

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

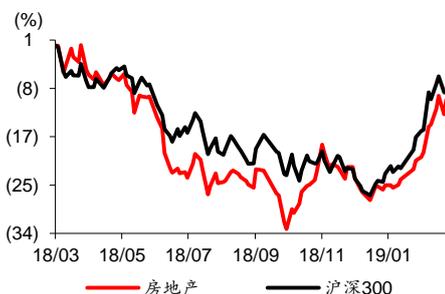
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

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

销售如期回暖, 投资维持高位

2019年1-3月房地产行业数据点评

核心观点

3月统计局销售数据整体符合重点城市高频数据以及重点房企榜单数据, 较2月进一步回暖, 背后体现的是推盘量提升和去化率回暖, 带动单月销售面积重新回正以及新开工回升。而投资方面, 3月依然维持高位, 我们预计拿地费用贡献会逐步回落, 而施工投资部分贡献会有所回升。

新开工及施工回升, 但土地购置贡献度预计减弱

销售回暖叠加融资改善, 行业开工推盘力度加大, 抢抓阶段性行情的窗口期效应明显, 同时一二线城市销售回暖进一步强化施工结构的倾斜, 施工面积继续回升, 施工投资大概率连续反弹。但1-3月国有土地使用权出让金累计同比减少9.5%, 降幅较1-2月扩大4.2个百分点, 土地购置费对开发投资的贡献度预期持续走低, 未来开发投资的表现取决于土地购置费和施工投资的此消彼长, 我们认为土地购置对房地产投资的贡献度会减弱, 房地产投资会逐步承压。

低位复苏叠加预期改善, 重点城市销售如期回暖

3月销售如期反弹, 我们认为主要原因在于: (1) 春节错位效应以及节后正常回暖的季节性放大同比增幅; (2) 一二线城市景气度如期回升, 基本面低位复苏叠加流动性宽松和一城一策所带来的预期改善; (3) 房企抢抓金三银四销售窗口期, 同时预留全年货值排布的灵活度空间, 上半年供货力度加大。我们认为稳健货币政策取向未变, “一城一策”下较弱的地方预调微调空间提升, 基本面温和复苏有望得以延续。

居民和企业信贷皆有修复

3月开发到位资金全面改善, 其中国内贷款、个人按揭贷款、定金及预收款、自筹资金单月分别同比增长10.3%、14.3%、18.8%、11.3%, 带动开发到位资金累计增速回升3.8个百分点。行业信贷环境持续趋于宽松, 销售回暖对到位资金的改善最为明显, 3月首套房、二套房按揭利率分别连降4和5个月, 销售回款加快叠加按揭发放提速, 行业资金面得到持续修复。

继续看好一二线房企估值修复

房地产行业正迎来流动性、政策、基本面结构性改善推动, 一城一策环境下城市将体现有松有紧, 继续看好二季度地产板块估值修复空间。继续推荐: 1、尽享一二线城市市场复苏的龙头和稀缺经纪龙头(万科A、我爱我家等); 2、享受成长弹性的企业(华发股份、中南建设、新城控股等); 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

新开工及施工回升，但土地购置贡献度预计减弱.....	4
1-3 月开发投资同比增长 11.8%，施工投资贡献预计维持高位	4
投资结构持续分化，二线城市复苏明显.....	4
新开工、施工增速全面回升，竣工降幅如期收窄	5
低位复苏叠加预期改善，重点城市销售如期回暖.....	7
居民和企业信贷皆有修复	9
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： 全国房地产开发投资累计完成额（万亿元）	4
图表 2： 全国房地产开发投资当月完成额（亿元）	4
图表 3： 全国住宅开发投资累计完成额（万亿元）	4
图表 4： 全国住宅开发投资当月完成额（亿元）	4
图表 5： 全国房地产开发企业土地购置面积累计值（亿平）	5
图表 6： 全国房地产开发企业土地购置面积当月值（万平）	5
图表 7： 全国房地产开发企业土地成交价款累计值（亿元）	5
图表 8： 全国房地产开发企业土地成交价款当月值（亿元）	5
图表 9： 全国房屋新开工面积累计值（亿平）	6
图表 10： 全国房屋新开工面积当月值（万平）	6
图表 11： 全国住宅新开工面积累计值（亿平）	6
图表 12： 全国住宅新开工面积当月值（万平）	6
图表 13： 全国房屋施工面积累计值（亿平）	6
图表 14： 全国房屋竣工面积累计值（亿平）	6
图表 15： 全国商品房销售面积累计值（亿平）	7
图表 16： 全国商品房销售面积当月值（万平）	7
图表 17： 全国商品住宅销售面积累计值（亿平）	7
图表 18： 全国商品住宅销售面积当月值（万平）	7
图表 19： 全国商品房销售金额累计值（万亿）	8
图表 20： 全国商品房销售金额当月值（亿）	8
图表 21： 全国商品住宅销售金额累计值（万亿）	8
图表 22： 全国商品住宅销售金额当月值（亿）	8
图表 23： 商品房待售面积（万平）及去化周期（月）	8
图表 24： 房地产开发企业到位资金（万亿元）	9
图表 25： 房地产开发企业到位资金（亿元）	9
图表 26： 房地产开发到位资金中国内贷款累计值（万亿元）	9
图表 27： 房地产开发到位资金中国内贷款当月值（亿元）	9

图表 28: 房地产开发到位资金中自筹资金累计值 (万亿元)	10
图表 29: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值 (亿元)	10
图表 30: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值 (万亿元)	10
图表 31: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值 (亿元)	10
图表 32: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值 (万亿元)	10
图表 33: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值 (亿元)	10

新开工及施工回升，但土地购置贡献度预计减弱

1-3月开发投资同比增长11.8%，施工投资贡献预计维持高位

2019年1-3月全国房地产开发投资累计完成额为2.38万亿元，累计同比上涨11.8%，增速较1-2月上涨0.2个百分点；其中住宅开发投资累计完成额为1.73万亿元，累计同比上涨17.3%，增速较1-2月下跌0.7个百分点。

2019年3月全国房地产开发投资完成额为1.17万亿元，环比下跌3.1%，同比上涨12.0%。3月全国住宅开发投资完成额为0.85万亿元，环比下跌1.9%，同比上涨16.7%。

销售回暖叠加融资改善，行业开工推盘力度加大，抢抓阶段性行情的窗口期效应明显，同时一二线城市销售回暖进一步强化施工结构的倾斜，施工面积继续回升，施工投资大概率延续反弹。但1-3月国有土地使用权出让金累计同比减少9.5%，降幅较1-2月扩大4.2个百分点，土地购置费对开发投资的贡献度预期持续走低，未来开发投资的表现取决于土地购置费和施工投资的此消彼长，我们认为土地购置对房地产投资的贡献度会减弱，房地产投资会逐步承压。

图表1：全国房地产开发投资累计完成额（万亿元）



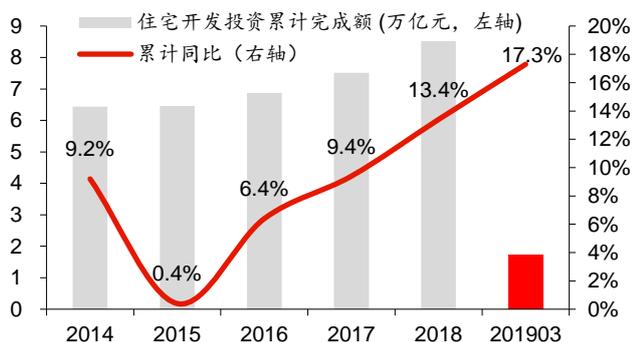
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：全国房地产开发投资当月完成额（亿元）



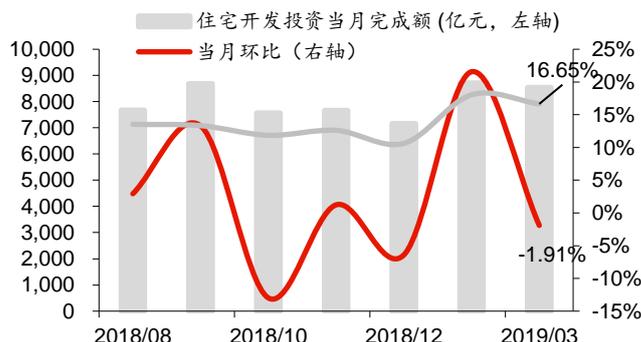
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

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

图表4：全国住宅开发投资当月完成额（亿元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

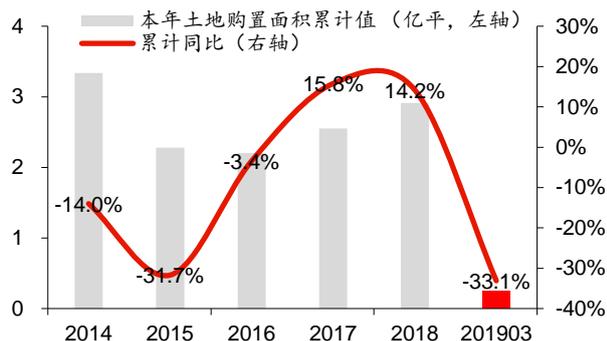
投资结构持续分化，二线城市复苏明显

2019年1-3月全国房地产开发企业土地购置面积为0.25亿平，累计同比下跌33.1%，增速较1-2月上涨1.0个百分点。1-3月土地成交价款为0.12万亿元，累计同比下跌27%，增速较1-2月下跌13.9个百分点。

2019年3月土地购置面积为997.82万平，环比下跌35.4%，同比下跌31.5%。3月土地成交价款为503.80亿元，环比下跌27.0%，同比下跌40.0%。

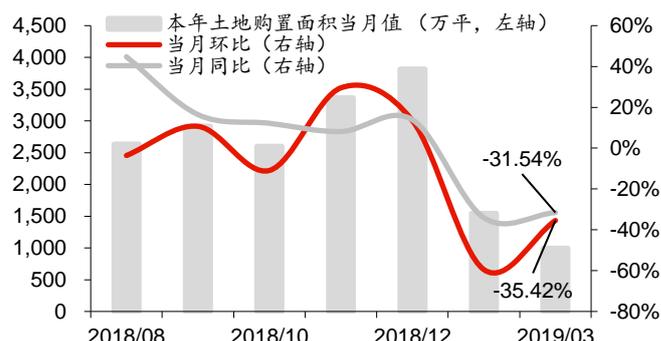
百城土地成交显示1-3月成交价款累计同比减少17.9%，同比降幅较1-2月收窄2.9个百分点。其中一线城市累计增长7.8%，增速放缓1.7个百分点；二线城市累计减少21.9%，降幅收窄11.5个百分点，改善最为明显；三线城市累计减少22.8%，降幅扩大12.5个百分点。土地投资依然分化明显，拿地重心向一二线城市持续倾斜，但全国整体拿地意愿依然较弱，尤其2、3月份部分城市土地价格的快速回升其实也影响了后续企业拿地意愿，预计未来土地购置对投资的贡献持续下降。

图表5：全国房地产开发企业土地购置面积累计值（亿平）



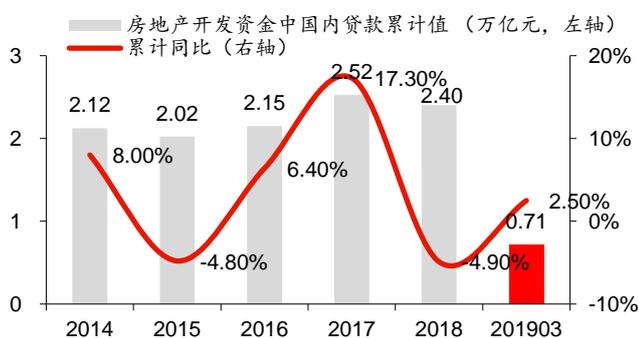
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表6：全国房地产开发企业土地购置面积当月值（万平）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表7：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

图表8：全国房地产开发企业土地成交价款当月值（亿元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

新开工、施工增速全面回升，竣工降幅如期收窄

2019年1-3月全国房屋新开工面积为3.87亿平，累计同比上涨11.9%，增速较1-2月上漲5.9个百分点。其中住宅新开工面积为2.85亿平，累计同比上涨11.5%，增速较1-2月上漲7.2个百分点。

2019年3月全国房屋新开工面积为1.99亿平，环比上漲5.9%，同比上漲18.1%。3月全国住宅新开工面积为1.48亿平，环比上漲9.4%，同比上漲19.0%。

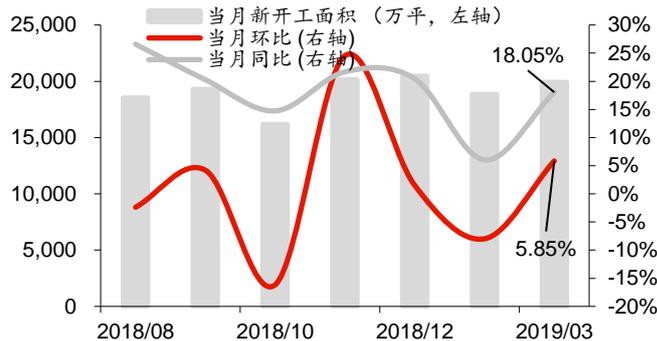
3月全国房企施工、新开工增速全面提升，主要受益于销售回暖、融资宽松以及推盘重心向上半年的倾斜。3月竣工面积累计同比降幅收窄1.1个百分点至10.8%，我们认为高开工和高销售向竣工的传导逐渐显现，未来竣工增速有望逐渐收窄。

图表9：全国房屋新开工面积累计值（亿平）



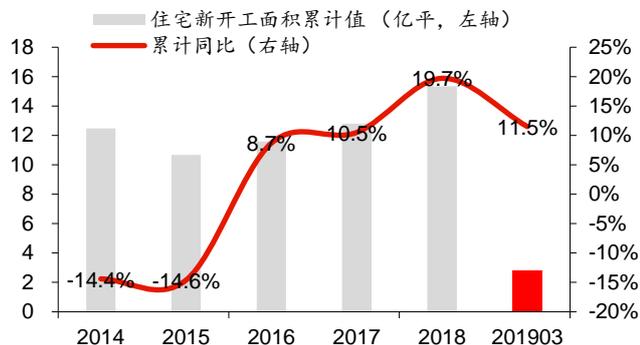
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表10：全国房屋新开工面积当月值（万平）



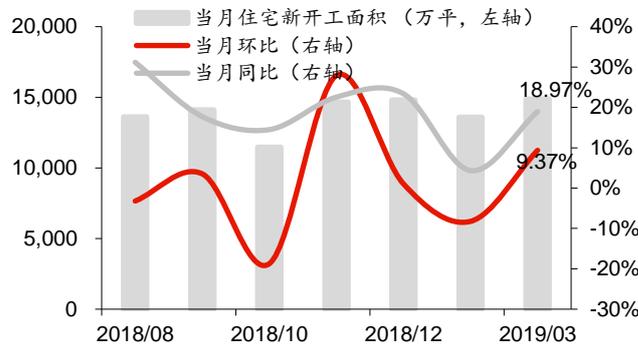
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表11：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

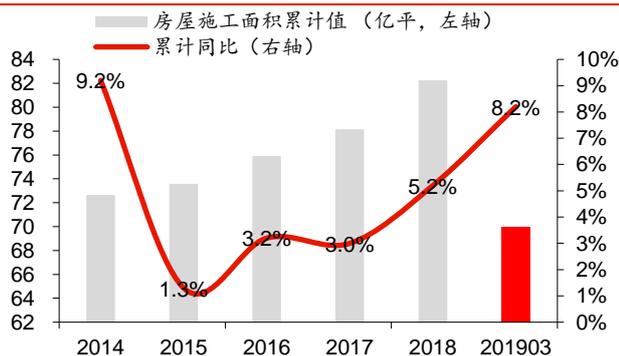
图表12：全国住宅新开工面积当月值（万平）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

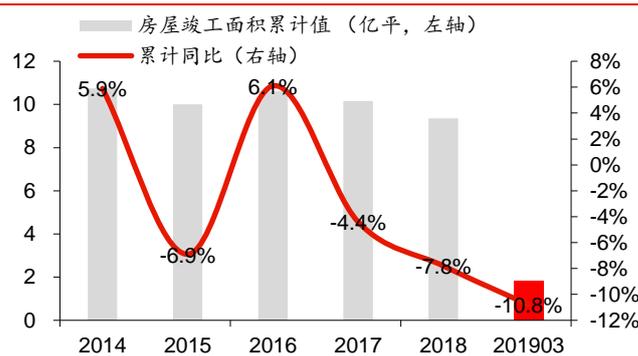
2019年1-3月全国房屋施工面积为69.94亿平，同比上涨8.2%，增速较1-2月上漲1.4个百分点。1-3月全国房屋竣工面积为1.85亿平，同比下降10.8%，降幅较1-2月收窄1.1个百分点。

图表13：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14：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

低位复苏叠加预期改善，重点城市销售如期回暖

2019年1-3月全国商品房销售面积为2.98亿平，累计同比下跌0.9%，增速较1-2月上漲2.7个百分点；其中，商品住宅销售面积为2.60亿平，累计同比下跌0.61%，增速较1-2月上漲2.6个百分点。

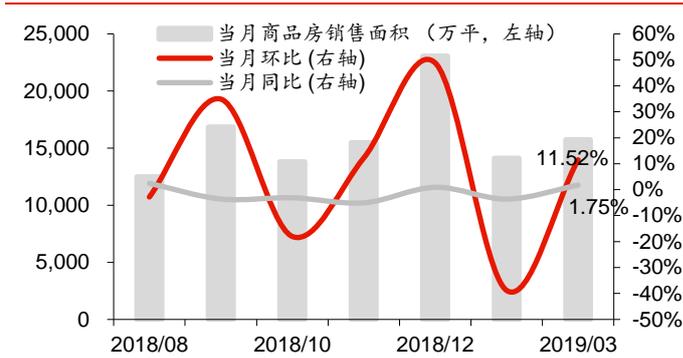
2019年3月全国商品房销售面积为1.57亿平，环比上漲11.5%，同比上漲1.8%；其中，商品住宅销售面积为1.36亿平，环比上漲10.7%，同比上漲1.8%。

图表15：全国商品房销售面积累计值（亿平）



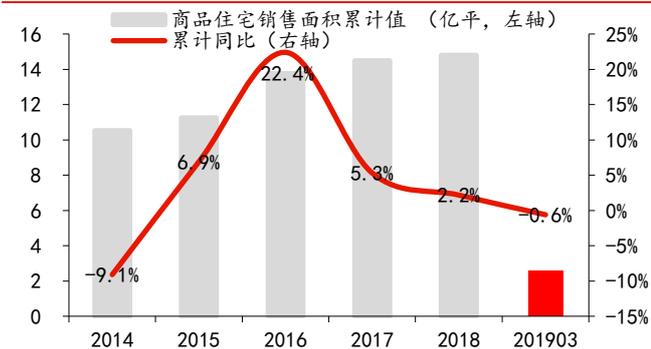
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表16：全国商品房销售面积当月值（万平）



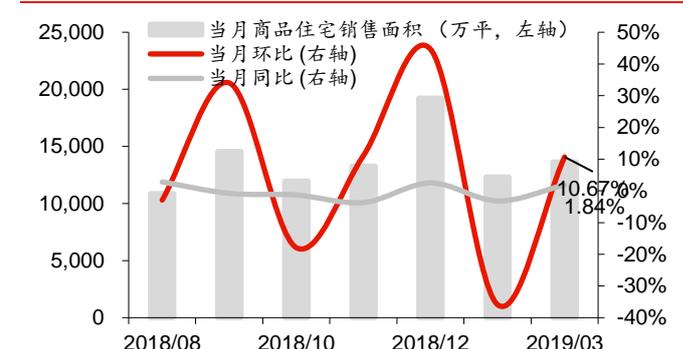
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表17：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

图表18：全国商品住宅销售面积当月值（万平）



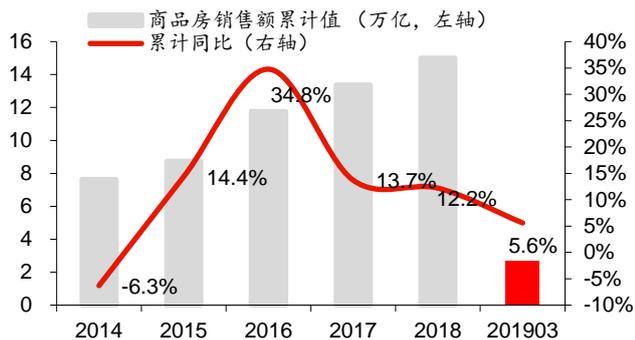
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

2019年1-3月全国商品房销售金额为2.70万亿元，累计同比上漲5.60%，增速较1-2月上漲2.8个百分点；其中，商品住宅销售金额为2.32万亿元，累计同比上漲7.5%，增速较1-2月上漲3.0个百分点。

2019年3月全国商品房销售金额为1.42万亿元，环比上漲11.2%，同比上漲8.3%；其中，商品住宅销售金额为1.22万亿元，环比上漲10.7%，同比上漲10.5%。

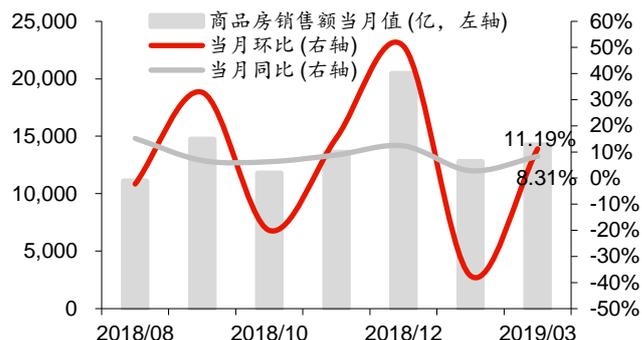
3月销售如期反弹，我们认为主要原因在于：(1) 春节错位效应以及节后正常回暖的季节性放大同比增幅；(2) 一二线城市景气度如期回升，基本面低位复苏叠加流动性宽松和一城一策所带来的预期改善；(3) 房企抢抓金三银四销售窗口期，同时预留全年货值排布的灵活度空间，上半年供货力度加大。我们认为稳健货币政策取向未变，“一城一策”下较弱的地方预调微调空间提升，基本面温和复苏有望得以延续。

图表19: 全国商品房销售金额累计值(万亿)



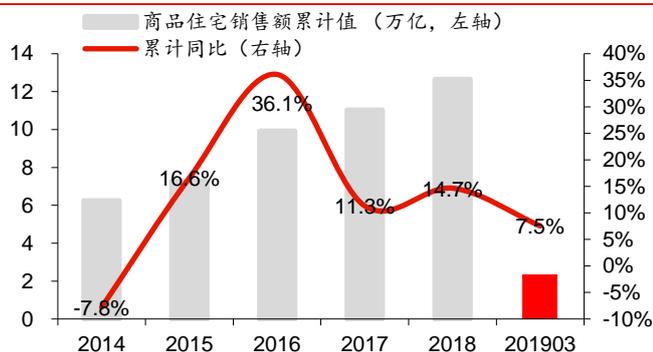
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表20: 全国商品房销售金额当月值(亿)



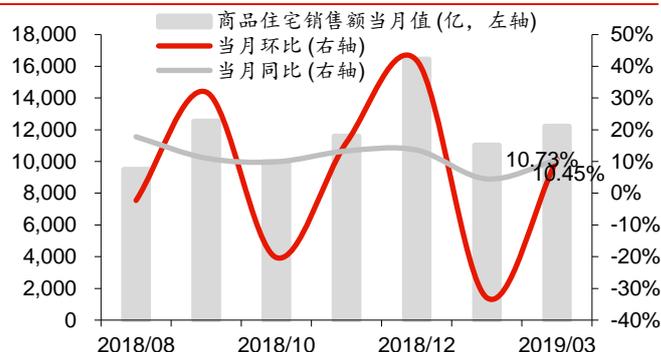
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表21: 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

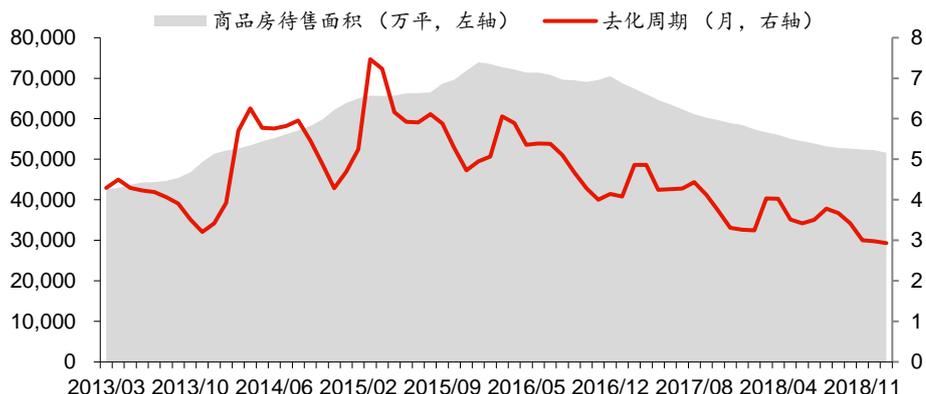
图表22: 全国商品住宅销售金额当月值(亿)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2019年3月末全国商品房待售面积5.16亿平, 较2月末减少605万平。2019年3月末商品房待售面积去化周期为2.93个月, 较2月末减少0.05个月。

图表23: 商品房待售面积(万平)及去化周期(月)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

居民和企业信贷皆有修复

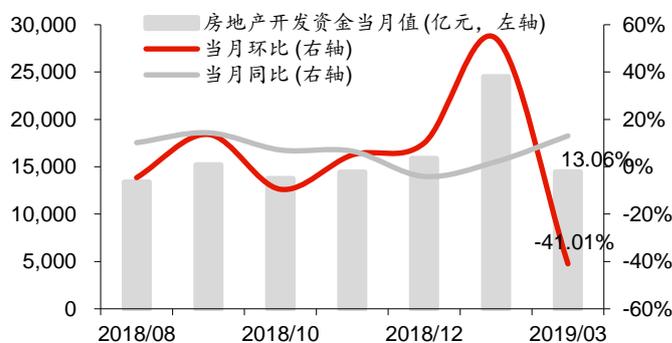
2019年1-3月房地产开发企业到位资金为3.89万亿元，同比上涨5.9%，增速较1-2月上涨3.8个百分点。2019年3月到位资金为1.45万亿元，环比下跌41.0%，同比上涨13.1%。

图表24：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

图表25：房地产开发企业到位资金（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：

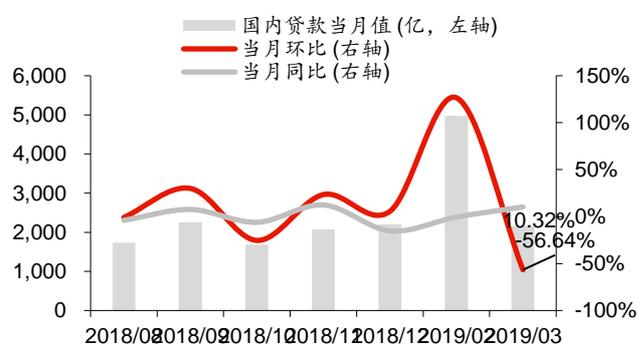
2019年1-3月房地产开发企业到位资金中，国内贷款为0.71万亿元，累计同比上涨2.5%，增速较1-2月上涨3.0个百分点。2019年3月国内贷款为2157.67亿元，环比下跌56.6%，同比上涨10.32%。

图表26：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

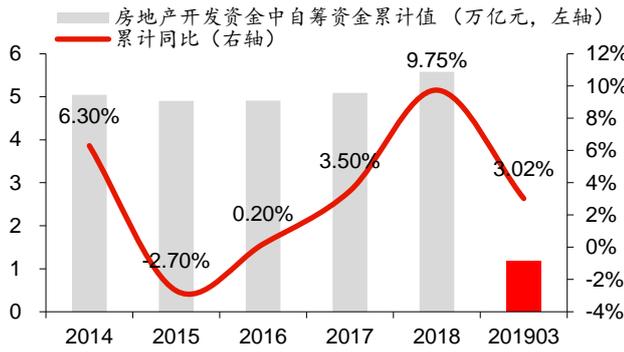
图表27：房地产开发到位资金中国内贷款当月值（亿元）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

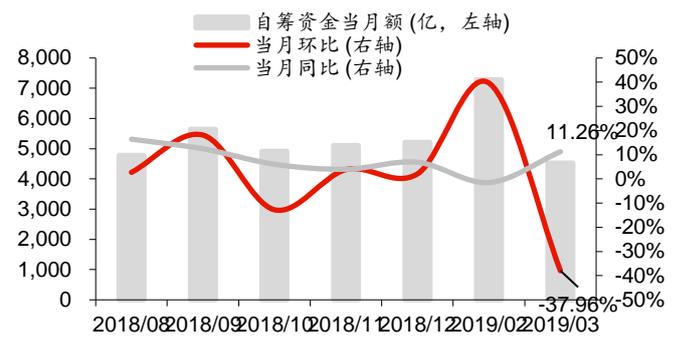
2019年1-3月房地产开发企业到位资金中，自筹资金为1.18万亿元，累计同比上涨3.0%，增速较1-2月上涨4.5个百分点。2019年3月自筹资金为4515.90亿元，环比下跌37.96%，同比上涨11.26%。

图表28: 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

图表29: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

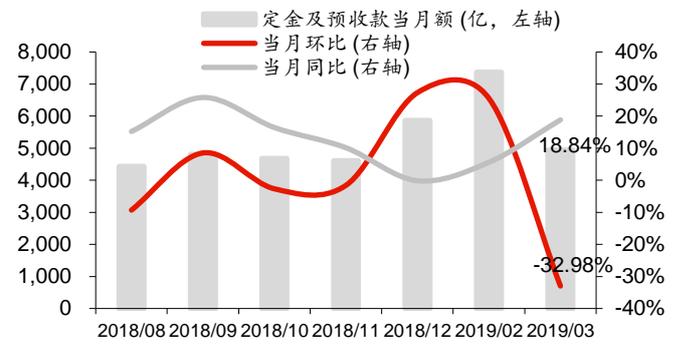
2019年1-3月房地产开发企业到位资金中, 定金及预收款为1.23万亿元, 累计同比上涨10.5%, 增速较1-2月上涨4.9个百分点。2019年3月定金及预收款为4936.84亿元, 环比下跌32.98%, 同比上涨18.84%。

图表30: 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

图表31: 房地产开发到位资金中定金及预收款当月值 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

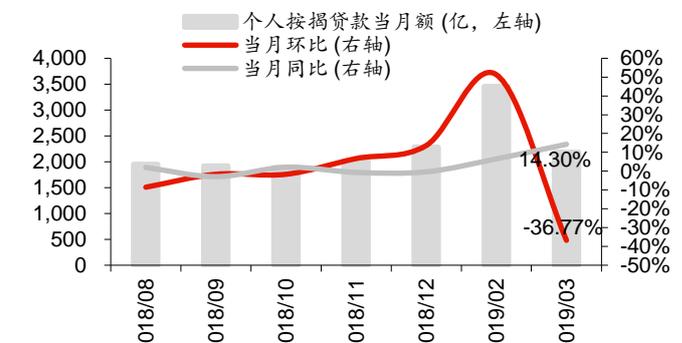
2019年1-3月房地产开发企业到位资金中, 个人按揭贷款累计值为0.56万亿元, 累计同比上涨9.4%, 增速较1-2月上涨2.9个百分点。2019年3月个人按揭贷款为2186.62亿元, 环比下跌36.8%, 同比上涨14.3%。

图表32: 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

图表33: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

3月开发到位资金全面改善, 其中国内贷款、个人按揭贷款、定金及预收款、自筹资金单月分别同比增长10.3%、14.3%、18.8%、11.3%, 带动开发到位资金累计增速回升3.8个百分点。行业信贷环境持续趋于宽松, 销售回暖对到位资金的改善最为明显, 3月首套房、二套房按揭利率分别连降4和5个月, 销售回款加快叠加按揭发放提速, 行业资金面得到持续修复。

继续看好一二线房企估值修复

房地产行业正迎来流动性、政策、基本面结构性改善推动，一城一策环境下城市将体现有松有紧，继续看好二季度地产板块估值修复空间。继续推荐：1、尽享一二线城市市场复苏的龙头和稀缺经纪龙头（万科 A、我爱我家等）；2、享受成长弹性的企业（华发股份、中南建设、新城控股等）；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