

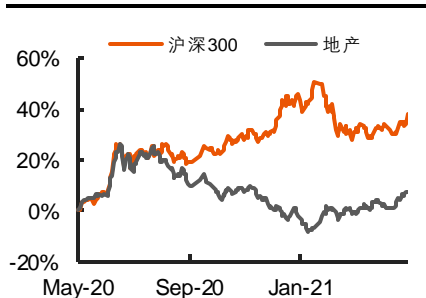
地产杂谈系列之四：

2021年新开工持续低迷之惑

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*地产*港交所提高上市门槛，因城施策持续演绎》
2021-05-23

《行业月报*地产*楼市“小阳春”延续，首批土拍热度较高》
2021-05-21

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之三：商业物管与住宅物管差异之辨》
2021-05-19

《行业点评*地产*投资、销售韧性依旧，新开工延续弱势》
2021-05-17
《行业周报*地产*房地产税座谈会召开，首批公募REITs获审通过》
2021-05-16

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
yangkan034@pingan.com.cn

研究助理

郑南宏 一般从业资格编号
S1060120010016
zhengnanhong873@pingan.com.cn



- **2021年新开工持续偏弱，与销售韧性十足形成反差。**1-4月全国房屋新开工同比增12.8%，比2019年同期降7.9%，而全国商品房销售表现持续较好，1-4月销售面积同比增48.1%，比2019年同期增19.5%。
- **优先拿地及复工、销售难言持续乐观为市场主流解释：**1) 2020年下半年以来融资持续收紧，叠加2021年2月22城推行供地两集中新政，房企或选择减少开工以保障拿地资金；2) 疫情冲击背景下，房企选择加快复工致使新开工减少；3) 对楼市未来预期相对谨慎，以三四线为主的中西部、东北地区销售表现较弱，制约房企开工意愿。
- **拿地及复工解释有限，中长期销售预期谨慎或是主因：**我们认为减少开工用于拿地存在三方面制约：1) 资金链紧张但销售尚可背景下，房企往往暂缓竣工而非减少开工；2) 供地新政于2021年2月推出，但1-2月新开工已表现较弱；3) 年内主流房企拿地规模有限，1-4月50强房企整体拿地销售金额比仅为20.3%。对于优先复工，我们测算2021年3-4月复工规模有所增加，但考虑上年同期疫情下净复工亦有所增加，且2020H2疫情控制以来房企已加快赶工，复工增加难以有力解释新开工低迷。我们认为中长期销售预期谨慎或为新开工主要制约因素，一方面，以三四线为主的中西部、东北地区销售表现弱于东部，东部、西部已开工未售库存快速上升；另一方面，随着调控效果显现、房贷利率持续抬升，房企对后续楼市看法仍相对谨慎，注重库存去化与资金回笼，招保万金等7家主流房企中仅保利2021年开工计划同比增加，其中中南、金地降幅超过30%。
- **预计新开工单月增速或延续低位，全年同比持平或略降。**整体来看，我们认为融资收紧下房企减少开工用于集中拿地的解释性较弱，加快复工或能部分解释年内新开工趋弱，但中长期销售预期谨慎、部分区域库存累积加快或是新开工趋弱的主因。展望全年，考虑调控效果逐步显现、楼市热度趋稳，叠加上年基数逐步抬升，我们判断后续新开工单月增速或延续低位，预计2021年新开工增速呈现前高后低态势、全年同比持平或略降，同时需要关注开工持续弱势对下半年及2022年楼市供给端的影响。
- **投资建议：**1-4月全国房屋新开工持续低迷，判断中长期销售预期谨慎、部分区域库存累积加快或是主因。短期市场担忧仍为土拍热度高企对行业毛利率的冲击，随着土拍政策收紧及房企融资端影响显现，预计后续试点城市集中土拍热度有望逐步降温，带来房企项目盈利端企稳。当前地产板块估值、股息率仍具吸引力，优质房企中长期已具备配置价值。建议关注：1) 债务结构稳健、低估值、高股息率龙头万科A、保利地产、金地集团等；2) 土储充足、模式独特的城市更新龙头佳兆业集团

、龙光集团；3）销售及业绩相对较佳的弹性房企中南建设、金科股份、新城控股等；4）受益竣工回升周期及政策推动的物管标的碧桂园服务、金科服务、新城悦服务、保利物业等。

- **风险提示：**1）土地市场热度持续高企，带来行业毛利率持续下行若后续土地市场维持较高热度，地价持续高企而房价上涨放缓，行业对应毛利率将持续下行。2）房企大规模减值风险；当前重点城市楼市调控持续加码，若调控力度超预期，将带来部分前期高价地减值的风险。3）行业金融监管力度超预期风险：若后续融资政策执行力度超出预期，将对各房企规模发展产生负面影响，导致业绩表现不及预期风险。

正文目录

一、	新开工持续偏弱，与销售韧性十足形成反差.....	5
二、	主流解释：资金优先拿地及复工，销售或未如数据般乐观.....	5
三、	我们观点：拿地及复工解释有限，中长期销售谨慎或是主因.....	7
四、	投资建议.....	10
五、	风险提示.....	10

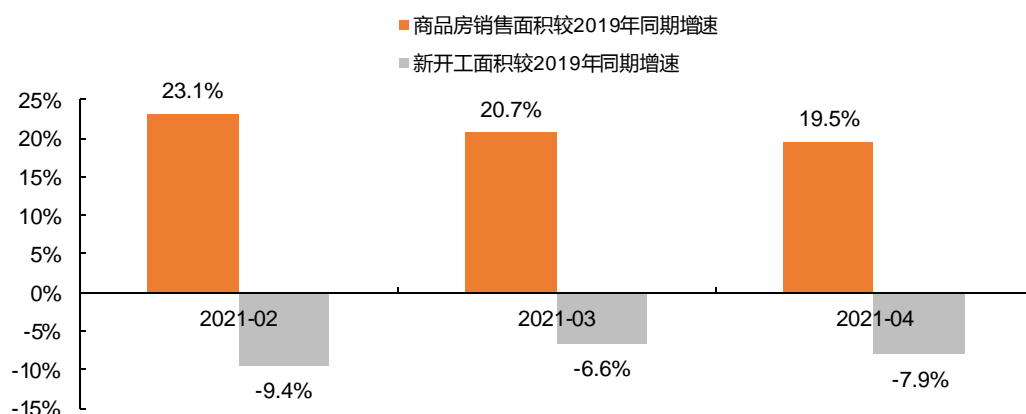
图表目录

图表 1	新开工增速表现弱于商品房销售增速（累计增速口径）	5
图表 2	新开工增速表现弱于商品房销售增速（单月增速口径）	5
图表 3	19 个试点城市 2021 年预计集中供地时间表	6
图表 4	2020 年全国房屋施工面积增速高于新开工增速	6
图表 5	各区域 1-4 月新开工及销售面积相比 2019 年增速	7
图表 6	分区域单月销售均价表现（东部为右轴，其他区域为左轴，单位均为元/平米）	7
图表 7	50 强房企单月拿地销售比走势图	8
图表 8	2021 年 3-4 月净复工规模有所增加	8
图表 9	全国首套、二套房贷利率持续上升	9
图表 10	主流房企 2021 年开工计划同比普遍下滑	9
图表 11	分地区开工未售口径库存情况（东部库存为右轴，其他为左轴）	10

一、新开工持续偏弱，与销售韧性十足形成反差

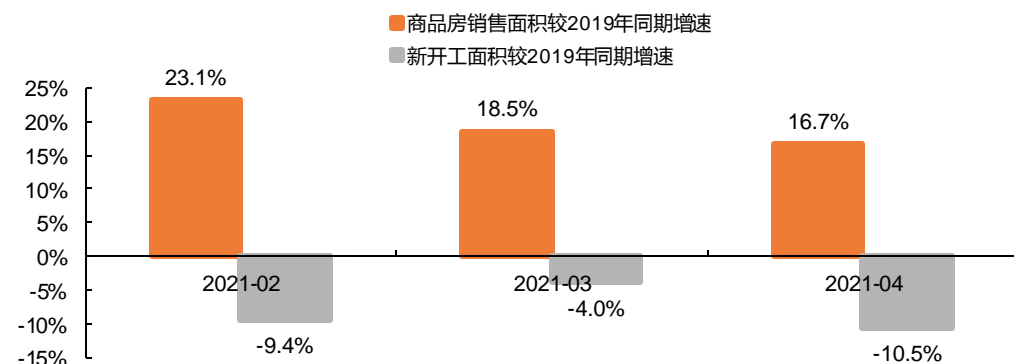
2021年全国房屋新开工持续偏弱，与销售高增形成鲜明反差。2021年1-4月全国房屋累计新开工5.39亿平米，同比增12.8%，比2019年同期降7.9%；4月单月新开工1.77亿平米，同比降9.3%，增速环比降16.6pct。与此同时，全国商品房销售表现持续较好，1-4月商品房销售面积5.03亿平米，同比增48.1%，比2019年同期增19.5%，4月单月销售面积1.43亿平米，同比增19.2%，累计增速与单月增速均显著高于新开工。

图表1 新开工增速表现弱于商品房销售增速（累计增速口径）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 新开工增速表现弱于商品房销售增速（单月增速口径）



资料来源：Wind，平安证券研究所

二、主流解释：资金优先拿地及复工，销售或未如数据般乐观

针对新开工持续低迷原因，市场主流解释包括三种：

第一种解释：融资收紧叠加供地两集中背景下，房企为筹集资金补充土地资源减少开工支出。2020年下半年以来房地产融资持续收紧，“三道红线”、“房贷集中度管理新规”等陆续推出，房企资金压力显著加大。与此同时，2021年2月自然资源部对重点城市供地提出三条要求，包括稳定合理增加住宅用地供应，住宅用地集中公告与集中供应，22个重点城市纳入“供地两集中”新政范围。从已公布的19个试点城市来看，3次供地时间主要集中在4月、7月和10月前后。资金压力加大，叠加4月重点城市集中供地来临，房企存在减少开工支出、保障拿地资金的可能性。

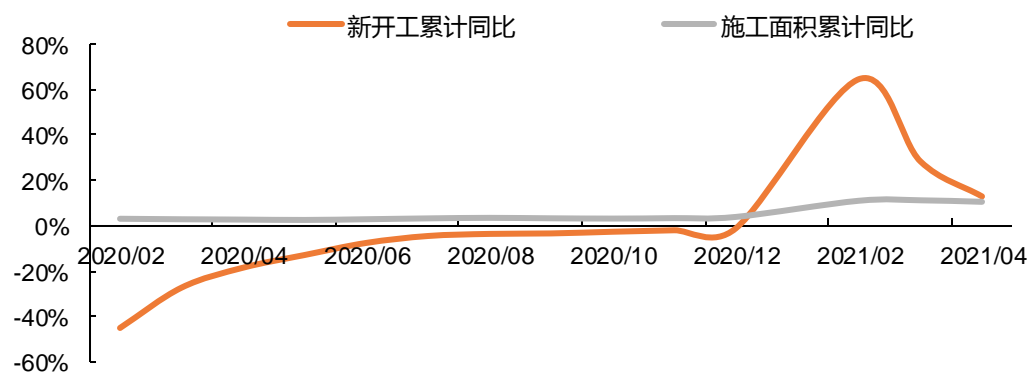
图表3 19个试点城市2021年预计集中供地时间表

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
天津												
广州												
沈阳												
长沙												
苏州												
济南												
重庆												
杭州												
无锡												
南京												
长春												
宁波												
郑州												
福州												
北京												
深圳												
厦门												
武汉												
上海												

资料来源：各地自然资源与规划局，平安证券研究所

第二种解释：融资收紧下房企优选加快复工导致新开工减少。2020年新冠疫情冲击以来，房地产项目普遍受到搁置，随着下半年疫情受到控制，融资端收紧背景下房企存在优先复工、减少新开工的可能性。2020年全国房屋施工面积同比增长3.7%，高于新开工同比增速(-1.2%)；2021年1-4月施工面积同比增长10.5%，新开工尽管上年基数低，但1-4月累计同比增速仅12.8%，4月单月增速降至-9.3%。

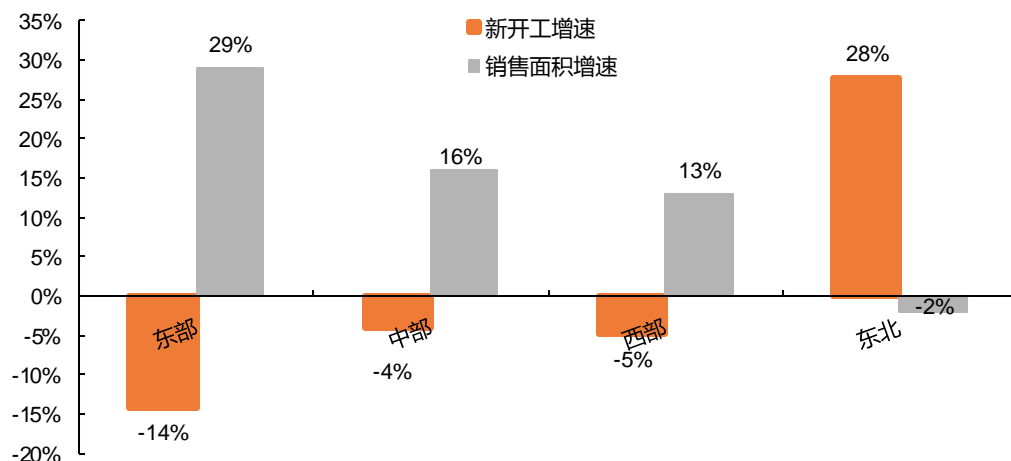
图表4 2020年全国房屋施工面积增速高于新开工增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

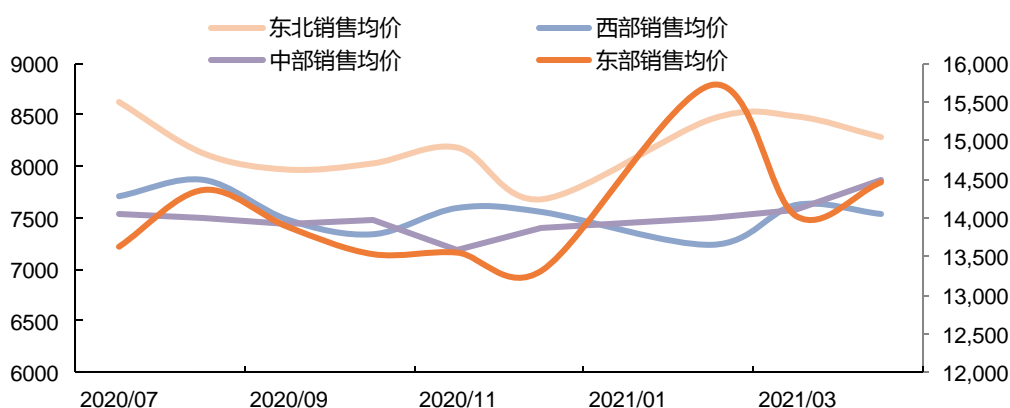
第三种解释：部分区域楼市或并未如销售数据般乐观，导致新开工意愿不足。尽管前4月全国商品房销售持续较好，但区域分化仍然明显，以三四线为主的中西部、东北地区销售表现弱于东部。2021年1-4月东部、中部、西部、东北部销售面积较2019年同期增长29%、16%、13%、-2%。从房价走势来看，4月东北、西部区域商品房均价环比分别下降2.4%和1.2%，市场或担心部分中西部三四线区域需求后续乏力，导致新开工意愿不足。

图表5 各区域1-4月新开工及销售面积相比2019年增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 分区域单月销售均价表现（东部为右轴，其他区域为左轴，单位均为元/平米）



