

房地产10月月报：信心重建尚需时日，供需存在持续下行风险

2021年11月19日

看好/维持

房地产

行业报告

销售：销售数据加速下行，信心重建尚待时日。10月份商品房销售面积同比下滑21.65%；销售额同比下滑22.65%；销售均价同比下滑1.27%。我们认为消费者对于购房的消极态度在进一步蔓延。企业对于投资与消费者对于购房的消极态度在短期内难以逆转，信心重建尚待时日，销售或持续承压。

开发投资：开工竣工加速下滑，房企投资能力与意愿进一步降低。10月份新开工面积同比下滑33.41%；竣工面积同比下降20.56%；开发投资同比下滑5.40%。我们认为急剧下滑的销售进一步加剧了房企现金流紧张的状况，导致房企的投资能力与意愿都面临极大的冲击。虽然部分地方政府加大了“保交付”的力度，但我们认为将当前有限的资金投入竣工交付可能导致房企拿地与新开工的能力与意愿进一步下滑，未来的新开工与土地投资数据还将继续承压。

到位资金：资金面略有改善，但销售急剧下滑导致改善幅度有限。10月份到位资金同比下滑9.48%；其中国内贷款、定金及预收款降幅扩大，居民按揭同比转正，自筹资金降幅收窄。我们预计随着央行的不断表态，后续开发贷的合理需求有望逐步得到满足，国内贷款数据可能会有所改善。整体而言，在销售情况没有显著改善的情况下，行业整体的资金面还将持续紧张，但降幅有望收窄。

投资建议：

政策底部虽已确立，但信心重建尚需时日。市场的量价齐跌不仅会影响金融机构的信心与行动力，也会强化购房者的观望情绪。部分房企的信用风险可能依然没有结束，降价促销与变卖资产的动作还将继续。

行业供需两端依然存在较大的下行风险，需求端的托底政策或许正在酝酿。当前房企的投资能力与意愿都十分薄弱，而销售端量价齐跌的局面已经形成。我们认为下一步政策微调的方向可能是因城施策的需求端调整。

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，融资端政策回暖时率先得到金融机构的支持，也将进一步扩大这种优势。具有资金优势的高信用房企，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。

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。

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	22E		
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

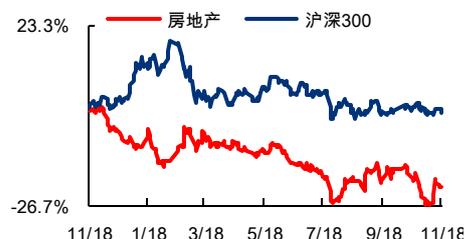
未来3-6个月行业大事：

2021-12月中旬统计局公布1-11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	2.62%
行业市值(亿元)	33205.65	1.87%
流通市值(亿元)	30041.5	2.25%
行业平均市盈率	10.34	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陈刚

010-66554028

chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080001

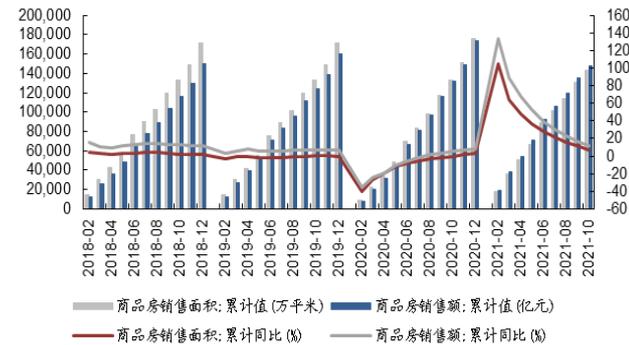
1. 销售：销售数据加速下行，信心重建尚待时日

商品房销售加速下行，居民观望情绪进一步发酵。我们认为消费者对于购房的消极态度在进一步蔓延，主要原因有以下三点：1) 房企信用危机频发，动摇了购房者对期房按时竣工交付的信心，进而影响到销售。2) 房企降价促销，多地陆续发布了“限跌令”，低线城市房价下行压力逐渐显现，“买涨不买跌”的心理导致观望情绪进一步加重。3) 房地产税细则尚不明朗，也在一定程度上抑制了居民购房意愿。

当前的回暖政策旨在托底，企业对于投资与消费者对于购房的消极态度在短期内难以逆转，信心重建尚待时日，销售或持续承压。我们认为信贷政策的回暖将对行业资金面紧张的问题会有一些改善，但金融机构的信心修复也需要时间。短期内信贷资源只会向风险低的优质房企集中，处在流动性风险之中的房企依然会举步维艰，降价促销与变卖资产的动作还将继续。

从具体数据来看，2021年1-10月商品房累计销售面积143,041万平，同比增长7.30%；商品房累计销售金额147,185亿元，同比增长11.80%。其中，10月份商品房销售面积12,709万平，同比下滑21.65%；10月份商品房销售额12,390亿元，同比下滑22.65%。2021年1-10月商品房累计销售均价10,289元/平，同比增长4.17%；其中，10月份商品房销售均价9749元/平，同比下滑1.27%，环比下滑0.09%。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



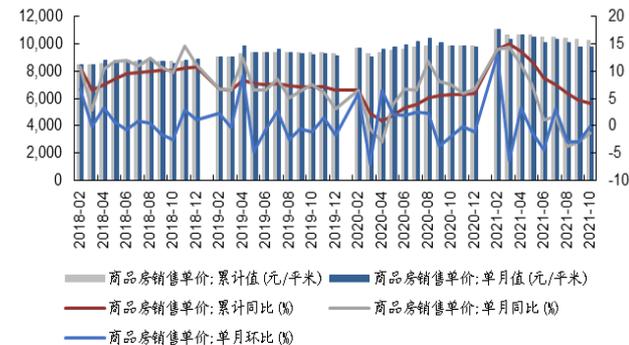
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图2：全国商品房单月销售情况



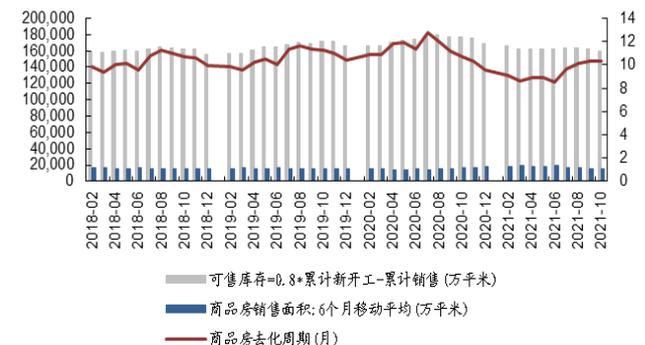
资料来源：WIND，东兴证券研究所

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



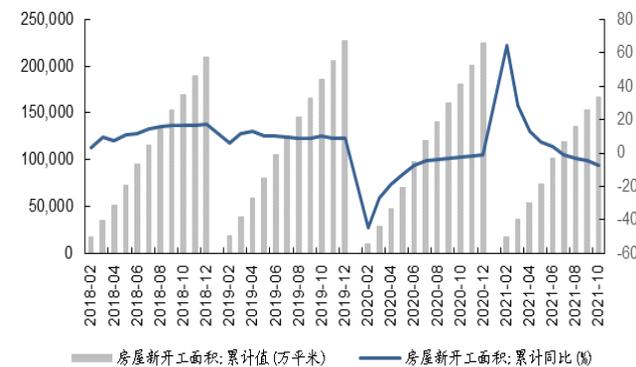
资料来源：WIND，东兴证券研究所

2. 开发投资：开工竣工加速下滑，房企投资能力与意愿进一步降低

新开工持续下滑，竣工大幅度走弱，投资同比下滑幅度增大。我们认为急剧下滑的销售进一步加剧了房企现金流紧张的状况，导致房企的投资能力与意愿都面临极大的冲击。施工与建材等供应商企业对房企现金流的担忧进一步加剧，可能会采取缩短账期和项目停工等手段保全自身，也进一步给施工数据带来了负面影响。施工强度的下滑程度持续大于施工面积的下滑程度，也表明企业的资金压力对施工的负面影响还在进一步加大。虽然部分地产政府加大了“保交付”的力度，但我们认为将当前有限的资金投入竣工交付可能导致房企拿地与新开工的能力与意愿进一步下滑，未来的新开工与土地投资数据还将继续承压。

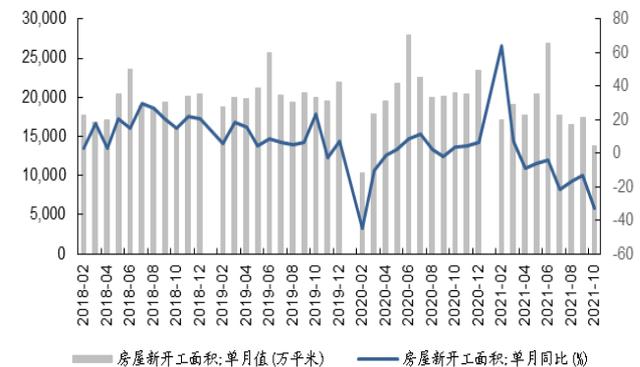
从具体数据来看，2021年1-10月累计新开工面积166,736万平，同比下滑7.70%；其中，10月份新开工面积13,792万平，同比下滑33.41%。2021年1-10月累计竣工57,290万平，同比增长16.30%；其中，10月份竣工面积6,277万平，同比降低20.56%，增幅较8月份的上升28.44%、9月份的1.02%大幅度下滑。2021年1-10月累计开发投资124,934亿元，同比增长7.2%；其中，10月份开发投资12,366亿元，同比下滑5.40%。

图5：房屋累计新开工面积及同比增速



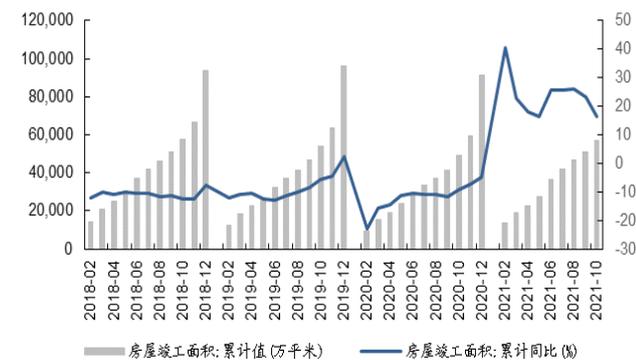
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图6：房屋单月新开工面积及同比增速



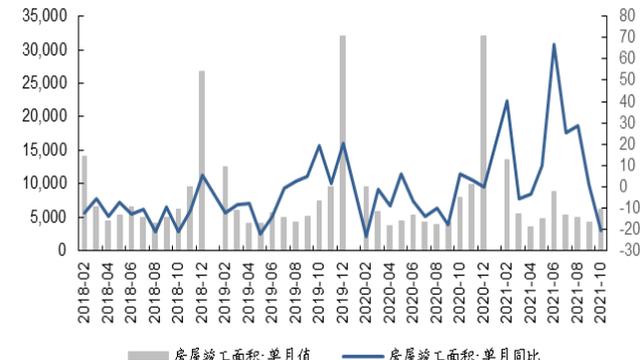
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图7：房屋累计竣工面积及同比增速



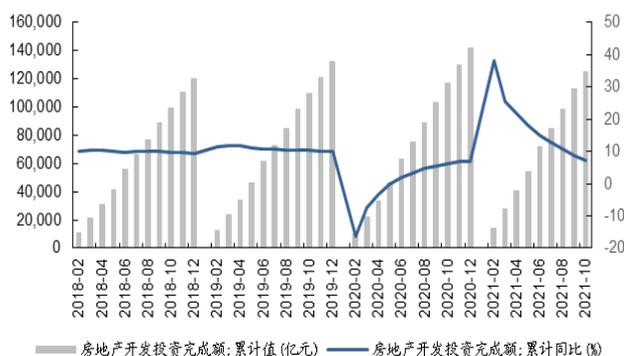
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图8：房屋单月竣工面积及同比增速



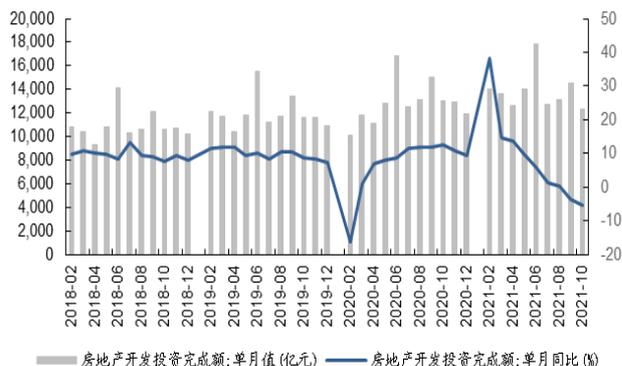
资料来源：WIND，东兴证券研究所

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：资金面略有改善，但销售急剧下滑导致改善幅度有限

自筹资金与按揭贷款有所改善，但国内贷款与定金及预收款进一步下滑，销售的加速下滑是当前流动性改善的最大阻碍。央行11月继续表态要维护地产行业稳定发展，从个人住房贷款余额、头部房企发债及ABS重新开闸等情况来看，融资层面的纠偏正在持续进行，但国内贷款降幅的扩大表明银行对于地产行业的信心还有待恢复。我们预计随着央行的不断表态，后续开发贷的合理需求有望逐步得到满足，国内贷款数据可能会有所改善。整体而言，在销售情况没有显著改善的情况下，行业整体的资金面还将持续紧张，但降幅有望收窄。

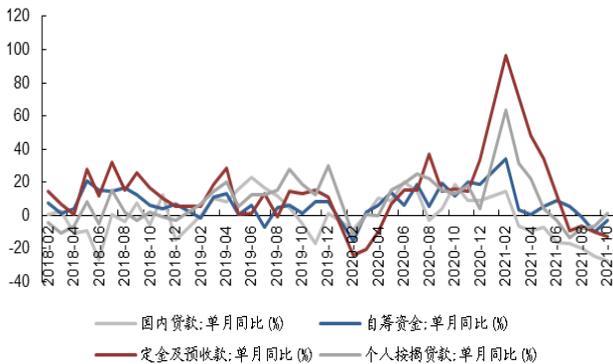
从具体数据来看，2021年1-10月房地产开发累计到位资金166,597亿元，同比增长8.8%；其中，10月份到位资金15,111亿元，同比下滑9.48%。分项目来看，10月份国内贷款同比下滑27.23%，自筹资金同比下滑2.78%，定金及预收款同比下滑12.88%，个人按揭贷款同比上升0.99%，其中国内贷款、定金及预收款降幅扩大，居民按揭同比转正，自筹资金降幅收窄。

图13：房地产开发资金来源累计值及同比增速

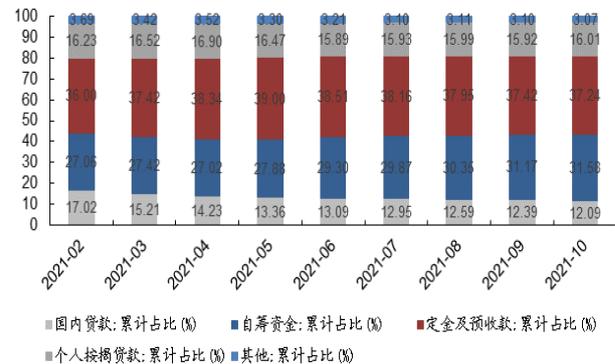

资料来源：WIND，东兴证券研究所

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

政策底部虽已确立，但信心重建尚需时日。随着央行持续释放维稳信号，政策托底的意味较为明显。但房企融资的改善必然是从信用优质的房企开始，真正流动性紧张的企业短期内很难收到信贷的支持。市场的量价齐跌不仅会影响金融机构的信心与行动力，也会强化购房者的观望情绪。而房企的现金流状况却面临销售下滑的直接冲击，所谓远水难解近渴，部分房企的信用风险可能依然没有结束，降价促销与变卖资产的动作还将继续。

行业供需两端依然存在较大的下行风险，需求端的托底政策或许正在酝酿。当前房企的投资能力与意愿都十分薄弱，而销售端量价齐跌的局面已经形成，行业供需两端都存在持续下行的风险。房地产及相关产业是国民经济的支柱产业，供需两端的急剧下滑，既不利于经济的发展与地方政府财政收入的稳定，也会对就业造成较大的冲击。虽然新房销售规模进入下行通道已是大势所趋，但市场在短期急剧的下滑显然与“稳地价、稳房价、稳预期”的政策目标不符。我们认为短期政策的纠偏或许会继续进行，而下一步政策微调的方向可能是因城施策的需求端调整。但托底不是刺激，纠偏不是转向，不应对政策的全面放松抱有过多的期待。

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，融资端政策回暖时率先得到金融机构的支持，也将进一步扩大这种优势。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法律责任。

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