

行业评级:

房地产 增持 (维持)

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

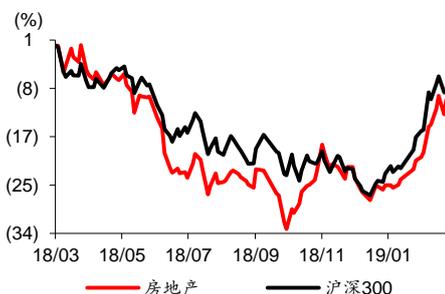
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《新城控股(601155,买入): 优质成长的最好诠释》2019.03
- 2《房地产: 政策不确定性落地, 一城一策推进》2019.03
- 3《房地产: 2月增速略有修复, 3月见证增长成色》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

销售如期回落, 投资再超预期

2019年1-2月房地产行业数据点评

核心观点

2019年前2月销售数据如期回落, 符合我们跟踪的重点城市以及房企调研情况, 由此带来新开工增速也明显下降。但房地产投资明显超出预期, 我们认为2019年整体土地投资的弱化仍将持续, 部分房企由于融资改善带来的拿地提升难以改变全国趋势, 因此我们认为房地产投资增速的下降是大势所趋。

开发投资超预期, 全年大概率稳步回落

2019年1-2月开发投资增速超出市场预期, 我们认为超预期的原因可能在于施工投资增速提高以及土地购置费的滞后效应依然存在。据我们测算, 在1-2月施工投资增速为5%的假设下, 11.6%的开发投资增速对应的土地购置费增速依然高达38%左右, 这意味着2018年土地购置费的滞后确认影响可能仍在持续, 具体需要观察之后的细分统计数据。2019年整体土地投资的弱化有所体现, 部分房企由于融资改善带来的拿地提升难以改变全国趋势, 且开发到位资金总量增速的放缓也在一定程度制约施工投资的反弹, 因此我们认为房地产投资增速的下降是大势所趋。

销售增速如期回落, 一二线城市结构性改善明显

2019年前2月销售面积和金额增速如期回落, 同我们跟踪的重点城市高频数据和房企调研反馈保持一致。虽然销售总量保持回落, 但是一二线城市的结构性改善仍在持续。高频数据显示2019年1-2月一线城市新房成交面积同比上涨17%, 涨幅持续扩大, 13个重点二线城市同比增长0.3%, 年内首次转正, 销售增速均好于全国平均水平, 销售弹性有望得到持续修复。此外链家统计, 北上广深挂牌房源降价、涨价数量比从2018年11月最高的16.1降至2019年2月的3.6, 预期正在明显改善。

到位资金增速放缓, 融资集中度继续提升

1-2月房地产开发到位资金总量增速有所放缓, 国内贷款及按揭贷增速明显修复, 流动性宽松效应逐渐显现。克而瑞统计, 85家典型房企融资总额2019年1月创2017年下半年以来单月新高, 2月融资总额虽受到春节错位影响但依然同比增长12.4%。我们监测的房企发债数据显示, 2019年2月民营房企境内债发行利率中位值6.65%, 境外债8.04%, 分别较2018年末降低85BP和296BP。此外2月全国首套房、二套房贷款平均利率分别连降3、4个月, 刚性需求得到持续修复。资金成本改善带动银行按揭配置意愿提升, 销售增速靠前的龙头房企有望间接受益于销售回流的加快。

政策、市场、流动性改善进行时, 继续看好一二线房企估值修复

我们认为3月份随着政策不确定性落地, 一城一策逐步推进, 以及行业基本面结构性改善, 我们继续看好一二线房企估值修复。具体标的方面, 建议关注: 1、具备强融资及ROE突破潜力的一线房企(万科A等); 2、享受成长弹性的企业(新城控股、华发股份、中南建设等); 3、低估值高分红房企(华侨城、荣盛发展等); 4、享受长三角一体化、粤港澳大湾区等城镇化区域红利的企业。

风险提示: 需求和杠杆空间后继乏力, 行业下行超预期; 部分房企存在资金链风险; 若宏观经济超预期下行, 不排除调控政策出现放松的可能。

正文目录

开发投资超预期，全年大概率稳步回落	3
1-2 月开发投资同比增长 11.6%，可能仍然来自于土地投资高位支撑	3
拿地力度明显回落，结构分化仍在延续	3
新开工增速放缓，保持对可售货值的规模诉求	4
销售增速如期回落，一二线城市结构性改善明显	6
到位资金增速放缓，融资集中度继续提升	8
政策、市场、流动性改善进行时，继续看好一二线房企估值修复	11
风险提示	11

图表目录

图表 1： 2019 年 1-2 月不同施工投资增速假设对应土地购置费增速	3
图表 2： 全国房地产开发投资累计完成额（万亿元）	3
图表 3： 全国住宅开发投资累计完成额（万亿元）	3
图表 4： 全国房地产开发企业土地购置面积累计值（亿平）	4
图表 5： 全国房地产开发企业土地成交价款累计值（亿元）	4
图表 6： 全国房屋新开工面积累计值（亿平）	4
图表 7： 全国住宅新开工面积累计值（亿平）	4
图表 8： 全国房屋施工面积累计值（亿平）	5
图表 9： 全国房屋竣工面积累计值（亿平）	5
图表 10： 全国商品房销售面积累计值（亿平）	6
图表 11： 全国商品住宅销售面积累计值（亿平）	6
图表 12： 全国商品房销售金额累计值（万亿）	6
图表 13： 全国商品住宅销售金额累计值（万亿）	6
图表 14： 商品房待售面积及去化周期	7
图表 15： 房地产开发企业到位资金（万亿元）	8
图表 16： 房地产开发到位资金中国内贷款累计值（万亿元）	8
图表 17： 房地产开发到位资金中自筹资金累计值（万亿元）	9
图表 18： 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值（万亿元）	9
图表 19： 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值（万亿元）	10

开发投资超预期，全年大概率稳步回落

1-2月开发投资同比增长11.6%，可能仍然来自于土地投资高位支撑

2019年1-2月全国房地产开发投资累计完成额为1.21万亿元，同比上涨11.6%，增速较2018年1-12月提升2.1个百分点；其中住宅开发投资累计完成额为0.87万亿元，同比上涨18%，增速较2018年1-12月提升4.6个百分点。

2019年1-2月开发投资增速超出市场预期，我们认为超预期的原因可能在于：1、施工投资增速提高，1-2月全国施工面积同比增长6.8%，增速较2018全年提高1.6个百分点；2、土地购置费的滞后效应依然存在。据我们测算，在1-2月施工投资增速为5%的假设下，11.6%的开发投资增速对应的土地购置费增速依然高达38%左右，这意味着2018年土地购置费的滞后确认影响可能仍在持续，具体需要观察之后的细分统计数据。

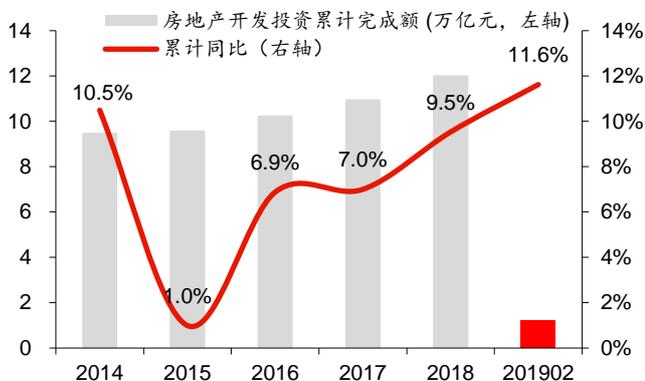
考虑到百城土地成交金额累计同比增速自2018年1月46.0%的高点逐渐回落至2019年2月的-25.3%，2019年整体土地投资的弱化有所体现，部分房企由于融资改善带来的拿地提升难以改变全国趋势，且开发到位资金总量增速的放缓也在一定程度制约施工投资的反弹，因此我们认为房地产投资增速的下降是大势所趋。

