



楼市？股市！

2016 年 10 月 10 日



中信证券
CITIC SECURITIES

编者按

“以全局视角审度热点，以浓缩观点聚焦核心”。

市场从不缺资金，所缺者，常为热点。热点此起彼伏，经久不衰，则信心增、市场活。

市场从不缺信息，所缺者，常为视角。视角新颖奇特，可揽全局，则价值升、趋者鹜。

投资亦如治国烹鲜，若能举重若轻，则善莫大焉。籍中信证券研究功底之深厚，以全局视角聚焦热点，则投资之义，水落石出。

我磨刀，您砍柴。愿这份《焦点》能够对您的投资有所助益！



注：图片摘自第一财经



核心观点

宏观

近年来，股市与房市之间资金的跷跷板效应比较明显。而近期股市一直在 3000 点左右震荡，短期内，一旦房价见顶，股市对资金可能是一个重要选项。但如果房价出现剧烈调整，宏观经济也将受到巨大冲击。这种情况下，一定时期内，除了重要的避险工具外，其他市场同样很难有好的投资机会。

策略

房地产新政+基本面因素抬升波动中枢。在低波动中抬升指数中枢的积极因素可能来自地产新政和基本面数据：前者冷却地产交易挤出资金，对 A 股形成流动性利好；后者超预期和积极信号增多，改善投资者对基本面的预期。

房地产

调控在预期内，短期波动无碍企业长期价值。企业对调控有准备，2016 年春天后上市公司拿地不算疯狂，且主动调整负债结构降低短期压力。资本市场也从未根据 2016 年 9 月的房价给地产股估值。全社会无风险利率较低，增量资金认可不动产资源价值的逻辑仍在中长期成立。我们建议投资者在调整之后（不含有事件驱动的中国恒大，内房龙头在政策出台后平均下跌约 3.4%）把握板块配置机会。我们重点推荐在 2016 年全年不多拿地的金融街、华夏幸福和嘉宝集团。

家电

家电作为后地产产业链，地产调控固然可能给板块带来一定冲击，但结合上述分析我们看到基本面相关度其实并不高，预计情绪冲击大于实质影响。并且如果考虑到地产产业链投资收益的持续下行，低利率与资产荒环境下基本面优良的个股估值仍将受到未来增量资金的青睐。

目录

宏观经济专题研究——房价之后是股市？	1
引言	2
本轮房价涨势已经接近尾声	2
资金将流向何方？	5
A股市场2016年10月投资策略——寻找正能量，破局低波动	8
解局低波动：谁做的螺丝壳？	9
寻找正能量：房地产新政+基本面因素抬升波动中枢	13
投资建议：紧扣业绩+景气主线，穿越低波动困局	18
风险因素	21
房地产行业跟踪报告——政策警惕楼市过度金融化市场波动或加剧	23
近期多个城市出台调控政策	24
部分城市市场高热，调控降温十分及时	25
什么样的政策最有效？——限贷	29
预计增加土地供给效果不彰	34
市场展望——去金融化和局部超调	38
风险提示——政策超调的风险	43
调控在预期内，短期波动无碍企业长期价值	43
家电行业重大事项点评——地产调控影响几何？ 回调是配置绩优个股的机会	47

宏观经济专题研究

房价之后是股市？

2016 年 10 月 9 日

- ❖ **三因素致使本轮房价迎来调整。第一，前期货币宽松边际效应递减，货币政策进一步大幅宽松的可能性不大。**由于 2 季度以后货币政策没有进一步降息降准，前期货币政策宽松的边际影响逐步递减，而未来货币政策受房地产泡沫、人民币汇率贬值和资本流出的掣肘，在 3 季度中国经济走平背景下，短期内货币政策大幅宽松的可能性不大。**第二，购房需求迎来拐点。**一方面，中长期来讲，2017 年中国购房适龄人群将逐渐进入负增长区间。随着中国第三次婴儿潮人口逐步购房以后，中国购房适龄人群将迎来负增长，这将导致未来中国购房刚性需求将逐步萎缩，将不支撑未来房价的高速增长。另一方面，短期来讲，限购政策将直接导致投资需求的下降，将导致购房需求进一步萎缩。**第三，限购政策限制进一步加杠杆，而目前杠杆率已达短期峰值。**考虑我国房地产市场“金九银十”的特点，我国居民杠杆率目前可能已经接近了 2007 年美国居民抵押贷款占房产销售额比重的峰值水平（51.6%）。这种情况下，近期房价攀升的动能必将快速下降，并且可能面临拐点。
- ❖ **资金会流向何方？**房价一旦周期性见顶，资金在逐利的本性驱动下必将寻找新的方向。（1）**大宗商品与楼市的关联度很小，但目前存在较大变数。**主要经济体大宗商品期货市场的国际化程度都相对较高，大宗商品与房价关联度较小。今年春节以来，大宗商品指数一直处于相对较高的位置，而在技术上，短期内可能正处于下降通道。但“911”法案的戏剧性翻盘，可能引发沙特与西方国家关系的巨变，给未来原油和大宗商品价格走势增加了很多变数。（2）**强势美元背景下，贵金属难言有好的投资机会。**当前美国非农就业数据高于预期，美元强势，且由于美联储已经走向加息通道，短期内贵金属可能难以有好的走势。（3）**债券市场情绪敏感，短期内投资空间有限。**在连续走出了 2014 年和 2015 年两年大牛市后，目前债市市场情绪敏感，投资空间有限。（4）**股市可能是一个重要选项。**近年来，股市与房市之间资金的跷跷板效应比较明显。而近期股市一直在 3000 点左右震荡，短期内，一旦房价见顶，股市对资金可能是一个重要选项。但如果房价出现剧烈调整，宏观经济也将受到巨大冲击。这种情况下，一定时期内，除了重要的避险工具外，其他市场同样很难有好的投资机会。



中信证券研究部

诸建芳

电话：010--60838756

邮件：zhujf@citics.com

执业证书编号：S1010510120003

联系人：刘博阳

电话：010-60836743

邮件：liuboyang@citics.com

相关研究

1. 城市内涝中“涌现”的机会
.....2016-09-07
2. 多变非农，不变加息路
.....2016-09-04
3. 贸易焦虑症，哪些行业反而受益
.....2016-09-04
4. 制造业 PMI 回暖基础尚不牢靠
.....2016-09-01
5. 货币扩张到底为何没推升通胀？
.....2016-08-12

引言

2016 年中国经济波澜不惊，但房地产销售市场呈现出难得的热闹，尤其是一线、二线城市的房地产销售市场格外火爆，引发社会各方广泛关注，从探讨房价上涨的驱动因素到对调控政策的反思。那么，本轮房价涨势能否持续？倘若不能，由于资本天然的逐利性，充裕的资金将最有可能流向何方？股市会不会成为资金的一个重要选项？

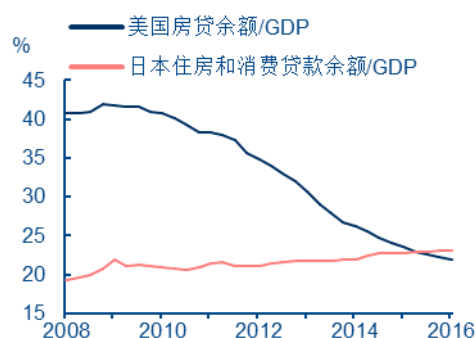
本轮房价涨势已经接近尾声

三因素致使本轮房价迎来拐点。第一，前期货币宽松边际效应递减，货币政策进一步大幅宽松的可能性不大。由于 2 季度以后货币政策没有进一步降息降准，前期货币政策宽松的边际影响将会逐步递减，而未来货币政策受房地产泡沫、人民币汇率贬值和资本流出的掣肘，在 3 季度中国经济走平的背景下，短期内货币政策大幅宽松的可能性不大。

第二，购房需求迎来拐点。一方面，中长期来讲，2017 年中国购房适龄人群将逐渐进入负增长区间。随着中国第三次婴儿潮人口逐步购房以后，中国购房适龄人群将迎来负增长，这将导致未来中国购房刚性需求将逐步萎缩，将不支撑未来房价的高速增长。另一方面，短期来讲，限购政策将直接导致投资需求的下降，将导致购房需求进一步萎缩。不论是长期因素，还是短期因素，房地产市场需求都将迎来拐点。

第三，限购政策限制进一步加杠杆，而目前杠杆率已达短期峰值。与以往的楼市上涨周期相比，本轮房价大涨缺乏基本面的支撑，是以居民加杠杆的方式支撑起来的。这就决定了房价到底能走多高取决于居民加杠杆的能力。从数据上来看，当前，我国居民杠杆率可能已经接近某种程度的顶点。这将导致房价上涨的动能消失。对比来看，美国房贷余额与 GDP 比值在 2007 年金融危机前达到峰值，之后一直处于降杠杆状态，目前处在 20% 左右。日本房贷余额/GDP 从 2010 年左右一直处于缓慢上升状态，目前也处于 20% 左右的水平。我国的情况则是从 2010 年之后，居民房贷余额/GDP 一直处于加速攀升状态。2015 年该比值为 19.6%。2016 年上半年我国新增房贷为 2.36 万亿，接近 2015 年全年水平。假设今年以来一直按照这个增速，那么截至 2016 年 9 月底，房贷余额/GDP 可能已接近 25%。而如果考虑新增房贷/地产销售额比值的情况，这一比值在今年上半年已经达到 40%（如果考虑公积金贷款的话可能已经接近 50%）。考虑我国房地产市场“金九银十”的特点，这一比值目前可能已经接近了 2007 年美国居民抵押贷款占房产销售额比重的峰值水平（51.6%）。这种情况下，近期房价攀升的动能必将快速下降，并且可能面临拐点。

图 1：目前美国日本房贷余额/GDP 为 20%左右



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：我国个人购房贷款余额/GDP 已经达到 20%



资料来源：Wind，中信证券研究部

房地产开发不景气，从数据指标看，开发商对房地产市场未来前景并不看好。本次房价上涨之前的房地产周期，一般均呈现出开发投资与房价走势同步的情况。这种一致性的表现，符合典型的“房价上涨-投资增加-供给增加-房价平稳（下降）-投资平稳（下降）-供给减少-房价上涨”的供给周期，从长期来看，也是商品在供给方面的一般规律。但是本轮房价大涨，我们并没有发现房地产开发投资同步上涨的情况，房地产开发投资增速从去年年初以来一直低于 10%，2015 年同比增速只有 1%。这之前两轮房价上涨时期房地产开发投资超高速增长形成鲜明的对比。这种情况说明房地产在供给侧方面正在降杠杆，开发商并不看好房地产的前景，存在尽快了结回收现金然后持币观望的心理。而如果往回看，房地产行业在 2015 年前后可能已经走过了供需平衡的拐点，这意味着房地产企业行为已经发生了转变，房地产对国民经济的拉动作用也正在减弱，未来房地产开发难以回到以往的繁荣。这也从侧面验证了，本轮房价大涨并没有供给侧的支撑，更可能是单纯的需求侧繁荣。

图 3：房地产开发投资已偏离了以往的轨道



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：房地产供需平衡时点的测算

	潜在购房人群（亿）	控价保量	维持现状	继续增长
		供需缺口（亿平米）	供需缺口（亿平米）	供需缺口（亿平米）
2010 年	4.05	-28.4	-28.4	-28.4
2015 年	4.12	1.6	3.2	5.1
2020 年 E	4.15	24.1	38.3	56.7
2025 年 E	4.07	46.1	83.3	138.5
供需平衡时间		2015 年底	2015 年中	2015 年初

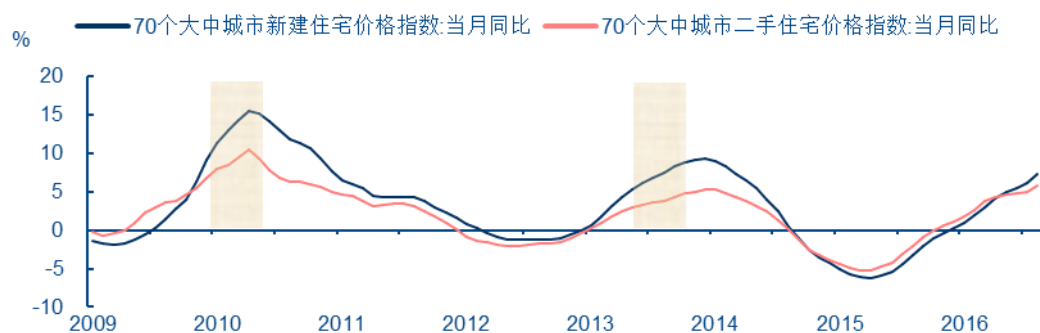
资料来源：CEIC，中信证券研究部

注：数据引自中信证券研究部 2014 年 6 月 3 日的报告《潮退潮涌——走向后地产时代》。

实力有限的投资者想尽办法降低杠杆成本，实力强劲的却可能在撤退。本轮房价上涨过程中，一个很“流行”的现象就是“离婚潮”，这一现象在上海、杭州、南京等地纷纷上演。表面上看，“离婚潮”是为了应对限购，但更深层的原因仍是杠杆购房背景下，通过降低杠杆成本进而加杠杆之举。疯狂的背后也隐含两层涵义：一是本轮房价上涨，由于房价太高，一些实力较差，无能力应付首付款的真正“刚需”者可能已被排除在本轮周期之外，房子成为纯粹的投机工具；二是从去年股市的经验来看，当“散户”疯狂加杠杆之时，那些不需要通过杠杆方式购房的“资金实力雄厚者（包括机构）”可能正在撤退，一旦出现这种情形，意味着房价上涨就将见顶。

限购限贷政策已在一二线城市启动，楼市调控进入新的阶段。本轮房价上涨至少经历了两个阶段。第一阶段是从 2015 年年中至今年第一季度，这一时期，一线城市房价开始上涨，但二线和三线城市仍处于调整过程。这段时间，响应中央“去产能”的要求，有些二线城市开始放开限购政策，不少三线四线城市甚至出台购房鼓励和补贴政策。第二阶段，则是今年第二季度开始至今的一二线城市房价普涨。这一时期，房价不断攀升，但是在政策层面，除了地方政府的限购政策外，中央层面对房地产调控一直处于静默状态。因此，前期也出现了不少对政策质疑的声音以及对调控体制的反思。但是，从历史经验来看，放任房价上涨进而引发的泡沫破灭是政策无法承受之重，任何国家的监管层都不可能在短期内放任房价过度上涨。因此，房价调控姗姗来迟但终究不会缺席。国庆节期间，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、福州、惠州、昆山、佛山共计 20 个城市先后发布新楼市调控政策，多地重启限购限贷。由于我国房地产行业总体仍处“去产能”阶段，因此在中央层面仍是按兵不动。但是，结合我国房地产调控的经验来看，如果地方的限购政策不能达到调控效果，房价进一步上涨，那么中央层面出台调控措施也就不会遥远，并且可能更加的严厉。而从历次房价调控的结果来看，一旦中央层面出台调控措施，房价就可能进入新的周期。因此，本轮一二线城市房价上涨周期很可能将进入新的阶段。

图 4：2010 年和 2013 年调控政策出台后，房价走出新的周期



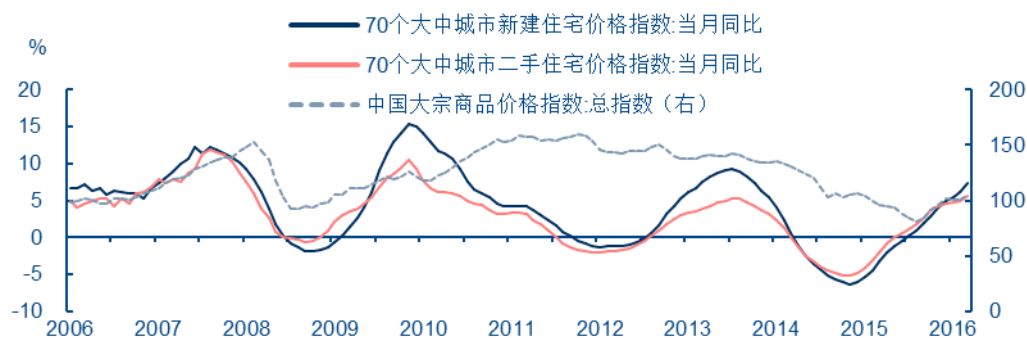
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：阴影面积分别为前两轮房市调控政策密集出台时期。

资金将流向何方？

本轮房价走势一旦周期性见顶，房价走势将进入新的通道。由于逐利的本性，资金必将寻找新的市场。从市场的角度来看，资金流向可能包括大宗商品、贵金属、债券市场、权益市场等主要市场。

大宗商品与楼市的关联度很小，但存在较大变数。一般而言，主要经济体大宗商品期货市场的国际化程度都相对较高，在全球流动性相对宽松的背景下，大宗商品与国内相关指数，如房价指数和股市的关联度都较小。另一方面，今年春节以来，大宗商品指数一直处于相对较高的位置，而且在技术上，短期内可能正处于下降通道。但是，9月28日美国国会参众两院分别以压倒性多数票推翻了奥巴马对“911”法案的否决权后，“911”法案戏剧性翻盘，这意味着911受害者家属可以控告被指涉及911袭击的沙特。这可能引发沙特与西方关系发生巨变。由于沙特是原油生产大国且在美国有相当规模的资产，这一事件给未来原油和大宗商品价格走势增加了很多变数。

图5：危机期外，大宗商品与楼市的关联度很小



资料来源：Wind，中信证券研究部

强势美元背景下，贵金属难言有好的投资机会。作为避险的重要工具，由于当前美国非农就业数据高于预期，美元强势，因此贵金属承受较大的下降压力。且美联储已经走向加息通道，因此，短期内贵金属可能难以有好的走势。

图6：短期内金价难以有良好的走势

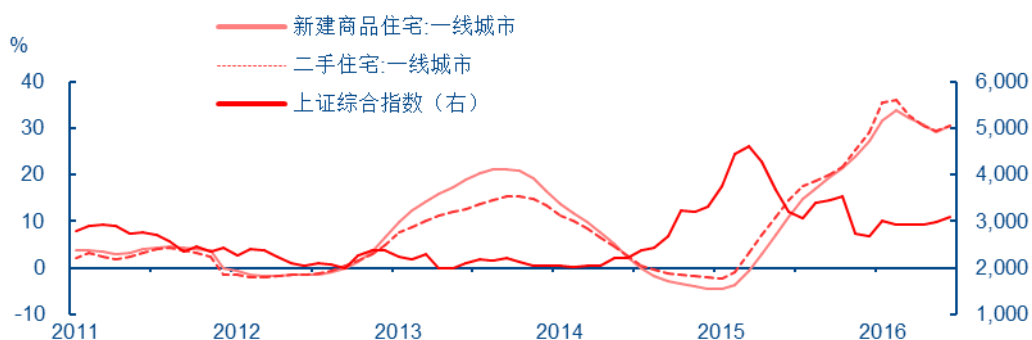


资料来源：Wind，中信证券研究部

市场情绪敏感，债市投资空间有限。在连续走出了 2014 年和 2015 年两年大牛市后，尽管长期看来，债市仍可能走出长牛，但是从目前的市场情绪来看，短期内债券市场同样投资空间有限，甚至有可能在一定时期内出现走势逆转的情况。

跷跷板效应明显且低位震荡，股市可能是一个重要选项。从近年来的经验来看，我们发现，股市与房市之间资金的跷跷板效应比较的明显。尤其考虑到，近期股市一直在 3000 点震荡，股市对资金可能具有一定的吸引力。因此一旦房价见顶，短期内股市可能是资金的一个重要选项。需要注意的是，如果房价出现剧烈调整，那么宏观经济也将受到巨大冲击。这种情况下，在一定时期内，除了重要的避险工具外，应该说主要的市场都很难有好的投资机会。

图 7：近年来房价与股市跷跷板效应明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

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。

A股市场 2016 年 10 月投资策略

寻找正能量，破局低波动

2016 年 10 月 9 日

投资要点

- ❖ **报告框架：**本次月报我们先讨论 A 股的波动性，再讨论其方向，最后给出投资和配置建议。
- ❖ **解局低波动：谁做的螺丝壳？**
 - **A 股迈入低波动时期。**近期市场波动率进一步下行，上证指数 60 天波动率达到 0.75%，接近 2014 年以来最低值和 2000 年来几个低波动区间。历史上，A 股指数波动率进入这类区间后可能会维持较长时间；而走出低波动依赖于重要变量的拐点、制度变化以及这些因素的共振。
 - **破局低波动需依赖外力。**“股灾”后遗症、监管防风险和“国家队”三个因素是 A 股波动性趋降的重要原因，这些因素会逐渐弱化，但短期不会显著改善。稳健的货币政策基调与房地产销售过热下利率水平进一步下行空间有限；而趋严的监管下股市杠杆亦难有拐点：**A 股短期难以迅速走出低波动，打破困局需要依赖外力。**
- ❖ **寻找正能量：房地产新政+基本面因素抬升波动中枢。**在低波动中抬升指数中枢的积极因素可能来自地产新政和基本面数据：前者冷却地产交易挤出资金，对 A 股形成流动性利好；后者超预期和积极信号增多，改善投资者对基本面的预期。
 - **地产新政挤出资金利好股市，但程度有限。**长期以来中国房价和股价相关性不明显，但 2014 年以来两者走势明显负相关（相关系数-0.71），这种关系的形成依赖于利率水平下行，资产荒下两者可加杠杆的共同属性。长假期间地产新政冷却销售后，挤出的资金对股市的流动性有正面影响，但其程度可能比以前弱。原因在于：1）无风险利率进一步下行空间有限；2）趋严的监管环境下股市资金加杠杆难度变高；3）地产交易冷却后，投资类资金短期难以从房市撤出；4）分流房市资金的不仅只有股市，其它资产竞争力也不弱。
 - **基本面改善是另一条重要的线索。**工业补库存徐徐展开，财政和 PPP 发力维持基建投资高增速，房地产销售超预期带动可选消费回暖，这些因素使得经济数据景气积极信号不断增多。9 月宏观经济和盈利数据有超预期空间，有利于改善投资者对 A 股的基本面预期，抬升指数波动的中枢。
- ❖ **投资建议：紧扣业绩+景气主线，穿越低波动困局**
 - **寻找基本面正能量，穿越低波动困局。**市场低波动的特征短期难以明显打破，而地产新政挤出资金与基本面向好有利于抬升波动中枢，市场处于整固期，主要的机会还是结构上的。建议从基本面寻找正能量，注重配置的性价比与业绩的预期差，穿越低波动困局。
 - **聚焦高景气或景气边际改善的领域。**结合中观数据，建议进一步聚焦三条景气向好主线：1）消费链上，看好文化休闲相关消费增长和住房相关产品消费；2）看好汽车类产品消费，包括重卡，传统与新能源汽车；3）中游投资链上，看好工程机械和建材中的水泥、玻璃子行业。
 - **10 月亮马组合推荐。**以业绩预期和估值决定的配置性价比为基础，再考虑近期中观景气与节内事件影响，结合中信证券研究部行业分析师推荐，10 月亮马行业组合及权重是：**汽车（20%）、家电（20%）、煤炭（20%）、石油石化（15%）、建材（15%）、交通运输（10%）**。亮马个股组合是：**富奥股份、长城汽车、格力电器、三花股份、西山煤电、阳泉煤业、中国巨石、中国石油、洲际油气、大杨创世。**
- ❖ **风险因素：**9 月份宏观经济数据显著低于预期，人民币兑美元加速贬值；如果本轮房地产政策调整导致住宅价格明显下行，资本加速外逃，可能会影响我们的最终推荐。



中信证券研究部

秦培景

电话：021-20262130
邮件：qinpeijing@citics.com
执业证书编号：S1010512050004

陈乐天

电话：010-60836741
邮件：chenletian@citics.com
执业证书编号：S1010514030002

杨灵修

电话：021-20262122
邮件：yanglingxiu@citics.com
执业证书编号：S1010515110003

联系人：林莎

电话：010-60838072
邮件：linsha@citics.com

相关研究（2016 年月报）

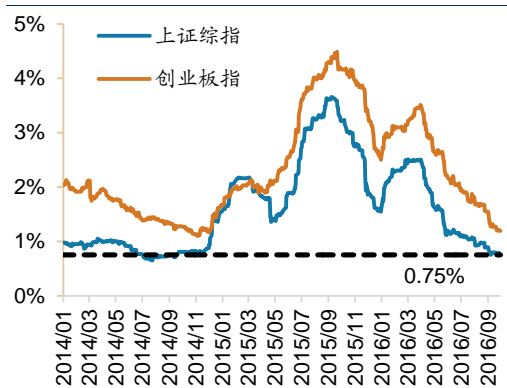
1. 股指过“三关”，中期不悲观.....2016-01-05
2. 绝处逢生.....2016-01-31
3. 存量资金博弈、配置抓大放小.....2016-02-28
4. 宏观预期再平衡下的风格切换.....2016-04-04
5. 风险与盈利双升，防御与弹性兼顾.....2016-05-02
6. “多事”之夏.....2016-06-05
7. 伐谋结构市，布局周期品.....2016-07-03
8. 穿越调整期，聚焦蓝筹股.....2016-07-31
9. G20 猜想：“西湖协定”和“杭州共识”.....2016-09-04

解局低波动：谁做的螺丝壳？

A 股迈入低波动时期

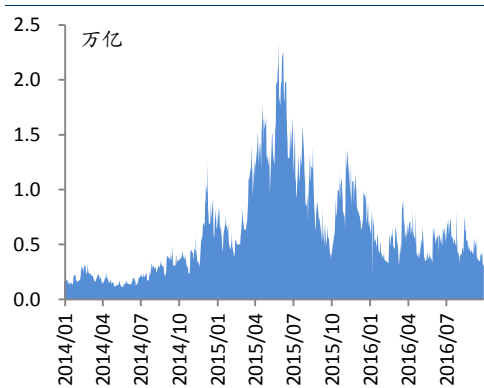
除了指数走势震荡偏弱外，9 月市场最重要的特征是指数波动率进一步明显下行，以及交易量震荡下行。比下跌的市场更可怕的可能是没有波动的市场。一方面，今年 9 月 20 日上证指数日内振幅仅为 0.39%，创下过去 14 年以来的新低。在 9 月 30 日，上证指数过去 60 天波动率 0.75% 也已经接近了其 2014 年牛市启动前的最低水平。另一方面，2015 年 6 月股灾以后，再加上今年 3 月份市场波动趋势降低，使得持仓投资者数占比持续减少，截至 8 月底这个数字已降到 45.4%。在散户贡献大部分交易量，投资者对价差的偏好高于价值的 A 股市场，低波动既是投资者情绪低落的反映，长期的低波动也会压制投资者情绪，形成负反馈。

图 1：9 月份主要指数波动率进一步降低



资料来源：Wind，中信证券研究部

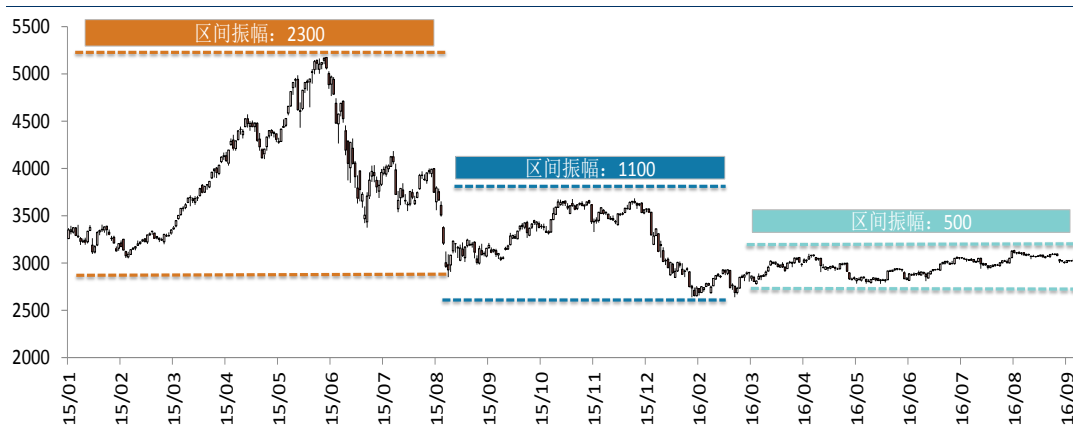
图 2：A 股交易额 9 月亦震荡下行



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们认为，今年 3 月份以来 A 股主要指数的波动率趋势下降主要是受“股灾”后遗症、监管防风险和“国家队”三个因素的综合影响；这些因素会逐步弱化，但短期不会显著改善。A 股低波动的局面短期若要打破必须借助外力。

图 3：后股灾时代，指数波动区间不断缩窄

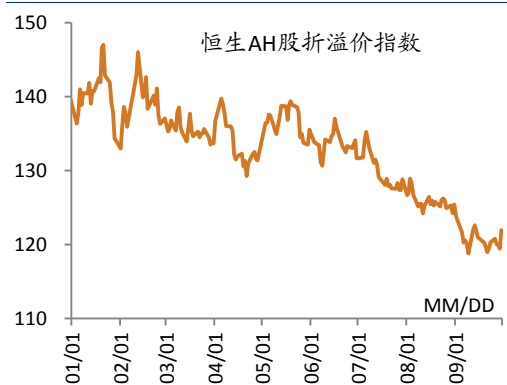


资料来源：Wind，中信证券研究部

后股灾：投资者长期风险偏好待修复

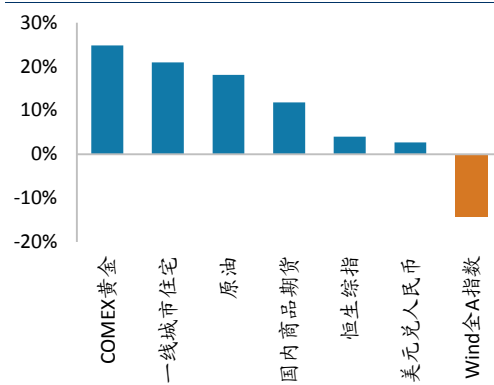
如上图所示，2015 年以来，从“股灾后”到“后股灾”，除了波动中枢下移，A 股最大的特征就是波动率下降，振幅收窄，过去半年多以来上证指数基本维持在 500 点左右的区间窄幅震荡。股灾后投资者对 A 股长期风险偏好下降，以及政策上控制与防范金融风险的导向，是 A 股中期波动区间不断缩窄的重要原因。

图 4：同样的基本面，港股体现出更强竞争力



资料来源：Wind，中信证券研究部

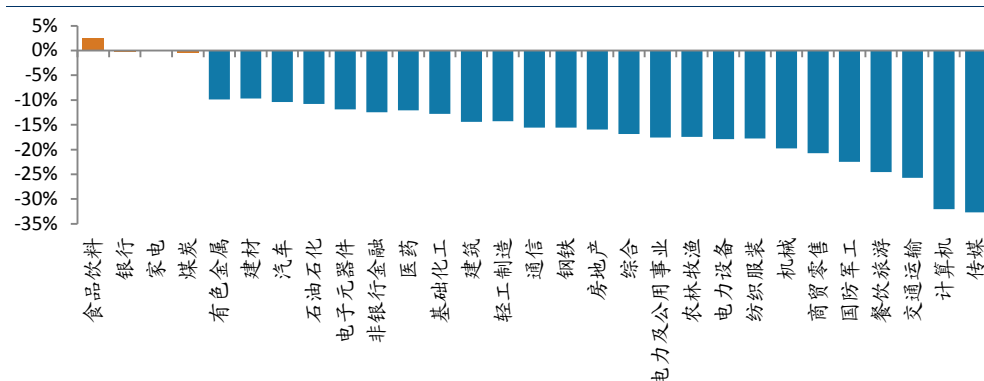
图 5：2016 年前三季主要资产累计收益率



资料来源：Wind，“一线城市住宅”用百城住宅价格指数计算，国内商品期货用的是 Wind 商品期货指数，2016/1/1~2016/9/30 累计收益率；中信证券研究部

股灾的后遗症集中体现在投资者对股市的长期风险偏好难以修复。表现之一是 A 股在资产配置中被边缘化。如上图所示，从 2016 年年初到现在，在国内主要居民可投资的大类资产中，A 股的指数整体表现是比较弱的；而表现最好的是黄金和一线城市房地产。在全球主要股票指数中，上证指数的累计表现也位于倒数，从恒生 AH 折溢价指数来看，在最近几个月，即使有同样基本面的两地上市公司，港股也表现出更强的资金竞争力。

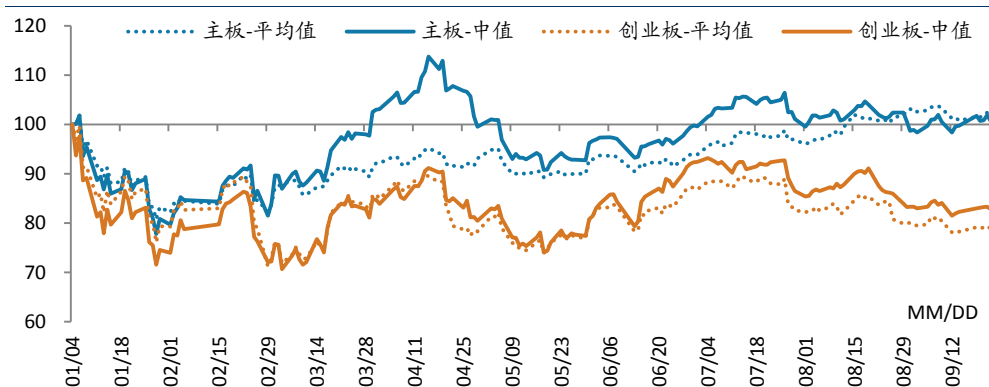
图 6：2016 年年初至今中信一级行业累计收益率



资料来源：Wind，截至 2016/9/30；中信证券研究部

表现之二是 A 股内部分化上也体现出比较明显的风险偏好下行。一方面，2016 年以来，中信一级行业中价值板块和白马集中的部分消费整体跑赢其它板块：食品饮料、银行、家电、煤炭表现明显较优。另一方面，风格上大强小弱比较明显，主板在经历了今年 1 月份的暴跌后，其 P/E 的中位数和平均数都已修复到年初水平，但创业板的 P/E 中位数和平均数只有年初的 82.9%和 78.9%。

图7：2016年主板标的整体表现较好，P/E已基本修复至年初水平（2016/1/4=100）

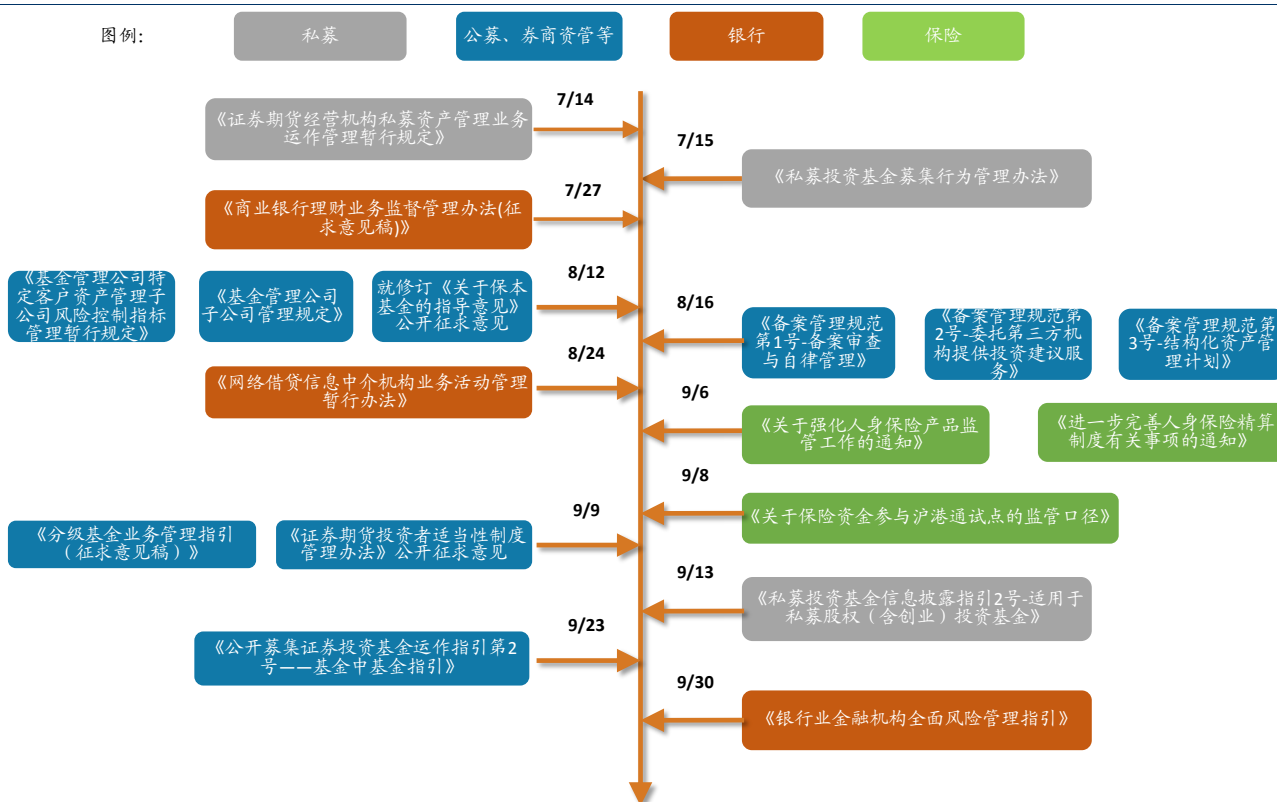


资料来源：Wind，截至2016年9月23日；中信证券研究部

“股灾”的后遗症不会在短期缓解，房地产过热的制约下货币政策进一步宽松的空间十分有限。未来这个因素的破局依赖于外力，特别是与股市竞争资金的房地产、贵金属、美元资产等资产类别预期收益率下行，其中房地产近期的调控政策可能是重要的催化。

防风险：金融监管趋严接近尾声，但杠杆难有拐点

图8：2016年三季度以来，规范杠杆、控制风险、针对产品的金融监管新拼图逐步完成



资料来源：Wind，“一行三会”官方网站；中信证券研究部策略组绘制

趋严和防风险导向的金融监管也是A股波动的重要原因。A股几轮股灾过后，各方面政策对A股的关注度显著提升。如下图所示，7月26日中央政治局会议“金融市场总体平稳运行”的定调下，加强金融监管，特别是规范资金运用，驱赶资金“脱虚向实”成为了金融政

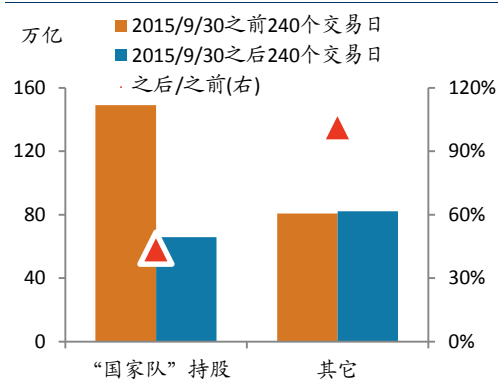
策的重心之一。同时，政治局会议更是极为少见地提出“抑制资产价格泡沫”（应该是针对部分城市的房地产），这进一步体现了监管趋严的政策信号。金融监管趋严，特别是围绕规范资金使用，针对银行理财、各类结构化产品的监管趋严政策密度较大，成为了压制 A 股市场整体风险偏好的重要因素。

一方面，对于金融监管，由于其对杠杆的限制和对新发行金融产品的管制较严，我们认为其限制市场波动的作用依然存在；另一方面，乐观的是，金融监管的整体拼图已基本完成，其后续对市场方向的整体负面影响有限。原因在于，本次监管目的是规范杠杆，限制资金的跨领域错配和跨期错配，但是方法是以金融产品为抓手，主要目标是增量的产品，对存量产品影响有限。另外，主要的规模较大的产品类监管意见和基本导向已经公布，拼图已接近完成。简而言之，监管因素会继续抑制市场波动，但不会成为明显的新利空因素。

“国家队”的因素也不容忽视

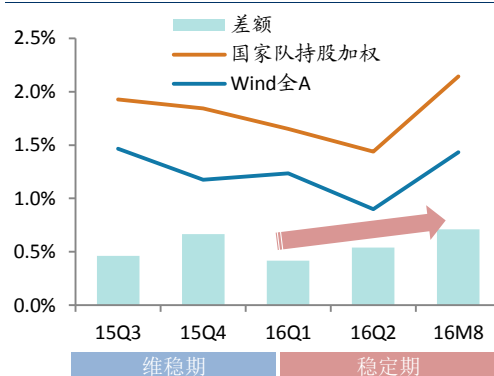
“国家队”为市场提供有效安全边际的同时，其持股样本的交易量下降幅度也比较明显，这会影响到市场波动率。国家队持股的样本汇总显示，被国家队持股（前十大股东）交易量在 2015Q3 之后一年比之前一年下降了 56%，而没有被持股（或者说不能从季报前 10 大股东发现“国家队”持股）的比照样本组交易量变化不大。

图 9：“国家队”持股样本交易量降幅更明显



资料来源：Wind，计算了 2015/9/30 前后 240 个交易日的累积交易量，“国家队”持股采用的是 2016Q2 的财报标准，具体参考表 1 的附注；中信证券研究部

图 10：“稳定期”国家队持股更注重分红



资料来源：Wind，“国家队持股加权”指标是用季末持仓市值加权计算过去 12 个月滚动分红收益率平均数；中信证券研究部

预计未来“国家队”因素的影响会缓慢消退，但还需要时间。一方面，总量上，从财报披露的前十大股东以及季末持股市值汇总，“国家队”的持股市值规模缓慢下降。另一方面，结构上，可以发现市场进入“稳定期”以后，“国家队”持股更注重分红收益率，国家队持股的加权平均分红率相对全市场是提升的。

表 1：“国家队”持仓情况统计

	单位	2015 年三季报	2015 年年报	2016 年一季报	2016 年二季报
国家队持仓总市值	亿元	11251	11529	10284	9992
国家队持仓股票数	只	1192	1082	1076	1040
完全减持个数	只	NA	149	61	61
减持个数	只	NA	675	200	212
增持个数	只	NA	118	221	300

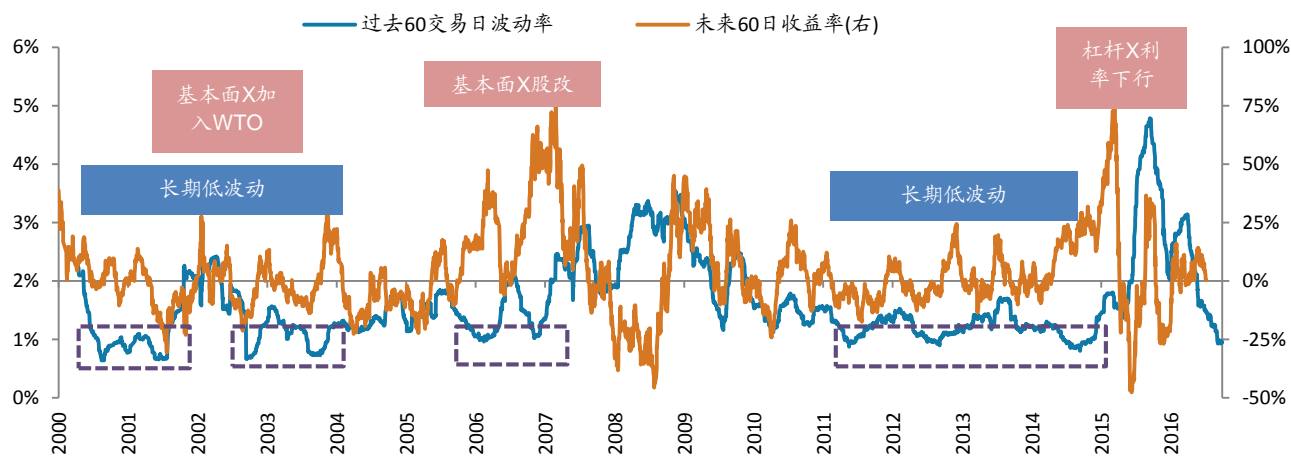
资料来源：Wind，中信证券研究部。

注：不考虑在 2015 年二季度就已经存在的汇金持仓；“国家队”持股的标准是季度报告披露的前 10 大股东名单中出现这三类机构：1）三家中央国家队（中国证券金融股份有限公司、中央汇金投资有限责任公司、中央汇金资产管理有限责任公司）；2）外管局的投资平台（梧桐树，凤山投资、梧桐投资）；3）五家四百亿规模的发起式灵活配置型基金（华夏、嘉实、南方、招商、易方达），十家中证金融资产管理计划。

历史经验显示，走出低波动需要重要变量的拐点和制度共振

以 60 日平均水平衡量，Wind 全 A 指数的波动率已经回落到 2000 年以来的非常低的区间。如下图所示，一方面，从历史经验来看，一旦指数波动率进入极低波动区间，可能会维持较长时间。除了 2007 年牛市的极端情况，一旦指数进入极低低波动区间（2000 年以来波动率均值一倍方差以下，即小于 0.91%），至少会持续 2 个月以上。另一方面，A 股历史上低波动环境中大部分是熊市，牛市较少。

图 11：指数低波动可能是长期的，走出低波动依赖于重要变量的拐点、制度突破以及因素的共振



资料来源：Wind，中信证券研究部策略组绘制 注：计算波动率和收益率使用的是 Wind 全 A 指数。

从历史经验来看，低波动可能是长期的，而走出低波动依赖于重要变量的拐点、制度变化以及这些因素的共振。例如 2001 年四季度指数波动上升主要依赖于基本面的改善和加入 WTO 的催化，但由于实际红利并没有充分释放，指数波动在 3 个季度后又明显回落。2006 年开始的牛市和波动回升依赖于基本面的显著改善和股改制度因素的共振。2014 年的“快牛”打破低波动则依赖于利率水平的下降和资金杠杆这一制度因素的共振。

寻找正能量：房地产新政+基本面因素抬升波动中枢

A 股走出目前的低波动的可能来自两个方面：一是造成目前低波动因素的弱化；二是基本面、利率、杠杆或制度这些因素出现拐点和共振。如前所述，股灾后遗症，监管趋严等抑制 A 股风险偏好和波动的因素短期难显著改善。稳健的货币政策基调与房地产销售过热下利率水平进一步下行空间有限。而趋严的监管下股市杠杆亦难有拐点。A 股短期难以迅速走出低波动困局。

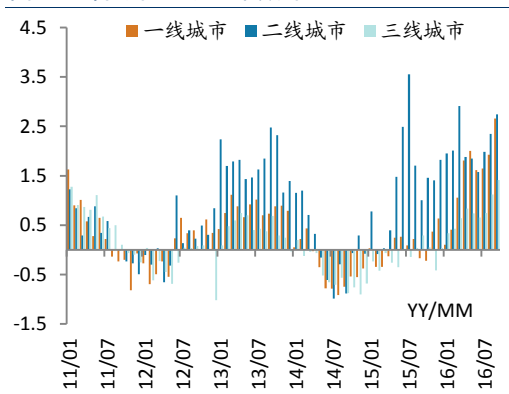
但是，结合近期舆情与宏观判断，我们认为在低波动中抬升指数中枢的积极因素可能来自地产限购和宏观数据：前者冷却地产交易挤出资金，对 A 股形成流动性利好；后者超预期和积极信号增多，改善投资者对基本面的预期。

地产新政挤出资金利好股市，但程度有限

房地产销售的“金九”过后，“银十”应该是没有了。如表 2 所示，受前几个月地产销售火热影响，从一线到二线住宅价格环比加速上涨，为了防范金融风险，在国庆长假期间一二线城市普遍出台了限购限贷政策。如下图所示，可比区间是 2010 年 4 月和 2013 年 11 月

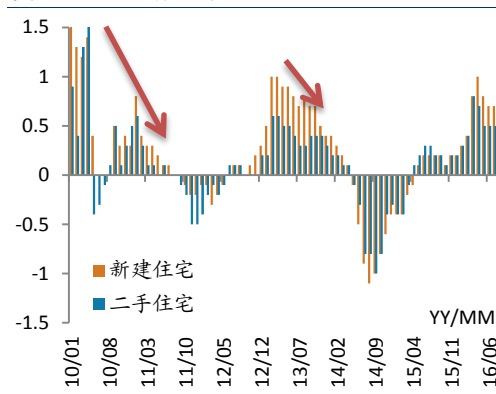
开始的限购限贷，由于直接控制购房的杠杆和资格，房价涨幅被有效抑制。本轮政策规模和力度应该都是空前的，应该能够在短期有效地冷却房地产市场。

图 12: 百城住宅价格指数环比 (%)



资料来源: Wind, 截至 2016 年 9 月, 中信证券研究部

图 13: 70 城房价环比 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 2: 长假期间主要城市房地产调控政策简要情况一览

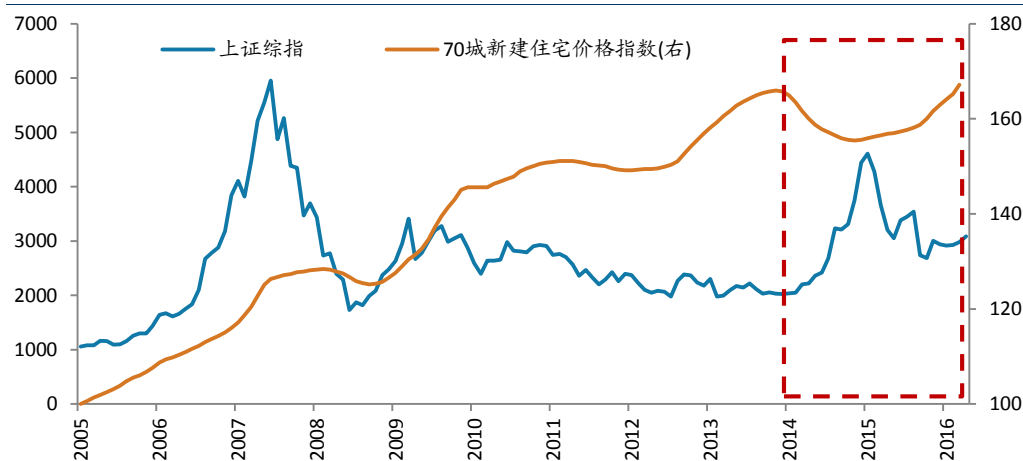
政策	本地家庭	限购政策	外地家庭	限购范围	居民家庭商业性个人住房贷款限贷政策	其他主要政策	政策严格程度排行
深圳	单身限购第二套 非单身家庭限购第三套	连续 5 年社保/个税购买首套 限购第二套	全市	全市	本市无房且无房贷记录, 首付比例 30%; 本市无房但有房贷记录首付比例 50%。本市有房首付比例 70%。	加大土地供应力度、优化土地出让模式、调整户型结构、加强价格监管	1
北京	单身限购第二套 非单身家庭限购第三套	连续 5 年社保/个税购买首套 限购第二套	全市	全市	购买首套普通自住房首付不低于 35%, 非普通自住房不低于 40%(政策性住房除外)。对拥有 1 套住房的, 比例不低于 50%; 非普通自住房不低于 70%。	加大住宅用地供应力度; 加快自住型商品房住房用地供应; 控地价限房价; 7090 政策	2
南京	单身限购第二套 非单身家庭限购第三套	3 年内连续 2 年社保/个税购买首套 限购第二套	主城区 (不含六合区、溧水区、高淳区)	主城区 (不含六合区、溧水区、高淳区)	首次购房首付比例为 30%; 有房贷记录但实际无房、有 1 套住房但没有房贷记录或房贷已结清、首付比例为 50%; 有 1 套房但房贷未结清, 首付比例为 80%。	限地价, 竞保障房资金或面积 预售房价监管	3
上海	单身限购第二套 非单身家庭限购第三套	连续 5 年社保/个税购买首套 限购第二套	全市	全市	对拥有 1 套住房的, 首付比例不低于 50%, 非普通自住房不低于 70%。(首套首付比例 30%, 无房户视为首套)	配建 5% 保障性住房; 提高中小套型比例 (中心城区 70%, 郊区 60% 以上)	4
苏州	限购第四套	2 年内 1 年社保/个税购买第二套 限购第二套	苏州市区 (含吴江区)、昆山市、太仓市	苏州市区 (含吴江区)、昆山市、太仓市	首次购买首付比例为 30%。有房贷记录但实际无房; 有 1 套住房但没有房贷记录或房贷已结清, 首付比例为 50%; 拥 1 套住房但房贷未结清, 首付比例为 80%。	提高住宅用地竞买门槛 土地出让最高限价后一次报价 加强房地产市场监管 加强商品房价格管理	5
广州	限购第三套	5 年内连续 3 年社保/个税购买首套 限购第二套	全市	全市	首套住房和对拥有 1 套住房并已结清相应房贷, 首付款比例 30%。拥有 1 套住房且房贷未结清, 首付比例为 70%。	加大土地供应、加强开发企业、中介、房地产金融监管	6
合肥	限购第三套	2 年内 1 年社保/个税购买首套 限购第二套	市区	市区	首次购房首付比例为 30%; 拥有 1 套住房且无房贷记录或相应房贷已结清、无房但有 1 次房贷记录, 首付比例为 40%; 拥有 1 套住房且房贷未结清, 首付比例为 50%。	规范土地市场 预售房价监管	7
厦门	限购第三套	3 年内 2 年社保/个税购买首套 限购第二套	全市 180 平米及以下	全市 180 平米及以下	首次贷款购买普通商品住房, 首付比例为 30%; 名下有一笔房贷未结清, 购买普通住宅首付比例为 60%, 非普通住宅为 70%。	增加土地供应、加强房地产市场、房地产金融监管	8
东莞	限购第三套	2 年内 1 年社保/个税购买首套 限购第二套	东莞新建商品住房	东莞新建商品住房	首次购买, 首付比例为 30%; 有房贷记录无住房、有房无房贷记录或房贷已结清, 首付比例为 30%; 有房且房贷未结清, 首付比例为 40%。	增加土地供应、规范土地市场、规范房地产市场	9
福州	限购第三套	2 年内累计 1 年社保/个税购买首套 限购第二套	五城区 144 平米及以下	五城区 144 平米及以下	首次购房, 本地家庭首付比例为 30%; 外地家庭不低于 40%。有 1 套房且房贷未结清的, 首付比例不低于 40%。	房地产市场监管	10
珠海	限购第四套	连续 1 年社保/个税购买首套 限购第二套	全市 144 平米及以下	全市 144 平米及以下	首次购买, 首付比例为 30%; 有房贷记录无住房、有房无房贷记录或房贷已结清, 首付比例为 30%; 有房且房贷未结清, 首付比例为 40%。	增加土地供应、规范土地市场、规范房地产市场	11
郑州	限购第三套	限购第二套	九区 180 平米以下	九区 180 平米以下	90 平米以下经济适用房, 首付比例为 25%, 可向下浮动 5%; 首次购买普通住房, 首付比例为 30%; 拥有一套住房且房贷未结清, 首付比例为 40%。	土地出让达到 50% 溢价率后, 限地价竞房价/一次现场报价	12

政策	本地家庭	限购政策 外地家庭	限购范围	居民家庭商业性个人住房贷款限贷政策	其他主要政策	政策严 格程度 排行
济南	限购第四套	限购第二套	全市	购买首套首付比例为 30%，购买二套为 40%。		13
杭州	无限购	限购第二套	市区	首次购买，首付比例为 20%。下列情形首付比例为 30%：无房但有房贷记录；拥有 1 套住房无房贷记录或相应房贷已结清。拥有 1 套住房且相应房贷未结清的首付比例为 50%。	土地竞价溢价率得到 150%时，转为竞投配建养老设施面积	14
武汉	无限购	限购第二套	七主城区和三开发区	拥有 1 套住房，首付比例为 40%。拥有 2 套及以上并已结清相应房贷或还有 1 套房贷未结清的，首付为 40%。		15
天津	无限购	限购第二套	市内六区和武清区	市内六区和武清区范围内购买首套住房的非外地家庭，首付比例不低于 40%。	严格商品房价格申报制度	16
无锡	无限购	限购第二套	全市新建商品住房	首次购买普通住房，首付比例为 20%；已拥有 1 套住房的，首付比例为 40%。	提高住宅用地竞买门槛 设定土地出让最高限价	17
廊坊	无限购	限购第二套	全市	外地家庭首付比例为 30%。	规范房地产市场	18
成都	同一身份自然人、法人只能新购买 1 套商品住房	同一身份自然人、法人只能新购买 1 套商品住房	112 个区县	购买二套房首付比例不低于 40%。	加强商品住房申报价格指导	19
惠州					规范商品房销售、价格、预售资金、金融、中介、广告监督	20
佛山					加强商品房预售、销售代理和经纪、广告、金融、价格监管	21
南宁					加强商品房预售、价格、广告管理	22
其他城市	无限购	无限购		首次购买，首付比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点；对拥有 1 套住房且相应房贷未结清，为不低于 30%。		

资料来源：各地政府，中信证券研究部房地产研究组整理，严厉程度排名为房地产研究小组的主观打分。限购第二套就是不允许买第二套的意思。

与股市竞争资金的不仅只有房地产，但今年以来资金竞争力最强的资产类目无疑是房地产。无论是刚需还是投资性需求，住宅市场在过去十几个月中，特别是股灾以来，对居民部门的资金有着极强的竞争力。房地产限贷趋严对股市的影响如何呢？我们认为，地产调控政策冷却销售后，挤出的资金对股市的流动性有正面影响，但其程度会弱于预期。

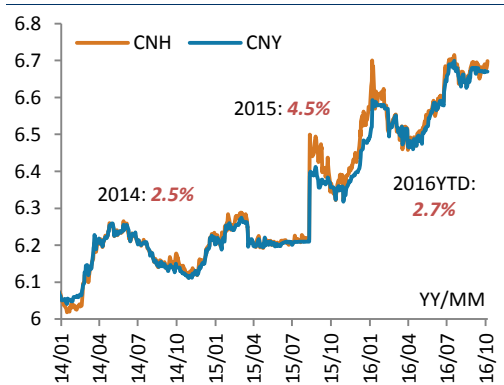
图 14：虽然大部分时间房价与股价相关性不大，但 2014 年以来两者确实是明显负相关的



资料来源：Wind，中信证券研究部

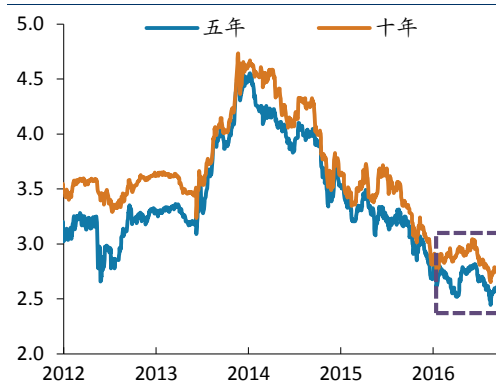
首先，虽然长期来看 A 股指数与住宅价格指数的相关性不明显，2005 至今 11 年来的月度数据显示两者相关系数只有 0.18；但是，2014 年以来这两者的相关系数达到了-0.71，这已经体现出比较明显的负相关。这种负相关形成的大背景是无风险利率从高位掉头下行，资产荒的背景下，地产和股市作为可加杠杆的投资品都受到富余流动性的追捧。

图 15: 人民币处于可控贬值通道 (RMB/USD)



资料来源: DataStream, 标识的是每年人民币兑美元累计贬值幅度, 中信证券研究部

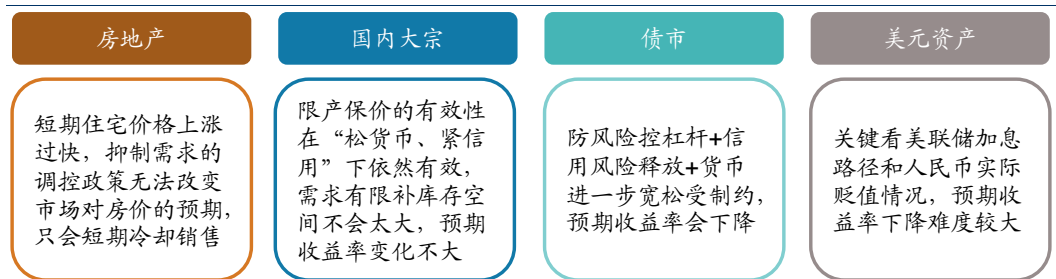
图 16: 无风险利率进一步下行空间有限 (%)



资料来源: CEIC, 数据是国债到期收益率, 中信证券研究部

其次, 这种负相关在当前会明显弱化, 主要原因在于: 1) 无风险利率进一步下行空间有限, 甚至出现了反弹的苗头; 2) 趋严的监管环境下资金加杠杆入市的难度变高, “股灾”过后其相对吸引力也在下降; 3) 政策迅速冷却地产交易后, 在股市和房市间切换的投资资金短期难以从房市抽身迅速进入股市。

图 17: 与股市竞争资金的其它资产预期收益率情况展望



资料来源: 中信证券研究部策略组绘制

最后, 分流房市资金的不仅只有股市。人民币依然处于可控缓慢贬值通道, 而国内大宗商品价格预期还会上涨, 这些渠道同样也会分流房市的资金。即使就房地产本身, 限购限贷的政策也只是抑制了短期需求, 没有改变买卖双方对中期房价上涨的预期。

综上所述, 基于各类资产预期收益率与流动性挤出的判断, 地产调控对股市影响偏正面, 但房价和股价此消彼长的敏感度变弱, 即使房价受政策影响回落, 被挤出的资金对股市的正面影响程度也弱于以往。

基本面改善是另一条重要的线索

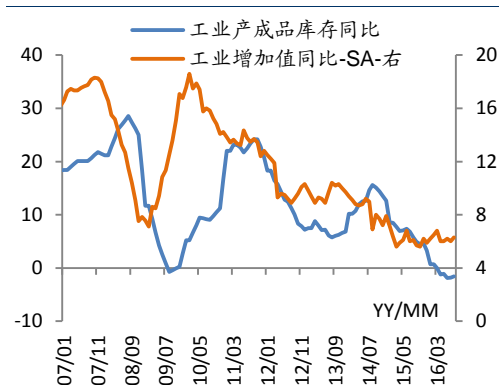
在前几周周报中, 我们强调经济总量指标虽然乏善可陈, 但相比市场悲观预期, 积极信号正在变多, 中国经济超预期指数在过去几周也一直位于 0 以上。8 月份公布的数据显示, 10 个主要指标中有 8 个都优于市场的一致预期。根据目前 Wind 汇总的市场一致预期情况, 9 月主要实体经济增长指标会弱于 8 月, 而金融和物价数据会优于 8 月。而相对市场已经比较疲弱的预期, 我们认为 9 月实体数据依然存在超预期空间。

表 3：相对市场已经比较疲弱的预期，9月实体数据依然存在超预期空间

宏观指标	单位	2016年2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月F	差
工业增加值	当月同比%	4.9	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.2	↓
FAI完成	累计同比%	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.1	=
社消零售总额	当月同比%	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.5	↓
出口金额	当月同比%	-26.8	9.0	-3.7	-5.7	-5.6	-5.6	-2.8	-4.6	↓
进口金额	当月同比%	-13.7	-7.9	-11.0	-0.3	-8.7	-12.6	1.5	-1.5	↓
贸易差额	亿美元	300	267	424	469	471	500	520	513	↓
M2	当月同比%	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.7	↑
新增人民币贷款	亿元	7266	13700	5556	9855	13800	4636	9487	11000	↑
CPI	当月同比%	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.7	↑
PPI	当月同比%	-4.9	-4.3	-3.4	-2.8	-2.6	-1.7	-0.8	-0.3	↑

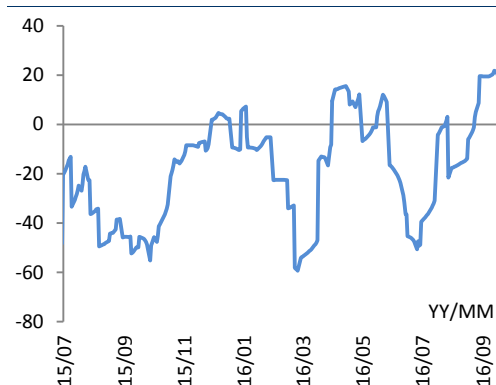
资料来源：Wind，截至 2016/10/8 可得数据，9 月为预期值，红色单元格表示该数据公布时超过市场一致预期，蓝色单元格表示该数据公布时低于市场一致预期；中信证券研究部

图 18：本轮补库存周期可能刚刚起步（同比%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

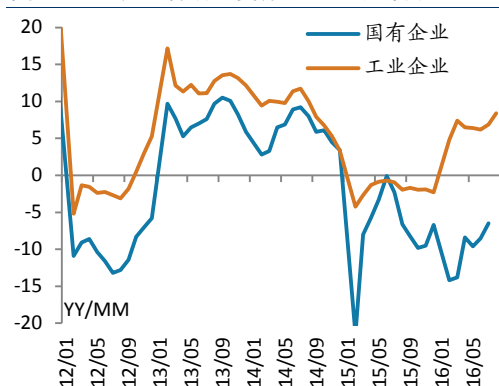
图 19：近期国内数据与预期整体优于预期



资料来源：DataStream，花旗中国经济超预期指数；中信证券研究部

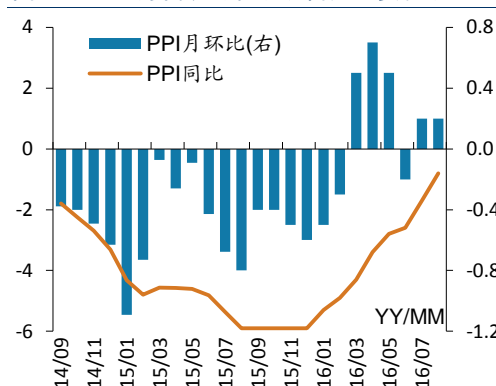
一方面，我们在今年 7 月月报《伐谋结构市、布局周期品》中强调过，经济已经进入缓慢补库存的周期。从今年 6 月份开始，工业库存同比从底部-1.9%缓慢回升至-1.6%。工业补库存徐徐展开，财政和 PPP 发力维持基建投资高增速，房地产销售超预期带动可选消费回暖，这些因素使得经济数据超预期的正面信号不断增多。

图 20：宏观利润增速复苏明显（累计同比%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 21：PPI 为代表的物价改善是主要驱动（%）

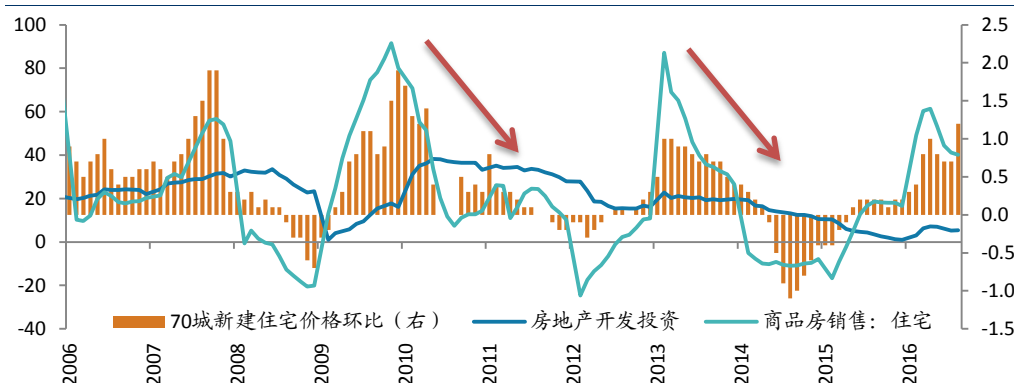


资料来源：Wind，中信证券研究部

另一方面，宏观层面数据的超预期，特别是以 PPI 为代表的价格回暖会体现到宏观盈利的改善上，有利于改善市场对 A 股的基本面预期，抬升市场波动的中枢。其背后也反映了部分中观行业的景气改善，这会成为 10 月 A 股行业配置的重要线索。

另外，可能会有投资者担心地产新政冷却销售后影响房地产投资和与其相关的可选消费，从而影响实体经济。这要分两方面看：一方面，如下图所示，就房地产投资而言，之前的两轮限购在冷却销售的同时，并没有对房地产开发投资增速形成明显的负面影响，从 2010~2015 年房地产投资增速下行的趋势性原因在于中国进入了后地产时代。另一方面，与房地产相关的可选消费基本滞后于房屋销售 6~9 个月左右，市场确实担忧 2017 年下半年后装潢、家电、建材等可选消费同比增速的回落。对此，我们认为家具、厨电等高弹性品种确实会受到影响，但由于新政集中在一、二线城市，其它品类整体影响不大。

图 22：限购、房价、地产销售与投资



资料来源：Wind，截至 2016/9/30；中信证券研究部

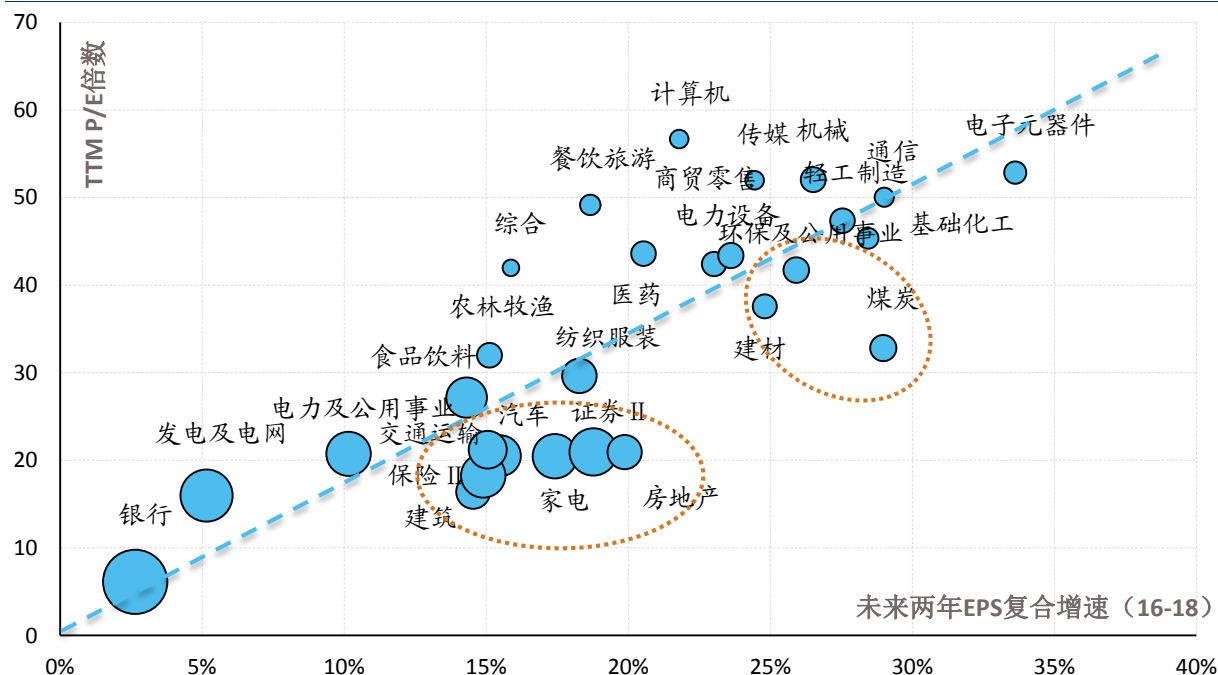
投资建议：紧扣业绩+景气主线，穿越低波动困局

重视业绩与配置性价比

市场低波动的特征短期难以明显打破，而地产新政挤出资金与基本面向好有利于抬升波动区间中枢，市场处于整固期，主要的机会还是结构上的。这种背景下，我们认为中期的行业配置首先应考虑未来业绩预期与当前估值水平确定的配置性价比。

如上图所示，各行业气泡大小代表 12 个月滚动的分红收益率，横轴表示这些行业中机构预测覆盖的样本在 2016~2018 年两年的盈利复合增速，而纵轴是 TTM-PE。基于配置性价比的角度，我们推荐关注远期 PEG 处于市场平均水平之下的行业，如业绩增速比较稳定的汽车、家电、建筑和交通运输；以及业绩弹性比较大的建材、煤炭、环保。

图 23：低波动期整体配置思路：重视业绩弹性与配置性价比



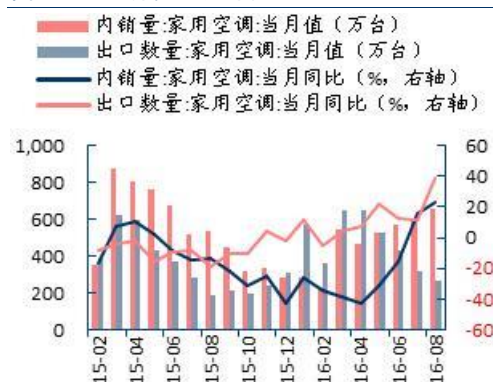
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：只统计 Wind 上有 3 家以上机构覆盖的股票，共计 1065 家，气泡大小代表行业过去 12 个月滚动分红收益率，横轴代表这些行业内的标的在 2016~2018 年两年的归母净利润复合增速，截至 2016 年 9 月 26 日可得数据。

聚焦高景气或景气边际改善的领域

在以上原则的基础上，具体到 10 月份的配置，结合中观数据进一步筛选细分领域，我们建议投资者布局三条景气处于高位或边际向好的主线。

其一，消费链上，我们看好文化休闲相关消费增长和住房相关产品消费。家电增速略微放缓，家电“四大件”中家用空调持续旺销，智能家电加速发展。

图 24：空调内外销，同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

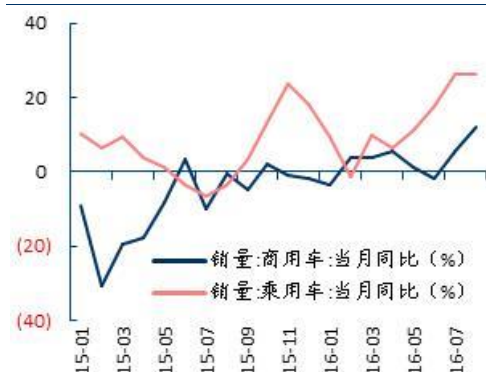
图 25：空调厂商库存 vs 库存内销比



资料来源：Wind，中信证券研究部

其二，看好汽车类产品消费，乘用车的销量同比增速达到近 3 年来的高点，而商用车改变长年负增长的常态，乘用车中 MPV 与 SUV 销量持续高速增长。新能源汽车继续保持高速增长，产业链迎来长期利好。

图 26: 乘用车 vs 商用车销量, 同比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

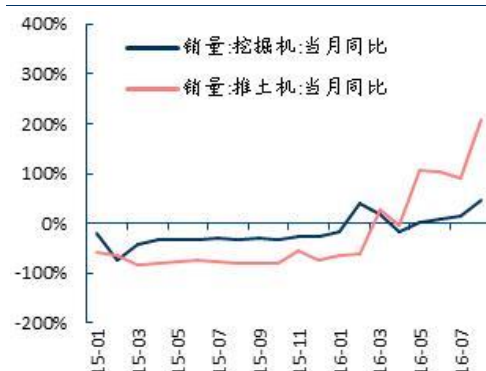
图 27: 新能源车销量



资料来源: Wind, 中信证券研究部

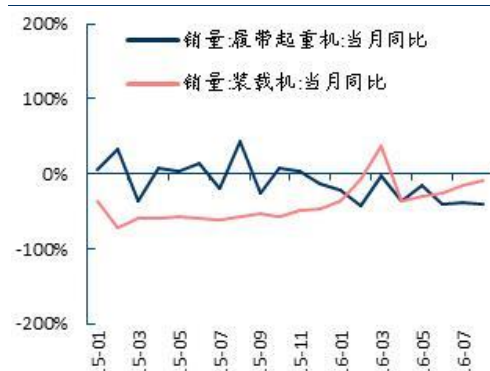
其三，中游投资链上中，看好工程机械和建材中的水泥，玻璃相关子行业。房地产火爆与 PPP 项目加速推广助力工程机械的挖掘机、推土机、压路机销量大幅增长。8 月工程机械行业挖掘机销量同比增长 44.9%（上期值 13.2%），推土机销量同比增长 208%（上期值 89.2%），压路机销量同比增长 22.2%（上期值 1.7%）。房地产市场持续火爆与 PPP 大型基建项目加速推广是推动工程机械行业销量增长的主要原因。

图 28: 挖机和推土机销售同比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

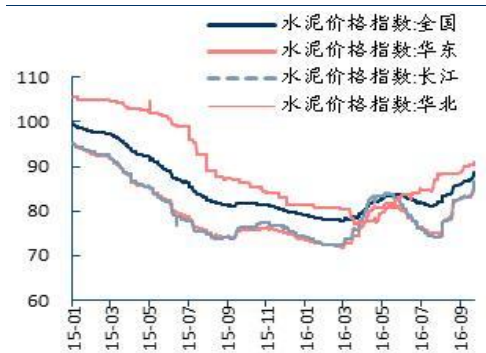
图 29: 起重机和装载机销售同比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

9 月全国水泥价格继续上涨。房地产行业的持续回暖给地产后周期的建材行业带来机会，并且近期 PPP 项目推进规模扩张，带动水泥需求增长。玻璃价格上涨迅猛，开工率上涨放缓。“金九银十”是玻璃的旺季，十月玻璃价格有望维持坚挺。

图 30: 水泥价格: 华东, 华南和华北



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 31: 玻璃价格



资料来源: Wind, 中信证券研究部

10 月亮马组合：注重配置性价比，紧扣业绩+景气主线

综合业绩预期和估值决定的配置性价比，再考虑近期中观景气与节内事件影响。10 月份亮马组合重点配置的行业和建议配置权重是：汽车（20%）、家电（20%）、煤炭（20%）、石油石化（15%）、建材（15%）、交通运输（10%），行业逻辑见表 4。个股组合方面，以行业选择为基础，结合中信证券研究部分析师的意见，10 月亮马个股组合是：富奥股份、长城汽车、格力电器、三花股份、西山煤电、阳泉煤业、中国巨石、中国石油、洲际油气、大杨创世。这些股票的具体 EPS 预测和个股逻辑见表 5。

表 4：10 月亮马行业组合配置情况

行业	权重	配置逻辑
汽车（中信一级）	20%	行业景气度较高，部分子领域景气持续提升
家电（中信一级）	20%	景气度环比向上的百点，特别是空调板块值得关注
煤炭（中信一级）	20%	供给侧出清、价格上涨，业绩改善，估值较低
石油石化（中信一级）	15%	受益于节内油价上涨，估值优势比较明显
建材（中信一级）	15%	水泥、玻璃等子行业短期景气边际改善
交通运输（中信一级）	10%	配置性价比比较高，且快递领域业绩与事件催化，值得关注
累计	100%	

资料来源：中信证券研究部策略组

表 5：2016 年 10 月亮马个股组合盈利预测、估值及推荐逻辑（元，倍）

标的名称	股价	盈利预测			估值	推荐逻辑
		2016E	2017E	2018E	2016P/E	
富奥股份	9.40	0.57	0.66	0.76	16.5	高景气重卡领域“隐形”冠军，处于价值洼地，业绩有望继续超预期
长城汽车	10.69	1.10	1.27	1.36	9.7	预计 Q3 盈利增速较高，公司加快新车投放进程，H7 销量有望超预期
格力电器	22.22	2.49	2.81	3.11	8.9	受益于景气度环比向上的空调产业链，业绩稳定，高分红
三花股份	10.40	0.44	0.55	0.64	23.6	空调行业复苏带动主业的反转，公司在制冷零部件行业地位稳固，业绩弹性较大
西山煤电	9.58	0.10	0.21	0.23	95.8	煤炭限产保价平衡难打破，受益供给侧出清与价格上涨
阳泉煤业	6.87	0.11	0.25	0.29	62.5	煤炭限产保价平衡难打破，受益供给侧出清与价格上涨
中国巨石	10.87	1.05	1.18	1.31	10.2	受益于玻璃板块短期景气上行
中国石油	7.22	0.07	0.17	0.30	103.1	受益油价上涨，有估值优势
洲际油气	7.99	-0.08	0.21	0.47	-	收购涪洲鑫科后完全控股，将拥有班克斯公司、基傲投资 100% 股权
大杨创世	28.41	0.40	0.48	0.55	71.0	快递行业整体高景气，加上即将到来的“双 11”预期催化

资料来源：Wind，中信证券研究部；注：股价截至 9 月 30 日收盘，西山煤电、阳泉煤业盈利预测来源于 wind 一致预期，其它盈利预测来源于中信证券研究部行业分析师。

风险因素

9 月份宏观经济数据显著低于预期，人民币兑美元加速贬值；如果本轮房地产限购政策导致住宅价格明显下行，资本加速外逃，可能会影响我们的最终推荐。

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 2016 版权所有。保留一切权利。

房地产行业跟踪报告

政策警惕楼市过度金融化
市场波动或加剧

2016年10月9日

投资要点

- ❖ **各地纷纷出台楼市调控政策。**黄金周期间，为遏制房价过快上涨，北京、深圳、南京等多个一二线城市出台了以限购、限贷和增加土地供给为核心的地方性地产调控政策。我们认为，当前不少城市房地产市场热度过高，调控降温十分必要。
- ❖ **房地产金融属性越来越强，限贷政策或最有成效。**房价上涨最初是因为供不应求。但房价在最近几年持续上涨，主要不是居住需求无法得到满足，而是大量居民将房屋作为“储蓄容器”，不断增加不动产配置，以求资产保值增值。因此，限制居民继续配置不动产的行为，控制居民杠杆才有可能遏制房价过快上涨。个人住房贷款成为新增贷款的主体，居民加速配置不动产，银行加速向不动产相关资产倾斜，风险不断集聚。我们相信，限贷政策严格执行，将有效避免房地产金融属性不断增强。
- ❖ **预计增加土地供给效果不彰。**我们认为，我国绝大多数地方并无房屋严重短缺。居民资产配置需求在短期内脱离居住需要。这时候，单纯增加土地供应虽然可能降低房租，却未必可以降低房价。比起增加土地供给来说，适当变更土地出让方式，避免出现地王，对于防范楼市风险更有效。
- ❖ **市场展望——去金融化和局部超调。**我们认为，政府投资可能拉动社会融资需求，银行体系对于个人信贷的重视程度很难继续上升。如果美国加息，基准利率很难继续下降。按揭贷款加权平均利率可能在2017年出现向上拐点。由于前期基本面羸弱且限贷政策很严厉，深圳、南京和苏州等个别城市存在房价下跌风险。其他城市，则更可能出现景气整体回落，销售清淡的局面。我们预计开发投资保持稳定，因为建安成本占房价比例降低，削减建安投入必要性大大降低。
- ❖ **风险提示：政策超调的风险。**个别城市房价下跌之后，将再次考验政策的稳定性。
- ❖ **调控在预期内，短期波动无碍企业长期价值。**企业对调控有准备，2016年春天后上市公司拿地不算疯狂，且主动调整负债结构降低短期压力。资本市场也从未根据2016年9月的房价给地产股估值。全社会无风险利率较低，增量资金认可不动产资源价值的逻辑仍在中长期成立。我们建议投资者在调整之后（不含有事件驱动的中国恒大，内房龙头在政策出台后平均下跌约3.4%）把握板块配置机会。我们重点推荐在2016年全年不多拿地的金融街、华夏幸福和嘉宝集团。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE			
				15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
嘉宝集团	买入	16.08	15.97	0.40	0.65	0.75	0.96	40.2	24.7	21.4	16.8
新城控股	买入	12.63	16.77	0.83	1.08	1.38	1.67	15.2	11.7	9.2	7.6
世联行	买入	8.15	不适用	0.25	0.33	0.41	0.51	32.6	24.7	19.9	16.0
华夏幸福	买入	28.23	26.51	1.62	2.19	2.93	3.43	17.4	12.9	9.6	8.2
招商蛇口	买入	15.98	25.82	0.87	1.10	1.32	1.54	18.4	14.5	12.1	10.4
世茂股份	买入	7.66	10.37	0.76	0.84	0.97	1.06	10.1	9.1	7.9	7.2
泰禾集团	增持	18.52	22.31	1.06	1.38	1.77	2.27	17.5	13.4	10.5	8.2
金融街	买入	11.79	23.96	0.75	0.92	1.00	1.14	15.7	12.8	11.8	10.3
金地集团	增持	11.99	12.85	0.71	0.87	1.10	1.17	16.9	13.8	10.9	10.2
上海临港	增持	21.57	15.71	0.21	0.27	0.38	0.45	102.7	79.9	56.8	47.1
中国国贸	增持	22.13	33.80	0.62	0.66	0.82	0.91	35.7	33.5	27.0	24.3
首开股份	买入	12.57	19.96	0.81	0.88	1.27	1.57	15.5	14.3	9.9	8.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2016年9月30日收盘价



强于大市（维持）

中信证券研究部

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

行业表征指标

行业表征指标	指标走向
行业景气趋势	→
行业利润增长率	→
行业估值水平	19 (PE)
行业投资评级	强于大市

相关研究

1. 房地产行业周报 226 期——燕郊：大都市的卫星城代表 (2016-09-28)
2. 房地产行业跟踪快报——量缩价涨，资源重估机会 (2016-09-22)
3. 房地产行业重大事项点评——北京：核心区功能升级和新城区实心化 (2016-09-20)
4. 房地产行业重大事项点评——热销徐徐，政策阵阵 (2016-09-19)
5. 房地产行业周报第 225 期——大连：艰难去库存的东北城市 (2016-09-14)
6. 房地产行业 2016 年 8 月数据点评——热销持续，投资企稳 (2016-09-14)

近期多个城市出台调控政策

2016年9月30日到10月7日，北京、天津、成都、郑州、深圳等很多前期房价上涨幅度较快的城市纷纷出台了调控政策。这些政策，大多从限购、限贷和增加土地供应三个方面入手，试图遏制房价上涨过快的势头。政策上启2016年3月以来上海/深圳等地的调控，却比当时调控的力度更大，措施更多，波及范围更广。至此，中国所有的，房价上涨较多的一二线城市，在今年都迎来了新的调控措施。

表 1：2016 年各地出台政策一览

政策	本地家庭	外地家庭	限购范围	居民家庭商业性个人住房贷款限贷政策	其他主要政策	政策严格程度排行
深圳	单身限购第二套 非单身家庭限购第三套	连续5年社保/个税购买首套 限购第二套	全市	本市无房且无房贷记录，首付比例30%；本市无房但有房贷记录首付比例50%。本市有房首付比例70%。	加大土地供应力度、优化土地出让模式、调整户型结构、加强价格监管	1
北京	单身限购第二套 非单身家庭限购第三套	连续5年社保/个税购买首套 限购第二套	全市	购买首套普通自住房首付不低于35%，非普通自住房不低于40%（政策性住房除外）。对拥有1套住房的，比例不低于50%；非普通自住房不低于70%。	加大住宅用地供应力度；加快自住型商品住房用地供应；控地价限房价；7090政策	2
南京	单身限购第二套 非单身家庭限购第三套	3年内连续2年社保/个税购买首套 限购第二套	主城区（不含六合区、溧水区、高淳区）	首次购房首付比例为30%；有房贷记录但实际无房、有1套住房但没有房贷记录或房贷已结清、首付比例为50%；有1套住房但房贷未结清，首付比例为80%。	限地价，竞保障房资金或面积 预售房价监管	3
上海	单身限购第二套 非单身家庭限购第三套	连续5年社保/个税购买首套 限购第二套	全市	对拥有1套住房的，首付比例不低于50%，非普通自住房不低于70%。（首套首付比例30%，无房户视为首套）。	配建5%保障性住房；提高中小套型比例（中心城区70%，郊区60%以上）	4
苏州	限购第四套	2年内1年社保/个税购买第二套 限购第二套	苏州市区（含吴江区）、昆山市、太仓市	首次购买首付比例为30%。有房贷记录但实际无房；有1套住房但没有房贷记录或房贷已结清，首付比例为50%；拥1套住房但房贷未结清，首付比例为80%。	提高住宅用地竞买门槛 土地出让最高限价后一次报价 加强房地产市场监管 加强商品房价格管理	5
广州	限购第三套	5年内连续3年社保/个税购买首套 限购第二套	全市	首套住房和对拥有1套住房并已结清相应房贷，首付款比例30%。拥有1套住房且房贷未结清，首付比例为70%。	加大土地供应、加强开发企业、中介、房地产金融监管	6
合肥	限购第三套	2年内1年社保/个税购买首套 限购第二套	市区	首次购房首付比例为30%；拥有1套住房且无房贷记录或相应房贷已结清、无房但有1次房贷记录，首付比例为40%；拥有1套住房且房贷未结清，首付比例为50%。	规范土地市场 预售房价监管	7
厦门	限购第三套	3年内2年社保/个税购买首套 限购第二套	全市 180平米及以下	首次贷款购买普通商品住房，首付比例为30%；名下有一笔房贷未结清，购买普通住宅首付比例为60%，非普通住宅为70%。	增加土地供应、加强房地产市场、房地产金融监管	8
东莞	限购第三套	2年内1年社保/个税购买首套 限购第二套	东莞新建商品住房	首次购买，首付比例为30%；有房贷记录无住房、有房无房贷记录或房贷已结清，首付比例为30%；有房且房贷未结清，首付比例为40%。	增加土地供应、规范土地市场、规范房地产市场	9
福州	限购第三套	2年内累计1年社保/个税购买首套 限购第二套	主城区144平米及以下	首次购房，本地家庭首付比例为30%；外地家庭不低于40%。有1套房且房贷未结清的，首付比例不低于40%。	房地产市场监管	10
珠海	限购第四套	连续1年社保/个税购买首套 限购第二套	全市144平米及以下	首次购买，首付比例为30%；有房贷记录无住房、有房无房贷记录或房贷已结清，首付比例为30%；有房且房贷未结清，首付比例为40%。	增加土地供应、规范土地市场、规范房地产市场	11
郑州	限购第三套	限购第二套	九区 180平米以下	90平米以下经济适用房，首付比例为25%，可向下浮动5%；首次购买普通住房，首付比例为30%；拥有一套住房且房贷未结清，首付比例为40%。	土地出让达到50%溢价率后，限地价竞房价/一次现场报价	12
济南	限购第四套	限购第二套	全市	购买首套首付比例为30%，购买二套为40%。		13
杭州	无限购	限购第二套	市区	首次购买，首付比例为20%。下列情形首付比例为30%：无房但有房贷记录；拥有1套住房无房贷记录或相应房贷已结清。拥有1套住房且相应房贷未结清的首付比例为50%。	土地竞价溢价率得到150%时，转为竞投配建养老设施面积	14

政策	本地家庭	限购政策 外地家庭	限购范围	居民家庭商业性个人住房贷款限贷政策	其他主要政策	政策严格 程度排行
武汉	无限购	限购第二套	七主城区和三开发 区	拥有 1 套住房，首付比例为 40%。拥有 2 套及以上并已结清相应房贷或还有 1 套房贷 未结清的，首付为 40%。		15
天津	无限购	限购第二套	市内六区和武清区	市内六区和武清区范围内购买首套住房的 非外地家庭，首付比例不低于 40%。	严格商品房价格申报制度	16
无锡	无限购	限购第二套	全市 新建商品住房	首次购买普通住房，首付比例为 20%；已拥 有 1 套住房的，首付比例为 40%。	提高住宅用地竞买门槛 设定土地出让最高限价	17
廊坊	无限购	限购第二套	全市	外地家庭首付比例为 30%。	规范房地产市场	18
成都	同一身份自然 人、法人只能新 购买 1 套商品 住房	同一身份自然人、 法人只能新购买 112 个区县 套商品住房		购买二套房首付比例不低于 40%。	加强商品房申报价格指 导	19
惠州					规范商品房销售、价格、 预售资金、金融、中介、 广告监督	20
佛山					加强商品房预售、销售代 理和经纪、广告、金融、 价格监管	21
南宁					加强商品房预售、价格、 广告管理	22
其他 城市	无限购	无限购		首次购买，首付比例为 25%，各地可向下浮 动 5 个百分点；对拥有 1 套住房且相应房贷 未结清，为不低于 30%。		

资料来源：各地政府网站，中信证券研究部整理，严厉程度排名为我们的主观打分。限购第二套就是不允许多买第二套的意思。

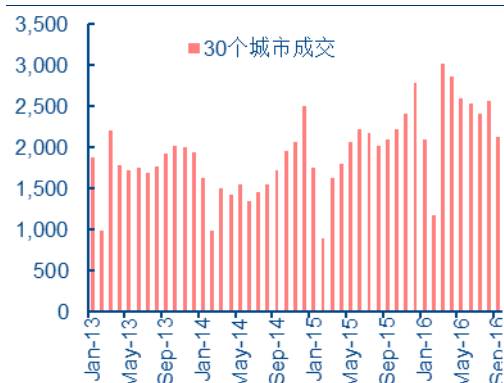
部分城市市场高热，调控降温十分及时

全国部分一二线城市市场高热

到 2016 年 9 月，百城新房价格环比上涨了 2.83%，达到近年来较高的涨幅，81 个城市房价环比上涨，热销已成燎原之势。同比来看，百城新房房价比去年同期上涨 16.6%。北京、上海等十大城市（新建）住宅均价为 24372 元/平方米，环比上涨 3.41%，涨幅比上月扩大 0.69 个百分点，同比则上涨 21.5%，涨幅比上月扩大 3.43 个百分点。

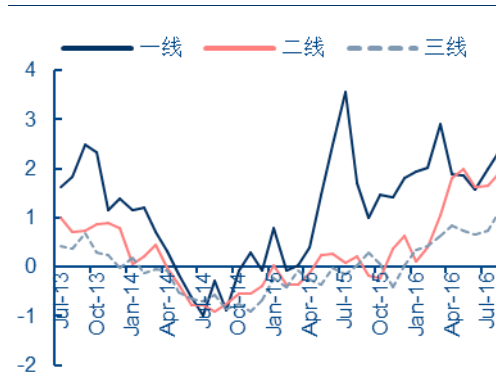
部分一二线城市市场已经进入高热阶段。2016 年 9 月当月，武汉、天津、杭州和北京二手住宅分别环比上涨了 5.4%、4.4%、2.8%和 2.8%，涨幅的确已经不小。

图 1：30 个城市成交月变动 单位：万平方米



资料来源：Wind

图 2：不同城市房价同比增长 单位：%



资料来源：中国指数研究院

各地的可销售资源出现了明显的下降。2016 年 9 月底，十大城市的狭义库存下降到 7811 万平方米，比 2014 年年底的高点（10166 万平方米）下降 23%。到了 2016 年 9 月时，房价上

涨加速，销售面积增长却乏力，30个重点城市销售面积同比接近0增长。越来越多的企业出色完成销售任务，缺乏推货动力，开始调高销售价格。如果没有外力干预，预计房价会加速上涨。政策出台非常及时。

北京市场——热度过高，亟需退烧的样本分析

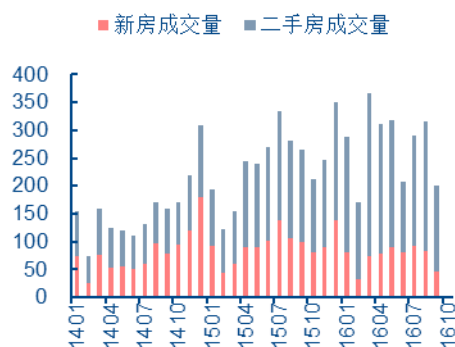
北京在中国房地产市场里有极为特殊的意义，北京调控政策的出台是全国性的事件。北京的政策出台，也就说明了全国的房地产周期进入了新的阶段。

- 第一、北京是中国的政治文化中心，是我国首都，也是三大一线城市里头人口管理最为严格，落户难度最大的城市，更是房价最高的城市之一。北京是否加码房地产政策，一定程度在告诫各地是否需要出台一定的调控政策。北京房地产政策的手段，一定程度上为其他城市调控指明了方向。
- 第二、北京一直是我国需求限制政策最为严厉的区域（限购最严格，限贷最严格）。北京的政策，基本可以理解为需求管理政策严格的上限。北京出台更加严格的限贷政策，就说明未来各地的限贷政策可能更加严格。北京此次没有出台更严格的限购政策，也说明未来各地限购政策继续加码的可能性并不大。
- 第三、北京/深圳/上海等地一起，是我国二手房成交最活跃的区域。二手活跃的市场和一手为主的市场有所区别。北京等地的政策可能具备前瞻性。

近期北京的房地产市场出现明显的过热现象。从链家网披露的每日成交数据（相比较官方数据更为及时）看，从4月开始北京二手房成交量持续上涨，在一个二手房为主的市场，这种交易的放量也引发了房价的快速上涨。

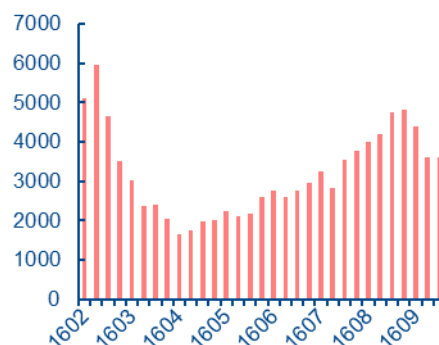
8月北京参考均价为51558元/平米，环比上月上涨4.32%，同比去年上涨36.17%。在北京房价上涨最快的10个小区中，房价同比涨幅的平均数为91%。房价的上涨推动了恐慌性需求入市，进而推动交易量上涨，量价强化机制，如果没有外部政策的干预，市场很难实现平稳。

图3：北京住房交易量（万平米）



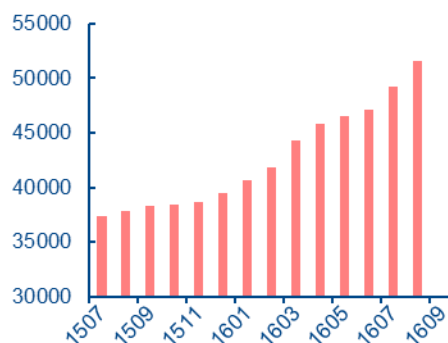
资料来源：WIND，中信证券研究部

图4：北京链家每周成交量（套）



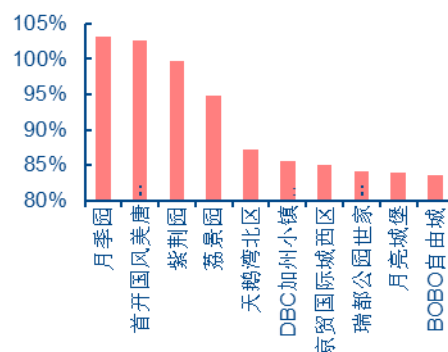
资料来源：链家网、中信证券研究部

图 5：北京二手房成交均价（元/平米）



资料来源：链家网、中信证券研究部

图 6：8 月北京房价同比涨幅最高的 10 个小区



资料来源：链家网、中信证券研究部

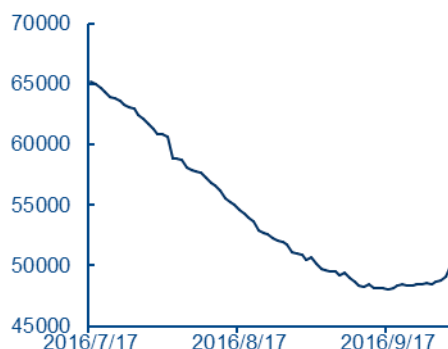
北京土地供给有限。2008 年到 2016 年上半年，北京出让住宅类土地按规划建为 8745 万平方米，同期新建商品房成交 10392 万平米，考虑到住宅类土地的配建的商业、保障房等，住房的实际库存下降更为明显。另外二手房业主的初始成本、持有成本低，容易受各种信息影响，再加上限购（有些多套房的业主出售后可能无法再买回）因素，整体供应不稳定。一旦房价上涨，二手房有效供应可能会很快缩减。北京二手房交易中，82.2%的住房被 40 岁以下年轻人买走，对于北京这样对年轻人极具吸引力的城市，意味着住房旺盛的需求可能会持续。没有必要的干预，短期的价格上涨幅度会在可销售货值下降之后更快上涨。

图 7：北京新房狭义库存（套）



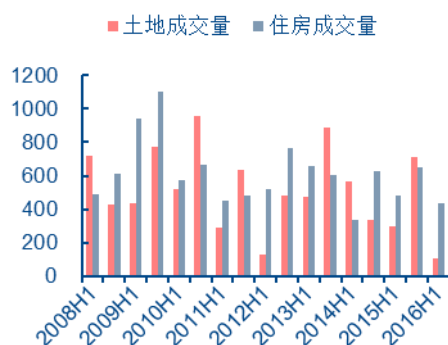
资料来源：WIND，中信证券研究部

图 8：北京二手房可售规模（套）



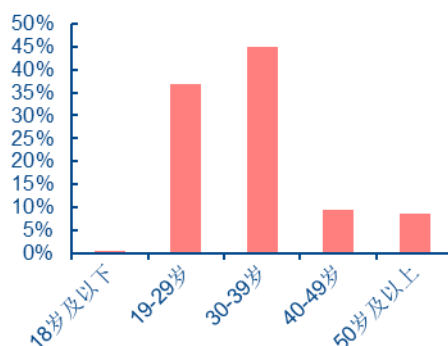
资料来源：链家网、中信证券研究部

图 9：北京住宅类土地和新建住房成交量
单位：万平米



资料来源：WIND，中信证券研究部

图 10：北京 2015 年二手房交易中买家的年龄结构分布



资料来源：链家研究院、中信证券研究部

北京市场的调控是及时的，也是必要的。

表 2：北京 930 调控政策一览

政策	主要内容
土地供应	加大中低价位、中小套型普通商品住房的供应比例，保证套型建筑面积 90 平方米以下住房面积所占比重不低于 70%。
自住房供应	除东城、西城、石景山外，其他区要于 2016 年内尽快安排一批自住型商品住房用地入市交易。
土地价格	试点采取限定销售价格并将其作为土地招拍挂条件的措施，有效控制房地产价格快速上涨。鼓励房地产开发企业自持部分住宅作为租赁房源，满足城市居民租房需求。
信贷政策	购买首套普通自住房的首付款比例不低于 35%，购买首套非普通自住房的首付款比例不低于 40%(自住型商品住房、两限房等政策性住房除外)。对拥有 1 套住房的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房的，无论有无贷款记录，首付款比例均不低于 50%；购买非普通自住房的，首付款比例不低于 70%。
开发商企业管理	对报价明显高于周边在售项目价格和本项目前期成交价格且不接受指导的商品住房项目，不许销售。对取得预售许可或办理现房销售备案的房地产开发项目，要在规定时间内一次性公开全部销售房源。
经纪公司管理	不得违规独占房源信息、哄抬房价。严禁从事首付贷及自我融资、自我担保、设立资金池等场外配资金融业务。

资料来源：北京市政府网站

表 3：近几年北京限购政策变化

时间	首套	二套
2010 年 4 月	对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭(包括借款人、配偶及未成年子女，下同)，贷款首付款比例不得低于 30%。	对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。
2011 年 2 月		各金融机构和北京住房公积金管理中心对贷款购买第二套住房的家庭，要切实执行“首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍”的政策。
2013 年 4 月	对贷款购买首套自住住房的家庭，继续执行最低首付款比例 30% 的规定。	对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不得低于 70%。对在北京市住房和城乡建设委员会房屋登记信息系统中显示无房、在中国人民银行个人信用信息基础数据库中有一笔住房贷款记录、第二次申请贷款购买住房的家庭，仍执行首付款比例不低于 60% 的政策。
2014 年 9 月 29 日	对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。	
2015 年 3 月		对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于 40%，具体首付款比例和利率水平由银行业金融机构根据借款人的信用状况和还款能力等合理确定。从北京的实践看，二套首付比例为 50%。
2016 年 9 月	购买首套普通自住房的首付款比例不低于 35%，购买首套非普通自住房的首付款比例不低于 40%(自住型商品住房、两限房等政策性住房除外)。	对拥有 1 套住房的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房的，无论有无贷款记录，首付款比例均不低于 50%；购买非普通自住房的，首付款比例不低于 70%。

资料来源：央行、北京市政府网站，中信证券研究部整理

什么样的政策最有效？——限贷

房地产的金融属性越来越强

要问如何遏制房价过快上涨，首先需要问究竟是什么因素推动了房价过快上涨。

我们认为，推动房价上涨的主要因素并不是居民居住需求得不到满足，也不是房屋供不应求。房价不断上涨，推动居民持续加大不动产的配置。房地产的金融属性越来越强，居住价值在房价中占比越来越低。

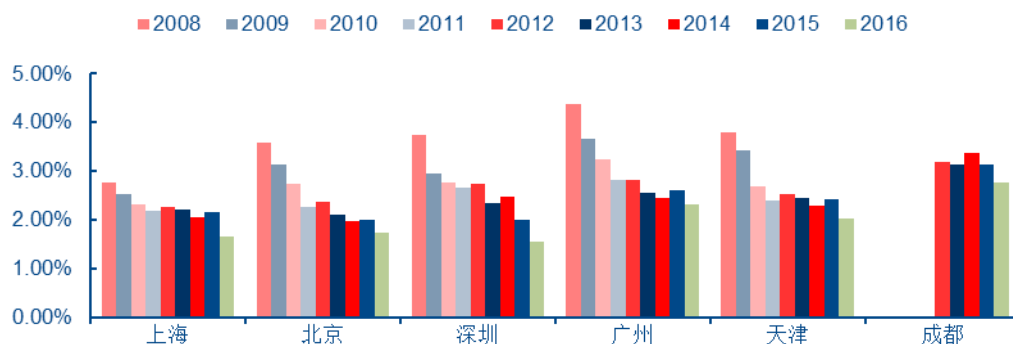
在历史上，研究者总是习惯于把住房需求划分为自住需求（包括刚性自住需求和改善性需求），投资需求。研究者试图区分出自住和投资需求的比例，从而测算房地产市场需求的健康程度。我们认为，这种研究方法即使在历史上是可行的，但在现在可能是偏颇的。

首先，房屋的居住价值肯定不等于房价。对绝大多数房屋而言，租金折现值是代表其居住价值的。在绝大多数案例里，尤其是在三四线城市，房屋的租金折现值远远小于房价。绝大多数买房人，哪怕是首套房的买家，也并不是认为买房的开销比租房小，而是认为现在不买以后可能更无力承担。这就说明，首套房的买家，也十分关注金融化的房屋价值变动本身。换言之，如果这些买家确信房价将下跌，估计没有谁会因为居住问题而买入房屋。

如果真的存在纯粹的“真实自住购房需求”，那么每一年新增的，有居住需求的人口应该是基本相当的。然而，价格的小幅波动，利率的小幅变化，政策的小幅调整，都有可能推动房地产销售发生明显变化。因此我们认为，**实际上是价格变动的预期和购房的资金成本这些因素在推动销售的变化**。当前的房地产成交价格首先体现房屋金融属性，其次才体现居住功能。首套房的买家，配置了房地产，节约了住房租金开支；二套房的买家，也配置了房地产，顺便获得了住房租金的收入。这两者并没有本质区别。

目前，各大城市的二手住宅租金回报率都明显低于社会无风险利率，且都位于 2008 年以来的最低水平。北京和上海的住宅租金回报率分别达到 1.74% 和 1.65%。住宅租金并不能跟随房价上涨而上涨。**房屋越来越成为全社会的“居民财富储蓄渠道”**。

图 11：主要城市租金收益率（每年 8 月数据）



资料来源：WIND，中信证券研究部

大量居民之所以大量配置不动产，而不是大量配置债券或者股票，其根本原因是房价持续上涨，且回撤很小，而不是因为他们那么迫切想要改善居住条件。

表 4：2010 年之后，房价的三次回撤和力度

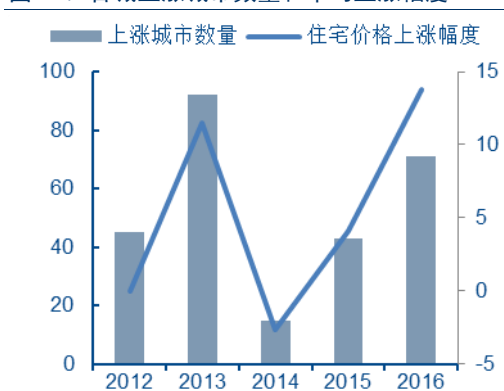
	百城房价累计跌幅	百城房价累计下跌时间段	一线城市房价累计跌幅	一线城市房价累计下跌时间段
第一次	-1.13	2010 年 6 月-7 月	-1.98	2010 年 6 月-7 月
第二次	-3.18	2011 年 9 月-2012 年 5 月	-2.33	2011 年 9 月-2012 年 5 月
第三次	-4.55	2014 年 5 月-2015 年 4 月	-2.08	2014 年 5 月-2015 年 2 月

