

销售转负投资超预期，板块估值仍处低位

—2019年1-2月房地产统计局数据点评

动态研究报告/房地产

2019年03月15日

报告摘要：

事件：国家统计局公布数据显示，2019年1-2月，商品房销售面积14,102万平方米，同比下降3.6%，商品房销售额12,803亿元，同比增长2.8%。全国房地产开发投资12,090亿元，同比名义增长11.6%。

● 销售：增速如期转负

2019年1-2月份，商品房销售面积累计同比下降3.6%，增速比2018年全年回落4.9个百分点。总体来说，销售相关数据仍保持了较为稳定的态势，也基本符合预期，我们预计这也将为未来政策的连续性和稳定性创造客观条件，推测未来政策思路仍将“稳”字当先，继续因城施策精准微操，整体来看难有大幅变动。我们认为2019年一季度销售面积增速将仍呈现平稳下滑的趋势，维持2019年全年销售面积增速预期-5%，上调销售金额增速预期至1%。

● 投资：增速超预期

2019年1-2月，全国房地产开发投资完成额12,090亿元，同比增长11.6%，增速比2018年全年提高2.1个百分点，表现强势，超出预期。我们认为，1-2月投资增速超预期，原因主要在于去年统计口径改变造成的低基数效应和部分投资的延迟计入，使得建安投资增速大幅转正带动地产投资整体上行，具体可参见我们去年4月的专题报告《“地产解惑”系列之一：统计口径改变对投资增速的影响》。综合看来，综合考虑土地成交的下滑和建安投资增速的回升，我们认为二季度投资增速将呈现缓慢下行的态势，维持2019年投资增速具备韧性，全年7%增速的判断。

● 资金：增速下滑但整体无忧

2019年1-2月份，房地产开发企业到位资金同比增长2.1%，增速比2018年全年回落4.3个百分点，房企总体融资与销售回款情况仍然良好，后续应继续关注偿债高峰期背景下房地产行业融资监管政策的变动。

● 板块表现：估值仍处低位

从近期A股和港股地产板块表现来看，虽然在整体春季行情的带动下个股股价普遍上涨，但板块整体绝对估值与相对估值仍处低位。

● 投资建议

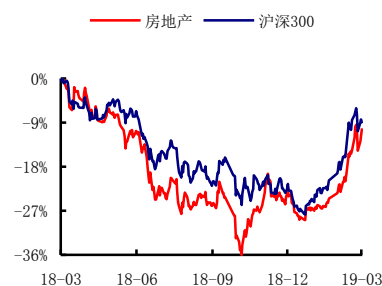
2019年1-2月，房地产行业销售面积增速转负，投资增速维持高位，资金情况仍然良好，调控政策进入回暖期，维持行业“推荐”评级。我们认为，在行业数据趋稳的背景下，预计未来政策将愈发具备连续性和稳定性，进而修复前期不确定性引发的板块估值下杀，政策平稳预期下，公司销售与业绩增速将成为市场关注点。看好业绩优良的行业龙头公司的表现。建议投资者持续关注销售快速扩张、业绩增长确定性较强的二线龙头房企，如中南建设、新城控股、阳光城、蓝光发展等。

风险提示：房地产调控政策收紧；房地产年报业绩结算节奏不及预期；房地产税推进进度高于预期。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：由于沛

执业证号：S0100118010012

电话：021-60878329

邮箱：youzipei@mszq.com

研究助理：侯希得

执业证号：S0100118080033

电话：021-60876707

邮箱：houxide@mszq.com

相关研究

- 1.对“套内面积”计价不宜过度解读
- 2.“地产解惑”系列之四：如何从财税角度看待房地产税？

目录

一、行业宏观数据汇总	3
二、销售：增速如期转负	4
三、投资：增速超预期	6
四、资金：增速下滑但整体无忧	7
五、房价：维持平稳预期	7
六、板块表现：估值仍处低位	8
七、投资建议	9
八、风险提示	9
插图目录	10
表格目录	10

