

年度观点继续印证，房企经营杠杆提升

——2019年1-4月国家统计局房地产数据点评

行业动态

◆2019年度策略《2019：千钧将一羽》核心观点回顾

我们于年度策略《2019：千钧将一羽》中提出：预计2019年，政策面在十九大“房住不炒”前提下加强因城施策，通过结构微调来实现总量平衡；需求侧购房信贷保持平稳增长，部分城市改善型需求或迎来释放，销售总量下行与结构切换并存；供给侧地产链向好，新开工面积得益于存量变现、低库存、资金改善，全年增速将处于较高水平；开复工共同推动施工持续提升；竣工全年向好是速度而非方向问题；土地购置费和施工类投资此消彼长，房地产投资增速温和回落，“质量”提升。

◆2017年来东部地区首次成为全国销售面积单月增长的拉动因素

4月全国商品房销售面积同比+1.3%，环比-0.5pc，全年累计降幅继续收窄0.6pc。其中4月东部地区销售面积、金额同比增速分别环比+6.2pc、14.9pc至+2.0%、+18.1%，2017年以来首次成为全国销售面积增长的拉动因素而非拖累因素。其余中部、西部、东北地区4月销售增速环比均出现较明显回落。城市轮动，结构切换的趋势已开始显现。

◆资金改善及规划利好促土地市场结构性回暖

4月百城土地成交总价同比+12.3%，其中一线、二线、三线分别同比-41.1%、+60.2%、-28.2%。4月百城土地成交均价同比+39.5%，其中一线、二线、三线分别同比-28.3%、+57.8%、+11.7%。可以看到当前土地市场结构性回暖主要来自于二线城市价格弹性复苏。我们认为其背后原因主要包括房企资金面持续改善、短期基本面底部复苏、中长期受益于国家新型城镇化顶层设计。

◆新开工维持较高增长，施工增速持续上行，竣工边际向好

2019年1-4月，房屋新开工同比继续提升至+13.1%；净停工累计同比自2017年2月以来首次负增长（-4%）；较强的开复工表现如期推动房屋施工增速进一步提升至+8.8%；房屋竣工同比降幅环比收窄0.5pc；房地产投资+11.9%，继续保持较高水平。

2019年以来行业供给侧数据持续印证我们年度策略的观点，我们维持2019年新开工面积+6%~+8%，房地产投资+4%~+6%的判断。

◆到位资金继续改善，经营杠杆持续提升

4月房企到位资金继续保持改善趋势，单月增速（+18.4%）为2017年4月以来最高水平。其中销售回款单月同比（包括定金及预收款+28.2%、个人按揭贷款+20.0%）不论是绝对水平还是环比改善幅度，均位列各资金来源首位，反映了加快周转，提升经营杠杆是目前房企的优先策略。

◆投资建议

建议关注重点布局高能级城市的头部房企，A股如招保万金，H股如融创中国、中国金茂；同时建议持续关注存量物业资源丰富房企的长期表现，A股如新城、陆家嘴、中华、金融街，H股如华润置地。

◆风险分析

房地产持续调控，导致行业整体销售增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线城市楼市存在回调压力。

增持（维持）

分析师

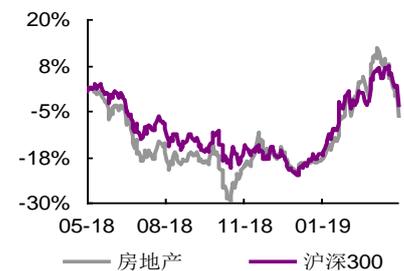
何缅甸（执业证书编号：S0930518060006）
021-52523801
hemiannan@ebsec.com

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）
021-52523855
wangmk@ebsec.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

土地市场结构性回暖，苏州局部限售调控趋严——光大地产 A+H 重点公司样本库动态跟踪报告（04.27-05.10）

.....2019-05-12
房地产行业供需两端资金面均持续改善——2019年4月居民部门信贷数据点评

.....2019-05-09
Q1统计局数据阶段性印证2019年度策略观点——2019年3月国家统计局房地产数据点评

.....2019-04-18

1、《2019：千钧将一羽》年度策略简要回顾

我们在2018年12月15日发布的年度策略报告中提出：

预计2019年，政策面将在保持平衡稳健的基础上进行结构微调，在十九大“房住不炒”前提下，加强因城施策，通过结构性微调实现总量相对平衡；需求侧购房信贷投放维持平稳增长，按揭利率稳中略降，不同区域购房信贷政策将发生结构性变化，部分城市的改善型需求或迎边际改善；供给侧地产链向好，新开工面积得益于存量变现、低库存及资金压力缓解，全年增速将处于较高水平；施工面积增速明显提升；竣工面积增速全年向好是速度而非方向问题；土地购置费和施工类投资此消彼长，房地产投资同比4-6%。

