

房地产行业

头部房企坚定走量，表外融资规模下滑

行业评级

买入

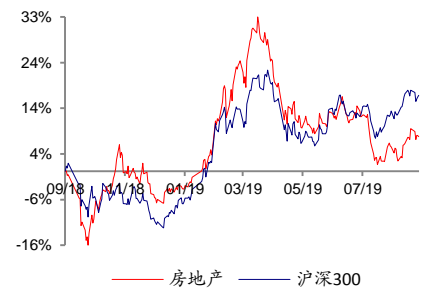
前次评级

买入

报告日期

2019-09-23

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:中西部表现依旧 2019-09-22
突出，土地降温仍在持续

房地产行业:销售增速再超预期 2019-09-20
期，到位资金增速回落

房地产行业:悲观预期缓解， 2019-09-15
看好板块投资价值

联系人:

邢莘 021-60750620

xingshen@gf.com.cn

核心观点:

● 房企销售：头部房企坚定走量，价格连降体现市场压力

8月重点跟踪房企销售金额同比增长21.9%，增速较7月扩大8.4pct，增速较百强房企及统计局明显加快，年初以来首次与百强房企系销售金额增速相差超过10pct。面积增长的同时，8月重点跟踪房企销售均价同比下降2.0%，环比下降1.2%，销售均价在7月明显下滑（同比-6.9%、环比-0.8%）的基础上进一步下降，其中龙头房企降幅更大，以价换量的决心及成效更为明显。

● 房企拿地：万科保持较高拿地强度，部分房企暂缓拿地

受市场全面降温影响，8月上市房企拿地金额环比下降34%，同比下降20%，拿地金额/销售金额下降至39%，一二线房企拿地力度回落至51%，三四线房企维持低位（22%）。拿地变化有三个趋势：1)出让底价（土地质量）没有下滑的情况下，部分房企暂缓拿地；2)上半年拿地谨慎的万科A维持较高的拿地力度；3)8月房企拿地平均毛利率32%，维持稳定。

● 房企融资：表外融资规模下滑，成本相对稳定

资金面，一方面房地产市场资金面管控仍持续进行，8月初银保监会下发“64号文”抑制土地投资的同时对中小房企融资有一定影响，另一方面，央行降准有助于缓解前期资金面压力。从数据来看，8月A股房企债权融资规模533亿元，同比下降14%。各渠道来看，信用债、非标融资规模同比分别下降41%、45%，根据用益信托网数据，8月房地产行业信托融资规模616亿元，同比下降17%，8月A股无海外债发行，H股发行规模70亿人民币，环比下降80%，同比下降19%，表外融资规模持续回落。融资成本维持稳定（境内债权融资5.2%，海外债融资成本6.7%），头部企业信用债成本边际改善。

● 房企估值：龙头房企股价普涨，估值小幅回升

本月A股申万房地产板块指数对收益为1.4%，相对收益为-2.7%。H股方面，恒生地产类指数绝对收益为-2.7%相对收益为-3.3%。受大盘及业绩影响，9月初以来我们重点关注的15支A股均出现不同程度的上涨，14支H股中也有12支呈上涨态势，A股涨幅居前为中南建设、蓝光发展，月涨幅分别为13.1%、10.2%，H股中旭辉控股集团、世茂房地产则以10.4%、10.1%的增幅领涨。

● 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

股票简称	股票代码	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	26.15	2019/08/26	买入	39.60	3.56	4.07	7.51	6.57	6.59	7.49	19.9%	18.5%
招商蛇口	001979.SZ	人民币	19.57	2019/03/19	买入	29.80	2.29	2.57	8.55	7.62	8.98	8.33	21.0%	19.1%
华夏幸福	600340.SH	人民币	27.08	2019/08/18	买入	36.99	4.93	6.03	5.49	4.49	8.21	7.76	29.0%	26.2%
华侨城 A	000069.SZ	人民币	6.95	2018/11/01	买入	-	1.33	1.42	5.21	4.88	5.77	5.46	15.0%	13.8%
荣盛发展	002146.SZ	人民币	8.41	2019/08/17	买入	13.52	2.25	2.48	3.73	3.40	2.14	0.17	22.6%	19.9%
金科股份	000656.SZ	人民币	6.88	2019/08/16	买入	7.26	0.97	1.16	7.11	5.92	17.69	22.80	18.8%	18.4%
中南建设	000961.SZ	人民币	8.05	2019/08/28	买入	10.78	1.13	1.94	7.11	4.15	4.41	4.33	20.3%	25.9%
阳光城	000671.SZ	人民币	5.98	2019/08/04	买入	8.89	0.94	1.25	6.39	4.77	10.70	8.40	18.0%	19.5%
蓝光发展	600466.SH	人民币	6.17	2019/09/02	买入	10.04	1.11	1.72	5.54	3.60	11.00	11.78	22.6%	25.8%
华发股份	600325.SH	人民币	7.17	2019/09/09	买入	10.50	1.40	1.90	5.11	3.77	18.18	11.87	20.0%	21.3%
新湖中宝	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	16.14	2019/09/02	买入	19.86	0.92	1.04	17.48	15.59	7.75	6.88	11.8%	11.7%
金融街	000402.SZ	人民币	7.74	2019/08/12	买入	10.31	1.29	1.47	6.01	5.26	12.81	10.65	10.9%	11.1%
碧桂园	02007.HK	港币	9.98	2019/09/18	买入	16.03	1.93	2.26	4.67	3.99	3.30	2.89	25.6%	23.1%
融创中国	01918.HK	港币	31.80	2019/09/06	买入	54.70	5.28	7.00	5.47	4.12	8.35	4.98	27.2%	26.5%
旭辉控股集团	00884.HK	港币	4.59	2019/08/18	买入	6.16	0.91	1.13	4.62	3.71	3.70	2.80	21.6%	21.2%
万科企业	02202.HK	港币	27.50	2019/08/26	买入	38.70	3.48	3.98	7.13	6.24	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：头部房企坚定走量，价格连降体现市场压力.....	6
市场概况：龙头房企价格降幅明显，市场压力边际提升.....	6
房企概况：五强房企下半年销售发力，中海、金茂表现亮眼.....	11
房企拿地：万科保持较高拿地强度，部分房企暂停拿地.....	15
房企融资：各渠道融资规模下滑，成本相对稳定.....	23
融资综述：资金面管控仍持续进行，降准缓解资金压力.....	23
各融资渠道分析：8月信用债、非标、海外债融资规模均明显下滑.....	25
房企估值：龙头房企股价普涨，估值小幅回升.....	30

图表索引

图 1：统计局、百强房企及跟踪房企 8 月单月销售金额增速.....	6
图 2：统计局、35 重点城市及重点跟踪房企 8 月销售面积增速.....	7
图 3：各口径下房企销售均价增速（%）.....	7
图 4：重点跟踪房企金额增速贡献对比.....	7
图 5：重点跟踪房企销售计划完成情况.....	8
图 6：2019 年 1-8 月各层级房企销售金额贡献拆分.....	8
图 7：龙头及成长型房企销售规模增速变化趋势.....	8
图 8：龙头房企销售规模增速拆分.....	9
图 9：成长型房企销售规模增速.....	9
图 10：重点跟踪房企及龙头房企销售均价及金额增速变动关系.....	10
图 11：销售均价分段房企销售金额增速表现.....	11
图 12：部分上市房企 8 月单月销售金额（亿元）及增速.....	12
图 13：部分上市房企 8 月及历史增速对比.....	12
图 14：部分上市房企 1-8 月累计销售金额增速拆分（%）.....	13
图 15：部分上市房企目标完成率及历史同期目标完成情况（%）.....	14
图 16：中指院 300 城商住用地及 13 个房企拿地金额增速.....	15
图 17：中指院 300 城商住用地及 13 个房企拿地楼面价（元/平）.....	15
图 18：13 个房企拿地金额占 300 城商住用地出让金比例.....	16
图 19：13 家房企月均拿地金额（亿元）.....	16
图 20：TOP30 房企 1-8 月拿地金额及 8 月单月拿地金额同比增速.....	17
图 21：TOP30 房企 19 年 1-8 月累计拿地规模及销售规模（亿元）.....	17
图 22：分线房企拿地力度（拿地金额/销售金额）.....	18
图 23：13 个房企拿地力度（拿地金额/销售金额）.....	18
图 24：近两年 13 个房企拿地力度对比（拿地金额/销售金额）.....	19
图 25：13 个房企长三角及珠三角拿地建面占比.....	20

图 26: 13 个房企一二线拿地建面占比	20
图 27: 13 个房企拿地建面区域分布	20
图 28: 13 个房企新进入城市数量以及新进入城市土地投资占比	21
图 29: 样本房企拿地静态毛利率	21
图 30: 一二线及三四线房企拿地静态毛利率	21
图 31: 13 个房企新进入城市及已布局城市拿地毛利率情况	22
图 32: A 股房企债权融资、到期及净融资规模 (亿元)	24
图 33: A 股房企债权融资结构拆分	24
图 34: 8 月融资规模结构与近半年平均对比	25
图 35: 境内债权融资平均融资成本	25
图 36: A 股房企信用债单月融资规模及年内月均规模 (亿元)	26
图 37: 全样本信用债发行成本及利差	26
图 38: 8 月及近半年信用债平均融资成本对比	26
图 39: A 股非标融资单月规模及同比	27
图 40: A 股非标融资结构	27
图 41: 房地产信托发行规模及增速	27
图 42: 房地产信托成立规模及增速	27
图 43: 内房股海外债融资单月规模及同比	28
图 44: 内房股海外债融资结构 (亿元, 按主体区分)	28
图 45: 内房股海外债利率	28
图 46: 房股海外债利率 (按评级分类)	28
图 47: 本月 A 股主流房企股价月涨跌幅(08.21-09.20)	30
图 48: 本月 H 股主流房企股价月涨跌幅(08.21-09.20)	30
图 49: 9 月 A 股主流房企股价月涨跌幅(09.01-09.20)	31
图 50: 9 月 H 股主流房企股价月涨跌幅(09.01-09.20)	31
图 51: A 股及 H 股龙头房企 PE (TTM)	32
图 52: A 股及 H 股龙头房企 PE (动态)	33
图 53: A 股及 H 股龙头房企 NAV 折价情况	33
图 54: A 股主流房企动态 PE 估值变化 (截至 09.20)	34
图 55: H 股主流房企动态 PE 估值变化 (截至 09.20)	34
表 1: 按规模分类房企销售金额增速及其构成	9
表 2: 按价格段划分房企销售金额增长的贡献拆分	11
表 3: 部分重点跟踪房企 8 月销售情况	13
表 4: 不同口径房企拿地金额及面积对比	16
表 5: 13 个房企历年拿地力度对比 (拿地金额/销售金额)	18
表 6: 13 个房企拿地金额权益比例	19
表 7: 土地储备货值分布及截至 19 年 8 月货值测算	22
表 8: 8 月以来资金面政策一览	23
表 9: 内房股 8 月信用债发行融资成本对比	26
表 10: 内房股美元债相同主体间的利率变化对照	28
表 11: 公告整理房企债权融资规模及成本	29

表 12: A 股及 H 股房地产板块及主流房地产公司股价表现情况.....	31
表 13: 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)	34
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汇总	35

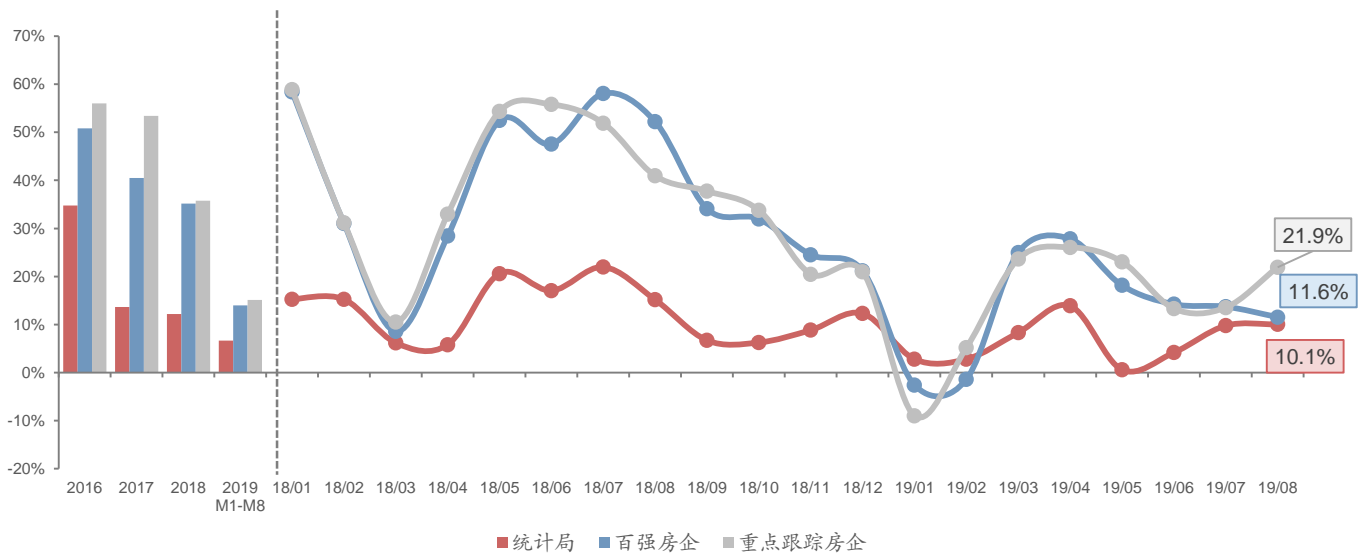
房企销售：头部房企坚定走量，价格连降体现市场压力

市场概况：龙头房企价格降幅明显，市场压力边际提升

销售金额方面，从广发地产小组跟踪的46家重点跟踪上市房企公布的数据来看，8月重点跟踪房企实现销售金额6753亿元，同比增长21.9%，增速较7月扩大8.4pct。1-8月重点跟踪房企累计实现销售金额5.26万亿，同比增长15.1%，增速较1-7月扩大0.9pct，对应市场占有率为55.1%，较18年末提升6.7pct。7月、8月均为房地产销售淡季，但7月以来重点跟踪房企持续加大推盘，8月销售绝对规模及相对增速均有所提升。

自与前期相比，8月重点跟踪房企与百强房企及市场趋势发生了较为明显的分化，8月百强房企单月同比增长11.6%，统计局口径销售金额同比增长10.1%，而8月重点跟踪房企增速明显加快，年初以来首次与百强房企系销售金额增速相差超过10pct。在市场景气度边际下滑、融资监管趋紧的情况下，重点房企尤其是头部房企表现出更为明显的相对优势，市场资源更加向头部集中。

