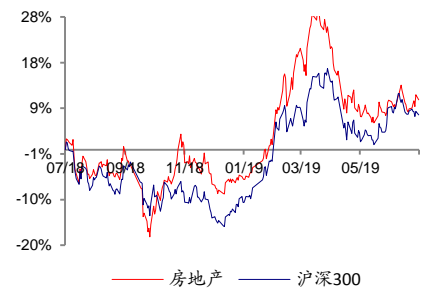


# 房地产行业

## 销售规模历史新高 融资收紧投资意愿下降

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-07-25

### 相对市场表现



**分析师:** 乐加栋  
SAC 执证号: S0260513090001  
021-60750620  
lejiadong@gf.com.cn

**分析师:** 郭镇  
SAC 执证号: S0260514080003  
SFC CE No. BNN906  
010-59136622  
guoz@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

房地产行业:业绩普超预期, 2019-07-21  
头部优势显现

房地产行业:开工销售持续回落, 房企资金面小幅收紧 2019-07-17

联系人: 邢莘 021-60750620  
xingshen@gf.com.cn

### 核心观点:

#### ● 房企销售: 规模增速回落, 龙头规模普创新高

根据克而瑞数据, 19年6月百强房企销售金额同比增长14.2%, 跟踪上市房企同比增长8.7%, 表现持续超越整体市场, 其中成长型房企表现优异, 规模扩张速度维持领先。本月, 碧桂园仍居销售规模首位, 滨江集团、龙光集团单月销售金额增速超过60%, 表现亮眼。已公布销售计划的32家房企中13家销售目标完成率超过50%, 整体平均完成率超过历史水平, 房企半年度销售计划完成情况基本符合预期。

#### ● 房企拿地: 企业拿地维持质量要求, 降低投资力度

6月房企拿地增速较5月有所下降, 13个房企拿地力度(拿地金额/销售金额)为35%, 4月以来连续两个月回落。房企拿地增速的放缓, 在资金面的监管压力下, 部分融资渠道收紧直接影响到土地投资。从拿地成本来看, 19年6月拿地成本持续上升, 而年初以来静态毛利率维持35%, 表明13个房企近期拿地质量有所提高。

#### ● 房企融资: 近期融资政策收紧, 规模收缩成本稳定

融资方面, 近期房地产融资收紧的态势明显, 银保监会“23号文”以来, 银行及信托层面受到“窗口指导”, 7月发改委要求外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。在此背景下, A股房企6月债权融资规模同比下降15%, 其中信用债、非标、海外债融资规模分别同比下滑38%、10%、10%。成本未出现明显上行, 6月房企境内债权融资成本为5.7%, 较5月环比下降0.2%, 19年来维持相对低位。我们认为, 政府对于去年四季度以来信贷宽松导致的局部土地市场过热加紧资金面调控, 从本质上相当于房地产的供给侧改革, 在融资端将继续挤出小企业, 有利于头部企业资源进一步集中。

#### ● 房企估值: 板块体现相对收益, 半年度经营业绩助推估值修复

2019年6月22日-2019年7月22日, A股申万房地产板块指数当月绝对收益为0.1%, 相对收益为1.5%。H股恒生地产类指数当月绝对收益为-0.7%, 相对收益为-0.3%。本月A股涨幅居前公司主要受益于半年度经营业绩提升明显, 过去一个月相对收益最领先的是融资具备优势的国有企业, 如绿地控股, 以及融资成本相对较低公司如金地集团等。当前A股主流房企普遍接近18年年初以来最低位。

#### ● 风险提示

公司公告销售及拿地数据与第三方公告数据存在一定差异, 公司经营业绩及盈利情况不及预期; 资金面政策收紧进一步加码。

## 重点公司估值和财务分析表

股票代码	股票简称	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
万科 A	000002.SZ	人民币	31.10	2019/04/08	买入	39.60	3.48	3.96	8.94	7.86	6.59	7.49	19.9%	18.5%
招商蛇口	001979.SZ	人民币	21.55	2019/03/19	买入	29.80	2.29	2.57	9.42	8.39	8.98	8.33	21.0%	19.1%
华夏幸福	600340.SH	人民币	30.67	2019/05/01	买入	36.99	4.93	6.03	6.22	5.08	8.91	8.33	29.0%	26.2%
华侨城 A	000069.SZ	人民币	7.49	2018/11/01	买入	-	1.33	1.42	5.61	5.27	5.77	5.46	15.0%	13.8%
荣盛发展	002146.SZ	人民币	9.29	2019/04/29	买入	13.52	2.25	2.68	4.12	3.46	2.63	0.58	22.6%	21.2%
中南建设	000961.SZ	人民币	8.84	2019/05/31	买入	10.78	1.08	1.89	8.21	4.69	4.59	4.78	19.6%	25.5%
阳光城	000671.SZ	人民币	7.12	2019/04/03	买入	8.89	0.94	1.25	7.61	5.68	10.70	8.40	18.0%	19.5%
蓝光发展	600466.SH	人民币	6.33	2019/03/20	买入	10.04	1.11	1.72	5.68	3.69	11.00	11.78	22.6%	25.8%
新潮中宝	600208.SH	人民币	3.02	2019/03/18	买入	5.20	0.48	0.57	6.35	5.32	23.10	18.50	10.2%	10.9%
中国国贸	600007.SH	人民币	16.00	2019/07/08	买入	19.86	0.92	1.04	17.33	15.45	7.75	6.88	11.8%	11.7%
碧桂园	02007.HK	港币	11.14	2019/04/13	买入	16.03	1.96	2.26	5.01	4.35	3.30	3.15	23.4%	18.8%
融创中国	01918.HK	港币	38.15	2019/04/07	买入	54.70	5.28	7.00	6.40	4.83	8.35	4.98	27.2%	26.5%
旭辉控股集团	00884.HK	港币	5.62	2019/04/30	买入	6.16	0.91	1.13	5.52	4.43	3.90	3.00	21.6%	21.2%
万科企业	02202.HK	港币	30.75	2019/04/08	买入	38.70	3.48	3.96	7.79	6.85	6.59	7.49	19.9%	18.5%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 以上公司为广发证券地产组近两年覆盖标的;

(2) A 股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的(碧桂园、融创中国、旭辉控股集团、万科企业)合理价值货币单位为港币;

(3) A 股及港股标的 EPS 货币单位均为人民币;

(4) 表中估值指标按照最新收盘价计算。

## 目录索引

房企销售：规模增速回落，龙头规模普创新高 .....	5
市场概况：百强房企表现持续强于市场，成长型房企优势突出 .....	5
房企概况：6月龙头房企增速普创新高，中海、金茂表现亮眼 .....	9
房企拿地：企业拿地维持质量要求，降低投资力度 .....	12
房企融资：近期融资政策收紧，规模收缩成本稳定 .....	20
融资综述：近期地产融资收紧，促使资源头部集中 .....	20
各融资渠道分析：境内融资规模收紧，融资成本未出现明显上行 .....	22
房企估值：板块体现相对收益，半年度业绩助推修复 .....	27
6月公司事件跟踪 .....	33

## 图表索引

图 1：统计局、百强房企及跟踪房企 6 月单月销售金额增速 .....	5
图 2：统计局、百强房企及跟踪房企 6 月销售面积增速 .....	6
图 3：各口径下房企销售均价增速（%） .....	6
图 4：主流房企金额增速贡献对比 .....	6
图 5：重点跟踪房企销售计划完成情况 .....	7
图 6：2019 年 1-6 月各层级房企销售金额贡献拆分 .....	7
图 7：龙头及成长型房企销售规模增速变化趋势 .....	7
图 8：销售均价分段房企销售金额增速表现 .....	8
图 9：部分上市房企 6 月单月销售金额（亿元）及增速 .....	9
图 10：部分上市房企 6 月及历史增速对比 .....	10
图 11：部分上市房企 1-6 月累计销售金额增速拆分（%） .....	10
图 12：部分上市房企目标完成率及修正年度销售金额增速（%） .....	12
图 13：中指院 300 城商住用地及 13 个房企拿地金额增速 .....	12
图 14：中指院 300 城商住用地及 13 个房企拿地楼面价（元/平） .....	13
图 15：13 个房企拿地金额占 300 城商住用地出让金的比例 .....	13
图 16：TOP30 房企 1-6 月拿地金额及销售金额同比增速 .....	14
图 17：TOP30 房企 19 年 1-6 月累计拿地规模及销售规模 .....	15
图 18：13 个房企拿地力度（拿地金额/销售金额） .....	15
图 19：分线房企拿地力度（拿地金额/销售金额） .....	15
图 20：近两年 13 个房企拿地力度对比（拿地金额/销售金额） .....	16
图 21：13 个房企长三角及珠三角拿地建面占比 .....	17
图 22：13 个房企一二线拿地建面占比 .....	17
图 23：13 个房企拿地建面区域分布 .....	18
图 24：样本房企拿地静态毛利率 .....	19
图 25：一二线及三四线房企拿地静态毛利率 .....	19
图 26：主流房企近 2 年拿地静态毛利率及 19 年拿地力度二维图 .....	19
图 27：A 股房企债权融资、到期及净融资规模（亿元） .....	21

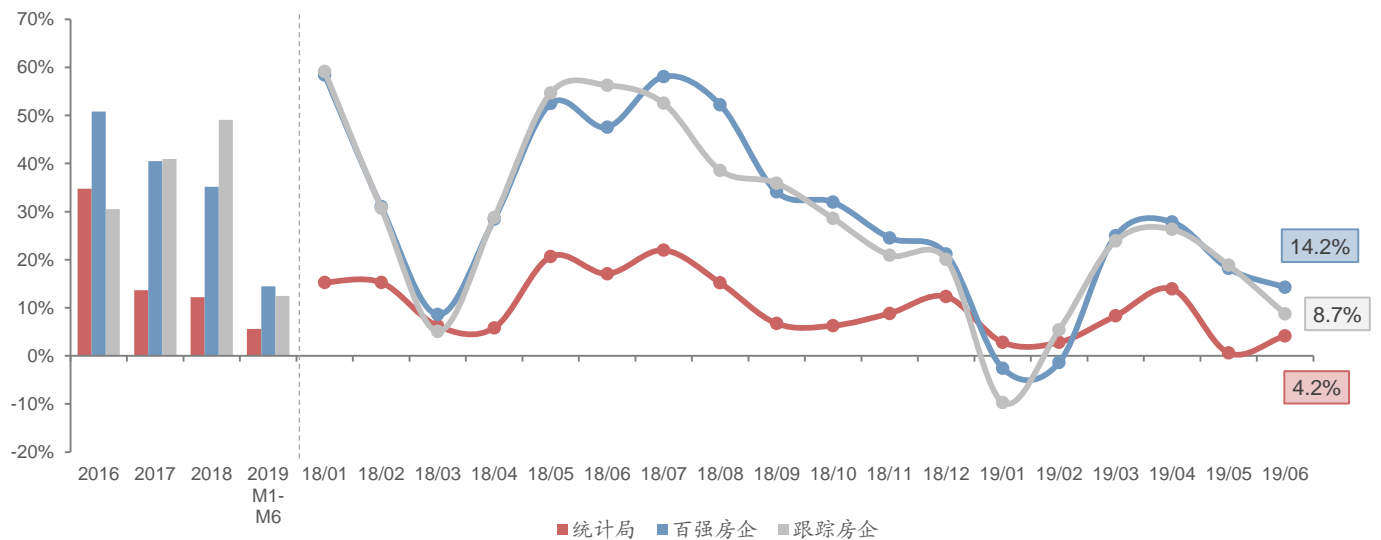
图 28: A 股房企债权融资结构拆分 .....	22
图 29: 6 月融资规模结构与近半年平均对比 .....	22
图 30: 境内债权融资平均融资成本 .....	22
图 31: A 股房企信用债单月融资规模及年内月均规模 (亿元) .....	23
图 32: 全样本信用债发行成本及利差 .....	23
图 33: 6 月及近半年信用债平均融资成本对比 .....	23
图 34: A 股非标融资单月规模及同比 .....	24
图 35: A 股非标融资结构 .....	24
图 36: 房地产信托发行规模及增速 .....	25
图 37: 房地产信托成立规模及增速 .....	25
图 38: 内房股海外债融资单月规模及同比 .....	25
图 39: 内房股海外债融资结构 (按上市主体区分) .....	25
图 40: 内房股海外债利率 .....	26
图 41: 房股海外债利率 (按评级分类) .....	26
图 42: 本月 A 股主流房企股价月涨跌幅(06.22-07.22) .....	28
图 43: 本月 H 股主流房企股价月涨跌幅(06.22-07.22) .....	28
图 44: A 股及 H 股龙头房企 PE (TTM) .....	29
图 45: A 股及 H 股龙头房企 PE (动态) .....	30
图 46: A 股及 H 股龙头房企 NAV 折价情况 .....	30
图 47: A 股主流房企动态 PE 估值变化 (截至 07.22) .....	31
图 48: H 股主流房企动态 PE 估值变化 (截至 07.22) .....	31
表 1: 按规模分类房企销售金额增速及其构成 .....	7
表 2: 按价格段划分房企销售金额增长的贡献拆分 .....	8
表 3: 主流房地产企业 6 月销售情况 .....	10
表 4: 不同口径房企拿地金额及面积对比 .....	13
表 5: 13 个房企历年拿地力度对比 (拿地金额/销售金额) .....	16
表 6: 13 个房企拿地金额权益比例 .....	17
表 7: 新进入三线城市数量 (个) .....	18
表 8: 土地储备货值分布及截至 19 年 6 月货值测算 .....	20
表 9: 近期资金监管政策及传闻 .....	20
表 10: 内房股 6 月信用债发行融资成本对比 .....	24
表 11: 内房股美元债相同主体间的利率变化对照 .....	26
表 12: 公告整理房企债权融资规模及成本 .....	26
表 13: A 股及 H 股房地产板块及主流房地产公司股价表现情况 .....	28
表 14: A 股及 H 股房地产板块及主流房地产公司估值表现情况 (动态 PE) .....	31
表 15: A 股及 H 股房地产板块及主流房地产公司估值表现情况汇总 .....	32
表 16: 地产行业 19 年 6 月高管变动及其他事件一览 .....	33

## 房企销售：规模增速回落，龙头规模普创新高

市场概况：百强房企表现持续强于市场，成长型房企优势突出

销售金额方面，从广发地产小组跟踪的40家主流房企公布的数据来看，6月跟踪房企销售金额9197亿元同比增长8.7%，高基数压力下再次完成高增长，创历史单月销售规模新高，单月市场占有率49%，与去年同期相比提高3个百分点。1-6月累计完成销售金额同比增长12.5%，增速较5月继续收窄。与行业整体表现相比，趋势上基本与百强企业增速相仿，但单月表现弱于百强，半年度成绩单的压力导致头部企业在6月普遍具备较强的推盘意愿。6月统计局销售金额增速为4.2%，主流房企依然强于行业整体，相对优势进一步收窄。但市场集中度则依旧处于上升通道。

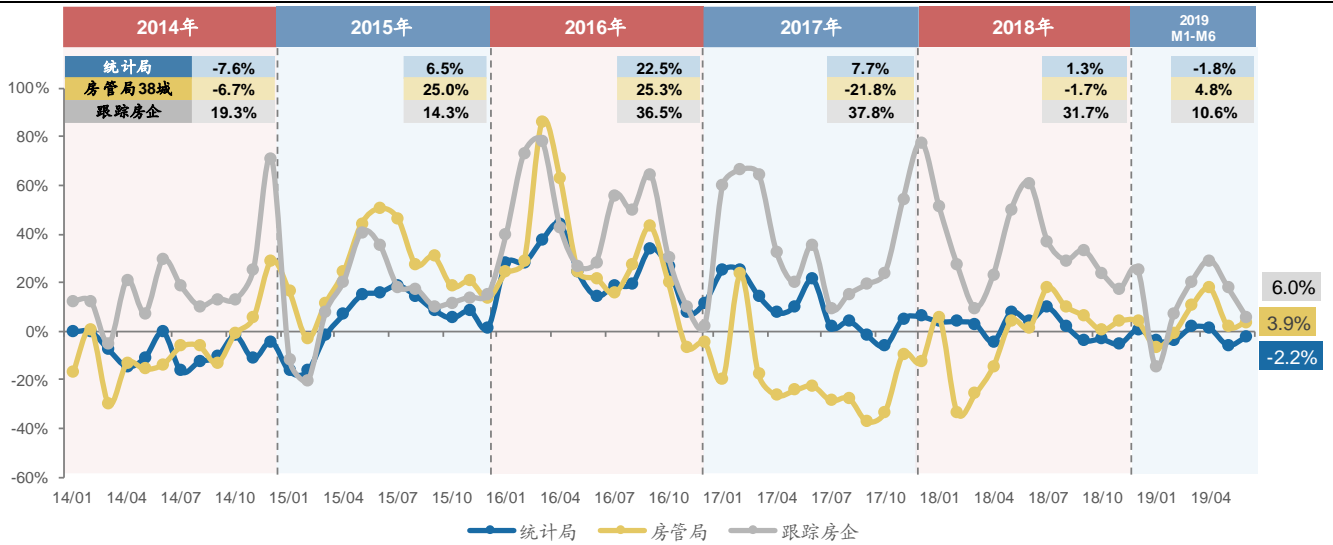
图1：统计局、百强房企及跟踪房企6月单月销售金额增速



数据来源：公司公告，克而瑞，统计局，广发证券发展研究中心

从面积口径来看，从40个跟踪上市房企数据来看，2019年6月销售面积同比增长6.0%，增速较5月下降11.8个百分点，1-6月累计销售面积同比增长10.6%，增速较1-5月放缓1.5个百分点。自17年起多数月份跟踪上市房企增速均高于全国房地产市场平均增速，进入18年以来二者增速差、有所收窄。相对行业水平，主流房企单月增速高于重点一二线城市和全国水平，年度累计数据增速优势基本上达到16年以来最低水平。6月市场普遍竞争激烈程度提升，虽然重点城市的去化率依旧维持高位，但头部企业相对中小公司的稳定优势并不显著。

