



绝怜高处多风雨，莫到琼楼最上层

中信证券研究部

2016 年 1 月 11 日

陈聪

联系人：左腾飞

电话：010-60838249

电话：021-20262127

邮件：chencong@citics.com

邮件：zuotengfei@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

本周提示

全国主要城市房地产市场价增量稳。中国指数研究院数据显示，2015 年 12 月全国百城房价指数环比上涨 0.74%，同比上涨 4.16%。房价同比涨幅为最近几个月的历史新高。30 个大中城市商品房销售面积同比增长了 28.7%，市场热度高于去年平均水平。各地积极落实化解房地产库存的政策，不少高供应城市广义库存有所下降。

但我们认为，地产股股价并非和销售同比增速同步，而是和市场对销售变化预期相关。市场供应十分充足，房屋销售能否继续超预期，关键在需求。2015 年提振需求的核心因素是居民加杠杆。目前看，居民加杠杆空间仍然存在。但是，首套房按揭贷款最低首付比例为 25%，各类“首付贷”产品盛行，未来继续下调实际首付比例空间并不大。人民币近期有所贬值，也可能会降低短期内降息的预期。影响居民购房需求的还有居民的财富积累预期。2015 年 12 月，CPI 同比上涨 1.6%，PPI 同比下降 5.9%。居民的消费开支还没有受到太大的冲击，但实体经济则面临一些压力。可是，如果经济增速确实有所下降，居民的财富积累预期最终也会受到影响。总体来说，我们认为未来楼市表现大幅超预期可能性不大。

目前，蓝筹地产龙头公司估值接近合理水平，但不少中小地产企业估值并不低。在一篇周报里头我们无意一一分析所有中小地产企业估值是否合理，而想通过另一个角度来谈谈高估值的中小地产企业投资价值。

2015 年，一些地产企业完成非公开发行。我们预计，2016 年成功获批的房地产企业非公开发行可能更多。非公开发行股份的认购方和几年前相比已经不同。一些风险偏好低的资金热衷此道。这些资金往往关注两大因素：大盘运行波幅（即大盘大幅波动可能性）；发行日股价和公司发行底价价差。大盘因素并非上市公司能左右，发行人为成功发行，往往倾向于锁低增发底价，并期望见到一个较大的发行价差（即发行日股价和增发底价之差）。

这个市场的资金并不少，但资金的风险偏好却并不高。随着指数大起大落，潜在定向增发认购人越来越注意到短期市值管理行为可能造成增发公告日股价较高，也越来越期望索取更高的发行价差作为参与增发的安全垫。然而潜在认购人的这种心态，反过来迫使发行人越来越期望通过开展业务转型，新方向探索等，推动股价短期向上（因为上市公司基本面很难在短期发生重大变化）。而且，由于非公开发行的企业数量较多，彼此之间存在一定的替代性，这样的转型探索越来越“短平快”，一些地产公司转型十分生硬。

我们并非不看好地产公司开展非公开发行股权融资，真正优秀的公司通过股权融资助力，将为上市公司存量股东创造更大价值。我们只是建议，参与定向增发的潜在投资人不应该“唯价差论”，而应该仔细分析上市公司的真实价值，考量一年后上市公司成长的可能性。我们也建议，一般的二级市场投资者不应在短平快的转型探索面前感到眼花缭乱，地产企业资产的安全边际和销售的确定性，在现阶段可能更加值得关注。综合来看，绿地控股、保利地产等龙头公司可能具备更好的安全边际。

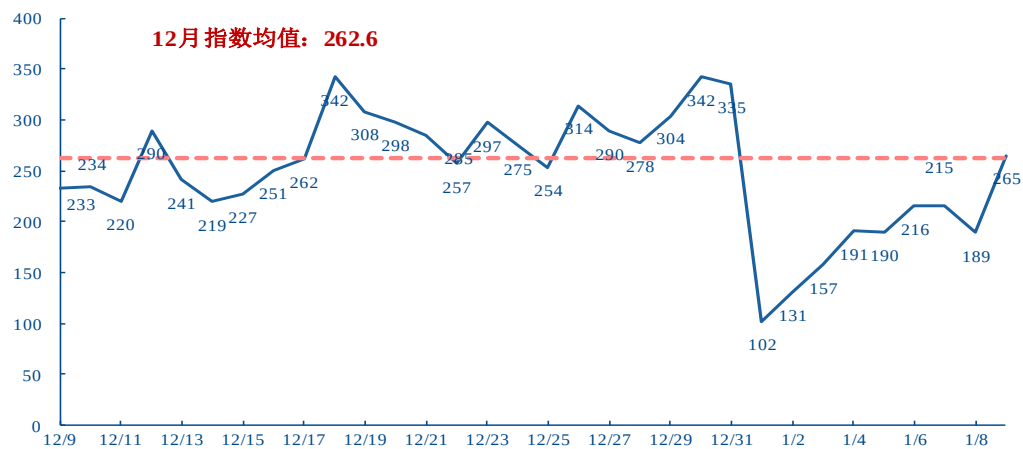
本周聚焦

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）	28.36	65.12	11.41	34.13	19.59
同比增速(%)	20.93	28.68	-1.07	38.04	36.47
环比增速(%)	-39.91	-29.77	-38.85	-34.38	-11.23
中信证券销售指数（期末比期初）	265.4，本周相比上周上升 134.2 点；提出元旦节假日影响则下降 69.4				
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	62.79	59.72	57.10	40.20	50.96
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）	0.74				
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）	9236.89	3353.54	5883.35		
商品房可销售面积周环比（%）	-1.05	-0.69	-1.26		
商品房可销售面积周同比（%）	-8.48	-11.63	-6.58		
商品房可销售套数	764716	257898	506818		
商品房可销售套数周环比（%）	-1.19	-0.73	-1.42		
商品房可销售套数周同比（%）	-6.99	-11.75	-4.37		
中信证券供给指数（期末比期初）	1.102，本周相比上周下降 0.011				
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）	449.12	28.37	237.14	183.61	
上周土地成交总价周环比（%）	-53.10	-88.26	-46.94	-31.77	
上周住宅类用地楼面地价	2776	4930	4540	1693	
上周住宅类用地楼面地价周环比（%）	-29.65	-71.72	-4.74	-12.14	
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

