

## 流动性边际改善，供给侧表现回温

### ——[光大地产]A+H 重点公司样本库动态跟踪报告（12.1-12.14）

行业动态

#### ◆政策面：行业流动性边际改善

宏观层面，11月全国按揭利率见顶，居民新增中长贷单月同比提高至5.1%，信贷环境呈现量增价稳的边际趋势。易纲行长称“例如住房金融就有一些宏观审慎，具体到首付比例可以逆周期地调节”；发改委支持优质房企发行企业债；政治局会议坚持2019年经济稳中求进总基调。区域层面，青海要求房企备案后3个月内不得调高商品房销售价格，广东加快解决不动产登记历史遗留问题，辽宁省推动县城和新城新区房地产去库存。

#### ◆公司面：品牌房企销售增速出现分化

11月单月，重点房企中金地、首开、龙湖、世茂、富力、禹洲销售金额同比增速超过70%，万科A、中南、荣盛、旭辉、奥园、龙光、合景泰富、时代中国的销售金额同比增速位于40%-70%区间，碧桂园、恒大、融创、绿城、金茂、广宇销售金额同比转负。

#### ◆行业面：销售继续降温，新开工、投资增速维持高位

统计局公布11月数据，全国单月销售面积连续三个月负增长，楼市继续降温。从区域结构来看，东部、中部、西部销售面积累计同比进一步下降，其中前期去化表现相对较好的西部地区销售动能明显减退，销售面积单月增速环比下降13.1pc至-7.5%，预计后续销售降速风险相对凸出。

房地产投资方面，新开工高增（单月+21.7%）叠加施工回升（+4.7%），推动全国房地产投资11月单月同比回升1.6pc，全年累计增速继续保持在9.7%的相对高位。

库存方面，11月末商品住宅开工库存环比增1379万方，较2017年末增9822万方；隐性库存环比减160万方，较2017年末增4.37亿方，单月保持净复工状态；显性库存环比增1539万方，较2017年末减3.39亿方，平均去化周期约7.73个月。

#### ◆投资建议：

截止2018年12月14日，申万房地产指数PE（TTM）约9.34倍，低于过去5年均值（17.15倍）1.46个标准差，板块估值维持低位。

行业政策面底部基本确认后，板块估值仍处于历史低位主要在于对2019年基本面失速的担忧。政策面和流动性的边际改善有助于缓解悲观预期，但基本面（尤其是需求端的）持续走弱压制了估值修复的空间。在出现明确的呵护政策信号前，我们推荐业绩确定性高、融资优势明显的龙头房企，A股龙头建议关注万科A、保利发展、招商蛇口；H股建议关注融创中国、中国金茂和华润置地。

同时建议关注国改加快带来的局部α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

还款高峰来临抬升房企资金链承压；融资成本提升或侵蚀利润；美元走强或导致房企汇兑损失加大。

## 增持（维持）

### 分析师

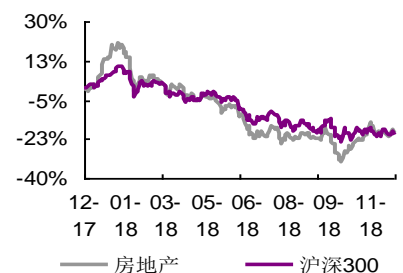
何缅甸（执业证书编号：S0930518060006）  
021-52523801  
[hemiannan@ebcn.com](mailto:hemiannan@ebcn.com)

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）  
021-52523855  
[wangmk@ebcn.com](mailto:wangmk@ebcn.com)

### 联系人

黄帅斌  
021-52523828  
[huangshuaibin@ebcn.com](mailto:huangshuaibin@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

- “隐性库存”变动是房地产施工投资的关键变量——[光大地产]库存系列专题报告(三)对投资的影响  
.....2018-12-05
- 土地+销售+库存，新开工预测的核心三因子回归模型——[光大地产]行业数据测算模型专题系列报告(一)  
.....2018-12-03
- 11月房企融资放量，港股内房领跑恒生——光大地产a+h重点公司样本库动态跟踪报告(11.17-11.30)  
.....2018-12-02

## 目 录

1、 样本库重点上市房企基本情况 .....	3
2、 市场行情：板块小幅修复，内房表现更优 .....	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：行业流动性边际改善，地方政府因城施策继续 .....	7
3.1、 按揭利率见顶，居民中长贷单月同比续增 .....	7
3.2、 发改委支持优质房企发行信用债，政治局会议坚持稳中求进总基调 .....	9
3.3、 青海强化商品房销售价格管理，辽宁推动县城和主城区房地产去库存 .....	11
4、 公司动态：品牌房企销售增速出现分化，龙头拿地整体维持审慎 .....	12
4.1、 品牌房企销售增速出现分化 .....	12
4.2、 万科单月拿地回升，保利、中海维持谨慎 .....	13
5、 数据更新：全国销售降温延续，新开工、投资增速维持高位，土地购置继续回落 .....	15
5.1、 楼市成交：一二手房双周成交同比为正，全年降幅继续收窄 .....	15
5.2、 土地市场：双周成交建面同比-30.6%，成交总价同比-34.3% .....	17
5.3、 月度统计局数据更新：销售、新开工、投资增速放缓，基本面下行趋势较明显 .....	19
6、 申万房地产板块 PE 估值低位小幅改善 .....	22
7、 投资建议：政策风险逐步释放，悲观 .....	23
8、 风险提示 .....	23

## 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继续保持 30 家 A 股重点房企及 20 家 H 股重点房企的动态跟踪。

以下为截止 2018 年 12 月 14 日的样本库公司基本情况：

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	2,899.43	26.46	9.4	2.1	4%	-11%
2	600048.SH	保利地产	1,545.99	13.00	9.1	1.4	-1%	-5%
3	001979.SZ	招商蛇口	1,469.37	18.59	8.8	2.4	-1%	-2%
4	600340.SH	华夏幸福	834.60	27.79	8.0	2.6	9%	-9%
5	600606.SH	绿地控股	764.16	6.28	6.7	1.2	2%	-10%
6	601155.SH	新城控股	601.64	26.66	8.4	2.7	-3%	-7%
7	000069.SZ	华侨城 A	502.09	6.12	5.6	0.9	2%	-25%
8	600663.SH	陆家嘴	416.12	13.55	11.9	3.1	-7%	-27%
9	600383.SH	金地集团	448.75	9.94	4.6	1.0	5%	-17%
10	002146.SZ	荣盛发展	378.29	8.70	5.6	1.3	4%	-4%
11	000656.SZ	金科股份	331.06	6.20	10.2	1.7	4%	32%
12	600675.SH	中华企业	300.74	5.92	33.9	2.5	3%	-5%
13	600208.SH	新湖中宝	257.98	3.00	7.7	0.8	-3%	-42%
14	000961.SZ	中南建设	237.43	6.40	16.2	1.5	0%	0%
15	000671.SZ	阳光城	231.26	5.71	7.6	1.4	-2%	-27%
16	600895.SH	张江高科	205.98	13.30	38.8	2.3	-10%	-6%
17	600848.SH	上海临港	219.71	20.61	50.7	3.4	1%	-7%
18	000402.SZ	金融街	203.55	6.81	7.8	0.7	0%	-37%
19	000732.SZ	泰禾集团	185.55	14.91	8.0	0.9	-4%	-25%
20	600376.SH	首开股份	180.57	7.00	5.7	0.8	4%	-19%
21	600466.SH	蓝光发展	167.71	5.62	8.2	1.1	8%	-15%
22	000537.SZ	广宇发展	138.20	7.42	3.2	1.3	-3%	-41%
23	600325.SH	华发股份	135.55	6.40	5.7	1.1	5%	-9%
24	600266.SH	北京城建	126.15	8.05	7.7	0.7	-2%	-37%
25	600639.SH	浦东金桥	120.48	11.60	17.2	1.5	-5%	-30%
26	002244.SZ	滨江集团	122.90	3.95	9.3	0.8	1%	-50%
27	002285.SZ	世联行	101.33	4.96	12.0	1.9	-3%	-55%
28	600748.SH	上实发展	104.59	5.67	13.0	1.0	21%	-11%
29	600708.SH	光明地产	85.13	3.82	3.6	0.8	1%	-25%
30	000667.SZ	美好置业	65.01	2.54	11.1	0.9	1%	-16%
	<b>平均</b>				<b>11.9</b>	<b>1.5</b>	<b>1%</b>	<b>-18%</b>

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

注：数据截止时间 2018 年 12 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	3,265.00	24.90	7.6	1.9	1%	-3%
2	0688.HK	中国海外发展	2,980.09	27.20	7.0	1.1	0%	12%
3	1109.HK	华润置地	2,152.06	31.05	7.7	1.5	7%	39%
4	2007.HK	碧桂园	2,077.92	9.60	5.6	1.7	0%	-28%
5	0960.HK	龙湖集团	1,347.07	22.70	8.3	1.6	3%	19%
6	1918.HK	融创中国	1,202.63	27.30	6.4	2.1	5%	-14%
7	0813.HK	世茂房地产	698.72	21.15	7.2	1.0	9%	31%
8	3380.HK	龙光地产	520.84	9.49	6.9	1.7	4%	24%
9	0817.HK	中国金茂	436.71	3.78	7.7	1.0	1%	18%
10	3383.HK	雅居乐集团	397.19	10.14	4.2	0.9	-5%	-7%
11	2777.HK	富力地产	394.42	12.24	1.5	0.5	1%	-24%
12	1030.HK	新城发展控股	322.52	5.46	5.4	1.8	3%	17%
13	0884.HK	旭辉控股集团	317.06	4.08	4.4	1.1	4%	-9%
14	3377.HK	远洋集团	269.61	3.54	4.8	0.5	1%	-30%
15	1813.HK	合景泰富集团	220.82	6.96	4.4	0.7	0%	-18%
16	6158.HK	正荣地产	211.10	5.12	9.2	1.5	3%	31%
17	1628.HK	禹洲地产	156.15	3.36	4.0	0.8	-2%	-13%
18	3900.HK	绿城中国	137.01	6.32	4.3	0.4	-1%	-36%
19	1233.HK	时代中国控股	133.87	7.30	3.4	0.7	0%	-1%
20	3883.HK	中国奥园	132.82	4.96	5.3	1.0	-1%	21%
	平均				5.8	1.2	2%	1%

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

注：数据截止时间 2018 年 12 月 14 日

## 2、市场行情：板块小幅修复，内房表现更优

### 2.1、A/H 地产板块指数表现及个股涨跌幅排行

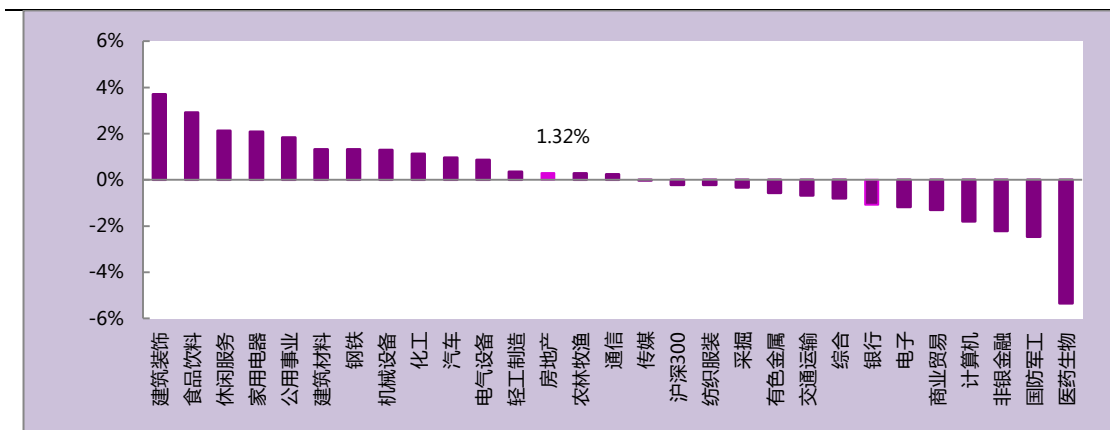
表 3：市场指数表现 (12.03-12.14)

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	3,165.91	-0.21%	10.58	恒生指数	26,094.79	-1.55%	9.73
上证综指	2,593.74	0.21%	11.43	恒生中国企业指数	10,359.43	-2.47%	8.81
中小板指	5,014.62	-1.43%	19.94	恒生港股通	3,274.97	-1.76%	9.32
创业板指	1,310.46	-1.42%	29.29	恒生地产建筑业	3,877.55	1.84%	5.94
房地产(申万)	3,703.19	0.30%	9.34	恒生中国内地地产	6,269.02	2.46%	6.72

资料来源：WIND、光大证券研究所整理

12 月 03 日至 12 月 14 日，申万房地产指数上涨 0.30%，跑赢沪深 300 指数 0.51pc，跑赢上证综指 0.09pc，在 28 个申万一级行业指数中排名 13。

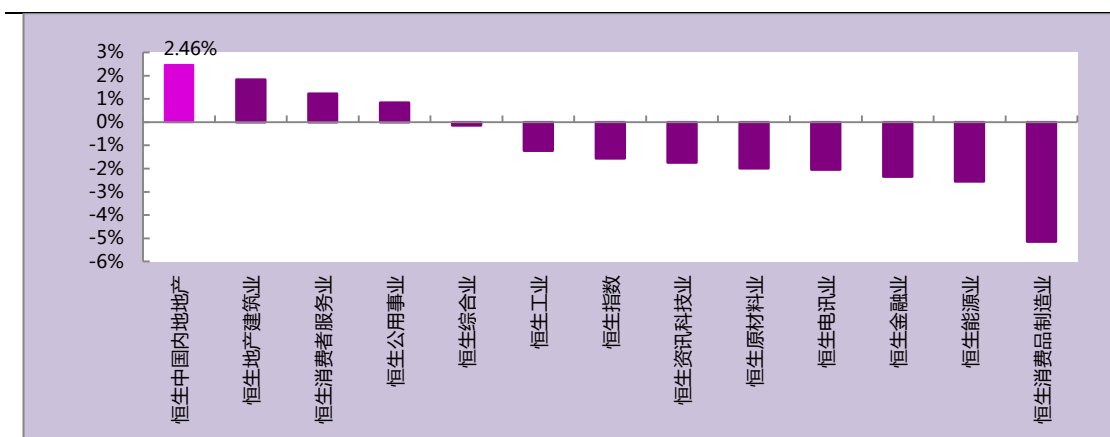
图 1：沪深指数和各申万一级行业涨跌幅情况（12.03-12.14）



资料来源：WIND、光大证券研究所

12月3日至12月14日，恒生中国内地地产指数上涨2.46%，跑赢恒生指数4.02pc，跑赢恒生地产建筑业指数0.63pc，表现领先12个恒生综合行业指数。

图 2：恒生指数和恒生综合行业涨跌幅情况（12.03-12.14）



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：上实发展（+20.64%）、华夏幸福（+8.98%）、蓝光发展（+7.87%）、华发股份（+4.75%）、金地集团（+4.52%）；港股涨幅前五的内房分别为世茂房地产（+9.36%）、华润置地（+7.07%）、融创中国（+5.00%）、旭辉控股集团（+4.08%）、龙光地产（+3.72%）。

表 4：A股房地产股涨跌幅 Top5（12.03-12.14）

排序	涨幅前五	涨幅 (%)	排序	跌幅后五	跌幅 (%)
1	上实发展	+20.64	1	张江高科	-10.32
2	华夏幸福	+8.98	2	陆家嘴	-7.19
3	蓝光发展	+7.87	3	浦东金桥	-5.46
4	华发股份	+4.75	4	泰禾集团	-3.74
5	金地集团	+4.52	5	广宇发展	-2.75

资料来源：WIND、光大证券研究所

表 5: H 股内房企涨跌幅 Top5 (12.03-12.14)

排序	涨幅前五	涨幅 (%)	排序	涨幅后五	跌幅 (%)
1	世茂房地产	+9.36	1	雅居乐集团	-4.52
2	华润置地	+7.07	2	禹洲地产	-2.04
3	融创中国	+5.00	3	绿城中国	-0.94
4	旭辉控股集团	+4.08	4	中国奥园	-0.80
5	龙光地产	+3.72	5	中国海外发展	-0.37

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

12月3日至12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：荣盛发展(+0.49%)、华夏幸福(+0.39%)、华发股份(+0.25%)、金科股份(+0.22%)、金地集团(+0.22%)；持股比例下降幅度前五的是：新城控股(-0.95%)、张江高科(-0.47%)、上实发展(-0.23%)、世联行(-0.11%)、北京城建(-0.07%)。

表 6: A 股重点房企沪（深）股通持股变化 (12.3-12.14)

简称	12/3 持股占比 (%)	12/14 持股占比 (%)	区间持股 比例变化 (%)	12/3 持股市值 (百万元)	12/14 持股市值 (百万元)	区间持股 市值变化 (百万元)
荣盛发展	1.54	2.00	+0.46	562.24	757.14	194.90
华夏幸福	0.74	1.13	+0.39	573.57	929.56	355.98
华发股份	0.68	0.93	+0.25	90.52	125.50	34.98
金科股份	1.67	1.89	+0.22	536.88	627.89	91.01
金地集团	1.30	1.52	0.22	568.62	683.19	114.57
保利地产	1.69	1.87	+0.18	2,619.66	2,875.07	255.42
招商蛇口	1.07	1.23	+0.16	1,611.73	1,809.60	197.87
广宇发展	0.34	0.46	+0.12	49.97	64.21	14.24
阳光城	0.31	0.41	+0.10	73.49	96.05	22.56
万科 A	2.40	2.49	+0.09	6,011.09	6,416.75	405.66
滨江集团	0.33	0.41	+0.08	42.75	51.23	8.47
美好置业	0.54	0.61	+0.07	35.05	39.86	4.81
陆家嘴	0.18	0.23	+0.05	66.79	78.70	11.92
金融街	0.50	0.54	+0.04	106.11	110.80	4.69
泰禾集团	0.13	0.17	+0.04	26.53	31.80	5.27
中南建设	1.53	1.56	+0.03	363.00	371.12	8.12
华侨城 A	0.60	0.62	+0.02	307.59	315.98	8.39
光明地产	0.49	0.50	+0.01	42.17	43.29	1.12
中华企业	0.02	0.02	+0.00	2.83	2.85	0.02
浦东金桥	0.07	0.07	0.00	8.07	7.50	-0.57
绿地控股	1.48	1.46	-0.02	1,127.64	1,121.01	-6.63
蓝光发展	0.75	0.73	-0.02	118.87	122.93	4.06
首开股份	0.13	0.10	-0.03	24.38	18.17	-6.21
新湖中宝	0.56	0.51	-0.05	152.07	134.09	-17.99
北京城建	0.82	0.75	-0.07	107.26	94.74	-12.52
世联行	0.31	0.20	-0.11	33.71	20.40	-13.31
上实发展	0.56	0.33	-0.23	37.70	26.52	-11.18



张江高科	0.71	0.24	-0.47	165.17	50.27	-114.90
新城控股	1.57	0.62	-0.95	302.90	371.55	68.65

资料来源：WIND、光大证券研究所整理

12月3日至12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：时代中国控股(+0.28%)、绿城中国(+0.25%)、合景泰富集团(+0.11%)、富力地产(+0.08%)、世茂房地产(+0.06%)；持股比例下降幅度前五的是：融创中国(-0.31%)、中国海外发展(-0.23%)、龙湖集团(-0.13%)、华润置地(-0.10%)、中国奥园(-0.10%)。

表 7：H 股重点内房港股通持股变化 (12.3-12.14)

证券简称	12/3 持股占比 (%)	12/14 持股占比 (%)	区间持股 比例变化 (%)	12/3 持股市值 (百万港元)	12/14 持股市值 (百万港元)	区间持股 市值变化 (百万港元)
时代中国控股	0.81	1.09	+0.28	111.32	146.78	+35.47
绿城中国	11.22	11.47	0.25	1536.19	1571.26	+35.07
合景泰富集团	6.05	6.16	+0.11	1364.46	1360.00	-4.45
富力地产	5.37	5.45	+0.08	671.49	677.29	+5.80
世茂房地产	0.42	0.48	+0.06	278.16	337.29	+59.13
远洋集团	1.69	1.71	+0.02	452.77	459.54	+6.77
雅居乐集团	0.53	0.54	+0.01	216.31	213.89	-2.42
正荣地产	0.57	0.57	0.00	117.50	119.73	+2.22
龙光地产	2.82	2.80	-0.02	1427.14	1460.97	+33.82
禹洲地产	0.89	0.87	-0.02	135.99	136.50	-0.52
碧桂园	1.00	0.97	-0.03	2119.78	2011.94	-107.84
新城发展控股	6.01	5.96	-0.05	1837.80	1921.80	84.00
中国恒大	1.86	1.80	-0.06	6109.37	5859.42	-249.95
中国金茂	8.53	8.44	-0.09	3677.38	3687.63	+10.25
旭辉控股集团	6.27	6.18	-0.09	1891.09	1961.60	+70.52
中国奥园	11.91	11.81	-0.10	1610.14	1568.48	-41.66
华润置地	0.61	0.51	-0.10	1299.99	1095.65	-204.34
龙湖集团	3.03	2.90	-0.13	4042.28	3907.23	-135.05
中国海外发展	1.13	0.90	-0.23	3398.14	2690.03	-708.11
融创中国	25.44	25.13	-0.31	29364.66	30231.05	+866.39

资料来源：WIND、光大证券研究所整理

### 3、政策动态：行业流动性边际改善，地方政府因城施策继续

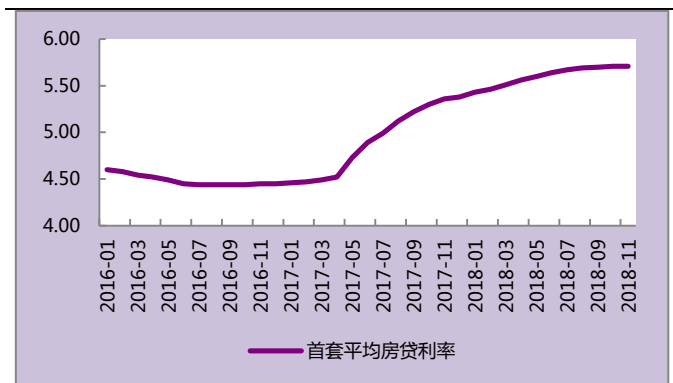
#### 3.1、按揭利率见顶，居民中长贷单月同比续增

##### ➤ 11月首套按揭利率见顶、二套按揭利率回落0.01pc

WIND 数据显示，11月全国首套房平均按揭利率为5.71%，环比持平，结束了长达25个月的连续上涨；11月二套房平均按揭利率为6.06%，环比回落0.01pc。在货币政策和银行间流动性边际改善的背景下，按揭利率如期见顶。展望未来，居民购房信用扩张边际约束仍然存在，贷款利率后续大

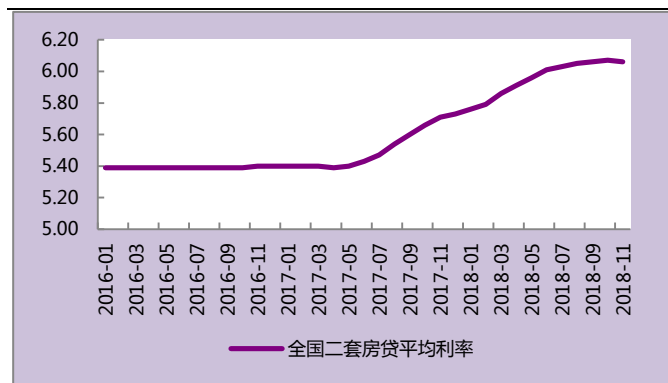
幅下降概率较低，预计2019年全国房贷利率稳中略降，不同城市/区域或存在差异性的利率变动策略。

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（%）



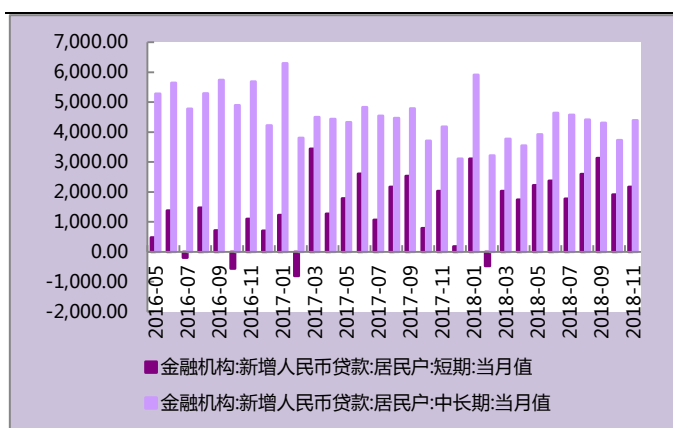
资料来源：WIND

➤ 11月居民新增短期贷款同比多增1116亿，中长期贷款同比多增20亿

单月来看，2018年11月，新增居民人民币贷款6560亿元，环比多增924亿元，同比多增355亿元；其中居民短期贷款单月新增2169亿元，环比多增262亿元，同比多增141亿元；居民中长期贷款单月新增4391亿元，环比多增661亿元，同比多增213亿元。

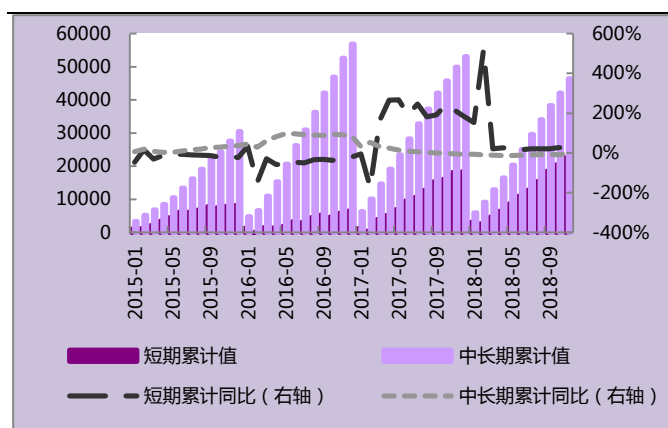
累计来看，2018年1-11月，新增居民人民币贷款6.91万亿，同比增速回升至1.60%；其中居民短期贷款新增2.26万亿元，同比增速回落至24.60%，居民中长期贷款新增4.64万亿元，同比降幅收窄至6.95%。

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



### 3.2、发改委支持优质房企发行信用债，政治局会议坚持稳中求进总基调

#### ➤ 信用债主体扩容，优质民营房企获支持

12月12日，发改委发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》。《通知》指出，重点支持符合要求的优质企业发行企业债券，要求包括主体信用等级达到AAA；最近3年未发生公司信用类债券或其他债务违约，且不存在处于持续状态的延迟支付本息事实，未纳入失信黑名单。

经过筛选，满足新规的要求的A+H上市房企有21家：

表3：A股企业债券发行主体筛选

分类	序号	证券代码	证券简称	总资产 (亿元)	总营业收入 (亿元)	资产负债率 (%)	最新主体 评级
符合条件	1	000002.SZ	万科A	14322	2429	84.93	AAA
	2	600048.SH	保利地产	8570	1463	79.87	AAA
	3	001979.SZ	招商蛇口	4195	755	77.17	AAA
	4	600340.SH	华夏幸福	3974	596	84.43	AAA
	5	000069.SZ	华侨城A	2737	423	74.36	AAA
	6	601155.SH	新城控股	2955	405	88.51	AAA
	7	600383.SH	金地集团	2619	377	76.47	AAA
	8	600376.SH	首开股份	2673	367	81.80	AAA
	9	000656.SZ	金科股份	2079	348	83.83	AAA
第一预备队	9	600606.SH	绿地控股	9515	2904	89.31	AA+
	10	002146.SZ	荣盛发展	2140	387	84.89	AA+
	12	000671.SZ	阳光城	2641	332	85.55	AA+
第二预备队	13	000961.SZ	中南建设	2187	306	89.91	AA+
	14	000732.SZ	泰禾集团	2421	243	84.78	AA+
	15	600325.SH	华发股份	1670	199	84.97	AA+

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

表4：H股企业债券发行主体筛选

分类	序号	证券代码	证券简称	总资产 (亿元)	总营业收入 (亿元)	资产负债率 (%)	最新主体 评级
符合条件	1	0688.HK	中国海外发展	7158	1653	59.96	AAA
	2	0813.HK	世茂房地产	3336	705	68.94	AAA
	3	1109.HK	华润置地	5576	1192	71.50	AAA
	4	0817.HK	中国金茂	2408	312	71.51	AAA
	5	3377.HK	远洋集团	2192	459	71.66	AAA
	6	0960.HK	龙湖集团	4505	723	73.27	AAA
	7	3383.HK	雅居乐集团	1969	517	73.47	AAA
	8	3900.HK	绿城中国	2574	422	79.70	AAA
	9	2777.HK	富力地产	3361	595	80.43	AAA
	10	0884.HK	旭辉控股集团	2261	319	80.66	AAA
	11	3333.HK	中国恒大	17699	3114	81.66	AAA
	12	3301.HK	融信中国	1863	304	82.24	AAA
第一预备队	13	1030.HK	新城发展控股	2520	408	88.79	AAA

备队	14	2007.HK	碧桂园	14030	2281	89.85	AAA
	15	1918.HK	融创中国	6699	666	90.52	AAA
第二预备队	16	3883.HK	中国奥园	1533	192	81.45	AA+
	17	1813.HK	合景泰富集团	1564	119	80.72	AAA

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

### ➤ 政治局会议坚持稳中求进总基调

12月13日，中共中央政治局召开会议，分析研究2019年经济工作。围绕关键之年的经济工作，会议强调，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推进高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，并要求进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。

### ➤ 货币政策正逐渐从“数量调控为主”转为“价格调控为主”

12月13日晚，央行行长易纲出席《新浪·长安讲坛》，并在会上发表主题演讲。易纲表示，资金的流入、流出有时会产生羊群行为，有时会产生非理性恐慌，这时就要考虑一些宏观审慎政策，例如住房金融就有一些宏观审慎，具体到首付比例可以逆周期地调节。

表 8：近期房地产相关政策面及资金面动态信息汇总（12.01-12.16）

领域	日期	政策/要闻	核心要点
流动性	12.11	央行：11月新增贷款1.25万亿元 M2 同比增 8%	央行发布《11月金融统计数据报告》显示，11月新增人民币贷款1.25万亿元，预期1.12万亿元，前值6970亿元；11月M2同比增8%，预期8%，前值8%；11月社会融资规模增量1.52万亿元，预期1.33万亿元。
	12.12	发改委：支持优质企业发行债券 房企标准要求营收达300亿元以上	国家发改委发布了《国家发展改革委关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，旨在提高直接融资比重，优化债券融资服务，增强企业债券服务实体经济能力。其中，房地产行业财务指标要求包括：房企资产总额应大于1500亿元；营收大于300亿元；不超过所在行业资产负债率重点监管线，未明确重点监管线的，原则上资产负债率不得超过85%。
	12.13	易纲：需要考虑货币政策的“内外均衡”	对于下一步政策的方向，易纲表示将考虑包括四个方面：一是坚持稳健中性的货币政策，做好预调微调，把握好度；二是强化政策统筹协调，缓释信用收缩；三是发挥好“几家抬”的合力，引导资金流向民营企业、小微金融等重要领域和薄弱环节；四是继续深化金融改革，疏通货币政策传导机制。
房地产税	12.05	《不动产登记法》立法将启动：为税收征管提供依据，小产权房难转正	自然资源部自然资源确权登记局局长冷宏志近日透露，要不断巩固和提升不动产统一登记成果，抓紧启动《不动产登记法》立法，落实国务院深化“放管服”改革要求，全面推进不动产登记便民利民工作，充分发挥保护权益的作用。
棚改	12.14	住建部：1-11月全国棚改新开工616万套，超额完成年度目标总量	住建部公告称，《政府工作报告》明确，2018年全国棚改新开工580万套。1-11月，已开工616万套，超额完成年度目标总量，完成投资16000多亿元。
其他	12.12	2019年房地产市场保持平稳 二线城市政策最具放松条件	12月11日，社科院在京发布《中国住房发展报告（2018-2019）》。《报告》预计，明年市场仍将保持总体回调、平稳释放的总体走势，出现持续震荡、大幅下跌的概率较小。未来，一线城市可能微调调控措施，保持调控政策的适度；二线城市可能最具放松的冲动和条件，激活楼市的热度；三四线城市可能动用干预之手，极力维护楼市的温度。
	12.13	中央政治局会议：明年要保持经济运行在合理区间	中共中央政治局12月13日召开会议，分析研究2019年经济工作；听取中央纪律检查委员会工作汇报，提出保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。

12.13	财政部：首11月卖地收入5.34万亿 土地和房地产累计契税增长18.9%	中华人民共和国财政部数据显示，2018年首11月，全国土地出让收入53362亿元，同比增长28.9%；土地出让收入相关支出55677亿元，同比增长42.1%。前11月累计契税5263亿元，同比增长18.9%；土地增值税5216亿元，同比增长13.9%；房产税2625亿元，同比增长8%；城镇土地使用税2204亿元，同比增长0.1%；耕地占用税1159亿元，同比下降25.6%。
-------	--------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：各部委网站，央行，WIND，光大证券研究所整理

### 3.3、青海强化商品房销售价格管理，辽宁推动县城和新城新区房地产去库存

#### ➤ 青海要求备案后3个月内不得调高商品房销售价格，广东加快解决不动产登记历史遗留问题

近期地方政府继续因城施策，促进房地产市场健康发展。青海发文规范商品房交易，规定经价格监督部门审核备案后，房地产开发企业3个月内不得调高商品房销售价格；广东省加快解决不动产登记历史遗留问题；江西提出建立健全商品房上市预报制度；武汉发布公积金细则规定规定借款人办理异地贷款时，与开发商签订的购房合同时间在一年之内，首付款不少于购房总价的20%。

#### ➤ 辽宁省推动县城和新城新区房地产去库存

辽宁省下发《全省推动县城和新城新区房地产去库存工作方案》，进一步推动县城和新城新区房地产去库存。并明确提出，到2020年，各县城、新城新区商品住宅库存去化周期回归到合理区间。同时，对农民进城购房给予优惠补贴，鼓励房地产开发企业给予购房折扣，引导商业银行为农民购房提供更优惠的贷款政策和金融服务。

表9：近期房地产相关区域政策动态（12.01-12.14）

类型	区域	日期	核心要点
公积金政策	武汉	12.02	武汉住房公积金管理中心发布《武汉住房公积金异地个人住房贷款实施细则（试行）》，细则规定规定借款人办理异地贷款时，与开发商签订的购房合同时间在一年之内，首付款不少于购房总价的20%，凡具有武汉市户籍，在武汉市行政区域外正常缴存住房公积金的单位缴存职工，在武汉市购买普通自住住房时，均可向武汉住房公积金管理中心申请办理异地个人住房公积金贷款。
土地政策	深圳	11.5	深圳市规划国土委关于公布《关于规范已出让未建用地土地用途变更和容积率调整的处置办法（第二次征求意见稿）》，《办法》规定由工业、物流仓储用地等变更为居住用地的，原土地使用权人交回法定图则已规划的城市基础设施和公共服务设施用地后，剩余用地按生效法定图则确定的容积率核算建筑面积，并全部建设为可销售的人才住房。
旧城改造	深圳	12.05	12月5日，深圳市规划国土委网站发布了《关于南山区南山街道南山村旧村城市更新单元规划(草案)的公示》。根据公示，该项目用地面积约为18.9万平方米，拆除用地面积18.56万平方米。规划容积调整为121.66万平方米。其中囊括了两所幼儿园、一座变电站以及公交首末站、社区管理用房等。根据地块控制指标，项目内还建有54班九年一贯制学校。
市场整治	青海	12.04	青海省五部门联合发文规范商品房交易。《通知》要求，各地要切实加强对商品房价格监管和住房价格统计监测工作。经价格监督部门审核备案后，房地产开发企业3个月内不得调高商品房销售价格。3个月后需要调高销售价格备案的，应重新申报审核备案。房价上涨较快的地区，可从严把备案价格调动的频次和幅度。
	广东	12.04	广东省自然资源厅日前正式印发关于《关于加快处理不动产登记历史遗留问题的指导意见》，宣布将出台新规解决不动产登记历史遗留问题。本次指导意见中提出，关于房屋所有权和土地使用

			权主体不一致的问题,主要是对依法可办理土地使用权证的予以办理,需要补充相关手续的则按照规定完善手续;对小产权房等不符合法律法规规定的,不予办理相关登记手续。
	江西	12.05	江西省住建厅于近日下发了《关于进一步规范商品房销售行为的通知》,提出包括要求建立健全商品房上市预报制度、加强预售许可管理等要求。《通知》要求房地产开发企业应在每年6月和12月向属地房管部门报送商品房开发项目预(销)售半年计划,房管部门对未按制度报送上市计划和“一房一价”表的项目,暂缓办理网签。
	辽宁	12.11	辽宁省住房城乡建设厅近日表示,《全省推动县城和主城区房地产去库存工作方案》已经正式下发,以进一步推动县城和新城新区房地产去库存,并明确提出,到2020年,各县城、新城新区商品住宅库存去化周期回归到合理区间。同时,对农民进城购房给予优惠补贴,鼓励房地产开发企业给予购房折扣,引导商业银行为农民购房提供更优惠的贷款政策和金融服务。

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:品牌房企销售增速出现分化,龙头拿地整体维持审慎

### 4.1、品牌房企销售增速出现分化

单月来看,11月单月全国商品房销售金额同比增长8.8%,重点房企中金地、首开、龙湖、世茂、富力、禹洲销售金额同比增速超过70%,万科A、中南、荣盛、旭辉、奥园、龙光、合景泰富、时代中国的销售金额同比增速位于40%-70%区间,碧桂园、恒大、融创、绿城、金茂、广宇同比转负。

全年累计来看,1-11月全国商品房销售金额同比增长12.1%,碧桂园累计同比增长30%,中国恒大累计同比增长14%,万科累计同比增长16%,融创中国累计同比增长40%,中国海外发展累计同比增长24%,新城控股累计同比增长89%,龙湖地产累计同比增长23%,华润置地累计同比增长52%,招商蛇口累计同比增长45%;集中度提升逻辑继续演绎。

表10:样本库重点房企11月单月及累计销售情况

	11月销售金额 (亿元)	单月同比 (%)	1-11月销售金额 (亿元)	累计同比 (%)
<b>A股重点房企</b>				
新城控股	172	7%	1986	89%
中南建设	115	46%	1260	62%
荣盛发展	128	68%	823	59%
招商蛇口	159	15%	1488	45%
首开股份	164	356%	840	37%
万科A	583	68%	5440	16%
金地集团	144	52%	1337	10%
保利地产	335	-8%	3683	34%
广宇发展	10	-63%	205	-10%
<b>港股重点内房</b>				
中国金茂	81	-3%	1138	110%
中国奥园	64	47%	739	115%
世茂房地产	191	89%	1551	75%
龙光地产	50	55%	649	70%
合景泰富	65	69%	596	67%

富力地产	182	145%	1139	55%
华润置地	156	29%	1897	52%
时代中国控股	62	53%	538	51%
旭辉控股集团	130	42%	1309	49%
远洋集团	105	31%	928	48%
融创中国	449	-9%	4162	40%
禹洲地产	103	140%	505	37%
碧桂园	337	-16%	4897	30%
中国海外发展	219	17%	2728	24%
龙湖地产	181	125%	1822	23%
中国恒大	341	-29%	5352	14%
雅居乐集团	108	20%	891	10%
绿城中国	112	84%	843	-4%

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；绿城不计入代建项目。

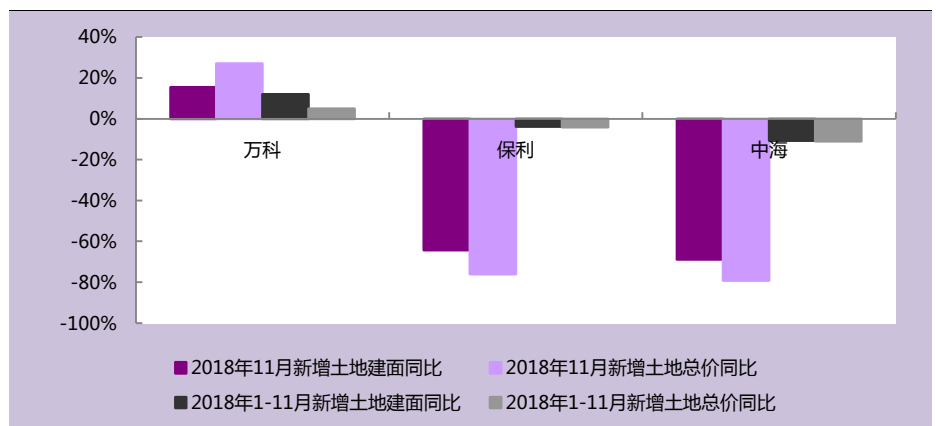
## 4.2、万科单月拿地回升，保利、中海维持谨慎

万科公布 11 月拿地情况，自 10 月销售简报公布以来，新增 14 个项目，对应总计容建筑面积 391.9 万方，同比增加 15.4%；总地价 263.7 亿元，同比增加 27.1%。1-11 月公司新增计容建筑面积同比增长 12.0%，新增土储总地价同比增长 4.9%。

保利发展公布 11 月拿地情况，当月新增 6 个项目，总计容建筑面积 149.3 万方，同比减少 64.4%；总地价 67.27 亿元，同比减少 76.1%。1-11 月公司新增计容建筑面积同比减少 3.8%，新增土储总地价同比减少 4.1%。

中国海外发展 11 月新增 4 个项目，建筑面积约 129.4 万方，同比减少 68.87%；总地价 34.3 亿元，同比减少 79%。1-11 月公司新增楼面面积同比下降 10.7%，新增土储地价同比下降 11%。

图 7：龙头房企 11 月拿地金额单月同比及全年累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理



表 11：近期样本库重点房企公告一览 (12.1-12.15)

	公司	日期	内容
投资	招商蛇口	12.01	公司全资子公司 Jumbo 与关联方招商香港、赤湾港航、招商公路、招商工业投资、外运香港共同投资成立招商局海南开发投资有限公司，注册资本为人民币 350,000 万元，其中 Jumbo 认缴出资人民币 70,000 万元（占招商海南注册资本的 20%）
	光明地产	12.05	公司与杭州市萧山区人民政府签订《浙江省杭州市萧山区河上产业新城 PPP 项目合作协议》，有效期 18 年，公司将收取建设服务费、产业发展服务费、规划设计咨询服务费、运营管理维护服务费。
融资	华夏幸福	12.11	下属全资子公司拟向关联方平安资产管理有限责任公司融资 60 亿元，年利率 8.32%；同时，九通投资拟面向合格投资者非公开发行公司债券 50 亿元，债券期限不超过 10 年期（含 10 年），债券为固定利率。
		12.13	公司境外间接全资子公司于近日发行完成两笔美元债券，涉资 1.2 亿美元。5000 万美元的高级无抵押定息债券票面利率为 6.5%，2020 年 12 月 21 日到期。7000 万美元的高级无抵押定息债券票面利率为 9%，2021 年 7 月 31 日到期。
	富力地产	12.07	公司发行 2018 年度第八期超短期融资券，发行总额 10 亿元；发行利率 5.8%(1 年期 SHIBOR+2.275%)
	龙光地产	12.07	公司拟发行 3.7 亿美元优先票据，2020 年 10 月 12 日到期，年息 8.75%。
	世茂房地产	12.10	公司发布公告称，其建议额外发行于 2021 年到期的优先票据，且将与于 2018 年 10 月 15 日发行的 2.5 亿美元于 2021 年到期 6.375% 优先票据合并及组成单一系列，利息半年支付一次。
	旭辉控股	12.10	12 月 10 日，该公司已根据邀请收到合资格持有人的回应，以该等债券本金额 101% 的购回价出售本金总额相等于是 8.51 亿港元的该等债券，且该公司已同意接纳全数金额购回。旭辉尚未赎回该等债券的本金总额为 10.28 亿港元。
	时代中国	12.11	公司于 2018 年 12 月 7 日分两批发行本金总额为人民币 30 亿元境内债券。第一批发行票面年利率为 7.5%，为期三年；第二批发行票面年利率为 8.1%，为期五年。
	万科 A	12.12	公司发布公告称，根据 70 亿美元中期票据计划发行于 2024 年到期的 6.3 亿美元中期票据，票面利率为 5.35%。
	碧桂园	12.13	卓见国际有限公司于 12 月 5 日发行本金额为 78.3 亿港元、年利率为 4.50% 的新债券；同时完成部分购回且已购回总额为 60.54 亿港元的现有债券已经注销，仍然发行在外的现有债券的本金总额为 95.46 亿港元。
	中国金茂	12.13	公司全资附属公司金茂投资管理（上海）有限公司（金茂上海）100 亿元无担保永续中期票据（分两期申请注册，每期不超过人民币 50 亿元）已获得注册。上述中期票据自注册通知书落款之日起，即 2018 年 12 月 11 日起，两年内有效。
股票质押及解除质押	中南建设	12.06	中南城投因融资需求质押股数：3800 万本次质押占其所持股份比例为 1.88%。中南城投合计持有公司 20.19 亿股，占公司总股本的 54.43%。累计质押的公司股份为 15.11 亿股，占公司股份总数的 40.73%，占中南城投所持公司股份的 74.84%。
		12.13	控股股东中南城市建设投资有限公司解除质押股份数 0.18 万股。本次解除质押后，中南城投持有的本公司股份累计质押 14.93 亿股，占公司总股份的 40.24%，占中南城投所持公司股份的 73.93%。
	荣盛发展	12.07	荣盛控股质押股数为 1.31 亿，本次质押占其所持股份比例为 8.44%；本次质押占公司总股本比例为 3.01%。
	金科地产	12.11	公司股东天津润泽物业管理有限公司和天津润鼎物业管理有限公司进行了股票质押。天津润泽共持有公司股份 1.61 亿股，占公司总股本的 3.02%。本次质押两笔合计 1.21 亿股，占其所持公司股份的 75.02%，占公司总股本的 2.27%。天津润鼎共持有公司股份 4.85 亿股，占公司总股本的 9.08%。本次质押 0.90 亿股，占其所持公司股份的 18.56%，占公司总股本的 1.69%。
万科 A	12.14	公司股东深圳市钜盛华股份有限公司将持有的万科 0.54 亿股无限售流通 A 股通过质押式回购方式质押本次质押占公司总股本的 0.49%，累计质押股数为 9.26 亿股，占公司总股本的 8.39%。	
泰禾集团	12.14	控股股东泰禾投资集团有限公司质押 431 万股、股东叶荔女士质押 894 万股、股东黄敏女士质押 1,800 万股。	
人事变动	碧桂园	12.07	杨惠妍女士已由本公司副主席调任为联席主席，自 2018 年 12 月 7 日起生效，并将继续担任本公司的执行董事。
	华夏幸福	12.14	公司于近日收到独立董事王京伟先生的辞职报告，王京伟先生的辞职将自本公司股东大会选举产生新任独立董事后生效。

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理



## 5、数据更新：全国销售降温延续，新开工、投资增速维持高位，土地购置继续回落

### 5.1、楼市成交：一二手房双周成交同比为正，全年降幅继续收窄

➤ 一手房：双周成交同比上升 2.8%，全年累计同比降幅收窄至 6.7%

30 个大中城市近期 2 周（48 周-49 周）商品房成交约 813 万方；双周同比上升 2.8%；其中：4 个一线城市成交 140 万方，双周同比上升 38.6%；13 个二线城市成交 452 万方，双周同比上升 9.5%；13 个三线城市成交 221 万方，3 周同比减少 20.3%。

全年累计来看，30 城年初至今（49 周，截止 12.09，下同）累计成交面积约 15792 万方，累计同比下降 6.7%。4 个一线城市年初至今累计成交面积约 2728 万方，累计同比下降 5.3%；13 个二线城市年初至今累计成交面积约 8119 万方，累计同比下降 9.7%；13 个三线城市年初至今累计成交面积约 4945 万方，累计同比下降 2.1%。

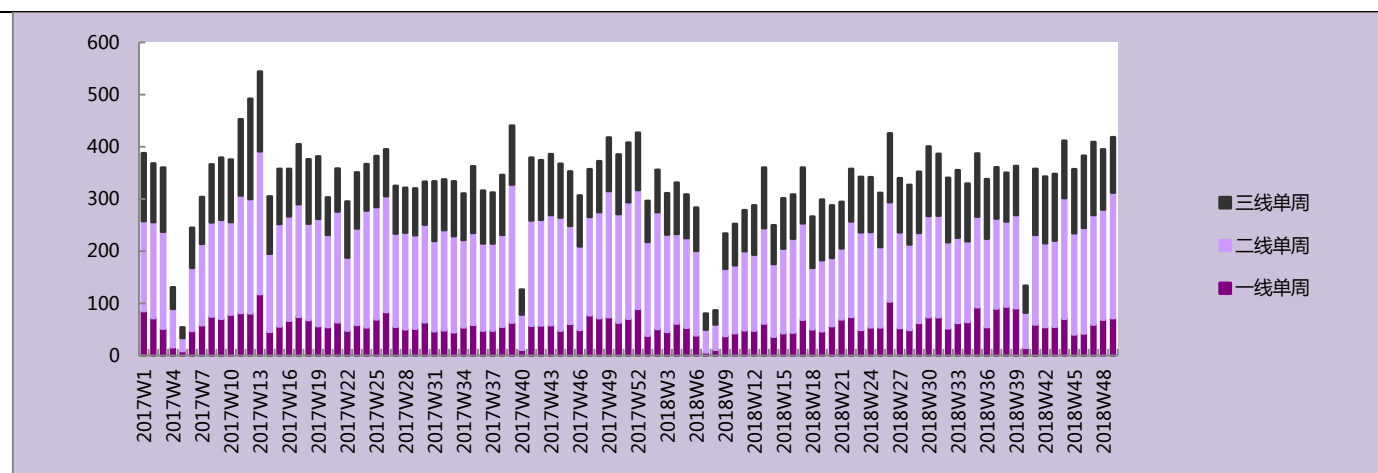
表 12：30 城商品房近期（双周）成交/全年累计成交情况

城市类型	2018 (W48-W49) (12.02-12.09) 成交 (万平方米)	2017 (W48-W49) (12.02-12.09) 成交 (万平方米)	同比 (%)	2018 年 49 周 累计成交 (万平方米)	2017 年 49 周 累计成交 (万平方米)	全年 累计同比 (%)
一线 (4 城)	140	145	-3.39%	2728	2880	-2.09%
二线 (13 城)	452	445	1.55%	8119	8992	-9.7%
三四线 (13 城)	221	200	10.71%	4945	5051	-5.28%
合计	813	790	2.96%	15792	16922	-6.68%

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

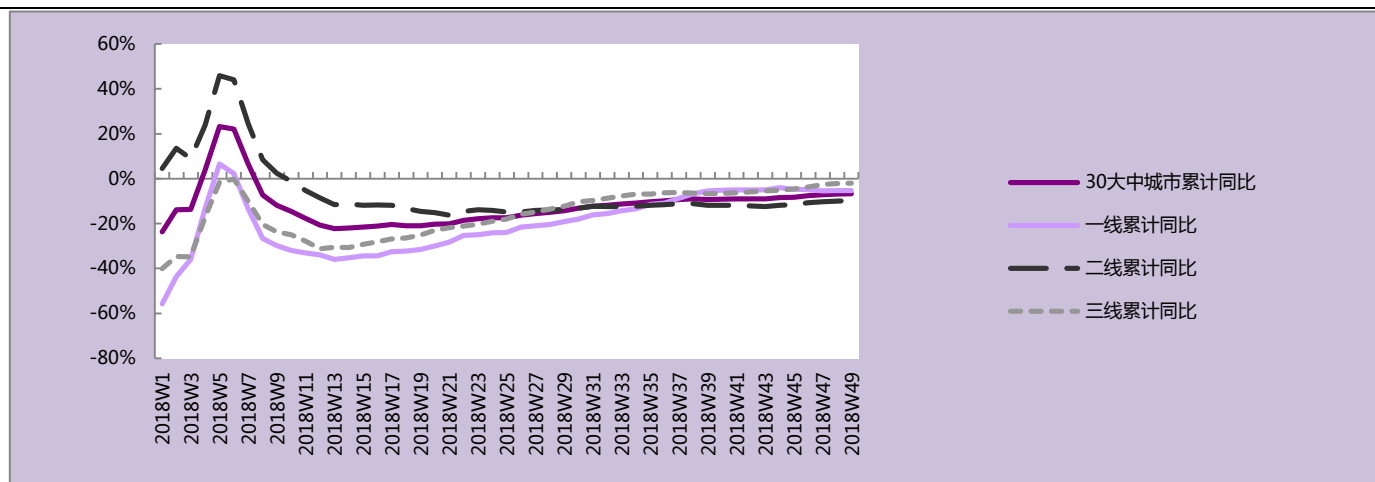
注：一手房统计覆盖 30 城：一线 4 城包括北京、上海、广州、深圳；二线 13 城包括天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春；三四线 13 城包括无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。

图 8：30 城商品房周度成交面积（万平方米）



资料来源：WIND

图 3：30 城商品房周度成交面积累计同比增速



资料来源：WIND

➤ **二手房：3 周成交同比增加 1.0%，其中北深二城同比增加 14.4%**

11 个热点一二线城市近期（48 周-49 周）二手房成交面积约 208 万方，双周同比减少 6.5%；其中：2 个一线城市成交 62 万方，双周同比增加 0.95%；9 个二线城市成交 146.8 万方，3 周同比下降 9.37%。

全年来看，11 城年初至今（49 周，截止 12.07，下同）累计成交面积约 5868 万方，累计同比下降 5.2%。2 个一线城市年初至今累计成交面积约 1758 万方，累计同比增长 7.7%；9 个二线城市年初至今累计成交面积约 4110 万方，累计同比下降 9.8%。

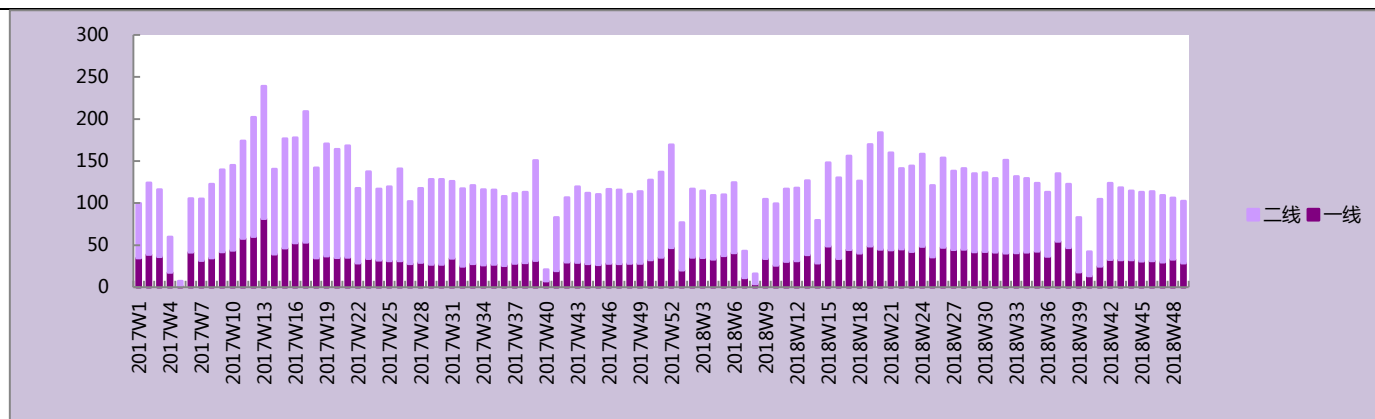
表 13：11 城二手房近期（双周）成交/全年累计成交情况

城市类型	2018 (W48-W49) (11.30-12.07) 成交 (万平方米)	2017 (W48-W49) (11.30-12.07) 成交 (万平方米)	同比 (%)	2018 年 49 周 累计成交 (万平方米)	2017 年 49 周 累计成交 (万平方米)	全年 累计同比 (%)
一线 (2 城)	61.7	56.5	9.26%	1758	1633	7.7%
二线 (9 城)	146.8	167.9	-12.6%	4110	4555	-9.77%
合计	208.4	224.4	-7.1%	5868	6188	-5.16%

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。

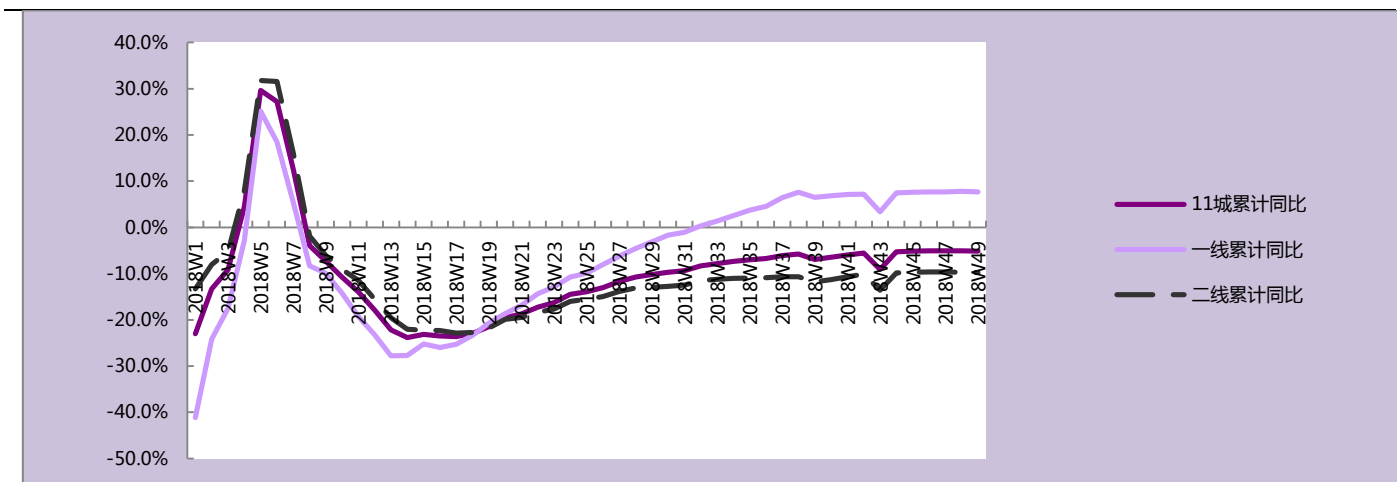
图 10：11 城二手房周度面积（万平方米）



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 4：11 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。

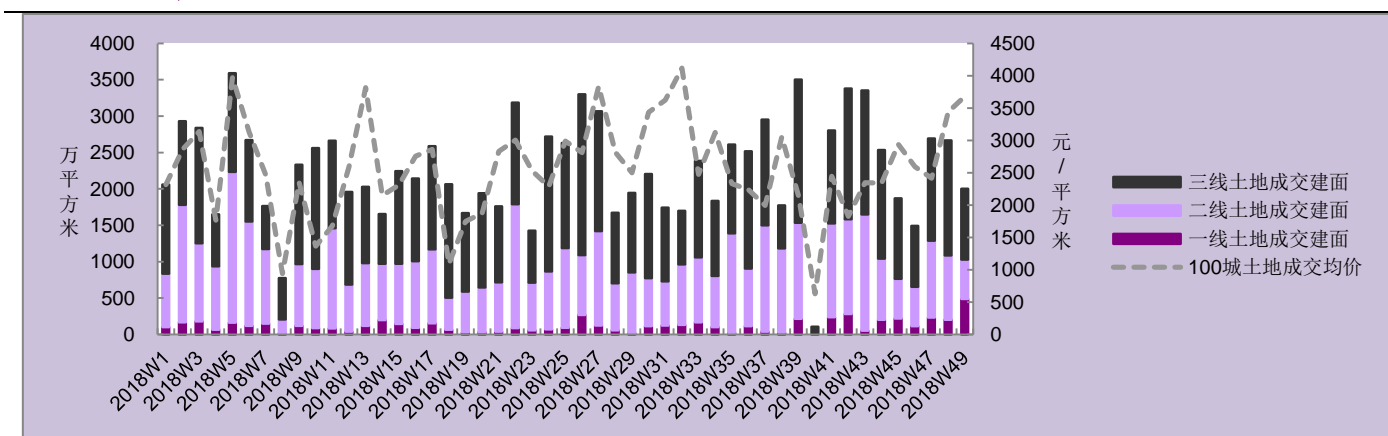
## 5.2、土地市场：双周成交建面同比-30.6%，成交总价同比-34.3%

100 大中城市近期 2 周（11.26-12.09，48 周-49 周）成交规划建筑面积 4666 万平方米，较去年同期（11.26-12.09，48 周-49 周，6723 万平方米）减少 30.6%；成交总价约 1607 亿元，较去年同期（11.26-12.09，48 周-49 周，2446 亿元）下降 34.28%；楼面均价 3562 元/平方米，较去年同期下降 4.21%。

分城来看，百城近期 2 周（11.26-12.09，48 周-49 周）中，一线城市成交建筑面积和成交总价分别较去年同期增加 43.38%、20.66%；二线城市成交建筑面积和成交总价分别较去年同期增加-50.45%、-53.81%；三线城市成交建筑面积和成交总价分别较去年同期增加-24.13%、-51.44%。

全年累计来看，百城 49 周累计土地成交规划建筑面积 11.19 亿方，同比增加 7.6%，增速较 2 周前回落 2.7pc；49 周累计成交总价约 2.94 万亿，同比减少 1.5%，增速较 2 周前回落 2.9pc；49 周累计平均土地楼面均价约 2629 元/平方米，同比下降 8.5%。

图 5：100 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

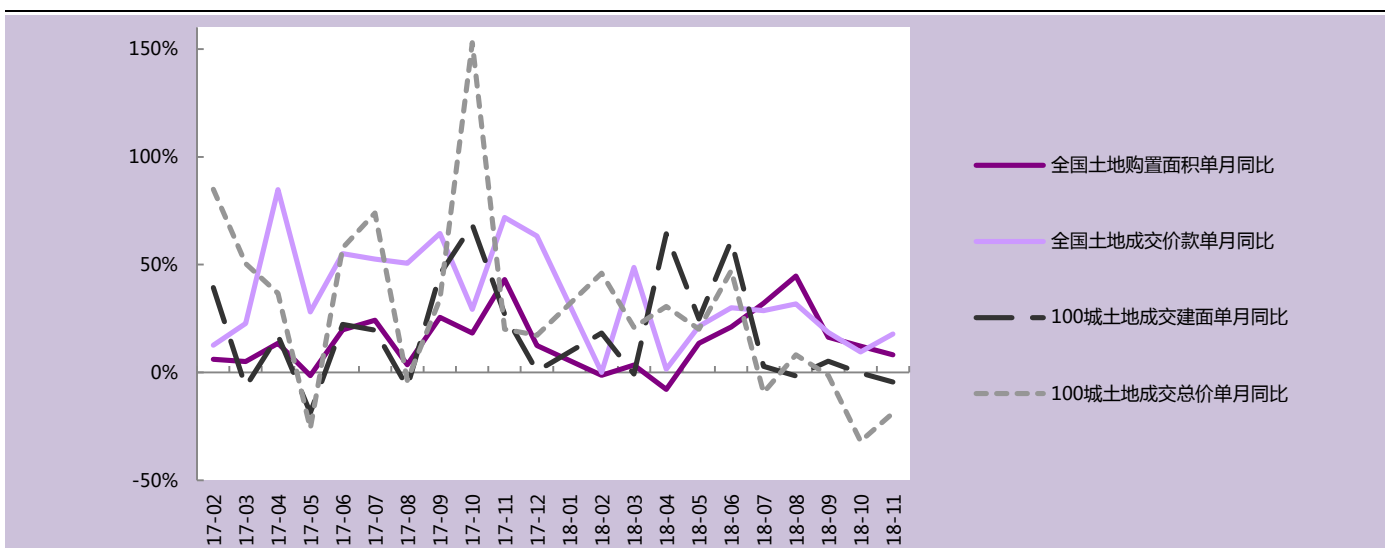
➤ 11月全国土地购置增速继续回落，百城土地成交降幅明显

全国来看，11月单月全国土地购置面积约3363万方，同比增长8.1%，增速较10月回落4.1pc。11月单月全国土地成交价款约2051亿元，同比增长17.8%，增速较10月回升8.3pc。

百城来看，11月单月百城土地成交规划建筑面积同比下降23.8%，增速较10月下降19.4pc。11月单月百城土地成交总价同比下降23.3%，增速较10月下降4.4pc。

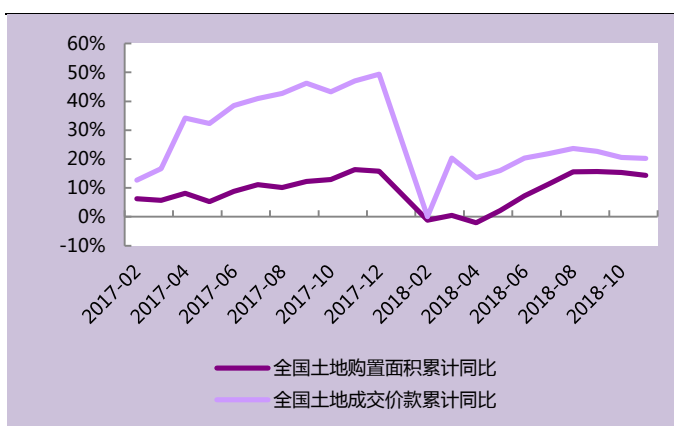
从全国、百城、龙头房企三个维度观察，土地成交降温延续。随着销售压力抬升，以及融资环境趋严，预计未来土地市场的下行趋势仍将维持。

图6：全国土地购置面积、全国土地成交价款、百城土地成交建面、百城土地成交总价单月同比



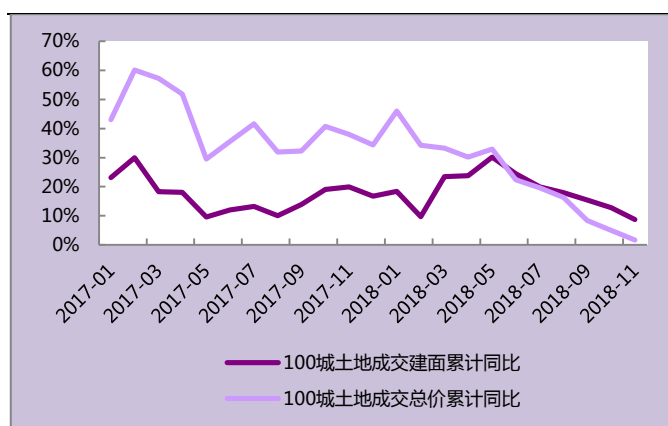
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图7：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8：100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

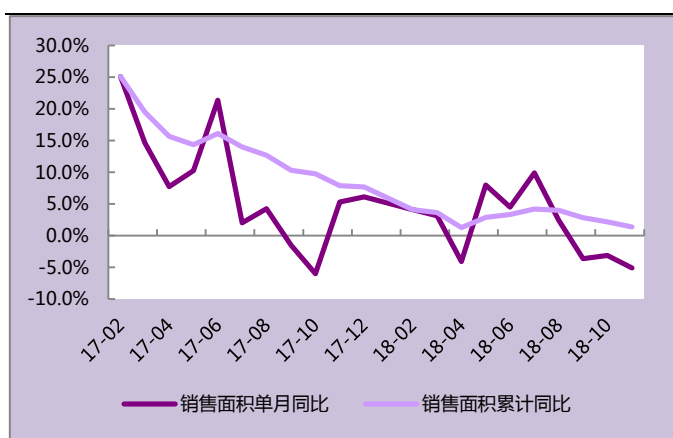
### 5.3、月度统计局数据更新：销售、新开工、投资增速放缓，基本面下行趋势较明显

#### ➤ 全国销售面积单月降幅走扩，西部地区下降明显

11月单月全国商品房销售面积为1.55亿方，同比降幅扩大至-3.1%（10月为-3.1%），连续三个月负增长。11月单月全国商品房销售金额为1.36万亿元，同比增长8.8%，增速较10月提升2.6pc。

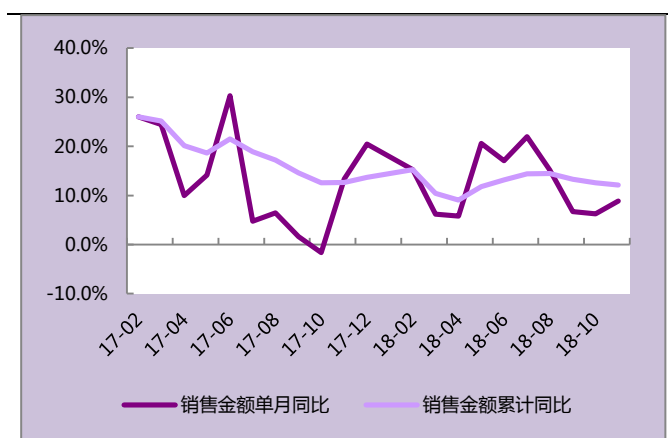
全年来看，1-11月全国商品房销售面积、销售金额分别为14.86亿方、12.95万亿元，同比增速分别为1.4%、12.1%，增速较1-10月分别下降0.8pc、0.4pc。

图9：全国销售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

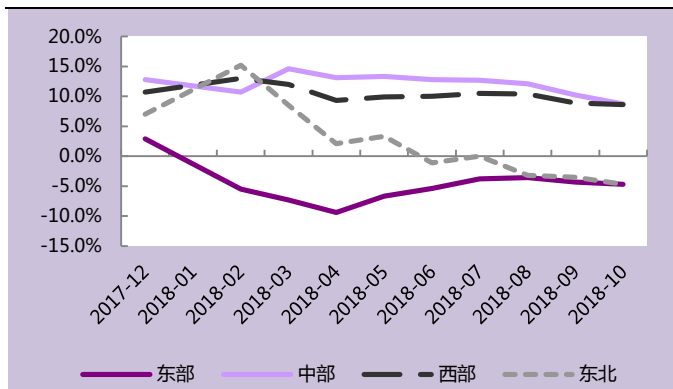
图10：全国商品房销售金额单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

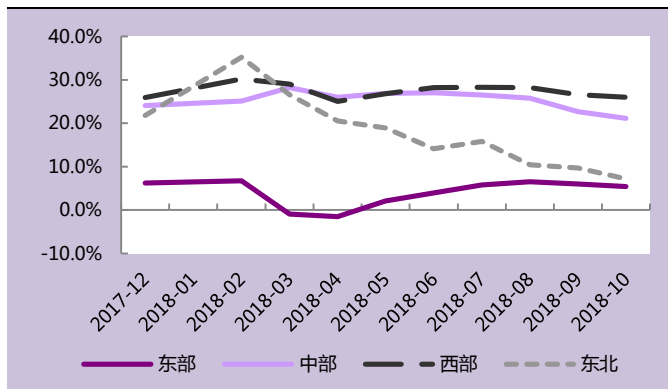
从区域结构来看，各区域销售增速继续放缓。东部、中部、西部、东北地区1-11月销售面积累计同比增速较1-10月分别增加-0.4pc、-0.8pc、-2.0pc、+0.3pc；1-11月销售金额累计同比增速较1-10月分别增加+0.2pc、-0.5pc、-2.5pc、+0.1pc。

图11：各区域销售面积累计增速（%）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图12：各区域销售金额累计增速（%）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

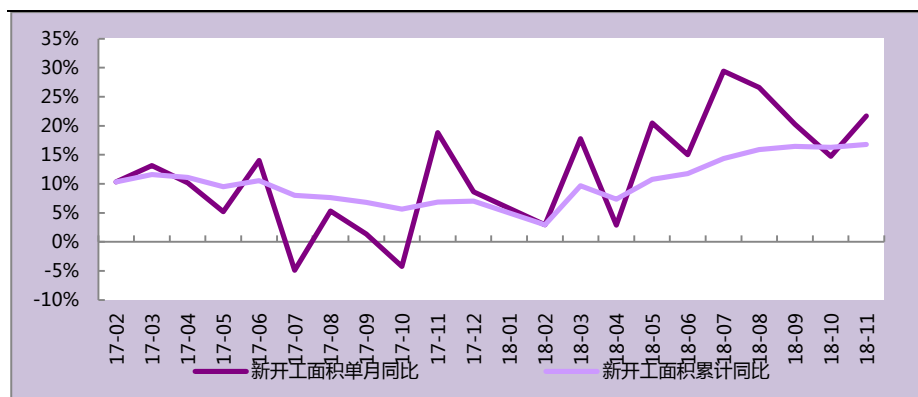
全国销售面积连续三个月负增长，楼市景气持续回落。从区域结构来看，11月东部、中部、西部销售面积累计同比进一步下降，其中前期去化表现相对较好的西部地区销售动能明显减退，销售面积单月同比由正转负，增速环比下降 13.1pc 至-7.5%。我们认为，支持政策减弱叠加房价预期扭转，2017/2018 年房价积累较大涨幅的中西部区域后续销售降速风险相对凸出。

➤ 新开工持续高增，叠加施工逐步回升，房地产投资增速维持高位

新开工方面，11月全国新开工面积 2.01 亿方，单月同比增长 21.7%，增速较 10 月回升 6.9pc；1-11 月全国新开工面积 18.89 亿方，同比增长 16.8%，增速较 1-10 月回升 0.6pc。

我们认为，新开工持续高增主要系：1) 前期补库存积累了相对充裕的土地储备；2) 显性库存处于低位，存量资源变现意愿较强；3) 近期融资端边际改善，境内外发债放量。

图 13：新开工面积单月同比和累计同比

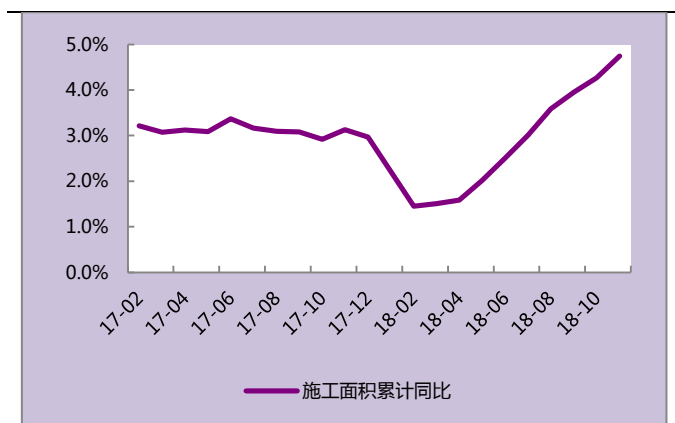


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

施工面积方面，新开工的传导作用逐渐显现，11月全国房屋施工面积约 80.49 亿方，同比增长 4.7%，增速较 10 月进一步提升 0.4pc。

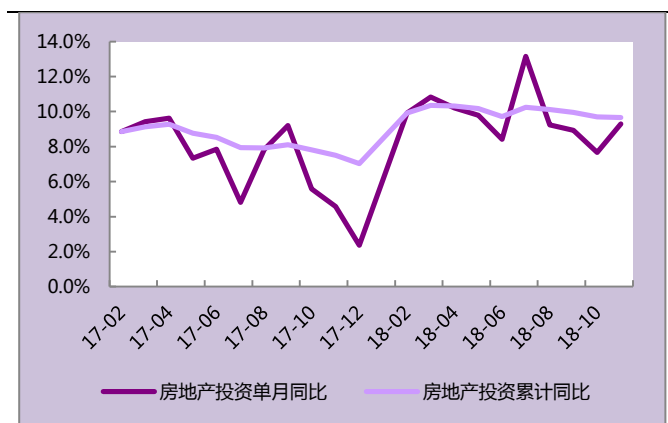
新开工高增叠加施工回升，11月全国房地产投资单月同比增长 9.3%，增速较 10 月回升 1.6pc；1-11 月累计同比增长 9.7%，增速较 1-10 月持平。

图 14：房屋施工面积累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 15：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



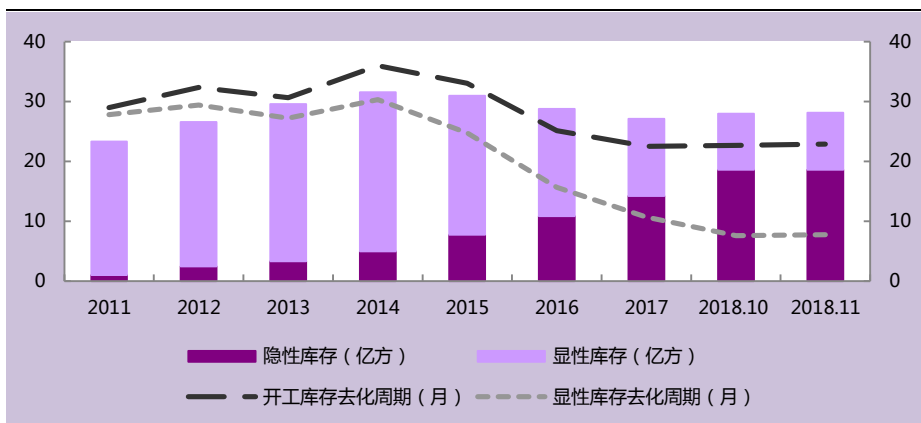
➤ 开工库存、显性库存环比收缩，隐性库存环比扩张

截止 2018 年 11 月，全国商品住宅开工库存约 28.09 亿方，较 2017 年末增加 9822 万方，较 2018 年 10 月增加 1379 万方。按照 12 个月滑动平均销售面积计算，开工库存的去化周期约 22.9 个月。

2018 年 11 月，全国商品住宅隐性库存 18.59 亿方，较 2017 年末增加 4.37 亿方，较 2018 年 10 月末减少 160 万方，单月继续呈现净复工的状态。

2018 年 11 月，全国商品住宅显性库存 9.50 亿方，较 2017 年末减少 3.39 亿方，较 2018 年 10 月末增加 1539 万方。按照 12 个月滑动平均销售面积计算，显性库存的去化周期约 7.73 个月。

图 16：全国商品住宅短期库存及去化周期



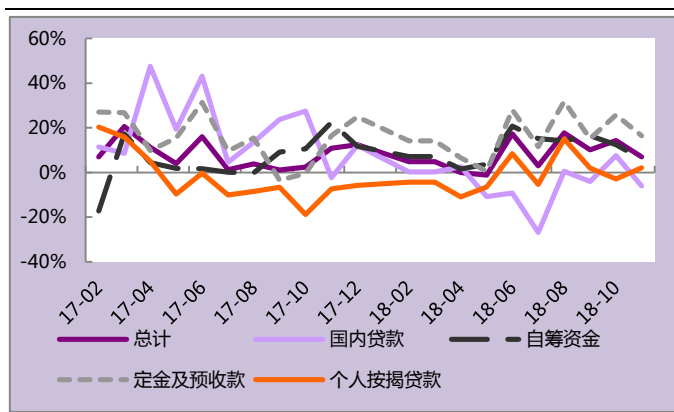
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

➤ 到位资金单月增速环比小幅回落

11 月房地产投资到位资金单月同比增长 6.6%，增速较 10 月回落 0.5pc；全年累计同比增长 7.6%，增速较 1-10 月回落 0.1pc。

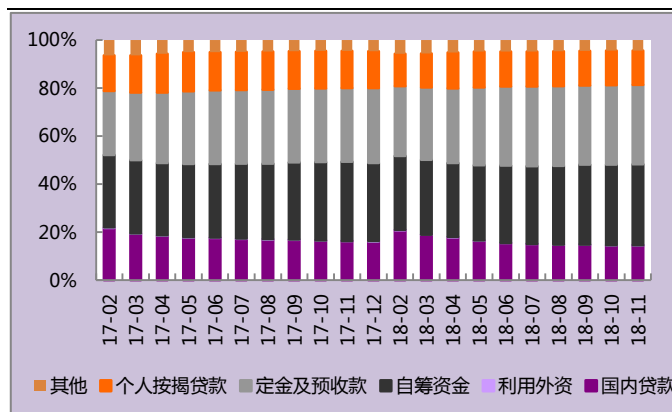
拆分来源结构，11 月单月自筹资金、定金及预收款同比增速分别为 4.0%、10.1%，增速分别较 10 月下降 2.1pc、6.3pc、2.8pc。11 月单月国内贷款同比增速大幅提升 18.5pc 至 12.4%。

图 27：房地产投资到位资金单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 28：房地产累计到位资金来源结构

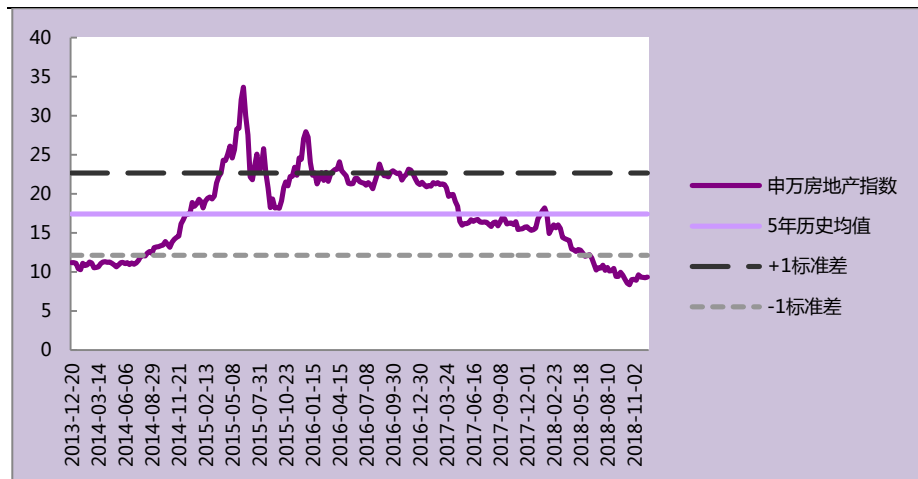


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

## 6、申万房地产板块 PE 估值低位小幅改善

截止 2018 年 12 月 14 日，申万房地产指数 PE (TTM) 约 9.34 倍，低于过去 5 年均值 (17.15 倍) 1.46 个标准差。

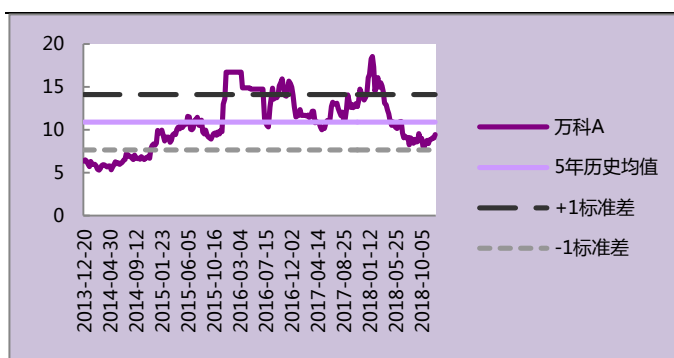
图 17：申万房地产板块 PE-TTM



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

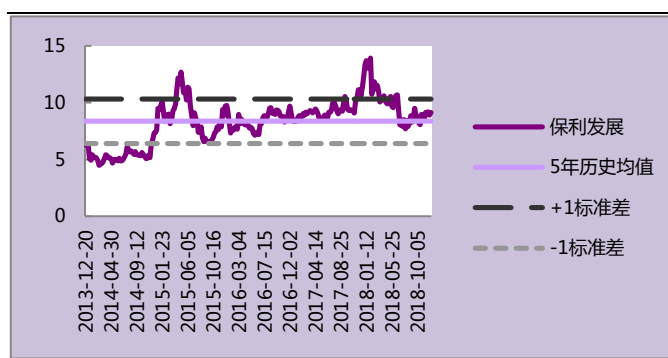
A 股典型龙头房企如万科 A、保利发展、招商蛇口、金地集团的 PE(TTM) 值分别较过去 5 年均值-13%、9%、-49%、-58%。

图 30：万科 A 五年 PE 走势



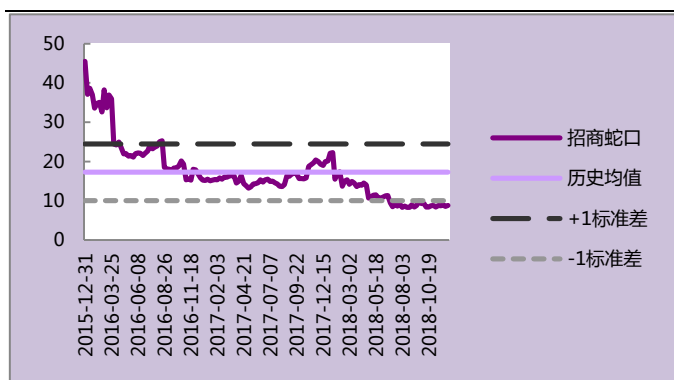
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 31：保利发展五年 PE 走势



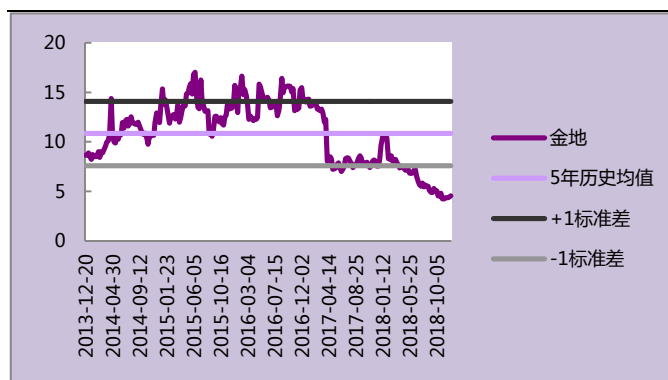
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 32：招商蛇口三年 PE 走势



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

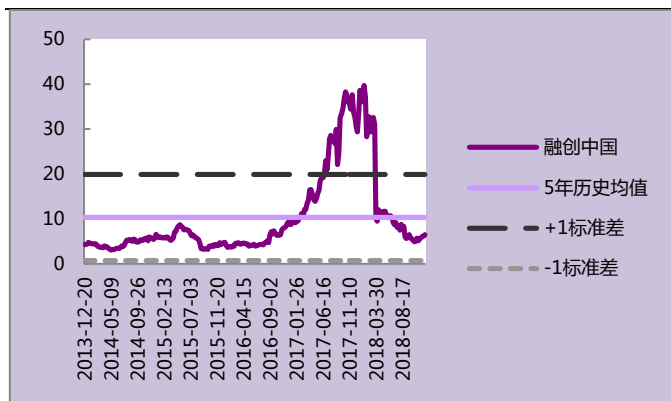
图 33：金地集团五年 PE 走势



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

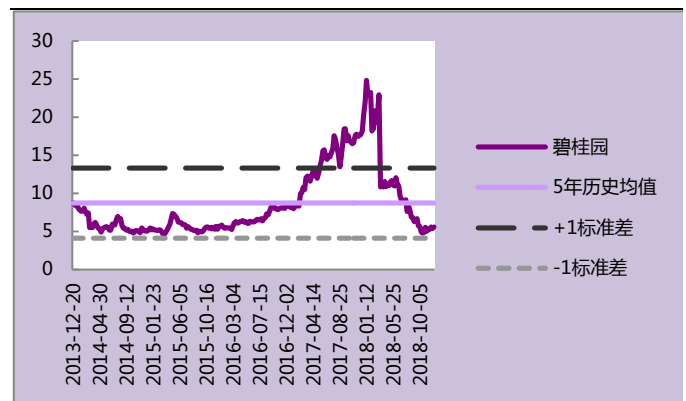
H 股内房龙头房企如融创中国、碧桂园、中国恒大、中国海外发展、华润置地的 PE (TTM) 值分别较过去 5 年均值-37%、-36%、-26%、-5%、-8%。

图 18: 融创中国五年 PE 走势



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 35: 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: 政策风险逐步释放, 悲观预期缓解

行业政策面底部基本确认后, 板块估值仍处于历史低位主要在于对 2019 年基本面失速的担忧。政策面和流动性的边际改善有助于缓解悲观预期, 但基本面 (尤其是需求端的) 持续走弱压制了估值修复的空间。在出现明确的呵护政策信号前, 我们推荐业绩确定性高、融资优势明显的龙头房企, A 股龙头建议关注万科 A、保利发展、招商蛇口; H 股建议关注融创中国、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。

## 8、风险提示

还款高峰来临抬升房企资金链承压; 融资成本提升或侵蚀利润; 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	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
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
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		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	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com