

房地产行业 2019 年半年报综述

2019 半年报综述：业绩增长稳健、政策持续收紧、土地市场降温 增持（维持）

2019 年 09 月 03 日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

投资要点

- **板块营收稳健增长，业绩小幅增长。**2019H1 房地产板块营业收入同比增长 24.0%，较上年同期提速 0.2 个百分点，较 2018 年末提速 3.2 个百分点。业绩增速分化，18H1 高基数下板块净利润仍然稳定上行。2019H1 房地产板块归母净利润同比增长 13.6%，较上年同期下降 24.8 个百分点，主要源于 18H1 业绩增长较为靓丽，基数较高。龙头房企上半年业绩普遍超出市场预期，在我们筛选的 15 个一线房企中，11 家房企业绩增速超 30%。
- **毛利率改善，费率稳定，净利率略有回落。**板块毛利率有所改善，一二线房企毛利率持续改善。2019H1 房地产板块整体毛利率为 33.0%，同比提升 1.1 个百分点，较 18 年提升 0.4 个百分点，毛利率继续稳步增长。各线房企三项费用率较 18 年全年均有所回升。2019H1 房地产板块三项费用率为 10.4%，同比略降 0.4 个百分点，较 18 年提升 0.7 个百分点。净利率略有回落。2019H1 板块销售净利率为 13.0%，同比下降 0.7 个百分点，较 18 年全年提升 0.8 个百分点。
- **负债率保持高位，杠杆水平可控。**2019H1 板块整体资产负债率 80.3%，同比提升 0.6 个百分点，较 18 年末提升 0.5 个百分点。2019H1 板块剔除预收账款后的资产负债率为 72.9%，同比提升 0.4 个百分点，较 18 年末下降 0.1 个百分点。从业绩锁定程度看，预收账款增速有所放缓。2019H1 房地产板块预收账款、合同负债同比增长 24.2%，较上年同期下降 13.7 个百分点，较 18 年末下降 9.8 个百分点。
- **政策层面：**首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，各地继续落实因城施策。中央层面，2019 年 7 月 30 日，政治局会议首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，该表述与“房住不炒”的长逻辑一脉相承，意味着全局性宽松不必期待，但不排除因城施策下的局部调整，总体政策较为稳健。地方层面，一城一策、因城施策成为调控主基调，经过 2018 年的大幅调整，2019 年市场趋于平稳，因而新出台的四限政策数量明显减少。
- **土地市场：土地市场量稳价升，溢价率前高后低。**2019 年 1-8 月，全国 300 城市土地供应、成交量同比小幅下降，三线城市土地成交较为惨淡；量稳价升推动土地出让金增速回暖；年初以来，受政策影响，溢价率呈现前高后低走势，流拍率仍然维持在行业低位，5 月后土地市场热度有所下滑。
- **投资建议：**预计 2019 房地产行业销售规模将保持稳态，龙头房企竞争优势进一步凸显，强者恒强，龙头房企市占率和规模提升仍将延续。持续推荐保利地产、万科 A、中南建设、金地集团、蓝光发展、荣盛发展、绿地控股、招商蛇口、华侨城 A；H 股内房企重点推荐旭辉控股集团、中国金茂、金地商置、合景泰富集团、龙光地产、宝龙地产、建发国际集团。
- **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；棚改货币化不达预期。

行业走势



相关研究

- 1、《房地产行业 行业点评：按揭贷款走向利率市场化的起点》2019-08-25
- 2、《房地产行业 行业点评：销售超出预期，投资、开工缓慢下行》2019-08-15
- 3、《房地产行业业绩前瞻：地产板块业绩确定、增速可期》2019-08-04

内容目录

1. 房地产板块 2019 半年报综述	4
1.1. 板块营收提速，板块利润整体稳步上行	4
1.2. 毛利率改善，费率稳定，净利率略有回落	5
1.3. 负债率保持高位，板块杠杆水平可控	7
1.4. 预收账款增速放缓，三线房企增速靓眼	8
2. 政策跟踪：首提“不作为短期刺激经济手段”，一城一策仍是主基调	10
2.1. 中央调控：首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”	10
2.2. 地方政策：一城一策是主基调，目标稳房价、稳销售、稳投资	12
3. 土地市场：土地市场量稳价升，溢价率前高后低	14
3.1. 供需情况：供应小幅下滑，推动成交下行	14
3.2. 量稳价升，推动行业土地出让金增速回暖	15
3.3. 年内溢价率前高后低，流拍率持续低位	16
4. 投资建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 中信房地产板块各线房企营收增速	5
图 2: 中信房地产板块各线房企净利润增速	5
图 3: 中信房地产板块各线房企归母净利润增速	5
图 4: 中信房地产板块各线房企毛利率走势	6
图 5: 中信房地产板块各线房企三项费率走势	6
图 6: TOP100 房企销售金额规模走势 (亿元)	6
图 7: 中信房地产板块各线房企净利率走势	7
图 8: 一线房企 2019H1 销售净利率情况	7
图 9: 中信房地产板块各线房企资产负债率	8
图 10: 中信房地产板块各线房企剔除预收后资产负债率	8
图 11: 中信房地产板块预收账款、合同负债增速	9
图 12: 中信房地产板块预收账款、合同负债与营收比例	9
图 13: 十九届中共中央政治局会议关于房地产行业表述	10
图 14: 全国 300 城全类型土地供应建筑面积 (万平方米)	14
图 15: 全国 300 城住宅类用地供应建筑面积 (万平方米)	14
图 16: 全国 300 城全类型土地成交建筑面积 (万平方米)	14
图 17: 全国 300 城住宅类用地成交建筑面积 (万平方米)	14
图 18: 全国 300 城全类型土地楼面均价 (元/平方米)	16
图 19: 全国 300 城住宅类用地楼面均价 (元/平方米)	16
图 20: 全国 300 城全类型土地溢价率情况	17
图 21: 全国 300 城住宅类用地溢价率情况	17
图 22: 全国 300 城全类型流拍面积 (万平方米) 及流拍率	17
图 23: 全国 300 城住宅类流拍面积 (万平方米) 及流拍率	17
表 1: 中共中央政治局会议关于房地产行业表述	11
表 2: 一城一策、因城施策成为调控主基调	12
表 3: 2016 年以来限购、限售政策出台城市情况	13
表 4: 2019 年 1-8 月全国 300 城土地推出及成交建筑面积	15
表 5: 2019 年 1-8 月全国 300 城土地成交出让金及楼面均价	16
表 6: 全国 300 城全类型土地成交平均溢价率	17
表 7: 全国 300 城全类型土地流拍率	18