一、行业宏观数据汇总

2019年1-2月，商品房销售面积14,102万平方米，同比下降3.6%，增速比2018年全年回落4.9个百分点。其中，住宅销售面积下降3.2%，办公楼销售面积下降15.7%，商业营业用房销售面积下降13.6%。商品房销售额149,973亿元，同比增长2.8%，增速比2018年全年回落9.4个百分点。其中，住宅销售额增长4.5%，办公楼销售额下降6.2%，商业营业用房销售额下降9.4%。2019年1-2月，全国房地产开发投资完成额12,090亿元，同比名义增长11.6%，增速比2018年全年提高2.1个百分点，比上年同期提高1.7个百分点。其中，住宅投资87,111亿元，增长18.0%，增速比2018年全年提高4.6个百分点，比上年提高5.7个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为72.1%。

表1：房地产行业宏观数据汇总

指标	2018年1-12月				2019年1-2月				2018年12月			2019年2月		
	累计值	占比	累计同比	相比上月变化百分点	累计值	占比	累计同比	相比上月变化百分点	当月值	当月环比	当月同比	当月值	当月环比	当月同比
商品房销售面积(万平方米)	171,654	100.0%	1.3%	-0.1	14,102	100.0%	-3.6%	-4.9	23,050	48.8%	0.9%	14,102	-38.8%	-3.6%
其中：住宅	147,929	86.2%	2.2%	0.1	12,319	87.4%	-3.2%	-5.4	19,216	44.7%	2.5%	12,319	-35.9%	-3.2%
办公楼	4,363	2.5%	-8.1%	2.8	321	2.3%	-15.7%	-7.4	757	114.2%	7.9%	321	-57.6%	-15.8%
商业营业用房	11,971	7.0%	-6.8%	-1.0	838	5.9%	-13.6%	-6.8	1,853	71.6%	-14.7%	838	-54.8%	-13.6%
商品房销售金额(亿元)	149,973	100.0%	12.2%	0.1	12,803	100.0%	2.8%	-9.4	20,465	50.5%	12.3%	12,803	-37.4%	2.8%
其中：住宅	126,393	84.3%	14.7%	-0.1	11,028	86.1%	4.5%	-10.2	16,446	41.9%	13.6%	11,028	-32.9%	4.5%
办公楼	6,277	4.2%	-2.6%	3.8	505	3.9%	-6.2%	-3.6	1,140	129.0%	19.2%	505	-55.7%	-6.3%
商业营业用房	13,349	8.9%	0.7%	0.9	958	7.5%	-9.4%	-10.1	2,285	93.1%	5.4%	958	-58.1%	-9.4%
房地产开发投资完成额(亿元)	120,264	100.0%	9.5%	-0.1	12,090	100.0%	11.6%	2.1	10,181	-5.4%	8.2%	12,090	18.8%	11.6%
其中：住宅	85,192	70.8%	13.4%	-0.1	8,711	72.1%	18.0%	4.6	7,166	-6.4%	10.6%	8,711	21.6%	18.0%
办公楼	5,996	5.0%	-1.1%	0.7	669	5.5%	2.5%	13.8	574	12.3%	-4.2%	669	16.6%	2.5%
商业营业用房	14,177	11.8%	-9.1%	0.0	1,315	10.9%	-9.0%	0.4	1,111	-5.8%	-8.8%	1,315	18.4%	-9.0%
房屋新开工面积(万平方米)	209,342	100.0%	17.2%	0.4	18,814	100.0%	6.0%	-11.2	20,447	1.5%	20.5%	18,814	-8.0%	6.0%
其中：住宅	153,353	73.3%	19.7%	0.4	13,597	72.3%	4.3%	-15.4	14,817	1.1%	23.4%	13,597	-8.2%	4.3%
办公楼	6,049	2.9%	-1.5%	-1.0	723	3.8%	38.0%	39.5	561	-3.5%	-15.8%	723	28.9%	37.9%
商业营业用房	20,066	9.6%	-2.0%	1.2	1,774	9.4%	-2.6%	-0.6	2,029	9.7%	10.1%	1,774	-12.6%	-2.6%
土地购置面积(万平方米)	29,142	100.0%	14.2%	-0.1	1,545	100.0%	-34.1%	-48.3	3,816	13.5%	13.9%	1,545	-59.5%	-34.1%
土地成交价款(亿元)	16,102	100.0%	18.0%	2.1	690	100.0%	-13.1%	-31.1	2,356	-70.7%	6.7%	690	-70.7%	-13.1%
房企到位资金(亿元)	165,963	100.0%	6.4%	-1.1	24,497	100.0%	2.1%	-4.3	15,886	10.0%	-4.1%	24,497	54.2%	2.1%
其中：国内贷款	24,005	14.5%	-4.4%	-1.0	4,976	20.3%	-0.5%	4.4	2,197	5.6%	-15.3%	4,976	126.5%	-0.5%
利用外资	108	0.1%	-35.3%	-3.1	52	0.2%	328.1%	363.9	6	-74.1%	-73.3%	52	820.1%	326.6%
自筹资金	55,831	33.6%	9.7%	-0.1	7,279	29.7%	-1.5%	-11.2	5,212	2.1%	6.9%	7,279	39.7%	-1.5%
定金及预收款	55,418	33.4%	13.8%	1.0	7,366	30.1%	5.6%	-8.2	5,867	27.3%	-0.2%	7,366	25.5%	5.6%
个人按揭贷款	23,706	14.3%	-0.8%	0.1	3,458	14.1%	6.5%	7.3	2,286	13.6%	-0.4%	3,458	51.3%	6.5%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

表2：各都市圈宏观数据汇总(2018年1-12月，分城市月度数据滞后全国数据两周左右)

指标	累计同比					当月同比					当月环比				
	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝
商品房销售面积	-18.00%	-1.94%	-10.17%	6.46%	6.64%	-20.19%	0.03%	4.88%	5.67%	4.79%	28.11%	57.58%	74.09%	89.84%	31.58%
其中：住宅	-15.23%	-0.87%	-10.70%	7.94%	7.59%	-24.71%	-0.90%	1.87%	7.71%	11.78%	12.36%	45.56%	64.66%	85.91%	28.11%
商品房销售金额	-13.18%	13.37%	-0.27%	16.42%	22.01%	-8.85%	21.13%	21.37%	8.23%	14.89%	41.65%	60.45%	81.64%	64.90%	30.54%
其中：住宅	-8.47%	14.79%	1.02%	19.66%	26.08%	-12.23%	10.23%	21.48%	8.03%	31.56%	25.04%	40.42%	70.88%	54.82%	26.61%
房地产开发投资完成额	0.23%	14.96%	19.35%	0.37%	8.94%	14.61%	-2.05%	21.12%	5.45%	17.07%	7.12%	-16.42%	7.07%	10.70%	-0.61%
房屋新开工面积	0.59%	22.34%	14.12%	8.28%	24.88%	-31.11%	24.61%	-5.80%	24.26%	40.11%	-27.87%	-9.32%	6.92%	14.23%	4.07%
其中：住宅	-0.11%	26.31%	16.24%	10.54%	30.94%	-23.58%	31.80%	-7.99%	23.46%	48.35%	-27.22%	-7.08%	2.09%	12.83%	6.63%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

注：本报告京津冀包含北京、天津、河北；江浙沪包含上海、江苏、浙江；珠三角包含广东；中原包含河南、湖北；川渝包含重庆、四川。

二、销售：增速如期转负

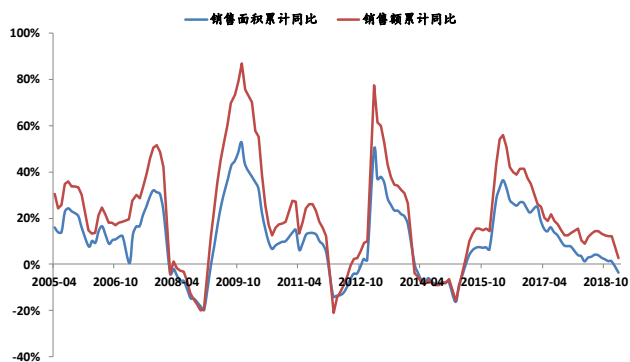
2019年1-2月份，商品房销售面积累计同比下降3.6%，增速比2018年全年回落4.9个百分点，增速已连续6个月回落。整体来看，开年销售金额增速和销售面积增速双双下降至0增速附近，显示住建部去年底工作会议上提出的“稳地价、稳房价、稳预期”的工作思路得到了较好的贯彻，符合市场预期。从分区域销售来看，除西部地区外各区域销售面积均出现了负增速，但我们认为这与推盘节奏和季节因素关联较大。考虑到2018年的高基数效应，销售增速未来一个季度或将继续下行，仍需持续关注，但去年10月后部分城市房贷利率、限价政策、购房门槛等有所放松，显示政策亦较为注重市场稳定，而并非一味打压，且一二线房地产市场已现回暖之势，而三四线表现也并非一落千丈，故也不必过度悲观。

自2016年10月开始的房地产全面调控，导致2017年销售面积同比增速从高位不断下滑；2018年6月以来，调控政策再次持续收紧：先是6月底国开行传出棚改贷款收紧的信息，而后住房和城乡建设部等七部门联合开展治理房地产市场乱象专项行动，之后深圳开始执行限售，且政治局会议表态“下决心解决好房地产市场问题”、“坚决遏制房价上涨”；11月份之后，部分城市调控又出现了边际宽松。从中央继续强调“因城施策”来看，我们认为，热点一线城市的房地产调控政策仍然难见宽松，但也很难继续收紧，而部分房价承压的低能级城市则有可能在房贷利率、购房门槛等方面进行小幅边际宽松。因此我们认为，2019年的销售面积虽将大概率出现负增速，但不会断崖式下滑。综合来看，我们认为2019年一季度销售面积增速仍将呈现平稳下滑的趋势，维持2019年全年销售面积增速预期-5%，上调销售金额增速预期至1%。

根据过去几年地产成交同比情况来看，地产小周期一般为2-3年左右（见图1），且在政策调控下波动幅度逐渐减小。从销售数据当月值来看（图3），1-2月销售均价环比大幅回升，推测应为一二线城市高价房成交占比增多所致。从30大中城市成交面积同比增速高频数据来看（图2），一线二线城市销量有所回暖，考虑到二线城市同比增速则仍为负增速，同时二线城市土地财政依赖度也相对最高，因此未来调控的边际放松最有可能出现在二线城市。分都市圈来看（图4），各区域均呈现全面趋稳态势，显示我国的因城施策的调控思路和长效机制成效显著。从库存情况来看，我国商品房库存面积增速也逐渐企稳，这也一定程度上导致了新开工增速的回落。

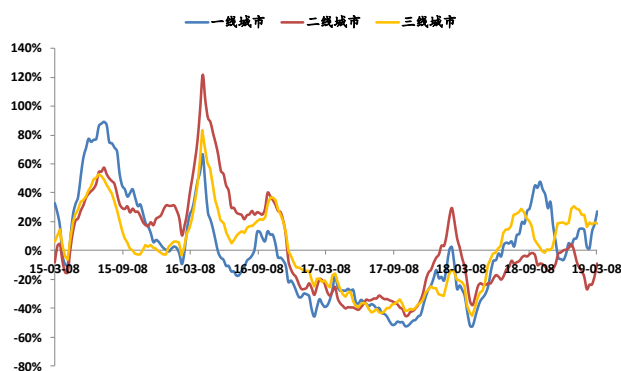
总体来说，销售相关数据仍保持了较为稳定的态势，也基本符合市场的预期，我们预计这也将为未来政策的连续性和稳定性创造客观条件，推测未来政策思路仍将“稳”字当先，继续因城施策精准微操，整体来看难有大幅变动。

图 1：房地产销售面积与销售金额累计同比



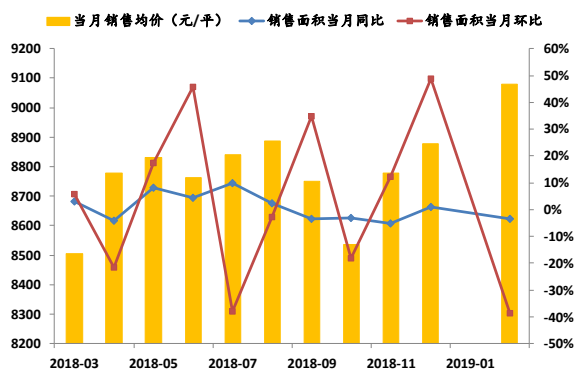
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 2：30 大中城市成交面积同比（移动 8 周平均）



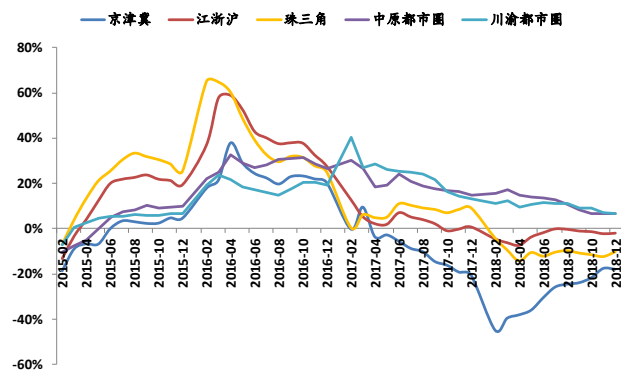
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 3：销售数据当月值



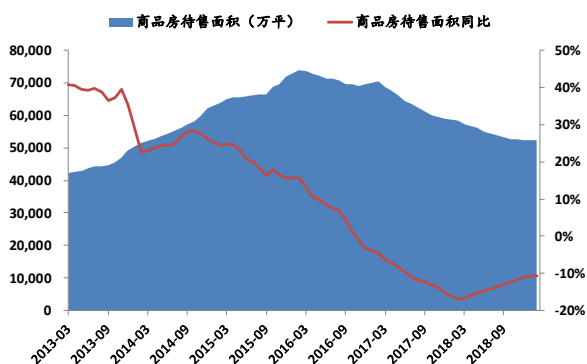
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 4：各都市圈销售面积累计同比



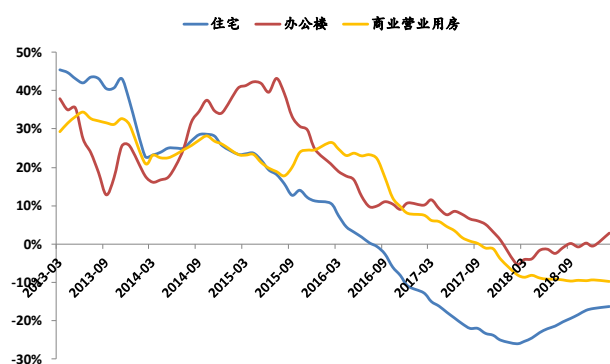
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 5：库存总面积及同比增速



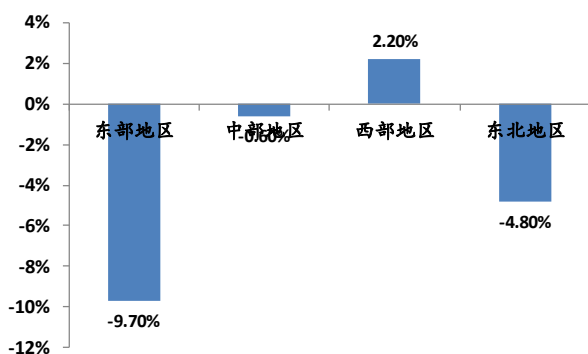
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 6：各类商品房库存面积同比增速



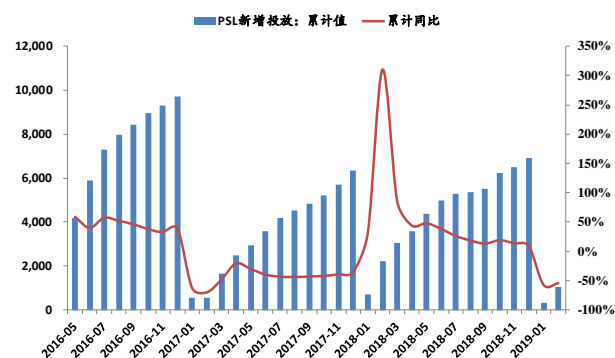
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 7：分地区销售面积增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 8：PSL 新增投放与累计同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

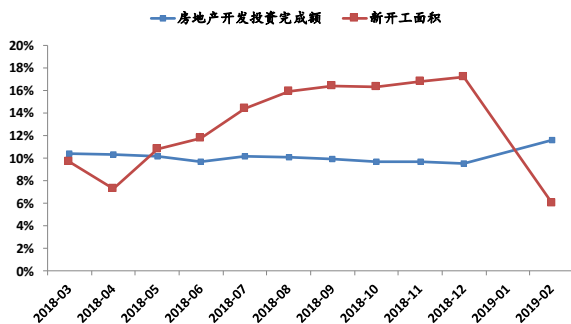
三、投资：增速超预期

2019 年 1-2 月，全国房地产开发投资完成额 12,090 亿元，同比增长 11.6%，增速比 2018 年全年提高 2.1 个百分点，表现强势，超出预期。

在投资增速超预期的同时，新开工面积与土地成交价款的增速却均出现了大幅回落。2019 年 1-2 月，房屋新开工面积累计同比+6.0%，比 2018 年全年回落 11.2 个百分点；1-2 月土地购置面积 1,545 万平方米，同比下降 34.1%，土地成交价款 690 亿元，同比下降 13.1%，增速比 2018 年全年大幅回落 31.1 个百分点。我们认为，去年同期三四线城市的火热行情带动了房企的补库存热情，而今年三四线城市销售的边际遇冷，引发房企在三四线城市补库存的力度下滑，是导致开年新开工与土地购置大幅下滑的主因。

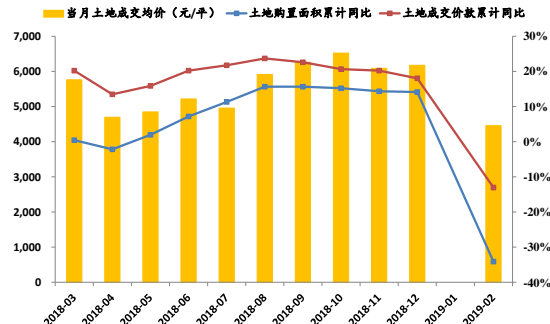
我们认为，1-2 月投资增速超预期，原因主要在于去年统计口径改变造成的低基数效应和部分投资的延迟计入，使得建安投资增速大幅转正带动地产投资整体上行，具体可参见我们去年 4 月的专题报告《“地产解惑”系列之一：统计口径改变对投资增速的影响》。综合看来，综合考虑土地成交的下滑和建安投资增速的回升，我们认为二季度投资增速将呈现缓慢下行的态势，维持 2019 年投资增速具备韧性，全年 7% 增速的判断。

图 9：房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比



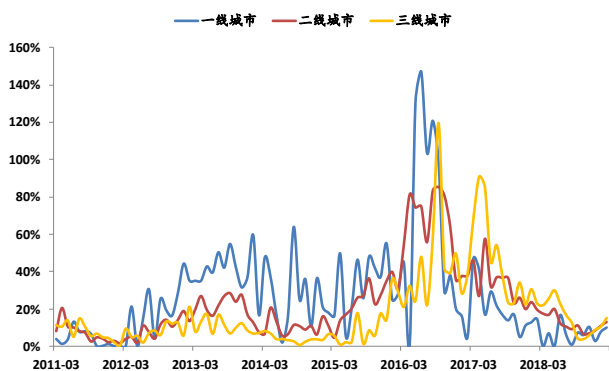
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 10：土地购置与成交情况



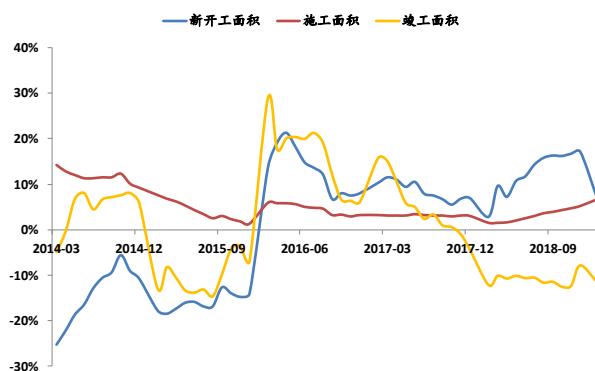
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 11: 100 大中城市住宅类用地成交溢价率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比

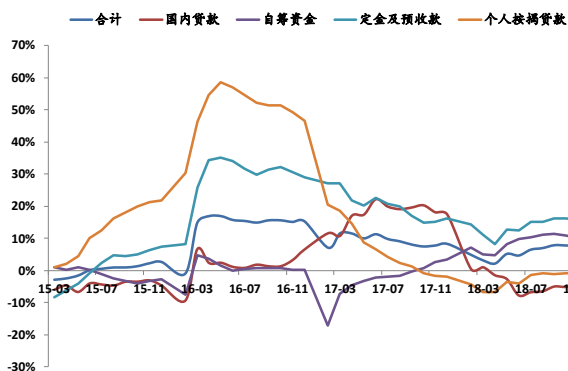


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

四、资金：增速下滑但整体无忧

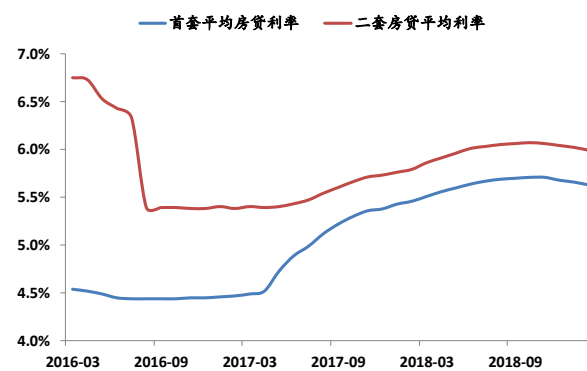
2019 年 1-2 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 2.1%，增速比 2018 年全年回落 4.3 个百分点，显示房企资金面情况小幅趋紧。但值得注意的是，利用外资一项本期大幅上升，显示房企海外发债监管趋松，而个人按揭贷款增速仍在上升，显示房企销售回款情况不差。总体来说，房企到位资金增速虽有下滑，但总体融资与销售回款情况仍然良好，后续应继续关注偿债高峰期背景下房地产行业融资监管政策的变动。

图 13: 房地产开发到位资金累计同比



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

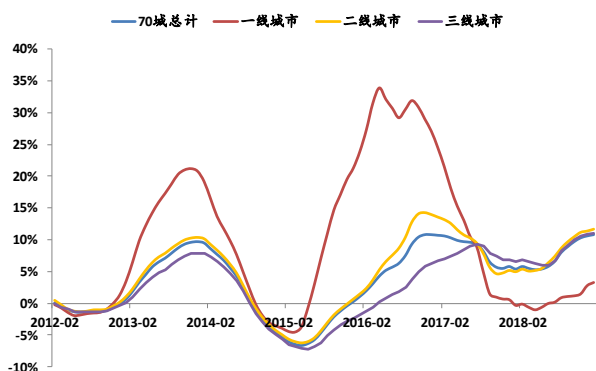
图 14: 住房贷款利率走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

五、房价：维持平稳预期

从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，整体涨幅趋于平稳，一定程度上表明长效机制和“房住不炒”正在发挥作用。注意到全国住宅库存比仍然处于低位，但考虑政策并未大幅宽松，以及 M2 增速也企稳的情况下，预计 2019 年房价将保持整体平稳的态势。

图 15：70 城房价指数当月同比


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 16：全国住宅库销比


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 17：M2 同比


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

六、板块表现：估值仍处低位

从近期 A 股和港股地产板块表现来看，虽然在整体春季行情的带动下个股股价普遍上涨，但板块整体绝对估值与相对估值仍处低位。我们认为，在行业数据趋稳的背景下，预计未来政策将愈发具备连续性和稳定性，进而继续修复前期不确定性引发的板块估值下杀，政策平稳预期下，公司业绩与销售将成为市场关注点，继续看好销售快速扩张、业绩增长确定性较强的二线龙头房企。

图 18: A 股地产板块表现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: H 股地产板块表现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

七、投资建议

2019 年 1-2 月，房地产行业销售面积增速转负，投资增速维持高位，资金情况仍然良好，调控政策进入回暖期，**维持行业“推荐”评级**。我们认为，在行业数据趋稳的背景下，预计未来政策将愈发具备连续性和稳定性，进而修复前期不确定性引发的板块估值下杀，政策平稳预期下，公司销售与业绩增速将成为市场关注点。看好业绩优良的行业龙头公司的表现。建议投资者持续关注**销售快速扩张、业绩增长确定性较强的二线龙头房企**，如**中南建设、新城控股、阳光城、蓝光发展**等。

八、风险提示

房地产调控政策收紧；房地产年报业绩结算节奏不及预期；房地产税推进进度高于预期。

插图目录

图 1: 房地产销售面积与销售金额累计同比	5
图 2: 30 大中城市成交面积同比 (移动 8 周平均)	5
图 3: 销售数据当月值	5
图 4: 各都市圈销售面积累计同比	5
图 5: 库存总面积及同比增速	5
图 6: 各类商品房库存面积同比增速	5
图 7: 分地区销售面积增速	6
图 8: PSL 新增投放与累计同比增速	6
图 9: 房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比	6
图 10: 土地购置与成交情况	6
图 11: 100 大中城市住宅类用地成交溢价率	7
图 12: 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比	7
图 13: 房地产开发到位资金累计同比	7
图 14: 住房贷款利率走势	7
图 15: 70 城房价指数当月同比	8
图 16: 全国住宅库销比	8
图 17: M2 同比	8
图 18: A 股地产板块表现	9
图 19: H 股地产板块表现	9

表格目录

表 1: 房地产行业宏观数据汇总	3
表 2: 各都市圈宏观数据汇总 (2018 年 1-12 月, 分城市月度数据滞后全国数据两周左右)	3

分析师与研究助理简介

由子沛，房地产行业研究员，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，2017年加入民生证券。

侯希得，房地产行业研究员，澳大利亚悉尼大学专业会计硕士，2018年加入民生证券。

分析师承诺

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

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。