

房地产行业估值研究之股息率

股息国债利差创新高，地产股长线投资价值凸显

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

证券分析师：曹曼

电话：021-20572593

邮箱：caoman@hcyjs.com

执业编号：S0360519070001

1、主流房企估值突破 18H2 底部、回落至 5.8 倍，较强的业绩确定性之下低估值优势更加凸显

一方面，**房地产板块和主流房企的估值底已确认**。从中期来看，2012 年至今，房地产板块估值的峰值和底部相对稳定，板块 PE TTM 估值区间为 9-18 倍，19 年 8 月 6 日房地产板块 PE TTM 回落至 9.4 倍，板块估值已经处于中期估值区间的底部区域。而从短期来看，我们认为政策面和资金面已于 18Q3 见底，并且 18 年 8 月 6 日和 18 年 10 月 18 日股价底为短期估值底，我们跟踪主流 19 家房企 19 年 8 月 6 日对应 19PE 平均为 5.8 倍，也已经低于 18 年 8 月 6 日和 10 月 18 日的 6.6 倍和 5.9 倍，主流 19 家房企估值已经处于短期估值区间的底部区域。**而另一方面，近期主流房企陆续公布中报业绩预告，业绩进入集中释放期**。其中，19H1，绿地控股业绩同比+46%、阳光城+40%、蓝光发展+101%、金科股份+200%-290%、大悦城+30%-50%、保利地产+59%、融创中国超+45%、金地集团+52%。此外，主流房企竣工计划强劲，招商蛇口、新城控股、荣盛发展、首开股份、金地集团、保利地产、蓝光发展、万科 19 年计划竣工面积分别同比+101%、+92%、+40%、+36%、+27%、+24%、+19%、+12%。并且考虑到目前主流房企预收账款覆盖 18 年地产营收区间在 1.3-2.3 倍，预收锁定率均处高位，有力保障后续业绩释放。

2、股息国债利差创新高，地产股长线投资价值凸显，主流房企股息率高达 18A4.7%和 19E6.1%

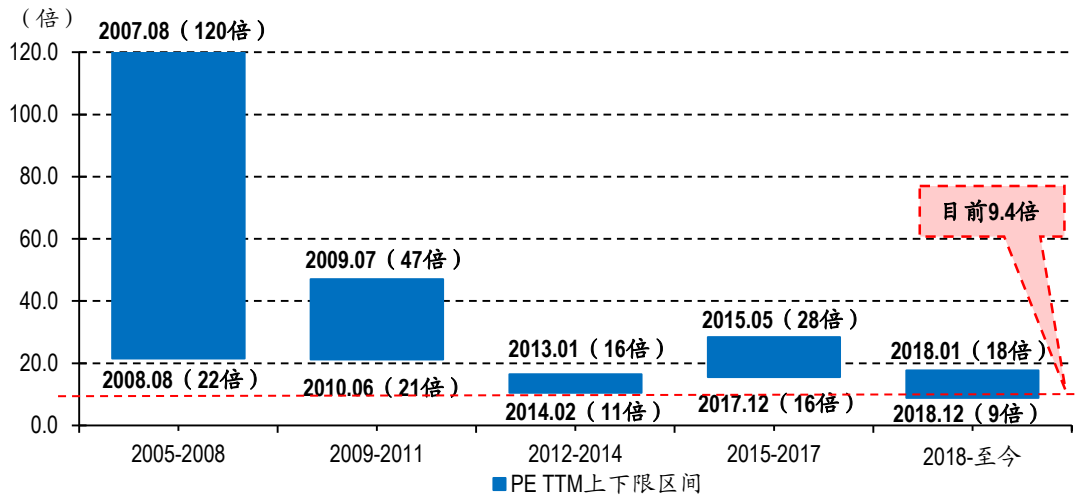
板块股息率方面，继 2018 年 7-8 月、10 月以及 2019 年初后，板块股息率再次与 10 年期国债收益率基本持平，达到 3.1%，房地产板块股息国债利差再次破零。并且，在目前全球流动性宽松以及我国经济下行压力极大的背景下，预计后续 10 年期国债收益率继续下行趋势，而房地产板块业绩确定性更强之下股息率将大概率继续走高，板块股息国债利差有望再创历史新高。个股方面，我们统计 10 家主流房企的平均股息率自 2018 年 7 月以来基本都高于 10 年期国债收益率，19 年 8 月 6 日达到主流房企 18A4.73%（19E6.13%）vs. 国债 3.06%，并且对应股息国债利差创历史新高。其中，股息率较高的房企包括：金科股份（18A 6.1%、19E8.2%）、首开股份（18A 5.5%、19E6.4%）、荣盛发展（18A5.4%、19E6.9%）、金地集团（18A 5.1%、19E6.4%）、蓝光发展（18A 4.5%、19E6.7%）、绿地控股（18A 4.5%、19E5.9%）、华夏幸福（18A 4.5%、19E6.3%）、招商蛇口（18A 4.1%、19E5.1%）、保利地产（18A 3.7%、19E4.8%）、万科 A（18A 3.9%、19E4.6%）等。而从分红比例来看，10 家主流房企在 15-18 年的平均分红比例为 37%，在业绩增速较确定的背景下，稳定的分红率将决定了更高的股息率，进一步创新高的股息国债利差也预示主流优质房企的长线投资价值已经凸显，尤其对于保险资金和产业资本等长线资金的吸引力大幅提升。

注：10 家房企分别为万科 A、保利地产、金地集团、绿地控股、金科股份、招商蛇口、华夏幸福、荣盛发展、蓝光发展和首开股份。

3、投资建议：股息国债利差创新高，地产股长线投资价值凸显，维持板块“推荐”评级

我们认为近期宏观经济下行压力大，同时近期房地产行业基本面略有走弱，并预计投资逐步放缓、销量二次探底，政策面和资金面却已于 18Q3 见底，并全球流动性宽松预期升温，而估值仍处于低位，2019PE 仅 4-9 倍，NAV 折价 20-80%，此外，主流房企销售保持稳定，集中度继续提升，中报普遍业绩大幅高增，并且主流房企股息国债利差创新高，高股息低估值吸引力大幅提升。我们维持开发板块“推荐”评级，推荐：1) 低估值、高股息龙头：保利地产、金地集团、万科 A、融创中国、绿地控股、招商蛇口；2) 二线成长蓝筹：中南建设、阳光城、旭辉控股、金科股份、华夏幸福、荣盛发展、蓝光发展；3) 商业地产：大悦城；4) 国企改革：首开股份。此外，维持物管板块“推荐”评级，维持推荐：中航善达，并建议关注：碧桂园服务、永升生活服务等。

4、风险提示：房地产市场销量超预期下行以及行业资金超预期收紧。

图表 1、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

图表 2、主流房企估值已突破 18 年 731 后估值底

公司	代码	股价 (元)	目前 PE	2018 年股价底部附近 PE		18 宣告股息率 (%)	每股 NAV (元)	NAV 折价
				2018/8/6	2018/10/18			
万科 A	000002.SZ	27.0	7.5	7.0	6.9	3.9	35.3	-23%
保利地产	600048.SH	13.5	6.5	6.6	6.7	3.7	19.0	-29%
招商蛇口	001979.SZ	19.4	8.0	8.4	8.4	4.1	35.5	-45%
新城控股	601155.SH	24.0	3.7	5.0	4.5	6.3	44.4	-46%
金地集团	600383.SH	11.7	5.2	4.7	4.3	5.1	16.8	-31%
阳光城	000671.SZ	6.4	6.4	7.6	6.5	0.9	14.7	-56%
首开股份	600376.SH	7.2	5.1	5.3	5.1	5.5	22.5	-68%
中南建设	000961.SZ	7.8	7.2	9.1	8.4	1.5	15.9	-51%
华夏幸福	600340.SH	26.9	4.9	5.8	5.3	4.5	35.0	-23%
蓝光发展	600466.SH	5.8	5.2	6.9	5.5	4.5	13.2	-56%
金科股份	000656.SZ	5.9	6.0	6.9	6.8	6.1	12.1	-51%
荣盛发展	002146.SZ	8.4	3.7	4.1	3.9	5.4	18.0	-53%
绿地控股	600606.SH	6.7	5.3	6.3	5.6	4.5	10.0	-33%
华侨城 A	000069.SZ	6.8	4.5	4.7	4.0	4.4	11.1	-39%
北京城建	600266.SH	7.4	9.0	13.1	10.2	3.3	18.4	-60%
金融街	000402.SZ	7.1	5.8	6.3	5.3	4.2	14.3	-50%
光大嘉宝	600622.SH	4.0	5.6	11.1	7.8	4.0	20.5	-81%
融创中国	1918.HK	32.1	5.1	5.3	4.7	2.9	60.0	-47%
旭辉控股	0884.HK	4.4	4.4	5.5	3.8	6.8	8.0	-45%

公司	代码	股价(元)	目前 PE	2018 年股价底部附近 PE		18 宣告股息率 (%)	每股 NAV (元)	NAV 折价
			2019/8/6	2018/8/6	2018/10/18			
平均值			5.8	6.6	5.9	4.3		-47%

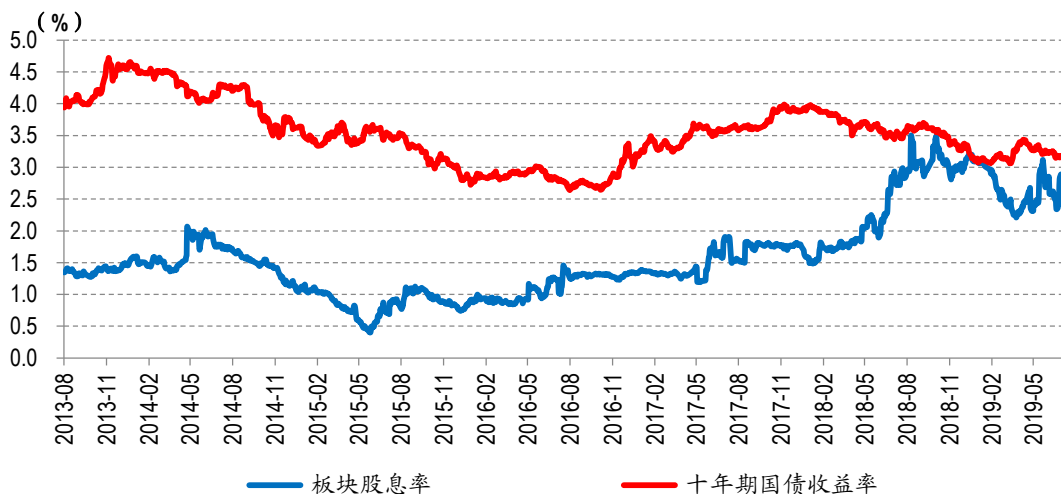
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3、主流房企业绩预增情况

序号	代码	公司	19H1 营收 (亿元)	同比	19H1 归母净利润 (亿元)	同比
1	600376.SH	首开股份	219.3	25%	17.3	25%
2	000656.SZ	金科股份	NA	NA	20-26	200%-290%
3	600466.SH	蓝光发展	NA	NA	12.5	101%
4	600606.SH	绿地控股	2,015.9	28%	88.2	46%
5	000671.SZ	阳光城	225.9	49%	14.5	40%
6	000031.SZ	大悦城	NA	NA	17.7-20.4	30%-50%
7	600048.SH	保利地产	711.6	20%	103.5	59%
8	1918.HK	融创中国	NA	NA	92	45%
9	600383.SH	金地集团	NA	NA	24.0	52%
10	000402.SZ	金融街	NA	NA	9.9-10.8	15%-25%

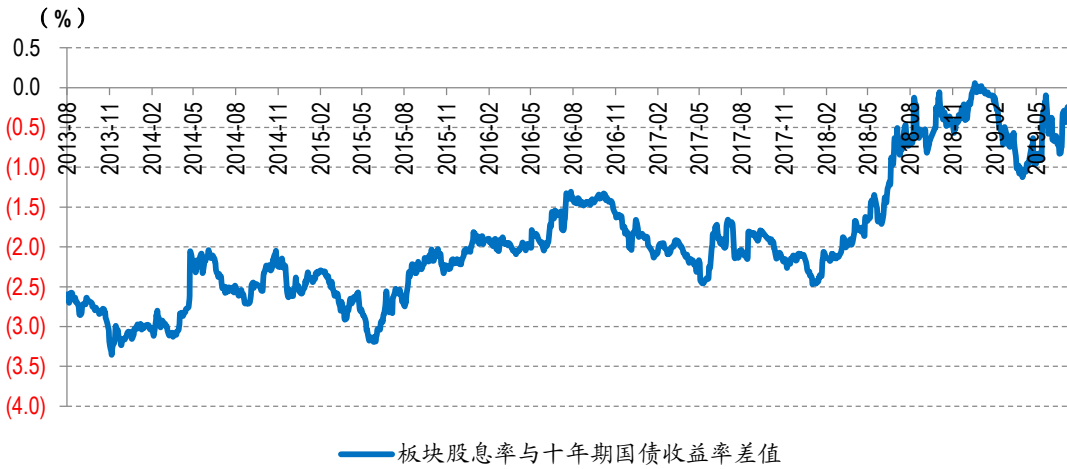
资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 4、房地产板块股息率与 10 年期国债收益率



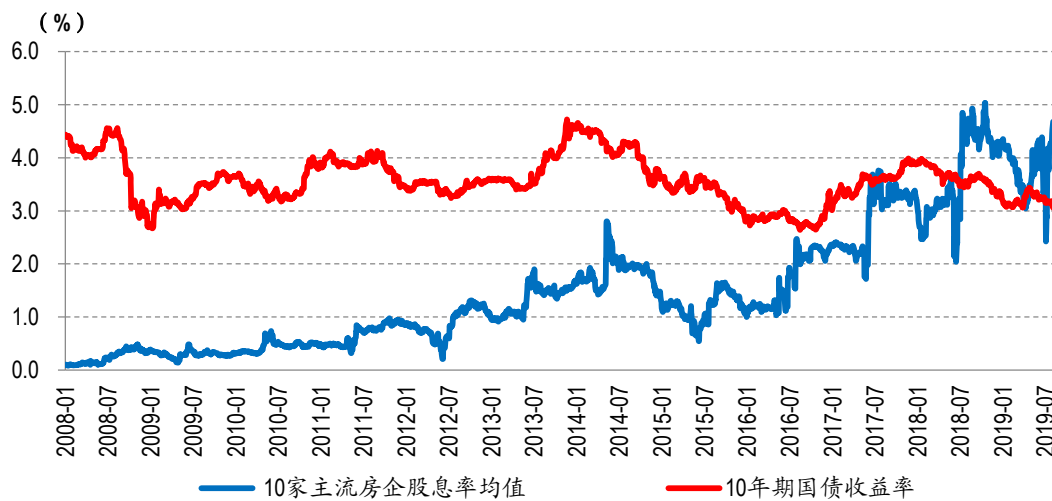
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5、房地产板块股息率与 10 年期国债收益率差值持续上行、并创历史新高



资料来源：Wind，华创证券

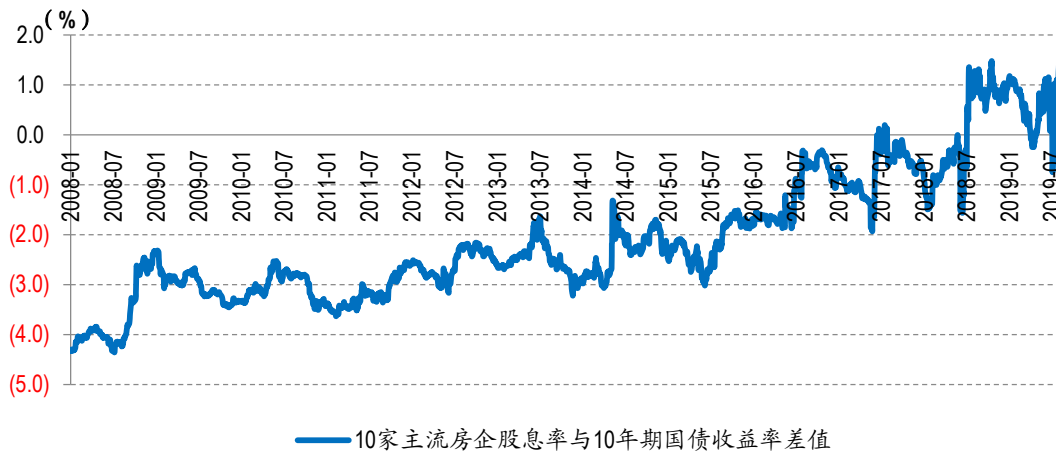
图表 6、主流 10 家房企股息率与 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，华创证券

注：10 家房企分别为万科 A、保利地产、金地集团、绿地控股、金科股份、招商蛇口、华夏幸福、荣盛发展、蓝光发展和首开股份。

图表 7、主流 10 家房企股息率与 10 年期国债收益率差值持续上行、并创历史新高



资料来源：Wind，华创证券

注：10 家房企分别为万科 A、保利地产、金地集团、绿地控股、金科股份、招商蛇口、华夏幸福、荣盛发展、蓝光发展和首开股份。

图表 8、2019 年初至今全球出现持续降息潮

时间	国家	主要内容
1 月 28 日	加纳	将利率降低了 100 个基点至 16%。，为年内第一次降息。
2 月 7 日	印度	回购利率下调 25 个基点至 6.25%，开启首轮降息，改变了政策立场。因通胀放缓给予央行决策者空间来支持政府刺激经济增长。货币政策委员会一致投票决定将其立场从 10 月采取的“校准紧缩”改为中性。
2 月 15 日	埃及	大幅降息 100 个基点至 15.75%，为年内第一次降息。
2 月 26 日	吉尔吉斯斯坦	将政策利率从 4.75% 下调至 4.50%，理由是通货紧缩和刺激经济增长的必要性，为年内第一次降息。
3 月 13 日	格鲁吉亚	将其再融资利率从 6.75% 下调至 6.5%，理由是预测年度通胀率将接近 3% 的目标，为年内第一次降息。
3 月 19 日	牙买加	将利率下调 25 个基点至 1.25%，这是自去年 12 月以来的第三次降息。
3 月 22 日	巴拉圭	其政策利率下调 25 个基点至 4.75%，为年内第一次利率。
3 月 26 日	尼日利亚	关键利率下调 50 个基点至 13.5%，为年内第一次降息。
4 月 4 日	印度	将 25 个基点至 6%，为年内第二次降息。此外央行认为通胀将维持在 4% 的目标范围，将 2020 年财年 GDP 增长预测降至 7.2%。
4 月 15 日	哈萨克斯坦	将政策利率下调 25 个基点至 9.00%，在市场预期之内，为年内第一次降息。
4 月 25 日	乌克兰	央行在 4 月 25 日将主要利率下调至 17.5%，这是过去两年来的首次降息。
4 月 26 日	阿塞拜疆	央行将再融资利率下调 25 个基点至 8.75%，为年内第一次降息。
5 月 7 日	马来西亚	央行宣布降息 25 个基点至 3%。这是该国自 2016 年 7 月以来首次下调基准利率，也是今年继印度之后第二个降息的亚洲国家。央行声明表示，尽管国内的货币状况仍能支持经济增长，但全球经济回暖有放缓的迹象，因此选择通过降息来保持货币的宽松程度。
5 月 8 日	新西兰	新西兰联储宣布将基准利率下调 25 个基点至 1.5%。这是新西兰联储自 2016 年 11 月以来首次降息，并创下其有史以来最低基准利率。声明表示全球经济增速放缓，经济前景不确定性和贸易疑

时间	国家	主要内容
		虑仍存。
5月9日	菲律宾	将关键利率下调25个基点至4.5%，这是该国自2012年10月以来首次降息，意在降低融资成本，刺激经济增长。官方公布的数据显示，今年第一季度该国国内生产总值增速为5.6%，低于市场预期，为2015年第一季度以来最低值。
6月4日	澳大利亚	降息25个基点至1.25%，刷新历史低位，符合市场预期，为澳洲三年来首次降息。澳联储预计通胀在6月将上升0.25%，因油价上涨；今年潜在通胀为1.75%；预计2019年和2020年经济增长率为2.75%；预计2020年潜在通胀为2%。
6月6日	印度	降息25个基点至5.75%，为年内第三次降息，并将将货币政策立场调整为宽松；将印度2020年财年GDP增长预测从7.2%降至7%。
6月8日	智利	将基准利率下调50个基点，由3%下调至2.5%，为10年来最大的一次降息。
6月14日	俄罗斯	降息25个基点至7.5%，为去年3月以来首次降息，符合市场预期；将今年经济增速预期从1.2%-1.7%下调至1%-1.5%。
7月2日	澳大利亚	现金利率下调25个基点至1%，为年内第二次降息。澳联储表示，在通胀预期符合中期目标的情况下，较为宽松的货币政策有利于增加就业，同时提振市场信心。市场预计澳联储仍将在今年底明年初实施一系列降息，最终将利率水平降到0.5%。
7月18日	韩国	降息25个基点至1.5%，为三年来首次降息，韩央行还将2019年的经济增长预期从此前的2.5%下调至2.2%，原因是包括日本出口限制在内的经济不确定性日益增加。
7月18日	印尼	降息25个基点至5.75%，这是自2017年9月以来首次降息。同时，受全球贸易紧张局势影响，央行下调2019年经济增长预测，由此前的3至4%，降至2.75至3.5%。
7月18日	乌克兰	主要利率降至17%，为年内第二次降息。乌央行表示将2019年GDP增速预期从2.5%上调至3%，2020年从2.9%上调至3.2%。
7月18日	南非	南非央行将关键利率下调25个基点至6.50%，为2018年3月以来首次降息。
7月25日	土耳其	将基准利率从24%降至19.75%，下调425个基点。这是自2015年2月以来首次降息，是2002年以来的最大降息幅度。
8月1日	美国	美联储宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至2%-2.25%，为10年来首次降息。
8月1日	巴林	巴林因为货币与美元挂钩，宣布降息25个基点，追随美联储降息步伐。
8月1日	沙特	阿联酋因为货币与美元挂钩，宣布降息25个基点至2.75%，追随美联储降息步伐。
8月1日	阿联酋	阿联酋因为货币与美元挂钩，宣布降息25个基点，追随美联储降息步伐。
8月1日	巴西	巴西将基准利率下调50个基点至6.00%，并暗示良性的通胀前景意味着可以进一步实施宽松政策，这是自2018年3月以来首次降息。
8月1日	香港	香港金管局宣布降息25个基点至2.5%，此为金管局自去年12月以来，再次调整基本利率。

资料来源：财联社，各国相关部门官网，华创证券

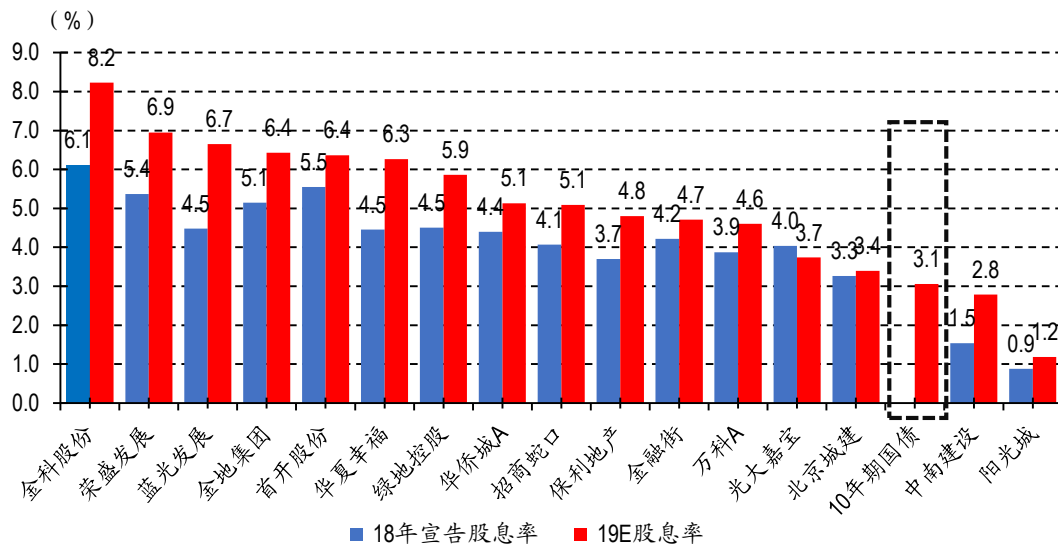
图表9、主流10家房企历年分红比例

公司	2015	2016	2017	2018
万科A	44%	41%	35%	34%
保利地产	30%	30%	30%	31%
金地集团	59%	50%	35%	33%
绿地控股	NA	42%	34%	32%

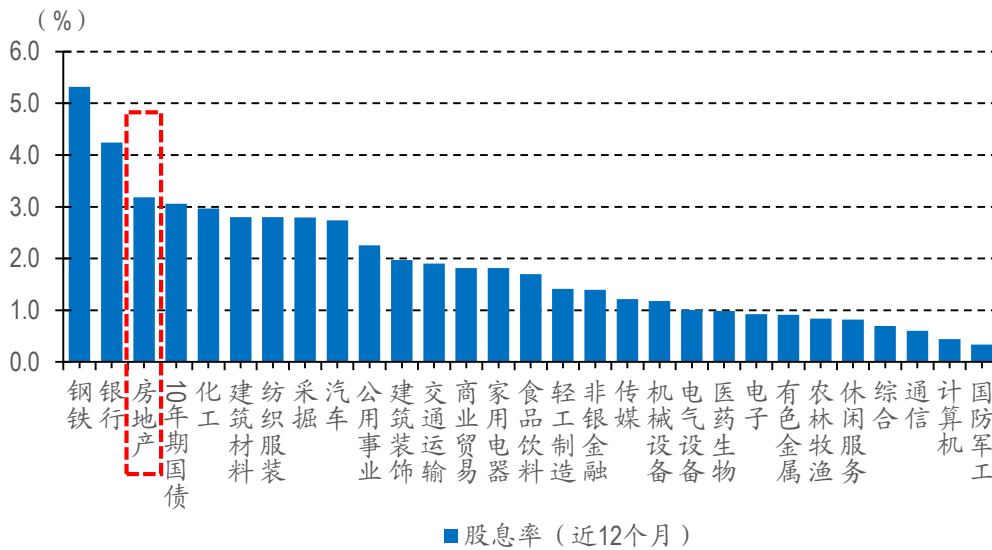
公司	2015	2016	2017	2018
金科股份	17%	77%	67%	49%
招商蛇口	40%	41%	40%	41%
华夏幸福	30%	30%	30%	31%
荣盛发展	45%	42%	32%	26%
蓝光发展	32%	24%	16%	35%
首开股份	0%	47%	66%	33%
平均值	33%	43%	38%	35%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 10、主流房企 18A 和 19E 股息率（假设分红率与 18 年持平）与 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11、主要行业股息率对比


资料来源: Wind, 华创证券

图表 12、主要险资入股房企情况

时间	保险公司	公司名称	当时入股比例	备注
2009/12/31	中国人寿	远洋集团	29.59%	第一大股东
2013/1/25	生命人寿	金地集团	29.83%	第一大股东
2013/6/30	安邦保险	金地集团	20.43%	第二大股东
2013/12/31	生命人寿	佳兆业	25.34%	第一大股东
2015/4/1	中国平安	碧桂园	8.97%	深度合作
2015/6/9	新华人寿	中国金茂	9.66%	第二大股东
2015/12/31	安邦保险	远洋集团	29.58%	第二大股东
2016/6/24	泰康人寿	保利地产	5.31%	第二大股东
2017/8/10	中国平安	旭辉集团	9.64%	第二大股东
2018/7/10	中国平安	华夏幸福	19.88%	第二大股东
2019/2/1	中国平安	华夏幸福	25.25%	第二大股东
2019/7/26	中国平安	中国金茂	15.20%	第二大股东
2019/7/26	新华人寿	中国金茂	9.18%	第三大股东

资料来源: Wind、公司公告, 华创证券

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。

分析师：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
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	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
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@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
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@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	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	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500