

# 房地产

证券研究报告

2019年10月15日

## 9月月报：低能级城市边际向下，百强韧性犹在，重视地产股四季度业绩和估值双升

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:地产股表现 百强韧性十足, 优质房企业绩有望超预期, 风格切换及风险偏好上行带来板块估值提升空间——房地产销售周报 1013》 2019-10-13
- 2 《房地产-行业研究周报:土地市场持续低温、溢价下行, 继续推荐融资优势房企——房地产土地周报 20191013》 2019-10-13
- 3 《房地产-行业研究周报:市场热度或不及预期, 政策压力有望缓解, 看好四季度地产股表现——房地产销售周报 09029》 2019-09-29

**住房交易市场：**9月销售分化明显，一线城市边际转冷，低能级城市边际向下料仍将拖累全国。9月我们重点跟踪35所大中城市一手房合计成交23.25万套，环比上升23.42%，同比上升22.39%，累计同比上升11.33%，比上月上升11个PCT，其中一线、二线、三线、四线城市年初至今累计同比增速分别12.63%、21.09%、4.88%、-3.5%，比上月分别变动-5.5、6.5、21.9、-11个PCT。一线城市中，北京、上海、广州、深圳环比增速分别为-29.24%、0.79%、21.15%、19.72%。样本城市一手房成交面积达2447.07万方，环比上升20.85%，同比上升25.46%，累计同比上升13.96%，比上月上升3.1个PCT，其中一线、二线、三线、四线城市年初至今累计同比增速分别14.86%、23.52%、6.92%、-1.01%，比上月分别变动-6、7、4.3、-10.4个PCT。**二手房市场持续低温，一二三线交易量均为负增长**，我们跟踪的14个城市二手房成交4.9万套，环比下降5.63%，同比上升9.02%，累计同比下降4.93%，比上月提升0.8个PCT，其中一线、二线、三线城市累计增速分别-8.45%、-1.35%、-22.55%，分别变动1.1、0.7、1.6个PCT。

**土地交易市场：**市场供需双方同比均出现下跌，溢价率继续下探。9月100城土地供应建筑面积合计10057.56万平方米，环比下降29.25%，同比下降32.93%，累计同比增速为-1.07%，比上月变动0.18个百分点。本月100城土地成交建筑面积合计7747.28万平方米，环比上升0.12%，同比下降28.03%，累计同比增速为-2.6%，比上月变动-2.23个百分点。本月100城土地成交楼面均价3571.8元/平方米，溢价率为6.6%、环比上月下降2.05%，其中一线、二线、三线成交溢价率分别为2.8%、6.5%、10.9%，环比上月变动分别为2.1%、-0.1%、-2.7%。本月100城土地成交楼面均价3571.8元/平方米，溢价率为6.6%、环比上月下降2.05%，其中一线、二线、三线成交溢价率分别为2.8%、6.5%、10.9%，环比上月变动分别为2.1%、-0.1%、-2.7%。

**资金层面：**个人住房贷款利率，苏州、天津等热点城市贷款利率有所下浮，部分原本利率较高的城市如武汉、南京、长沙等利率有所上调。针对公司方，9月非银贷款大幅缩减，跌幅继续扩大，信用债、海外债单月大幅收缩。本月非因贷款（不含信托融资）473亿元，同比增速为-50%，降幅比上月增速扩大42个PCT，其中信用债、ABS（不含供应链）、海外债单月融资规模分别为411.3亿、59.1亿、3亿，同比增速分别为-40.6%、-74%、-91%，比上个月分别变动-39、-5、-21个PCT。

**政策层面：**自9月11日银保监会领导讲话针对地产融资主要压降违规“输血”，而非此前的总量控制，融资政策底基本确认，融资环境边际回暖；10月起开始执行LPR机制下房贷利率，短期房贷利率保持稳定，长期有望跟随1年期LPR持续下行。北京、上海地改革前后房贷利率基本一致。

**投资建议：**九月抢跑情绪浓重下，我们重点关注的城市销量表现有所提升，但从能级来看，一线热度下降，二线、三线稳中有升，而四线城市处于同比负增的阶段，预计低能级城市对全国销量的拖累作用依然明显，全国销量“银十”或仍然以结构分化为主，但在三四线下行带动全行业基本面的总体走弱有助于缓解政策进一步打击压力，政策再度收紧的概率较小，但百强房企销售韧性超预期，高推盘叠加低基数，四季度销售韧性有望继续保持；在融资环境短期难以放松的情况下，一方面加速推盘去化仍为重点，另一方面去年Q4的低基数效应仍然十分明显（18年10-12月单月销售额分别为8213亿元、8956亿元、12819亿元，今年9月单月销售额已经超过1万亿）。行业方面，地产政策难以再度收紧，宏观方面，11日中美贸易磋商后，特朗普称美中两国已“非常接近”结束贸易战，或将全方位提升市场风险偏好。随行业竣工回升，我们预计房企下半年业绩有望再超预期，结合宏观流动性宽松、贸易摩擦阶段缓解助力板块估值提升，持续推荐：1) 龙头：保利、万科、融创等；2) 优质成长：中南建设、阳光城、荣盛发展等；3) 物业和商业：中航善达、大悦城（受益长期利率下行）、光大嘉宝等；4) 持续关注旧改：城投控股等。

。风险提示：房屋价格大幅下滑，百强销售增速不及预期



## 内容目录

1. 公司基本面：9月百强销售韧性较强，预计Q4将持续高增长	4
2. 产业政策跟踪：地产融资缓解从极紧到边际宽松	5
3. 商品房销售市场：9月市场分化，料低能级城市拖累仍然明显，一线热度明显下降	8
3.1. 百城住宅价格变动情况	8
3.2. 重点关注城市新房交易情况：9月样本城市销量回升，但一线降温明显，二线平稳，三四线边际向下	8
3.3. 重点关注城市二手房交易情况：二手房市场持续低温，一二三线交易量均为负增长	11
3.4. 重点城市库存去化情况：库存低位销售下行，去化周期略有上升	12
4. 土地市场：9月土地市场供需两弱，溢价率明显下行	13
5. 9月非银融资规模大幅缩减	15
5.1. 9月主流城市银行贷款利率一览	15
5.2. 1-8月到位资金增速7%，环比上月下滑0.2个PCT	16
5.3. 二季度商品房银行贷款情况	16
5.4. 9月非银融资情况：非银融资规模大减，信用快速收缩	17
6. 投资建议	18

## 图表目录

图 1：9月百城均价 15051 元/平方米，64 个城市环比上涨	8
图 2：9月百城、一线、二线、三线均价同比分别上涨 3.56%、0.7%、4.88%、5.08%	8
图 3：9月我们重点跟踪 35 所大中城市一手房合计成交 23.25 万套，环比上升 23.42%，同比上升 22.39%，累计同比上升 11.33%	8
图 4：9月一线、二线、三线、四线城市一手房成交套数累计同比增速分别 12.63%、-14.25%、4.88%、-3.5%	8
图 5：9月跟踪的 14 个城市二手房成交 4.9 万套，环比下降 5.63%，同比上升 9.02%，累计同比下降 4.93%	11
图 6：9月一线、二线、三线城市二手房成交套数累计同比增速分别-8.45%、-1.35%、-22.55%；	11
图 7：全国 13 城可售 55.2 万套，去化周期 7.7 周	12
图 8：一线、二线、三线套数去化周期分别为 8.2 周、7.3 周、8 周	12
图 9：9月 100 城土地供应建面 10057.56 万方，环比-29.25%，同比-32.93%，累计同比-1.07%	14
图 10：前 9 月一、二、三线供应建面累计增速分别为 19.83%、2.88%、-13.7%	14
图 11：9月 100 城土地成交建面 7747.28 万方，环比 0.12%，同比-28.03%，累计同比-2.6%	14
图 12：前 9 月一、二、三线成交建面累计增速分别为 38.3%、3.6%、-16.4%	14
图 13：9月 100 城土地成交楼面均价 3571.8 元/平方米，溢价率为 6.6%、环比上月下降 2.05%	14
图 14：9月一线、二线、三线成交溢价率分别为 2.8%、6.5%、10.9%	14
图 15：1-8 月到位资金 113723.7 亿元，累计同比 6.6%	16
图 16：国内贷款、利用外资、其他-定金及预收款、其他-按揭贷款占比分别为 15.2%、0.1%、	

