

开发投资超预期增长，未来或将缓步下行

——3月份房地产开发投资细分数据跟踪

投资要点:

1、土地热潮推动 2018 年开发投资高速增长。2018 年土地市场供给增加的同时，土地价格维持较低水平，市场溢价率降至冰点，房企为降低成本低价囤地，土地市场 18 年初短暂降温后再度迎来热潮，带动后期土地购置费不断走高。2018 年初，土地购置费同比高达 47.9%，随后一路上升至 74.4%，后半年增速略有回落，但仍维持在 60%左右的历史高位。

2、建安费用同比回升，土地购置费仍处历史高位，支撑投资 19 年超预期上行。2019 年初房地产开发投资增速再创新高，相比 2018 年上升了 1.3 个 BP。一方面取决于建安费用增速由 18 年末-3.18%快速回升至 5.91%，走出历史底部，重新回到 16 年以来的平均水平。另一方面，土地购置费增速虽然有所回落，由 57%下滑至 34.5%，但仍位于 2011 年至今的高位，依然对开发投资额的上涨具有支撑作用。

3、土地成交价领先于土地购置费，下降趋势显著。从历史走势看，土地成交价款作为先行指标，领先土地购置费约 3-6 个月。2019 年土地成交价款下行趋势明显，1-3 月累计同比增速为-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。随着 18 年大规模拿地的价款支付完结，19 年房企拿地热情衰退，土地成交量下降会逐渐带动土地购置费用增速回落，进入下行区间。

4、建安费用增长空间有限，难以长期支撑投资上行。在施工单价同比增速长期为负情况下，2019 年建安费用同比上涨主要受施工面积增长的影响，2019 年一季度房屋施工面积累计同比由去年末的 5.2%上涨至 8.2%。新开工一方面受土地成交规模限制；另一方面开发商开工意愿不强，新开工面积增长空间有限。房屋竣工速度缓慢加快，会在一定程度上减少在建房屋数量，建安费用长期来看增长空间有限。

5、投资建议：一方面受土地支付价款大幅滑落影响，土地购置费将在未来半年左右随之下行，另一方面新开工面积增长动力不足，建安费用上涨空间有限。我们预计今年内后续开发投资增速将缓慢下行。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。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)。

6、风险提示:

市场销售超预期下行，政策边际收紧等。

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

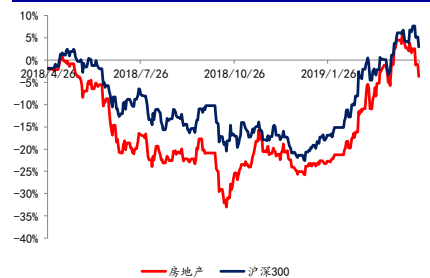
特别鸣谢

王秋蘅

☎: (8610) 83574699

✉: wangqiuheing_yj@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 4 月行业动态报告: 销售边际回暖, 一城一策仍为主基调-2019.4.23

【银河地产潘玮】行业点评_房地产行业_销售回暖, 投资高位, 新开工超预期上行-2019.4.18

【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

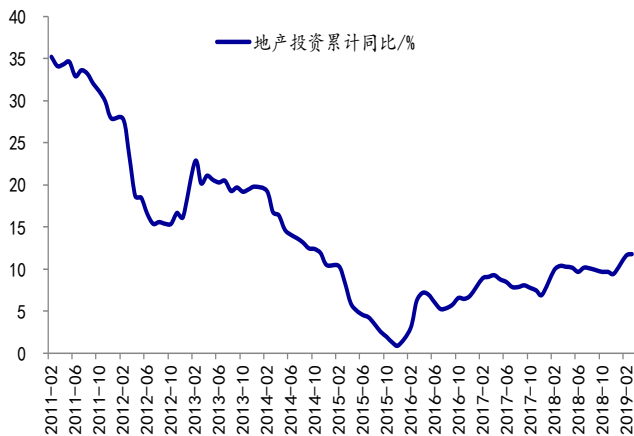
目 录

一、房地产开发投资超预期上行.....	2
(一) 土地热潮推动 2018 年开发投资高速增长.....	2
(二) 建安费用同比回升, 土地购置费仍处历史高位, 支撑投资超预期上行	3
二、开发投资增速预期缓步下行.....	4
(一) 土地成交价领先于土地购置费, 下降趋势显著	4
(二) 建安费用增长空间有限, 难以长期支撑投资上行.....	4
三、投资建议.....	5
四、风险提示.....	5

