

核心观点

❖ 2018 年回顾：先扬后抑 板块估值下移

2018 年地产板块整体先扬后抑，年初大幅拉升，随后又快速回落，估值不断下移，已经降到 10 倍以下的历史低位水平，龙头地产股处于严重被低估状态。通过 AH 股中主流地产企业对比可以发现，在大多数年份里港股地产股处于相对的估值洼地，不过今年 A 股主流地产企业估值已经低于港股，配置价值凸显。

❖ 2019 年：不一样的下行周期

以往的三年小周期中，行业政策与宏观政策基本上同松同紧，不过 2018 年却出现明显错位，我们认为在 2019 年这种错位有望纠偏，19 年二季度前后行业政策中供需结构化的改善将会出现，这也决定了 2019 年的下行周期不同以往，体现为投资韧性足、销售降幅有限，价格具有刚性的特征。我们预计 2019 年商品房销售面积同比减少 5%，开发投资同比微增 1%。

❖ 下行周期中的新机遇

通常情况下，在新开工和商品房销售面积同比增速转负后 1-2 个月地产股见底，不过本轮销售与新开工增速出现错位，9 月销售已经转负，但新开工仍保持两位数的增长，但 2018 年 8-10 月土地成交面积增速快速走弱将滞后 6-9 个月左右的时间，预计将在明年 2 季度传导至新开工的走弱、甚至转负，伴随着新开工增速转负，施工类投资将会出现明显下行，对于地产上游的影响较大，宏观经济整体下行压力较大，政策宽松预期也有望抬升。这也意味着，地产板块可能会在 2 季度见底，叠加行业政策边际宽松，地产股将迎来投资的“蜜月期”。

❖ 从融资到土地再到销售，龙头房企集中度继续提升

近几年行业集中度提升的主逻辑已经获得认同，但大家对未来还有多少提升空间抱有疑虑。我们统计发现，2018 年前 11 个月，TOP10、TOP50 和 TOP100 房企销售集中度分别为 34.92%、64.94% 和 76.19%，较 2017 年分别高出 10.75%、19.16% 和 20.81%，远超市场预期。我们认为，融资收紧大环境下，融资集中度将助推土地集中度，进而带来销售集中度提升。通过国际比较可以发现，行业龙头集中度提升仍有空间，龙头房企仍将显著受益。

❖ 投资机会以及相关标的

2018 年我们给予房地产行业增持评级。建议投资者关注三个方向，一是龙头房企的估值修复，相关标的为保利地产和新城控股。二是区域性的主题机会，雄安主题相关标的为华夏幸福和荣盛发展；粤港澳大湾区主题相关标的为华侨城 A 和招商蛇口。三是长租公寓主题，相关标的为世联行和光大嘉宝。

风险提示：国内经济持续走弱，国内房贷政策继续收紧。

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 年度策略
所属行业 | 房地产
行业评级 | 增持评级
报告时间 | 2018/12/14

📄 分析师

方科
证书编号：S1100518070002
021-68595195
fangke@cczq.com

📄 联系人

徐伟平
证书编号：S1100117100001
010-66495639
xuweiping@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2018 年上半年回顾：先扬后抑 板块估值下移	5
1.1 地产板块先扬后抑	5
1.2 龙头房企表现抗跌	6
二、2019 年：不一样的下行周期	6
2.1 政策：行业政策与宏观政策“错位”与“纠偏”	6
2.2 销售：18 年高开低走，19 年惯性下行	10
2.3 价格：18 年上涨放缓，19 年回撤幅度有限	12
2.4 投资：中枢下移至 3%左右，保持前高后低	14
三、下行周期中的新机遇	18
3.1 18 年四次降准，19 年按揭利率有望改善	18
3.2 复盘周期，当前估值仍具吸引力	19
3.3 曙光在前，等待“双拐”信号出现	22
四、从融资到土地到销售，行业集中度继续提升	24
4.1 行业融资收紧，融资集中提升加速	24
4.2 土地供应提速，土储向龙头集中	26
五、投资机会以及相关标的	29
5.1 龙头房企的估值修复	29
5.2 区域性主题机会	29
5.3 长租公寓主题	30
风险提示	31

图表目录

图 1.	房地产板块先扬后抑.....	5
图 2.	今年以来主要指数表现.....	5
图 3.	今年以来行业板块涨跌幅排名.....	5
图 4:	房地产行业呈现出三年小周期特征.....	7
图 5:	2018 年货币政策及重要表态.....	8
图 6:	2014 年以来狭义库存去化情况.....	8
图 7:	30 城成交/供应比走势图.....	9
图 8:	2017-2018 年 100 城供应住宅土地规划建筑面积及增速.....	9
图 9:	2008 年以来全国商品住宅年度销售面积情况.....	11
图 10:	2015-2018 全国商品住宅月度销售面积及同比增速.....	11
图 11:	2017 年以来房地产行业销售面积单月同比.....	12
图 12:	40 大中城市商品房销售面积同比数据 (%).....	12
图 13:	2015 年以来 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比变化 (%).....	13
图 14:	2015 年以来 70 个大中城市二手住宅价格指数环比变化 (%).....	13
图 15:	百城土地成交建筑面积与土地楼面均价情况.....	14
图 16:	房地产开发流程图.....	14
图 17:	今年以来房地产行业的高增主要受益于土地购置费增长.....	15
图 18:	土地购置费与百城成交土地总价 (领先 15 个月左右) 具有强相关.....	15
图 19:	2017-2018 年 100 城成交住宅土地规划建筑面积及增速.....	16
图 20:	房地产开发流程图.....	16
图 21.	房地产投资的计算拆解.....	17
图 22.	施工面积计算拆解.....	17
图 23.	土地成交迅速下落.....	17
图 24.	新开工与竣工缺口拉大.....	17
图 25:	金融机构加权房贷利率与 10 年期国债到期收益率强相关.....	19
图 26:	商品房销售面积与 10 年期国债利率 (领先 6 个月) 强相关.....	19
图 27:	今年以来主流地产股估值显著回落.....	20
图 28:	2018 年商品房单月销售面积同比增速.....	21
图 29:	2014 年商品房单月销售面积同比增速.....	21
图 30:	2018 年 70 个大中城市新建商品住宅价格指数:同比.....	21
图 31:	2014 年 70 个大中城市新建商品住宅价格指数:同比.....	21
图 32:	主要地产企业股息率 (%).....	22
图 33:	2017 年 7 月以来银行理财产品平均收益率 (%).....	22
图 34:	2009-2011 年小周期中销售与新开工的领先情况.....	23
图 35:	2012 年-2014 年小周期中销售与新开工的领先情况.....	23
图 36:	今年以来百城成交住宅用地建面领先新开工约 9 个月左右.....	24
图 37:	2017-2018 年一二三线城市住宅类土地成交溢价率.....	24
图 38:	2017-2018 年 100 大中城市住宅类土地供需比.....	24
图 39:	2014 年以来 108 家房企融资规模情况.....	26
图 40:	各梯队房企融资总量占比情况.....	26
图 41:	房企销售集中度继续提升.....	27
图 42.	2017 年全美 10 大房企销售情况 (百万美元).....	28

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

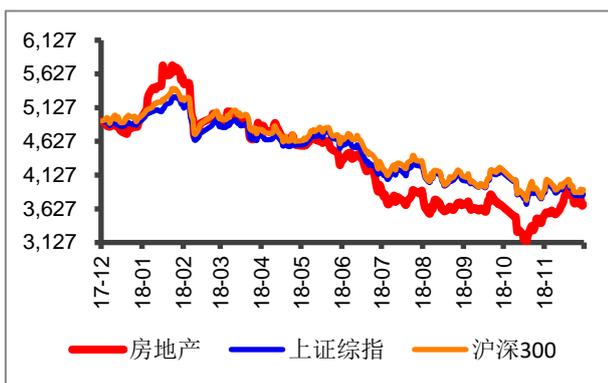
图 43.	中美十大房企销售额市占率比较.....	29
表 1	2018 年以来涨跌幅前 15 的地产股.....	6
表 2	近期地产行业政策边际变化.....	10
表 3	2010—2018 年 10 月全国商品房主要数据一览.....	17
表 4	主流 AH 地产股 2011 年以来市盈率对比.....	20
表 5	前 20 房企新增土地价值集中度继续提升.....	26
表 6	2012 年以来销售额 TOP10 房企变化.....	27
表 7	重点可比公司盈利预测及估值汇总.....	30

一、2018年上半年回顾：先扬后抑 板块估值下移

1.1 地产板块先扬后抑

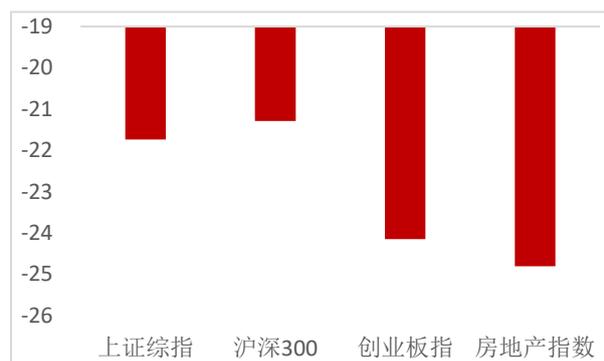
年初至今（2018年11月30日，下同），上证综指下跌21.74%，沪深300指数下跌21.29%，房地产指数下跌24.81%，跌幅在28个行业板块中位居第15位，不过年内行情却并不平淡，年初多个二线城市降低落户门槛，从放松落户学历的限制，到放松落户年龄的限制，再到增加落户购房补贴，“降低落户门槛—导入人口—扩大潜在购房人群—带动地产销量”是1月地产板块获得明显的超额收益的主因。不过随着市场对融资成本抬升、房地产税出台的担忧加重，地产板块之后也跟随大盘出现连续调整。不过10月中旬后，伴随着宽松预期逐步抬升，地产股也出现明显反弹。

图1. 房地产板块先扬后抑



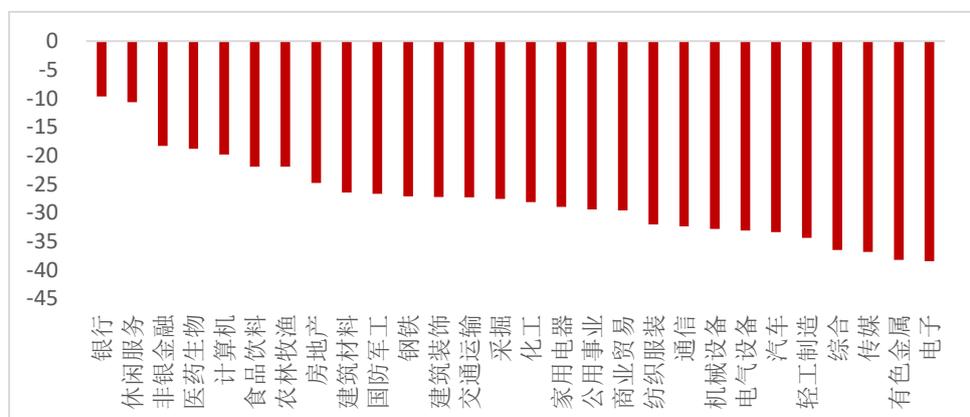
资料来源：Wind，川财证券研究所

图2. 今年以来主要指数表现



资料来源：Wind，川财证券研究所

图3. 今年以来行业板块涨跌幅排名



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 龙头房企表现抗跌

今年以来（截至 11 月 30 日）128 只地产股中有 122 只股票下跌，占比达到 95.31%，中弘股份跌幅超 80%，大港股份、天业股份、华业资本和粤泰股份跌幅超过 60%。在上涨的 6 只股票中，涉及科创板、独角兽等题材的地产股表现稍好。金科股份、嘉凯城和合肥城建涨幅居前，分别为 27.40%、26.43%和 15.58%。在市场整体回调的大环境下，龙头房企表现相对抗跌，招商蛇口和保利地产今年以来跌幅均在 5%以内。

表1 2018 年以来涨跌幅前 15 的地产股

股票代码	股票名称	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)
000656.SZ	金科股份	27.40	319.32
000918.SZ	嘉凯城	26.43	159.67
002208.SZ	合肥城建	15.58	33.51
600604.SH	市北高新	13.25	127.81
600895.SH	张江高科	4.67	229.67
000961.SZ	中南建设	0.34	237.80
000540.SZ	中天金融	0.00	341.16
000029.SZ	深深房 A	0.00	105.69
600736.SH	苏州高新	-0.68	66.20
001979.SZ	招商蛇口	-1.04	1489.13
601155.SH	新城控股	-4.34	617.44
600048.SH	保利地产	-4.66	1557.89
002146.SZ	荣盛发展	-7.38	364.38
600675.SH	中华企业	-7.58	269.69
600848.SH	上海临港	-8.33	216.71

资料来源：Wind，川财证券研究所

二、2019 年：不一样的下行周期

2.1 政策：行业政策与宏观政策“错位”与“纠偏”

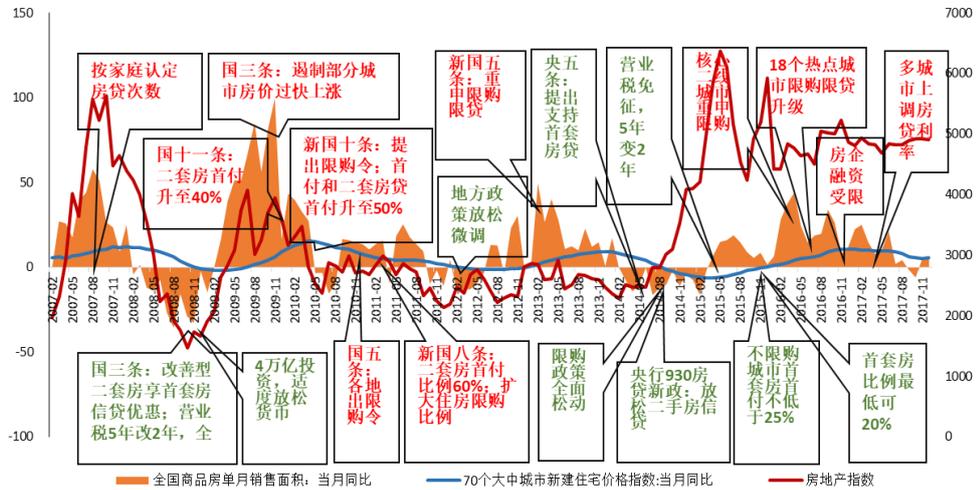
从历史经验来看，过去的 10 年间，房地产行业呈现出一个三年小周期的规律，在全国商品房销售增速上表现为 1 年的销售面积同比上行和 2 年的销售面积同比下行。同样房地产板块的股价走势、70 个大中城市新建商品住宅价格指数、全国新开工同比数据等均呈现出 3 年小周期规律。

三年小周期的形成主要源于政策调控，在商品房销售出现同比下行时往往伴随着政策的松绑，如降准、降息、放松限购等。在商品房销售出现同比上行

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

阶段，调控政策往往出现加码，如加息、限购、限贷、限价等，在这个阶段宏观政策（主要是货币政策）和产业结构的步调基本上是一致的。

图4：房地产行业呈现出三年小周期特征



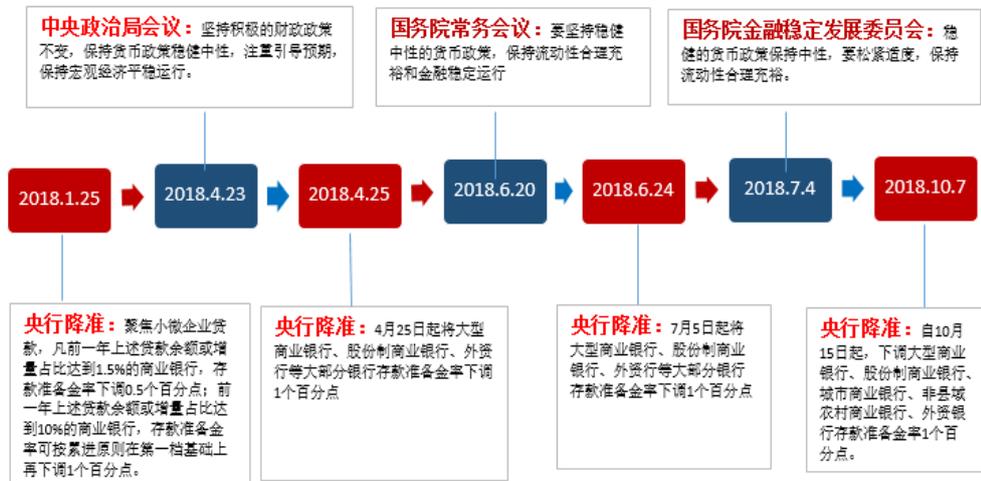
资料来源：wind，川财证券研究所

通常情况下，围绕房地产行业的政策可以分为两类，第一类是行业政策，涉及限购、限售、限价等。另一类是宏观政策（主要是货币政策），涉及降准、降息等。

与以往三年小周期不同，本轮地产调控呈现出两个不同，一是政策韧性明显加强了，2016年8月苏州、厦门等核心二线城市重启限购开始，至今已超过24个月，2018年更是出现调控升级的迹象，限售、限价政策已延伸至三、四线城市，甚至囊括了部分县或县级市，本轮调控已经覆盖了80多个城市，调控政策已先后出台百余次。不过我们也看到，由于调控范围已经很广，未来继续从严的空间并不大，而2018年以来更多的二线城市陆续出台降低落户门槛、提高购房优惠补贴等政策，通过“降低落户门槛—导入人口—扩大潜在购房人群—带动地产销量”，实现变相放松，一定程度上对冲了需求端严调控的影响。

二是行业政策与宏观政策出现错位，并没有出现同松同紧的情况，行业政策不断收紧，但宏观政策却明显宽松，2018年央行已进行4次降准，货币宽松周期料将延续。

图5：2018年货币政策及重要表态



资料来源：wind，川财证券研究所

此外，和以往高库存周期不同，本轮地产周期中政策打压与低库存和高去化率同行，低库存下供不应求特征显著。上半年，上海、南京等多个城市先后出台摇号细则，供给收缩，2016年以来30城成交推盘比一直维持高位，2018年30城成交推盘比一直维持在2倍左右，显示去化率水平较高。不过9、10月成交推盘比明显下降，去化率水平明显下降，这也和我们草根调研的数据相吻合。

图6：2014年以来狭义库存去化情况



资料来源：克而瑞，川财证券研究所

图7：30城成交/供应比走势图



资料来源：克而瑞，川财证券研究所

一方面，目前库存处于低位，价格弹性较大，这将限制后续政策的放松力度；另一方面，目前房地产市场基本面正在快速下行，预计2019年下半年下行压力更大，政策放松的需求较浓，房地产本身和上下游行业之间出现了周期错位，原来如家电、家具等下游行业滞后于房地产销量，但由于二手房的领先走弱以及投资客占比大幅提升，导致了下游行业成了领先走弱指标，房地产的继续下行将进一步造成不利，同时土地市场的快速下降也将进一步加剧地方政府的财政压力。整体来看，目前正处于稳经济阶段，需要房地产扮演“稳定器”的角色。我们认为明年下半年政策或有放松措施，放松路径体现在供需结构化的调整，比如：供给端限价有所放松，土地供应量增长。需求端二套房购房资格、首付比例出现边际改善。

图8：2017-2018年100城供应住宅土地规划建筑面积及增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

表2 近期地产行业政策边际变化

放松方面	城市	时间	相关文件	具体内容
限价	北京	2018/10		泰禾西府玉苑单价高达 11.3 万元/平，玺萌壹号院单价也在 9.9 万元/平。
	广州	2018/10		花都、增城、南沙等部分区域放开限价。
人才引进	杭州	2018/10/8		放宽高技能人才引进户口迁移政策，即 45 周岁以下具有技师以上职业资格人员及 35 周岁以下具有高级工职业资格人员，在杭州市区同一用人单位连续工作满 3 年，且在杭州市区有合法固定住所，可申请在杭州市区落户。
	苏州	2018/11/7		人才乐居的方式及补贴标准有五类：A-E 类人才购买首套自住住房，可不受户籍、个税和社保缴纳时限等限制。
购房资格	合肥	2018/11		1. 年龄不足，40 岁又有本科学历的外地人群，不需要落户只需要提供一个月社保证明，即可获得购房资格。2. 合肥四县一市（肥东县、肥西县、长丰县、庐江县、巢湖县）的人群，现在不需要落户，只需要提供一个月社保证明，即可获得购房资格。（房管局口头承诺）
	廊坊	2018/11		在廊坊工业园区中有正式劳动合同的产业工人，即使没有满三年社保也可以网签备案。但目前只针对存量已销售未网签合同部分做试点，只有 8000—10000 套，增量部分仍然没有放开。
	苏州	2018/11		人才乐居的方式及补贴标准有五类：A-E 类人才购买首套自住住房，可不受户籍、个税和社保缴纳时限等限制。这是第一个二线城市公开发文松动限购；买房不需要落户，较之前人才新政放松力度更大。

资料来源：Wind，各地政府网站，川财证券研究所

2.2 销售：18 年高开低走，19 年惯性下行

根据卫计委预测 2030 年我国总人口 14.5 亿人，世界银行预测 2030 年我国城镇化率 70%以及住建部预测 2030 年人均住房面积 35 平米，可以估算 2030 年我国的住房存量需要达到 355.3 亿平米。将 2010 年城镇住房存量面积和 2011-2017 年城镇住房竣工面积增量加总后可得到城镇住房供应总量。如果不考虑空置住房，2010 年城镇住房存量为 196 亿平方米，2011-2017 年城镇新增住房 67 亿平方米，全国城镇住房总计 263 亿平方米。去掉 2017 年的存量住房面积后，后续的需求增量面积为 92.3 亿平米。此外，假设 2018-2030 年城镇存量住房更新率为 1.5%，可以估算 2016-2030 年因旧房拆迁更新推动的需求合计为 60.2 亿平米。估算 2018-2030 年的住房增量需求合计为 160.7 亿平米，对应未来 13 年内的年均住房需求为 11.7 亿平米，高于 2015 年的全国住宅销售面积 11.2 亿平米，略低于 2017 年的全国住宅销售面

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

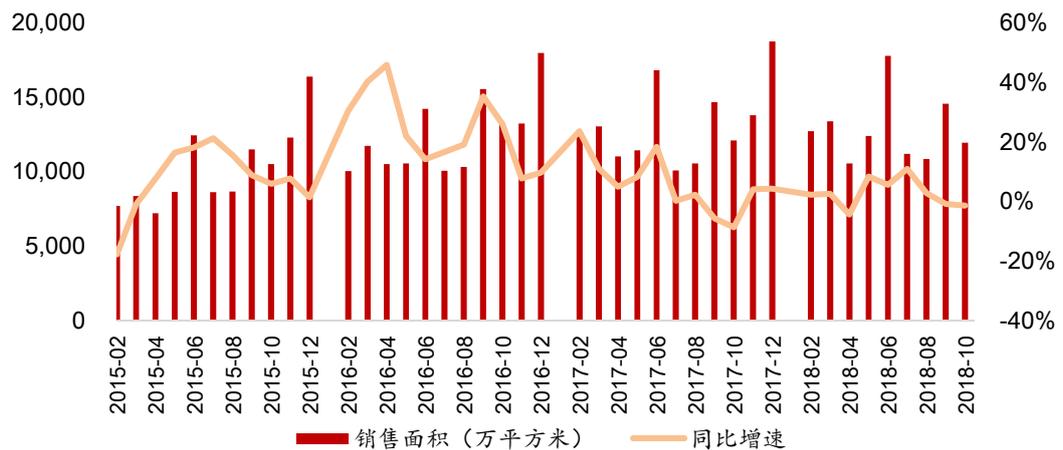
积 14.5 亿平米。

图9： 2008 年以来全国商品住宅年度销售面积情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图10： 2015-2018 全国商品住宅月度销售面积及同比增速



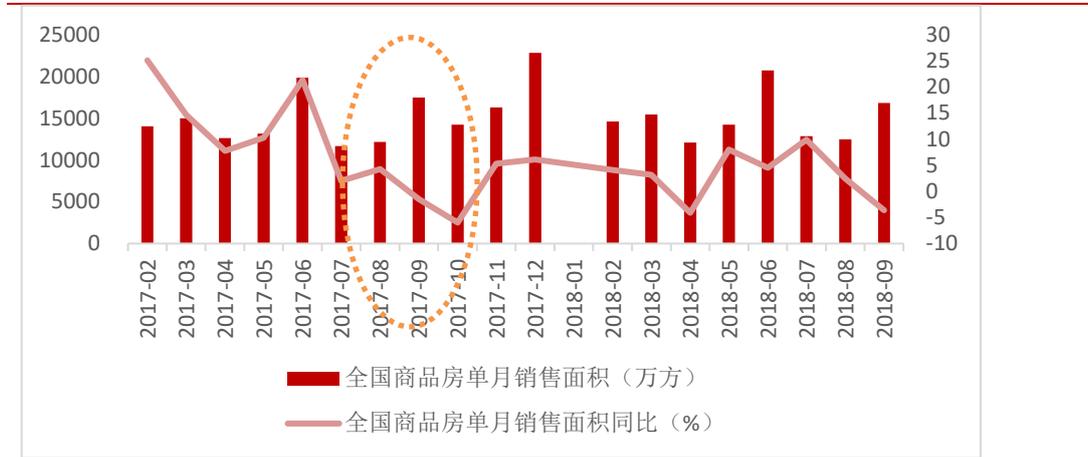
资料来源：Wind，川财证券研究所

2017 年棚改货币化推动商品房销售面积达到 14.6 亿平方米的历史高位，当年全国棚改套数为 609 万套，货币化安置比例要求提升至 60%，对应的货币化安置套数为 365 万套，以单套 90 平米的计算，带来的销售面积增长为 3.29 亿平方米，这也使得当年的商品住宅销售面积达到 14.6 亿平的高位。2018 年上半年棚改红利延续，加上限价政策导致名义价格和实际价格的套利空间进一步刺激投资性需求入市，全国商品房销售整体向好，4 月单月销售面积一度同比下降 4.09%，不过 5、6 月销售数据重拾升势。不过下半年 PSL 连续走低，棚改的带动效应明显减弱，9 月和 10 月全国商品房销售面积分别下降 3.9%和 3.1%，特别是考虑到 2017 年 8-10 月基数大幅走低的情况，这基本上宣告了销售下行周期正式开始。考虑到棚改效应减弱在 2019

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

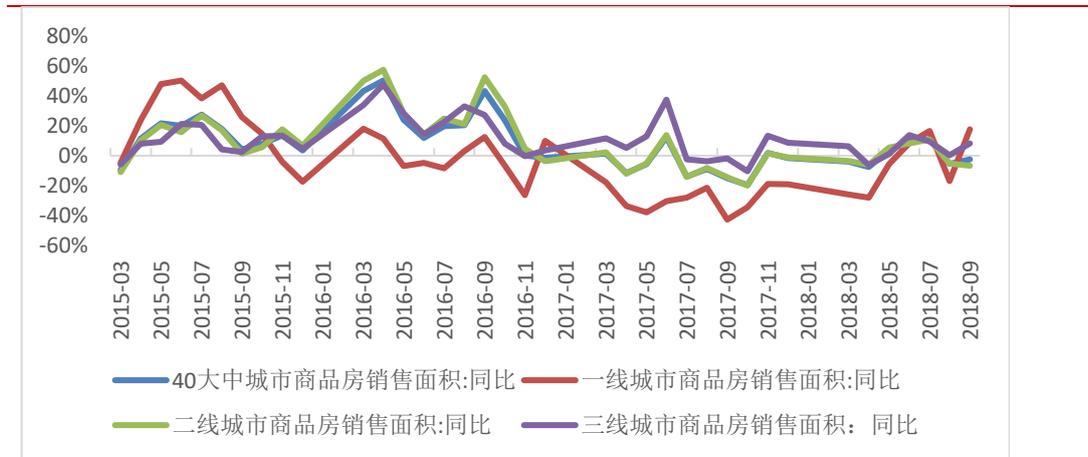
年所带来的三四线红利退潮对于地产市场的影响较大，我们预计一、二线（受棚改影响较小）的销售面积保持零增长，但三、四线城市销售面积将出现明显回落，我们预计全年销售面积同比下降5%。

图11： 2017 年以来房地产行业销售面积单月同比



资料来源：wind，川财证券研究所

图12： 40 大中城市商品房销售面积同比数据 (%)



资料来源：wind，川财证券研究所

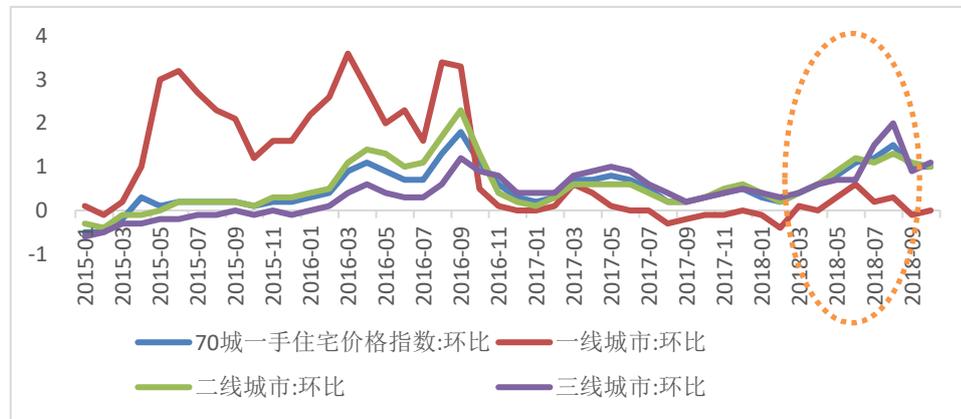
2.3 价格：18 年上涨放缓，19 年回撤幅度有限

本轮小周期中 70 个大中城市一手住宅销售价格环比实现了连续 43 个月上涨，显著高于 2013-2014 年的 23 个月，2015 年以“棚改”为代表去库存政策撬动了大量需求，但过去几年土地供应量出现连续萎缩，加之预售证监管趋严，供给又出现明显收缩，造成了供不应求的情况，在这种情况下，价格上涨周期被明显拉长。从城市能级来看，本轮小周期中出现了二线、三线城市价格周期的错位，不再像以往周期中那般同期运行，三线城市房价

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

涨幅明显高于一、二线城市。

图13： 2015年以来70个大中城市新建商品住宅价格指数环比变化（%）

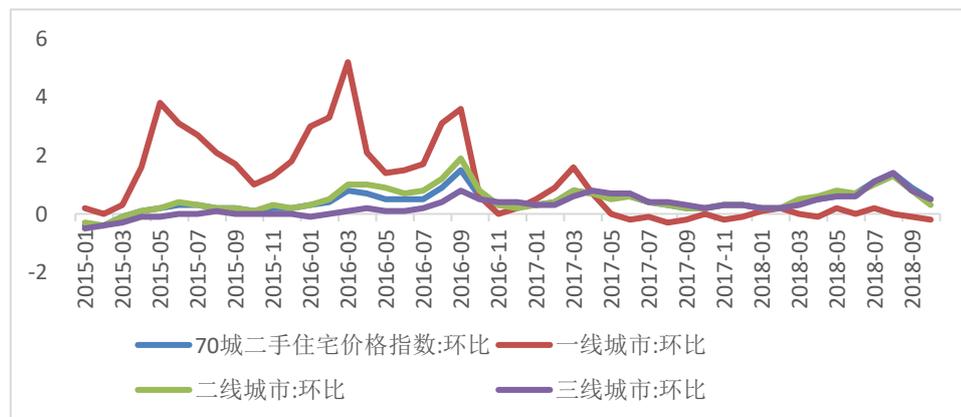


资料来源：wind，川财证券研究所

不过8月以来70个大中城市新建商品住宅指数涨幅明显放缓，10月70个大中城市一手住宅价格指数环比为1.0%，较上月持平。而二手房价格调整势头愈发明显，10月70个大中城市二手住宅价格指数环比上涨0.50%，二、三线城市涨幅收窄幅度明显，一线城市环比下降0.20%，连续2个月下降。目前统计局口径价格环比涨幅有所回落，根据草根调研数据来看，一、二线城市房价仍相对坚挺，三四线城市降价幅度相对较大。

前瞻2019年，我们认为新房价格大幅下行缺乏基础。一方面，相较过去几轮周期，目前库存总量仍处于低位，低库存状态将对房价有一定支撑，确保房价不会快速下行；另一方面，2017年下半年土拍市场火热，量价齐升，大量的高地价项目逐渐入市，其中还包括大量的高成本的棚改拆迁地，高土地成本将有利托底房价下行空间。

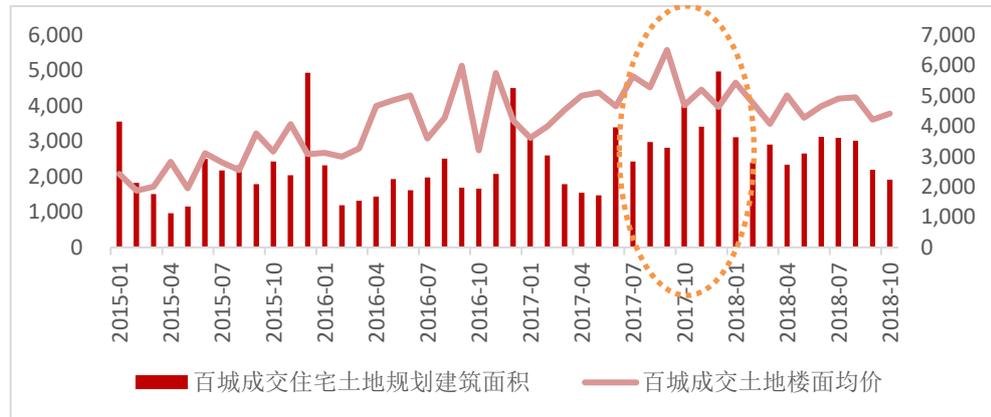
图14： 2015年以来70个大中城市二手住宅价格指数环比变化（%）



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图15： 百城土地成交建筑面积与土地楼面均价情况



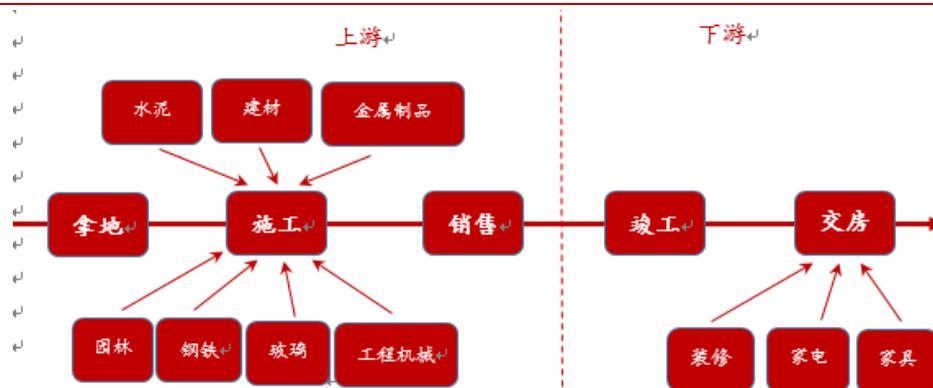
资料来源：wind, 川财证券研究所

2.4 投资：中枢下移至 3%左右，保持前高后低

房地产开发投资一般由施工相关投资（建筑工程、安装工程、设备工器具购置）和土地购置费组成，分别占比 80%和 20%，其中施工相关投资直接创造上下游的商品需求，而土地购置费是前期土地出让金的分期缴纳，是滞后指标，并不直接创造商品需求。

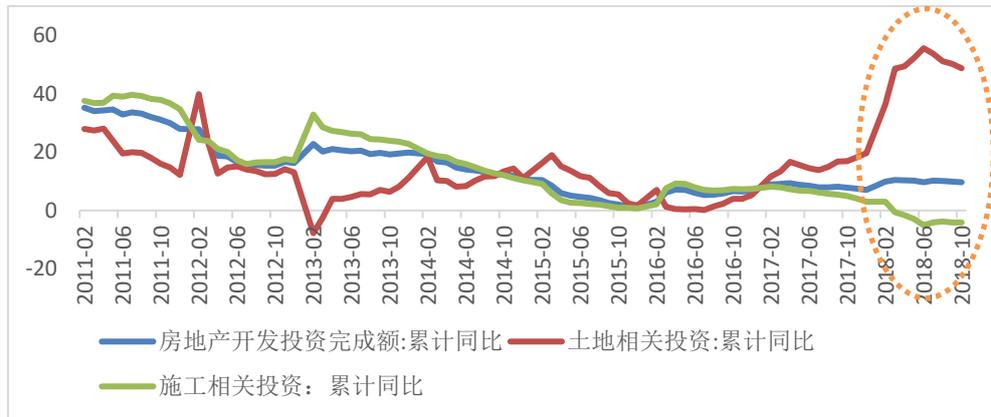
2018 年以来地产投资增速一直维持两位数的增长，体现出了较强的韧性。但细分结构，其主要动力源头源自于土地购置费用，其为前期土地出让金的分期缴纳，是滞后指标，并不直接创造商品需求，而直接创造上下游的商品需求的施工相关投资则持续偏弱。

图16： 房地产开发流程图



资料来源：wind, 川财证券研究所

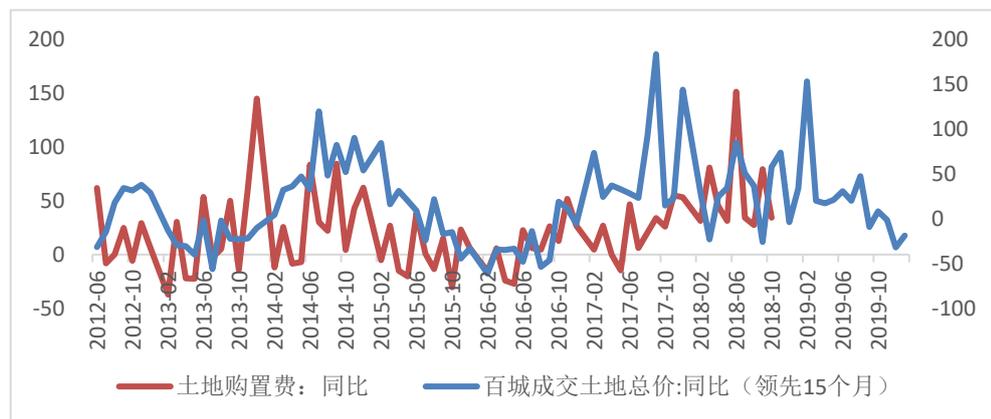
图17: 今年以来房地产行业的高增主要受益于土地购置费增长



资料来源:wind, 川财证券研究所

从土地相关投资来看，土地购置费滞后土地成交金额 15 个月左右，16 年底到 17 年土地市场火热，量价齐升，推动土地购置费在 2018 年中对于投资的贡献度将逐步提升。不过 2018 年 1-10 月土地购置费同比增长 63%，对投资的支撑力度较强。不过 2017 年 9 月后百城成交住宅土地面积高位回落，2018 年 10 月百城成交住宅土地面积同比下降 52.71%，后续土地购置费也将继续回落，对于投资的带动作用有限，我们预计 2019 年土地购置费将下降 10%。

图18: 土地购置费与百城成交土地总价（领先 15 个月左右）具有强相关



资料来源: wind, 川财证券研究所

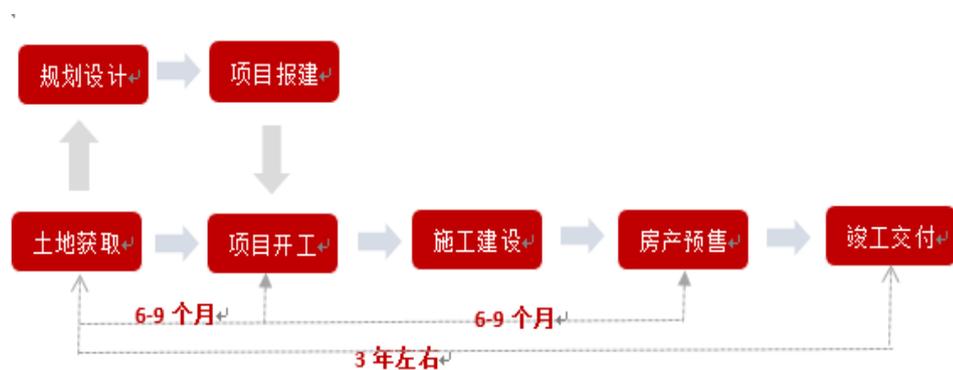
图19: 2017-2018年100城成交住宅土地规划建筑面积及增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

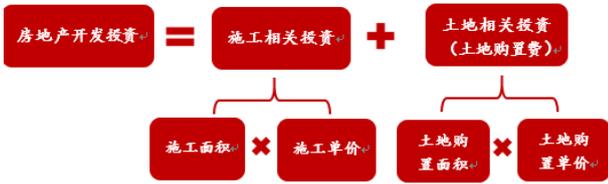
从施工相关投资来看, 一般情况下拿地领先新开工 6-9 个月, 2017 年普遍领先 9 个月左右。2018 年上半年百城成交住宅土地建筑面积增速稍强, 但 7 月出现走弱, 10 月该数据已同比下降 52.71%, 降幅继续扩大。这意味着, 2019 年上半年新开工可能仍然较强, 但三季度新开工数据将明显走弱, 预计 2019 年新开工同比增速为 -4%。新开工和施工具有强相关, 当期施工面积 = 上期期末施工面积 + 当期新开工面积 + 当期净复工面积, 我们预计明年施工面积预计同比增速为 5%, 施工投资预计同比增长 5%。综合以施工投资和土地相关投资来看, 我们预计 19 年地产投资增速波动中枢或将在 1-2% 之间, 并将随资金问题的缓和而呈现前低后高。

图20: 房地产开发流程图



资料来源: wind, 川财证券研究所

图21. 房地产投资的计算拆解



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图22. 施工面积计算拆解



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图23. 土地成交迅速下落



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图24. 新开工与竣工缺口拉大



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表3 2010—2018年10月全国商品房主要数据一览

时间	施工面积 (亿平方米)	新开工面积 (亿平方米)	竣工面积 (亿平方米)	土地购置面积 (亿平方米)	销售面积 (亿平方米)	投资额 (万亿)
2010	40.54	16.36	7.87	4.00	10.48	4.83
2011	50.68	19.12	9.26	4.43	10.94	6.18
2012	57.34	17.73	9.94	3.57	11.13	7.18
2013	66.56	20.12	10.14	3.88	13.06	8.60
2014	72.65	17.96	10.75	3.34	12.06	9.50
2015	73.57	15.45	10.00	2.28	12.85	9.60
2016	75.90	16.69	10.61	2.20	15.73	10.26
2017	78.15	17.87	10.15	2.55	16.94	10.98
2018M10	78.44	16.88	5.74	2.20	13.31	9.93
同比增速	施工面积 (%)	新开工面积 (%)	竣工面积 (%)	土地购置面积 (%)	销售面积 (%)	投资额 (%)
2010	26.53	40.56	8.35	25.21	10.56	33.16

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2011	25.02	16.86	17.62	10.95	4.39	28.05
2012	13.15	-7.27	7.35	-19.54	1.77	16.19
2013	16.07	13.46	2.02	8.82	17.29	19.79
2014	9.15	-10.74	5.94	-13.99	-7.58	10.49
2015	1.27	-14.00	-6.90	-31.67	6.50	0.99
2016	3.16	8.08	6.09	-3.44	22.46	6.88
2017	2.97	7.02	-4.37	15.81	7.66	7.04
2018M10	4.30	16.30	-12.50	15.30	2.2	9.7

资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、下行周期中的新机遇

3.118 年四次降准，19 年按揭利率有望改善

本轮宽松可以追溯到 2017 年 10 月央行宣布在 18 年初实施定向降准，但由于仅释放 3000 亿左右基础货币，且当时金融监管依然在收紧，市场对货币政策依然是中性偏紧的预期。直到 18 年 4 月央行降准 1 个百分点并部分置换 MLF，标志着货币政策由中性偏紧转为中性偏松。截至 18 年 11 月，央行年内已经实施四次降准、共释放资金 2.3 万亿元，两次增加再贷款和再贴现额度，共计 3000 亿元。

根据央行数据，贷款加权利率下行，执行下浮利率占比上升。贷款加权平均利率从二季度的 5.97% 降至 5.94%，已经出现了拐头向下的迹象。值得注意的是，主要的下跌贡献来自票据利率，而票据利率已经连续两个季度向下。从历史表现来看，票据融资利率的回落有一定的领先性。

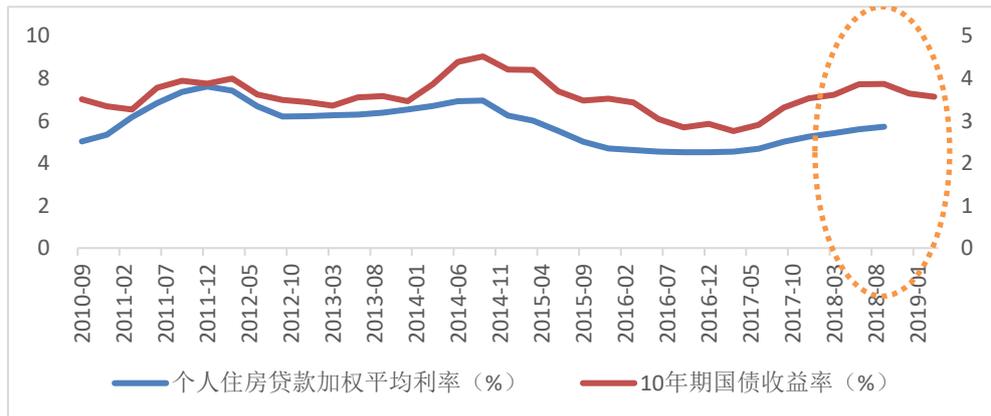
2011 年末贷款加权利率拐头向下，2012 年 6 月份进行了降息，2014 年一季度贷款加权利率下行，14 年 11 月份降息 0.25%，两个时间差为 6-8 个月左右。这一轮降准先行，市场对于降息的预期尚不充分，未来仍有降息可能，时间节点最快能在 19 年二季度。

从按揭利率来看，2018 年 10 月全国 35 个城市 533 家银行中，有 19 家银行分（支）行下调利率，利率高位回调银行数量增加 16 家，我们预计后续下调利率银行家数或继续增加。同样的，从首套房贷利率来看，虽然目前仍在 5.71% 的高位，但上行幅度明显减弱，8-10 月波动基本不大。并且从各城市情况来看，四季度南京、厦门、杭州、深圳等城市已经陆续有部分银行下调按揭利率上浮比例。

通常情况下，按揭利率成本往往与十年期国债收益率走势趋同，大约存在半

年左右的滞后期，目前十年期国债收益率已经见顶回落，我们认为在连续降准之后按揭贷款利率也将出现明显改善。11月30日10年期国债收益率为3.355%，10年期国债收益率较年初已经下行55BP，如果之后保持稳定，则房贷利率延后半年到一年左右下行55BP左右。

图25： 金融机构加权房贷利率与 10 年期国债到期收益率强相关



资料来源:wind, 川财证券研究所

图26： 商品房销售面积与 10 年期国债利率（领先 6 个月）强相关



资料来源:wind, 川财证券研究所

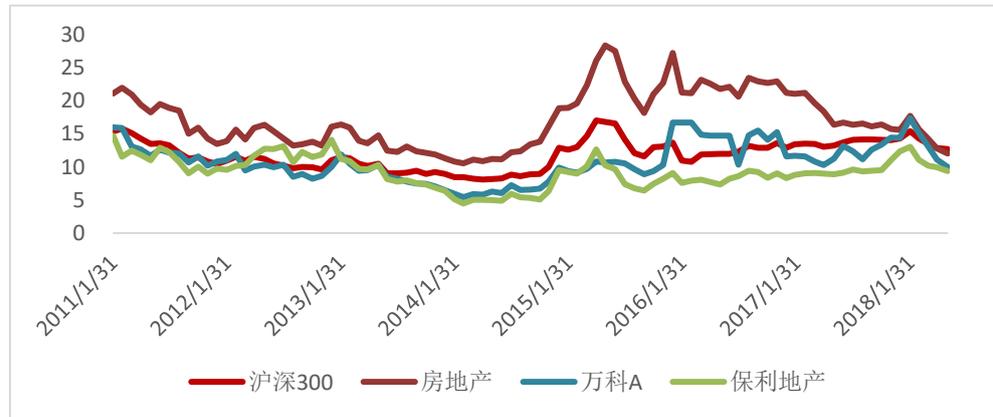
3.2 复盘周期，当前估值仍具吸引力

经历了2月以来的调整，地产板块估值明显下移，房地产板块整体估值已经降至10倍左右，回落至3年以来新低。龙头地产股中万科和保利地产的估值降至10倍，对应2018年的估值均在8倍以下，处于被严重低估的情况。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

通过 AH 股中主流地产企业对比可以发现，在大多数年份里港股地产股处于相对的估值洼地，不过今年 A 股主流地产企业估值已经低于港股，配置价值凸显。

图27： 今年以来主流地产股估值显著回落



资料来源：Wind，川财证券研究所

表4 主流 AH 地产股 2011 年以来市盈率对比

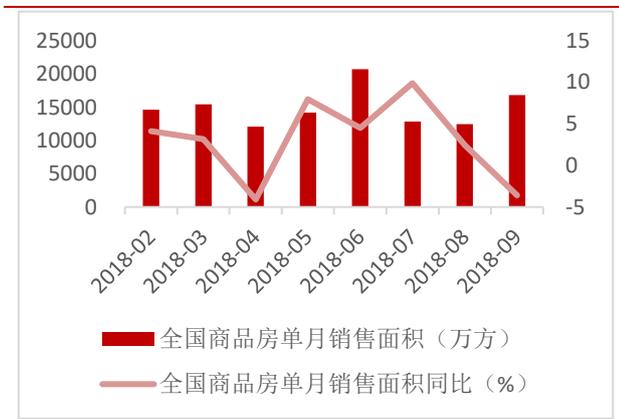
股票代码	股票名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018/11/30
0688.HK	中国海外发展	7.50	11.59	8.34	7.53	8.82	6.14	6.66	7.07
0884.HK	旭辉控股集团	0.00	3.37	3.97	4.12	4.76	5.65	7.49	4.22
0960.HK	龙湖地产	8.46	8.82	7.41	5.62	6.49	5.53	10.22	8.07
1109.HK	华润置地	11.80	15.09	9.91	7.80	9.75	6.44	9.40	7.19
1918.HK	融创中国	2.41	5.75	4.34	6.54	4.79	8.79	33.31	6.14
2007.HK	碧桂园	7.49	10.19	8.40	5.21	5.82	8.23	20.19	5.57
3333.HK	中国恒大	3.64	4.53	3.88	2.70	5.03	18.53	14.05	7.49
3900.HK	绿城中国	2.20	7.10	4.24	3.74	7.71	20.17	9.05	4.32
000002.SZ	万科A	10.81	10.01	6.49	9.93	16.72	11.62	14.38	9.08
600048.SH	保利地产	9.76	14.10	6.38	9.50	9.09	8.34	12.36	9.19
600340.SH	华夏幸福	8.16	14.70	10.66	17.38	18.14	12.52	11.43	7.34
600383.SH	金地集团	12.07	9.08	9.39	15.35	14.16	14.29	8.32	4.37
600606.SH	绿地控股	9.40	29.55	33.54	-40.67	41.31	13.48	11.32	6.58

资料来源：Wind，川财证券研究所

值得注意的是，在 2014 年地产板块整体估值降至 10 倍左右，万科最低降到 5 倍左右，保利地产降到 4 倍左右。不过这主要是由于 2014 年销售变差，导致市场担忧加剧，股价快速下行。但当年结算主要是 2012-2013 年的项目，当时销售仍处在高位，EPS 上行，二者综合导致了 2014 年地产股的估值陷阱。但与 2014 年相比，今年销售去化率维持高位，销售端保持较高增长，本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

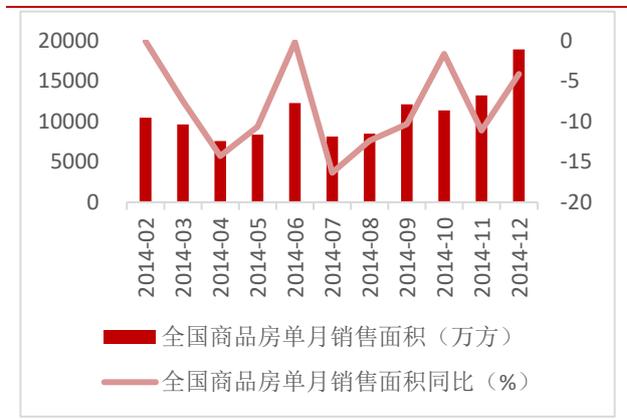
业绩稳定释放，很难出现 2014 年的极端情况，当前地产板块配置的安全边际较高。

图28： 2018 年商品房单月销售面积同比增速



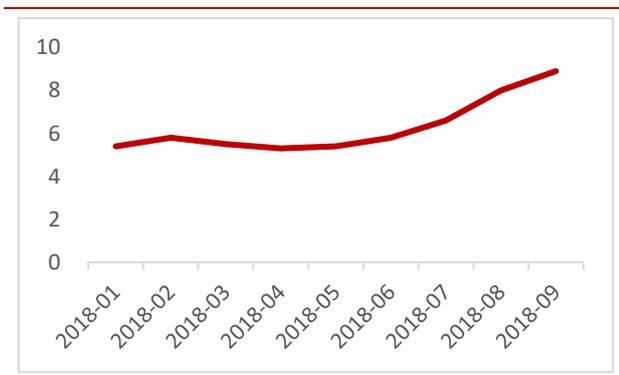
资料来源：wind，川财证券研究所

图29： 2014 年商品房单月销售面积同比增速



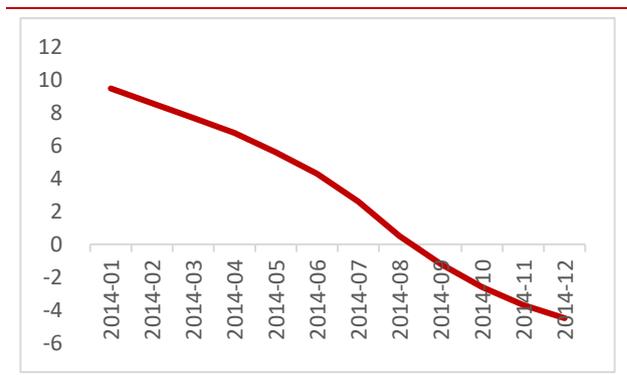
资料来源：wind，川财证券研究所

图30： 2018 年 70 个大中城市新建商品住宅价格指数:同比



资料来源：wind，川财证券研究所

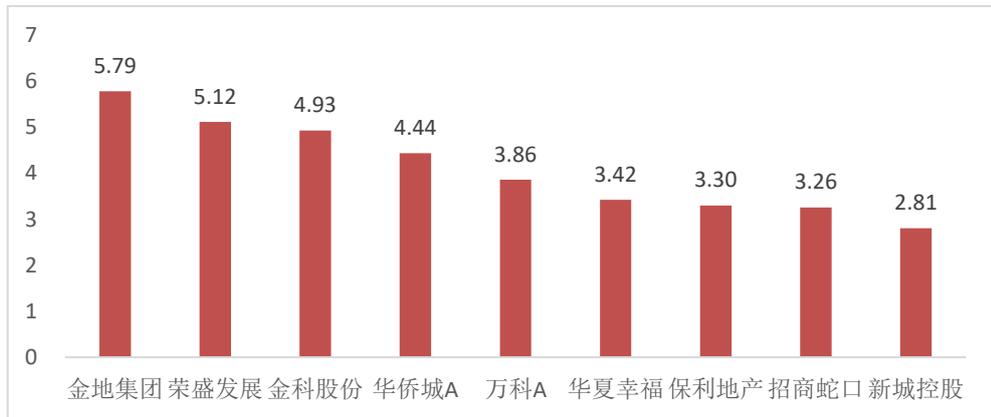
图31： 2014 年 70 个大中城市新建商品住宅价格指数:同比



资料来源：wind，川财证券研究所

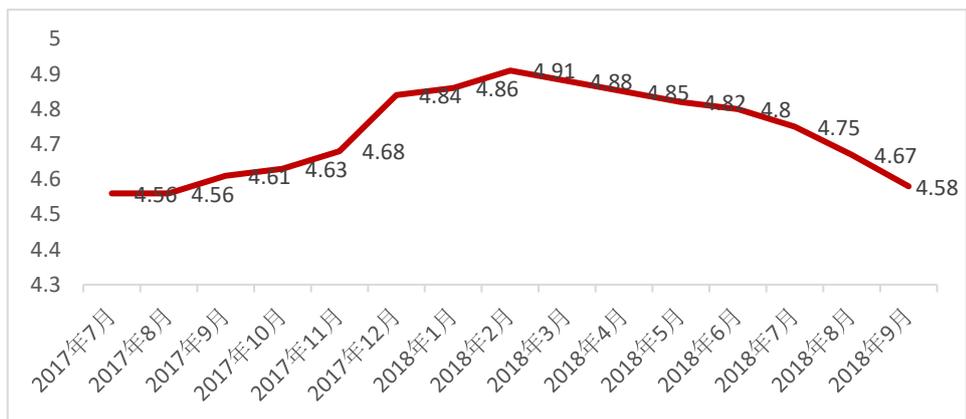
此外，融 360 数据显示，9 月份，银行理财产品平均预期年化收益率为 4.58%，较 9 月份下降了 0.09 个百分点，连续 7 个月下跌，并创今年最低收益水平。预计 10 月份在降准等因素影响下，银行理财收益水平仍然会继续走低。值得注意的是，从房企分红的数据来看，A 股的主流房企中多只地产股的股息率超过 3%，其中金地集团、荣盛发展和金科股份的股息率已经超过银行理财产品的年化收益率。从目前来看，基本面开始探底，行业政策不会再进一步收紧从而影响估值，随着销售逐步进入结算，将带来房地产板块的绝对收益。

图32： 主要地产企业股息率（%）



资料来源：wind，川财证券研究所

图33： 2017年7月以来银行理财产品平均收益率（%）

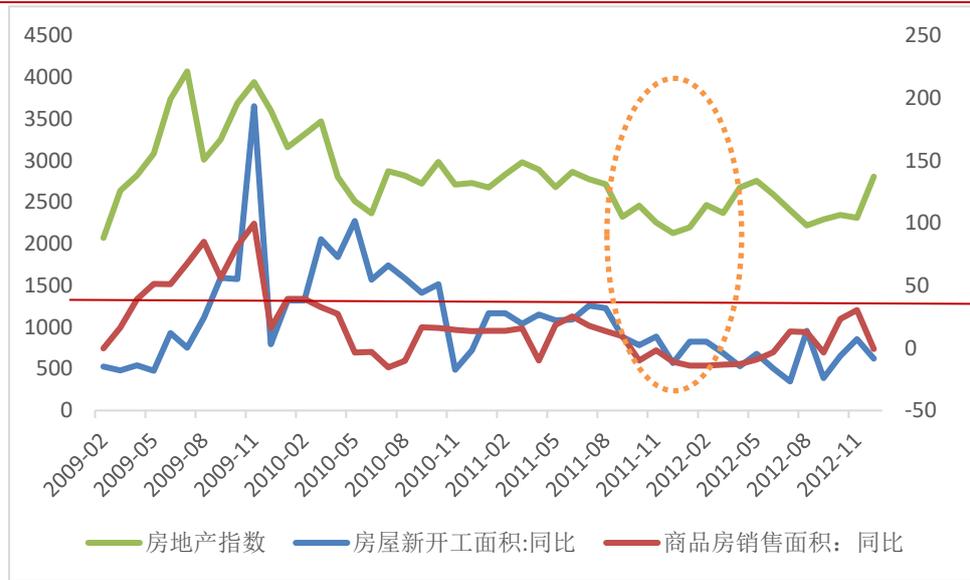


资料来源：wind，川财证券研究所

3.3 曙光在前，等待“双拐”信号出现

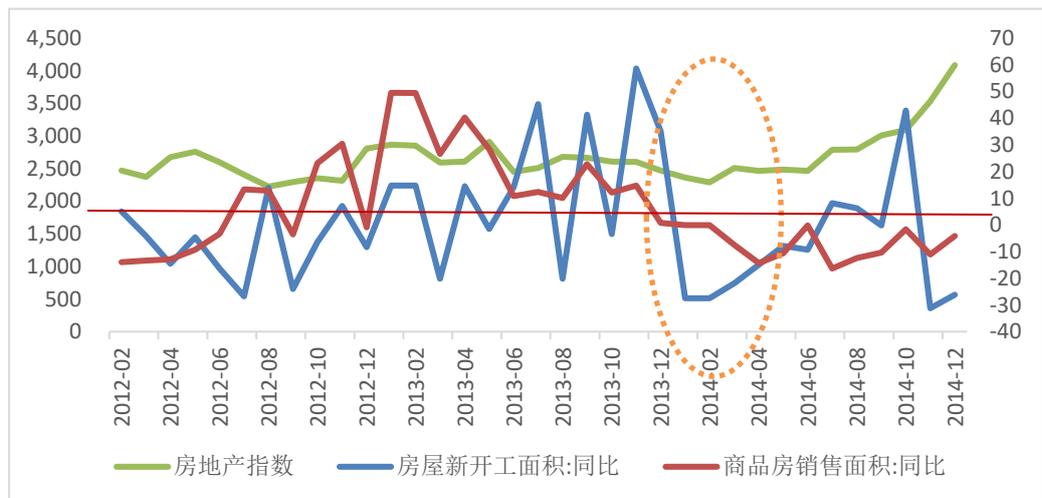
复盘 2008 年以来的两轮周期，可以看到，2009 年-2011 年的小周期中，2011 年 10 月商品房销售面积同比转负，12 月新开工面积同比转负，12 月房地产指数见底，随后迎来一波 4 个月的反弹。2012-2014 年的小周期中，单月新开工和销售面积在 1 月份转负，房地产指数在 2 月份见底，随后震荡走强，在年底走出一波强势反弹。

图34： 2009-2011 年小周期中销售与新开工的领先情况



资料来源:wind, 川财证券研究所

图35： 2012 年-2014 年小周期中销售与新开工的领先情况



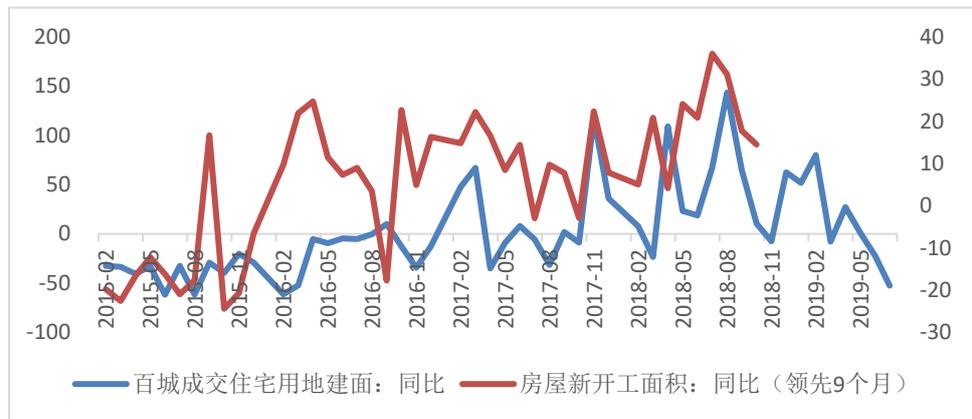
资料来源:wind, 川财证券研究所

不过不同于 2009-2011 年和 2012-2014 年两轮小周期，本轮商品房销售面积增速与新开工增速出现错位，2018 年 9 月单月商品房销售面积同比转负，为 -3.59%。但受益于土地购置费的强势支撑，新开工一直保持强势，2018 年 10 月仍然保持两位数以上增长，但 2018 年 8-10 月土地成交面积增速快速走弱将滞后 6-9 个月左右的时间，预计将在明年 2 季度传导至新开工的走弱、甚至转负，伴随着新开工增速转负，施工类投资将会出现明显下行，对于地产上游的影响较大，宏观经济整体下行压力较大，政策宽松预期也有望抬

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

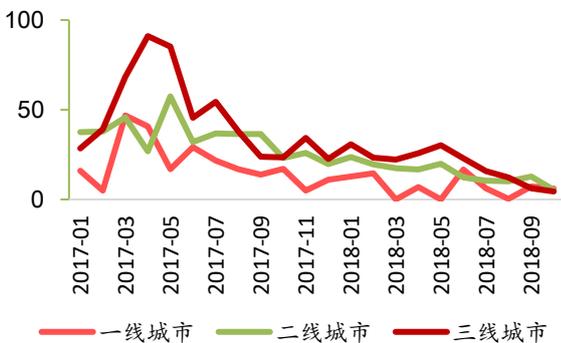
升。这也意味着，地产板块可能会在 2 季度见底，叠加行业政策边际宽松，地产股将迎来投资的“蜜月期”。

