

# 房地产

## 艰难收官，迎接挑战——统计局 12 月数据点评

证券研究报告

2022 年 01 月 17 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

韩笑

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120006

hanxiaob@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

1 《房地产-行业研究周报:迎接高基数的挑战——房地产行业周报》 2022-01-16

2 《房地产-行业点评:公共服务均等化,住房保障民生化——《“十四五”公共服务规划》点评》 2022-01-13

3 《房地产-行业研究周报:政策博弈还有哪些空间?——房地产行业周报》 2022-01-08

### 销售预期边际恶化，降息提振市场信心

2021 年全国商品房销售面积同比+1.9%，销售金额同比+4.8%。12 月单月销售金额环比+39.9%，同比-17.8%，同比降幅较 11 月扩大 1.5pct，自下半年以来高基数压力逐渐显现。12 月单月销售均价 9512 元/平，环比-0.9%，同比-2.5%，为年内最低，房企年末加大营销力度，继续以价换量加速库存去化。四季度以来地方因城施策逐步升级，购房补贴、公积金、人才购房等支持政策叠加按揭宽松。支撑短期销售预期企稳，但是高基数压力下销售改善的持续性有待考验。1 月 17 日 1 年期 MLF 降息 10BP，虽然四季度房贷利率已经通过调整地方加点的形式起到定向降息效果，但我们认为后续 5 年期 LPR 的潜在调整对市场预期层面的影响更大，预计将给地产需求侧注入更多信心。我们维持 2022 年全国商品房销售金额同比-6.1%的判断。

### 开发投资连降四个月，存量施工仍具韧性

2021 年全国房地产开发投资完成额同比+4.4%，12 月单月同比-13.9%，环比-16.9%，连续四个月同比负增长。其中：1) 土地投资：全年土地成交价款同比+2.8%，12 月单月环比+4.1%，同比-4.2%。第三轮集中供地延续低迷，我们认为再投资预期的回暖将取决于销售端的改善；2) 施工投资：全年新开工面积同比-11.4%，12 月单月环比-0.1%，同比-31.2%；全年施工面积同比+5.2%；全年竣工面积同比+11.2%，12 月同比+1.9%。我们认为预售资金监管有望支撑存量施工韧性，叠加保障性租赁住房的潜在对冲，预计 2022 年房地产开发投资完成额同比-2.6%。

### 到位资金增速同步回落，一季度行业信用迎接考验

2021 年全国房地产开发企业到位资金同比+4.2%，低于开发投资 0.2pct，12 月单月同比-19.3%，环比+6.0%。其中：1 销售回款：全年定金及预收款同比+11.2%，12 月单月同比-25.9%，环比+32.7%，增速表现均弱于同期商品房销售金额，或表明前端需求边际回落；全年个人按揭贷款同比+8.0%，12 月单月同比-7.9%，环比-6.8%，时隔 3 个月再次出现同、环比均负增长，或表明 10-11 月销售改善主要为此前积压需求的集中回补。2 外部融资：全年国内贷款同比-12.7%，12 月单月同比-31.6%，环比+11.0%；全年自筹资金同比+3.2%，12 月单月-9.8%，环比-10.5%。在当前的风险偏好下，地产再融资的宽松仅仅局限于优质的头部房企和地方国企，2022 年一季度行业面临工程款支付和境内境外债集中到期的压力，信用层面同样迎来重大考验。

### 政策博弈仍有空间

1) 信用问题催生的 alpha 有更多可能，后续再融资支持（不排除股权再融资）、负债率考核、地方国资参与度的提升都值得期待；2) 预期反转之后的过度叠加效应有待缓解，通过自上而下的协调改善流动性挤兑、避免地方层面的过度升级同样有一定可能；3) 政策面的 beta 取决于宏观和基本面的被动触发，尤其是一季度行业基本面和信用层面都将迎来重大挑战，我们依然看好三稳预期和因城施策的持续升级，甚至极端情况下更高力度的托底政策出台。

### 把握左侧收并购和右侧集中度提升

未来行业 beta 取决于行业结构调整、产能出清节奏和政策托底力度；alpha 在于收并购对重点房企资产负债表和利润率的修复、逆周期加杠杆的精准度、围绕住房场景价值的长期挖掘。**建议持续推荐：**1) 优质龙头：金地集团、保利发展、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：金科股份、新城控股、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、新城悦服务、绿城服务、招商积余、保利物业、旭辉永升。

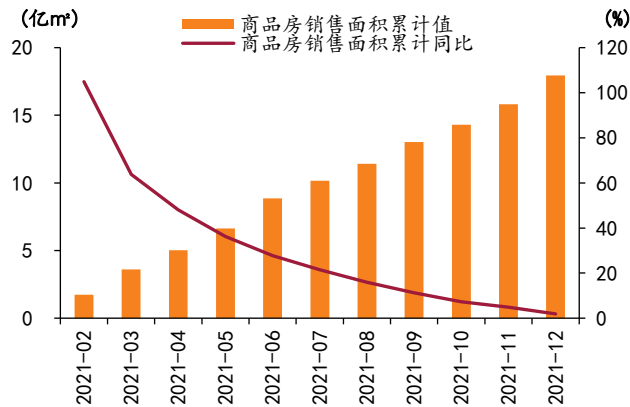
**风险提示：**行业信用风险蔓延；行业销售下行周期开始；行政调控保持高压，房地产税试点力度超预期；主观测算偏差风险

## 1. 点评：艰难收官，迎接挑战

### 1.1. 销售预期边际恶化降息提振市场信心

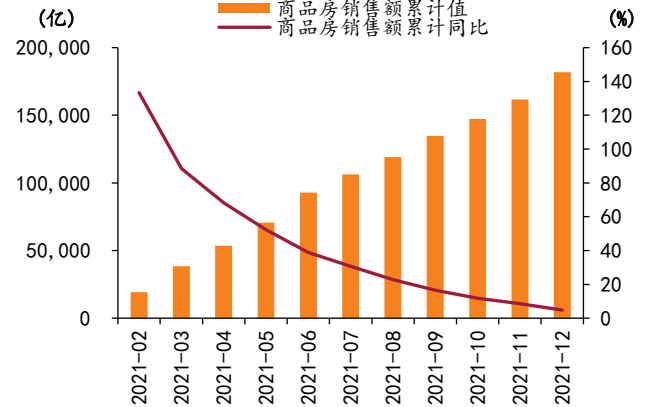
2021 年全国商品房销售面积同比+1.9%，销售金额同比+4.8%。12 月单月销售金额环比+39.9%，同比-17.8%，同比降幅较 11 月扩大 1.5pct，自下半年以来高基数压力逐渐显现。12 月单月销售均价 9512 元/平，环比-0.9%，同比-2.5%，为年内最低，房企年末加大营销力度，继续以价换量加速库存去化。

图 1：商品房销售面积累计情况



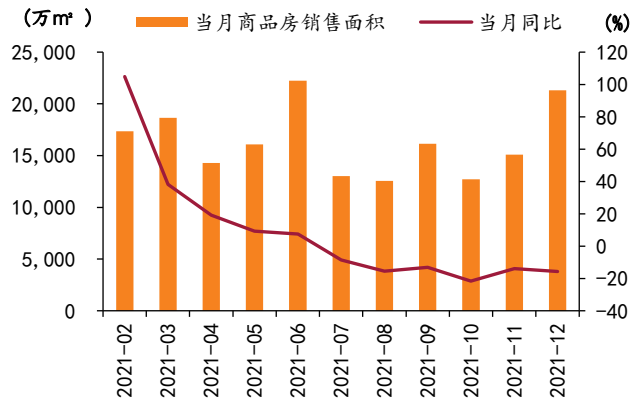
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：商品房销售额累计情况



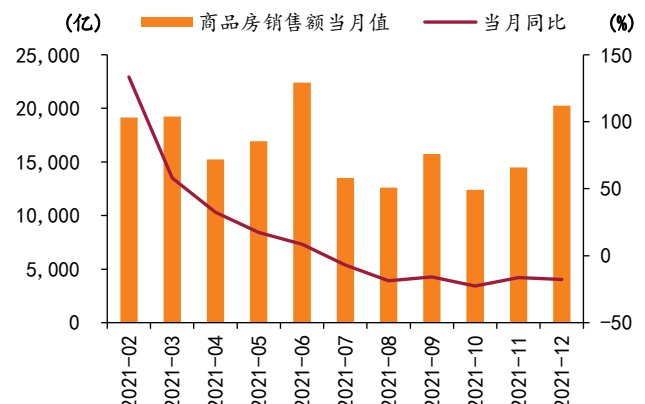
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：商品房销售面积单月情况



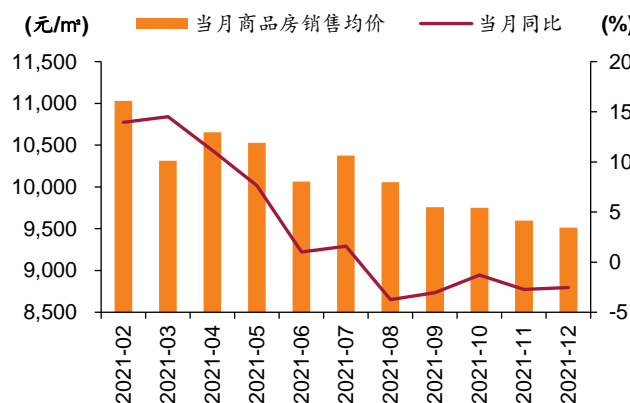
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：商品房销售额单月情况



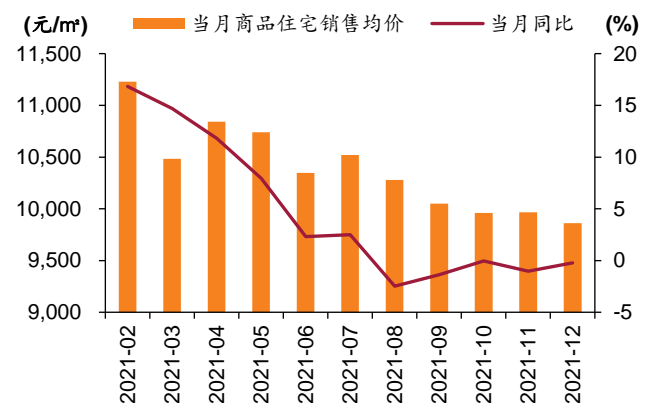
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：商品房销售均价单月情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：商品住宅销售均价单月情况



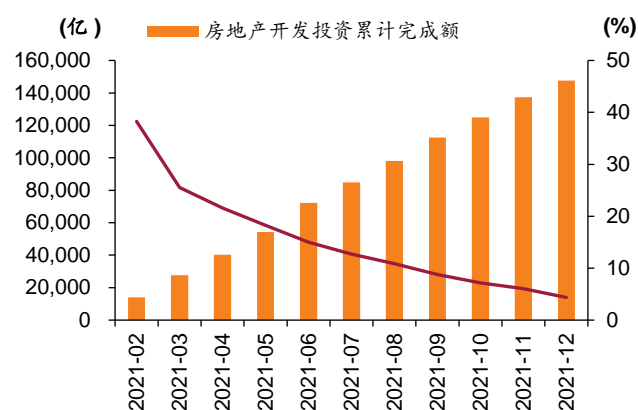
资料来源：Wind，天风证券研究所

四季度以来地方因城施策逐步升级，购房补贴、公积金、人才购房等支持政策叠加按揭宽松（贝壳研究院：12月103城首套房利率5.64%、二套房5.91%，均较11月回落5bp，四季度较9月高点累计回落10、8bp，此外12月平均放款周期57天，较11月缩短11天）支撑短期销售预期企稳，但是高基数压力下销售改善的持续性有待考验。1月17日1年期MLF降息10BP，虽然四季度房贷利率已经通过调整地方加点的形式起到定向降息效果，但我们认为后续5年期LPR的潜在调整对市场预期层面的影响更大，预计将给地产需求侧注入更多信心。我们维持2022年全国商品房销售金额同比-6.1%的判断。

