东兴证券 DONGXING SECURITIES

房地产行业：销售和开发韧性十足，三条红线排风险促发展

——2020 年 11 月统计局数据点评

2020 年 12 月 16 日

看好/维持

房地产 | 行业报告

行业基本面韧性较强，前 11 月累计销售面积和开发投资分别同比增长 1.3%和 6.8%，预计全年销售、开发投资等增速将超出市场在年中的预期。年末房企积极推货，但新开盘去化率未见显著下行，重点一二线城市去化率维持在 60%左右。同时可售库存较低，新房按揭利率维持在低位，以上几点因素共同支撑了商品房销售。**我们预计 20/21 年销售面积增速 1.8%/0.2%。**开发投资在年内主要受到土地购置费的支撑，但我们预计 2021 年的支撑力量将切换到建安投资，**预计 20/21 年开发投资同比增速 6.9%/6%。**

短期看行业缺乏投资逻辑，未来两年结算利润率下滑，这两点共同导致未出现明显估值切换行情。

但中长期看，我们对房地产开发行业坚定看多。一方面“十四五”规划建议明确提出“逐步形成城市化地区、农产品主产区、生态功能区三大空间格局;支持城市化地区高效集聚经济和人口;发挥中心城市和城市群带动作用，建设现代化都市圈。这将导致城镇人口在城市之间迁移，为购房总需求空中加油。利好布局核心城市和城市圈的房企。另一方面，“三道红线”房企融资监管全面涵盖表内、表外融资，控制房企有息负债增速，监管规则更加透明可预期。且有利于控制行业风险，微观企业层面防范流动性风险；中观行业层面有利于降低土地市场无序竞争，防范资产价格泡沫风险。“三道红线”作为供给端政策和需求端政策一起控制行业波动性，促进行业平稳发展。经营层面，高周转也因为可以获取经营杠杆替代有息负债而成为最佳的商业模式。

因此我们推荐布局中心城市和核心城市圈，商业模式采取高周转的房企，包括保利地产、万科 A、金地集团、中南建设和滨江集团。

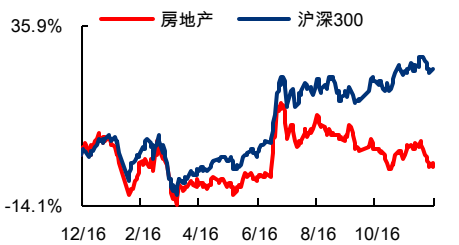
风险提示：房企出现现金流风险，居民收入大幅下滑风险

未来 3-6 个月行业大事：

无

行业基本资料		占比%
股票家数	130	3.18%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	21609.89	2.58%
流通市值(亿元)	19161.62	3.1%
行业平均市盈率	9.57	/
市场平均市盈率	22.62	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐
010-66554046 linjl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519070002
研究助理：曹钧鹏
010-66554065 caojp@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070038
研究助理：陈刚
010-66554028 chen_gang@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119080008

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
万科 A	3.47	4.06	4.84	8.33	7.12	5.98	1.63	强烈推荐
保利地产	2.35	2.77	3.38	6.90	5.85	4.80	1.32	强烈推荐
金地集团	2.23	2.23	2.77	6.32	6.32	5.09	1.18	强烈推荐
中南建设	1.12	2.27	3.19	8.21	4.05	2.88	1.40	强烈推荐
滨江集团	0.52	0.57	0.66	9.33	8.51	7.35	0.88	强烈推荐

数据来源：东兴证券研究所

1. 事件

12 月 15 日统计局公布房地产行业数据，2020 年前 11 月，商品房销售面积 15.1 亿平方米，同比增长 1.3%，房地产开发投资 13 万亿元，同比增长 6.8%。

2. 销售：坚挺一如预期

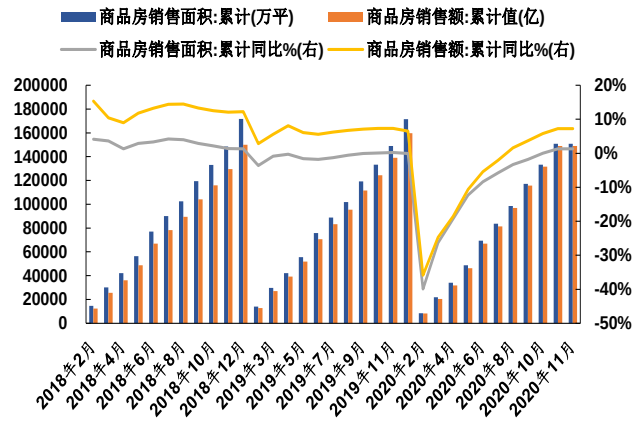
2020 年前 11 月，累计口径的商品房销售面积和销售金额分别同比增长 1.3%和 7.2%。单月口径，11 月商品房销售面积和销售金额分别同比增长 12.1%和 18.6%，增速较年内高点有所回落，但韧性仍较强。从销售的区域结构看，东部最优，西部次之，中部和东北较差。

价格方面，单月销售均价同比增速回落至 5.9%，我们认为这和房企以价换量有关，也和成交结构中刚需房占比提升有关。

整体看销售虽然坚挺，但并未超出市场预期。单月销售增速回落这一趋势与月末克而瑞百强销售数据趋势一致。从供需角度来看，受疫情影响房企推货集中于下半年，但去化率未见显著下滑。同时行业可售库存水平较低，新房按揭利率也处于低位，以上因素共同支撑商品房销售韧性。

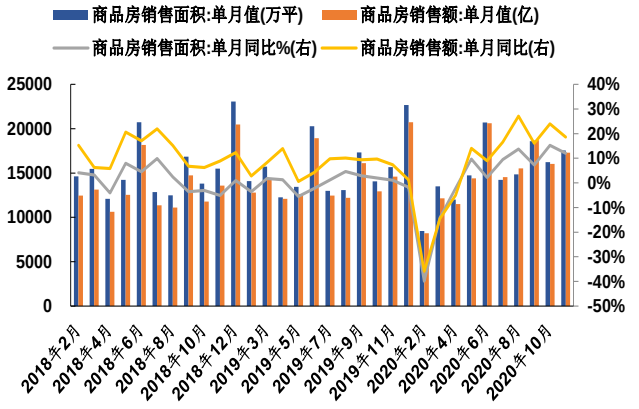
展望 2021 年的销售，我们认为行业可售库存在从低位提升，但 2021 年内仍然是偏低水平；按揭利率也将因为货币政策回归正常化而边际提升，但幅度不会过大。同时居民需求受益于经济恢复性增长。以上因素对冲之下，我们预计 2021 年销售增速较 2020 年下行幅度有限，预计 20/21 年销售面积增速 1.8%/0.2%；销售金额增速 7.5%/5.2%。

图1：累计商品房销售增速维持韧性



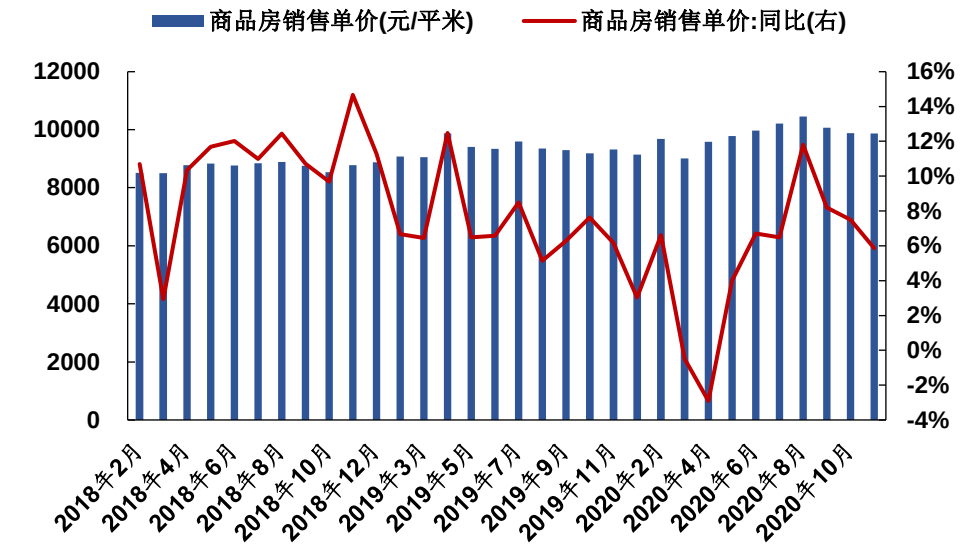
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：单月商品房销售增速微降



资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：单月商品房销售均价增速回落



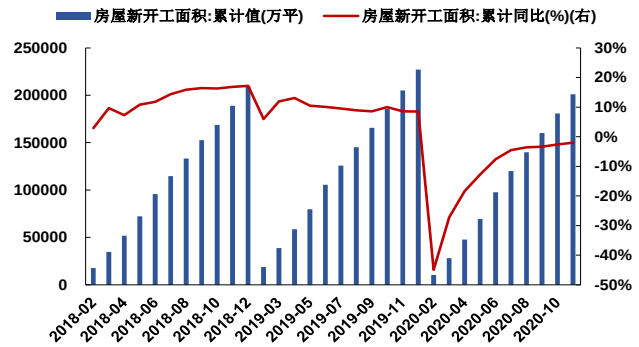
资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 新开工：21 年开工意愿充足，开工能力差强人意

前 11 月房屋新开工面积累计增速-2%，7 月单月同比增长 4.1%。

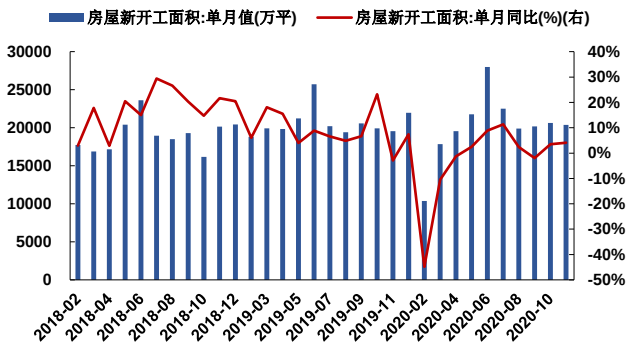
对于新开工，我们认为当前房企开工意愿较为充足，但开工能力差强人意。房企融资监管之下，新开工是获取经营杠杆的必经之路，房企有意愿尽快开工，获取无息的预售款并占用上游资金。且行业目前去化率未见显著下行，开工后销售获取回款的路径仍然较为通畅，因此房企开工意愿较为强烈。但 2019 年以来的两年，房企购地积极性趋弱扩张意愿不足，2019 年全年土地购置面积分别同比下滑 11.4%，2020 年前 11 月土地购置面积进一步下滑 5.2%，因此房企在手土储并不充足，开工能力受到抑制。**我们预计行业 2020 年和 2021 年新开工面积增速分别为-2%和-3%。**

图4：累计新开工面积及同比增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：单月新开工面积及同比增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 投资：21 年支撑力量将从土地购置切换为建安投资

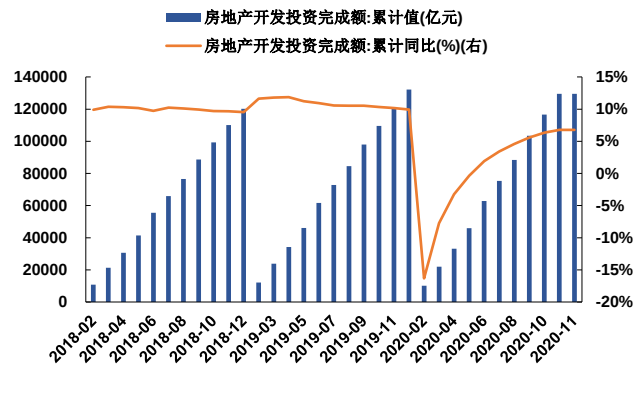
2020 年前 11 月房地产开发投资 13 万亿，同比上升 6.8%；11 月单月同比提升 10.9%。**从累计增速来看，当前支撑开发投资的仍然是土地购置费而非建安投资。但我们预计这一格局在明年会发生逆转。**

土地购置费是实缴的土地对价，可以进一步拆分成价（单位土地对价，即楼面价）**乘以量**（以新开工面积代替，因为从拿地到缴纳土地购置费的期限最长为 1 年，而从拿地到开工最长时间也差不多在 1 年）。因此 T 年土地购置费增速≈（T-1）年的百城宅地出让均价增速+T 年新开工同比增速。根据这一方法，我们预计土地购置费在 2021 年增速或会下滑至-1%。

建安投资方面，一方面在施面积将会提升，2020 年净停工面积陡增拖累了在施面积，我们认为这或和上半年地方政府给予的延后竣工政策有关系，但明年大量停工面积或会进入施工阶段，预计在施面积同比增长 5.4%；**另一方面考虑明年出现温和通胀，我们预计施工强度同比增长 4%。**二者叠加，2021 年建安投资或将提升至 9.6%。

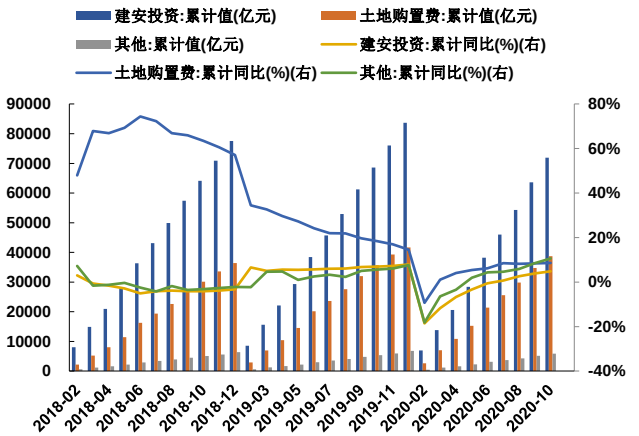
综合对土地购置费、建安投资的分析，再结合对占比较少的其他项假设，我们预计 2021 年开发投资同比增速 6%，且建安投资成为开发投资的支撑项。

图6：累计开发投资及同比增速



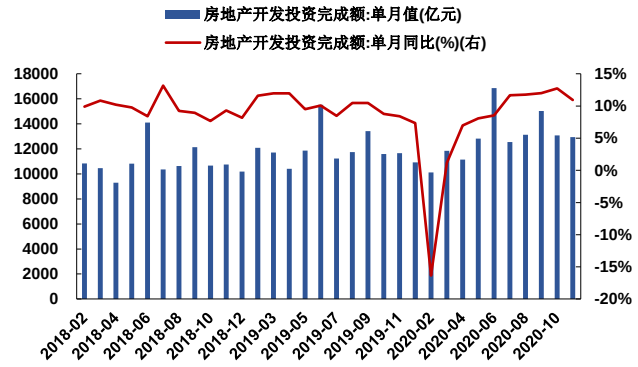
资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：累计开发投资分项及同比增速



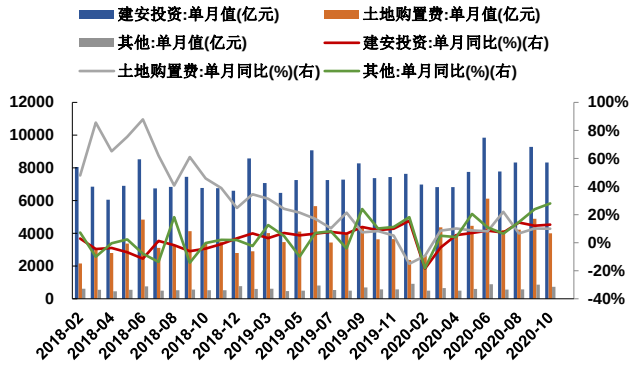
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：单月开发投资及同比增速



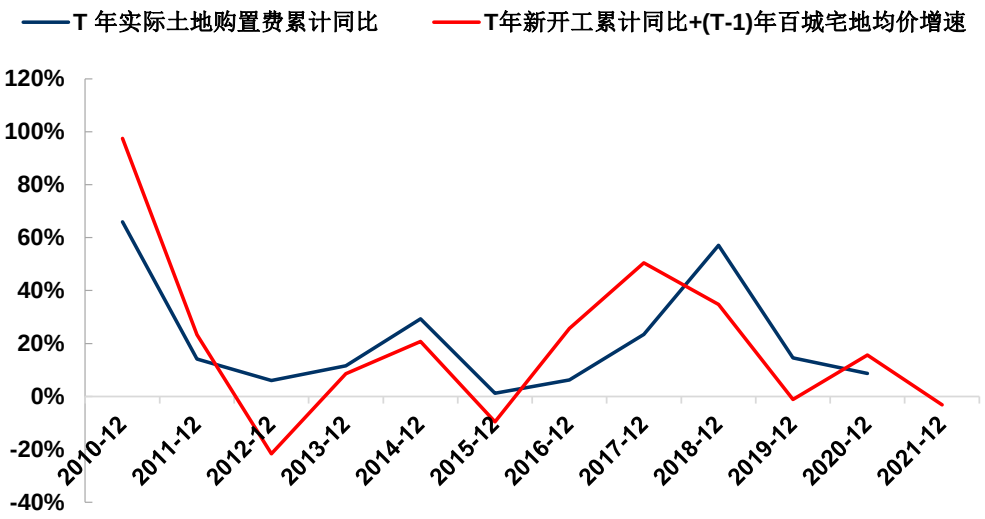
资料来源：wind，东兴证券研究所

图9：单月开发投资分项及同比增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图10：从前置指标看，2021 年土地购置费增速将下降

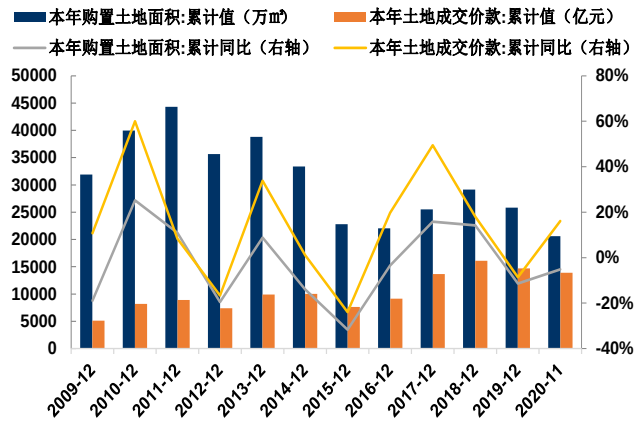


资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 土地市场：年内量降价升，土地出让更具效率但房企利润率受压缩

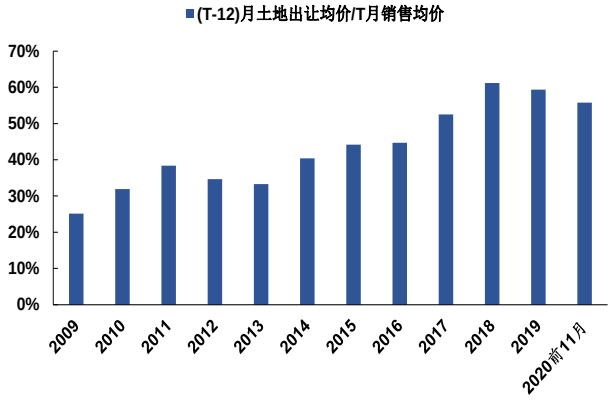
年内土地市场量缩价升，前 11 月土地购置面积同比下降 5.2%，土地成交价款同比增长 16.1%，**土地出让单价同比高增长 22.5%。造成这一现象的原因或和年内地方政府推出很多优质、稀缺土地有关。但限价政策导致销售均价提升速度有限。**假设行业平均的拿地到开盘时间为 12 个月，则 2018 年销售口径下地货比达到 61.2%，较 2017 年大幅提升。再假设行业平均周转时间为 2 年，则 2020 年结转的项目大部分来自 2018 年销售项目。因此**我们预计自 2020 财年后行业盈利能力或将下台阶。**在此大背景下，**我们认为有能力提升盈利能力的房企有望获得估值溢价，盈利能力提升可以从三方面考虑：第一，**多渠道多方法拿地降低地货比；**第二，**改善有息负债结构降低平均债务成本；**第三，**严格控制销售金额口径下的销售管理费用率。

图11：土地成交价款提升但面积下降



资料来源：wind，东兴证券研究所

图12：到位资金各项同比增速

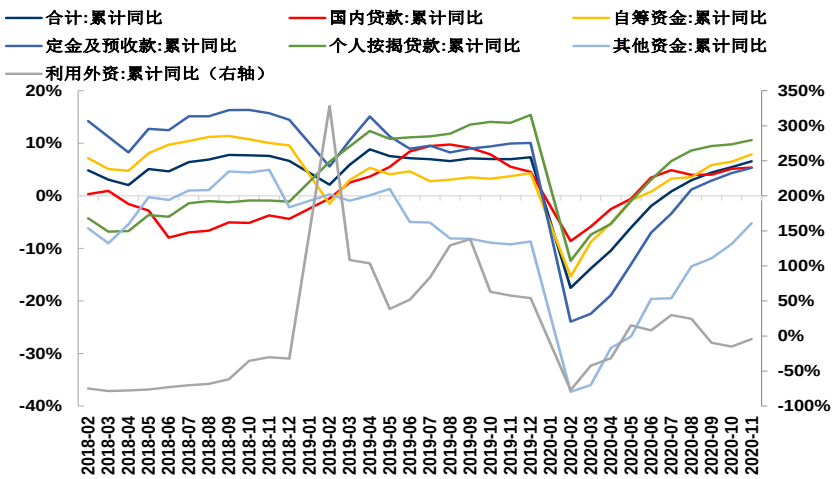


资料来源：wind，东兴证券研究所

6. 到位资金：依赖销售回款和融资

2020 年前 11 月房企累计到位资金 17.1 万亿，同比上涨 6.6%，同销售和开发投资等数据一样自 2 月后触底回升，开发商资金较为充裕。分拆来看，房企资金来源主要是销售回款和各类融资。其中定金及预收款和个人按揭贷款同比增速分别为+5.3%和+10.6%。国内贷款和自筹资金分别增长 5.4%和 7.9%。利用外资和其他资金同比增速分别为-4.5%和-5.2%，这两项绝对值较低。

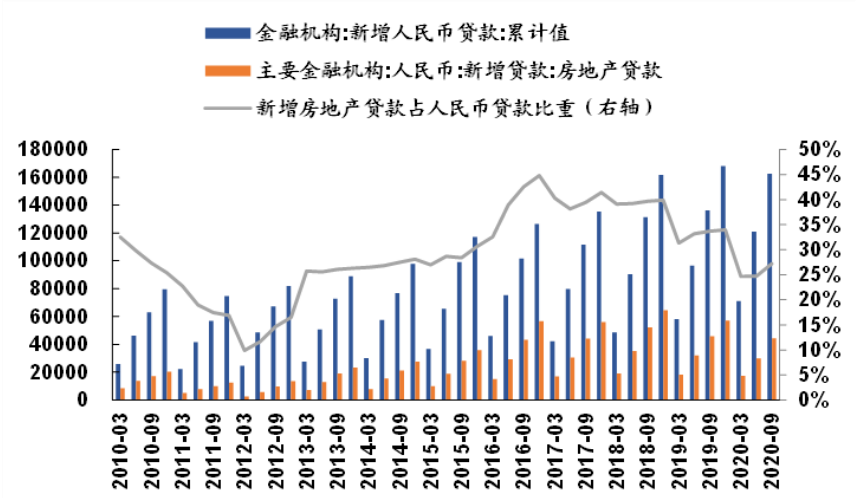
图13：从前置指标看，2021 年土地购置费增速将下降



资料来源：wind，东兴证券研究所

监管层着力压降房地产贷款占比，其中包括开发贷和按揭贷。截止三季度末新增房地产贷款占人民币贷款比重 27.2%，已经压降到 2014-2015 年时的水平。

图14：新增房地产贷款占人民币贷款比重已经压降到 2014-2015 年时的水平



资料来源：wind，东兴证券研究所

7. 投资建议

行业基本面韧性较强，前 11 月累计销售面积和开发投资分别同比增长 1.3%和 6.8%，预计全年销售、开发投资等增速将超出市场在年中的预期。年末房企积极推货，但新开盘去化率未见显著下行，重点一二线城市去化率维持在 60%左右。同时可售库存较低，新房按揭利率维持在低位，以上几点因素共同支撑了商品房销售。**我们预计 20/21 年销售面积增速 1.8%/0.2%。**开发投资在年内主要受到土地购置费的支撑，但我们预计 2021 年的支撑力量将切换到建安投资，**预计 20/21 年开发投资同比增速 6.9%/6%。**

短期看行业缺乏投资逻辑，未来两年结算利润率下滑，这两点共同导致未出现明显估值切换行情。

但中长期看，我们对房地产开发行业坚定看多。一方面“十四五”规划建议明确提出“逐步形成城市化地区、农产品主产区、生态功能区三大空间格局;支持城市化地区高效集聚经济和人口;发挥中心城市和城市群带动作用，建设现代化都市圈。这将导致城镇人口在城市之间迁移，为购房总需求空中加油。利好布局核心城市和城市圈的房企。另一方面，“三道红线”房企融资监管全面涵盖表内、表外融资，控制房企有息负债增速，监管规则更加透明可预期。且有利于控制行业风险，微观企业层面防范流动性风险；中观行业层面有利于降低土地市场无序竞争，防范资产价格泡沫风险。“三道红线”作为供给端政策和需求端政策一起控制行业波动性，促进行业平稳发展。经营层面，高周转也因为可以获取经营杠杆替代有息负债而成为最佳的商业模式。

因此我们推荐布局中心城市和核心城市圈，商业模式采取高周转的房企，包括保利地产、万科 A、金地集团、中南建设和滨江集团。

8. 风险提示

经济复苏不及预期、行业盈利能力下行超出预期、房企超预期出现流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	东兴证券房地产行业 7 月统计局数据点评：行业短期高景气，优质房企黄金时代 20200816	2020-08-16
行业普通报告	东兴证券房地产行业 6 月统计局数据点评：地产复苏强于经济，销售量价齐升得验证	2020-07-17
行业深度报告	房地产行业报告：以越秀 REIT 案例为起点纵览全球 REITs 发展，透视内地公募 REITs 破冰之旅	2020-05-21
行业普通报告	房地产：龙头具有更扎实的阿尔法，板块超额收益亦值得期待	2020-05-11
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业格局变化之年，龙头更占优	2020-04-27
行业普通报告	东兴证券房地产行业周报：行业基本面数据如期边际修复，后续需求端政策微调可期	2020-04-21
行业深度报告	物业管理：龙头快速增长的现金牛行业	2020-04-21
行业普通报告	东兴证券房地产行业 3 月统计局数据点评：供给驱动销售复苏，单月投资增速回正	2020-04-20
行业普通报告	房地产：发展城市圈仍是城市化抓手，城市更新内涵更丰富	2020-04-12
行业普通报告	房地产：房企 3 月销售明显复苏，关注中长期资金利率走势	2020-04-06
公司普通报告	阳光城（000671）：结转权益占比阶段性提升，拿地重回扩张区间	2020-08-23
公司深度报告	东兴证券房地产行业荣盛发展（002146）：高权益比积极拿地，杠杆结构优化	2020-08-17
公司普通报告	万科 A（000002）：销售体现龙头优势，杠杆总量结构虎步行业	2020-08-30
公司深度报告	万科 A（000002）：钱地人三优势护航主业，非房业务延续优质基因	2020-04-03
公司深度报告	滨江集团（002244）：补库存积极有为，产品力和操盘力是公司底色	2020-08-30
公司深度报告	金地集团（600383）：结算下滑拖累营收，管理和融资铸就护城河	2020-09-03
公司普通报告	金科股份（000656）：销售总量增长结构改善，物业已提交上市申请	2020-09-07
公司深度报告	中南建设（000961）：盈利能力有望继续改善，绝对土储增厚	2020-08-26
公司深度报告	保利地产（600048）：长线视角下的优等生，累计销售增速 8 月有望转正	2020-09-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019 年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526