图36： 今年以来百城成交住宅用地建面领先新开工约 9 个月左右



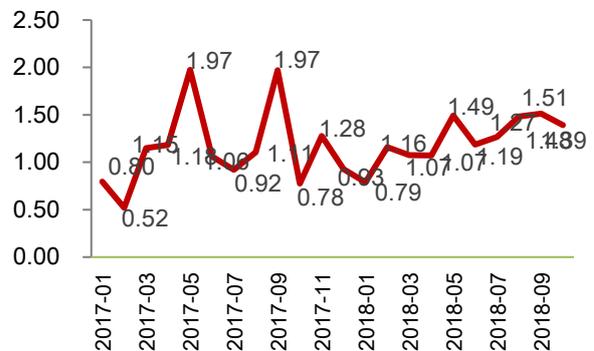
资料来源:wind, 川财证券研究所

图37： 2017-2018 年一二三线城市住宅类土地成交溢价率



资料来源:wind, 川财证券研究所

图38： 2017-2018 年 100 大中城市住宅类土地供需比



资料来源:wind, 川财证券研究所

四、从融资到土地到销售，行业集中度继续提升

4.1 行业融资收紧，融资集中提升加速

相较于以往几轮的轮调控周期，本轮地产调控的韧性明显加强了，2016 年 8 月苏州、厦门等核心二线城市重启限购开始，至今已有 28 个月，2018 年更是出现调控升级的迹象，这次不仅在销售端出台更为严厉的限制政策，而且在房企流动性管制上明显发力。股权融资基本被冻结，债券发行规模出现收

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

缩，2018年资管新规推出则要求非标规模在未来三年有序递减，房地产行业资金面再度收紧。叠加多家房企上半年中止发债，市场对于房企融资担忧加剧。

不过从房企的资金来源来看，主要分为两部分，一部分为经营性现金流，也就是销售回款，占比大概50%左右，另一部分为融资现金流，主要包括股权和债权融资，债权融资包括国内贷款、公司债、中期票据、资产证券化等标准化债权融资，以及信托贷款、委托贷款等非标融资。由此来看，房企的经营性现金流主要来自存货的变现，我们上面提到本轮小周期处在典型的低库存阶段，经过了1年的政策高压，房企逐步放弃价格博弈，加速了推盘进度，考虑到当前去化率都维持在相对高位，加上丰富的货值储备，房企未来经营性现金流有保障。目前来看，除了个别有息负债过高的企业，大多数上市房企资金相对安全，融资收紧对房企的负面影响更多的体现在资金成本上行对利润的摊薄。即便假设新增融资成本上行100bp（属于相对悲观的假设），则对加权融资成本的影响在30bp左右，对于主流房企的净利润的影响幅度也在2%以内，并不算很大。

此外，值得注意的是，在资金整体收紧的背景下，我们观测到部分龙头房企的融资成本反而呈现出下降迹象，2018年初至今招商蛇口、保利地产债券融资表现优异，发债利率均值相较2017年下降；其中，2017年招商蛇口的发债利率为4.99%，2018年以来招商蛇口的发债利率下降到4.94%，2017年保利地产的发债利率为5.40%，2018年以来保利地产的发债利率下降到4.82%。我们可以看到，近年来行业内部融资集中度明显提升，而这种融资集中度提升将传递至土地集中度提升，进而带动销售集中度的提升。

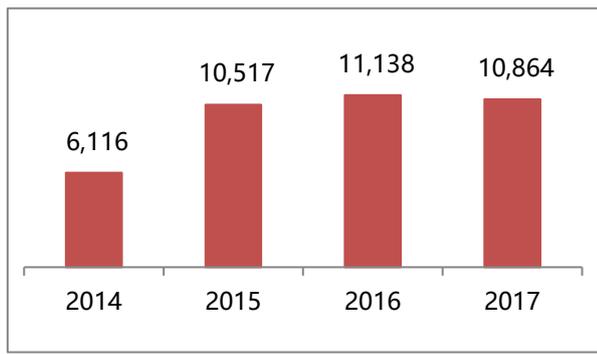
2015年以来融资环境持续宽松，房地产企业融资井喷，融资规模突破万亿元。2016年四季度以来，随着各项调控政策的升级，房企的融资渠道面临收紧趋势，但2017年的融资总量并未出现明显下滑，究其原因，主要是部分龙头企业融资力度较大所致，如中国恒大、阳光城等。克而瑞数据显示，据不完全统计，2017年中国恒大和阳光城累计融资均破千亿，分别为1724亿元和1095亿元。若剔除中国恒大以及阳光城的影响，2017年的融资总规模为8046亿元，较2016年下降达28%。

2017年TOP10房企的融资总量为3126亿元，占比28.8%，较于2016年全年占比增长达10个百分点；TOP10-50占比56.7%；TOP50以外占比14.5%，较2016年全年占比减少13个百分点。各个梯队的房企融资情况与企业的销售规模等级有关，规模房企往往融资总量较高。

此外，在融资环境收紧情况下，大型房企融资能力凸显，因此融资占比更

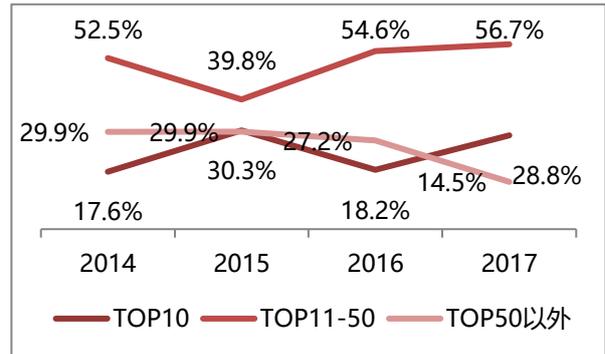
高，再有一些快速扩张中的中型企业，因追求自身规模上涨，力争弯道超车，也会大力融资支撑规模扩张，2017年TOP11-50企业融资占比较于2016年增加2个百分点。50名以外的房企，融资能力相对较弱，在目前市场环境环境下，融资受限更大。

图39： 2014年以来108家房企融资规模情况



资料来源：克而瑞，川财证券研究所

图40： 各梯队房企融资总量占比情况



资料来源：克而瑞，川财证券研究所

4.2 土地供应提速，土储向龙头集中

新增土地储备向龙头房企集中。从百强房企新增土地价值集中情况看，位列TOP10和TOP20的房企新增土地储备集中度呈现进一步上升趋势。2017年全国百强房企共计新增土地价值32812.8亿元，其中TOP1-10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50和TOP51-100房企占比分别为44.27%、18.63%、11.00%、13.07%和13.02%。2018年前10个月全国百强房企新增土地价值34983.7亿元，其中TOP1-10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50和TOP51-100房企占比分别为44.27%、18.63%、11.00%、13.07%和13.02%，TOP10、TOP20和TOP31-50占比出现增长，TOP21-30和TOP51-100房企占比均出现下降趋势。

表5 前20房企新增土地价值集中度继续提升

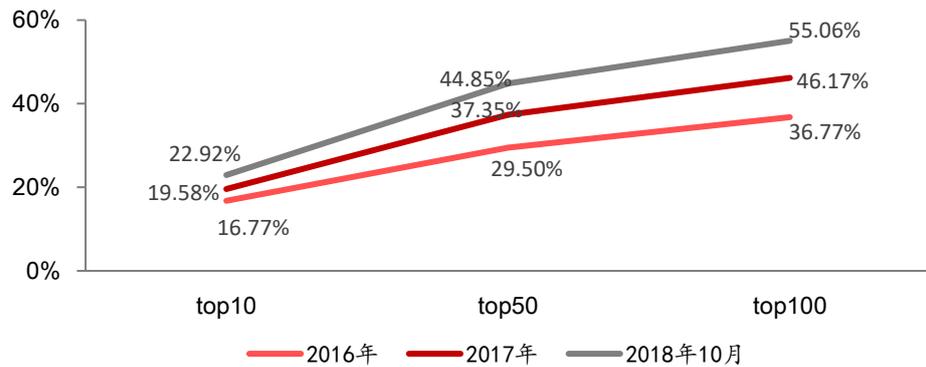
	2017年	2018年1-10月
TOP1-10	42.84%	44.27%
TOP11-20	18.06%	18.63%
TOP21-30	11.65%	11.00%
TOP31-50	12.78%	13.07%
TOP51-100	14.67%	13.02%

资料来源：克而瑞，川财证券研究所

销售向龙头房企集中趋势延续。近年来房企竞争明显，行业集中度继续提升。本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

升。2018 年前 10 月份全国商品房销售额 115913.67 亿元，TOP10、TOP50 和 TOP100 房企销售额分别为 26570.20、51990.30 和 63817.20 亿元，销售集中度分别为 22.92%、44.85%、55.06%，销售集中度分别同比增长 17.07%、20.08%和 19.24%，行业销售集中度明显提升。

图41： 房企销售集中度继续提升



资料来源：克而瑞，川财证券研究所

TOP10 房企销售金额占百强比率超 40%。克而瑞数据显示，2012 年以来 TOP10 房企的门槛不断抬高，2012 年仅为 460 亿元。2017 年 TOP10 房企门槛已抬高至 1500 亿元，TOP5 房企门槛已经达到 3000 亿元。TOP10 房企销售额占百强比率连续提升，2016 年 TOP10 房企销售额占百强比率为 41.45%，2017 年进一步提升至 42.40%，2018 年前 10 月 TOP10 房企销售额占百强销售额比例为 41.63%，维持在 40%以上的水平。

值得注意的是，2012 年以来 TOP5-10 房企出现明显变动，各家房企争夺激烈。TOP5 房企稳定性相对较高，万科在 2012-2015 年一直稳居行业第一，2016 年、2017 年和 2018 年回撤到第二位。中国恒大、碧桂园和保利地产在 TOP10 房企中脱颖而出，逐步站稳了前五的位置。

表6 2012 年以来销售额 Top10 房企变化

2018 年 M10	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
中国恒大	碧桂园	恒大地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产
碧桂园	万科地产	万科地产	恒大地产	绿地集团	绿地集团	绿地集团
万科地产	中国恒大	碧桂园	绿地集团	万达集团	万达集团	保利地产
绿地控股	融创中国	绿地集团	万达集团	恒大地产	保利地产	中海地产
融创中国	保利地产	保利地产	中海地产	保利地产	中海地产	恒大地产
保利发展	绿地控股	中海地产	保利地产	碧桂园	碧桂园	万达集团
中海地产	中海地产	融创中国	碧桂园	中海地产	恒大地产	绿城中国
华润置地	龙湖地产	华夏幸福	华润置地	世茂房地产	华润置地	华润置地

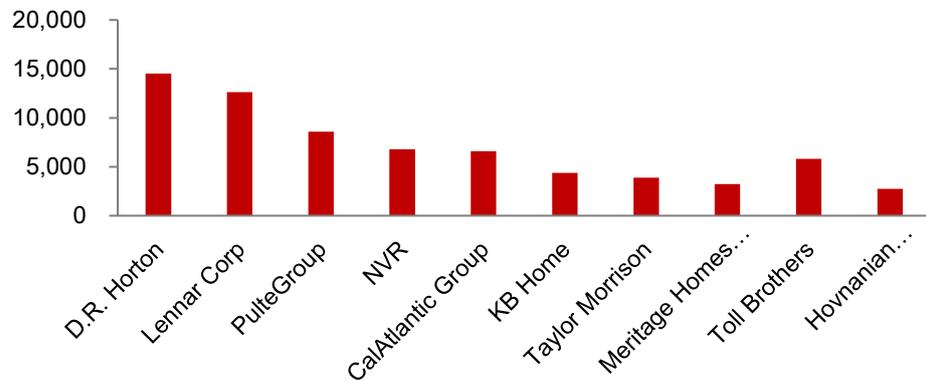
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

新城控股 华夏幸福 绿城中国 融创中国 华润置地 世茂房地产 碧桂园
 世茂地产 华润置地 万达集团 华夏幸福 融创中国 绿城中国 世茂地产

资料来源：克而瑞，川财证券研究所

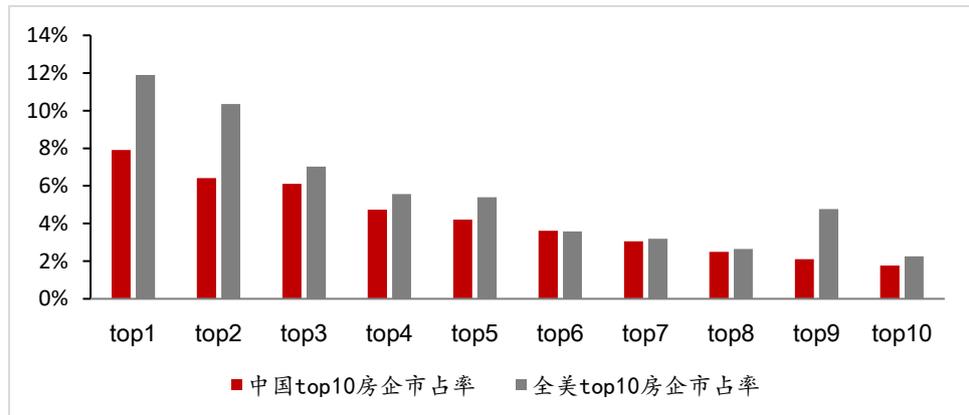
国际比较，中国房企集中度仍有提升空间。以美国为例，根据 Builderonline 数据，全国销售金额排名前十的房企分别为 D.R. Horton、Lennar Corp、PulteGroup、NVR、CalAtlantic Group、KB Home、Taylor Morrison、Meritage Homes Corp、Toll Brothers、Hovnanian Enterprises，这 10 家房企 2017 年的销售额为 692.04 亿美元，占百强销售额的比例为 56.67%，而中国为 42.40%。从这个角度来看，国内 TOP10 房企仍有很大提升空间。从全美 TOP10 单个房企来看，D.R. Horton 2017 年销售金额为 145.20 亿美元，占百强企业比例为 11.89%，明显高于 2017 年碧桂园 7.91% 的市占率。Lennar Corp 2017 年销售金额为 126.46 亿美元，占百强企业比例为 10.35%，明显高于万科地产 6.42% 的市占率。国内前两大龙头房企的市占率同样有提升空间。预计 2019 年 TOP10 房企销售市占率仍将维持在 40% 以上。

图42. 2017 年全美 10 大房企销售情况 (百万美元)



资料来源：克而瑞，川财证券研究所

图43. 中美十大房企销售额市占率比较



资料来源：克而瑞、公司网站，川财证券研究所

未来中国的行业集中度将超过美国。美国房地产市场已处在典型的存量阶段，而中国房地产市场正处在从增量向存量过度阶段，未来中国房地产市场的行业集中度将超过美国，主要原因有三：第一，美国的新房市场规模远小于中国，且总体增量提升较慢，因此开发商的新增可开发空间较小，集中度的提升缺乏土壤。第二，尽管美国的土地面积与中国相当，但实际有活跃度的区域仅在几个州，且聚集在西海岸（纽约州）、和部分南部地区，加之每个州的政策和税收独立性较强，开发商较难形成全国化的规模效应。第三，在美国，居民可以直接购买土地自建房屋，因此部分规模较小的开发商有持续存在的必要性。而在中国，居民购买的商品房均由开发商建设，开发商的商业模式雷同，替代性较强。当中小型房企或单个项目公司因资金等各种原因退出行业时，给大型开发商带了并购的增量空间，抢占市场份额。

五、投资机会以及相关标的

5.1 龙头房企的估值修复

如前文所述，国际比较，中国房企集中度仍有提升空间，龙头房企具有三大优势，即高门槛下的拿地优势、渠道收紧背景下多元化融资优势和高品牌溢价优势，其价值也有望获得重估。从国际比较来看，发达国家合理的地产股龙头估值在 13-15 倍左右，国内地产龙头估值修复仍有空间。相关标的为保利地产和新城控股。

5.2 区域性主题机会

雄安新区：园区运营是看点。十九大报告提出“高起点规划、高标准建设雄

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

安新区”。1980年深圳特区获批，1990年上海浦东开发，自两区成立以来经济、人口快速发展，深圳GDP从1980年至今每年复合增速高达28.5%，浦东新区GDP从本世纪初在上海区域占比不到20%，发展至今其GDP占上海市比重超过30%，产值超过7000亿，在全国3大重点城市圈中，深圳和上海的浦东在各自区域成为领头羊，而此次雄安新区的出炉，无疑有望在环渤海或者京津冀地区承担了一个无与伦比的角色。不过雄安区域及周边城区一直处于限购状态，普通的地产公司受益有限。考虑到雄安新区定位为发展高端高新产业，在雄安周边有产业园区布局或拥有产业园区运营经验的公司更具投资价值。相关标的为华夏幸福和荣盛发展。

粤港澳大湾区：高土地储备房企享红利。粤港澳大湾区是由广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门9市和香港、澳门两个特别行政区形成的城市群。是继美国纽约湾区、美国旧金山湾区、日本东京湾区之后，世界第四大湾区。广东省在“十三五”期间，基建总投资约4.8万亿元，项目多达543项。随着湾区的发展，各城市基础建设投资力度加大，经济发展潜力巨大，人口红利也将持续发展。这都会给粤港澳大湾区房地产上市公司带来更大的机遇。区域内土地储备规模较多的房企将有望率先享受粤港澳大湾区的发展红利。相关标的为华侨城A和招商蛇口。

5.3 长租公寓主题

从2016年国家首提“租购并举”以来，我国住房租赁市场进入新的发展阶段。2018年伴随着政策的东风，各家银行大举进军租赁公寓市场，目前不仅五大行，部分大型股份制银行都已涉足租赁市场。银行机构虽不直接参加租赁公寓的建设，但是通过与运营方、政府、租户之间的合作，为租赁市场的发展起到了重要作用。在目前的上市公司中，房地产开发商以及龙头地产服务商都或多或少涉及到长租公寓业务中。开发商市值规模及业务体量较大，单纯的租赁政策对企业影响较小；而地产服务商市值规模小，长租公寓业务占比高，相关政策对于公司的股价影响较大。相关标的为世联行、光大嘉宝。

表7 重点可比公司盈利预测及估值汇总

股票代码	股票简称	收盘价 (元)		EPS (元/股)				PE (倍)				PB (LF)	总市值 (亿元)
		2017	2018E	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E			
000002.SZ	万科A	25.44	2.54	3.23	4.02	4.94	12.23	7.88	6.33	5.15	2.01	2787.52	
001979.SZ	招商蛇口	18.84	1.55	2.03	2.48	2.97	12.62	9.29	7.59	6.35	2.22	1489.13	
600048.SH	保利地产	13.10	1.32	1.68	2.09	2.58	10.72	7.80	6.27	5.07	1.38	1557.89	

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

600606.SH	绿地控股	6.15	0.74	0.92	1.13	1.39	9.86	6.70	5.46	4.43	1.14	748.34
600340.SH	华夏幸福	25.50	2.83	3.96	5.12	6.53	11.09	6.44	4.98	3.90	1.89	765.83
000069.SZ	华侨城A	6.01	1.05	1.22	1.46	1.67	8.06	4.91	4.13	3.60	0.91	493.07
600383.SH	金地集团	9.51	1.52	1.83	2.16	2.52	8.31	5.20	4.41	3.78	0.99	429.34
002146.SZ	荣盛发展	8.38	1.32	1.75	2.24	2.79	7.22	4.78	3.74	3.01	1.23	364.38
601155.SH	新城控股	27.36	2.71	4.07	5.43	6.95	10.81	6.73	5.04	3.93	2.79	617.44
600208.SH	新湖中宝	3.08	0.39	0.50	0.61	0.71	13.38	6.20	5.08	4.31	0.80	264.86
000402.SZ	金融街	6.78	1.01	1.14	1.30	1.49	11.00	5.94	5.20	4.56	0.68	202.65
600376.SH	首开股份	6.73	0.73	1.04	1.21	1.38	12.71	6.50	5.54	4.86	0.59	173.60
000981.SZ	银亿股份	3.75	0.40	0.45	0.52	0.60	22.08	8.33	7.16	6.22	0.93	151.05
000656.SZ	金科股份	5.98	0.35	0.54	0.68	0.86	14.14	11.13	8.76	6.97	1.49	319.32
600649.SH	城投控股	6.00	0.66	0.00	0.00	0.00	13.33	0.00	0.00	0.00	0.80	151.77
600895.SH	张江高科	14.83	0.30	0.41	0.48	0.56	47.67	36.35	31.19	26.47	2.58	229.67
600848.SH	上海临港	20.34	0.37	0.00	0.00	0.00	60.27	0.00	0.00	0.00	3.39	216.71
000671.SZ	阳光城	5.83	0.51	0.78	1.09	1.43	15.43	7.50	5.36	4.08	1.10	236.12
000961.SZ	中南建设	6.41	0.16	0.58	1.03	1.53	39.45	10.99	6.25	4.18	1.48	237.80
002285.SZ	世联行	5.10	0.49	0.53	0.65	0.79	22.76	9.65	7.87	6.46	1.95	104.19
600266.SH	北京城建	8.22	0.93	1.13	1.37	1.51	14.13	7.29	6.00	5.45	0.60	128.81
002244.SZ	滨江集团	3.93	0.55	0.60	0.79	0.96	14.45	6.50	5.00	4.09	0.83	122.28
000732.SZ	泰禾集团	15.49	1.71	2.03	2.28	2.67	11.73	7.62	6.79	5.80	0.94	192.77
600466.SH	蓝光发展	5.21	0.57	0.78	1.15	1.68	16.32	6.68	4.54	3.09	1.05	155.49
600823.SH	世茂股份	3.96	0.59	0.66	0.75	0.93	8.37	6.02	5.29	4.28	0.64	148.55
600648.SH	外高桥	14.29	0.65	0.00	0.00	0.00	28.46	0.00	0.00	0.00	1.54	151.05
600622.SH	光大嘉宝	5.81	0.61	0.59	0.72	0.87	29.46	9.79	8.10	6.65	1.19	67.02

资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

国内经济持续走弱

国内外宏观经济形势的变化可能会影响到行业整体表现,若经济持续走弱,需求端出现明显恶化,房地产行业可能出现业绩大幅下滑的情况。

国内房贷政策收紧

房地产行业对于政策的敏感度较高,若房贷政策大幅收紧,购房热情大幅恶化,需求端可能继续承压,部分房企业绩出现大幅下滑情况。

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003