

房地产

证券研究报告
2019年07月12日

继续强烈看好地产：中报业绩或超预期、行业数据走弱有望减轻政策调控担忧、或受益于货币政策宽松

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《房地产-行业研究周报:高基数下销售增速普降,宏观政策空间值得期待——房地产销售周报 0707》
2019-07-07
- 《房地产-行业研究周报:土地市场供应减少,分化持续,关注融资优势房企——房地产土地周报 20190707》
2019-07-07
- 《房地产-行业点评:半年销售普降,结构分化收窄,龙头、二线继续领跑——百强房企 2019 年 6 月销售点评》
2019-07-01

1. 基本面下行：行业数据大概率走弱、但优质房企销售数据亮眼

从 5 月统计局数据来看,行业增速总体下滑,高基数效应下预计 6、7 月增速将会持续下滑。我们认为主要有两方面的原因:1) 在 5 月份多番政策压制下,销售端受到抑制,连带拖累开工、投资增速下滑;2) 随去年 6-8 月基数逐渐走高,对应数据增速逐渐下滑。去年 7 月的统计局地产行业数据中销售、投资、开工数据的单月同比增速分别为 9.9%、13.2%、29.4%,均为 18 年至今的区间最高,而 8 月开工、投资增速分别为 26.6%、9.25%,仍然为年内高位,因此我们预计 19 年 6-8 月基数效应下,销售、投资、开工数据或将明显下滑。另一方面,全国销售增速预计逐渐走弱,但一二线和强三线房企表现亮眼,强房企销售数据在金三银四之后,5、6 月逐渐边际走弱,预计 7、8 月或将继续走弱,但一二线布局为主的房企销售额累计增速大部分在 10%-40%之间,二线>龙头>三四线。

2. 政策面利好：行业下行对冲产业政策担忧,降息降准预期升温

最近行业信托融资收紧,这有利于优质房企,他们融资优势会更突出。我们认为随行业逐渐走弱,助力解除产业政策担忧。根据前瞻数据,我们预计销售数据率先走弱,带动开工、投资数据下行,其中 7 月为最高,8 月为次高数据,后续随基数下行增速或将逐渐抬升。7、8 月统计局数据对应的公布日期分布在 8 月、9 月中旬,或将见底,9、10 月统计局数据在 10、11 月中公布或确认前期行业底部,因此我们认为在 10 月中旬之前,地产政策再度收紧不易,随行业数据走差政策或存在一定空间。从宏观政策角度来看,外围国家新西兰、澳联储已宣布降息,7 月 10 日美联储重申为维持美国经济增长将采取“合适的”措施,降息预期进一步升温,国内宏观流动性宽松预期继续加强,更重要的是对房企融资、销售带来的基本面改善,地产股有望明显受益。

3. 业绩或超预期：2017 年销售进入交房期、地产企业业绩大概率超预期

从过去 2015-2018 年的营收、归母净利润增速来看,主流地产公司一直保持着高速增长态势,行业的营收、归母净利润的复合增长率分别为 26%、28%。营收增速在过去四年保持 20%以上的增速,归母净利润增速 2017 年、2018 年分别达到 55%、19%。上半年房企加速竣工结算,业绩有望超预期。2019 年上半年,根据已经公布业绩预告的房企中报业绩预告来看,金科、蓝光、绿地预计增速分别为 200%、101%、46%左右,均超市场预期。我们认为随房企竣工结算节奏加快,半年报及年报业绩有望超预期。

4. 估值处于低位：业绩预期好、整体估值处于历史估值的下 1/4 分位

在房企业绩高增速之下,估值则明显偏低。2019 年初招蛇一致性预期 PE 近 9 倍,万科、中南建设、滨江集团接近 8 倍,一二线布局为主的保利为 6.87 倍、阳光城为 6.52 倍、金地 5.79 倍、华发为 5.72 倍。2020 年除万科、保利、招蛇估值在 5 倍以上,阳光城、中南、融创、华发估值均不足 5 倍。以 12 月动态 PE 来看,目前地产股估值均处于历史估值区间的下 1/4 分位,在产业政策收紧预期缩减、宏观流动性宽松预期加强下,优质公司的估值仍有较大提升空间。

