



中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席基地产业分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



联系人：李金哲

短期销售可能较差，但决定股票表现的最重要因素是政策预期，次要因素是保险资金行为，这两个因素在 2020 年一季度分别是正向和中性的（至少）。

再复盘：透过对 2007 年以来地产板块行业龙头公司股价运行规律的分析，我们注意到，决定板块走势的关键是政策趋势，衡量趋势的关键是按揭利率。政策宽松阶段，龙头单季平均跑赢大盘 10.4%，按揭利率下降的季度，龙头单季跑赢 8.4%，远胜其他时间。长线资金（主要是保险资金）的净买入（或卖出）也对股价产生重大影响。销售表现本身并不构成影响股价的重大因素。（方法论详见《房地产行业专题研究—地产股驱动因素复盘和启示，扩展版》（20181026），更新表格详见正文后）

2020 年市场展望：销售前低后高，资金成本可能下降。受到疫情影响，我们预计 2020 年 2-3 月销售惨淡，全年销售前低后高。但受逆周期调节政策影响，我们预计全年企业和购房人的资金成本下降将超预期，2 月份 LPR 有较大概率下行。房价表现平稳，一系列对行业需求的限制政策，客观上没有加码的必要。我们认为，现在是政策趋势偏松的时间窗口。

大资金净卖出预计告一段落。2019 年四季度，以万科为代表，险资出现大量净卖出。目前前海人寿及其一致行动人对万科的持股比例已经降低到 5% 以下。我们相信，当前板块龙头估值很低，大资金的净卖出已经告一段落。

考虑新业务价值，板块估值已在历史性的低点。尽管从历史上来看，有极少数时间估值略低于当下，但 2014 年前后龙头公司的新业务价值远不能和现在相比。以万科为例，过去五年万科物业从内部配套服务的业务单元，发展为业内品牌影响力最强，产品线最全的行业龙头；万纬物流从无到有，成为物流地产最重要的竞争者之一。如考虑新业务价值，我们相信 2020 年初已经是地产龙头估值的历史底部。

风险提示：政策低于预期，按揭利率不再继续下降的风险。

决定板块走势的不是销售数字，是政策预期，看好行业龙头。我们认为未来两个月销售可能转差，但决定股票表现的最重要因素是政策预期，次要因素是保险资金行为，这两个因素在 2020 年一季度分别是正向和中性的（至少）。当然，短期开发企业的现金回款压力受疫情影响客观存在，我们建议投资者聚焦龙头企业。我们看好地产板块，推荐万科（万科企业）、保利地产、龙湖集团、招商蛇口等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

房地产行业

评级 强于大市（维持）

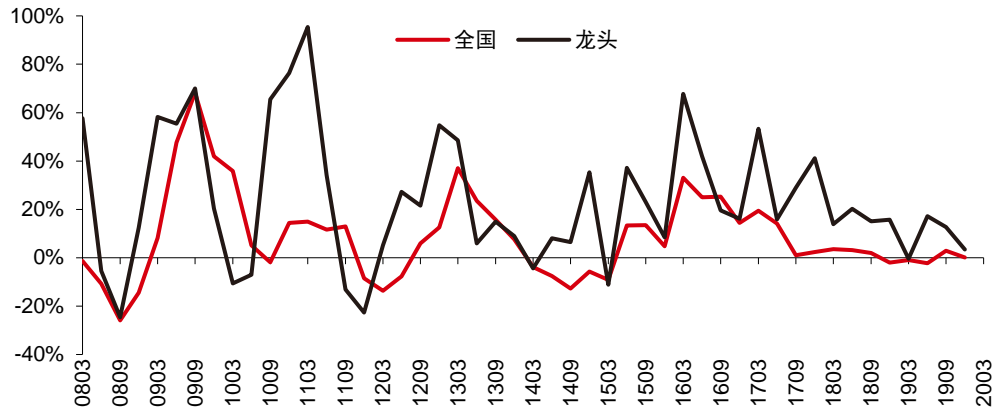
公司名称	评级	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
万科 A	买入	29.08	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	9.5	7.9	6.5	5.1
万科企业	买入	27.50	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	9.0	7.5	6.2	4.9
华侨城 A	买入	6.54	12.92	1.29	1.47	1.67	1.90	5.1	4.4	3.9	3.4
招商蛇口	买入	17.24	33.38	1.89	2.31	2.87	3.45	9.1	7.5	6.0	5.0
中南建设	买入	8.90	14.64	0.59	1.01	1.74	1.81	15.1	8.8	5.1	4.9
保利地产	买入	14.91	19.43	1.59	2.05	2.66	3.19	9.4	7.3	5.6	4.7
华夏幸福	买入	24.47	26.51	4.03	5.09	6.27	8.80	6.1	4.8	3.9	2.8
金地集团	买入	12.68	12.43	1.79	2.07	2.28	2.49	7.1	6.1	5.6	5.1
龙湖集团	买入	33.02	20.93	2.16	2.82	3.42	4.05	15.3	11.7	9.7	8.2
世茂房地产	买入	25.21	26.65	2.59	3.44	4.49	5.24	9.7	7.3	5.6	4.8
光大嘉宝	买入	3.29	6.97	0.76	0.60	0.65	0.69	4.3	5.5	5.1	4.8
旭辉控股集团	买入	5.48	7.82	0.71	0.87	1.07	1.28	7.7	6.3	5.1	4.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 2 月 12 日收盘价，港股股价已经换算为人民币，以比较 NAV

单击此处输入文字。

图 1：2008 年以来全国商品房及龙头地产企业销售面积同比：按季度



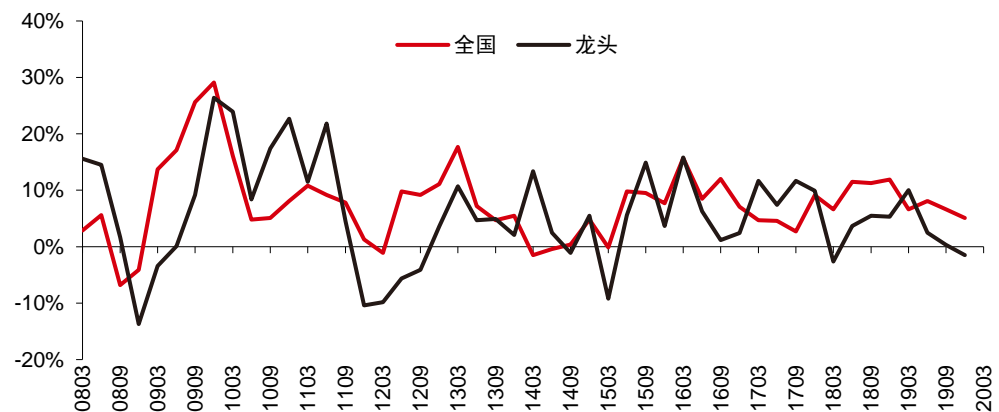
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：龙头公司为万科 A、保利地产、金地集团

表 1：重点城市网签面积 单位：万平方米

时间	累计网签面积				累计网签面积同比			
	全部	一线	二线	三四线	全部	一线	二线	三四线
2014 年	13,636	3,820	4,710	5,105	-11.0%	-16.0%	-2.5%	-14.2%
2015 年	17,731	5,048	6,058	6,624	30.0%	32.1%	28.6%	29.7%
2016 年	20,803	4,886	7,478	8,439	17.3%	-3.2%	23.4%	27.4%
2017 年	14,818	3,108	5,118	6,592	-28.8%	-36.4%	-31.6%	-21.9%
2018 年	14,425	3,022	4,808	6,595	-2.6%	-2.8%	-6.1%	0.0%
2019 年	15,741	3,384	5,501	6,857	9.1%	12.0%	14.4%	4.0%
2020 年 1 月	899	197	319	383	-13.3%	-15.0%	-10.5%	-14.6%
2020 年 2 月	908	200	320	387	-17.8%	-17.3%	-14.4%	-20.6%

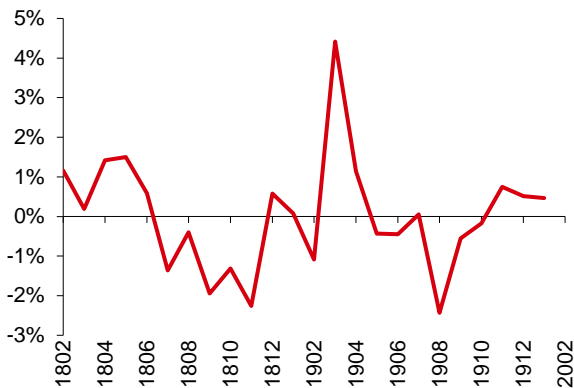
资料来源：Wind，中信证券研究部 注 2020 年 2 月数据为 1-10 日数据 注：一线城市为北京、上海、广州、深圳，二线城市为：杭州、南京、武汉、福州、厦门、长春，三四线为青岛、苏州、无锡、东莞、惠州、扬州、岳阳、韶关、温州、泉州、常州、淮安。

图 2：2008 年以来全国商品房及龙头地产企业销售均价同比：按季度



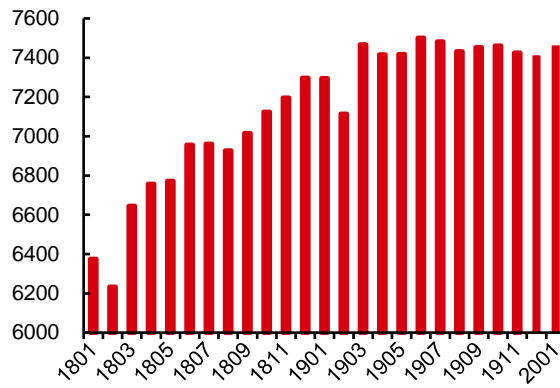
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：龙头公司为万科 A、保利地产、金地集团

图 3：23 个大城市二手房房价环比中位数



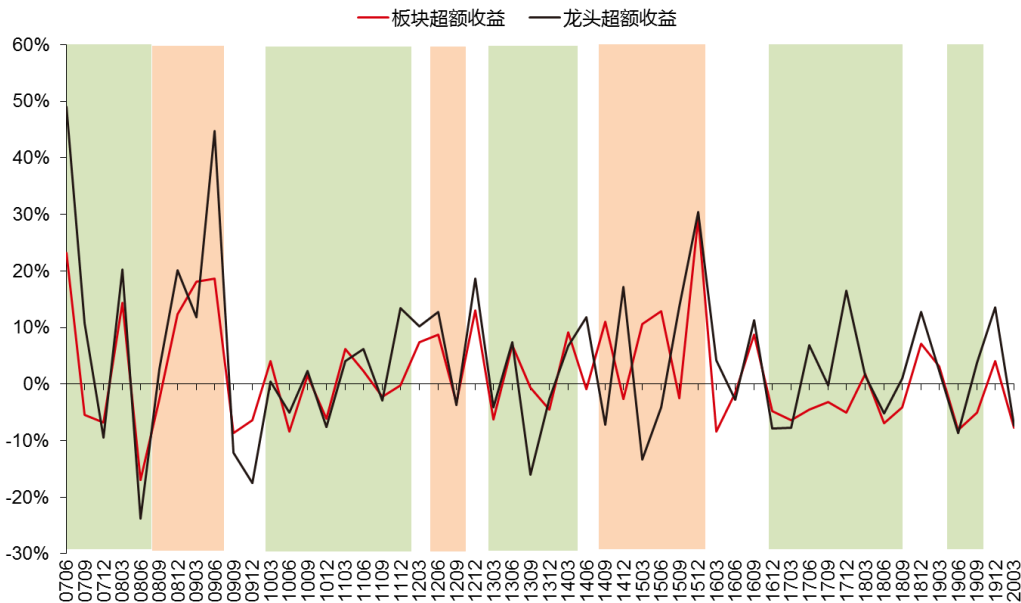
资料来源：贝壳找房，中信证券研究部

图 4：29 个小城市房价中位数在 2019Q2 开始止涨（元/平米）



资料来源：禧泰数据，中信证券研究部

图 5：不同政策时间段的超额收益情况：比较基准为沪深 300



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：龙头公司为万科 A、保利地产、金地集团

表 2：地产股在不同政策时期的超额收益

政策时期	指数相对收益	龙头相对收益
偏松	9.20%	10.42%
中性	1.05%	2.00%
偏紧	-1.29%	1.75%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：龙头公司为万科 A、保利地产、金地集团

表 3：地产行业股价驱动因素历史复盘

季度	中信地产 指数绝对 收益	地产指 数相对 收益	地产龙 头绝对 收益	地产龙 头相对 收益	期末个 人住房 贷款利 率变化	行业调 控政策 趋势概 述	代表性政策	长线资金态度	基本面变化
2007Q1	31.3%	-5.0%	7.9%	-28.3%	-	中性	2次提高存款准备金率，1次加息。把之前一直提的“控制房地产投资增长过快”，改为“保持房地产合理投资规模”		全国销售面积同比 12.1%，销售均价同比 13.2%，
2007Q2	58.6%	23.2%	84.3%	49.0%	-	偏紧	3次提高存款准备金率，1次加息		全国销售面积同比 28.0%，销售均价同比 8.1%
2007Q3	42.8%	-5.5%	59.1%	10.8%	-	偏紧	2次提高存款准备金率，2次加息。央行359号文：界定住房消费和住房投资区别，对“二套房”提高首付和按揭比例。加强土地调控力度，推进廉租房和经济适用房制度改革。		全国销售面积同比 50.8%，销售均价同比 19.6%，房价持续上涨引发社会关注，万科、保利增发
2007Q4	-11.1%	-6.7%	-13.9%	-9.5%	-	偏紧	3次提高存款准备金率，1次加息。央行452号文：以家庭为单位认定房贷数。		全国销售面积同比 15.4%，销售均价同比 15.4%
2008Q1	-14.6%	14.3%	-8.7%	20.3%	-	偏紧	2次提高存款准备金率，打击囤地，加快土地开发速度，支持廉租房、经济适用房建设		龙头销售面积同比 57.7%，销售均价同比 15.6%；全国销售面积同比-1.4%，销售均价同比 2.9%；百城住宅类土地成交建面同比，楼面地价同比，溢价率为 22.4%。
2008Q2	-43.3%	-17.0%	-50.1%	-23.7%	-	偏紧	2次提高存量准备金率，重新评估房地产企业的资信及其贷款风险		龙头销售面积同比-5.4%，销售均价同比 14.5%；全国销售面积同比-10.8%，销售均价同比 5.6%；百城住宅类土地成交建面同比，楼面地价同比，溢价率为 14.8%。
2008Q3	-22.3%	-2.7%	-16.9%	2.7%	-	偏松	降准降息		龙头销售面积同比-24.6%，销售均价同比 1.7%；全国销售面积同比-25.9%，销售均价同比-6.8%；百城住宅类土地成交建面同比，楼面地价同比，溢价率为 4.6%。
2008Q4	-6.7%	12.3%	1.1%	20.1%	-	偏松	扩大内需，加大保障房建设力度，公布9000亿保障房建设计划；4次降准降息，下调住房贷款利率和首付比例。		龙头销售面积同比 12.4%，销售均价同比-13.7%；全国销售面积同比-14.5%，销售均价同比-4.1%；百城住宅类土地成交建面同比，楼面地价同比，溢价率为 7.9%。
2009Q1	56.0%	18.0%	49.8%	11.8%	-0.49	偏松	政府工作报告：“促进房地产市场健康发展，稳定房地产市场信心和预期”，税收、信贷等全方位支持住房需求		龙头销售面积同比 58.2%，销售均价同比-3.4%；全国销售面积同比 8.2%，销售均价同比 13.7%；百城住宅类土地成交建面同比-49.8%，楼面地价同比 -28.8%，溢价率为 4.4%。
2009Q2	44.9%	18.6%	71.0%	44.8%	-0.11	偏松	继续执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，降低房地产开发项目最低资本金要求		龙头销售面积同比 55.5%，销售均价同比 0.1%；全国销售面积同比 47.6%，销售均价同比 17.1%；百城住宅类土地成交建面同比 41.7%，楼面地价同比 30.8%，溢价率为 27.0%。
2009Q3	-13.8%	-8.7%	-17.3%	-12.2%	0.04	中性	开始防范信贷资金进入股市和房地产市场，加强打击囤积土地		龙头销售面积同比 70.0%，销售均价同比 9.2%；全国销售面积同比 68.2%，销售均价同比 25.6%；百城住宅类土地成交建面同比 216.9%，楼面地价同比 73.1%，溢价率为 55.4%。
2009Q4	12.6%	-6.4%	1.5%	-17.5%	0.04	中性	国四条：增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设。提高拿地首付，加交易税。但政策较为温和。		龙头销售面积同比 20.3%，销售均价同比 26.4%；全国销售面积同比 41.9%，销售均价同比 29.1%；百城住宅类土地成交建面同比 266.5%，楼面地价同比 78.0%，溢价率为 51.4%。
2010Q1	-2.4%	4.0%	-6.0%	0.5%	0.21	偏紧	提高存款准备金率，国十一条，限贷，二套首付比例不低于 40%，增加供给，建设保障房		龙头销售面积同比-10.6%，销售均价同比 23.9%；全国销售面积同比 35.8%，销售均价同比 16.1%；百城住宅类土地成交建面同比 326.7%，楼面地价同比 73.6%，溢价率为 48.7%。
2010Q2	-31.7%	-8.4%	-28.5%	-5.1%	0.32	偏紧	提高存款准备金率。国十条：地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施		龙头销售面积同比-7.0%，销售均价同比 8.4%；全国销售面积同比 5.2%，销售均

季度	中信地产 指数绝对 收益	地产指 数相对 收益	地产龙 头绝对 收益	地产龙 头相对 收益	期末个 人住房 贷款利率 率变化	行业调 控政策 趋势概 述	代表性政策	长线资金态度	基本面变化
							实行限购。进一步严格差别化住房信贷政策（调高首付增高门槛）。北京出台限购政策。（限购初以临时性政策现身，一直延续并加码至今）		价同比 4.8%；百城住宅类土地成交建面同比 34.9%，楼面地价同比 11.8%，溢价率为 20.8%。
2010Q3	16.0%	1.5%	16.9%	2.4%	0.08	偏紧	暂停发放第三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款；首付款比例调整到 30%及以上		龙头销售面积同比 65.5%，销售均价同比 17.4%；全国销售面积同比-1.9%，销售均价同比 5.1%；百城住宅类土地成交建面同比 3.8%，楼面地价同比-2.0%，溢价率为 23.6%。
2010Q4	0.4%	-6.1%	-1.0%	-7.6%	0.31	偏紧	提高存款准备金率、加息。天津等 10 多个城市出台陆续出台限购政策		龙头销售面积同比 76.4%，销售均价同比 22.7%；全国销售面积同比 14.4%，销售均价同比 8.1%；百城住宅类土地成交建面同比 18.0%，楼面地价同比 4.1%，溢价率为 28.8%。
2011Q1	9.3%	6.2%	7.1%	4.1%	0.83	偏紧	提高存款准备金率、加息。新国八条，二套房贷利率提高至 1.1 倍，首付提高到 6 成（阶段高点）。北京限购升级，上海开始限购，上海、重庆开始实施房产税改革试点。累计 44 个城市出台限购。调控达到阶段性高点	恒大回购，	龙头销售面积同比 95.4%，销售均价同比 11.5%；全国销售面积同比 14.9%，销售均价同比 10.8%；百城住宅类土地成交建面同比 2.9%，楼面地价同比 -12.1%，溢价率为 22.4%。
2011Q2	-3.2%	2.3%	0.6%	6.2%	0.66	偏紧	加准备金率，加息，加大土地供给，一房一价，北京房价稳中有降目标		龙头销售面积同比 34.1%，销售均价同比 21.8%；全国销售面积同比 11.6%，销售均价同比 9.2%；百城住宅类土地成交建面同比 25.3%，楼面地价同比 -14.5%，溢价率为 11.1%。
2011Q3	-17.5%	-2.3%	-18.1%	-2.9%	0.53	偏紧	加息，已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策、房价上涨过快的二三线城市也采取必要限购措施。		龙头销售面积同比-13.1%，销售均价同比 4.5%；全国销售面积同比 12.9%，销售均价同比 7.8%；百城住宅类土地成交建面同比-3.5%，楼面地价同比 0.3%，溢价率为 7.1%。
2011Q4	-9.4%	-0.2%	4.3%	13.4%	0.26	偏紧	降低存款准备金率。坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，促进房地产市场健康发展。降低准备金率		龙头销售面积同比-22.7%，销售均价同比-10.4%；全国销售面积同比-8.5%，销售均价同比 1.3%；百城住宅类土地成交建面同比-29.3%，楼面地价同比-22.3%，溢价率为 3.8%。
2012Q1	12.0%	7.4%	14.9%	10.3%	-0.19	中性	降低存款准备金率，降息。满足首次购房家庭的贷款需求，多城市公积金政策松绑，厦门、天津、上海上调普宅标准。两会：促进房价合理回归	碧桂园配售	龙头销售面积同比 5.1%，销售均价同比 -9.8%；全国销售面积同比-13.6%，销售均价同比-1.1%；百城住宅类土地成交建面同比-43.8%，楼面地价同比-17.5%，溢价率为 2.2%。
2012Q2	9.0%	8.7%	13.1%	12.8%	-0.75	偏松	降低存款准备金率，降息。多城市公积金政策松绑，扬州购房补贴		龙头销售面积同比 27.2%，销售均价同比-5.6%；全国销售面积同比-7.7%，销售均价同比 9.8%；百城住宅类土地成交建面同比-22.0%，楼面地价同比 0.6%，溢价率为 6.4%。
2012Q3	-10.1%	-3.3%	-10.5%	-3.7%	-0.48	偏松	两次降息，首套利率下降至 85 折，国务院督查组调查调控政策落实。棚改大规模开始，但彼时货币化尚不流行。	安邦进入金地十大股东，龙湖配售	龙头销售面积同比 21.5%，销售均价同比-4.1%；全国销售面积同比 6.0%，销售均价同比 9.2%；百城住宅类土地成交建面同比-2.5%，楼面地价同比-1.4%，溢价率为 9.8%。
2012Q4	23.0%	13.0%	28.7%	18.6%	0.02	中性	多城市公积金政策松绑，继续坚持房地产市场调控政策不动摇	安邦成为金地第二大股东	龙头销售面积同比 54.8%，销售均价同比 3.6%；全国销售面积同比 12.6%，销售均价同比 11.1%；百城住宅类土地成交建面同比 25.6%，楼面地价同比 22.4%，溢价率为 14.0%。
2013Q1	-7.3%	-6.2%	-5.2%	-4.1%	0.05	偏紧	国五条，年度新建住房价格控制目标，按照差价严格征收 20% 交易个税（最后唯北京落地）。	生命人寿举牌金地，恒大配售	龙头销售面积同比 48.5%，销售均价同比 10.7%；全国销售面积同比 37.1%，销售均价同比 17.7%；百城住宅类土地成交建面同比 55.9%，楼面地价同比 39.5%，溢价率为 16.6%。

季度	中信地产 指数绝对 收益	地产指 数相对 收益	地产龙 头绝对 收益	地产龙 头相对 收益	期末个 人住房 贷款利率 率变化	行业调 控政策 趋势概 述	代表性政策	长线资金态度	基本面变化
2013Q2	-5.0%	6.8%	-4.4%	7.4%	0.02	偏紧	事实上没有执行 20% 的交易差价征收个 税的政策 (除北京外)。事实上 A 股地 产企业 2011 年后很难开展股权融资。		龙头销售面积同比 5.9%，销售均价同比 4.7%；全国销售面积同比 23.5%，销售 均价同比 7.2%；百城住宅类土地成交建 面同比 40.0%，楼面地价同比 25.5%， 溢价率为 19.3%。
2013Q3	8.8%	-0.6%	-6.6%	-16.1%	0.10	偏紧	整体政策从紧态度延续，但因城施策初 露端倪，温州放松限购，芜湖补贴购房。		龙头销售面积同比 15.0%，销售均价同 比 4.9%；全国销售面积同比 15.7%，销 售均价同比 4.7%；百城住宅类土地成交 建面同比 35.6%，楼面地价同比 40.6%， 溢价率为 25.9%。
2013Q4	-7.8%	-4.6%	-5.9%	-2.6%	0.14	偏紧	12 个二线城市出台相关措施，调控升级。 徐州放松限购。中央城镇化会议	安邦举牌金地	龙头销售面积同比 9.0%，销售均价同 比 2.1%；全国销售面积同比 7.7%，销售均 价同比 5.5%；百城住宅类土地成交建面 同比 4.2%，楼面地价同比 15.4%，溢价 率为 18.9%。
2014Q1	1.3%	9.2%	-1.1%	6.7%	0.17	偏紧	推进长效机制建设。地方提高二套首付 比例要求，限制个贷使用。大城市继续 强调房价稳中有降目标。	生命人寿增持 金地，安邦开始 买入金融街，恒 大回购	龙头销售面积同比-4.4%，销售均价同比 13.4%；全国销售面积同比-3.8%，销售 均价同比-1.5%；百城住宅类土地成交建 面同比-9.3%，楼面地价同比 34.1%，溢 价率为 15.6%。
2014Q2	0.0%	-0.9%	12.7%	11.8%	0.23	中性	强调满足首套自住贷款需求，合理确定 利率水平	生命、安邦增持 金地。安邦举牌 金融街	龙头销售面积同比 8.1%，销售均价同比 2.5%；全国销售面积同比-7.5%，销售均 价同比-0.4%；百城住宅类土地成交建面 同比-25.4%，楼面地价同比 25.1%，溢 价率为 11.8%。
2014Q3	24.2%	11.0%	5.9%	-7.3%	0.03	偏松	提出千方百计去库存，部分城市取消限 购，放松按揭	恒大回购，万科 金鹏计划增持， 生命、安邦增持 金地，碧桂园供 股	龙头销售面积同比 6.5%，销售均价同比 -1.1%；全国销售面积同比-12.7%，销售 均价同比 0.4%；百城住宅类土地成交建 面同比-50.8%，楼面地价同比-2.7%，溢 价率为 12.6%。
2014Q4	41.5%	-2.6%	61.3%	17.2%	-0.71	偏松	降息；部分城市松绑限购。境内债券市 场向房地产企业开放！	安邦继续增持 金地，金融街， 中交宣布入股 绿城中国，龙湖 控股股东增持	龙头销售面积同比 35.3%，销售均价同 比 5.5%；全国销售面积同比-5.7%，销 售均价同比 4.8%；百城住宅类土地成交 建面同比-41.6%，楼面地价同比 20.0%， 溢价率为 10.2%。
2015Q1	25.2%	10.5%	1.3%	-13.3%	-0.24	偏松	降准降息，下调首付比例要求，提高公 积金使用效率，降低交易税。棚改货币 化比例快速上升，成为因城施策重要手 段。	前海开始增持 万科，金鹏计划 继续增持万科	龙头销售面积同比-11.2%，销售均价同 比-9.2%；全国销售面积同比-9.2%，销 售均价同比-0.1%；百城住宅类土地成交 建面同比-36.1%，楼面地价同比-9.7%， 溢价率为 11.2%。
2015Q2	23.3%	12.9%	6.2%	-4.2%	-0.48	偏松	降准降息	平安投资碧桂 园，新华通过增 发入股中国金 茂	龙头销售面积同比 37.2%，销售均价同 比 5.6%；全国销售面积同比 13.3%，销 售均价同比 9.8%；百城住宅类土地成交 建面同比-35.7%，楼面地价同比 27.6%， 溢价率为 17.1%。
2015Q3	-31.0%	-2.6%	-14.7%	13.7%	-0.51	偏松	降准降息，继续放宽按揭和公积金支持 力度	万科开始回购 股份。前海开始 大规模增持万 科，举牌	龙头销售面积同比 23.0%，销售均价同 比 14.9%；全国销售面积同比 13.5%， 销售均价同比 9.5%；百城住宅类土地成 交建面同比 6.2%，楼面地价同比 33.6%， 溢价率为 28.3%。
2015Q4	45.8%	29.4%	46.9%	30.4%	-0.32	偏松	降准降息，继续强调化解房地产库存	前海、安邦大规 模增持万科，安 邦进入保利地 产十大股东。恒 大大规模回购	龙头销售面积同比 8.5%，销售均价同比 3.7%；全国销售面积同比 4.8%，销售均 价同比 7.7%；百城住宅类土地成交建面 同比 7.5%，楼面地价同比 30.8%，溢价 率为 28.7%。
2016Q1	-22.2%	-8.4%	-9.5%	4.2%	-0.07	中性	户籍改革，部分城市适度调高购房门槛	碧桂园，恒大回 购	龙头销售面积同比 67.7%，销售均价同 比 15.8%；全国销售面积同比 33.1%， 销售均价同比 15.7%；百城住宅类土地 成交建面同比-14.6%，楼面地价同比 44.7%，溢价率为 37.3%。

季度	中信地产 指数绝对 收益	地产指 数相对 收益	地产龙 头绝对 收益	地产龙 头相对 收益	期末个 人住房 贷款利率 变化	行业调 控政策 趋势概 述	代表性政策	长线资金态度	基本面变化
2016Q2	-3.6%	-1.6%	-4.7%	-2.7%	-0.08	中性	因城施策, 各地有松有紧, 有新增限购城市。强调加快发展租赁。	碧桂园继续回购, 泰康参与增发成为保利地产战略股东	龙头销售面积同比 42.0%, 销售均价同比 6.3%; 全国销售面积同比 25.0%, 销售均价同比 8.5%; 百城住宅类土地成交建面同比 6.2%, 楼面地价同比 79.5%, 溢价率为 74.5%。
2016Q3	11.9%	8.8%	14.4%	11.3%	-0.03	中性	核心城市要求收紧按揭, 但低线城市继续推进去库存, 棚改货币化比例已经达到五成	碧桂园继续回购, 恒大开始增持万科,	龙头销售面积同比 19.6%, 销售均价同比 1.2%; 全国销售面积同比 25.2%, 销售均价同比 12.0%; 百城住宅类土地成交建面同比 10.9%, 楼面地价同比 50.3%, 溢价率为 78.4%。
2016Q4	-3.0%	-4.8%	-6.1%	-7.8%	0.00	偏紧	房子是用来住的, 不是用来炒的。部分城市限购开始升级	碧桂园继续回购, 恒大增持万科,	龙头销售面积同比 16.1%, 销售均价同比 2.4%; 全国销售面积同比 14.4%, 销售均价同比 7.1%; 百城住宅类土地成交建面同比 -11.2%, 楼面地价同比 32.3%, 溢价率为 45.2%。
2017Q1	-2.0%	-6.4%	-3.3%	-7.7%	0.03	偏紧	强调遏制热点城市房价过快上涨, 部分城市收紧按揭	深铁受让华润持万科股权, 平安减持绿地	龙头销售面积同比 53.3%, 销售均价同比 11.7%; 全国销售面积同比 19.5%, 销售均价同比 4.7%; 百城住宅类土地成交建面同比 32.1%, 楼面地价同比 26.7%, 溢价率为 38.0%。
2017Q2	1.6%	-4.5%	13.0%	6.9%	0.14	偏紧	限售政策, 积极发展租赁市场, 境内债券市场的融资门槛开始提高, 但并没有彻底关闭	深铁受让恒大持万科股权, 恒大回购, 平安继续减持绿地	龙头销售面积同比 15.8%, 销售均价同比 7.4%; 全国销售面积同比 14.1%, 销售均价同比 4.6%; 百城住宅类土地成交建面同比 11.7%, 楼面地价同比 -0.3%, 溢价率为 42.3%。
2017Q3	1.5%	-3.1%	4.3%	-0.3%	0.32	偏紧	深化限售等政策, 加快租赁房建设	平安以增发方式入股旭辉, 平安继续减持绿地	龙头销售面积同比 29.0%, 销售均价同比 11.7%; 全国销售面积同比 1.1%, 销售均价同比 2.7%; 百城住宅类土地成交建面同比 8.2%, 楼面地价同比 26.3%, 溢价率为 33.1%。
2017Q4	0.0%	-5.1%	21.5%	16.4%	0.25	偏紧	强调长效机制建设。严厉打击购房首付融资,	碧桂园控股大股东增持	龙头销售面积同比 41.2%, 销售均价同比 9.9%; 全国销售面积同比 2.4%, 销售均价同比 9.1%; 百城住宅类土地成交建面同比 31.0%, 楼面地价同比 9.0%, 溢价率为 20.8%。
2018Q1	-1.5%	1.8%	-1.8%	1.5%	0.16	偏紧	强调房住不炒, 地方继续收紧	碧桂园配售	龙头销售面积同比 13.9%, 销售均价同比 -2.6%; 全国销售面积同比 3.6%, 销售均价同比 6.6%; 百城住宅类土地成交建面同比 8.6%, 楼面地价同比 21.1%, 溢价率为 20.7%。
2018Q2	-16.9%	-6.9%	-15.1%	-5.2%	0.18	偏紧	继续出台限售限购等政策, 强化限贷, 强调房地产调控不动摇不放松	前海减持万科	龙头销售面积同比 20.2%, 销售均价同比 3.7%; 全国销售面积同比 3.1%, 销售均价同比 11.5%; 百城住宅类土地成交建面同比 27.3%, 楼面地价同比 -4.4%, 溢价率为 20.2%。
2018Q3	-6.2%	-4.1%	-1.1%	0.9%	0.12	偏紧	坚决遏制房价上涨, 约谈一些房价上涨过快的城市	平安战略入股华夏幸福, 前海减持万科, 恒大回购股份	龙头销售面积同比 15.1%, 销售均价同比 5.5%; 全国销售面积同比 2.0%, 销售均价同比 11.3%; 百城住宅类土地成交建面同比 11.2%, 楼面地价同比 -20.1%, 溢价率为 9.9%。
2018Q4	-5.3%	7.2%	0.3%	12.8%	0.03	中性	完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制, 保持房地产市场调控政策连续性和稳定性, 分清中央和地方事权, 实行差别化调控。限购、限贷、限售等行政性限制性政策告一段落。按揭利率见顶, 开始下降。		龙头销售面积同比 15.7%, 销售均价同比 5.3%; 全国销售面积同比 -2.0%, 销售均价同比 11.9%; 百城住宅类土地成交建面同比 -12.4%, 楼面地价同比 -7.2%, 溢价率为 7.0%。
2019Q1	31.8%	3.1%	30.9%	2.3%	-0.07	偏松	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实地方主体责任, 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。无新增房地产政策, 按揭利率持续下降。两次降准。		龙头销售面积同比 -0.4%, 销售均价同比 10.0%; 全国销售面积同比 -0.9%, 销售均价同比 6.6%; 百城住宅类土地成交建面同比 -14.6%, 楼面地价同比 9.1%, 溢价率为 14.7%。

季度	中信地产 指数绝对 收益	地产指 数相对 收益	地产龙 头绝对 收益	地产龙 头相对 收益	期末个 人住房 贷款利 率变化	行业调 控政策 趋势概 述	代表性政策	长线资金态度	基本面变化
2019Q2	-9.3%	-8.1%	-9.8%	-8.6%	-0.15	偏紧	个别地方土地市场热度较高，房地产融资政策开始收紧。按揭利率受到窗口指导，开始上升。		龙头销售面积同比 17.2%，销售均价同比 2.5%；全国销售面积同比-2.3%，销售均价同比 8.1%；百城住宅类土地成交建面同比 23.0%，楼面地价同比 30.1%，溢价率为 22.4%。
2019Q3	-5.3%	-5.0%	3.5%	3.8%	0.02	偏紧	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。房地产融资收紧政策持续。9月降准。	前海减持万科，平安人寿、新华保险定增入股中国金茂	龙头销售面积同比 12.7%，销售均价同比 0.3%；全国销售面积同比 2.9%，销售均价同比 6.6%；百城住宅类土地成交建面同比 5.7%，楼面地价同比 19.4%，溢价率为 10.7%。
2019Q4	11.5%	4.1%	21.0%	13.6%	-	中性	地产融资政策收紧边际结束，按揭利率见顶。	前海减持万科	龙头销售面积同比 3.4%，销售均价同比 -1.5%；全国销售面积同比 0.1%，销售均价同比 5.1%；百城住宅类土地成交建面同比资料来源：中信证券研究部 17.5%，楼面地价同比 7.1%，溢价率为 8.5%。

资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 相关研究

- 物业管理行业专题报告——抗击疫情，行业四大趋势强化 (2020-02-07)
- 物业管理行业专题报告--纳入基层治理，融入群众生活，渐成公共必需 (2020-02-06)
- 房地产行业专题报告--估值达到历史底部，销售预计前低后高 (2020-02-04)
- 房地产行业跟踪快报—短期冲击较小，中期两点期待 (2020-01-30)
- 物业管理行业重大事项点评—抗击疫情，物管行业全力以赴 (2020-01-28)
- 房地产行业重大事项点评—内房配售市场冲击历史经验回顾 (2020-01-22)
- 房地产行业专题报告 一分拆次章—走向独立的商业地产运营管理 (2020-01-21)
- 房地产行业 2019 年年度运行数据点评：竣工转正开启交付高潮，给优化预示拿地机遇 (2020-01-19)
- 物业管理行业专题报告--从单盘模型透视品质之路的丰厚回报 (2020-01-13)
- 房地产行业重大事项点评—境外债供不应求，资金成本差异化下行 (2020-01-08)
- 房地产行业 2020 年投资策略—一年之计在于春 (2020-01-02)
- 房地产行业重大事项点评—消除不确定性，房贷利率远期可能下行 (2019-12-29)
- 2020 年物业管理行业投资策略—品牌制胜，战略并购和改革弹性 (2019-12-26)
- 房地产行业 2019 年 1-11 月运行数据点评—行业基本面高度稳定，政策环境边际改善 (2019-12-17)
- 房地产行业跟踪报告 --市场运行进入政策目标区间 (2019-12-16)
- 物业管理行业专题研究--后勤保障服务社会化改革的政策机遇 (2019-12-09)
- 房地产行业 2019 年 11 月龙头公司销售点评—热销叠加估值优势，看好板块机会 (2019-12-02)
- 物业管理行业专题报告—非住宅物业管理：弹性大，赛道多，格局好 (2019-11-29)
- 房地产行业专题报告—地产企业的管理密码 (2019-11-28)
- 房地产行业 2019 年 1-10 月运行数据点评—企业心态外松内紧，竣工拐点如期而至

	(2019-11-15)
基础设施和房地产产业 2020 年投资策略—周期微复苏优选稳定，竣工大拐点深耕存量	
	(2019-11-12)
房地产行业专题报告--中国房屋存量可能存在明显低估	(2019-11-05)
房地产行业专题报告—2020 年房地产投资展望	(2019-11-04)
房地产行业 2019 年 10 月龙头公司销售数据点评—销售良好，融资偏紧	(2019-11-01)
物业管理行业深度报告—并购大年，海外龙头中国业务具备整合价值	(2019-10-31)
房地产行业专题研究—房屋竣工趋势展望	(2019-10-29)
物业管理行业重大事项点评—从北京新条例看监管导向	(2019-10-24)
房地产行业 2019 年 1-9 月运行数据点评—适应地产新常态	(2019-10-21)
房地产行业跟踪报告—资金成本见顶，基本面高度稳定（PPT）	(2019-10-10)
物业管理行业专题报告—齐纨未足时人贵，自知明艳更沉吟	(2019-10-09)
房地产 2019 年 9 月龙头公司销售数据点评—预对冲式调控成效显著	(2019-10-08)
房地产行业 2019 年 1-8 月行业运行数据点评—资金收紧改变企业行为轨迹	(2019-09-17)
房地产开发行业 2019 年中报总评—资金成本和拿地热情见顶，结算高峰对冲盈利能力下降	(2019-09-06)
物业管理行业 2019 年中报总评—内生增长强劲，品质龙头首选	(2019-09-05)
房地产行业重大事项点评—取消基准折扣告别强刺激，锚定 LPR 利于稳周期	(2019-08-26)
房地产行业深度报告—融资趋紧，地产企业会爆雷吗？	(2019-08-23)
房地产行业 2019 年 1-7 月行业运行数据点评—竣工或将进入增长通道，投资韧性仍在	(2019-08-15)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
强于大市		相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上	
中性		相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间	
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。