

房地产

证券研究报告
2019年07月16日

单月回升累计继续下行、行业弱势减缓政策压力、优质龙头将继续受益 ——6月房地产统计数据点评

投资评级
行业评级
上次评级

强于大市(维持评级)
强于大市

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《房地产-行业研究周报:销售有所降温,融资收紧加码,关注融资优势房企——房地产销售周报 0714》 2019-07-14
- 《房地产-行业研究周报:融资再收紧,后续土地市场或降温,关注融资优势房企——房地产土地周报 201907014》 2019-07-14
- 《房地产-行业点评:继续强烈看好地产;中报业绩或超预期、行业数据走弱有望减轻政策调控担忧、或受益于货币政策宽松》 2019-07-12

事件: 统计局发布 19 年 1-6 月房地产行业数据, 1-6 月份, 投资同比名义增长 10.9%, 增速较 1-5 月下降 0.3 个百分点, 比去年同期提高 1.2 个百分点; 1-6 月销售面积同比-1.8%, 比 1-5 月的-1.6%下降了 0.2 个 PCT, 增速同比去年同期 1-6 月的 3.3%下跌 5.1 个 PCT; 1-6 月商品房销售额同比增加 5.6%, 比 1-5 月下降了 0.5 个 PCT, 去年同期销售额增速 13.2%下滑 7.6 个 PCT。

6 月单月销售面积难改负增长, 累计增速继续回落, 预计 7 月或将明显下行, 底部大概率在 Q3 出现。 1-6 月销售面积同比增速-1.8%, 比 1-5 月的-1.6%下降了 0.2 个 PCT, 单月同比增速-2.2%, 环比较 5 月增加 3.3 个百分点。1) 一季度在对居民端、企业端的货币政策均有放松的情况下, 销售出现回暖; 2) 4 月中货币政策明显收紧; 3) 去年 5、6、7、8 月单月销售面积增速分别为 8.0%、4.5%、9.9%、2.4%, 6 月基数低所以单月增速略有回升, 但 7 月基数为 18 年单月最高, 因此我们预计 7 月销售增速或将大幅下滑, 8 月或有修复, 全年销售底部在 7 月为大概率事件。全年来看, 我们维持销售在二线城市边际回暖三四线边际持续的判断。

开工-施工-竣工传导逻辑持续有效, 预计随开工面积高位放缓, 拿地面积的大幅缩减, 下半年施工、竣工面积或将持续提升。累计新开工增速有所下滑, 单月增速有所回升, 施工增速维持高位。 1-6 月房屋新开工面积 105509 万平方米, 同比增长 10.1%, 增速环比 1-5 月下降 0.4 个百分点。从单月数据来看, 6 月的增速 8.9%, 环比 5 月增长 4.9 个百分点。1-6 月施工面积同增 8.83%, 持续创本轮周期新高。1-6 月房屋竣工面积同比下降 12.7%, 降幅环比扩张 0.3 个 PCT。我们认为随前期开工和施工的超预期, 年内竣工面积回升是大概率事件。由于竣工面积与新开工面积存在跷跷板效应, 随未来开工增速逐渐下滑, 未来竣工就会有修复的过程, 一季度拿地逐渐放缓, 影响下半年开工、投资, 后续竣工增速有望持续恢复。*/

融资、拿地影响下, 预计下半年投资增速继续向下。 2019 年 1-6 月份, 全国房地产开发投资 61609 亿元, 同比增长 10.9%, 增速比 1-5 月回落 0.3 个百分点。单月投资增速 10.1%, 增速较 5 月增加 0.6 个百分点。**多因素影响下, 预计投资增速或将下滑:** 1) 18 年 7 月单月投资增速 13.2%为全年最高; 2) 上半年拿地谨慎, 预计影响开工增速继续下滑, 拖累投资增速下滑; 3) 融资层面持续收紧, 银保监会 23 号文后, 7 月 6 日对部分信托公司约谈, 对房地产信托业务进行规范, 加之国务院要求海外融资收紧, 预计 7 月开始投资增速或将明显下滑。

6 月资金面边际趋紧, 销售回款相对放缓。 1-6 月份, 房地产开发企业到位资金 84966 亿元, 同比增长 7.2%, 增速比 1-5 月份下降 0.4 个百分点, 6 月单月到位资金 18277 亿元, 同比增长 5.7%, 比上月下滑 2.8 个 PCT。其中, 1-6 月国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别累计同比增长 8.4%、4.7%、9.0%、11.1%, 增速环比 1-6 月增长 2.9、0.6、-2.3、0.3 个百分点, 5 月单月房地产开发资金来源中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比增长 15.6%、0.2%、0.2%、5.6%, 环比变动 7.3pct、6.2pct、0.9pct、6.7pct。6 月基数影响叠加多地销售政策收紧, 国内贷款、自筹资金单月增速大幅提升。预计随后续融资政策收紧, 房企资金压力或有所提升。

