

有地才有未来

2019年03月17日

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	目标价 (港元)	评级
中国金茂	7.20	买入
新城发展控股	11.00	买入
龙湖集团	28.00	审慎增持
华润置地	36.00	买入
旭辉控股	7.20	买入

相关报告

《乘胜追击，继续超配内房股》
20190120

《外围环境趋稳，建议超配内房股》
20190116

《改善预期得到强化，地产股债都值得关注》
20181224

《正面信号频现，最坏时刻已过》
20181213

《防守反击，机会大于风险》
20181123

《精耕细作时代的赢家核心竞争力》
20170502

《买便宜地产股，赚超额大红包》
20170208

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

投资要点

- **房企“抢地抢钱抢人”的竞争格局：**我们认为中国房地产业发展由“粗放式”向“精耕细作”转型，在“精耕细作”时代，房企的两大核心竞争力为 1) 获取资源和 2) 管理资源。对于地产公司来说，有三大最核心的资源：土地、资金和人才，这三大资源相互促进和影响，有钱就有地，有地就有人，有人就能赚更多的钱，房企之间的竞争变成“抢地抢钱抢人”。
- **拿地的风格决定了地产公司的风格：**土地是地产公司最重要的资源，一切业务开展的起点都在于土地，销售规模的提升在于土储的厚度。在地产公司，“有地就有权，有地就有人，有地才有未来”。房企拿地的决策是一个复杂的过程，需要面临多变的外部环境，一个地产公司的风格在他拿地的那一刻就决定了：拿地的时间选择、区域和城市选择、成本和杠杆控制、土地的类型和产品的定位、拿地的方式等。
- **融创中国(1918.HK)：守正出奇。**公司的高端精品战略使公司更关注重点城市的优质稀缺土地。公司既敢于在招拍挂市场下注，又在收并购市场积累丰富经验和良好口碑。经过土储的高速扩张期，公司目前储备优质充足，超过 80% 位于一、二线城市，将充分受益于二线城市政策改善后的复苏。
- **新城发展(1030.HK)：稳扎稳打。**崛起于常州，深耕长三角，布局全中国，合约销售全面排名第八。AH 双平台带来融资优势，公司从高周转模式向住宅+商业并进的复合模式转变，迅速抢占了二线及强三线城市的空白。
- **龙湖集团(0960.HK)：厚积薄发。**龙湖集团兼具进取与稳健，有清晰的战略目标，土地的获取聚焦一、二线城市，在核心城市拥有充足土地储备。公司的产品以改善型需求以及商业综合体为主。经过多年的储备，公司在规模上迎来爆发，综合实力增强。
- **旭辉控股(0884.HK)：择时典范。**逆周期择时拿地的典范，通过加大合作力度迅速实现规模上的跃升，规模扩张速度行业领先，并做到了财务杠杆的良好控制。每次行业周期的波动都是公司逆势发展的好时机。
- **中国金茂(0817.HK)：迎头赶上。**背靠实力雄厚的央企大股东，公司有完善的治理结构和充分的激励制度。“城市运营”的拿地模式逐渐成熟，可获得量大质优价低的土地。进入规模增长的爆发期，销售规模将迎头赶上。
- **有地才有未来：**我们认为 2019 年房地产行业的**机会大于风险**，受益于国内、国际流动性改善超预期，房企融资环境友好且成本下降；外围环境趋稳，中美贸易争端降温带来风险偏好度上升；行业调控政策逐步改善，新房销售市场下行趋势逐步缓解。对于土地储备充足、区域布局完善的这 5 家房地产公司，将继续取得超越行业的增速，龙头效应显现。他们在土地获取上各具特色，加上通畅的融资渠道，既能在招拍挂市场占据主导地位，又能在收并购中加速扩张，在房地产行业最重要的“土地”资源上建立优势。港股地产板块的估值将进一步得到修复，龙头地产公司应该享受高于行业的估值溢价，建议持续关注。

风险提示：宏观经济增长放缓、行业调控政策加严、流动性收紧、商品房销售不及预期、人民币贬值。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Overweight

(Maintained)

China Property

Analyst

Jian SONG

songjian@xyzq.com.cn

SAC: S0190518010002

SFC: BMV912

Contact

Ningxin YAN

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

Land Talks

03/17/2019

Competition in Land-Money-Talent: China property has entered a stage of quality-development from rapid-development. At this new stage, **how to acquire and how to manage** resources should be the two core competencies for a successful property company. **Land, Money and Talent** are the three key resources property companies competing for. You have the money, you have the land, and then you have more talent, and you'll make more money.

Land Style Determines Company Style: All businesses start from land in a property company. So the land is the top resource for property companies, which means everything. Acquiring land is a complex course, land style (when to acquire the land, the location, cost, gearing, land type, and product positioning, etc.) determines a company's style.

Sunac China(1918.HK): Unusual Ways. Under High-end Boutique Product Strategy, Sunac China show great enthusiasm on high quality land in key cities. They not only acquired quality land in public market, but also accumulated good experiences and reputation in M&A market. After rapid expansion in landbank in last 2 years, now they have a sufficient landbank, over 80% located in Tier-1 and -2 cities, will fully benefit from the market warming up.

Future Land(1030.HK): Just Do It. Start from Changzhou, focusing on Yangtze-river Delta, expanding all over the country, now ranking Top8 nation wide. AH dual-listing platform brings financing advantage. Transferring from high turnover model to residence + commercial property, Future Land has a broad market in Tier-2 and -3 cities.

Longfor Group(0960.HK): Slow is Fast. With clear development strategy, Longfor is running steady fast. Focusing on Tier-1/-2 cities, it has entered all key cities in China, product targeting improving residence and medium/high-end commercial property.

CIFI(884.HK): Perfect Timing. CIFI's timing on acquiring land is always a core strength. With co-operation with other big names, CIFI's sales rise swiftly to top15, and it had a tight control on gearing.

China Jinmao(817.HK): Catching Up. As a SOE, China Jinmao has a sufficient rewarding mechanism. City-Operation-Mode enables it to acquire large-amount/high-quality/low-cost land. China Jinmao is catching up on the sales scale fast.

Land Talks: We think opportunities outweigh risk for property sector in 2019. Benefiting from offshore and onshore loose liquidity, property enterprises enjoy a friendly financing environment, and cost is down; China-US trade war will be going to an end, risk preference is becoming high. Regulation for property sales is easing, and cooling market will restore its strength. For the five leading enterprises we analyzed in this report, we think they will achieve a better sales growth than average. The valuation for China Property Sector will continue re-rating, and leading enterprise should enjoy a valuation premium.

Potential Risks: Lower macroeconomy growth rate, Stricter regulations, Tight liquidity, Lower than expected contracted sales, RMB depreciation.

目 录

1、全国土地成交概况	- 9 -
1.1、全国土地成交数据分析	- 9 -
1.2、重点城市土地出让统计	- 11 -
1.3、典型房企 2018 年拿地	- 15 -
2、土地的投资风格决定了房企的风格	- 20 -
2.1、融创中国(1918.HK): 守正出奇	- 22 -
2.2、新城发展(1030.HK): 稳扎稳打	- 30 -
2.3、龙湖集团(0960.HK): 厚积薄发	- 39 -
2.4、旭辉控股(0884.HK): 择时典范	- 50 -
2.5、中国金茂(0817.HK): 迎头赶上	- 59 -
2.6、总结: 有地才有未来	- 70 -
3、风险提示	- 71 -

图 表

图 1、土地购置面积回升	- 9 -
图 2、待开发土地面积	- 9 -
图 3、土地成交价款	- 10 -
图 4、土地成交均价	- 10 -
图 5、100 大中城市土地流拍率	- 10 -
图 6、土地成交溢价率	- 10 -
图 7、历年土地出让金收入	- 11 -
图 8、历年财政收入中土地出让金收入占比	- 11 -
图 9、100 大中城市成交土地规划建筑面积	- 11 -
图 10、100 大中城市成交住宅类用地规划建筑面积	- 11 -
图 11、100 大中城市成交土地总价	- 12 -
图 12、100 大中城市成交土地楼面均价	- 12 -
图 13、北京成交土地规划建筑面积	- 12 -
图 14、上海成交土地规划建筑面积	- 12 -
图 15、广州成交土地规划建筑面积	- 12 -
图 16、深圳成交土地规划建筑面积	- 12 -
图 17、天津成交土地规划建筑面积	- 13 -
图 18、重庆成交土地规划建筑面积	- 13 -
图 19、杭州成交土地规划建筑面积	- 13 -
图 20、南京成交土地规划建筑面积	- 13 -
图 21、武汉成交土地规划建筑面积	- 13 -
图 22、苏州成交土地规划建筑面积	- 13 -
图 23、合肥成交土地规划建筑面积	- 14 -
图 24、成都成交土地规划建筑面积	- 14 -
图 25、郑州成交土地规划建筑面积	- 14 -
图 26、厦门成交土地规划建筑面积	- 14 -

图 27、西安成交住土地规划建筑面积	- 14 -
图 28、济南成交土地规划建筑面积	- 14 -
图 29、2018 年上半年拿地金额占比	- 15 -
图 30、2018 年上半年拿地面积占比	- 15 -
图 31、2018 年拿地金额按城市级别分布	- 15 -
图 32、2018 年拿地面积按城市级别分布	- 15 -
图 33、2018 年总拿地金额	- 16 -
图 34、2018 年总拿地金额/销售金额	- 16 -
图 35、2018 年总拿地面积	- 16 -
图 36、2018 年总拿地面积/销售面积	- 16 -
图 37、项目个数	- 17 -
图 38、城市个数	- 17 -
图 39、拿地成本	- 17 -
图 40、成本/销售均价	- 17 -
图 41、2012-2017 土储变化	- 18 -
图 42、2017 年净负债率	- 18 -
图 43、拿地方式对比	- 18 -
图 44、拿地金额权益占比	- 18 -
图 45、拿地城市 TOP10-金额	- 19 -
图 46、拿地城市 TOP10-面积	- 19 -
图 47、融创中国 2012-2018 年合约销售	- 22 -
图 48、融创中国 2012-2018 年行业销售排名	- 22 -
图 49、融创中国的总土地储备	- 22 -
图 50、融创中国土储权益占比	- 22 -
图 51、融创中国历年新增净负债	- 23 -
图 52、融创中国 2017 年净负债率	- 23 -
图 53、融创中国历年平均融资成本	- 23 -
图 54、融创中国 2017 年有息负债结构	- 23 -
图 55、融创中国历年 ROE 及行业 ROE	- 23 -
图 56、融创中国历年 ROA 及行业 ROA	- 23 -
图 57、融创中国历年新增土储面积	- 24 -
图 58、融创中国历年土地款	- 24 -
图 59、融创中国历年新增土储权益占比	- 24 -
图 60、融创中国历年拿地力度	- 24 -
图 61、融创中国历年新增项目个数	- 24 -
图 62、融创中国历年城市个数	- 24 -
图 63、融创中国区域布局图	- 25 -
图 64、融创中国 2012 年土地款城市分布	- 26 -
图 65、融创中国 2013 年土地款城市分布	- 26 -
图 66、融创中国 2014 年土地款城市分布	- 26 -
图 67、融创中国 2015 年土地款城市分布	- 26 -
图 68、融创中国 2016 年土地款城市分布	- 27 -
图 69、融创中国 2017 年土地款城市分布	- 27 -
图 70、融创中国 2018 年土地款城市分布	- 27 -
图 71、融创中国土地获取方式	- 27 -
图 72、融创中国历年拿地城市能级	- 28 -
图 73、融创中国历年平均拿地成本	- 28 -
图 74、融创中国新城土储成本/下一年销售均价	- 28 -
图 75、融创中国历年毛利率和行业毛利率	- 28 -
图 76、融创中国项目数量 TOP10 城市	- 28 -

图 77、融创中国区域项目个数	- 28 -
图 78、融创中国 GFA-TOP10 城市	- 29 -
图 79、融创中国权益 GFA-TOP10 城市	- 29 -
图 80、融创中国土地款 TOP10	- 29 -
图 81、融创中国益土地款 TOP10	- 29 -
图 82、新城发展控股 2012-2018 年合约销售	- 30 -
图 83、新城发展控股 2012-2018 年行业销售排名	- 30 -
图 84、新城发展控股的总土地储备	- 30 -
图 85、新城发展控股土储权益占比	- 30 -
图 86、新城发展控股历年新增净负债	- 31 -
图 87、新城发展控股历年净负债率	- 31 -
图 88、新城发展控股历年平均融资成本	- 31 -
图 89、新城发展控股 2017 年有息负债结构	- 31 -
图 90、新城发展控股历年 ROE 及行业 ROE	- 31 -
图 91、新城发展控股历年 ROA 及行业 ROA	- 31 -
图 92、新城发展控股历年新增土储面积	- 32 -
图 93、新城发展控股历年土地款	- 32 -
图 94、新城发展控股历年新增土储权益占比	- 32 -
图 95、新城发展控股历年拿地力度	- 32 -
图 96、新城发展控股历年新增项目个数	- 32 -
图 97、新城发展控股历年城市个数	- 32 -
图 98、新城发展控股区域布局图	- 33 -
图 99、新城发展控股 2012 年土地款城市分布	- 34 -
图 100、新城发展控股 2013 年土地款城市分布	- 34 -
图 101、新城发展控股 2014 年土地款城市分布	- 34 -
图 102、新城发展控股 2015 年土地款城市分布	- 34 -
图 103、新城发展控股 2016 年土地款城市分布	- 35 -
图 104、新城发展控股 2017 年土地款城市分布	- 35 -
图 105、新城发展控股 2018 年土地款城市分布	- 35 -
图 106、新城发展控股土地获取方式	- 35 -
图 107、新城发展控股 2012-2018 年拿地城市能级	- 36 -
图 108、新城发展控股历年拿地成本/下一年销售均价	- 36 -
图 109、新城发展控股历年平均拿地成本	- 36 -
图 110、新城发展控股整体土储平均成本	- 36 -
图 111、新城发展控股土储平均成本/下一年销售均价	- 36 -
图 112、新城发展控股历年毛利率和行业毛利率	- 36 -
图 113、新城发展控股项目数量 TOP10 城市	- 37 -
图 114、新城发展控股区域项目个数	- 37 -
图 115、新城发展控股 GFA-TOP10 城市	- 37 -
图 116、新城发展控股权益 GFA-TOP10 城市	- 37 -
图 117、新城发展控股土地款 TOP10	- 38 -
图 118、新城发展控股权益土地款 TOP10	- 38 -
图 119、新城发展控股平均土地成本 TOP10 城市	- 38 -
图 120、新城发展控股销售均价 TOP10 城市	- 38 -
图 121、龙湖集团 2012-2018 年合约销售	- 39 -
图 122、龙湖集团 2012-2018 年行业销售排名	- 39 -
图 123、龙湖集团的总土地储备	- 39 -
图 124、龙湖集团土储权益占比	- 39 -
图 125、龙湖集团 2011-2018 年新增净负债	- 40 -
图 126、龙湖集团 2017 年有息负债结构	- 40 -

图 127、	龙湖集团 2011-2017 年净负债率	- 40 -
图 128、	龙湖集团 2011-2017 年平均融资成本	- 40 -
图 129、	龙湖集团 历年 ROE 及行业 ROE	- 40 -
图 130、	龙湖集团 历年 ROA 及行业 ROA	- 40 -
图 131、	龙湖集团 历年新增土储面积	- 41 -
图 132、	龙湖集团 历年土地款	- 41 -
图 133、	龙湖集团 历年新增土储权益占比	- 41 -
图 134、	龙湖集团 历年拿地力度	- 41 -
图 135、	龙湖集团 历年新增项目个数	- 42 -
图 136、	龙湖集团 历年拿地城市个数	- 42 -
图 137、	龙湖集团 区域布局图	- 42 -
图 138、	龙湖集团 2012 年土地款城市分布	- 43 -
图 139、	龙湖集团 2013 年土地款城市分布	- 43 -
图 140、	龙湖集团 2014 年土地款城市分布	- 44 -
图 141、	龙湖集团 2015 年土地款城市分布	- 44 -
图 142、	龙湖集团 2011 年城市货值占比分布	- 44 -
图 143、	龙湖集团 2015 年城市货值占比	- 44 -
图 144、	龙湖集团 2016 年土地款城市分布	- 45 -
图 145、	龙湖集团 2017 年土地款城市分布	- 45 -
图 146、	龙湖集团 2018 年土地款城市分布	- 45 -
图 147、	龙湖集团 土地获取方式	- 45 -
图 148、	龙湖集团 2012-2018 年拿地城市能级	- 46 -
图 149、	龙湖集团 历年拿地成本/下一年销售均价	- 46 -
图 150、	龙湖集团 历年平均拿地成本	- 46 -
图 151、	龙湖集团 整体土储平均成本	- 46 -
图 152、	龙湖集团 整体土储平均成本/下一年销售均价	- 47 -
图 153、	龙湖集团 历年毛利率和行业毛利率	- 47 -
图 154、	龙湖集团 项目数量 TOP10 城市	- 47 -
图 155、	龙湖集团 区域项目个数	- 47 -
图 156、	龙湖集团 GFA-TOP10 城市	- 48 -
图 157、	龙湖集团 权益 GFA-TOP10 城市	- 48 -
图 158、	龙湖集团 土地款 TOP10	- 48 -
图 159、	龙湖集团 权益土地款 TOP10	- 48 -
图 160、	龙湖集团 平均土地成本 TOP10 城市	- 49 -
图 161、	龙湖集团 销售均价 TOP10 城市	- 49 -
图 162、	旭辉控股 2012-2018 年合约销售	- 50 -
图 163、	旭辉控股 2012-2018 年行业销售排名	- 50 -
图 164、	旭辉控股的总土地储备	- 50 -
图 165、	旭辉控股土储权益占比	- 50 -
图 166、	旭辉控股 2012-2018 年新增净有息负债	- 51 -
图 167、	旭辉控股 2012-2017 年净负债率	- 51 -
图 168、	旭辉控股 2013-2017 年平均融资成本	- 51 -
图 169、	旭辉控股 2017 年有息负债结构	- 51 -
图 170、	旭辉控股 ROE 及行业平均 ROE	- 52 -
图 171、	旭辉控股 ROA 及行业平均 ROA	- 52 -
图 172、	旭辉控股 历年新增土储	- 52 -
图 173、	旭辉控股 历年土地款	- 52 -
图 174、	旭辉控股 历年新增土储权益占比	- 52 -
图 175、	旭辉控股 历年拿地金额/合约销售	- 52 -
图 176、	旭辉控股 历年新增项目个数	- 53 -

图 177、旭辉控股历年拿地城市分布	- 53 -
图 178、旭辉控股重点城市布局时间表	- 54 -
图 179、旭辉控股 2012 年土地款城市分布	- 54 -
图 180、旭辉控股 2013 年土地款城市分布	- 54 -
图 181、旭辉控股 2014 年土地款城市分布	- 55 -
图 182、旭辉控股 2015 年土地款城市分布	- 55 -
图 183、旭辉控股 2016 年土地款城市分布	- 55 -
图 184、旭辉控股 2017 年土地款城市分布	- 55 -
图 185、旭辉控股 2018 年土地款城市分布	- 56 -
图 186、旭辉控股 2018 年土地获取方式	- 56 -
图 187、旭辉控股历年平均拿地成本	- 56 -
图 188、旭辉控股整体土储平均成本	- 56 -
图 189、旭辉控股土储平均成本/下一年销售价格	- 57 -
图 190、旭辉控股历年毛利率和行业毛利率	- 57 -
图 191、旭辉控股项目数量 TOP10 城市	- 57 -
图 192、旭辉控股区域项目数量	- 57 -
图 193、旭辉控股建筑面积 TOP10 城市	- 57 -
图 194、旭辉控股权益建筑面积 TOP10 城市	- 57 -
图 195、旭辉控股土地款 TOP10 城市	- 58 -
图 196、旭辉控股权益土地款 TOP10 城市	- 58 -
图 197、旭辉控股土地成本 TOP10	- 58 -
图 198、旭辉控股销售均价 TOP10	- 58 -
图 199、中国金茂 2012-2018 年合约销售	- 59 -
图 200、中国金茂近 5 年行业销售排名	- 59 -
图 201、中国金茂 2012-2018 年合约销售面积	- 59 -
图 202、中国金茂及行业合约销售均价	- 59 -
图 203、中国金茂及行业的 ROA	- 60 -
图 204、中国金茂及行业的 ROE	- 60 -
图 205、中国金茂历年的新增净负债	- 60 -
图 206、中国金茂历年净负债率	- 60 -
图 207、中国金茂历年平均融资成本	- 61 -
图 208、中国金茂的债务币种构成	- 61 -
图 209、中国金茂历年新增土地储备	- 61 -
图 210、中国金茂历年新增土地储备个数	- 61 -
图 211、中国金茂的权益比例	- 61 -
图 212、中国金茂的总土地储备	- 61 -
图 213、中国金茂 2012 年土地金额分布情况	- 62 -
图 214、中国金茂 2013 年土地金额分布情况	- 62 -
图 215、中国金茂 2014 年土地金额分布情况	- 62 -
图 216、中国金茂 2015 年土地金额分布情况	- 62 -
图 217、中国金茂 2016 年土地金额分布情况	- 63 -
图 218、中国金茂 2017 年土地金额分布情况	- 63 -
图 219、中国金茂 2018 年土地金额分布情况	- 63 -
图 220、截至 2017 年末的土地储备 GFA 分布情况	- 63 -
图 221、中国金茂土地储备布局以及产业分布情况	- 64 -
图 222、中国金茂历年新增项目分布城市个数	- 65 -
图 223、中国金茂新增土地储备城市分布	- 65 -
图 224、中国金茂新增 GFA Top10 城市	- 65 -
图 225、中国金茂新增权益 GFA Top10 城市	- 65 -
图 226、中国金茂新增土地款 Top10 城市	- 65 -

图 227、中国金茂新增权益土地款 Top10 城市	- 65 -
图 228、中国金茂一级开发的成交金额	- 66 -
图 229、中国金茂一级开发的成交面积	- 66 -
图 230、中国金茂一级开发的成交均价	- 66 -
图 231、中国金茂一级开发土地储备的分布	- 66 -
图 232、中国金茂公司新增土地款项	- 67 -
图 233、中国金茂历年新增土地平均成本	- 67 -
图 234、中国金茂历年拿地金额/销售金额	- 68 -
图 235、中国金茂新增土地成本/下一年销售均价	- 68 -
图 236、中国金茂新增项目个数城市 Top10	- 68 -
图 237、中国金茂新增土地成本 Top10 城市	- 68 -
图 238、中国金茂 2017 年销售均价前 10 城市	- 69 -
图 239、中国金茂及行业的毛利率	- 69 -
表 1、房企面临的内部和外部环境	- 20 -
表 2、融创中国城市扩张历程	- 25 -
表 3、新城发展控股城市扩张历程	- 33 -
表 4、龙湖集团城市扩张历程	- 42 -
表 5、旭辉控股城市扩张历程	- 53 -
表 6、中国金茂历年新进入的城市	- 64 -
表 7、中国金茂部分签约城市运营项目	- 67 -
表 8、行业估值表（截止 20190315）	- 71 -

1、全国土地成交概况

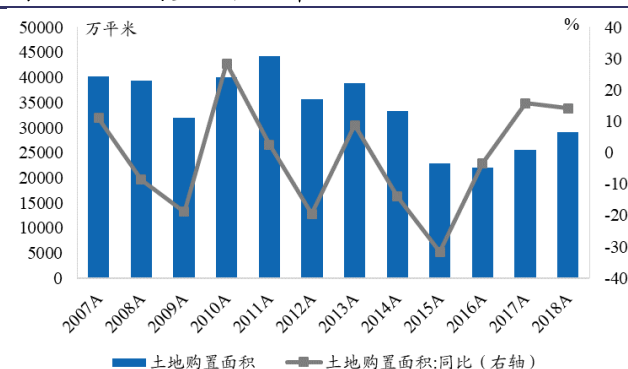
我们认为中国房地产业发展由“粗放式”向“精耕细作”转型，在“精耕细作”时代，房企的两大核心竞争力为1)获取资源和2)管理资源。对于地产公司来说，有三大最核心的资源：**土地、资金和人才**，这三大资源相互促进和影响，有钱就有地，有地就有人，有人才能赚更多的钱，房企之间的竞争变成“抢地抢钱抢人”。

土地是地产公司最重要的资源，一切业务开展的起点都在于土地，在地产公司，“**有地就有钱，有地就有权，有地就有人，有地才有未来**”。一个地产公司的风格在他拿地的那一刻就决定了：拿地的时间选择、城市选择、成本和杠杆控制等。目前国内新的土地供应主要来自地方政府，通过“招拍挂”的形式出让，土地出让金收入成为地方政府主要的财政收入来源之一。本报告首先分析全国范围内土地成交的概况，再梳理重点城市的土地出让情况，然后再分析重点观察房企的2018年的拿地选择以及特色房企的土地投资策略。

1.1、全国土地成交数据分析

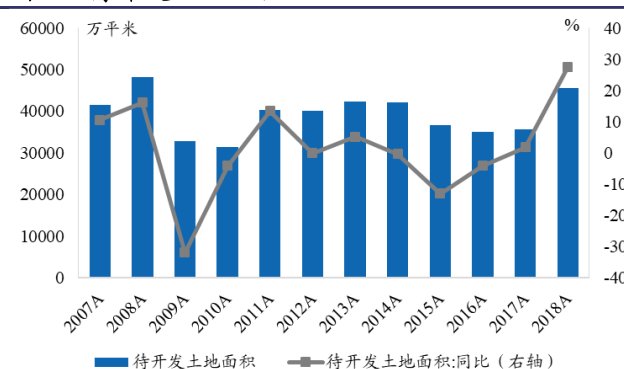
自2015/2016年国家主导的房地产“去库存”下，全国土地购置面积处于低位，2015/2016年房地产开发企业土地购置面积分别为22811/22025万平方米，分别同比下降31.7%和3.4%。2018年，土地购置面积达到29141万平方米，同比增长14.2%。土地购置面积指的是土地的占地面积，如果按2-3倍的容积率测算，总的建筑面积可达到5-7.6亿平方米。截止2018年底，全国待开发土地面积为4.56亿平方米，同比增长27.6%，同样是经历2015-2017年的下降后开始回升。

图1、土地购置面积回升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、待开发土地面积

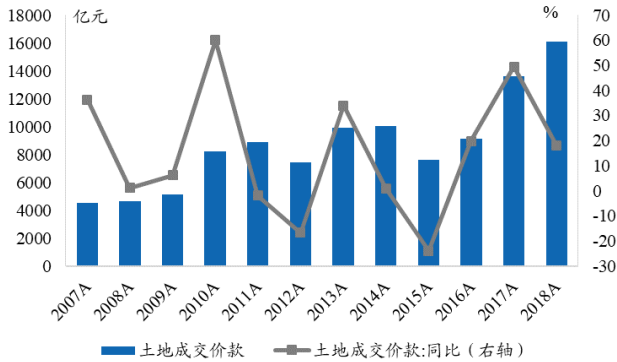


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从土地收购金额来看，2018年，土地成交价款13746亿元，增长20.2%，较2015年以来，连续三年保持增长。虽然土地购置面积处于低位，但土地成交均价却水涨船高（土地成交均价由土地成交价款除以土地购置面积所得，并不是常规意义上的楼面地价）。2007年土地成交均价为1124元/平方米，到2018年达到5525元/

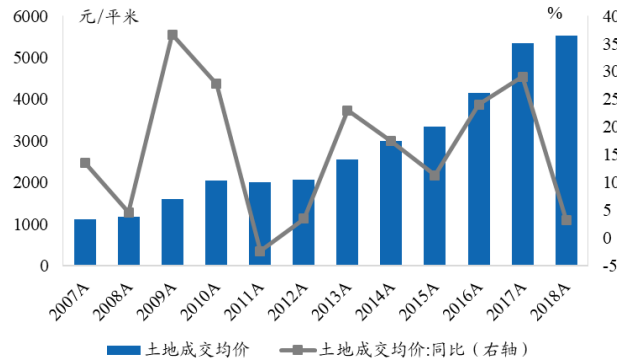
平米，年复合增速达到 16%，其中仅 2011 年土地成交均价较上年略降 2.3%，其他年份均录得正增长，2016/2017 两年涨幅分别为 24%和 29%，2018 年由于“控房价”，土地成交价格微涨 3.3%。

图 3、土地成交价款



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

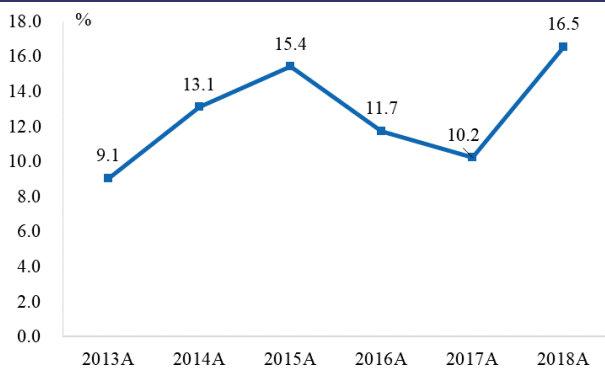
图 4、土地成交均价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

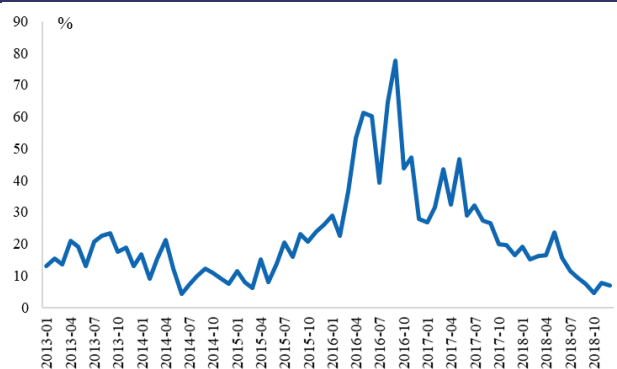
土地市场受到房屋销售市场的影响，当销售火爆的时候，土地成交活跃，价格提升，地王频出。我们可以参考土地成交率（或流拍率）和成交溢价率来判断土地市场的热度以及房企的投资力度。我们以年为单位计算 100 大中城市供应土地数量和成交土地数量来计算流拍率，2018 年达到 16.5%，为近年来最高。100 个大中城市的土地成交溢价率到 2018 年 12 月为 6.94%，2018 年全年平均值为 12.7%，土地市场最热的 2016 年，溢价率最高达到 78%，2013-2018 年土地成交溢价率的中位数为 19%，显示当前土地市场低迷。

图 5、100 大中城市土地流拍率



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

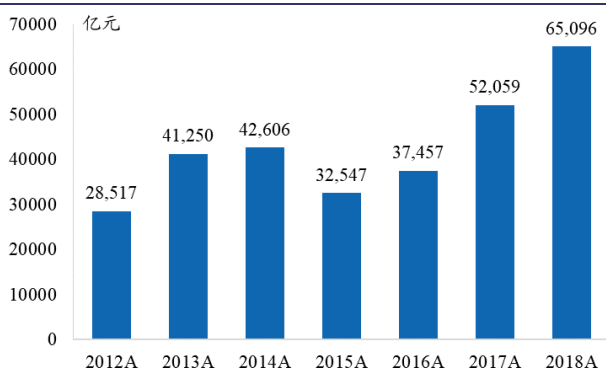
图 6、土地成交溢价率



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

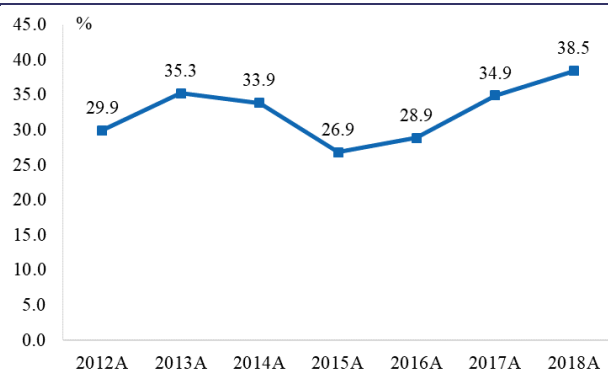
土地出让金是地方财政收入的重大来源之一，地方政府对此的依赖性也很强。地方财政收入主要包括地方本级财政收入以及地方本级政府性基金收入，其中国有土地使用权出让收入（即“土地出让金”）占政府基金收入的 90%以上，占整体地方财政收入的 30%以上。截止 2018 年底，国有土地出让金收入达到 6.5 万亿，同比增长 25%，占地方政府的财政收入的比重约为 38.5%，近年来逐年提升，比 2015 年提升了 11.6 个百分点。对地方财政贡献极大。

