证券研究报告—动态报告/行业快评

房地产开发Ⅲ

统计局5月房地产数据点评

超配

2020年06月16日

“填坑”而非反转

证券分析师：任鹤 010-88005315 renhe@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040006
证券分析师：王粤雷 0755-81981019 wangyuelei@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001

事项：

统计局公布1-5月房地产投资和销售数据，主要数据继续修复。商品房销售额46269亿元，同比-10.6%，销售面积48703万平方米，同比-12.3%。房地产开发投资45920亿元，同比-0.3%，房屋新开工面积69533万平方米，同比-12.8%，竣工面积23687万平方米，同比-11.3%。

评论：

■ **销售：并非小周期上行的开始**

2020年1-5月，商品房销售额46269亿元，同比-10.6%，销售面积48703万平方米，同比-12.3%。房地产开发投资45920亿元，同比-0.3%，房屋新开工面积69533万平方米，同比-12.8%。

延续我们之前的判断，19年和20年的销售来自于供给推动，因而去化率持续下行。反过来，销售去化率也是决定房企开工决策的核心变量。从短周期看，当前销售仍处下行周期，后续政策的方向和力度将在很大程度上决定销售和开工。**如果政策维持当前的基调，预计全年销售额和销售面积均有10%左右的降幅，新开工受未开发土地存量和积极推盘的影响，有望与上年持平，但很难实现正增长**。

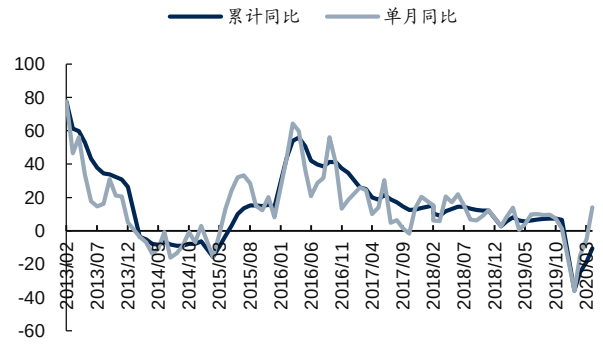
从数据看，4月和5月销售的确明显好转，但我们认为**销售的回暖并不改变销售下行周期的方向**：

首先，在不考虑疫情的情况下，销售本已处在下行周期。虽然2019年商品房销售增速仍然为正，但从宏观数据和微观反馈上看，上年去化率有所下行，**销售增加主要有供给增加驱动**。房价增速由2018年的10.9%降低至2019年的6.6%，本年一季度进一步下降至1.6%，新开工去化率（当年期房销售面积/当年新开工面积*0.8）由2017年的91%降低至2019年的77%。整体上看，19年需求相对供给并未明显回暖，库存也重新开始累积。

其次，若需求端政策不发生扭转，疫情并不能改变周期下行的趋势。反观本年前四个月的销售情况，疫情使2月份和3月上旬的销售大受影响，相当于在“下坡路”上砸出一个“深坑”。其后随着疫情趋于稳定，售楼部重新开放、销售活动恢复正常，前期需求开始释放，形成一个“填坑”的过程，——我们认为这是4月和5月销售回暖的成因。但如果需求端政策环境不发生改变，“填坑”完成后，面对的仍然是销售的“下坡”。

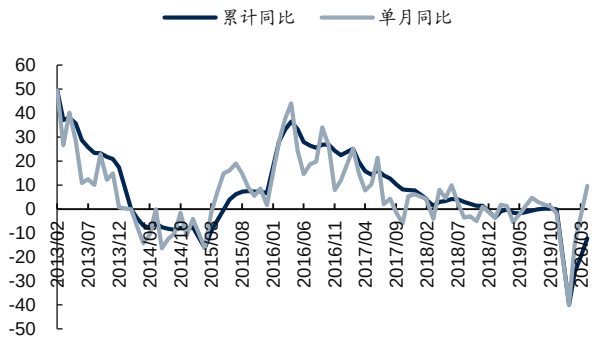
当然，**我们不排除6月份销售继续回暖的可能，特别是随着开发商推盘力度的增加，供给驱动成交将继续演绎**。但相对销售额，我们认为**去化率更能体现市场的供求关系**，去化率较低时，开发商回款下降，对未来市场的预期也会更加悲观，进而影响拿地和投资行为。

图 1：商品房销售额同比增速（单位： %）



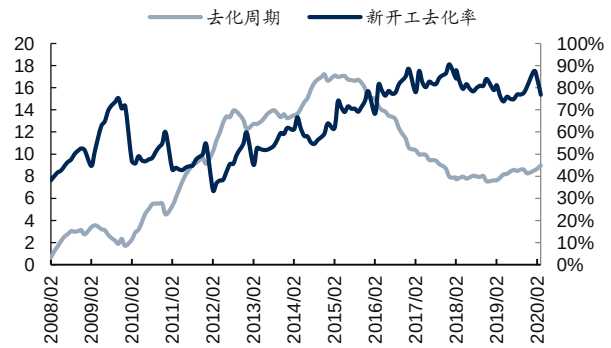
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 2：商品房销售面积同比增速（单位： %）



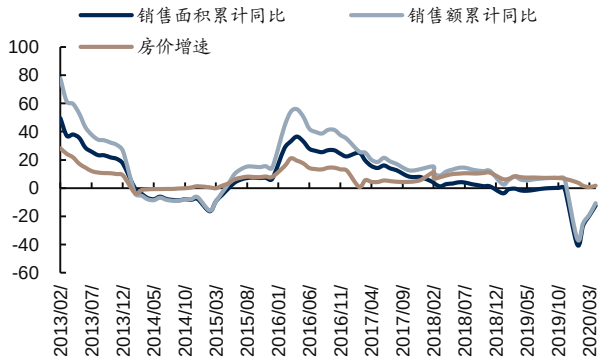
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 3：新开去化延续回落趋势（单位：月）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 4：房价增速延续低位（单位： %）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

■ **投资：土地购置在前，建安投资在后，预计全年+7%**

2020 年 1-5 月，房地产开发投资 45920 亿元，同比-0.3%。其中，住宅投资 33765 亿元，同比-2.8%。从上月建安投资和土地购置费两项关键分项来看，5 月开发投资增速回升主要在于**土地购置费拉动**。由于土地购置费在建安投资中的占比较低，且本年土地市场大幅回暖的可能性不大，我们认为开发投资将由**土地购置费拉动，逐渐转向建安投资拉动**。

土地购置费方面，由于开发商的拿地受到土地市场、商品房市场和金融市场的共同影响，土地购置费本身的变数较大。**我们基于两个逻辑判断土地购置费增速预计在 0 左右**：一是中周期角度，行业处于库存积累周期，行业的土地需求对销售下行的敏感度相对低，即使商品房市场有所回落，开发商的拿地动机也不会明显下降；二是从土地款分期支付考虑，上年 100 城土地成交总价（住宅类）为 3.4 万亿，同比增长 26%，地方土地出让金 6.5 万亿，同比增长 11.4%，由于土地款分期支付，本年土地购置费增速大幅下降的空间不大。

建安工程投资方面，从一般房地产项目的投资过程分析，施工投资的高峰发生在竣工前的 1 到 1.5 年，则今明两年竣工的确定性必然带来施工投资的相对高增。加之竣工主要对应房企的交房义务，并不会受到销售下行的直接影响，结合上年施工投资增速看，**我们认为本年施工投资增速有望维持在 10%左右**。

展望全年，**我们坚持不能仅从融资或销售等变量出发来做线性外推，而应基于加库存周期和短期错位来综合判断**。

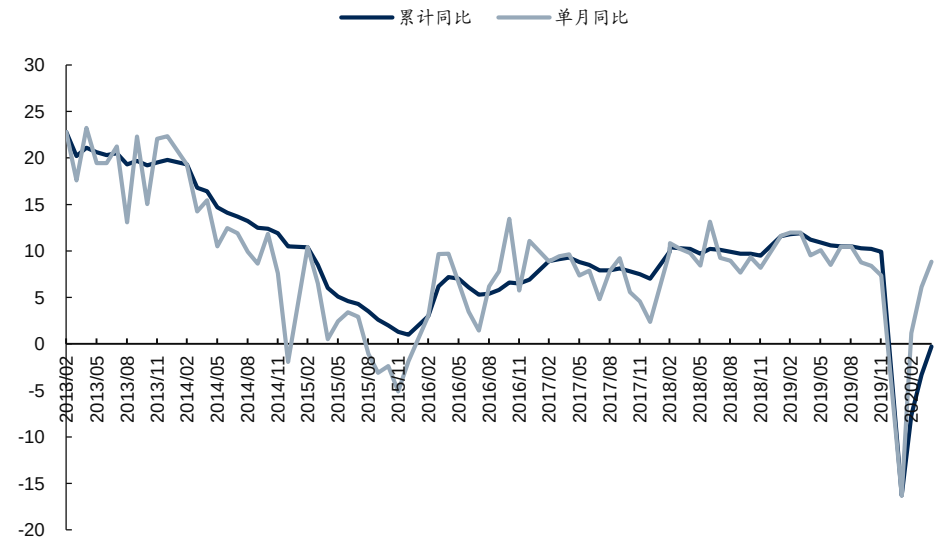
我们预计 20 年建筑工程投资增速为 10%，土地购置费增速为 0，则 20 年房地产开发投资增速约 7.2%。中期来看，加库存过程有望持续抬升建安投资增速中枢，因此未来 3 到 5 年，开发投资失速的概率也是比较低的。

表 1：2020 年房地产开发投资测算（单位：亿元）

项目	金额：19A	占比：19A	增速：19A	占比：19E	增速：20E	金额：20E
土地购置费	41675	31.50%	14.50%	29.40%	0.00%	41675
建筑工程投资	75248	56.90%	11.80%	59.50%	12.00%	84278
安装工程投资	6714	5.10%	-22.60%	4.70%	0.00%	6714
其他	8557	6.50%	9.00%	6.30%	5.00%	8985
房地产开发投资	132194	100.00%	9.90%	100.00%	7.20%	141652

资料来源:国家统计局，国信证券经济研究所测算

图 5：房地产开发投资增速（单位：%）



资料来源:国家统计局，国信证券经济研究所整理

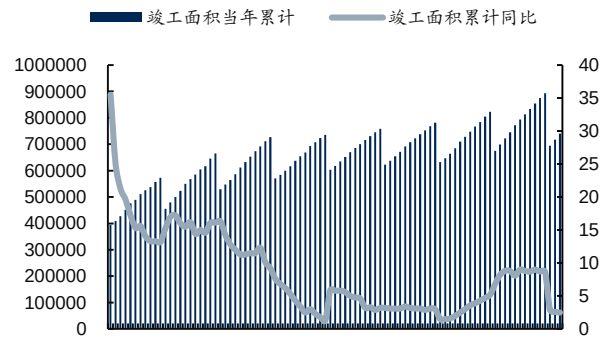
■ 竣工：单月增速年内首次回正，修复趋势不变，预计全年+5%以上

2020 年 1-5 月，房屋竣工面积 23687 万平方米，同比-11.3%。其中，住宅竣工面积 16776 万平方米，同比-10.9%。竣工增速延续修复，单月增速为 6.2%，年内首次回正。我们延续竣工增速持续修复的判断，未来 1.3 年左右都将维持上修趋势，理由有二:

第一，竣工是房企生产过程的最后环节，也是受到合同义务约束最强的环节，受到房地产市场的影响也最小。由于 15 年至 17 年期房销售面积占比均在 75%以上，18 年以来达到 80%到 85%，因此今明两年竣工主要对应期房交房。那么于房企而言，竣工更多是一种期房销售后的履约义务，受市场影响最小。疫情虽然可被认定为不可抗力，延长履约期限，但并不改变竣工的方向;

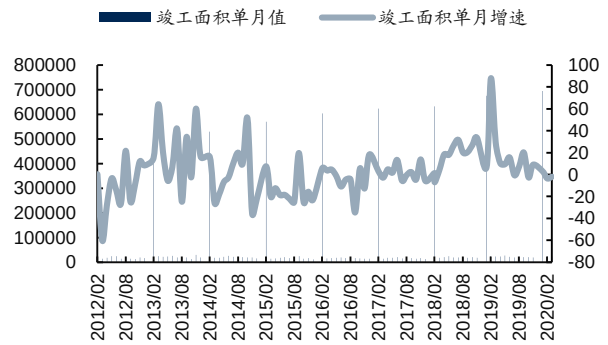
第二，19 年施工投资增速持续上行，对应多数项目进入施工高峰，竣工面积增速修复大势所趋：根据一般的项目开发流程，施工计划往往根据竣工日期进行倒排，而施工投资又往往在项目的后半段强度较大，施工投资可看做竣工最为精确的先导指标。从较高的施工投资增速看，竣工面积增速修复是趋势性的。

图 6：房屋竣工面积累计值及增速（单位：万平方米，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 7：房屋竣工面积单月值及增速（单位：万平方米，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：当前就是布局良机，看好三季度需求端的“实质”放松

相对收益角度，等待三季度的“共振”：由于一季度**购房需求**和开发商**推盘需求**的双重释放，二季度可能是今年销售最好的时段，相对的，可能也是政策基调最不友好的时候。但随着“填坑”过程接近尾声，地产销售仍然会回到下行周期的“渐近线”上，并进而减轻政策压力，“三稳”诉求下预计三季度有望看到需求端的“实质”放松，而这将导致调控政策和货币政策的“共振”，为地产股带来明显相对收益。

绝对收益角度，悲观估值下的业绩驱动：当前地产股估值水平几乎处于近 10 年最低水平，市场已经将行业空间有限、政策延续“房住不炒”等利空因素充分 pricein，加之较高的股息率，估值进一步下降的概率和空间都不大。16-19 销售高峰积累了大量业绩，随着竣工上修、交房结算，20/21 两年业绩确定性增长，这将驱动板块实现绝对收益。

重点推荐：金地集团、保利地产、华夏幸福、中南建设、阳光城、蓝光发展、荣盛发展。

■ 风险提示

1、疫情影响超预期；2、部分房企回款不佳；3、销售下行幅度超预期。

相关研究报告:

《统计局 4 月房地产数据点评：主要数据延续修复，销售不宜过度乐观》 ——2020-05-16
《重点城市房地产销售跟踪分析（09 年第 11 周）：销售畅旺，回暖持续》 ——2009-03-17
《重点城市房地产销售跟踪分析（09 年第 10 周）：销量保持畅旺态势》 ——2009-03-09
《十五城市房地产销售跟踪分析（2.23-3.1）：回暖仍在持续》 ——2009-03-04
《十五城市房地产销售跟踪分析（2.16-2.22）：销量持续上扬，回暖迹象明显》 ——2009-02-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032