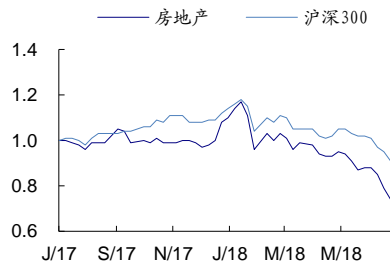


一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《地产 A 股 2018 年 6 月投资策略: 长线长投》-2018-06-07
 《地产 A 股 2018 年二季度投资策略: 不疾不徐》-2018-04-02
 《统计局 2017 年房地产数据点评: 2017 年投资增速 7% 完全符合我们预期, <区瑞明地产 A 股小周期理论框架>再次被印证》-2018-01-22
 《房地产 A 股 2017 年下半年投资策略: 进一步解放思想, 做多地产龙头股》-2017-06-30
 《方法论专题研究: 地产 A 股小周期理论框架的梳理及实证应用》-2016-06-12

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

和时间做朋友

● 关键结论与投资建议

进入下半年, 我们对 A 股优势地产股的股价走势有如下判断:

- 一、不宜对后市太悲观: 一方面, 跌多了总会有一些反弹; 另一方面, 如果再继续下跌, 跌幅大概率也不会比上半年大;
 - 二、从股价表现催化剂来看, 中短期 (一、两个季度) 仍处在相对不利的位置, 但长期 (一年以上) 而言, 酝酿大机会的可能性还是比较高的;
- 建议没有持有和已持有 A 股优势地产股的投资者, 都多一些耐心, 和时间做朋友, 等待未来可能出现的大机会到来。长线继续看好新城、万科 A、保利地产、中洲控股、华夏幸福、招商蛇口、荣盛发展、阳光城、世联行、华侨城 A 以及部分内房股包括中国恒大、龙光地产、禹洲地产、旭辉控股集团、远洋集团等。

● 核心假设或逻辑

- 一、我们自上而下择时、预判地产 A 股整体行情趋势, 所采用的研究框架是《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》;
- 二、由于 A 股优势地产股上半年跌幅较大, 在当前位置估值水平已比较便宜了, 个别品种的 PE 估值已接近历史上的低位, 一些品种的静态股息率 (2017 年现金分红/当前股价) 已接近甚至超过银行理财产品的收益率, 从这点来看, 风险已得到了相当程度的释放, 未来或许会逐步吸引到一些价值投资者进场逢低吸纳;
- 三、6 月份以来调控虽有加码, 但总体来看, 目前“政策面”仍难以熄灭居民投资性购房的热情和开发商拿地、开工补库存的冲动, 结构性过热和微观繁荣在未来一、两个季度仍会持续, 在这种背景下, 难言调控不会进一步加码, 毕竟在这种情况下, 政府是有调控加码的必要和本钱的;
- 四、今年上半年大部分优势地产股 (包括内房股) 销售增速已显著不如去年同期了, 后面调控如果继续加码的话, 终究有可能打破行业的结构性过热和微观繁荣, 若此, 将进一步影响到 A 股优势地产股的销售增长。从历史上看, A 股优势地产股在最底部前夕, 大概率会经历一小段“销售面+政策面”双杀的时间窗口。
- 五、现阶段虽然房地产整体降温与结构性过热、微观繁荣并存, 但如果政府保持政策定力, 不放松已有的调控, 未来 (大概一年左右) 销售额累计同比增速有望转负, 而前期补的库存亦陆续入市, 届时房价上涨压力将减轻, 开发商主动降价意愿将增强、居民抢购住房的现象将减少, 舆论环境势必能改善, 房地产的支柱地位将决定这个时候政策势必由“平衡利益”重回“调控周期”, A 股优势地产股从而能迎来一大波“赚估值的钱”的大行情, 类似于 2009 年上半年、2012 年、2014 年 2-4 季度那样的行情。

● 股价变化的催化因素

市场预期房地产政策较大范围转暖。

● 核心假设或逻辑的主要风险

- 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、研究框架失效的风险。

报告摘要

● 研究框架的梳理

A 股优势地产股的业务模式趋同，因此行情一致性比较强，涨时同涨、跌时同跌，差异主要在涨跌幅。我们自上而下择时、预判地产 A 股整体行情趋势，所采用的研究框架是孕育于 2008 年底、成型于 2012 年的《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，该框架核心要点：

- 一、中国房地产业市场容量巨大，是毋庸置疑的支柱产业，其根本制度是“土地公有制”；
- 二、正因为其支柱地位，且土地公有，所以中国房地产就有条件、亦必然成为国家“调节周期”和“平衡利益”的工具，这是中国房地产业的本质。所谓“调节周期”是指“当行业降温、经济增长面临较大压力时，政府大概率会刺激、扶持房地产”；所谓“平衡利益”是指“当房价显著上涨、购房需求过热、房地产投资累计同比增速居于高位时，政府大概率会从防范风险的角度、并兼顾其他行业的利益，出手抑制房地产过热，阶段性打压”；
- 三、上述一、二点决定了中国房地产业的核心驱动变量是“制度红利”（行业政策）和“资源红利”（房企拿地成本）；
- 四、上述一、二、三点决定了“政策预期”是自上而下择时 A 股优势地产股的关键催化剂。

基于上述框架可以判断：

- 一、当房价显著上涨、“老百姓抢购房子”的报道铺天盖地占据媒体版面、刷爆朋友圈、房地产投资增速攀升时，中国房地产行业处在小周期繁荣阶段，这个阶段舆论不友好，政府对房地产的态度会以“平衡利益”为主，政策趋紧、房价受调控所限但地价由于供给被垄断而很难松动导致房企拿地成本相对攀升，行业的两个核心驱动变量均处在不利位置，因此优势地产股大概率会跑输大部分其他行业；
 - 二、当行业显著降温，除了销量下滑，还伴随着房地产投资累计同比增速见顶并逐渐回落，此时“抢房报道”已鲜见，即使政策仍调控、打压，但优势地产股的相对排名却有望好于小周期繁荣期，这背后的逻辑在于：
 1. 预售制度导致结算滞后，小周期繁荣阶段的销售利润有望在小周期降温阶段兑现；
 2. 行业小周期降温期，优势地产股受益于市场集中度提升，销售增速大概率不会特别难看，“逆市增长”在这一阶段比较容易获得投资者的青睐和追捧；
 3. 房地产行业的支柱地位决定了 A 股市场的风险偏好亦会因为房地产行业的显著降温而下降，利于低估值且在繁荣阶段已提前反映了行业降温并在行业繁荣阶段跑输绝大部分行业的优势地产股；
 4. 行业的支柱地位还决定了这一阶段政策的预期有望随着基本面降温、衰退而逐步改善，行业越降温，对政策预期改善越有利。
- 因此，当行业由繁荣转向降温之后，会出现一波由“繁荣阶段跑输大部分行业”向“降温阶段相对排名改善”转化的“追赶”行情。但由于政策和基本面的制约，持续性的大级别行情在这个阶段亦难出现；

三、持续较长时间的大行情（优势地产股跑赢绝大多数行业且涨幅持续居前的时间超过半年以上）基本上发生在行业小周期复苏阶段，即行业小周期衰退量变到质变倒逼政策和货币大范围放松的阶段，譬如历史上的 2009 年上半年、2012 年、2014 年 2-4 季度，这个阶段 A 股优势地产股赚得是“估值的钱”。

●《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》持续被验证

《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》蕴含的道理简单、朴素，却基本行之有效，在过去 10 年已持续被验证，2017 年之前的复盘详情参见我们 2016 年发布的方法论专题《地产 A 股小周期理论框架的梳理及实证应用》，这里不再赘述，复盘近一年 A 股优势地产股的走势，我们仍可以看到这个框架还是能够获得很强的市场验证的。因此利用《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》是能够比较准确地预测到各年份地产 A 股的整体趋势及每年地产 A 股整体行情所发生的一些较大的波动的：

一、比如 2017 年，我们观察到房地产销售累计同比增速持续显著低于 2016 年同期，新开工累计同比增速与 2016 年 4 月的高点相比，回落得也非常显著，根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》可以判断 2017 年行业是处在小周期衰退阶段。而 2016 年行业是繁荣、偏热的，特别是 2016 年上半年更为过热，相应地 2016 年优势地产股的股价走势也不太好，申万房地产指数全年涨幅在 29 个行业中排倒数第六，2016 年上半年更惨，《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》有关“行业越繁荣，地产股越烦恼”的论断在这一时期得到了很好的验证。2016 年行业繁荣、地产股衰，那么到 2017 年行业真正降温了、衰退了，根据上述《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》的论断，势必会出现一波由“繁荣阶段跑输大部分行业”向“降温阶段相对排名改善”转化的“追赶”行情，于是我们顺理成章地在 2017 年持续坚定看多 A 股优势地产股，并在 2017 年 6 月底发布了地产 A 股 2017 年下半年策略《进一步解放思想，做多地产龙头股》。虽然 2017 年市场对地产 A 股的主流观点是偏谨慎的，但 2017 年优势地产股却一路震荡向上，并在 2017 年 12 月至 2018 年 1 月中上旬完成了急速拉升，完美地兑现了我们的判断。如果机构投资者在市场主流观点普遍不看好地产 A 股的 2017 年上半年，听了我们的建议买入 A 股优势地产股，并拿到 2017 年底，收益会很好，如果能拿到 2018 年 1 月下旬，收益会更为可观，不少品种较 2017 年同期涨幅翻倍，有的还翻了两倍。如果从 2017 年的年中持有 A 股优势地产股到现在，即使经历 2018 年 2 月至今的暴跌，一些品种跑赢大盘的幅度仍十分可观。

二、又比如为什么自 2018 年以来，相对于市场偏乐观的主流观点，我们又开始变得谨慎，在 2018 年上半年几个关键时点，陆续发出了如下报告：

1. 在 1 月 22 日 A 股优势地产股的股价位于高点时，发布了报告《2017 年投资增速 7% 完全符合我们预期，区瑞明地产 A 股小周期理论框架再次被印证》，提示后市有调整风险，我们在该篇报告中明确提示“A 股优势地产股后市超额收益能否继续扩大，需要更强的催化剂，比如政府对房价上涨的容忍度提升、房地产调控由初露局部松动迹象到更明确、更大范围放松等，因此股价即使出现调整也不意外”；
2. 在 1 月 29 日发布的春季策略中再次提示“A 股优势地产股涨幅显著或引发获利回吐风险、部分城市房价上涨压力犹存，或引发调控加码风险”；

3. 在4月2日发布的地产A股二季度策略《不疾不徐》中预判“虽然A股优势地产股已经历了2018年2、3月份两个月的调整，但2018年以来，申万房地产指数的涨幅在28个行业中仍位居第4，由于短期内不仅仍看不到政策更明确、更大范围的放松，甚至还有不少城市在加码调控，政策主基调仍是‘房价反弹即打、去库存较好即调控’，根据《区瑞明地产A股小周期理论框架》，短期内房地产指数涨幅相对排名大概率难以再向上跃升”，同时在该篇报告的“投资摘要”中，还强调了“我们没有其他同仁那么乐观”；
4. 4月下旬，虽然央行降准了100个基点，加上中央在中美贸易争端一触即发之时表态要“扩大内需”，亦引发不少机构做出了“房地产调控会放松从而利好地产A股”的判断，市场上唱多地产股声音很大，但我们在5月7日发布的地产A股5月策略《不疾不徐，长线长投》的“投资摘要”中，仍强调“我们没有其他同仁那么乐观”；
5. 6月份以来，市场主流观点对地产A股更为乐观，旗帜鲜明唱多地产股的声音不绝于耳，但我们仍然偏谨慎，在6月8日发布了地产A股6月策略《长线长投》，明确提示我们和市场主流观点不一致的地方在于“由于房价仍然很坚挺，部分地区上涨压力还很大，‘抢房’充斥着各大媒体版面、刷爆朋友圈，从过去10年的经验看，在‘抢房’、‘房价暴涨’之类的字眼充斥媒体时，A股优势地产股的股价走得都不是很顺畅”。

总结一下，我们在2018年上半年偏谨慎的第一个原因：我们在2018年上半年，特别是1月下旬之后偏谨慎，是因为依据了《区瑞明地产A股小周期理论框架》有关“小周期衰退期亦难有大级别行情”的论断，我们认为由“繁荣阶段跑输大部分行业”向“降温阶段相对排名改善”转化的“追赶”行情，这种行情一旦“追赶”过头，如果政策及货币的放松又没跟上，大概率又会向下纠偏，因为毕竟还不是“基本面下坠倒逼政策放松的复苏期”。“2018年1月份申万房地产指数涨幅位居第1”就是属于“追赶”过头的行情，2018年2至4月份的调整就是属于向下纠偏的行情，类似这样的纠偏行情在2011年3季度也曾发生过。

我们在2018年上半年偏谨慎的第二个原因：通过观察、分析2018年4月份之后官方披露的房地产行业数据、媒体报道以及舆情热点，我们看到房地产行业出现了一些与2017年不一样的变化，呈现出结构性过热和微观繁荣的特征：

1. 库存持续走低：根据上海易居研究院监测，2018年5月，百城新建商品住宅存销比仅为9.8个月，显著低于合理存销比12-16个月的水平，百城库存规模仅相当于2012年3月水平。
2. 从新建商品住宅累计销售额/累计销售面积得出的房价口径来看，2018年以来房价持续暴涨，上半年各个月份的涨幅远远大于2017年同期，其中5月份的涨幅达到了10.26%，比去年同期高出7.21个百分点，东北及西部地区的房价在2018年上半年更是爆发式上涨；
3. “抢购住房”的新闻报道明显增多，占据各大媒体版面、刷爆朋友圈，成为舆论焦点；

4. 土地市场热度不减: 中原地产研究中心统计数据显示, 5月单月, 中原监控的 50 城合计买地金额同比增长 111.5%、1-5 月同比增长 57.6%;
5. 4 月份披露的前 3 个月的房地产投资累计同比增速创下了三年新高, 前 4、前 5 个月的累计同比增速基本保持在前 3 个月的高位; 另外, 前 5 个月的新开工面积累计同比增速创下了近一年新高。

根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》的论断, 行业上述过热和繁荣的景象, 对 A 股优势地产股中短期的表现将十分不利, 房价暴涨、老百姓抢购住房, 导致调控有必要加码; 房地产投资和新开工无虞, 导致调控有本钱加码。正如本报告开篇所述: 此时, 舆论不会友好, 政府对房地产的态度大概率会以“平衡利益”为主, 政策也会趋紧、房企拿地成本也会攀升, 行业的两个核心驱动变量——“制度红利”(行业政策)和“资源红利”(房企拿地成本)均会处在不利位置, 因此优势地产股大概率会跑输大部分其他行业, 譬如历史上的 2009 年 12 月至 2010 年上半年、2013 年下半年、2016 年上半年, 皆是如此。

回顾 2018 年 1 月份地产股在高位时市场的主流观点, 各种乐观的逻辑都有, 包括:

1. “优势地产股的股价从此无周期”——诸如“进入新时代了, A 股优势地产股的股价表现将不再受政策扰动了, 从此优势地产股无周期”、“市场集中度提升了, A 股优势地产股的股价表现将不再与政策周期共振了, 从此优势地产股无周期”等;
2. “政策不松也能提估值”——诸如“市场集中度提升, 将大幅提升 A 股优势地产股的估值”、“A 股优势地产股由于实施快周转策略, 可比肩制造业的龙头公司了, 因此估值空间有望打开”等;
3. “十年期国债收益率见顶了, 所以 A 股优势地产股将开启向上的反转行情了”……。

现在回过头看, 上述这些逻辑在今年上半年基本上被一一证伪, A 股优势地产股的股价走势依然受政策预期主导, 并没有因为进入新时代而提升估值、亦没有因市场集中度提升而不再杀估值、更没有因为快周转而在估值水平上比肩制造业龙头, 十年期国债收益率的见顶回落也没有带来地产股向上反转。

● 2018 年下半年策略: 和时间做朋友

进入下半年, 我们对 A 股优势地产股的股价走势有如下判断:

- 一、由于上半年跌幅较大, 在当前位置估值水平已比较便宜了, 个别品种的 PE 估值已接近历史上的低位, 一些品种的静态股息率(2017 年现金分红/当前股价)已接近甚至超过银行理财产品的收益率, 从这点来看, 风险已得到了相当程度的释放, 未来或许会逐步吸引到一些价值投资者进场逢低吸纳。因此, 我们建议不宜对后市太悲观: 一方面, 跌多了总会有一些反弹; 另一方面, 如果再继续下跌, 跌幅大概率也不会比上半年大;
- 二、从股价表现催化剂来看, 中短期(一、两个季度)仍处在相对不利的位置, 但长期(一年以上)而言, 酝酿大机会的可能性还是比较高的:
 1. 中短期股价表现催化剂仍处在相对不利的位置的理由:
 - 1) 6 月份以来调控虽有加码, 但总体来看, 多以政府及党媒政治表态以及相关部门督查开发商、中介有无违规行为为主, 个别城市虽然新推出了一些延长限售年限、限制企业购房的

措施，但这些措施的影响非常有限，并不能撼动结构性过热和微观繁荣的全局，而对于房地产行业这几年的重要助推力量——“棚改货币化”未来的走向，目前的说法也不一，难以断定“棚改货币化”是否开始踩刹车了？还是继续踩着油门？目前“政策面”仍难以熄灭居民投资性购房的热情和开发商拿地、开工补库存的冲动，结构性过热和微观繁荣在未来一、两个季度仍会持续，在这种背景下，难言调控不会进一步加码，毕竟在这种情况下，政府是有调控加码的必要和本钱的；

2) 今年上半年，大部分优势地产股（包括内房股）的销售增速已显著不如去年同期了，后面调控如果继续加码的话，终究有可能打破行业的结构性过热和微观繁荣，若此，难免会进一步影响到 A 股优势地产股的销售增长。从历史上看，A 股优势地产股在最底部前夕，大概率会经历一小段“销售面+政策面”双杀的时间窗口。

2. 长期（一年以上）而言，酝酿大机会的可能性还是比较高的理由：

- 1) 房地产仍是毋庸置疑的支柱产业；
- 2) 现阶段虽然房地产整体降温（2018 年 1-5 月份销售面积累计同比增速仅 2.9%了，本轮小周期最高曾冲至 36.5%）与结构性过热、微观繁荣并存，但如果政府保持政策定力，不放松已有的调控，未来（大概一年左右）销售额累计同比增速有望转负，而前期补的库存亦陆续入市，届时房价上涨压力将减轻、开发商主动降价意愿将增强、居民抢购住房的现象将减少，舆论环境势必能改善，房地产的支柱地位将决定这个时候政策势必由“平衡利益”重回“调控周期”，A 股优势地产股从而能迎来一大波“赚估值的钱”的大行情，类似于 2009 年上半年、2012 年、2014 年 2-4 季度那样的行情。

我们建议没有持有和已持有 A 股优势地产股的投资者，都多一些耐心，和时间做朋友，等待未来可能出现的大机会的到来。我们长线继续看好新城控股、万科 A、保利地产、中洲控股、华夏幸福、招商蛇口、荣盛发展、阳光城、世联行、华侨城 A 以及部分内房股包括中国恒大、龙光地产、禹洲地产、旭辉控股集团、远洋集团等。

● 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，相应地策略建议亦失效。

内容目录

研究框架的梳理	9
《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》持续被印证	14
2018 年下半年策略：和时间做朋友	21
风险	29
国信证券投资评级	30
分析师承诺	30
风险提示	30
证券投资咨询业务的说明	30

图表目录

图 1：区瑞明地产 A 股小周期理论框架	9
图 2：中国房地产行业的本质特征——国家调节周期、平衡利益的工具	10
图 3：地产股 09 年下半年-10 年上半年繁荣期跑输大盘	10
图 4：地产股 2013 年繁荣期超额收益大幅下降并跑输大盘	10
图 5：2016 年上半年“抢房”报道充斥媒体	11
图 6：2016 年上半年优势地产股走势疲弱	11
图 7：2016 年上半年行业销售面积累计增速快速提升	11
图 8：2016 年上半年行业销售额累计增速快速提升	11
图 9：2011 年上半年地产板块涨跌幅相对排名及重点房企股价涨幅	12
图 10：本轮降温期开启至今，优势地产股亦跑赢大盘	12
图 11：2017 年万科股价涨幅显著	12
图 12：2017 年保利股价涨幅显著	12
图 13：2017 年阳光城股价涨幅显著	13
图 14：2017 年新城控股股价涨幅显著	13
图 15：地产股 08 年底-09 年上半年的复苏期跑赢大盘	13
图 16：地产股 2012 复苏期显著跑赢大盘	13
图 17：地产股 2014 年复苏期的大级别行情	14
图 18：2016 年中万房地产指数全年涨幅在 28 个行业中排倒数第六	15
图 19：2016 年上半年重点房企股价跌幅惨重	15
图 20：《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》在 2017-2018 年的实证应用	15
图 21：《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2018 年以来的实证应用	17
图 22：2011 年第 3 季度申万房地产指数 28 个行业中排倒数第七	17
图 23：十大城市商品房可售面积持续下降	18
图 24：部分城市住宅商品房可售面积（万平方米）	18
图 25：部分城市住宅商品房可售面积（万平方米）	18
图 26：2018 年以来新建商品住宅价格持续走高	19
图 27：东部地区商品住宅价格持续走高	19
图 28：中部地区商品住宅价格持续走高	19
图 29：西部地区商品住宅价格持续走高	19
图 30：东北地区商品住宅价格走高后回落	19
图 31：房地产投资累计同比增速	20
图 32：房屋新开工面积累计同比增速	20
图 33：2018 年以来 10 年期国债收益率见顶回落，地产股走势并未好转	21
图 34：万科、保利动态 PE 和历史底部比（2018 年 7 月 10 日）	22
图 35：部分地产股当前股价对应的静态股息率（2018 年 7 月 10 日）	22
图 36：行业对 GDP 累计同比贡献率（%）	27
图 37：行业对 GDP 累计同比的拉动（百分点）	27
图 38：商品房销售面积累计同比增速	29
图 39：商品房销售额累计同比增速	29
图 40：未来一年内销售累计同比增速预测	29
表 1：2016 年 2-3 月房地产行业利好连连，依然难改优势地产股暴跌的宿命	11
表 2：6 月以来部分抢房报道	20
表 3：优势房企 PE 与制造业龙头 PE 比较	21

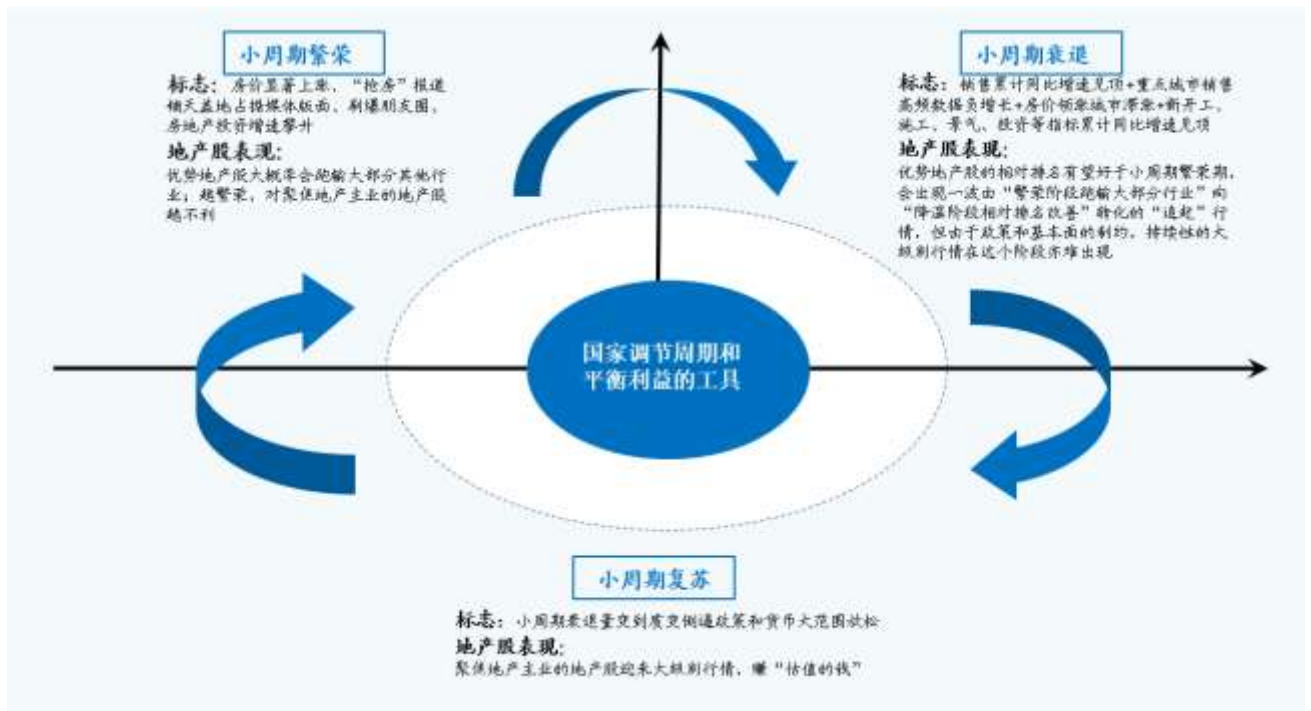
表 5: 2018 部分城市调控政策加码.....	24
表 6: 2018 年部分城市实行摇号购房.....	26
表 7: 2018 年 1-6 月 TOP30 房企销售统计.....	26
表 8: 2017 年之后中国商品住宅潜在总需求测算.....	28

研究框架的梳理

A 股优势地产股的业务模式趋同，因此行情一致性比较强，涨时同涨、跌时同跌，差异主要在涨跌幅。我们自上而下择时、预判地产 A 股整体行情趋势，所采用的研究框架是孕育于 2008 年底、成型于 2012 年的《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，该框架核心要点：

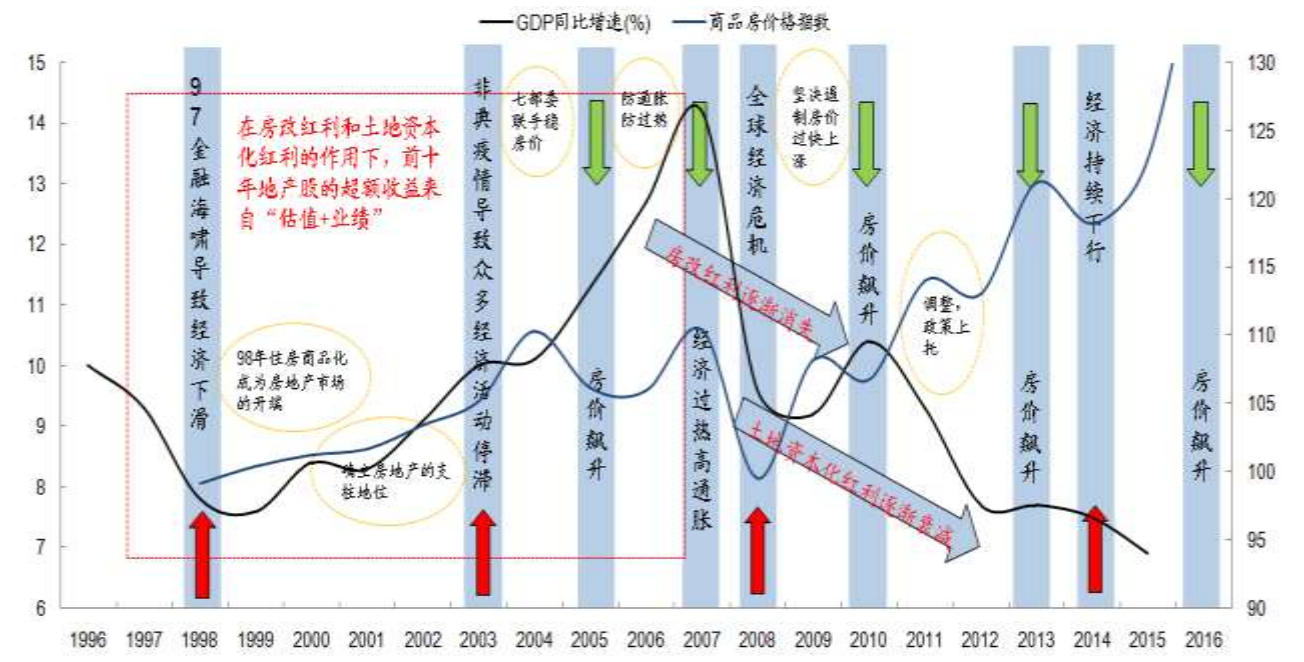
- 一、中国房地产业市场容量巨大，是毋庸置疑的支柱产业，其根本制度是“土地公有制”；
- 二、正因为其支柱地位，且土地公有，所以中国房地产就有条件、亦必然成为国家“调节周期”和“平衡利益”的工具，这是中国房地产业的本质。所谓“调节周期”是指“当行业降温、经济增长面临较大压力时，政府大概率会刺激、扶持房地产”；所谓“平衡利益”是指“当房价显著上涨、购房需求过热、房地产投资累计同比增速居于高位时，政府大概率会从防范风险的角度、并兼顾其他行业的利益，出手抑制房地产过热，阶段性打压”；
- 三、上述一、二点决定了中国房地产业的核心驱动变量是“制度红利”（行业政策）和“资源红利”（房企拿地成本）；
- 四、上述一、二、三点决定了“政策预期”是自上而下择时 A 股优势地产股的关键催化剂。

图 1：区瑞明地产 A 股小周期理论框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 2：中国房地产行业的本质特征——国家调节周期、平衡利益的工具



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

基于上述框架可以判断:

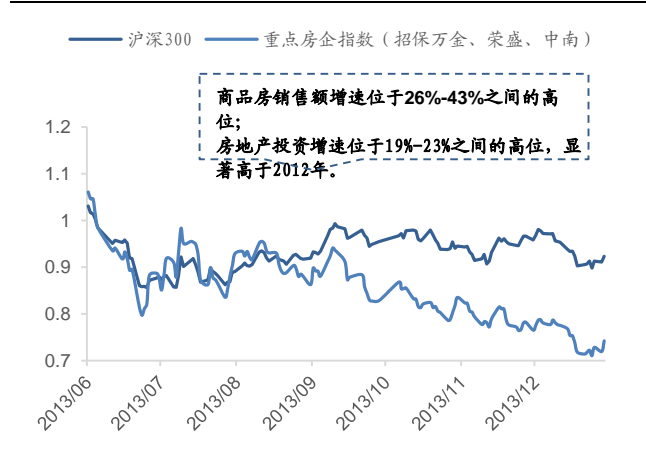
- 一、当房价显著上涨、“老百姓抢购房子”的报道铺天盖地占据媒体版面、刷爆朋友圈、房地产投资增速攀升时，中国房地产行业处在小周期繁荣阶段，这个阶段舆论不友好，政府对房地产的态度会以“平衡利益”为主，政策趋紧、房价受调控所限但地价由于供给被垄断很难松动导致房企拿地成本相对攀升，行业的两个核心驱动变量均处在不利位置，因此优势地产股大概率会跑输大部分其他行业；

图 3：地产股 09 年下半年-10 年上半年繁荣期跑输大盘



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 4：地产股 2013 年繁荣期超额收益大幅下降并跑输大盘



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2016 年上半年销售增速快速提升、“抢房”报道充斥媒体，纵然行业利好连连，依然没有打破“行业越繁荣、传统地产股越烦恼”的铁律。

图 5: 2016 年上半年“抢房”报道充斥媒体

杭州抢房大战刷爆周末朋友圈！2000多人抢388套房！经纪人：电话24小时不能关机

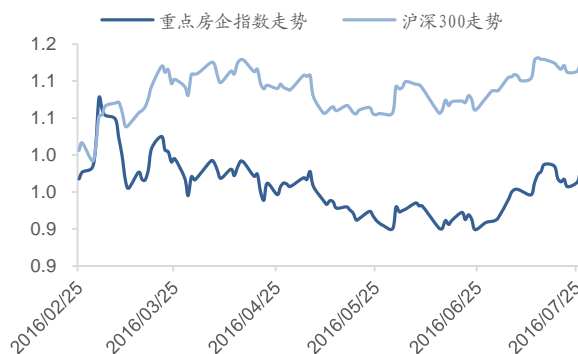
2016年2月26日 钱江晚报

导语：近几天，关于一线城市房价疯涨的消息充斥着各大媒体的版面，在朋友圈到处是排队购房的场面。有媒体报道，上海等一线城市房价出现了脱缰式上涨，甚至有房东惜售一天涨价三次。

昨天，杭州告急、上海早已沦陷……就连此前一些去库存有问题的城市也烧了起来，在朋友圈到处是排队购房的场面，一些中介甚至惊呼电话被打爆，25小时不关机！

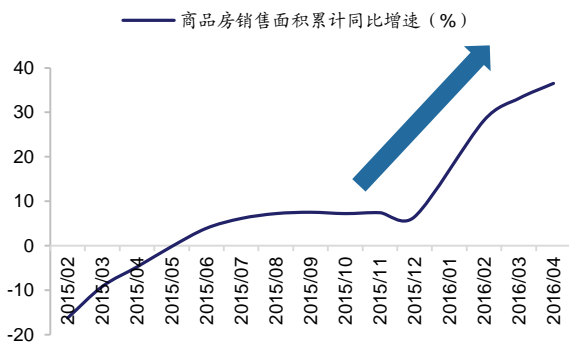
资料来源：钱江晚报、国信证券经济研究所整理

图 6: 2016 年上半年优势地产股走势疲弱



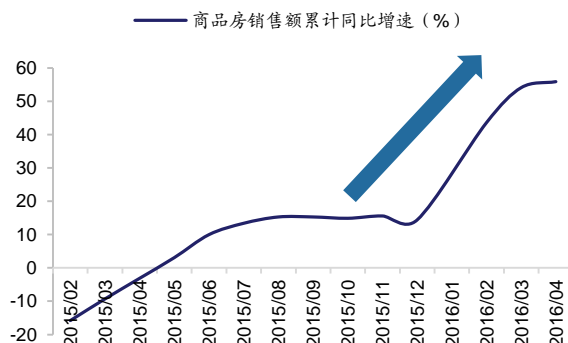
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 2016 年上半年行业销售面积累计增速快速提升



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 2016 年上半年行业销售额累计增速快速提升



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 2016 年 2-3 月房地产行业利好连连，依然难改优势地产股暴跌的宿命

时间	部门	文件/要求	主要内容
2016 年 2 月 2 日	央行、银监会	《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	在不实施“限购”措施的城市，首套房商贷最低首付比例可向下浮动 5 个百分点至 20%，二套房商贷最低首付比例降至 30%。
2016 年 2 月 6 日	国务院	《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	着力解决好“三个 1 亿人”城镇化问题，积极推进农业转移人口市民化
2016 年 2 月 17 日	财政部、税务总局、住建部	《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》	1. 首套房 144 平方米以上房屋契税由 3% 降至 1.5%；二套房契税由 3% 降至 1% (90 平方米以下)，由 3% 降至 2% (90 平方米以上)； 2. 两年以上房屋交易全部免征营业税，不再征收 2 年以上非普通住宅的营业税；北上广深不适用此条
2016 年 2 月 29 日	央行	降准	2016 年 3 月 1 日起，普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。上次降准为 2015 年 10 月 23 日

资料来源：各地政府网站、国信证券经济研究所整理

二、当行业显著降温，除了销量下滑，还伴随着房地产投资累计同比增速见顶并逐渐回落，此时“抢房报道”已鲜见，即使政策仍调控、打压，但优势地产股的相对排名却有望好于小周期繁荣期，这背后的逻辑在于：

1. 预售制度导致结算滞后，小周期繁荣阶段的销售利润有望在小周期降温阶段兑现；
2. 行业小周期降温期，优势地产股受益于市场集中度提升，销售增速大概率不会特别难看，“逆市增长”在这一阶段比较容易获得投资者的青睐和追捧；
3. 房地产行业的支柱地位决定了 A 股市场的风险偏好亦会因为房地产

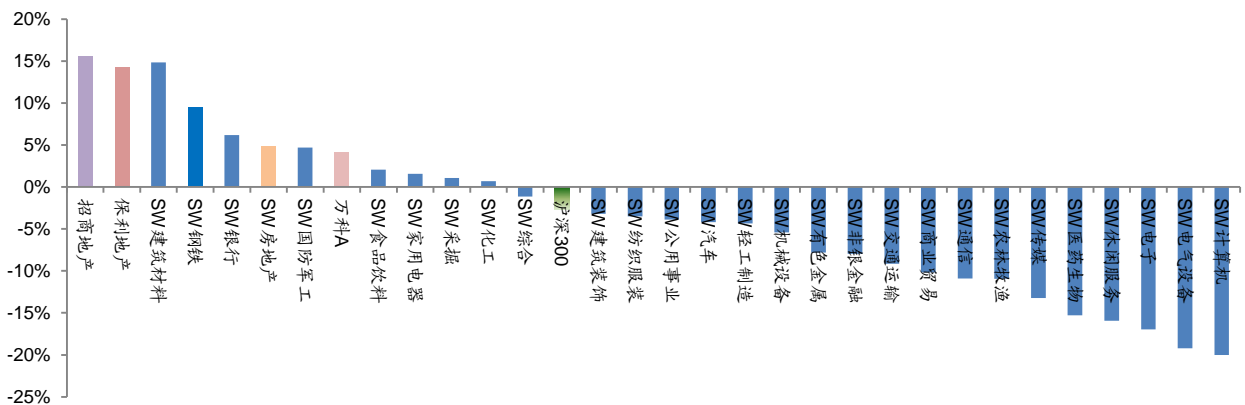
行业的显著降温而下降，利于低估值且在繁荣阶段已提前反映了行业降温并在行业繁荣阶段跑输绝大部分行业的优势地产股；

4. 行业的支柱地位还决定了这一阶段政策的预期有望随着基本面降温、衰退而逐步改善，行业越降温，对政策预期改善越有利。

因此，当行业由繁荣转向降温之后，会出现一波由“繁荣阶段跑输大部分行业”向“降温阶段相对排名改善”转化的“追赶”行情。但由于政策和基本面的制约，持续性的大级别行情在这个阶段亦难出现；

2011年上半年，虽然政策打压层出不穷，还加了六次准、加了两次息，A股大盘显著下跌，但申万房地产指数涨幅却在28个行业中排第4，招商地产上涨15.59%、保利地产上涨15.27%、万科上涨4.12%。

图 9：2011 年上半年地产板块涨跌幅相对排名及重点房企股价涨幅



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 10：本轮降温期开启至今，优势地产股亦跑赢大盘



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (注: 优势地产股指数包括: 招保万、新城控股、荣盛发展、华侨城、中南建设、华夏幸福)

2017年，部分重点房企股价涨幅明显，新城控股、万科、保利、阳光城自2017年初至2018年1月间的最大涨幅分别为287%、130%、113%、98%。

图 11：2017 年万科股价涨幅显著

图 12：2017 年保利股价涨幅显著



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 2017 年阳光城股价涨幅显著

图 14: 2017 年新城控股股价涨幅显著



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

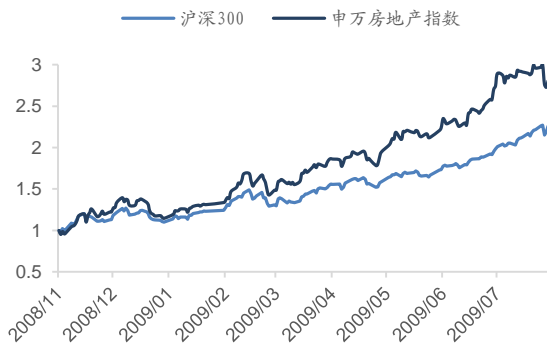


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

三、持续较长时间的大行情（优势地产股跑赢绝大多数行业且涨幅持续居前的时间超过半年以上）基本上发生在行业小周期复苏阶段，即行业小周期衰退量变到质变倒逼政策和货币大范围放松的阶段，譬如历史上的 2009 年上半年、2012 年、2014 年 2-4 季度，这个阶段 A 股优势地产股赚得是“估值的钱”。

图 15: 地产股 08 年底-09 年上半年的复苏期跑赢大盘

图 16: 地产股 2012 复苏期显著跑赢大盘



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理（图中股票仅所为例，并不代表推荐）

图 17: 地产股 2014 年复苏期的大级别行情



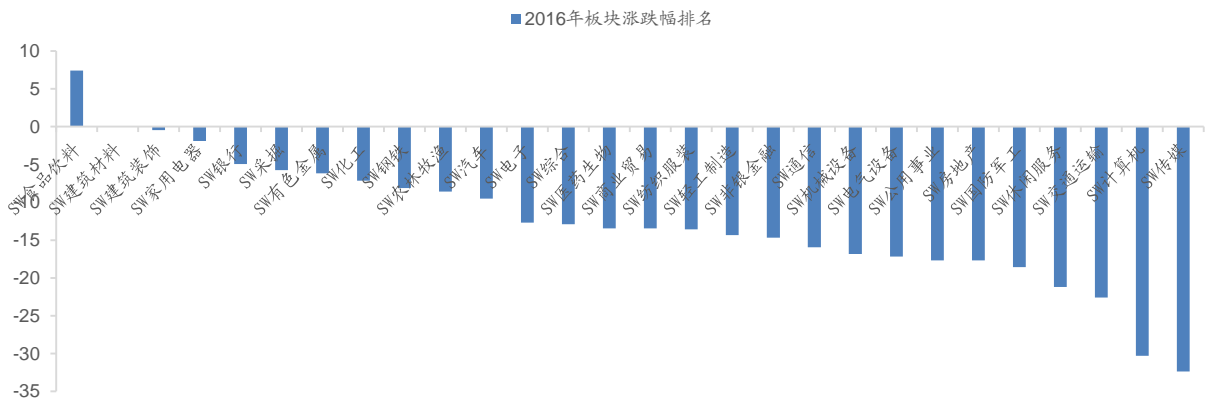
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (图中股票仅所为例, 并不代表推荐)

《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》持续被印证

《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》蕴含的道理简单、朴素, 却基本行之有效, 在过去 10 年已持续被验证, 2017 年之前的复盘详情参见我们 2016 年发布的方法论专题《地产 A 股小周期理论框架的梳理及实证应用》, 这里不再赘述, 复盘近一年 A 股优势地产股的走势, 我们仍可以看到这个框架还是能够获得很强的市场验证的。因此利用《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》是能够比较准确地预测到各年份地产 A 股的整体趋势及每年地产 A 股整体行情所发生的一些较大的波动的:

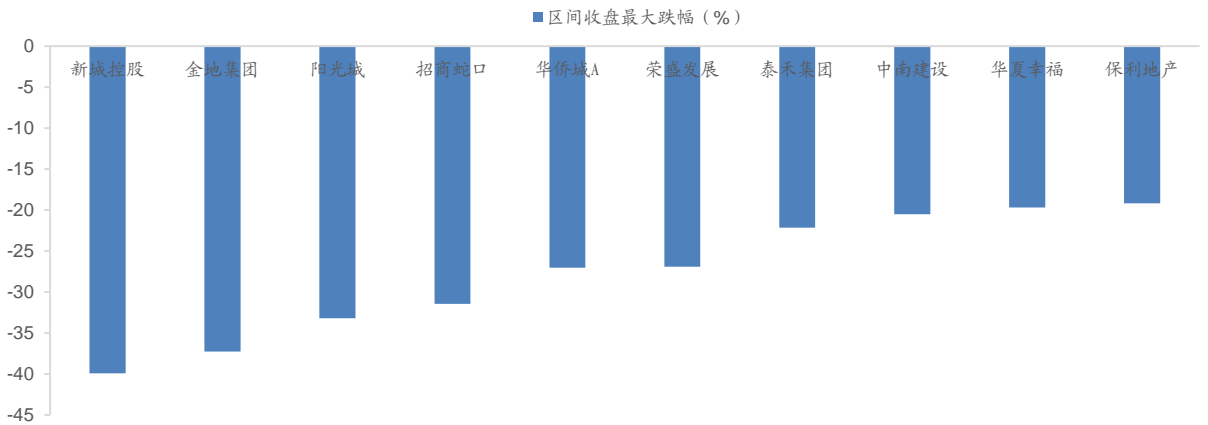
一、比如 2017 年, 我们观察到房地产销售累计同比增速持续显著低于 2016 年同期, 新开工累计同比增速与 2016 年 4 月的高点相比, 回落得也非常显著, 根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》可以判断 2017 年行业是处在小周期衰退阶段。而 2016 年行业是繁荣、偏热的, 特别是 2016 年上半年更为过热, 相应地 2016 年优势地产股的股价走势也不太好, 申万房地产指数全年涨幅在 29 个行业中排倒数第六, 2016 年上半年更惨, 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》有关“行业越繁荣, 地产股越烦恼”的论断在这一时期得到了很好的验证。2016 年行业繁荣、地产股衰, 那么到 2017 年行业真正降温了、衰退了, 根据上述《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》的论断, 势必会出现一波由“繁荣阶段跑输大部分行业”向“降温阶段相对排名改善”转化的“追赶”行情, 于是我们顺理成章地在 2017 年持续坚定看多 A 股优势地产股, 并在 2017 年 6 月底发布了地产 A 股 2017 年下半年策略《进一步解放思想, 做多地产龙头股》。虽然 2017 年市场对地产 A 股的主流观点是偏谨慎的, 但 2017 年优势地产股却一路震荡向上, 并在 2017 年 12 月至 2018 年 1 月中上旬完成了急速拉升, 完美地兑现了我们的判断。如果机构投资者在市场主流观点普遍不看好地产 A 股的 2017 年上半年, 听了我们的建议买入 A 股优势地产股, 并拿到 2017 年底, 收益会很好, 如果能拿到 2018 年 1 月下旬, 收益会更为可观, 不少品种较 2017 年同期涨幅翻倍, 有的还翻了两倍。如果从 2017 年的年中持有 A 股优势地产股到现在, 即使经历 2018 年 2 月至今的暴跌, 一些品种跑赢大盘的幅度仍十分可观。

图 18: 2016 年中万房地产指数全年涨幅在 28 个行业中排倒数第六



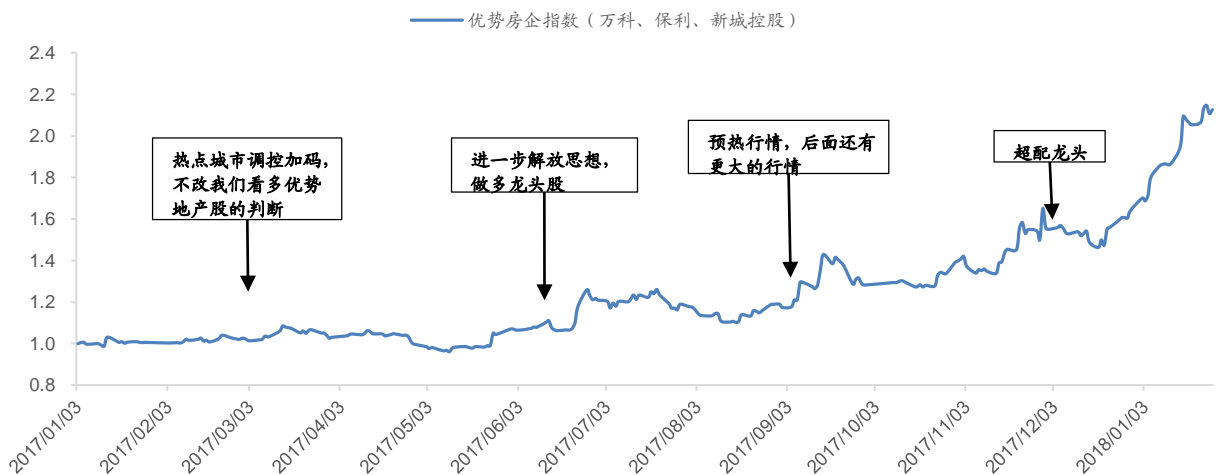
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 2016 年上半年重点房企股价跌幅惨重



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》在 2017-2018 年的实证应用

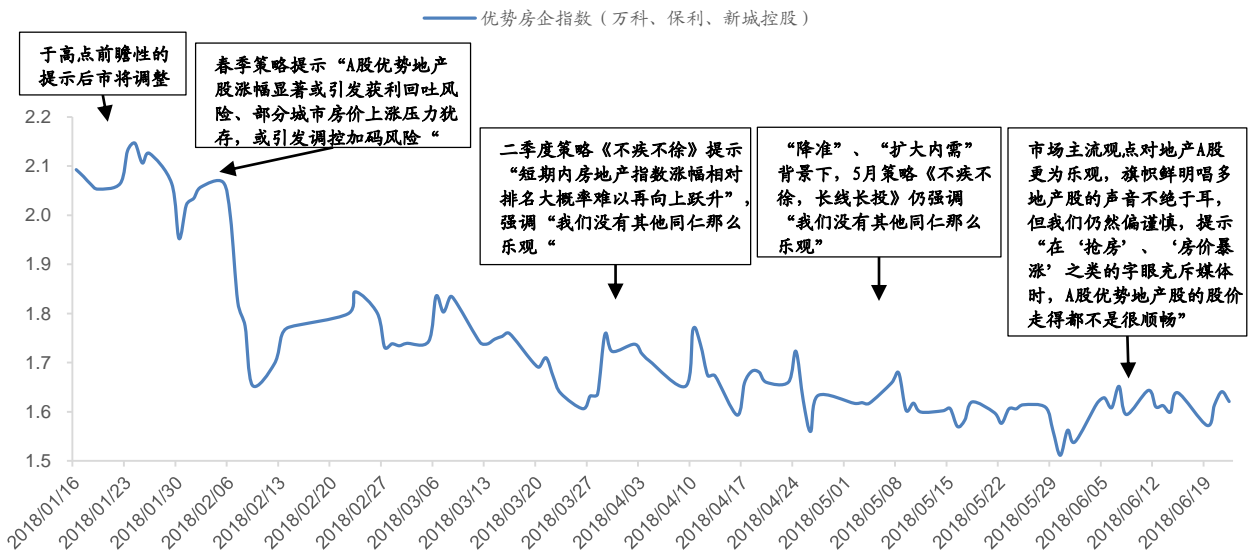


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

二、又比如为什么自 2018 年以来，相对于市场偏乐观的主流观点，我们又开始变得谨慎，在 2018 年上半年几个关键时点，陆续发出了如下报告：

1. 在 1 月 22 日 A 股优势地产股的股价位于高点时，发布了报告《2017 年投资增速 7% 完全符合我们预期，区瑞明地产 A 股小周期理论框架再次被印证》，提示后市有调整风险，我们在该篇报告中明确提示“A 股优势地产股后市超额收益能否继续扩大，需要更强的催化剂，比如政府对房价上涨的容忍度提升、房地产调控由初露局部松动迹象到更明确、更大范围放松等，因此股价即使出现调整也不意外”；
2. 在 1 月 29 日发布的春季策略中再次提示“A 股优势地产股涨幅显著或引发获利回吐风险、部分城市房价上涨压力犹存，或引发调控加码风险”；
3. 在 4 月 2 日发布的地产 A 股二季度策略《不疾不徐》中预判“虽然 A 股优势地产股已经历了 2018 年 2、3 月份两个月的调整，但 2018 年以来，申万房地产指数的涨幅在 28 个行业中仍位居第 4，由于短期内不仅仍看不到政策更明确、更大范围的放松，甚至还有不少城市在加码调控，政策主基调仍是‘房价反弹即打、去库存较好即调控’，根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，短期内房地产指数涨幅相对排名大概率难以再向上跃升”，同时在该篇报告的“投资摘要”中，还强调了“我们没有其他同仁那么乐观”；
4. 4 月下旬，虽然央行降准了 100 个基点，加上中央在中美贸易争端一触即发之时表态要“扩大内需”，亦引发不少机构做出了“房地产调控会放松从而利好地产 A 股”的判断，市场上唱多地产股声音很大，但我们在 5 月 7 日发布的地产 A 股 5 月策略《不疾不徐，长线长投》的“投资摘要”中，仍强调“我们没有其他同仁那么乐观”；
5. 6 月份以来，市场主流观点对地产 A 股更为乐观，旗帜鲜明唱多地产股的声音不绝于耳，但我们仍然偏谨慎，在 6 月 8 日发布了地产 A 股 6 月策略《长线长投》，明确提示我们和市场主流观点不一致的地方在于“由于房价仍然很坚挺，部分地区上涨压力还很大，‘抢房’充斥着各大媒体版面、刷爆朋友圈，从过去 10 年的经验看，在‘抢房’、‘房价暴涨’之类的字眼充斥媒体时，A 股优势地产股的股价走得都不是很顺畅”。

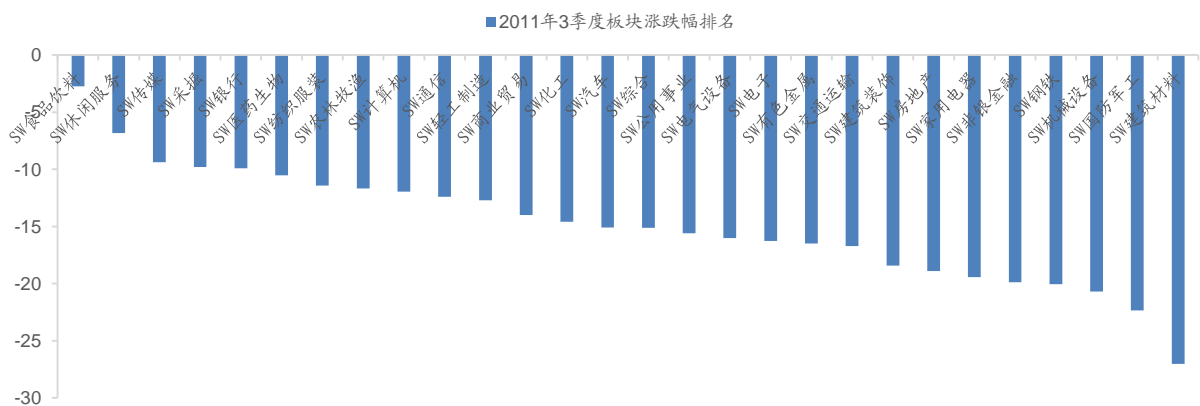
图 21: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2018 年以来的实证应用



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

总结一下，我们在 2018 年上半年偏谨慎的第一个原因：我们在 2018 年上半年，特别是 1 月下旬之后偏谨慎，是因为依据了《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》有关“小周期衰退期亦难有大级别行情”的论断，我们认为由“繁荣阶段跑输大部分行业”向“降温阶段相对排名改善”转化的“追赶”行情，这种行情一旦“追赶”过头，如果政策及货币的放松又没跟上，大概率又会向下纠偏，因为毕竟不是复苏期。“2018 年 1 月份申万房地产指数涨幅位居第 1”就是属于“追赶”过头的行情，2018 年 2 至 4 月份的调整就是属于向下纠偏的行情，类似这样的纠偏行情在 2011 年 3 季度也曾发生过。

图 22: 2011 年第 3 季度申万房地产指数 28 个行业中排倒数第七

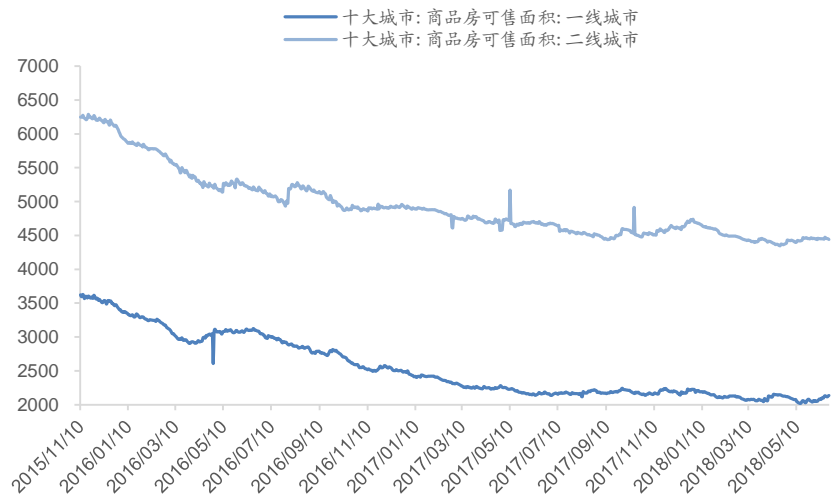


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们在 2018 年上半年偏谨慎的第二个原因：通过观察、分析 2018 年 4 月份之后官方披露的房地产行业数据、媒体报道以及舆情热点，我们看到房地产行业出现了一些与 2017 年不一样的变化，呈现出结构性过热和微观繁荣的特征：

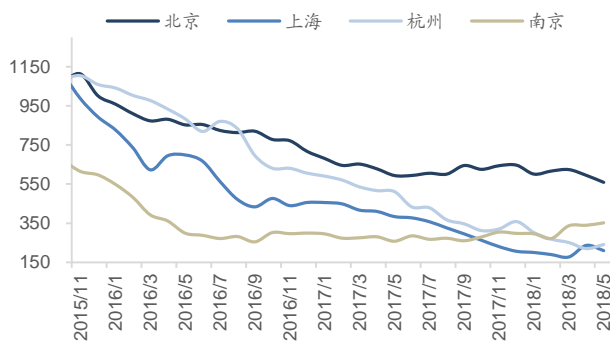
1. 库存持续走低：根据上海易居研究院监测，2018 年 5 月，百城新建商品住宅存销比仅为 9.8 个月，显著低于合理存销比 12-16 个月的水平，百城库存规模仅相当于 2012 年 3 月水平。

图 23: 十大城市商品房可售面积持续下降



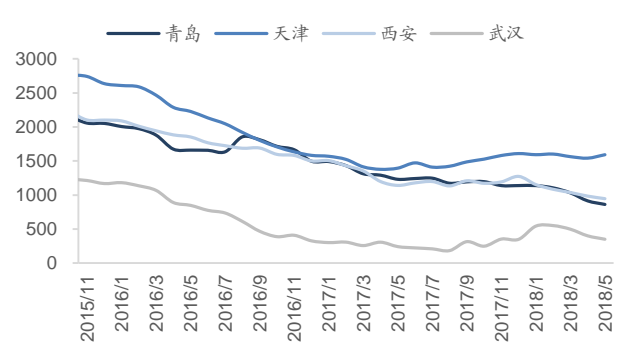
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 部分城市住宅商品房可售面积 (万平方米)



资料来源:中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

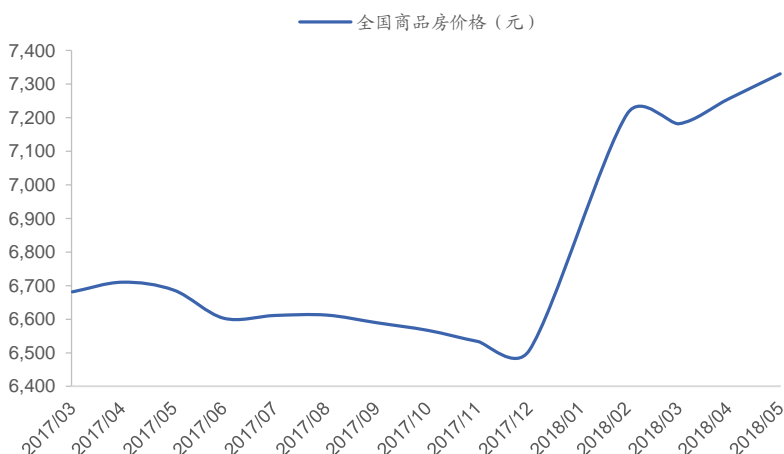
图 25: 部分城市住宅商品房可售面积 (万平方米)



资料来源:中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

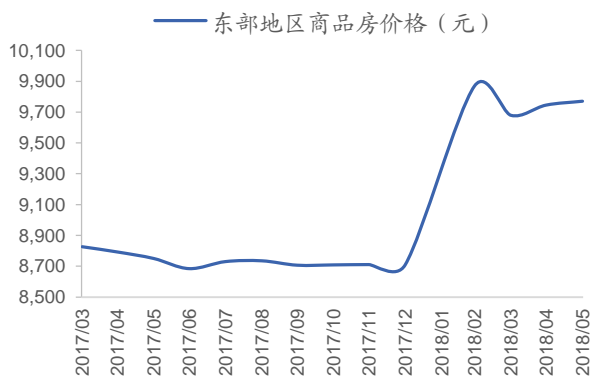
- 从新建商品住宅累计销售额/累计销售面积得出的房价口径来看,2018 年以来房价持续暴涨,上半年各个月份的涨幅远远大于 2017 年同期,其中 5 月份的涨幅达到了 10.26%,比去年同期高出 7.21 个百分点,东北、中部、西部、东部地区的房价在 2018 年上半年均呈现爆发式上涨,涨幅分别达 18%、13%、12%、12%。

图 26: 2018 年以来新建商品住宅价格持续走高



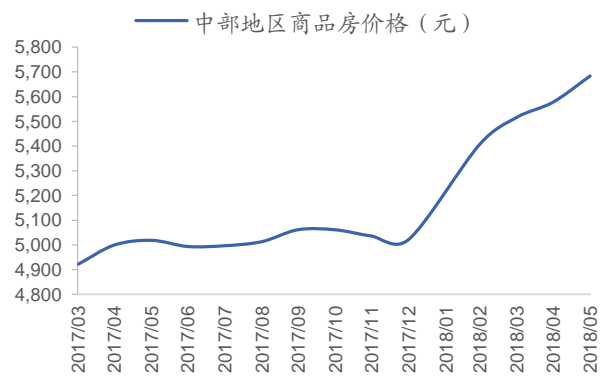
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 东部地区商品住宅价格持续走高



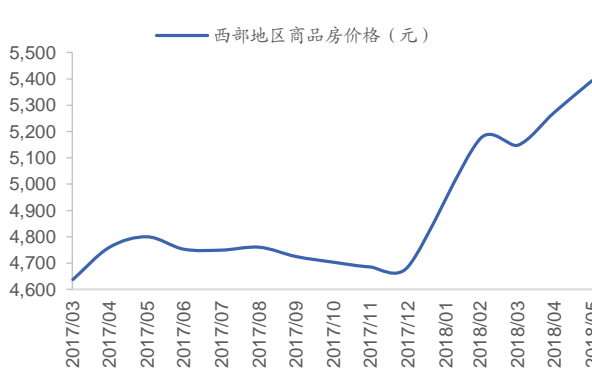
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 中部地区商品住宅价格持续走高



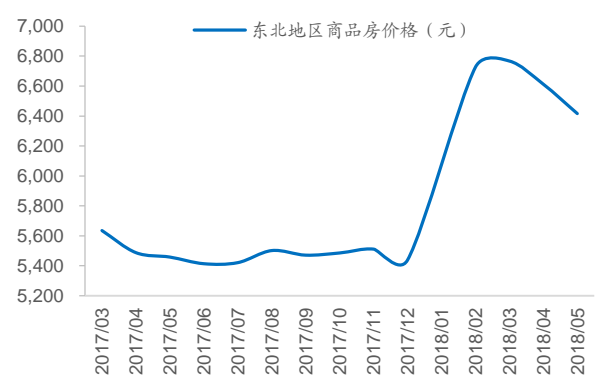
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 西部地区商品住宅价格持续走高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 30: 东北地区商品住宅价格走高后回落



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

- “抢购住房”的新闻报道明显增多, 占据各大媒体版面、刷爆朋友圈, 成为舆论焦点;

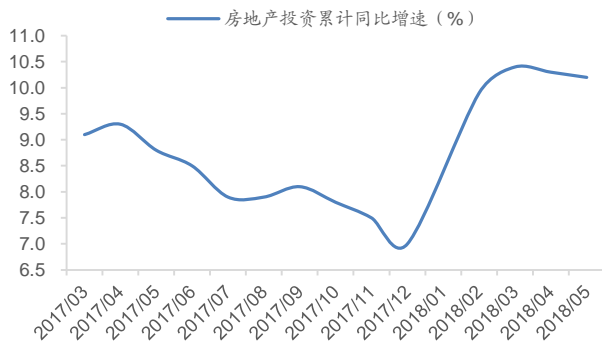
表 2: 6 月以来部分抢房报道

日期	报道媒体	涉及城市	标题
2018 年 6 月 29 日	南方都市报	深圳	“深圳网红楼盘抢房继续:每平 8.9 万 741 套房 6776 人竞购”
2018 年 6 月 28 日	中华网	杭州	“杭州全民抢房一天冻结 700 亿 有人称没钱也要借钱抢”
2018 年 6 月 12 日	乐居财经	苏州	“苏州园区经历几波抢房潮后 青剑湖 6 宗宅地或未补仓”
2018 年 6 月 4 日	证券时报	北京、上海、深圳	“又见燃烧的楼市! 北京成交创 14 个月新高, 深圳连升 3 个月, 谁在 5 月抢房”
2018 年 6 月 2 日	中财网	杭州、深圳	“楼市为何再现‘排队抢房’ ”
2018 年 6 月 1 日	南京晨报	南京	“抢房大战曝出资格作假 南京热门楼盘剔除 3000 购房者”

资料来源:南方都市报、中华网、乐居财经、证券时报、南京晨报、国信证券经济研究所整理

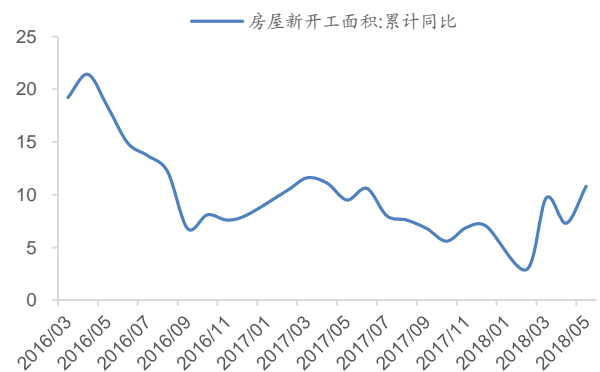
4. 土地市场热度不减: 中原地产研究中心统计数据显示, 5 月单月, 中原监控的 50 城合计买地金额同比增长 111.5%、1-5 月同比增长 57.6%;
5. 4 月份披露的前 3 个月的房地产投资累计同比增速创下了三年新高, 前 4、前 5 个月的累计同比增速基本保持在前 3 个月的高位; 另外, 前 5 个月的新开工面积累计同比增速创下了近一年新高。

图 31: 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

图 32: 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

根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》的论断, 行业上述过热和繁荣的景象, 对 A 股优势地产股中短期的表现将十分不利, 房价暴涨、老百姓抢购住房, 导致调控有必要加码; 房地产投资和新开工无虞, 导致调控有本钱加码。正如本报告开篇所述: 此时, 舆论不会友好, 政府对房地产的态度大概率会以“平衡利益”为主, 政策也会趋紧、房企拿地成本也会攀升, 行业的两个核心驱动变量——“制度红利”(行业政策)和“资源红利”(房企拿地成本)均会处在不利位置, 因此优势地产股大概率会跑输大部分其他行业, 譬如历史上的 2009 年 12 月至 2010 年上半年、2013 年下半年、2016 年上半年, 皆是如此。

回顾 2018 年 1 月份地产股在高位时市场的主流观点, 各种乐观的逻辑都有, 包括:

1. “优势地产股的股价从此无周期”——诸如“进入新时代了, A 股优势地产股的股价表现将不再受政策扰动了, 从此优势地产股无周期”、“市场集中度提升了, A 股优势地产股的股价表现将不再与政策周期共振了, 从此优势地产股无周期”等;
2. “政策不松也能提估值”——诸如“市场集中度提升, 将大幅提升 A 股优势地产股的估值”、“A 股优势地产股由于实施快周转策略, 可比肩制造业的龙头公司了, 因此估值空间有望打开”等;

3. “十年期国债收益率见顶了，所以 A 股优势地产股将开启向上的反转行情了” ……。

现在回过头看，上述这些逻辑在今年上半年基本上被一一证伪，A 股优势地产股的股价走势依然受政策预期主导，并没有因为进入新时代而提升估值、亦没有因市场集中度提升而不再杀估值、更没有因为快周转而在估值水平上比肩制造业龙头，十年期国债收益率的见顶回落也没有带来地产股向上反转。

表 3: 优势房企 PE 与制造业龙头 PE 比较

优势房企		制造业龙头	
证券简称	2018 年 wind 一致预期 PE	证券简称	2018 年 wind 一致预期 PE
碧桂园	7.24	海康威视	27.83
万科 A	7.46	工业富联	21.91
保利地产	6.71	美的集团	15.05
中国恒大	5.42	格力电器	10.12

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (注: 计算 2018 年 wind 一致预期 PE 的股价为 2018 年 7 月 10 日收盘价)

图 33: 2018 年以来 10 年期国债收益率见顶回落，地产股走势并未好转



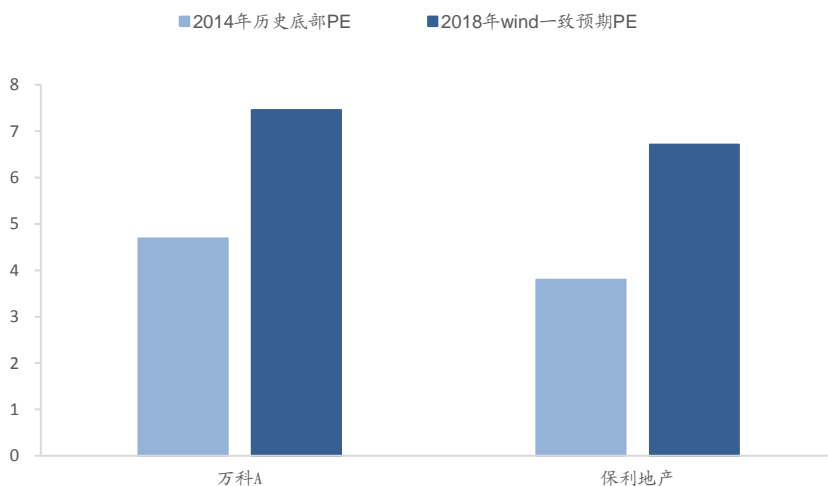
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2018 年下半年策略：和时间做朋友

进入下半年，我们对 A 股优势地产股的股价走势有如下判断：

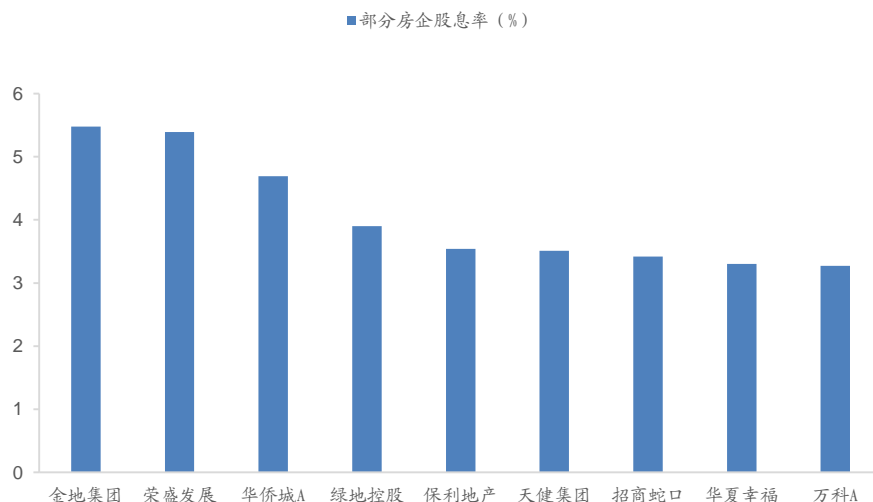
- 一、由于上半年跌幅较大，在当前位置估值水平已比较便宜了，个别品种的 PE 估值已接近历史上的低位，一些品种的静态股息率（2017 年现金分红/当前股价）已接近甚至超过银行理财产品的收益率，从这点来看，风险已得到了相当程度的释放，未来或许会逐步吸引到一些价值投资者进场逢低吸纳。因此，我们建议不宜对后市太悲观：一方面，跌多了总会有一些反弹；另一方面，如果再继续下跌，幅度大概率也不会比上半年大；

图 34: 万科、保利动态 PE 和历史底部比 (2018 年 7 月 10 日)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 部分地产股当前股价对应的静态股息率 (2018 年 7 月 10 日)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (注: 静态股息率=2017 年现金分红/当前股价)

二、从股价表现催化剂来看, 中短期 (一、两个季度) 仍处在相对不利的位置, 但长期 (一年) 而言, 酝酿大机会的可能性还是比较高的:

1. 中短期股价表现催化剂仍处在相对不利的位置的理由:

- 1) 6 月份以来调控虽有加码, 但总体来看, 多以政府及党媒政治表态以及相关部门督查开发商、中介有无违规行为为主, 个别城市虽然新推出了一些延长限售年限、限制企业购房的措施, 但这些措施的影响非常有限, 并不能撼动结构性过热和微观繁荣的全局, 而对于房地产行业这几年的重要助推力量——“棚改货币化”未来的走向, 目前的说法也不一, 难以断定“棚改货币化”是否开始踩刹车了? 还是继续踩着油门? 目前“政策面”仍难以熄灭居民投资性购房的热情和开发商拿地、开工补库存的冲动, 结构性过热和微观繁荣在未来一、两个季度仍会持续, 在这种背景下, 难言调控不会进一步加码, 毕竟在这种情况下, 政府是有调控加码的必要和本钱的;

表 4: 近期有关棚改货币化的新闻报道

新闻导向	日期	新闻来源	标题	观点
棚改货币化将会“踩刹车”	2018年7月7日	钱江晚报	棚改货币化安置比例将受到一定限制	“去库存”任务早已完成，杭州的供求关系早就发生了逆转，从库存量过高变成供应量不足。今年以来，杭州的货币化安置比例已明显下降，过去对于货币化安置的一些补贴和奖励措施也面临调整，重新鼓励实物安置。
	2018年7月6日	经济观察报	多个鬼城如今一房难求 棚改货币化安置使命完成	常州、沈阳、鄂尔多斯等城市实行100%货币化安置，去库存效果明显，去库存已不是主要矛盾。
	2018年6月30日	华夏时报	三四线城市涨势会因此而缓？货币化棚改变道	中国社科院财经战略研究院研究员邹琳华接受《华夏时报》记者采访时表示，三四线城市楼市上涨的势头将有所缓解。尽管由于供给增加的滞后性，2018年三四线城市的降温不会特别显著，甚至还可能惯性上涨，但涨势肯定要下降，2019年可能出现局部降价。
	2018年06月28日	财经网	尹中立：棚改货币化目的完成 房地产去库存政策应退出	尹中立（中国社会科学院金融所房地产研究中心主任）认为，对于房价涨幅居前的三四线城市，应该停止土地拆迁的货币化补偿政策，减少或停止棚户区改造的货币化安置。对于住房市场平稳的城市，可以采取逐步退出房地产去库存政策的方式。
	2018年6月27日	第一财经	棚改货币化安置应适时退潮	棚改高比例货币化安置作为特定期限为了特定目的而施行，如今房地产去库存目的已经完成，而且随着房价的大幅上涨，其负面影响正日益显现，此时棚改货币化安置无疑需要降温。
	2018年06月26日	中财网	涨价去库存走到十字路口：棚改，危险的信号	棚改货币化是一个趋严的趋向，但不会暂停
棚改货币化将继续“踩油门”	2018年7月6日	法务金融	国务院开展2018大督查！强力推进对内改革政策落实！	国务院发布《关于开展2018年国务院大督查的通知》强调在“保障和改善民生”方面，“启动新的三年棚改攻坚计划，落实2018年开工580万套任务情况”。
	2018年7月5日	搜狐财经	棚改货币化收紧地方还可发债，房价不会下跌	谢国忠，前摩根士丹利董事总经理，表示棚改政策的本质是为了拯救三四线城市的房价，针对三四线的去库存就是短期的救市，是为了充足三四线城市的财政。国开行回收棚改项目审批权短期不会使房价下跌。6月20日，天津发行15亿元棚户区改造专项债，作为全国棚改项目首单专项债。谢国忠认为这是对货币收紧的互补政策。
	2018年7月5日	中国经济导报	为什么坚持棚改货币化	棚改货币化对住房市场影响有限，投资性住房需求才是驱动房价迅速上涨的重要因素。相对于“一刀切”的实物安置，货币化安置给了家庭选择是否购房的自由，在提升资金使用效率、增加家庭储蓄、减轻家庭负债、增加家庭创业和工商业资产、提高家庭投资性收入提升家庭消费水平等方面具有重要意义。特别是，在当前多套房比例居高不下的情况下，应该继续坚持棚改货币化安置。

资料来源：钱江晚报、经济观察报、华夏时报、财经网、第一财经、中财网、法务金融、搜狐财经、中国经济导报、国信证券经济研究所整理

6月份以来部分房地产调控政策：

- ① 据新浪财经6月5日报道，天津市政府发布进一步做好房地产市场调控工作的通知，要求严格落实天津市房地产市场调控政策，加强购房人购房资格审查，对不符合调控政策规定的，不予办理相关购房手续，坚决遏制投机炒房。对擅自放松购房条件的，将严格进行追责问责。
- ② 6月5日，深圳正式对外发布《关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见（征求意见稿）》，明确深圳将继续严格实施房地产市场调控政策，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持以中小户型商品房为主，努力促进房地产市场平稳健康发展。依据《意见》内容，深圳计划将全市住房分为市场商品住房、政策性支持住房、公共租赁住房，并分别占比40%、40%、20%。
- ③ 6月11日，丹东召开保持房地产市场健康发展工作会议，会议强调，正确处理好去库存和稳房价的关系，紧紧扭住调控目标不放松，保持房地产市场健康发展。为此各级政府特别是合作区管委会，要切实承担起本地区房地产市场监管、稳控房价第一责任人的主体责任。
- ④ 6月13日，辽宁省住房和城乡建设厅发布《关于开展房地产市场秩序专项整治工作的通知》，表示坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，净化房地产市场环境，规范房地产市场秩序，切实维护群众合法权益，促进辽宁省房地产市场平稳健康发展。辽宁省将通过深入开展房地产市场秩序

专项整治，全面规范房地产开发企业和房地产中介机构的开发、销售和中介行为，严厉打击炒房、囤房等扰乱房地产市场秩序行为，抑制房价过快上涨。

- ⑤ 6月19日，北京市住建委员会发布《北京住房和城乡建设发展白皮书（2018）》，指出，北京将坚持“房住不炒”的定位，持续保持调控定力，做好精准调控，完善交易管理服务机制，大力整顿市场行业秩序，确保房地产市场平稳健康发展。调控将着力于三个方面：一是大力培育和发展住房租赁市场，加快推动《北京市住房租赁条例》立法；二是稳步推进公租房建设管理，加大公租房实物供应力度；三是积极发展共有产权住房，加大共有产权房土地供应、工程建设协调力度。
- ⑥ 6月24 - 26日，西安、长沙、杭州三个城市连续出台“暂停企业购房”的相关政策：西安在住房限购区域范围内，暂停向企事业单位及其他机构销售住房(含商品住房和二手住房)；长沙暂停企业在限购区域内购买商品住房，已购买的商品住房须取得不动产权属证书满5年后方可转让；杭州在住房限购区域范围内，暂停向企事业单位及其他机构销售住房(含商品住房和二手房)，同时自去年3月，企业购买限购区域住房的，需满3年方可上市交易。
- ⑦ 6月25 - 27日，长沙市房地产政策调整再度升级：实行差别化公积金贷款制度，家庭购买第二套房贷款比例不低于60%、安居型住房供给比例不能低于60%，刚需购房群体，采取限价房方式供应；公正摇号售房时，房地产开发企业应提供不低于50%比例的房源优先保障刚需家庭；离异不满3年的，不列入刚需长沙市限购区域内存量房交易个人所得税核定征收率进行调整。其中，长沙市区(含望城区、高新区)、长沙县其他个人转让住房个人所得税核定征收率由1%调整为2%，非住房个人所得税核定征收率由1.88%调整为2%，自7月12日起施行。长沙市住建委主任王伟胜称，当前房地产市场的矛盾，不是供需矛盾，是炒房和反炒房的矛盾。政府将提出一揽子办法，严厉打击捂盘惜售、炒房等行为。
- ⑧ 6月28日，住房城乡建设部等七部委联合印发了《关于在部分城市先行开展打击侵害群众利益违法违规行为治理房地产市场乱象专项行动的通知》，决定于2018年7月初至12月底，在北京、上海等30城联合开展治理房地产市场乱象专项行动。打击的重点包括：投机炒房团伙、房地产“黑中介”、违规操作的房地产开发企业及虚假房地产广告。

表 4：2018 部分城市调控政策加码

日期	地区	文件	要点	具体内容
2018-7-2	上海	《关于规范企业购买商品房的暂行规定》	限购、限售	企业购买商品住房必须同时满足设立年限已满5年、在上海市累计缴纳税款金额已达100万人民币、职工人数10名及以上且按照规定在该企业缴纳社保和公积金满5年等条件(已缴纳税款金额满500万元以上的企业除外)。同时，企业购买的商品住房再次上市交易年限从“满3年”提高至“满5年”。
2018-7-1	昆明	《关于进一步稳定商品住房市场有关问题的通知》	限购	在“主城五区和三个国家级开发(度假)园区”范围内，暂停向已拥有上述区域内1套及以上住房(含新建商品住房、存量住房)的非本省户籍人士销售新建商品住房；暂停向未满十八周岁非本省户籍人士销售新建商品住房；在上述区域内无住房(含新建商品住房、存量住房)的非本省户籍且年满十八周岁同一身份自然人限购1套新建商品住房。
2018-6-25	长沙	《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》	限购、限售	家庭购买第二套房首付比例不得低于60%；已购房的商品房，需取得不动产权证5年后方可转让；户籍家庭在限购区域内已有1套住房的，取得不动产权证书满4年后方可购买第2套商品住房；市外迁入对的户籍家庭，落户

				满1年且在本市稳定就业,或在本市连续缴纳24个月个人所得税,在限购区域内限购1套商品住房;暂停企业在限购区域内购买商品住房,已购买的商品住房须取得不动产权属证书满5年后方可转让。
2018-6-24	西安	《关于进一步规范商品住房交易秩序有关问题的通知》	限售	住房限购区域内已购买或新购买的商品住房,房屋产权人取得《不动产权证书》满2年,或商品房买卖合同网签备案满3年且取得《不动产权证书》的,方可上市交易;已购买或新购买的二手房,房屋产权人取得《不动产权证书》满2年方可上市交易;住房限购区域范围内,暂停向企事业单位及其他机构销售住房(含商品住房和二手房)。
2018-6-5	徐州	《市政府办公室关于完善市区房地产市场平稳健康发展的意见的通知》	限售	市区户籍居民家庭拥有一套住房的,商品住房(包括新建商品住房和二手房)自权属登记之日起未满足2年或新建商品房买卖合同网签时间未满足5年的,不得上市交易;市区户籍居民家庭拥有二套住房及以上,非市区户籍居民家庭拥有一套住房及以上的,商品住房自权属登记之日起未满足3年或者新建商品房买卖合同网签时间未满足6年的,不得上市交易。
2018-6-5	宜昌	《关于进一步加强房地产市场调控有关工作的通知》	限售	在城区(含夷陵区)范围内购买商品住房的,自签订商品房网签合同之日起,2年内不得上市交易。
2018-5-21	丹东	《关于坚决遏制投机炒房维护房地产市场秩序有关工作的通知》	限售、提高首付比例	在执行《丹东市人民政府办公室关于促进我市房地产市场平稳健康发展的意见》(丹政办发〔2018〕23号)的基础上,将第一条非本地户籍人员中,且在本地无企业、无工作的人员在限制区域内购买新建商品住房,自签订商品房买卖合同备案满5年,并取得不动产权证书后方可上市交易。此外,对非本地户籍人员中,且在本地无企业、无工作的人员在限制区域内购买新建商品住房申请商业个人住房贷款的,第一套房贷款首付比例提高到50%以上,第二套房贷款首付比例提高到60%以上,贷款利率上浮20%以上。
2018-5-18	宁波	《关于促进当地房地产市场平稳健康发展的通知》	限售	在主城区(锦屏、岳林两个街道)、新区范围内新购买的住房(含新建商品住房和二手房),须取得不动产权属证书满2年后方可转让,购买时间以交易合同网签时间为准。
2018-5-18	三明	《关于加强房地产市场调控的通知》	限售	三明市区户籍居民家庭在三明市区购买第二套及以上商品住房,非三明市区户籍居民在三明市区购买第一套及以上商品住房,取得不动产权属证书未满足三年的,不得上市交易。企事业单位,社会组织等法人单位在三明市区新购买的商品住房,取得不动产权属证书满三年后方可转让。
2018-5-15	成都	《关于进一步完善我市房地产市场调控政策的通知》	限购	将住房限购对象由自然人调整为家庭,并考虑家庭自有产权住房套数;户籍迁入成都市未满足24个月的购房人,应在成都市稳定就业并连续缴纳社保12个月以上方能新购住房;父母投靠成年子女入户的,不得作为单独家庭购房等
2018-5-14	太原	《关于加强房地产市场调控工作的实施意见》	限购	要实施住房限购政策,对拥有2套以上(含2套)城六区住房的本市城镇居民家庭、拥有1套以上(含1套)城六区住房的非本市城镇居民家庭、无法提供本市1年以上(或逐月连续缴满6个月)的纳税证明的非本市城镇居民家庭,暂停在本市城六区内购买住房。
2018-5-14	丹东	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的意见》	限售、提高首付比例	非本地户籍人员在限制区域内购买的新建商品住房,自签订商品房买卖合同备案满2年并取得不动产权证书后,方可上市交易。异地住房公积金缴存职工在丹东市购房申请异地住房公积金贷款的,首付比例调整为不低于50%。
2018-5-14	贵阳	《市人民政府办公厅关于切实做好促进房地产市场健康发展有关工作的通知》	限售	3年内不得转让新建商品住房,限制多次反复申请公积金贷款,严打“首付贷”、“假按揭”等
2018-5-5	哈尔滨	《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》	限售	主城区6区区域范围内,即道里区、南岗区、道外区、香坊区、平房区和松北区,取消建设单位网签合同备案信息注销期限,凡新购买商品住房(不包括二手房)的,自商品房网签合同签订之日起满3年方可上市交易。
2018-4-24	长春	《长春市人民政府办公厅关于保持房地产平稳健康发展的通知》	限售	凡在长春市三环区域内新购非家庭唯一住房(含新建商品住房和二手房)的,2年内不得上市交易,时间自合同网签备案或不动产登记之日起计算。
2018-4-22	海南	《关于进一步稳定房地产市场的通知》	限购	在已出台限购政策的基础上,实施全域限购。
2018-4-20	海南	《关于调整住房公积金有关政策的通知》	提高首付	职工家庭购买首套新建住房的,住房公积金贷款最低首付比例由20%提升至30%
2018-4-17	沈阳	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	限购、限售	将购买商品住房和二手房的限售范围由“三环区域及浑南区全域(不含沈抚新区)内”扩展至“全市行政区域(不含辽中区、新民市、康平县、法库县)内”,并对沈河区、和平区、浑南区(三环内)3个区域(以下简称限购区域)实行限购政策。
2018-4-16	海南	《关于进一步贯彻落实稳定房地产市场要求的通知》	限售	年3月30日后购买的住房,自取得不动产权证之日起5年内禁止转让
2018-3-30	海南	《关于做好稳定房地产市场工作的通知》	限购、限售、限贷	非本省户籍居民家庭在海南省范围内只能购买1套住房,且需提供至少一名家庭成员在海南省累计60个月及以上个人所得税或社会保险缴纳证明,自取得不动产权证之日起5年内禁止转让。非本省户籍居民家庭在海南省购买住房,申请商业性个人住房贷款首付比例不得低于70%。
2018-3-22	大连	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	限购、限售	本市户籍居民家庭在本市中心城区(中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区及高新园区)拥有2套及以上住房的、非本市户籍居民家庭在本市中心城区拥有1套及以上住房的,暂停向其销售限制区域(中山区、西岗区、沙河口区及高新园区)的住房。非本市户籍居民家庭在本市中心城区没有住房的,并能提供购房申请之日前2年内在本市连续缴纳12个月及以上个人所得税或城镇社会基本养老保险证明的,在限制区域可购买1套住房。文件实施之日起,新购买的住房取得不动产权证后满2年可上市交易。
2018-3-22	阜南	《阜南县关于促进房地产市场平稳健康发展的实施意见》	限购、限售	对拥有三套及以上住房的本县户籍居民家庭和拥有二套及以上住房的非本县户籍居民家庭暂停销售新建商品住房。本县户籍居民购买新建商品住房后五年内不得上市交易,非本县户籍居民购买新建商品住房后八年内不得上市交易。
2018-3-1	昆明	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》	限售	对主城区二环路以内,呈贡新区以及船房河、广福路、彩云南路、鲜花大道至滇池围合区内,购买新建商品住宅需取得不动产权证属证书满三年方可上市交易
2018-2-15	淄博	《淄博(楼盘)市房地产市场	限价、限售	淄博新区部分区域实施限价、限转让措施,其中部分区域新建普通商品住

		调控联席会议办公室印发关于进一步加强淄博新区房地产市场调控工作的通知		宅需取得不动产权属证书满3年后方可上市交易,特定区域需取得不动产权属证书满5年后方可上市交易;同时严格商品住宅预售价格备案管理
2018-2-11	三亚	《关于加强商品房销售价格备案管理的通知》	限价	具备预(现)售条件的商品房销售价格备案。申请办理商品房销售价格备案总体均价和单套价格不能超过该区域2017年2月份同类型商品房网签均价和单套最高价,之前备案价格超过以上标准的,须重新申请价格备案。销售价格超过备案价格的不予网签;此外要求降价幅度不得超过备案价格的20%
2018-1-17	长春	《关于保持房地产市场平稳健康发展的通知》	限售	在长春市三环区域内新购非家庭唯一住房(含新建商品住房和二手住房)的,2年内不得上市交易
2018-1-16	南京	《南京市高层次人才购买商品住房服务办法(试行)》	限购、限售	高层次人才购买商品住房须本人购买,且仅限购买一套,所购房源5年内不得转让

资料来源:上海住建管理委员会、昆明市政府、长沙市政府、西安市政府、哈尔滨市政府、太原市人民政府、福建三明市政府、宁波奉化区政府、宁波杭州湾新区管委会、成都市政府、丹东市政府、贵阳市人民政府、长春市住房保障和房地产管理局、中共海南省委办公厅、海南省人民政府、海南省住房公积金管理局、沈阳市人民政府办公厅、海南省住建厅、海南省住房和城乡建设厅、大连市国土资源和房屋局、阜南县人民政府办公室、昆明市政府办公厅、淄博市住房和城乡建设局、三亚市发改委、三亚市住建局、长春市在政府网站、南京市政府办公厅、国信证券经济研究所整理

表 5: 2018 年部分城市实行摇号购房

日期	地区	文件	具体内容
2018-6-25	青岛高新区	《青岛高新区公证摇号售房规则(定稿)》	发布了高新区商品房公证摇号售房规则,适用于是青岛市高新区范围内采用公证摇号方式进行销售的新建商品房项目;一个家庭的全部成员只能由一人代表登记为购房人,家庭成员的构成由高新区国土分局根据房地产市场调控政策确定和调整
2018-4-28	成都	《成都市人民政府办公厅关于进一步完善我市房地产市场调控政策的通知》	按照棚改货币化安置住户、刚需家庭、普通家庭顺序,先后摇号排序、依序选房;并按规定保持登记购房人、摇号排序人、按序选房人、合同签订人相一致;房地产开发企业应在当地房产行政主管部门的指导下,按不低于当期准售房源总量的10%公开用于棚改货币化安置住户优先购买(商品住房项目位于本市中心城区锦江、饮马河、西郊河围合而成的“两江环抱”区域内的除外)
2018-4-4	杭州	《关于实施商品住房公证摇号公开销售工作的通知》	自2018年4月4日起,市区范围内符合条件的新申领预售许可商品住房项目,应采取公证机构主持摇号方式开展销售工作
2018-3-31	成都	《关于商品住房开盘销售采用公证摇号排序选房有关事宜的补充通知》	成都刚需家庭购买商品住房将享受优先摇号,以支持刚需家庭自住购房需求
2018-3-30	西安	《关于进一步加强商品住房销售管理的通知》	意向购房人数多于可售房源的,应采取公证摇号方式公开销售,由公证机构全程监督,严禁内部预留房源或设置全款优先选房等限制性条件
2018-3-15	武汉	《关于进一步加强商品房销售全过程监管的通知》	意向购房人数多于准售房源的,宜采取公证摇号方式公开销售;房地产开发企业取得《商品房预售许可证》前,应向房管部门提交申报预售房源销售方案;销售时间须在上午9:00至下午20:00之间;实行售后报告与抽查制度

资料来源:青岛城阳公证、武汉市房管局、杭州市住保房管网、成都市房管局、西安市房管局、国信证券经济研究所整理

- 2) 今年上半年,大部分优势地产股(包括内房股)的销售增速已显著不如去年同期了,后面调控如果继续加码的话,终究有可能打破行业的结构性过热和微观繁荣,若此,难免会进一步影响到A股优势地产股的销售增长。从历史上看,A股优势地产股在最底部前夕,大概率会经历一小段“销售面+政策面”双杀的时间窗口。

表 6: 2018 年 1-6 月 TOP30 房企销售统计

序号	房企	2018 年 1-6 月 销售额(亿元)	2018 年 1-6 月 同比增速	2017 年 1-6 月 同比增速	增长变化(百分点)
1	碧桂园	4125	43%	131%	-88
2	万科	3047	10%	46%	-36
3	中国恒大	3042	25%	72%	-48
4	保利地产	2079	42%	33%	9
5	融创中国	1916	71%	89%	-18
6	绿地控股	1606	21%	20%	1
7	中海地产	1207	18%	34%	-15
8	新城控股	971	98%	75%	23
9	龙湖集团	937	1%	140%	-139
10	华润置地	852	35%	14%	21
11	华夏幸福	825	17%	20%	-3
12	绿城中国	769	29%	31%	-2
13	招商蛇口	751	40%	74%	-34
14	世茂房地产	733	62%	31%	32
15	中国金茂	718	198%	50%	148
16	阳光城	663	68%	127%	-60
17	旭辉集团	662	40%	71%	-31
18	泰禾集团	655	62%	150%	-88

19	中南置地	652	44%	186%	-141
20	正荣集团	635	60%	100%	-40
21	金地集团	633	-10%	60%	-70
22	富力地产	570	47%	30%	16
23	金科集团	605	118%	107%	12
24	中梁地产	667	88%	157%	-69
25	融信地产	545	76%	78%	-2
26	雅居乐	490	21%	42%	-21
27	祥生地产	440	96%	231%	-135
28	蓝光发展	438	84%	126%	-42
29	远洋集团	432	42%	38%	3
30	龙光集团	355	84%	34%	49

资料来源：公司公告、克而瑞、国信证券经济研究所整理

2. 长期（一年）而言，酝酿大机会的可能性还是比较高的理由：

1) 房地产仍是毋庸置疑的支柱产业；

房地产投资对 GDP 拉动作用显著，根据国信宏观研究团队 2015 年 4 月 29 日的深度报告《“新”经济与服务业系列观察之三：预测第三产业分行业（非金融业）产值增速》的研究结论：商品房销售面积增速同比（同比）每增加 9.5%，GDP 提高 0.1%。

从各行业对 GDP 增长的贡献率和拉动来看，房地产业在三大产业细分行业中排行前列，对经济发展的贡献程度较高，支柱地位突出。

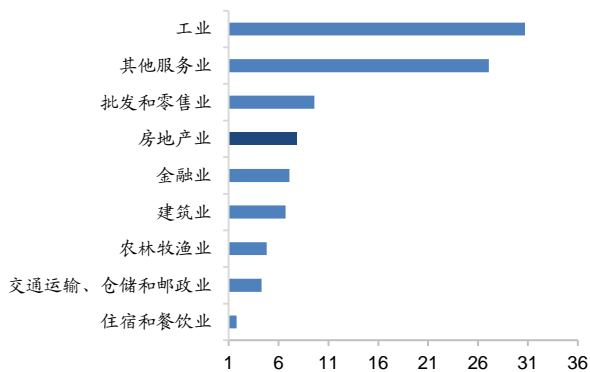
注——

贡献率是指不变价增加值增量与不变价 GDP 增量之比，拉动是指国内生产总值实际增速与增加值贡献率的乘积，表示不同产业或行业对经济发展的贡献度，计算公式为：

$$\text{对 GDP 增长的贡献率} = (\text{不变价增加值增量} / \text{不变价 GDP 增量}) \times 100\%$$

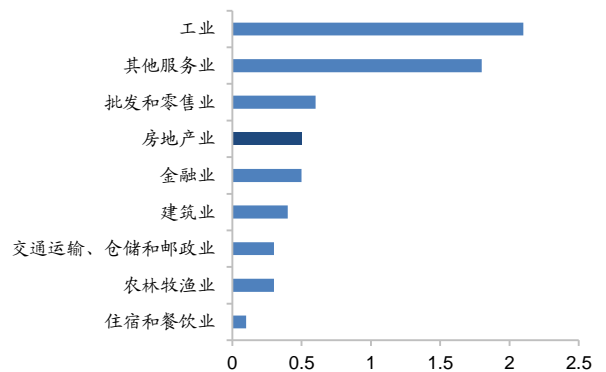
$$\text{对 GDP 增长的拉动} = \text{GDP 实际增速} \times \text{增加值贡献率}$$

图 36: 行业对 GDP 累计同比贡献率 (%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 37: 行业对 GDP 累计同比的拉动 (百分点)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

根据我们的测算，在没有考虑保障房分流的情况下，我国商品住宅开发市场容量巨大，行业仍具备 266 万亿元的市场空间。不过，考虑到 2017 年新建商品住宅销售额达 11 万亿元的庞大基数后，商品住宅开发的增长潜力稍显不足。市场容量来源主要为——

① 人均居住面积提升：2016 年，我国人均居住面积为 36.6 平

方米，相比房改初期已大幅提升，但与发达国家仍存在一定的差距；

- ② 城镇化率提升：2017 年中国城镇化率为 58.52%，已经高于全球和中等收入国水平；
- ③ 人口自然增长；
- ④ 供应缺口：源于每年新增需求以及改善需求；
- ⑤ 旧改更新；

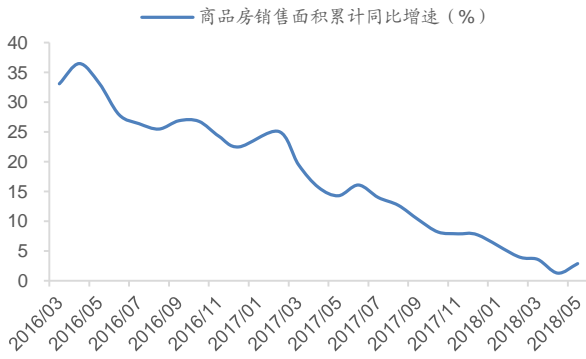
表 7：2017 年之后中国商品住宅潜在总需求测算

序号	指标	数据	
①	2017 年末总人口	13.90 亿人	
②	城镇总人口	8.13 亿人	
③	乡村人口	5.77 亿人	
④	当前城镇人口居住建筑面积	36.6 平方米	
⑤	参考发达国家人均居住面积(保守与乐观两种情况)	英国 44 平方米	美国 65.03 平方米
⑥	现有城镇人口人均居住面积改善空间	7.4 平方米	28.43 平方米
⑦	改善需求总建筑面积(居住面积换算成建筑面积)	60.16 亿平方米	231.14 亿平方米
⑧	2017 年末城镇化率	58.52%	
⑨	城镇化率提升需求总建筑面积(若城镇化率达到 72%，即发达国家的 80%，且人均住房标准按上述参考)	82.63 亿平方米	122.13 亿平方米
⑩	2000 年至 2017 年形成的供应总缺口	78.45 亿平方米	
⑪	未考虑人口增长的 2017 年之后的总潜在需求(=⑦+⑨+⑩)	225.12 亿平方米	435.60 亿平方米
⑫	未来总人口潜在增加	2.17 亿人	
⑬	未来潜在增加总人口城镇化的数量	1.56 亿人	
⑭	总人口增长城镇化所增加的住房需求	68.75 亿平方米	101.60 亿平方米
⑮	开发商增量总需求(考虑总人口增加的 2016 年之后的总潜在需求，=⑦+⑨+⑩+⑭)	293.87 亿平方米	537.20 亿平方米
⑯	旧改总需求建筑面积(1998 年前住宅存量约为 120 亿平方米，假设其中 50%将达到寿命极限)	60 亿平方米	
⑰	总市场容量(开发商增量总需求+旧改总需求)	349.99 亿平方米	593.32 亿平方米
⑱	2017 年全国新建商品住宅均价(销售额/销售面积；统计局口径)	7613.82 元/平方米	
⑲	参考 2017 年房价，2017 年之后的住宅潜在需求金额	266.48 万亿元	451.74 万亿元

资料来源: Wind、百度文库《日本和东京房价》、国信证券经济研究所整理

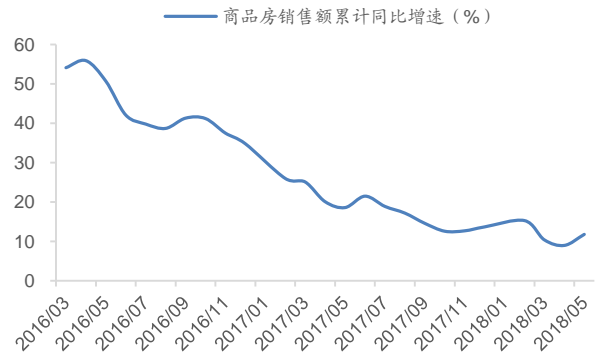
- 2) 现阶段虽然整体降温(2018 年 1-5 月份销售面积累计同比增速仅 2.9%了，本轮小周期最高曾冲至 36.5%)与结构性过热、微观繁荣并存，但如果现阶段保持政策定力，不放松已有的调控，未来一年内销售累计同比增速有望转负，而前期补的库存亦陆续入市，届时房价上涨压力将减轻，开发商主动降价意愿增强、居民抢购住房的现象减少，舆论环境势必能改善，房地产的支柱地位将决定此时政策势必由“平衡利益”重回“调控周期”，A 股优势地产股从而能迎来一大波“赚估值的钱”的大行情，类似于 2009 年上半年、2012 年、2014 年 2-4 季度那样的行情。

图 38: 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 39: 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 40: 未来一年内销售累计同比增速预测



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们建议没有持有和已持有 A 股优势地产股的投资者，都多一些耐心，和时间做朋友，等待一年内可能出现的大机会的到来。我们长线继续看好新城控股、万科 A、保利地产、中洲控股、华夏幸福、招商蛇口、荣盛发展、阳光城、世联行、华侨城 A 以及部分内房股包括中国恒大、龙光地产、禹洲地产、旭辉控股集团、远洋集团等。

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，相应地策略建议亦失效。

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