图 7、历年土地出让金收入



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、历年财政收入中土地出让金收入占比



资料来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：本文引用统计局数据指标的定义：

***土地购置面积：**指房地产开发企业在本年内通过各种方式获得土地使用权的土地面积。

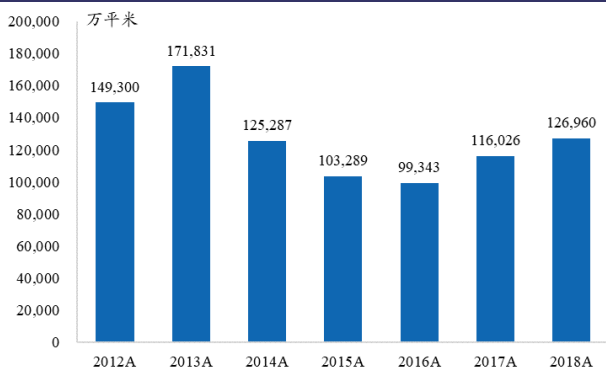
***待开发土地面积：**指经有关部门批准，通过各种方式获得土地使用权，但尚未开工建设的土地面积。该指标属于时点指标，体现的是待开发土地面积在报告期末这个时点上的总量水平，并不是每月累计。当土地开工建设后，就要从待开发土地面积中予以扣除。

***土地成交价款：**指房地产开发企业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。土地成交价款与土地购置面积同口径，可以计算土地的平均购置价格。

1.2、重点城市土地出让统计

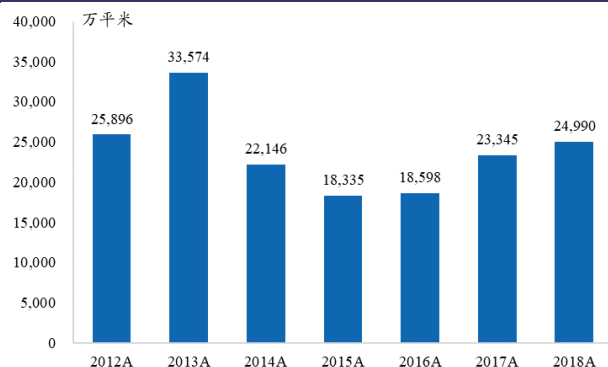
根据统计局数据，100 大中城市 2018 年累计成交土地规划建筑面积达到 12.7 亿平方米，较 2017 年同比增长 9%，其中住宅类用地规划面积达到 2.5 亿平方米，较 2017 年增长 7%，自 2015 年以来持续提升。

图 9、100 大中城市成交土地规划建筑面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

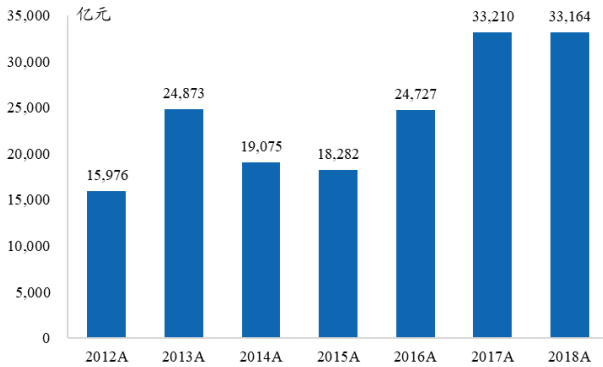
图 10、100 大中城市成交住宅类用地规划建筑面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

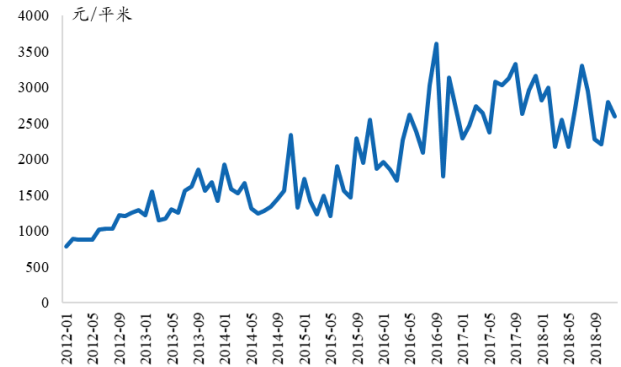
100大城市成交土地总价为3.3万亿，比2017年略降，显示成交楼面均价下行，从上文土地成交溢价率这个指标也可以看出，2018年溢价率下降。2018年全年成交土地平均楼面地价为2612元每平方米，较2017年降低8.7%。

图 11、100 大中城市成交土地总价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

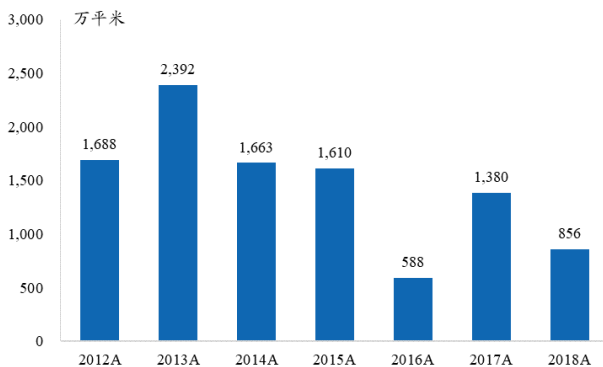
图 12、100 大中城市成交土地楼面均价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

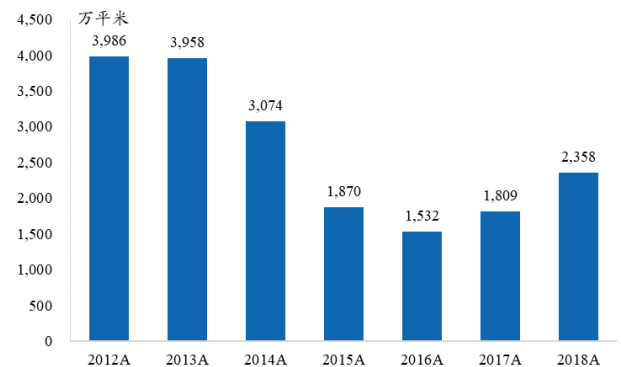
以下是主要城市成交的土地规划建筑面积情况。各城市仍然保持稳定的土地供应和成交。

图 13、北京成交土地规划建筑面积



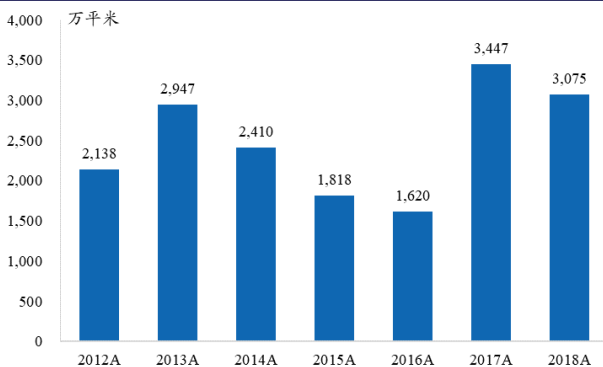
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、上海成交土地规划建筑面积



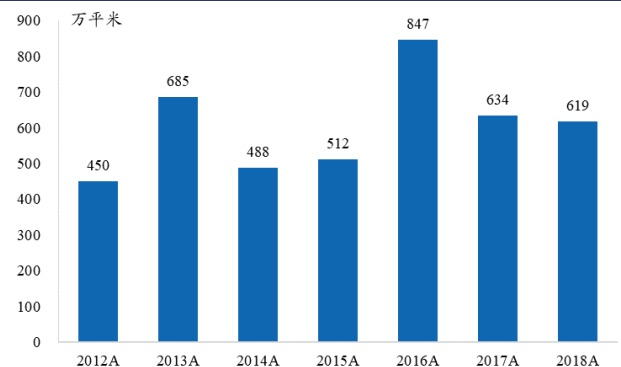
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、广州成交土地规划建筑面积



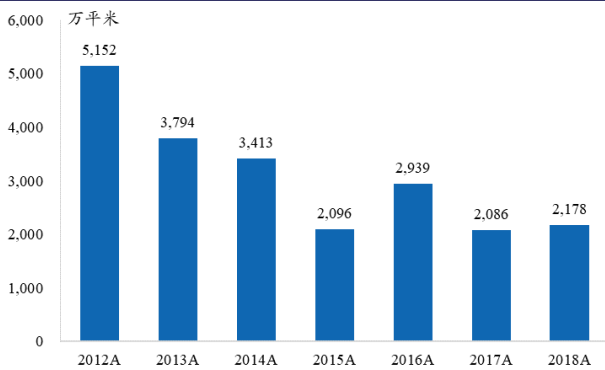
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、深圳成交土地规划建筑面积



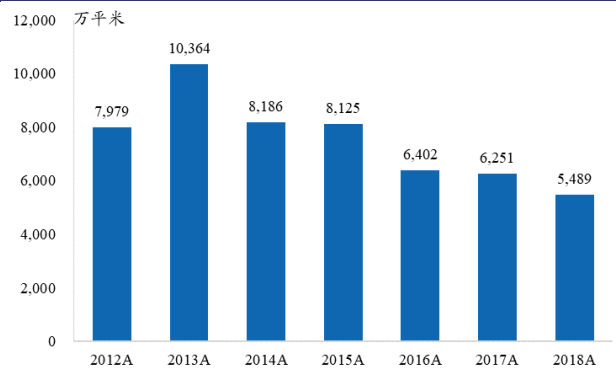
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、天津成交土地规划建筑面积



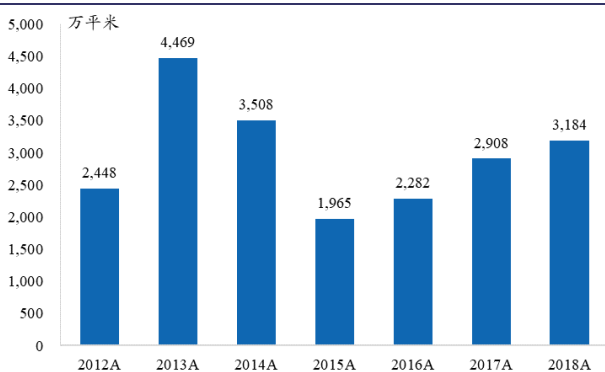
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、重庆成交土地规划建筑面积



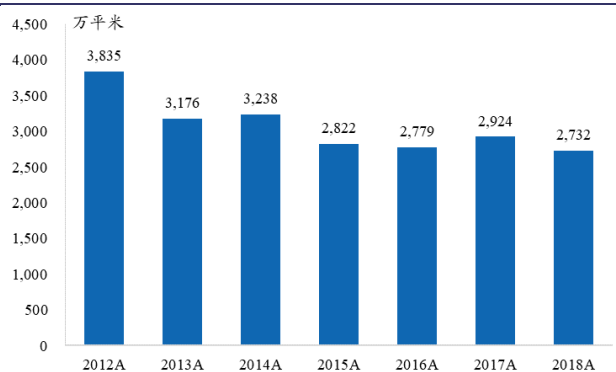
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、杭州成交土地规划建筑面积



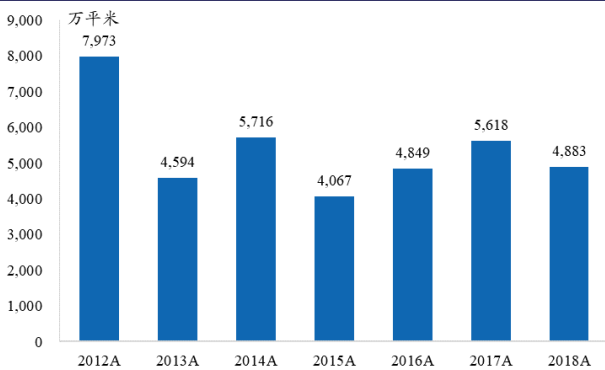
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、南京成交土地规划建筑面积



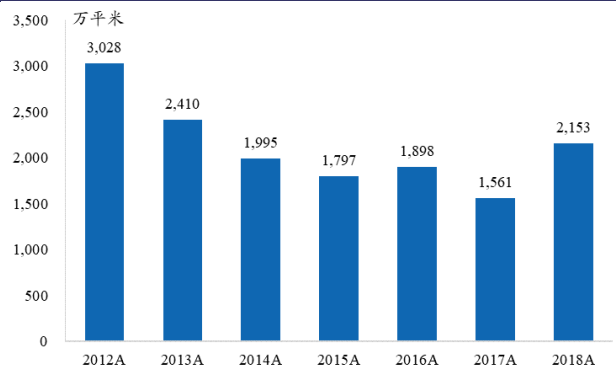
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、武汉成交土地规划建筑面积



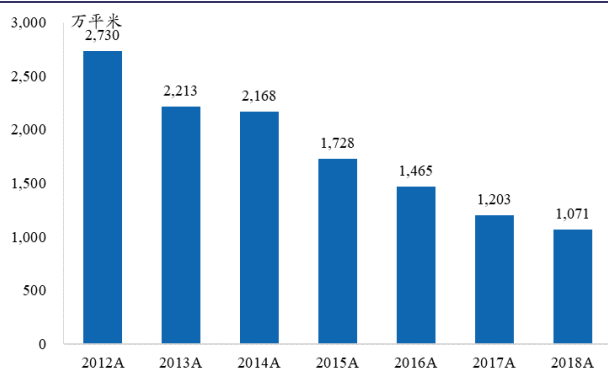
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、苏州成交土地规划建筑面积



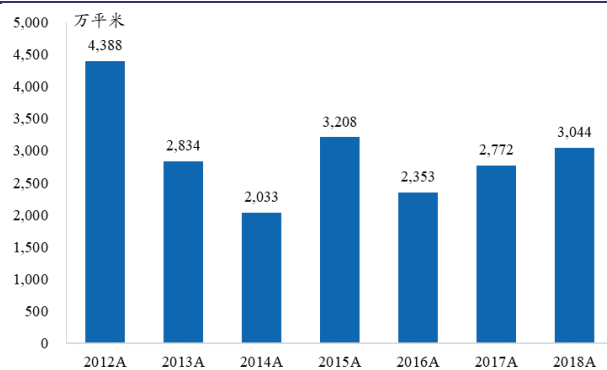
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、合肥成交土地规划建筑面积



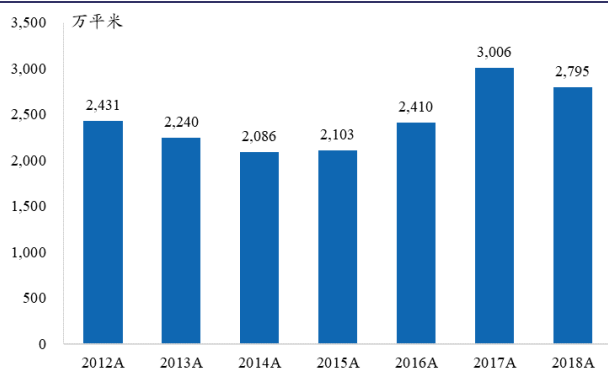
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、成都成交土地规划建筑面积



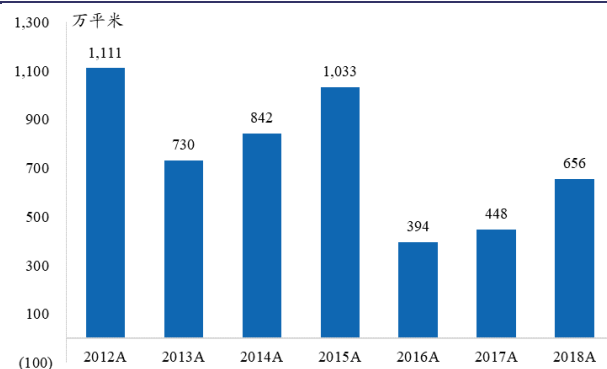
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、郑州成交土地规划建筑面积



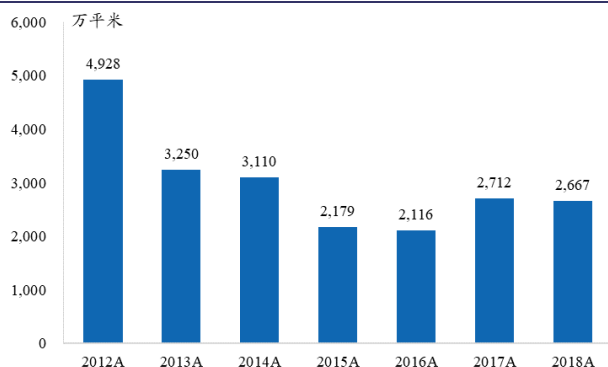
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、厦门成交土地规划建筑面积



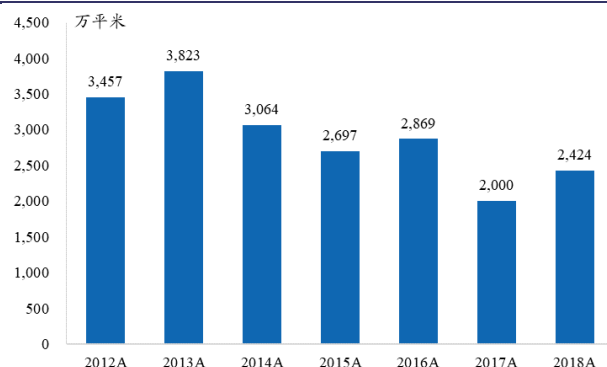
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、西安成交土地规划建筑面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、济南成交土地规划建筑面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、典型房企 2018 年拿地

我们选取了 10 家典型上市房企作为研究对象，分别为：万科企业、碧桂园、融创中国、保利地产、中国海外、新城发展控股、华润置地、龙湖集团、旭辉控股以及中国金茂，分析这些公司在 2018 年的拿地情况。

● 拿地节奏

2018 年，销售经历了前高后低，土地市场也逐渐冷却，从拿地金额来看，碧桂园、旭辉控股以及龙湖集团分别有 72%、68% 以及 57% 在上半年；而中国金茂、中国海外和万科企业，65%、62% 和 60% 的土地款是在下半年。

图 29、2018 年上下半年拿地金额占比

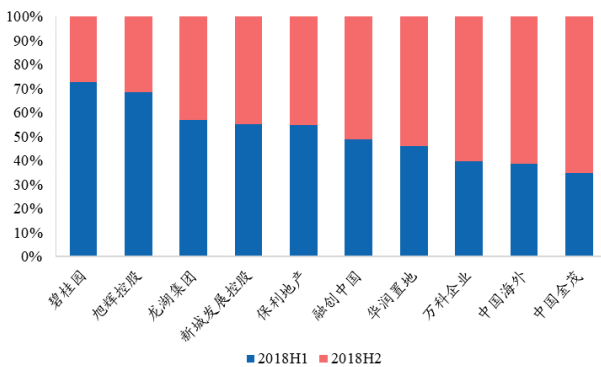
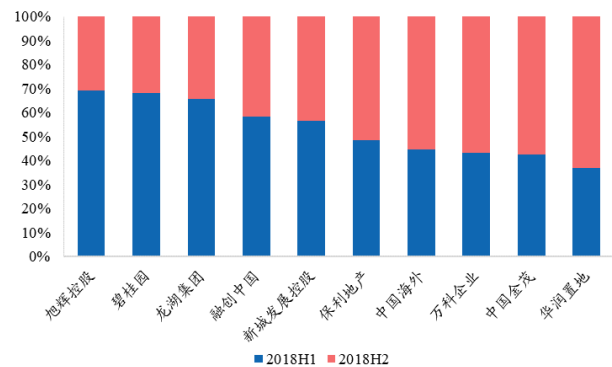


图 30、2018 年上下半年拿地面积占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 在哪拿地

从城市级别来看，中国海外 98% 的拿地都集中于一二线城市，龙湖、华润超过 80% 在一二线，万科、保利、融创、中国金茂以及旭辉超过 60% 在一二线，新城发展控股和碧桂园分别有 62% 和 70% 在三四线城市。

图 31、2018 年拿地金额按城市级别分布

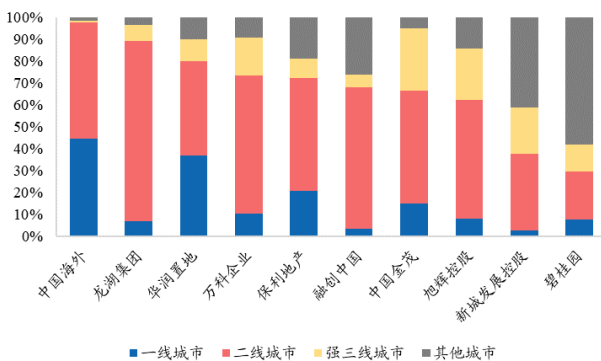
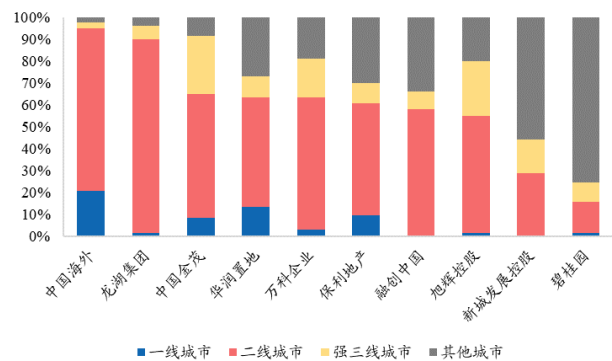


图 32、2018 年拿地面积按城市级别分布



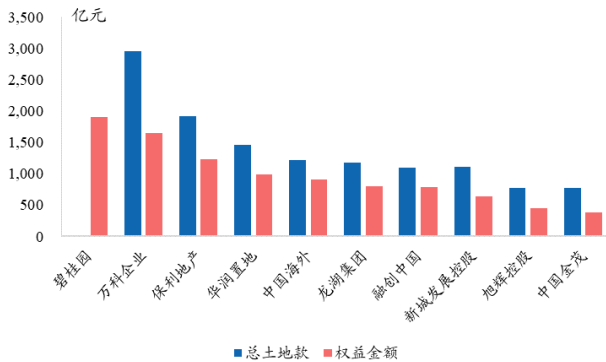
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 拿地规模

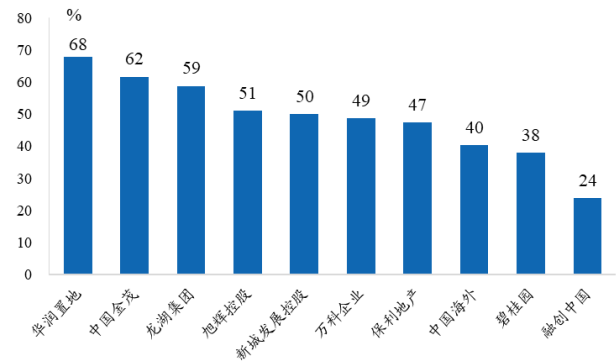
一般地产公司会按当年销售金额的 30-50% 的预算作为当年的拿地金额，2018 年，华润置地、中国金茂和龙湖集团的拿地金额占到当年销售的 68%、62% 和 59%，显示了公司比较积极的拿地态度。而融创中国由于已经有充足的土地储备，拿地的金额仅占销售金额的 24%。

图 33、2018 年总拿地金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

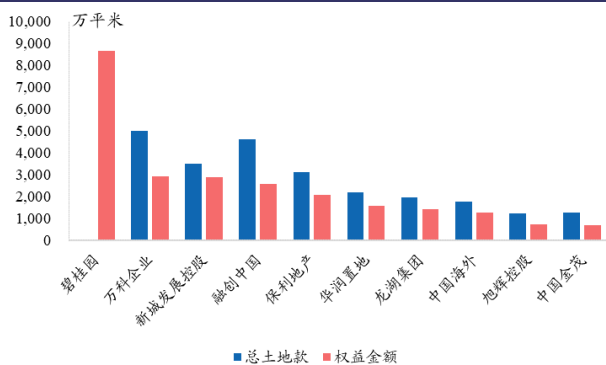
图 34、2018 年总拿地金额/销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

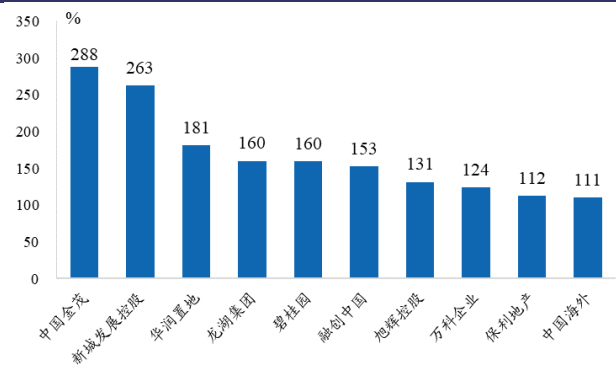
从拿地面积来看，碧桂园获取的土地权益面积绝对值最大，是当年销售面积的 1.6 倍，补充土储属于中等水平，而中国金茂新增了 1297 万平方米的土储，是当年销售面积的 2.9 倍，一方面是公司加大了土地储备的力度，另一方面是由于公司销售项目位于一二线城市，而新增土储三线城市较多。

图 35、2018 年总拿地面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、2018 年总拿地面积/销售面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从获取项目的数量和进入城市来看，有的公司区域分散，有的公司区域深耕，碧桂园新增项目个数达到 797 个，分布在 233 个城市，而中国海外仅新增 63 个项目，分布于 29 个城市。

图 37、项目个数

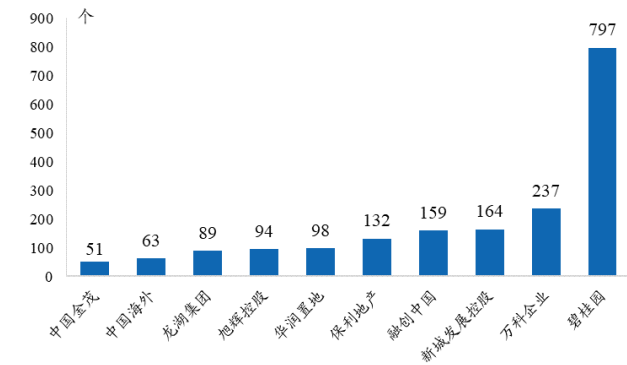
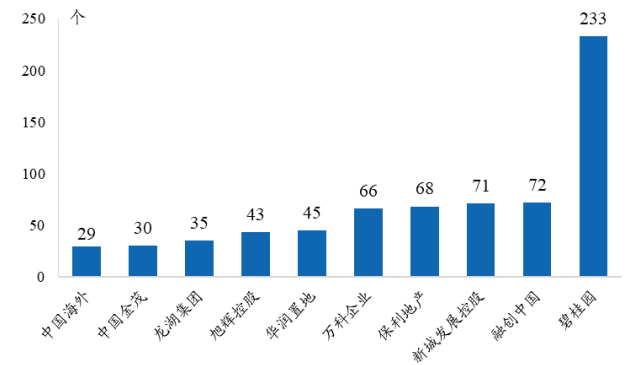


图 38、城市个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 拿地成本

公司的拿地成本跟公司进入的城市能级有直接关系，碧桂园和新城发展控股分别为 2207 和 2330 元每平米，融创约 4300 元每平米，其他 7 家企业均超过 5000 元每平米。成本占销售均价的比例显示各个公司控制成本的力度，以及公司城市布局的变动。

图 39、拿地成本

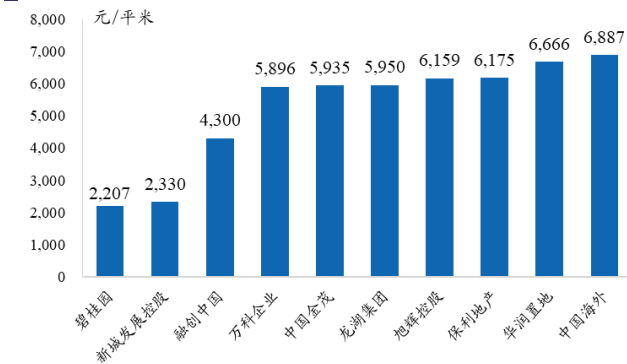
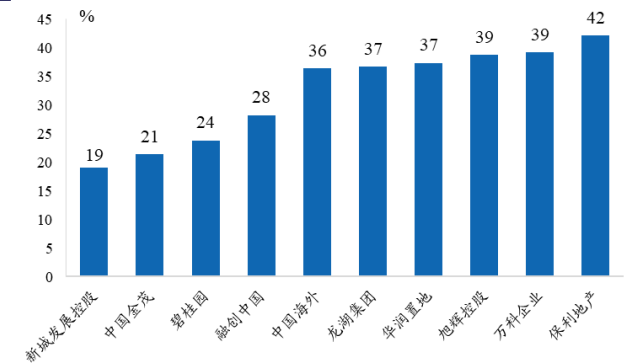


图 40、成本/销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 杠杆控制

从 2012-2017 年，融创中国的土地储备扩充了 6 倍，新城发展控股、碧桂园和旭辉扩充了 4 倍，中国金茂 3.5 倍。从杠杆的角度，截止 2017 年底，融创最高，达到 202%，其次是新城发展控股，达到 100%。

图 41、2012-2017 土储变化

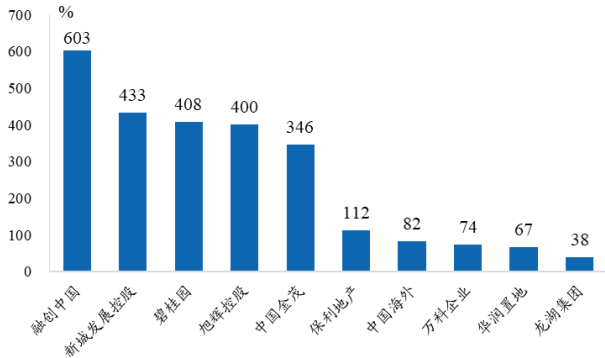
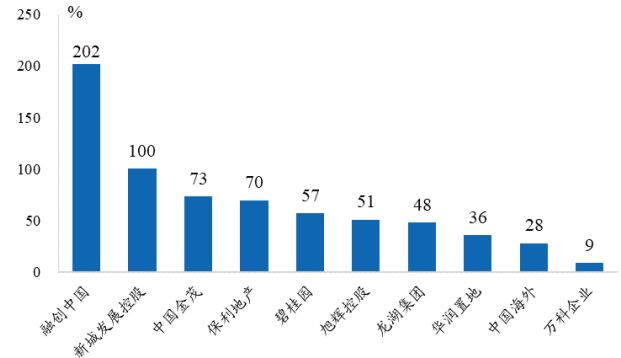


图 42、2017 年净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 拿地方式

由于各家数据披露并不一致，从土地的获取方式上来，招拍挂和收并购都成为房企重要的拿地方式，其中融创中国仅 42% 的新收购土地是通过招拍挂的形式获取，58% 为其他方式（包括收并购、合作、一级土地开发等）

各新获取项目的权益占比分化较大，其中新城发展控股、中国海外以及融创中国的权益占比较高，分别达到 82%、75% 和 72%；中国金茂、万科以及旭辉的权益占比较低，分别是 50%、56% 和 57%。

图 43、拿地方式对比

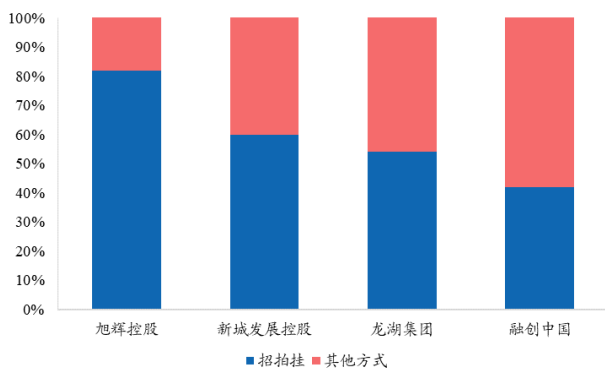
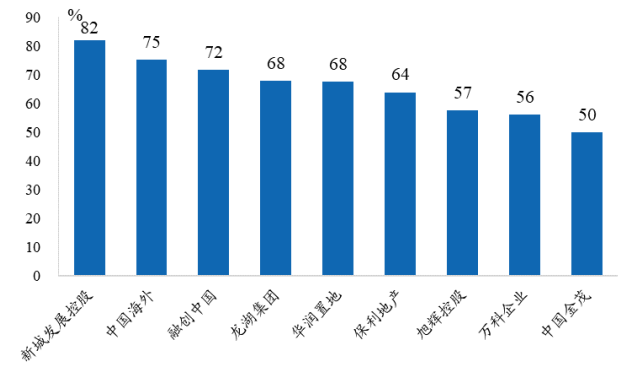


图 44、拿地金额权益占比



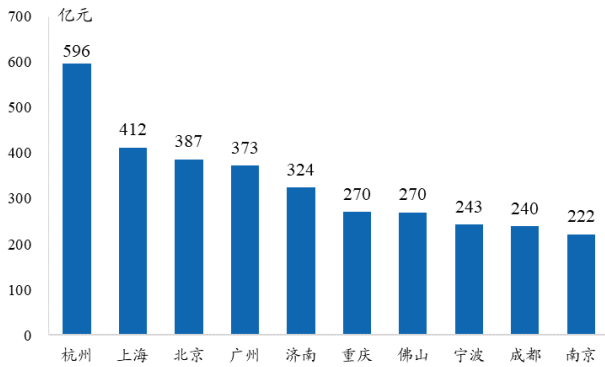
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

就以上 10 家房企的 2018 拿地数据，拿地金额最多的 10 个城市分别是杭州、上海、北京、广州、济南、重庆、佛山、宁波、成都和南京；拿地面积最多的 10 个城市

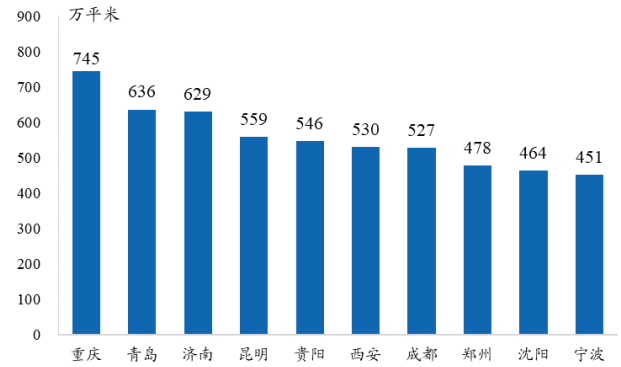
分别是重庆、青岛、济南、昆明、贵阳、西安、成都、郑州、沈阳和宁波。

图 45、拿地城市 TOP10-金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、拿地城市 TOP10-面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

*本报告中的城市划分标准:

一线城市: 北京、上海、广州、深圳、香港

二线城市: 重点省会城市、青岛、厦门、苏州、三亚、宁波、佛山、珠海

强三线城市: 东莞、惠州、中山、无锡、常州、扬州、徐州、南通、温州、嘉兴、烟台、泉州

其他城市: 其他城市

2、土地的投资风格决定了房企的风格

房企面临着复杂的内部和外部环境，在做投资决策时影响因素极多，包括国家的宏观经济制度、信贷货币制度、行业调控周期、国际环境及人民币汇率等。房企要踩准节奏，一手管好融资，一手管好拿地。一方面做好融资管理，在信贷宽松、资金成本较低的时候多借钱，适当扩张杠杆，在信贷收紧、资金成本较高的时候收缩杠杆；另一方面要做好土地的储备，在市场较差，土地成本较低的时候多拿地，在市场较好，土地成本突升的时候多卖房子，储备现金。

表 1、房企面临的内部和外部环境

年份	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
全国销售金额 (亿元)	58,589	64,456	81,428	76,292	87,281	117,627	133,701	129,508
增速 (%)	12.1	10	26.3	-6.3	14.4	34.8	13.7	12.1
全国销售面积 (万平方米)	109,367	111,304	130,551	120,649	128,495	157,349	169,408	148,604
增速 (%)	4.9	1.8	17.3	-7.6	6.5	22.5	7.7	1.4
开发投资完成额 (亿元)	61,797	71,804	86,013	95,036	95,979	102,581	109,799	110,083
增速 (%)	27.9	16.2	19.8	10.5	1	6.9	7	9.7
土地成本	较低	较低	中性	中性	较低	高	较高	中性
GDP 增速 (%)	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.7
CPI (%)	5.4	2.6	2.6	2.00	1.4	2.0	1.6	2.1
调控周期	继续调控	限购限贷	维持调控政策	下半年开始放松调控	去库存	930 后开始全国范围内调控	调控力度逐渐加严	继续调控，年底有边际改善
货币、信贷政策	紧缩、加息、提升银行存款准备金率	春节后开始宽松	钱荒，表外融资强	降息、降准	降准、降息、降首付	调控后首付比例提升，贷款利率上行	首付比例开始提升，贷款利率上行	去杠杆，前紧后松
资金成本	较高	较高	较高	较低	较低	中性	较高	高
国际环境	欧债危机	欧债危机、钱荒	美国复苏，联储紧缩预期上升	美元暴涨、商品暴跌	美国于 12 月开始加息	美国加息 1 次 特朗普当选美国总统	美国加息 3 次	美国加息 4 次 中美贸易战
RMB 汇率	升值 4.5%	升值 1.0%	升值 2.8%	贬值 2.5%	贬值 4.6%	贬值 7%	升值 6.3%	贬值 5.7%

资料来源：公司资料、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

上表中列出了 2011-2018 年房企所面临的主要的内部和外部环境，我们可以分为几大块，分别是**市场状况、宏观经济、调控周期、信贷货币政策、国际环境及人民币汇率**。

市场状况：2011-2018 年，全国商品房销售额由 58589 亿元增长至 129508 亿元，年复合增长，除 2014 年负增长以外，其他各年均保持增长。房地产开发投资完成额由 201 年的 61797 亿元，增长至 2018 年的 110083 亿元，年复合增速，各年均

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

保持增长。土地的价格跟随市场波动，分别在 2013 年和 2016 年出现局部的高点，表现为地王频出，土拍溢价率超高。

宏观经济：GDP 增速逐年回落，由 2011 年的 9.5% 降低至 2018 年的 6.7%，预计未来将继续回落。CPI 除 2011 年偏高以外，其他各年在 2.0% 左右，通胀温和可控。整体来说，中国城镇化的红利还在继续，对房地产的需求仍然强劲。

调控周期：2011-2014 调控周期，2014-2016，去库存主导下全国范围内放松，2016 年 9 月 30 日-2018 年底，调控逐渐加码，一线城市史上最严，重点二线城市也四限（限购、限贷、限价、限售），从 2018 年底开始边际放松。

货币、信贷政策：国家的货币、信贷政策同样呈现周期性波动，对房企影响较大就是国内流动性的松紧，当流动性宽松，利于高杠杆的房企扩张。例如在 2018 年上半年“金融去杠杆”的环境下，房地产公司的融资成本提升，融资受限，扩张受到限制。

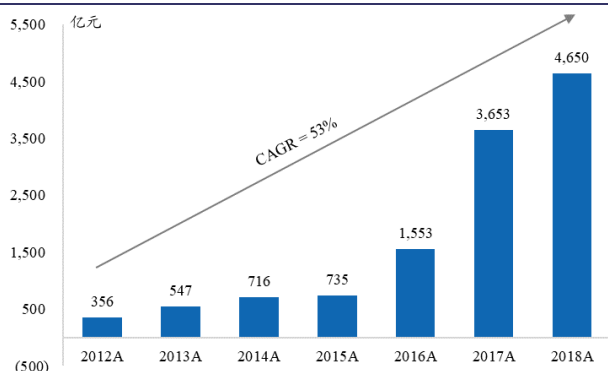
国际环境及人民币汇率：近年来，国际环境并不安稳，2011 年欧债危机，2015 年美国结束 QE，开始加息周期；2016 年美国继续加息，并迎来新总统特朗普；2017-2018 年美国持续加息，并发动中美贸易战。从人民币的汇率来看，2011-2013 升值周期，2014 年 8 月 11 日汇改，2014-2016 贬值周期，2017 升值，2018 贬值。国际环境对香港上市地产公司的影响尤其大，直接影响其境外美元债的成本。人民币汇率波动对美元债占比较高的房企影响较大。

上面分析了 2011-2018 年房企所面临的外部环境和市场环境。在同一个时间点，每个企业的发展阶段都不一样，他们的发展策略也各有不同。以下重点分析市场几大典型公司从 2012-2018 年的土地投资策略，考察他们拿地的方向和力度。主要包括融创中国、龙湖集团、新城发展控股、旭辉控股和中国金茂。

2.1、融创中国(1918.HK): 守正出奇

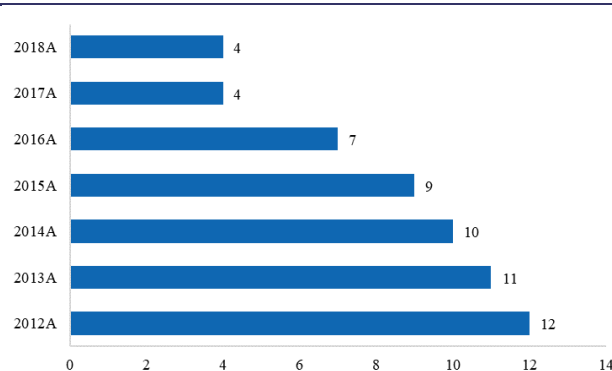
融创中国是一家特点鲜明的房地产开发商，从聚焦核心城市（京津沪渝杭）到全国主要一二线城市布局，大量通过收并购扩充土地规模，公司 2012 年的合约销售额为 356 亿元，到 2018 年达到 4650 亿元的销售规模，2012-2018 年复合增速达到 53%，在全国房地产销售排名中由 2012 年的第 12 位上升至 2018 年的第 4 位，稳居前五。

图 47、融创中国 2012-2018 年合约销售



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

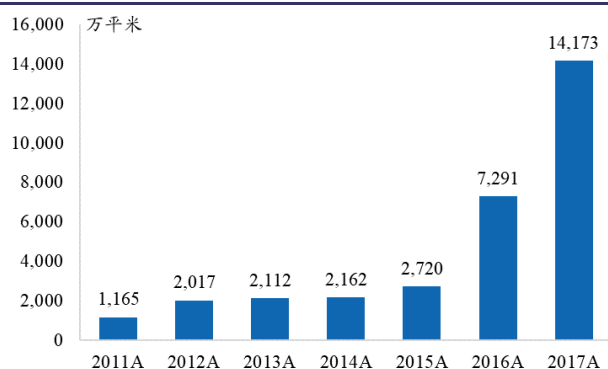
图 48、融创中国 2012-2018 年行业销售排名



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

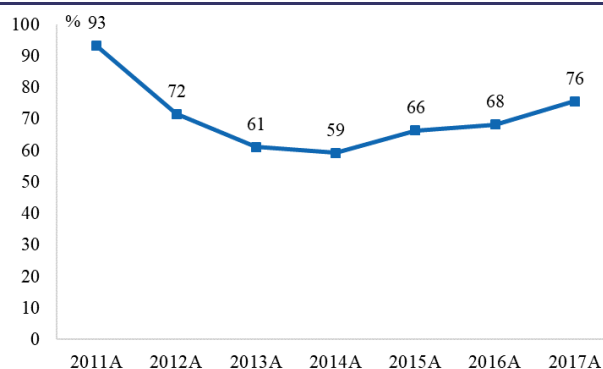
在 2015 年之前，公司聚焦于核心城市的核心区域，总土地储备规模并不大，约 2000 万平方米。在尝试收购绿城中国及佳兆业失败以后，公司迅速向全国重点二线及强三线城市扩张。土地储备在 2016 及 2017 年快速扩充。截止 2017 年，公司总土地储备达到 1.4 亿平米。公司土地储备的权益占比保持较高水平，2017 年达到 76%。

图 49、融创中国的总土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

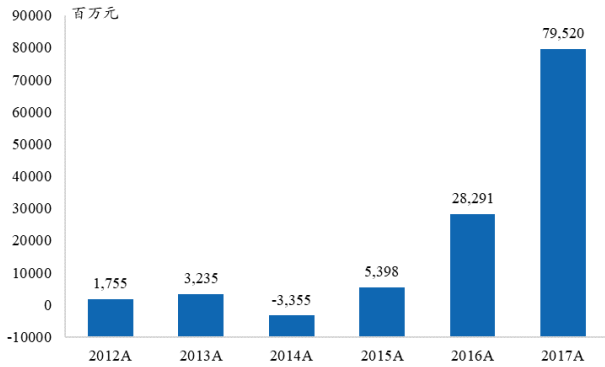
图 50、融创中国土储权益占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

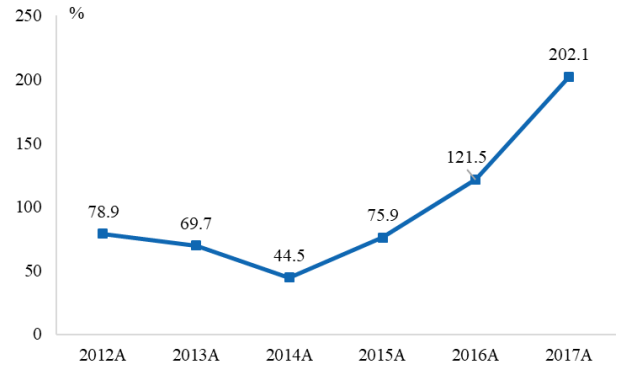
公司在 2015 年及以前，公司的净负债率处于行业平均水平，净负债的增长也与规模同步。公司于 2015 年下半年开始全国化布局，2016 年及 2017 年净负债快速扩张，净负债率分别达到 122% 及 202%。

图 51、融创中国历年新增净负债



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

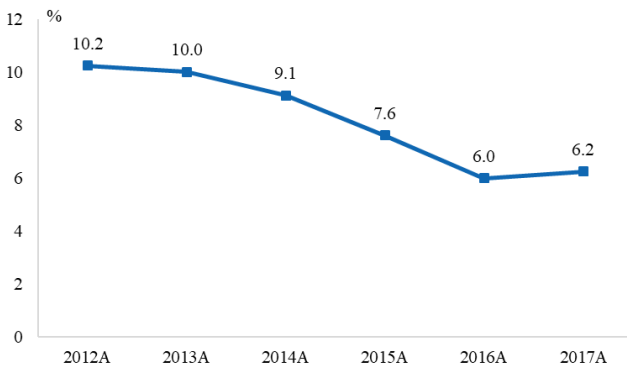
图 52、融创中国 2017 年净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

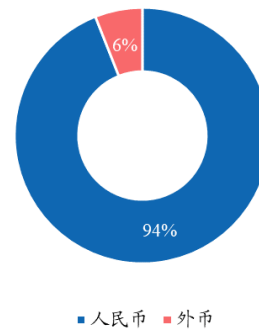
随着公司销售规模的提升,公司的融资成本逐年降低,由2012年的10.2%降至2017年6.2%。公司的有息负债按币种划分,人民币占比达到94%,有效的规避了人民币贬值的风险。

图 53、融创中国历年平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

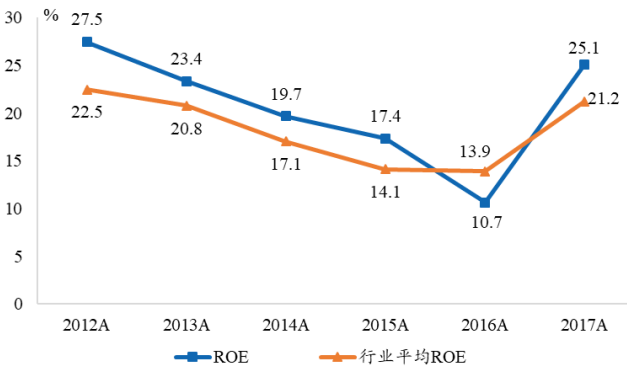
图 54、融创中国 2017 年有息负债结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

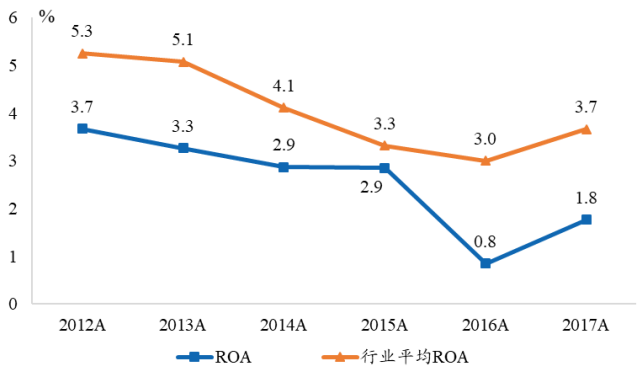
公司的 ROE 一直高于行业平均水平,2017 年公司 ROE 为 25%, 高于行业的 21%。公司 ROA 略低于行业平均水平,2017 年公司 ROA 为 1.8%, 低于行业的 3.7%。

图 55、融创中国历年 ROE 及行业 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

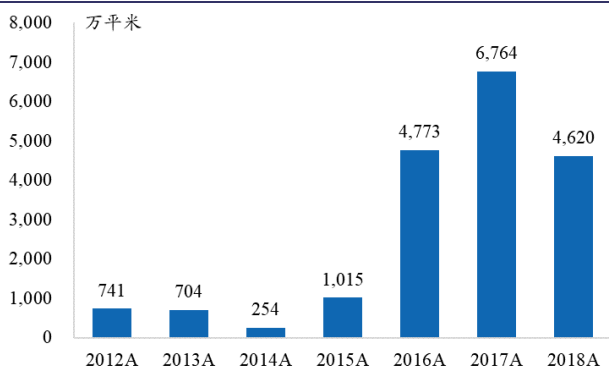
图 56、融创中国历年 ROA 及行业 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

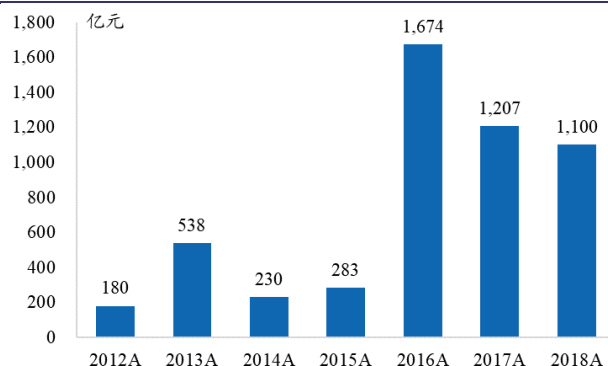
公司自 2015 年下半年加速扩充土储，2016-2018 年分别增加 4773/6764/4620 万平米土地储备，总土地款分别为 1674/1207/1100 亿元。

图 57、融创中国历年新增土储面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

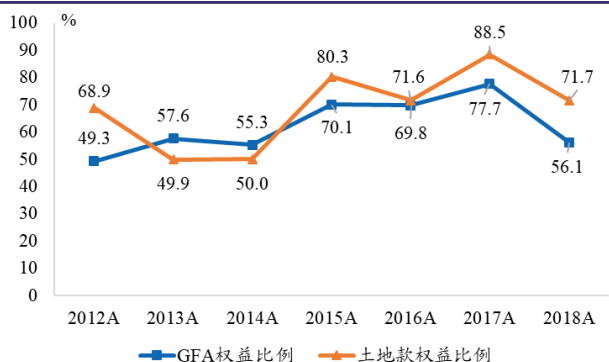
图 58、融创中国历年土地款



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

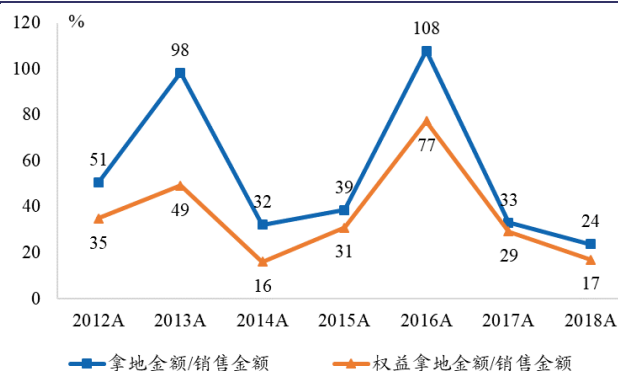
公司土地的权益占比保持在 70% 以上，2018 年土地款的权益占比为 71.7%，GFA 的权益占比为 56.1%。拿地的力度呈现周期性波动。2018 年拿地较审慎。

图 59、融创中国历年新增土储权益占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

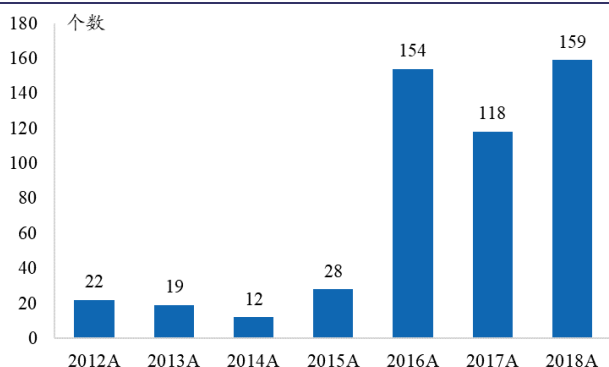
图 60、融创中国历年拿地力度



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

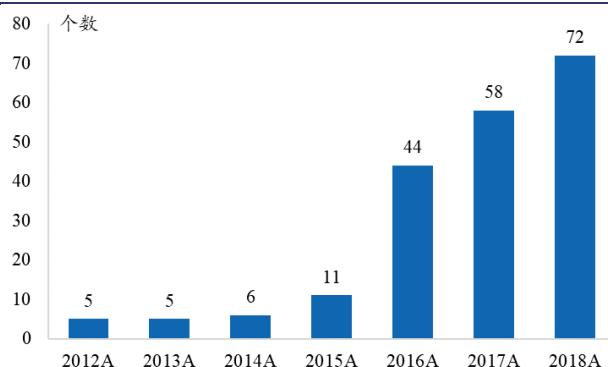
公司自 2016 年开始规模迅速扩充，2016-2018 每年新增的项目分别为 154、118 和 159 个，这些项目分别位于 44、58 和 72 个城市。

图 61、融创中国历年新增项目个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、融创中国历年城市个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在 2012-2014 年深耕核心的 9 个城市，从 2015 年开始向重点二线及三线城市扩张，到 2018 年，已经进入全国 100 多个城市，覆盖了中国主要的城市群，一、二线、强三线及部分四线城市。

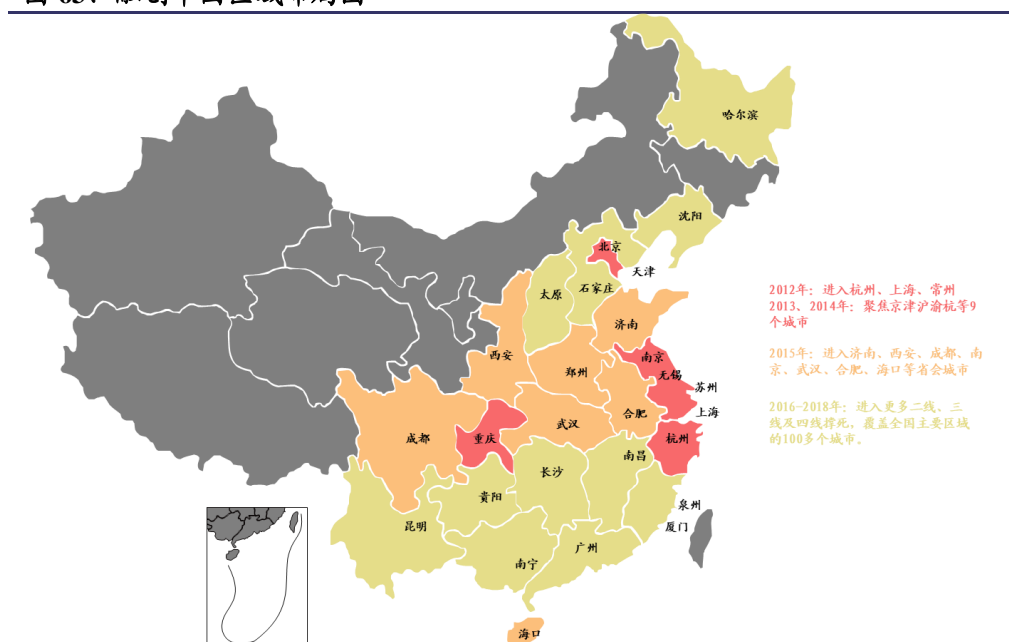
表 2、融创中国城市扩张历程

年份	新进入城市	总城市
2011A	天津、北京、重庆、苏州、无锡、宜兴	6
2012A	进入杭州、上海、常州	9
2013A	聚焦京津沪渝杭	9
2014A	聚焦京津沪渝杭	9
2015A	进入济南、西安、成都、南京、武汉、合肥、海口等省会城市	16
2016A	成功进入了深圳、广州、佛山、东莞、郑州、厦门、青岛、南宁、昆明等新城市	44
2017A	进入更多强三线城市	70
2018A	继续向更多城市扩张	102

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在城市布局过程中，优选核心区域的核心城市，基本遵循了从一线到二线在到三线的布局过程。截止 2018 年，公司已经基本实现了主要城市的布局。

图 63、融创中国区域布局图



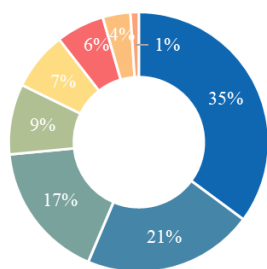
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

以下重点分析融创中国历年的拿地情况：

2012 年，公司在公开市场获取了 10 个项目，并通过和绿城的合作一次性获取了 9 个与绿城合作的项目，与泰达合作获取 3 个项目，全年总获取土地 GFA 达到 741 万平方米，权益土地款达到 124 亿元。首次进入杭州，通过并购进入上海、常州。

2013年，公司全年获取19个项目，总GFA为704万平方米，权益土地款269亿元，全部位于北京、天津、上海、重庆和杭州，土地款占比分别为27%、26%、23%、13%和11%。

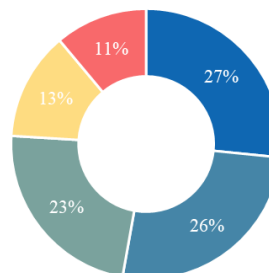
图 64、融创中国 2012 年土地款城市分布



■上海 ■重庆 ■北京 ■天津 ■无锡 ■苏州 ■杭州 ■常州

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 65、融创中国 2013 年土地款城市分布



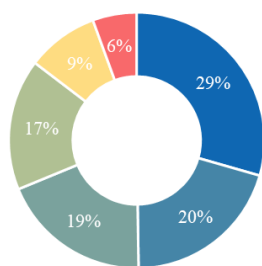
■北京 ■天津 ■上海 ■重庆 ■杭州

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2014年，公司经历了绿城收购风波，在拿地上有所落后，全年共获取12个项目，总GFA254万平方米，权益土地款115亿元，分别位于上海、杭州、北京、重庆、天津和苏州，土地款占比分别为29%、20%、19%、17%、9%和6%。

2015年，公司继续尝试并购佳兆业，未果。进入下半年，公司才开始在全国范围内加大土地投资力度。此时一二及重点二线城市的土地价格已经很高，公司迅速扩张至成都、西安、济南、武汉等主要省会城市。

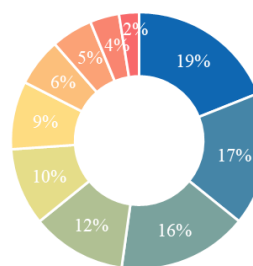
图 66、融创中国 2014 年土地款城市分布



■上海 ■杭州 ■北京 ■重庆 ■天津 ■苏州

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 67、融创中国 2015 年土地款城市分布



■上海 ■天津 ■杭州 ■成都 ■济南 ■合肥 ■海南 ■重庆 ■武汉 ■其他

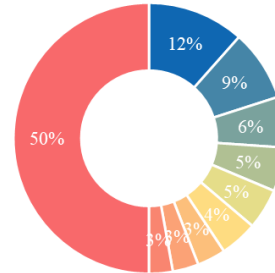
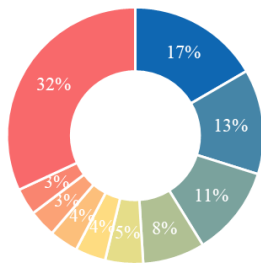
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

进入2016年，公司继续快马加鞭的在全国范围内布局，全年获取土地储备4773万平方米，权益土地储备3332万平方米，权益土地款达到1198亿元。成功进入了深圳、广州、佛山、东莞、郑州、厦门、青岛、南宁、昆明等新城市。主要买地的城市包括天津、杭州、上海、苏州、佛山及成都等城市。截止2016年底，公司总土地储备达到7291万平方米。

2017年，公司与万达达成收购协议，获取了万达住宅类项目，全年总计新获取土地储备6764万平方米，权益土地储备达到5253万平方米。主要买地的城市包括青岛、天津、济南、重庆、广州和南昌等。进入了更多的强三线及四线城市。截止2017年底，公司总土地储备达到1.4亿平米，区域和城市覆盖更完善。

图 68、融创中国 2016 年土地款城市分布

图 69、融创中国 2017 年土地款城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

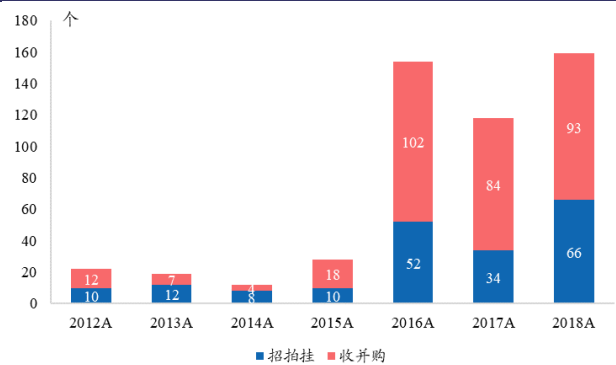
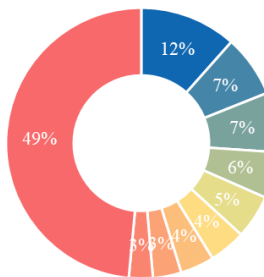
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018年，受制于整体“去杠杆”的金融环境，公司本身较高的杠杆，以及公司已经非常充足的土储，公司在拿地上比较审慎，更注重土地的质量，主要聚焦于二线城市，全年共获取4620万平方米土地储备，权益土储达到2594万平方米，主要拿地城市包括苏州、杭州、济南、青岛、郑州等二线城市，进入城市更多，城市布局更完善。

公司的拿地方式更趋多样化，在招拍挂以外有了更多了收并购的项目，在行业内也是最早开始大规模外部并购的公司。尤其从2016年开始，公司收购的项目数量增多，2016-2018年公司通过收购的形式获取的项目数量分别为52、34和66。

图 70、融创中国 2018 年土地款城市分布

图 71、融创中国土地获取方式

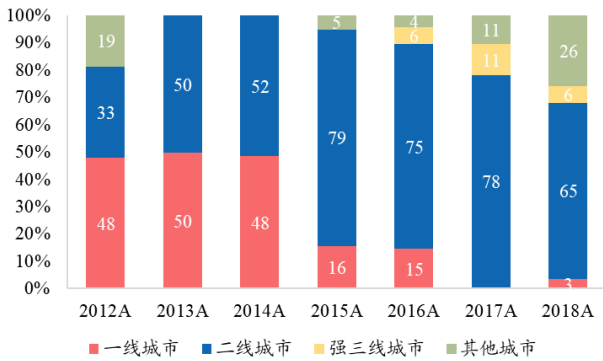


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

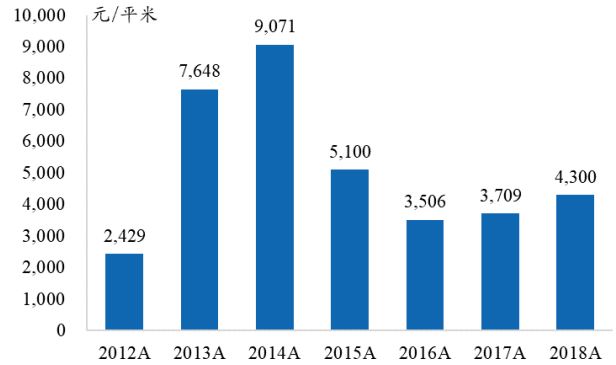
从城市能级来看，融创中国主要聚焦于一线城市，重点二线城市。尤其是2012-2016，新增土地均位于一线及二线城市。从2016年开始，公司开始全国范围内布局，加大了强三线以及四线城市的土地获取，但仍然有超过70%的土储位于一二线城市。

图 72、融创中国历年拿地城市能级



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

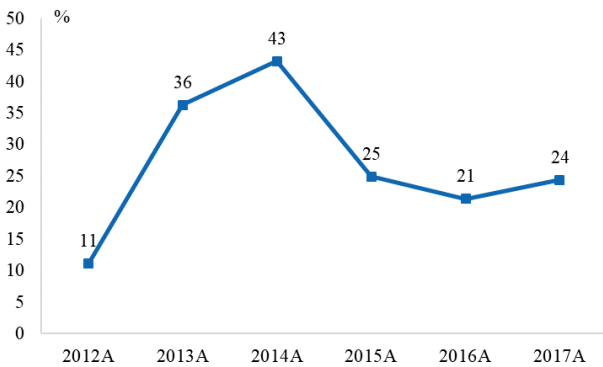
图 73、融创中国历年平均拿地成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

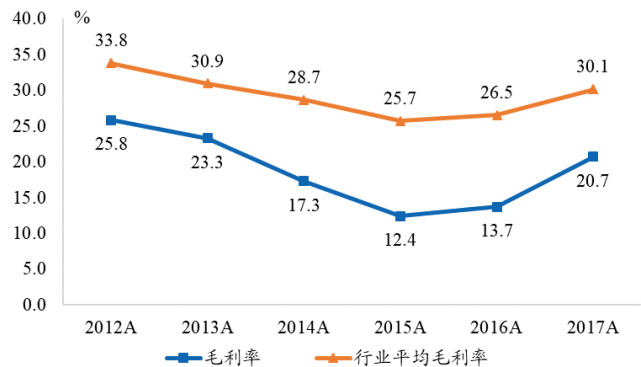
由于公司收购项目多，在核算成本的时候会用到评估以后的土地价值；且高周转模式下，并无毛利率较高的办公楼或商业项目，公司毛利率一直低于行业平均水平。但由于公司规模的提升速度快，公司利润的绝对值在不断的提升。

图 74、融创中国新城土储成本/下一年销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

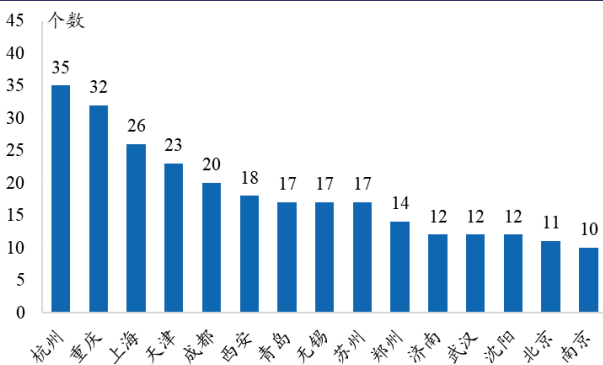
图 75、融创中国历年毛利率和行业毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

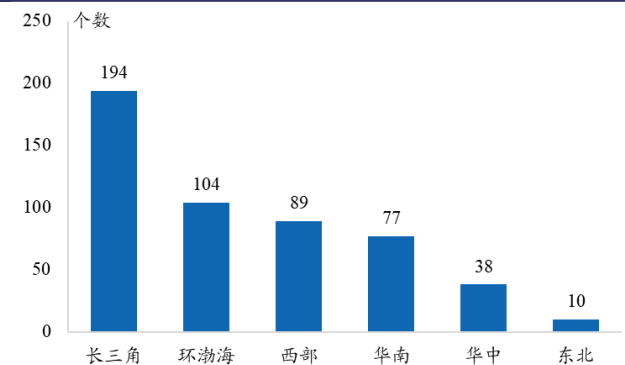
纵观 2012-2018 年公司在各城市拿地数据，公司在杭州、重庆、上海获取的项目最多，分别有 35、32 和 26 个。而从区域来看，公司在长三角、环渤海、西部、华南、华中以及东北分别获取了 194、104、89、77、38 和 10 个项目。

图 76、融创中国项目数量 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

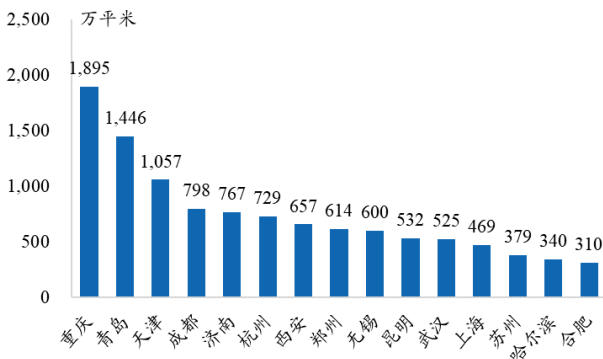
图 77、融创中国区域项目个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

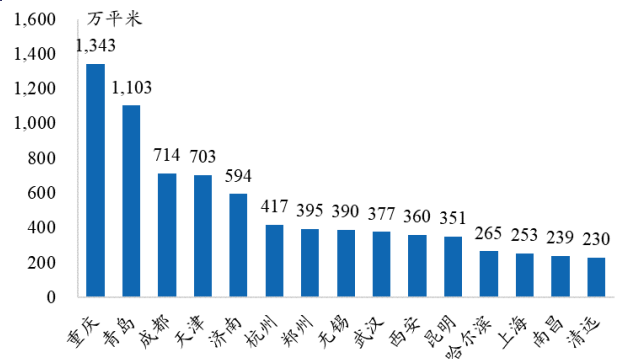
从新拿地的 GFA 来看，公司在重庆、青岛、天津、成都和济南新增的面积最多，分别是 1895、1446、1057、798 和 767 万平方米；从权益 GFA 来看，公司在重庆、青岛、成都、天津和济南的新增面积最大，分别是 1343、1103、714、703 和 594 万平方米。

图 78、融创中国 GFA-TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 79、融创中国权益 GFA-TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从新拿地的土地款来看，公司在天津、上海、杭州、苏州和重庆投入资金最多，分别达到 627、540、475、302 和 278 亿元；从权益土地款来看，公司在天津、杭州、上海、青岛和重庆投入资金最多，分别达到 494、320、307、225 和 216 亿元。

图 80、融创中国土地款 TOP10



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 81、融创中国权益土地款 TOP10

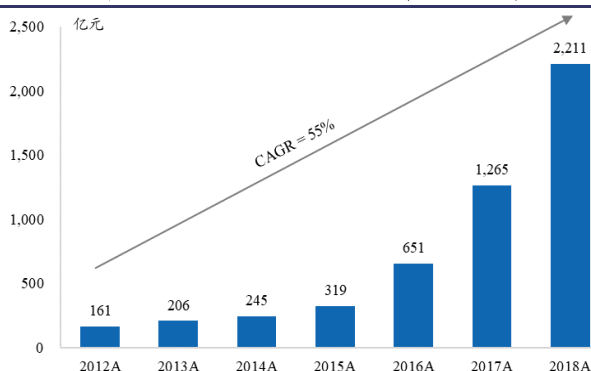


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、新城发展(1030.HK)：稳扎稳打

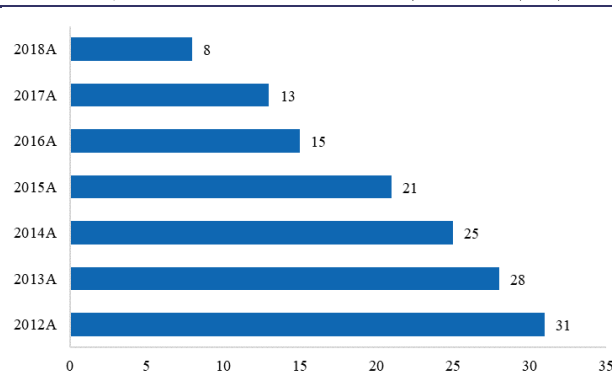
新城发展控股也是一家以高周转高增速著称的房地产开发商，公司 2012 年的合约销售额为 161 亿元，到 2018 年达到 2211 亿元的销售规模，2012-2018 年复合增速达到 55%，在全国房地产销售排名中由 2012 年的第 31 位上升至 2018 年的第 8 位，进入前十。

图 82、新城发展控股 2012-2018 年合约销售



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

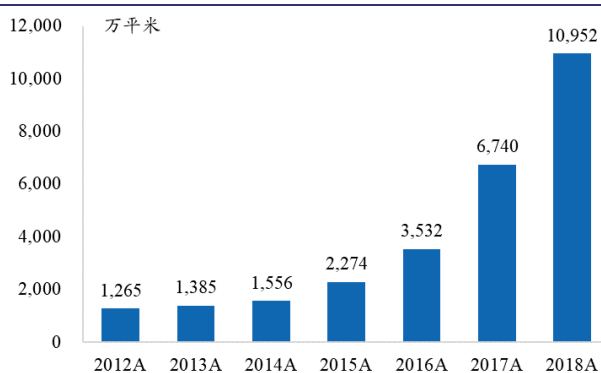
图 83、新城发展控股 2012-2018 年行业销售排名



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

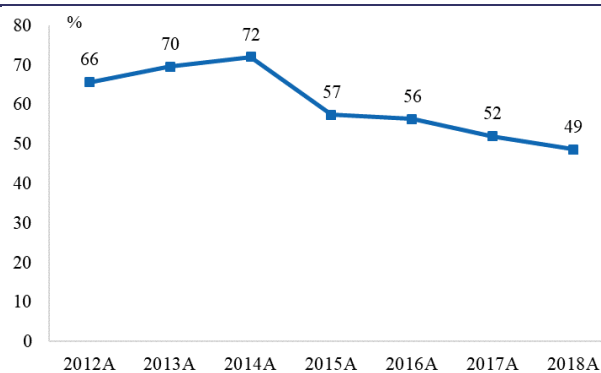
2015 年是公司发展历程中一个重要的节点，公司在这一年 B 股成功转 A 股，实现港股母公司控股 A 股子公司，AH 双平台。公司从 2015 年开始，加速了全国的布局，土地储备高速扩张，由 2012 年的 1265 万平米增至 2018 年的 1.1 亿平米，城市的布局更深入完善，业务模式也由高周转向住宅+商业双轮驱动。公司土储的权益占比由 2012 年的 66% 降至 2018 年的 49%。

图 84、新城发展控股的总土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

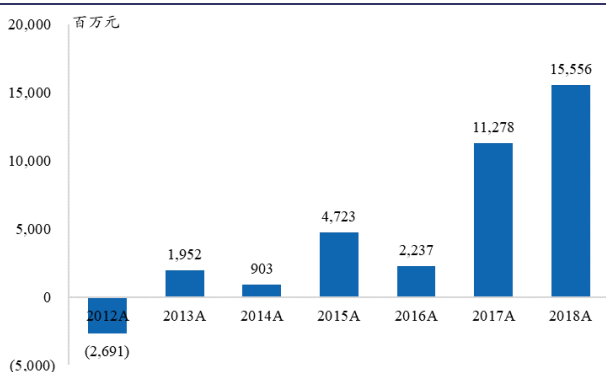
图 85、新城发展控股土储权益占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

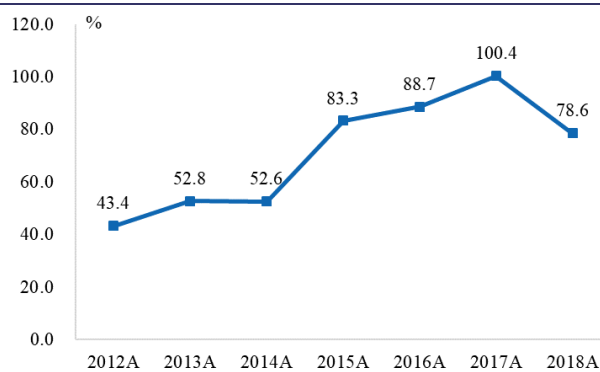
公司的土储扩张一方面通过加大合作力度，降低权益占比。从杠杆的角度，公司自 2015 年开始加杠杆，净负债率达到 83.3%，到 2017 年底增加至 100%，高于行业的平均水平。2018 年降至 78.6%。

图 86、新城发展控股历年新增净负债



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

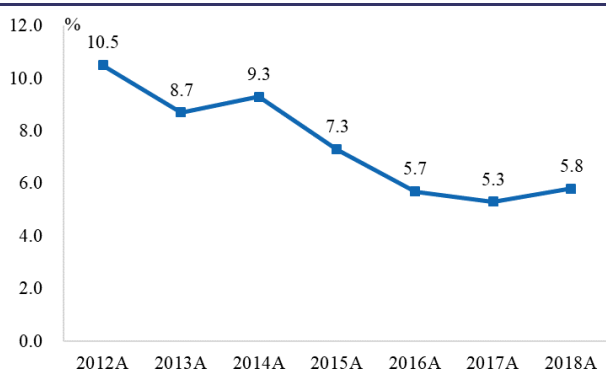
图 87、新城发展控股历年净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

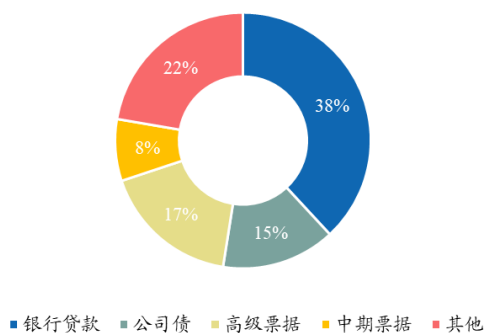
随着公司规模的扩充，以及 AH 双平台带来的融资优势，公司的融资成本逐年下降，由上市初的 10% 左右降至 2018 年的 5.8%。公司的融资渠道多样化，包括银行贷款、公司债、高级票据、中期票据等。

图 88、新城发展控股历年平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

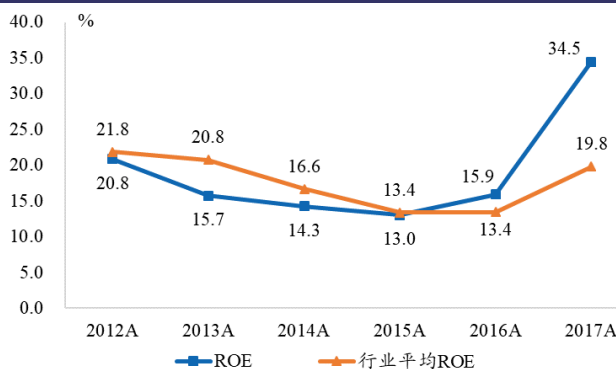
图 89、新城发展控股 2017 年有息负债结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

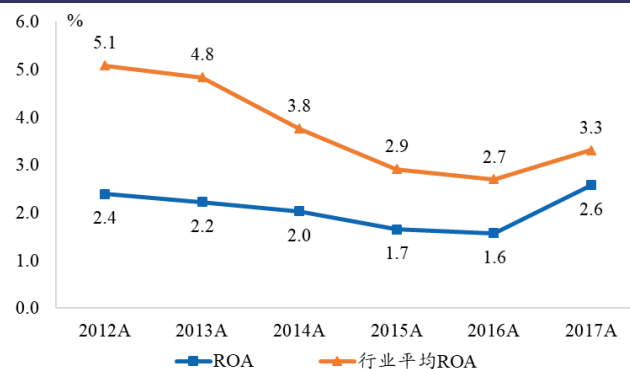
公司的 ROE 从 2016 年开始高于行业的平均水平，2016/2017 年 ROE 分别达到 15.9% 和 34.5%。ROA 低于行业的平均水平，2017 年为 2.6%。

图 90、新城发展控股历年 ROE 及行业 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 91、新城发展控股历年 ROA 及行业 ROA

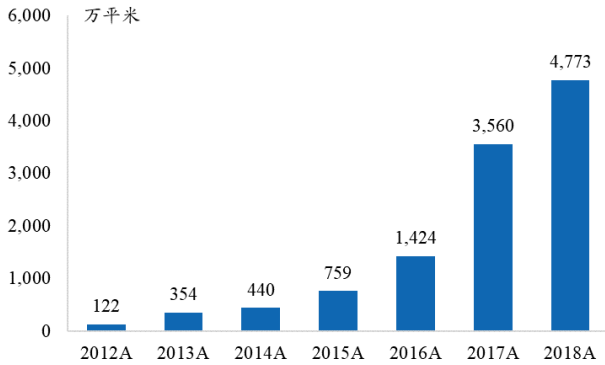


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司自 2015 年开始加大土地储备扩张的力度，尤其是 2017 年和 2018 年，新增土

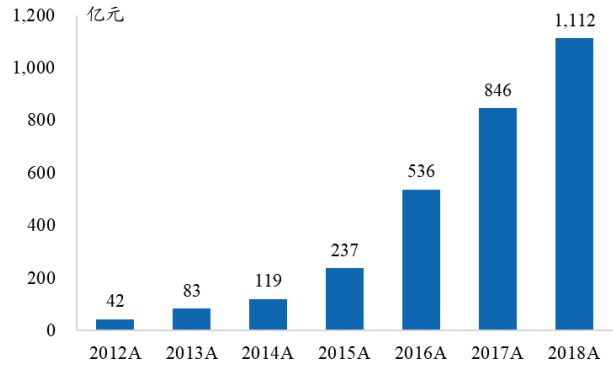
储的面积分别达到 3560 和 4773 万平米；2017 年和 2018 年总土地款分别为 846 和 1112 亿元。

图 92、新城发展控股历年新增土储面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

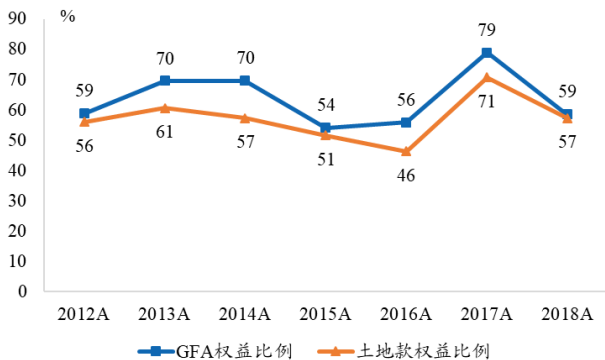
图 93、新城发展控股历年土地款



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

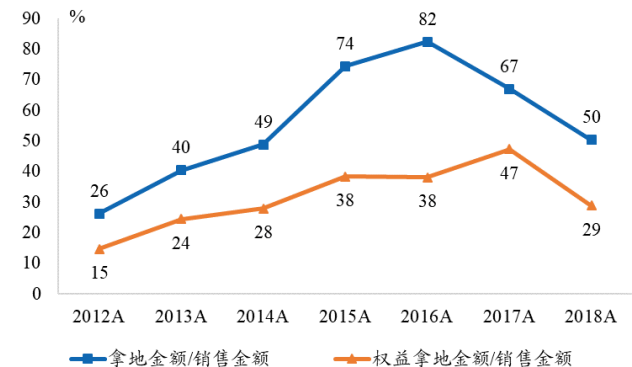
近年来公司保持较高土储权益占比，达到 70% 以上。拿地的力度随着土储规模的增厚以及销售规模的提升，拿地金额占销售金额的比例开始下行。

图 94、新城发展控股历年新增土储权益占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

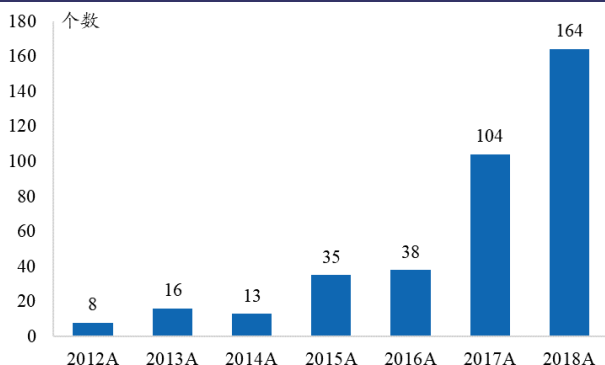
图 95、新城发展控股历年拿地力度



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

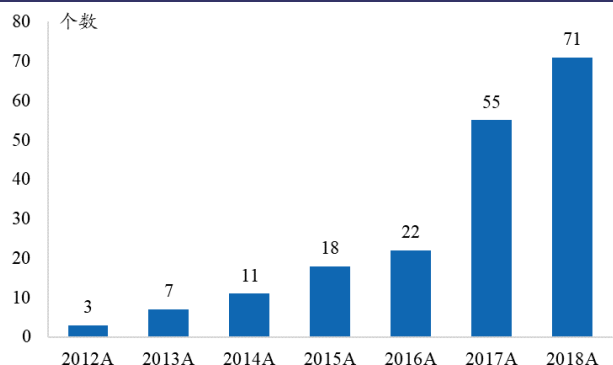
随着公司规模的扩充，每年新增的项目和拿地的城市数量也大增，2018 年公司在 71 个城市获取了 134 个土地项目。

图 96、新城发展控股历年新增项目个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 97、新城发展控股历年城市个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司从 2012 年的 9 个城市，逐年扩张，到 2018 年，已经进入 90 多个个城市，覆盖主要的一线、二线、三线及四线城市。

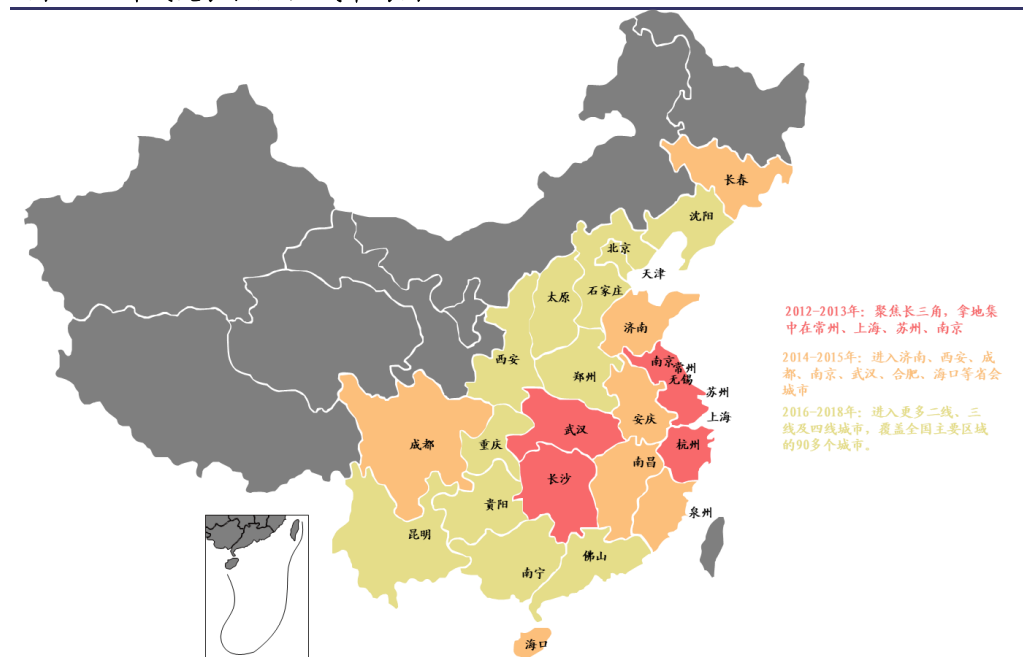
表 3、新城发展控股城市扩张历程

年份	新进入城市	总城市
2012A	进入武汉，9 个城市有 78 个项目	9
2013A	进入杭州、镇江、南通等城市	10
2014A	进入长春、青岛、济南、安庆、南昌和海口	16
2015A	进入成都、宁波、台州、绍兴、嘉兴、衢州、泉州等 8 个城市	25
2016A	进入天津、佛山等城市	33
2017A	进入重庆、东莞、惠州等 30 余个城市	60
2018A	进入北京、沈阳、烟台等 30 余个新城市	90+

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从覆盖区域来看，公司发起于常州，在 2013 年之前深耕长三角，2014-2015 向更广泛区域布局，2016-2018 实现主要区域重点城市的布局。

图 98、新城发展控股区域布局图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

以下重点分析新城历年的拿地情况：

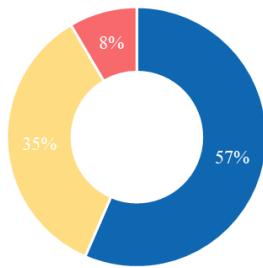
2012 年，公司于 2012 年 11 月底登陆港股市场，公司的土储有近一半位于常州，公司急需优化土储的结构。全年在上海、苏州、武汉共获取 8 块土地，其中 5 块位于上海。

2013 年，公司上市后立即进入美元债市场，补充弹药。在 2013 年在 7 个城市获取 16 个土地项目，仍然以长三角重点城市为主，其中苏州、南京、上海、杭州的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

土地款占比分别达到 27%、24%、17%和 13%。通过 2012-2013 年的调整，公司土储结构得到优化，常州从 49%降至 37%，苏州增加至 20%。

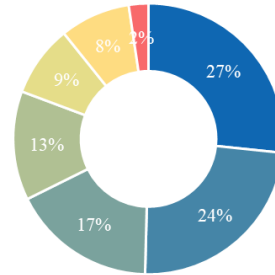
图 99、新城发展控股 2012 年土地款城市分布



■上海 ■苏州 ■武汉

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 100、新城发展控股 2013 年土地款城市分布



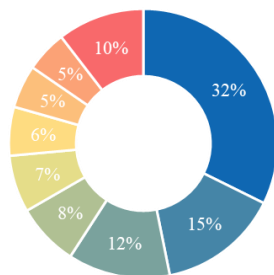
■苏州 ■南京 ■上海 ■杭州 ■镇江 ■南通 ■常州

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2014 年，公司继续执行“区域聚焦、快速周转、产品多元化”的发展战略，在 11 个城市获取 13 块土地，新进入长春、青岛、济南、安庆、南昌和海口 6 个重点城市。土地款占比较高的城市分别为南京、青岛、武汉、长春和苏州，分别达到 32%、15%、12%、8%和 7%。

2015 年，公司加大了区域布局的力度，以上海为中枢，长三角为核心，向其他重点城市群扩张，进入了成都、宁波等 8 个城市。全年获取土地储备 759 万平米，总土地款达到 237 亿元，土地款占比较高的城市分别为上海、苏州、南京、杭州等，占比分别为 23%、21%、17%和 11%。

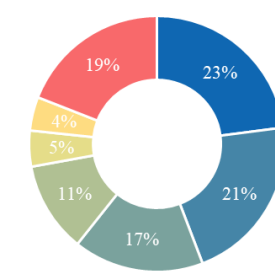
图 101、新城发展控股 2014 年土地款城市分布



■南京 ■青岛 ■武汉 ■长春 ■苏州 ■上海 ■南昌 ■安庆 ■其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 102、新城发展控股 2015 年土地款城市分布



■上海 ■苏州 ■南京 ■杭州 ■台州 ■金华 ■其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在 2016 年进一步优化区域布局，拿地的量也开始增加，除了在优势区域继续保持拿地力度，继续在重点城市布局，新进入了天津、佛山等城市。全年获取土地储备 1424 万平米，总土地款达到 536 亿元，土地款占比较高的城市仍然是苏州、南京、青岛、上海以及天津，占比分别为 28%、14%、11%、9%和 8%。

2017 年，公司继续高速扩张，总土储的规模扩充了一倍，进入的城市也翻了一倍，

全年获取土地储备 3560 万平米，总土地款达到 846 亿元，重点城市包括合肥、常州、苏州以及上海等，公司进入了更多的三四线城市。

图 103、新城发展控股 2016 年土地款城市分布

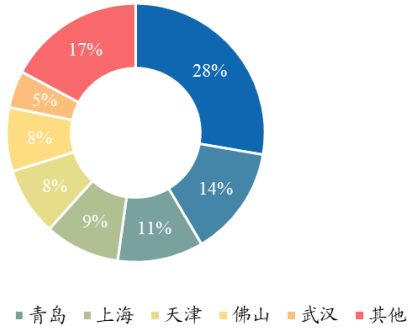
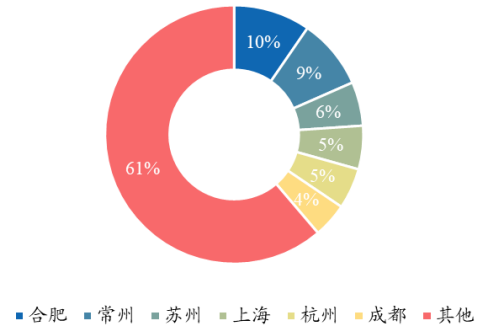


图 104、新城发展控股 2017 年土地款城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年，公司合约销售规模突破 2000 亿元，排名进入行业前十，全年在土地获取上继续保持规模，在 71 个城市获取了 164 块土地全年获取土储 4773 万平米，总土地款达到 1112 亿元，公司进入了更多的城市，各城市土地款占比比较均匀。

公司的拿地方式跟趋多样化，在招拍挂以外有了更多了收并购的项目。2017/2018 年公司通过招拍挂获取土储的比例大约在 60%，其余为收并购或者合作开发的模式获取。

图 105、新城发展控股 2018 年土地款城市分布

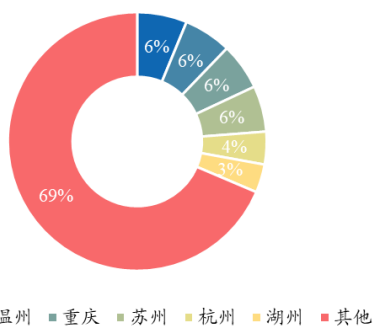
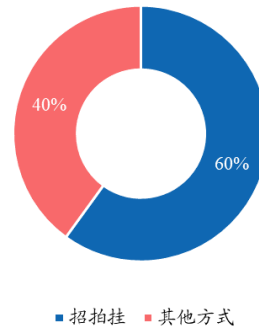


图 106、新城发展控股土地获取方式



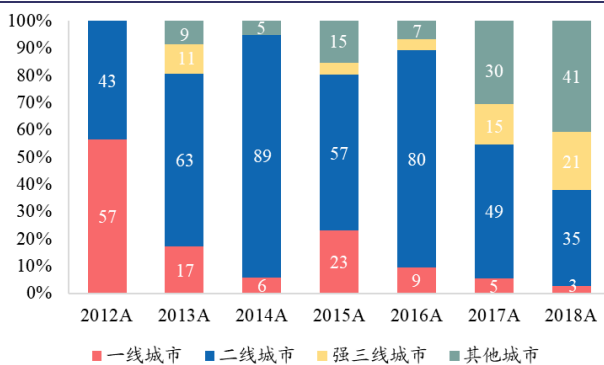
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从城市能级来看，公司前期主要聚焦于一二线城市，以上海为中心，向长三角其他二线城市布局。从 2017 年开始公司加大了拿地的规模，从而进入更多的三四线城市，2017/2018 年公司在三四线城市的拿地占比分别达到 45%和 62%。公司新增土储占下一年的销售均价的比例一直保持在略低于 30%的水平，2017 年降至新低的 19%，主要由于公司销售均价的提升。

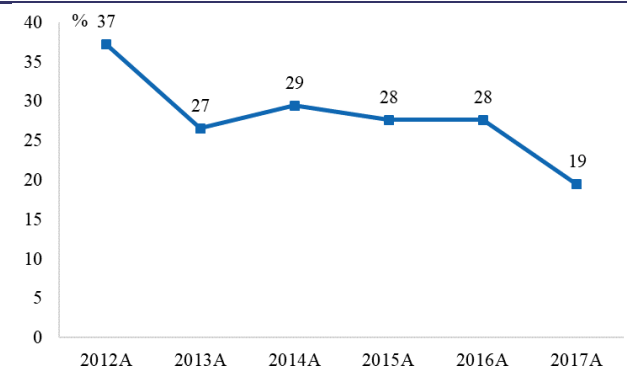
海外行业深度研究报告

图 107、新城发展控股 2012-2018 年拿地城市能级



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

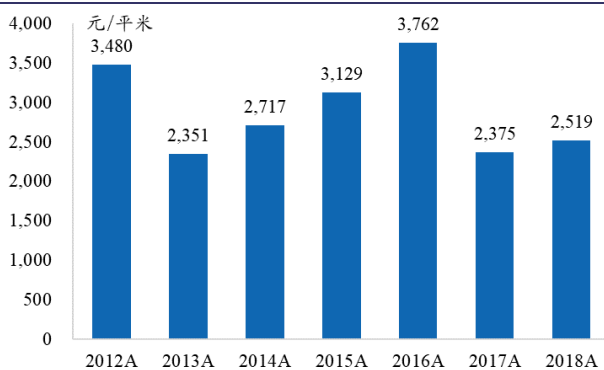
图 108、新城发展控股历年拿地成本/下一年销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

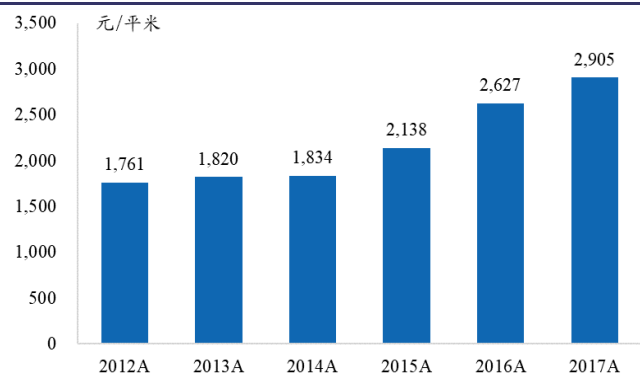
由于 2012-2016 年期间，公司拿地城市聚焦于一二线城市，带动土地成本上升，2017-2018 年向更多低能级城市扩张后新增土储成本下降。截止 2017 年公司整体土地储备的平均成本为 2905 元/平米。

图 109、新城发展控股历年平均拿地成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

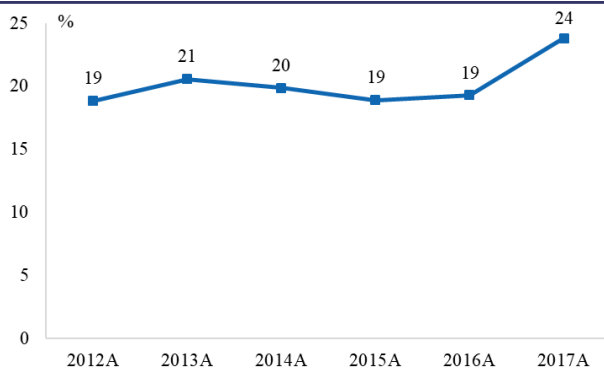
图 110、新城发展控股整体土储平均成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

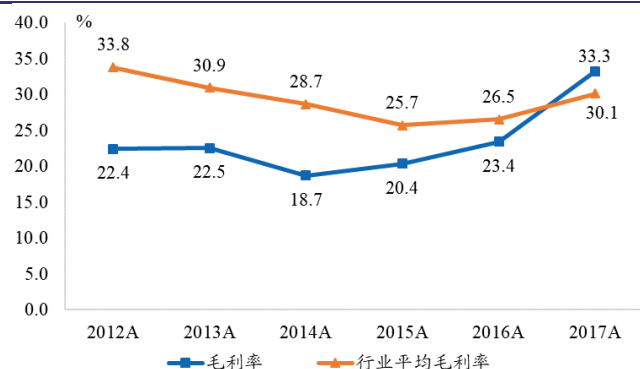
但销售滞后于拿地，公司整体土储的平均成本与下年销售均价的比例维持在 20% 左右，到 2016 年达到新高的 26.3%，到 2017 年降至 23%。公司对土地成本的良好控制显示为公司的毛利率提升。

图 111、新城发展控股土储平均成本/下一年销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 112、新城发展控股历年毛利率和行业毛利率

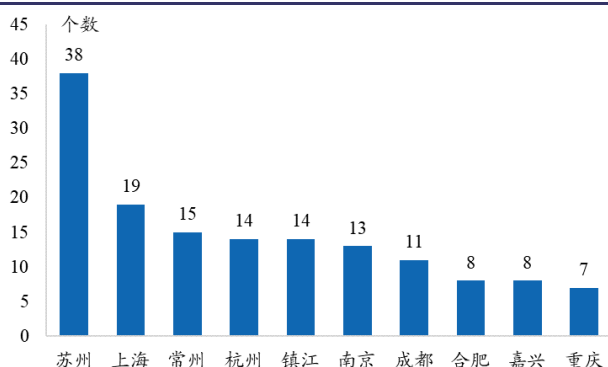


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

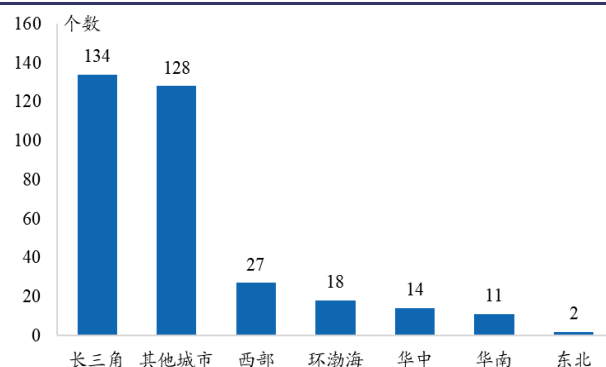
以下是对公司在 2012-2018 年的新拿地的统计数据的分析（权益占比会在公司业务开展中有所变化，可能与实际情况有所差异）。从所在城市项目数量来看，公司在苏州、上海、常州获取的项目最多，分别有 38、19 和 15 个。而从区域来看，公司在长三角、环渤海、西部、华南和华中分别获取了 98、78、57、22 和 15 个项目。

图 113、新城发展控股项目数量 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

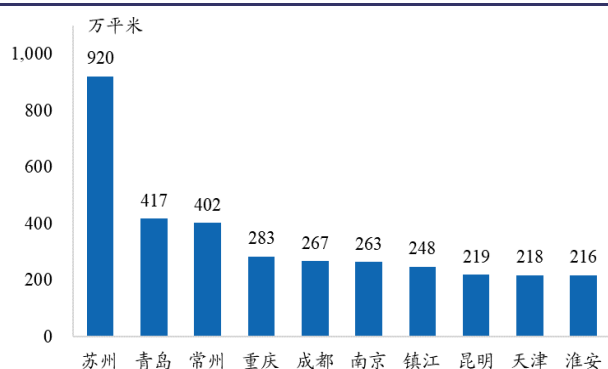
图 114、新城发展控股区域项目个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

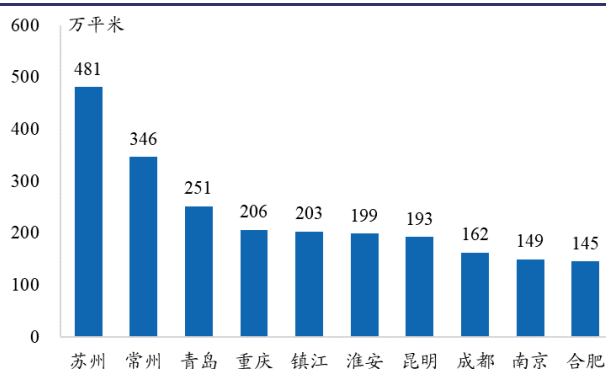
从新拿地的 GFA 来看，公司在苏州、青岛、常州、重庆和成都新增的面积最多，分别是 920、417、402、283 和 267 万平方米；从权益 GFA 来看，公司在苏州、常州、青岛、重庆和镇江的新增面积最大，分别是 481、346、251、206 和 203 万平方米。

图 115、新城发展控股 GFA-TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

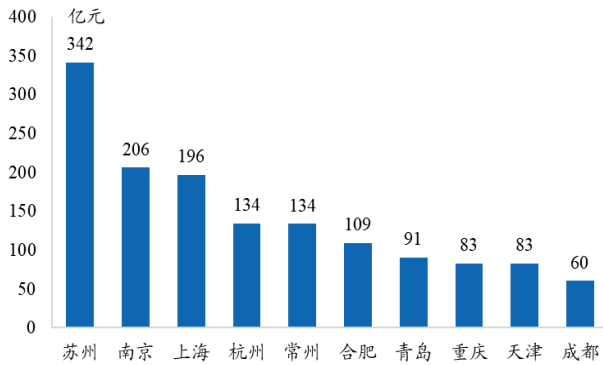
图 116、新城发展控股权益 GFA-TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

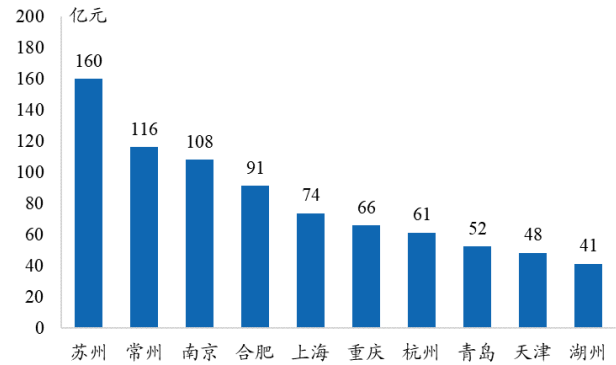
从新拿地的土地款来看，公司在苏州、南京、上海、杭州和常州投入资金最多，分别达到 342、206、196、134 和 134 亿元；从权益土地款来看，公司在苏州、常州、南京、合肥和上海投入资金最多，分别达到 160、116、108、91 和 74 亿元。

图 117、新城发展控股土地款 TOP10



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

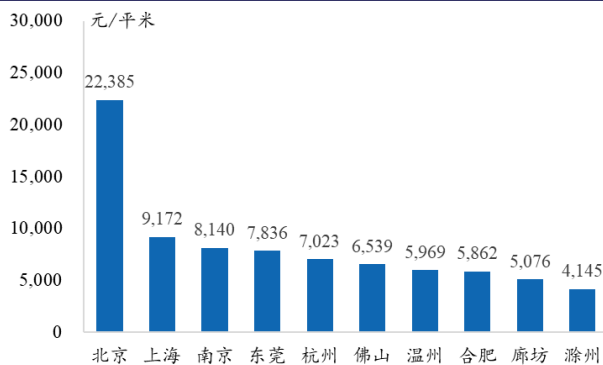
图 118、新城发展控股权益土地款 TOP10



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从新增土地的平均成本来看，公司在北京、上海、南京、东莞和杭州的土地成本最高，分别为 22385、9172、8140、7836 和 7023 元/平米；从公司 2017 年的城市销售均价来看，公司在上海、杭州、南京、南宁和温州的销售均价最高，分别为 44861、24341、23678、21946 和 18545 元/平米，公司整体的销售均价为 12201 元/平米。

图 119、新城发展控股平均土地成本 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 120、新城发展控股销售均价 TOP10 城市

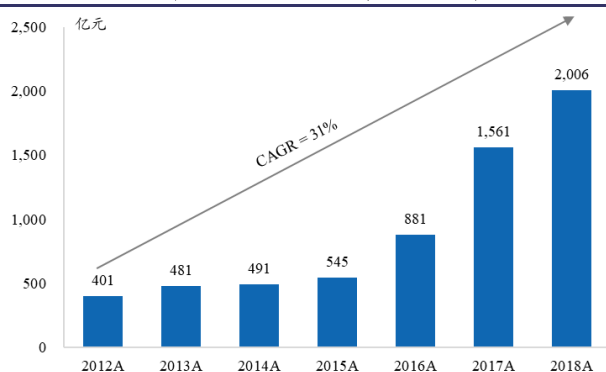


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、龙湖集团(0960.HK): 厚积薄发

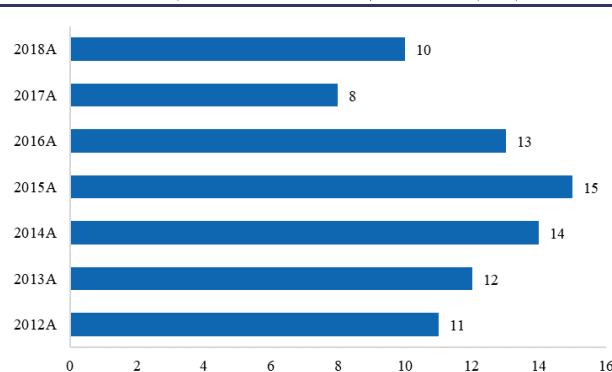
龙湖集团自 2011 年开启以“优土储、强运营、控成本、持商业、精团队”为关键词的战略转型，公司主动放慢了规模的扩张，合约销售从 2011 年的 383 亿元，增长至 2015 年的 545 亿元，年复合增速不到 10%。但经过几年调整，公司的土地储备结构、管理团队、运营体系都达到更好状态。2016-2018 年迎来厚积薄发的增长，合约销售规模分别为 881、1561 和 2000 亿元，分别同比增长 62%、77% 和 30%。行业排名重回前十。

图 121、龙湖集团 2012-2018 年合约销售



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

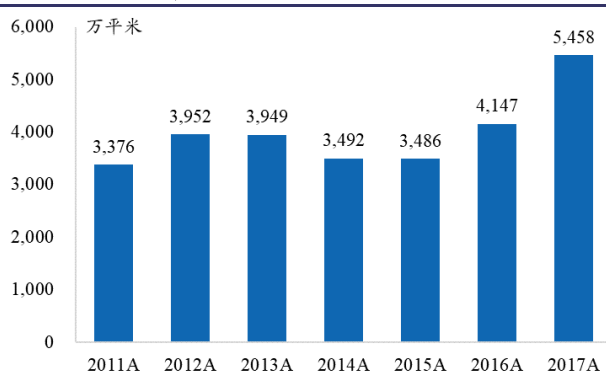
图 122、龙湖集团 2012-2018 年行业销售排名



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

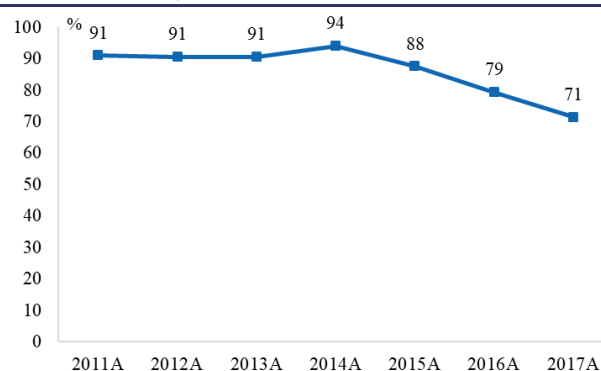
在公司 2011-2015 年公司的战略转型期间，公司并没有在规模上扩张，只是在结构上做优化，进入更多重点城市，土储分布更均匀。2016-2018 年的土储开始扩张，权益占比也开始下降，截止 2017 年公司总土地储备 5458 万平方米，权益占比为 71%。

图 123、龙湖集团的总土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 124、龙湖集团土储权益占比

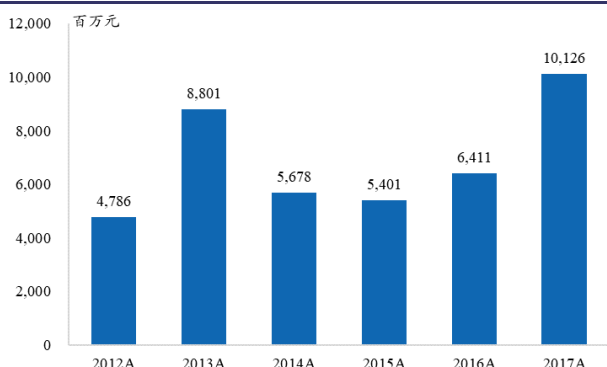


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截止 2012 年，公司总有息负债 328.37 亿元，现金 186.11 亿元，净负债 142.26 亿元，到 2017 年，净负债达到 506.43 亿元，2012-2017 年净增加有息负债 364.17 亿元。公司上市后拓宽了融资渠道，境内境外融资通畅，公司早在 2014 年即开始降低外债占比，降低了人民币贬值带来的影响，截止 2017 年，公司有息负债中，

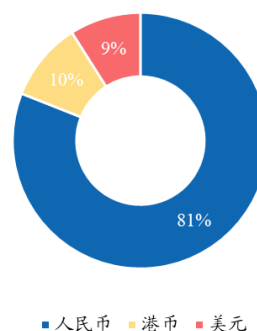
人民币、港币和美元的占比分别为 81%、10%和 9%。

图 125、龙湖集团 2011-2018 年新增净负债



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

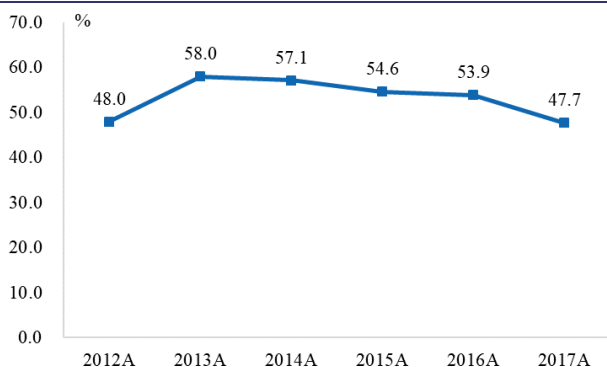
图 126、龙湖集团 2017 年有息负债结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

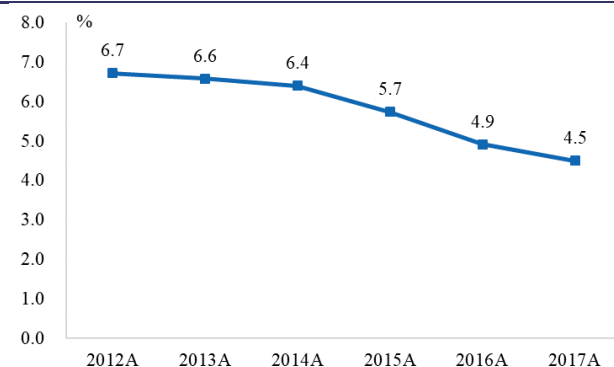
公司严守财务纪律，保持低杠杆运作，净负债率一直保持在 60%以内，截止 2017 年降至 47.7%，公司的信贷评级达到全投资级评级。公司的平均融资成本逐年下降，由 2012 年的 6.7%降至 4.5%，处于行业较低水平。

图 127、龙湖集团 2011-2017 年净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

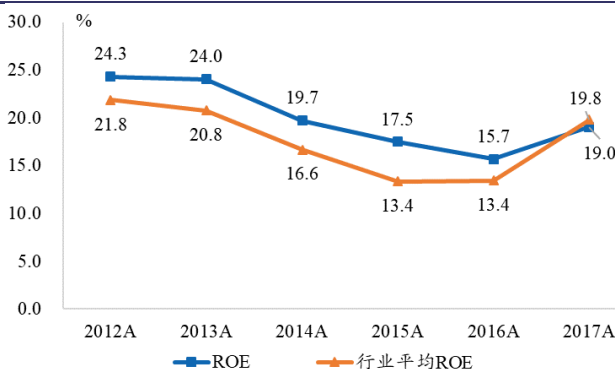
图 128、龙湖集团 2011-2017 年平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

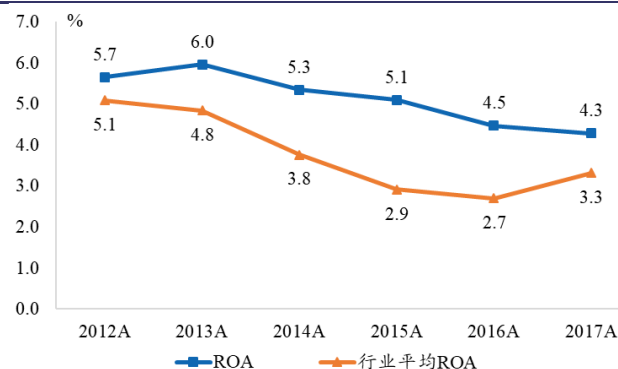
公司的 ROE 和 ROA 一直高于行业平均水平，但随着公司持有越来越多的投资物业，ROE 水平有所降低。

图 129、龙湖集团历年 ROE 及行业 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

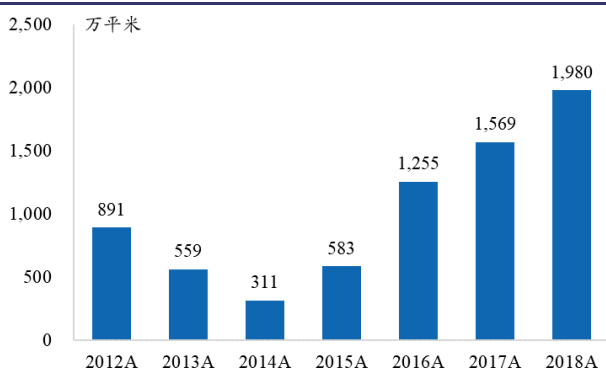
图 130、龙湖集团历年 ROA 及行业 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

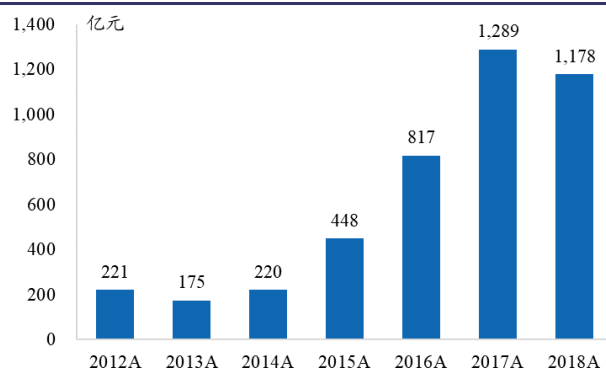
从2012-2018年，公司一共在44个城市获取270个项目，新增土地储备面积6977万平方米，权益面积5044万平方米，权益占比72.3%；总土地款4243亿元，权益土地款2778亿元，权益占比65.5%；平均地价6274元/平米，扣除香港项目后平均地价为5983元/平米。从历年新增面积和土地款的数据可以明显看到，公司从2015年开始加大了拿地扩张力度，新增土储面积和应付土地款都同比大幅提升。

图 131、龙湖集团历年新增土储面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

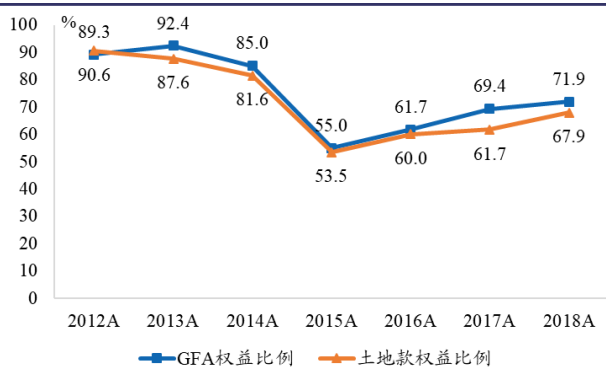
图 132、龙湖集团历年土地款



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

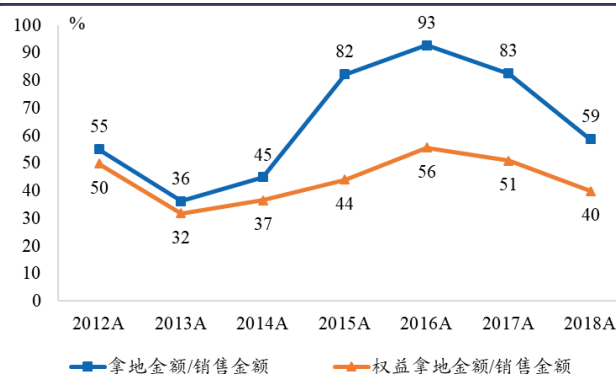
公司新增土地的权益占比在2014年以前都维持在90%左右，然后开始下降，到2015年降至55%左右后逐步回升，到2017年回到70%水平。公司拿地力度比较均衡，2012-2018年权益土地款占总销售额的比例约为40%，2016/2017该比例略微偏高。

图 133、龙湖集团历年新增土储权益占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

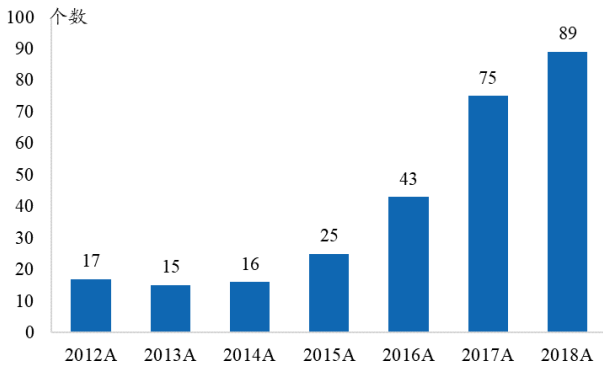
图 134、龙湖集团历年拿地力度



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

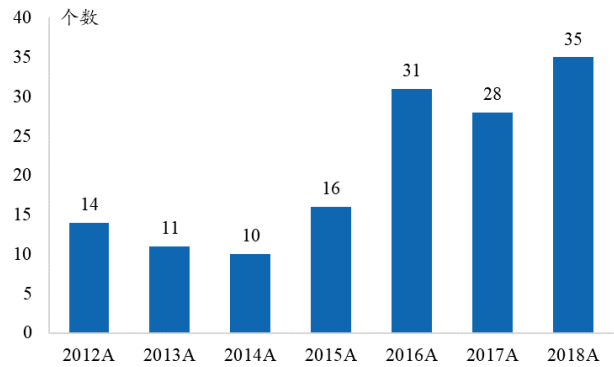
从新增项目个数来看，2015年之前都在20个左右，2016年新增43个项目，2017/2018均超过70个。2015年以前，公司拿地集中在10多个城市，到2016年，扩张至30个城市，而公司整体进入的城市达到44个。显示了公司更成熟的运营体系的建立，可以同时更多城市运营更多项目。

图 135、龙湖集团历年新增项目个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

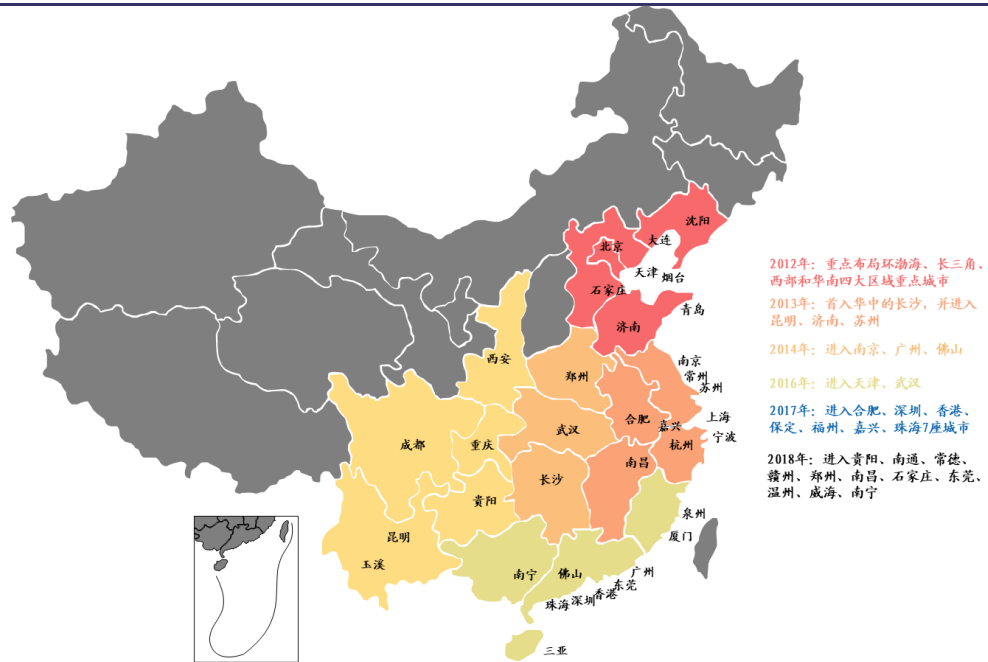
图 136、龙湖集团历年拿地城市个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从覆盖区域来看，公司最先进入西部、环渤海及长三角，然后布局华南和华中，实现了布局主要的中国经济发达，人口集中区域。

图 137、龙湖集团区域布局图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司从 2012 年的 17 个城市，逐年扩张，到 2018 年，已经进入 44 个城市，覆盖主要的一线、二线及强三线城市。可以看到，龙湖集团遵循稳扎稳打的策略，首先实现 5 大区域的覆盖，优先进入五大区域内的核心二线城市，再往核心城市周边热点城市下沉。

表 4、龙湖集团城市扩张历程

年份	新进入城市	总城市
2012A	环渤海（北京、沈阳、青岛、烟台、大连） 长三角（上海、无锡、常州、杭州、宁波、绍兴） 西部（重庆、成都、西安、玉溪） 华南（厦门、泉州）	17

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2013A	进入华中的长沙、西部的昆明、环渤海的济南和长三角的苏州	21
2014A	进入长三角的南京和华南的广州、佛山	24
2015A	未进入新城市	24
2016A	进入环渤海的天津和华中的武汉	26
2017A	进入合肥、深圳、香港、保定、福州、嘉兴、珠海7座城市	33
2018A	进入贵阳、南通、常德、赣州、郑州、南昌、石家庄、东莞、温州、威海、南宁	44

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

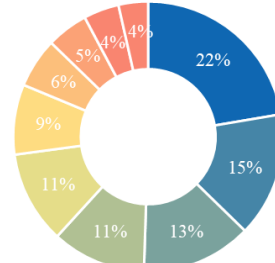
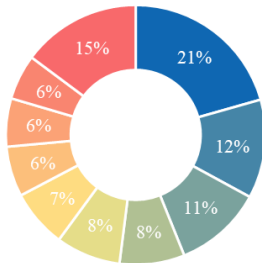
以下重点分析龙湖集团历年的拿地情况：公司在 2012-2015 年期间拿地的特点包括 1) 巩固现有优势城市，加大土地储备深度，如重庆、成都、北京等；2) 进入更多潜力二线城市，如杭州、南京、武汉等；3) 区域更广泛，进入华南、华中，实现全国范围内主要城市群布局。

2012 年，公司在 14 个城市获取 17 个项目，总土地款和 GFA 分别为 221 亿元和 891 万平米。土地款投入最多的城市分别为重庆、泉州、杭州、厦门和大连。公司在 2012 年新进了绍兴，并将业务区域拓展至华南，进入了厦门和泉州。

2013 年，公司在 11 个城市获取 15 个项目，总土地款和 GFA 分别为 175 亿元和 559 万平米。土地款投入最多的城市分别为重庆、苏州、北京、上海和杭州。公司在 2013 年新进了华中区域的长沙、西部的昆明、环渤海的济南和长三角的苏州。

图 138、龙湖集团 2012 年土地款城市分布

图 139、龙湖集团 2013 年土地款城市分布



■重庆 ■泉州 ■杭州 ■厦门 ■大连 ■北京 ■宜兴 ■成都 ■沈阳 ■其他

■重庆 ■苏州 ■北京 ■上海 ■杭州 ■长沙 ■沈阳 ■济南 ■大连 ■其他

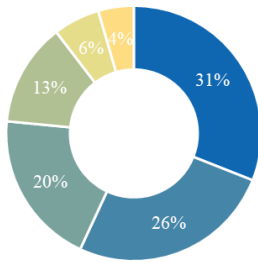
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2014 年，公司在 10 个城市获取了 16 个项目，总土地款和 GFA 分别为 220 亿元和 311 万平米。土地款投入最多的城市分别为杭州、北京、广州、南京和佛山，公司在本年的土地投资更聚焦，单个城市的投入量更大，杭州、北京和广州的土地款占比都超过 20%。公司在 2014 年进入长三角的南京和华南的广州、佛山。

2015 年，公司在 16 个城市共获取 25 个项目，总土地款和 GFA 分别为 448 亿元和 583 万平米。土地款投入最多的城市分别为北京、厦门、上海、杭州和南京，本年度公司加大了合作拿地的力度，土地款权益占比仅为 53.5%，为历年最低。公司在 2015 年并未进入新的区域和城市。

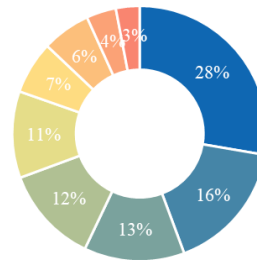
图 140、龙湖集团 2014 年土地款城市分布



■ 杭州 ■ 北京 ■ 广州 ■ 南京 ■ 佛山 ■ 成都

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 141、龙湖集团 2015 年土地款城市分布

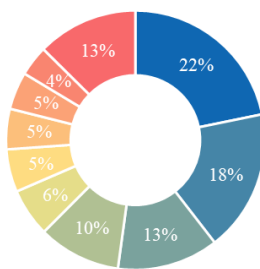


■ 北京 ■ 厦门 ■ 上海 ■ 杭州 ■ 南京 ■ 重庆 ■ 苏州 ■ 成都 ■ 其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截止 2011 年，公司的土地储备为 3376 万平米，经过 2012-2015 年的调整，公司土地储备仍为 3486 万平米，从绝对规模上来说，并没有扩充，权益土地面积还略有减少，但从结构上做了非常大的优化。1) **覆盖区域更广**，公司在 2011 年主要覆盖环渤海、长三角、西部这三个区域，公司在 2015 年进入了华中区域和华南区域，为后续进入更多城市打下基础；2) **城市布局更完善**，2011 年仅在 14 个城市开展业务，重点一二线城市仅进入北京、上海、杭州、重庆、成都、宁波等，到 2015 年，公司进入了 24 个城市，布局了更多的重点二线城市，如厦门、苏州、南京及广州等；3) **土储结构更优质**，2011 年，公司土地储备货值较多的城市为烟台、重庆、北京、成都、常州等城市，单个城市市场的波动对公司的影响很大，到 2015 年公司的土地储备货值较多的城市为烟台、重庆、北京、杭州、上海及成都等城市，且分布更均匀，受单个区域或单个城市的影响大大减小。公司以全新的姿态迎接 2016 年来的量价齐升，2016 年成为公司厚积薄发的第一年。

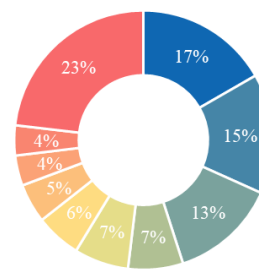
图 142、龙湖集团 2011 年城市货值占比分布



■ 烟台 ■ 重庆 ■ 北京 ■ 成都 ■ 杭州 ■ 常州 ■ 沈阳 ■ 西安 ■ 无锡 ■ 其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 143、龙湖集团 2015 年城市货值占比



■ 烟台 ■ 重庆 ■ 北京 ■ 上海 ■ 杭州 ■ 成都 ■ 南京 ■ 苏州 ■ 厦门 ■ 其他

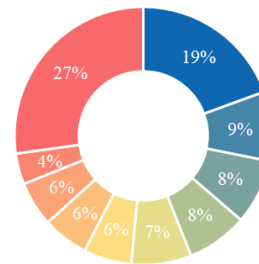
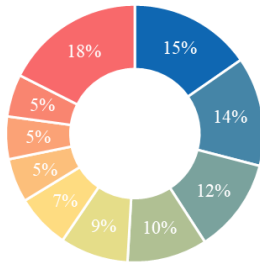
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2016 年，公司在 31 个城市获取 43 个项目，总土地款和 GFA 分别为 817 亿元和 1255 万平米。土地款投入最多的城市分别为北京、重庆、杭州、武汉和济南，公司在 2016 年新进入环渤海的天津和华中的武汉。2016 年的房地产市场量价齐升，也是公司销售爆发的首年，合约销售金额同比增长 62%，公司拿地的力度也较前几年大增。

2017年，公司在28个城市获取75个项目，总土地款和GFA分别为1289亿元和1569万平方米。土地款投入最多的城市分别为北京、武汉、杭州、济南和重庆。公司在2017年进入了7座新城市，分别是合肥、深圳、香港、保定、福州、嘉兴、珠海。总进入城市达到33个。

图 144、龙湖集团 2016 年土地款城市分布

图 145、龙湖集团 2017 年土地款城市分布



■北京 ■重庆 ■杭州 ■武汉 ■济南 ■成都 ■青岛 ■上海 ■苏州 ■其他

■北京 ■武汉 ■杭州 ■济南 ■重庆 ■成都 ■天津 ■香港 ■合肥 ■其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

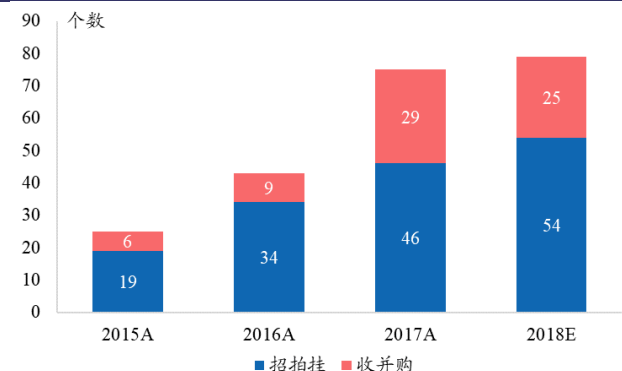
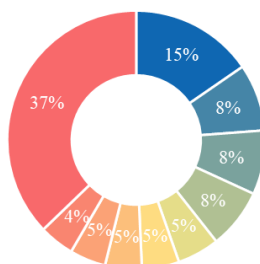
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018年，公司在35个城市获取79个项目，总土地款和GFA分别为1074亿元和1809万平方米。土地款投入最多的城市分别为杭州、重庆、南京、苏州和济南。公司在2018年进入了11座新城市，分别是南通、郑州、南昌、石家庄、贵阳、常德、威海、赣州、东莞、温州、南宁，总进入城市达到44个。公司的拿地更分散，城市布局更完善。

公司的拿地方式更趋多样化，凭借公司中高端的品牌定位、超低的融资成本以及成熟的运营管理体系，公司在招拍挂以外有了更多了收并购的项目。从2015到2017年公司分别收购的项目个数达到6、9和29个，2018年前11个月收购了25个项目。

图 146、龙湖集团 2018 年土地款城市分布

图 147、龙湖集团土地获取方式



■杭州 ■重庆 ■南京 ■苏州 ■济南 ■大连 ■北京 ■青岛 ■贵阳 ■其他

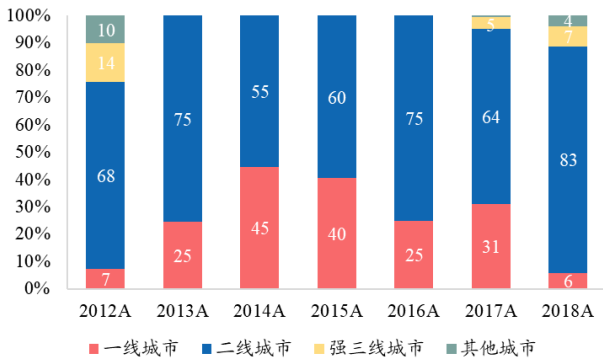
■招拍挂 ■收并购

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

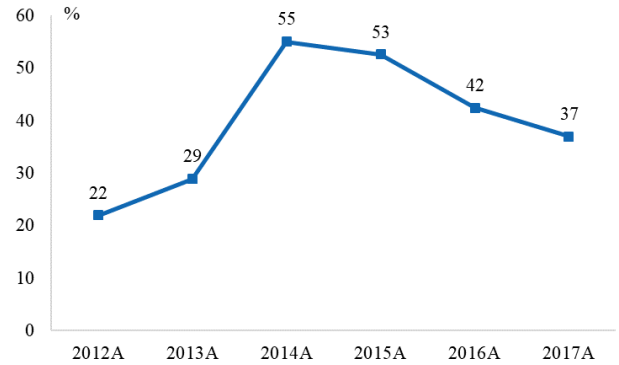
从城市能级来看，龙湖集团主要聚焦于一、二线城市。尤其是2012-2016，新增土地均位于一线及二线城市。导致公司新增土地的成本较下一年的销售均价的比例偏高，但随着新购土地进入销售期，公司的销售均价提升，该比例开始下降。

图 148、龙湖集团 2012-2018 年拿地城市能级



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

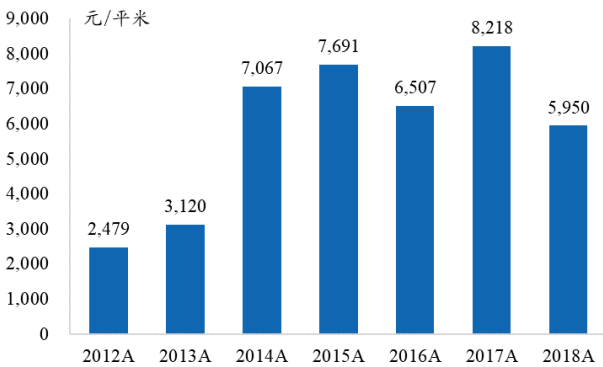
图 149、龙湖集团历年拿地成本/下一年销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

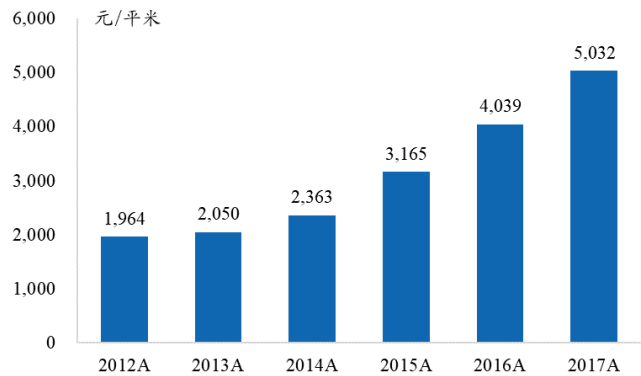
由于拿地城市聚焦于一、二线城市，带动土地成本上升，尤其从 2014 年开始新增土地储备平均成本大幅提升，带动公司整体土储的平均成本抬升。截止 2017 年公司平均土地成本为 5032 元/平米，较 2012 年提升 156%。

图 150、龙湖集团历年平均拿地成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

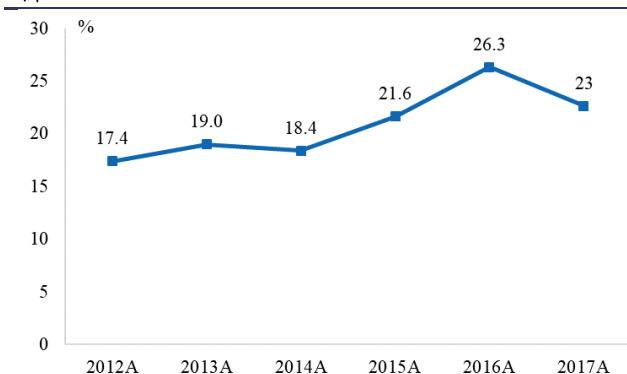
图 151、龙湖集团整体土储平均成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

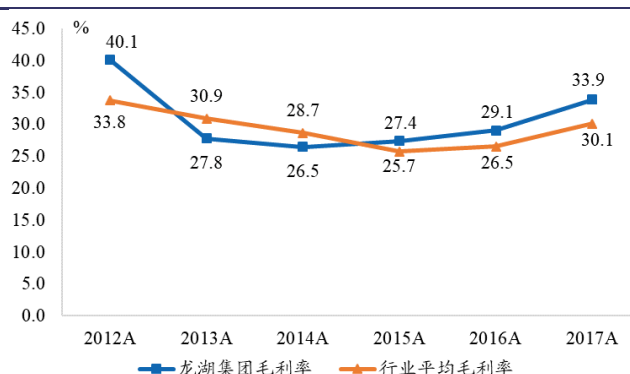
但销售滞后于拿地，公司整体土储的平均成本与下年销售均价的比例维持在 20% 左右，到 2016 年达到新高的 26.3%，到 2017 年降至 23%。公司对土地成本的良好控制显示为公司的毛利率提升（公司的毛利率提升一方面也受益于毛利率较高的投资物业规模提升）。

图 152、龙湖集团整体土储平均成本/下一年销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 153、龙湖集团历年毛利率和行业毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

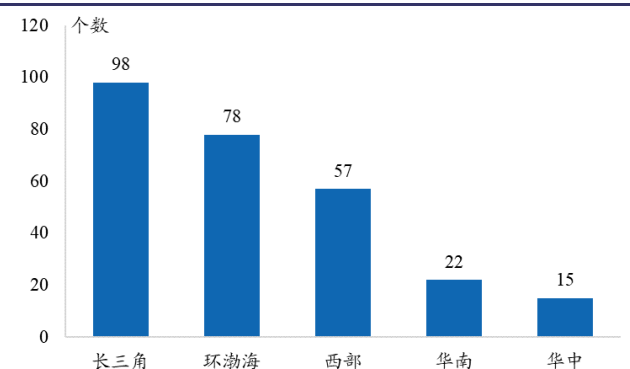
以下是对公司在 2012-2018 年的新拿地的统计数据进行分析（权益占比会在公司业务开展中有所变化，可能与实际情况有所差异）。从所在城市项目数量来看，公司在杭州、重庆、北京获取的项目最多，分别有 28、23 和 22 个。而从区域来看，公司在长三角、环渤海、西部、华南和华中分别获取了 98、78、57、22 和 15 个项目。

图 154、龙湖集团项目数量 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

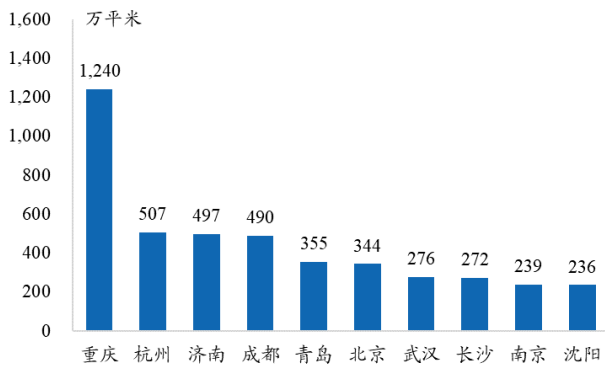
图 155、龙湖集团区域项目个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

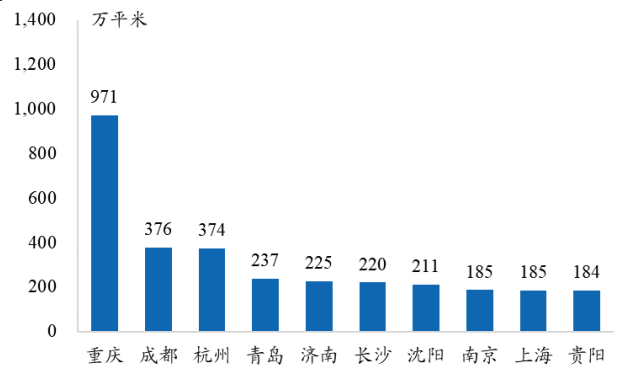
从新拿地的建筑面积来看，公司在重庆、杭州、济南、成都和青岛新增的面积最多，分别是 1240、507、497、490 和 355 万平方米；从权益建筑面积来看，公司在重庆、成都、杭州、青岛和济南的新增面积最大，分别是 971、376、374、237 和 225 万平方米

图 156、龙湖集团 GFA-TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 157、龙湖集团权益 GFA-TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

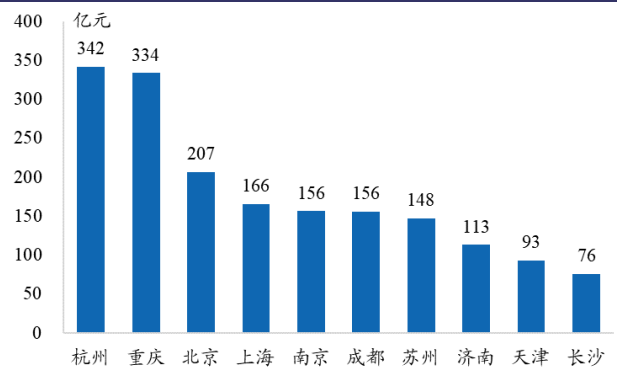
从新拿地的土地款来看，公司在北京、杭州、重庆、济南和南京投入资金最多，分别达到 640、528、420、234 和 219 亿元；从权益土地款来看，公司在杭州、重庆、北京、上海和南京投入资金最多，分别达到 342、334、207、166 和 156 亿元。

图 158、龙湖集团土地款 TOP10



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

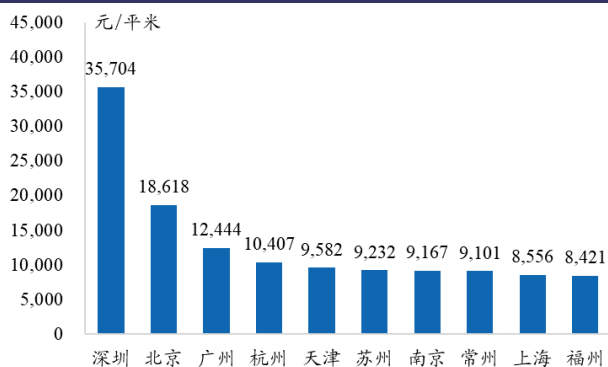
图 159、龙湖集团权益土地款 TOP10



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

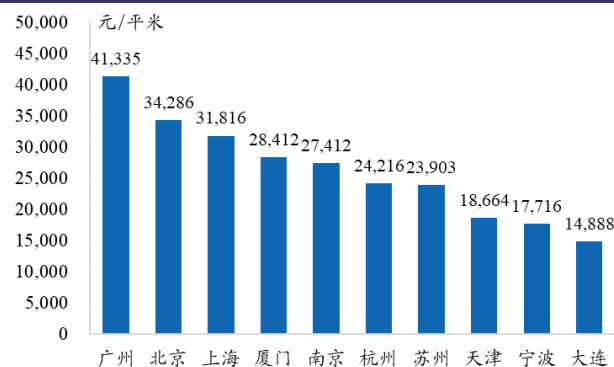
从新增土地的平均成本来看（排除香港），公司在深圳、北京、广州、杭州和天津的土地成本最高，分别为 35704、18618、12444、10407 和 9582 元/平米；从公司 2017 年的城市销售均价来看，公司在广州、北京、上海、厦门和南京的销售均价最高，分别为 41335、34286、31816、28412 和 27412 元/平米，公司整体的销售均价为 15352 元/平米。

图 160、龙湖集团平均土地成本 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 161、龙湖集团销售均价 TOP10 城市

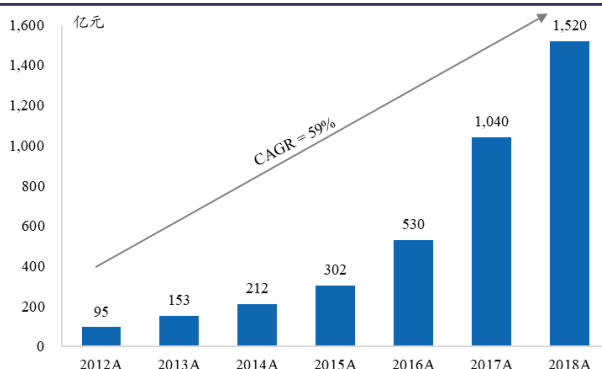


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、旭辉控股(0884.HK): 择时典范

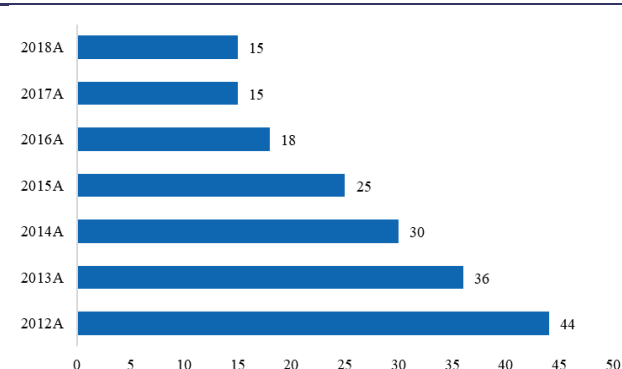
旭辉控股(884.HK)是业界逆周期拿地的典范。公司于2012年在香港上市,当年公司的合约销售金额为95亿元,行业销售排名44名。到2018年,公司的合约销售金额达到1520亿元,2012-2018年复合增速达到59%,行业销售排名为15名,进步神速,增速位于行业前列。公司销售规模的突飞猛进与公司逆周期积极的拿地策略息息相关。

图 162、旭辉控股 2012-2018 年合约销售



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

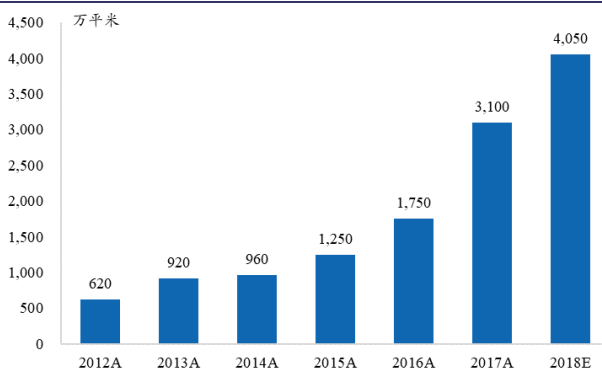
图 163、旭辉控股 2012-2018 年行业销售排名



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

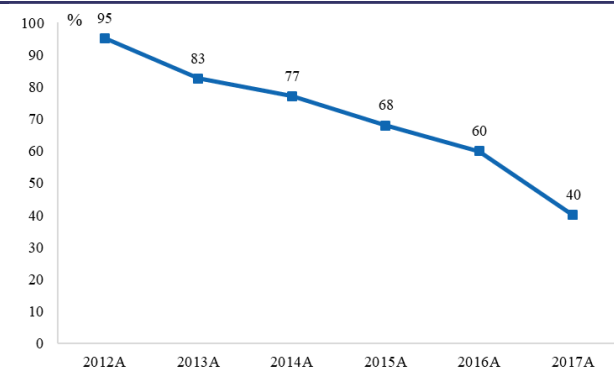
旭辉控股以擅长逆周期拿地著称, 抓准城市轮动, 提前布局, 并坚持拿地的财务策略。与行业同样以高周转或高增长的房企不一样, 旭辉控股严格的控制了财务杠杆, 并不是通过加杠杆的形式来实现土地储备的扩充, 而是通过加大合作力度, 降低土地储备的权益占比。在发展初期与大型房企(如置地、恒基、绿地等), 等公司发展壮大, 达到中大型房企规模, 融资成本降低, 实现重点城市布局后开始与地方小型房企合作。公司土储的权益占比由2012年的95%降至2017年的40%, 2018年将略有提升。

图 164、旭辉控股的总土地储备



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

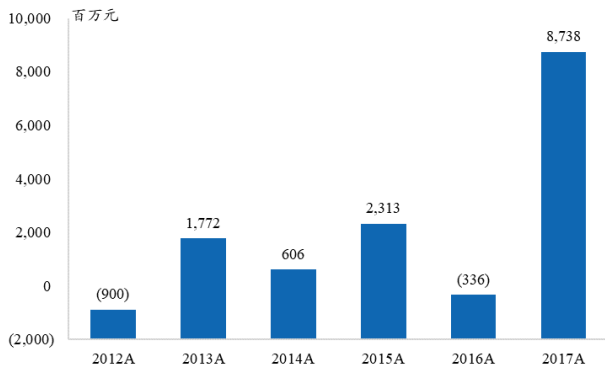
图 165、旭辉控股土储权益占比



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

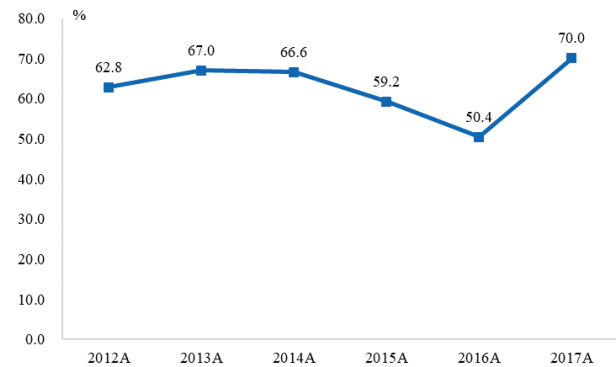
从负债角度，截止 2012 年，公司总有息负债 89.5 亿元，现金 45.9 亿元，净负债 43.6 亿元，到 2017 年，净负债达到 174.5 亿元，2012-2017 年净增加有息负债 131 亿元。公司上市后拓宽了融资渠道，从国内单一的银行贷款扩展到境外美元债、银团贷款等，截止 2017 年公司的有息负债结构为境外债券、境外银行贷款、境内公司债和境内银行贷款及其他，占比分别为 10%、33%、20%和 37%，融资渠道多样化。

图 166、旭辉控股 2012-2018 年新增净有息负债



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

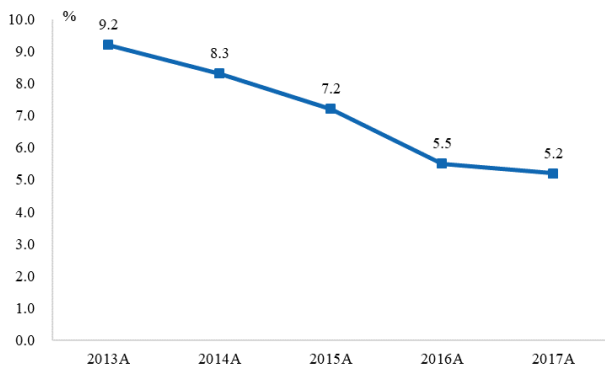
图 167、旭辉控股 2012-2017 年净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

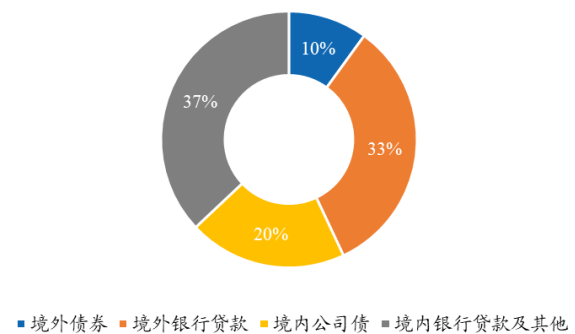
公司严守财务纪律，过去几年净负债率均维持在 70% 以内，低于行业平均水平。2017 年净负债率 50.9%（若永续债计算为负债则为 70%）。公司在高速成长的同时，有效的控制了财务杠杆。同时，公司的融资成本也逐年下降，由 2013 年的 9.2% 降至 2017 年 5.2%，在行业内属于较低水平，公司的融资优势逐渐显现，也有利于公司与一些地方未上市的小型民企合作。

图 168、旭辉控股 2013-2017 年平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

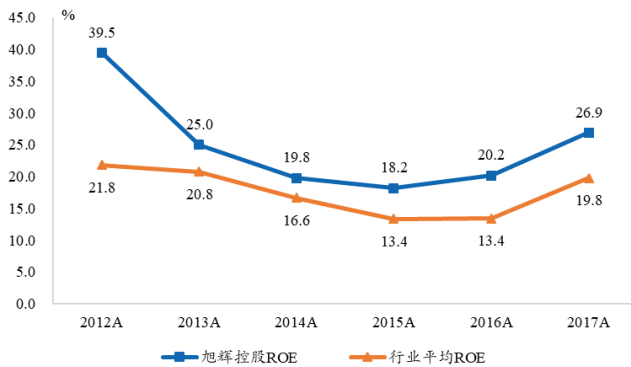
图 169、旭辉控股 2017 年有息负债结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

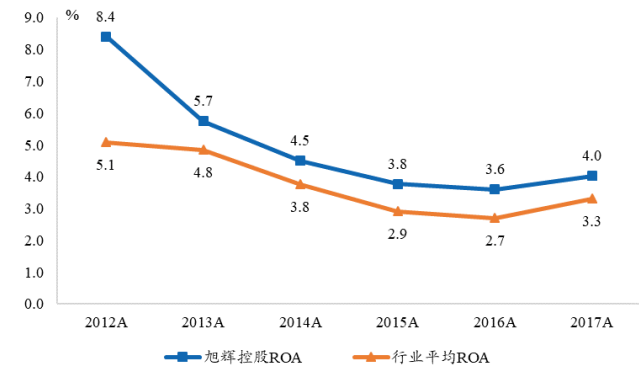
从 ROE 和 ROA 的角度，旭辉控股 2012-2017 年的 ROE 和 ROA 均高于行业平均水平。截止 2017 年，公司的 ROE 为 26.9%，高于行业平均的 19.8%；ROA 为 4.0%，高于行业的 3.3%。

图 170、旭辉控股 ROE 及行业平均 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

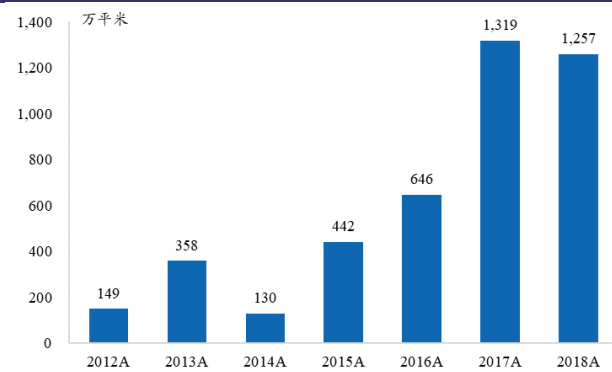
图 171、旭辉控股 ROA 及行业平均 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

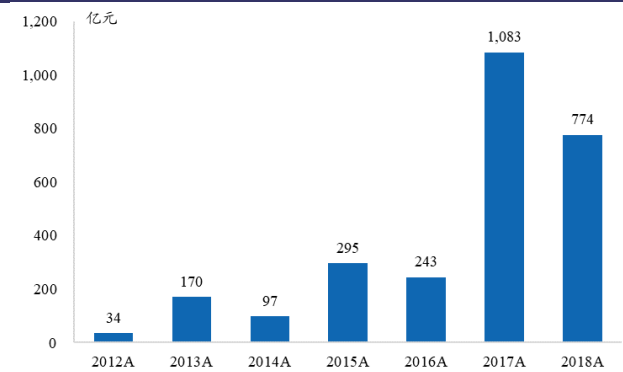
从 2012-2018 年，公司一并在 54 个城市获取 276 个项目（包括招拍挂及收并购），总建筑面积为 4300 万平方米，总土地款为 2697 亿元，平均地价为 6274 元每平方米。从每年拿地的数据来看，公司从 2012-2017 年一直在降低拿地的权益占比，但从 2018 年开始，权益占比在回升。

图 172、旭辉控股历年新增土储



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

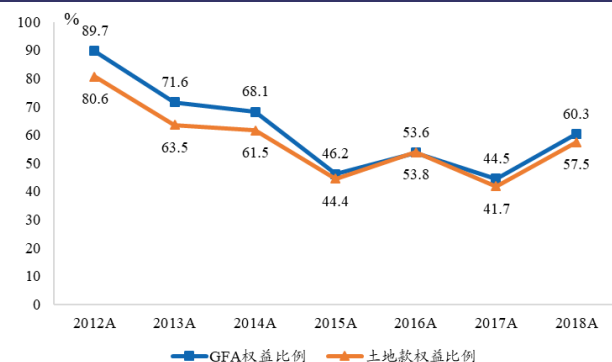
图 173、旭辉控股历年土地款



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

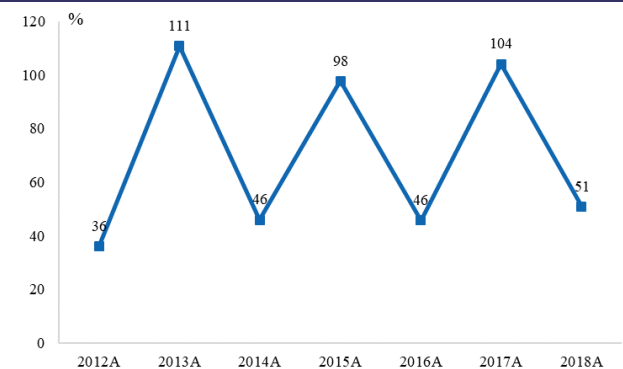
公司的土地投入呈现周期性波动，每隔一年都会加大拿地的力度，2013、2015 和 2017 年拿地金额分别是销售金额的 111%、98% 和 104%，而 2012、2014、2016 和 2018 年拿地都比较谨慎，拿地金额约为销售金额的 45% 左右。

图 174、旭辉控股历年新增土储权益占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 175、旭辉控股历年拿地金额/合约销售

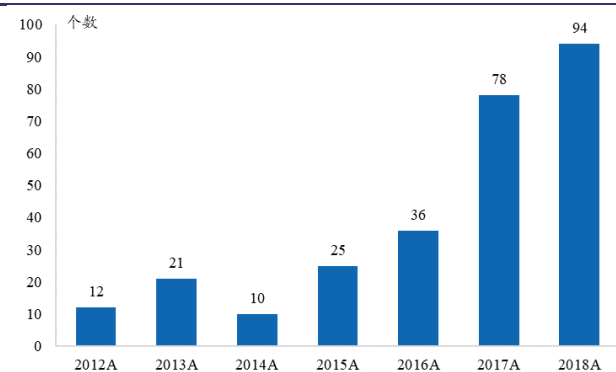


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

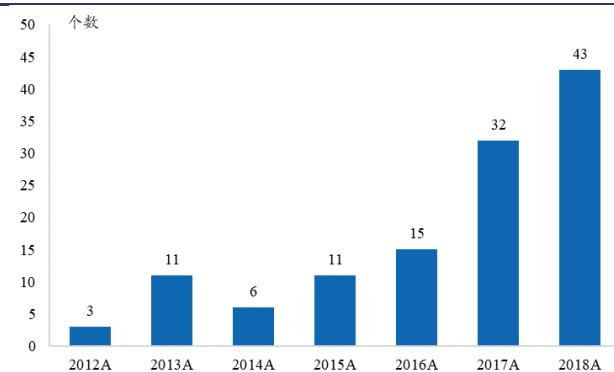
从公司新增的项目个数和城市分布来看，公司加速在全国主要城市布局，2017年在32个城市获取78个项目，2018年在43个城市获取94个项目。

图 176、旭辉控股历年新增项目个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 177、旭辉控股历年拿地城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

以下将重点分析旭辉控股历年新增土储在城市布局上的选择。我们总结了几个特点：1) 发展前期阶段，在公司2012年上市之前，以区域聚焦，城市聚焦为主，重仓长三角区域核心城市，并试探性进入重点城市群，如长三角的上海、苏州、合肥；环渤海的北京、天津等；2) 全国化布局阶段，公司2012年上市至2016年期间，公司立足长三角城市群，向环渤海（北京、天津、沈阳）、中西部（重庆、武汉等）、粤港澳大湾区（广州、佛山等）城市群布局，先进入省会及重点二线城市；3) 深化布局阶段，公司2017年新的五年计划开始至现在，在核心城市群以点带面，继续下沉周边城市，做大销售规模。

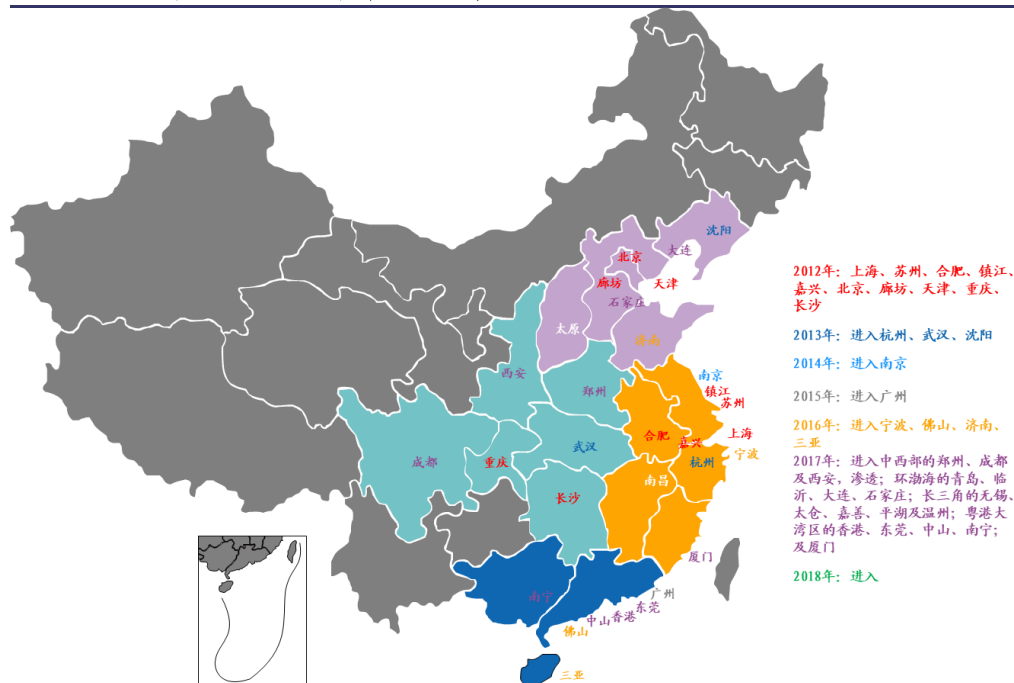
表 5、旭辉控股城市扩张历程

年份	新进入城市	总城市
2012A	上市年：10个城市开展业务，上海、苏州、合肥、镇江、嘉兴、北京、廊坊、天津、重庆、长沙	10
2013A	进入3个二线城市：杭州、武汉、沈阳	13
2014A	进入1个二线城市：南京	13
2015A	进入1个一线城市：广州	14
2016A	进入4个二线城市：宁波、佛山、济南、三亚 进入17个新城市： (i) 郑州、成都及西安，渗透中西部； (ii) 青岛、临沂、大连、石家庄，扩展环渤海；	18
2017A	(iii) 无锡、太仓、嘉善、平湖及温州，稳固长三角热点都市圈及省域化渗透； (iv) 香港、东莞、中山、南宁，布局粤港澳大湾区；及 (v) 厦门，于福建省重新建立据点。	36
2018A	新进入18个城市	54

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截止 2018 年，公司仍然聚焦于四大城市群，长三角、环渤海、中西部以及粤港澳大湾区。城市布局稳扎稳打，由点带面，逐步深耕。

图 178、旭辉控股重点城市布局时间表

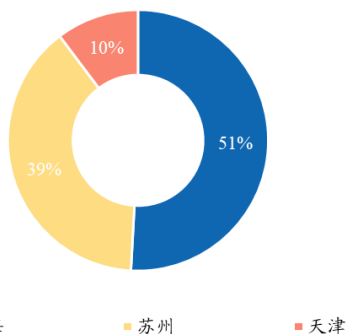


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2012 年，公司体量仍然较小，全年合约销售金额为 95 亿元，公司仅在重点布局的三个城市拿地，分别是上海、苏州和天津，一共获取 12 个项目，土地款的占比分别为 51%、39%和 10%，权益土地款的占比达到 81%。

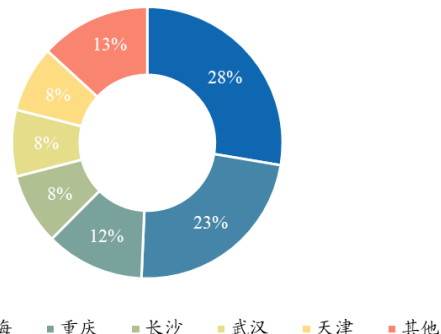
2013 年，公司加大了对外扩张的力度，一共在 11 个城市获取了 21 个项目，其中重仓的城市为杭州、上海、重庆，土地款占比分别达到 28%、23%和 12%，为新进入城市，公司上市后为全国布局打下基础。新进入城市包括：杭州、武汉、沈阳。

图 179、旭辉控股 2012 年土地款城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 180、旭辉控股 2013 年土地款城市分布

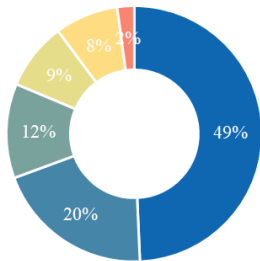


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2014年，市场环境并不是太好，公司在拿地上略有调整，整体偏谨慎，在6个城市获取10个项目，总土地款和GFA分别为97亿元和130万平方米，拿地金额占销售金额的比例为46%。其中重仓城市为上海、苏州和合肥，土地款占比分别达到49%、20%和12%。新进入城市为南京。

2015年，由于全国范围内自2015年开始进入去库存周期，且国内开放房企发债的窗口，公司的融资成本大幅降低，公司在2015年加大了拿地的力度，在11个城市获取25个项目，总土地款和GFA分别为295亿元和442万平方米，拿地金额占销售金额的比例为98%，显示了公司进取的拿地态度。其中重仓城市为苏州、北京、上海和杭州，土地款占比分别达到18%、16%、14%和12%。新进入城市包括：广州。

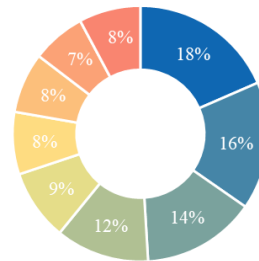
图 181、旭辉控股 2014 年土地款城市分布



■上海 ■苏州 ■合肥 ■南京 ■北京 ■镇江

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 182、旭辉控股 2015 年土地款城市分布

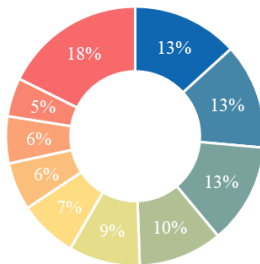


■苏州 ■北京 ■上海 ■杭州 ■南京 ■重庆 ■合肥 ■广州 ■其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2016年，由于上一年公司扩土储的力度足够大，且当年土地的价格处于高位，公司在扩土储上比较谨慎，一共在15个城市获取36个项目，总土地款和GFA分别为243亿元和646万平方米，拿地金额占销售金额的比例为46%。其中重仓的城市包括佛山、杭州、苏州、沈阳和武汉，土地款占比分别为13%、13%、13%、10%和9%，单个城市的投入更均匀。公司在2016年进入4个二线城市：宁波、佛山、济南、三亚，开展业务的城市达到18个。

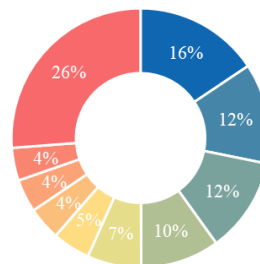
图 183、旭辉控股 2016 年土地款城市分布



■佛山 ■杭州 ■苏州 ■沈阳 ■武汉 ■上海 ■合肥 ■天津 ■重庆 ■其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 184、旭辉控股 2017 年土地款城市分布



■北京 ■合肥 ■重庆 ■武汉 ■南京 ■宁波 ■济南 ■杭州 ■天津 ■其他

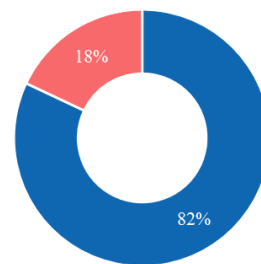
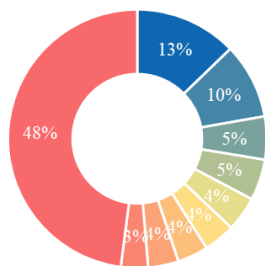
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2017年，是公司新的五年计划的起点，公司计划在5年后即2021年实现3000亿元的合约销售，公司加大了城市的扩张和土地的拓展力度。一共在32个城市获取78个项目，总土地款和GFA分别为1083亿元和1319万平米，拿地金额占销售金额的比例为104%。新进入18个城市，开展业务的城市达到36个。

2018年，公司继续下沉更多城市拿地，在43个城市获取94个项目，总土地款和GFA分别为774亿元和1257万平米，但公司的拿地策略是谨慎的，拿地金额占销售金额的比例仅为43%。按城市级别划分，一线、二线、强三线及其他城市的占比分别为8%、54%、23%和14%。2018年通过招拍挂获取的项目占比达到88%。

图 185、旭辉控股 2018 年土地款城市分布

图 186、旭辉控股 2018 年土地获取方式



■ 杭州 ■ 重庆 ■ 嘉兴 ■ 佛山 ■ 北京 ■ 温州 ■ 上海 ■ 苏州 ■ 合肥 ■ 其他

■ 招拍挂 ■ 收并购

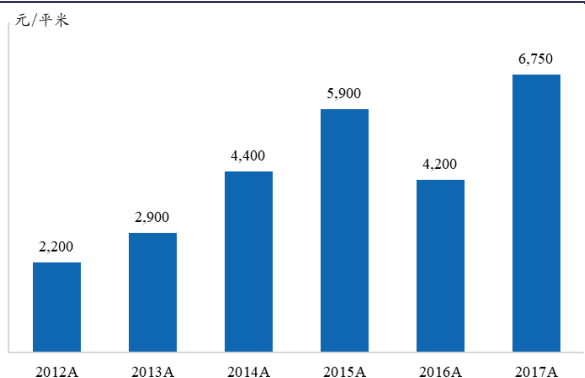
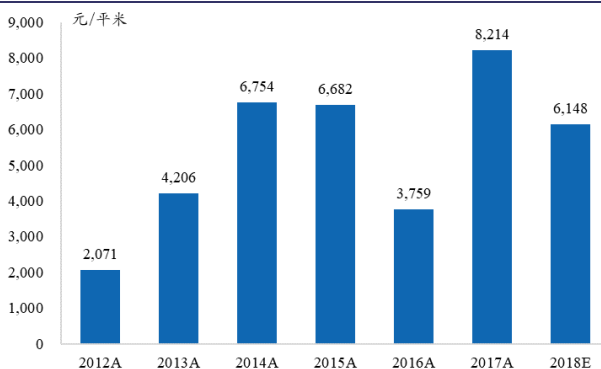
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在执行拿地扩张的同时，严格的执行了拿地的财务纪律，公司的内部控制指标为“2512”，即毛利率 25%净利率 12%，一线城市可以略微放宽。公司在 2014 年和 2017 年的拿地成本分别达到下一年销售均价的 46%，主要是因为公司在 2014 年和 2017 年在一二线拿地的占比较高。

图 187、旭辉控股历年平均拿地成本

图 188、旭辉控股整体土储平均成本

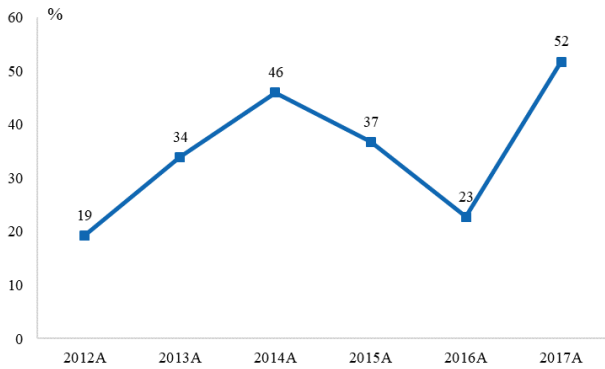


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

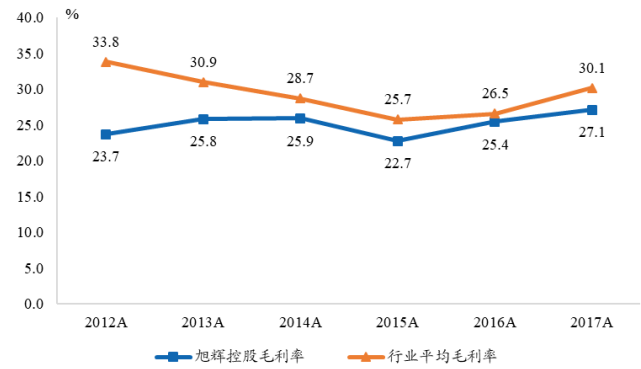
由于旭辉控股前期大多由公开市场招拍挂拿地，且融资成本并不低，公司的毛利率保持在 25%左右（这也是公司拿地的内部标准之一），公司的毛利率一直低于行业平均水平。

图 189、旭辉控股土储平均成本/下一年销售价格



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

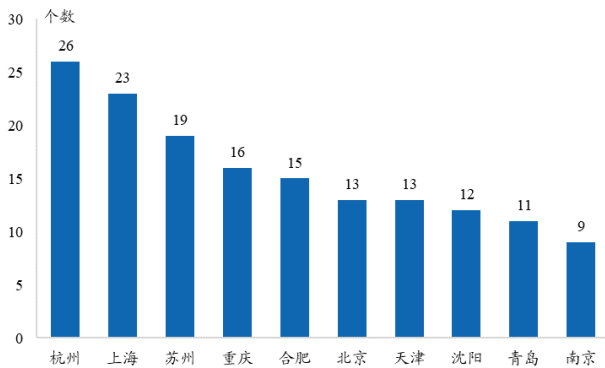
图 190、旭辉控股历年毛利率和行业毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

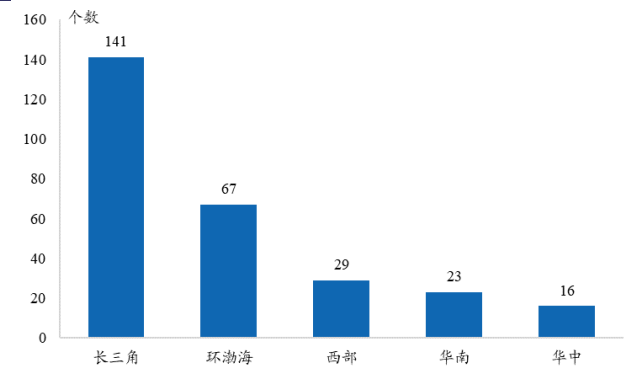
纵观 2012-2018 年公司的拿地，获取项目最多的城市分别是杭州、上海、苏州、重庆、合肥等，分别达到 26、23、19、16 和 15 个；按区域划分长三角、环渤海、西部、华南以及华中的项目数量分别为 141、67、29、23 和 16，显示了公司深耕长三角，并逐渐覆盖了全国主要区域。

图 191、旭辉控股项目数量 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

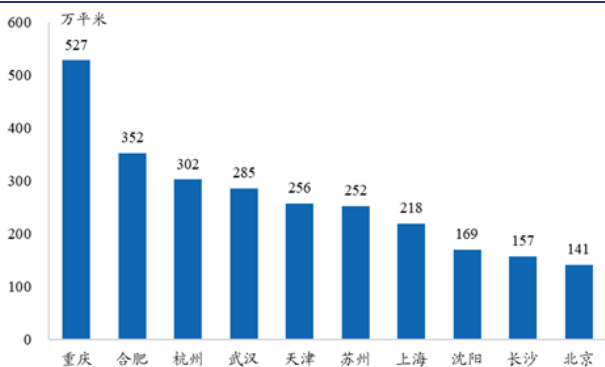
图 192、旭辉控股区域项目数量



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

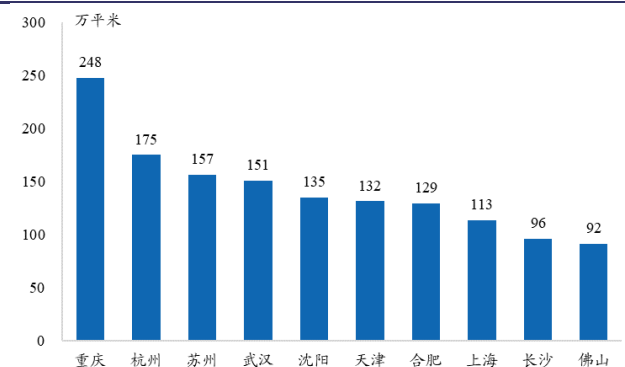
从新拿地的建筑面积来看，公司在重庆、合肥、杭州、武汉和天津新增的面积最多，分别是 527、352、302、285 和 256 万平米；从权益建筑面积来看，公司在重庆、杭州、苏州、武汉和沈阳的新增面积最大，分别是 248、175、157、151 和 135 万平米。

图 193、旭辉控股建筑面积 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

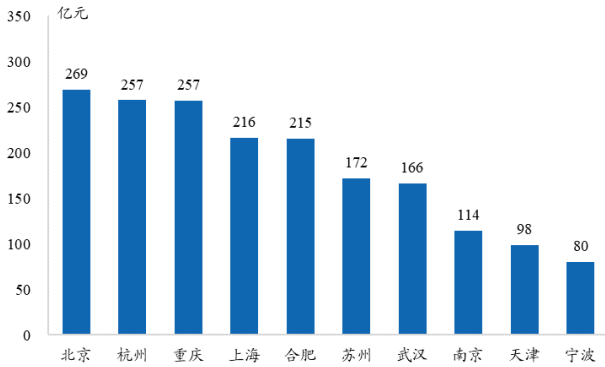
图 194、旭辉控股权益建筑面积 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

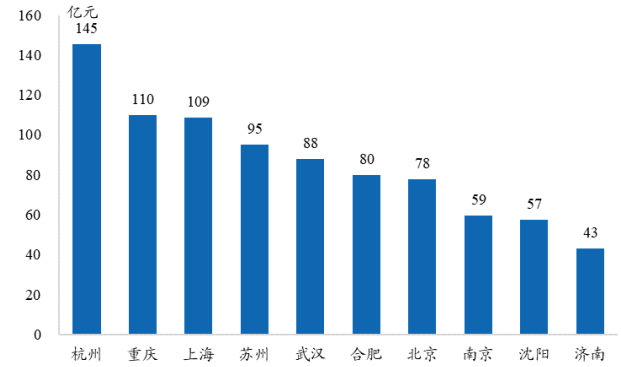
从新拿地的土地款来看，公司在北京、重庆、杭州、上海、合肥投入资金最多，分别达到 269、257、257、216 和 215 亿元；从权益土地款来看，公司在杭州、重庆、上海、苏州和武汉投入资金最多，分别达到 145、110、109、95 和 88 亿元。

图 195、旭辉控股土地款 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

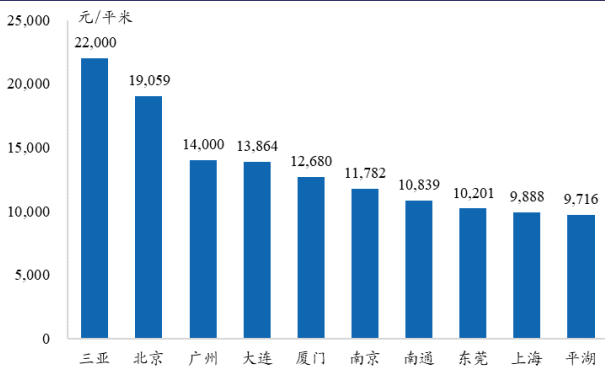
图 196、旭辉控股权益土地款 TOP10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

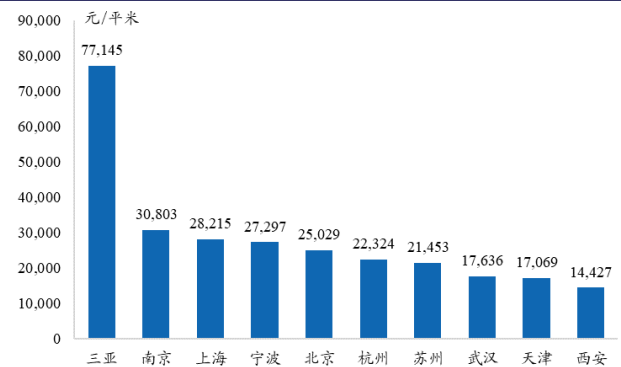
从新增土地的平均成本来看，公司在三亚、北京、广州、大连和厦门的土地成本最高，分别为 22000、19059、14000、13684 和 12680 元/平米；从公司 2017 年的城市销售均价来看，公司在三亚、南京、上海、宁波和北京的销售均价最高，分别为 77145、30803、28215、27297 和 25029 元/平米，公司整体的销售均价为 15884 元/平米。

图 197、旭辉控股土地成本 TOP10



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 198、旭辉控股销售均价 TOP10



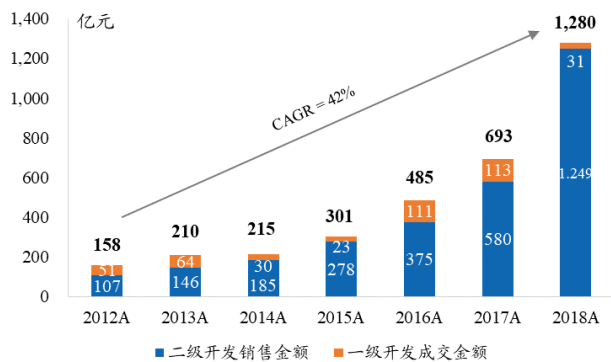
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、中国金茂(0817.HK): 迎头赶上

公司 2007 年上市之初仅有 4 个发展中及已竣工的物业开发项目，建筑面积共 83 万平方米。经过十年的发展，公司已经发展成为一家结合物业开发、商业、酒店的综合开发商，总土地储备约 4500 万平方米，分布在超过 40 座核心城市。公司的主要发展策略为，一方面聚焦“两驱动，两升级”（规划驱动、资本驱动；城市升级、产业升级）的城市运营模式，另一方面致力于打造位于核心城市核心地段的高端产品，获取资产优质，保持较高利润率水平。

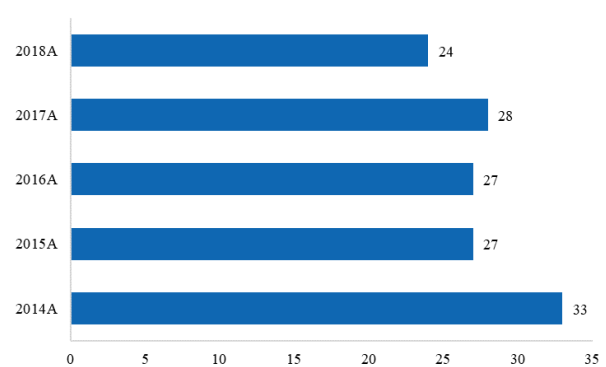
公司 2012 至 2018 年间销售金额增长 CAGR 达到 42%，销售面积增长 CAGR 达到 54%。其中，2018 年公司的合约销售迎来了大幅增长，公司共实现销售金额 1280 亿元，同比增长 42.8%。二级开发销售金额为 1249 亿元，同比增长 54.8%。2014 至 2018 年，公司在行业内的销售排名由 33 名晋升至第 24 名。

图 199、中国金茂 2012-2018 年合约销售



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

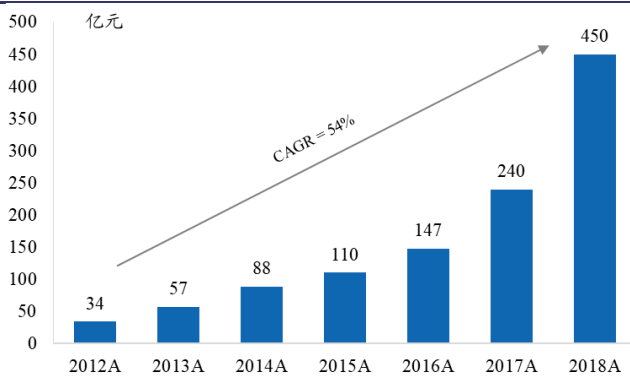
图 200、中国金茂近 5 年行业销售排名



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

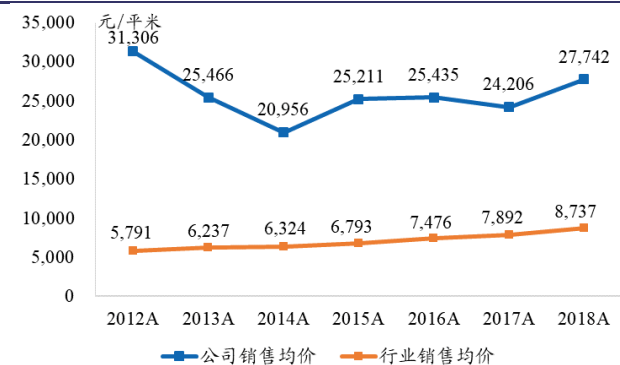
金茂品牌深入人心，公司产品是高品质的代名词，合约销售均价保持行业领先。2012 至 2018 年，公司的合约销售均价均保持在 20000 元/平方米以上，而行业均价不到 10000 元/平方米。

图 201、中国金茂 2012-2018 年合约销售面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

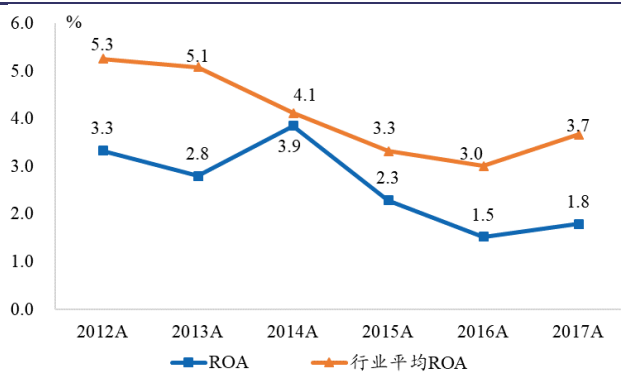
图 202、中国金茂及行业合约销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

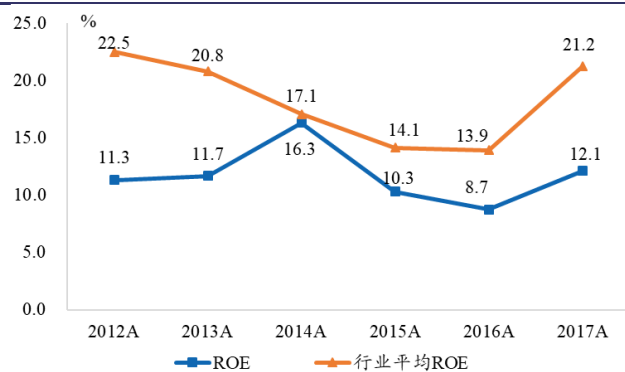
公司的 ROA 和 ROE 水平较行业平均水平不算高。主要是由公司不同于其他开发商的业务模式决定的，公司除物业开发外的一级开发、商业租赁、酒店运营等占比较同行业更高。2017 年，公司的物业开发收入贡献占比约为 70%，同行业其他公司基本为 90% 及以上。

图 203、中国金茂及行业的 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 204、中国金茂及行业的 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司有中化集团的良好信用背书，在融资方面一直享有明显的优势。截至 2012 年，公司的年末有息负债总额是 283 亿元，净负债是 148 亿元。2013 至 2016 年，净负债呈下降趋势，源于总有息负债增长不大。截至 2017 年，总有息负债增长显著，合计为 713 亿元人民币，净负债为 487 亿元，同比增长 211 亿元，主要原因是公司 2017 年明显加大了投资力度，资金需求较大，一直以来公司融资的主要渠道都为国内银行借款，2017 年该项融资增加。

图 205、中国金茂历年的新增净负债

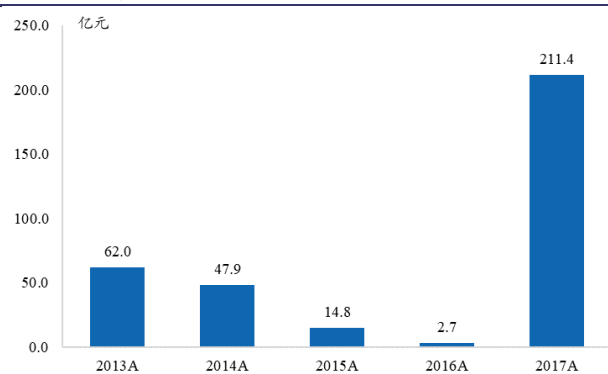
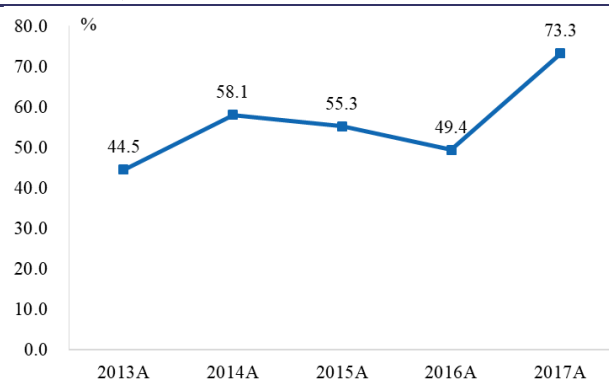
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2014 年以前为港币单位，2014 年以后为人民币单位

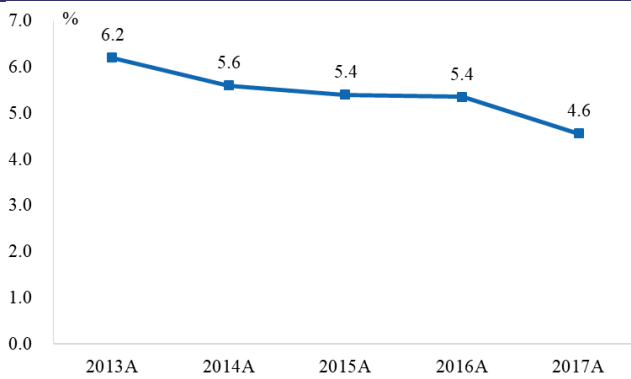
图 206、中国金茂历年净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

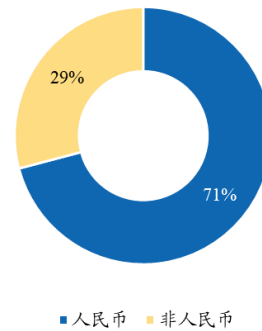
公司的净负债率和平均融资成本持续保持在行业平均水平之下。过去五年以来，公司的平均融资成本保持下降的趋势，至 2018H1 平均融资成本为 5%，历史融资成本均低于行业平均值。净负债率在 2017 年以前都保持在 60% 以下的水平，2017 年受投资加大影响，净负债率同步上升，至 2018H1，公司的净负债率为 66%。

图 207、中国金茂历年平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

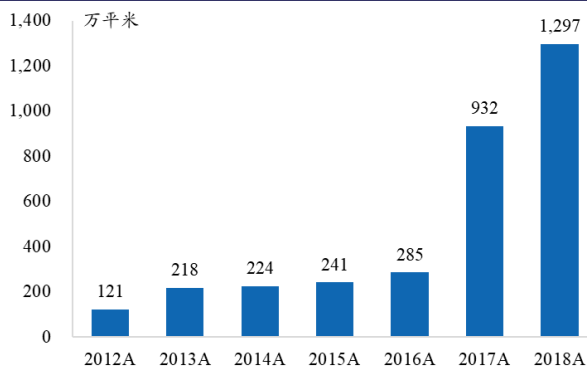
图 208、中国金茂的债务币种构成



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

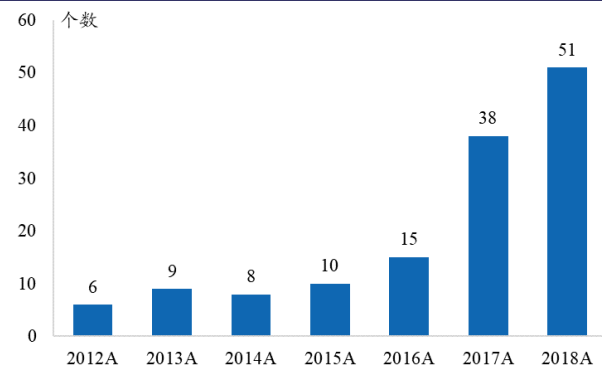
2012 年以来，公司共计在 36 个城市新增了 137 个土地项目，共计 3318 万平方米的土地，总土地款为 3243 亿元，所有新增项目的平均土地成本为 9774 元/平米，主要获取土地的年份集中在 2017 和 2018 年。

图 209、中国金茂历年新增土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

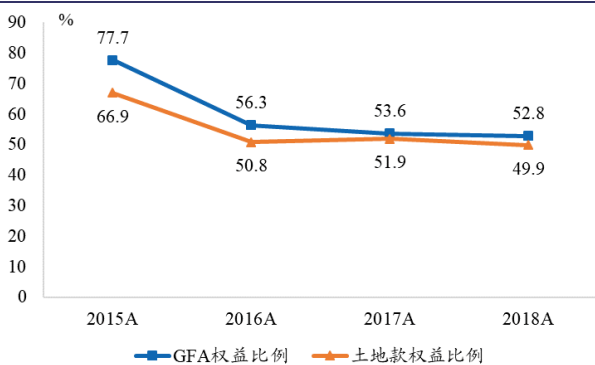
图 210、中国金茂历年新增土地储备个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

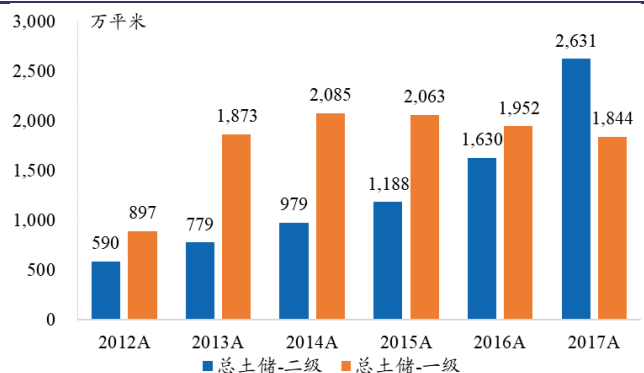
2011 年公司获取了首个一级开发项目梅溪湖，截至 2012 年末的土地储备共计 1487 万平方米，其中一级和二级开发分别为 897、590 万平方米。截至 2017 年末，公司总土地储备为 4475 万平方米，二级开发土地储备为 2631 万平方米，预计截至 2018 年末的总土地储备为 3400 万平方米，可支持约 4 年的发展。

图 211、中国金茂的权益比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 212、中国金茂的总土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在拿地上坚持深耕一二线城市，项目主要为中小型规模，打造核心位置的稀缺精品。2012年以前，公司在北京、上海、珠海、丽江、青岛、长沙、重庆7个城市已有布局，均为核心城市。2012年，公司共获取了5个项目，合计土地储备121万平方米，总土地款为40亿元，分布在苏州、长沙和丽江三个城市，土地款分别占比56%、41%和3%。

2013年，公司共获取了9个项目，合计土地储备为218万平方米，总土地款为155亿元，分布在上海、北京、广州、宁波、南京、长沙、重庆7个城市，土地款占比分别为37%、23%、13%、9%、7%、6%、5%，公司新进入两人南京、宁波、广州，强化了华东及华南区域市场。

图 213、中国金茂 2012 年土地金额分布情况

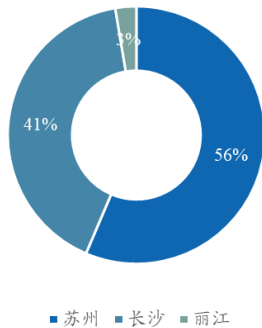
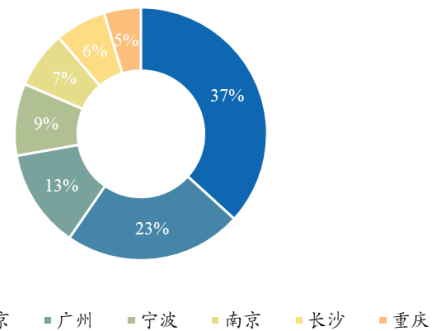


图 214、中国金茂 2013 年土地金额分布情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2014年，公司共获取了8个项目，合计土地储备为224万平方米，总土地款为255亿元，分布在上海、北京、广州、杭州、重庆、长沙，土地款占比分别为40%、23%、13%、9%、8%、7%。公司新进入了杭州，获取了一幅住宅用途项目。

2015年，公司获取了南京青龙山以及开发项目。年内公司在土地市场共获取了10个项目，合计土地储备为241万平方米，总土地款为409亿元，分布在南京、北京、杭州、宁波、佛山5个城市，土地款占比分别为51%、28%、11%、6%、1%。2015年开始公司加大了在二线城市的投资，同时年内新进入了佛山市场。

图 215、中国金茂 2014 年土地金额分布情况

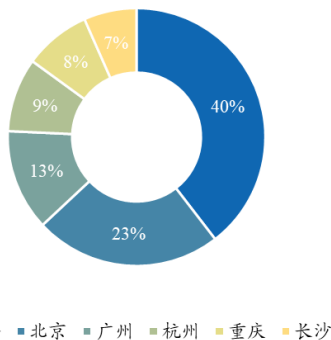
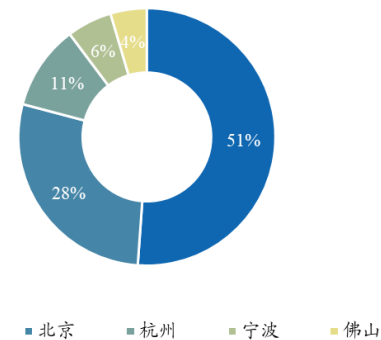


图 216、中国金茂 2015 年土地金额分布情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

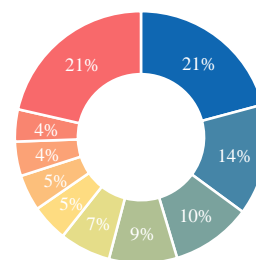
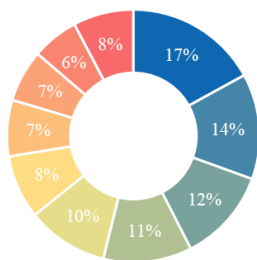
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2016 年开始，公司的市场扩张力度加大，公司新增了 15 个土地储备项目，合计土地储备为 285 万平米，总土地款为 614 亿元，分布在 12 个城市，均为一线、二线及强三线城市。公司新进入了天津、深圳、合肥、武汉、郑州、无锡 5 个城市。

2017 年，公司维持市场扩张的同时也明显加大了在新进入市场的投入。公司共新增了 38 个土地储备项目，合计土地储备为 932 万平米，总土地款为 100 亿元，分布在共 18 个城市，其中新进入的城市为福州、成都、温州、厦门、南昌，均为二线和强三线城市，新城市市场的土地投资额占比超过 50%。

图 217、中国金茂 2016 年土地金额分布情况

图 218、中国金茂 2017 年土地金额分布情况



■上海 ■深圳 ■武汉 ■南京 ■杭州 ■无锡 ■广州 ■天津 ■合肥 ■其他

■南京 ■北京 ■苏州 ■福州 ■杭州 ■温州 ■成都 ■青岛 ■上海 ■其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

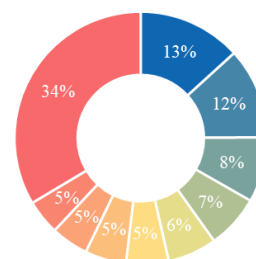
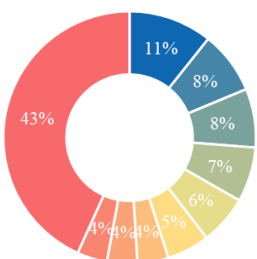
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年，尽管整体投资强度减弱，但公司的城市拓展进一步扩大，且着重在强三线城市拿地，年内新进入了 13 个城市。公司共新增了 51 个项目，合计土地储备为 1297 万平米，总土地款为 770 亿元。公司的拿地分布日趋分散化。

从土地储备的总体分布上看，公司已进入了超过 40 个城市，实现了在华东、华南、环渤海、西部和华中五大区域核心城市的全面深入覆盖。以 GFA 划分，占比较大的 Top5 城市为南京（基本均来自青龙山）、青岛（基本均来自中欧国际城）、北京、重庆、长沙（基本均来自梅溪湖），分别占比 13%、12%、8%、7%、6%。

图 219、中国金茂 2018 年土地金额分布情况

图 220、截至 2017 年末的土地储备 GFA 分布情况



■温州 ■北京 ■宁波 ■济南 ■南京 ■徐州 ■上海 ■佛山 ■青岛 ■其他

■南京 ■青岛 ■北京 ■重庆 ■长沙 ■温州 ■上海 ■佛山 ■武汉 ■其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2009 年，公司覆盖城市包括丽江、北京、上海、珠海 4 城。2009 至 2018 年期间，公司共进入了 33 个新城市，其中包括 2 个一线城市、20 个二线城市、8 个强三线城市、3 个其他城市。

表 6、中国金茂历年新进入的城市

年份	新进入城市	总城市
2009A	无	4
2010A	青岛	5
2011A	长沙、重庆	7
2012A	苏州	8
2013A	南京、宁波、广州	11
2014A	杭州	12
2015A	佛山	13
2016A	天津、深圳、合肥、武汉、郑州、无锡	19
2017A	福州、成都、温州、厦门、南昌	24
2018A	嘉兴、西安、徐州、泉州、常州、济南、南通、株洲、东莞、昆明、 开封、贵阳、绍兴	37

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2017 年末，公司的业务共分布在全国 18 个省市。物业开发及城市运营分布在 27 个城市，商业运营分布在全国 12 个城市，酒店经营分布在 7 个城市。

图 221、中国金茂土地储备布局以及产业分布情况

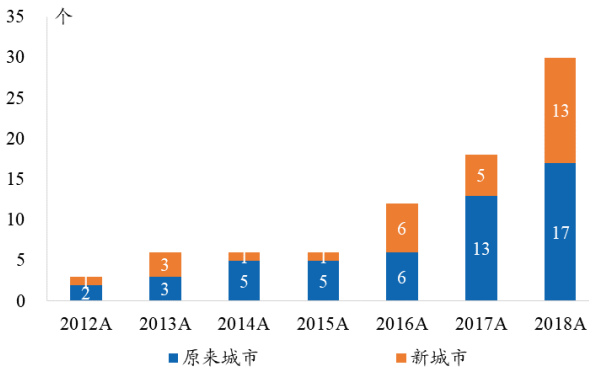


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从公司的拿地倾向上看，公司由重点在一线城市拿地逐步向二线城市和强三线城市拿地转移。2013 年，公司在一线城市和二线城市的拿地占比分别为 72%、28%。

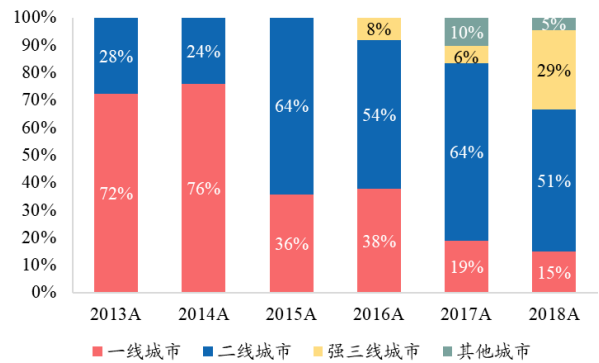
2018年，公司在一线、二线、强三线和其他城市的拿地占比分别为15%、51%、29%、5%。

图 222、中国金茂历年新增项目分布城市个数



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

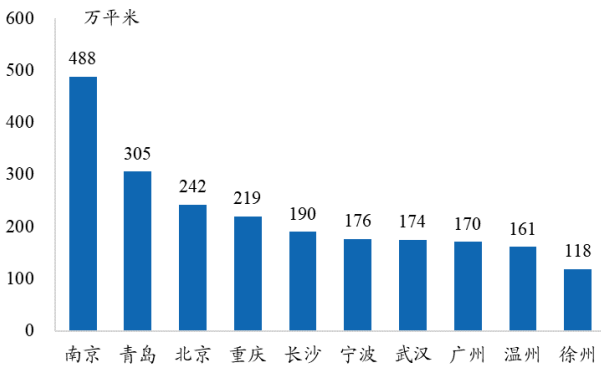
图 223、中国金茂新增土地储备城市分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

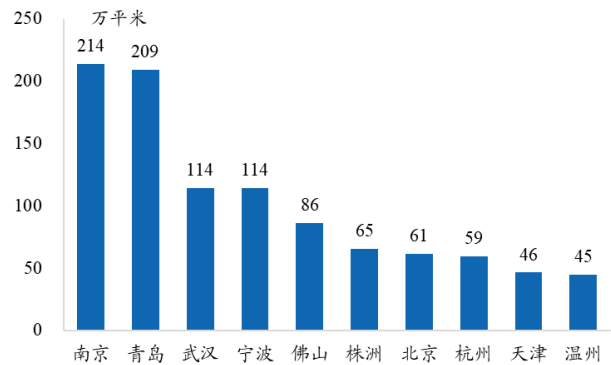
2009年以来，在新增土地储备的建筑面积方面，增加最多的前5座城市分别为南京、青岛、北京、重庆和长沙，均为一二线城市，其中南京、长沙和青岛的获地基本来自于一级开发。新增权益建筑面积最大的前5个城市分别为南京、青岛、武汉、宁波和佛山。

图 224、中国金茂新增 GFA Top10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

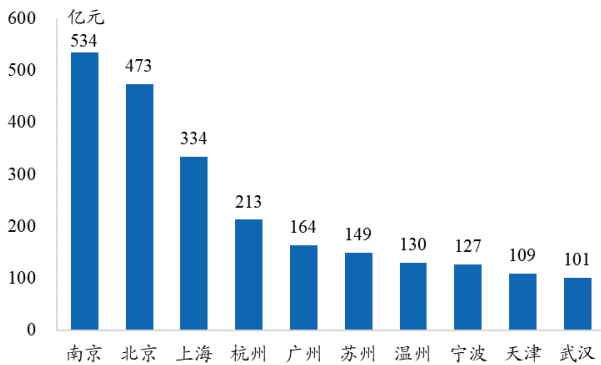
图 225、中国金茂新增权益 GFA Top10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

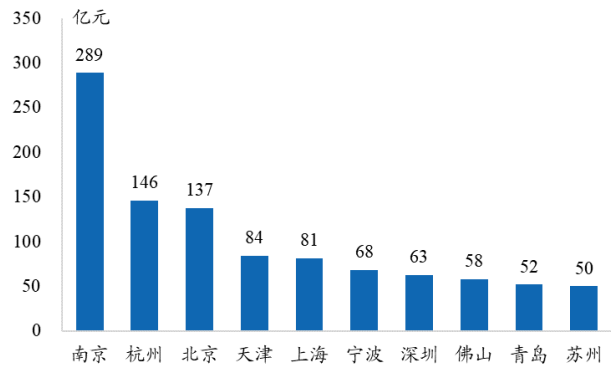
从土地款投入的角度看，历年来累计新增土地投入款项最大的前5座城市分别是南京、北京、上海、杭州和广州，新增权益土地款项最多的前5座城市分别是南京、杭州、北京、天津和上海。

图 226、中国金茂新增土地款 Top10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 227、中国金茂新增权益土地款 Top10 城市

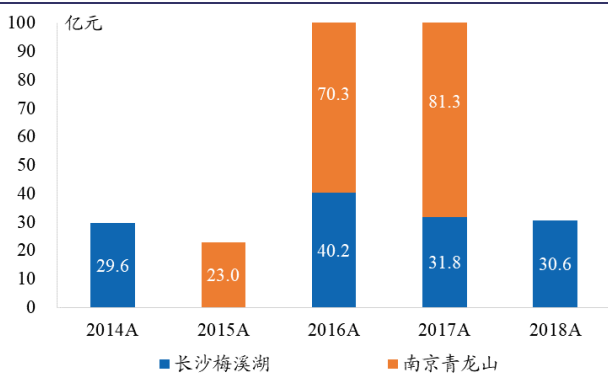


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的护城河还体现在其拿地模式独特。在二级物业开发之外，金茂也进行项目一级开发。公司与地方政府合作，共同建设城市新城，并在后期导入产业和后期投资项目，打造产城融合一体化。

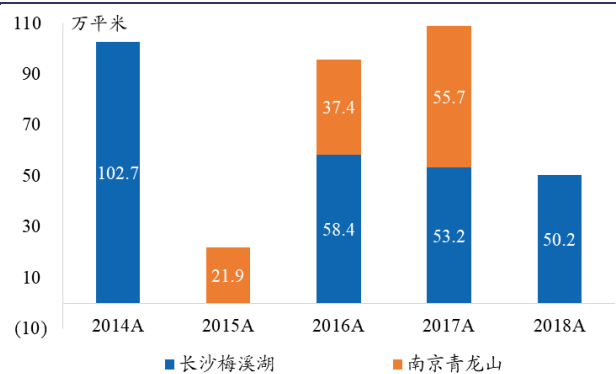
在开发前期，主要是在梅溪湖和青龙山项目开发中，公司与政府的合作方式表现为利润分成。2011年金茂取得长沙梅溪湖项目一期，梅溪湖项目一二期合计总建筑面积为2213万平方米。2011年至今，该项目累计成交金额达274亿元。2015年公司取得南京青龙山项目，项目的总建筑面积为380万平方米。2015年至今，该项目累计成交金额达175亿元，累计成交面积为115万平方米。总体看来，梅溪湖项目的规模较大，开发周期较长，成交均价相对较低。南京项目规模偏小，成交均价相对较高，在10000至20000元/平米。

图 228、中国金茂一级开发的成交金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

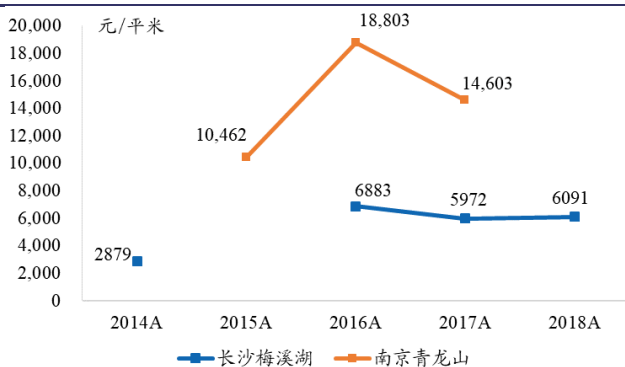
图 229、中国金茂一级开发的成交面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

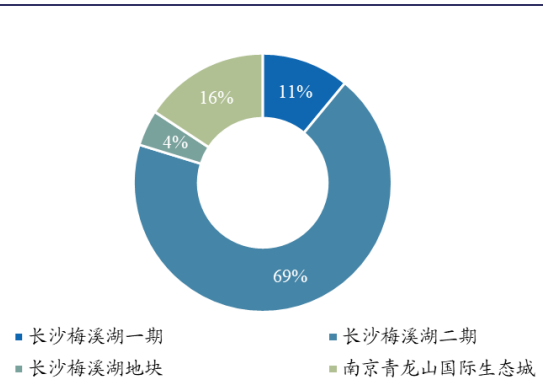
从截至2017年末的土地储备情况来看，长沙梅溪湖及南京青龙山项目占一级开发总土储的比例分别为84%、16%。

图 230、中国金茂一级开发的成交均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 231、中国金茂一级开发土地储备的分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从土地一级开发到“城市运营”：由于公司在土地一级开发上的持续耕耘，公司结合住宅与综合体开发、持有物业经营和服务等综合开发能力，把自己打造成一个城市运营商，横跨城市规划、开发建设、物业销售、持有运营等多个阶段。通过“城市运营”，与地方政府共同打造城市新核心。自2017年以来，公司在多个重

点城市签约城市运营项目，对公司土储做到了有效补充。预计未来通过城市运营获取的土储将占到公司总土储的一半。

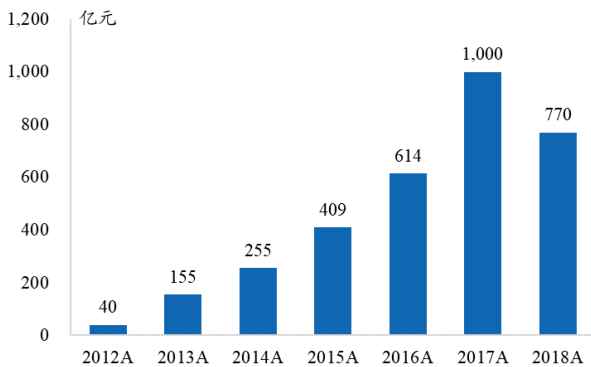
表 7、中国金茂部分签约城市运营项目

时间	项目	总 GFA (万平方米)	备注
2011 年 1 月	长沙梅溪湖一期	945	
2013 年 10 月	长沙梅溪湖二期	1268	
2015 年	南京青龙山	380	
2017 年	温州瓯江国际新城	550	已获取一期 59.6 万平米
2018 年	苏州张家港高新区产城	450	
2018 年	青岛即墨国际城	113	
2018 年	宁波奉化宁南新城	3.65 平方公里	
2018 年	广州生命科学城	5.5 平方公里	

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

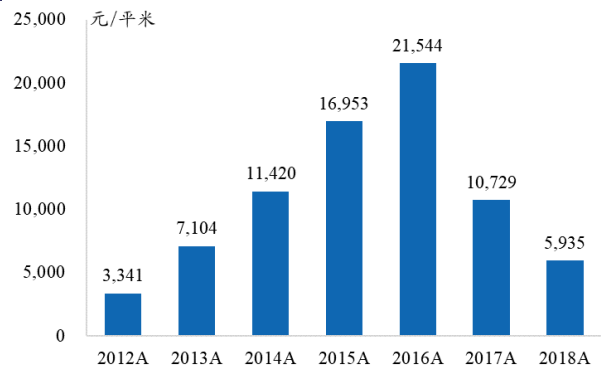
2012 至 2018 年，公司共计投入土地款项 3243 亿元，2017 年投入规模最大，新增土地款达到 1000 亿元。在成本端，2012 至 2016 年，平均土地成本呈上升趋势，2017、2018 年的新增土地平均成本为 10729、5935 元/平米，分别同比下降 50%、45%，原因之一是公司新进入了部分强三线城市，平均土地成本相对下降。

图 232、中国金茂公司新增土地款项



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

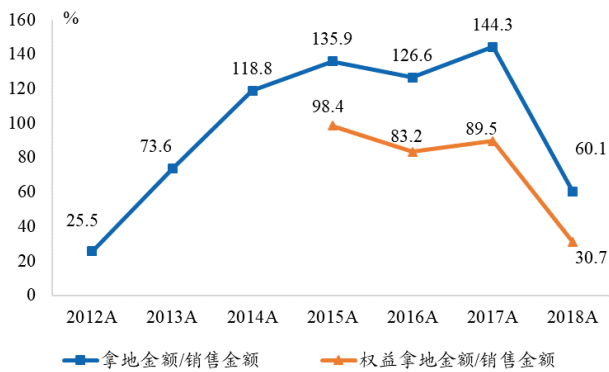
图 233、中国金茂历年新增土地平均成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

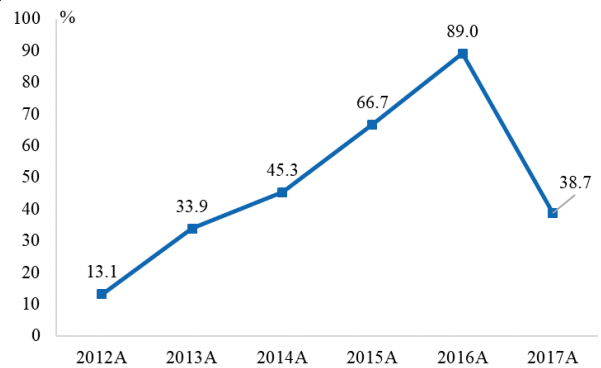
从历年趋势看来，公司的拿地意愿和投资力度在 2017 年前整体呈现上升的趋势，2017 年的土地储备补充力度最大，拿地金额/销售金额比例达到 144.4%，同比提升 17.7 个百分点，跟同行业公司相比拿地力度超前。2017 年的充足货值补充为 2018 年销售规模的快速增长提供了条件。2018 年以来公司的拿地速度放缓，拿地金额/销售金额比例同比下降 84.2 个百分点。

图 234、中国金茂历年拿地金额/销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

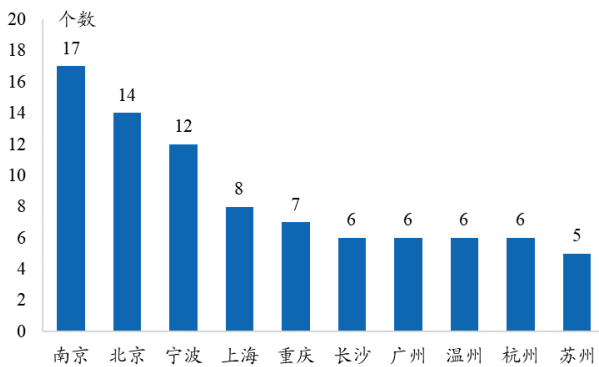
图 235、中国金茂新增土地成本/下一年销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

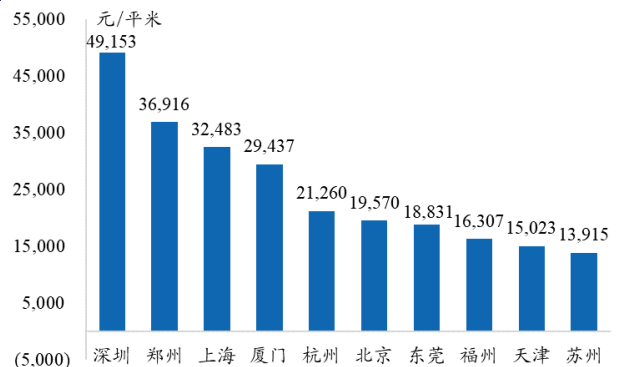
2009 年以来，新增项目个数较多的前 5 个城市分别是南京、北京、宁波、上海和重庆，分别新增 17、14、12、8、7 个土地项目。从成本高低划分，新增项目的平均土地成本最高的 5 个城市分别是深圳、郑州、上海、厦门、杭州，新增土地平均成本分别为 49153、36916、32483、29437 和 21260 元/平方米。

图 236、中国金茂新增项目个数城市 Top10



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

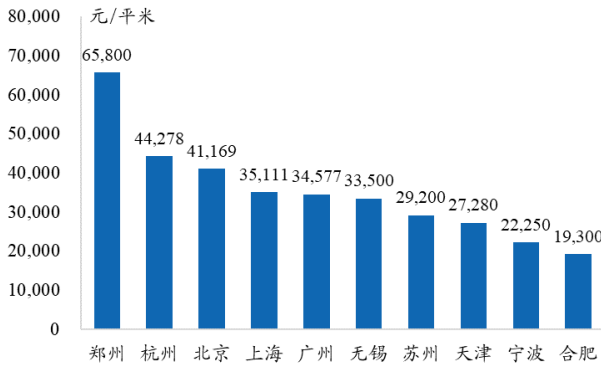
图 237、中国金茂新增土地成本 Top10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

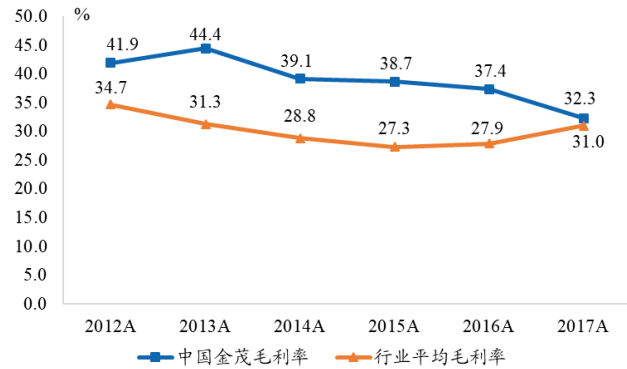
由于产品和土地储备结构较为优良，公司的利润空间保持充足。从土地成本/下一年销售均价历史数据来看，2012至2016年该比例持续上升，2016年达到89%，主要由于2016年新增的15个项目中，部分位于上海、深圳的项目地价较高或用于商业用途，根据计划部分高价地的推盘时间相对更晚。2017年，该比例下降至38.7%的正常水平。从毛利率角度来看，公司的毛利率持续维持在行业较高水平。

图 238、中国金茂 2017 年销售均价前 10 城市



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 239、中国金茂及行业的毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6、总结：有地才有未来

房企“抢地抢钱抢人”的竞争格局：我们认为中国房地产业发展由“粗放式”向“精耕细作”转型，在“精耕细作”时代，房企的两大核心竞争力为 1) 获取资源和 2) 管理资源。对于地产公司来说，有三大最核心的资源：土地、资金和人才，这三大资源相互促进和影响，有钱就有地，有地就有人，有人就能赚更多的钱，房企之间的竞争变成“抢地抢钱抢人”。

拿地的风格决定了地产公司的风格：土地是地产公司最重要的资源，一切业务开展的起点都在于土地。在地产公司，“有地就有权，有地就有人，有地才有未来”。房企拿地的决策是一个复杂的过程，需要面临多变的外部环境，一个地产公司的风格在他拿地的那一刻就决定了：拿地的时间选择、区域和城市选择、成本和杠杆控制、土地的类型和产品的定位、拿地的方式等。

融创中国(1918.HK)：守正出奇。公司的高端精品战略使公司更关注重点城市的优质稀缺土地。公司既敢于在招拍挂市场下注，又在收并购市场积累丰富经验和良好口碑。经过土储的高速扩张期，公司目前储备优质充足，超过 80% 位于一、二线城市，将充分受益于二线城市政策改善后的复苏。

新城发展控股(1030.HK)：稳扎稳打。崛起于常州，深耕长三角，布局全中国，合约销售全面排名第八。AH 双平台带来融资优势，公司从高周转模式向住宅+商业并进的综合模式转变，迅速抢占了二线及强三线城市的空白。

龙湖集团(0960.HK)：厚积薄发。龙湖集团兼具进取与稳健，有清晰的战略目标，土地的获取聚焦一、二线城市，在核心城市拥有充足土地储备。公司的产品以改善型需求以及商业综合体为主。经过多年的储备，公司在规模上迎来爆发，综合实力增强。

旭辉控股(0884.HK)：择时典范。逆周期择时拿地的典范，通过加大合作力度迅速实现规模上的跃升，规模扩张速度行业领先，并做到了财务杠杆的良好控制。每次行业周期的波动都是公司逆势发展的好时机。

中国金茂(0817.HK)：迎头赶上。背靠实力雄厚的央企大股东，公司有完善的治理结构和充分的激励制度。“城市运营”的拿地模式逐渐成熟，可获得量大质优价低的土地。进入规模增长的爆发期，销售规模将迎头赶上。

有地才有未来：我们认为 2019 年房地产行业的机会大于风险，受益于国内、国际流动性改善超预期，房企融资环境友好且成本下降；外围环境趋稳，中美贸易争端降温带来风险偏好度上升；行业调控政策逐步改善，新房销售市场下行趋势逐步缓解。对于土地储备充足、区域布局完善的这 5 家房地产公司，将继续取得超

越行业的增速，龙头效应显现。他们在土地获取上各具特色，加上通畅的融资渠道，既能在招拍挂市场占据主导地位，又能在收并购中加速扩张，在房地产行业最重要的“土地”资源上建立优势。港股地产板块的估值将进一步得到修复，龙头地产公司应该享受高于行业的估值溢价，建议持续关注。

表 8、行业估值表（截止 20190315）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE				PB	息率	ROE
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	(%)	(%)
0960.HK	龙湖集团	24.35	1447	1.68	2.07	2.53	12.5	10.2	8.3	6.5	1.7	3.8	19
1109.HK	华润置地	31.20	2162	2.52	3.05	3.44	10.7	8.8	7.8	6.8	1.5	3.1	18
0604.HK	深圳控股	2.86	241	0.64	0.30	0.37	4.5	9.6	7.8	7.1	0.6	6.3	13
0688.HK	中国海外	28.45	3117	3.72	4.09	4.79	7.6	7.0	5.9	5.3	1.1	2.8	17
0123.HK	越秀地产	1.77	220	0.18	0.20	0.27	8.4	7.6	5.7	5.0	0.6	5.2	7
0813.HK	世茂房地产	19.76	652	2.32	2.65	3.62	7.3	6.4	4.7	4.1	0.9	5.1	14
0817.HK	中国金茂	4.25	491	0.37	0.50	0.65	9.9	7.3	5.6	4.4	1.1	6.2	12
3380.HK	龙光地产	11.76	646	1.17	1.45	1.83	8.7	7.0	5.5	4.4	2.1	3.5	31
1918.HK	融创中国	35.70	1577	2.76	3.56	5.21	11.2	8.6	5.9	4.6	2.8	1.7	33
0884.HK	旭辉控股	5.47	424	0.68	0.70	0.90	7.0	6.8	5.2	4.2	1.5	4.2	27
1030.HK	新城发展控股	8.93	527	0.67	0.87	1.20	11.5	8.9	5.9	4.5	2.4	2.2	34
3900.HK	绿城中国	6.30	137	0.77	0.00	0.00	7.1	0.0	0.0	0.0	0.4	4.0	9
2007.HK	碧桂园	11.30	2446	1.23	1.57	2.00	8.0	6.2	4.8	4.2	2.0	4.3	32
0081.HK	中海宏洋	3.17	109	0.56	0.56	0.69	5.7	5.6	4.6	3.9	0.6	1.3	11
3377.HK	远洋集团	3.33	254	0.68	0.64	0.76	4.2	4.4	3.7	3.6	0.4	9.7	11
1777.HK	花样年控股	1.40	81	0.20	0.24	0.18	6.0	4.7	6.6	8.5	0.6	5.0	10
1813.HK	合景泰富	7.86	249	1.17	1.54	1.91	5.8	4.4	3.5	3.3	0.7	6.3	14
1628.HK	禹洲地产	4.33	208	0.70	0.79	1.01	5.3	4.7	3.7	3.0	1.0	6.9	21
2777.HK	富力地产	16.56	534	6.57	3.14	3.89	2.2	4.5	3.6	3.2	0.7	8.0	40
0337.HK	绿地香港	2.36	66	0.46	0.55	0.61	4.4	3.7	3.4	3.0	0.6	6.4	14
1233.HK	时代中国	15.04	276	1.51	1.81	1.99	8.6	7.2	6.5	3.9	1.4	3.4	22
3383.HK	雅居乐集团	11.40	447	1.55	1.86	2.05	6.3	5.3	4.8	4.0	1.0	7.9	17
3883.HK	中国奥园	8.03	215	0.61	0.74	0.81	11.3	9.4	8.6	4.1	1.7	3.9	17
1966.HK	中骏集团	3.71	153	0.80	0.96	1.05	4.0	3.3	3.0	2.9	0.9	5.1	27
3301.HK	融信中国	12.96	209	1.22	1.46	1.61	9.2	7.6	7.0	3.2	1.4	0.0	19
	平均						7.4	6.4	5.2	4.3	1.2	4.7	19

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：粗体部分为兴业证券预测，其余为 Wind 一致预测

3、风险提示

宏观经济增长放缓、行业调控政策加严、流动性收紧、商品房销售不及预期、人民币贬值。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司和新东方在线科技控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。