

# 流动性 VS 补库存，拿地深度下沉策略分化

## ——光大地产 A+H 重点公司样本库动态跟踪报告 (9.1-9.16)

行业动态

### ◆首套按揭利率连涨 20 个月，北京公积金“认房认贷”

房产税列入一类立法规划，互联网+不动产登记 2019 年中实施；需求端 8 月按揭贷款利率继续上行，首套升至 5.69%，二套破 6%；8 月新增居民中长期贷款同比少增 55 亿，1-8 月累计同比减少 8.66%；短贷放量，1-8 月累计同比增加 20.39%；北京出台公积金新政“认房又认贷”全面收紧；广东省就共有产权房公开征求意见，多城加大保障房/租赁住房供应。

### ◆龙头销售稳健增长，流动性 VS 补库存，拿地策略分化

销售方面，龙头房企如碧桂园、保利、融创、新城、华润等 1-8 月销售金额分别同比增长 38%、43%、65%、115%、33%，远高于同期行业整体增速 14%，强者恒强的集中度提升逻辑继续演绎。

土地方面，当前行业流动性压力与补货需求共存，龙头房企拿地策略出现分化。经过三年有效去库存，目前局部区域库存水平较低，克尔瑞数据显示 7 月上海/重庆的存销比仅为 3.4/1.0，局部区域开发商补库存需求提升，具备融资优势的国资房企 2018 拿地策略仍较积极，8 月出现明显分化。8 月万科、保利的新增土储总地价分别同比减少 54.3%、42.5%；而中海发展、华润置地新增土储权益地价分别同比增长 119.6%、50.8%。

### ◆全国与百城土地数据背离，房企规避调控，拿地持续下沉

全国来看，1-8 月全国土地购置面积约 1.65 亿方，同比增长 15.6%，增速较自 4 月起持续提升明显；百城来看，1-8 月 100 大中城市土地成交规划建筑面积同比增长 15.2%，增速较 1-7 月回落 4.5pc，连续两个月回落明显。

全国土地购置与百城土地成交情况出现背离，我们认为主因一二线调控严格执行，房企投资拿地更多下沉至中西部低能级城市。考虑到当前去库存任务已基本完成，低能级城市销售将逐步放缓，不排除部分区域未来存货去化压力重新提升的可能。

### ◆投资建议：关注龙头确定性价值和国改机遇

房地产延迟结算特性导致龙头地产短期业绩增长确定性较强，中万地产板块 PE 估值继续下挫创历史新低，短期龙头地产综合了低估值、高业绩、较强确定性三大优势，在流动性边际改善的前提下估值有望得到修复，短期内具备避险配置价值。建议关注地产龙头万科 A、保利发展、招商蛇口及 H 股的融创中国、中国金茂和华润置地。

同时建议关注国改加快带来的局部 $\alpha$ 机遇。如光明地产的控股母公司拥有较多土储，中华企业重组完成获优质资产注入，以及上实发展将在 2019 年 7 月前解决同业竞争。

### ◆风险分析

房企融资持续收紧或导致资金链承压；融资成本抬升或侵蚀利润；美元走强或导致房企汇兑损失加大。

## 增持 (维持)

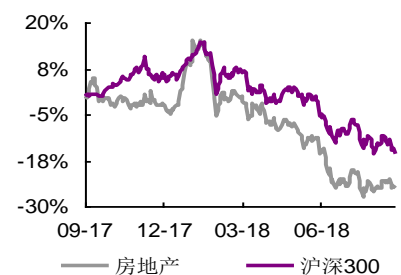
### 分析师

何缅甸 (执业证书编号: S0930518060006)  
021-22169170  
[hemiannan@ebcn.com](mailto:hemiannan@ebcn.com)

### 联系人

王梦恺  
021-22169154  
[wangmk@ebcn.com](mailto:wangmk@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源: Wind

## 相关研报

业绩高增，估值新低，地产龙头短期具备避险价值 —— 光大地产 A+H 重点公司样本库动态跟踪报告 (8.18-8.31)

.....2018-09-03

调控从紧基调未变，龙头销售策略分化 —— 光大地产 A+H 重点公司样本库动态跟踪报告 (8.1-8.17)

.....2018-08-19

房热地冷政策面持续承压，估值优势市场面温和反弹 —— 光大地产 A+H 重点公司样本库动态跟踪报告

.....2018-08-01

## 目 录

1、 样本库重点上市房企基本情况.....	3
2、 市场行情：A 股地产表现强于沪深 300 指数，H 股内房板块跑输恒指.....	4
2.1、 A/H 地产板块指数表现及个股涨跌幅排行.....	4
2.2、 重点房企沪（深）港股通持股变化.....	6
3、 政策动态：房产税一类立法规划，首套按揭利率连涨 20 个月，北京公积金新政“认房认贷” 7	
3.1、 首套按揭利率升至 5.69%，累计新增居民中长期贷下滑 8.66%.....	8
3.2、 北京公积金新政“认房认贷”，广州就共有产权房要点公开征求意见，多城加大保障房/租赁房供应....	9
4、 公司动态：销售稳健增长，流动性 VS 补库存，拿地策略分化.....	12
4.1、 8 月销售数据出炉，龙头房企保持稳健增长.....	12
4.2、 流动性压力 VS 补库存压力，房企拿地策略分化.....	13
4.3、 保利地产更名“保利发展”，推动两翼战略发展.....	14
5、 数据更新：销售高位放缓倾向一二线，拿地深度下沉，区域结构性背离.....	16
5.1、 楼市成交：一手房双周环比+6.0%，二手房双周环比-8.9%.....	16
5.2、 土地市场：规避调控，拿地深度下沉，地价走低，区域结构性背离.....	18
5.3、 月度统计数据更新：低能级区域销售高位放缓，东部低位回升，投资高位回落.....	20
6、 申万房地产板块 PE 估值继续创历史新低.....	22
7、 投资建议：关注龙头确定性价值和国改机遇.....	24
8、 风险提示.....	24

## 1、样本库重点上市房企基本情况

光大地产重点上市房企样本库未发生变动，将继续保持对 30 家 A 股重点房企及 20 家 H 股重点房企的动态跟踪。以下为样本库公司的基本情况：

表 1：30 家 A 股重点上市房企基本情况

序号	代码	简称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	PE (TTM)	PB	10 日 涨跌幅	年初至今 涨跌幅
1	000002.SZ	万科 A	2,562.05	23.32	8.6	1.9	-5%	-22%
2	600048.SH	保利发展	1,429.45	12.02	8.7	1.3	-3%	-13%
3	001979.SZ	招商蛇口	1,399.02	17.70	8.8	2.1	-1%	-7%
4	600606.SH	绿地控股	761.73	6.26	7.3	1.2	-3%	-11%
5	600340.SH	华夏幸福	717.46	24.28	6.9	1.8	-5%	-20%
6	601155.SH	新城控股	557.57	24.70	7.5	2.6	-6%	-14%
7	000069.SZ	华侨城 A	495.53	6.04	5.6	1.0	-3%	-26%
8	600663.SH	陆家嘴	450.78	14.99	13.2	3.9	-3%	-19%
9	600383.SH	金地集团	393.67	8.72	4.9	1.0	-5%	-27%
10	002146.SZ	荣盛发展	340.46	7.83	5.4	1.2	-5%	-13%
11	000656.SZ	金科股份	276.06	5.17	12.5	1.4	-1%	10%
12	600208.SH	新湖中宝	266.58	3.10	6.2	0.8	-3%	-40%
13	600675.SH	中华企业	248.51	5.28	30.3	2.5	1%	-15%
14	000671.SZ	阳光城	245.03	6.05	8.9	1.2	-1%	-22%
15	000961.SZ	中南建设	230.01	6.20	19.2	1.4	0%	-3%
16	000402.SZ	金融街	203.55	6.81	7.2	0.7	-2%	-37%
17	000732.SZ	泰禾集团	190.90	15.34	8.3	1.0	-5%	-22%
18	600376.SH	首开股份	180.05	6.98	5.3	0.6	1%	-19%
19	600895.SH	张江高科	151.93	9.81	29.4	1.7	-2%	-31%
20	600466.SH	蓝光发展	150.12	5.03	8.8	1.0	-9%	-24%
21	600325.SH	华发股份	146.77	6.93	6.1	1.2	-5%	-1%
22	000537.SZ	广宇发展	143.79	7.72	3.8	1.3	-13%	-39%
23	600266.SH	北京城建	129.91	8.29	8.4	0.6	-5%	-35%
24	002244.SZ	滨江集团	126.95	4.08	9.3	0.9	-5%	-48%
25	002285.SZ	世联行	121.35	5.94	11.9	2.3	-4%	-46%
26	000056.SZ	皇庭国际	118.05	11.93	77.4	2.6	6%	-10%
27	600748.SH	上实发展	86.88	4.71	9.4	0.9	-4%	-26%
28	600708.SH	光明地产	85.36	3.83	3.4	0.8	-3%	-25%
29	002016.SZ	世荣兆业	76.30	9.43	5.6	3.3	-8%	-9%
30	000667.SZ	美好置业	56.57	2.21	9.6	0.8	-4%	-27%
	<b>平均</b>				<b>11.9</b>	<b>1.5</b>	<b>-4%</b>	<b>-21%</b>

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

注：数据截止时间 2018 年 9 月 14 日

表 2：20 家 H 股重点上市房企基本情况

序号	代码	简称	总市值 (亿港元)	股价 (港元/股)	PE (TTM)	PB	10 日 涨跌幅	年初至今 涨跌幅
1	3333.HK	中国恒大	3,494.17	26.80	8.1	2.0	-3%	-1%
2	0688.HK	中国海外发展	2,645.92	24.15	6.3	1.0	-2%	-2%
3	2007.HK	碧桂园	2,381.34	10.98	6.4	1.9	-3%	-18%
4	1109.HK	华润置地	1,902.54	27.45	6.8	1.3	1%	23%
5	0960.HK	龙湖集团	1,269.14	21.40	7.9	1.5	-3%	12%
6	1918.HK	融创中国	1,096.38	24.90	5.8	1.9	-5%	-22%
7	0813.HK	世茂房地产	701.02	21.05	7.2	1.0	-3%	30%
8	3380.HK	龙光地产	491.70	8.95	6.5	1.6	-6%	13%
9	2777.HK	富力地产	469.18	14.56	1.7	0.6	-3%	-10%
10	3383.HK	雅居乐集团	449.68	11.48	4.8	1.0	0%	6%
11	0817.HK	中国金茂	407.70	3.53	7.2	0.9	-1%	7%
12	1030.HK	新城发展控股	322.51	5.45	5.4	1.8	-5%	16%
13	0884.HK	旭辉控股集团	294.40	3.79	4.1	1.1	-13%	-17%
14	3377.HK	远洋集团	274.18	3.60	4.8	0.5	-6%	-29%
15	6158.HK	正荣地产	181.82	4.41	7.9	1.3	-5%	13%
16	3900.HK	绿城中国	164.10	7.57	5.1	0.5	-4%	-23%
17	1233.HK	时代中国控股	152.76	8.33	3.8	0.8	-6%	13%
18	3883.HK	中国奥园	143.20	5.34	5.7	1.1	-10%	31%
19	1628.HK	禹洲地产	141.65	3.38	3.7	0.7	-12%	-16%
20	0563.HK	上实城市开发	63.50	1.32	12.8	0.5	-4%	-28%
	<b>平均</b>				<b>6.1</b>	<b>1.1</b>	<b>-5%</b>	<b>0%</b>