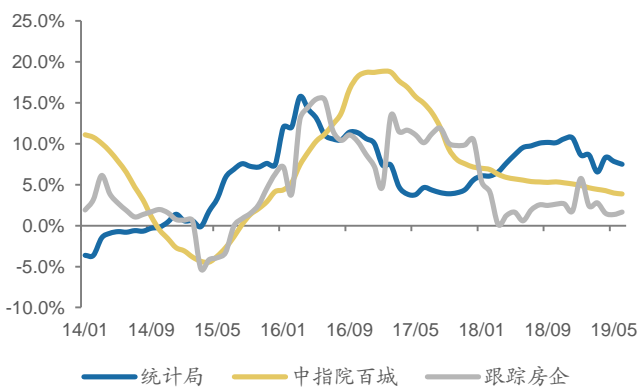
图2: 统计局、百强房企及跟踪房企6月销售面积增速



数据来源: 公司公告, 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

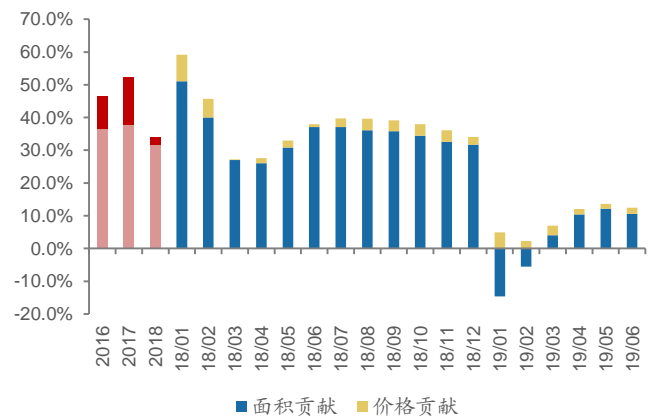
销售金额及销售面积之间的增速差反映的是销售均价的上涨, 2019年1-6月40个跟踪房企销售均价为13587元/平, 同比增长1.7%, 同期统计局及中指院口径房价增速分别为7.5%及4.0%。从销售金额增速贡献因素来看, 19年以来统计局商品房销售金额增长完全来自于均价增长的贡献, 而我们所跟踪的40家上市房企的规模增长更多来自于销售面积的扩张, 整体价格依然是正贡献, 但从17年以来支撑头部公司规模增长的还是来自运营销售体量的提升。

图3: 各口径下房企销售均价增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

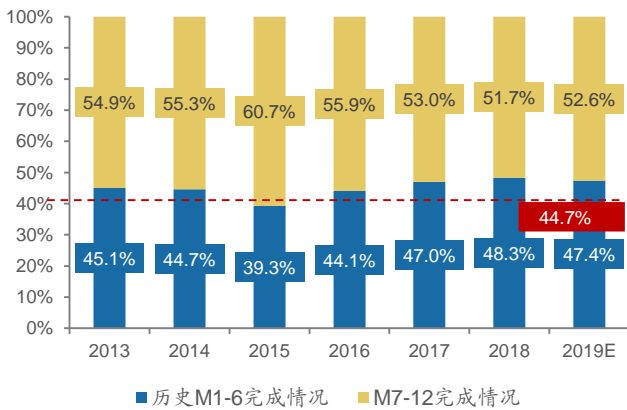
图4: 主流房企金额增速贡献对比



数据来源: 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

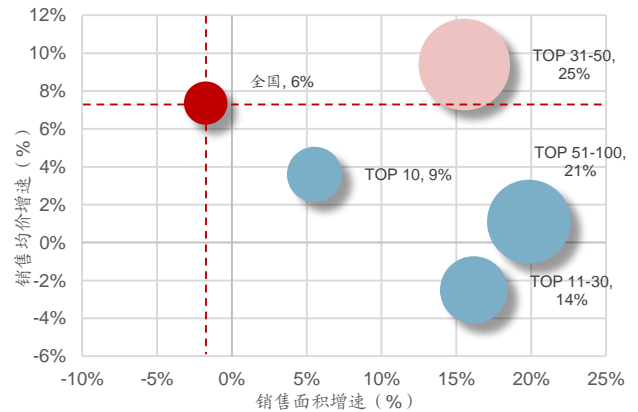
从整体销售进度来看, 根据公布销售计划的上市房企数据计算, 截至2019年6月, 上市房企平均完成2019年全年销售计划47.4%, 较2018年同期完成比率略有下降, 但高于以前年度的平均完成水平, 房企本年度销售计划完成情况基本符合预期。考虑下半年市场走势, 行业整体大概率可以完成全年的销售计划。

图5: 重点跟踪房企销售计划完成情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

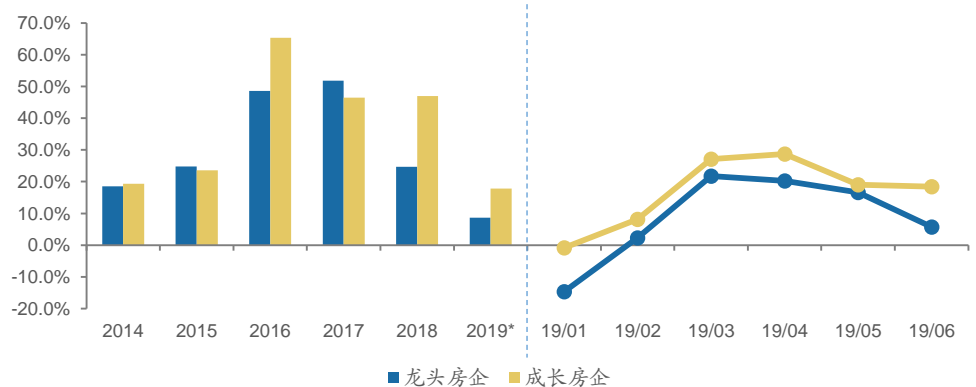
图6: 2019年1-6月各层级房企销售金额贡献拆分



数据来源: 统计局, 克而瑞, 房管局, 广发证券发展研究中心

分结构来看房企的销售表现, 按排名来看19年增速最快的是30-50名的企业, 基本上属于量价齐升, 我们主要跟踪的房企相对增速高于行业但已经落后于百强的算数平均水平。龙头房企19年6月单月销售金额增速为8.6%, 成长型公司为17.7%, 在5月单月龙头相对表现有所增强后, 6月受到较高的基数影响, 增速略有下滑, 成长型企业则维持较好的增长表现。19年1-6月, 龙头公司累计金额增速为8.6%, 成长型整体为17.8%。

图7: 龙头及成长型房企销售规模增速变化趋势



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

备注: 2019\*为19年1月至当前的数据, 龙头企业为广发证券地产小组跟踪的销售排名top10房企的公告数据, 成长房企为10-40名公告销售数据的企业

表1: 按规模分类房企销售金额增速及其构成

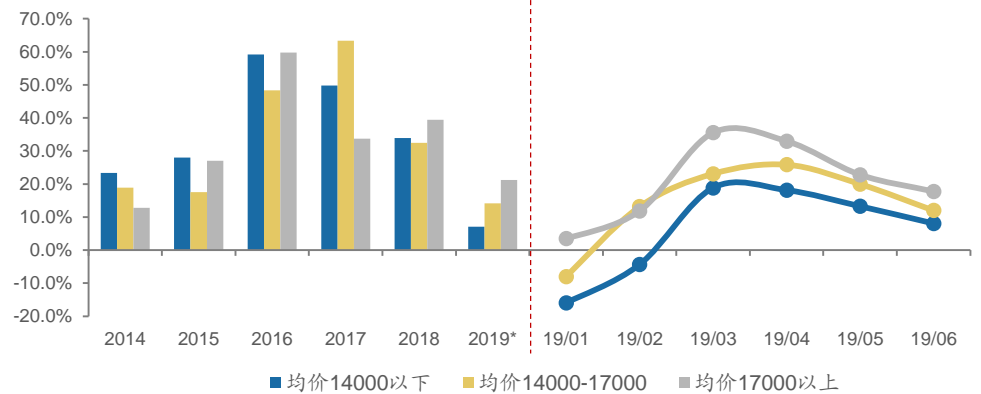
分类	金额增速		面积增速		价格增速	
	龙头房企	成长房企	龙头房企	成长房企	龙头房企	成长房企
2014	18.5%	19.3%	16.5%	22.3%	-10.7%	-6.1%
2015	24.8%	23.6%	13.8%	17.8%	24.8%	18.1%
2016	48.6%	65.3%	44.8%	33.9%	2.4%	-1.2%
2017	51.8%	46.4%	39.6%	36.4%	3.9%	24.6%

2018	24.7%	47.0%	25.2%	46.6%	-2.3%	-10.0%
2019*	8.6%	17.7%	4.5%	18.8%	7.1%	-1.0%
19/01	-14.7%	-0.8%	-19.9%	-4.3%	6.5%	3.7%
19/02	2.2%	8.1%	-1.8%	19.0%	4.2%	-9.2%
19/03	21.8%	27.1%	19.7%	20.0%	1.8%	5.9%
19/04	20.2%	28.7%	20.9%	31.9%	-0.6%	-2.4%
19/05	16.6%	19.0%	13.5%	24.1%	2.8%	-4.1%
19/06	5.7%	18.4%	-1.3%	19.6%	7.1%	-1.0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

分价格区间来看，6月单月均价在14000元/平以下房企销售金额同比增长8.1%，均价为14000至17000元/平区间的增速为12.0%，高均价房企依然是年内表现最好的分类，单月增速17.8%，整体增速较5月都有回落，单月降幅最大的是中等销售均价公司。累计数据方面，19年高均价房企累计增速为21.2%，表现最强，这与一二线城市市场普遍回暖相关，随着均价水平下降，增速水平也逐步回落。

图8：销售均价分段房企销售金额增速表现



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

备注：根据主要房企18年年度公告销售金额与面积计算，均价单位为元/平

表2：按价格段划分房企销售金额增长的贡献拆分

分类	金额增速			面积增速			价格增速		
	<14000	14000-17000	>17000	<14000	14000-17000	>17000	<14000	14000-17000	>17000
2014	23.4%	18.9%	12.8%	22.1%	17.1%	14.5%	1.1%	1.5%	-1.5%
2015	28.0%	17.6%	27.1%	16.2%	13.2%	17.0%	10.2%	3.9%	8.6%
2016	59.2%	48.3%	59.8%	49.8%	30.1%	30.8%	5.8%	-0.7%	6.0%
2017	49.8%	63.3%	33.8%	37.2%	52.6%	22.9%	9.2%	7.0%	8.9%
2018	34.0%	32.4%	39.5%	36.0%	32.8%	22.6%	-1.5%	-0.2%	13.8%
2019*	7.1%	14.1%	21.2%	7.7%	12.7%	15.7%	-0.6%	1.2%	4.8%
19/01	-15.9%	-8.0%	3.5%	-18.9%	-8.9%	-5.5%	3.7%	1.0%	9.5%
19/02	-4.3%	13.2%	11.8%	1.8%	7.1%	20.0%	-6.0%	5.6%	-6.8%
19/03	18.9%	23.1%	35.5%	20.9%	18.6%	18.3%	-1.7%	3.8%	14.5%



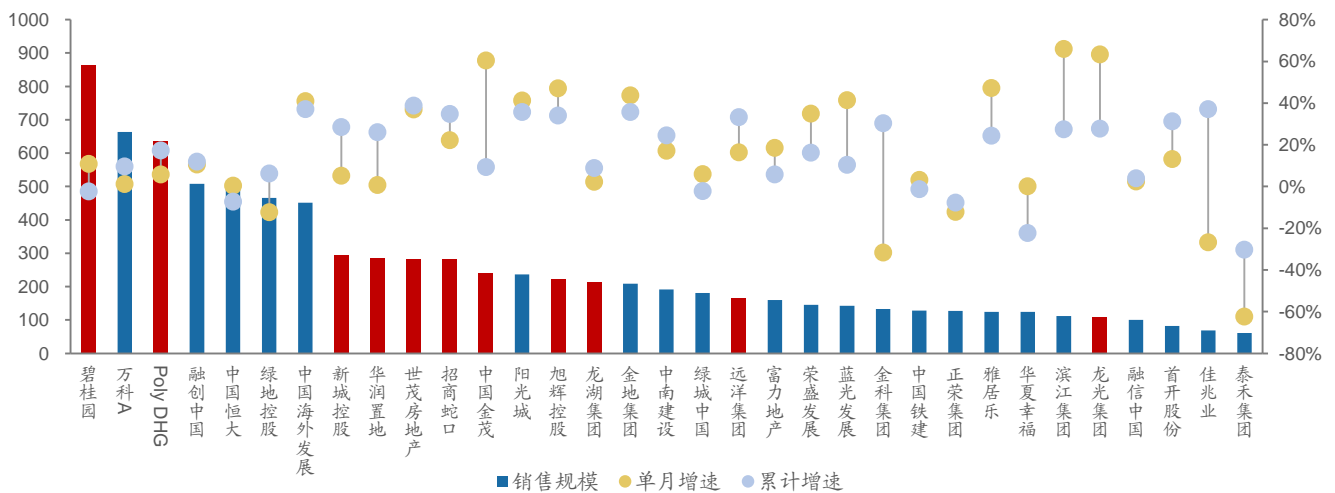
19/04	18.1%	25.8%	33.0%	22.7%	27.6%	31.8%	-3.7%	-1.4%	0.9%
19/05	13.3%	20.0%	22.8%	17.6%	18.8%	18.0%	-3.7%	1.0%	4.1%
19/06	8.1%	12.0%	17.8%	3.6%	12.5%	12.8%	4.3%	-0.5%	4.4%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 房企概况：6月龙头房企增速普创新高，中海、金茂表现亮眼

从单个企业来看，碧桂园仍旧稳居房企销售规模第一位，单月权益销售金额超过600亿，若按照70%权益比例计算单月销售金额达到863亿，创公司历史单月销售规模的新高。除了碧桂园之外，包括Poly、中海、华润、龙湖、世茂等公司在内的17家房企的销售规模达到历史新高，top10房企中有6家刷新单月最好成绩。从销售增速来看，6月销售增速较快的公司多为成长型房企，滨江集团6月销售金额同比增长65.9%，龙光集团及中国金茂单月销售增速分别达到63.3%及60.3%。

图9：部分上市房企6月单月销售金额（亿元）及增速



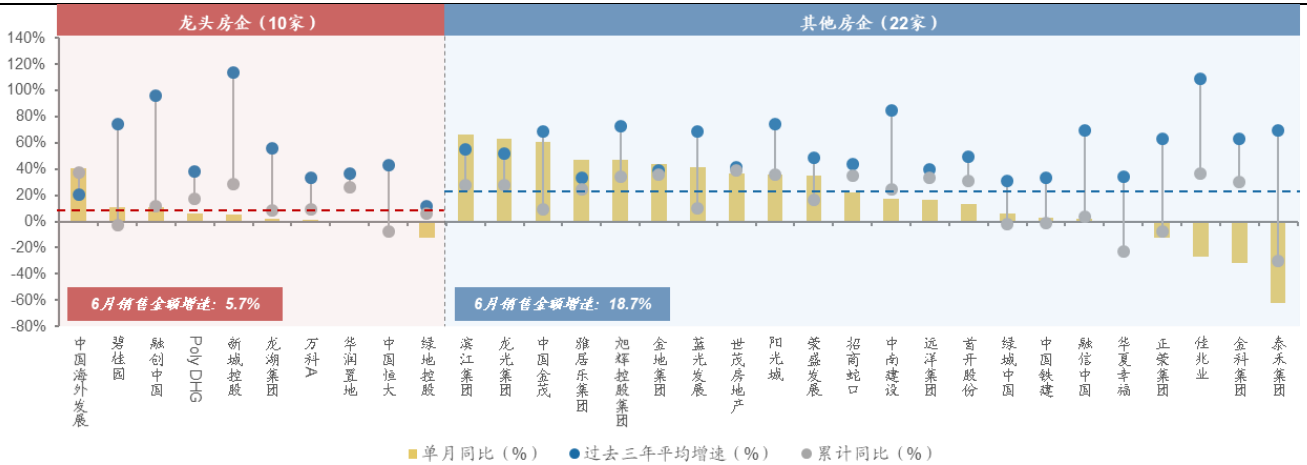
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

