

证券研究报告—深度报告

房地产

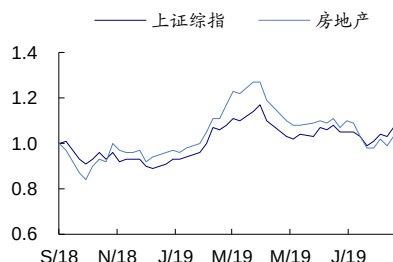
房地产行业专题

超配

(维持评级)

2019 年 09 月 18 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《房地产行业专题研究: 2019 年中国房地产融资形势观察》——2019-08-12

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

2019 年中国房地产投资形势观察

● 投资居高难下, 调控底气十足

2019 年 1-4 月, 房地产投资累计同比增速 11.9%, 创下了 2014 年 11 月以来的新高, 1-8 月的投资累计同比增速亦处于 2015 年以来的高位。投资增速好于过去四年, 为房地产从严调控增加了底气。值得注意的是: 在经济面临下行压力导致其他领域投资机会减少并叠加货币持续宽松的大背景下, 资金涌入了房地产政策宽松但经济欠发达的西部, 带动了西部房地产投资的高增长, 1-8 月西部的房地产投资增速达到了 16%, 显著高于全国水平, 更高于经济较发达的东部及中部。

土地购置费、新开工、施工是房地产投资的三大构成要素: ①1-7 月土地购置费累计同比增速仍高达 22%, 好于 2015 年 5 月-2017 年 11 月期间任何一个月水平; ②1-8 月新开工累计同比增速为 8.9%, 远高于调控由紧转松的 2014 年、2012 年及 2009 年上半年, 而在调控由紧转松的这三段时间窗口, 新开工累计同比增速均为负值; ③1-7 月, 施工面积累计同比增速创下了 2015 年以来的新高, 1-8 月的增速则是 2015 年以来的次高点。

但观察土地购置面积和土地成交价款的累计同比增速, 可以看到这两个指标均处于 2015 年以来的底部, 且均为负值, 表明在当前时点房企拿地的意愿较低, 将对 2020 年的土地购置费、新开工及施工三大指标的增速产生负面影响, 因此, 2020 年的房地产投资增速将不容乐观。

● 百城地价上行, 供求增速平稳

至 8 月份, 100 大中城市地价大多同比上涨, 二、三线地价涨幅反而比一线大, 究其原因: 我们认为是货币持续宽松, 而宏观经济仍未有明显起色导致其他领域的投资机会未能增多, 资金仍选择了进入二、三线城市高价拿地, 二线城市调控没有一线严、住房供需矛盾比一线小、比三线大, 因此地价涨幅最高, 达到了 36.8%, 三、四线虽然住房供需矛盾不突出, 但政策宽松, 在货币持续宽松的大背景下, 地价仍创下了 32.5% 的涨幅。观察供应和成交面积, 百城增速虽然整体平稳, 但一、二线与三、四线呈相反趋势: 一、二线显著增长, 三、四线则下降。

● 与全国土地成交趋势一致, 前 50 强房企拿地整体偏谨慎

全国土地成交面积及价款的增速如前述, 均为负值, 观察前 50 强房企 2019 年以来的拿地面积及金额, 1-8 月的增速分别为 -26.5% 及 -16.7%, 且大部分 50 强房企的拿地增速为负值。

● 预计全年房地产投资有望达到 9.5% 的增长

2019 年行业融资形势虽不利于房地产投资, 但销售形势则对投资较有利: ①房企拿地资金一部分来源于融资, 2019 年行业融资形势自 4 月份开始收紧, 目前仍呈不断趋紧态势; ②房企拿地往往秉承“以销定产”原则, 目前行业销售额增速仍呈现出较强的韧性, 1-8 月达到了 6.7%, 预计 2019 年将创下中国房地产销售史少见的“五连增”。我们预计全年房地产投资增速有望达到 9.5%, 这个增速远超我们 2018 年底的预测, 也远超市场绝大多数研究机构 2018 年底的预测。

● 风险

若宏观经济大幅下滑而房地产政策又迟迟不转暖, 从而导致 2019 年房地产投资累计同比增速在四季度断崖式下跌。

投资摘要

关键结论

前 8 个月房地产投资居高难下，预计全年房地产投资仍有望维持 9.5% 的增速，远超 2018 年底市场大多数研究机构的预期，为房地产从严调控增加了底气。纵观历史，房地产投资累计同比增速在个位数、新开工负增长时，房地产政策才会趋暖。根据全国土地成交的趋势，预计 2020 年的房地产投资增速才会面临压力。

核心假设或逻辑

- 一、2019 年 1-8 月的房地产投资累计同比增速仍处于 2015 年以来的高位；
- 二、土地购置费、新开工、施工是房地产投资的三大构成要素，2019 年以来均处在较好的水平；但观察土地购置面积和土地成交价款的累计同比增速，可以判断在当前时点房企拿地的意愿较低，这将对 2020 年的房地产投资增速产生负面影响；
- 三、至 8 月份，100 大中城市地价大多同比上涨，二、三线地价涨幅反而比一线大，究其原因，我们认为是货币持续宽松所致；
- 四、前 50 强房企拿地整体偏谨慎，与全国土地成交趋势一致；
- 五、2019 年行业融资形势虽不利于房地产投资，但销售形势则对投资较有利。

与市场预期不同之处

我们预计 2019 年房地产投资有望达到 9.5% 的增长，比市场早前预期的要乐观。

行业投资增速持续向上的催化剂

货币宽松频度进一步加大、频率进一步加快，抑或：维持当前偏宽松的货币政策，同时放松房地产调控。

核心假设或逻辑的主要风险

若宏观经济大幅下滑而房地产政策又迟迟不转暖，从而导致 2019 年房地产投资累计同比增速在四季度断崖式下跌。

内容目录

投资居高难下，调控底气十足.....	6
百城地价上行，供求增速平稳.....	11
与全国土地成交趋势一致，前 50 强房企拿地整体偏谨慎.....	18
预计全年房地产投资有望达到 9.5% 的增长.....	20
风险	26
国信证券投资评级.....	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

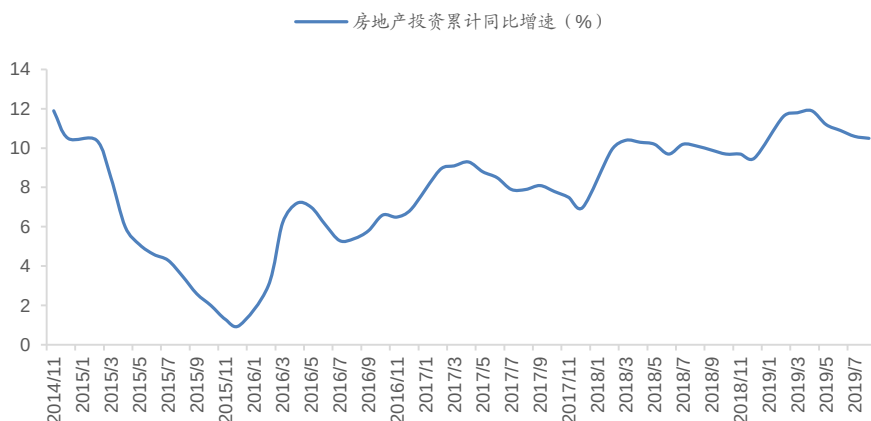
图 1: 房地产投资累计同比增速	6
图 2: 东部地区房地产投资累计同比增速	6
图 3: 中部地区房地产投资累计同比增速	6
图 4: 西部地区房地产投资累计同比增速	7
图 5: 东北地区房地产投资累计同比增速	7
图 6: 土地购置费累计同比增速	7
图 7: 房地产新开工面积累计同比增速	8
图 8: 东部地区房地产新开工面积累计同比增速	8
图 9: 中部地区房地产新开工面积累计同比增速	8
图 10: 西部地区房地产新开工面积累计同比增速	9
图 11: 东北地区房地产新开工面积累计同比增速	9
图 12: 房地产施工面积累计同比增速	9
图 13: 东部地区施工面积累计同比增速	10
图 14: 中部地区施工面积累计同比增速	10
图 15: 西部地区施工面积累计同比增速	10
图 16: 东北地区施工面积累计同比增速	10
图 17: 土地购置面积累计同比增速	11
图 18: 土地成交价款累计同比增速	11
图 19: 全国 100 大中城市当月供应规划建筑面积	11
图 20: 一线城市当月供应规划建筑面积	11
图 21: 二线城市当月供应规划建筑面积	12
图 22: 三、四线城市当月供应规划建筑面积	12
图 23: 全国 100 大中城市当月成交规划建筑面积	12
图 24: 一线城市当月成交规划建筑面积	12
图 25: 二线城市当月成交规划建筑面积	12
图 26: 三、四线城市当月成交规划建筑面积	12
图 27: 北京当月成交规划建筑面积	13
图 28: 上海当月成交规划建筑面积	13
图 29: 广州当月成交规划建筑面积	13
图 30: 深圳当月成交规划建筑面积	13
图 31: 重庆当月成交规划建筑面积	13
图 32: 武汉当月成交规划建筑面积	13
图 33: 长沙当月成交规划建筑面积	14
图 34: 南京当月成交规划建筑面积	14
图 35: 全国 100 大中城市当月成交楼面均价	14
图 36: 一线城市当月成交楼面均价	14
图 37: 二线城市当月成交楼面均价	15
图 38: 三、四线城市当月成交楼面均价	15
图 39: 北京当月成交楼面均价	15
图 40: 上海当月成交楼面均价	15
图 41: 广州当月成交楼面均价	15
图 42: 深圳当月成交楼面均价	15
图 43: 长沙当月成交楼面均价	16
图 44: 成都当月成交楼面均价	16
图 45: 大连当月成交楼面均价	16
图 46: 福州当月成交楼面均价	16
图 47: 哈尔滨当月成交楼面均价	16
图 48: 杭州当月成交楼面均价	16
图 49: 合肥当月成交楼面均价	17
图 50: 济南当月成交楼面均价	17
图 51: 南京当月成交楼面均价	17
图 52: 石家庄当月成交楼面均价	17
图 53: 武汉当月成交楼面均价	17
图 54: 西安当月成交楼面均价	17
图 55: 全国 100 大中城市当月土地成交溢价率	18
图 56: 一线城市当月土地成交溢价率	18

图 57: 二线城市当月土地成交溢价率.....	18
图 58: 三、四线城市当月土地成交溢价率.....	18
图 59: 销售 TOP50 房企 2019 年 1-8 月新增货值.....	19
图 60: 销售 TOP50 房企 2019 年 1-8 月新增建面.....	19
图 61: 销售 TOP50 房企 2019 年单月新增货值.....	19
图 62: 销售 TOP50 房企 2019 年单月新增建面.....	19
图 63: 房地产开发资金累计同比增速.....	23
图 64: 商品房销售额累计同比增速.....	23
图 65: 东部地区房地产销售额累计同比增速.....	24
图 66: 中部地区房地产销售额累计同比增速.....	24
图 67: 西部地区房地产销售额累计同比增速.....	24
图 68: 东北地区房地产销售额累计同比增速.....	24
图 69: 商品房销售面积累计同比增速.....	24
图 70: 东部地区房地产销售面积累计同比增速.....	25
图 71: 中部地区房地产销售面积累计同比增速.....	25
图 72: 西部地区房地产销售面积累计同比增速.....	25
图 73: 东北地区房地产销售面积累计同比增速.....	25
图 74: 预计全年房地产投资增速有望达到 9.5%.....	25
表 1: 销售 TOP50 房企 2019 年 1-8 月新增土地集中度对比.....	18
表 2: 2019 年 1-8 月销售 TOP30 房企拿地情况.....	19
表 3: 主流房企拿地策略一览.....	20
表 4: 2018 年底市场对 2019 年房地产投资增速的预测一览.....	26

投资居高难下，调控底气十足

2019 年 1-4 月，房地产投资累计同比增速 11.9%，创下了 2014 年 11 月以来的新高，1-8 月的投资累计同比增速亦处于 2015 年以来的高位。投资增速好于过去四年，为房地产从严调控增加了底气。

图 1：房地产投资累计同比增速

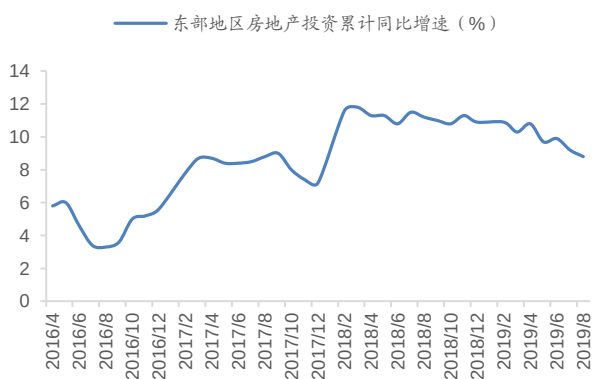


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2019 年 1-8 月，东部地区房地产投资累计同比增速 8.8%，较全国整体增速低 1.7 个百分点；中部地区房地产投资累计同比增速 9.8%，较全国整体增速低 0.7 个百分点；西部地区房地产投资累计同比增速 16%，较全国整体增速高 5.5 个百分点；东北地区房地产投资累计同比增速 9.7%，较全国整体增速低 0.8 个百分点。

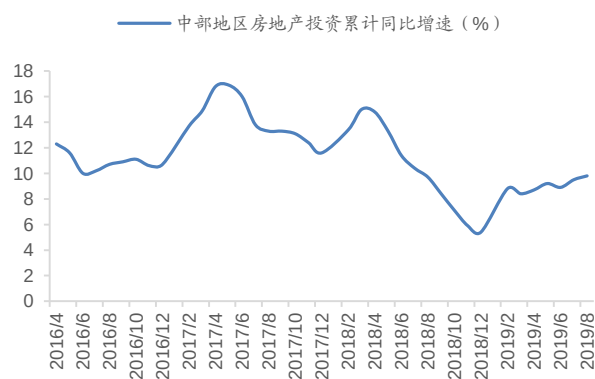
在经济面临下行压力导致其他领域投资机会减少并叠加货币持续宽松的大背景下，资金涌入了房地产政策宽松但经济欠发达的西部，带动了西部房地产投资的高增长，1-8 月西部的房地产投资增速显著高于全国水平，更高于经济较发达的东部及中部。

图 2：东部地区房地产投资累计同比增速



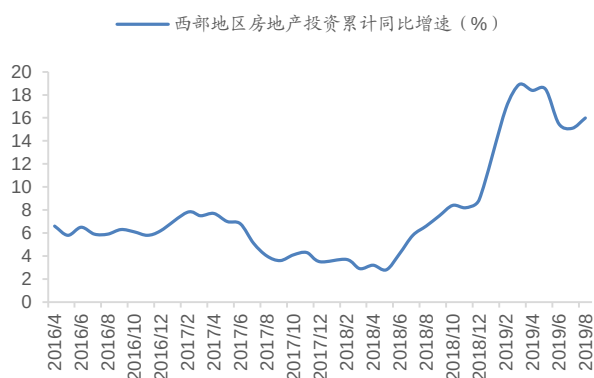
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中部地区房地产投资累计同比增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 西部地区房地产投资累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 东北地区房地产投资累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

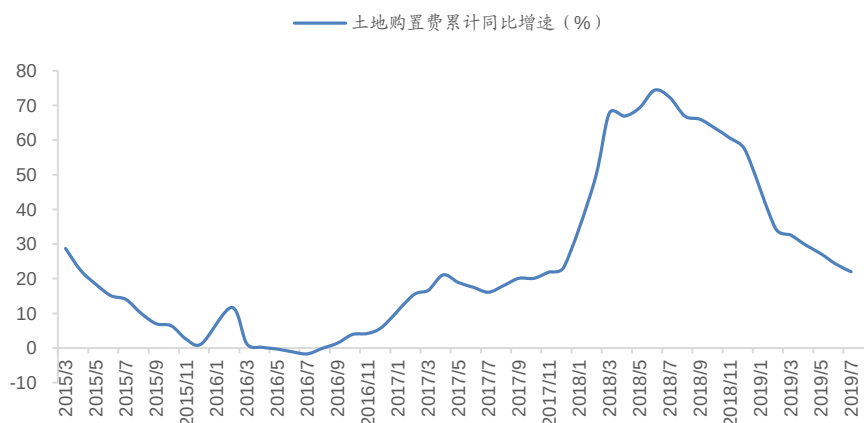
土地购置费、新开工、施工是房地产投资的三大构成要素，下面我们对这些指标逐一进行观察与分析。

土地购置费指房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用。土地购置费包括：

- 1) 通过划拨方式取得的土地使用权所支付的土地补偿费、附着物和青苗补偿费、安置补偿费及土地征收管理费等；
- 2) 通过出让方式取得土地使用权所支付的出让金；
- 3) 通过“招、拍、挂”方式取得土地使用权所支付的资金。以划拨和“招拍挂”方式取得土地所支付的资金在房地产项目竣工后计入新增固定资产，以出让方式取得土地所有权所支付的出让金不计入新增固定资产。土地购置费按当期实际发生额计入投资。土地购置费为分期付款的，应分期计入房地产开发投资。

2019 年 1-7 月土地购置费累计同比增速 22%，好于 2015 年 5 月至 2017 年 11 月期间任何一个月的水平。

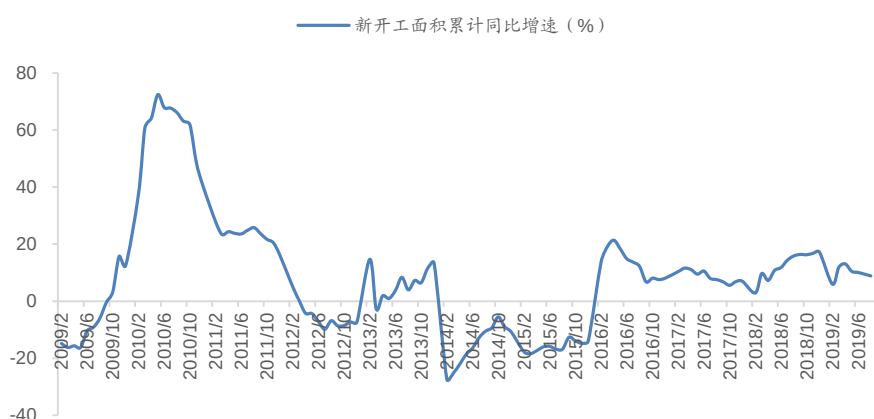
图 6: 土地购置费累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2019 年 1-8 月，房地产新开工面积累计同比增速 8.9%，远高于调控由紧转松的 2014 年、2012 年及 2009 年上半年，而在调控由紧转松的这三段时间窗口，新开工累计同比增速均为负值。

图 7：房地产新开工面积累计同比增速

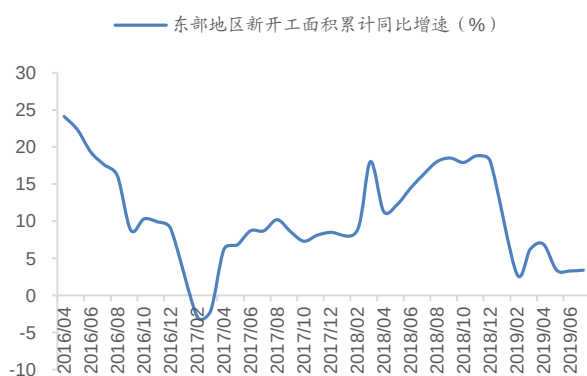


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

分区域来看，2019 年 1-7 月，东部地区房地产新开工面积累计同比增速 3.4%，较全国整体增速低 6.1 个百分点；中部地区房地产新开工面积累计同比增速 6.6%，较全国整体增速低 2.9 个百分点；西部地区房地产新开工面积累计同比增速 23.7%，较全国整体增速高 14.2 个百分点；东北地区房地产新开工面积累计同比增速 13.5%，较全国整体增速高 4 个百分点。

与房地产投资累计同比增速相似，在经济面临下行压力导致其他领域投资机会减少并叠加货币持续宽松的大背景下，资金涌入了房地产政策宽松但经济欠发达的西部、东北部，带动了西部、东北部新开工的高增长，1-7 月西部的新开工增速显著高于全国水平，更高于经济较发达的东部及中部。

图 8：东部地区房地产新开工面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 9：中部地区房地产新开工面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 西部地区房地产新开工面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

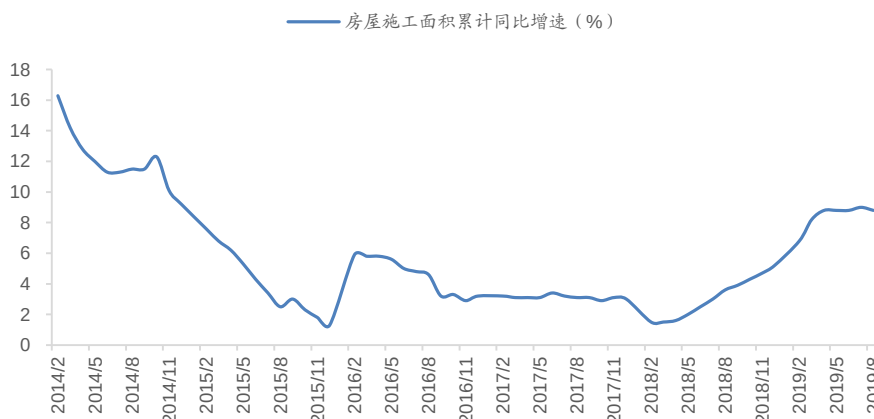
图 11: 东北地区房地产新开工面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2019 年 1-7 月, 施工面积累计同比增速为 9.0%, 创下了 2015 年以来的新高, 而 1-8 月的增速为 8.8%, 是 2015 年以来的次高点。

图 12: 房地产施工面积累计同比增速

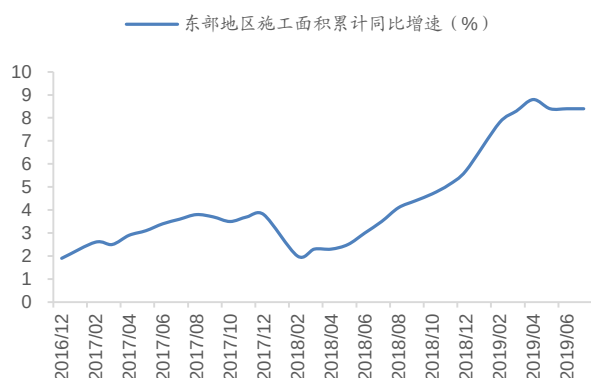


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2019 年 1-7 月, 东部地区房地产施工面积累计同比增速 8.4%, 较全国整体增速低 0.6 个百分点; 中部地区房地产施工面积累计同比增速 8.8%, 较全国整体增速低 0.2 个百分点; 西部地区房地产施工面积累计同比增速 12%, 较全国整体增速高 33 个百分点; 东北地区房地产施工面积累计同比增速 1.8%, 较全国整体增速低 6.1 个百分点。