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

注：数据截止时间 2018 年 9 月 14 日

## 2、市场行情：A 股地产表现强于沪深 300 指数，H 股内房板块跑输恒指

### 2.1、A/H 地产板块指数表现及个股涨跌幅排行

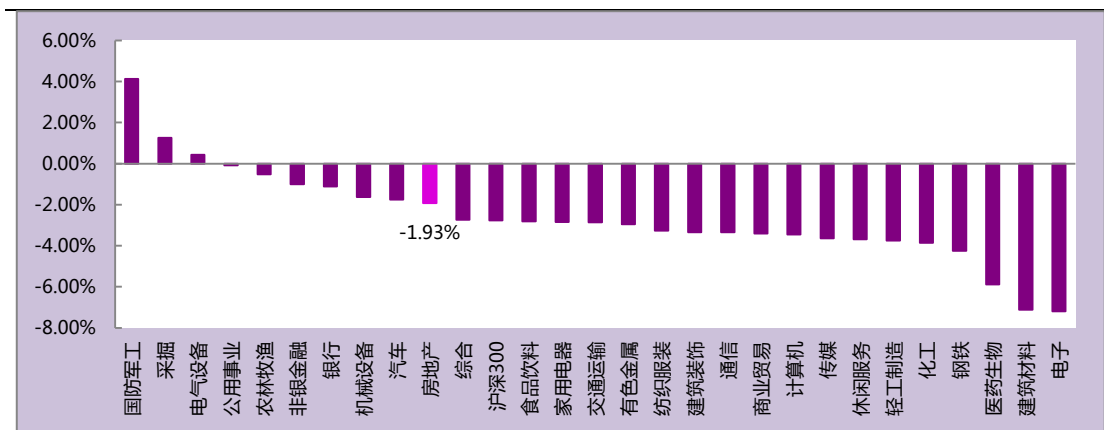
表 3：市场指数表现 (9.1-9.14)

A 股指数	收盘	涨跌幅	PE(TTM)	H 股指数	收盘	涨跌幅	PE(TTM)
沪深 300	3,242.09	-2.77%	10.99	恒生指数	27,286.41	-2.16%	10.11
上证综指	2,681.64	-1.60%	11.89	恒生中国企业指数	10,575.17	-2.76%	8.75
中小板指	5,533.30	-5.33%	21.65	恒生港股通	3,422.14	-2.82%	9.48
创业板指	1,366.57	-4.78%	34.61	恒生地产建筑业	3,904.05	-3.01%	6.02
<b>房地产(申万)</b>	<b>3,630.70</b>	<b>-1.93%</b>	<b>9.42</b>	<b>恒生中国内地地产</b>	<b>6,135.71</b>	<b>-4.29%</b>	<b>6.62</b>

资料来源：WIND、光大证券研究所整理

9 月 1 日至 9 月 14 日，申万房地产指数下跌 1.93%，跑赢沪深 300 指数 0.84pc，跑输上证综指 0.33pc，在 28 个申万一级行业指数中排名第 10。

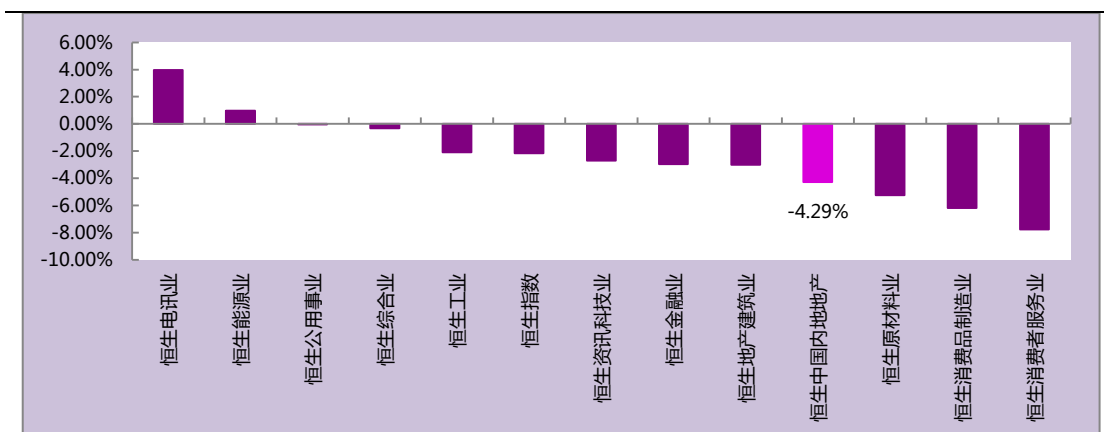
图 1：沪深指数和各申万一级行业涨跌幅情况 (9.1-9.14)



资料来源：WIND、光大证券研究所

9月1日至9月14日，恒生中国内地地产指数下跌4.29%，跑输恒生指数2.13pc,跑输恒生地产建筑业指数1.28pc,与12个恒生综合行业指数对比，表现好于原材料业、消费品制造业、消费者服务业指数。

图 2：恒生指数和恒生综合行业涨跌幅情况 (9.1-9.14)



资料来源：WIND、光大证券研究所

个股层面，A股涨幅前五的房企分别为：皇庭国际(+4.93%)、首开股份(+3.10%)、中南建设(+1.47%)、中华企业(+1.15%)、阳光城(0.00%)；港股涨幅前五的内房分别为华润置地(+0.37%)、龙湖集团(-1.83%)、中国海外发展(-2.82%)、正荣地产(-3.08%)、融创中国(-3.11%)。

表 4：A股房地产股涨跌幅 Top5 (9.1-9.14)

排序	涨幅 TOP5	涨幅 (%)	排序	跌幅 TOP5	跌幅 (%)
1	皇庭国际	4.93	1	广宇发展	-9.92
2	首开股份	3.10	2	世荣兆业	-8.00
3	中南建设	1.47	3	蓝光发展	-6.51
4	中华企业	1.15	4	滨江集团	-5.77
5	阳光城	0.00	5	新城控股	-4.82

资料来源：WIND、光大证券研究所

表 5: H 股内房股涨跌幅 Top5 (9.1-9.14)

排序	涨幅 TOP5	涨幅 (%)	排序	跌幅 TOP5	跌幅 (%)
1	华润置地	0.37	1	禹洲地产	-18.94
2	龙湖集团	-1.83	2	旭辉控股集团	-16.70
3	中国海外发展	-2.82	3	时代中国控股	-10.53
4	正荣地产	-3.08	4	新城发展控股	-9.03
5	融创中国	-3.11	5	中国奥园	-8.87

资料来源: WIND、光大证券研究所

## 2.2、重点房企沪（深）港股通持股变化

8月31日至9月14日，A股30家重点房企中沪（深）股通持股比例提升幅度前五的是：华发股份(+0.31%)、绿地控股(+0.15%)、世荣兆业(+0.13%)、金科股份(+0.08%)、蓝光发展(+0.07%)；持股比例下降幅度前五的是：光明地产(-0.29%)、新城控股(-0.26%)、中南建设(-0.20%)、华夏幸福(-0.20%)、世联行(-0.13%)。

表 6: A 股重点房企沪（深）股通持股变化 (8.31-9.14)

简称	8/31 持股占比 (%)	9/14 持股占比 (%)	区间持股 比例变化 (%)	8/31 持股市值 (百万元)	9/14 持股市值 (百万元)	区间持股 市值变化 (百万元)
华发股份	0.94	1.25	+0.31	129.53	165.88	+36.35
绿地控股	0.83	0.98	+0.15	653.14	747.62	+94.48
世荣兆业	0.67	0.80	+0.13	56.32	61.14	+4.82
金科股份	0.28	0.36	+0.08	79.60	101.86	+22.26
荣盛发展	1.18	1.25	+0.07	419.67	425.69	+6.02
蓝光发展	0.93	0.99	+0.06	148.96	148.40	-0.56
金地集团	0.86	0.90	+0.04	359.01	356.66	-2.36
广宇发展	0.10	0.12	+0.02	16.77	18.05	+1.28
美好置业	0.25	0.26	+0.01	14.56	14.86	+0.29
北京城建	0.44	0.45	+0.01	60.32	58.49	-1.84
华侨城 A	0.28	0.28	0.00	147.71	140.01	-7.70
陆家嘴	0.18	0.18	0.00	67.53	69.59	+2.06
中华企业	0.02	0.02	0.00	2.51	2.54	+0.03
首开股份	0.14	0.14	0.00	24.90	25.47	+0.57
张江高科	0.46	0.45	-0.01	71.13	68.64	-2.50
招商蛇口	0.97	0.96	-0.01	1392.62	1349.82	-42.80
阳光城	0.34	0.33	-0.01	85.71	81.69	-4.01
万科 A	1.91	1.86	-0.05	4475.83	4233.63	-242.20
滨江集团	0.10	0.05	-0.05	14.18	7.09	-7.08
金融街	0.36	0.29	-0.07	75.73	59.92	-15.81
泰禾集团	0.40	0.32	-0.08	77.87	61.86	-16.01
新湖中宝	0.59	0.50	-0.09	160.94	134.30	-26.64
上实发展	0.48	0.38	-0.10	32.07	25.37	-6.71
保利发展	1.58	1.47	-0.11	2286.11	2086.21	-199.90
世联行	0.17	0.04	-0.13	21.48	4.90	-16.58
华夏幸福	0.73	0.53	-0.20	547.80	384.93	-162.87
中南建设	0.85	0.65	-0.20	194.56	151.61	-42.95

新城控股	1.60	1.34	-0.26	299.80	239.51	-60.29
光明地产	0.52	0.23	-0.29	26.95	20.13	-6.82

资料来源：WIND、光大证券研究所整理

8月31日至9月14日，H股20家重点内房中港股通持股比例提升幅度前五的是：新城发展控股(+0.26%)、正荣地产(+0.18%)、绿城中国(+0.08%)、旭辉控股集团(+0.07%)、上实城市开发(0.00%)；持股比例下降幅度前五的是：富力地产(-0.55%)、中国金茂(-0.32%)、中国奥园(-0.29%)、华润置地(-0.10%)、融创中国(-0.09%)。

表 7：H 股重点内房港股通持股变化 (8.31-9.14)

证券简称	8/31 持股占比 (%)	9/14 持股占比 (%)	区间持股 比例变化 (%)	8/31 持股市值 (百万港元)	9/14 持股市值 (百万港元)	区间持股 市值变化 (百万港元)
新城发展控股	4.69	4.94	+0.26	1,684.48	1,594.79	-89.68
正荣地产	0.37	0.55	+0.18	70.17	100.78	+30.61
绿城中国	9.24	9.32	+0.08	1,582.65	1,529.14	-53.51
旭辉控股集团	7.15	7.22	+0.07	2,525.72	2,124.66	-401.06
上实城市开发	2.38	2.38	0.00	158.00	151.12	-6.87
中国海外发展	1.64	1.64	-0.00	4,478.30	4,341.38	-136.92
雅居乐集团	0.63	0.62	-0.00	315.27	280.11	-35.16
远洋集团	1.69	1.68	-0.01	513.33	461.39	-51.94
龙光地产	2.67	2.66	-0.01	1,439.44	1,310.05	-129.40
禹洲地产	1.03	1.02	-0.01	180.34	144.07	-36.27
中国恒大	1.82	1.78	-0.03	6,663.52	6,232.55	-430.97
龙湖集团	3.45	3.41	-0.04	4,457.73	4,322.51	-135.22
碧桂园	0.96	0.90	-0.06	2,428.07	2,139.05	-289.02
世茂房地产	1.15	1.07	-0.08	898.68	751.43	-147.24
融创中国	25.48	25.39	-0.09	28,834.54	27,842.50	-992.04
华润置地	0.55	0.45	-0.10	1,040.71	861.35	-179.36
中国奥园	12.09	11.81	-0.29	1,900.24	1,690.56	-209.68
中国金茂	9.63	9.32	-0.32	4,116.30	3,798.70	-317.60
富力地产	6.13	5.58	-0.55	985.42	824.34	-161.08

资料来源：WIND、光大证券研究所整理

### 3、政策动态：房产税一类立法规划，首套按揭利率连涨 20 个月，北京公积金新政“认房认贷”

#### ➤ 房产税列入一类立法规划，“互联网+不动产登记”2019 年中实施

十三届全国人大常委会立法规划公布，包括房地产税法在内的 69 件立法项目处于第一类，即条件比较成熟，拟在本届人大常委会任期内（五年内）提请审议。

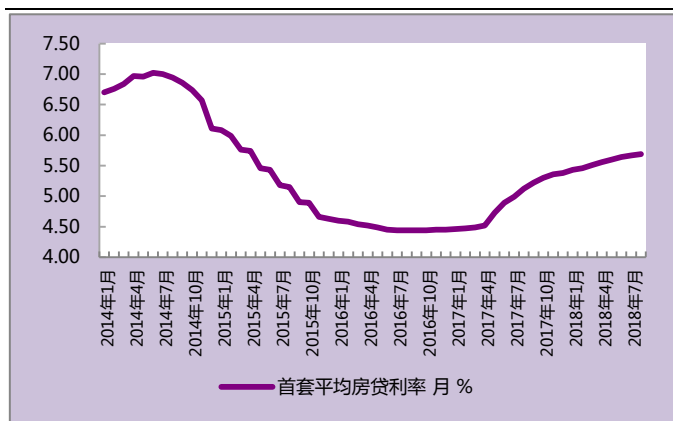
国务院发展研究中心宏观部部长孟春表示，“互联网+不动产登记”将实施，2019 年 6 月底前将全面实施。

### 3.1、首套按揭利率升至 5.69%，累计新增居民中长期贷 下滑 8.66%

#### ➤ 8 月按揭利率继续上行，首套、二套均环比+0.02pc

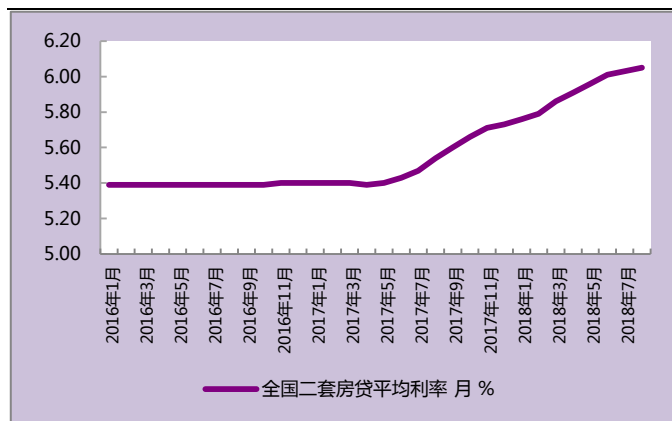
WIND 数据显示,8 月全国首套房平均按揭利率为 5.69%,环比增 0.02pc,较年初增 0.31pc;二套房平均按揭利率为 6.05%,环比增 0.02pc,较年初增 0.32pc。首套房按揭利率连续上涨 20 个月,二套房按揭利率连续上涨 16 个月。

图 3：全国首套房平均贷款利率 (%)



资料来源：WIND

图 4：全国二套房平均贷款利率 (%)



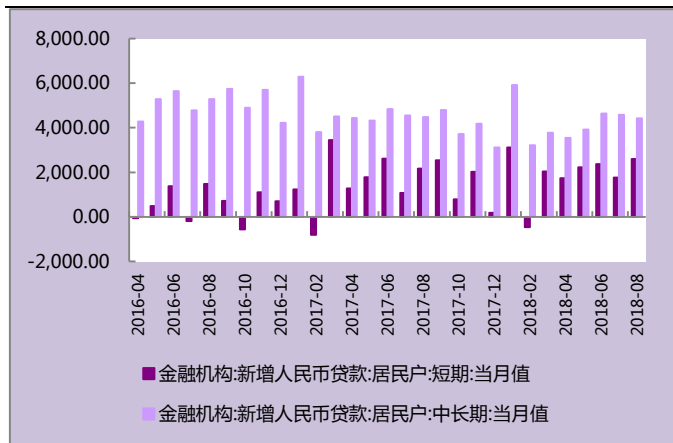
资料来源：WIND

#### ➤ 8 月居民新增短期贷款同比多增 433 亿，中长期贷款同比少增 55 亿

单月来看,2018 年 8 月,新增居民人民币贷款 7012 亿元,环比多增 668 亿元,同比多增 377 亿元;其中居民短期贷款单月新增 2598 亿元,环比多增 830 亿元,同比多增 433 亿元;居民中长期贷款单月新增 4415 亿元,环比少增 161 亿元,同比少增 55 亿元。

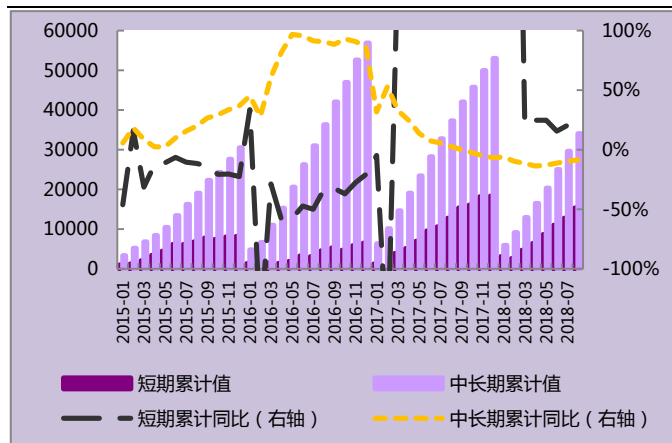
累计来看,2018 年 1-8 月,新增居民人民币贷款 4.94 万亿,同比下降 1.19%;其中居民短期贷款新增 1.54 万亿元,同比增加 20.39%,居民中长期贷款新增 3.40 万亿元,同比减少 8.66%。

图 5：居民户新增人民币贷款单月值 (亿元)



资料来源：WIND

图 6：居民户新增人民币贷款累计值 (亿元)



资料来源：WIND

表 8：近期房地产相关政策面及资金面动态信息汇总（9.1-9.16）

领域	日期	政策/要闻	核心要点
房地产税	9.7	十三届全国人大常委会立法规划公布 房地产税法列“第一类”	十三届全国人大常委会立法规划公布，包括房地产税法在内的 69 件立法项目处于第一类，即条件比较成熟，拟在本届人大常委会任期内提请审议，即五年内提请审议。
房地产税	9.9	国务院：“互联网+不动产登记”明年 6 月底前实施	国务院发展研究中心宏观部部长孟春表示，“互联网+不动产登记”将实施，2019 年 6 月底前将全面实施，房地产市场监管将更加有效。
流动性	9.1	A 股上市银行涉房贷款 26 万亿，房企开发贷逆势增长	截至 6 月末，26 家 A 股上市银行涉房贷款余额合计 25.92 万亿元，较年初增长 7.7%，在总贷款中的占比接近 31.4%。截至 6 月末，A 股上市银行个人房贷总额已突破 20 万亿元，较年初增长 7.52% 至 20.7 万亿元。
流动性	9.11	住建部、农发行：做好利用抵押补充贷款资金支持农村人居环境整治工作	住房城乡建设部、中国农业发展银行周二印发关于做好利用抵押补充贷款资金支持农村人居环境整治工作的通知，中国农业发展银行设立抵押补充贷款资金，支持农村人居环境整治项目建设。
流动性	9.12	央行：8 月贷款新增 1.28 万亿元 住户部门贷款增加 7012 亿元	央行公布 2018 年 8 月金融统计数据报告，当月人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 1834 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7012 亿元，其中，短期贷款增加 2598 亿元，中长期贷款增加 4415 亿元
市场整治	9.5	上海证券报：8 月楼市成交量喜忧参半，各城市或进一步分化	从整体来看，8 月份一二线城市楼市向好，成交量向上增长；三四线城市成交量回落之势仍在强化。对此，有专家认为，房地产调控政策越来越严厉的大背景下，预计楼市分化也进一步强化。
市场整治	9.15	住建部：严格查处投机炒房、“黑中介”等房地产乱象	住建部根据近期各地查处情况通报了各地专项行动查处的第二批违法违规房地产开发企业和中介机构名单，名单涉及 20 家房地产机构和企业，分布于武汉、宜昌、兰州、成都、西安等多个地方。
土地	9.3	调控倒逼土地市场降温：前 8 月流标流拍数量翻倍	中原地产近日发布数据显示，今年以来，土地市场流标流拍数量明显增多。其中，前 8 月，一线城市经营性用地流标流拍 13 宗，去年同期只有 4 宗；二线城市土地流标流拍 238 宗，去年同期只有 106 宗。相比之下，流标流拍的土地宗数涨幅均超 100%，“地王”已经许久不见于市场。
土地	9.8	全国超 50 城发布租房政策，已出让租赁土地超过 700 万平米	截至 8 月底，全国已有超过 12 个省份 50 个以上城市发布租赁政策内容。中原地产统计数据显示，计多城市合计出让的租赁土地面积超过 700 万平米，按照平均 60 平米单套计算，已经可以直接提供租赁房源超过 12 万套，集中在北京、上海等一线租赁热点城市。
土地	9.14	财政部：前 8 月卖地收入 3.7 万亿，土地和房地产相关税收增长 17.4%	在土地和房地产相关税收中，前 8 月累计契税 3927 亿元，同比增长 17.4%；土地增值税 4123 亿元，同比增长 14.7%；房产税 1849 亿元，同比增长 7.2%。

资料来源：各部委网站，央行，WIND，光大证券研究所整理

### 3.2、北京公积金新政“认房认贷”，广州就共有产权房要点公开征求意见，多城加大保障房/租赁住房供应

#### ➤ 北京：公积金新政“认房又认贷”，贷款额度与缴存年限挂钩

9 月 13 日，北京住房公积金管理中心发布了《关于调整住房公积金个人住房贷款政策的通知》。公积金贷款新政实行贷款额度与借款申请人住房公积金的缴存年限挂钩。每缴存一年可贷 10 万元，缴存 12 年最高可贷 120 万元。

此外，北京公积金贷款政策从此前的“只认房”变成与商贷一样的“认房又认贷”，只要在银行征信系统中有过贷款记录，均被认定为二套。新政下调了二套房贷款最高贷款额度，由 80 万元下调为 60 万元。

首付款比例方面规定，购买经济适用住房的，首付款比例不低于 20%；购买共有产权等政策性住房的首套住房，首付款比例不低于 30%；购买政策

性住房之外的首套普通自住房首付款比例不低于 35%，首套非普通自住房的首付款比例不低于 40%。购买普通自住房且为第二套住房的，首付款比例不低于 60%；购买非普通自住房且为第二套住房的，首付款比例不低于 80%。

#### ➤ 广东：就共有产权房供应对象、承购份额等要点公开征求意见

9月11日，广东省住建厅发布《关于推进共有产权住房发展的指导意见》，就共有产权住房的供应对象、承购份额以及增购转让条件等要点向社会公开征求意见。

就供应对象方面提出：共有产权住房供应对象为符合规定条件的城镇无房家庭；每户家庭只能购买一套共有产权住房，并享受与购买商品住房同等的落户、入学等公共服务。

面积标准方面，应以建筑面积 90 平方米以下的中小套型为主。

产权关系方面，规定承购人的产权份额为承购人实际出资价格占共有产权房评估价格的比例，原则上应不低于 50%，其余部分为政府等供应主体的产权份额。

征求意见进一步规范产权转让，满足购买共有产权住房不少于 10 年等条件的，允许承购人一次性增购代持机构所持的产权份额，取得完全产权，住房性质转变为商品住房。满足购买共有产权住房不少于 5 年等条件的，允许承购人转让。购买共有产权住房不满 5 年的，不得转让。增购或转让价格随行就市，参考同时期、同地块、同品质普通商品住房价格。

#### ➤ 调控继续深化，多城加大保障房、租赁住房供应

近期，地方政府继续严格执行调控政策，北京出台公积金新政，“认房又认贷”；广州公布公积金缴存和提取管理办法征求意见，违规提取公积金将被禁用 5 年；哈尔滨规定楼盘申报销售平均价格原则上不能高于同期、同地段、同质楼盘销售平均价格，待售商品房售价不得高于已售商品房的价格。

