

房地产行业：行业数据稳健，土地竞争激烈

——2021年3月统计局数据点评

2021年前3月房地产销售面积/开发投资近两年复合增速分别为9.9%和7.7%；商品房销售均价10312.9元/平米，两年复合增长6.7%。

点评：

销售：复苏向二三线城市传导趋势延续。我们在2月数据点评中提到：复苏在从一线城市向二三线城市传导。当前看这一趋势仍在延续。我们认为销售量价复苏的主要影响因素或是低库存，年内难觅库存拐点。**当前去化周期仅为0.92年。**展望全年，由于价格复苏仍具惯性，房企积极推盘，销售或仍具韧性；而去年赢弱的拿地拖累房企开工能力。因此年内库存或波动下降，去库存趋势或维持。我们维持全年销售面积同比0-1%低增长，销售价格同比增长5-6%的判断。

投资：韧性的支撑力量来自于建安，建安的支撑来自于施工面积和施工强度。3月数据尚未公布，从2月累计数据来看，开发投资的韧性来自于建安投资，而建安投资的韧性来自于施工面积和施工强度。我们认为年内仍将延续建安投资支撑房地产开发投资，施工面积回暖，施工强度提升的趋势。**从2年左右的时间周期来看，开发投资失速下行的可能性较低，或仍具备韧性。**

新开工和竣工恢复较差。前3月累计新开工和竣工分别为3.6亿平和1.9亿平，两年复合增速分别为-3.4%和1.7%。新开工较弱或与2020年拿地较弱有关，而竣工周期或会推后而不会延迟。

土地：受22城集中供地影响成交量走弱，但竞争仍然激烈。竞争在外溢，一方面，盈利能力下降后，房企出于扩规模考虑，拿地计划不会下降甚至会提高，而22城全年仅有三次供地期，房企只能向有产业和人口支撑的其余城市寻求土地市场机会；另一方面，出于提升资金利用效率的考虑，也将会积极投身于土地市场。因此我们观察到西安、南通等22城以外的城市近期土地市场热度提高。

投资建议：

我们认为当前房地产开发市场的核心矛盾是房企对市场预判、竞争策略、战略规划和执行等方面趋同性强，差异化竞争难觅。这造成了在新房、土地等市场的激烈竞争。而行业基本面如销售和投资等数据的强势造成了政策很难转向。向管理要效益预计会成为趋势，体现为期间费用率的下降和将周转做到极致。而相对来讲，**最难以复制的竞争优势是主体信用改善带来的融资成本下降，这有赖于财务方面长期的良好表现、稳健的回款和优质的资产质量。**基于以上逻辑我们推荐万科A和保利地产。

风险提示：销售分化超预期、土地市场竞争超预期趋强

2021年04月19日

看好/维持

房地产

行业报告

未来3-6个月行业大事：

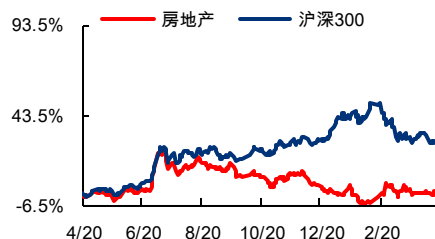
无

行业基本资料

占比%

股票家数	131	3.09%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	21085.83	2.46%
流通市值(亿元)	18762.23	2.94%
行业平均市盈率	9.03	/
市场平均市盈率	21.33	/

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

4月16日，统计局公布前3月全国房地产开发投资和销售情况。前3月，全国房地产开发投资27576亿元，同比增长25.6%；比2019年前3月增长15.9%，两年平均增长7.6%。前3月，商品房销售面积36007万平方米，同比增长63.8%；比2019年前3月增长20.7%，两年平均增长9.9%。

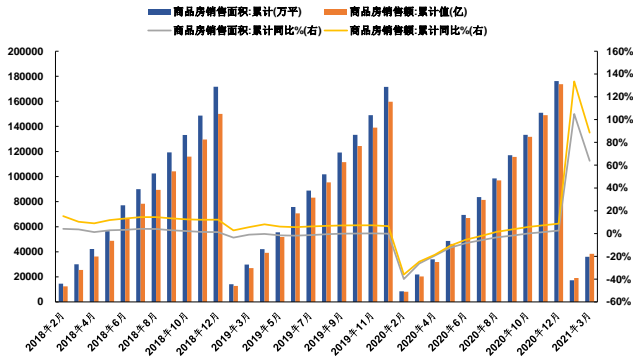
2. 销售：复苏向二三线城市传导趋势继续

单3月，商品房销售面积1.86亿平，同比增长38.1%，较2019年亦增长18.5%，两年复合增长8.9%。价格方面，商品房销售均价10312.9元/平米，同比增长14.5%，两年复合增长6.7%。在2020年2月疫情后的恢复期中，3月销售均价同比增速创新高。价格复苏也可以从70城二手房价格指数同比数据中得到验证，在全70城、一线、二线、三线二手房价格指数分别同比增长3.3%、11.4%、3.3%和2.3%。较2月分别提高0.4%、0.6%、0.4%和0.4%。我们在2月数据点评中提到：复苏在从一线城市向二三线城市传导。当前看这一趋势仍在延续。

我们认为销售量价复苏的主要影响因素或是低库存，年内难觅库存拐点。由于土地出让过程中竞配建、竞自持成为趋势，且统计局销售数据和开工数据口径不一致，我们在计算库存时假设可售部分占开工面积比为80%，由此计算的库存数据自2014年波动下降，当前去化周期仅为0.92年。虽然按揭利率跟随经济周期上行，但也有居民购买力提升对冲，因此库存或成为当前影响销售的核心因素。我们判断Q1的库存下行来自销售和开工的错位，即销售案场在春节期间休息时间少于施工现场，且线上渠道一定程度上提振了销售。展望全年，由于价格复苏仍具惯性，房企积极推盘，销售或仍具韧性；而去年赢弱的拿地拖累房企开工能力。因此年内库存或波动下降，被动去库存趋势或维持。我们维持全年销售面积同比0-1%低增长，销售价格同比增长5-6%的判断。

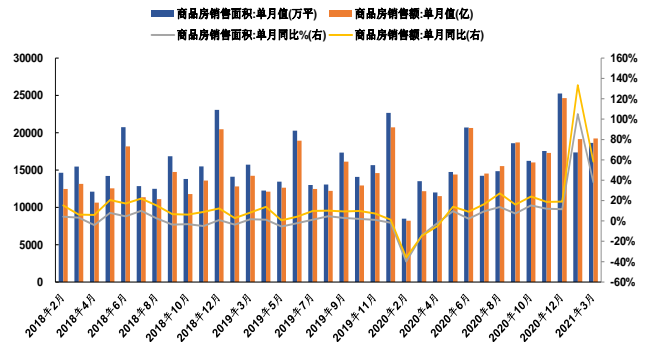
央地政策协调性极强，政策收紧不利于销售和房企盈利能力，但基本面或仍有韧性。自2019年Q2以来，中央主要是从供给端层面施加政策引导房企去杠杆，如2019年5月的23号文、2020年8月的三条红线和年底的涉房贷款集中度等。地方层面调控政策一直未曾间断，而近期呈现的政策趋势或是协调性极强，即地方严格执行“稳地价、稳房价、稳预期”的原则，且注重新房和二手房市场政策联动。除一线城市外，二三线在最近一个月内收紧政策的城市较多，如成都、宁波、合肥、湖州等地。政策收紧最重要的是影响居民对房价预期和房企盈利能力，但销售和投资短期高景气的基本面由于惯性或仍会持续一段时间。

图1：前3月新房销售面积同比增速



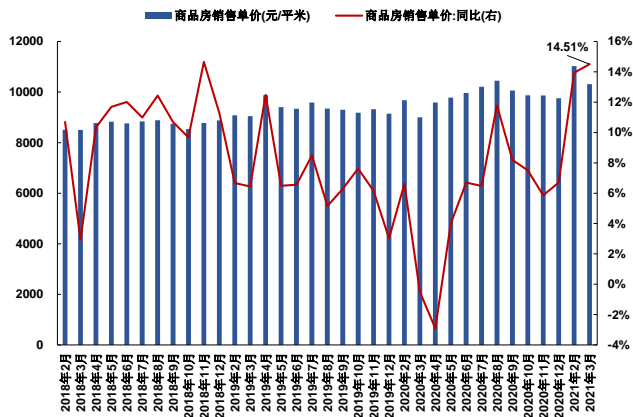
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图2：单3月新房销售面积同比增速



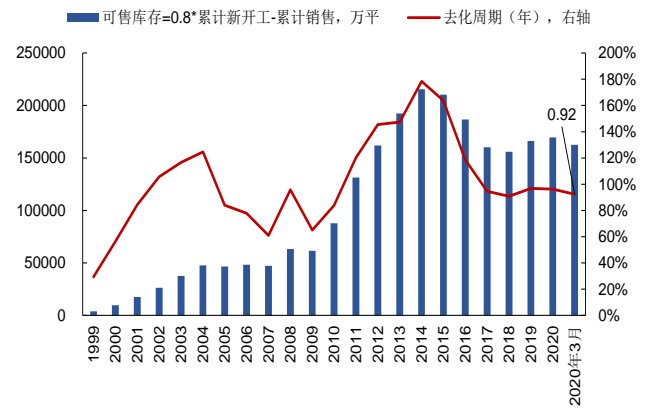
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图3：单月商品房销售均价增速较快



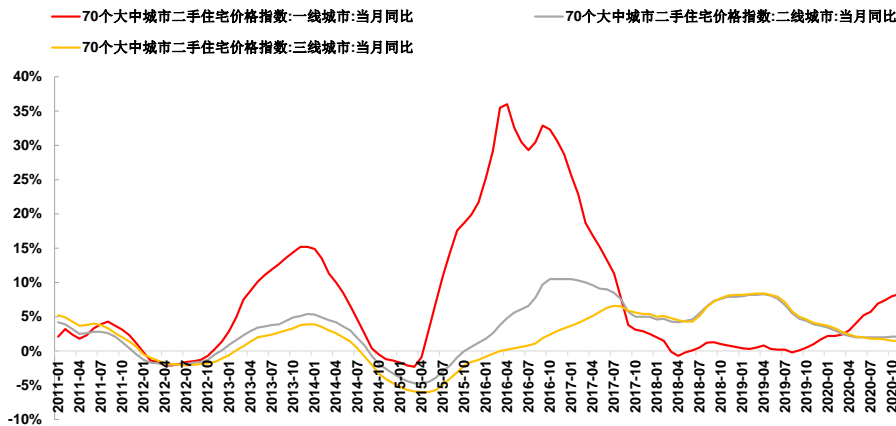
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图4：可售库存Q1再下降



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图5：70城二手房价格同比增速



资料来源：wind, 东兴证券研究所

3. 投资：韧性的支撑力量来自于建安，建安的支持来自于施工面积和施工强度

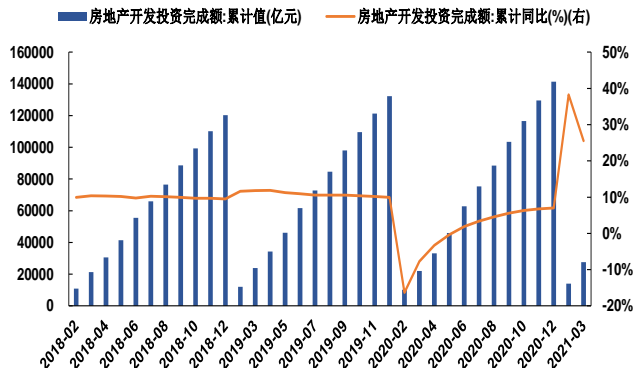
单3月房地产开发投资1.4万亿，同比增长14.7%，两年复合增长7.7%，这一增速较2月份提高0.16pct。

我们将开发投资分拆为建安投资、土地购置和其他。建安投资又进一步分拆为施工面积和单位施工强度。3月数据尚未公布，从2月累计数据来看，开发投资的韧性来自于建安投资，而建安投资的韧性来自于施工面积和施工强度。2月建安投资、土地购置和其他增速分别为46.7%、16.4%和35.8%。建安投资中施工面积和施工强度分别同比增长11%和32.2%。我们认为年内仍将延续建安投资支撑房地产开发投资，施工面积回暖，施工强度提升的趋势。

从2年左右的时间周期来看，开发投资失速下行的可能性较低，或仍具备韧性。地产各数据中，销售是全部逻辑的起点，当前销售尚具备韧性，叠加地产后端竣工周期仍在，开发投资或仍具备韧性。若2022年销售进一步下滑，开发投资或将在1-2年后失速下行。

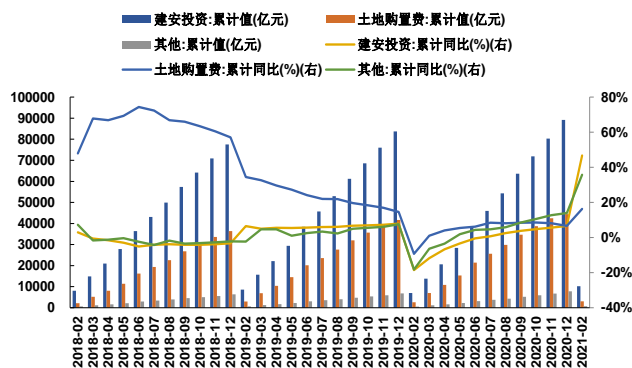
新开工和竣工恢复较差。前3月累计新开工和竣工分别为3.6亿平和1.9亿平，两年复合增速分别为-3.4%和1.7%。新开工较弱或与2020年拿地较弱有关，而竣工周期或会推后而不会延迟。

图6：累计开发投资及同比增速

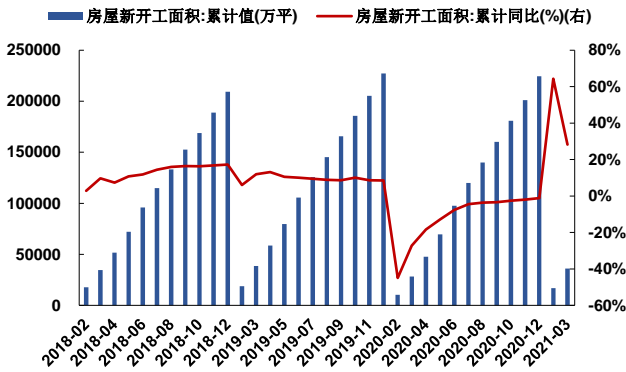


资料来源：wind，东兴证券研究所

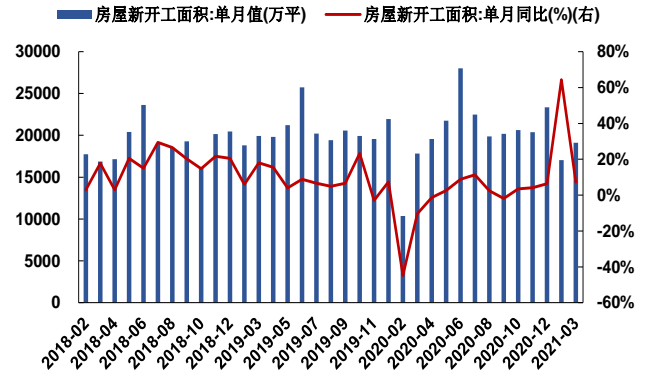
图7：累计开发投资分项及同比增速



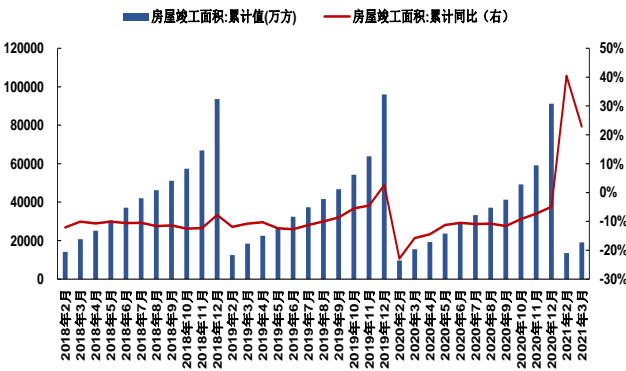
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：累计新开工及同比增速


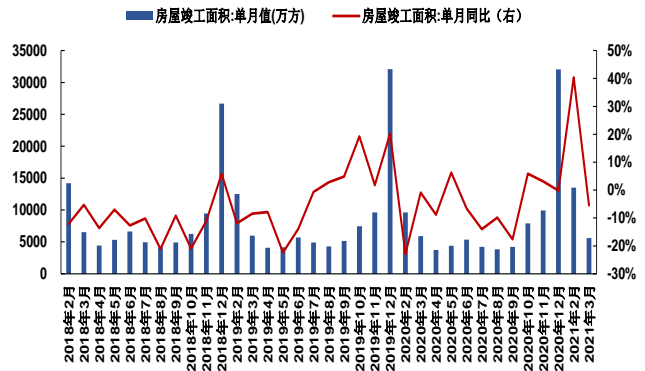
资料来源：wind，东兴证券研究所

图9：单月新开工及同比增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

图10：累计竣工及同比增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

图11：单月竣工及同比增速


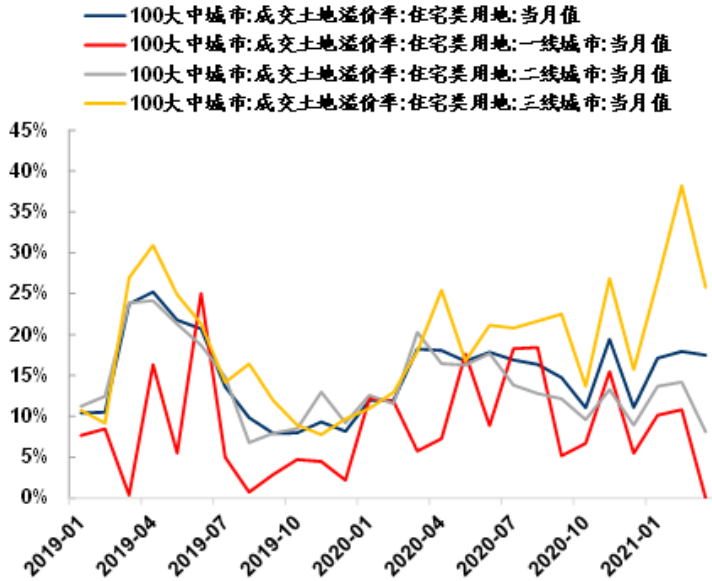
资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 土地：核心一二线未在 Q1 供地影响成交量走弱，但竞争仍然激烈

前3月房企土地购置面积合计2301万平，同比增长16.9%，两年复合增长-4.9%。购地均价3515.9元/平米，同比下降29.2%。百城宅地溢价率维持在17.5%的水平，近三个月来几乎持平。受22城双集中供地的影响，Q1土地交易发生在22城以外城市，因此房企购地均价下降，但溢价率持平显示土地市场竞争烈度仍然较强。

在限价的政策面前，房企盈利能力的改善一看费用控制，二看土地市场趋弱。在集中供地的22城范围内，我们认为竞争趋弱存在极大不确定性，从第一个集中招拍挂的城市长春来看，竞争热度维持，溢价率未见显著下行。而近期土地市场热度在向城市群周边的强二三线城市过渡，我们认为这是双集中供地政策外溢之后的自然效果。一方面，盈利能力下降后，房企出于扩规模考虑，拿地计划不会下降甚至会提高，而22城全年仅有三次供地期，房企只能向有产业和人口支撑的其余城市寻求土地市场机会；另一方面，出于提升资金利用效率的考虑，也将会积极投身于土地市场。因此我们观察到西安、南通等城市土地市场热度提高。

图12：百城土地溢价率保持平稳



资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 投资建议

我们认为当前房地产开发市场的核心矛盾是房企对市场预判、竞争策略、战略规划和执行等方面趋同性强，差异化竞争难觅。这造成了在新房、土地等市场的激烈竞争。而行业基本面如销售和投资等数据的强势造成了政策很难转向。向管理要效益预计会成为趋势，体现为期间费用率的下降和将周转做到极致。而相对来讲，最难被复制的竞争优势是主体信用改善带来的融资成本下降，这有赖于财务方面长期的良好表现、稳健的回款和优质的资产质量。政策方面，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。基于以上逻辑我们推荐万科A和保利地产。

6. 风险提示

销售分化超预期、土地市场竞争超预期趋强

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 2 月统计局数据点评：复苏向二三线城市传导	2021-03-16
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
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	东兴证券房地产行业万科 A (000002)：开发主业提效加速，持有型业务价值静待释放	2021-04-12
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	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	东兴证券房地产行业金科股份 (000656)：去杠杆调节节奏，新五年稳健启航	2021-04-12
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