一、房地产开发投资超预期上行

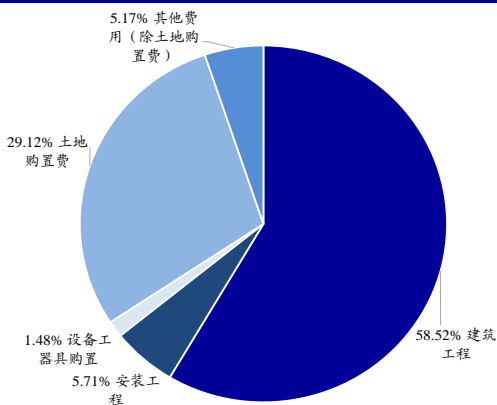
房地产开发投资增速自2016年以来小幅震荡上行,2018年全年同比增速维持在10%左右,进入2019后,开发投资额不降反升,在销售面积增速转负的情况下超预期持续上行。2019年1-2月房地产开发投资额同比上涨11.6%,一季度投资额达23,803亿元,同比增长11.8%,再创2015年以来新高。开发投资额按投资内容为标准,可划分为建筑工程、安装工程、设备购置、土地购置及其他费用,分别占比58.52%、5.71%、1.48%、29.12%、5.17%。我们将除获取土地以外的投资统归为建安费用,与土地购置费一同构成影响房地产开发投资额变动的两大影响因素。建安费用与土地购置费变动走势呈现分化现象,同步性较弱,不同阶段下各因素对投资额的影响力度具有差异。

图1: 地产投资累计同比



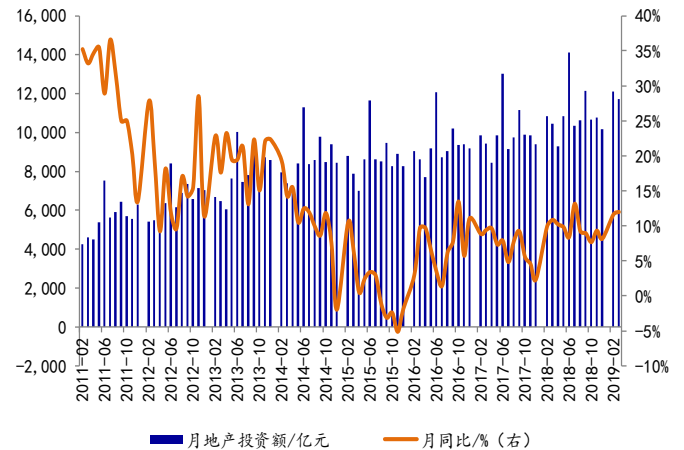
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图3: 2019年3月开发投资额构成



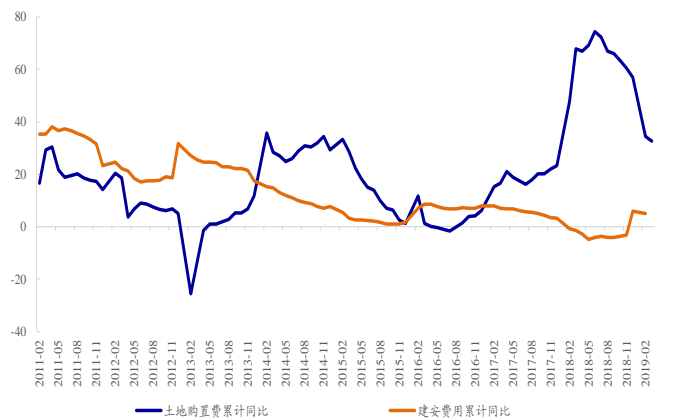
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图2: 月度地产投资及同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图4: 土地购置费与建安费用出现分化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(一) 土地热潮推动2018年开发投资高速增长

