



泡沫后周期时代的投资框架

投资要点

- **房地产行业泡沫后周期时代来临。**1998年我国开启商品化浪潮以来，房地产行业迅猛发展，为过去二十年快速的工业化和城市化奠定了基础。其中，土地财政的信用创造功能在里面扮演着至关重要的角色。而在过去两年，相当多城市的房地产市场发生了价值的广泛重估，使得政府和企业端的杠杆得以降低和控制，而居民端的杠杆水平显著抬升。房地产行业不可逆转地进入到泡沫后周期时代，行业发展的宏观环境、制度约束、赚钱效应将发展根本性的变化。
- **行业进入窄幅震荡区间，投资与销售增速表现背离。**2008年由于地方融资平台的迅猛发展，土地城镇化速度快于人口城镇化，使得总量上看行业供给率先于购房需求达到顶点。截止到2018年中，大多数城市库存明显下降，供需可能在政策干预下进入一个长期较为均衡的阶段，购房需求连续地进入市场，行业进入窄幅震荡期间，投资与销售增速表现背离，行业指标逐步呈现钝化。
- **市场分化加速，龙头房企拿地市占率迅速提升。**从相对竞争格局角度，龙头房企正迎来黄金发展阶段，行业的土储资源、融资资源、销售回款、人力资源等会加速朝龙头房企集聚，中小房企逐步退出市场。截止到2018年上半年末，TOP10房企权益销售额市占率为25.5%，比去年末提升5.8个百分点，TOP10房企拿地面积流量口径市占率为63.6%，比去年末提升16.2个百分点。
- **估值体系重构及政策压力导致板块风险补偿持续抬升。**金融强监管和去杠杆从流动性和基本面两方面对板块形成压制，缺乏基本面的个股越跌越贵。另一方面，在房价上涨趋势难以抑制的情况下，棚改货币化安置比例降低及长效机制出台不仅提高了投资地产股整体的风险补偿，也使得龙头房企ROE表现趋于恶化，地产板块正处于自上而下杀估值的阶段，自下而上的支撑力量较弱。
- **投资策略与重点关注个股：**下半年我们判断在“政策底”和“情绪底”确认后地产板块可能存在估值修复行情，但板块难以整体性上涨，后期关注行业长效机制的出清及房企ROE预期底部的确认，可通过选股规避尾部风险。建议重点关注保利地产(600048)、万科A(000002)、新城控股(601155)、碧桂园(2007.HK)、融创中国(1918.HK)和世荣兆业(002016)。
- **风险提示：**信用风险或加剧、政策压力或进一步加大等。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
000002	万科A	21.08	买入	2.54	3.26	4.13	8.30	6.47	5.10
600048	保利地产	10.68	买入	1.32	1.80	2.40	8.09	5.93	4.45
001979	招商蛇口	16.72	买入	1.55	2.00	2.48	10.79	8.36	6.74
601155	新城控股	24.13	买入	2.71	3.82	4.94	8.90	6.32	4.88
002016	世荣兆业	11.9	买入	1.13	1.66	2.24	10.55	7.17	5.31

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如

执业证号：S1250517060001

电话：0755-23900571

邮箱：hhr@swsc.com.cn

联系人：杨雨蕾

邮箱：yangyul@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	129
行业总市值(亿元)	19,609.46
流通市值(亿元)	18,996.31
行业市盈率 TTM	9.69
沪深300市盈率 TTM	11.4

相关研究

1. 房地产行业数据点评：同比依旧较好，趋势见顶回落 (2018-08-03)
2. 房地产行业动态点评：中央再提遏制房价上涨，深圳限售值得关注 (2018-08-01)
3. 房地产行业动态点评：板块配置仍然较低，基金持股较为集中 (2018-07-26)
4. 房地产行业数据点评：二线房价显著增长，调控压力有增无减 (2018-07-18)
5. 房地产行业数据点评：投资增速小幅回落，房企积极自筹资金 (2018-07-17)
6. 房地产行业数据点评：上半年销售收官，一二线改善明显 (2018-07-02)

目 录

1 泡沫后周期时代，地产吸金效应减弱	1
1.1 土地信用创造与行业泡沫特征	1
1.2 行业总体的杠杆情况及结构性变化	4
1.3 房地产吸金效应或减弱	7
2 行业高位盘整，总量上无需悲观	8
2.1 土地供应与购房需求存在总量和结构性错配	8
2.2 价差套利及供不应求导致购房需求连续释放	10
2.3 行业指标表现逐步钝化，信号意义降低	13
3 房企延续分化，或摆脱路径依赖	17
3.1 房企分化后的格局初现端倪	17
3.2 调控边际影响减弱、长效机制逐步接力	20
3.3 长效机制的框架与约束	23
4 地产股的估值约束与风险补偿	25
4.1 估值体系重构导致地产股整体落后基准指数	25
4.2 与港股互联互通导致估值趋同	26
4.3 地产股的估值约束与三段论	29
5 投资建议	31
5.1 行情研判与投资策略	31
5.2 重点关注个股估值情况	32
6 风险提示	32

图 目 录

图 1: 持有商品住宅资产带来确定的套利机会	2
图 2: 规模扩张是房企维持业绩高增长的唯一路径 (按市值排序)	2
图 3: 市场配置资源条件下的地租曲线是平滑连续的	2
图 4: 集体用地流转受限情况下地租曲线是断裂的	2
图 5: 70 大中城市新建商品住宅价格变化情况 (%)	3
图 6: 70 大中城市二手房住宅价格变化情况 (%)	3
图 7: 2015 年以来 100 市住宅用地平均楼面价及成交溢价率 (元每平方米, %)	3
图 8: 2017 年末我国非金融部门负债相比 GDP 达 256%	5
图 9: 过去两年我国居民部门负债占比明显提高	5
图 10: 2015 年以来金融机构新增居民短期和中长期贷款情况 (亿元)	5
图 11: 2013 年房地产用地供应见顶回落/万公顷	8
图 12: 2017 年国有建设用地出让面积开始回升	8
图 13: 近七年国有建设用地分类供应情况 (万公顷)	9
图 14: 四类库存口径近几年的变化 (建面, 亿方)	9
图 15: 近几年房屋新开工和商品房销售面积走向收敛平行	9
图 16: 过去四年来全国住宅单月销售面积及销售额	10
图 17: 全国住宅销售同比增速 (% , 单月和累计同比)	10
图 18: 当前我国人口正在有选择地流入中心城市	11
图 19: 2016 年末我国人口分布情况 (万人)	11
图 20: 2016 年末中国个人可投资资产总规模达到 165 万亿	12
图 21: 2016 年末中国高净值人群规模达到 158 万人	12
图 22: 2018 上半年新增 PSL 同比增长 38.8%	14
图 23: 2018 年以来住宅单月新开工和单月销售较为接近 (万方)	15
图 24: 2017 年以来新开工同比增速波动明显收窄 (%)	15
图 25: 2016 年 10 月以来土地购置费和商品房销售额走势出现持续背离 (%)	15
图 26: 过去六年单月住宅销售额与单月土地购置费、单月土地成交价款的对比 (亿元)	15
图 27: 当前的房地产行业处于强者恒强的龙头黄金时代	17
图 28: 2010 年以来房企销售面积口径的市占率变化	18
图 29: 2010 年以来房企权益销售额口径的市占率变化	18
图 30: 20 重点房企历年来拿地规模及市占率情况	18
图 31: 20 重点房企拿地地面价格与全国对比 (元每平方米)	18
图 32: 房地产调控政策的演变过程	20
图 33: 过去十年出现了三轮房地产调控政策周期	21
图 34: 商品住宅的销售与投资完成额存在较为明显的背离	22
图 35: 调控政策对市场行为的影响边际效应逐步递减	23
图 36: 限价初期会带来更大的价格上涨压力	24
图 37: 限价后期或使得土地价格波动收窄	24
图 38: 近一年申万地产板块相比沪深 300 走势	25
图 39: 年初以来申万各板块相对沪深 300 表现/pct	25
图 40: 申万各板块指数年初以来表现 (截止到 2018 年 7 月 25 日, %)	26
图 41: 万科 A 股和 H 股 2014 年中以来相对表现 (按历史汇率换算)	27

表 目 录

表 1: 房地产行业的相关贷款情况 (亿元)	6
表 2: 2010 和 2016 年我国城乡住房结构拆分	7
表 3: 2015 年以来“房企到位资金-定金及预收款”持续增长	11
表 4: 从投资口径来看改善型住宅产品大幅增长	12
表 5: 近三年棚改货币化对住宅销售的贡献占比	14
表 6: 2018 年行业相关总量指标预测	16
表 7: 2018 年上半年房企流量口径销售部分排名 (亿元、元每平方米)	19
表 8: 长效机制的可能制度框架	24
表 9: 2015 年以来险资增持万科股份的变动情况	27
表 10: 交投活跃并以境内地产开发为主的 A 股地产股和 H 股内房股	28
表 11: 地产股估值分析框架三段论	30
表 12: 重点关注公司盈利预测与评级	32

1 泡沫后周期时代，地产吸金效应减弱

1.1 土地信用创造与行业泡沫特征

这里用“泡沫”这个词主要是强调房地产作为一种大宗资产，在过去三年价格大幅上涨后积累了一定的风险，而且这种风险是并存于部分投机购房的居民、杠杆率过高的房企及相关上下游公司、还有债务水平偏高的地方政府之间的。“泡沫”并不一定意味着价格要出现普遍性的回归，而是放大的风险必须要得以控制和化解，特别是目前金融强监管和行业去杠杆的背景下，需要守住不发生区域性系统性金融风险的底线，预期的快速传导及流动性的挤兑使得这种风险的防范更为重要。

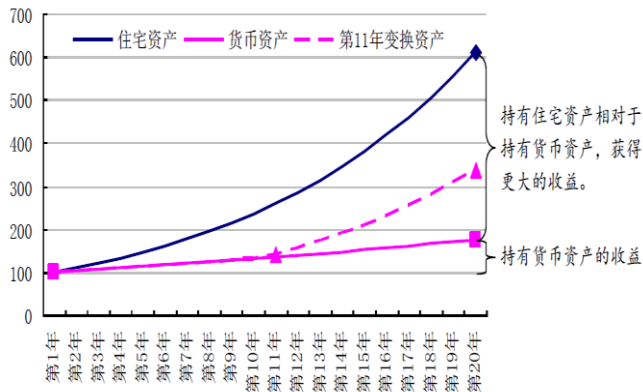
“泡沫”从另一方面来理解，证实了我国“土地财政”信用创造的巨大成功，没有土地财政的信用创造功能，就没有中国过去二十多年快速的工业化和城市化。我国土地的公有制使得我们可以通过土地信用制度的创立，将房地产在未来的收益贴现到现在，使得地方政府可以快速地融入资金投入到公共设施建设、公共服务支出甚至是补贴优质企业吸引优秀人才等方面。公共设施及公共服务的阶段性完成能吸附人口和产业，从而带来稳定的购房需求及持续的税收收入，这进一步促进了地方政府可通过土地出让收入或税收进行抵押融资，从而进入一个自我循环、不断积累、持续扩张的信用创造系统。

土地信用创造系统有四个核心要素：1) 1998 年废除福利分房，住房商品化浪潮开启（完整产权的新房和二手房可以在企业及个人之间自由流通，相当于政府发行的“分享城市发展红利的股票”在二级市场上市流通，对土地使用权及商品住房所有权的充分认可和保护是重要基础）；2) 2003 年经营性土地通过招拍挂竞价出让（确保房地产一级市场的发行价格由卖方垄断定价，地方政府统筹出让土地的指标和供应节奏，出让地价只能有溢价率的波动而绝对价格不能出现下跌，这可以确保生产同等的信用占用的土地资源更少）；3) 银行对于房地产抵押物的评估价值随着增量交易动态上涨（地方政府未来出让的土地可以融资、房企的土地使用权可以抵押融资、个人已经拥有的住房可以抵押融资，而且这种存量抵押物的评估价值可以根据实际发生交易的地价和房价“水涨船高”，这构成了土地信用创造的源泉）；4) 严格限制国内外资金自由流动，确保土地财政作为人民币货币自主的“锚”，中央政府能够自行控制和调节信用创造过程中的收益及风险分配。

长期以来，政府针对房价的调控政策并未改变房价上涨趋势，原因是并未有效区分投资市场和消费市场分而治之，期望同一个政策兼顾“控制价格泡沫”和“解决住有所居”两大目标，而房地产的金融属性又非常强，也是迄今为止唯一没被打破信仰的投资品，土地信用创造过程不停止，房地产的金融属性也不会消除。由于存在巨大的赚钱效应，社会各路资金会通过各种渠道和方式被吸附进去。

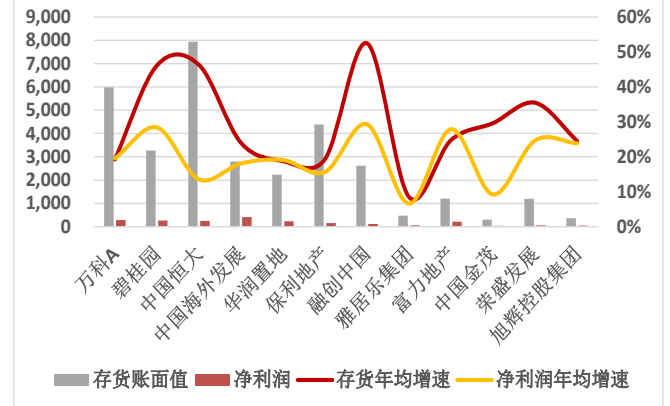
第一，土地信用创造能够使和土地直接相关的开发商存货（主要是拟开发土地、在建工程和已竣工未售物业）和个人持有的房产（主要是二手住宅、公寓、办公楼及商铺等）分享“土地增值的红利”，而且对存货和持有房产的规模要求会越来越高，因为抵押贷款可以进一步提升其持有规模的能力。这也造成了企业的资产规模 and 个人的资产财富在迅速地被拉大差距。专注于全国布局不断滚动做大规模的房企最终明显强于专注囤地或专注打造产品做利润率的房企，比如这两年迅速崛起的碧桂园、恒大、融创在过去六年间存货账面值的年均复合增速都在 45% 以上。针对个人而言，在 2008-2014 年间大量购置房产的人基本都能跻身于高净值人群，恒产者相比高收入者更容易造成社会阶层的固化。

图 1: 持有商品住宅资产带来确定的套利机会



数据来源: 西南证券整理

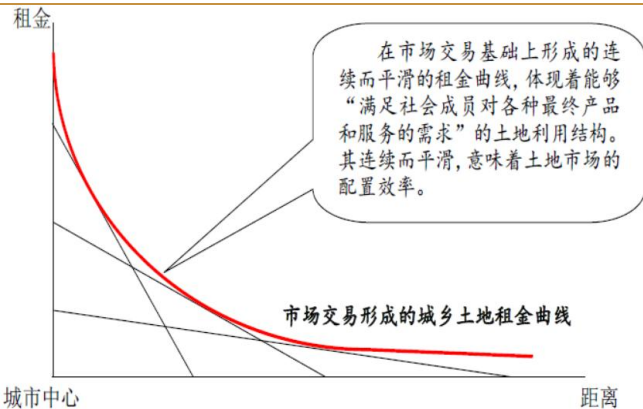
图 2: 规模扩张是房企维持业绩高增长的唯一路径(按市值排序)



数据来源: Wind, 西南证券整理 (取 2011-2017 年复合增速)

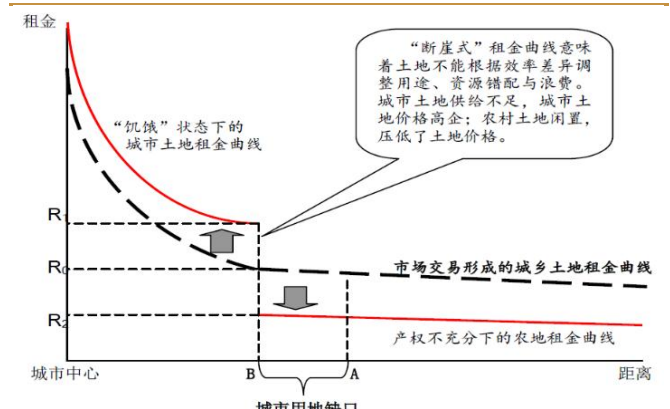
第二，为了维持“地根”的稳定性（保持国有建设用地的价值含金量），城乡要素自由平等交换和公共资源的均衡配置就存在很大的难度，优质学区房价格屹立不倒，政府也需要严控集体用地的上市流转、非住宅用地转为住宅用地、小产权房的转正流通、公寓享受住宅待遇等，这样不可避免会导致土地及居住资源的错配和浪费。

图 3: 市场配置资源条件下的地租曲线是平滑连续的



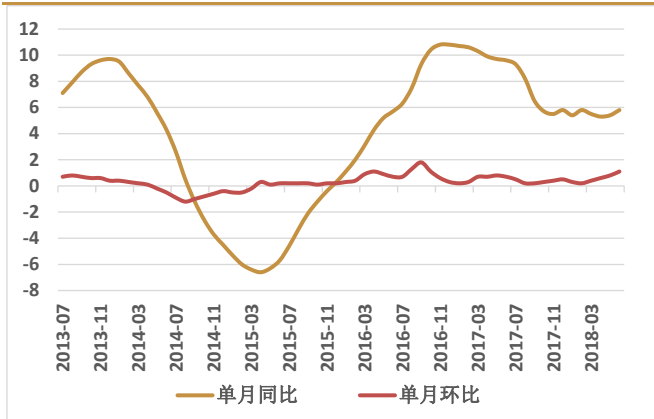
数据来源: REICO, 西南证券整理

图 4: 集体用地流转受限情况下地租曲线是断裂的

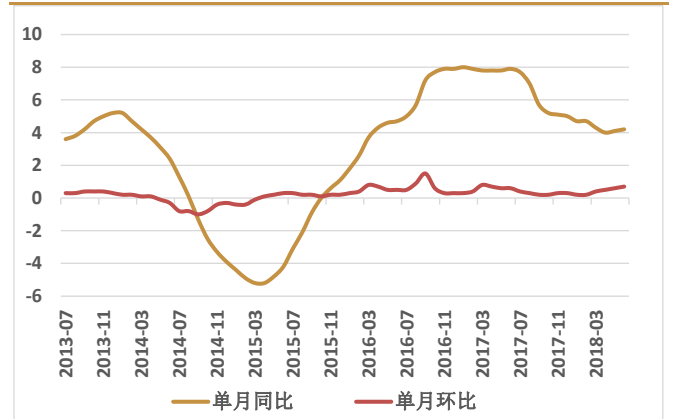


数据来源: REICO, 西南证券整理

第三，“地根”和“银根”互动的结果，就是地价上涨与房价上涨互为因果，不断循环。自 2014 年提出“千万百计去库存”之后，全国商品房的狭义库存自 2016Q2 开始持续回落，房价开始在大范围内上涨。从价格表现来看，官方发布的 70 个大中城市住宅价格数据显示二手房价格自 2015 年 11 月开始同比转为上涨，在 2017 年 1 月达到 8.0% 的高位；新建商品住房自 2015 年 12 月开始同比转为上涨，在 2016 年 11 月达到 10.8% 的高位。

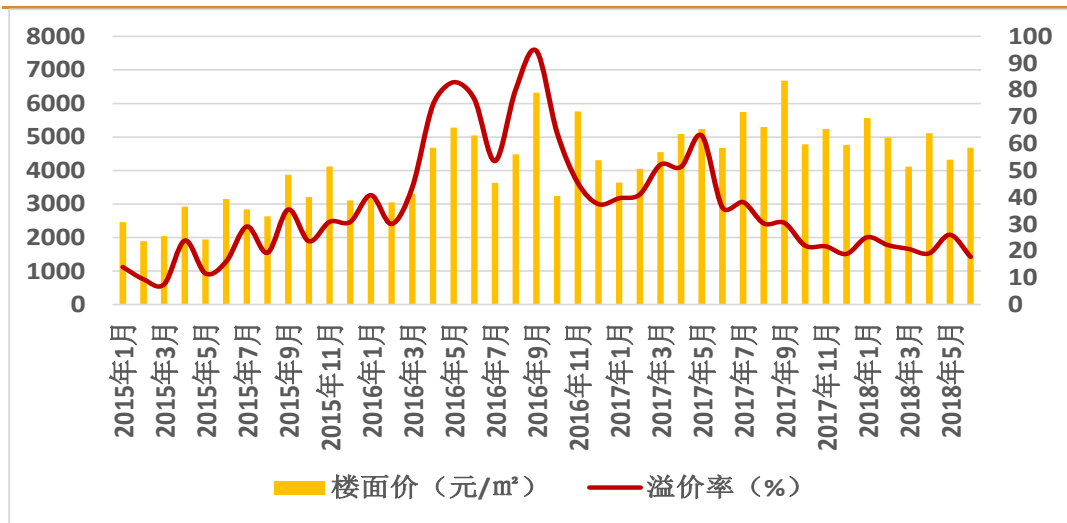
图 5：70 大中城市新建商品住宅价格变化情况 (%)


数据来源：Wind、统计局、西南证券整理

图 6：70 大中城市二手房住宅价格变化情况 (%)


数据来源：Wind、统计局、西南证券整理

而相比房价的上涨，地价的上涨态势（表现为住宅用地的成交楼面价绝对值和成交溢价率）更趋明显。在 2016 年 9 月全国前 100 城市住宅用地成交平均溢价率高达 94.6%，达到有史以来的峰值。从成交土地平均楼面价绝对值来看，在 2017 年 9 月全国前 100 城市住宅用地的平均成交楼面价均超过了 6500 元每平方米。

图 7：2015 年以来 100 市住宅用地平均楼面价及成交溢价率（元每平方米，%）


数据来源：Wind，西南证券整理

第四，土地信用创造占用大量资源，吸附了 M2 中的绝大部分货币，对其他实体经济形成一定的挤出效应。从上世纪 90 年代中期，随着中国经济增长的动力转换，货币的“实际创造者”由最初的外汇储备转为土地信用。特别是在 2008 年为了对冲次贷危机的影响，各地融资平台迅猛发展，土地信用创造不断加速，2009 年 11 月我国 M2 余额达到 59.46 万亿，同比增速高达 29.74%。而此前的高点还是在 1993 年 12 月（M2 余额为 3.49 万亿，同比增长 37.3%，1994 年 10 月央行首次对四个基本货币层次进行划分，推出货币供应量指标体系）。

1.2 行业总体的杠杆情况及结构性变化

2008年11月，政府出台的4万亿投资计划刺激了银行扩张资产的冲动，金融机构资产负债规模迅速扩张，银行存款负债与传统资产的差额迅速上升。2010Q3，央行引入以资本约束为主要特征的宏观审慎工具加强调控，同时对房地产出台限购限贷等政策。为规避这些信贷政策并突破资本约束的限制，银行通过“投资业务”、“同业业务”、“理财产品”等手段，将贷款资产转为影子银行，以满足地方融资平台和房企的大量资金需求。

影子银行按实施主体和信用行为机制的不同可以分为银行主导的“银行影子”及非银行金融结构主导的“传统影子银行”。银行影子表现为以其他银行为通道的信贷资产买断、票据买入反售、同业代付、买入转售等，或以信托公司、证券公司、基金子公司、保险公司等为通道行使受益权转让、信用挂钩收益互换产品、券商定向资管计划、基金特定资管业务等。其本质与银行贷款是相同的，通过资产扩张创造货币的同时创造信用，满足实体企业的融资需求，但设计不在贷款科目下。传统影子银行是指非银行金融机构在银行之外独立开展的，通过货币转移来创造信用为企业融资的业务，在实施过程中，信用规模增加而货币数量不变（这点与银行影子存在不同）。

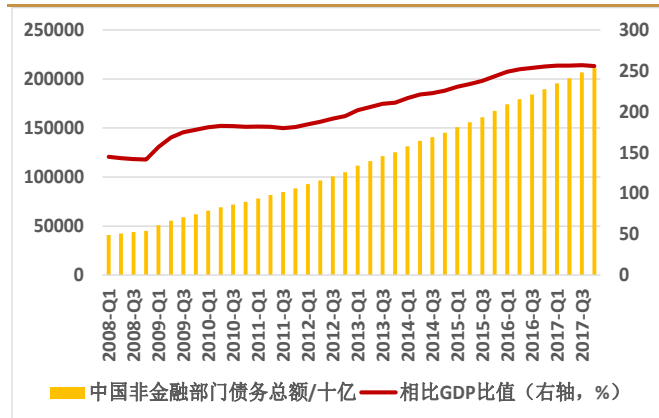
2012年可谓是作为“金融创新”的影子银行展示其威力的一年，“大资管”类的融资需求表现强劲，年末社会融资规模余额为91.42万亿，同比增长19.1%，显著高于当年M2余额增速13.8%。2012年表内的新增人民币贷款8.20万亿，仅增长9.8%，但社融新增15.76万亿，同比增长达到22.9%。根据央行金融研究所的测算，2014年5月我国银行影子业务规模达到29.63万亿，在货币总量的占比上升至21.76%。之后央行等部委联合发文，规范金融机构同业业务，其增长势头才得以缓和。2014年9月银行影子规模为28.35万亿，传统影子银行的规模为15.07万亿，这其中绝大部分均流入到地方融资平台和房地产。这使得房地产行业流动性的传导路径明显拓展，房地产价格波动及流动性松紧的关联风险不断增大。

2013年中发生了一次短暂的流动性危机，市场上股债出现双杀；2013年底，部分银行降低房地产贷款的风险偏好，叠加2013年3月以来的房地产调控政策，房地产市场从2014年初自发转冷，这个时候市场的流动性不足，而高房价与高库存并存，大部分中心城市去化周期超过15个月，广大三四线城市新房交易比较冷清。要清理影子银行，除了制度上加以约束整顿，根本上还必须依赖房地产库存的变现及土地财政的进一步运作。而考虑到三四线城市的购买力不足，杠杆比例明显偏低，央行创设抵押补充贷款工具（PSL）提升三四线城市居民的购买力。2014年7月国开行住宅金融事业部获批开业，将央行给予的基础货币通过棚改贷款投入到市场中，当年国开行新增发放棚改贷款4086亿（2013年仅为1060亿），同时辅助货币化安置比例的提升、调控政策及信贷政策的大面积宽松，房地产库存逐步见顶回落。

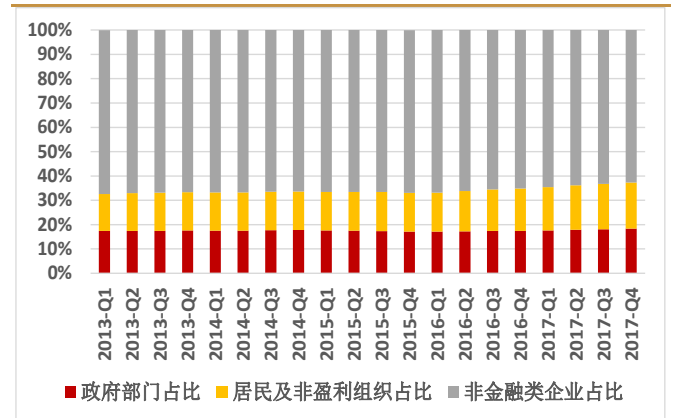
2015年12月，中央经济工作会议首次提出供给侧改革的核心任务，包括“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”，去杠杆的工作开始依次推进，核心思路是加强地方政府债务管理，降低企业特别是国有企业的杠杆率。2016年1月，我国M2余额达到141.63万亿，同比增速达到14.0%（自2014年以来最高），之后开始持续下行。

于是可以看到，从2016年开始居民加杠杆程度有增无减，房地产在里面扮演着重要的角色。根据国际清算银行BIS统计数据，截止到2017年底我国非金融部门债务总额为211.2万亿元人民币，相对于GDP的比值约255.7%（在2017Q1达到256.3%后小幅回落），较2008年上升了114.4%。在非金融部门债务中，居民部门债务无论是绝对规模还是相对占比，都

有明显提升。从绝对规模上看，2017 年末居民部门债务达到 39.97 万亿，相比 2015 年末增长了 49.5%，居民部门负债（含非盈利机构部门）占比达到 18.9%（这一数字在 2015 年末为 15.9%、2008 年末为 12.7%）。政府部门债务的占比从过去十年多来看较为稳定，2017 年末为 18.4%（过去两年小幅抬升，2015 年末为 17.1%，2008 年末为 19.2%）。非金融类企业负债占比有明显回落，从 2015 年末的 66.9% 下降到了 2017 年末的 62.7%，说明整体上非金融类企业的杠杆水平在过去两年有所降低。

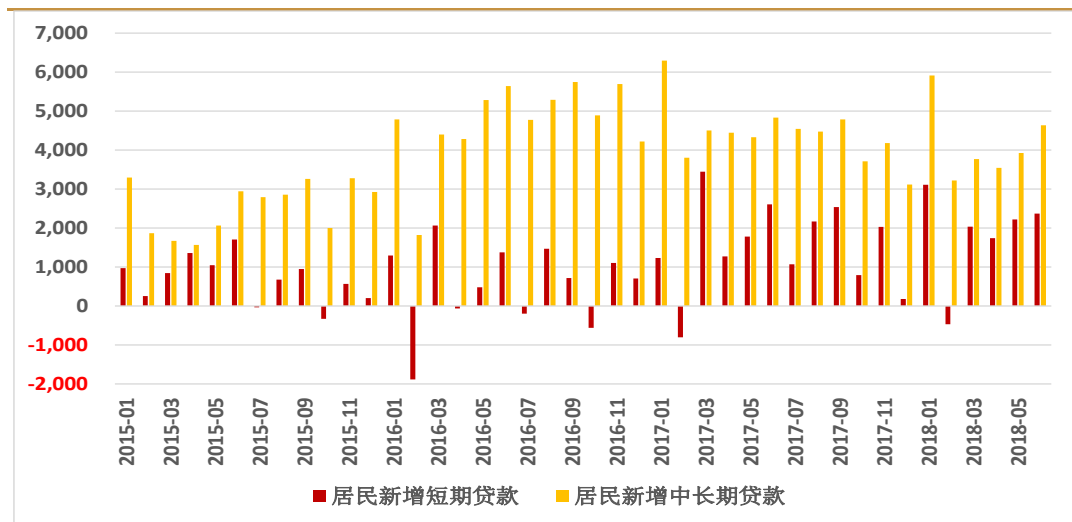
图 8：2017 年末我国非金融部门负债相比 GDP 达 256%


数据来源：国际清算银行 BIS、西南证券整理

图 9：过去两年我国居民部门负债占比明显提高


数据来源：国际清算银行 BIS、西南证券整理

2017 年居民负债净增长了 70,125.44 亿(增长了 12.7%)，金融机构新增居民贷款 71,300 亿(+12.6%)，其中：居民中长期贷款新增了 53,000 亿(下降了 6.7%)，而居民短期贷款新增了 18,300 亿(增长了 206.5%)，居民短期贷款投向购房是居民加杠杆的重要表现方式。特别是在 2017 年 3 月和 2018 年 1 月，居民新增短期贷款创出新高，均超过 3100 亿。

图 10：2015 年以来金融机构新增居民短期和中长期贷款情况（亿元）


数据来源：Wind、西南证券整理

通过总量上涉房贷款的相关数据可以看到，2017 年以来，广义货币 M2 及狭义货币 M1 的增速在显著放缓，但货币乘数在持续提升，而全国住宅销售单价的同比增速维持在两位数以上，说明价格的上涨更多来自于结构性因素的好转而非总量的宽松。我们判断与三个因素相关：1) 棚改货币化投放基础货币，反映在三四线城市保障性住房开发贷的高增长和货币

乘数的提高；2) 购房需求连续释放，新增住户贷款显著大于新增个人住房贷款；3) 由于结构性机会的存在，房地产投资对总体信贷投放的依赖度有所降低，自筹资金、土地购置等保持着持续的增长势头。

表 1：房地产行业的相关贷款情况（亿元）

类别	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
广义货币 M2	139.2 万亿 (+13.3%)	155.0 万亿 (+11.3%)	167.7 万亿 (+8.2%)	177.0 万亿 (+8.0%)
狭义货币 M1	40.1 万亿 (+15.2%)	48.7 万亿 (+21.4%)	54.4 万亿 (+11.8%)	54.4 万亿 (+6.6%)
流通中货币 M0	6.3 万亿 (+4.9%)	6.8 万亿 (+8.1%)	7.1 万亿 (+3.4%)	6.96 万亿 (+3.9%)
基础货币余额	27.6 万亿 (-6%)	30.9 万亿 (+10.2%)	32.2 万亿 (+4.2%)	31.8 万亿 (+4.8%)
货币乘数	5.04 (+0.86)	5.02 (-0.02)	5.21 (+0.19)	5.56 (+0.19)
人民币存款余额	135.7 万亿 (+12.4%)	150.6 万亿 (+11.0%)	164.1 万亿 (+9.0%)	173.1 万亿 (+8.4%)
住户存款余额	54.6 万亿 (+8.7%)	59.8 万亿 (+9.5%)	64.4 万亿 (+7.7%)	68.7 万亿 (+7.8%)
人民币贷款余额	94.0 万亿 (+14.3%)	106.6 万亿 (+13.5%)	120.1 万亿 (+12.7%)	129.15 万亿 (+12.7%)
住户贷款余额	27.0 万亿 (+16.8%)	33.4 万亿 (+23.5%)	40.5 万亿 (+21.4%)	44.13 万亿 (+18.8%)
其中个人住房贷款	增加 2.5 万亿	增加 4.8 万亿	增加 3.9 万亿	增加 1.94 万亿
房地产贷款余额	21.0 万亿 (+21.0%)	26.7 万亿 (+27%)	32.2 万亿 (+20.9%)	35.78 万亿 (+20.4%)
个人住房贷款余额	13.1 万亿 (+23.9%)	18 万亿 (+38.1%)	21.9 万亿 (+22.2%)	23.84 万亿 (+18.6%)
住房开发贷款余额	3.9 万亿 (+18.6%)	4.4 万亿 (+13.3%)	5.6 万亿 (+26.7%)	8.18 万亿 (+27.7%)
其中，保障性住房	1.8 万亿 (+59.5%)	2.5 万亿 (+38.3%)	3.3 万亿 (+32.6%)	4.08 万亿 (+37.4%)
地产开发贷余额	1.5 万亿 (+12.8%)	1.4 万亿 (-4.9%)	1.3 万亿 (-8.0%)	1.46 万亿 (+7.1%)
新增房地产贷款	增加 3.6 万亿	增加 5.7 万亿	增加 5.5 万亿	上半年增加 3.54 万亿
房地产开发投资额	9.6 万亿 (+1.0%)	10.3 万亿 (+6.9%)	11.0 万亿 (+7.0%)	5.6 万亿 (+9.7%)
商品房销售额	8.7 万亿 (+14.4%)	11.76 万亿 (+34.8%)	13.4 万亿 (+13.7%)	6.7 万亿 (+13.2%)
住宅单月销售均价	6234 元每平米 (+7.2%)	6644 元每平米 (+6.6%)	7721 元每平米 (+16.2%)	8576 元每平米 (+14.2%)

数据来源：Wind，央行、统计局、西南证券整理

值得说明的是，部分企业或个人以房地产作为抵押物的贷款以及地方政府以土地作为抵押物的贷款并未统计在上述房地产贷款余额里面。四大行及主要股份制银行发放的贷款中，抵押贷款的比例在 42% 左右，保守预计房地产作为抵押物的比例约 75%，2017 年末银行类金融机构人民币贷款余额为 119.45 万亿，这样可以测算出 2017 年末以房地产作为抵押物的贷款规模约为 37.63 万亿。个人住房贷款均是抵押贷款，住房开发贷里面假设 60% 属于抵押贷款（主要表现为中小房企），这样测算出 2017 年末其他类型的以房地产为抵押物的贷款规模约 12.4 万亿。那么在 2017 年末涉及到房地产的贷款余额总计 44.6 万亿，占人民币贷款余额的比例为 37.1%。

根据央行货币政策委员会披露的数据，2017 年末住房贷款余额与其对应的实际抵押物价值比例为 58.3%，住房贷款的平均合同期限为 272 个月。从整体上可流通交易的城市房地产价值来看，杠杆率会更低一些。保守估算 2017 年末城市住宅建筑面积 183.93 亿方（假设 2017 年增速与 2010-2016 年年均复合增速相当），按 2017 年住宅销售均价评估其公允价值为 140 万亿。在不考虑流动性等因素影响，银行涉房贷款占居民住宅资产（并非实际抵押的房屋）评估价值的比例约 31.8%。

表 2：2010 和 2016 年我国城乡住房结构拆分

类别		2010 年				2016 年			
统计局口径	住建部口径	人均住房建筑面积	户籍人口	六普常住人口	年末住宅建筑面积	人均住房建筑面积	户籍人口	常住人口	年末住宅建筑面积
市	城市城区	31.6 平方米	3.54 亿	4.04 亿	127.66 亿方	36.6 平方米	4.03 亿	4.77 亿	174.58 亿方
	县政府驻地		0.43 亿				0.22 亿		
镇	建制镇镇区	32.5 平方米	1.39 亿	2.62 亿	85.15 亿方	34.94 平方米	1.62 亿	3.16 亿	110.41 亿方
	乡（建成区）	29.9 平方米	0.32 亿	6.74 亿	213.33 亿方	31.23 平方米	0.28 亿	5.90 亿	212.79 亿方
乡村	镇乡级特殊区域	-	0.03 亿			37.24 平方米	0.04 亿		
	村庄	31.6 平方米	7.69 亿			33.56 平方米	7.63 亿		
	村镇合计		9.43 亿		298.48 亿方	33.75 平方米	9.58 亿		323.2 亿方
城乡合计				13.40 亿	426.14 亿方			13.83 亿	497.78 亿方

数据来源：Wind、统计局、住建部、第六次人口普查数据、西南证券整理

1.3 房地产吸金效应或减弱

2018 年 6 月开始，三四线城市棚改货币化安置比例可能会出现见顶回落的特征，对直接受益棚改的三四线城市和相关中心城市的新房销量存在一定影响。而对一二线城市而言，房地产税可能也渐行渐近，统计局新闻发言人近期在解读上半年经济运行情况时表示，后续的房地产调控政策可能会从供给侧进一步发力，包括加快推进房地产税相关政策等。今年三四线城市房价的再次超预期上涨使得房地产税的推行节奏可能会比预期更快一些。从节奏上看，2018 年下半年出台房地产税的相关草案，2019 年上半年完成立法，2020 年进入实施环节是有可能的。

针对一线、中心城市及价格上涨压力大或新房明显供不应求的三线城市，房地产税推行的可能性较大。通过有偿的方式将符合要求的非商品住宅转为商品住宅、确认非商品住宅改造为租赁住房、清理拆除违建高危住宅，用以扩大征收的税基。同时根据不同产权类型的商品住房和纳税主体确认免征面积、适用税率等，尽量减少在开征初期对市场的冲击和影响。

在持有环节征税及银行信贷偏紧的情况下，部分商品住房的流动性可能不及预期，这将从根本上降低投机炒房的预期收益率，房地产的赚钱吸金效应可能会没有过去那么显著。流动性的降低可能会确认需求的拐点，也可能会逐次抹平房地产的信用溢价，房企的开发净利率将会回落至合理区间之内，届时对于投资地产股而言由于政策打压导致的风险补偿也会大大降低。

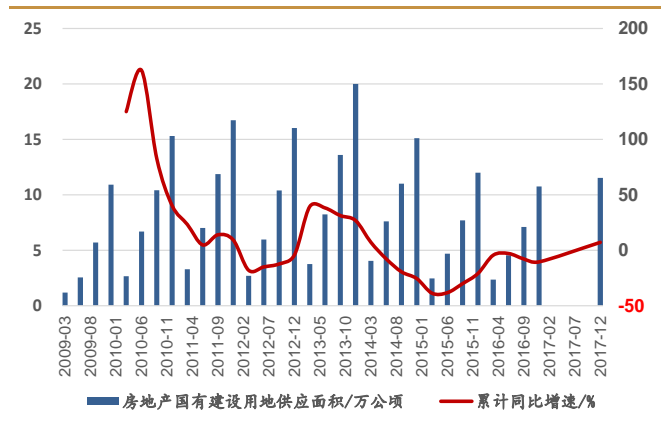
2 行业高位盘整，总量上无需悲观

2.1 土地供应与购房需求存在总量和结构性错配

2014 年开始，不少人觉得房地产行业拐点到来，地产从黄金时代向白银时代过渡，“房地产高库存”在当时看来似乎是不可能去化的。但是 2016 年以来一二线城市及 2017 年部分三四线城市房价“抑制不住”地持续上涨，还有超过 11 万亿的住宅销售额似乎都预示着一个更加优于房地产黄金时代的“钻石时代”正在进行中，白银时代却还迟迟不见踪影。

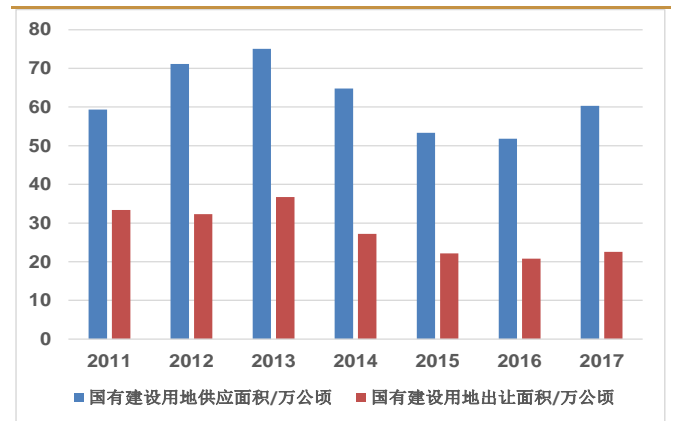
这里面一个很重要的原因，在于 2009-2013 年期间很多地方政府“粗放式”的新区规划和土地出让，土地城镇化的速度明显高于人口的城镇化，房屋供给和住房需求是错配的，前者率先达到顶点。从总量上，可以看到 2010 年，全国“国有建设用地-房地产用地”供应面积的增速达到高点后呈现波动式回落，在 2013 年“国有建设用地供应面积”和“国有建设用地出让面积”绝对值达到高点后持续回落。

图 11：2013 年房地产用地供应见顶回落/万公顷



数据来源：Wind，西南证券整理（2017 按年度数据）

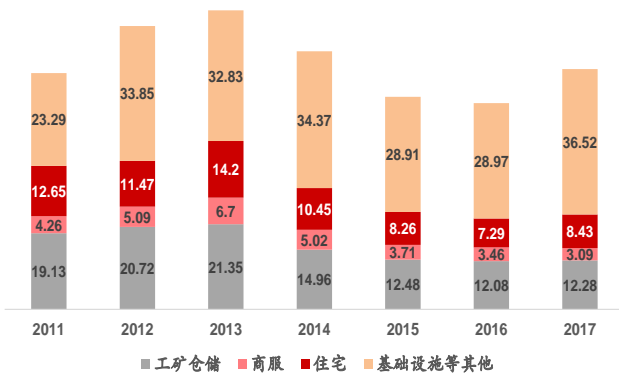
图 12：2017 年国有建设用地出让面积开始回升



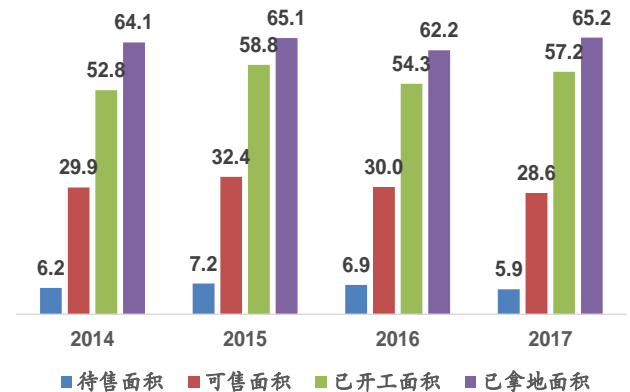
数据来源：Wind，西南证券整理

从住宅建设用地供应来看，2013 年达到峰值 14.2 万公顷，2016 年持续回落到 7.28 万公顷，2017 年这一数字为 8.43 万公顷，回落后首次增长 15.6%。住宅用地的供应来自两部分，一部分是国务院或省级政府批准新增用地，一部分是存量用地改造利用。根据《全国国土规划纲要 2016-2030》，2016-2020 年我国年均“批准建设用地-住宅用地”为 5.59 万公顷，2021-2030 年年均批准住宅用地为 4.83 万公顷，2013 年这一数字为 8.72 万公顷，可以预期后期土地供应将难以回到 2013 年的高位，住宅用地的供给或与需求更为适配。

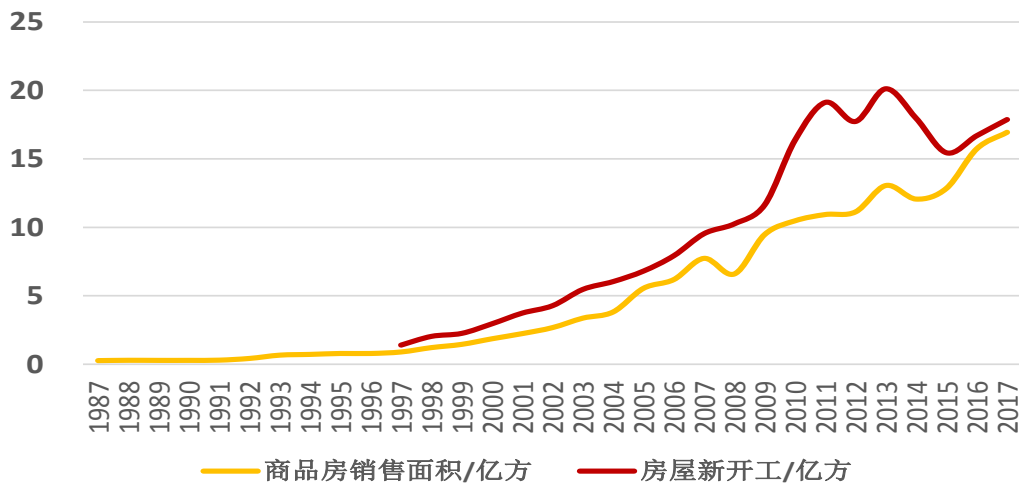
土地新增批准用地减缓，加上耕地红线制度约束及租赁建设用地的增长，而且在中心城市调增居住用地容积率存在一些实质性障碍，可以预见的是商品住宅用地的供应难有大规模的反弹，大概率会延续逐步放缓的态势。土地供给减缓，决定了住宅新开工和销售面积曲线会收敛并趋于平行，再加上“平价销售”及“持有到期出售预期”，全国狭义库存（已竣工未销售的库存，是库存里面最难去化的一类）在 2016 年 Q1 见顶（2016 年 2 月全国商品房待售面积为 7.39 亿方、全国住宅待售面积为 4.66 亿方，均为历史最高）后持续回落，房地产市场可能将表现出通透、可持续和纵深化的特点。

图 13: 近七年国有建设用地分类供应情况 (万公顷)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 四类库存口径近几年的变化 (建面, 亿方)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 近几年房屋新开工和商品房销售面积走向收敛平行


数据来源: Wind, 西南证券整理

总量上看全国土地供给和购房需求时点上出现错配, 主要是因为土地的供应不是以新增人口为锚定标准, 而往往是以土地出让收入或政绩目标作为标准。土地供应见顶回落给人带来“行业拐点到来”的假象, 不少房企从 2013 年开始进行战略收缩、在 2015 年加速转型, 虽然一度享受了新业务估值的“溢价”, 但却错过了 2016 年以来房地产价值大面积重估的增值收益。站在目前的时点, 我们依然判断“需求的拐点”尚未到来, 在不断趋严调控政策的压力下, 需求的释放依然是比较连续的, 新房的销售去化率依然会维持在较高的位置。

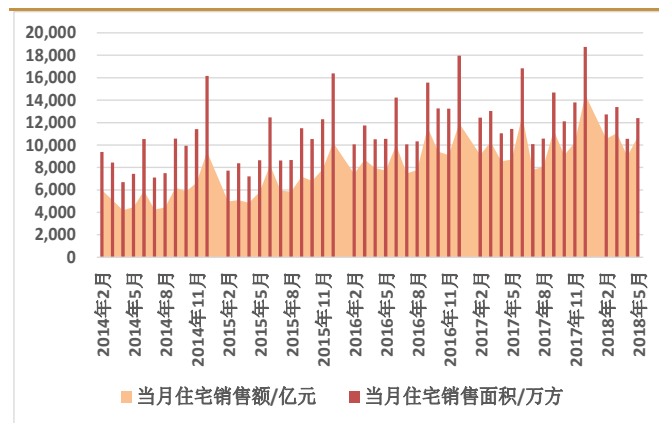
从 2014 年 6 月开始的“千方百计去库存”, 叠加央行创设 PSL (抵押补充贷款) 工具支持棚改货币化, 总量的错配快速得以修复, 修复之后房地产结构性特征表现明显。结构性的错配主要是指两个方面: 1) 较多城市里产业发展用地相比引入的产业资本供过于求, 而居住用地相比购房需求而言显得不足, 结构上的用地安排存在不匹配; 2) 不同区域的新增人口、常住居民购买力与土地供应匹配情况存在较大差异, 地区之间存在明显的错配。结构错配会导致高房价与高库存并存、土地利用效能难以提升、房地产结构性风险难以消除等问题。

以上海为例，2017年上海市房地产投资额在全国主要城市里面排名仅次于重庆，高达3,856亿，但住宅销售面积排在13名，为1,342万方，仅为重庆的24.6%。上海市人口（2016年末为2420万人）和重庆人口相当（2016年末为2479万人），如果是按城区人口比较，上海则为重庆的2.2倍。但为了贯彻“因城施策”及“房住不炒”的要求，避免出现“房价地价明显上涨”等情形，2017年上海减少土地供应、实施公证销售、规范“公寓”等类住宅的开发建设，从匹配需求的角度而言土地供给的错配更明显了。因为土地供应变少，地价上涨更为显著，2017年上海市房企土地购置费为1,523亿，比上年同比增长了26.1%。这意味着房价依然在“潜在地”上涨。据统计，2017年剔除征收安置住房和共有产权保障房等之后，普通新建商品住宅的平均销售价格为：内环线以内10.34万元每平米，内外环线之间为7.23万元每平米，外环线之外为3.60万元每平米，这还并未反映当期地价的上涨。

2.2 价差套利及供不应求导致购房需求连续释放

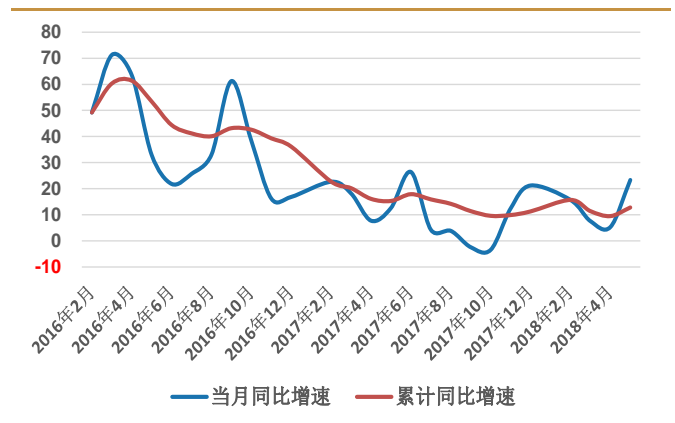
过去几年，市场一度十分纠结房地产销售“大年”和“小年”的问题，对房地产销售的持续性经常表现出担忧。但实际上，从2014年来看，基本上每年的销售面积和销售额都在创出新高。即便从单月的同比增速来看，自2015年4月以来，也仅只有2017年9月10月呈现负增长，销售的好转时间已经持续了三年。而在以往调控政策周期的约束下，销售同比维持增长的时间一般在一年左右。这里面一个很重要的变化，就是在新房价格管制（带来价差套利）及中心城市新房供不应求的背景下，购房需求不会像此前一样因为调控政策的出台而立刻转为观望。从这个意义上讲，2017年以后房地产的大年小年的轮换周期可能并不那么明显。背后原因可以总结为三点：1) 2016年3月开始狭义库存降低，产业周期取代调控周期主导购房者预期；2) 新房平价销售及地价持续上涨使得择时购买新房意义不大；3) 政府进行货币化补贴提升购买力，很多能级不大的城市房价上涨的趋势已然形成，住房的金融属性在更广的范围内被激活。

图 16：过去四年来全国住宅单月销售面积及销售额



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：全国住宅销售同比增速（%，单月和累计同比）

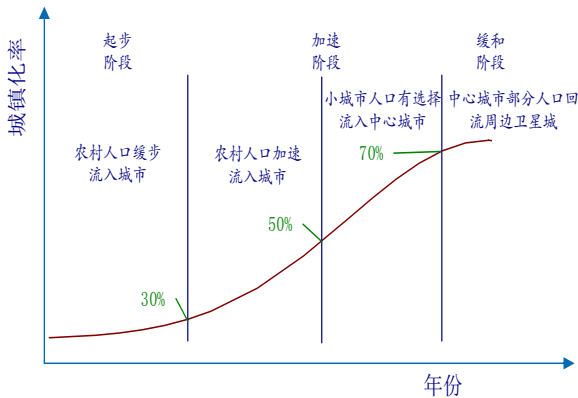


数据来源：Wind，西南证券整理

从购房需求来看，与量相关的指标主要是城镇常住人口及可获得的购买力，与购房意愿相关的指标是改善居住的需求以及投资赚钱效应，后者相对难以衡量。其中，人口的因素是更为基础性、决定性的因素。2017年我国常住人口的城镇化率从五年前的52.6%提升到58.5%，平均每年提升1.18个百分点、对应约1600多万农业转移人口成为城镇居民。国家人口发展规划（2016-2030年）明确了：1) 总人口增长惯性减弱，约在2030年前后达到峰值，从控制目标上看2020年总人口达到14.2亿人、常住人口城镇化率达到60%，2030年

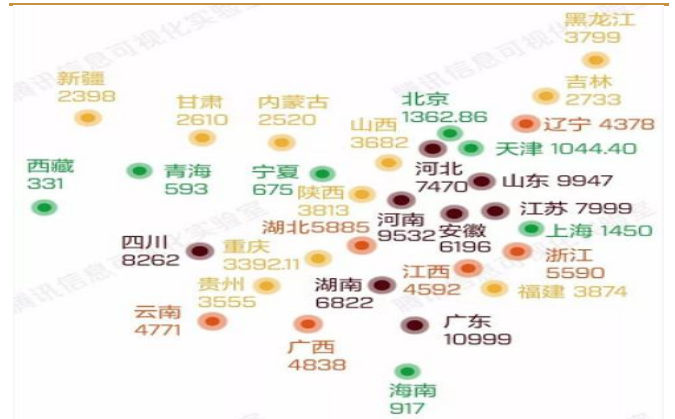
达到 14.5 亿人，常住人口城镇化率达到 70%；2) 劳动力人口在“十三五”后期出现小幅回升后，在 2021-2030 将以较快速度减少；3) 人口城际流动仍然活跃，呈现“集聚-分散-再集聚”的特征，预计在 2016-2030 年农村向城镇累计转移人口约 2 亿人，在沿江、沿海、高铁沿线地区的人口集聚度还将扩大。显然，我国常住人口的城镇化空间依然还比较大。

图 18：当前我国人口正在有选择地流入中心城市



数据来源：西南证券整理

图 19：2016 年末我国人口分布情况（万人）



数据来源：腾讯信息可视化实验室，西南证券整理

购买力方面，除了银行传统的按揭贷款，居民依然有些其他的加持购房能力的途径。通过容易观察到的房企到位资金来看，可以看到个人按揭贷款与定金及预付款的增速呈现“此消彼长”的关系。个人按揭贷款增速的回落转负反应了金融去杠杆在总量和节奏方面的控制效果，定金及预收款同比增速的走强则反应了居民在可获取按揭贷款有限的情况下自身筹集的购房能力。

表 3：2015 年以来“房企到位资金-定金及预收款”持续增长

	房企到位资金——定金及预收款	房企到位资金——个人按揭贷款
2015 年	32,520 亿	16,662 亿
同比	+7.5%	+21.9%
2016 年	41,952 亿	24,403 亿
同比	+29.0%	+46.5%
2017 年	48,694 亿	23,906 亿
同比	+16.1%	-2.0%
2018 年 1-6 月	26,123 亿	11,524 亿
同比	+12.5%	-4.0%

数据来源：Wind，西南证券整理

其次，从央行发布的数据可以看到，与房地产相关的抵押贷款（非按揭贷）、发放给住户的消费和经营性贷款依然表现强劲，虽然从一定程度上反映了“限制资金进入房地产”的曲折，但也说明了购买力依然可以通过银行体系的资金得以支持。截止到 2018 年二季度末，金融机构人民币各项贷款余额为 129 万亿(+12.7%)，房地产贷款余额 35.8 万亿(+20.4%，一季度增加 1.9 万亿，二季度增加 1.7 万亿)，其中，房产开发贷款余额 8.2 万亿(+27.7%，其中保障性住房开发贷款余额 4.1 万亿，增长 37.4%)、地产开发余额 1.5 万亿(+7.1%)、个人住房贷款余额 23.84 万亿(+18.6%，一季度增加 0.99 万亿，二季度增加 0.98 万亿)、其他房地产贷款（比如购买公寓等商业性用房贷款、企业购买住房贷款、经营性物业抵押贷

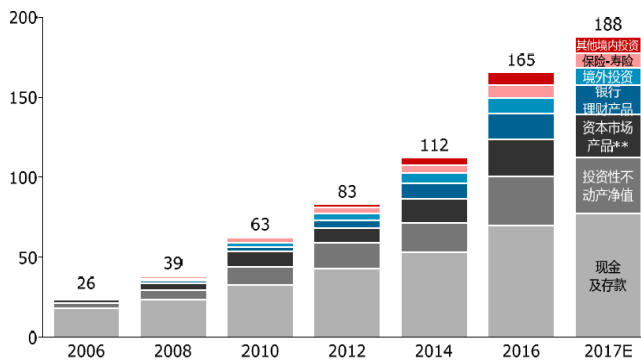
款等)约2.3万亿。个人购买公寓、以企业名义购房等在金融机构获取的购买力支持体现在其他房地产贷款里面,这一部分的增长规模有效抵消了按揭贷少增的部分。

从境内住户消费和经营性贷款来看,也存在此消彼长的关系,住户经营性贷款同比出现多增。2018年一季度末,本外币住户贷款余额44.13万亿元,同比增长18.8%,增速比上年末低2.6个百分点。其中,消费性贷款余额34.47万亿元,同比增长21.1%,增速比上年末低4.7个百分点,上半年增加2.94万亿元,同比少增4544亿元;经营性贷款余额9.66万亿元,同比增长11.0%,增速比上年末高2.9个百分点,上半年增加3335亿元,同比多增2891亿元。

此外,中国私人财富市场尽管增速有所回落,但可动用的现金存款规模依然庞大。根据“贝恩分析”的数据,2016年个人可投资资产总体规模已达到165万亿,2017年这一数字估算为188万亿,其中现金及存款、投资性不动产净值、资本市场持有的股票债券、银行理财产品是主要构成部分。只要购房的“赚钱效应”不发生变化,部分高净值人群依然可能通过大类资产配置的方式将资金投向购房。

图 20: 2016 年末中国个人可投资资产总规模达到 165 万亿

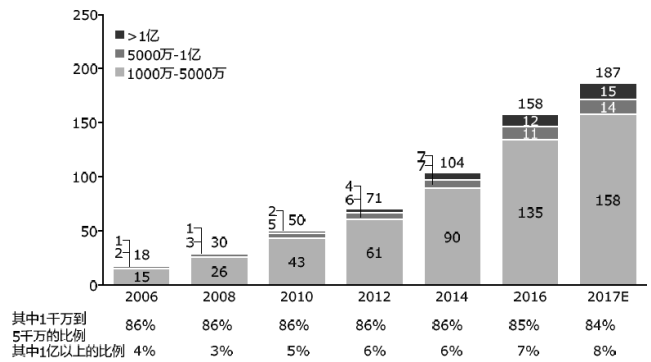
个人可投资资产规模 (人民币万亿元)



数据来源: 统计局、央行、贝恩分析、西南证券整理

图 21: 2016 年末中国高净值人群规模达到 158 万人

个人可投资资产超过1千万的人数 (万)



数据来源: 统计局、央行、贝恩分析、西南证券整理

部分人群虽然已经拥有住房,但是对于改善生活品质的追求可能会因为资产的增长而进一步加大,后续进一步购置改善型或高端居住物业的可能性很大。从房地产投资完成额的构成情况来看,不管是全国还是前40重点城市,改善型住宅产品(特别是90-144平米)的投资增速在2017年显著走强,而90平米及以下住房的出现较为明显的负增长,这说明有越来越多的购房需求是改善型需求。

表 4: 从投资口径来看改善型住宅产品大幅增长

指标	2017 年全国房地产开发投资			2017 年 40 重点城市房地产开发投资			
	2017 年	2016 年	增长	占全国之比	2017 年	2016 年	增长
完成投资额	109,798.53	102,580.61	7.0%	54.7%	60,110.81	50,543.43	6.3%
住宅投资	75,147.88	68,703.87	9.4%	51.5%	38,735.05	35,746.35	8.4%
90 平米及以下	22,367.28	24,772.18	-9.7%	58.7%	13,132.25	14,476.02	-9.3%
90-144 平米	38,831.50	31,391.29	23.7%	45.1%	17,514.32	14,040.17	24.7%
144 平米以上	13,949.10	12,540.40	11.2%	58.0%	8,088.48	7,230.16	11.9%

数据来源: 国家统计局、中国房地产年鉴 2018、西南证券整理

购房意愿变化与否，根本上取决于房屋的投资属性及赚钱效应有没有发生变化。前者关注的核心在于 1) 土地价格 2) 商品房的供需格局 3) 抵押评估制度；后者的核心在于 1) 杠杆比例 2) 投资成本 3) 流动性。目前来看，商品房定价体系并没发生变化或遭到削弱。“限购、限贷、限价、限签、限售”等限制新房交易的调控措施，确实能降低某一时段的市场热度或新房销量，放缓购房者的入市节奏，但并未改变购房意愿。后续来看，随着长效机制的出台，商品房的定价体系依然会受到强有力保护，包括土地价格和抵押评估制度难以发生变化，土地信用创造功能还会延续，商品房的投资属性并不会消除。但是，随着房地产税、发展租赁市场的逐步推进，赚钱效应可能会发生较大的变化，比如变现时间拉长、可利用杠杆比例降低、持有房屋成本显著增加等等。

2.3 行业指标表现逐步钝化，信号意义降低

从行业量价表现的角度，我们认为自 2018 年开始，房地产进入“泡沫后周期时代”，在这一阶段有几个显著的特征：1) 销量开始进入零增长阶段，购房需求较为“连续平滑”地进入市场，传统的限制交易或限制杠杆的政策难以改变需求预期；2) 销售与拿地、销售和投资的传导逻辑失效，行业指标表现出一定的钝化；3) 价格因素可能会使得销售额再创新高，但也会带来政策压力，新房的土地增值溢价会依次抹平，开发净利率逐步回落至社会平均水平，二手房溢价通过房地产税来进行对冲，持有环节征税可能会带来二手房资源的重新分配。

销量进入“零增长”时代，反映了供不应求背景下购房需求释放较为连续，也反映了政府对于市场交易的干预和控制。从全国行业数据可以看到，2018 年上半年，全国住宅销售面积 6.69 亿方，同比增长 3.2%。我们跟踪的 60 样本城市上半年销量均值累计同比增长 5.1%，从结构上看一线城市（4 个）上半年销量同比下滑 19.3%、调控二三线城市（12 样本城市）销量同比增长 3.1%、重点二三线城市（16 样本城市）销量同比下滑 19.5%、其他三四线（28 样本城市）销量同比增长 14.4%。从结构上看，三四线在上半年表现最好，其次调控压力大的中心城市销量出现反弹。下半年，棚改货币化安置比例有所降低，对三四线销售形成一定影响，全国销量增速可能会缓步下行。

根据住建部口径，2015 年我国棚改货币化安置比例为 29.9%，2016 年为 48.5%，2017 年估计这一比例将会提升到 60%（根据住建部数据，2016 年棚改 606 万套，总投资 1.48 万亿，2017 年棚改开工 609 万套，完成投资 1.84 万亿，2017 年末 PSL 余额相比 2016 年末增长 30.9%）。住建部表示 2016 年棚改货币化安置从市场上购房 2.5 亿平方米（据此可以推测平均每套 85.1 平方米）。未来三年 2018-2020 政府的预期目标是将再改造各类棚户区 1500 万套，年均量相比 2017 年有所回落，但 2018 年棚改目标是 580 万套，相比 2017 年下滑的并不多。截止到 2018 年上半年末，棚改开工 363 万套，占年度目标的 62.5%，完成投资 8600 亿，上半年新增 PSL 合计 4976 亿，同比增长 38.8%，上半年末 PSL 余额 31,852 亿，同比增长 32.1%。估计上半年棚改货币安置比例达到 70%，下半年预计会有回落。假定货币化安置比例 2018 维持在 60%左右，这样测算其对应在市场购置商品房体量大约在 3.01 亿方，占全国住宅销售面积之比与 2017 年基本相当。

预计在 2018 年下半年，一线城市销量同比下滑幅度收窄，二线城市有望维持一定增长，三四线城市的新房销量可能会受棚改货币化安置比例降低的影响出现显著下滑。预计 2018 年整体一二线销售面积增长 3%（一二线销售面积占比约 35%）、三四线整体回落 9%（充分

考虑下半年三四线城市销量的下滑影响), 预计 2018 年住宅销售面积约 13.79 亿方, 相比 2017 年回落约 4.8%。

图 22: 2018 上半年新增 PSL 同比增长 38.8%



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 5: 近三年棚改货币化对住宅销售的贡献占比

年份	2016	2017	2018E
棚改目标	600 万套	600 万套	580 万套
实际完成	606 万套	609 万套	590 万套
总投资	1.48 万亿	1.84 万亿	1.82 万亿
货币化安置比例	48.5%	60%	60%
市场购置商品房	2.5 亿方	3.1 亿方	3.01 亿方
全国住宅销售	13.75 亿方	14.49 亿方	13.79 亿方
占比	18.2%	21.4%	21.8%

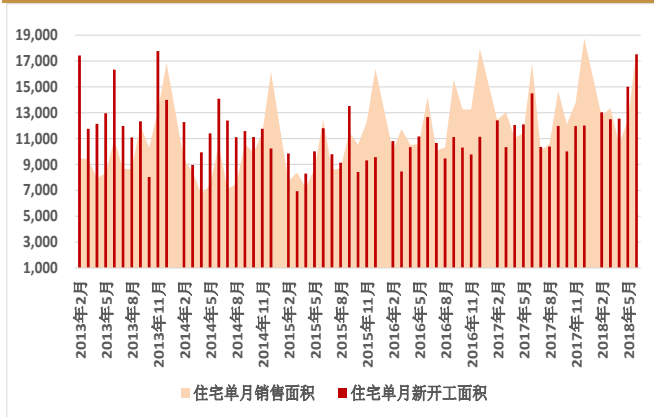
数据来源: Wind, 住建部, 西南证券整理

站在目前的时点, 我们可能对 2018 年最终的销量表现更为乐观一些, 因为考虑到上半年棚改目标已经完成了 62.5%, 而且大部分棚改贷款已进入实施阶段。而且更为关键的是, 三四线城市房价上涨之后使得购房需求能够连续释放 (这与 2016 年之前的三四线房地产市场完全不同)。在大部分还没进入“新房明显供不应求”的阶段, 房价上涨成为商品房预售制度合理性的最好注解, 棚改货币化提高了居民购买力和房价上涨的动力, 即使在货币化安置大幅降低的明年, 三四线的购房需求也不一定会等比例的消亡。

与 2006-2016 年之间购房需求容易受到调控政策的影响进入即期的观望不同, 2017 年之后随着房价上涨在大部分区域实现之后, 购房需求不再容易进入即期观望的状态, 而表现出连续释放的特征, 这种“购房需求连续释放”与“新房价格管制”互相影响, 使得销售去化率能稳定在较高的水平 (信贷的紧缩只影响回款速度和回款率, 对成交的影响明显变小)。“需求连续释放”是由于房地产供给率先于需求达到顶点, 在库存回落之后房地产价格在大面积范围内上涨导致的, 也是当前房地产市场最重要的市场特征。“需求连续释放”熨平了调控政策给行业带来的周期摆动, 使得很多先行指标和销售的关联度降低, 表现出很明显的“钝化”特征。

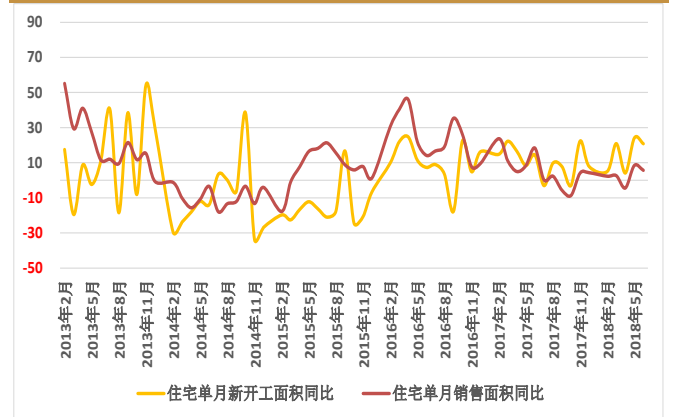
以新开工为例, 住宅单月的新开工面积在 2014 年以前是明显高于住宅销售面积, 2015 年之后开始落后于住宅销售面积, 自 2018 年以来新开工和销售面积更为接近, 同比增速的变化曲线波动较小也十分趋同, 销售对新开工的传导效应不再明显。

图 23: 2018 年以来住宅单月新开工和单月销售较为接近(万方)



数据来源: Wind、西南证券整理

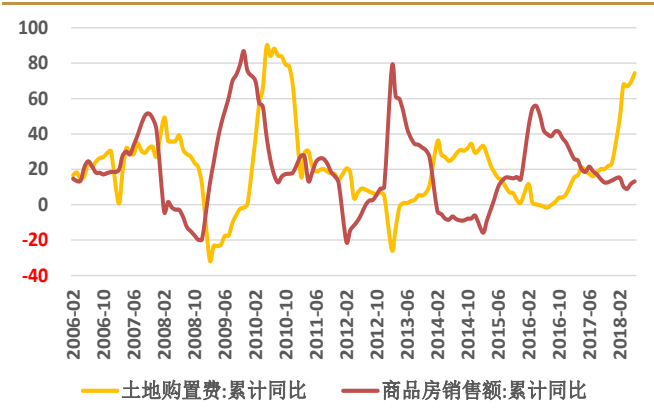
图 24: 2017 年以来新开工同比增速波动明显收窄(%)



数据来源: Wind、西南证券整理

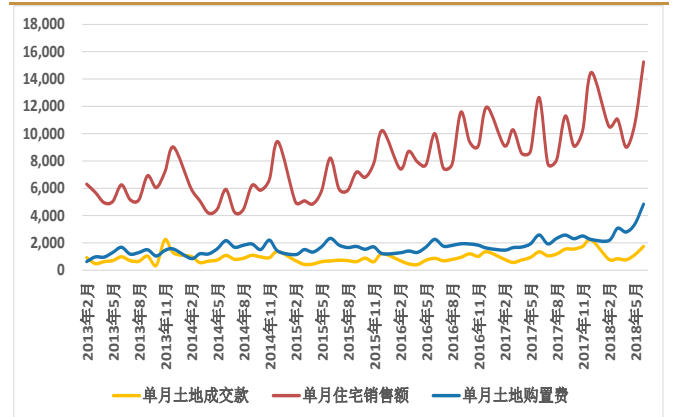
我们再来看看土地购置费和销售额的关系，从变化趋势（同比增速）来看，自 2016 年 10 月开始，土地购置费增速在持续上行，而商品房销售额增速在缓步回落。说明销售增速的回落对土地购置并没有明显的传导效应。我们也对比了全国单月住宅销售额与单月土地购置费及土地成交价款的关系，从过去三年看销售额的增长斜率明显高于土地购置费，说明地价上涨对销售额增长的贡献比例有所降低，购房需求（包括部分的投资投机需求）对销售额增长的贡献比例有明显扩大（居民加杠杆行为）。土地购置费反映的是确定的某个时间段房企获取土地所支付的所有代价，土地成交价款是合同上约定的房企进行土地使用权交易活动的合同金额。土地购置费持续高于土地成交价款说明在地方政府“不产生地王”的政策导向下，房企为获取土地需要实际支付的金额明显高于合同拿地金额。

图 25: 2016 年 10 月以来土地购置费和商品房销售额走势出现持续背离(%)



数据来源: Wind、西南证券整理

图 26: 过去六年单月住宅销售额与单月土地购置费、单月土地成交价款的对比(亿元)



数据来源: Wind、西南证券整理

2017 年房地产投资增速整体高于 2016 年，从结构上看主要因为土地购置费（量和价的因素都有）有明显的提升，其次，精装修交楼比重提升（与限价因素有明显关系）导致竣工增速下滑，有效施工面积出现增长（占投资的比重最高）。而且在行业补库存、政府干预销售的背景下，销售向新开工和拿地的传导效应发生明显的钝化。2017 年全国房企购置土地面积 2.6 亿方，同比增长 15.8%，土地购置费同比增长 23.4%。2018 年上半年全国房企购置土地面积 1.1 亿方，同比增长 7.2%，土地购置费同比增长 74.4%，土地购置费增速显著超出预期。但考虑到今年未存在一定的翘尾因素，我们上调 2018 年土地购置面积的增速至

10%（年初预计增长 7%），土地购置费的增速至 35%（年初预计增长 10%），相比 2017 年的增速进一步提升。

2017 年住宅新开工 12.8 亿方，同比增长 10.5%。考虑到 2017 年土地购置面积增长显著，而在旧棚改项目中新开工可能会存在额外增量，再考虑到 2015 年开始新开工持续落后销售面积，总体上我们对 2018 年住宅新开工增长并不悲观，上调预测增速至 8%（年初预计增长 6%）。由于精装修交楼占比提升及政府对销售及备案的干预，2018 年竣工面积很可能维持负增长（相比 2017 年的回落幅度进一步扩大，这点与年初预计的情况不同）。我们预计 2018 年住宅竣工面积的增速回落 8%，预计全年住宅施工面积增长 2.5%（参考上半年表现情况，施工面积增速较为稳定）。根据房地产投资完成额的估算模型：房地产投资完成额=住宅投资完成额/ K_0 ，住宅投资完成额=当期住宅用地购置费+ $K_1 \times$ 住宅有效施工面积+ $K_2 \times$ 住宅新开工面积-调节项（根据季调回归模型， K_1 等于 0.028， K_2 等于 0.089，调节项为 2460， K_0 取 70%，住宅用地购置费占比按 85%，施工面积按年度数据，土地购置费及新开工按季度数据），可以测算出 2018 年房地产投资完成额 11.89 万亿，相比 2017 年增长 8.3%（年初我们预测增长 6.4%）。我们对 2018 年相关行业数据的预测情况如下表所示。

表 6：2018 年行业相关总量指标预测

年份	2016A	YOY	2017A	YOY	2018E	YOY
商品房投资额	10.26 万亿	+6.9%	10.98 万亿	+7.0%	11.89 万亿	+8.3%
土地购置费	1.88 万亿	6.2%	2.32 万亿	+23.4%	3.13 万亿	+35.0%
住宅施工面积	52.13 亿方	+1.9%	53.64 亿方	+2.9%	54.99 亿方	+2.5%
住宅新开工	11.59 亿方	+8.7%	12.81 亿方	+10.5%	13.83 亿方	+8.0%
住宅竣工面积	7.72 亿方	+4.6%	7.18 亿方	-7.0%	6.61 亿方	-8.0%
住宅销售面积	13.75 亿方	+22.4%	14.48 亿方	+5.3%	13.79 亿方	-4.8%
销售单价	7203 元每平方米	+11.3%	7614 元每平方米	+5.7%	8600 元每平方米	+12.9%
住宅销售额	9.91 万亿	+36.1%	11.02 万亿	+11.3%	11.85 万亿	+7.5%

数据来源：Wind、西南证券整理

3 房企延续分化，或摆脱路径依赖

3.1 房企分化后的格局初现端倪

房企的竞争格局与所处的行业发展阶段密切相关。可以将行业发展阶段概况为以下几个阶段：

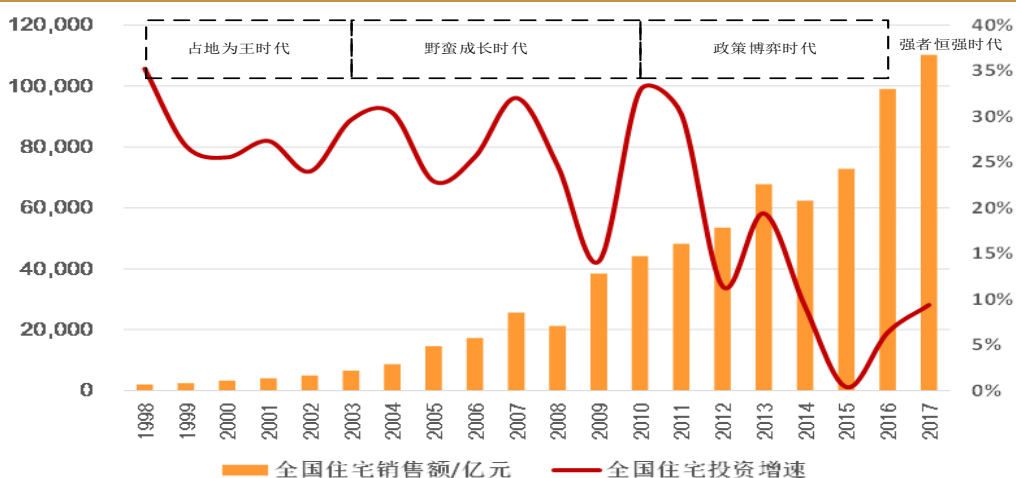
1) 1998年商品房浪潮开启后，房地产行业的发展进入快车道，直至2003年，这个期间房企的发展呈现出“占地割据为王”的特征，全国房企个数迅猛增长，不少区域性房企不断强化在该区域“政府关系、土地资源、产品打造、品质品牌”的比较优势，比如当时万科在深圳、金地在上海、保利在广州的地域优势十分明显，彼时万科在2013年末也只进入了全国15个城市。

2) 2003年随着经营性用地采用“招拍挂”竞价出让制度后，直到2010年，这期间“地价-房价”循环上涨、房地产抵押物价值随着交易价格不断重估，土地信用持续扩张，房企开始实行跑马圈地的野蛮成长时代，一些房企选择“高举高打-从一线到二线-周边辐射”的发展战略、一些房企选择“大规模储备低成本土地-滚动开发-配套领先”的发展战略、一些房企选择“深耕大本营区域-打造高端物业-品牌溢价”的发展战略，还有些房企选择“利用资金股东资源等优势囤积优质土地慢周转开发”的发展战略，这一期间房地产市场整体呈现“供需两旺”的格局，土地储备规模成为衡量房企价值和影响力的重要指标。

3) 2010年全国住宅投资增速见顶回落，限购政策推向市场，房企拿地需要充分考虑“调控政策小周期”对购房需求预期和同行土地购置行为影响的问题，市场呈现比较明显的“政策博弈”特征，这一期间直到2016年（一二线城市大面积房价的上涨），房企的竞争优势体现在市场低迷期在合适的位置低位拿地、在市场走好的时候投放适销的产品，特别是在2014-2015年大量拿地的企业享受到了库存回落之后房地产价值重估的巨大收益。

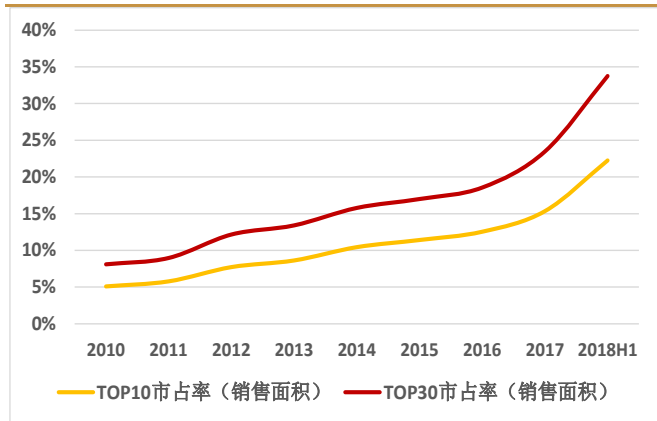
4) 2016年以来，因为价格上涨的态势难以抑制，调控政策不断趋紧，通过“限价”来限制开发商毛利率水平、通过“去杠杆”来降低房企净资产的权益乘数、通过“规范融资行为、提升预售条件、强化销售回款管制”控制开发商周转速度，行业的融资资源和销售回款持续向大房企集聚，房企整体的盈利空间遭到压制，中小房企逐步退出市场。

图 27：当前的房地产行业处于强者恒强的龙头黄金时代

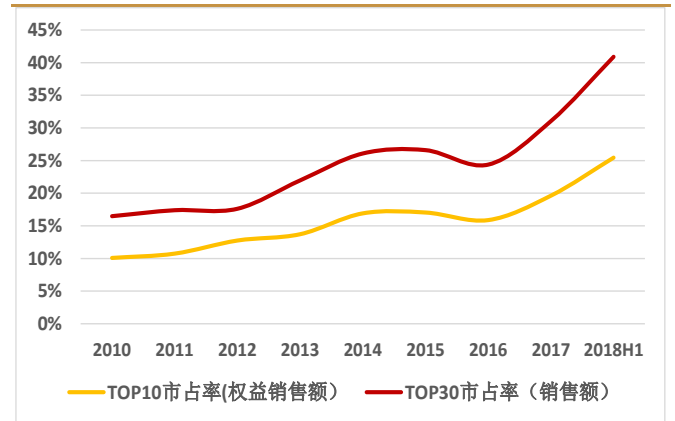


数据来源：Wind，西南证券整理

从销售额（权益）市占率的角度，参考上市公司的公告数据和克而瑞数据，可以看到TOP10房企和TOP30房企在2017年和2018上半年有明显的提升。剔除价格的因素来看，上升的曲线更为顺滑。截止到2018年上半年末，TOP10房企权益销售额市占率为25.5%，相比2017年末提升了5.8个百分点，TOP30房企权益销售额市占率为40.9%，相比2017年末提升了9.9个百分点。截止到2018年上半年末，TOP10房企销售面积口径的市占率为22.3%，相比2017年末提升了6.9个百分点，TOP30房企销售面积口径的市占率为33.8%，相比2017年末提升了10.3个百分点。

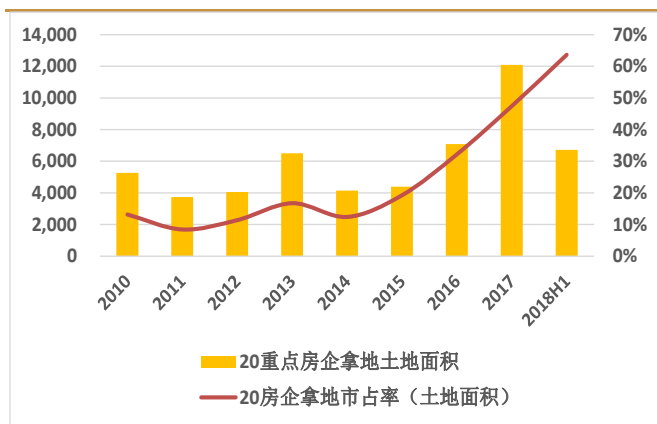
图 28：2010 年以来房企销售面积口径的市占率变化


数据来源：Wind，克而瑞，西南证券整理

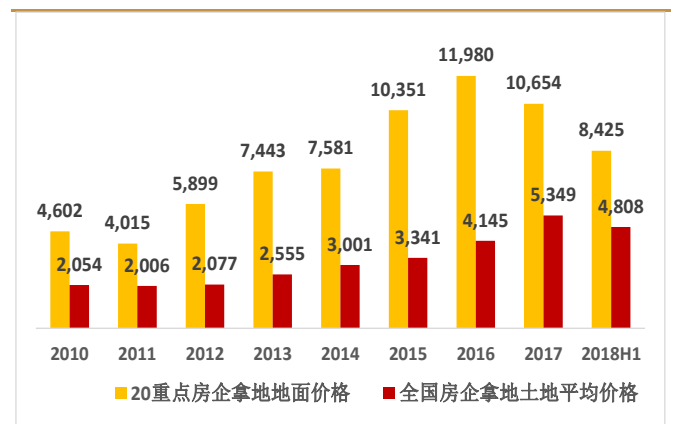
图 29：2010 年以来房企权益销售额口径的市占率变化


数据来源：Wind，克而瑞，西南证券整理

从拿地数据来看，市占率提升的时间更早，相比销售市占率上行的幅度也更为明显。我们选择了基本在TOP30里面的20家房企（具体包括碧桂园、万科、恒大、保利、中海、融创、绿地、华润、龙湖、新城、华夏幸福、招商蛇口、金地、阳光城、旭辉、泰禾、荣盛、世茂、龙光和禹洲），2018年上半年末，这些房企拿地面积占全国的63.6%，相比去年末提升了16.2个百分点，而且这些房企平均土地价格也显著高于全国平均水平。当然，值得说明的是，“房主不炒”的定位下地方政府不愿意出地王，不少公开市场的地块项目是多家开发商联合拍下，如果算70%的权益比估算权益拿地面积市占率约44.5%。显然，拿地市占率高于销售市占率，也预示着后期销售市占率还会进一步提升。

图 30：20 重点房企历年来拿地规模及市占率情况


数据来源：Wind，统计局，西南证券整理

图 31：20 重点房企拿地地面价格与全国对比（元每平方米）


数据来源：Wind，统计局，西南证券整理

2018年上半年，房地产在“商品房投资完成总额”（2015年2月以来连续三个月累计增速在10%以上）、“土地购置费增速”（2018年前5月同比增长高达69.3%）、“商品房销售额”（前五个月4.88万亿，同比增长11.8%）、四线城市房价的同比涨幅（我们估计在两位数以上）、龙头房企的单月销售同比（比如新城控股6月销售额281亿，同比增长255%，招商蛇口6月单月销售额232亿，同比增长122%，保利地产6月销售602亿，同比增长58.0%）等指标创出新高。在当前的监管环境下，我们也可以大致判断开发商的杠杆倍数、周转速度、甚至是开发销售净利率水平也是在一个顶部的位置，这或许是房地产进入到资产泡沫后期的典型特征，长效机制（包括购租并举、房地产税出台、限制房价涨幅、提升预售条件、限制融资资金使用用途等）会着力于降风险、控投机、缓速度。从2018年上半年销售情况来看，前五房企基本比较稳定，第6-第30之间名次上会有些变化。

表 7：2018 年上半年房企流量口径销售部分排名（亿元、元每平方米）

排名	公司简称	2018H1 销售额	权益比	销售单价	同比	预计年度目标	完成率
1	碧桂园	4125	68.2%	9484	42.8%	7500	55.0%
2	中国恒大	3040	95.1%	10449	24.5%	5500	55.3%
3	万科地产	3030	70.0%	15076	9.3%	6300	48.1%
4	保利地产	2079	71.0%	15119	41.8%	4300	48.4%
5	融创中国	1916	72.2%	16299	76.0%	5000	38.3%
6	绿地控股	1606	96.0%	10514	20.7%	4000	40.2%
7	中海地产	1217	93.4%	14934	3.7%	2400	50.7%
8	新城控股	972	78.2%	12603	97.9%	1800	54.0%
9	龙湖集团	937	70.0%	15672	1.2%	2000	46.9%
10	华润置地	852	86.0%	16945	35.2%	1800	47.3%
11	华夏幸福	805	97.7%	11012	14.2%	2300	35.0%
12	绿城中国	769	34.7%	18640	29.3%	1800	42.7%
13	招商蛇口	751	72.8%	20069	39.9%	1600	46.9%
14	世茂房地产	733	87.3%	15945	62.5%	1500	48.9%
15	中国金茂	718	69.0%	34074	197.5%	1000	71.8%
16	阳光城	663	92.0%	14320	67.5%	1300	51.0%
17	旭辉集团	662	53.0%	14926	40.4%	1400	47.3%
18	泰禾集团	655	85.0%	21218	61.7%	1800	36.4%
19	中南置地	652	79.8%	13711	44.9%	1400	46.6%
20	正荣集团	635	71.4%	14706	60.1%	1000	63.5%
21	金地集团	633	70.0%	16844	-10.0%	1800	35.2%
22	富力地产	628	89.2%	12486	61.8%	1300	48.3%
23	金科集团	605	91.7%	8048	99.7%	800	75.6%
24	融信集团	545	71.4%	21494	75.7%	1200	45.4%
25	雅居乐	490	90.3%	13335	21.4%	1200	40.9%
26	蓝光发展	438	98.0%	9153	44.5%	800	54.7%
27	龙光集团	433	97.0%	19808	124.3%	700	61.9%

数据来源：克而瑞数据、公司公告数据、西南证券整理

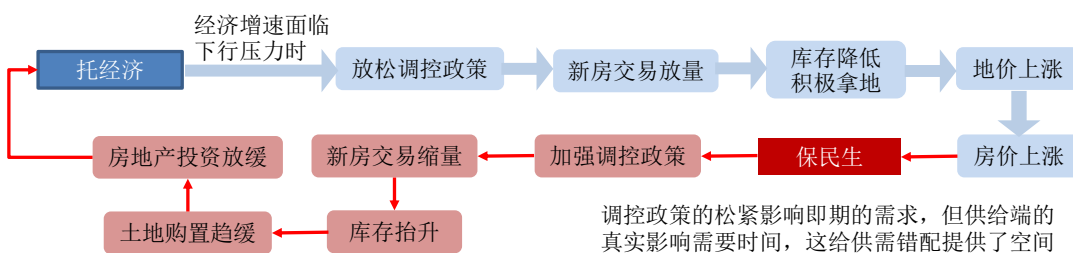
从房地产市场的赚钱效应来看，价格上涨的区域向一线城市和中心城市的周边纵向蔓延、棚改货币化安置比例较高的三四线城市价格上涨趋势也相对明显，但这一趋势会不断遭遇对冲政策的抑制（比如6月初国开行暂停新增棚改贷款审批、7月10日河北沧州市下面的县级市河间市发布调控政策，规定居民新购房屋五年内不得上市交易），那么“以量补价”是持续开发的房企的必须选择，而房企项目布局的广度和管控水平大体上决定了“补量”的空间。

目前行业第一梯队基本比较稳定，碧桂园受益于其布局的广度和优秀的项目管控水平，其成长性更为显著，恒大早前由三四线回归一二线开始均衡布局，万科在一二线及周边三四线布局能力无出其右，融创受益于资源整合后充足的一二线储备后劲增长强劲，保利作为央企地产排头兵，布局上跟随万科，兼具内生和外延式的增长。在行业第二梯队中，中海、绿地、龙湖、华润、绿城、招商、世茂表现较为稳定，新城首次进入前十，而华夏幸福和金地集团有下滑趋势，从销售额数据来看，华夏幸福跌出前10（2015年首次进入前十），金地集团跌出前20（过去十多年基本在11-16名之间）。后续金茂、阳光城、融信、龙光、中南、蓝光等房企的增长比较明显，值得重点关注。

3.2 调控边际影响减弱、长效机制逐步接力

众所周知，房地产是一个对政策高度敏感的市场，在过去的相当年份，经常看到调控政策的出台对购房预期和开发商的融资、拿地等行为产生立竿见影的影响。为什么会有调控政策，因为1) 房地产长效机制尚不健全，踏空风险大，市场缺乏自发机制促使房价/地价与租金或购买力相适应 2) 赚钱吸金效应不断自我强化，放大潜在风险 3) 房地产投资和居住属性并存，“住有所居”是纳税人享有的基本权利。从影响市场参与者（开发商、购房者、银行及地方政府）预期及行为的角度来看，调控政策周期是最重要的一个周期。政策调控的落脚点主要是“保民生”和“托经济”，其触发点往往来自于“房价过快上涨”和“经济下行压力变大”。

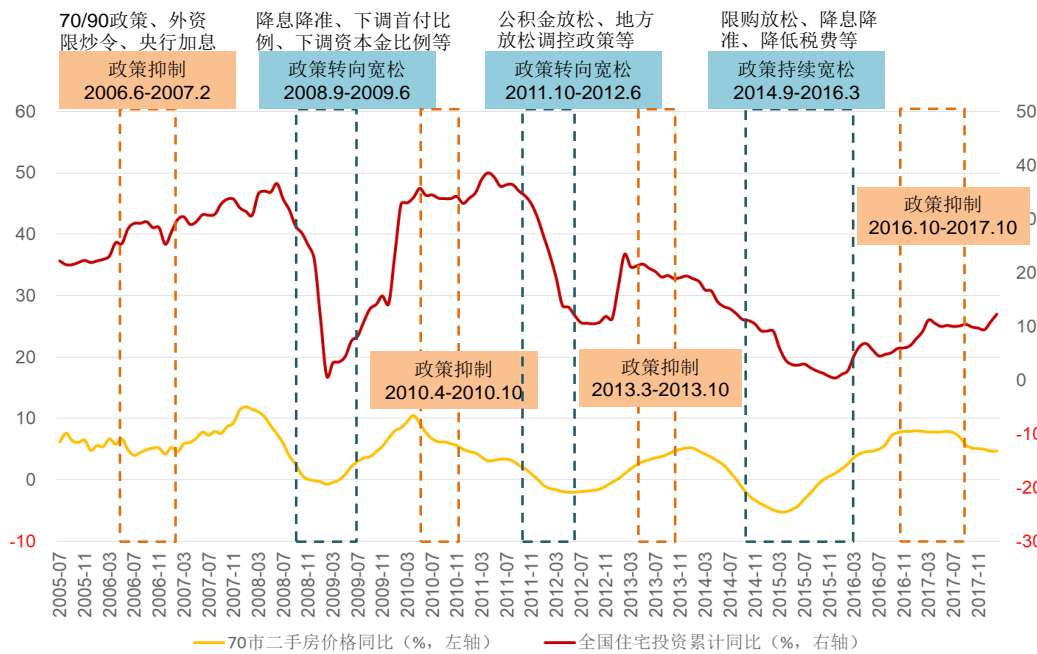
图 32：房地产调控政策的演变过程



数据来源：Wind，西南证券整理

从区别于产业周期（土地供给、库存、施工、销售等等）的角度，调控政策的周期时间相对较短。调控政策周期存在的合理性：1) 因为供给和需求对于政策的反映不是同步的，购房需求往往在调控政策突然变的严厉时进入观望阶段，但已开工的房屋因为存在合约的限制，大概率会继续施工；2) 市场可以在一定时间内消化调控政策的影响；3) 不同阶段政府偏重的目标存在不同。根据过往经验，调控政策的周期往往在三年左右，基本上与房屋的建造周期相匹配。

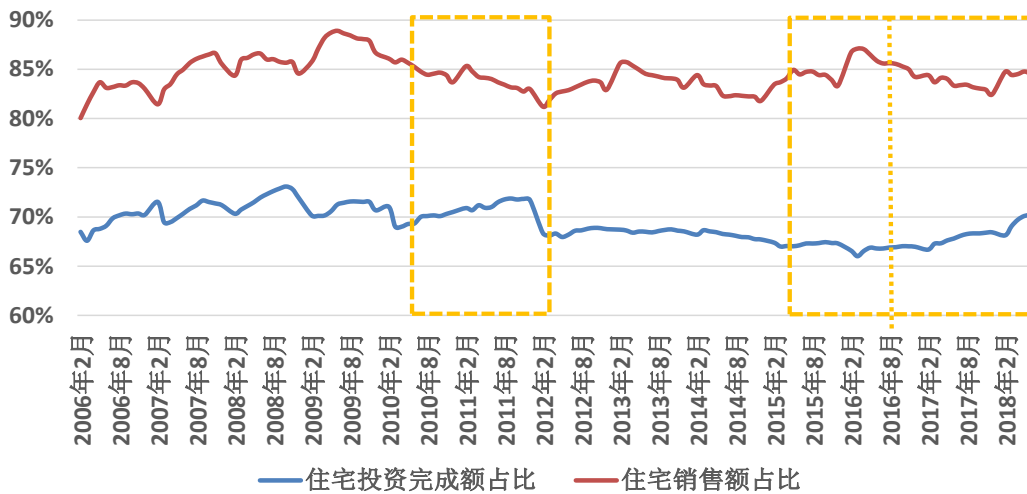
图 33：过去十年出现了三轮房地产调控政策周期



数据来源：Wind, 西南证券整理

但是，从 2016 年 10 月新一轮调控政策出台以来，并没有看到购房需求或房企拿地的预期发生明显的消极变化，重新进入观望的阶段。于是出现了销售增速放缓的同时房地产投资增速屡次超出预期，也能看到房价在不同能级城市接力上涨，去化率依然居高不下，还有在某些新房交易量一般的城市土地市场依然火爆。

我们通过“住宅投资完成额占房地产投资完成额之比”与“住宅销售额占房地产销售额之比”这两个指标的走势来分析。2010 年 4 月至 2011 年 12 月，两个指标呈现较为明显的背离，住宅开发投资表现较强（2011 加大保障房建设导致房企开发的保障性住宅显著增长，土地城镇化浪潮方兴未艾），而销售端持续走弱（主要是因为 2010 年开启的限购限贷政策在 2011 年持续细化落实并叠加加息等从紧的货币信贷政策）。从 2015 年 2 月至 2018 年 3 月，两个指标再次明显“背离”，在这一阶段的 2016 年 3 月份，住宅投资完成额占比为 66.0%（过去十多年最低位）。在此之前可以清楚看到住宅销售额占比有两次明显的提升，分别在 2015 年上半年（住宅销量的增长表现明显）和 2016 年上半年（一二线住宅价格的增长表现明显）。自 2016 年 3 月开始，全国住宅库存开始回落，住宅销售额占比逐步下降，但住宅投资完成额占比却缓步提升。

图 34：商品住宅的销售与投资完成额存在较为明显的背离


数据来源：Wind，西南证券整理

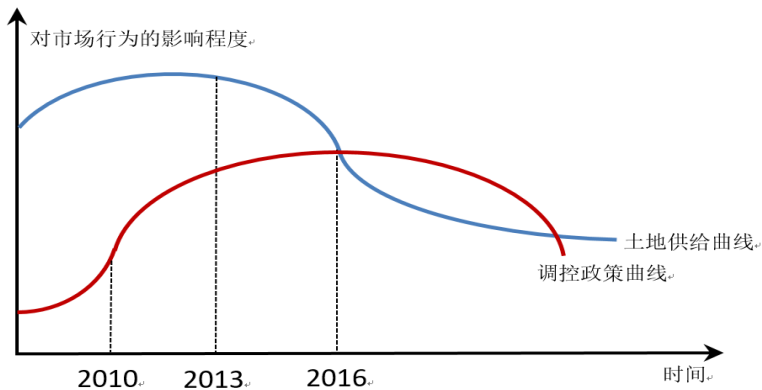
第二次背离的时间显著超越了 2010 年 4 月的那一次。我们判断主要原因是 1) 调控政策边际效应大幅衰弱 2) 全国住宅狭义库存在 2016 年 3 月见顶回落带来的持续补库存 3) 供不应求及新房平价政策下土地变现的风险显著降低。显然，真正能改变房地产供需行为预期的并非调控政策周期，除了长效机制的建立，更应密切关注龙头房企市占率、常住人口城镇化率、施工面积及销售额的绝对值及增速的变化。把握了产业周期的演变过程，才可能真正了解到房地产开发销售额的天花板。

2018 年上半年，机构统计数据 displays 各地房地产调控政策发布次数高达 192 次，比去年同期还要多出 65%，共有 73 个城市出台调控政策，包含限购政策 135 条、限贷政策 176 条，51 个城市以及海南全域实行限售政策。地方调控的核心在于限制房价涨幅、抑制投机套利、促进公平销售（去年南京、上海、长沙、成都率先出台新房销售摇号政策，今年陆续有武汉、西安、杭州、福州等地加入摇号队伍），有些地方也尽量避免出现地王（比如上海，强调严控高房价和高地价不是权宜之计）。从信贷角度，金融机构控制资金额度、监管机构控制相应融资工具的发行门槛及使用用途。从房贷利率表现来看，2018 年 6 月全国首套和二套房贷平均利率上涨到 5.64% 和 6.01%，同比分别增长了 15% 和 11%。

但是，从结果上看房价上涨的势头依然明显。统计局数据显示，6 月全国商品住宅销售均价为 8576 元每平方米，同比上涨 14.2%；6 月 70 大中城市中，有 61 个城市新建商品住宅价格同比上涨，31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅价格涨幅持续扩大。在热点城市被政策严控之下，部分三四线城市反而持续受益棚改货币化安置及热点城市外溢的投资投机购房需求。

既然调控政策已经不再起主导作用，所以我们有三个基本的判断：1) 调控周期没有全面宽松但存在因地制宜边际放松，需要依据不同市场情况灵活处理 2) 调控周期后面对应的不是“放松-再次紧缩-再次放松”的循环，而是适应“租购并举的房地产长效机制”的保留或退出，长效机制将逐步替代调控政策成为主导预期的约束力量 3) 调控政策的变化对地产股的 Beta 属性刺激会逐步减弱。

图 35：调控政策对市场行为的影响边际效应逐步递减



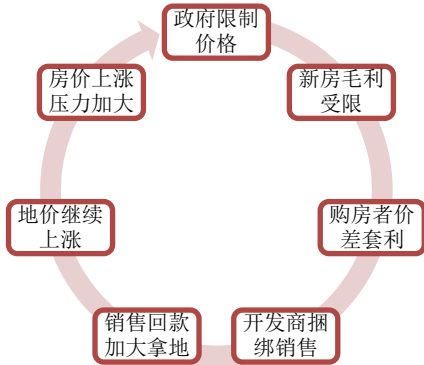
数据来源：西南证券整理

3.3 长效机制的框架与约束

以“限价”为核心的调控政策可能会带来“内生价格上涨压力加大”和“调控政策执行变形”两个问题。如果按照市场化的方法控制价格上涨，势必要大量提高土地供应量并提升容积率，但这也会导致巨大的公共服务和配套建设的压力，需要平衡更多政府职能部门的诉求，难度很大。通过行政干预的方式强行控制预售价格，新房的溢价会通过二手房进行体现，价差套利会导致投机需求难以抑制，这就使得开发商需要在“以量补价”及“地价高企”的夹缝中寻找机会，从趋势上看，因为新房的溢价可能或被依次抹平，反过来会制约土地溢价，土地价格的波动幅度可能会逐步收窄；从市场的角度，在限价的区域，新房供不应求的区域会更为“供不应求”，市场的投机套利行为使得调控政策的执行难度变大，市场乱象难以令行禁止。比如炒作房号、毛坯房捆绑精装修合同销售、商品房销售捆绑车位出售、持有类公寓明租实售等等，在这样的背景下，开发商与购房者的纠纷也会增多（比如近期成都出现的大规模精装修维权等事件）。