投资建议: 6 月销售面积增速单月回升, 累计继续回落, 下降趋势难改, 预计 7 月销售增速在高基数效应下或将明显下滑。受单月销售增速略有增长的影响, 开工、投资单月增速均呈现小幅提升, 但累计增速边际回落, 且预计或将继续回落。主要的影响因素 1) 基数效应: 去年 7 月为开工、投资单月增速最高值 (29.4%、13.2%), 且 8、9 月开工增速仍维持在高位; 2) 上半年的拿地萎缩, 或将影响四季度及之后的开工、投资增速, 预计下半年投资、开工或将明显下滑。我们重申, ①随行业数据走差, 预计产业政策收紧的担忧或将大幅解除, 在“一城一策”的格局下或将以稳为主, 地产政策的融资收紧为规范性收紧, 并非“一刀切”的绝对式收紧, 在流动性宽松的环境中仍将受益, 优质企业相对优势将更明显。②2017/18 年的高销售将在 2019/20 进入交房高峰, 地产企业的业绩增速或将超预期, 目前金科、蓝光、绿地、大悦城等均公布超预期中报预告, ③在业绩增速提升预期下行业估值依旧较低, 整体处于历史的下 1/4 分位。我们再次强调当前时点, 具备融资优势的地产股值得重视, 继续推荐: 1) 坚定推荐优质龙头: 万科、融创、保利、金地、招蛇; 2) 二线优质成长: 中南建设、阳光城等; 3) 长期看好物业及中介, 关注: 中航善达、国创高新、光大嘉宝等; 4) 旧改及长三角一体化: 城投控股。

风险提示: 销售不及预期, 政策变化超预期

统计局发布 19 年 1-6 月房地产行业数据，1-6 月份，投资同比名义增长 10.9%，增速较上月下降 0.3 个百分点，比去年同期提高 1.2 个百分点；1-5 月销售面积同比-1.8%，比 1-4 月的-1.6%下降了 0.2 个 PCT，增速同比去年同期 1-5 月的 3.3%下跌 5.1 个 PCT；1-5 月商品房销售额同比增加 5.6%，环比增速下降了 0.5 个 PCT，去年同期销售额增速 13.2%，同比下滑 7.6 个 PCT。

1. 单月销售面积增速负增难改，预计 Q3 或将见底

1-6 月全国商品房销售面积 75786 万平米，同比-1.8%，降幅较 19 年 1-5 月扩大 0.2 个百分点，单月商品房销售面积增速-2.2%，环比增加 3.3 个百分点。商品房销售额 70698 亿元，同比增长 5.6%，增速较 1-5 月的 6.1%回落了 0.4 个百分点，比去年同期销售额增速的 13.2% 下跌 7.6 个 PCT。

6 月单月销售面积难改负增长，累计增速继续回落，预计 7 月或将明显下行，底部大概率在 Q3 出现：1-6 月销售面积同比下降 1.8%，环比 1-5 月的-1.6%下降了 0.2 个 PCT，单月同比增速-2.2%，环比 5 月增加 3.3 个百分点，单月销售增速在 3、4 月短暂反弹后，5 月如期回落至零下，6 月有小幅回升，主要为去年 6 月相比 5 月增速有所放缓，基数走低后 6 月增速略有回升，但下降趋势难改我们认为：1) 一季度在对居民端、企业端的货币政策均有放松的情况下，销售出现回暖；2) 4 月中货币政策明显收紧：在 4 月政治局会议重提“房住不炒”，叠加部分城市出台边际收紧政策，对企业端重新审查非标融资、对居民端部分热点城市政策重新加码（苏州出台限售政策、南京、合肥等城市首贷利率重新上调至 15%）。销售增速明显下滑。3) 去年 5、6、7、8 月单月销售面积增速分别为 8.0%、4.5%、9.9%、2.4%，6 月基数低所以单月增速略有回升，但 7 月基数为 18 年单月最高，因此我们预计 7 月销售增速或将大幅下滑，8 月或有修复，全年销售底部在 7 月为大概率事件。全年来看，我们维持销售在一二线边际回暖三四线边际持续的判断。

同时 1-6 月商品房销售额累计同比增速 5.6%，5 月单月同比增速 4.2%，单月与累计销售额增均高于销售面积增速，表明市场销售均价有所提升。

图 1：商品房销售面积增速 (%)



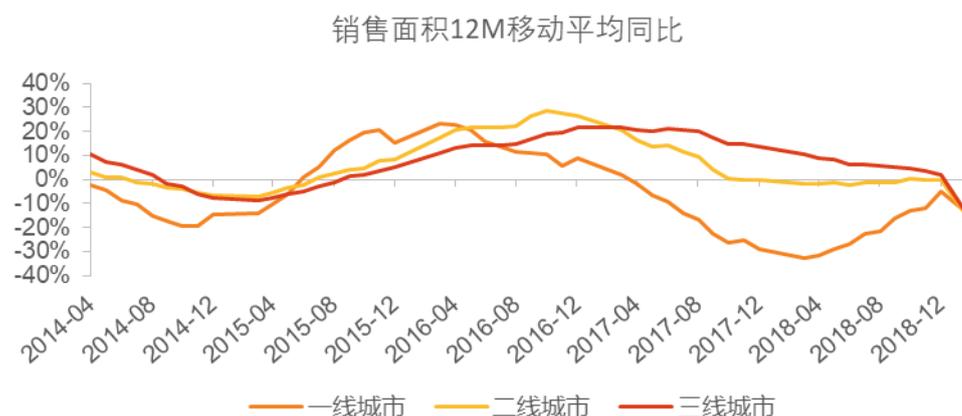
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 2：商品房销售额增速 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 3：一、二、三线城市销售面积 12 月移动平均同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 销售负增及高基数作用下，预计新开工增速 7 月始或明显下滑

2019 年 1-6 月房屋新开工面积 100509 万平方米，同比增长 10.1%，增速环比 1-5 月下降 0.4 个百分点。从单月数据来源，6 月的增速 8.9%，环比 5 月增长 4.9 个百分点。

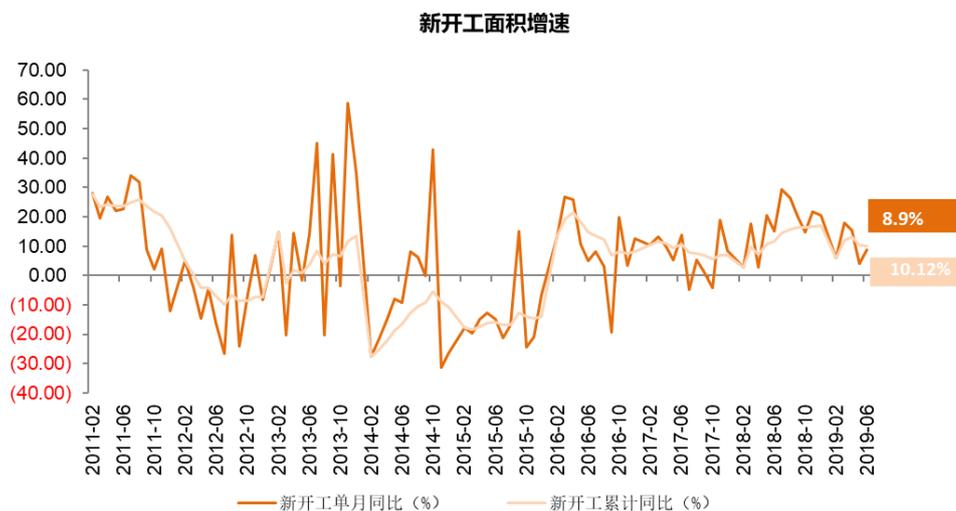
房企库存再次抬升，2014-2016 年持续两年多的去库存，库存去化较为彻底，加之三四线城市在一二线城市销售增速回落后继续表现强劲，直到 2018 年 4 月库存才触底，房企一直没有完成补库存的过程，因而新开工增速迟迟没有下降。当下一线房企待售面积（狭义库存）明显回升至高位，二线、三四线也都呈现出低位回升的态势，库存得到一定补充，开发商补库动力有所下降。

1-6 月房屋新开工增速 10.1%，环比下降 0.4PCT，单月新开工面积同比增速 8.9%，环比增长 4.9 个 PCT。我们认为在“金 3 银 4”的销售窗口期间，开发商在 18 年土地储备丰富，有动力加快开工补库存。但 5 月单月增速已经有所回落，6 月略有回升，主因去年 6 月基数低于 5 月（5、6 月单月增速分别为 20.5%、15%），而去年 7 月单月开工增速为 29.4%，为 18 全年最高，且 8、9 月单月增速仍在高位（分别为 26.6%、20.3%），因此我们预计 7 月新开工增速将明显下滑。后续或受高基数与年初拿地收缩影响，开工进一步回落。

2019 年 1-6 月房屋竣工面积 32426 万平方米，下降 12.7%，环比 1-5 月增速下降 0.28PCT，6 月单月同比下降 14.0%。我们认为随前期开工房屋的交房期临近，竣工面积回升是大概率

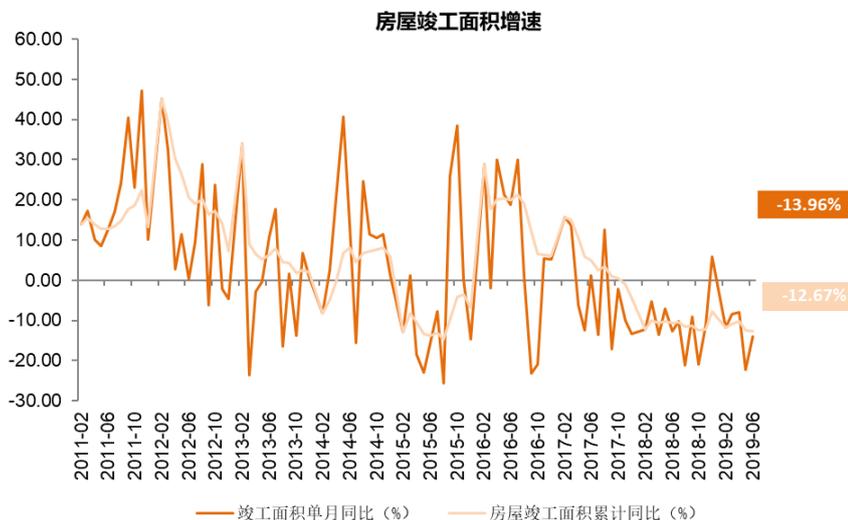
事件。由于竣工面积与新开工面积存在跷跷板效应，随未来开工增速逐渐下滑，未来竣工就会有修复的过程，一季度拿地逐渐放缓，影响下半年开工、投资，后续竣工增速有望持续恢复。开工-施工-竣工传导持续有效，预计随开工面积高位放缓，拿地面积的大幅缩减，下半年施工、竣工面积或将持续提升。1-6月施工面积同增8.83%，持续创本轮周期新高。1-6月房屋竣工面积同比下降12.7%，降幅环比扩张0.3个PCT。我们认为随前期开工和施工的超预期，年内竣工面积回升是大概率事件。

图 4：新开工面积增速 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 5：竣工面积增速 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 6：销售面积和新开工 12 月移动平均同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 融资、拿地影响下，预计下半年投资增速继续向下

2019 年 1-6 月份，全国房地产开发投资 61609 亿元，同比增长 10.9%，增速比 1-5 月回落 0.3 个百分点。单月投资增速 10.1%，增速较 5 月增加 0.6 个百分点。

图 7：房地产开发投资完成额增速 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

单月投资增速略有回升，累计投资增速下滑趋势不改，且预计下半年将逐渐下滑，我们认为主要是：1) 新开工增速高位、施工面积创近四年历史新高支撑投资增速高位；2) 土地购置费分期支付带来的长尾效应逐渐消退，3) 基数效应：18 年 6 月基数低于 5 月（5、6 月分别为 9.8%、8.4%），因此 19 年 6 月单月增速环比改善。

多因素影响下，预计投资增速或将下滑：1) 18 年 7 月单月投资增速 13.2% 为全年最高；2) 上半年拿地谨慎，预计影响开工增速继续下滑，拖累投资增速下滑；3) 融资层面持续收紧，银保监会 23 号文后，7 月 6 日对部分信托公司约谈，对房地产信托业务进行规范，加之国务院要求海外融资收紧，预计 7 月开始投资增速或将明显下滑。

4 拿地力度边际回暖，融资收紧后土地市场或再度降温

1-6 月土地购置面积 8035 万平方米，同比下降 27.5%，环比 1-5 月回升 5.7PCT，6 月单月购置面积 2865 万方，同比下降 14.3%，环比 5 月，降幅缩小 17.8 个百分点；土地成交价款 3811 亿元，下降 27.6%，降幅缩小 8 个百分点，5 月单月成交价款 1542

亿元，同比下降 11.6%，降幅收窄 28.3 个百分点。

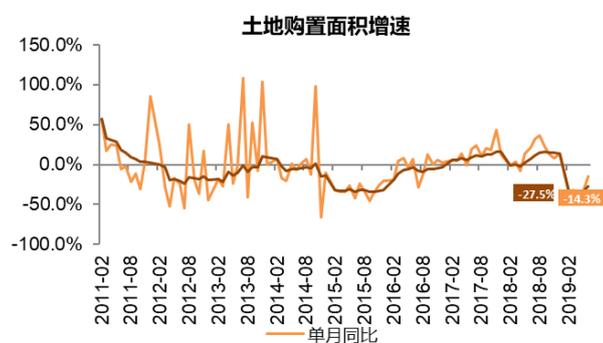
1-6 月土地购置面积同比继续下跌，6 月单月同比增速-14.3%。

6 月土地成交边际回暖，我们认为主要原因或在于 6 月拿地窗口期，以及土地成交市场结构性改善，半年一二线城市土地成交建面累计均实现，尤其二线城市的影响较大。

我们认为随融资端收紧，后续土地市场或普遍降温，结构性分化或将加剧 1) 三四线城市成交同比下滑明显，开发商对后市悲观，拿地热情不足；2) 一二线城市上半年地价较高，影响部分主流房企拿地积极性，随土地市场普遍降温，一二线成交建面或有修复。土地市场分化或加剧。

但总体而言，由于体量上仍然为三四线城市为主导，我们认为上半年拿地萎靡可能会部分影响到下半年及明年的开工和投资，年初到现在一季度大幅的拿地下降，意味着三季度以后的开工和投资可能会受到一定的影响。

图 8：土地购置面积增速 (%)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 9：当月土地成交均价单月值 (万元/平米)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

4.6 月资金面边际趋紧，自筹、销售回款步伐双双放缓

1-6 月份，房地产开发企业到位资金 84966 亿元，同比增长 7.2%，增速比 1-5 月份下降 0.4 个百分点，6 月单月到位资金 18277 亿元，同比增长 5.7%，比上月下滑 2.8 个 PCT。其中，1-6 月国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别累计同比增长 8.4%、4.7%、9.0%、11.1%，增速环比 1-6 月增长 2.9、0.6、-2.3、0.3 个百分点，5 月单月房地产开发资金来源中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比增长 15.6%、0.2%、0.2%、5.6%，环比变动 7.3pct、6.2pct、0.9pct、6.7pct。6 月基数影响叠加多地销售政策收紧，国内贷款、自筹资金单月增速大幅提升。预计随后续融资政策收紧，房企资金压力或有所提升。

图 10：房地产开发资金来源增速（%）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

投资建议：

6月销售面积增速单月回升，累计继续回落，下降趋势难改，预计7月销售增速在高基数效应下或将明显下滑。如我们所预期，6月房企半年销售额表现出了一定韧性，1-6月百强房企销售额累计增速14%，环比1-5月提升0.1个PCT，其中龙头、二线房企累计增速继续领跑，三四线为主房企继续低位盘桓。结合我们跟踪的高频数据，维持一二线城市销售结构性复苏，全年全国销售面积增速0增长附近判断。受单月销售增速略有增长的影响，开工、投资单月增速均呈现小幅提升，但累计增速边际回落，且预计或将继续回落。主要的影响因素 1) 基数效应：去年7月为开工、投资单月增速最高值（29.4%、13.2%），且8、9月开工增速仍维持在高位；2) 上半年的拿地萎缩，或将影响四季度及之后的开工、投资增速，维持全年投资、开工或将继续下滑。我们重申，随行业数据走差，预计产业政策收紧的担忧或将大幅解除，在“一城一策”的格局下或将以稳为主，地产政策的融资收紧为规范性收紧，并非“一刀切”的绝对式收紧，在流动性宽松的环境中仍将受益，优质企业相对优势将更明显，且2017/18年的高销售将在2019/20进入交房高峰，地产企业的业绩增速或将超预期，目前金科、蓝光、绿地等均公布超预期中报预告，在预期增速提升下行业估值依旧较低，整体处于历史的下1/4分位。我们认为当前时点，具备融资优势的地产股值得重视，继续推荐：1) 坚定推荐优质龙头：万科、融创、保利、金地、招蛇；2) 二线优质成长：中南建设、阳光城等；3) 长期看好物业及中介，关注：中航善达、国创高新、光大嘉宝等；4) 旧改及长三角一体化：城投控股。

风险提示：销售不及预期，政策变化超预期

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com