

行业研究/动态点评

2019年01月27日

行业评级:

房地产 增持 (维持)

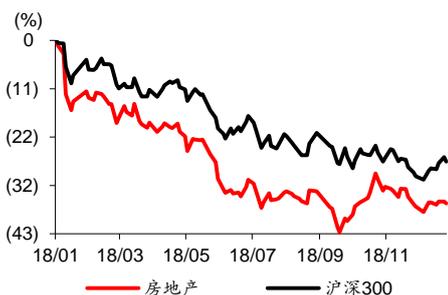
**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 hanxiao012792@htsc.com

**林正衡** 021-28972087  
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《新城控股(601155,买入): 成长基因兑现, 业绩持续释放》2019.01
- 2 《房地产: 销售反弹收官, 投资逐步回落》2019.01
- 3 《绿地控股(600606,买入): 规模质量双提升, 多元业务共协同》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 重仓比例持续提升, 持股向龙头企业集中 2018Q4 基金持仓点评

### 核心观点

公募基金 2018 年报完成披露, 四季度房地产行业的超配幅度达到 0.7 个百分点。随着货币政策转向确立, 行业政策宽松预期升温, 板块 PE 估值低位, 公募基金对房地产板块的重仓持股比例持续提升。我们认为 2019 年行业将在调整中前行, 预计销售和 investment 增速都会出现回落, 结合我国目前内外经济压力以及因城施策的思路, 预计 2019 年政策边际宽松仍可期待, 地产板块基金持仓比例的提升有望释放积极信号, 助推板块估值修复。

### 四季度地产超配 0.7 个百分点, 超配比例再创 2015 年以来新高

2018 年四季度房地产板块的基金持仓总市值达到 799.0 亿元, 环比三季度增长 13.8%。四季度基金重仓持股中, 地产股占股票投资市值的比重达到 5.10%, 环比三季度提升 1.0 个百分点, 为 2015 年以来的最高水平。四季度房地产行业的超配幅度达到 0.7 个百分点, 为 2015 年以来的首次连续两个季度超配, 且超配比例相比三季度的 0.05 个百分点大幅提升。地产超配比例在所有行业分类中排名第 4, 相比三季度排名上升 3 位。

### 龙头配置价值逐步体现, 持股集中度持续提升

2018 年四季度地产行业持股市值 Top5 的地产股 (保利、万科 A、华夏幸福、招商蛇口、新城控股) 的持股总市值占板块持仓总市值的比重达到 44.8%, 较上半年大幅提升 9.6 个百分点, 保持了 2016 年下半年以来的持续提升态势。保利地产、万科 A 和华夏幸福的持仓市值规模、持有基金数量均明显高于其它地产股, 伴随着销售、融资集中度的提升, 基金配置比例向龙头房企的聚集效应更加明显。

### 陆股通率先发力, 四季度地产持股市值环比增长 31.8%

2018 年四季度陆港通基金持有地产股的总市值达到 176.9 亿元, 环比上升 31.8%, 延续了 2018 年以来的连续增长态势。无论是提升地产配置的时点, 还是持仓市值的增幅, 陆股通均领先于内陆公募基金。重仓个股来看, 万科 A、保利地产、招商蛇口持仓市值分别达到 54.5、24.1 和 16.7 亿元, 占地产板块持仓市值的比重分别达到 30.8%、13.6%和 9.5%, 龙头房企的聚集效应同样明显。

### 四维审视行业持仓, 政策走势依然为核心变量

2013 年以来共有 8 个季度公募基金超配地产板块, 其中在超配当季或下一个季度中板块相对沪深 300 实现超额收益的季度共有 5 个。从布局时点和驱动因素来看, 我们认为当前板块所处时点接近于 2014 年, 2014 年的板块超配主要发生在板块盈利的修复阶段、行业基本面的低点以及政策宽松周期的开启阶段, 配置价值源于盈利支撑和政策催化。2018 年三季度以来房地产板块再次超配, 我们认为政策依然为核心变量, 目前经济压力显现, 而货币政策拐点、政策边际宽松都有望带来行业的边际改善预期。

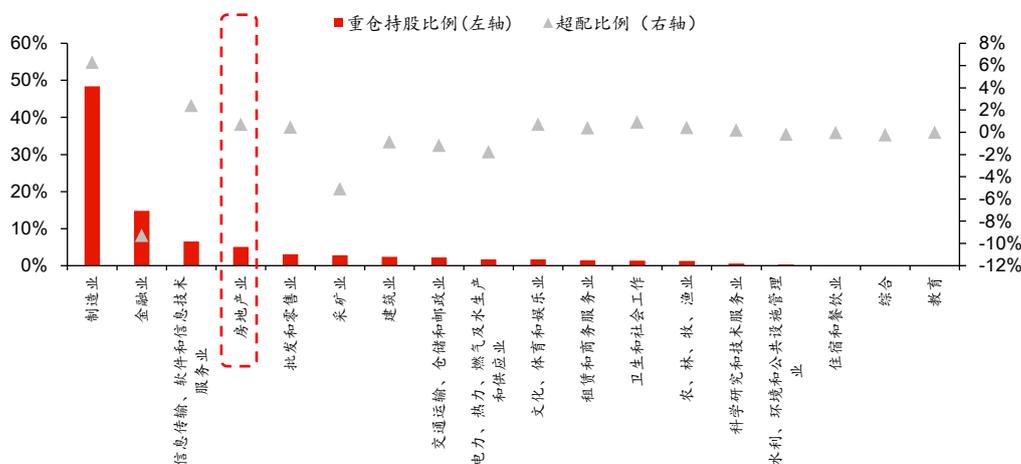
风险提示: 需求和杠杆空间后继乏力, 行业下行超出预期; 部分房企存在资金链风险; 若宏观经济超预期下行, 不排除政策大力度放松的可能。

## 四季度地产超配 0.7 个百分点，超配比例再创 2015 年以来新高

公募基金 2018 年报完成披露，我们以“基金市场类-全部基金”在“Wind 新行业标准”分类下的数据样本来统计分析公募基金对房地产板块股票的持仓情况。

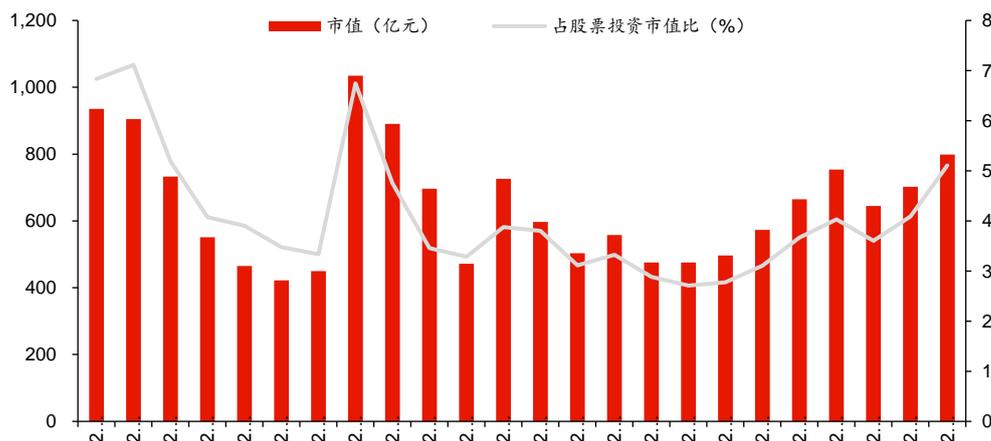
2018 年四季度房地产板块的基金持仓总市值达到 799.0 亿元，环比三季度增长 13.8%。四季度基金重仓持股中，地产股占股票投资市值的比重达到 5.10%，环比三季度提升 1.0 个百分点，为 2015 年以来的最高水平。四季度房地产行业的超配幅度达到 0.7 个百分点，为 2015 年以来的首次连续两个季度超配，且超配比例相比第三季度的 0.05 个百分点大幅提升。地产超配比例在所有行业分类中排名第 4，相比三季度排名上升 3 位。随着货币政策转向确立，行业政策边际改善，叠加板块 PE 估值低位，公募基金对房地产板块的重仓持股比例继续提升。

图表1：2018 年四季度末各行业基金重仓持股比例及超配比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：房地产板块持仓总市值及占比



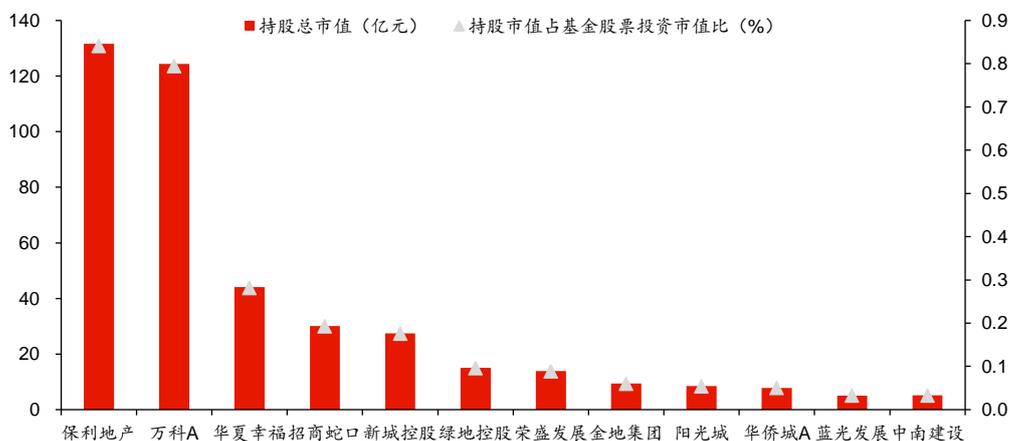
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 龙头配置价值逐步体现，持股集中度持续提升

从重仓地产股市值来看，公募基金持仓市值高于 5 亿元的地产股共有 12 支，相较于三季度增加 2 支（中南建设、蓝光发展）。其中保利地产持仓总市值达到 131.6 亿元，占基金股票投资市值的比重为 0.84%，环比三季度提升 0.18 个百分点。万科 A 以 0.79% 的市值占比紧随其后，环比三季度提升 0.27 个百分点，期末持股市值达到 124.4 亿元。华夏幸福后来居上，市值占比提升 0.15 个百分点至 0.28%，位居第三。

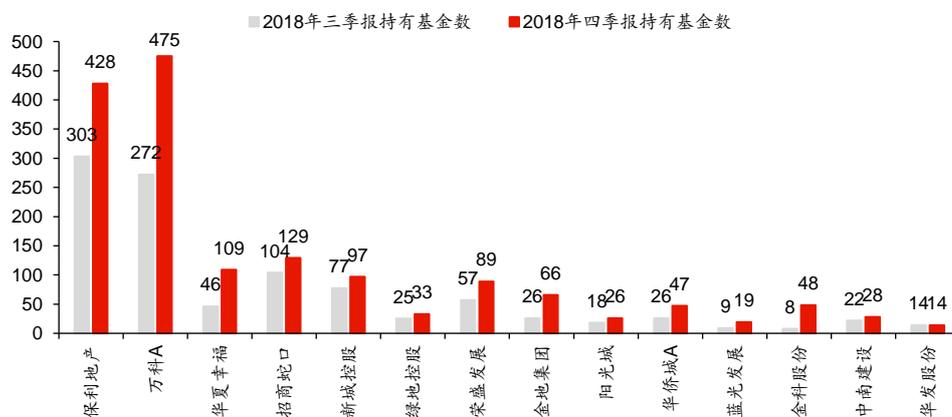
从重仓地产股市值环比增幅来看，华夏幸福、金地集团、荣盛发展位居前三，重仓市值环比增幅分别高达96.3%、81.3%和46.8%。此外，绿地控股45.3%和招商蛇口41.2%的环比增幅同样显著。以持有基金数量角度来看，万科A重仓持有基金数量在四季度大幅增加203至475支，持有数量绝对值和增加值均位居板块首位。保利地产和华夏幸福以125支和63支的环比增幅位居第二、三位。

**图表3：公募基金持仓市值高于5亿元的地产股配置情况**



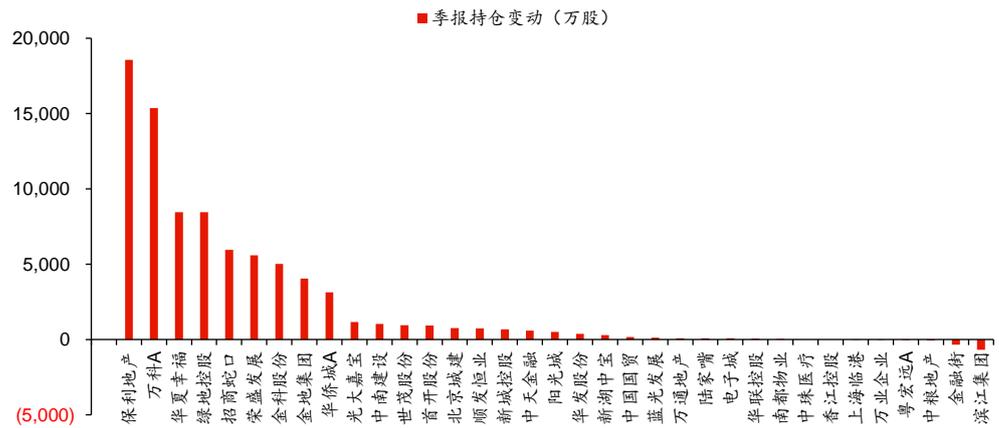
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4：2018年三季度及四季度持股基金数量变化**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

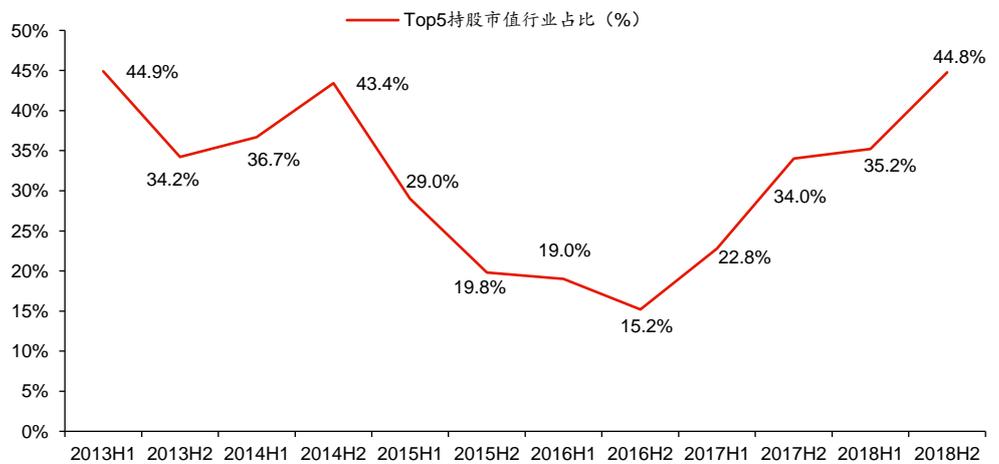
**图表5： 季度持仓地产股数量变动情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018年四季度房地产行业持股市值Top5的地产股（保利、万科A、华夏幸福、招商蛇口、新城控股）的持股总市值占板块持仓总市值的比重达到44.8%，较上半年大幅提升9.6个百分点，保持了2016下半年以来的持续提升态势。保利地产、万科A和华夏幸福的持仓市值规模、持有基金数量均明显高于其它地产股，伴随着销售、融资集中度的提升，基金配置比例向龙头房企的聚集效应更加明显。

**图表6： Top5 龙头房企持仓市值占比**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**陆股通率先发力，四季度地产持股市值环比增长31.8%**

从陆股通持有A股地产股的趋势来看，2018年四季度陆港通基金持有地产股的总市值达到176.9亿元，环比上升31.8%，延续了2018年以来的连续增长态势。2018年末地产股持仓市值占股票投资市值的比重达到1.71%，环比增长0.36个百分点。无论是提升地产配置的时点，还是持仓市值的增幅，陆股通均领先于内陆公募基金。

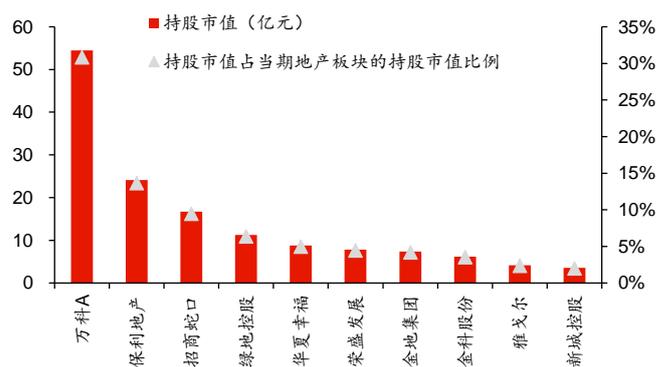
重仓个股来看，万科A、保利地产、招商蛇口持仓市值分别达到54.5、24.1和16.7亿元，占地产板块持仓市值的比重分别达到30.8%、13.6%和9.5%，龙头房企的聚集效应同样明显。从重点个股的持仓市值增幅来看，金科股份、华夏幸福、金地集团、荣盛发展的环比增幅居前，分别达到481.1%、107.0%、95.6%和86.3%。

图表7：陆港通持股地产股市值及比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：陆港通持股主流地产股情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 四维审视行业持仓，政策走势依然为核心新变量

我们从申万地产板块表现、板块单季度归母净利润同比增速、全国商品房销售面积和行业政策四个维度审视地产行业的基金持仓，2013年以来共有8个季度公募基金超配地产板块，其中在超配当季或下一个季度中板块相对沪深300实现超额收益的季度共有5个。

从布局时点和驱动因素来看，我们认为当前板块所处时点接近于2014年，2014年的板块超配主要发生在板块盈利的修复阶段、行业基本面的低点以及政策宽松周期的开启阶段，配置价值源于盈利支撑和政策催化。2018年三季度以来房地产板块再次超配，我们认为政策依然为核心变量，目前经济压力显现，而货币政策拐点、政策边际宽松都有望带来行业的边际改善预期。

图表9：4维审视行业持仓

时间	地产超配比 例 (pct)	申万地产相对沪深 300 超额收益	申万地产板块单 季归母净利增速	全国商品房销售 面积累计增速	行业政策
2013Q1	2.30	-6.58%	29.02%	37.10%	新国五条；国常会：保持政策的连续性和稳定性；国务院：继续严格执行商品住房限购措施
2013Q2	2.49	6.34%	35.00%	28.70%	国务院：扩大个人住房房产税改革试点范围
2013Q3	0.89	-0.72%	12.02%	23.30%	国务院：认真执行房地产调控政策，落实差别化住房信贷政策
2013Q4	0.03	-3.94%	-1.54%	17.30%	限购限贷升级；政治局：做好房地产市场调控工作
2014Q1	-0.25	9.38%	-6.46%	-3.80%	两会：城镇化、土地制度改革、金融制度改革、房地产市场长期发展等
2014Q2	-0.33	-2.55%	-9.67%	-6.00%	地方陆续取消限购，呼和浩特首个正式发文取消限购
2014Q3	-0.76	8.81%	9.16%	-8.60%	930 新政；央行《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014Q4	2.30	-8.44%	11.51%	-7.60%	国常会：稳定住房消费；各地放宽公积金贷款条件
2015Q1	0.29	8.49%	6.66%	-9.20%	330 新政；加大公积金支持力度；二套房首付比降低；两年以上住房免征营业税
2015Q2	-1.13	11.07%	43.58%	3.90%	
2015Q3	-1.32	-2.32%	-8.25%	7.50%	《关于调整住房公积金个人住房贷款购房最低首付款比例的通知》，《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》
2015Q4	-1.41	23.29%	-10.06%	6.50%	政治局：化解房地产库存；中央经济工作会议：消化库存，稳定市场
2016Q1	-1.26	-4.39%	27.22%	33.10%	契税和营业税减免；不限购城市首付比例下调；因城施策，《政府工作报告》首提“因城施策”；地方（一线城市）陆续重启限购
2016Q2	-1.79	-1.60%	3.99%	27.90%	政治局：有序消化房地产库存，实行差别化的调控政策；阶段性适当降低住房公积金缴存比例
2016Q3	-1.72	4.44%	53.29%	26.90%	因城施策，热点城市陆续重启限购（约20城）
2016Q4	-1.78	-4.81%	60.60%	22.50%	中央经济工作会议：坚持分类调控，因城因地施策，遏制热点城市房价过快上涨
2017Q1	-1.73	-5.15%	45.71%	19.50%	北京3·17新政，认房又认贷、二套房首付比例上调；暂停发放25年以上的个人住房贷款
2017Q2	-1.70	-6.11%	12.29%	16.10%	《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》
2017Q3	-1.15	-3.49%	31.26%	10.30%	政治局：坚持政策连续性稳定性；适当降低企业住房公积金缴存比例政策
2017Q4	-0.61	-4.64%	29.64%	7.70%	十九大：提出房住不炒；中央经济工作会议：保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，实行差别化调控
2018Q1	-0.38	2.10%	39.65%	3.60%	两会进一步强调房住不炒，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展
2018Q2	-0.43	-7.94%	41.03%	3.30%	住建部：重申坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松，强调提高住房用地比例
2018Q3	0.05	-5.19%	16.49%	2.90%	政治局会议：下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，坚决遏制房价上涨
2018Q4	0.71	7.06%	-	1.30%	中央经济工作会议：坚持房住不炒，因城施策；住建部：稳房价、稳地价、稳预期；菏泽、合肥、长沙、广州、珠海等放松调控

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018 年三季度以来房地产行业积极因素如期积累，流动性边际改善、去杠杆节奏趋缓、地方政策边际放松。我们认为 2019 年行业将在调整中前行，预计销售和 investment 增速都会出现回落，结合我国目前内外经济压力以及因城施策的思路，预计 2019 年政策边际宽松仍可期待，地产板块基金持仓比例的提升有望释放积极信号，助推板块估值修复。建议关注：1、具备强融资能力和 ROE 突破潜力的龙头房企（万科 A、华侨城等）；2、享受成长弹性和边际催化的企业（新城控股、荣盛发展等）；3、享受长三角一体化等城镇化区域红利的企业。

**风险提示**

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能，使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

房企经营风险：房地产行业融资环境暂未出现明显放松的迹象，销售下行可能导致部分房企资金链面临更大压力，不排除部分房企出现经营困难等问题。

行业上行风险：若宏观经济出现超预期下行，不排除调控政策出现较大力度放松的可能。虽然我国居民加杠杆的空间和能力明显不及 2015 年，但加杠杆的天花板具有不确定性。但参考历史上调控政策放松时期的量价变化，短期内需求出现较大幅度反弹的可能性仍然存在，从而使得行业销售、投资增速高于我们在乐观情景下的假设值。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，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。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com