备注：红色为销售金额创单月新高的公司

19年1-6月份，龙头房企中累计规模增速最高的是中海外、新城控股、华润置地和Poly DHG，央企全面提速，充分发挥存量资源优势在一二线城市的优势，碧桂园、恒大、融创等过去三年高增长的企业增速均有回落。成长型企业中，累计增速较高的是世茂房地产、金地集团和佳兆业，增长均在35%以上。

值得注意的是，受整体市场周期影响，多数跟踪房企1-6月销售金额累计增速低于过去三年平均增速，而中国海外发展为唯一一个1-6月累计增速高于过去三年平均增速的房企。

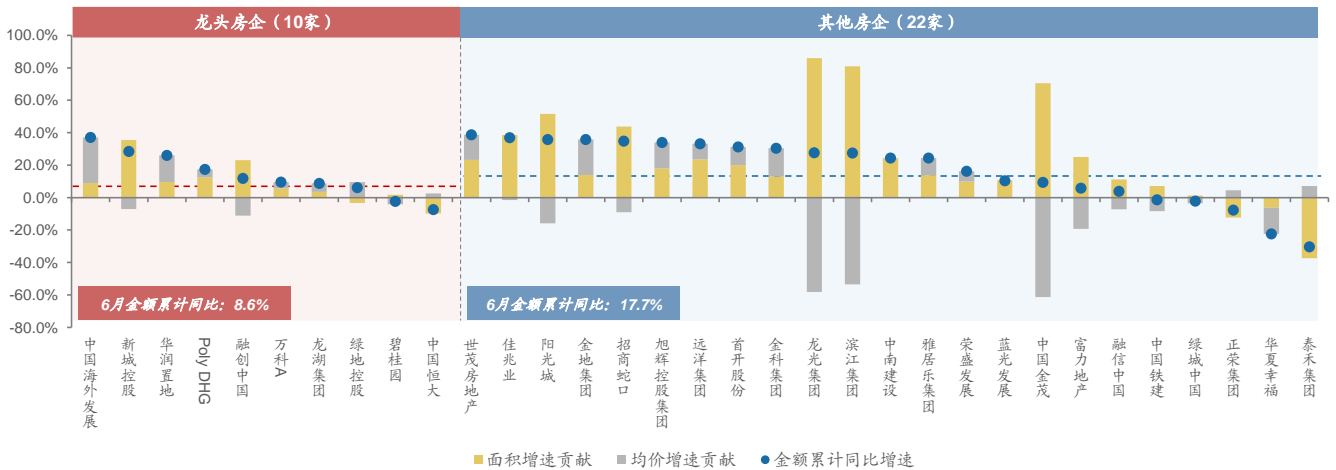
图10: 部分上市房企6月及历史增速对比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从销售金额增速的贡献及趋势来看, 多数龙头房企销售规模增长由面积及均价共同推动, 而其他房企中, 增速相对较快的房企增长主要由销售面积的增长拉动, 部分成长型房企如龙光集团、中国金茂、阳光城等在规模扩张中由于城市布局下沉等原因, 在销售面积快速增长的同时销售均价也出现了较为明显的下降。

图11: 部分上市房企1-6月累计销售金额增速拆分 (%)



数据来源: 公司公告, 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

表3: 主流房地产企业6月销售情况

企业名称	6月销售金额 (亿元)	单月同比 (%)	1-6月累计销售金额 (亿元)	累计同比 (%)	19年销售目标 (亿元)	19年目标完成率 (%)	18年增速 (%)	17年增速 (%)	16年增速 (%)
碧桂园	863	10.9%	4028	-2.4%	7857	51.3%	24.4%	78.3%	120.3%
万科A	664	1.2%	3340	9.6%	6400	52.2%	14.6%	45.4%	39.3%
中国恒大	503	0.4%	2818	-7.4%	6000	47.0%	10.1%	34.2%	85.4%

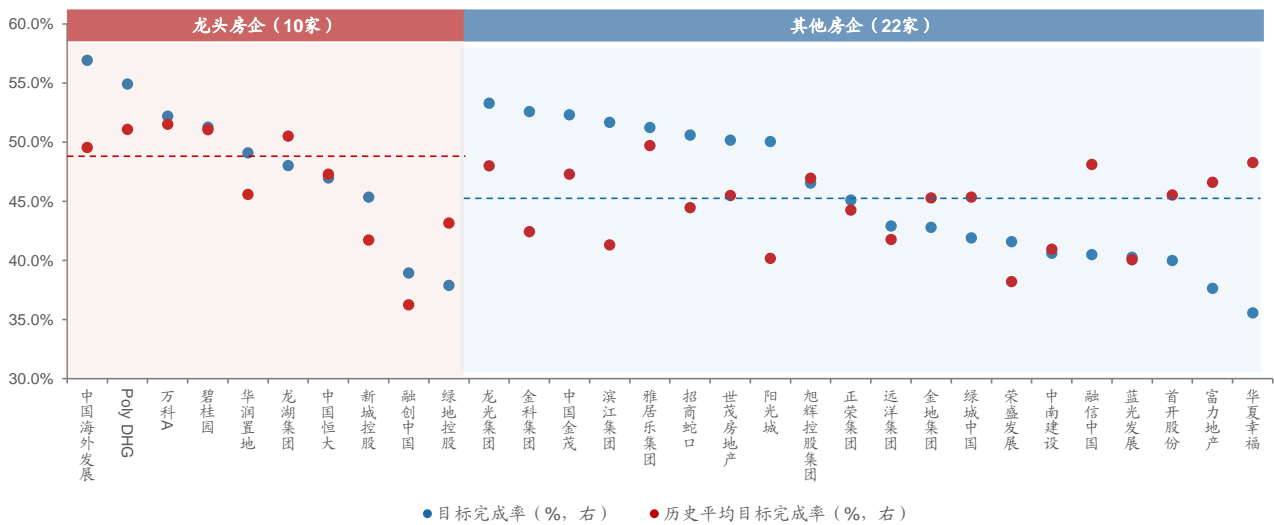
融创中国	508	10.5%	2142	11.8%	5500	38.9%	27.7%	140.3%	120.9%
Poly DHG	637	5.8%	2526	17.3%	4600	54.9%	30.9%	47.2%	36.3%
绿地控股	466	-12.3%	1705	6.2%	4500	37.9%	24.4%	20.2%	-9.1%
中国海外发展	452	41.0%	1686	37.0%	2962	56.9%	26.9%	11.4%	23.0%
新城控股	295	5.2%	1224	28.4%	2700	45.3%	75.5%	93.7%	173.1%
龙湖集团	214	2.1%	1056	8.8%	2200	48.0%	28.5%	77.1%	61.6%
世茂房地产	284	36.8%	1003	38.7%	2000	50.2%	74.8%	47.9%	1.6%
招商蛇口	283	22.1%	1012	34.8%	2000	50.6%	51.3%	52.5%	28.4%
华夏幸福	124	0.0%	640	-22.4%	1800	35.6%	9.2%	28.2%	65.5%
阳光城	237	41.2%	900	35.7%	1800	50.0%	77.9%	87.9%	57.2%
旭辉控股集团	223	47.0%	884	33.9%	1900	46.5%	46.2%	96.2%	75.4%
金地集团	209	43.6%	856	35.7%	2000	42.8%	15.3%	50.8%	51.5%
绿城中国	181	5.8%	754	-2.2%	1800	41.9%	6.9%	28.4%	58.4%
中南建设	202	23.5%	824	26.4%	2000	41.2%	52.6%	91.4%	109.2%
金科集团	133	-31.7%	789	30.4%	1500	52.6%	84.9%	53.4%	51.7%
中国金茂	240	60.3%	785	9.3%	1500	52.3%	115.4%	54.8%	34.7%
融信中国	100	2.3%	567	3.9%	1400	40.5%	142.7%	9.1%	55.9%
远洋集团	167	16.3%	601	33.2%	1400	42.9%	55.2%	40.1%	24.3%
蓝光发展	143	41.4%	483	10.4%	1200	40.3%	51.2%	103.2%	51.8%
雅居乐集团	124	47.2%	579	24.3%	1130	51.2%	26.9%	53.3%	19.3%
荣盛发展	129	20.1%	457	13.9%	1120	40.8%	49.4%	39.0%	58.3%
首开股份	82	13.1%	404	31.2%	1010	40.0%	45.6%	9.6%	92.7%
龙光地产	109	63.3%	453	27.7%	850	53.3%	65.4%	51.2%	40.0%
滨江集团	112	65.9%	517	27.4%	1000	51.7%	38.2%	86.4%	40.5%
中国奥园	153	27.8%	536	33.1%	1140	47.0%	100.2%	78.1%	68.6%
首创置业	157	-22.5%	405	12.4%	800	50.7%	26.5%	22.7%	40.0%
合景泰富集团	76	10.9%	360	11.2%	850	42.4%	128.3%	28.6%	10.6%
华发股份	90	86.2%	437	80.1%	850	51.4%	78.8%	-13.1%	168.4%

数据来源：公司公告，克而瑞，广发证券发展研究中心

从销售计划完成情况来看，2019年过半，在已公布销售计划的33家房企中，13家公司销售计划完成率超过50%，其中完成率最高为中国海外发展，完成率达到56.9%，其次为龙光地产，销售完成率为53.3%。

我们以过去三年同期平均目标完成率作为公司平均目标完成率，并以此及公司1-6月的累计销售金额对公司预计年度销售金额进行调整。大部分公司在19年的销售目标完成度高于往年，其中中国海外发展、招商蛇口、阳光城、中国金茂等公司表现出超越历史水平比例最高，华夏幸福、融信中国1-6月完成度与往年存在较大差距。

图12: 部分上市房企目标完成率及修正年度销售金额增速 (%)



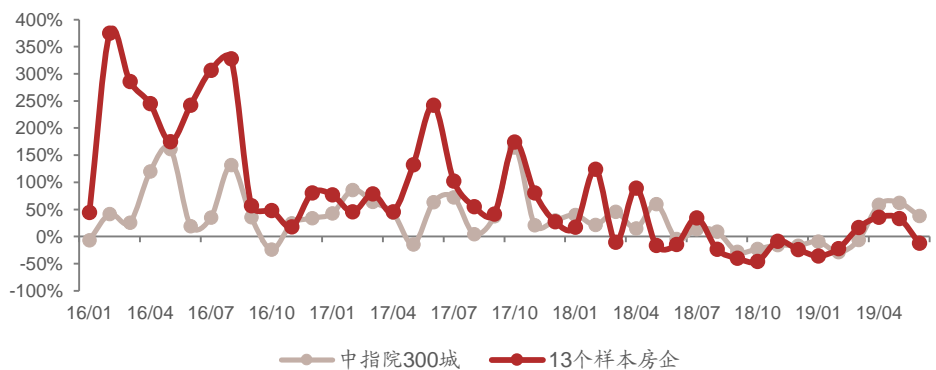
数据来源: 公司公告, 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

### 房企拿地: 企业拿地维持质量要求, 降低投资力度

6月房企拿地规模较5月有所下降, 我们根据公告统计的样本房企 (SW 房地产板块A股及公布月度拿地数据的H股, 下同) 6月拿地金额同比上涨33%, 增速收窄34pct。其中, 13个主流样本房企拿地金额1408亿元, 同比下降13%, 单月同比再次转负。中指院300城商住用地出让金单月同比上涨38%, 增速较5月收窄25pct, 头部企业整体与行业整体增速表现基本一致, 龙头开发商拿地增长低于行业平均水平。

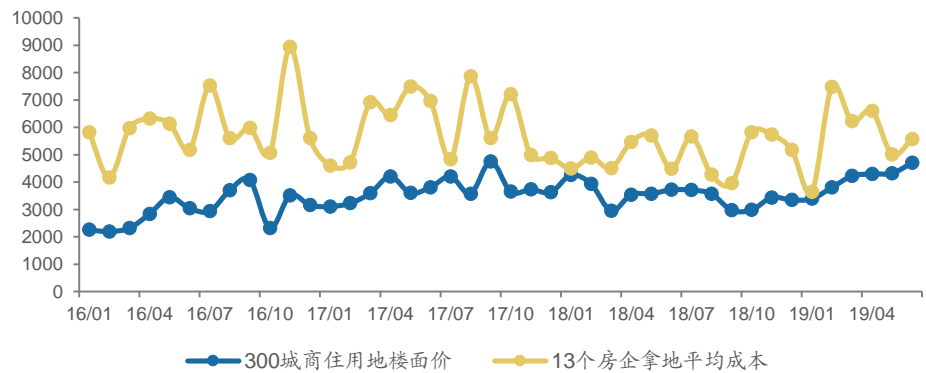
从土地成本来看, 中指院300城商住用地6月均价为4703元/平米, 环比上涨8.8%, 同比上涨30%, 13个样本房企6月拿地均价5576元/平米, 环比上涨11%, 同比上涨24%, 19年以来土地市场局部升温, 拿地成本较18年明显上升。

图13: 中指院300城商住用地及13个房企拿地金额增速



数据来源: 中指院, Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

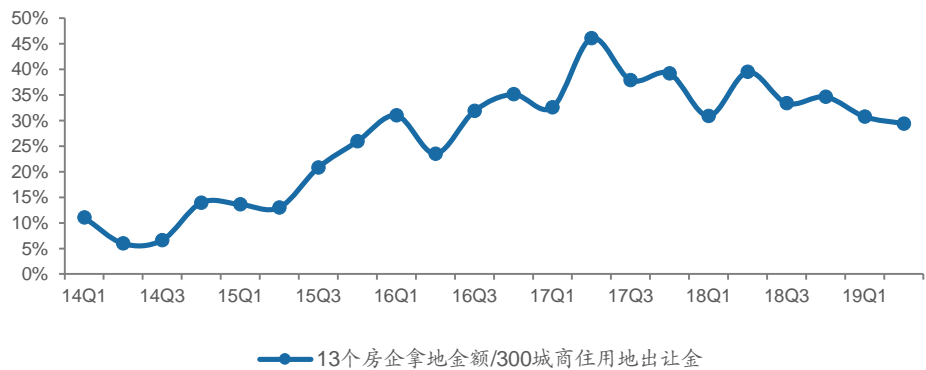
图14: 中指院300城商住用地及13个房企拿地楼面价 (元/平)



数据来源: 中指院, Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

从拿地房企的市场占有率来看, 6月, 13个主流房企拿地金额占300城市商住用地出让金的比例为30%, 二季度占比为29%, 较18年全年(35%)占比有所回落。从侧面反映出, 二季度13个房企拿地规模增速弱于市场整体成交增速, 主流房企拿地策略偏谨慎。

