

房地产

开工投资继续强劲、销售边际回落，政策预期有望二次修正，地产配置再迎好机会

——4月房地产统计数据点评

事件：统计局发布 19 年 1-4 月房地产行业数据，1-4 月份，投资同比名义增长 11.9%，增速较上月提升 0.1 个百分点，比去年同期提高 1.6 个百分点；1-4 月销售面积同比下降 0.3%，比 1-3 月的 -0.9% 上升了 0.6 个 PCT，增速同比去年同期 1-4 月的 1.3% 下跌 1.6 个 PCT；1-4 月商品房销售额同比增长 8.1%，环比增速上涨了 2.5 个 PCT，去年同期销售额增速 9.0%，同比下滑 0.9 个 PCT。

4月销售增速边际弱化，金三银四小阳春之后销售增速或继续放缓：1-4 月销售面积同比下降 0.3%，环比 1-3 月的 -0.9% 增加了 0.6 个 PCT，单月同比增速 1.3%，环比 3 月减小 0.5 个百分点，单月销售面积增速有所放缓，我们认为：1) “金三银四”为季节性回暖带来预期的好转，三四线城市在春节返乡潮期间，迎来返乡客置业高峰，部分城市热度延续；2) 一季度在降准、信用宽松催化下，开发商拿地热情有所恢复，地价上涨带动房价上涨预期，叠加首套利率下调购房者置业积极性提升。4 月政治局会议重提“房住不炒”，叠加部分城市出台边际收紧政策，如：北京国管公积金二套房“认房又认贷”、长沙二套房契税优惠取消、苏州部分区域出台限售、拿地政策，政策边际宽松预期在 4 月有所弱化。我们认为一季度随货币政策效应逐渐消减，5、6 月的销售增速或将逐渐放缓。全年来看，我们维持销售在一二线持续回暖三四线边际走弱的判断。

累计新开工增速继续上行，但单月增速有所调整。1-4 月房屋新开工增速 13.1%，环比上升 1.2PCT，单月新开工面积同比增速 15.5%，环比下降 2.6PCT。我们认为在“金三银四”的销售窗口期，开发商推盘和去化的意愿加强，且 18 年开发商普遍拿地较多，土地储备丰富，有动力加快开工去化补库存。2019 年 1-4 月房屋竣工面积 22564 万平方米，下降 10.3%，环比 1-3 月增速提升 0.5PCT，4 月单月同比下降 7.9%。我们认为随前期开工房屋的交房期临近，同时，由于竣工面积与新开工面积存在跷跷板效应，如果未来开工逐渐往下走，竣工就会有往上回复的过程，而且伴随着拿地的连锁影响，增速有望持续恢复，竣工面积预计四季度回升明显。

投资增速受益开工支撑，土地购置费大幅下行符合预期。1-4 月土地购置面积、金额累计增速分别为 -33.8%、-33.5%。低库存仍不拿地、彰显企业信心不足，上半年拿地不足，恐影响后续开工、投资增速下行。我们认为 1) 三四线城市、部分非热点的二线城市成交同比下滑明显，开发商对后市悲观，拿地热情不足；2) 一二线城市地价并未出现大幅上涨，而是有所调整，土地市场延续量价下滑的态势。我们认为年初拿地萎靡可能会影响到后期的开工和投资，年初到现在一季度大幅的拿地下降，意味着三季度以后的开工和投资可能会有一个明显的下行趋势，可能出现投资增速下行、竣工面积增速上行。

1-4 月份，房地产开发企业到位资金 52466 亿元，同比增长 8.9%，增速比 1-3 月份提高 3 个百分点，环比进一步改善，预计房企资金压力明显缓解。可以看出 1 月以来的流动性宽松使得地产商在自筹资金方面得到了明显的改善，销售好转带来的定金及预收款、个人按揭金额增速大幅回升（分别为 15.1%、12.4%），远超国内贷款增速（3.7%）。我们认为随着上半年开发商加快周转，销售加快与利率下行带来的回款将会继续提升，有助加强房企资金面的继续改善。

投资建议：

4 月开工投资维持高位，但随着销售边际回落和拿地面积下降，预计三季度之后，开工投资也将下行；维持一二线城市销售结构性复苏，全国销售略微下滑的判断，但前 4 月的数据明显超出预期，我们上修了相关预测，从投资角度，叠加内需调整与中美贸易战不确定性加剧，地产政策可能迎来再度修正机会，我们修改 4 月份对地产股的悲观预测，同时结合 1-4 月百强房企销售额同比增速 29%，较前三月明显改善，其中我们重点关注的 16 家房企与龙头企业累计销售额增速分别为 22%、30%，尤其以一二线布局为主的房企销售数据亮眼，我们认为地产股配置价值或将重新凸显。从基本面角度，我们坚定看好以一二线布局为主的公司，1) **推荐优质成长股：**新城控股、阳光城、中南建设、荣盛发展、华夏幸福；2) **优质龙头：**万科、金地、融创、招蛇、保利；3) **房产中介迎来两年景气：**国创高新、我爱我家；4) **REITs 及利率下行：**光大嘉宝；5) **另外建议关注长三角一体化主题机会：**城投控股、上实发展、光明地产、上海临港。

风险提示：销售不及预期，政策变化超预期



证券研究报告

2019 年 05 月 16 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:房地产税传言扰动市场，一线销售继续回暖——房地产销售周报 0310》2019-03-10
- 2 《房地产-行业研究周报:全国土地成交继续疲弱、一线城市供需两旺——房地产土地周报 20190310》2019-03-10
- 3 《房地产-行业点评:房地产税：减税先行（交易税）、加税不易（持有税）》2019-03-09

统计局发布 19 年 1-4 月房地产行业数据，1-4 月份，投资同比名义增长 11.9%，增速较上月提升 0.1 个百分点，比去年同期提高 1.6 个百分点；1-4 月销售面积同比下降 0.3%，比 1-3 月的-0.9%上升了 0.6 个 PCT，增速同比去年同期 1-4 月的 1.3%下跌 1.6 个 PCT；1-4 月商品房销售额同比增长 8.1%，环比增速上涨了 2.5 个 PCT，去年同期销售额增速 9.0%，同比下滑 0.9 个 PCT。

1. 政策预期转变，小阳春效应或将褪去

1-4 月全国商品房销售面积 42085 万平米，同比-0.3%，增速较 19 年 1-3 月上升 0.6 个百分点。商品房销售额 39141 亿元，同比增长 8.1%，增速较 1-3 月的 5.6%上涨了 2.5 个百分点，同比去年同期销售额增速的 9%下跌 0.9 个 PCT。

4 月销售增速边际弱化，小阳春之后销售增速放缓为大概率事件：1-4 月销售面积同比下降 0.3%，环比 1-3 月的-0.9%增加了 0.6 个 PCT，单月同比增速 1.3%，环比提升 3 月减小 0.5 个百分点，单月销售面积增速有所放缓，我们认为：1) “金三银四”为季节性回暖带来预期的好转，三四线城市在春节返乡潮期间，迎来返乡客置业高峰，部分城市热度延续；2) 一季度在降准、信用宽松催化下，开发商拿地热情有所恢复，地价上涨带动房价上涨预期，叠加首套利率下调购房者置业积极性提升。4 月政治局会议重提“房住不炒”，叠加部分城市出台边际收紧政策，如：北京国管公积金二套房“认房又认贷”、长沙二套房契税优惠取消、苏州部分区域出台限售、拿地政策，政策边际宽松预期在 4 月有所弱化。我们认为一季度随货币政策效应逐渐消减，5、6 月的销售增速或将逐渐放缓。全年来看，我们维持销售在一二线持续回暖三四线边缘走弱的判断。

同时 1-4 月商品房销售额累计同比增速 8.1%，4 月单月同比增速 13.9%，单月与累计销售额增均高于销售面积增速，表明市场销售均价有所提升。

图 1：商品房销售面积增速 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 2：商品房销售额增速 (%)

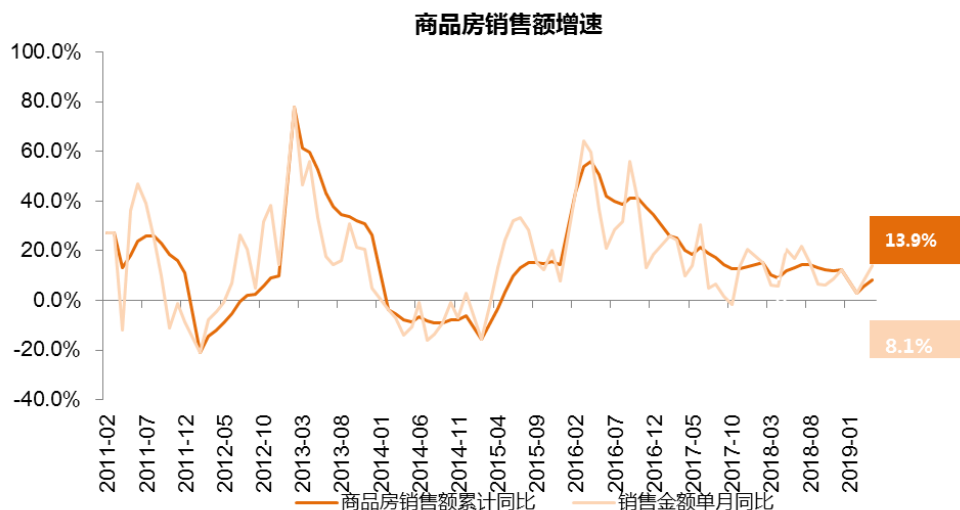
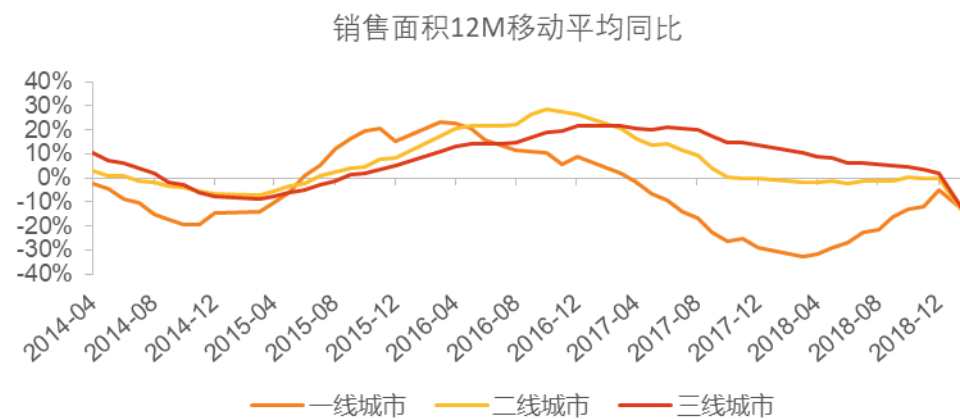


图 3：一、二、三线城市销售面积 12 月移动平均同比



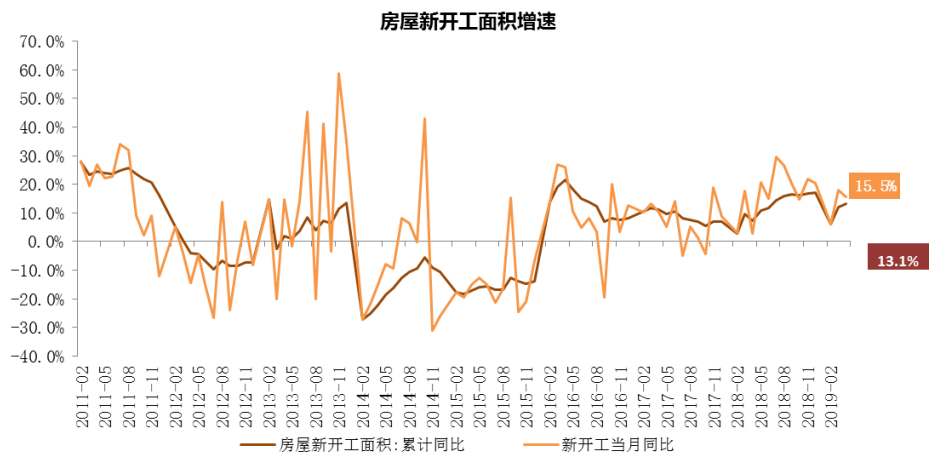
2. 销售窗口期，新开工增速略超预期

2019 年 1-4 月房屋新开工面积 58552 万平方米，增长 13.1%，增速环比 1-3 月提升 1.2 个百分点。从单月数据来源，4 月的增速 15.5%，环比 3 月下降 2.6。

2014-2016 年持续两年多的去库存，库存去化较为彻底，加之三四线城市在一二线城市销售增速回落后继续表现强劲，导致直到 2018 年 4 月库存才触底，房企一直没有完成补库存的过程，因而新开工增速迟迟没有下降。1-4 月房屋新开工增速 13.1%，环比上升 1.2PCT，单月新开工面积同比增速 15.5%，环比下降 2.6PCT。我们认为在“金 3 银 4”的销售窗口期，开发商推盘和去化的意愿加强，且 18 年开发商普遍拿地较多，土地储备丰富，有动力加快开工补库存。但 4 月单月增速已经有所回落，后续或将进一步回落。