2、2017年来东部地区首次成为全国销售面积单月增长的拉动因素

2019年4月，全国商品房销售面积1.23亿方，同比+1.3%，增速较3月-0.5pc；全国商品房销售金额1.21万亿，同比+13.9%，增速较3月+5.6pc。

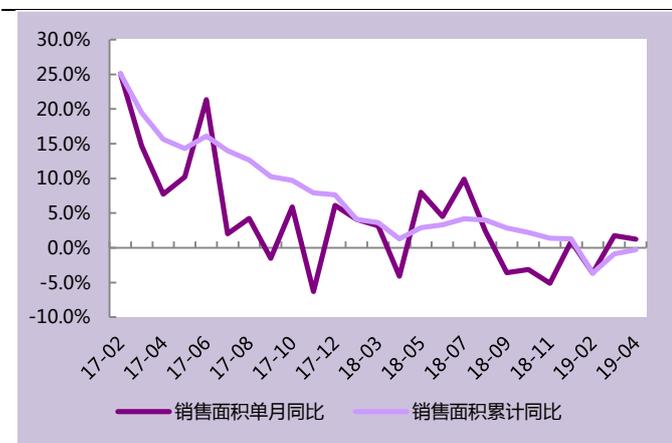
其中，2019年4月全国住宅销售面积1.08亿方，同比+2.7%，增速较3月+0.9pc；全国住宅销售金额1.06万亿，同比+18.1%，增速较3月+7.6pc。

全年累计来看，2019年1-4月，全国商品房销售面积4.21亿方，同比-0.3%，增速较1-3月+0.6pc；全国商品房销售金额3.91万亿，同比+8.1%，增速较1-3月+2.4pc。

其中，2019年1-4月，全国住宅销售面积3.68亿方，同比+0.4%，增速较1-3月+1.0pc；全国住宅销售金额3.39万亿，同比+10.6%，增速较1-3月+3.1pc。

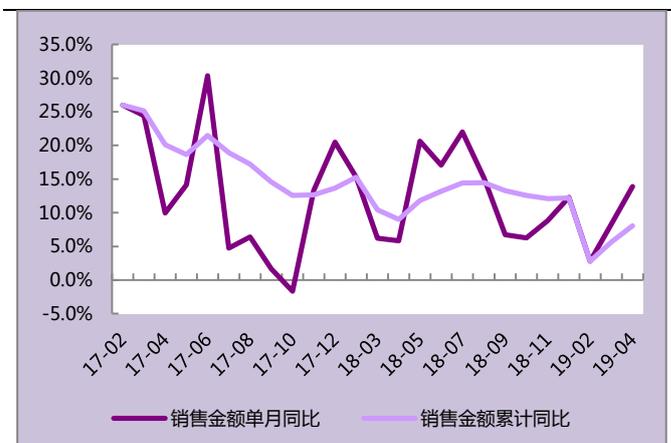
2019年4月全国商品房销售均价约9874元/平方米，同比+12.5%，环比+9.1%；2019年1-4月全国商品房销售均价约9300元/平方米，同比+8.3%，增速较1-3月+1.7pc；均价提升仍是销售金额增速继续回升的主要驱动因素。

图1：全国商品房销售面积单月同比和累计同比



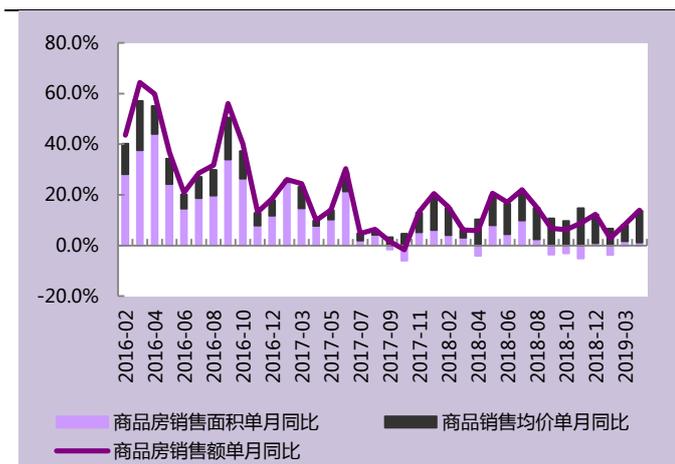
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图2：全国商品房销售金额单月同比和累计同比



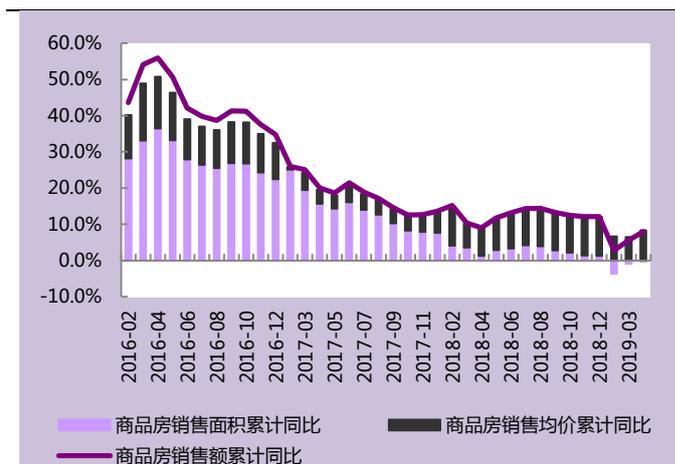
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 3：全国商品房销售面积、均价、金额单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 4：全国商品房销售面积、均价、金额累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

拆分区域来看，4月偏高能级的东部地区商品房销售面积、销售金额同比增速较3月低位分别+6.2pc、14.9pc至2.0%、18.1%，2017年以来首次成为全国销售面积增长的拉动因素而非拖累因素；而中部、西部、东北地区销售面积、销售金额同比增速均较3月高位出现回落，其中东北地区销售面积、销售金额单月增速由正转负分别环比-15.2pc、-14.3pc，3月反弹后回落幅度较大。

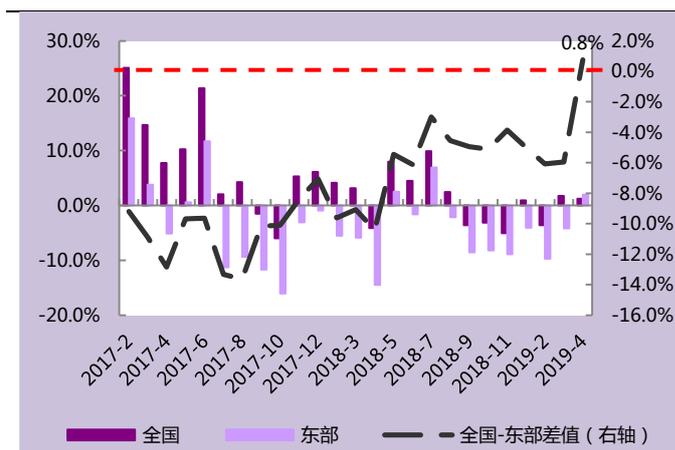
结合当前销售增速变化的结构性特征以及销售均价的较高增长，可以推测，城市轮动继续，行业销售（城市能级）结构切换的趋势已开始显现。我们跟踪的30个大中城市3月、4月成交面积同比分别+21.9%、19.5%，其中一线城市同比分别+61.8%、50.5%，亦展现了相同的趋势。

图 5：全国及各区域商品房销售面积单月同比



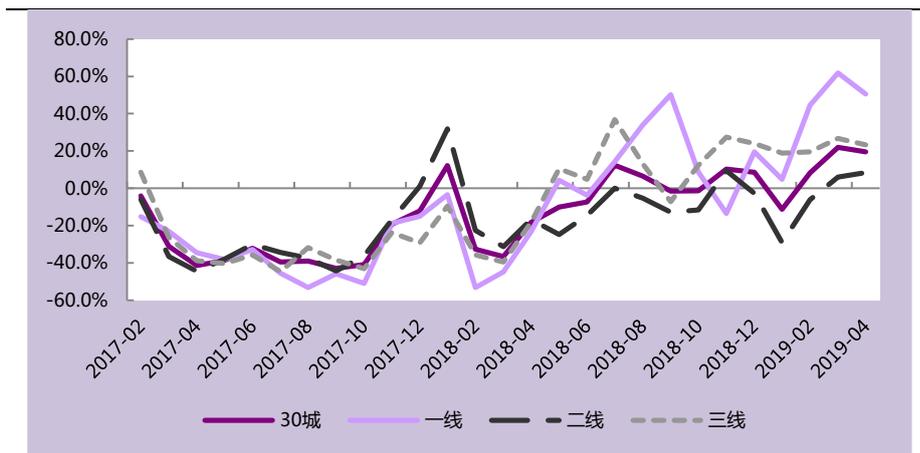
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 6：全国及东部地区商品房销售面积单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 7：30 个大中城市商品房成交面积单月同比



资料来源：

综合来看，4 月全国商品房销售面积累计降幅继续收窄，销售金额累计同比继续提升，一方面是由于去年同期基数较低；另一方面表明，在因城施策继续执行和按揭投放保持平稳增长情况下（4 月新增居民中长贷同比 +18%），一二线楼市回暖为行业整体销售增长提供了一定支撑。

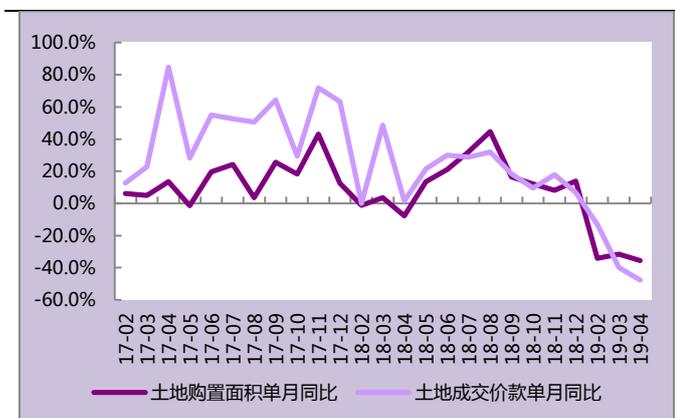
展望全年，我们坚持 2019 年度策略报告“城市轮动继续，总量温和下行与结构切换并存”的判断。调控已久的一二线城市温和复苏趋势不变，棚改减弱和需求透支对于部分三四线城市的影响逐步体现，预计全国销售面积增速后续将回归平缓下滑的态势，在基数作用下或于 Q3 见底。

3、资金改善及规划利好促土地市场结构性回暖

2019 年 4 月全国土地购置面积 1039 万方，同比-35.5%，增速较 3 月 -4.0pc；全国土地成交价款 396 亿元，同比-47.7%，增速较 3 月-7.7pc。

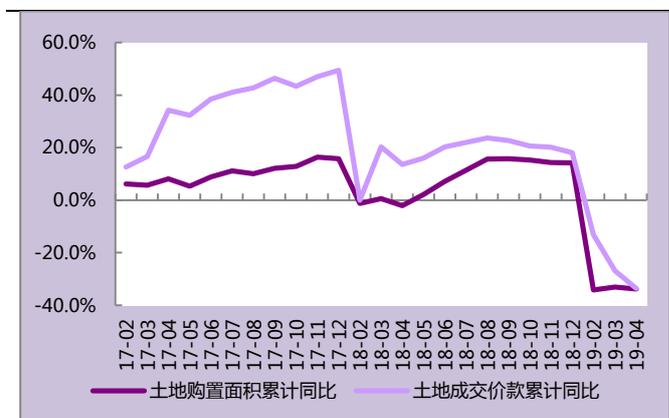
2019 年 1-4 月全国土地购置面积 3582 万方，同比-33.8%，增速较 1-3 月-0.7pc；全国土地成交价款 1590 亿元，同比-33.5%，增速较 1-3 月-6.6pc。

图 8：土地购置面积和土地成交价款单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 9：土地购置面积和土地成交价款累计同比



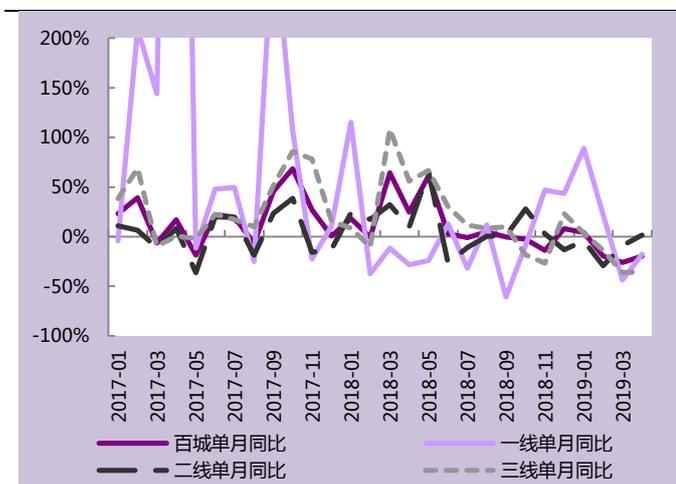
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

百城层面，2019年4月成交规划建筑面积同比-19.5%，增速较3月+6.6pc；成交总价同比+12.3%，增速较3月+3.9pc。拆分结构来看，3月、4月百城成交金额增速持续回升主要来自于二线城市土地市场价格端的回暖，3月、4月百城中二线城市土地成交总价分别同比+35.0%、60.2%，成交均价分别同比+48.7%、+57.8%。

2019年4月，百城土地成交溢价率为23.5%，其中一二三线城市土地成交溢价率均回升至20%以上，分别为20.6%、22.7%、26.3%。

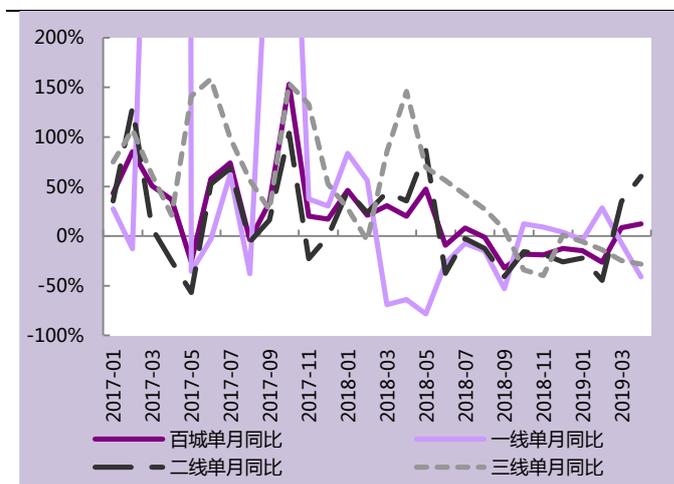
我们认为，目前部分城市（二线为主）土地市场价格/溢价率抬升主要来自于：1) 房企资金面压力有所缓解，部分优质大中型民营房企资金成本环比改善；2) 短期来看，核心一二线城市政策面、基本面迎来底部复苏；3) 新型城镇化方向进一步明确，大城市落户限制放宽，都市圈内二线核心城市长期发展前景向好。

图 10：百城土地成交规划建筑面积单月同比



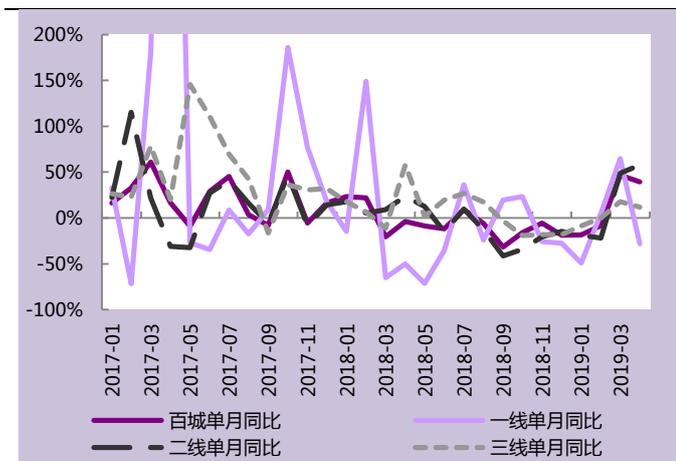
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 11：百城土地成交总价单月同比



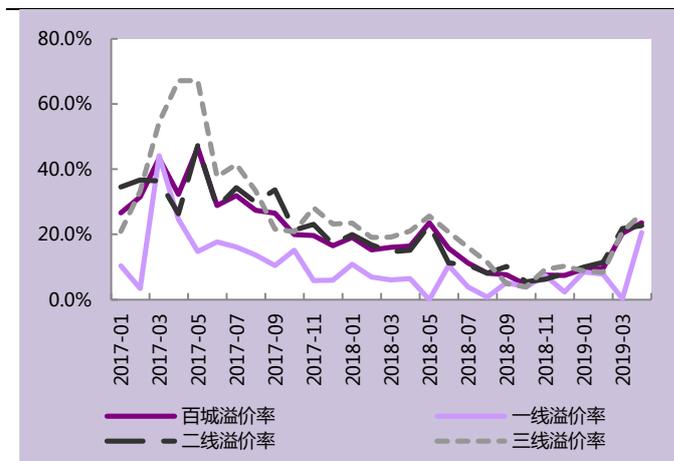
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 12：百城土地成交均价单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 13：百城土地成交单月溢价率



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

4、开竣施数据继续印证年度策略观点

我们在 2019 年度策略报告中明确提出，2019 年房地产新开工将维持较高水平，推动施工增速提升，竣工全年向好是速度而非方向问题；具体内容详请参阅 2018 年 12 月 25 日发布的《2019：千钧将一羽——光大地产年度策略报告》以及 3 月 24 日的《3 月销售回暖，关注地产链投资机遇》。

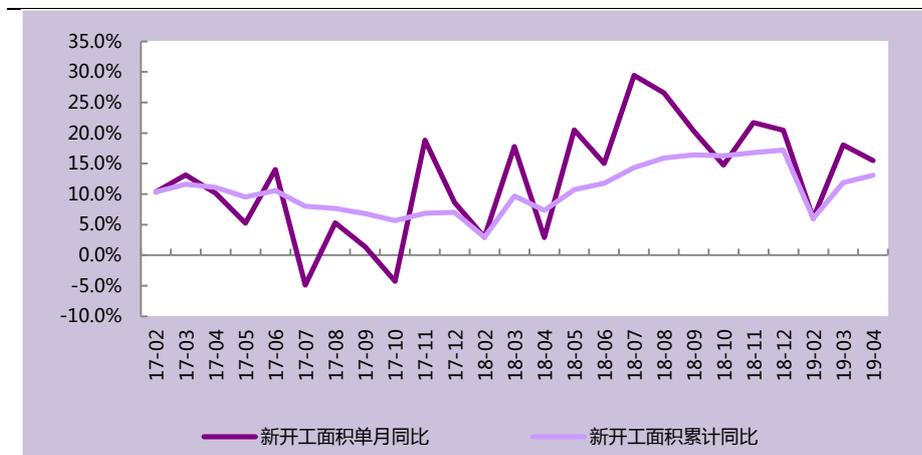
➤ 4 月房屋新开工增速继续维持相对高位

2019 年 4 月，全国房屋新开工面积 1.98 亿方，同比增长 15.5%，增速较 3 月高位 (+18.8%) -2.6pc；2019 年 1-4 月，全国房屋新开工面积 5.86 亿方，同比+13.1%，增速较 1-3 月+1.2pc。

自 2018 年 12 月发布年度策略至今，我们多次在报告中强调 2019 年房地产新开工由于存量变现，增速将维持较高水平，无需悲观，主要逻辑包括：1) 2017-2018 年房企温和补仓，全国待开发土地面积高增；2) 显性库存处于低位，短期可售资源不足；3) 融资持续改善，资金面压力逐步缓解；4) 政策和价格整体预期相对平稳，存量变现仍为房企的优先策略。

3 月以来行业新开工增速维持相对高位，持续印证我们对于 2019 年新开工不悲观的判断。展望全年，我们维持 2019 年度策略中对于新开工增速的判断，预计全年同比+6%~+8%。

图 14：全国房屋新开工面积单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

➤ 净停工同比下降，开复工共同推动施工增速继续提升

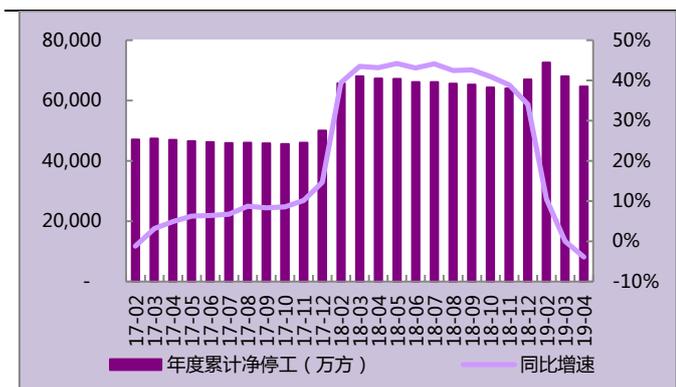
2019 年 1-4 月，全国房屋净停工面积 6.5 亿方，同比-4%，2017 年 2 月以来累计同比首次负增长，行业是否已渡过停工高峰值得关注。

我们在 2019 年度策略中明确提出，预计 2019 全年房屋净停工增长明显放缓，从而推动施工面积提升。原因包括：

1) 交通基建项目提速，规划利好促进周边项目复工；2) 2018 年房企并购高位放缓，2019 年被收购项目有望形成供给；3) 部分一二线城市限价政策微调，房企融资持续改善，推动停工项目复工入市。

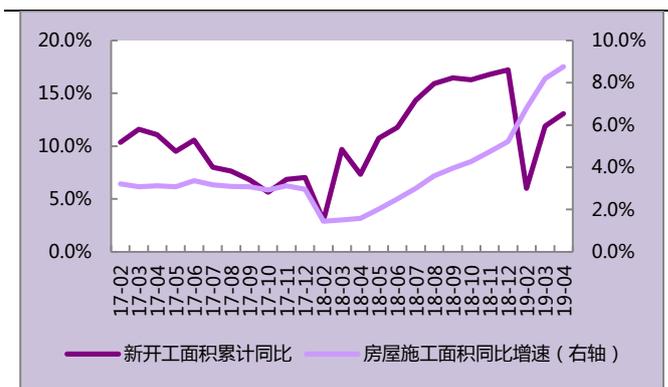
2019 年 1-4 月，全国房屋施工面积 72.26 亿方，同比增速进一步提升至 +8.8%，继续创 2015 年以来新高。