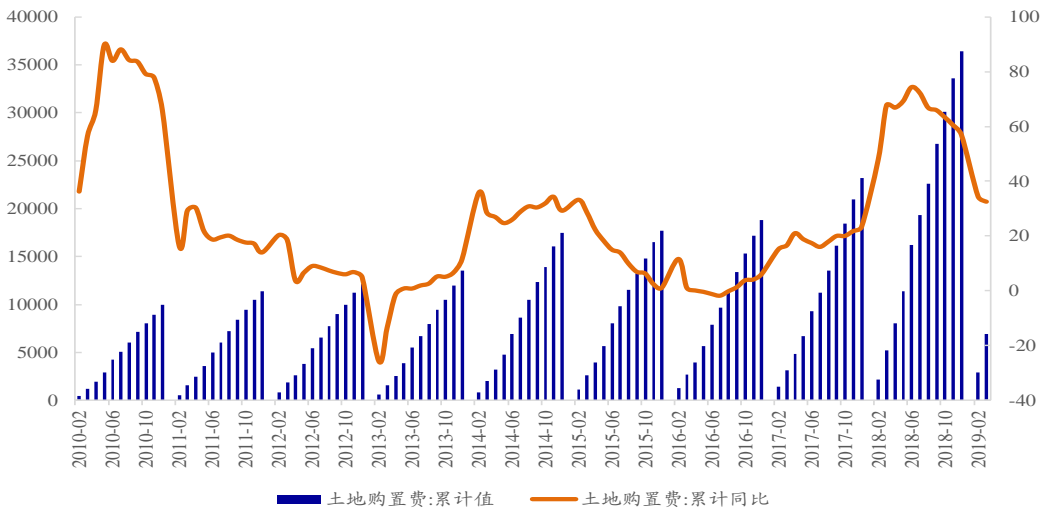
2018年土地市场供给增加的同时,土地价格维持较低水平,市场溢价率降至冰点,房企为降低成本低价囤地,土地市场18年初短暂降温后再度迎来热潮,带动后期土地购置费不断走高。2018年初,土地购置费同比高达47.9%,随后一路上升至74.4%,下半年增速略有回落,

但仍维持在 60% 左右的历史高位；同年建安费用累计同比自 2018 年 3 月起由正转负，全年基本保持负增长态势。综合来看，受土地购置费拉动影响，2018 年房地产开发投资额同比维持 10% 的高速增长。

（二）建安费用同比回升，土地购置费仍处历史高位，支撑投资超预期上行

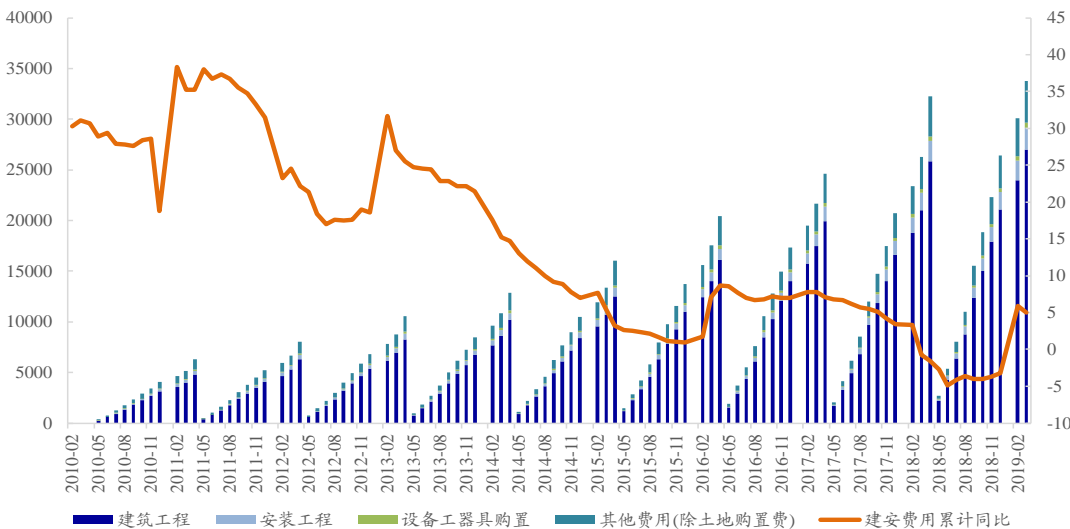
2019 年初房地产开发投资增速再创新高，相比 2018 年上升了 1.3 个 BP。一方面取决于建安费用增速由 18 年末 -3.18% 快速回升至 5.91%，走出历史底部，重新回到 16 年以来的平均水平。另一方面，土地购置费增速虽然有所回落，由 57% 下滑至 34.5%，但仍位于 2011 年至今的高位，依然对开发投资额的上涨具有支撑作用。两因素合力作用下，推动地产投资增速超预期走高。

图 5：土地购置费及同比变动



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 6：建安费用及同比变动



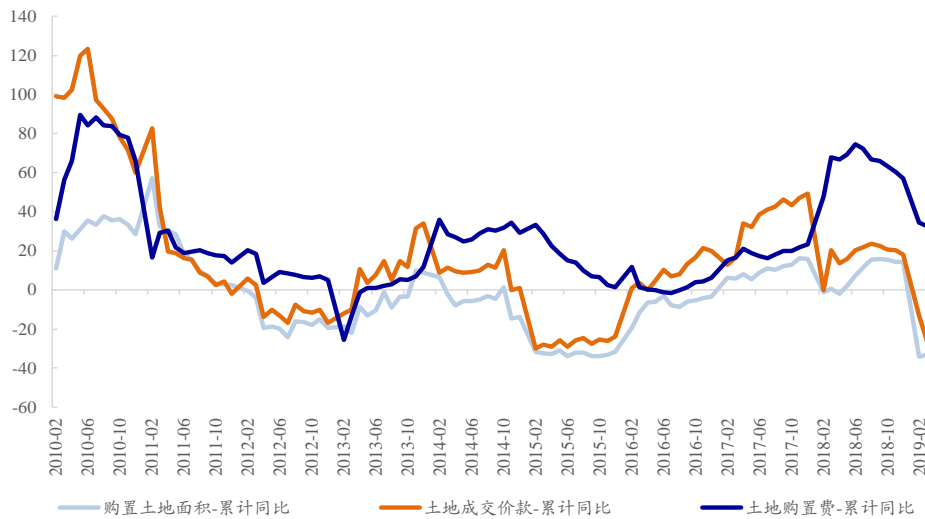
资料来源：wind，中国银河证券研究院

二、开发投资增速预期缓步下行

(一) 土地成交价领先于土地购置费，下降趋势显著

土地出让价款分期缴纳导致了土地购置费与土地成交价款走势错位。土地成交价款作为合同价款，反映了房地产开发商当期拿地情况，而土地购置费则是按照实际支付金额分期计入房地产开发投资，受前期拿地影响较大。从历史走势看，土地成交价款作为先行指标，领先土地购置费约 3-6 个月，可根据土地成交价款的变动预期未来半年土地购置费的变动趋势。2019 年土地成交价款下行趋势明显，1-3 月累计同比增速为-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。随着 18 年大规模拿地的价款支付完结，19 年房企谨慎拿地，土地成交量下降会逐渐带动土地购置费用增速回落，进入下行区间。

图 7：土地成交价变动领先土地购置费



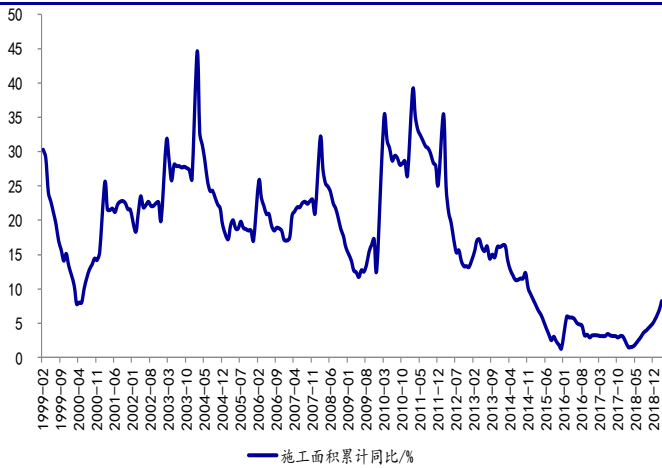
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 建安费用增长空间有限，难以长期支撑投资上行

建安费用与施工面积增速关联性较强，施工面积高存量时期，设备、安装、工程费用随之增加。在施工单价（施工投资/施工面积）同比增速长期为负情况下，2019 年建安费用同比上涨主要受施工面积增长的影响，2019 年一季度房屋施工面积累计同比由去年末的 5.2% 上涨至 8.2%。从房屋建造由开工、施工、竣工的先后顺序看，新开工面积变动不大，同比增速仅为 11.9%，相比 2018 年下降 5.3 个 BP。新开工一方面受土地成交规模限制，随着 19 年土地市场遇冷，房企拿地意愿不强，土地储备将逐渐减少，新开工面积增长空间有限；另一方面销售只是暂时回温，尚未现象明显复苏迹象，开发商开工意愿不强，难以通过大幅增加新开工面积提高施工存量。自 2018 年以来，房屋竣工面积同比由-17.1% 回升至-8.1%，竣工速度缓慢加快，会在一定程度上减少在建房屋数量，建安费用长期来看增长空间有限。

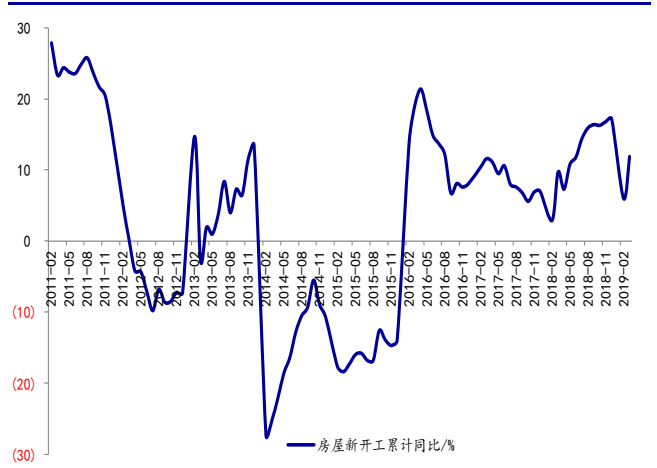
总的来看，影响房地产开发投资的两大因素，土地购置费与建安费用均难以持续上行，受前期拿地累积的滞后效应，今年内开发投资增速或将呈现高开低走趋势，超预期增加难以为继，后续开发投资增速将缓慢下行。

图 8: 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 9: 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

三、投资建议

房地产开发投资变动由建安费用、土地购置费共同作用。一方面受土地支付价款大幅滑落影响,土地购置费将在未来半年左右随之下行,另一方面新开工面积增长动力不足,建安费用上涨空间有限。我们预计今年内后续开发投资增速将缓慢下行。政治局会议重提房住不炒对地产板块有一定的情绪上的冲击,在楼市小阳春背景下政策边际宽松预期有所弱化,但同时“一城一策”仍是当前市场的主基调,有助于房地产市场平稳健康发展。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。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)。

四、风险提示

市场销售超预期下行,政策边际收紧等。

插图目录

图 1: 地产投资累计同比.....	2
图 2: 月度地产投资及同比.....	2
图 3: 2019 年 3 月开发投资额构成.....	2
图 4: 土地购置费与建安费用出现分化.....	2
图 5: 土地购置费及同比变动.....	3
图 6: 建安费用及同比变动.....	3
图 7: 土地成交价变动领先土地购置费.....	4
图 8: 房屋施工面积累计同比.....	5
图 9: 房屋新开工面积累计同比.....	5

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

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn