

房地产行业专题—— 优势地产股的择时逻辑

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码：S0980510120051

2018年7月30日



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

关键结论

- 一. 至少从过去11年的历史看，优势地产股的基本面虽然持续向上，但股价表现并未能穿越周期。比如：保利自2007年11月的高点至今仅上涨了17.93%、万科自2007年的高点至今仅上涨了14.6%，且2007年的高点许多年后才被突破：万科2007年的高点在2015年下半年宝能系举牌后才被突破、保利2007年的高点在2015年1月份才被突破，在这11年当中，股价数次创下阶段性高点后又被腰斩，有时候甚至跌得更深；
- 二. 优势地产股的上述走势，说明了投资优势地产股，择时何其重要；
- 三. 复盘表明：《区瑞明地产A股小周期理论框架》用于“择时”优势地产股非常有效。

关键结论

表1：近10年部分优势地产股股价、销售规模、净利润涨幅

	2007年 高点	2017年 高点	年化涨幅	2007年销售 额 (亿元)	2017年销售 额 (亿元)	年化增 长率	2007年净利 润 (亿元)	2017年净利 润 (亿元)	年化增长 率
保利地产	10.02	13.90	3.7%	170.41	3092.27	38%	16.28	196.77	32%
万科A	20.35	33.83	5.8%	523.60	5298.80	29%	53.18	372.08	24%
金地集团	12.43	12.28	-0.1%	97.45	1408.10	35%	13.23	94.77	24%
荣盛发展	5.81	9.31	5.4%	21.98	679.30	46%	2.84	60.79	41%
	2007年 高点	2014年 高点	年化涨幅	2007年销售 额 (亿元)	2014年销售 额 (亿元)	年化增 长率	2007年净利 润 (亿元)	2014年净利 润 (亿元)	年化增长 率
招商地产	42.33	26.13	-7.7%	26.28	510.49	64%	11.95	55.10	29%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

关键结论

表2: 近11年优势地产股走势回顾

	2007年高 点	2008年低 点	跌幅	2009年 高点	2010 年低 点	跌幅	2013 年高点	2014 年低 点	跌幅	2015 年高 点	2016 年低点	跌幅	2018年 高点	2018年 至今的 低点	跌幅
保利地产	10.02	2.22	-78%	8.23	3.48	-58%	8.20	3.73	-55%	13.68	7.55	-45%	18.2	10.2	-44%
万科A	20.35	3.86	-81%	12.06	5.42	-55%	10.73	5.55	-48%	-	-	-	42.2	22.0	-48%
金地集团	12.43	1.54	-88%	8.99	4.47	-50%	6.77	4.74	-30%	14.26	8.37	-41%	16.6	8.4	-49%
招商地产	42.33	6.55	-85%	24.55	8.86	-64%	20.11	9.77	-51%						
荣盛发展	5.81	4.91	-15%	4.91	2.48	-49%	7.43	3.47	-53%	13.09	5.59	-57%	13.6	7.2	-47%
新城控股	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24.06	8.32	-65%	44.7	25.3	-43%
招商蛇口	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.31	12.49	-44%	26.7	16.5	-38%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理 (上述品种仅作列示, 不做推荐)

(注: 万科2015年停牌, 招商蛇口2015年整体上市前为招商地产000024.SZ)

●研究框架

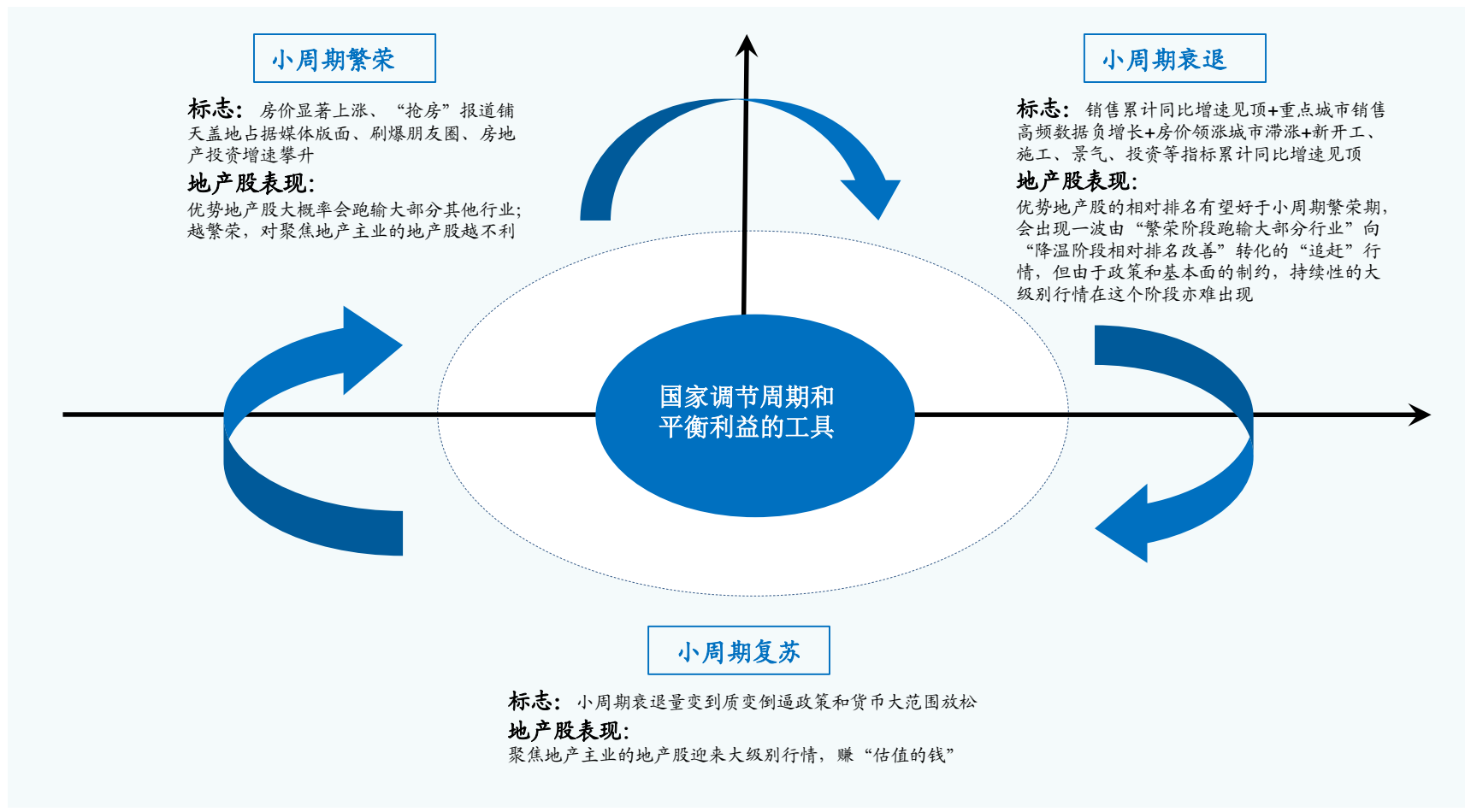
区瑞明地产A股小周期理论框架

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、正因其支柱地位，且土地公有，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、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。

区瑞明地产A股小周期理论框架

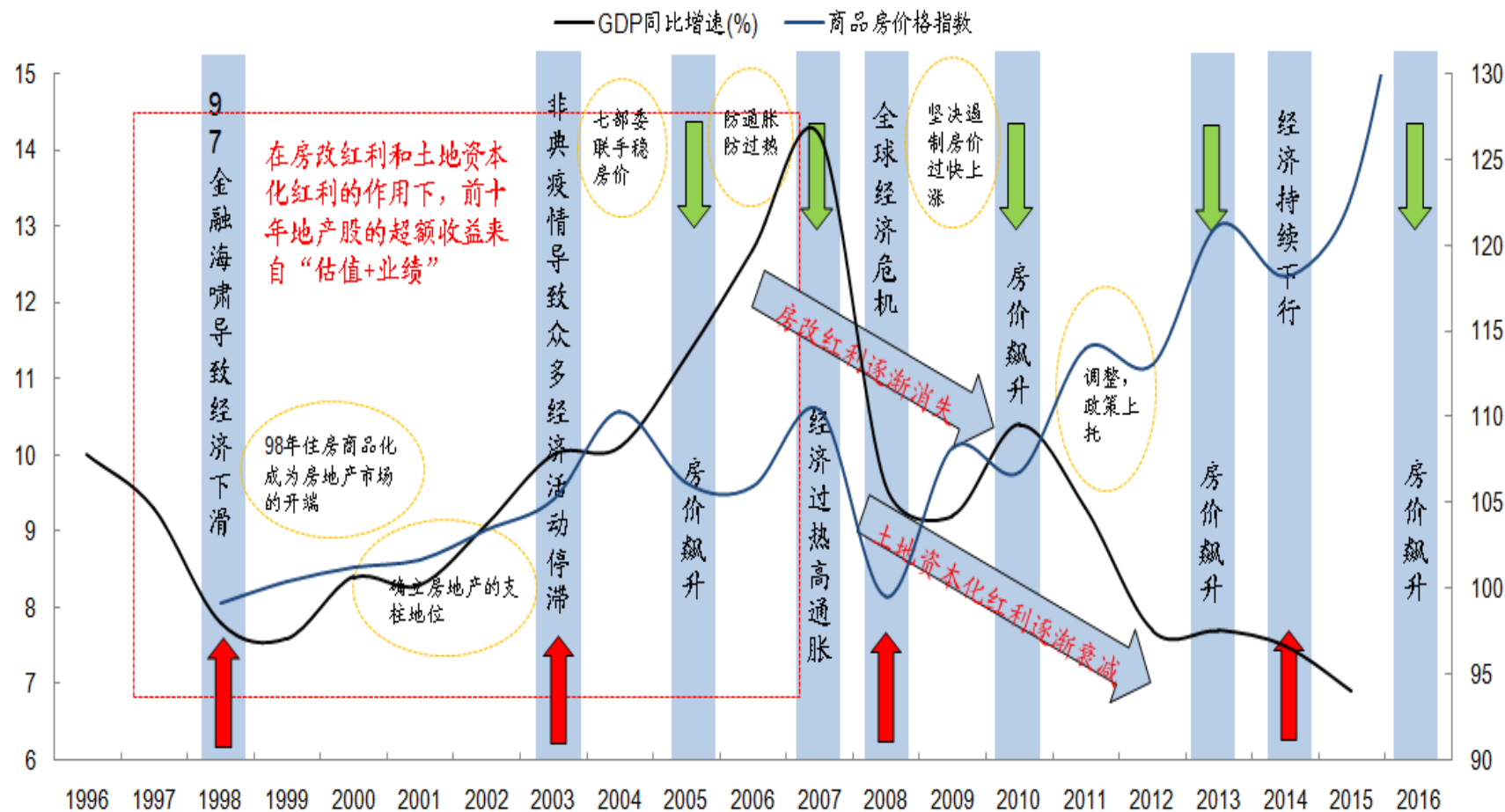
图1：区瑞明地产A股小周期理论框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

