

# 房地产9月月报：政策纠偏，市场寻底

2021年10月27日

看好/维持

房地产

行业报告

**销售：**商品房销售呈现量价齐跌的局面，传统旺季的金九银十不复存在。9月份商品房销售面积同比下滑13.17%；销售额同比下滑15.81%；销售均价同比下滑3.04%。我们认为信贷政策的回暖将对房企资金面紧张的问题会有一些改善，但在行业基本面向下行与房企信用事件频发的背景之下，短期难以逆转企业对于投资与消费者对于购房的消极态度，销售或将持续承压。

**开发投资：**新开工持续下滑，竣工大幅度走弱。9月份新开工面积同比下滑13.54%；竣工面积同比增长1.02%，增幅较8月份的28.44%大幅度下滑；开发投资同比下滑3.47%。我们认为原材料的大幅上涨、悲观的销售预期以及收缩的信贷供应，极大的影响了开发商的开工与拿地意愿。企业的资金压力对施工的负面影响正进一步加大。如果销售持续恶化，企业资金面问题得不到改善，未来的施工与投资数据可能会持续承压。

**到位资金：**到位资金规模加速下滑，资金紧张情况或将延续。9月份到位资金同比下滑11.21%；其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款降幅扩大，个人按揭贷款降幅略微收窄。虽然政策边际改善对后续开发贷与按揭贷款额度或将有一定程度缓和，但金融机构的信贷支持大概率也是向部分信用风险小的优质房企集中。考虑到销售颓势短期难以逆转，行业整体现金流紧张，房企信用风险频发，资金来源中合计占比近七成的自筹资金与定金及预收款可能会面临持续的下行压力。

**投资建议：**我们仍然对三条红线全绿、融资能力突出，信用端表现长期良好的龙头房企充满信心。资金优势构成了行业当下最强的护身符与未来最强的推进剂。在集中供地溢价率下滑，土地流拍率显著上升，房企信用风险频发的当下，具有资金优势的高信用房企，在土地市场与收并购市场都将更加积极可为，不仅能够获得盈利能力更好的土地储备，还可以趁机收并购不少物业管理之类的空间运营业务，有望成为行业最早走出“内卷”时代的“头号玩家”。推荐万科A、保利发展、金地集团。

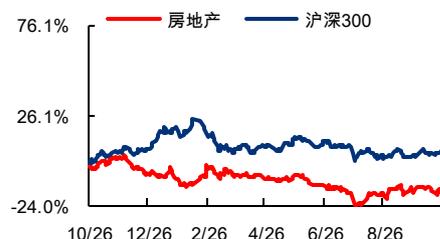
**风险提示：**行业政策进一步趋严的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险。

## 未来3-6个月行业大事：

2019-11月中旬统计局公布1-10月房地产开发数据及70大中城市商品住宅价格变动数据。

行业基本资料		占比%
股票家数	131	2.69%
行业市值(亿元)	36134.42	2.01%
流通市值(亿元)	32374.66	2.38%
行业平均市盈率	9.63	/

## 行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：陈刚

021-25102895

chen\_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080001

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	20A	21E	22E	20A	21E	2E		
万科A	3.6	3.9	4.3	5.7	5.3	4.8	1.1	强烈推荐
金地集团	2.3	2.8	3.3	4.8	4.0	3.4	0.9	强烈推荐
保利发展	2.4	2.6	2.9	5.6	5.2	4.7	1.0	强烈推荐

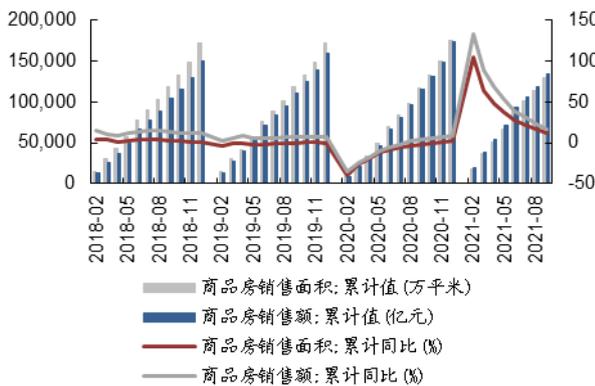
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 1. 销售：销售继续下滑，金九银十难觅

多重因素作用下，商品房销售呈现量价齐跌的局面，传统旺季的金九银十不复存在。2020年由于上半年疫情较为严重，下半年商品房销售基数偏大。2021年下半年，房贷利率有所上升，按揭额度偏紧，居民贷款成本上升且放贷周期拉长。现金流吃紧下部分房企降价促销，甚至出现信用危机，也一定程度上影响了购房者信心。虽然在央行表态下，四季度银行信贷有望边际放松，但政策的主要基调仍然是维持市场稳定。我们认为信贷政策的回暖将对房企资金面紧张的问题会有一些的改善，但在行业基本面下行与房企信用事件频发的背景之下，短期难以逆转企业对于投资与消费者对于购房的消极态度，销售或将持续承压。

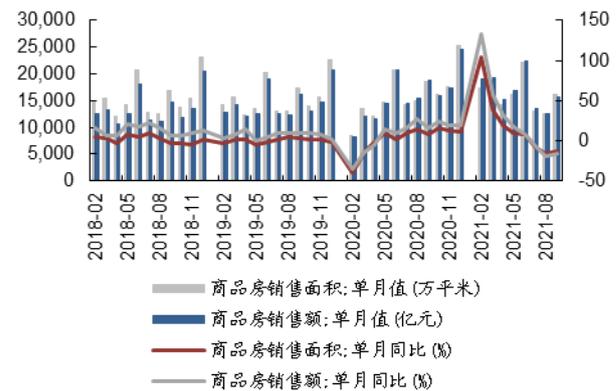
从具体数据来看，2021年1-9月商品房累计销售面积130,332万平，同比增长11.30%；商品房累计销售金额134,795亿元，同比增长16.60%。其中，9月份商品房销售面积16,139万平，同比下滑13.17%；9月份商品房销售额15,749亿元，同比下滑15.81%。2021年1-9月商品房累计销售均价10,342元/平，同比增长4.70%；其中，9月份商品房销售均价9758元/平，同比下滑3.04%，环比下滑2.98%。在销售下滑的局面下，虽然绝对库存水平依然处于近年低位，但去化周期持续上升。

图1：全国商品房累计销售情况



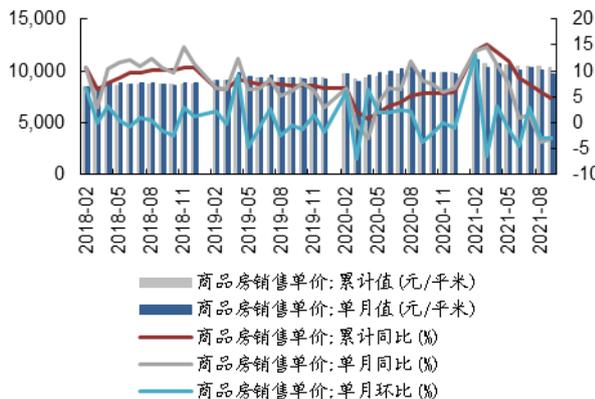
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图2：全国商品房单月销售情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图3：全国商品房销售均价



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图4：全国商品房去化周期



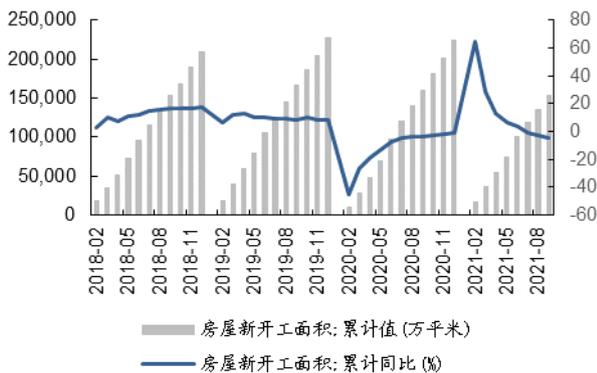
资料来源：WIND，东兴证券研究所

## 2. 开发投资：开工竣工大幅下滑，地产投资单月转负

新开工持续下滑，竣工大幅度走弱，9月单月投资同比转负。我们认为原材料的大幅上涨、悲观的销售预期以及收缩的信贷供应，极大的影响了开发商的开工与拿地意愿。建安投资表现优于土地购置，但施工强度的下滑程度已经大于施工面积的下滑程度，表明企业的资金压力对施工的负面影响进一步加大。如果销售持续恶化，企业资金面问题得不到改善，未来的施工与投资数据可能会持续承压。

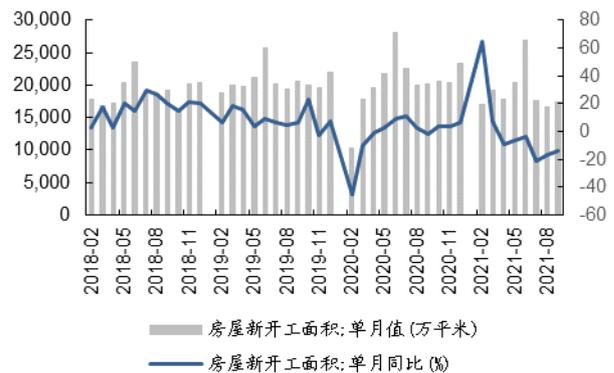
从具体数据来看，2021年1-9月累计新开工面积152,944万平，同比下滑4.50%；其中，9月份新开工面积17,442万平，同比下滑13.54%。2021年1-9月累计竣工面积51,013万平，同比增长23.40%；其中，9月份竣工面积4,274万平，同比增长1.02%，增幅较8月份的28.44%大幅度下滑。2021年1-9月累计开发投资112,568亿元，同比增长8.8%；其中，9月份开发投资14,508亿元，同比下滑3.47%。

图5：房屋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6：房屋单月新开工面积及同比增速



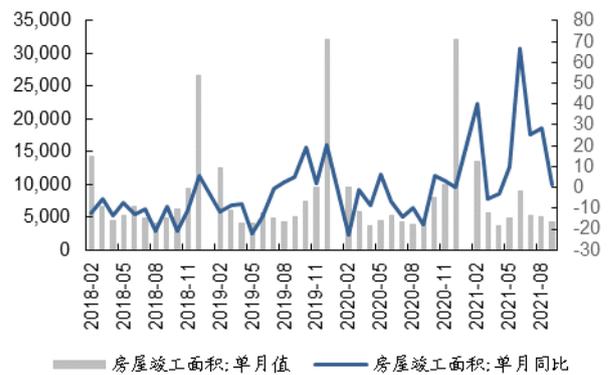
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图7：房屋累计竣工面积及同比增速



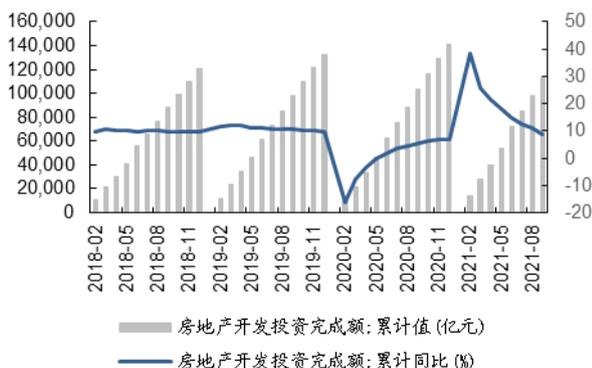
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图8：房屋单月竣工面积及同比增速



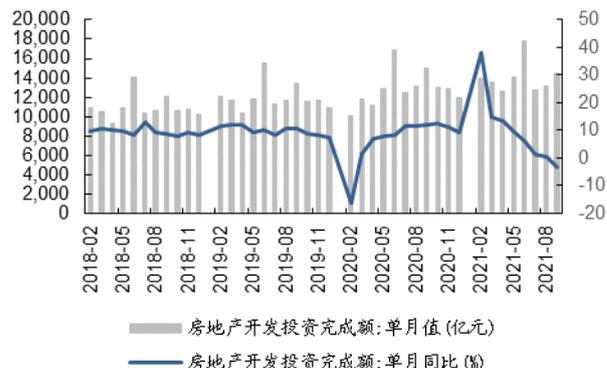
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图9：房地产开发投资累计完成额及同比增速



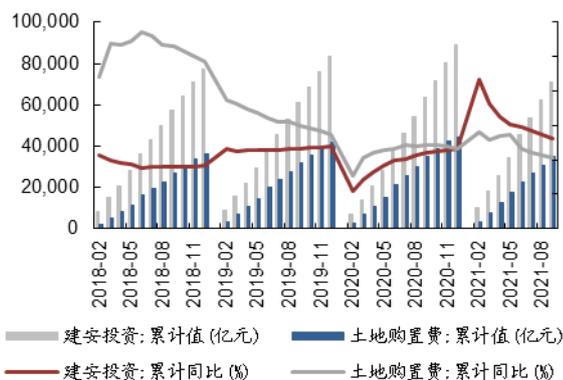
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图10：房地产开发投资单月完成额及同比增速



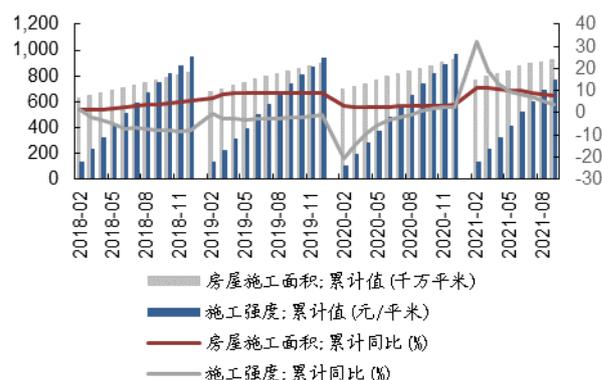
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图11：建安投资和土地购置费累计值及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图12：房屋施工面积及单位面积建安投资

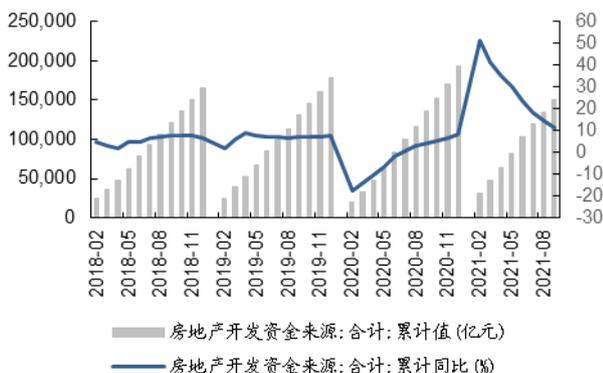


资料来源：WIND，东兴证券研究所

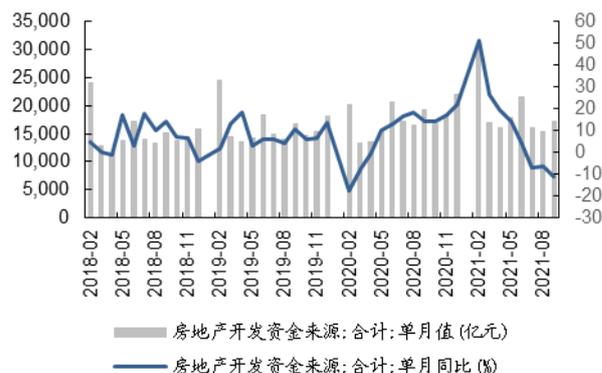
### 3. 到位资金：各渠道到位资金均显著下滑，资金紧张情况或将延续

受销售不景气及信贷收紧的影响，到位资金规模加速下滑，资金紧张情况或将延续。虽然央行表态部分金融机构对“三线四档”融资管理规则存在误解，后续开发贷与按揭贷款额度或将有一定程度缓和，但金融机构的信贷支持大概率也是向部分信用风险小的优质房企集中。考虑到销售颓势短期难以逆转，行业整体现金流紧张，房企信用风险频发，资金来源中合计占比近七成的自筹资金与定金及预收款可能会面临持续的下行压力。

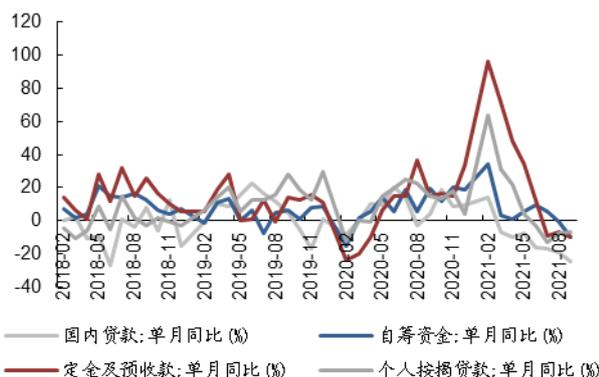
从具体数据来看，2021年1-9月房地产开发累计到位资金151,486亿元，同比增长11.10%；其中，9月份到位资金17,122亿元，同比下滑11.21%。分项目来看，9月份国内贷款同比下滑24.98%，自筹资金同比下滑10.14%，定金及预收款同比下滑9.76%，个人按揭贷款同比下滑6.80%，其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款降幅扩大，个人按揭贷款降幅略微收窄。

**图13：房地产开发资金来源累计值及同比增速**


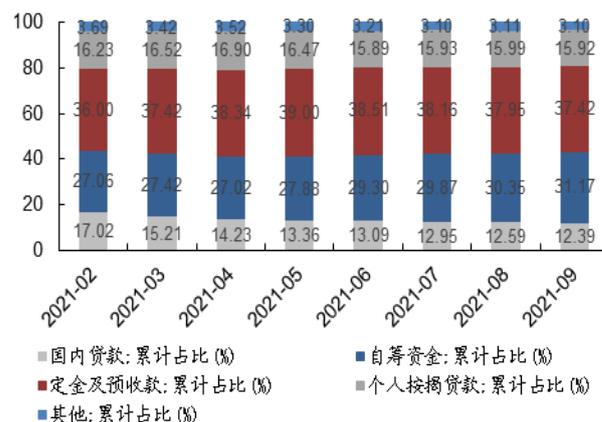
资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图14：房地产开发资金来源单月值及同比增速**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图15：房地产开发资金主要资金来源渠道单月同比**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图16：房地产开发资金来源累计值占比**


资料来源：WIND，东兴证券研究所

## 4. 投资建议：信用端表现长期良好的龙头房企

行业政策面的纠偏已经开始，政策底部已经出现。随着央行在三季度金融统计数据发布会上明确“指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，政策边际改善明显，但也不应对政策放松抱有过多的期待。我们认为，监管的重点在于保障民生和行业稳定，调控的长期性方向不会变，如三道红线，差异化信贷政策、预售资金监管等长效调控机制仍将严格执行，部分房企的信用风险可能依然没有结束。

销售与投资的下滑可能暂未结束，行业依然存在较大的下行风险。目前许多城市销量与房价都高位回落，房企信用事件也层出不穷，购房者担忧交付风险，面对房价的回落可能趋于谨慎。而受制于资金面的持续紧张与下滑的销量预期，房企开工投资意愿较弱。

房企之间在融资能力，周期把控能力等方面的差异决定了房企当前的处境。我们仍然对三条红线全绿、融资能力突出，信用端表现长期良好的龙头房企充满信心。资金优势构成了行业当下最强的护身符与未来最强的推进剂。在集中供地溢价率下滑，土地流拍率显著上升，房企信用风险频发的当下，具有资金优势的高信用房企，在土地市场与收并购市场都将更加积极可为，不仅能够获得盈利能力更好的土地储备，还可以趁机收

并购不少物业管理之类的空间运营业务，有望成为行业最早走出“内卷”时代的“头号玩家”。推荐万科 A、保利地产、金地集团。

## 5. 风险提示

行业政策进一步趋严的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险。

## 分析师简介

---

### 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/恒生指数为基准指数）：

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/恒生指数为基准指数）：

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