

推荐（维持）

## 估值跌至历史大底 基本面理想投资价值凸显

风险评级：中风险

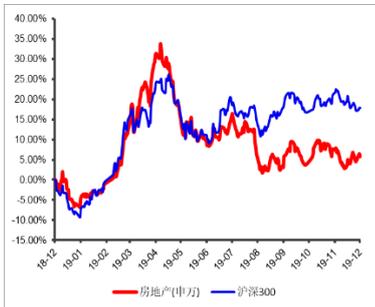
房地产行业 2020 年上半年投资策略报告

2019 年 12 月 05 日

### 整体观点：

分析师：何敏仪  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040001  
电话：0769-23320072  
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- 我们认为，2019年房地产市场整体销售量将维持历史高位，同时超年初预期维持正增长；在贸易摩擦及经济下行压力下，房地产稳经济作用更为突出；行业资金面及政策面最困难时期应该已经过去，来年维持稳定预期较大。同时从当前来看，需求端保持良好，将带来房地产市场大概率的平稳增长（量、价、开发等方面）。行业系统性风险较低。
- 从上市房企层面看，年内整体结算业绩维持理想增速；过去两年的销售大年，并且出现房价的明显上涨，今年进入结算期将带来全年靓丽的结算业绩。从部分一二线龙头房企销售增速及已售未结可以看出，未来一两年业绩锁定性极高；同时股息率也具备较好的吸引力，投资价值凸显。板块在2019年整体走势偏弱，跑输大盘；行业当前整体估值水平也跌至历史大底，具备较好的安全边际。
- 另一方面，我国资产市场对外开放加速，中长线资金配置权益类资产比例逐步提升，对A股整体将带来增量资金。海外资金及长线资金增加，将对投资者结构带来改变，市场投资风格趋向更理性成熟可以预见。未来更多资金偏向于业绩持续稳定增长，并且安全边际高、投资价值突出的蓝筹个股值得期待，风格切换将提振板块个股整体估值水平。
- 我们看好2020年上半年房地产板块个股的投资机会。选股思路，建议配置1) 国企改革背景下出现经营及业绩持续改善提升的优质国企标的。其具备资源及融资优势，国企改革带来提效增利，做强做优值得期待。2) 经营能力良好规模较大，在市场竞争中剩者为王，销售及市场占有率持续提升，并且估值及股息率极具吸引力的个股。
- 建议重点关注保利地产(600048)、大悦城(000031)、城建发展(600266)、华发股份(600325)、招商蛇口(001979)、金融街(000402)、万科A(000002)、华夏幸福(600340)、金地集团(600383)、荣盛发展(002146)等。
- 风险提示。经济下行、房地产销售回落超预期。

### 重点公司盈利预测及投资评级（2019/12/4）

股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
保利地产	14.96	1.59	1.98	2.45	9.4	7.6	6.1	推荐
华夏幸福	27.76	3.79	5.13	6.95	7.3	5.4	4.0	推荐
金地集团	12.42	1.79	2.1	2.47	6.9	5.9	5.0	推荐
华发股份	7.13	1.08	1.28	1.51	6.6	5.6	4.7	推荐
大悦城	6.91	0.35	0.68	0.78	19.7	10.2	8.9	推荐

资料来源：东莞证券研究所，Wind

## 目 录

1. 销售增速探底回升 行业基本面相对良好 .....	4
1.1 全年销售预计维持正增长 超年初预期 .....	4
1.2 行业整体库存进一步下降 .....	5
1.3 房价升势趋缓 调控高压担忧下降 .....	5
1.4 土地市场相对平稳 溢价率保持低位 .....	6
2. 房地产稳经济作用稳固 行业平稳健康发展最符合需求 .....	8
3. 资金面保持合理充裕 利好行业需求及发展 .....	10
3.1 全球新一轮流动性释放开启 .....	10
3.2 贸易摩擦及经济下行带来适度宽松货币的需求 .....	10
3.3 开发资金来源及社会信贷状况保持良好 .....	12
4. “房住不炒”、“三稳”及“因城施策”将成政策主基调 .....	14
5. 上市房企基本面靓丽 .....	15
5.1 销售数据下半年开始好转 四季度值得期待 .....	15
5.2 盈利能力改善 业绩锁定性高 .....	16
5.3 龙头房企市占率加速提升 有利于估值向上修复 .....	18
6. 估值便宜走势落后 具备修复需求及弹性 .....	19
7. 总结与投资建议 .....	21
8. 风险提示 .....	21

## 插图目录

图 1: 全国商品房累计销售面积 .....	4
图 2: 全国商品房累计销售额 .....	4
图 3: 全国商品房单月销售面积 .....	4
图 4: 全国商品房单月销售额 .....	4
图 5: 商品房待售面积变化情况 .....	5
图 6: 百城房价环比上涨城市个数变化 .....	5
图 7: 70 大中城市房价同环比变化 .....	6
图 8: 一二三线城市房价同环比变化 .....	6
图 9: 全国土地累计购置面积同比 .....	6
图 10: 全国土地累计成交价款同比 .....	6
图 11: 100 大中城市单月成交规划建面 .....	7
图 12: 100 大中城市单月成交土地总价 .....	7
图 13: 100 大中城市单月成交楼面均价 .....	7
图 14: 100 大中城市单月成交土地溢价率 .....	7
图 15: 房地产开发投资增速 .....	8
图 16: 固定资产投资增速 .....	8
图 17: 制造业、基建投资增速 .....	8
图 18: 全国房屋施工面积增长 .....	9
图 19: 全国房屋新开工面积增长 .....	9

图 20: 全国房屋竣工面积增长 .....	9
图 21: M0、M1、M2 增速变化 .....	11
图 22: SHIBOR 利率变化 .....	12
图 23: 全国首套房贷平均利率变化 .....	12
图 24: 全国二套房贷平均利率变化 .....	12
图 25: 房地产开发资金来源同比增长 .....	12
图 26: 社融规模累计同比增长 .....	13
图 27: 社融存量规模累计同比增长 .....	13
图 28: 金融机构新增居民人民币中长期贷款同比增长 .....	14
图 29: 上市房企营收增长 .....	16
图 30: 上市房企营业利润、归属净利润增长 .....	16
图 31: 销售毛利率、净利润率变化 .....	16
图 32: 总资产净利率、净资产收益率变化 .....	16
图 33: 行业销售商品收到现金占当期营收比例 .....	17
图 34: 龙头房企代表销售增速与行业对比 .....	18
图 35: 龙头房企代表市占率变化 .....	18
图 36: 百强房企市占率变化 .....	18
图 37: 板块年内累计涨跌幅% .....	19
图 38: 行业板块整体估值对比 .....	19
图 39: SW 房地产板块历史估值变动情况 .....	20

## 表格目录

表 1: 央行年内降准统计 .....	10
表 2: 央行年内持续下调基础性利率水平 .....	11
表 3: 一二线房企代表年内销售增长情况 .....	15
表 4: 一二线房企预收账款占上年结算比例 .....	17
表 5: 重点房企股息率统计 .....	20
表 6: 重点公司盈利预测及投资评级 (2019/12/4) .....	22

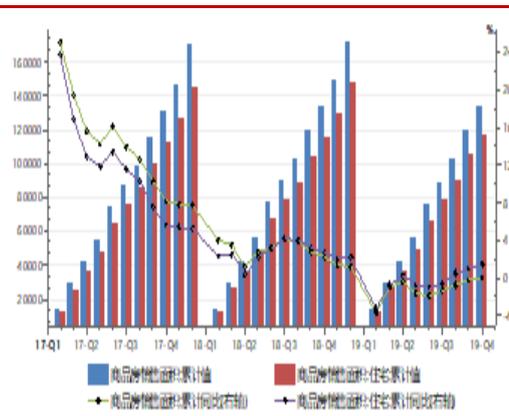
## 1. 销售增速探底回升 行业基本面相对良好

### 1.1 全年销售预计维持正增长 超年初预期

2019 年前 10 月全国商品房销售面积合计 13.3 亿平方米，其中住宅销售面积 11.7 亿平方米，同比分别上升 0.1%和上升 1.5%。2019 年初以来商品房累计销售面积同比增速持续负增长，为近四年销售增长最差水平，但整体销售降幅相对较小，并且下半年开始降幅持续收窄。四季度开始累计销售面积增速转负为正，令人满意。

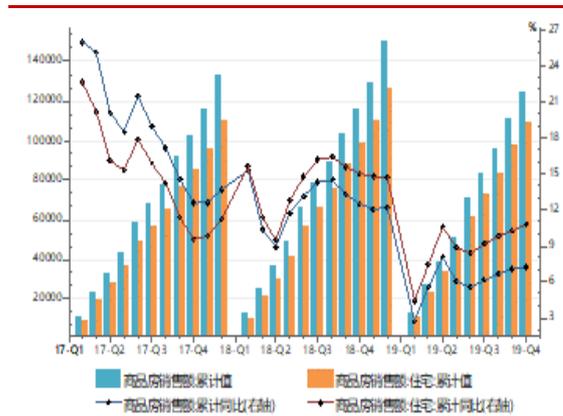
1—10 月全国商品房销售额合计 12.44 万亿，商品住宅销售额合计 10.89 万亿，同比则分别上升 7.3%和上升 10.8%，下半年开始累计销售增幅也持续回升，其中住宅累计销售额增速达两位数，景气度相对良好。

图1：全国商品房累计销售面积



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图2：全国商品房累计销售额



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

单月情况看，10月全国商品房销售面积1.4亿平米，同比上升1.94%；全国商品住宅销售面积1.24亿平米，同比上升4.43%。销售额方面，10月全国商品房销售额为1.2万亿，同比上升9.71%；商品住宅销售额1.14万亿，同比增长14.62%，涨幅达到年内高位。

图3：全国商品房单月销售面积



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图4：全国商品房单月销售额



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

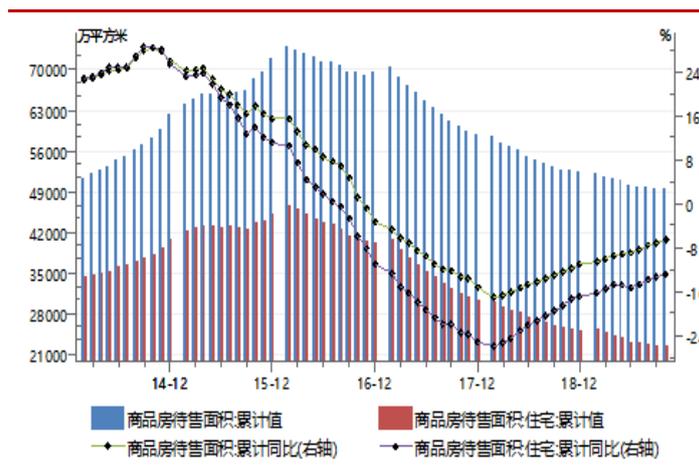
楼市整体景气度相对良好，年末开发商继续积极推盘回流现金提升销量意愿充足，预期全年楼市整体销售维持正增长，绝对量也再创历史新高，超出年初预期。

### 1.2 行业整体库存进一步下降

截至 10 月末，全国商品房待售面积为 4.9 亿平方米，其中商品住宅待售面积为 2.2 亿平方米，同比分别下降 6.6%和下降 12.9%，降幅虽然持续有所收窄，但降幅绝对值仍较高，并且库存进一步明显下降。经历过去几年房地产销售大年，行业整体库存去化理想可售下降明显，整体待售面积相对当前单月销售水平来测算，去化周期非常短。

库存水平维持低位，对于开发投资增速及房价走势有较强的支撑作用。

图5：商品房待售面积变化情况

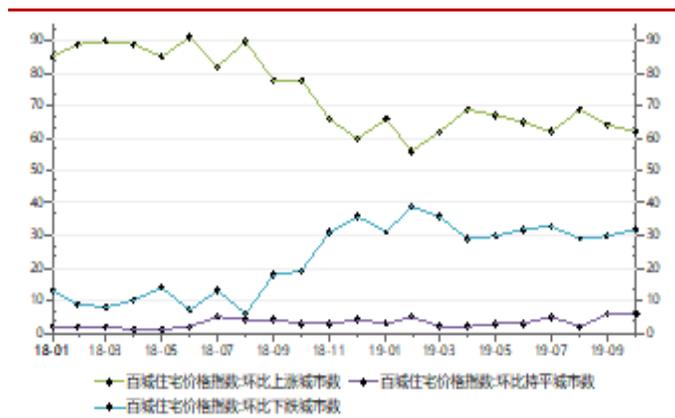


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

### 1.3 房价升势趋缓 调控高压担忧下降

房价走势方面，根据百城住宅价格指数观察，10月百城住宅价格环比上升0.15%，同比上升3.23%。其中10月房价环比上升城市62个，6个城市房价持平；32个城市房价出现环比下降；房价上涨城市个数有所回落。

图6：百城房价环比上涨城市个数变化



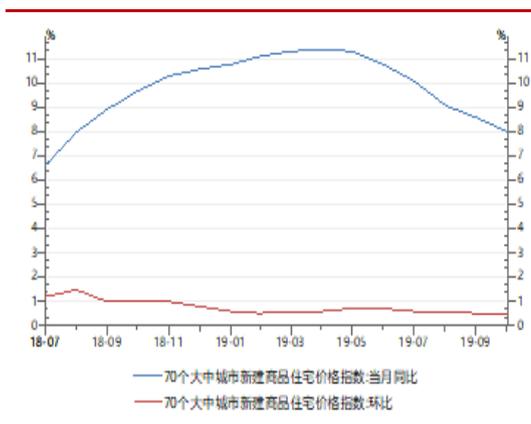
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

70 大中城市新建商品住宅价格指数观测，10 月份新建商品住宅价格指数同比上升 8%，涨幅持续回落。环比方面，10 月 70 大中城市新建商品住宅价格指数环比上升 0.5%，环比涨幅也维持年内低位。年内房价同环比涨幅呈现下降趋势，房价增幅放缓，将有利于降低政策调控的担忧。

细分看，一线城市新建商品住宅价格 10 月末同比上升 4.7%，涨幅较前几个月有所扩大，达到年内高位；二线城市整体涨幅为 8.7%，涨幅呈现持续回落趋势；三线城市涨幅为 7.7%，涨幅也持续下降。环比方面，10 月份一线城市房价环比上升 0.1%，涨幅回落明显；二线城市房价环比上升 0.5%，三线城市环比上涨 0.3%，涨幅均持续回落。

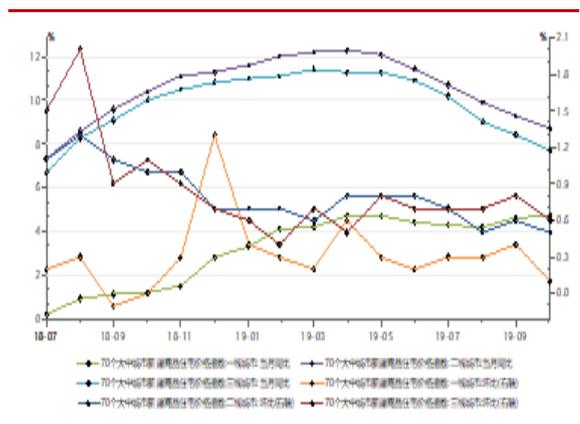
房价整体维持平稳，上涨势头有所放缓。一方面由于开发商以价换量，另外部分城市限价备案情况影响。房价维持平稳，涨幅降低将减少对调控高压再次开启的担忧。

图7：70大中城市房价同环比变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图8：一二三线城市房价同环比变化

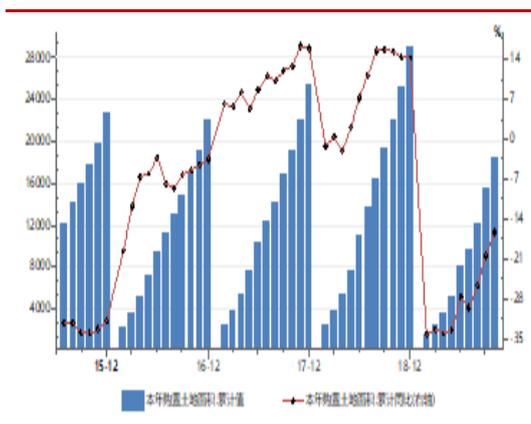


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

### 1.4 土地市场相对平稳 溢价率保持低位

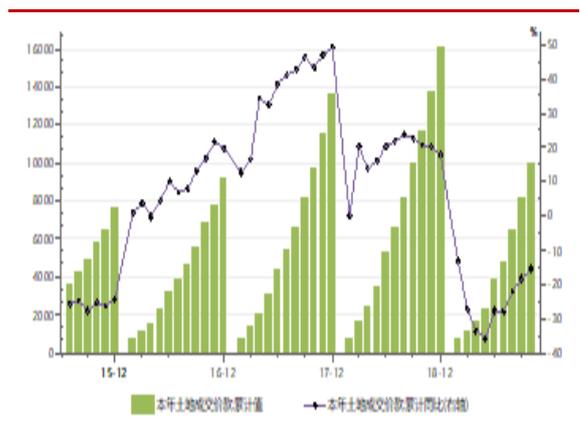
2019 年前 10 月全国土地购置面积累计为 1.83 亿平方米，同比下降 16.3%；2019 年以来土地成交大幅回落，但下半年开始跌幅有所收窄，趋势延续。前 10 月全国土地成交价款累计为 9921 亿，与去年同期相比成交价款下降 15.2%，降幅也持续明显收窄，但整体降幅仍较大。这与 2018 年整体基数较高也有一定关系。

图9：全国土地累计购置面积同比



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图10：全国土地累计成交价款同比



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

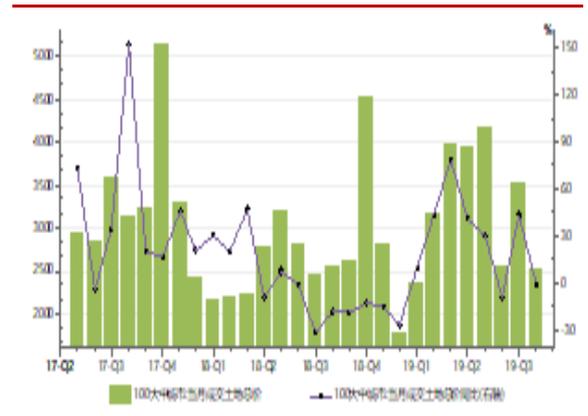
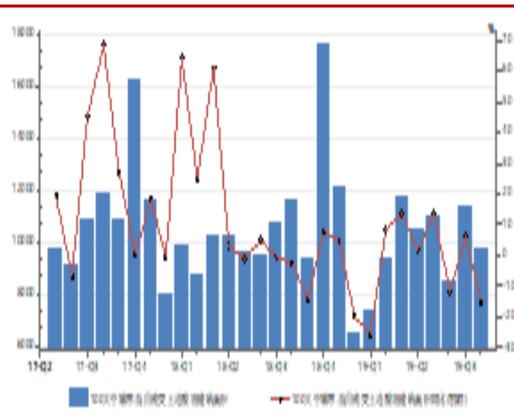
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

从 100 个大中城市土地成交情况观察，10 月份单月成交的土地规划建筑面积为 9799 万平方米，同比下降 15.32%。年初单月成交土地规划建面出现大幅下降，随后二季度开始回升；三季度单月同比增速再次明显下降。

10 月成交土地总价为 2517 亿，同比增长-1.55%，增幅较上月回落。而土地成交楼面均价为 2569 元/平米，同比涨幅为 16.25%，涨幅较上月回落，也处于年内较低涨幅水平。10 月末成交土地溢价率则为 6.47%，溢价率持续收窄。

图11：100大中城市单月成交规划建面

图12：100大中城市单月成交土地总价

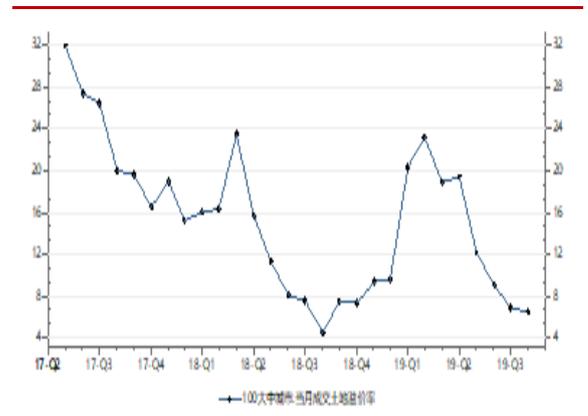
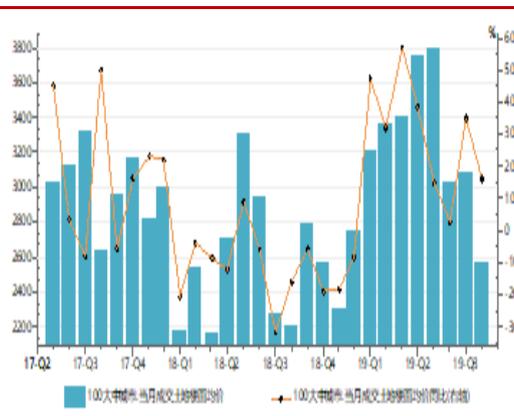


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图13：100大中城市单月成交楼面均价

图14：100大中城市单月成交土地溢价率



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

整体看，土地市场成交量有所回落，一方面由于 2018 年整体成交较高提升基数；另一方面也与上半年整体销售回落以及下半年以来行业融资规管从严有关，开发商拿地保持谨慎理性，更多集中于房地产销售情况较好的城市，同时资金更多布局于施工建设，从而导致拿地同比出现回落。但从降幅持续收窄，溢价率保持低位等来看，土地市场相对平稳，低溢价率也降低政策打压的可能性。

截止 10 月末，商品房累计销售面积及销售金额同比增幅均实现正增长，楼市整体景气度相对良好。预计年末开发商积极推盘回流现金及冲击销量意愿仍较强，全年销售增幅有望进一步提升。整体销售情况良好，超年初预期。

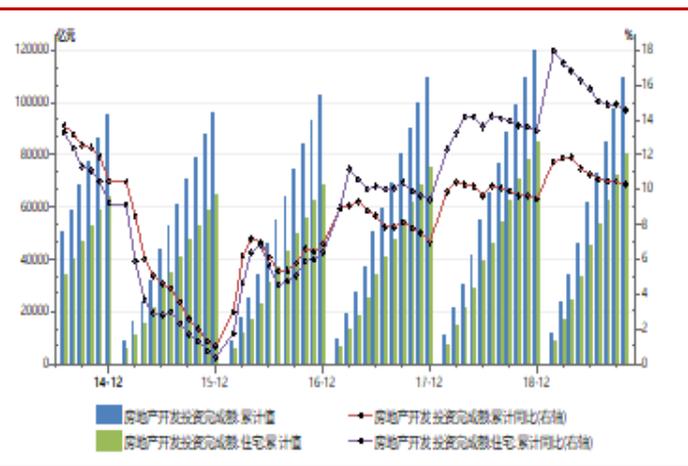
同时行业库存保持低水平，房价上涨势头放缓；开发商出于资金规管加严以及保障开发资金补充库存，拿地相对理性谨慎，带来土地市场溢价率维持低水平。整体看，楼市基本面相对理想，系统性风险及超预期的政策打压可能性低。

## 2. 房地产稳经济作用稳固 行业平稳健康发展最符合需求

2019 年前 10 月，全国房地产开发投资完成额累计达 10.96 万亿元，累计同比增速为 10.3%；年内开发投资增速虽然持续下降，但仍高于 2018 年年末 0.8 个百分点，也达到近 4 年半以来增速高位。全国住宅开发投资完成额则为 8.06 万亿元，累计同比增幅为 14.6%，增幅也较上年末上升 1.2 个百分点，为 2014 年中以来高位。

2019 年年初房地产开发投资增速大幅上升，达到近四年高位；虽然随后持续小幅回落，但增速仍维持在高水平位置。并且绝对值大幅高于固定资产投资增速、基建投资增速及制造业投资增速等，房地产稳经济作用凸显。

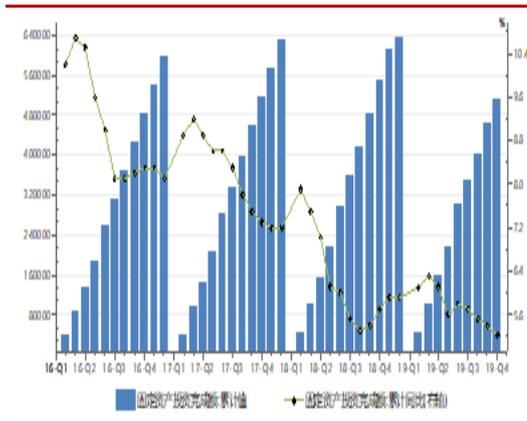
图15：房地产开发投资增速



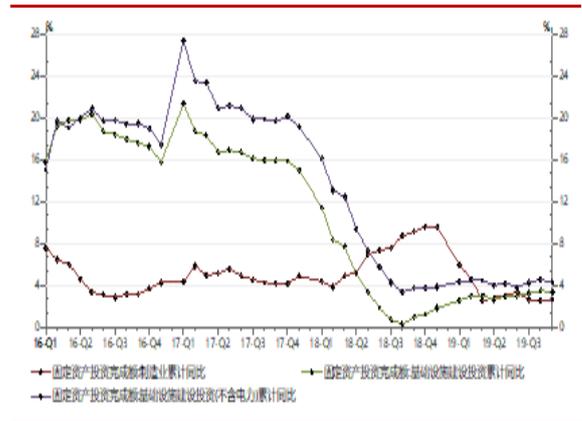
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图16：固定资产投资增速

图17：制造业、基建投资增速



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



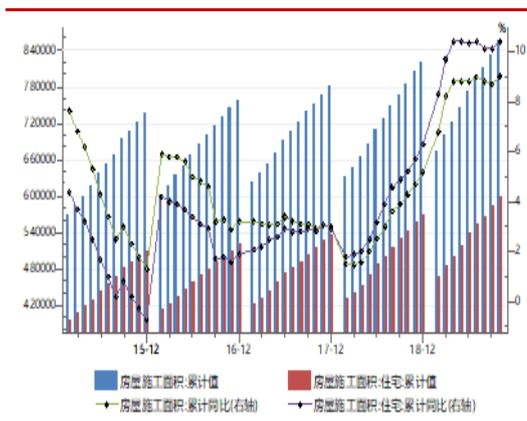
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

一方面，由于 2018 年下半年开始去杠杆力度放缓，开发商融资渠道逐步放宽，另外 2018 年积极拿地后进入开工期，同时资金到位保证施工进度，积极补充库存等，也带动开发投资增速维持高位。

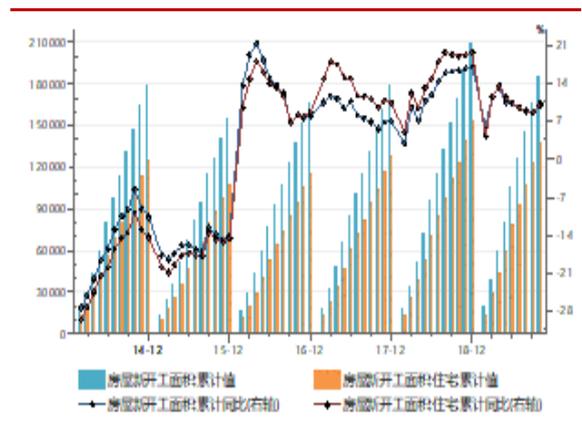
前 10 个月全国房屋施工面积累计 85.48 亿平米，其中住宅施工面积累计 59.88 亿平米，累计同比分别上升 9%和上升 10.4%，累计施工面积同比增幅延续向上趋势，达到 2015 年以来的高位。新开工方面，前 10 月房屋新开工累计 18.56 亿平米，同比增长 10%；住宅新开工面积 13.69 亿平米，同比增长 10.5%；增速维持在较高水平，并且年底增速明显提升，达到双位数。前 10 月房屋及住宅竣工面积分别为 5.4 亿平米及 3.8 亿平米，同比均下跌 5.5%，降幅持续收窄，但仍延续 2017 年末以来负增长态势。

图18：全国房屋施工面积增长

图19：全国房屋新开工面积增长

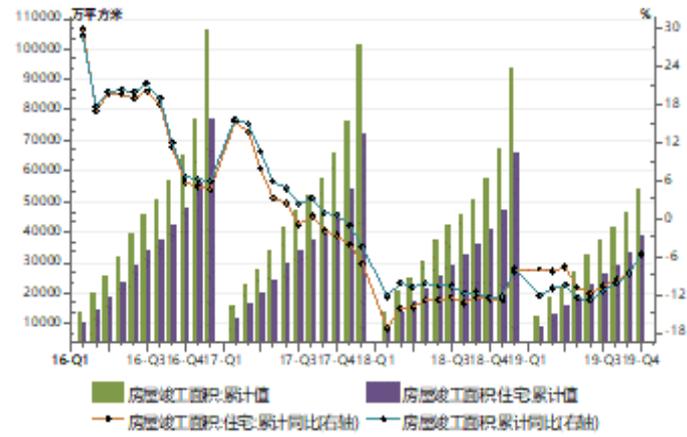


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图20：全国房屋竣工面积增长



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

同时，房地产行业具备整体体量巨大，能带动上下游众多产业，拉动经济增长直接及间接作用明显；对比当前部分行业销售及生产数据不振，房地产行业景气度相对理想，其稳经济作用更为突出。在经济下行压力较大背景下，同时短期难以找到相应体量的可替代行业，保持房地产市场平稳健康发展是最符合社会广泛利益的选择。

### 3. 资金面保持合理充裕 利好行业需求及发展

#### 3.1 全球新一轮流动性释放开启

2019 年以来面对经济增长放缓，全球多国央行相继下调本国利率水平，流动性转向宽松。

7 月末美联储宣布降息 25 个基点，为 10 年内第一次降息，巴西随即宣布降息 50 个基点，香港金管局也随后宣布降息。年内全球主要降息国家及地区包括新西兰、加纳、埃及、吉尔吉斯斯坦、格鲁吉亚、牙买加、巴拉圭、尼日利亚、哈萨克斯坦、乌克兰、阿塞拜疆、马来西亚、菲律宾、智利、俄罗斯、韩国、印尼、南非、土耳其、美国、巴西、泰国、印度、香港、澳洲、欧洲、冰岛、白俄罗斯等。其中部分国家年内降息不止一次，利率也创出近几年的低位。同时，包括我国在内也有多国持续下调存款准备金率。

#### 3.2 贸易摩擦及经济下行带来适度宽松货币的需求

面对贸易摩擦及经济下行的压力，以及全球流动性释放开启的状况，我国央行 2018 年进行了四次定向降准，今年年内也数次下调存款准备金率，释放流动性提振经济。

表1：央行年内降准统计

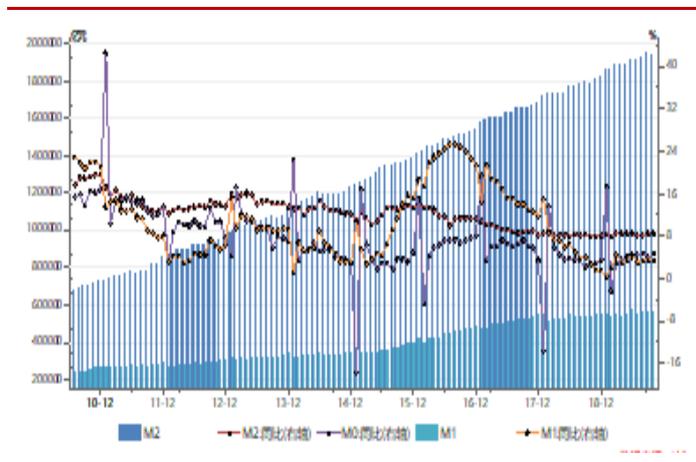
宣布日期	内容
1 月 4 日	<b>全面降准。</b> 央行宣布，为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。

<b>5月6日</b>	<b>定向降准。</b> 为贯彻落实国务院常务会议要求，建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，促进降低小微企业融资成本，中国人民银行决定从 2019 年 5 月 15 日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。对仅在本县行政区域内经营，或在其他级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为 8%。约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。
<b>9月6日</b>	<b>全面降准与定向降准结合。</b> 为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。 在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

数据来源：中国人民银行，东莞证券研究所

M2 增速维持较高水平，而 M1 和 M0 增速均呈现探底回升态势，显示流动性整体充裕。

图21：M0、M1、M2增速变化



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

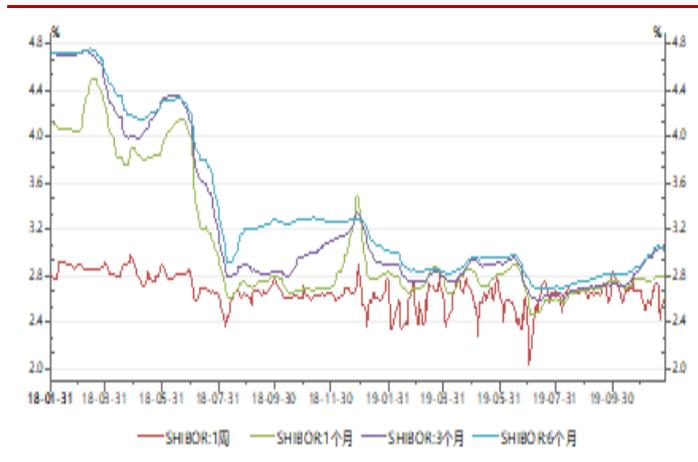
表2：央行年内持续下调基础性利率水平

日期	内容
11月5日	央行下调1年期中期借贷便利（MLF）利率5个基点。
11月15日	央行超预期新作2000亿MLF。
11月18日	央行公开市场7天期逆回购操作利率下调5BP，为4年多首次下调。
11月19日	央行以利率招标方式开展中央国库现金管理商业银行定期存款操作500亿元，中标利率调降2个基点。
11月20日	央行下调1年期、5年期LPR利率报价，尤其是5年期利率首次超预期下调，由4.85%下降至4.8%。

数据来源：中国人民银行，东莞证券研究所

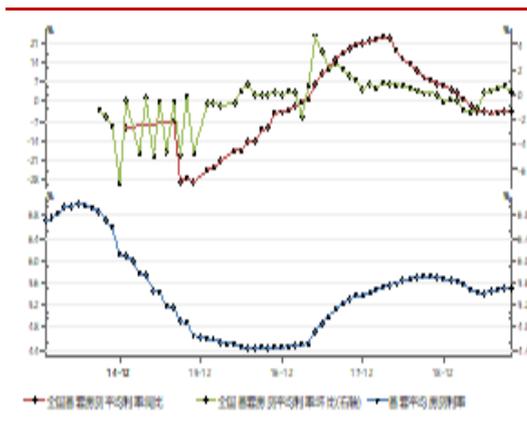
从 SHIBOR 利率水平来看，出现趋势性向下的情况。按揭贷款利率也出现一定幅度下降。全国首套房及二套房贷款平均利率均维持在近年偏低水平，特别是明显低于 14/15 年的贷款利率水平，也较上年末有一定幅度的下降；同比增速持续走低并维持负增长。

图22：SHIBOR利率变化



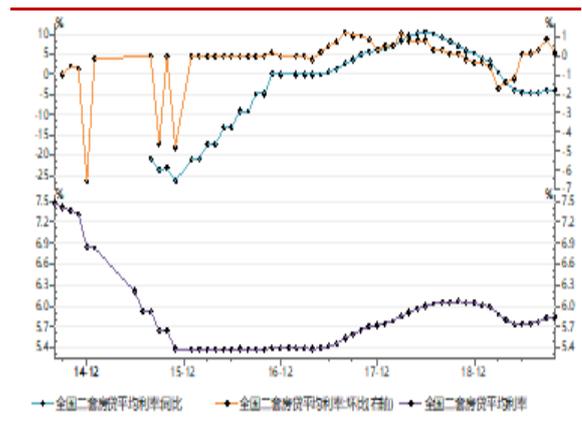
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图23：全国首套房贷平均利率变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图24：全国二套房贷平均利率变化

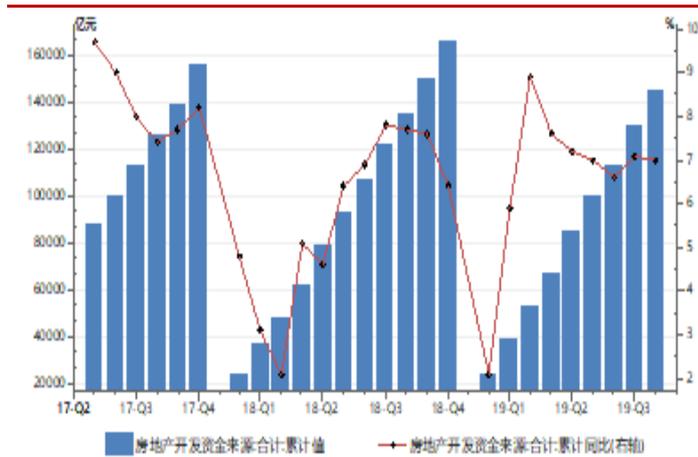


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

### 3.3 开发资金来源及社会信贷状况保持良好

开发商资金来源看，2019 年截止 10 月末，全国房地产开发资金来源合计 14.5 万亿，同比上升 7%，增幅较年初大幅上升约 5 个百分点，达到近一年半的高位，开发资金来源维持相对理想状态。

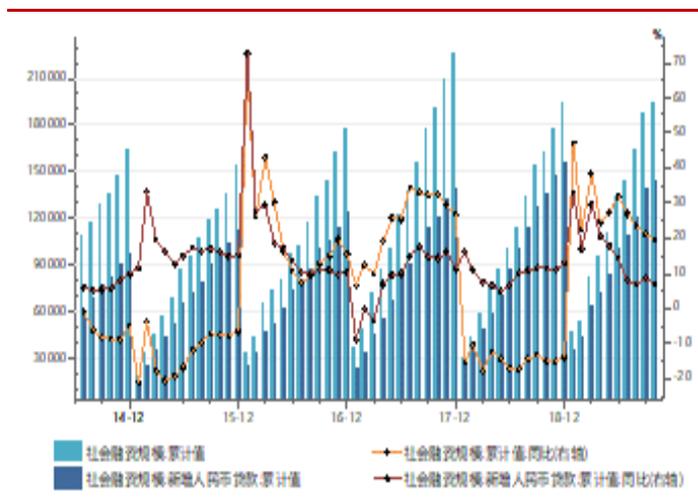
图25：房地产开发资金来源同比增长



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

流动性释放，也带来信用边际的改善。从社会累计融资规模来看，截止 10 月末累计值为 19.35 万亿，同比增长 19.5；新增人民币贷款融资累计金额为 14.44 万亿，同比上升 6.88%，增幅虽然较年初持续回落，但仍整体明显高于 2018 年水平，也处于近几年的增速高位。

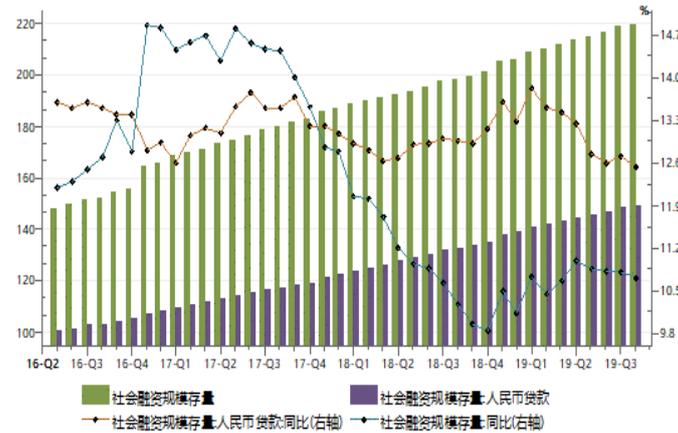
图26：社融规模累计同比增长



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

截止 10 月末，社融存量规模为 219.6 万亿，人民币存量规模为 149.13 万亿，同比则分别上升 10.73%和 12.53%。整体社融存量规模增幅持续探底回升，而存量人民币社融规模增速仍维持在较高水平。

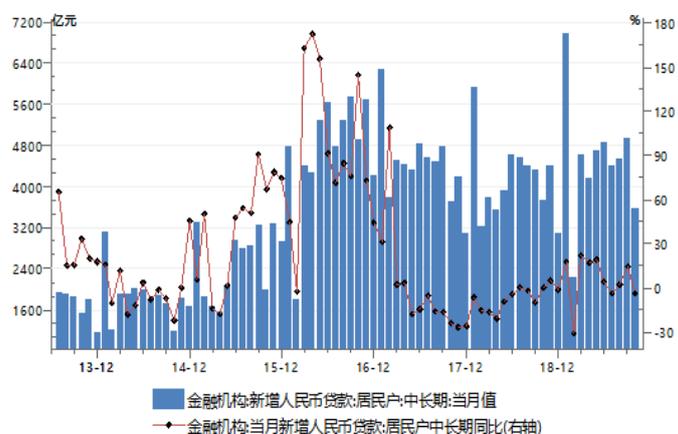
图27：社融存量规模累计同比增长



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

从居民新增中长期人民币贷款额度可以看出，年内也继续维持在近年来的高位。社会整体信贷状况保持良好。

图28：金融机构新增居民人民币中长期贷款同比增长



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

总的来看，面对中美贸易摩擦及经济放缓的局面，管理层货币政策取向上趋于宽松意愿提升；并且在全球流动性释放重启背景下，我国货币政策转向适度宽松，释放流动性的操作空间将得到提升。而在整体流动性迎来宽松，对于大类资产价格的上涨也有一定的支撑作用。另外，社会整体资金流动性保持合理充裕，而出于监管及避免资金过多过快流入房地产行业，下半年以来开发商信托融资收紧、银行融资规管加大等情况出现，后续行业融资规管持续从严可能性存在，但行业整体流动性大幅收紧预期仍较低。

#### 4. “房住不炒”、“三稳”及“因城施策”将成政策主基调

政策层面，在经历了2016年至2018年上半年持续的楼市调控后，随着贸易摩擦、经济下行，政府全面从严打压房地产市场的政策有所纠偏。

2018 年 7 月中央政治局会议，指出“因城施策，促进供求平衡，建立长效机制”，随后几个月，看到更多地方出台加大政策性用房、租赁用房供给，引导供需平衡等措施，比起过去的仅用限购、限价、限贷等行政打压有所改善。10 月底中央政治局会议，并没有多提房地产调控。12 月中央经济工作会议，对房地产行业的政策表述为，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。”并且年底多地出台政策放松“四限”，降低首套利率或首付比例支持刚需，以及出台人才引进政策支持其购买当地商品房。

2018 年年底中央政治局会议，未提及房地产；2019 年 4 月中央政治局会议对房地产表述为“房住不炒，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”；7 月会议重提经济下行压力加大，对房地产表述为“房住不炒，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。并且明确实施老旧小区改造、城市停车场建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。

从 2019 年整体政策走向来看，“房住不炒”、“三稳”（稳地价、稳房价、稳预期）以及“**因城施策**”为主基调。

首先，“房住不炒”主基调不会改变；像过去经济下行时期，政策转向以房地产刺激经济增长不会出现；同时政府也将更好的利用预期管理，打消市场中投机者的炒作，避免流动性宽松背景下资金过度过快流入楼市推升泡沫，影响经济结构转型成效。但另一方面，不同城市楼市情况差异较大，市场炽热的城市需要政策调控，而部分地方过度的调控打压正常刚需购买需求也将可能持续得到纠偏。

我们整体认为，楼市政策调控不会轻易退出，而精准精细调控将更为突出，超预期调控可能性较低。“三稳”是目标也是最符合社会各方面利益的最优选择，地方楼市政策微调也会持续出现。政策面最严厉时候应该已经过去。

## 5. 上市房企基本面靓丽

### 5.1 销售数据下半年开始好转 四季度值得期待

从一二线龙头房企销售情况观察，年初销售数据表现一般，一、二季度销售增幅出现负增长。这与基数较高及行业整体销售回落有关。但从下半年开始房企整体销售增速出现持续的探底回升；10 月份相当部分龙头房企公布的销售数据靓丽，带动板块出现走强。另外我们预期，年末两个月开发商一方面积极推盘回流现金，加上冲击销量提升销售规模动力充足，销售数据仍将会有不错的体现。一二线龙头房企良好的销售将保障其业绩持续较快释放及股价的走好。

表3：一二线房企代表年内销售增长情况

上市房企	2018年销售金额(亿元)	2018年销售金额同比增长%	2019年前2月销售金额(亿元)	2019年前2月销售金额同比增长%	2019年1-7月销售金额(亿元)	2019年1-7月销售金额同比增长%	7月单月销售金额(亿元)	7月单月销售金额同比增长%	2019年1-10月销售金额同比增长%	10月单月销售金额(亿元)	10月单月销售金额同比增长%
恒大	5511	10%	642	-43.00%	3258	-6%	440	8%	9%	930	74%
碧桂园	7287	32.30%	1050	-15.00%	4485	-3%	590	20%	9%	850	42%
万科	6069	14.80%	922	-11.00%	3832	10%	492	9%	7%	443	-18%
融创中国	4600	27.10%	420	2.00%	2552	12%	410	23%	16%	642	22%
保利地产	4050	31%	565	6.00%	2931	23%	405	69%	15%	373	20%
绿地控股	3812	24.40%	315	10.00%	1937	4%	260	10%	-7%	251	52%
金地集团	1624	15.30%	174	37.00%	1003	31%	147	7%	32%	157	19%
华夏幸福	1680	10.40%	169	-43.00%	736	-20%	95	-17%	-5%	142	39%
招商蛇口	1705	51.20%	201	6.00%	1208	34%	196	31%	35%	171	2%
荣盛发展	1005	93.70%	93	9.00%	573	23%	107	64%	10%	78	-23%

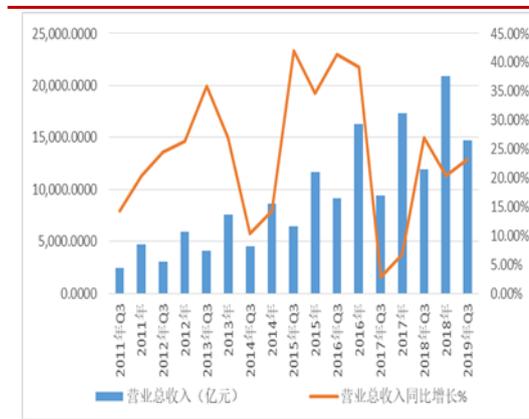
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 5.2 盈利能力改善 业绩锁定性高

上市房企 2019 年前三季度共实现营业总收入 14712 亿，同比上升 23.22%，增幅较 2018 年全年营收增幅提升 2.85 个百分点，较 2019 年二季度增幅提升 0.34 个百分点。前三季度共实现营业利润 2430 亿，归属母公司股东净利 1378 亿，同比分别升 18.85% 和上升 14.19%，营业利润增幅相比 2018 年全年下降 6 个百分点，归属净利润增幅则相约。

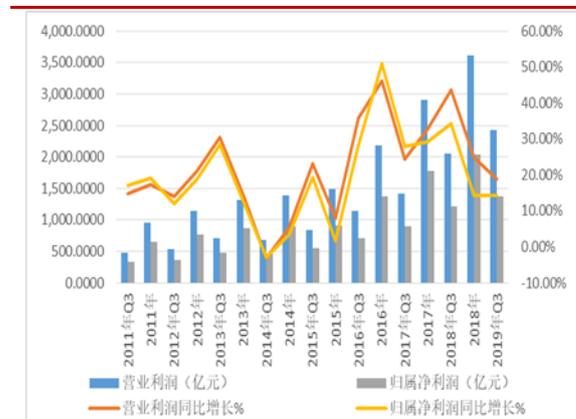
整体看，行业 2019 年前三季度营业收入增幅超两成，营业利润及归属净利润增幅也达双位数，绝对值更是再创同期新高。行业结算业绩令人满意。

图29：上市房企营收增长



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图30：上市房企营业利润、归属净利润增长



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

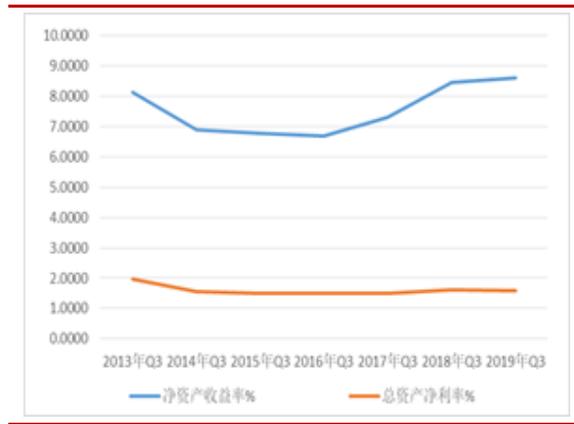
从盈利能力来看，前三季度上市房企整体销售毛利率及净利率分别为 31.6% 和 11.9%，相比去年同期分别上升 0.3 个百分点和下降 0.6 个百分点。销售毛利率及净利率均维持在近年来的高位。另外截止三季末行业平均净资产收益率为 8.61%，较去年同期上升 0.15 个百分点，在申万 28 个一级行业板块中排名第 9 位。房地产行业近两年由于房价涨幅明显，整体结算收益率探底回升，盈利能力理想。

图31：销售毛利率、净利率变化

图32：总资产净利率、净资产收益率变化



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

截止三季末, 行业整体销售产品提供劳务收到现金占当期营业收入比例为 147.15%, 较 2018 年末上升 17.7 个百分点。开发商结算增幅仍低于销售增幅, 留存可结算资源丰富。而从头部房企已售未结与前期结算量比值来看, 整体可结算资源相当充裕, 业绩保障度极高。

图33: 行业销售商品收到现金占当期营收比例



数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

表4: 一二线房企预收账款占上年结算比例

上市房企	2018年结算业绩 (亿元)	2018年年末账上预收账款 (亿元)	2019年前三季度结算业绩 (亿元)	2019年三季度末账上预收账款 (亿元)	2019年三季度末账上预收账款占2018年结算比例%
万科A	2976	5049	2239	5880	197.58%
招商蛇口	882	753	255	1095	124.15%
保利地产	1945	2997	1118	3829	196.86%
华夏幸福	838	1375	643	1350	161.10%
新城控股	541	1185	295	2093	386.88%
金地集团	507	697	425	855	168.64%
荣盛发展	563	870	388	883	156.84%
阳光城	564	621	320	882	156.38%
首开股份	397	631	295	675	170.03%
华发股份	237	390	194	585	246.84%

数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

总的来看，过去两年均是行业销售大年，当前进入结算密集期，可结算量充裕；同时过去两年整体房价上涨幅度较大，预计行业结算利润率将维持较高水平。而从房企已售未结与前期结算对比，可预期业绩将能保持平稳较快增长。行业整体盈利情况理想，业绩保障度高，基本面靓丽，将有力支持板块整体估值水平。

### 5.3 龙头房企市占率加速提升 有利于估值向上修复

从近几年行业经营情况观察，一二线龙头房企整体成长性更为理想，主要源于其销售增速明显高于行业整体销售增速，市场占有率进一步加速上升。

近几年行业持续处于楼市政策调控之下，一二线龙头房企由于其规模效应，加上本身更为优秀的经营管理能力，在融资渠道、获得资金及成本上更具优势，因此更能抓住机会加大资源布局、提升市场份额。而中小型开发商则出现逐步退出的情况，并且预期这一趋势会延续。整体来看，行业集中度在加速提升，强者愈强突出，这也将有利于提升头部公司的整体估值水平。

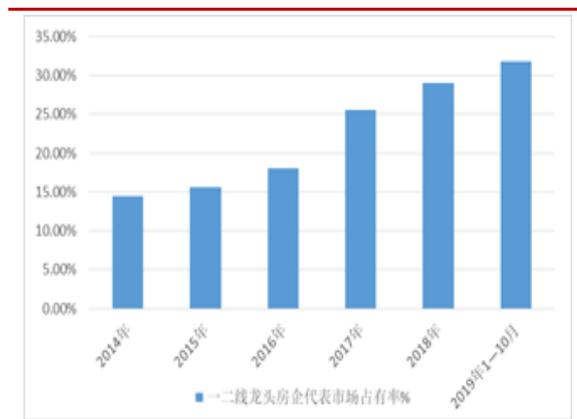
我们统计了十五家一二线龙头房企代表近几年的销售情况，可以看出一二线龙头房企整体销售增速明显高于行业整体销售增速，并且其市场占有率在快速上升。

图34：龙头房企代表销售增速与行业对比



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图35：龙头房企代表市占率变化



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图36：百强房企市占率变化

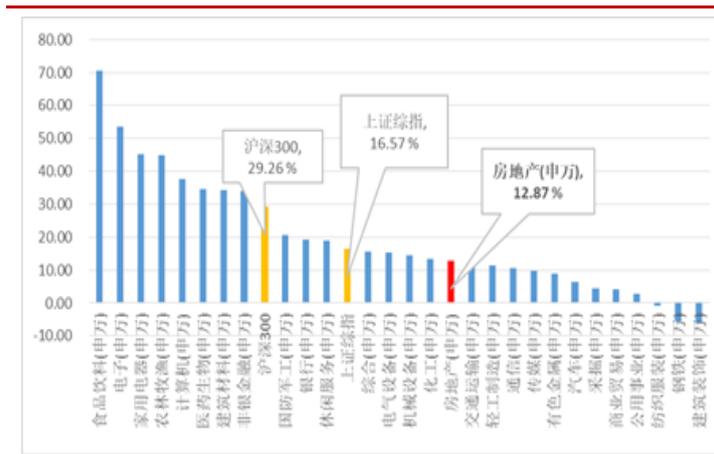


数据来源：中国指数研究院，东莞证券研究所

## 6. 估值便宜走势落后 具备修复需求及弹性

从行情走势来看，2019 年 1 月截止 11 月 26 日，房地产（申万）指数累计上涨 12.86%，跑输沪深 300 指数 16.4 个百分点，跑输上证综指 3.7 个百分点，在 28 个申万一级行业板块中排名 16 位，整体走势较弱。

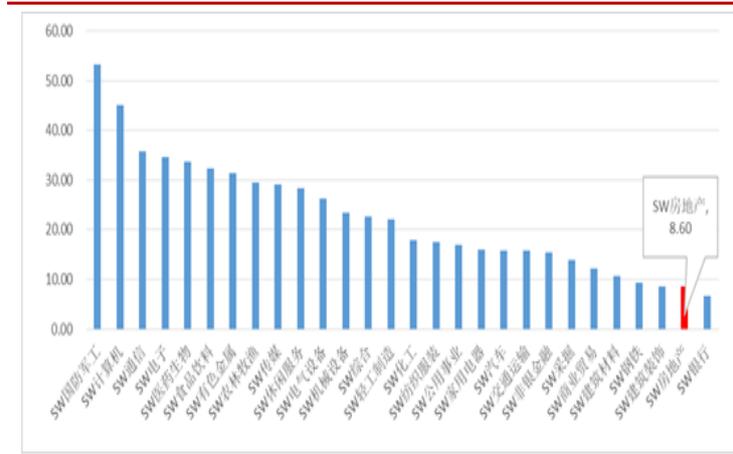
图37：板块年内累计涨跌幅



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

从板块估值水平来看，截止 11 月 26 日，房地产板块整体估值水平约 8.6 倍，处于申万 28 个一级行业板块中的倒数第 2 位，仅高于银行板块的估值水平。

图38：行业板块整体估值对比



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

从过去十年房地产板块估值水平来看，板块当前估值水平已经跌破 14 年底部 10.16 倍的历史低位，为历史第二低点时期（18 年 10 月份最低跌至 8 倍水平）。同时 SW 房地产板块整体估值也跌破沪深 300 及全部 A 股整体估值，超跌明显。

图39：SW房地产板块历史估值变动情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

当前部分一二线龙头房企股息率已经具备较好的吸引力，同时 PEG、PS 等指标也远在 1 以下；未来随着结算收入提升，股息率将实现进一步提升。整体看，当前股价安全边际极高，投资价值凸显。

表5：重点房企股息率统计

上市房企	2018年EPS (元)	2018年分红率	2018年每股股息 (元)	2018年股息率	2019年预测EPS (元)	2019年预测分红率	2019年预测每股股息 (元)	2019年预测股息率
万科A	3.06	35.42%	1.045	3.73%	3.68	35%	1.288	4.60%
保利地产	1.59	31.46%	0.5	3.41%	1.98	30%	0.594	4.05%
招商蛇口	1.89	41.26%	0.78	4.20%	2.38	35%	0.833	4.49%
金地集团	1.79	33.52%	0.6	4.95%	2.1	33%	0.693	5.72%
华夏幸福	3.79	31.66%	1.2	4.24%	5.13	30%	1.539	5.44%
荣盛发展	1.74	25.86%	0.45	5.17%	2.25	26%	0.5625	6.47%
华发股份	1.08	13.89%	0.15	2.14%	1.28	25%	0.32	4.56%
首开股份	1.066	37.52%	0.4	5.28%	1.33	30%	0.399	5.27%

数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

## 7. 总结与投资建议

我们认为, 2019 年房地产市场整体销售量将维持历史高位, 同时超年初预期维持正增长; 在贸易摩擦及经济下行压力下, 房地产稳经济作用更为突出; 行业资金面及政策面最困难时期应该已经过去, 来年维持稳定预期较大。同时从当前来看, 需求端保持良好, 将带来房地产市场大概率平稳增长(量、价、开发等方面)。行业系统性风险较低。

从上市房企层面看, 年内整体结算业绩维持理想增速; 过去两年的销售大年, 并且出现房价的明显上涨, 今年进入结算期将带来全年靓丽的结算业绩。从部分一二线龙头房企销售增速及已售未结可以看出, 未来一两年业绩锁定性极高; 同时股息率也具备较好的吸引力, 投资价值凸显。板块在 2019 年整体走势偏弱, 跑输大盘; 行业当前整体估值水平也跌至历史大底, 具备较好的安全边际。

另一方面, 我国资产市场对外开放加速, 中长线资金配置权益类资产比例逐步提升, 对 A 股整体将带来增量资金。海外资金及长线资金增加, 将对投资者结构带来改变, 市场投资风格趋向更理性成熟可以预见。未来更多资金偏向于业绩持续稳定增长, 并且安全边际高、投资价值突出的蓝筹个股值得期待, 风格切换将提振板块个股整体估值水平。

我们看好 2020 年上半年房地产板块个股的投资机会。选股思路, 建议配置 1) 国企改革背景下出现经营及业绩持续改善提升的优质国企标的。其具备资源及融资优势, 国企改革带来提效增利, 做强做优值得期待。2) 经营能力良好规模较大, 在市场竞争中剩者为王, 销售及市场占有率持续提升, 并且估值及股息率极具吸引力的个股。

建议重点关注**保利地产(600048)**、**大悦城(000031)**、**城建发展(600266)**、**华发股份(600325)**、**招商蛇口(001979)**、**金融街(000402)**、**万科 A(000002)**、**华夏幸福(600340)**、**金地集团(600383)**、**荣盛发展(002146)**等。

## 8. 风险提示

经济下行

房地产销售回落超预期

表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2019/12/4）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
000002	万科 A	28.00	3.06	3.68	4.35	9.2	7.6	6.4	推荐	维持
600048	保利地产	14.96	1.59	1.98	2.45	9.4	7.6	6.1	推荐	维持
001979	招商蛇口	18.63	1.89	2.38	2.89	9.9	7.8	6.4	推荐	维持
600340	华夏幸福	27.76	3.79	5.13	6.95	7.3	5.4	4.0	推荐	维持
600383	金地集团	12.42	1.79	2.1	2.47	6.9	5.9	5.0	推荐	维持
600325	华发股份	7.13	1.08	1.28	1.51	6.6	5.6	4.7	推荐	维持
000031	大悦城	6.91	0.35	0.68	0.78	19.7	10.2	8.9	推荐	维持
000402	金融街	7.93	1.09	1.17	1.3	7.3	6.8	6.1	推荐	维持
600266	城建发展	8.13	0.78	1.07	1.19	10.4	7.6	6.8	推荐	维持
002146	荣盛发展	8.87	1.74	2.25	2.7	5.1	3.9	3.3	推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn