

房地产

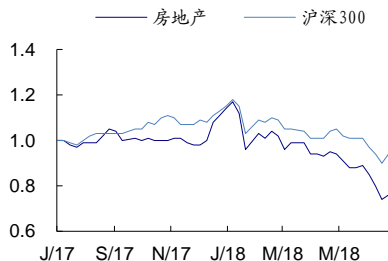
2018 年中报业绩前瞻

超配

(维持评级)

2018 年 07 月 19 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《地产 A 股 2018 年下半年投资策略: 和时间做朋友》——2018-07-11
 《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

行业专题

积极面对

● 中报预增应是主流, 历史经验表明下半年结算占比会大一些

截至 7 月 18 日, 在申万房地产指数成分股中, 已发布中期业绩预报及快报的有 49 家公司, 其中: 26 家公司实现增长, 占比 53%; 7 家公司业绩预减, 占比 14%; 11 家出现首亏和续亏, 占比 22%。在已预告的公司中, 我们覆盖的那些公司例如招商蛇口、保利地产、阳光城、中洲控股等, 中期业绩均预告实现了较好的增长。历史经验表明, 下半年结算占比会大一些, 近 10 年房地产板块下半年利润/全年利润均在 50% 以上, 其中近两年下半年利润占比分别为 67% 和 66%。

● 上半年行业小周期降温与结构性过热、微观繁荣并存

从销售、新开工、施工面积累计同比增速自 2016 年上半年最高点至今出现较大幅度回落的趋势来看, 行业的确仍处在小周期降温期。但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在今年上半年涨幅显著、国房景气指数高位运行、土地市场监测数据“火热”、媒体对各地“抢房”的报道频率较高、投资和开工在今年上半年强势反弹等情况下, 行业呈现出微观繁荣和结构性过热的特征。小周期降温的原因是周期使然, 我们在此不再赘述。微观繁荣和结构性过热则是前期包括持续降准、降息在内的宏观经济政策以及房地产因城施策、分类调控思路下包括“去库存”、“棚改货币化”等举措高歌猛进的结果, “去库存”后的低库存既进一步加剧了房价上涨预期, 亦加剧了房企补库存的冲动, 从而带动了上半年新开工和房地产投资强势反弹。行业主要指标具体运行情况见正文。

● 上半年行业结构性过热导致舆论及政策压力增大

上半年“抢房”报道明显增多, 舆情发酵、引发热议, 房价显著上涨亦形成舆论焦点, “把一些宏观经济面临的问题及社会问题归咎于房地产繁荣”成为上半年主流舆情。调控持续加码, 包括“四限”城市增加、限售年限拉长、热点城市暂停企业购房、首付比例提高、七部委联合整治行业、“棚改货币化安置”从低库存城市推出……。

● 上半年优势地产股受益市场集中度提升, 亦受到小周期降温传导

上半年, TOP5 和 TOP10 市占率已提升至 21.37% 和 29.72%, 已接近美国水平, 优势地产股的基本面实实在在地受益于市场集中度的提升。但由于行业整体处在小周期降温期, 又叠加持续加码的调控, 优势房企难免受到波及: 我们选取 2018 年前上半年销售 TOP30 的优势房企进行观察, 虽然大部分房企销售均有显著增长, 但大部分销售增速均不如去年同期。

● 投资 A 股优势地产股“最坏的时间窗口”或已过去, 下半年可积极面对

我们是全市场唯一在 1 月份高点开始提示调整风险并在 2-6 月份持续偏谨慎的卖方, 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》在 2018 年上半年再次得到了很好的验证。站在当前时点, 根据该框架, 我们认为投资 A 股优势地产股“最坏的时间窗口”或已过去了, 我们对下半年的观点要比上半年积极, 认为压制地产 A 股估值进一步下行的不利因素再下半年将有望逐步缓解, 且上半年股价跌幅已相当程度反映了这些不利因素, 下半年有可能跌无可跌, 即使跌, 跌幅也不会像上半年那么大, 甚至不排除超跌反弹, 未来一年左右或将迎来一大波类似于 2009 年上半年、2012 年、2014 年 2-4 季度那样的“赚估值的钱”的大级别行情。

我们坚信房地产在中国的支柱地位在未来数年内仍难撼动, 坚信中国房地产行业具有强大的韧性, 建议机构投资者下半年逢低布局、逐步吸纳优势地产股, 保持恒心和定力迎接下一波大行情。我们看好新城控股、招商蛇口、华夏幸福、保利地产、万科 A、荣盛发展、阳光城、世联行、中洲控股、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

1) 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; 2) 研究框架失效的风险。

内容目录

| | |
|---|----|
| 中报预增应是主流，历史经验表明下半年结算占比会大一些 | 3 |
| 上半年行业小周期降温与结构性过热、微观繁荣并存 | 4 |
| 上半年行业结构性过热导致舆论及政策压力增大 | 8 |
| 上半年优势地产股受益市场集中度提升，亦受到小周期降温传导 | 10 |
| 投资 A 股优势地产股“最坏的时间窗口”或已过去，下半年可积极面对 | 12 |
| 风险 | 14 |
| 国信证券投资评级 | 15 |
| 分析师承诺 | 15 |
| 风险提示 | 15 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 15 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 地产板块历年下半年利润占比 | 4 |
| 图 2: 商品房销售面积累计同比增速 | 5 |
| 图 3: 商品房销售额累计同比增速 | 5 |
| 图 4: 房屋新开工面积累计同比增速 | 6 |
| 图 5: 施工面积累计同比增速 | 6 |
| 图 6: 十大城市商品房可售面积持续下降 | 6 |
| 图 7: 部分城市住宅商品房可售面积 (万平方米) | 6 |
| 图 8: 部分城市住宅商品房可售面积 (万平方米) | 6 |
| 图 9: 2018 年以来新建商品住宅价格持续走高 | 7 |
| 图 10: 东部地区商品住宅价格持续走高 | 7 |
| 图 11: 中部地区商品住宅价格持续走高 | 7 |
| 图 12: 西部地区商品住宅价格持续走高 | 7 |
| 图 13: 东北地区商品住宅价格 2018 年上半年大涨 | 7 |
| 图 14: 国房景气指数 | 8 |
| 图 15: 房地产投资累计同比增速 | 8 |
| 图 16: 中国 TOP5 和 TOP10 房企市场集中度变化情况 | 10 |
| 图 17: 2018 年上半年中国优势房企市场份额 | 10 |
| 图 18: 2017 年中国优势房企市场份额 | 11 |
| 图 19: 2017 年美国优势房企市场份额 | 11 |
| 图 20: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2018 年以来的实证应用 | 12 |
| 图 21: 未来一年内销售累计同比增速预测 | 13 |
| 图 22: 地产股 08 年底-09 年上半年的复苏期跑赢大盘 | 13 |
| 图 23: 地产股 2012 复苏期显著跑赢大盘 | 13 |
| 图 24: 地产股 2014 年复苏期的大级别行情 | 13 |
| 表 1: 部分公司 2018 年中报业绩预告 (截至 7 月 18 日) | 3 |
| 表 2: 2018 年部分城市房地产调控加码 | 8 |
| 表 3: 2018 年上半年 TOP30 房企销售统计 | 11 |

中报预增应是主流，历史经验表明下半年结算占比会大一些

截至7月18日，在申万房地产指数成分股中，已发布中期业绩预报及快报的有49家公司，其中：26家公司实现增长，占比53%；7家公司业绩预减，占比14%；11家出现首亏和续亏，占比22%。在已预告的公司中，我们覆盖的那些公司例如招商蛇口、保利地产、阳光城、中洲控股等，中期业绩均预告实现了较好的增长。历史经验表明，下半年结算占比会大一些：近10年房地产板块下半年利润/全年利润均在50%以上，其中近两年下半年利润分别占比67%和66%。

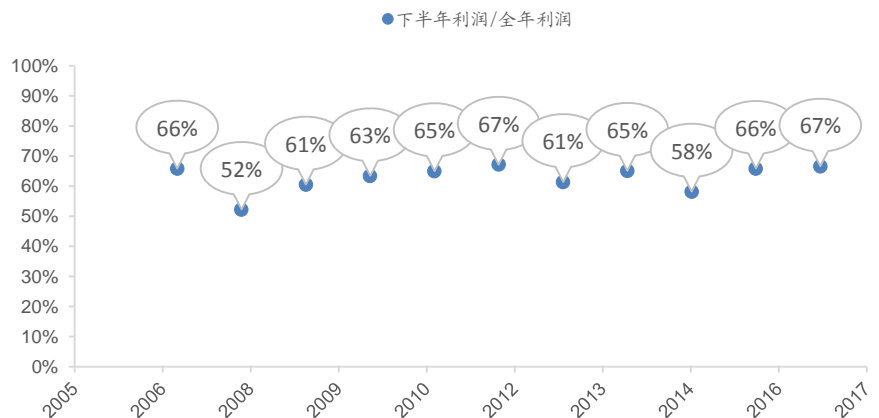
表 1: 部分公司 2018 年中报业绩预告 (截至 7 月 18 日)

| 序号 | 名称 | 预警类型 | 预警摘要 | 业绩变动原因说明 | EPS 预测区间 |
|----|-------|------|---|--|---------------|
| 1 | 合肥城建 | 预增 | 约 15412 万元 ~ 16953 万元, 增长 400% ~ 450% | 兑现项目实际交付数量较原计划有大幅增加; 兑现项目毛利率较高。 | 0.48 ~ 0.53 |
| 2 | 顺发恒业 | 预增 | 约 71500 万元 ~ 76500 万元, 增长 136.52% ~ 153.06% | 确认投资收益将大幅上升; 尾盘销售毛利提升。 | 0.29 ~ 0.31 |
| 3 | 广宇发展 | 预增 | 约 166000 万元 ~ 184000 万元, 增长 462.0762% ~ 523.0243% | 受本期商品房交付面积较上年同期大幅增加影响, 2018 年半年度公司营业收入、归属于上市公司股东的净利润、每股收益均较上年同期大幅增长。 | 0.89 ~ 0.99 |
| 4 | 中天金融 | 预增 | 约 420000 万元 ~ 480000 万元, 增长 195% ~ 237% | 公司完成了关于出售中天城投集团有限公司 100% 股权的重大资产重组, 投资收益较上年同期出现较大幅度增加。 | 0.60 ~ 0.68 |
| 5 | 广宇集团 | 预增 | 约 22500 万元 ~ 25500 万元, 增长 267.73% ~ 316.76% | 杭州公园里项目实现营业收入较多。 | 0.29 ~ 0.33 |
| 6 | 招商蛇口 | 预增 | 约 680000 万元 ~ 700000 万元, 增长 89% ~ 94% | 社区开发业务结转毛利同比增加约 32 亿元; 联合营公司权益法投资收益同比增加约 9 亿元; 收购了招商局漳州开发区有限公司。 | 0.86 ~ 0.89 |
| 7 | 中南建设 | 预增 | 约 160 万元, 增长 160% ~ 180% | 公司主营业务收入增加。 | 0.14 ~ 0.16 |
| 8 | 阳光城 | 预增 | 约 95000 万元 ~ 110000 万元, 增长 189.5% ~ 235.2% | 公司迅速发展, 房地产开发项目结算收入大幅增加。 | 0.23 ~ 0.27 |
| 9 | 新光圆成 | 预增 | 约 14000 万元 ~ 15000 万元, 增长 277.96% ~ 304.96% | 义乌世茂中心项目销售及结算面积较原预计大幅增加。 | 0.07 ~ 0.08 |
| 10 | 苏宁环球 | 预增 | 约 36980 万元 ~ 45800 万元, 增长 108% ~ 158% | 销售毛利率增加。 | 0.12 ~ 0.15 |
| 11 | 深振业 A | 预增 | 约 37441 万元 ~ 44929 万元, 增长 50% ~ 80% | 合作开发项目投资收益增加。 | 0.28 ~ 0.33 |
| 12 | 京投发展 | 预增 | 约 12744 万元 ~ 12744 万元, 增长 180% ~ 180% | 公司收到拆迁补偿款, 实现非流动资产处置损益。 | 0.17 |
| 13 | 深深房 A | 预增 | 约 28000 万元 ~ 33000 万元, 增长 104.08% ~ 140.52% | 翠林苑项目计划 6 月入伙; 房地产销售结转同比大幅增加。 | 0.28 ~ 0.33 |
| 14 | 中粮地产 | 预增 | 约 59791 万元 ~ 67556 万元, 增长 285% ~ 335% | 可结转商品房资源比上年同期增加; 部分商品房毛利率较上年同期增长。 | 0.33 ~ 0.37 |
| 15 | 中洲控股 | 预增 | 约 67518 万元 ~ 75084 万元, 增长 346% ~ 396% | 营销和管理费用支出较大幅度下降; 结算的房地产项目实际的毛利率比预计的毛利率高。 | 1.02 ~ 1.13 |
| 16 | 首开股份 | 预增 | 约 121554 万元 ~ 121554 万元, 增长 290% ~ 290% | 公司营业收入增加; 公司联营、合营企业实现投资收益大幅增加; 上年比较基数较小。 | 0.47 |
| 17 | 保利地产 | 预增 | 营业利润增长 23.86%, 归母净利润增长 14.9% | | 0.55 |
| 18 | 华联控股 | 预减 | 约 36000 万元 ~ 40000 万元, 下降 61.97% ~ 65.77% | 结转的房地产销售收入较上年同期有较大幅度的减少。 | 0.31 ~ 0.35 |
| 19 | 渝开发 | 预减 | 约 1560 万元 ~ 2970 万元, 下降 36.8269% ~ 66.8182% | 房地产项目结转收入规模及毛利率同比下降。 | 0.02 ~ 0.04 |
| 20 | 荣安地产 | 预减 | 约 15000 万元 ~ 18000 万元, 下降 61.68% ~ 68.06% | 本期交付体量与上年同期相比减少。 | 0.05 ~ 0.06 |
| 21 | 深物业 A | 预减 | 约 8297 万元 ~ 8297 万元, 下降 77.2283% ~ 77.2283% | 可结算项目减少; 所结算项目均属低单价及低毛利率项目。 | 0.14 |
| 22 | 嘉凯城 | 续亏 | 约 -24000 万元 ~ -24000 万元, 增长 67% ~ 67% | 海南华航房地产有限公司股权案和解, 款项结算完毕, 计入当期损益; 公司财务费用较去年同期下降。 | -0.13 |
| 23 | 凤凰股份 | 续亏 | - | 公司财务费用较高, 且在销楼盘集中在三四线城市, 销售利润率较低。 | - |
| 24 | 中房股份 | 续亏 | - | 公司主营房地产业务可销售房屋减少, 预计年初至下一报告期期末的累计净利润可能为亏损。 | - |
| 25 | 亚太实业 | 续亏 | 约 -300 万元 ~ -250 万元, 增长 24.7943% ~ 37.3286% | 房屋销售毛利较上期增加。 | -0.01 |
| 26 | 绿景控股 | 续亏 | 约 -2800 万元 ~ -2300 万元, 增长 28.2928% ~ 41.0976% | 本报告期运营成本减少; 完成了 2016 年度土地增值税的结算工作, 缴纳了土地增值税清算尾款。 | -0.15 ~ -0.12 |
| 27 | 津滨发展 | 续亏 | 约 -3500 万元 ~ -1600 万元, 增长 9.1685% ~ 58.477% | 公司项目均处于开发建设阶段, 可售项目较少。 | -0.02 ~ -0.01 |
| 28 | 亚太发展 | 续亏 | 约 -300 万元 ~ -250 万元, 增长 24.7943% ~ 37.3286% | 本期房屋销售毛利较上期增加。 | -0.01 |

| | | | | | |
|----|------|-----|--|---|-------------|
| 29 | 海航投资 | 首亏 | 约-9400万元~-7800万元,下降302.19%~343.66% | 预告期内投资收益较上年同期下降 | -0.07~-0.05 |
| 30 | 中迪投资 | 首亏 | 约-2500万元~-400万元,下降103.2319%~120.1992% | 公司房地产投资项目正在开发建设中,其它投资业务尚处于发展期,从而使得报告期利润下降。 | -0.08~-0.01 |
| 31 | 粤宏远A | 首亏 | 约-4000万元~-2800万元,下降140.2133%~157.4475% | 本期可售项目同比减少;东莞万科置地房地产项目未达到收入确认条件;公司对应股权比例取得的投资收益较上年同期大幅减少;需摊销较大金额的限制性股票激励费用。 | -0.06~-0.04 |
| 32 | 中弘股份 | 首亏 | 约-140000万元~-140000万元,下降4876.59%~4876.59% | 财务费用增加10亿元;资产减值损失增加1亿元;公司商业项目销售停滞,住宅项目销售也大幅下滑,导致公司房地产项目销售利润较上年同期大幅减少。 | -0.17 |
| 33 | 中交地产 | 扭亏 | 约30300万元~30300万元,增长531.142%~531.142% | 结转利润较上年同期增加;之前年度至出表日发生的未实现内部损益及相关评估增值在本报告期确认投资收益约6400万元。 | 0.68 |
| 34 | 阳光股份 | 扭亏 | 约4500万元~7500万元,增长157%~195% | 全资子公司取得政府补助约1.16亿元。 | 0.06~0.1 |
| 35 | 荣丰控股 | 扭亏 | 约350万元~500万元,增长169.61%~199.45% | 长春国际金融中心项目住宅部分达到确认收入条件。 | 0.02~0.03 |
| 36 | 中航善达 | 扭亏 | 约11000万元~14500万元,增长178.2775%~203.1839% | 公司营业收入及毛利较上年同期有所增加。 | 0.16~0.22 |
| 37 | 铁岭新城 | 扭亏 | 约500万元~650万元,增长106.2479%~108.1223% | 营业收入较上年同期增加,财务费用和管理费用均有所降低,同时公司收回部分应收账款。 | 0.01 |
| 38 | 天地源 | 略增 | - | 房产项目竣工单体相比上年同期增加。 | - |
| 39 | 荣盛发展 | 略增 | 约202151万元~235843万元,增长20%~40% | 可结算项目增加,结算收入及利润较上年同期有一定幅度上升。 | 0.46~0.54 |
| 40 | 世联行 | 略增 | 约28483万元~34179万元,增长0%~20% | 下沉三、四线战略逐步落实;公司日均贷款余额同比增加。 | 0.14~0.17 |
| 41 | 南国置业 | 略增 | 约1100万元~1650万元,增长0%~50% | 本期成本费用较上年同期有所下降。 | 0.01 |
| 42 | 银亿股份 | 略增 | 约70000万元~80000万元,增长11.04%~26.9% | 本公司通过发行股份方式收购了宁波东方亿圣投资有限公司100%股权;股权转让获得收益约2.32亿元。 | 0.17~0.2 |
| 43 | 金融街 | 略减 | 约79606万元~90221万元,下降15%~25% | 下沉三、四线为公司贡献利润;金融服务业务收入将同比增长。 | 0.14~0.17 |
| 44 | 滨江集团 | 略减 | 约55225万元~82837万元,下降10%~40% | 存在季度间收入的不均衡性。 | 0.18~0.27 |
| 45 | 冠城大通 | 略减 | - | 累计实现的归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比有较大幅度减少 | - |
| 46 | 京汉股份 | 不确定 | 约-1000万元~1000万元,增长65.3769%~134.6231% | 部分房地产项目提前完成竣工备案并实现交付;化纤主业开始盈利;成本费用的管控力度优良。 | -0.13~-0.09 |
| 47 | 华远地产 | 不确定 | - | 公司上半年没有新增结利项目。 | - |
| 48 | 光明地产 | 不确定 | - | 房产主业规模和毛利率同比增加,预计净利润与上年同期比将发生重大变动。 | - |
| 49 | 南山控股 | 不确定 | 约-11000万元~1000万元,下降92.7035%~180.2612% | 房地产企业的本期结转面积较上期减少;本期房地产业务的利润较上期下降。 | -0.06~0.01 |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理(以上数据仅作列示,不做推荐)

图1: 地产板块历年下半年利润占比



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

上半年行业小周期降温与结构性过热、微观繁荣并存

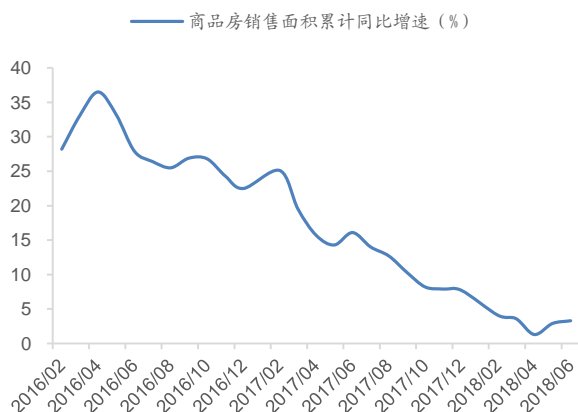
从销售、新开工、施工面积累计同比增速自2016年上半年最高点至今出现较大幅度回落的趋势来看,行业的确仍处在小周期降温期。但从新建商品住宅累计销售额/累计销售面积得出的房价口径在今年上半涨幅显著、国房景气指数高

位运行、土地市场监测数据“火热”、媒体对各地“抢房”的报道频率较多、投资和新开工在今年上半年强势反弹等情况看，行业呈现出微观繁荣额结构性过热的特征。小周期降温的原因是周期使然，我们在此不再赘述。微观繁荣和结构性过热则是前期包括持续降准、降息在内的宏观经济政策以及房地产因城施策、分类调控思路下包括“去库存”、“棚改货币化”等举措高歌猛进的结果，“去库存”后的低库存既进一步加剧了房价上涨预期，亦加剧了房企补库存的冲动，从而带动了上半年新开工和房地产投资强势反弹。

行业主要指标具体运行情况：

- ① 2018年1-6月，商品房销售面积累计同比增速3.3%，较2016年1-4月高点回落33.2个百分点；商品房销售额累计同比增速13.2%；较2016年1-4月高点回落42.7个百分点，销售端增速自高点回落明显；
- ② 2018年1-6月，新开工面积同比增速11.8%，较2016年1-4月高点回落9.6个百分点，较2017年末提升4.8个百分点，创下自2016年9月以来的22个月新高；
- ③ 2018年1-6月，施工面积同比增速2.5%，较2016年1-2月高点回落3.4个百分点，回落幅度明显；
- ④ 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，其中上半年涨幅达到了11.3%，比去年同期高出7.36个百分点，前5个月，东北、中部、西部、东部地区的房价均呈现爆发式上涨，涨幅分别达18%、13%、12%、12%，房价上涨显著；
- ⑤ 行业景气高位运行：2018年6月国房景气指数为101.68，为2011年5月以来的次高点；
- ⑥ 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%。
- ⑦ 房地产投资累计同比增速上半年强势反弹，一度创下近三年新高，截至2018年6月末，投资增速为9.7%，较2017年末提升2.7个百分点；
- ⑧ 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 2：商品房销售面积累计同比增速



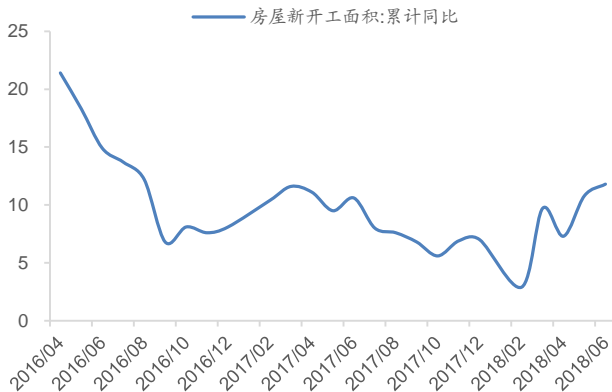
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：商品房销售额累计同比增速



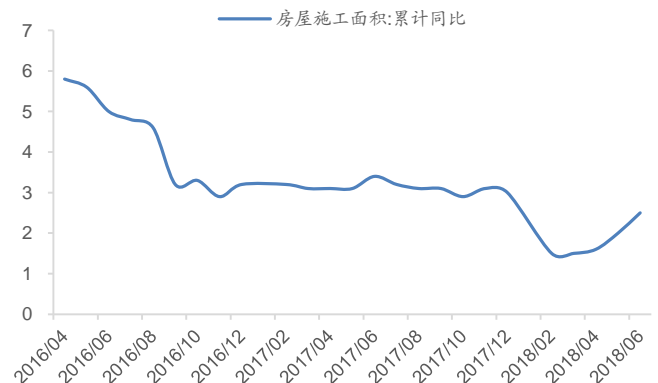
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：房屋新开工面积累计同比增速



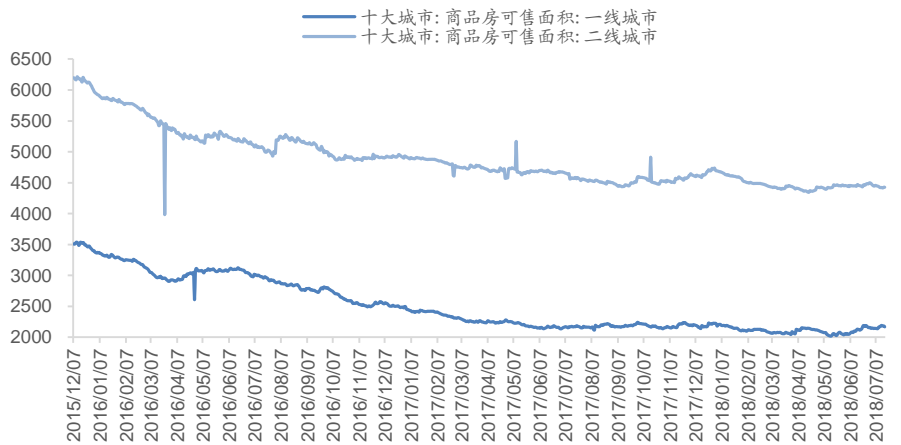
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：施工面积累计同比增速



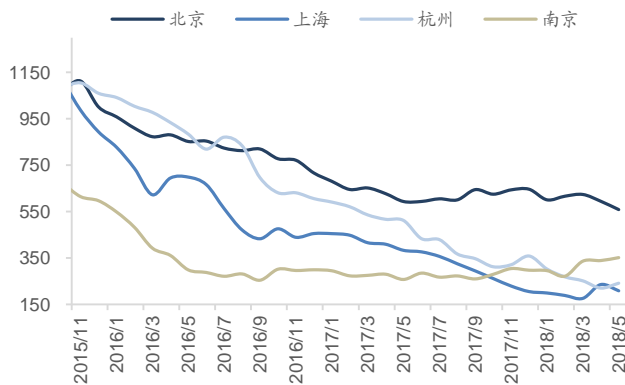
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：十大城市商品房可售面积持续下降



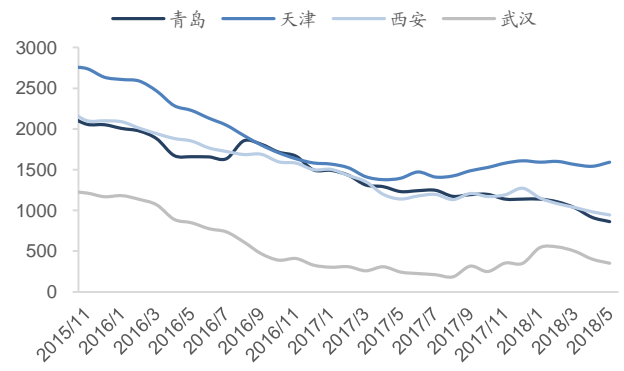
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 7：部分城市住宅商品房可售面积（万平方米）



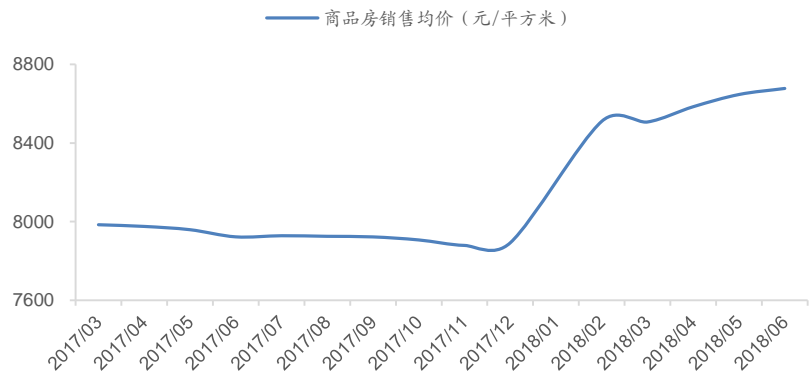
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 8：部分城市住宅商品房可售面积（万平方米）



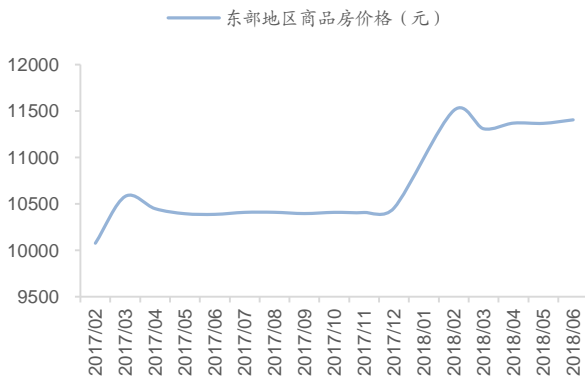
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 9: 2018 年以来新建商品住宅价格持续走高



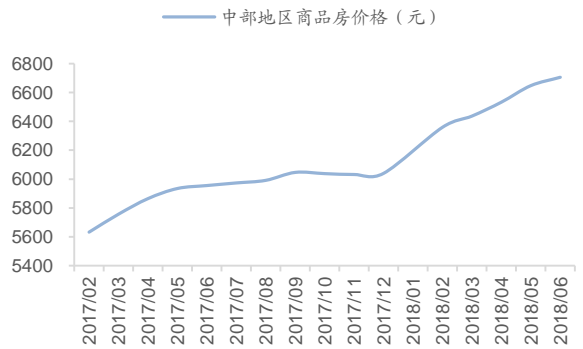
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 东部地区商品住宅价格持续走高



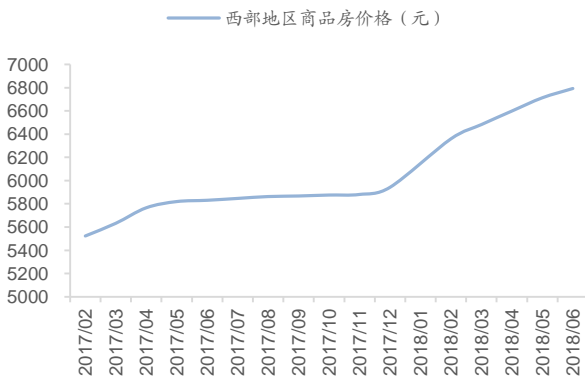
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 中部地区商品住宅价格持续走高



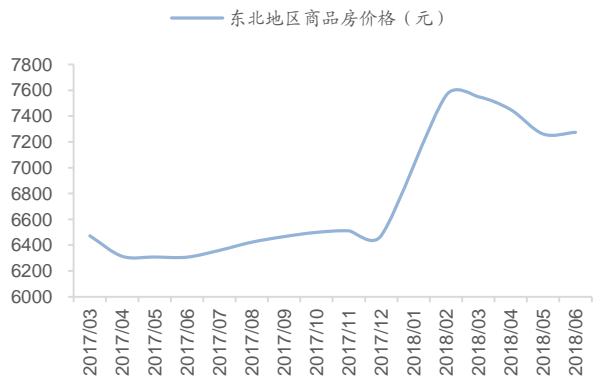
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 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 13: 东北地区商品住宅价格 2018 年上半年大涨



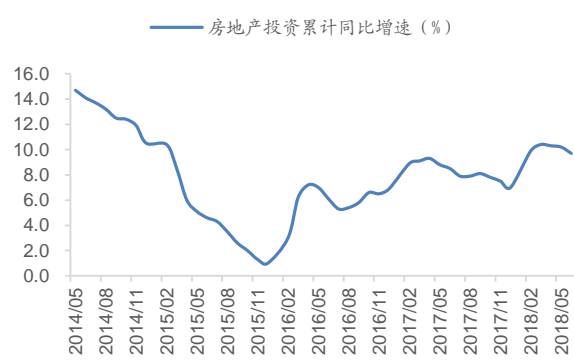
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 国房景气指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 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

上半年行业结构性过热导致舆论及政策压力增大

上半年行业结构性过热、微观繁荣导致房地产行业面临的舆论环境进一步恶化，政策压力亦陡然增大。

一、舆论不友好程度加剧:

1. 上半年“抢房”报道明显增多，舆情发酵、引发热议;
2. 上半年房价显著上涨，尤其是中部、西部、东北地区的显著补涨，形成了舆论焦点，“把一些宏观经济面临的问题及社会问题归咎于房地产繁荣”成为了上半年主流舆情;
3. 针对上半年房地产结构性过热，《湖南日报》、账号主体为人民日报海外版编辑部的微信公众号《侠客岛》等党媒陆续发表了一系列社论、刊登了一系列署名文章，痛批“炒房”及“高房价”。

二、调控政策持续加码:

1. 限购、限售城市数量不断增加，甚至下沉至阜南、三明、丹东、淄博等三四线城市;
2. 部分城市限售年限被拉长，有原先的三年增加至五年;
3. 西安、上海、长沙等城市暂停了企业在限制区域购买商品房的权利;
4. 部分城市一套房、二套房首付比例均不同程度提高，如第一套房贷款首付比例提高到 50%以上，第二套房贷首付比例提高到 60%以上，贷款利率上浮 20%以上;
5. 七部委联合整治 30 城的房地产市场;
6. 因地制宜地推进棚改货币化安置: 库存不足的城市，住房安置; 库存量较大的城市，继续货币化安置。

表 2: 2018 年部分城市房地产调控加码

| 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。建商品住房; 暂停向 |

| | | | | |
|-----------|-----|--------------------------------------|-----------|---|
| | | | | <p>未满十八周岁非本省户籍人士销售新建商品住房；</p> <p>家庭购买第二套房首付款比例不得低于 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。</p> |
| 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 | |
| 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 | <p>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。</p> <p>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住房）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。</p> |
| 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意见的通知》 | 限售 | |
| 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 | <p>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。</p> |
| 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 | <p>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住房），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。</p> |
| 2018-5-18 | 三明 | 《关于加强房地产市场调控的通知》 | 限售 | <p>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。</p> |
| 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 | <p>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。</p> |
| 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 | |
| 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 | <p>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%。</p> |
| 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稳定发展有关工作的通知》 | 限售 | <p>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</p> |
| 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 | <p>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权限，凡新购买商品住房（不包括二手住房）的，自商品房网签合同签订之日起满 3 年方可上市交易。</p> |
| 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 | <p>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住房）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。</p> |
| 2018-4-22 | 海南 | 《关于进一步稳定房地产市场的通知》 | 限购 | <p>在已出台限购政策的基础上，实施全域限购。</p> |
| 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 | <p>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%</p> |
| 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 | <p>将购买商品住房和二手住房的限售范围由“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。</p> |
| 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 | <p>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</p> |
| 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 | <p>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%。</p> |
| 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 | <p>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</p> |

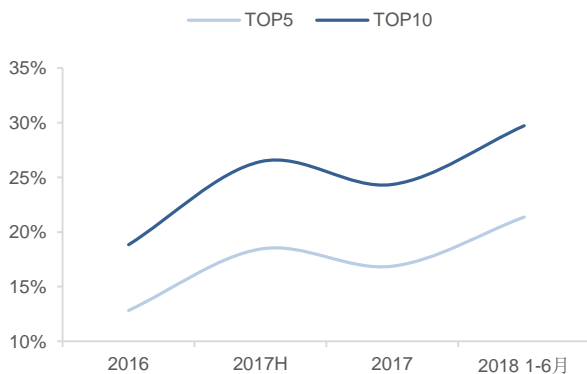
| | | | | |
|-----------|----|--|-------|---|
| 2018-3-22 | 阜南 | 《阜南县关于促进房地产市场平稳健康发展的实施意见》 | 限购、限售 | 的，暂停向其销售限制区域（中山区、西岗区、沙河口区及高新园区）的住房。非本市户籍居民家庭在本市中心城区没有住房的，并能提供购房申请之日前 2 年内在本市连续缴纳 12 个月及以上个人所得税或城镇社会基本养老保险证明的，在限制区域可购买 1 套住房。文件实施之日起，新购买的住房取得不动产权证后满 2 年可上市交易。 |
| 2018-3-1 | 昆明 | 《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》 | 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满 3 年方可上市交易 |
| 2018-2-15 | 淄博 | 《淄博市(楼盘)市房地产市场调控联席会议办公室印发关于进一步加强淄博市房地产市场调控工作的通知》 | 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宅需取得不动产权证满 3 年后方可上市交易，特定区域需取得不动产权证满 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。申请办理商品住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 月份同类型商品住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实施办法（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、宜昌市住建委、徐州市人民政府、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

上半年优势地产股受益市场集中度提升，亦受到小周期降温传导

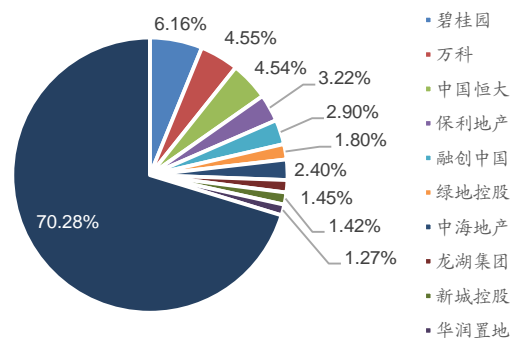
上半年优势地产股继续受益于行业市场集中度提升：2017 年，中国房地产销售 TOP5 和 TOP10 市场集中度分别为 16.9%、24.1%，较 2016 年末分别大幅提升了 4 和 5.2 个百分点，对比美国，2017 年中国 TOP5 和 TOP10 的市场集中度尚有 6.7 和 9.1 个百分点的差距。2018 年 1-6 月，中国 TOP5 和 TOP10 市场集中度进一步提升至 21.37%和 29.72%，接近美国水平。

图 16：中国 TOP5 和 TOP10 房企市场集中度变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

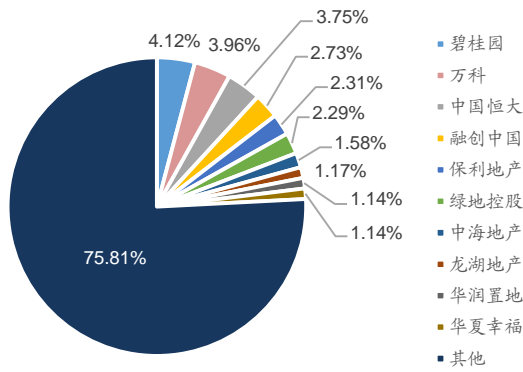
图 17：2018 年上半年中国优势房企市场份额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

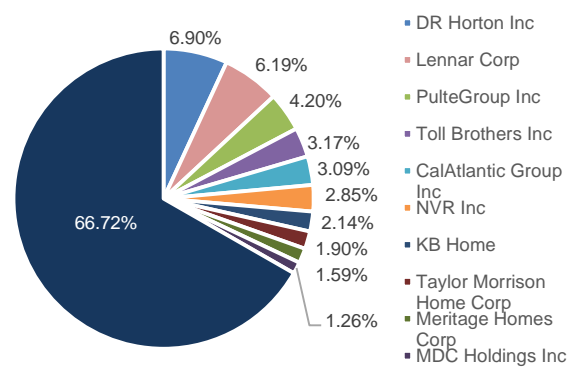
我国是社会主义国家，土地公有制是我国房地产的根本制度，有不少房地产企业是央企和地方国企，未来这些企业不可能不生存、不发展，我国房地产行业的竞争格局也不可能完全根据市场导向来洗牌、重构，因此在当前行业集中度已显著提升背景下，未来行业集中度进一步提升的速度有可能趋缓。

图 18: 2017 年中国优势房企市场份额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 2017 年美国优势房企市场份额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

上半年, 优势地产股在受益于行业集中度提升的同时, 亦出现了行业整体小周期降温向优势房企传导、波及的趋势: 我们选取 2018 年前六个月销售 TOP30 的优势房企进行观察, 虽然大部分房企销售均有显著增长, 但大部分销售增速均不如去年同期, 只有 10 家房企销售增速高于去年同期, 其中: 保利地产 2018 年 1-6 月销售增速 47%、较去年同期提升 14 个百分点, 新城控股销售增速 94%、较去年同期提升 19 个百分点。

表 3: 2018 年上半年 TOP30 房企销售统计

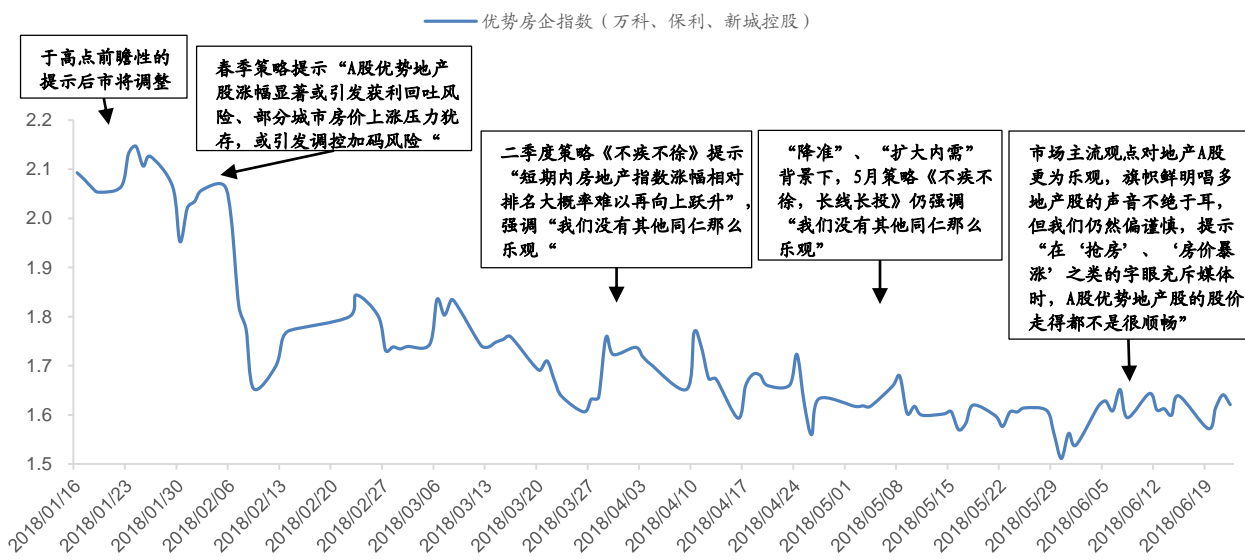
| 序号 | 房企 | 2018 年 1-6 月销售额(亿元) | 2018 年 1-6 月同比增速 | 2017 年 1-6 月同比增速 | 增长变化(百分点) |
|----|-------|---------------------|------------------|------------------|-----------|
| 1 | 碧桂园 | 4125 | 43% | 131% | -88 |
| 2 | 万科 | 3047 | 10% | 46% | -36 |
| 3 | 中国恒大 | 3042 | 25% | 72% | -48 |
| 4 | 保利地产 | 2153 | 47% | 33% | 14 |
| 5 | 融创中国 | 1942 | 74% | 89% | -16 |
| 6 | 绿地控股 | 1606 | 21% | 20% | 1 |
| 7 | 中海地产 | 1207 | 18% | 34% | -15 |
| 8 | 龙湖集团 | 971 | 5% | 140% | -135 |
| 9 | 新城控股 | 953 | 94% | 75% | 19 |
| 10 | 华润置地 | 852 | 35% | 14% | 21 |
| 11 | 华夏幸福 | 825 | 17% | 20% | -3 |
| 12 | 绿城中国 | 754 | 27% | 31% | -4 |
| 13 | 招商蛇口 | 751 | 40% | 74% | -34 |
| 14 | 世茂房地产 | 723 | 60% | 31% | 29 |
| 15 | 中国金茂 | 718 | 198% | 50% | 148 |
| 16 | 阳光城 | 663 | 68% | 127% | -60 |
| 17 | 旭辉集团 | 660 | 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 | 631 | -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 | 466 | 15% | 42% | -27 |
| 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: 克而瑞、公司公告、国信证券经济研究所整理

投资 A 股优势地产股“最坏的时间窗口”或已过去，下半年可积极面对

我们是全市场唯一在 1 月份高点开始提示调整风险并在 2-6 月份持续偏谨慎的卖方，《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》在 2018 年上半年再次得到了很好的验证。

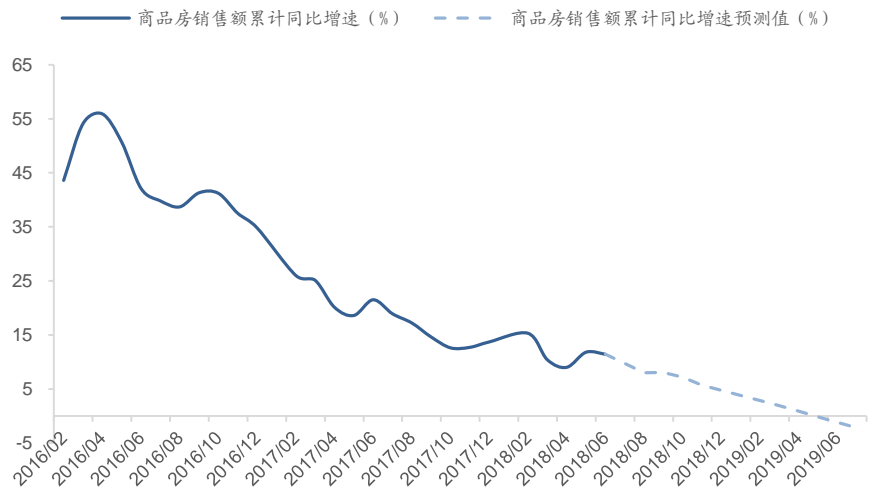
图 20: 《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》2018 年以来的实证应用



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

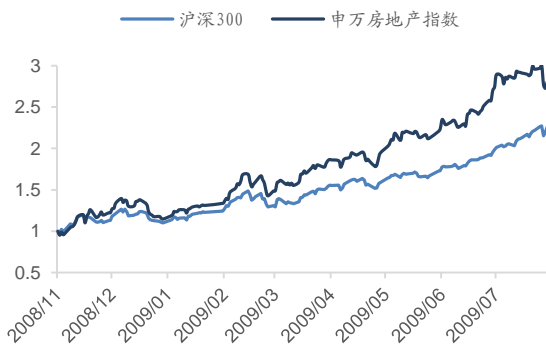
站在当前时点，根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，我们认为投资 A 股优势地产股“最坏的时间窗口”或已过去了，我们对下半年的观点要比上半年积极，认为压制地产 A 股估值进一步下行的不利因素下半年将有望逐步缓解，且上半年股价跌幅已相当程度反映了这些不利因素，下半年有可能跌无可跌，即使跌，跌幅也不会像上半年那么大，甚至不排除超跌反弹。另外，如果现阶段保持政策定力，不放松已有的调控，未来一年内销售累计同比增速有望转负，而前期补的库存亦陆续入市，届时房价上涨压力将减轻，开发商主动降价意愿增强、居民抢购住房的现象减少，舆论环境势必能改善，根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，房地产的支柱地位将决定此时政策势必由“平衡利益”重回“调节周期”，未来一年左右或将迎来一大波类似于 2009 年上半年、2012 年、2014 年 2-4 季度那样“赚估值的钱”的大级别行情。

图 21: 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预测

图 22: 地产股 08 年底-09 年上半年的复苏期跑赢大盘



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 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 (图中股票仅为示例, 并不代表推荐)

图 24: 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 (图中股票仅为示例, 并不代表推荐)

我们坚信房地产在中国的支柱地位在未来数年内仍难撼动、坚信中国房地产行业具有强大的韧性, 建议机构投资者下半年逢低布局、逐步吸纳优势地产股, 保持恒心和定力迎接下一波大行情。我们看好新城控股、招商蛇口、华夏幸福、

保利地产、万科 A、荣盛发展、阳光城、世联行、中洲控股、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