

房地产开发

统计局9月数据点评：销售下行趋势不变，投资竣工符合预期

统计局公布1-9月房地产投资和销售数据，销售增速延续修复，投资保持稳定，新开工延续回落，竣工降幅继续收窄，到位资金增速有所反弹。商品房销售额111491亿元，增长7.1%，增速提升0.4个百分点，销售面积119179万平方米，同比下降0.1%，降幅收窄0.5个百分点。房地产开发投资98008亿元，同比增长10.5%，与上月持平，房屋新开工面积165707万平方米，增长8.6%，增速回落0.3个百分点，房屋竣工面积46748万平方米，下降8.6%，降幅收窄1.4个百分点。

销售数据延续反弹，主因是以价换量和基数走低，缓慢回落大趋势并未改变。9月销售数据延续小幅反弹，销售增速已连续三个月向上修复。我们认为，销售的反弹并不构成趋势反转，因为一方面反算出的销售价格增速持续下行，对应以价换量楼盘增多，销售上行更多在于供给而非需求回暖，另一方面，上年7月开始基数逐渐走低，9月下行明显，近三个月销售的持续修复与基数效应有关。

建安投资继续支撑，开发投资不具有大幅回落空间。开发投资的高增速来自土地购置降幅低于预期叠加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，二者对冲之下房地产投资将维持稳定，预计全年会维持在8%以上。

竣工持续修复，基于施工投资预计全年约-5%。我们前期的报告中提出，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。7月以来竣工数据持续修复，持续验证我们的判断。我们以建安投资增速作为领先指标，测算出竣工面积增速修复的趋势仍将延续，预计全年在-5%左右，转正点有望出现在2020年第三季度。

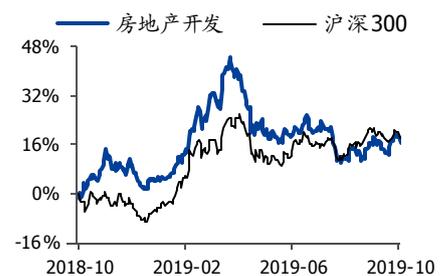
到位资金小幅反弹，销售反弹或是主因。9月到位资金增速小幅提升0.5pct，明细数据上看，仅国内贷款相对上月小幅回落，到位资金增速反弹的主要驱动因素来定金及预收款和按揭贷款，而这与销售最为相关。

投资建议。我们认为四季度地产股的确定性机会来自于竣工交房带来的业绩结算，同时我们认为明年地产股业绩仍将维持相对高位，四季度也是布局明年的较好时点。销售表现的“相对好”与业绩释放的“绝对好”构成中短期地产股选股的基本因素，推荐金地集团、保利地产、蓝光发展，建议关注阳光城、中南建设、万科A。

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：房贷利率平稳换锚 多城市放开落户政策》2019-10-13
- 2、《房地产开发：竣工之谜：微观层面的解释和估算》2019-10-11
- 3、《房地产开发：销售反弹不改回落趋势 竣工降幅持续收窄》2019-09-23



内容目录

统计局9月数据点评：销售下行大趋势不变，全年投资增速预计8%以上，竣工修复持续验证，到位资金增速反弹.....	3
1.销售：销售数据延续反弹，主因是以价换量和基数走低，缓慢回落大趋势并未改变.....	3
2.投资：建安投资支撑投资，逻辑持续验证.....	4
3.竣工：竣工修复趋势确立，基于施工投资预计全年约-5%.....	5
4.开工：土储充足叠加开工积极，新开工不必过度悲观.....	6
5.到位资金：单月有所反弹，主因在于销售反弹.....	7
投资建议.....	8
风险提示.....	8

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：房价同比增速有所回落 单位：%.....	4
图表4：房地产开发投资完成额同比增速 单位：%.....	5
图表5：房地产开发投资各分项累计增速 单位：%.....	5
图表6：房屋竣工面积同比增速 单位：%.....	6
图表7：建筑工程投资同比增速 单位：%.....	6
图表8：新开工面积同比增速 单位：%.....	7
图表9：到位资金增速回落的主要原因是自筹资金和定金及预收款 单位：%.....	7

统计局 9 月数据点评：销售下行大趋势不变，全年投资增速预计 8%以上，竣工修复持续验证，到位资金增速反弹

统计局公布 1-9 月房地产投资和销售数据，销售增速延续修复，投资保持稳定，新开工延续回落，竣工降幅继续收窄，到位资金增速反弹。商品房销售额 111491 亿元，增长 7.1%，增速提升 0.4 个百分点，销售面积 119179 万平方米，同比下降 0.1%，降幅收窄 0.5 个百分点。房地产开发投资 98008 亿元，同比增长 10.5%，与上月持平，房屋新开工面积 165707 万平方米，增长 8.6%，增速回落 0.3 个百分点，房屋竣工面积 46748 万平方米，下降 8.6%，降幅收窄 1.4 个百分点。

我们认为，销售短期反弹不改回落趋势，全年投资增速预计 8%以上，竣工将延续缓慢修复全年为-5%，转正点出现在 2020Q3，到位资金增速反弹主因在于销售反弹，具体而言：

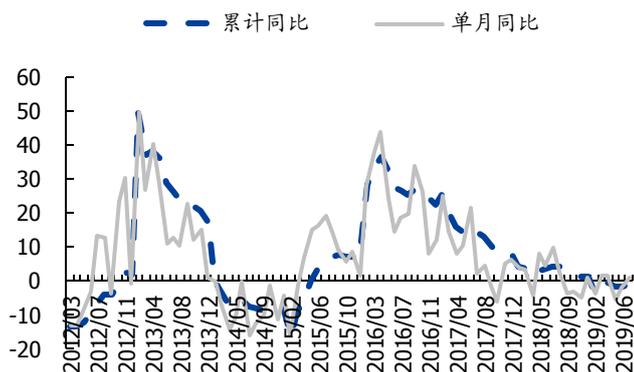
- ◆ **销售**：销售数据连续三月反弹，不改缓慢回落趋势，我们维持销售不会有明显超预期表现的整体判断，预计全年销售额增速约 5%，销售面积增速约-3%。
- ◆ **投资**：建安投资增速上行且占比较大，土地购置费缓慢下行但占比较低，二者对冲之下房地产投资将维持稳定，预计全年会维持在 8%以上。
- ◆ **竣工**：以建安投资增速作为领先指标，测算出竣工面积增速修复的趋势仍将延续，预计全年在-5%左右，转正点有望出现在 2020Q3。
- ◆ **到位资金**：9 月到位资金增速小幅提升 0.5pct，明细数据上看，仅国内贷款相对上月小幅回落，到位资金增速反弹的主要驱动因素来定金及预收款和按揭贷款，而这与销售最为相关。

1.销售：销售数据延续反弹，主因是以价换量和基数走低，缓慢回落大趋势并未改变

1—9 月份，商品房销售面积 119179 万平方米，同比下降 0.1%，降幅收窄 0.5 个百分点，商品房销售额 111491 亿元，增长 7.1%，增速加快 0.4 个百分点。销售增速连续三月延续反弹。考虑到上年下半年基数逐渐走低，预计销售增速大幅回落的空间已经较小。但我们认为目前增速的反弹并非反转，预计全年销售额增速约 5%，销售面积增速约-3%。理由是：

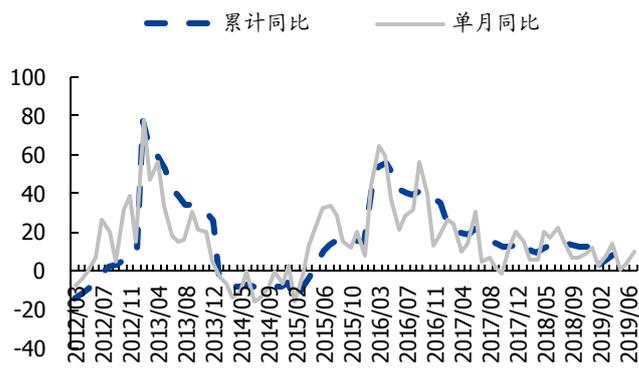
- ◆ 销售数据上行的重要是开发商推盘积极和以价换量，供给驱动成交上升。我们以销售额增速和销售面积增速的差值作为房价增速，1-9 月平均房价增速为 7.2%，相对上年和 4 月高点均有下行，且自 5 月份开始维持下降趋势，考虑到一二线城市销售占比提升，实际房价增速会更低，也就是说，成交反弹的驱动因素更多在于供给端而非需求端，需求端热度并未出现反转。
- ◆ 从主流房企表现看，多数房企上半年拿地金额占销售金额的比例相对往年有所下降，这与土地购置费增速表现相符。拿地减少下，未来推盘量大概率减小，在调控政策难见转向背景下，供给驱动成交难以带来趋势反转。

图表 1: 商品房销售面积同比增速 单位: %



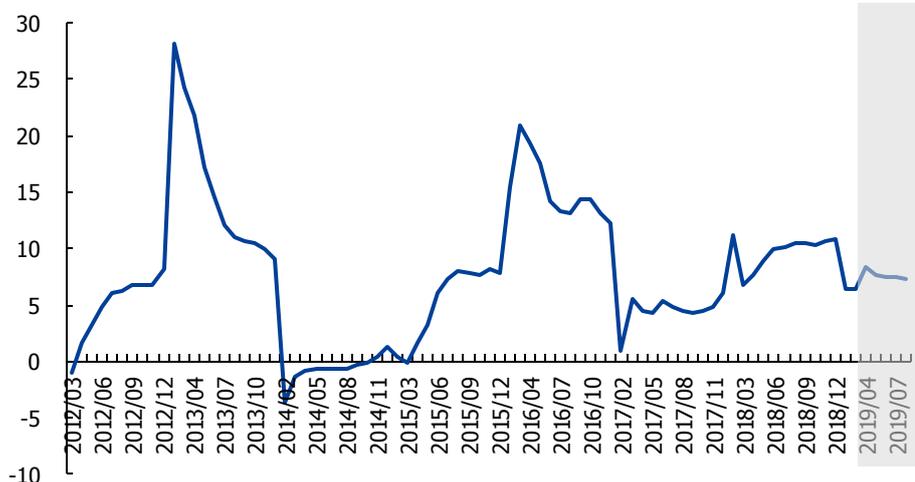
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

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

图表 3: 房价同比增速有所回落 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.投资: 建安投资支撑投资, 逻辑持续验证

1—9 月份, 全国房地产开发投资 98008 亿元, 同比增长 10.5%, 增速与 1—8 月份持平。其中, 住宅投资 72146 亿元, 增长 14.9%, 增速持平。

从 1-9 月份分项数据来看, 开发投资的高增速来自土地购置降幅低于预期叠加建安工程投资双重支撑:

- ◆ 土地购置费方面, 由于上半年土地市场热度尚可, 且土地款分期支付, 1-8 月土地购置费增速为 19.6%, 虽然相对 18 年全年 57% 的增速有所下降, 但增速仍然为正, 对开发投资增速仍然是正拉动作用;
- ◆ 建安工程投资方面, 正如我们预期, 建筑工程投资持续改善, 由 18 年的 -2.3% 持续修复至本年 1-9 月的 10.6% (相对 1-8 月提升 0.7 个百分点), 这与我们之前的判断完全一致。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。

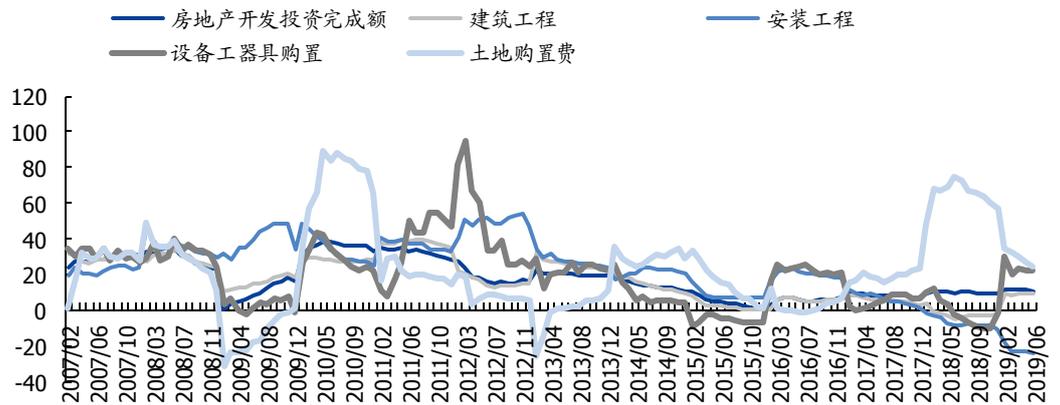
我们认为，由于建安投资增速预计仍将提升（我们之前判断全年为12%），土地购置费的下行节奏也相对缓慢，因此房地产投资短期内大幅下降空间有限，预计全年至少会维持在8%以上，且有可能更高。

