

2021 年 05 月 18 日

数据背后的行业图景，兼论新开工的弱势

证券分析师：任鹤 010-88005315 renhe@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040006
证券分析师：王粤雷 0755-81981019 wangyuelei@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001
联系人：王静 021-60893314 wangjing20@guosen.com.cn

事项：

统计局公布 1-4 月房地产投资和销售数据，随着基数效应减弱，主要指标增速均有一定回落。其中，商品房销售额 53609 亿元，同比+68.2%，销售面积 50305 万平方米，同比+48.1%。房地产开发投资 40240 亿元，同比+21.6%。房屋新开工面积 53905 万平方米，同比+12.8%，竣工面积 22736 万平方米，同比-10.5%。

评论：

■ 全景：主要指标延续高增，开竣工数据较为弱势

多数数据延续高增。随着低基数效应逐渐减弱，主要数据的增速相对一季度均有所回落。但以 2019 年为基期，仍然可以看到多数数据延续了相对较高的增速。如，相对 2019 年 1-4 月，开发投资同比+17.6%，销售面积同比+19.5%，销售额同比+37%，到位资金同比+21.1%等，增速均处于或接近近年最高水平。同时，从两年平均增速看，开发投资平均增速 8.4%，销售面积平均增速 9.3%，销售额平均增速 17%，到位资金平均增速 10.1%，也可以看出近两年上述数据的强势。

开竣工数据表现弱势。在多数数据延续高增的背景下，部分数据表现较为弱势。典型的是新开工和竣工，4 月新开工面积为 17742 万平方米，同比-9.3%，1-4 月累计新开工 53905 万平方米，相对 2019 年同期增速为-7.9%；4 月竣工面积为 3614 万平方米，同比-3.1%，1-4 月累计竣工 22736 万平方米，相对 2019 年同期增速为 0.8%。

图 1：商品房销售额累计同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

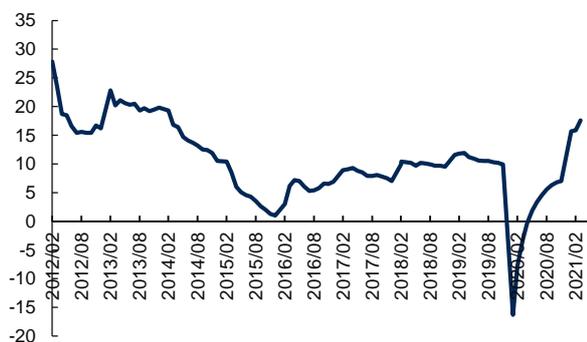
图 2：商品房销售面积累计同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

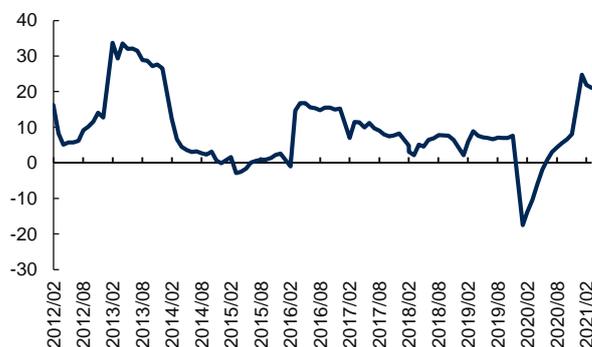
注：本文涉及相对数据的图表，均已将 2021 年数据的基期调整为 2019 年。

图 3: 房地产开发投资累计同比增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 4: 到位资金累计同比增速 (单位: %)



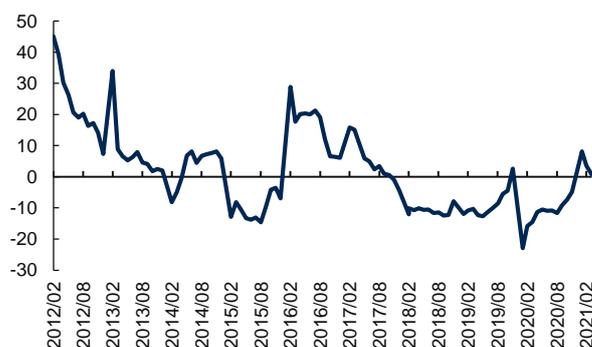
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 5: 新开工面积同比增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 6: 竣工面积同比增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

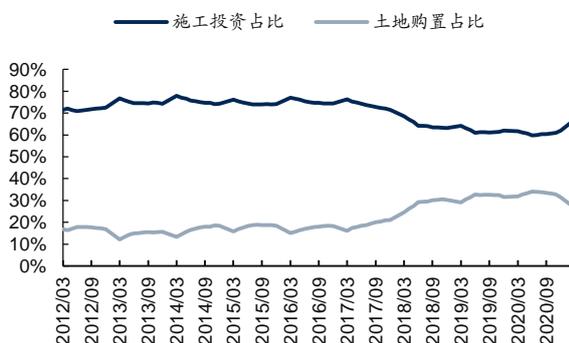
■ 投资: 施工投资成主要驱动, 土地购置贡献率维持低位

1-4 月, 房地产开发投资 40240 亿元, 同比+21.6%, 相对 2019 年同期+17.6%。相对于整体数据, 开发投资的明细项能够更加详细的反映行业的实际情况, 比如 2018 年和 2019 年, 开发投资增速均在 10% 上下波动, 并无明显的趋势性 (即所谓“韧性”的), 但其实这两年间, 开发投资经历了拿地驱动向施工驱动转化的过程, 这对竣工、建材需求等方面的判断产生了关键影响。

回到本年, 从一季度的数据看, 可以看到两个特点:

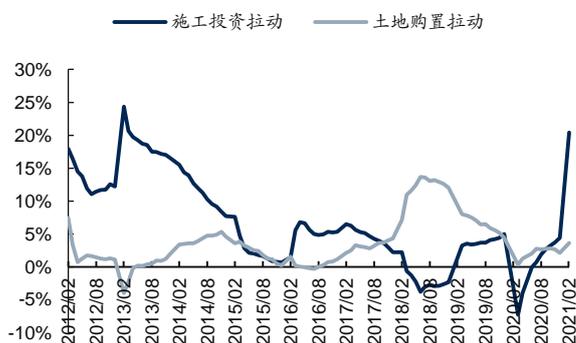
- 施工投资 (建筑工程投资+安装工程投资) 在开发投资中的占比由上年的 62% 提升至 65%, 且其对开发投资的拉动由上年的 4.4% 提升至 20.4%, 可以说, 本年开发投资的高增长, 主要来自于施工投资的拉动, 这与我们上年年初提出的“建安高峰将在 2020 年下半年出现, 延续至 2021 年上半年”的观点完全吻合;
- 土地购置费在开发投资中的占比由上年的 31% 下降至 28%, 对房地产投资增速的贡献率由上年的 30% 下降至 14%, 对房地产投资的拉动由上年的 2.1% 小幅提升至 3.6%。至少从一季度的数据看, 土地购置并未成为房地产投资的主要驱动力。

图 7: 施工投资占比 vs 土地购置占比 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 8: 施工投资拉动 vs 土地购置拉动 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

■ 新开工: 缩表后土储变薄, 短期拿地高增难以完全抵消

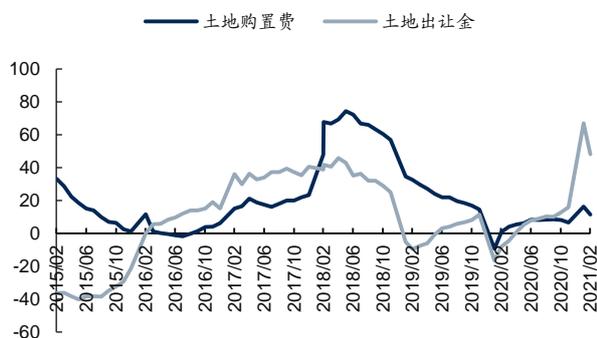
新开工的表现一定程度上低于部分投资者的预期, 因为销售端的高景气非常明显, 广义库存去化周期也处于 2012 年以来的最低水平, 房企补库的诉求应该是较为强烈的, 近期土地市场的表现也确实印证了房企的积极补库行为。而新开工作为补库存的关键动作, 在数据上却表现弱势, 原因何在呢?

我们在 2021 年年度策略中给出的新开工预期为-10%到-15%, 按照我们的分析框架, 本年的新开工会呈现明显弱势。原因是, 从宏观和微观两个层面, 都可以看到房地产行业自 2018 年下半年开始, 进入了扩张减速的周期, 2020 年更是整体呈现报表收缩, 因此可用于投入开工的土地资源相对不足, 在开工意愿边际稳定的情况下, 新开工不太可能出现太好的表现:

- **宏观层面:** 2018 年下半年至 2020 年年末, 土地购置费、土地出让金、300 城土地成交金额/面积, 三大数据增速较 2017 年和 2018 年上半年均显著下行, 反映出土地市场的整体降温, 行业整体拿地积极性的下降, 导致了当前土储相对较薄, 无法支撑较高的开工增长;
- **微观层面:** 从 20 家主流房企历年 FCFF 看, 2018 年主流房企开始放慢扩张节奏, 2020 年首次出现报表收缩, 从其扩张节奏看 (当年 FCFF/年初净经营资产), 这一趋势更为明显, 2018 年至 2020 年, 主流房企明显是在减速扩张, 这导致其土储充沛程度逐年下降。

展望全年, 我们认为, 即使不考虑“三道红线”对行业融资的整体压制, 短时间内的土地补充, 无法完全对冲掉近三年减速扩张导致的土储薄弱, 因此, 我们预计本年新开工增速很难超过 5%, 不排除持续为负的可能 (取决于土地市场能否延续高热度)。