33.7%、15.3%.....	16
图 17: 2019 年 2 季度, 商品房贷款余额达 41.9 亿元, 同比增速 17.1%, 其中开发贷、个贷余额增速分别为 14.6%、17.2% .....	16
图 18: 2019 年 9 月房企非银融资情况 .....	17
图 19: 9 月信用债发行规模 411.3 亿元, 同比减少 41%.....	17
图 20: 9 月公司债发行规模 271.4 亿元, 同比减少 14%.....	17
图 21: 9 月地产中票发行量 63 亿元、同比-39%.....	18
图 22: 9 月地产短融发行量 18 亿, 同比-89% .....	18
图 23: 9 月 ABS (不含供应链) 发行规模为 59.1, 同比-74%.....	18
图 24: 9 月海外债发行规模 32 亿元, 同比-4.2%.....	18
<b>表 1: 重点房企 9 月销售情况</b> .....	4
表 2: 9 月全国及地方产业政策梳理.....	5
<b>表 3: 30 大中城市新房交易情况</b> .....	9
<b>表 4: 14 大中城市二手房交易情况</b> .....	11
<b>表 5: 13 大中城市库存及去化情况</b> .....	13
<b>表 6: 主流城市 8 月房贷利率情况</b> .....	15

## 1. 公司基本面：9 月百强销售韧性较强，预计 Q4 将持续高增长

**高推盘叠加低基数，四季度销售韧性有望继续保持。**9 月百强房企销售增速韧性超出市场预期，我们认为主要原因有二：1) 融资收紧后房企有较强的动力加快推盘去化回款，尤其布局三四线为主的房企；2) 18 年 9 月百强房企销售基数较低（9 月单月销售额为 8767 亿元），19 年 9 月销售额大幅提升至万亿以上，为 10646 亿元，同比增长 21.8%。我们认为 19Q4 百强销售增速韧性有望持续保持，在融资环境短期难以放松的情况下，加速推盘去化仍为重点，而去年 Q4 的低基数效应仍然十分明显（18 年 10-12 月单月销售额分别为 8213 亿元、8956 亿元、12819 亿元），看出去年 10-11 月销售额均不足 9000 亿，而今年 9 月单月销售额已经超过 1 万亿。

9 月 TOP10、TOP50、TOP100 房企分别实现销售额 4254 亿元、8871 亿元、10646 亿元，同比增速分别为 13%、21%、22%，环比 8 月分别变动 0.5、7.0、9.7 个 PCT；单月同比增速前三的房企分别为金辉集团、华夏幸福、荣盛发展，增速分别为 177%、128%、64%。单月销售增速来看，反弹主要出现在以三四线为主的房企，单月销售增速达 40%，远超过以一二线为重点房企的增速 21%，也超过龙头房企的 22%。

1-9 月 TOP10、TOP50、TOP100 房企分别实现销售额 32733 亿元、66730 亿元、80578 亿元，同比增速分别为 10%、14%、15%，环比 1-8 月分别变动 0.6、1.2、1 个 PCT；累计同比增速前三的房企分别为华发股份、世茂房地产、金辉集团，累计增速分别为 63%、43%、40%。从城市能级来看，以一二线、三四线为主的房企累计增速分别环比提升 1.5、4.3 个 PCT 至 11%、6%，低于龙头房企的 18%。

表 1：重点房企 9 月销售情况

公司	9 月当月销售 (亿元)		1-9 月销售 (亿元)		全年销售 (亿元)		
	19 年 9 月	19 年 9 月 同比增速	19 年 1-9 月	19 年 1-9 月 同比增速	19 年 销售目标	19 年 销售目标对 应增速	19 年 1-9 月 销售目标完 成度
TOP10	4254	13%	32733	10%			
TOP50	8871	21%	66730	14%			
TOP100	10646	22%	80578	15%			
重点布局三四线 房企	2233	40%	15032	6.0%			
重点房企	5310	21%	38218	11%			
龙头房企	1341	22%	11264	18%			
碧桂园	710	51%	5805	5%			
万科 A	483	12%	4756	10%	6500	7%	73%
中国恒大	828	38%	4531	2%	6000	9%	76%
保利地产	375	3%	3470	15%			
融创中国	640	21%	3696	16%	5500	20%	67%
中海地产	309	44%	2560	31%	2992	11%	86%
绿地集团	202	-63%	2439	-11%			
新城控股	267	11%	1984	23%	2700	22%	73%
华润置地	225	18%	1747	25%	2420	15%	72%
龙湖集团	269	55%	1745	17%	2200	10%	79%

招商蛇口	234	79%	1620	40%	2000	17%	81%
世茂房地产	321	53%	1740	43%	2100	19%	83%
阳光城	272	63%	1502	38%	1800	11%	83%
旭辉集团	200	27%	1368	27%	1900	17%	72%
金地集团	250	43%	1418	33%	2000		71%
中南置地	190	58%	1304	26%	2000	32%	65%
中国金茂	156	35%	1238	27%			
金科集团	197	54%	1213	32%			
正荣集团	108	28%	950	2%	1500	15%	63%
中梁控股	136	2%	1010	12%	1300	1%	78%
富力地产	130	19%	1001	5%	1600	13%	63%
华夏幸福	173	128%	1004	-9%	1600	-5%	63%
融信集团	135	83%	940	14%	1400	28%	67%
远洋集团	135	3%	889	27%	1400	28%	64%
雅居乐	119	20%	877	25%	1130	10%	78%
中国奥园	106	35%	786	29%	2000	138%	39%
滨江集团	83	20%	791	22%	1141	36%	69%
祥生地产	103	56%	764	23%			
蓝光发展	114	56%	771	12%			
绿城中国	124	15%	795	-22%	1112	-29%	71%
荣盛发展	119	64%	698	16%			
美的置业	101	42%	708	18%			
泰禾集团	88	-3%	619	-35%			
金辉集团	65	177%	631	40%			
华发股份	66	62%	611	63%	1000	80%	61%

资料来源：克而瑞，亿翰智库，天风证券研究所

## 2. 产业政策跟踪：地产融资缓解从极紧到边际宽松

8月-9月中旬流动性先紧后松，针对地产行业的融资持续严控，但宏观流动性宽松，优质地产公司有望受益。8月对地产的监管持续高压，从月初银保监会对32个城市进行涉房业务检查，到月中部分银行收到“开发贷余额不超过3月底”，均令房企融资蒙上一层阴霾。但9月开始针对宏观流动性的宽松，以及银保监会负责人的再度发言压降违规“输血”，表明前期融资压力有所缓解。

10月起开始执行LPR机制下房贷利率，短期房贷利率保持稳定，长期有望跟随1年期LPR持续下行。北京、上海地改革前后房贷利率基本一致。

表2：9月全国及地方产业政策梳理

区域	日期	事件	关键内容	
全国	银保监会	2019年9月3日	银保监会：对部分交叉金融产品流入房地产等领域采取监管措施	银保监会系统召开“不忘初心、牢记使命”主题教育总结大会。郭树清指出，银保监会党委积极回应群众和社会关切，对小微企业融资难融资贵，部分交叉金融产品流入房地产领域，以及车险市场乱象等问题果断采取监管措施，做到立查立改、即知即改。
	国务院	2019年9月4日	国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工	国务院常务会议要求，专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。



		作，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施	
央行	2019年9月6日	央行公布降准0.5%	央行宣布于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。此次降准释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元。
银保监会	2019年9月11日	银保监会主席郭树清：打击非法金融，遏制房地产泡沫倾向	银保监会主席郭树清日前表示，聚焦打好防范化解金融风险攻坚战，多措并举化解高风险金融机构的风险，持续整治网络借贷等互联网金融的风险。坚决打击非法金融活动，遏制房地产金融化、泡沫化的倾向，守住不发生系统性风险的底线。
银保监会	2019年9月11日	<b>银保监会肖远企：监管部门未控制房企贷款增量，而是压降违规绕道“输血”房地产</b>	肖远企认为，社会资金不可都进入房地产，房地产过度融资对整个金融及均衡发展不利。银行应当按照银行经营的规则，该提资本提资本，授信集中度要遵循标准；同时，监管部门严惩房地产违规绕道“输血”行为。在银行方面，肖远企称，同业理财、影子银行是中小银行风险最突出的地方。压降高风险资产，或将其转到表内，管理将更规范，也有相应的资本和拨备覆盖，会降低风险。（只找到观点地产网的相关信息，未在银保监会官网找到这次吹风会相关信息）
财政部	2019年9月17日	财政部印发《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》的通知	近日，财政部下发《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》，专项资金支持包括公租房保障和城市棚户区改造、老旧小区改造、住房租赁市场发展等方面。其中住房租赁市场发展。主要用于多渠道筹集租赁住房房源、建设住房租赁信息服务与监管平台等与住房租赁市场发展相关的支出。办法明确，住房租赁市场发展资金，采取竞争性评审方式分配。示范期内，专项资金标准按城市规模分档确定。其中，直辖市每年10亿元，省会城市和计划单列市每年8亿元，地级城市每年6亿元，示范期3年。
央行	2019年9月24日	央行行长易纲：中国目前的经济还是运行在合理的区间，中国在宏观经济政策上应对下行压力的空间比较大， <b>货币政策还是要保持稳健的取向。</b>	易纲在答记者“最近经济下行压力有所加大的情况下，央行会不会进一步考虑降息降准，或者允许汇率有一定的贬值来维持经济的稳定？政策空间是不是也会受到债务、房地产的风险或者通胀预期的制约？”这一问题时指出，目前全世界的经济确实有下行的压力，中国的经济数据也有一些下行。总体判断是中国目前的经济还是运行在合理的区间，这是第一个判断。第二个判断就是，目前中国在宏观经济政策，特别是财政政策、货币政策上，应对下行压力的空间还是比较大的。我们并不急于像其他一些国家央行所做的那样，有一些比较大的降息和量化宽松的政策。我们的判断是，中国的货币政策还是要保持稳健的取向，要保持这个定力。同时，客观分析来看，我们不管是在货币政策工具上，在宏观审慎政策工具上，还是在其他的方面，我们的空间确实都是比较大。
财政部	2019年9月26日	为适应金融体制改革发展，防范和化解金融风险，	资产运营方面，《征求意见稿》在强调金融企业加强资产管理制度的基础上，主要补充和完善了以下内容。例如，结合金融企业实际，进一步降低固定资产（含在建工程）占净