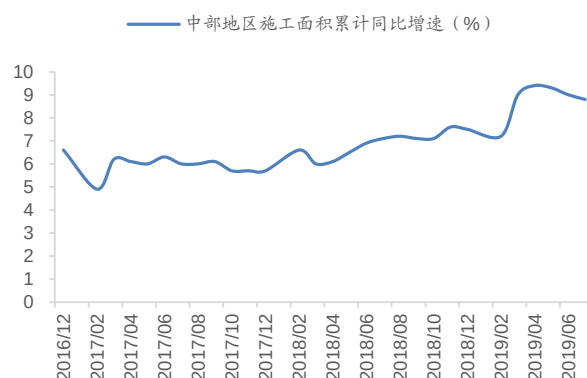
在经济面临下行压力导致其他领域投资机会减少并叠加货币持续宽松的大背景下, 资金涌入了房地产政策宽松但经济欠发达的西部、东北部, 西部地区、东北地区施工面积累计同比增速均较 2018 年末大幅上升, 分别提高 7.8、4.4 个百分点, 而东部地区、中部地区施工面积累计同比增速较 2018 年末分别提高 2.7、1.3 个百分点。

图 13: 东部地区施工面积累计同比增速



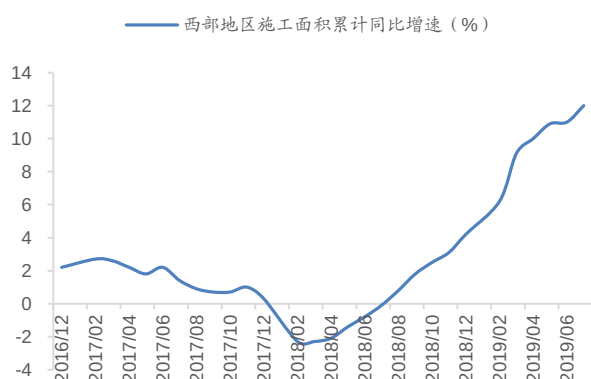
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 中部地区施工面积累计同比增速



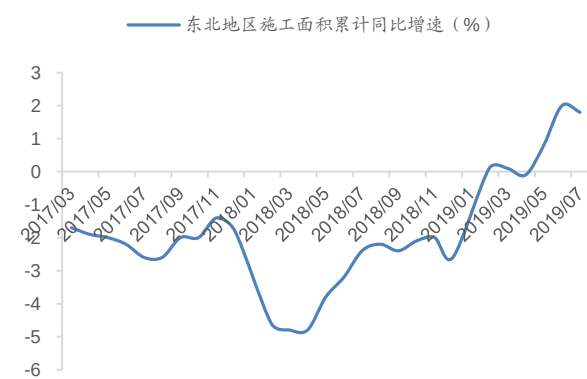
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 西部地区施工面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 东北地区施工面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

由于土地购置费分期计入房地产开发投资,无法完全反映当期土地购置的水平,我们另外观察分析**购置土地面积**和**土地成交价款**两个指标。

本年土地购置面积指在本年内通过各种方式获得土地使用权的土地面积。

本年土地成交价款指进行土地使用权交易活动的最终金额。在土地一级市场,是指土地最后的划拨款、“招拍挂”价格和出让价;在土地二级市场是指土地转让、出租、抵押等最后确定的合同价格。

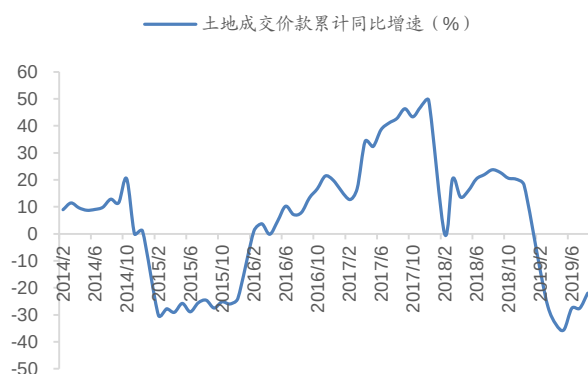
2019 年 1-8 月,土地购置面积累计同比增速-25.6%,土地成交价款累计同比增速-22%,两项指标均处于自 2015 年以来的底部,且均为负值,表明在当前时点房企拿地的意愿较低,将对 2020 年的土地购置费、新开工及施工三大指标的增速产生负面影响,因此,2020 年的房地产投资增速将不容乐观。

图 17: 土地购置面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 土地成交价款累计同比增速



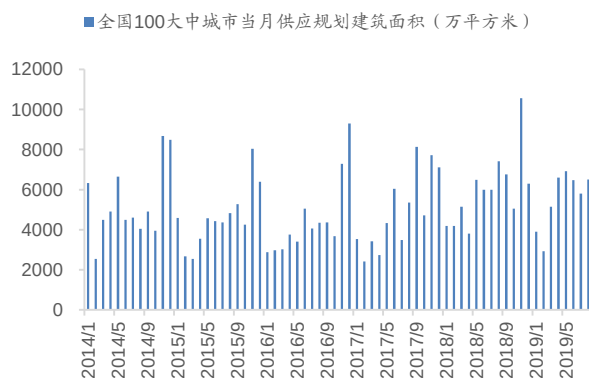
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

百城地价上行，供求增速平稳

观察供应和成交面积，百城增速虽然整体平稳，但一、二线与三、四线呈相反趋势：一、二线显著增长，三、四线则下降。

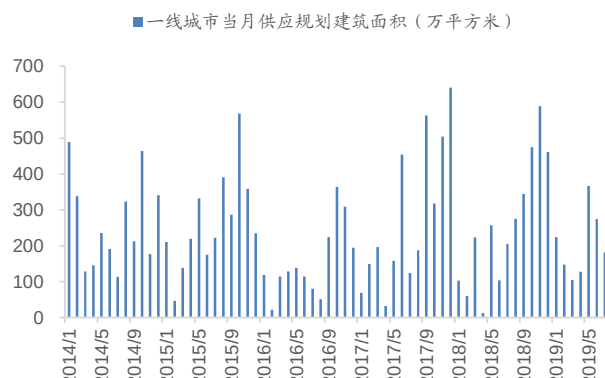
2019 年 1-8 月，全国 100 大中城市住宅类用地供应总规划建筑面积 44269 万平方米，较去年同期增长 2.5%，其中：一线城市供应总规划建筑面积 1856 万平方米，较去年同期增长 50.1%；二线城市供应总规划建筑面积 21546 万平方米，较去年同期增长 14.4%；三、四线城市供应总规划建筑面积 20867 万平方米，较去年同期下降 9.8%。

图 19: 全国 100 大中城市当月供应规划建筑面积



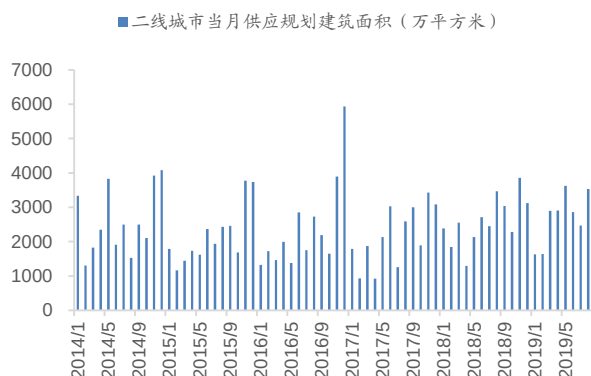
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 一线城市当月供应规划建筑面积



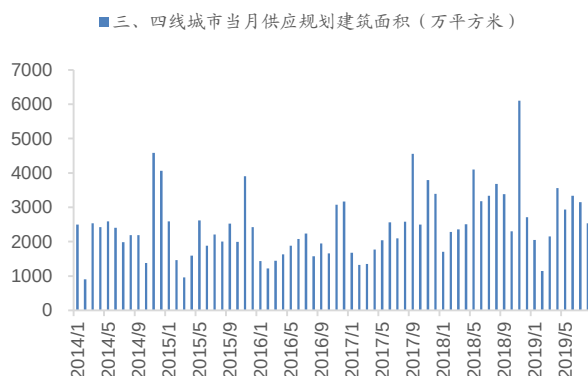
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 二线城市当月供应规划建筑面积



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

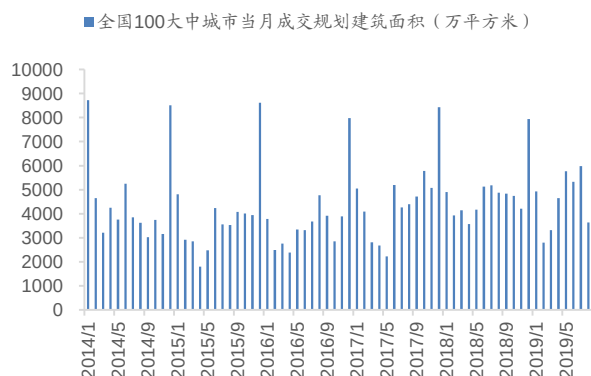
图 22: 三、四线城市当月供应规划建筑面积



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

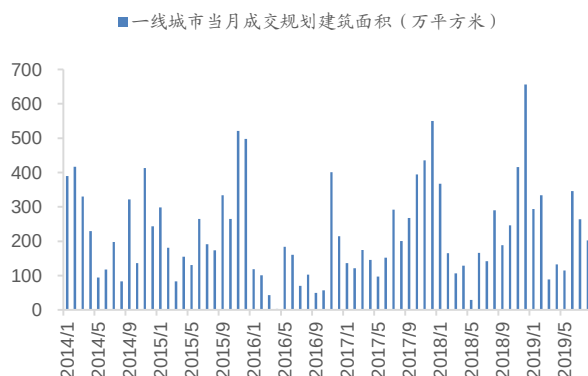
2019 年 1-8 月, 全国 100 大中城市住宅类用地成交总规划建筑面积 36427 万平方米, 较去年同期增长 1.4%, 其中: 一线城市成交总规划建筑面积 1778 万平方米, 较去年同期增长 27.2%; 二线城市成交总规划建筑面积 18349 万平方米, 较去年同期增长 17.1%; 三、四线城市成交总规划建筑面积 16300 万平方米, 较去年同期下降 13.5%。

图 23: 全国 100 大中城市当月成交规划建筑面积



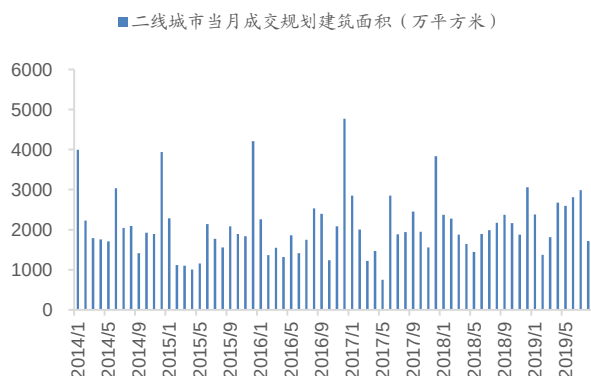
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 一线城市当月成交规划建筑面积



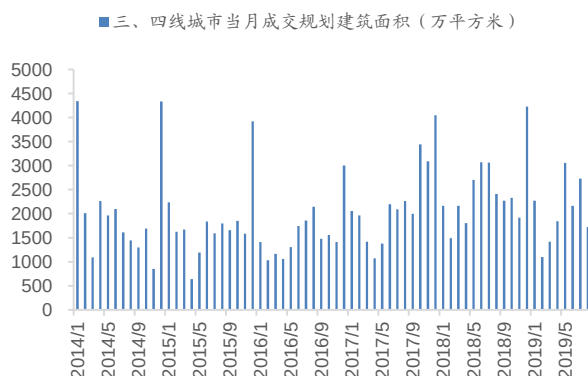
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 二线城市当月成交规划建筑面积

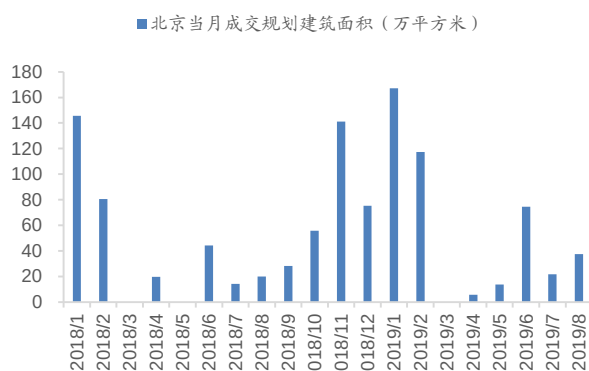


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

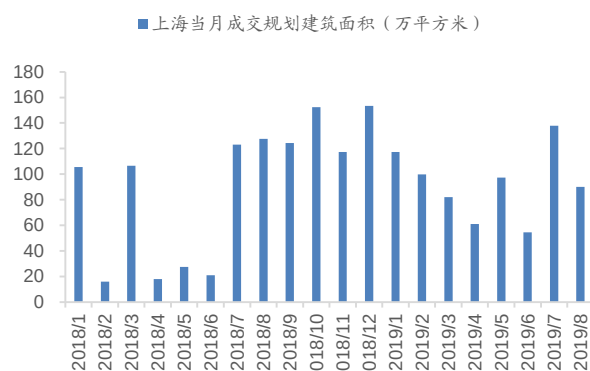
图 26: 三、四线城市当月成交规划建筑面积



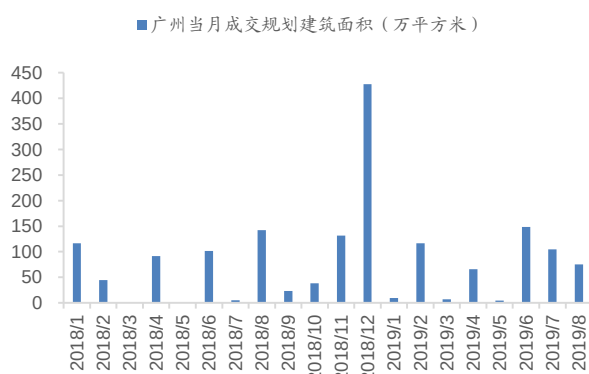
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 北京当月成交规划建筑面积


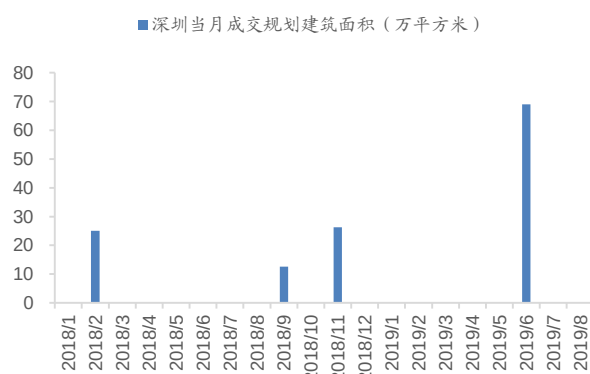
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 上海当月成交规划建筑面积


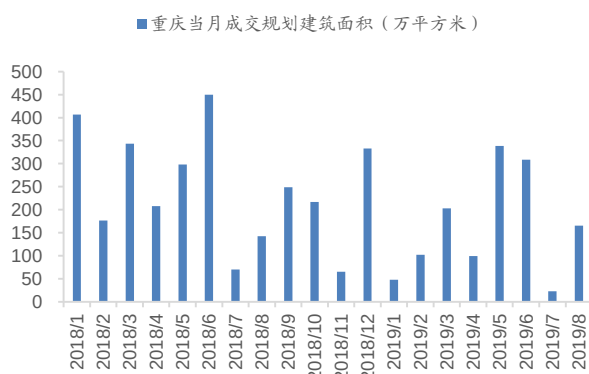
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 广州当月成交规划建筑面积


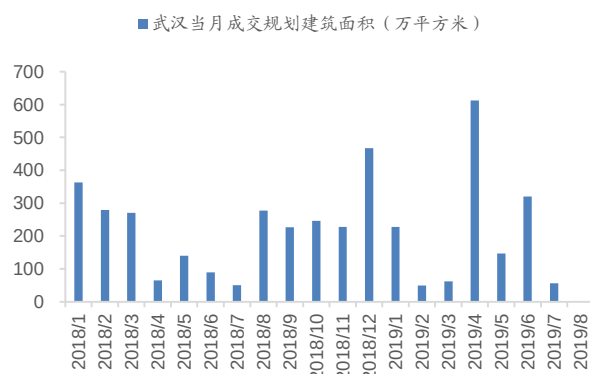
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 30: 深圳当月成交规划建筑面积


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

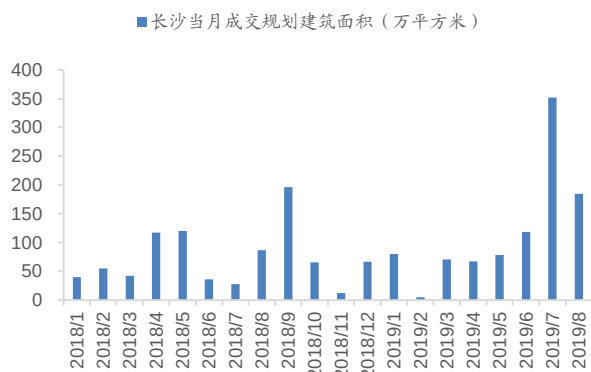
图 31: 重庆当月成交规划建筑面积


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 武汉当月成交规划建筑面积


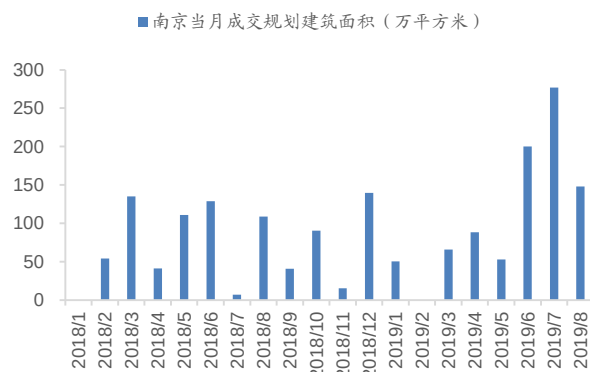
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 长沙当月成交规划建筑面积



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 南京当月成交规划建筑面积

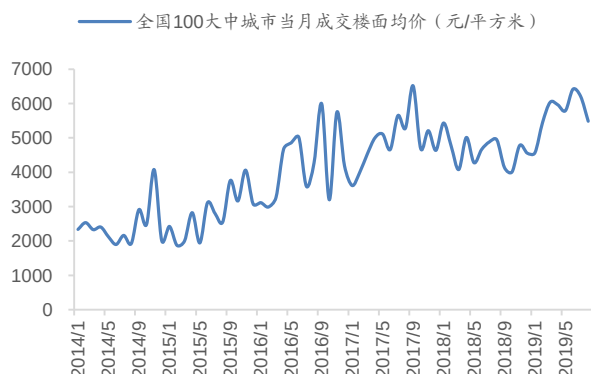


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2019 年 8 月, 全国 100 大中城市住宅类用地成交楼面均价 5486 元/平方米, 同比增长 32.5%, 其中: 一线城市成交楼面均价 9984 元/平方米, 同比下降 4.1%; 二线城市成交楼面均价 6383 元/平方米, 同比增长 36.8%; 三、四线城市成交楼面均价 4066 元/平方米, 同比增长 32.5%。

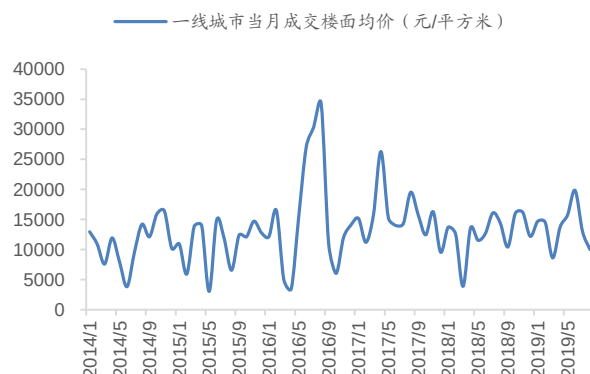
二、三线地价涨幅反而比一线大, 究其原因: 我们认为货币持续宽松, 而宏观经济仍未有明显起色导致其他领域的投资机会未能增多, 资金仍选择了进入二、三线城市高价拿地, 二线城市调控没有一线严、住房供需矛盾比一线小、比三线大, 因此地价涨幅最高, 三、四线虽然住房供需矛盾不突出, 但政策宽松, 在货币持续宽松的大背景下, 地价亦有较大涨幅。

图 35: 全国 100 大中城市当月成交楼面均价



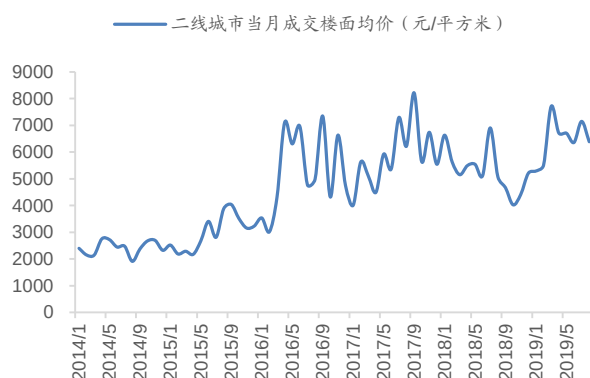
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 36: 一线城市当月成交楼面均价



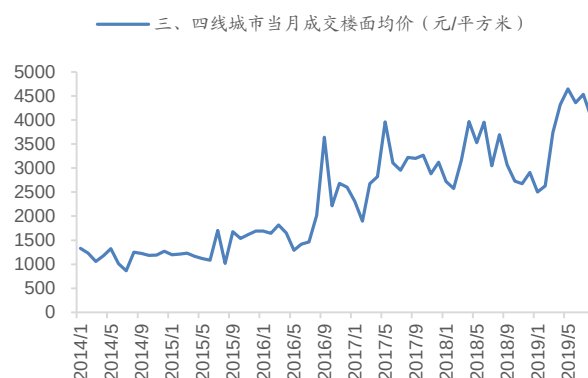
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 37: 二线城市当月成交楼面均价



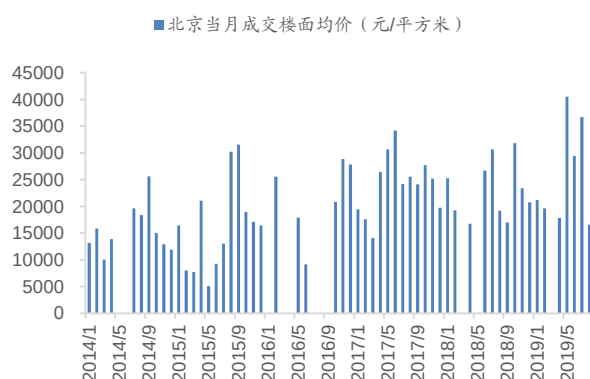
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 38: 三、四线城市当月成交楼面均价



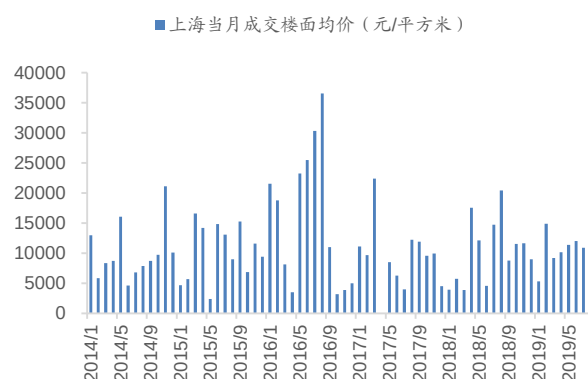
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 39: 北京当月成交楼面均价



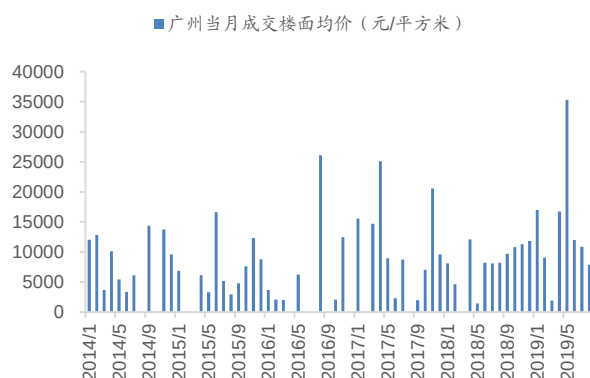
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 上海当月成交楼面均价



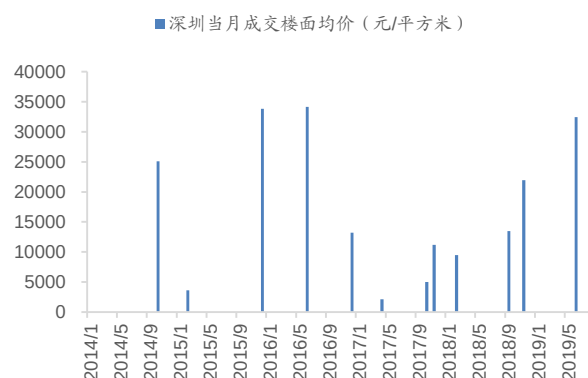
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 41: 广州当月成交楼面均价



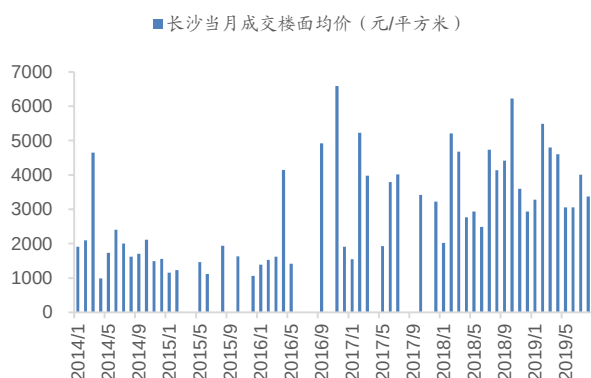
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 42: 深圳当月成交楼面均价



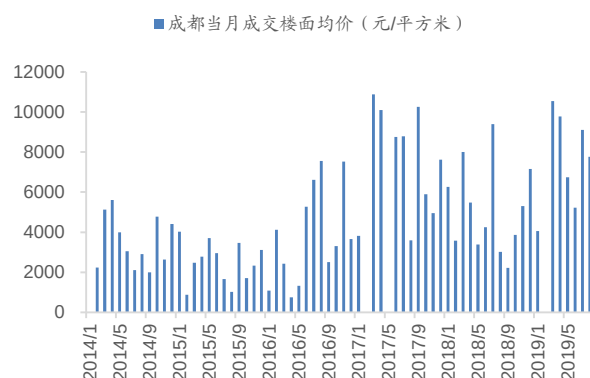
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 43: 长沙当月成交楼面均价



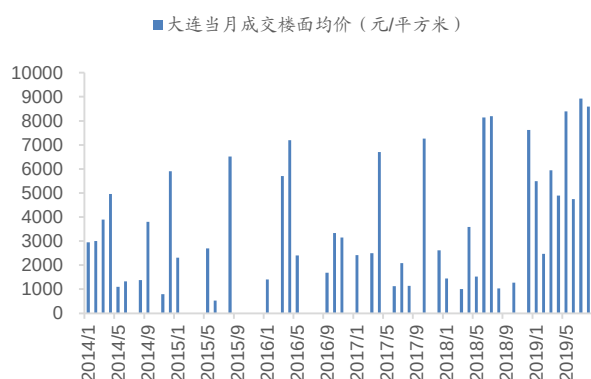
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 44: 成都当月成交楼面均价



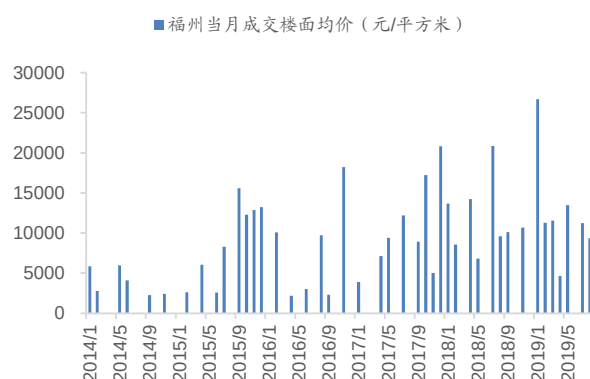
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 45: 大连当月成交楼面均价



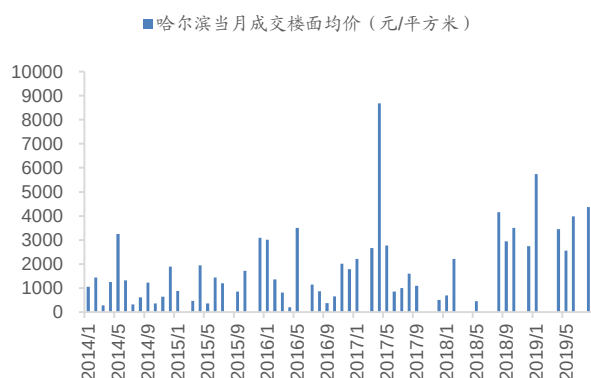
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 46: 福州当月成交楼面均价



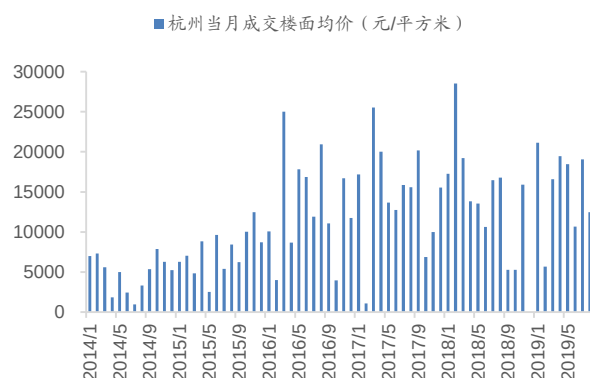
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 47: 哈尔滨当月成交楼面均价



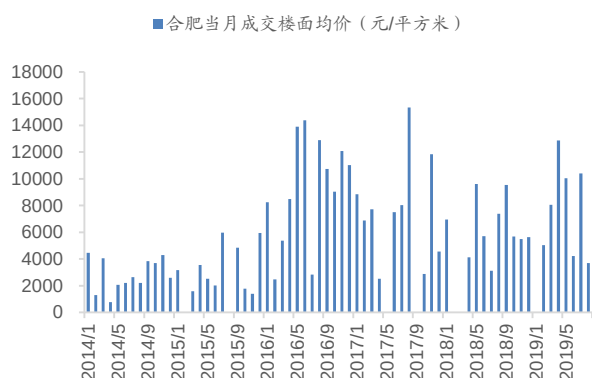
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 48: 杭州当月成交楼面均价



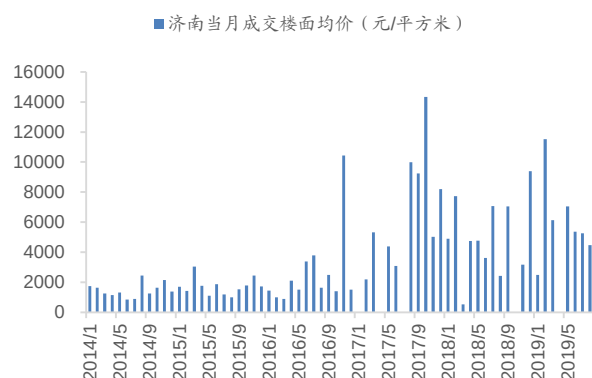
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 49: 合肥当月成交楼面均价



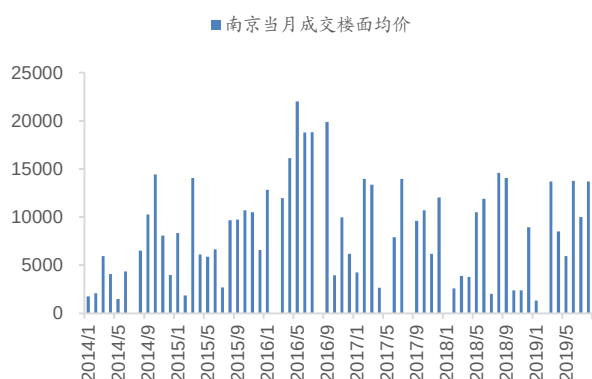
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 50: 济南当月成交楼面均价



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 51: 南京当月成交楼面均价



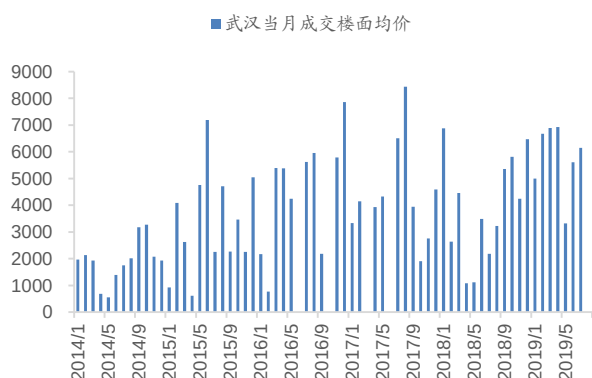
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 52: 石家庄当月成交楼面均价



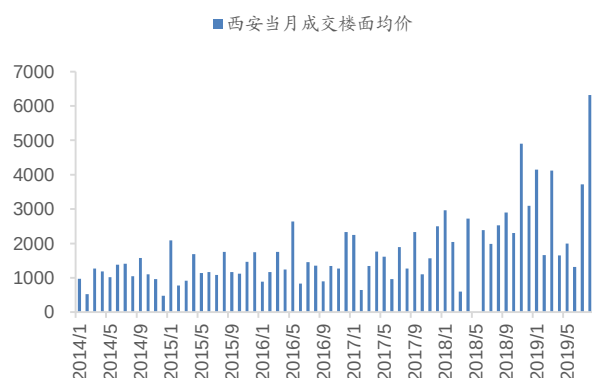
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 53: 武汉当月成交楼面均价



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

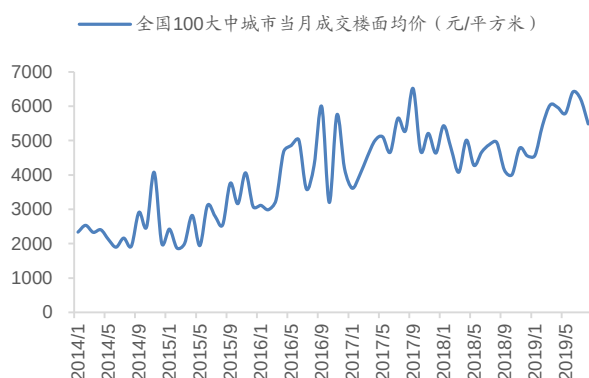
图 54: 西安当月成交楼面均价



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

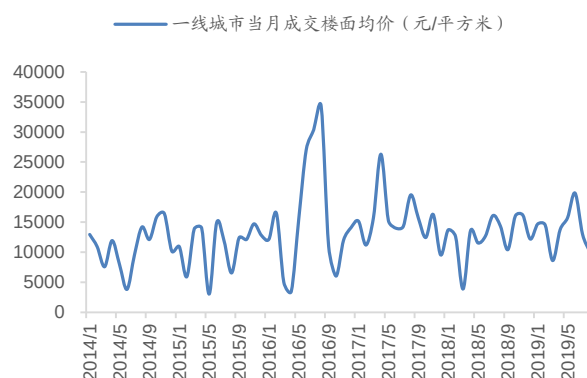
2019 年 8 月, 全国 100 大中城市住宅类用地成交溢价率 9.5%, 自 2019 年 4 月起持续回落, 其中: 一线城市成交溢价率 0.7%; 二线城市成交溢价率 6.6%; 三、四线城市成交溢价率 16.9%。

图 55: 全国 100 大中城市当月土地成交溢价率



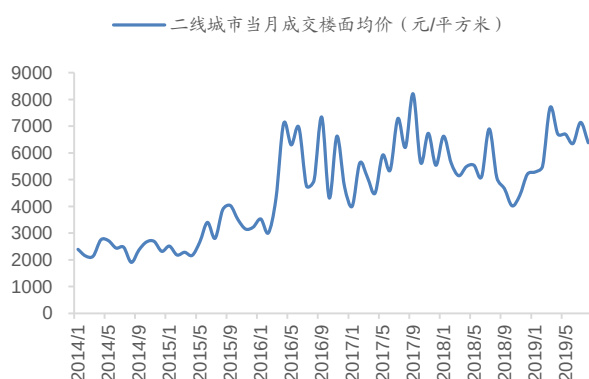
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 56: 一线城市当月土地成交溢价率



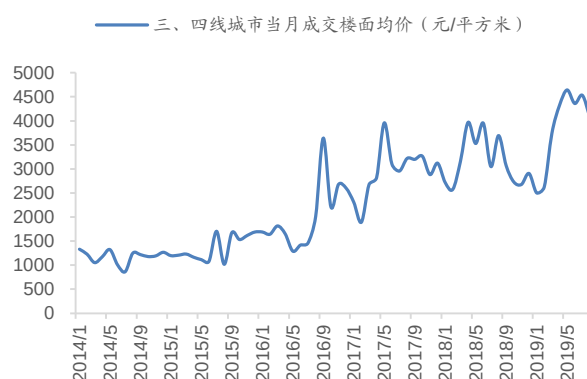
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 57: 二线城市当月土地成交溢价率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 58: 三、四线城市当月土地成交溢价率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

与全国土地成交趋势一致，前 50 强房企拿地整体偏谨慎

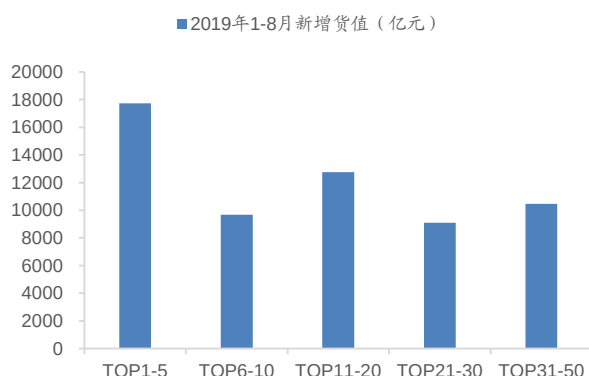
进入 2019 年，TOP50 房企在投资拓展的选择上表现得更加理性。根据克而瑞数据，2019 年 1-8 月，销售 TOP50 房企新增货值 59730 亿元，同比下降 16.7%；新增建面 44375 万平方米，同比下降 26.5%。

表 1: 销售 TOP50 房企 2019 年 1-8 月新增土地集中度对比

	19 年 1-8 月新增货值占 50 强比重	19 年 1-8 月新增建面占 50 强比重
TOP1-5	29.7%	32.9%
TOP6-10	16.2%	16.2%
TOP11-20	21.4%	20.4%
TOP21-30	15.2%	15.6%
TOP31-50	17.5%	14.9%

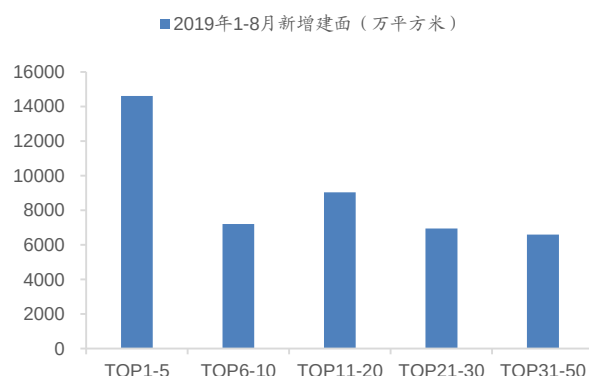
资料来源: 克而瑞研究中心、国信证券经济研究所整理

图 59: 销售 TOP50 房企 2019 年 1-8 月新增货值



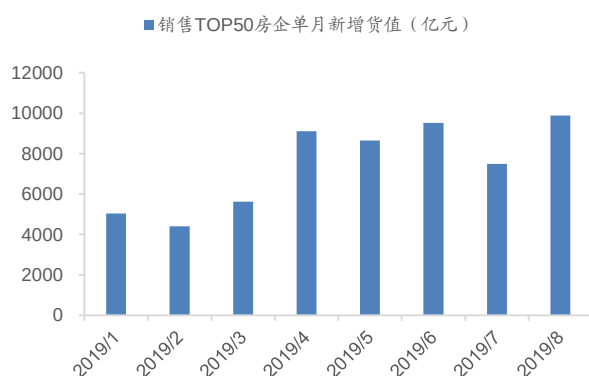
资料来源: 克而瑞研究中心、国信证券经济研究所整理

图 60: 销售 TOP50 房企 2019 年 1-8 月新增建面



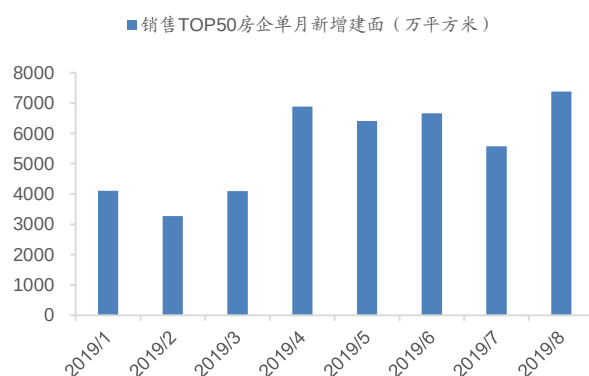
资料来源: 克而瑞研究中心、国信证券经济研究所整理

图 61: 销售 TOP50 房企 2019 年单月新增货值



资料来源: 克而瑞研究中心、国信证券经济研究所整理

图 62: 销售 TOP50 房企 2019 年单月新增建面



资料来源: 克而瑞研究中心、国信证券经济研究所整理

我们统计了 2019 年 1-8 月销售额 TOP30 房企的拿地情况, 67% 的房企 2019 年 1-8 月拿地较 2018 年同比下降。

表 2: 2019 年 1-8 月销售 TOP30 房企拿地情况

		2019 年 1-8 月新增土地建筑面积 (万平方米)	2019 年 1-8 月销售面积 (万平方米)	拿地销售比	2018 年 1-8 月新增土地建筑面积 (亿元)	2019 年 1-8 月新增土地建筑面积较 2018 年同比
1	碧桂园	5612	5662	1.0	9170	-39%
2	绿地控股	2803	1967	1.4	3234	-13%
3	万科地产	2363	2755	0.9	3284	-28%
4	新城控股	1921	1498	1.3	2390	-20%
5	融创中国	1903	2095	0.9	3893	-51%
6	中国恒大	1645	3451	0.5	7186	-77%
7	金科集团	1530	1085	1.4	1111	38%
8	华润置地	1426	817	1.7	1347	6%
9	中梁控股	1364	859	1.6	2119	-36%
10	保利发展	1230	2019	0.6	1912	-36%
11	龙湖集团	1127	901	1.3	1163	-3%
12	美的置业	1021	577	1.8	428	139%
13	阳光城	975	973	1.0	1497	-35%
14	旭辉集团	878	701	1.3	1259	-30%
15	世茂房地产	862	795	1.1	953	-10%
16	建业地产	858	548	1.6	984	-13%
17	富力地产	836	796	1.1	891	-6%
18	万达集团	834	281	3.0	340	145%
19	奥园集团	832	674	1.2	827	1%

20	雅居乐	813	555	1.5	761	7%
21	中国金茂	800	489	1.6	573	40%
22	中海地产	776	1202	0.6	1146	-32%
23	蓝光发展	759	717	1.1	812	-7%
24	金地集团	734	579	1.3	590	24%
25	荣盛发展	728	543	1.3	476	53%
26	中南置地	712	878	0.8	1250	-43%
27	中骏集团	706	415	1.7	951	-26%
28	电建地产	616	113	5.5	173	257%
29	招商蛇口	599	737	0.8	922	-35%
30	融信集团	470	382	1.2	301	56%

资料来源：克而瑞研究中心、公司公告、国信证券经济研究所整理

大部分头部房企在下半年的投资策略偏谨慎，在拿地的态度上也偏向于观望。头部房企由于土地的储备往往更加充足，下半年策略的发力点更集中在增加回款的速度和缩短库存周期上，而具有扩张意愿和需要冲击规模的房企多数选择对待拿地投资的态度更加积极。

表 3：主流房企拿地策略一览

企业	下半年房地产业投资策略
碧桂园	深挖地产价值链内业务及资产价值，聚焦城镇化带来的住宅及相关需求，审慎务实的补充优质土地。
万科地产	继续聚焦主航道，巩固提升基本盘，秉承稳健的投资策略。
中国恒大	保持庞大土地储备，推动高质量发展。
保利发展	继续专注刚性及改善性居住需求，不断聚焦和优化一二线城市及核心城市群布局。
融创中国	控投资，降杠杆，稳健发展。控投资：放缓拿地的节奏（不以房价上涨为前提来制定土地获取标准）。
中海地产	主流城市，主流地段，主流产品。
绿地控股	聚焦一线城市溢出地区、二线省会城市、高铁沿线重点地级市，大力推进项目拓展。
新城控股	通过招拍挂，收并购等方式积极拓展土地资源，对各大城市群进行前瞻性布局，储备高潜质项目。
华润置地	持续加强城市深耕，积极增加土地储备。
龙湖集团	谨慎观望，集中在 5-6 月补充土储，避免了过度竞争。
招商蛇口	强化拓展研究，一城一策，投资节奏平稳。
世茂房地产	战略发生了调整：关注一二线城市的同时，亦关注一二线城市周边可承载外溢需求的三四线城市。
阳光城	在确保公司现金流安全的前提下，积极审慎地增加土地储备。
旭辉集团	引入多元化拿地渠道，聚焦一二线及准二线城市，把握行业周期波动机遇，以合理的价格获取高质量的土地。
金地集团	深耕广拓：深耕一线城市及核心二线城市，完善城市梯队加强战略纵深。
中南置地	聚焦长三角、珠三角以及内地核心城市的战略布局。
金科集团	在投资布局方面，公司坚持围绕“三圈一带、八大城市群”深耕发展，大幅提升投拓能力。
中国金茂	深耕一线城市，加大对重点二三线城市的投入和开发，增加战略性土地储备。
正荣集团	投资坚持“一城一策”，保持审慎原则的同时密切关注土地价格和政策变化。
中梁控股	直面挑战，转好模式，打开资本，稳中求进。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

预计全年房地产投资有望达到 9.5% 的增长

2019 年 4 月以来一、二线及都市圈的三四线楼市热度延续，楼市回暖明显，原本边际放松的政策出现了微妙变化，6 月以来，监管层对房企融资方面趋严明显，政策保持趋紧态势：

- 一、4 月 10 日，合肥市住房保障和房产管理局就进一步规范商品房销售行为发布紧急通知，打击炒房，严禁哄抬房价、捂盘惜售等行为；
- 二、4 月 18 日，长沙下发了《关于调整长沙市第二套住房交易环节契税政策的通知》，自 2019 年 4 月 22 日起，在长沙市范围内停止执行对家庭第二套改善性住房的契税优惠政策，即对个人购买家庭第二套改善性住房，按 4% 的税率征收契税。家庭第二套改善性住房是指已拥有一套住房的家庭，购

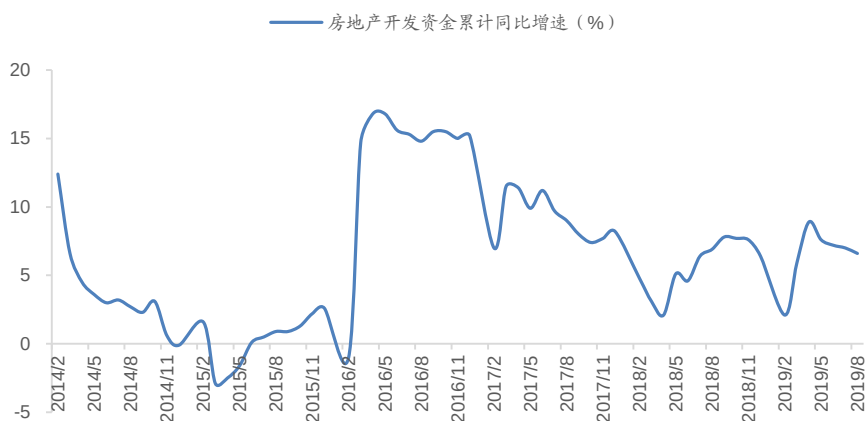
买的家庭第二套住房;

- 三、据新华社 4 月 19 日消息, 近期住房和城乡建设部会同国务院发展研究中心对 2019 年第一季度房地产市场运行情况开展了专题调研, 按照稳妥实施房地产长效机制方案确定的月度分析、季度评价、年度考核的要求, 住房和城乡建设部对 2019 年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示;
- 四、4 月 19 日中共中央政治局召开会议, 重申坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制;
- 五、辽宁丹东市政府办公室印发《关于进一步做好房地产市场稳定工作的通知》, 从 4 月 27 日起, 对非本地户籍家庭购买新建商品住房实行限购政策, 在市区范围内允许购买 1 套新建商品住房, 对于本地和非本地户籍家庭, 需在市区内购买住房, 自网签购房合同备案满 5 年, 并取得不动产权证书后方可上市交易, 市区范围内的新建商品住房申报预售价格备案, 备案价格不得高于周边同质可比房屋的当期网签销售均价, 对于在售商品住房的销售价格, 同一楼盘商品住房销售价格每月环比涨幅不得超过 0.6%;
- 六、5 月 6 日, 国家发展改革委召开专题新闻发布会, 国家发改委规划司司长陈亚军在新闻发布会上指出, 放宽落户不等于放松对房地产的调控;
- 七、5 月 16 日苏州出台《市政府关于进一步促进全市房地产市场持续稳定健康发展的补充意见》, 学区房调整为 9 年 1 学位;
- 八、根据新华社 5 月 18 日报道, 住建部于 4 月 19 日对 6 个城市进行预警提示的基础上, 又对近 3 个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁 4 个城市进行了预警提示;
- 九、5 月 18 日银保监会发文, 明确了整治违规向房企“输血”的乱象;
- 十、根据海南省六部门 5 月 22 日发布新规, 明确要求新建乡村民宿必须坚持逢建必报, 严禁以开办乡村民宿名义变相发展房地产;
- 十一、据《新浪财经》报道, 6 月 14 日中国人民银行成都分行发出紧急通知, “要求各家银行一手房首套按揭利率不得低于上浮 15%, 二套房不得低于上浮 20%”;
- 十二、6 月 15 日, 银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升, 相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资, 不仅挤占其他产业信贷资源, 也容易助长房地产的投资投机行为”。
- 十三、6 月 20 日, 西安限购升级, 非西安市户籍居民家庭在西安住房限购区域范围内无住房且能够提供 5 年以上 (含 5 年) 个人所得税或社会保险证明的, 方可购买 1 套商品住房或二手住房;
- 十四、据《华夏时报》6 月 20 日报道, 中国银行在杭州率先上调首套房贷款利率, 从原本的基准利率上浮 5% 增加到上浮 8%;
- 十五、据《乐居买房》报道, 6 月 20 日苏州多家银行住房按揭贷款停止放贷, 放款时间延长;
- 十六、据《观点地产网》7 月 6 日报道, 针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司, 银保监会近日开展了约谈警示, 要求这些信托公司增强大局意识, 严格落实“房住不炒”的总要求, 严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求;
- 十七、7 月 12 日, 国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务;
- 十八、7 月 18 日, 大连发布限涨令: 房价只准跌不准涨, 但跌幅不能超 5%;

- 十九、7月24日，苏州三个月来第三次出台加码政策，限售区域进一步扩大；
- 二十、7月26日，洛阳发布限价令：单价超4余人签约价不得网签；
- 二十一、7月29日，人民银行在北京召开座谈会表示要加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管；
- 二十二、7月30日，中央政治局会议提出，不将房地产作为短期刺激经济的手段；
- 二十三、据《浙江之声》8月4日报道，杭州多家银行透露放贷额度、利率已双双收紧，首套普遍基准利率上浮8%；
- 二十四、8月7日，银保监会下发信托“64号文”，加强房地产信托合规管理和风险控制；
- 二十五、据《证券日报》8月7日报道，银保监会日前向各银保监局信托监管处室（辽宁、广西、海南、宁夏除外）下发《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》，要求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；
- 二十六、8月8日银保监会发布《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》，决定在32个城市展开银行房地产业务专项检查工作；
- 二十七、据《财联社》8月23日报道，合肥地区12家银行停止二手房贷款，同时，南京、青岛、苏州、合肥、武汉、无锡普遍地区银行执行首套房利率上浮20%，甚至30%；
- 二十八、据《腾讯新闻》8月29日报道，多家银行收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度，规模或不得超过3月底额度。

在房企融资渠道受到不断限制，融资收紧的情况下，房企将更注重销售回款，对拿地策略将更加谨慎。房企拿地资金一部分来源于融资，2018年12月的中央经济工作会议时隔四年再次提出经济面临“下行压力”，并明确“宏观政策要强化逆周期调节”，同时将“稳就业”置于六个“稳”字之首，并表示2019年“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”，2019年1季度，在政策面改善、货币政策放松带来流动性宽裕、资金成本下行的背景下，房地产行业融资环境明显改善，但是，伴随着2019年一季度以来宏观杠杆率再创新高以及部分热点城市楼市出现过热征兆，2019年4月中央政治局会议重提“坚持结构性去杠杆”、重提“房住不炒”，5月份之后，房企融资环境逐步收紧，房地产开发到位资金累计增速逐步放缓。总体而言，上半年房地产行业融资形势呈1季度宽松、2季度收紧的态势。2019年5月之后，房地产开发到位资金累计增速逐步放缓，2019年1-8月，房地产开发资金累计同比增速6.6%，较2019年4月阶段性高点下降2.3个百分点，预计趋严的融资政策不利于未来的房地产投资。

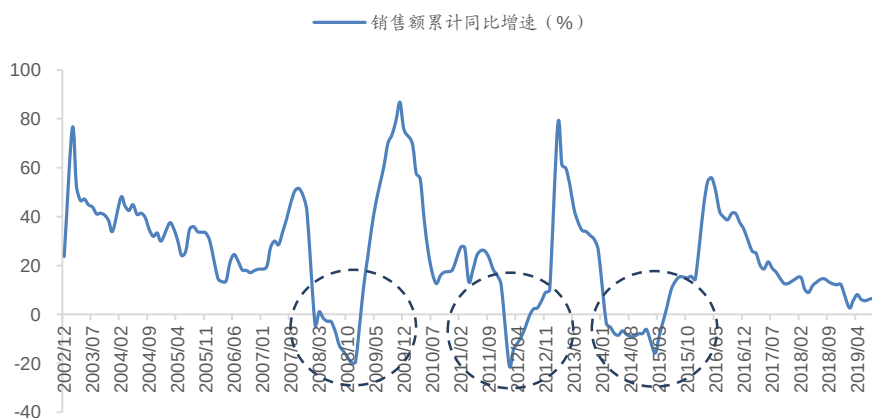
图 63: 房地产开发资金累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

房企拿地往往秉承“以销定产”原则，目前行业销售额增速仍呈现出较强的韧性。究其原因：一、二线的需求在 2017、18 两年持续受压，由于今年货币持续宽松，即使行业调控趋严，被压抑了两年的需求也很难不反弹、不升温，而三、四线即使住房需求的长期趋势不乐观，但房地产政策相对宽松，在货币宽松的大背景下，三、四线的住房需求短期也难以迅速显著降温。2019 年 1-8 月，房地产销售额累计同比增速 6.7%，预计 2019 年将创下中国房地产销售史少见的“五连增”。因此，当前的销售形势对投资较有利。

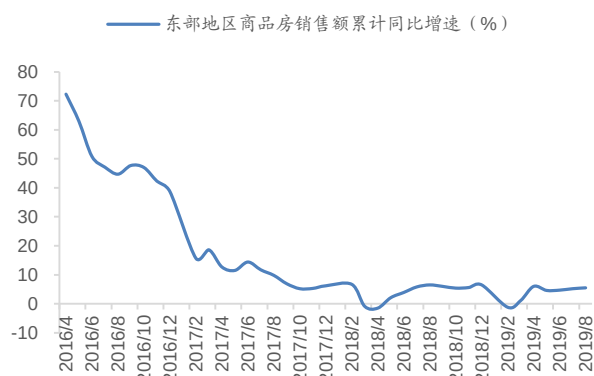
图 64: 商品房销售额累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

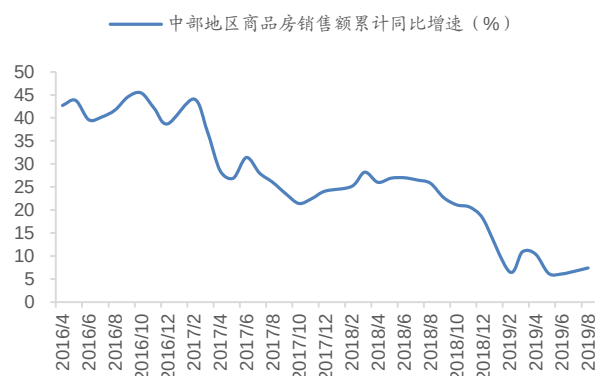
分区域观察，2019 年 1-8 月，东部地区房地产销售额累计同比增速 5.5%，较全国整体增速低 1.2 个百分点；中部地区房地产销售额累计同比增速 7.4%，较全国整体增速高 0.7 个百分点；西部地区房地产销售额累计同比增速 9.9%，较全国整体增速高 3.2 个百分点；东北地区房地产销售额累计同比增速 2.3%，较全国整体增速低 4.4 个百分点。

图 65: 东部地区房地产销售额累计同比增速



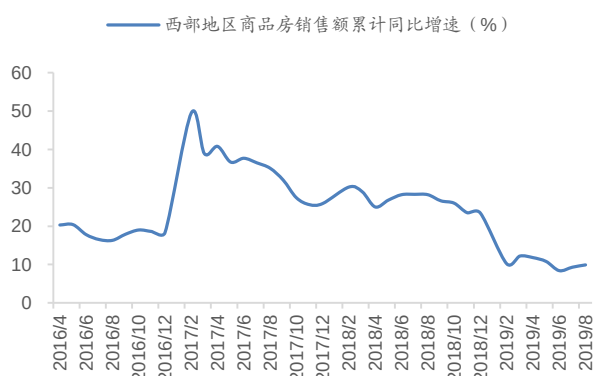
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 66: 中部地区房地产销售额累计同比增速



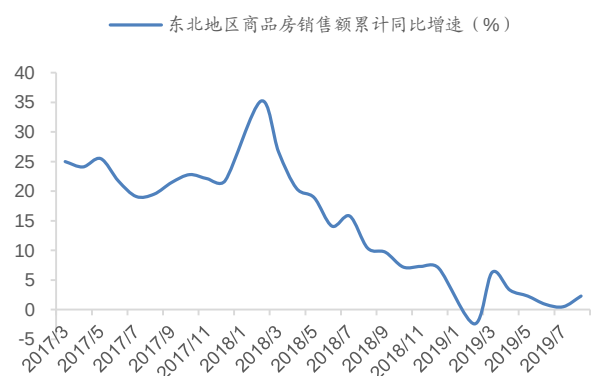
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 67: 西部地区房地产销售额累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

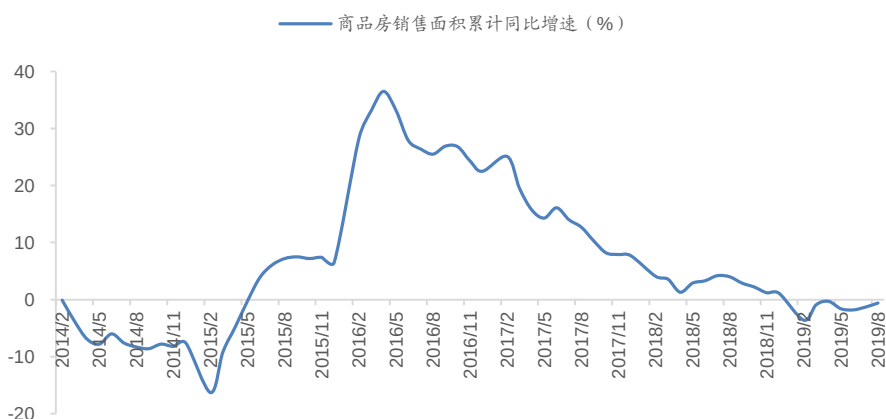
图 68: 东北地区房地产销售额累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

2019 年 1-8 月, 房地产销售面积累计同比增速-0.6%, 自 2016 年 4 月高点起持续回落。

图 69: 商品房销售面积累计同比增速

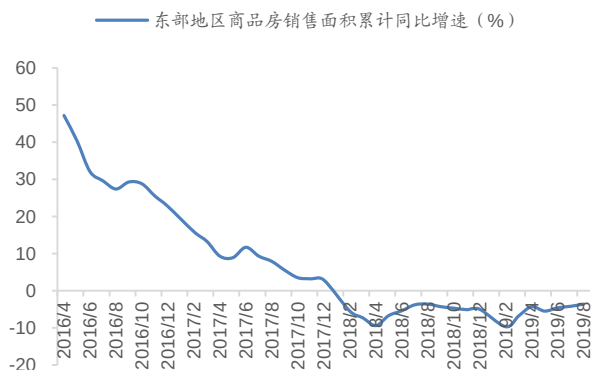


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

分区域观察, 2019 年 1-8 月, 东部地区房地产销售面积累计同比增速-3.6%, 较全国整体增速低 3 个百分点; 中部地区房地产销售面积累计同比增速 0.5%, 较全国整体增速高 0.9 个百分点; 西部地区房地产销售面积累计同比增速 3.8%, 较全国整体增速高 4.4 个百分点; 东北地区房地产销售面积累计同比增速-6.6%,

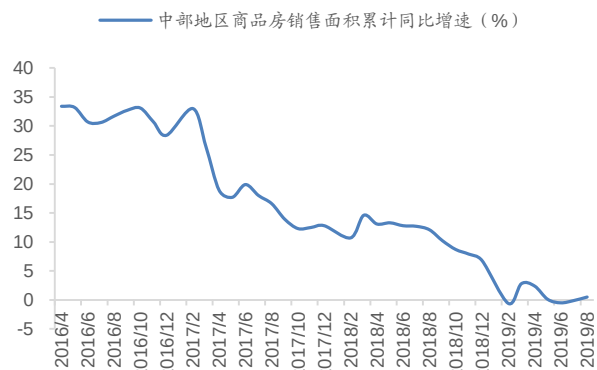
较全国整体增速低 6 个百分点。

图 70: 东部地区房地产销售面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 71: 中部地区房地产销售面积累计同比增速



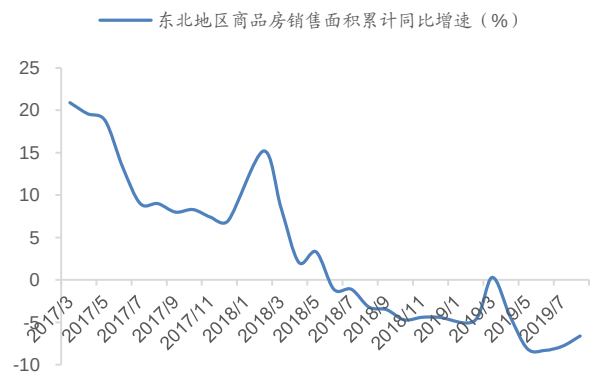
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 72: 西部地区房地产销售面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

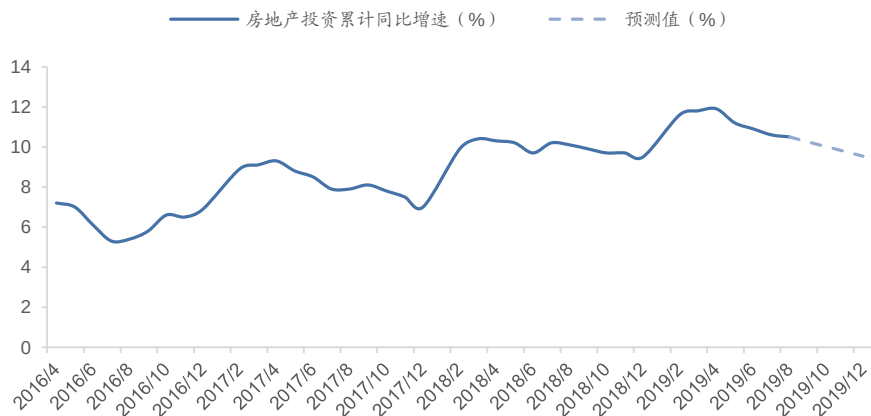
图 73: 东北地区房地产销售面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

综上所述,我们预计全年房地产投资增速有望达到 9.5%,这个增速远超我们 2018 年底的预测,也远超市场绝大多数研究机构 2018 年底的预测:在 2018 年底,市场对 2019 年房地产投资增速的一致预期值是 5%以下,预期值的中位数及均值大概位于 3%。

图 74: 预计全年房地产投资增速有望达到 9.5%



资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

表 4: 2018 年底市场对 2019 年房地产投资增速的预测一览

券商	宏观分析师预测	券商	房地产行业分析师预测
Z1 证券	5.0%	Z 证券	5.0%
H 证券	3.5%	H1 证券	0.9%
Z2 证券	-5.0%	X 证券	3.2%
T 证券	4.0%	S 证券	4.9%
B 证券	4.0%	D1 证券	4.0%
C 证券	4.5%	H2 证券	0.0%
Z3 证券	3.0%	C 证券	3.4%
P 证券	2.0%	D2 证券	3.0%
Z4 证券	5.0%	T 证券	0.0%
Z5 证券	0.0%	G 证券	5.0%
Z6 证券	-1.0%	D3 证券	2.1%
平均值	2.3%		2.9%
中位数	3.5%		3.2%

资料来源: 各券商外发报告、国信证券经济研究所整理

风险

若宏观经济大幅下滑而房地产政策又迟迟不转暖, 从而导致 2019 年房地产投资累计同比增速在四季度断崖式下跌。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032