 一二线稳步向好的趋势已经持续验证。全国一手房(45城)3月截至上周月成交同比+22%, 其中一二线+50%、三四线-17%; 年初累计至今成交同比+8%, 其中一二线+20%、三四线-16%。二手房(14城)方面, 3月截至上周月成交同比+11%, 年初累计至今成交同比-7%。

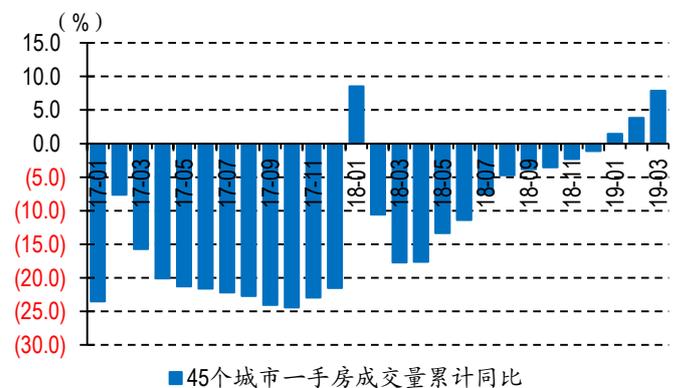
并且, 我们近期的草根调研也验证了近期一二线需求有结构性回暖、三四线仍相对较弱, 如南京、厦门、佛山等二线城市有所回暖, 如杭州、苏州、济南等二线城市平稳, 如湖州、桐乡、淄博等三四线城市仍处于较弱状态, 但佛山、南通、嘉兴和北三县等城市群中的三四线城市表现出回暖迹象。

图表 7、45 城一手房月成交同比



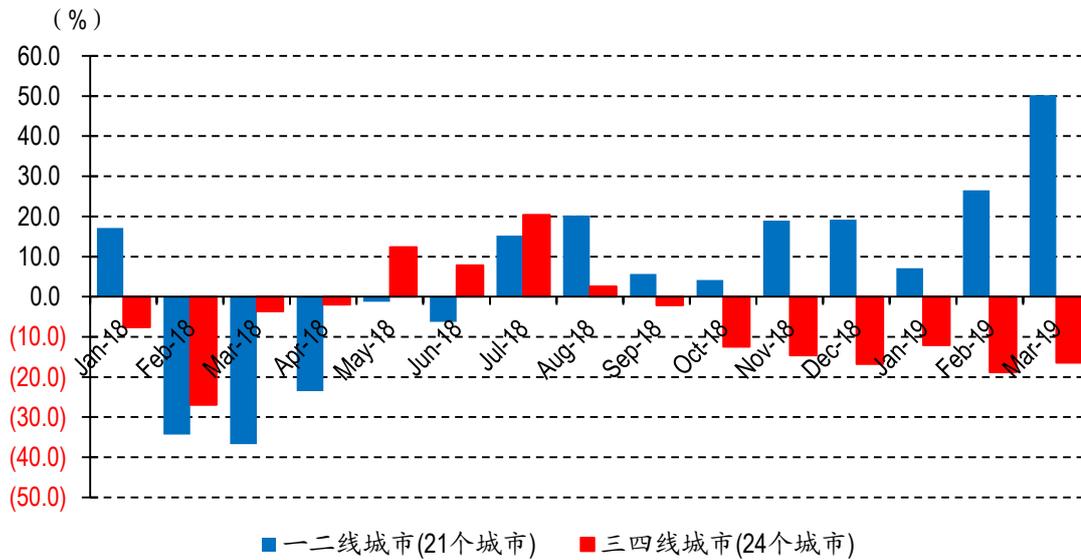
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8、45 城一手房月成交累计同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9、45 城一手房成交面积同比：一二线 vs.三四线



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10、2019 年 2-3 月楼市草根调研情况

城市能级	城市	销售
二线城市	南京	略有回暖
二线城市	厦门	略有回暖
二线城市	杭州	平稳
二线城市	苏州	平稳
二线城市	济南	平稳
三大城市群三四线	佛山	略有回暖
三大城市群三四线	南通	略有回暖
三大城市群三四线	嘉兴	略有回暖
三大城市群三四线	北三县	略有回暖
三大城市群三四线	湖州	偏弱
三大城市群三四线	桐乡	偏弱
三四线	淄博	偏弱

资料来源: 草根调研, 华创证券

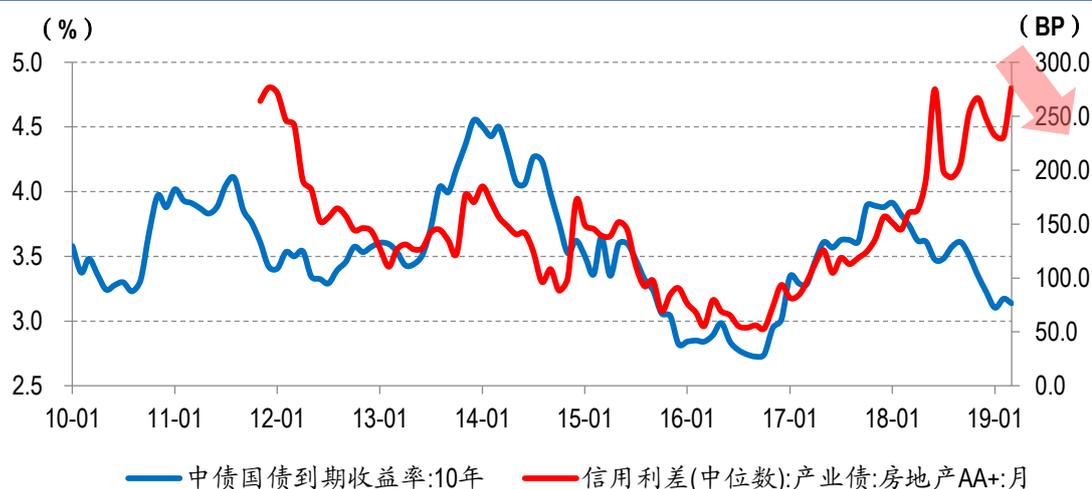
## 2、驱动因素 2: 预计无风险利率将进一步下行、信用利差逐步收窄, 推动板块估值将逐步回升

历史上 10 年期国债收益率和板块 PE TTM 呈现强负相关。但是, 从 2018 年资管新规开始, 信用利差的走阔导致 10 年期国债周收益率和 AA+房企债收益率开始背离, 导致出现 10 年期国债收益率走低的同时, 房地产行业估值却也开始走低。而在这个阶段中, AA+房企债收益率和房地产行业估值仍呈现强负相关性。

2018 年底至今, 货币宽松以及信用宽松的主基调不断印证。3 月 15 日, 李克强指出, “我们还可以运用像存款

准备金率、利率等数量型或价格型工具，这不是放松银根，而是让实体经济更有效地得到支持”。我们预计随着 2019 年的货币以及信用的进一步宽松，10 年期国债收益率将进一步下行，同时信用利差也将拐头逐步缩窄，预计 AA+ 房企债收益率的拐头走低也将推动地产板块估值逐步走高。

图表 11、10 年期国债收益率与房地产 AA+ 产业债信用利差 18 年开始分化



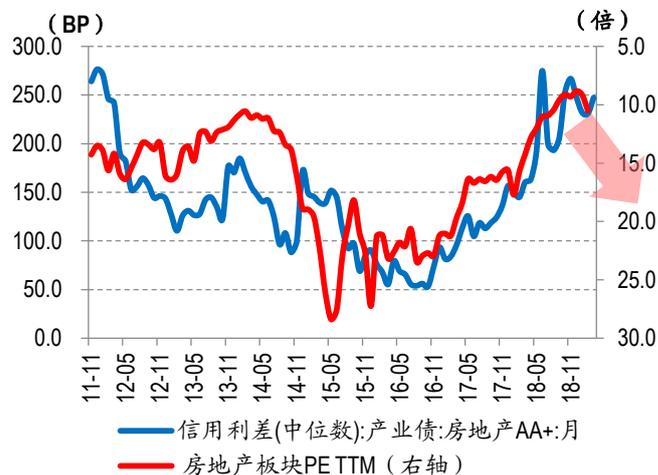
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12、10 年期国债收益率 vs. 板块 PE TTM



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13、房地产 AA+ 产业债信用利差 vs. 板块 PE TTM



资料来源: Wind, 华创证券

我们认为 2019 年房企融资成本会有所下行，AA+ 房企债信用利差或会降至 2013 年 180BP 左右的情景。年初如新城控股、华夏幸福在内的房企发债利率持续下行也佐证了这一观点。从主要政策层的依据看，政府工作报告里明确写出“降低实体经济融资成本”，易纲之后也提出要通过将“风险溢价”的方式来降低实际利率，政策层取向看流动性宽松，尤其是中长期流动性宽松会维持，降准或者 MLF/TMLF 操作会继续做，因为有明确的降低实际利率的政策目标。

**图表 14、2018 年底至今关于流动性宽松的调控政策及发言**

时间	发布主体	主要内容
2018/11/2	央行副行长朱鹤新	央行朱鹤新：将通过多种货币政策工具提供合理充裕流动性支持
2018/12/3	央行行长易纲	易纲：用好定向降准、再贷款再贴现、抵押补充贷款等政策工具，扩大中期借贷便利合格担保品范围，加大对小微企业等重点领域和薄弱环节的金融支持。
2019/1/4	央行	中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。此次降准+TMLF+一季度到期 MLF 净释放长期资金近 8000 亿。
2019/3/5	国务院总理李克强	国务院总理李克强 5 日在作政府工作报告时说稳健的货币政策要松紧适度。在实际执行中，既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕， <b>有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。</b>
2019/3/11	央行行长易纲	易纲：稳健货币政策内涵不变， <b>降准仍有空间。</b>
2019/3/11	央行相关部门负责人	下一阶段，人民银行将继续实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，把握好调控的度，保持流动性合理充裕
2019/3/15	国务院总理李克强	国务院总理李克强表示我们还可以运用像存款准备金率、利率等数量型或价格型工具， <b>这不是放松银根，而是让实体经济更有效地得到支持。</b>

资料来源：政府官方网站，华创证券

**图表 15、近期房企同类产品发债利率已经有所下行**

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)	期限(年)
011900078.IB	19 新城控股 SCP001	超短期融资债券	2019/01/14	2019/10/11	6.00	4.30	270 天
011801852.IB	18 新城控股 SCP002	超短期融资债券	2018/09/25	2019/06/22	9.00	5.98	270 天
011801741.IB	18 新城控股 SCP001	超短期融资债券	2018/09/04	2019/06/01	15.00	6.24	270 天
150841.SH	18 新控 02	私募债	2018/11/7	2021/11/7	12.00	7.50	3
150620.SH	18 新控 01	私募债	2018/8/20	2021/8/20	6.00	7.97	3
155269.SH	19 新城 02	一般公司债	2019/3/20	2024/3/20	10.00	5.90	5
155268.SH	19 新城 01	一般公司债	2019/3/20	2023/3/20	11.00	5.05	4
143896.SH	18 新控 05	一般公司债	2018/10/29	2022/10/29	21.60	7.43	4
101900005.IB	19 新城控股 MTN001	一般中期票据	2019/1/7	2022/1/7	10.00	6.00	3
101801574.IB	18 新城控股 MTN001	一般中期票据	2018/12/28	2021/12/28	10.00	7.00	3
101801148.IB	18 新城控股 MTN003	一般中期票据	2018/10/15	2021/10/15	11.00	7.43	3
101801076.IB	18 新城控股 MTN002	一般中期票据	2018/9/17	2021/9/17	9.00	7.39	3

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)	期限 (年)
011900172.IB	19 华夏幸福 SCP001	超短期融资债券	2019/1/18	2019/10/15	25.00	5.50	270 天
011801593.IB	18 华夏幸福 SCP003	超短期融资债券	2018/8/22	2019/1/31	25.00	6.00	162 天
011800572.IB	18 华夏幸福 SCP002	超短期融资债券	2018/3/29	2018/10/11	10.00	6.20	196 天
011800385.IB	18 华夏幸福 SCP001	超短期融资债券	2018/3/13	2018/9/9	15.00	6.20	180 天

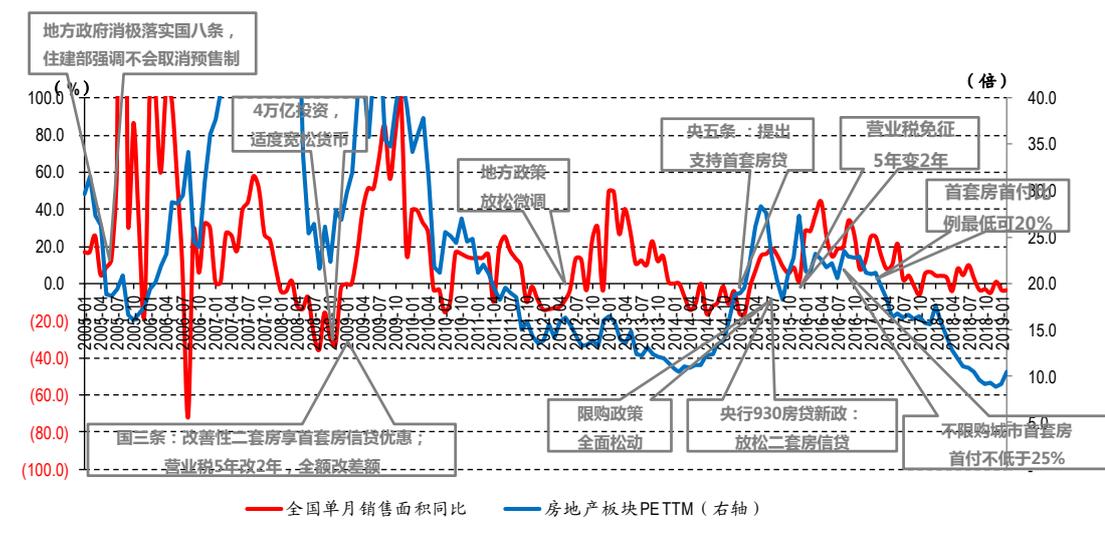
资料来源: Wind, 华创证券

### 3、驱动因素 3: 政策边际改善, “一城一策” 叠加三大城市群规划, 推动板块估值将逐步回升

我们在之前的报告中已经指出, 行业销量见底、政策放松, 销量增长、政策从紧, 因此政策放松基本伴随着销量的改善, 而销量改善又伴随着板块估值的提升。一方面, 自 2018 年 9 月销量首次转负后, 如菏泽、珠海、广州、富阳、合肥等城市陆续发布取消限售、取消限价、限购条件放宽等政策, 贯彻中央“一城一策”的提法, 后续预计仍将更多城市将推出“一城一策”的实施办法, 由此推动一二线城市的成交改善。另一方面, 2019 年 1 季度中, 雄安新区规划和粤港澳大湾区规划先后发布、长三角一体化也提升至国家战略, 三大城市群发展规划也将提振城市群中的需求, 由此也一定程度上带动改三大城市群中的部分三四线的成交改善。

因而, 目前政策边际改善趋势已定, 预计一二线的“一城一策”叠加三大城市群发展规划提振需求, 而房地产板块 PE TTM 已经逐步从 2018 年底的 9 倍不到提升至目前的 11.5 倍, 从历史经验来看仍有较大空间。

图表 16、政策情况 vs. 房地产板块 PE TTM vs. 销量增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17、以往周期中板块 PE TTM 估值顶和估值底以及对应单月销售面积增速

小周期区间	时间	PE TTM 峰值	单月销售面积 同比 (%)	时间	PE TTM 底部值	单月销售面积 同比 (%)
		<b>政策收紧</b>			<b>政策放松</b>	
2005-2008	2007.08	120.0	57.9	2008.08	21.5	(35.7)
2009-2011	2009.07	47.1	67.6	2010.06	21.2	(3.2)
	2010.10	27.0	16.0	2012.08	13.2	12.9
2012-2014	2013.01	16.4	49.5	2014.02	10.6	(0.0)
2015-至今	2015.05	28.4	15.0	2017.12	15.6	6.1
	2018.01	17.7	4.1	2018.12	8.8	0.9

资料来源: Wind, 华创证券

#### 4、驱动因素 4: 房地产税未进入 2019 年财政部立法工作安排, 短期估值压制因素减弱

2019 年 3 月 20 日, 财政部发布 2019 年财政部立法工作安排, 力争年内完成增值税法、消费税法、印花税法、城市维护建设税法、土地增值税法、关税法、彩票管理条例(修订)的部内起草工作, 及时上报国务院; 力争年内修订事业单位国有资产管理暂行办法、注册会计师注册办法等部门规章, **全文未提及房地产税**。3 月 8 日全国人大常委会委员长栗战书提到的“确保如期完成”, 应指 2018 年至 2023 年期间; 此外, 3 月份法工委、财经委副主任发言中相继指出, 房地产税立法仍处于完善草案阶段, 待条件成熟提请初审。因此总体来看, **短期房地产税出台压制行业估值因素减弱**。

图表 18、历年重要会议及领导人关于房地产提法

日期	会议/部门	内容
2019/3/20	财政部发布 2019 年财政部立法工作	财政部发布 2019 年财政部立法工作安排, 力争年内完成增值税法、消费税法、印花税法、城市维护建设税法、土地增值税法、关税法、彩票管理条例(修订)的部内起草工作, 及时上报国务院; 力争年内修订事业单位国有资产管理暂行办法、注册会计师注册办法等部门规章。 <b>(全文未提及房地产税)</b>
2019/3/9	十三届全国人大二次会议	十三届全国人大二次会议新闻中心中, 全国人大常委会法制工作委员会副主任刘俊臣说, 按照人大常委会立法规划, <b>现在有关方面正在研究起草房地产税法的草案, 相关工作正在稳步推进。</b>
2019/3/9	十三届全国人大二次会议	十三届全国人大二次会议新闻中心中, 全国人大财政经济委员会副主任委员乌日图表示, 房地产税法由全国人大常委会预算工作委员会会同财政部组织起草, <b>目前, 相关部门正在完善法律草案、重要问题的论证等方面的工作, 待条件成熟时提请全国人大常委会初次审议。</b>
2019/3/8	十三届全国人大二次会议第二次全体会议	<b>委员长栗战书:</b> 集中力量落实好党中央确定的重大立法事项, 包括审议民法典, 制定刑法修正案(十一)、 <b>房地产税法</b> 、出口管制法, 修改证券法、长江保护法等 <b>立法调研、起草, 都要加紧工作, 确保如期完成。</b>
2019/3/5	全国政协第十三届全国委员会第二次会议(政府工作报告)	健全地方税体系, <b>稳步推进房地产税立法。</b>

2019/3/4	十三届全国人大二次会议新闻发布会	<b>十三届全国人大二次会议发言人张业遂</b> : 将抓紧制定修改深化市场化改革、扩大高水平开放急需的法律。除外商投资法外, 还将修改土地管理法、专利法、证券法, 制定资源税法等。做好授权决定和改革决定相关工作, 保证重大改革于法有据。
2018/9/7	十三届全国人大常委会立法规划公布	房地产税被列入立法规划的第一类项目中: “条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”, 即 <b>房地产税将在 2018 年 3 月-2023 年 3 月间本届全国人大常委会任期内提请审议。</b>
2018/7/16	国家统计局	<b>国家统计局新闻发言人毛盛勇</b> : 对于房价的问题, 从下一步发展情况来看, 一方面要进一步加强对完善宏观调控, 同时, 从供给侧进一步发力, 包括 <b>加快推进房地产税相关政策举措</b> , 实现多主体供给、多渠道保障, 加快推进租售同权等一系列配套政策的落实, 加快长效机制建设, 更好地促进房地产平稳健康发展, 更好地实现“房子是用来住的而不是用来炒的”这样一个基本定位。
2018/6/18	央视新闻报道	从自然资源部获悉: 不动产登记体系全面运行, 全国统一的不动产登记信息管理基础平台已经实现全国联网, 为 <b>房地产税的征收提供了数据支持。</b>
2018/4/27	全国人大常委会全国人大常委会公布 2018 年立法工作计划	全国人大常委会公布 2018 年立法工作计划, <b>房地产税法被列入预备审议项目。</b> 由有关方面抓紧调研和起草工作, 视情在 2018 年或者以后年度安排审议。
2018/3/25	财政部	<b>财政部部长刘昆</b> : 今年按照“ <b>立法先行、充分授权、分步推进</b> ”的原则, <b>推进房地产税立法和实施。</b>
2018/3/11	全国人大常委会	全国人大常委会工作报告中提出, 2018 年将 <b>继续加强立法工作, 落实税收法定原则, 研究制定房地产税法。</b>
2018/3/7	财政部	<b>财政部副部长史耀斌</b> : 目前全国人大常委会预算工作委员会、财政部以及其他有关方面 <b>正在抓紧起草和完善房地产税法律草案。</b> 房地产税总体思路就是 <b>立法先行、充分授权、分步推进。</b> 按照这样一个总体思路。目前, 我们正在设计、完善, 同时再进行论证和听取意见。
2018/3/5	全国政协第十三届全国委员会第一次会议 (政府工作报告)	健全地方税体系, <b>稳妥推进房地产税立法。</b>
2018/3/4	十三届全国人大一次会议新闻发布会	<b>十三届全国人大一次会议新闻发布会发言人张业遂</b> : 加快房地产税立法是党中央提出的重要任务, 由全国人大常委会预算工作委员会和财政部牵头组织起草, <b>目前正在加快进行起草完善法律草案、重要问题的论证、内部征求意见等方面的工作, 争取早日完成提请常委会初次审议的准备工作。</b>
2017/11/7	财政部	<b>财政部部长肖捷</b> 日前在《党的十九大报告辅导读本》中谈及房地产税时表示, 对工商业房地产和个人住房将按照评估值征收房地产税。 <b>要按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则, 推进房地产税立法和实施。</b> 对工商业房地产和个人住房按照评估值征收房地产税, 适当降低建设、交易环节税费负担, <b>逐步建立完善的现代房地产税制度。</b>
2017/3/4	十二届全国人大五次会议首场发布会	<b>新闻发言人傅莹</b> 表示, <b>本届人大常委会把制定房地产税法列入了五年立法规划。今年没有把房地产税草案提请常委会审议的安排。</b>
2017/2/23	国务院新闻发布会	<b>住建部副部长陆克华</b> 称, 十八届三中全会明确要 <b>加快房地产税立法, 并适时推进改革。</b> 有关部门正在按照中央要求开展工作。
2017/1/11	中共中央办公厅、国务院办公厅	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于创新政府配置资源方式的指导意见》, 提到“ <b>支持各地区在房地产税等方面探索创新。</b> ”

2016/12/14	中央经济工作会议	中央经济工作会议明确表示，要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段， <b>加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制</b> ，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。
2016/3/17	中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要	中华人民共和国国民经济和社会发展“十三五”规划纲要发布， <b>完善地方税体系，推进房地产税立法</b> 。
2016/3/11	十二届全国人大四次会议举行记者会	全国人大常委会预算工作委员会副主任刘修文表示，全国人大常委会立法规划 <b>已经将房地产税法列入第一类立法项目</b> 。今年的立法工作计划，将房地产税法列入为预备项目。
2015/9/2	《国务院 2015 年立法工作计划》	《国务院 2015 年立法工作计划》公布， <b>房地产税并未列入 2015 年立法计划</b> 。
2015/1/9	全国税务工作会议	国家税务总局局长王军在全国税务工作会议上指出，15 年税务工作要以十八届三中全会提出的税收法定原则为指导，扎实推进税收征管法修改工作， <b>积极会同有关部门推动环境保护税、房地产税立法等工作</b> 。
2014/3/5	十二届全国人大二次会议(政府工作报告)	《政府工作报告》部署 2014 年重点工作时指出，推进税收制度改革， <b>做好房地产税、环境保护税立法相关工作</b> 。
2013/11/12	中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出， <b>加快房地产税立法并适时推进改革</b> 。
2009/5/25	《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》	国务院公布《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》，更是明确提出“ <b>深化房地产税制改革，研究开征物业税</b> ”。
2007/12/25	全国税务工作会议	国家税务总局局长肖捷在全国税务工作会议上表示，要 <b>研究推进以房地产税制为重点的财产税改革</b> ，深化房地产模拟评税试点工作，改革资源税制度。

资料来源：新华社、相关政府官网，华创证券

图表 19、历年立法计划及预备项目情况

年份	立法计划	预备项目/预备及研究论证项目/预备审议项目
2016	继续审议的法律案包括：深海海底区域资源勘探开发法、慈善法、境外非政府组织管理法、野生动物保护法（修改）、网络安全法、民办教育促进法（修改）、资产评估法、电影产业促进法、中医药法、证券法（修改）；初次审议的法律案包括：国防交通法、公共文化服务保障法、红十字会法（修改）、民法总则、环境保护税法、海洋环境保护法（修改）、社区矫正法、中小企业促进法（修改）、国际刑事司法协助法、水污染防治法（修改）。	修改测绘法、矿山安全法、农民专业合作社法、行政复议法、行政监察法、档案法、现役军官法、税收征收管理法、土地管理法、标准化法。 <b>制定核安全法、粮食法、原子能法、外国投资法、房地产税法、船舶吨税法、烟叶税法、公共图书馆法、电子商务法等</b> 。这些立法项目由有关方面 <b>抓紧调研和起草工作，视情在 2016 年或者以后年度安排审议</b> 。

<p>2017</p>	<p>继续审议的法律案包括：红十字会法（修改）、民法总则、证券法（修改）、测绘法（修改）、核安全法、中小企业促进法（修改）、国家情报法、水污染防治法（修改）、电子商务法；初次审议的法律案包括：反不正当竞争法（修改）、标准化法（修改）、将行政监察法修改为国家监察法、农民专业合作社法（修改）、公共图书馆法、土壤污染防治法、国歌法、人民法院组织法（修改）、人民检察院组织法（修改）、烟叶税法、船舶吨税法、国际刑事司法协助法、社区矫正法、基本医疗卫生法。</p>	<p>修改法官法、检察官法、农村土地承包法、专利法、著作权法、现役军官法、人民防空法、海上交通安全法、职业教育法、土地管理法、个人所得税法、税收征收管理法、森林法、计量法、矿山安全法等，<b>制定</b>陆地国界法、海洋基本法、期货法、<b>房地产税法</b>、关税法、耕地占用税法、原子能法、刑事被害人救助法等。这些立法项目由有关方面<b>抓紧调研和起草工作，视情在 2017 年或者以后年度安排审议。</b></p>
<p>2018</p>	<p>继续审议的法律案包括：、监察法、人民陪审员法、英雄烈士保护法、人民法院组织法（修改）、人民检察院组织法（修改）、电子商务法、土壤污染防治法、国际刑事司法协助法、农村土地承包法（修改）、基本医疗卫生与健康促进法、法官法（修改）、检察官法（修改）；初次审议的法律案包括：宪法修正案、关于实行宪法宣誓制度的决定（修改）、刑事诉讼法（修改）、专利法（修改）、民法典各分编、土地管理法（修改）、耕地占用税法、车辆购置税法、税收征收管理法（修改）、社区矫正法、海上交通安全法（修改）、资源税法、固体废物污染环境防治法及相关法律（修改）、外国投资法。</p>	<p>证券法（修改），修改全国人民代表大会组织法、公务员法、著作权法、职业教育法、森林法、个人所得税法、安全生产法、未成年人保护法、档案法、现役军官法、兵役法、人民武装警察法、治安管理处罚法等，<b>制定</b>原子能法、出口管制法、密码法、期货法、消费税法、<b>房地产税法</b>、契税法、印花税法、陆地国界法以及乡村振兴、农村金融等方面的立法项目。<b>这些立法项目由有关方面抓紧调研和起草工作，视情在 2018 年或者以后年度安排审议。</b></p>

资料来源：人大官网，华创证券

### （三）龙头房企估值分析：考虑政策改善、信用宽松和一二线改善等，预计龙头估值仍有 30%提升空间

就龙头而言，纵向来看，万科保利的累计销售金额增速一直显著强于行业，并且与 PE TTM 与强相关。2013 年、2016 年和 2018 年万科和保利的 PE TTM 顶点均值分别为 15.3 倍和 12.2 倍，就目前而言（3 月 20 日收盘）也平均有 43% 的估值空间。另外，万科和保利的动态 PE 在 2013 年 1 月、2015 年 5 月、2016 年 12 月和 2018 年初的峰值均值均为 11.0 倍，而目前 2019 年动态 PE 分别仅 8.0 倍和 7.6 倍，分别仍有 27% 和 31% 的空间。

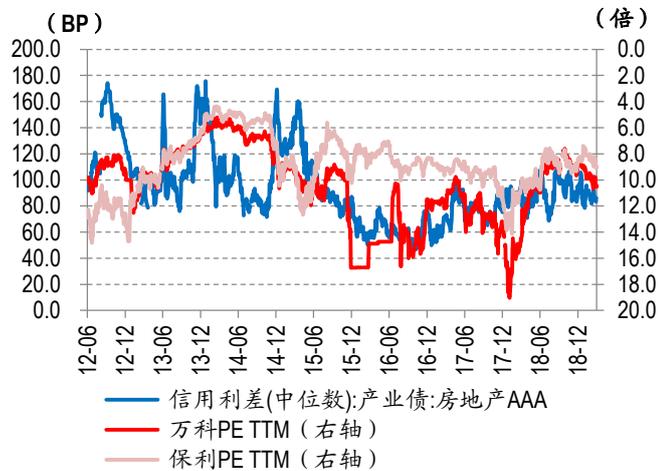
图表 20、万科、保利近几轮周期动态 PE 峰值及发生时间

动态 PE 峰值	2013.02	2015.06	2016.12	2018.02	平均值
万科	8.8	9.2	13.8	12.0	11.0
动态 PE 峰值	2012.11	2015.05	2016.12	2018.02	
保利	9.8	13.0	10.2	11.0	11.0

资料来源：Wind，华创证券

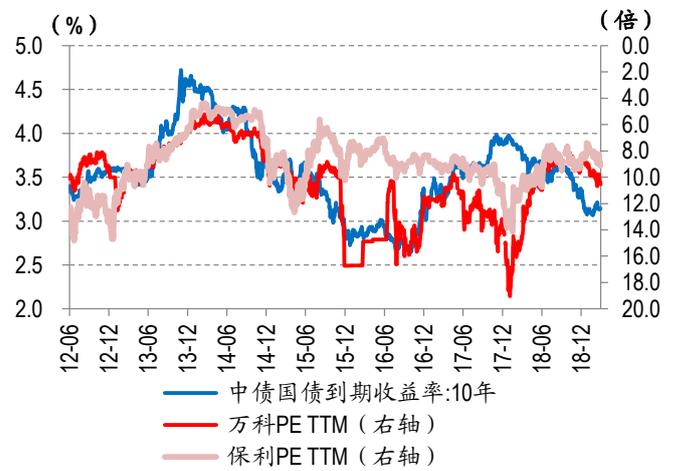
此外，万科、保利 PE TTM 逆序和 AAA 房企债信用利差以及 10 年期国债收益率都具有较强的负相关性。正如上文所述，后续无风险利率或将进一步下行、信用利差也将继续收窄，因此也将传导到万科、保利的估值修复。

图表 21、万科、保利 PE TTM vs.AAA 房企债信用利差



资料来源: Wind, 华创证券

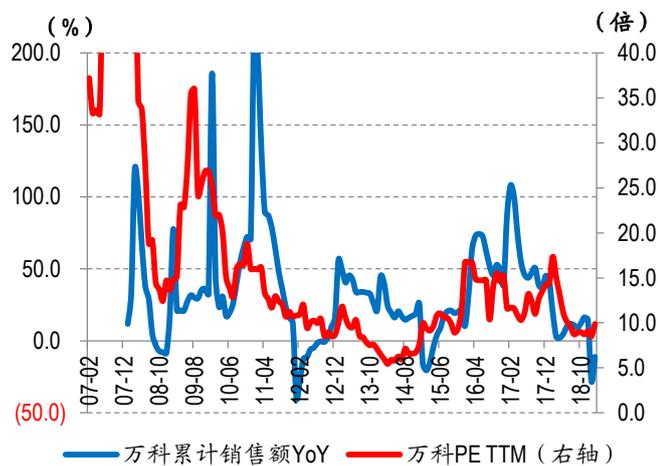
图表 22、万科、保利 PE TTM vs.10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 华创证券

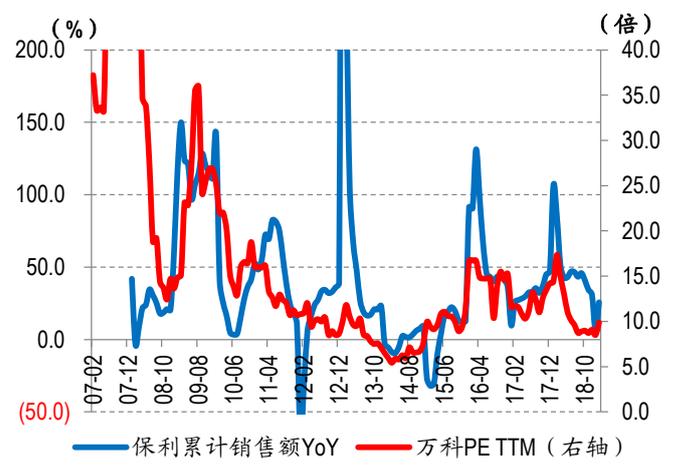
并且, 在今年一二线持续向好的背景下, 2019 年一二线布局的龙头房企销售增速将强于行业的负增速预期, 估值也将有所抬升。目前即使横向对比其他板块龙头估值如茅台和格力电器等, 龙头估值也都已经有所回升。

图表 23、万科累计销售额同比 vs.PE TTM



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24、保利累计销售额同比 vs.PE TTM



资料来源: Wind, 华创证券

图表 25、累计销售额同比：万科 vs.行业



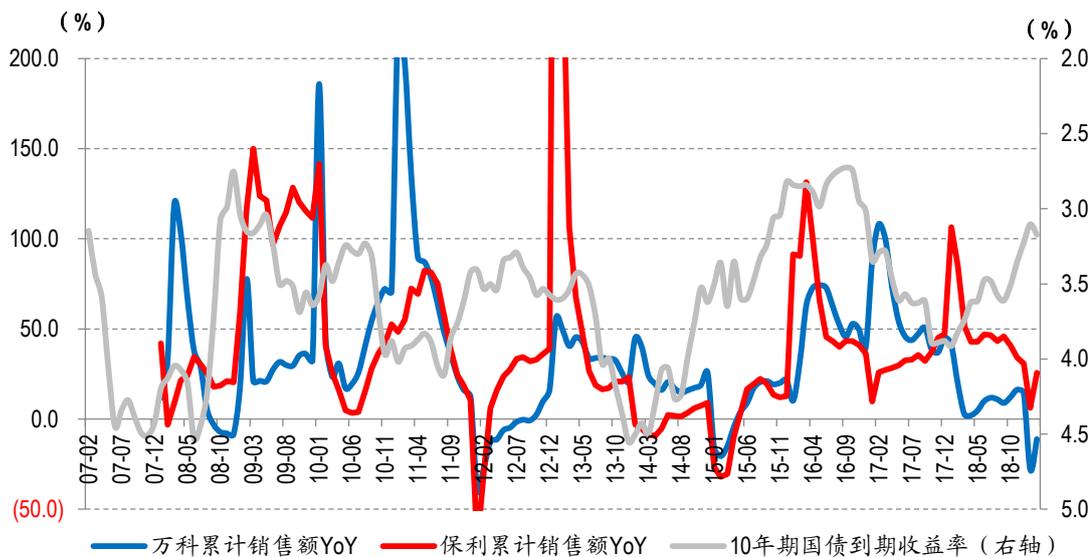
资料来源：Wind，华创证券

图表 26、累计销售额同比：保利 vs.行业



资料来源：Wind，华创证券

图表 27、万科保利销售额增速 vs.10 年期国债收益率逆序



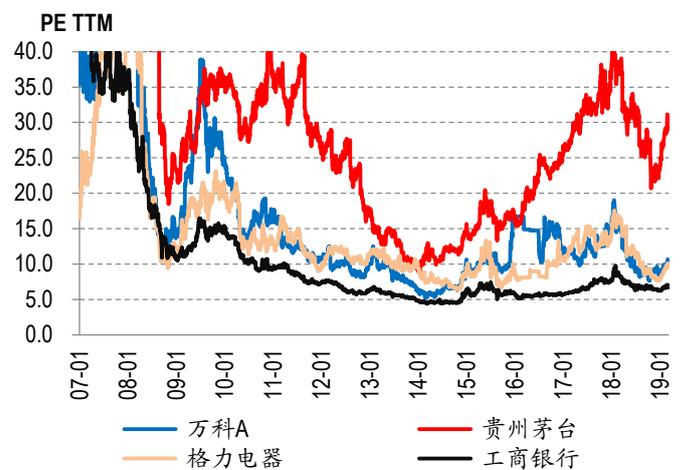
资料来源：Wind，华创证券

图表 28、PE TTM 对比：万科保利 vs.行业



资料来源：Wind，华创证券

图表 29、PE TTM 对比：万科 vs.其他版块龙头



资料来源：Wind，华创证券

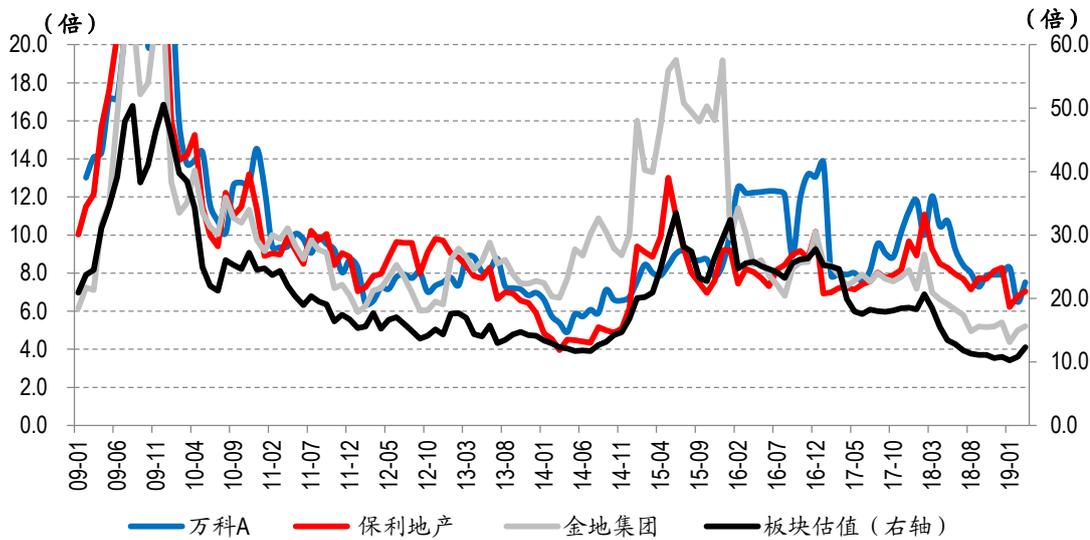
## 二、二线估值溢价分析：二线估值弹性更大，信用利差收窄、业绩增速更高赋予额外 50%溢价空间

### （一）估值周期复盘：二线估值一般高于一线 50%，同时估值中枢偏离度更大、预示弹性更大

历史上四轮房地产周期中（2005-2008、2009-2011、2012-2014、2015-至今）的政策放松期，都伴随着主流房企估值的显著上行，其中二线房企估值一般都高于一线房企。2017H2-2018 年初由于房地产行业的供给侧改革，导致了资金、土地和销售集中度的大幅提升，因此一线房企估值跑赢二线，过往经验看似失效。但是长期来看我们认为集中度提升的逻辑将持续验证，行业的供给侧改革将继续推进，拉长时间轴来看一线房企的估值溢价合理；而 2019 年宏观逆周期调节导致的资金环境宽松将赋予二线房企更高的估值弹性。

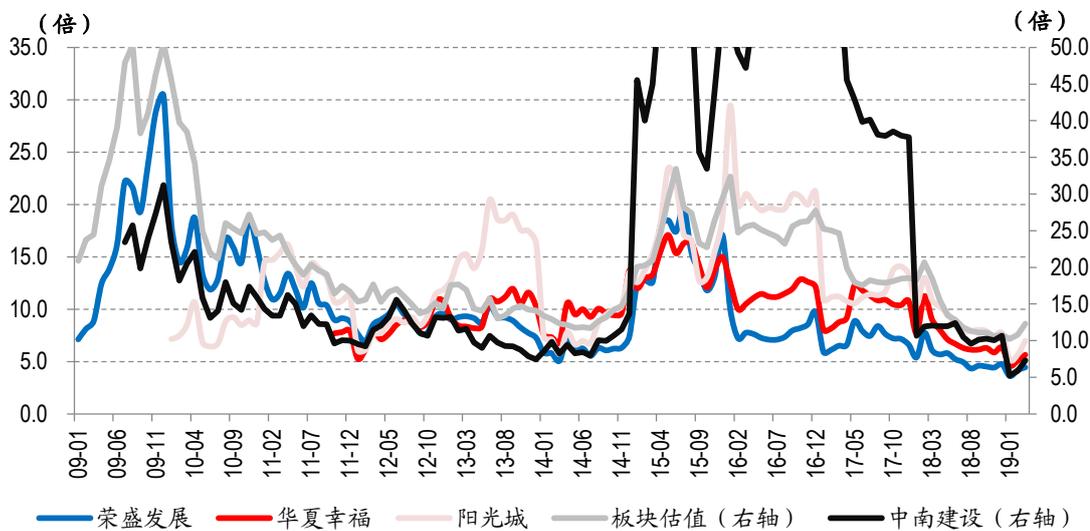
2009 年至今板块估值一直显著高于主流一二线房企估值，而二线房企估值均值一般高于一线房企 50%。2009 年至今，主流一线房企中万科、保利和金地的估值中枢分别在 10.1 倍、9.5 倍和 9.7 倍，均值 9.8 倍；二线房企中荣盛发展、华夏幸福、阳光城和中南建设的估值中枢分别在 10.2 倍、9.9 倍、12.5 倍和 26.5 倍，均值 14.8 倍。

图表 30、估值对比：万科、保利、金地、板块



资料来源：Wind，华创证券

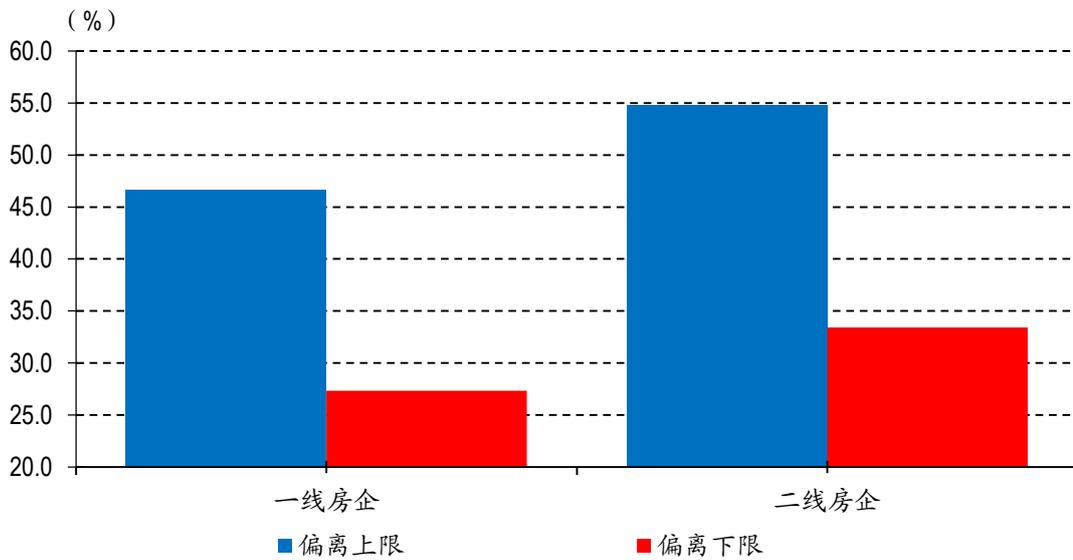
图表 31、估值对比：荣盛、华夏幸福、阳光城、中南建设、板块



资料来源：Wind，华创证券

而从以往经验来看，二线房企偏离 PE TTM 区间上下限的幅度更大，预示后续估值上行幅度更大。2009-2018 年，一线房企偏离 PE TTM 区间上下限平均值分别为 47%和 27%，二线房企则分别为 55%和 33%。

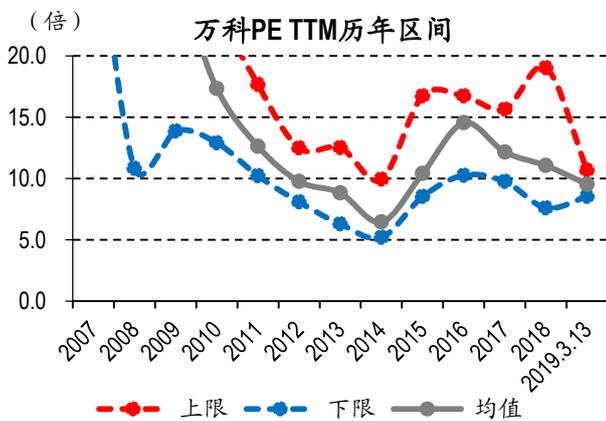
图表 32、2009-2018 年一二线房企 PE TTM 均值偏离上下限区间对比



资料来源: Wind, 华创证券

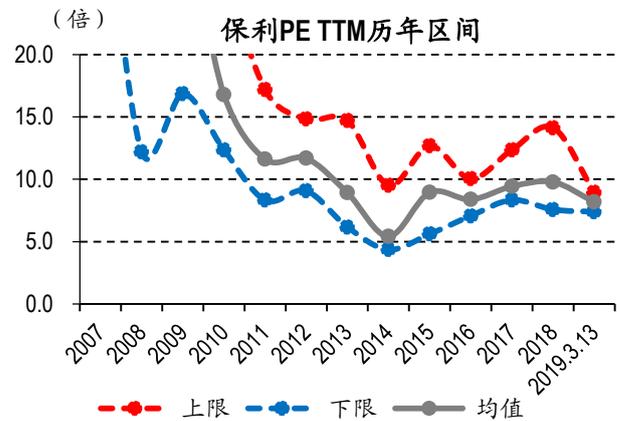
注: 由于 2009 年之前二线房企鲜有上市, 我们选择 2009 年后的数据进行对比。一线房企包括万科、保利、金地, 二线房企包括荣盛发展、中南建设、阳光城、华夏幸福、首开股份。

图表 33、万科: PE TTM 均值和上下限



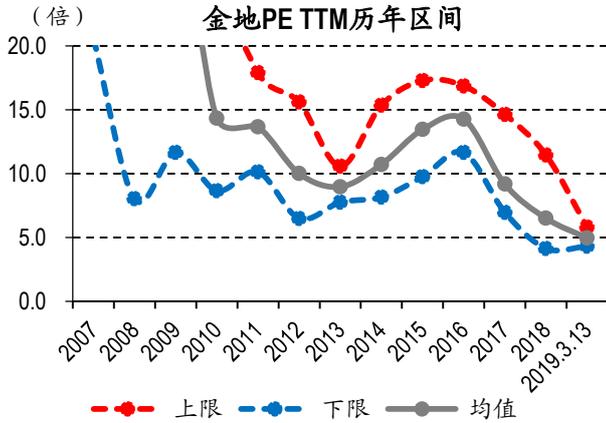
资料来源: Wind, 华创证券

图表 34、保利: PE TTM 均值和上下限



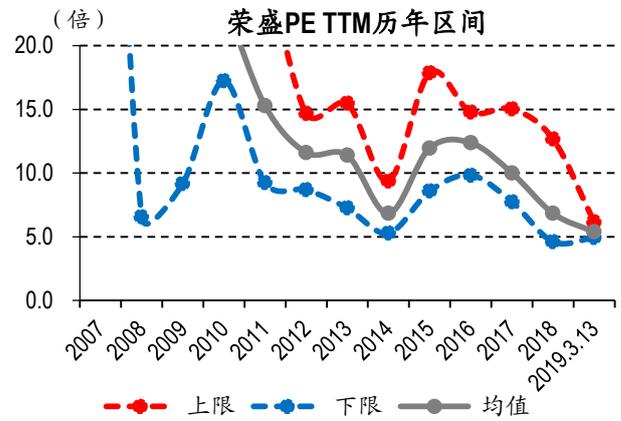
资料来源: Wind, 华创证券

图表 35、金地：PE TTM 均值和上下限



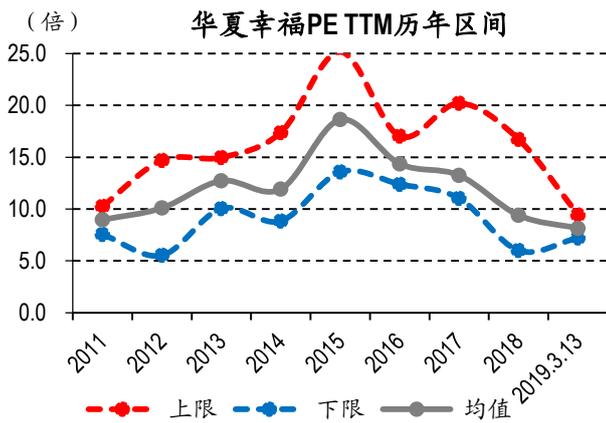
资料来源：Wind，华创证券

图表 36、荣盛：PE TTM 均值和上下限



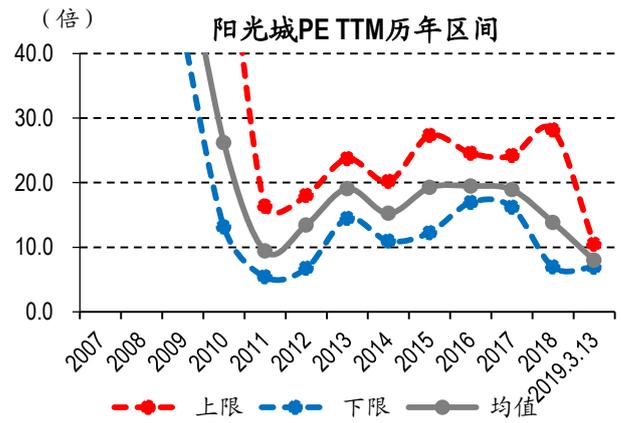
资料来源：Wind，华创证券

图表 37、华夏幸福：PE TTM 均值和上下限



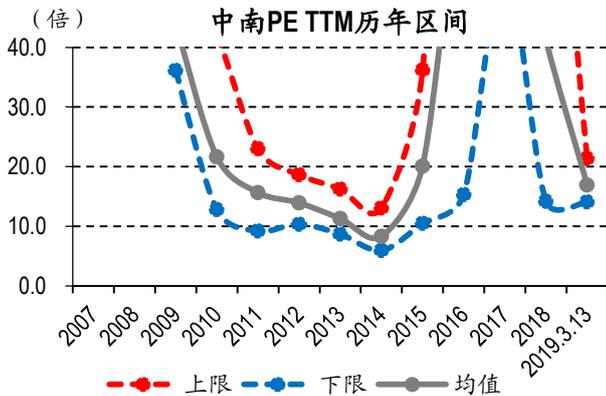
资料来源：Wind，华创证券

图表 38、阳光城：PE TTM 均值和上下限



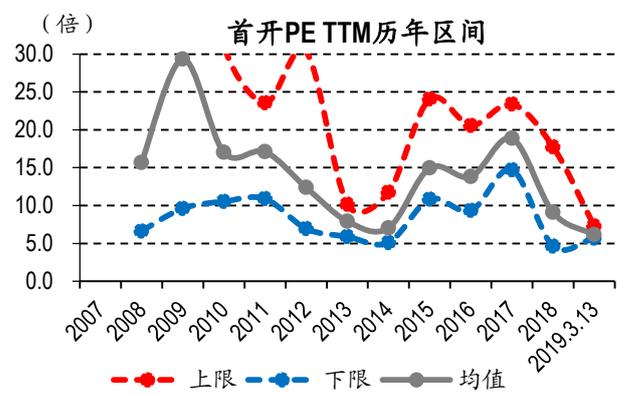
资料来源：Wind，华创证券

图表 39、中南建设：PE TTM 均值和上下限



资料来源：Wind，华创证券

图表 40、首开股份：PE TTM 均值和上下限



资料来源：Wind，华创证券

(二) 信用利差收窄：信用利差与二线房企估值溢价倍数强相关，高杠杆赋予更高资金弹性

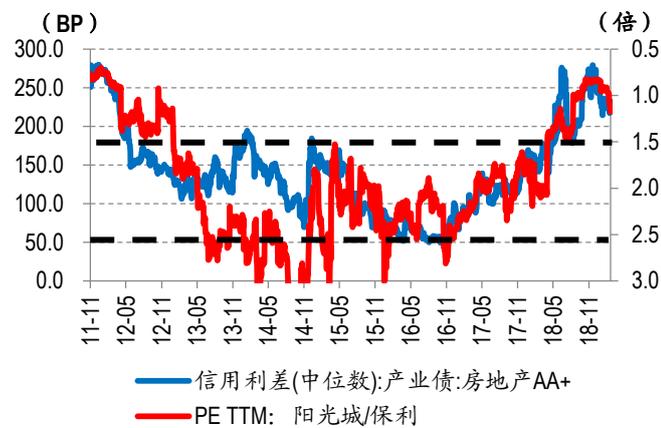
1、信用利差与二线房企估值溢价倍数强相关，二线相对一线估值溢价中枢 50%

历史来看，二线高杠杆房企相对万科、保利的估值溢价倍数逆序与信用利差契合度较好。2011 年至今，阳光城、荣盛、中南、华夏幸福相对于万科和保利的 PE TTM 倍数主要集中在 1.5 倍左右，事实上 2014-2015 年间的中枢则高达 2 倍左右。由于万科历史上因为宝能增持而导致估值和信用利差的关系有所偏离，而中南建设历史上由于转型和华夏幸福由于雄安规划导致估值和信用利差的关系有所偏离、荣盛杠杆不算太高并不典型，因此我们采用阳光城 PE/保利 PE 作为主要分析对象，显示随信用利差收窄，阳光城相对于保利的估值倍数将在 1.5 倍-2.5 倍之间。

并且根据前文分析，我们认为 2019 年房企融资成本会有所下行，AA+房企债信用利差会或降至 2013 年 180BP 左右，所对应阳光城相对于保利的估值倍数将在 1.5 倍，即二线高杠杆房企相对于一线龙头将有 50%的估值溢价。那我们假设万科、保利等一线房企的动态 PE 即使稳定在 8 倍，那么对应二线房企的动态 PE 也可以达到 12 倍；如果一线房企估值修复到 2009 年以来的中枢 10 倍左右，那么二线房企估值可以达到 15 倍。

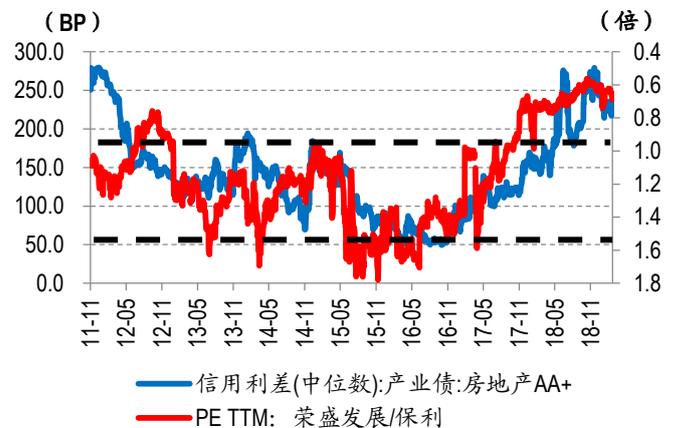
注：2015/7/11、2015/7/24、2015/8/26、2015/12/4 宝能四次举牌万科，这段时间万科估值上行较多导致二线房企估值溢价倍数逆序与信用利差契合度略差。另外，由于中南建设 2015 年转型、华夏幸福雄安规划影响导致短暂期间内契合度较低。

图表 41、信用利差与阳光城/保利估值溢价逆序正相关



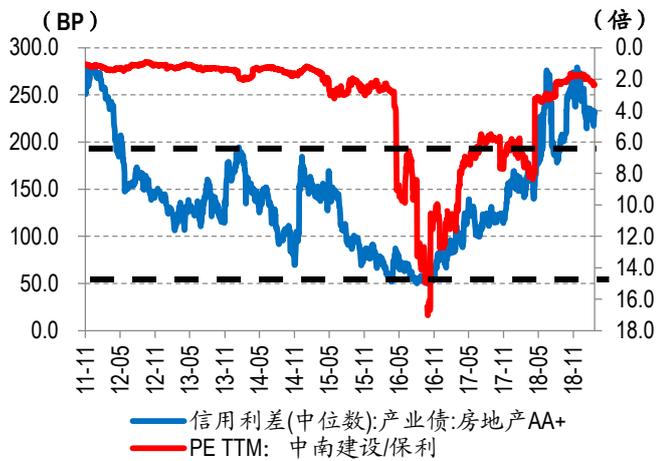
资料来源：Wind，华创证券

图表 42、信用利差与荣盛发展/保利估值溢价逆序正相关



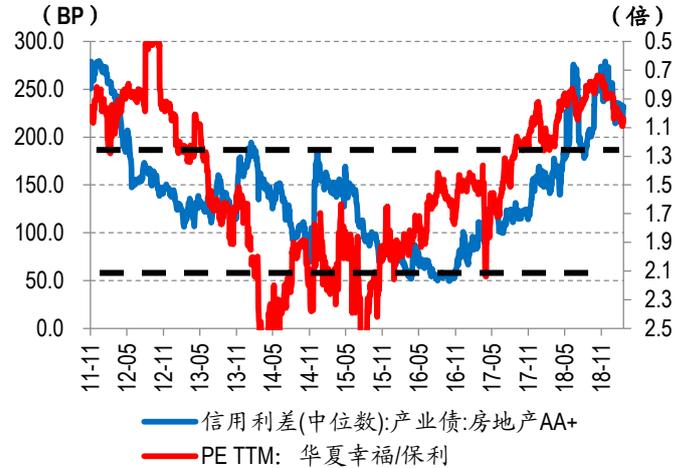
资料来源：Wind，华创证券

图表 43、信用利差与中南建设/保利估值溢价逆序正相关



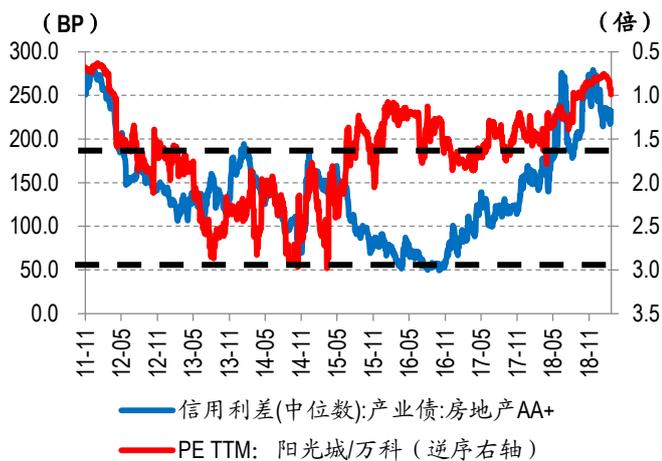
资料来源: Wind, 华创证券

图表 44、信用利差与华夏幸福/保利估值溢价逆序正相关



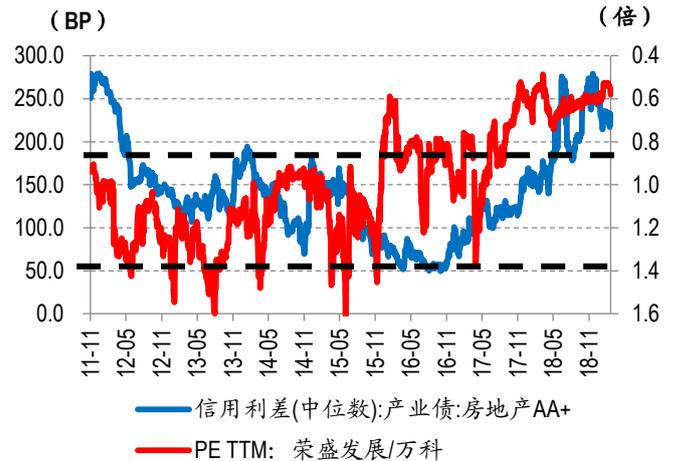
资料来源: Wind, 华创证券

图表 45、信用利差与阳光城/万科估值溢价逆序正相关



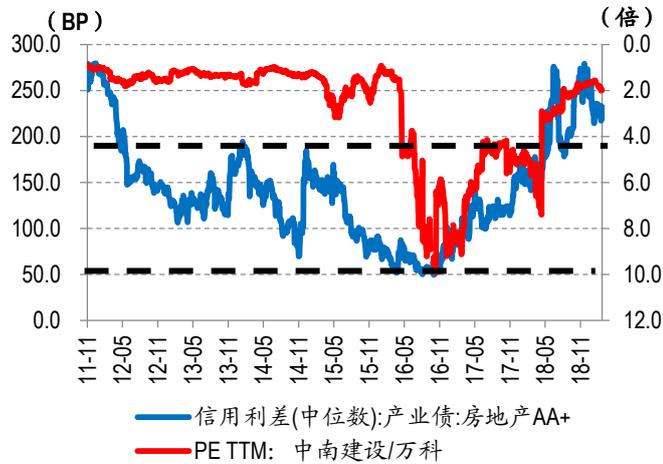
资料来源: Wind, 华创证券

图表 46、信用利差与荣盛发展/万科估值溢价逆序正相关



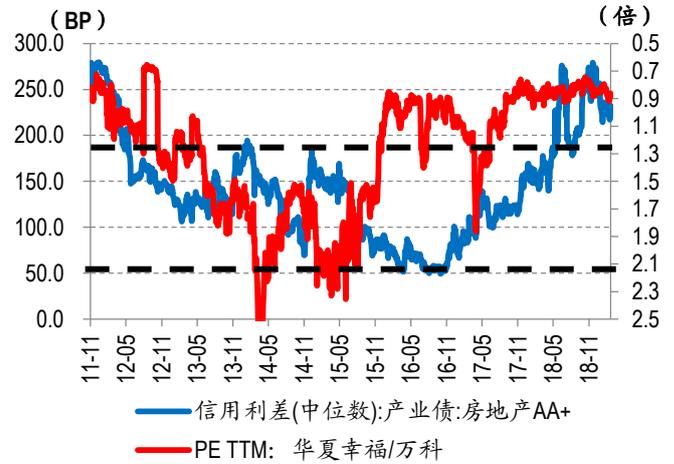
资料来源: Wind, 华创证券

图表 47、信用利差与中南建设/万科估值溢价逆序正相关



资料来源: Wind, 华创证券

图表 48、信用利差与华夏幸福/万科估值溢价逆序正相关

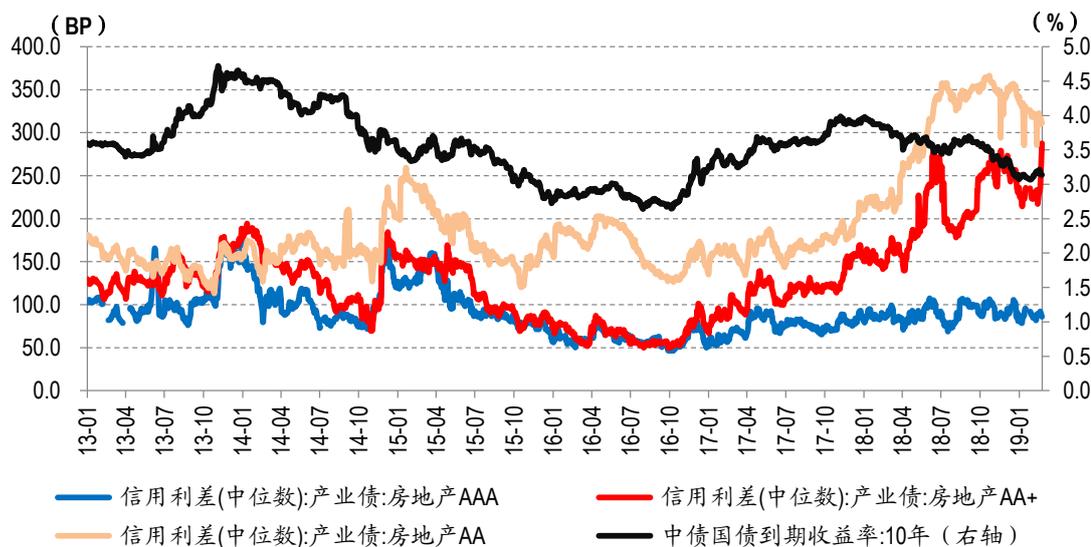


资料来源: Wind, 华创证券

## 2、18年初至今房地产 AA+和 AA 产业债信用利差上行较多，后续下行空间更大

2018年初至今，房地产 AAA 产业债信用利差在 80BP 左右震荡，而 AA+和 AA 信用利差分别从 160BP 和 200BP 提升至 280BP 和 310BP。2018年9月至今无风险利率下行，前文也已经提到信用宽松的主基调被不断强化，因此后续 AA+和 AA 主体房企的融资成本下降空间也较大。

图表 49、AAA、AA+、AA 房地产产业债信用利差 vs.10 年期国债收益率

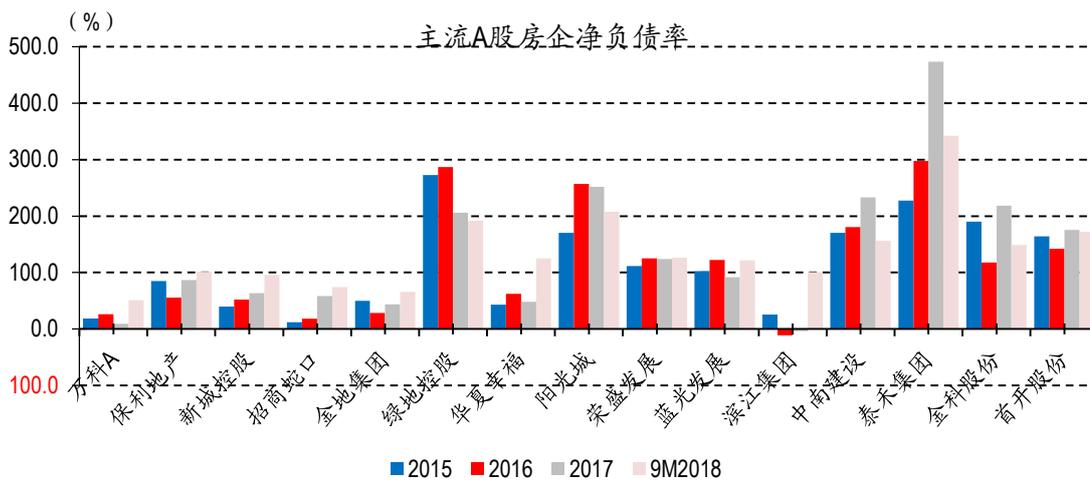


资料来源: Wind, 华创证券

### 3、利息支出下降、拿地策略易调整，高杠杆属性决定二线受益资金宽松程度更强

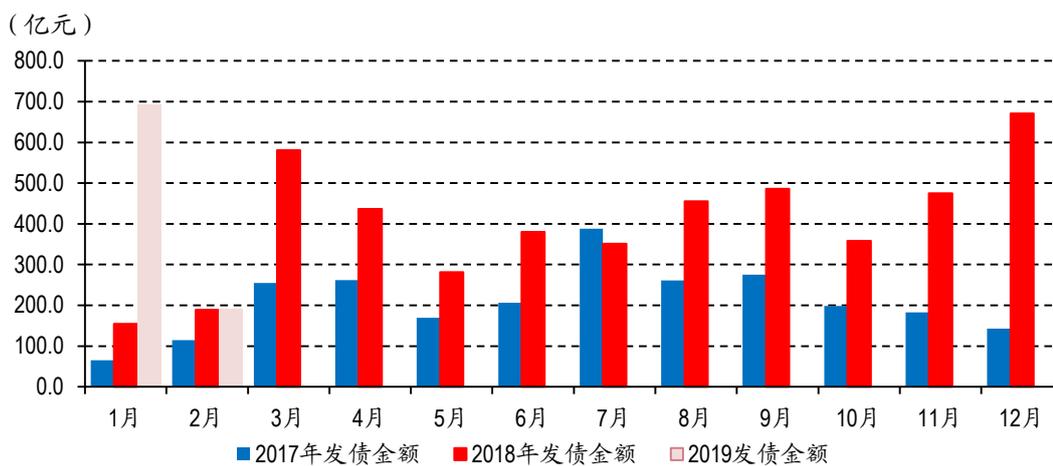
此外，在货币宽松的背景下，本轮二线房企的高杠杆属性也将赋予公司更强的资金弹性。截止三季度末，一线房企万科、保利、金地、招蛇净负债率均值 73.1%，二线房企中新城、中南、阳光城、华夏幸福、荣盛均值为 142.2%。2018 年行业发债金额 4,819 亿元、同比+91%，2 月累计发债金额 884 亿元、同比+258%，融资量增已经在持续验证，后续成本全面下行或是时间问题。

图表 50、主流房企净负债率情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 51、房企分月发债情况



资料来源: Wind, 华创证券

另外，融资成本下行将降低房企利息支出，有利于提升结算毛利率，增加业绩向上的弹性。并且如阳光城等公司也在主动去杠杆，有息负债绝对值下降叠加融资成本下行后可以获得双重利润提升空间。保守假设年内综合融资成本下行 30BP，那么即使有息负债规模稳定在 2017 年末，利息支出减少也将平均贡献业绩 4.8%。同时，二线房企由于销售基数在 1,000-1,500 亿，重新进行拿地策略或城市布局的转移来的更容易，销售预期或也将有所改善。

图表 52、主流二线房企利息支出下行平均对业绩贡献 4.8%

单位: 亿元	2017			2017	2018E	加权融资成本下行 30BP 对业绩影响
	有息负债	利息支出	资本化利息	归母净利润		
中南建设	530	35	32	6	22	5.3%
阳光城	1,134	70	66	21	28	9.2%
华夏幸福	1,023	58	45	88	114	2.0%
蓝光发展	302	22	18	14	25	2.8%
平均值						<b>4.8%</b>

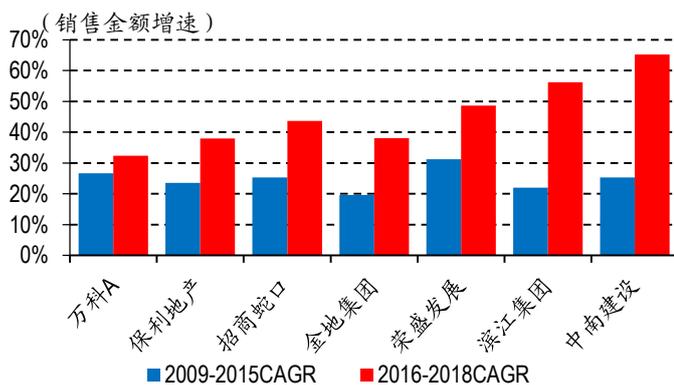
资料来源: 公司公告, 华创证券

### (三) 业绩增速更高: 二线房企销售和业绩增速更高, 对应将获得更高的估值溢价

主流一线房企 2010-2018 年销售额 CAGR 均值 27%vs.二线 38%，其中房企在 2016-2018 年的销售增速显著高于 2009-2015 年，而其中二线房企在 2016-2018 年的销售增速又显著高于一线房企。万科、保利和金地 2009-2015 年和 2016-2018 年销售额 CAGR 分别为 27%vs.32%、24%vs.38%、20%vs.38%；而阳光城、中南、荣盛则为 17%vs.76%、25%vs.65%、31%vs.49%。

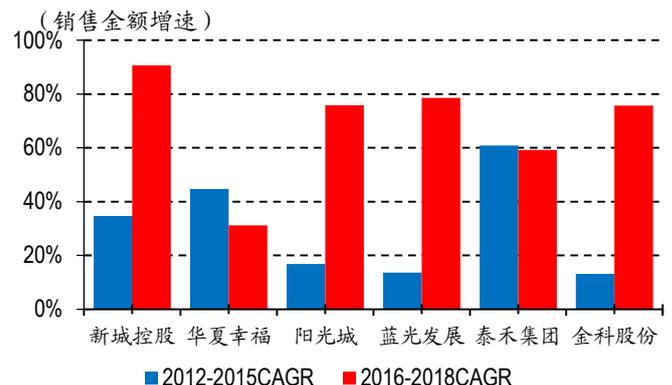
而从业绩增速来看，2010-2018 年一线房企平均业绩增速在 20%左右，二线则在 35%-55%不等。此外，中南、阳光城、华夏幸福、蓝光等房企均出台 3-4 年的股权激励锁定业绩目标，四家房企 2019-2020 年业绩预计增速均值分别高达 44%和 47%。

