

行业评级:

房地产 增持 (维持)

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

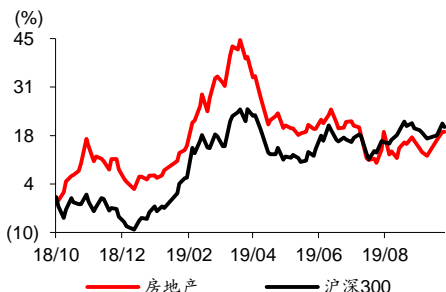
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《房地产: 行业周报(第四十二周)》2019.10
- 2《蓝光发展(600466 SH,买入): 高能级城市扩储, 物业上市在即》2019.10
- 3《中南建设(000961 SZ,买入): 三季报增速再超预期, 投资聚焦主业强度不减》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

开工投资韧性持续, 销售竣工继续改善

2019年1-9月房地产行业数据点评

核心观点

9月行业数据依旧强劲, 销售面积连续3月单月正增长, 施工、竣工增速都保持一定韧性。因城施策框架下, 市场韧性彰显。投资方面, 我们预期融资管控仍将保持, 总体拿地力度的大概率回落预计继续带动投资增速向下。

开发投资短期企稳, 施工竣工保持韧性

9月投资增速好于预期, 其中中西部地区增速继续保持加快态势, 东部地区延续回落。施工投资: 融资收紧倒逼房企加速存量项目的施工和去化依然是下半年的主基调, 同时年底竣工交房的硬约束进一步强化施工韧性。土地投资: 9月统计局口径土地购置面积、成交价款增速同百城土地成交进一步背离, 我们认为主要原因在于非核心城市的土地市场韧性依然较强, 但是大部分核心城市的土地市场还是如我们预期回落。我们预计四季度融资管控预期继续保持, 总体拿地力度的大概率回落预计继续带动投资向下。

需求预期平稳, 供给加速推盘致销售韧性持续

1-9月全国商品房销售面积、金额累计增速延续下半年以来的温和回升。我们认为销售韧性可能源于1、去年同期的低基数; 2、融资收紧倒逼房企加快推盘, 叠加去化率平稳共同推升成交规模; 3、据融360统计, 10月8日房贷利率换锚LPR之后, 主流银行房贷利率与之前相比保持一致或略有上涨, 我们认为平稳过渡的基调下信贷预期平稳; 4、因城施策的框架下, 贵阳、天津、南京等部分地区行政调控边际放松。总体来看, 我们认为需求端政策预期平稳、供给端融资收紧加速推盘共同导致销售韧性持续。

到位资金累计增速超预期回升

9月房地产开发到位资金累计增速超预期提升, 结束了此前4个月的连续回落, 下半年房企加速库存变现和资金回笼对融资收紧的对冲效应逐渐显现。融资管控预期下, 传统融资渠道监管依然趋严, 9月国内贷款累计增速回落0.7个百分点; 销售回升带动定金及预收款累计增速提升0.7个百分点, 叠加房贷利率换锚所带来的信贷提前释放, 个人按揭贷款累计增速提升1.8个百分点; 此外房企继续拓展融资渠道, 自筹资金累计增速提升0.4个百分点。我们认为短期融资放量主要源于房企应对融资收紧的环境下资产负债表的主动修复, 未来再投资预期依然趋紧。

低估值和稳业绩构筑板块优势, 看好融资通畅的优质房企

10月份进入三季报披露期, 据我们跟踪, 大部分重点房企的三季报预计能延续中报以来的亮眼成绩。我们认为地产股的低估值、业绩增长潜力以及持续增长的股息率, 叠加去年四季度以来机构持仓下降, 都能构筑四季度地产股机会。由于融资政策环境依然较严, 选股思路我们认为和年初有所不同, 建议优选融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企, 推荐顺序上: 万科、金地集团、华发股份、中南建设等, 存量资产未来的核心品种: 中航善达、大悦城等。

风险提示: 行业政策推进的节奏、范围和力度存在不确定性; 部分房企经营风险; 行业基本面下行风险。

开发投资短期企稳，施工竣工保持韧性

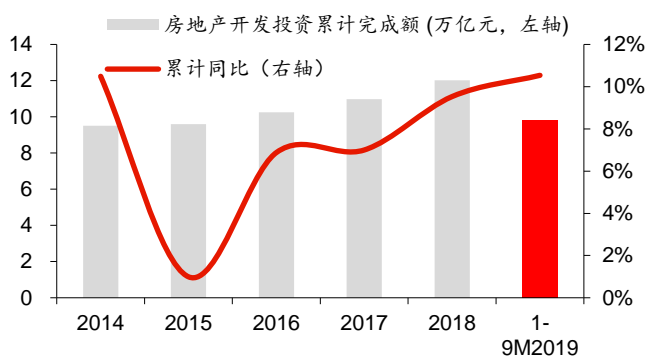
9月投资增速还是好于预期，其中中西部地区增速继续保持加快态势（累计增速均+0.2个百分点），东部地区延续回落（累计增速-0.2个百分点）。施工投资方面，融资收紧倒逼房企加速存量项目的施工和去化依然是下半年的主基调，同时年底竣工交房的硬约束进一步强化施工韧性。土地投资方面，9月统计局口径土地购置面积、成交价款增速同百城土地成交进一步背离，我们认为主要原因在于销售回升尤其是三四线城市韧性较强短期引导房企布局下沉，带动土地成交价款累计增速修复3.8个百分点。相比之下9月百城土地成交量价增速连续2个月回落，我们预计四季度融资管控预期继续保持，总体拿地力度的大概率回落预计继续带动投资向下。

开发投资累计增速超预期企稳

2019年1-9月全国房地产开发投资累计完成额为9.8万亿元，累计同比增长10.54%，增速较1-8月基本持平；其中住宅开发投资累计完成额为7.21万亿元，累计同比增长14.9%，增速较1-8月持平。

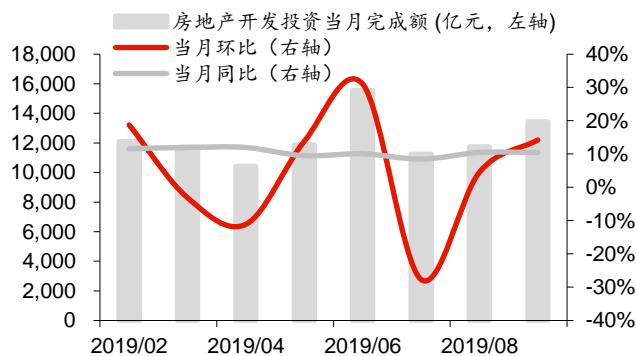
2019年9月全国房地产开发投资完成额为1.34万亿元，环比增长14.24%，同比增长10.48%。9月全国住宅开发投资完成额为1.0万亿元，环比增长14.21%，同比增长14.58%。

图表1：全国房地产开发投资累计完成额



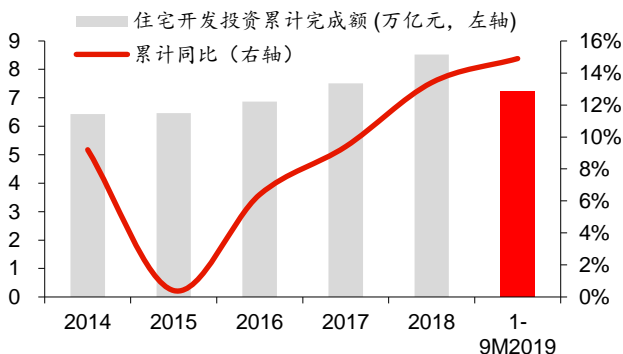
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：全国房地产开发投资当月完成额



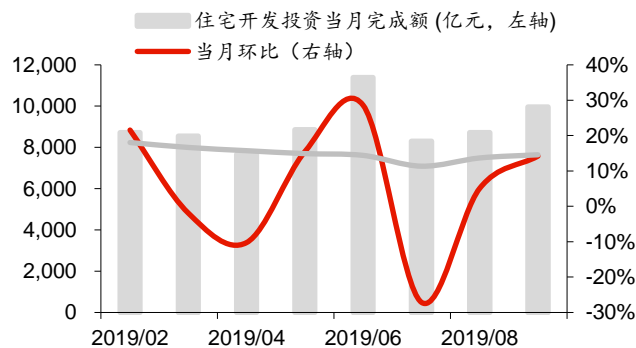
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表3：全国住宅开发投资累计完成额



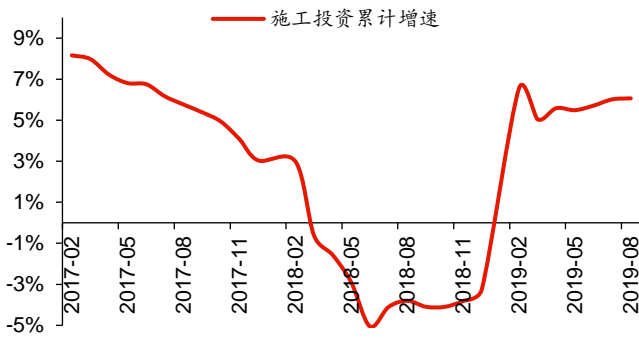
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表4：全国住宅开发投资当月完成额



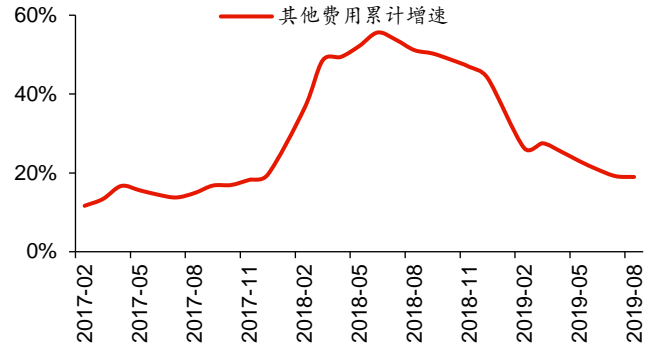
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表5: 施工投资累计增速



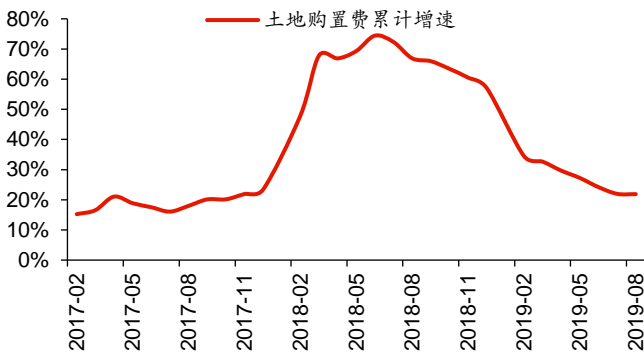
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表6: 其他费用累计增速



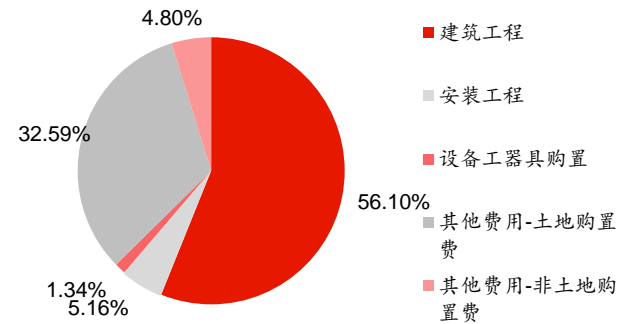
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表7: 土地购置费累计增速



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表8: 2019年1-8月全国房地产开发投资细分占比



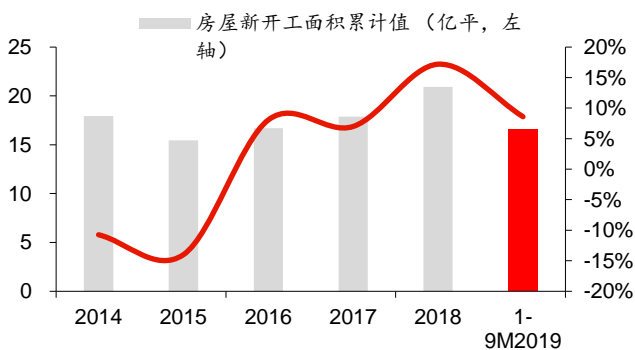
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

新开工稳步回落, 竣工降幅持续收窄

2019年1-9月全国房屋新开工面积为16.57亿平, 累计同比增长8.6%, 增速较1-8月下降0.3个百分点。其中住宅新开工面积为12.23亿平, 累计同比增长8.8%, 增速较1-8月下降0.1个百分点。

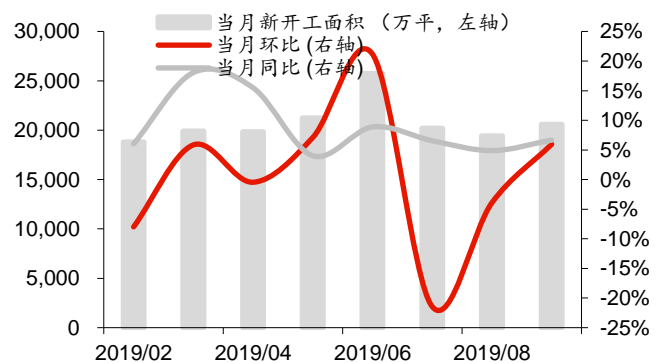
2019年9月全国房屋新开工面积为2.06亿平, 环比上升5.96%, 同比增长6.66%。9月全国住宅新开工面积为1.53亿平, 环比增长7.23%, 同比增长8.16%。

图表9: 全国房屋新开工面积累计值



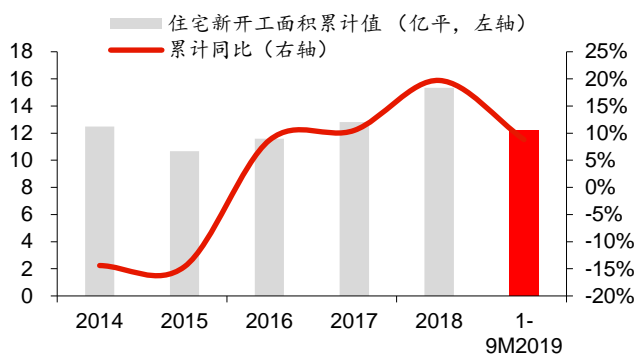
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表10: 全国房屋新开工面积当月值



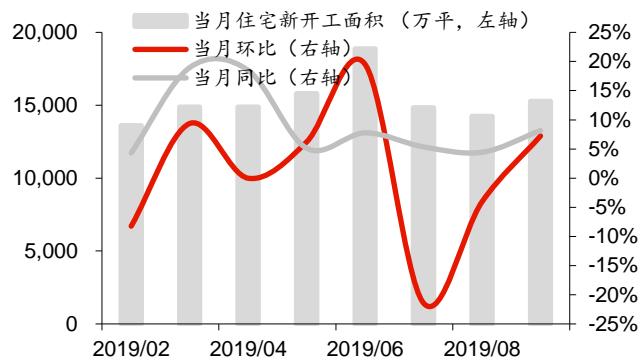
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表11: 全国住宅新开工面积累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

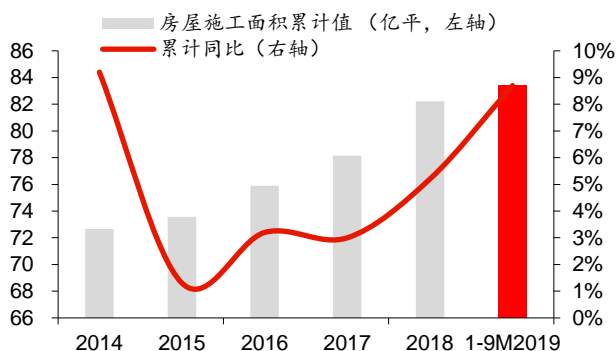
图表12: 全国住宅新开工面积当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

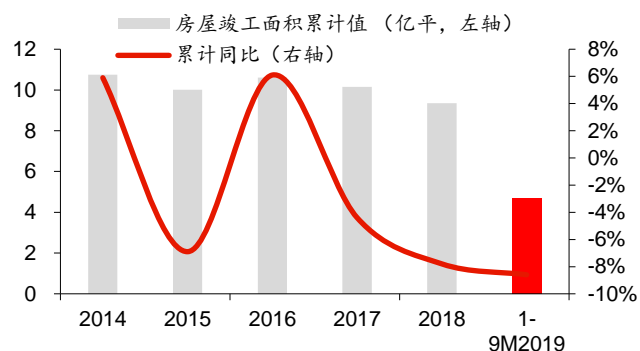
2019年1-9月全国房屋施工面积为83.42亿平, 同比增长8.7%, 增速较1-8月下降0.1个百分点。1-9月全国房屋竣工面积为4.67亿平, 同比下降8.6%, 降幅较1-8月收窄1.4个百分点。

