



举牌告一段落，板块不破不立

中信证券研究部

2016 年 1 月 4 日

陈聪

电话: 010-60838249

邮件: chencong@citics.com

执业证书编号: S1010510120047

联系人: 左腾飞

电话: 021-20262127

邮件: zuotengfei@citics.com

本周聚焦

我们认为，过去一个月，地产指数上涨的关键原因，既非政策刺激，也不是基本面超预期，而是保险资金举牌蓝筹上市企业。保险资金是市场的增量资金，且其举牌的个别蓝筹企业在行业内有号召力，这就使得地产指数一路向上。

我们的报告，《看中分红潜力而不是股息率，是告别曲而不是冲锋号》已经详细说明了我们对举牌的行业看法。市场只有重视存量资产业绩贡献和清算价值的资金，才最后发现了龙头地产公司的价值，其他资金无法对地产龙头估值进行纠正，这实际上说明了地产开发公司发展所处的阶段。举牌并不是行业价值发现的冲锋号，而是行业面临转型，传统开发模式面临挑战的警告。因此我们认为，举牌是不能提升行业的长期估值的，只是个别公司短期股价催化剂而已。

如今我们认为，短期催化剂也没有了。首先，对保险资金来说，12 月 31 日才是对权益法意义重大的资产负债表日。其次，舆论带来很大压力。尽管我们认为举牌蓝筹企业是一种有效的投资策略，且绝大多数举牌行为合法合规，但太多舆论报道可能使保险公司更为谨慎。再次，蓝筹个股股价因为举牌上涨，举牌的客观环境也就恶化了。低估值是诱发保险资金战略配置的根本原因，不少蓝筹已经没有估值吸引力，其他品种则从一开始就不适合权益法记账。因此我们相信，举牌地产蓝筹虽然并没有结束（未来只要估值合适，保险公司很可能又会关注企业变现价值），但现在可以说告一段落了。

观察基本面，各地热销仍在持续。但 2015 年初销售处于高点，因此销售数据同比增速表现一般。深圳年底房价继续冲高，加剧了我们对于这个市场未来小幅调整的担心。尽管深圳市场外来需求旺盛，产业结构合理，自然环境优越，2015 年凭借“新的富人”较多的优势，房价领涨一线城市。但深圳毕竟是一个体量比上海和北京更小的市场。小市场容易因为短期房价上涨预期太强而透支涨幅。

政策层面，我们相信刺激去化库存仍然是主旋律，未来降低首付比例，鼓励回购商品房作为保障房等政策应值得期待。但是，市场对于开发企业让利的政策缺乏预期，对于三四线城市政策空间也过于乐观。我们认为，政策并不是要在三四线城市重新推动一波房价上涨，而是以时间换空间，避免投资下滑过快，也避免金融风险。我们认为，今天一些土地储备中三四线城市占比过高的地产上市公司，其估值是偏高的。

总而言之，我们认为地产股处于不破不立的阶段。这里的“破”，不仅是指行业估值水平可能需要回调，更重要的是传统盈利模式需要更新再造。我们期待企业能够找到更新更广阔的发展方向，也期待企业能够在这些新的方向做出有信服力的阶段性成绩。

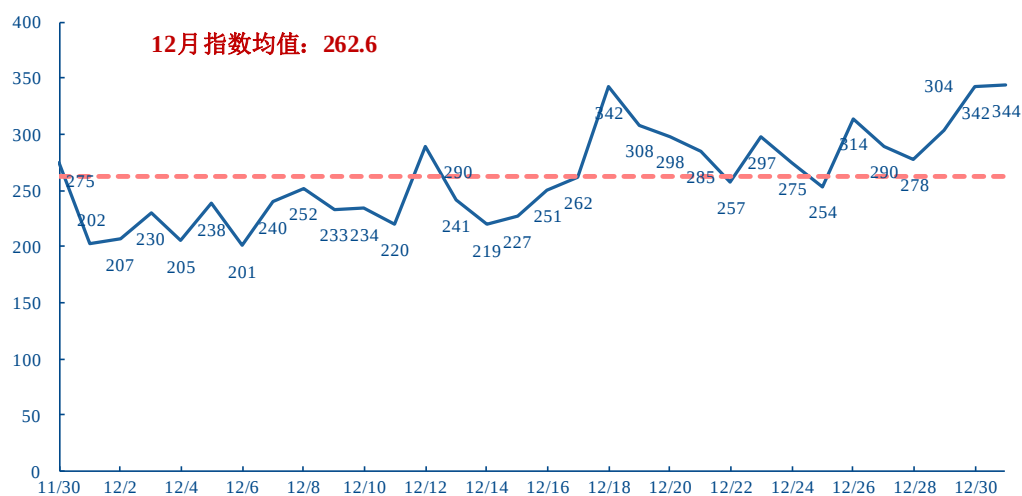
重要指标监测

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（万平米）	52.54	97.90	20.77	55.29	21.85
同比增速(%)	8.03	2.31	-22.65	19.82	-3.77
环比增速(%)	9.68	0.24	-7.84	4.46	-1.61
中信证券销售指数（期末比期初）	343.8，本周相比上周上升 12.2 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	62.36	52.49	53.33	38.83	55.42
最新最低优惠利率（按融 360）	82 折	82 折	82 折	82 折	85 折
三、房价					
百城房价月环比变动（最新）	0.46				
一二线龙头公司销售均价	13520.78				
一二线龙头公司销售均价月环比（%）	7.84				
三四线龙头公司销售均价	7158.97				
三四线龙头公司销售均价月环比（%）	-1.81				
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（万平米）	9377.01	3399.90	5977.11		
商品房可销售面积周环比（%）	-2.18	-1.77	-2.41		
商品房可销售面积周同比（%）	-7.10	-12.76	-3.53		
商品房可销售套数	776916	261466	515450		
商品房可销售套数周环比（%）	-2.11	-1.49	-2.42		
商品房可销售套数周同比（%）	-5.35	-13.69	-0.47		
中信证券供给指数（期末比期初）	1.136，本周相比上周下降 0.012				
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）	787.20	241.59	362.21	183.40	
上周土地成交总价周环比（%）	110.16	130.97	240.07	12.19	
上周住宅类用地楼面地价	4808	17435	4543	2629	
上周住宅类用地楼面地价周环比（%）	66.66	97.77	66.35	34.61	
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

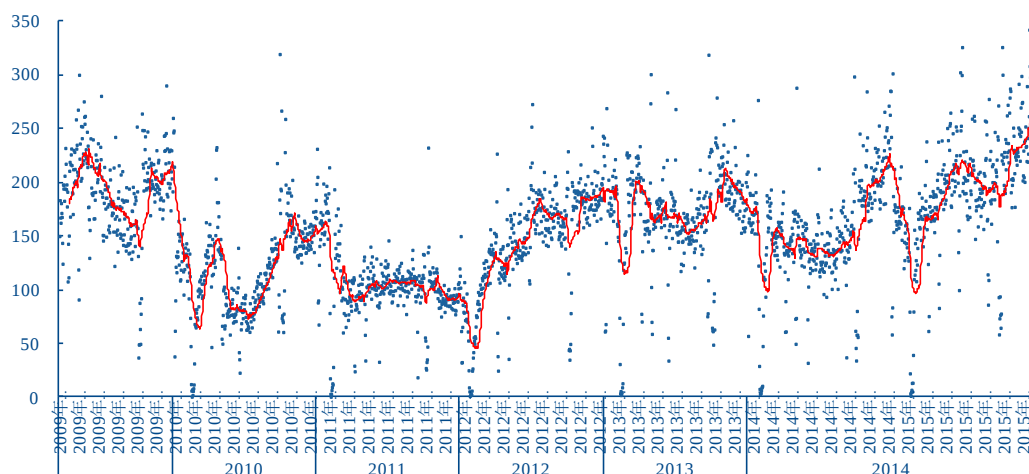
市场运行监测

图 1：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

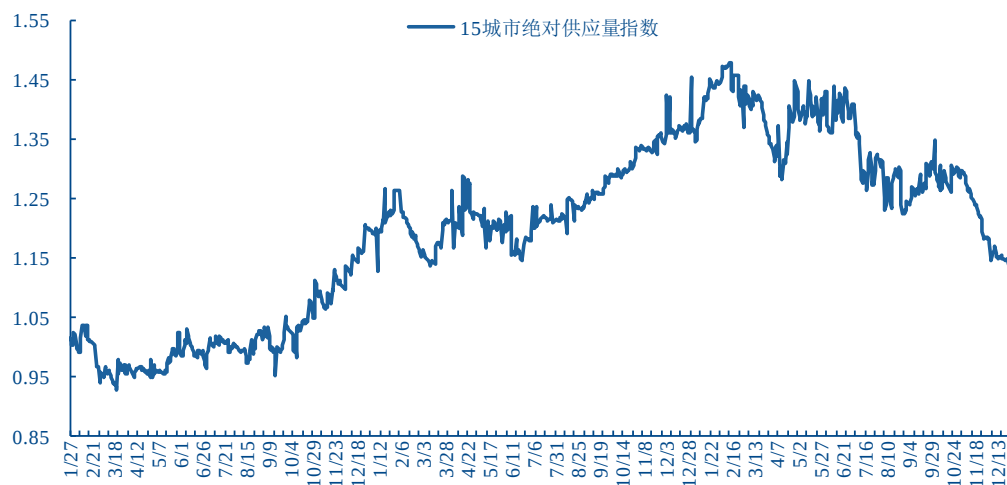
图 2：中信证券地产销量指数



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

图 3：15 城市绝对供应量指数（2011 年 12 月 31 日=1）



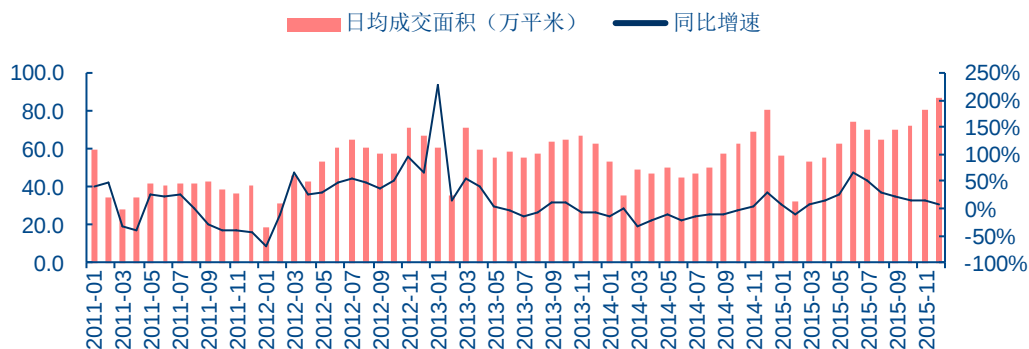
注：15 个城市包括：北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、无锡、宁波、东莞、哈尔滨、南昌、惠州和济宁。将此 15 个城市每日供应量除以基准日，得到的指数再取中值得到该指数 资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 4：中原二手房报价指数



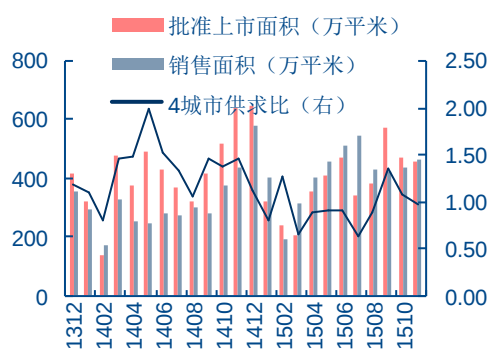
注：中原报价指数高于 50%时，说明报价上调房源占比高于报价下跌房源的占比，房价上升的可能性较大；低于 50%时，说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比，房价很可能会下跌；50%则表示报价上调房源占比与报价下跌房源占比基本相同 资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 5：一手房日均成交月度变化



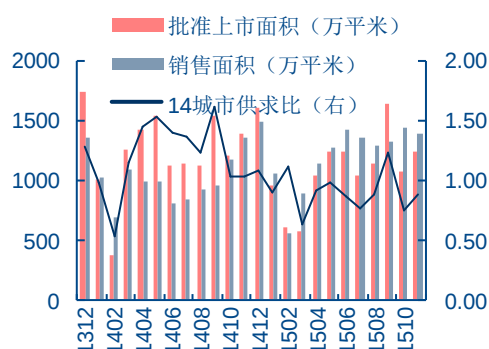
注：若当月未完结，则数据为截至目前的最新数据 资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：4 个主要城市一年以来供求变化



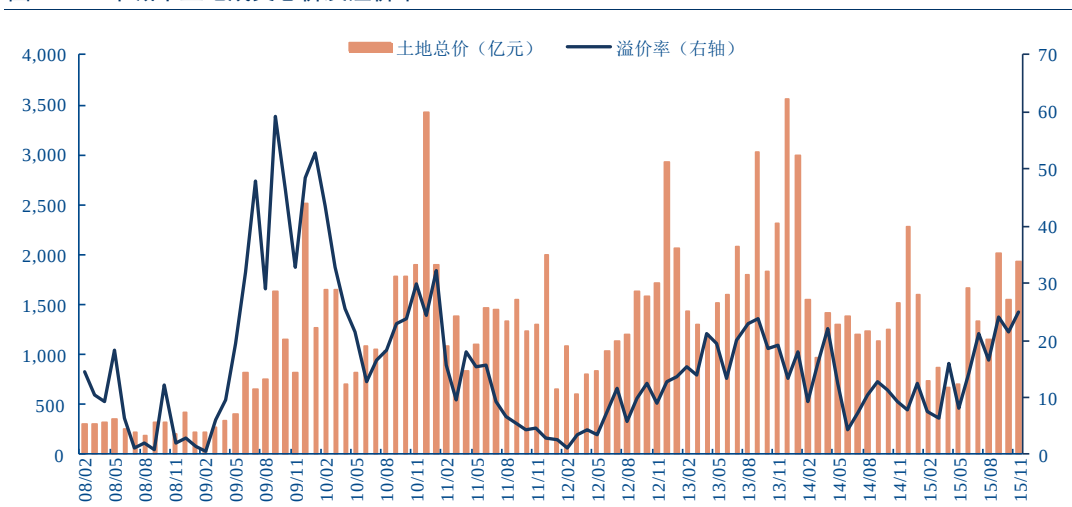
资料来源：中国指数研究院注：4 个主要城市指：北京、上海、广州、深圳。

图 7：14 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。

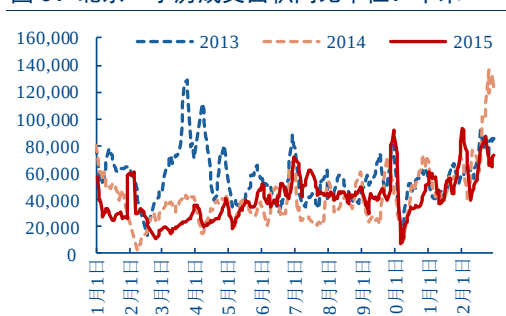
图 8：40 个城市土地成交总价及溢价率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

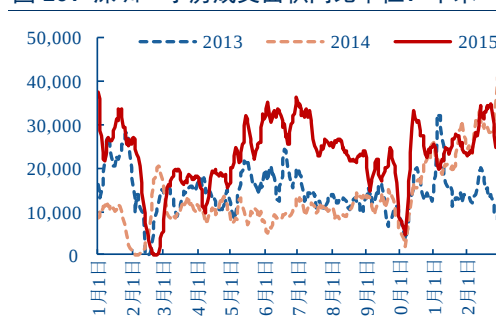
详细资料

图 9：北京一手房成交面积同比单位：平米



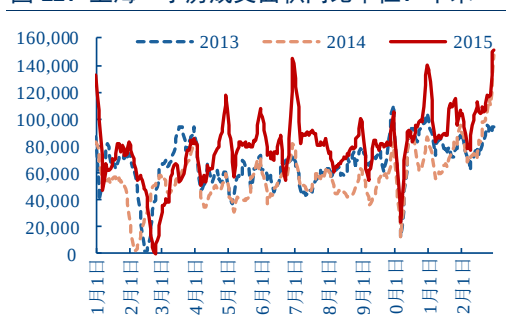
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 10：深圳一手房成交面积同比单位：平米



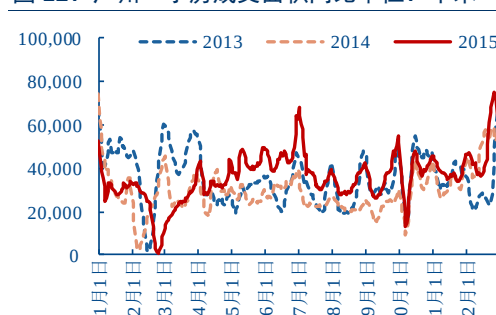
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 11：上海一手房成交面积同比单位：平米



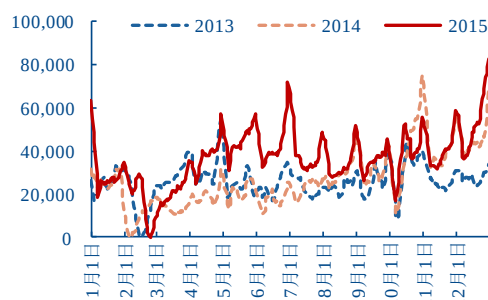
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 12：广州一手房成交面积同比单位：平米



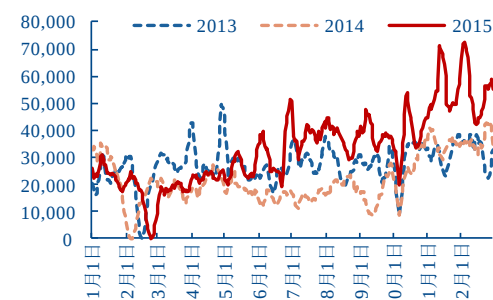
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 13: 杭州一手房成交面积同比单位: 平米



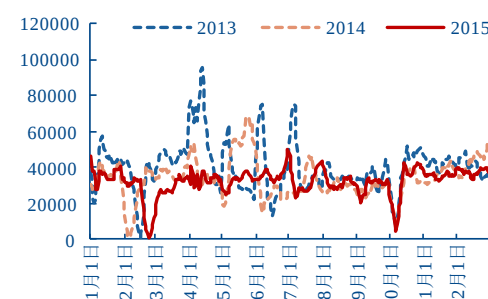
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 14: 南京一手房成交面积同比单位: 平米



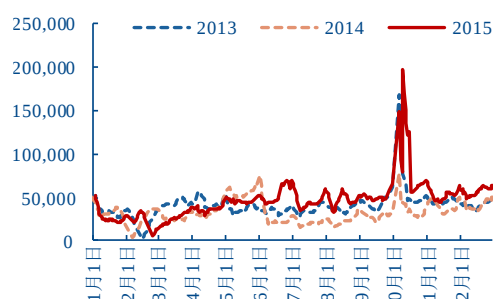
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 15: 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 16: 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 4: 12 月 21 日-12 月 27 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 (m²)	成交均价 (元/m²)	成交金额 (万元)	排名	项目名称	成交面积 (m²)	成交均价 (元/m²)	成交金额 (万元)
西安					青岛				
1	香缤国际城	10924	4705	5139.66	1	惠水和苑	14296	6789	9704.93
2	宫园美岸	9765	5758	5622.27	2	碧海云天	17815	4478	7977.33
3	金地西沣公元	9161	7838	7179.69	3	招商·海德公学	14974	7092	10620.47
4	鼎正·大都城	8216	5422	4454.26	4	鑫水家园	10228	6344	6489.1
5	融尚·第 10 区	2677	6864	1837.8	5	金水·龙泽苑	6946	6298	4374.62
重庆					上海				
1	恒大中央广场	30562	8970	27415.42	1	古北萃庭	25800	9471	24436.66
2	融创欧麓花园城	25457	6030	15351.85	2	新城花屿湾	8404	12413	10432.02
3	融创国博城	19614	6046	11858.33	3	锦绣前城	9270	58927	54625.32
4	融汇国际温泉城	15289	6389	9768.94	4	金融家	7318	26855	19651.16
5	融创凡尔赛花园	16879	6791	11463.39	5	建发玖珑湾	6481	29170	18904.92
福州					广州				
1	南台十六府	12042	17446	21009.26	1	雪域澜庭	114517	9880	113145.41
2	东二环泰禾广场	12434	20641	25664.71	2	碧桂园凤凰城	11432	12856	14697.1
3	阳光城大都会	9402	13700	12881.3	3	万科金色梦想	7915	13200	10447.53
4	融信双杭城	8998	28094	25277.97	4	保利越秀岭南林语	9345	13169	12306.15
5	泰禾红悦	5801	9700	5626.66	5	美茵溪岸	4442	6750	2998.26
苏州					深圳				
1	水漾花城	8952	13358	11957.39	1	港铁·天颂	19103	40047	76502.84
2	金辉浅湾雅苑	6198	10483	6498.02	2	中粮凤凰里	8782	33682	29578.56
3	旭辉苹果乐园	5763	8497	4896.69	3	领航城·领翔	8593	38121	32757.6

排名	项目名称	成交面积 (m²)	成交均价 (元/m²)	成交金额 (万元)	排名	项目名称	成交面积 (m²)	成交均价 (元/m²)	成交金额 (万元)
4	佳兆业广场	6373	18430	11744.42	4	龙光·玖龙玺	8492	59726	50719.71
5	环秀湖花园	4670	10960	5119.01	5	鸿荣源·壹城中心	8751	43285	37879.65
厦门					杭州				
1	海峡国际天璟	13999	40000	55997.36	1	地铁绿城杨柳郡	77398	19661	152173.9
2	首开领翔上郡	6442	16408	10570.41	2	恒大水晶国际广场	38345	16892	64772.48
3	禹洲溪堤尚城	4861	11379	5531.63	3	绿都御景蓝湾	5515	7842	4324.96
4	凤凰花城	3879	16000	6206.61	4	融信蓝孔雀	5284	20706	10940.92
5	万峰华庭	6321	33800	21366.1	5	春江悦茗	4140	18001	7453.04

资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部整理

表 5：重点公司估值表

	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE				评级
			14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E	
金融街	11.53	14.41	0.97	0.99	1.11	1.22	11.9	11.6	10.4	9.5	增持
万科 A	24.43	11.80	1.43	1.64	1.83	1.99	17.1	14.9	13.3	12.3	增持
世茂股份	12.23	14.52	1.08	1.15	1.27	1.41	11.3	10.6	9.6	8.7	增持
金地集团	13.80	9.65	0.89	0.94	1.01	1.10	15.5	14.7	13.7	12.5	增持
世联行	16.23	不适用	0.27	0.33	0.39	0.47	60.1	49.2	41.6	34.5	增持
滨江集团	7.96	7.21	0.31	0.37	0.43	0.45	25.7	21.5	18.5	17.7	-
保利地产	10.64	15.36	1.14	1.40	1.69	1.72	9.3	7.6	6.3	6.2	-
招商地产	40.50	27.39	1.66	2.12	2.44	2.56	24.4	19.1	16.6	15.8	-
中南建设	15.46	15.62	0.82	0.90	0.96	1.03	18.9	17.2	16.1	15.0	持有
荣盛发展	9.53	6.89	0.85	0.73	0.89	1.00	11.2	13.1	10.7	9.5	持有
绿地控股	16.33	14.72	0.46	0.57	0.66	0.90	35.5	28.6	24.7	18.1	持有

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 12 月 31 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
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	
	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：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范围包括证券投资咨询业务。

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 2016 版权所有。保留一切权利。