



中立

中银国际重点推荐股票池

公司名称	代码	评级	收盘价 (人民币)
万科A	000002.CH	买入	30.50
保利地产	600048.CH	买入	13.85
华夏幸福	600340.CH	买入	31.03
招商蛇口	001979.CH	买入	19.81
华侨城A	000069.CH	买入	8.33
金融街	000402.CH	买入	10.88
首开股份	600376.CH	买入	9.32
光大嘉宝	600622.CH	买入	18.86
世茂股份	600823.CH	买入	4.89

以2017年12月27日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

房地产 2018 年投资策略

长效机制落地之年，区域分化博弈政策拐点

我们判断 2018 年将是房地产长效机制落地之年，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化。我们认为明年上半年的地产板块看点在于：1) 一二线城市成交降幅已在今年末明显收窄，明年有望重回正增长轨道；2) 短期调控政策已边际见底，部分过严的行政措施将让位于长效机制，政策边际拐点是明年的一大看点；3) 居民信贷占比目前过半，按揭信贷额度有边际放松空间，或较下半年偏紧格局有所改善；4) 长效机制和租赁住房的细则推出将成为市场焦点，地产投资增速低位运行或为新常态；5) 行业集中度有望继续提升，龙头房企业绩将维持惯性增长，估值切换效应明显。我们维持板块中立评级，建议积极关注政策边际变化的时点，推荐组合：1) 龙头房企：万科、保利地产等；2) 资源型房企：招商蛇口、华侨城等；3) 区域型房企：华夏幸福等；4) 题材机会：光大嘉宝等。

支撑评级的要点

- **需求端：区域成交分化，博弈政策拐点。** 受到基数降低影响，一二线城市成交降幅在 2017 年末出现明显收窄，预计明年将重回正增长轨道。我们认为短期调控政策已边际见底，部分过严的行政措施最终将让位于长效机制，合理的住房消费仍会被支持，政策边际拐点是明年板块的一大看点。中期来看，由于目前居民部门信贷投放占比过半，我们认为在流动性保持一定增速的背景下，明年按揭贷款额度仍将保持较高的水平。长期来看，随着人口红利减弱，楼市将步入存量时代，预计明年二手房销量将全面超过新房，同时区域成交加剧分化，近年二线城市的人口净流入效应明显，而三四线城市棚改将继续推进，但预计去库存的增量贡献有限。
- **供给端：投资增速新常态，长效机制落地年。** 我们认为房屋新开工与销售的滞后相关性规律仍然存在，预计投资增速将在 2017 年末见顶。从库存角度看，虽然今年待售面积降幅较大，但全国在建库存总量和人均住宅面积并不低，呈现区域分化格局，预计未来投资增速低位运行将是常态。从土地角度看，管理层首次提出挂钩土地出让和地方政府去化月数，我们认为明年一二线城市土地供给将持续反弹，而三四线城市则将合理控制出让节奏，同时避免新增库存压力和财政收入风险。此外，明年长效机制和租赁住房的推出将成为关注焦点，我们预计将由一二线城市国企牵头率先试点。
- **公司端：弱市助力整合，关注财务风险。** 今年 TOP 50 房企的销售规模占比已过半，随着明年行业进入调整周期，我们认为龙头房企的市占率将进一步提升。从房企现金流和财务情况看，二线房企投资激进负债率创新高，而三线房企投资增速出现明显下滑，我们认为明年在龙头房企规模继续扩张的同时，下行周期中也存在高杠杆房企的财务风险。另一方面，我们认为明年房企的结算利润率将见顶回落，但整体由于权益比例的稳定和预售账款的锁定率，业绩仍将保持惯性增长。
- **产业链：工程渠道或放量，周期价格看供给。** 我们认为房地产销售下滑的滞后效应已逐渐显现，预计下游衍生消费领域的家电、家具、建材等行业增速在今年下半年见顶；但随着房企集中度不断提升，布局工程渠道的品牌商将受益于龙头房企采购量的增长。另一方面，我们认为房地产上游周期品需求增速将随投资增速见顶，但绝对需求量仍保持高位，历史数据显示周期价格一般滞后投资 3-6 个月时间，预计价格在明年上半年见顶，但更应积极关注采暖季供给端的产能收缩情况。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产

卢骁峰, CFA/ACCA

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

目录

需求篇：区域成交分化，博弈政策拐点.....	5
供给篇：投资增速新常态，长效机制落地年.....	12
公司篇：弱市助力整合，关注财务风险.....	19
产业链篇：工程渠道或放量，周期价格看供给.....	22
策略篇：博弈政策拐点，寻找资源禀赋.....	25
研究报告中所提及的有关上市公司.....	29

图表目录

图表 1. 商品房竣工面积及销售面积	5
图表 2. 商品房销售额和均价走势	5
图表 3. 2017 年部分一线城市 1-11 月累计成交量历史地量	5
图表 4. 2017 年 11 月 30 城一二线城市成交降幅大幅收窄	5
图表 5. 棚改完成数量与货币化安置比例	6
图表 6. 国开行新增棚改贷款和货币化安置贷款占比	6
图表 7. 棚改货币化安置帮助库存去化量测算 (亿平米)	7
图表 8. 各地楼市调控政策新增内容概览 (★表示 2016 年以来较上 轮 2013 年调控新增使用的内容)	8
图表 9. 居民中长期和非金融企业新增贷款额	9
图表 10. 居民中长期和短期新增贷款增速	9
图表 11. 居民和非金融企业部门贷款/存款	9
图表 12. 居民和非金融企业部门贷款/GDP	9
图表 13. 我国 25-45 岁适龄购房人口数峰值已过	10
图表 14. 未来 25-29 岁适龄结婚人口下滑幅度较大	10
图表 15. 各线城市户籍人口数量增速	10
图表 16. 各线城市普通小学在校生数量增速	10
图表 17. 个人按揭贷款金额和居民中长期贷款额	11
图表 18. 个人按揭贷款金额和居民中长期贷款增速	11
图表 19. 商品房地产开发投资额及增速	12
图表 20. 商品房新开工和施工面积及增速	12
图表 21. 房地产投资增速滞后房企销售回款增速	12
图表 22. 商品房待售面积及同比增速	13
图表 23. 全国和城镇人均住宅面积 (平米)	13
图表 24. 估算目前在建住宅可售库存 (亿平米、人)	13
图表 25. 全国土地购置面积增速和核心 40 城土地成交增速	14
图表 26. 40 个城市累计土地成交面积	14
图表 27. 一线和核心二线城市库存去化月数低位企稳	15
图表 28. 一二线城市土地供给有望持续放量	15
图表 29. 选取部分三四线城市库存去化月数	15
图表 30. 三四线土地供给与地方财政政策相关	15
图表 31. 2017 年 7 月后各地出台住房租赁市场政策	16

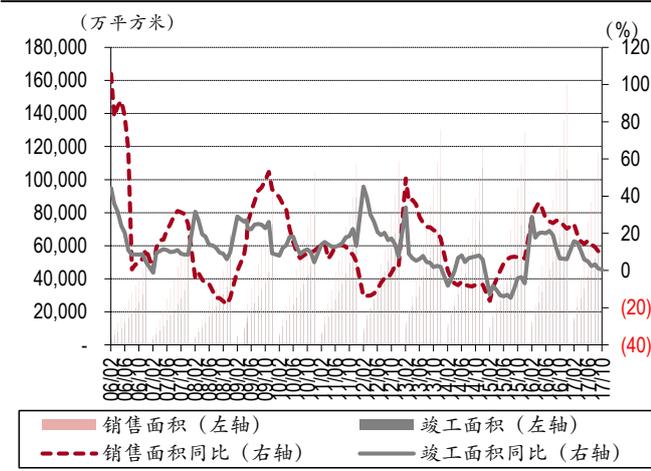
图表 32.一二线城市租赁住房盈利模式假设	16
图表 33.一二线城市租赁住房盈利模式测算	17
图表 34. 近期上海租赁住房用地出让及相关租金回报率测算	17
图表 35. 房地产行业数据与同比增速预测	18
图表 36. 2015-2017Q3 百强房企销售金额集中度	19
图表 37. 2015Q3-2017Q3 百强房企销售金额排位门槛	19
图表 38. 2015-2017 板块购买商品及劳务现金流出累计同比	20
图表 39. 2015-2017 房地产板块净负债率水平	20
图表 40. 2015-2017Q3 房地产板块毛利率水平变化	20
图表 41. 2015-2017Q3 房地产板块净利率水平	20
图表 42. 2015-2017Q3 房地产板块收入增长率	21
图表 43. 2015-2017Q3 房地产板块净利润增长率	21
图表 44. 商品房销售面积增速和家电零售额增速	22
图表 45. 商品房销售面积增速和家具零售额增速	22
图表 46. 今年部分供应商参与恒大地产融资比例	22
图表 47. 商品房施工面积增速和水泥销量增速	23
图表 48. 商品房施工面积增速和钢铁销量增速	23
图表 49. 房屋新开工面积增速与水泥、钢铁、PVC 的价格相关性	23
图表 50. 房屋新开工面积增速与铜、铝、锌的价格相关性	24
图表 51. SW 房地产板块指数和上证指数年化收益率比较	25
图表 52. A 股 2017 年初至今涨跌幅排名	25
图表 53. H 股和 A 股 2017 年初至今涨幅对比	26
图表 54. SW 房地产板块和沪深 300 指数的市盈率 (TTM)	26
图表 55. 一二线 A 股地产板块市盈率和 17 年销售增速	27

需求篇：区域成交分化，博弈政策拐点

1、一二线成交历史地量，基数回落反弹可期

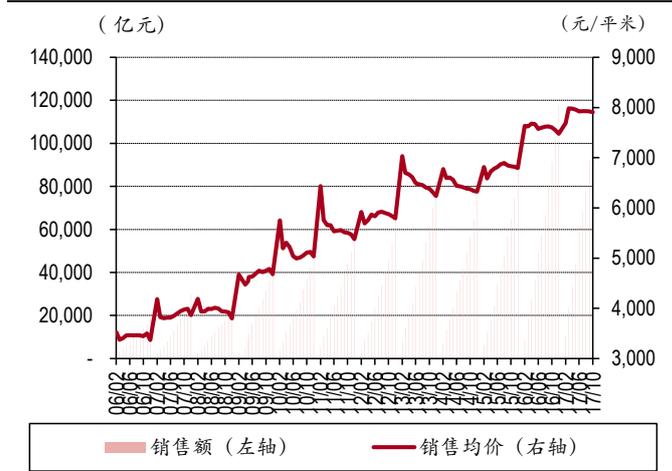
从全国销售口径来看，2017年1-10月的商品房销售面积为13亿平方米，同比上升8.2%，较1-9月回落2个百分点，其中，10月单月销售面积同比下降6%；2017年1-10月的商品房销售额为10.3万亿元，同比上升12.6%；较1-9月回落2个百分点。其中，10月单月销售额同比下降1.7%。从全国价格指数来看，1-10月的商品房销售均价为7,907元/平米，同比上升4%较1-9月扩大0.1个百分点。