图1：统计局、百强房企及跟踪房企8月单月销售金额增速

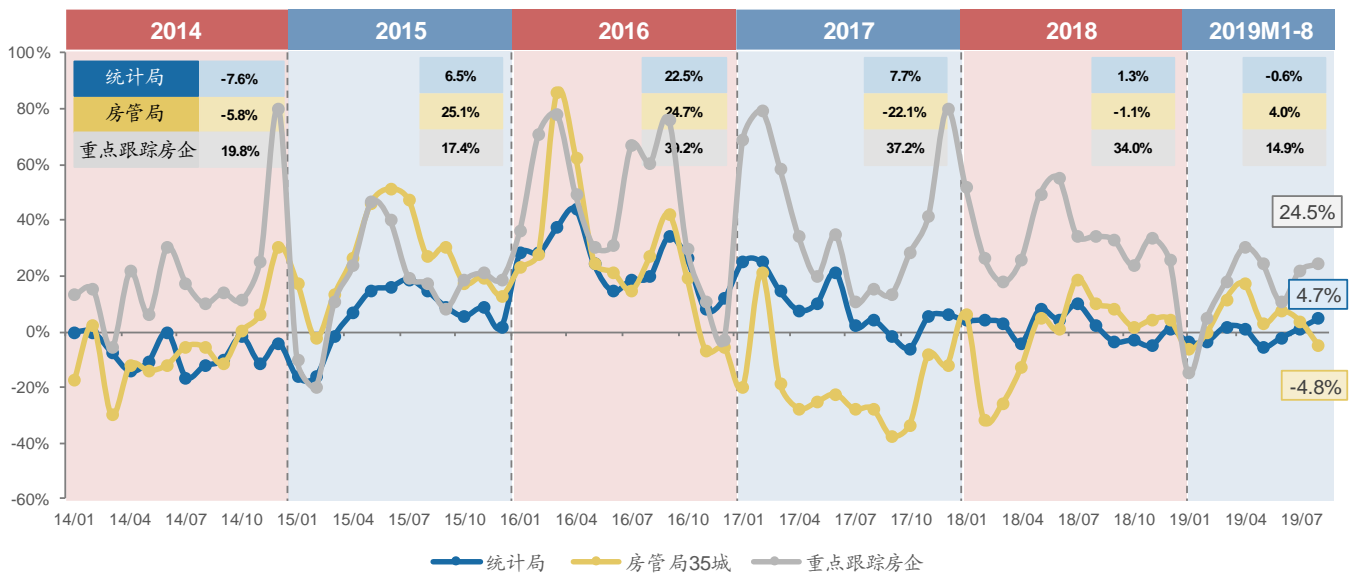


数据来源：公司公告，克而瑞，统计局，广发证券发展研究中心

从面积口径来看，46个重点跟踪上市房企2019年8月销售面积同比增长24.5%，增速较7月扩大2.5pct，1-7月累计销售面积同比增长14.9%，增速较1-6月扩大1.3pct。

更长维度来看，自17年起多数月份重点跟踪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，但自7月以来，主流房企密集推盘下销售增速重新拉开与整体市场及一二线重点城市的差距。然而从去化率来看，整体市场及重点房企去化率均稳中有降，尽管销售仍保持较高增速，市场景气度表现出边际下行的趋势。

图2: 统计局、35重点城市及重点跟踪房企8月销售面积增速

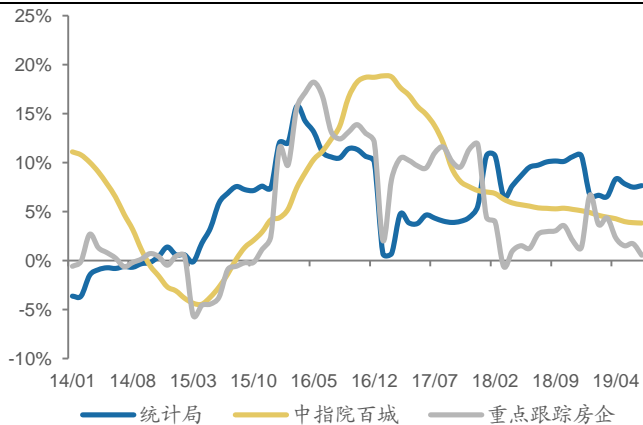


数据来源: 公司公告, 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

销售金额及销售面积之间的增速差反映的是销售均价的下行, 2019年8月重点跟踪房企销售均价为13636元/平, 同比下降2.0%, 环比下降1.2%, 销售均价在7月明显下滑(同比-6.9%、环比-0.8%)的基础上进一步下降。随着地产行业融资渠道收紧, 房地产企业普遍选择加大推货力度实现销售回款, 维持公司现金流持续性, 7月以来房企销售金额与面积之间的增速差日趋明显, 以价换量的特征在各层级房企中均有所体现。

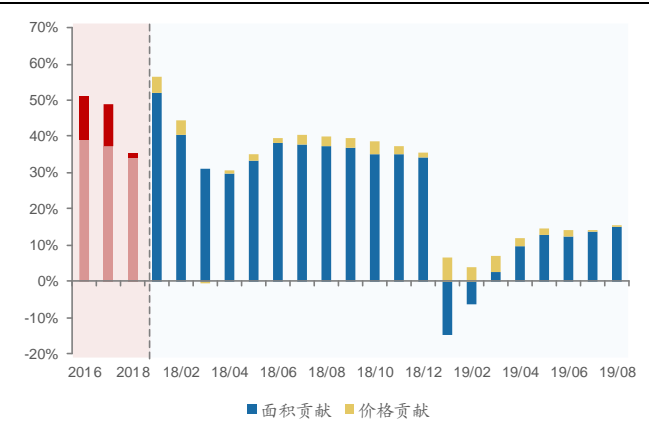
从销售金额增速贡献因素来看, 19年以来统计局商品房销售金额增长完全来自于均价增长的贡献, 而我们所跟踪的46家上市房企的规模增长更多来自于销售面积的扩张, 整体价格依然是正贡献, 但增速自3月以来逐月收窄, 至8月均价对整体销售规模增长的贡献仅为0.2%, 从17年以来支撑头部公司规模增长的还是来自运营销售体量的提升, 而这一特征自7月以来愈发明显。

图3: 各口径下房企销售均价增速 (%)



数据来源: 统计局, 公司公告, 中指院, 广发证券发展研究中心

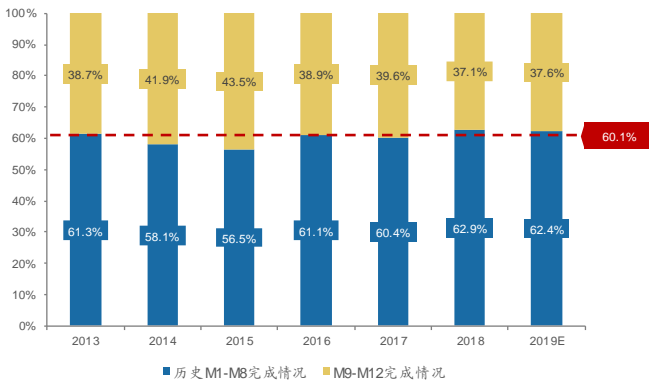
图4: 重点跟踪房企金额增速贡献对比



数据来源: 统计局, 公司公告, 广发证券发展研究中心

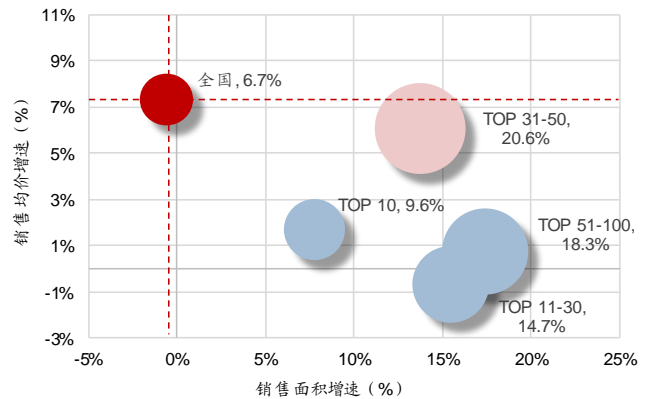
从整体销售进度来看，根据公布销售计划的上市房企数据计算，截至2019年8月，34家公布销售目标的上市房企平均全年销售计划完成率为62.4%，略低于18年同期完成率，但高于以前年度的平均完成水平，房企本年度销售计划完成情况基本符合预期。考虑下半年市场走势，行业整体大概率可以完成全年销售计划，但一定程度上需要市场去化配合。

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

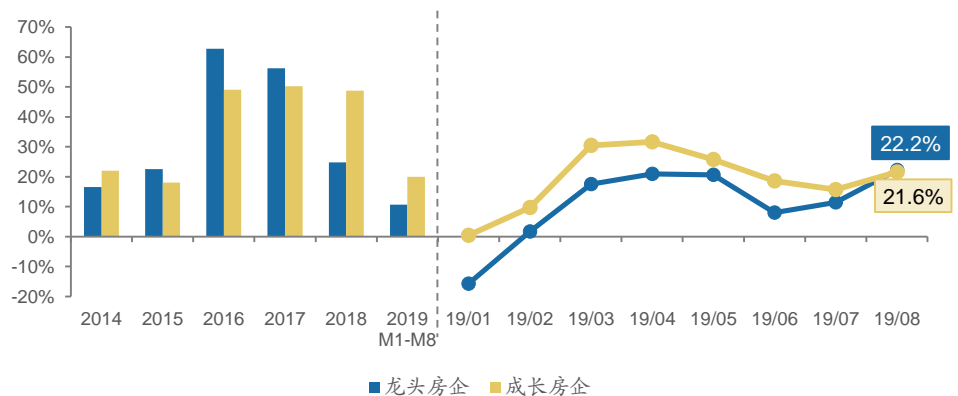
图6：2019年1-8月各层级房企销售金额贡献拆分



数据来源：统计局，克而瑞，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1-8月增速最快的仍是31-50名的企业，基本上呈量价齐升的态势。在8月高增速带动下重点跟踪房企重新超越百强平均水平。其中，龙头房企19年8月单月销售金额增速为22.2%，成长型企业则为21.6%，增速涨幅分别较7月扩大10.8pct、5.9pct，自18年初以来龙头房企首次单月增速超过成长型房企。

图7：龙头及成长型房企销售规模增速变化趋势



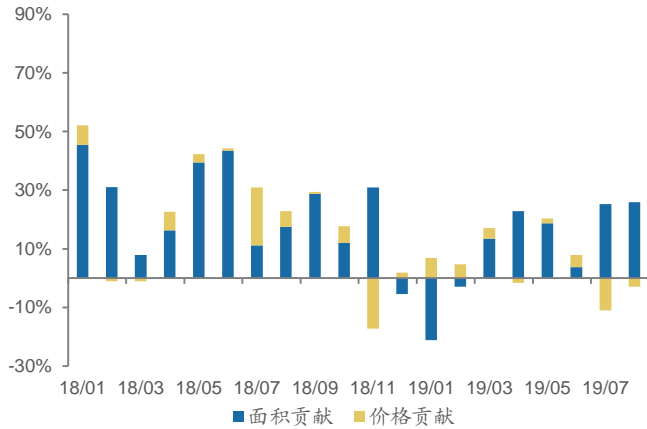
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

备注：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，成长房企为其他 36 家公告销售数据的企业

而从增长贡献拆分来看，19年8月龙头房企及成长型房企均呈现出量增价减的特征，其中龙头房企销售均价同比下降2.9%，成长型房企同比下降1.0%，此外，考虑

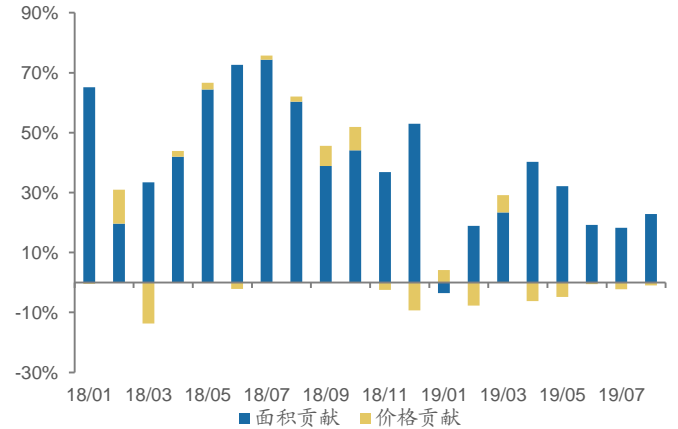
到7月龙头房企销售均价同比降幅为11.0%，远超过成长型房企降幅2.2%，在市场景气度边际下行，龙头房企以价换量的决心及成效更为明显。

图8: 龙头房企销售规模增速拆分



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图9: 成长型房企销售规模增速



数据来源: 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

从年度累计数据来看, 18年以来成长型企业始终维持优于龙头房企的增长表现, 而这一趋势在19年延续了下去。19年1-8月, 龙头房企累计销售金额同比增速为10.7%, 成长型房企整体则为20.0%。成长型房企仍持续保持规模增长优势, 但与龙头房企之间的增速差近2个月有所收窄。

表1: 按规模分类房企销售金额增速及其构成

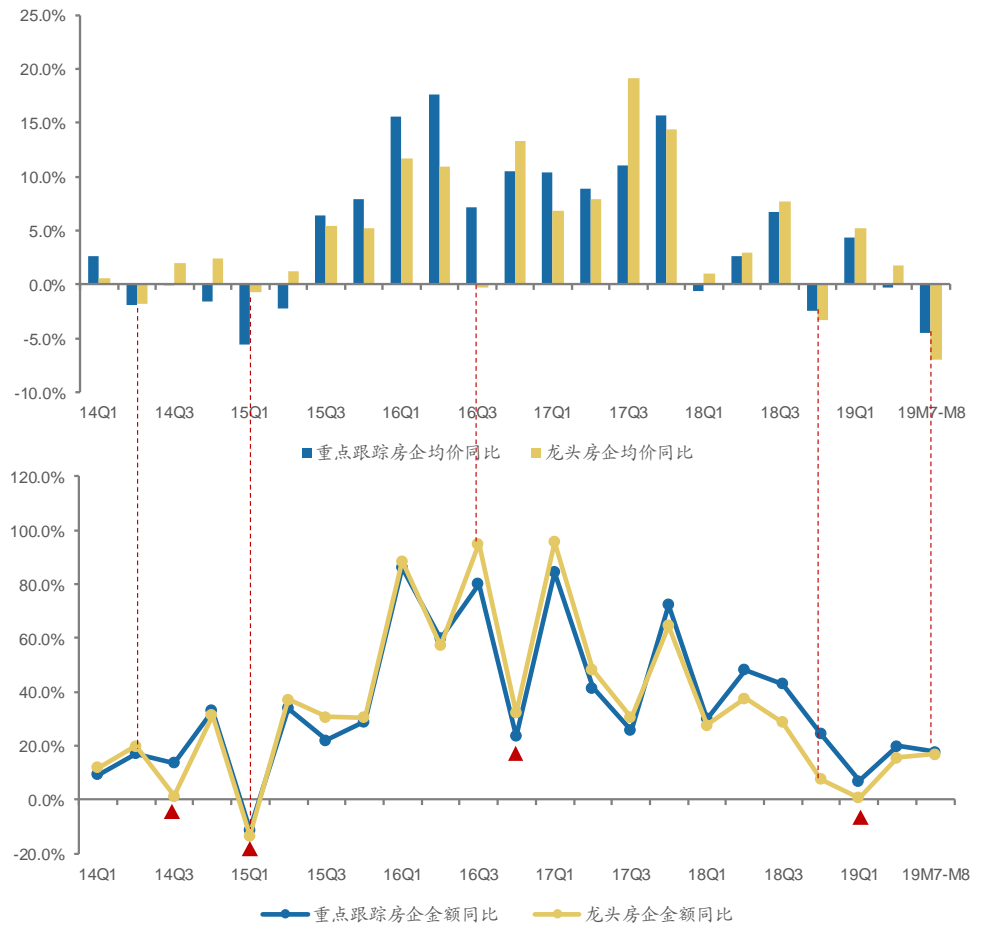
分类	金额增速		面积增速		价格增速	
	龙头房企	成长房企	龙头房企	成长房企	龙头房企	成长房企
2014	16.6%	22.1%	15.6%	25.1%	0.9%	-2.4%
2015	22.6%	18.1%	18.8%	15.8%	3.2%	1.9%
2016	62.8%	49.0%	50.4%	26.3%	8.3%	18.0%
2017	56.2%	50.3%	38.8%	34.9%	12.5%	11.4%
2018	24.8%	48.7%	22.6%	50.2%	1.7%	-1.0%
2019M1-M8	10.7%	20.0%	9.7%	21.7%	0.9%	-1.4%
19/01	-15.8%	0.4%	-21.2%	-3.6%	6.9%	4.1%
19/02	1.7%	9.7%	-2.9%	18.8%	4.7%	-7.7%
19/03	17.5%	30.5%	13.4%	23.3%	3.6%	5.8%
19/04	20.9%	31.6%	22.9%	40.3%	-1.6%	-6.2%
19/05	20.6%	25.7%	18.7%	32.1%	1.6%	-4.8%
19/06	8.0%	18.6%	3.7%	19.2%	4.2%	-0.5%
19/07	11.4%	15.7%	25.2%	18.3%	-11.0%	-2.2%
19/08	22.2%	21.6%	25.9%	22.8%	-2.9%	-1.0%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从历史销售数据来看, 自14年以来, 每次龙头公司价格同比下滑都对应市场销售遭遇困难的时期, 例如14Q2、15Q1、16Q3和18Q4, 龙头房企销售均价分别同

比下降1.8%、0.7%、0.3%和3.3%，对应当季度或者下一季度销售金额同比均出现较为明显的下降。19年7-8月销售龙头房企销售均价同比下降7.0%，降幅超过历史最大降幅，未来数月销售金额变化有待观察。

图10: 重点跟踪房企及龙头房企销售均价及金额增速变动关系

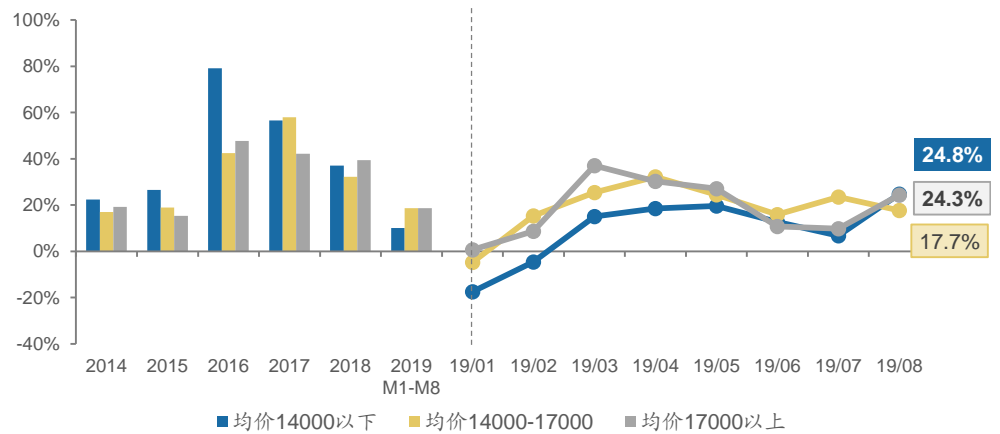


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

分价格区间来看, 销售均价在14000元/平以下房企8月单月销售金额同比增长24.8%, 均价为14000至17000元/平区间的房企增速为17.7%, 而均价超过17000元/平的房企7月单月增速为24.3%, 除中等均价房企外, 整体增速较7月均有回升。从累计增速来看, 截至19年8月, 各类型房企累计销售金额增速较18年均有所下降, 低均价、中等均价及高均价房企降幅分别为27.0pct、13.7pct及20.7pct, 中等均价房企及高均价房企降幅相对更低, 这与一二线城市市场普遍回暖相关, 其中中等均价企业更多的是在全国范围内均衡布局, 并且以刚需刚改产品为主的企业, 因此更加广泛的需求助推中等均价房企稳步持续增长。

从销售规模贡献因素来看, 8月三类房企均表现出量增价减的特征, 其中高价房企7月、8月单月销售均价分别同比下滑15.7%、2.9%, 降幅远超低均价及中等均价房企, 在资金面收紧情况下高价房企更有空间进行以价换量的销售策略。

图11: 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	22.4%	17.0%	19.2%	22.7%	15.0%	22.6%	-0.3%	1.8%	-2.8%
2015	26.5%	18.9%	15.3%	22.8%	16.0%	8.7%	3.0%	2.5%	6.1%
2016	79.1%	42.5%	47.6%	56.1%	26.1%	23.6%	14.8%	13.0%	19.4%
2017	56.5%	57.9%	42.1%	34.2%	47.1%	27.5%	16.6%	7.3%	11.5%
2018	37.1%	32.2%	39.4%	38.7%	30.7%	26.6%	-1.2%	1.2%	10.2%
2019M1-M8	10.0%	18.6%	18.7%	12.6%	15.4%	22.1%	-2.3%	2.8%	-2.8%
19/01	-17.4%	-4.7%	0.7%	-21.1%	-9.3%	0.6%	4.7%	5.0%	0.1%
19/02	-4.6%	15.3%	8.7%	1.1%	6.3%	22.0%	-5.5%	8.5%	-10.9%
19/03	15.1%	25.4%	37.1%	15.9%	19.6%	20.5%	-0.7%	4.8%	13.8%
19/04	18.6%	32.3%	30.3%	26.5%	33.5%	37.1%	-6.2%	-1.0%	-4.9%
19/05	19.7%	24.5%	27.2%	25.1%	22.1%	28.0%	-4.3%	1.9%	-0.6%
19/06	12.6%	15.9%	10.7%	10.1%	10.8%	12.5%	2.3%	4.6%	-1.6%
19/07	6.8%	23.5%	9.8%	18.7%	23.1%	30.3%	-10.1%	0.4%	-15.7%
19/08	24.8%	17.7%	24.3%	26.9%	19.2%	28.0%	-1.7%	-1.3%	-2.9%

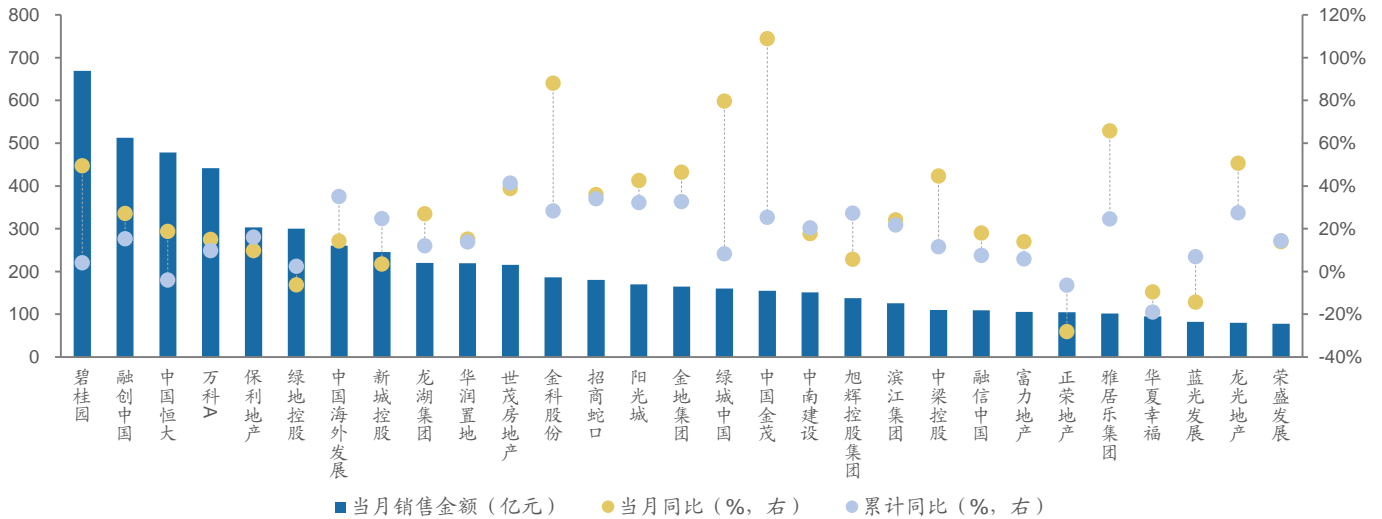
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

房企概况: 五强房企下半年销售发力, 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468亿元, 若按照70%权益比例计算, 7月碧桂园单月销售金额达到669亿。而从销售增速看, 8月头部房企发力, TOP 5房企中除保利地产外, 其余4家房企单月销售金额增速明显高于年初以来累计金额增速, 其中碧桂园8月同比增速为49.5%, 高出累计增速45.4pct。8月我们重点跟踪的46家房企中43家实现单月销售正增长, 26家单月销售增速高于累计增速, 其中禹洲地产、中国金茂同比分别增长118.4%、108.9%。

在重点跟踪房企中涨幅居前，此外金科股份、绿城中国、雅居乐集团等公司增速均超过65%，表现同样亮眼。

图12: 部分上市房企8月单月销售金额(亿元)及增速

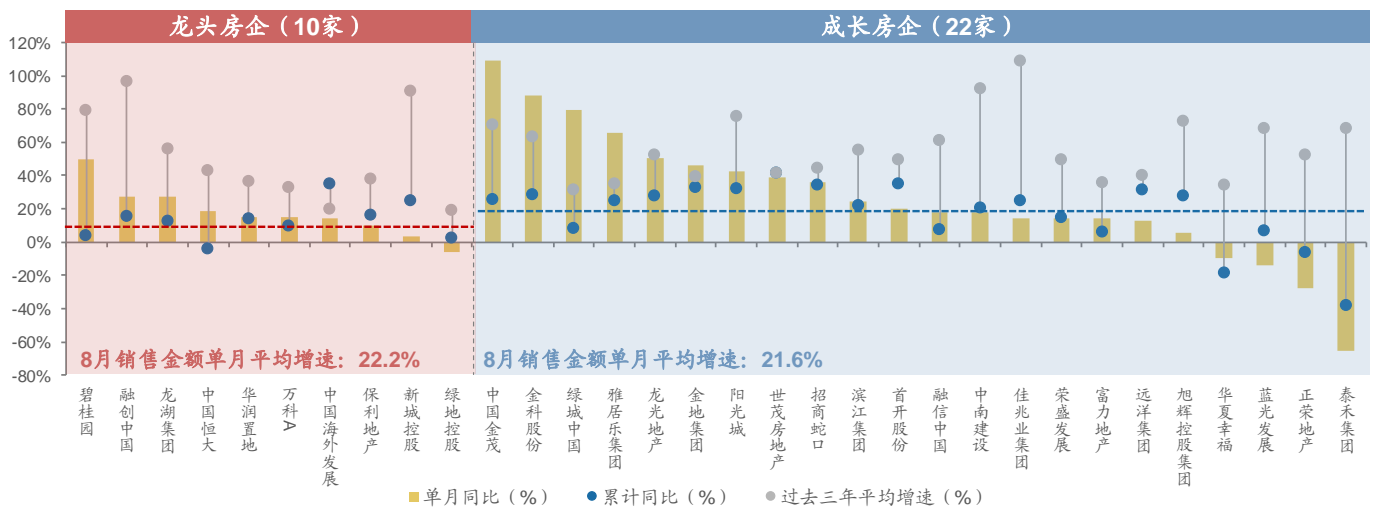


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从累计情况来看, 19年1-8月龙头房企中累计规模增速最高的是中国海外发展、新城控股、保利地产和融创中国, 央企持续全面提速, 充分发挥存量资源优势在一二线城市的优势, 而融创中国进入例行的下半年推盘发力阶段, 未来几个月销售规模及增速或将进一步提升。成长型企业中, 世茂房地产、首开股份、招商蛇口、金地集团增速居前。

值得注意的是, 受整体市场周期影响, 多数跟踪房企1-8月销售金额累计增速低于过去三年平均增速, 仅有中国海外发展1-8月累计增速高于过去三年平均增速15.4pct, 而世茂房地产19年至今累计增速与18年基本持平。

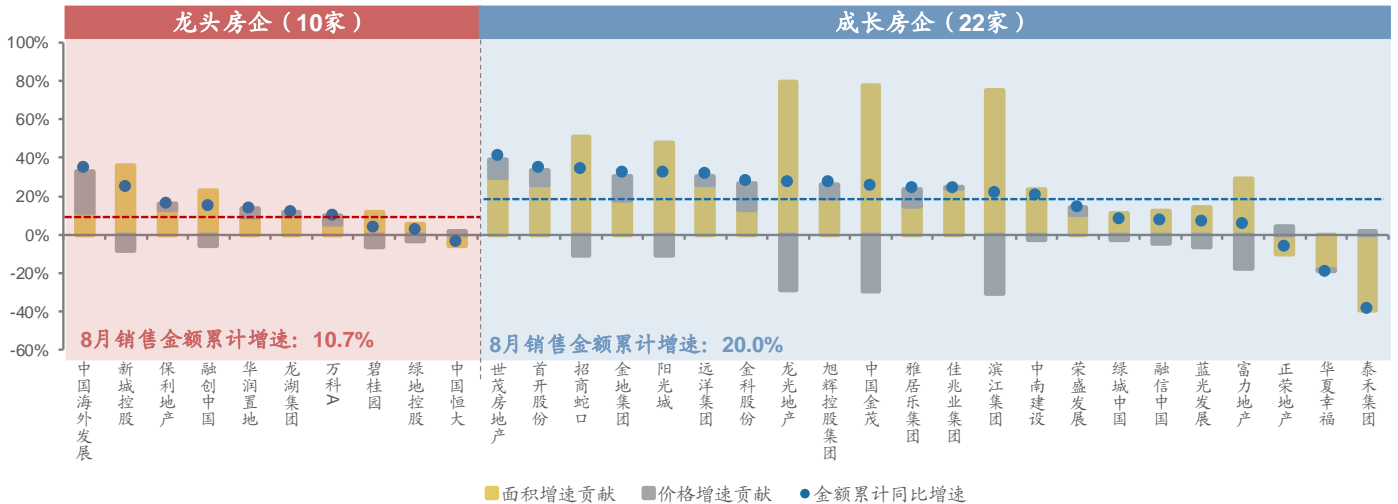
图13: 部分上市房企8月及历史增速对比



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，而成长房企中，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地产、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14: 部分上市房企1-8月累计销售金额增速拆分 (%)



数据来源: 公司公告, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

表3: 部分重点跟踪房企8月销售情况

企业名称	8月销售金额 (亿元)	单月同比 (%)	1-8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	669	49.5%	5305	4.1%	7857	67.5%	38.1%	78.4%	120.3%
万科A	441	15.1%	4263	9.8%	6400	66.6%	14.5%	45.3%	39.5%
中国恒大	478	18.8%	3701	-3.9%	6000	61.7%	10.0%	34.2%	85.5%
融创中国	513	27.2%	3065	15.4%	5500	55.7%	27.3%	140.4%	120.8%
保利地产	303	9.9%	3100	16.2%	4600	67.4%	30.9%	47.2%	36.3%
绿地控股	300	-6.2%	2237	2.5%	4500	49.7%	26.4%	20.2%	10.8%
中国海外发展	260	14.4%	2241	35.1%	2962	75.7%	31.9%	2.5%	24.6%
新城控股	245	3.5%	1715	24.8%	2700	63.5%	74.8%	94.4%	103.8%
龙湖集团	220	27.0%	1476	12.1%	2200	67.1%	28.5%	77.1%	61.6%
世茂房地产	215	38.9%	1419	41.4%	2000	71.0%	74.8%	47.9%	1.6%
招商蛇口	181	36.1%	1386	34.1%	2000	69.3%	51.3%	52.5%	28.4%
华夏幸福	95	-9.5%	831	-18.9%	1800	46.2%	9.2%	28.2%	65.5%
阳光城	170	42.7%	1230	32.2%	1800	68.3%	77.9%	87.9%	60.8%
旭辉控股集团	138	5.8%	1167	27.3%	1900	61.4%	46.2%	96.2%	75.5%
金地集团	165	46.4%	1168	32.7%	2000	58.4%	15.3%	39.9%	63.1%
绿城中国	160	79.8%	1018	8.3%	1800	56.6%	6.9%	28.4%	58.4%
中南建设	151	17.8%	1110	20.5%	2000	55.5%	52.2%	158.2%	65.8%

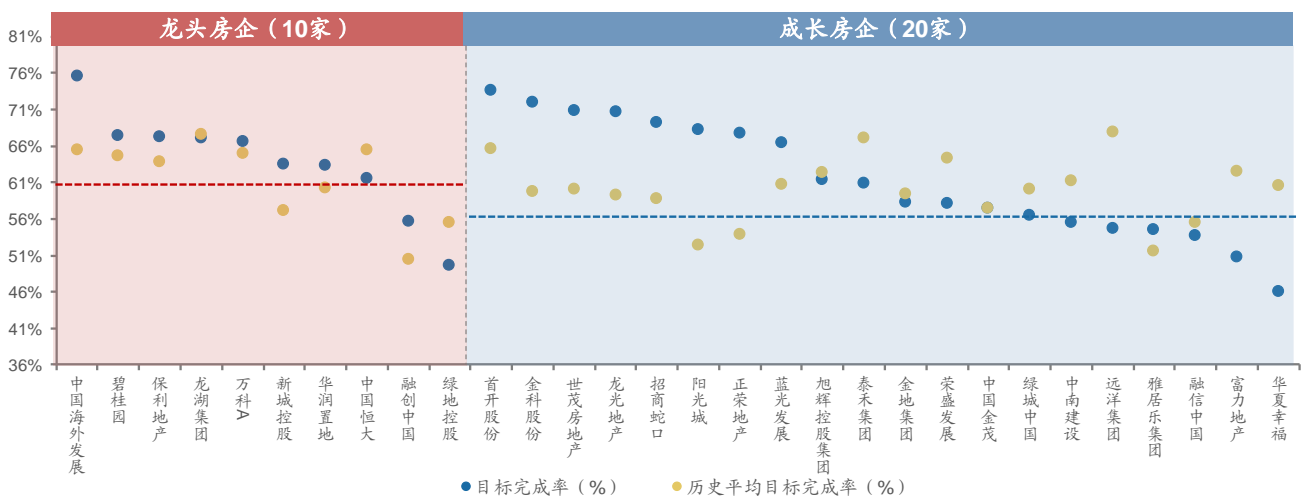
金科股份	186	88.1%	1017	28.3%	1500	67.8%	84.9%	53.4%	51.7%
中国金茂	155	108.9%	1082	25.4%	1500	72.1%	120.7%	54.8%	34.7%
融信中国	109	18.1%	805	7.5%	1400	57.5%	73.3%	52.7%	55.9%
远洋集团	75	13.1%	754	31.7%	1400	53.9%	55.2%	40.1%	24.3%
蓝光发展	82	-14.3%	657	7.0%	1200	54.8%	47.0%	93.2%	65.0%
雅居乐集团	102	65.8%	751	24.6%	1130	66.5%	14.4%	69.8%	19.4%
荣盛发展	78	14.1%	612	14.4%	1120	54.6%	49.6%	32.6%	65.8%
首开股份	76	20.3%	587	35.1%	1010	58.1%	45.6%	9.6%	92.7%
龙光地产	80	50.8%	626	27.5%	850	73.7%	65.4%	51.2%	40.0%
滨江集团	126	24.3%	708	21.8%	1000	70.8%	38.2%	86.4%	40.5%
中国奥园	77	12.1%	680	27.8%	1140	59.6%	100.2%	78.1%	68.6%
首创置业	30	27.7%	475	19.2%	800	59.4%	26.5%	22.7%	40.0%
合景泰富集团	62	14.1%	489	13.6%	850	57.6%	128.3%	28.6%	10.6%
华发股份	59	11.6%	545	62.7%	850	64.1%	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8月，在已公布销售计划的34家房企中，15家公司销售计划完成率超过58%（对应8月线性外推完成比例），其中完成率最高为中国海外发展，完成率达到75.7%，其次为龙光地产及中国金茂，销售完成率分别为73.7%及72.1%。

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1-8月的累计销售金额对公司预计年度销售金额进行调整。截至8月，16家公司在19年的销售目标完成度高于往年，其中中国海外发展、阳光城、龙光地产等公司表现出超越历史水平比例最高，华夏幸福、远洋集团等房企1-8月完成度则与往年同期相比存在一定的差距。

图15：部分上市房企目标完成率及历史同期目标完成情况（%）



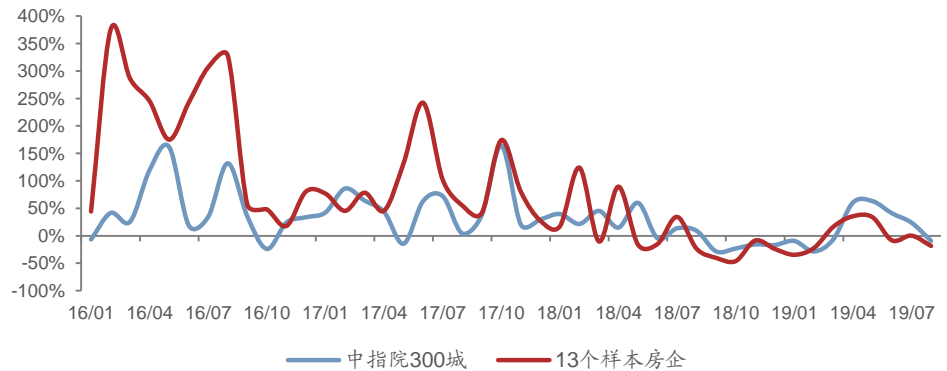
数据来源：公司公告，克而瑞，统计局，广发证券发展研究中心

房企拿地：万科保持较高拿地强度，部分房企暂停拿地

8月房企整体拿地规模继续下降，我们根据公告统计的全样本房企（SW房地产板块A股及公布月度拿地数据的H股，下同）拿地金额环比下降34%，同比下降20%，增速在连续2个月缩窄后转负。而中指院300城商住用地出让金单月同比下滑9%，上市房企出让金回落幅度大于行业。此外，我们统计的13个主流房企8月拿地金额949亿元，环比下降31%，同比下降18%。

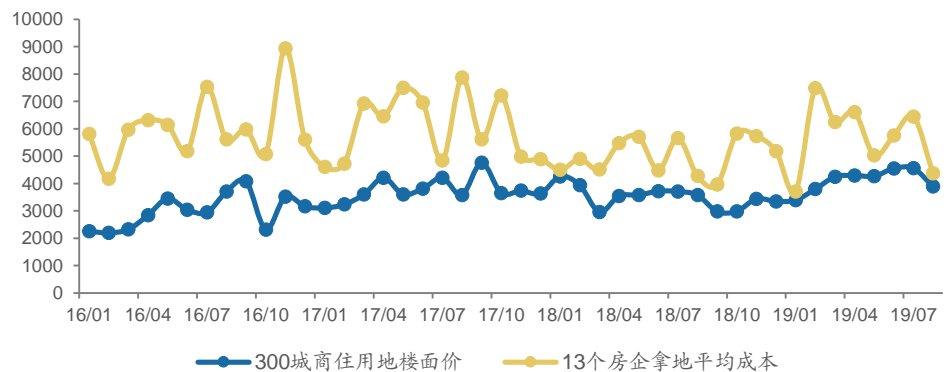
从土地成本来看，中指院300城商住用地8月均价为3890元/平米，环比下降15%。13个样本房企8月拿地均价4372元/平米，环比下降32%，同比上涨2%，增速较7月收窄12pct。楼面价回落主要由于溢价率的下降，300城7-8月平均底价稳定在3800元/平，为18年春节以来的新高，8月土地出让质量并没有下滑。

图16：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17：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，8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%，较六七月份基本持平，但整体仍低于18年全年水平（35%）。同时，13个主流房企占全样本房企的比重从7月的86%提升至90%，上市房企中小规模房企8月拿地相对较少。

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-M8	19M8	16	17	18	19M1-M8	19M8
300城商住用地	27270	38581	39381	29602	3179	89412	102828	113460	71165	8173
公告样本房企	10851	17768	16028	12579	1057	17684	27821	30364	20407	2297
13个主流房企	8453	15060	13598	8807	949	14513	25480	27534	15676	2170
其中: 一二线	5865	11248	10170	6098	722	8890	14588	15349	8038	1196
其中: 三四线	2589	3811	3428	2709	226	5623	10892	12185	7638	973
万科A	1826	3420	2929	1740	343	3118	4752	5084	2649	684
保利地产	1191	2710	1929	866	124	2058	4065	3107	1279	141
招商蛇口	842	927	958	598	101	672	1024	1413	688	152
新城控股	569	919	762	644	0	1241	2920	2451	1903	0
中南建设	327	657	695	354	28	327	1505	1610	651	123
金地集团	399	941	908	566	88	553	1160	979	740	113
荣盛发展	260	276	176	259	24	955	1317	784	801	126
首开股份	526	867	544	164	0	330	398	287	148	0
阳光城	384	985	564	420	26	1051	2056	1363	888	209
蓝光发展	118	377	307	221	23	310	768	1126	557	42
绿地控股	931	596	924	811	125	1740	2326	4852	2839	474
中国海外发展	454	1340	1389	1175	1	1107	1992	2266	1199	6
华润置地	626	1045	1514	989	65	1052	1197	2213	1334	100
13个主流房企 /300城商住用地	31%	39%	35%	30%	30%	16%	25%	24%	22%	27%

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图18: 13个房企拿地金额占300城商住用地出让金比例

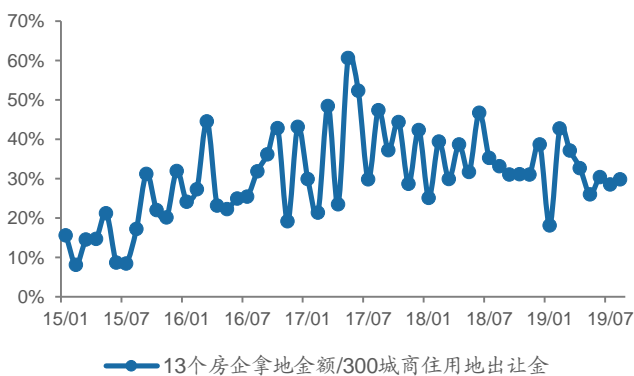
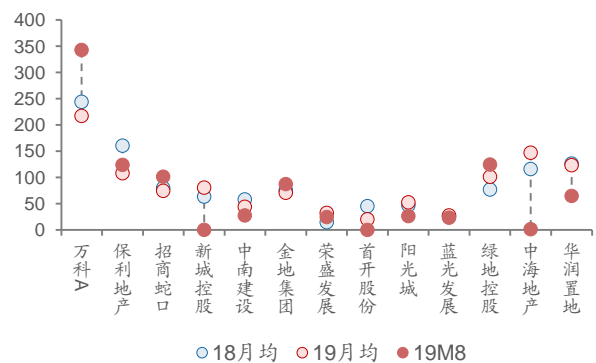


图19: 13家房企月均拿地金额 (亿元)



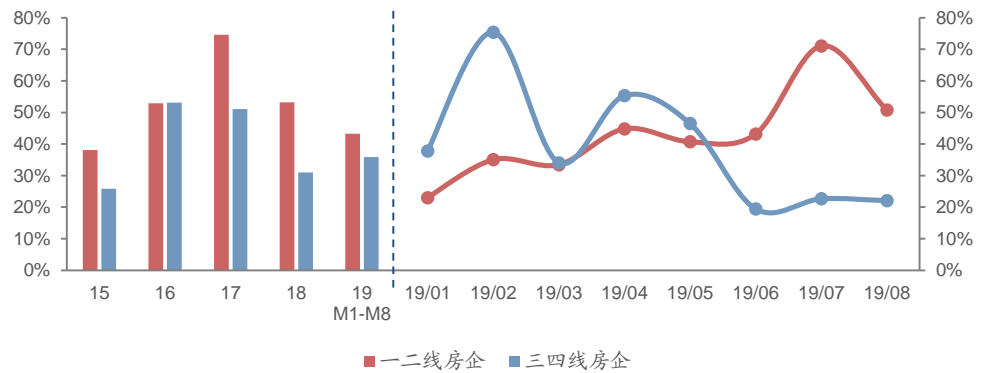
数据来源: 中指院, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中指院, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心;

*注: 中海地产为中国海外发展+中国海外宏洋集团

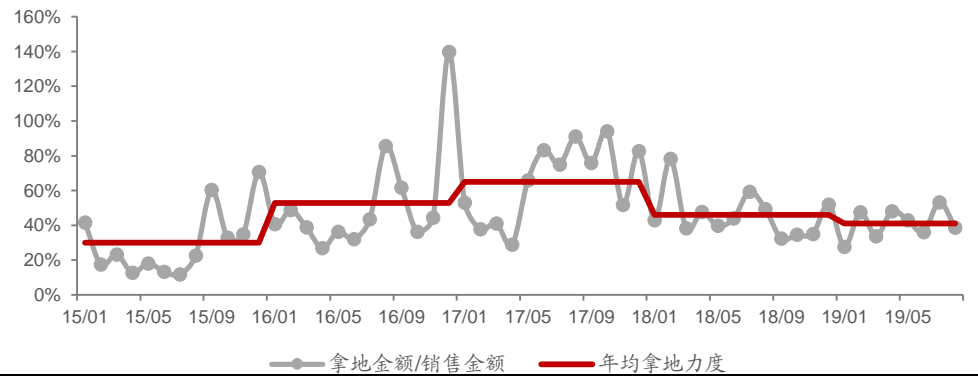
8月房企拿地策略分化明显, 受资金调控影响, 部分房企减少土地投资并加快周转回款, 而在上半年拿地相对谨慎、额度充足的房企抓住这一窗口期以较低的成本获取优质土地资源。具体来看, 从月均土地投资规模 (地价) 的角度来看, 万科A在8月拿地规模显著高于19年月均水平, 保利地产、金地集团、绿地控股拿地规模较前

图22: 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

图23: 13个房企拿地力度 (拿地金额/销售金额)



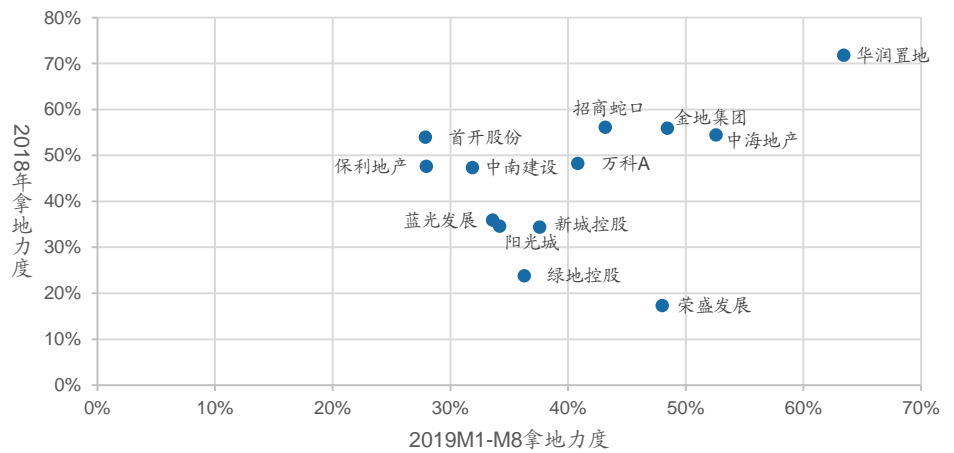
数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

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-M8
万科 A	76%	40%	38%	61%	20%	38%	50%	65%	48%	41%
保利地产	84%	33%	44%	44%	31%	43%	57%	88%	48%	28%
招商蛇口	54%	37%	48%	57%	67%	44%	114%	82%	56%	43%
新城控股	47%	9%	24%	34%	38%	39%	87%	73%	34%	38%
中南建设	95%	8%	10%	47%	26%	12%	88%	68%	47%	32%
金地集团	43%	7%	20%	66%	32%	48%	40%	67%	56%	48%
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%	28%
阳光城	30%	118%	63%	62%	16%	66%	79%	108%	35%	34%
蓝光发展						60%	39%	65%	36%	34%
绿地控股						15%	36%	19%	24%	36%
中国海外发展	42%	36%	41%	49%	39%	25%	24%	69%	55%	53%
华润置地							58%	69%	72%	63%
汇总							53%	67%	45%	41%

数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图24: 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

*注: 中海地产为中国海外发展+中国海外宏洋集团

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。1-8月13个主流房企权益比例从18年的66%提升至75%, 其中万科A、中南建设、阳光城19年1-8月较18年年分别提升23 pct、26 pct、26pct。我们认为, 在周期窄幅波动的背景下, 房企存在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。