图15: 13个房企拿地金额占300城商住用地出让金的比例



数据来源: 中指院, Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

表4: 不同口径房企拿地金额及面积对比

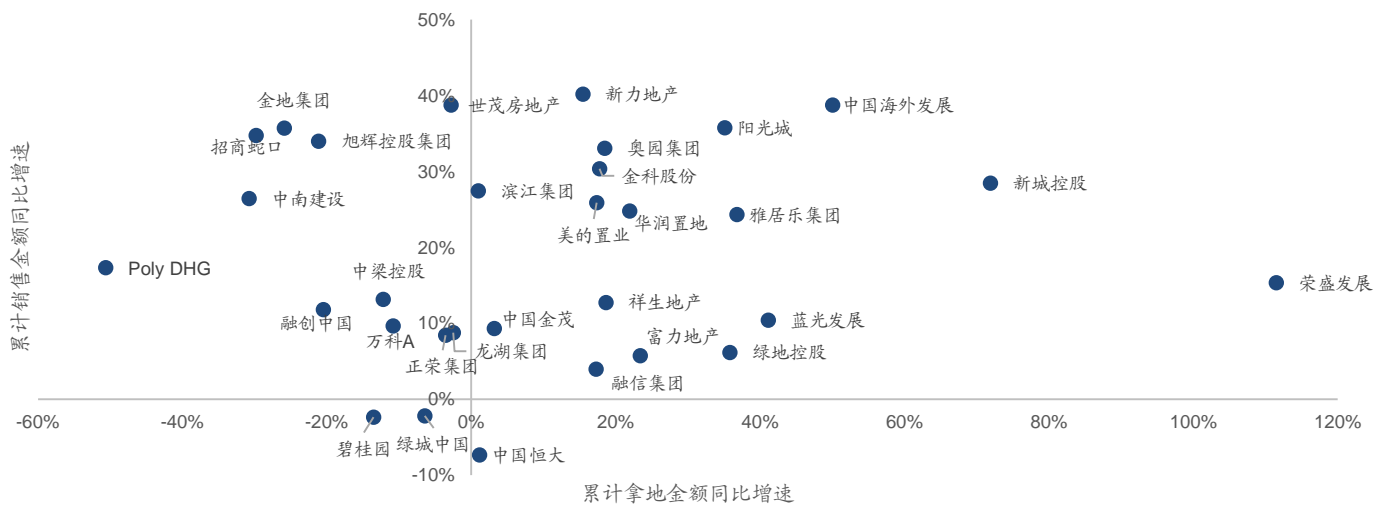
区间	拿地金额 (亿元)					拿地建面 (万方)				
	16	17	18	19M1-M6	19M6	16	17	18	19M1-M6	19M6
300城商住用地	27270	38581	39381	21405	4739	89412	102828	113460	51464	10078
公告样本房企	10851	17768	16028	9596	2334	17684	27821	30364	14949	3920
13个主流房企	8453	15060	13598	6398	1408	14513	25480	27534	11330	2526
其中: 一二线	5865	11248	10170	4150	1123	8890	14588	15349	5313	1460
其中: 三四线	2589	3811	3428	2249	286	5623	10892	12185	6017	1066
万科A	1826	3420	2929	994	284	3118	4752	5084	1564	459
Poly DHG	1191	2710	1929	533	180	2058	4065	3107	825	231
招商蛇口	842	927	958	442	54	672	1024	1413	383	58

新城控股	569	919	762	631	84	1241	2920	2451	1713	350
中南建设	327	657	695	269	49	327	1505	1610	424	89
金地集团	399	941	908	397	80	553	1160	979	552	163
荣盛发展	260	276	176	225	34	955	1317	784	661	148
首开股份	526	867	544	164	62	330	398	287	148	43
阳光城	384	985	564	309	27	1051	2056	1363	527	69
蓝光发展	118	377	307	185	19	310	768	1126	490	64
绿地控股	931	596	924	630	72	1740	2326	4852	2202	346
中海地产	454	1340	1389	800	183	1107	1992	2266	820	285
华润置地	626	1045	1514	821	279	1052	1197	2213	1021	221
13个主流房企 /300城商住用 地	31%	39%	35%	30%	30%	16%	25%	24%	22%	25%

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

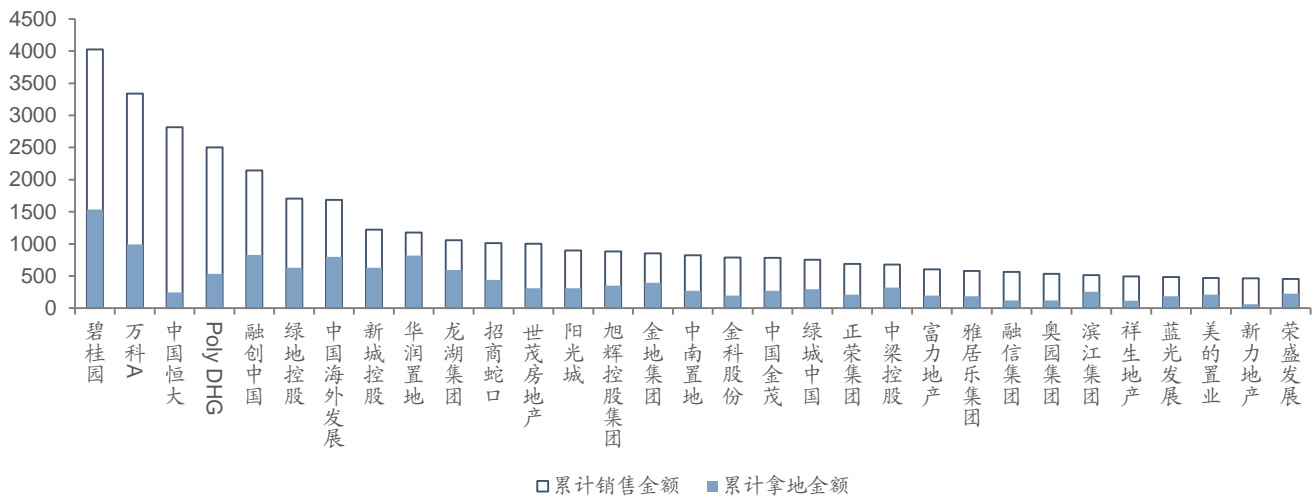
从拿地与销售的关系来看, 中海地产、阳光城、新城控股在上半年拿地及销售均维持了较高的增速, 而招商蛇口、金地集团以及旭辉控股集团在维持较高销售增速的同时, 拿地相对保守, 累计同比出现了负增长, 房企之间在19年上半年的拿地策略明显分化。

图16: TOP30房企1-6月拿地金额及销售金额同比增速



数据来源: 克而瑞, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图17: TOP30房企19年1-6月累计拿地规模及销售规模(亿元)

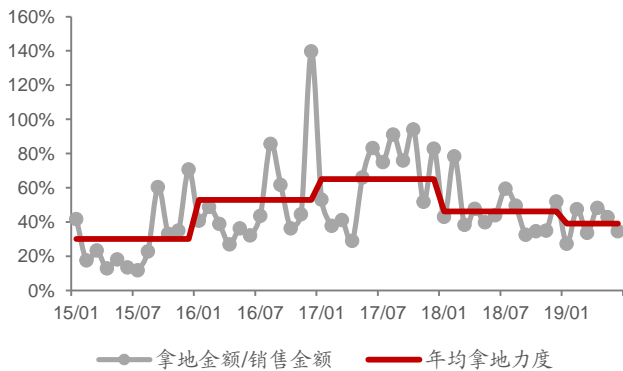


数据来源: 克而瑞, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

拿地规模与销售规模的比值可以反映当前房企的拿地力度, 从13个样本房企来看, 6月13个房企拿地力度(拿地金额/销售金额)为35%, 4月以来连续两个月回落, 与去年同期相比也回落了9pct, 其中一二线、三四线房企拿地力度(拿地金额/销售金额)分别为43%、19%。一二线房企在上半年拿地力度稳定上升, 4-6月维持40%以上的拿地力度(拿地金额/销售金额), 而三四线房企6月拿地力度明显回落。

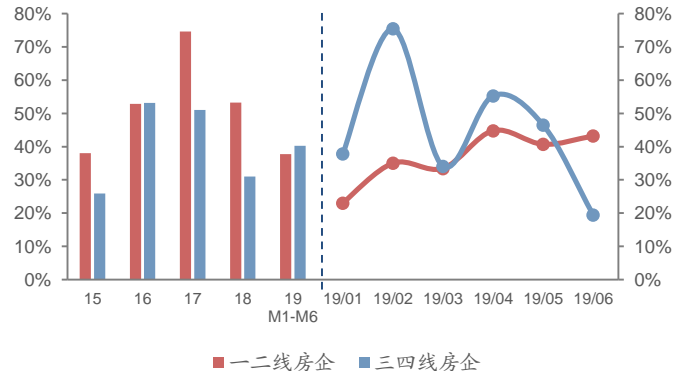
具体公司来看, 6月拿地力度(拿地金额/销售金额)较大的房企有万科A(43%)、首开股份(75%)、华润置地(102%), 而阳光城、蓝光发展、绿地控股在6月拿地力度相对谨慎。1-6月整体来看, 样本房企中仅有荣盛发展、新城控股、绿地控股在19年加大了拿地力度(金额口径), 上半年拿地力度分别为48%、52%、37%。

图18: 13个房企拿地力度(拿地金额/销售金额)



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图19: 分线房企拿地力度(拿地金额/销售金额)



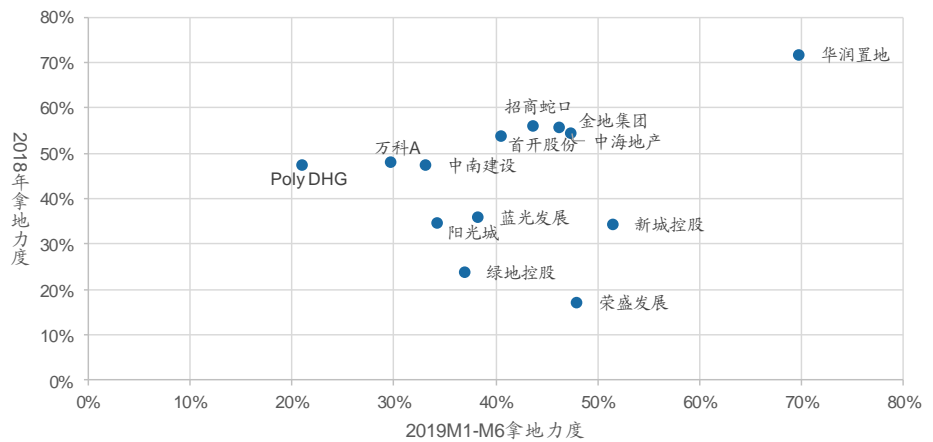
数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

表5: 13个房企历年拿地力度对比 (拿地金额/销售金额)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019M1-M6
万科 A	76%	40%	38%	61%	20%	38%	50%	65%	48%	30%
Poly DHG	84%	33%	44%	44%	31%	43%	57%	88%	48%	21%
招商蛇口	54%	37%	48%	57%	67%	44%	114%	82%	56%	44%
新城控股	47%	9%	24%	34%	38%	39%	87%	73%	34%	52%
中南建设	95%	8%	10%	47%	26%	12%	88%	68%	47%	33%
金地集团	43%	7%	20%	66%	32%	48%	40%	67%	56%	46%
荣盛发展	82%	25%	38%	43%	15%	44%	51%	41%	17%	48%
首开股份	58%	66%	18%	128%	26%	146%	83%	125%	54%	41%
阳光城	30%	118%	63%	62%	16%	66%	79%	108%	35%	34%
蓝光发展						60%	39%	65%	36%	38%
绿地控股						15%	36%	19%	24%	37%
中海地产	42%	36%	41%	49%	39%	25%	24%	69%	55%	47%
华润置地							58%	69%	72%	70%
汇总							53%	67%	45%	39%

数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图20: 近两年13个房企拿地力度对比 (拿地金额/销售金额)



数据来源: 中指院, Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

权益比例反映的是公司拿地方式的变化 (股权收购、项目合作等), 房企规模发展到现阶段, 区域重叠度越来越高, 合作拿地及收购有利于低成本获取土地资源, 也一定程度影响经营效率。从16年开始主流房企逐步加大多元化拿地方式的比重, 进入19年, 13个主流房企上半年拿地权益比例较18年提升7pct, 其中一二线房企提升3pct至65%, 三四线房企提升10pct至83%。我们认为, 房企权益比例的提升一定程度说明了房企加快周转效率的诉求, 在限价对土地投资回报率抑制的情况下, 高周转房企提升经营效率获得的增长更具持续性。



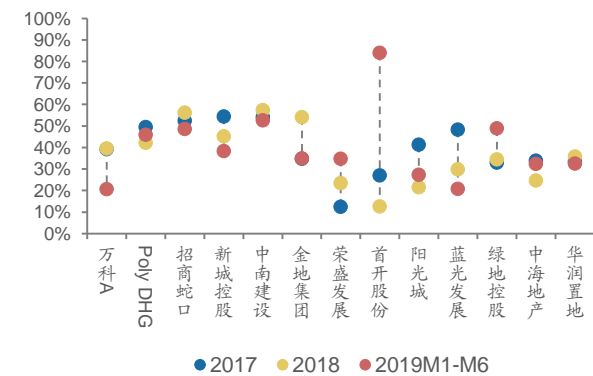
表6: 13个房企拿地金额权益比例

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019M1-M6
13个主流房企	93%	92%	81%	80%	79%	79%	75%	64%	66%	77%
一二线房企	87%	88%	76%	76%	73%	70%	69%	58%	62%	70%
三四线房企	98%	96%	92%	86%	89%	92%	86%	72%	73%	83%
万科A	72%	65%	79%	80%	66%	79%	72%	66%	53%	70%
Poly DHG	89%	84%	73%	73%	76%	71%	70%	60%	65%	77%
招商蛇口	79%	100%	79%	70%	70%	53%	61%	54%	60%	40%
新城控股	97%	98%	98%	84%	77%	98%	93%	72%	88%	90%
中南建设	100%	100%	100%	100%	100%	100%	76%	68%	52%	81%
金地集团	96%	100%	71%	68%	69%	55%	42%	51%	61%	-
荣盛发展	94%	100%	98%	98%	84%	92%	91%	90%	85%	88%
首开股份	100%	84%	55%	73%	62%	60%	62%	36%	45%	57%
阳光城	100%	97%	78%	80%	95%	77%	79%	67%	55%	85%
蓝光发展	100%	86%	84%	70%	86%	94%	91%	59%	70%	81%
绿地控股						92%	86%	77%	89%	73%
中海地产	87%	94%	98%	95%	97%	99%	99%	78%	79%	80%
华润置地							75%	63%	69%	66%
汇总	93%	92%	81%	80%	79%	79%	75%	64%	66%	77%

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

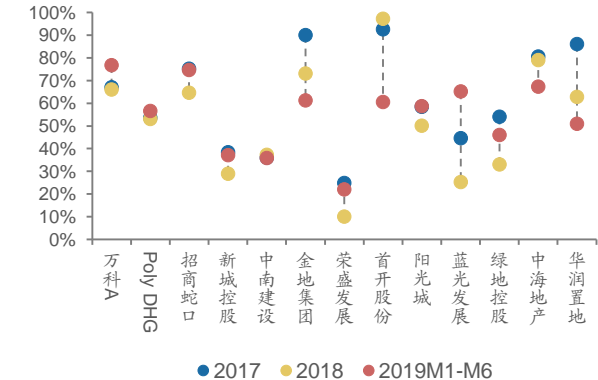
从布局来看, 我们统计的13个房企拿地规模中, 长三角占比从18年的27%上升至19年上半年的30%, 珠三角、环渤海、中西部占比小幅下降, 海西及沈长地区占比小幅上升。具体房企来看, 东部沿海核心区域(长三角+珠三角)占比在19年明显提升的房企有首开股份、荣盛发展、绿地控股, 而万科A在上半年更侧重在西部地区获取土地资源。从一二线土地资源占比来看, 19年上半年提升明显的有万科A、招商蛇口和蓝光发展, 而首开股份、华润置地拿地则明显向三四线下沉。

图21: 13个房企长三角及珠三角拿地建面占比



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图22: 13个房企一二线拿地建面占比



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图23: 13个房企拿地建面区域分布

	长三角	珠三角	环渤海	中部	西部	海西	沈长	海外
2015	27%	16%	20%	12%	15%	6%	3%	0%
2016	27%	17%	20%	16%	11%	4%	5%	0%
2017	29%	12%	16%	14%	22%	3%	4%	0%
2018	27%	12%	16%	16%	23%	2%	4%	0%
2019M1-M6	30%	10%	15%	13%	22%	3%	6%	0%
万科A	12%	9%	16%	7%	35%	4%	18%	0%
Poly DHG	20%	26%	5%	13%	18%	6%	12%	1%
招商蛇口	25%	24%	14%	14%	20%	0%	0%	2%
新城控股	37%	1%	20%	29%	13%	0%	0%	0%
中南建设	47%	6%	14%	0%	30%	3%	0%	0%
金地集团	27%	7%	16%	22%	17%	0%	10%	0%
荣盛发展	22%	13%	42%	23%	0%	0%	0%	0%
首开股份	81%	3%	14%	0%	0%	2%	0%	0%
阳光城	21%	6%	4%	20%	30%	15%	4%	0%
蓝光发展	19%	2%	21%	6%	49%	3%	0%	0%
绿地控股	39%	10%	11%	17%	23%	0%	0%	0%
中海地产	23%	10%	13%	5%	20%	6%	21%	2%
华润置地	20%	13%	9%	12%	30%	0%	16%	1%

数据来源: 克而瑞, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心; 注: 房企数据为 19 年累计拿地分布

除区域分布外, 我们从新进入城市角度来看, 新城控股6月新进入银川、内江、铜陵三城, 三个月内新进入9个城市。从上半年整体来看, 新城控股、荣盛发展、绿地控股进入城市均超过了12个, 蓝光发展在上半年拓展9城, 占18年末累计进入城市数量的17%, 加快业务拓展。

表7: 新进入三线城市数量 (个)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 累计进入城市数	2019 M1-M6	19M1-M6 进入城市占比
万科 A	13	5	3	6	0	0	0	10	11	76	4	5%
Poly DHG	11	6	4	6	8	5	8	24	10	103	4	4%
招商蛇口	1	3	3	6	5	2		10	6	47	4	9%
新城控股				2	3	1	11	38	27	87	12	14%
中南建设	1	4	5	1	2	2	3	19	30	74	4	5%
金地集团	4	1	1	4	1	2	2	7	11	48	4	8%
荣盛发展	3	1	1	1	2	1	11	11	7	49	12	24%
首开股份	2	3		2	1		5	2	2	25	2	8%
阳光城		3	4	4	1	3	6	23	25	72	5	7%
蓝光发展	4	2		3	2	2	3	12	22	53	9	17%
绿地控股						2	3	11	28	119	13	11%
中海地产	3	9	5	3	2	1	1	7	5	60	3	5%
华润置地	10	7	1	8	4	2	3	4	10	70	5	7%

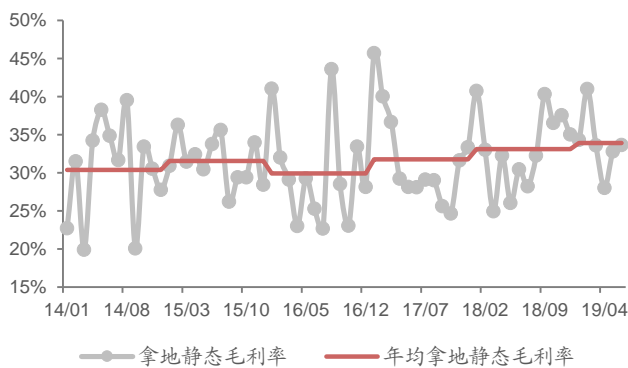
13个房企汇总	52	44	27	46	31	23	56	178	194	883	81	9%
---------	----	----	----	----	----	----	----	-----	-----	-----	----	----

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

最后我们来看房企拿地的静态毛利率, 计算方法结合土地及建安成本以及拿地静态周边销售均价。从结果来看, 11家样本6月房企拿地平均毛利率为34%, 环比小幅上升1pct, 其中一二线、三四线房企拿地平均毛利率分别为33%、35%, 环比上升2pct、1pct, 与18年相比, 6月拿地毛利率分别上升1pct、3pct。整体拿地质量边际改善。

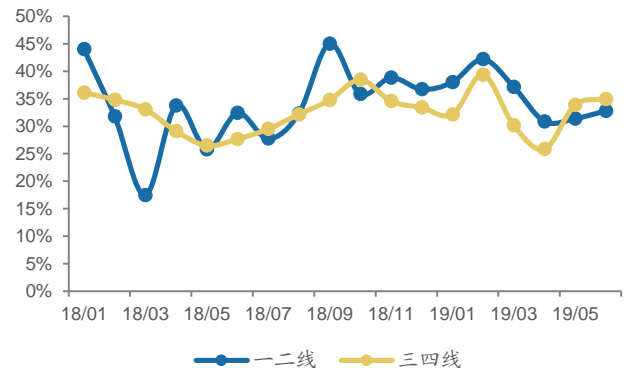
房企角度来看, 荣盛发展、蓝光发展6月拿地平均静态毛利率分别44%, 维持较高水平, 而万科6月获取土地静态毛利率35%较上月明显改善。1-6月累计来看, 荣盛发展在保持较高的拿地力度的同时, 土地静态毛利率相对较高。

图24: 样本房企拿地静态毛利率



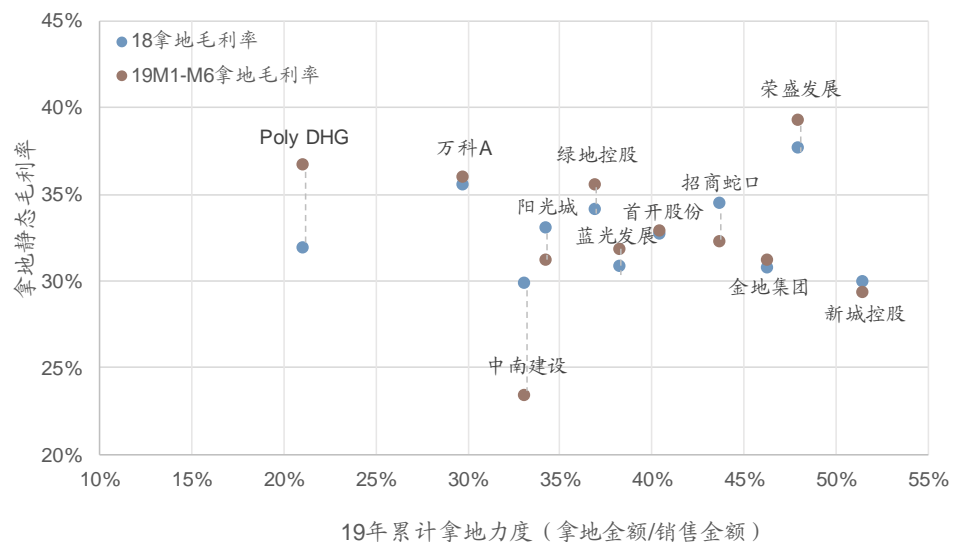
数据来源: 公司拿地公告, 房天下, 广发证券发展研究中心

图25: 一二线及三四线房企拿地静态毛利率



数据来源: 公司拿地公告, 房天下, 广发证券发展研究中心

图26: 主流房企近2年拿地静态毛利率及19年拿地力度二维图



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

表8: 土地储备货值分布及截至19年6月货值测算

公司	截至18年 未售货值	1-6月拿地 货值	1-6月销 售	截至6月 末货值	全年预计 销售计划	期末货值/ 销售计划	测算货值分布		开发业务净权 益增加值	每股 NAV
							一二线	长珠三角		
	亿元	亿元	亿元	亿元	亿元	年			亿元	元/股
万科 A	35317	2541	3340	34518	6400	5.4	79%	50%	2756	38
Poly DHG	21717	1371	2526	20561	4600	4.5	68%	51%	1420	22
招商蛇口	14326	906	1012	14220	2000	7.1	91%	82%	1198	24
新城控股	8753	1799	1224	9328	2700	3.5	52%	62%	510	33
中南建设	5737	565	812	5490	2000	2.7	46%	66%	334	14
金地集团	9773	895	856	9812	2000	4.9	89%	54%	515	20
荣盛发展	4549	685	466	4768	1120	4.3	31%	26%	450	18
首开股份	5607	278	404	5481	1010	5.4	92%	20%	201	17
阳光城	5878	741	901	5718	1800	3.2	76%	45%	433	15
蓝光发展	3004	550	483	3071	1200	2.6	55%	36%	165	10
绿地控股	17542	1903	1705	17741	4500	3.9			987	14

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 房企融资: 近期融资政策收紧, 规模收缩成本稳定

### 融资综述: 近期地产融资收紧, 促使资源头部集中

近期房地产融资缩紧的态势明显, 5月17日银保监会发布“23号文”, 对银行、信托、资管、金融租赁公司违规投资房地产项目进行整治。随后, 5月底, 根据21世纪经济报道, 监管部门收紧部分债券、ABS融资渠道, 且对于拿“地王”项目的房企进行指导。根据中证网报道, 7月监管部门对地产贷款较多的部分银行进行窗口指导, 控制房地产贷款额度, 近期对于银行及信托层面的“窗口指导”可以认为是5月17日银保监会“23号文”的具体落实。此外, 7月9日发改委要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务, 保证外债规模不增加, 可以看作是资金面监管的进一步补充。

表9: 近期资金监管政策及传闻

时间	部门	文件	政策内容
2019/4/19	证监会	资产证券化监管问答 (三)	基础设施收费等未来经营收入类资产证券化产品, 其现金流应当来源于特定原始权益人基于政府和社会资本合作(PCTP)项目、国家政策鼓励的行业及领域的基础设施运营维护, 或者来自从事具备特许经营或排他性质的燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施, 公路、铁路、机场等交通设施, 教育、健康养老等公共服务所形成的债权或者其他权利。
2019/5/17	银保监会	关于开展“巩固治乱象 成果 促进合规建设”工 作的通知(23号文)	(1) <b>银行机构整治</b> : 表内外资金直接或变相用于土地出让金融资; 未严格审查房地产开发企业资质, 违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资; 个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房; 资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场; 并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎, 资金被挪用于房地产开发; (2) <b>信托机构整治</b> : 向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资, 或通过

识别风险, 发现价值

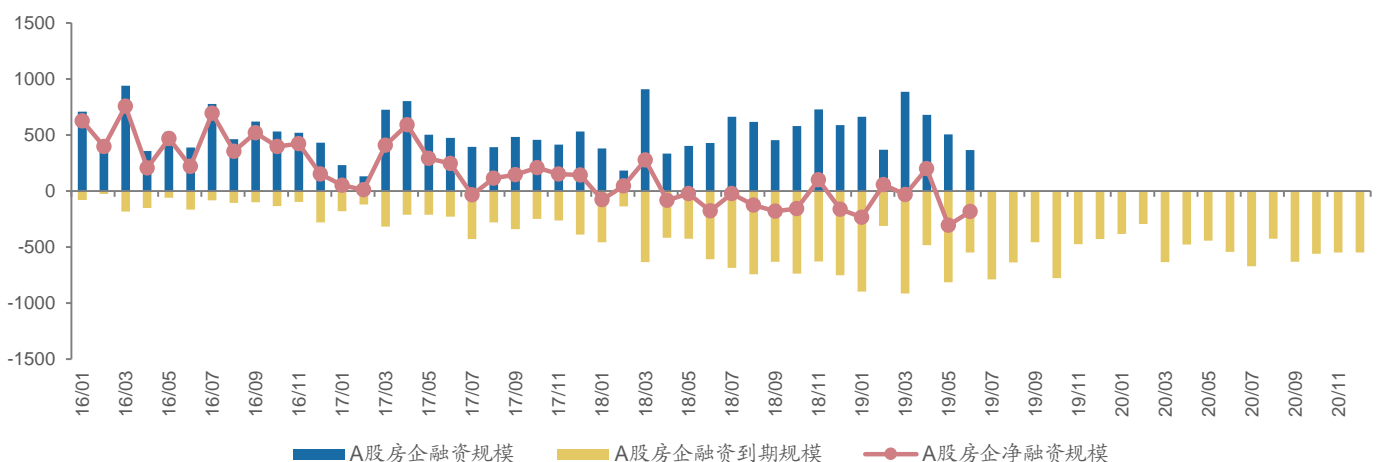
请务必阅读末页的免责声明

			股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款；(3) <b>金融资管公司整治</b> ：未执行关于房地产业务的各项政策和监管要求；(4) <b>金融租赁公司整治</b> ：违规开展房地产业务。
2019/5/31	监管部门	21世纪经济报道	(1) 监管部门将收紧部分房企公开市场融资，包括债券及ABS产品；(2) 部分房企因拿地激进，“出现一些“地王”，在住建部的指导下，央行与证监会将暂停部分房企的债券及ABS融资渠道
2019/6/13	银保监会	光明网	银保监会主席郭树清：必须正视一些地方房地产金融化的问题，新增储蓄资源一半左右投入到房地产领域，过度依赖房地产终将付出代价。
2019/7/6	银保监会	证券时报	<b>针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，近日银保监会开展了约谈警示</b> 。重点提出了以下几点要求：(1) 严格落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求；(2) 要求提高风险管控水平，确保业务规模及复杂程度与自身资本实力、资产管理水平、风险防控能力相匹配；(3) 要求提高合规意识，加强合规建设；(4) <b>要求控制业务增速，将房地产信托业务增量和增速控制在合理水平</b> ；(5) 要求提升受托管理能力。今后， <b>银保监会将会对信托公司的警示指导作为一项常态化工作</b>
2019/7/9	发改委	关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知	<b>房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务</b>

数据来源：证监会、银保监会、21世纪经济报道，广发证券发展研究中心

从数据来看，6月，我们统计的A股房企债权融资规模365亿元，同比下降15%。根据单笔融资金额及期限可以推算房企融资到期规模及每月净融资规模，同口径的A股房企6月债权融资到期规模为549亿元，同比下降10%，单月净融资规模为-184亿元。累计来看，19年1-6月A股房企债权融资3472亿元（同比上涨31%），到期规模3973亿元（同比上涨48%），累计净融资规模为-501亿元，18年以来的房企到期兑付压力加大。

图27：A股房企债权融资、到期及净融资规模（亿元）



数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

从结构来看，19年1-6月A股房企6月信用债融资（包括公司债、企业债、中票、

短融、ABS等) 规模占比37%，非标融资规模占比为36% (根据公告整理，包括信托贷款、委托贷款、其他非标等)，其他债权融资、海外融资分别占比17%、10%。从近一个月的情况来看，6月信用债、非标融资及其他债权融资规模同上半年月均规模相比均有所下降。

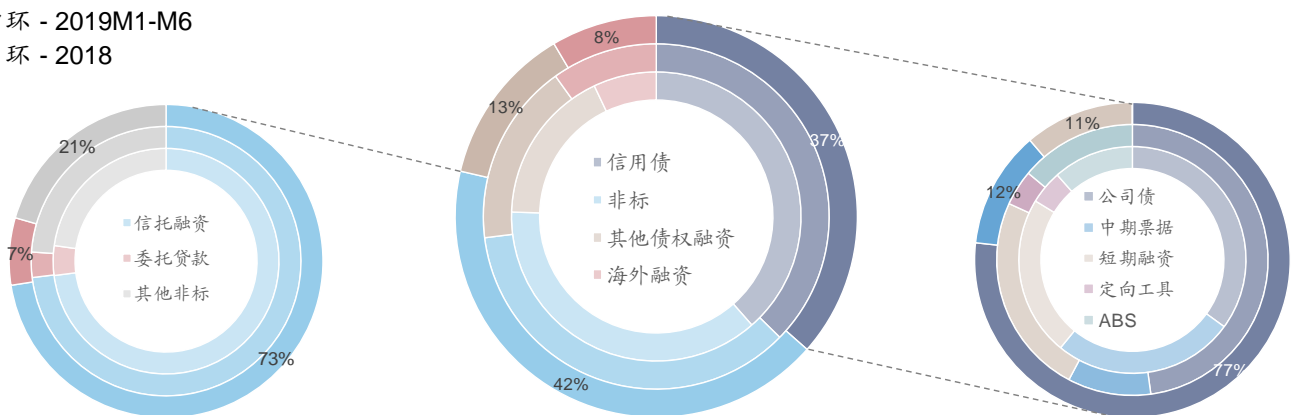
在成本方面，6月房企境内债权融资成本为5.7%，较5月环比下降0.2%，19年来维持相对低位。从结构来看，我们统计的6月信用债平均融资成本5.3%，较5月减少0.1 pct，同比减少1.0pct，非标类融资成本9.4%，与5月持平，而其他债权融资成本为6.7%，较19年上半年平均成本下降0.1pct。

图28: A股房企债权融资结构拆分

外环 - 2019M6

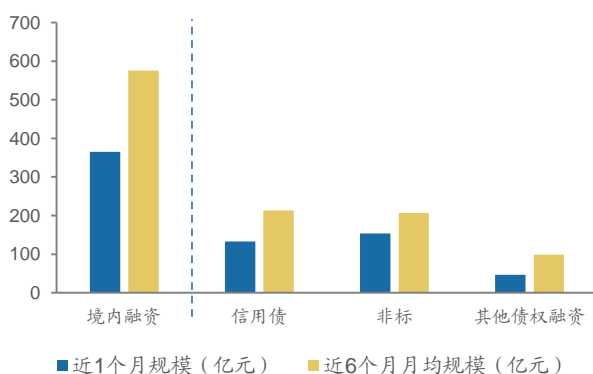
中环 - 2019M1-M6

内环 - 2018



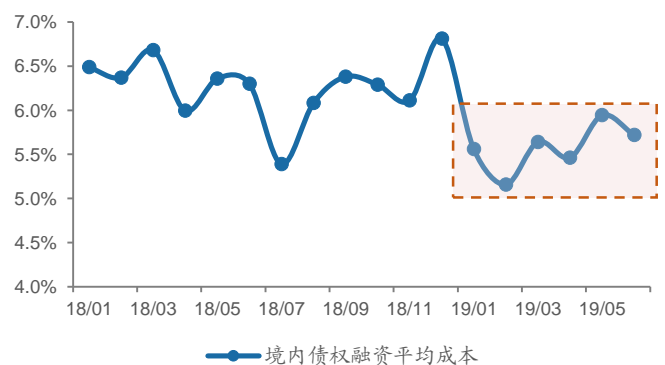
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图29: 6月融资规模结构与近半年平均对比



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图30: 境内债权融资平均融资成本



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

### 各融资渠道分析: 境内融资规模收紧, 融资成本未出现明显上行

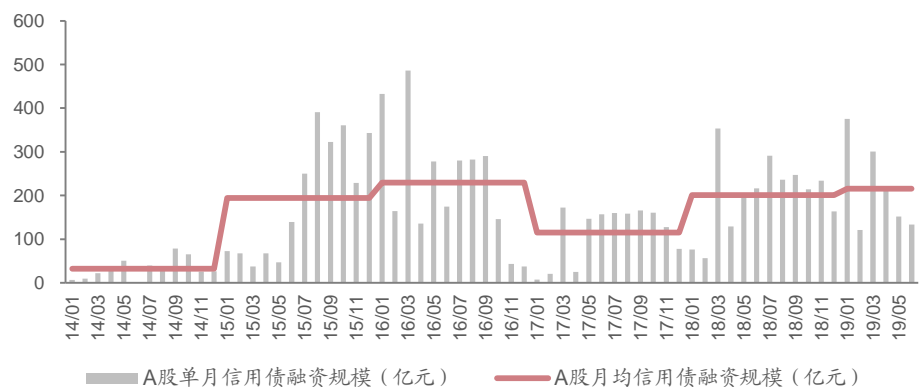
针对房企融资不同渠道方式, 主要从房企信用债、非标、海外融资三方面的规模、结构及成本进行分析。

首先看信用债，A股房企6月发行信用债规模133亿元，同比下降38%，单月规模连续2个月下降，1-6月累计发行信用债1281亿元，同比上涨24%，较1-5月收窄17pct。具体来看，6月A股房企信用债发行主要以公司债为主，单月公司债发行规模102亿元，同比上涨4%，中期票据、短期融资发行规模分别为16亿元、15亿元，同比分别下降56%、59%，而我们统计的A股房企中6月无定向工具及ABS融资规模。

成本方面，信用债整体融资成本为5.3%，较5月收窄0.1pct，成本边际改善。按照信用债评级区分，AAA级信用债6月融资成本4.5%，AA级信用债融资成本为5.8%，利差为1.3pct，利差水平从18年初开始上升，目前稳定在1.2pct的水平。从信用债内部结构来看，6月公司债、定向工具平均融资成本分别为5.5%、6.8%，较5月分别上升0.3pct和0.6pct，而中票、短融和ABS平均融资成本分别为5.1%、3.5%和5.6%，较5月分别下降1.2pct、0.8pct和0.5pct。同近半年融资成本相比，除定向工具外，6月各类信用债融资成本均有所改善。

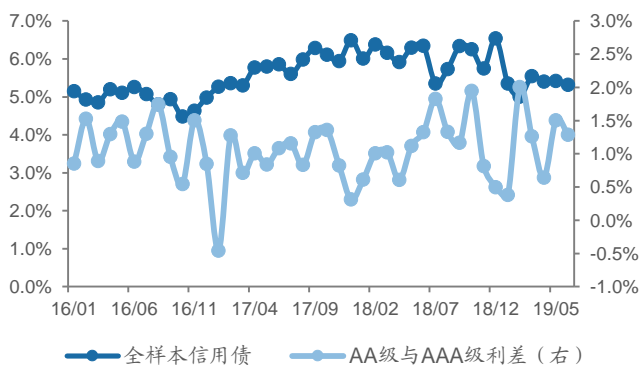
具体到公司层面，金融街地产6月发行的5年期公司债券，票面利率为4.35%，较19年初发行的同期限票面利率下降0.12pct，较4月发行的票面利率同样小幅改善。中南建设发行的4年期“19中南02”较18年末发行的3年期“18中南01”票面利率下降0.19pct。此外，华远地产、北辰实业发行的信用债平均成本，相较往期同期限的融资成本均有不同程度的下降。

图31: A股房企信用债单月融资规模及年内月均规模(亿元)



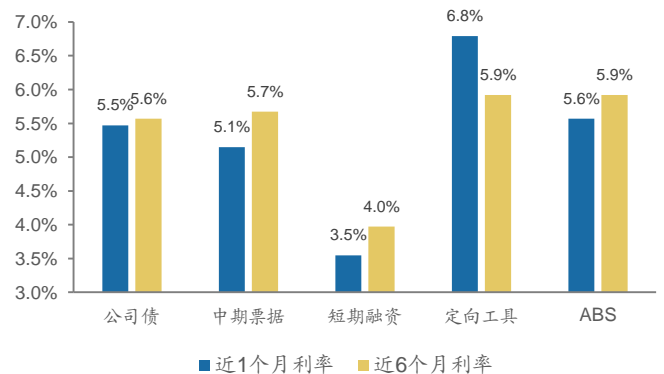
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图32: 全样本信用债发行成本及利差



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图33: 6月及近半年信用债平均融资成本对比



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

表10: 内房股6月信用债发行融资成本对比

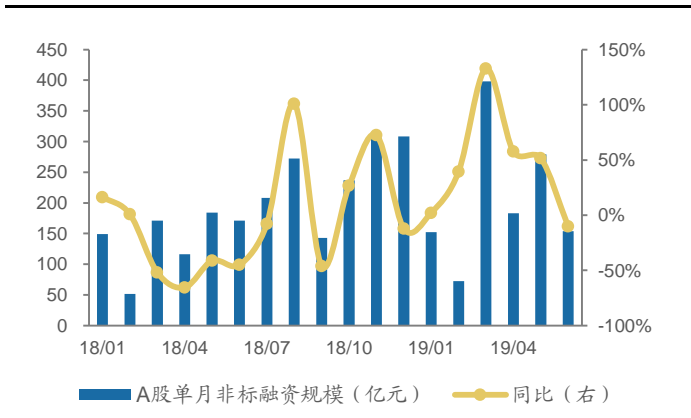
融资方式	发行时间	发行主体	债券简称	发行总额(亿元)	票面利率	期限
公司债	2019-01-01	金融街	19金控02	15.00	4.47%	5.0
公司债	2019-04-04	金融街	19金控04	11.00	4.37%	5.0
公司债	2019-06-14	金融街	19金控08	10.00	4.35%	5.0
公司债	2018-12-03	中南建设	18中南01	20.00	7.99%	3.0
公司债	2019-06-27	中南建设	19中南02	11.80	7.80%	4.0
公司债	2019-01-25	华远地产	19华远01	15.00	6.65%	3.0
公司债	2019-03-25	华远地产	19华远02	10.00	6.50%	3.0
公司债	2019-06-05	华远地产	19华远03	10.00	6.00%	3.0
中期票据	2018-11-29	北辰实业	18北辰实业MTN001	16.20	5.65%	3.0
中期票据	2019-06-27	北辰实业	19北辰实业MTN001	10.00	5.20%	3.0

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

第二, 在非标层面, 受监管政策影响, 我们统计的A股房企6月非标融资154亿元, 同比下降10%, 增速为年内首次转负, 1-6月累计非标融资1239亿元, 同比上涨47%, 增速较1-5月收窄14pct。非标融资中信托融资占比较大, 从信托行业的数据来看, 根据用益信托网数据, 6月房地产行业整体信托融资规模928亿元, 同比持平, 增速较5月收窄15pct, 增速同样明显下行。

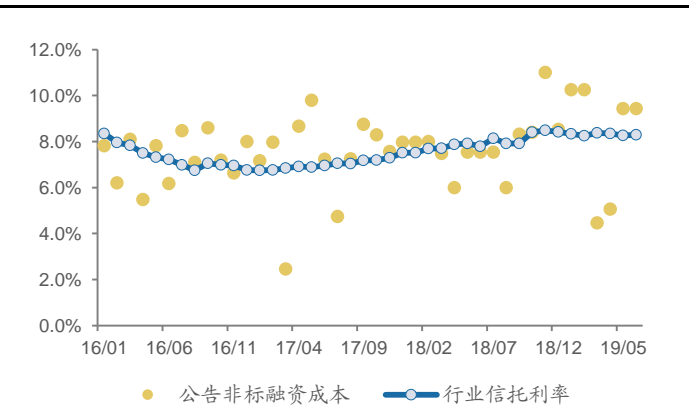
而成本方面, 我们统计的公告样本房企6月非标融资成本为9.4%, 环比5月持平, 根据用益信托网数据, 19年6月房地产行业发行信托平均融资成本为8.29%, 较5月小幅回升0.02pct, 融资成本维持稳定, 与18年末相比融资成本下降0.13pct。

图34: A股非标融资单月规模及同比



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

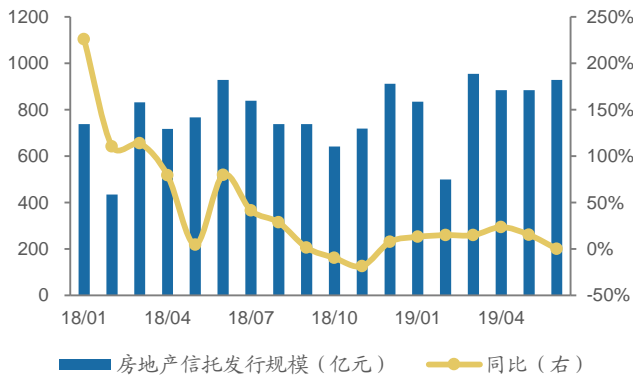
图35: A股非标融资结构



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

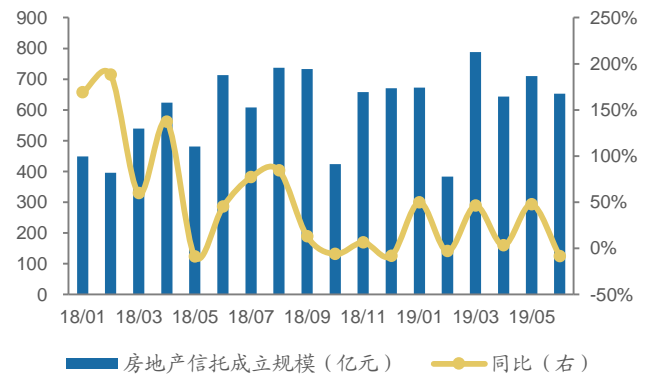


图 36: 房地产信托发行规模及增速



数据来源: 用益信托网, 广发证券发展研究中心

图 37: 房地产信托成立规模及增速



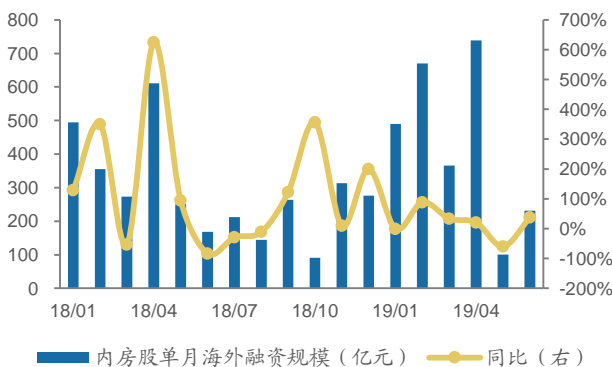
数据来源: 用益信托网, 广发证券发展研究中心

第三, 海外融资方面, 根据Wind统计的内房股海外债数据, 19年6月海外债融资规模为237亿元, 同比增长41%, 上半年内房股海外债累计融资2653亿元, 同比上涨23%, 其中A股、H股房企分别占比12%、70%, 未上市房企占比18%。

成本方面, 海外融资成本18年持续上升, 于四季度上升至9.7%, 创近6年的融资成本新高, 在19年一季度小幅回落后, 4-5月融资成本再次上升至8.9%。我们根据评级将海外债区分为投资级和投机级, 从数据来看, 19年内房股海外债二季度投资级、投机级融资成本分别为7.3%、9.3%, 较一季度分别上升0.5、0.1pct。

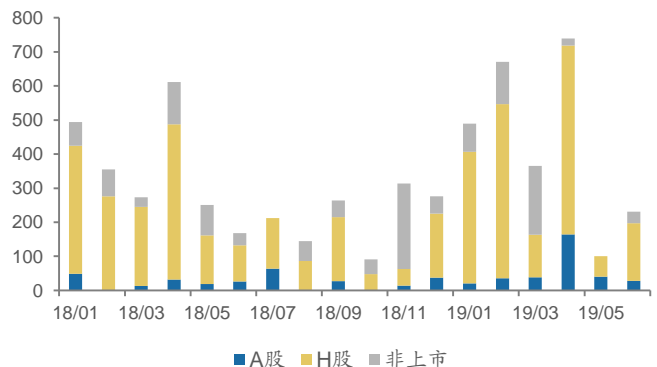
具体房企来看, 6月融创中国发行3年期海外债, 较19年2月及4月发行的往期海外债相比, 融资成本均有所下降, 而绿地集团发行3年期海外债, 融资成本6.75%, 较3月发行成本下降0.5pct。19年是房企债权直接融资到期和回售的高峰, 当前部分信用债融资渠道收紧, 但在整体信贷环境宽松的背景下, 融资成本抬升的风险相对可控。

图 38: 内房股海外债融资单月规模及同比



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图 39: 内房股海外债融资结构 (亿元, 按主体区分)



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图40: 内房股海外债利率

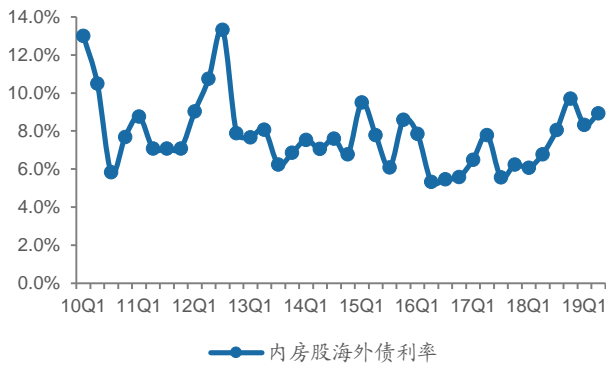
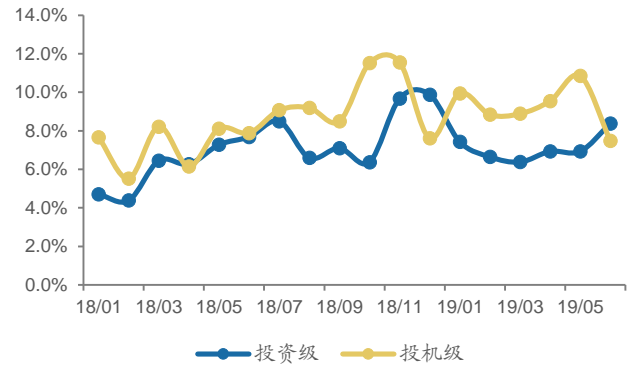


图41: 房股海外债利率 (按评级分类)



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

表11: 内房股美元债相同主体间的利率变化对照

融资方式	日期	发行主体	债券简称	发行(亿美元)	期限(年)	利率
海外债	2019-01-15	融创中国	融创中国 8.375% N2021	6.0	2.0	8.38%
海外债	2019-02-15	融创中国	融创中国 7.875% N2022	8.0	3.0	7.88%
海外债	2019-04-11	融创中国	融创中国 7.95% N2023	7.5	4.5	7.95%
海外债	2019-06-14	融创中国	融创中国 7.25% N2022	6.0	3.0	7.25%
海外债	2018-11-27	绿地集团	绿地全球 9.125% N2020	4.3	1.5	9.13%
海外债	2019-01-24	绿地集团	绿地全球 7.875% N2020	3.0	1.8	7.88%
海外债	2019-03-12	绿地集团	绿地全球 7.25% N2022	3.5	3.0	7.25%
海外债	2019-06-25	绿地集团	绿地全球 6.75% N2022	5.0	3.0	6.75%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

整体来看, 近期房地产融资政策边际收紧(尤其是信托、海外债), 我们认为, 政府对于去年四季度以来信贷宽松导致的局部土地市场过热加紧资金面调控, 从本质上相当于房地产的供给侧改革, 在融资端将继续挤出小企业, 有利于头部企业, 促进资源进一步集中。未来两年房价以平稳为主, 更多的比拼的是开发能力(拿地、融资、管理、产品溢价能力), 对于中小企业压力会更大。在此背景下, 真正高周转的企业, 利用销售回款滚动开发能力强的公司, 才能实现持续高增长。单纯利用有息负债加大杠杆实现规模增长的模式是不经济(负债成本高于房价增速)。考虑到周期窄幅波动的特征, 更应该关注经营能力突出的房企, 通过自身经营效率获得增长的房企更加具备持续性和稳定性。

表12: 公告整理房企债权融资规模及成本

	公告统计融资规模(亿元)			整体融资成本	信用债融资成本			19年公告统计融资结构		
	2017	2018	2019M1-M6		2017	2018	2019M1-M6	信用债	非标	其他
<b>A股房企</b>										
万科A	69	327	20	6.3%	4.7%	4.2%	3.7%	100%		0%
招商蛇口	91	156	155	4.9%	4.9%	4.6%	3.3%	55%	45%	0%

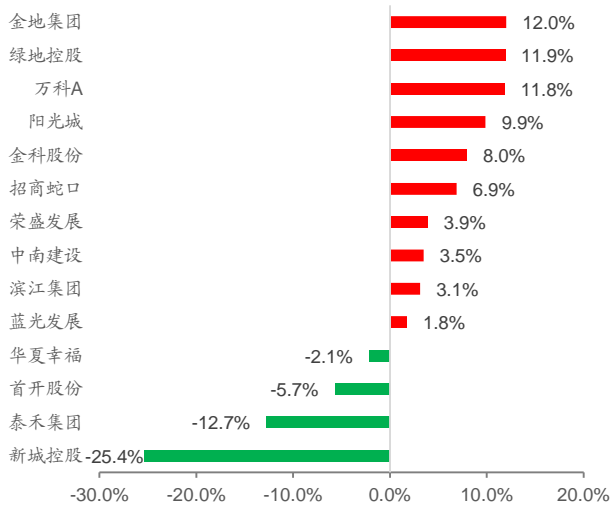
Poly DHG	66	111	15	5.0%	5.3%	5.1%	3.6%	100%		0%
华夏幸福	582	315	275	6.4%	5.1%	6.9%	6.9%	26%	21%	53%
绿地控股	39	20	0	5.4%						
新城控股	99	176	94	6.5%	5.7%	7.2%	5.8%	56%		44%
金科股份	119	242	142	7.1%		7.3%	6.6%	49%	46%	5%
阳光城	636	708	332	7.9%	6.7%	7.6%	6.9%	17%	63%	19%
泰禾集团	400	423	134	8.5%	7.4%	7.5%			57%	43%
中南建设	167	138	181	8.0%	7.4%	7.9%	7.6%	19%	65%	17%
荣盛发展	178	135	48	7.8%	6.5%	6.1%	7.3%	30%		70%
滨江集团	43	50	17	5.8%	5.5%	6.2%	4.7%	100%		0%
首开股份	405	277	164	5.4%	5.1%	5.2%	4.1%	40%	60%	0%
金地集团	116	215	30	4.8%	5.0%	5.1%	3.2%	100%		0%
蓝光发展	30	161	48	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	23%		77%
H 股房企										
中国海外发展	0	218	35	4.3%		6.3%	3.6%	100%		
龙湖集团	121	141	22	4.6%	4.6%	5.2%	4.2%	100%		
华润置地	50	100	54	4.5%	4.6%	5.3%				100%
融创中国	67	140	186	6.8%		7.5%				100%
碧桂园	82	417	165	6.1%	6.6%	6.2%				100%
中国恒大	829	146	201	8.2%						100%
绿城中国	105	159	34	5.4%	5.4%	5.6%				100%
世茂房地产	121	105	67	5.8%	4.9%	5.7%				100%
中国金茂	196	70	17	6.7%	4.7%	4.9%				100%
旭辉控股集团	80	151	85	5.8%		6.5%				100%
融信中国	0	91	117	7.1%		6.1%				100%
远洋集团	90	192	34	5.4%	5.0%	5.6%				100%
龙光地产	88	168	20	6.1%	5.8%	7.1%				100%
雅居乐集团	54	146	91	6.5%	6.7%	5.9%			10%	90%

数据来源: Wind, 公司融资公告, 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 房企估值: 板块体现相对收益, 半年度业绩助推修复

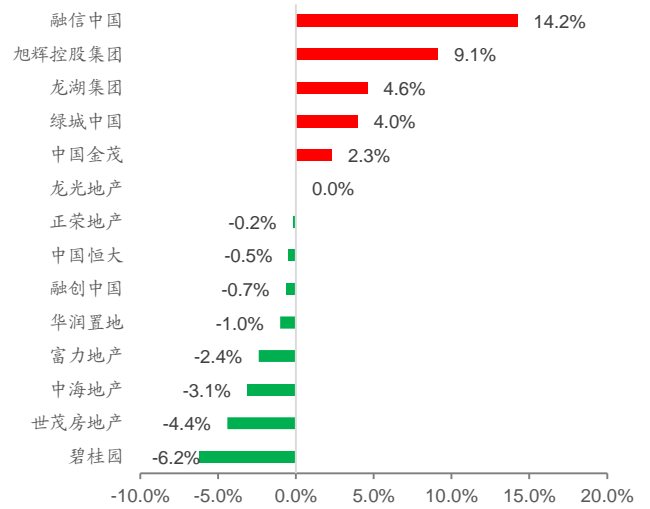
本月(2019年6月22日-2019年7月22日), A股方面, 申万房地产板块指数由4203.3上升至4210.0, 当月绝对收益为0.1%, 而同期沪深300下跌1.4%, 板块月相对收益为1.5%。H股方面, 恒生地产类指数由42599上升至42301, 当月绝对收益为-0.4%, 同期恒生指数跌幅0.3%, 恒生地产类指数月相对收益为-0.3%。近3个月(2019年4月22日至2019年7月22日), 申万房地产板块指数绝对收益为-8.8%, 相对收益为-2.7%, 恒生地产类指数绝对收益为-3.6%, 相对收益为1.7%。

图 42: 本月A股主流房企股价月涨跌幅(06.22-07.22)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 43: 本月H股主流房企股价月涨跌幅(06.22-07.22)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从个股情况来看, 本月A股涨幅居前为金地集团、绿地控股及万科A, 月涨幅分别为12.0%、11.9%及11.8%, 其中万科A及金地集团主要受到业绩驱动, 自7月1日销售数据公布以来股价上涨明显。本月H股中, 融信中国、旭辉控股集团及龙湖集团则分别以14.2%、9.1%及4.6%的涨幅位居前列。过去一个月相对收益最领先的是融资具备优势的国有企业, 如绿地控股以及融资成本较低的金地集团等, 整体来看, A股主流房企当前估值处于历史相对低位。

表13: A股及H股房地产板块及主流房地产公司股价表现情况

证券简称	当月涨跌幅	当月相对收益	近3个月涨跌幅	近3月相对收益	年初以来涨跌幅
沪深300	-1.40%		-6.10%		26.90%
SW 房地产	0.10%	1.50%	-8.80%	-2.70%	19.30%
万科A	9.90%	11.20%	5.40%	11.40%	25.80%
保利地产	11.50%	12.80%	12.70%	18.70%	26.40%
绿地控股	10.80%	12.10%	2.20%	8.20%	23.50%
新城控股	-24.60%	-23.20%	-20.70%	-14.70%	18.70%
华夏幸福	3.50%	4.80%	-0.10%	6.00%	24.70%
招商蛇口	5.00%	6.40%	2.70%	8.80%	25.60%
阳光城	7.40%	8.80%	1.10%	7.20%	34.20%
泰禾集团	-12.70%	-11.40%	-22.20%	-16.10%	1.70%
中南建设	1.00%	2.40%	9.20%	15.20%	55.40%
金地集团	9.40%	10.70%	8.70%	14.80%	36.70%
金科股份	5.50%	6.90%	-9.60%	-3.60%	11.90%
蓝光发展	-1.20%	0.10%	-4.90%	1.20%	22.20%
滨江集团	0.50%	1.80%	-13.20%	-7.20%	7.50%
荣盛发展	-0.90%	0.50%	-6.60%	-0.50%	21.10%
首开股份	-5.80%	-4.40%	-8.80%	-2.80%	14.80%

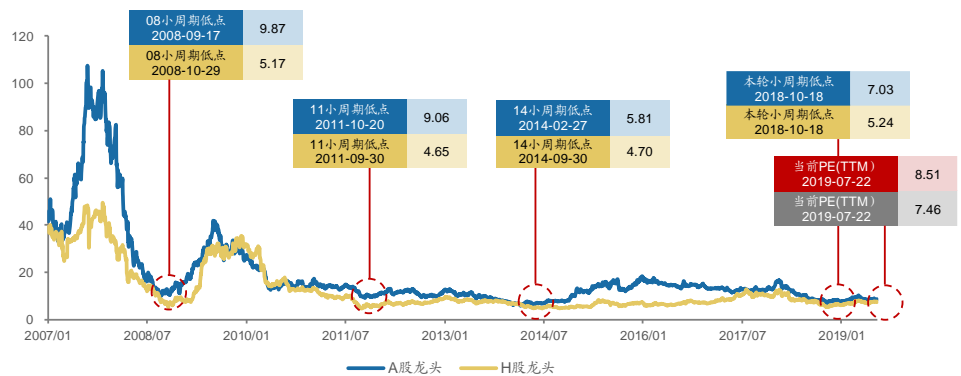
恒生指数	-0.40%		-5.30%		10.40%
恒生地产	-0.70%	-0.30%	-3.60%	1.70%	13.90%
碧桂园	-5.60%	-5.20%	-11.20%	-5.80%	19.10%
中国恒大	-2.90%	-2.50%	-14.20%	-8.90%	-8.70%
融创中国	-1.40%	-1.10%	-6.00%	-0.70%	49.60%
中海地产	0.40%	0.70%	-1.20%	4.10%	5.80%
龙湖集团	6.00%	6.40%	11.20%	16.50%	36.40%
华润置地	0.30%	0.70%	4.20%	9.60%	20.80%
绿城中国	6.40%	6.80%	-20.40%	-15.10%	2.40%
世茂房地产	-4.00%	-3.60%	-3.40%	1.90%	9.60%
中国金茂	3.40%	3.80%	-8.20%	-2.90%	40.20%
旭辉控股集团	13.10%	13.40%	5.20%	10.60%	33.10%
正荣地产	2.70%	3.00%	-3.40%	1.90%	-3.40%
融信中国	13.50%	13.90%	-3.30%	2.00%	14.50%
龙光地产	3.40%	3.70%	1.60%	6.90%	30.20%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: A股股价单位为人民币元/股, H股股价单位为港元/股。

从龙头房企PE (TTM) 来看, A股龙头房企PE (TTM) 估值同样呈现明显小周期波动, 08小周期、11小周期及14小周期估值低点分别为9.87、9.06及5.81, 而本轮小周期估值低点为7.03, 出现在2018年10月18日, 低于08及11小周期低点, 但高于14小周期低点, 一定程度上反映了龙头房企的防御属性。当前A股龙头房地产板块平均PE (TTM) 为8.51, 仍低于08及11小周期, 当前估值仍旧维持较低水平。18年初以来板块PE (TTM) 最高点为16.7, 当前回撤幅度为49.0%。

图 44: A股及H股龙头房企PE (TTM)



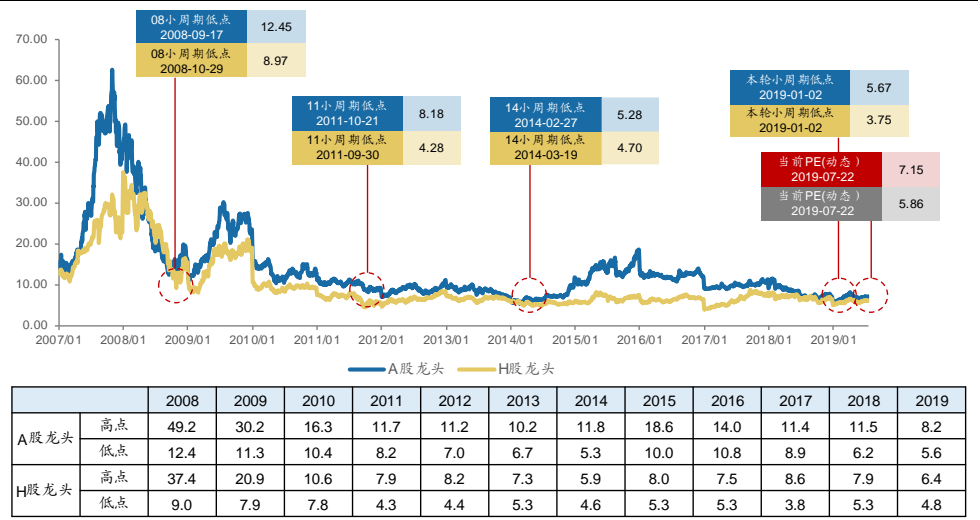
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
A股龙头	高点	82.4	41.8	27.4	17.3	13.0	12.9	12.4	18.3	17.8	13.9	16.7	10.2
	低点	9.9	14.5	12.5	9.1	9.4	7.1	5.8	11.2	13.0	11.3	7.0	7.5
H股龙头	高点	34.6	35.5	31.8	13.5	8.9	9.7	7.0	8.3	8.1	12.8	12.5	8.1
	低点	5.2	7.4	12.0	4.6	5.4	6.5	4.7	5.2	5.8	6.9	5.2	6.0

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

而H股方面，H股龙头房企当前PE（TTM）估值为7.46，高于08、11、14小周期估值低点，且高于本轮小周期低点。18年初以来H股PE（TTM）最高点12.5，当前估值回撤幅度为40.5%。

从龙头房企动态PE来看，08小周期、11小周期及14小周期A股龙头房企动态PE估值低点分别为12.45、8.18及5.28，而本轮小周期估值低点为5.67，出现在2018年10月18日，低于08及11小周期低点，但高于14小周期低点。当前A股龙头房地产板块平均动态PE为7.15，仍低于08及11小周期，当前估值仍旧维持较低水平。H股龙头房企当前动态PE估值为5.86，仅低于08小周期低点，较18年初以来高位回撤25.7%。

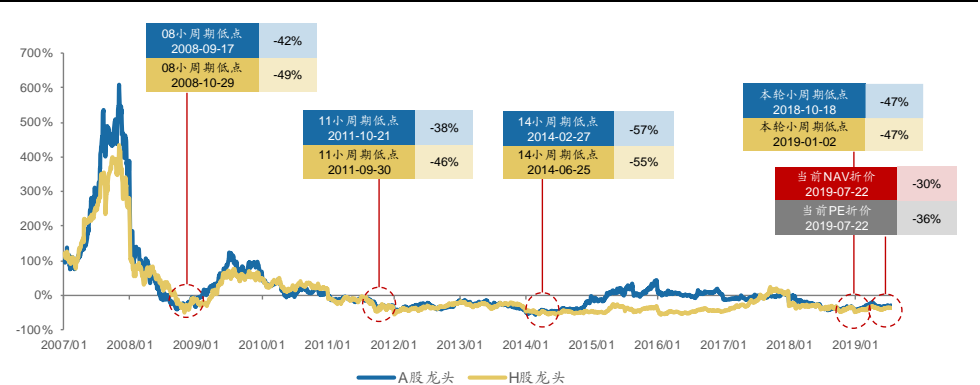
图 45: A股及H股龙头房企PE（动态）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从龙头房企NAV折价情况来看，08小周期、11小周期及14小周期A股龙头房企NAV折价率最低分别为-42%、-38%及-57%，而本轮小周期估值低点为-47%，低于08及11小周期低点，但高于14小周期低点。2019年6月末，A股龙头房地产板块NAV折价为-30%，H股龙头房企当前NAV折价率为-36%。

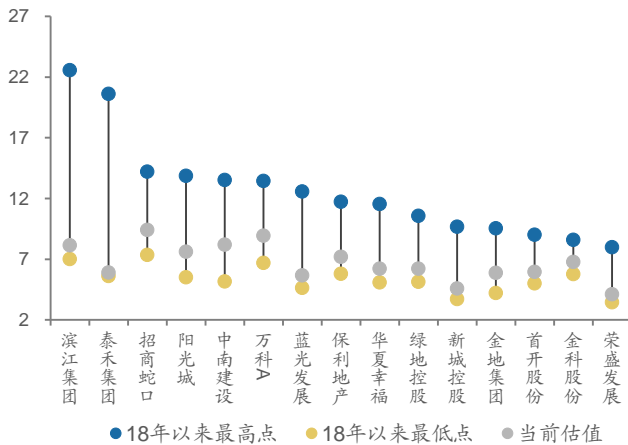
图 46: A股及H股龙头房企NAV折价情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

