



中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席基地产业分
析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001

财政部数据显示，土地市场正呈现明显的结构性复苏态势。对我们的启示有三：1. 开发投资增速先高后低。2. 因城施策更明显。3. 企业利润率有下行压力。

土地市场应该观察什么指标？我们认为，相比其他指标，财政部统计的国有土地使用权出让收入和 Wind 统计的百城土地成交合同总价，更能分别显示全国土地市场和重点城市土地市场的变化情况。数据显示，2019 年一季度后，我国的土地市场热度开始有所恢复。

花是一处红——土地市场复苏的强烈区域结构特征。2019 年以来，企业的拿地战略高度趋同，由于种种原因企业都看好一二线城市，低线城市在土地市场占比不断下降。2019 年前两个月，低线占比还有 48%，到 2019 年 5 月，这一比例就降至 27%——为 2016 年 10 月以来的新低。2019 年 5 月当月，高线城市的土地成交同比增长 60%，而低线同比下降了 48%。

土地市场结构性复苏的启示之一：开发投资增速先高后低。同样的土地投资，在三线能带动远高于一二线的建安投资（三线的单方建安/土地远高于一二线）。算上从拿地到开工的短暂时滞，2019 年年内是企业加速开工投资的顶峰，我们认为全年开发投资增速有望达到 10%左右。到 2020 年之后，企业待开发土储结构中一二线占比提升，开发投资增长没有中长期可持续性。

土地市场结构性复苏的启示之二：因城施策更明显。我们认为，决定地方房地产政策的核心变量，一个是即期的土地出让收入，另一个是即期的房价上涨压力。土地出让下滑压力越大，房价上涨压力越小，政策越倾向于鼓励需求，放开融资——反之，则倾向于限制需求，压缩融资。因此，我们认为未来三四线城市将进一步透过限制降价，加大公积金支持力度等办法刺激需求，而一二线城市出台刺激需求政策的可能性越来越低。

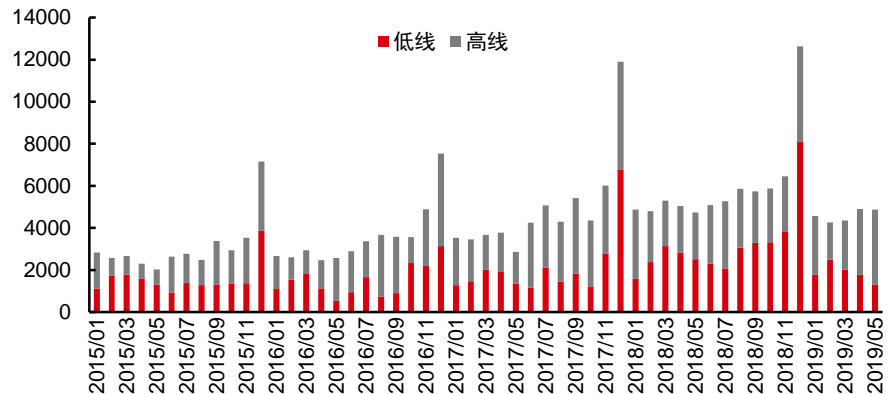
土地市场结构性复苏的启示之三——企业利润率有下行压力。由于企业战略高度趋同，核心城市房价难有持续上升，相信未来企业利润率面临较大压力。

风险提示：流动性逆转导致土地市场热度再次调头向下的风险。部分核心城市土地市场竞争过于激烈，导致地价过高的风险。

房地产行业

评级 **强于大市（维持）**

国有土地出让收入的结构性复苏 单位：亿元



资料来源：Wind

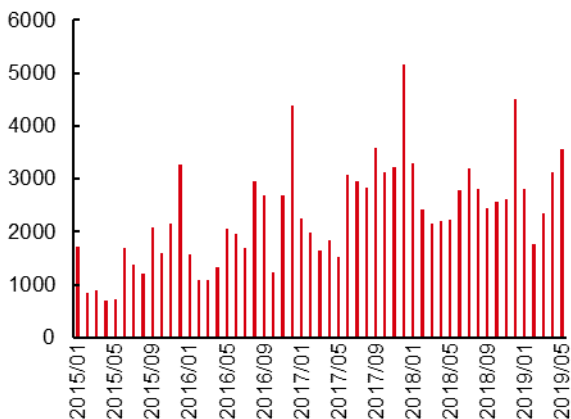
■ 土地市场究竟应该观察什么指标

相比房屋交易市场，观察中国的土地市场似乎更加困难。我们认为，观察土地市场全局最为重要的指标，是政府性基金收入之国有土地使用权出让收入——因为财政部并不依赖于抽样统计获得相关结果，此数据是全国范围最为可靠的土地市场整体运行结果反映，尽管这一数据会稍微滞后于土地市场合同成交。

观察土地市场另一个重要指标，是核心城市土地成交的合同总价。不同的第三方机构对此有不同的汇总口径，例如中国指数研究院曾经统计 300 个城市土地出让金的总计，而 Wind 则曾经统计百城的土地出让合同总价。这个数据的缺点是无论如何都无法统计全国全貌（因为很多低线城市没有土地成交情况公告汇总），优点则是合同成交金额更为前瞻，更为实时（可以有周数据的统计）。

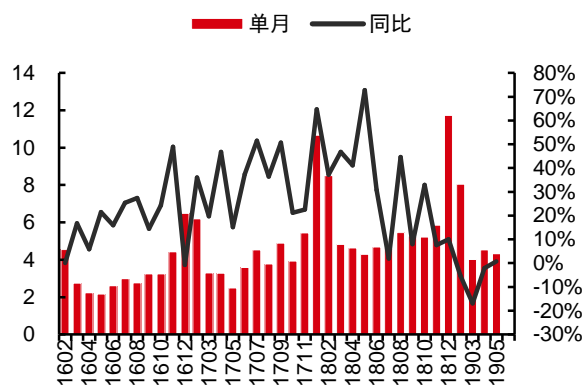
我们相信，这两个指标要优于其他所有土地市场的统计指标。这两个指标明确显示，2019 年一季度后，我国的土地市场热度开始有所恢复。

图 1：百城土地成交合同总价变化 单位：亿元



资料来源：Wind

图 2：国有土地使用权出让收入单月规模和同比 单位：千亿元



资料来源：财政部

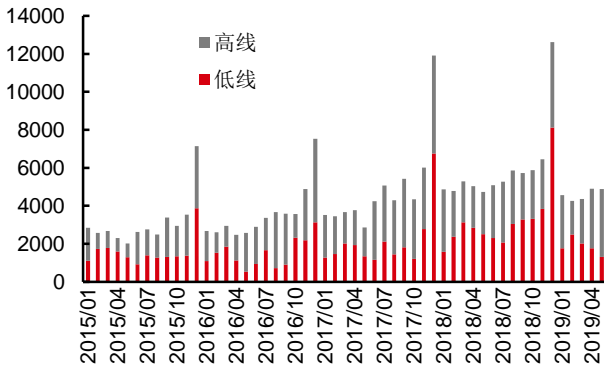
■ “花是一处红”——土地市场的结构性特征

我们把百城土地成交总价视为高线城市的土地市场景气度指标；我们把全国土地成交的总金额扣除百城土地成交总价，视为低线城市土地市场景气度指标。

尽管百城之中也有很多一般认为的三线城市，但整体来看，百城包括了所有的区域核心城市。百城之外的城市，也理所当然可以视为低线城市。

当然，这样的算法把土地出让合同和土地款入库之间的差额直接计入了低线城市。但土地市场的付款滞后并不严重。尤其是在 2018 年底，其实并没有太多的已出让未支付土地款在 2019 年实现。

图 3：低线和高线土地市场变化 单位：亿元



资料来源：财政部，wind

图 4：低线城市占全国土地出让收入比例



资料来源：财政部,wind

2019 年以来，企业的拿地战略高度趋同，由于种种原因企业都看好一二线城市，低线城市在土地市场占比不断下降。2019 年前两个月，低线占比还有 48%，到 2019 年 5 月，这个比例就降至 27%——为 2016 年 10 月以来的新低。

2019 年 5 月当月，高线城市的土地成交同比增长 60%，而低线同比下降了 48%。

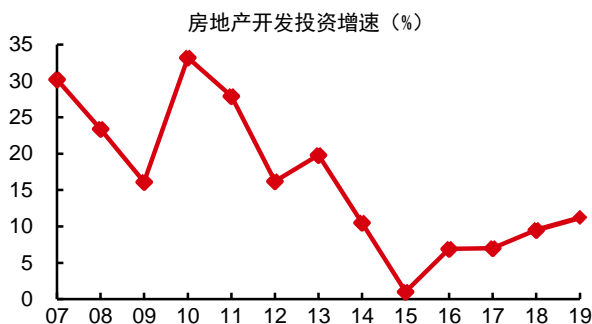
■ 土地市场结构性复苏的启示

开发投资增速先高后低

2019 年上半年开发投资增速较高的一个原因，是 2018 年低线城市土地成交占比不断提高。2018 年低线成交占土地营收的比例是 54%，比 2017 年 43% 上升明显。而到了 2019 年前 5 月这一比例下降到 41%。

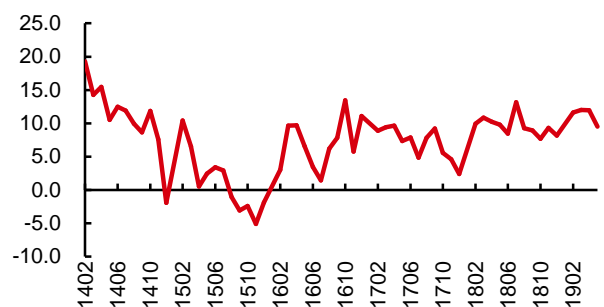
同样的土地投资，在三线能带动远高于一二线的建安投资（三线的单方建安/土地远高于一二线）。算上从拿地到开工的短暂时滞，2019 年年内是企业加速开工投资的顶峰，我们认为在高基数的情况下，全年开发投资增速有望达到 10% 左右。到 2020 年之后，企业待开发土储结构中一二线占比提升，开发投资的持续性将明显减弱。

图 5：房地产开发投资增速：按年



资料来源：国家统计局 注：19 为 2019 年 1-5 月

图 6：房地产开发投资增速：按月 (%)



资料来源：国家统计局

因城施策更为明显

我们认为，决定地方房地产政策的核心变量，一个是即期的土地出让收入，另一个是即期的房价上涨压力。土地出让下滑压力越大，房价上涨压力越小，政策越倾向于鼓励需求，放开融资——反之，则倾向于限制需求，压缩融资。

相比过去两年而言，低线城市的土地财政压力更大了。而且这些地方普遍在过去 1-2 年享受了土地出让金的暴增。“由俭入奢易，由奢入俭难”，想要这些地方恢复到早年土地收入寡淡的情况，是不可接受的。

表 1：部分二三线城市最近几年的土地出让金计划和完成情况

时间	状态	东莞	嘉兴	平顶山	宜宾	石家庄	宁波	廊坊	青岛	连云港
2014	计划	194	277	69	64	251	n/a	210	n/a	n/a
	实际	194	331	81	66	259	677	268	233	n/a
	完成率	100%	120%	118%	103%	103%	-	128%	-	-
2015	计划	185	186	90	69	379	496	232	n/a	n/a
	实际	157	181	43	39	283	301	202	469	148
	完成率	85%	97%	48%	57%	75%	61%	87%	-	-
2016	计划	154	196	57	40	287	306	192	385	159
	实际	322	307	54	35	361	775	257	445	114
	完成率	209%	157%	95%	87%	131%	253%	134%	116%	72%
2017	计划	174	523	60	40	396	554	n/a	472	109
	实际	217	694	61	68	517	748	295	534	141
	完成率	125%	133%	103%	169%	131%	135%	-	113%	129%
2018	计划	193	475	82	73	610	761	352	571	143
	实际	393	836	102	132	561	999	187	886	145
	完成率	203%	176%	124%	180%	92%	131%	53%	155%	101%
2019	计划	314	579	105	120	630	835	454	820	151
2019 年计划 /2018 年实际		80%	69%	102%	91%	112%	84%	243%	93%	104%
2019 年计划 /2018 年计划		163%	122%	127%	164%	103%	110%	129%	143%	105%

资料来源：各地政府公告

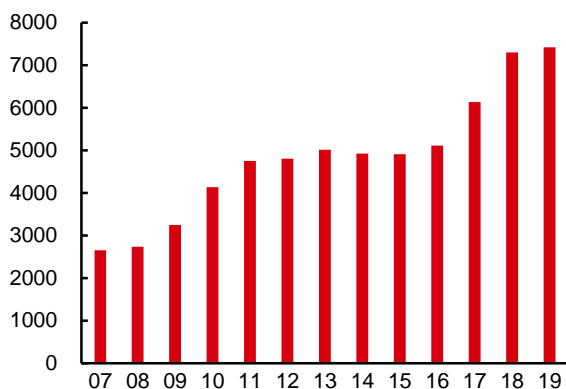
尽管很多三四线城市看似没有放松政策的空间，但仍可以透过限制降价，加大公积金支持力度等办法刺激需求。而对于一二线城市来说，出台刺激需求政策的可能性越来越低了。

开发企业利润率有下行压力

由于战略高度趋同，一二线城市土地市场“较为拥挤”，且一二线城市很难见到新的刺激政策，房价也很难明显上升。

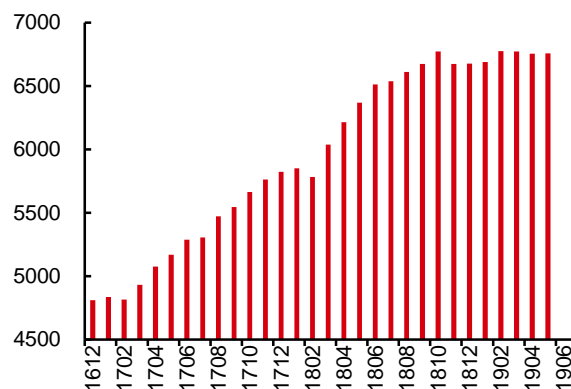
实际上三四线城市的存量资源大多仍然是优质的，因为最近几年三四线城市房价上涨迅速，历史上三四线城市拿地成本不高。

图 7：一些典型三四线城市的房价的中位数
单位：元/平米



资料来源：禧泰数据，中信证券研究部 注：这些城市包括泰安、九江、池州、晋城、潍坊、宜昌、衢州、吉林、蚌埠、赣州、聊城、德阳、淄博、安庆、淮北、南充、丹东、雅安、邢台、临沂、洛阳、南阳、韶关、黄石、安阳、遵义、开封、衡阳和荆州。

图 8：332 个城市（基本包含地级以上城市）房价的中位数
单位：元/平米



资料来源：Wind，中信证券研究部

具备在一二线城市新增优质土地储备能力的公司，具备低融资成本优势的公司，在未来可能享有长期优势。

■ 风险提示

流动性逆转导致土地市场热度再次调头向下的风险。部分核心城市土地市场竞争过于激烈，导致地价过高的风险。

■ 相关研究

- 房地产行业 2019 年 1-5 月行业运行数据点评—积极和谨慎共存，信用与规模分野 (2019-06-17)
- 中信证券地产路演 PPT—去周期化 (2019-06-11)
- 房地产行业专题报告—地产企业“高存高贷”的背后 (2019-06-03)
- 房地产行业专题研究报告—地产公司可以“集体逃顶”吗？ (2019-05-23)
- 房地产行业 2019 年 1-4 月行业运行数据点评—开发投资超预期的微观解释和趋势展望 (2019-05-16)
- 物业管理行业观点—好赛道上找好公司 (2019-05-11)
- 基础设施与地产产业 2019 年下半年投资策略—逆周期操作的下半场 (2019-05-10)
- 房地产行业 2018 年年报及 2019 年一季报总评—业绩滞后体现，行业运行平稳 (2019-05-06)
- 房地产行业专题报告—土地市场的冰与火之歌 (2019-04-30)
- 房地产行业 2019 年 1-3 月行业运行数据点评——销售边际转好，投资高歌猛进 (2019-04-18)
- 房地产行业重大事项点评—常住人口市民化，城市运营机遇广阔 (2019-04-09)
- 物业管理行业深度报告—物业管理为什么是一个好行业？ (2019-04-08)
- 房地产行业跟踪报告— 二季度销售料前抑后扬，拿地竞争渐趋激烈 (2019-04-08)
- 房地产行业 2019 年一季度企业销售数据点评—市场和政策均好 (2019-04-01)
- 房地产行业专题报告—分拆时代：地产龙头估值重构新机遇 (2019-03-25)
- 地产产业链专题深度报告—政策驱动房屋销售复苏，地产产业链如何布局？ (2019-03-20)
- 物业管理行业跟踪报告— 背靠大树求小弹性，提升服务求大成长 (2019-03-20)
- 房地产行业重大事项点评—构建长效机制，市场保障各司其职 (2019-03-19)
- 商务地产行业专题报告—区域似水，利率如风，管理为帆 (2019-03-18)
- 房地产行业重大事项点评—三四线城市楼市真的很差吗？ (2019-03-18)
- 房地产行业 2019 年 1-2 月行业运行数据点评—土地成交如期回落，竣工高潮还需耐心等待 (2019-03-15)
- 房地产经纪行业专题研究—热销引领弹性，龙头构筑壁垒 (2019-03-13)
- 房地产行业重大事项点评—悲观政策预期有望见顶，迎接核心城市热销 (2019-03-11)
- 房地产行业重大事项点评——深化增值税改革行业影响动态评估 (2019-03-05)
- 房地产行业 3 月跟踪报告——销售热情点燃，资金成本下降 (2019-03-04)
- 房地产行业研究专题——中型地产公司迎来阶段性发展机遇 (2019-02-27)
- 物业管理行业专题研究报告——7100 万套住房物业费的秘密 (2019-02-26)
- 房地产行业专题研究报告—REITs 市场发展的诸多正面因素 (2019-02-25)
- 房地产行业专题研究报告——2019 年房地产行业运行定量预测更新 (2019-02-21)
- 房地产行业跟踪报告—融资趋松，回款挑战 (2019-02-14)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。