## 1.2. 开发投资连降四个月，存量施工仍具韧性

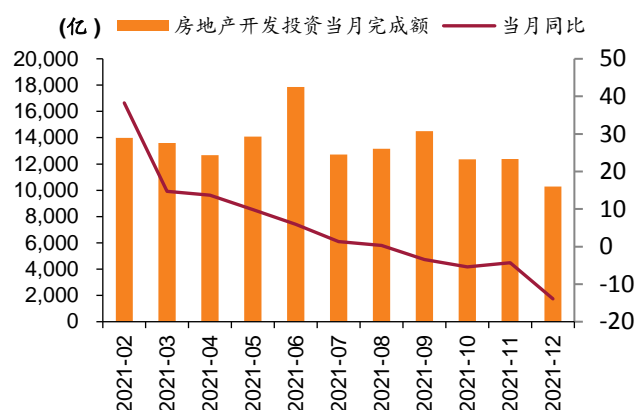
2021年全国房地产开发投资完成额同比+4.4%，12月单月同比-13.9%，环比-16.9%，连续四个月环比负增长。其中：1) 土地投资：全年土地成交价款同比+2.8%，12月单月环比+4.1%，同比-4.2%。第三轮集中供地延续低迷，我们认为再投资预期的回暖将取决于销售端的改善；2) 施工投资：全年新开工面积同比-11.4%，12月单月环比-0.1%，同比-31.2%；全年施工面积同比+5.2%；全年竣工面积同比+11.2%，12月同比+1.9%。

图7：房地产开发投资累计完成额情况



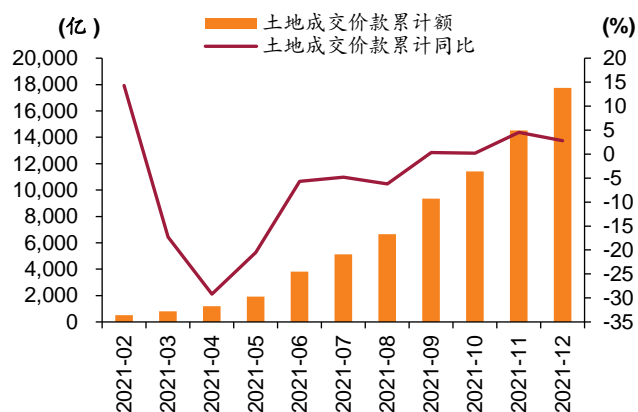
资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：房地产开发投资当月完成额情况



