



一叶落，天下知秋

中信证券研究部

2015 年 8 月 24 日

陈聪

电话: 010-60838249

邮件: chencong@citics.com

执业证书编号: S1010510120047

付瑜

电话: 010-60836707

邮件: yufu@citics.com

执业证书编号: S1010512080008

联系人: 左腾飞

电话: 021-20262127

邮件: zuotengfei@citics.com

本周重要指标监测

一、新房签约					
	10 大城市	30 大城市	一线城市	二线城市	三线城市
日均销售面积 (万平方米)	29.62	62.15	13.78	34.40	13.98
同比增速 (%)	34.64	22.25	52.10	17.54	11.67
环比增速 (%)	7.55	2.68	9.57	4.87	-7.75
中信证券销售指数 (期末比期初)	199.2, 本周相比上周下降 10.9 点				
二、核心销售预测指标					
	上海	北京	深圳	广州	天津
中原二手住宅价格指数	50.96	42.61	31.63	41.98	-
最新最低优惠利率 (按融 360)	85 折	85 折	9 折	86 折	85 折
三、房价					
百城房价月环比变动 (最新)	0.54				
一二线龙头公司销售均价	12961.94				
一二线龙头公司销售均价月环比 (%)	-4.74				
三四线龙头公司销售均价	7442.02				
三四线龙头公司销售均价月环比 (%)	-4.81				
四、供给变动					
	10 大城市	一线城市	非一线城市		
商品房可销售面积 (万平方米)	9669.04	3517.94	6151.10		
商品房可销售面积周环比 (%)	0.20	0.11	0.26		
商品房可销售面积周同比 (%)	5.28	2.14	7.17		
商品房可销售套数	789168	268494	520674		
商品房可销售套数周环比 (%)	0.45	0.43	0.46		
商品房可销售套数周同比 (%)	7.89	1.78	11.33		
中信证券供给指数 (期末比期初)	1.301, 本周相比上周上升 0.044				
五、土地市场					
	40 个大中城市	一线城市	二线城市	三线城市	
上周土地成交总价 (亿元)	128.99	37.88	54.00	37.12	
上周土地成交总价周环比 (%)	-13.46	1080.06	-49.54	-4.43	
上周住宅类用地楼面地价	2874	49236	4425	1317	
上周住宅类用地楼面地价周环比 (%)	11.27	-	7.74	48.48	
备注: 此处一、二、三线城市以 Wind40 个大中城市为准					
备注: 此处的龙头公司, 一二线指中国海外发展/万科/保利, 三四线指恒大和碧桂园					

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

本周聚焦

本周 30 个大中城市签约面积同比增长 22.3%，环比增长 2.7%。中国指数研究院统计，本周末 10 大都市推出房源 6300 套，比起过去两周有所下降，但比 7 月的平均水平仍然略有提升。开盘价格上涨了超过 5%，但开盘去化率下降到了 50%，这也是 2015 年 4 月份以来十大都市去化率的最低点。单周的去化率的确可能存在偶然波动（例如 6 月第一周曾经明显走低，但此后迅速反弹），可是仍然值得投资者关注。

表 1：中国指数研究院统计，4 月以来新推盘去化和定价情况

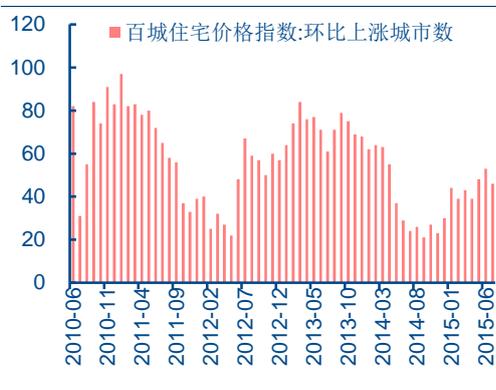
	新开盘 (个)	推出房源(套)	开盘整体价格上涨 (含老盘)	去化率
4 月 6 日-4 月 12 日	32	4500	1.10%	58%
4 月 13 日-4 月 19 日	61	8600	7.40%	67%
4 月 20 日-4 月 26 日	95	12000	1.80%	60%
4 月 27 日-5 月 3 日	47	5000		
5 月 4 日-5 月 10 日	42	5700	3.30%	69%
5 月 11 日-5 月 17 日	41	5300	0.90%	66%
5 月 18 日-5 月 24 日	44	6500	4.10%	74%
5 月 31 日-6 月 6 日	41	8500	2.40%	67%
6 月 7 日-6 月 13 日	50	7000	5.50%	58%
6 月 14 日-6 月 20 日	60	8800	5.00%	71%
6 月 21 日-6 月 27 日	58	12000	4.60%	72%
6 月 28 日-7 月 4 日	33	3600	12.70%	60%
7 月 6 日-7 月 12 日	25	2200	6.50%	71%
7 月 13 日-7 月 19 日	34	5400	4.80%	75%
7 月 20 日-7 月 26 日	56	8800	4.80%	72%
7 月 27 日-8 月 2 日	30	5000	6.80%	59%
8 月 3 日-8 月 9 日	45	8200	3.40%	63%
8 月 10 日-8 月 16 日	38	7300	0.10%	59%
8 月 17 日-8 月 23 日	42	6300	5.02%	50%

