

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

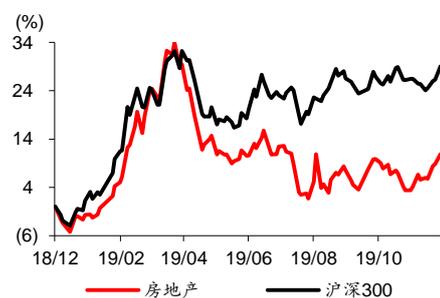
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

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

相关研究

- 1《房地产:行业周报(第五十周)》2019.12
- 2《房地产:融资表态有所变化,关注逆周期调节空间》2019.12
- 3《房地产:平稳健康就是最好的小确幸》2019.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

销售平稳拿地回落,投资开工稳中有降

2019年1-11月房地产行业数据点评

核心观点

11月销售面积增速有所回落,但依然保持正增长,连续5月正增长下销售面积累计增速进一步扩大,预计全年平稳收官。开工、拿地、投资等增速都有所回落,全年平稳发展目标基本落地,但考虑到明年销售和拿地预期都会回落,我们预计新开工、投资等增速都会平稳下滑。

开发投资延续下行,基数效应下新开工11月增速大幅波动

11月开发投资增速延续小幅下行,我们预计施工投资保持韧性,土地购置费增速下行。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,新开工虽然连续两个月小幅下行,但依然保持2亿平左右的规模,为施工投资提供支撑。11月新开工增速大幅波动主要因为去年10月基数低、11月基数高。同时2016年行业销售高峰正在逐渐兑现为竣工,进一步强化施工韧性。土地投资方面,我们预计房地产供给侧融资端管控将进入常态化,对于房企的再投资意愿仍将产生较大影响。土地购置费在滞后效应下大概率将持续下滑,带动开发投资增速收窄。

销售累计增速小幅扩大,供需双向支撑韧性

11月销售面积增速有所回落,但依然保持正增长,连续5个月正增长下销售面积累计增速进一步扩大。我们认为销售韧性主要源于:第一,融资端收紧强化回款诉求,供给维持力度;第二,流动性趋于宽松,1-11月个人按揭贷款增速回正,贷款利率有望随5年期LPR下调重启下行通道;第三,棚改支撑延迟效应下,三四线城市下行趋势缓于预期;第四,供给侧改革更加需要需求端的平稳,因城施策和稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制下,四季度市场降温后区域购房政策改善明显增多。总体来看,我们预计今年销售将会平稳收官。

到位资金保持平稳,加速回款对冲融资收紧

11月房地产开发到位资金累计增速基本保持平稳,房企依然通过加速库存变现和资金回笼,对冲融资收紧对资金链的负面影响。四季度以来开发贷发放节奏有所放缓,导致10、11月国内贷款同比均出现下滑,且下滑幅度逐渐扩大,累计增速已连续回落3个月。而在销售韧性支撑下,定金及预收款累计增速提升0.6个百分点,连续3个月提升;个人按揭贷款累计增速此前已连续5个月提升,11月受年末额度紧张影响,累计增速放缓0.2个百分点。

四季度边际改善进行时,把握地产股配置良辰吉时

四季度以来宏观流动性、中央房地产表述、行业需求端政策均出现边际改善。龙头房企销售、拿地、融资集中度2019年全面提升,头部优势正在进一步凸显,同时今年以来公募基金地产股持仓比重连续三个季度下滑,我们认为当前地产股的低估值、业绩增长稳定性以及较高的股息率都能构筑良好的配置机会。重点推荐:1、融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企:万科A、金地集团等;2、成长型房企:中南建设、华发股份等;3、存量资产核心品种:大悦城、招商积余、新大正等。

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

开发投资延续下行，基数效应下11月新开工增速大幅波动

11月开发投资增速延续小幅下行，我们预计施工投资保持韧性，土地购置费增速下行。

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，新开工虽然连续两个月小幅下行，但依然保持2亿平左右的规模，继续为施工投资提供支撑。11月新开工增速大幅波动主要因为去年10月基数低、11月基数高。同时2016年行业销售高峰正在逐渐兑现为竣工，竣工增速自今年5月以来持续改善，进一步强化施工韧性。

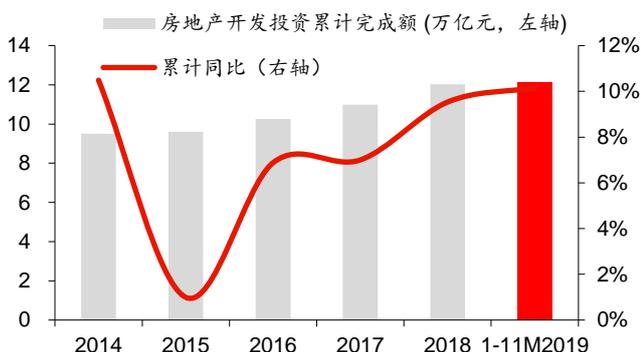
土地投资方面，11月统计局口径土地购置面积、土地成交价款增速双双转负，百城土地数据无论是成交面积还是溢价率都较为低迷。我们预计房地产供给侧融资端管控将进入常态化，对于房企的再投资意愿仍将产生较大影响。土地购置费在滞后效应下大概率将持续下滑，带动开发投资增速收窄。

开发投资增速延续小幅下行

2019年1-11月全国房地产开发投资累计完成额为12.13万亿元，累计同比增长10.16%，增速较1-10月下降0.2个百分点；其中住宅开发投资累计完成额为8.92万亿元，累计同比增长14.4%，增速较1-10月下降0.2个百分点。

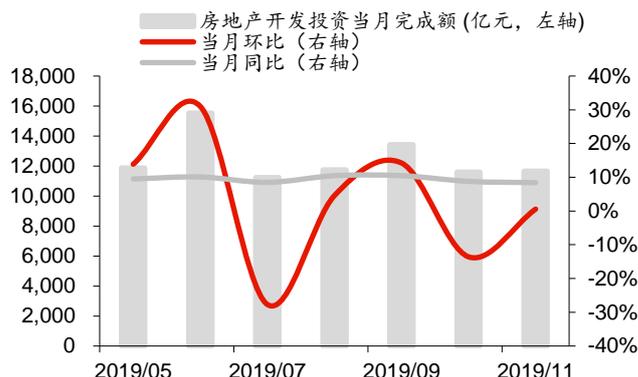
2019年11月全国房地产开发投资完成额为1.17万亿元，环比增长0.57%，同比增长8.40%。11月全国住宅开发投资完成额为0.86万亿元，环比增长0.53%，同比增长11.87%。

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完成额当月值



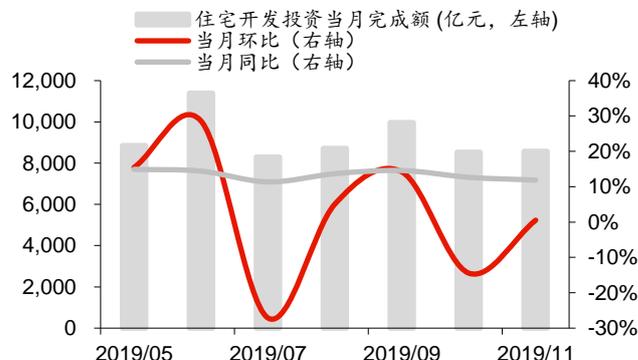
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

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：全国住宅开发投资完成额当月值



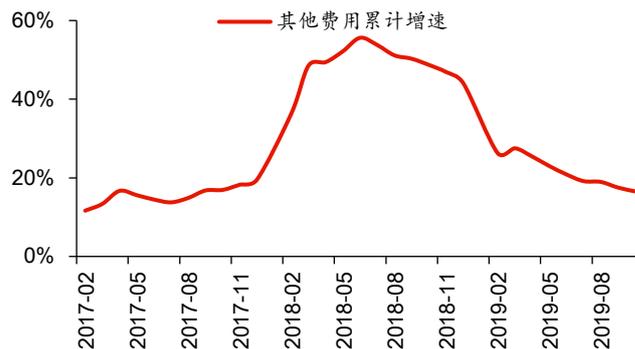
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表5: 施工投资累计增速



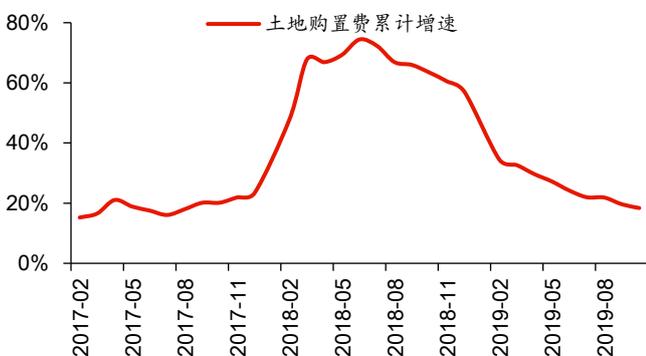
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表6: 其他费用累计增速



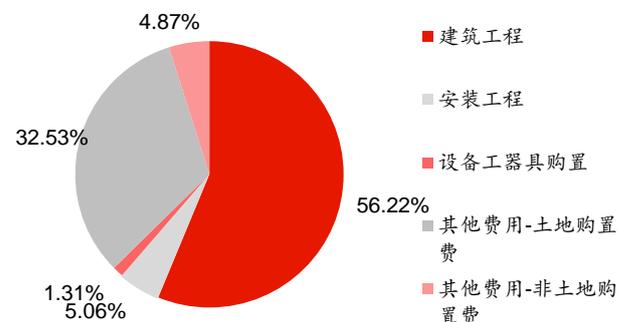
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

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1-10月全国房地产开发投资细分占比



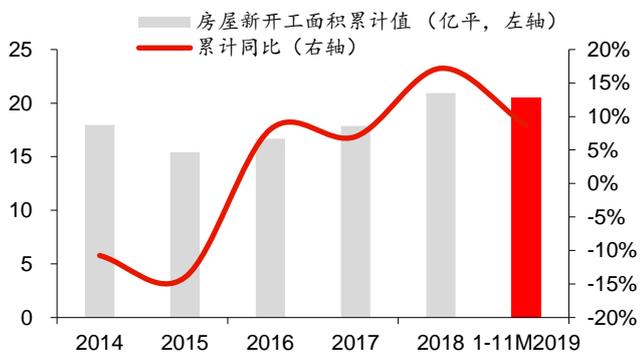
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

基数效应下新开工增速收窄, 竣工增速持续改善

2019年1-11月全国房屋新开工面积为20.52亿平, 累计同比增长8.60%, 增速较1-10月下降1.4个百分点。其中住宅新开工面积为15.14亿平, 累计同比增长9.32%, 增速较1-10月下降1.2个百分点。

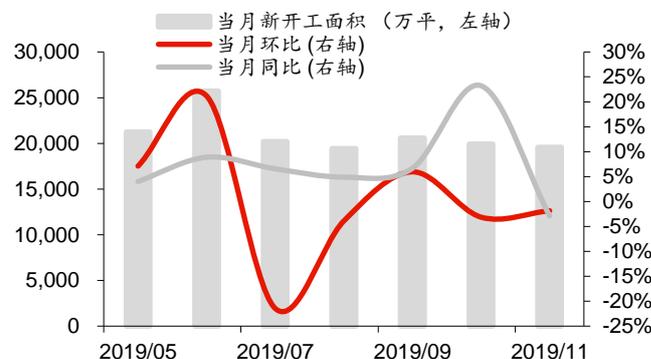
2019年11月全国房屋新开工面积为1.96亿平, 环比下降1.85%, 同比下降2.88%。11月全国住宅新开工面积为1.45亿平, 环比下降0.81%, 同比下降1.03%。

图表9: 全国房屋新开工面积累计值



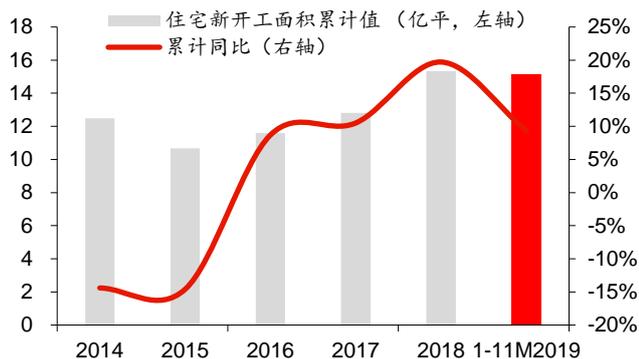
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表10: 全国房屋新开工面积当月值



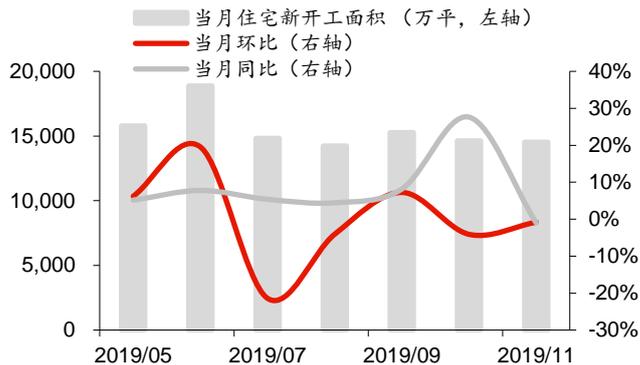
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

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

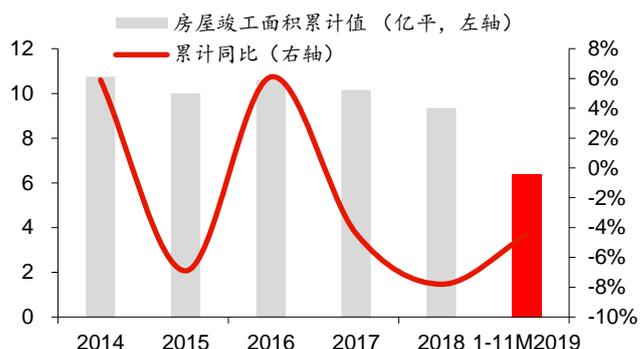
2019年1-11月全国房屋施工面积为87.48亿平, 同比增长8.70%, 增速较1-10月下降0.3个百分点。1-11月全国房屋竣工面积为6.38亿平, 同比下降4.50%, 降幅较1-10月收窄1.0个百分点。

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11月增速转负, 百城土地市场热度较低

2019年1-11月全国房地产开发企业土地购置面积为2.17亿平, 累计同比下降14.20%, 降幅较1-10月收窄2.1个百分点。1-11月土地成交价款为1.20万亿元, 累计同比下降13.00%, 降幅较1-10月收窄2.2个百分点。

