

2019年04月18日

房地产

销售韧性好于预期、投资增速创新高

■事件：2019年4月17日，统计局公布房地产1-3月投资与销售数据。1-3月份，全国房地产开发投资23803亿元，同比增长11.8%，增速比1-2月份提高0.2个百分点；房地产开发企业土地购置面积2543万平方米，同比下降33.1%，降幅比1-2月份收窄1个百分点；土地成交价款1194亿元，同比下降27%，降幅扩大13.9个百分点；商品房销售面积29829万平方米，同比下降0.9%，降幅比1-2月份收窄2.7个百分点；房地产开发企业到位资金38948亿元，同比增长5.9%，增速比1-2月份提高3.8个百分点。

■销售累计增速下降0.9%，单月增速增长1.8%。2019年1-3月份，全国商品房销售面积29829万方，同比下降0.9%，降幅比1-2月份收窄2.7个百分点；单月销售面积15727万方，同比增长1.8%，较2月增速提升5.4pct。分类别看，住宅销售面积25954万方，同比下降0.6%，较1-2月份增速提升2.6pct，但住宅面积占全国商品房销售面积比重87%，较1-2月份比重收窄0.35%；办公楼销售面积671万方，同比下降11%，较1-2月份增速提升4.7pct；商业营业用房销售面积1881万方，同比下降6.9%，较1-2月份增速提升6.6pct。分区域看，东部、中部、西部、东北区域累计增速分别为-6.8%、+2.8%、+4.3%、+0.3%，分别较1-2月份提升2.9pct、3.4pct、2.1pct、5.1pct；单月增速分别为-4.2%、+5.8%、+6.4%、+4.2%，较2月增速分别提升5.5pct、6.4pct、4.2pct、8.9pct，东北区域增速改善最为明显，其次为中部区域。以高频数据跟踪看，一线城市1-3月累计同比增速35.28%、二线城市1-3月累计同比增速15.97%、三四线城市1-3月累计同比增速-28.75%，一二线持续回暖明显。

■投资增速创新高，累计增速增长11.8%。1-3月份全国房地产开发投资23803亿元，同比增长11.8%，增速比1-2月份提高0.2个百分点；单月增速为12.0%，较2月增速提升0.4pct。分类别看，住宅投资17256亿元，累计同比增长17.4%，较1-2月份收缩0.6pct；办公楼累计增速-2.6%，较1-2月份收缩5.1%；商业营业用房累计增速-9.9%，较1-2月份收缩0.9pct。分区域看，东部、中部、西部、东北地区1-3月开发投资分别为13540亿元、4816亿元、4901亿元、547亿元，累计增速分别为+10.3%、+8.4%、+18.9%、+21.8%，分别较1-2月收缩0.6pct、收缩0.4pct、提升2.1pct、提升10.7pct；单月增速分别为+9.6%、+8.0%、21.0%、26.3%，分别较1-2月收缩1.3pct、收缩0.8pct、提升4.1pct、提升15.2pct；以东北区域、西部区域投资增速表现最佳，东部及中部区域投资增速均有收缩。

■投资建议：当前地产行业类似于11年末12年初，相似的小周期、相似的土地购置费增速发力、相似的融资环境紧张、相似的土地市场逐步转冷、相似的政策底；但不一样的是，我们认为这一轮政策的松绑应该是适度调整、适度纠偏的过程，博弈不同于以往周期中的全面松开。基于适度纠偏的判断，因城施策的导向或将持续，从而使得城市间的轮动效应更为明显；城市轮动的分化也将陆续传导到微观企业层面，进而影响企业经营与业绩等。1) 行业在土地、销售、融资集中度三重提升的逻辑仍适用，建议关注强融资优势的一线龙头房企如万科A、招商蛇口、保利地产等；2) 关注险资积极入股的企业，如华夏幸福、金地集团等以及增速相对稳定且有高分红的企业如荣盛发展等；3) 成长突出的企业在周期轮动中一般有较强的表现，建议关注新城控股、中南建设、旭辉控股(H股)、融创中国(H股)等；4) 在行业由增量进入存量时代，园区类企业的开发+运营模式具备业绩水龙头+业绩安全垫的双重优势，这一类企业可关注如张江高科等；另外，物业服务类企业在未来具备一定的发展空间，可关注南都物业、碧桂园服务(H股)等

■风险提示：经营风险、政策因素、经济波动风险、销售不及预期

行业动态分析

证券研究报告

投资评级 同步大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
000002 万科A	38.50	买入-A
600048 保利地产	18.00	买入-A
001979 招商蛇口	31.05	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.47	-9.35	-4.85
绝对收益	3.64	19.66	3.67

相关报告

- 周报：城市成交分化持续、一线一手持续回升 2019-04-01
- 周报：三线成交持续低迷、土地成交量升价跌 2019-03-17
- 专题 2：地产债的历史、现状与展望 2019-03-10
- 周报：一线成交持续回升、融资边际改善 2019-03-04
- 周报：情绪升温、一二手成交环升超100% 2019-02-24

1. 事件

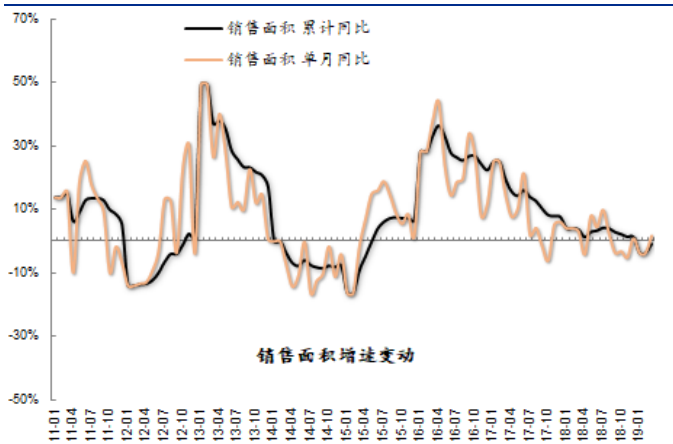
事件：2019年4月17日，统计局公布房地产1-3月投资与销售数据。1-3月份，全国房地产开发投资23803亿元，同比增长11.8%，增速比1-2月份提高0.2个百分点；房地产开发企业土地购置面积2543万平方米，同比下降33.1%，降幅比1-2月份收窄1个百分点；土地成交价款1194亿元，同比下降27%，降幅扩大13.9个百分点；商品房销售面积29829万平方米，同比下降0.9%，降幅比1-2月份收窄2.7个百分点；房地产开发企业到位资金38948亿元，同比增长5.9%，增速比1-2月份提高3.8个百分点。

2. 销售：累计增速下降0.9%，单月增速增长1.8%

2019年1-3月份，全国商品房销售面积29829万方，同比下降0.9%，降幅比1-2月份收窄2.7个百分点；单月销售面积15727万方，同比增长1.8%，较2月增速提升5.4pct。分类别看，住宅销售面积25954万方，同比下降0.6%，较1-2月份增速提升2.6pct，但住宅面积占全国商品房销售面积比重87%，较1-2月份比重收窄0.35%；办公楼销售面积671万方，同比下降11%，较1-2月份增速提升4.7pct；商业营业用房销售面积1881万方，同比下降6.9%，较1-2月份增速提升6.6pct。分区域看，东部、中部、西部、东北区域累计增速分别为-6.8%、+2.8%、+4.3%、+0.3%，分别较1-2月份提升2.9pct、3.4pct、2.1pct、5.1pct；单月增速分别为-4.2%、+5.8%、+6.4%、+4.2%，较2月增速分别提升5.5pct、6.4pct、4.2pct、8.9pct，东北区域增速改善最为明显，其次为中部区域。以高频数据跟踪看，一线城市1-3月累计同比增速35.28%、二线城市1-3月累计同比增速15.97%、三四线城市1-3月累计同比增速-28.75%，一二线持续回暖明显。

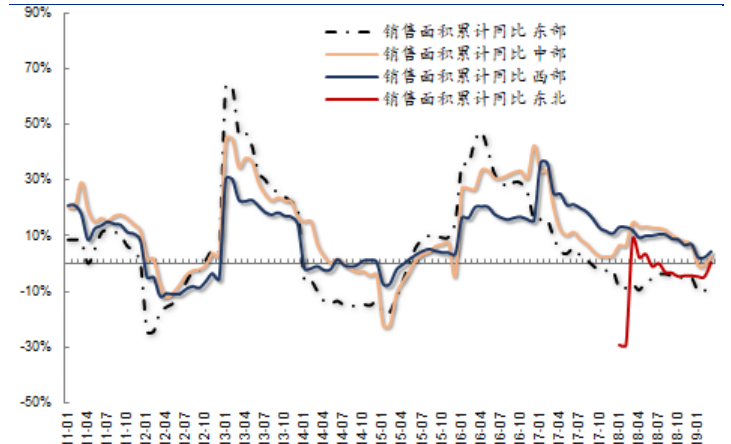
3月销售表现与市场调研所得反馈(如去化率较1-2月再次提升、主流房企销售表现较好等)相印证，但城市或区域的分化在数据上尚未有明显体现。1-3月增速超预期，区域表现上，东北区域为增速改善最大的区域，这一结果也好于预期。整体上，我们仍认为2019年来的政策调控是一个适度调整、适度纠偏的过程，因城施策的导向将延续，城市周期轮动效应或更为明显。城市能级上一二线结构性回暖，但大概率表现为量增价稳的趋势；较弱的三四线及以下城市后期压力或逐步显现。

图1：销售面积增速变动



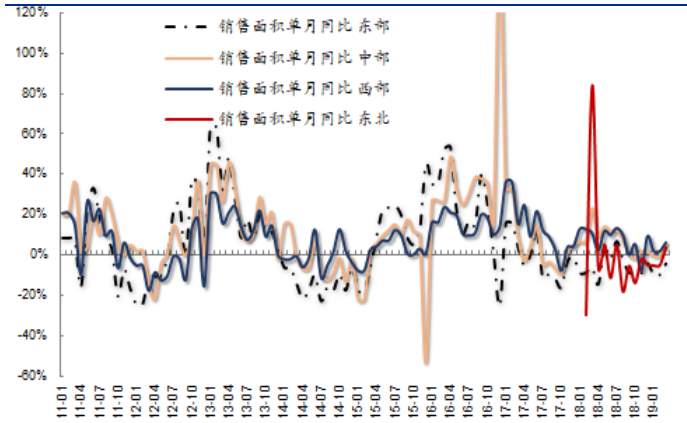
资料来源：统计局、安信证券研究中心

图2：销售面积累计同比分区域



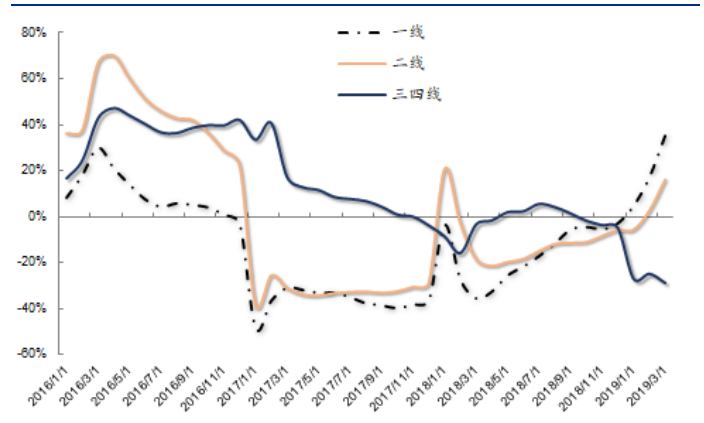
资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 3：销售面积单月同比-分区域



资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 4：销售面积-分城市能级



资料来源：统计局、安信证券研究中心

3. 投资：增速创新高，累计增速增长 11.8%

1-3 月份全国房地产开发投资 23803 亿元，同比增长 11.8%，增速比 1-2 月份提高 0.2 个百分点；单月增速为 12.0%，较 2 月增速提升 0.4pct。分类别看，住宅投资 17256 亿元，累计同比增长 17.4%，较 1-2 月份收缩 0.6pct；办公楼累计增速-2.6%，较 1-2 月份收缩 5.1%；商业营业用房累计增速-9.9%，较 1-2 月份收缩 0.9pct。分区域看，东部、中部、西部、东北地区 1-3 月开发投资分别为 13540 亿元、4816 亿元、4901 亿元、547 亿元，累计增速分别为+10.3%、+8.4%、+18.9%、+21.8%，分别较 1-2 月收缩 0.6pct、收缩 0.4pct、提升 2.1pct、提升 10.7pct；单月增速分别为+9.6%、+8.0%、21.0%、26.3%，分别较 1-2 月收缩 1.3pct、收缩 0.8pct、提升 4.1pct、提升 15.2pct；以东北区域、西部区域投资增速表现最佳，东部及中部区域投资增速均有收缩。

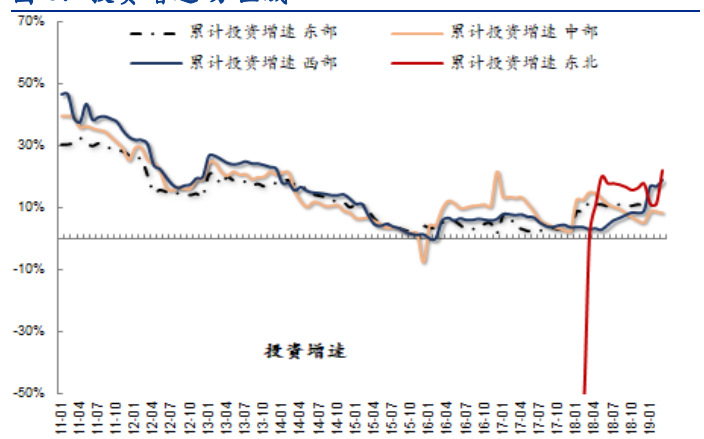
根据 wind 土地购置费披露数据，1-2 月份土地购置费 2911.12 亿元，同比增长 34.5%，较 18 年末增速收缩 22.5pct；建安投资为 9179 亿元，同比增长 5.91%，较 18 年末增速提升 9.09pct；彼时施工面积为 674946 万方，按此计算建安投资力度基本持平于 18 年水平。因此，我们假设 1-3 月份建安投资力度仍持平 18 年同期水平，则得土地购置费增速 22.92%，较 1-2 月份增速收缩幅度约 11.58pct；考虑土地成交价款继 18 年下半年开始显著回落，我们仍认为 19 年土地购置费增速或是回落的态势，土地购置费对投资的贡献逐步减弱，而施工的回暖将推动建安投资的回升。

图 5：投资增速



资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 6：投资增速-分区域



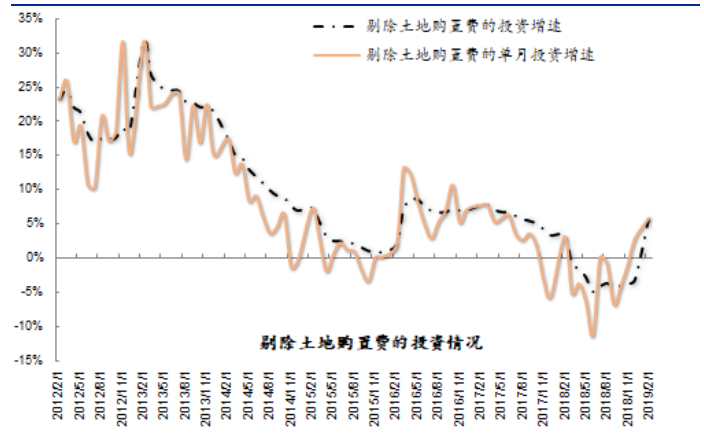
资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 7：土地购置费及土地成交价款增速



资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 8：剔除土地购置费的投资增速



资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 9：投资拆分

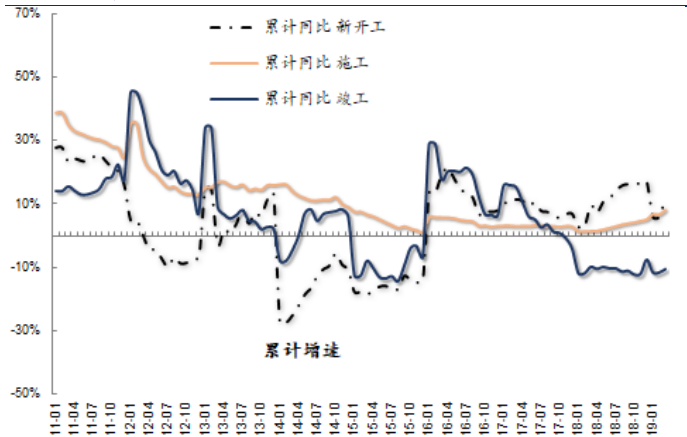
投资增速	2012Y1-3M	2013Y1-3M	2014Y1-3M	2015Y1-3M	2016Y1-3M	2017Y1-3M	2018Y1-3M	敏感性(以施工力度增速为例)：2019Y1-3M			
								0.0%	-0.5%	-1.0%	-1.5%
土地购置费	1844.45	1596.47	2051.95	2640.66	2671.23	3113.62	5225.52	6423.03	6509.93	6596.83	6683.73
土地购置费相关投资增速		-13.44	28.53	28.69	1.16	16.56	67.83	22.92%	24.58%	26.24%	27.91%
土地购置费相关投资占比	16.88%	12.16%	13.38%	15.86%	15.11%	16.14%	24.54%	26.98%	27.35%	27.71%	28.08%
建安投资	9082.72	11536.10	13287.05	14010.34	15005.77	16178.30	16065.78	17379.97	17293.07	17206.17	17119.27
施工相关投资增速		27.01	15.18	5.44	7.10	7.81	-0.70	8.18%	7.64%	7.10%	6.56%
施工相关投资占比	83.12%	87.84%	86.62%	84.14%	84.89%	83.86%	75.46%	73.02%	72.65%	72.29%	71.92%
施工面积	409221	478950	547030	584,018	617975	636977	646556	699,444	699,444	699,444	699,444
施工面积增速		17.0%	14.2%	6.8%	5.8%	3.1%	1.5%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
施工力度	221.95	240.86	242.89	239.90	242.82	253.99	248.48	248.48	247.24	246.00	244.76
施工力度增速		8.52%	0.84%	-1.23%	1.22%	4.60%	-2.17%	0.00%	-0.50%	-1.00%	-1.50%
投资额	10927	13133	15339	16651	17677	19292	21291	23,803	23,803	23,803	23,803
投资增速-实际		20.2%	16.8%	8.6%	6.2%	9.1%	10.4%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%

资料来源：统计局、安信地产团队整理

资料来源：统计局、安信证券研究中心

1-3 月份房地产房屋施工面积 699444 万方，同比增长 8.2%，增速比 1-2 月份提高 1.4pct；新开工面积 38728 万方，同比增长 11.9%，增速比 1-2 月份提高 5.9pct；房屋竣工面积 18474 万方，同比下降 10.8%，降幅收窄 1.1pct。1-3 月份施工面积及新开工面积均保持较好增长趋势，竣工面积的表现持续打脸（我们在 1-2 月的点评对此做出三个方面的解释，可查看上期观点）。我们对于竣工面积的预测，倾向于依据样本公司披露的 18 年实际竣工面积与 19 年计划竣工面积的情况做比较进行类推，目前收集部分房企数据如下，仅供参考。

图 10：新开工/施工/竣工增速



资料来源：统计局、安信证券研究中心

图 11：部分公司竣工及计划竣工情况

万平方米	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019竣工计划	2019竣工增速	2018竣工增速	2019竣工增速
万科A	442	659	979	1,303	1,385	1,729	2,237	2,301	2,756	3,077	3%	20%	12%
碧桂园	614	712	762	900	1,301	2,185	2,514	2,400	3,100	4,150	-5%	29%	34%
绿地控股						1,831	2,271	2,140	1,947	2,531	-6%	-9%	30%
融创	77	124	153	274	323	497	442	877	1,900	3,100	98%	117%	63%
阳光城							204	203	399	501	-0.3%	96%	26%
金地集团	147	213	312	333	534	472	640	670	710	880	5%	6%	21%
旭辉控股			120	150	160	360	330	290	480	624	-12%	66%	30%
金科股份			174	239	260	407	715	660	810	1,200	-8%	23%	48%
佳兆业	85.06	160	240	290	450	230	220	450	201	420	105%	-55%	109%
招商蛇口						383	487	453	499	1000	-7%	10%	101%
保利地产	458	565	943	1,264	1,363	1,404	1,462	1,554	2,217	2,750	6%	43%	24%
金融街	74	94	137	206	132	97	119	177	107	161	49%	-40%	50%
荣盛发展	121	170	349	346	395	410	536	369	616	881	31%	67%	40%
新城控股						387	401	725	980	1881	81%	35%	92%
中海	569	522	700	838	1,077	1,257	1,335	1,366	1,364	1600	2%	0%	17%
恒大		1,134	1,374	1,938	2,063	2,529	2,963	4,514	7,225	6,700	52%	60%	-7%
世茂	272	336	333	510	621	756	770	765	892	1050	-1%	17%	18%

资料来源：公司公告、调研等，安信证券地产团队整理

资料来源：统计局、安信证券研究中心

4. 投资建议

当前地产行业类似于 11 年末 12 年初，相似的小周期、相似的土地购置费增速发力、相似的融资环境紧张、相似的土地市场逐步转冷、相似的政策底；但不同的是，我们认为这一轮政策的松绑应该是适度调整、适度纠偏的过程，博弈不同于以往周期中的全面松开。基于适度纠偏的判断，因城施策的导向或将持续，从而使得城市间的轮动效应更为明显；城市轮动的分化也将陆续传导到微观企业层面，进而影响企业经营与业绩等。1) 行业在土地、销售、融资集中度三重提升的逻辑仍适用，建议关注强融资优势的一线龙头房企如万科 A、招商蛇口、保利地产等；2) 关注险资积极入股的企业，如华夏幸福、金地集团等以及增速相对稳定且有高分红的企业如荣盛发展等；3) 成长突出的企业在周期轮动中一般有较强的表现，建议关注新城控股、中南建设、旭辉控股（H 股）、融创中国（H 股）等；4) 在行业由增量进入存量时代，园区类企业的开发+运营模式具备业绩水龙头+业绩安全垫的双重优势，这一类企业可关注如张江高科等；另外，物业服务类企业在未来具备一定的发展空间，可关注南都物业、碧桂园服务（H 股）等。

5. 风险提示

经营风险、政策因素、经济波动风险、销售不及预期

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034