

机构地产股持仓的历史回顾

二季度基金地产持仓市值继续下降

2018年中，房地产板块的基金持仓总市值达到645.9亿元，相较于2018年一季度末减少14.7%，在经历连续5个季度持仓总市值正增长之后出现回落。持仓比例来看，二季度基金重仓持股中房地产板块占股票投资市值比重为3.6%，较2018年一季度末下降0.43个百分点，与2017年末基本持平，低于标准配置比例，相对标准行业配置比例落后0.41个百分点。

陆港通持股比例增加趋势不改

尽管国内市场对于地产板块的配置意愿出现下降，但我们观察到自2016年以来北上资金及QFII等外资持续增大地产股的配置规模，截至2018年二季度末，陆港通基金持有地产板块总市值达到52.3亿元，相比于2016年一季度末规模已增长超过15倍，同时占股票投资市值比重为3.28%，尽管仍低于行业标准配置，但自2016年四季度以来始终处于上升趋势之中。具体股票来看，持有总市值居前的A股地产股为保利地产、华夏幸福、万科A、荣盛发展、招商蛇口、金地集团和中南建设。

机构持仓地产股的历史回顾

经过多轮周期的变化，机构对地产股的持仓发生了什么变化？我们梳理了2011年以来机构持仓地产股的周期，主要呈现以下特点：

- 1、在行业景气周期加配，在政策高压环境持续低配；
- 2、机构配置特点：注重流动性和成长性
- 3、持股集中度提升，行业持仓占比仍处低位
- 4、当前持股特点接近于2013年末2014年初

从基金配置地产股的历史回顾来看，我们认为当前低配水平已经处于历史低位，结合房地产板块极低的估值水平，我们认为板块的安全边际已经在构筑。未来板块估值修复的动力将取决于行业基本面的边际改善，诚然当前板块依然存在一些不可证伪的负面传闻，但我们认为积极因素已经在逐步累积，包括如货币政策转向带来流动性边际改善，去杠杆节奏趋于缓和，都在形成板块估值改善的催化剂。

房地产开发 II

维持

买入

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

王嵩

wangsong@csc.com.cn

执业证书编号：S1440517120001

发布日期：2018年07月30日

市场表现



相关研究报告

目录

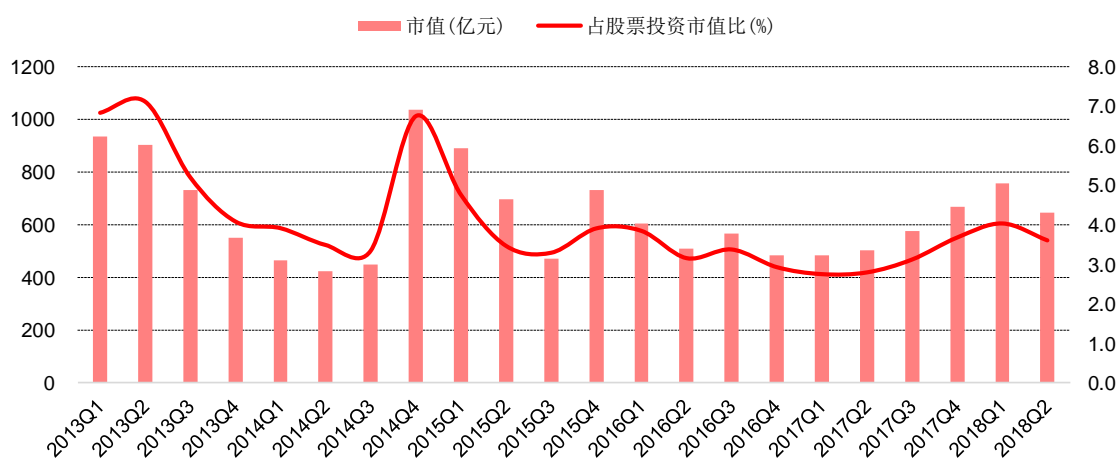
第一，二季度基金地产持仓市值继续下降	1
第二，陆港通持股比例增加趋势不改	3
第三，机构持仓地产股的历史回顾	3

第一，二季度基金地产持仓市值继续下降

随着公募基金 2018 年中报披露完毕，我们以基金市场类全部基金作为分析样本来分析基金对地产股的配置变化。2018 年中，房地产板块的基金持仓总市值达到 645.9 亿元，相较于 2018 年一季度末减少 14.7%，在经历连续 5 个季度持仓总市值正增长之后出现回落。

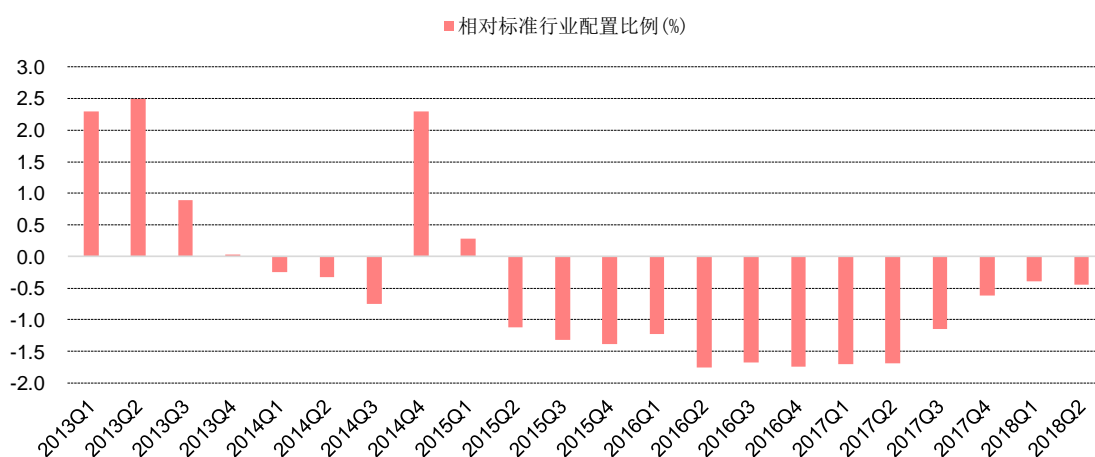
持仓比例来看，二季度基金重仓持股中房地产板块占股票投资市值比重为 3.6%，较 2018 年一季度末下降 0.43 个百分点，与 2017 年末基本持平，低于标准配置比例，相对标准行业配置比例落后 0.41 个百分点。

图表 1：房地产板块持仓总市值及占比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表 2：房地产板块相对标准行业配置比例

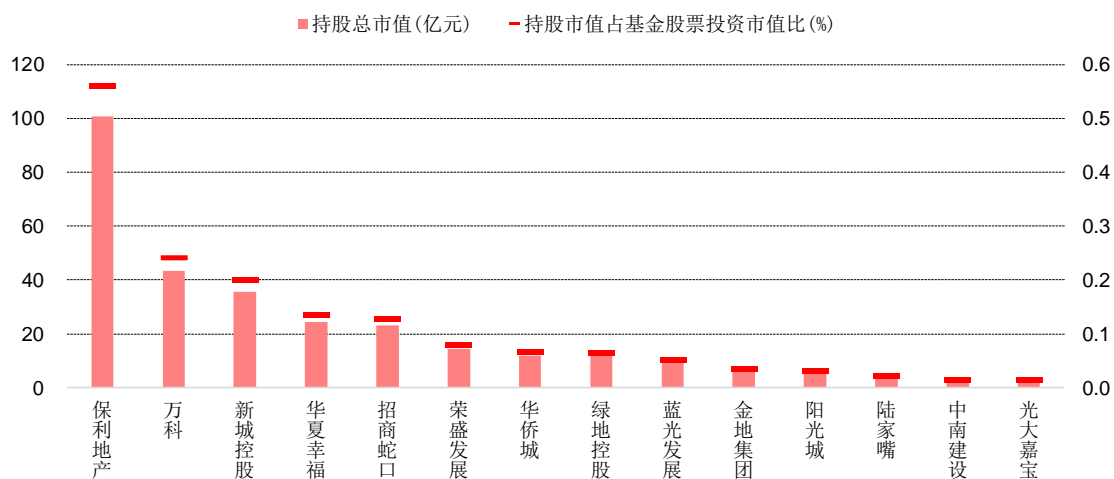


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从具体个股来看，公募基金持仓市值高于 5 亿元的地产股共有 14 支，其中保利地产持仓总市值达到 100.6 亿元，占比基金股票投资市值的 0.56%，重仓持有的基金数量为 289 支，均为地产股中最高，万科 A、新城控股、

华夏幸福、招商蛇口持仓市值位列其后。

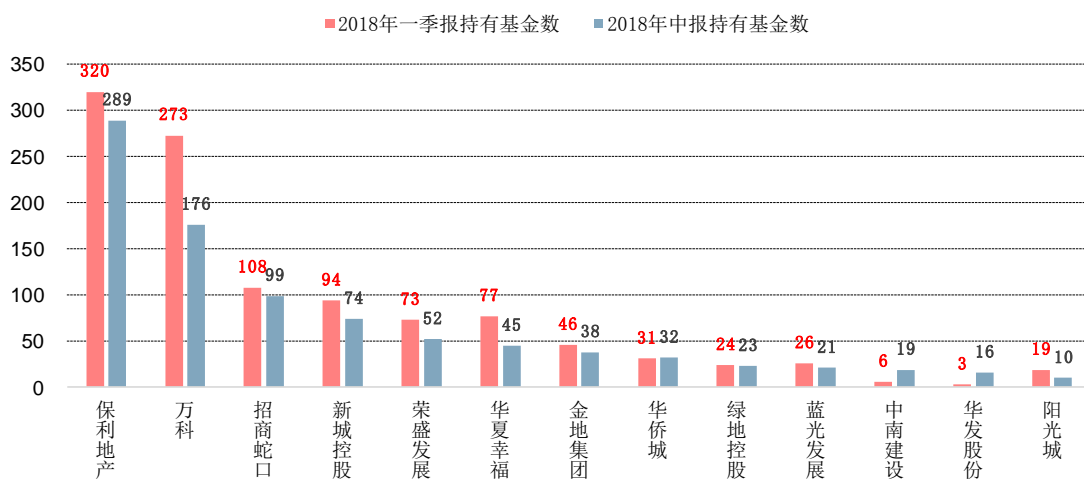
图表 3：公募基金持仓市值高于 5 亿元的地产股配置情况



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

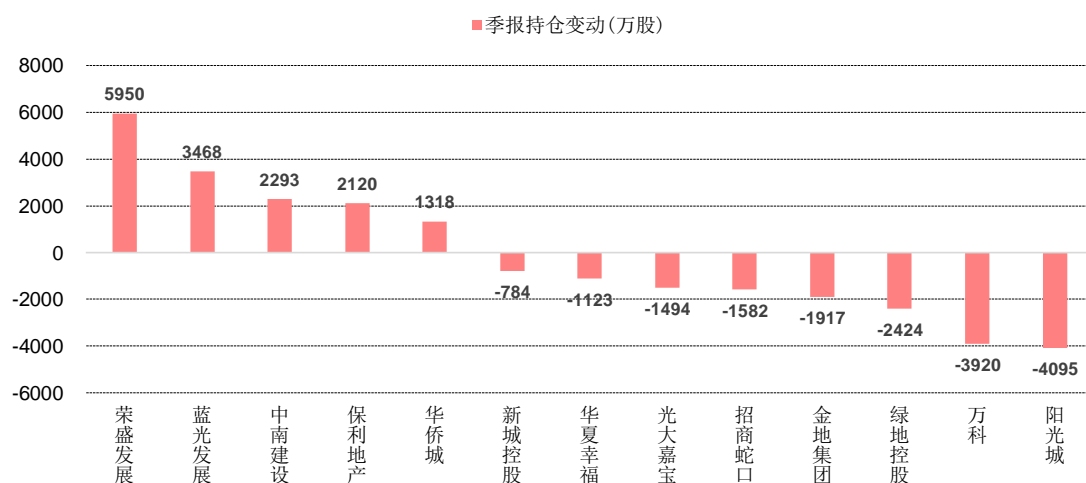
以持有基金数量角度来观察，重仓持有数量高于 10 支基金的共有 13 支地产股，其中中南建设和华发股份重仓持有基金数量在二季度出现增加，而重仓持有其他 11 支地产股的基金数量均有所下降。从持仓股份数量变动情况来看，荣盛发展和蓝光发展的持仓股份数量增加最多。

图表 4：2018 年一季度及二季度持股基金数量变化



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表 5：季报持仓地产股数量变动情况

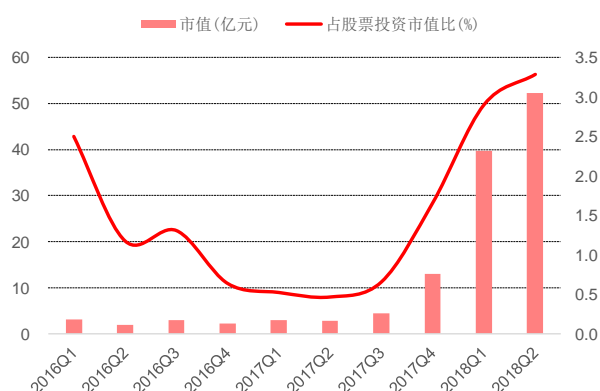


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

第二，陆港通持股比例增加趋势不改

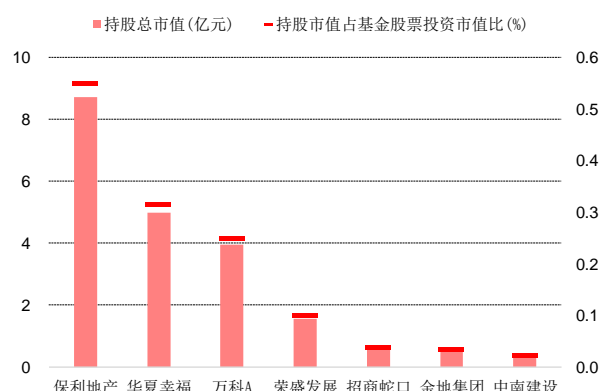
尽管国内市场对于地产板块的配置意愿出现下降，但我们观察到自 2016 年以来北上资金及 QFII 等外资持续增大地产股的配置规模，截至 2018 年二季度末，陆港通基金持有地产板块总市值达到 52.3 亿元，相比于 2016 年一季度末规模已增长超过 15 倍，同时占股票投资市值比重为 3.28%，尽管仍低于行业标准配置，但自 2016 年四季度以来始终处于上升趋势之中。具体股票来看，持有总市值居前的 A 股地产股为保利地产、华夏幸福、万科 A、荣盛发展、招商蛇口、金地集团和中南建设。

图表 6：陆港通持股地产股市值及比例



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表 7：陆港通持股主流地产股情况



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

第三，机构持仓地产股的历史回顾

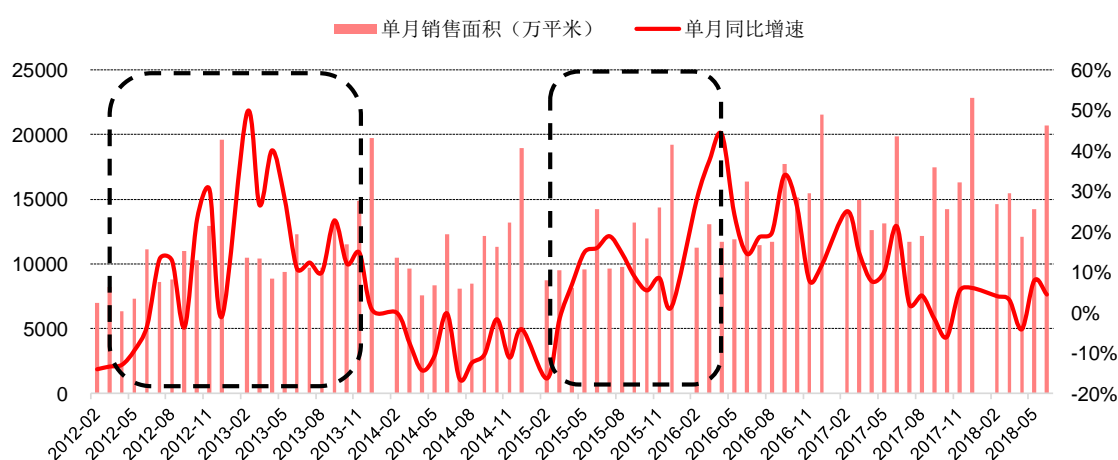
经过多轮周期的变化，机构对地产股的持仓发生了什么变化？我们梳理了 2011 年以来机构持仓地产股的周

期，主要呈现以下特点：

1、在行业景气周期加配，在政策高压环境持续低配

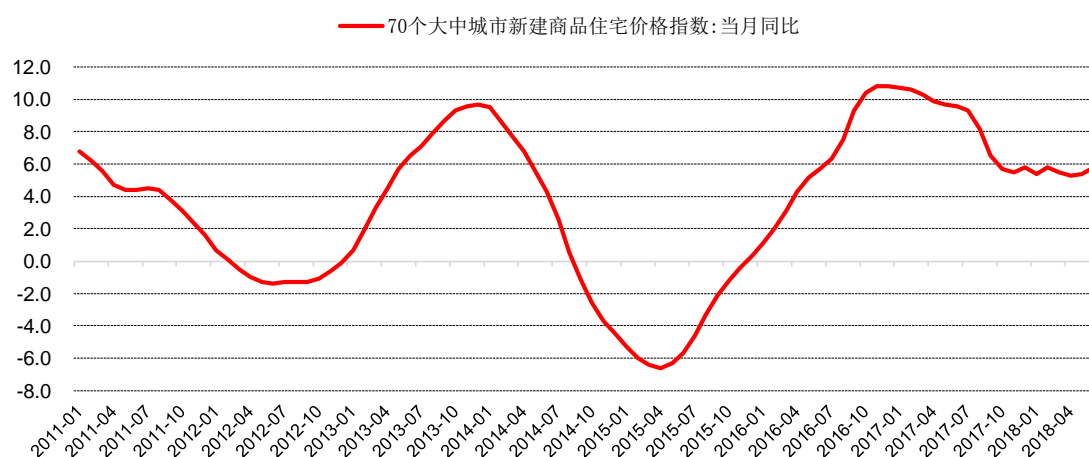
从季度变化角度，2011年以来机构对地产股共有2次集中超配，分别为2012年、2014年，分别对应2轮小周期的房地产牛市，而且体现了资本市场的前瞻预判，不同周期政策环境不同，但都对应不同程度的放松，随后的2013年和2015年房地产市场成交量价同比增速均大幅提升。我们以重仓持有基金数量高于10支作为重仓配置的衡量标准，2012年和2014年也都出现了明显提升。2018年1月也一度出现机构对地产股的超配，背后也蕴含了一定程度对行业政策放松的预期。

图表 8：2012 年至今商品房单月销售面积及同比增速



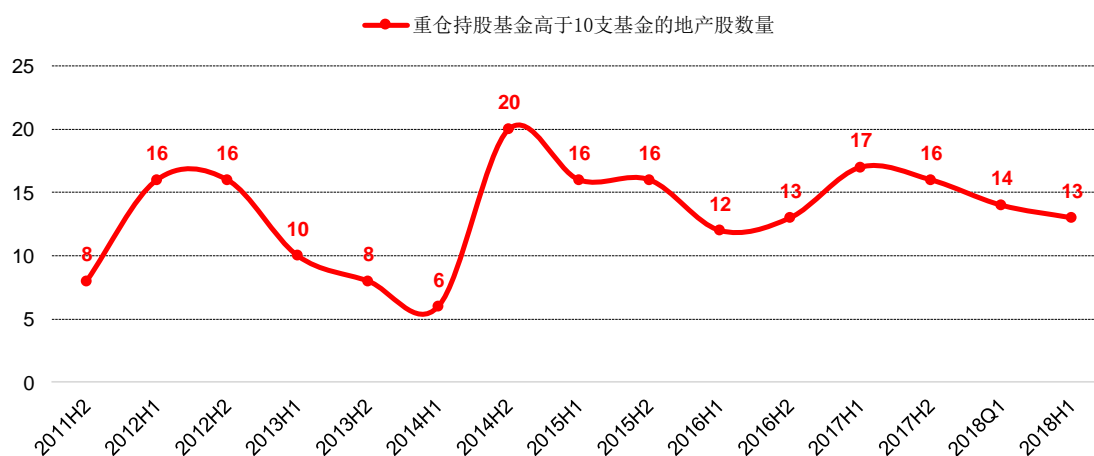
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表 9：2011 年至今 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2015 年开始由于房地产市场重归火热，趋严的政策监管开始压制板块，之后基金对地产股持续处于低配水平，但从 2017 年开始，低配比例持续收窄，主要在于三四线城市成交超预期叠加集中度提升逻辑得到机构认可。重仓持股地产的基金数量也较 2016 年明显回升，2017 年末地产股持仓市值同比增长 38%。

图表 10：2011 年以来重仓持有基金数量高于 10 支基金的地产股配置数量


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2、机构配置特点：注重流动性和成长性

我们整理了 2011 年以来每个年度的持股基金数量最多的 TOP10，来回顾近 8 年以来基金的配置偏好。我们可以看到，具备稳健增长和流动性的龙头公司永远是最受基金偏好的地产股，万科、保利、招商蛇口（招商地产）、金地集团、华侨城等都是常年位列前 10 的标的，而另一方面，基金注重成长性，荣盛发展、华夏幸福、华发股份、阳光城、新城控股等具备长期高增长或者阶段性高增长能力的企业也是名单中的重要组成，而同时我们也可以观察到，部分近年逐步失速的公司也在名单中逐步淡去。

图表 11：2011 年以来配置基金数量 Top 10 地产股

2011 年 Top10		2012 年 Top10		2013 年 Top10		2014 年 Top10	
万科 A	112	万科 A	195	万科 A	123	万科 A	216
保利地产	79	保利地产	130	招商地产	34	保利地产	195
招商地产	35	招商地产	80	金地集团	33	招商地产	152
金地集团	31	华侨城 A	74	保利地产	29	华夏幸福	56
华侨城 A	26	金地集团	59	华侨城 A	22	华侨城 A	53
首开股份	16	荣盛发展	29	华夏幸福	12	首开股份	31
金融街	15	首开股份	25	建发股份	10	金融街	30
北京城建	13	南湖中宝	23	城投控股	10	冠城大通	26
建发股份	9	建发股份	19	南湖中宝	9	荣盛发展	22
荣盛发展	9	华夏幸福	16	北京城建	8	信达地产	20
2015 年 Top10		2016 年 Top10		2017 年 Top10		2018 年中报 Top10	
万科 A	149	万科 A	86	保利地产	272	保利地产	289
招商蛇口	49	保利地产	55	万科 A	242	万科 A	176
保利地产	47	招商蛇口	45	招商蛇口	68	招商蛇口	99
华夏幸福	43	金科股份	29	华夏幸福	66	新城控股	74
华发股份	26	华侨城 A	25	金地集团	65	荣盛发展	52
建发股份	24	北京城建	25	新城控股	65	华夏幸福	45

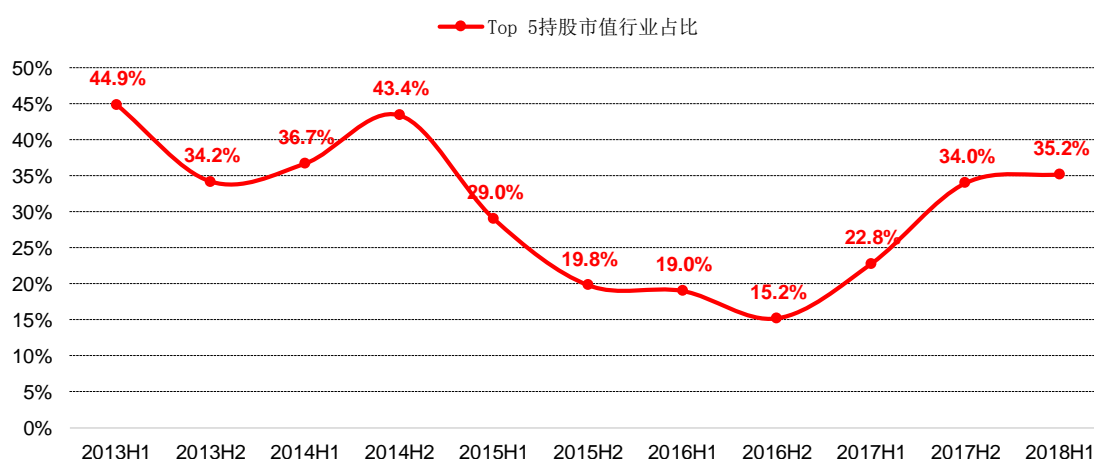
华侨城 A	17	华夏幸福	21	阳光城	36	金地集团	38
苏宁环球	16	光大嘉宝	15	光大嘉宝	33	华侨城 A	32
张江高科	13	福星股份	13	荣盛发展	32	中天金融	25
福星股份	12	建发股份	13	华侨城 A	26	绿地控股	23

