

销面增速今年首次转正，新开工反弹或不具备持续性 ——国家统计局10月份行业数据跟踪

投资要点:

1、销面增速今年首次转正，四季度有望稳中有升。2019年1-10月，商品房销售面积累计同比增长0.1%，实现今年首次增速由负转正。10月销售继续表现出较高增长，符合我们之前的判断，我们认为销售高增的原因有以下两点：1) 房企在资金面趋紧的情况下加大促销和推盘力度，以价换量促回款；2) 2019年下半年基数较低，随着逐步进入低基数区间，四季度销售增速有望稳中有升。四季度一、二线城市成交有望趋于稳定，三线降幅逐渐收窄。

2、土地市场继续回暖，各线城市土地市场依然分化。10月单月，土地购置面积同比增速为13%，较9月份提升3pct，土地成交继续回暖。我们认为土地成交持续回暖的原因是：1) 土地市场的溢价率持续下行，在此背景下优质土地仍会获得开发商的青睐；2) 近几个月销售表现出较强韧性，去化加速，房企出于补库存的考虑获取土地；3) 去年基数较低。虽然近期融资环境边际略有改善，后续土地市场或随之好转，土地市场结构性分化仍将持续，一二线城市会明显好于三四线。

3、新开工和施工的反弹不具备持续性，竣工大幅修复。新开工和施工的反弹，或由房企在资金紧张和库存低位的环境下“抢开工”“促回款”所致，我们认为这种非常态化增长不可持续，年内新开工增速或将继续回落。一方面销售预期下降对新开工意愿形成压制，另一方面土地储备不足将制约新开工进度。虽然2019年较强的复工对施工构成支撑，但是新开工的下降将持续影响施工，预计施工的修复也将低于预期。竣工自三季度以来持续修复，10月增速继续扩大，未来有望继续复苏。

4、开发投资缓步下行符合预期，四季度将继续放缓。2019年1-10月份，全国房地产开发投资增速为10.3%，增速较1-9月下降0.2pct。开发投资增速的缓步下行与我们之前的判断一致，今年上半年土地成交的低迷将继续影响投资，并且新开工和施工以来数据逐步走弱，对开发投资难以形成较强的支撑。综合来讲，在后续基数持续走高的背景下，土地购置费的进一步走弱和施工走弱仍将导致四季度投资仍将继续放缓。

5、房企到位资金回落，定金及预收款和个人按揭贷款的高增难以持续。房企到位资金同比增长7%，比1-9月份回落了0.1个百分点，在融资偏紧的环境下房企资金面仍承压。11月5日央行公告开展MLF操作，中标利率下调5BP至3.25%，MLF下调有望带动LPR下降，5年期长期利率有望随之下行，但随着融资环境边际改善，房企资金压力或得到一定的缓解，预计后续高信用、企业自身筹款能力强的优质房企有望受益。

6、投资建议：集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。城镇化进程加速，一二线及强三线城市需求将进一步释放。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市场占有率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)，销售增速高于行业平均，业绩释放较充分的阳光城(000671)。

7、风险提示：市场销售超预期下行，政策调控加码。

房地产行业

推荐 维持评级

分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

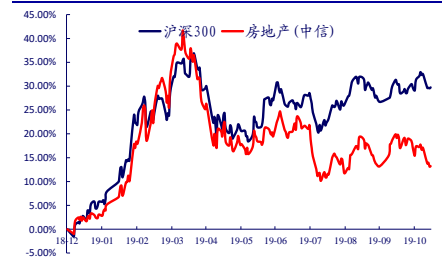
特别鸣谢

王秋蘅

☎: (8610) 83574699

✉: wangqiuhe@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产潘玮】行业点评_房地产行业_销售、投资具有韧性，竣工修复还在途中——国家统计局9月份行业数据跟踪-2019.10.21

【银河地产潘玮】行业点评_房地产行业_销售韧性较强，融资环境有望边际回暖——国家统计局8月份行业数据跟踪-2019.9.17

【银河地产潘玮】行业点评_房地产行业_开发投资继续下行，销售阶段性超预期——国家统计局7月份行业数据跟踪-2019.8.15

目 录

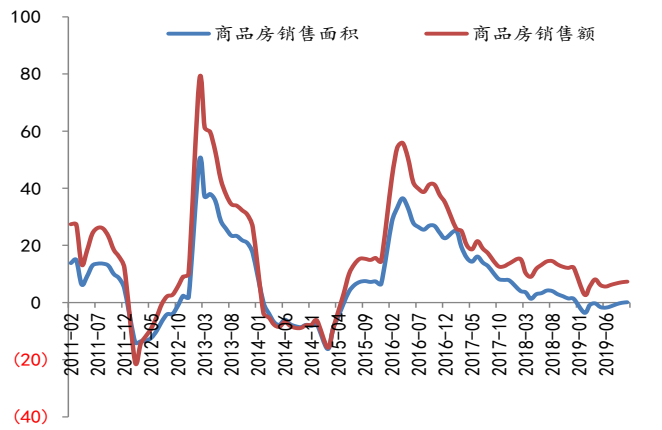
一、商品房销售市场	2
(一) 销面增速今年首次转正, 四季度有望稳中有升	2
二、投资、新开工与土地市场	4
(一) 土地市场继续回暖, 各线城市土地市场依然分化	4
(二) 新开工和施工面积的反弹不具备持续性, 竣工大幅修复	5
(三) 开发投资缓步下行符合预期, 四季度将继续放缓	6
三、房地产资金面	7
(一) 房企到位资金回落, 定金及预收和自筹资金的高增或难持续	7
四、投资建议	8
五、风险提示	8

一、商品房销售市场

(一) 销面增速今年首次转正，四季度有望稳中有升

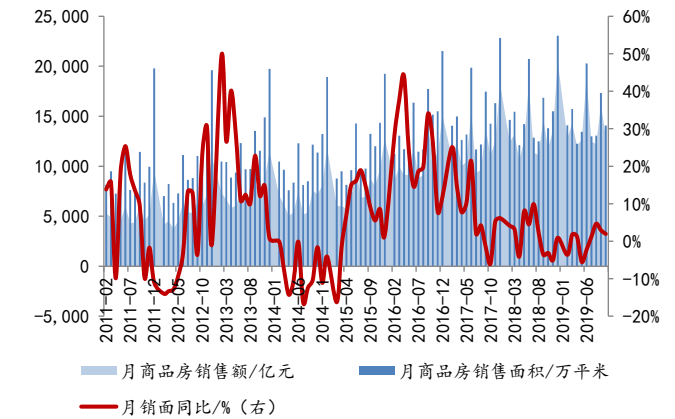
2019年1-10月，商品房销售面积累计同比增长0.1%，实现今年首次增速由负转正，较1-9月增加0.2个百分点；销售金额累计同比增长7.3%，较1-9月增加0.2个百分点。10月单月销售面积同比增长2%，销售金额同比增长10%，增速较上月增加一个百分点。10月销售继续表现出较高增长，符合我们之前的判断，我们认为销售高增的原因以下两点：1) 房企在资金面趋紧的情况下加大促销和推盘力度，以价换量促回款；2) 2019年下半年基数较低，随着逐步进入低基数区间(2018年10月、11月、12月商品房月销售额同比分别为6%、9%、12%)，四季度销售增速有望稳中有升。虽然三季度以来销售表现出较强的韧性，但长期来看市场销售缓步下行趋势未变。我们上调年初对销售面积同比的判断(-2%)，认为全年销售面积同比在-1%-0%，销售金额同比6%-8%。

图 1: 商品房销售面积及销售额累计表现/%



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

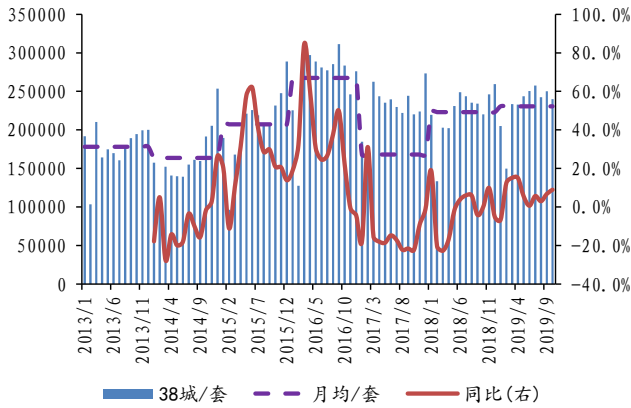
图 2: 月商品房销售面积、销售额及销面同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