图表1：2019年1-2月不同施工投资增速假设对应土地购置费增速

施工投资（包含其他费用-土地购置费）增速假设	-3%	0%	5%	10%
对应土地购置费增速	71%	58%	38%	18%

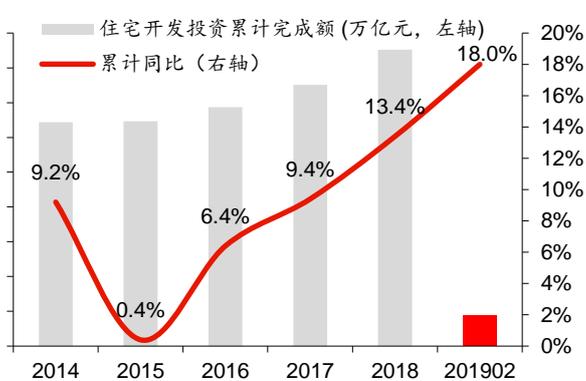
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：全国房地产开发投资累计完成额（万亿元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表3：全国住宅开发投资累计完成额（万亿元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

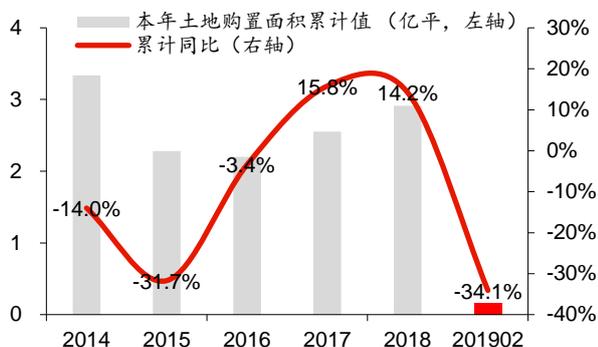
拿地力度明显回落，结构分化仍在延续

2019年1-2月全国房地产开发企业土地购置面积为0.15亿平，同比下降34.1%，增速较2018年1-12月下跌48.3个百分点。1-2月土地成交价款为690亿元，同比下降13.1%，增速较1-12月回落31.1个百分点。

2019年1-2月土地购置力度明显下滑，这与我们去年以来跟踪的市场环境一致，随着房地产行业景气度下行，房企拿地力度明显下降，且个别区域流拍情况仍在增加。另一方面，土地购置面积和土地成交价款增速差进一步扩大，我们认为主要原因在于房企拿地重心向核心城市的倾斜。

百城土地成交数据显示 2019 年 1-2 月一线城市土地成交总价同比增长 1.6%，较 2018 全年的-13.8%显著改善。而二线、三线城市 1-2 月土地成交总价分别同比减少 35.0%和 20.2%，同比降幅较 2018 全年分别扩大 29.8 和 37.7 个百分点。我们认为 2019 年相对谨慎的销售和融资预期下，全年土地投资大概率继续下行，同时土地投资拿地结构的分化或反映出房企对热点一二线城市销售预期的转好。

图表4：全国房地产开发企业土地购置面积累计值（亿平）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表5：全国房地产开发企业土地成交价款累计值（亿元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

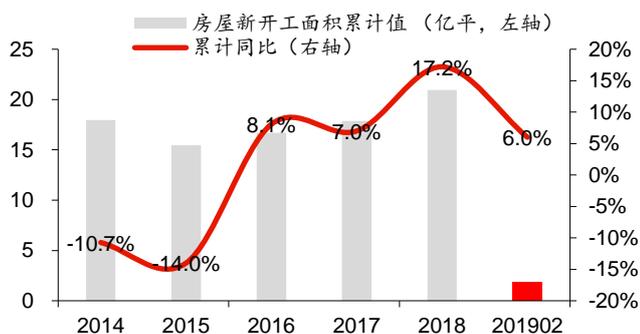
新开工增速放缓，保持对可售货值的规模诉求

2019 年 1-2 月全国房屋新开工面积为 1.88 亿平，同比上涨 6%，增速较 2018 年 1-12 月下跌 11.2 个百分点。其中住宅新开工面积为 1.36 亿平，同比上涨 4.3%，增速较 2018 年 1-12 月回落 15.44 个百分点。

2019 年 1-2 月全国房屋施工面积为 67.49 亿平，同比上涨 6.8%，增速较 2018 年 1-12 月上漲 1.6 个百分点。2019 年 1-2 月全国房屋竣工面积为 1.25 亿平，同比下降 11.9%，降幅较 2018 年 1-12 月扩大 4.1 个百分点。

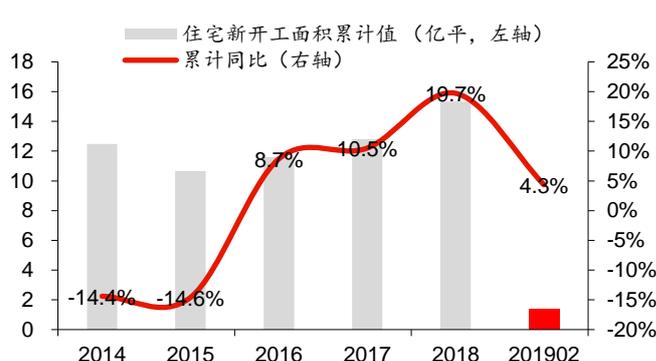
2019 年初销售增速放缓以及大多房企年初主要以去化存量项目为主，新开工增速明显下降。但整体我们认为上半年新开工预期仍会平稳，因为市场普遍预期销售去化率下行，大部分房企为保证销售规模不下滑需保障全年可售货值充裕，因此对新开工和推盘保持较高的规模诉求。1-2 月施工面积同比增幅显著扩大，虽然当期投资拿地同比负增长，但存量项目投资强度有望提升。且伴随热点一二线城市销售和拿地预期的转好，施工结构有望同步向一二线城市倾斜。

图表6：全国房屋新开工面积累计值（亿平）



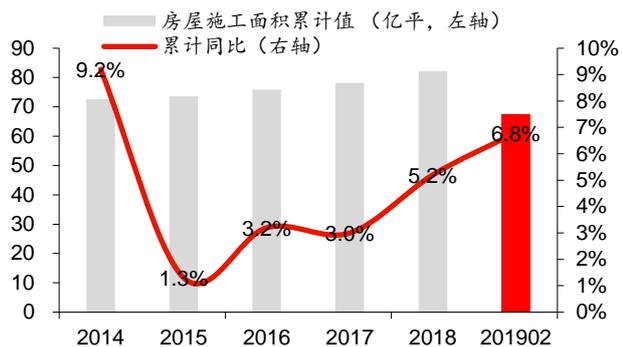
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表7：全国住宅新开工面积累计值（亿平）



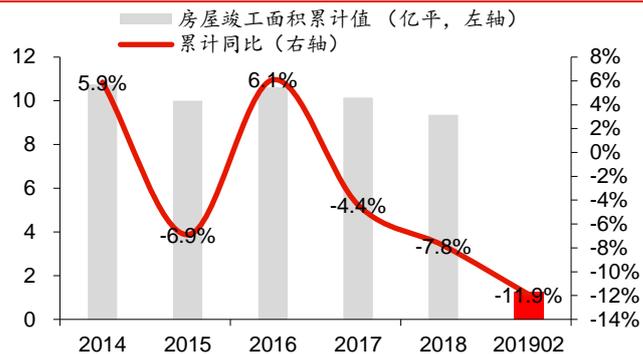
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表8: 全国房屋施工面积累计值 (亿平)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表9: 全国房屋竣工面积累计值 (亿平)

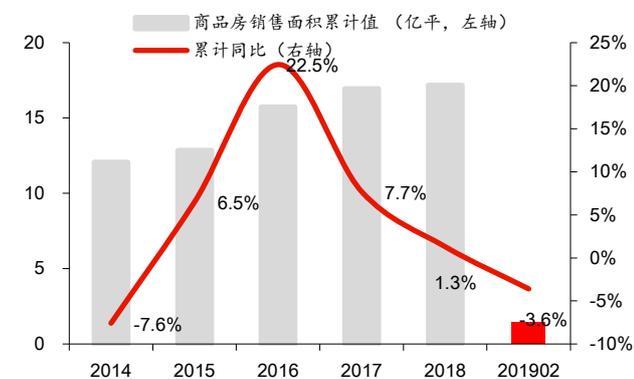


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

销售增速如期回落，一二线城市结构性改善明显

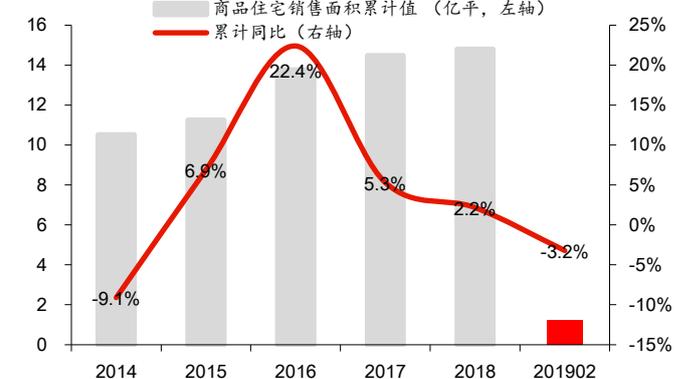
2019年1-2月全国商品房销售面积为1.41亿平,同比下跌3.6%,增速较2018年1-12月下跌4.9个百分点;其中,商品住宅销售面积为1.23亿平,同比下降3.2%,增速较2018年1-12月下跌5.4个百分点。

图表10: 全国商品房销售面积累计值(亿平)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表11: 全国商品住宅销售面积累计值(亿平)

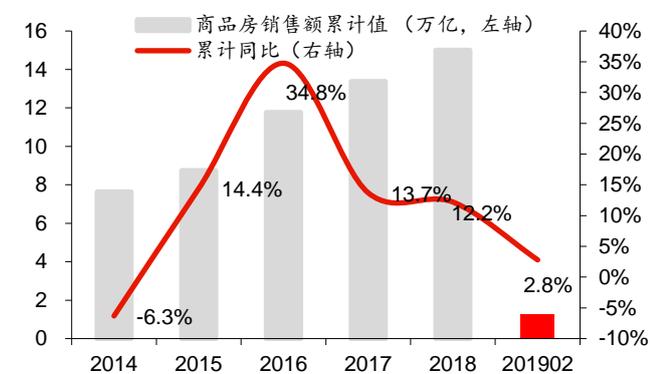


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2019年1-2月全国商品房销售金额为1.28万亿元,同比上涨2.8%,增速较2018年1-12月下跌15个百分点;其中,商品住宅销售金额为1.1万亿元,同比上涨4.5%,增速较2018年1-12月下跌10.15个百分点。

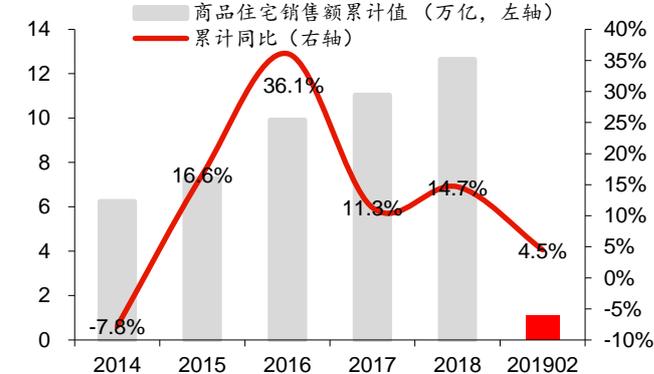
2019年前2月销售面积和金额增速如期回落,同我们跟踪的重点城市高频数据和房企调研反馈保持一致。虽然销售总量保持回落,但是一二线城市的结构改善仍在持续。高频数据显示2019年1-2月一线城市新房成交面积同比上涨17%,涨幅持续扩大,13个重点二线城市同比增长0.3%,年内首次转正,热点一二线城市销售面积增速均好于全国平均水平。我们在珠三角、长三角的调研也显示,深圳二手房看房量、成交量自去年12月开始回升,上海二手房成交量今年1月开始显著回升,3、4月份小阳春将见证市场成色。同时根据链家数据,北上广深挂牌房源降价、涨价数量比从2018年11月最高的16.1降至2019年2月的3.6,预期正在明显改善。热点一二线城市的销售弹性有望得到持续修复。

图表12: 全国商品房销售金额累计值(万亿)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

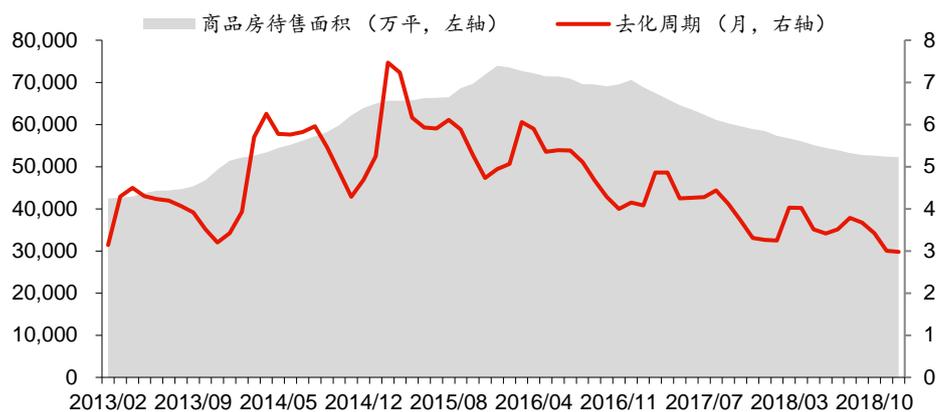
图表13: 全国商品住宅销售金额累计值(万亿)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2019年2月末全国商品房待售面积5.23亿平,较2018年12月末减少163万平;其中,住宅待售面积为2.52亿平,较2018年12月末增加117万平。2019年2月末商品房待售面积去化周期为2.98个月,较2018年12月末减少0.02个月。

图表14: 商品房待售面积及去化周期

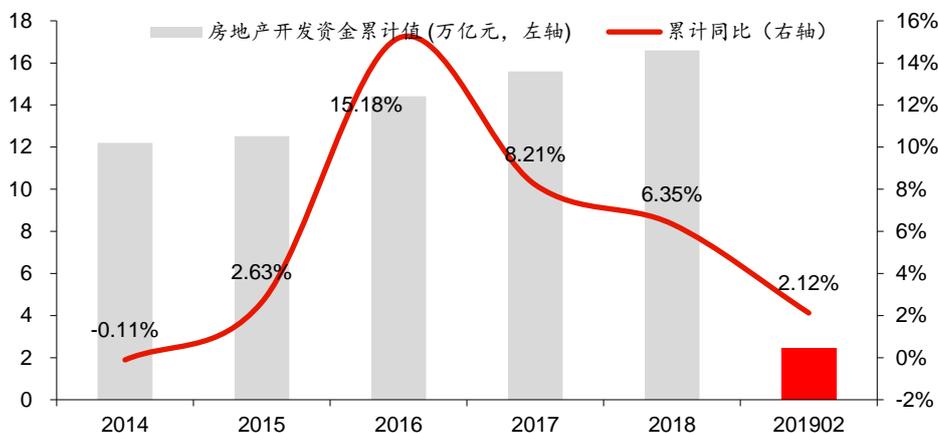


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

到位资金增速放缓，融资集中度继续提升

2019年1-2月房地产开发企业到位资金为2.45万亿元，同比上涨2.1%，增速较2018年1-12月下跌4.23个百分点。

图表15：房地产开发企业到位资金（万亿元）

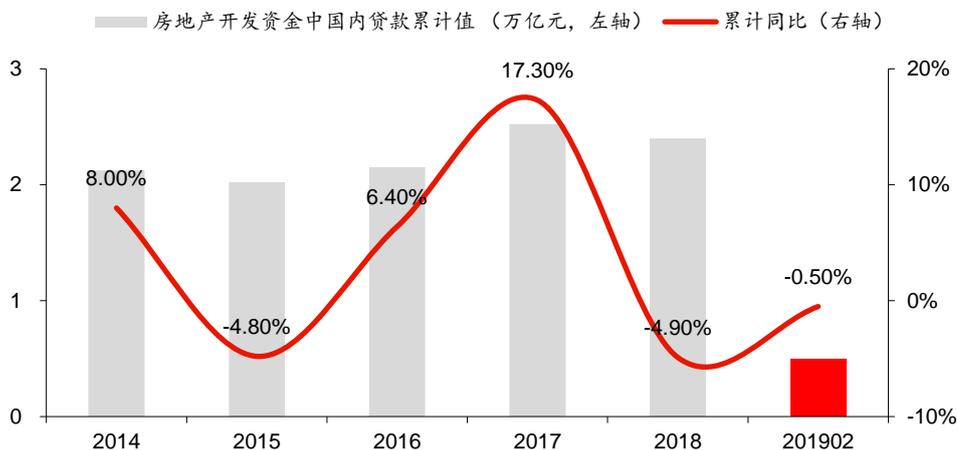


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

拆分到位资金的主要构成：

2019年1-2月房地产开发企业到位资金中，国内贷款为4,976亿元，同比下降0.5%，降幅较2018年1-12月减少4.4个百分点。

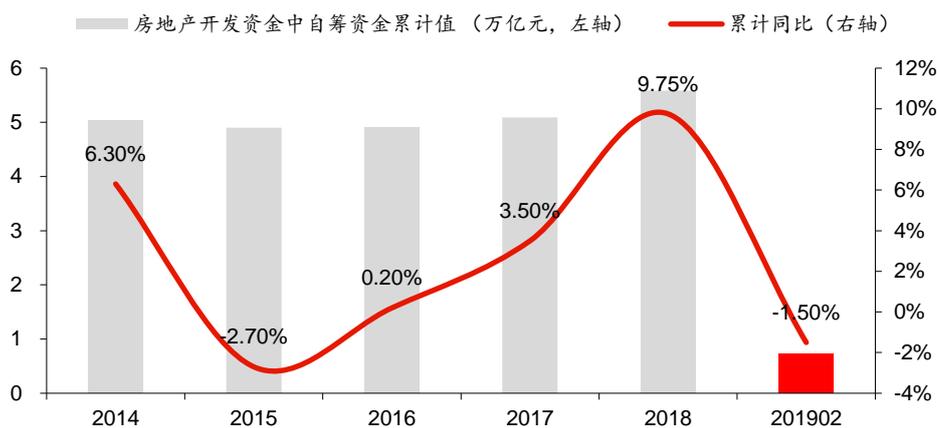
图表16：房地产开发到位资金中国内贷款累计值（万亿元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

2019年1-2月房地产开发企业到位资金中，自筹资金为7,279亿元，同比下跌1.5%，增速较2018年1-12月下跌11.3个百分点。

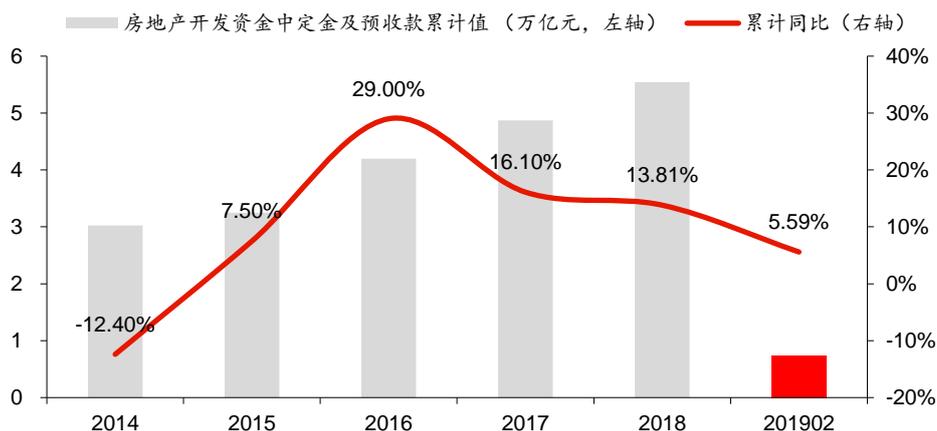
图表17: 房地产开发到位资金中自筹资金累计值 (万亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

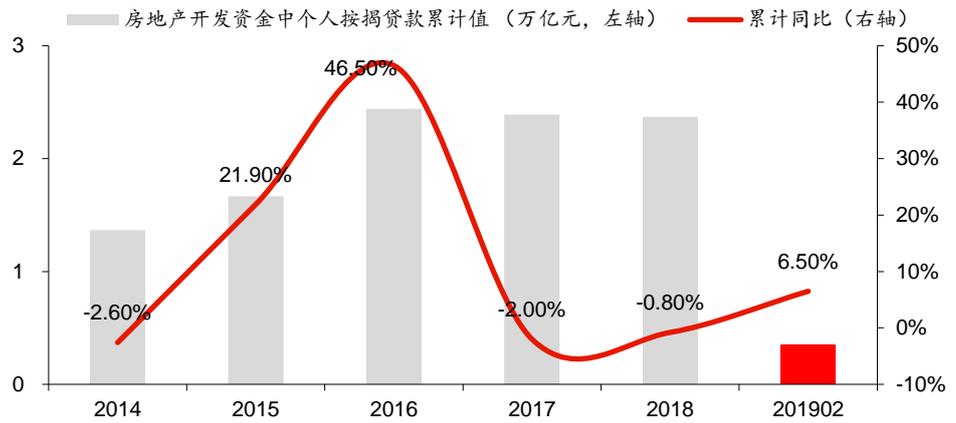
2019年1-2月房地产开发企业到位资金中, 定金及预收款为7,366亿元, 同比上涨5.6%, 增速较2018年1-12月下跌8.2个百分点。

图表18: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值 (万亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2019年1-2月房地产开发企业到位资金中, 个人按揭贷款累计值为3,458亿元, 同比增长6.5%, 增速较2018年1-12月上升7.3个百分点。

图表19： 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值（万亿元）


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

1-2月房地产开发到位资金总量增速有所放缓，国内贷款及按揭贷增速明显修复，流动性宽松效应逐渐显现。克而瑞数据显示，85家典型房企融资总额2019年1月创2017年下半年以来单月新高，2月融资总额虽受到春节错位影响但依然同比增长12.4%，且调研显示重点房企开发贷、公司债的融资成本都比年中下降，境外发债的成本也趋于下行，已经和境内发债接近。我们监测的房企发债数据显示，2019年2月民营房企境内债发行利率中位值6.65%，境外债8.04%，分别较2018年末降低85BP和296BP。

此外2019年2月全国首套房贷款平均利率5.63%，环比下降3BP，连降3月。二套房贷款平均利率5.99%，环比回落3BP，连续回落4个月，并在时隔8个月后首次回归至6%以下。资金成本改善带动银行按揭配置意愿提升，销售增速靠前的龙头房企有望间接受受益于销售回流的加快，未来融资集中度有望进一步提升。

政策、市场、流动性改善进行时，继续看好一二线房企估值修复

2019 年前 2 月销售数据如期回落，符合我们跟踪的重点城市以及房企调研情况，由此带来新开工增速也明显下降。但房地产投资明显超出预期，我们认为 2019 年整体土地投资的弱化仍将持续，部分房企由于融资改善带来的拿地提升难以改变全国趋势，因此我们认为房地产投资增速的下降是大势所趋，一二线城市销售弹性有望得到持续修复。

我们认为 3 月份随着政策不确定性落地，一城一策逐步推进，以及行业基本面结构性改善，我们继续看好一二线房企估值修复。具体标的方面，建议关注：1、具备强融资及 ROE 突破潜力的一线房企（万科 A 等）；2、享受成长弹性的企业（新城控股、华发股份、中南建设等）；3、低估值高分红房企（华侨城、荣盛发展等）；4、享受长三角一体化、粤港澳大湾区等城镇化区域红利的企业。

风险提示

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能，使得行业销售、投资增速低于我们预期。

房企经营风险：房地产行业融资环境暂未出现明显放松的迹象，销售下行可能导致部分房企资金链面临更大压力，不排除部分房企出现经营困难等问题。

行业上行风险：若宏观经济出现超预期下行，不排除调控政策出现放松的可能。虽然我国居民加杠杆的空间和能力明显不及 2015 年，但加杠杆的天花板具有不确定性。参考历史上调控政策放松时期的量价变化，短期内需求出现较大幅度反弹的可能性仍然存在，从而使得行业销售、投资增速高于我们预期

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com