图表 53、主流一二线房企销售增速对比: 2009-2018



资料来源: Wind, 华创证券

图表 54、主流二房企销售增速对比: 2012-2018



资料来源: Wind, 华创证券

注: 其中华夏幸福为 2011-2015CAGR, 阳光城 2013-2015CAGR, 金科 2011-2015CAGR, 泰禾 2012-2015CAGR。

图表 55、中南建设、阳光城、华夏幸福、蓝光发展股权激励对应业绩目标及增速

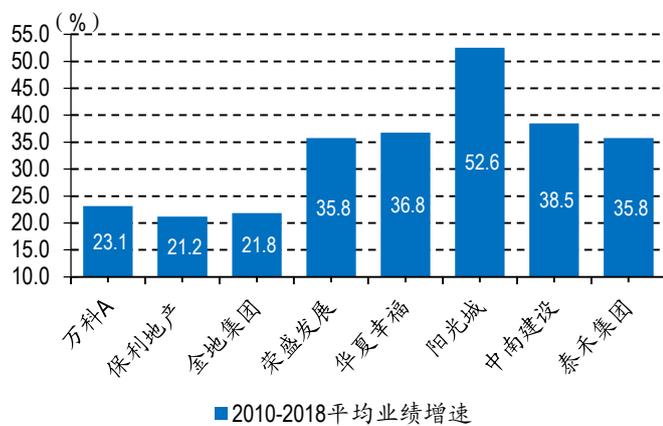
	归母净利润 (亿元)					归母净利润增速			
	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2018E	2019E	2020E	2021E
中南建设	6	22	40	70		270%	78%	76%	
阳光城	21	28	38	51	68	35%	35%	35%	35%
华夏幸福	88	114	145	180		30%	27%	24%	
蓝光发展	14	25	33	50		79%	35%	52%	
业绩增速平均值						104%	44%	47%	

资料来源: Wind, 华创证券

注: 中南、蓝光 2018 年业绩取业绩预增上限。蓝光 2019 和 2020 年股权激励业绩目标为扣非归母净利润。

从 2019 年销售目标来看, 二线房企的销售目标增速基本在 20-30%, 而一线房企普遍在 10% 左右。而近年销售高增也使得目前主流房企的预收款覆盖营业收入倍数达到 2009 年来的最高值, 2018Q3 末主流 15 家 A 股房企均值达到 1.91 倍, 也保证了后续业绩释放能力来的更强。而 2014 年末该比例仅在 1.07 倍, 后续业绩释放能力无法得到充分保障。因此这是本轮周期中基本面来看更胜于以往周期的一点, 也为后续估值提升打下坚实的基础。

图表 56、2010-2018E 二线房企业绩平均增速更高



资料来源: Wind, 华创证券

图表 57、主流 15 家房企预收款覆盖倍数达到 9 年来最高



资料来源: Wind, 华创证券

图表 58、主流房企 19 年销售目标增速对比

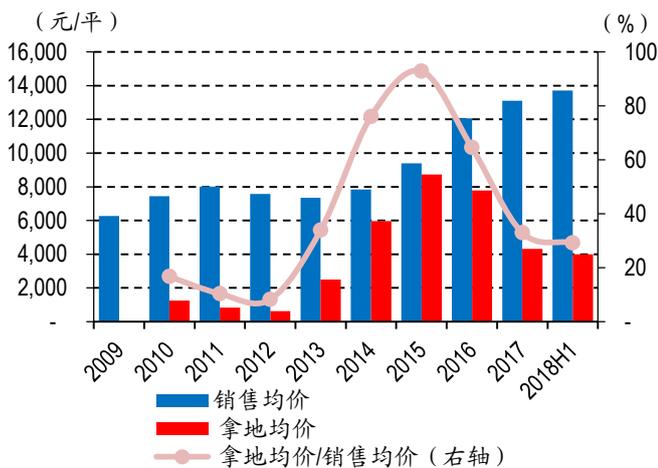
公司	17年销售金额	17年销售增速	18年销售金额	18年销售增速 (%)	18年销售目标	18年销售目标增速 (%)	19年销售目标	19年销售目标增速 (%)
碧桂园	5,508	78	7,287	32	8,000	45	7,500-8,000	5-10
万科	5,299	45	6,070	15	6,000	13	6,500	5-10
中国恒大	5,010	34	5,513	10	5,500	10	6,000	10
融创中国	3,620	140	4,650	28	4,500	24	5,000-5,500	10-20
保利地产	3,092	47	4,048	31	4,400	42	4,500	10

公司	17年 销售金额	17年 销售增速	18年 销售金额	18年销售 增速(%)	18年 销售目标	18年销售目 标增速(%)	19年 销售目标	19年销售目 标增速(%)
新城控股	1,265	98	2,211	75	2,000	58	2,800-3,500	25-50
招商蛇口	1,128	65	1,706	51	1,500	33	2,000	18
阳光城	915	88	1,629	78	1,600	75	2,000	20
金地集团	1,408	51	1,623	15	1,600	14	2,000	20
华夏幸福	1,522	27	1,635	7	2,500	64	1,750	10
中南建设	963	158	1,466	52	1,400	45	2,000	30
蓝光发展	582	93	1,042	79	1,000	72	1,200	20
荣盛发展	679	33	1,016	50	1,000	47	1,200	20

资料来源：公司公告，华创证券

同时 2016-2018 年主流房企拿地价格控制较好，万科、保利、新城、金地和招蛇 2016-2018 年拿地均价占比销售均价均值分别为 51%、47%和 41%，中南和阳光城分别稳定在 30%左右，后续也将保证未来毛利率更加稳定。

图表 59、拿地均价/销售均价：中南建设



资料来源：Wind，华创证券

图表 60、拿地均价/销售均价：阳光城



资料来源：Wind，华创证券

图表 61、2012-2018 年 5 家主流房企拿地均价/销售均价情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
万科	0.27	0.29	0.41	0.35	0.46	0.45	0.37
保利	0.30	0.25	0.26	0.41	0.44	0.48	0.43
金地	0.18	0.31	0.31	0.42	0.43	0.47	0.52
招蛇	0.27	0.26	0.31	0.38	0.70	0.47	0.35
新城	1.07	0.88	0.32	0.27	0.35	0.20	0.25
5家房企均值	0.42	0.40	0.32	0.37	0.47	0.41	0.38
万保招金均值	0.26	0.28	0.32	0.39	<b>0.51</b>	<b>0.47</b>	<b>0.41</b>

资料来源：Wind，华创证券

### 三、投资建议：政策改善、信用宽松，突破行业估值枷锁，维持行业“推荐”评级

2019年中，政策边际改善趋势已定，一二线“一城一策”和三大城市圈发展规划实现结构性放松提振需求，并对冲三四线的棚改缩减需求削弱。而货币和信用宽松也已经持续验证，10年期国债收益率持续下行、行业发债规模增加、房企发债利率降低，后续无风险利率或继续下行、AA+房企债信用利差收窄，对应二线房企估值将有所抬升。复盘以往周期，我们认为行业和龙头估值仍有40%空间，二线房企估值相对一线仍有50%溢价空间，或将可以提升至12-15倍；并且目前一二线城市已经处于“市场底、资金底和政策底”的三底叠加阶段，有利于一二线布局房企的销售弹性。目前主流房企19PE估值仅5-9倍，NAV折价20-60%，我们维持行业“推荐”评级以及看多龙头和蓝筹房企，推荐两条主线：一二线龙头（受益一二线需求弹性）：金地集团、万科、招商蛇口、融创中国、保利地产；二线蓝筹（受益资金放松受益）：新城控股、中南建设、阳光城、首开股份、荣盛发展、华夏幸福、蓝光发展。

图表 62、主流一二线房企估值表

公司	代码	市盈率（倍）			归母净利润（亿元）			归母净利润增速			每股NAV（元）	股价（元）	NAV折价
		18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E			
万科A	000002.SZ	9.7	8.0	6.7	337	404	485	20%	20%	20%	35.26	29.5	16%
保利地产	600048.SH	9.1	7.6	6.4	188	226	266	20%	20%	18%	19.02	14.4	24%
招商蛇口	001979.SZ	11.7	9.4	7.6	152	191	234	25%	25%	23%	35.51	22.6	36%
新城控股	601155.SH	9.1	6.5	4.8	105	147	200	74%	40%	36%	44.36	42.5	4%
金地集团	600383.SH	7.8	6.2	5.2	79	99	119	16%	25%	20%	16.79	13.7	19%
阳光城	000671.SZ	11.5	8.6	6.3	30	41	55	46%	34%	35%	14.70	8.6	42%
首开股份	600376.SH	9.2	7.7	6.4	27	32	39	13%	20%	13%	22.50	9.5	58%
中南建设	000961.SZ	15.8	8.8	5.1	22	40	69	270%	79%	74%	15.90	9.5	40%
华夏幸福	600340.SH	7.9	5.8	4.5	121	165	213	37%	37%	29%	35.00	31.8	9%
蓝光发展	600466.SH	9.7	6.9	4.9	22	31	45	63%	40%	43%	13.22	7.3	45%
荣盛发展	002146.SZ	6.2	4.9	3.9	77	97	122	33%	27%	25%	18.00	11.0	39%
绿地控股	600606.SH	10.3	7.9	6.6	117	141	169	30%	20%	20%	10.00	7.6	24%
华侨城A	000069.SZ	6.9	5.7	4.8	104	124	146	20%	19%	18%	11.09	7.2	35%
北京城建	600266.SH	10.9	9.3	7.8	17	20	24	17%	20%	16%	18.44	10.1	45%
金融街	000402.SZ	8.2	7.3	6.5	34	38	44	12%	13%	15%	14.25	8.3	42%
光大嘉宝	600622.SH	17.5	11.3	9.4	8	10	12	55%	20%	19%	20.50	8.3	60%
平均值		14.8	9.3	7.2				47%	29%	27%			30%

资料来源：Wind，华创证券

注：股价截止2019年3月20日收盘价。

### 四、风险提示：房地产市场销量超预期下行以及行业资金放松不及预期

## 房地产组团队介绍

### 组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018年金牛奖评选房地产行业第一名。

### 研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

### 研究员：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017年加入华创证券研究所。2017年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

### 助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018年加入华创证券研究所。2018年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500