资料来源：WIND，中信证券研究部

2010 年之后，根据中国指数研究院的统计，房价的回撤有三次，其中最大的回撤幅度在 100 个城市里达到 4.55%，在一线城市达到 2.33%。最长的一次调整时间有刚好一年的时间。这样的回撤幅度和力度是代表配置房屋的风险很小。

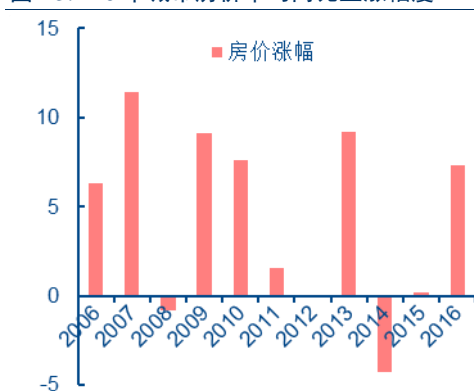
房价上涨幅度一直不低。根据百城房价指数显示，2012 年-2016 年年化房价上涨幅度约为 5.2%（假设 2016 年全年房价同比上涨幅度和前 8 月持平）。根据 70 个城市房价上涨幅度来看，2006 年到 2016 年房价的年化上涨幅度约为 4.2%。（假设 2016 年全年房价同比涨幅和前 8 月同比涨幅一致）。这个年化的房价上涨幅度，是超过居民的存款利率的。而且，我们还没有考虑房价涨幅可能被这些统计办法低估的问题（真实房价涨幅可能更高）。另外，居民购置房屋是可以加杠杆的，这又放大了居民可能的收益。

图 12：百城上涨城市数量和平均上涨幅度



资料来源：中国指数研究院，2016 年为 8 月同比涨幅，其他均为当年涨幅

图 13：70 个城市房价平均同比上涨幅度



资料来源：国家统计局，2016 年为 8 月同比涨幅，其他均为当年涨幅

控制房价上涨，根本办法是限制居民杠杆和改变居民预期

影响居民资产配置行为的，并不是当期的居住需求，而是其继续配置不动产的意愿和能力。购房意愿的主要影响因素是房价上涨预期。要控制房价上涨预期，需要避免地王出现。北京土地出让很少，在 2016 年二季度以前房价上涨幅度还明显慢于上海，可见增加供给虽然有助于供应增多，但供应增多并不解决居民超量配置不动产的问题（土地和流动性相比总是不足的）。限制地王是有必要的。当然，房价上涨预期不可能被单独控制的。

要控制居民继续配置不动产的能力，主要是控制杠杆和闲置资金成本。资金的成本是“全国一盘棋”，各地没有单独调节利率的可能性。单独控制按揭贷款的利率，这和利率市场化的原则并不相符。因此，比较合适的做法，就是控制首付比例，同时打击“首付贷”的行为，避免“加按揭”的出现。

行政手段限制需求当然也是理论可行方法之一。问题是，限购等于是否定一部分人买房的权利，等于是否定一部分人资产保值增值的权益，来满足另一部分人资产保值增值的需求。在一定历史阶段出台限购是可以理解的，但核心城市限购政策加码的空间是不大的。

历史回顾——2014 年以后差别化信贷政策的调整

我们有必要回顾一下限贷政策在最近几年的变动。

2014 年 9 月，放松力度很大。2014 年 9 月之前，我国执行认房又认贷的政策，对于有贷款记录的居民均适用惩罚性首付比例管制（即大多数区域 60%，个别区域 70%）。2014 年的 930 迎来了重大变化，即对于已经还清按揭贷款，且拥有 1 套住房的居民家庭适用首套房的首付比例和利率要求。尽管当时二套房惩罚性首付比例要求仍然很高，但大量居民的购房需求被视为首套房需求。在实际操作过程中，按揭贷款已经还清成为了很多地方判断是否适用首套房首付比例的唯一标准。

2015 年 3 月，放松力度小。下调了二套房首付款比例要求，即 40%。但考虑到此前已经改变了首套房首付比例的认定标准，此次政策力度不大。

2015 年 9 月，放松力度适中。此次政策将非限购城市的首套房首付比例下调到 25%，并继续鼓励公积金放款。从力度上来说，这一政策是比不上 2014 年 9 月的，但政策开始了限贷政策区域高度差别化的历史。

2016 年 2 月，放松力度适中。为了刺激去库存，2016 年 2 月进一步放宽了差别化按揭贷款政策，对非限购城市的首套房按揭贷款首付比例，又进一步允许各地向下浮动 5 个百分点。同时，政策仍然保留了限购城市首套房按揭首付 30% 的规定。

2016 年 3 月，收紧力度小。由于深圳和上海等地房价上涨过快，这两个一线城市分别选择提高二套房贷利率和收紧首套房贷认定。在上海，二套房的首付款比例调整到了 50% 和 70%（非普通住宅）。在深圳，首套房认定标准发生了变化，一部分有贷款记录的居民不能享受首套房贷款待遇。

2016 年 9 月，收紧力度加大。北京继续收紧限贷政策，主要是收紧了首套房的按揭贷款首付规定，在二套房方面则参考上海的规定。深圳、南京、苏州改变了首套房的定义，即根据有无住房贷款申请记录来辨别是否适用首套房首付比例要求。这就等于回到了 2014 年 9 月底前的情况——大量卖小买大，卖旧买新的改善需求受到限制。

表 5：差别化住房信贷政策调整一览表

年份/时点	首付变化		
	首套	二套	三套及以上
1997.04-1999.07	≥30%	≥30%	≥30%
1999.07-2003.06	≥30%	≥30%	≥30%
2003.06-2005.03	≥20%	>20%	>20%
2005.03-2006.05	≥20%	>20%	>20%
2006.05-2006.08	20%-30%	≥30%	≥30%
2006.08-2007.09	20%-30%	≥30%	≥30%
2007.09-2008.10	20%-30%	≥40%	≥40%
2008.10-2010.01	≥20%	≥20%	≥20%
2010.01-2010.04	≥20%	≥40%	≥40%
2010.04-2010.09	20%-30%	≥50%	≥50%
2010.09-2011.01	≥30%	≥50%	不适用
2011.01-2012.04	≥30%	≥60%	不适用
2012.04-2013.04	≥30%（部分公积金 20%）	≥60%	不适用
2013.04-2014.10	≥30%（部分公积金 20%）	≥60%，（部分 70%）	不适用
2014.10-2015.03	≥30%（部分公积金 20%），扩大了首套房定义（还清房贷）	未提及，承前应为 ≥60%，（部分 70%）	在非限购城市，已经还清贷款“审慎把握，合理确定”，应为类似二套，此后应无此类强调必要
2015.03-2015.09	≥30%，公积金 20%，鼓励组合贷款	≥40%，公积金为 30%	未提及
2015.09-2016.02	非限购城市 ≥25%，限购城市	≥40%，公积金为 20%	未提及

首付变化			
≥30%公积金 20%			
2016.02 以后	非限购城市≥25%，各地可向 下浮动 5 个百分点，限购城市 ≥30%公积金 20%	≥30%（非限购城市），限购 城市仍然按照原规定执行	未提及

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

整体来看，到 2016 年 10 月，在北京和上海，限贷政策仍没有 2014 年 10 月之前严厉（首套房认定标准仍然较为宽松）。但在深圳，调控的力度已经和 2014 年 9 月前相仿。我们认为，增加土地供给并不能在当期遏制房价上涨过快，限购政策已经很难再加码（北京限购政策此轮调控未加码），限贷政策可能是未来最有效的调控手段。

一线城市本轮房价的大幅上涨，就是自 2014 年 9 月限贷政策大幅放松开始，可能也会自 2016 年四季度起，限贷政策逐渐收紧而宣告结束。

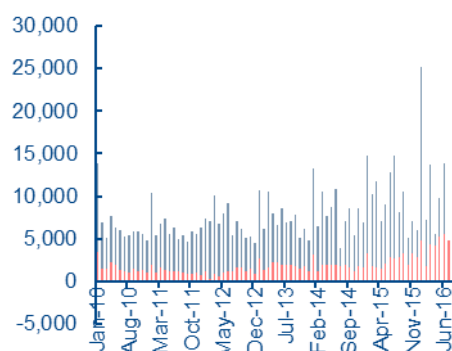
防范房地产过度金融化实属必要

低利率的环境可能推升房价，而房价反过来可能推动低利率环境持续。这就是信贷泡沫推高房价的恶性循环。

具体来说，这个过程大致如下。第一、由于经济增长乏力，利率保持在较低的水平；第二、由于利率保持在较低水平，银行利差较窄。传统的对公业务贷款收益越来越低，必须寻找新的资产配置方向；第三、实体经济疲软，高收益低风险的企业融资业务十分罕见，只有政府投资和个人买房吸引银行信贷支持；第四、由于大量银行信贷投向房地产业务领域，可能导致房价明显上涨；第五、由于房价不断上涨，房地产资产的安全边际看起来不断上升，银行也不断加大房地产相关信贷；第六、由于房地产投资回报率较高，实体经济的回报率显得更低，进一步挤占实体经济的资金；第七、房地产成交中二手房占比越来越大，同等规模的信贷对于投资的拉动越来越弱。即使在房地产领域，信贷对推动经济增长方面的活力也在减弱。第八、由于经济复苏乏力，继续维持低利率的局面。

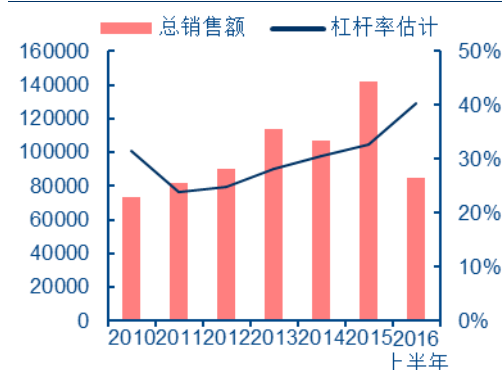
目前来看，我国的居民购房杠杆率还并不高（40%多），房屋销售额中来自于信贷支持部分仍然不是主体。可是，我们已经出现了信贷大量流向个人房贷领域，和房价快速上涨的局面。这些局面的形成，是恶性循环出现的前兆。2016 年年初至 8 月，新增人民币贷款中，有超过 40%来自于居民中长期贷款（绝大多数为按揭贷款）。2016 年三季度以来，按揭占据了新增贷款极高的比例。居民的边际购房杠杆率在 2016 年上半年超过 40%，比 2015 年有了明显的上涨。

图 14：居民中长期贷款分月和此项之外的人民币贷款净增长
单位：万元



资料来源：中国人民银行

图 15：居民杠杆率测算



资料来源：中信证券研究部整理，销售额含一手和二手房，杠杆率=居民某一时间段新获购房负债/房屋的销售额。其中居民的购房负债含按揭和公积金

当然，居民杠杆率还并没有增加到极限，房价的上涨只是在 2016 年下半年才成为全国绝大多数一二线城市的事情（之前只是在一个个别城市出现），因此人为切断恶性循环的路径是完全可能的。**防范房地产过度金融化是必要的。**

越是二手房交易发达的区域，限贷的效果可能越好。由于“连环单”很多（即卖小买大，卖旧买新的需求），适当提高杠杆率要求，只要破坏“连环单”中任意一环，整个买卖流程就很难继续。而二手房交易活跃的区域，改善型需求占比较高的区域，往往也就是前期房价上涨较多的区域。最直接的例子，是 2016 年 3 月份上海和深圳的调控，的确使得两地房屋销售有所放缓。在政策出台前的 6 个月（2015 年四季度到 2016 年一季度），上海和深圳的新房销售面积分别同比增长了 37.5% 和 12.6%。在政策出台后的六个月，上海的新房销售面积同比增速回落到了 16%，而深圳则同比下降了 48%。两地的表现也不如一二线城市的平均水平。30 个大中城市的销售面积在同期上升了 26%。2016 年 10 月初的政策比 3 月力度大，而现在的房价又远远比之前更高。我们认为，大多数一二线城市的销售同比增速应该有明显下降。

表 6：目前中国主要城市房贷政策一览表

政策城市	首套首付比例	二套首付比例
北京	首套 35% 非普宅 40%	普宅 50% 非普宅 70%
上海	30%	普宅 50% 非普宅 70%
深圳	30%	无房 50% 有房 70%
广州	30%	无贷 30% 有贷 70%
南京	30%	有房无贷 50% 有贷无房 50% 有房有贷 80%
厦门	30%	普宅 60% 非普 70%
苏州	30%	有房无贷 50% 无房有贷 50% 有房有贷 80%
合肥	30%	有房无贷 40% 无房有贷 40% 有房有贷 50%
东莞	30%	有房无贷 30% 无房有贷 30% 有房有贷 40%
福州	本地 30% 外地 40%	有贷 40%
珠海	30%	有房无贷 30% 无房有贷 30% 有房有贷 40%
郑州	90 平米以下经适房：20%-25% 其他 30%	有贷 40%
济南	30%	40%
杭州	20%	有房无贷 30% 无房有贷 30% 有房有贷 50%
武汉		有房 40% 有贷 40%
天津	外地家庭 40%	
无锡	20%	40%
廊坊	外地家庭 30%	
成都		40%
其他城市	最低 20%	最低 30%

资料来源：各地方政府网站，中信证券研究部整理

防范资产泡沫，避免房地产过度金融化，这对于房地产市场的中长期健康稳定发展是有利的。政策的效果，则取决于配套措施的执行力度和整体利率环境。所谓配套措施，就是是

否会在提高按揭贷款首付比例的同时打击各种个人信用借款，特别是打击首付贷，打击加按揭，转按揭。如果没有对首付贷的严厉打击，那政策可能是压下了葫芦起了瓢。按揭利率会否继续下降也是核心变数。

我们认为，按揭贷款利率继续大幅下行的可能性不大，而政策也会积极打击首付贷。因此，我们相信大部分地方的销售情况会降温。不过，考虑到利率在短期应该没有反转上升的可能性，我们认为大多数地方的房价是安全的。

预计增加土地供给效果不彰

历史上各大城市增加土地供应的做法并没有取得相应的成效。最近的例子，上海和苏州土地供应不少，但房价上涨也并不多。北京的土地供应一直不足，但房价上涨幅度也并没有明显超过上海。

我们认为，增加土地供给效果可能都并不明显。一二线城市的购房需求是一种财富配置型的需求，如果不改变居民的资金成本和杠杆利用便利度，增加供应土地不解决问题。增加土地主要是增加了居民的可居住空间，但在房价上升期，居民买房的根本目的并不是增加可居住空间。当房价一旦开始下跌时，过多的存货则意味着风险。在此背景下，限制需求的确可能比增加供应更加重要。

全国范围看房屋供应充足

到 2012 年，全国城市人均住宅建筑面积为 32.91 平方米。此后，这一数据不再公布，但 2013-2016 年的住房供给是很充分的。到 2015 年，北京和广东两地城镇人均住房面积分别为 31.69 平方米和 32.25 平方米。2002 年到 2012 年，全国城市人均住宅建筑面积平均每年增长超过 1 平方米，2013 年到 2016 年，城市的建设增长规模远超过 2002 年到 2012 年的平均水平，因此我们认为，全国城市人均住宅建筑面积不低于 37 平方米。假设房屋的得房率为 85%，则我们认为全国城镇居民的人均住房使用面积约为 31.5 平方米。

我们相信，超过 30 平米的人均住房使用面积并不算低了，2008 年时有近一半的欧洲国家的人均住房使用面积低于我国。欧美的人均居住面积是明显高于东亚国家和地区的。当然，由于缺乏住房普查，我国的人均居住面积还是有争议的，但其他国家的人均居住面积很多也是包含农村的，我国如果包含农村则人均居住面积还要明显的提升。

表 7：2008 年时欧洲各国人均住房面积和人均商办物业面积

	Residential	Service
Denmark	54.36	22.38
Cyprus	48.80	9.74
Italy	42.92	6.93
Sweden	41.75	16.48
Ireland	41.75	9.77
Austria	40.96	13.71
Germany	39.39	13.47
France	38.77	14.19
Portugal	38.59	9.67
Netherlands	38.45	17.97
Finland	36.24	20.11
Belgium	35.28	9.74
Spain	33.97	7.58
Luxembourg	33.77	10.03
Malta	32.82	9.68
UK	31.35	11.99

	Residential	Service
Lithuania	30.90	9.25
Hungary	30.22	9.84
Slovenia	29.91	13.54
Czech Rep.	29.68	8.51
Greece	28.77	12.48
Latvia	28.00	7.60
Estonia	27.87	8.96
Bulgaria	25.87	8.37
Croatia	25.44	7.26
Poland	24.70	10.11
Slovakia	24.51	7.05
Serbia	22.28	n.a.
Romania	21.23	2.76

资料来源：EntraNZE

即便我国的存量住房面积究竟是否充裕还有争议，我国每年新增的住房供给庞大则毫无争议。2010 年到 2015 年，我国年均新增住宅新开工 13.1 亿平米，对应 2015 年的城镇人口相当于每年增加人均住房面积 1.7 平方米。以这个速度而言，5 年就可以新增人均居住面积 8.5 平方米（不考虑房屋损毁）——我国的人均住房水平就很有可能达到甚至超过一些发达国家水平。

而且，由于房改以来建设速度很快，我国的住宅房龄结构很新。根据统计，1997 年以来销售的商品住宅面积 117.5 亿平米，新开工的住宅面积高达 146.1 亿平米。1997 年以后新建的商品住宅占到住宅存量的 50% 左右。相比之下，英国到 2008 年时，2000 年以后建设只占社会房屋存量的 9%。

表 8：1997 年至今，我国住宅的开工和销售（仅商品化住宅会销售）规模

	商品住宅销售面积	住宅新开工面积
面积累积单位：平方米	1,175,284.25	1,461,366.74
时间段	1997 年至今	1997 至今
当前城镇人口单位：万人		77,116.00
1997 年至今人均住房面积新增单位：平方米	15.2	19.0

资料来源：国家统计局，假设没有房屋被拆毁，不考虑人口增长。

房屋建设速度较快，一方面决定了社会平均房龄很短，房屋的折旧率不会很高，另一方面也说明了人均居住面积的增长主要不是套均面积的增加，而只是一部分家庭户均持有面积的增加。因为套均面积的增加，往往需要在较长的时间内观察到大型房屋替换小户型房屋。尽管我们国家和一些西方国家的人均住房面积可能都在 30-40 平米左右（可比较口径），但我国的存量结构里头空置的房屋可能更多。

表 9：一段时间以来（分别注明），一些大城市的人均居住面积增长

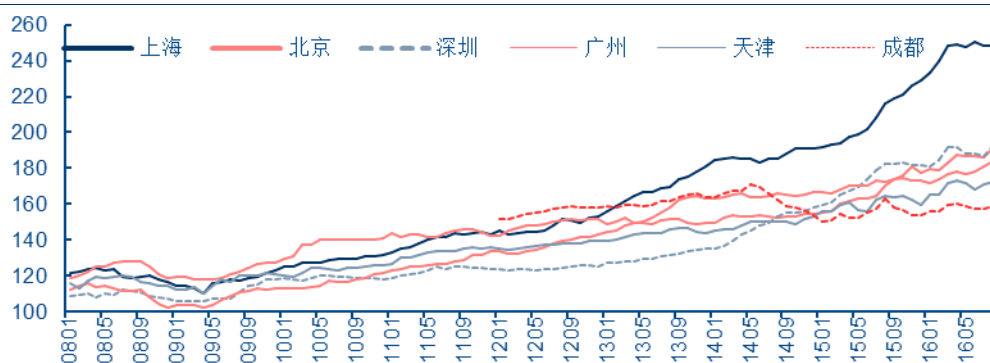
	北京	上海	广州	深圳	天津	杭州	武汉	成都
房屋成交（万平米）按照日成交数据统计	21,378	18,864	7,892	4,748	11,420	7,931	15,737	10,156
时间段	2006 至今	2009 至今	2010 年至今	2007 年至今	2008 年至今	2009 年至今	2008 年至今	2008 年至今
当前常住人口（万人）	2,170.50	2,415.27	1,350.11	1,137.89	1,546.95	901.80	1,060.77	1,465.80
人均居住面积提升（平方米）	9.8	7.8	5.8	4.2	7.4	8.8	14.8	6.9

资料来源：各地网签备案数据

如果我们观察一些大城市的数据，结论不会有差异。2006 年到现在，北京人均居住面积按照当前常住人口算上涨了 9.8 平方米。国际上许多特大城市的人均居住面积都并没有达到 30 平方米。2008 年到现在，武汉的人均居住面积更是提升了 14.8 平方米。

如果城市房屋供给的确不足，不仅房价会上涨，租金应该也会有上涨压力。然而除了上海以外，房租上涨幅度在最近一些年并不快。

图 16：主要租金指数（2014 年 5 月为 100）



资料来源：WIND，中信证券研究部

这一轮房价的上涨，并没有伴随着租金的明显上涨。到 2016 年 8 月，深圳的房价同比上涨超过 20%，这是深圳连续第二年房价大幅同比上涨，但深圳的住宅租赁价格却同比下降了 2%。大量保障房/人才公寓的入市，也使得深圳市场房租处于很低的状态。

表 10：2016 年 8 月各大一二线城市租金和房价同比变化

	普通住宅租赁价格同比	售价同比
北京	14.01%	24.52%
南京	13.58%	26.72%
武汉	12.61%	28.69%
成都	10.57%	7.56%
广州	9.85%	10.34%
上海	9.69%	24.66%
重庆	9.68%	0.49%
杭州	4.61%	18.16%
天津	1.64%	32.73%
深圳	-1.79%	20.28%

资料来源：中国指数研究院

整体看来，我国绝大多数地方并无房屋的严重短缺。居民的配置型需求在短期内可以是脱离居住的需要的，房屋成为了其配置资产的一个标志，其并不关心房屋本身的使用价值。

更关注土地出让方式变化，而不是增加土地的供给

我们并不是特别关心土地供给的增加，而更关心土地供给方式的改变。

改变土地出让方式，至少有可能影响市场预期。而增加土地供给，既不能在短期内影响房价上涨的预期，也不会改变居民的资金成本和获得杠杆的可能性。甚至，部分热点城市如果增加市场化供地的规模，短期还有可能出现地王，进一步刺激居民投资买房的决心。

具体来说，改革土地出让方式，就是改变纯粹“价高者得”的模式，采取“限地价，竞房价”，“一次投标”，“综合打分”，“摇号抽签”，“竞拍保障性住房面积”，“竞拍养老或其他公共设施面积”等方式来决定土地的归属。这些政策的做法，正面意义就是可以避免出现地王，负面意义当然也客观存在。

总体而言，打破“纯市场化”的迷思，适当干预地价，是本轮调控的核心精神。

表 11：不同的土地供应方式简单评价

政策	优点	可能缺点	代表性城市
限地价，竞房价	遏制地王，不形成刺激房价的预期信号	约束企业销售价格，可能导致建安成本过低，房屋品质过低；可能导致企业追求规划调整	北京
一次投标，按照平均价决定买家	遏制地王，不形成刺激房价的预期信号	若流程管控不当，可能形成暗箱操作，对土地出让方内部监察要求较高	苏州
一次投标，按照最高价决定买家	较之频繁举牌，可能不容易出现地王	仍可能存在个别开发企业非理性报价	各地
综合打分	遏制地王，不形成刺激房价的预期信号，且有利于提高城市规划水平	缺乏权威的评价机构，容易出现争议	北京
摇号抽签决定买家	遏制地王，不形成刺激房价的预期信号	抽签环节确保公平需要严格监督	南京
竞拍保障性住房（自住商品房）面积	增加保障性住房供给，遏制土地成交总价	刺激商品房建设用地单价上涨，且不利于项目整体规划	广州/北京等
竞拍养老或其他公共设施面积	增加公共设施面积	刺激商品房建设用地单价上涨	杭州

资料来源：中信证券研究部根据各地政策梳理总结

还有一种调控思路，就是增加土地竞拍保证金，缩短土地出让金缴纳时间。在销售情势良好的情况下，这一思路更有利于龙头企业拿地，也对土地市场降温有一定的作用。

表 12：部分城市土地市场政策调整一览

城市	政策详情
郑州	一、扩大居住用地供应规模，调整优化布局，加快供应节奏，年底前采用多批次、集中供地的方式供应市场。 二、依据土地评估价、基准地价及市场指导价合理确定居住用地及兼容居住用地的其他用地的挂牌起始价。郑东新区、郑州经济开发区土地出让时，网挂报价超过 50% 溢价率时，网挂报价中止，采取“限地价，竞房价”，即地价确定，参与网挂的竞买人现场竞综合房价，综合房价报价低者为竞得人。市内五区及郑州高新区土地出让时，网挂报价超过 50% 溢价率时，网挂报价中止，参与网挂的竞买人进行最后一次现场报价，依据挂牌须知等相关规定，确定竞得人。 三、除大棚户区改造用地外，居住用地及兼容居住用地的其他用地土地出让竞买保证金缴纳比例提高到 100%，溢价部分土地出让金在土地出让合同签订后 10 个工作日内缴清。
北京	积极推进土地供给侧结构性改革，进一步加大住宅用地供应力度，并结合年度土地供应计划，加大中低价位、中小套型普通商品住房的供应比例，保证套型建筑面积 90 平方米以下住房面积所占比重不低于 70%，在满足刚性住房需求的同时，兼顾满足改善性住房需求。为有效稳定房地产市场，各区要进一步加大自住型商品住房用地供应，除东城区、西城区、石景山区外，其他区要于 2016 年内尽快安排一批自住型商品住房用地入市交易。 在严控地价的同时，对项目未来房价进行预测，试点采取限定销售价格并将其作为土地招拍挂条件的措施，有效控制房地产价格快速上涨。鼓励房地产开发企业自持部分住宅作为租赁房源，满足城市居民租房需求。
南京	（一）经营性用地公开出让实行网上交易，竞价所产生的保障房建设资金不计入房价准许成本。（二）当网上竞价达到一定比例时，调整该地块所建商品住房预售条件。当网上竞价达到最高限价 80% 时，申领预售许可证应达到以下施工进度：七层及以下的，应当完成基础工程并施工至主体结构封顶；八层及以上的，应当完成基础工程并施工至主体结构三分之二以上。当网上竞价达到最高限价 90% 时，该地块所建商品住房必须现房销售。 （三）当网上竞价达到最高限价时，仍有 2 家以上单位要求继续竞买的，停止网上竞价，改为现场摇号产生竞得者，并在最高限价基础上再加一个加价幅度作为成交价。
苏州	根据出让地块情况对部分地块设定土地出让市场指导价。土地出让成交价超过市场指导价的所有项目，土地竞得人全额缴纳土地出让金期限缩短为 2 个月，逾期支付的，取消竞得资格或解除土地出让合同并没收保证金。同时，提高项目预售条件：土地出让成交价超过市场指导价（不含市场指导价）的，工程结构封顶后方可申请预售许可；土地出让成交价超过市场指导价 10%（不含 10%）的，工程竣工验收后方可申请预售许可。土地竞价超过土地出让市场指导价 25%（不含 25%）的，中止网上竞价，转为“一次报价出让方式”进行竞价。在一次报价出让环节，按最接近所有报价平均价的原则确定竞得人。“一次报价出让方式”具体规则另行制订，与土地出让公告同步发布。
合肥	实行土地供应“并联”拍卖，积极探索网上交易，进一步引导房地产开发企业理性竞争。提高居住用地（含以居住为主的商住用地，下同）竞买保证金至不低于参考总价的 50%。缩短居住用地的土地出让金缴纳时限，出让金总额在 20 亿元（含 20 亿元）以下的，须在土地出让合同签订后 1 个月内一次性付清；出让金总额在 20 亿元以上的，缴纳时间不超过 6 个月。对在高新区、经开区、新站区、政务区、滨湖新区、瑶海区、庐阳区、蜀山区、包河区以及肥东县、肥西县、长丰县范围内，取得居住用地价格超过当地历史最高成交单价（或楼面地价）的，房地产开发企业须在土地出让合同签订后 1 个月内一次性付清土地出让金。
上海	加快住房用地出让前期工作，增加商品住房用地供应，提高商品住房用地的中小套型比例，中心城区不低于 70%，郊区不低于 60%（供需矛盾突出的郊区，供应比例提高到 70%）。
深圳	加大住房供应力度，通过增加居住用地供应、盘活闲置土地、加大城市更新和棚户区改造力度，从供给侧加快住房有效供应，平衡供求关系。

资料来源：郑州、北京、南京、苏州、合肥、上海、深圳市政府网站，中信证券研究部整理

市场展望——去金融化和局部超调

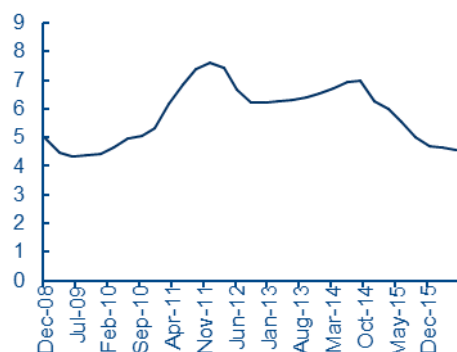
接下来，我们会对行业从现在起到 2017 年的运行进行预测。

预计按揭贷款加权平均利率在 2017 年出现拐点

我们认为，2017 年按揭贷款加权平均利率不会继续下行，而会出现向上拐点。按揭贷款加权平均利率拐点的出现，对房屋销售形势可能存在重大影响。这个判断的理由主要包括：

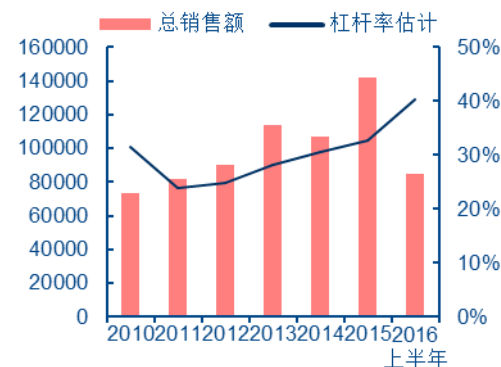
1、预计从 2016 年四季度到 2017 年上半年，美国加息的可能性存在。考虑到维持汇率稳定的要求，我国利率持续维持低位的可能性下降。

图 17：按揭利率的历史走势 单位：%



资料来源：中国人民银行

图 18：居民杠杆率测算



资料来源：中信证券研究部整理，销售额含一手和二手房，杠杆率=居民某一时间段新获购房负债/房屋的销售额。其中居民的购房负债含按揭和公积金

2、银行大量投放按揭的原因，是私人部门投资意愿不足，社会其他贷款需求也不足。但是，PPP 等方式正在大力推动公共部门投资，而私人部门投资也可能因产业链需求转暖而恢复。有政府信用背书的信贷需求，可以一定程度上削弱个人贷款在银行体系的重要性。而且，在房价大幅上涨的背景下，金融当局也有可能限制按揭贷款投放。

3、按揭贷款的利率水平已经很低，历史上看也很少出现更低的利率。

预计深圳等个别城市出现市场超调

2016 年四季度，由于按揭贷款利率仍在低位，调控仍然局限于部分城市。但是，部分城市调控政策较为严厉，可能触发房价的下降。例如，我们认为深圳存在明显的房价下跌压力。

深圳租金逆市下跌，市场供给很大。深圳市场租金在过去一段时间逆市下降，尤其是政府着力增加人才公寓，保障性住房等供给。在牛市里头，供应的增加并不影响居民配置不动产的热情，因为居民并没有考虑房屋的租金，也并不主要以居住为目的购置房屋。但一旦调整到来，赢弱的租售比就可能成为需求退潮的重要理由。

深圳购房杠杆率很高。深圳的杠杆率一直比其他两个一线城市高。深圳的成交中，全款买房的比例不到 10%，而北京则在 20% 左右。深圳由于没有个人所得税，贷款客户的贷款成数一般又比较高。

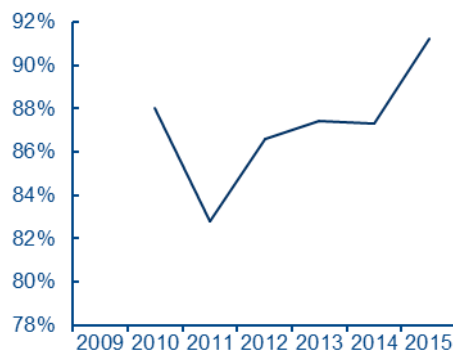
表 13：京沪深三地 2014、2015 年住宅交易金额、杠杆率、住房交易额及房价涨幅

城市	北京：2015	北京：2014	上海：2015	上海：2014	深圳：2015	深圳：2014
发放贷款：公积金（亿元）	849	308	1193	472	246	178
发放贷款：商贷（亿元）	1994	838	3361	1719	2802	1002
发放贷款：合计（亿元）	2843	1146	4553	2191	3048	1180
成交金额：新房（亿元）	2784	2021	5379	3120	2226	966
成交金额：二手房（亿元）	5494	2947	9316	4226	4146	1436
成交金额：合计（亿元）	8277	4969	14695	7346	6371	2402
杠杆率	34.3%	23.1%	31.0%	29.8%	47.8%	49.1%
交易额同比	66.6%	-31.4%	100.0%	-24.8%	165.3%	-13.1%
当年房价涨幅	18.4%	-4.9%	21.0%	-2.4%	59.1%	6.9%

资料来源：各市公积金中心、中国指数研究院、链家研究院、WIND、计算过程详见我们的专题报告《杠杆上的牛市？》（2016-6-28）

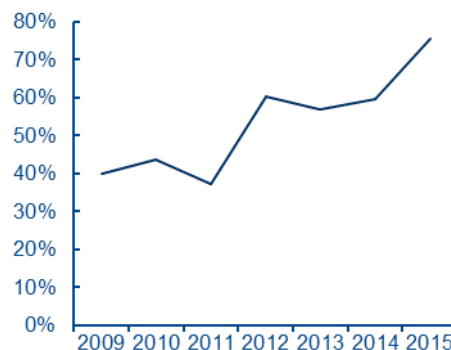
深圳调控政策力度最大。以是否有贷款记录为标准去辨别首套房，就是回到了 2014 年 9 月 30 日之前的水平。我们认为，哪怕把二套房首付比例提升到极高的水平，其影响也远比改变首套房认定标准要小。首套房的按揭一般占到按揭发放数量的 90% 以上，这样一来，很多卖小买大的居民就不能享受首套房优惠了。

图 19：深圳二手房购房者贷款占比维持高位



资料来源：链家研究院，中信证券研究部整理

图 20：北京二手房购房者贷款占比持续提高



资料来源：链家研究院，中信证券研究部整理

深圳二手房市场金融属性大，历史上房价波动就大。深圳是一个新房市场不大，土地供应不多的城市，市场成交以二手为主。二手为主的市场里头，供给端的价格波动就可能比较大。而且因为深圳居民普遍利用杠杆，导致深圳二手可能在短时间内出现集中抛售的局面。

总而言之，深圳的房屋金融属性更强，自住属性更弱，所以深圳市场的波动性可能更大。历史上来看，深圳也是一个房价弹性比较大的城市。我们认为，2016 年四季度起，深圳房价可能面临向下调整的压力。

除了深圳之外，南京和苏州也开始以贷款记录辨别首套房，且这两个地方也是本轮房价上涨较多，基本面却又远不如北京/上海扎实的市场。我们认为，除了深圳之外，南京和苏州是超调可能性最大的市场。

预计市场景气整体回落

我们认为，除了个别超调的城市，其他城市市场景气整体回落，销售转向清淡。

全年来看，我们认为全国商品房销售面积同比可能有所回落。

1、按照房地产周期的一般规律而言，景气很难延

我们先不去讨论影响房地产周期的因素，而先去观察房地产行业景气延续的时间。例如，2010 年以后，一线城市房价最长连续上涨过 23 个月。从 2015 年 3 月份开始算，到 2016 年

8 月房价连续上涨了 17 个月。如果本轮周期和前一轮周期相似，则一线城市房价也应该在 2017 年 2 月前逆转下降。

一线城市房价在历史上没有连续 2 年上涨，这一现象有其原因。如果房价连续上涨，可能会形成恐慌性需求，也可能导致供给收缩，从而造成房价过快上涨。房价的过快上涨不仅会伤害购买力，也会迫使政策出台干预。哪怕 2016 年 10 月的政策效果不大，也可能刺激新的政策出台。

2、二手房占用了大量信贷资源

信贷的高增长，尤其是企业贷款意愿不足，按揭贷款成为银行非常重视的资产。不过，二手房大量分流了信贷资源。二手的交易并不降低社会的库存，不改变整个供求的形势，只是推动了房屋的流转。我们估计，2015 年，二手房占到一二手房交易的 39%。到 2016 年上半年，这个比例提升到 43%。

3、三线城市占用大量信贷资源，供应又大，房价也很难继续明显上涨

到 2016 年 8 月之后，市场的景气明显扩展到了更多城市，大量的二线城市，和一部分在一线城市周边的三四线城市，都出现了抢房的情景。和一线城市不同，二三线城市供给毕竟十分庞大，哪怕只是部分去化这些区域的供给，都需要较为庞大的资金支撑。可以说，热销范围越广，其所消耗的资金越多，同样的资金能够推动的房价上涨幅度越小。

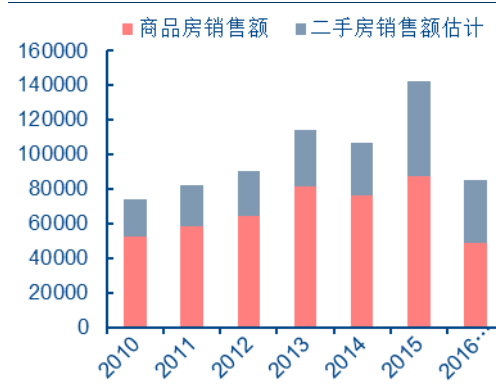
而且，三线城市的需求有不少是受到一线城市房价上涨推动而产生的恐慌性需求。从人口流动的方向或者存货的供给而言，三线城市房价上涨都更加困难。一旦一线城市热销退潮，我们相信三四线城市市场也一样会转冷（尽管三四线城市政策很宽松）。

图 21：一线和三线房价环比增速



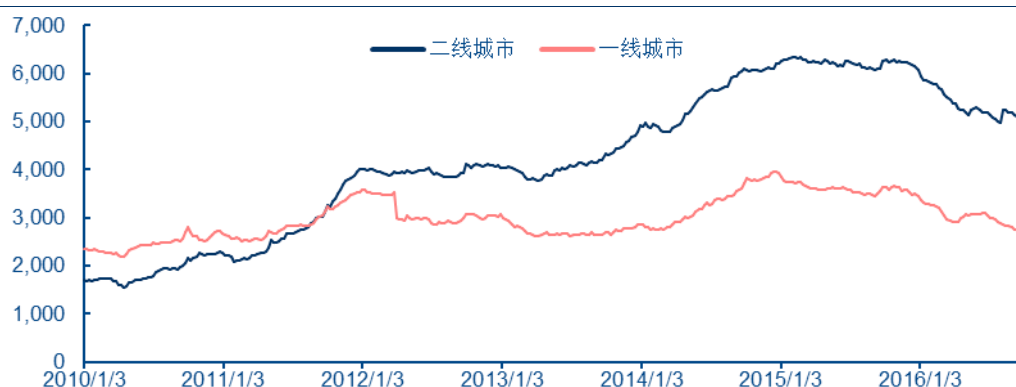
资料来源：中国指数研究院

图 22：居民杠杆率测算



资料来源：Wind，二手销售为中信证券研究部估计

图 23：主要城市租金收益率（每年 8 月数据）



资料来源：WIND，中信证券研究部

预计开发投资和新开工平稳

1、已出让未开发土地规模十分庞大，不会没有土地可以开发

尽管最近一段时间土地购置面积负增长，但已出让尚未开发的土地资源极为庞大。只要企业有开发意愿，从全国范围来看不存在无地可开发的可能性。

表 14：已出让，未开工的房屋库存分年度估计（含公建口径） 单位：除容积率外为亿平方米，容积率为比率无单位

	房地产开发用地	容积率	出让的土地建筑 面积	当年房屋新开工 面积	当年度已出让未 开工项目净增加	当年末已出让未 开工库存建筑面 积估计
2003	11.7	1.15	13.5	5.5	8.0	17.4
2004	10.4	1.15	11.9	6.0	5.9	23.3
2005	8.5	1.25	10.6	6.8	3.8	27.1
2006	9.7	1.25	12.2	7.9	4.2	31.3
2007	13.8	1.25	17.2	9.5	7.7	39.0
2008	8.9	1.35	12.0	10.3	1.7	40.7
2009	10.9	1.35	14.7	11.6	3.1	43.8
2010	15.3	1.35	20.7	16.4	4.3	48.1
2011	16.7	1.45	24.3	19.1	5.1	53.3
2012	16.0	1.45	23.2	17.7	5.5	58.7
2013	20.0	1.45	29.0	20.1	8.9	67.6
2014	15.1	1.55	23.4	18.0	5.4	73.1
2015	12.0	1.55	18.6	15.4	3.2	76.2

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

2、建安成本占房价比例很低，开工和投资的稳定性明显提升

随着建安成本占房价的比例不断下降，开发投资的稳定程度可能是不断提高的。换言之，当建安成本占房价比例很高的时候，一旦出现销售波动，企业很可能减少甚至停止建安投入，因为继续建安开支很可能无法实现销售回款，而停止建安投入则很可能优化现金流。

可是，当建安成本占房价的比例提高时，虽然销售不确定，但停工所可能节约的建安成本，和开工所可能带来的销售回款相比很少。尽管销售回款的不确定性很大，企业也很少会停工。所以，就算 2017 年销售情况不好，我们认为开发投资也并不会大幅负增长。

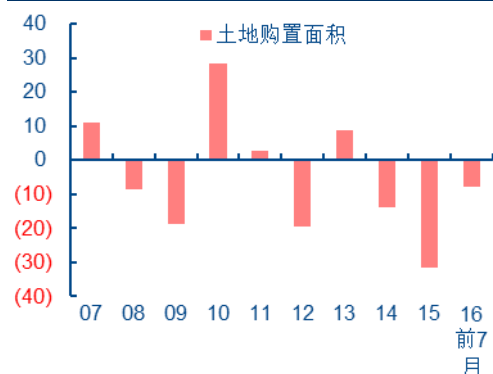
3、可开发面积受限，开发投资很难明显增长

地理半径的扩张是开发投资增长的最大原动力。2014 年之前中国房地产开发投资的增长，实际上伴随着越来越多的城市进入商品化住宅供给时代。但是，2015 年之后这一浪潮就

停止了。三四线城市的热销并不会重启这一浪潮，因为三四线城市的热销最多也只是刺激该城市房价上涨，却不可能使得这一趋势继续蔓延到更多地方。本质上，这是因为我国城镇人口集聚的主要区域，都已经实现了住房供给商品化。

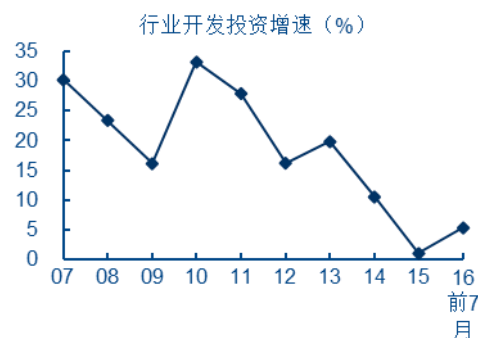
所以，就算未来销售又转好了，开发投资也很难再继续明显提升。

图 24：全国土地购置面积同比增速



资料来源：国家统计局

图 25：地产行业开发投资增速



资料来源：国家统计局

4、上半年可能存在并购拿地的机会，下半年则可能存在公开市场拿地机会

2016 年并不是企业拓展的好年景。在资金极为充裕，房价大幅上涨的背景之下，土地价格上涨速度远远快于房价的上涨速度。相比之下，我们认为 2017 年拓展拿地的机会可能会增加。不过，从历史上看，拓展拿地机会的增加也往往意味着企业资金链越来越紧张。这次政策主要不是针对开发企业资金链去调控的，因此我们认为拿地的机会不会很快到来。

具体来说，我们认为 2017 年上半年可能存在一些并购拿地的机会。造成并购机会越来越多的原因，主要是政策，尤其是企业融资方面的监管规定，越来越有利于龙头企业，不利于中小企业。例如，上海证券交易所发布的《公司债发行交易管理办法》，强化了对规模的限制，只有较大规模的公司才能进入交易所市场发行债券。

表 15：交易所对房地产企业分类综合指标评价管理

整体规模指标 1	最近一年末总资产小于 200 亿元
整体规模指标 2	最近一年度营业收入小于 30 亿元
整体规模指标 3	最近一年度扣除非经常性损益后净利润为负
流动性管理指标 1	最近一年末扣除预收款后资产负债率超过 65%
流动性管理指标 2	存货中开发产品，开发成本，土地储备在三四线城市的占比超过 50%
正常审核标准	只触发 1 项或以下指标
关注类	触发 2 项指标
风险类	触发 3 项指标，原则上不受理

资料来源：交易所相关规定

资本市场对于地产股估值较低，也是可能出现举牌甚至并购地产类上市公司行为的催化剂。下半年，则可能会出现公开市场拿地的机会。

风险提示——政策超调的风险

金融化程度加大的市场，政策超调的风险也在加大。如果一个纯粹金融化的市场，如果房屋的价值只在于保值增值（而全无居住价值），那有一天房价预期变化，市场就可能大幅调整。当前的楼市虽然不是纯金融化的，但相比以往的确超调的风险更大。

局部超调是可以接受的。例如，一两个城市房价的下跌，实际上只是带来了当地居民的财富缩水，和个别在顶部买房的居民杠杆问题。考虑到正式的首付比例要求在一线城市始终有 3 成以上，相信政策可以容忍个别城市房价下跌幅度超过 10% 以上（也就是个别楼盘跌幅可能超过 20%）。

但问题是，全局的房价普遍下跌，或者个别城市的房价大幅下跌，依然是可能带来巨大风险的。一旦个别城市（例如）房价下跌到某些居民出现负资产的情形，是否意味着政策又要就此转向？如果政策频繁转向，是否会增添未来调控的难度？这是中国房地产市场面临的长期风险。

调控在预期内，短期波动无碍企业长期价值

政策对行业有不利影响

政策可能造成个别城市房价下跌，也会造成整体销售增速放缓。这对地产企业不利。我们也观察了港股市场中国内地地产企业的股价表现。在政策出台后，内房股较为疲软，有平均 3%-4% 左右的调整，但也并未出现大幅下跌的情况。

表 16：内房股在政策出台后的股价表现

证券代码	证券简称	收盘价： 9 月 30 日	收盘价： 10 月 7 日	变动
2202.HK	万科企业	20.1000	19.8800	-1.1%
0688.HK	中国海外发展	26.3000	25.0500	-4.8%
1109.HK	华润置地	21.6000	20.2000	-6.5%
2007.HK	碧桂园	4.0900	4.0000	-2.2%
3333.HK	中国恒大	5.2400	5.6000	6.9%
0960.HK	龙湖地产	11.9000	11.4400	-3.9%
3377.HK	远洋集团	3.5700	3.5400	-0.8%
0817.HK	中国金茂	2.3900	2.3000	-3.8%
1918.HK	融创中国	5.5800	5.3500	-4.1%
0884.HK	旭辉控股集团	2.4300	2.2400	-7.8%
3900.HK	绿城中国	6.5300	6.6000	1.1%
中位数				-3.8%
平均数				-2.5%
中位数：不含恒大				-3.8%
平均数：不含恒大				-3.4%

资料来源：Wind

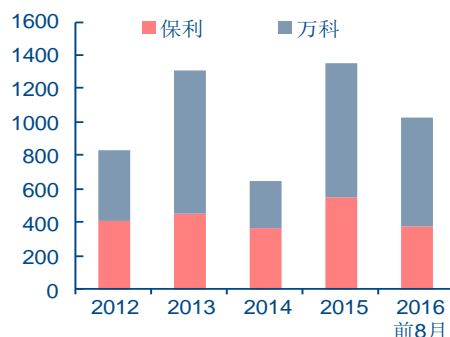
资本市场和企业有充足准备

不过，调控是在整个行业预期内的，企业至少有以下几个方面的准备。

1、2016 年二季度之后，主要地产企业拿地的规模都并不大。绝大多数 2016 年春天之前获取的土地，其出让时的地价对应的是大幅上涨之前的房价。例如，A 股两大龙头公司，

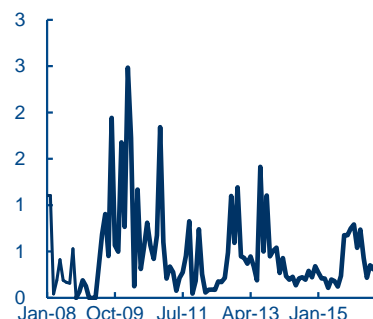
其在 2016 年前 8 月的权益拿地地价总计 1027 亿元，但这两家公司在前三季度的权益销售额已经达到了 4200 亿元。

图 26：两家龙头公司权益拿地金额的年度对比



资料来源：wind

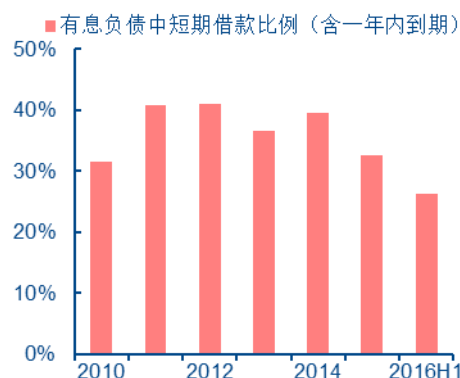
图 27：两家龙头公司月拿地金额/月销售回款



资料来源：wind

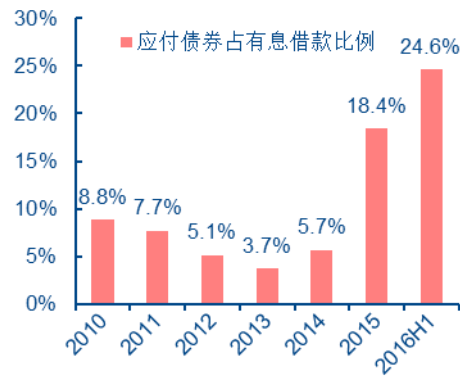
2、企业一直都在积极为过冬进行准备，负债结构进行了有效调整，长期负债居多。资金成本普遍很低。销售回款速度放缓对大多数企业并不会带来太大压力。

图 28：板块有息负债中短期借款比例



资料来源：Wind

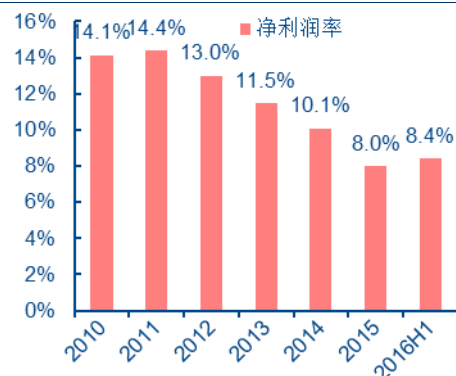
图 29：板块应付债券占有息借款比例



资料来源：Wind

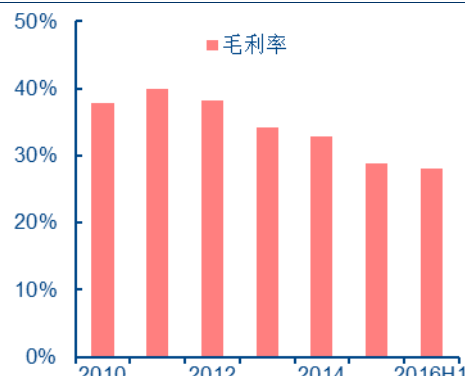
3、企业在结算方面比较慎重，超额利润并没有在当期体现，未来业绩可以平滑的空间很大。

图 30：净利率率（归属母公司净利润/营业收入）



资料来源：Wind

图 31：地产板块结算毛利率水平



资料来源：Wind

在资产市场上，尽管 2016 年 3 月份以后房价大幅上涨，但 2016 年 3 月份以后地产股股价上涨很少。投资者普遍不认可 2016 年 3 月之后的 NAV 上升。

板块资源价值犹在，看好避开高价拿地窗口的企业

我们相信，调控的根本目的并不是毁灭性打击地产行业。房价上涨过快的局面必须终止，调控从中长期来看是促进行业平稳健康发展，在短期来看是为了避免泡沫，不惜见到部分城市房价下跌。但即使部分城市房价下跌，这种跌幅也不会是恶性的（因为如果出现恶性下跌，仍可以调整政策）。

我们对于企业 NAV 估算和盈利预测，都并不是基于最高点的房价，而是基于 2016 年年初的房价。对于存量资产而言，哪怕牺牲掉 2016 年 3 月之后所有的房价涨幅，也并不影响地产企业的价值。

对板块而言，我们认为 2015 年下半年之后，板块运行的逻辑，就是增量资金认可资源价值的逻辑。如果调控并不会造成全国房价普遍下跌，这个逻辑就仍然成立。毕竟，当前全社会无风险利率仍然较低，仍有场外资金配置需要。

对个股选择而言，地产企业真正的问题，在于 2016 年春天之后一些企业获取的部分土地很可能地价过高，从而被迫计提减值准备，或者直接通过销售在账面确认亏损。我们建议投资者重点关注避开高价拿地窗口，在 2016 年上半年至今很少新增土地储备的公司。例如，我们推荐在 2016 年极少拿地，且资源价值丰厚的金融街；在 2016 年基本不拿地，资源价值和新业务存在亮点的嘉宝集团；以及不依赖于土地市场竞争，不高价拿地的华夏幸福。

表 17：估值表

公司名称	评级	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE			
				15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
嘉宝集团	买入	16.08	15.97	0.40	0.65	0.75	0.96	40.2	24.7	21.4	16.8
新城控股	买入	12.63	16.77	0.83	1.08	1.38	1.67	15.2	11.7	9.2	7.6
世联行	买入	8.15	不适用	0.25	0.33	0.41	0.51	32.6	24.7	19.9	16.0
华夏幸福	买入	28.23	26.51	1.62	2.19	2.93	3.43	17.4	12.9	9.6	8.2
招商蛇口	买入	15.98	25.82	0.87	1.10	1.32	1.54	18.4	14.5	12.1	10.4
世茂股份	买入	7.66	10.37	0.76	0.84	0.97	1.06	10.1	9.1	7.9	7.2
泰禾集团	增持	18.52	22.31	1.06	1.38	1.77	2.27	17.5	13.4	10.5	8.2
金融街	买入	11.79	23.96	0.75	0.92	1.00	1.14	15.7	12.8	11.8	10.3
金地集团	增持	11.99	12.85	0.71	0.87	1.10	1.17	16.9	13.8	10.9	10.2
上海临港	增持	21.57	15.71	0.21	0.27	0.38	0.45	102.7	79.9	56.8	47.9
中国国贸	增持	22.13	33.80	0.62	0.66	0.82	0.91	35.7	33.5	27.0	24.3
首开股份	买入	12.57	19.96	0.81	0.88	1.27	1.57	15.5	14.3	9.9	8.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2016 年 9 月 30 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。

家电行业重大事项点评

地产调控影响几何？ 回调是配置绩优个股的机会



中信证券研究部

2016 年 10 月 9 日

金星

电话：021-20262128

邮件：jinxing@citics.com

执业证书编号：S1010512100002 执业证书编号：S1010516070002

甘骏

电话：021-20262151

邮件：ganjun@citics.com

联系人：姚煦阳

电话：021-20262150

邮件：yaoxuyang@citics.com

事项：

国庆节期间，全国多个城市与地区陆续出台房地产调控政策，政策力度较强。作为地产后周期产业链的家电板块，市场关心的是，地产调控对家电板块的基本面与股价影响有多大？若出现回调，是否有可以配置的相关个股？对此我们评论如下：

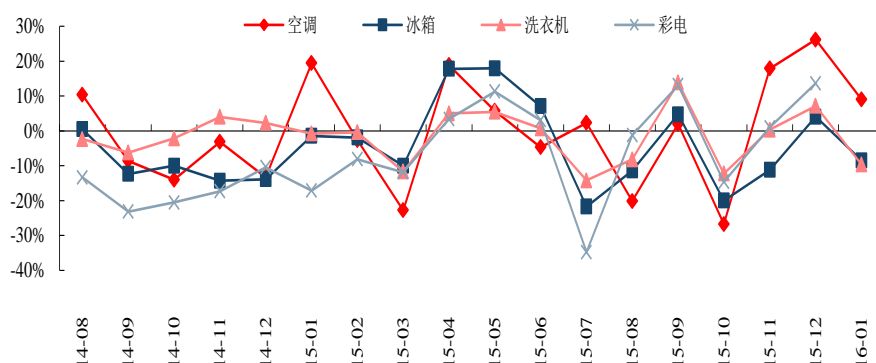
评论：

对于空冰洗彩等成熟大家电，地产销量带动的需求占其总需求的比重已经降至 20~30%，若剔除本就表现平淡的三四线地产，实际占比更低

回顾我们《2014 年下半年投资策略——应对需求新周期，格局稳定效率优先》中对需求结构的梳理，由于大家电早就度过普及期，庞大的更新需求已经成为拉动销量的主要动力，以地产为主的新增需求早已不断弱化。

事实上，根据中怡康等第三方数据，除了空调因炎热天气与库存出清，出现了销量的回暖之外，其他品类大家电在此轮地产旺销后，并没有表现出明显的销量弹性，这也间接说明了大家电对地产销量弹性的相对减弱。

图 32：四大家电月度零售量变化



资料来源：中怡康，中信证券研究部

此外，白电龙头这个时点的投资逻辑，更多来自于空调景气度复苏带来的基本面环比向上，以及低利率与资产荒背景下低估值/高股息优质资产的估值提升，与此轮地产旺销关系不大。

表 11：住宅销售对家电需求的拉动测算

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
住宅现房销售面积 (滞后 6 个月)	20225	19017	22759	21627	21358	24619	25260	24124
住宅期房销售面积 (滞后 12 个月)	47881	39126	62161	71384	75181	76378	89994	81470
住宅商品房平均面积	106.51	106.51	106.51	106.51	106.51	106.51	106.51	106.51
住宅现房销售套数 (万套) (滞后 6 个月)	185	178	214	204	204	238	246	237
住宅期房销售套数 (万套) (滞后 12 个月)	427	367	580	674	712	733	874	799
合计套数	612	545	794	879	915	970	1120	1035
占内销比例 (假设当期全部户主购买家电) 假设空调购买 2 台, 其余品类 1 台								
洗衣机	26%	21%	23%	24%	26%	26%	30%	27%
电冰箱	23%	14%	16%	15%	16%	17%	21%	21%
空调器	41%	29%	31%	29%	32%	31%	32%	33%
彩电	15%	15%	20%	20%	18%	18%	22%	20%
合计	25%	20%	22%	22%	23%	23%	27%	26%
占内销比例 (假设当期 90% 户主购买家电) 假设空调购买 2 台, 其余品类 1 台								
洗衣机	23%	19%	21%	22%	24%	23%	27%	24%
电冰箱	21%	12%	14%	13%	15%	16%	19%	19%
空调器	37%	26%	28%	26%	29%	28%	29%	30%
彩电	14%	14%	18%	18%	16%	16%	20%	18%
合计	23%	18%	20%	20%	21%	21%	24%	23%

资料来源：WIND，中信证券研究部

对于大厨电（油烟机燃气灶等）子行业，虽然地产销量带动的需求占比仍相对较高，但行业龙头的成长逻辑更多来自于产品渗透率以及行业份额的提升

厨电的新增需求占比较高，相对受地产影响更大一些，从量化测算来看，目前 50% 左右的需求来自于地产销量。

表 12：住宅销售对油烟机需求的拉动测算

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
滞后 3 个月住宅现房销售面积 (万平方米)	20224.99	19016.59	22759.36	21626.95	21358.35	24618.78	25259.78	24123.69
滞后 6 个月住宅期房销售面积 (万平方米)	47880.69	39125.94	62160.52	71384.37	75181.22	76377.58	89993.75	81,469.80
住宅商品房平均面积	109.77	112.19	106.51	107.19	105.90	105.61	104.24	103.00
滞后 3 个月住宅现房销售套数 (万套)	185.0	178.0	213.6	204.5	203.6	237.6	246.4	236.5
滞后 6 个月住宅期房销售套数 (万套)	426.8	367.4	579.9	674.1	711.8	732.7	873.7	798.7
合计套数 (万套)	612	545	794	879	915	970	1120	1035
拉动油烟机需求 (假设当期 90% 户主购买)	550.55	490.80	714.18	790.72	823.86	873.28	1008.15	931.71
占当年总销量比例	30%	55%	40%	43%	50%	61%	53%	48%

资料来源：WIND，中信证券研究部

但行业龙头的成长逻辑与地产的相关度并不大，我们以老板电器为例。回顾老板电器多年来的收入表现，一直保持了 20~30% 的快速增长，利润增速则更加稳定，穿越周期。只是在高增速中的小波动中，能够看出地产的影响。根本原因在于公司的成长逻辑更多来自于产品渗透率的提升以及行业份额的提升。

站在这个时点重新审视老板电器的投资逻辑：1) 油烟机从产品普及率与内销量规模来看仍有成长空间。2) 老板电器的份额仅 10%，距离一个耐用消费品龙头的 20~30% 份额依旧还早。3) 跑马圈地期给予渠道的丰厚利润仍有调配的空间。4) 围绕厨电领域的品类拓展（微蒸烤、洗碗机）带来的空间不亚于烟灶。

更重要的是，回顾我们 2014 年推荐老板电器的深度报告《高端定价权稀缺，成长能力可穿越周期》，其长期成长的核心驱动力一方面是优秀的管理层，另一个方面是来自于品类属性+竞争格局铸造的高端定价权。目前高端厨电双寡头的稳定格局并没有出现丝毫变化，因此其持续的份额扩张与成长逻辑并没有被地产销量的波动所破坏。

事实上，回顾 2012 年老板 4 年 7 倍的起点，正是因地地产销量大幅下滑带来的估值低点；2015 年的第二次启动，也是因为 2014 年地产销量大幅下滑带来的估值低点。

结合板块重点公司三季报预览，行业业绩环比改善明显，龙头公司的业绩确定性依旧突出

一方面，地产销量对家电需求的传导有 3-4 个季度的滞后期，并且如上所述，实际的影响较小且在持续减弱。另一方面，此轮地产旺销并没有给家电估值带来直接提升，更多来自于无风险利率与风险偏好的下降；相反，若因为地产调控，板块估值出现大幅回调，仍是配置这些绩优个股的绝佳机会。

（三季报预览情况详见相关报告）

风险因素：

地产销售大幅下滑导致需求疲弱，市场竞争加剧导致价格下滑。

投资建议：

家电作为后地产产业链，地产调控固然可能给板块带来一定冲击，但结合上述分析我们看到基本面相关度其实并不高，预计情绪冲击大于实质影响。并且如果考虑到地产产业链投资收益的持续下行，低利率与资产荒环境下基本面优良的个股估值仍将受到未来增量资金的青睐。

无论是四季度还是 2017 年，我们面对的可能是继续下滑的经济环境以及更加复杂的国际宏观局面，在复杂多变的市场环境下，我们力争在“不确定中寻找确定性”，面对寒冬抱紧优秀的公司，选取基本面优质&估值合理的个股。短期建议两条主线。

主线一：继续推荐基本面持续改善、估值具备安全边际的空调子板块。

从高安全边际与业绩确定性的角度，继续重点积极关注空调龙头格力电器（短期增发博弈加大股票投票权价值，主业景气复苏、高股息率具备良好安全边际）、美的集团（预计后续收入增速逐季改善）。二线弹性品种推荐受益空调产业链复苏，业绩有望超预期的三花股份、关注美菱电器、海信科龙。

主线二：关注景气度环比向上，具备潜在估值切换行情的优质成长股。

厨电小家电行业 Q3 景气度预计出现环比向上，叠加四季度潜在的成长股估值切换行情，建议重点关注板块优质成长股老板电器（受益地产后周期滞后效应，预计 Q3 业绩环比向上，高增长确定性强）、关注华帝股份（新品逐步放量叠加前期基数较低，三季报利润增长有望提速），小家电板块关注苏泊尔（出口逐季回暖，前期收购少数股东权益 Q3 开始并表）。

表 13：家电行业重点公司盈利预测与估值表

简称	股价	EPS				PE				PB	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		
格力电器	22.22	2.08	2.49	2.81	3.11	11	9	8	7	2.98	买入
美的集团	27.01	1.99	2.29	2.74	2.95	14	12	10	9	3.14	买入
老板电器	41.27	1.14	1.50	1.91	2.39	36	28	22	17	9.05	买入
苏泊尔	38.43	1.41	1.78	2.11	2.46	27	22	18	16	6.18	买入
三花股份	10.40	0.34	0.44	0.55	0.64	31	24	19	16	3.82	买入
青岛海尔	10.14	0.70	0.77	0.89	1.02	14	13	11	10	2.43	买入
美菱电器	6.63	0.03	0.29	0.36	0.38	221	23	18	17	1.47	增持
海信科龙	11.82	0.43	0.58	0.64	0.74	27	20	18	16	3.66	增持
华帝股份	27.35	0.58	0.86	1.13	1.37	47	32	24	20	6.31	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 9 月 30 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。