1. 房地产板块 2019 半年报综述

由于房地产板块销售至结算具备 2-3 年的滞后期，因此 19H1 当期结转的项目大多为 2016-2017 年预售的项目。2016-2017 年在货币棚改去库存的政策推动，销售景气度仍然保持高位，因此整体来看，2019 年上半年业绩表现仍然较为靓丽。

我们根据 2018 年收入规模将板块公司分为三大类，一线房企、二线房企、三线房企。将板块股票划分为一线房企（营收大于 300 亿元，合计 15 支股票）、二线房企（营收在 50-300 亿元之间，合计 39 支股票）、三线房企（营收小于 50 亿元，合计 91 支股票）。

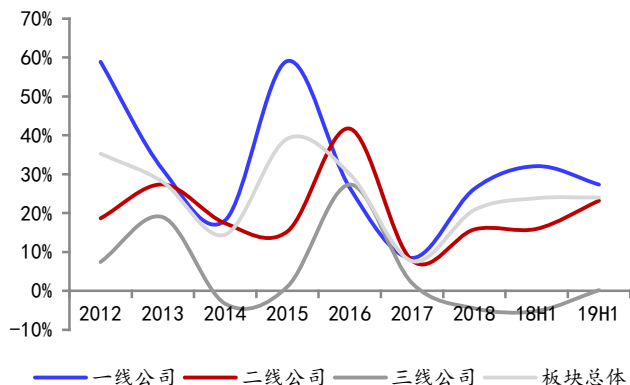
1.1. 板块营收提速，板块利润整体稳步上行

板块营业增速稳中有升：2019H1 房地产板块营业收入同比增长 24.0%，较上年同期提速 0.2 个百分点，较 2018 年末提速 3.2 个百分点。**一线房企营收持续靓丽，二线改善幅度最大，三线较为惨淡：**一、二、三线房企同比分别增长 27.3%、23.2%、0.2%，较上年同期分别提升-4.7 个百分点、+7.3 个百分点、+5.4 个百分点；营收增速出现分化，一线房企增速略有下滑，但表现最为靓丽，增速仍然优于 2018 年全年增速；二线房企边际改善程度最佳，三线房企增速有所改善，但仍然表现惨淡。

业绩增速分化，18H1 高基数下板块净利润仍然稳定上行。2019H1 房地产板块归母净利润同比增长 13.6%，较上年同期下降 24.8 个百分点，主要源于 18H1 业绩增长较为靓丽，基数较高。各线房企业绩维持 18 年势头，继续分化。一、二、三线房企业绩同比分别增长+31.4%、-5.3%、-20.6%，较上年同期分别下降 14.4 个百分点、57.0 个百分点、17.2 个百分点，较 18 年全年分别增长+1.5 个百分点、-12.6 个百分点、+42.7 个百分点。

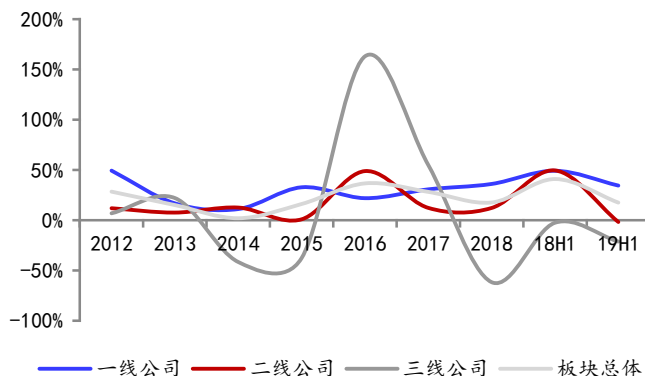
龙头房企上半年业绩普遍超出市场预期，在我们筛选的 15 个一线房企中，11 家房企业绩增速超 30%，具体来看，保利（+53%）、绿地（+48%）、华侨城 A（+40%）、金地集团（+52%）、荣盛发展（+31%）、金科股份（+289%）、中南建设（+41%）、阳光城（+41%）、首开股份（+50%）、泰禾集团（+59%）、蓝光发展（+104%）业绩增速表现十分靓丽。

图 1：中信房地产板块各线房企营收增速



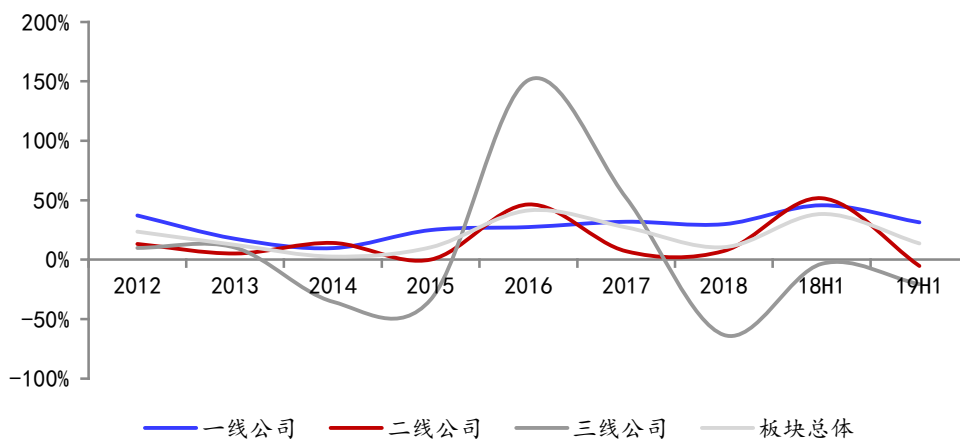
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 2：中信房地产板块各线房企净利润增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 3：中信房地产板块各线房企归母净利润增速



