粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略专题】土地供应及房贷调控影响几何——地产行业最新政策解读及投资建议

2021 年 02 月 25 日

分析师：陈梦洁
执业编号：S0300520100001
电话：010-64814022
邮箱：chenmengjie@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】重磅发声提振市场情绪-1223》2020-12-23

《【粤开策略解盘】军工板块活跃的逻辑-1224》2020-12-24

《【粤开策略】2021 年转债市场展望及投资建议》2020-12-25

《【粤开策略解盘】需求政策共振，有色强势领涨-1225》2020-12-25

《【粤开策略大势研判】两会时间确定，跨年行情有何期待》2020-12-27

投资要点

摘要

2020 年房地产行业表现较为低迷。根据申万一级行业分类，房地产行业 2020 年下跌 10.85%，成为去年跌幅最大的板块。回顾房地产行业的历史估值水平，**2017 年之后其估值由 20 以上持续下降至 10 左右，且始终低于 A 股整体水平，目前房地产行业正处于历史低估值区间。**

在投资方面，近五年房地产行业开发投资累计值始终保持正增长，2020 年**随着全面复工复产，开发投资完成额快速回暖， 12 月累计开发投资额已经达到 14.14 万亿元，同比增长 7%。**考虑到后疫情时代的经济复苏和“三道红线”、“房住不炒”等调控政策，我们预计 2021 年房地产行业开发投资完成额仍将保持增长，但增长速度将边际趋缓，增速可能在 6%左右。

在资金规模稳步扩张的同时，开发资金结构也有所变化。**2019 年之后定金及预收款占比已经超过自筹资金，成为企业最主要的开发资金来源。**目前房地产企业大多依靠定金及预收款回笼资金，政策调控下企业融资渠道有所收紧，企业资金来源面临结构性调整。

近两年住宅用地价格增长速度明显放缓，2020 年每季度平均增速仅为 3.3%。在房价方面，一二三线城市的商品住宅价格表现不一，整体增速均有所放缓。

2020 年商品房销售市场率先回暖，累计销售面积增速持续收窄，全年销售面积累计增长 2.6%。当前定金、预付款这类销售回款成为房地产开发资金的最主要来源。**销售市场的回暖有效缓解了地产企业所面临的资金困境，进而带动开工和竣工面积回升。**

房地产贷款新规的出台，对于购房者而言，房贷利率下行空间减少，但 2020 年的首套和第二套房贷平均利率分别为 5.23%和 5.54%，均处于较低区间，**因此在中短期内，贷款新规对房地产销售市场的影响程度较小，2021 年房地产销售面积有望继续保持增长态势，以满足购房者的刚性住房需求。**

2 月 24 日青岛市自然资源和规划局发布《坚决落实上级有关要求 部署 2021 年住宅用地供应工作》，表示将“严格实行住宅用地“两集中”同步公开出让，全年将分 3 批次集中统一出让住宅用地。”

2020 年 8 月提出的“三道红线”制度、近期的贷款收紧措施以及最新的住房用地供应政策，都反映出政府对“房住不炒”，优化房地产企业杠杆率的意图。**我们认为相关政策仍将“稳”字当头，短期内并不会对房地产贷款规模造成巨大影响，长期有利于房地产企业降低企业杠杆率，优化经营模式，促使房地产行业长期向好发展。建议关注销售业绩向好，杠杆率较为稳健的龙头地产企业，如保利地产、万科 A 等，把握逢低布局机会。**

风险提示

楼市复苏缓慢，房地产企业资金周转困难

目 录

一、2020 年房地产行业总结 3
（一）市场表现 3
（二）开发投资增速由负转正 3
（三）开发资金迎来结构性改变 4
（四）地价与房价增速均有所放缓 5
（五）销售市场回暖拉动开工及竣工面积回升 6
二、房贷收紧及土地供应政策影响几何 7
三、前瞻性政策及投资建议 9

图表目录

图表 1： 行业估值正处于历史较低水平 3
图表 2： 2020 年房地产开发投资额有所增长 3
图表 3： 2020 年房地产开发资金规模同比增长 8% 4
图表 4： 2020 年房地产开发资金来源分布 5
图表 5： 2020 年居住用地价格增长放缓 5
图表 6： 三类城市新建商品住宅价格指数 5
图表 7： 2020 年商品房累计销售面积增长 2.6% 6
图表 8： 2020 年房屋新开工和竣工累计面积均有所下降 6
图表 9： 2020 年平均房贷利率处于较低值 7
图表 10： 房地产行业正处于去库存周期 8

一、2020 年房地产行业总结

（一）市场表现

2020 年房地产行业表现较为低迷。根据申万一级行业分类，房地产行业 2020 年下跌 10.85%，成为去年跌幅最大的板块，截至 2020 年 12 月 31 日，行业市盈率为 8.56，同样在所有申万一级行业中排在末尾。回顾房地产行业的历史估值水平，**2017 年之后其估值由 20 以上持续下降至 10 左右，且始终低于 A 股整体水平，目前房地产行业正处于历史低估值区间。**

图表1：行业估值正处于历史较低水平

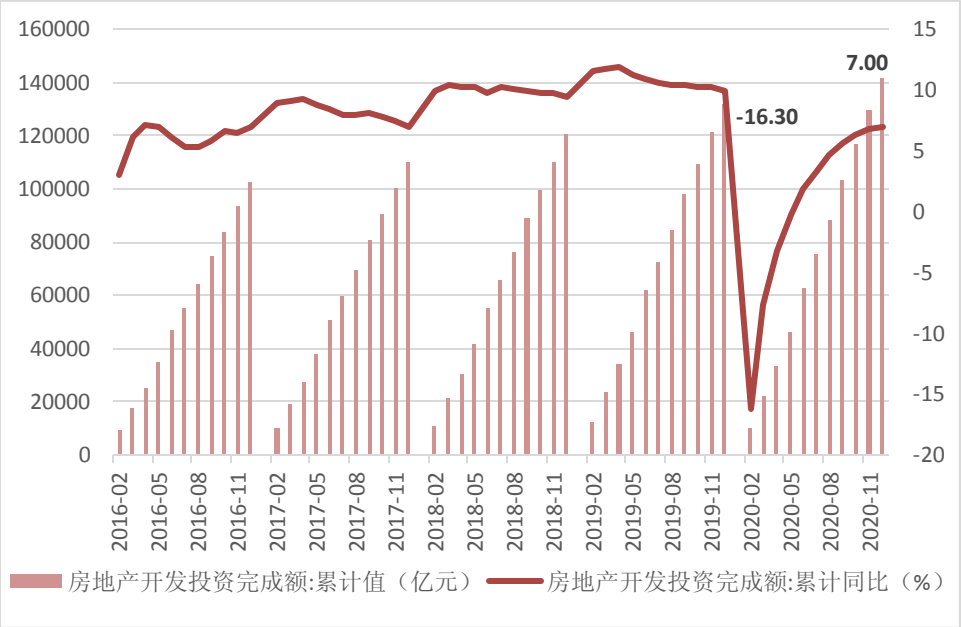


资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）开发投资增速由负转正

在投资方面，近五年房地产行业开发投资累计值始终保持正增长，增速也由 2016 年初的 3%加速至 2019 年的 10%左右。2020 年初受到公共卫生事件的影响，行业开发投资额受挫，年初投资完成额仅为 1 万亿元，同比减少 16.3%，**随着全面复工复产，开发投资完成额快速回暖，6 月累计值增速首次回正，12 月累计开发投资额已经达到 14.14 万亿元，同比增长 7%。**考虑到后疫情时代的经济复苏和“三道红线”、“房住不炒”等调控政策，我们预计 2021 年房地产行业开发投资完成额仍将保持增长，但增长速度将边际趋缓，增速可能在 6%左右。

图表2：2020 年房地产开发投资额有所增长

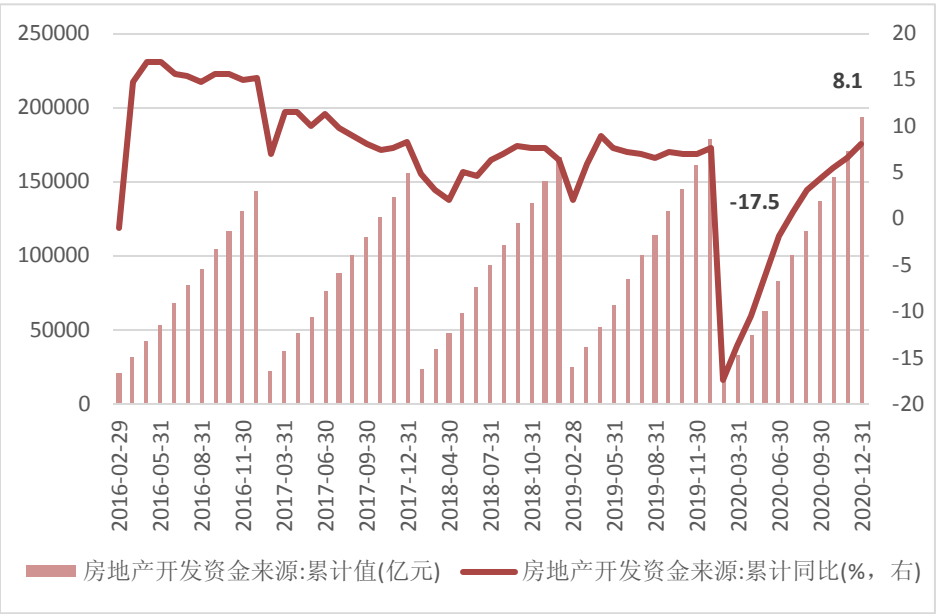


资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）开发资金迎来结构性改变

根据国家统计局数据，2020 年地产开发企业共将 19.3 万亿元用于房地产开发，同比增长 8.12%，与 2016 年相比增长了 33.91%。整体上看，房地产开发资金增速在 2016 年 4 月达到 16.8%的高位后逐步回落，甚至有个别月份出现负增长的情况，疫情爆发前增速稳定在 7%左右，2020 年大多处于低位修复期。

图表3：2020 年房地产开发资金规模同比增长 8%

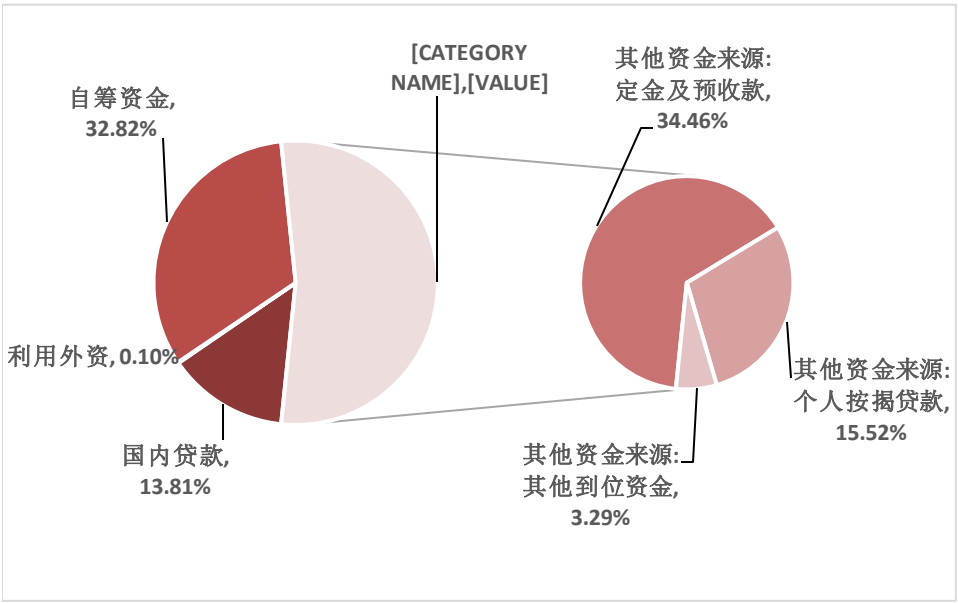


资料来源：wind、粤开证券研究院

在资金规模稳步扩张的同时，开发资金结构也有所变化。观察近 5 年房地产企业的资金渠道结构可以发现，2019 年之后定金及预收款占比已经超过自筹资金，成为企业最主要的开发资金来源。

2020 年房企通过销售回款的方式共筹得资金 6.65 万亿元，全部开发投资金额的比例为 34.46%，较 2016 年增长了 5.37pct；企业自筹资金、国内贷款和个人按揭贷款规模分别为 6.33 万亿元、2.67 万亿元和 2.99 万亿元，占比分别为 32.82%、13.81%和 15.52%，较 2016 年分别下降 1.25pct、1.10pct 和 1.40pct。**目前房地产企业大多依靠定金及预收款回笼资金，期房销售占比达 90%左右，政策调控下企业融资渠道有所收紧，企业资金来源面临结构性调整。**

图表4：2020 年房地产开发资金来源分布



资料来源：wind、粤开证券研究院

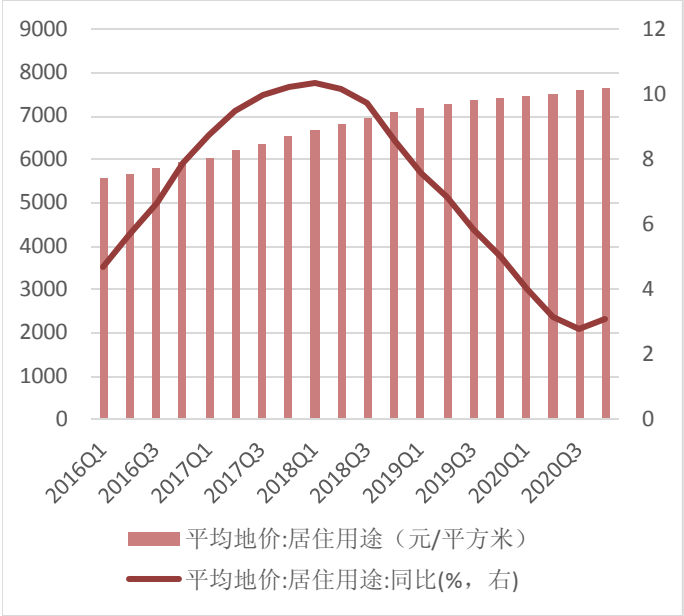
（四）地价与房价增速均有所放缓

在土地价格方面，2018 年初全国平均住宅用地价格增速多次超过 10%，达到阶段最高值，**近两年住宅用地价格增长速度明显放缓，2020 年每季度平均增速仅为 3.3%。**房地产成本构成要素中土地成本是重要组成部分，占比在 40%左右，考虑到城镇化水平不断提升，土地作为有限资源，整体供应量有限且不同地域可使用的土地面积并不相同，未来房地产企业所面临的土地成本可能将持续处于高位。

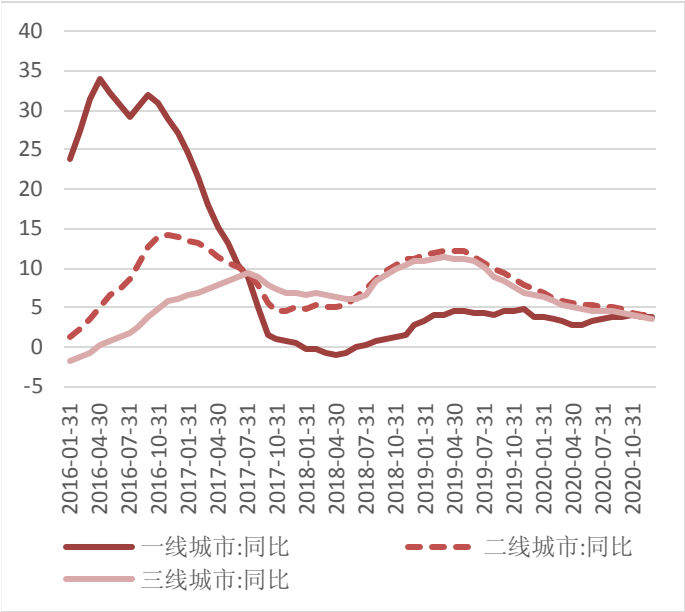
在房价方面，一二三线城市的商品住宅价格表现不一。对于一线城市，经过 2016 年超 30%的增长后，房价增速迅速回落，近三年内的价格增速从未超过 5%，2020 年平均增速为 3.58%；对于二三线城市而言，2017 年之后二者价格指数的走势基本趋于一致，价格增速的波动性相对较小，2020 年二线、三线城市新建商品住宅价格增速分别为 5.23%和 4.73%。

图表5：2020 年居住用地价格增长放缓

图表6：三类城市新建商品住宅价格指数



资料来源：wind、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

（五）销售市场回暖拉动开工及竣工面积回升

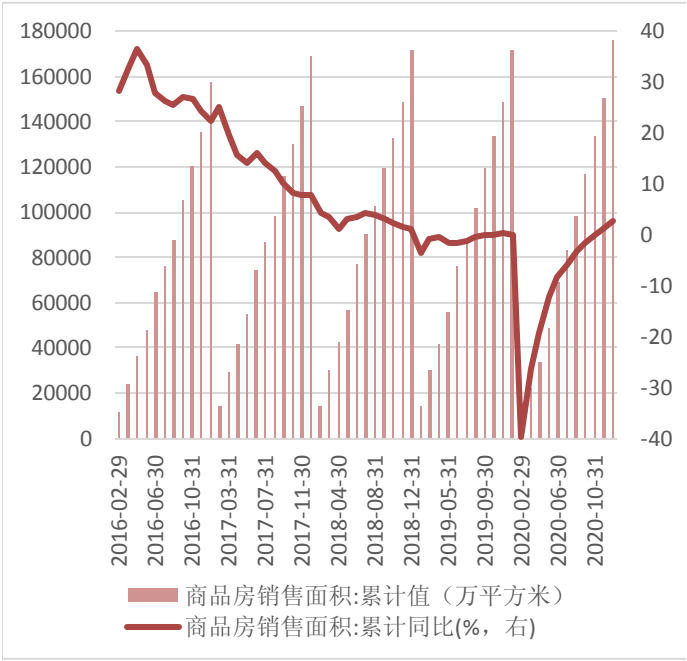
2020 年商品房销售市场率先回暖，累计销售面积增速持续收窄，11 月同比增速首次由负转正，全年销售面积累计增长 2.6%。房地产作为一个资金需求量较大的行业，当前开发商面临自筹资金、个人按揭贷款、国内贷款等融资渠道收紧的问题，定金、预付款这类销售回款成为房地产开发资金的最主要来源。**销售市场的回暖有效缓解了地产企业所面临的资金困境，进而带动开工和竣工面积回升。**

新开工方面，2020 年新开工面积受疫情影响最为明显，最大降幅达-44.9%，全面复工复产后累计降幅持续收窄，**房地产作为周期性行业，受经济大环境和政策调控的影响，累计开工面积降幅收窄至 1.2%，与 2019 年 10%左右的增速相比仍有较大差距，企业开工意愿并不强烈。**

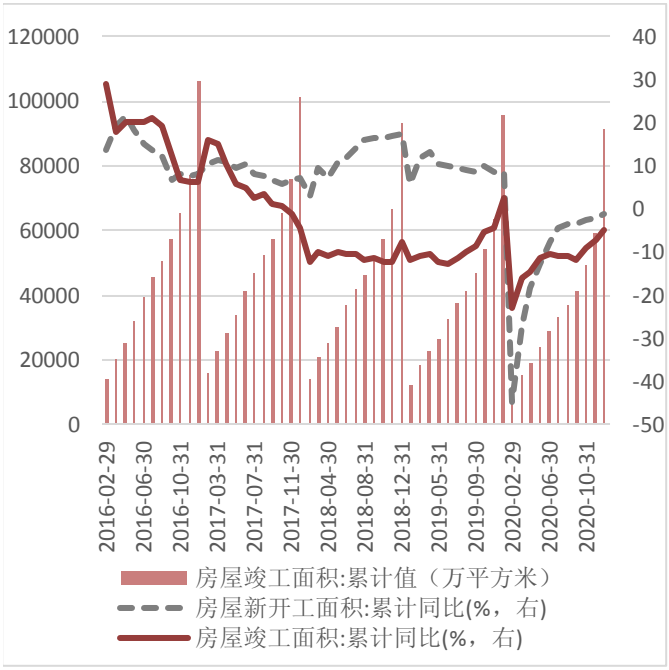
竣工方面，在 2019 年底竣工面积增速由负转正，2020 年初受疫情影响，增速再度转为负值，随后销售市场转暖叠加 2019 年底未及时兑现的竣工面积，促使竣工面积增速较快修复，2020 年整体竣工面积同比减少 4.9%。

图表7：2020 年商品房累计销售面积增长 2.6%

图表8：2020 年房屋新开工和竣工累计面积均有所下降



资料来源：wind、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

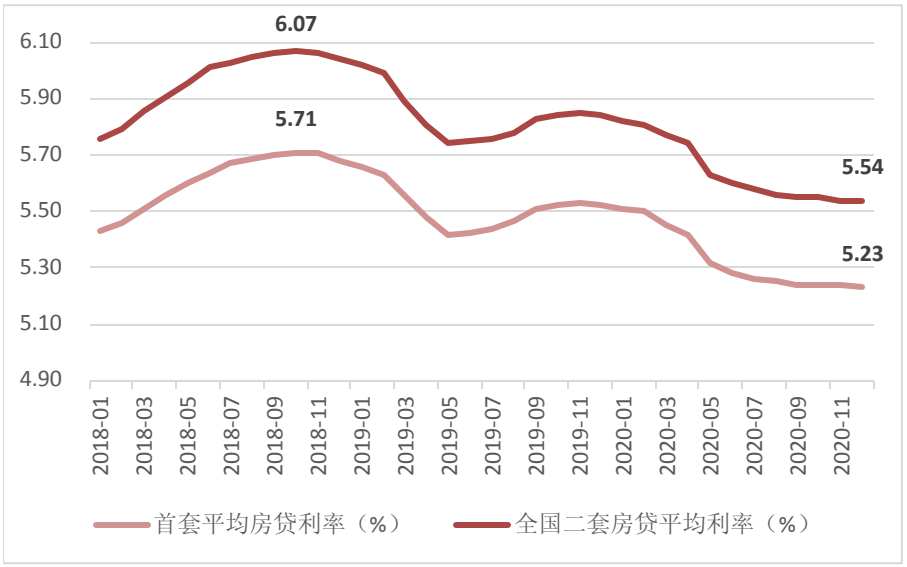
二、房贷收紧及土地供应政策影响几何

近期中央及各级政府关于房地产行业的调控政策频出，房地产贷款集中管理制度、“三条红线”规则等调控措施使房地产企业的融资渠道再次收紧。

2020 年 12 月，央行和银保监会发布的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》中指出：要增强银行业金融机构抵御房地产市场波动的能力，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**1 月 26 日，中国银保监会工作会议提出，要严格落实房地产贷款集中管理制度和重点房地产企业融资管理规定。**

房地产贷款新规的出台，对于购房者而言，房贷利率下行空间减少，但 2020 年的首套和第二套房贷平均利率分别为 5.23%和 5.54%，均处于较低区间，**因此在中短期内，贷款新规对房地产销售市场的影响程度较小，2021 年房地产销售面积有望继续保持增长态势，以满足购房者的刚性住房需求。**

图表9：2020 年平均房贷利率处于较低值

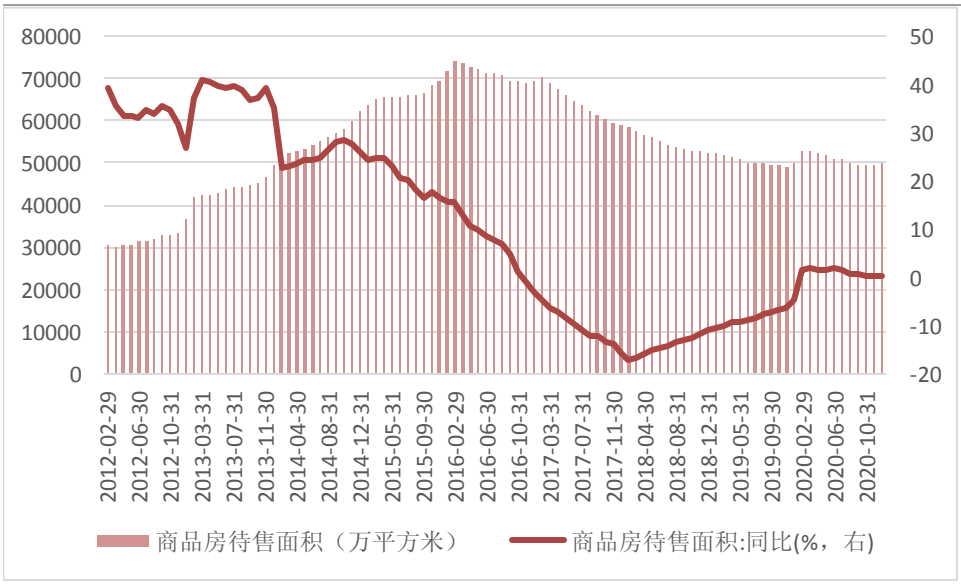


资料来源：wind、粤开证券研究院

为贯彻落实“因城施策”的政策，各个地方政府也秉持“房住不炒”战略，开展“稳地价、稳房价、稳预期”的相关工作。1 月 29 日上海银保监局发布《上海银保监局关于进一步加强个人住房信贷管理工作的通知》，对辖内商业银行的差别化住房信贷政策执行、管理等工作提出要求。次日，北京银保监局也表示将会严格查处个人信贷资金违规流入房地产市场的问题。**中央与各级地方政府出台的一系列措施，旨在引导流动性更多地流向实体经济，而非房地产市场，同时将优质资源流向杠杆水平低、资金周转速度快的房地产企业，加速了房地产行业的头部化进程。**

目前房地产行业正处于库存较低时期，从 2014 年下半年开始，商品房待售面积增速始终保持边际收窄的阶段，截至 2019 年 12 月底，待售面积增速连续 35 个月保持负增长，2020 年疫情期间行业库存也并未出现明显增长，待售面积基本保持不变。**行业进入去化周期表明，开发商面对融资渠道收紧和开发资金结构性改变，正积极通过促进销售市场的发展，加快资金周转速度，缓解资金链压力。**

图表10：房地产行业正处于去库存周期



资料来源：wind、粤开证券研究院

2 月 24 日青岛市自然资源和规划局发布《坚决落实上级有关要求 部署 2021 年住宅用地供应工作》，文件中表示："为落实 2021 年自然资源部住宅用地供应分类调控工作视频会议及相关文件要求，一是要严格贯彻落实相关文件要求，科学编制住宅用地供应计划；二是坚持做好住宅用地信息公开工作，住宅用地信息公开做到及时、准确、全面；三是严格实行住宅用地"两集中"同步公开出让，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，全年将分 3 批次集中统一发布住宅用地的招拍挂公告并实施招拍挂出让活动，引导市场理性竞争。"

2020 年 8 月提出的"三道红线"制度、近期的贷款收紧措施以及最新的住房用地供应政策，都反映出政府对"房住不炒"，优化房地产企业杠杆率的意图。**我们认为相关政策仍将"稳"字当头，短期内并不会对房地产贷款规模造成巨大影响，长期有利于房地产企业降低企业杠杆率，优化经营模式，促使房地产行业长期向好发展。**

三、前瞻性政策及投资建议

目前房地产行业正处于历史低估值水平，相关投资规模逐年扩张，房地产融资渠道面临结构性变革，销售回款成为企业最主要的资金来源。结合当前房地产行业现状，2020 年 8 月央行、住建部通过座谈会的形式，给房企设置了"三道红线"制度，2020 年底又出台了房地产贷款集中度管理制度，为行业健康向好发展打下基础。未来房地产行业政策应遵循以下两大原则：

一是继续贯彻落实"因城施策"，结合各地区人口分布和住房情况，设立符合地区发展规划的住房调控措施。一二三线城市处于不同的发展阶段，一线城市房价已经处于较高水平，上涨空间相对有限，应更多将政策重心转向二手房和房屋租赁市场的规范，加强对中介机构、物业公司等机构的监管。二三线城市仍处于发展扩张阶段，许多城市纷纷出台落户购房等优惠措施吸引人才，房价上涨空间相对较大，需要密切关注二三线城市的房价水平，防止楼市过热，及时做出正确调控和引导；

二是秉持"稳"字当头原则，政策不急转弯。目前市场对流动性较为敏感，整体流动性处于较为宽裕的区间，相关机构应当引导资金更多流入实体经济，而非房地产市场，在满足购房者刚性住房需求的同时，避免出现房地产泡沫。同时应关注房地产企业的资金周转能力，尤其是目前杠杆率较高的中小企业，使其平稳度过降杠杆时期。

在当前低估值背景下，应重点关注后期住房用地供应政策的具体实施细则，在政策层面"稳地价，稳房价，稳预期"的目标不会改变，相关地产企业在政策推动下有望加速去杠杆进程，有利于房地产行业长期向好发展。**建议关注销售业绩向好，杠杆率较为稳健的龙头地产企业，如保利地产、万科 A 等，把握逢低布局机会。**

分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任策略组负责人，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com