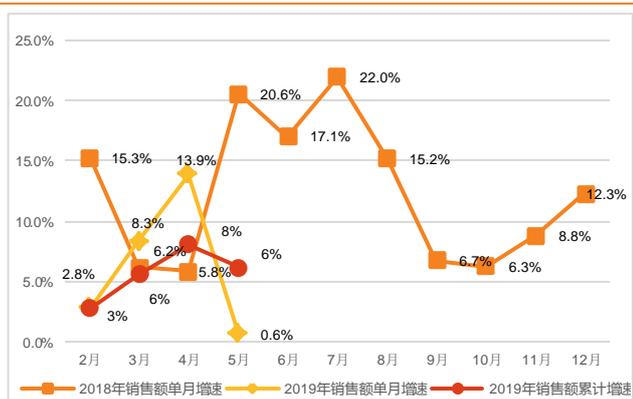
投资建议：我们认为地产 7、8 月基本面走弱有助于解除政策打压担忧,且美联储降息预期升温,国内宏观降准降息预期也随之升温,行业融资收紧反而有利于优质企业,且 2017/18 年的高销售将在 2019/20 进入交房高峰,地产企业的业绩增速或将超预期,目前金科、蓝光、绿地等均公布超预期中报预告,在预期增速提升下行业估值依旧较低,整体处于历史的下 1/4 分位,我们建议关注:1) 坚定推荐优质龙头:万科、融创、保利、金地、招蛇;2) 二线优质成长:中南建设、阳光城等;3) 长期看好物业及中介,关注:中航善达、国创高新、光大嘉宝等;4) 旧改及长三角一体化:城投控股

风险提示：业绩增速不及预期,政策变动不及预期

1. 总体行业或将继续走差，但是龙头和优质的二线房企销售数据亮眼

从 5 月统计局数据来看，行业增速总体下滑，高基数效应下预计 6、7 月增速将会持续下滑。1-5 月销售面积同比增速-1.6%，环比 1-4 月的-0.3%下降了 1.3 个 PCT，单月同比增速-5.5%，环比较 4 月减少 6.8 个百分点，重回零下。投资和开工数据也都边际走弱，1-5 月房屋新开工面积 79784 万平方米，同比增长 10.5%，增速环比 1-4 月下降 2.6 个百分点。从单月数据来源，5 月的增速 4.0%，环比 4 月下降 12.1 个百分点；受开工影响，投资增速也呈现出边际下滑的趋势，1-5 月份，全国房地产开发投资 46075 亿元，同比增长 11.2%，增速比 1-4 月回落 0.65 个百分点。单月投资增速 9.5%，增速较 4 月下降 2.5 个百分点。从以上数据可以看出，地产行业数据在逐渐走弱，我们认为主要有两方面的原因：1) 在多番政策压制下，销售端受到抑制，连带拖累开工、投资增速下滑；2) 随去年 6-8 月基数逐渐走高，对应数据增速逐渐下滑。去年 7 月的统计局地产行业数据中销售、投资、开工数据的单月同比增速分别为 9.9%、13.2%、29.4%，均为 18 年至今的区间最高，而 8 月开工、投资增速分别为 26.6%、9.25%，仍然为年内高点，因此我们预计 19 年 6-8 月基数效应下，销售、投资、开工数据或将明显下滑。

图 1：2019 年销售额增速



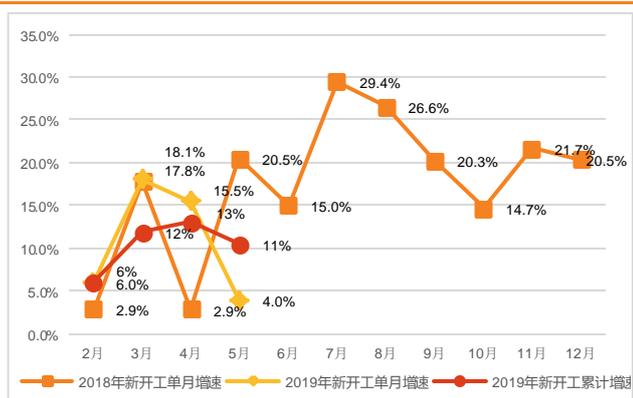
资料来源：统计局，天风证券研究所

图 2：2019 年销售面积增速



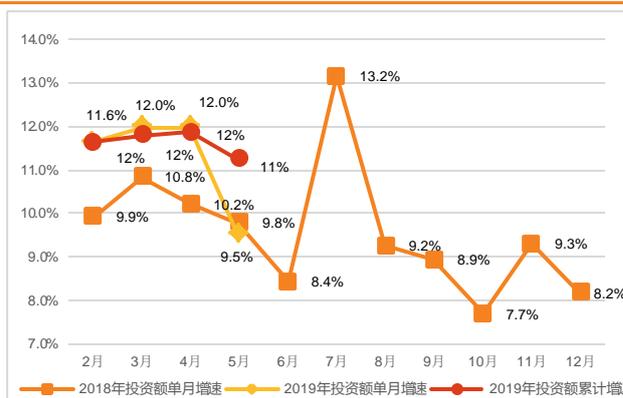
资料来源：统计局，天风证券研究所

图 3：2019 年新开工增速



资料来源：统计局，天风证券研究所

图 4：2019 年投资额增速

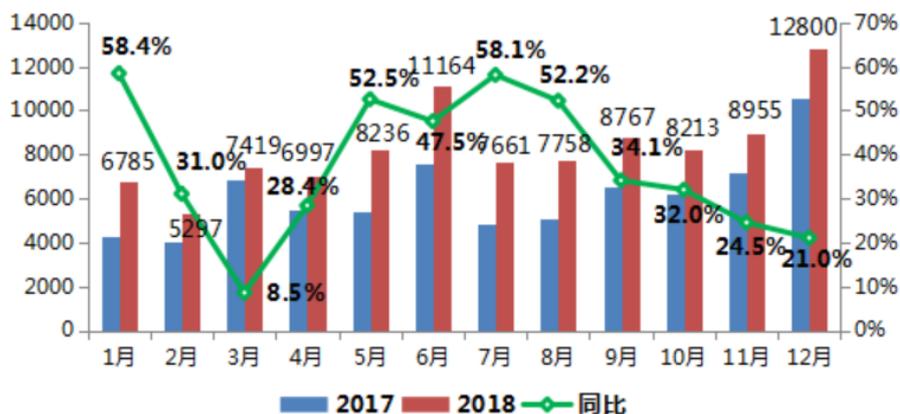


资料来源：统计局，天风证券研究所

全国销售增速预计逐渐走弱，但一二线房企表现亮眼。从克尔瑞销售数据来看，百强房企销售数据在金三银四之后，5、6 月逐渐边际走弱，预计 7、8 月或将继续走弱，但一二线布局为主的房企销售额累计增速大部分在 10%-40%之间，二线>龙头>0>三四线。2018 年 5-8 月百强房企销售额增速在 48%-60%的高位区间，其中 7 月增速 58.1%，为下半年最高值，此后逐月下滑至年底的 21%。我们认为在高基数影响下，7、8 月销售增速或将继续

走弱。19年6月百强房企销售额增速13%，环比5月下降2.7个PCT，1-6月累计销售额增速14%，环比1-5月持平。但从结构上来看，一二线布局为主的龙头、二线房企的累计增速持续亮眼：传统龙头房企万保招金半年销售额累计增速分别为9.63%、17.33%、34.75%、13.97%，而二线高杠杆房企中南、中海、华润、旭辉累计销售额同比24%、40%、36.5%、33.6%（中海、华润、旭辉为克尔瑞口径数据），表现依旧亮眼且环比继续上扬，而三四线布局房企及销售增速仍在零下（碧桂园、恒大分别为-7%、-8%）。

图 5：2018 百强房企销售额（亿元）及其增速



资料来源：CRIC，天风证券研究所

2. 行业下行对冲产业政策担忧，降息降准预期升温

我们认为随行业逐渐走弱，助力解除产业政策担忧。根据前瞻数据，我们预计销售数据率先走弱，带动开工、投资数据下行，其中7月为最高，8月为次高数据，后续随基数下行，增速或将逐渐抬升。7、8月统计局数据对应的公布日期分布在8月、9月中旬，或将见底，9、10月统计局数据在10、11月中公布或确认前期行业底部，因此我们认为在10月中旬之前，地产政策再度收紧不易，随行业数据走差政策或存在一定空间。

从宏观政策角度来看，外围国家新西兰、澳联储已宣布降息，7月10日美联储重申为维持美国经济增长将采取“合适的”措施，降息预期进一步升温，国内宏观流动性宽松预期继续加强，更重要的是对房企融资、销售带来的基本面改善，地产股有望明显受益。

3. 地产股业绩增速高，交房期临近业绩有超预期可能

从过去2015-2018年的营收、归母净利润增速来看，主流地产公司一直保持着高速增长态势，行业的营收、归母净利润的复合增长率分别为26%、28%。营收增速在过去四年保持20%以上的增速，归母净利润增速2017年、2018年分别达到55%、19%。

表 1：主流地产公司营收、归母净利润增速

		营收增速				业绩增速			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
000002.SZ	万科 A	34%	23%	1%	23%	15%	16%	33%	20%
600048.SH	保利地产	13%	25%	-5%	33%	1%	1%	26%	21%
001979.SZ	招商蛇口	8%	29%	19%	17%	51%	5%	28%	25%
000671.SZ	阳光城	61%	-12%	69%	70%	7%	64%	68%	46%
000656.SZ	金科股份	12%	66%	8%	19%	40%	98%	44%	94%
600383.SH	金地集团	-28%	69%	-33%	35%	-20%	-13%	9%	18%

000961.SZ	中南建设	-6%	68%	-11%	31%	-63%	10%	78%	264%
600340.SH	华夏幸福	43%	40%	11%	41%	36%	97%	35%	34%
002244.SZ	滨江集团	7%	54%	-29%	53%	21%	-4%	22%	-29%
000732.SZ	泰禾集团	77%	40%	17%	27%	69%	35%	24%	20%
600325.SH	华发股份	17%	59%	50%	19%	9%	39%	59%	41%
002146.SZ	荣盛发展	1%	31%	26%	46%	-25%	44%	39%	31%
1918.HK	融创中国	-8%	54%	86%	89%	2%	24%	344%	51%
0688.HK	中国海外发展	17%	13%	3%	3%	20%	-51%	10%	10%
1109.HK	华润置地	17%	6%	8%	2%	19%	-25%	18%	5%
	地产板块	32%	27%	20%	33%	7%	4%	55%	19%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

上半年房企加速竣工结算, 业绩有望超预期。2019 年上半年, 根据已经公布业绩预告的房企中报业绩预告来看。金科、蓝光预计增速分别为 200、101%左右, 保持较高的增速, 而北京城建预高“可能有较大增长”, 首开股份预计增速 25%左右, 均保持了较高的增速。我们认为随房企竣工结算节奏加快, 半年报及年报业绩有望超预期。

表 2: 截至 7 月 11 日 5 家房企已公告业绩预告摘要

证券简称	2019 年中报业绩预告摘要
金科股份	净利润约 200000 万元~260000 万元,变动幅度为:200%~290%
北京城建	预测年初至下一报告期期末的累计净利润可能与上年同期相比有较大增长
首开股份	净利润约 173024.67 万元左右,增长 25%左右
蓝光发展	净利润约 124500.02 万元,增长 101%左右
绿地控股	净利润约 882157.67 万元,同比增长 45.67%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 高增长下低估值, 2020 年高杠杆二线房企估值不足 5 倍

在房企业绩高增速之下, 估值则明显偏低。2019 年初招蛇一致性预期 PE 近 9 倍, 万科、中南建设、滨江集团接近 8 倍, 一二线布局为主的保利为 6.87 倍、阳光城为 6.52 倍、金地 5.79 倍、华发为 5.72 倍。2020 年除万科、保利、招蛇估值在 5 倍以上, 阳光城、中南、融创、华发估值均不足 5 倍。

以 12 月动态 PE 来看, 目前地产股估值均处于历史估值区间的下 1/4 分位, 在产业政策收紧预期缩减、宏观流动性宽松预期加强下, 仍然具备一定空间。

表 3：2019、2020 年主流房企一致性预期 PE（7 月 10 日收盘价）

证券简称	2019PE	2020PE
万科 A	8.04	6.82
保利地产	6.87	5.66
招商蛇口	8.98	7.46
阳光城	6.52	4.82
金科股份	6.82	5.49
金地集团	5.79	4.91
中南建设	7.80	4.59
华夏幸福	6.25	4.81
滨江集团	8.00	6.49
泰禾集团	6.09	5.05
华发股份	5.72	4.43
蓝光发展	5.28	3.47
荣盛发展	4.29	3.48
碧桂园	5.19	4.42
中国恒大	4.83	3.86
融创中国	6.01	4.73
中国海外发展	6.41	5.64
华润置地	7.71	6.71

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

我们认为地产 7、8 月基本面走弱有助于解除政策打压担忧，且美联储降息预期升温，国内宏观降准降息预期也随之升温，行业融资收紧反而有利于优质企业，且 2017/18 年的高销售将在 2019/20 进入交房高峰，地产企业的业绩增速或将超预期，目前金科、蓝光、绿地等均公布超预期中报预告，在预期增速提升下行业估值依旧较低，整体处于历史的下 1/4 分位，我们建议关注：1) **坚定推荐优质龙头**：万科、融创、保利、金地、招蛇；2) **二线优质成长更受益货币宽松**：中南建设、阳光城等；3) **长期看好物业及中介**，建议关注：中航善达、国创高新、光大嘉宝等；4) **旧改及长三角一体化**：城投控股

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com