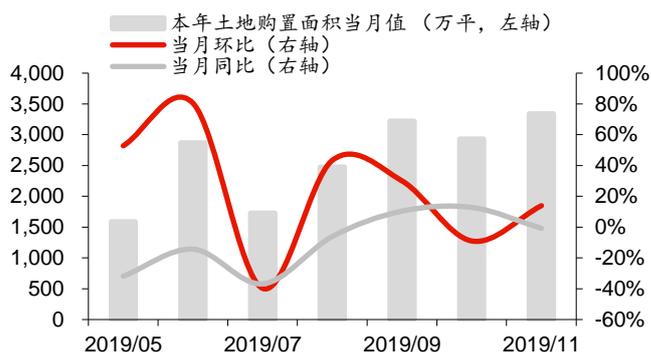
2019年11月土地购置面积为3337万平, 环比增长13.95%, 同比下降0.77%。11月土地成交价款为2038.83亿元, 环比上升17.49%, 同比下降0.61%。11月百城土地成交建面同比下滑15%, 总价同比上升5%, 住宅类土地溢价率为8.2%, 热度依然较低。

图表15: 全国房地产开发企业土地购置面积累计值



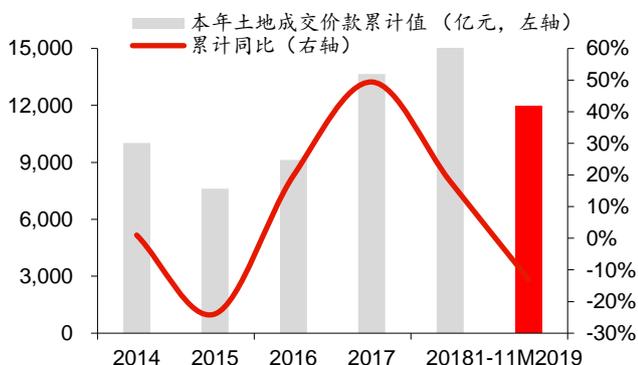
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表16: 全国房地产开发企业土地购置面积当月值



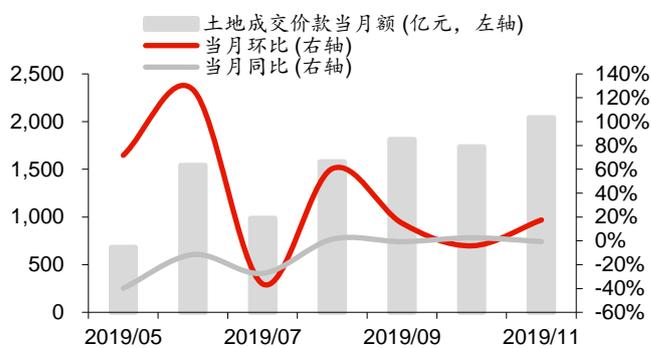
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表17: 全国房地产开发企业土地成交价款累计值



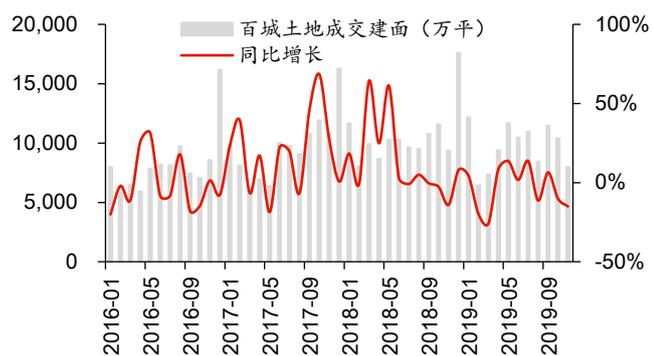
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表18: 全国房地产开发企业土地成交价款当月值



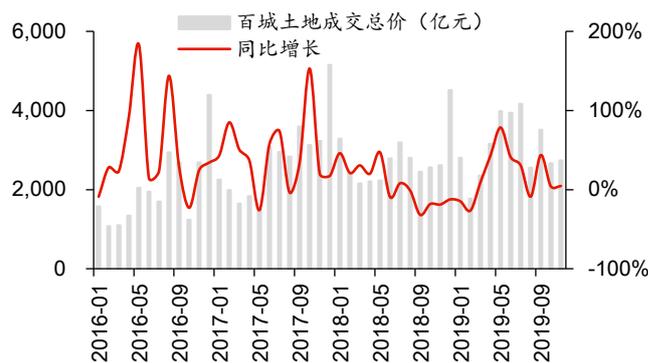
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表19: 百城土地成交建面和同比增速



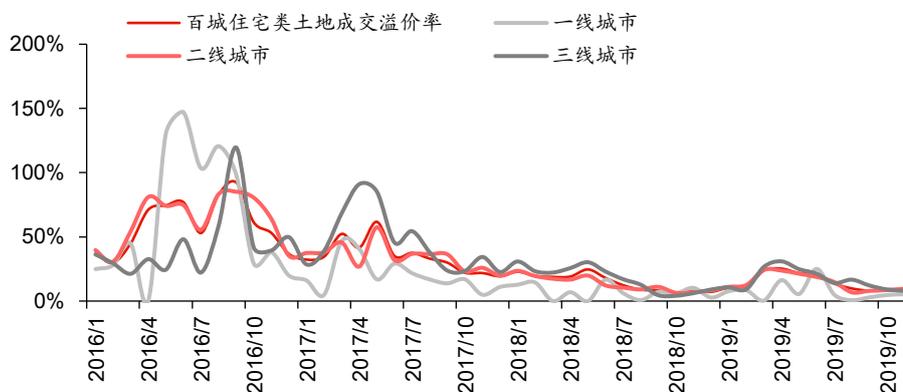
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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

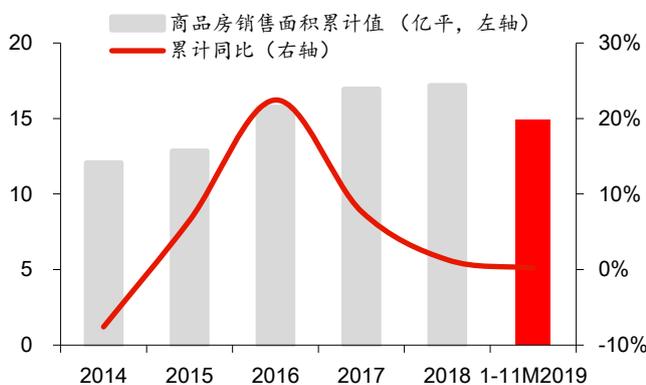
销售累计增速小幅扩大，供需双向支撑韧性

11月销售面积增速有所回落，但依然保持正增长，连续5个月正增长下销售面积累计增速进一步扩大。我们认为销售韧性主要源于：第一，融资端收紧强化回款诉求，供给维持力度；第二，流动性趋于宽松，个人按揭贷款增速回正；第三，棚改支撑延迟效应下（指棚改资金下发到居民用款购房的进程具备一定时滞），三四线城市下行趋势缓于预期；第四，供给侧改革更加需要需求端的平稳，因城施策和稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制下，四季度市场降温后区域购房政策改善明显增多。总体来看，我们预计今年销售将会平稳收官。

2019年1-11月全国商品房销售面积为14.89亿平，累计同比上升0.20%，增速较1-10月上升0.1个百分点；其中，商品住宅销售面积为13.08亿平，累计同比增长1.62%，增速较1-10月上升0.2个百分点。

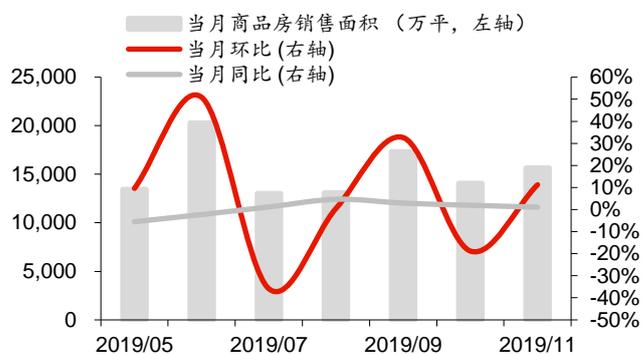
2019年11月全国商品房销售面积为1.57亿平，环比增长11.24%，同比增长1.08%；其中，商品住宅销售面积为1.37亿平，环比增长9.53%，同比增长2.94%。

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



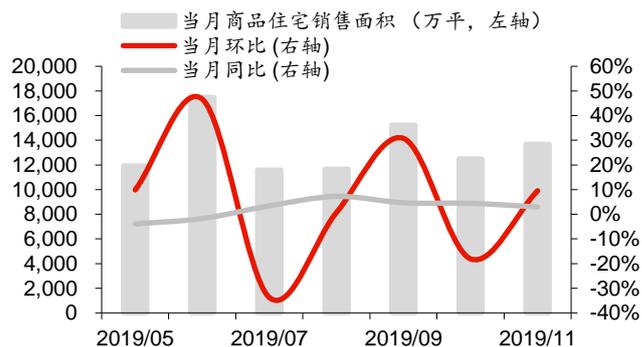
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

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

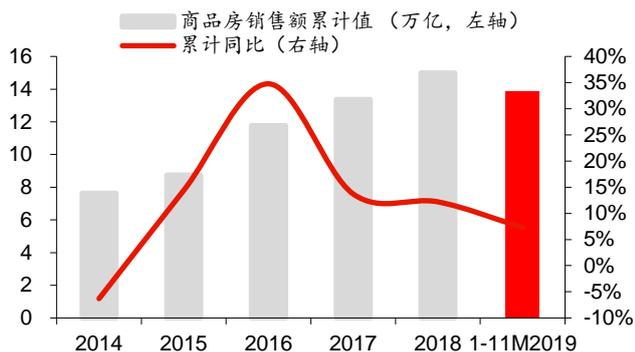


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

2019年1-11月全国商品房销售金额为13.90万亿元，累计同比增长7.30%，增速较1-10月持平；其中，商品住宅销售金额为12.17万亿元，累计同比增长10.70%，增速较1-10月下降0.1个百分点。

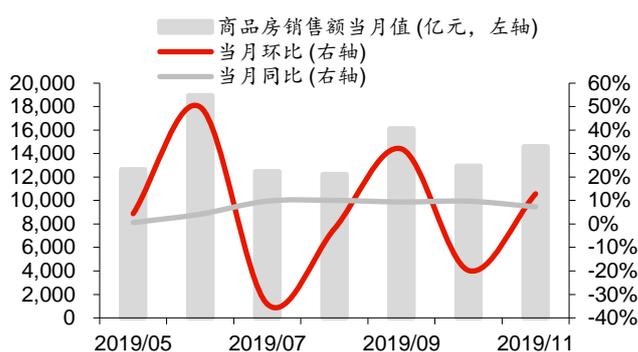
2019年11月全国商品房销售金额为1.46万亿元，环比增长12.86%，同比增长7.31%；其中，商品住宅销售金额为1.28万亿元，环比增长11.41%，同比增长10.06%。

图表26: 全国商品房销售金额累计值



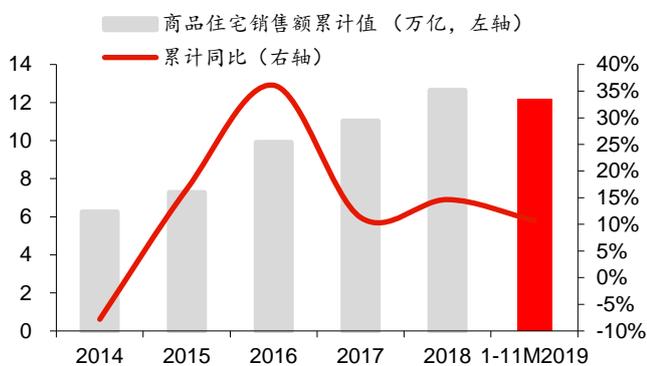
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表27: 全国商品房销售金额当月值



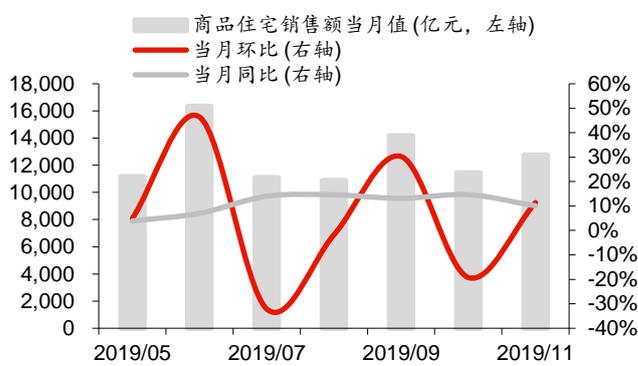
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

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

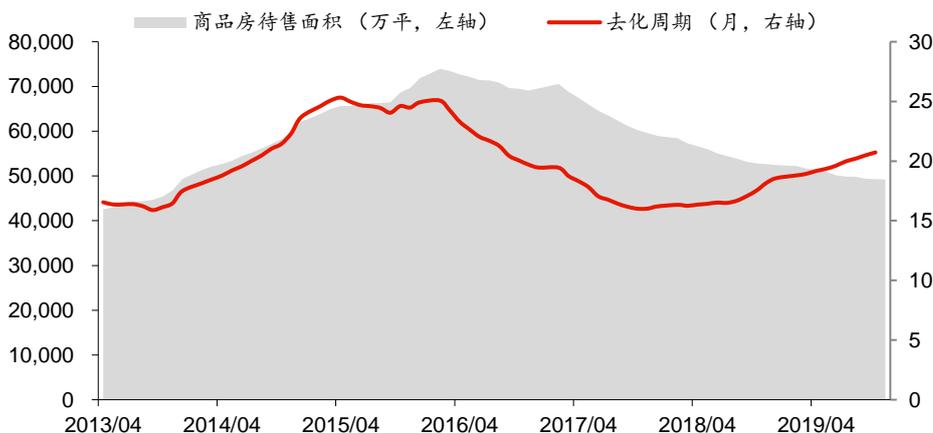
图表29: 全国商品住宅销售金额当月值



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 11 月末全国商品房待售面积 4.92 亿平, 较 10 月末减少 102 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

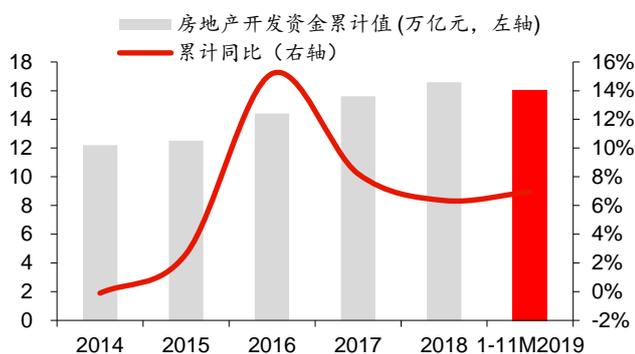
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

到位资金保持平稳，加速回款对冲融资收紧

11月房地产开发到位资金累计增速基本保持平稳，房企依然通过加速库存变现和资金回笼，对冲融资收紧对资金链的负面影响。四季度以来开发贷发放节奏有所放缓，导致10、11月国内贷款同比均出现下滑，且下滑幅度逐渐扩大，累计增速已连续回落3个月。而在销售韧性支撑下，定金及预收款累计增速提升0.6个百分点，连续3个月提升；个人按揭贷款累计增速此前已连续5个月提升，11月受年末额度紧张影响，累计增速放缓0.2个百分点。

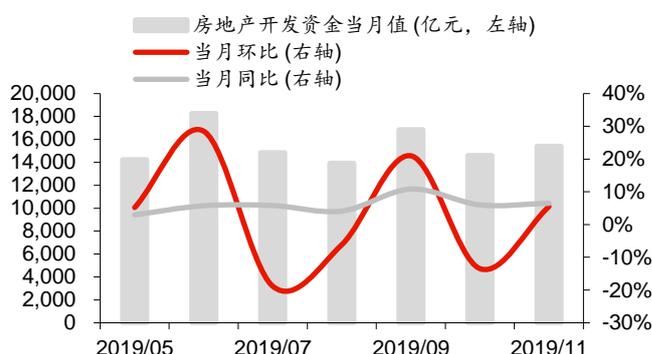
2019年1-11月房地产开发企业到位资金为16.05万亿元，同比增长6.97%，增速较1-10月下降0.04个百分点。2019年11月到位资金为1.54万亿元，环比增长5.49%，同比增长6.51%。

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

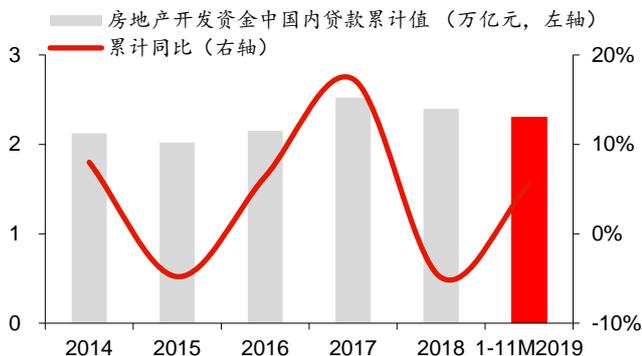


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

拆分到位资金的主要构成：

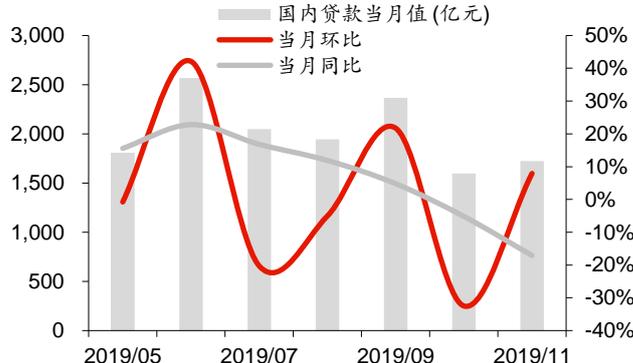
2019年1-11月房地产开发企业到位资金中，国内贷款为2.3万亿元，累计同比增长5.50%，增速较1-10月下降2.4个百分点。2019年11月国内贷款为1725.21亿元，环比增长7.93%，同比下降17.09%。

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

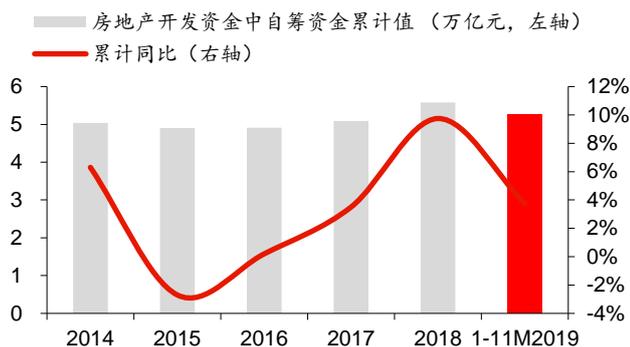
图表34：房地产开发到位资金中国内贷款当月值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

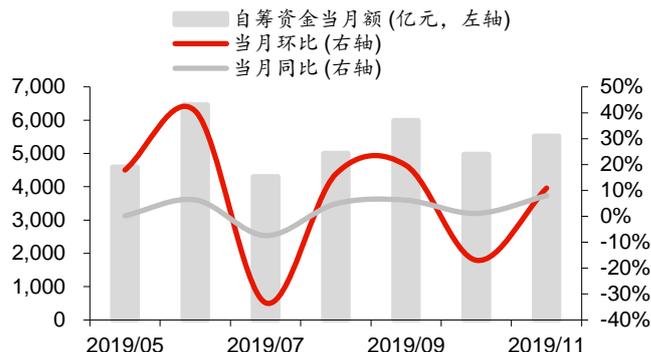
2019年1-11月房地产开发企业到位资金中，自筹资金为5.25万亿元，累计同比增长3.74%，增速较1-10月增长0.5个百分点。2019年11月自筹资金为5514.70亿元，环比增长10.90%，同比增长8.00%。

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

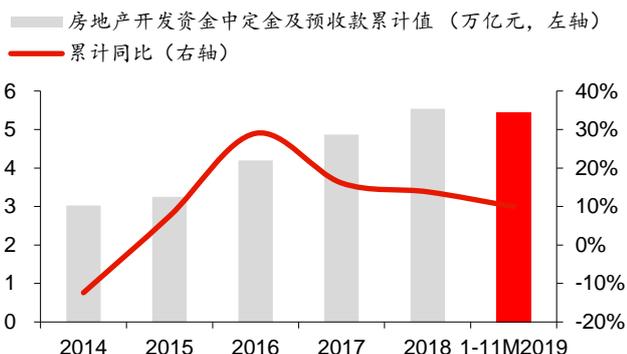
图表36: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

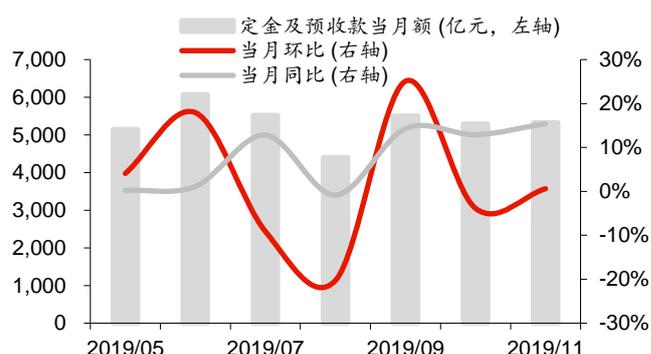
2019年1-11月房地产开发企业到位资金中, 定金及预收款为5.45万亿元, 累计同比增长9.95%, 增速较1-10月上升0.6个百分点。2019年11月定金及预收款为5318.58亿元, 环比增长0.60%, 同比增长15.41%。

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

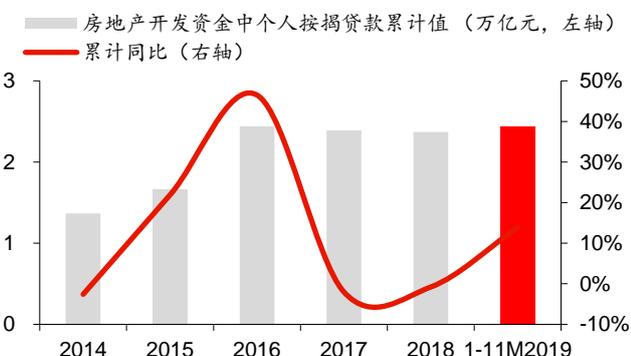
图表38: 房地产开发到位资金中定金及预收款当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

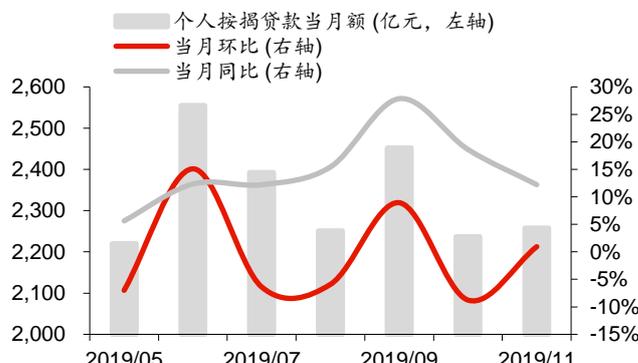
2019年1-11月房地产开发企业到位资金中, 个人按揭贷款累计值为2.44万亿元, 累计同比增长13.90%, 增速较1-10月下降0.2个百分点。2019年11月个人按揭贷款为2257.90亿元, 环比增长0.94%, 同比增长12.22%。

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

四季度边际改善进行时，把握地产股配置良辰吉时

11 月销售面积增速有所回落，但依然保持正增长，连续 5 月正增长下销售面积累计增速进一步扩大，预计全年平稳收官。开工、拿地、投资等增速都有所回落，全年平稳发展目标基本落地，但考虑到明年销售和拿地预期都会回落，我们预计新开工、投资等增速都会平稳下滑。

四季度以来宏观流动性、中央房地产表述、行业需求端政策均出现边际改善。龙头房企销售、拿地、融资集中度 2019 年全面提升，头部优势正在进一步凸显，同时今年以来公募基金地产股持仓比重连续三个季度下滑，我们认为当前地产股的低估值、业绩增长稳定性以及较高的股息率都能构筑良好的配置机会。重点推荐：1、融资渠道更为通畅、直接融资依赖度较低的房企：万科 A、金地集团等；2、成长型房企：中南建设、华发股份等；3、存量资产核心品种：大悦城、招商积余、新大正等。

风险提示

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

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、新开工、投资增速低于我们的预测值。

部分房企经营风险：房地产行业融资端政策难以放松，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。

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