		加强金融企业财务管理，财政部发布《金融企业财务规则（征求意见稿）》，向社会公开征求意见	资产比重限制，将银行和保险等非银行类金融机构的比例限制，分别由 40%和 50%统一为 40%，进一步提升金融企业资产变现能力，同时防止金融企业过度参与房地产等投资。
地方		海南印发《海南省产业准入禁止限制目录（2019 年版）》，明确建立产业准入负面清单制度，全面禁止高能耗、高污染、高排放产业和低端制造业发展。	房地产业方面的禁止类管理措施包括：建设房地产开发经营中的产权式酒店；生态保护红线区内建设商品房；利用海岸带可开发的一线土地、新批填海土地建设商品住宅；五指山、保亭、白沙、琼中 4 个中部生态核心区市县开发建设外销房地产项目。
海南	2019 年 9 月 1 日		
上海	2019 年 9 月 2 日	上海银保监会：辖区信托公司报备新增房地产信托业务，适度严格开展房地产资产证券化业务	海银保监局 9 月 2 日向辖内各信托公司下发《关于辖内信托公司报备新增房地产信托业务和通道业务相关要求的通知》，要求辖内信托公司定期报告两项业务的新增、到期和存量规模；明确新增单笔业务对机构整体业务规模的影响；适度严格开展符合信托本源的事务管理类信托和相关房地产资产证券化业务。
厦门	2019 年 9 月 10 日	中国银保监会厦门监管局印发《关于推动厦门银行业保险业支持实体经济发展的指导意见》	文件第十六条指出：防控房地产领域风险。坚持“房住不炒”原则底线，从严把握首付比、首付资金来源、个人房贷收入比、开发项目资本金比例、预售资金监管等房地产信贷政策，防止信贷资源向房地产业进一步集中。投放资金集中度过高的银行业机构要调整资产结构，均衡行业配置，监测房地产企业债务集中到期情况，开展压力测试和早期预警。严管信贷资金使用，防止信贷资金违规进入房地产市场。
浙江	2019 年 9 月 15 日	浙江省市场监管局：整治房地产“霸王条款”	浙江省市场监管局日前发布了浙江省 2018 至 2019 年度房地产、汽车买卖、物业管理三大行业的 20 条典型不公平合同格式条款。针对合同中发现的问题，浙江市场监管部门对问题经营主体开展行政约谈、下达行政建议书、下达责令整改通知书，行政指导完善合同文本 1417 份，行政指导修改合同格式条款 70543 条（次）；立案查处合同违法案件 83 件，收缴罚没款 66 万元。
浙江	2019 年 9 月 17 日	浙江银保监局日前下发《关于进一步规范个人消费贷款有关问题的通知》，要求银行机构加强个人消费贷款用途管控，	《通知》要求银行机构加强个人消费贷款用途管控，确保用途与合同约定一致，严禁贷款资金违规流入股市、楼市以及其它投资性领域，主要重申了以下禁止性领域：一是严禁用于支付购房首付款或偿还首付款借贷资金；二是严禁流入股市、债市、金市、期市等交易市场；三是严禁用于购买银行理财、信托计划以及其它各类资产管理产品；四是严禁用于民间借贷、P2P 网络借贷以及其它禁止性领域等。
各省市	2019 年 10 月 11 日	房贷利率“换锚”，多地明确房贷利率浮动下限	自 10 月 8 日起，新发放的商业性个人住房贷款利率正式“换锚”，以贷款市场报价利率（LPR）为定价基准加点形成。截至目前，北京已经明确首套房利率在 LPR 的基础上上浮不低于 55 个基点，二套房不低于 105 个基点；上海地区初步明确为首套房利率不得低于 LPR 基础上减 20 个基点，二套房则

不得低于 LPR 加 60 个基点。深圳、南京等其余省市也发部明确了房贷利率下限

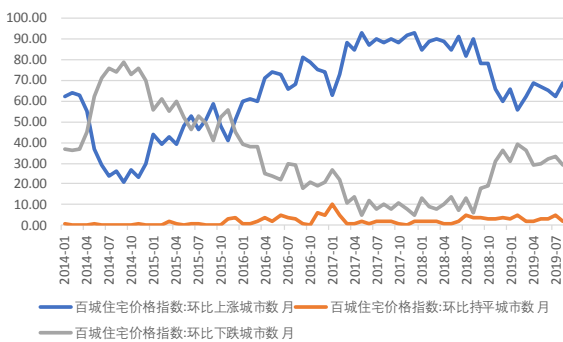
资料来源：银保监会官网，中国政府网，中国人民银行官网，腾讯新闻，地方市监局，天风证券研究所

### 3. 商品房销售市场：9 月市场分化，料低能级城市拖累仍然明显，一线热度明显下降

#### 3.1. 百城住宅价格变动情况

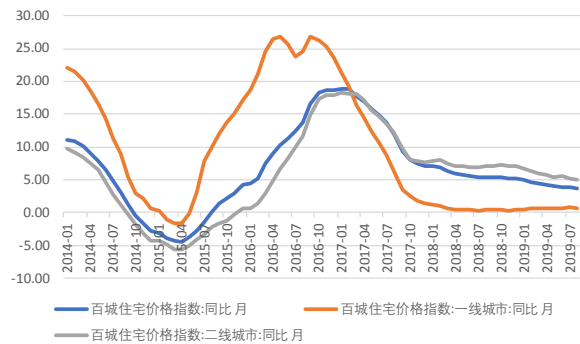
9 月百城中共 64 所城市价格环比上涨，比上月减少 5 所；百城房地产均价 15051 元/平方米，环比上升 0.31%，同比上升 3.56%，其中一线、二线、三线城市价格环比增速分别 0.13%、0.33%、0.5%；百城均价同比上升 3.56%，其中一线、二线、三线城市同比增速分别 0.7%、4.88%、5.08%。

图 1：9 月百城均价 15051 元/平方米，64 个城市环比上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 月百城、一线、二线、三线均价同比分别上涨 3.56%、0.7%、4.88%、5.08%



资料来源：Wind，天风证券研究所

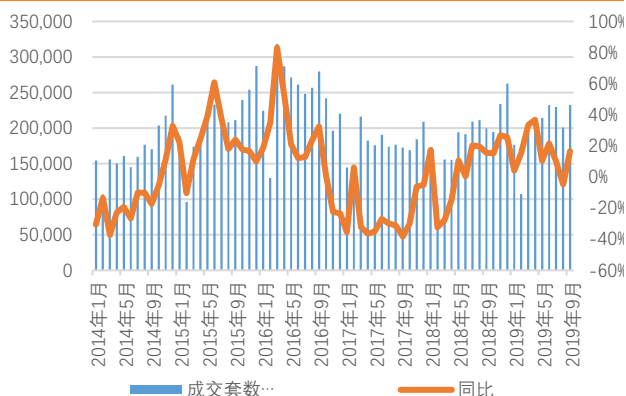
#### 3.2. 重点关注城市新房交易情况：9 月样本城市销量回升，但一线降温明显，二线平稳，三四线边际向下

9 月我们重点跟踪 35 所大中城市一手房合计成交 23.25 万套，环比上升 23.42%，同比上升 22.39%，累计同比上升 11.33%，比上月上升 11 个 PCT，其中一线、二线、三线、四线城市年初至今累计同比增速分别 12.63%、21.09%、4.88%、-3.5%，比上月分别变动-5.5、6.5、21.9、-11 个 PCT。一线城市中，北京、上海、广州、深圳环比增速分别为-29.24%、0.79%、21.15%、19.72%。样本城市一手房成交面积达 2447.07 万方，环比上升 20.85%，同比上升 25.46%，累计同比上升 13.96%，比上月上升 3.1 个 PCT，其中一线、二线、三线、四线城市年初至今累计同比增速分别 14.86%、23.52%、6.92%、-1.01%，比上月分别变动-6、7、4.3、10.4 个 PCT。

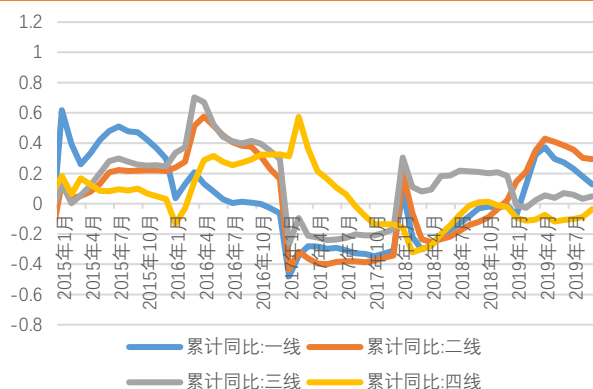
图 3：9 月我们重点跟踪 35 所大中城市一手房合计成交 23.25 万套，环比上升 23.42%，同比上升 22.39%，累计同比上升 11.33%

图 4：9 月一线、二线、三线、四线城市一手房成交套数累计同比增速分别 12.63%、-14.25%、4.88%、-3.5%





资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 30 大中城市新房交易情况

		2019/9/1	2019 年 1 月-9 月	累计同比	单月环比	单月同比
合计	套数	232,488	1,706,688	11.3%	23.4%	22.4%
	面积	24,470,735	182,726,324	14.0%	20.8%	25.5%
一线城市	套数	28,389	256,324	12.6%	3.9%	-17.9%
	面积	29,364,27	263,249,44	14.9%	3.3%	-17.9%
二线城市	套数	102,794	696,463	21.1%	29.4%	40.5%
	面积	118,515,52	798,241,95	23.5%	29.5%	44.3%
三线城市	套数	81,336	615,673	4.9%	26.0%	18.1%
	面积	73,954,78	608,063,35	6.9%	15.5%	18.3%
四线城市	套数	19,969	138,228	-3.5%	17.2%	49.2%
	面积	22,872,78	157,708,50	-1.0%	23.4%	56.0%
北京	套数	3,269	46,554	56.1%	-29.2%	-41.4%
	面积	431,431	5,217,898	65.3%	-20.0%	-26.4%
上海	套数	11,542	102,836	7.0%	0.8%	-4.9%
	面积	1,187,700	10,452,583	8.5%	0.3%	-5.5%
广州	套数	8,381	64,891	-0.4%	21.1%	-36.3%
	面积	882,904	6,886,684	-1.0%	19.6%	-35.6%
深圳	套数	5,197	42,043	15.1%	19.7%	39.4%
	面积	434,393	3,767,780	19.0%	14.5%	20.1%
成都	套数	13,331	123,396	9.3%	-0.1%	-12.4%
	面积	1,561,416	14,473,775	18.9%	-2.0%	-8.0%
杭州	套数	7,267	48,432	-17.6%	50.3%	-6.2%
	面积	874,309	5,800,095	-17.1%	48.3%	-0.9%
南京	套数	9,357	49,903	25.9%	83.6%	133.1%
	面积	1,087,105	5,851,051	22.6%	86.5%	121.0%
福州	套数	3,150	20,131	84.1%	34.1%	77.7%
	面积	308,893	2,058,036	85.9%	30.7%	86.8%
济南	套数	6,989	59,528	133.1%	10.2%	-5.6%

	面积	874,646	7,514,587	141.4%	9.9%	-3.8%
武汉	套数	18,078	146,355	29.6%	-8.9%	40.0%
	面积	2,048,438	16,338,061	34.2%	-9.0%	47.0%
长春	套数	9,535	73,155	-2.8%	6.1%	-15.9%
	面积	1,040,464	7,912,190	1.3%	8.8%	-15.7%
南宁	套数	8,412	74,155	58.4%	18.6%	29.0%
	面积	931,811	8,203,412	62.8%	19.6%	32.3%
宁波	套数	4,830	48,325	132.4%	-23.9%	135.0%
	面积	580,422	5,710,142	112.4%	-18.7%	127.2%
厦门	套数	902	10,637	199.5%	-30.9%	218.7%
	面积	106,456	1,179,706	157.4%	-33.9%	176.1%
青岛	套数	13,790	87,947	-12.4%	35.1%	95.7%
	面积	1,546,032	10,371,894	-10.1%	26.7%	90.1%
苏州	套数	7,153	62,352	15.7%	11.5%	13.6%
	套数	891,559	7,635,975	15.3%	14.5%	12.4%
无锡	套数	10,395	58,881	25.2%	51.7%	377.3%
	套数	1,201,000	6,644,300	31.4%	53.2%	376.4%
佛山	套数	19,452	160,233	28.1%	36.6%	5.8%
	套数	1,436,049	13,034,948	22.9%	13.5%	2.9%
东莞	套数	8,767	66,504	9.6%	-1.2%	10.4%
	套数	712,641	5,233,756	8.2%	7.1%	17.8%
金华	套数	1,300	13,003	-16.9%	9.2%	-16.3%
	套数	140,313	1,402,443	-19.6%	11.6%	-8.7%
温州	套数	9,066	67,507	12.8%	29.5%	26.9%
	套数	1,130,218	9,443,864	25.2%	11.1%	19.4%
泉州	套数	3,845	31,292	-14.3%	13.6%	-39.3%
	套数	281,847	2,640,174	-12.1%	-1.2%	-29.1%
泰安	套数	2,220	16,684	-6.3%	21.9%	54.8%
	套数	272,696	1,936,025	-10.6%	28.7%	54.9%
赣州	套数	7,117	52,331	-8.8%	32.5%	29.1%
	套数	905,490	6,651,081	-7.4%	32.7%	30.1%
惠州	套数	2,184	17,215	0.8%	7.3%	17.6%
	套数	259,996	2,035,808	2.9%	4.6%	19.6%
韶关	套数	1,067	9,608	-14.7%	-31.5%	-25.0%
	套数	130,472	1,185,939	-16.2%	-25.5%	-26.8%
扬州	套数	1,370	15,847	-40.6%	-13.6%	-60.1%
	套数	169,057	1,944,376	-37.5%	-22.5%	-57.1%
岳阳	套数	1,983	12,209	-1.6%	38.2%	41.5%
	套数	238,250	1,493,759	0.4%	36.7%	50.9%
江阴	套数	1,847	16,963	-24.9%	15.9%	-1.5%
	套数	248,231	2,207,199	-25.0%	15.7%	6.2%

常州	套数	10,723	77,396	0.4%	41.2%	28.0%
	套数	269,219	4,952,663	30.2%	-19.6%	-39.6%
泰州	套数	712	4,945	28.8%	81.2%	1773.7%
	套数	94,459	657,044	40.4%	84.2%	2014.9%
镇江	套数	6,123	50,155	0.5%	-0.5%	14.3%
	套数	736,959	5,838,568	1.6%	6.7%	24.1%
江门	套数	708	7,058	-21.5%	-31.9%	-13.6%
	套数	80,315	813,288	-19.7%	-33.4%	-17.4%
莆田	套数	1,496	12,470	38.6%	26.4%	270.3%
	套数	188,931	1,577,946	40.6%	32.6%	253.6%
连云港	套数	8,744	45,370	-15.0%	43.5%	98.3%
	套数	959,438	5,044,689	-12.5%	55.0%	101.3%
吉林	套数	2,186	18,230	0.6%	0.6%	-7.1%
	套数	227,175	1,839,315	0.9%	-1.1%	-5.4%

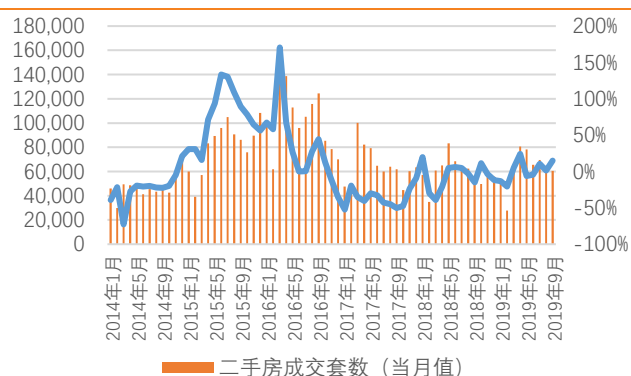
注：1.套数单位套，面积单位平方米。 2.一线城市包括：北京、上海、广州、深圳等4个城市；二线城市包括：成都、杭州、南京、福州、济南、武汉、长春、南宁、宁波、厦门、青岛、苏州等12个城市；三线城市包括：无锡、佛山、东莞、金华、温州、泉州、泰安、赣州、惠州、韶关、扬州、岳阳、江阴、常州等14个城市；四线城市包括：泰州、镇江、江门、莆田、连云港、吉林等6个城市。

资料来源：Wind，天风地产研究所

### 3.3. 重点关注城市二手房交易情况：二手房市场持续低温，一二三线交易量均为负增长

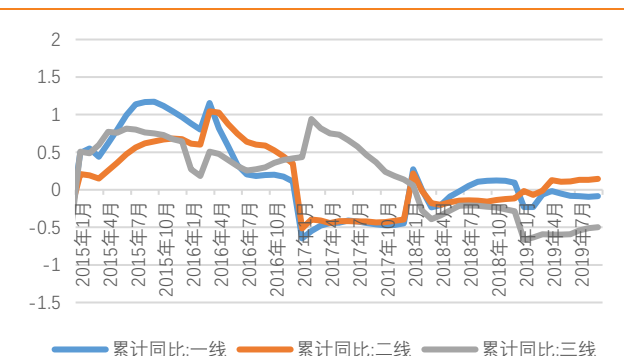
本月跟踪的14个城市二手房成交4.9万套，环比下降5.63%，同比上升9.02%，累计同比下降4.93%，比上月提升0.8个PCT，其中一线、二线、三线城市累计增速分别-8.45%、-1.35%、-22.55%，分别变动1.1、0.7、1.6个PCT；合计成交面积为450.04万方，环比下降7.84%，同比上升11.01%，累计同比下降1.29%，其中一线、二线、三线城市累计同比增速分别-6.8%、5.88%、-21.18%。

图5：9月跟踪的14个城市二手房成交4.9万套，环比下降5.63%，同比上升9.02%，累计同比下降4.93%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图6：9月一线、二线、三线城市二手房成交套数累计同比增速分别-8.45%、-1.35%、-22.55%



资料来源：Wind，天风证券研究所

表4：14大中城市二手房交易情况

	2019/9/1	2019年1月-9月	累计同比	单月环	单月同比
--	----------	------------	------	-----	------

					比	
合计	套数	49,024	563,310	-4.9%	-5.6%	9.0%
	面积	4,500,395	41,550,694	-1.3%	-7.8%	11.0%
一线城市	套数	20,139	164,771	-8.5%	4.1%	0.0%
	面积	1,746,293	14,367,781	-6.8%	4.2%	0.6%
二线城市	套数	25,811	367,692	-1.3%	-11.1%	19.3%
	面积	2,450,042	24,083,756	5.9%	-11.5%	22.0%
三线城市	套数	3,074	30,847	-22.5%	-13.8%	-3.9%
	面积	304,059	3,099,157	-21.2%	-30.7%	-1.8%
北京	套数	12,319	107,856	-11.1%	2.2%	-16.7%
	面积	1,098,897	9,515,750	-9.5%	2.1%	-15.2%
深圳	套数	7,820	56,915	-3.0%	7.3%	46.4%
	面积	647,396	4,852,031	-0.9%	8.1%	47.2%
杭州	套数	3,754	41,361	-9.5%	-16.6%	47.0%
	面积	342,699	3,738,673	-11.3%	-17.4%	42.2%
南京	套数	9,221	62,856	26.0%	-2.9%	75.7%
	面积	817,110	5,386,901	28.3%	-4.2%	84.9%
南宁	套数	3,404	24,858	25.6%	-20.0%	119.0%
	面积	295,211	2,316,126	24.3%	-24.4%	109.5%
厦门	套数	2,352	29,971	160.8%	-4.6%	55.5%
	面积	238,382	2,932,638	154.6%	-2.8%	55.7%
无锡	套数	-	107,856	-11.1%		
	面积	6,117	47,044	14.3%	-0.2%	57.2%
苏州	套数	7,080	78,879	32.0%	-14.9%	-12.5%
	面积	750,522	8,009,898	33.9%	-12.6%	-8.9%
扬州	套数	1,637	12,972	-11.6%	8.6%	23.0%
	面积	154,353	1,307,977	-8.0%	-31.0%	23.2%
金华	套数	1,188	10,969	-29.8%	-9.2%	46.5%
	面积	126,701	1,119,365	-29.5%	-9.5%	42.3%
江门	套数	249	6,906	-27.5%	-66.9%	-76.4%
	面积	23,005	671,815	-27.2%	-69.5%	-75.9%

注：1.套数单位套，面积单位平方米。 2.一线城市包括：北京、深圳 2 个城市；二线城市包括：杭州、南京、南昌、南宁、青岛、厦门、大连、无锡、苏州等 9 个城市；三线城市包括：扬州、金华、江门 3 个城市。

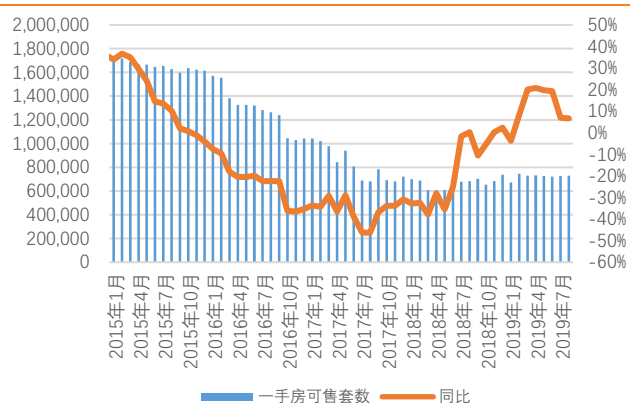
资料来源：Wind，天风地产研究所

### 3.4. 重点城市库存去化情况：库存低位销售下行，去化周期略有上升

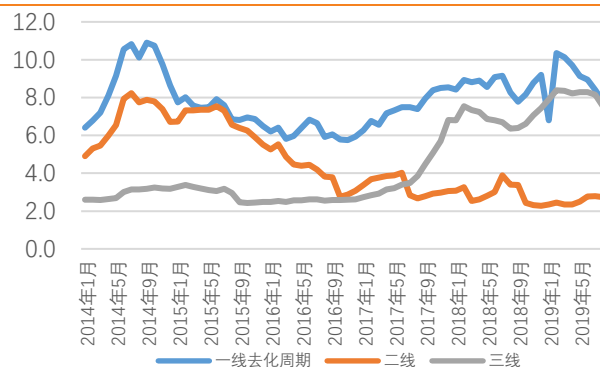
截止本月底，全国 13 大城市住宅可售套数合计 55.18 万套，环比上升 1.57%，去化周期 7.7 周，其中一线、二线、三线可售套数分别为 24.7 万套、27.5 万套、3 万套，环比增速分别 0.59%、2.99%、-2.92%；一线、二线及三线存量套数去化周期分别为 8.2、7.3、8 周。

图 7：全国 13 城可售 55.2 万套，去化周期 7.7 周

图 8：一线、二线、三线套数去化周期分别为 8.2 周、7.3 周、8 周



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 5: 13 大中城市库存及去化情况

		2019/9/1	环比增速	前六月月均销售	去化周期	前一月去化周期
合计	套数	551,768	1.57%	71,633	7.7	6.5
一线城市	套数	247,101	0.59%	30,181	8.2	6.8
二线城市	套数	274,787	2.99%	37,712	7.3	6.2
三线城市	套数	29,880	-2.92%	3,741	8.0	7.4
北京	套数	69,628	0.38%	5,331	13.1	10.3
上海	套数	58,295	-0.93%	11,744	5.0	4.2
广州	套数	63,895	0.22%	7,862	8.1	6.8
深圳	套数	55,282	2.97%	5,244	10.5	8.7
杭州	套数	19,568	13.66%	6,011	3.3	2.5
南京	套数	38,714	2.10%	6,364	6.1	5.2
福州	套数	34,535	3.25%	2,288	15.1	12.5
济南	套数	100,848	1.84%	7,357	13.7	11.5
厦门	套数	25,541	2.24%	1,408	18.1	15.6
苏州	套数	35,516	5.09%	7,911	4.5	3.8
宁波	套数	20,065	-1.81%	6,373	3.1	2.8
江阴	套数	10,252	-4.92%	2,194	4.7	4.4
莆田	套数	19,628	-1.84%	1,547	12.7	11.8

注: 1.套数单位套, 面积单位万平方米。 2.一线城市包括: 北京、上海、广州、深圳 4 个城市; 二线城市包括: 杭州、南京、福州、济南、厦门、苏州、宁波等 7 个城市; 三线城市包括: 江阴、莆田 2 个城市。

资料来源: Wind, 天风地产研究所

#### 4. 土地市场: 9 月土地市场供需两弱, 溢价率明显下行

9 月 100 城土地供应建筑面积合计 10057.56 万平方米, 环比下降 29.25%, 同比下降 32.93%, 累计同比增速为 -1.07%, 比上月变动 0.18 个百分点。其中一线、二线、三线城市供应面积分别为 738.58、4485.33、4833.64 万平方米, 同比增速分别为 -23.04%、-27.27%、-38.57%, 累计同比增速分别为 31.95%、8.04%、-9.82%; 比上个月分别变动 23.68、-0.23、0.18 个百

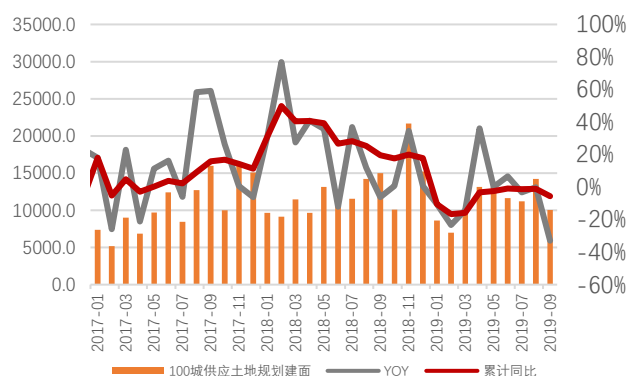


分点。

本月 100 城土地成交建筑面积合计 7747.28 万平方米，环比上升 0.12%，同比下降 28.03%，累计同比增速为-2.6%，比上月变动-2.23 个百分点。其中一线、二线、三线城市供应面积分别为 626.6、3628.74、3491.94 万平方米，同比增速分别为 59.76%、-22.93%、-38.34%，累计同比增速分别为 35.99%、7.47%、-13.51%；比上个月分别变动-6.04、-3.58、-1.02 个百分点。

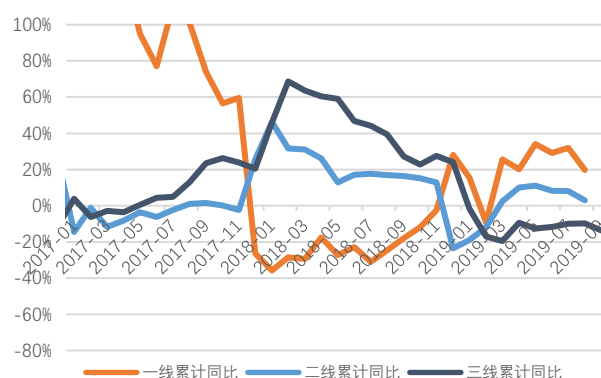
本月 100 城土地成交楼面均价 3571.8 元/平方米，溢价率为 6.6%、环比上月下降 2.05%，其中一线、二线、三线成交溢价率分别为 2.8%、6.5%、10.9%，环比上月变动分别为 2.1%、-0.1%、-2.7%。

图 9：9 月 100 城土地供应建面 10057.56 万方，环比-29.25%，同比-32.93%，累计同比-1.07%



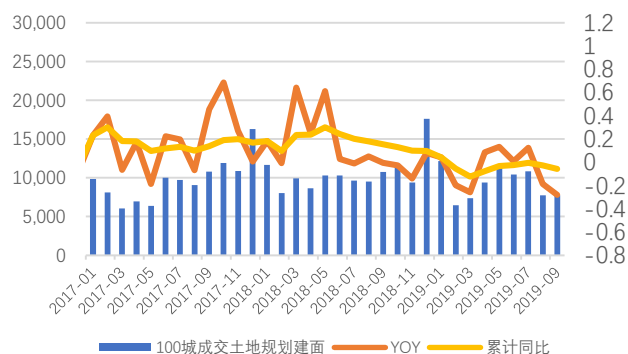
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：前 9 月一、二、三线供应建面累计增速分别为 19.83%、2.88%、-13.7%



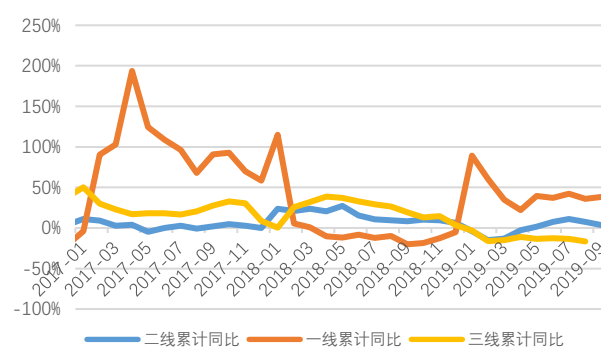
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：9 月 100 城土地成交建面 7747.28 万方，环比 0.12%，同比-28.03%，累计同比-2.6%



资料来源：天风证券研究所

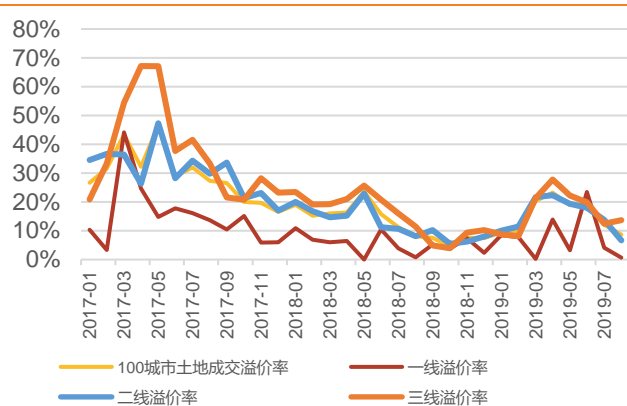
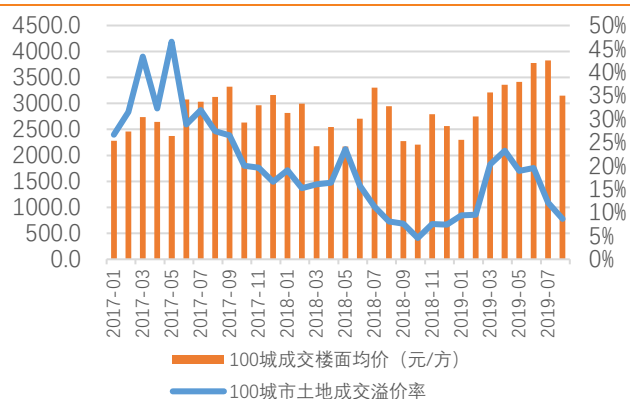
图 12：前 9 月一、二、三线成交建面累计增速分别为 38.3%、3.6%、-16.4%



资料来源：天风证券研究所

图 13：9 月 100 城土地成交楼面均价 3571.8 元/平方米，溢价率为 6.6%、环比上月下降 2.05%

图 14：9 月一线、二线、三线成交溢价率分别为 2.8%、6.5%、10.9%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 9月非银融资规模大幅缩减

### 5.1. 9月主流城市银行贷款利率一览

表 6: 主流城市 8 月房贷利率情况

城市	类型	9月主流	8月主流	浮动情况
北京	首套	1.1 倍	1.1 倍	平安银行 1.1 倍
	二套	1.2 倍	1.2 倍	平安银行 1.2 倍
上海	首套	9.5 折	9.5 折	上海农商行 9.5 折
	二套	1.1 倍	1.1 倍	上海农商行 1.1 倍
广州	首套	1.1 倍	1.1 倍	浦发银行 1.1 倍
	二套	1.15 倍	1.15 倍	浦发银行 1.15 倍
深圳	首套	1.05 倍		花旗银行 1.05 倍
	二套	1.1 倍		花旗银行 1.1 倍
成都	首套	1.15 倍	1.15 倍	工商银行 1.15 倍
	二套	1.2 倍	1.2 倍	工商银行 1.2 倍
杭州	首套		1.1 倍	无
	二套		1.2 倍	无
重庆	首套	1.1 倍	1.1 倍	和信金融基准, 重庆农商行 1.1 倍
	二套	1.15 倍	1.15 倍	和信金融 1.1 倍, 重庆农商行 1.15 倍
武汉	首套	1.2 倍	1.25 倍	中信银行 1.2 倍
	二套	1.25 倍	1.3 倍	中信银行 1.25 倍
西安	首套	1.15 倍	1.15 倍	中信银行 1.15 倍
	二套	1.2 倍	1.2 倍	中信银行 1.2 倍
苏州	首套	1.23 倍	1.2 倍	兴业银行 1.23 倍
	二套	1.25 倍	1.25 倍	兴业银行 1.25 倍
天津	首套	1.1 倍	1.05 倍	交通银行 1.1 倍
	二套	1.15 倍	1.1 倍	交通银行 1.15 倍
南京	首套	1.15 倍	1.15 倍	中国银行 1.15 倍
	二套	1.15 倍	1.2 倍	中国银行 1.15 倍
长沙	首套	1.1 倍	1.15 倍	工商银行 1.1 倍
	二套	1.15 倍	1.2 倍	工商银行 1.15 倍

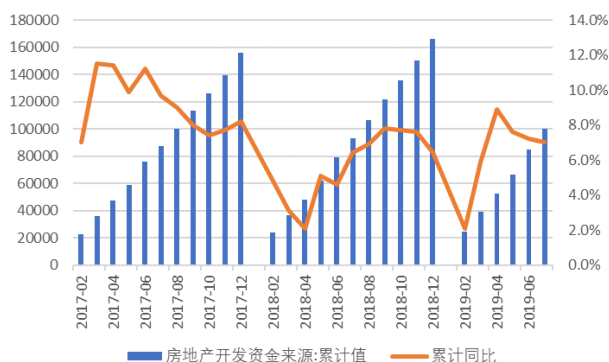
郑州	首套	1.15 倍	1.15 倍	农业银行 1.15 倍
	二套	1.25 倍	1.2 倍	农业银行 1.25 倍
东莞	首套	1.15 倍	1.15 倍	中信银行 1.15 倍
	二套	1.2 倍	1.2 倍	中信银行 1.2 倍
青岛	首套	1.15 倍	1.15 倍	光大银行 1.15 倍
	二套	1.2 倍	1.2 倍	光大银行 1.2 倍
沈阳	首套	1.15 倍	1.05 倍	民生银行 1.15 倍
	二套	1.2 倍	1.1 倍	民生银行 1.2 倍
宁波	首套	1.1 倍	1.15 倍	农业银行 1.1 倍
	二套	1.15 倍	1.15 倍	农业银行 1.15 倍
昆明	首套	1.1 倍	1.05 倍	建设银行 1.1 倍
	二套	1.15 倍	1.1 倍	建设银行 1.15 倍

资料来源：融 360，天风证券研究所

### 5.2. 1-8 月到位资金增速 7%，环比上月下滑 0.2 个 PCT

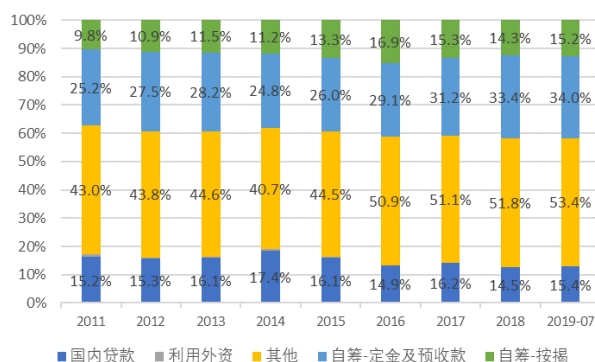
根据统计局资金到位情况来看，2019 年 1-8 月，房地产开发到位资金总计 113723.7 亿元，累计同比上升 6.6%，环比上月下降了 0.4 个 PCT，从分项资金来源来看，国内贷款、利用外资、其他-定金及预收款、其他-按揭贷款占比分别为 15.23%，0.07%，33.75%、15.34%。

图 15：1-8 月到位资金 113723.7 亿元，累计同比 6.6%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：国内贷款、利用外资、其他-定金及预收款、其他-按揭贷款占比分别为 15.2%，0.1%、33.7%、15.3%

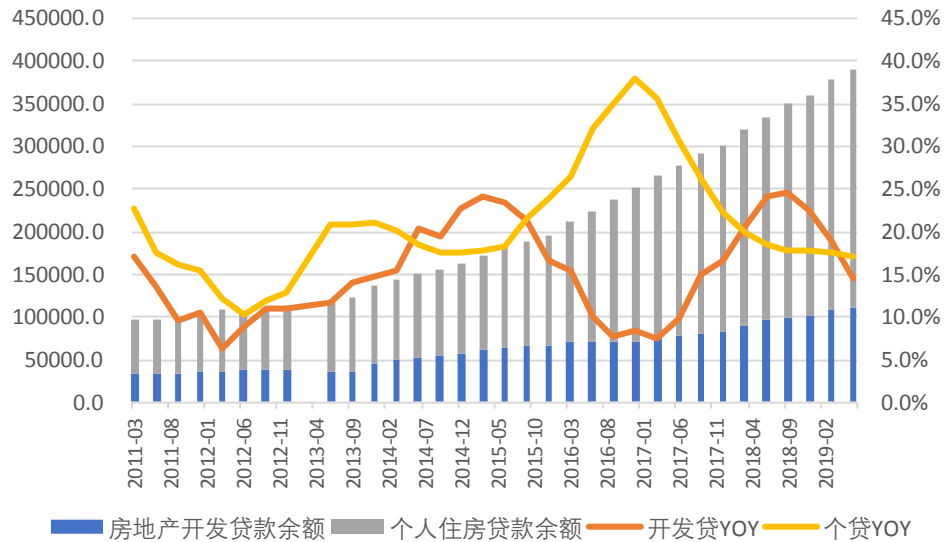


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 5.3. 二季度商品房银行贷款情况

2019 年 2 季度，商品房贷款达到 41.9 亿元，同比增速 17.1%，环比上季度下降了 1.6 个 PCT，其中房地产开发贷余额 11 亿元，同比增速 14.6%，环比上季度下降了 4.3 个 PCT，其中个贷余额 28.1 亿元，同比增速 17.2%，环比上季度下降了 0.3 个 PCT。

图 17：2019 年 2 季度，商品房贷款余额达 41.9 亿元，同比增速 17.1%，其中开发贷、个贷余额增速分别为 14.6%、17.2%

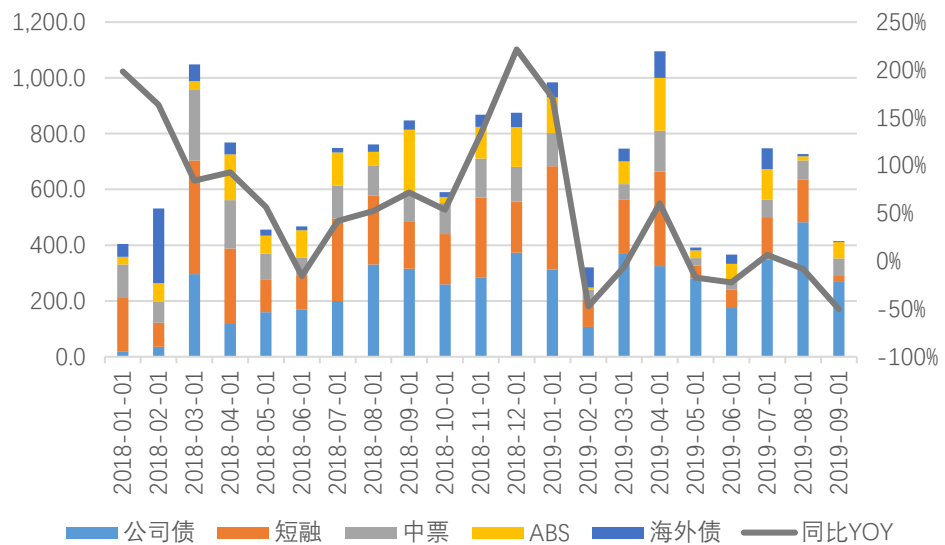


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 5.4. 9月非银融资情况：非银融资规模大减，信用快速收缩

2019年9月行业非银融资规模（不含信托融资）473亿元，同比增速为-50%，降幅比上月增速扩大42个PCT，其中信用债、ABS（不含供应链）、海外债单月融资规模分别为411.3亿、59.1亿、3亿，同比增速分别为-40.6%、-74%、-91%，比上个月分别变动-39、-5、-21个PCT。

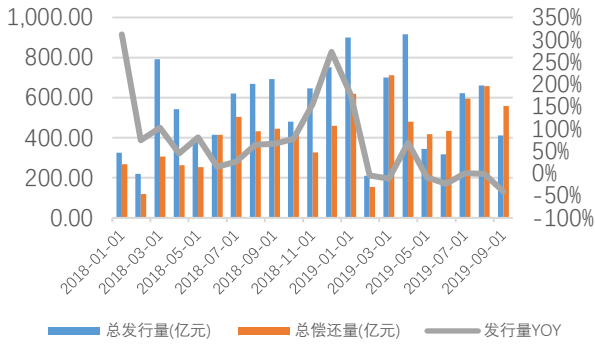
图 18：2019 年 9 月房企非银融资情况（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

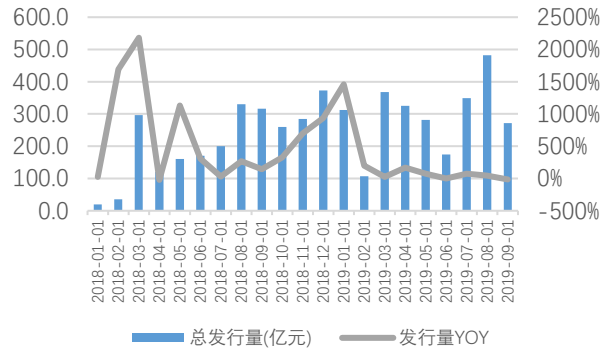
图 19：9 月信用债发行规模 411.3 亿元，同比减少 41%

图 20：9 月公司债发行规模 271.4 亿元，同比减少 14%



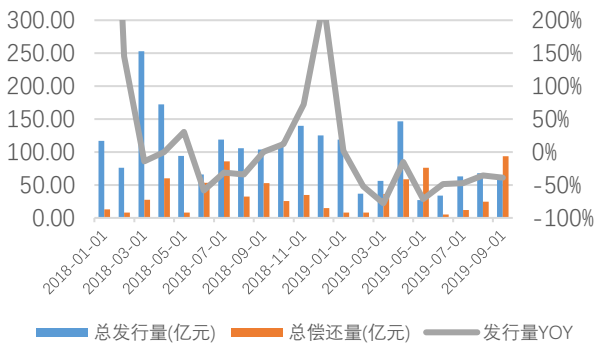
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：9 月地产中票发行量 63 亿元、同比-39%



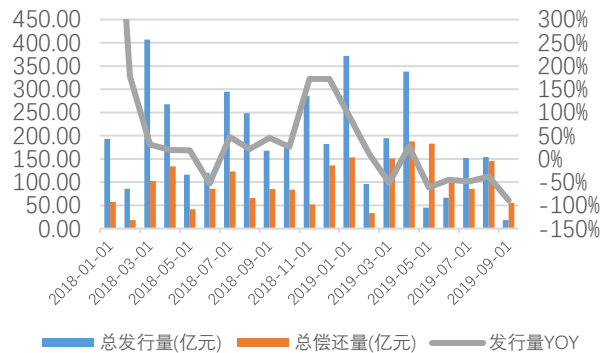
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：9 月地产短融发行量 18 亿，同比-89%



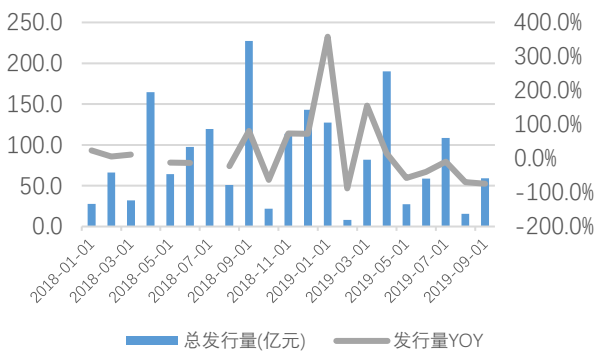
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：9 月 ABS (不含供应链) 发行规模为 59.1, 同比-74%

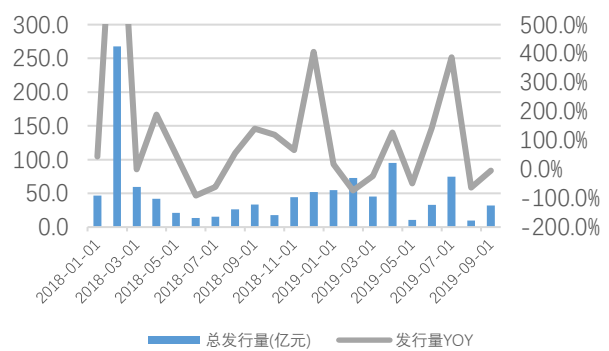


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：9 月海外债发行规模 32 亿元, 同比-4.2%



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 投资建议

**住房交易市场：**9 月房企总体抢跑情绪较浓烈的情况下，销量环比、同比均有 20% 以上的提升，但从绝对量来看，也处于全年中较好的月份。本月我们重点跟踪 35 所大中城市一手房合计成交 23.25 万套，环比上升 23.42%，同比上升 22.39%，累计同比上升 11.33%，比上月上升 11 个 PCT，其中一线、二线、三线、四线城市年初至今累计同比增速分别 12.63%、21.09%、4.88%、-3.5%，比上月分别变动-5.5、6.5、21.9、-11 个 PCT。一线城市中，北京、



上海、广州、深圳环比增速分别为-29.24%、0.79%、21.15%、19.72%。样本城市一手房成交面积达 2447.07 万方，环比上升 20.85%，同比上升 25.46%，累计同比上升 13.96%，比上月上升 3.1 个 PCT，其中一线、二线、三线、四线城市年初至今累计同比增速分别 14.86%、23.52%、6.92%，比上月分别变动-6、7、4.3 个 PCT。

**土地交易市场：市场供需双方同比均出现下跌，溢价率继续下行。**9 月 100 城土地供应建筑面积合计 10057.56 万平方米，环比下降 29.25%，同比下降 32.93%，累计同比增速为-1.07%，比上月变动 0.18 个百分点。本月 100 城土地成交建筑面积合计 7747.28 万平方米，环比上升 0.12%，同比下降 28.03%，累计同比增速为-2.6%，比上月变动-2.23 个百分点。本月 100 城土地成交楼面均价 3571.8 元/平方米，溢价率为 6.6%、环比上月下降 2.05%，其中一线、二线、三线成交溢价率分别为 2.8%、6.5%、10.9%，环比上月变动分别为 2.1%、-0.1%、-2.7%。

**资金层面：**个人住房贷款利率，苏州、天津等热点城市贷款利率有所下浮，部分原本利率较高的城市如武汉、南京、长沙等利率有所上调。针对公司方，9 月非银贷款大幅缩减，跌幅继续扩大，信用债、海外债单月大幅收缩。本月非因贷款（不含信托融资）473 亿元，同比增速为-50%，降幅比上月增速扩大 42 个 PCT，其中信用债、ABS（不含供应链）、海外债单月融资规模分别为 411.3 亿、59.1 亿、3 亿，同比增速分别为-40.6%、-74%、-91%，比上个月分别变动-39、-5、-21 个 PCT。

**政策层面：**自 9 月 11 日银保监会领导讲话，针对地产融资主要压降违规“输血”，而非此前的总量控制，融资政策底基本确认，融资环境边际回暖；10 月起开始执行 LPR 机制下房贷利率，短期房贷利率保持稳定，长期有望跟随 1 年期 LPR 持续下行。北京、上海地改革前后房贷利率基本一致。

#### 投资建议：

九月抢跑情绪浓重下，我们重点关注的城市销量表现有所提升，但从能级来看，一线热度下降，二线、三线稳中有升，而四线城市处于同比负增的阶段，预计低能级城市对全国销量的拖累作用依然明显，全国销量“银十”或仍然以结构分化为主，但在三四线下行带动全行业基本面的总体走弱有助于缓解政策进一步打击压力，政策再度收紧的概率较小，但百强房企销售韧性超预期，高推盘叠加低基数，四季度销售韧性有望继续保持；在融资环境短期难以放松的情况下，一方面加速推盘去化仍为重点，另一方面去年 Q4 的低基数效仍然十分明显（18 年 10-12 月单月销售额分别为 8213 亿元、8956 亿元、12819 亿元，今年 9 月单月销售额已经超过 1 万亿）。行业方面，地产政策难以再度收紧，宏观方面，11 日中美贸易磋商后，特朗普称美中两国已“非常接近”结束贸易战，或将全方位提升市场风险偏好。随行业竣工回升，我们预计房企下半年业绩有望再超预期，结合宏观流动性宽松、贸易摩擦阶段缓解助力板块估值提升，持续推荐：1）龙头：保利、万科、融创等；2）优质成长：中南建设、阳光城、荣盛发展等；3）物业和商业：中航善达、大悦城（受益长期利率下行）、光大嘉宝等；4）持续关注旧改：城投控股等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com