区瑞明地产A股小周期理论框架

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

区瑞明地产A股小周期理论框架

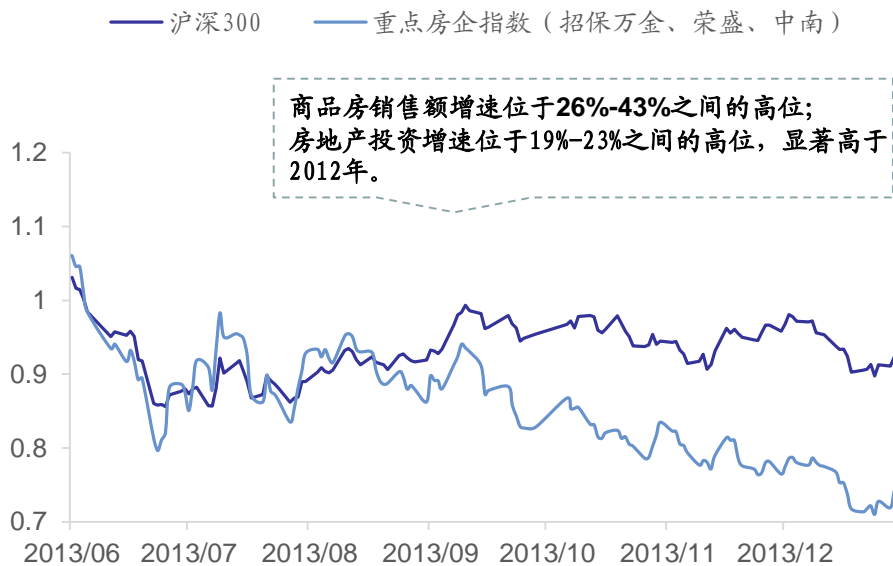
当房价显著上涨、“老百姓抢购房子”的报道铺天盖地占据媒体版面、刷爆朋友圈、房地产投资增速攀升时，中国房地产行业处在小周期繁荣阶段，这个阶段舆论不友好，政府对房地产的态度会以“平衡利益”为主，政策趋紧、房价受调控所限但地价由于供给被垄断很难松动导致房企拿地成本相对攀升，行业的两个核心驱动变量均处在不利位置，因此优势地产股大概率会跑输大部分其他行业。

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：中国指数研究院、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：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

区瑞明地产A股小周期理论框架

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: 地产股09年下半年-10年上半年繁荣期跑输大盘

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

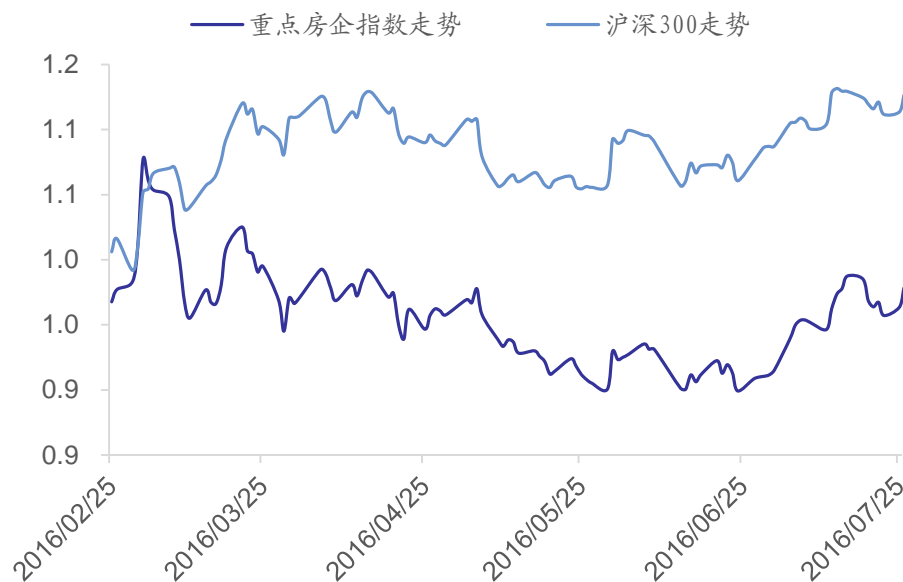
2016年2月28日05时13分 来源：钱江晚报

导语：近些天，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：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

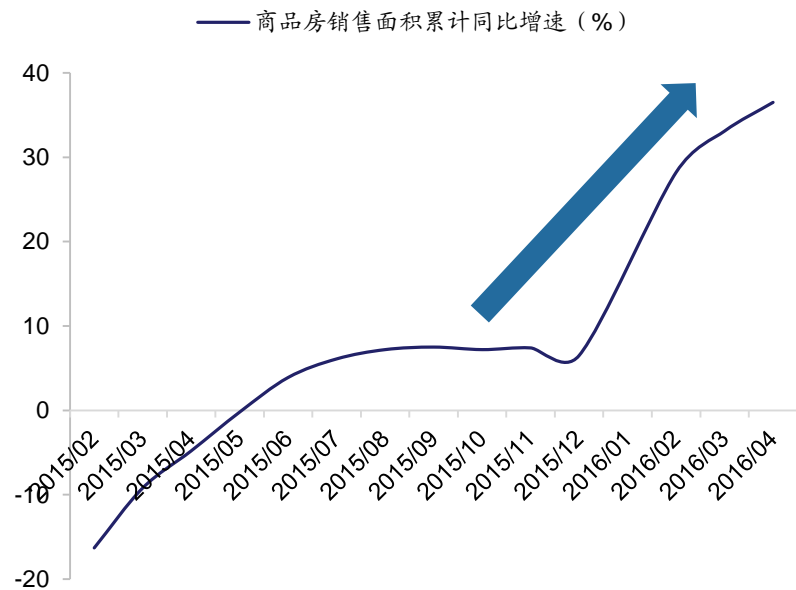
图6: 地产股2013年繁荣期超额收益大幅下降并跑输大盘



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

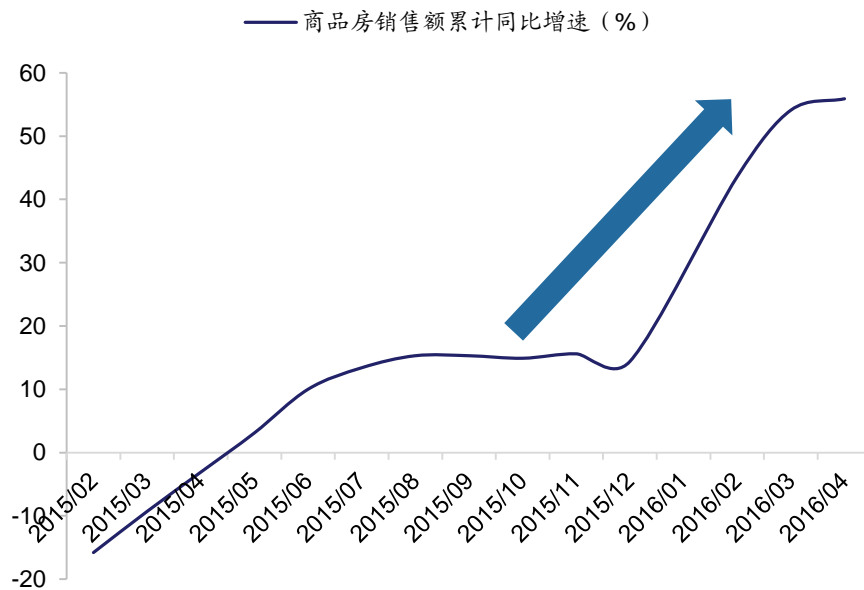
区瑞明地产A股小周期理论框架

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: 中国指数研究院、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: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

区瑞明地产A股小周期理论框架

表3: 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平米以下), 由3%降至2% (90平米以上); 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

区瑞明地产A股小周期理论框架

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：

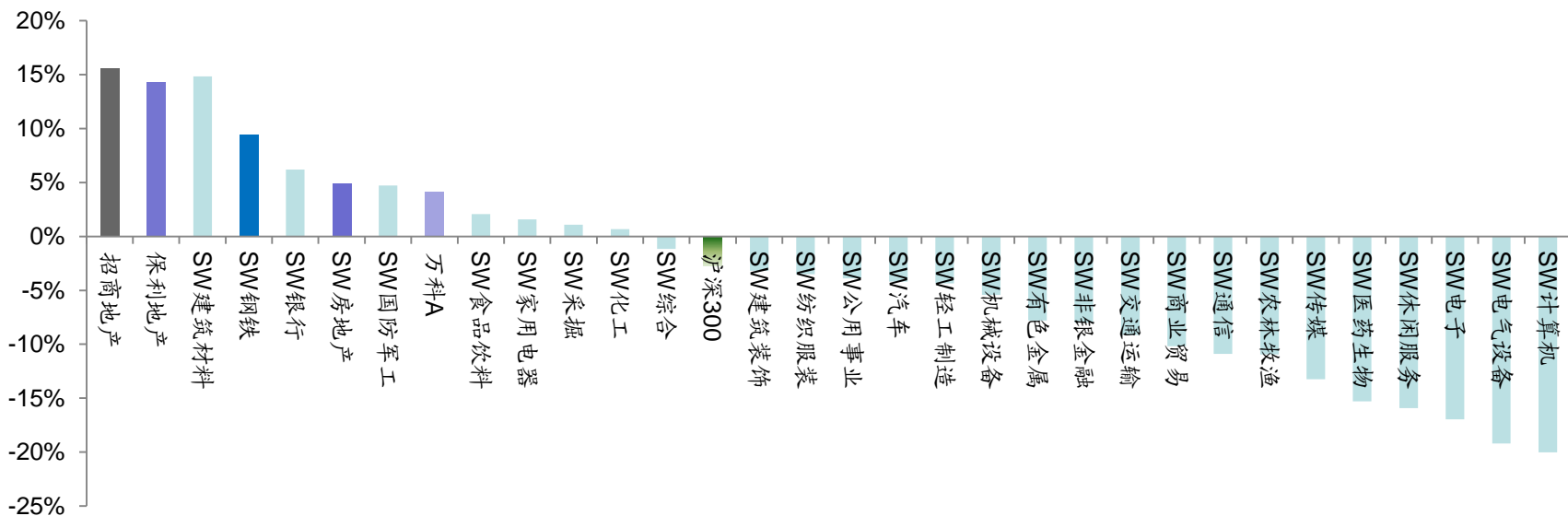
1. 预售制度导致结算滞后，小周期繁荣阶段的销售利润有望在小周期降温阶段兑现；
2. 行业小周期降温期，优势地产股受益于市场集中度提升，销售增速大概率不会特别难看，“逆市增长”在这一阶段比较容易获得投资者的青睐和追捧；
3. 房地产行业的支柱地位决定了A股市场的风险偏好亦会因为房地产行业的显著降温而下降，利于低估值且在繁荣阶段已提前反映了行业降温并在行业繁荣阶段跑输绝大部分行业的优势地产股；
4. 行业的支柱地位还决定了这一阶段政策的预期有望随着基本面降温、衰退而逐步改善，行业越降温，对政策预期改善越有利。

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；

区瑞明地产A股小周期理论框架

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

区瑞明地产A股小周期理论框架

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

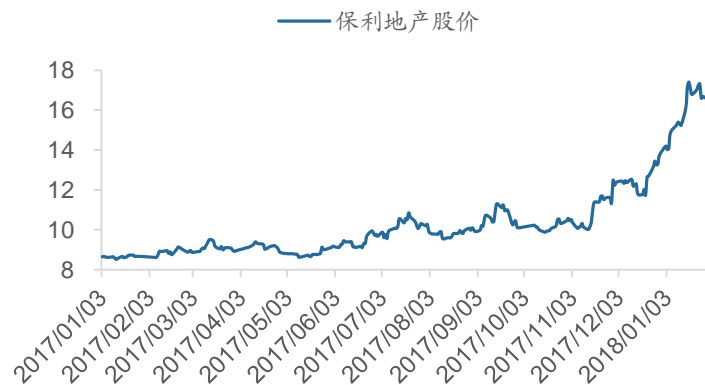
区瑞明地产A股小周期理论框架

图11: 2017年万科股价涨幅显著



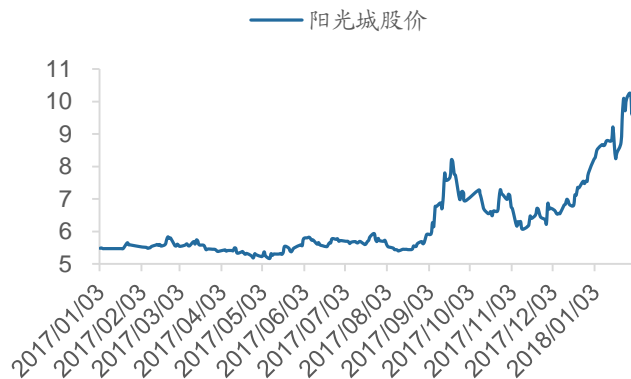
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图12: 2017年保利股价涨幅显著



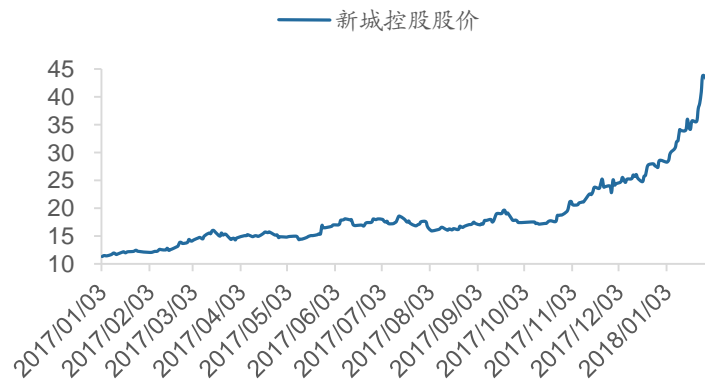
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图13: 2017年阳光城股价涨幅显著



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

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

区瑞明地产A股小周期理论框架

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



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

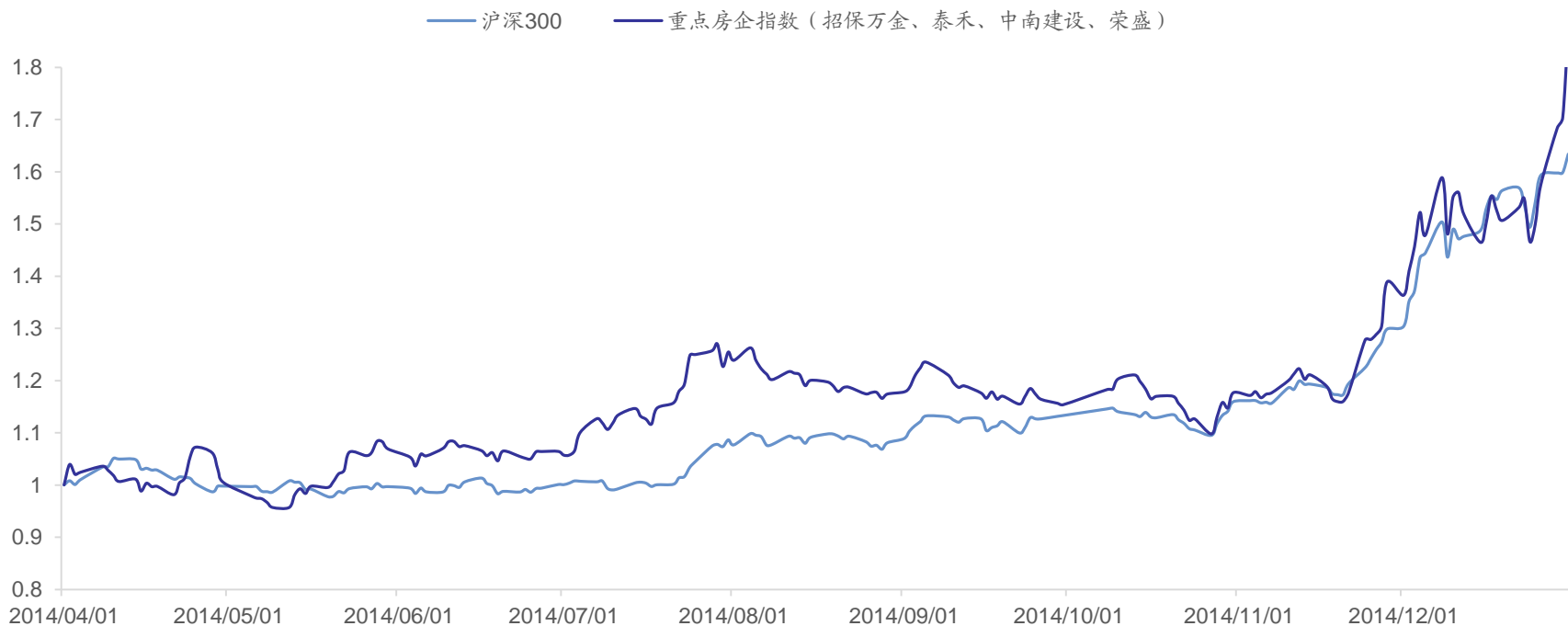
图16: 地产股2012复苏期显著跑赢大盘



资料来源：中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

区瑞明地产A股小周期理论框架

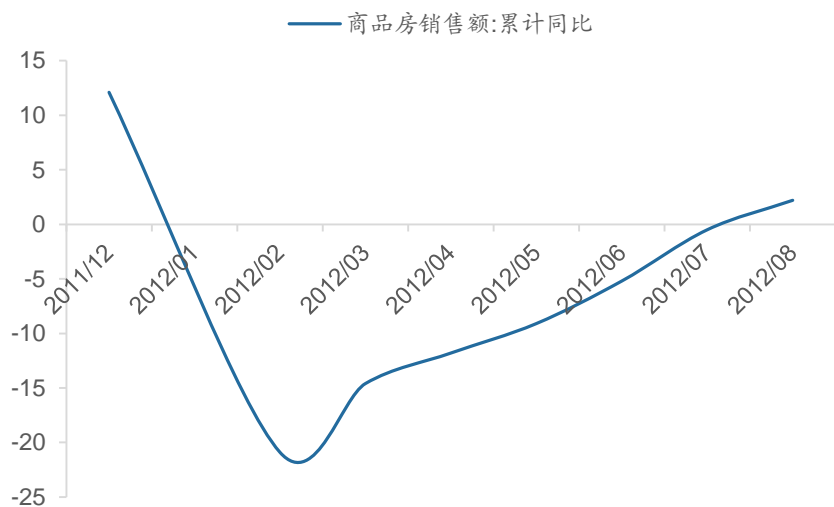
图17: 地产股2014年复苏期的大级别行情



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

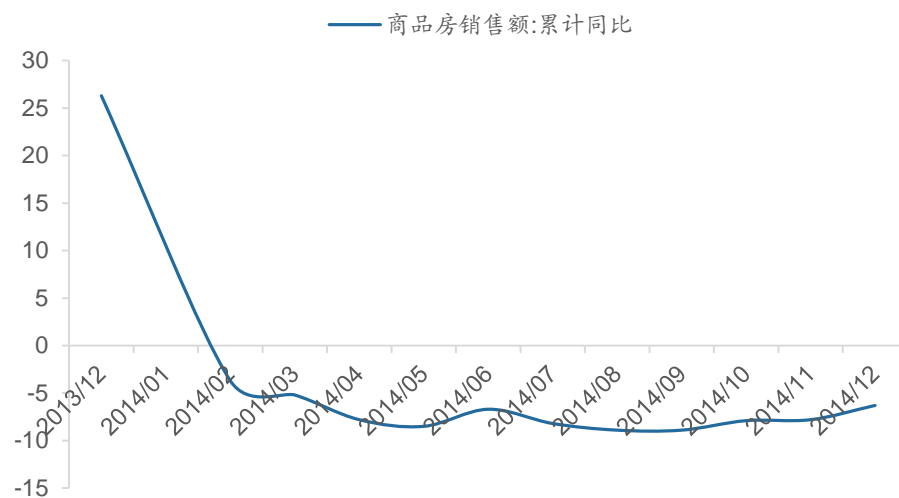
区瑞明地产A股小周期理论框架

图18: 2012年销售增速呈现负增长



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图19: 2014年销售增速呈现负增长



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

●近一年复盘情况

近一年复盘情况

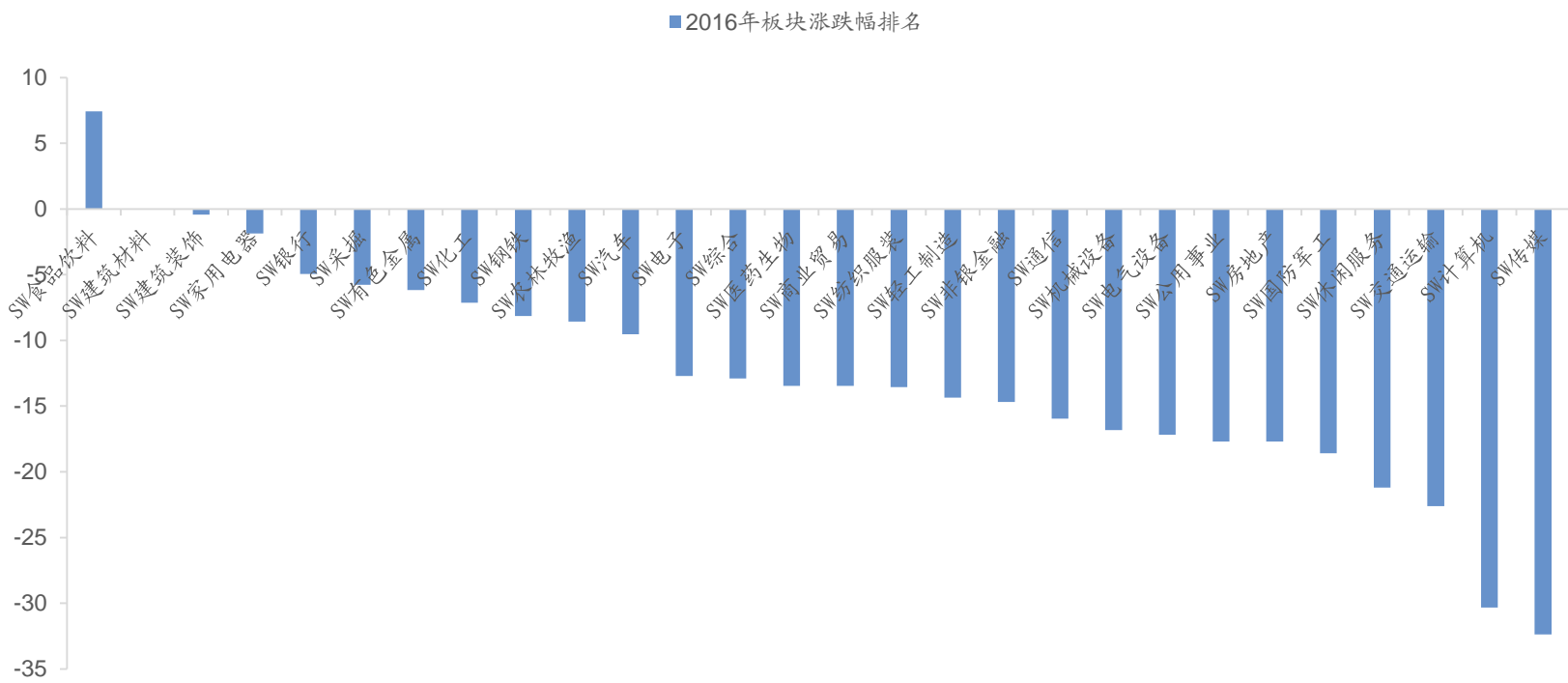
《区瑞明地产A股小周期理论框架》蕴含的道理简单、朴素，却基本行之有效，在过去10年已持续被验证，2017年之前的复盘详情参见我们2016年发布的方法论专题《地产A股小周期理论框架的梳理及实证应用》，这里不再赘述，复盘近一年A股优势地产股的走势，我们仍可以看到这个框架还是能够获得很强的市场验证的。因此利用《区瑞明地产A股小周期理论框架》是能够比较准确地预测到各年份地产A股的整体趋势及每年地产A股整体行情所发生的一些较大的波动的。

近一年复盘情况

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**28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。

近一年复盘情况

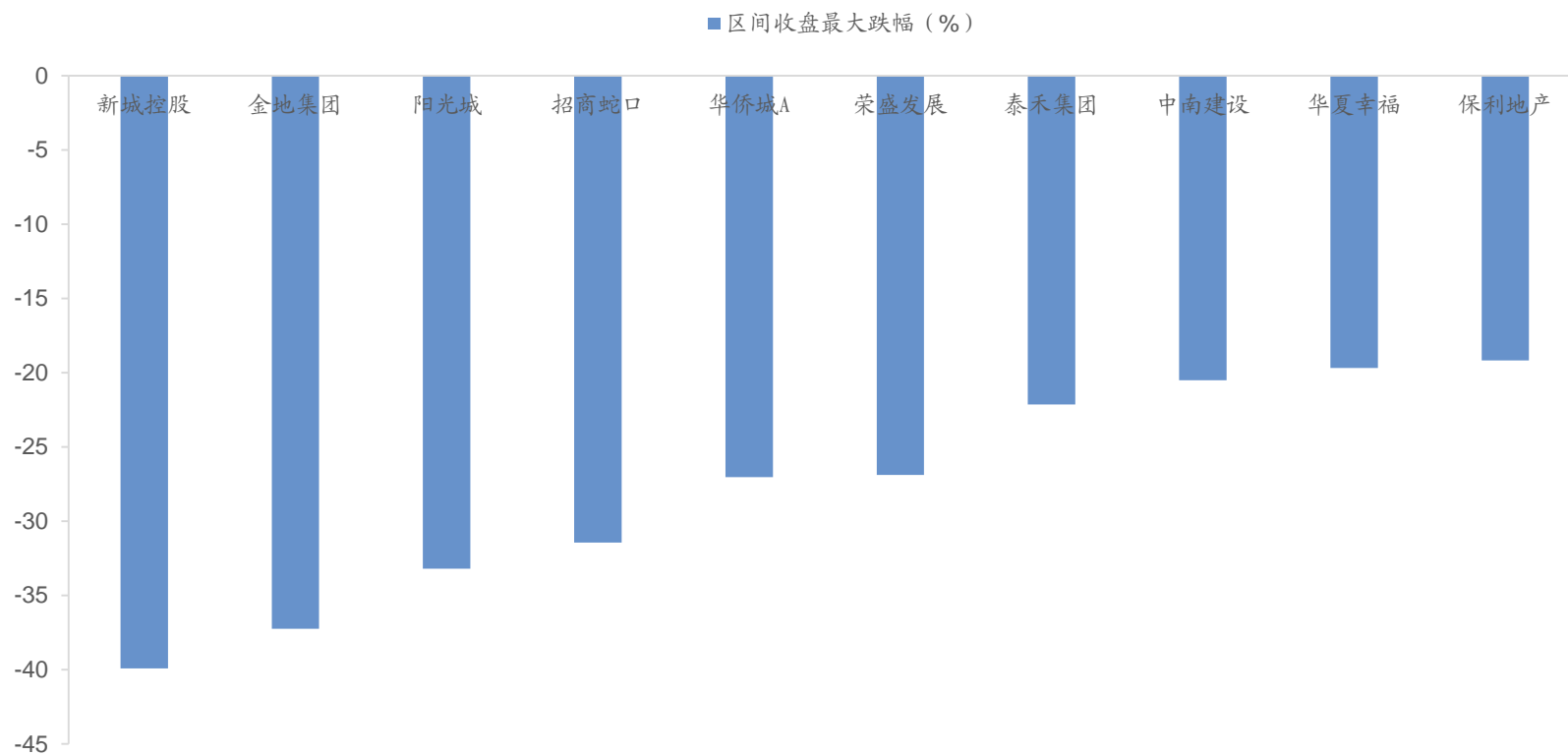
图20: 2016年申万房地产指数全年涨幅在28个行业中排倒数第六



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

近一年复盘情况

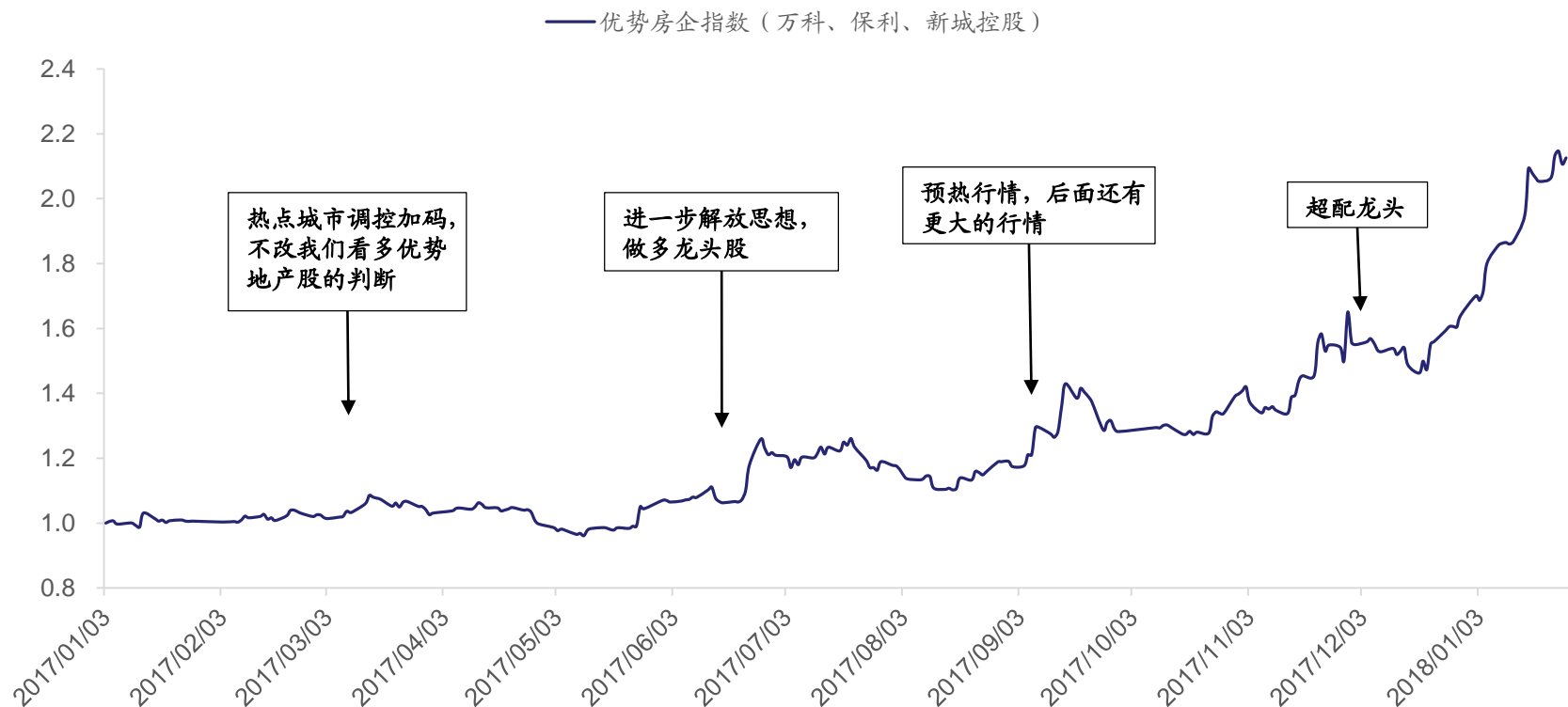
图21：2016年上半年重点房企股价跌幅惨重



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

近一年复盘情况

图22: 《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

近一年复盘情况

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：

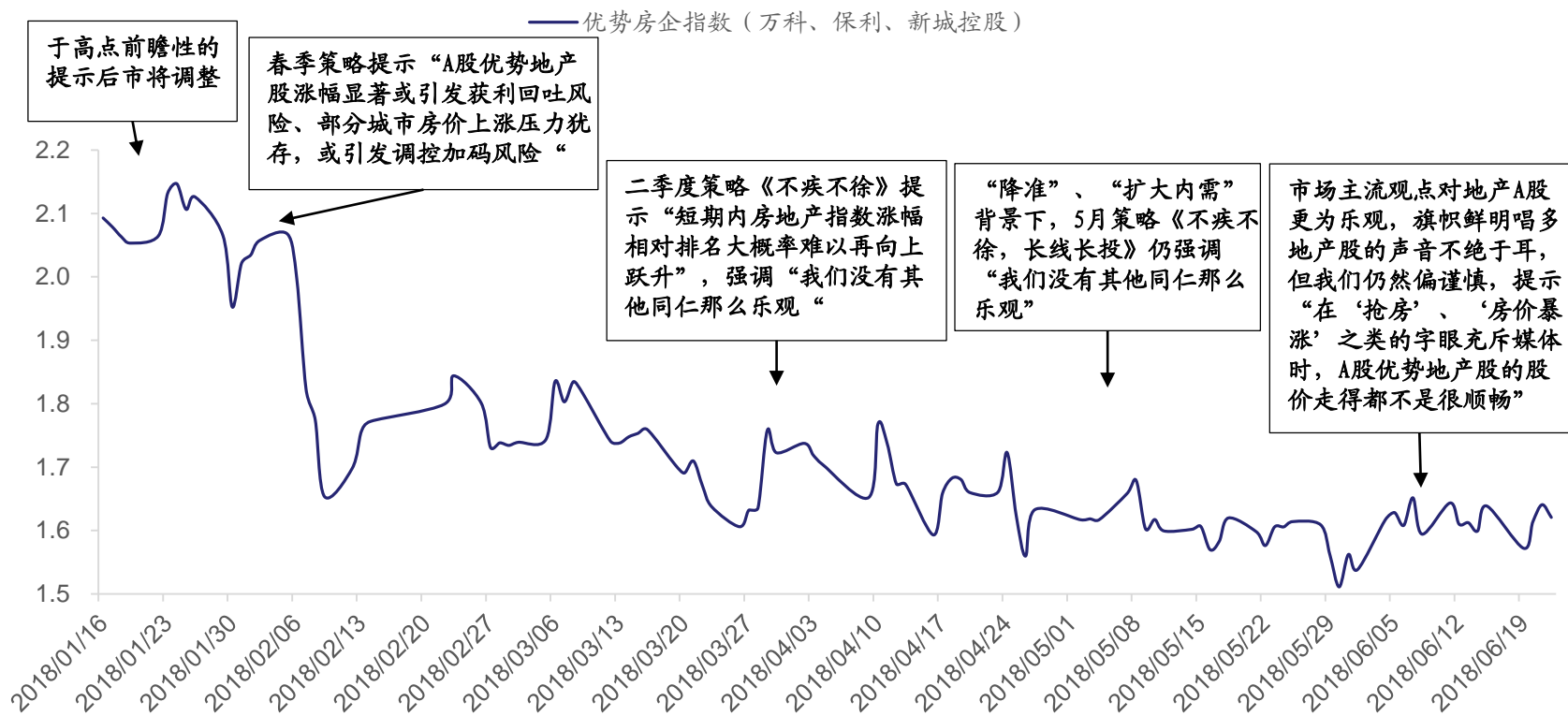
1. 在**1月22日**A股优势地产股的股价位于高点时，发布了报告《**2017**年投资增速**7%**完全符合我们预期，**区瑞明地产A股小周期理论框架再次被印证**》，提示后市有调整风险，我们在该篇报告中明确提示“**A股优势地产股后市超额收益能否继续扩大，需要更强的催化剂，比如政府对房价上涨的容忍度提升、房地产调控由初露局部松动迹象到更明确、更大范围放松等，因此股价即使出现调整也不意外**”；
2. 在**1月29日**发布的春季策略中再次提示“**A股优势地产股涨幅显著或引发获利回吐风险、部分城市房价上涨压力犹存，或引发调控加码风险**”；
3. 在**4月2日**发布的地产**A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**”；