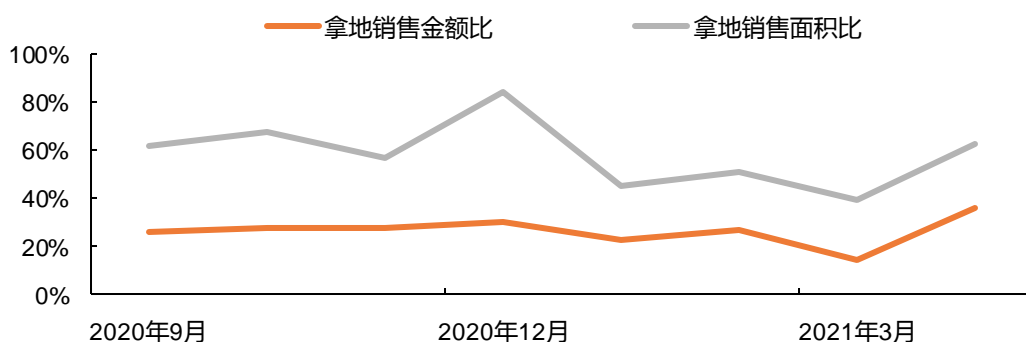
资料来源：Wind，平安证券研究所

三、 我们观点：拿地及复工解释有限，中长期销售谨慎或是主因

我们认为第一二种观点对新开工趋弱解释程度有限，中长期销售预期谨慎或是新开工低迷主要原因。

对于第一种解释（融资收紧下房企优先拿地），存在三方面制约因素。尽管融资收紧叠加供地两集中背景下，房企存在为补充土地资源减少开工的可能性，但考虑到：1) 融资收紧及销售尚可背景下，房企为回收现金流，往往会暂缓竣工，同时加快新开工实现开盘销售，而非减少开工；2) 集中供地政策于2021年2月才推出，但1-2月全国新开工已表现较弱，比2019年同期下滑9.4%，3月、4月单月新开工分别较2019年同期下滑4.0%、10.5%；3) 今年主流房企拿地规模整体有限，1-4月50强房企整体拿地销售金额比、面积比分别为20.3%、40.4%，同比降17.1pct、降42.1pct，拿地力度不及上年同期。整体而言，融资收紧下房企优先拿地对于新开工持续低迷解释程度有限。

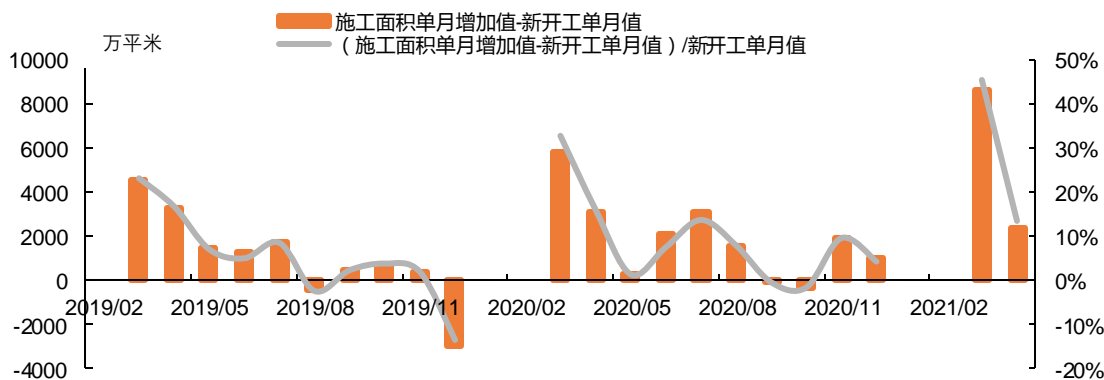
图表7 50强房企单月拿地销售比走势图



资料来源：中指院，平安证券研究所

对于第二种解释（房企优先复工而减少开工），测算复工规模有所增加，但无法有力解释开工趋弱。根据统计局的定义，理论上年内前(N+1)月施工面积=年内前N月施工面积+第(N+1)月新开工面积+第(N+1)月净复工面积，则第(N+1)月净复工面积=年内前(N+1)月施工面积-年内前N月施工面积-第(N+1)月新开工面积，我们测算2021年3-4月总净复工规模11016万平米，合计占同期新开工比重的30%，而2019-2020年同期净复工规模分别为7885万平米、8929万平米，占新开工比重分别为20%、24%，表明今年以来复工规模有所增加。但考虑2020年疫情影响下3-4月净复工仍有所增加，表明净复工增加并非今年独有，同时2020H2疫情得到控制以来，房企已纷纷复工加快施工赶工进度，我们判断复工增加或难以有力解释今年新开工持续低迷。