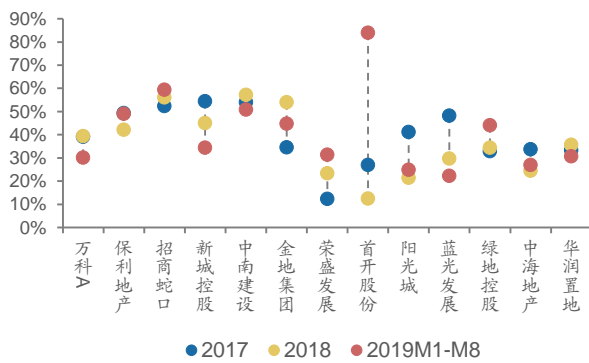
表6: 13个房企拿地金额权益比例

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019M1-M8
13个主流房企	93%	92%	81%	80%	79%	79%	75%	64%	66%	75%
一二线房企	87%	88%	76%	76%	73%	70%	69%	58%	62%	68%
三四线房企	98%	96%	92%	86%	89%	92%	86%	72%	73%	81%
万科A	72%	65%	79%	80%	66%	79%	72%	66%	53%	76%
保利地产	89%	84%	73%	73%	76%	71%	70%	60%	65%	76%
招商蛇口	79%	100%	79%	70%	70%	53%	61%	54%	60%	50%
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%	78%
金地集团	96%	100%	71%	68%	69%	55%	42%	51%	61%	0%
荣盛发展	94%	100%	98%	98%	84%	92%	91%	90%	85%	86%
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%	81%
蓝光发展	100%	86%	84%	70%	86%	94%	91%	59%	70%	78%
绿地控股						92%	86%	77%	89%	75%
中国海外发展	87%	94%	98%	95%	97%	99%	99%	78%	79%	79%
华润置地							75%	63%	69%	69%

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

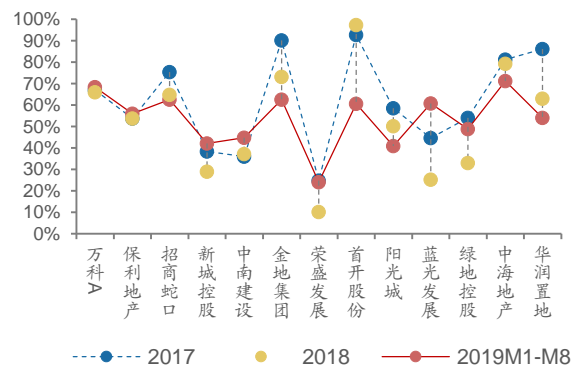
从布局来看，我们统计的13个房企拿地规模中，长三角占比继续提升至32%，为15年以来占比新高，珠三角、中部区域占比则出现小幅下降。从房企的角度来看，东部沿海核心区域（长三角+珠三角）19年拿地占比提升的有首开股份、荣盛发展、绿地控股，此外，万科A、阳光城、中南建设在8月加大了西部地区的拿地规模，荣盛发展8月继续在河北省优势区域获取土地资源。分线来看，19年1-8月13家房企一二线城市拿地面积占比54%，较18年提升3pct，提升明显的有蓝光发展（上升32pct）、绿地控股（上升16pct）、新城控股（上升13pct）及中南建设（上升8pct）。而金地集团、首开股份18年之前一二线占比较高的房企在19年开始下沉三四线。19年各房企布局更向一二线集中，区域重合度提升，企业战略更加趋于同质化。

图25: 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26: 13个房企一二线城市拿地建面占比



数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图27: 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-M8	32%	9%	16%	12%	22%	3%	6%	0%
2019M1-M8拿地建面区域分布								
万科A	21%	9%	12%	6%	37%	2%	13%	0%
保利地产	22%	27%	10%	12%	15%	5%	8%	0%
招商蛇口	46%	14%	8%	13%	14%	1%	3%	1%
新城控股	34%	1%	19%	30%	17%	0%	0%	0%
中南建设	47%	4%	16%	0%	27%	2%	5%	0%
金地集团	39%	6%	13%	19%	13%	0%	10%	0%
荣盛发展	21%	11%	46%	23%	0%	0%	0%	0%
首开股份	81%	3%	14%	0%	0%	2%	0%	0%
阳光城	13%	12%	6%	12%	44%	11%	2%	0%
蓝光发展	20%	1%	16%	6%	49%	7%	0%	0%
绿地控股	35%	9%	14%	19%	24%	0%	0%	0%
中海地产	19%	8%	16%	15%	17%	4%	18%	3%
华润置地	19%	11%	14%	9%	29%	0%	17%	1%

数据来源: 克而瑞, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

从新进入城市来看（仅考虑地级市，下同），8月万科A新进入渭南、柳州、金华三城，阳光城新进入汕尾、遵义、铜仁三城，招商蛇口新进入台州、长春两城。19

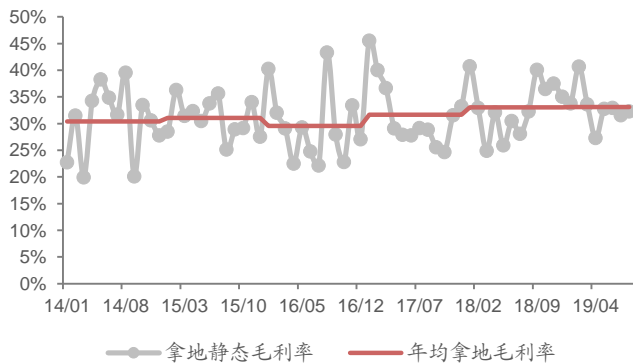
年累计来看，绿地控股新拓展14个城市依旧为样本房企最高，占18年末已进入城市数的12%。根据新进入城市获取的所有地块拿地金额可以得到新城市投资力度占比，其中，荣盛发展、首开股份、阳光城19年占比分别为35%、24%、20%，分别较18年上升6pct、21pct、10pct。18年城市拓展力度较大的蓝光发展及中南建设在19年前8月份新城市拓展力度有所下降。万科A拿地聚焦核心区域，在13个样本房企中新城市拓展力度最低。

图28: 13个房企新进入城市数量以及新进入城市土地投资占比

	万科A	保利地产	招商蛇口	新城控股	中南建设	金地集团	荣盛发展	首开股份	阳光城	蓝光发展	绿地控股	中海地产	华润置地
新进入城市数(个)													
2010	13	11	1		1	4	3	2		4		3	10
2011	5	6	3		4	1	1	3	3	2		9	7
2012	3	4	3		5	1	1		4			5	1
2013	6	6	6	2	1	4	1	2	4	3		3	8
2014	0	8	5	3	2	1	2	1	1	2		2	4
2015	0	5	2	1	2	2	1		3	2	2	1	2
2016	0	8		11	3	2	11	5	6	3	3	1	3
2017	10	24	10	38	19	7	11	2	23	12	11	7	4
2018	11	10	6	27	30	11	7	2	25	22	28	5	10
2019M1-M8	7	6	6	13	4	4	12	2	10	10	14	5	6
2018累计进入	76	103	47	87	74	48	49	25	72	53	119	60	70
19年占比	9%	6%	13%	15%	5%	8%	24%	8%	14%	19%	12%	8%	9%
新进入城市土地投资力度占比(拿地金额)													
2010	14%	24%	13%	0%	7%	20%	40%	27%	0%			24%	
2011	10%	28%	89%	0%	100%	23%	22%	46%	20%			34%	
2012	4%	8%	20%	0%	94%	3%	5%	0%	41%			10%	
2013	10%	9%	34%	25%	25%	11%	8%	10%	20%			16%	
2014	0%	9%	10%	38%	50%	3%	41%	11%	31%			9%	
2015	0%	6%	6%	3%	66%	4%	26%	0%	17%	24%	8%	2%	
2016	0%	4%	0%	26%	14%	3%	40%	55%	57%	33%	4%	0%	11%
2017	3%	14%	18%	44%	50%	11%	19%	4%	45%	64%	17%	9%	5%
2018	5%	5%	9%	28%	42%	14%	29%	3%	30%	69%	42%	5%	8%
2019M1-M8	2%	4%	19%	15%	7%	14%	35%	24%	20%	19%	11%	6%	9%

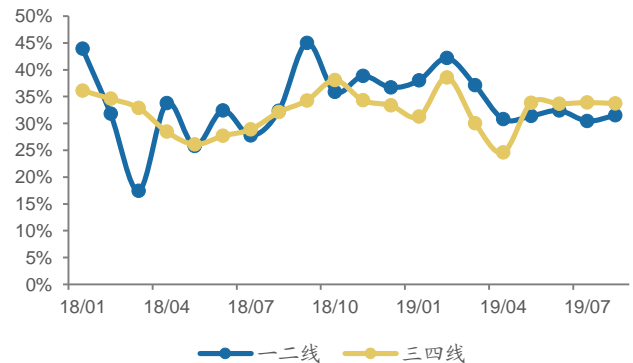
数据来源: 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图29: 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30: 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

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家样本房企8月拿地平均毛利率为32%，与7月基本持平。其中一二线、三四线房企拿地平均毛利率分别为31%、34%。房企角度来看，8月阳光城、绿地控股、万科A及保利地产拿地平均静态毛利率维持较高水平，中南建设、荣盛发展拿地静态毛利率较7月有所改善，招商蛇口、金地集团8月拿地毛利率有所回落。结合新拓展城市来看，首开股份、新城控股、万科A在19年新进入城市毛利率高于已布局城市11pct、6pct、5pct。

图31: 12个房企新进入城市及已布局城市拿地毛利率情况

		万科A	招商蛇口	新城控股	中南建设	金地集团	荣盛发展	首开股份	阳光城	蓝光发展	绿地控股
新进入城市 拿地毛利率	2014		42%			17%		21%			
	2015		23%			31%					55%
	2016					20%	32%		28%	46%	39%
	2017	28%	30%	32%	35%	37%	36%	8%	37%	22%	40%
	2018	30%	53%	30%	30%	26%	22%	29%	25%	32%	26%
	2019	39%	34%	34%	19%	29%	25%	39%	31%	34%	28%
已布局城市 拿地毛利率	2014	24%	17%			25%		43%	25%		
	2015	29%	29%			31%	34%	28%	16%		36%
	2016	29%	46%			30%	17%	17%	49%	37%	30%
	2017	27%	25%	31%	30%	32%	37%	18%	48%	33%	37%
	2018	36%	30%	30%	30%	32%	37%	33%	36%	28%	38%
	2019	34%	31%	28%	25%	30%	39%	28%	32%	32%	37%

数据来源：公司拿地公告，广发证券发展研究中心

表7: 土地储备货值分布及截至19年8月货值测算

公司	截至18年底 的未售货值	1-8月拿 地货值	1-8月销 售货值	截至8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	4277	4263	35331	6400	5.5	79%	50%	2756	38
保利地产	21717	2143	3100	20760	4600	4.5	68%	51%	1420	22
招商蛇口	14326	1294	1386	14233	2000	7.1	91%	82%	1198	24
新城控股	8753	1923	1715	8961	2700	3.3	52%	62%	510	33
中南建设	5737	808	1110	5434	2000	2.7	46%	66%	334	14
金地集团	9773	1232	1168	9837	2000	4.9	89%	54%	515	20
荣盛发展	4549	825	612	4762	1120	4.3	31%	26%	450	18
首开股份	5607	278	587	5298	1010	5.2	92%	20%	201	17
阳光城	5878	1082	1230	5731	1800	3.2	76%	45%	433	15
蓝光发展	3004	644	657	2991	1200	2.5	55%	36%	165	10
绿地控股	17542	2561	2237	17866	4500	4.0			987	14

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

房企融资：各渠道融资规模下滑，成本相对稳定

融资综述：资金面管控仍持续进行，降准缓解资金压力

我们在7月政治局会议后指出下半年流动性改善的空间要大于房地产行业政策面。从8月以来的情况来看，一方面房地产市场资金面管控仍持续进行，尤其在8月初银保监会下发“64号文”，要求“坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”。事实上，国有房地产开发企业基本不需要信托融资；上市民企在拿地后一般会以土地为抵押获取“前融”，提高自有资金利用效率，试用期为拿地到开工的时间，一般不会超过半年；非上市的中小企业，对于信托渠道的以来是最强的，销售前的资金一般都会依赖信托渠道。64号文的意义在于一方面抑制土地市场投资，另一方面影响中小房企的融资。此外，根据中证网报道，银保监会对32城银行开发贷、授信、个人房贷管理进行检查，资金面的管控从信托、海外债延伸到银行层面，从目前头部房企反馈来看，对于年内的融资规模 and 成本影响较小。

另一方面，9月6日央行宣布全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，再额外对仅在省内经营的城商行定向降准1.0个百分点，降准合计释放长期资金约9000亿元，流动性边际修复有助于缓解资金面压力。

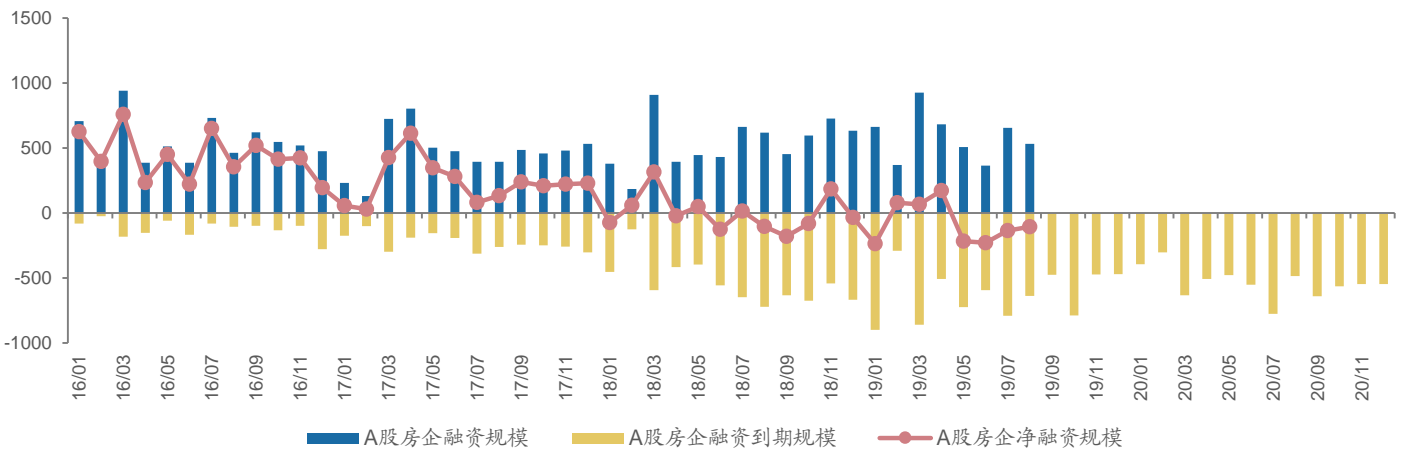
表8：8月以来资金面政策一览

时间	部门	文件	政策内容
2019/8/2	央行	2019年下半年工作电视会议	持续加强房地产市场资金管控
2019/8/7	银保监会	《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（64号文）	1.加强房地产信托合规管理和风险控制，督促辖内信托机构依法合规开展房地产信托业务，控制业务发展增速。2.按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取监管约谈、现场检查，暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。
2019/8/9	银保监会		银保监会将对32个城市开展银行房地产业务检查，重点检查房地产业务授信、开发贷和土储贷管理、个人住房贷款管理、住房租赁贷款四个方面。
2019/8/16	李克强	国务院常务会议	要保持流动性合理充裕，坚持用改革办法促进实际利率水平明显下降，并努力解决融资难问题
2019/8/18	央行	中国人民银行公告〔2019〕第15号	1.改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本；2. 增加5年期以上的期限品种，为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考。
2019/8/20	央行副行长刘国强	国务院政策例行吹风会	坚持“房住不炒”的定位，坚持避免把房地产工具化，做到房贷的增量不扩张、房贷的利率不下降，房贷的利率由参考基准利率变为参考LPR， 参考的基准变了，但利率水平不能下降。
2019/8/29		中证网	部分银行近期收到窗口指导，要求房地产开发贷表内额度不得超过3月底规模。
2019/8/29	央行	《关于新发放商业性个人住房贷款利率调整的公告》	公积金个人住房贷款利率政策暂不调整。
2019/9/6	央行		1. 全面降准0.5个百分点 ，释放资金约8000亿元； 2.对仅在省内经营的城商行定向降准1.0个百分点，释放资金约1000亿元。

