开源证券

格局愈发稳固，毛利率迎来触底，行随事迁

房地产行业2021年度投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0600517110004

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 陈鹏（分析师）

证书编号：S0790120060038

邮箱：chenpeng@kysec.cn

2020年12月07日

核心观点

➢ **政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施**

回顾近十年的中共中央政治局会议，对于房地产着墨颇多，但是关键词是在发展和变迁的。2012-2013年，会议中提到最多的是“调控”；2014年，“城镇化”；2015-2016年，“去库存”；2017年至今，则是“长效机制”。2020年，政策整体呈现前松后紧态势。上半年疫情影响下，为扶持房地产市场稳定健康发展，政策环境较为宽松，2020年下半年，调控略有转向，多地开始收紧。展望未来，调控成果来之不易，我们判断政策仍将保持一致性。

➢ **展望2021，行业供需格局趋于稳定**

（1）强者恒强、运营红利时代来临。强者恒强：政策约束下行业格局将更为稳定，优质房企凭借自身资金、规模、操盘等方面优势，将更具竞争力。多重曲线：随着行业从增量时代慢慢进入存量时代，持续性收入将成为房地产企业下半场的核心分化点。（2）新开工：房企潜在开工意愿或下行，预计2021年0增速；（3）投资：预计2021年同比增长4.9%。（4）竣工：将迎来快速放量，预计同比增长10%；（5）销售：一二线表现更佳，预计销售金额同比增长2.8%，销售面积同比下降2.1%。

➢ **关注行业毛利率趋势和竞争格局变动**

（1）从趋势看，2016-2017年房企获取的高价地确实给房企经营带来较大困扰；2018年后，房企对于后市房价更理性的预期推动土地市场表现平和，毛利率有望触底回升。（2）“三道红线”政策对房企而言，将是一次信贷资源分配规则的调整。新政使得行业格局更为固定，弯道超车难度持续加大，集中度提升逻辑得到巩固。

➢ **预计2021行业以稳为主，维持看好评级**

展望2021年，预计行业整体格局以稳为主；总量数据会维持稳定，政策会不断微调烫平周期。房企逆周期拿地难度加大，而高效运营、产品优势将更加重要。我们认为未来地产股的估值会拉开差距，我们看好那些“资产质量高、融资成本低、持续收入高”的标的，符合上述特征的标的我们相信其估值将被市场重估。地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。**建议重点关注地产板块机会，维持行业看好评级。重点推荐金地集团、保利地产、新城控股、金科股份、中南建设、旭辉控股集团、建发国际集团、金地商置。**

➢ **风险提示：**行业销售规模下滑；按揭贷款利率大幅上行；融资环境全面收紧。

目 录

CONTENTS

1 政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

2 强者恒强、运营红利时代来临

3 展望2021，行业供需格局趋于稳定

4 关注行业毛利率趋势和竞争格局变动

5 投资建议

6 风险提示

1 政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

1.1 中央“房住不炒”主基调不动摇

2016年前，市场对地产的判断集中在三年小周期上，确实2008-2016年是三轮小周期的经典阐释。但2016至今，我们注意到本轮周期政策始终保持一致，经历了3年完整调控后，我们看到调控取得了一个相对均衡平稳的局面：房价波澜不惊、新房供应不减、居民预期平稳、土地出让顺畅。2020年7月，中共中央政治局召开会议，继续强调房住不炒定位，我们可以看到，政策是连续且一致的。

回顾近十年的中共中央政治局会议，对于房地产着墨颇多，但是关键词是在发展和变迁的。2012-2013年，会议中提到最多的是“调控”；2014年，“城镇化”；2015-2016年，“去库存”；2017年至今，则是“长效机制”。

表1：政治局会议对地产定调不变

	会议时间	关键词	内容
十九届中共中央政治局会议	2017/12/8	长效机制	加快住房制度改革和长效机制建设
	2018/4/23	健康发展	要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。
	2018/7/31	坚决遏制房价上涨、长效机制	下决心解好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制
	2018/12/13	-	未提及
	2019/7/30	房住不炒	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
	2019/12/6	-	未提及
	2020/4/17	长效机制	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
	2020/7/30	长效机制	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：政府官网、开源证券研究所

1 政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

1.1 中央“房住不炒”主基调不动摇

2020年5月22日，政府工作报告中提出：“深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施，让城市更宜业宜居。加快落实区域发展战略。”政府工作报告与此前中央政策方向一脉相承，中央房住不炒基调不动摇。

表2：历年政府工作报告政策方向一脉相承

时间	工作回顾	工作部署
2018	因城施策分类指导，三四线城市商品住宅去库存取得明显成效，热点城市房价涨势得到控制(因城施策)。	1.稳妥推进房地产税立法(房产税)；2.棚改开工580万套，加大公租房保障力度(棚改)；3.坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度(长效机制)。
2019	1.棚户区住房改造620多万套，农村危房改造190万户(棚改)；2、改革完善房地产市场调控机制(宏观调控)。	1.更好解决群众住房问题,落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促房地产市场平稳健康友展(长效机制)；2.继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求(棚改)；3.健全地方税体系，稳步推进房地产税立法(房产税)。
2020	城镇保障房建设和农村危房改造深入推进(保障性住房)。	1.深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业(城市群)；2.坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展(房住不炒)；3.完善便民设施，让城市更宜业宜居(便民设施)。

资料来源：政府官网、开源证券研究所

1.2 年内地方政策前松后紧，有效提升市场稳定性

2020年，政策整体呈现前松后紧态势。2020年上半年，货币政策持续宽松，多地出台房地产扶持政策。政策首先起始于供给端，2月前后杭州、西安、无锡、上海成为首批调整的一二线城市。本阶段政策调整包括延缴土地出让金、降低土拍保证金比例、降低预售门槛、延缴税费、延长竣工期限等，集中于一二线城市，以缓解房企资金压力为主要目的。第二阶段政策放松逐渐由供给端向需求端过渡，主要为扶持政策，**政策不断出台与调整反映了地方政府的试探和纠结。但整体来看，上半年疫情影响下，为扶持房地产市场稳定健康发展，政策环境较为宽松。**

表3：2020年上半年多地区发布房地产宽松新政

地区	具体城市
收紧	海南、广州、驻马店、宝鸡、济南、海宁、无为、青岛撤回政策
放松	承德、嘉兴、中山、天津、安徽、广州、深圳、杭州、上海、江西、重庆、浙江、西安、无锡、江苏、南昌、福州、南京、合肥、苏州、衡阳、佛山、沈阳、厦门、龙岩、青岛、南京、焦作、衡阳、苏州、无锡、无锡、贵阳、莆田、河南、马鞍山、南宁、东莞、滁州、钦州、石家庄、抚州、临桂、常州、天津、镇江、德阳、常州、江门、广州、怀化、海南、山东、深圳、珠海等

资料来源：各地政府官网、开源证券研究所

1.2 年内地方政策前松后紧，有效提升市场稳定性

2020年下半年，调控略有转向，多地开始收紧，政策包含限购、限售、限贷升级、土地出让条件收紧、市场监管趋严、税收调整等方面。

不论是上半年政策环境持续宽松，抑或是下半年行业政策有所收紧，政策调控目的均在于维护房地产市场平稳健康发展。在市场不景气时辅以扶持，非理性时加以调控，政府有效确保房地产回归居住属性。**展望未来，调控成果来之不易，我们判断政策仍将保持一致性。**

表4：2020年7月以来地方调控收紧政策持续加码

调控内容	城市
限购升级	限购年限增加或限购区域扩围：深圳（落户满三年）、宁波（区域扩围）、东莞（新增外地二手）
	夫妻离异限购：深圳（3年内）、无锡（2年内）、南京（2年内）
	父母投靠限购：杭州（落户满三年）
	无房家庭认定或限定登记项目数：杭州（单身、离异单身）、杭州（意向登记一个项目）
限贷升级	首付比例提升：深圳（非普宅首付比例提升）、无锡（二套首付提升）、沈阳（二套首付提升）、常州（二套贷款未结清）、长春（二套首付提升）
限售	人才或优先购房家庭限售：杭州（5年）、宁波（5年）
	新购限售：东莞（7月25日后新购限售3年）、常州（4年）
土地出让条件收紧	强调“限房价、竞地价”：杭州、无锡、沈阳（溢价率管控）、南京、长春
	严格落实开发企业购地使用自由资金规定：无锡、南京
加强市场监管	热点楼盘优先无房家庭：深圳、杭州（倾斜比例80%）、南京（倾斜比例30%）
	网签“三价合一”：深圳、无锡
	严禁资金违规流入房地产市场、捂盘销售、虚假宣传等：深圳、杭州、宁波、南京、郑州、长春、海口、三亚、成都
税收调节	增值税免征年限提升：深圳（2→5）、无锡（2→5）、沈阳（2→5）、成都（2→5）
	统一税收：杭州（在办理房屋不动产证时缴纳契税）
停止疫情期间纾困政策	商品房预售许可及资金监管等方面：无锡、常州

资料来源：各地政府官网、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

2 强者恒强、运营红利时代来临

3 展望2021，行业供需格局趋于稳定

4 关注行业毛利率趋势和竞争格局变动

5 投资建议

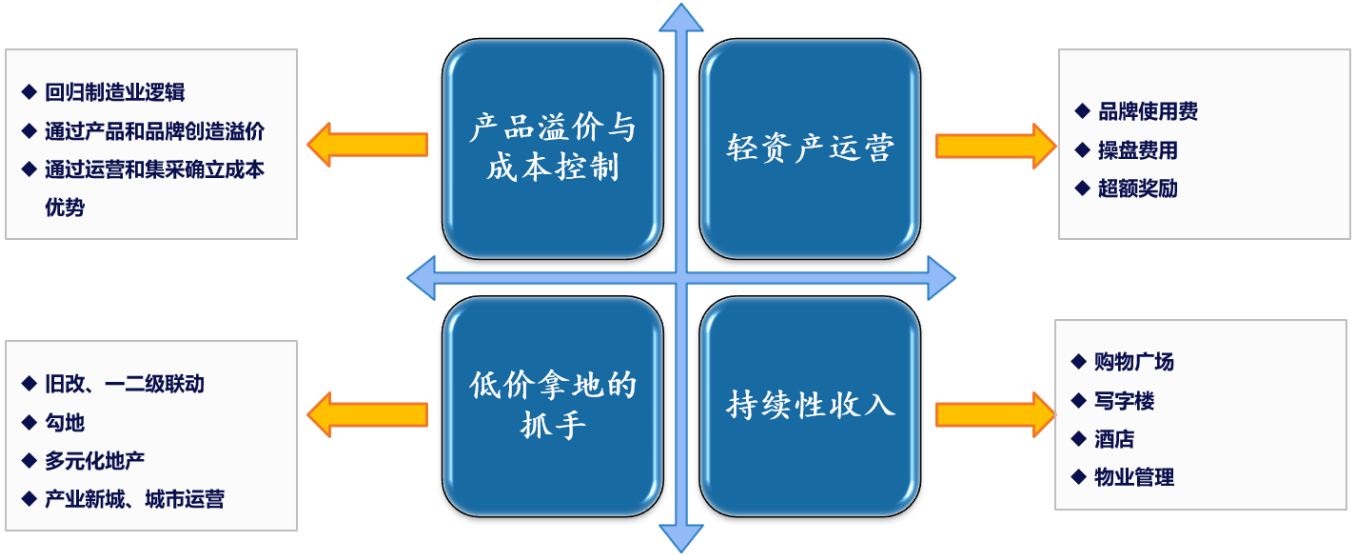
6 风险提示

强者恒强、运营红利时代来临

政策约束下行业格局将更为稳定，优质房企凭借自身资金、规模、操盘等方面优势，将更具竞争力。

展望2021年，我们判断行业整体格局以稳定为主；总量数据会维持稳定，政策会不断微调烫平周期。在这种平稳格局下，房企逆周期拿地难度加大，而高效运营、产品优势、理性投拓将更加重要。我们认为未来地产股的估值会拉开差距，我们看好那些“资产质量高、融资成本低、持续收入高”的标的，符合上述特征的标的我们相信其估值将被市场重估。

图1：未来房企盈利需要做出转变



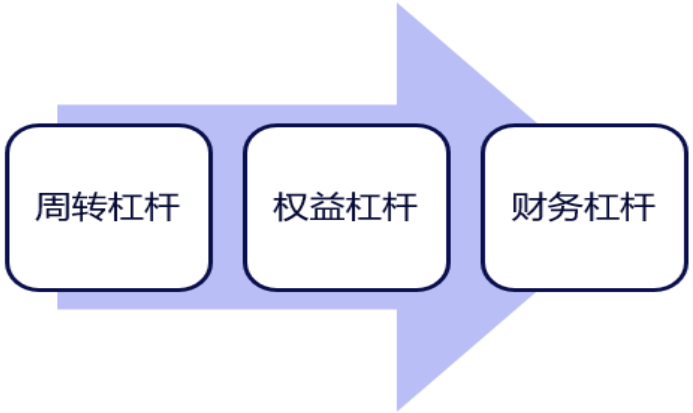
资料来源：开源证券研究所

2.1 关键词一：强者恒强

“三道红线”之前，房企过往成长路径更多依赖于周转、权益、财务三重杠杆的叠加，推动运营效益持续提升，也使得大量成长性房企规模增速远高于行业平均水平。但本身周转杠杆有极限（工程刚性周期），权益杠杆有上限（不可能纯代建），未来财务杠杆被严控，有息负债规模被限定，房企快速成长路径遇到瓶颈。

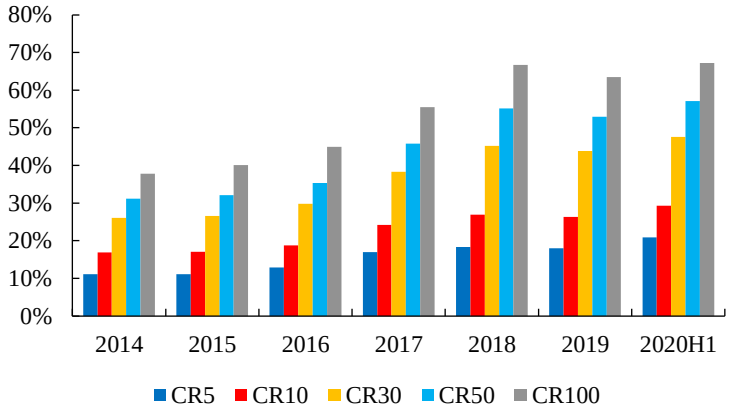
未来房企疯狂扩张、狂飙突进的态势一去不返，弯道超车难度加大，政策约束下行业格局将更为稳定，优质房企凭借自身资金、规模、操盘等方面优势，将更具竞争力，强者恒强态势明显，行业集中度有望持续提升。

图2：房企经营三重杠杆将遇瓶颈



资料来源：开源证券研究所

图3：百强房企集中度有望加速提升



数据来源：CRIC、开源证券研究所

2.2 关键词二：多重曲线

随着行业从增量时代慢慢进入存量时代，持续性收入将成为房地产企业下半场的核心分化点。短期看，持有类物业虽然回报率低，但持续性和利润率较好，是房企未来竞争的关键布局点。

同时，伴随企业能力的提升，持有类物业还能形成一定的规模效应和运营红利，同时对开发业务形成一定的反哺。

表5：主流房企纷纷布局商业地产领域

公司名称	代码	商业地产布局（不区分是否在上市公司体内）
碧桂园	2007.HK	1、凤悦酒店及度假村，管理逾500亿酒店资产，为超过150家酒店提供运营和资产管理服务，运营管理客房总数约40000间；2、智慧餐饮，目前6家门店运营中；3、碧桂园商管平台。
中国恒大	3333.HK	截至2019年末，恒大文旅（恒大童世界目前已布局15个；恒大水世界未来2-3年力争布局20-30个；恒大海南花岛已签约35家美食商户和255个国际零售品牌）；
万科地产	000002.SZ	截至2020H1，集团累计开业商业项目面积836万平方米，同比增加11.1%。其中，报告期内新开业一个购物中心（太原印象城），面积10.61万平方米；新开业4个社区商业，面积6.02万平方米。
保利地产	600048.SH	截至2020H1，公司商业管理面积达287万平方米，管理业态囊括购物中心、酒店、会展、公寓等，并以轻资产模式实现品牌及管理输出。
绿地控股	600606.SH	1、20多个超高层综合体；2、多个大型城市综合体、高铁站商务区；3、酒店：自有奢华酒店品牌“铂瑞”（Primus）和商务品牌“铂骊”（TheQube）。截止20H1，公司拥有营运酒店44家，客房总数11670间。
中海地产	0688.HK	截至2020H1,已运营商业物业共149个，总建筑面积1050万平方米。写字楼45个，集中商业14个，酒店12个，公寓2个。
新城控股	601155.SH	截至2020H1，公司已在全国范围内布局139座吾悦广场，开业运营的吾悦广场累计达到63座。已开业面积达586.62万平方米，同比增长42.72%。
龙湖集团	0960.HK	1、本集团已开业商场建筑面积为387万平方米，含车位总建筑面积为504万平方米，整体出租率为94.7%；2、长租公寓冠寓：已开业7.9万间，整体出租率为85.3%。
华润置地	1109.HK	截至2020H1，购物中心：旗下61个购物中心，已开业万象城、万象天地、万象汇42个，储备项目50个，另有管理输出购物中心项目28个。有19家长租公寓。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

2 强者恒强、运营红利时代来临

3 展望2021，行业供需格局趋于稳定

4 关注行业毛利率趋势和竞争格局变动

5 投资建议

6 风险提示

3.1 供给端：开工投资降温，竣工值得期待

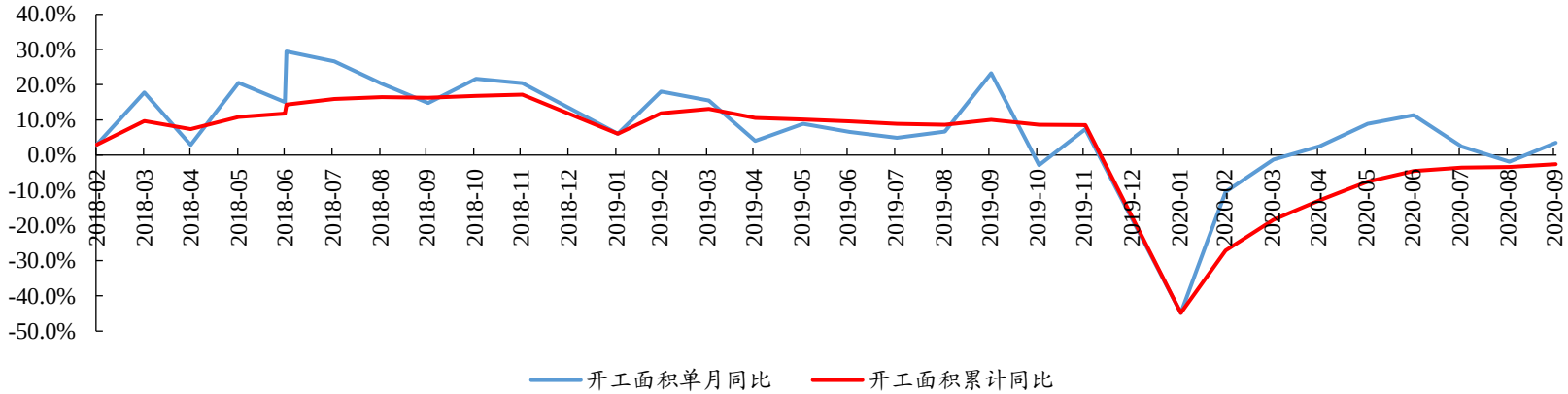
➢ 新开工：潜在开工意愿或下行，预计2021年0增速

传统的分析框架对新开工的分析主要从上年拿地和当年开工意愿来测算。我们认为这个框架有两个小瑕疵：

1）高周转打法下拿地到开工的周期逐步缩短，企业当年新开工不能仅仅参考上年拿地。

2）开工意愿比较难以量化，传统看只能通过调研了解头部公司意愿进而推测行业水平。

图4：截至2020年10月，房地产新开工面积累计增速-2.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 供给端：开工投资降温，竣工值得期待

➢ 新开工：潜在开工意愿或下行，预计2021年0增速

复盘2015至2019年，我们采用上述方法，用“当年新开工跟当年上半年拿地、上年下半年拿地”进行比较，我们发现：本轮小周期以来，房屋新开工规模和拿地量的比值与溢价率密切关联。

假定11-12月公司单月新开工增速为8%，则测算出2020年新开工面积达22.56亿平米，同比减少0.7%。2020年7-11月，300城市土地出让面积同比增长16%，溢价率14%，基本与2018年后持平；但考虑三道红线政策对房企资金端管控更为严格，我们认为开工量/拿地量将有所下行。当前土地市场溢价率与2012、2013、2018、2019阶段相近，我们取4个年度开工量/拿地量指标的均值91%，则预测出2021年新开工面积22.61亿平米，同比增长0.2%。

表6：预计2021年房屋新开工面积增速0.2%

300城市土地出让	规划建面（万平米）	平均溢价率	年份	房屋新开工（万平米）	开工量/拿地量
2011年7月-2012年6月	207018	6%	2012年	177334	86%
2012年7月-2013年6月	249572	12%	2013年	201208	81%
2013年7月-2014年6月	257714	15%	2014年	179593	70%
2014年7月-2015年6月	152908	9%	2015年	154454	101%
2015年7月-2016年6月	159854	28%	2016年	166928	104%
2016年7月-2017年6月	155886	40%	2017年	178654	115%
2017年7月-2018年6月	196651	23%	2018年	209342	106%
2018年7月-2019年6月	206266	13%	2019年	227154	110%
2019年7月-2020年6月	*215088*	*12%*	*2020E*	*225559*	*105%*
2020年7月-2020年11月	*99025同比+15.5%*	*14%*	*2021E*	*226068*	*91%*

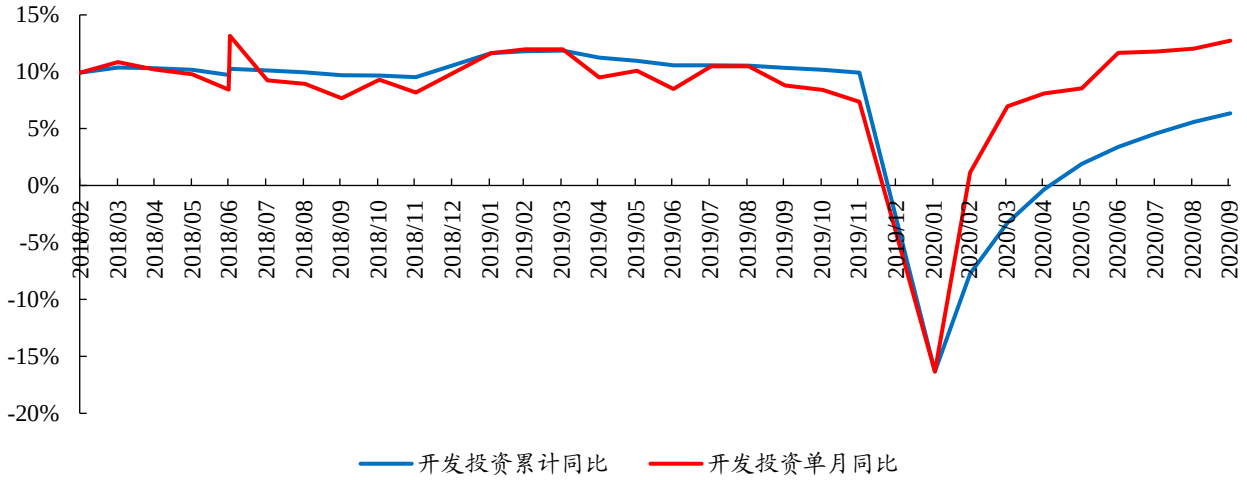
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 供给端：开工投资降温，竣工值得期待

➢ 房地产投资：预计2021年增长4.9%

截至2020年10月，房地产开发投资完成额11.66万亿元，同比增长6.3%。分结构看，土地购置费3.87万亿元，同比增长8.6%；剔除土地购置费的施工投资6.60万亿，同比增长6.6%。2019年前三季度的地产投资超出市场预期。2020年前10月，新开工增速持续复苏，但较前两年增速收窄明显。

图5：截至2020年10月房地产开发投资完成额同比增长6.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 供给端：开工投资降温，竣工值得期待

➢ 房地产投资：预计2021年增长4.9%

2020年前10月，新开工增速持续复苏，但较前两年增速收窄明显。此前，我们预测2021年新开工增速仅0.2%，竣工增速有望持续提升，从而预计2021年施工面积仍能够维持2.8%左右增长，同时单位施工强度同比增长2%。土地购置费预计将稳中略升，最终测算出2021年房地产开发投资规模15.0万亿，同比增长4.9%。

表7：预测2021年房地产开发投资额同比增长4.9%

	房地产开发投资完成额（亿元）	同比增速	土地购置费	同比增速	建安投资（亿元）	同比增速
2004年	13158		2574		10584	
2005年	15909	20.9%	2904	12.8%	13005	22.9%
2006年	19423	22.1%	3318	14.2%	16105	23.8%
2007年	25289	30.2%	4873	46.9%	20416	26.8%
2008年	31203	23.4%	5996	23.0%	25208	23.5%
2009年	36242	16.1%	6024	0.5%	30218	19.9%
2010年	48259	33.2%	10000	66.0%	38260	26.6%
2011年	61797	28.1%	11413	14.1%	50384	31.7%
2012年	71804	16.2%	12100	6.0%	59704	18.5%
2013年	86013	19.8%	13502	11.6%	72512	21.5%
2014年	95036	10.5%	17459	29.3%	77577	7.0%
2015年	95979	1.0%	17675	1.2%	78303	0.9%
2016年	102581	6.9%	18779	6.2%	83802	7.0%
2017年	109799	7.0%	23169	23.4%	86629	3.4%
2018年	120264	9.5%	36387	57.0%	83877	-3.2%
2019年	132194	9.9%	41675	14.5%	90519	7.9%
2020E	*142966*	*8.1%*	*45261*	*8.6%*	*97705*	*7.9%*
2021E	*149974*	*4.9%*	*47524*	*5.0%*	*102449*	*4.9%*

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 供给端：开工投资降温，竣工值得期待

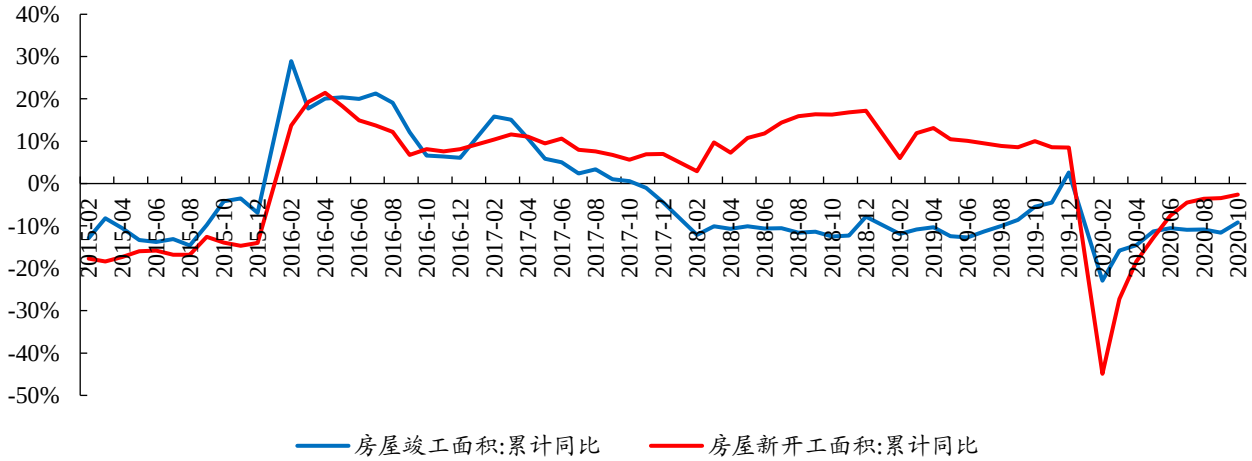
➢ **竣工：将迎来快速放量，预计同比增长10%**

目前市场非常关注地产竣工，从建安周期看，竣工一定来自于开工（复工面积也来自于以往的新开工），因此用新开工来推算竣工在逻辑上是相对合理的。但二者出现较为严重的悖离，主要原因包含：

（1）过程干扰较多。

（2）建设周期的变化，即开工到竣工的时间拉长，这其中主要是由于精装房的比例提升导致。

图6：截至2020年10月，房屋竣工面积同比下降9.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

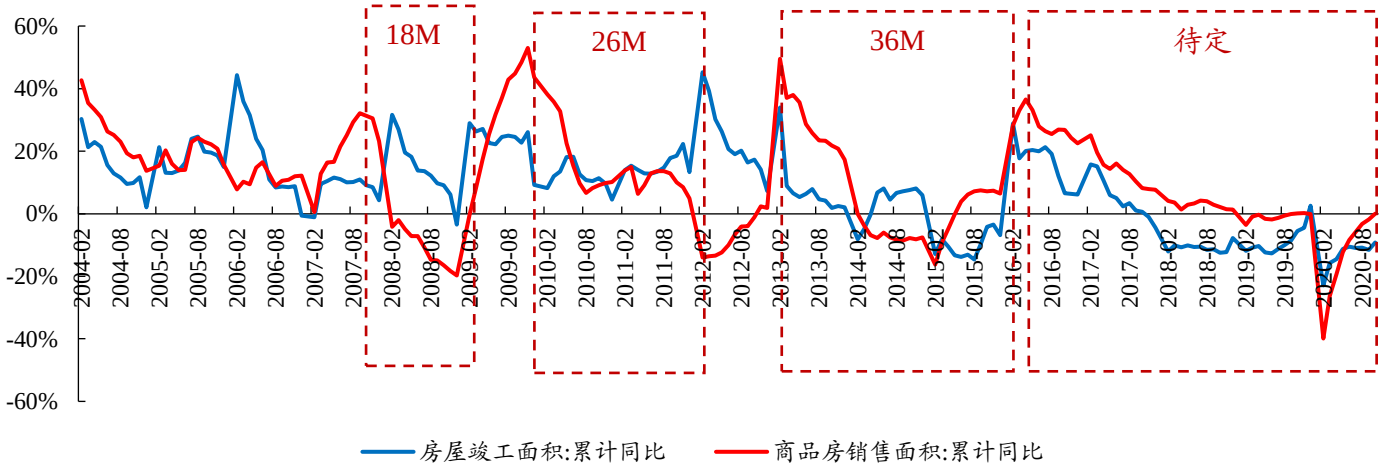
3.1 供给端：开工投资降温，竣工值得期待

➢ **竣工：将迎来快速放量，预计同比增长10%**

销售到交房存在合同约束，而交房的前提条件是工程竣工，因此理论上销售面积与竣工面积有较强的相关性。而且本轮周期以来，房地产市场整体量价齐升，烂尾房的情况非常少，开工的房屋绝大多数都会正常竣工交付，这也是预期竣工转正的最主要逻辑。从过往数据上看，二者确实有较好的相关性。

但是销售到竣工的时滞在逐渐拉长，由2007-2008年的18个月，到2009-2011年的26个月，拉长至2013年至2016年的36个月。而本轮周期中，“销售-竣工”时滞到底会拉长到多久，目前难以判断。但考虑到该时滞并不是无限延长的，竣工交付时间是有购房合同约束的，我们对2021年竣工数据保持乐观，预计2021年竣工面积同比增长10%。

图7：本轮周期销售至竣工时间持续拉大



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 需求端：一二线表现更佳，预计销售金额同比增长2.8%

展望2021年，我们预计全国销售面积增速为-2.1%，销售金额增速为2.8%。**结构上一二线城市会略微回升而三四线城市会有所降温。由于三四线城市占比更高，带动整体销售下降。分层次看，我们预计一二线城市、三四线城市销售面积增速分别为0%、-3%，全国销售面积同比下降2.1%。**

对一二线城市销售规模持平的判断来自于以下2个理由：

（1）调控政策力度已经达到历史最严格水平，边际再收紧的空间有限。

（2）从2020年表现看，一二线复苏势头明显好于三四线情况，是人口虹吸效应的受益者。

对三四线城市销售面积同比下降3%的判断来自于：

（1）部分三四线城市在历经近三年的去库存后，供需结构已经大为改善。

（2）十三五”棚改目标任务为2000万套，超额完成目标。政府改善民生工作重点逐渐由棚改转为旧改。棚改退坡，旧改一定程度改善居民生活水平、延长房屋使用年限，对三四线置业需求释放有一定抑制作用。

图8：预计2021年全国商品房销售面积同比减少2.1%

	商品房销售面积（万平米）	同比增速	一线及二线城市	同比增速	三四线城市	同比增速
2013	130551		41839		88712	
2014	120649	-7.6%	38568	-7.8%	82080	-7.5%
2015	128495	6.5%	42173	9.3%	86322	5.2%
2016	157349	22.5%	52262	23.9%	105087	21.7%
2017	169408	7.7%	50019	-4.3%	119389	13.6%
2018	171654	1.3%	49761	-0.5%	121893	2.1%
2019	171558	-0.1%	51185	2.9%	120373	-1.2%
2020E	*170105*	*-0.8%*	*49732*	*-2.8%*	*120373*	*0.0%*
2021E	*166494*	*-2.1%*	*49732*	*0.0%*	*116762*	*-3.0%*

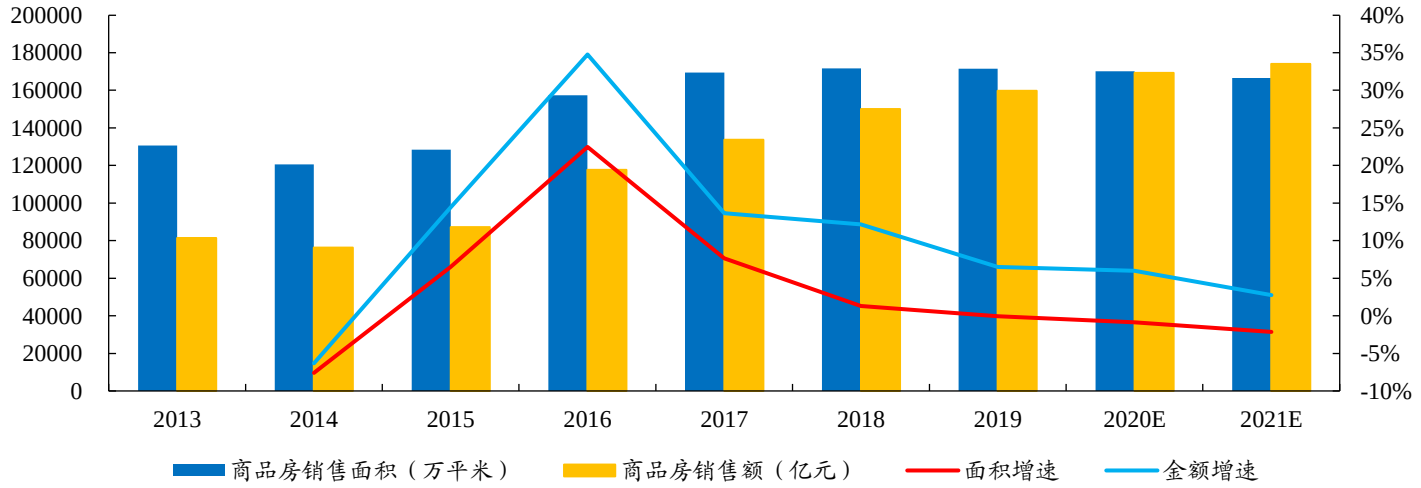
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 需求端：一二线表现更佳，预计销售金额同比增长2.8%

展望2021年，我们预计全国销售面积增速为-2.1%，销售金额增速为2.8%。结构上一二线城市会略微回升而三四线城市会有所降温。由于三四线城市占比更高，带动整体销售下降。分层次看，我们预计一二线城市、三四线城市销售面积增速分别为0%、-3%，全国销售面积同比下降2.1%。

2019年、2020年前10月，全国商品房销售均价6.6%、5.8%，调控政策趋严，“房住不炒”主基调下，价格端得到有效控制，预计全国商品房销售均价保持5%增速，**最终测算出2021年全国商品房销售金额17.40万亿元，同比增长2.8%。**

图8：预计2021年全国商品房销售金额同比增长2.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

2 强者恒强、运营红利时代来临

3 展望2021，行业供需格局趋于稳定

4 关注行业毛利率趋势和竞争格局变动

5 投资建议

6 风险提示

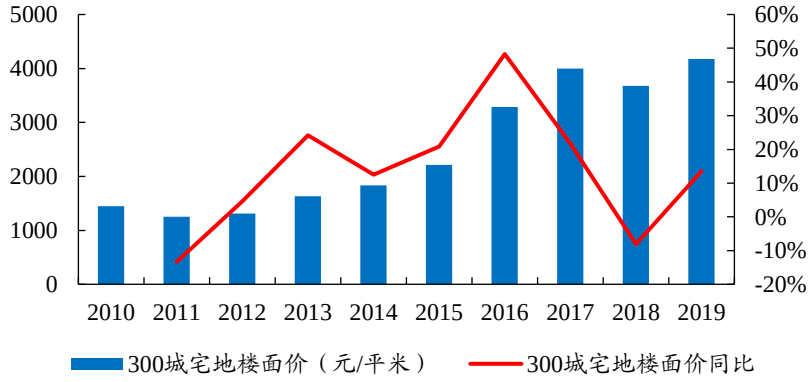
4.1 毛利率走势有望触底回升

房地产行业毛利率下行是市场长期担忧点之一。2016年以来的这一波房地产周期调控力度更大，同时延续时间更长，为落实房住不炒基调，多地政府对新房实行限价政策，而土地成本居高不下，房企盈利空间持续收窄。

我们追溯过往10年商品房住宅的楼面价以及销售均价情况，商品房住宅销售均价使用国家统计局公布的商品房住宅口径，土地数据使用300城宅地楼面均价。考虑到宅地成交后距离住宅预售条件达到还需要9-12月时间，使用T-1期楼面价/T期销售均价走势来判断行业毛利率走势。

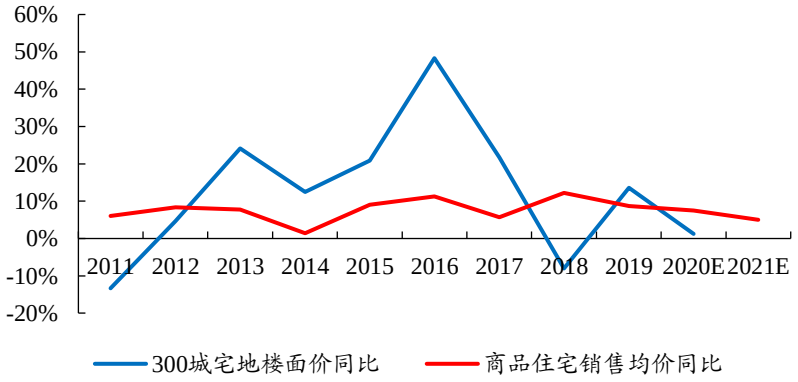
我们发现，2012-2018年住宅土地楼面价占销售均价持续提升，且在2018年达到顶点，主要源于土地市场在2016、2017年土拍成交火热，房企对后市住宅销售价格走势持乐观态势，导致招拍挂热情高涨，年内宅地楼面价分别达3286元/平米、3998元/平米，同比增速分别为48%、22%。

图9：300城商品住宅楼面价自2017年后增速有所收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：300城宅地楼面价趋于平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

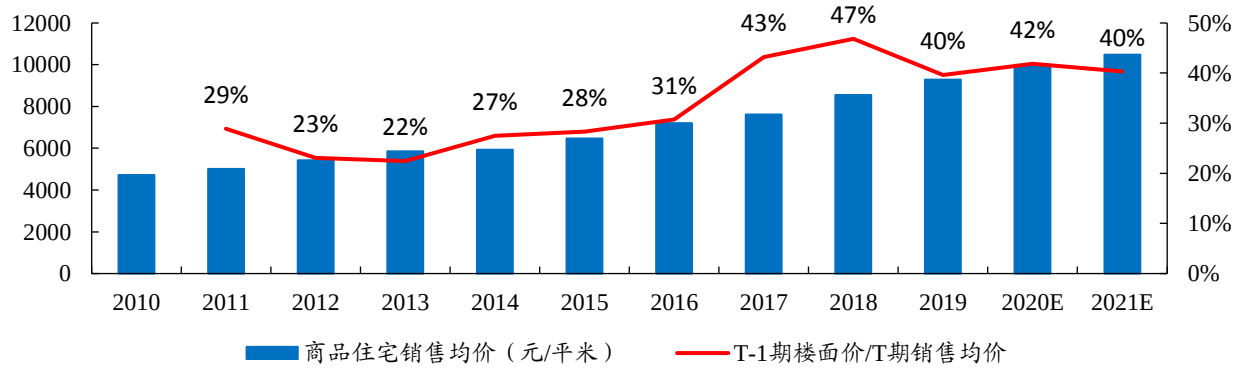
4.1 毛利率走势有望触底回升

2018年后，商品住宅楼面价占销售均价出现拐点，2018年土地市场景气度回落，300城宅地楼面价同比下降8%，自2012年后首次出现负增长，而商品房住宅价格端表现依然平稳，推动2019年该比例下降至40%，较2018年下降7个百分点。

展望未来，2020年全年房价使用前10月住宅房价均值，为9986元/平米，较2019年增长8%，而2019年宅地楼面价4177元/平米，同比增长14%，导致楼面价占销售均价比例提升至42%，但依旧低于2017-2018年水平。

根据前文我们预测2021年销售均价同比增长5%，则2021年销售均价达10485元/平米，2020年宅地楼面价采用前10月楼面均价，则测算出2020年楼面价占2021年销售均价的40%，同比继续回落2个百分点。从趋势看，2016-2017年房企获取的高价地确实给房企经营带来较大困扰；2018年后，房企对于后市房价更理性的预期推动土地市场表现平和，毛利率有望触底回升。

图11：商品住宅楼面价占销售均价比例有所回落

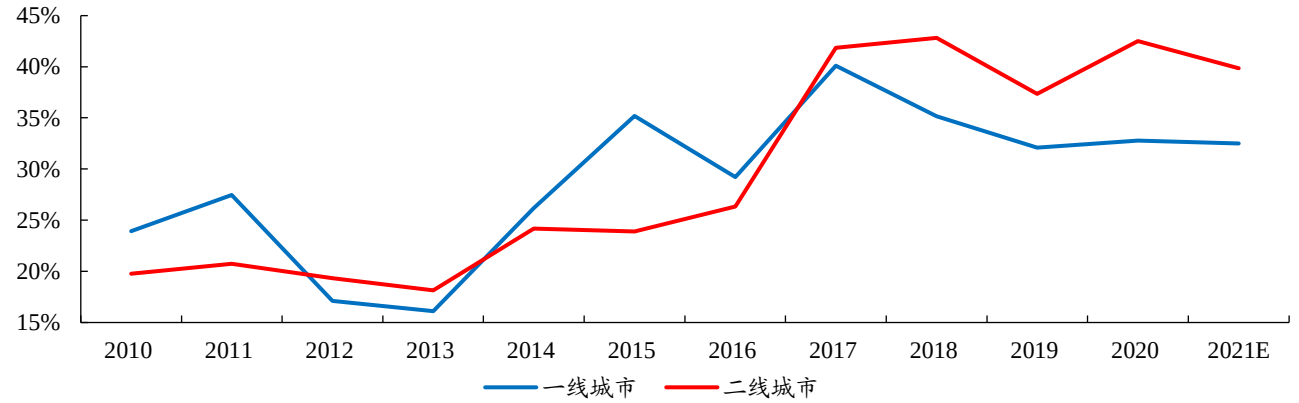


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1 毛利率走势有望触底回升

按城市能级划分，我们使用百城住宅平均售价、百城宅地楼面价来测算一二线城市比例。我们注意到（T-1）期楼面价占T期销售均价比值均在2017-2018年出现拐点。假定2020年房价和楼面价均使用前10月数值，2021年房价涨幅5%，则一二线城市2021年该比值分别为32%、40%，均较2017、2018年有明显回落。

图12：一二线城市商品住宅楼面价占销售均价比例有所回落



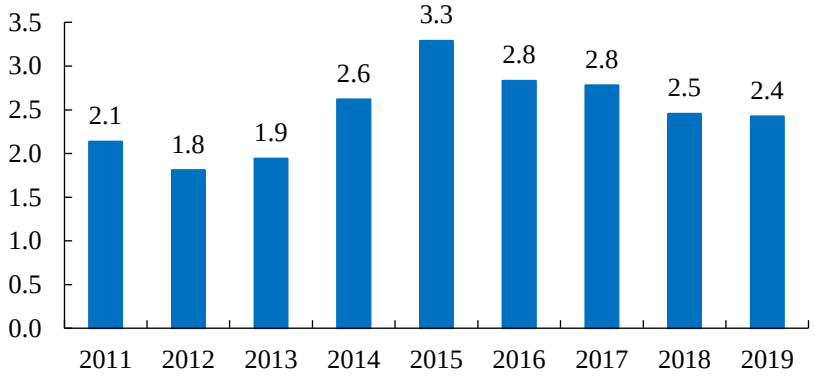
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 三条红线融资新政后，行业格局将更加稳定

8月20日，住建部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会。**会议提出三条红线:**
1）剔除预收款后的资产负债率大于70%;
2）净负债率大于100%;
3）现金短债比小于1倍。除了三条红线，拿地销售比是否超过40%和过往三年经营性现金流是否为正是重要观察指标。

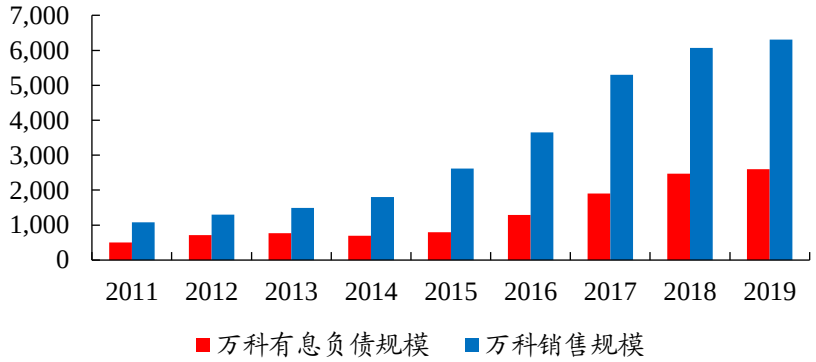
过往20年，房企想取得超越同行的快速发展，主要是两类打法：高周转、高杠杆。而“三线四挡”的融资新政后，可以预见的是，行业格局将更加稳定。未来房企的信用扩张被严格管控，高杠杆将被严控，行业的稳定性将会大幅提升。
以万科为例，去审视有息负债对销售规模的驱动能力。万科在2011-2019年，单位负债能够驱动的销售规模是比较平稳的，其均值中枢在2.5倍。

图13：万科A：2019销售规模/有息负债规模为2.4倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：万科A：销售规模及有息负债规模持续提升



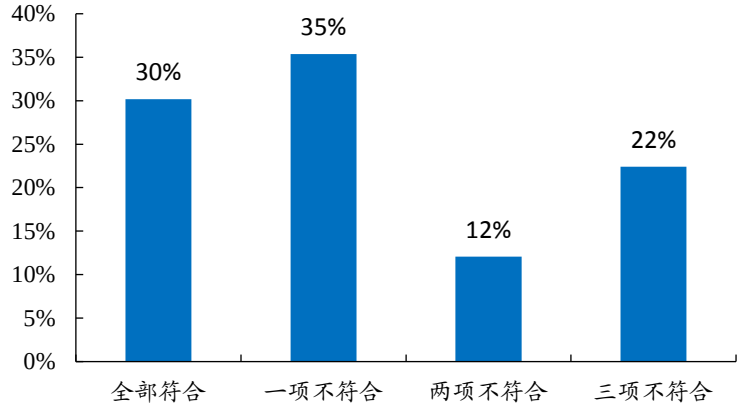
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 三条红线融资新政后，行业格局将更加稳定

伴随“三线四挡”的融资新政，开发商新增有息负债规模将有上限，意味着在周转率不变的情况下，销售规模的增长将有上限。从这一点看，不踩线的房企将在未来竞争格局中处于更有利的位置。

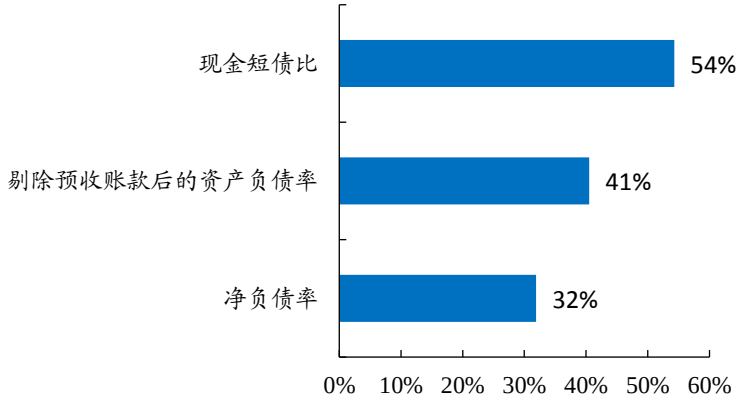
我们使用房地产板块，剔除ST公司后测算，2020H1，116个公司中三条红线全部符合占比30%，两条符合占比35%。从踩线情况看，现金短债比是最容易被踩线的，占比54%。

图15： 2020H1，A股房企三条红线踩线情况中全部符合占比三成



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16： 2020H1，A股房企三条红线踩线情况比例中现金短



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 三条红线融资新政后，行业格局将更加稳定

“三道红线”政策对房企而言，将是一次信贷资源分配规则的调整。新政使得行业格局更为固定，弯道超车难度持续加大，集中度提升逻辑得到巩固。

表9：2020年8月融资政策持续趋严

时间	来源	主要内容
8月13日	21世纪经济财经	监管部门将出台新规控制房地产企业有息债务的增长，设置“三道红线”将试点房企分为“红、橙、黄、绿”四档：1.剔除预收款后的资产负债率大于70%；2.净负债率大于100%；3.现金短债比小于1倍。试点房企有息负债规模以2019年6月底为上限，分档设定增速阈值，每降低一档，上限增加5%
8月20日	央行、住建部	住建部、央行召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制。会议指出，为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，央行、住建部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。
8月28日	经参报报道	12家参加会议的试点企业需要9月底上交降档方案，包括1年内如何降档，3年内如何全面完成符合“三条红线”的调整。2021年1月1日起全行业将全面推行相关规则
9月14日	央行	针对房企的资金检测和融资管理规定，前后差不多酝酿了将近2年的时间，下一步央行将会同住建部以及其他相关部门，跟踪评估执行情况，不断完善规则，稳步扩大适用范围
9月15日	财联社报道	监管部门下发《试点房地产企业主要经营、财务指标统计监测表》，监管部门要求试点房企每月15日前提交8项财务指标，分别为剔除预收账款资产负债率、未剔除预收账款的资产负债率、净负债率、现金短债比、权益口径购地金额、权益口径销售金额、近3年经营活动产生的现金流净额是否连续为负、有息负债。
9月26日	财联社报道	监管部门要求试点房企在2023年6月30日前完成降负债目标。
10月15日	财联社报道	试点房企每月上报信息不仅涵盖融资“三条红线”指标，还要求房企填报参股未并表住宅地产项目，明股实债项目融资等数据。表明此次监管为穿透式，表内表外全覆盖。
10月15日	央行	目前重点企业资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面。下一步，考虑扩大适用范围。

资料来源：各地政府官网、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

2 强者恒强、运营红利时代来临

3 展望2021，行业供需格局趋于稳定

4 关注行业毛利率趋势和竞争格局变动

5 投资建议

6 风险提示

投资建议

展望2021年，我们认为房地产行业整体格局以稳为主；总量数据会维持稳定，政策会不断微调烫平周期。房企逆周期拿地难度加大，而高效运营、产品优势将更加重要。我们认为未来地产股的估值会拉开差距，我们看好那些“资产质量高、融资成本低、持续收入高”的标的，符合上述特征的标的我们相信其估值将被市场重估。地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。建议重点关注地产板块机会，维持行业看好评级。重点推荐金地集团、保利地产、新城控股、金科股份、中南建设、旭辉控股集团、建发国际集团、金地商置。

表10：建议关注地产板块重点公司投资机会

上市公司	代码	市值（亿元）	评级	归母净利润(亿元）				PE估值			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
金地集团	600383.SH	659	买入	101	116	133	153	6.54	5.68	4.95	4.31
保利地产	600048.SH	2030	买入	280	330	390	459	7.26	6.15	5.21	4.42
新城控股	601155.SH	810	买入	127	160	198	241	6.40	5.06	4.08	3.36
金科股份	000656.SZ	420	买入	57	71	87	104	7.39	5.91	4.81	4.05
中南建设	000961.SZ	375	买入	42	70	90	103	9.00	5.32	4.16	3.62
建发国际	1908.HK	179	买入	17	21	26	33	10.41	8.51	6.82	5.45
金地商置	0535.HK	205	买入	38	43	50	57	5.39	4.71	4.10	3.59
旭辉控股	0884.HK	521	买入	64	80	97	115	8.10	6.48	5.39	4.51

数据来源：Wind、开源证券研究所（汇率：1 HKD=0.85 RMB）

目 录

CONTENTS

1 政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

2 强者恒强、运营红利时代来临

3 展望2021，行业供需格局趋于稳定

4 关注行业毛利率趋势和竞争格局变动

5 投资建议

6 风险提示

风险提示

1）行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

2）政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

3）融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金茂大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券