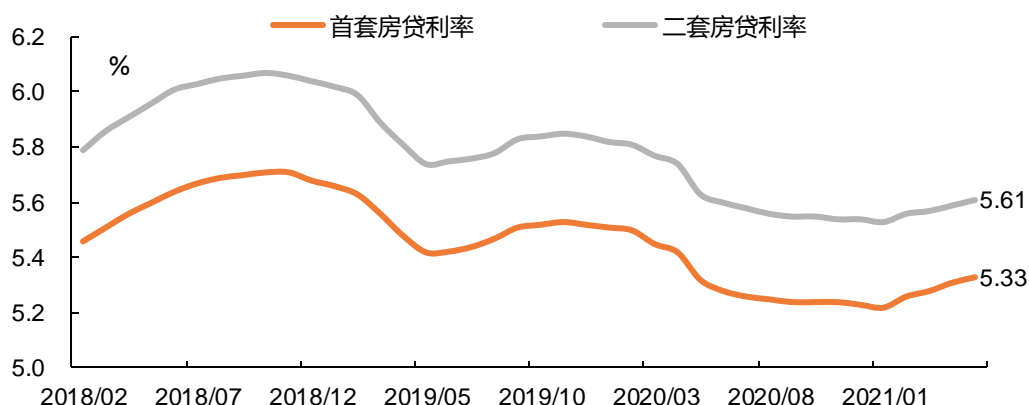
图表8 2021年3-4月净复工规模有所增加



资料来源：Wind，平安证券研究所

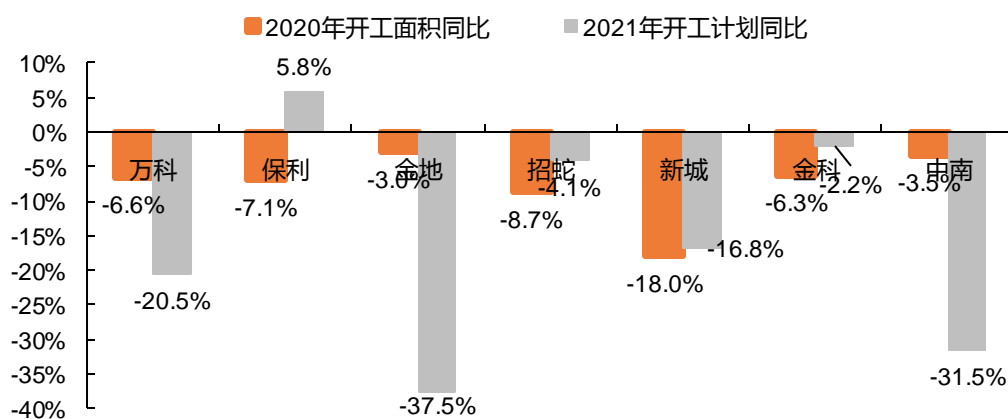
对于第三种解释（楼市或并未如销售数据反映般乐观），我们认为可部分解释新开工趋弱。一方面，正如前文所述，尽管前4月全国商品房销售持续较好，但区域分化仍然明显，以三四线为主的中西部、东北地区销售表现弱于东部。另一方面，随着各地调控政策陆续加码、房贷利率持续抬升，房企对后续楼市看法仍相对谨慎，更加注重库存去化与资金回笼。2021年5月全国首套、二套房贷利率分别为5.33%、5.61%，连续4个月上升，后续不排除进一步上行的可能。从2021年开工计划看，招保万金等7家主流房企中仅保利2021年开工计划同比增加，其余6家均同比减少，其中中南、金地降幅超过30%。

图表9 全国首套、二套房贷利率持续上升



资料来源：Wind，平安证券研究所

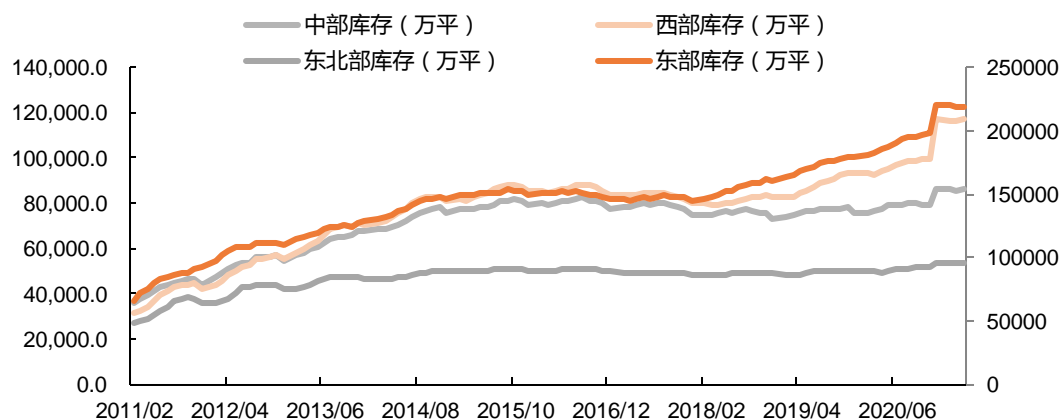
图表10 主流房企2021年开工计划同比普遍下滑



资料来源：公司公告，平安证券研究所

从库存角度亦可看到，2020年末以来主要区域已开工未售库存（统计时间为2001年以来）快速增加，东部、西部地区2021年4月末开工未售库存较2020年11月上升11%和17%，逐步对区域的开工形成一定制约。

图表11 分地区开工未售口径库存情况（东部库存为右轴，其他为左轴）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 库存=2001年以来累计新开工面积*90%可售率-2001年以来累计销售面积

整体来看,我们认为融资收紧下房企减少开工用于集中拿地的解释性较弱,加快复工或能部分解释年内新开工趋弱,但中长期销售预期谨慎、部分区域库存累积加快或是新开工趋弱的主因。展望全年,考虑调控效果逐步显现、楼市热度趋稳,叠加上年基数逐步抬升,我们判断后续新开工单月增速或延续低位,预计2021年新开工增速呈现前高后低态势、全年同比持平或略降,同时需要关注开工持续弱势对下半年及2022年楼市供给端的影响。

四、投资建议

1-4月全国房屋新开工持续低迷,判断中长期销售预期谨慎、部分区域库存累积加快或是主因。短期市场担忧仍为土拍热度高企对行业毛利率的冲击,随着土拍政策收紧及房企融资端影响显现,预计后续试点城市集中土拍热度有望逐步降温,带来房企项目盈利端企稳。当前地产板块估值、股息率仍具吸引力,优质房企中长期已具备配置价值。建议关注:1) 债务结构稳健、低估值、高股息率龙头万科A、保利地产、金地集团等;2) 土储充足、模式独特的城市更新龙头佳兆业集团、龙光集团;3) 销售及业绩相对较好的弹性房企中南建设、金科股份、新城控股等;4) 受益竣工回升周期及政策推动的物管标的碧桂园服务、金科服务、新城悦服务、保利物业等。

五、风险提示

1) 土地市场热度持续高企,带来行业毛利率持续下行若后续土地市场维持较高热度,地价持续高企而房价上涨放缓,行业对应毛利率将持续下行。2) 房企大规模减值风险;当前重点城市楼市调控持续加码,若调控力度超预期,将带来部分前期高价地减值的风险。3) 行业金融监管力度超预期风险;若后续融资政策执行力度超出预期,将对各房企规模发展产生负面影响,导致业绩表现不及预期风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033