此外，多城加大保障房、租赁住房供应力度，完善住房供应体系，引导房屋回归“居住”属性。荆州上调商品住房建设用地保障房配建比例至 7%；太原规定新供应商品住房地块至少配建住宅面积 20% 的租赁住房；长沙新政指出，到 2022 年，新增各类租赁住房不少于 500 万平方米；西安落实宅地双 20% 原则，自 2018 年起，全市 20% 居住用地用于公共租赁住房建设，20% 的居住用地，用于限地价、限售价的“双限房”建设。

表 9：近期房地产相关区域政策动态 (9.1-9.16)

类型	区域	日期	核心要点
公积金政策	广州	9.9	公布住房公积金缴存管理办法和提取管理办法征求意见，对违规提取住房公积金的缴存人，5 年内不受理其住房公积金提取申请；对已提取资金的，暂停其住房公积金提取资格，直至其将已提取金额全额退回 5 年后，且符合提取条件时方可提取。
公积金政策	北京	9.13	北京住房公积金管理中心发布了《关于调整住房公积金个人住房贷款政策的通知》。公积金贷款新政实行贷款额度与借款人住房公积金的缴存年限挂钩。每缴存一年可贷 10 万元，缴存年限不够 1 整年的，按 1 整年计算，最高可贷 120 万元。北京公积金贷款政策从此前的“只认房”变成与商贷一样的“认房又认贷”，只要在银行征信系统中有过贷款记录，均被认定为二套。

公积金政策	南京	9.16	南京住房公积金管理中心公布《南京市住房公积金按揭协议管理办法》，明确房地产开发单位销售商品房，应与南京住房公积金管理中心签订《南京市住房公积金贷款按揭协议书》，以保证符合条件的职工申请住房公积金贷款。
土地政策	佛山	9.5	在产保区的划定上，为保障350平方公里产业用地规模，在时期内需要实行控制和管理的区域。产保区内不得新增开发商品住宅类经营性房地产项目，用地除因公共利益需要外，原则上不得作为其他非产业用途。
旧城改造	上海	9.15	“十三五”期间，上海旧区改造的目标是完成中心城区二级旧里以下房屋改造240万平方米。从2016年至今年6月份，中心城区已改造二级旧里以下房屋126万平方米，占“十三五”规划的52.5%。今年旧区改造任务目标为完成中心城区二级旧里以下房屋改造40万平方米。
市场整治	北京	9.2	目前，北京共下架学区房、群租房等违法违规房源信息共约92万条，冻结违规用户账号数量约7万个。北京市住建委表示，今后对互联网平台发布房源信息的检查将纳入日常执法内容，依法查处发布违规房源信息的房地产中介。
市场整治	武汉	9.3	新华社报道，继打掉国内首个房屋租赁中介涉黑团伙后，武汉日前对5071个房屋租赁中介机构开展行业排查。根据武汉市房管和工商两部门对近年投诉情况的汇总以及行业摸排情况，559家“问题”租房中介被列入重点整顿的名单。
市场整治	青海	9.3	日前，青海省住建厅、省委宣传部等八部门发文决定，自2018年8月至12月底，在全省范围内开展打击侵害群众利益违法违规行为、治理房地产市场乱象专项行动。
市场整治	福建	9.7	福建省住房和城乡建设厅办公室发布《关于公开征求房地产市场“双随机”检查和“黑名单”管理2个文件修改意见的通知》。通知中除了将建“黑名单”外，还列出了房地产市场“双随机”检查事项清单，对房地产开发企业、房地产估价机构、房地产经纪机构和物业服务企业四个类别一系列违规行为作出了处置建议。
市场整治	武汉	9.9	武汉印发刚需无房家庭购房摇号试行指引，对刚需无房家庭购房资格、销售方案、摇号规则、摇号方式等环节进行规范，并由武汉房地产开发企业协会以第三方身份对摇号的过程和结果进行监督。
市场整治	哈尔滨	9.12	楼盘申报销售平均价格应当符合国家宏观调控政策，原则上不能高于同期、同地段、同质楼盘销售平均价格。对已售楼盘的待售商品房，销售价格不得高于已售商品房的价格。
保障房类	荆州	9.4	自8月1日开始，荆州新取得建设用地的商品房住房开发项目，从原按商品住宅建筑总面积无偿配建5%的公租房，调整为无偿配建7%的保障性住房。
市场整治	太原	9.4	太原市政府办公厅出台《太原市发展住房租赁市场实施方案》，提出鼓励包括房企开展规划化租赁经营，以及农村集体经济组织成立租赁企业等行为。同时，新供应商品住房地块，至少配建住宅面积20%的租赁住房。
保障房类	深圳	9.6	深圳不断拓宽人才住房和保障性住房供应渠道。“城中村”综合整治后，可统筹纳入住房保障体系，定向分配给符合条件的住房困难家庭。
保障房类	长沙	9.9	长沙楼市又一新政《关于加快发展住房租赁市场工作实施方案》已于9月1日起正式实施，有效期五年。《方案》指出，到2022年，通过多种方式，新增各类租赁住房不少于500万平方米，其中新建200万平方米以上租赁住房、盘活300万平方米以上存量住房，形成广覆盖、多层次的租赁住房供应体系。
保障房类	广东	9.11	广东省住建厅发布《关于推进共有产权住房发展的指导意见》，就共有产权住房的供应对象、认购份额以及增购转让条件等要点向社会公开征求意见。本次意见征询中提出：共有产权住房供应对象为符合规定条件的城镇无房家庭；每户家庭只能购买一套共有产权住房，并享受与购买商品住房同等的落户、入学等公共服务；在房型上，应以建筑面积90平方米以下的中小套型为主。
保障房类	西安	9.14	自2018年起，全市20%居住用地，用于公共租赁住房建设，重点解决城市中低收入住房困难家庭、各类人才、院校毕业生、农民工住房问题和相应的子女入学、就医等配套问题；20%居住用地，用于限地价、限售价的“双限房”建设，以共有产权的形式，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

资料来源：各地方政府网站，WIND，光大证券研究所整理

## 4、公司动态：销售稳健增长，流动性 VS 补库存，拿地策略分化

### 4.1、8月销售数据出炉，龙头房企保持稳健增长

单月来看，8月数据显示新城、招蛇、中南、广宇、世贸、旭辉、合景等公司加大了推盘力度，销售金额均同比高增80%~170%。

全年累计来看，从销售金额考量，1-8月碧桂园累计同比增长38%，中国恒大累计同比增长20%，保利发展累计同比增长43%，融创中国累计同比增长65%，中国海外发展累计同比增长23%，新城控股累计同比增长115%，华润置地累计同比增长33%，招商蛇口累计同比增长51%；大部分龙头销售增速均远高于房地产行业整体增速14%（1-8月全国商品房销售额同比增长14.47%），集中度提升逻辑继续演绎。

万科和龙湖的销售策略较为保守，1-8月累计销售金额增速分别为11%和14%，略低于全国销售增速。

表 10：样本库重点房企 8 月单月及累计销售情况

	8月销售金额 (亿元)	单月同比 (%)	1-8月销售金额 (亿元)	累计同比 (%)
<b>A 股重点房企</b>				
万科 A	383	4%	3881	11%
保利发展	276	20%	2668	43%
新城控股	237	171%	1373	115%
招商蛇口	133	83%	1034	51%
中南建设	128	111%	922	61%
金地集团	112	-7%	881	-2%
荣盛发展	68	69%	534	49%
首开股份	64	-9%	435	-15%
广宇发展	13	143%	129	107%
<b>港股重点内房</b>				
碧桂园*	313	-8%	3,788	38%
中国恒大	403	20%	3,851	20%
融创中国	403	32%	2,657	65%
中国海外发展*	262	39%	2,001	23%
龙湖地产	173	44%	1,317	14%
华润置地*	167	19%	1,173	33%
世茂房地产	155	120%	1,003	72%
旭辉控股集团	130	150%	917	51%
中国金茂*	74	55%	863	168%
富力地产	92	28%	767	47%
雅居乐集团	61	19%	603	20%
远洋集团	66	2%	573	40%
绿城中国	49	-32%	566	-5%
中国奥园	69	158%	532	145%
龙光地产	53	26%	491	82%
合景泰富	54	121%	431	80%

时代中国控股	55	71%	366	57%
禹洲地产	28	11%	273	2%

资料来源：各公司公告、光大证券研究所整理

注：碧桂园为权益销售口径；中国海外发展为港元计价；华润置地为操盘口径；中国金茂为二级销售口径

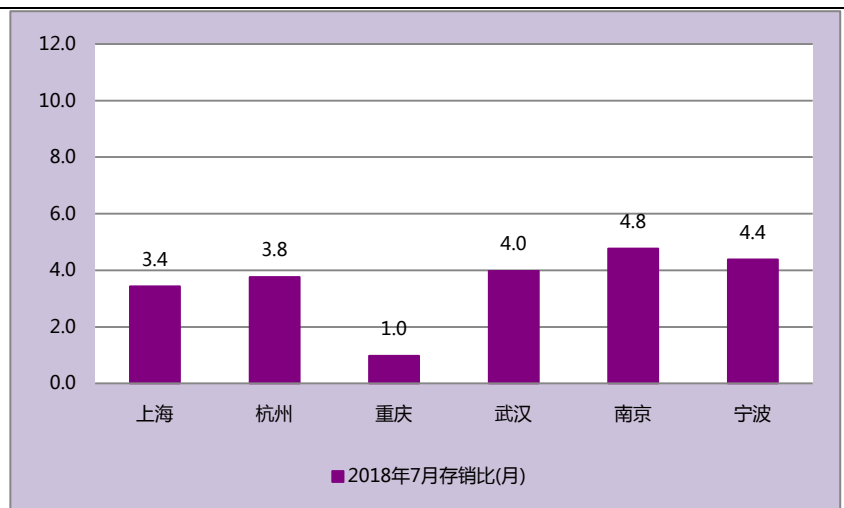
## 4.2、流动性压力 VS 补库存压力，房企拿地策略分化

### ➤ 流动性压力与补货压力共存，龙头房企拿地策略分化

当前行业调控从紧不变，流动性持续承压，多数房企限于资金压力放缓拿地节奏，全国土地流标频发。

然而历经3年热销，全国库存降至较低水平，部分区域的库存水平较低，（如重庆的库存去化时间仅为1个月），开发商补库存需求有所提升，部分具有较强融资优势的国资房企保持了相对积极的投资策略。

图7：部分低库存城市2018年7月的存销比



资料来源：克尔瑞数据中心

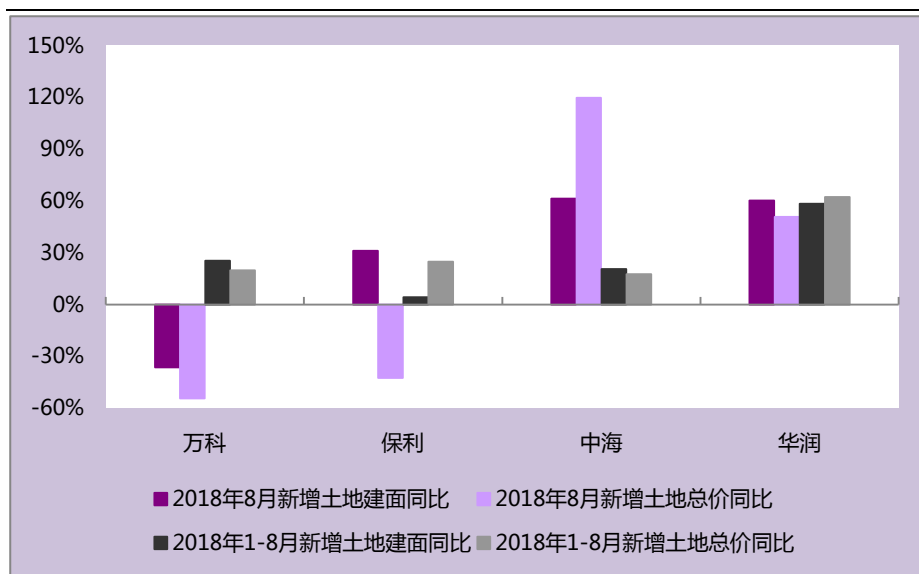
万科公布8月拿地情况，自7月销售简报公布以来，新增20个项目，对应总计容建筑面积356.1万方，同比减少36.5%；总地价229.1亿元，同比减少54.3%。1-8月公司新增计容建筑面积同比增长25.4%，新增土储总地价同比增长19.8%。

保利发展公布8月拿地情况，当月新增17个项目，总计容建筑面积487.1万方，同比增加31.1%；总地价235.4亿元，同比减少42.5%。1-8月公司新增计容建筑面积同比增长4.2%，新增土储总地价同比增长24.8%。

中国海外发展8月新增5个项目，权益楼面面积约128.5万方，同比增长61.3%；权益地价101.0亿元，同比增长119.6%。1-8月公司新增权益楼面面积同比增长20.5%，新增土储权益地价同比增长17.6%。

华润置地公布8月拿地情况，当月新增15个项目，总楼面面积427.3万方，同比增长60.1%；权益地价款约155.1亿元，同比增长50.8%。1-8月公司新增总楼面面积同比增长58.3%，新增土储权益地价同比增长62.2%。

图 8：龙头房企拿地策略出现分化



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

注：中海与华润为权益口径数据

#### 4.3、保利地产更名“保利发展”，推动两翼战略发展

9月12日，公司董事会审议通过变更公司名称为“保利发展控股集团股份有限公司”，进一步提出“一主两翼”发展战略，并将升级为“以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼”，加快相关产业的市场化发展。

目前，公司房地产销售收入占比 90.6%，两翼业务收入占比 9.4%，两翼产业已初具规模。保利物业签约面积约 2 亿平方米，于 2017 年完成新三板挂牌；保利投资顾问完成与行业龙头合富辉煌战略重组，未来将充分融合双方一二手房代理业务优势；房地产金融累计基金管理规模处于行业领先地位。此外，公司在建筑装饰、设计等领域也实现了较快发展。

表 11：近期重点房地产公司公告一览 (9.1-9.16)

类型	公司	日期	内容
投资拿地	华侨城 A	9.4	西安沣东华侨城竞得西安西咸新区商业用地 D4.3.3、FD4.4.4 地块，成交价分别为 3.44 亿元以及 2.21 亿元，溢价率分别为 6.17%及 4.73%。根据规划条件，将分别可建建面 16.03 万平方米及 10.49 万平方米。
	中国海外发展	9.6	2018 年 8 月公司在南京、郑州、烟台、北京、哈尔滨收购 5 幅地块，应占楼面面积共约 128.5 万方，应付地价款约 101.0 亿元。
	万科 A	9.6	7 月销售简报披露以来，公司新增项目 20 个，对应规划计容建筑面积 356.1 万方，总地价 229.1 亿元，权益地价 164.4 亿元。
	保利发展	9.7	保利发展于 8 月共计获得 17 宗地块，土地面积合计 211.94 万平方米，规划建筑面积 487.11 万平方米，保利发展需要支付的总地价款为 153.01 亿元。
	绿地控股	9.7	8 月份，绿地新增房地产项目共 10 个，分布在重庆、陕西、浙江、江苏、河南和安徽，总项目用地面积 168.53 万平米，总计容建筑面积约 326.47 万平米，总地价超过 59 亿元。
	保利发展	9.8	8 月公司新增 17 个项目，总计容建筑面积 487.1 万方，总地价 235.4 亿元，权益地价 153.0 亿元。
	富力地产	9.10	公司旗下的太原富润房地产开发有限公司竞得 4 宗地块，均位于尖草坪区大东流村，均属于城中村改造用地，总面积为 7.94 万平方米，约合 119.17 亩，总价 7.75 亿元

	首开股份	9.10	7月销售简报以来,公司子公司以总价人民币 44,127.60 万元获得位于沈阳市沈北 2018(019) 地块国有建设用地使用权,该地块土地面积 73,546 平方米,容积率大于 1 并且小于或等于 2。
	华润置地	9.12	8月土地收购更新:南昌、广州、东莞、肇庆、沈阳、青岛、上海、阜阳、惠州、哈尔滨、南宁及泰安等地收购 15 块地,总楼面面积 4,272,937 平方米,应付出让资金 155.12 亿元。
融资	富力地产	9.3	公司于 2018 年 8 月 29 日发行 2018 年度第六期超短期融资券,发行金额 6.70 亿元,发行利率 6.50% (1 年期 SHIBOR+2.997%)
	华夏幸福	9.3	公司境外间接全资子公司在此前发行完成的 2 亿美元高级无抵押定息债券的基础上,按该债券相同的条款及条件,向境外专业投资人增发 1.1 亿美元的高级无抵押定息债券,票面利率为 9%。
	北京城建	9.4	公告显示,北京城建 2018 年度第一期债权融资计划产品期限 3 年,发行总额 15 亿元,发行利率 6.47%。
	万科 A	9.7	公司获准注册人民币 80 亿元超短期融资券,注册额度自《接受注册通知书》落款之日起 2 年内有效。
	阳光城	9.7	公司拟开展上游供应商、施工方对公司及其项目公司的应收账款供应链资产证券化工作,总计不超过人民币 500,000.00 万元。各期资产支持证券存续期限预期为不超过 1 年。
	滨江集团	9.8	公司拟作为委托人设立单一资金信托,信托资金用于向借款人杭州千岛湖滨江度假酒店发放信托贷款,借款人以其所持有的、杭州千岛湖滨江希尔顿度假酒店的房屋所有权和其占有范围内的国有土地使用权为信托贷款债权提供抵押担保。
	华夏幸福	9.10	公司完成 2018 年非公开发行公司债券(第一期)发行工作,本期债券发行规模为 13 亿元,期限为 3 年,在第 1 年末和第 2 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权,票面利率为 7.4%。
	旭辉集团	9.14	发行 2 年期人民币 10 亿元元的优先票据,发行利率 7.75%。
	世茂房地产	9.14	公司作为借款人,多家银行为贷款人,公司将获得提供金额分别为 2.9 亿美元及 26.15 亿港元之双币定期贷款融资,贷款期限 48 个月。
人事任免 及公司名称变更	保利发展	9.12	董事会审议通过《关于变更公司名称的议案》,同意变更公司名称为“保利发展控股集团股份有限公司”。
	张江高科	9.14	公司董事会选举刘樱女士为公司第七届董事会董事长,刘樱女士不再担任公司第七届董事会副董事长及公司总经理职务,由刘樱女士代为行使总经理职责。
激励计划 、增减持 及其他信息	保利发展	9.3	第二期股票期权激励计划第一个行权期符合行权条件公告:本次生效的 33%行权比例对应的股票期权数量为 3,903.5382 万份。同时 2017 年度绩效考核结果为合格的 16 名激励对象仅按 80%的比例计算其本期生效的可行权数量,故需调减 152,391 万份股票期权,因此本次可行权的股票期权数量为 3,888.2991 万份。
	皇庭国际	9.4	深圳市皇庭国际企业股份有限公司关于非公开发行限售股上市流通的提示性公告:本次可解除限售的股份数量为 617,622,028 股,占公司总股本的 52.55%。
	皇庭国际	9.10	持本公司股份 119,641,076 股(占本公司总股本比例 10.18%)的股东和瑞九鼎计划以集中竞价、大宗交易及法律、法规允许的其他方式减持本公司股份合计不超过 32,541,078 股(占本公司总股本比例不超过 2.77%)。
	世联行	9.11	拟向 226 名激励对象授予股票期权 5,996.70 万份,行权价格为 6.30 元/股,授予日为 2018 年 9 月 11 日。
	陆家嘴	9.12	公司部分高级管理人员及其他核心团队成员使用 2017 年度超额奖励,于 2018 年 9 月 11 日至 2018 年 9 月 12 日,通过二级市场一共增持了 233,300 股公司 A 股股票,本次增持的股票总数占公司总股本的 0.0069%。

资料来源:Wind,公司公告,光大证券研究所整理

## 5、数据更新：销售高位放缓倾向一二线，拿地深度下沉，区域结构性背离

### 5.1、楼市成交：一手房双周环比+6.0%，二手房双周环比-8.9%

#### ➤ 一手房成交：30城双周成交环比增加6.0%，全年累计同比下降9.9%

30个大中城市近期（35周-36周）商品房成交约725万方；双周环比增加6.0%；其中：4个一线城市成交146万方，双周环比增加15.3%；13个二线城市成交344万方，双周环比增加8.3%；13个三线城市成交235万方，双周环比下降2.1%。

全年累计来看，30城年初至今（36周，截止9.9）累计成交面积约11164万方，累计同比下降9.9%。4个一线城市年初至今（36周，截止9.9）累计成交面积约1919万方，累计同比下降10.9%；13个二线城市年初至今（36周，截止9.9）累计成交面积约5749万方，累计同比下降11.6%；13个三线城市年初至今（36周，截止9.9）累计成交面积约3496万方，累计同比下降6.3%。

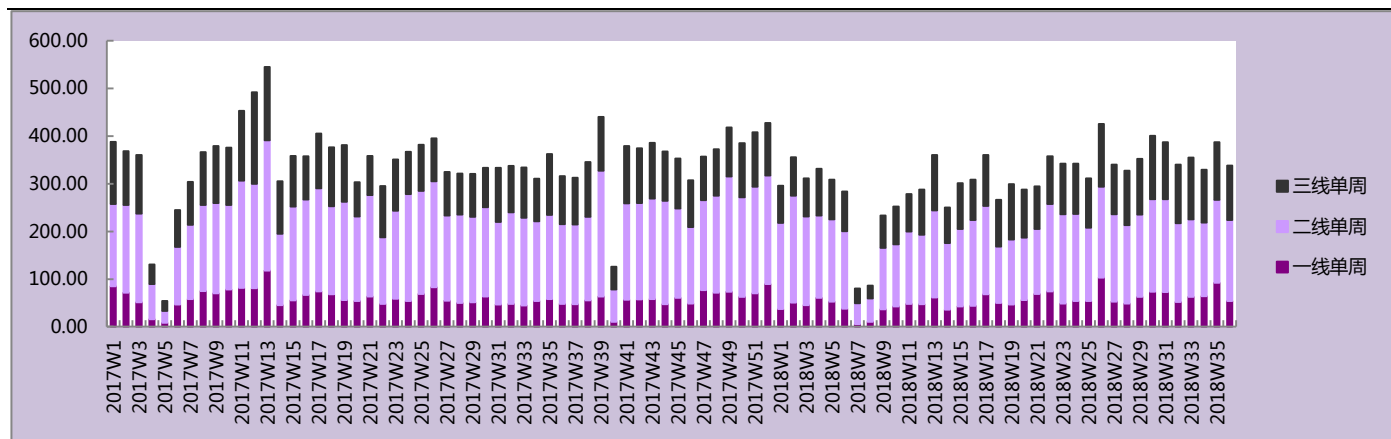
表 12：30 城商品房双周成交/全年累计成交情况

城市类型	2018 (W35-W36) (8.27-9.9) 成交 (万平方米)	2018 (W33-W34) (8.13-8.26) 成交 (万平方米)	双周环比 (%)	2018 年 36 周 累计成交 (万平方米)	2017 年 36 周 累计成交 (万平方米)	全年 累计同比 (%)
一线 (4 城)	146	127	15.3%	1,919	2,153	-10.9%
二线 (13 城)	344	317	8.3%	5,749	6,502	-11.6%
三四线 (13 城)	235	240	-2.1%	3,496	3,730	-6.3%
合计	725	684	6.0%	11,164	12,386	-9.9%

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

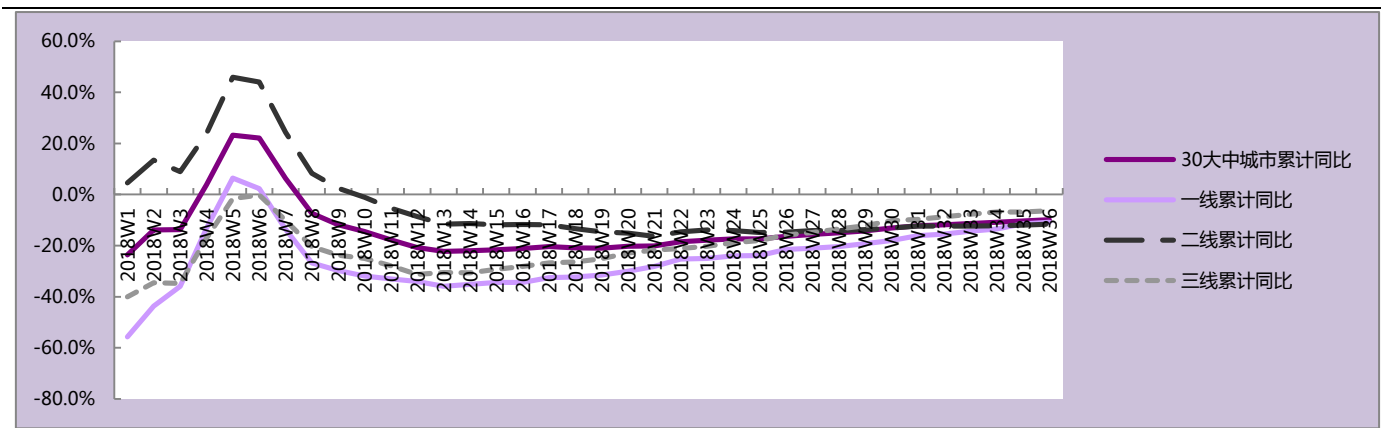
注：一手房统计覆盖30城：一线4城包括北京、上海、广州、深圳；二线13城包括天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春；三四线13城包括无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。

图 9：30 城商品房周度成交面积（万平方米）



资料来源：WIND

图 10: 30 城商品房周度成交面积累计同比增速



资料来源: WIND

➤ 二手房成交: 11 城全年累计同比下降 6.8%，北深二手房成交持续回升

11 个热点一二线城市近期 (35 周-36 周) 二手房成交面积约 237 万方, 双周环比下降 8.9%; 其中: 2 个一线城市成交 80 万方, 双周环比下降 2.8%; 9 个二线城市成交 157 万方, 双周环比下降 11.7%。

全年来看, 11 城年初至今 (36 周) 累计成交面积约 4478 万方, 累计同比下降 6.8%。2 个一线城市年初至今 (36 周) 累计成交面积约 1348 万方, 累计同比增长 4.5%; 9 个二线城市年初至今 (36 周) 累计成交面积约 3129 万方, 累计同比下降 10.9%。

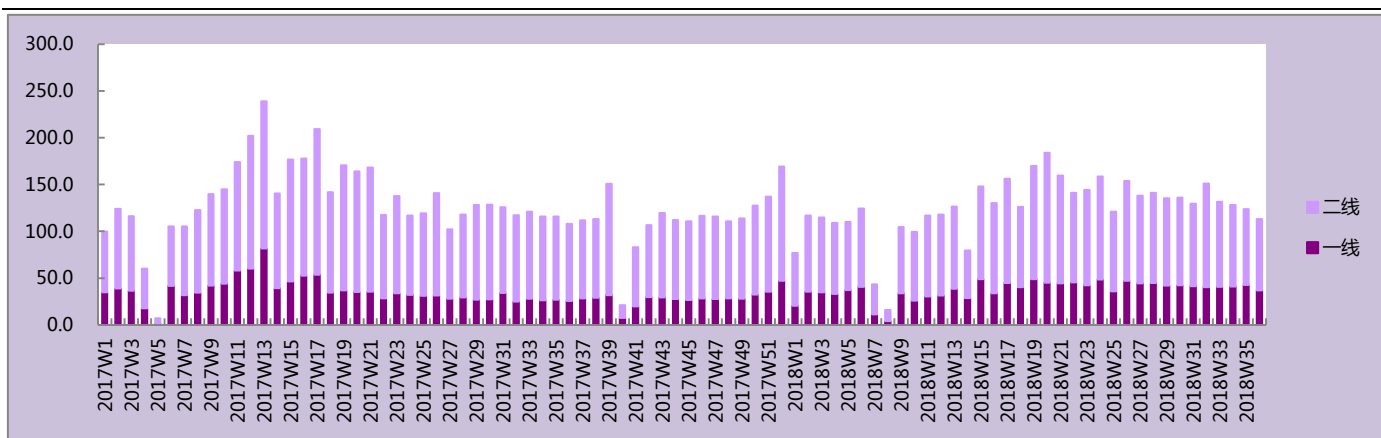
表 13: 11 城二手房双周成交/全年累计成交情况

城市类型	2018 (W35-W36) (8.25-9.7) 成交 (万平方米)	2018 (W33-W34) (8.11-8.24) 成交 (万平方米)	双周环比 (%)	2018 年 36 周 累计成交 (万平方米)	2017 年 36 周 累计成交 (万平方米)	全年 累计同比 (%)
一线 (2 城)	80	82	-2.8%	1348	1290	4.5%
二线 (9 城)	157	178	-11.7%	3129	3512	-10.9%
合计	237	260	-8.9%	4478	4802	-6.8%

资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

注: 二手房统计覆盖 11 城: 一线 2 城包括北京、深圳; 二线 9 包括杭州、南京、大连、成都、厦门、南宁、无锡、苏州、青岛。

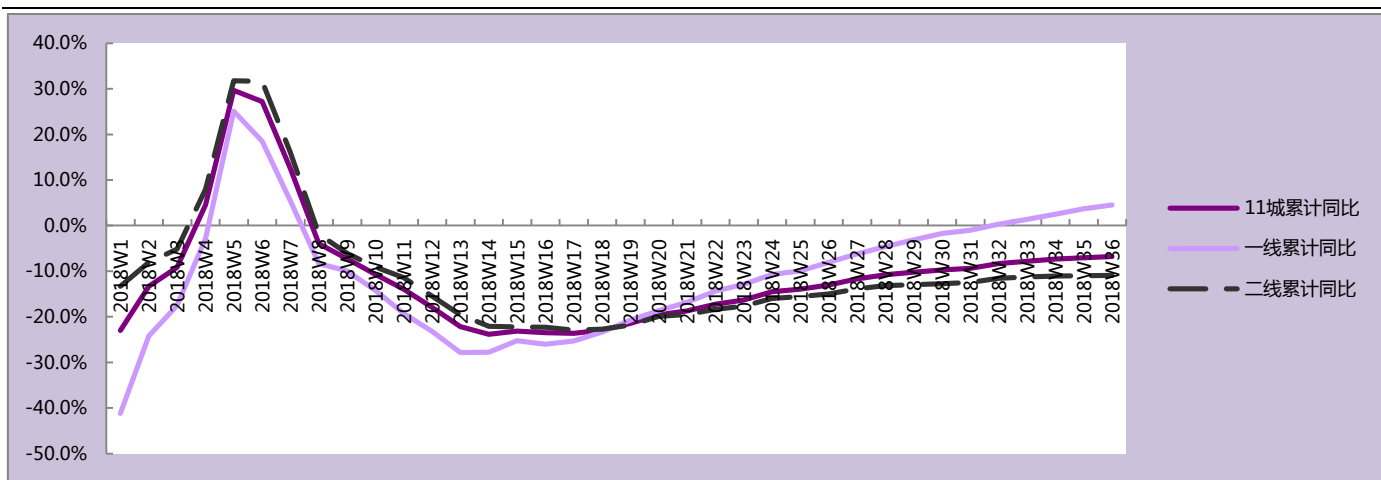
图 11: 11 城二手房周度面积 (万平方米)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

注: 二手房统计城市覆盖 11 城: 北京、深圳、杭州、南京、大连、成都、厦门、南宁、无锡、苏州、青岛。

图 12：11 城二手房周度面积累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

注：二手房统计城市覆盖 11 城：北京、深圳、杭州、南京、大连、成都、厦门、南宁、无锡、苏州、青岛。

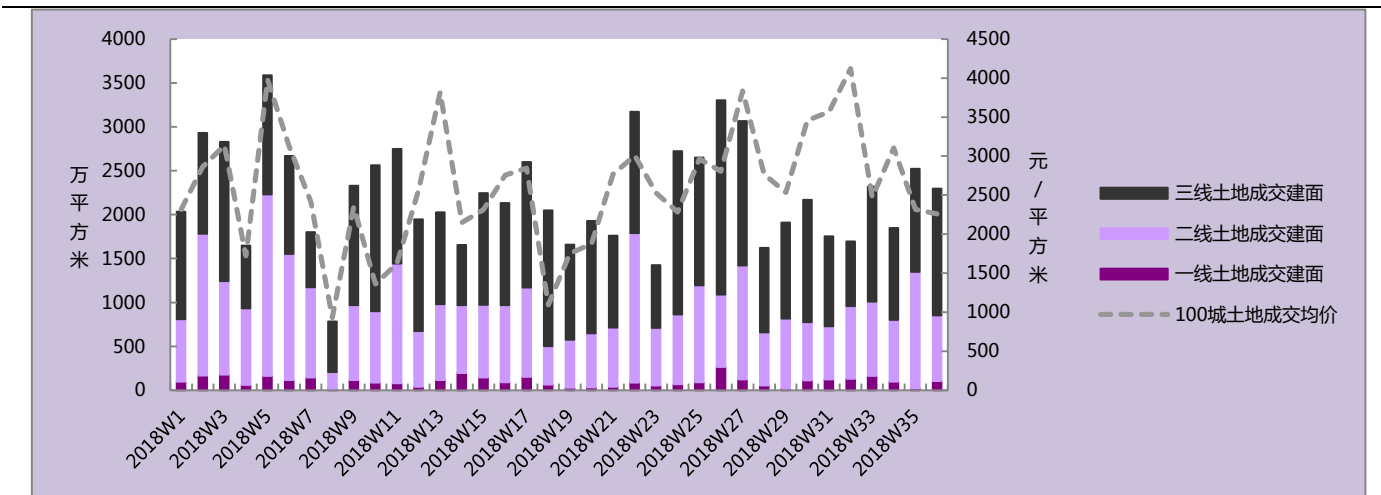
## 5.2、土地市场：规避调控，拿地深度下沉，地价走低，区域结构性背离

100 个大中城市近期 (8.27-9.9, 35 周-36 周) 全国土地成交规划建筑面积 4820 万平方米,较上期(8.13-8.26,33 周-34 周,4166 万平方米)增加 15.7%;成交总价约 1104 亿元,较上期(8.13-8.26,33 周-34 周,1147 亿元)下降 3.7%;成交土地楼面均价约 2291 元/平方米,较上期下降 16.8%。

分城市来看,一线城市成交建筑面积和成交总价分别较上期下降 52.5%、85.8%;二线城市成交建筑面积和成交总价分别较上期增加 34.1%、50.6%;三线城市成交建筑面积和成交总价分别较上期增加 11.3%、-9.4%。

全年来看,100 城累计土地成交规划建筑面积 8.04 亿方,同比增加 17.9%,增速较 2 周前回落 0.5pc;累计成交总价约 2.15 万亿,同比增长 13.1%,增速较 2 周前回落 3.9pc;32 周累计平均土地楼面均价约 2676 元/平方米,同比下降 2.9%。

图 13：100 大中城市土地成交规划建筑面积 (单周值)



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

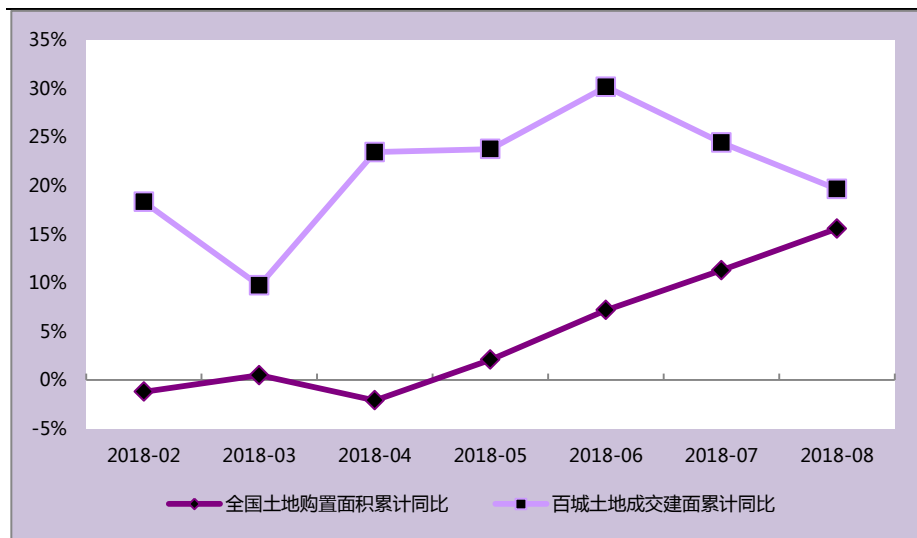
➤ 全国与 100 城土地数据背离，房企规避调控，拿地持续下沉

全国来看，1-8 月全国土地购置面积约 1.65 亿方，同比增长 15.6%，增速较 1-7 月进一步提升 4.3pc。1-8 月全国土地成交价款约 8177 亿元，同比增长 23.7%，增速较 1-7 月进一步提升 1.8pc。

百城来看，1-8 月 100 大中城市土地成交规划建筑面积同比增长 15.2%，增速较 1-7 月回落 4.5pc。1-8 月 100 大中城市土地成交总价同比增长 13.8%，增速较 1-7 月回落 5.4pc。

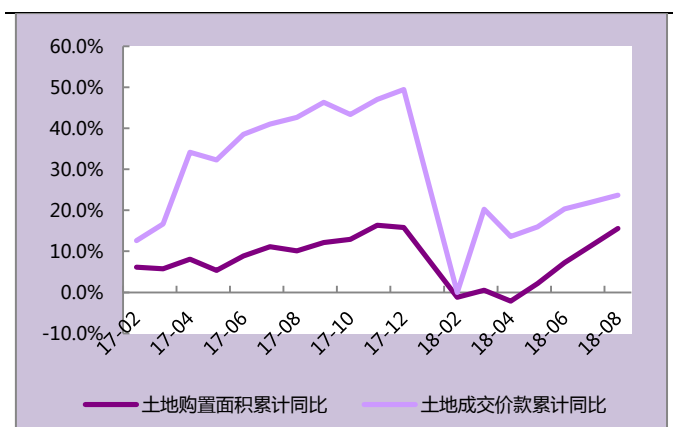
全国与 100 城土地成交情况出现背离，我们认为主要是因为在一二线调控严格执行的环境下，房企投资拿地更多下沉至中西部低能级城市。考虑到当前去库存任务已基本完成，低能级城市销售将逐步放缓，不排除部分区域未来存货去化压力重新提升的可能。

图 14：全国土地购置面积与百城土地成交建面累计同比



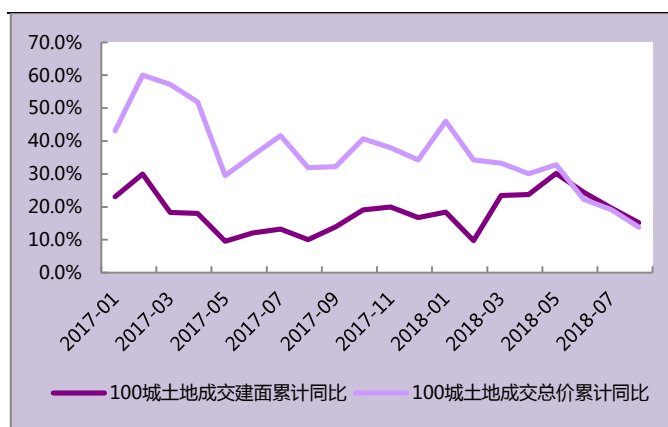
资料来源：WIND

图 15：全国土地购置面积与土地成交价款累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 16：100 城土地成交建面和土地成交总价累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

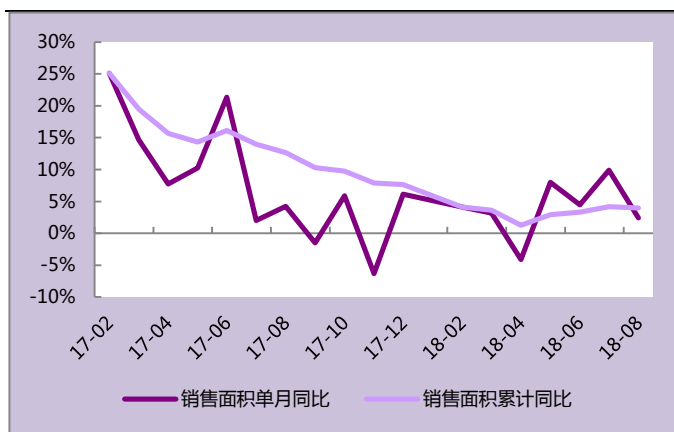
### 5.3、月度统计数据更新：低能级区域销售高位放缓，东部低位回升，投资高位回落

➤ 低能级区域逐步降温，全国销售增速高位放缓

8月单月全国商品房销售面积、销售金额分别为1.25亿方、1.11万亿，同比增速分别为2.4%、15.2%，较7月增速分别回落7.5pc、6.8pc。

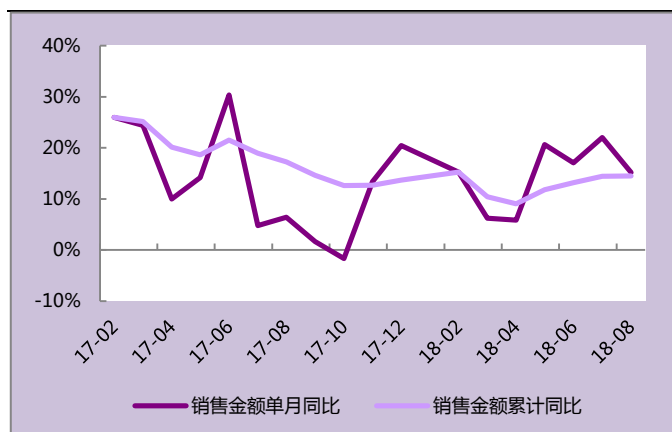
从全年来看，1-8月商品房销售面积、销售金额累计同比增长4.0%、14.5%，较1-7月分别微降0.2pc、微升0.1pc。

图 17：全国商品房销售面积单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 18：全国商品房销售金额单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

从区域结构来看，东部、中部、西部、东北地区1-8月销售面积累计同比增速较1-7月分别增加0.2pc、-0.6pc、-0.1pc、-3.2pc；1-8月销售金额累计同比增速较1-7月分别增加0.7pc、-0.7pc、-0.1pc、-5.4pc。

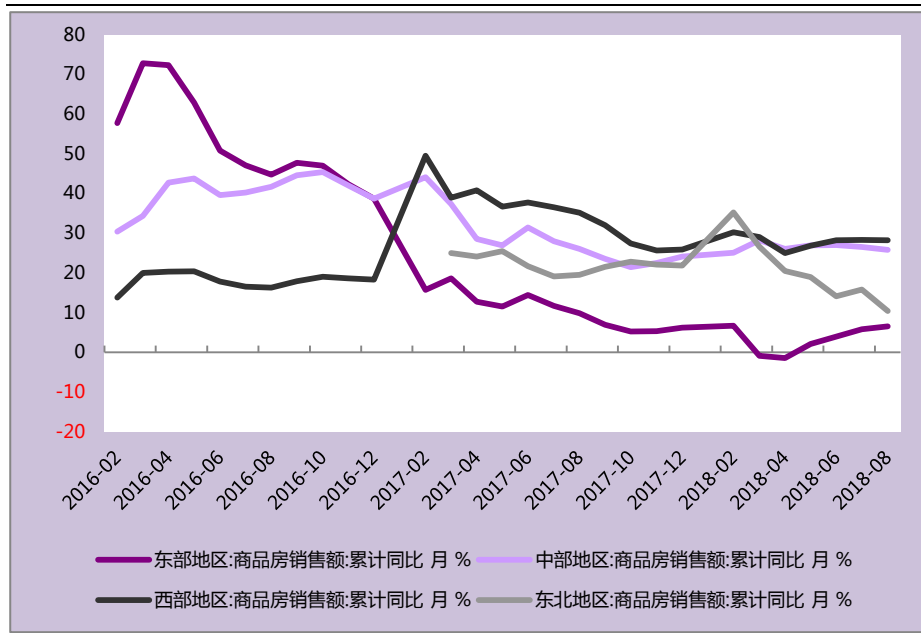
可以看到，全国销售放缓主要来自于偏低能级的中部、西部、东北区域楼市成交降温，东部区域则继续保持复苏的态势。我们维持全年销售谨慎，结构逐步倾向一二线的判断，详见年度策略《四大红利与房企进化》及中期策略报告《板块磨底进行时 择优提前半身位》。

表 14：东中西部及东北地区房地产销售增速情况

区域/销售面积	1-8月同比	1-7月同比	变动	区域/销售金额	1-8月同比	1-7月同比	变动
东部	-3.6%	-3.8%	+0.2pc	东部	6.5%	5.8%	+0.7pc
中部	12.1%	12.7%	-0.6pc	中部	25.8%	26.5%	-0.7pc
西部	10.4%	10.5%	-0.1pc	西部	28.2%	28.3%	-0.1pc
东北	-3.2%	0.0%	-3.2pc	东北	10.4%	15.8%	-5.4pc

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 19：不同区域销售金额累计同比增速



资料来源：WIND

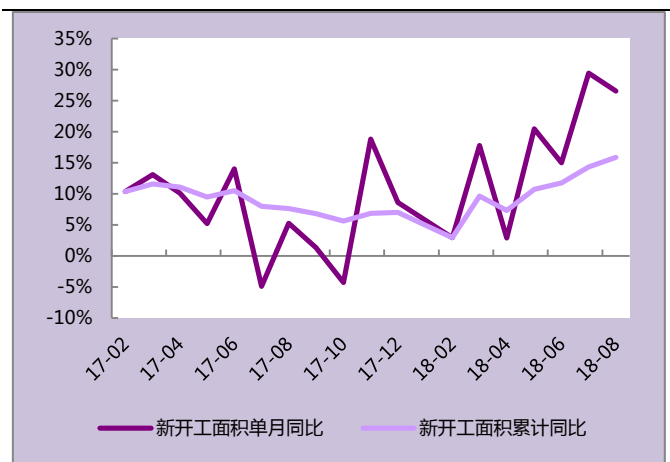
➤ 投资增速高位微降，新开工维持较高增长

房地产投资方面，8月全国房地产开发投资完成额 1.06 万亿，单月同比增长 9.2%，增速较 7 月回落 3.9pc；1-8 月房地产开发投资累计完成额 7.65 万亿，同比增长 10.1%，增速较 1-7 月回落 0.1pc。

8 月全国新开工面积 1.85 亿方，单月同比增长 26.6%，增速较 7 月回落 2.9pc；1-8 月全国累计新开工 13.33 亿方，同比增长 15.9%，增速较 1-7 月提升 1.6pc。