图表13: 全国房屋施工面积累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表14: 全国房屋竣工面积累计值



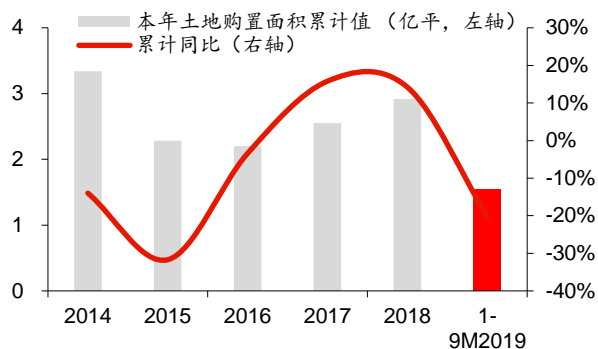
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

土地成交统计局口径与百城口径延续背离

2019年1-9月全国房地产开发企业土地购置面积为1.55亿平, 累计同比下降20.2%, 降幅较1-8月收窄5.4个百分点。1-9月土地成交价款为0.82万亿元, 累计同比下降18.2%, 降幅较1-8月收窄3.8个百分点。

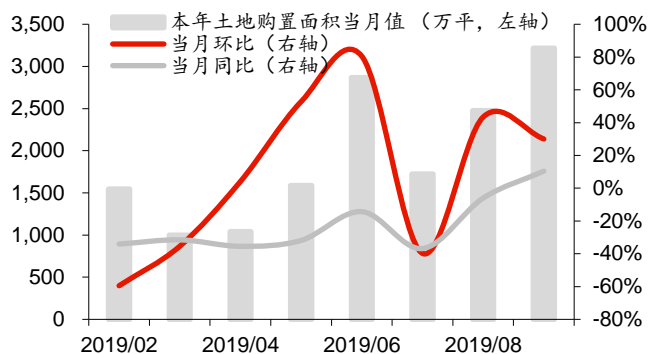
2019年9月土地购置面积为3218万平, 环比增长30.03%, 同比增长10.4%。9月土地成交价款为1812.03亿元, 环比增长14.75%, 同比下降0.73%。这与Wind百城土地数据出现背离, 9月百城土地成交建面同比下滑28%, 住宅类土地溢价率为7.7%, 均较8月明显回落, 总价同比增长13.1%, 累计增速继续放缓。这种背离只能解释为非核心城市的土地市场韧性依然较强, 但是大部分核心城市的土地市场还是如我们预期回落。

图表15: 全国房地产开发企业土地购置面积累计值



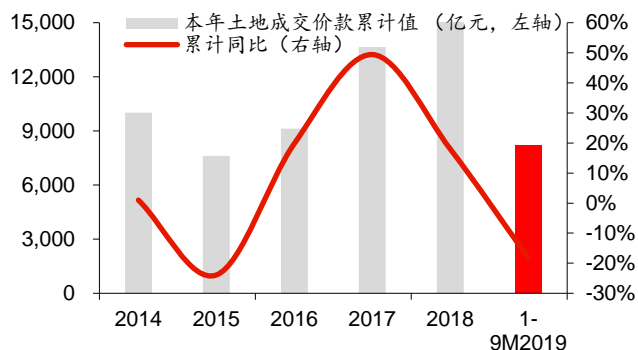
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表16: 全国房地产开发企业土地购置面积当月值



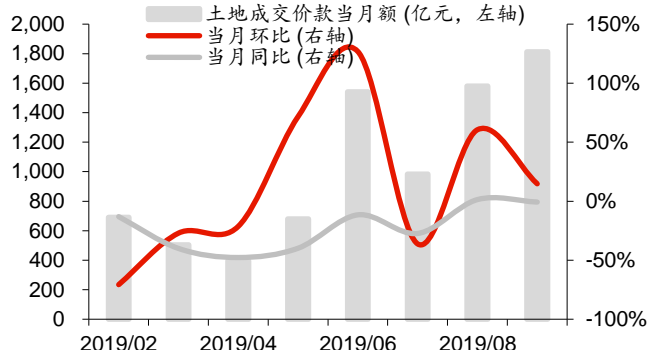
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表17: 全国房地产开发企业土地成交价款累计值



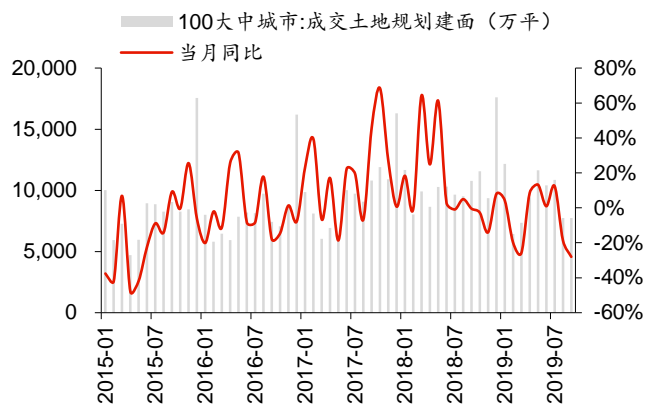
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表18: 全国房地产开发企业土地成交价款当月值



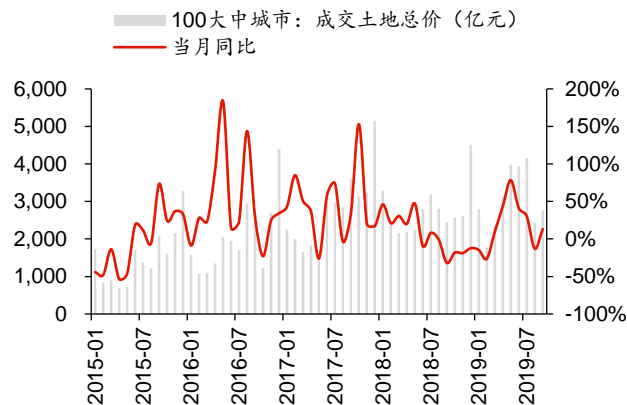
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表19: 百城土地成交建面和同比增速



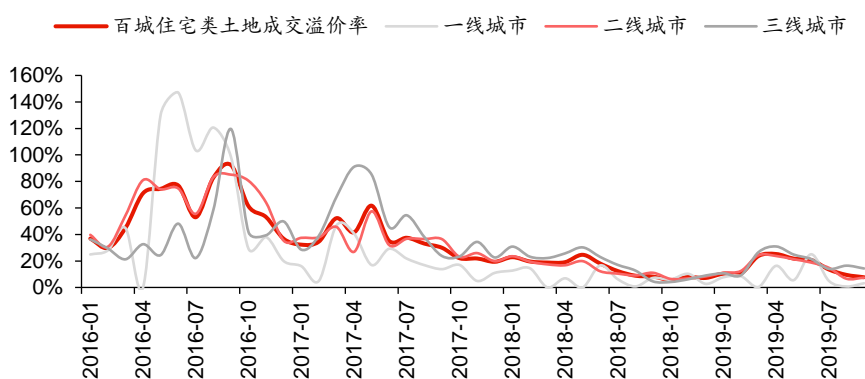
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 百城土地成交总价和同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 百城及各线城市住宅类土地成交溢价率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

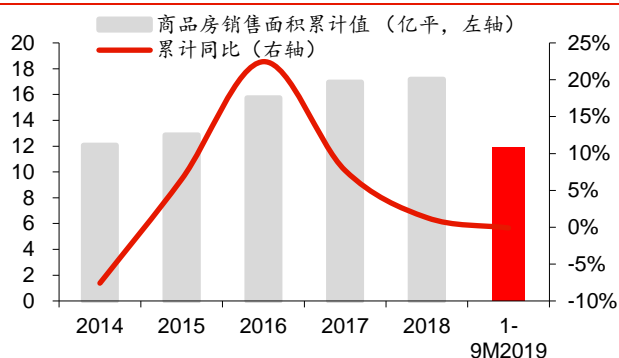
需求预期平稳，供给加速推盘致销售韧性持续

1-9月全国商品房销售面积、金额累计增速延续下半年以来的温和回升，9月单月销售面积连续三个月同比正增长，销售金额连续三个月同比增幅保持在9%以上。我们认为销售韧性可能源于1、去年同期的低基数(2018年9月销售金额1.47万亿，同比增长6.7%)；2、融资收紧倒逼房企加快推盘，叠加去化率平稳共同推升成交规模；3、据融360统计，10月8日房贷利率换锚LPR之后，主流银行房贷利率与之前相比保持一致或略有上涨，我们认为平稳过渡的基调下信贷预期平稳；4、因城施策的框架下，贵阳、天津、南京等部分地区行政调控边际放松。总体来看，我们认为需求端政策预期平稳、供给端融资收紧加速推盘共同导致销售韧性持续。

2019年1-9月全国商品房销售面积为11.92亿平，累计同比下降0.1%，降幅较1-8月收窄0.5个百分点；其中，商品住宅销售面积为10.47亿平，累计同比增长1.1%，增速较1-8月扩大0.57个百分点。

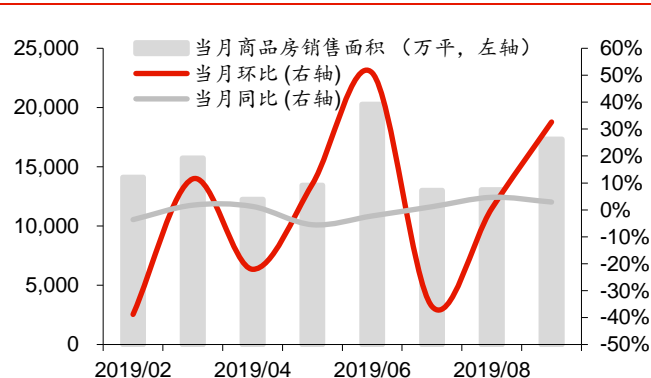
2019年9月全国商品房销售面积为1.73亿平，环比增长32.63%，同比增长2.91%；其中，商品住宅销售面积为1.52亿平，环比增长30.8%，同比增长4.6%。

图表22: 全国商品房销售面积累计值



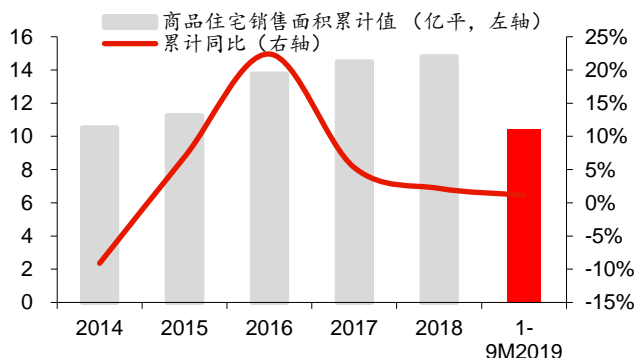
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表23: 全国商品房销售面积当月值



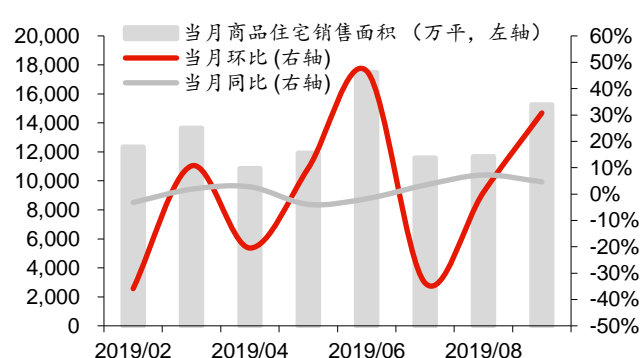
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表24: 全国商品住宅销售面积累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表25: 全国商品住宅销售面积当月值

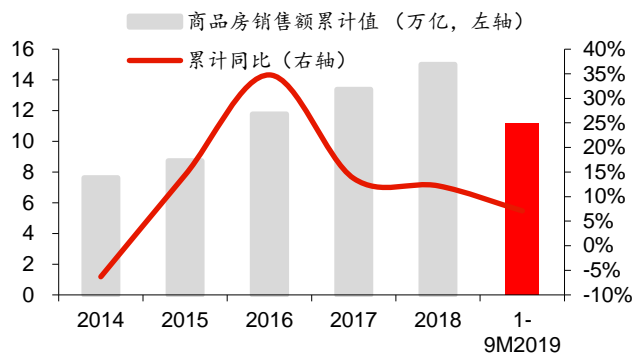


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2019年1-9月全国商品房销售金额为11.15万亿元，累计同比增长7.1%，增速较1-8月上升0.4个百分点；其中，商品住宅销售金额为9.75万亿元，累计同比增长10.3%，增速较1-8月上升0.47个百分点。

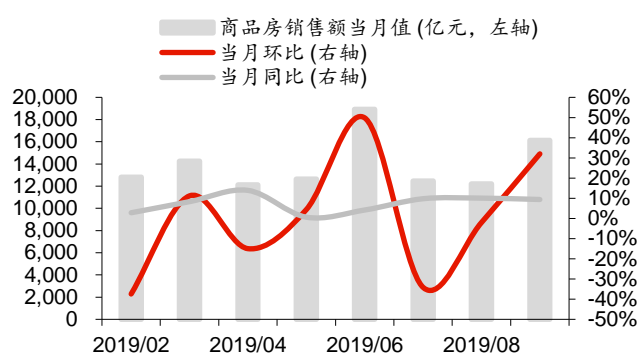
2019年9月全国商品房销售金额为1.61万亿元，环比上升32%，同比增长9.38%；其中，商品住宅销售金额为1.42万亿元，环比上升30.25%，同比增长13.14%。

图表26: 全国商品房销售金额累计值



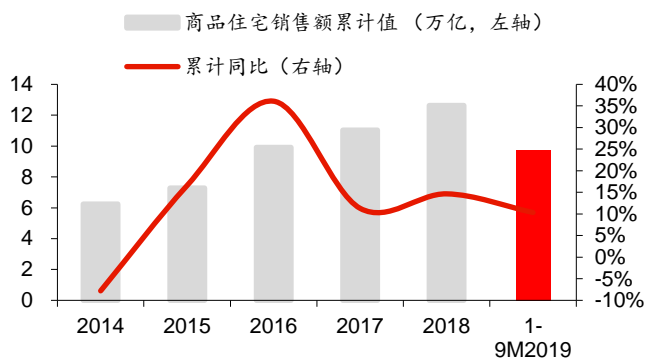
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表27: 全国商品房销售金额当月值



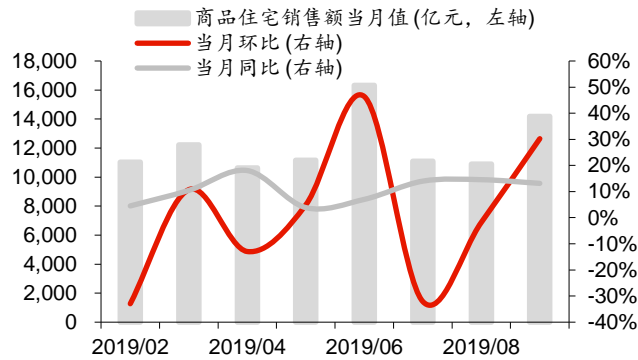
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表28: 全国商品住宅销售金额累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

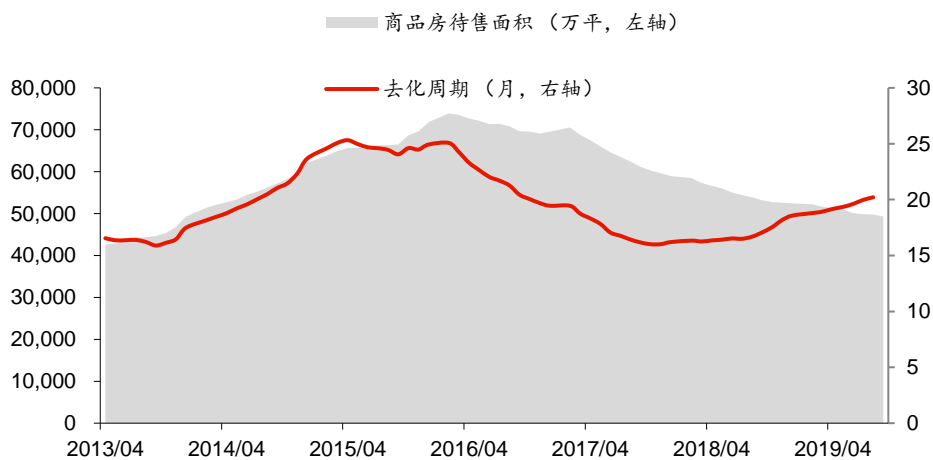
图表29: 全国商品住宅销售金额当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

现房角度, 库存维持下行趋势。2019年9月末全国商品房待售面积4.93亿平, 较8月末减少438万平。

图表30: 商品房待售面积及去化周期



注: 去化周期计算方式为全国商品房待售面积除以近12个月商品房现房销售面积的均值

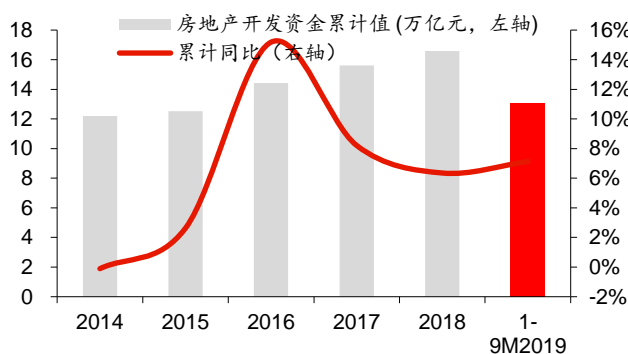
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

到位资金累计增速超预期回升

9月房地产开发到位资金累计增速超预期提升，结束了此前4个月的连续回落，下半年房企加速库存变现和资金回笼对融资收紧的对冲效应逐渐显现。融资管控预期下，传统融资渠道监管依然趋严，9月国内贷款累计增速回落0.7个百分点；销售回升带动定金及预收款累计增速提升0.7个百分点，叠加房贷利率换锚所带来的信贷提前释放，个人按揭贷款累计增速提升1.8个百分点；此外房企继续拓展融资渠道，自筹资金累计增速提升0.4个百分点。我们认为短期融资放量主要源于房企应对融资收紧的环境下资产负债表的主动修复，未来再投资预期依然趋紧。

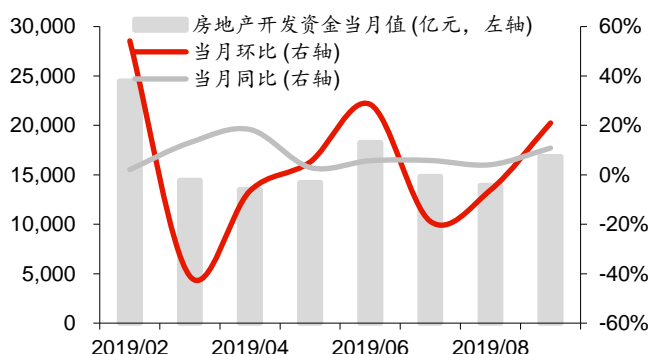
2019年1-9月房地产开发企业到位资金为13.06万亿元，同比增长7.1%，增速较1-8月上升0.5个百分点。2019年9月到位资金为1.68万亿元，环比上升21%，同比增长10.84%。

图表31：房地产开发企业到位资金累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表32：房地产开发企业到位资金当月值

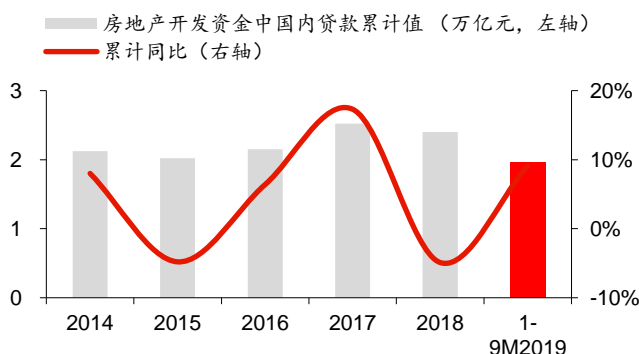


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

拆分到位资金的主要构成：

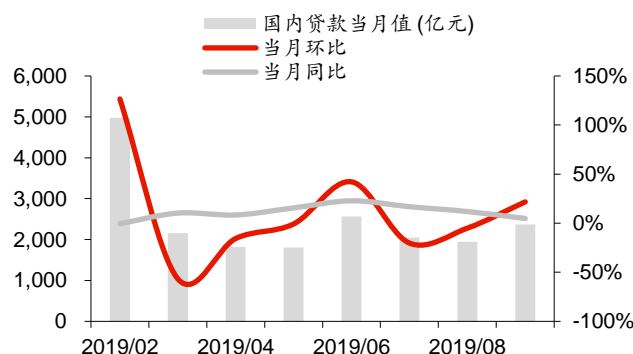
2019年1-9月房地产开发企业到位资金中，国内贷款为1.97万亿元，累计同比增长9.1%，增速较1-8月下降0.7个百分点。2019年9月国内贷款为2367.17亿元，环比上升21.74%，同比增长4.81%。

图表33：房地产开发到位资金中国内贷款累计值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

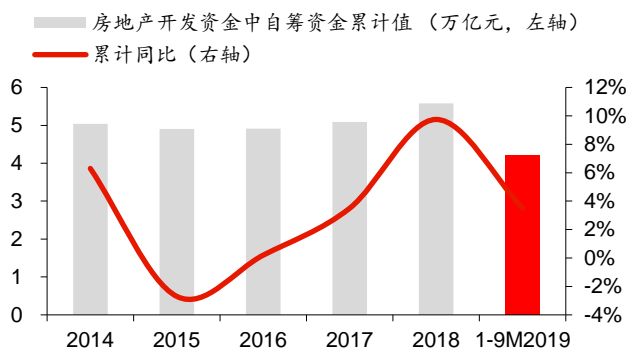
图表34：房地产开发到位资金中国内贷款当月值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

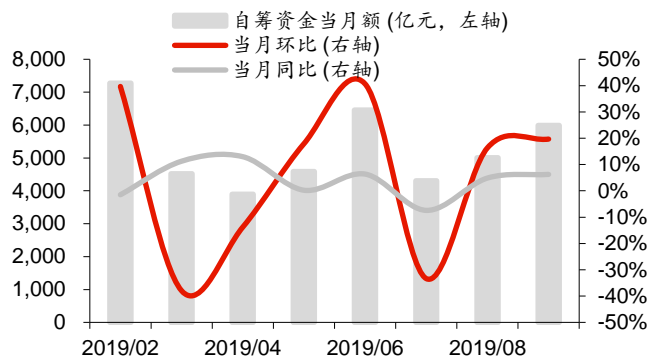
2019年1-9月房地产开发企业到位资金中，自筹资金为4.2万亿元，累计同比增长3.5%，增速较1-8月增长0.4个百分点。2019年9月自筹资金为5988.43亿元，环比增长19.67%，同比增长6.25%。

图表35: 房地产开发到位资金中自筹资金累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

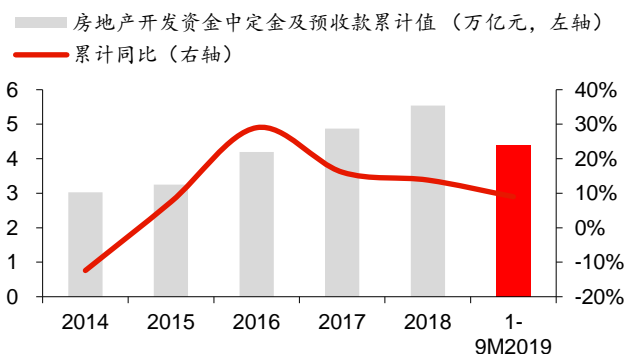
图表36: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

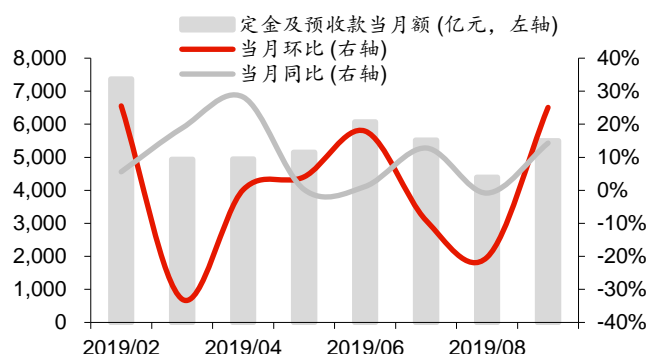
2019年1-9月房地产开发企业到位资金中, 定金及预收款为4.39万亿元, 累计同比增长9%, 增速较1-8月增长0.7个百分点。2019年9月定金及预收款为5500.01亿元, 环比增长25.1%, 同比增长14.3%。

图表37: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

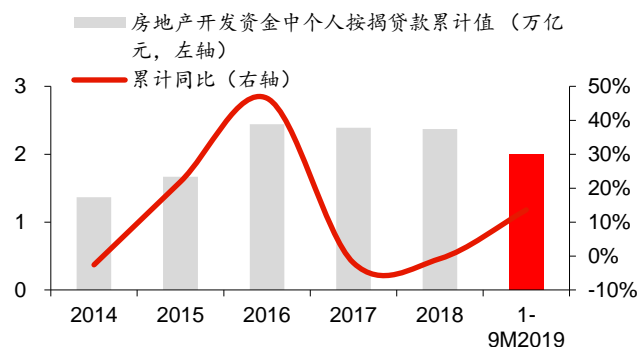
图表38: 房地产开发到位资金中定金及预收款当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

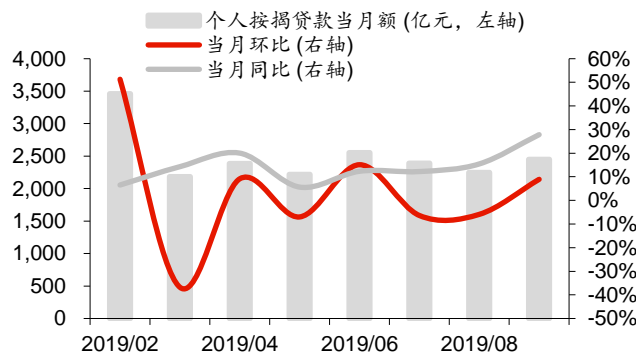
2019年1-9月房地产开发企业到位资金中, 个人按揭贷款累计值为1.99万亿元, 累计同比增长13.6%, 增速较1-8月增长1.8个百分点。2019年9月个人按揭贷款为2451.44亿元, 环比增长9%, 同比增长27.9%。

图表39: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表40: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

低估值和稳业绩构筑板块优势，看好融资通畅的优质房企

总体来看，9 月行业数据依旧强劲，销售面积连续 3 月单月正增长，施工、竣工增速都保持一定韧性。因城施策框架下，市场韧性彰显。投资方面，我们预期融资管控仍将保持，总体拿地力度的大概率回落预计继续带动投资增速向下。

10 月份进入三季报披露期，据我们跟踪，大部分重点房企的三季报预计能延续中报以来的亮眼成绩。我们认为地产股的低估值、业绩增长潜力以及持续增长的股息率，叠加去年四季度以来机构持仓下降，都能构筑四季度地产股机会。由于融资政策环境依然较严，选股思路上我们认为和年初有所不同，建议优选融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企，推荐顺序上：万科、金地集团、华发股份、中南建设等，存量资产未来的核心品种：中航善达、大悦城等。

风险提示

行业政策风险：房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，宏观流动性政策的变化，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

部分房企经营风险：房地产行业融资环境仍然较严，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、投资增速低于我们在悲观情景下的假设值。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com