

证券研究报告—深度报告

房地产

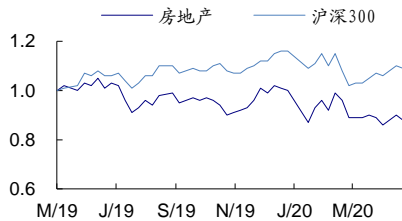
房地产 2020 年 6 月投资策略

超配

(维持评级)

2020 年 05 月 26 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《统计局 4 月房地产数据点评: 主要数据延续修复, 销售不宜过度乐观》——2020-05-16
《国信证券-典型房企 2019 年报简评: 进退之间》——2020-05-12
《百强房企 4 月销售数据点评: “填坑”过程或接近尾声, 销售下行压力不减》——2020-05-02
《房地产 2020 年 4 月投资策略: 期待估值修复行情》——2020-04-15
《房地产 2020 年 3 月投资策略: 建议加大对优势地产股的配置》——2020-03-06

证券分析师: 任鹤

电话: 010-88005315

E-MAIL: renhe@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

电话: 0755-81981019

E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030001

行业投资策略

坚定信心, 积极布局

● 6 月组合推荐

6 月组合为保利地产 (央企龙头、业绩稳健)、金地集团 (估值低位、土储分布佳)、华夏幸福 (回款率拐点、模式再获验证)。

● 行业判断: 回暖不改回落趋势, 看好三季度实质性放松

2020 年 5 月, 30 大中城市商品房成交面积降幅同比收窄, 土地市场结构性回暖继续演绎, 政策基调维持平稳。我们认为当前销售和土地市场的回暖并不代表行业短周期下行的反转, 三季度随着去化率下行 (成交数据可能仍然“韧性”)、价格压力增加、土地市场回落等, “稳”的政策诉求意味着政策的实质性放松。

● 公司动态: 分化显现

2020 年以来, 受疫情影响, 大多数房企销售额普遍同比下滑。根据克而瑞数据及部分已披露销售公司的公告, 2020 年 1-4 月, TOP3、TOP5、TOP10、TOP20、房企累计销售额分别为 6099.1 亿元、8140.4 亿元、11487.9 亿元、15732.1 亿元, 分别同比下降 2.4%、8.6%、10.6%、11.3%; 在 TOP20 的优势房企中, 中国恒大、中国金茂、绿城中国、世茂房地产分别取得 19.4%、9.7%、8.1%、4.3% 的正增长。

● 板块表现及估值变化

自上期发布至今, 申万房地产指数下跌 3.7%, 跑输沪深 300 达 3.8 个百分点, 在 28 个行业中排第 22 名。根据已披露的主流卖方研究机构对房地产板块 53 只地产股的 2020 年 wind 一致预期, 截至最新收盘日计, 板块动态 PE 为 5.0 倍, 比 2019 年 1 月 3 日的底部估值水平 (6.5 倍动态 PE) 低 23.3%, 处在近几年的最低点。

● 投资建议及行业评级

相对收益角度, 等待三季度的“共振”: 二季度可能也是政策基调最不好的时候。但随着“填坑”过程接近尾声, 三季度有望看到需求端的“实质”放松, 而这将导致调控政策和货币政策的“共振”。

绝对收益角度, 悲观估值下的业绩驱动: 当前地产股估值水平几乎处于近 10 年最低水平, 市场已经将行业空间有限、政策延续“房住不炒”等利空因素充分 price in, 随着竣工上修、交房结算, 20/21 两年业绩确定性增长, 这将驱动板块实现绝对收益。我们维持行业“超配”评级, 6 月组合推荐保利地产、金地集团、华夏幸福。

● 风险提示: 楼市下行超出市场预期, 政策基调再现收紧。

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

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	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600048	保利地产	买入	15.25	181,973	2.65	3.05	5.8	5.0
600383	金地集团	买入	12.63	57,019	2.66	3.13	4.7	4.0
600340	华夏幸福	买入	21.85	65,840	6.00	7.28	3.6	3.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

6月组合推荐.....	4
行业判断：回暖不改回落趋势，看好三季度实质性放松	4
销售情况：短期回暖不改下行趋势	4
土地市场：结构性回暖为主	6
政策基调：看好三季度需求端的“实质”放松	8
公司动态跟踪	11
板块表现及估值变化	11
投资建议及行业评级	13
风险提示	13
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1: 2020 年 5 月 30 大中城市商品房成交情况	5
图 2: 2020 年前 5 月 30 大中城市商品房成交累计同比增速	5
图 3: 不同能级城市土地溢价率情况	5
图 4: 百强房企累计销售同比增速	5
图 5: 百强房企单月销售同比增速	5
图 6: 一线城市土地成交情况	6
图 7: 二线城市土地成交情况	7
图 8: 三线城市土地成交情况	7
图 9: 100 大中城市土地供应及成交情况	7
图 10: 百城土地成交面积占供应面积之比	7
图 11: 百城土地溢价率情况	7
图 12: 不同能级城市土地溢价率情况	8
图 13: 新开去化有所反弹但不改回落趋势 (单位: 月)	9
图 14: 房价增速继续下行 (单位: %)	9
图 15: 2020 年 1-4 月头部房企销售增速变化情况	11
图 16: 4 月 15 日至今部分优势地产股涨幅	12
图 17: 4 月 15 日至今各行业板块涨幅	12
图 18: 近几年地产股 PE 变化	12
表 1: 房企本年销售目标渐趋保守 (单位: 亿元)	6
表 2: 历年政府工作报告有关房地产表述一览	9
表 3: 2020 年 1-4 月 TOP20 房企销售一览	11

6月组合推荐

6月组合为保利地产（央企龙头、业绩稳健）、金地集团（估值低位、土储分布佳）、华夏幸福（回款率拐点、模式再获验证）。

行业判断：回暖不改回落趋势，看好三季度实质放松

销售情况：短期回暖不改下行趋势

2020年5月（截至报告发布日），30大中城市商品房成交面积911万平方米，同比下降14%，降幅收窄23个百分点；其中一线城市商品房成交面积192万平方米，同比下降6%，降幅收窄39个百分点；二线城市商品房成交面积416万平方米，同比下降13%，降幅收窄27个百分点；三线城市商品房成交面积303万平方米，同比下降20%，降幅收窄7个百分点。

2020年前5月（截至报告发布日），30大中城市商品房累计成交面积4401万平方米，同比下降28%；其中一线城市商品房累计成交面积878万平方米，同比下降29%；二线城市商品房累计成交面积2022万平方米，同比下降29%；三线城市商品房累计成交面积1501万平方米，同比下降25%。

延续我们之前的判断，19年和20年的销售来自于供给推动，因而去化率持续下行。反过来，销售去化率也是决定房企开工决策的核心变量。从短周期看，当前销售仍处下行周期，后续政策的方向和力度将在很大程度上决定销售和开工。如果政策维持当前的基调，预计全年销售和开工均有10%左右的降幅。

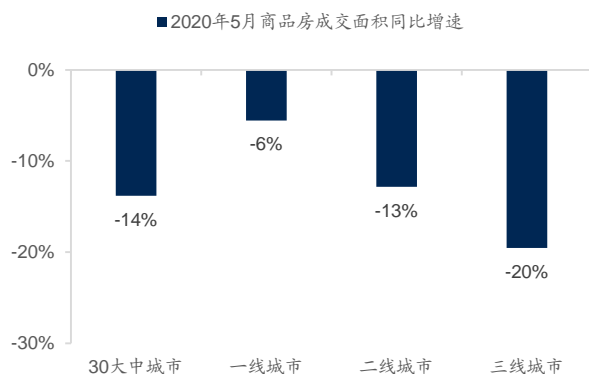
从高频数据看，4月和5月销售的确明显好转，但我们认为销售的回暖并不改变销售下行周期的方向：

首先，在不考虑疫情的情况下，销售本已处在下行周期。虽然2019年商品房销售增速仍然为正，但从宏观数据和微观反馈上看，上年去化率有所下行，销售增加主要有供给增加驱动。房价增速由2018年的10.9%降低至2019年的6.6%，本年一季度进一步下降至1.6%，新开工去化率（当年期房销售面积/当年新开工面积*0.8）由2017年的91%降低至2019年的77%。整体上看，19年需求相对供给并未明显回暖，库存也重新开始累积。

其次，若需求端政策不发生扭转，疫情并不能改变周期下行的趋势。反观本年前四个月的销售情况，疫情使2月份和3月上旬的销售大受影响，相当于在“下坡路”上砸出一个“深坑”。其后随着疫情趋于稳定，售楼部重新开放、销售活动恢复正常，前期需求开始释放，形成一个“填坑”的过程，——我们认为这是4月销售回暖的成因。但如果需求端政策环境不发生改变，“填坑”完成后，面对的仍然是销售的“下坡”。

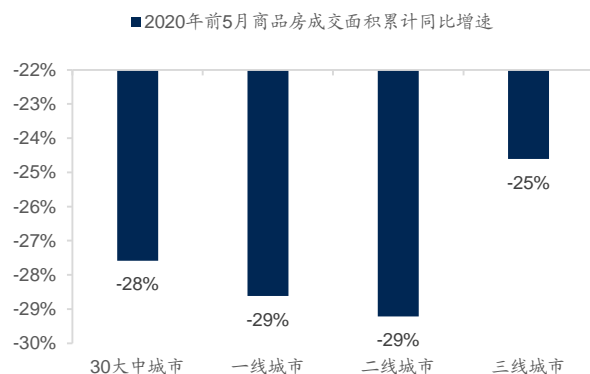
当然，我们不排除6月份销售继续回暖的可能，特别是随着开发商推盘力度的增加，供给驱动成交将继续演绎。但相对销售额，我们认为去化率更能体现市场的供求关系，去化率较低时，开发商回款下降，对未来市场的预期也会更加悲观，进而影响拿地和投资行为。

图 1: 2020 年 5 月 30 大中城市商品房成交情况



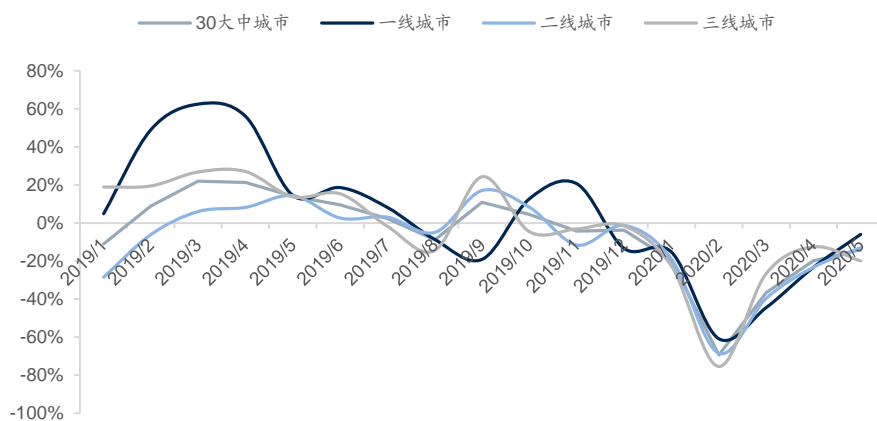
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 2020 年前 5 月 30 大中城市商品房成交累计同比增速



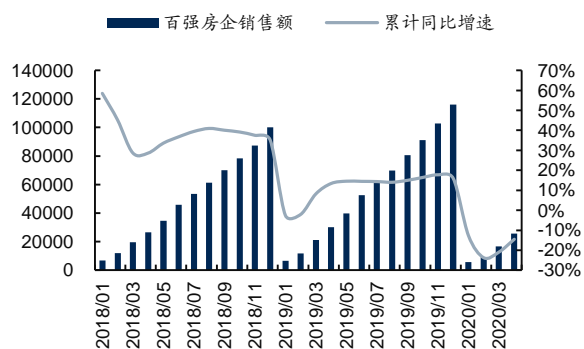
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 不同能级城市土地溢价率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 百强房企累计销售同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 百强房企单月销售同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：房企本年销售目标渐趋保守（单位：亿元）

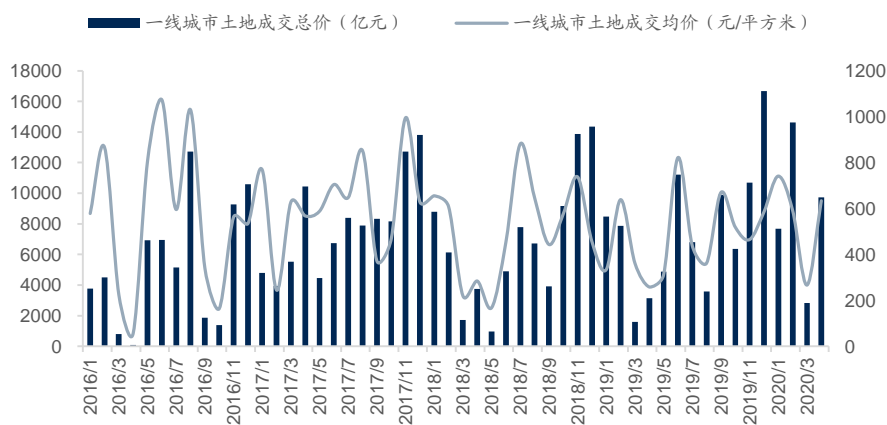
公司简称	2020 目标增速	2019 销售金额	2020 目标金额
中国恒大	8%	6011	6500
碧桂园	10%	5522	6074
中国海外发展	6%	3772	4000
融创中国	8%	5562	6000
华润置地	8%	2425	2620
龙湖集团	7%	2425	2600
世茂房地产	15%	2601	3000
招商蛇口	13%	2205	2500
金科股份	18%	1860	2200
新城控股	-8%	2708	2500
阳光城	-5%	2110	2000
中国金茂	24%	1608	2000
富力地产	10%	1382	1520
龙光地产	20%	915	1100
旭辉控股集团	15%	2006	2300
荣盛发展	5%	1154	1210
时代中国控股	5%	784	823
中梁控股	10%	1525	1680

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

土地市场：结构性回暖为主

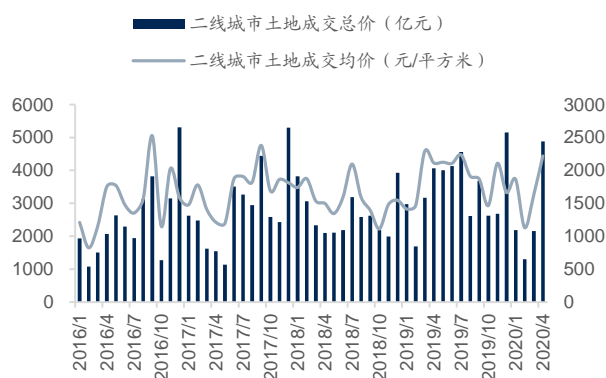
2020 年 5 月（截至报告发布日），100 大中城市共推出土地规划建筑面积 8453 万平方米，同比下降 33.6%；100 大中城市土地成交规划面积 6428 万平方米，同比下降 29.9%；100 大中城市成交面积/供应面积为 76%，较 2020 年 4 月下滑 8 个百分点。土地溢价率自 2019 年四季度起持续提升，100 大中城市成交土地溢价率为 17.1%，较前一个月提升 1.2 个百分点；其中一线城市、二线城市、三线城市成交土地溢价率分别为 14.9%、15.5%、18.7%。

图 6：一线城市土地成交情况



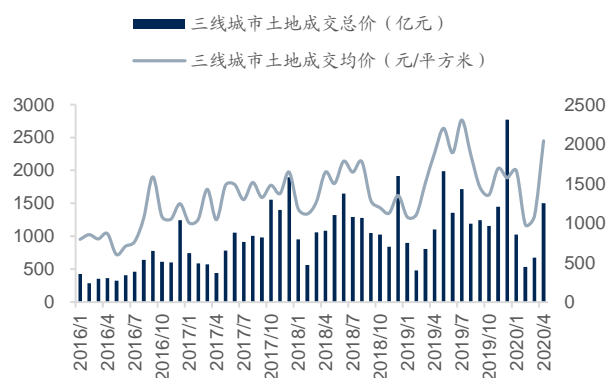
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：二线城市土地成交情况



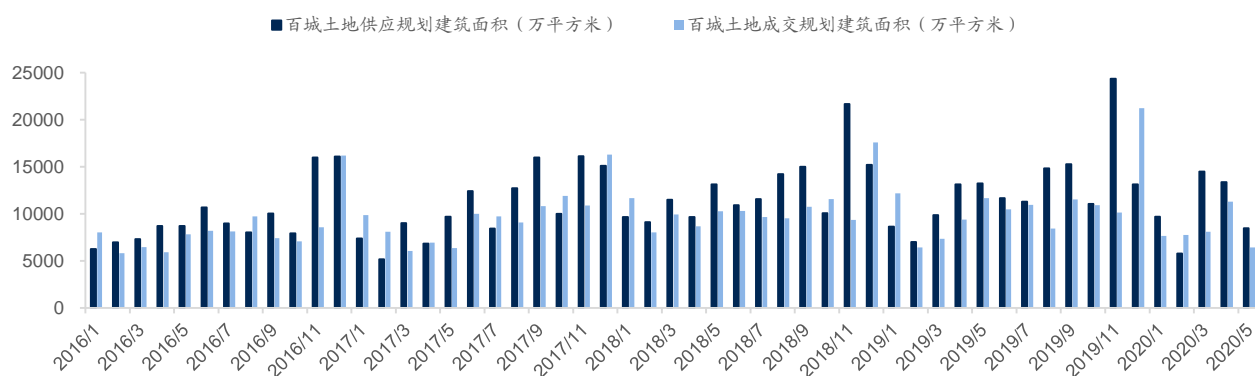
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：三线城市土地成交情况



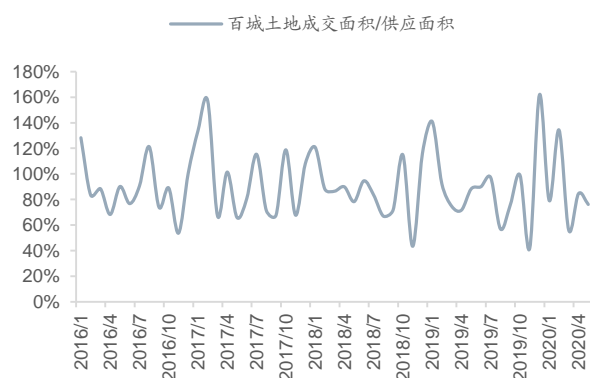
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：100 大中城市土地供应及成交情况



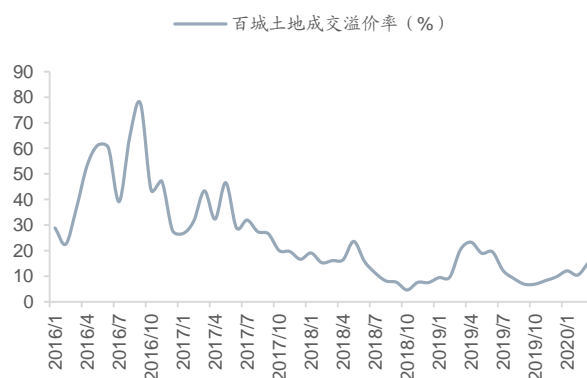
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：百城土地成交面积占供应面积之比



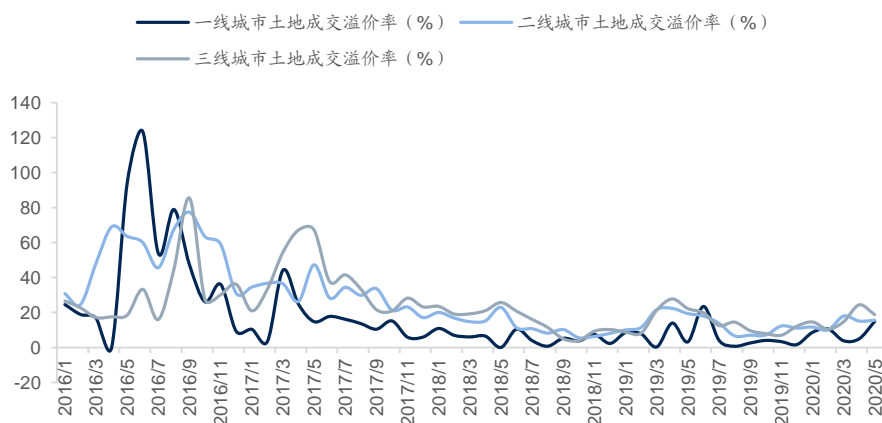
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：百城土地溢价率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 不同能级城市土地溢价率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

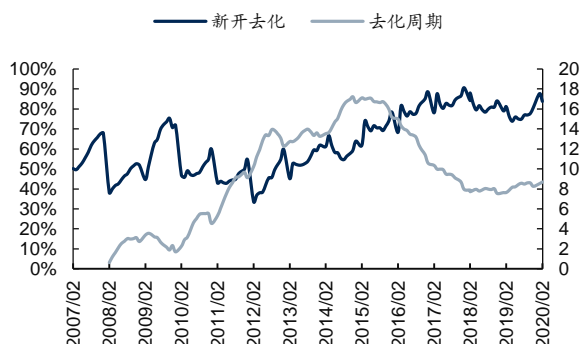
政策基调：看好三季度需求端的“实质”放松

进入 5 月以来，政策总体平稳，国务院总理李克强 2020 年 5 月 22 日在政府工作报告中提出：“深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施，让城市更宜居业。加快落实区域发展战略。继续推动西部大开发、东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展。深入推进京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展。”我们认为，本次政府工作报告延续了“房住不炒、因城施策”的思路，对房地产表述中性、符合预期。

我们看好三季度需求端的“实质”放松。原因有三：一是**投资**，我们多次强调，投资不弱只是短期内的“错位”导致，竣工刚性决定建安投资短期内仍能有力支撑开发投资。但若无措施扭转或延缓下行周期，投资下行压力将在 2021 年体现；二是**销售**，4/5 月份承接一季度压抑的购房需求，开发商亦积极推盘，成交回暖。但成交回暖并不代表需求回暖，三季度开始，去化率的下行会让开发商比较“痛苦”，进而影响拿地和开工；三是**土地**，当前开发商拿地相对积极，与库存处于相对低位有关。但如果需求继续下滑、去化率继续降低，开发商对库存的态度也会改变。

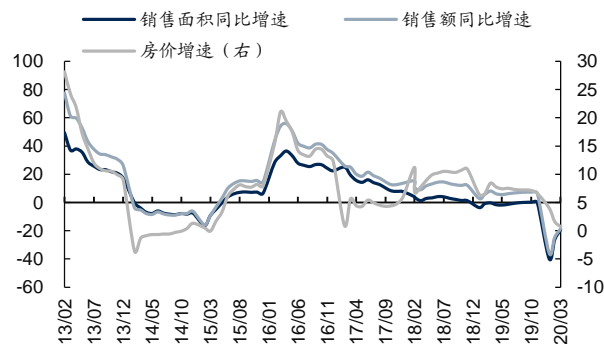
而由于“稳”是政策诉求，那么**政策就是销售的“因变量”**。一季度地产没有那么差，所以政策也没有那么刺激，二季度由于需求释放，甚至会有一波小阳春，**政策最不友好的时候，基本就是现在**。但若政策不松，**去化大幅下行、房价下跌可能在 8/9 月份出现，这将显著改变调控基调**。

图 13: 新开去化有所反弹但不改回落趋势 (单位: 月)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 房价增速继续下行 (单位: %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 历年政府工作报告有关房地产表述一览

时间	上年工作回顾	本年工作部署
2003	1、城镇住房制度改革取得明显成效, 城镇居民人均住房建筑面积由 17.8 平方米增加到近 22 平方米, 农村居民人均居住面积由 22.5 平方米增加到 26.5 平方米 (住房改革); 2、解决中小学危房改造等问题 (住房改造)。	1、对一些地方房地产投资增长过猛、高档房地产开发过多的现象, 应引起高度警惕, 避免盲目开发带来的风险和损失 (宏观调控); 2、重视解决城市特殊困难家庭在住房方面遇到的问题 (住房保障)。
2004	加大对中小学危房改造的支持力度 (住房改造)。	1、继续实施第二期农村中小学危房改造 (住房改造); 2、切实帮助特殊困难家庭解决住房困难 (住房保障); 3、在城镇房屋拆迁中, 要严格依据城市总体规划和近期建设规划, 合理确定拆迁规模, 规范审批程序, 完善补偿安置政策, 强化监督检查 (住房改造+安置补偿); 4、在农村土地征用中, 要严格控制征地规模, 依法按规划和程序征地, 及时给予农民合理补偿, 切实保护农民合法权益 (土地征用)。
2005	提高房地产行业建设项目资本金比例 (提高资本金比例)。	1、继续实施农村中小学危房改造 (住房改造); 2、依法解决农村征地、城镇房屋拆迁和企业改制中损害群众利益的问题 (住房改造+土地征用); 3、重点抑制房地产价格过快上涨, 继续整顿和规范房地产市场 (抑制房价过快上涨)。
2006	遏制房地产投资过快增长和房价过快上涨的势头。	解决住房领域的突出问题, 继续解决部分城市房地产投资规模过大和房价上涨过快的问题。要着力调整住房供应结构, 严格控制高档房地产开发, 重点发展普通商品房和经济适用房。建立健全廉租房制度和住房租赁制度。整顿规范房地产市场秩序, 基本完成建设领域清理拖欠工程款任务, 促进房地产业和建筑业健康发展。 1、促进房地产业持续健康发展, 形成具有中国特色的住房建设和消费模式, 应重点发展面向广大群众的普通商品住房 (宏观调控); 2、要特别关心和帮助解决低收入家庭住房问题, 加大财税等政策支持, 建立健全廉租房制度, 改进和规范经济适用房制度 (住房保障); 3、正确运用政府调控和市场机制两个手段, 保持房地产投资合理规模, 优化商品房供应结构, 加强房价监管和调控, 抑制房地产价格过快上涨, 保持合理的价格水平 (控制房价); 4、节约集约用地, 特别要禁止别墅类房地产开发项目用地, (集约用地); 5、强化住房公积金监督管理 (公积金监管); 6、坚决纠正土地征收征用、房屋拆迁中损害群众利益的行为 (土地征用)。
2007	加强房地产市场调控和监管, 着力调整住房供给结构 (调结构)。	1、较大程度地增加廉租房建设支出 (住房保障); 2、搞好土地合理供应、集约利用和管理, 重点发展面向中低收入家庭的住房。增加中低价位、中小套型普通商品住房供应, 建立多渠道投融资机制, 通过多种途径帮助中等收入家庭解决住房问题。合理调整城市土地供给结构, 增加中小套型住房用地, 综合运用税收、信贷、土地等手段, 完善住房公积金制度, 增加住房有效供给, 抑制不合理需求, 防止房价过快上涨 (抑制投资+控制房价)。
2008	1、支持农村中小学改造危房 (住房改造); 2、住房条件进一步改善, 棚户区改造取得积极进展 (住房改造+棚改);	1、落实已出台的房地产相关税收优惠政策 (降低税费); 2、采取更加积极有效的政策措施, 稳定市场信心和预期, 稳定房地产投资, 推动房地产业平稳有序发展, ……把部分住房公积金闲置资金补充用于经济适用住房建设, ……对符合条件的第二套普通自住住房购买者, 比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策, 对住房转让环节营业税, 按不同年限实行有区别的税收减免政策, 促进普通商品住房消费和供给, 加大对中小套型、中低价位普通商品住房建设的信贷支持, ……努力实现住有所居的目标 (政策放松)。
2009	1、降低住房交易税费, 促进房地产市场健康发展 (降低税费); 2、加大保障性住房建设和棚户区改造力度, 低收入群众住房困难问题得到一定程度缓解 (保障性住房); 3、统一个人房地产税收制度 (统一税收)。	1、大力发展房地产等面向民生的服务业 (发展房地产); 2、逐步实现农民工在住房租购方面与城镇居民享有同等待遇 (住房保障); 3、促进房地产市场平稳健康发展, 要坚决遏制部分城市房价过快上涨
2010	1、减免住房交易相关税收, 支持自住性住房消费 (降低税费); 2、80 万户农村危房得到改造, 新建、改扩建各类保障性住房 200 万套, 棚户区改造解决住房 130 万套 (住房改造+保障)。	

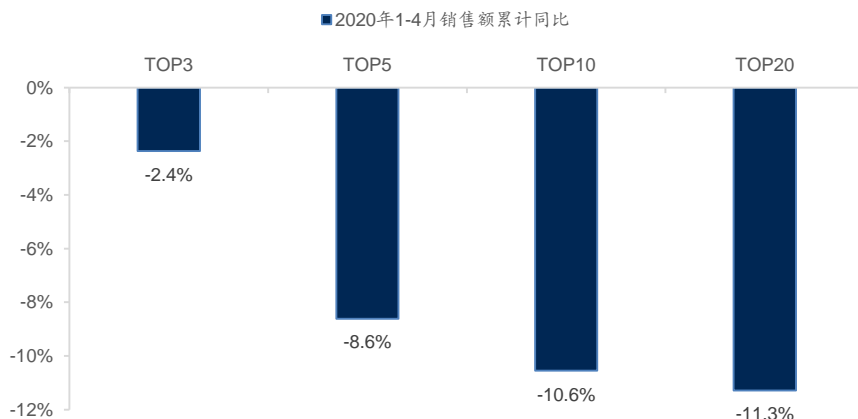
		势头，满足人民群众的基本住房需求（控制房价）； 4、继续大规模实施保障性安居工程，建设保障性住房300万套，各类棚户区改造住房280万套，……，确保土地、资金和优惠政策落实到位（住房保障）； 5、继续支持居民自住性住房消费，增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应，加快普通商品房项目审批和建设进度，……，加大差别化信贷、税收政策执行力度，完善商品房预售制度，大力整顿和规范房地产市场秩序，完善土地收入管理使用办法，抑制土地价格过快上涨，加大对囤地不建、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的查处力度（规范土地市场）。
2011	1、大力实施保障性住房建设和棚户区改造（住房保障+棚改）； 2、加快农村中小学危房改造（住房改造）。	1、坚定不移地搞好房地产市场调控，加快健全房地产市场调控的长效机制，重点解决城镇中低收入家庭住房困难，切实稳定房地产市场价格，满足居民合理住房需求（长效机制）； 2、进一步扩大保障性住房建设规模，再开工建设保障性住房、棚户区改造住房共1000万套，改造农村危房150万户，重点发展公共租赁住房（住房保障+棚改）； 3、进一步落实和完善房地产市场调控政策，坚决遏制部分城市房价过快上涨势头（宏观调控）。
2012	1、加强房地产市场调控，……，投机、投资性需求得到明显抑制，多数城市房价环比下降（控制房价）； 2、继续推进农村危房改造（住房改造）； 3、制定保障性住房分配、管理、退出等制度和办法，全年城镇保障性住房基本建成432万套，新开工建设1043万套（住房保障）。	1、加快农村危房改造（住房改造）； 2、着力解决农民工在住房租购等方面的实际问题（住房保障）； 3、继续搞好房地产市场调控和保障性安居工程建设，严格执行并逐步完善抑制投机、投资性需求的政策措施，进一步巩固调控成果，促进房价合理回归，继续推进保障性安居工程建设，在确保质量的前提下，基本建成500万套，新开工700万套以上，抓紧完善保障性住房建设、分配、管理、退出等制度。采取有效措施，增加普通商品住房供给（控制房价+住房保障）； 4、加快建设城镇住房信息系统，改革房地产税收制度，促进房地产市场长期平稳健康发展（改革税制）。
2013	1、坚持搞好房地产市场调控不动摇，遏制了房价过快上涨势头（控制房价）； 2、建立健全城镇保障性住房制度（住房保障）。	1、坚决抑制投机、投资性需求，抓紧完善稳定房价工作责任制和房地产市场调控政策体系，健全房地产市场稳定健康发展长效机制（长效机制）； 2、继续抓好保障性安居工程建设和管理，让老百姓住上放心房、满意房，城镇保障性住房基本建成470万套、新开工630万套，继续推进农村危房改造（住房保障+改造）。
2014	新开工保障性安居工程666万套，基本建成544万套（保障性住房）。	1、做好房地产税法立法相关工作（房产税）； 2、提高大城市保障房比例。……年内基本建成保障房480万套（保障性住房）； 3、针对不同城市情况分类调控，增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展（分类调控）。
2015		1、加大城镇棚户区和城乡危房改造力度，保障性安居工程新安排740万套，其中棚户区改造580万套，增加110万套，……，住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举（棚改+货币化安置）； 2、坚持分类指导，因地制宜，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展（长效机制）；
2016	加强城镇棚户区和农村危房改造，城镇保障性安居工程住房基本建成772万套，棚户区住房改造开工601万套，农村危房改造432万户（棚改）。	1、适度扩大财政赤字，将试点范围扩大到房地产业（减税）； 2、推进城镇保障性安居工程建设和房地产市场平稳健康发展，棚户区住房改造600万套，提高棚改货币化安置比例（棚改+货币化安置）； 3、完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存（去库存）； 4、建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围（租购并举）；
2017	1、完成棚户区住房改造600多万户，农村危房改造380多万户（棚改）； 2、分类调控房地产市场（宏观调控）； 3、支持农民工在城镇购房，提高棚改货币化安置比例，房地产去库存取得积极成效（去库存）。	1、三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求（去库存）； 2、坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，健全租购并举的住房制度（长效机制）； 3、加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为，遏制热点城市房价过快上涨（控制房价）； 4、完成棚户区住房改造600万套，继续发展公租房等保障性住房，因地制宜、多种方式提高货币化安置比例（棚改+货币化安置）。
2018	因城施策分类指导，三四线城市商品住宅去库存取得明显成效，热点城市房价涨势得到控制（因城施策）；	1、稳妥推进房地产税法立法（房产税）； 2、棚改开工580万套，加大公租房保障力度（棚改）； 3、坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度（长效机制）。
2019	1、棚户区住房改造620多万户，农村危房改造190万户（棚改）； 2、改革完善房地产市场调控机制（宏观调控）。	1、更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展（长效机制）； 2、继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求（棚改）； 3、健全地方税体系，稳步推进房地产税法立法（房产税）。
2020	城镇保障房建设和农村危房改造深入推进（保障性住房）。	1、深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业（城市群）； 2、坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展（房住不炒）； 3、完善便民设施，让城市更宜业宜居（便民设施）。

资料来源:政府网站，国信证券经济研究所整理

公司动态跟踪

2020 年以来，受疫情影响，大多数房企销售额普遍同比下滑。根据克而瑞数据及部分已披露销售公司的公告，2020 年 1-4 月，TOP3、TOP5、TOP10、TOP20、房企累计销售额分别为 6099.1 亿元、8140.4 亿元、11487.9 亿元、15732.1 亿元，分别同比下降 2.4%、8.6%、10.6%、11.3%；在 TOP20 的优势房企中，中国恒大、中国金茂、绿城中国、世茂房地产分别取得 19.4%、9.7%、8.1%、4.3%的正增长。

图 15：2020 年 1-4 月头部房企销售增速变化情况



资料来源：克而瑞研究中心、公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3：2020 年 1-4 月 TOP20 房企销售一览

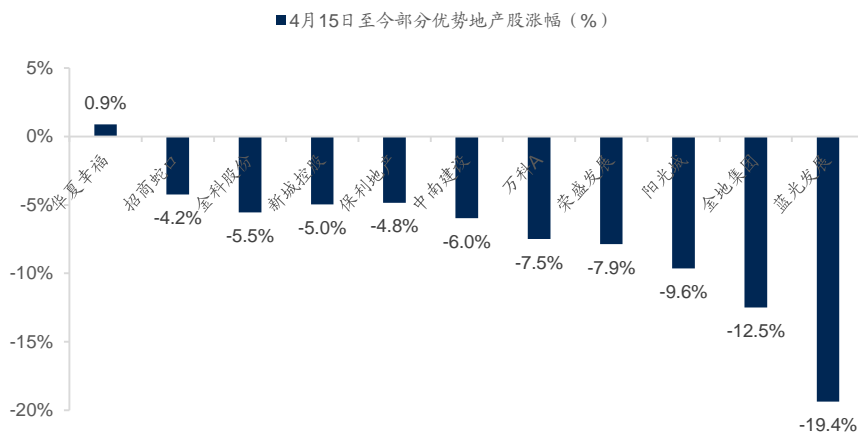
序号	房企	2020 年 1-4 月销售额 (亿元)	累计同比
1	中国恒大	2125.7	19.4%
2	碧桂园	2115.1	-10.8%
3	万科地产	1858.3	-11.3%
4	保利发展	1086.1	-26.2%
5	融创中国	955.2	-19.7%
6	中海地产	876.7	-20.1%
7	绿地控股	708.0	-25.4%
8	龙湖集团	602.1	-6.0%
9	世茂集团	582.6	4.3%
10	华润置地	578.1	-16.2%
11	招商蛇口	557.0	-0.2%
12	新城控股	490.4	-28.0%
13	中国金茂	451.0	9.7%
14	阳光城	450.3	-10.2%
15	金地集团	449.9	-10.2%
16	绿城中国	414.0	8.1%
17	金科集团	413.7	-14.3%
18	中南置地	371.6	-19.7%
19	旭辉集团	354.0	-29.4%
20	正荣集团	292.2	-28.3%

资料来源：克而瑞研究中心、公司公告、国信证券经济研究所整理

板块表现及估值变化

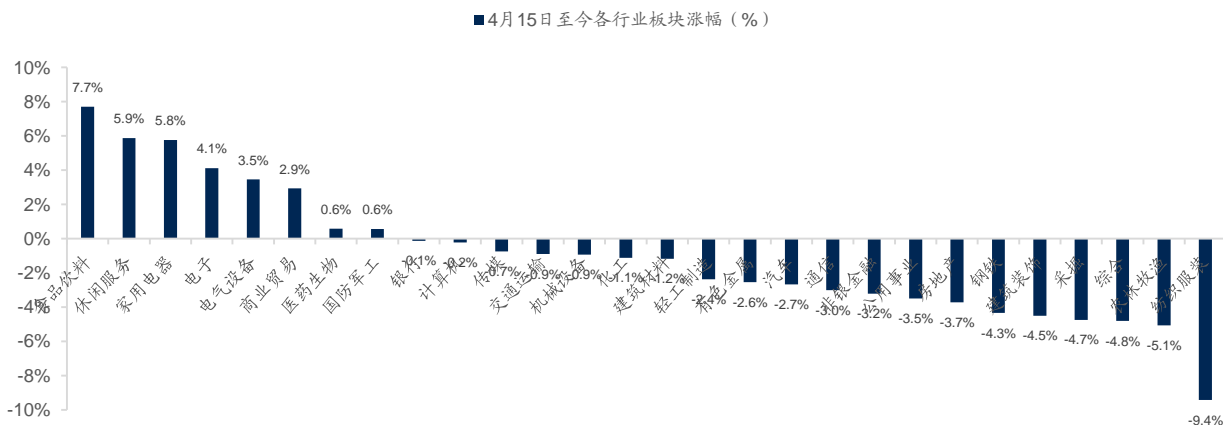
自上期发布至今，申万房地产指数下跌 3.7%，跑输沪深 300 达 3.8 个百分点，在 28 个行业中排第 22 名。

图 16: 4 月 15 日至今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

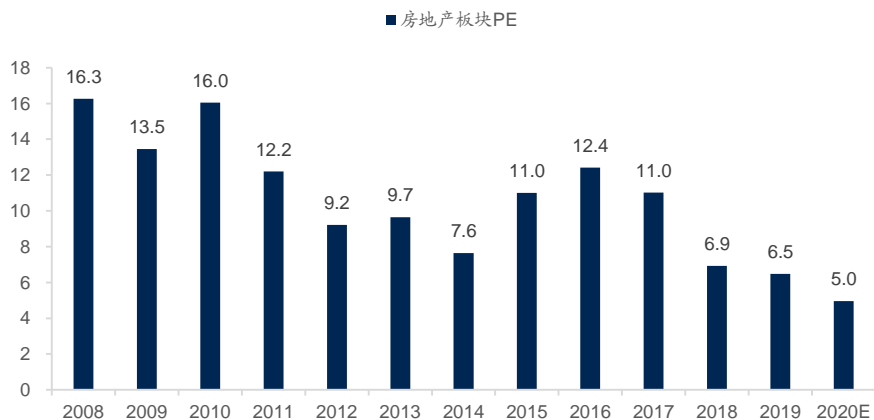
图 17: 4 月 15 日至今各行业板块涨幅



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

根据 wind 一致预期, 截至最新收盘日计, 板块动态 PE 为 5.0 倍, 比 2019 年 1 月 3 日的底部估值水平 (6.5 倍动态 PE) 低 23.3%, 处在近几年的最低点。

图 18: 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: 每年股价最低点按照当年申万房地产指数的最低点; 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, 2020 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。

投资建议及行业评级

相对收益角度，等待第三季度的“共振”：由于一季度压制需求的释放，4/5月份可能是今年销售最好的时段，相对的，可能也是政策基调最不友好的时候。但随着“填坑”过程接近尾声，地产销售仍然会回到下行周期的“渐近线”上，并进而减轻政策压力，“三稳”诉求下预计三季度有望看到需求端的“实质”放松，而这将导致调控政策和货币政策的“共振”，为地产股带来明显相对收益。

绝对收益角度，悲观估值下的业绩驱动：当前地产股估值水平几乎处于近10年最低水平，市场已经将行业空间有限、政策延续“房住不炒”等利空因素充分 price in，加之较高的股息率，估值进一步下降的概率和空间都不大。16-19销售高峰积累了大量业绩，随着竣工上修、交房结算，20/21两年业绩确定性增长，这将驱动板块实现绝对收益。

重点推荐：金地集团、保利地产、华夏幸福、中南建设、阳光城、蓝光发展、荣盛发展。

风险提示

楼市下行超出市场预期，政策基调再现收紧。

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