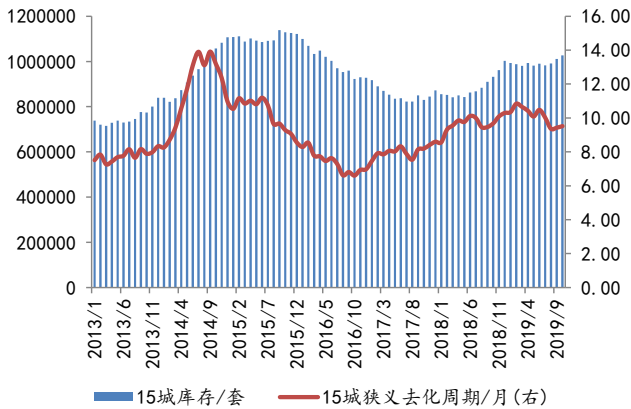
四季度一、二线城市成交有望趋于稳定，三线降幅逐渐收窄。从我们跟踪的重点城市高频数据来看，38城2019年1-10月新房销量累计同比上涨6.2%，增幅比1-9月扩大0.3个百分点，10月单月同比增速为9%，增速比9月增加2.2个百分点。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线累计成交量同比涨跌幅分别为11.6%/13.3%/-6.9%，单月成交量同比涨跌幅分别为7.8%/11.5%/-2.5%，1-10月一、二线累计成交增速较上月小幅回落，三线降幅收窄。拉长到全年来看，一线城市在经历年初“小阳春”销售高增之后，三季度增速回落，二线城市增速较为稳定，三线成交一直处于下行通道但9、10两月降幅逐渐收窄，好于预期，我们认为四季度一、二线成交趋于稳定，三线降幅逐渐收窄；截止10月末，重点15城库存为1,026,820套，狭义去化周期为9.52，较上月略有上升但整体处于低位，一二三线城市狭义去化周期分别为8.0、9.1、17.4个月，一线城市回升，二线城市下降，三线城市持平，四个一线城市中上海去化周期维持在5.3个月的低位但略有上升，深圳、广州去化周期有所下降，北京为15.0月，8月份以来逐渐攀升。

图 3: 重点 38 城新房月销量情况



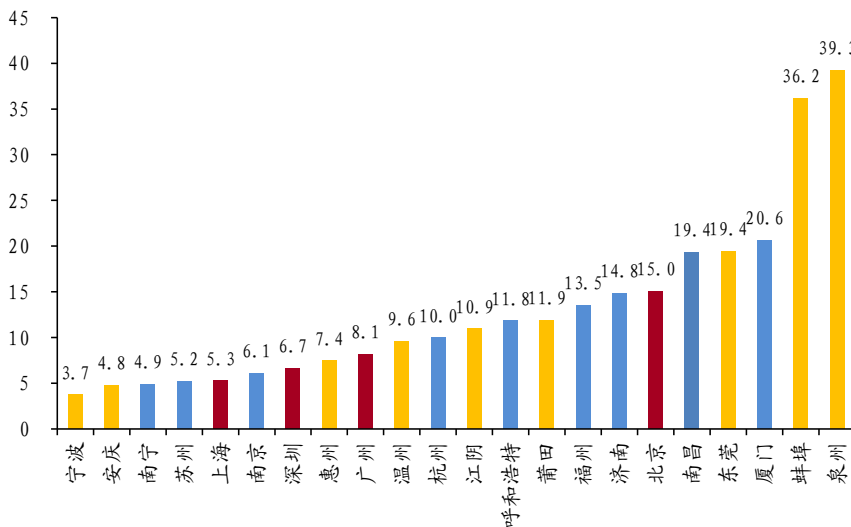
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 重点城市库存及狭义去化周期



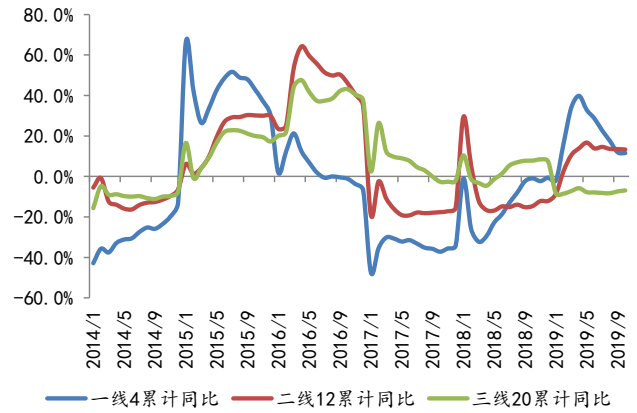
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 7: 重点城市狭义去化周期/月



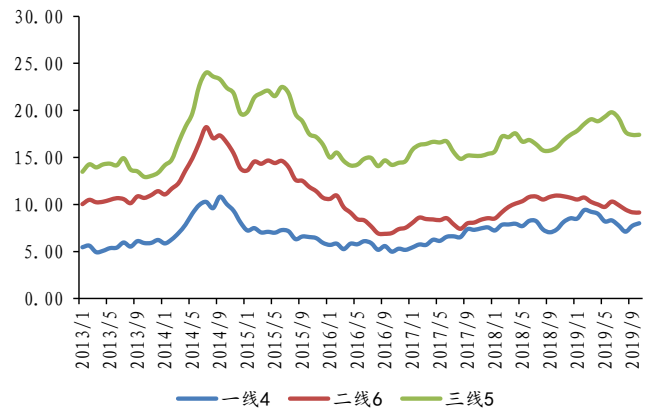
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 重点一二三线新房销量累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 一二三线城市狭义去化周期/月



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

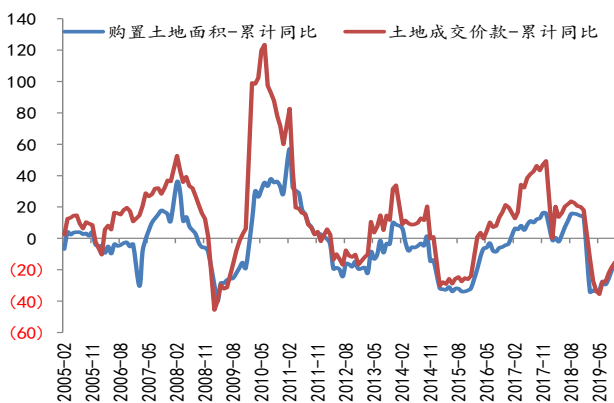
二、投资、新开工与土地市场

(一) 土地市场继续回暖，各线城市土地市场依然分化

2019年1-10月土地购置面积累计同比下降16.3%，降幅相比1-9月收窄3.9个百分点，较2018年回落30.2个百分点；1-10月土地成交价款累计同比增速为-15.2%，降幅相比1-9月收窄3个百分点，较2018年回落33.2个百分点。10月单月，土地购置面积同比增速为13%，较9月份提升3个百分点，土地成交继续回暖，与我们之前判断一致。我们认为，土地成交持续回暖的原因是：1) 土地市场的溢价率持续下行，10月溢价水平由年内高点23.24%下降到了6.15%，在此背景下优质土地仍会获得开发商的青睐；2) 近几个月销售表现出较强韧性，去化加速，房企出于补库存的考虑获取土地；3) 去年基数较低。

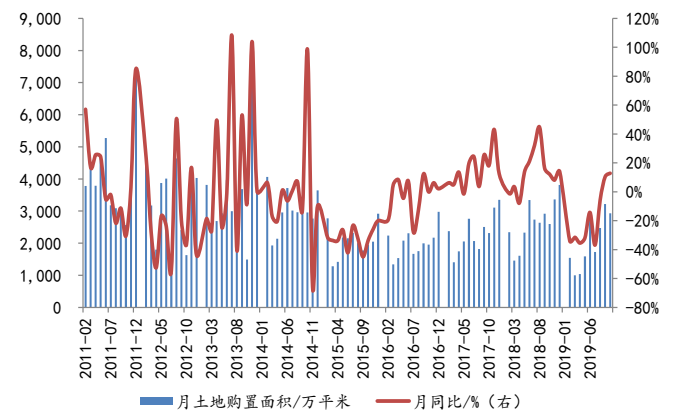
虽然近期融资环境边际略有改善，后续土地市场或随之好转，但结构性分化仍将持续。从100个大中城市的土地数据来看，10月份百城土地成交均价为2650元/平方米，成交土地溢价率为6.15%，较上月减少0.75个百分点，土地溢价率继续下行。分一二三线城市来看，住宅类用地土地成交均价分别为7721/2943/1669元/平方米，一线成交土地溢价率为4.07%，较上月上升了1.53个百分点，二线较上月下降0.64个百分点至6.42%，三线溢价率较上月下降2.8个百分点，当月溢价率为6.99%。我们认为一二线城市的土地市场会明显好于三四线，上半年土地市场的低迷仍会影响四季度以后的开工和投资。

图 8：土地购置面积及成交价款累计同比



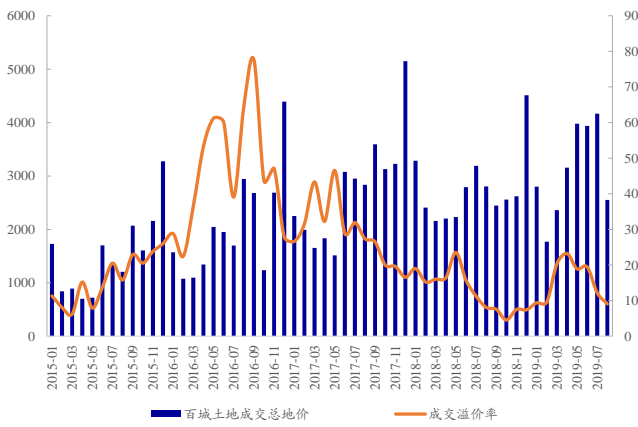
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 9：月土地购置面积及同比



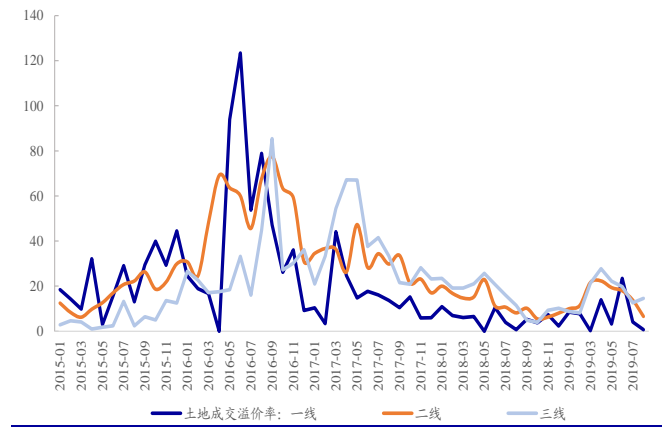
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 10: 百城土地成交总价及溢价率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11: 一二三线城市土地成交溢价率

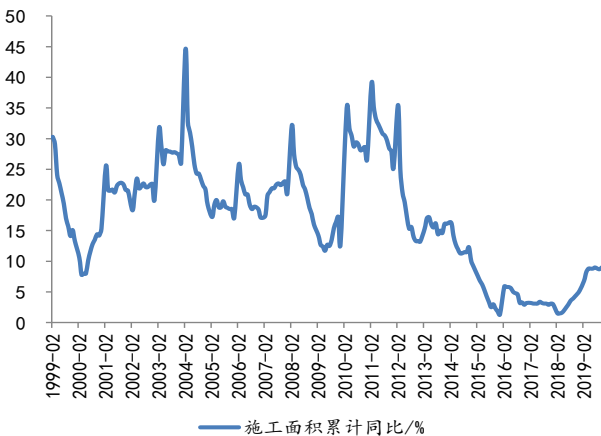


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（二）新开工和施工面积的反弹不具备持续性，竣工大幅修复

2019 年 1-10 月新开工面积累计同比增速为 10.0%，较 1-9 月增加 1.4 个百分点，新开工超预期反弹；施工面积累计同比增速 9.0%，与 1-9 月份相比加快 0.3 个百分点，小幅反弹。新开工和施工的反弹，或由房企在资金紧张和库存低位的环境下“抢开工”“促回款”所致，我们认为这种非常态化增长不可持续，年内新开工增速或将继续回落。一方面由于销售端存在压力，市场对销售预期下降，房企开工意愿有所减弱；另一方面，上半年拿地减少，土地储备不足将制约了新开工的进度，预计后续新开工增速进一步走弱。施工持续同比维持高位，虽然 2019 年较强的复工对施工构成支撑，但是新开工的持续下降将持续影响施工，预计施工的修复也将低于预期。1-10 月竣工累计同比增速为 -5.5%，较 1-9 月降幅收窄 3.1 个百分点，10 月单月增速为 19.2%，竣工自三季度以来持续修复，10 月增速继续扩大，未来有望继续复苏。

图 12: 房屋施工面积累计同比



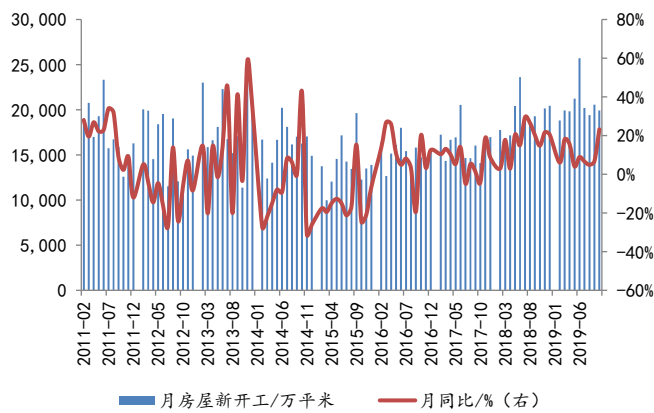
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 房屋新开工面积累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 14: 月房屋新开工及同比

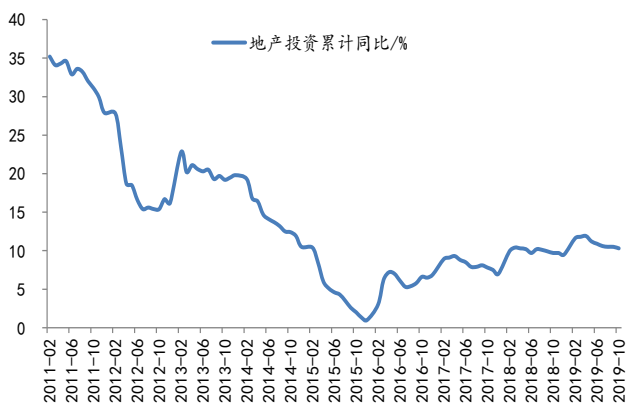


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（三）开发投资缓步下行符合预期，四季度将继续放缓

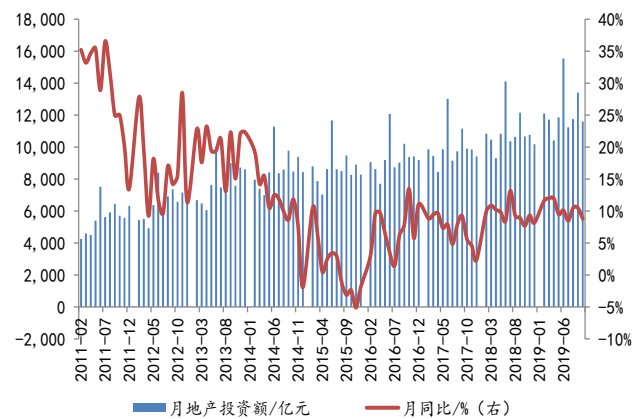
2019 年 1-10 月份，全国房地产开发投资完成额 109603 亿元，同比增长 10.3%，增速较 1-9 月下降 0.2 个百分点。其中，住宅投资 80666 亿元，同比增长 14.6%，增速回落 0.3 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 73.6%。开发投资增速的缓步下行与我们之前的判断一致，土地成交价款领先土地购置费 3-6 个月，今年上半年土地成交的低迷将继续影响投资，土地购置费对开发投资的支撑作用将继续减弱；新开工 Q2 和施工 Q3 以来数据逐步走弱，对开发投资难以形成较强的支撑。综合来讲，在后续基数持续走高的背景下，土地购置费的进一步走弱和施工走弱仍将导致四季度投资仍将继续放缓。我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为 8%-10%。

图 15: 地产投资累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 16: 月度地产投资及同比



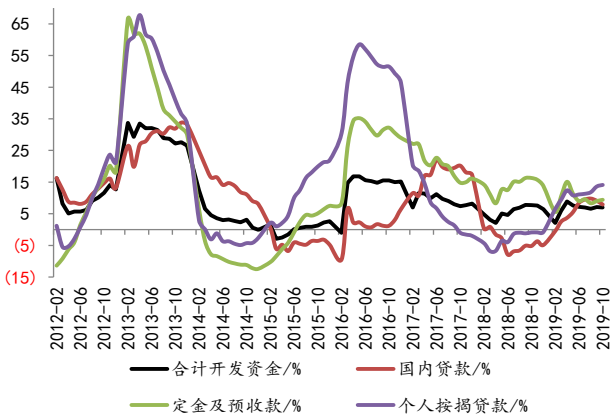
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、房地产资金面

(一) 房企到位资金回落，定金及预收和自筹资金的高增或难持续

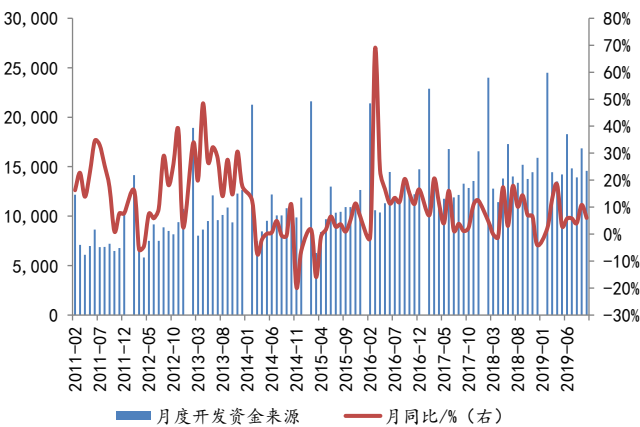
2019年1-8月份，房地产开发企业到位资金145,151亿元，同比增长7%，比1-9月份回落了0.1个百分点。其中，自筹资金46,996亿元，同比上涨3.3%，增速比1-9月份回落0.2个百分点；定金及预收款49,163亿元，增长9.4%，增速加快了0.4个百分点；国内贷款21,288亿元，同比增速7.9%，相对1-9月份回落1.2个百分点；个人按揭贷款22,137亿元，同比增速14.1%，自5月份起逐步提速。单月来看，受行业融资收紧的影响，国内贷款和自筹资金单月增速分别下滑10pct、5pct至-5%、1%，定金及预收款和个人按揭增速分别为19%、13%，较上月分别减少9pct、1pct，逐步印证我们之前定金及预收款和自筹资金的高增速不可持续的判断。从数据上看，在融资偏紧的环境下房企资金面仍承压，但随着融资环境边际改善，房企资金压力或得到一定的缓解。11月5日央行公告开展MLF操作，中标利率下调5BP至3.25%，MLF下调有望带动LPR下降，5年期长期利率有望随之下行，融资环境边际改善，预计后续高信用、企业自身筹款能力强的优质房企有望受益。

图 17: 房地产开发资金来源累计同比



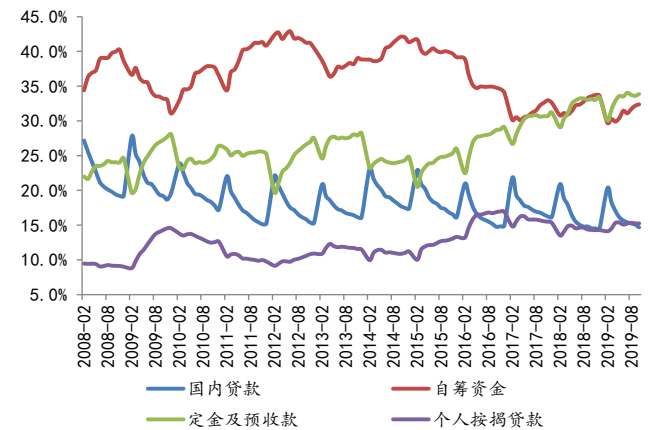
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19: 单月开发资金来源/亿元



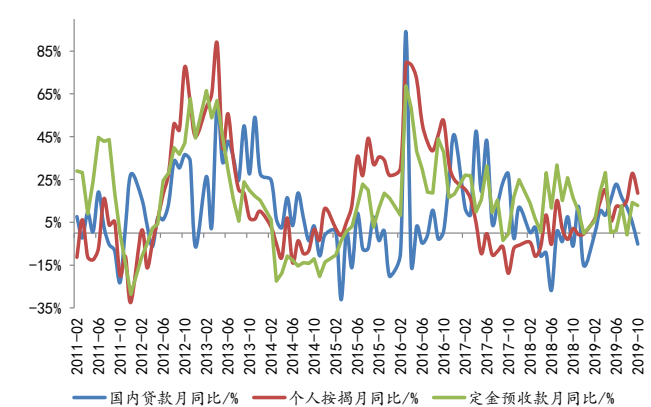
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 主要开发资金来源累计占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 20: 国内贷款、个人按揭及定金预收款单月同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

销面增速今年首次转正，韧性较足，土地市场继续回暖但结构分化，开工及施工小幅反弹但不具备持续性，竣工持续修复，投资缓步下行。预计后续随基数走低，销售增速仍将持续回升。我们维持全年新开工和投资都将持续趋势性下滑的判断。融资方面，MLF下调将带动LPR下降，融资环境边际宽松，房企压力或得到缓解。我们预计2019年整体房价涨幅1%；全年销售面积增速预计为-1%到-0%之间；销售金额同比增速6%到8%；投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为8%-10%。

我们认为四季度为政策真空期，叠加公募基金对房地产板块持仓已经连续三个季度下降，融资环境边际宽松，整个板块将迎来估值修复的机会。集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。城镇化进程加速，一二线及强三线城市需求将进一步释放。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)，销售增速高于行业平均，业绩释放较充分的阳光城(000671)。

五、风险提示

市场销售超预期下行，政策调控加码。

插图目录

图 1: 商品房销售面积及销售额累计表现/%	2
图 2: 月商品房销售面积、销售额及销面同比	2
图 3: 重点 38 城新房月销量情况	3
图 4: 重点一二三线新房销量累计同比	3
图 5: 重点城市库存及狭义去化周期	3
图 6: 一二三线城市狭义去化周期/月	3
图 7: 重点城市狭义去化周期/月	3
图 8: 土地购置面积及成交价款累计同比	4
图 9: 月土地购置面积及同比	4
图 10: 百城土地成交总地价及溢价率	5
图 11: 一二三线城市土地成交溢价率	5
图 12: 房屋施工面积累计同比	5
图 13: 房屋新开工面积累计同比	5
图 14: 月房屋新开工及同比	6
图 15: 地产投资累计同比	6
图 16: 月度地产投资及同比	6
图 17: 房地产开发资金来源累计同比	7
图 18: 主要开发资金来源累计占比	7
图 19: 单月开发资金来源/亿元	7
图 20: 国内贷款、个人按揭及定金预收款单月同比	7

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn