

房地产行业：复苏向二三线城市传导

——2021年前2月统计局数据点评

2021年03月16日

看好/维持

房地产

行业报告

2021年前2月房地产销售面积/开发投资分别同比增长1.05倍/38.3%，较2019年同期分别同比增长23.1%/15.7%。前2月商品房销售均价11029.8元/平米，分别较2020年同期和2019年同期增长14%和21.5%。

我们认为本月最值得关注的是商品房均价数据，结合70城二手房价格同比数据或可验证复苏在从一线向二三线城市传导，逻辑如下：第一，一线4城新房销售面积仅占全国的2-3%，无法解释全国均价同比增长14%。其次，70城二手房价同比数据显示，二三线城市处于复苏区间。而根据历史情况判断，二三线城市政策收紧尚有一小段时间。

我们认为供给端政策对房企盈利能力的改善存在不确定性，主要基于以下因素：第一，部分高杠杆房企在2020年下半年迅速去杠杆，但土地溢价率同期并未下降，2021年伴随他们投资力度回升，土地市场热度下降或有难度。第二，“双集中”供地下房企间博弈加大，土地价格能否下降有待观察，且费用率有上升趋势、新房价格有下降趋势，净利润率改善存在不确定性。

投资建议：

销售端，当前行业量价复苏有望从一线城市向二三线城市传导，而二三线城市政策收紧尚有一段时间。土地端，“双集中”政策对盈利改善具有不确定性，且对资金效率和ROE形成拖累。政策端，一系列房地产宏观审慎监管客观上有望降低行业的资产价格风险和流动性风险，迫使行业以安全性换取成长性，有利于地产开发行业平稳健康发展，房企永续经营的客观环境或将出现，而龙头房企的开发主业仍有望在很长一段时间实现10%-15%的增速。

在管理红利时代，具备管理能力的房企（体现在盈利能力和周转能力具备优势），其土地和资金利用效率最高，这构成了潜在的护城河。推荐万科A、保利地产，建议关注龙湖集团、旭辉控股集团、融创中国。

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。

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	3.5	4.1	4.8	9.1	7.8	6.5	1.8	强烈推荐
保利地产	2.4	2.8	3.4	6.5	5.5	4.5	1.3	强烈推荐

数据来源：东兴证券研究所

未来3-6个月行业大事：

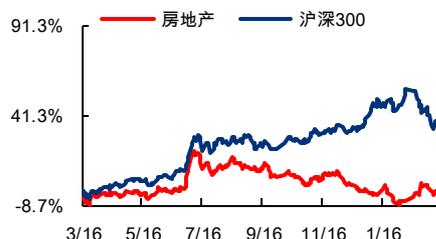
无

行业基本资料

占比%

股票家数	131	3.12%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	20987.12	2.48%
流通市值(亿元)	18693.56	2.97%
行业平均市盈率	9.27	/
市场平均市盈率	22.37	/

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

1. 事件

2021年3月15日统计局公布房地产行业2021年前2月数据：商品房销售面积1.7亿平方米，同比增长1.05倍；比2019年前2月增长23.1%，两年平均增长11.0%。商品房销售额19151亿元，增长1.33倍；比2019年前2月增长49.6%，两年平均增长22.3%。房地产开发投资1.4亿元，同比增长38.3%；比2019年前2月增长15.7%，两年平均增长7.6%。

2. 销售：复苏从一线向二三线传导

销售整体呈现量价复苏的趋势。2021年前2月商品房销售面积1.7亿平，销售金额1.9万亿元，分别同比增长104.9%和133.4%。不考虑去年低基数的因素，相较2019年同期也分别同比增长了23.1%和49.6%。根据克而瑞权益销售数据这一前置指标来看，销售同比增速基本符合预期。

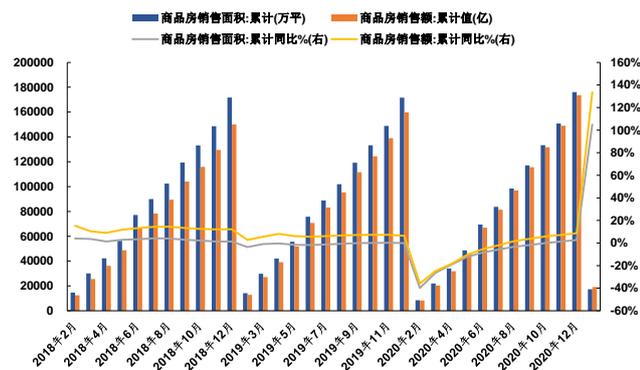
价格方面，前2月商品房销售均价11029.8元/平米，分别较2020年同期和2019年同期增长14%和21.5%。我们认为价格大幅上涨或反应了市场复苏在从一线城市向二三线城市扩散，一线4城新房销售面积大概占全国的2%-3%，所以新房销售均价大幅上涨更多是来自二三线城市的贡献。

我们可以选择受限价、限签影响较少的二手房价格指数同比增速来验证这一趋势。二线和三线城市二手房价格增速分别在2020年9月和2020年12月筑底，2月数据验证二三线城市房价处于复苏区间。

而人均收入伴随经济复苏而改善、可售库存较低、房企积极推货回笼资金等或是销售量价复苏的更深层原因。

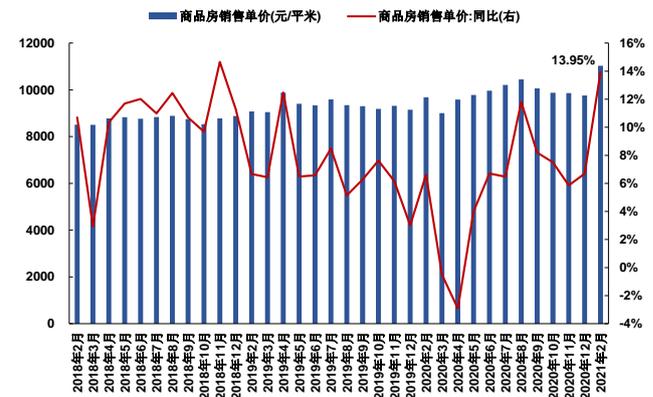
价格复苏从一线向二三线城市传导，而政策收紧尚有一段时间。我们观察到在行业景气度较高（量价齐升）时，尤其是房价创历史新高的城市较多的时候，政策将会收紧。而当前处于二三线复苏的初期，参考历史情况，二三线政策收紧预计还将会有一小段时间。

图1：前2月新房销售面积同比翻番



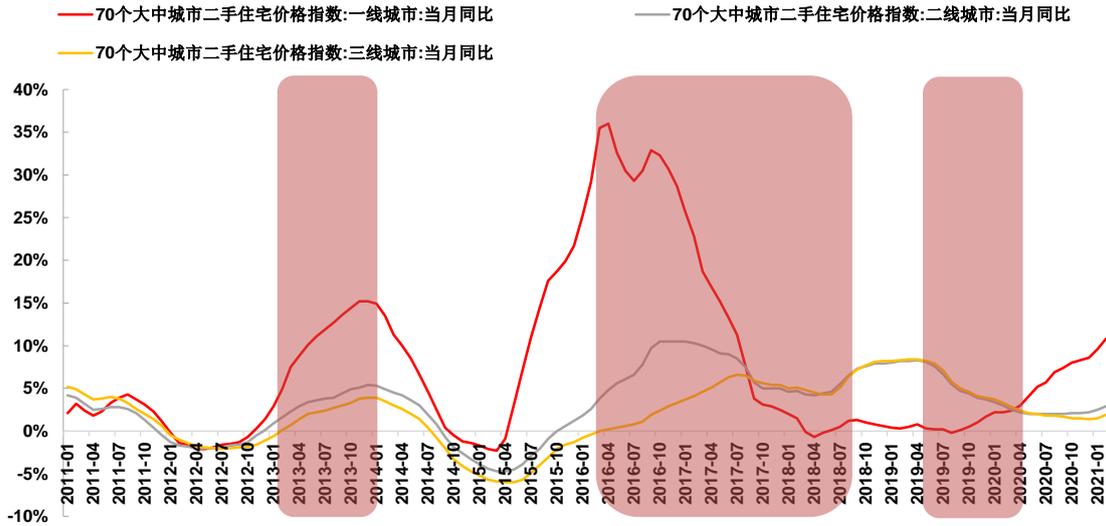
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：前2月新房销售均价同比增长14%



资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：二三线城市政策进一步收紧或还需时间



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 投资：低基数下复苏，年内有望转向建安驱动

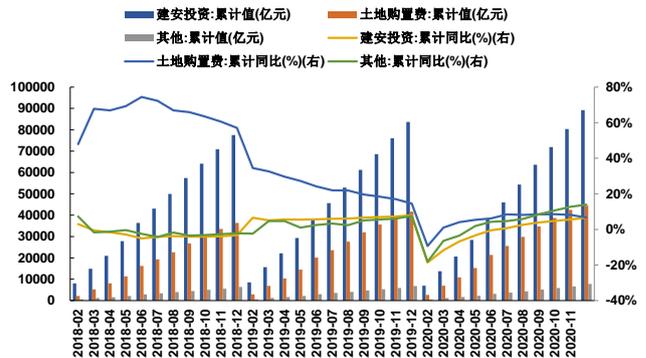
2021年前2月房地产开发投资1.4万亿元，同比增长38.3%；比2019年前2月增长15.7%。同比增速较高主因低基数下的复苏，我们预计2021年开发投资同比增长6%，且驱动增长的因素或从土地购置费切换到建安投资，一方面来自于施工面积的改善，另一方面是单位施工强度将跟随PPI走高而有所提高。

图4：累计开发投资及同比增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：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

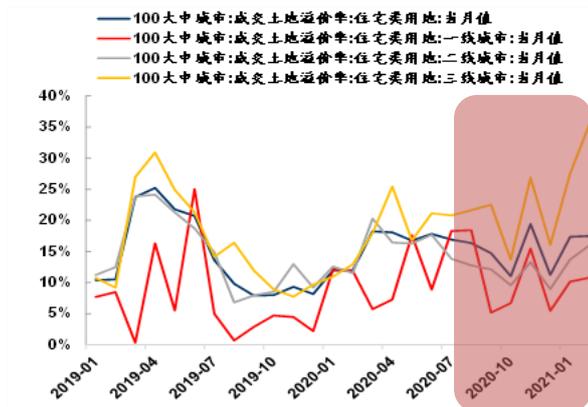
4. 土地市场：竞争仍然激烈

行业供给侧端的政策并不一定等于供给侧改革，净利润率改善才是真正的供给侧改革，这在当前存在一定不确定性。

首先，2020年“三道红线”政策之后，土地溢价率并未见显著下降，而很多高杠杆房企纷纷在2020年下半年改善自身杠杆情况，如融创、金科、蓝光、阳光城等。随着2021年这些房企加杠杆能力更强，土地市场竞争未必会趋弱，土地价格下降存在一定不确定性。

其次，土地市场“双集中”新政弱化房企在土地、融资、新房三个市场的议价能力，土地价格能否下降有待观察。**土地市场：**房企拿地自由度下降，房企经营难度提升，另外集中拿地除了研判土地质量还要考虑竞争者能力，博弈难度提升。出于提升资金使用效率角度，房企可能在非集中供地期在22城以外的城市进一步博弈，这些城市土地市场热度或将提升。这弱化了房企对地方政府的议价能力，土地价格能否下降有待观察。**融资市场：**在集中拿地期前是对土地资金需求的迫切提升，在集中拿地期后是对银行开发贷的追逐，这弱化了房企对金融机构的议价能力。**新房市场：**集中拿地后6-9个月是集中开盘推货，对项目的蓄客要求进一步提高，甚至会加大以价换量来吸引购房者。这弱化了房企对购房者的议价能力。以上种种在财务上或会表现为毛利率微降和费用率提升，二者带动房企净利润率下滑。

图6：2020年“三条红线”政策之后土地溢价率并未下降



资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：主流房企在2020年下半年迅速修复资产负债率

股票代码	剔除预收账款后的资产负债率 (小于70%)	净负债率 (永续债计入权益) (小于100%)			现金短债比 (大于100%)			截止最新报告期打分情况	预计截止2020年底打分情况
		2020H1	2020Q3	2020H2	2020H1	2020Q3	2020H2		
000002.SZ	75.5%	74.2%	27.0%	28.5%	195.5%	196.8%	2	2	
000069.SZ	71.5%	69.6%	111.2%	98.4%	100.8%	111.2%	2	2	
000848.SZ	74.1%	72.2%	124.6%	112.2%	71.8%	101.2%	1	1	
000911.SZ	78.2%	79.6%	109.7%	104.4%	93.4%	130.1%	1	1	
002091.SZ	82.9%	82.5%	147.2%	139.0%	118.8%	119.2%	1	1	
011978.SZ	58.6%	59.1%	37.0%	38.6%	87.5%	102.5%	2	2	
002148.SZ	75.0%	75.5%	85.0%	88.2%	97.0%	106.4%	2	2	
002244.SZ	72.3%	69.8%	83.8%	103.0%	261.7%	134.9%	2	2	
600348.SH	67.4%	67.0%	72.1%	70.9%	166.3%	180.9%	2	2	
600383.SH	69.9%	69.9%	66.6%	67.0%	118.5%	109.1%	2	2	
600488.SH	71.3%	70.6%	73.7%	105.0%	97.6%	92.9%	2	2	
600908.SH	82.7%	82.4%	160.3%	163.5%	71.8%	78.2%	+1	2	
600923.SH	62.6%	65.1%	17.5%	23.0%	162.6%	244.8%	2	2	
601155.SH	77.5%	77.7%	21.9%	42.5%	221.6%	207.5%	2	2	
0813.HK	58.9%		59.6%		157.5%		2	2	
0884.HK	74.0%		63.3%		234.7%		2	2	
0960.HK	75.9%		51.5%		454.6%		2	2	
1918.HK	82.0%		<0.8		<100%	60.6%	+1	2	

资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 投资建议

销售端，当前行业量价复苏有望从一线城市向二三线城市传导，而二三线城市政策收紧尚有一段时间。土地端，“双集中”政策对盈利改善具有不确定性，且或对资金效率和ROE形成拖累。政策端，一系列房地产宏观审慎监管客观上有望降低行业的资产价格风险和流动性风险，迫使行业以安全性换取成长性，有利于地产开发行业平稳健康发展，房企永续经营的客观环境或将出现，而龙头房企的开发主业仍有望在很长一段时间实现10%-15%的增速。

在管理红利时代，具备管理能力的房企（体现在盈利能力和周转能力具备优势），其土地和资金利用效率最高，这构成了潜在的护城河。推荐万科A、保利地产，建议关注龙湖集团、旭辉控股集团、融创中国。

6. 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点评：让子弹再飞一会儿，好公司更重要	2021-02-26
行业深度报告	房地产行业报告：城市更新——城市进化必由之路、湾区房企必争之地	2021-02-04
行业普通报告	东兴证券房地产行业 12 月统计局数据点评：数据指导意义下降，聚焦供给侧改革逻辑	2021-01-19
行业普通报告	指引行业发展，助力边界扩张——《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》点评	2021-01-07
行业普通报告	东兴证券房地产行业 11 月统计局数据点评：销售和开发韧性十足，三条红线排风险促发展	2020-12-16
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
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法律责任。

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