数据来源：央行、银保监会，广发证券发展研究中心

从数据来看，8月，我们统计的A股房企债权融资规模533亿元，环比下降19%，同比下降14%，其中主流房企融资规模95亿元，环比下降75%，同比下降72%。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8月债权融资到期规模为639亿元，同比下降12%，单月净融资规模为-106元。累计来看，19年1-8月A股房企债权融资4700亿元（同比上涨17%），到期规模5307亿元（同比+36%），累计净融资规模为-607亿元，18年以来的房企到期兑付压力加大。

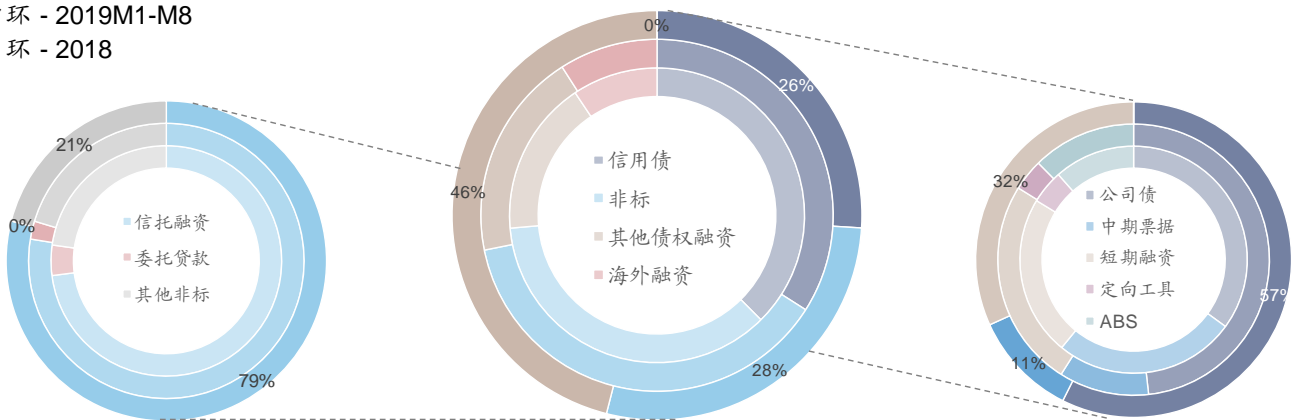
图32: A股房企债权融资、到期及净融资规模（亿元）



数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

图33: A股房企债权融资结构拆分

外环 - 2019M8
中环 - 2019M1-8
内环 - 2018



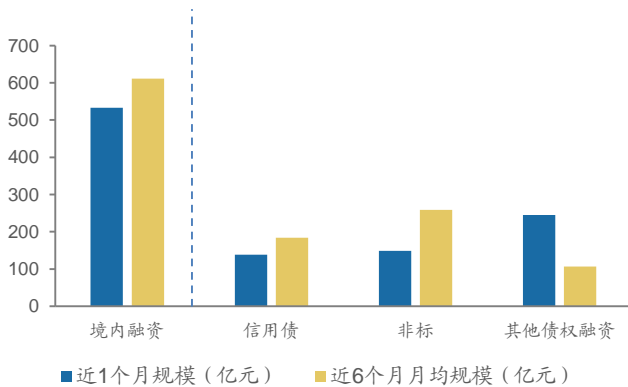
数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

从结构来看，19年8月A股房企融资规模中，其他债权融资占比提升至46%（主要为光明地产175亿元股东借款的影响），信用债融资（包括公司债、企业债、中票、短融、ABS等）规模占比26%，而非标融资规模占比为28%（根据公告整理，包括信托贷款、委托贷款、其他非标等），无新增海外债发行。与近半年相比，8月信用债

和非标融资同近半年月均规模相比均有所下降，资金面监管的影响仍在持续。

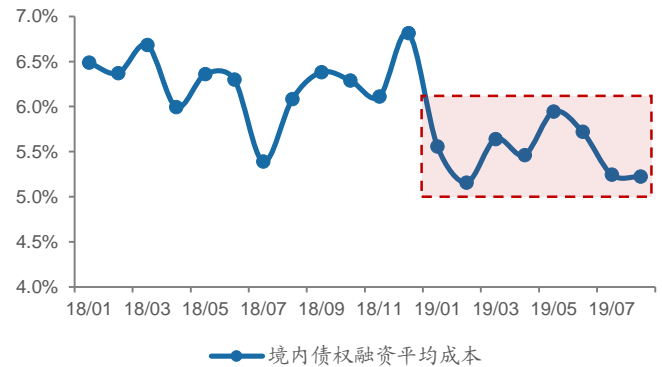
在成本方面，8月房企境内债权融资成本为5.2%，与7月持平，融资成本在19年以来继续维持相对低位。从结构来看，我们统计的8月信用债平均融资成本5.1%，较7月减少0.1pct，非标类融资成本9.8%，环比下降0.5pct，而其他债权融资成本为5.3%，较近6个月平均成本下降1.5pct。

图34：8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35：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：8月信用债、非标、海外债融资规模均明显下滑

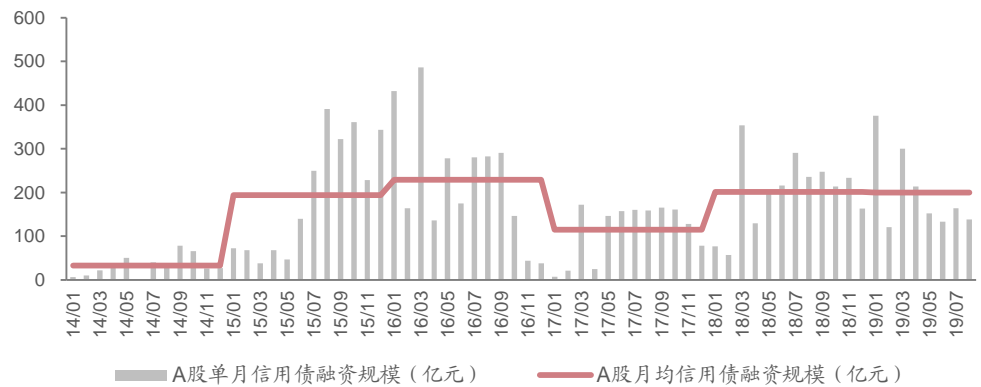
针对房企融资不同渠道方式，主要从房企信用债、非标、海外融资三方面的规模、结构及成本进行分析。

首先看信用债，8月信用债整体发行规模674亿元，同比下降1%，其中A股房企发行规模139亿元，同比下降41%，在连续4个月同比下滑后，19年月均规模低于18年，1-8月累计发行信用债1599亿元，同比上涨3%，较1-7月收窄7pct。具体来看，8月A股房企信用债发行主要以公司债为主（占比57%），发行规模80亿元，同比下降11%，短期融资、中期票据发行44亿元、15亿元，同比分别下降45%、58%，8月A股房企无定向工具及ABS融资。

成本方面，信用债整体融资成本为5.1%，较7月收窄0.1pct，边际改善。按照信用债评级区分，AAA级信用债8月融资成本4.5%，维持稳定，AA级信用债融资成本为5.6%，环比下降0.4pct。两类评级成本利差为1.1pct。分类来看，8月房企公司债、中票、定向工具利率分别环比下降0.2pct、0.3pct、0.4pct，仅短融成本环比上升0.3pct。同近半年融资成本相比，除短期融资外，8月各类信用债融资成本均有所改善。

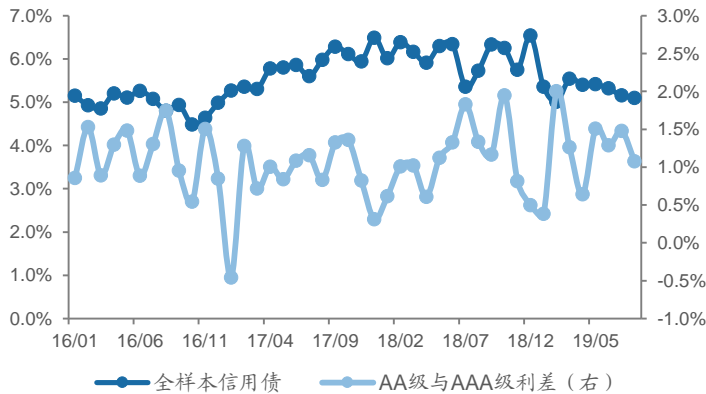
具体到公司层面，蓝光发展8月发行的3年期公司债券票面利率分别为7.0%，较7月发行的同期限公司债成本下降0.5pct。华发股份发行的5年、3年期公司债成本为4.7%、4.5%，较2月发行的同期成本均下降0.3pct。虽然短融整体成本有所上升，但首开股份及蓝光发展的短融成本较前期仍有所下降。此外，华润置地及光明地产发行的中期票据在年内发行成本维持下行趋势。

图36: A股房企信用债单月融资规模及年内月均规模(亿元)



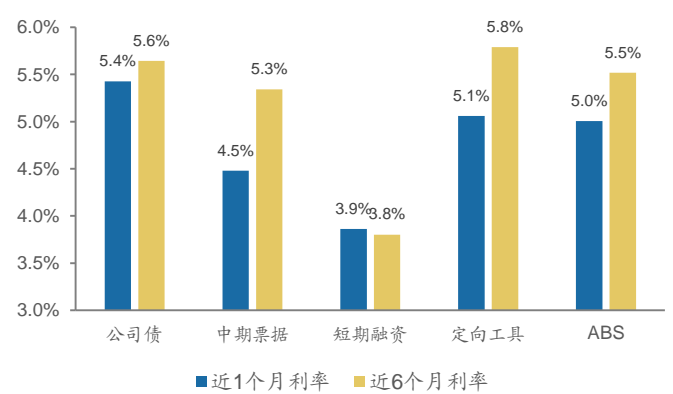
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图37: 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38: 8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9: 内房企8月信用债发行融资成本对比

发行主体	融资方式	发行时间	债券简称	发行总额(亿元)	票面利率	期限(年)
蓝光发展	公司债	19/03	19 蓝光 01	11.0	7.5%	3
	公司债	19/07	19 蓝光 02	11.0	7.5%	3
	公司债	19/08	19 蓝光 04	3.0	7.0%	3
华发股份	公司债	19/02	19 华发 01	7.5	5.0%	5
	公司债	19/02	19 华发 02	7.8	4.8%	3
	公司债	19/08	19 华发 04	5.0	4.5%	3
	公司债	19/08	19 华发 03	5.0	4.7%	5
首开股份	公司债	19/05	19 首股 01	20.0	4.4%	5
	公司债	19/08	19 首股 02	16.8	4.1%	5
首开股份	短期融资	19/03	19 首开 CP001	15.0	3.3%	1
	短期融资	19/08	19 首开 SCP001	10.0	3.1%	1
蓝光发展	短期融资	18/12	18 蓝光 CP001	5.0	7.5%	1
	短期融资	19/08	19 蓝光 CP001	6.0	7.4%	1
华润置地	中期票据	19/07	19 华润控股 MTN001	10.0	3.7%	3
	中期票据	19/07	19 华润控股 MTN002	10.0	3.6%	3

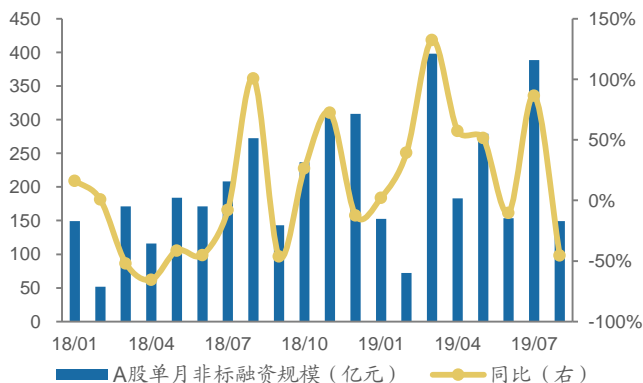
	中期票据	19/08	19 华润控股 MTN003	10.0	3.5%	3
	中期票据	19/08	19 华润控股 MTN004	10.0	3.5%	3
光明地产	中期票据	19/01	19 光明房产 MTN001	6.0	5.9%	3
	中期票据	19/08	19 光明房产 MTN003	5.0	5.7%	3

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8月非标融资149亿元，环比下降62%，同比下降45%，1-8月累计非标融资1777亿元，同比上涨34%，增速较1-7月收窄21pct。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，8月房地产行业整体信托融资规模616亿元，同比下降17%，在7月增速年内首次转负后降幅又扩大了11pct。按成立规模来看，8月房地产信托成立403亿元，同比下降45.4%。

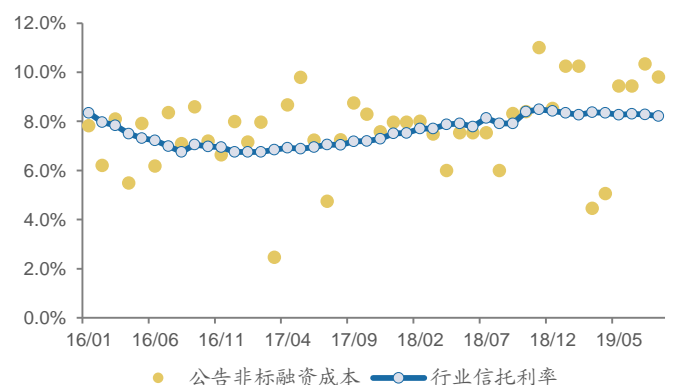
成本方面，我们统计的公告样本房企8月非标融资成本为9.8%，环比下降5pct，根据用益信托网数据，19年8月房地产行业发行信托平均融资成本为8.22%，较7月小幅下降0.06pct，融资成本维持稳定，与18年末融资成本相比下降0.2pct。

图 39: A股非标融资单月规模及同比



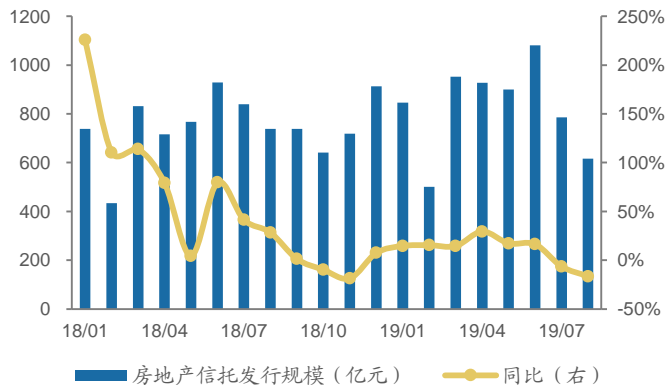
数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

图 40: A股非标融资结构



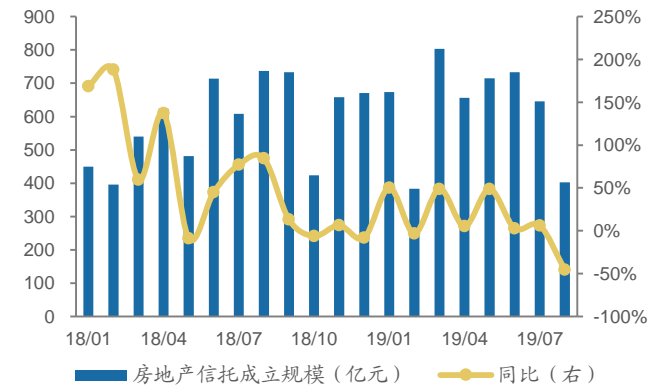
数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

图 41: 房地产信托发行规模及增速



数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

图 42: 房地产信托成立规模及增速



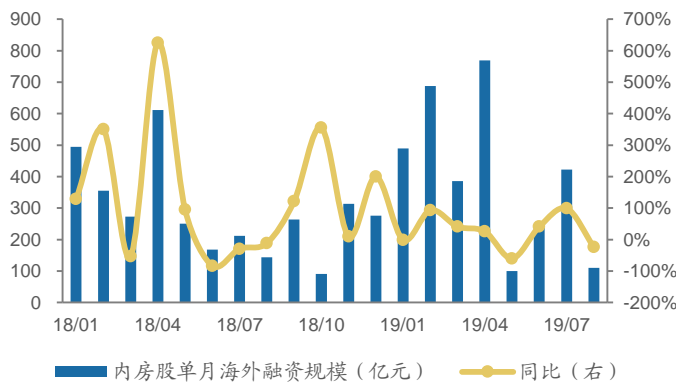
数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

第三，海外融资方面，根据Wind统计的内房股海外债数据，19年8月海外债融资规模为110亿人民币，环比大幅下降74%，同比下降23%。1-8月内房股海外债累计融资3203亿人民币，同比上涨24%，增速回落3pct。8月A股房企无海外债发行，H股发行规模70亿人民币，环比下降80%，同比下降19%，未上市房企发行占比37%。

成本方面，8月海外债融资成本为6.7%，环比下降1.5pct，较二季度平均融资成本下降2.2pct，当然这也与本月海外债发行规模较少有关，存在一定样本偏差。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8月投资级融资成本为5.5%，为年内新低，投机级融资成本8月为8.3%，环比下降1.5pct。

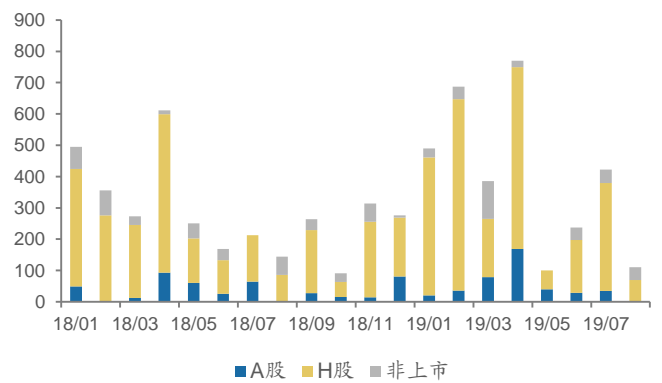
从三家H股上市房企的角度来看，时代中国控股海外债成本与7月持平，建业地产发行3年期海外债成本显著低于此前发行的两笔海外债，而远洋集团发行的10年期海外债成本较1月发行成本下降了0.5pct。

图43: 内房股海外债融资单月规模及同比



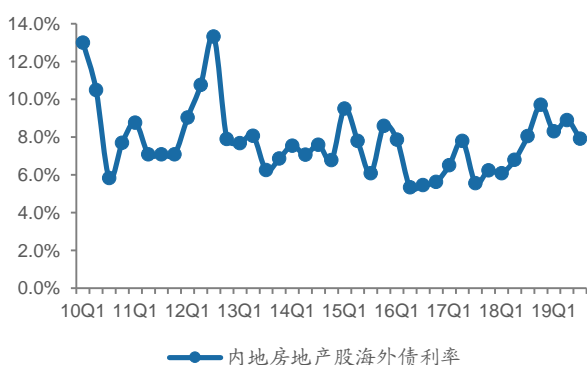
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图44: 内房股海外债融资结构 (亿人民币, 按主体分)



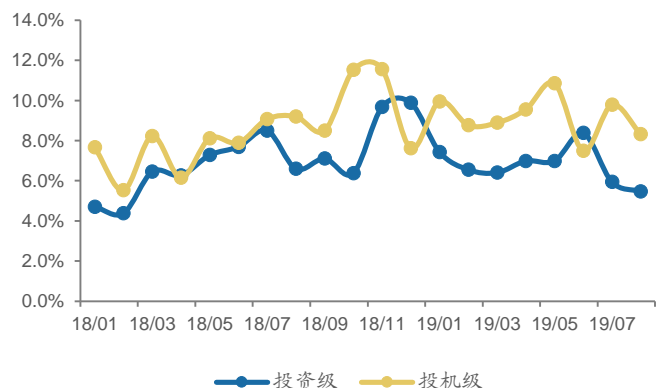
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图45: 内房股海外债利率



数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图46: 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

表10: 内房股美元债相同主体间的利率变化对照

发行主体	融资方式	发行时间	债券代码	发行规模 (亿美元)	票面利率	期限 (年)
时代中国控股	海外债	19/02	5764.HK	5	7.63%	3.0
	海外债	19/07	4499.HK	4	6.75%	4.0
	海外债	19/08	4499x.HK	1	6.75%	4.0

建业地产	海外债	19/01	ORIB.SG	2	7.33%	1.0
	海外债	19/04	KLYB.SG	3	7.25%	4.0
	海外债	19/08	HTMB.SG	3	6.88%	3.0
远洋集团	海外债	19/01	5712.HK	5	5.25%	3.2
	海外债	19/08	5623.HK	6	4.75%	10.0

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

整体来看，资金面调控还是直接影响了8月房企融资规模，事实上，本次监管重在规范地产融资，实际融资成本仍边际改善。银保监会首席风险官肖远企表态监管部门没有控制房地产企业贷款增量，主要压降违规“输血”资产，有助于缓解前期过度悲观的预期。资金政策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，在土地市场全面降温、地块质量没有明显下降的情况下，有能力的拿地的公司优势将进一步放大。

表11：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-M8	2018	2017	2018	2019M1-M8	信用债	非标	其他
A股房企										
万科A	69	327	78	6.3%	4.7%	4.2%	3.6%	48%	0	52%
招商蛇口	91	156	186	4.9%	4.9%	4.6%	3.4%	62%	38%	0%
保利地产	66	111	15	5.0%	5.3%	5.1%	3.6%	100%		0%
华夏幸福	582	315	280	6.4%	5.1%	6.9%	6.9%	25%	21%	54%
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	231	7.1%		7.3%	6.6%	37%	60%	3%
阳光城	636	708	441	7.9%	6.7%	7.6%	6.9%	13%	70%	17%
泰禾集团	400	423	245	8.5%	7.4%	7.5%			77%	23%
中南建设	167	138	228	8.0%	7.4%	7.9%	7.6%	15%	70%	15%
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	282	5.4%	5.1%	5.2%	4.0%	33%	57%	10%
金地集团	116	215	30	4.8%	5.0%	5.1%	3.2%	100%		0%
蓝光发展	30	161	77	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	52%		48%
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	42	4.6%	4.6%	5.2%	4.3%	100%		
华润置地	50	100	94	4.5%	4.6%	5.3%	3.6%	43%		57%
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	241	8.2%						100%
绿城中国	105	159	34	5.4%	5.4%	5.6%				100%

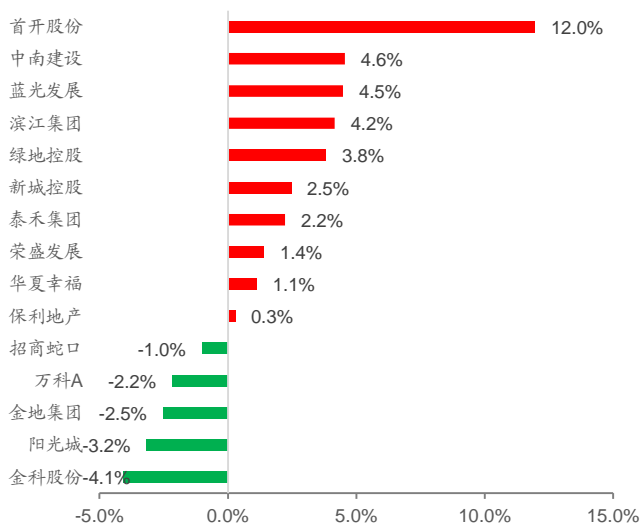
世茂房地产	121	105	136	5.8%	4.9%	5.7%				100%
中国金茂	196	70	52	6.7%	4.7%	4.9%				100%
旭辉控股集团	80	151	101	5.8%		6.5%				100%
富力地产	20	238	217	5.7%	5.4%	6.5%	5.2%	22%		78%
融信中国	0	91	117	7.1%		6.1%				100%
远洋集团	90	192	75	5.4%	5.0%	5.6%				100%
龙光地产	88	168	48	6.1%	5.8%	7.1%				100%
雅居乐集团	54	146	91	6.5%	6.7%	5.9%			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: 龙头房企股价普涨, 估值小幅回升

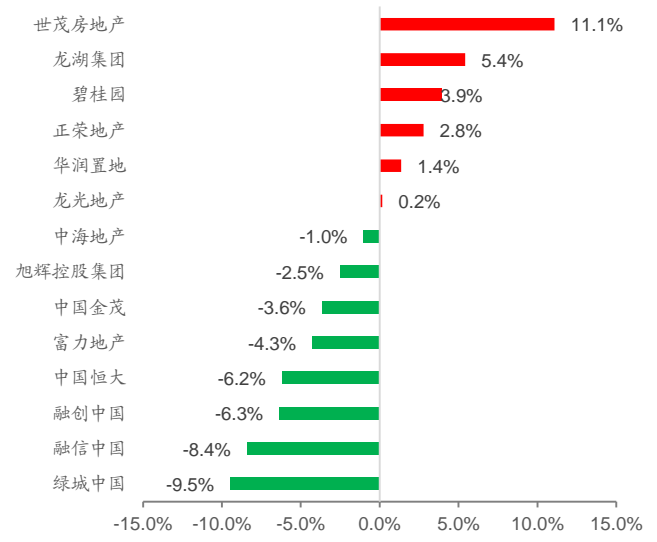
本月(2019年8月21日-2019年9月20日), A股方面, 申万房地产板块指数由3952升至4005, 当月绝对收益为1.4%, 而同期沪深300上升4.1%, 板块月相对收益为-2.7%。H股方面, 恒生地产类指数由38914下降至37865, 当月绝对收益为-2.7%, 同期恒生指数涨幅为0.6%, 恒生地产类指数月相对收益为-3.3%。近3个月(2019年6月21日至2019年8月19日), 申万房地产板块指数绝对收益为-4.8%, 相对收益为-7.4%, 恒生地产类指数绝对收益为-11.1%, 相对收益为-4.0%。年初以来, 申万地产板块绝对收益为14.5%, 相对收益为16.2%, 恒生地产类指数绝对收益为1.9%, 相对收益为-0.3%。

图 47: 本月A股主流房企股价月涨跌幅(08.21-09.20)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 48: 本月H股主流房企股价月涨跌幅(08.21-09.20)

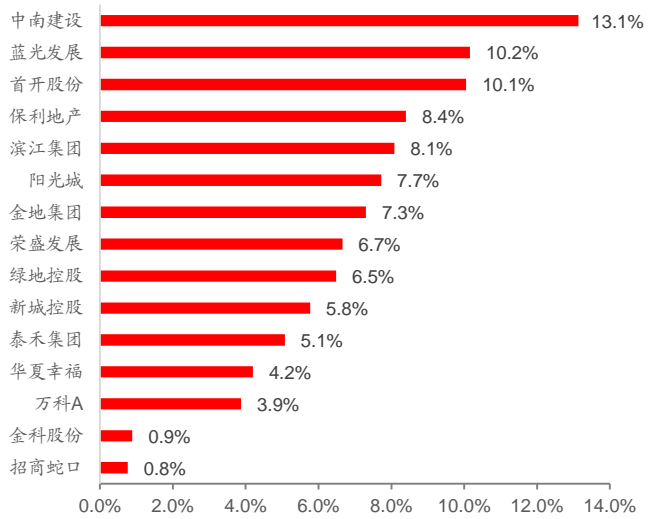


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从个股情况来看, 本月(8月21日-9月20日) A股涨幅居前为首开股份、中南建设及蓝光发展, 月涨幅分别为12.0%、4.6%及4.5%。H股涨幅居前的则为世茂房地产、龙湖集团, 月涨幅分别为11.1%、5.4%。值得注意的是, 自9月初以来, 受大盘、公司经营业绩等多重因素影响, A股及H股龙头房企普遍上涨, 我们重点跟踪的15家

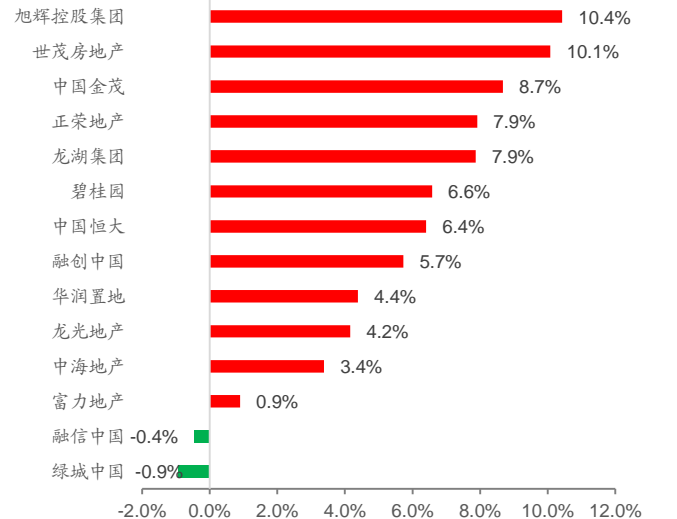
A股房企股价均出现不同程度的上涨，而14家H股房企中也仅2家房企股价出现小幅下降，降幅均在1%以内。

图 49: 9月A股主流房企股价月涨跌幅(09.01-09.20)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 50: 9月H股主流房企股价月涨跌幅(09.01-09.20)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表12: 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	年初以来相对收益
000300.SH	沪深300	4.1%		2.7%		30.7%	
801180.SI	SW 房地产	1.4%	-2.7%	-4.8%	-7.4%	14.5%	-16.2%
000002.SZ	万科A	-2.2%	-6.2%	-1.5%	-4.2%	17.0%	-13.7%
600048.SH	保利地产	0.3%	-3.8%	12.1%	9.4%	28.7%	-2.0%
600606.SH	绿地控股	3.8%	-0.2%	7.0%	4.3%	20.8%	-9.9%
601155.SH	新城控股	2.5%	-1.6%	-33.4%	-36.1%	15.4%	-15.3%
600340.SH	华夏幸福	1.1%	-2.9%	-6.2%	-8.9%	13.5%	-17.2%
001979.SZ	招商蛇口	-1.0%	-5.1%	-3.1%	-5.7%	18.9%	-11.8%
000671.SZ	阳光城	-3.2%	-7.2%	-7.4%	-10.0%	19.4%	-11.3%
000732.SZ	泰禾集团	2.2%	-1.8%	-21.2%	-23.8%	-7.3%	-38.0%
000961.SZ	中南建设	4.6%	0.5%	-5.5%	-8.1%	49.4%	18.7%
600383.SH	金地集团	-2.5%	-6.6%	3.4%	0.8%	31.4%	0.7%
000656.SZ	金科股份	-4.1%	-8.1%	10.5%	7.9%	16.7%	-14.0%
600466.SH	蓝光发展	4.5%	0.4%	-1.9%	-4.5%	21.8%	-8.9%
002244.SZ	滨江集团	4.2%	0.1%	-5.9%	-8.5%	2.1%	-28.6%
002146.SZ	荣盛发展	1.4%	-2.7%	-7.7%	-10.3%	14.3%	-16.5%
600376.SH	首开股份	12.0%	7.9%	-1.5%	-4.1%	22.5%	-8.2%
HSI.HI	恒生指数	0.6%		-7.2%		2.3%	
HSPI.HI	恒生地产	-2.7%	-3.3%	-11.1%	-4.0%	1.9%	-0.3%
02007.HK	碧桂园	3.9%	3.3%	-11.9%	-4.8%	12.5%	10.2%

03333.HK	中国恒大	-6.2%	-6.8%	-23.0%	-15.9%	-26.3%	-28.6%
01918.HK	融创中国	-6.3%	-7.0%	-14.2%	-7.1%	33.9%	31.6%
00688.HK	中国海外发展	-1.0%	-1.6%	-7.8%	-0.6%	-2.9%	-5.2%
00960.HK	龙湖集团	5.4%	4.8%	3.8%	10.9%	34.4%	32.1%
01109.HK	华润置地	1.4%	0.7%	-1.9%	5.2%	14.5%	12.2%
03900.HK	绿城中国	-9.5%	-10.1%	18.0%	25.2%	14.5%	12.2%
00813.HK	世茂房地产	11.1%	10.4%	3.1%	10.3%	20.4%	18.1%
00817.HK	中国金茂	-3.6%	-4.3%	1.3%	8.4%	38.2%	35.9%
00884.HK	旭辉控股集团	-2.5%	-3.1%	-6.2%	0.9%	17.9%	15.6%
06158.HK	正荣地产	2.8%	2.1%	6.8%	14.0%	4.4%	2.2%
02777.HK	富力地产	-4.3%	-4.9%	-12.7%	-5.5%	14.9%	12.6%
03301.HK	融信中国	-8.4%	-9.0%	-4.4%	2.7%	0.4%	-1.8%
03380.HK	龙光地产	0.2%	-0.5%	-5.8%	1.4%	21.9%	19.7%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: (1) A股股价单位为人民币元/股, H股股价单位为港元/股; (2) 当月涨跌幅为8月21日至9月20日涨跌幅

从龙头房企PE (TTM) 来看, A股龙头房企PE (TTM) 估值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。当前A股龙头房地产板块平均PE (TTM) 为7.41, 接近18、19年低点, 当前估值仍旧维持较低水平。18年初以来A股龙头房企PE (TTM) 最高点为16.7, 当前回撤幅度为55.6%, 较7月进一步扩大。

而H股方面, H股龙头房企当前PE (TTM) 估值为6.9, 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44.6%, 回撤幅度较7月略有收窄。

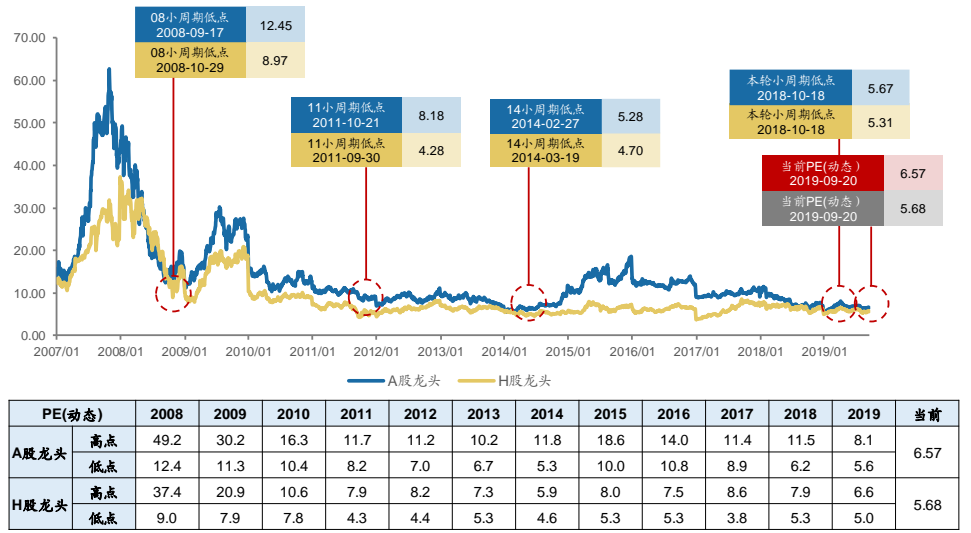
图 51: A股及H股龙头房企PE (TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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6.20，出现在2018年10月18日，受到19年房企业绩释放加速影响，19年A股龙头房企估值低点进一步下探。当前A股龙头房地产板块平均动态PE为6.57，低于08及11小周期，接近本轮小周期低点估值水平，估值较18年初以来高点回撤43.1%。H股龙头房企当前动态PE估值为5.68，接近本轮小周期低点，较18年初以来高位回撤28.0%。

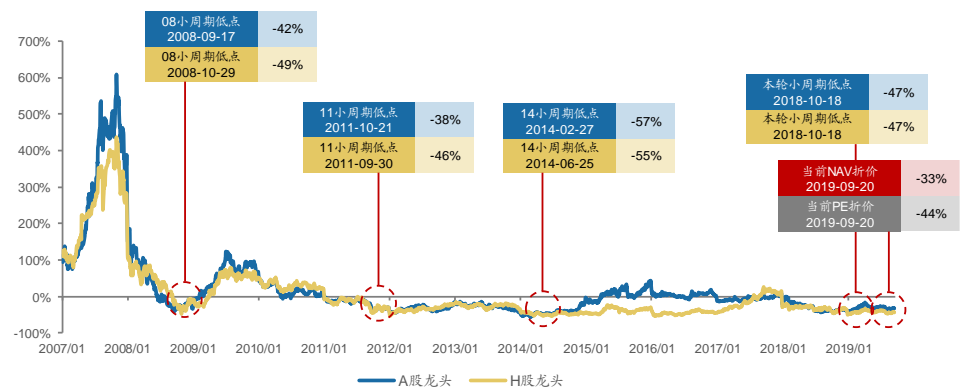
图 52: A股及H股龙头房企PE (动态)



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。截至目前，A股龙头房地产板块NAV折价为-33%，H股龙头房企当前NAV折价率为-44%。

图 53: A股及H股龙头房企NAV折价情况

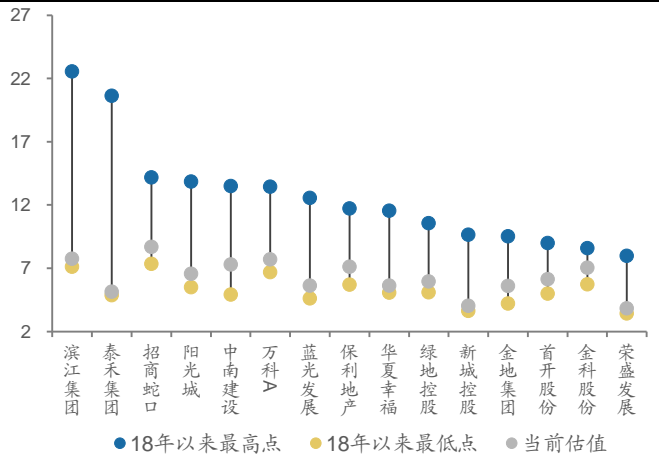


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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

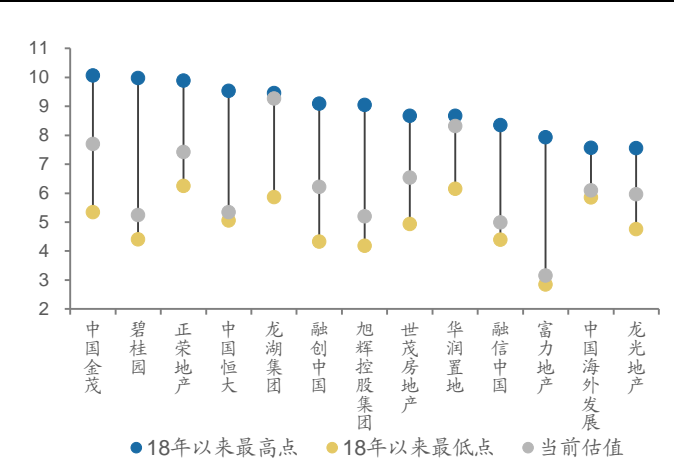
高点回撤幅度较大，蓝光发展、阳光城、华夏幸福、荣盛发展等公司当前估值接近18年以来估值底部，且本月较上月进一步接近，而金科股份受益于业绩提升回撤幅度有所收窄。而H股主流房企中，多数房企当前估值与高低点相对位置则出现分化，碧桂园、中国恒大、旭辉控股集团、中国海外发展等公司相对更接近低点，龙湖集团、华润置地当前估值已接近18年年初至今高点，中国金茂、融创中国等公司则介于高低点之间。

图 54: A股主流房企动态PE估值变化 (截至09.20)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 55: H股主流房企动态PE估值变化 (截至09.20)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表13: 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	7.70
绿地控股			43.08	22.76	25.76	14.6	11.96	9.4	10.57	5.63	5.97
华夏幸福	16.3	6.28	18.94	11.57	13.15	9.82	14.94	8.02	11.56	5.29	5.64
招商蛇口	15.94	6.14	35.37	12.12	16.55	11.3	14.28	10.32	14.2	8.35	8.70
阳光城	14.36	5.43	25.56	10.81	26.53	18.33	16.26	10.33	13.86	6.54	6.56
泰禾集团	21.35	10.78	28.96	12.19	17.77	12.79	11.9	9.2	20.63	6.76	5.15
中南建设	16.68	6.99	93.74	31.44	119.98	36.77	65.93	36.81	13.52	8.49	7.30
金地集团	12.82	6.5	23.34	12.27	11.57	6.82	8.74	6.97	9.54	4.23	5.62
金科股份	25.6	8.52	36.99	14.69	21.69	10.79	17.97	12.04	8.6	6.1	7.04
蓝光发展			51.1	22.35	30.46	18.05	16.52	12.05	12.57	5.52	5.65
滨江集团	13.11	9.07	33.16	9.71	17.02	13.11	14.45	11.73	22.57	8.53	7.76
荣盛发展	9.31	4.74	23.23	11.35	9.74	6.75	10.72	5.79	7.98	3.85	3.84
首开股份	13.72	5.52	22.36	9.37	18.78	9.82	15.56	10.02	9.01	5.00	6.15
A股平均	15.36	6.78	34.67	14.45	26.43	13.68	17.89	11.53	12.93	6.23	6.39
碧桂园	6.73	4.06	8.55	5.05	7.59	4.63	10.45	3.08	9.47	4.36	4.75
中国恒大	3.58	2.68	8.78	3.52	15.34	10.80	14.45	2.49	9.04	5.46	4.84
融创中国	6.53	2.89	8.65	3.34	9.51	5.09	13.40	2.03	8.59	4.61	5.71
中国海外发展	7.10	5.27	8.39	5.03	7.75	5.16	7.86	5.97	7.07	5.54	5.60

龙湖集团	5.93	4.39	7.30	4.56	7.08	4.95	8.84	4.16	7.81	5.36	8.77
华润置地	8.11	5.48	9.91	6.29	8.04	5.67	8.21	5.68	7.89	5.65	7.81
绿城中国	11.87	6.27	37.04	17.32	9.11	6.09	12.37	7.06	61.92	24.67	5.36
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	6.03
中国金茂	4.80	3.14	8.03	4.73	9.48	6.44	10.26	5.07	9.56	5.80	7.19
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	4.69
正荣地产									9.39	6.21	6.92
融信中国					8.65	4.72	6.85	3.91	7.85	5.09	4.48
龙光地产	4.52	3.58	5.40	3.49	3.83	2.23	7.22	2.22	7.05	4.26	5.46
H股平均	6.37	4.15	10.63	5.57	8.29	5.32	9.46	4.02	12.49	6.59	5.97

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汇总

公司	类型	PE				PB*	销售金额			PS		NAV	NAV 折价
		18A	19E	20E	21E		18A	19E	增速	18A	19E		
万科A	龙头开发	8.97	7.70	6.74	5.82	1.95	6070	6700	10.4%	0.50	0.45	4313	-29.8%
招商蛇口	主流开发	10.33	8.70	7.75	6.98	2.28	1706	2000	17.2%	0.92	0.79	1889	-16.6%
绿地控股	主流开发	7.55	5.97	4.85	3.96	1.27	3875	4500	16.1%	0.22	0.19	1665	-48.4%
华夏幸福	主流开发	7.10	5.64	4.61	3.83	2.41	1223	1317	7.7%	0.68	0.63	633	31.8%
新城控股	主流开发	5.64	4.05	3.51	3.18	2.47	2211	2700	22.1%	0.27	0.22	750	-21.1%
华侨城A	主流开发	5.52	5.34	5.00	3.34	0.99	535	550	2.8%	1.09	1.06	1214	-51.9%
金地集团	主流开发	6.72	5.62	4.90	4.53	1.37	1623	2000	23.2%	0.34	0.27	911	-40.3%
荣盛发展	主流开发	4.97	3.84	3.49	3.34	1.12	1016	1200	18.1%	0.37	0.31	785	-52.1%
金科股份	主流开发	9.37	7.04	5.86	5.10	1.73	1188	1500	26.3%	0.31	0.24	489	-25.6%
中南建设	主流开发	13.99	7.30	4.26	3.23	1.77	1466	2000	36.4%	0.21	0.15	508	-39.6%
阳光城	主流开发	8.24	6.56	4.90	3.71	1.39	1629	1800	10.5%	0.15	0.14	612	-59.3%
首开股份	主流开发	6.87	6.15	5.24	4.72	0.95	1007	1010	0.3%	0.22	0.22	431	-49.5%
蓝光发展	主流开发	8.44	5.65	3.67	2.77	1.55	855	1200	40.4%	0.22	0.16	287	-34.6%
泰禾集团	主流开发	6.25	5.15	4.21	3.50	0.92	1303	1500	15.1%	0.12	0.11	493	-67.6%
华发股份	主流开发	6.82	5.24	3.87	3.06	1.33	582	800	37.5%	0.27	0.19	384	-59.4%
A股房企平均		7.87	6.07	4.92	4.12	1.56			18.6%	0.39	0.34	1121	-0.37
融创中国	龙头开发	8.04	5.71	4.31	3.78	2.24	4608	5500	19.4%	0.29	0.24	3614	-63.1%
碧桂园	龙头开发	5.73	4.75	4.06	3.60	1.43	7604	7857	3.3%	0.26	0.25	4176	-52.5%
中国恒大	龙头开发	5.48	4.84	3.97	3.44	2.47	5513	6000	8.8%	0.37	0.34	3197	-35.9%
旭辉控股集团	主流开发	6.14	4.69	3.77	3.05	1.53	1520	1900	25.0%	0.22	0.17	736	-54.9%
龙湖集团	主流开发	10.00	8.77	7.12	5.93	2.51	2006	2200	9.7%	0.81	0.74	1830	-11.3%
中国海外发展	主流开发	6.34	5.60	4.88	4.29	1.05	2549	2962	16.2%	0.98	0.84	4970	-49.8%
华润置地	主流开发	8.60	7.81	6.77	5.76	1.91	2107	2420	14.9%	0.99	0.86	2031	2.6%
世茂房地产	主流开发	8.03	6.03	4.99	4.19	1.78	1761	2100	19.3%	0.40	0.34	1222	-41.9%
中国金茂	主流开发	9.70	7.19	5.44	4.22	1.24	1280	1500	17.2%	0.39	0.34	1208	-58.2%
雅居乐集团	主流开发	4.72	4.05	3.79	3.29	1.04	1027	1130	10.0%	0.33	0.30	859	-60.9%
远洋集团	主流开发	5.25	5.40	4.43	3.88	0.44	1095	1400	27.9%	0.17	0.13	741	-74.7%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

融信中国	主流开发	6.48	4.48	3.03	2.51	1.34	1219	1400	14.8%	0.11	0.10	367	-62.1%
龙光地产	主流开发	7.02	5.46	4.44	3.65	3.37	718	850	18.4%	0.79	0.67	1036	-45.0%
合景泰富集团	主流开发	4.82	3.80	3.12	2.75	0.85	655	850	29.8%	0.30	0.23	550	-64.6%
港股平均		6.88	5.61	4.58	3.88	1.66			16.76%	0.46	0.40	1896	-48.0%

数据来源：Wind，公司公告，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，去化下行速度及库存抬升速度快于预期。

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 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义务。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。