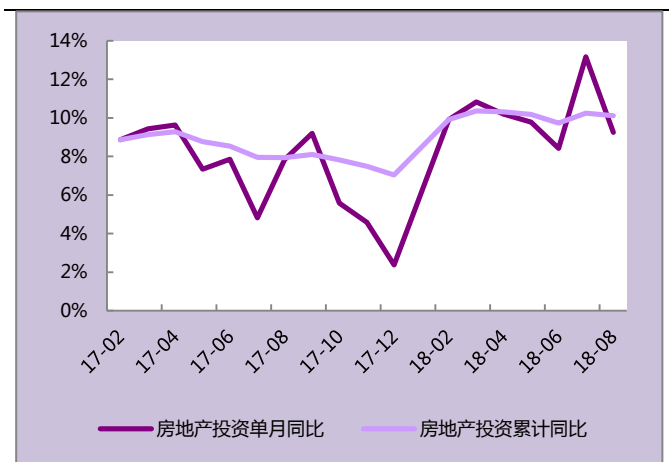
我们维持四季度土地购置费回落和房地产投资回落的判断，详见中期策略报告《板块磨底进行时 择优提前半身位》。

图 20：新开工面积单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 21：房地产投资单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

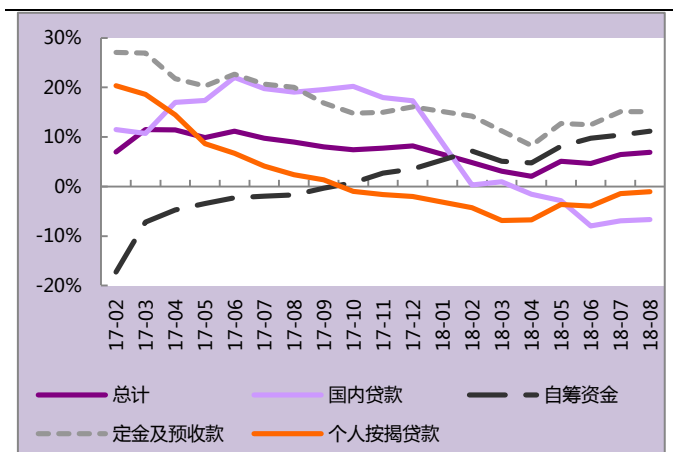
➤ 投资到位资金增速继续回升，自筹资金+销售回款占比持续提高

8月房地产投资到位资金单月同比增长10.2%，增速较7月回落7.7pc；全年累计同比增长6.9%，增速较1-7月提升0.5pc。

其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款累计同比增速分别为-6.6%、11.2%、15.1%、-1.0%，增速分别较1-7月增加0.3pc、0.8pc、0.0pc、0.4pc。

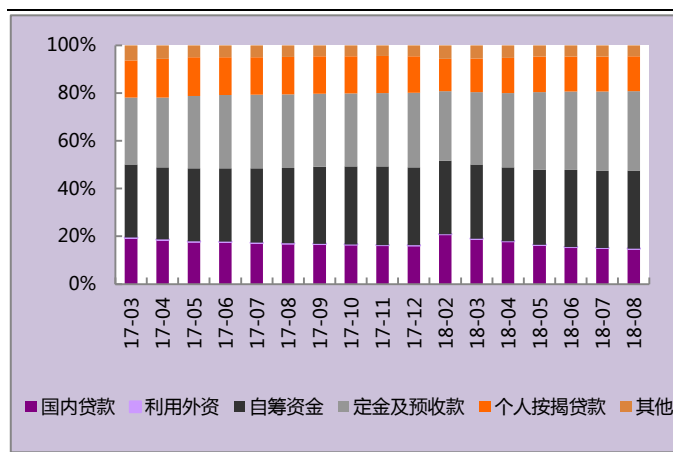
从来源结构看，自筹资金+销售回款（定金及预收款、个人按揭贷款）的占比进一步提升0.4pc至80.6%，显示融资收紧下房企加快推盘，快速去化，以现金回流为重点的积极现金管理策略。

图 19：房地产投资到位资金累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 20：房地产累计到位资金来源结构

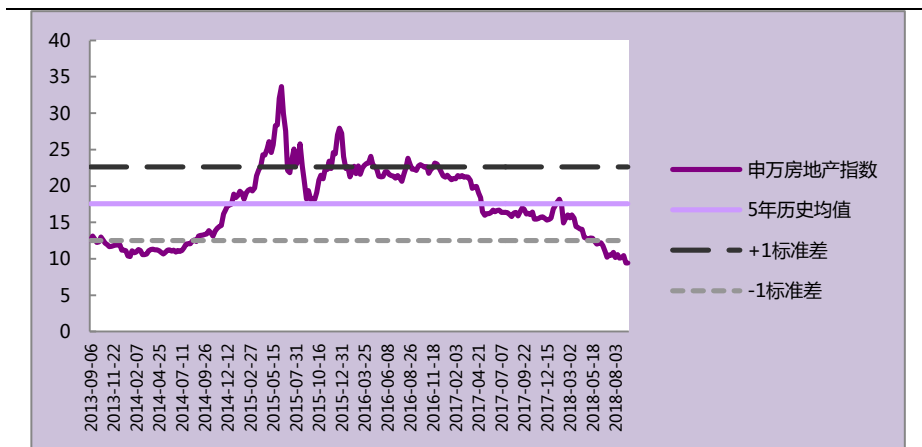


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

## 6、申万房地产板块 PE 估值继续创历史新低

截止2018年9月14日，申万房地产指数PE（TTM，按周）约9.42倍，创历史新低，低于过去5年均值（17.55倍）1.6个标准差。

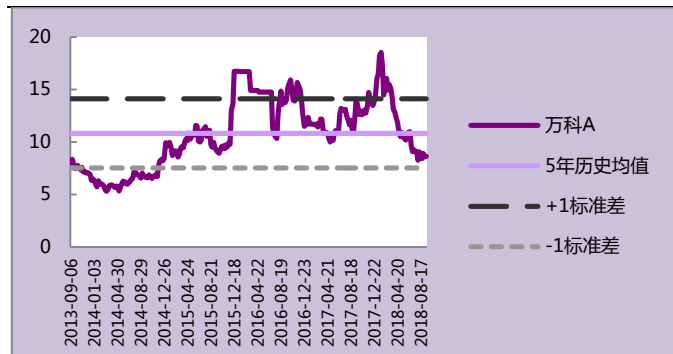
图 22：申万房地产板块 PE-TTM



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

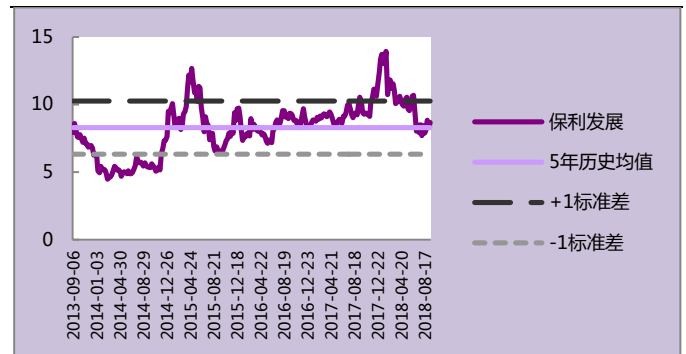
A 股典型龙头房企如万科 A、保利发展、招商蛇口、金地集团的 PE(TTM, 按周) 值分别较过去 5 年均值-20%、+5%、-51%、-56%。

图 23: 万科 A 五年 PE 走势



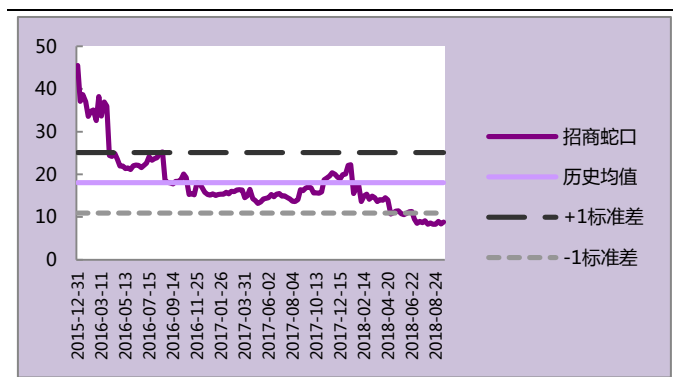
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 24: 保利发展五年 PE 走势



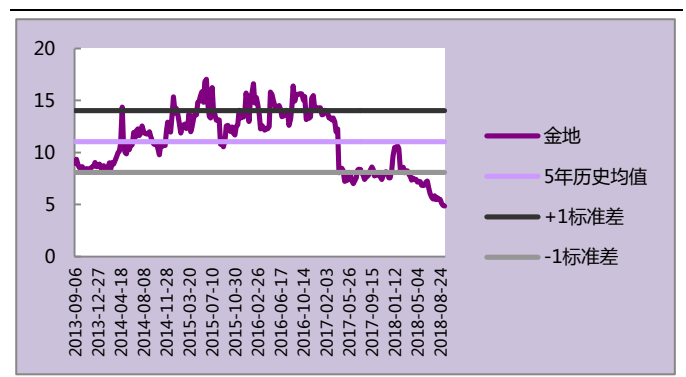
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 25: 招商蛇口三年 PE 走势



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

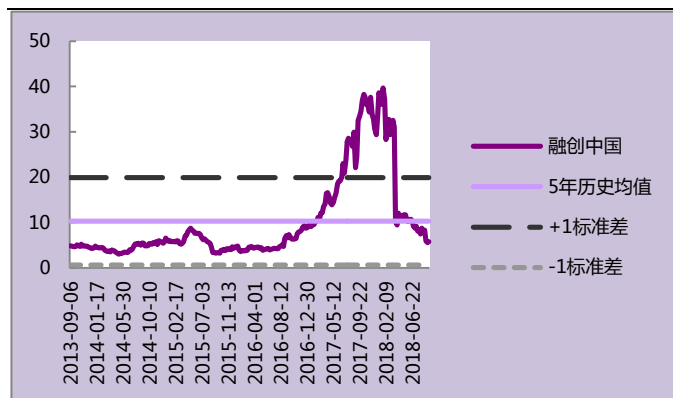
图 26: 金地集团五年 PE 走势



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

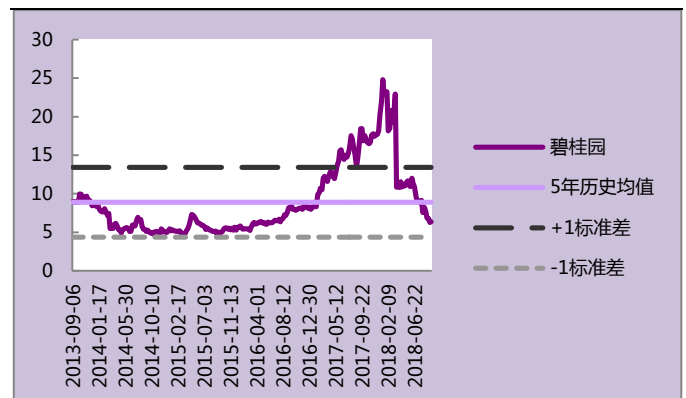
H 股内房龙头房企如融创、碧桂园、中国恒大、中国海外发展、华润置地的 PE (TTM, 按周) 值分别较过去 5 年均值 -44%、-28%、-19%、-17%、-21%。

图 27: 融创中国五年 PE 走势



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 28: 碧桂园五年 PE 走势



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

## 7、投资建议：关注龙头确定性价值和国改机遇

房地产延迟结算特性使龙头房企中期业绩增长确定性较强，申万地产板块 PE 估值创历史新低，短期龙头房企综合了低估值、高业绩、较强确定性三大优势，在流动性边际改善的前提下估值有望得到修复，短期内具备避险配置价值。建议关注地产龙头万科 A、保利发展、招商蛇口及 H 股的融创中国、中国金茂和华润置地。

同时建议关注国改加快带来的局部 $\alpha$ 机遇。如控股母公司拥有较多土储、品牌影响力强和业务协同效应明显的光明地产；中华企业重组完成获得优质资产注入；以及上实发展将在 2019 年 7 月前解决同业竞争。

## 8、风险提示

房企融资持续收紧或导致资金链承压；融资成本抬升或侵蚀利润；美元走强或导致房企汇兑损失加大。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
	陈潞	021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	