资料来源：中国指数研究院

房屋销售市场仍然可以算在延续全面景气格局。但 2015 年的市场有两点值得警惕，第一是没有房价全面和持续上涨的社会预期；第二是开发投资没有持续反弹的预期。

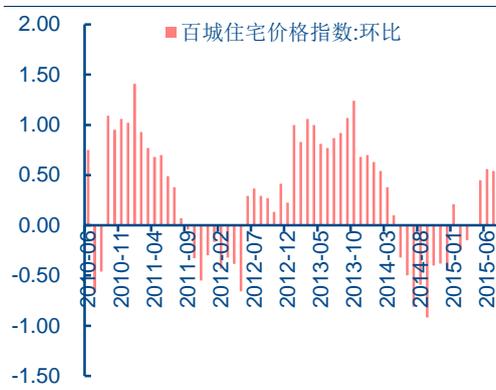
我们认为，过去每一次的房屋销售繁荣，从房价表现来看，就会出现热销一段时间后房价加速上涨，从局部城市快速演变到其他城市。虽然 2015 年二季度之后百城房价指数出现了环比正增长，但距离全面房价上涨还有很大一段距离。尤其是房价上涨城市个数，在 2015 年 1 月份之后持续无法得到有效提升（2015 年 1 月 44 个城市房价上涨，7 月为 46 个）。这充分显示出，全社会房价上涨的预期并不浓厚，房价上涨也只是极个别城市的事情。

图 1：百城环比房价上涨城市数量（单位：个）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 2：百城房价指数环比



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

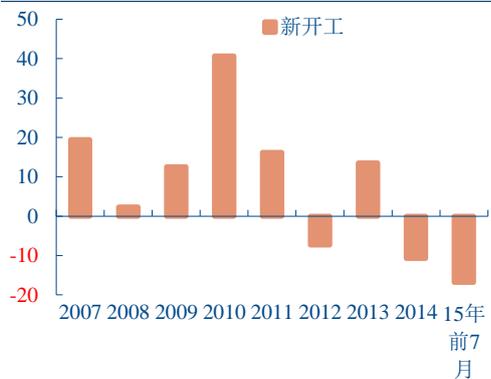
为什么过去每一次都会形成房价加速上涨的正循环，最后货币周期和产业政策又会打破这种正循环呢？因为过去的房地产繁荣，虽然要么是产业政策放开造成，要么是个人购房杠杆上升造成，但热销一段时间之后总会形成全社会房价加速上涨的预期，在较广阔的地理范围内形成恐慌性抢购的浪潮。

2015 年，除了在深圳之外，全社会基本没有形成房屋恐慌性抢购的浪潮。造成这种现象的原因比较多。绝大多数二三线城市供给充足；一线城市房屋总价已经很高，尽管租售比反而相对合理，但继续大幅上涨的预期并不很强；全社会的住房自有率，人均住房面积，人口结构，人民币汇率等，都在缓慢发生不利于房价预期的变化。

那热销又是怎么来的呢？至少，从 2014 年四季度到现在将近一年的时间，不仅在个别一线城市，甚至在广大二三线城市，销售表现也是令人满意的。大多数公司的签约销售合同金额和回款率，2015 年上半年还是有所增加的。中国房地产市场的租金回报率是比较低的，要是很多城市没有房价上涨的预期，那么热销是为何而来呢？我们认为，这就要归因为购房成本的持续下降和购房杠杆的持续上升。按揭贷款平均利率的下降，这是市场早已注意到的。但购房杠杆的持续上升，却主要是来自于隐性杠杆的上升。各种贴补首付的资金支持手段越来越多，各类首付贷的资产证券化也大行其道。利率市场化的浪潮之下，首付管制确实并不十分严厉。好在中国居民的杠杆率始终都比较低，居民加杠杆还有很大的空间，预计热销也还能持续很长时间。

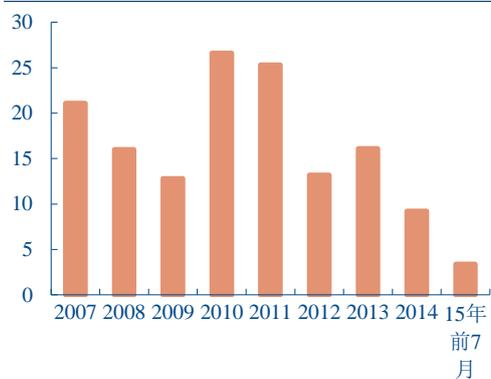
第二个不同以往的现象是开发投资增速反弹乏力。诚然，由于基数的原因，未来几个月开发投资同比增速或许有一次小的反弹。但我们认为，2013 年的新开工高潮期开工的那些项目，即将进入竣工的环节。这时候，我们认为施工面积和开发投资的惯性增长，中长期看是不可持续的。换句话说，开发投资和施工面积之所以今天还在正增长，只不过因为开发投资和施工增速具备比新开工面积更明显的惯性特征，仍然在受到 2013 年繁荣的影响。但客观来说，一旦施工面积和开发投资增速掉落下来，其反弹的难度也要大于新开工增速。

图 3：全国房屋新开工面积同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 4：全国房屋施工面积同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

我们认为，新开工和开发投资反弹乏力，和全社会缺乏房价上涨的长期预期，本身就是一回事。在过去的 20 年房地产牛市里头，房价增值，带动房地产热销，推动土地价格上涨，再抵押土地获得即期现金流，基础设施改造，然后进一步推动房地产价值提升。这样的模式继续下去有点困难了，其在地理半径层面的扩张更是走到了尽头。

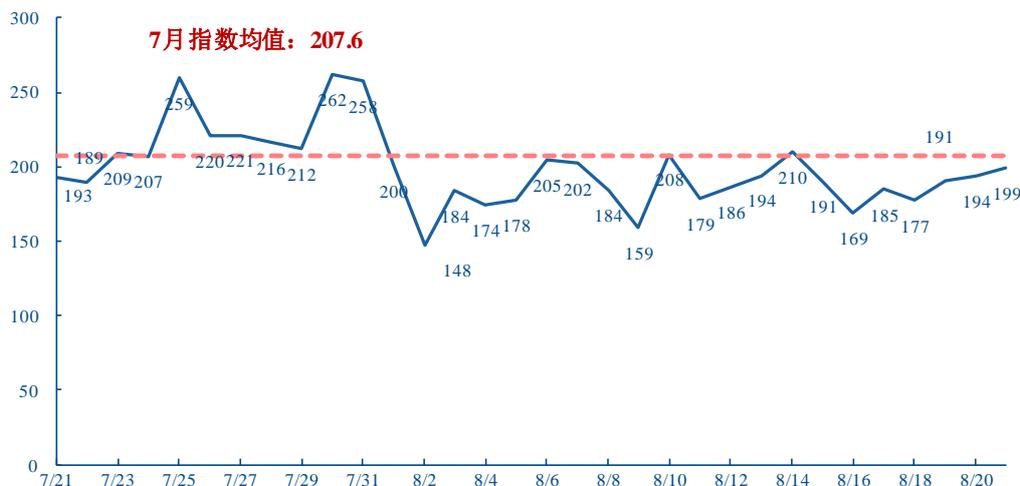
这个判断是有很强的微观调研支持的。2015 年前三季度，很少有企业的拿地面积超过了销售面积，也很少有企业增加城市数量的布局，却有大量的企业去探索新的业务领域，做一些财务投资。

“世上没有不散的筵席”，新房开发的热潮总有一天会过去的。如果繁荣是终结于房屋热销环节，也就是大量土地“砸在”企业手里，最后应该会给经济系统留下坏账，甚至带来系统性风险。很明显，未来 5 年，即便新房开发的热潮过去，繁荣也不会终结于房屋热销的环节，而会终结于企业不愿意拿地。这样的结果，对于行业来说，不是最坏的消息。另外，公司债的放开和社会融资成本的下降，更进一步降低了行业系统性风险。

在弱市中，我们建议投资者关注一些公司可能回购，或者大股东/战略投资者有可能大规模增持的品种。

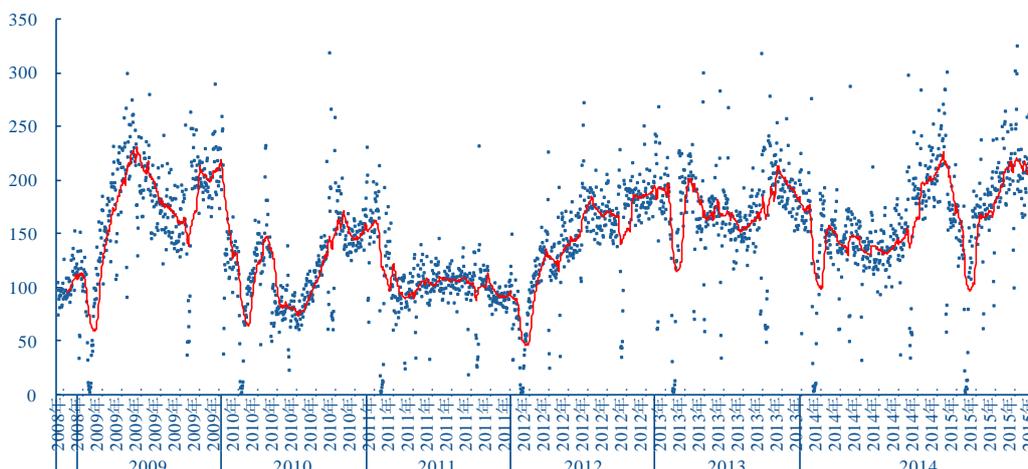
市场运行监测

图 5：近一个月中信证券地产销量指数变化曲线



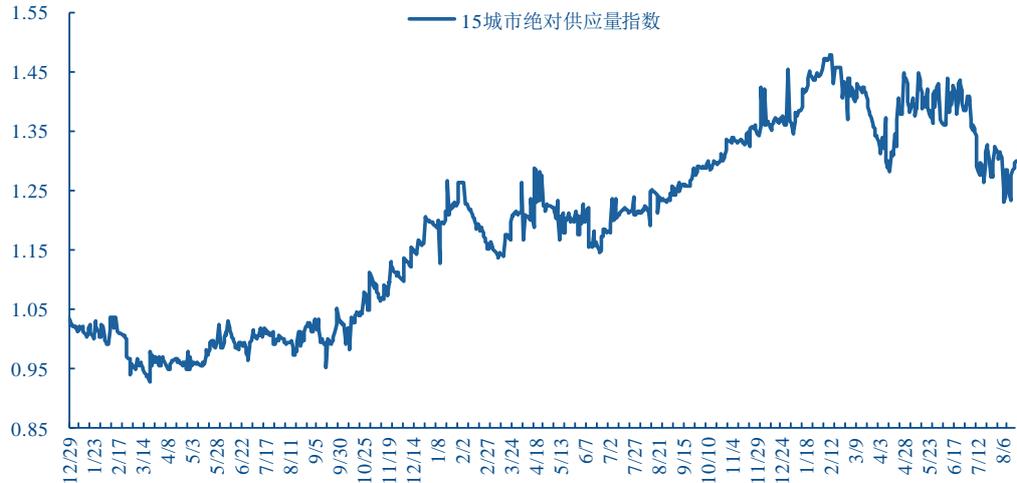
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 6：中信证券地产销量指数



注：我们以 2011 年 11 月-12 月平均的一周作为基准日，将我们所能取得的城市交易量比照基准日，并最终选取 49 个城市相对销量指数的中位数，作为当天的中信证券地产销量指数。图中散点表示每天销量指数的数值，红线表示 30 天移动平均值变化
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

7: 15 城市绝对供应量指数 (2011 年 12 月 31 日=1)



注: 15 个城市包括: 北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、无锡、宁波、东莞、哈尔滨、南昌、惠州和济宁。将此 15 个城市每日供应量除以基准日, 得到的指数再取中值得到该指数资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

图 8: 中原二手房报价指数



注: 中原报价指数高于 50% 时, 说明报价上调房源占比高于报价下跌房源的占比, 房价上升的可能性较大; 低于 50% 时, 说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比, 房价很可能会下跌; 50% 则表示报价上调房源占比与报价下跌房源占比基本相同
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

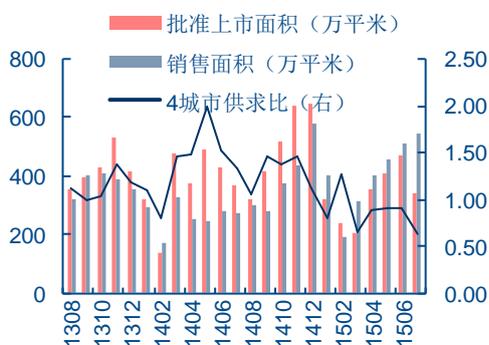
图 9：一手房日均成交月度变化



注：若当月未完结，则数据为截至目前的最新数据

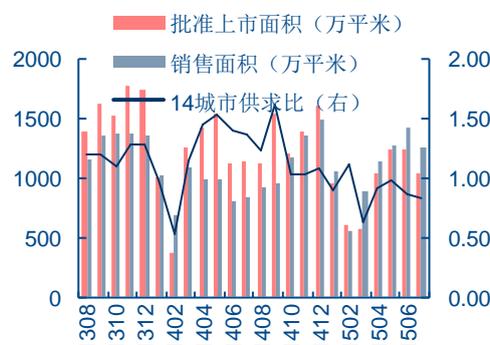
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 10：4 个主要城市一年以来供求变化



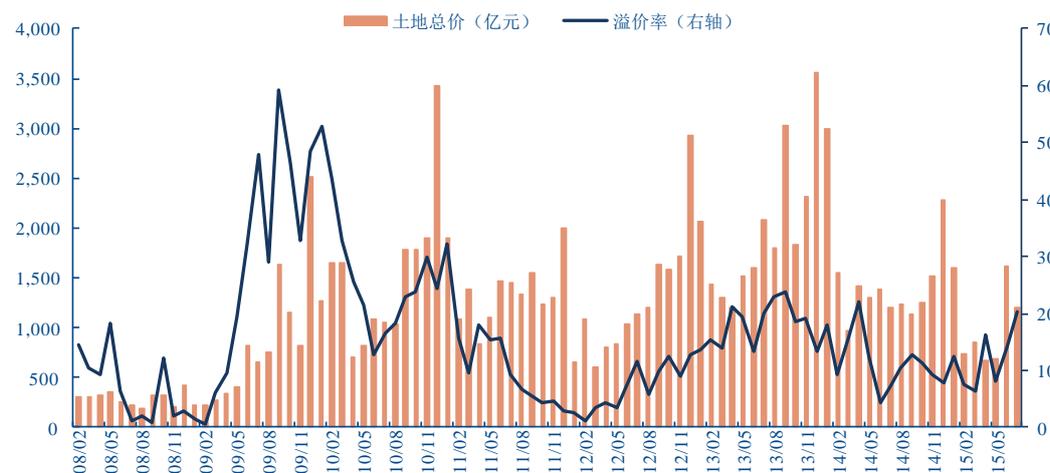
资料来源：中国指数研究院注：4 个主要城市指：北京、上海、广州、深圳。

图 11：14 个代表城市一年以来供求变化



资料来源：中国指数研究院，14 个代表城市包括北京、上海、广州、深圳、天津、沈阳、大连、苏州、青岛、南通、合肥、武汉、长沙、成都。

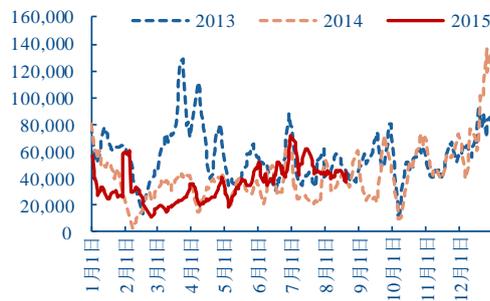
图 12：40 个城市土地成交总价及溢价率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

详细资料

图 13: 北京一手房成交面积同比单位: 平米



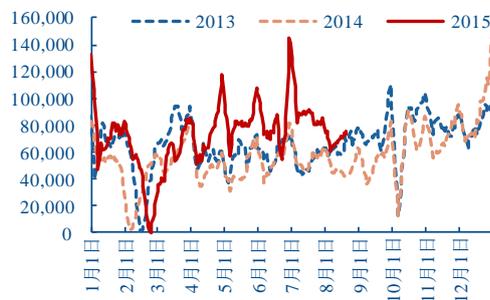
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 14: 深圳一手房成交面积同比单位: 平米



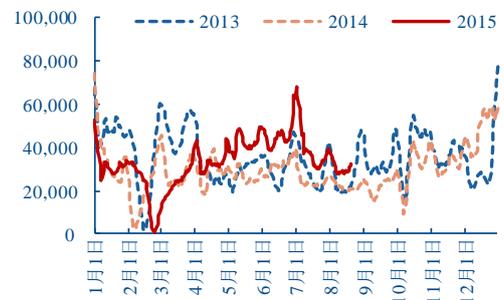
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 15: 上海一手房成交面积同比单位: 平米



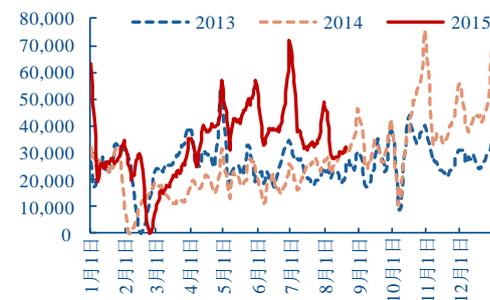
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 16: 广州一手房成交面积同比单位: 平米



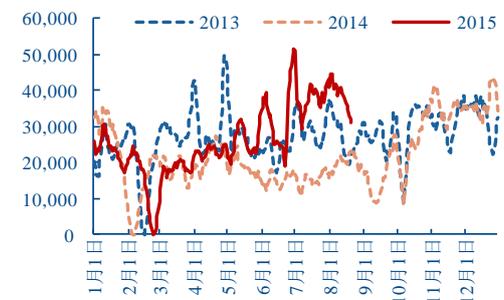
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 17: 杭州一手房成交面积同比单位: 平米



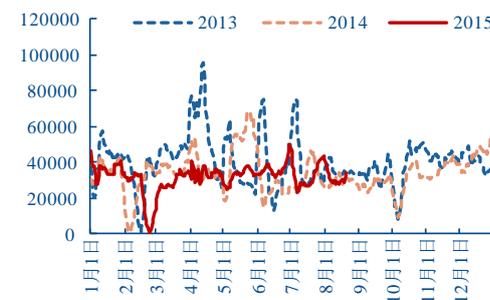
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 18: 南京一手房成交面积同比单位: 平米



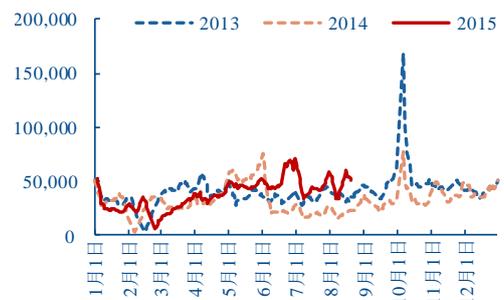
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 19: 成都一手房成交面积同比单位: 平米



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 20: 天津一手房成交面积同比单位: 平米



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

表 2: 08 月 17 日-08 月 23 日商品房热销情况 (标粗为 A 股上市公司项目)

排名	项目名称	成交面积 (m ²)	成交均价 (元/m ²)	成交金额 (万元)	排名	项目名称	成交面积 (m ²)	成交均价 (元/m ²)	成交金额 (万元)
西安					青岛				
1	东方米兰国际城	14702	6480	9526.62	1	海尔鼎世华府	5967	10463	6243.65
2	恒大江湾	11535	7826	9027.76	2	万达海上华府	4634	5910	2738.55
3	天朗·大兴郡	4216	6821	2875.45	3	高迪墨香郡	4682	7280	3408.17
4	国会山	4606	4968	2288.3	4	白沙湾	3191	5109	1630.21
5	中海城	4570	5953	2720.48	5	万达青岛东方影都	3769	8665	3266.06
重庆					上海				
1	保利观塘	6997	6891	4821.98	1	城开珑庭	3966	33778	13396.22
2	国兴北岸江山	8344	7738	6456.57	2	首创锦悦	3477	22991	7993
3	鸥鹏泊雅湾	4257	3964	1687.26	3	中海寰宇天下	3491	41533	14499.58
4	典雅天城	4561	6121	2791.53	4	天和前滩时代	2125	16093	3420.1
5	旭辉城	1828	6569	1200.94	5	绿地小米公社	1884	13446	2533.57
福州					广州				
1	群升江山城	8303	10400	8634.72	1	合汇·中央广场	6816	13496	9198.34
2	博仕后悦府	6077	10000	6077.13	2	亚运城	5347	11592	6198.51
3	保利西江林语	5406	14235	7696	3	华发四季	3671	27174	9975.75
4	三木水岸君山	3818	11285	4308.47	4	碧泰豪苑	2899	9126	2645.48
5	海峡传媒港	3304	7900	2610.22	5	岭南新世界	3132	25954	8129.82
苏州					深圳				
1	阳光天地	21161	9460	20018.89	1	京基·御景印象	35140	16552	58165.1
2	保利观湖国际	14387	12392	17829.18	2	宏发嘉城	31131	17502	54486.17
3	中海凤凰熙岸	4523	15314	6926.79	3	信义金御半山	28557	46802	133653.72
4	梅巷花园	4238	11144	4723.4	4	万科广场	26248	35932	94313.45
5	独墅西岸	4901	13806	6766.72	5	鸿荣源·尚峰	20499	29086	59622.82
厦门					杭州				
1	世茂御海墅	10357	17000	17606.12	1	东裕华庭	13071	4086	5340.79
2	凤凰花城	6658	13000	8654.92	2	德信浙旅·东宸	4925	21310	10494.7
3	华尔顿 1275	5713	40000	22852.44	3	宋都香悦郡	3126	13091	4092.37
4	首开领翔上郡	2070	15000	3104.79	4	绿都御景蓝湾	2227	7983	1777.84
5	国贸商城	2341	16000	3745.18	5	大业·江东府	1977	7259	1435.38

资料来源: 中国指数研究院, 中信证券研究部整理

表 3: 重点公司估值表

	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)			PE		
			14A	15E	16E	14A	15E	16E
华发股份	13.68	21.52	0.79	0.84	0.93	17.3	16.3	14.7
滨江集团	8.36	7.21	0.31	0.37	0.43	27.4	22.6	19.4
万科 A	13.91	11.80	1.43	1.66	1.87	9.7	8.4	7.4
保利地产	8.58	15.36	1.14	1.40	1.69	7.5	6.1	5.1
招商地产	31.64	27.39	1.66	2.12	2.44	19.1	14.9	13.0
首开股份	12.84	11.96	0.73	1.00	1.20	17.5	12.8	10.7
金融街	9.59	14.41	0.97	1.12	1.30	9.9	8.6	7.4
香江控股	7.88	10.88	0.33	0.44	0.47	23.6	17.9	16.8
新湖中宝	5.58	6.94	0.13	0.32	0.36	42.0	17.5	15.5
冠城大通	9.45	6.80	0.63	0.87	0.98	15.0	10.9	9.6
苏宁环球	9.15	7.83	0.37	0.43	0.53	24.5	21.3	17.3
世联行	15.61	不适用	0.32	0.46	0.56	48.4	34.0	27.8

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2015 年 08 月 21 日收盘价

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；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。	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
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	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

中国：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。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《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”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：(i) 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。(ii) 本期报告涉及股票新湖中宝（600208），中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过 1%。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“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分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条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的内容。

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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。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的分析，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均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。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悉更详细信息。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 2015 版权所有。保留一切权利。