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

3、持股集中度提升, 行业持仓占比仍处低位

从持股市值集中度的角度来看, 2018 年中报房地产行业持股市值 Top 5 的地产股在行业内占比达到 35.2%, 2016 年以来持续回升, 意味着龙头地产股的头部效应愈加显著, 2017 年以来保利地产、万科 A 和招商蛇口的重仓持有基金数量明显高于其它地产股, 基金对地产股持股集中度呈现明显回升。

图表 12: 房地产行业持股市值 Top 5 占比



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

4、当前持股特点接近于 2013 年末 2014 年初

对比历史, 我们认为当前基金持股类似于 2013 年末 2014 年初, 同样处于行业持仓占比下降, 但持股集中度提升的阶段, 在行业处于调控高压阶段, 以及融资渠道逐步收窄, 机构更加注重房企销售和业绩增长的确定性, 同时面对潜在的风险暴露容忍度也更低, 带来了持有标的减少, 但是持仓更加集中的特点。

从基金配置地产股的历史回顾来看, 我们认为当前低配水平已经处于历史低位, 结合房地产板块极低的估值水平, 我们认为板块的安全边际已经在构筑。未来板块估值修复的动力将取决于行业基本面的边际改善, 诚然当前板块依然存在一些不可证伪的负面传闻, 但我们认为积极因素已经在逐步累积, 包括如货币政策转向带来流动性边际改善, 去杠杆节奏趋于缓和, 都在形成板块估值改善的催化剂。

图表 13: 2013 年末至 2014 年各季度配置基金数量 Top 10 地产股

2013Q3			2013Q4			2014Q1		
公司	持有基金	持仓变动(万)	公司	持有基金	持仓变动(万)	公司	持有基金	持仓变动(万)
万科 A	136	-67157	万科 A	123	-31852	万科 A	147	-6518
招商地产	50	-327	招商地产	34	-3941	保利地产	33	-11254

请参阅最后一页的重要声明

保利地产	45	-27821	金地集团	33	-5774	华夏幸福	28	740
金地集团	28	-42808	保利地产	29	-13452	招商地产	26	-5352
华侨城 A	27	7132	华侨城 A	22	-6800	金地集团	20	-12579
华夏幸福	15	-353	华夏幸福	12	248	荣盛发展	19	47
阳光城	10	-6875	建发股份	10	-308	阳光城	18	-704
建发股份	8	163	城投控股	10	-3270	首开股份	15	2182
城投控股	8	-711	新湖中宝	9	6830	华侨城 A	14	-9852
新湖中宝	7	-2190	北京城建	8	846	世联行	10	-31
2014Q2			2014Q3			2014Q4		
公司	持有基金	持仓变动(万)	公司	持有基金	持仓变动(万)	公司	持有基金	持仓变动(万)
万科 A	127	-6869	万科 A	122	-16794	万科 A	216	10139
华夏幸福	26	2754	保利地产	26	-306	保利地产	195	77844
保利地产	24	14224	阳光城	19	7218	招商地产	152	21940
招商地产	19	1817	招商地产	18	-1837	华夏幸福	56	8211
阳光城	10	-1808	冠城大通	14	-197	华侨城 A	53	36640
金地集团	10	-17080	华夏幸福	14	-3041	首开股份	31	7082
华侨城 A	7	-13135	华侨城 A	13	1670	金融街	30	5395
北京城建	6	-73	金融街	13	3549	冠城大通	26	3830
新湖中宝	5	-4295	新湖中宝	11	5539	荣盛发展	22	3967
顺发恒业	4	200	金科股份	9	5285	信达地产	20	4830

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，6 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

王嵩：华南理工大学工科学士，香港城市大学金融工程硕士，曾就职于国海证券研究所，2017 年加入中信建投证券

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859