

房地产行业：雄关漫道真如铁

——2021年4月统计局数据点评

2021年05月19日

看好/维持

房地产

行业报告

2021年前4月房地产销售面积/开发投资近两年复合增速分别为9.3%和8.4%；商品房销售均价10656.8元/平米，两年复合增长7%。

点评如下：

1. 销售：累计销售面积增长48.1%，增速或继续回落，上调全年增速至+2%。我们认为低库存将会是年内影响销售的主要矛盾，而库存不足的主要因素是过去两年房企拿地少导致开工能力不足，未能有效补充库存。截止4月底，可售库存仅为16.2万方，去化周期0.92年，为2011年以来最低水平。我们认为可售库存年内或难以快速提升。后续对销售增速构成负面冲击的将是各地因城施策力度加大、按揭利率继续边际提升和基数效应减退。但我们仍对全年销售增速较为乐观，上调全年销售面积增速至2%（原预测0%），上调全年销售金额增速至8%（原预测2%）。

2. 开工：新开工恢复较差，19-20连续两年拿地下滑叠加前4月供地较少，拖累房企开工能力。新开工较2019年仍在负增长且差距在拉大。4月单月同比负增长9.3%，年内首次转负。受22城集中供地影响，3-4月行业拿地同比负增长。拿地少则房企开工能力不足，拖累了新开工。我们认为22城在首轮集中供地占全年供应总量的近半数，2021年供地不弱于2020年。且房企拿地积极，流拍率下降，开工意愿强，我们预计5月或6月后新开工增速将逐步修复，这一趋势有望持续至年底。我们上修全年新开工面积增速至6%。

3. 开发投资：表现好于基建和制造业投资，支撑来自于建安投资，全年预计开发投资同比增长10%。建安投资又可以拆分为施工面积和施工强度（单位面积使用资金）。施工面积同比高增长的同时，施工强度大幅上升，或与钢铁、水泥、玻璃等原材料价格上涨有关。我们预计伴随新开工逐步修复，施工面积或将会得到积极补充，伴随施工强度提升，二者将会继续支撑建安投资和开发投资。我们上修全年开发投资增速至10%（原预测6%）

4. 土地市场：“双集中”供地后溢价率提升、拿地不确定性提升，房企盈利能力下降。4月无论一二三线城市宅地成交溢价率均大幅上行，显示房企“内卷”在向三线城市蔓延。我们认为若当前土拍政策不打补丁，年内后续两次土地集中出让或维持当前热度。

投资建议：

低库存和前期的宽松货币政策共同推动行业短期高景气，表现为量价复苏，且复苏从一线继续向二三线城市扩张，为“房住不炒”的政策带来较大压力。各地严格落实主体责任，调控政策频出。双集中供地较每月“零售”土地，房企拿地灵活度降低，被迫在招拍挂市场激烈竞争，行业盈利能力短期难觅拐点。若各地政策不打补丁，年内土拍市场或仍会较为激烈，房企拿地利润率或难以提升。我们认为以三条红线、涉房贷两集中、双集中供地这样的“322”政策组合或仍不是供给侧改革的全部，供给侧改革或将持续较长时间，房地产开发

未来3-6个月行业大事：

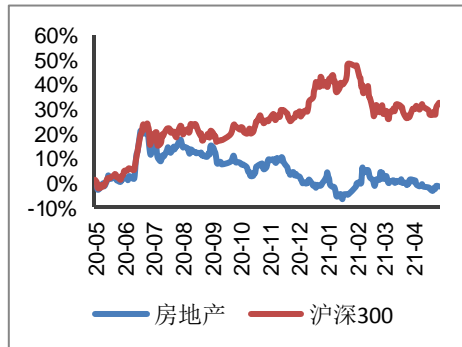
6月16日，国家统计局发布5月份房地产开发和销售情况月度报告。

行业基本资料

占比%

股票家数	131	3%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	19407.92	2.38%
流通市值(亿元)	17974.08	2.77%
行业平均市盈率	8.27	/
市场平均市盈率	21.9	/

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

行业商业模式或也将迎来变革。我们建议从三个维度选择优质公司：

第一，拥有良好主体信用和管理红利，有能力积极迎接行业变局的开发商，如万科A、金地集团。

第二，深耕三四线的优质龙头房企，一方面免疫热点城市土地市场激烈竞争，另一方面在运营、周转等方面形成了深度的护城河，如碧桂园。

第三，产业链上的优质细分赛道，如代建等，建议关注绿城管理控股。

风险提示：销售分化超预期、土地市场竞争超预期趋强

1. 事件

5月17日，统计局公布前4月全国房地产开发投资和销售情况。前4月，全国房地产开发投资4万亿元，同比增长21.6%；两年复合增速8.4%。前4月，商品房销售面积5亿平方米，同比增长48.1%；两年复合增速9.3%。

2. 销售：累计销售面积增长48.1%，增速或继续回落，上调全年增速至+2%

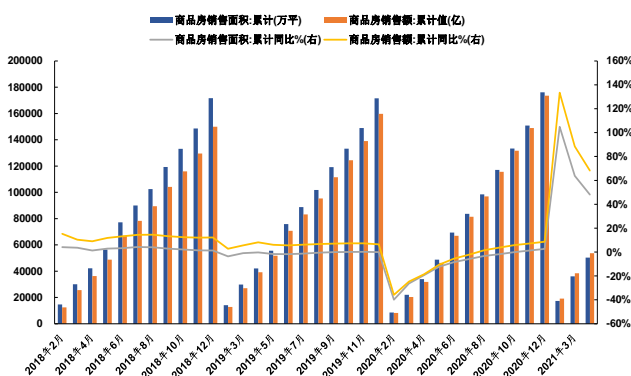
销售边际回落，但仍处于高位。前4月商品房销售面积50305万平，同比增长48.1%；前4月商品房销售金额53609亿人民币，同比增长68.2%。单4月商品房销售面积14298万平，同比增长19.2%；单4月商品房销售金额15231.2亿人民币，同比增长32.5%。前4月累计销售均价10656.8元/平米，同比增长13.6%。单4月销售均价10652.7元/平米，同比增长11.1%。上述全部增速均在边际趋弱，较3月数据有所回落，但仍然处于高位，行业短期景气度仍较高。

70城价格指数显示，复苏在继续向三四线城市传导，北方以外的城市复苏明显。4月一线、二线、三线城市二手住宅价格指数分别同比增长11.3%、3.4%和2.5%，分别较前值下降0.1pct，上升0.1pct，上升0.2pct。房价上涨压力推动地方因城施策调控。

我们认为当前销售增速虽然仍处高位，核心原因是低库存。截止4月底，经过调整后的可售库存16.2亿平，去化周期仅为0.92年。而低库存主因房企近两年受融资政策调控，拿地持续减少，房企虽有开工意愿但可供开工土地不足。4-5月是双集中制度后第一次供地，因此3-4月房企拿地边际趋弱，对开工也形成一定抑制作用。新拿地会迅速开工，也会迅速完成销售去化，因为这些区域回款确定性最强，房企有动力尽快开盘和去化。因此我们预计年内库存均将维持低位，较难快速提升。

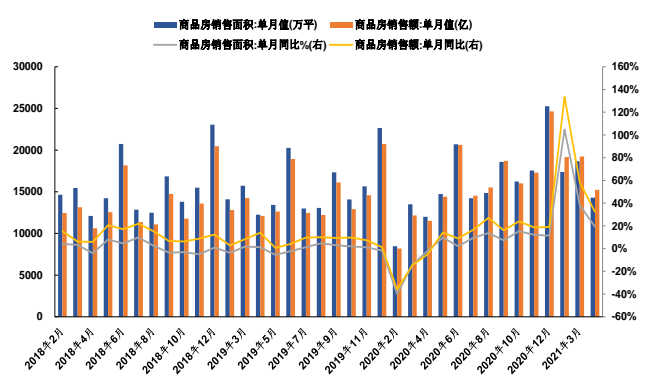
我们预计5月后伴随库存企稳回升，地方因城施策力度加大，基数效应减退，按揭利率提升等多重因素影响，销售增速或继续回落，但仍有望超过我们年初预期。我们上调全年销售面积增速至2%（原预测0%），上调全年销售金额增速至8%（原预测2%）。

图1：前4月新房销售面积同比增速



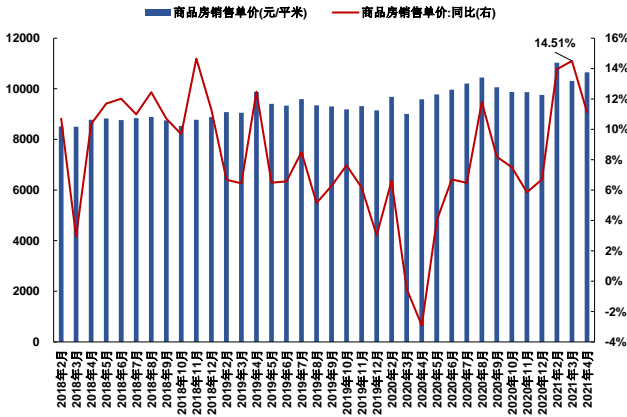
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：单4月新房销售面积同比增速



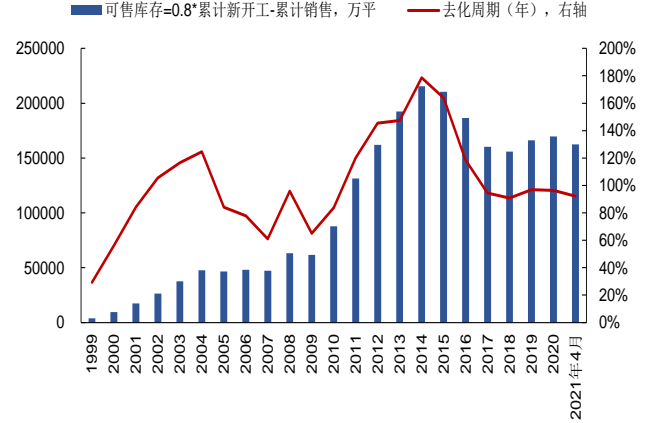
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：单月商品房销售均价增速仍处高位



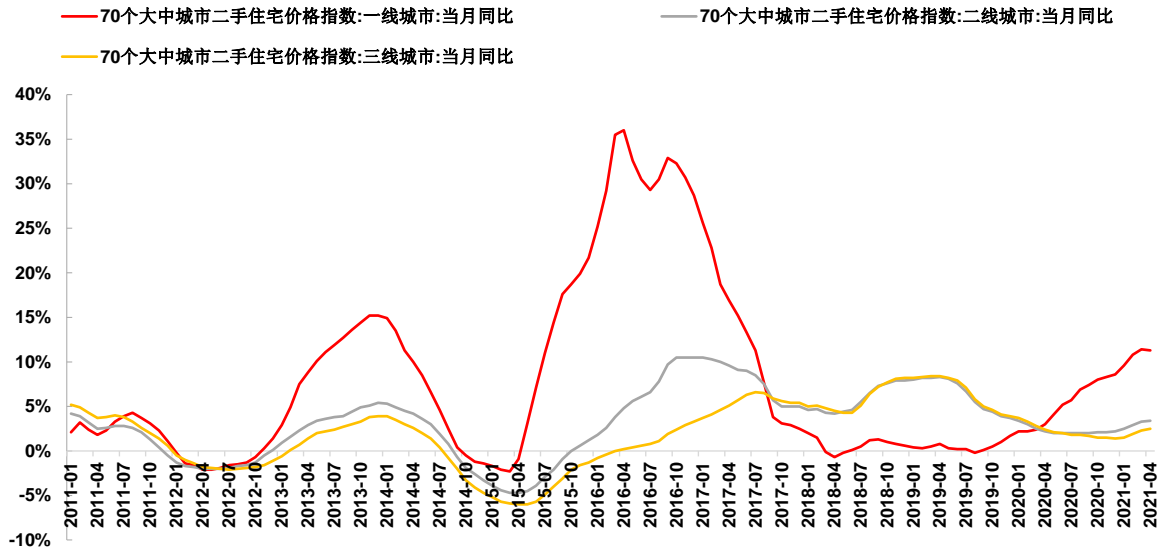
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：去化周期不足一年



资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：价格复苏仍在向二三线城市传导，调控政策接踵而至

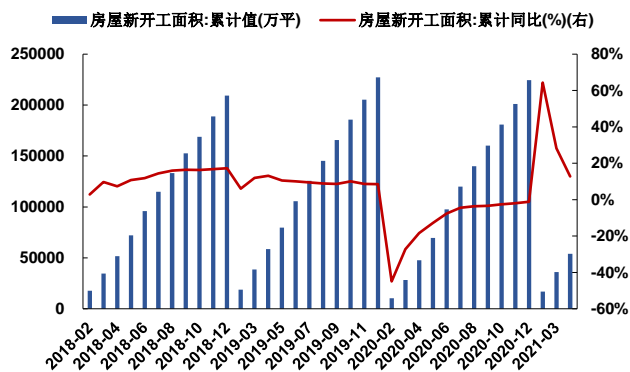


资料来源：wind，东兴证券研究所

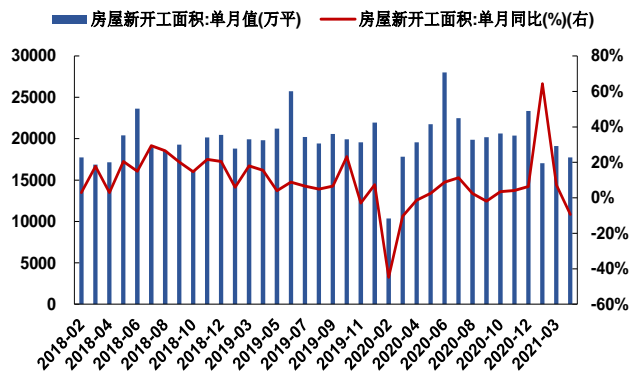
3. 新开工：恢复较差，主因19年以来房企拿地少，开工能力不足

4月单月开工负增长，主因可供开工土地不足。前4月累计新开工面积5.4亿平，同比增长12.8%，增速较前值回落15.4pct。单4月新开工1.8亿平，同比下滑9.3%，年内首次转负。不同于销售和开发投资的良好表现，产业链前端的拿地和开工在年内相对平庸。19年以来房企积极“去杠杆”，拿地不足，拖累了新开工。另外受22城集中供地影响，3-4月行业拿地同比负增长。我们认为新开工表现较差和土地购置较差有一定关系，即房企因土地购置较弱而开工能力不足。

第一次集中供地后新开工增速或将触底反弹。22城在4-5月将完成第一轮土地集中供应，占全年供应总量的近半数，2021年供地不弱于2020年。且房企拿地积极，流拍率下降，开工意愿强，我们预计5月-6月后新开工将逐步修复，这一趋势有望持续至年底。我们上修全年新开工面积增速至6%（原预测-3%）。

图6：累计新开工面积及同比增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：单月新开工面积及同比增速


资料来源：wind，东兴证券研究所

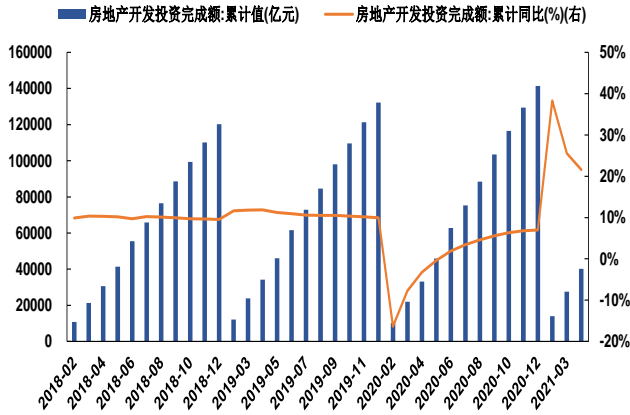
4. 投资：韧性持续，上修全年累计增速至10%

地产表现好于制造业和基建。虽然目前经济在调结构、政策对地产持续调控，但从房地产对经济增长的贡献上看（即开发投资），地产毫无疑问仍然是中国经济的支柱。开发投资两年复合增速8.4%>基建2.4%>制造业-0.4%。