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

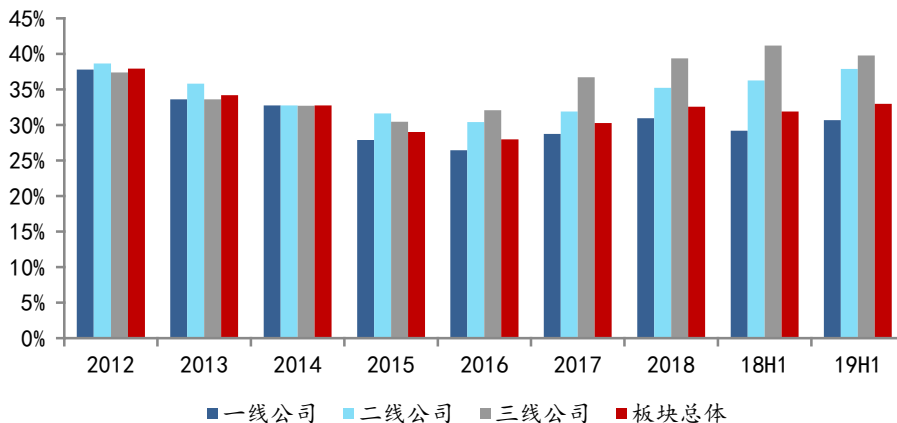
1.2. 毛利率改善，费率稳定，净利率略有回落

板块毛利率有所改善，三线房企毛利率仍处高位。2019H1 房地产板块整体毛利率为 33.0%，同比提升 1.1 个百分点，较 18 年提升 0.4 个百分点，毛利率继续稳步增长。一二线房企毛利率持续改善，分别为 30.6%、37.9%，同比分别提升 1.5 个百分点、1.7 个百分点，较 18 年全年分别下降 0.3 个百分点、提升 2.7 个百分点；三线房企毛利率最高，为 39.7%，高基数下同比下降 1.4 个百分点，较 18 年全年提升 0.4 个百分点。当前房地产板块主要结算项目为 2016-2017 年左右销售的涨价项目，因此板块毛利率仍非常可观。

一线房企中，华侨城 A、首开股份、华夏幸福、金地集团、保利地产、招商蛇口、

新城控股、万科 A 销售毛利率均超过 35%。

图 4：中信房地产板块各线房企毛利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

各线房企三项费用率较 18 年全年均有所回升。2019H1 房地产板块三项费用率为 10.4%，同比略降 0.4 个百分点，较 18 年提升 0.7 个百分点。一、二、三线房企三项费用率分别为 8.5%、14.3%、16.8%，同比分别下降 0.6 个百分点、提升 0.05 个百分点、提升 1.2 个百分点，较 18 年全年分别提升 0.5 个百分点、1.4 个百分点、1.4 个百分点。销售和结转之间存在一定错配，一线房企费率管控最为有效，主要源于龙头公司具备更为丰富的管理能力，且一线公司销售增速放缓明显，而排名在 20-50 名的房企销售增速较高。从房企销售规模来看，尽管 2019 年上半年各线房企销售增速均出现回落，但仍在上行通道。根据 CRIC 公布的百强房企销售排行榜，上半年 TOP10、TOP30、TOP50、TOP100 全口径销售金额增速分别为 9%、11%、13%、14%。

图 5：中信房地产板块各线房企三项费率走势

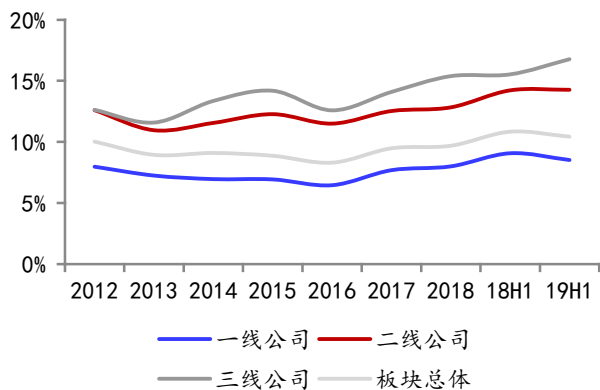
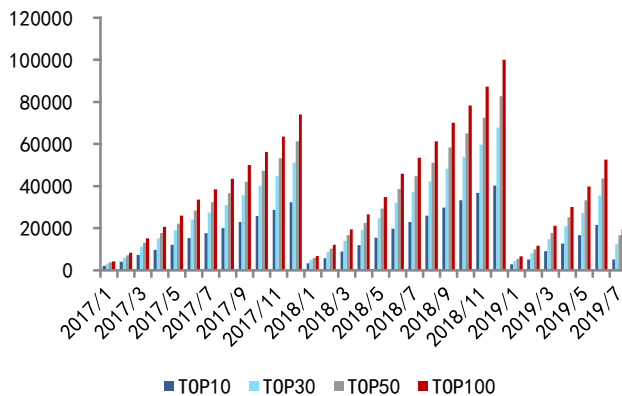


图 6：TOP100 房企销售金额规模走势 (亿元)



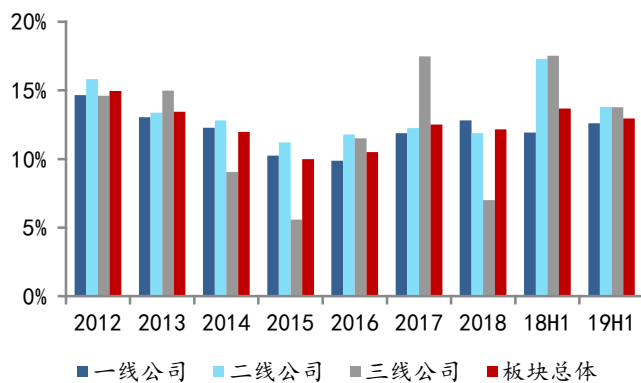
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

数据来源：CRIC，东吴证券研究所

净利率略有回落。2019H1 板块销售净利率为 13.0%，同比下降 0.7 个百分点，较 18 年全年提升 0.8 个百分点。我们认为尽管板块毛利率略有提升，但三项费率由于销售结算周期错配因素持续高位，最终推动板块净利率小幅回落。一线、二线、三线房企销售净利率分别为 12.6%、13.8%、13.8%，同比分别提升+0.7 个百分点、-3.5 个百分点、-3.8 个百分点，较 18 年全年分别提升-0.2 个百分点、+1.9 个百分点，+6.8 个百分点。各线城市中，三线房企净利率最高，主要源于三线城市毛利率表现较为靓丽。

