

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

投资要点：

1、销售具有韧性，四季度有望稳中有升。9月单月销售面积同比增长3%，销售金额同比继续大增9%，销售在基数较高的情况下仍表现出高增长，我们认为这是由于房企在资金面趋紧的情况下加大促销和推盘力度所致。2019年下半年基数较低，随着逐步进入低基数区间，叠加房企或以价换量促回款，四季度销售增速有望稳中有升，但长期来看市场销售缓步下行趋势未变。

2、单月土地成交边际增速年内首次转正，各线城市土地市场依然分化。9月单月土地购置面积同比增速为10%，实现今年以来的首次正增长。我们认为，9月份土地成交回暖的原因是：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）销售具有韧性，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。同时，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，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。

3、新开工和施工下行趋势未变，竣工持续修复。融资端的收紧对新开工意愿形成压制，土地储备不足叠加新房销售遇冷，房企对市场的预期发生转变，预计后续新开工增速进一步走弱。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。竣工自三季度以来持续修复，未来有望继续复苏。

4、开发投资具有韧性，四季度将继续放缓。土地成交价款领先土地购置费3-6个月，今年Q2-Q3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。

5、房企到位资金小幅反弹，定金及预收款和个人按揭贷款受销售影响提速明显。单月来看，受9月销售高增的影响，定金及预收款和个人按揭贷款显著提速。我们认为定金及预收款和个人按揭的高增速难以持续，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。在规范融资的大背景下，随着8月底降准及LPR调整，预期后续高信用、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。尤其在当前流动性边际宽松的环境中，自身筹资能力强信用高的优质房企能够大幅度受益。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招商蛇口（001979），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

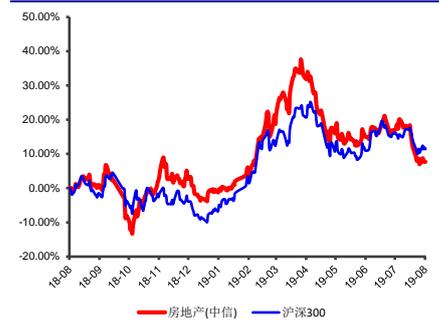
特别鸣谢

王秋蘅

☎：(8610) 83574699

✉：wangqiuheing_yj@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

【银河地产潘玮】行业点评_房地产行业_土地成交探底，开发投资料将持续回落——国家统计局6月份行业数据跟踪-2019.7.16

目 录

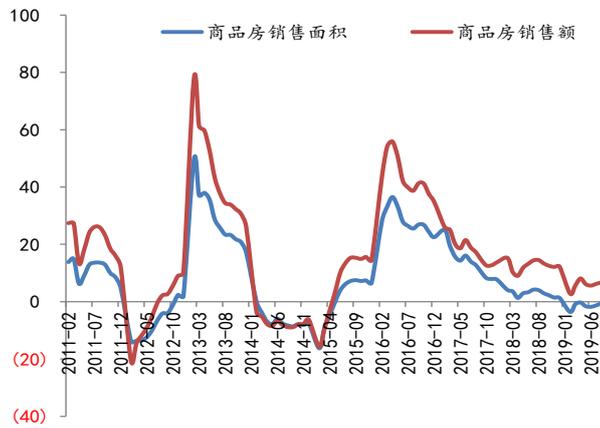
一、商品房销售市场	2
(一) 销售具有韧性，四季度有望稳中有升	2
二、投资、新开工与土地市场	4
(一) 单月土地成交面积增速年内首次转正，各线城市土地市场依然分化	4
(二) 新开工和施工面积下行趋势未变，竣工持续修复	4
(三) 开发投资仍具韧性，四季度仍将放缓	5
三、房地产资金面	6
(一) 房企到位资金小幅反弹，定金及预收款和个人按揭贷款受销售影响提速明显	6
四、投资建议	7
五、风险提示	7

一、商品房销售市场

(一) 销售具有韧性，四季度有望稳中有升

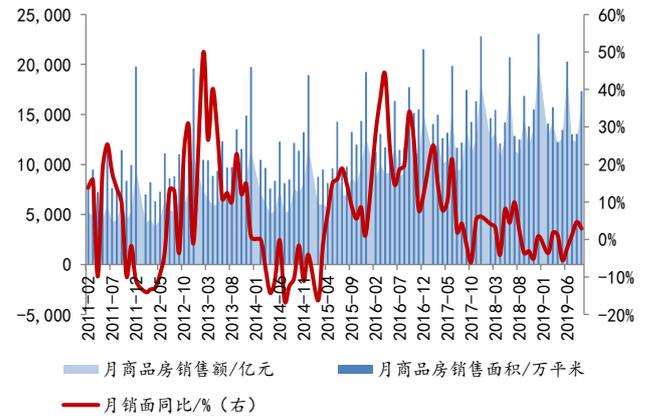
2019年1-9月，商品房销售面积累计同比下降0.1%，较1-8月收窄0.5个百分点，销售金额累计同比增长7.1%，较1-8月增加0.4个百分点。9月单月销售面积同比增长3%，销售金额同比继续大增9%，增速较上月下降一个百分点，销售在基数较高的情况下仍表现出高增长，我们认为这是由于房企在资金面趋紧的情况下加大促销和推盘力度所致。由于商品房销售面积同比在2018年7月是一个高点，之后快速下降，2019年下半年基数较低，随着逐步进入低基数区间（2018年10月、11月商品房月销售额同比分别为6%、9%），叠加房企或以价换量促回款，四季度销售增速有望稳中有升，但长期来看市场销售缓步下行趋势未变。我们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

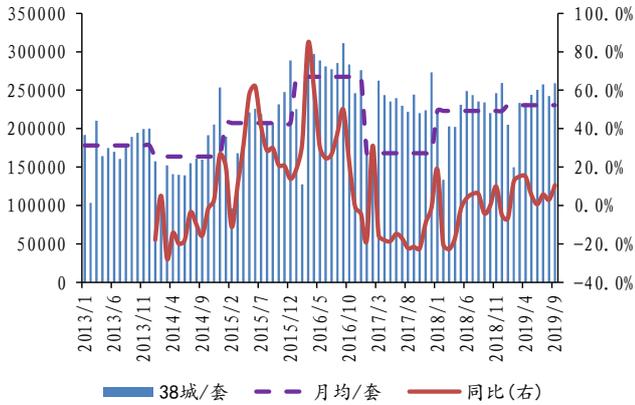
图2：月商品房销售面积、销售额及销面同比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

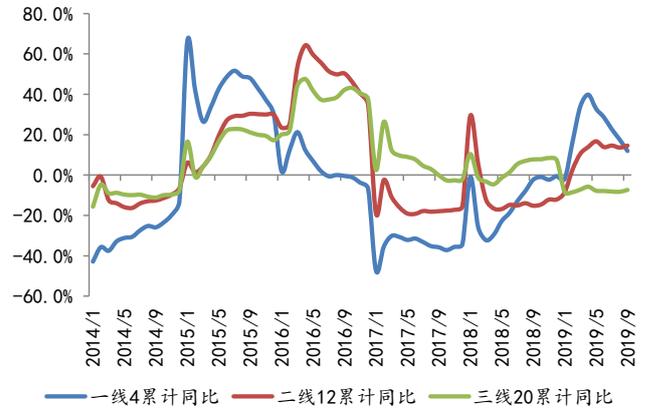
从我们跟踪的重点城市高频数据来看，38城2019年1-9月新房销量累计同比上涨6.3%，增幅比1-8月扩大0.6个百分点，9月单月同比增速为10.6%，增速比8月增加7.6个百分点。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线累计成交量同比涨跌幅分别为11.9%/14.6%/-7.4%，单月成交量同比涨跌幅分别为-19.7%/21.6%/-0.1%，三季度一线成交增速持续下滑，二线保持稳定，三线下跌趋势不变；截止9月末，一二三线城市狭义去化周期分别为7.7、9.1、17.4个月，一线城市有所回升，二三线城市下降，四个一线城市中上海去化周期维持在4.8个月的低位，深圳去化周期有所下降，北京广州的去化周期分别为13.7、8.4个月，较之前略有下降；而三线城市去化周期整体拉长。

图 3: 重点 38 城新房月销量情况



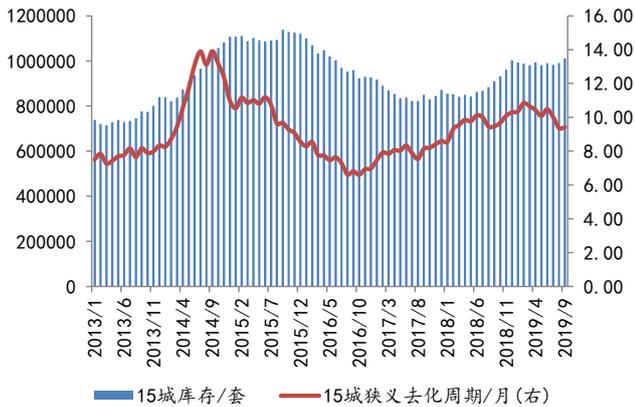
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 重点一二三线新房销量累计同比



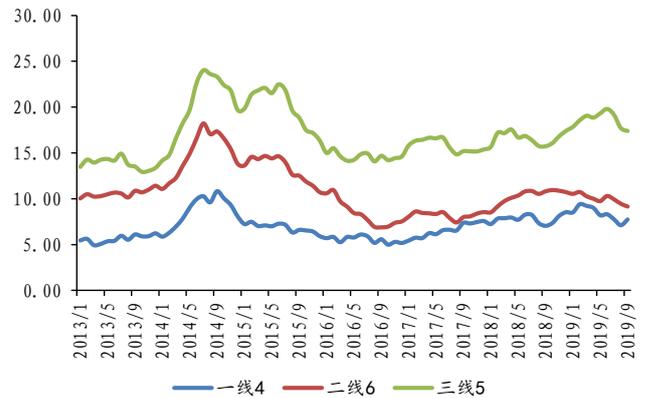
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 重点城市库存及狭义去化周期



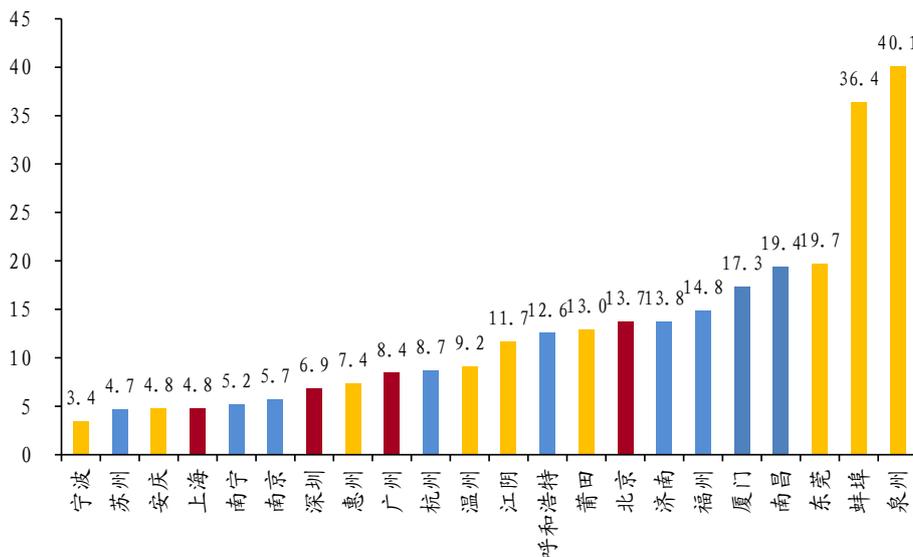
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 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

图 7: 重点城市狭义去化周期/月



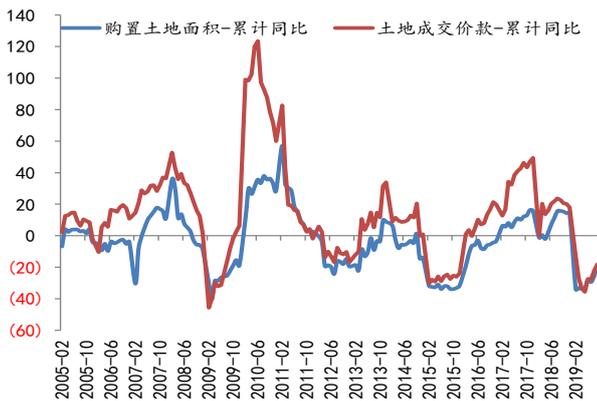
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、投资、新开工与土地市场

(一) 单月土地成交面积增速年内首次转正，各线城市土地市场依然分化

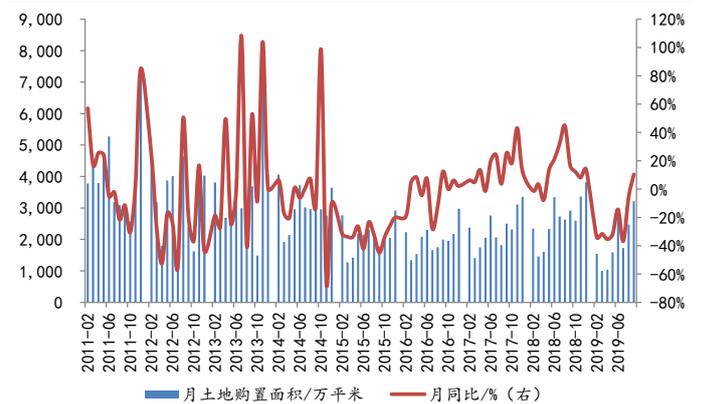
2019年1-9月土地购置面积累计同比下降20.2%，降幅相比1-8月收窄5.4个百分点，较2018年回落34.4个百分点；1-9月土地成交价款累计同比增速为-18.2%，降幅相比1-8月收窄3.8个百分点，较2018年回落36.2个百分点。9月单月，土地购置面积同比增速为10%，实现今年以来的首次正增长，较7月份提升16个百分点，土地成交边际回暖明显。我们认为，9月份土地成交回暖的原因是：1) 土地市场的溢价率持续下行，9月溢价水平由年内高点23.24%下降到了6.58%，在此背景下优质土地仍会获得开发商的青睐；2) 9月单月销售面积表现出高增长的较强韧性，去化加速，房企出于补库存的考虑获取土地；3) 去年基数较低。虽然近期融资政策边际松动，后续土地市场或随之好转，但结构性分化仍将持续，一二线城市会明显好于三四线，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

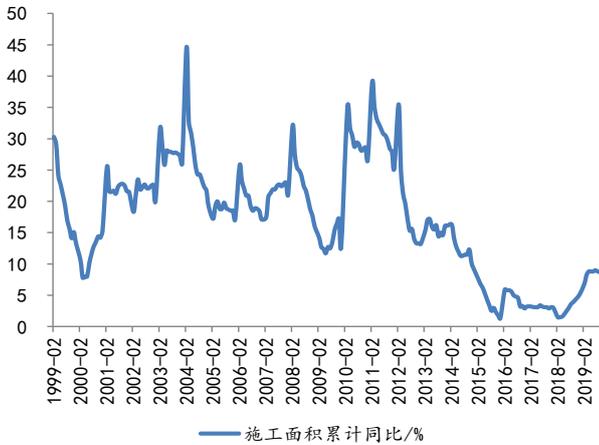


资料来源：wind，中国银河证券研究院

(二) 新开工和施工面积下行趋势未变，竣工持续修复

2019年1-9月新开工面积累计同比增速为8.6%，在1-8月的基础上持续走弱，较1-8月下降0.3个百分点；施工面积累计同比增速8.7%，与1-8月份相比下降0.1个百分点，施工面积也有所走弱。新开工增速持续回落，一方面由于销售端存在压力，房企开工意愿有所减弱；另一方面，融资端的收紧对新开工意愿形成压制，土地储备不足叠加新房销售遇冷，房企对市场的预期发生转变，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。1-9月竣工累计同比增速为-8.6%，9月增速为4.8%，竣工自三季度以来持续修复，未来有望继续复苏。

图 10: 房屋施工面积累计同比



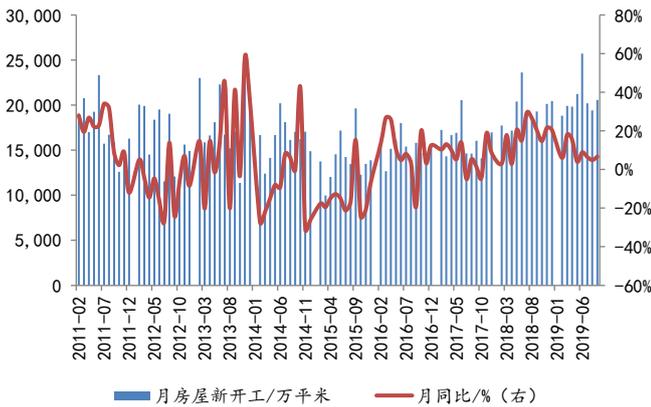
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11: 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 12: 月房屋新开工及同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 开发投资具有韧性, 四季度将继续放缓

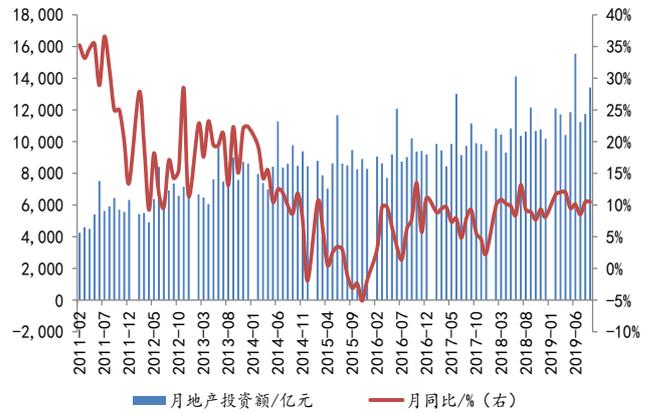
2019年1-9月份, 全国房地产开发投资完成额 98,008 亿元, 同比增长 10.5%, 增速与 1-8 月持平。其中, 住宅投资 72,146 亿元, 同比增长 14.9%, 增速持平。住宅投资占房地产开发投资的比重为 73.6%。土地成交价款领先土地购置费 3-6 个月, 今年 Q2-Q3 土地成交的低速将继续影响投资, 土地购置费对开发投资的支撑作用将继续减弱; 新开工 Q2 和施工 Q3 以来数据逐步走弱, 对开发投资难以形成较强的支撑。综合来讲, 在后续基数持续走高的背景下, 土地购置费的进一步走弱和施工走弱仍将导致四季度投资仍将继续放缓。我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响, 预计房地产投资增速将缓慢下滑, 全年增速预计为 8%-10%。

图 13: 地产投资累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 14: 月度地产投资及同比



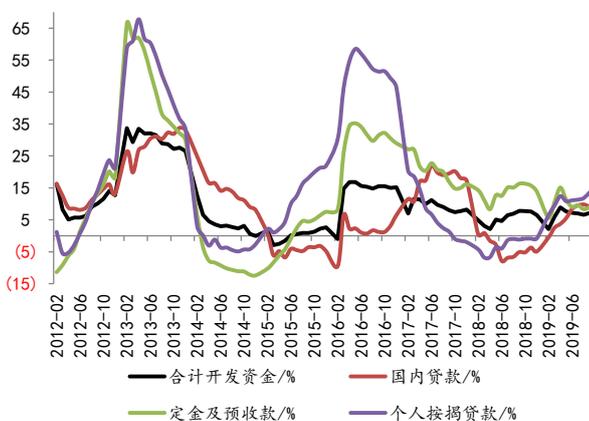
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、房地产资金面

(一) 房企到位资金小幅反弹, 定金及预收款和个人按揭贷款受销售影响提速明显

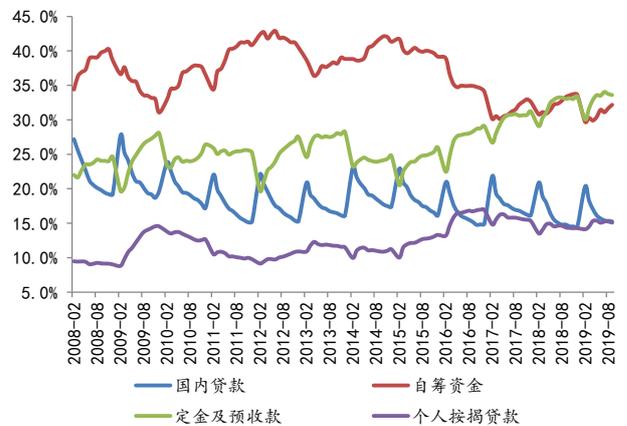
2019年1-8月份, 房地产开发企业到位资金 130,571 亿元, 同比增长 7.1%, 比 1-8 月份加快了 0.5 个百分点, 增速相较于 2018 年上升 0.7 个百分点。其中, 自筹资金 42,024 亿元, 同比上涨 3.5%, 增速比 1-8 月份回升 0.4 个百分点; 定金及预收款 43,877 亿元, 增长 9%, 增速加快了 0.7 个百分点; 国内贷款 19,689 亿元, 同比增速 9.1%, 相对 1-8 月份回落 0.7 个百分点; 个人按揭贷款 19,900 亿元, 同比增速 13.6%, 自 5 月份起逐步提速。单月来看, 受 9 月销售高增的影响, 定金及预收款和个人按揭显著提速 (28%, 14%), 分别较上月提升 13 和 15 个百分点, 国内贷款增速下降 7 个百分点至 5%, 自筹资金增速稳定。我们认为定金及预收款和个人按揭的高增速难以持续, 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。9 月 11 日, 银保监会发言人肖远企表示“监管部门没有控制房地产企业贷款增量, 压降的是通过表外资金, 违规绕道“输血”房地产的资产”。在规范融资的大背景下, 随着 8 月底降准及 LPR 调整, 预期后续高信用、企业自身筹款能力强的优质房企有望受益。

图 15: 房地产开发资金来源累计同比



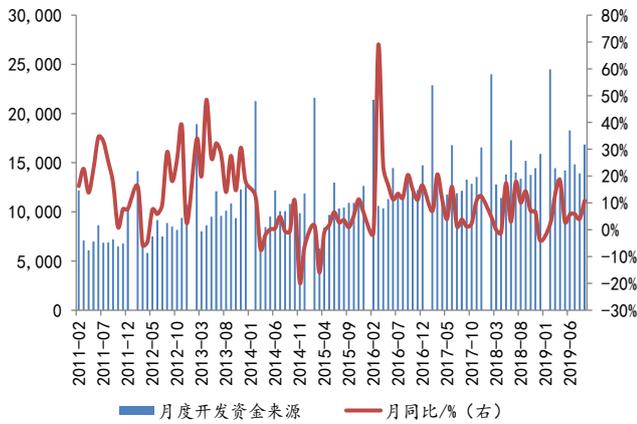
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 16: 主要开发资金来源累计占比



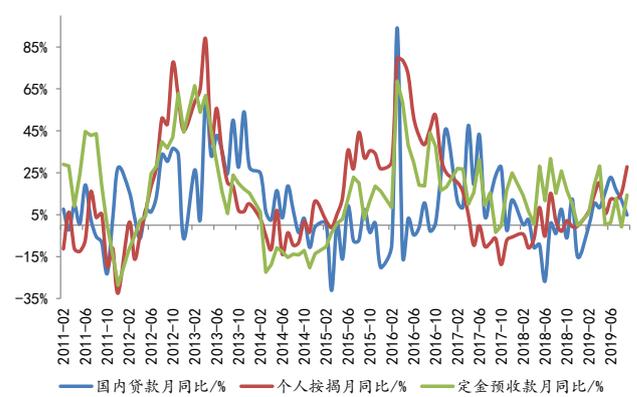
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 17: 单月开发资金来源/亿元



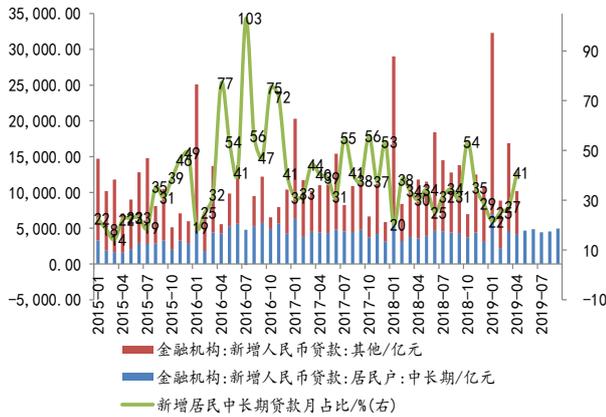
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 国内贷款、个人按揭及定金预收款单月同比



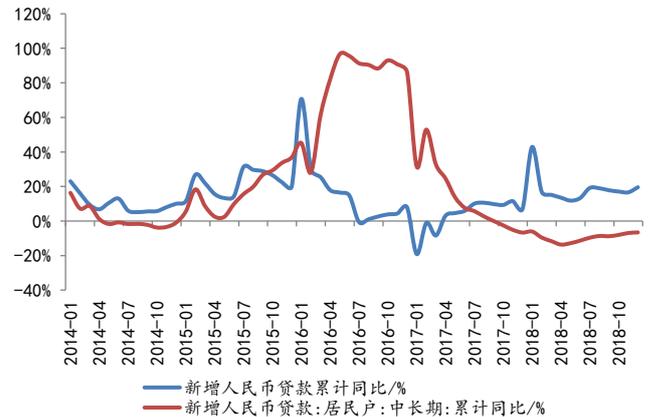
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19: 月新增人民币贷款及居民中长期贷款情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 20: 新增人民币贷款及居民中长期贷款累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

销售韧性较强，土地市场回暖但结构分化，开工及施工下行趋势未变，竣工持续修复，投资具有韧性。预计后续随基数走低，销售增速仍将持续回升。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，随着 8 月底的宏观流动性宽松及 9 月份融资政策边际宽松，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%。

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。尤其在当前流动性边际宽松的环境中，自身筹资能力强信用高的优质房企能够大幅度受益。我们推荐业绩确定性高，资源优势明显，市占率有较大提升空间的招商蛇口（001979），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: 土地购置面积及购置费累计同比	4
图 9: 月土地购置面积及同比	4
图 10: 房屋施工面积累计同比	5
图 11: 房屋新开工面积累计同比	5
图 12: 月房屋新开工及同比	5
图 13: 地产投资累计同比	6
图 14: 月度地产投资及同比	6
图 15: 房地产开发资金来源累计同比	6
图 16: 主要开发资金来源累计占比	6
图 17: 单月开发资金来源/亿元	7
图 18: 国内贷款、个人按揭及定金预收款单月同比	7
图 19: 月新增人民币贷款及居民中长期贷款情况	7
图 20: 新增人民币贷款及居民中长期贷款累计同比	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