图表 1. 商品房竣工面积及销售面积



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 2. 商品房销售额和均价走势

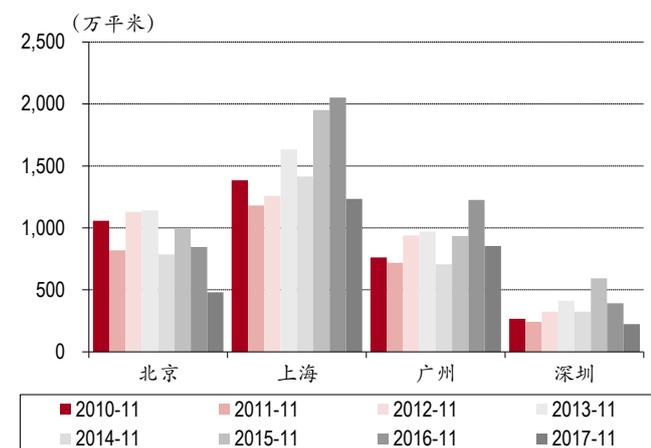


资料来源：国家统计局，中银证券

随着2016年10月国庆假期热点城市密集出台限购限贷政策，一二线城市经历了一二手房成交量的急速下滑，但销售均价并未出现明显回落，显示出供需两端均受到调控政策的影响，北京、深圳等一线城市年内成交甚至创出历史地量，其他热点城市销量水平也是近5年来低位，均值反弹空间巨大。

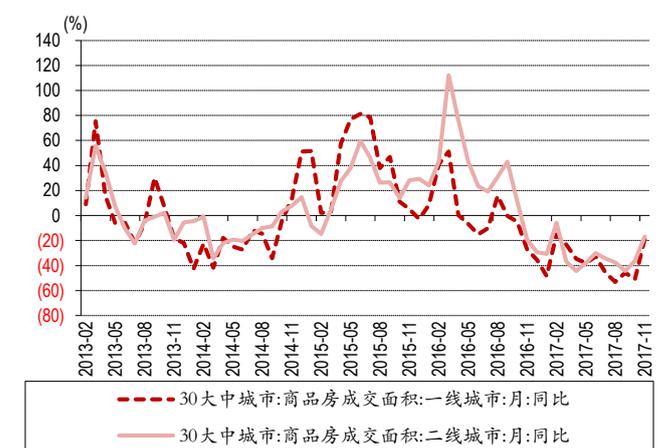
随着930调控政策出台一周年之际，一二线城市成交量降幅在11月出现明显收窄，2017年11月30城一二线城市成交量同比降幅分别为19%和17%，较上月分别收窄32个和19个百分点。我们预计未来随着基数效应的回落和调控政策的边际见底，明年一二线城市销量或将重回正增长的轨道。

图表 3. 2017年部分一线城市1-11月累计成交量历史地量



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 4. 2017年11月30城一二线城市成交降幅大幅收窄



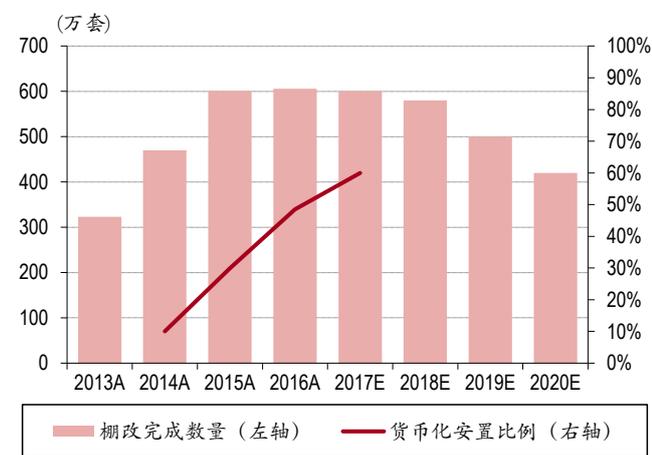
资料来源：国家统计局，中银证券

2、三四线棚改总量放缓，货币安置城市下沉

2015年以来，国家实施了棚改三年计划，即从2015年到2017年改造各类棚户区住房1800万套。根据住建部统计，2016年棚改货币化安置比例达到48.5%，同比提高19个百分点，贡献了2.5亿平米的库存去化量，即接近2016年全部的新增住宅销量。2017年我们预计货币化安置比例提升至60%，由此带动上半年三四线房地产销售大幅超越预期。

从总量角度看，根据国务院常务会议提出“2018年到2020年3年再改造各类棚户区住房1500万套”，未来三年的年均的棚改数量500万套，较2017年的600万套明显下降，但最新住建部工作会议提出明年棚改数量目标580万套，超出市场预期。从货币角度看，我们认为货币化安置比例会继续提升，2017年前11月新增全国抵押补充贷款(PSL)5691亿同比下降39%，但三季度以来降幅已开始收窄，考虑到棚改城市级别下沉，货币化安置的均价下降后可带动更多的库存去化量，仍将成为支撑楼市需求的重要力量。

图表 5. 棚改完成数量与货币化安置比例



资料来源：万得数据，国家统计局，中银证券

图表 6. 国开行新增棚改贷款和货币化安置贷款占比



资料来源：万得数据，国家统计局，中银证券

根据央行和住建部数据，2016年PSL新增贷款9714亿元，同时全年棚改货币化安置比例达到48.5%贡献了2.5亿平米的库存去化量。我们假设2018年央行新增PSL全部投向棚改，货币化安置比例由60%上升至75%，考虑商业银行自主贷款部分，假设PSL占全国棚改投资额的75%，则可以估算其贡献增量。我们测算发现：若明年新增PSL量与2017年持平即6,000亿元，则可去化库存量仅约1.5亿平米；若棚改城市下沉至四五线，假设货币化安置均价仅约2000-3000元/平米，则可去化库存2-3亿平米。因此，我们认为在货币政策保持中性背景下，未来棚改货币化安置城市能级将下沉，去库存政策也将持续推进，但在高基数背景下贡献的销售增量有限。

图表 7. 棚改货币化安置帮助库存去化量测算 (亿平方米)

新增 PSL (亿元)	货币化安置均价 (元/平方米)					
	1000	2000	3000	4000	5000	6000
4000	4.0	2.0	1.3	1.0	0.8	0.7
5000	5.0	2.5	1.7	1.3	1.0	0.8
6000	6.0	3.0	2.0	1.5	1.2	1.0
7000	7.0	3.5	2.3	1.8	1.4	1.2
8000	8.0	4.0	2.7	2.0	1.6	1.3
9000	9.0	4.5	3.0	2.3	1.8	1.5
10000	10.0	5.0	3.3	2.5	2.0	1.7

资料来源：中国人民银行、住建部、中银证券

3、短效调控让位长效机制，博弈政策边际变化时点

此轮房地产调控政策始于 2016Q2: 2016 年 3 月底上海发布的“沪九条”提高非户籍人口购房门槛，一线城市率先开启调控窗口；2016 年 7 月起，合肥、厦门、南京等热点城市陆续出台政策，二线城市调控也全面启动，9 月北京、深圳、广州、苏州等 19 个城市密集出台“限购”、“限贷”政策，标志着全国楼市正式进入新一轮调控周期。

2017 年全国房地产调控政策再度升级：2017 年 3 月，厦门、成都、青岛等 10 余个二线城市出台“限售”政策，升级成为史上最严调控新政。2017 年 9 月，重庆、石家庄、南昌等城市密集出台“限售”政策，限售调控再度扩围。目前主流一二线城市均实施了限购、限贷、限售、限价的“四限”政策。

我们认为当前各城市房地产调控政策已是史上最严的状态，本质上仍以行政上抑制需求端和降低流动性为主要手段，虽然有力地打击了投机性资金，但也不可避免地错杀了部分正常的购房和置换需求。因此，我们认为未来随着长效机制加速落地且从供给端保障多层次的住房供应，当前部分过于严厉的“短效调控”有望逐步被“长效机制”取代，中长期看合理的居民住房消费和信贷需求仍将被政策所支持，我们判断短期调控政策的边际变化时点有望随着实体融资需求的见顶在明年出现。

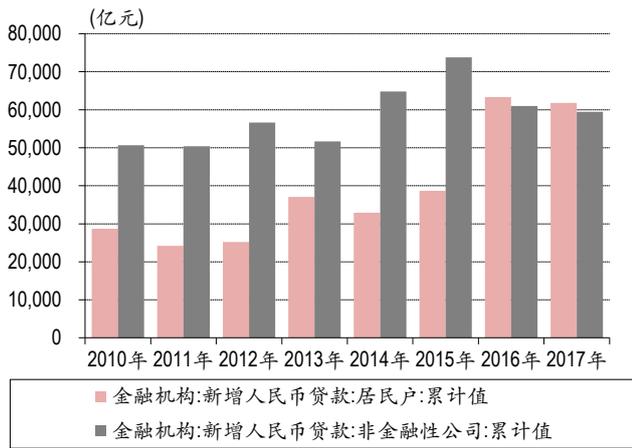
图表 8. 各地楼市调控政策新增内容概览 (★表示 2016 年以来较上轮 2013 年调控新增使用的内容)

城市	限购	限贷	限价	限售
一线城市				
北京	✓	✓	✓	★
上海	✓	✓	✓	
广州	✓	✓	✓	★
深圳	✓	✓	✓	
二三线核心城市				
杭州	✓	✓		
南京	✓	✓		★
厦门	✓	✓	★	★
合肥	★	★	★	
天津	✓	✓	★	
济南	✓	★		★
青岛	✓	★	★	★
南昌	✓	★	★	★
重庆		✓	✓	★
成都	✓	★	★	★
武汉	✓	✓	★	
长沙	✓	★	★	★
太原	✓			★
南宁	✓			★
西安	✓	★	★	★
贵阳	✓	★		★
沈阳	✓		★	★
三亚	✓	★	★	
福州	✓	★	★	★
郑州	✓	★	✓	★
石家庄	✓	✓		★
苏州	✓	✓	★	
无锡	✓	★		★
扬州			★	★
嘉兴	★	★		★
绍兴	✓	✓		★
宁波	★			★
佛山	✓	★	★	
东莞	★	★	★	★
珠海	✓	★		★
中山	★	★		
惠州	★		★	★
烟台				★
保定	★	★		★
张家口	★	★		★
廊坊	★	★	★	
开封			★	★
沧州	★	★		

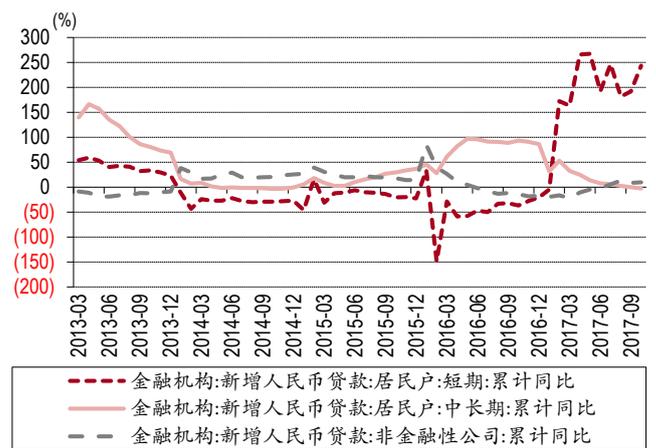
资料来源：万得资讯及中银证券

4、居民信贷占比过半，杠杆空间尚未饱和

随着此轮楼市住房按揭投放的激增，居民部门新增信贷已占比过半：当前金融机构存量贷款余额 115 万亿中住户和企业部门分别占 1/3 和 2/3，但 2016 年和 2017 年前 10 月新增居民贷款均达到 6.3 万亿，分别同比增长 64% 和 20%，占比同期新增总额的 50% 和 52%。虽然年底由于消费贷的监管加强，居民贷款增速有所回落，但我们认为居民信贷占比大幅提升对于保持社会融资规模增长起着重要的作用。展望 2018 年，货币政策将保持稳健中性，而流动性规模仍将保持一定的增长，考虑到目前新增居民信贷占比过半的背景，目前住房按揭信贷额度偏紧的态势有望得到改善。

图表 9.居民中长期和非金融企业新增贷款额


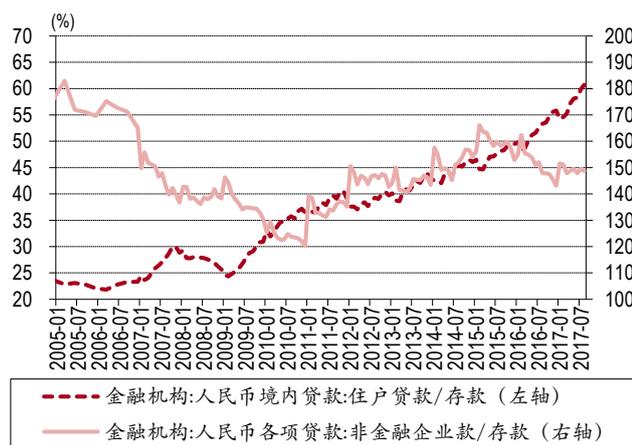
资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

图表 10.居民中长期和短期新增贷款增速


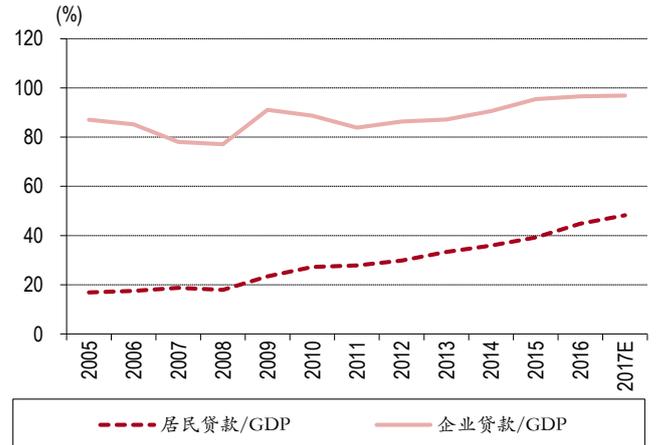
资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

从居民杠杆水平来看,居民部门2017年10月境内住户存贷比为62%,虽然较2015年的50%上升较明显,但考虑到国内严格的限购和首付政策,楼市风险仍然可控;而非金融企业部门存贷比率为150%,较2015年高点165%下降15个百分点回到2012年水平,但整体负债率仍处高位,我们认为企业部门去杠杆仍然是未来一段时间内的政策基调。

另一方面,我们以居民部门贷款余额占比GDP计算杠杆率,2017年居民杠杆率水平为48%,较2015年上升5.6个百分点,而企业部门杠杆率仍维持96%的高位。虽然居民部门杠杆率上升较快,但距离欧美60%的平均水平仍有一定距离,因此理论上国内居民部门和企业部门间的杠杆转换仍有空间。未来随着实体部门去杠杆力度的持续,我们认为在风险可控的情况下,居民部门杠杆仍将保持稳中有升的态势。

图表 11.居民和非金融企业部门贷款/存款


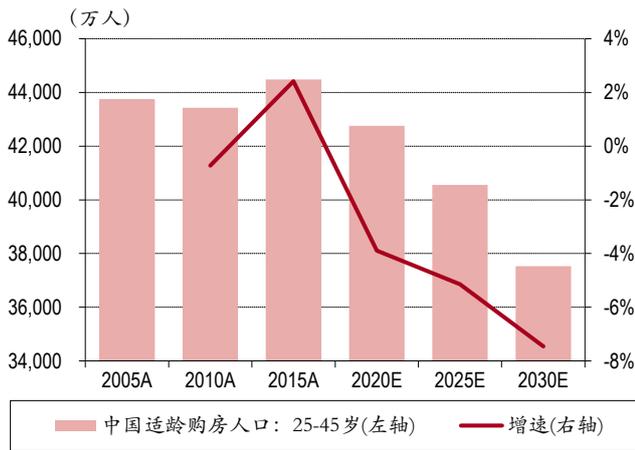
资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

图表 12.居民和非金融企业部门贷款/GDP


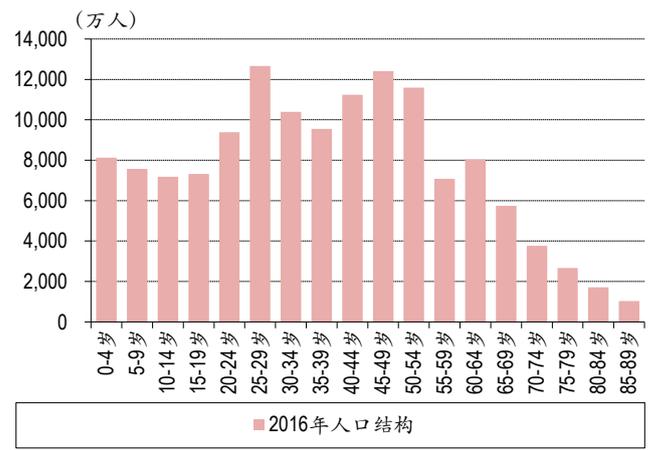
资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

5、总量见顶区域分化, 楼市步入存量时代

从长周期的人口角度来看,由于国内人口红利减退,我国未来10-20年中增量住宅需求有限:根据人口结构测算,我国25-45岁适龄购房人口在2015年达到峰值,其中25-29岁的适龄结婚人口在未来5至10年同比降幅超过20%,因此单纯从长周期的人口角度来看,未来地产调整周期中的销量降幅或大于以往。

图表 13. 我国 25-45 岁适龄购房人口数峰值已过


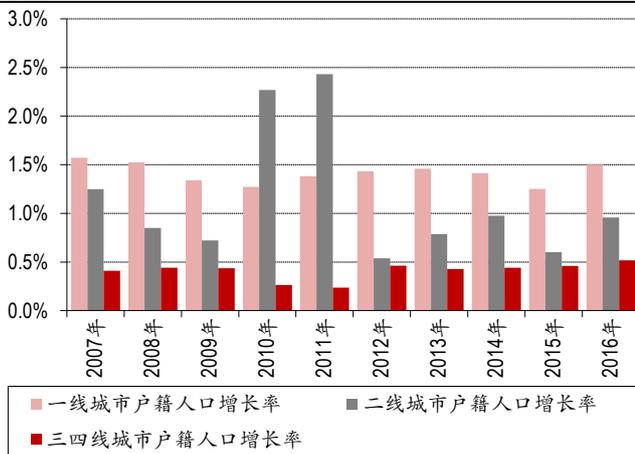
资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

图表 14. 未来 25-29 岁适龄结婚人口下滑幅度较大


资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

同时, 我们认为在人口总量需求见顶后, 人口流动区域分化趋势将加剧。我们虽然从户籍人口数据较难发现趋势, 但以在校小学生人数变化作为实际人口流动指标参考, 我们发现一线城市人口净流入增速在逐步减缓, 而二线及部分强三线城市的净流入增速却在加快:

2016年一线城市在校小学生同比增长2.5%, 较上年回落1.6个百分点, 几乎与全国增速持平, 其中上海首次同比负增长; 二线城市在校小学生同比增长3.8%居各线首位, 高出全国1.5个百分点。我们认为未来随着一线城市人口的饱和, 二线和强三线城市或将成为新的人口净流入中心区域。

图表 15. 各线城市户籍人口数量增速


资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

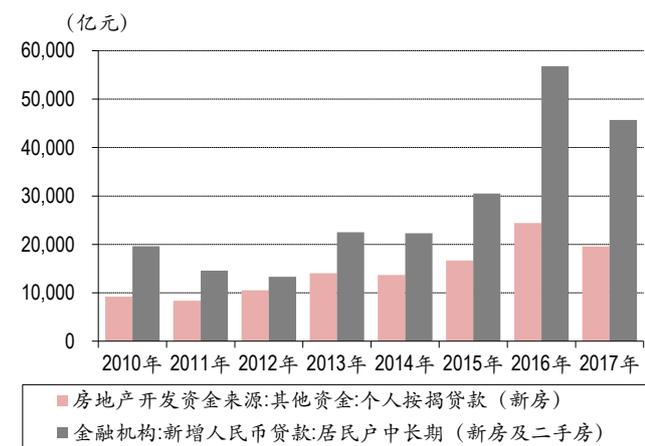
图表 16. 各线城市普通小学在校生数量增速


资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

随着中国人口总量见顶, 国内房地产市场也将逐渐进入存量时代, 预计明年二手房交易量将正式超过新房。根据链家研究院统计, 2016年全国二手房交易规模占住房交易总额的比例超过40%, 其中一线城市二手房成交金额占比达到70%, 核心二线城市占比达到60%。

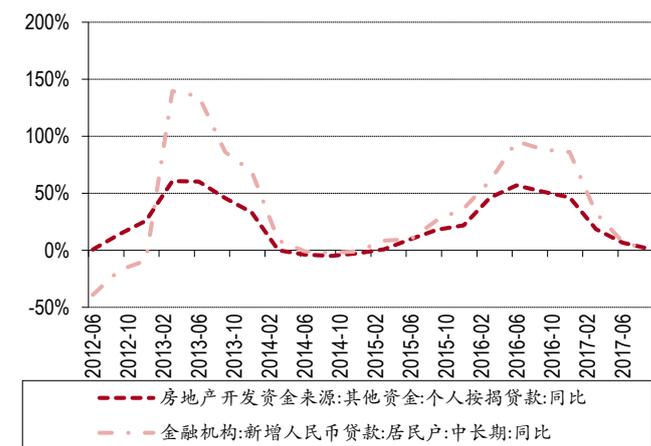
从按揭数据来看, 2017年1-10月金融机构新增居民户中长期贷款4.6万亿元, 而同期房企资金来源中一手房按揭款2万亿仅占比43%, 而2014年该比例仍高达80%, 可推算近年二手房的按揭款增速远远超过新房, 增幅接近翻倍。我们预计未来二手房交易量有望超越新房成交, 楼市将步入以改善性需求为主导的存量时代。

图表 17. 个人按揭贷款金额和居民中长期贷款额



资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

图表 18. 个人按揭贷款金额和居民中长期贷款增速



资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

供给篇：投资增速新常态，长效机制落地年

1、投资滞后销售下行，投资低增速新常态

2017年1-10月，全国完成房地产开发投资90,544亿元，同比增长7.8%，较1-9月回落0.3个百分点较上月收窄3.6个百分点，10月单月投资增速回落至5.6%。从先行指标看，1-10月的商品房新开工面积同比上升5.6%，较1-9月回落1.2个百分点，10月单月新开工面积同比下降4.3%。

图表 19. 商品房地产开发投资额及增速



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 20. 商品房新开工和施工面积及增速

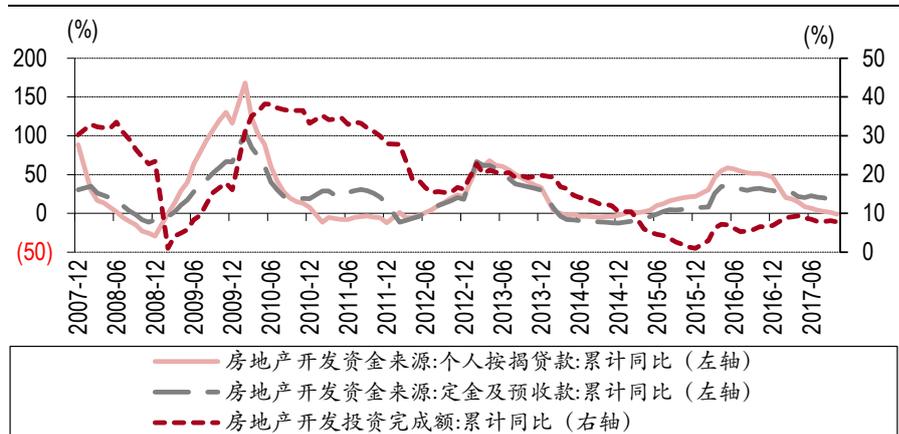


资料来源：国家统计局，中银证券

我们认为房屋新开工与销售滞后相关性的规律仍然存在，主要由于房企的现金流变化仍是投资决策的决定性因素。随着居民信贷的逐步收紧，占房企现金流近半的销售回款增速持续下行：2017年1-10月房企到位资金来源中，定金及预付款同比增长14.8%，个人按揭贷款同比下降1%，分别较去年全年下降15个和47个百分点。

另一方面，房地产板块整体负债率仍处在历史高位，企业偿债压力或在地产下行周期中体现更为明显，并最终将向上游影响至投资增速。我们预计房地产投资增速将在2017Q4见顶回落，而2018年在高基数背景下，预测全年房地产投资增速约为4%-5%。

图表 21. 房地产投资增速滞后房企销售回款增速



资料来源：国家统计局，中银证券

2、待售库存去化见效，在建库存规模仍在

从全国待售库存口径来看，2017年10月末商品房待售面积为6亿平方米，同比下降13.3%，较9月末减少882万平方米，其中，住宅待售面积3.14亿平方米减少772万平方米，经历了此轮三四线的去库存后，全国住宅商品房待售面积大幅下降，较2016年初的4.7亿平方米高点已下降32%。

图表 22. 商品房待售面积及同比增速

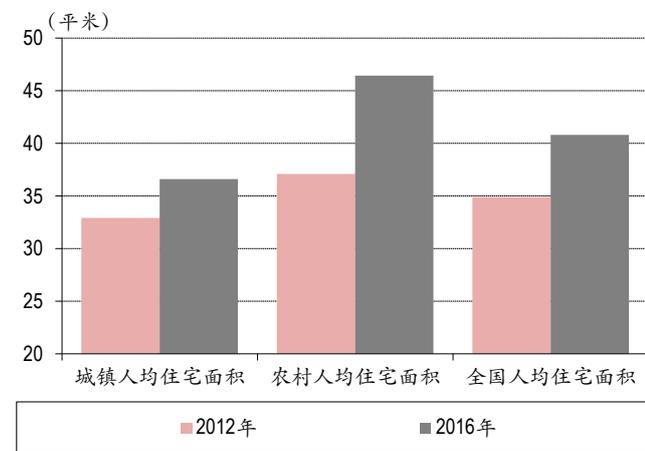


资料来源：国家统计局，中银证券

但我们并不就此认为待售面积的下降会引发全国范围内房企的投资需求，而是将呈现区域结构性的补库存行为。一方面，统计局显示2016年城镇居民人均住宅面积36.6平方米，即普通三口之家居住面积约110平米/户，已达到大部分欧洲国家水平，其中部分三四线城市人均住宅量已饱和。

另一方面，目前全国在建住宅面积52亿平米，按照人均住宅面积计算可满足近1.4亿人口的需求，约占国内总人口数量的10%；假设扣除过去2年的期房销售面积，估算目前可售住宅库存也近37亿平米，满足近1亿人的居住需求，即新增7%的城镇化率水平。考虑到未来的新增土地出让，我们认为以目前存量库存来看，未来房地产投资增速将保持低位运行的新常态。

图表 23. 全国和城镇人均住宅面积 (平米)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 24. 估算目前在建住宅可售库存 (亿平米、人)

年份	住宅待售面积:(A)	住宅施工面积(B)	住宅期房销售(C)	估算可售库存(D)	满足人口(E)
2010	1.1	31.0	7.1	19.2	0.5
2011	1.7	38.8	7.5	25.9	0.7
2012	2.4	42.9	7.6	30.1	0.8
2013	3.2	48.6	9.0	35.2	1.0
2014	4.1	51.5	8.1	38.4	1.1
2015	4.5	51.2	8.7	38.9	1.1
2016	4.0	52.1	10.6	36.9	1.0
2017E	3.1	53.6	11.2	34.9	1.0

资料来源：国家统计局，中银证券，注：D=A+B-C，E=D/36.6

3、一二线加大土地供给，三四线控制合理库存

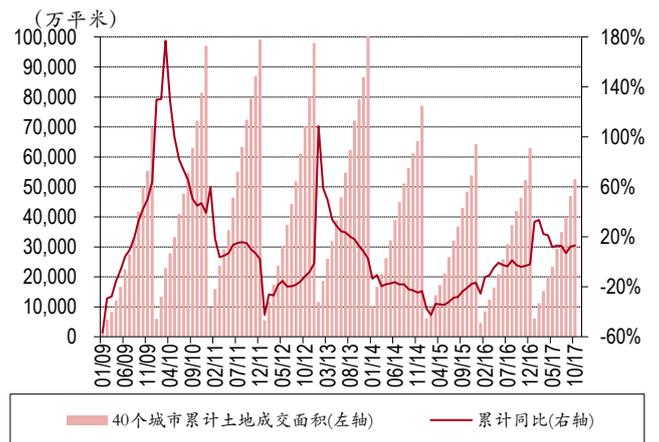
今年土地市场全线回暖，主要受到库存去化加快和过去连续3年同比负增长的低基数影响：2017年1-10月全国土地购置面积为1.9亿平方米，同比上升12.9%，较1-9月扩大0.7个百分点，其中，10月单月土地购置面积同比上升18.4%；区域方面，我们关注的40城一二线核心城市土地成交规划建筑面积同比增长13.2%，表明此轮土地市场成交回升是各线城市的全面复苏。

图表 25. 全国土地购置面积增速和核心 40 城土地成交增速



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 26. 40 个城市累计土地成交面积

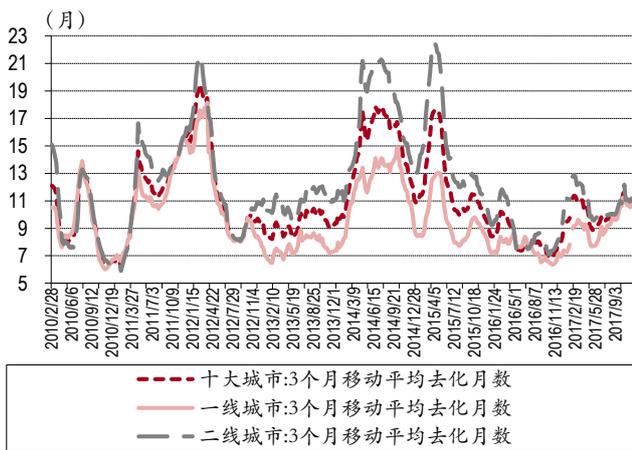


资料来源：万得资讯，中银证券

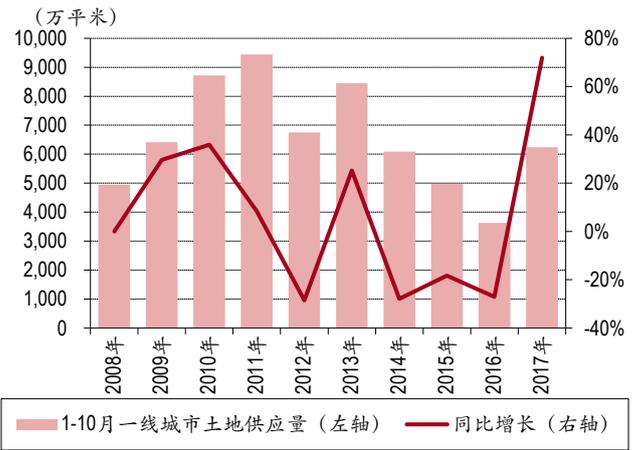
2017年4月，住建部与国土部发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》，首次用短期的库存去化周期去衡量供地节奏：住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应，包括：

- 1) 对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；
- 2) 对消化周期在 36-18 个月的，要减少供地；
- 3) 对消化周期在 12-6 个月的，要增加供地；
- 4) 对消化周期在 6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。

我们认为未来由于需求端的区域结构差异，土地市场供给也将在长效机制的政策导向下出现分化格局，体现“因城施策”的特点。其中，一线城市和核心二线城市在严厉政策调控下，成交量和库存量均处于历史低位，可售住宅去化周期保持在 10 个月左右，其中长三角热门城市仅约 5 个月，根据政策指导内容，土地供给在过去 3 年大幅收缩的背景下有望加快放量。

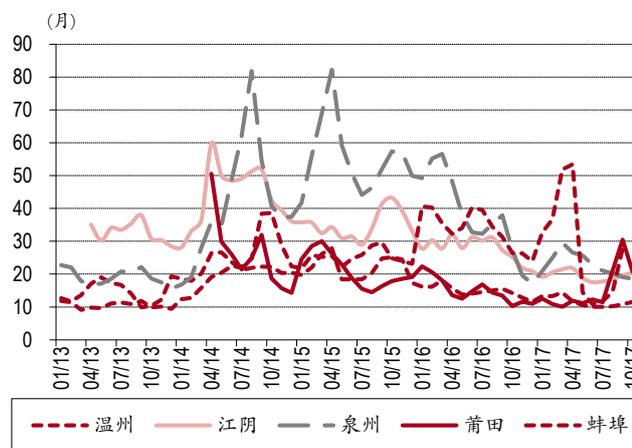
图表 27. 一线和核心二线城市库存去化月数低位企稳


资料来源：国家统计局，中银证券

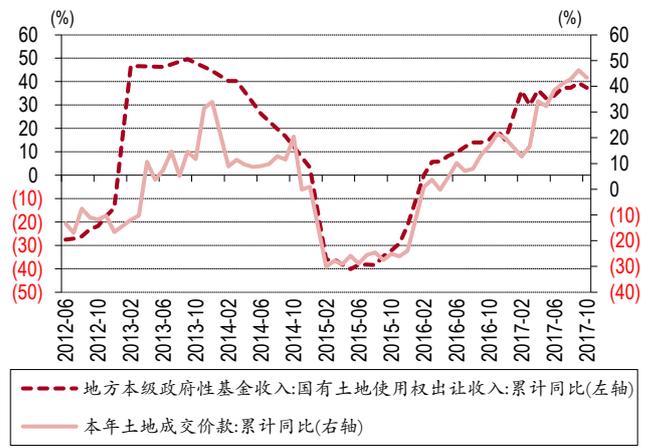
图表 28. 一二线城市土地供给有望持续放量


资料来源：国家统计局，中银证券

另一方面，近年大部分三四线城市受益于棚改货币化安置带来的去库存效应，但由于人口净流出下的实际需求支撑有限，预计销量下行后的部分三四线城市库存去化月数将出现上升，因此土地供给的增量也将控制在合理水平，目的既要防止新的库存去化问题出现，也要控制财政收入下滑影响地方政府债务的风险。此外，部分库存依然高企的三四线将严格控制用地出让，同时棚改货币化安置也将积极推进。

图表 29. 选取部分三四线城市库存去化月数


资料来源：国家统计局，中银证券

图表 30. 三四线土地供给与地方财政政策相关


资料来源：国家统计局，中银证券

4、长效机制落实租购并举，完善供需因城施策

2017年7月，住建部等9部委联合发文发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求培育机构化、规模化住房租赁企业，建设政府住房租赁交易服务平台，增加租赁住房有效供应。此后多地相继出台租房租赁政策。

2017年11月，十九大报告提出：“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”我们认为随着楼市进入存量时代，供需错配问题也将更多地从供给端来解决，租赁住房的推出将是未来长期政策支持的重点，预计明年将有相关政策利好细则落地。

图表 31. 2017 年 7 月后各地出台住房租赁市场政策

城市	主要租赁住房政策和措施
北京市	《北京市共有产权住房管理暂行办法》(2017.9.30)、《关于加快发展和规范本市住房租赁市场的通知》(2017.10.1)、《有关进一步加强利用集体土地建设租赁住房工作的有关意见》(2017.11.17)
上海市	《关于加快培育和发展本市住房租赁市场的实施意见》(2017.9.16)
深圳市	《市规划国土委关于印发深圳市住房租赁试点工作方案的通知》(2017.8.28)、《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》(2017.8.28)
广州市	《广州市人民政府办公厅关于印发广州市加快发展住房租赁市场工作方案的通知》(2017.7.17)、《关于广州市住房租赁标准有关问题的通知》(2017.10.30)
杭州市	杭州市住房保障和房产管理局与阿里达成合作, 共建杭州市住房租赁监管服务平台(2017.8.9)、《杭州市企业自持商品房房屋租赁广利实施细则》(2017.8.25)、《关于加快培育和发展住房租赁市场试点工作方案》(2017.8.31)
南京市	《南京市住房租赁试点工作方案》(2017.8.19)
天津市	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》(2017.6.21)、《关于加强我市房地产经纪机构和住房租赁企业管理有关问题的通知》(2017.10.26)
重庆市	重庆市国土资源和房屋管理局、建设银行重庆市分行签订住房租赁战略合作协议(2017.11.17)
无锡市	《无锡市户籍准入登记规定》(2017.7.28)
厦门市	《关于开展住房租赁试点工作的实施方案》(2017.9.28)
武汉市	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》(2017.8.30)
成都市	《关于开展住房租赁试点工作的实施方案》(2017.8.4)
长沙市	《关于进一步加强房地产市场监管的通知》(2017.9.29)
郑州市	《郑州市培育和发展住房租赁市场试点工作方案》(2017.8.14)
佛山市	《佛山市开展全国租赁试点加快培育和发展住房租赁市场实施方案》、《推进商业用户方、办公用房改建为租赁住房有关工作的通知(征求意见稿)》(2017.8.22)
沈阳市	《沈阳市住房租赁试点工作方案》(2017.7.25)
汕头市	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》(2017.11.23)
太原市	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》(2017.10.31)
合肥市	《关于加快推进合肥市住房租赁试点工作的通知》(2017.11.23)

资料来源: 万得资讯及中银证券

从租赁业务模式角度看, 目前房企参与运营租赁住房的商业模式主要以重资产的自持和轻资产的运营模式为主, 但短期内盈利空间仍然受到限制。我们粗略测算了以上两种模式的盈利情况, 在满租等乐观假设下投资回报率仅为 4%-5% (不考虑财务成本) 远低于房地产开发行业 15-20% 的 ROE 水平, 主要由于目前的土地成本仍然较高, 其次由于各类税费负担较重。因此我们期待未来租赁住房的优惠政策能积极落地, 以吸引社会资本的持续投入。

图表 32. 一二线城市租赁住房盈利模式假设

项目	金额/数量	单位
租金收入	3,000	元/套/月
租金成本	2,000	元/套/月
套均面积	20	平米/套
装修成本	2,000	元/平米
建筑成本	1,000	元/平米
土地成本	20,000	元/平米
运营费用率	15	%
运营期限	15	年
出租率	100	%

资料来源: 中银证券

图表 33.一二线城市租赁住房盈利模式测算

(元/套/年)	自持	运营 (15年)
营业收入	36,000	36,000
租金成本		25,000
增值税 (6%)	1,470	660
房产税 (12%)	4,320	
运营费用	5,400	5,400
所得税 (25%)	6,203	1,235
净现金流	18,608	3,705
土地成本	400,000	
建安成本	20,000	
装修成本	40,000	40,000
初期投资成本	460,000	40,000
投资回报率	4.0%	4.4%

资料来源: 中银证券

另一方面, 我们看到近期各城市开始集中出让租赁住宅用地, 不仅地理位置较好且土地价格以底价成交。以上海为例, 对比周边房价与租金水平, 我们测算地块开发建成后出租的毛租金回报率可达到 8%-10%, 而周边二手房的租金回报率仅 1.5%-2%。因此我们认为未来一线及核心二线城市的租赁地块有望加快推出, 而出让对象主要由国企牵头试点; 非核心二线及三线城市则受制于地方债务压力, 预计较难大规模推出低价租赁用地。

图表 34. 近期上海租赁住宅用地出让及相关租金回报率测算

成交时间	位置	土地面积 (平方米)	容积率	建筑面积 (平方米)	成交价格 (万元)	楼面价(元/ 平方米)	周边租金(元/ 平方米/月)	周边二手房 价(元/平方米)	周边租金 回报率(%)	地块租金 回报率(%)
2017/7/24	浦东新区张江南区配套生活基地	65,008	2	130,015	72,392	5,568	69	46,000	1.8	8.7
2017/7/24	嘉定区嘉定新城	28,513	2.5	71,284	42,417	5,950	53	38,000	1.7	6.4
2017/9/13	浦东新区北蔡社区 Z000501 单元	53,108	2.5	132,770	89,593	6,748	83	54,000	1.8	9.2
2017/9/13	长宁区古北社区 W040502 单元	9,316	3	27,949	35,669	12,762	140	66,000	2.5	10.0
2017/9/13	浦东新区南码头街道滨江单元	17,522	2.5	43,806	34,484	7,872	91	56,000	1.9	9.2
2017/9/13	徐汇区漕河泾社区	7,745	1.8	13,941	9,014	6,466	81	76,000	1.3	9.3

资料来源: 万得资讯及中银证券, 注: 假设建安成本 4000 元/平方米

2018 年预测：销售同比降 4%，投资同比增 4.5%

综上，我们预测 2018 年全国商品房销售面积和销售额分别同比下降 5% 和下降 4%，投资额同比增长 4.5%；新开工面积同比增长 4%。

图表 35. 房地产行业数据与同比增速预测

数值	施工面积 (亿 m ²)	新开工面积 (亿 m ²)	竣工面积 (亿 m ²)	土地购置面 积(亿 m ²)	土地购置费 (亿元)	投资额 (亿元)	销售额 (亿元)	销售面积 (亿 m ²)	销售均价 (元/m ²)
2008	283,266	102,553	66,545	39,353	5,795	31,203	25,068	65,970	3,800
2009	320,368	116,422	72,677	31,910	6,039	36,242	44,355	94,755	4,681
2010	405,356	163,647	78,744	39,953	9,992	48,259	52,721	104,765	5,032
2011	507,959	190,083	89,244	40,973	11,413	61,740	59,119	109,946	5,377
2012	573,418	177,334	99,425	35,667	12,100	71,804	64,456	111,304	5,791
2013	665,572	201,208	101,435	38,814	13,502	86,013	81,428	130,551	6,237
2014	726,482	179,592	107,459	33,383	17,459	95,036	76,292	120,649	6,323
2015	735,693	154,454	100,039	22,811	17,675	95,979	87,281	128,495	6,793
2016	758,974	166,928	106,128	22,025	18,779	102,581	117,627	157,349	7,476
2017E	782,503	178,279	108,251	25,615	22,931	109,332	142,652	169,622	8,410
2018E	813,803	185,410	113,663	26,896	24,438	114,295	136,875	161,141	8,494
同比增速	施工面积 (%)	新开工面积 (%)	竣工面积(%)	土地购置面 积(%)	土地购置费 (%)	投资额 (%)	销售额 (%)	销售面积(%)	销售均价(%)
2008	19.9	7.5	9.8	(2.2)	19.1	23.4	(16.1)	(14.7)	(1.7)
2009	13.1	13.5	9.2	(18.9)	4.2	16.1	76.9	43.6	23.2
2010	26.5	40.6	4.5	25.2	65.5	33.2	18.9	10.6	7.5
2011	25.3	16.2	13.3	2.6	14.2	27.9	12.1	4.9	6.9
2012	13.2	(7.3)	7.3	(19.5)	6.0	16.2	10.0	1.8	7.7
2013	16.1	13.5	2.0	8.8	11.6	19.8	26.3	17.3	7.7
2014	9.2	(10.7)	5.9	(14.0)	29.3	10.5	(6.3)	(7.6)	1.4
2015	1.3	(14.0)	(6.9)	(31.7)	1.2	1.0	14.4	6.5	7.4
2016	3.2	8.1	6.1	(3.4)	6.2	6.9	34.8	22.5	10.1
2017E	3.1	6.8	2.0	16.3	22.1	6.6	21.3	7.8	12.5
2018E	4.0	4.0	5.0	5.0	6.6	4.5	(4.1)	(5.0)	1.0

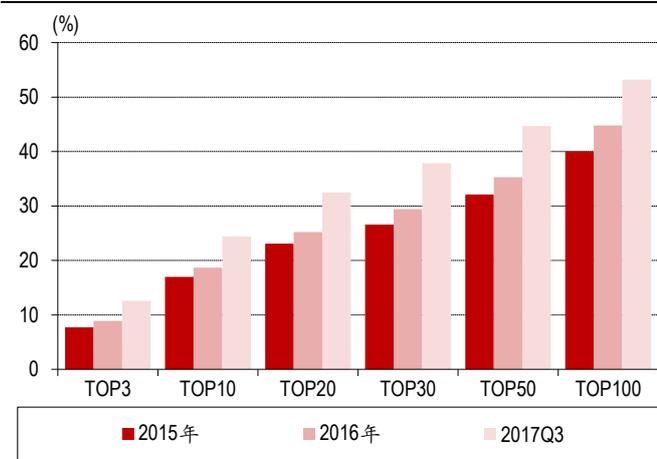
资料来源：统计局，中银证券

公司篇：弱市助力整合，关注财务风险

1、销售规模集中度持续提升

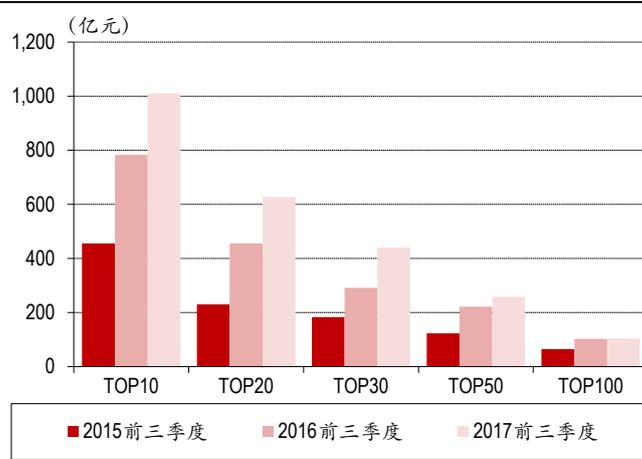
随着品牌房企业绩规模的增长，2017 年房地产行业实现了销售集中度的进一步提升。根据克而瑞统计，今年 1-9 月仅恒大、万科、碧桂园三家 TOP3 房企集中度达到 12.6%，在各梯队房企中增幅最大达 71%；TOP10、TOP20 和 TOP50 房企集中度分别达到 24%、33%和 53%。房企的销售额 TOP10 门槛首次超过千亿元，TOP100 房企市占率首次过半。我们认为未来随着楼市进入下行调整期，行业集中度有望实现进一步提升。

图表 36. 2015-2017Q3 百强房企销售金额集中度



资料来源：克而瑞资讯，中银证券

图表 37. 2015Q3-2017Q3 百强房企销售金额排位门槛

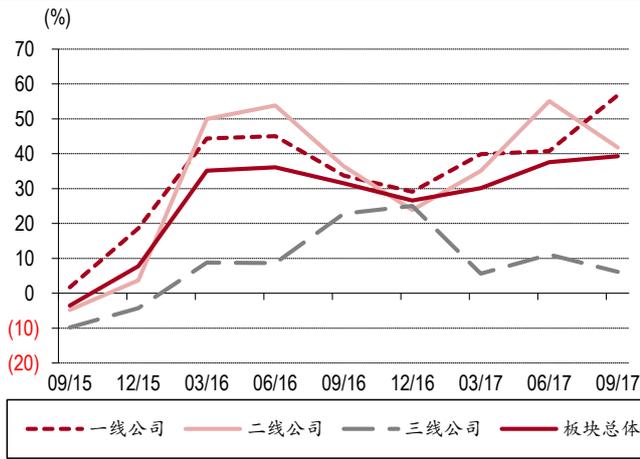


资料来源：克而瑞资讯，中银证券

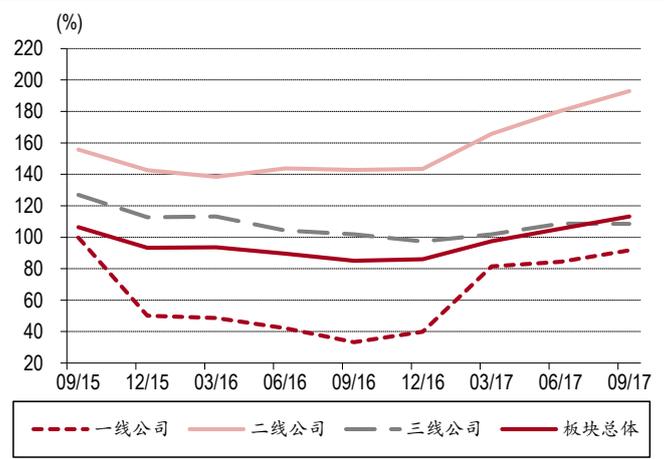
2、投资力度不减杠杆率新高

从投资力度来看，今年一二线房企的投资力度明显强于三线房企。截至 2017 年前 9 月板块购买商品的现金流出累计同比上升 39.1%，较 1-6 月上升 1.8 个百分点，其中一线房企增幅最大，而三线房企则逐季收窄，同样预示着未来行业集中度将进一步提升。

从杠杆水平来看，今年房企负债率再创近年新高，截至 2017 年 9 月，板块资产负债率 79.3%，较 6 月末上升 0.8 个百分点；板块净负债率 113.3%，较 6 月末上升 7.8 个百分点。其中，二线房企的净负债率和投资现金流出扩大幅度最大。我们认为随着未来行业信贷收缩以及宏观流动性趋紧，二线房企目前过高的杠杆率或在明年面临较大的财务风险。

图表 38. 2015-2017 板块购买商品及劳务现金流出累计同比


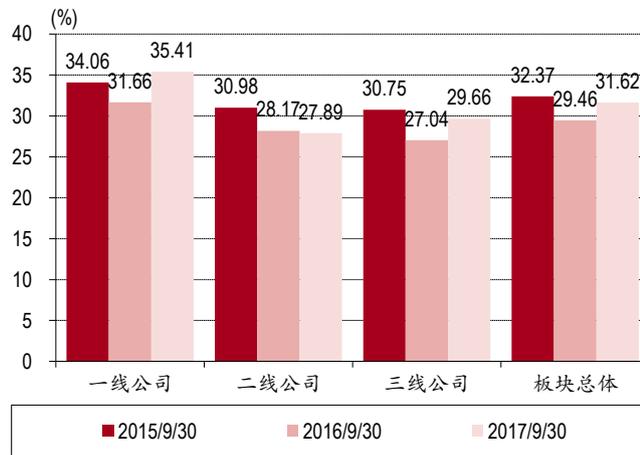
资料来源：万得数据、中银证券

图表 39. 2015-2017 房地产板块净负债率水平


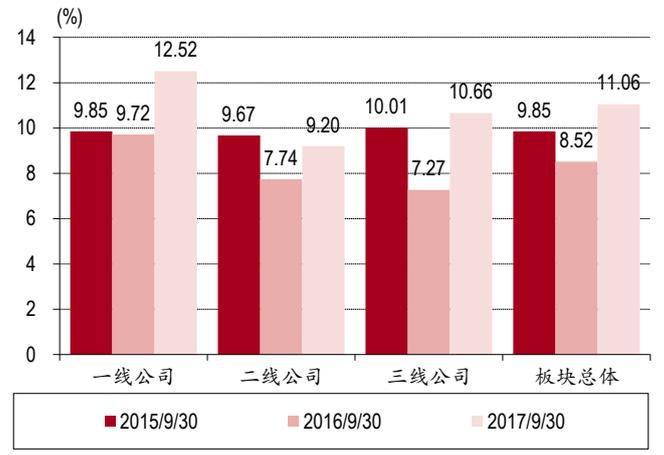
资料来源：万得数据、中银证券

3、高地价与限房价施压利润率

从利润率来看，2017 年的毛利率和净利率水平整体显著提升：2017 年 1-9 月，板块总体毛利率为 31.6%，较去年同期上升 2.2 个百分点；板块总体净利率为 11.7%，较 1-6 月增长 2.5 个百分点。由于房企 17 年结转的主要为 14-15 年行业周期底部回升的拿地项目，房企毛利率同比整体回升，但随着 2015 年下半年土地市场逐渐活跃和限价政策的出台，我们预计行业利润空间或受到双重挤压再度收窄，明后年结算利润率水平也将见顶回落。

图表 40. 2015-2017Q3 房地产板块毛利率水平变化


资料来源：万得数据、中银证券

图表 41. 2015-2017Q3 房地产板块净利率水平


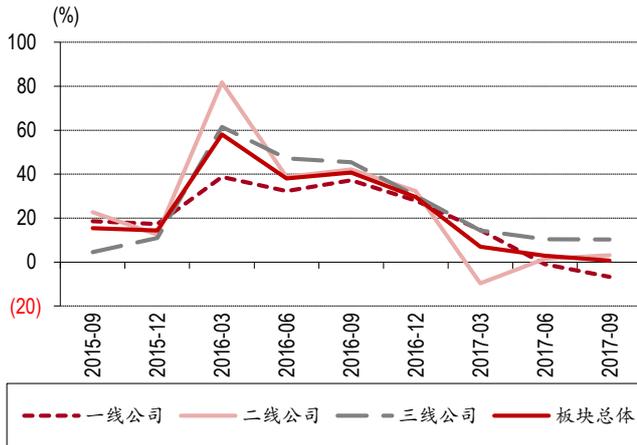
资料来源：万得数据、中银证券

4、收入增速回落，盈利增速分化

收入方面，房企收入端的增速已逐季收窄，主要受到调控政策及回款结算等方面影响：2017 年 1-9 月地产板块主营业务收入同比增长 0.6%，较 1-6 月下降 2.3 个百分点。其中，一线公司收入同比下降 6.71%，降幅比 1-6 月扩大 5.7 个百分点；二线公司收入同比增长 3.1%，比 1-6 月扩大 1.7 个百分点。

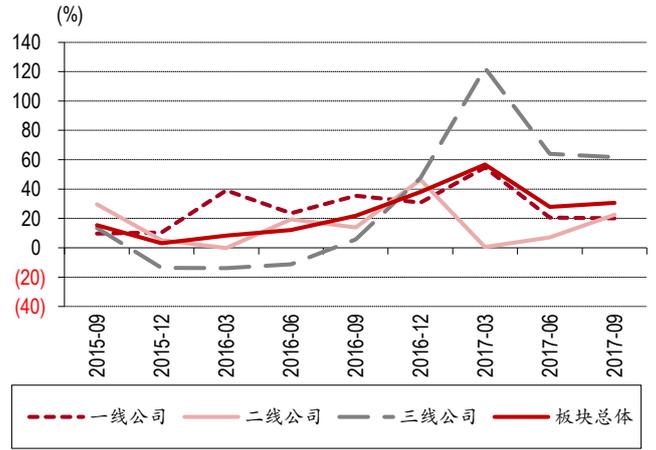
盈利方面，各线房企净利润增速均保持较高的增长，主要依靠利润率回升支撑：2017年1-9月，板块净利润同比增长31%，较1-6月上升2.8个百分点。其中，一线公司净利同比增长20.15%，与1-6月基本持平；二线公司同比增长22.57%，比1-6月上升15.5个百分点。我们认为未来随着基数效应的减弱，房企归母权益比例的稳定，房企间的盈利增速将出现较大的分化，可积极关注资源禀赋较强或模式稀缺的龙头房企，也需注意扩张激进且杠杆率新高的房企在下行周期中的财务风险。

图表 42. 2015-2017Q3 房地产板块收入增长率



资料来源：万得数据、中银证券

图表 43. 2015-2017Q3 房地产板块净利润增长率



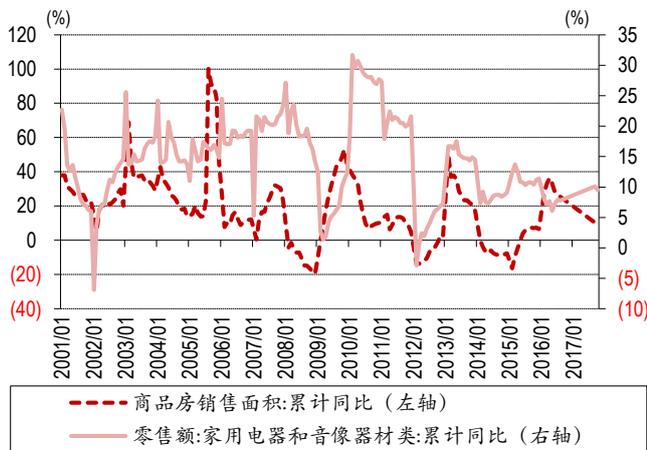
资料来源：万得数据、中银证券

产业链篇：工程渠道或放量，周期价格看供给

1、下游消费滞后效应显现，工程渠道有望放量

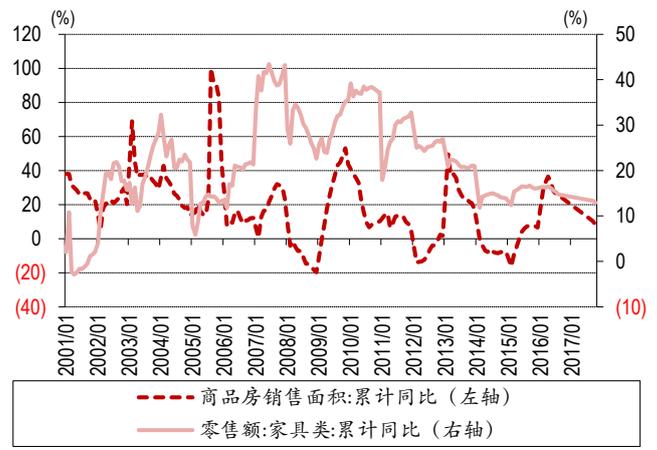
房地产衍生消费方面，由于 2016 年地产销售增速于三季度见顶，在滞后 2-3 个季度，家电、家具和消费建材等下游企业中报和三季度报已逐渐显现地产调控对于业绩的影响。我们认为随着房地产成交量的持续回落，房地产消费整体增速也将见顶回落，但龙头消费品企业仍能凭借渠道和品牌优势抢占市场份额，实现逆势增长。

图表 44. 商品房销售面积增速和家电零售额增速



资料来源：万得数据、中银证券

图表 45. 商品房销售面积增速和家具零售额增速



资料来源：万得数据、中银证券

另一方面，随着房地产行业自身集中度以及新房精装比例的上升，我们认为下游消费行业的工程渠道业务有望实现放量，龙头房企对产品和业务采购量将因此大幅增加，因此前期积极布局工程渠道和大宗业务的品牌建材和家具企业有望切入其供应链，实现市场份额的进一步提升。

例如：2017 年恒大地产引进战略投资者，完成两轮融资合计募集 700 亿，众多参与者已成为恒大的供应商，业务涉及装修装饰、家电家具、市场营销等，未来有望与恒大共同分享成长红利。

图表 46. 今年部分供应商参与恒大地产融资比例

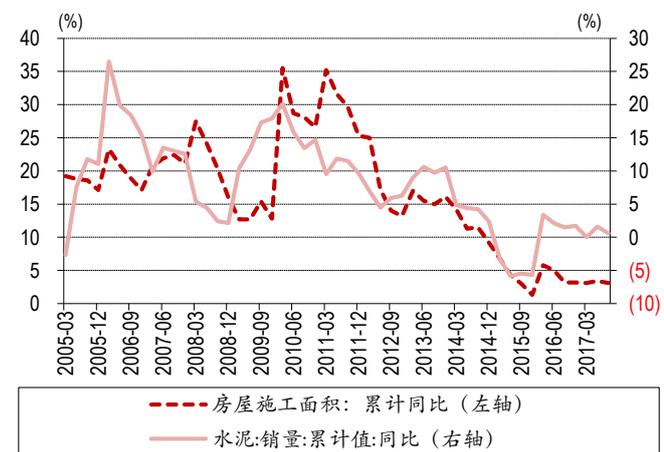
证券代码	证券简称	投资金额 (亿元)	投资比例 (%)	主营业务
002482.CH	广田集团	50	1.87	装修装饰
002047.CH	宝鹰股份	50	1.87	装修装饰
002789.CH	建艺集团	2	0.07	装修装饰
603816.CH	顾家家居	5	0.19	沙发、床垫
002718.CH	友邦吊顶	3	0.11	集成吊顶
002543.CH	万和电气	2	0.07	热水器、油烟机
002508.CH	老板电器	1	0.04	油烟机、燃气灶
002285.CH	世联行	1	0.04	代理销售

资料来源：公司公告、万得资讯、中银证券

2、上游周期品需求稳增，关注供给端影响

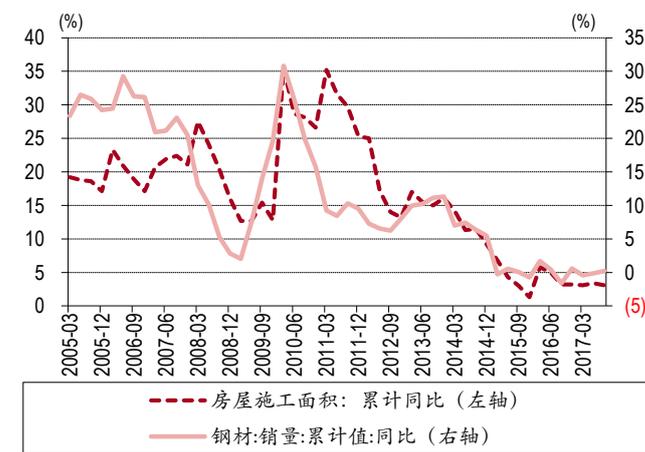
房地产上游周期品方面，由于此轮房地产投资增速持续高位徘徊，上游周期品销量增速与地产施工面积增速基本同步，没有滞后周期，且建筑业需求占比基本表现为：建材>钢铁>有色，其他上游衍生的周期行业包括煤炭、化工等，同样受到地产需求的显著影响。

图表 47. 商品房施工面积增速和水泥销量增速



资料来源：万得数据、中银证券

图表 48. 商品房施工面积增速和钢铁销量增速

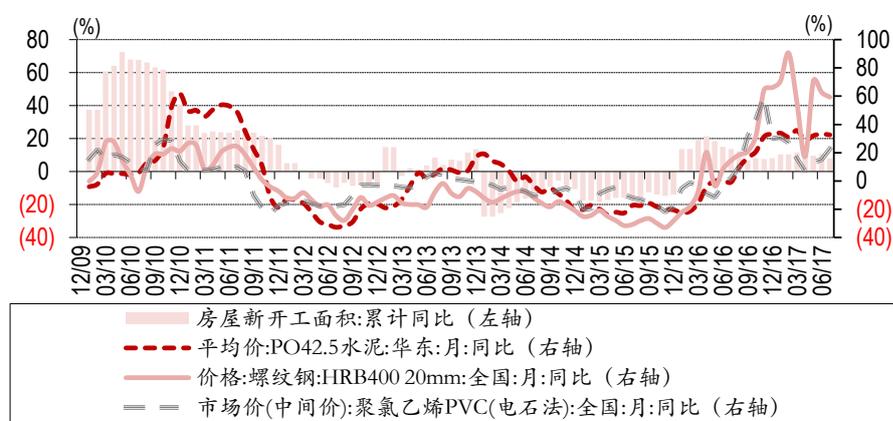


资料来源：万得数据、中银证券

经过测算，由于供给端的影响上游周期品价格拐点一般滞后房地产新开工 3-6 个月时间，且建筑需求占比越高的周期品价格与地产新开工的相关性越高。因此我们判断房地产投资增速在 2017 年末见顶，预计此轮周期品价格的表现有望能延续到 2018 年上半年。

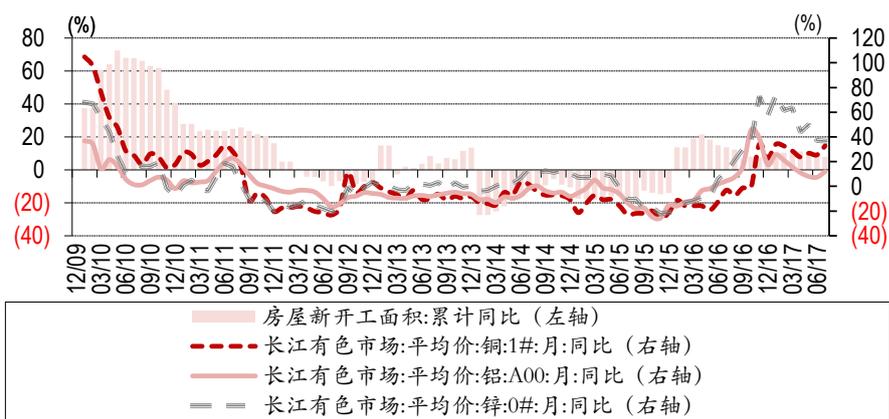
另一方面，我们认为只要地产投资增速保持正增长，周期品价格的变化趋势更多由供给端的产能变化决定，随着冬季采暖季的到来，我们认为周期品价格仍有较大的上涨空间。

图表 49. 房屋新开工面积增速与水泥、钢铁、PVC 的价格相关性



资料来源：万得数据，国家统计局，中银证券

图表 50. 房屋新开工面积增速与铜、铝、锌的价格相关性



资料来源: 万得数据, 国家统计局, 中银证券

策略篇：博弈政策拐点，寻找资源禀赋

一、行情回顾

截至 2017 年 12 月 1 日，年初以来 SW 房地产指数微涨 1.1%，沪深 300 指数上涨 21%，上证指数上涨 6.9%。2017 年房地产板块走势表现弱于大盘，板块指数相对上证指数超额收益为-5.8%，相对沪深 300 指数超额收益为-20%，在 28 个行业指数中排名第 11 位。从过往历史看，房地产板块的趋势性机会往往出现在地产调控后期的政策拐点窗口，例如 2012 和 2014 年，我们认为明年地产板块的机会也将来自于博弈政策的边际拐点。

图表 51. SW 房地产板块指数和上证指数年化收益率比较



资料来源：万得资讯，中银证券。

从个股涨跌幅来看，2017 年地产板块以龙头结构性行情为主导，与整体市场风格表现一致，也同时受到行业集中提升的影响，权重龙头万科、保利地产等涨幅排名第 5 和第 6，二线龙头新城控股股价翻倍。另一方面，题材类个股也有较好的表现，包括：租赁住房（世联行、光大嘉宝）、雄安新区（华夏幸福、中国武夷）、国企改革（广宇发展、云南城投）等。我们认为随着 IPO 供给常态化和再融资的监管趋严，部分转型股和壳资源已难再获资金青睐，而业绩稳定且估值合理的龙头个股将持续成为投资首选。

图表 52. A 股 2017 年初至今涨跌幅排名

排名	公司简称	17 年初至今涨幅 (%)	公司简称	17 年初至今跌幅 (%)
1	新城控股	115.5	同达创业	(56.7)
2	光大嘉宝	80.1	城投控股	(56.0)
3	世联行	78.0	粤宏远 A	(53.3)
4	广宇发展	58.6	哈高科	(51.3)
5	万科 A	57.1	绿景控股	(50.9)
6	保利地产	42.4	卧龙地产	(49.0)
7	云南城投	40.7	*ST 匹凸	(46.4)
8	华夏幸福	36.8	莱茵体育	(45.9)
9	中国武夷	34.8	渝开发	(43.4)
10	北辰实业	33.9	浙江广厦	(43.3)

资料来源：万得资讯，中银证券

值得一提的是，2017年也是港股内房股板块大放异彩的一年。受到三四线销量超预期、龙头个股销售大涨、南下资金流入等多重因素影响，港股的板块表现远超A股，其中融创、恒大、碧桂园作为全国房企龙头今年涨幅分别达到472%、434%和191%，其他龙头房企如富力、龙湖等也录得90%以上的涨幅。我们认为此轮内房股的暴涨也反映了国内外投资者对于国内房企商业模式的预期差，未来若能映射至A股市场，则房企的“成长”属性有望给予更高的估值溢价，“周期”属性则相对弱化。

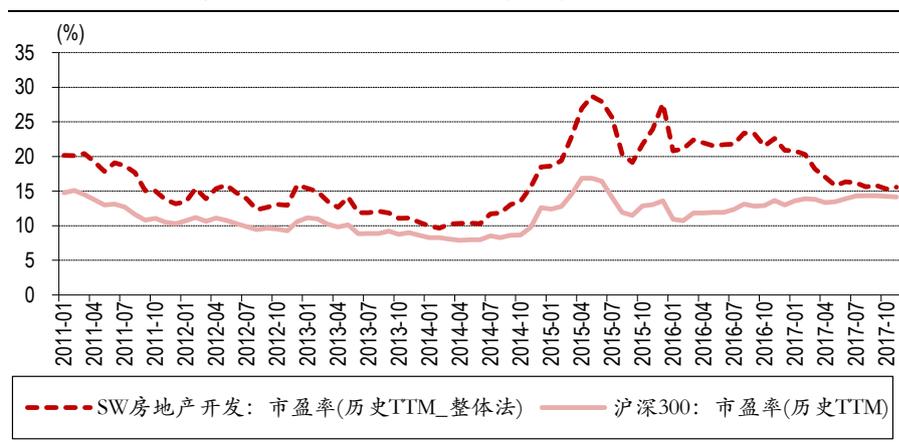
图表 53.H股和A股 2017年初至今涨幅对比

排名	H股公司简称	17年初至今涨幅 (%)	A股公司简称	17年初至今涨幅 (%)
1	融创中国	472.5	新城控股	115.5
2	中国恒大	434.2	光大嘉宝	80.1
3	雅居乐集团	212.0	世联行	78.0
4	碧桂园	191.1	广宇发展	58.6
5	新城发展控股	188.1	万科A	57.1
6	龙光地产	172.2	保利地产	42.4
7	佳兆业集团	166.0	云南城投	40.7
8	旭辉控股集团	117.8	华夏幸福	36.8
9	建业地产	111.8	中国武夷	34.8
10	富力地产	94.0	北辰实业	33.9

资料来源：万得资讯、中银证券

从A股板块的历史估值情况来看，目前板块整体绝对估值水平处于历史中位，平均TTM市盈率15.5倍，但今年相对沪深300的超额估值水平已大幅收窄；从房企个股的估值水平和基本面成长性来看，目前主流房企的估值水平（平均2018年市盈率10.1倍）相对其销售规模增速（平均2017年销售增速45%）仍有一定的低估。我们认为虽然地产行业景气度仍在高位，但由于地产调控政策的持续压制，行业整体估值水平受到市场悲观预期的限制，因此我们认为未来行业政策面的放松有助于打开板块的估值天花板，届时龙头或迎来估值修复的空间。

图表 54. SW 房地产板块和沪深 300 指数的市盈率 (TTM)



资料来源：万得资讯、中银证券

图表 55.一二线 A 股地产板块市盈率和 17 年销售增速

证券代码	证券简称	2015 年底 市盈率(%)	2016 年底 市盈率(%)	2017 年 预测市盈率 (%)	2018 年 预测市盈率 (%)	2017 年 销售增速 (%)
000002.CH	万科 A	14.9	10.8	12.7	10.2	37
600048.CH	保利地产	7.9	7.6	10.9	8.7	45
600606.CH	绿地控股	26.4	12.6	10.3	8.9	17
600383.CH	金地集团	13.9	14.7	8.1	7.0	30
001979.CH	招商蛇口	24.8	15.0	13.5	11.0	56
600340.CH	华夏幸福	16.7	10.7	10.6	8.2	11
601155.CH	新城控股	21.9	10.6	13.9	10.4	75
000961.CH	中南建设	14.5	48.1	25.7	15.6	76
600376.CH	首开股份	13.4	12.5	11.4	9.7	(3)
000656.CH	金科股份	14.5	16.4	16.2	12.9	91
002146.CH	荣盛发展	12.5	10.3	7.5	5.9	12
000671.CH	阳光城	20.1	12.8	16.6	12.5	97
600466.CH	蓝光发展	28.8	21.1	13.9	9.6	94
平均值		16.8	15.2	13.1	10.1	45

资料来源：万得资讯、中银证券

二、行业观点：关注政策边际变化时点

我们判断 2018 年将是房地产长效机制落地之年，区域市场将呈现需求、供给、政策等各个层面的分化。我们认为明年上半年的地产板块看点在于：1) 一二线城市成交降幅已在今年末明显收窄，明年有望重回正增长轨道；2) 短期调控政策已边际见底，部分过严的行政措施将让位于长效机制，政策边际拐点是明年的一大看点；3) 居民信贷占比目前过半，按揭信贷额度有边际放松空间，或较下半年偏紧格局有所改善；4) 长效机制和租赁住房的细则推出将成为市场焦点，地产投资增速低位运行或为新常态；5) 行业集中度有望继续提升，龙头房企业绩将维持惯性增长，估值切换效应明显。我们维持板块 **中立** 评级，建议积极关注政策边际变化的时点，推荐组合：1) 龙头房企：万科、保利地产、新城控股等；2) 资源型房企：招商蛇口、华侨城、金融街等；3) 区域型房企：华夏幸福等；4) 题材机会：光大嘉宝等。

1、龙头房企强者恒强

万科 A：公司是全球龙头开发企业，全年销售规模或突破 5000 亿，在高基数背景下持续大幅增长，体现公司有效的跟投制度和激励机制。公司作为高周转模式代表的龙头房企，净负债率持续低位，体现其投资管理能力和小股操盘的优势。另一方面，深铁集团入住后，公司的轨道物业模式发展未来有望进入加速期，在土地成本高企的背景下优势明显，目前 2018 年 PE10-11 倍。

保利地产：公司是低估值龙头蓝筹，前期整合中航、轻工集团等央企房地产资源，近期间接收购保利置业 20% 股权解决同业竞争，未来公司作为央企地产开发平台，将会实现更多资源整合，叠加保利置业整合加速推进，有望受益此次国企改革继续做大做强。另一方面，公司今年销售业绩均实现较快增长，去年推出的期权激励要求未来业绩复合增速达到 8%，目前 2018 年 PE8-9 倍。

新城控股：公司是长三角区域住宅和商业地产开发商，坚持“以上海为中枢，长三角为核心，并向全国扩张”的战略，作为民营房企依靠灵活的机制，近年销售规模和业绩持续高速增长，销售排名已进入 TOP15，而自持商业物业坚持小规模和轻资产运行，根据股权激励业绩承诺，今明两年净利润将分别达到 35 亿和 50 亿（公司公告），实际业绩有望再超预期，建议关注。

2、资源房企价值重估

招商蛇口：公司坐拥前海和蛇口超过5平方公里的稀缺土地资源，预计可开发面积超1000万平方米，土地成本低廉；前海2.4平方公里土地确权和通州81平方公里产业项目大幅增加公司的土地储备，近期推出股权激励要求未来业绩复合增速达到13%，员工持股和增发价23.47元/股，大股东增持价22.51元/股，RNAV23.67元/股。

华侨城：公司“旅游+地产”模式稀缺，在土地成本高企下毛利率远超行业均值，主题公园系列客流量和收入规模稳居国内龙头地位；去年公司向集团转让东部华侨城、泰州华侨城等项目，上市公司实现轻资产化；此外，集团收购的云南旅游与华侨城的同业竞争问题5年内待解决，资本运作空间较大。公司今年业绩大幅释放，PE8-9倍，RNAV10.42元/股。

金融街：公司是北京金融街区域的主要物业开发和持有者，同时进入天津、上海、重庆、广州、惠州等城市，目前持有80万方优质核心地段商办和酒店物业，租赁和经营收入持续提升，而开发物业区位优势明显，储备面积超过800万平方米。安邦保险举牌入住后公司分红率大幅提升，RNAV16.00元/股。

3、区域房企把握风向

京津冀：华夏幸福等

公司是全国产业新城开发及运营龙头，房地产千亿销售规模稳居全国十强，自上市以来保持每年30%以上的业绩增速，是高成长白马价值股的典范。公司充足的环京储备增值空间巨大，显著受益于雄安新区建设提速，同时公司异地复制在长三角已初见成效，嘉善项目成功树立标杆并逐步进入业绩贡献期。公司是地产板块成长特性最强而周期属性较弱的白马龙头房企，PE8-9倍。

粤港澳：华发股份等

公司是珠海地区开发企业龙头，公司以珠海为核心，向上海、武汉、广州等一核心城市辐射开发，珠海区域储备超过300万平方米占比近45%，同时集团拥有1100万方横琴片区一级土地开发资源，未来将显著受益于粤港澳地区的联动发展，建议关注。

4、题材热点伺机而动

1) **长租公寓：**随着租赁住房政策的推出，明年将是落实租购并举的元年，各路资本有望抢滩长租公寓的布局，相关标的包括：从事长租公寓开发的万科等，从事长租公寓运营的世联行等，集团受让租赁住房住宅用地的中华企业等。

2) **房地产金融：**未来培育和发展住房租赁市场，推进房地产投资信托基金(REITs)试点也有望加快，相关政策也将加速资产证券化的落地。相关标的包括：从事房地产基金管理的光大嘉宝等，投资性房地产价值有重估空间的商业地产商如世茂股份、金融街等。

3) **物流地产：**随着电子商务的高速发展，物流地产的需求空间巨大，一般其租金回报率要高于住宅和商办物业，相关标的包括：从事开发和运营物流园区业务的企业如南山控股，引入成熟团队和管理物流地产基金的东百集团，参与私有化普洛斯并积极布局物流地产的万科等。

4) **养老地产：**随着我国人口步入老龄化，养老地产的发展趋势逐渐明朗，需求潜力将被不断释放，相关标的包括：国内会员制养老龙头亲和源等。

研究报告中所提及的有关上市公司

万科 A (000002.CH/人民币 30.5, 买入)
保利地产 (600048.CH/人民币 13.85, 买入)
华夏幸福 (600340.CH/人民币 31.03, 买入)
招商蛇口 (001979.CH/人民币 19.81, 买入)
华侨城 A (000069.CH/人民币 8.33, 买入)
金融街 (000402.CH/人民币 10.88, 买入)
首开股份 (600376.CH/人民币 9.32, 买入)
光大嘉宝 (600622.CH/人民币 18.86, 买入)
世茂股份 (600823.CH/人民币 4.89, 买入)
新城控股 (601155.CH/人民币 28.33, 未有评级)
华发股份 (600325.CH/人民币 7.22, 未有评级)

以 2017 年 12 月 27 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371