近一年复盘情况

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”。

近一年复盘情况

图23: 《区瑞明地产A股小周期理论框架》2018年以来的实证应用

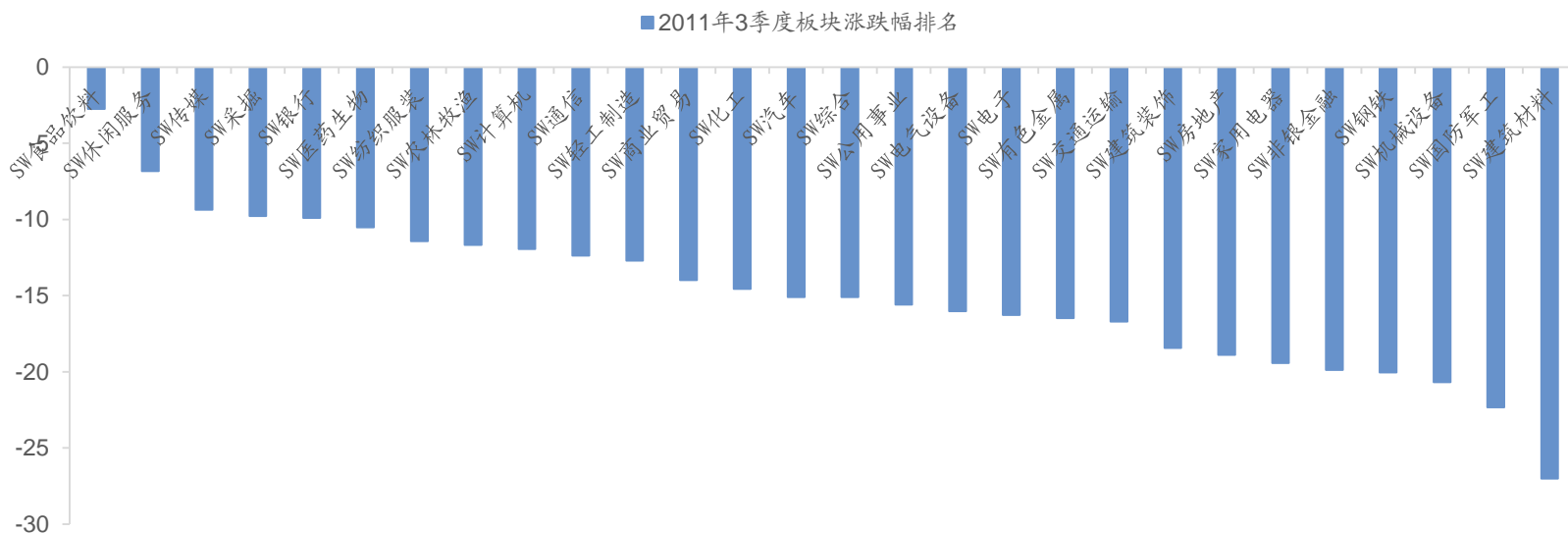


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

近一年复盘情况

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24：2011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

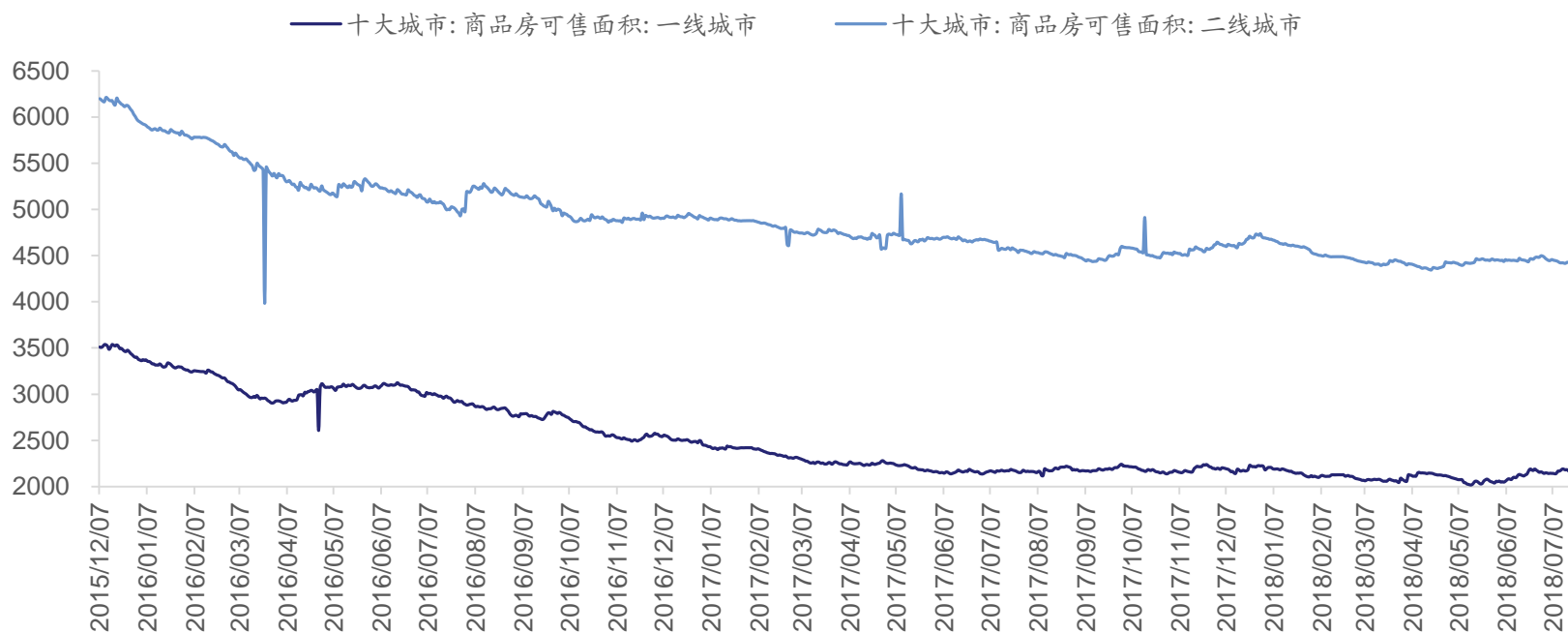
近一年复盘情况

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：

近一年复盘情况

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。

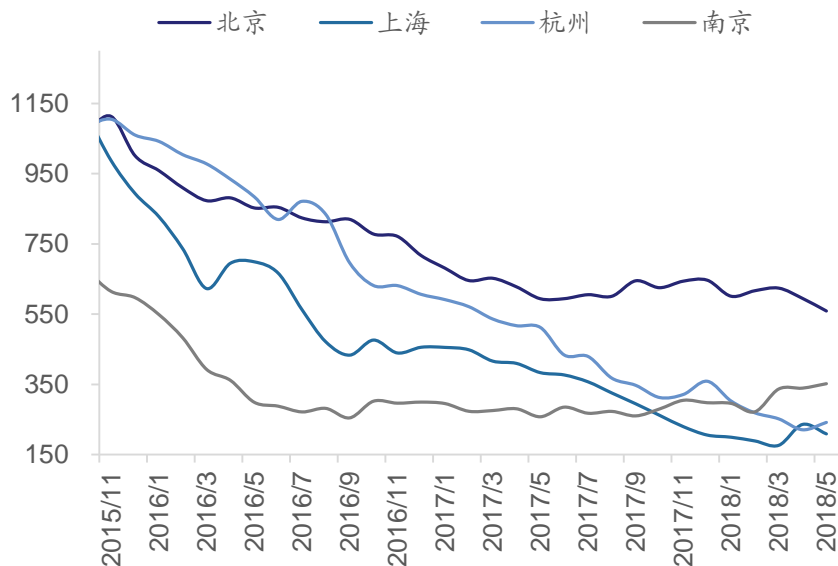
图25：十大城市商品房可售面积持续下降



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

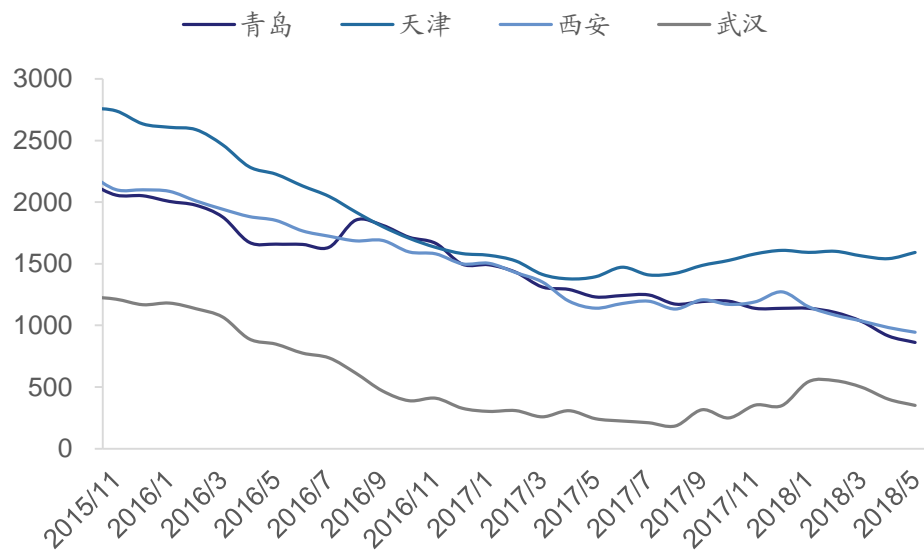
近一年复盘情况

图26: 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27: 部分城市住宅商品房可售面积 (万平方米)

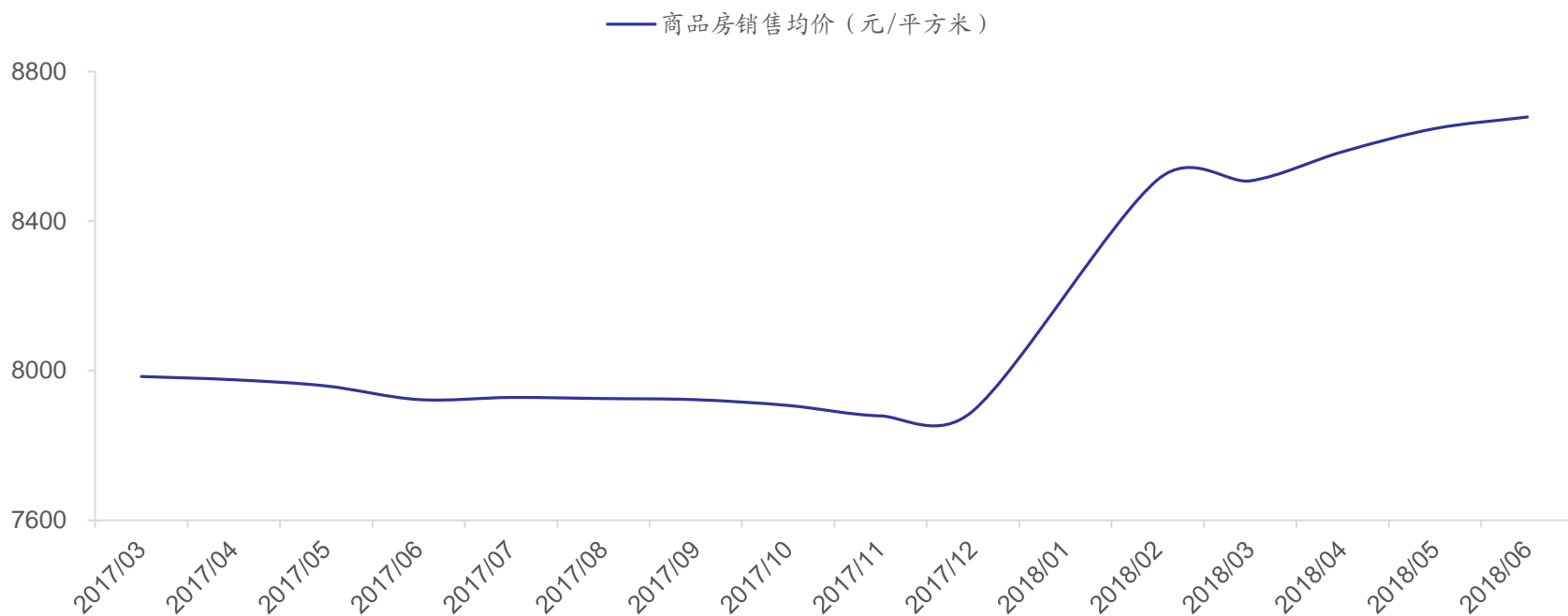


资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

近一年复盘情况

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、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%。

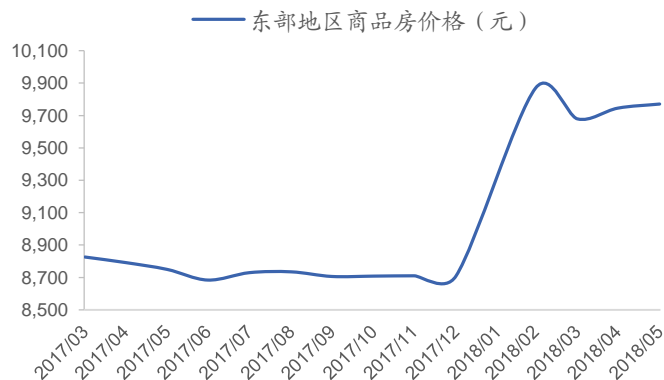
图28: 2018年以来新建商品住宅价格持续走高



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

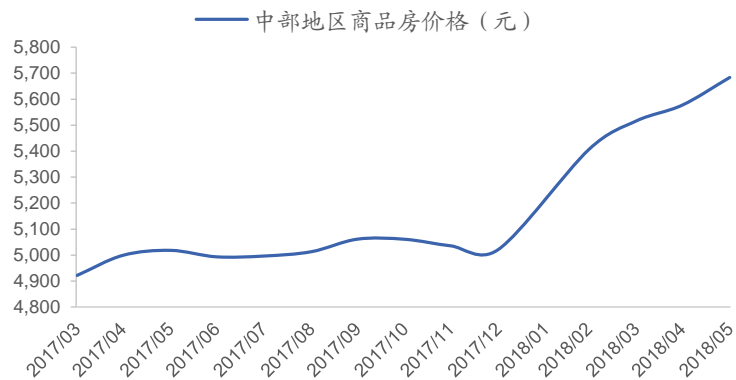
近一年复盘情况

图29：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30：中部地区商品住宅价格持续走高



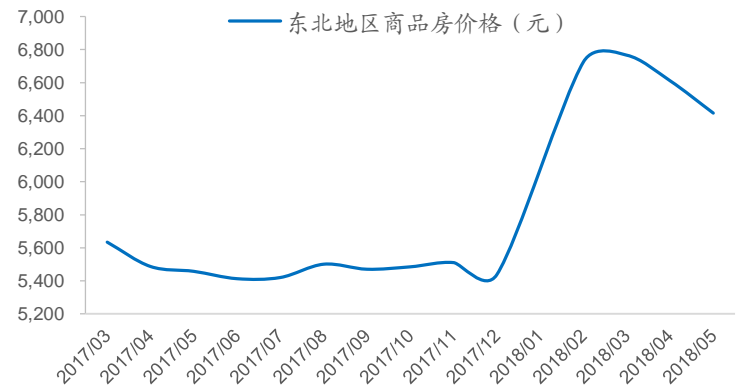
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图31：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32：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

近一年复盘情况

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；

表4：6月以来部分抢房报道

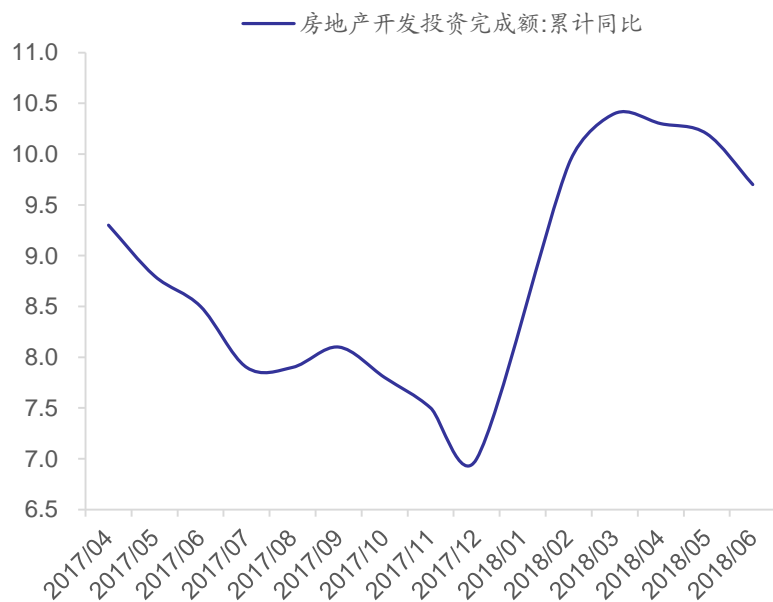
日期	报道媒体	涉及城市	标题
2018年6月29日	南方都市报	深圳	“深圳网红楼盘抢房继续:每平8.9万 741套房6776人竞拍”
2018年6月28日	中华网	杭州	“杭州全民抢房一天冻结700亿 有人称没钱也要借钱抢”
2018年6月12日	乐居财经	苏州	“苏州园区经历几波抢房潮后 青剑湖6宗宅地或来补仓”
2018年6月4日	证券时报	北京、上海、深圳	“又见燃烧的楼市！北京成交创14个月新高，深圳连升3个月，谁在5月抢房”
2018年6月2日	中财网	杭州、深圳	“楼市为何再现‘排队抢房’ ”
2018年6月1日	南京晨报	南京	“抢房大战曝出资格作假 南京热门楼盘剔除3000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

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

近一年复盘情况

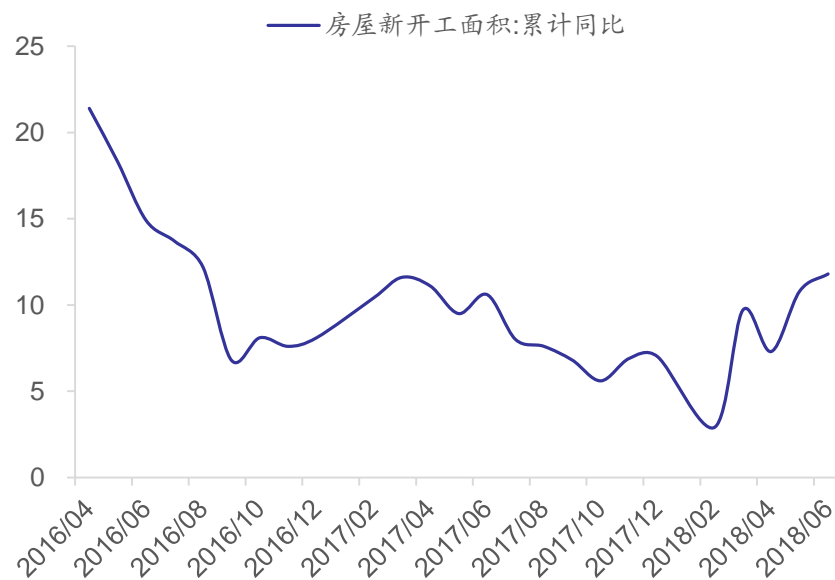
4. 土地市场热度不减：中原地产研究中心统计数据显示，5月单月，中原监控的50城合计买地金额同比增长**111.5%**、1-5月同比增长**57.6%**；
5. 4月份披露的前3个月的房地产投资累计同比增速创下了三年新高，前4、前5个月的累计同比增速基本保持在前3个月的高位；另外，前6个月的新开工面积累计同比增速创下了22个月新高。

图33：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34：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

近一年复盘情况

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。

●一些“新逻辑”被证伪

一些“新逻辑”被证伪

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；

一些“新逻辑”被证伪

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。

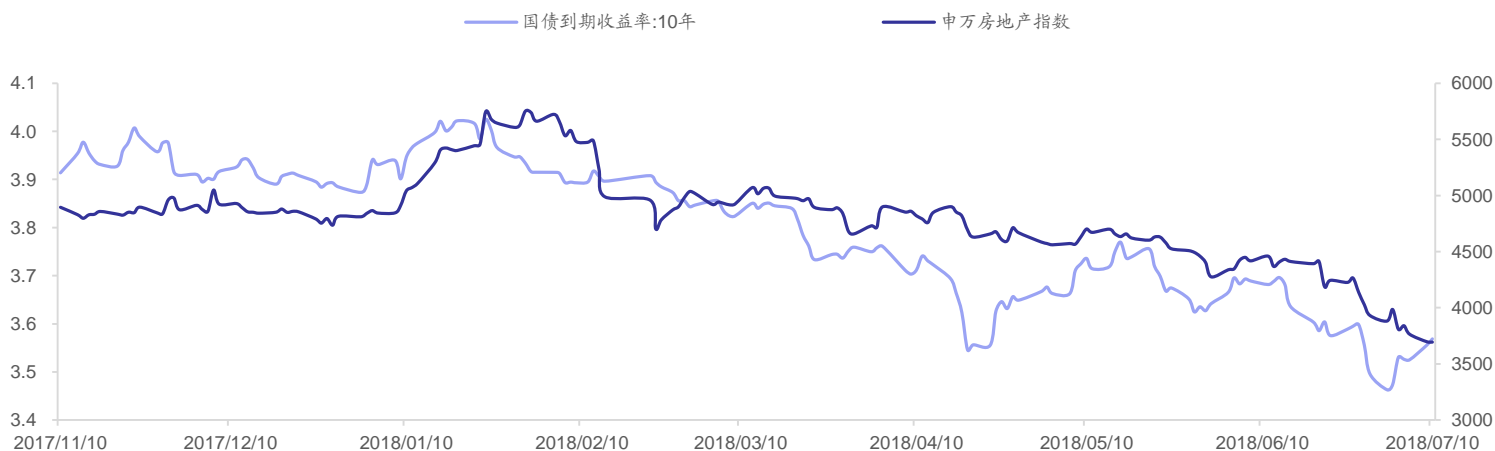
一些“新逻辑”被证伪

表5: 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35: 2018年至今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

●积极面对，做多优势地产股

积极面对，做多优势地产股

上半年调控政策持续加码：

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。

积极面对，做多优势地产股

表6: 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12日	人民网	住建部: 扎实推进棚改工作, 各地要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
	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, 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	三四线楼市涨势会因此而缓? 货币化棚改变道	中国社科院财经战略研究院副研究员邹琳华接受《华夏时报》记者采访时表示, 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, 但增速肯定要下降, 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时期为了特定目而施行, 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12日	人民网	住建部: 扎实推进棚改工作, 各地要因地制宜地推进棚改货币化安置	库存量较大的城市, 继续货币化安置
	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。
	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

积极面对，做多优势地产股

上半年，大部分优势地产股（包括内房股）的销售增速显著不如去年同期，股价也出现了较大幅度的下跌，可能已经反映了股票投资者担忧优势地产股未来有可能会经历一段“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

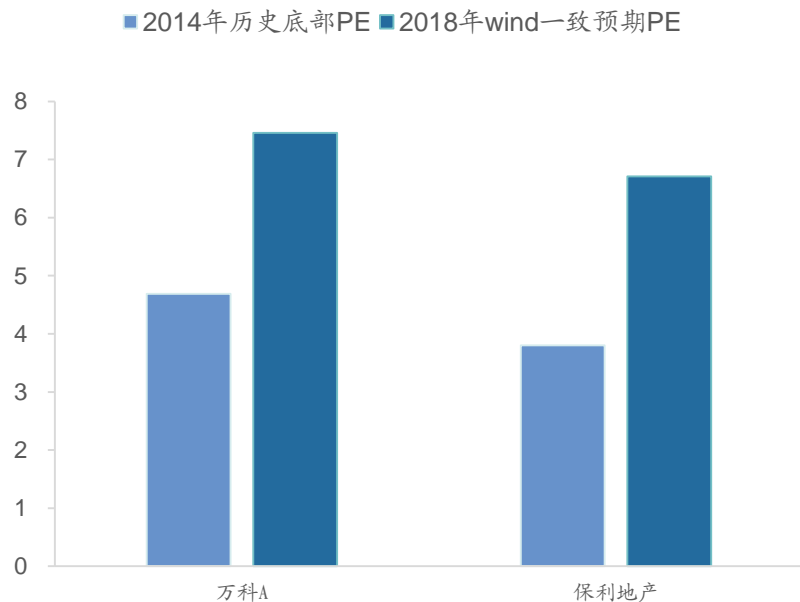
序号	房企	2018年1-6月销售额 (亿元)	2018年1-6月同比增速	2017年1-6月同比增速	增长变化 (百分点)
1	碧桂园	4125	43%	131%	-88
2	万科	3047	10%	46%	-36
3	中国恒大	3042	25%	72%	-48
4	保利地产	2153	47%	33%	14
5	融创中国	1942	74%	89%	-16
6	绿地控股	1606	21%	20%	1
7	中海地产	1207	18%	34%	-15
8	新城控股	953	94%	75%	19
9	龙湖集团	971	5%	140%	-135
10	华润置地	852	35%	14%	21
11	华夏幸福	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:公司公告、克而瑞、国信证券经济研究所整理

积极面对，做多优势地产股

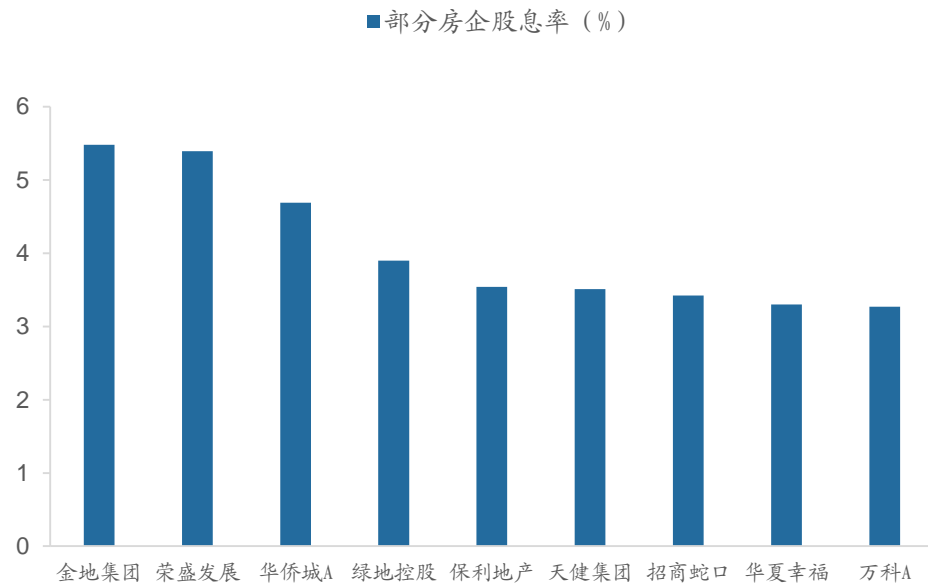
由于上半年跌幅较大，在当前位置估值水平已比较便宜了，个别品种的PE估值已接近历史上的低位，一些品种的静态股息率（2017年现金分红/当前股价）已接近甚至超过银行理财产品的收益率，从这点来看，风险已得到了相当程度的释放，未来或许会逐步吸引到一些价值投资者进场逢低吸纳。

图36：万科、保利动态PE和历史底部比（截至2018年7月10日）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图37：部分地产股当前股价对应的静态股息率（截至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）

积极面对，做多优势地产股

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——

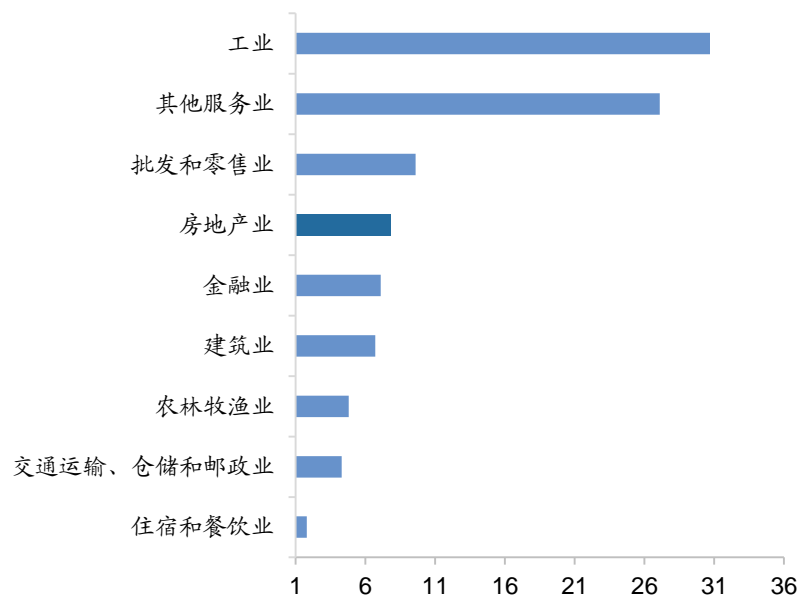
贡献率是指不变价增加值增量与不变价**GDP**增量之比，拉动是指国内生产总值实际增速与增加值贡献率的乘积，表示不同产业或行业对经济发展的贡献度，计算公式为：

对**GDP**增长的贡献率 = （不变价增加值增量/不变价**GDP**增量） × 100%

对**GDP**增长的拉动 = **GDP**实际增速 × 增加值贡献率

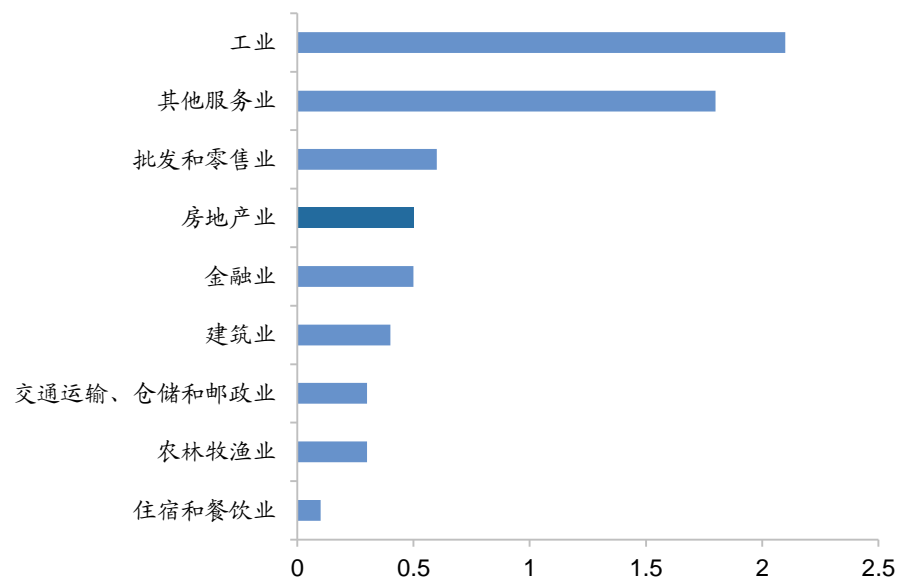
积极面对，做多优势地产股

图38：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39：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
(注：静态股息率=2017年现金分红/当前股价)

积极面对，做多优势地产股

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；

积极面对，做多优势地产股

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

积极面对，做多优势地产股

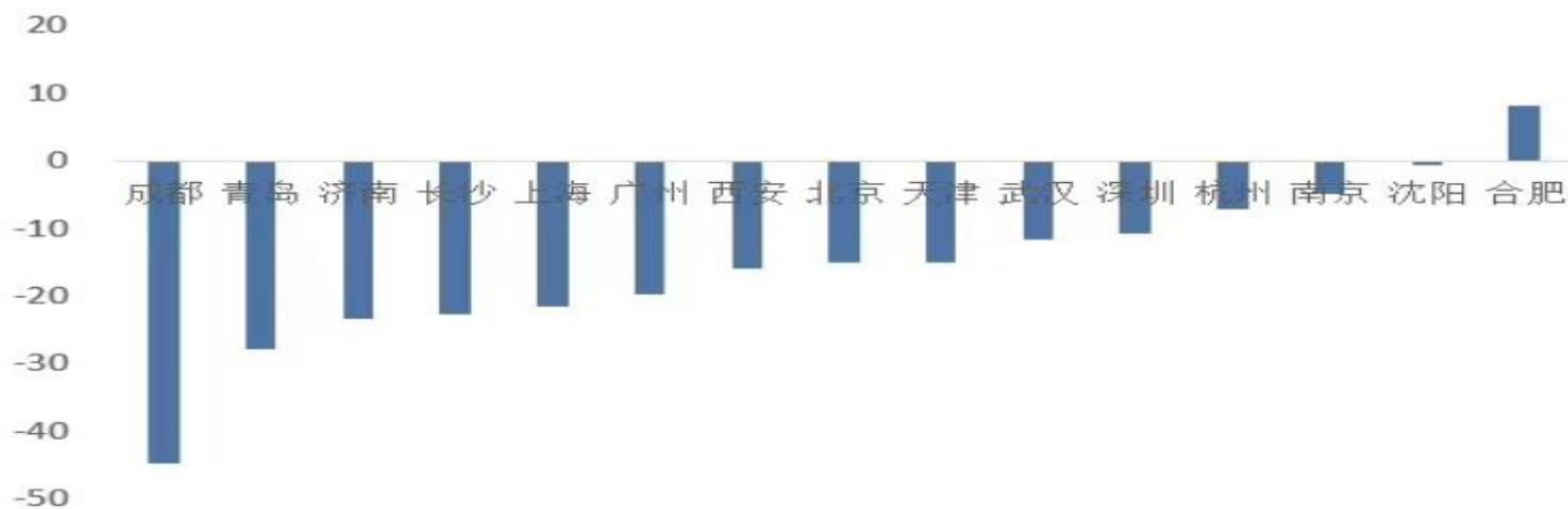
我们是全市场唯一在1月份高点开始提示调整风险并在2-6月份持续偏谨慎的卖方，《区瑞明地产A股小周期理论框架》在2018年上半年再次得到了很好的验证。根据该框架，我们于7月19日发布专题《积极面对》明确翻多，认为投资A股优势地产股“最坏的时间窗口”或已过去了，压制地产A股估值进一步下行的不利因素下半年将有望逐步缓解，且上半年股价跌幅已相当程度反映了这些不利因素。我们判断：行业上半年出现的结构性过热和微观繁荣是阶段性的、是不可持续的，种种迹象已表明7月份以来像上半年那样的过热和繁荣正在逐渐褪去。另外，如果现阶段保持政策定力，不放松已有的调控，未来一年内销售累计同比增速有望转负，而前期补的库存亦陆续入市，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。

积极面对，做多优势地产股

7月份以来楼市初露疲态：

1. 现任链家研究院院长杨现领博士7月中旬表示“经纪人预期已被验证是非常明确的领先指标，从三季度3万职业经纪人的调查样本来看，市场后续压力将显著加大”，二手房市场将进入下行周期。

图40：15城第三季度经纪人市场预期指数



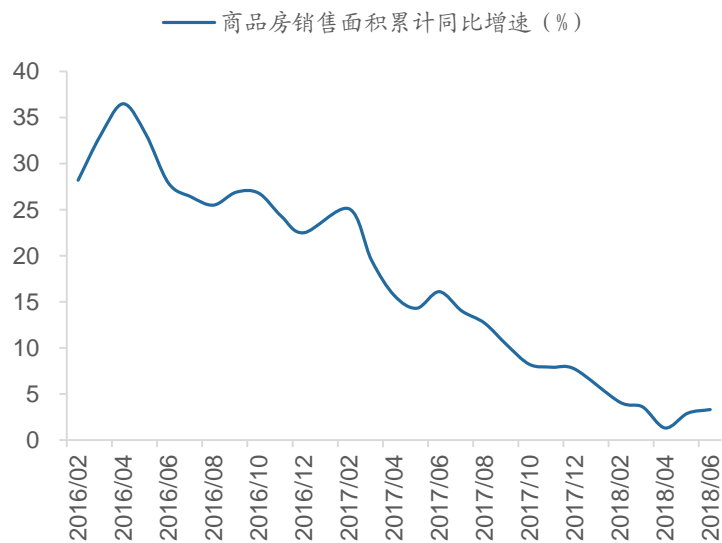
资料来源：贝壳研究院、国信证券经济研究所整理

积极面对，做多优势地产股

2. 微信公众号“真叫卢俊”7月9日文章《上海楼市的艰难，远超出我的想象》被刷屏；
3. 7月18日，天健公馆在大中华喜来登摇号开盘，现场推出165套房，备案均价9.4万/平方米，最后售出了131套，去化率约80%，之前获得摇号资格的435位购房者，有7成购房者选择了放弃，最后还剩余34套没有销售完。
4. 据万家房产网7月25日报道：7月全国23场土拍共41宗土地流拍，北京、上海、合肥等热门城市热门地块无人问津，土地市场逐渐降温；

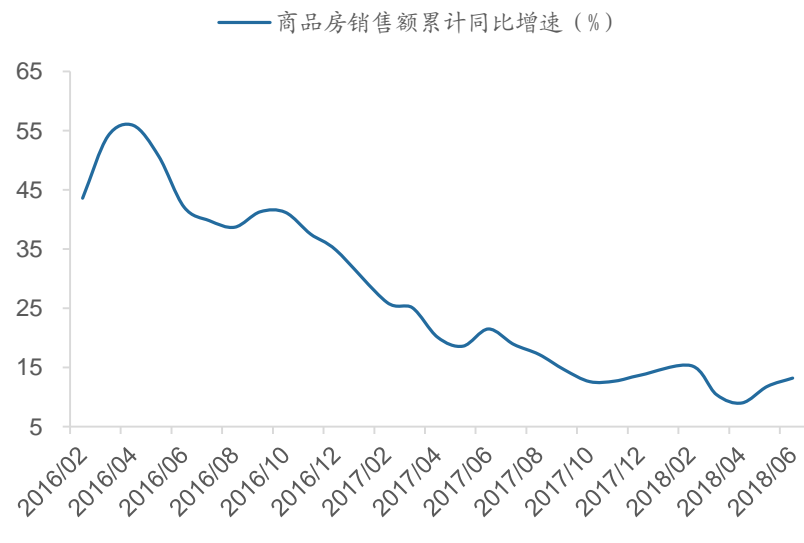
积极面对，做多优势地产股

图41: 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

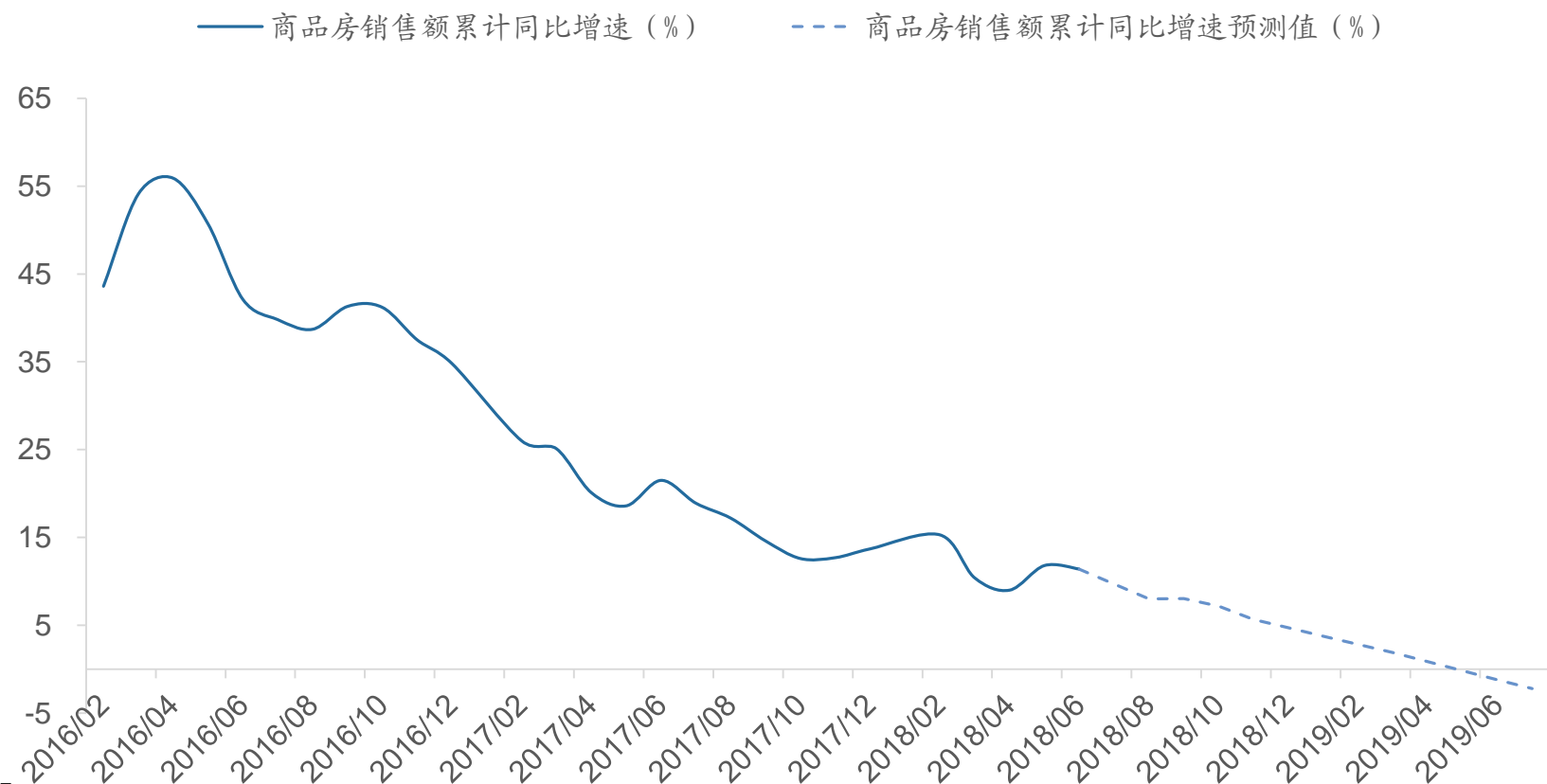
图42: 商品房销售额累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

积极面对，做多优势地产股

图43: 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

积极面对，做多优势地产股

复盘我们7月19日翻多以来优势地产股的走势：自7月19日开盘，截至7月27日收盘，沪深300涨幅2.2%，优势房企指数涨幅达5.7%，其中我们重点推荐的保利地产、荣盛发展、中国恒大、招商蛇口、旭辉控股、新城控股、万科等涨幅分别达10.6%、8.1%、7.3%、5.5%、5.0%、3.3%、2.7%，跑赢了大盘并录得幅度不等的绝对收益。

积极面对，做多优势地产股

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

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±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±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。

晨会报告中的内容与观点仅供参考，所有内容与观点以正式报告为准

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

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM