

证券研究报告—动态报告/行业快评

房地产开发Ⅲ

统计局 6 月房地产数据点评

超配

2021 年 07 月 16 日

销售投资增幅收窄但热度依旧，土地市场降温仍需等待

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 1-6 月房地产投资和销售数据，随着低基数效应减弱，除房屋开工面积以外主要指标增速均有一定回落。其中，商品房销售额 92931 亿元，同比+38.9%，销售面积 88635 万平方米，同比+27.7%。房地产开发投资 72179 亿元，同比+15.0%。房屋新开工面积 101288 万平方米，同比+3.8%，竣工面积 36481 万平方米，同比+25.7%。

评论：

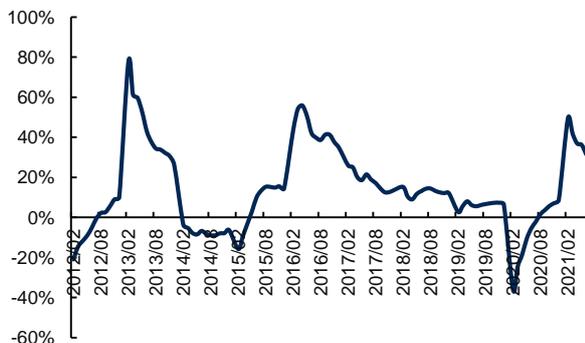
■ 销售：景气度依旧较高，且非供给旺盛带来的虚假繁荣

销售数据较前几个月增幅收窄，但仍维持强势表现。6 月单月销售额 22397 亿元，同比+8.6%，较 5 月单月增速下降 8.9 个百分点；6 月单月销售面积 22252 万平方米，同比+7.5%，较 5 月单月增速下降 1.7 个百分点。为规避低基数效应的减弱对今年主要数据同比增速回落的影响，我们以 2019 年为基期，相对 2019 年 1-6 月，销售额同比+31.4%，销售面积同比+17.0%，虽增速收窄，但仍延续了历史较高水平的增速。从两年平均增速看，1-6 月销售额平均增速 14.7%，较 1-5 月下降 2.0 个百分点；1-6 月销售面积平均增速 8.1%，较 1-5 月下降 1.2 个百分点。

我们通过观察新开工去化率、广义库存去化周期数据，排除了供给旺盛带来虚假繁荣的可能性。从宏观上的“新开工去化率”（新开工去化率=当年累计期房销售面积/（当年累计新开工面积*0.8））指标看，自 2020 年下半年直线攀升，虽近两月有所回落，但仍处于 2007 年以来的最高水平。而广义库存去化周期也处 2012 年以来的历史最低位。

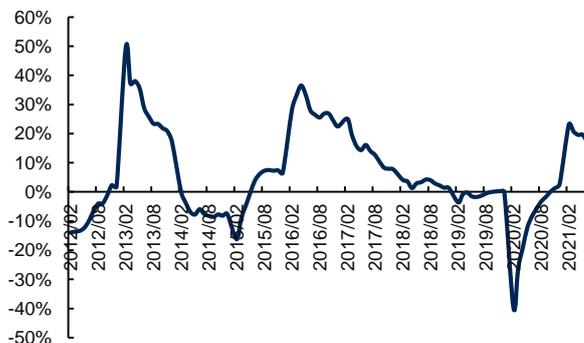
不管从何种维度观察，2020 年下半年开始，销售端的景气度确实较高。如果说 2020 年三季度的高景气仍有可能是“填坑”的后续，2020 年四季度至本年第二季度的销售表现，确认了购房者的热情。

图 1：商品房销售额累计同比增速



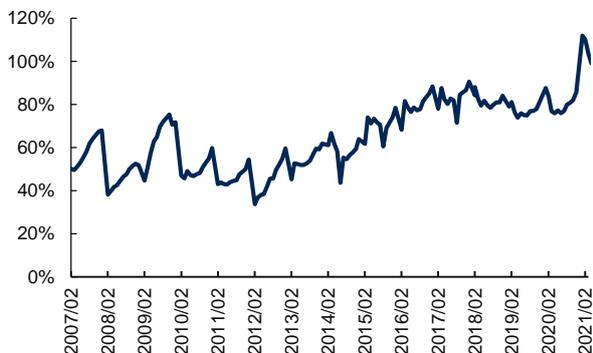
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
 注：已将 2021 年数据的比较基期调整为 2019 年

图 2：商品房销售面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
 注：已将 2021 年数据的比较基期调整为 2019 年

图 3: 新开工去化率处于历史高位



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 4: 广义库存去化周期处于历史低位 (单位: 年)



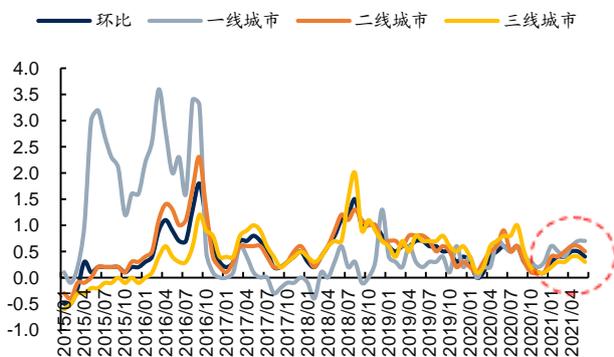
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

■ 房价: 涨幅相对平稳, 相关降温政策功不可没

销售高景气下, 房价涨幅表现却相对平稳。从环比来看, 6 月份, 一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.7%, 涨幅与上月相同, 二手住宅销售价格环比上涨 0.7%, 涨幅比上月微扩 0.1 个百分点。二、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别上涨 0.5%和 0.3%, 涨幅比上月均回落 0.1 个百分点; 二手住宅销售价格环比分别上涨 0.4%和 0.2%, 涨幅均与上月相同。从同比来看, 6 月份, 一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 6.1%, 涨幅比上月微扩 0.1 个百分点; 二手住宅销售价格同比上涨 10.5%, 涨幅比上月回落 0.3 个百分点。二、三线城市新建商品住宅销售价格同比分别上涨 4.8%和 3.7%, 涨幅比上月分别回落 0.2 和 0.1 个百分点; 二手住宅销售价格同比分别上涨 3.5%和 2.6%, 涨幅均与上月相同。

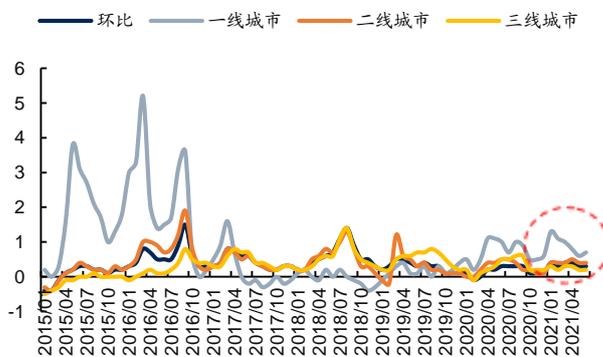
房价涨幅平稳主要得益于“房住不炒”主旋律下, 政府出台的多项房价管控政策, 尤其是对二手房、学区房价格炒作的打击力度。过往, 政策主要着力于严控新房预售价格, 而今年 2 月深圳发布二手房指导价, 拉开了政府对二手房交易价格进行管控的序幕。此举极大震慑了二手房挂牌价虚高引发“房价上涨”恐慌的炒作行为, 也有效遏制了由于二手房与新房价格倒挂激发的投机操作。截止目前, 成都、西安、上海也加入了制定二手房指导价的行列。同时, 3 月上海出台中考录取政策新政及 7 月北京西城区严格落实多校划片等一系列教育公平措施, 对学区房炒作行为进行了毫不留情的打击。随着一线及强二线城市的二手房市场逐渐回归理性, 往期惯常的板块轮动涨价——即高能级城市向其余二三线城市的价格上涨传导机制被打破。我们认为, 未来中国的房地产市场交易价格波动将长期处于平稳区间。

图 5: 70 城新建商品住宅价格指数环比增速 (单位: %)



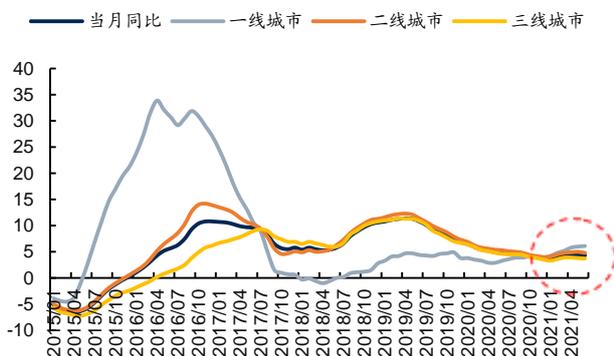
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 6: 70 城二手住宅价格指数环比增速 (单位: %)



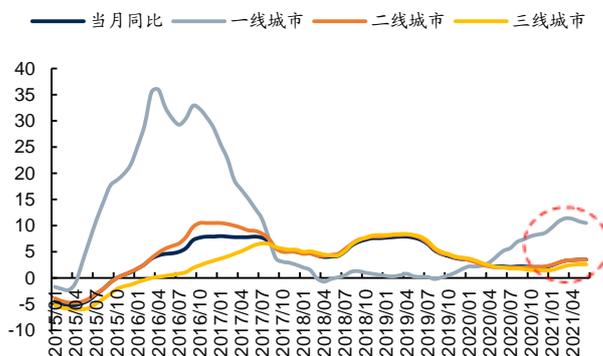
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 7：70 城新建商品住宅价格指数同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 8：70 城二手住宅价格指数同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

■ 开竣工：数据仍显弱势但出现修复苗头，房企积极补库行为初显成效

房企当前土储较薄，无法支撑较高开工增长，新开工数据持续弱势。6 月单月新开工面积为 26939 万平方米，同比 -3.8%，相对 2019 年同期+4.7%；1-6 月累计新开工 101288 万平方米，相对 2019 年同期-4.0%，较 1-5 月上行 2.8 个百分点。而竣工滞后于新开工，数据边际回暖明显。6 月单月竣工面积为 8898 万平方米，同比+66.6%，相对 2019 年同期增速 55.6%；1-6 月累计竣工 36481 万平方米，相对 2019 年同期+12.5%，较 1-5 月上行 9.2 个百分点。

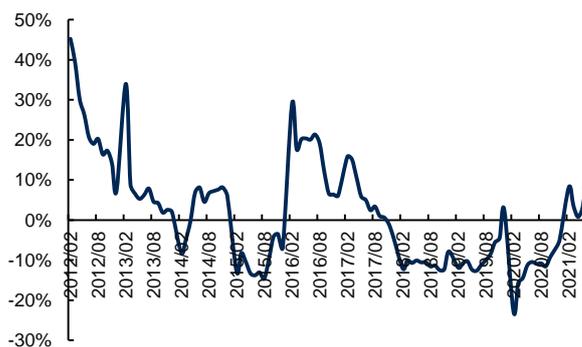
当前开竣工数据的弱势主要由于行业自 2018 年下半年开始，进入了扩张减速的周期。2018 年下半年至 2020 年年末，土地购置费、土地出让金、300 城土地成交金额/面积，三大数据增速较 2017 年和 2018 年上半年均显著下行，反映出土地市场的整体降温，行业整体拿地积极性的下降。由于销售持续高景气、广义库存去化周期处于历史低位，房企补库的诉求较为强烈，近期土地市场的热度也确实印证了房企的积极补库行为。新开工作为补库存、快周转的关键动作，将逐渐修复。不过展望全年，我们认为，即使不考虑“三道红线”对行业融资的整体压制，短时间内的土地补充，无法完全对冲掉接近三年减速扩张导致的土储薄弱，因此，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：新开工面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
注：已将 2021 年数据的比较基期调整为 2019 年

图 10：竣工面积累计同比增速



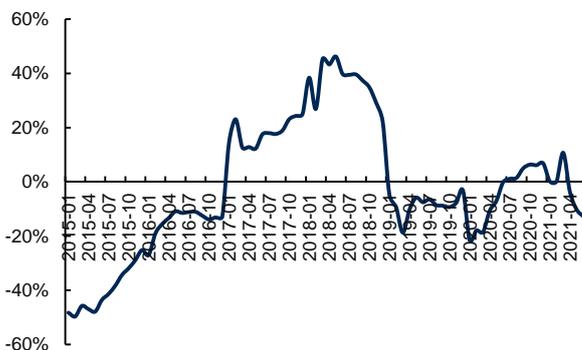
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
注：已将 2021 年数据的比较基期调整为 2019 年

图 11: 土地购置费与土地出让金累计同比增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 12: 300 城土地成交面积累计同比增速



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

■ 投资: 施工投资仍是拉动主力, 销售回款重要性继续提升

开发投资数据增幅呈触顶下行态势。同样以 2019 年为基期, 相对 2019 年 1-6 月, 开发投资同比+17.2%, 到位资金同比+21.1%, 增速有下滑趋势。从两年平均增速看, 1-6 月开发投资平均增速 8.2%, 较 1-5 月下降 0.4 个百分点, 1-6 月到位资金平均增速 10.0%, 较 1-5 月下降 0.5 个百分点。

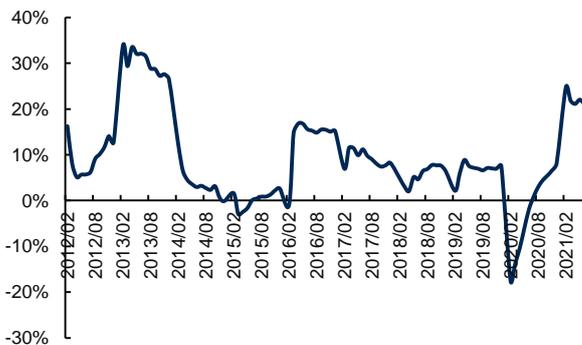
本年开发投资的高增长, 主要来自于施工投资的拉动。观察施工投资(建筑工程投资+安装工程投资)及土地购置费在开发投资中的占比, 我们可以发现, 自 2018 年下半年以来, 开发投资经历了拿地驱动向施工驱动转化。1-6 月施工投资对开发投资的拉动为 12.8%, 虽较前几月有小幅回落, 但仍远高于土地购置费的拉动值 4.8%。

图 13: 房地产开发投资累计同比增速



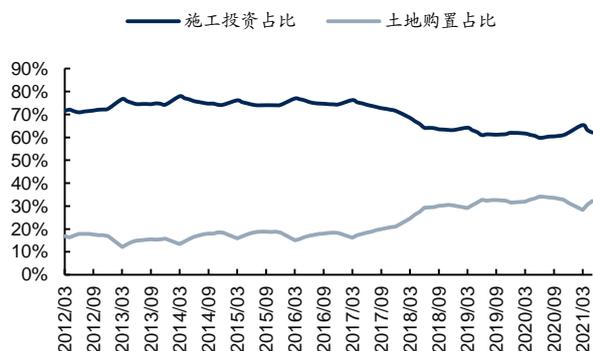
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 已将 2021 年数据的比较基期调整为 2019 年

图 14: 到位资金累计同比增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 已将 2021 年数据的比较基期调整为 2019 年

图 15: 施工投资占比 vs 土地购置占比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 已剔除波动较大的 2 月数值

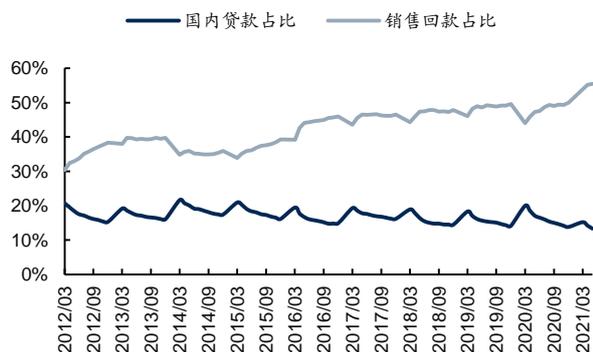
图 16: 施工投资拉动 vs 土地购置拉动



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 已剔除波动较大的 2 月数值

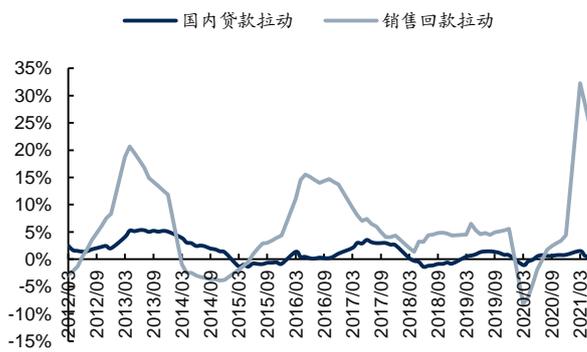
本年到位资金的高增长, 主要来自于销售回款的拉动。销售回款(定金及预收款+个人按揭贷款)在资金来源中的占比由上年的 50.0%提升至 54.4%, 对房地产投资的拉动由上年的 4.4%大幅提升至 19.6%; 而国内贷款在资金来源中的占比由上年的 13.8%小幅下降至 13.1%, 对房地产投资的拉动由上年的 0.8%降为-0.4%。“三道红线”出台后, 有息负债融资限速, 目前又将商票纳入监管范围, 预示地产融资将持续收紧, 房企资金将更依赖销售回款。

图 17: 国内贷款占比 vs 销售回款占比



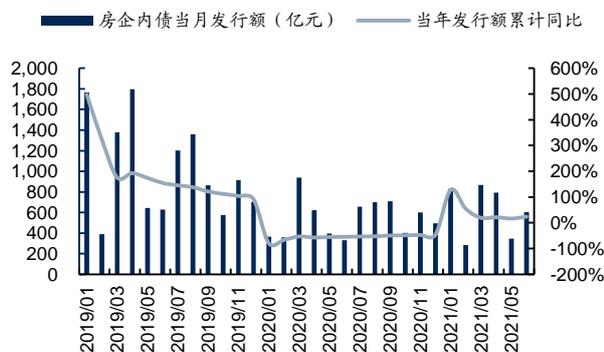
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 已剔除波动较大的 2 月数值

图 18: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动



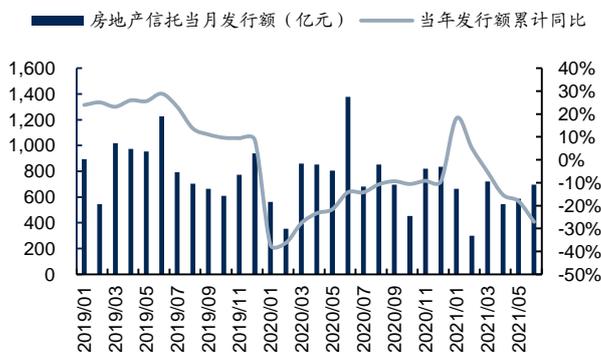
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 已剔除波动较大的 2 月数值

图 19: 房企内债当月发行额及当年发行额累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 房地产信托当月发行额及当年发行额累计同比



资料来源: Wind, 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。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，因此若无需求端更“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“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，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:

- 《土地出让金划转税务征收政策点评：并非针对地产，但潜在影响值得关注》 ——2021-06-07
- 《统计局 4 月房地产数据点评：数据背后的行业图景，兼论新开工的弱势》 ——2021-05-18
- 《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

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。

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