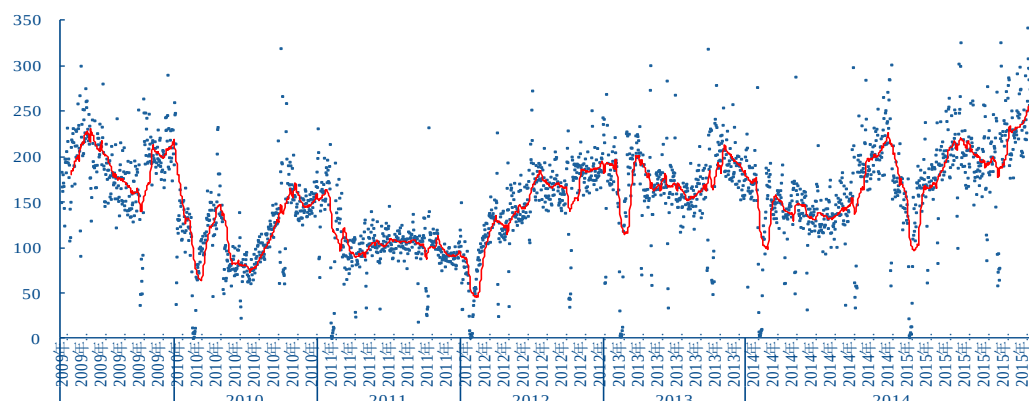
市场运行监测

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

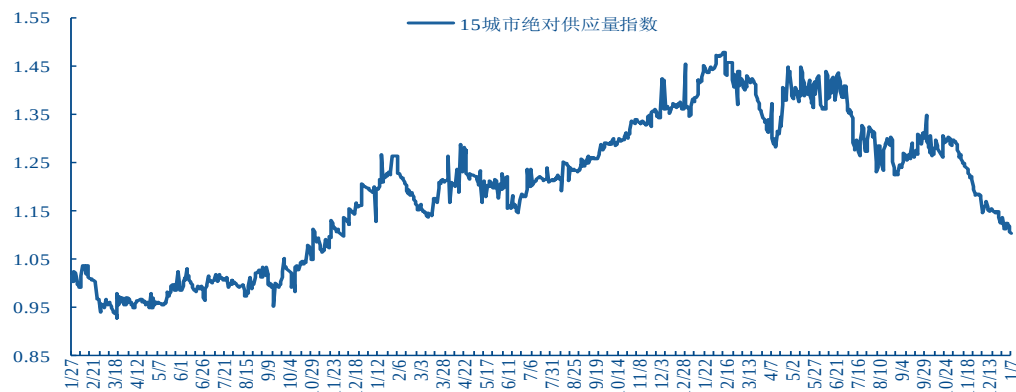
图 2：中信证券地产销量指数



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

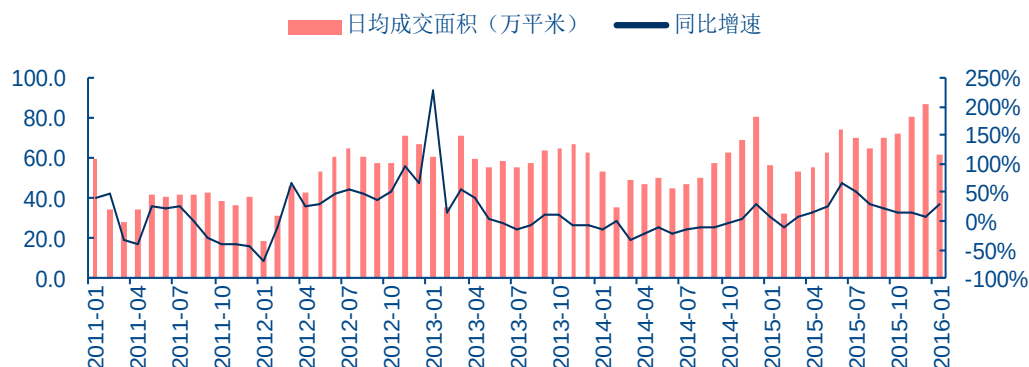
图 4：中原二手房报价指数



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

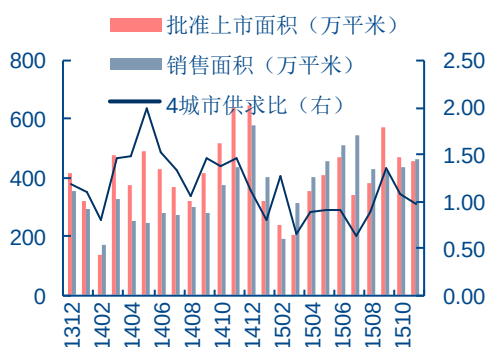
图 5：一手房日均成交月度变化



注：若当月未完结，则数据为截至目前的最新数据

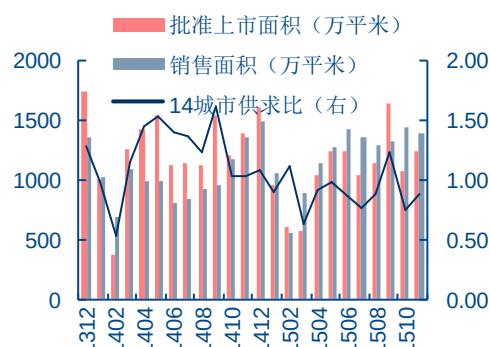
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：4 个主要城市一年以来供求变化



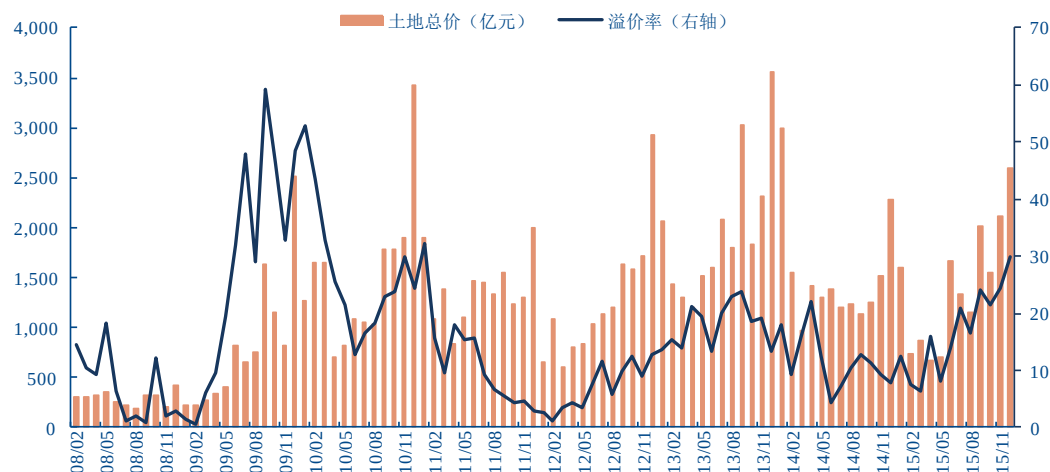
资料来源：中国指数研究院注：4 个主要城市指：北京、上海、广州、深圳。

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。

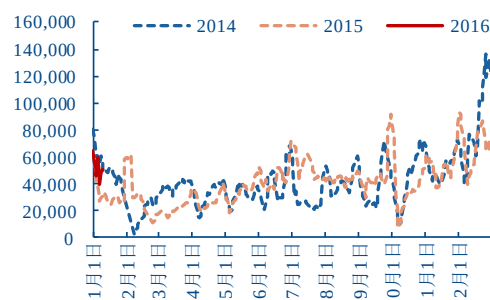
图 8：40 个城市土地成交总价及溢价率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

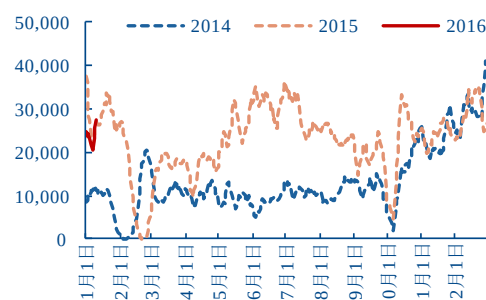
详细资料

图 9：北京一手房成交面积同比 单位：平米



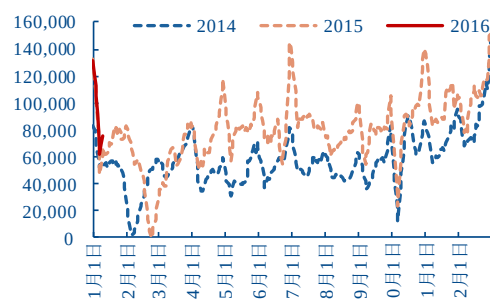
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 10：深圳一手房成交面积同比 单位：平米



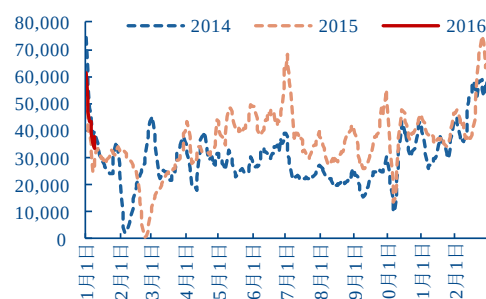
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 11：上海一手房成交面积同比 单位：平米



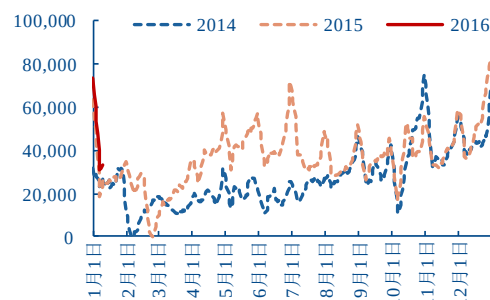
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 12：广州一手房成交面积同比 单位：平米



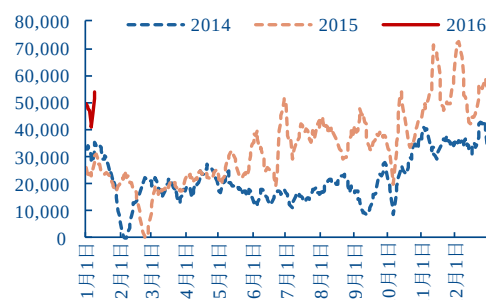
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 13：杭州一手房成交面积同比 单位：平米



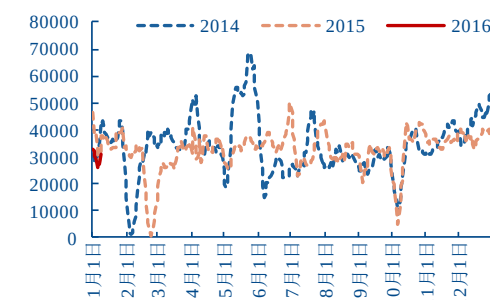
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 14：南京一手房成交面积同比 单位：平米



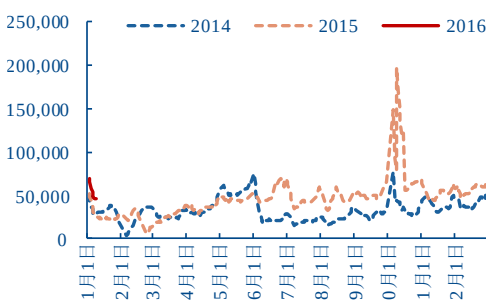
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

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 1：12 月 28 日-1 月 3 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	曲江御园	20796	8465	17602.92	1	招商·海德公学	16334	7158	11691.84
2	万科金域国际	4205	13005	5468.52	2	世茂·公园美地	7932	8117	6438.35
3	金地西洋公元	8349	7833	6540.5	3	和达璟城	7415	17394	12897.17
4	华洲城	6821	6779	4624.06	4	世茂诺沙湾	5716	10566	6039.84
5	珠江新城	5544	3866	2143.31	5	海尔世纪公馆	4090	15270	6244.91
重庆					上海				
1	华宇龙湾	12920	5038	6509.59	1	东原逸庭	16637	27469	45699.45
2	龙湖春森彼岸	17965	7033	12634.57	2	城开珑庭	10548	42295	44613.34
3	长安锦绣城	20118	7855	15803.25	3	恒盛豪庭	9582	34944	33483.49
4	金科天宸	11443	5251	6008.96	4	仁恒西郊花园	9462	41279	39056.41
5	融汇半岛	9376	5585	5236.47	5	首创旭辉城	4818	20307	9784.3
福州					广州				
1	闽江世纪城	13347	15271	20381.54	1	雪域澜庭	17032	9579	16314.59
2	保利西江林语	8562	15289	13091	2	广州绿地城	10659	9912	10564.56
3	阳光城大都汇	7251	14051	10188.2	3	万科金色梦想	8278	13570	11232.86
4	中铁城	4158	7400	3076.79	4	祈福辉煌台	5555	8579	4765.87
5	东方威尼斯	3273	12889	4218.95	5	合景誉山国际	3702	8367	3097.17
长沙					深圳				
1	领东汇	5767	5605	3232.52	1	中粮凤凰里	22972	33250	76380.9
2	桂芳佳园	11984	2308	2765.34	2	龙光·玖龙玺	11605	59535	69089.05
3	金融街·中央领御	11061	4246	4696.48	3	奥宸·观壹城	6358	27371	17403.67
4	润和紫郡	4828	5371	2592.64	4	鸿荣源·壹城中心	7136	42829	30564.18
5	礼花城	3611	4134	1492.99	5	宝能城	4952	64139	31761.5
厦门					杭州				
1	海峡国际天璟	8346	42592	35546.99	1	地铁绿城杨柳郡	19592	19680	38557.93
2	中海万锦熙岸	5608	15067	8450.19	2	恒大水晶国际广场	12089	17026	20583.75
3	禹洲·缙香浅山	5987	19600	11734.84	3	融信蓝孔雀	9000	20725	18652.63
4	特房银溪墅府	3079	14330	4412.08	4	春江悦茗	5813	18415	10705.38
5	禹洲溪堤尚城	2861	12963	3708.78	5	万科大家世纪之光	4911	18339	9006.57

资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部整理

表 2：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	10.02	14.41	0.97	0.99	1.11	1.22	10.3	10.1	9.0	8.2	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	10.30	14.52	1.08	1.15	1.27	1.41	9.5	9.0	8.1	7.3	增持
金地集团	12.63	9.65	0.89	0.94	1.01	1.10	14.2	13.4	12.5	11.5	增持
世联行	12.32	不适用	0.27	0.33	0.39	0.47	45.6	37.3	31.6	26.2	增持
绿地控股	13.27	14.72	0.46	0.57	0.66	0.90	28.8	23.3	20.1	14.7	增持
滨江集团	7.06	7.21	0.31	0.37	0.43	0.45	22.8	19.1	16.4	15.7	-
保利地产	9.49	15.36	1.14	1.40	1.69	1.72	8.3	6.8	5.6	5.5	-
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	13.00	15.62	0.82	0.90	0.96	1.03	15.9	14.4	13.5	12.6	持有
荣盛发展	7.81	6.89	0.85	0.73	0.89	1.00	9.2	10.7	8.8	7.8	持有

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 1 月 8 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。