图 9：土地购置费与土地出让金增速（单位：%）



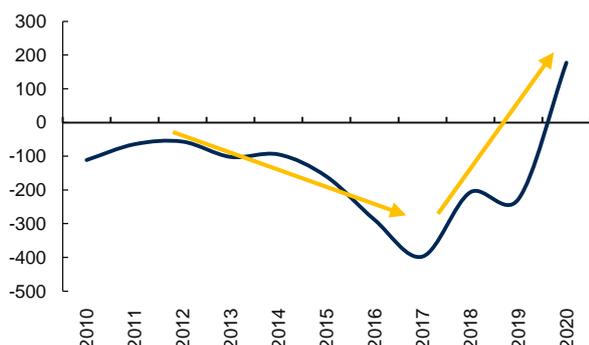
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 10：300 城土地成交面积增速（单位：%）



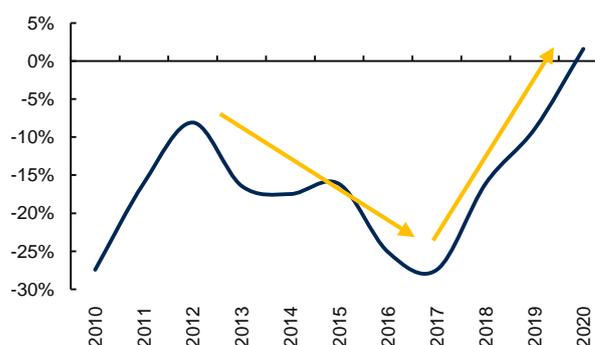
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

图 11：20 家主流房企历年 FCFF（单位：亿元）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图 12：20 家主流房企历年扩张节奏（单位：%）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

注：1. 负数代表扩张，正数代表收缩；2. 20 家主流房企为：碧桂园、万科、恒大、融创、保利、中海、绿地、新城、华润、龙光、世茂、招蛇、阳光城、金地、旭辉、中南、金茂、龙湖、金科、华夏幸福。

■ 数据背后的行业图景：猝不及防的高景气，如火如荼的补库存

从上文可以看到，以 20 家主流房企代表的房地产企业，经历了 2013 年至 2017 年的加速扩张之后（也是库存积累的过程），2018 年开始放缓扩张节奏，至 2020 年已进入收缩（十年间的首次缩表）。收缩行为的背后，其实是房企对于未来房地产市场的相对谨慎。实际上，这一谨慎的态度，是 2018 年至今地产行业和资本市场的普遍共识，其间持续超预期的销售数据，也未从根本上改变这一预期。此外，地产融资的持续收紧，尽管不是主要原因，也是房企开始收缩的催化因素之一。

显然，2020 年下半年开始，销售端的景气度超过了多数房企的预期。如果说 2020 年三季度的高景气仍有可能是“填坑”的后续，2020 年四季度至本年一季度的销售表现，则使得大多数房企确认了销售端的高景气。持续三年的扩张放缓，带来了房企整体的低库存水平，“猝不及防”的高景气之下，积极补库成了房企的共同选择。这也是“三道红线”压顶、土地“两集中”试图降温之下，土地市场仍旧维持热度的原因。

展望全年，短期积极拿地可能无法完全迅速补充三年扩张放缓带来的低库存，加之拿地到形成可售货值至少需要 4 到 6 个月的时间，因此若无需求端的“切实”措施出台，短周期供不应求的局面仍将延续。而在融资渠道不做进一步的“切实”管控的情况下，销售景气度向土地景气度的传导也很难被打破，拿地利润率的拐点仍需等待。

图 13: 广义库存再次接近历史低位 (单位: 万平方米)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 14: 广义库存去化周期已处历史低位 (单位: 年)



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 静待土地降温, 看好货值充沛的房企和持有型资源较多的房企

中短期来看, 销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度, 房企拿地利润率难见系统性改善。三年放缓扩张导致的整体低库存, 也一定程度上降低了房企享受销售高景气的收益。短期内地产股可能仍难有明显超额收益。但中长期来看, 房企补库的动机会边际降低, 行业整体利润率有望企稳, 具备优秀管理能力的房企将脱颖而出。个股方面, 我们看好货值充沛的房企, 以及持有型资源较多的房企, 二者的补库压力相对较小, 同时亦能充分分享资产升值的收益。建议关注融创中国、保利地产、金地集团、龙湖集团、华润置地。

■ 风险提示

1、政策超预期收紧; 2、土地市场过热导致利润率进一步下降; 3、销售超预期下行。

相关研究报告:

- 《统计局 6 月房地产数据点评: 维持“销售下、投资稳、竣工上”的核心判断》 ——2020-07-16
- 《地产行业-统计局 5 月房地产数据点评: “填坑”而非反转》 ——2020-06-16
- 《统计局 4 月房地产数据点评: 主要数据延续修复, 销售不宜过度乐观》 ——2020-05-16
- 《重点城市房地产销售跟踪分析 (09 年第 11 周): 销售畅旺, 回暖持续》 ——2009-03-17
- 《重点城市房地产销售跟踪分析 (09 年第 10 周): 销量保持畅旺态势》 ——2009-03-09

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司 (以下简称“我公司”) 所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032