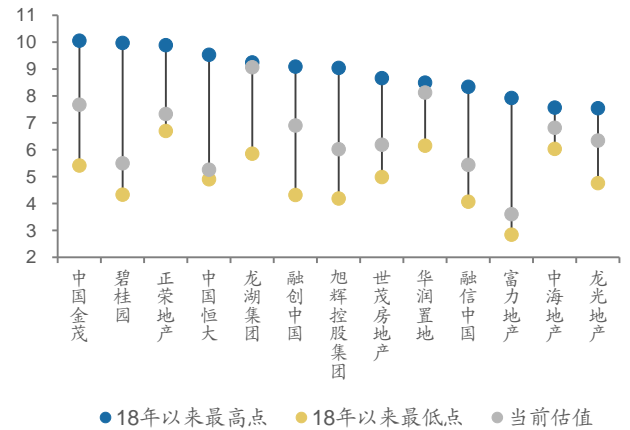
从个股动态PE来看，A股主流房企当前估值普遍接近18年年初至今低点，且较高点回撤幅度较大，蓝光发展、华夏幸福、荣盛发展等公司当前估值接近18年以来估值底部，而H股主流房企中，多数房企当前估值介于18年年初至今低点及高点之间，龙湖集团、华润置地当前估值已接近18年年初至今高点，碧桂园、中国恒大等公司估值仍相对处于较低位置。

图 47: A股主流房企动态PE估值变化 (截至07.22)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 48: H股主流房企动态PE估值变化 (截至07.22)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表14: A股及H股房地产板块及主流房地产公司估值表现情况 (动态PE)

	2014		2015		2016		2017		2018		当前
	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	
万科 A	9.72	4.6	14.9	7.25	14.56	8.94	13.31	7.27	13.44	6.73	8.94
绿地控股			43.08	22.76	25.76	14.6	11.96	9.4	10.57	5.63	6.21
华夏幸福	16.3	6.28	18.94	11.57	13.15	9.82	14.94	8.02	11.56	5.29	6.22
招商蛇口	15.94	6.14	35.37	12.12	16.55	11.3	14.28	10.32	14.2	8.35	9.42
阳光城	14.36	5.43	25.56	10.81	26.53	18.33	16.26	10.33	13.86	6.54	7.61
泰禾集团	21.35	10.78	28.96	12.19	17.77	12.79	11.9	9.2	20.63	6.76	5.91
中南建设	16.68	6.99	93.74	31.44	119.98	36.77	65.93	36.81	13.52	8.49	8.21
金地集团	12.82	6.5	23.34	12.27	11.57	6.82	8.74	6.97	9.54	4.23	5.89
金科股份	25.6	8.52	36.99	14.69	21.69	10.79	17.97	12.04	8.6	6.1	6.77
蓝光发展			51.1	22.35	30.46	18.05	16.52	12.05	12.57	5.52	5.68
滨江集团	13.11	9.07	33.16	9.71	17.02	13.11	14.45	11.73	22.57	8.53	8.15
荣盛发展	9.31	4.74	23.23	11.35	9.74	6.75	10.72	5.79	7.98	3.85	4.12
首开股份	13.72	5.52	22.36	9.37	18.78	9.82	15.56	10.02	9.01	5	5.96
<b>A 股平均</b>	<b>15.36</b>	<b>6.78</b>	<b>34.67</b>	<b>14.45</b>	<b>26.43</b>	<b>13.68</b>	<b>17.89</b>	<b>11.53</b>	<b>12.93</b>	<b>6.23</b>	<b>6.85</b>
碧桂园	6.73	4.06	8.55	5.05	7.59	4.63	10.45	3.08	9.47	4.36	5.01
中国恒大	3.58	2.68	8.78	3.52	15.34	10.8	14.45	2.49	9.04	5.46	4.77
融创中国	6.53	2.89	8.65	3.34	9.51	5.09	13.4	2.03	8.59	4.61	6.4

中国海外发展	7.1	5.27	8.39	5.03	7.75	5.16	7.86	5.97	7.07	5.54	6.31
龙湖集团	5.93	4.39	7.3	4.56	7.08	4.95	8.84	4.16	7.81	5.36	8.57
华润置地	8.11	5.48	9.91	6.29	8.04	5.67	8.21	5.68	7.89	5.65	7.63
绿城中国	11.87	6.27	37.04	17.32	9.11	6.09	12.37	7.06	61.92	24.67	4.13
世茂房地产	6.41	4.51	8.93	4.56	7.56	5.33	6.76	3.92	8.17	4.93	5.69
中国金茂	4.8	3.14	8.03	4.73	9.48	6.44	10.26	5.07	9.56	5.8	7.18
旭辉控股集团	4.44	3.42	5.95	3.34	5.54	2.76	6.88	2.62	8.55	3.72	5.52
正荣地产									9.39	6.21	6.83
融信中国					8.65	4.72	6.85	3.91	7.85	5.09	4.95
龙光地产	4.52	3.58	5.4	3.49	3.83	2.23	7.22	2.22	7.05	4.26	5.85
<b>H股平均</b>	<b>6.37</b>	<b>4.15</b>	<b>10.63</b>	<b>5.57</b>	<b>8.29</b>	<b>5.32</b>	<b>9.46</b>	<b>4.02</b>	<b>12.49</b>	<b>6.59</b>	<b>6.06</b>

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表15: A股及H股房地产板块及主流房地产公司估值表现情况汇总

公司	类型 分类	PE				PB*	销售金额			销售对应 PE		PS		NAV 折价率
		18A	19E	20E	21E		18A	19E	增速	18A	19E	18A	19E	
万科A	龙头开发	10.22	8.78	7.72	6.86	2.22	6070	6700	10.4%	5.90	5.35	0.57	0.52	-18.5%
招商蛇口	主流开发	11.19	9.42	8.39	7.55	2.47	1706	2000	17.2%	7.61	6.49	1.00	0.85	-9.7%
绿地控股	主流开发	7.82	6.21	5.06	4.14	1.31	3875	4500	16.1%	4.08	3.51	0.23	0.20	-46.6%
华夏幸福	主流开发	7.84	6.22	5.08	4.23	2.66	1223	1317	7.7%	6.54	6.07	0.75	0.70	45.5%
新城控股	主流开发	6.39	4.59	3.97	3.60	2.80	2211	2700	22.1%	4.03	3.30	0.30	0.25	-10.6%
华侨城A	主流开发	5.80	4.87	4.14	3.50	1.04	535	550	2.8%	8.52	8.28	1.15	1.12	-49.4%
金地集团	主流开发	7.10	5.89	5.01	4.34	1.45	1623	2000	23.2%	5.24	4.25	0.35	0.29	-36.9%
荣盛发展	主流开发	5.34	4.12	3.46	3.01	1.20	1016	1200	18.2%	3.05	2.58	0.40	0.34	-48.6%
金科股份	主流开发	8.95	6.77	5.45	4.33	1.65	1188	1500	26.3%	5.14	4.07	0.29	0.23	-29.0%
中南建设	主流开发	14.95	8.07	4.65	3.63	1.89	1466	2000	36.4%	3.11	2.28	0.22	0.16	-35.4%
阳光城	主流开发	9.56	7.61	5.68	4.30	1.62	1629	1800	10.5%	1.87	1.70	0.18	0.16	-52.9%
首开股份	主流开发	6.57	5.96	5.09	4.65	0.91	1007	1010	0.3%	4.94	4.93	0.21	0.21	-51.7%
泰禾集团	主流开发	6.93	5.91	4.91	4.13	1.02	1303	1500	15.1%	1.76	1.53	0.14	0.12	-64.1%
蓝光发展	主流开发	8.49	5.64	3.69	2.78	1.56	855	1200	40.4%	3.05	2.17	0.22	0.16	-34.1%
<b>A股房企平均</b>		<b>8.37</b>	<b>6.43</b>	<b>5.16</b>	<b>4.36</b>	<b>1.70</b>			<b>17.6%</b>	<b>4.63</b>	<b>4.04</b>	<b>0.43</b>	<b>0.38</b>	<b>-31.6%</b>
融创中国	龙头开发	8.96	6.22	4.69	4.12	2.61	4608	5500	19.3%	3.47	2.91	0.37	0.31	-57.8%
碧桂园	龙头开发	6.11	4.89	4.23	3.76	1.74	7604	7857	3.3%	3.74	3.62	0.32	0.31	-48.0%
中国恒大	龙头开发	6.71	4.77	3.81	3.27	3.89	5513	6000	8.8%	6.67	6.13	0.52	0.48	-19.4%
旭辉控股集团	主流开发	7.17	6.27	5.02	4.06	1.70	1520	1900	25.0%	4.43	3.54	0.29	0.23	-45.9%
龙湖集团	主流开发	9.90	8.57	6.97	5.82	3.01	2006	2200	9.6%	7.86	7.17	0.91	0.83	-9.7%
中国海外发展	主流开发	6.81	6.31	5.50	4.85	1.29	2549	2962	16.2%	6.34	5.45	1.20	1.03	-44.6%
华润置地	主流开发	8.53	7.63	6.64	5.63	2.31	2107	2420	14.9%	9.09	7.91	1.12	0.98	4.6%
世茂房地产	主流开发	7.45	5.69	4.73	4.08	1.81	1761	2100	19.2%	4.70	3.94	0.43	0.36	-44.7%
中国金茂	主流开发	9.47	7.18	5.49	4.27	1.38	1280	1500	17.2%	5.86	5.00	0.44	0.38	-58.1%
雅居乐集团	主流开发	5.18	4.79	4.25	3.64	1.02	1027	1130	10.0%	4.02	3.65	0.41	0.37	-55.9%
远洋集团	主流开发	6.14	4.62	4.02	3.54	0.61	1095	1400	27.8%	5.39	4.22	0.23	0.18	-69.6%



融信中国	主流开发	7.73	4.95	3.63	2.96	1.56	1219	1400	14.9%	3.40	2.96	0.16	0.14	-53.5%
正荣地产	主流开发	8.48	6.83	5.11	4.14	1.69	1080	1300	20.4%	4.26	3.54	0.19	0.16	-37.8%
龙光地产	主流开发	7.47	5.85	4.69	3.78	3.88	718	850	18.4%	6.67	5.63	0.97	0.82	-39.8%
佳兆业集团	主流开发	6.99	5.80	4.92	3.57	28.92	866	1000	15.5%	2.41	2.08	0.25	0.22	-59.4%
中国奥园	主流开发	10.71	6.06	4.30	3.40	2.80	913	1100	20.5%	4.25	3.53	0.32	0.27	-32.0%
越秀地产	主流开发	9.10	7.58	6.50	5.64	0.73	578	680	17.6%	8.19	6.96	0.49	0.42	-57.2%
禹洲地产	主流开发	4.72	3.74	3.05	2.47	1.06	560	650	16.0%	3.35	2.89	0.33	0.28	-60.5%
合景泰富集团	主流开发	5.41	4.21	3.46	3.09	1.15	655	850	29.8%	4.94	3.80	0.38	0.29	-59.2%
<b>港股平均</b>		<b>7.53</b>	<b>5.89</b>	<b>4.79</b>	<b>4.01</b>	<b>3.32</b>			<b>17.1%</b>	<b>5.21</b>	<b>4.47</b>	<b>0.44</b>	<b>0.37</b>	<b>-44.7%</b>

数据来源: Wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 6月公司事件跟踪

6月, 新城控股董事长、实际控制人、原董事长王振华因个人原因被刑事拘留, 造成较大的舆论负面影响, 从7月3日收盘后消息传出至7月10日收盘股价已下跌超34%。新城控股于7月3日当晚发布公告, 选举公司董事兼总裁王晓松先生接任董事长, 7月9日, 公司公告公司董事王振华先生、独立董事Aimin Yan先生辞职, 同时补选曲德君先生为董事候选人。根据公司公告, 为避免事件对公司融资造成影响, 公司正与银行及投资机构进行沟通, 同时, 对于新的土地获取将采取谨慎态度, 以改善资金压力。

此外, 其他高管变动情况来看, 光大嘉宝更换两任代董事长, 目前董事长为赵威。其他负面新闻来看, 6月19日, 阳光城股东陕国投·阳光财富1号证券投资集合资金信托计划减持1653.39万股公司股份。

表16: 地产行业19年6月高管变动及其他事件一览

日期	公司	事件	内容
2019/06/01	雅居乐集团	董监高变动	首席财务官张森离职
2019/06/03	海南高速	董监高变动	(a) 董事会秘书陈求仲离职; (b) 新聘代董事会秘书周塿
2019/06/10	财信发展	董监高变动	(a) 董事会秘书刘晓林离职; (b) 新聘董事会秘书陆学佳
2019/06/10	光大嘉宝	董监高变动	(a) 董事长陈爽离职; (b) 新聘代董事长钱明
2019/06/11	华联控股	董监高变动	(a) 董事长董炳根离职; (b) 新聘董事长丁跃
2019/06/17	天保基建	董监高变动	(a) 董事会秘书秦峰离职; (b) 新聘董事会秘书路昆
2019/06/18	深大通	董监高变动	(a) 财务总监刘海滨离职; (b) 新聘财务总监曹原培
2019/06/18	绿景控股	董监高变动	(a) 财务总监杨卫东离职; (b) 新聘财务总监朱颖梅
2019/06/18	中润资源	董监高变动	总经理李振川离职
2019/06/20	凤凰股份	董监高变动	新聘董事长汪维宏
2019/06/26	天房发展	董监高变动	(a) 代董事长、代总经理孙建峰离职; (b) 新聘董事长郭维成; (c) 新聘总经理孙建峰
2019/06/28	深大通	董监高变动	新聘董事长、代总经理史利军
2019/07/01	远洋集团	董监高变动	(a) 公司秘书黎燕萍离职; (b) 新聘公司秘书沈培英

2019/07/01	光大嘉宝	董监高变动	(a) 代董事长钱明离职; (b) 新聘董事长赵威
2019/07/02	海泰发展	董监高变动	(a) 总经理宋克新离职; (b) 新聘总经理任宇
2019/07/03	新城控股	董监高变动	(a) 董事长王振华离职; (b) 新聘董事长王晓松
2019/07/09	大名城	董监高变动	新聘执行总经理蒋冬森
2019/07/09	实达集团	董监高变动	(a) 董事会秘书吴波离职; (b) 新聘董事会秘书李敬华
日期	公司	事件	内容
2019/06/03	海航创新	股东减持股票	2019-05-28 至 2019-06-03, 平湖九龙山海湾度假城休闲服务有限公司减持 1000 万股公司股份: 其中通过大宗交易系统减持 700 万股公司股份, 平均减持价格为 2.82CNY
2019/06/05	冠城大通	股东减持股票	2019-06-05, 中信盈时冠城大通员工持股计划二期资产管理计划减持 3812.25 万股公司股份: 其中通过大宗交易系统减持 3812.25 万股公司股份。
2019/06/10	新潮能源	股东减持股票	2019-06-03 至 2019-06-10, 深圳市金志昌盛投资有限公司减持 972 万股公司股份。
2019/06/14	香江控股	股东拟减持股票	公司董事、监事及高级管理人员因个人资金需求, 拟自本公告发布之日起的 15 个交易日后的六个月内, 通过集中竞价的方式减持本公司股份合计不超过 214.59 万股(占公司总股本的比例为 0.0631%)
2019/06/17	华联控股	管理层及相关人士减持股票	2019-06-17 监事张文斌的相关人(配偶) 旷宁通过竞价交易方式减持股份 300 股, 成交均价为 CNY7.54 元。
2019/06/18	城投控股	股东减持股票	2019-03-20 至 2019-06-18, 弘毅(上海)股权投资基金中心(有限合伙)减持 3093.54 万股公司股份, 平均减持价格为 8.1344CNY。
2019/06/19	阳光城	股东减持股票	2019-06-19, 陕国投·阳光财富 1 号证券投资集合资金信托计划减持 1653.39 万股公司股份: 其中通过大宗交易系统减持 1653.39 万股公司股份, 平均减持价格为 6.55CNY。
2019/06/19	大港股份	股东拟减持股票	江苏大港股份有限公司近期收到公司持股 5% 以上股东王刚先生及其一致行动人艾柯赛尔《关于减持公司股份计划的通知》。
2019/06/28	三湘印象	股东拟减持股票	持有公司股份 30,769,231 股(占本公司总股本比例 2.24%) 的董事李建光先生计划以集中竞价方式或大宗交易方式减持本公司股份, 减持数量不超过 7,692,307 股(占本公司总股本比例 0.56%)
2019/07/04	华联控股	股东拟减持股票	股东李云, 张梅, 倪苏俏, 苏秦, 黄欣, 陈善民, 孔庆富自本公告发布之日起 15 个交易日后的 6 个月内, 减持不超过各自持有公司股份的 25%, 合计减持将不超过 1,306,664 股, 占公司总股本比例为 0.09%。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

公司公告销售及拿地数据与第三方公告数据存在一定差异, 公司经营业绩及盈利情况不及预期; 资金面政策收紧进一步加码; 行业政策调控力度进一步加大, 库存抬升快于预期。

## 广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。  
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。  
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与富力地产(02777)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。