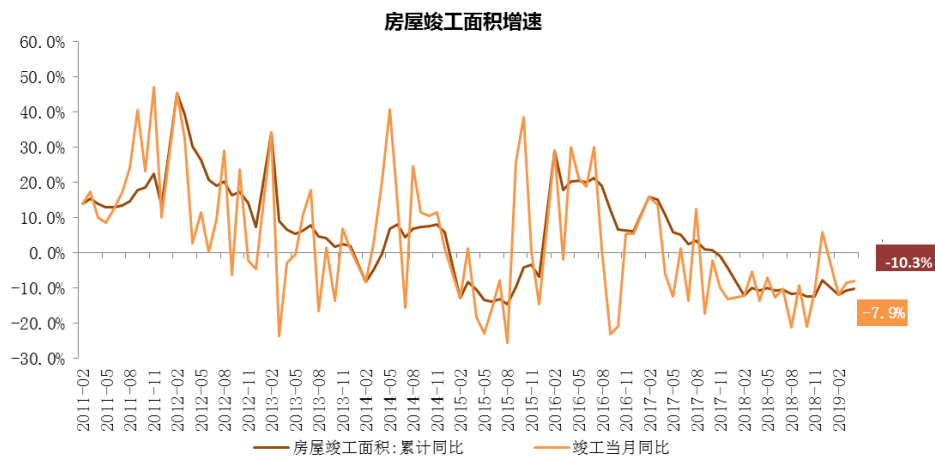
2019 年 1-4 月房屋竣工面积 22564 万平方米，下降 10.3%，环比 1-3 月增速提升 0.5PCT，4 月单月同比下降 7.9%。我们认为随前期开工房屋的交房期临近，竣工面积回升是大概率事件。由于竣工面积与新开工面积存在跷跷板效应，如果未来开工增速逐渐下滑，竣工就会有修复的过程，伴随一季度拿地的影响，后续竣工增速有望持续恢复。

图 4：新开工面积增速 (%)



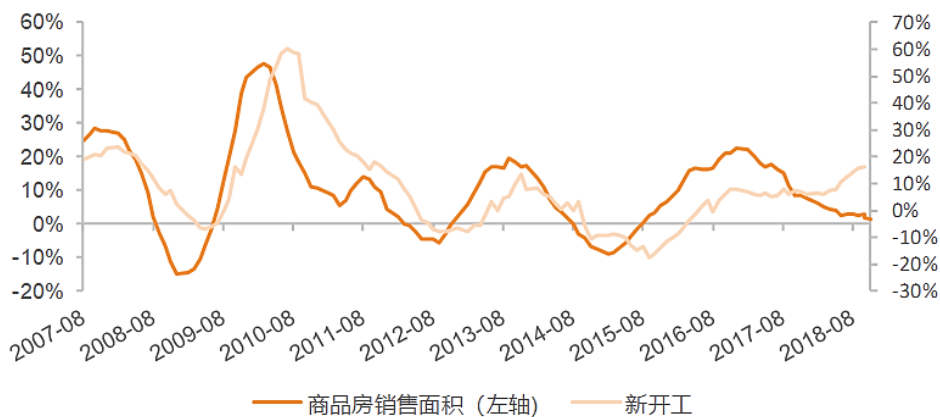
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 5：竣工面积增速 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 6：销售面积和新开工 12 月移动平均同比增速

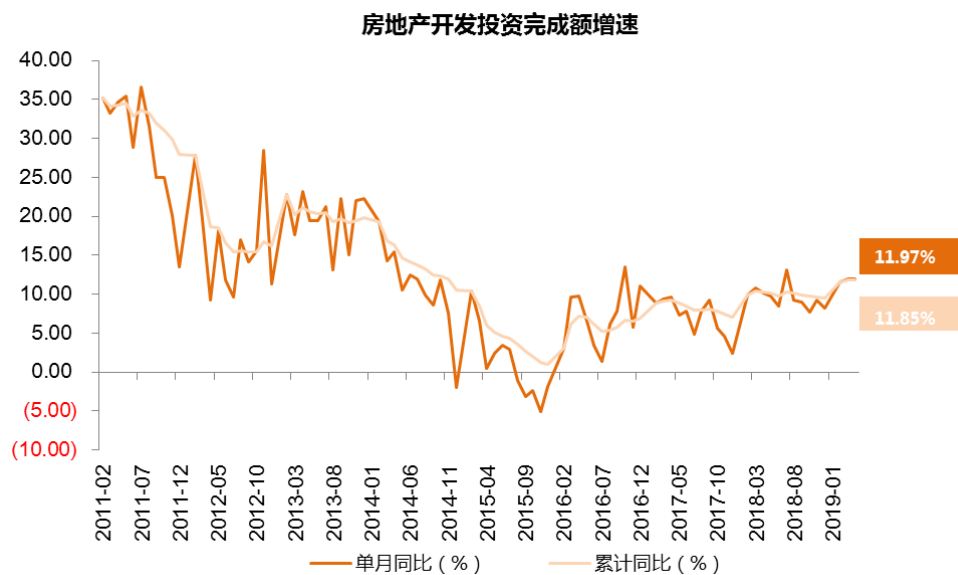


资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 新开工高增支撑投资高位，但开工边际放缓

2019年1-4月份，全国房地产开发投资34217亿元，同比增长11.85%，增速比1-4月提高0.05个百分点，继续增加。单月投资增速12%，环比持平。

图 7：房地产开发投资完成额增速 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

投资增速超预期或来自新开工高增支撑，我们认为主要是：1) 单月增速主要受4月新开工增速高位、施工面积创近四年历史新高支撑，年初房企有意把握春节、小阳春、小长假等窗口期，因此推盘、开工意愿较强；由于开工高增，以及复工可能超预期，1-4月全国施工面积同比增长8.75%，为2015年3月以来的历史新高，推动投资超预期。2) 土地购置费分期支付带来的长尾影响：2018年上半年土地购置面积累计增速仅7.2%，但下半年开始则全部为2位数增长，最高15.7%的累计同比增速，而下半年的土地购置费根据分期支付往往会进入到今年初的地产投资额。1-4月房屋竣工面积同比下降10.3%，降幅比环比缩窄0.5个PCT。我们认为随前期开工和施工的超预期，年内竣工面积回升是大概率事件。从全年水平来看，房企在上半年资金充裕且拿地积极性高，下半年较少，年内长期来看，投资增速在下半年可能受到开工增速下滑拖累。

4 拿地力度持续下滑，恐影响下半年开工及投资增速

1-4月土地购置面积3582万平方米，同比下降33.8%，环比1-4月扩大0.7PCT；土地成交价款1590亿元，下降33.5%，降幅扩大6.5个百分点。

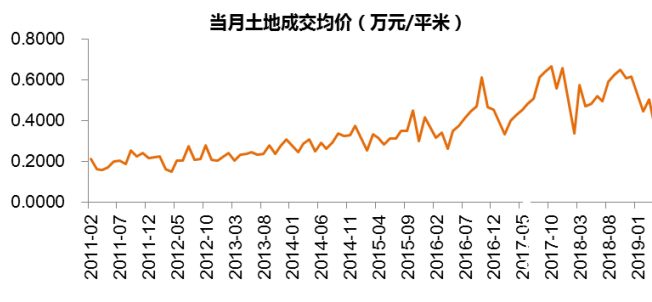
1-4月土地购置面积同比继续深跌，4月单月同比增速-35.5%，环比3月，降幅扩大4个百分点，这完全符合我们高频数据跟踪带来的预期。土地购置费大幅下行符合预期，低库存仍不拿地、彰显企业信心不足。上半年拿地不足，恐后续开工、投资都将下行。我们认为1) 三四线城市成交同比下滑明显，开发商对后市悲观，拿地热情不足；2) 一二线城市地价并未出现大幅上涨，而是有所调整，土地市场延续量价下滑的态势。我们认为拿地萎靡可能会影响到后期的开工和投资，年初到现在一季度大幅的拿地下降，意味着三季度以后的开工和投资可能会有一个明显的下行趋势，这意味着那时会有一个投资下行、竣工上行的过程。

图 8：土地购置面积增速 (%)

图 9：当月土地成交均价单月值 (万元/平米)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

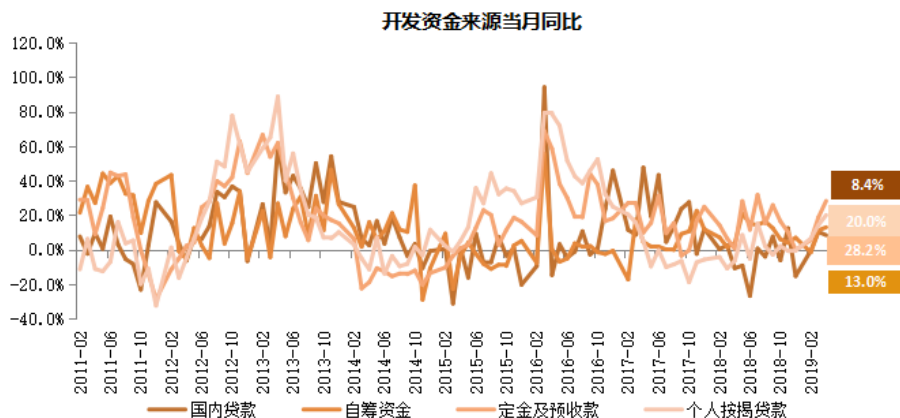


资料来源：国家统计局、天风证券研究所

4. 到位资金压力持续缓解，销售回款和按揭贷款持续高增

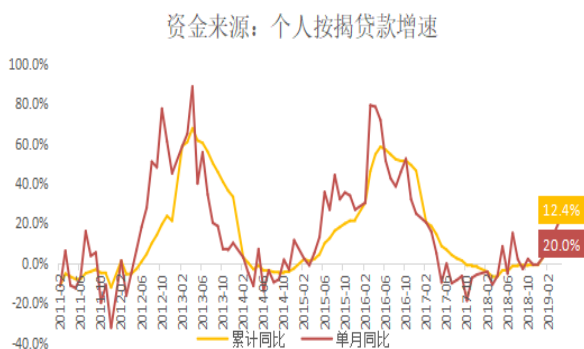
1-4 月份，房地产开发企业到位资金 52466 亿元，同比增长 8.9%，增速比 1-3 月份提高 3 个百分点，环比进一步改善，预计房企资金压力明显缓解。其中，1-4 月国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别累计同比增长 3.7%、5.3%、15.1%、12.4%，增速环比 1-3 月增长 1.2、2.3、4.6、3 个百分点；4 月单月房地产开发资金来源中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比增长 8.4%、13.0%、28.2%、20.0%，环比增长-1.9pct、1.7pct、9.6pct、5.7pct。可以看出销售回暖之后，开发商收到的定金及预收款、个人按揭金额大幅回升，充分缓解资金压力。我们认为随着上半年开发商继续加快周转，销售加快与利率下行带来的回款将会继续提升，有助加强房企资金面的继续改善。

图 10：房地产开发资金来源增速（%）



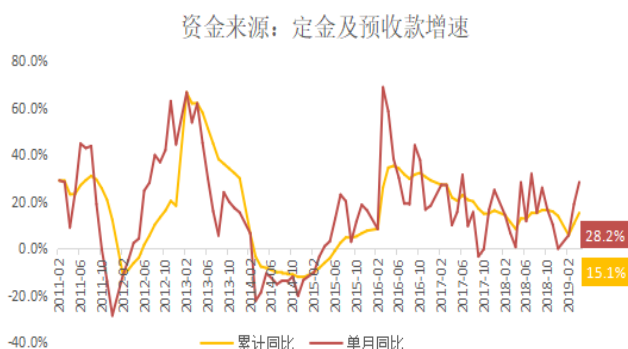
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 11：个人按揭贷款单月及累计同比（%）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 12：定金及预收款单月及累计同比（%）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

投资建议：

4月开工投资维持高位，但随着销售边际回落和拿地面积下降，预计三季度之后，开工投资也将下行；维持一二线城市销售结构性复苏，全国销售略微下滑的判断，但前4月的数据明显超出预期，我们上修了相关预测，从投资角度，叠加内需调整与中美贸易战不确定性加剧，地产政策可能迎来再度修正机会，我们修改4月份对地产股的悲观预测，同时结合1-4月百强房企销售额同比增速29%，较前三月明显改善，其中我们重点关注的16家房企与龙头企业累计销售额增速分别为22%、30%，尤其以一二线布局为主的房企销售数据亮眼，我们认为地产股配置价值或将重新凸显。从基本面角度，我们坚定看好以一二线布局为主的公司，1) 推荐优质成长股：新城控股、阳光城、中南建设、荣盛发展、华夏幸福；2) 优质龙头：万科、金地、融创、招蛇、保利；3) 房产中介迎来两年景气：国创高新、我爱我家；4) REITs 及利率下行：光大嘉宝；5) 另外建议关注长三角一体化主题机会：城投控股、上实发展、光明地产、上海临港。

风险提示：销售不及预期，政策变化超预期

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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