建安投资仍是主导因素。前4月累计开发投资4万亿，同比增长21.6%，较前值下降4pct；单4月开发投资1.3万亿，同比增长13.7%，较前值下降1pct。开发投资主要分成三部分，建安投资表现优于土地购置优于其他（占比较少的漏损项）。建安投资又可以拆分为施工面积和施工强度（单位面积使用资金），数据显示施工强度大幅上升，快于施工面积增速，或与钢铁、水泥、玻璃等原材料价格上涨有关。

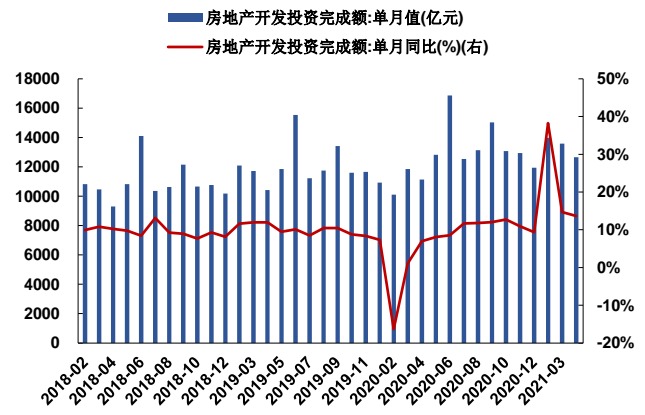
上修全年开发投资增速至+10%。我们预计伴随新开工逐步修复，施工面积仍将会得到积极补充，伴随施工强度提升，仍将会继续支撑建安投资和开发投资。我们上修全年开发投资增速至10%（原预测6%）

图8：累计开发投资及同比增速



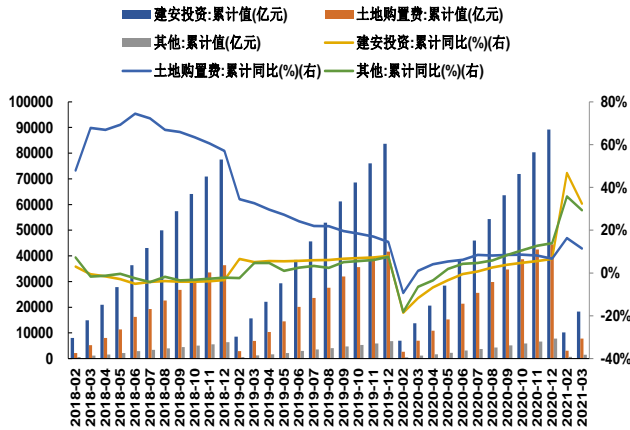
资料来源：wind，东兴证券研究所

图9：单月开发投资分项及同比增速



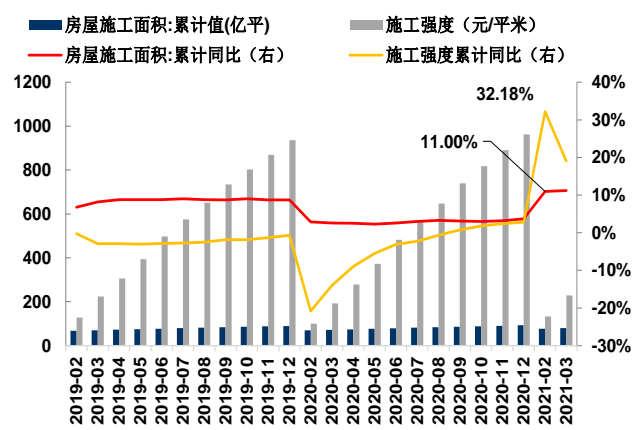
资料来源：wind，东兴证券研究所

图10：开发投资各分项及同比增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图11：建安投资分拆

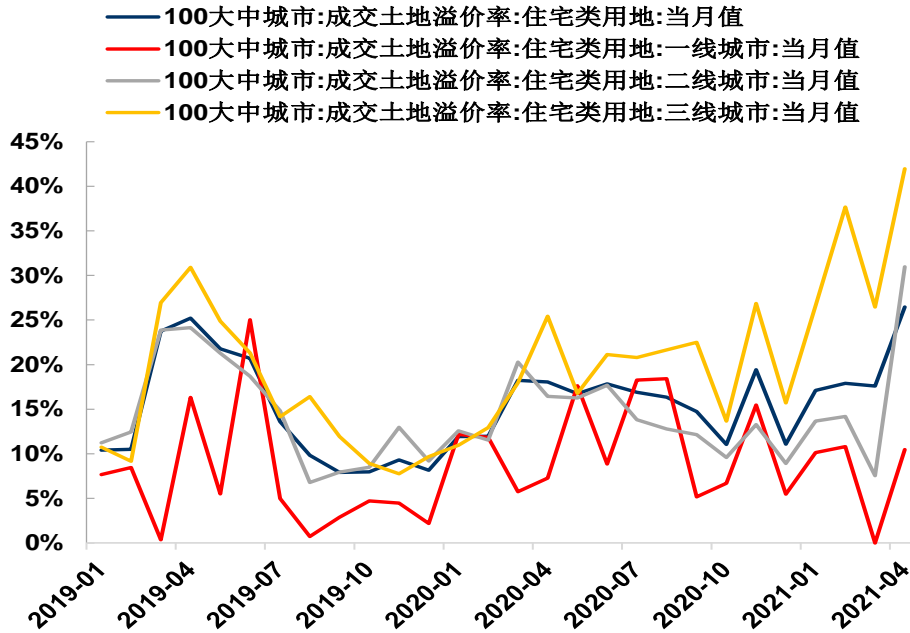


资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 土地：22城开始集中出让，百城溢价率大幅上行

“双集中”并未给土拍市场降温，若政策不打补丁，热度或将维持。4月百城宅地成交溢价率26.5%，一线、二线、三线宅地成交溢价率分别为10.5%、31%和42%，均较3月明显提升。4-5月是22城首次集中土地出让期，我们看到集中出让并未给土地市场降温，且带动部分22城周边城市土拍市场热度上行。当前土拍结果和我们前期报告《让子弹再飞一会儿，好公司更重要——“双集中”政策点评》中的预判较为一致。我们认为，若当前各地土拍政策不打补丁，房企依靠销售回款和其他融资仍可保持较强拿地积极性，年内后续两次土地集中出让或维持当前热度。

图12：百城土地溢价率四月大幅上行



资料来源：wind，东兴证券研究所

6. 投资建议

内生的低库存和外生的宽松货币政策共同推动行业短期高景气，表现为量价复苏，且复苏从一线继续向二三线城市扩张，为“房住不炒”的政策带来较大压力。各地严格落实主体责任，调控政策频出。双集中供地下房企拿地灵活度降低，被迫在招拍挂市场激烈竞争，行业盈利能力短期难觅拐点。若各地政策不打补丁，年内土拍竞争或仍然激烈，房企拿地利润率或难以提升。

我们认为三条红线、涉房贷款两集中、双集中供地这样的“322”政策组合或仍不是供给侧改革的全部，供给侧改革或将持续较长时间。但较强势的开工、投资仍将会对上下游形成有力拉动，房地产开发行业商业模式或将迎来变革。我们从三个维度选择优质公司：

- 第一，拥有良好主体信用和管理红利，有能力积极迎接行业变局的开发商，如万科A、金地集团。
- 第二，深耕三四线的优质龙头房企，一方面免疫一二线热点城市土地市场激烈竞争，另一方面在运营、周转等方面形成了深度的护城河，如碧桂园。
- 第三，产业链上的优质细分赛道，如代建等，建议关注绿城管理控股。

7. 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