图 15：房屋年度累计净停工面积及同比增速



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 16：全国房屋新开工和施工面积同比增速



资料来源：WIND，光大证券研究所

➢ 房屋竣工降幅收窄，维持年度策略全年竣工向好判断

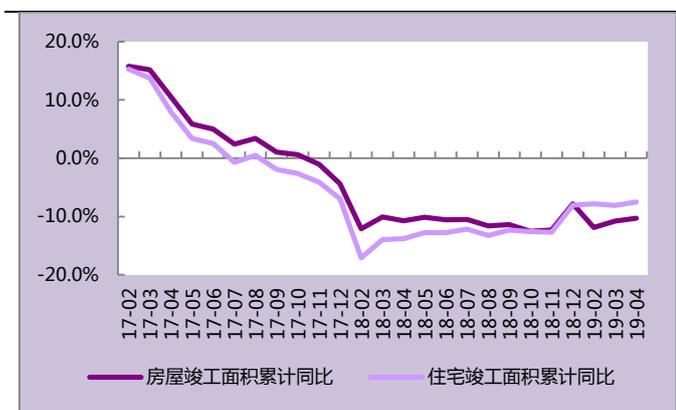
2019 年 1-4 月，全国房屋竣工面积 2.3 亿方，同比-10.3%，降幅较 1-3 月收窄 0.5pc；其中住宅竣工面积 1.6 亿方，同比-7.5%，降幅较 1-3 月收窄 0.6pc。

我们维持年度策略全年竣工向好的判断，支持因素主要包括：

1) 2016-2017 年行业景气度回升，土地成交趋热，全国房屋新开工面积见底回升，分别同比+8.1%、7.0%，正常竣工节点对应 2019-2020 年。

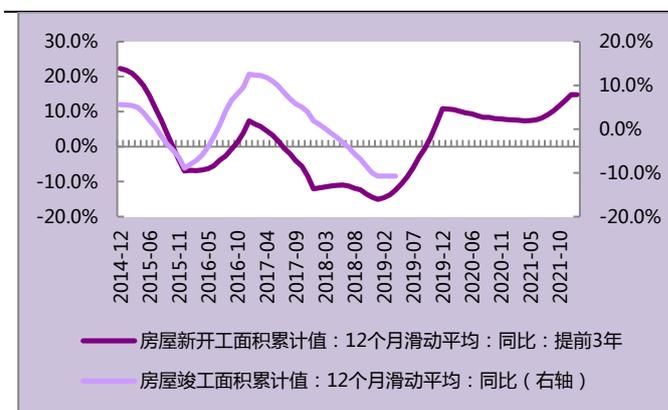
2) 宏观流动性相对宽松，按揭投放维持平稳，房企融资持续改善，资金面压力逐步缓解，在满足【新开工-销售】环节投入的同时，【销售-竣工】环节的资金需求也能得到一定保证。

图 17：房屋竣工面积累计同比和住宅竣工面积累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 18：2015 年后，房屋竣工相对新开工滞后约 3 年



资料来源：WIND，光大证券研究所

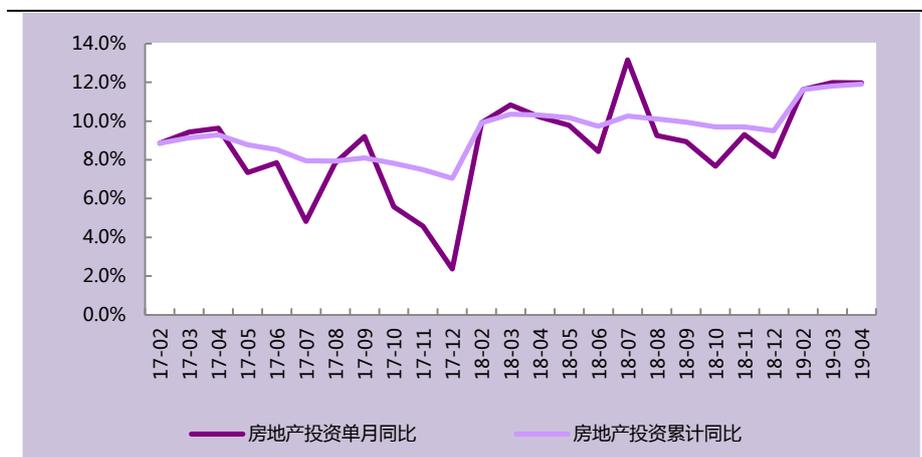
➤ 房地产投资增速维持高位，建安逐步成为主要支撑因素

2019年4月，全国房地产开发投资1.04万亿，同比+12.0%，增速与3月持平；2019年1-4月，全国房地产开发投资3.42万亿，同比+11.9%，增速较1-3月+0.1pc。

2019年1-4月房地产投资增速继续保持较高水平，一方面来自于施工面积高增、施工单价变化回归常态下的施工类投资增速回升；另一方面来自于滞后计入的土地购置费增速仍处于较高水平。

展望全年，土地购置面积、土地成交价款等先导指标已明显走弱，后续土地购置费降速压力较大，但房企相对积极的开复工意愿将推动施工类投资走强，逐步成为拉动房地产投资增长的主要力量。此消彼长下，房地产投资增速温和回落，“质量”提升，维持2019年度策略判断，预计2019房地产投资增速4-6%。

图 19：房地产投资单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

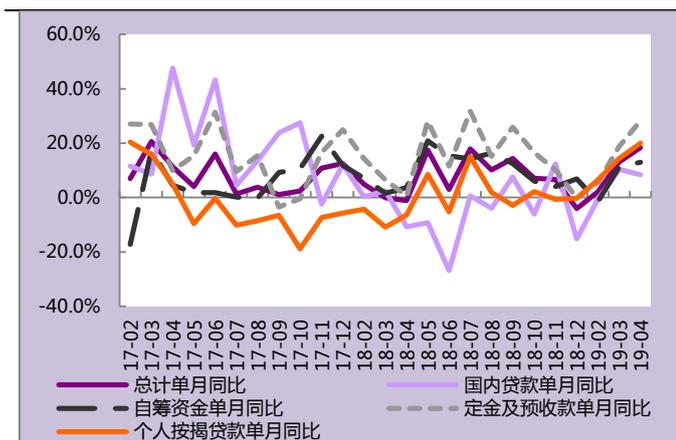
5、到位资金继续改善，经营杠杆持续提升

2019年4月，房企到位资金约1.35万亿，同比+18.4%，增速较3月+5.3pc。其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比+8.4%、+13.0%、+28.2%、+20.0%，增速较3月分别-1.9pc、+1.7pc、+9.4pc、+5.7pc。

2019年1-4月，房企到位资金约5.25万亿，同比+8.9%，增速较1-3月+2.9pc。其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比+3.7%、+5.3%、+15.1%、+12.4%，增速较1-3月分别+1.1pc、+2.3pc、+4.6pc、+3.0pc。

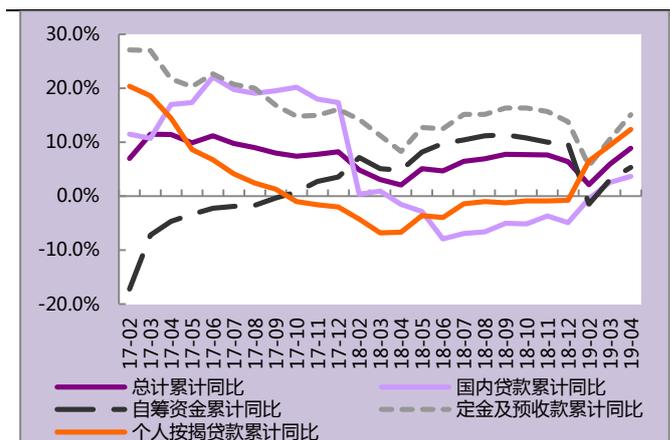
4月房企资金面整体继续保持改善趋势，单月增速为2017年4月以来最高水平。其中销售回款单月同比（包括定金及预收款、个人按揭贷款）不论是绝对水平还是环比改善幅度，均位列各资金来源首位，反映了加快周转，提升经营杠杆是目前房企的优先策略。

图 19：房地产开发资金来源单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 20：房地产开发资金来源累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

6、投资建议

因城施策继续执行，信贷投放平稳增长，一二线城市底部复苏具备支持，中长期内受益于国家新型城镇化顶层设计。建议关注重点布局高能级城市的头部房企，A 股如万科 A、保利发展、招商蛇口、金地集团，H 股如融创中国、中国金茂。

此外，建议持续关注存量物业资源丰富房企的长期表现，有望受益于国际性配置、资产增值和公允价值重估，A 股地产如新城控股、陆家嘴、中华企业，H 股地产如华润置地。

7、风险分析

房地产持续调控，导致行业整体销售增速下行超预期；前期需求透支较明显、棚改依赖度较高的三四线城市楼市存在回调压力。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