

## 销售回暖，投资高位，新开工超预期上行

### ——国家统计局3月份行业数据跟踪

#### 投资要点：

**1、2019年1-3月商品房销售回暖，一二线热度提升。**2019年1-3月，商品房销售面积累计同比下降0.9%，销售金额累计同比增长5.6%，销售情况开始回暖。一方面受因城施策的政策影响，多个城市频繁出台人才政策、调整公积金及贷款利率，政策松动带动销售回暖；另一方面一二线与三四线城市分化加剧，销售回调压力依旧存在，我们认为本轮销售回暖的可持续性值得关注。

**2、拿地依然谨慎，土地市场有望回暖。**2019年1-3月土地购置面积累计同比-33.10%，土地成交价款累计同比增速为-27.0%。虽然拿地面积较1、2月略有改善，但土地市场整体表现平淡，原因可能在于18年低大规模拿地举动为房企囤积了较为充足的土地，而楼市回暖仅显苗头，房企态度依然较为谨慎，随着一二线城市销售的进一步扩张，土地市场有望回暖。

**3、新开工超预期，开发投资持续上行。**2019年1-3月新开工面积累计同比增速为11.9%，全国房地产开发投资完成额同比名义增长11.8%，创2015年以来历史新高。开发投资的持续上行，一方面得益于一二线城市销售情况好转，房企加快新开工节奏，新开工面积、施工面积回升带动投资额上行；另一方面，18年土地市场景气度较高，前期土地购置费计入房地产开发投资的金额存在分期滞后效应。由于土地成交价款这一领先指标的大幅回落，对开发投资额的影响将逐步显现，我们预计后续开发投资增速将缓慢下行。

**4、房企融资环境改善，发债节奏加快。**1-3月份，房地产开发企业到位资金39.948亿元，同比增长5.9%。随着央行持续降准、市场资金日渐充裕，龙头房企一方面为了减轻偿债压力、借新还旧，另一方面为优化公司资本结构，提升开发投资能力，恒大、融创、碧桂园等纷纷提出发债计划。

**5、投资建议：**行业集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在2019年中期企稳回暖，对冲三四线市场下跌风险。近期行业基本面回暖叠加宽松的政策环境也有利于推动行业估值修复的持续。我们推荐业绩确定性高，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)，销售增速高于行业平均，业绩释放较为充分的阳光城(000671)。

#### 6、风险提示：

市场销售超预期下行，政策调控收紧，房企偿债能力不足风险等。

## 房地产行业

推荐 维持评级

#### 分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

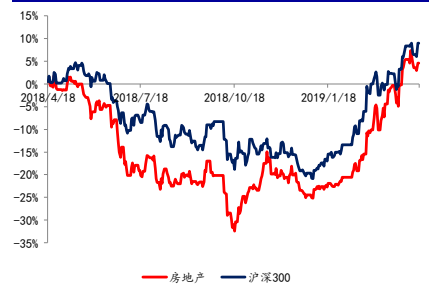
特别鸣谢

王秋蕻

☎：(8610) 83574699

✉：wangqiuhe@chinastock.com.cn

#### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河地产潘玮】房地产3月行业动态报告：长效机制提速，中速高质发展可期 -2019.3.26

【银河地产潘玮】国家统计局1-2月份行业数据跟踪：商品房销售下滑，投资保持韧性 -2019.3.15

## 目 录

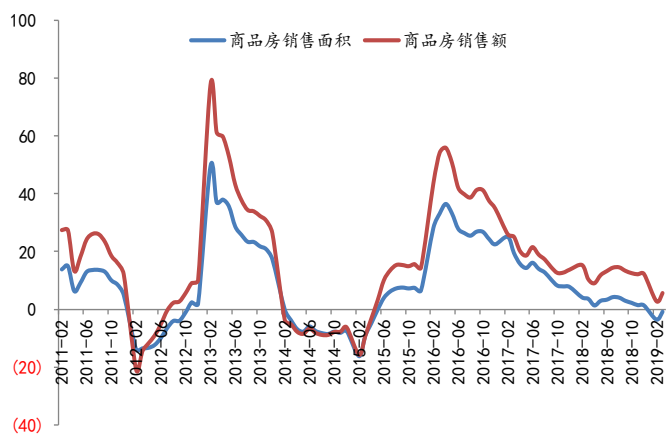
一、商品房销售市场.....	2
(一) 2019年1-3月商品房销售回暖，一二线热度提升.....	2
二、投资、新开工与土地市场.....	4
(一) 拿地依然谨慎，土地市场有望回暖.....	4
(二) 新开工超预期，施工面积维持高位.....	4
(三) 开发投资持续上行，创15年以来新高.....	5
三、房地产资金面.....	6
(一) 房企融资环境改善，发债节奏加快.....	6
四、投资建议.....	7
五、风险提示.....	8

## 一、商品房销售市场

### (一) 2019年1-3月商品房销售回暖，一二线热度提升

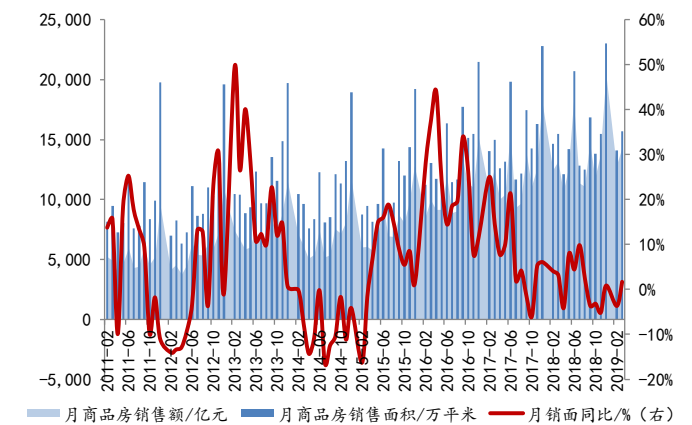
2019年1-3月，商品房销售面积累计同比下降0.9%，销售金额累计同比增长5.6%。商品房销售面积增速较2019年1-2月上升2.7个百分点，比2018年回落2.2个百分点，商品房销售额增速比1-2月提升2.8个百分点，比2018年回落6.6个百分点，销售情况开始回暖。3月的楼市小阳春带动市场回暖，一方面受因城施策的政策影响，北京、深圳、天津等多个城市频繁出台人才政策、调整公积金及贷款利率，政策松动带动销售回暖；另一方面一二线与三四线城市分化加剧，三四线受前期需求严重透支的影响，销售回调压力依旧存在，我们认为本轮销售回暖的可持续性值得关注。

图1：商品房销售累计表现/%



资料来源：wind，中国银河证券研究院

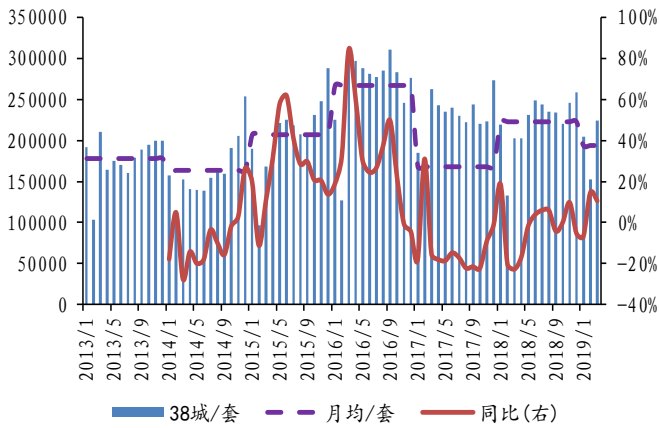
图2：月商品房销售面积、销售额及销面同比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

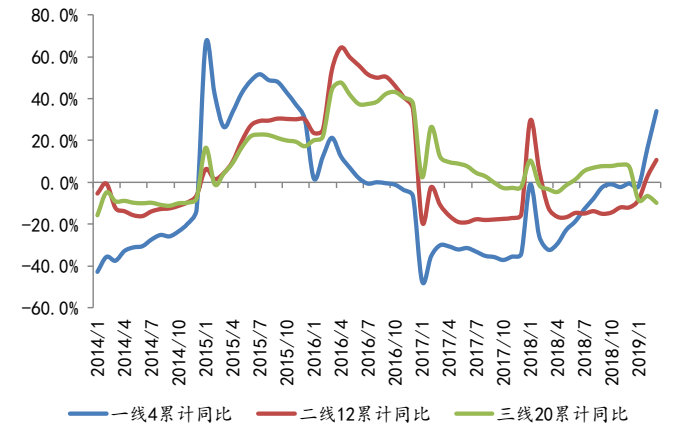
从我们跟踪的重点城市高频数据来看，38城2019年1-3月新房销量累计同比上涨4.7%，增幅比1-2月扩大3.4个百分点，1月份以来新房成交累计增速由负增长逐渐转正并提升明显，房地产市场逐步回暖。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线月成交量同比涨跌幅分别为60.2%/26.2%/-15.1%，相较于前两个月，一线成交增速强势回暖，二线稳步回升，三线跌幅扩大；累计同比方面，一二三线周成交量累计同比涨跌幅分别为34.0%/10.5%/-9.8%。总体来看，一二线城市需求呈现回暖显著，景气度回升，三四线城市受棚改货币化渐进式退出及需求透支的影响，缩量明显。截止三月末，一二三线城市狭义去化周期分别为9.22、10.29、19.06个月，四个一线城市中上海去化周期维持在5.1个月的低位，北广深的去化周期分别为15.6、9.2、14.2个月，处于高位；而三线城市去化周期整体拉长。

图 3: 重点 38 城新房月销量情况



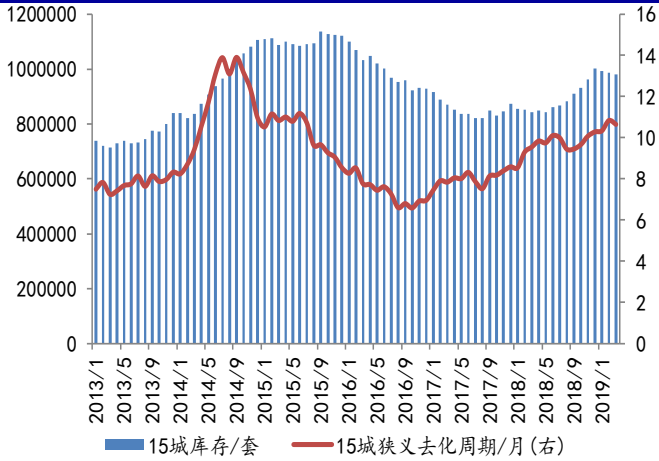
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 重点一二三线新房销量累计同比



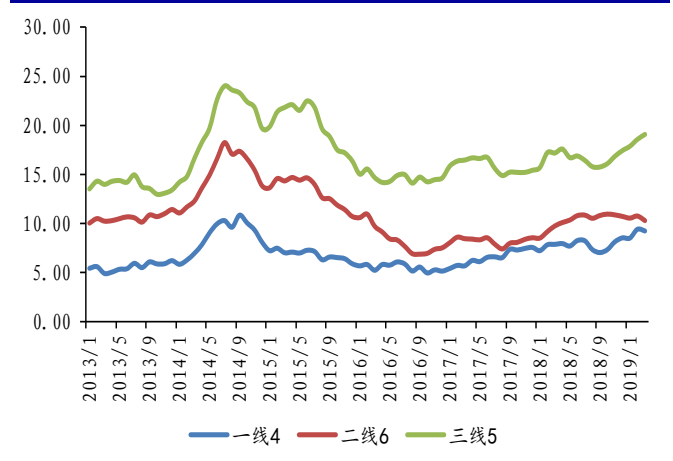
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 重点城市库存及狭义去化周期



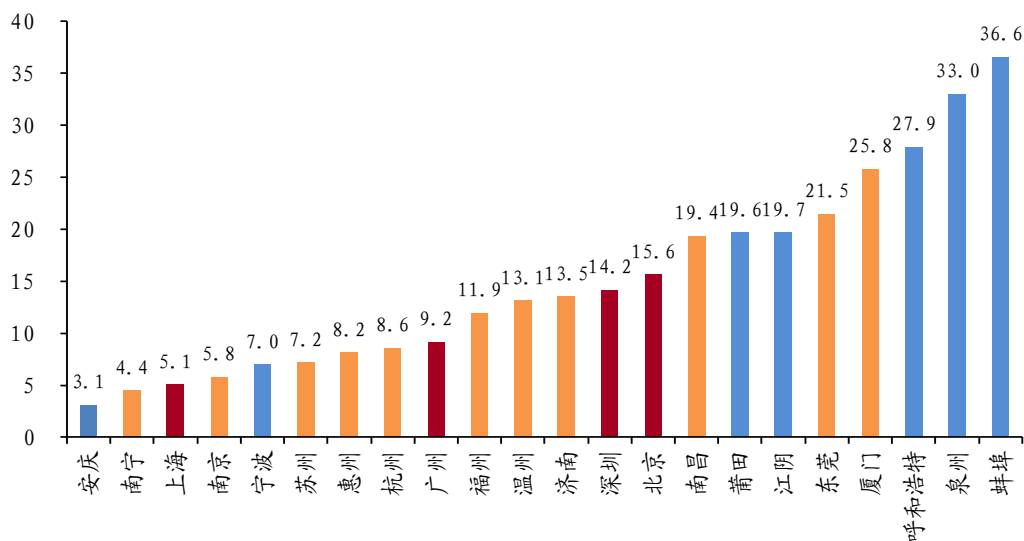
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 一二三线城市狭义去化周期/月



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 7: 重点城市狭义去化周期/月



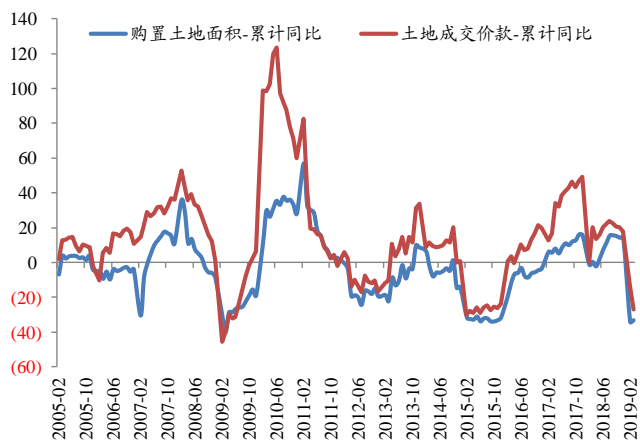
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 二、投资、新开工与土地市场

### (一) 拿地依然谨慎，土地市场有望回暖

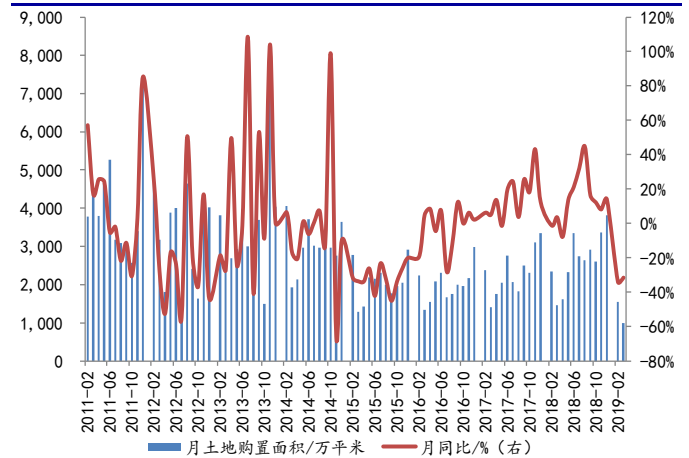
2019年1-3月土地购置面积累计同比进一步下降，增速为-33.10%，相比2019年1-2月上升1个百分点，较2018年回落47.3个百分点；1-3月土地成交价款累计同比增速为-27.0%，相比1-2月减少13.9个百分点，较2018年大幅回落45个百分点。虽然拿地面积较1、2月略有改善，但土地市场整体表现平淡，原因可能在于18年底大规模拿地举动为房企囤积了较为充足的土地，而楼市回暖仅显苗头，房企态度依然较为谨慎，后续随着一二线楼市回暖，房企加大对核心城市的布局，土地市场有望回暖。

图 8: 土地购置面积及购置费累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 月土地购置面积及同比

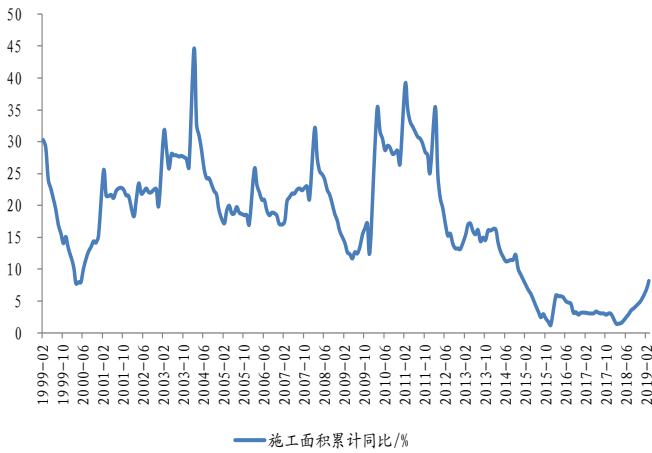


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### (二) 新开工超预期，施工面积维持高位

2019年1-3月新开工面积累计同比增速为11.9%，比2019年1-2月提高5.9个百分点，较2018年下降5.3个百分点，施工面积累计同比增速8.2%，较1-2月份上升1.4个百分点。受高开工、低竣工的影响，施工面积一路走高。新开工面积并未受前期拿地下滑的影响，超预期继续扩张，我们认为一方面是由于销售回暖提升房企对市场的信心，加大推盘力度；另一方面，传统施工旺季到来，推动房企增加施工面积。

图 10: 房屋施工面积累计同比



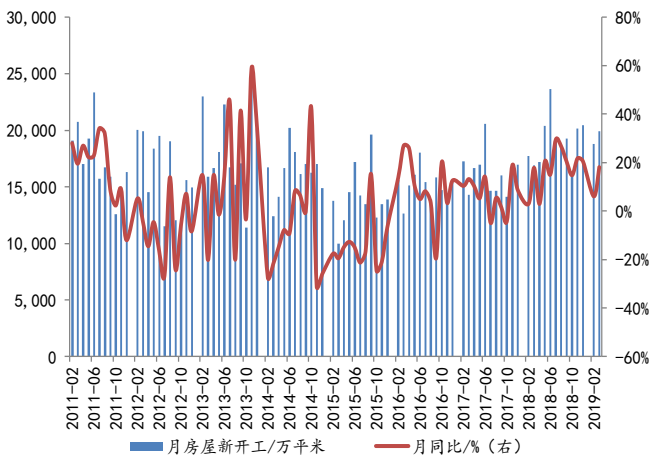
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11: 房屋新开工面积累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 12: 月房屋新开工及同比



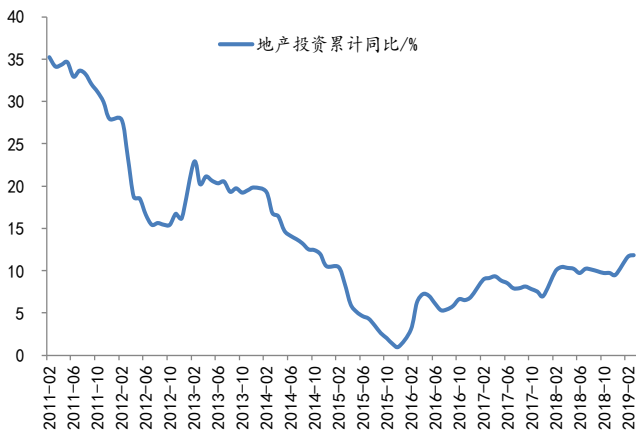
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### (三) 开发投资持续上行, 创 15 年以来新高

2019 年 1-3 月份, 全国房地产开发投资完成额 23,803 亿元, 同比名义增长 11.8%, 创 2015 年以来历史新高, 增速比 2019 年 1-2 月上升 0.2 个百分点。其中, 住宅投资 17,256 亿元, 同比增长 17.3%, 增速提升 3.9 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 72.50%。开发投资的持续上行, 一方面得益于销售情况好转, 一二线市场快速回暖, 房企加快新开工节奏, 新开工面积、施工面积回升带动投资额上行; 另一方面, 18 年土地市场景气度较高, 前期土地购置费计入房地产开发投资的金额存在分期滞后效应。由于土地成交价款这一领先指标的大幅回落, 对开发投资额的影响将逐步显现, 我们预计后续开发投资增速将缓慢下行。

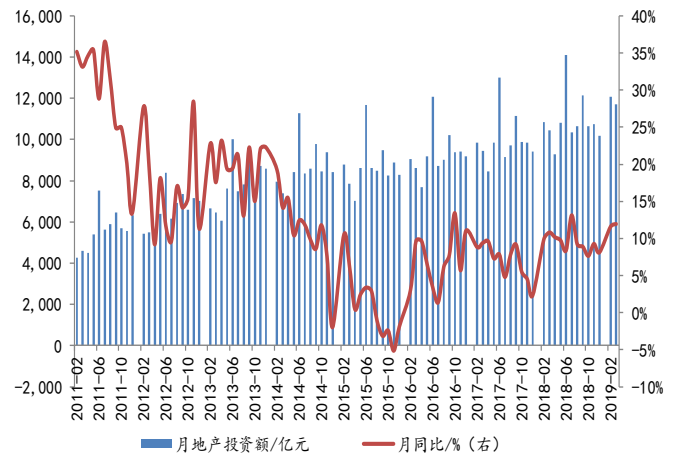


图 13: 地产投资累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 14: 月度地产投资及同比



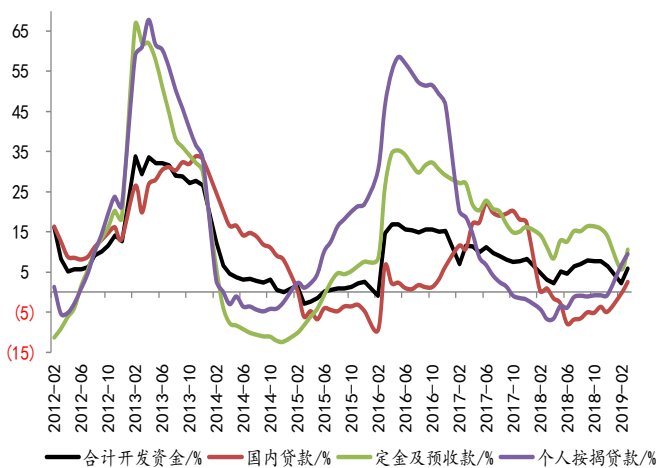
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 三、房地产资金面

#### (一) 房企融资环境改善, 发债节奏加快

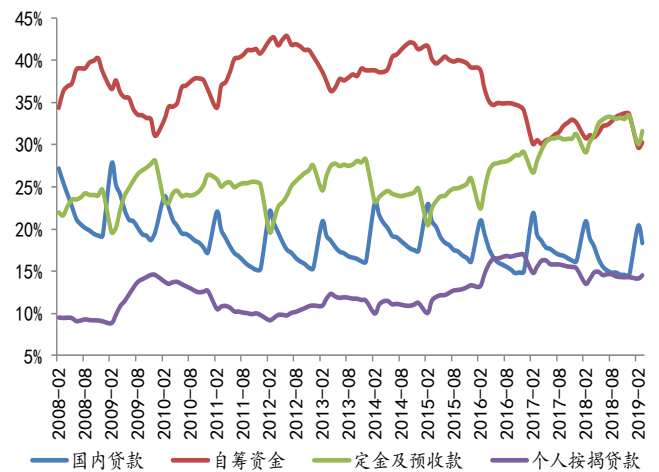
2019年1-3月份, 房地产开发企业到位资金39.948亿元, 同比增长5.9%, 比2019年1-2月份上升了3.8个百分点, 增速相较于2017年基本持平, 仅下降0.5个百分点。其中, 自筹资金11,795亿元, 同比上涨3%, 增速比1-2月份上升4.5个百分点; 定金及预收款12,303亿元, 增长10.5%, 增速上涨4.9个百分点; 国内贷款7,134亿元, 同比由负转正为2.5%, 相对1-2月份上升3个百分点; 个人按揭贷款5,645亿元, 同比增速9.4%。主要开发资金来源累计占比中, 定金及预付款、自筹资金占比维持高位, 分别31.59%、30.28%, 国内贷款和个人按揭贷款占比处于低位, 分别为18.32%、14.49%。央行以房贷为主的居民中长期贷款累计同比上升7%, 同时个人按揭贷款单月同比增速上升14%。随着央行持续降准、市场资金日渐充裕, 龙头房企一方面为了减轻偿债压力、借新还旧, 另一方面为优化公司资本结构, 提升开发投资能力, 恒大、融创、碧桂园等纷纷提出发债计划。

图 15: 房地产开发资金来源累计同比



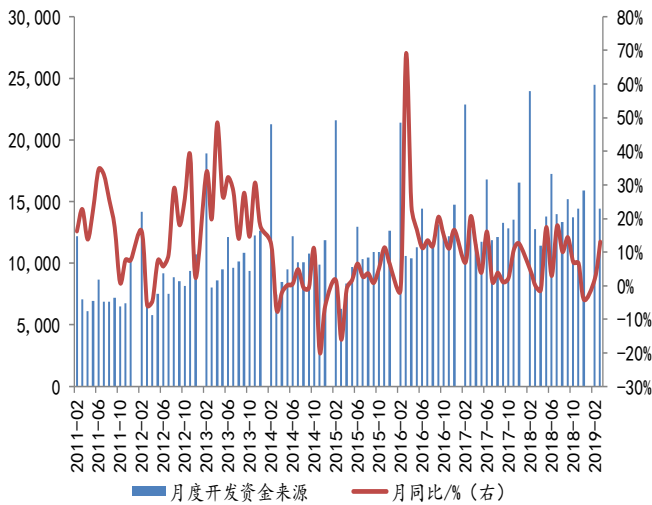
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 16: 主要开发资金来源累计占比



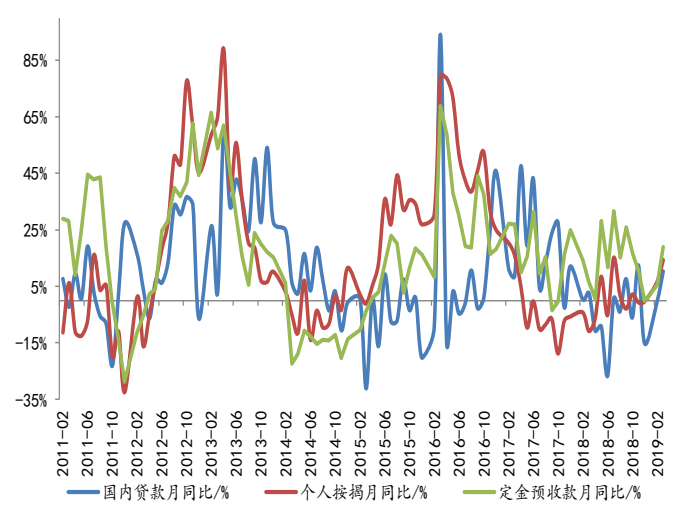
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 17: 单月开发资金来源/亿元



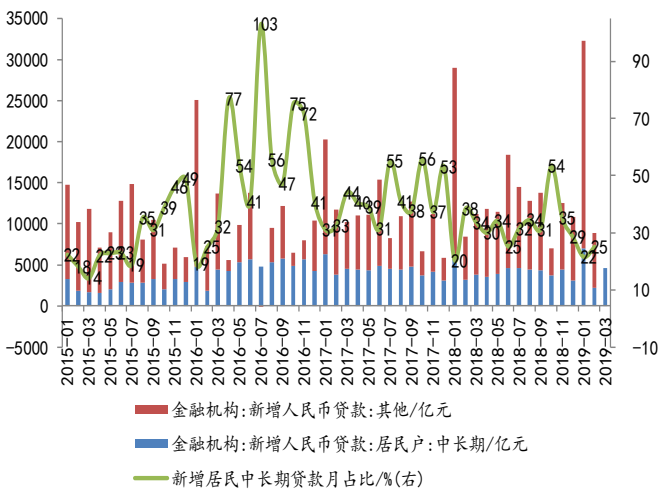
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 国内贷款、个人按揭及定金预收款单月同比



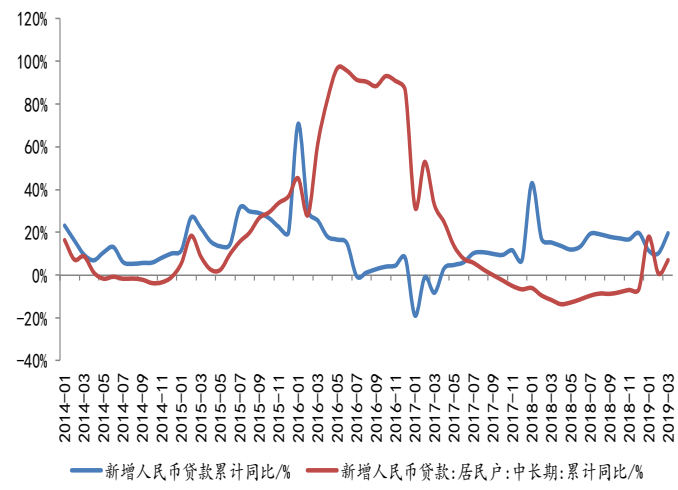
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19: 月新增人民币贷款及居民中长期贷款情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 20: 新增人民币贷款及居民中长期贷款累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 四、投资建议

2018 年 1-3 月商品房销售回暖，一二线城市热度提升，但三四线城市仍处于下行通道，总体销售回暖的可持续性值得关注；房企拿地依旧谨慎，后续随着一二线楼市回暖，房企加大对核心城市的布局，土地市场有望回暖；新开工超预期，施工处在高位；房地产开发投资持续上行，但由于土地成交价这一领先指标的大幅回落，预计后续开发投资增速将缓慢下行；房企融资边际改善，发债节奏进一步加快。

我们认为行业集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在 2019 年中期企稳回暖，对冲三四线市场下跌风险。城镇化进程加速，一二线及强三线城市需求将进一步释放。近期行业基本面回暖叠加宽松的政策环境也有利于推动行业估值修复的持续。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048)，销售增速高于行业平均，业



绩释放较为充分的阳光城（000671）。

## 五、风险提示

市场销售超预期下行，政策调控收紧，房企偿债能力不足风险等。

### 插图目录

图 1: 商品房销售累计表现/%	2
图 2: 月商品房销售面积、销售额及销面同比	2
图 3: 重点 38 城新房月销量情况	3
图 4: 重点一二三线新房销量累计同比	3
图 5: 重点城市库存及狭义去化周期	3
图 6: 一二三线城市狭义去化周期/月	3
图 7: 重点城市狭义去化周期/月	3
图 8: 土地购置面积及购置费累计同比	4
图 9: 月土地购置面积及同比	4
图 10: 房屋施工面积累计同比	5
图 11: 房屋新开工面积累计同比	5
图 12: 月房屋新开工及同比	5
图 13: 地产投资累计同比	6
图 14: 月度地产投资及同比	6
图 15: 房地产开发资金来源累计同比	6
图 16: 主要开发资金来源累计占比	6
图 17: 单月开发资金来源/亿元	7
图 18: 国内贷款、个人按揭及定金预收款单月同比	7
图 19: 月新增人民币贷款及居民中长期贷款情况	7
图 20: 新增人民币贷款及居民中长期贷款累计同比	7

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**潘玮，房地产行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)