

房地产行业

金九销售成果亮眼，融资态势依旧偏紧

行业评级
买入

前次评级

买入

报告日期

2019-10-18

核心观点:

● 房企销售：金九销售成果亮眼，重点房企冲刺全年目标

9月重点跟踪房企同比增长34.0%，增速较8月进一步扩大12.1pct，1-9月累计同比增长17.4%，自6月以来重点跟踪房企单月及累计同比增速持续扩大。金九银十历来为房地产销售旺季，在房企持续坚定推盘叠加低基数情况下，9月重点房企销售表现不俗。19年3季度龙头房企销售均价同比下降6.0%，为自16年4季度以来首次出现价格下跌，也是自14年1季度以来最大单季度价格跌幅。自9月下旬以来，市场上有关房企以价换量的传闻屡见不鲜，而这一传闻也一定程度上从经营数据上得到验证。

● 房企拿地：土地投资力度继续下降，中小房企相对积极

9月土地市场溢价率继续下行，市场持续降温，我们统计的12个房企拿地金额环比下降24%，同比下降36%，拿地力度（拿地金额/销售金额）下降至24%，布局一二线、三四线房企拿地力度分别降至29%、13%。本月拿地主要有三个变化：1）主流房企拿地占比下降，中小房企拿地相对积极；2）主流房企单月拿地力度均下滑至40%以下，但同时，8月拿地最谨慎的三家房企9月均有土地获取；3）招商蛇口、中南建设、金地集团单月拿地静态毛利率有所改善。

● 房企融资：信托集中度提升，信用债、海外债融资成本边际上行

9月，各地方政府继续严查违规资金流入房地产，包括信托资金用于收购土地，行业融资态势依旧偏紧。从数据来看，A股房企债权融资规模610亿元，低基数下同比上涨35%。从结构来看，信用债发行规模同比下滑58%，A股房企非标融资同比上涨160%，非标主要以信托融资为主，从房地产信托整体融资规模来看，9月同比下滑27%，上市房企占信托行业比重提升，头部房企融资优势逐步体现。从成本来看，9月信用债、海外债成本小幅上升，信托融资受结构影响，成本继续回落。

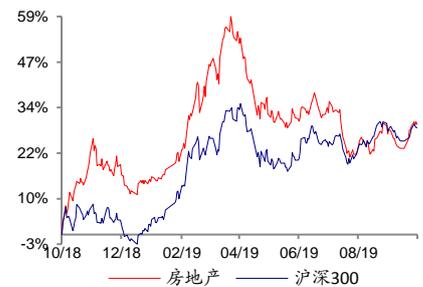
● 房企估值：多数房企上涨，华润、龙湖回归近期高点

本月A股及H股房地产企业股价均表现较佳，板块相对收益为正。A股绝对收益为1.9%，相对收益为1.1%。H股恒生地产类指数绝对收益为1.4%，相对收益为1.2%。个股方面，A股主流房企当前估值普遍接近18年年初至今低点，而H股主流房企中，碧桂园、中国海外发展等公司更接近低点，龙湖集团、华润置地当前估值已基本达到18年年初至今高点。

● 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。

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:成交和土地市场 2019-10-15

景气度边际改善，按揭贷环境继续收紧

房地产行业:金九成交边际改善 2019-09-29

景气度好于去年同期

房地产行业:头部房企坚定走 2019-09-23

量，表外融资规模下滑

联系人: 邢莘 021-60750620

xingshen@gf.com.cn

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	27.35	2019/08/26	买入	39.60	3.56	4.07	7.86	6.87	6.59	7.49	19.9%	18.5%
招商蛇口	001979.SZ	人民币	19.89	2019/03/19	买入	29.80	2.29	2.57	8.69	7.74	8.98	8.33	21.0%	19.1%
华夏幸福	600340.SH	人民币	28.50	2019/08/18	买入	36.99	4.93	6.03	5.78	4.72	8.21	7.76	29.0%	26.2%
华侨城 A	000069.SZ	人民币	7.27	2018/11/01	买入	-	1.33	1.42	5.45	5.11	5.77	5.46	15.0%	13.8%
荣盛发展	002146.SZ	人民币	8.90	2019/08/17	买入	13.52	2.25	2.48	3.95	3.59	2.14	0.17	22.6%	19.9%
金科股份	000656.SZ	人民币	6.98	2019/08/16	买入	7.26	0.97	1.16	7.21	6.00	17.69	22.80	18.8%	18.4%
中南建设	000961.SZ	人民币	8.85	2019/08/28	买入	10.78	1.13	1.94	7.82	4.56	4.41	4.33	20.3%	25.9%
阳光城	000671.SZ	人民币	6.62	2019/08/04	买入	8.89	0.94	1.25	7.08	5.28	10.70	8.40	18.0%	19.5%
蓝光发展	600466.SH	人民币	7.02	2019/09/02	买入	10.04	1.10	1.70	6.35	4.13	11.00	11.78	22.6%	25.8%
华发股份	600325.SH	人民币	7.61	2019/09/09	买入	10.50	1.40	1.90	5.42	4.00	18.18	11.87	20.0%	21.3%
新潮中宝	600208.SH	人民币	3.05	2019/03/18	买入	5.20	0.48	0.57	6.42	5.37	23.10	18.50	10.2%	10.9%
中国国贸	600007.SH	人民币	17.95	2019/09/02	买入	19.86	0.92	1.04	19.44	17.34	7.75	6.88	11.8%	11.7%
金融街	000402.SZ	人民币	8.03	2019/08/12	买入	10.31	1.29	1.47	6.23	5.45	12.81	10.65	10.9%	11.1%
碧桂园	02007.HK	港币	10.86	2019/09/18	买入	16.03	1.93	2.26	5.08	4.34	3.30	2.89	25.6%	23.1%
融创中国	01918.HK	港币	35.25	2019/09/06	买入	54.70	5.28	7.00	6.06	4.57	8.35	4.98	27.2%	26.5%
中国海外发展	00688.HK	港币	26.20	2019/10/15	买入	32.90	4.11	4.63	5.75	5.10	4.76	4.31	15.0%	14.4%
旭辉控股集团	00884.HK	港币	5.39	2019/08/18	买入	6.16	0.91	1.13	5.43	4.35	3.70	2.80	21.6%	21.2%
万科企业	02202.HK	港币	29.05	2019/08/26	买入	38.70	3.48	3.98	7.53	6.59	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：金九销售成果亮眼，重点房企冲刺全年目标	5
市场概况：金九销售表现亮眼，多数房企走量决心坚定	5
房企概况：龙头房企发力冲刺全年目标，恒大创历史单月销售新高	10
房企拿地：土地投资力度下降，中小房企相对积极	14
房企融资：信托集中度提升，融资成本边际上行	22
融资综述：低基数下融资规模同比上升，偿债压力将延续至 2020 年	22
各融资渠道分析：信托集中度提升，信用债、海外债融资成本边际上行	23
房企估值：多数房企上涨，华润、龙湖回归近期高点	28

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	5
图 2：统计局、35 重点城市及重点跟踪房企 9 月销售面积增速	6
图 3：各口径下房企销售均价增速（%）	6
图 4：重点跟踪房企金额增速贡献对比	6
图 5：重点跟踪房企销售计划完成情况	7
图 6：2019 年 1-9 月各层级房企销售金额贡献拆分	7
图 7：龙头及成长型房企销售规模增速变化趋势	7
图 8：龙头房企销售规模增速拆分	8
图 9：成长型房企销售规模增速	8
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	9
图 11：销售均价分段房企销售金额增速表现	10
图 12：部分上市房企 8 月单月销售金额（亿元）及增速	11
图 13：部分上市房企 8 月及历史增速对比	11
图 14：部分上市房企 9 月单月销售金额增速拆分（%）	12
图 15：部分上市房企 1-9 月累计销售金额增速拆分（%）	12
图 16：部分上市房企目标完成率及历史同期目标完成情况（%）	14
图 17：中指院 300 城商住用地及 12 个房企拿地金额增速	14
图 18：中指院 300 城商住用地及 12 个房企拿地楼面价（元/平）	15
图 19：TOP30 房企 1-9 月拿地金额及销售金额同比增速	16
图 20：TOP30 房企 19 年 1-9 月累计拿地规模及销售规模（亿元）	16
图 21：分线房企拿地力度（拿地金额/销售金额）	17
图 22：12 个房企拿地力度（拿地金额/销售金额）	17
图 23：主流房企前三季度拿地力度变化（拿地金额/销售金额）	18
图 24：12 个房企长三角及珠三角拿地建面占比	19
图 25：12 个房企一二线拿地建面占比	19
图 26：12 个房企拿地建面区域分布	19

图 27: 12 个房企新进入城市数量以及新进入城市土地投资占比	20
图 28: 样本房企拿地静态毛利率	20
图 29: 一二线及三四线房企拿地静态毛利率	20
图 30: 10 个房企新进入城市及已布局城市拿地毛利率情况	21
图 31: A 股房企债权融资、到期及净融资规模 (亿元)	22
图 32: A 股房企债权融资结构拆分	22
图 33: 9 月融资规模结构与近半年平均对比	23
图 34: 境内债权融资平均融资成本	23
图 35: A 股房企信用债单月融资规模及年内月均规模 (亿元)	24
图 36: 全样本信用债发行成本及利差	24
图 37: 9 月及近半年信用债平均融资成本对比	24
图 38: A 股非标融资单月规模及同比	25
图 39: A 股非标融资结构	25
图 40: 房地产信托发行规模及增速	25
图 41: 房地产信托成立规模及增速	25
图 42: 内房股海外债融资单月规模及同比	26
图 43: 内房股海外债融资结构 (亿人民币, 按主体分)	26
图 44: 内房股海外债利率	26
图 45: 房股海外债利率 (按评级分类)	26
图 46: 本月 A 股主流房企股价月涨跌幅(09.17-10.17)	29
图 47: 本月 H 股主流房企股价月涨跌幅(09.17-10.17)	29
图 48: A 股及 H 股龙头房企 PE (TTM)	30
图 49: A 股及 H 股龙头房企 PE (动态)	31
图 50: A 股及 H 股龙头房企 NAV 折价情况	31
图 51: A 股主流房企动态 PE 估值变化 (截至 10.17)	32
图 52: H 股主流房企动态 PE 估值变化 (截至 10.17)	32
表 1: 按规模分类房企销售金额增速及其构成	8
表 2: 按价格段划分房企销售金额增长的贡献拆分	10
表 3: 部分重点跟踪房企 9 月销售情况	13
表 4: 不同口径房企拿地金额及面积对比	15
表 5: 12 个房企历年拿地力度对比 (拿地金额/销售金额)	17
表 6: 12 个房企拿地金额权益比例	18
表 7: 土地储备货值分布及截至 19 年 9 月货值测算	21
表 8: 内房股 9 月信用债发行融资成本对比	24
表 9: 内房股美元债相同主体间的利率变化对照	26
表 10: 近期地方资金监管政策一览	27
表 11: 公告整理房企债权融资规模及成本	27
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	29
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)	32
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	33

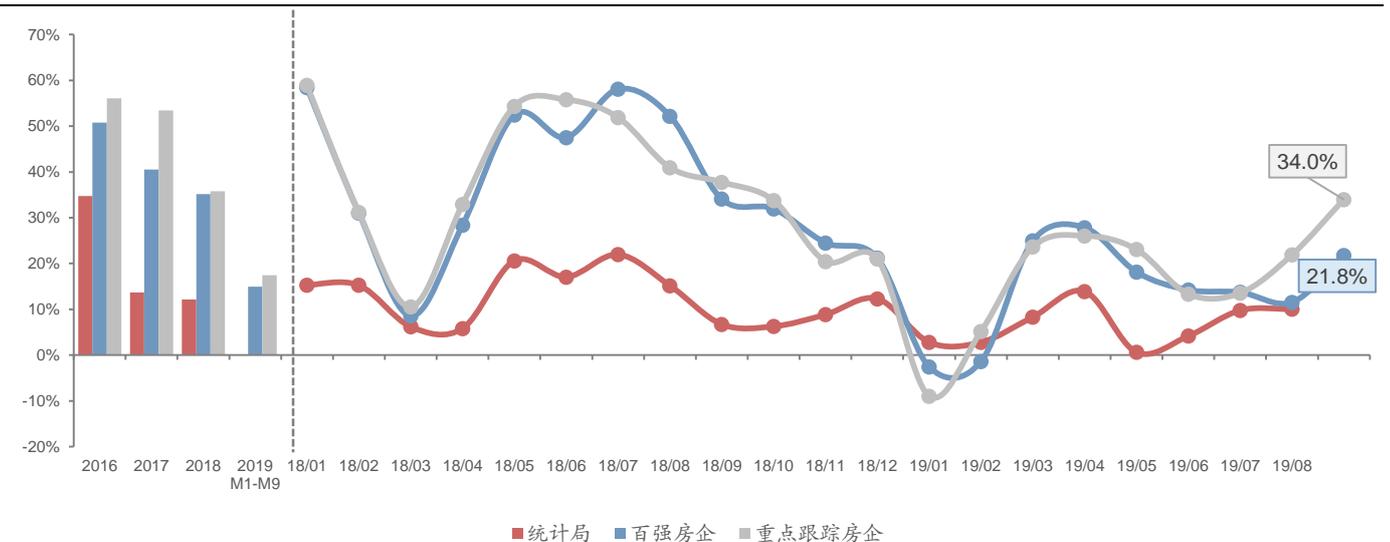
房企销售：金九销售成果亮眼，重点房企冲刺全年目标

市场概况：金九销售表现亮眼，多数房企走量决心坚定

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，9月重点跟踪房企实现销售金额8496亿元，同比增长34.0%，增速较8月进一步扩大12.1pct。1-9月重点跟踪房企累计实现销售金额6.11万亿，同比增长17.4%，增速较1-7月扩大2.3pct，自6月以来重点跟踪房企单月及累计同比增速持续扩大。金九银十历来为房地产销售旺季，在房企持续坚定推盘叠加低基数情况下，9月重点房企销售表现不俗。

与前期相比，9月重点跟踪房企与百强房企及市场趋势分化进一步凸显，9月百强房企单月同比增长21.8%，而重点跟踪房企增速明显加快，与百强房企系销售金额增速差在8月的基础上进一步扩大1.9pct达到12.3pct。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

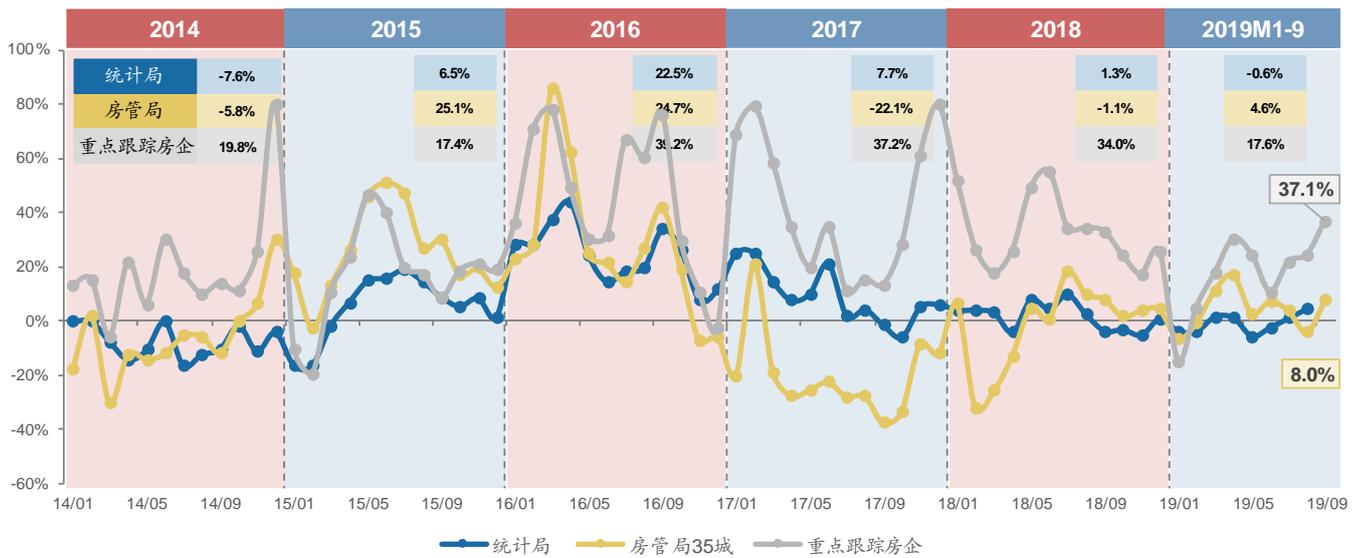


数据来源：公司公告，克而瑞，统计局，广发证券发展研究中心

从面积口径来看，46个重点跟踪上市房企2019年9月销售面积为6250万方，同比增长37.1%，增速较8月扩大12.7pct，1-9月累计销售面积4.43亿平，同比增长17.6%，增速较1-8月扩大2.7pct。

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9月销售面积增速



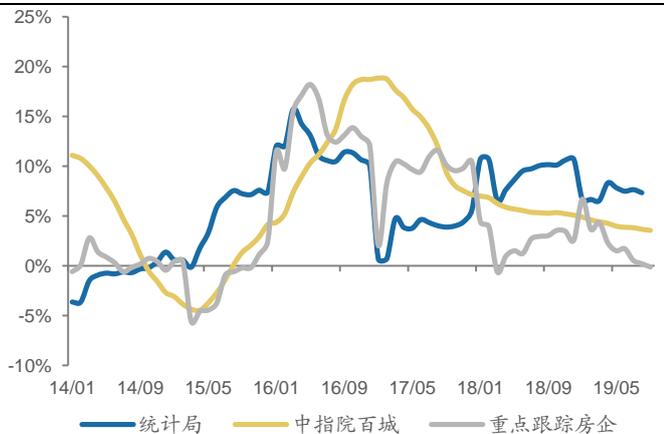
数据来源: 公司公告, 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

备注: 统计局 19 年累计增速为 1-8 月数据

与销售金额趋势类似, 自6月起重点跟踪房企销售面积增速也在逐月提高, 但提升速度较金额增速更快, 反应了销售均价的持续下行, 以及龙头房企在大环境稳定情况下走量的决心。2019年9月重点跟踪房企销售均价为13595元/平, 同比下降2.3%, 环比下降0.3%。19年3季度重点跟踪房企销售均价同比下降3.7%, 为15年1季度以来最大降幅。随着地产行业融资渠道收紧, 市场景气度边际下滑, 房地产企业走量决心越发坚决, 以价换量的特征在各层级房企中均有所体现。

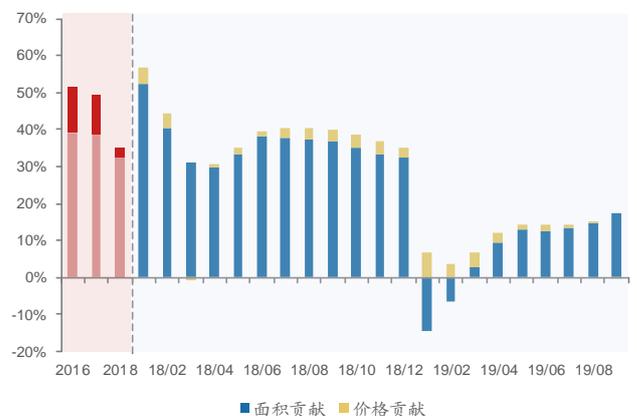
从销售金额增速贡献因素来看, 19年1-8月以来统计局商品房销售金额增长完全来自于均价增长的贡献, 而截至9月我们所跟踪的46家上市房企的规模增长完全来自于销售面积的扩张, 均价对整体销售规模增长的贡献则于9月转负, 从17年以来支撑头部公司规模增长的还是来自运营销售体量的提升, 而这一特征自7月以来愈发明显。

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

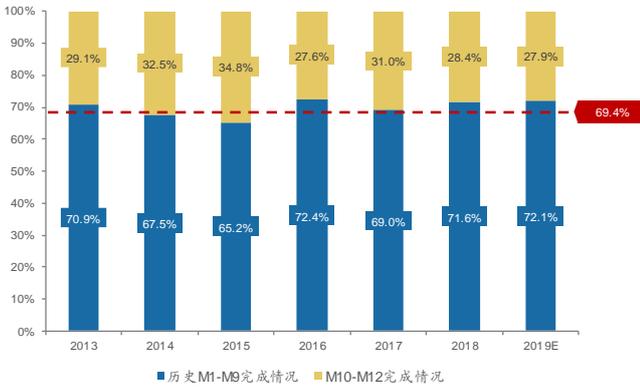


数据来源: 统计局, 公司公告, 广发证券发展研究中心

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9

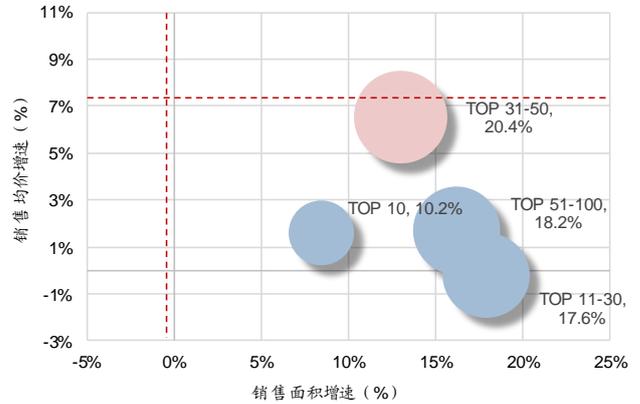
月，35家公布销售目标的上市房企平均全年销售计划完成率为72.1%，今年首次超过18年同期完成率71.6%，也高于以前年度的平均完成水平，房企本年度销售计划完成情况基本符合预期。考虑四季度通常为房企推盘销售高峰，行业整体大概率可以完成全年销售计划。

图5：重点跟踪房企销售计划完成情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

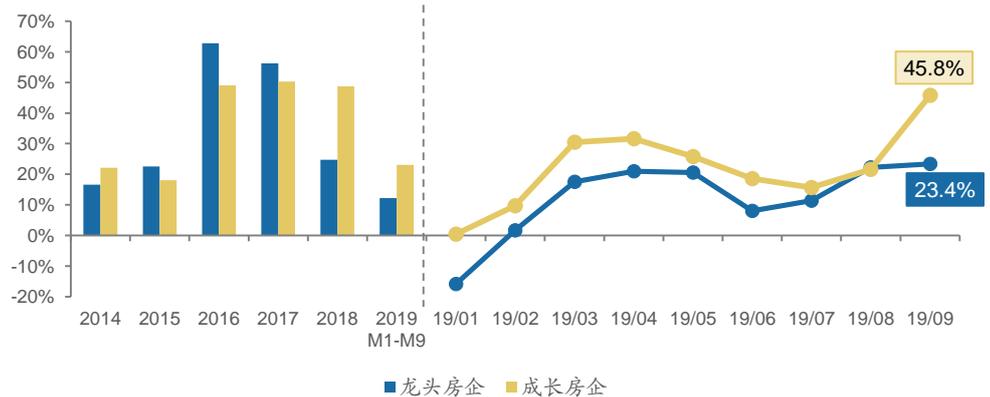
图6：2019年1-9月各层级房企销售金额贡献拆分



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1-9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。9月龙头房企单月销售金额增速为23.4%，成长型公司则为45.8%，增速分别较8月扩大1.2pct、24.2pct，龙头房企8月销售增速短暂超过成长型房企后，9月再次被成长型房企大幅反超，与18年以来的趋势保持一致。

图7：龙头及成长型房企销售规模增速变化趋势



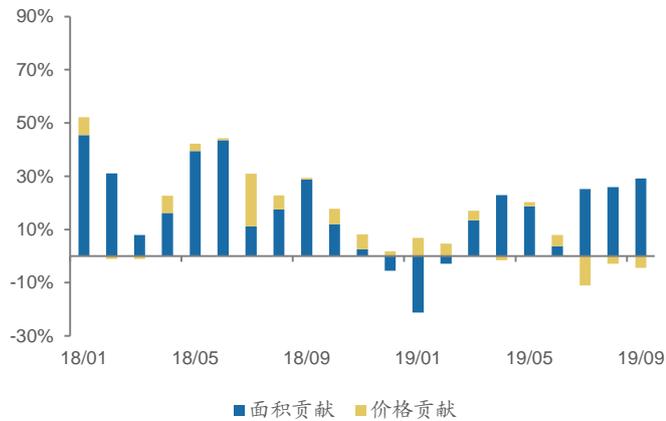
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

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9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4.5%，成长型房企同比下降1.1%。从季度数据来看，19年3季度龙头房企销售均价同比下降6.0%，为自16年4季度以来首次出现价格下跌，也是自14年1季度以来最大单季度价格跌幅。自9月下旬以来，市场上有关

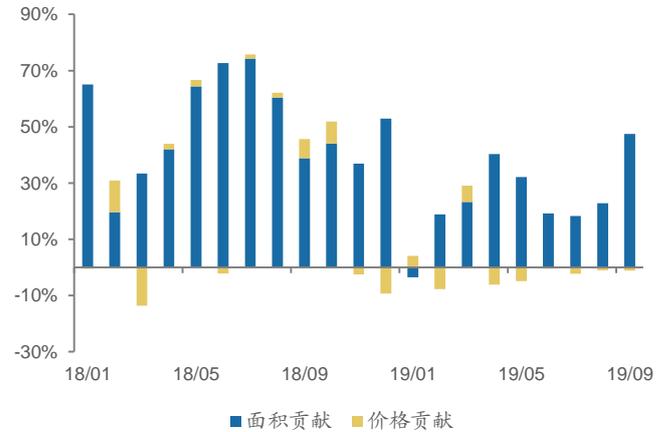
房企以价换量的传闻屡见不鲜，而这一传闻也一定程度上从经营数据上得到验证。

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1-9月, 龙头房企累计销售金额同比增速为12.3%, 成长型房企整体则为23.1%。成长型房企仍持续保持规模增长优势, 与龙头房企之间的增速差在7月、8月短暂收窄后再次扩大。

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%	41.7%	34.9%	10.2%	11.4%
2018	24.8%	48.7%	20.1%	50.2%	3.9%	-1.0%
2019M1-M9	12.3%	23.1%	12.0%	24.9%	0.2%	-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%
19/09	23.4%	45.8%	29.2%	47.4%	-4.5%	-1.1%

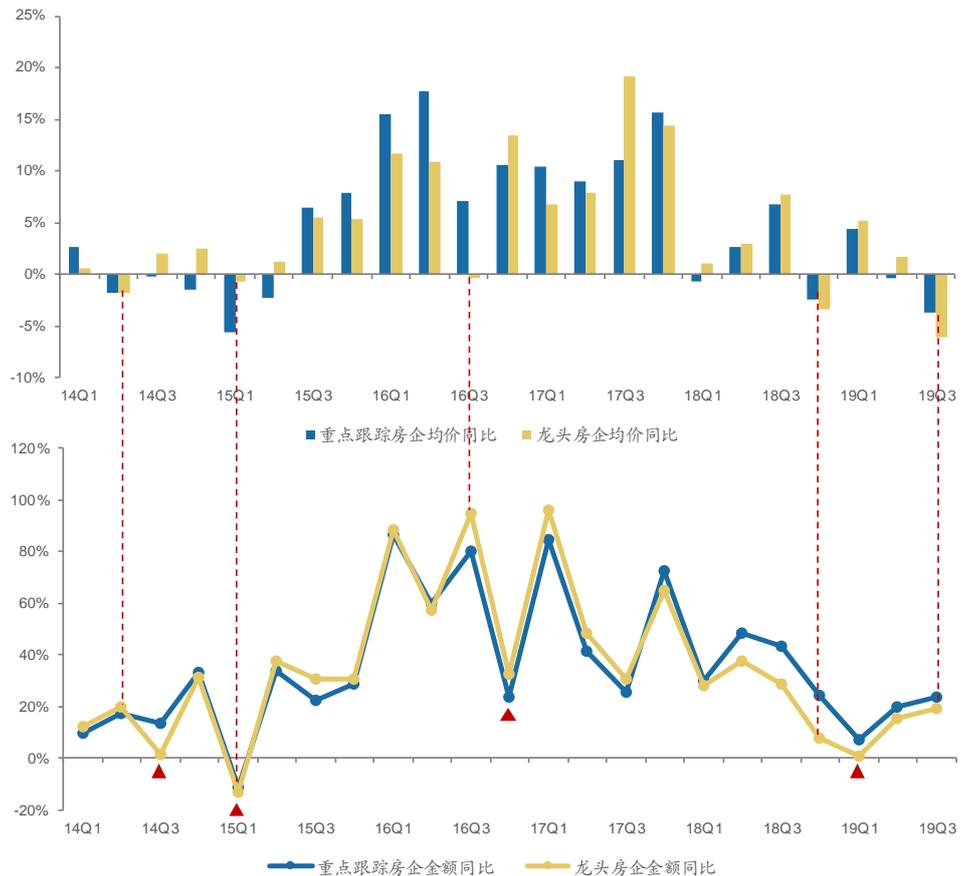
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

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3季度龙头房企销售均价同比下降6.0%。

与过去几轮周期下行阶段的以价换量所对应结果有所不同的是，本轮市场韧性和市场需求能力很强，而本质的差异在于政府组合政策的方式，尽管按揭贷款利率在提升，但地方政府在通过各种方式稳定需求。

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



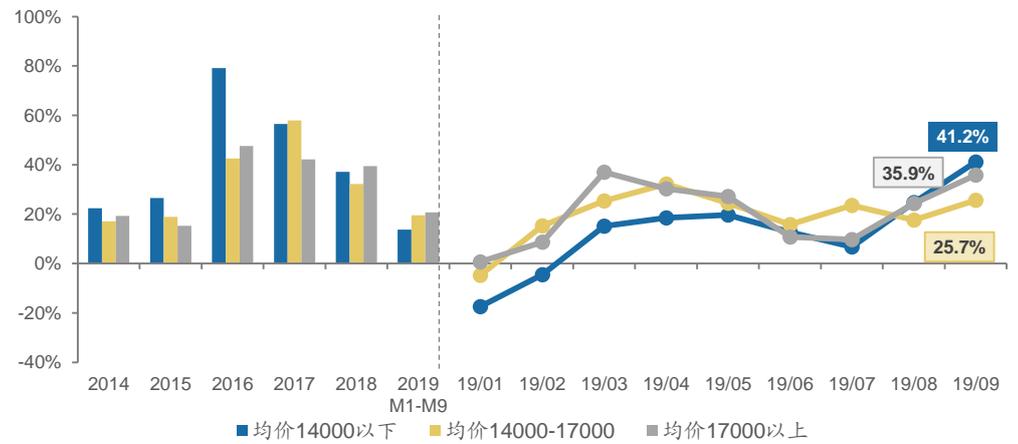
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

分价格区间来看，销售均价在14000元/平以下房企9月单月销售金额同比增长41.2%，均价为14000至17000元/平区间的房企增速为25.7%，而均价超过17000元/平的房企7月单月增速为35.9%，整体增速较8月均有所回升。从累计增速来看，截至19年9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23.4pct、12.8pct及18.7pct，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，9月低均价及高均价房企均表现出量增价减的特征，而中等均价公司销售价格则相对稳定，未出现超过3个月的持续下滑。其中高均价房企9月单月销售均价同比下滑6.9%，自19年2月以来连续8个月下滑，累计降幅为3.3%，远超低均价房企，在资金面收紧情况下高均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%	19.3%	22.7%	15.0%	22.6%	-0.3%	1.8%	-2.7%
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%	37.6%	47.1%	27.5%	13.8%	7.3%	11.5%
2018	37.1%	32.2%	39.4%	35.3%	30.7%	26.6%	1.3%	1.2%	10.2%
2019M1-M9	13.7%	19.5%	20.7%	16.5%	16.2%	24.9%	-2.4%	2.8%	-3.3%
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%
19/09	41.2%	25.7%	35.9%	45.1%	21.8%	45.9%	-2.7%	3.2%	-6.9%

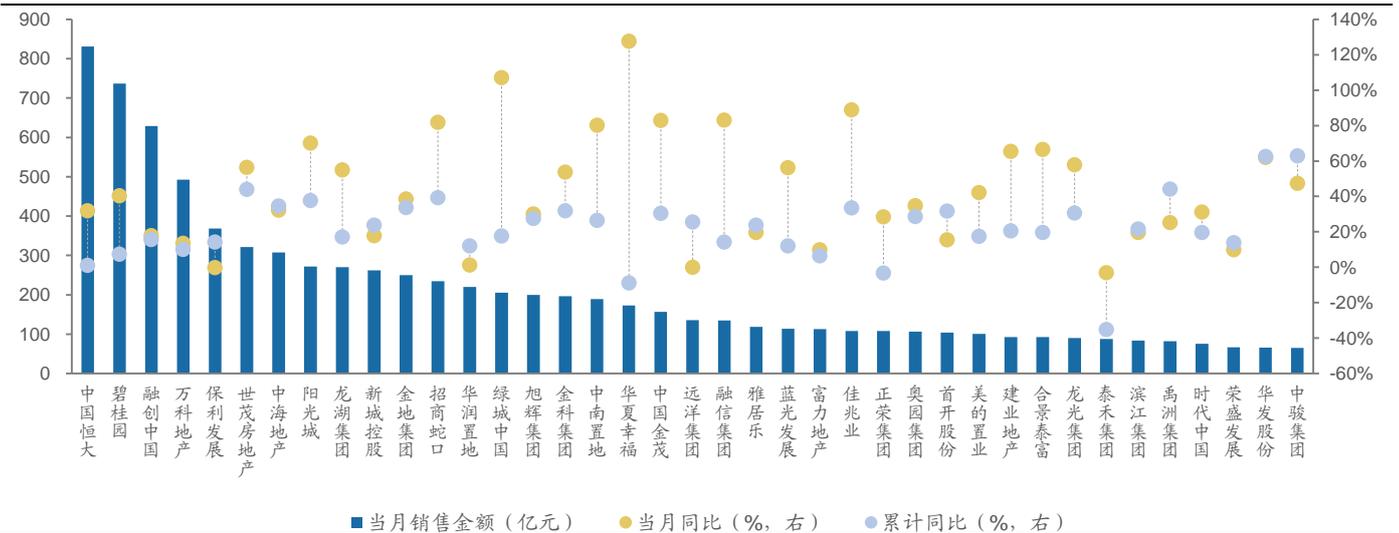
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

房企概况: 龙头房企发力冲刺全年目标, 恒大创历史单月销售新高

从单个企业来看, 9月头部房企销售纷纷发力, 中国恒大超越碧桂园成为当月房企销售规模第一位, 单月销售金额831.1亿元, 也是中国恒大历史单月销售新高。而

从销售增速看，9月重点跟踪房企持续发力，龙头房企中多数房企9月单月销售金额增速均高于年初以来累计金额增速。9月我们重点跟踪的46家房企中43家实现单月销售正增长，30家单月销售增速高于累计增速，高增速房企主要集中于成长型房企板块。其中华夏幸福、绿城中国、佳兆业集团同比分别增长127.6%、107.1%、89.0%，在重点跟踪房企中涨幅居前，此外融信中国、中国金茂、招商蛇口、中南建设等公司增速均超过80%，表现同样亮眼。

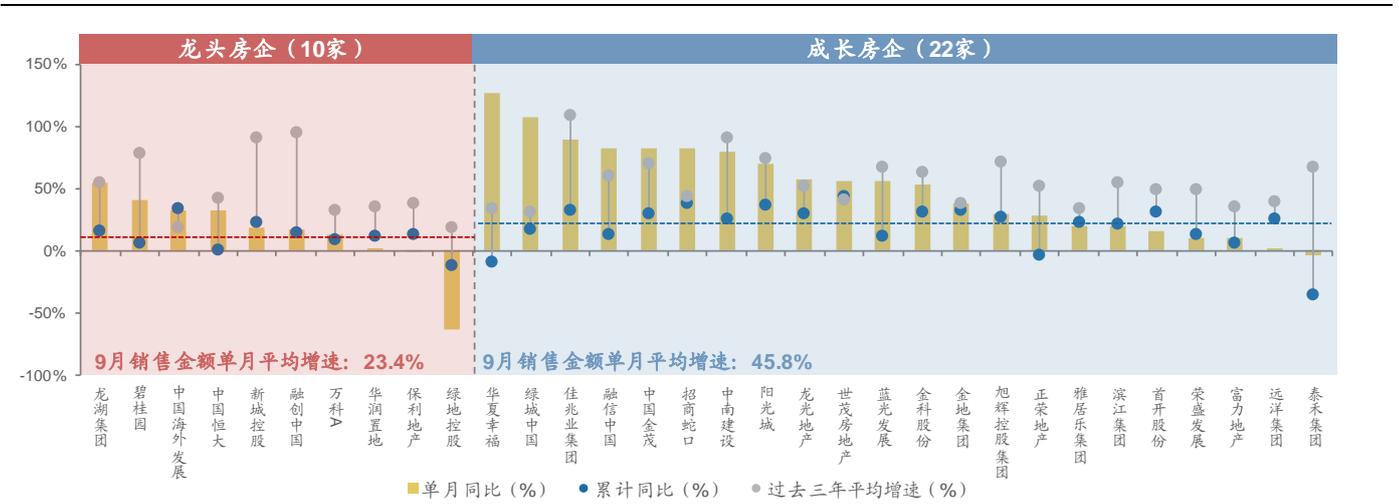
图12: 部分上市房企8月单月销售金额(亿元)及增速



数据来源: 公司公告, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

从累计情况来看，19年1-9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、龙湖集团及融创中国，央企持续提速，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、招商蛇口、阳光城、金地集团增速居前。

图13: 部分上市房企8月及历史增速对比

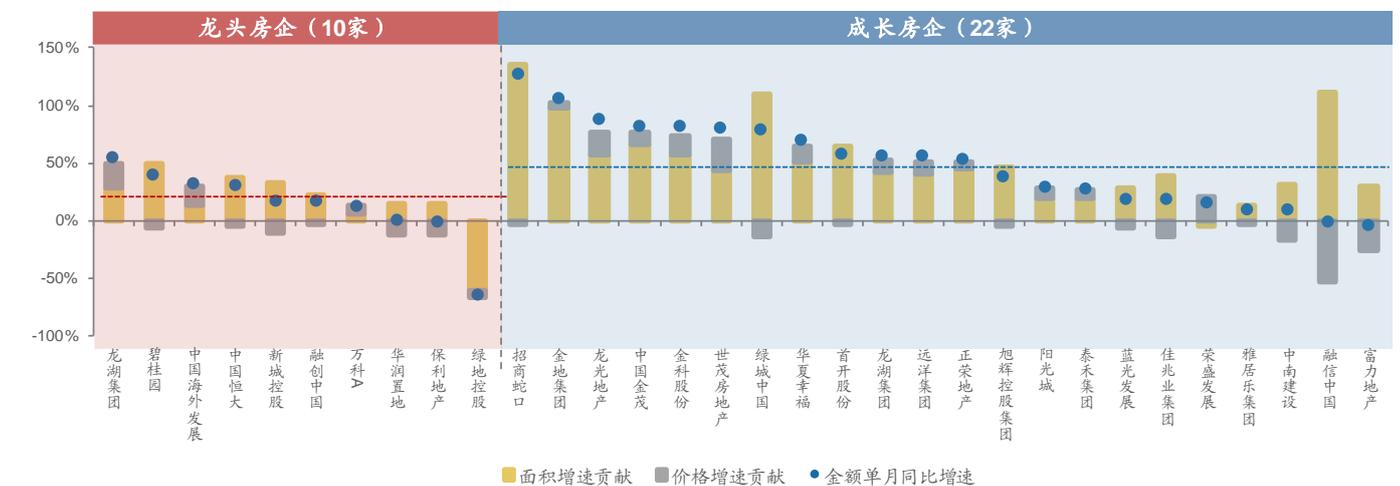


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

值得注意的是，受整体市场周期影响，多数跟踪房企1-9月销售金额累计增速低于过去三年平均增速，龙头房企中仅有中国海外发展1-8月累计增速高于过去三年平均增速15.1pct，成长型房企中仅世茂房地产19年至今累计增速略超2.6pct。

从销售金额增速的贡献及趋势来看，龙头房企销售规模增长由面积及均价共同推动，但均价的贡献程度逐月下降。市场上以价换量的信息在企业层面也得到了了一定程度的体现，9月龙头房企中有9家实现销售金额正增长，而其中只有龙湖集团、中国海外发展及万科A的销售均价对规模增长有所贡献。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。当前整体销售表现受开发商推盘和去化意愿影响较大，走量还是追求利润率及去化率的稳定更多取决于房企自身经营策略选择。

图14: 部分上市房企9月单月销售金额增速拆分 (%)



数据来源: 公司公告, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图15: 部分上市房企1-9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9月销售情况

企业名称	9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	737	40.4%	6042	7.5%	7857	76.9%	38.1%	78.4%	120.3%
万科A	493	13.5%	4756	10.2%	6400	74.3%	14.5%	45.3%	39.5%
中国恒大	831	31.9%	4532	1.1%	6000	75.5%	10.0%	34.2%	85.5%
融创中国	629	17.9%	3694	15.8%	5500	67.2%	27.3%	140.4%	120.8%
保利地产	368	-0.2%	3468	14.2%	4900	70.8%	30.9%	47.2%	36.3%
绿地控股	202	-63.4%	2439	-10.8%	4500	54.2%	26.4%	20.2%	10.8%
中国海外发展	307	32.3%	2548	34.8%	2962	86.0%	31.9%	2.5%	24.6%
新城控股	262	18.0%	1977	23.9%	2700	73.2%	74.8%	94.4%	103.8%
龙湖集团	270	55.0%	1746	17.1%	2200	79.4%	28.5%	77.1%	61.6%
世茂房地产	321	56.5%	1740	44.0%	2000	87.0%	74.8%	47.9%	1.6%
招商蛇口	235	82.0%	1620	39.4%	2000	81.0%	51.3%	52.5%	28.4%
华夏幸福	173	127.6%	1004	-8.8%	1800	55.8%	9.2%	28.2%	65.5%
阳光城	272	70.3%	1502	37.8%	1800	83.5%	77.9%	87.9%	60.8%
旭辉控股集团	200	30.1%	1367	27.7%	1900	72.0%	46.2%	96.2%	75.5%
金地集团	250	38.7%	1419	33.7%	2000	70.9%	15.3%	39.9%	63.1%
绿城中国	205	107.1%	1223	17.7%	1800	67.9%	6.9%	28.4%	58.4%
中南建设	189	80.4%	1300	26.6%	2000	65.0%	52.2%	158.2%	65.8%
金科股份	197	53.8%	1213	31.9%	1500	80.9%	84.9%	53.4%	51.7%
中国金茂	156	83.0%	1238	30.6%	1500	82.6%	120.7%	54.8%	34.7%
融信中国	135	83.2%	940	14.3%	1400	67.1%	73.3%	52.7%	55.9%
远洋集团	135	0.1%	889	25.6%	1400	63.5%	55.2%	40.1%	24.3%
蓝光发展	114	56.4%	771	12.2%	1200	64.3%	47.0%	93.2%	65.0%
雅居乐集团	118	19.8%	870	23.9%	1130	77.0%	14.4%	69.8%	19.4%
荣盛发展	67	10.0%	678	14.0%	1120	60.6%	49.6%	32.6%	65.8%
首开股份	104	15.6%	691	31.8%	1010	68.4%	45.6%	9.6%	92.7%
龙光地产	90	57.9%	717	30.6%	850	84.3%	65.4%	51.2%	40.0%
滨江集团	83	19.7%	791	21.6%	1000	79.1%	38.2%	86.4%	40.5%
中国奥园	106	34.8%	786	28.7%	1140	68.9%	100.2%	78.1%	68.6%
首创置业	36	47.3%	511	20.8%	800	63.8%	26.5%	22.7%	40.0%
合景泰富集团	92	66.6%	582	19.7%	850	68.4%	128.3%	28.6%	10.6%
华发股份	66	62.1%	611	62.7%	850	71.8%	78.8%	-13.1%	168.4%

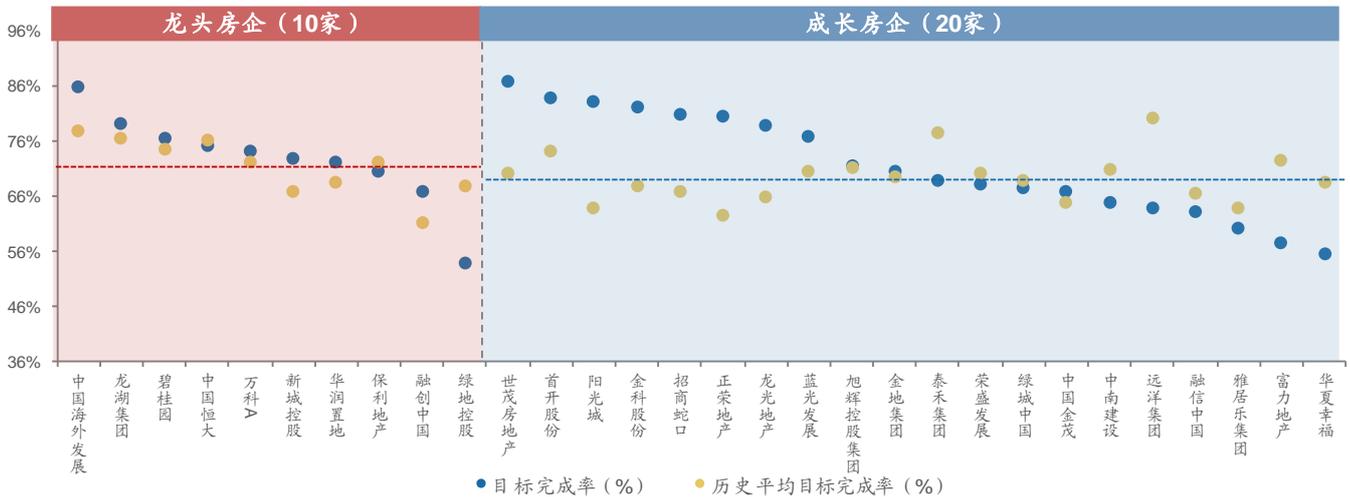
数据来源: 公司公告, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

从销售计划完成情况来看, 2019年9月, 在已公布销售计划的35家房企中, 12家公司销售计划完成率超过75% (对应8月线性外推完成比例), 其中完成率最高为世茂房地产, 完成率达到87.0%, 其次为中国海外发展及龙光地产, 完成率分别为86.0%及84.3%。

我们以过去三年同期平均目标完成率作为公司平均目标完成率, 并以此及公司

1-9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9月，18家公司在19年的销售目标完成度高于往年，其中阳光城、世茂房地产、金科股份等公司超越历史水平比例相对较高，远洋集团、富力地产等房企1-9月完成度则与往年同期相比存在一定的差距。

图16: 部分上市房企目标完成率及历史同期目标完成情况 (%)

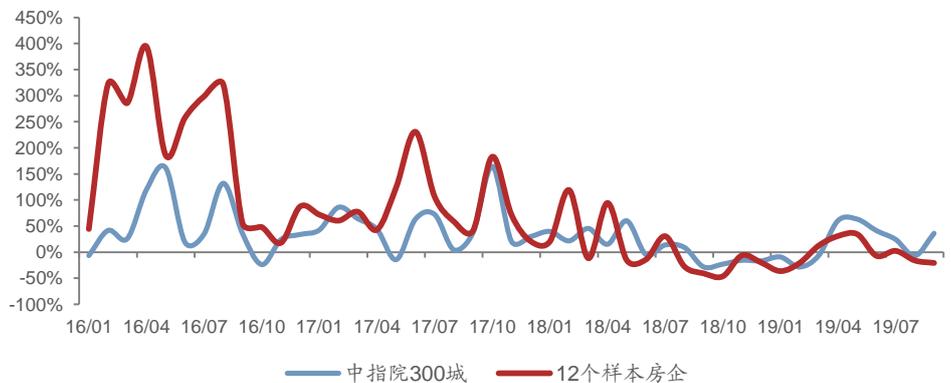


数据来源: 公司公告, 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

房企拿地: 土地投资力度下降, 中小房企相对积极

三季度以来, 土地市场溢价率持续下行, 优质土地资源获取难度较二季度大幅下降。从公告数据来看, 我们统计的全样本房企 (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1136亿元 (低基数下同比+7%), 12家主流房企9月拿地金额706亿元, 环比下降24%, 同比下降21%, 拿地面积1422万方, 同比下降36%。

图17: 中指院300城商住用地及12个房企拿地金额增速

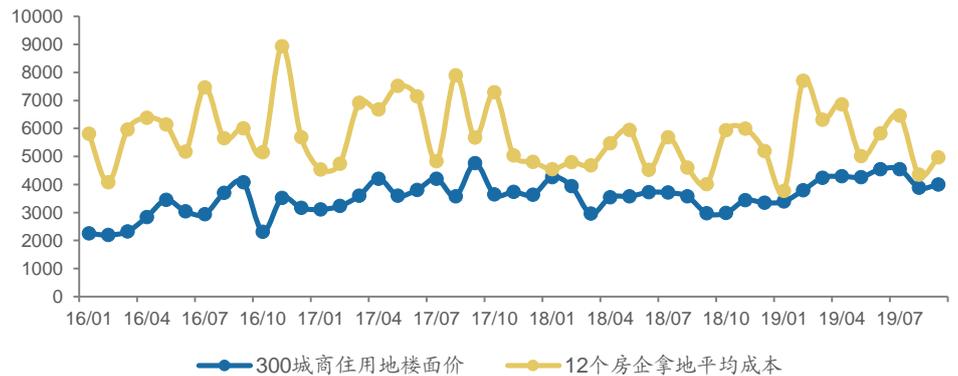


数据来源: 中指院, Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

值得注意的是，主流12家房企拿地占全样本房企的比例从8月的82%下降至62%，占300城商住用地的比例从8月的28%下降至18%，9月中小房企拿地更加积极。

从土地成本来看，中指院300城商住用地9月均价为3994元/平，环比上升3%。12个样本房企9月拿地均价4964元/平，环比上升14%，同比上涨24%，在8月楼面价大幅下滑后9月有所回升。溢价率下行楼面价回升，9月房企整体拿地质量有所改善。

图18: 中指院300城商住用地及12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

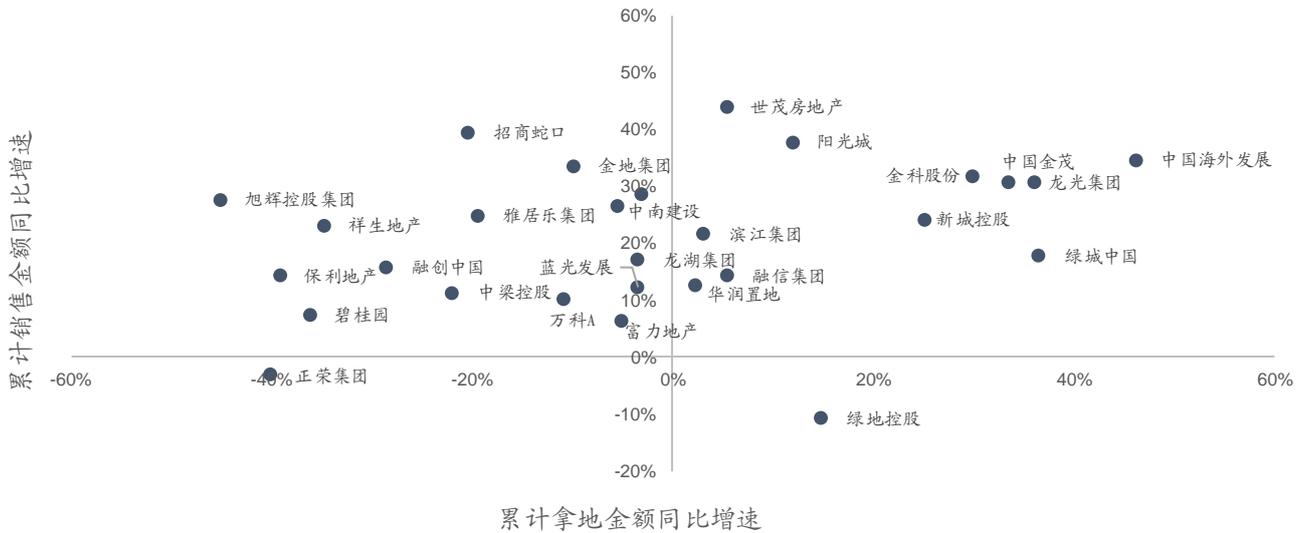
表4: 不同口径房企拿地金额及面积对比

区间	拿地金额 (亿元)					拿地建面 (万方)				
	16	17	18	19M1-M9	19M9	16	17	18	19M1-M9	19M9
300城商住用地	27270	38581	39381	33708	4010	89412	102828	113460	81480	10040
公告样本房企	10851	17768	16028	13789	1136	17684	27821	30364	22459	1938
12个主流房企	8336	14682	13291	9293	706	14513	25480	27534	17168	1422
其中：一二线	5865	11248	10170	6675	577	8890	14588	15349	9068	1030
其中：三四线	2471	3434	3121	2617	129	5313	10125	11059	7474	392
万科 A	1826	3420	2929	1918	178	3118	4752	5084	3048	399
保利地产	1191	2710	1929	996	129	2058	4065	3107	1492	213
招商蛇口	842	927	958	669	71	672	1024	1413	831	143
新城控股	569	919	762	645	1	1241	2920	2451	1910	7
中南建设	327	657	695	416	62	327	1505	1610	747	96
金地集团	399	941	908	578	12	553	1160	979	781	41
荣盛发展	260	276	176	269	10	955	1317	784	872	71
首开股份	526	867	544	170	6	330	398	287	163	15
阳光城	384	985	564	433	13	1051	2056	1363	909	22
绿地控股	931	596	924	854	43	1740	2326	4852	3035	196
中海地产	454	1340	1389	1266	91	1107	1992	2266	1298	99
华润置地	626	1045	1514	1078	89	1052	1197	2213	1454	121
12个主流房企 /300城商住用地	31%	38%	34%	28%	18%	16%	25%	24%	21%	14%

数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心；注：中海地产（中国海外发展+中国海外宏洋集团，下同）

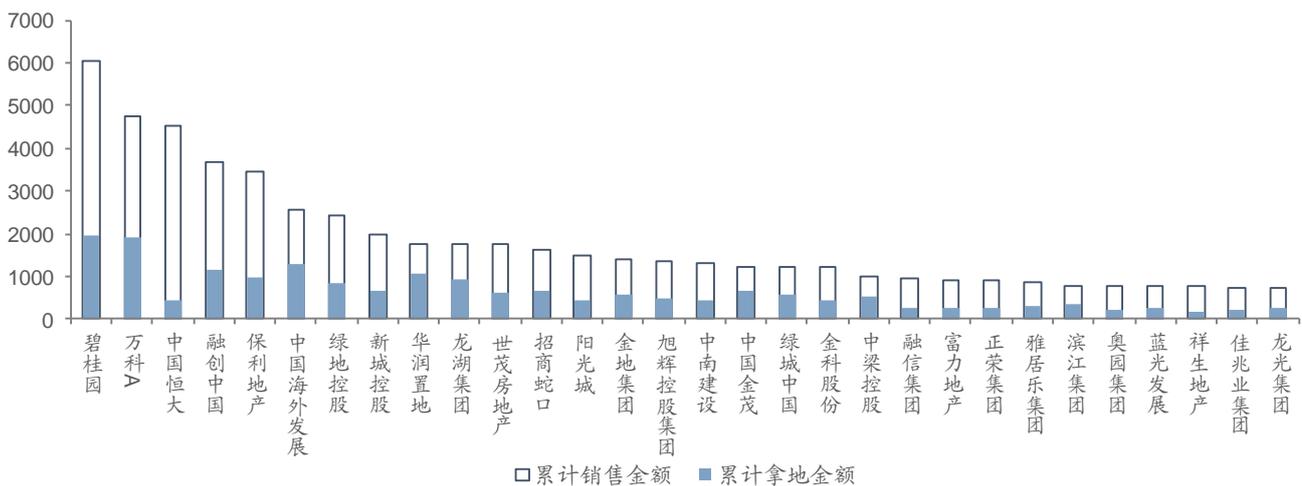
从前9月累计拿地情况来看，中国金茂、世茂房地产、阳光城等房企在保持销售增速的同时拿地同比正增长，同时我们也看到主流房企万科A、保利地产、招商蛇口、碧桂园拿地规模较18年同期有所回落。单月来看，9月土地市场溢价率回落存在一定机会，在8月零拿地的新城控股与首开股份在9月分别获取一宗宅地，中海地产（中国海外发展+中国海外宏洋集团，下同）拿地规模从8月的1.4亿元上升至90.7亿元，但整体而言，主流房企在9月拿地规模仍相对谨慎。

图19: TOP30房企1-9月拿地金额及销售金额同比增速



数据来源：克而瑞，公司拿地公告，广发证券发展研究中心

图20: TOP30房企19年1-9月累计拿地规模及销售规模（亿元）

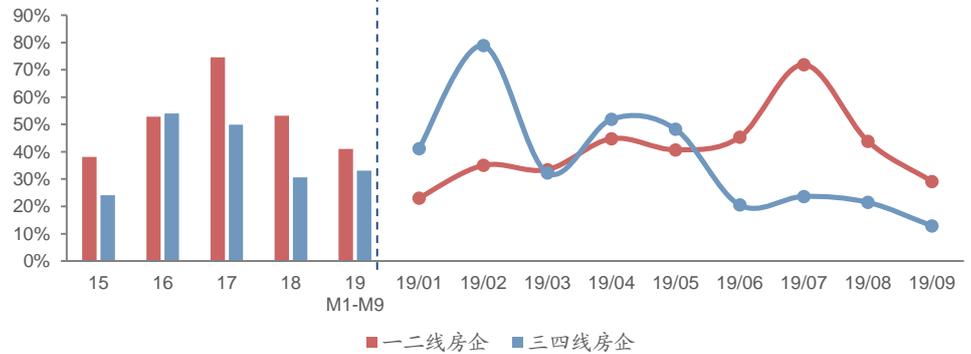


数据来源：克而瑞，公司拿地公告，广发证券发展研究中心

拿地规模与销售规模的比值可以反映当前房企的拿地力度，克而瑞TOP10房企土地投资力度从8月的40%下降至9月的21%，TOP30房企投资力度从8月的43%下降至9月的23%，在土地市场全面降温的情况下拿地力度明显减弱。从12个样本房企来看，9月12个房企拿地力度（拿地金额/销售金额）为24%，环比下降12pct。其中

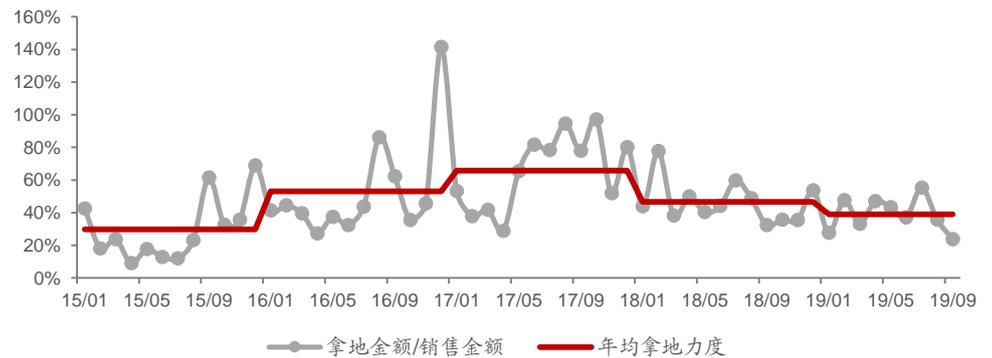
一二线房企9月拿地力度为29%，环比下降15pct，三四线房企拿地力度为13%，环比下降8pct。12个房企中，9月拿地力度最高的房企为华润置地（40%），其次为万科A（36%），这一数值较7-8月的81%有明显下降，但高于1-5月的投资力度。单月投资力度在30%以上的房企还有保利地产、中南建设、招商蛇口、中海地产。

图21: 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22: 12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

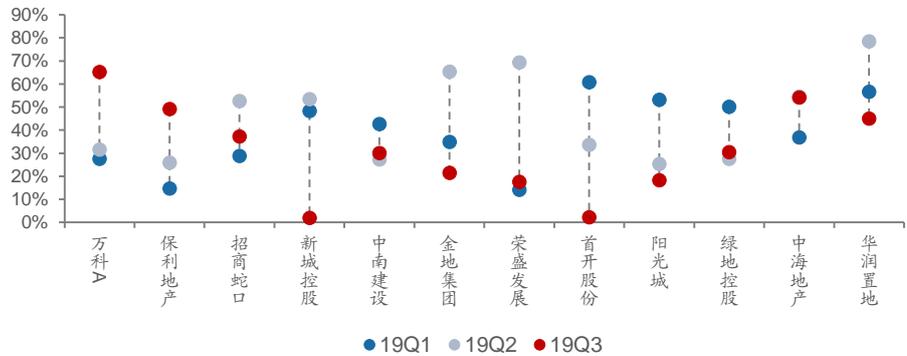
表5: 12个房企历年拿地力度对比 (拿地金额/销售金额)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019M1-M9
万科 A	76%	40%	38%	61%	20%	38%	50%	65%	48%	40%
保利地产	84%	33%	44%	44%	31%	43%	57%	88%	48%	29%
招商蛇口	54%	37%	48%	57%	67%	44%	114%	82%	56%	41%
新城控股	47%	9%	24%	34%	38%	39%	87%	73%	34%	33%
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%	41%
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%	25%
阳光城	30%	118%	63%	62%	16%	66%	79%	108%	35%	29%
绿地控股						15%	36%	19%	24%	35%
中国海外发展	42%	36%	41%	49%	39%	25%	24%	69%	55%	50%

华润置地							58%	69%	72%	61%
汇总							52%	65%	44%	37%

数据来源: Wind, 公司拿地公告, 广发证券发展研究中心

图23: 主流房企前三季度拿地力度变化 (拿地金额/销售金额)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

权益比例反映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。1-9月12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1-9月较18年年分别提升24 pct、25 pct、26pct, 提升显著。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。

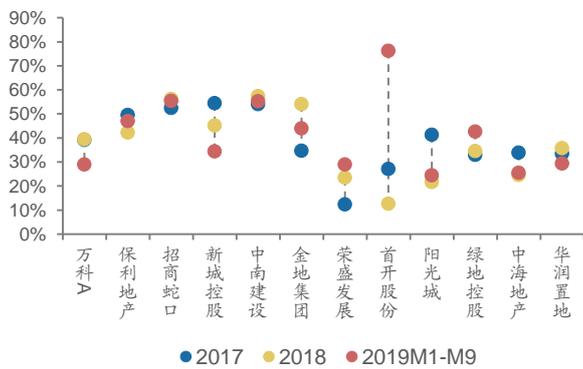
表6: 12个房企拿地金额权益比例

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019M1-M9
12个主流房企	91%	92%	83%	82%	80%	80%	76%	65%	66%	75%
一二线房企	87%	88%	76%	76%	73%	70%	69%	58%	62%	68%
三四线房企	98%	99%	94%	91%	89%	92%	85%	75%	74%	82%
万科A	72%	65%	79%	80%	66%	79%	72%	66%	53%	77%
保利地产	89%	84%	73%	73%	76%	71%	70%	60%	65%	75%
招商蛇口	79%	100%	79%	70%	70%	53%	61%	54%	60%	49%
新城控股	97%	98%	98%	84%	77%	98%	93%	72%	88%	89%
中南建设	100%	100%	100%	100%	100%	100%	76%	68%	52%	77%
金地集团	96%	100%	71%	68%	69%	55%	42%	51%	61%	-
荣盛发展	94%	100%	98%	98%	84%	92%	91%	90%	85%	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%
绿地控股						92%	86%	77%	89%	76%
中海地产	87%	94%	98%	95%	97%	99%	99%	78%	79%	80%
华润置地							75%	63%	69%	70%

数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

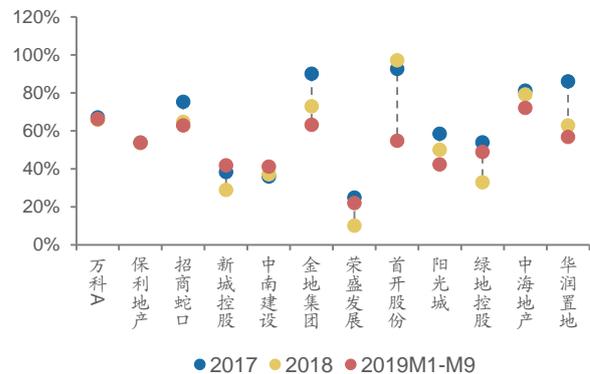
从布局来看，我们统计的12个房企拿地规模中，长三角占比继续提升至31%，为15年以来占比新高，珠三角、中部区域占比则出现小幅下降。从房企的角度来看，东部沿海核心区域（长三角+珠三角）19年拿地占比提升的有首开股份、荣盛发展、绿地控股，此外，招商蛇口、绿地控股在9月加大了西部地区的拿地规模，荣盛发展9月继续在京津冀获取土地资源。分线来看，19年1-9月12家房企一二线城市拿地面积占比63%，较18年提升11pct，提升明显的有绿地控股（上升16pct）、新城控股（上升13pct）及荣盛发展（上升12pct）。而金地集团、首开股份18年之前一二线占比较高的房企在19年下沉三四线。19年各房企布局更向一二线集中，区域重合度提升，企业战略更加趋于同质化。

图24：12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25：12个房企一二线拿地建面占比



数据来源：Wind，公司拿地公告，广发证券发展研究中心

图26：12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-M9	31%	9%	17%	12%	23%	3%	6%	0%
2019M1-M9拿地建面区域分布								
万科A	20%	9%	11%	6%	36%	2%	15%	0%
保利地产	20%	27%	12%	13%	14%	5%	9%	0%
招商蛇口	44%	11%	9%	11%	20%	1%	3%	1%
新城控股	33%	1%	19%	30%	17%	0%	0%	0%
中南建设	50%	5%	14%	2%	23%	2%	4%	0%
金地集团	37%	7%	15%	18%	14%	0%	10%	0%
荣盛发展	19%	10%	47%	21%	4%	0%	0%	0%
首开股份	73%	3%	22%	0%	0%	2%	0%	0%
阳光城	12%	12%	6%	12%	43%	11%	4%	0%
绿地控股	34%	8%	13%	18%	25%	0%	2%	0%
中海地产	18%	8%	17%	14%	17%	5%	19%	2%
华润置地	18%	12%	16%	9%	29%	0%	16%	1%

数据来源：克而瑞，公司拿地公告，广发证券发展研究中心

从新进入城市来看（仅考虑地级市，下同），9月12家房企共新进入13城市，其中中南建设新进入湖州、湛江二城，招商蛇口新进入长三角的温州、扬州，首开股份

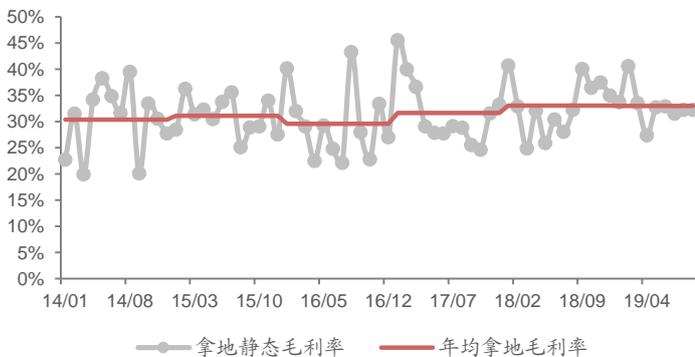
和华润置地均在9月新进入保定。19年累计来看，绿地控股新拓展16个城市依旧为样本房企最高，占18年末已进入城市数的13%。根据新进入城市获取的所有地块拿地金额可以得到新城市土地投资力度占比，其中，荣盛发展、首开股份、招商蛇口19年占比分别为35%、27%、24%，分别较18年上升6pct、24pct、15pct。18年城市拓展力度较大的绿地控股及中南建设在19年前9月份更加注重原有城市的深耕。万科A拿地聚焦核心区域，在12个样本房企中新城市拓展力度最低。

图27：12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	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			3	10
2011	5	6	3		4	1	1	3	3		9	7
2012	3	4	3		5	1	1		4		5	1
2013	6	6	6	2	1	4	1	2	4		3	8
2014	0	8	5	3	2	1	2	1	1		2	4
2015	0	5	2	1	2	2	1		3	2	1	2
2016	0	8		11	3	2	11	5	6	3	1	3
2017	10	24	10	38	19	7	11	2	23	11	7	4
2018	11	10	6	27	30	11	7	2	25	28	5	10
2019M1-M9	8	7	8	14	6	5	13	3	10	16	5	7
2018累计进入	76	103	47	87	74	48	49	25	72	119	60	70
19年占比	11%	7%	17%	16%	8%	10%	27%	12%	14%	13%	8%	10%
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%	8%	2%	
2016	0%	4%	0%	26%	14%	3%	40%	55%	57%	4%	0%	11%
2017	3%	14%	18%	44%	50%	11%	19%	4%	45%	17%	9%	5%
2018	5%	5%	9%	28%	42%	14%	29%	3%	30%	42%	5%	8%
2019M1-M9	2%	4%	24%	15%	9%	15%	35%	27%	19%	11%	5%	8%

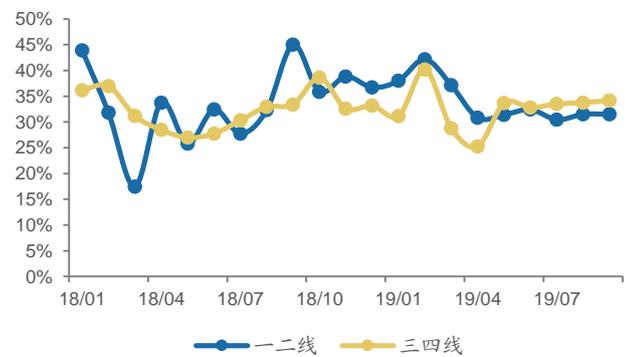
数据来源：公司拿地公告，广发证券发展研究中心

图28：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29：一二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，10家样本房企9月拿地平均毛利率为32.7%，与8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33%、32%。房企角度来看，9月万科A拿地平均毛利率为31%，低于前期均值，荣盛发展、招商蛇口、中南建设、金地集团拿地毛利率分别为37%、34%、32%、32%，较8月均有所改善。结合新拓展城市来看，首开股份、新城控股、万科A在19年新进入城市拿地毛利率分别高于其已布局城市10pct、7pct、4pct。

图30: 10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%
	2019M1-M9	38%	32%	35%	22%	29%	24%	38%	31%	34%	29%
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%
	2019M1-M9	34%	32%	28%	27%	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9月货值测算

公司	截至18年底 的未售货值	1-9月拿 地货值	1-9月销 售货值	截至9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	4747	4756	35308	6400	5.5	79%	50%	2756	38
招商蛇口	14326	1490	1620	14195	2000	7.1	91%	82%	1198	24
新城控股	8753	1927	1982	8698	2700	3.2	52%	62%	510	33
中南建设	5737	958	1300	5395	2000	2.7	46%	66%	334	14
金地集团	9773	1274	1419	9629	2000	4.8	89%	54%	515	20
荣盛发展	4549	874	678	4744	1120	4.2	31%	26%	450	18
首开股份	5607	290	691	5206	1010	5.2	92%	20%	201	17
阳光城	5878	1117	1502	5493	1800	3.1	76%	45%	433	15
绿地控股	17542	2735	2439	17838	4500	4.0			987	14

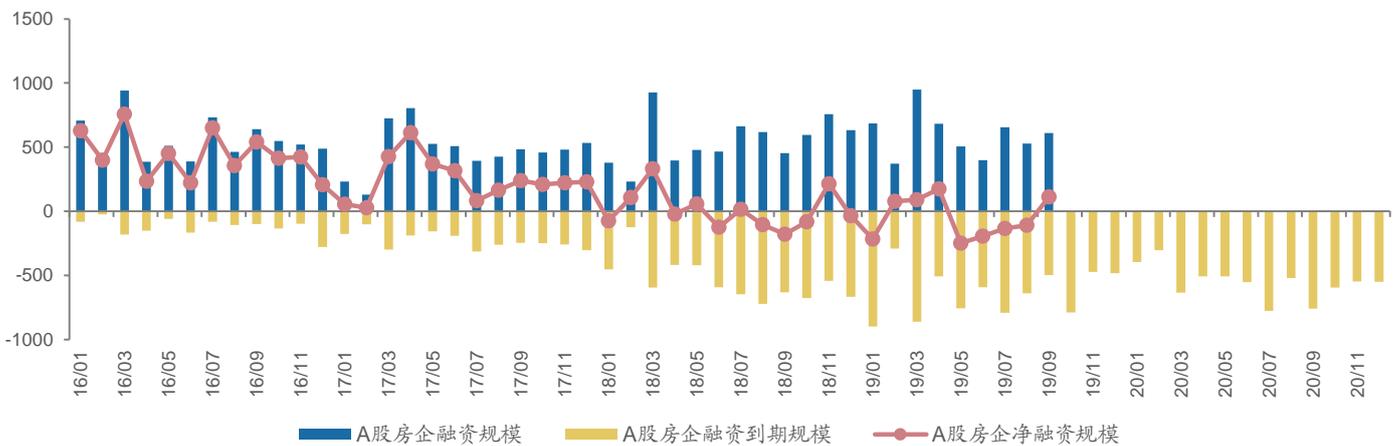
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

房企融资：信托集中度提升，融资成本边际上行

融资综述：低基数下融资规模同比上升，偿债压力将延续至 2020 年

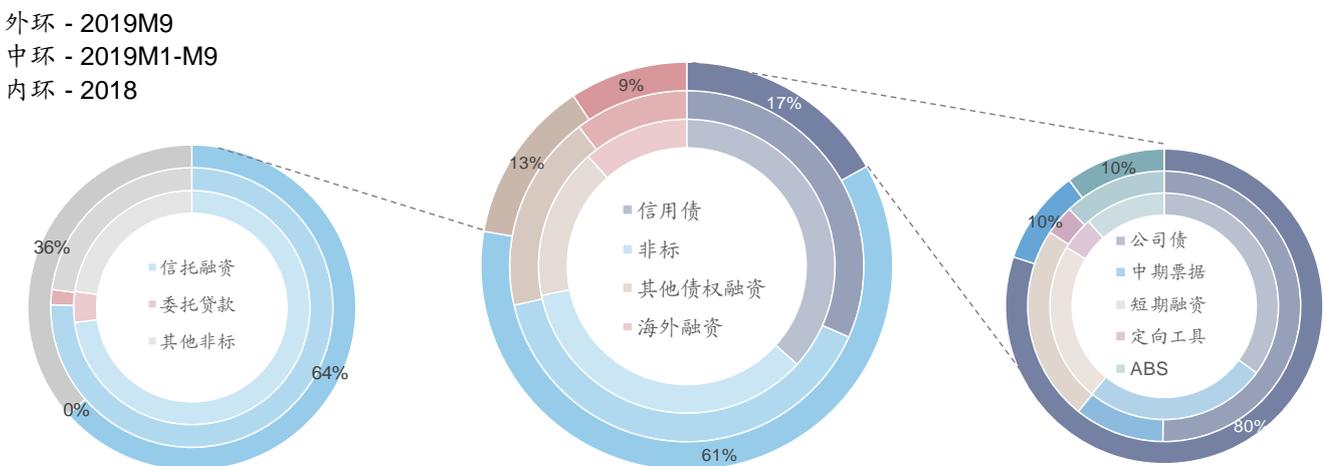
9月，我们统计的A股房企债权融资规模610亿元，环比上升16%，同比上升35%，同比增长35%，在6-8月连续三个月负增长后，增速由负转正，当然也与去年低基数有关。根据单笔融资金额及期限可以推算房企融资到期规模及每月净融资规模，同口径的A股房企9月债权融资到期规模为497亿元，同比下降22%，单月净融资规模为113亿元。累计来看，19年1-9月A股房企债权融资5383亿元，同比上涨17%，到期规模5835亿元，同比上涨27%，累计净融资规模为-453亿元，2015-2016年信用债发行规模上升带来的偿还压力还将延续至2020年。

图31：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32：A股房企债权融资结构拆分

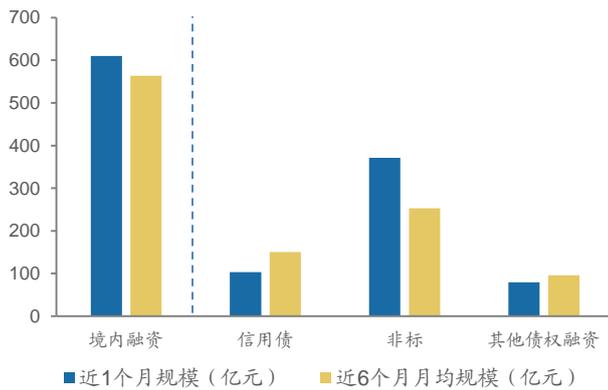


数据来源：Wind，公司融资公告，广发证券发展研究中心

从结构来看，19年9月A股房企融资规模中，信用债规模收缩的同时非标融资（根据公告整理，包括信托贷款、委托贷款、其他非标等）占比提升，海外债占比也上升至9%。与近6个月月均融资规模相比，9月A股除非标外的各类债权融资规模均低于近半年均值，整体融资环境依旧偏紧。

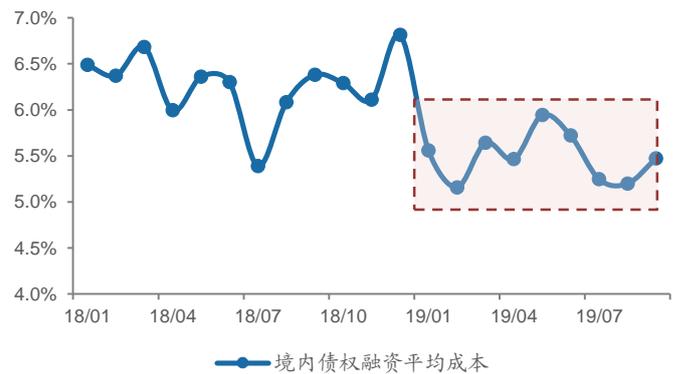
在成本方面，9月房企境内债权融资成本为5.5%，环比上升0.3pct，融资成本低于18年同期。从结构来看，我们统计的9月信用债平均融资成本5.3%，环比上升0.2pct，其他债券融资成本为6.5%，环比上升1.2pct，而非标融资成本9.4%，环比下降0.5pct，其他非标类融资成本为6.5%，环比上升1.2pct。

图33：9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34：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：信托集中度提升，信用债、海外债融资成本边际上行

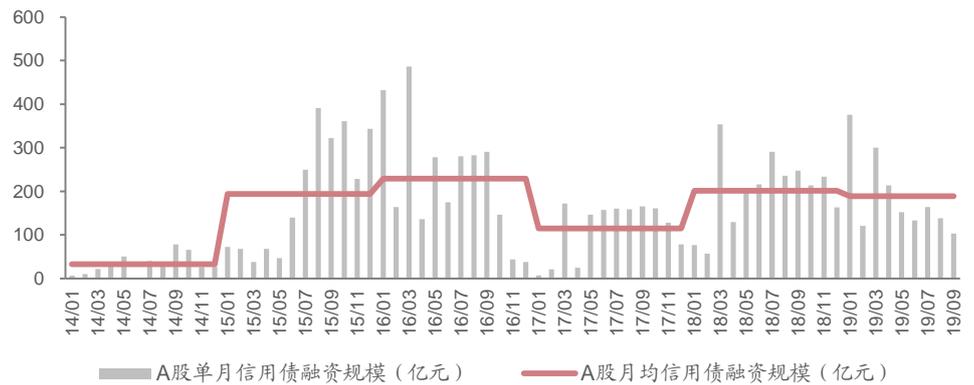
针对房企融资不同渠道方式，主要从房企信用债、非标、海外融资三方面的规模、结构及成本进行分析。

首先看信用债，9月信用债整体发行规模458亿元，同比下降33%，其中A股房企发行规模103亿元，同比下降58%，1-9月累计发行信用债1702亿元，同比由正转负下降6%。结构来看，9月A股信用债发行仍以公司债为主（占比80%），发行规模82亿元，同比下降45%，ABS、中期票据发行11亿元、10亿元，同比分别下降58%、60%，9月A股房企无定向工具及短期融资发行。

成本方面，信用债整体融资成本为5.3%。按照信用债评级区分，AAA级信用债9月融资成本4.5%，维持稳定，AA级信用债融资成本为6.0%，环比上升0.4pct。两类评级成本利差为1.5pct。分类来看，9月房企公司债、中期票据、ABS利率分别环比上升0.1pct、0.1pct、0.4pct。从三季度成本来看，除短融外，其余各类信用债融资成本较二季度均有所改善。

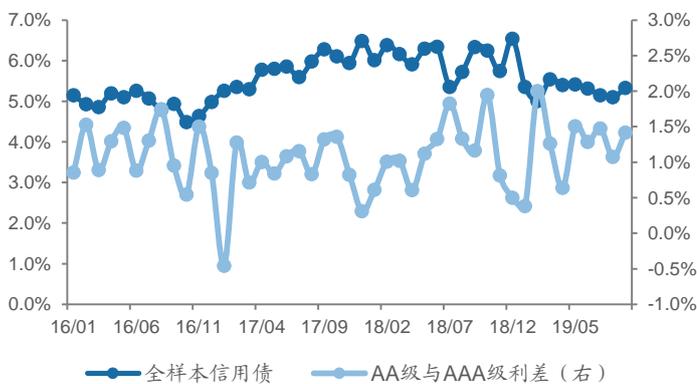
具体到公司层面，主流A股房企信用债发行成本仍相对稳定，万科A在9月发行公司债融资成本3.6%较前期下降10bp，华发股份发行的3年期中票融资成本5.5%较前期下降30bp，新湖中宝发行公司债成本7.5%较一年前发行公司债成本下降30bp。同时我们也注意到，碧桂园发行公司债18.5亿元，利率成本6.8%，较前期利率上升80bp。

图35: A股房企信用债单月融资规模及年内月均规模(亿元)



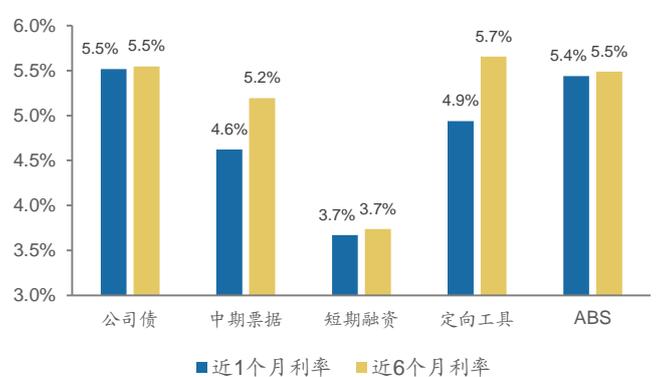
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图36: 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37: 9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8: 内房股9月信用债发行融资成本对比

发行主体简称	债券类型	发行月份	债券简称	发行总额(亿元)	利率	期限(年)	主体评级
新湖中宝	公司债	18/09	18中宝02	18.0	7.8%	4	AA+
	公司债	19/09	19新湖01	7.5	7.5%	4	AA+
万科A	公司债	19/02	19万科01	20.0	3.7%	5	AAA
	公司债	19/09	19万科02	25.0	3.6%	5	AAA
华发股份	中期票据	19/05	19华发实业MTN001	10.0	5.8%	3	AA+
	中期票据	19/09	19华发实业MTN002	10.0	5.5%	3	AAA
黑牡丹	公司债	18/11	18牡丹01	5.0	5.6%	2	AA+
	公司债	19/09	19牡丹01	10.0	5.2%	5	AA+
正荣地产	公司债	19/06	19正荣01	3.5	6.8%	3	AAA
	公司债	19/09	19正荣02	11.0	7.2%	4	AAA
碧桂园	公司债	19/03	19碧桂01	5.7	6.0%	4	AAA
	公司债	19/09	19碧桂02	18.5	6.8%	4	AAA

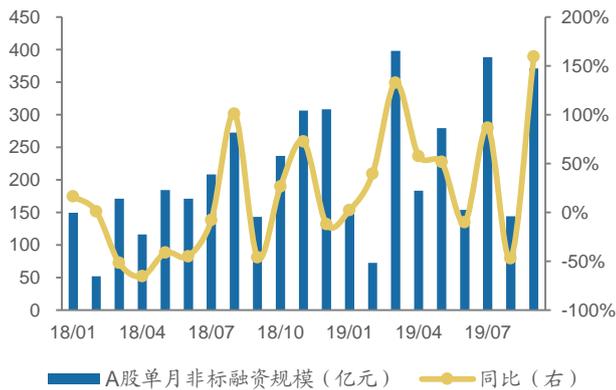
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

第二, 在非标层面, 我们统计的A股房企9月非标融资371亿元, 同比上涨160%, 1-9月累计非标融资2143亿元, 同比上涨46%, 增速较8月扩大12pct。非标融资以信

托为主，从信托行业的数据来看，用益信托网披露的9月房地产信托融资规模541亿元，同比下降27%，按成立规模来看，9月房地产信托成立规模456亿元，同比下降37.9%。上市房企占房地产信托发行规模比重上升，一定程度上利于行业集中度提升。

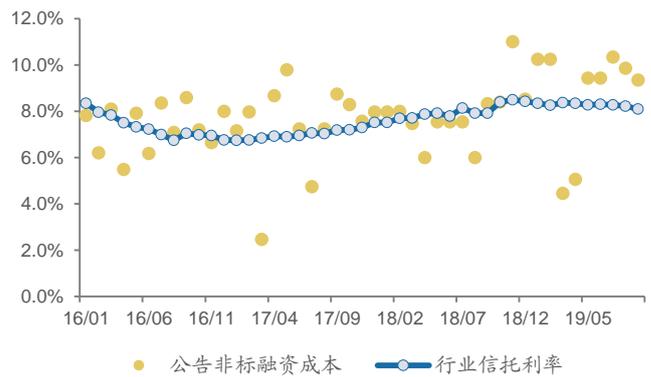
成本方面，我们统计的公告样本房企9月非标融资成本为9.4%，环比下降5bp，根据用益信托网数据，19年9月房地产行业发行信托平均融资成本为8.09%，较8月下降13bp，在信托行业加强监管的背景下，龙头房企获取资源优势突出，整体信托融资成本稳中略降。

图38: A股非标融资单月规模及同比



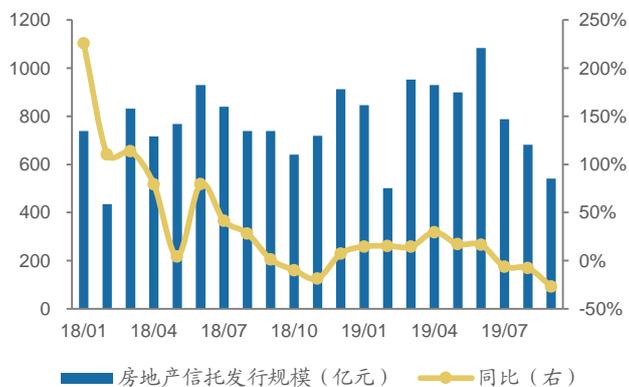
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图39: A股非标融资结构



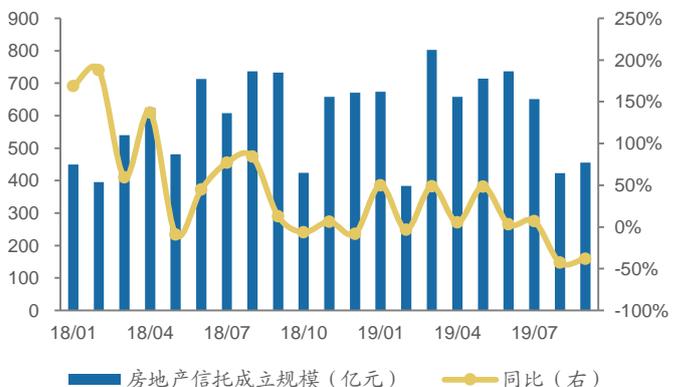
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图40: 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41: 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

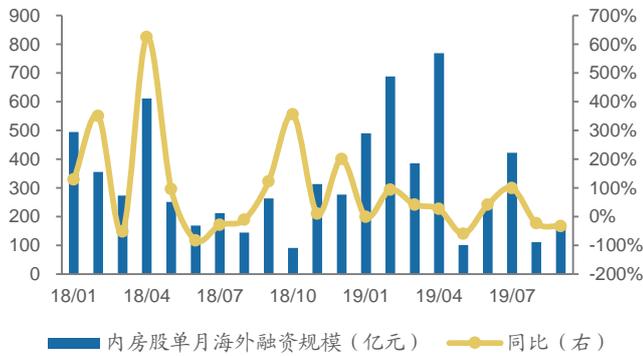
第三，海外融资方面，根据Wind统计的内房股海外债数据，19年9月海外债融资规模为176亿人民币，同比下降33%。1-9月内房股海外债累计融资3379亿人民币，同比上涨22%，增速收窄6pct。从结构来看，A股房企、H股房企分别发行57亿人民币、109亿人民币，未上市房企9月发行规模较少（占比6%）。

成本方面，海外融资成本从17年三季度以来持续上升，进入19年成本小幅下行。19年9月内房股海外债融资成本为8.2%，投资级、投机级融资成本分别为6.6%、8.9%，环比分别上升1.2、0.6pct，三季度整体海外债融资成本为8.0%，较二季度下降0.9pct。

公司层面来看，合景泰富集团、碧桂园、绿地集团发行4笔海外债，融资成本较

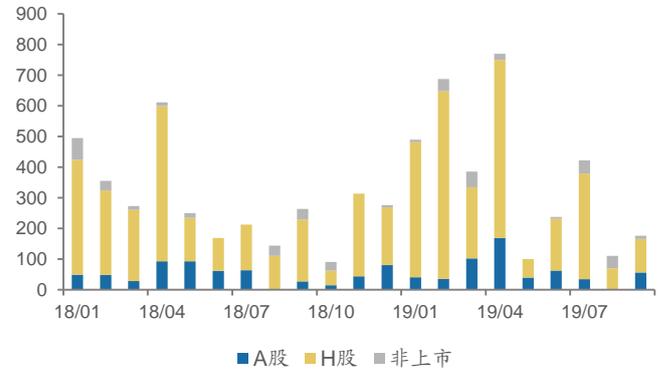
年初均有所改善，如碧桂园发行的6年期融资成本为6.15%，低于此前发行的5年期海外债6.5%，泰禾集团及天誉置业海外债成本相对较高，均在10%以上，但没有进一步上升的趋势。

图42: 内房股海外债融资单月规模及同比



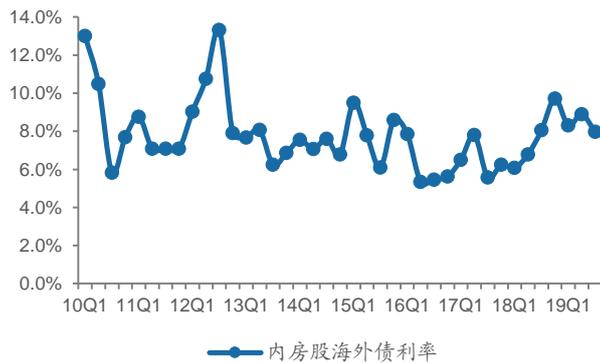
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图43: 内房股海外债融资结构 (亿人民币, 按主体分)



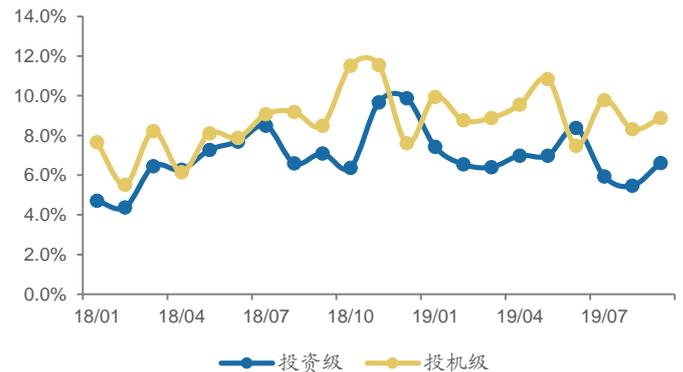
数据来源: Wind, 公司融资公告, 广发证券发展研究中心

图44: 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45: 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9: 内房股美元债相同主体间的利率变化对照

发行主体简称	发行月份	债券代码	规模 (亿美元)	规模 (亿人民币)	票面利率	期限(年)
合景泰富集团	19/03	5811.HK	7.0	46.87	7.88%	4.5
	19/09	5607.HK	3.0	21.26	7.40%	4.5
龙光地产	19/02	UQUB.SG	3.0	20.14	7.50%	3.5
	19/07	IAMB.SG	4.0	27.48	6.50%	4.0
	19/09	5732.HK	1.0	7.09	6.90%	4.8
泰禾集团	19/07	PILB.SG	4.0	27.54	15.00%	3.0
	19/09	WQSB.SG	1.0	7.08	11.25%	1.0
碧桂园	19/01	ZCGB.SG	5.5	37.37	7.13%	3.2
	19/04	SHLB.SG	5.5	36.96	6.50%	5.0
	19/04	WI1B.SG	13.5	90.72	7.25%	7.0
	19/09	XWSB.SG	5.0	35.37	6.15%	6.0

绿地控股	19/01	5545.HK	3.0	20.34	7.88%	1.8
	19/03	5888.HK	3.5	23.49	7.25%	3.0
	19/06	5309.HK	5.0	34.29	6.75%	3.0
	19/09	40007.HK	5.0	35.36	6.75%	4.0
	19/09	40006.HK	2.0	14.15	5.75%	3.0
天誉置业	19/07	UQPB.SG	1.1	7.23	13.00%	3.0
	19/09	UQPBx.SG	2.1	14.53	13.00%	3.0

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资金面从行业整体来看，9月信用债、信托融资及海外债规模均出现下滑，从地方资金面监管来看，各地方政府继续严查违规资金流入房地产，包括信托资金用于收购土地，行业融资态势依旧偏紧。但从结构来看，头部房企融资优势逐步体现，资源集中度提升。我们认为融资收紧本质上相当于房地产的供给侧改革，在供给端继续挤出小企业，有利于头部企业进一步获取优质土地资源。

表10：近期地方资金监管政策一览

时间	部门	监管政策
2019/9/17	浙江省银保监局	严禁个人消费贷用于购房首付
2019/10/10	北京市银保监局	查处兴业、浦发的北京分行，违规向房企提供融资
2019/10/13	青海银保监局	因信托资金用于收购土地，查处五矿信托
2019/10/13	北京银保监局	规范辖区内银行与金融科技公司合作类业务，要求银行按照穿透原则，严查资金用途合规性，严防信贷资金违规流入房地产市场等禁止性领域

数据来源：地方银保监局网站，广发证券发展研究中心

表11：公告整理房企债权融资规模及成本

房企	融资规模 (亿元)			整体融资成本	信用债融资成本			19年公告统计债权融资结构		
	2017	2018	2019M1-M9	2018	2017	2018	2019M1-M9	信用债	非标	其他
A股房企										
万科A	69	327	103	6.3%	4.7%	4.2%	3.6%	61%		39%
招商蛇口	91	156	197	4.9%	4.9%	4.6%	3.5%	64%	36%	
保利地产	66	111	15	5.0%	5.3%	5.1%	3.6%	100%		
华夏幸福	582	315	340	6.4%	5.1%	6.9%	6.9%	21%	35%	45%
绿地控股	39	20	128	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	269	7.1%		7.3%	6.6%	32%	65%	3%
阳光城	636	708	471	7.9%	6.7%	7.6%	6.9%	12%	72%	16%
泰禾集团	400	423	316	8.5%	7.4%	7.5%			80%	20%
中南建设	167	138	243	8.0%	7.4%	7.9%	7.6%	14%	69%	17%
荣盛发展	178	135	49	7.8%	6.5%	6.1%	7.3%	29%	2%	69%
滨江集团	43	50	17	5.8%	5.5%	6.2%	4.7%	100%		
首开股份	405	277	334	5.4%	5.1%	5.2%	4.0%	28%	64%	9%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

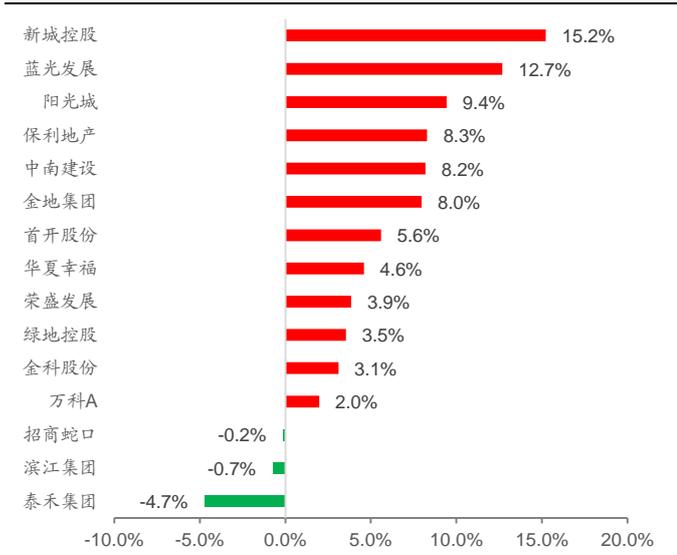
金地集团	116	215	30	4.8%	5.0%	5.1%	3.2%	100%		
蓝光发展	30	161	77	7.5%	7.5%	7.5%	7.4%	52%		48%
H股房企										
中国海外发展	0	218	35	4.3%		6.3%	3.6%	100%		
龙湖集团	121	141	42	4.6%	4.6%	5.2%	4.3%	100%		
华润置地	50	100	94	4.5%	4.6%	5.3%	3.6%	43%		57%
融创中国	67	140	186	6.8%		7.5%				
碧桂园	82	417	242	6.1%	6.6%	6.2%	6.3%	17%		83%
中国恒大	829	146	241	8.2%						
绿城中国	105	159	34	5.4%	5.4%	5.6%				
世茂房地产	121	105	136	5.8%	4.9%	5.7%				
中国金茂	196	70	52	6.7%	4.7%	4.9%				
旭辉控股集团	80	151	101	5.8%		6.5%				
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%				
远洋集团	90	192	75	5.4%	5.0%	5.6%				
龙光地产	88	168	55	6.1%	5.8%	7.1%				
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: 多数房企上涨, 华润、龙湖回归近期高点

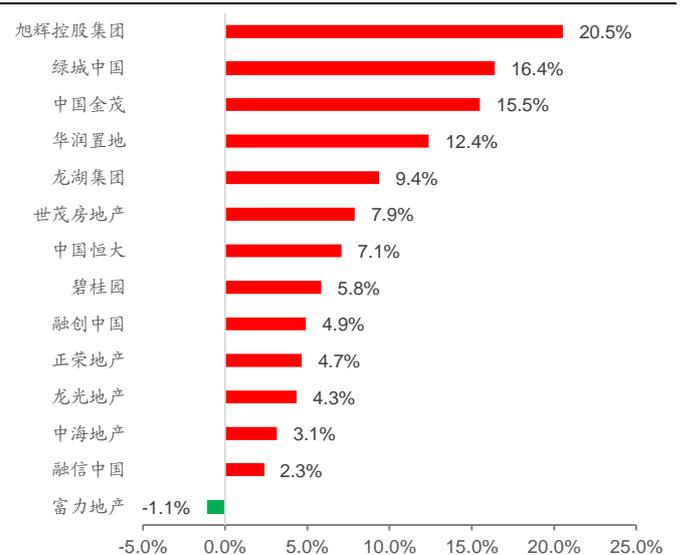
本月(2019年9月17日-2019年10月17日), A股及H股房地产企业股价均表现较佳, 板块收获正向相对收益。A股方面, 申万房地产板块指数由3980升至4057, 当月绝对收益为1.9%, 而同期沪深300上升0.9%, 板块月相对收益为1.1%。H股方面, 恒生地产类指数由38313升至38853, 当月绝对收益为1.4%, 同期恒生指数涨幅为0.2%, 恒生地产类指数月相对收益为1.2%。近3个月(2019年7月18日至2019年10月17日), 申万房地产板块指数绝对收益为-2.4%, 相对收益为-6.6%, 恒生地产类指数绝对收益为-9.2%, 相对收益为-3.5%。年初以来, 申万地产板块绝对收益为16.0%, 相对收益为-14.3%, 恒生地产类指数绝对收益为4.6%, 相对收益为0.7%。

图 46: 本月A股主流房企股价月涨跌幅(09.17-10.17)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 本月H股主流房企股价月涨跌幅(09.17-10.17)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从个股情况来看, 本月(9月17日-10月17日)A股涨幅居前为新城控股、蓝光发展及阳光城, 月涨幅分别为15.2%、12.7%及9.4%。H股涨幅居前的则为旭辉控股集团、绿城中国及中国金茂, 月涨幅分别为20.5%、16.4%及15.5%。

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	0.9%		4.2%		30.4%	
801180.SI	SW 房地产	1.9%	1.1%	-2.4%	-6.6%	16.0%	-14.3%
000002.SZ	万科A	2.0%	1.1%	-5.4%	-9.6%	19.4%	-10.9%
600048.SH	保利地产	8.3%	7.4%	15.7%	11.6%	38.5%	8.1%
600606.SH	绿地控股	3.5%	2.7%	2.4%	-1.8%	25.1%	-5.3%
601155.SH	新城控股	15.2%	14.4%	1.3%	-2.8%	33.9%	3.6%
600340.SH	华夏幸福	4.6%	3.7%	-5.0%	-9.1%	16.4%	-14.0%
001979.SZ	招商蛇口	-0.2%	-1.0%	-4.7%	-8.9%	18.8%	-11.5%
000671.SZ	阳光城	9.4%	8.5%	-3.5%	-7.7%	28.8%	-1.6%
000732.SZ	泰禾集团	-4.7%	-5.6%	-14.0%	-18.1%	-12.7%	-43.1%
000961.SZ	中南建设	8.2%	7.3%	5.6%	1.4%	59.9%	29.5%
600383.SH	金地集团	8.0%	7.1%	6.4%	2.2%	42.0%	11.6%
000656.SZ	金科股份	3.1%	2.2%	8.2%	4.1%	19.4%	-10.9%
600466.SH	蓝光发展	12.7%	11.8%	12.1%	8.0%	35.9%	5.5%
002244.SZ	滨江集团	-0.7%	-1.6%	-3.2%	-7.3%	1.4%	-29.0%
002146.SZ	荣盛发展	3.9%	3.0%	-1.9%	-6.0%	17.6%	-12.8%
600376.SH	首开股份	5.6%	4.7%	9.2%	5.1%	28.8%	-1.6%
HSI.HI	恒生指数	0.2%		-5.7%		3.9%	
HSPI.HI	恒生地产	1.4%	1.2%	-9.2%	-3.5%	4.6%	0.7%

02007.HK	碧桂园	5.8%	5.6%	-1.2%	4.5%	20.5%	16.6%
03333.HK	中国恒大	7.1%	6.9%	-18.4%	-12.7%	-21.2%	-25.1%
01918.HK	融创中国	4.9%	4.7%	-8.6%	-2.9%	42.2%	38.3%
00688.HK	中国海外发展	3.1%	2.9%	-6.3%	-0.6%	0.9%	-3.0%
00960.HK	龙湖集团	9.4%	9.1%	4.0%	9.6%	45.8%	41.9%
01109.HK	华润置地	12.4%	12.2%	6.4%	12.1%	26.7%	22.8%
03900.HK	绿城中国	16.4%	16.2%	23.9%	29.5%	30.8%	26.9%
00813.HK	世茂房地产	7.9%	7.7%	12.5%	18.1%	28.0%	24.1%
00817.HK	中国金茂	15.5%	15.3%	12.1%	17.8%	55.9%	52.0%
00884.HK	旭辉控股集团	20.5%	20.3%	-2.3%	3.3%	39.3%	35.5%
06158.HK	正荣地产	4.7%	4.4%	5.7%	11.3%	8.9%	5.0%
02777.HK	富力地产	-1.1%	-1.3%	-12.4%	-6.7%	17.1%	13.2%
03301.HK	融信中国	2.3%	2.1%	-13.1%	-7.4%	3.4%	-0.5%
03380.HK	龙光地产	4.3%	4.1%	-7.4%	-1.7%	27.2%	23.4%

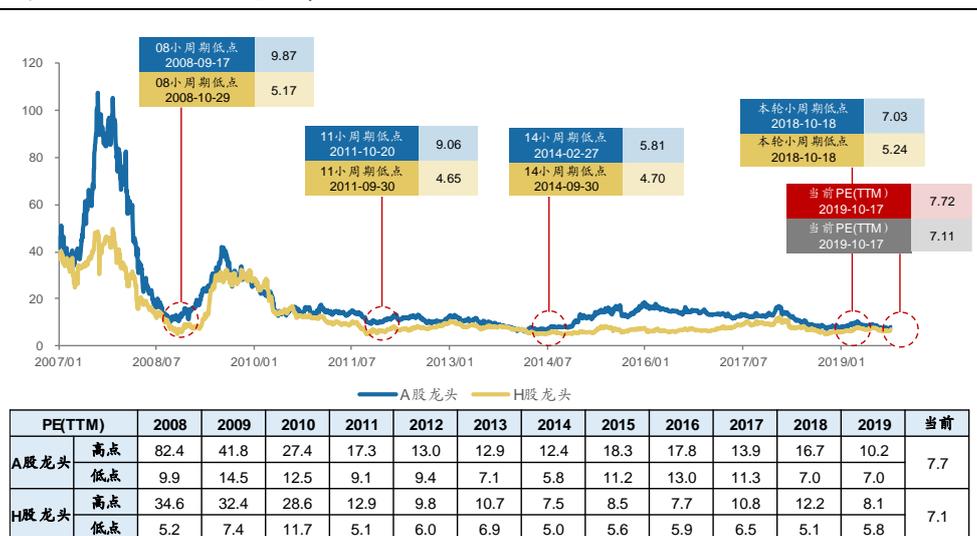
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

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9月17日至10月17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7.72，受本月股价上涨影响估值较上月小幅上升，但仍旧维持较低水平（低于08、11年小周期低点）。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53.7%，19年初以来PE（TTM）高点为10.2，当前回撤24.6%。

而H股方面，H股龙头房企当前PE（TTM）估值为7.11，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，当前较18、19年估值高点回撤幅度分别为41.8%、12.6%。

图 48：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6.85，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40.7%。H股龙头房企当前动态PE估值为6.26，接近本轮小周期低点，较18年初以来高位回撤19.6%。

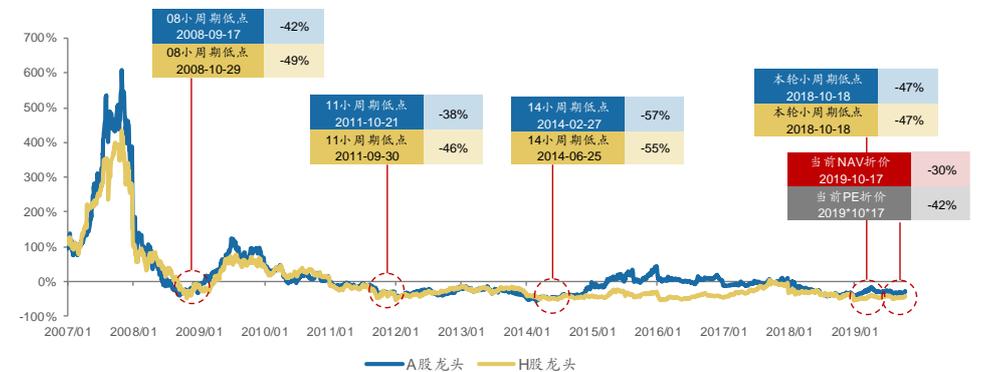
图 49: A股及H股龙头房企PE (动态)



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-30%，H股龙头房企当前NAV折价率为-42%。

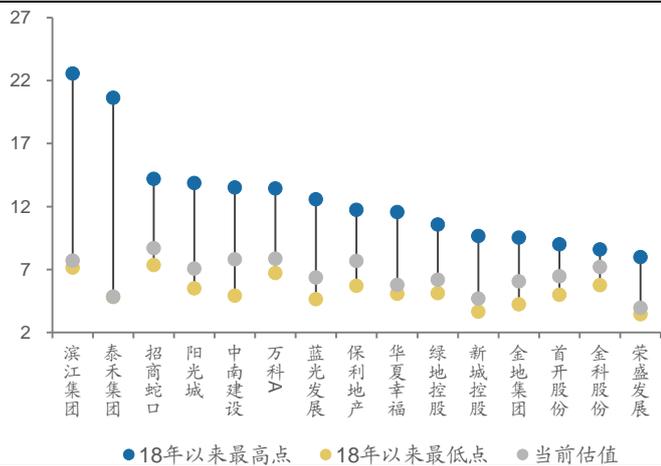
图 50: A股及H股龙头房企NAV折价情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

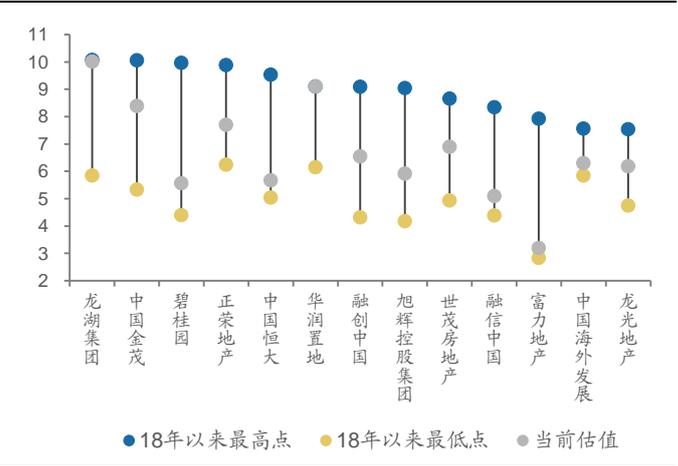
从个股动态PE来看，A股主流房企当前估值普遍接近18年年初至今低点，且较高点回撤幅度较大。而H股主流房企中，多数房企当前估值与高低点相对位置则出现分化，碧桂园、中国恒大、融信中国、中国海外发展等公司相对更接近低点，龙湖集团、华润置地当前估值已基本达到18年年初至今高点，中国金茂、世茂房地产、司则介于高低点之间。

图 51: A股主流房企动态PE估值变化 (截至10.17)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 52: H股主流房企动态PE估值变化 (截至10.17)



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	7.86
绿地控股			43.08	22.76	25.76	14.6	11.96	9.4	10.57	5.63	6.18
华夏幸福	16.3	6.28	18.94	11.57	13.15	9.82	14.94	8.02	11.56	5.29	5.78
招商蛇口	15.94	6.14	35.37	12.12	16.55	11.3	14.28	10.32	14.2	8.35	8.69
阳光城	14.36	5.43	25.56	10.81	26.53	18.33	16.26	10.33	13.86	6.54	7.08
泰禾集团	21.35	10.78	28.96	12.19	17.77	12.79	11.9	9.2	20.63	6.76	4.85
中南建设	16.68	6.99	93.74	31.44	119.98	36.77	65.93	36.81	13.52	8.49	7.82
金地集团	12.82	6.5	23.34	12.27	11.57	6.82	8.74	6.97	9.54	4.23	6.07
金科股份	25.6	8.52	36.99	14.69	21.69	10.79	17.97	12.04	8.6	6.1	7.21
蓝光发展			51.1	22.35	30.46	18.05	16.52	12.05	12.57	5.52	6.35
滨江集团	13.11	9.07	33.16	9.71	17.02	13.11	14.45	11.73	22.57	8.53	7.70
荣盛发展	9.31	4.74	23.23	11.35	9.74	6.75	10.72	5.79	7.98	3.85	3.95
首开股份	13.72	5.52	22.36	9.37	18.78	9.82	15.56	10.02	9.01	5.00	6.46
A股平均	15.36	6.78	34.67	14.45	26.43	13.68	17.89	11.53	12.93	6.23	6.61
碧桂园	6.73	4.06	8.55	5.05	7.59	4.63	10.45	3.08	9.47	4.36	5.08
中国恒大	3.58	2.68	8.78	3.52	15.34	10.80	14.45	2.49	9.04	5.46	5.17
融创中国	6.53	2.89	8.65	3.34	9.51	5.09	13.40	2.03	8.59	4.61	6.06
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	5.81
龙湖集团	5.93	4.39	7.30	4.56	7.08	4.95	8.84	4.16	7.81	5.36	9.52

华润置地	8.11	5.48	9.91	6.29	8.04	5.67	8.21	5.68	7.89	5.65	8.60
绿城中国	11.87	6.27	37.04	17.32	9.11	6.09	12.37	7.06	61.92	24.67	6.11
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	6.41
中国金茂	4.80	3.14	8.03	4.73	9.48	6.44	10.26	5.07	9.56	5.80	7.90
旭辉控股集团	4.44	3.42	5.95	3.34	5.54	2.76	6.88	2.62	8.55	3.72	5.43
正荣地产									9.39	6.21	7.21
融信中国					8.65	4.72	6.85	3.91	7.85	5.09	4.61
龙光地产	4.52	3.58	5.40	3.49	3.83	2.23	7.22	2.22	7.05	4.26	5.69
H股平均	6.37	4.15	10.63	5.57	8.29	5.32	9.46	4.02	12.49	6.59	6.43

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 分类	PE				PB*	销售金额			销售对应 PE		PS		NAV 折价
		18A	19E	20E	21E		18A	19E	增速	18A	19E	18A	19E	
万科 A	龙头开发	9.15	7.86	6.87	5.94	1.99	6070	6400	5.4%	5.29	5.01	0.51	0.48	-28.3%
招商蛇口	主流开发	10.33	8.69	7.74	6.97	2.28	1706	2000	17.2%	7.02	5.99	0.92	0.79	-16.6%
绿地控股	主流开发	7.82	6.18	5.02	4.10	1.31	3875	4500	16.1%	4.08	3.51	0.23	0.20	-46.6%
华夏幸福	主流开发	7.28	5.78	4.72	3.93	2.47	1223	1317	7.7%	6.07	5.64	0.70	0.65	35.1%
新城控股	主流开发	6.54	4.70	4.07	3.69	2.87	2211	2700	22.1%	4.13	3.38	0.31	0.25	-8.4%
华侨城 A	主流开发	5.63	5.45	5.11	3.29	1.01	535	550	2.8%	8.27	8.04	1.11	1.08	-50.9%
金地集团	主流开发	7.26	6.07	5.30	4.90	1.49	1623	2000	23.2%	5.35	4.34	0.36	0.29	-35.5%
荣盛发展	主流开发	5.12	3.95	3.59	3.43	1.15	1016	1200	18.1%	2.92	2.47	0.38	0.32	-50.7%
金科股份	主流开发	9.59	7.21	6.00	5.22	1.77	1188	1500	26.3%	5.51	4.36	0.31	0.25	-23.9%
中南建设	主流开发	14.97	7.82	4.56	3.45	1.89	1466	2000	36.4%	3.11	2.28	0.22	0.16	-35.3%
阳光城	主流开发	8.88	7.08	5.28	4.00	1.50	1629	1800	10.5%	1.74	1.58	0.16	0.15	-56.2%
首开股份	主流开发	7.22	6.14	5.35	4.56	1.00	1007	1010	0.3%	5.44	5.42	0.23	0.23	-46.9%
蓝光发展	主流开发	9.50	6.35	4.13	3.11	1.74	855	1200	40.4%	3.41	2.43	0.25	0.18	-26.3%
泰禾集团	主流开发	5.88	4.85	3.96	3.29	0.87	1303	1500	15.1%	1.50	1.30	0.12	0.10	-69.5%
华发股份	主流开发	7.05	5.42	4.00	3.16	1.37	582	800	37.5%	2.72	1.98	0.28	0.20	-58.0%
A股房企平均		8.26	6.32	5.13	4.27	1.65			18.8%	4.50	3.89	0.41	0.36	-0.34
融创中国	龙头开发	8.53	6.06	4.57	4.01	2.38	4608	5500	19.4%	2.90	2.43	0.31	0.26	-60.9%
碧桂园	龙头开发	6.13	5.08	4.34	3.86	1.53	7604	7857	3.3%	2.24	2.17	0.28	0.27	-49.2%
中国恒大	龙头开发	5.86	6.49	5.87	5.25	2.64	5513	6000	8.8%	5.11	4.69	0.40	0.36	-31.5%
旭辉控股集团	主流开发	7.09	5.43	4.35	3.52	1.76	1520	1900	25.0%	3.84	3.07	0.25	0.20	-47.9%
龙湖集团	主流开发	10.85	9.41	7.71	6.61	2.72	2006	2200	9.7%	7.55	6.88	0.88	0.80	-3.7%
中国海外发展	主流开发	6.58	5.75	5.10	4.74	1.09	2549	3164	24.1%	5.31	4.28	1.02	0.82	-47.9%
华润置地	主流开发	9.47	8.51	7.41	6.31	2.11	2107	2420	14.9%	8.84	7.69	1.09	0.95	13.0%
世茂房地产	主流开发	8.53	6.53	5.32	4.64	1.89	1761	2100	19.3%	4.71	3.95	0.43	0.36	-38.3%
中国金茂	主流开发	10.65	7.83	6.08	4.86	1.36	1280	1500	17.2%	5.78	4.93	0.43	0.37	-54.1%
雅居乐集团	主流开发	5.04	4.31	4.09	3.45	1.12	1027	1130	10.0%	3.42	3.11	0.35	0.32	-58.2%
远洋集团	主流开发	5.27	5.03	4.09	3.62	0.44	1095	1400	27.9%	4.05	3.17	0.17	0.13	-74.6%
融信中国	主流开发	6.66	4.61	3.12	2.58	1.38	1219	1400	14.8%	2.57	2.24	0.12	0.10	-61.0%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

龙光地产	主流开发	7.32	5.69	4.63	3.80	3.52	718	850	18.4%	5.72	4.84	0.83	0.70	-42.6%
合景泰富集团	主流开发	5.39	4.04	3.16	2.56	0.95	655	850	29.8%	4.31	3.32	0.33	0.26	-60.4%
港股平均		7.38	6.05	4.99	4.27	1.78			17.32%	4.74	4.05	0.49	0.42	-44.1%

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性

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

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

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

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

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

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。