

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

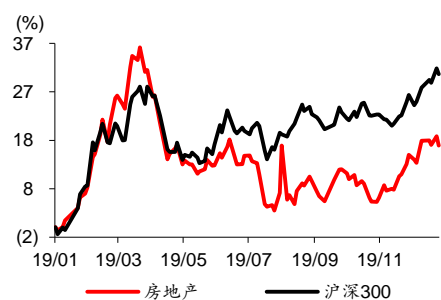
相关研究

1 《中南建设(000961 SZ,买入): 业绩如期释放, 尽显高增长成色》2020.01

2 《房地产: 防范金融化获成效, 首提授信集中度》2020.01

3 《房地产: 行业周报 (第二周)》2020.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 2019年平稳收官, 竣工终回正增长

## 2019年12月房地产行业数据点评及10年回顾

### 核心观点

2019全年销售保持韧性, 但边际向下趋势愈发明显, 12月房企集中补库存, 拿地有所回升, 但展望2020年, 我们预计新开工、拿地、投资增速都有将平稳回落。未来在“稳”预期下需要关注逆周期调节空间, 我们预计2020年“因城施策”及流动性边际改善对冲增多。此外, 竣工面积自2017年以来终于回归正增长, 我们预计2020年正增长趋势将延续, 也将带来后周期产业链相关机遇。

### 开发投资超预期收官, 增速升至近5年新高

2019年房地产开发投资超预期收官, 同比增速相比2018年提升0.39个百分点, 过去10年复合增速达13.7%。2019年同比增速回升至近5年新高, 符合我们年初前高后低的趋势判断, 我们认为整体增速超预期的核心因素依然在于土地购置费韧性和施工投资反弹对开发投资的支撑维持较强的持续性。但2019年12月开发投资同比增速调整有所加快, 或源于土地购置费滞后确认效应的弱化。我们认为2019年全年土地成交价款的负增长强化2020年土地购置费的调整压力, 同时拿地基数预计制约2020年施工投资的反弹空间。我们维持2020年开发投资同比增速回落至5.9%的判断。

### 销售金额再创历史新高, 逆周期调节仍可期待

2019年全国商品房销售依然超出市场预期, 成交金额接近16万亿, 再创历史新高。2019年12月当月同比增速边际向下趋势愈发明显, 一方面源于市场景气度回落, 另一方面不排除头部房企在完成全年目标的情况下基于2020年销售预期的不确定性提前储备销售存余。2019年四季度以来因城施策全面扩散, 12月全国首套房、二套房平均贷款利率近半年来首次下调, 同时居民中长期贷款年末放量(12月同比增长57%), 2020年流动性和调控边际宽松对需求的呵护依然值得期待。

### 到位资金增速修复, 销售回款对冲融资收紧

2019年末房地产开发到位资金加速修复, 全年销售回款占开发到位资金的比重创有数据统计以来新高, 有效对冲融资收紧。过去5年到位资金同比增速波动收窄, 调控精确度逐年提升。我们认为地产领域的融资调控将慢慢由短期窗口指导和行政干预向“宏观审慎”以及“长效机制”过渡, 其中“宏观审慎”追求动态平稳, 在土地市场、杠杆等过快上行时政策会收紧, 回落和优化时政策也会改善; “长效机制”可能包括: 数据监测系统、精细化管理、落实责任、部分短期政策的逐步退出等。我们认为2019年以来部分地产融资层面过严的政策有望在2020年逐步退出, 融资环境趋于平稳。

### 继续看好2020年地产板块配置机遇

展望未来, 我们认为流动性仍将持续改善, 因城施策下需求端政策和房贷利率改善仍在进行, 融资端政策有望触底, 房地产板块低估值修复空间依然较大, 优质房企业绩增长稳定性以及高股息率将共同孕育2020年的投资机会。我们继续重点推荐: 1、融资通畅的龙头房企: 万科A、金地集团; 2、成长型房企: 中南建设、华发股份; 3、存量资产核心品种: 大悦城、招商积余、新大正。

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

## 正文目录

开发投资超预期收官，增速升至近 5 年新高.....	4
开发投资 2019：年末累计和当月增速继续下行.....	4
开发投资 10 年回顾：复合增速 13.7%，其他费用占比创新高.....	5
施工 2019：新开工累计增速放缓，竣工重回正增长.....	6
施工 10 年回顾：新开工创历史新高，竣工迎修复周期.....	7
土地成交 2019：降幅收窄，年末补库意愿提升.....	9
土地成交 10 年回顾：拿地规模回落，价格驱动成交价款增长.....	10
销售金额再创历史新高，逆周期调节仍可期待.....	13
商品房销售 2019：年末成交和均价增速双双放缓.....	13
商品房销售 10 年回顾：价格驱动明显，增速平稳回归.....	15
到位资金增速修复，销售回款对冲融资收紧.....	17
到位资金 2019：年末增速显著回升.....	17
到位资金 10 年回顾：增速波动收敛，融资调控精确度提升.....	19
继续看好 2020 年地产板块配置机遇.....	20
风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1：全国房地产开发投资累计完成额.....	4
图表 2：全国房地产开发投资完成额当月值.....	4
图表 3：全国住宅开发投资累计完成额.....	4
图表 4：全国住宅开发投资完成额当月值.....	4
图表 5：施工投资累计增速.....	5
图表 6：其他费用累计增速.....	5
图表 7：土地购置费累计增速.....	5
图表 8：2019 年 1-11 月全国房地产开发投资细分占比.....	5
图表 9：过去 10 年房地产开发投资完成额.....	5
图表 10：过去 10 年房地产开发投资各部分贡献.....	6
图表 11：全国房屋新开工面积累计值.....	6
图表 12：全国房屋新开工面积当月值.....	6
图表 13：全国住宅新开工面积累计值.....	7
图表 14：全国住宅新开工面积当月值.....	7
图表 15：全国房屋施工面积累计值.....	7
图表 16：全国房屋竣工面积累计值.....	7
图表 17：过去 10 年房地产新开工面积.....	8
图表 18：过去 10 年房地产施工面积.....	8
图表 19：过去 10 年房地产竣工面积.....	8
图表 20：过去 10 年房地产新开工竣工增速差.....	9

图表 21: 全国房地产开发企业土地购置面积累计值.....	9
图表 22: 全国房地产开发企业土地购置面积当月值.....	9
图表 23: 全国房地产开发企业土地成交价款累计值.....	10
图表 24: 全国房地产开发企业土地成交价款当月值.....	10
图表 25: 百城土地成交建面和同比增速.....	10
图表 26: 百城土地成交总价和同比增速.....	10
图表 27: 百城及各线城市住宅类土地成交溢价率.....	10
图表 28: 过去 10 年土地购置面积.....	11
图表 29: 过去 10 年土地成交价款.....	11
图表 30: 过去 10 年土地成交均价.....	11
图表 31: 过去 10 年 300 城土地成交总价.....	12
图表 32: 过去 10 年 300 城土地成交溢价率.....	12
图表 33: 过去 10 年百城土地流拍率.....	12
图表 34: 全国商品房销售面积累计值.....	13
图表 35: 全国商品房销售面积当月值.....	13
图表 36: 全国商品住宅销售面积累计值.....	13
图表 37: 全国商品住宅销售面积当月值.....	13
图表 38: 全国商品房销售金额累计值.....	14
图表 39: 全国商品房销售金额当月值.....	14
图表 40: 全国商品住宅销售金额累计值.....	14
图表 41: 全国商品住宅销售金额当月值.....	14
图表 42: 商品房待售面积及去化周期.....	15
图表 43: 过去 10 年全国商品房销售面积.....	15
图表 44: 过去 10 年全国商品房销售金额.....	15
图表 45: 过去 10 年全国商品房销售均价.....	16
图表 46: 全国商品房销售面积区域占比.....	16
图表 47: 全国商品房销售额区域占比.....	16
图表 48: 房地产开发企业到位资金累计值.....	17
图表 49: 房地产开发企业到位资金当月值.....	17
图表 50: 房地产开发到位资金中国内贷款累计值.....	17
图表 51: 房地产开发到位资金中国内贷款当月值.....	17
图表 52: 房地产开发到位资金中自筹资金累计值.....	18
图表 53: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值.....	18
图表 54: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值.....	18
图表 55: 房地产开发到位资金中定金及预收款当月值.....	18
图表 56: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值.....	19
图表 57: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值.....	19
图表 58: 过去 10 年房企到位资金.....	19

## 开发投资超预期收官，增速升至近5年新高

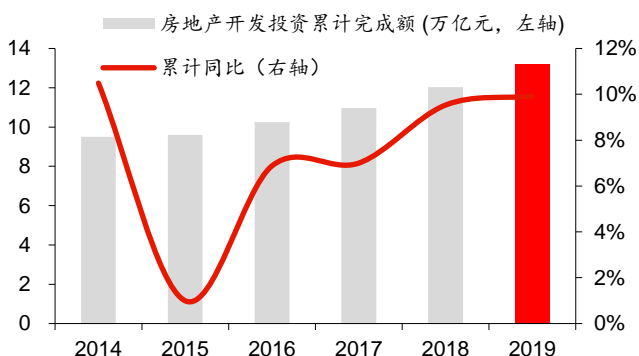
2019年房地产开发投资超预期收官，同比增速相比2018年提升0.39个百分点，过去10年复合增速达13.7%。2019年增速回升至近5年新高，符合我们年初前高后低的趋势判断，我们认为整体超预期的核心因素依然在于土地购置费韧性和施工投资反弹对开发投资的支撑维持较强的持续性。2019年12月开发投资增速调整有所加快，或源于土地购置费滞后确认效应的弱化。我们认为2019年全年土地成交价款(统计局口径)的负增长强化2020年土地购置费的调整压力，同时拿地基数预计进一步制约2020年施工投资的反弹空间。我们维持2020年开发投资同比增速回落至5.9%的判断。

## 开发投资2019：年末累计和当月增速继续下行

2019年1-12月全国房地产开发投资累计完成额为13.22万亿元，累计同比增长9.92%，增速较1-11月下降0.24个百分点，较2018年同期增长0.39个百分点；其中住宅开发投资累计完成额为9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速较1-11月下降0.5个百分点，较2018年同期增长0.5个百分点。

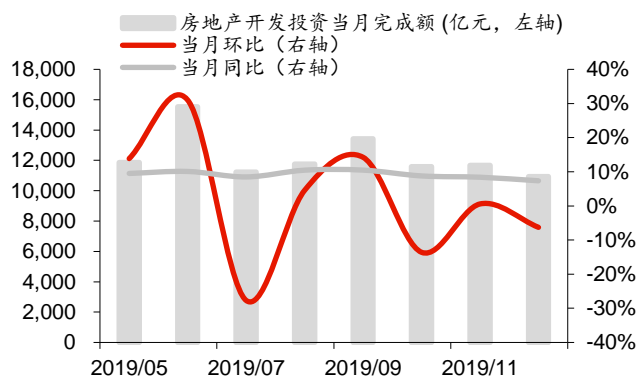
2019年12月全国房地产开发投资完成额为1.09万亿元，环比下降6.28%，同比增长7.35%。12月全国住宅开发投资完成额为0.78万亿元，环比下降8.49%，同比增长9.39%。

图表1：全国房地产开发投资累计完成额



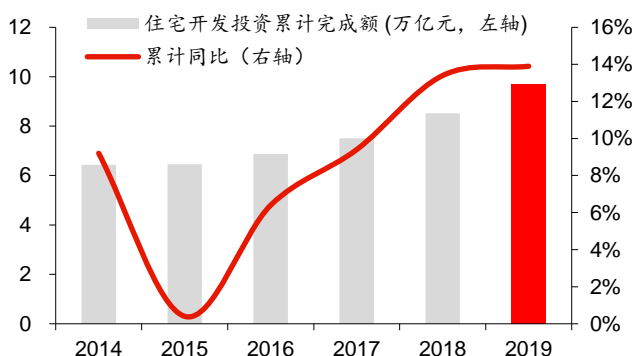
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：全国房地产开发投资完成额当月值



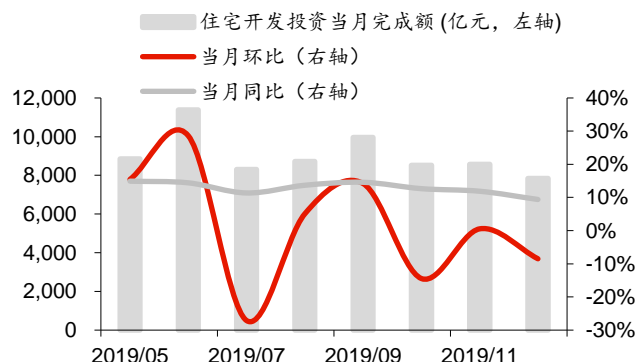
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表3：全国住宅开发投资累计完成额



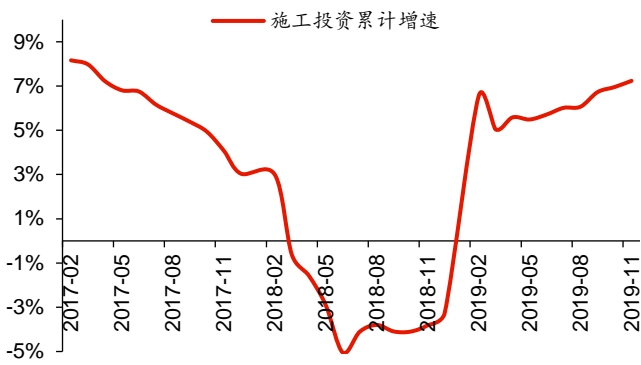
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表4：全国住宅开发投资完成额当月值



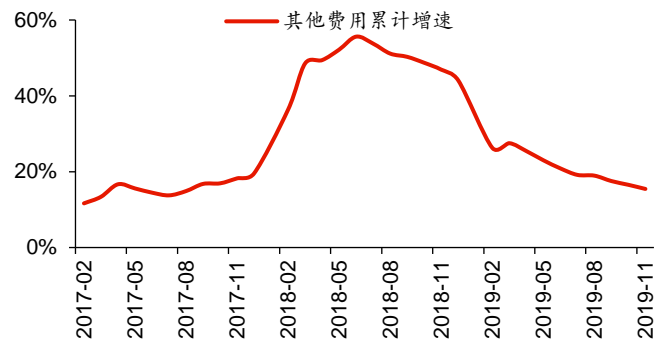
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表5: 施工投资累计增速**



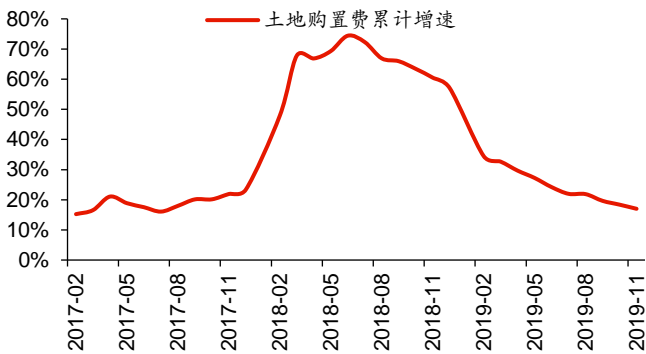
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表6: 其他费用累计增速**



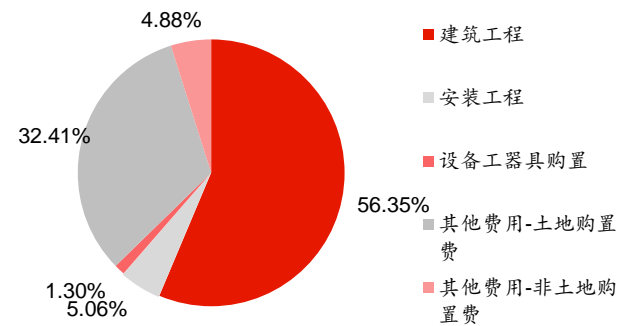
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**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1-11月全国房地产开发投资细分占比**

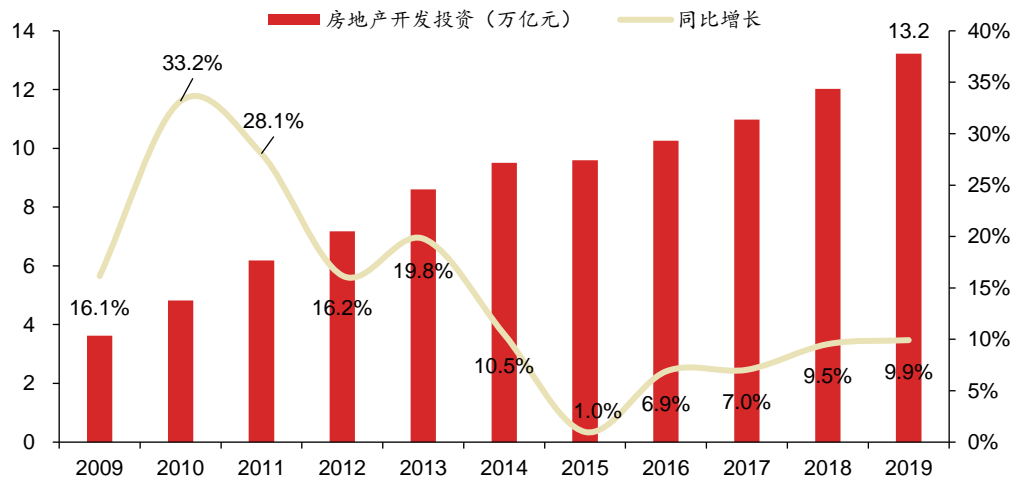


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**开发投资 10 年回顾: 复合增速 13.7%, 其他费用占比创新高**

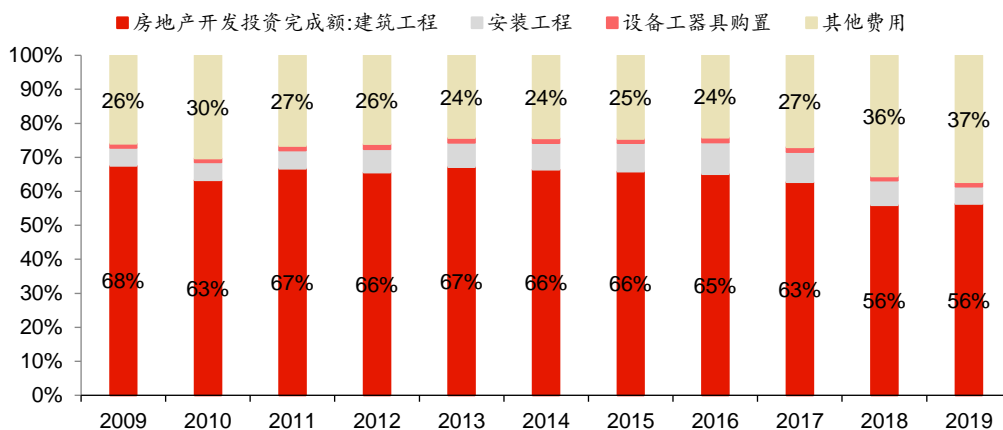
2010-2019 年房地产开发投资完成额复合增速高达 13.7%，2016 年以来同比增速持续攀升，2019 年达到近 5 年新高的 9.9%。其中 2010-2017 年期间其他费用（主要为土地购置费）占开发投资的比重维持 24%-30% 区间，2018、2019 年（截至 11 月）分别达到 36%、37%，对开发投资的贡献再创新高。

**图表9: 过去 10 年房地产开发投资完成额**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表10: 过去10年房地产开发投资各部分贡献



注: 2019年数据截至11月

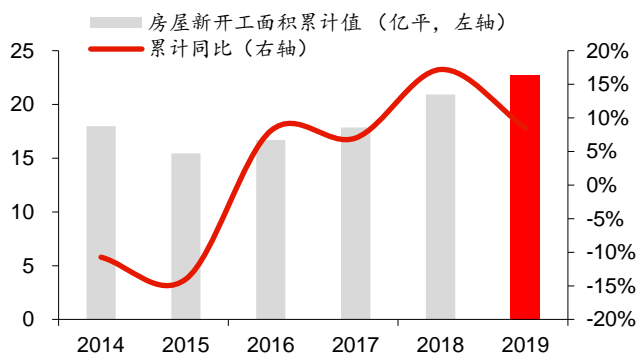
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

### 施工 2019: 新开工累计增速放缓, 竣工重回正增长

2019年1-12月全国房屋新开工面积为22.72亿平, 累计同比增长8.50%, 增速较1-11月下降0.1个百分点, 较2018年同期下降8.7个百分点。其中住宅新开工面积为16.75亿平, 累计同比增长9.20%, 增速较1-11月下降0.12个百分点, 较2018年同期下降10.52个百分点。

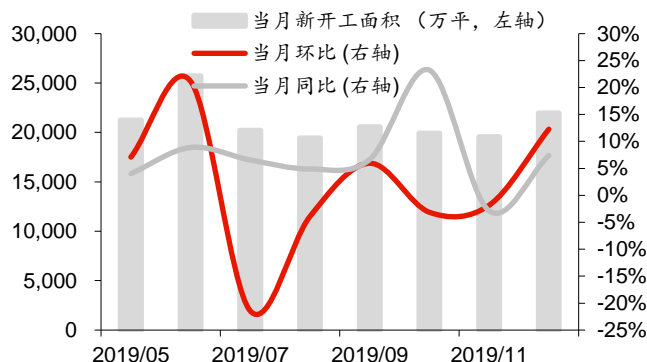
2019年12月全国房屋新开工面积为2.20亿平, 环比增长12.27%, 同比增长7.40%。12月全国住宅新开工面积为1.60亿平, 环比增长10.37%, 同比增长8.09%。

图表11: 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

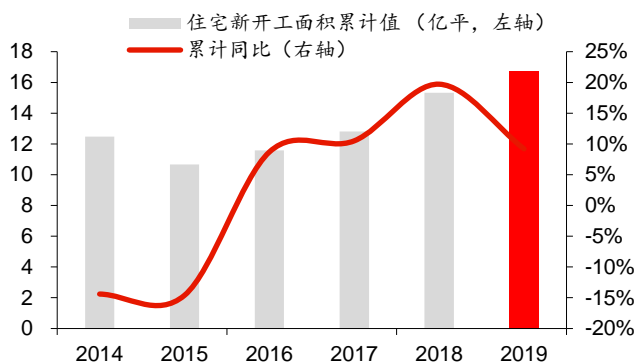
图表12: 全国房屋新开工面积当月值



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

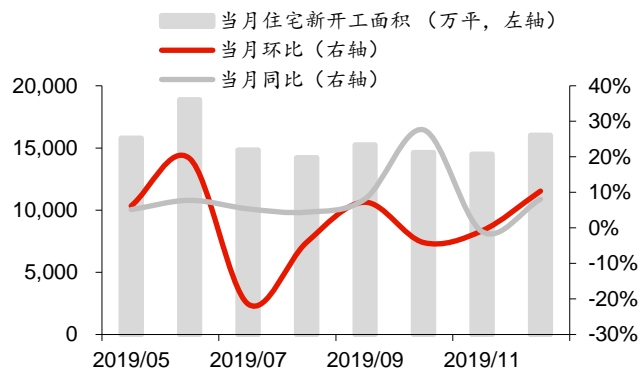


**图表13: 全国住宅新开工面积累计值**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

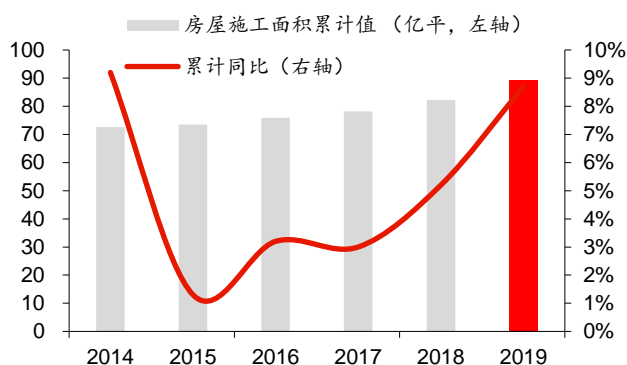
**图表14: 全国住宅新开工面积当月值**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

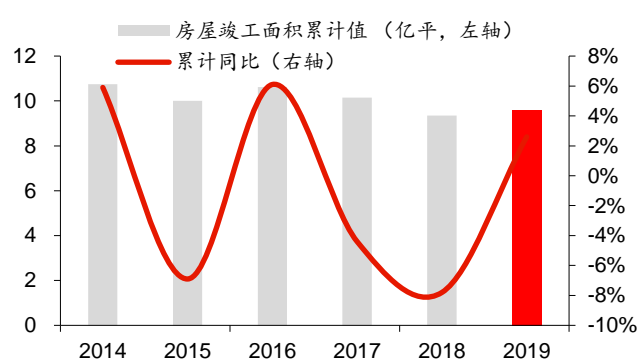
2019年1-12月全国房屋施工面积为89.38亿平,同比增长8.70%,增速与1-11月持平,较2018年同期上升3.5个百分点。1-12月全国房屋竣工面积为9.59亿平,同比增长2.60%,较1-11月上升7.1个百分点,较2018年同期上升10.4个百分点。

**图表15: 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16: 全国房屋竣工面积累计值**

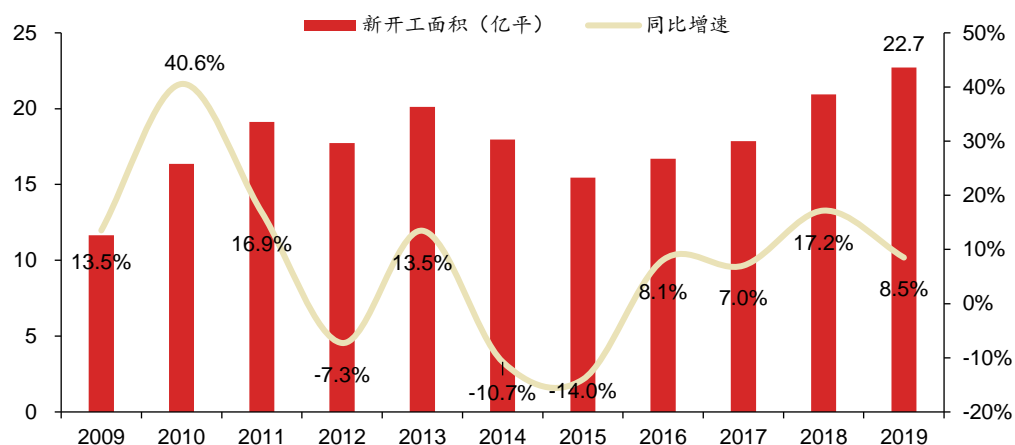


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**施工10年回顾: 新开工创历史新高, 竣工迎修复周期**

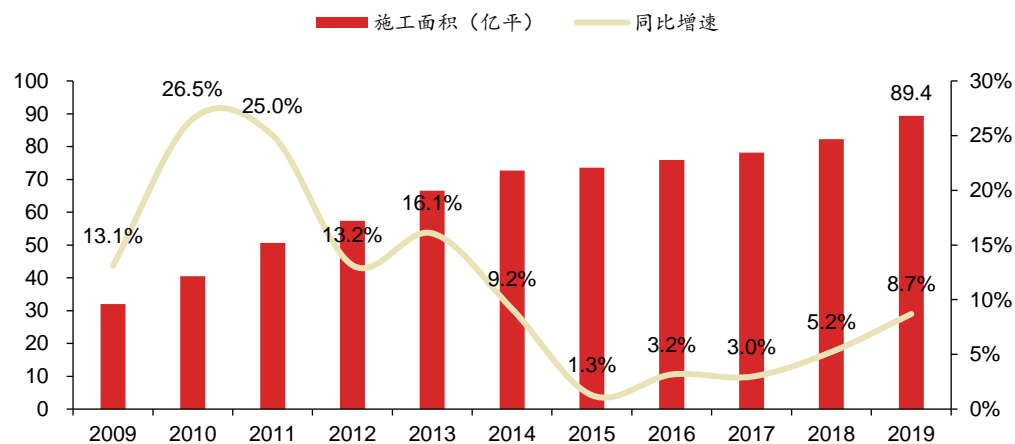
2010-2019年新开工面积复合增速6.9%,2016年以来连续4年实现同比正增长,且2018、2019年新开工面积绝对值连续创历史新高;2010-2019年施工面积复合增速10.8%,2015年以来总体同比增速平稳扩大,维持较强韧性;2010-2019年竣工面积复合增速2.8%,2019年同比增速近3年首次回正,且2016-2018年新开工、竣工同比增速差持续扩大,2019年显著收敛,竣工和新开工的缺口开始迎来修复。

图表17: 过去10年房地产新开工面积



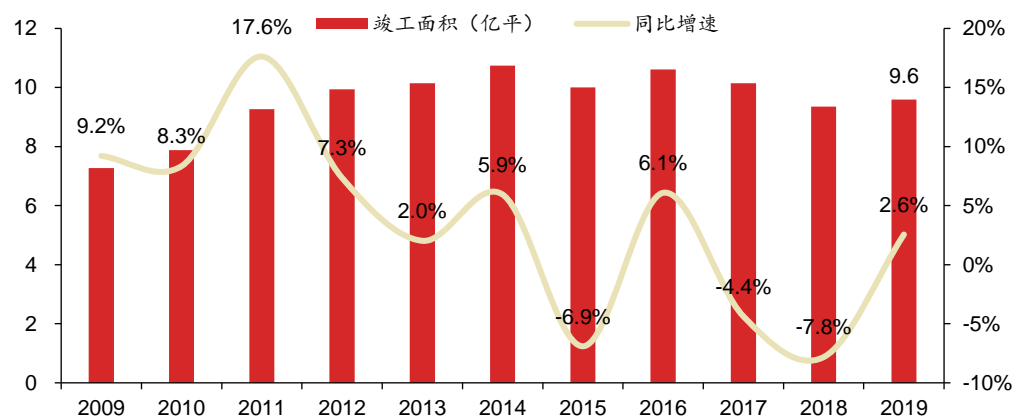
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表18: 过去10年房地产施工面积



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

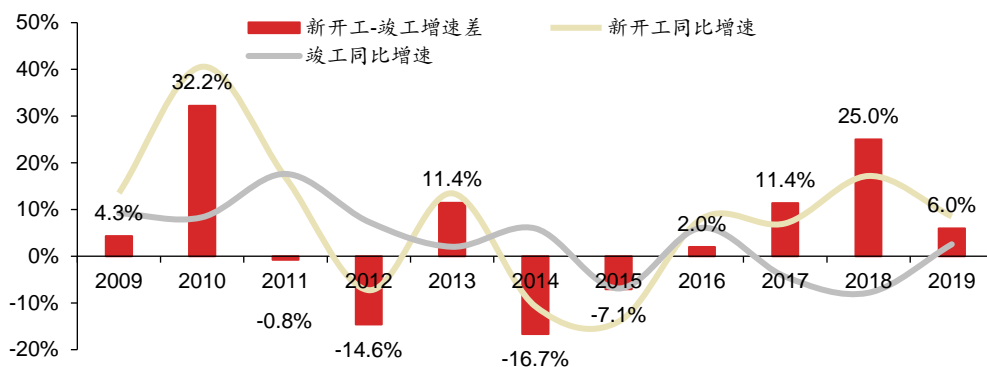
图表19: 过去10年房地产竣工面积



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所



**图表20：过去10年房地产新开工竣工增速差**



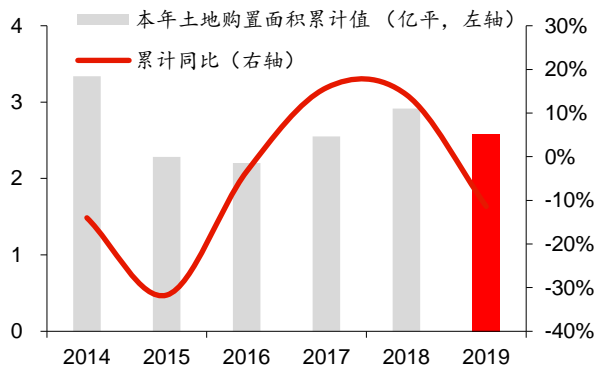
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

### 土地成交 2019：降幅收窄，年末补库意愿提升

2019年1-12月全国房地产开发企业土地购置面积为2.58亿平，累计同比下降11.40%，降幅较1-11月收窄2.8个百分点，同比增速较2018年降低25.6个百分点。1-12月土地成交价款为1.47万亿元，累计同比下降8.70%，降幅较1-11月收窄4.3个百分点，同比增速较2018年降低26.7个百分点。

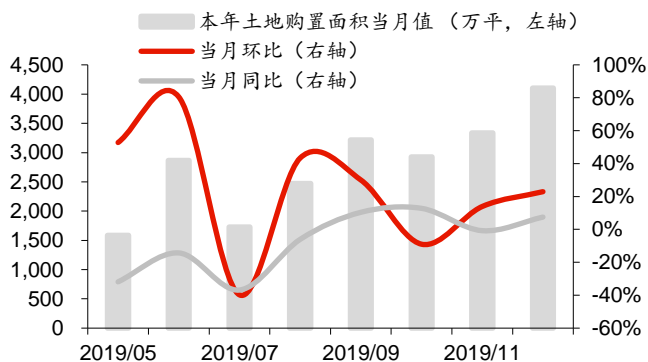
2019年12月土地购置面积为4102.33万平，环比增长22.94%，同比增长7.51%。12月土地成交价款为2748.63亿元，环比上升34.79%，同比上升16.67%。12月百城土地成交建面同比增长5%，总价同比上升20%，住宅类土地溢价率为8%，成交热度有所回升。

**图表21：全国房地产开发企业土地购置面积累计值**



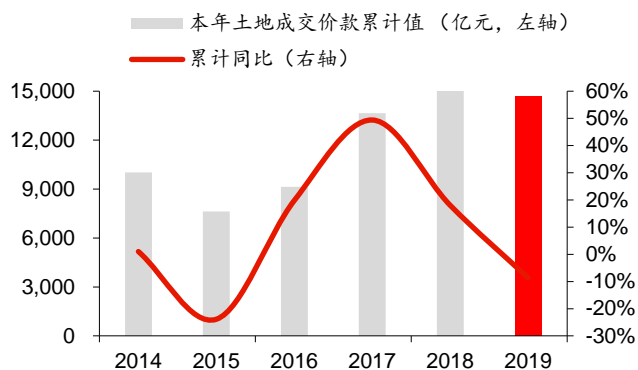
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表22：全国房地产开发企业土地购置面积当月值**



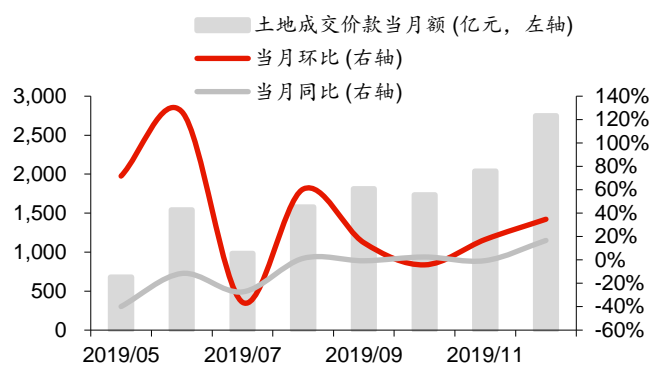
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表23: 全国房地产开发企业土地成交价款累计值**



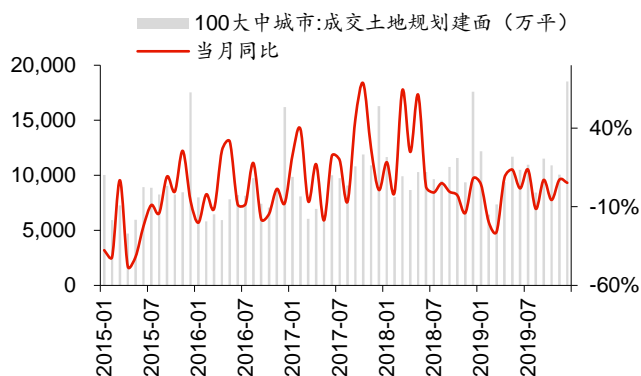
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表24: 全国房地产开发企业土地成交价款当月值**



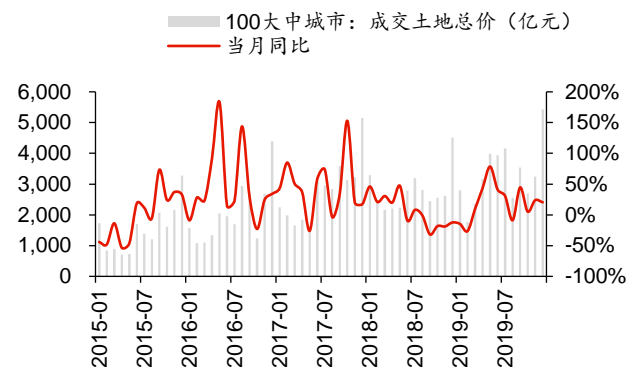
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表25: 百城土地成交建面和同比增速**



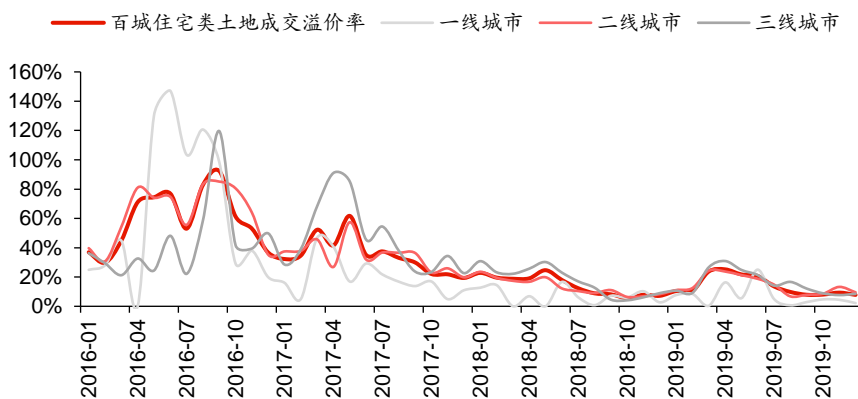
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表26: 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27: 百城及各线城市住宅类土地成交溢价率**

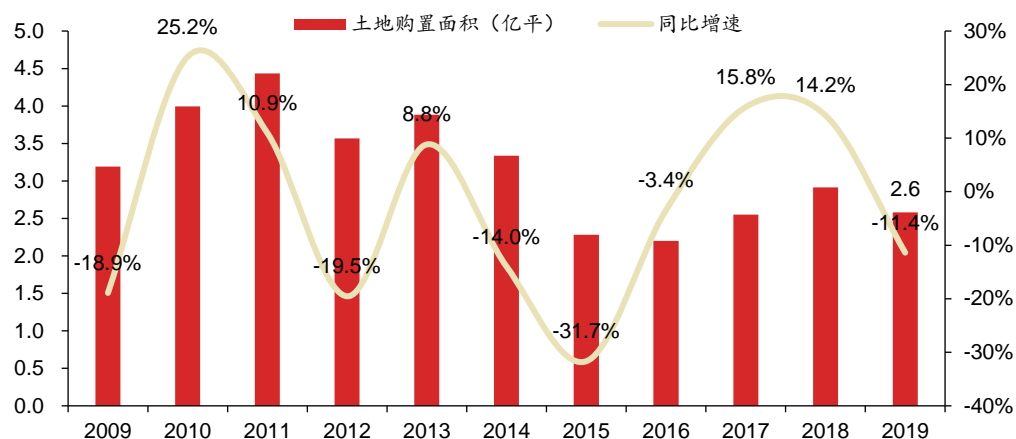


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**土地成交 10 年回顾: 拿地规模回落, 价格驱动成交价款增长**

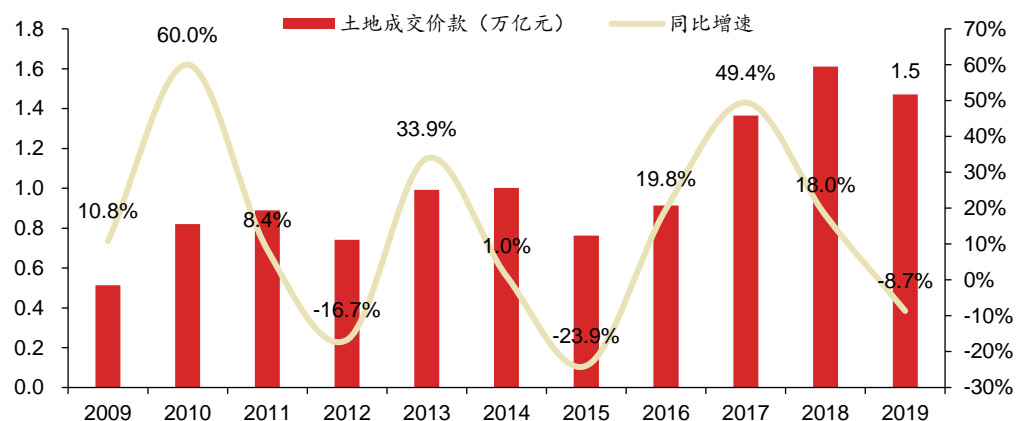
2010-2019 年全国土地购置面积复合增速-2.1%, 2015 年以来绝对值保持低位, 2019 年同比增速重新回落;2010-2019 年全国土地成交价款复合增速 11.1%, 成交均价复合增速 13.5%, 成交价款增长主要受价格驱动, 但 2018 年以来成交均价同比增速放缓至 3%。而重点城市表现相对更好, 300 城口径成交总价在 2019 年进一步回升, 同比增速达到 19.0%, 但是土地市场热度有所回落, 2019 年成交溢价率回落至 13.2%, 百城土地流拍率由 2017 年的 9.6% 升至 2019 年的 17.6%。

**图表28: 过去10年土地购置面积**



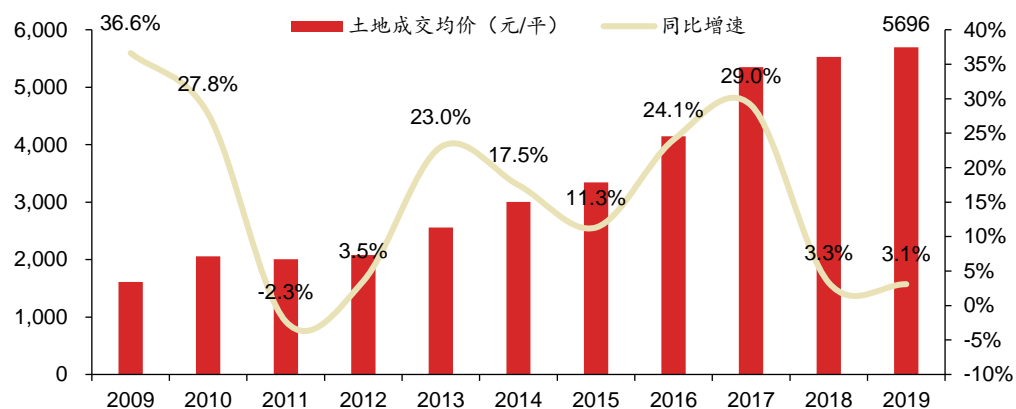
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表29: 过去10年土地成交价款**



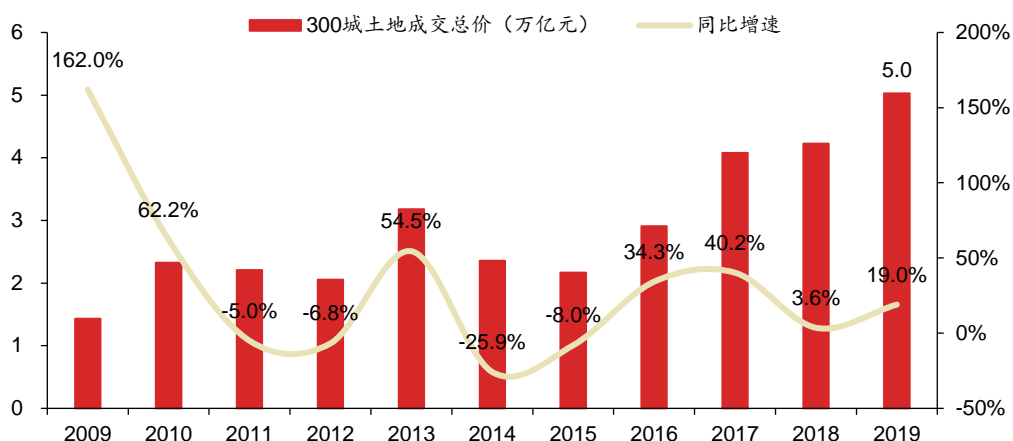
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表30: 过去10年土地成交均价**



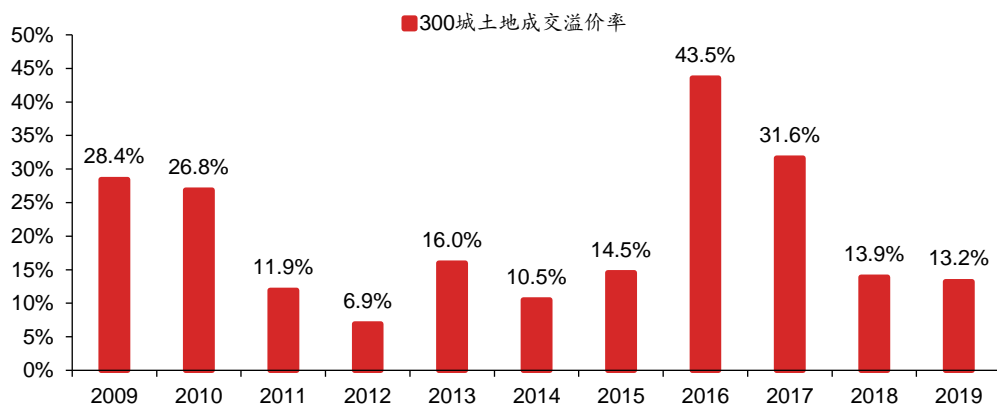
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表31：过去10年300城土地成交总价**



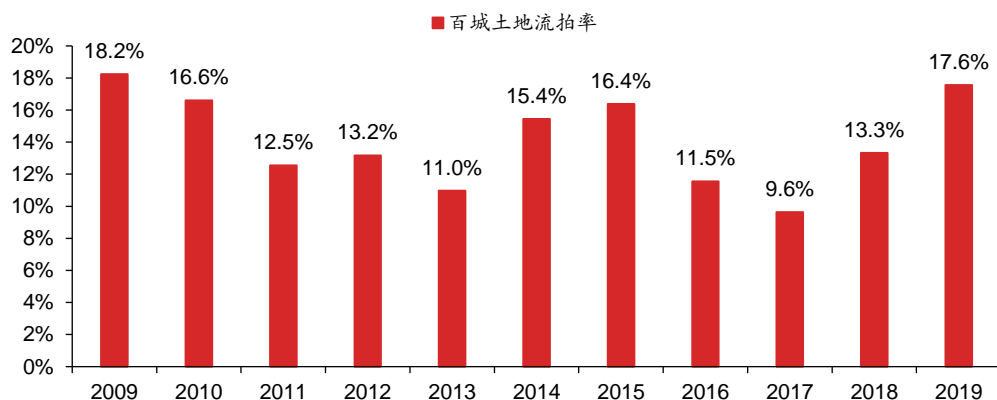
资料来源：中国指数研究院，华泰证券研究所

**图表32：过去10年300城土地成交溢价率**



资料来源：中国指数研究院，华泰证券研究所

**图表33：过去10年百城土地流拍率**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

## 销售金额再创历史新高，逆周期调节仍可期待

2019年全国商品房销售保持韧性，成交金额接近16万亿，再创历史新高。但从趋势来看，热度有所回落，2019年12月当月销售增速边际向下趋势愈发明显，一方面源于市场景气度回落，另一方面不排除头部房企在完成全年目标的情况下基于2020年销售预期的不确定性提前储备销售存余。2019年四季度以来因城施策全面扩散，12月全国首套房、二套房平均贷款利率近半年来首次下调，同时居民中长期贷款年末放量（12月同比增长57%），2020年流动性和调控边际宽松对需求的呵护依然值得期待。

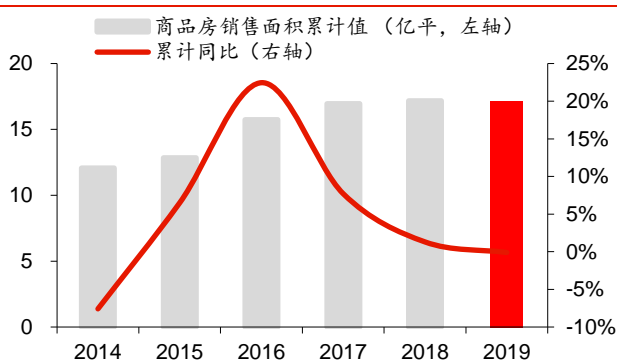
我们认为2020年一二线同三四线城市的深度分化将进一步演绎，其中一二线城市自17年起周期轧平，近三年销售维持相对低位，为后续需求释放的持续性予以支撑，与此同时，对流动性更为敏感；而三四线城市棚改调整压力大概率持续显现，叠加2019年拿地力度的收窄，我们认为自然需求的释放叠加供给力度的减弱都会导致销售回落。我们维持2020年全国销售面积增速约-4.0%，销售额增速约为+0.9%的判断。

## 商品房销售2019：年末成交和均价增速双双放缓

2019年1-12月全国商品房销售面积为17.16亿平，累计同比下降0.10%，增速较1-11月下降0.30个百分点，增速较2018年同期下降1.36个百分点；其中，商品住宅销售面积为15.01亿平，累计同比增长1.50%，增速较1-11月下降0.13个百分点，增速较2018年同期下降0.67个百分点。

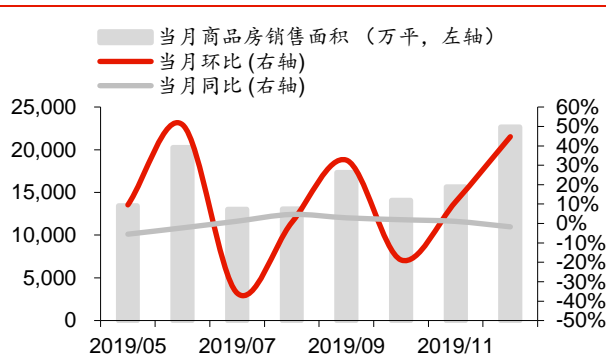
2019年12月全国商品房销售面积为2.27亿平，环比增长44.71%，同比下降1.72%；其中，商品住宅销售面积为1.93亿平，环比增长41.44%，同比增长0.64%。

图表34：全国商品房销售面积累计值



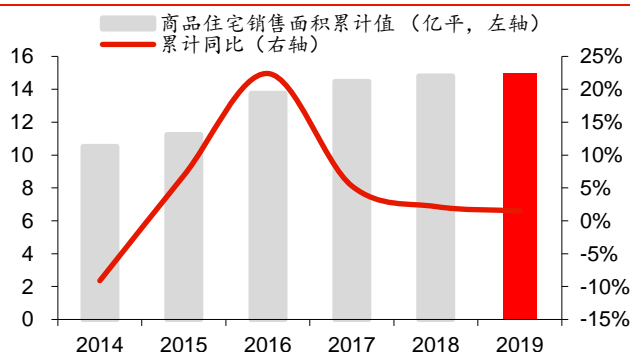
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表35：全国商品房销售面积当月值



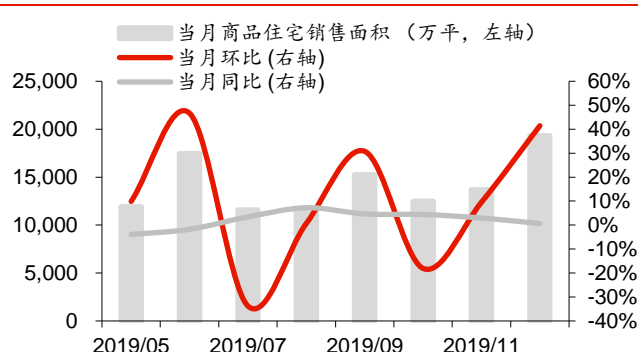
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表36：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37：全国商品住宅销售面积当月值

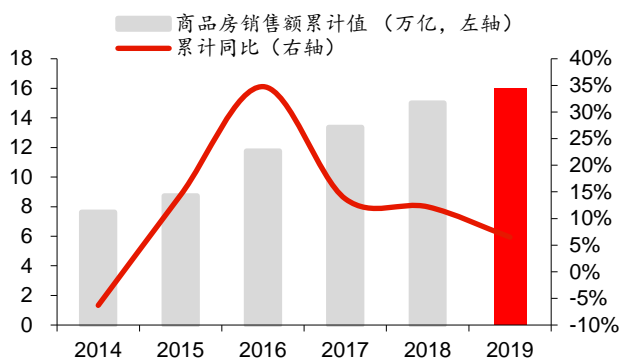


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

2019年1-12月全国商品房销售金额为15.97万亿元，累计同比增长6.50%，增速较1-11月下降0.80个百分点，增速较2018年同期下降5.7个百分点；其中，商品住宅销售金额为13.94万亿元，累计同比增长10.32%，增速较1-11月下降0.37个百分点，增速较2018年同期下降4.33个百分点。

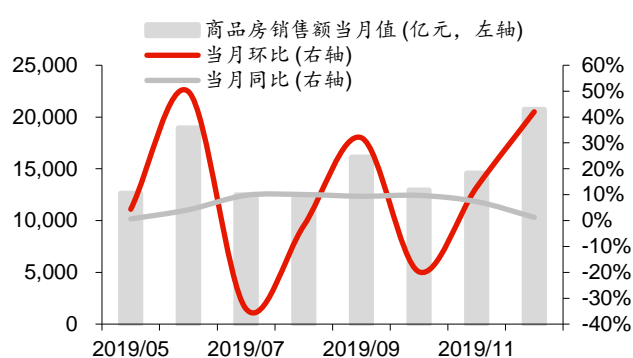
2019年12月全国商品房销售金额为2.07万亿元，环比增长42.02%，同比增长1.24%；其中，商品住宅销售金额为1.77万亿元，环比增长39.00%，同比增长7.83%。

**图表38：全国商品房销售金额累计值**



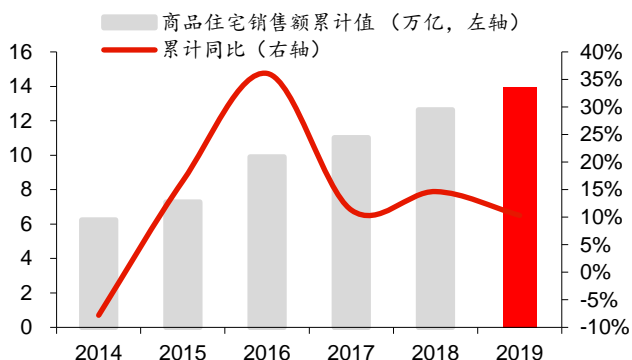
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表39：全国商品房销售金额当月值**



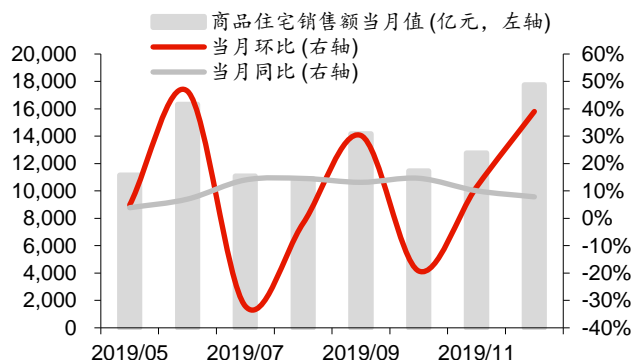
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表40：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41：全国商品住宅销售金额当月值**

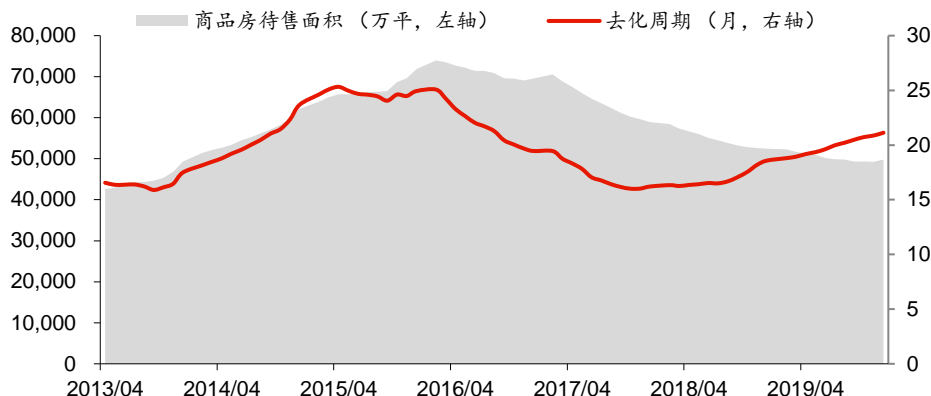


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

现房角度，库存结束下行趋势，有所回升。2019年12月末全国商品房待售面积4.98亿平，较11月末增加600万平。



图表42: 商品房待售面积及去化周期



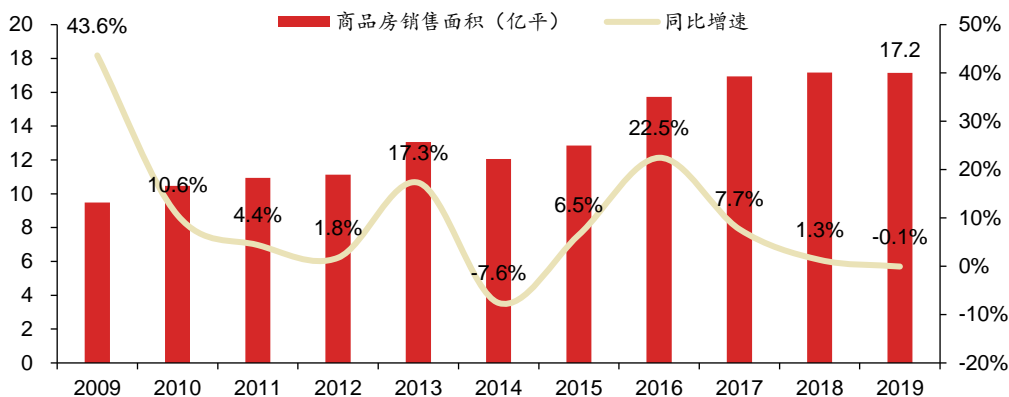
注: 去化周期计算方式为全国商品房待售面积除以近12个月商品房现房销售面积的均值

资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

### 商品房销售10年回顾: 价格驱动明显, 增速平稳回归

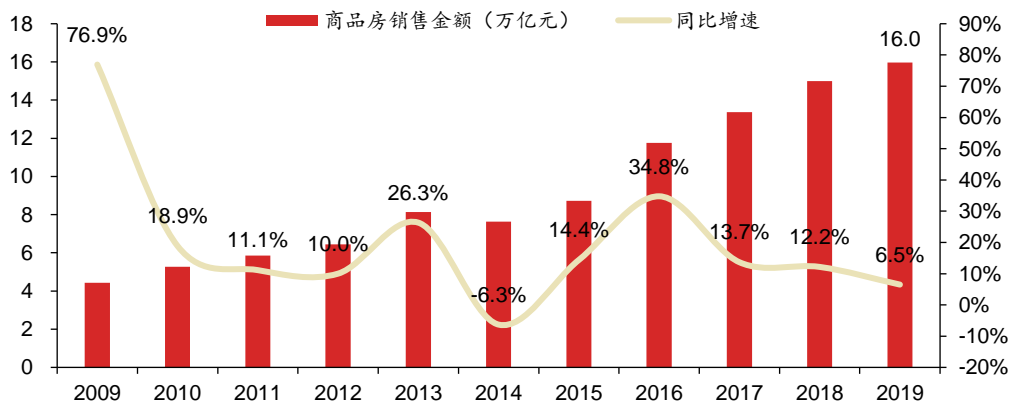
2010-2019年商品房销售面积复合增速6.1%, 商品房销售金额复合增速13.7%, 过去10年成交金额同样受价格驱动明显; 2016年以来销售面积、金额同比增速逐年放缓, 2019年同比增速均创2015年以来新低。

图表43: 过去10年全国商品房销售面积



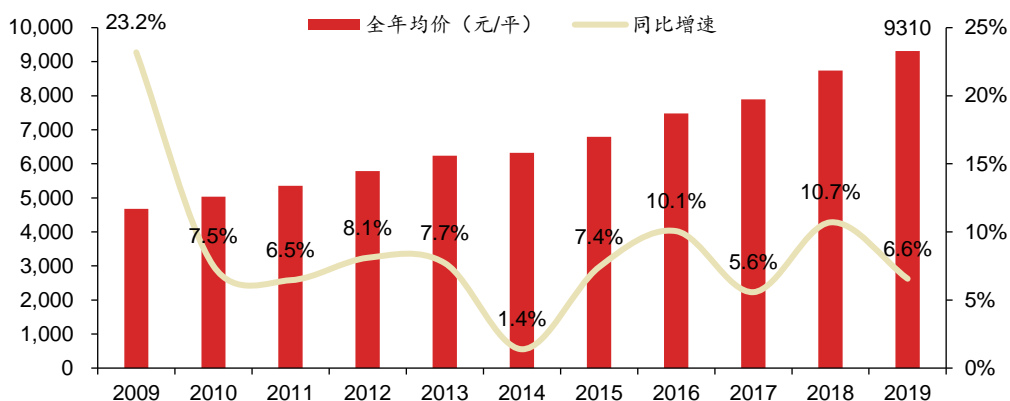
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表44: 过去10年全国商品房销售金额



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

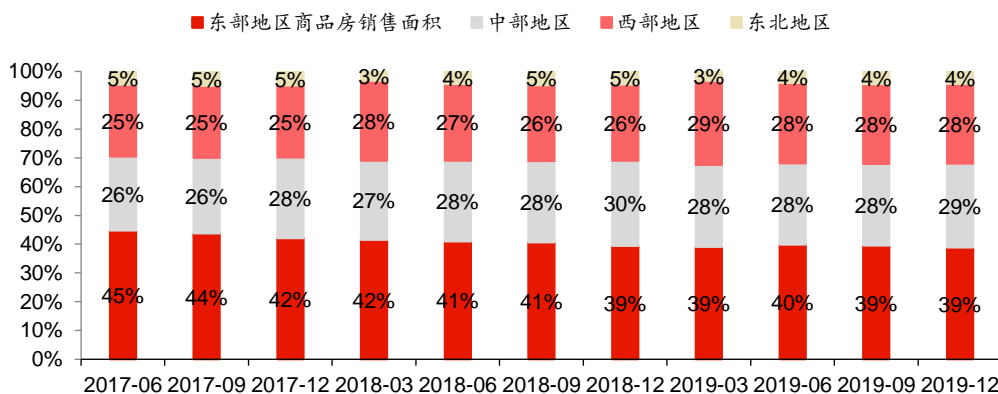
**图表45: 过去10年全国商品房销售均价**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

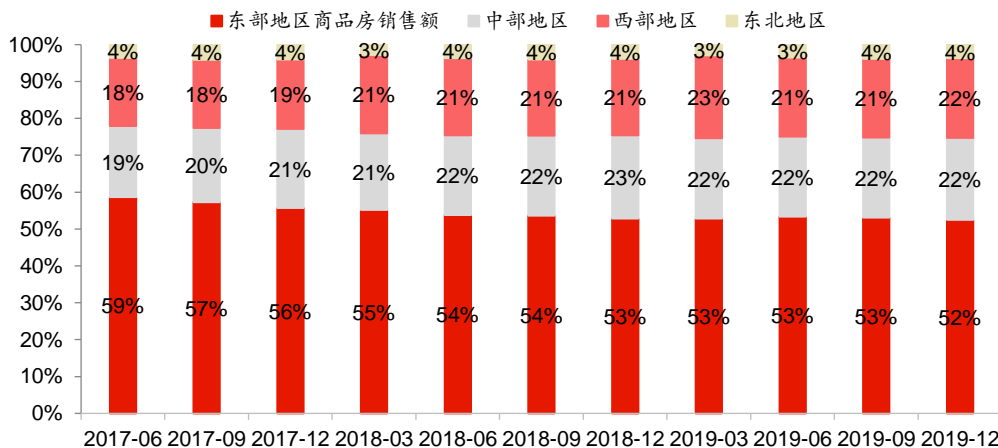
从区域结构来看,2017年有数据统计以来东部地区销售面积、金额占比分别由45%和59%的高位回落至2019年的39%和52%,中西部地区占比逐渐提升。

**图表46: 全国商品房销售面积区域占比**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表47: 全国商品房销售额区域占比**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

## 到位资金增速修复，销售回款对冲融资收紧

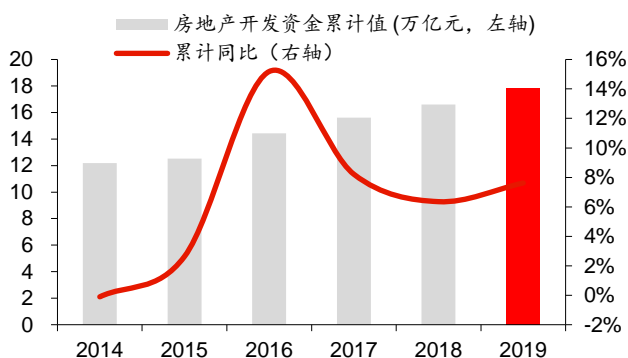
2019年末房地产开发到位资金加速修复，其中12月个人按揭贷款同比大增26.3%，定金及预收款同比增长17.2%，全年销售回款占开发到位资金的比重高达51.5%，创有数据统计以来新高，有效对冲了2019年以来的融资收紧。我们认为地产领域的融资调控将慢慢由短期窗口指导和行政干预向“宏观审慎”以及“长效机制”过渡，其中“宏观审慎”追求动态平稳，在土地市场、杠杆等过快上行时政策会收紧，回落和优化时政策也会改善；“长效机制”可能包括：数据监测系统、精细化管理、落实责任、部分短期政策的逐步退出等。

我们认为2019年以来部分地产融资层面过严的政策有望在2020年逐步退出，融资环境趋于平稳，但相对而言，具备更好信用、更有融资渠道的房企仍将拥有更好的机会，享受融资集中度提升。

## 到位资金2019：年末增速显著回升

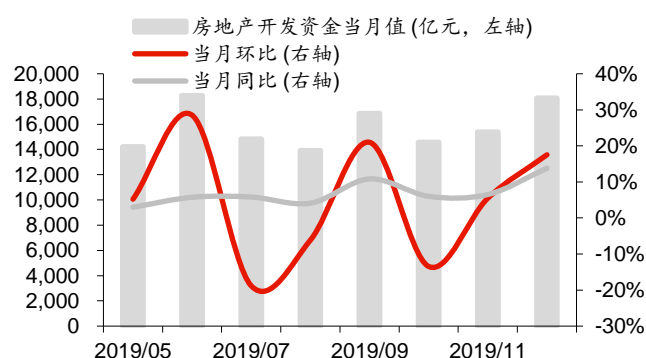
2019年1-12月房地产开发企业到位资金为17.86万亿元，同比增长7.62%，增速较1-11月上升0.65个百分点，增速较2018年同期上升1.27个百分点。2019年12月到位资金为1.81万亿元，环比增长17.54%，同比增长13.80%。

图表48：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49：房地产开发企业到位资金当月值

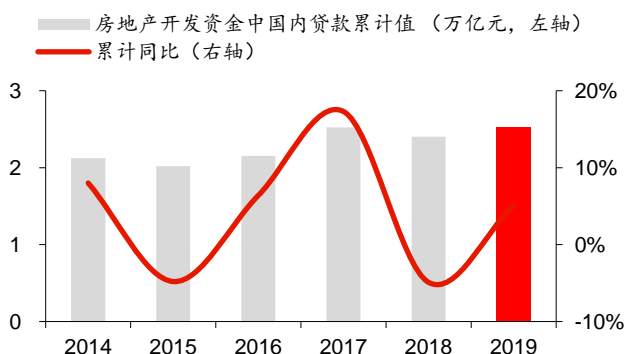


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

拆分到位资金的主要构成：

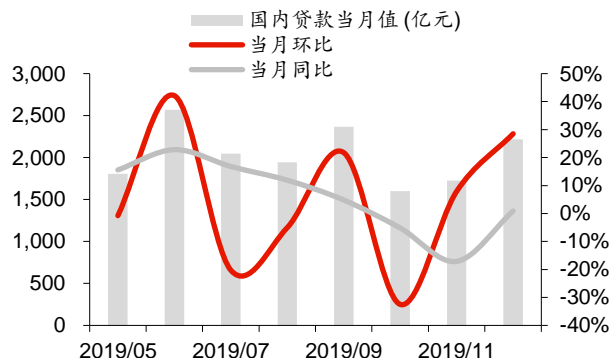
2019年1-12月房地产开发企业到位资金中，国内贷款为2.52万亿元，累计同比增长5.10%，增速较1-11月下降0.4个百分点，增速较2018年同期上升10个百分点。2019年12月国内贷款为2216.39亿元，环比增长28.50%，同比增长0.88%。

图表50：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

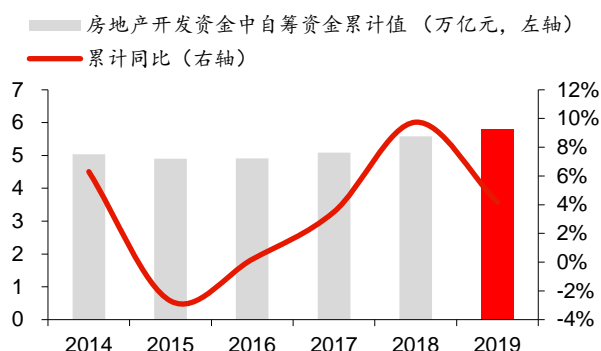
图表51：房地产开发到位资金中国内贷款当月值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

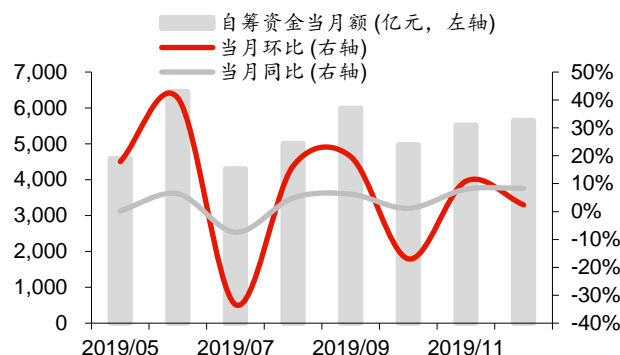
2019年1-12月房地产开发企业到位资金中,自筹资金为5.82万亿元,累计同比增长4.17%,增速较1-11月增长0.43个百分点,增速较2018年同期下降5.58个百分点。2019年12月自筹资金为5646.73亿元,环比增长2.39%,同比增长8.34%。

**图表52: 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

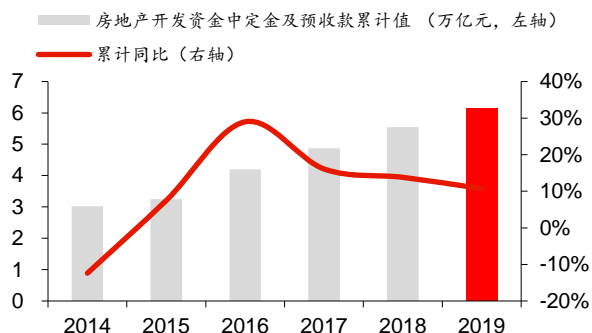
**图表53: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值**



资料来源:国家统计局,华泰证券研究所

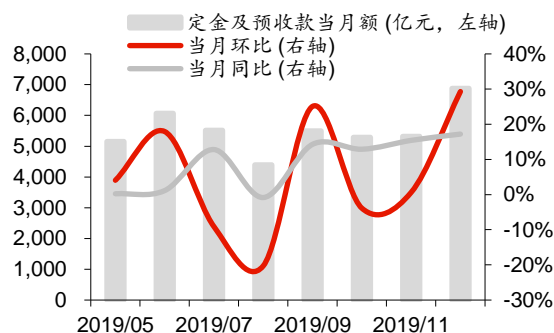
2019年1-12月房地产开发企业到位资金中,定金及预收款为6.14万亿元,累计同比增长10.72%,增速较1-11月上升0.77个百分点,增速较2018年同期下降3.09个百分点。2019年12月定金及预收款为6876.81亿元,环比增长29.29%,同比增长17.20%。

**图表54: 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

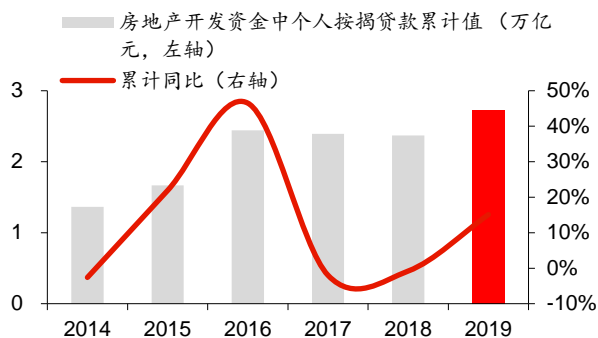
**图表55: 房地产开发到位资金中定金及预收款当月值**



资料来源:国家统计局,华泰证券研究所

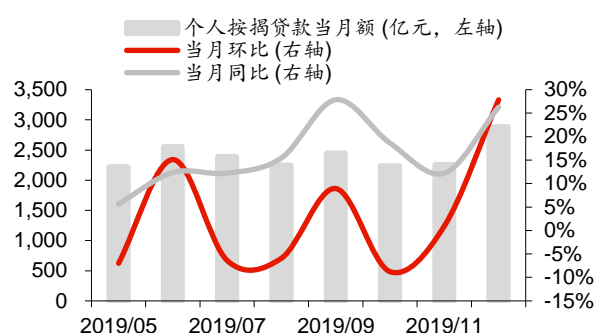
2019年1-12月房地产开发企业到位资金中,个人按揭贷款累计值为2.73万亿元,累计同比增长15.10%,增速较1-11月上升1.2个百分点,增速较2018年同期增长15.9个百分点。2019年12月个人按揭贷款为2886.17亿元,环比增长27.83%,同比增长26.26%。

**图表56: 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57: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值**

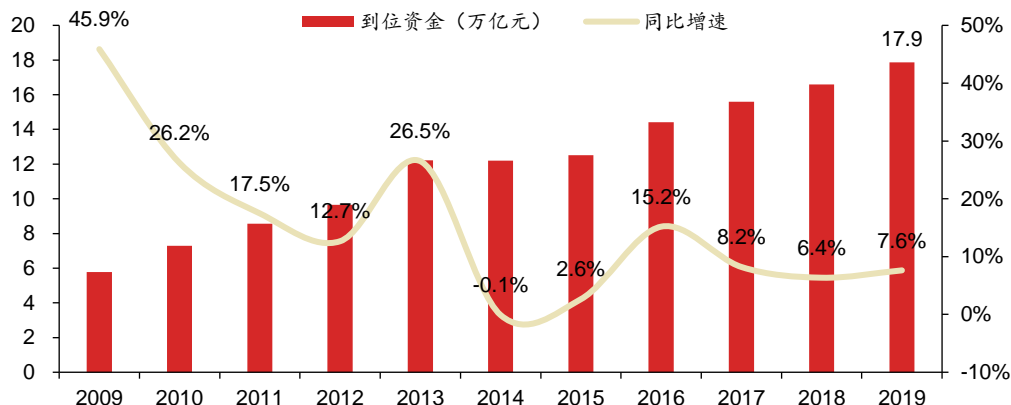


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**到位资金 10 年回顾: 增速波动收敛, 融资调控精确度提升**

2010-2019 年房地产开发到位资金复合增速 11.9%，低于开发投资的 13.8%，2015 年以来到位资金同比增速波幅有所收窄，融资调控精确度逐年提升。

**图表58: 过去 10 年房企到位资金**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

## 继续看好 2020 年地产板块配置机遇

2019 全年销售保持韧性,但边际向下趋势愈发明显,12 月房企集中补库存,拿地有所回升,但展望 2020 年,我们预计新开工、拿地、投资增速都有将平稳回落。未来在“稳”预期下需要关注逆周期调节空间,我们预计 2020 年“因城施策”及流动性边际改善对冲增多。此外,竣工面积自 2017 年以来终于回归正增长,我们预计 2020 年正增长趋势将延续,也将带来后周期产业链相关机遇。

展望未来,我们认为流动性仍将持续改善,因城施策下需求端政策和房贷利率改善仍在进行,融资端政策有望触底,房地产板块低估值修复空间依然较大,优质房企业绩增长稳定性以及高股息率将共同孕育 2020 年的投资机会。我们继续重点推荐:1、融资通畅的龙头房企:万科 A、金地集团;2、成长型房企:中南建设、华发股份;3、存量资产核心品种:大悦城、招商积余、新大正。

### 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 2020 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