

## 中国 房地产

## 全国房地产市场月度追踪：3月份销售复苏，土地市场升温；政策最宽松时期可能已经结束

## 最新消息

- 国家统计局公布的2019年3月份全国房地产市场运行情况显示，房地产销售面积/销售额同比上升2%/上升8%（今年1-2月份为-4%/+3%）。综合销售均价同比上涨6%（1-2月份为+7%），令3月份全国平均房价达到人民币9,052元/平方米（较1-2月份的9,079元/平方米下降0.3%）。
- 从各方面来看建筑活动均环比改善：(1) 3月份房地产新开工面积（含非住宅房地产）同比上升18%（较1-2月份6%的同比增速加快）。(2) 3月份房地产投资同比上升12%（1-2月份同比+11.6%）。(3) 竣工面积同比降幅较前两个月收窄，3月份同比下降8%（1-2月份同比-12%）。
- 从地区来看，所有地区交易量同比增速均加快。3月份东部、中部和东北部地区房价同比涨幅均为8%，西部地区同比涨幅为7%。西部和东北部地区房地产投资同比增速加快（同比增长21%/26%，1-2月份同比+17%/+11%），而东部和中部地区同比增速放缓至10%/8%（1-2月份同比+11%/+9%）。
- 2019年3月份中原地产监测的14个主要城市二手房成交量同比增幅从2月份的-6%反弹至22%；中原地产监测的5个主要城市二手房成交均价环比上涨1%（2月份环比+0.2%）。与此相似的是，诸葛找房监测的百城二手房均价继2018年11月份以来持续环比下降之后出现反弹，3月份环比升幅为0.5%（1/2月份环比-0.9%/-0.3%）。

## 分析

- 3月份销售势头强劲，销售面积强劲复苏，与下列表现一致：(1) 二手房市场价格走势改善/企稳，成交面积复苏；(2) 土地市场上，3月份中指院监测的302个城市土地出让收入降幅收窄（同比下降1%，2月份同比下降21%），住宅用地平均溢价率从去年12月份的7%反弹至24%，二三线城市土地流拍率从去年四季度15%的峰值降至2%。然而，销售反弹势头的可持续性仍将依赖于房贷政策的放松和购房者信心的提振。
- 新开工面积/销售面积比率从1-2月份的1.33倍微降至1.27倍，主要受销售势头复苏的推动；但这一水平远高于2016-2018年间1.01倍的3月份均值，主要归因于今年3月份新开工面积增长强劲加速。我们预计较高基数可能会令今年二季度新开工增速放缓。然而今年一季度土地市场强劲复苏、新开工面积增速高于预期，得益于：(1) 最近数月融资状况较去年三季度和四季度初有所改善（规模和利率两方面）；(2) 部分城市政策放松产生成效之际，中小开发商信心恢复，这应会继续为新开工项目和在建项目投资力度的加大提供支持，意味着我们对全年房地产投资

王逸, CFA (分析师)

执业证书编号:S1420510120004  
+86(21)2401-8930 | yi.wang@ghsl.cn  
北京高华证券有限责任公司

李薇 (分析师)

执业证书编号:S1420510120012  
+86(21)2401-8926 | vicky.li@ghsl.cn  
北京高华证券有限责任公司

增速为5%的预测存在上行空间（参见我们于2019年1月21日发表的报告“中国 房地产：全国房地产市场月度追踪：2018年强劲收尾；微调2019年预测”）。

- 与此相似，虽然2019年竣工面积同比下降，但我们认为其原因是继去年四季度行业表现疲弱之后年初竣工面积比例较小，并预计年内竣工面积将随着市场企稳和融资环境放松而上升。

### 投资影响

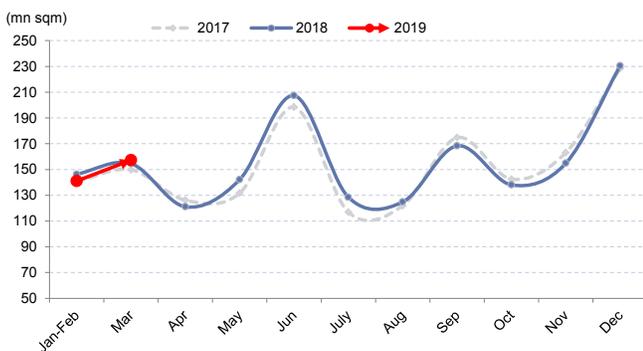
我们覆盖范围内开发商的市场份额继续增长，2019年3月份累计销售额同比增长22%。2019年前三个月国内前10/50大开发商的市场份额较2018年同比上升3个/3个百分点至30%/58%。鉴于目前行业估值已回升至周期中值水平，我们认为估值在此基础上更大幅度向上重估的可能性有赖于利润率改善，但目前尚未看到这一迹象，因为：(1) 地价升温；(2) 房价涨幅继续受到控制。我们的首选股（3只评级均为买入且均位于强力买入名单）：海外上市：碧桂园(2007.HK)和世茂房地产(0813.HK)；内地上市：招商蛇口(001979.SZ)。

图表 1: 2019年1-3月中国房地产开发活动概览  
年初至今房地产开发及交易数据比较

	Mar Comparison		Jan - Mar Comparison								
	Mar-19	YoY	2019	vs 2018	vs 2017	vs 2016	vs 2015	vs 2014	vs 2013	vs 2012	vs 2011
<b>(mn sqm)</b>											
GFA under development	6,994	8%	6,994	8%	10%	13%	20%	28%	46%	71%	114%
GFA newly started	199	18%	387	12%	23%	37%	63%	33%	0%	-3%	-3%
GFA completed	60	-8%	185	-11%	-20%	-8%	9%	0%	-5%	3%	44%
GFA sold	157	2%	298	-1%	3%	23%	63%	48%	43%	96%	69%
<b>(Rmb bn)</b>											
Property FAI	1,171	12%	2,380	12%	23%	35%	43%	55%	81%	118%	169%
Property sales	1,424	8%	2,704	6%	17%	46%	125%	104%	93%	212%	166%
Fund sources	1,445	13%	3,895	6%	9%	22%	40%	36%	44%	87%	102%
<b>(Rmb/sqm)</b>											
ASP	9,052	6%	9,065	7%	14%	19%	38%	37%	35%	59%	58%

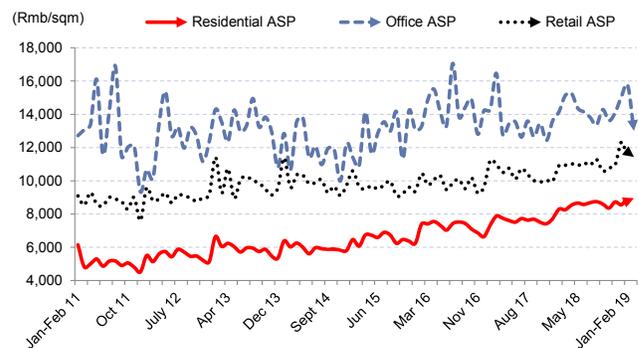
资料来源：国家统计局

图表 2: 2019年3月份总体销售面积同比增长2%  
2017-2019年月度房地产销售面积比较



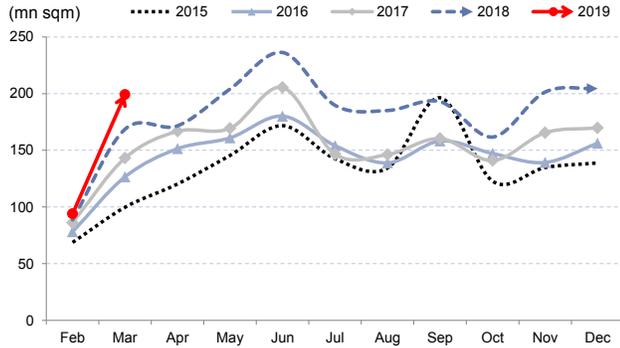
资料来源：国家统计局

图表 3: 2019年3月份综合销售均价同比上涨6%  
住宅、写字楼和零售物业的月度销售均价



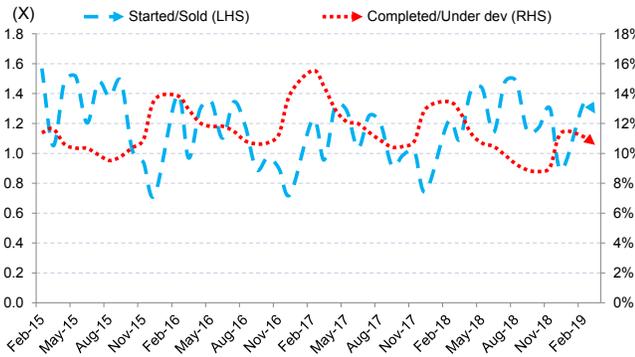
资料来源：国家统计局

图表 4: 2019年3月份房地产新开工面积同比增长18% (1-2月份为同比增长6%)  
2015-2019年新开工面积比较



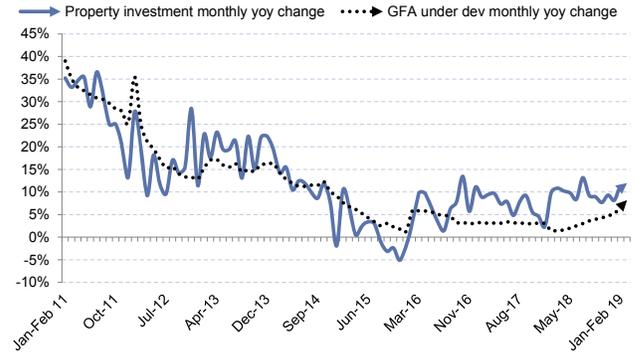
资料来源: 国家统计局

图表 6: 2019年3月份新开工面积/销售面积之比从1-2月份的1.33倍微降至1.27倍  
新开工/销售面积以及竣工/在建面积



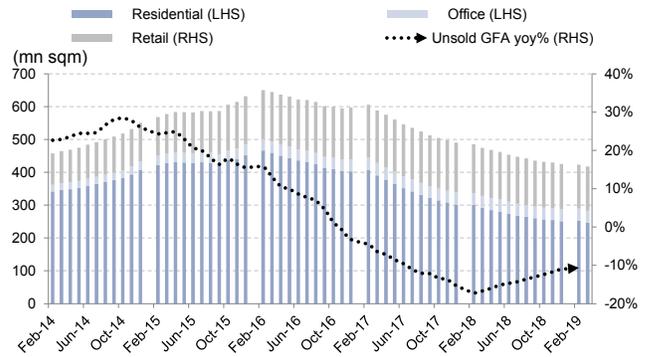
资料来源: 国家统计局

图表 5: 2019年3月份房地产投资同比增速升至12%  
月度房地产投资同比变动和在建面积同比变动



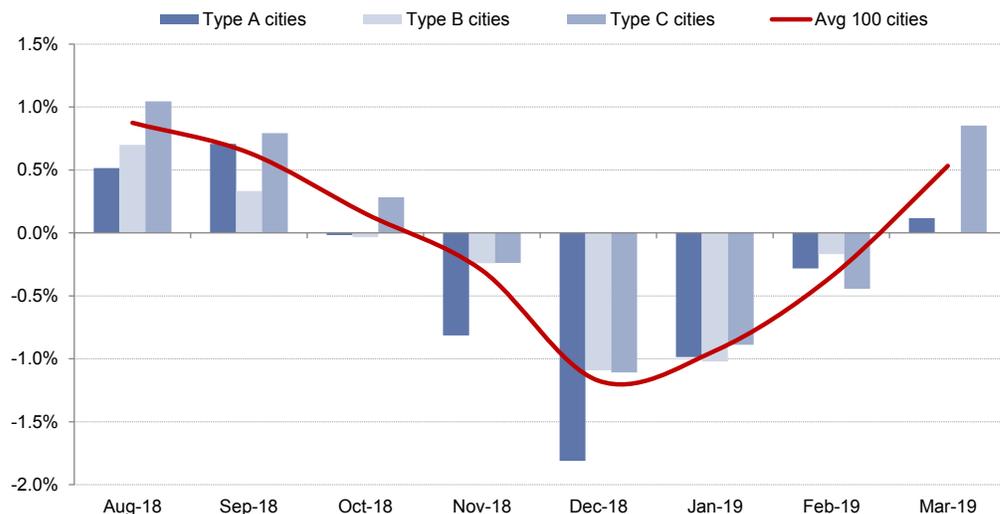
资料来源: 国家统计局

图表 7: 2019年3月份竣工未售库存继续下降 (同比下降10%)  
竣工未售面积的同比变动及明细



资料来源: 国家统计局

图表 8: 自2018年11月份以来百城二手房均价持续环比下跌, 3月份环比降幅为0.5%  
百城二手房均价环比变动幅度明细, 按城市类型, 2018年8月至2019年3月



ASP sourced from downtown residential projects listed in secondary housing markets

资料来源: 诸葛找房

最新收盘价:

碧桂园: 12.94港元

世茂房地产: 24.85港元

招商蛇口: 人民币22.75元

高华证券感谢高盛分析师韦彬杰和徐时在本报告中的贡献。

# 信息披露附录

## 申明

我们，王逸，CFA、李薇，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

## 并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

## Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

## GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在三方面表现的综合量化分析筛选而出。

## 相关的股票研究范围

王逸，CFA：A股房地产、China Property Services、中国房地产行业。李薇：A股房地产、China Property Services、中国房地产行业。

A股房地产：CFLD、China Merchants Shekou Inds Zone、China Vanke (A)、Gemdale Corp.、Poly Real Estate Group、Shanghai Shimao Co.、Shenzhen Overseas Chinese Town。

中国房地产行业：Agile Property Holdings、China Evergrande Group、China Jinmao Holdings、China Overseas Grand Oceans Group、China Overseas Land & Investment、China Resources Land、China Vanke (H)、CIFI Holdings、Country Garden Holdings、Future Land Development Holdings、Greentown China Holdings、Guangzhou R&F Properties、Joy City Property Ltd.、KWG Group、Logan Property Holdings、Longfor Properties Co.、Poly Property Group、Red Star Macalline Group、Shimao Property、Sino-Ocean Land Holdings、SOHO China、Yanlord Land。

China Property Services：A-Living Services Co.、China Overseas Property Holdings、Country Garden Services Holdings、Greentown Service Group。

## 信息披露

### 公司评级、研究行业和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业：每个行业研究的所有股票名单可登陆<https://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2019年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。