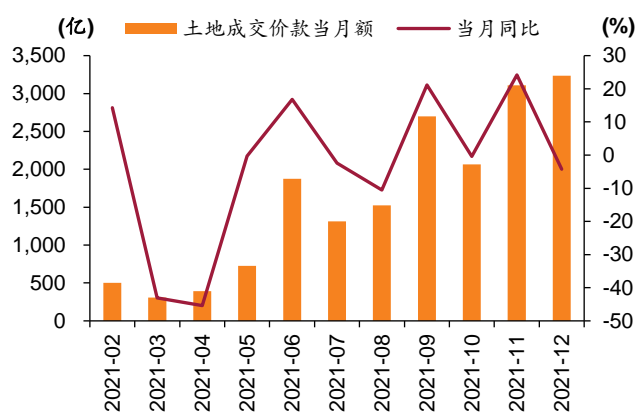
资料来源：Wind，天风证券研究所

图9：土地成交价款累计情况



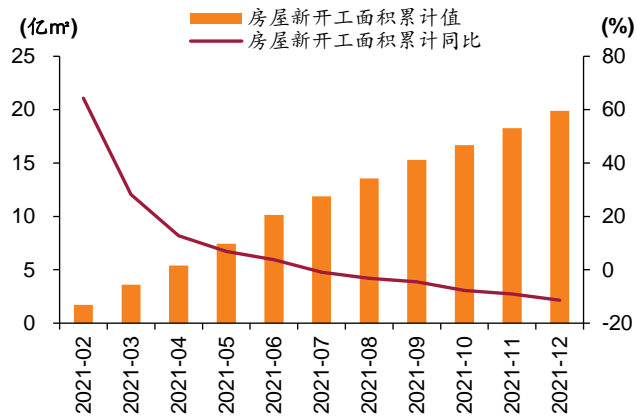
资料来源：Wind，天风证券研究所

图10：土地成交价款当月额情况



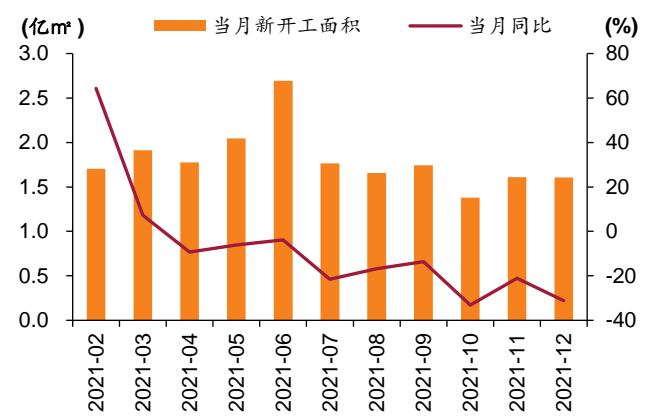
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11: 房屋新开工面积累计情况



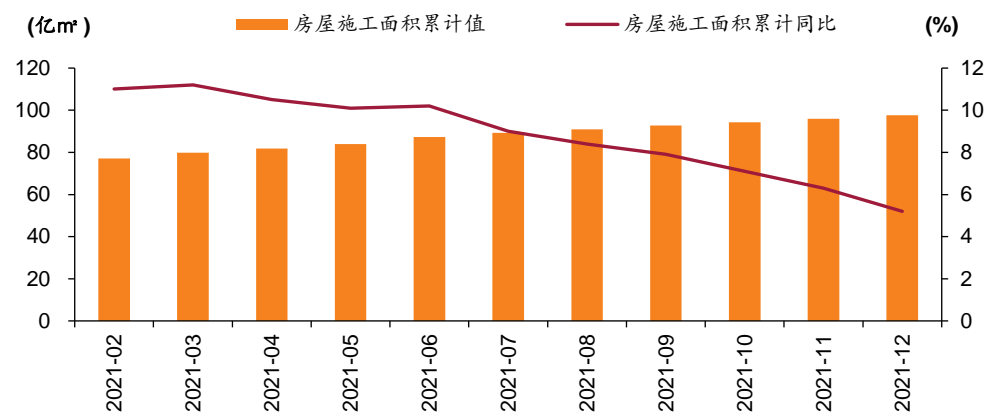
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 房屋新开工面积当月值情况



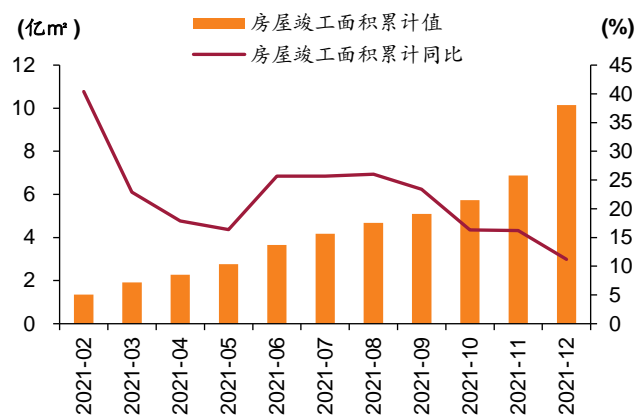
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 房屋施工面积累计情况



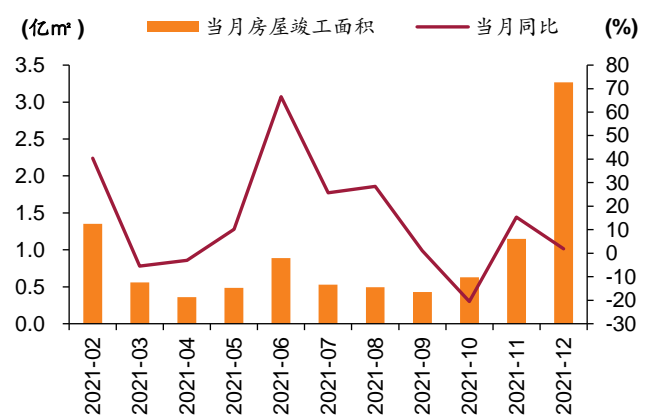
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 房屋竣工面积累计情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 房屋竣工面积当月值情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们认为预售资金监管有望支撑存量施工韧性，叠加保障性租赁住房的潜在对冲（根据我们在《公共服务均等化，住房保障民生化——<“十四五”公共服务规划>点评》中的测算，预计保障性租赁住房年均贡献施工投资 1687-2362 亿元，占 2021 年开发投资完成额比重的 1.14%-1.60%），预计 2022 年房地产开发投资完成额同比-2.6%。

表 1: 保障性租赁住房对开发投资拉动测算相关数据依据

保障性租赁住房套均面积假设 (平)	70	60	50
年均建设面积 (万平)	9737.0	8346.0	6955.0
带动年均建安投资 (亿元)	2362.2	2024.7	1687.3
占 2021 年开发投资比例 (%)	1.60	1.37	1.14

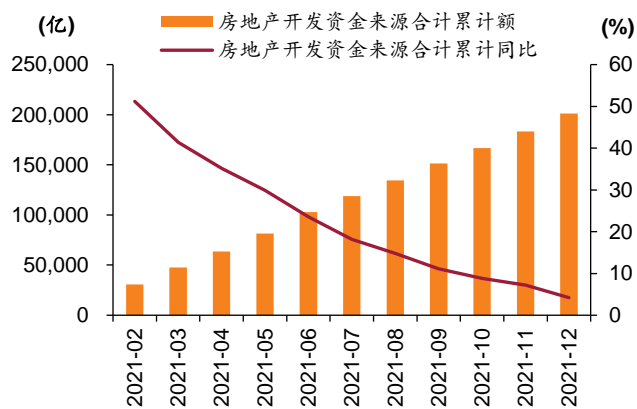
相关测算方法见团队外发报告《公共服务均等化, 住房保障民生化——<“十四五”公共服务规划>点评》

资料来源: Wind, 住房和城乡建设部, 天风证券研究所

### 1.3. 到位资金增速同步回落, 一季度行业信用迎接考验

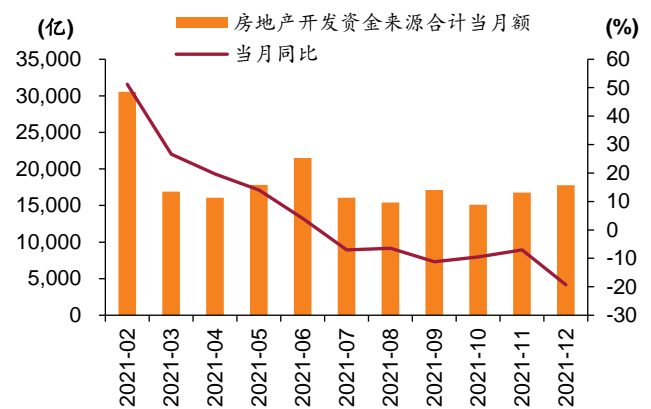
2021 年全国房地产开发企业到位资金同比+4.2%, 低于开发投资 0.2pct, 12 月单月同比-19.3%, 环比+6.0%。其中: 1) 销售回款: 全年定金及预收款同比+11.2%, 12 月单月同比-25.9%, 环比+32.7%, 增速表现均弱于同期商品房销售金额, 或表明前端需求边际回落; 全年个人按揭贷款同比+8.0%, 12 月单月同比-7.9%, 环比-6.8%, 时隔 3 个月再次出现同、环比均负增长, 或表明 10-11 月销售改善主要为此前积压需求的集中回补。2) 外部融资: 全年国内贷款同比-12.7%, 12 月单月同比-31.6%, 环比+11.0%; 全年自筹资金同比+3.2%, 12 月单月-9.8%, 环比-10.5%。在当前的风险偏好下, 地产再融资的宽松仅仅局限于优质的头部房企和地方国企, 2022 年一季度行业面临工程款支付和境内境外债集中到期的压力, 信用层面同样迎来重大考验。

图 16: 房地产开发到位资金累计情况



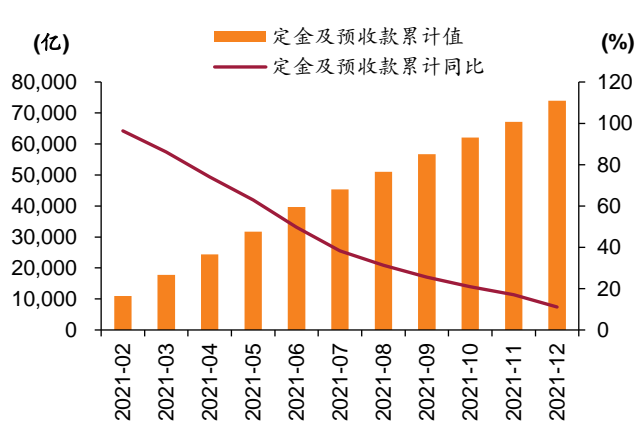
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 房地产开发到位资金单月情况



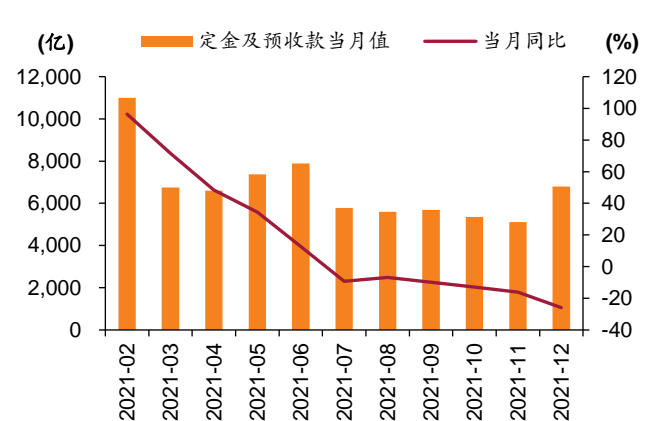
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 定金及预收款累计情况



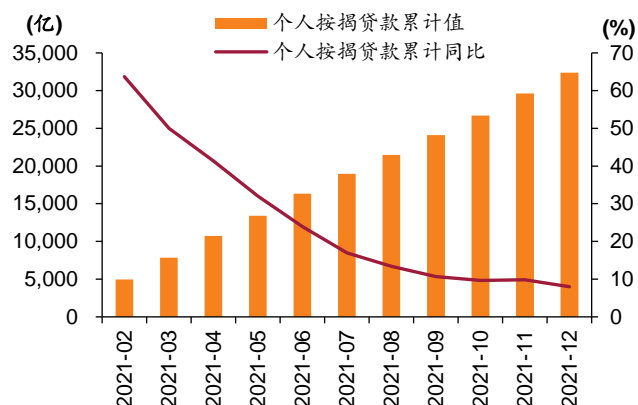
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 定金及预收款当月情况



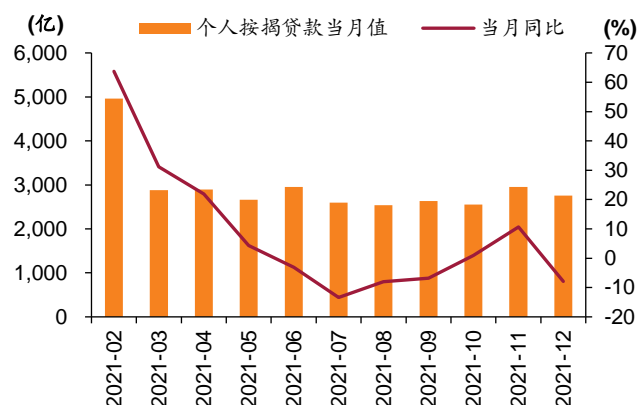
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20：个人按揭贷款累计情况



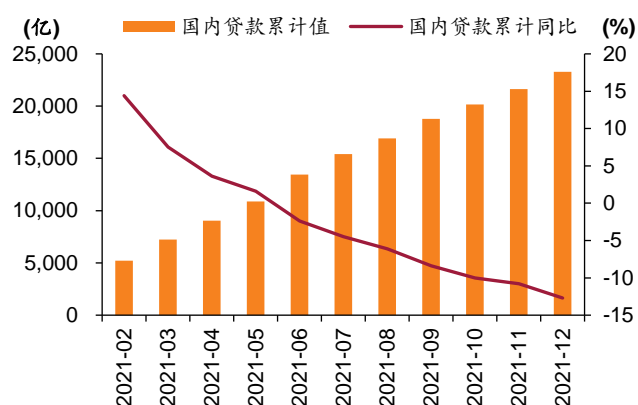
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：个人按揭贷款当月情况



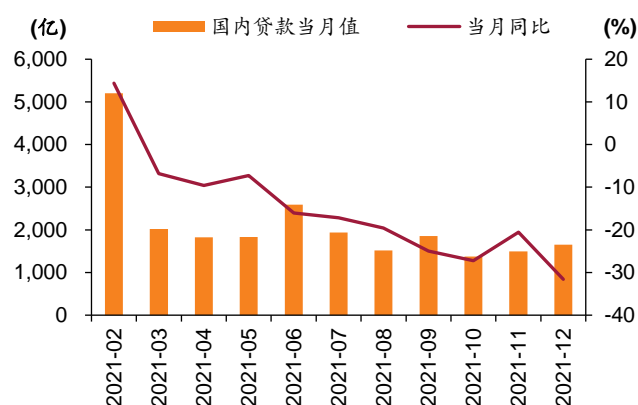
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：国内贷款累计情况



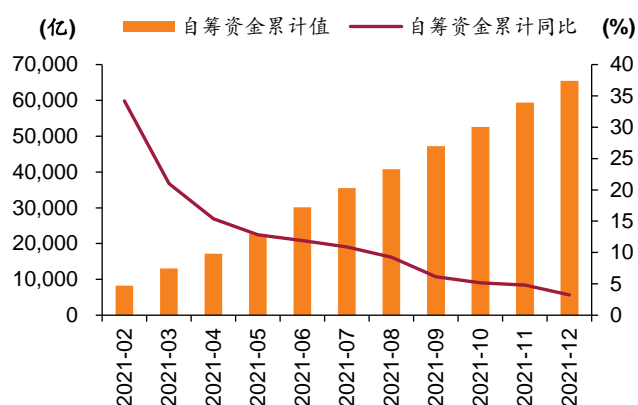
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：国内贷款当月情况



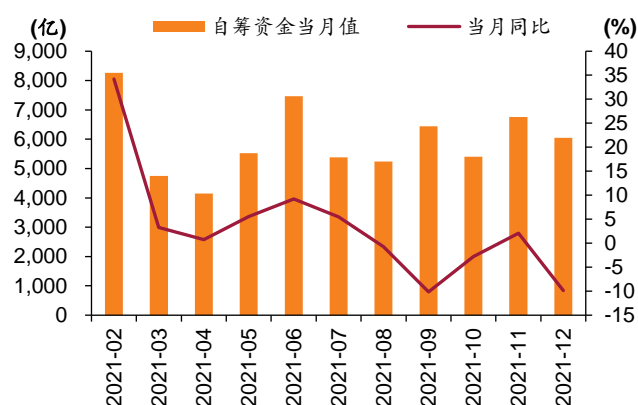
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：自筹资金累计情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：自筹资金当月情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.4. 政策博弈仍有空间

1) 信用问题催生的 alpha 有更多可能，后续再融资支持（不排除股权再融资）、负债率考核、地方国资参与度的提升都值得期待；2) 预期反转之后的过度叠加效应有待缓解，通过自上而下的协调改善流动性挤兑、避免地方层面的过度升级同样有一定可能；3) 政策面的 beta 取决于宏观和基本面的被动触发，尤其是一季度行业基本面和信用层面都将迎来重大挑战，我们依然看好三稳预期和因城施策的持续升级，甚至极端情况下更高力度的托底政

策出台。

## 2. 策略：把握左侧收并购和右侧集中度提升

未来行业 beta 取决于行业结构调整、产能出清节奏和政策托底力度；alpha 在于收并购对重点房企资产负债表和利润率的修复、逆周期加杠杆的精准度、围绕住房场景价值的长期挖掘。建议持续推荐：1) 优质龙头：金地集团、保利发展、万科 A、龙湖集团、招商蛇口；2) 优质成长：金科股份、新城控股、旭辉控股集团；3) 优质物管：碧桂园服务、新城悦服务、绿城服务、招商积余、保利物业、旭辉永升。

## 3. 风险提示

- 1) 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2) 行业销售下行周期开始，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3) 行政调控保持高压，房地产税试点力度超预期；
- 4) 部分数据结论可能存在一定主观测算偏差风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com