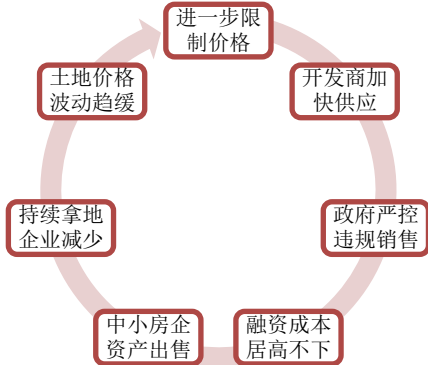
根据目前的情形来看，2018年下半年到2020年棚改货币化安置比例将明显降低、价格上涨压力较大的三四线城市也可能进一步升级调控政策。但是，由于限制房价上涨是自上而下的要求，具体落下来与地方政府卖地的诉求、房企对销售毛利率的诉求、购房者的交易权及投资获利诉求存在或多或少的冲突，其执行情况难免会有所变形。比如地方政府一方面要卖地一方面又要防止地王的产生，房企以“上限”价格竞得土地后需承担一些保障或公益性的建设任务，在后续销售房屋的时候又面临限价问题，自然存在通过批次涨价或装修合同转嫁成本的压力。地方政府在对这些房企的销售行为进行监管的时候，难免会出现一些变形，需要对调控政策落地进行不断纠偏。

图 36：限价初期会带来更大的价格上涨压力



数据来源：西南证券整理

图 37：限价后期或使得土地价格波动收窄



数据来源：西南证券整理

中央当前倡导坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，加快建立“多主体供应、多渠道保障、购租并举”的住房制度。这说明，房地产市场的“投资市场”和“消费市场”在未来将逐步分开，两个不同市场的定价系统互不干扰，但可以分别进行管理。这样的好处可能包括：针对“防止房地产泡沫”和“满足住有所居”这两大目标可以通过不同的政策分别达到、房地产价格波动风险带来的民意压力也会大大降低、充分提升城市各类房屋或城市郊区非国有建设用地的使用效率等等。

针对房地产投资市场，主要覆盖产权独立可流通交易的商品住宅/商务公寓/二手房、已上市或即将上市流通的有完整产权的保障型住房、可在较大范围内流通的共有产权住房、可在较大范围内流通的小产权房等。调控政策，比如限制交易资格、交易杠杆、交易频率、交易成本等会进一步延续，长效机制中，比如针对保有环节的房产税或消耗空间资源的空置税可用来对冲市场的热度或价格的波动。

针对房地产消费市场，主要是保障缺乏购买力的低收入家庭、新市民（大学生、青年白领及流动劳动人口）以及高端人才（高端住房消费）对房屋的居住需求。通过多主体供应，包括工业用地、集体用地、员工宿舍、商务公寓、闲置的独立产权住房、城中村或城边村等，保障居住消费的基础。而长租公寓运营商、服务商、相关金融机构的资金支持、租赁金融产品的流转市场等是不可或缺的，最终各类房屋的使用价值能被充分挖掘，租金会依据房屋的位置及使用价值来合理定价。

表 8：长效机制的可能制度框架

类别	房地产投资市场	房地产消费市场
目标	防范房地产泡沫	解决住有所居
属性	金融属性为主	消费属性为主
覆盖范围	产权类商品住宅为主，包括补缴地价“转正”的小产权房、共有产权住房等	非商品住宅为主，包括小产权房、补缴地价“转正”的历史遗留配套类居住违建等
房地产税税基	按评估价格	按年租金收入
利益相关者	地方政府、开发商、购房者	更多供应主体、更多渠道保障、更多相关者
定价体系	地价方向决定房价方向、资产评估价影响价格弹性、交易成本影响流动性	租金回报率决定资产价格，租金按供求关系定价随行就市，成本端博弈特征明显
制度衔接	调控政策进一步延续，限制商品住宅的流动性，以时间换空间，与长效机制和谐对接	处置违建、改造历史遗留住房、限制小产权流转范围，发展租赁运营商、培育 RETIs 市场
风险点	各区域市场发展不均衡、而预期容易迅速传导	定价体系发生摇摆，冲击房地产投资市场

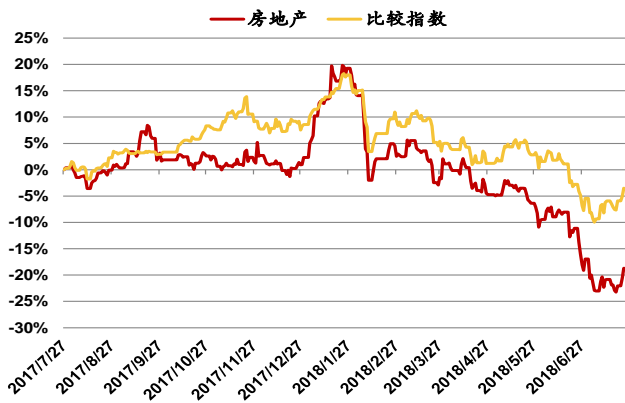
数据来源：西南证券整理

4 地产股的估值约束与风险补偿

4.1 估值体系重构导致地产股整体落后基准指数

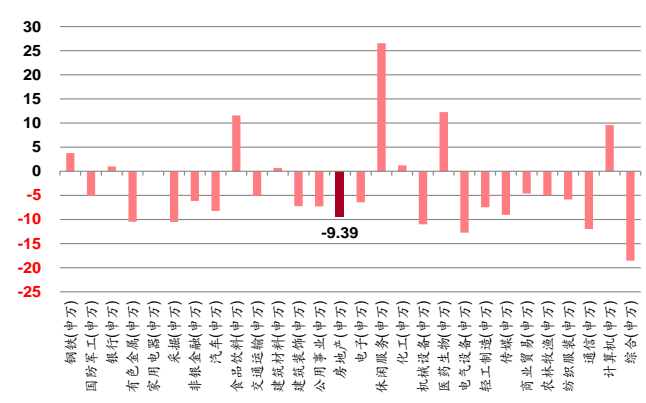
2018年1月份，申万房地产指数上涨13.62%，同期沪深300仅上涨6.08%，板块在1月的超额收益较为显著。但2月开始板块迅速走弱，又明显落后基准指数。回顾2018年初以来A股地产板块（申万房地产指数）整体市场表现，截止到2018年7月25日，板块下跌20.63%，同期沪深300指数下跌11.24%，板块落后沪深300指数9.39个百分点。

图 38：近一年申万地产板块相比沪深 300 走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 39：年初以来申万各板块相对沪深 300 表现/pt



数据来源：Wind，西南证券整理

2017年10月9日我们发布报告上调行业投资评级至“强于大市”，主要是基于1)行业数据特别是土地购置表现强劲且主流上市房企销售持续超预期 2)行业调控政策在2017年9月底靴子落地 3)内房股龙头从涨幅上显著领先A股龙头。之后可以看到了保利、万科等A股地产龙头明显走强于沪深300指数，但整个板块在去年四季度其实基本上是走平的，表现落后沪深300指数。在2018年7月17日，我们发布报告下调行业投资评级至“跟随大市”，主要是判断基本面增速后续可能回落及市场预期可能进一步恶化。2018上半年“土地购置费”达到1.62万亿，增速高达74.4%，占投资额的比例也高达29.2%，而“建筑工程完成额”、“安装工程完成额”及“设备购置完成额”均出现不同幅度的下滑，而且办公楼和商业的投资完成额下滑幅度在加大。考虑到棚改货币化安置比例下半年开始明显回落，土地市场流拍情况日渐趋多，土地购置费对于投资数据的支撑可能会趋弱，销售额的增速(2018年上半年住宅销售额增长了14.8%)可能也会下降。房企的销售在6月份也出了一个较为明显的高点，而决定ROE的周转率和杠杆率的预期也在走坏。

通过简单对比A股主流地产股(万科、保利等)和港股主流地产股(碧桂园、融创)的走势不难发现，A股地产股从2月杀跌一直在走弱，而港股从6月下旬开始才比较明显地走弱(自棚改贷款暂停传闻开始)，说明A股存在有别于港股的原因提前出现了杀跌(诱因是筹码层面的利空因素)。从当前时点回溯到过去一年，我们对比A股地产指数与沪深300指数的表现，可以清楚看到，地产指数表现落后基本上是一种常态，而且未来这种趋势大概率还会延续。这里可能有两个很重要的原因。

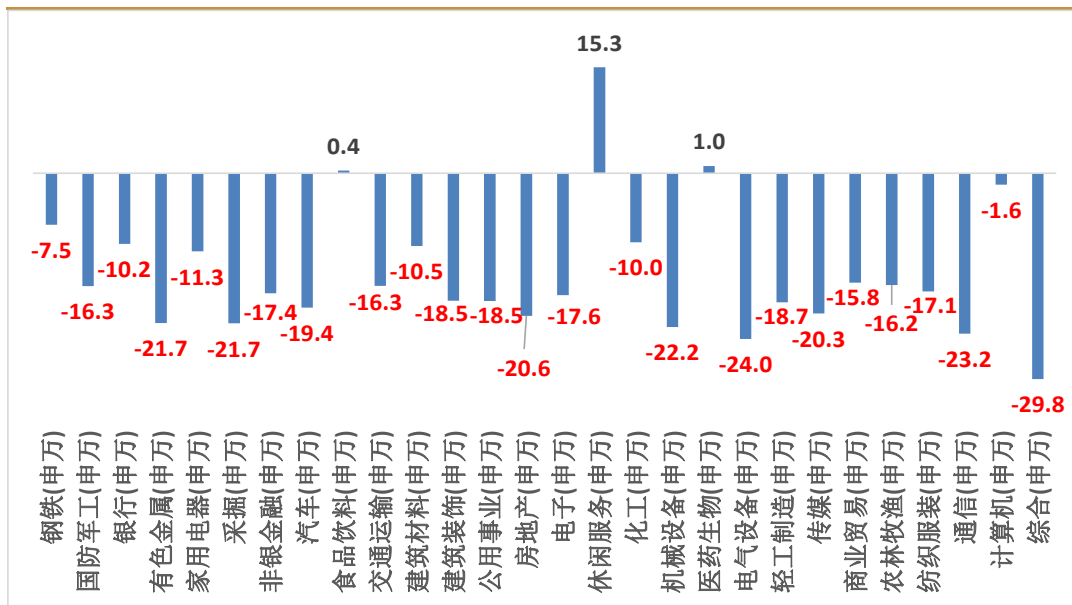
其一，有基本面支持的个股表现强于其他个股，这也代表着证监会刘主席上任以来(2016年2月)对资本市场的监管方向，限制住了“题材炒作”、“价差套利”、“任意停复牌”、“带

“杠杆资金举牌”等种种怪相后，二级市场的投资机会将更多体现在有基本面支撑、契合产业政策和宏观环境的优质个股上。这会带来资本市场持续的“估值体系重构”，缺乏基本面支持的小市值公司将逐步抹平估值溢价，再跌入到失去流动性，目前来看这个过程还远未结束。

其二，金融强监管和去杠杆会不仅从基本面间接影响企业财务杠杆、经营杠杆和现金流状况，也会从筹码层面直接影响个股交易结构。不少利用股权质押融资、配资、资管计划等形式存在的筹码因为时限到期或者股价下跌均会带来“预期变化-被动减持-股价下跌-进一步减持”的连锁反应，持续打击了缺乏基本面支撑、市值较小个股的风险偏好。

2018年初以来，仅休闲服务、食品饮料、医药生物、计算机等板块明显强于沪深300指数的表现，大部分行业表现均落后沪深300指数。

图 40：申万各板块指数年初以来表现（截止到 2018 年 7 月 25 日，%）

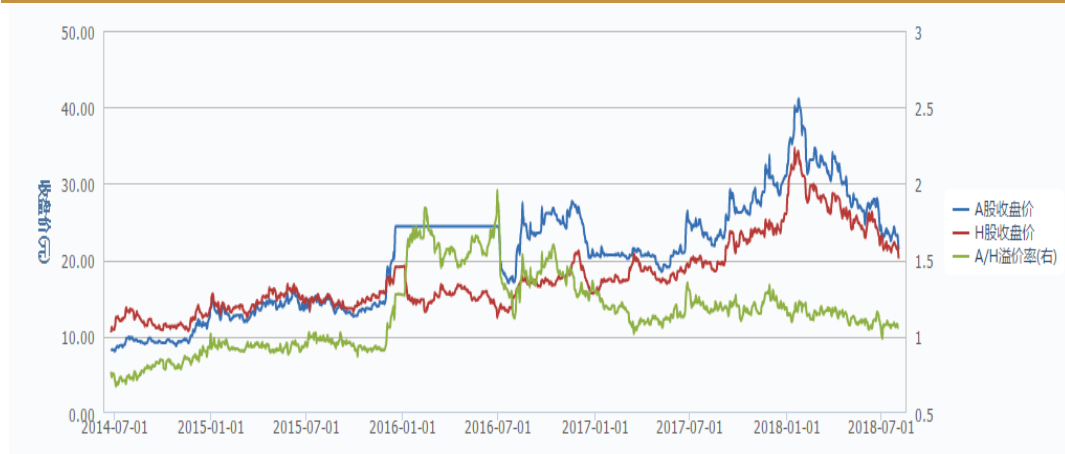


数据来源：Wind，西南证券整理

4.2 与港股互联互通导致估值趋同

港股市场的配套制度相对 A 股市场更为完善和市场化，机构投资者占比较高，其股价波动更多是基本面预期的驱动，这点与 A 股的博弈逻辑存在一定的差异。在 A 股市场与港股建立互联互通之前，负债驱动资产的保险资金率先在地产股里面“安营扎寨”，极大的影响了部分地产股的筹码分布情况。与短期博弈为主的境内主动型权益类产品（主要是公募基金）相区别的长期投资资金（比如作为财务投资者的保险资金或产业资本）或境外新增资金（沪股通、深股通、加入 MSCI 带来的被动增持仓位），往往会成为地产股行情启动或下挫的驱动因素。

2015 年以来 A 股市场险资驱动地产股行情特征显著。万科 2014 年 6 月 25 日在香港上市（代码 2202.HK），万科 A 股股价按历史汇率相对 H 股的溢价率在 2015 年底之前基本上是在 1 以下，2015 年 12 月随着“宝能系险资”的持续增持，使得溢价率长期维持在 1 以上。对比万科 A（000002.SZ）和万科企业（2202.HK）可以发现，截止到 2018 年 7 月底市值基本相当，万科 A 相比万科企业溢价仅 7.2%，估值水平的差异相比年初而言进一步缩小。

图 41: 万科 A 股和 H 股 2014 年中以来相对表现 (按历史汇率换算)


数据来源: Wind, 西南证券整理

宝能系险资 (钜盛华及其一致行动人) 持续增资和举牌万科可以说是资本市场层面最重要的“增量资金进场抢筹”事件, 导致万科的估值水平在之后相当长的时间内显著高于同行。

表 9: 2015 年以来险资增持万科股份的变动情况

公告日期	变动性质	持持股数	持仓比例	说明
2015 年 7 月 11 日	首次举牌	5.53 亿股	5.00%	前海人寿通过集中竞价买入, 此前半年内前海人寿有买入和卖出万科股票的记录
2015 年 7 月 25 日	继续增持	11.05 亿股	10.00%	前海人寿通过集中竞价交易新增买入 0.93%, 钜盛华通过集中竞价买入 4.07%
2015 年 8 月 27 日	继续增持	16.24 亿股	14.70%	钜盛华新增通过收益互换的形式持有万科股权, 最高比例达到 8.04%
2015 年 11 月 20 日	继续增持	16.62 亿股	15.04%	前海人寿占 6.66%, 钜盛华通过集中竞价和大宗交易持股 8.04%、通过融资融券持有 0.34%
2015 年 12 月 7 日	继续增持	22.11 亿股	20.01%	钜盛华通过资管计划在交易所竞价买入万科股票 4.969%
2015 年 12 月 9 日	首次举牌	5.53 亿股	5.00%	安邦人寿投资组合、安邦财险、安邦养老等合计买入万科 5% 的股票
2015 年 12 月 26 日	继续增持	26.81 亿股	24.26%	钜盛华继续增持万科 A, 合计持股 17.61%
2016 年 4 月 9 日	继续增持	26.81 亿股	24.29%	钜盛华向前海人寿无偿让渡万科股份对应的表决权, 钜盛华合计持有 17.62%, 其中信用账户持股 0.34%、通过资管计划持股 9.23%;
2016 年 7 月 7 日	继续增持	27.60 亿股	25.00%	钜盛华通过资产管理计划在二级市场继续增持万科 A 0.71% 的股权
2016 年 8 月 9 日	首次举牌	5.52 亿股	5.00%	恒大及其旗下一致行动人在 2016 年 7 月 25 日至 8 月 8 日增持万科
2016 年 11 月 23 日	继续增持	11.04 亿股	10.00%	恒大及其旗下一致行动人继续增持万科
2017 年 1 月 14 日	股权转让	16.90 亿股	15.31%	华润及其一致行动人将其持有的所有万科股份转让给深圳地铁, 代价约 22 元/每股
2017 年 3 月 18 日	继续增持	15.53 亿股	14.07%	恒大及其旗下一致行动人继续增持万科, 且将其股份对应的权利委托给深圳地铁
2017 年 6 月 12 日	股权转让	15.53 亿股	14.07%	恒大及其旗下一致行动人将所持有的全部万科股权转让给深圳地铁, 约 18.8 元/每股
2018 年 4 月 4 日	减持计划	11.42 亿股	10.34%	钜盛华及其一致行动人合计持有 25.4%, 其中资管计划持有的占 10.34%
2018 年 4 月 17 日	大宗减持	0.90 亿股	0.81%	钜盛华卖出万科股份 8972.45 万股, 卖出均价约 29.92 元/每股
2018 年 7 月 20 日	大宗减持	5.52 亿股	5.00%	前海人寿集中竞价减持 0.07%、资管计划大宗减持 4.93%, 变动后宝能系持有 20.4%
2018 年 7 月 25 日	大宗减持	0.44 亿股	0.40%	变动后宝能系合计持有 20%, 其中前海人寿持有 6.59%、钜盛华持有 8.39%

数据来源: Wind, 公司公告、西南证券整理

除了万科，其他主流的地产股，比如保利地产、招商蛇口、金地集团、华侨城、阳光城等均有不同类型的险资参与定增或直接增持。险资买入地产股的理由不仅仅是股价预期发生了边际上积极的变化，更多是考虑其流通市场容量、净资产价值、业绩增长的确定性、高股息率、在行业中明显的比较优势等，当然也不排除意图控制或实施潜在资源整合的目的。险资的介入不仅降低了短期资金可配置地产股的比例，也阶段性抬升了股票估值波动的下限。

另外，我国资本市场 2014 年以来加速了市场化改革的进程，随着沪港通、深港通、加入 MSCI 等一系列举措的落地，A 股的估值体系也朝着国际化的趋势演进。截止到 2018 年 7 月底沪市港股通 320 只个股中地产股共计 46 只（按 wind 行业分类），深市港股通 464 只个股中有 69 只地产股，相比沪市新增了 23 只 H 股地产股（按 wind 行业分类）。沪股通 579 只个股中地产股 32 只（按申万分类），深股通 862 只个股中地产股 39 只（按申万分类）。两边市场主流地产股的估值水平自 2017 年以来快速靠拢，两边的估值水平互相影响。

表 10：交投活跃并以境内地产开发为主的 A 股地产股和 H 股内房股

序号	个股代码	个股简称	市值(人民币)	年初以来涨幅%	近期月交易额/亿
1	000002.SZ	万科 A	2,345	-31.2	14.91
2	3333.HK	中国恒大	2,308	-25.4	4.54
3	0688.HK	中国海外发展	2,245	-4.9	3.73
4	2007.HK	碧桂园	2,080	-19.3	9.30
5	1109.HK	华润置地	1,631	20.9	4.01
6	001979.SZ	招商蛇口	1,373	-8.8	5.50
7	600048.SH	保利地产	1,288	-21.0	13.64
8	0960.HK	龙湖地产	1,109	13.0	3.15
9	1918.HK	融创中国	864	-29.0	9.23
10	600606.SH	绿地控股	748	-12.2	2.62
11	600340.SH	华夏幸福	706	-21.4	3.93
12	601155.SH	新城控股	575	-11.0	5.50
13	000069.SZ	华侨城 A	522	-21.6	1.78
14	3380.HK	龙光地产	427	12.5	0.86
15	600383.SH	金地集团	389	-27.9	1.78
16	2777.HK	富力地产	381	-18.6	1.30
17	0817.HK	中国金茂	347	4.3	1.42
18	002146.SZ	荣盛发展	324	-17.5	2.58
19	0884.HK	旭辉控股集团	300	-2.9	1.35
20	000671.SZ	阳光城	241	-23.7	1.60
21	000961.SZ	中南建设	208	-12.0	1.56
22	000732.SZ	泰禾集团	206	-16.4	1.93
23	600325.SH	华发股份	133	-10.8	1.62
24	002285.SZ	世联行	124	-44.9	1.10
25	002016.SZ	世荣兆业	96	15.3	1.54

数据来源：Wind，西南证券整理（淡红色底纹突出交易额较大的个股，市值按 2018 年 8 月 2 日股价和汇率换算）

2018年6月1日起，中国A股股票正式纳入MSCI指数（明晟指数，即由摩根士丹利国际资本公司编制的跟踪概念股票表现的指数），有226只股票可以供国际投资者投资，首次纳入的比例为2.5%（预计9月初纳入比例提升至5%）。其中，地产股有13只，包括万科A、华侨城A、金融街、金科股份、招商蛇口、荣盛发展、保利地产、新湖中宝、华夏幸福、金地集团、绿地控股、张江高科和新城控股。

4.3 地产股的估值约束与三段论

2018年6月开始，A股和H股地产股遭遇较大幅度的“杀估值”行情，地产股的风险补偿在持续走高，导致股价下跌（PE持续走低）。这里的“风险补偿”（Risk Compensation）是指由于某些新因素的出现（比如棚改货币化安置比例降低、对房地产持有环节征税、提升预售条件等），投资者不能通过风险分散、对冲和转移，不得不承担的投资风险的相应回报率（相当于在交易价格上增加风险溢价，风险溢价是价格的概念，风险补偿是收益率的概念）。可以通过以下公式来衡量“风险补偿”。

$$\text{风险补偿} = \frac{1}{PE} - RFR$$

其中，PE（Price earnings ration）为地产股平均估值水平（相对估值法），RFR（Risk-free rate of return）为无风险收益率。风险补偿越低，风险偏好越高，当风险补偿从高处回落的时候，往往意味着股价会持续地上涨，反之亦然。那么衡量行业PE，可以通过下面的公式：

$$PE = \frac{P}{EPS} = \frac{1}{k - g}$$

其中， k 为预期收益率， g 为行业平均增速。考虑到地产的销售额对业绩的锁定性和结算周期（从销售增长到业绩增长按1-2年）的存在，按结算口径和销售口径的PE分别为：

$$PE_{\text{销售}} = \frac{1}{k - g} = \frac{PE_{\text{结算}}}{(1 + g_0)^t} = \frac{P}{EPS_0 \times (1 + g_0)^t}$$

$$PE_{\text{结算}} = \frac{1}{k - g} \times (1 + g_0)^t$$

其中， EPS_0 为当期业绩， g_0 为当期业绩增速， t 为结算周期。由以上公式可见，影响风险补偿变化的有三个层面的因素：1）企业盈利端的变化，即反应当期业绩增速的 g_0 和业绩持续性的 t ；2）预期收益率与行业增速的相对变化；3）市场流动性及资金成本的变化；一般来讲，后面两个因素均可能在短期发生较大的变化，从而较大程度上影响风险补偿。

对地产股而言，预售制度保证了当年销售额对未来2-3年业绩的锁定性，反映在上述公式中的 t 中，当预售条件提高时，销售对业绩锁定的时间就被缩短，业绩的持续性变差，PE走低，风险补偿变大。短期业绩的增速阶段性也会影响PE，反映在上述公式中的 g_0 中。行业空间见顶或出现回落的时候，表现为行业平均增速下滑会接近零增长，反映在上述公式中的 g 出现变小；而当行业面临较大的调控政策压力，比如融资环境趋紧（导致债务融资成本和股权融资成本上行，WACC上行，上式中的 k 变大）、政策调控力度升级（表现为股权融资成本上行，上式中的 k 变大）等，投资地产股的预期收益率一定要变得更高才能吸引到资金。

此外，我们将影响 g_0 的因素进一步分解。净利润的变化与 ROE (Rate of Return on Common Stockholders' Equity) 及净资产的变化密切相关，可以通过 NAV (Net Asset Value) 衡量净资产的变化（其变化的影响因子是新增拿地、变现价格及折现率），通过下列公式：

$NAV(\text{净资产价值}) = \text{净利润} + \text{净资产}$ ， $\text{净利润} = ROE(\text{净资产收益率}) \times \text{净资产}$ ，得出

$$\text{净利润} = NAV(\text{净资产价值}) \times \frac{1}{1 + \frac{1}{ROE(\text{净资产收益率})}}$$

而， $ROE(\text{净资产收益率}) = NPM(\text{销售净利率}) \times AU(\text{资产周转率}) \times EM(\text{权益乘数})$

因此，可以看到 NAV、净利率、周转率、杠杆率的变化趋势都与业绩变动 g_0 存在正相关的关系。除了整个市场层面的因素，从地产行业发展的角度来看，驱动地产股估值变化的核心因素分别为企业资源（反映 NAV 的变化，在 2010 年之前均是这样）、政策环境（反映 k 的变化，在 2010 年之后）、行业增速（反映 g 的变化，在 2018 年之后）及业绩的持续性（反映 t 的变化，可能在 2020 年之后），按这些因素来划分，地产股的估值分析框架可以分为三大阶段六小阶段，如下表所示。

表 11：地产股估值分析框架三段论

估值框架 三段论	第一阶段：行业看不到天花板，企业资源为王，低基数爆发式增长		第二阶段：调控政策+初步长效机制约束，行业增速逐步放缓，行业天花板确认		第三阶段：企业竞争格局充分确立，长效机制完善、政策不确定性大幅降低	
时间	2003 年之前	2003-2010	2011-2015	2016-2018	2019-2020(可能)	2020 年之后
关键词	占地为王	全国布局	限购限贷	限价限售	长效机制	回归常态
行业环境	1998 年开启商品化浪潮，商品房消费理念确立，信贷等配套制度逐步完善	2003 年经营性土地使用权实行招拍挂出让，地价-房价循环上涨模式开启	2011 年相当多的中心城市进入限购限贷行列，调控政策小周期效应显著	2016 年房地产价格大面积上涨，长效机制浮出水面，“租购并举”提出	房地产税或推向市场，房地产市场明显分化，投资房产赚钱效应有所削弱	房地产或回归本来应有的可持续发展的状态、调控政策逐步回归市场化
房企企业价值估值核心	NAV	NAV 与 ROE	k	k 与 ROE	g 与 ROE	t 与 ROE
影响因素	土地储备	土地储备、销售增速、周转速度	调控政策、流动性的松紧	价格上涨带来的预期修复，长效机制对盈利模式的影响	行业进入零增长后的分化格局	盈利模式的持续性（特别是非周期性新业务发展状况）
主要特征	房企当期业绩增速和行业平均增速很高，土地的获得存在不确定性	房企当期业绩增速和行业平均增速较高，房企表现分化，政策不确定性显现	房企当期业绩增速降低，调控政策带来的不确定性很大	当期业绩增长较高、行业增速回落，但调控政策包括长效机制影响深远	长效机制逐步清晰，政策约束逐步减弱，ROE 及内生式增长主导	行业利润率回归合理水平、新业务不断超预期、龙头地产股估值持续修复
估值水平	PE 超过 30X	PE 超过 20X	PE 约 8X	PE 约 6X	预计逐步回升	龙头房企预计 10X
典型房企	万科、中海、金地等	万保招金、华南五虎等	万科、华夏幸福、中海、华润等	恒大、碧桂园、融创、新城等	万科、保利、招商、碧桂园、恒大等	-

估值框架	第一阶段：行业看不到天花板，企业资源为王，低基数爆发式增长		第二阶段：调控政策+初步长效机制约束，行业增速逐步放缓，行业天花板确认		第三阶段：企业竞争格局充分确立，长效机制完善、政策不确定性大幅降低	
三段论						
时间	2003年之前	2003-2010	2011-2015	2016-2018	2019-2020(可能)	2020年之后
最高市值	万科在2001年9月市值近120亿	万科在2007年11月市值近2240亿	中海在2015年5月市值近3000亿	恒大在2017年10月市值近3700亿、碧桂园在2018年1月近3500亿，万科在2018年1月市值近4700亿		-

数据来源：西南证券整理，港股市值按对应日的汇率换算成人民币

如上表所示，当前时点地产股正处于第二阶段末，即将进入第三阶段。在这一期间，尽管公司短期业绩增速 g_0 依然在高位，但行业平均增速 g 开始出现回落，而且预期收益率 k 在不断提高，估值下杀的压力超过业绩增长的支撑。从实际影响的角度，分子端的ROE及NAV因为去杠杆、紧融资、限价出售、限流动性及预期持有成本提升等因素，也可能在朝着不利的方向发生变化。从第三阶段开始，随着长效机制的逐步清晰，政策对基本面的影响能较为合理地进行评估，分化之后占优的房企的估值水平可能会逐步回升。

2018年4月，我们在业内率先提出只需重视Alpha类个股，板块后续将看不到Beta行情（6月出现了板块Beta向下，估值进一步回落）。在进入第三阶段之后，我们坚持认为，分化占优的房企（对应的Alpha个股）的估值水平才有修复回升的可能。对于在当前市场环境和政策环境不占据比较优势且存在较大经营风险的房企，可能会面临后期业绩增速不断低预期，股价越跌估值越贵的情况。

5 投资建议

5.1 行情研判与投资策略

2018年7月20日，随着“资管新规细则”落地略好于预期、“积极的财政政策要更趋积极”、“去杠杆到稳杠杆的转变”，地产股跟随着钢铁、建筑、建材等周期股有一波估值修复的行情。2018年7月31日，政治局会议明确提出“下决心解决房地产问题，坚决遏制房价上涨”，宣告了估值修复行情的结束。目前地产股依然处于“全国房价明显上涨——釜底抽薪式的政策打击——风险补偿持续加大——地产股估值下杀”这样一个通道中，不少个股在充分考虑风险补偿之后估值依然偏贵，这种趋势尚未有改变的迹象。从行业角度来看，去杠杆不可避免地导致一些信用风险，上市房企出现现金流问题、大规模裁员、控股股东转卖股权、龙头房企爆出质量管理问题等陆续出现，房地产市场本身的转冷甚至出现价格松动也正在浮出水平，这可能需要较长的时间去确认“趋势的反转时点”。

但是，从估值水平（PE Band及NAV折让）的角度，跟历史情况对比，目前地产板块已经是估值最低，不少优质房企也已经跌入到历史估值底，龙头房企也十分接近2014年Q1的估值底，对于后续可能的利空也有相当程度的反映。从这个角度来看，我们判断目前主流地产股已经进入估值底部，具体的估值底还需要等待市场“政策底”和“情绪底”的确认，确认的过程很可能意味着“估值修复行情”的来临。而至于趋势的反转时点，我们建议关注1) 房地产长效机制的出清 2) 房企基本面底部的确认 3) 资源整合开始进入高潮 4) 行业去杠杆过程的终结等因素。

从面向未来的新业务来看，万科的长租公寓、恒大旗下的新能源汽车、碧桂园旗下的服务业等值得重点关注。

从投资策略上，建议保持足够的定义和耐心，等待下半年“政策底”或“情绪底”确认后 Alpha 个股的估值修复行情，我们维持行业“跟随大市”评级。下半年推荐个股包括：保利地产（600048）、万科 A（000002）、招商蛇口（001979）、新城控股（601155）、碧桂园（2007.HK）、融创中国（1918.HK）和世荣兆业（002016）。

5.2 重点关注个股估值情况

表 12：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	简称	当前股价 (元)	投资 评级	EPS (元)			PE			每股 NAV	股价折 让幅度
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
000002	万科 A	21.08	买入	2.54	3.26	4.13	8.3	6.5	5.1	29.42	28.3%
2007.HK	碧桂园	9.51	买入	1.23	1.68	2.23	7.7	5.7	4.3	16.39	42.0%
3333.HK	中国恒大	18.17	买入	1.83	2.86	3.76	9.9	6.4	4.8	33.48	45.7%
600048	保利地产	10.68	买入	1.32	1.80	2.40	8.1	5.9	4.5	18.61	42.6%
1918.HK	融创中国	22.40	买入	2.50	3.50	5.80	9.0	6.4	3.9	57.64	61.1%
0817.HK	中国金茂	3.35	买入	0.63	0.86	1.07	5.3	3.9	3.1	11.93	71.9%
601155	新城控股	24.13	买入	2.71	3.82	4.94	8.9	6.3	4.9	41.43	41.8%
001979	招商蛇口	16.72	买入	1.55	2.00	2.48	10.8	8.4	6.7	21.47	22.1%
000069	华侨城 A	6.30	买入	1.05	1.39	1.87	6.0	4.5	3.4	9.64	34.6%
002146	荣盛发展	7.30	买入	1.32	1.78	2.27	5.5	4.1	3.2	13.91	47.5%
3380.HK	龙光地产	7.25	买入	1.17	1.69	2.06	6.2	4.3	3.5	16.98	57.3%
0884.HK	旭辉控股	3.72	买入	0.63	0.89	1.13	5.9	4.2	3.3	9.39	60.4%
000671	阳光城	5.76	买入	0.51	0.74	0.98	11.3	7.8	5.9	10.10	43.0%
600466	蓝光发展	5.39	买入	0.64	1.14	1.74	8.4	4.7	3.1	9.40	42.7%
002016	世荣兆业	11.90	买入	1.13	1.66	2.24	10.5	7.2	5.3	16.05	25.9%

数据来源：聚源数据，西南证券

6 风险提示

信用风险或进一步加剧、政策压力或进一步加大、房地产市场表现或低于预期等。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn