

证券研究报告—深度报告

房地产

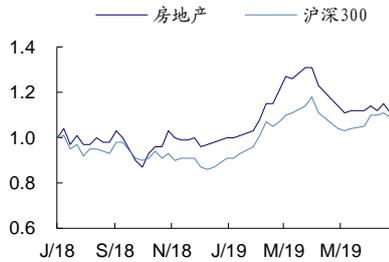
房地产 2019 年 7 月投资策略暨
中报前瞻

超配

(维持评级)

2019 年 07 月 16 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《地产 A 股 2019 年下半年投资策略: 求“稳”是主基调》——2019-06-24
- 《房地产行业专题-地产 A 股 2018 年报、2019 年 1 季报总结: 业绩增长, 质量提升》——2019-05-12
- 《房地产 2019 年 5 月投资策略: 楼市升温, 政策两难》——2019-05-09
- 《房地产行业 2019 年 4 月投资策略: “政策改善”转向“基本面回暖”》——2019-04-08
- 《房地产 2019 年 3 月投资策略: 积极把握春耕行情》——2019-03-07

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

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

行业投资策略

优选“低估值+双增长”品种

● 5 月投资组合回顾及 7 月组合推荐

国信房地产区瑞明团队在上期策略《楼市升温, 政策两难》重点推荐金地集团、保利地产及阳光城, 金地、保利均跑赢大盘。7 月组合为金地集团 (显著受益于一二线城市边际改善)、保利地产 (住宅开发央企龙头, 低估值+双增长)、荣盛发展 (低估值+双增长)。

● 行业动态跟踪

六月以来楼市热度略有降温, 根据中国指数研究院数据, 一线城市新房、二手房成交环比回落, 部分二线热门城市新房成交亦环比回落, 土地市场亦有所降温, 溢价率延续下滑, 统计局披露的 6 月数据亦出现不同程度的回落。六月以来政策趋严信号明显, 房企融资收紧尤甚: 1) 银保监会发布 23 号文, 明确了整治违规向房企“输血”的乱象; 2) 银保监会主席郭树清表示“房地产业过度融资, 不仅挤占其他产业信贷资源, 也容易助长房地产的投资投机行为”; 3) 银保监会针对部分房地产信托业务增速过快的信托公司开展了约谈警示; 4) 国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务……。

● 公司动态跟踪

截至 7 月 15 日, 根据房地产板块已发布业绩预告的 32 家公司, 预增或扭亏 16 家, 占已发布业绩预告公司 50%。其中增幅超过 500%以上的 2 家、增幅位于 100%-500%的 5 家、增幅位于 30%-100%有 5 家。销售方面, 多数二线龙头房企受益于布局城市楼市回暖, 表现优异, 2019 年上半年销售保持高增长。

● 板块表现及估值变化

我们从 4 月以来偏谨慎的观点继续得到印证: 自上期策略 (5 月策略) 发布至今, 申万房地产指数跌幅 0.1%, 跑输沪深 300 达 5 个百分点, 在 28 个行业中排第 18 名。当前板块动态 PE 处在近五年第二低位, 仅比 2018 年 10 月 18 日市场最悲观时的 6.6 倍高出 10%。

● 投资建议及行业评级

维持中期策略《求“稳”是主基调》的观点: 预计下半年地产股整体走势波动不大, 符合“低估值+双增长 (已披露的合同销售额及归母净利润预测值双双显著增长)”的品种或会相对强势。7 月组合如前述, 其他推荐品种见正文。

● 风险

市场的风险及研究框架的风险。

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	
					2019E	2020E	2019E	2020E
002146	荣盛发展	买入	9.15	39,785	2.20	2.70	4.2	3.4
600383	金地集团	买入	12.71	57,380	2.15	2.52	5.9	5.0
600048	保利地产	买入	13.35	158,815	1.90	2.28	7.0	5.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

5月投资组合回顾及7月组合推荐	3
行业动态跟踪	3
一、二线楼市热度略有降温	3
土地市场略有降温	4
统计局数据呈温和回落态势	4
政策信号明显趋严	6
按揭利率略微抬升	7
公司动态跟踪	7
中报业绩预告、快报跟踪	8
房企上半年销售情况跟踪	9
板块表现及估值变化	10
投资建议及行业评级	11
风险	11
国信证券投资评级	13
分析师承诺	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明	13

图表目录

图 1: 6月一线城市新房销售增速	3
图 2: 6月部分一线城市二手房销售增速	3
图 3: 6月部分二线城市新房销售增速	4
图 4: 百城土地流拍情况	4
图 5: 百城土地溢价率情况	4
图 6: 商品房销售面积累计同比增速	5
图 7: 商品房销售额累计同比增速	5
图 8: 房屋新开工面积累计同比增速	5
图 9: 房屋施工面积同比增速	5
图 10: 房地产投资累计同比增速	5
图 11: 房企开发资金累计同比增速	6
图 12: 个人按揭与定金及预收款累计同比增速	6
图 13: 二套房购房贷款利率自 2018 年 10 月起首次有所回升	7
图 14: 2019 年上半年 TOP3、TOP15、TOP50 房企销售增速变化情况	9
图 15: 2019 年 5 月 9 日至 7 月 15 日部分优势地产股涨幅	10
图 16: 2019 年 5 月 9 日至 7 月 15 日各行业板块涨幅	10
图 17: 近几年地产股 PE 变化	11
表 1: 2019 年中报业绩预告一览	8
表 2: 2019 年上半年 TOP30 房企销售情况	9

5月投资组合回顾及7月组合推荐

我们在上期策略《楼市升温，政策两难》重点推荐的金地集团、保利地产、阳光城涨幅分别为 9.7%、8.5%、-1.2%，其中金地集团、保利地产分别跑赢沪深 300 达 4.5、3.4 个百分点，跑赢申万房地产指数达 9.8、8.7 个百分点（5 月 9 日至 7 月 15 日）。

2019 年 7 月的推荐组合为金地集团、保利地产、中南建设。

金地集团：显著受益于一、二线楼市边际改善销售实现大幅增长，成本优势突出，静态股息率高，根据 7 月 15 日收盘价计算，2018 年静态股息率达 4.7%；

保利地产：住宅开发央企龙头，品牌影响力突出，深耕一、二线，销售保持持续稳定增长，战略积极，2020 年目标进入行业前三；

荣盛发展：估值低廉，2019 年动态 PE 仅 4.2 倍，已充分反映悲观预期；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。

行业动态跟踪

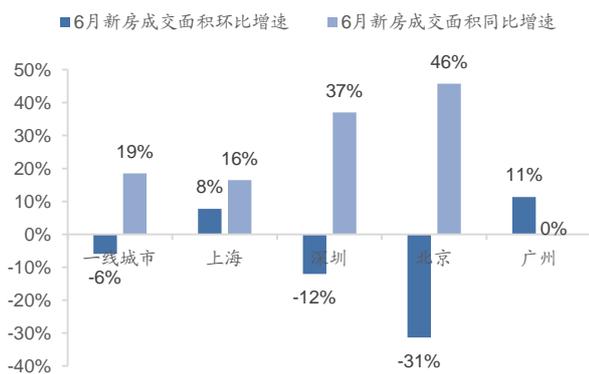
一、二线楼市热度略有降温

一线城市新房、二手房成交环比有所回落

根据中国指数研究院数据，2019 年 6 月，一线城市总体新房成交面积环比下降 6%，同比上升 19%，分城市来看，北京新房成交面积环比下降 31%，同比上升 46%；深圳新房成交面积环比下降 12%，同比上升 37%；上海新房成交面积环比上升 8%，同比上升 16%；广州新房成交面积环比上升 11%，同比基本持平。

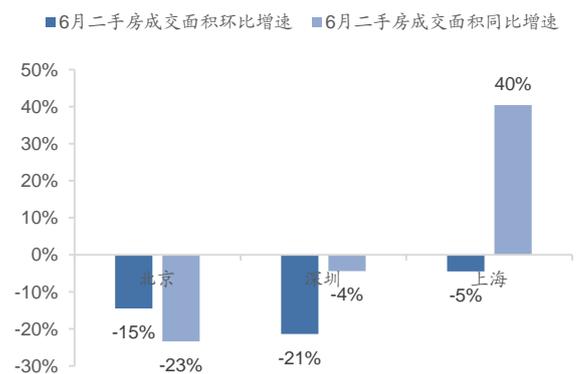
二手房方面，北京二手房成交面积环比下降 15%，同比下降 23%；深圳二手房成交面积环比下降 21%，同比下降 4%；上海二手房成交面积环比下降 5%，同比上升 40%。

图 1：6 月一线城市新房销售增速



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 2：6 月部分一线城市二手房销售增速



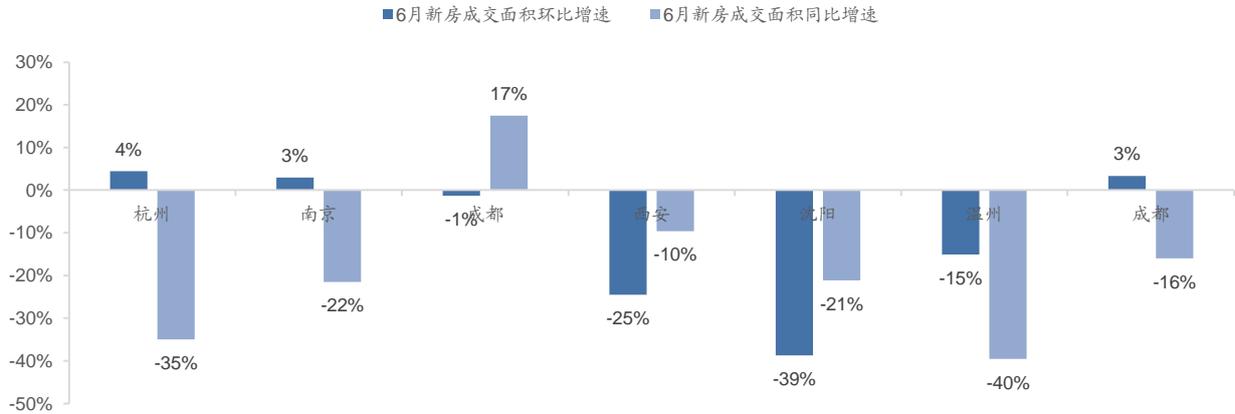
资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

部分二线热门城市新房成交环比有所回落

根据中国指数研究院数据，部分二线热门城市新房成交环比、同比增速亦有回落，其中，杭州新房成交面积环比上升 4%，同比下降 35%；南京新房成交面积环比上升 3%，同比下降 22%；成都新房成交面积环比下降 1%，同比上升 17%；西安新房成交面积环比下降 25%，同比下降 10%；沈阳新房成交面积环比下降 39%，同比下降 21%；温州新房成交面积环比下降 15%，同比下降 40%；

成都新房成交面积环比上升 3%，同比下降 16%。

图 3：6 月部分二线城市新房销售增速



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

土地市场略有降温

根据中国指数研究院数据，2019 年 6 月百城共推出规划建筑面积 15869 万平方米，环比增涨 13%，同比增涨 1%，百城土地流拍面积占推出面积之比为 1.8%，较 2019 年 3 月高点下降 2.7 个百分点；全国百城土地平均溢价率为 12.8%，较 2019 年 4 月高点下降 3.4 个百分点，土地市场进入 6 月以来略有降温。

图 4：百城土地流拍情况



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 5：百城土地溢价率情况



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

统计局数据呈温和回落态势

2019 年 1-6 月，商品房销售面积累计同比增速-1.8%，降幅较 1-5 月扩大 0.2 个百分点，商品房销售额累计同比增速 5.6%，较 1-5 月回落 0.5 个百分点；新开工面积累计同比增速 10.1%，较 1-5 月回落 0.4 个百分点，施工面积累计同比增速 8.8%，增速与 1-5 月持平；房地产投资累计同比增速 10.9%，较 1-5 月回落 0.5 个百分点。

从单月数据看，6 月单月商品房销售面积同比增速-2.2%，降幅较 5 月单月缩小 3.3 个百分点；单月商品房销售额同比增速 4.2%，较 5 月单月上升 3.6 个百分点；单月新开工面积同比增速 8.9%，较 5 月单月上升 4.9 个百分点；单月施工面积同比增速 9.5%，较 5 月单月下降 0.9 个百分点；单月投资同比增速 10.1%，较 5 月单月上升 0.6 个百分点。

图 6: 商品房销售面积累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 商品房销售额累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 房屋新开工面积累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 房屋施工面积同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 房地产投资累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

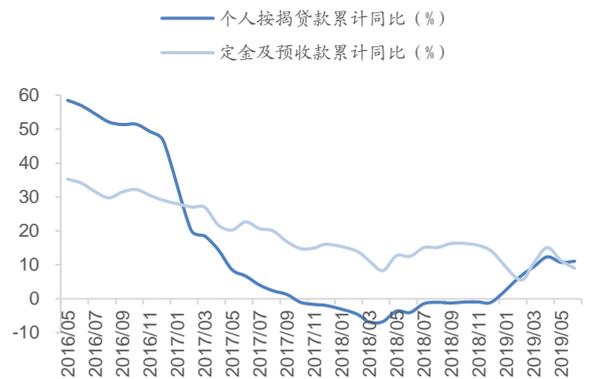
2019年1-6月,房地产开发资金累计同比增速7.2%,较1-5月回落0.4个百分点;其中,个人按揭贷款累计同比增速11.1%,较1-5月提高0.3个百分点;定金及预收款累计同比增速9.0%,较1-5月2.3回落个百分点。

图 11: 房企开发资金累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 个人按揭与定金及预收款累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

政策信号明显趋严

当 2019 年一季度以来部分热点城市楼市出现过热征兆时，政策已出现微妙变化，进入六月份以来，政策趋严信号明显：

一、4 月 10 日，合肥市住房保障和房产管理局就进一步规范商品房销售行为发布紧急通知，打击炒房，严禁哄抬房价、捂盘惜售等行为；

二、4 月 16 日，财政部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，2019 年 37 个省市棚改套数共计 285.29 万套，较 2018 年计划改造套数减少近 51%。

三、4 月 18 日，长沙下发了《关于调整长沙市第二套住房交易环节契税政策的通知》，自 2019 年 4 月 22 日起，在长沙市范围内停止执行对家庭第二套改善性住房的契税优惠政策，即对个人购买家庭第二套改善性住房，按 4% 的税率征收契税。家庭第二套改善性住房是指已拥有一套住房的家庭，购买的家庭第二套住房；

四、据新华社 4 月 19 日消息，近期住房和城乡建设部会同国务院发展研究中心对 2019 年第一季度房地产市场运行情况开展了专题调研，按照稳妥实施房地产长效机制方案确定的月度分析、季度评价、年度考核的要求，住房和城乡建设部对 2019 年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示；

五、4 月 19 日中共中央政治局召开会议，重申坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制；

六、辽宁丹东市政府办公室印发《关于进一步做好房地产市场稳定工作的通知》，从 4 月 27 日起，对非本地户籍家庭购买新建商品住房实行限购政策，在市区范围内允许购买 1 套新建商品住房，对于本地和非本地户籍家庭，需在市区内购买住房，自网签购房合同备案满 5 年，并取得不动产权证书后方可上市交易，市区范围内的新建商品住房申报预售价格备案，备案价格不得高于周边同质可比房屋的当期网签销售均价，对于在售商品住房的销售价格，同一楼盘商品住房销售价格每月环比涨幅不得超过 0.6%；

七、4 月 28 日，深圳市住房公积金管理中心发布《深圳市住房公积金提取管理规定》，主要调整租房提取额度将差异化安排，限制交易类型，以及共有产权类住房将可申请公积金贷款等；

八、5 月 6 日，国家发展改革委召开专题新闻发布会，国家发改委规划司司长陈亚军在新闻发布会上指出，放宽落户不等于放松对房地产的调控。

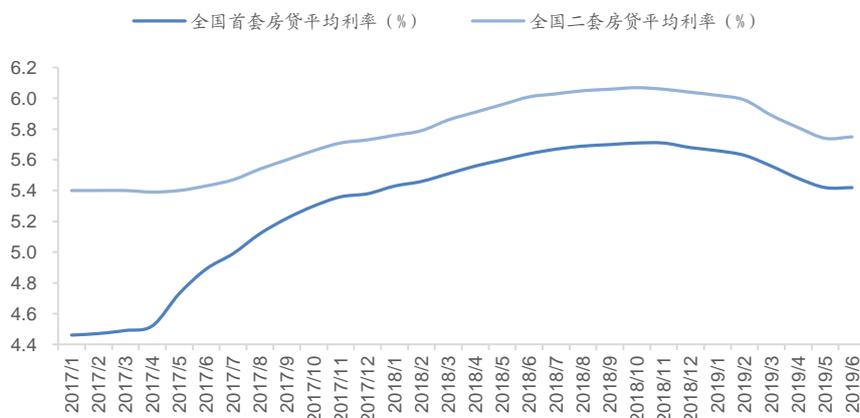
九、5 月 16 日苏州出台《市政府关于进一步促进全市房地产市场持续稳定健康发展的补充意见》，学区房调整为 9 年 1 学位；

- 十、根据新华社 5 月 18 日报道，住建部于 4 月 19 日对 6 个城市进行预警提示的基础上，又对近 3 个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁 4 个城市进行了预警提示；
- 十一、5 月 18 日银保监会发文，明确了整治违规向房企“输血”的乱象；
- 十二、根据海南省六部门 5 月 22 日发布新规，明确要求新建乡村民宿必须坚持逢建必报，严禁以开办乡村民宿名义变相发展房地产；
- 十三、据《新浪财经》报道，6 月 14 日中国人民银行成都分行发出紧急通知，“要求各家银行一手房首套按揭利率不得低于上浮 15%，二套房不得低于上浮 20%”；
- 十四、6 月 15 日，银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为”。
- 十五、6 月 20 日，西安限购升级，非西安市户籍居民家庭在西安住房限购区域内无住房且能够提供 5 年以上（含 5 年）个人所得税或社会保险证明的，方可购买 1 套商品住房或二手住房；
- 十六、据《华夏时报》6 月 20 日报道，中国银行在杭州率先上调首套房房贷利率，从原本的基准利率上浮 5%增加到上浮 8%；
- 十七、据《乐居买房》报道，6 月 20 日苏州多家银行住房按揭贷款停止放贷，放款时间延长；
- 十八、据《观点地产网》7 月 6 日报道，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会近日开展了约谈警示，要求这些信托公司增强大局意识，严格落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求；
- 十九、7 月 12 日，国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。

按揭利率略微抬升

2019 年 6 月，全国首套房及二套房平均贷款利率分别为 5.42%、5.75%，较 5 月分别持平和回升 0.1 个百分点，二套房购房贷款利率自 2018 年 10 月起首次有所回升。

图 13: 二套房购房贷款利率自 2018 年 10 月起首次有所回升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司动态跟踪

中报业绩预告、快报跟踪

一、截至7月15日，根据房地产板块已发布业绩预告的32家公司，预增或扭亏16家，占已发布业绩预告公司50%。其中①增幅超过500%以上的2家，包括荣丰控股、南山控股；②增幅位于100%-500%的5家，包括粤宏远A、金科股份、荣安地产、蓝光发展、海航投资；③增幅位于30%-100%有5家，包括绿景控股、中润资源、中华企业、泰禾集团、大悦城；

二、截至7月15日，房地产板块1家公司发布业绩快报，绿地控股2019年上半年归母净利润增幅为45.7%。

表 1：2019 年中报业绩预告一览

序号	公司	业绩变动原因	净利增幅上限(%)	净利增幅下限(%)
1	荣丰控股	主要系长春国际金融中心城市 BC 座竣工交房，结转收入所致。	1403	1069
2	南山控股	部分房地产开发项目进入结算期，房屋结转面积较上年同期大幅增加。经公司初步测算，本期预计较上年同期扭亏为盈。	1477	1018
3	粤宏远 A	概因公司房地产自营项目以及合营企业万科置地“翡丽山”项目已预售商品房部分产品在 2019 年上半年度达到收入确认条件而实现了销售收入的增加，从而使公司房地产业务的利润有所增长，亦主要得益于确认合营项目的投资收益，使得公司业绩在今年上半年度与去年同期相比实现扭亏为盈。	278	230
4	金科股份	主要系本期交房规模及整体销售毛利增加致使归属于上市公司股东的净利润增加。	290	200
5	荣安地产	主要原因为本期心尚园等项目交付，结转收入，整体销售毛利增加致使归属上市公司股东的净利润增加。	278	192
6	蓝光发展	(一) 主营业务影响公司主营业务为房地产开发与经营。(二) 非经营性损益的影响非经常性损益对公司本期业绩预增无重大影响。(三) 会计处理的影响公司本期合并报表范围变化等会计处理对于公司本期业绩预增无重大影响。(四) 其他影响公司不存在其他对业绩预增构成重大影响的因素。	101	101
7	海航投资	主要原因为本期有息负债同比减少，财务费用利息支出相应减少；以及股权转让，相应债权转让发生债务重组损失减少所致。	101	101
8	绿景控股	本报告期营业收入较少。	97	95
9	中润资源	1、斐济瓦图科拉金矿技术改造仍在进行中，产量未达预期，本期亏损；2、淄博房地产项目尚未具备结转收入条件；3、公司有息负债形成财务费用较大。	92	81
10	中华企业	报告期内公司结转的营业收入较上年同期有较大幅度增加，且毛利率较上年同期增加。		50
11	泰禾集团	1、报告期内公司房地产项目开发规模正常增长，2019 年上半年可确认销售收入高于上年同期致使利润增长；2、报告期内部分房地产项目引入合作方，进行股权合作，因股权转让确认投资收益高于上年同期。	60	40
12	大悦城	主要是由于公司本报告期结转商品房销售收入较上年同期增加所致。	50	30
13	首开股份	公司营业收入增加。预计 2019 年 1-6 月实现营业收入与上年同期相比，增长 25% 左右。	25	25
14	金融街	主要原因一是公司开发销售业务销售和工程有序推进，开发销售业务收入较去年同期有所增加；二是公司资产管理业务经营效能持续提升，资产管理业务收入实现稳定增长。	25	15
15	大连友谊	1、公司所属房地产项目可销售部分竣工交付，但部分项目自持商业因经营定位调整暂缓建设，同时金石谷项目考虑市场情况暂缓建设，按相关规定停止利息资本化导致本期财务费用同比增加，利润减少。2、营业收入同比下降。	13	0
16	*ST 津滨	主要原因是公司主要在建项目处于开发建设阶段，尚未竣工交付结转收入。	40	-20
17	深振业 A	受项目结转周期影响，上年同期确认合作开发项目投资收益金额较大。	-45	-55
18	嘉凯城	1、公司财务费用较去年同期有所增加。2、公司预计本报告期非经常性损益对净利润的影响金额约为-3,500 万元。	-58	-58
19	万泽股份	公司第一季度实施完成了重大资产置换，置出部分房地产业务，并置入盈利性较好的医药资产。	-45	-63
20	中洲控股	报告期内竣工结算的房地产项目收入较上年同期减少，导致归属于母公司的净利润同比下降。	-67	-67
21	亚太实业	主要原因是：可售房源减少，收入减少。	-43	-75
22	世联行	主要原因是：1、交易服务从 2018 年下半年以来持续受市场波动的影响，本期收入同比下降，影响当期利润。2、本期公寓管理业务前期暂时性的经营亏损同比增加，影响当期利润；但公寓运营整体上日趋成熟，收入持续增长，亏损程度较 2018 年下半年相比呈现环比改善趋势。	-60	-80
23	中交地产	(一) 本报告期房屋交付面积较上年同期减少，导致结转的利润减少。(二) 上年同期我司全资子公司北京联合置业有限公司非同一控制下企业合并中交石家庄房地产开发有限公司，确认投资收益 23,637.52 万元，本报告期无同类业务。	-83	-83
24	美好置业	报告期内，公司装配式建筑、现代农业等新业务板块处于业务培育期，尚未开始贡献利润。房地产业务板块预售项目期末预收账款近 84 亿，但尚未达到结算条件，将在以后期间逐步确认收入，由此致使结算收入和营业利润较上年同期减少，本报告期业绩同比下降。	-94	-95
25	天保基建	报告期内，公司房地产开发项目均处于开发建设阶段，当期没有满足结转收入条件的新项目，导致公司本期业绩亏损。	-113	-125
26	阳光股份	变动主要原因为公司在 2018 年半年度取得较大的政府补助，本期不存在此类事项所致。	-136	-151
27	ST 新光	1、项目出售产生的投资收益较上年同期减少；2、部分贷款发生逾期，逾期利息和罚息增加，导致财务费用增加。	-166	-192
28	沙河股份	报告期内结转销售收入同比减少所致。	-214	-230
29	财信发展	1、本期持续非集中性交房相比去年同期减少，导致营业收入有所下降。2、本期因在建项目增加、业务拓展布局扩大，导致费用比去年同期增加。	-276	-324

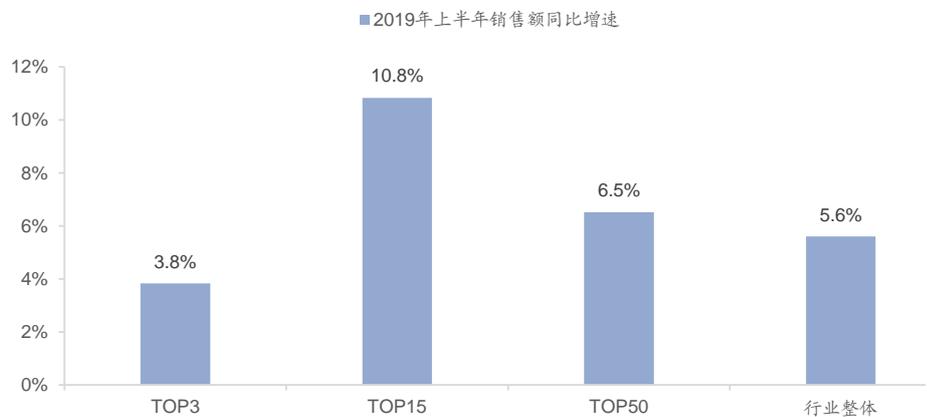
30	莱茵体育	1、公司持续转型体育行业，该板块的业务尚未充分体现；2、房地产板块业务与去年同期相比大幅下降。	-350	-400
31	中迪投资	报告期内，公司位于重庆市的“两江·中迪广场”、四川省达州市的“中迪·绥定府”及“中迪·花熙樾”房地产投资项目均处于开发建设阶段，尚未满足结转利润条件；同时，前述项目的预售工作正在全力推进之中，营销投入较大。鉴于前述因素，公司报告期内亏损。	-887	-934
32	铁岭新城	公司开发整理的土地上半年未实现出让，导致当期业绩亏损。上半年公司开发整理的土地挂牌 102.88 亩，成交后部分土地出让金将依据协议约定拨付给公司。该挂牌土地已于 7 月 10 日摘牌，公司获取的土地出让金将计入下半年营业收入。	-807	-983

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

房企上半年销售情况跟踪

根据克而瑞数据，2019年1-6月，TOP50房企销售金额达41057亿元，同比增速6.5%，超越行业整体0.9个百分点；TOP15房企销售金额达26123亿元，同比增速10.8%，超越行业整体5.2个百分点；TOP3房企销售金额达10585亿元，同比增速3.8%；多数二线龙头房企受益于布局城市楼市回暖，表现优异，其中世茂房地产、阳光城、金地集团、招商蛇口、旭辉集团、远洋集团、奥园集团分别取得39%、36%、36%、35%、34%、33%、33%的增长。

图 14：2019 年上半年 TOP3、TOP15、TOP50 房企销售增速变化情况



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 年上半年 TOP30 房企销售情况

序号	房企	2019 上半年销售金额 (亿元)	2019 上半年同比增速	2018 上半年同比增速	增长变化 (百分点)
1	碧桂园	3701	-10%	43%	-53
2	万科地产	3340	10%	10%	0
3	中国恒大	2780	-9%	25%	-33
4	保利地产	2526	17%	47%	-30
5	融创中国	2142	12%	76%	-64
6	中海地产	1554	29%	18%	10
7	绿地控股	1402	-14%	22%	-36
8	新城控股	1224	28%	94%	-66
9	龙湖集团	1056	9%	5%	4
10	招商蛇口	1012	35%	40%	-5
11	世茂房地产	1003	39%	60%	-22
12	华润置地	978	4%	49%	-45
13	阳光城	901	36%	68%	-32
14	旭辉集团	884	34%	40%	-6
15	金地集团	856	36%	-10%	46
16	中南置地	812	25%	44%	-20
17	中国金茂	785	9%	198%	-188
18	绿城中国	743	-1%	27%	-28
19	金科集团	700	17%	116%	-98
20	华夏幸福	618	-23%	14%	-37
21	富力地产	602	6%	47%	-41
22	远洋集团	601	33%	48%	-15

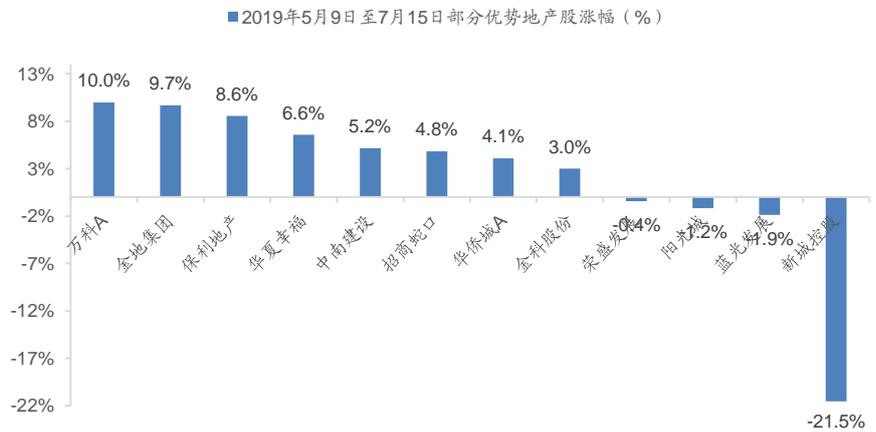
23	雅居乐	582	25%	15%	10
24	融信集团	567	4%	76%	-72
25	奥园集团	536	33%	144%	-111
26	中梁控股	513	-15%	70%	-84
27	美的置业	472	27%	62%	-35
28	荣盛发展	466	16%	47%	-31
29	龙光集团	453	28%	84%	-56
30	泰禾集团	447	-32%	62%	-93

资料来源：克而瑞、公司公告、国信证券经济研究所整理

板块表现及估值变化

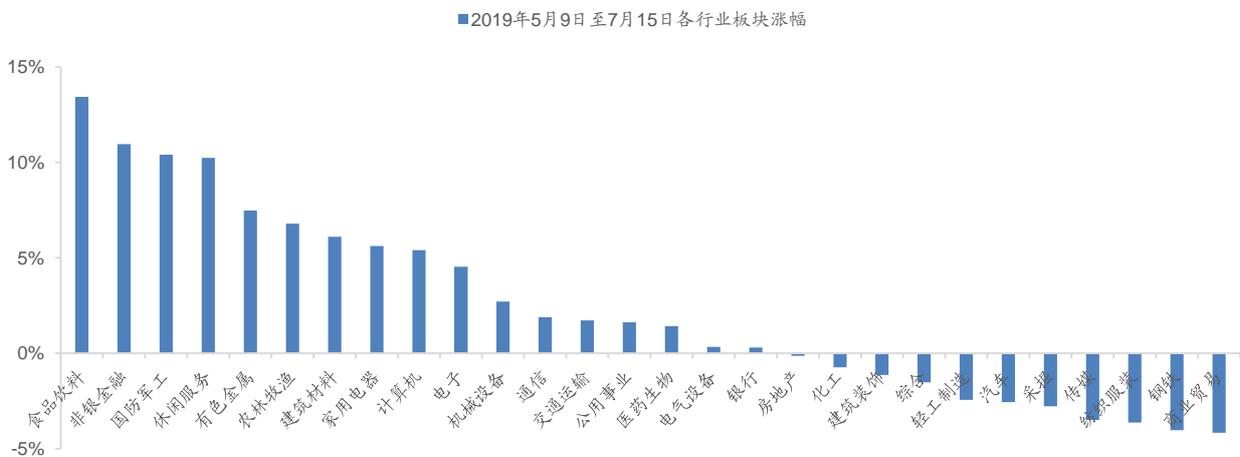
我们根据原创的《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，于 2019 年 4 月 8 日开始偏谨慎，陆续发布《“政策改善”转向“基本面回暖”》、《楼市升温，政策两难》，从建议“加大对地产股的配置”转变为建议“机构投资者拿住手中的筹码”。自 5 月策略《楼市升温，政策两难》发布至今，申万房地产指数跌幅 0.1%，跑输沪深 300 达 5 个百分点，在 28 个行业中排第 18 名。

图 15: 2019 年 5 月 9 日至 7 月 15 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 16: 2019 年 5 月 9 日至 7 月 15 日各行业板块涨幅



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

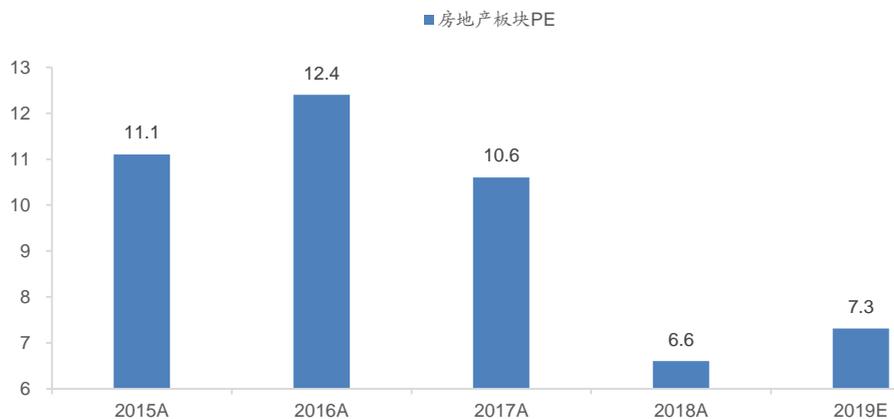
截至 7 月 15 日，板块动态 PE 为 7.3，根据 2019 年一季报财务数据计算的板块 PB 为 1.5，均与 5 月 9 日持平。当前板块动态 PE 处在近五年第二低位，仅

比 2018 年 10 月 18 日市场最悲观时的 6.6 倍高出 10%。

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: 历史上每年最低点的 PE=每年股价最低点的总市值/当年归母净利润总和, 2019 年预测 PE=当日收盘价板块的总市值/WIND 一致预期的归母净利润总和;

图 17: 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

投资建议及行业评级

预计下半年地产股整体走势波动不大, 符合“低估值+双增长(已披露的合同销售额及归母净利润预测值双双显著增长)”的品种或会相对强势。我们 7 月的推荐组合为金地集团、保利地产、荣盛发展, 并看好龙光地产、龙湖集团、佳兆业集团、旭辉控股集团、阳光城、金科股份、融信中国、中南建设、华润置地、华夏幸福、碧桂园、中国恒大、华侨城 A、禹洲地产、合景泰富集团、世联行等。

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 2019-7-15	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
000961.SZ	中南建设	买入	8.29	0.59	1.08	1.89	14.1	7.7	4.4	1.8
600383.SH	金地集团	买入	12.71	1.79	2.15	2.52	7.1	5.9	5.0	1.2
600048.SH	保利地产	买入	13.35	1.59	1.90	2.28	8.4	7.0	5.9	1.3
600340.SH	华夏幸福	买入	30.36	3.91	4.83	6.00	7.8	6.3	5.1	2.1
002146.SZ	荣盛发展	买入	9.15	1.74	2.20	2.70	5.3	4.2	3.4	1.2
000671.SZ	阳光城	买入	6.52	0.75	0.98	1.28	8.7	6.7	5.1	1.5
000656.SZ	金科股份	买入	6.42	0.73	0.90	1.10	8.8	7.1	5.8	1.6
000069.SZ	华侨城 A	买入	7.38	1.29	1.49	1.72	5.7	5.0	4.3	1.0
002285.SZ	世联行	买入	4.28	0.20	0.32	0.39	21.4	13.4	11.0	1.7
2007.HK	碧桂园	买入	10.04	1.59	1.88	2.10	6.3	5.3	4.8	1.8
3333.HK	中国恒大	买入	18.86	2.85	3.12	3.43	6.6	6.0	5.5	1.9
1109.HK	华润置地	买入	30.31	2.78	3.20	3.52	10.9	9.5	8.6	1.5
0960.HK	龙湖集团	买入	27.11	2.16	2.59	3.11	12.6	10.5	8.7	2.0
0884.HK	旭辉控股集团	买入	4.91	0.72	0.87	1.05	6.8	5.6	4.7	1.5
3380.HK	龙光地产	买入	11.32	1.28	1.81	2.18	8.8	6.3	5.2	2.1
1813.HK	合景泰富集团	买入	7.07	1.20	1.45	1.76	5.9	4.9	4.0	0.8
3301.HK	融信中国	买入	9.55	1.56	2.00	2.50	6.1	4.8	3.8	1.3
1638.HK	佳兆业集团	增持	3.33	0.45	0.55	0.66	7.4	6.1	5.1	0.9
1628.HK	禹洲地产	增持	3.40	0.79	0.91	1.07	4.3	3.7	3.2	0.8

资料来源: wind、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

注 1: 表中金额均为人民币计价, 阳光城 2018 年 EPS 均未扣除永续债利息;

注 2: 港股 EPS 均为核心 EPS (中国恒大、佳兆业集团除外)

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