图表 4: 房地产开发投资完成额同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 5: 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: 竣工修复趋势确立, 基于施工投资预计全年约-5%

1—9 月份, 房屋竣工面积 46748 万平方米, 下降 8.6%, 降幅收窄 1.4 个百分点。其中, 住宅竣工面积 33084 万平方米, 下降 8.5%。竣工面积增速连续三月修复, 完全验证了我们在前期一系列报告中的判断(详细论证请参考《竣工之谜: 微观层面的解释和估算》)。我们仍然看好竣工面积增速的持续修复, 预计全年在-5%左右, 转正点有望出现在 2020Q3:

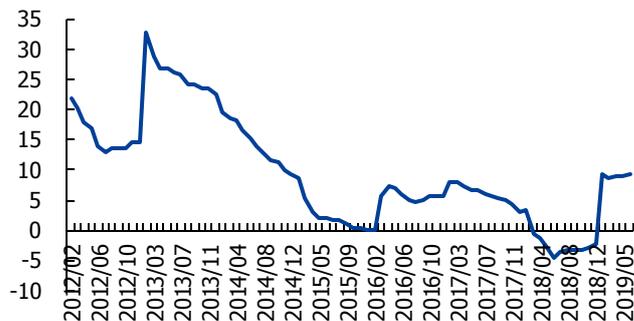
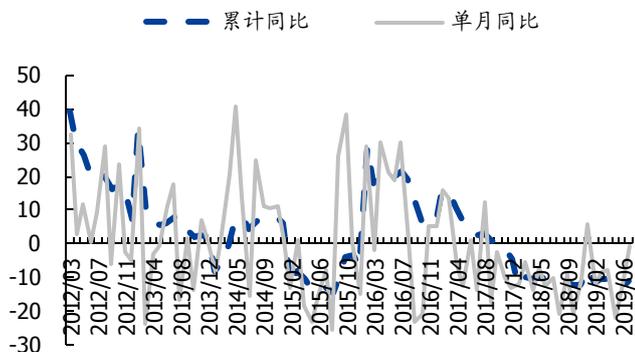
- ◆ 开年以来施工投资增速持续上行, 对应多数项目进入施工高峰, 竣工面积增速修复大势所趋: 根据一般的项目开发流程, 施工计划往往根据竣工日期进行倒排, 而施

工投资又往往在项目的后半段强度较大，施工投资可看做竣工最为精确的先导指标。从较高的施工投资增速看，竣工面积增速修复是趋势性的；

- ◆ **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。

图表 6: 房屋竣工面积同比增速 单位: %

图表 7: 建筑工程投资同比增速 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

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, 新开工不必过度悲观

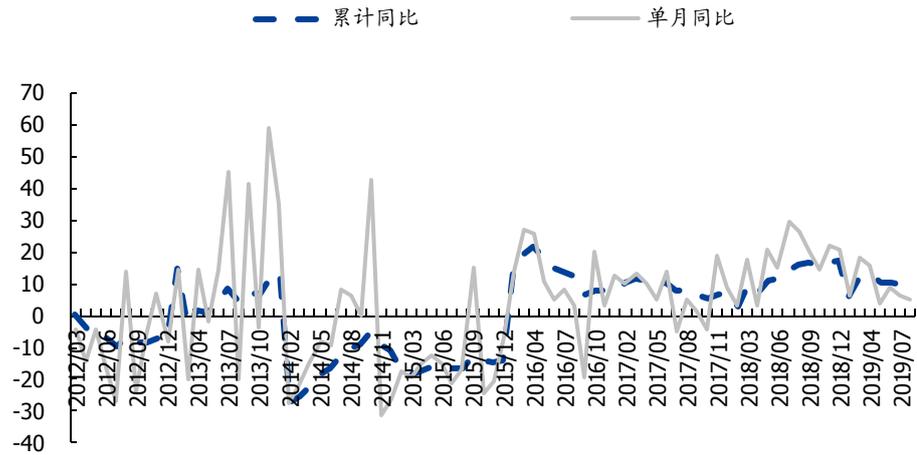
1-9月份, 房屋新开工面积 165707 万平方米, 增长 8.6%, 增速回落 0.3 个百分点。其中, 住宅新开工面积 122308 万平方米, 增长 8.8%。新开工增速延续缓慢回落, 符合我们前期的判断, 我们仍然认为新开工短期内同样不具备大幅下行的基础。

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和对未来市场的谨慎;
- ◆ **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, **新开工并不会出现快速回落, 更可能的是缓慢回落。**

图表 8: 新开工面积同比增速 单位: %



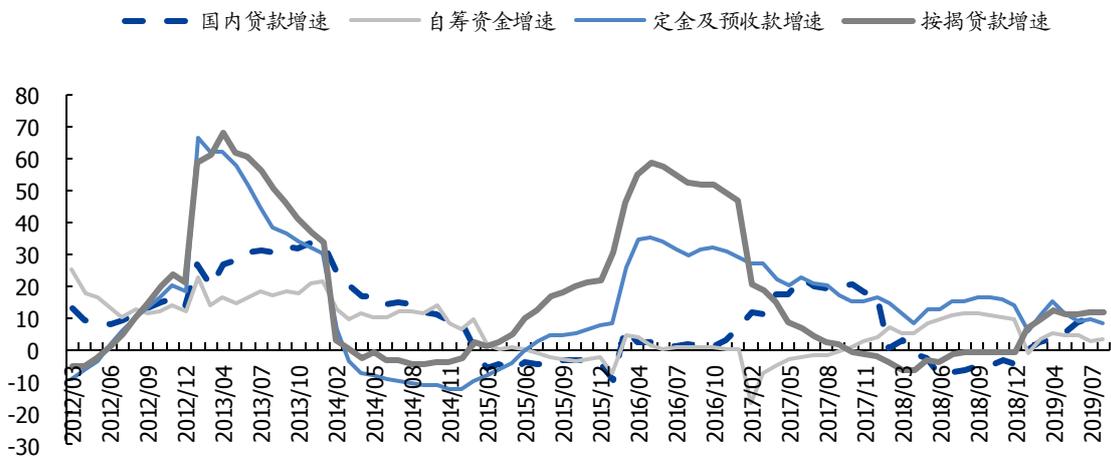
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

5. 到位资金: 单月有所反弹, 主因在于销售反弹

1—9 月份, 房地产开发企业到位资金 130571 亿元, 同比增长 7.1%, 增速比 1—8 月份加快 0.5 个百分点。其中, 国内贷款 19689 亿元, 增长 9.1%; 利用外资 104 亿元, 增长 1.4 倍; 自筹资金 42024 亿元, 增长 3.5%; 定金及预收款 43877 亿元, 增长 9.0%; 个人按揭贷款 19900 亿元, 增长 13.6%。

9 月到位资金增速小幅提升 0.5pct, 明细数据上看, 仅国内贷款相对上月小幅回落, 到位资金增速反弹的主要驱动因素来定金及预收款和按揭贷款, 而这与销售最为相关。展望未来, 我们认为销售下行趋势不变, 开发贷等银行端融资短期内也没有放松迹象, 因此到位资金增速的反弹预计难以延续。

图表 9: 到位资金增速回落的主要原因是自筹资金和定金及预收款 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

投资建议

我们认为四季度地产股的确定性机会来自于竣工交房带来的业绩结算，同时我们认为明年地产股业绩仍将维持相对高位，四季度也是布局明年的较好时点。销售表现的“相对好”与业绩释放的“绝对好”构成中短期地产股选股的基本因素，推荐金地集团、保利地产、蓝光发展，建议关注阳光城、中南建设、万科A。

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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com