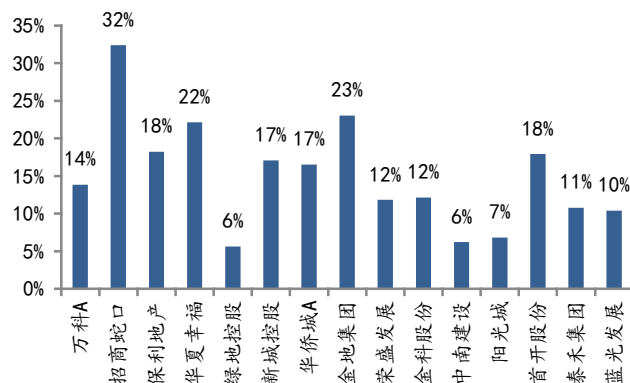
一线房企在盈利能力上仍然有持续优异的表现，且边际有改善迹象，其中招商蛇口、保利地产、华夏幸福、新城控股、华侨城 A、金地集团、首开股份净利率水平平均高于 15%。

图 7：中信房地产板块各线房企净利率走势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 8：一线房企 2019H1 销售净利率情况



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

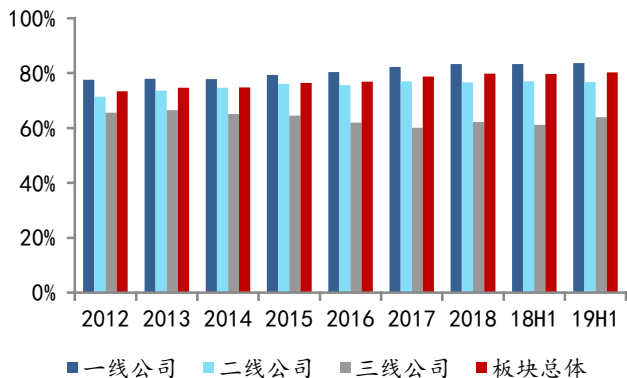
1.3. 负债率保持高位，板块杠杆水平可控

负债率保持高位，杠杆水平可控。2019H1 板块整体资产负债率 80.3%，同比提升 0.6 个百分点，较 18 年末提升 0.5 个百分点。其中，一、二线房企资产负债率仍然远高于三线房企，一、二、三线房企资产负债率分别为 83.7%、76.8%、63.9%，同比分别提升 0.4、下降 0.2、提升 2.7 个百分点，较 18 年末分别提升 0.4 个百分点、0.1 个百分点、1.7 个百分点。2019H1 末资产负债率较高的房企包括：中南建设(91%)、绿地控股(88%)、华夏幸福(88%)、新城控股(87%)等。

2019H1 板块剔除预收账款后的资产负债率为 72.9%，同比提升 0.4 个百分点，较 18 年末下降 0.1 个百分点，一、二、三线房企分别为 75.6%、72.2%、57.5%，同比分别提升 0.2、下降 0.3、上升 2.1 个百分点，较 18 年末分别下降 0.3、下降 0.1、提升 2.1 个

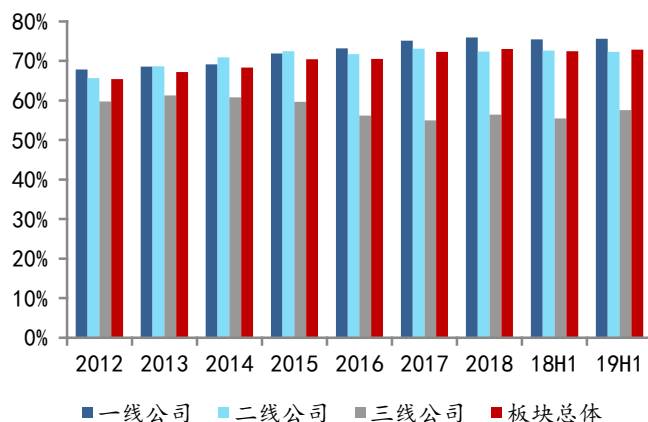
百分点。

图 9：中信房地产板块各线房企资产负债率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 10：中信房地产板块各线房企剔除预收后资产负债率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

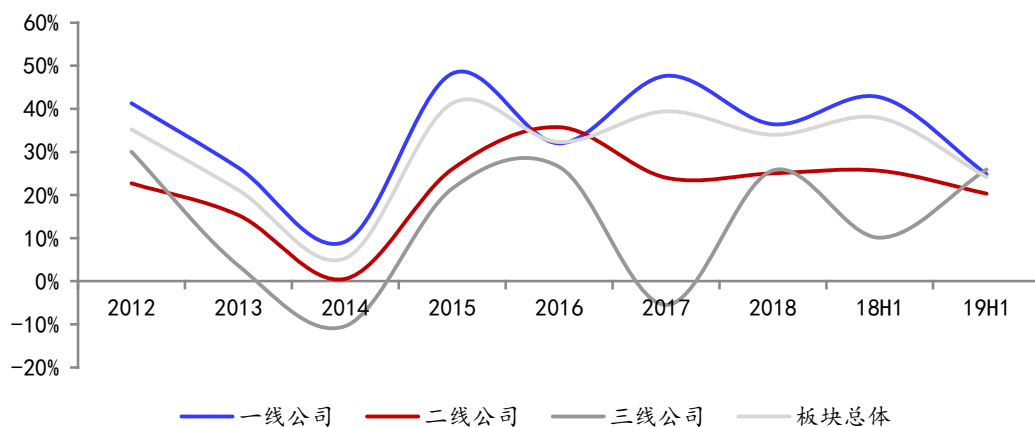
备注：剔除预收后资产负债率=（负债-预收账款）/（资产-预收账款）

1.4. 预收账款增速放缓，三线房企增速靓丽

预收账款增速有所放缓，三线房企预收账款增速最佳。2019H1 房地产板块预收账款、合同负债同比增长 24.2%，较上年同期下降 13.7 个百分点，较 18 年末下降 9.8 个百分点。其中，一、二、三线房企分别增长 24.8%、20.3%、26.0%，较上年同期分别下降 17.9、下降 5.3、提升 15.9 个百分点。在预收账款增速放缓的同时，三线房企表现较为靓丽，预收账款增速超过一线房企。我们认为，这主要和目前房企销售增速有关，中小房企销售规模基数较低，因此增速具备更强弹性，2019 年上半年行业 TOP30-100 房企的销售增速高于 TOP30 销售增速。

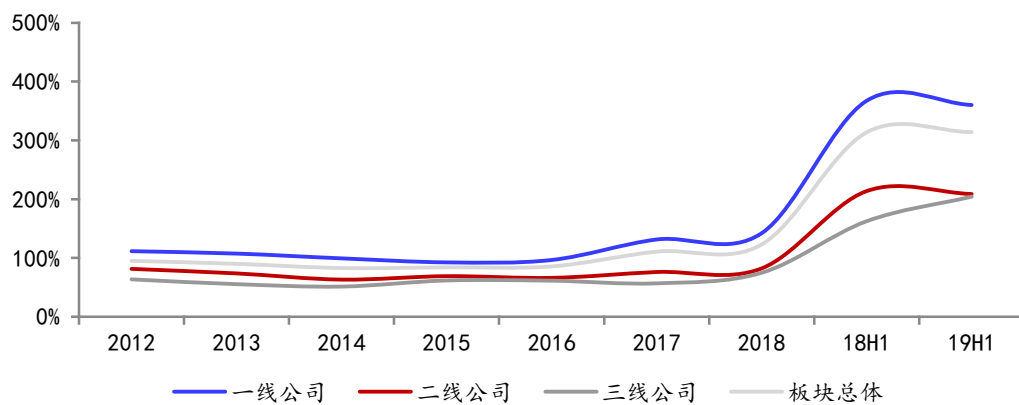
从预收账款对营收的覆盖倍数看，一线房企仍然具备明显优势。2019H1 房地产板块预收账款、合同负债是当期营收的 314%，同比提升 0.4 个百分点；其中一二三线房企覆盖倍数分别为 360%、209%、204%，横向比较，一线房企业绩确定下仍然更强。

图 11: 中信房地产板块预收账款、合同负债增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 中信房地产板块预收账款、合同负债与营收比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 政策跟踪：首提“不作为短期刺激经济手段”，一城一策仍是主基调

2.1. 中央调控：首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”

政治局会议重申“房住不炒”，会议首提的“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。2018年10月政治局会议未提及房地产，提出做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。2019年3月，两会淡化房地产，总理记者招待会全程17个问题，重心放在对外开放、互联网+、民生改善、外交关系等方面，全程未提及房地产，板块政策面有松动迹象。但2019年4月，政治局会议重提房住不炒，提出要落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制；2019年7月30日，政治局会议继续重申“房住不炒”，会议首提的“不将房地产作为短期刺激经济的手段”表述与“房住不炒”的长逻辑一脉相承，意味着全局性宽松不必期待，但不排除因城施策下的局部调整，总体政策较为稳健。

图 13：十九届中共中央政治局会议关于房地产行业表述



数据来源：共产党员网 <http://www.12371.cn/>，东吴证券研究所整理

政治局会议提出要继续落实长效机制，减少政策短期扰动。回顾近十年的中共中央政治局会议，对于房地产着墨颇多，但是关键词是在发展和变迁的。2012-2013年，会议中提到最多的是“调控”；2014年，“城镇化”；2015-2016年，“去库存”；2017年至今，则是“长效机制”。

表 1：中共中央政治局会议关于房地产行业表述

	会议时间	关键词	内容
	2012/12/4	调控	加强房地产市场调控 和住房保障工作
	2013/7/30	城镇化、促进	积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化， 促进房地产市场平稳健康发展
	2013/12/3	调控	做好住房保障和房地产市场 调控 工作
	2014/4/26	棚改	更好运用开发性金融支持 棚户区改造
	2014/6/30	城镇化	要坚持以人为本，着力促进有能力在城镇稳定就业和生活的常住人口有序实现市民化，稳步推进城镇基本公共服务常住人口全覆盖
	2014/7/29	城镇化	落实国家 新型城镇化 规划
十八 届中 共中 央政 治局 会议	2014/12/5	城镇化	推进“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带建设，积极稳妥推进城镇化
	2015/4/30	长效机制	要完善市场环境,盘活存量资产,建立房地产健康发展的 长效机制
	2015/12/14	城镇化、去库存	要 化解房地产库存 ，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求， 稳定房地产市场
	2016/4/29	去库存、调控	要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求， 有序消化房地产库存 ，注重解决区域性、结构性问题， 实行差别化的调控政策
	2016/7/26	去库存	全面落实“去产能、 去库存 、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务 去库存 和补短板的指向要同有序引导城镇化进程和农民工市民化有机结合起来。
	2016/10/28	抑制资产泡沫	注重 抑制资产泡沫 和防范经济金融风险。
	2016/12/9	长效机制	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展 长效机制
	2017/4/25	长效机制	要加快形成促进房地产市场稳定发展的 长效机制
	2017/7/24	长效机制	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立 长效机制
十九 届中 共中 央政 治局 会议	2017/12/8	长效机制	加快住房制度改革和 长效机制 建设
	2018/4/23	健康发展	要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。
	2018/7/31	坚决遏制房价上涨、长效机制	下决心解好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序， 坚决遏制房价上涨 。加快建立促进房地产市场平稳健康发展 长效机制
	2019/4/19	长效调控机制	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好 一城一策、因城施策、城市政府主体责任 的长效调控机制。
	2019/7/30	长效管理机制	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 落实房地产长效管理机制 ， <u>不将房地产作为短期刺激经济的手段</u>

数据来源：共产党员网 <http://www.12371.cn/>，东吴证券研究所整理

2017 年政治局会议中有三次提到加快建设房地产市场/住房“长效机制”，2018 年 7 月提到“加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”，2019 年 4 月提到“落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，此次政治局会议提出落实地产“长效管理机制”。我们认为因城施策、乃至未来房地产税等长效管理机制会对行业产生中长期利好，通过减少政策短期波动带来的干扰，有助于未来优质房地产企业

的经营优势的全面体现，有利于提升龙头房企估值。

2.2. 地方政策：一城一策是主基调，目标稳房价、稳销售、稳投资

从地方政府政策看，一城一策、因城施策成为调控主基调。2019年3月，两会对地方调控从“落实地方主体责任”变成“落实城市主体责任”，与19年1季度中地方两会中高频提及“一城一策”相呼应，未来各城市因城施策、分类指导成为主流。中央放权地方，落实城市主体责任，更强调自主性和能动性。

表 2：一城一策、因城施策成为调控主基调

时间	政策
2016年3月	两会政府工作报告提及：完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求， 因城施策化解房地产库存 ，促进房地产市场平稳运行。
2016年7月	国家发改委就宏观经济运行情况举行发布会，指出 应更加注重分类施策、因城施策，促进市场平稳发展。
2017年3月	两会政府工作报告提及： 因城施策去库存 。目前三、四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，以市场为主满足多层次需求，以政府为主提供基本保障。
2018年3月	两会政府工作报告提及： 因城施策分类指导 ，三四线城市商品住宅去库存取得明显成效，热点城市房价涨势得到控制。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。
2018年7月	中共中央政治局会议决定：“下决心解决好房地产市场问题， 坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期 ，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。”
2018年12月	中央经济工作会议提及：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任 ，完善住房市场体系和住房保障体系。
2019年2月	多地政府工作报告中提出，房地产调控以稳为主，“稳地价、稳房价、稳预期”，“完善住房保障体系”， “一城一策”等成为地方政府工作报告中的关键词。
2019年4月	中共中央政治局再次提及房地产：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019年7月	统筹做好 稳增长 、促改革、调结构、惠民生、防风险、 保稳定 各项工作，促进经济持续健康发展。房地产方面，强调坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 落实房地产长效管理机制 ，不将房地产作为短期刺激经济的手段。（长效机制具体实施原则为一城一策）

数据来源：各政府官网，东吴证券研究所整理

2019年后新出台四限政策明显减少。2019年上半年，月度收紧性政策数呈前低后高、前稳后严的特点。一季度整体政策对乐观预期有所推动（部分城市利率上浮水平有所下降、调整了限价及摇号等不合时宜的政策、保障引进人才购房需求）。然而，政策紧缩程度自4月以来明显加强。特别是近期市场热度较高的西安、苏州分别升级了限购、限售政策。

表 3：2016 年以来限购、限售政策出台城市情况

时间	限售新增或升级	限购新增或升级
2016	1 城 上海（企业限售）	约 15 城 北京、深圳、上海、杭州、南京、成都、苏州、厦门、福州、济南、郑州、东莞、怀来、苏州吴江、昆山等
2017	约 60 个地级市及县市 北京、广州、重庆、杭州、南京、成都、厦门、福州、泉州、西安、长沙、宁波、沈阳、青岛、南昌、郑州、太原、石家庄、长春、南宁、昆明、贵阳、北海、东莞、保定、承德、张家口、威海、东莞、菏泽、聊城、滨州、德州、常州、扬州、台州、嘉兴、绍兴、珠海、惠州、桂林、柳州、岳阳、鄂州、襄阳、张家港	约 67 个地级市及县市+海南、河北 北京、广州、天津、杭州、南京、成都、厦门、西安、长沙、宁波、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、郑州、石家庄、兰州、北海、东莞、佛山、海南及下辖大部分市县、环北京及环雄安大部分市县
2018	约 31 个城市+海南 省：海南； 地级市：上海、深圳、成都、重庆、西安、大连、宁波、沈阳、哈尔滨、长春、丹东、青岛、太原、兰州、昆明、长沙、徐州、贵阳、淄博、三明、宜昌、宁德、普洱、赤峰…… 县级市：福清、德州齐河县、济南济阳县、阜阳阜南县、西双版纳景洪市、临沂沂水县、沧州河间	约 23 个城市+海南 省：海南； 地级市：上海、深圳、南京、成都、长沙、西安、杭州、大连、沈阳、昆明、扬州、青岛、太原、兰州、九江、惠州、宁德、普洱、赤峰、承德； 县级市：惠东县、德州齐河县、沧州河间、湖北利川
2019 M1-8	约 3 个城市 地级市：丹东、苏州、赤峰 县级市：无	约 4 个城市 地级市：海口、丹东、西安、赤峰 县级市：无

数据来源：各政府网站，中指院，东吴证券研究所整理

3. 土地市场：土地市场量稳价升，溢价率前高后低

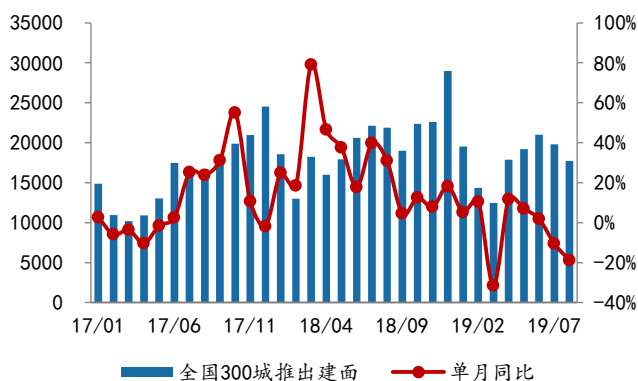
2019年1-8月，全国300城市土地供应、成交量同比小幅下降，三线城市土地成交较为惨淡；量稳价升推动土地出让金增速回暖；年初以来，受政策影响，溢价率呈现前高后低走势，流拍率仍然维持在行业低位，5月后土地市场热度有所下滑。

3.1. 供需情况：供应小幅下滑，推动成交下行

2019年1-8月，全国300个城市共推出土地建筑面积141965万平方米，同比减少4%，其中一、二、三线城市占比分别为3%、41%、56%，同比分别增长37%、8%、-13%；住宅类用地推出建面达69790万平方米，同比增长0.5%，一、二、三线城市占比分别为3%、44%、53%，同比分别增长34%、16%、-11%。

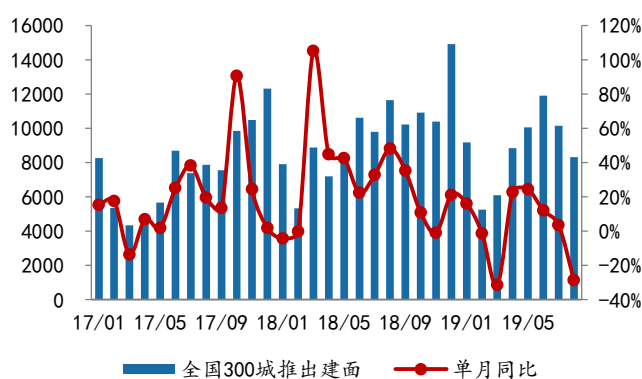
在土地供应面积有所下滑态势下，全类型土地成交规模同比降3%。2019年1-8月，全国300个城市共成交土地建筑面积117767万平方米，同比减少3%，其中一、二、三线城市占比分别为4%、43%、53%，同比分别增长37%、9%、-13%；住宅类用地成交建面达57415万平方米，同比增长1%，一、二、三线城市占比分别为3%、47%、50%，同比分别增长33%、22%、-14%。二三线城市土地出让占比仍然较高，年初以来三线城市土地市场表现惨淡推动全国土地成交表现平平。

图 14: 全国 300 城全类型土地供应建筑面积 (万平米)



数据来源：中指院，东吴证券研究所

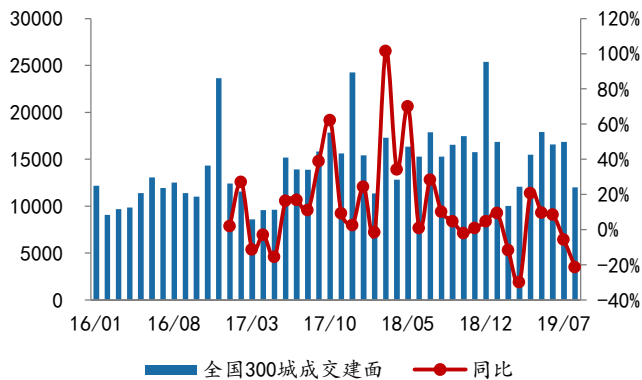
图 15: 全国 300 城住宅类用地供应建筑面积 (万平米)



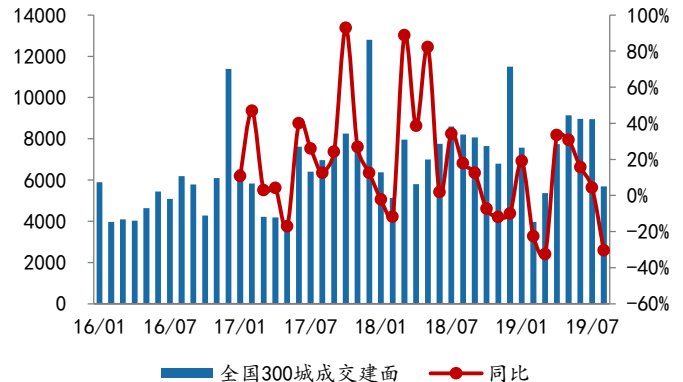
数据来源：中指院，东吴证券研究所

图 16: 全国 300 城全类型土地成交建筑面积 (万平米)

图 17: 全国 300 城住宅类用地成交建筑面积 (万平米)



数据来源：中指院，东吴证券研究所



数据来源：中指院，东吴证券研究所

表 4：2019 年 1-8 月全国 300 城土地推出及成交建筑面积

	全国	一线城市	二线城市	三线城市
全类型推出建面 (万平方米)	141965	4869	57834	79263
同比	-4.3%	37.2%	8.2%	-13.2%
占比	100%	3%	41%	56%
住宅用地推出建面 (万平方米)	69790	1921	30596	37273
同比	0.5%	33.8%	15.9%	-10.5%
占比	100%	3%	44%	53%
全类型成交建面 (万平方米)	117767	4538	50452	62777
同比	-3.2%	36.7%	9.4%	-13.1%
占比	100%	4%	43%	53%
全类型批售比	121%	107%	115%	126%
住宅用地成交建面 (万平方米)	57415	1683	26882	28850
同比	1.1%	32.7%	21.9%	-13.9%
占比	100%	3%	47%	50%
住宅用地批售比	122%	114%	114%	129%

数据来源：中指院，东吴证券研究所

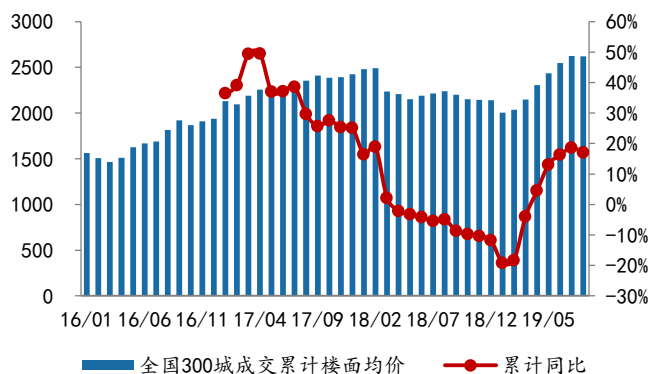
3.2. 量稳价升，推动行业土地出让金增速回暖

2019 年 1-8 月，全国 300 个城市土地出让金总额为 30857 亿元，同比增长 13%；其中一、二、三线城市土地出让金分别为 3217、17439、10201 亿元，同比分别增长 16%、27%、-5%。住宅用地出让金总额为 26532 亿元，同比增长 19%，其中一、二、三线城市土地出让金分别为 2581、15439、8511 亿元，同比分别增长 44%、33%、-5%。

在成交面积企稳背景下，土地成交楼面均价有所回升，二三线城市住宅成交楼面价增长靓丽。2019 年 1-8 月，全国 300 个城市成交楼面均价为 2620 元/平方米，同比增长 17%；其中一、二、三线城市土地楼面均价分别为 7089、3457、1625 元/平方米，同比分

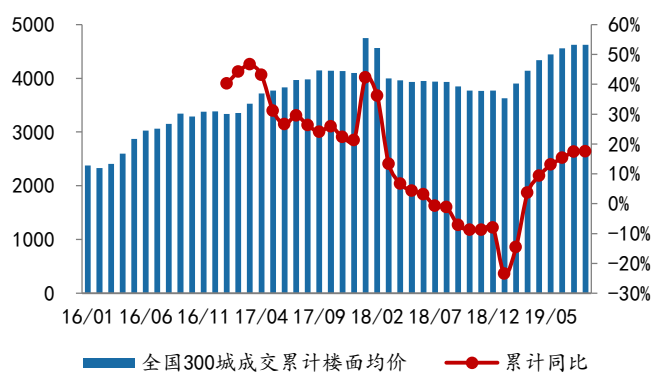
别增长-15%、16%、10%。住宅用地成交楼面均价为 4621 元/平方米，同比增长 18%；其中一、二、三线城市土地成交楼面均价分别为 15340、5743、2950 元/平米，同比分别增长 8%、9%、10%。

图 18: 全国 300 城全类型土地楼面均价 (元/平米)



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图 19: 全国 300 城住宅类用地楼面均价 (元/平米)



数据来源：中指院，东吴证券研究所

表 5: 2019 年 1-8 月全国 300 城土地成交出让金及楼面均价

	全国	一线城市	二线城市	三线城市
全类型成交出让金 (亿元)	30857	3217	17439	10201
同比	13%	16%	27%	-5%
全类型楼面均价 (元/平米)	2620	7089	3457	1625
同比	17%	-15%	16%	10%
宅地成交出让金 (亿元)	26532	2581	15439	8511
同比	19%	44%	33%	-5%
宅地楼面均价 (元/平米)	4621	15340	5743	2950
同比	18%	8%	9%	10%

数据来源：中指院，东吴证券研究所

3.3. 年内溢价率前高后低，流拍率持续低位

2019 年 1-8 月，全国 300 个城市全类型土地溢价率 16%，较 2018 年全年提升 3 个百分点；其中住宅类用地平均溢价率 18%，较 2018 年全年提升 4 个百分点。年初以来，土地市场溢价率呈现前高后低走势，1-8 月全类型一、二、三线城市溢价率分别为 10%、16%、19%，较 2018 年全年分别增长 4 个百分点、4 个百分点、2 个百分点。从单月数据看，8 月 300 个城市全类型土地溢价率仅 9%，一、二、三线城市溢价率分别仅 1%、7%、16%，较 7 月环比下降 3 个百分点、6 个百分点、3 个百分点。

流拍率低位徘徊。2019 年 1-8 月，全国 300 个城市土地流拍率仅 1%，较 2018 年末

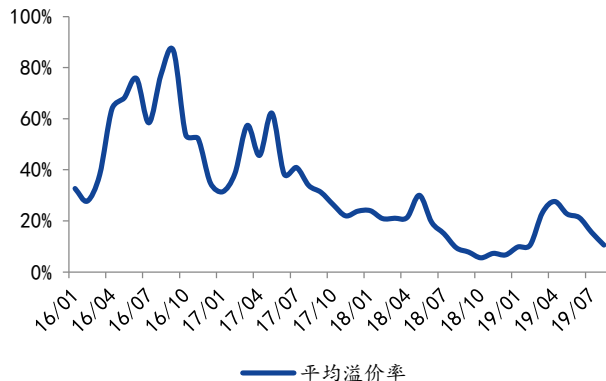
下降 8 个百分点；一、二、三线城市流拍率分别为 0%、1%、1%，较 2018 年末分别下降 3 个百分点、6 个百分点、9 个百分点。

图 20：全国 300 城全类型土地溢价率情况



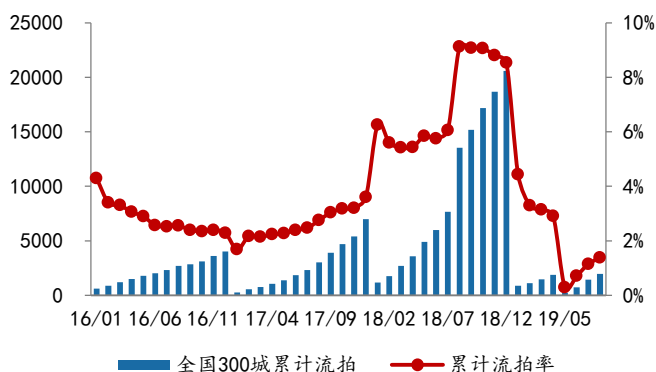
数据来源：中指院，东吴证券研究所

图 21：全国 300 城住宅类用地溢价率情况



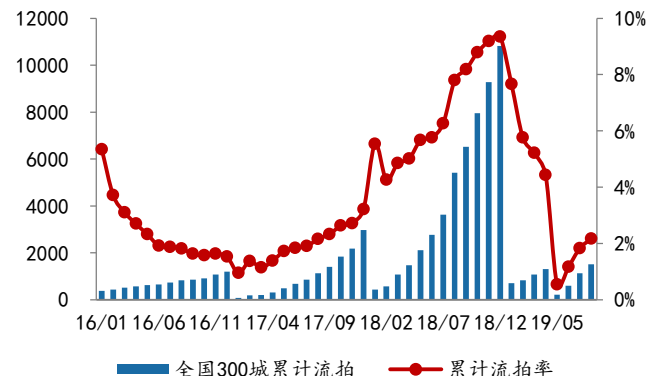
数据来源：中指院，东吴证券研究所

图 22：全国 300 城全类型流拍面积（万平方米）及流拍率



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图 23：全国 300 城住宅地流拍面积（万平方米）及流拍率



数据来源：中指院，东吴证券研究所

表 6：全国 300 城全类型土地成交平均溢价率

	全国	一线城市	二线城市	三线城市
2016 年	43.18%	44.44%	51.37%	25.96%
2017 年	28.78%	13.97%	27.88%	39.04%
2018 年	13.14%	6.31%	12.05%	17.29%
2019M1-8	16.47%	9.94%	16.38%	18.83%

数据来源：中指院，东吴证券研究所

表 7：全国 300 城全类型土地流拍率

	全国	一线城市	二线城市	三线城市
2016 年	2%	2%	4%	1%
2017 年	4%	1%	4%	3%
2018 年	9%	3%	7%	10%
2019M1-8	1%	0%	1%	1%

数据来源：中指院，东吴证券研究所

4. 投资建议

预计 2019 房地产行业销售规模将保持稳态，龙头房企竞争优势进一步凸显，强者恒强，龙头房企市占率和规模提升仍将延续。持续推荐保利地产、万科 A、荣盛发展、中南建设、绿地控股、新城控股、金地集团、招商蛇口、蓝光发展；内房股重点推荐旭辉控股集团、金地商置、中国金茂、合景泰富集团、龙光地产、融信中国。

5. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

