

中信证券研究部

核心观点


陈聪
 首席基地产业
 分析师
 S1010510120047



张全国
 地产分析师
 S1010517050001



联系人：李金哲

从估值的历史水平来看，地产股有反弹空间。从行业的历史位置来看，尽管长周期的繁荣已经进入下半场，但短期企业推货较多，政策平稳。新业务则为板块注入了新的积极因素。

- 代表性龙头公司仍处于估值历史低位。A 股龙头公司估值，目前仍处于 31.5% 的分位，并没有达到历史平均水平。当前龙头公司当年加权 PE 估值倍数 7.1 倍，还有修复空间。
- 估值稳定，业绩提升，长期资本加持。目前来看，尽管地产股的估值体系难以重构，但业绩仍有稳健上升可能。2018 年以后入局的长期投资者，目前普遍增值收益有限。就历史经验而言，当前 A 股地产龙头股价可能处于较低位置，未来有望恢复到 50% 左右估值分位。
- 长期运行位置——繁荣的后半场。我国人均住房面积已经不低，户均拥有住房套数已达到 1.5 套，板块低估值已经反映出行业所处历史阶段，靠房价弹性推动高速增长已经不切实际。当然，企业一专多能，培育新业务，也为估值注入新的积极因素。
- 短期运行位置——政策平稳，推货高潮。政策平稳，部分区域一二手放价差有所收窄。我们测算，样本公司 2020 年下半年新推货平均较之上半年增长 50% 以上，样本龙头公司销售额全年有望增长 11.8%。行业推货高峰已经到来。
- 风险因素：土地市场地价上涨，企业盈利空间继续收窄的风险。
- 投资建议：把反弹进行到底，推荐产业龙头。我们认为，行业的短周期运行环境对估值提升是有利的，板块估值和历史相比仍在低位。我们积极推荐保利地产、旭辉控股集团、龙湖集团、金地集团、世茂集团、万科、华夏幸福、大悦城、融创中国、荣盛发展和滨江集团。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
万科 A	买入	30.30	3.38	3.83	4.55	5.07	9.0	7.9	6.7	6.0
万科企业	买入	25.76	3.38	3.83	4.55	5.07	7.6	6.7	5.7	5.1
保利地产	买入	17.66	2.35	2.85	3.30	3.86	7.5	6.2	5.4	4.6
华夏幸福	买入	27.29	4.75	5.99	6.25	6.65	5.7	4.6	4.4	4.1
金地集团	买入	16.91	2.23	2.60	3.05	3.33	7.6	6.5	5.5	5.1
龙湖集团	买入	35.47	2.60	3.20	3.95	4.84	13.7	11.1	9.0	7.3
世茂集团	买入	32.23	3.03	3.95	5.00	6.13	10.6	8.2	6.4	5.3
旭辉控股集团	买入	6.37	0.87	1.09	1.31	1.57	7.3	5.8	4.9	4.1
融创中国	买入	35.74	5.83	7.24	8.72	10.49	6.1	4.9	4.1	3.4
滨江集团	买入	5.27	0.52	0.71	0.88	1.04	10.1	7.4	6.0	5.1
荣盛发展	买入	9.65	2.10	2.46	2.63	2.80	4.6	3.9	3.7	3.4
绿地控股	买入	8.66	1.21	1.48	1.66	1.75	7.2	5.9	5.2	4.9
大悦城	买入	5.70	0.61	0.66	0.79	0.89	9.3	8.6	7.2	6.4
中新集团	买入	12.44	0.72	0.79	0.90	0.93	17.3	15.7	13.8	13.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 7 日收盘价，股价已换算为人民币

房地产行业

 评级 **强于大市（维持）**

■ 板块估值所处的历史位置

代表性龙头公司估值仍在历史低位

从地产股的目前估值来看，A股龙头公司的PE估值处于31.5%分位数，按当前股价计算，加权PE估值倍数仅7.1倍，仍有修复空间。港股的PE估值倍数则已经超越了历史平均水平，这也在暗示未来港股配售可能盛行，估值继续上升可能性不高（但业绩仍有稳步增长空间）。

