

房地产开发

统计局 5 月数据点评：并非所有回落都是趋势性下行

统计局公布 1-5 月房地产投资和销售数据，主要数据均有回落。商品房销售额 51773 亿元，增长 6.1%，增速回落 2 个百分点，销售面积 55518 万平方米，同比下降 1.6%，降幅比 1-4 月份扩大 1.3 个百分点。房地产开发投资 46075 亿元，同比增长 11.2%，增速比 1-4 月份回落 0.7 个百分点，房屋新开工面积 79784 万平方米，增长 10.5%，增速回落 2.6 个百分点，房屋竣工面积 26707 万平方米，下降 12.4%，降幅扩大 2.1 个百分点。

销售增速缓慢回落大势所趋，预计全年销售额增速为 5%。 开年以来销售数据的好转可能来自推盘增加，需结合去化率综合判断，我们维持销售不会有明显超预期表现的整体判断，但受益于开发商推盘积极和部分地方政府的托底式放松，销售增速的表现并不会出现快速恶化，预计全年销售额增速将缓慢回落至 5%。

投资增速回落空间有限，建安投资接棒土地购置持续验证。 开发投资的高增速来自土地购置降幅低于预期，建安工程投资双重支撑，由于以上两项主要分项的趋势并未改变，且建安工程投资在房地产开发投资中的占比远高于土地购置费，因此建安投资的小幅度改善就可以给房地产投资以较大的支撑。因此房地产投资短期内大幅下降空间有限，预计全年会维持在 8% 以上。

竣工增速下行难成趋势，看好竣工增速修复，全年预计在 -2% 左右。 由于施工投资增速持续修复，因此竣工面积增速修复是趋势性的，不会因为短期数据下滑而改变。我们认为竣工面积增速修复的趋势仍将延续，预计全年在 -2% 左右，转正点有望出现在 2020 年第二或第三季度。

土储充足叠加开工积极，新开工不必过度悲观。 开年以来新开工高增的微观背景是开发商土储丰富+对未来市场相对谨慎。一般项目开工到销售边际现金流明显不平衡，因此在土地升值预期较低的情况下，加速开工和回款都是理性选择。我们认为在土储仍然相对丰富、土储结构中三四线占比较多、未来市场预期相对谨慎的大背景下，新开工并不会出现明显回落。

投资建议。 建议关注两类房企，一是销售较好、布局合理、经营稳健、融资成本低的大中型房企，如保利地产、万科 A、招商蛇口等，二是估值低位、业绩确定性较强的中小型房企，如金地集团、荣盛发展等。

风险提示： 销售下行幅度或节奏超预期，信贷持续收紧，部分房企现金流趋于紧张。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

相关研究

1、《房地产开发：政策博弈空间收窄 关注绝对收益个股》2019-06-09



内容目录

统计局 5 月数据点评：销售缓慢回落，看好竣工修复，投资、新开工预计持续窄幅波动	3
1.销售：短期波动不改缓慢回落趋势，预计全年销售额增速为 5%	3
2.投资：投资增速回落空间有限，建安投资接棒土地购置持续验证	4
3.竣工：增速下行难成趋势，看好竣工增速修复，全年预计-2%	5
4.开工：土储充足叠加开工积极，新开工不必过度悲	6
投资建议	7
风险提示	7

图表目录

图表 1: 商品房销售面积同比增速 单位: %	4
图表 2: 商品房销售额同比增速 单位: %	4
图表 3: 房地产开发投资完成额累计增速 单位: %	5
图表 4: 房地产开发投资各分项累计增速 单位: %	5
图表 5: 竣工面积同比增速 单位: %	6
图表 6: 新开工面积同比增速 单位: %	7

统计局 5 月数据点评：销售缓慢回落，看好竣工修复，投资、新开工预计持续窄幅波动

统计局公布 1-5 月房地产投资和销售数据，主要数据均有回落。商品房销售额 51773 亿元，增长 6.1%，增速回落 2 个百分点，销售面积 55518 万平方米，同比下降 1.6%，降幅比 1—4 月份扩大 1.3 个百分点。房地产开发投资 46075 亿元，同比增长 11.2%，增速比 1—4 月份回落 0.7 个百分点，房屋新开工面积 79784 万平方米，增长 10.5%，增速回落 2.6 个百分点，房屋竣工面积 26707 万平方米，下降 12.4%，降幅扩大 2.1 个百分点。到位资金 66689 亿元，同比增长 7.6%，增速比 1—4 月份回落 1.3 个百分点。

我们认为，虽然主要数据均有所回落，但并非所有数据均呈趋势性下行，具体而言：

- ◆ 销售：短期波动不改缓慢回落趋势，预计全年销售额增速为 5%。
- ◆ 投资：投资增速回落空间有限，建安投资接棒土地购置持续验证。
- ◆ 竣工：增速下行难成趋势，看好竣工增速修复，全年预计+2%。
- ◆ 开工：土储充足叠加开工积极，新开工不必过度悲观。

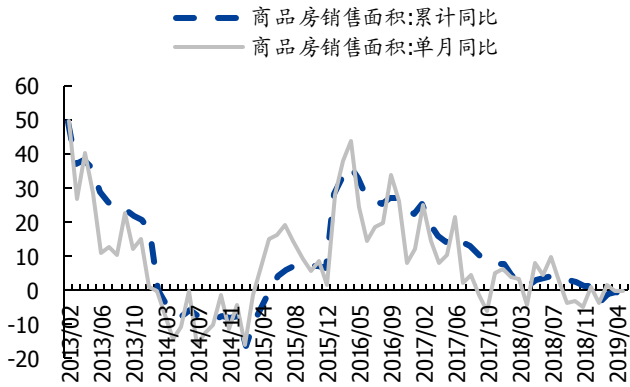
1.销售：短期波动不改缓慢回落趋势，预计全年销售额增速为 5%

1—5 月份，商品房销售面积 55518 万平方米，同比下降 1.6%，降幅比 1—4 月份扩大 1.3 个百分点，商品房销售额 51773 亿元，增长 6.1%，增速回落 2 个百分点。销售增速未延续开年以来的缓慢修复趋势，单月销售面积同比增速再次转负，这与我们前期“不认为销售会有明显超预期的表现”的判断是相符的。

我们认为，开年以来销售数据的好转可能来自推盘增加，需结合去化率综合判断。逻辑上看，一线占比不高，二线政策放松幅度相对有限，三四线下行压力则更大，因此之前销售数据的改善可能更多来自于推盘的增加，这也是我们判断销售上行趋势并不会持续的主要依据。

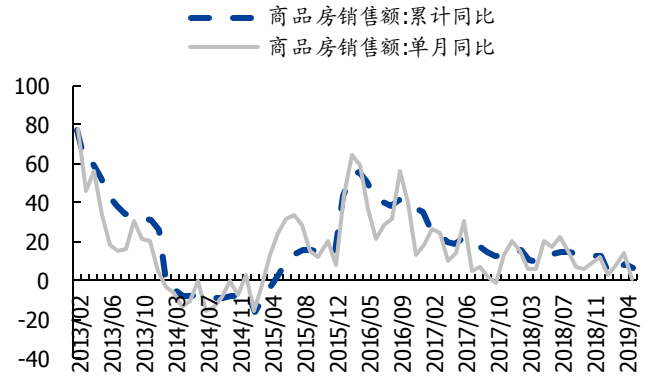
展望全年，我们认为销售数据仍将缓慢下行，但受益于开发商推盘积极和部分地方政府的托底式放松，销售增速的表现并不会出现快速恶化，预计全年销售额增速将缓慢回落至 5%。

图表 1: 商品房销售面积同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 2: 商品房销售额同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.投资: 投资增速回落空间有限, 建安投资接棒土地购置持续验证

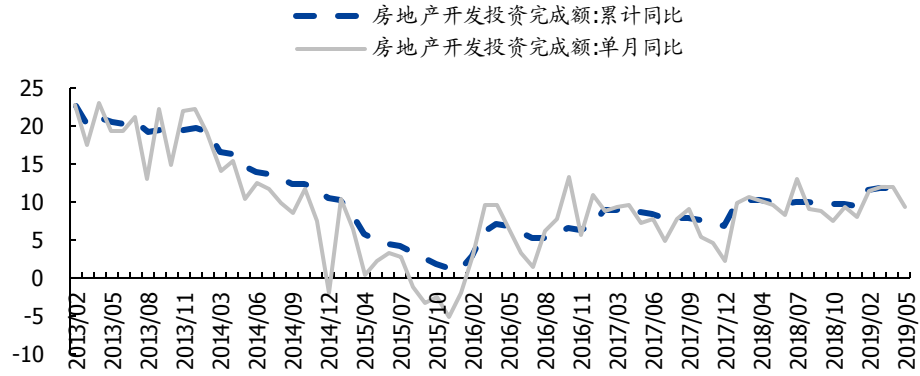
1—5 月份, 全国房地产开发投资 46075 亿元, 同比增长 11.2%, 增速比 1—4 月份回落 0.7 个百分点。其中, 住宅投资 33780 亿元, 增长 16.3%, 增速回落 0.5 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 73.3%。

从 1-4 月份分项数据来看 (5 月分项数据尚未公布), 开发投资的高增速来自**土地购置降幅低于预期**和**建安工程投资双重支撑**:

- ◆ 土地购置费方面, 由于分期开发分期计入, 新开工高增支撑土地购置费表现好于财政部土地出让收入, 即土地购置费增速下降的速度慢于土地出让金下降的速度;
- ◆ 建安工程投资方面, 从 4 月份数据看, 建筑工程投资延续了开年以来的改善, 由于建安工程投资在房地产开发投资中的占比远高于土地购置费, 因此**建安投资的小幅度改善就可以给房地产投资以较大的支撑**。

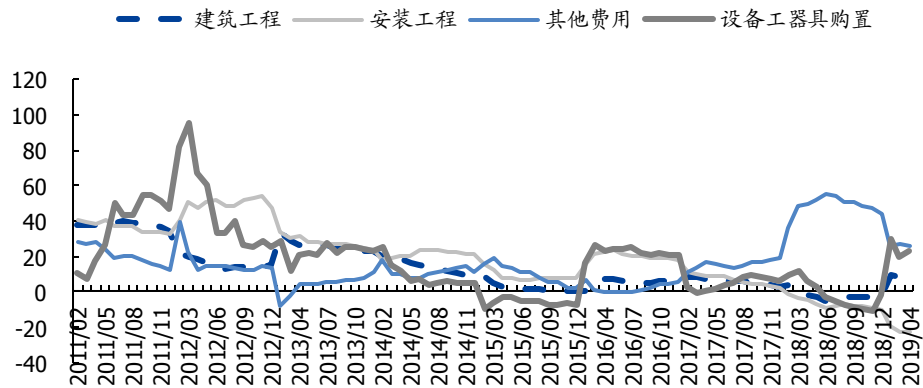
我们认为, 由于以上两项主要分项的趋势并未改变 (短期来看, 土地购置甚至有回暖趋势), 因此房地产投资短期内大幅下降空间有限, 预计全年会维持在 8% 以上, 单月数据的短期波动并不构成趋势性判断的基础。

图表 3: 房地产开发投资完成额累计增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 4: 房地产开发投资各分项累计增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

3.竣工: 增速下行难成趋势, 看好竣工增速修复, 全年预计-2%

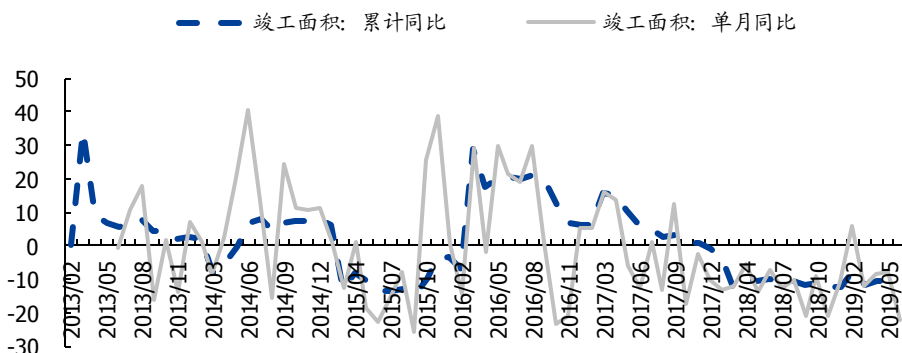
房屋竣工面积 26707 万平方米, 下降 12.4%, 降幅扩大 2.1 个百分点。其中, 住宅竣工面积 18835 万平方米, 下降 10.9%。我们认为竣工面积增速相对 1-4 月有所下行, 并不构成竣工增速恶化的依据, 我们倾向于认为本月下行更多是数据方面的波动:

- ◆ 开年以来建安投资增速维持在 9% 左右, 竣工面积增速修复大势所趋: 根据一般的项目开发流程, 施工计划往往根据竣工日期进行倒排, 而施工投资又往往在项目的后半段强度较大, 因此从较高的施工投资增速看, 竣工面积增速修复是趋势性的, 不会因为短期数据下滑而改变;
- ◆ 销售面积增速高峰出现在 2016 年 5 月, 即使考虑多项干扰, 竣工出现趋势反转的可能性也较低: 本轮周期销售面积增速的峰值出现在 2016 年 5 月, 距今已经 3 年左右, 即使考虑到交房周期拉长、部分项目处于土地增值税原因延迟竣工结算等, 竣工面积修复的方向也是不变的。而 5 月单月竣工面积增速创 30 个月最低值, 与

实际情况不符。

基于此，我们认为竣工面积增速修复的趋势仍将延续，预计全年在-2%左右，转正点有望出现在2020年第二或第三季度。

图表 5: 竣工面积同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

4. 开工: 土储充足叠加开工积极, 新开工不必过度悲

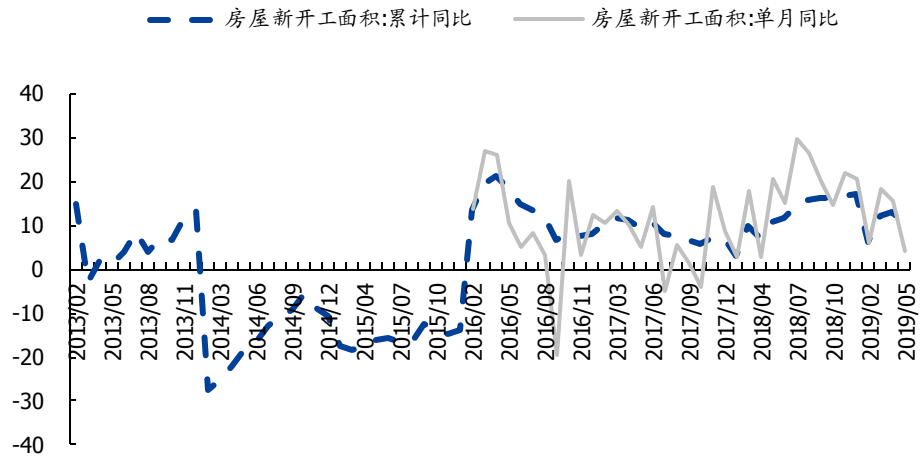
1-5 月份, 全国房屋新开工面积 79784 万平方米, 增长 10.5%, 增速回落 2.6 个百分点。其中, 住宅新开工面积 59125 万平方米, 增长 11.4%。新开工增速相对上月有所回落, 但我们认为新开工短期内同样不具备大幅下行的基础。

年初市场对于本年新开工普遍比较谨慎, 因为销售下行趋势几乎是确定的, 市场认为如果开发商受去化压力增加影响, 暂缓项目开工和推盘, 新开工数据可能会有较大幅度回落。但我们对此持不同的观点, 即不管开发商对后市是乐观还是悲观, 新开工数据都不会出现明显的回落, 理由是:

- ◆ 开年以来新开工高增的**微观背景是开发商土储丰富+对未来市场相对谨慎**: 年初以来的新开工高增并不代表开发商对后市的乐观, 相反, 我们认为新开工高增来自于土地储备丰富□对未来市场谨慎;
- ◆ **新开工从边际上看, 现金流出远小于现金流入**: 对于一般房地产项目, 在土地出让金已经缴纳的情况下, 开工到销售所需的边际现金流出较少 (如果考虑施工企业和材料供货商的垫资, 则现金流出更少), 但达到预售条件后会有大量边际现金流入, 因此在土地升值预期较低 (这是大多数三四线城市的情况) 的情况下, **不管乐观还是悲观, 加速开工和回款都是理性选择**;

因此, 我们认为在土储仍然相对丰富、土储结构中三四线占比较多、未来市场预期相对谨慎的大背景下, **新开工并不会出现明显回落, 预计会在目前水平窄幅波动**。

图表 6: 新开工面积同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

投资建议

建议关注两类房企, 一是销售较好、布局合理、经营稳健、融资成本低的大中型房企, 如保利地产、万科 A、招商蛇口等, 二是估值低位、业绩确定性较强的中小型房企, 如金地集团、荣盛发展等。

风险提示

销售下行幅度或节奏超预期, 信贷持续收紧, 部分房企现金流趋于紧张。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com