表1：A股地产龙头公司的PE（当年）估值中位数及加权PE的均值、最大、最小值

	万科A	保利地产	金地集团	加权平均	加权最大	加权最小
2012	-	9.0	6.9	7.9	9.7	3.3
2013	7.4	7.3	8.3	7.5	9.3	5.8
2014	6.0	4.7	9.3	5.9	10.0	4.6
2015	8.6	9.0	16.9	9.4	14.0	7.7
2016	12.8	8.6	8.6	10.7	12.3	8.5
2017	9.0	7.6	7.8	8.4	11.6	7.2
2018	8.4	8.1	5.6	8.0	12.1	6.4
2019	8.0	5.9	5.4	6.9	8.1	5.8
2020	6.8	5.4	5.2	6.0	7.2	5.5

资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部 注：股价截止至2020年7月7日收盘价，按照当年的股价平均水平测算，并非最后一天股价

表2：港股地产龙头公司的平均PE（当年，核心）倍数及加权PE的均值、最大、最小值

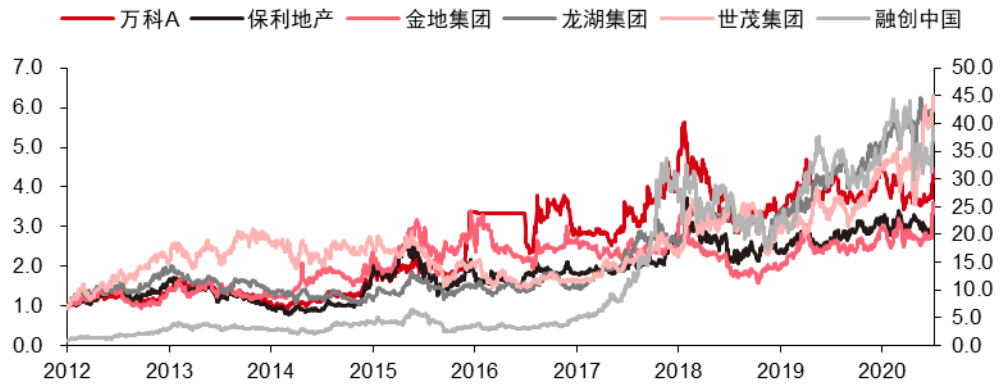
	龙湖集团	世茂集团	融创中国	加权平均	加权最大	加权最小
2012	9.2	7.3	2.8	7.1	9.9	1.9
2013	9.0	6.4	4.1	6.9	7.9	5.7
2014	6.5	5.7	3.5	5.6	6.3	4.7
2015	7.3	6.6	5.4	6.6	9.0	4.9
2016	6.7	5.0	4.9	5.9	6.7	5.0
2017	9.1	5.9	4.8	6.6	10.9	3.8
2018	8.7	6.9	4.7	6.4	7.6	4.8
2019	9.7	6.4	5.2	6.8	8.9	4.9
2020	10.4	6.7	4.6	6.8	7.6	5.5

资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部 注：股价截止至2020年7月7日收盘价，按照当年的股价平均水平测算，并非最后一天股价

业绩提升，估值稳定，市值屡创新高

历史上房地产行业不乏持续成长的公司，但地产龙头公司的估值保持基本稳定，A股甚至出现缓慢下行的趋势。我们认为A股地产股估值可能回到历史平均水平（50%），但也很难呈现上升趋势。

图 1：地产龙头公司历年市值变化倍数（融创中国为右轴）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价截止至 2020 年 7 月 7 日收盘价

图 2：A 股龙头公司加权 PE（当年）估值倍数变化



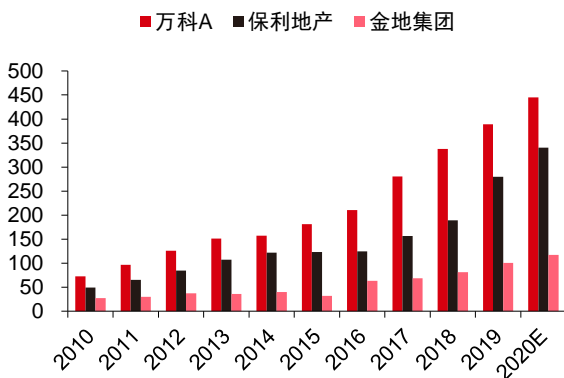
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价截止至 2020 年 7 月 7 日收盘价

图 3：港股龙头公司加权 PE（核心，当年）估值倍数变化



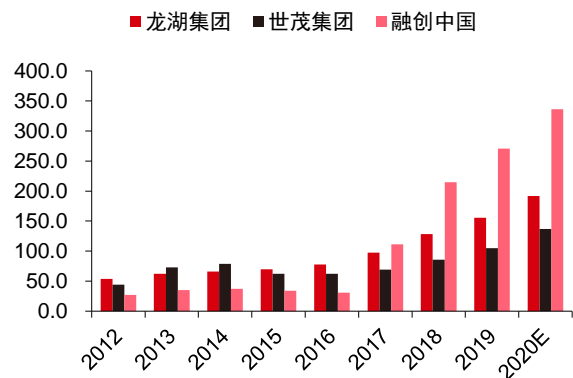
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价截止至 2020 年 7 月 7 日收盘价

图 4：A 股地产龙头公司归母净利润情况 单位：亿元



资料来源：各公司公告，中信证券研究部（含预测）

图 5：港股地产龙头公司归母净利润情况 单位：亿元



资料来源：各公司公告，中信证券研究部（含预测）

长期资本的价值锚定

地产股不乏长期投资者，在 2018 年以前入股的长期战略投资者，已经普遍获得了丰

厚的收益。2018 年之后的长期投资者，普遍收益十分有限，但以历史观点而言，也证明当前股价可能处于安全区间。

表 3：地产公司重要的战略入股及目前收益率

公司	入股主体	入股复权价	入股时间	入股股份	入股方式	现股价
华夏幸福	平安人寿	21.44	2018 年 9 月 10 日	582,124,502	购买老股	27.24
大悦城	太平人寿	6.73	2020 年 1 月 6 日	283,417,532	发行新股	5.79
保利地产	泰康人寿	6.15	2016 年 6 月 24 日	732,600,733	发行新股	17.99
世联行	珠海大横琴集团	2.80	2020 年 7 月 1 日	201,812,441	购买老股	3.44
华侨城 A	前海人寿、钜盛华	6.6154	2016 年 1 月 6 日	704,845,815	发行新股	8.54
旭辉控股集团	平安	2.59	2017 年 8 月 10 日	545,000,000	配售	6.99
碧桂园	平安	0.61	2015 年 4 月 1 日	2,236,200,000	配售	11.0
中国金茂	平安	4.5806	2019 年 8 月 6 日	1,787,077,435	购买老股	5.90
禹洲集团	华侨城	3.245	2018 年 8 月 31 日	460,489,606	配售	3.78

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：港股股价为港币

■ 行业所处的历史位置

长周期：繁荣的后半场，企业一专多能

我国房地产市场已经经历了长期的繁荣，人均居住面积已经不低，户均住房拥有套数已经达到 1.5 套（据中国人民银行调查报告）。房住不炒不仅是全社会的要求，也是房地产市场发展阶段的必然产物。

我们认为房地产板块的低估值已经反映了行业所处的历史阶段。历史一去不复返，我们不可能指望房地产开发行业重现 2007 年的盛况，靠房价弹性推动的成长也并无可能。

当然，房地产开发企业逐渐孵化新业务，也一定程度减弱了开发周期的影响，为板块估值注入了积极因素。

短周期：政策平稳，推货高潮

目前行业政策在比较平稳的阶段，部分区域的一二手房价差有所收窄，一手限价水准略有提升，缓解了开发企业的盈利能力压力。

企业的推货进入了高潮。我们测算重点公司 2020 年下半年的新推货，平均要比上半年环比增长 50% 以上。这既和季节性因素有关，又和疫情影响一季度推货有关。全年来看，我们预计样本公司销售额会增长 11.8%，且未来还有向上弹性。

从短周期来看，配置地产股具备良好环境

表 4：地产龙头公司经营情况 单位：亿元

公司	2020H1 销售额	2020H1 新推货估计	2020H2 推货估计	2019 年销售金额	2020 年全年销售 额估计	2020 年 H1 拿地 金额
万科	3204.8	2800	3850	6308.4	6600	530
保利地产	2168	2200	3000	4618	5000	800
碧桂园	3723	2800	3300	5522	6000	-

公司	2020H1 销售额	2020H1 新推货估计	2020H2 推货估计	2019 年销售金额	2020 年全年销售 额估计	2020 年 H1 拿地 金额
融创中国	1953	3000	4000	5562	6050	-
龙湖集团	1111	1000	1470	2425	2700	500
旭辉控股集团	807	750	1900	2006	2550	360
世茂集团	1105	1332	2268	2601	3200	600
金地集团	1016.3	1000	1500	2106	2500	430
中南建设	820	1000	1700	1961	2200	300
龙光集团	572	600	700	960	1100	300
荣盛发展	472.5	350	800	1154	1320	-

资料来源: Wind, CRIC, 中信证券研究部

■ 风险因素

土地市场地价抬升, 企业盈利空间继续收窄的风险。

■ 把反弹进行到底, 推荐产业龙头

我们认为, 行业纵然没有估值大幅提升空间, 企业仍有盈利稳步增长可能, 也有新业务成长的红利。当前行业估值仍和历史相比处于低位, 我们推荐保利地产、旭辉控股集团、龙湖集团、金地集团、世茂集团、万科、华夏幸福、大悦城、融创中国、荣盛发展和滨江集团等公司。

■ 相关研究

房地产行业深度报告—行稳致远, 一专多能 (2020-07-02)

房地产行业专题报告—区域分化取代能级分化, 开发记录超越拿地能力 (2020-07-01)

房地产行业重大事项点评--公积金继续发挥积极作用 (2020-06-25)

房地产行业 2020 年 5 月运行数据点评—双向波动风险增大, 唯能力可穿越周期 (2020-06-16)

中信证券 REITs 专题研究—REITs 观点交流, 基础设施 REITs 破冰 (2020-06-15)

REITs 专题研究报告--坚持基础设施本位是 REITs 的生命线	(2020-06-15)
基础设施与房地产产业 2020 年下半年投资策略—REITs 破冰，平台降世 (PPT)	(2020-06-10)
房地产行业政策专题研究之三--户籍制度改革对地产市场影响	(2020-06-01)
房地产行业 2020 年 5 月销售数据点评--销售持续恢复	(2020-06-01)
房地产行业政策专题研究之二 — 城乡统一建设用地市场的具体内涵	(2020-05-25)
房地产行业专题研究报告—地产龙头长期投资逻辑：迎接平台化	(2020-05-24)
房地产行业政策专题研究之一 — 公积金制度会怎么改？	(2020-05-22)
房地产行业 2019 年年报总评—理性的实干者	(2020-05-07)
基础设施与房地产产业专题研究报告——REITs 来了：聚焦运营价值，拉动增量投资	(2020-05-04)
房地产行业专题研究报告—劲松模式商业思考	(2020-04-30)
基础设施与房地产行业专题研究报告--老旧小区改造带来什么需求？	(2020-04-28)
房地产行业专题研究报告--居民负债的结构性问题，存量时代的结构性机遇	(2020-04-26)
中信证券地产行业研究—疫情直接冲击基本结束，估值优势明显	(2020-04-07)
房地产行业 3 月房企销售数据点评—销售明显恢复，产业资本入场	(2020-04-01)
房地产行业 3 月月报--疫情直接冲击基本结束	(2020-03-30)
房地产行业专题报告—宏观不确定性如何影响购房需求？	(2020-03-20)
房地产行业重大事项点评—部分境外高收益地产债的投资窗口	(2020-03-19)
房地产行业 2020 年 1-2 月数据点评--基本面探底，产业链有望在二季度稳住	(2020-03-17)
房地产行业专题报告—以史为鉴：海外冲击和地产政策	(2020-03-14)
房地产行业专题研究—预计全年政府性基金收入增速超过 15%	(2020-03-03)
房地产行业 2020 年 2 月销售数据点评—推动四月销售恢复的周期和非周期力量	(2020-03-02)
房地产行业重大事项点评--地产政策—从供给侧到需求侧	(2020-02-27)

-
- 房地产行业重大事项点评--实践：决定板块走势不是销售，是政策趋势 (2020-02-17)
- 房地产行业专题研究专题--再复盘：决定板块走势不是销售，是政策趋势 (2020-02-13)
-
- 房地产行业专题报告--估值达到历史底部，销售预计前低后高 (2020-02-04)
- 房地产行业跟踪快报—短期冲击较小，中期两点期待 (2020-01-30)
-
- 房地产行业重大事项点评—内房配售市场冲击历史经验回顾 (2020-01-22)
- 房地产行业专题报告 一分拆次章—走向独立的商业地产运营管理 (2020-01-21)
- 房地产行业 2019 年年度运行数据点评：竣工转正开启交付高潮，给优化预示拿地机遇 (2020-01-19)
-
- 房地产行业重大事项点评—境外债供不应求，资金成本差异化下行 (2020-01-08)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。