

# 房地产开发

## 开发精选高质量 ROE 龙头，商业地产高速扩张、成长正当时

——2021 年半年度策略

增持（维持）

**行业：销售：**2021 年 1-4 月商品房销售额同比+68.2%，对 2019 年平均+18.5%，预测全国销售额将增长 17.5%至 20 万亿。**竞争格局：**2021 年 1-4 月集中度显著提升，TOP40 房企市占率 44%，较去年末+4pct；**房价：**1-4 月百城房价增速 5%。**库存：**行业库存持续回落，但中期看将稳步增加。**新开工：**1-4 月表现较弱，两年平均-4%，拿地边际谨慎影响新开，全年年预计+5%。**竣工：**交付大年即将到来，预计全年竣工+12%。**投资：**土地累计投资增速预计回落，但竣工支撑下房地产投资增速预计+9.5%。

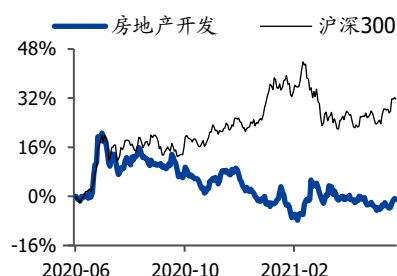
**政策：**中央层面“房住不炒”基调不变，去年到今年陆续出台多项房地产调控政策，包括三道红线、贷款集中管理和两集中供地等，从开发商、土地供应、银行等多维度进行调控。地方层面一城一策，整体以收紧为主，多城市均加强房市调控，且越来越精细化。行业拿地毛利率 2020 年相比 2019 已有所企稳，但土地两集中第一批土拍，多数城市溢价率上升，毛利率继续恶化，因而住开板块性机会尚未到来，需要观察第二、三批次集中拍地，和全国土地供应量同比情况。

**策略：**短期看，毛利率下滑尚未企稳，板块性机会尚未到来，但我们相信融资收紧（包含三道红线、银行信贷收紧等）是估值分化的起点，因为过往成长性掩盖了所有缺点，高负债的房企 ROE 和股价表现反而更好。然而随着有息负债增长受限，真正具有良好组织管理、盈利、控负债能力的企业浮现出来，因而精选高质量 ROE 房企是我们 2021 年的年度策略，我们对并表住宅业务净利率、总利息支出占利润比重、调整资产周转率、经营杠杆、有息杠杆等指标对 TOP40 房企进行综合比较，发现房企的运营能力仍有较大差距。**中海、龙光、保利、华润、滨江、万科**在高质量 ROE 评分中表现出色。**另外商业地产近几年处于快速开店、释放利润的阶段，如新城控股、华润置地、龙湖集团，建议关注。**

**投资建议：**1.现金流优秀、运营能力逐渐得到市场认同从而估值提升的商业地产：**华润置地、龙湖集团、新城控股**；2.集中度提升、受益于二手房市场红利的经纪服务赛道龙头：**贝壳、我爱我家**；3.稀缺消费升级奢侈品概念的商管+物管公司：**华润万象生活**；4.经营稳健、现金流充裕、同时销售有一定增长潜力的龙头房企，如**金地集团、保利地产、万科 A**；5.代建行业龙头企业：**绿城管理控股**。

**风险提示：**房地产政策收紧超预期；房企毛利率下降超预期；集中度提升速度低于预期。

### 行业走势



### 作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com

### 相关研究

- 1、《房地产开发：5月全国房贷利率继续上升，土地出让收入划归税务部门征收》2021-06-07
- 2、《房地产开发：多地上调房贷利率；成都发布二手房成交参考价机制》2021-05-30
- 3、《房地产开发：首批基础设施公募 REITs 落地；南京天津完成首批集中供地》2021-05-24

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
01109	华润置地	买入	4.18	4.56	5.11	5.69	7.15	6.56	5.85	5.25
00960	龙湖集团	买入	3.34	3.97	4.64	5.63	11.24	9.47	8.10	6.67
601155	新城控股	买入	6.75	7.95	8.97	9.63	6.78	5.75	5.10	4.75
600048	保利地产	买入	2.42	2.61	2.85	3.12	5.44	5.03	4.62	4.21
000002	万科 A	买入	3.57	3.69	4.96	4.42	7.25	7.02	6.54	5.86

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

一、行业：2021 年销售额又超预期、再创新高 .....	6
1.1 销售：供需两旺推动销售高增，预计全年销售金额增速中枢为 17.5% .....	6
1.2 竞争：行业格局仍分散，2021 年集中度显著提升 .....	8
1.3 房价：4 月百城新房房价增速 5%，预计全年房价增速中枢为 6% .....	8
1.4 库存：预计全行业库存将继续缓慢上升 .....	9
1.5 新开工：房企新开工较弱，全年预计增幅 5% 左右 .....	10
1.6 竣工：交付大年到来，预计全年竣工面积增速为 12% .....	11
1.7 投资：建安投资支撑下，预计全年房地产投资增速 9.5% .....	12
二、政策：全球货币宽松下，房地产政策收紧 .....	13
2.1 中央政策 .....	13
2.1.1 重点城市土地供应新规出台，开启“两集中”供地模式 .....	13
2.1.2 房主不炒基调未变，房政策或迎来全面调控+政策收紧 .....	15
2.1.3 房地产税改革不断推进 .....	16
2.2 地方政策 .....	16
2.3 政策面的领先指标：土地市场 1-5 月供需同比收缩 .....	19
三、投资建议 .....	22
3.1 行业普涨型机会尚未到来，但优质房企性价比凸显 .....	22
3.2 精选高质量 ROE 的房企 .....	24
3.2.1 盈利能力 .....	25
3.2.2 运营能力 .....	27
3.2.3 杠杆情况 .....	28
3.2.4 高质量 ROE 综合评分 .....	30
3.3 商业地产高速扩张，行业空间广阔 .....	31
3.4 重点推荐 .....	33
3.4.1 华润置地 .....	33
3.4.2 龙湖集团 .....	35
3.4.3 新城控股 .....	37
3.4.4 保利地产 .....	39
3.4.5 金地集团 .....	41
3.4.6 万科 A .....	42
3.5 投资建议小结 .....	45
风险提示 .....	45

## 图表目录

图表 1：商品房销售额与销售面积累计同比（%） .....	6
图表 2：商品房累计销售单价同比连续 5 年为正，5 月起反弹 .....	6
图表 3：过去三轮小周期中 M2 增速领先地产销售额增速拐点 1 个月（2021 年的销售增速调整为近两年 CAGR） .....	6
图表 4：2021 年商品房销售单价增速敏感性分析 .....	7
图表 5：2021 年商品房销售面积增速敏感性分析 .....	7
图表 6：2021 年商品房销售金额增速预计为 17.5% .....	7
图表 7：2021 年商品房销售金额预计将超过 20 万亿 .....	7
图表 8：全国商品房销售额及同比 .....	8
图表 9：房地产行业权益销售金额集中度 .....	8

图表 10: 69城房价4月同比增速13.7%，其余城市房价增速由正转负 .....	9
图表 11: 70大中城市二手住宅价格指数当月同比(%) .....	9
图表 12: 主流国家房价增速对比.....	9
图表 13: 全国商品房待售面积.....	10
图表 14: 100城新建商品房库存面积 .....	10
图表 15: 累计新开工面积及同比.....	10
图表 16: 当月新开工面积及同比.....	10
图表 17: 2021年5-12月新开工敏感性分析，全年增速预计为5%.....	10
图表 18: 累计竣工面积及同比.....	11
图表 19: 当月竣工面积及同比.....	11
图表 20: 新开工面积MA12领先竣工MA12约4年.....	11
图表 21: 2021年5-12月竣工敏感性分析，全年增速预计为12%.....	12
图表 22: 累计房地产开发投资完成额及增速.....	12
图表 23: 单月房地产开发投资完成额及增速.....	12
图表 24: 房地产开发投资额及累计增速(单位: 亿元) .....	12
图表 25: 房地产开发投资额分项增速.....	12
图表 26: 2021年建筑、安装、土地投资敏感性分析 .....	13
图表 27: 2021年全年房地产投资额预计增速9.5%.....	13
图表 28: 集中供地政策.....	14
图表 29: 完成首次集中供地城市溢价率表现.....	14
图表 30: 重点城市首批集中供地规模和成交金额与2020年比较.....	15
图表 31: 近两年中央政治局会议房地产有关内容 .....	16
图表 32: 房地产税相关政策.....	16
图表 33: 房地产业GDP占比逐年提升，行业重要性显著.....	16
图表 34: 房地产业GDP同比增速 .....	16
图表 35: 2021年1-5月部分收紧政策涉及城市 .....	17
图表 36: 2021年1-5月部分热点城市房地产收紧政策 .....	17
图表 37: 累计土地购置费(单位: 亿元) .....	19
图表 38: 单月土地购置费(单位: 亿元) .....	19
图表 39: 300城市住宅用地土地出让金和累计同比 .....	20
图表 40: 一线城市住宅用地成交建面和累计同比 .....	20
图表 41: 二线城市住宅用地成交建面和累计同比 .....	20
图表 42: 三四线城市住宅用地成交建面和累计同比.....	20
图表 43: 300城市全类型土地平均楼面价及溢价率 .....	20
图表 44: 300城市宅地平均楼面价及溢价率 .....	20
图表 45: 各能级城市全类型土地成交溢价率.....	21
图表 46: 各能级城市住宅用地成交溢价率 .....	21
图表 47: 300城市供给/成交住宅用地规划建筑面积(万平方米) .....	21
图表 48: 300城市供给住宅用地规划建筑面积累计同比.....	21
图表 49: 300城宅地流拍率.....	22
图表 50: 一、二、三四线城市宅地流拍率.....	22
图表 51: 房企整体资产负债率(%) .....	22
图表 52: 主流房企不同期限公司债利率及变化.....	23
图表 53: 百城纯住宅用地溢价率(%) .....	24
图表 54: 房企拿地地货比(%) .....	24
图表 55: 指标解释.....	25

图表 56: TOP 房企并表住宅业务净利率 .....	25
图表 57: 2020 年 TOP40 房企利息支出占归母净利润 (港股扣除评估增值) 的比重 .....	26
图表 58: 2020 年 TOP40 房企利息支出占扣除投资物业评估增值后的归母净利润的比重 (%) .....	27
图表 59: 调整总资产周转率 .....	28
图表 60: TOP40 房企土储覆盖倍数 .....	28
图表 61: TOP40 房企经营杠杆率对比 .....	29
图表 62: TOP40 房企净负债率对比 .....	29
图表 63: TOP40 房企剔除预收账款的资产负债率对比 .....	30
图表 64: TOP40 房企现金短债比对比 .....	30
图表 65: 高质量 ROE 综合评分表 .....	31
图表 66: 我国购物中心和独立百货建筑面积存量规模变化 .....	32
图表 67: 2030 年全国购物中心销售额测算表 .....	32
图表 68: 各商业地产公司历年购物中心租金收入及未来预测 .....	33
图表 69: 商业地产公司购物中心租金收入对比 .....	33
图表 70: 华润置地累积销售面积及增速 .....	34
图表 71: 华润置地累积销售金额及增速 .....	34
图表 72: 华润置地累计新增土储建面 .....	34
图表 73: 华润置地累计新增土储权益建面 .....	34
图表 74: 华润置地购物中心开业计划 .....	35
图表 75: 华润置地投资物业土储面积按城市能级分布 .....	35
图表 76: 华润置地投资物业土储面积按区域分布 .....	35
图表 77: 龙湖累计全口径销售面积及增速 .....	36
图表 78: 龙湖累计全口径销售金额及增速 .....	36
图表 79: 龙湖累计新增土储计容建面 .....	36
图表 80: 龙湖累计新增土储权益建面 .....	36
图表 81: 龙湖商业租金收入及增速 .....	37
图表 82: 龙湖购物中心销售额 .....	37
图表 83: 综合体 IRR 敏感性分析 .....	37
图表 84: 购物中心连锁品牌三四五线城市历年新开业数量 .....	38
图表 85: 公司近五年购物中心出租率维持高位水平 .....	38
图表 86: 公司历年单店年租金收入 (去除开业未满一年购物中心) .....	38
图表 87: 2015 年后开业项目同店租金坪效增长率 .....	38
图表 88: 公司住宅及综合体销售收入组成结构 .....	39
图表 89: 公司住宅及综合体合同销售金额及增速 .....	39
图表 90: 公司 2020 年末土储分布 .....	39
图表 91: 公司土地储备城市分布 (单位: 亿元) .....	39
图表 92: 保利累计销售面积及增速 .....	40
图表 93: 保利累计销售金额及增速 .....	40
图表 94: 保利累计新增土储计容建面 .....	40
图表 95: 保利累计新增土储权益建面 .....	40
图表 96: 保利物业营业收入 .....	41
图表 97: 保利物业在管面积 .....	41
图表 98: 金地累计全口径销售面积及增速 .....	41
图表 99: 金地累计全口径销售金额及增速 .....	41
图表 100: 金地累计新增土储计容建面 .....	42
图表 101: 金地累计新增土储成交金额 .....	42

图表 102: 部分在运营产业园项目 .....	42
图表 103: 万科累计全口径销售面积及增速 .....	43
图表 104: 万科累计全口径销售金额及增速 .....	43
图表 105: 万科累计新增土储计容建面 .....	43
图表 106: 万科累计新增土储权益建面 .....	43
图表 107: 2021 年 1-4 月万科新增土储按城市群分布 .....	44
图表 108: 万科新增土储按城市能级分布 .....	44
图表 109: 万科物业营业收入 .....	44
图表 110: 万科其他业务营业收入 .....	44
图表 111: 万科租赁业务 .....	45
图表 112: 万科物流业务 .....	45



## 一、行业：2021年销售额又超预期、再创新高

### 1.1 销售：供需两旺推动销售高增，预计全年销售金额增速中枢为 17.5%

2021年1-4月，商品房销售面积较2020年同期增长48.1%，两年平均增长9.8%；累计销售金额较2020年同期增长68.2%，两年平均增长18.5%；销售均价同比增长13.6%，两年平均增长7.3%，受到供需两旺以及房价持续上涨的影响，1-4月销售表现强劲。

图表1：商品房销售额与销售面积累计同比（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

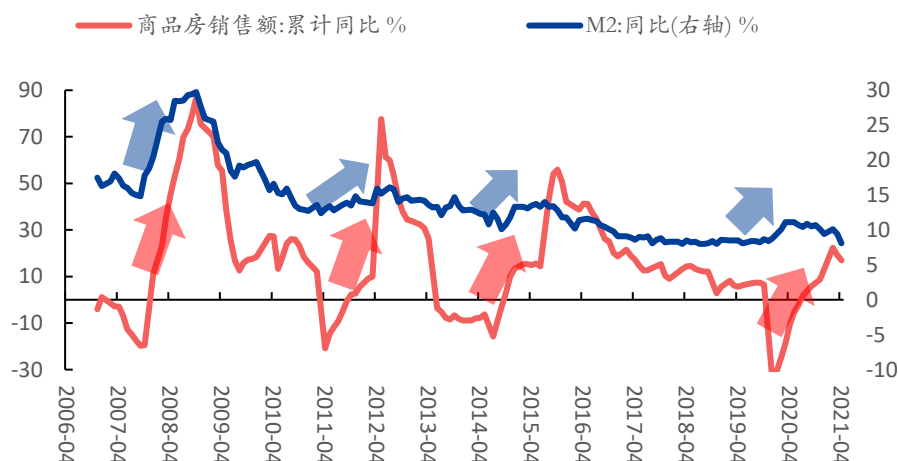
图表2：商品房累计销售单价同比连续5年为正，5月起反弹



资料来源：Wind，国盛证券研究所

历史三轮地产销售小周期，宽松的货币政策和房地产政策两大因子共同推动了销售的强烈复苏。一方面，去年到今年陆续出台了多项房地产调控政策，包括三道红线、贷款集中度管理、两集中以及不断推进的房地产税试点等，本轮“房住不炒”政策定力十足。另一方面，2021年受到去年高基数以及今年居民存款减少等影响，M2增速连续三个月下行，4月降至8.1%。预计5-12月的销售额增速将有所回落。

图表3：过去三轮小周期中M2增速领先地产销售额增速拐点1个月（2021年的销售增速调整为近两年CAGR）



资料来源：wind，国盛证券研究所

2021年1-4月商品房销售单价增速为13.6%，我们对2021年5-12月销售单价进行敏感性分析，假设其增速范围为-2%~10%，中枢4%，则全年商品房销售单价增速范围为1.4-10.5%，增速中枢为6%。

图表4: 2021年商品房销售单价增速敏感性分析

2021年1-4月	13.6%												
2020年5-12月E	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
2021年全年E	1.4%	2.2%	2.9%	3.7%	4.5%	5.2%	6.0%	6.7%	7.5%	8.2%	9.0%	9.7%	10.5%

资料来源: wind,国盛证券研究所

2021年1-4月商品房面积增速为48%,由于M2增速已经回落至2017-2018年的水平,我们对2021年5-12月销售面积进行敏感性分析,假设其增速范围为-4%~8%,中枢2%,则全年商品房销售面积增速范围为**6-15.7%**,增速中枢为**10.9%**。

图表5: 2021年商品房销售面积增速敏感性分析

2021年1-4月	48%												
2020年5-12月E	-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
2021年全年E	6.0%	6.9%	7.7%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%	12.5%	13.3%	14.1%	14.9%	15.7%

资料来源: wind,国盛证券研究所

我们对5-12月的房价和销售面积进行敏感性分析,预测全年销售金额的增速区间为**7.7~27.9%**,中枢为**17.5%**。

图表6: 2021年商品房销售金额增速预计为17.5%

2021年全年商品房销售金额增速E (1-4月增速为68.2%)		2021年5-12月销售面积同比增速E												
5-12月 单价 增速 E		-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
	-2.0%	7.7%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%	12.5%	13.3%	14.1%	14.9%	15.7%	16.5%	17.3%
	-1.0%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%	12.5%	13.3%	14.1%	14.9%	15.8%	16.6%	17.4%	18.2%
	0.0%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%	12.5%	13.3%	14.2%	15.0%	15.8%	16.6%	17.4%	18.2%	19.1%
	1.0%	10.0%	10.9%	11.7%	12.5%	13.3%	14.2%	15.0%	15.8%	16.6%	17.5%	18.3%	19.1%	19.9%
	2.0%	10.8%	11.7%	12.5%	13.3%	14.2%	15.0%	15.8%	16.7%	17.5%	18.3%	19.2%	20.0%	20.8%
	3.0%	11.6%	12.5%	13.3%	14.1%	15.0%	15.8%	16.7%	17.5%	18.3%	19.2%	20.0%	20.9%	21.7%
	4.0%	12.4%	13.2%	14.1%	14.9%	15.8%	16.6%	17.5%	18.3%	19.2%	20.0%	20.9%	21.7%	22.6%
	5.0%	13.2%	14.0%	14.9%	15.8%	16.6%	17.5%	18.3%	19.2%	20.0%	20.9%	21.8%	22.6%	23.5%
	6.0%	14.0%	14.8%	15.7%	16.6%	17.4%	18.3%	19.2%	20.0%	20.9%	21.8%	22.6%	23.5%	24.3%
	7.0%	14.7%	15.6%	16.5%	17.4%	18.2%	19.1%	20.0%	20.9%	21.7%	22.6%	23.5%	24.4%	25.2%
	8.0%	15.5%	16.4%	17.3%	18.2%	19.1%	19.9%	20.8%	21.7%	22.6%	23.5%	24.3%	25.2%	26.1%
	9.0%	16.3%	17.2%	18.1%	19.0%	19.9%	20.8%	21.7%	22.5%	23.4%	24.3%	25.2%	26.1%	27.0%
	10.0%	17.1%	18.0%	18.9%	19.8%	20.7%	21.6%	22.5%	23.4%	24.3%	25.2%	26.1%	27.0%	27.9%

资料来源: wind,国盛证券研究所

根据以上假设和测算,我们预计全国商品房销售金额今年将迈过20万亿大关,再超预期。

图表7: 2021年商品房销售金额预计将超过20万亿

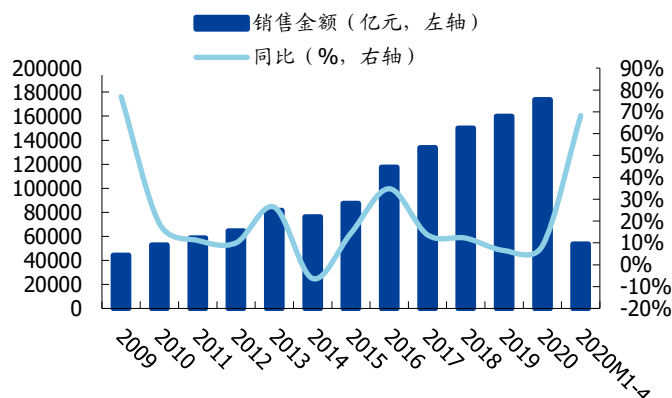
	商品房销 售金额 (亿元)	同比	商品房销 售面积 (万方)	同比	商品房单价 (元/平)	同比	新开工面 积(万 方)	同比	竣工面积 (万方)	同比
2021年1-4月相 对19年同期复合		17.0%		9.3%		7.0%		-4.1%		0.4%
2021年1-4月	53609	68.2%	50305	48.1%	10657	13.6%	53905	12.8%	22736	17.9%
2020年1-4月	31863	-18.6%	33973	-19.3%	9379	0.8%	47768	-18.4%	19286	-14.5%
2019年1-4月	39141	8.1%	42085	-0.3%	9300	8.3%	58552	13.1%	22564	-10.3%
2021年5-12月E	150368	6.1%	144956	2.0%	10373	4.0%	181965	3.0%	79125	10.0%
2020年5-12月	141750	17.6%	142114	9.8%	9974	7.1%	176666	4.8%	71932	-2.0%
2019年5-12月	120584	6.0%	129472	0.0%	9314	6.0%	168601	7.0%	73378	7.3%
2021年全年E	203977	17.5%	195261	10.9%	10446	6.0%	235870	5.1%	101861	11.7%
2020年全年	173613	8.7%	176086	2.6%	9860	5.9%	224433	-1.2%	91218	-4.9%
2019年全年	159725	6.5%	171558	-0.1%	9310	6.6%	227154	8.5%	95942	2.6%

资料来源: wind,国盛证券研究所

## 1.2 竞争：行业格局仍分散，2021 年集中度显著提升

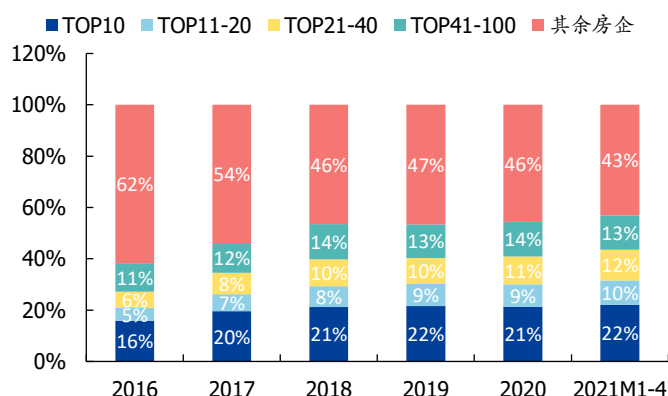
2014 年至今的最新一轮地产小周期中，全国商品房销售金额增速在 2016 年达到峰值，同比大幅增长 35%，随后增速持续回落。**2020 年 1-4 月两年平均销售增速提升至 18.5%**。与此同时，**行业集中度持续提升**，2017 年以来整体融资环境趋紧，房企面临的考验加大、分化加剧，2016-2018 年 TOP10、TOP11-20、TOP21-40 房企市占率分别从 16%、5%、6%提升至 21%、8%、10%；此后 2018-2020 年 TOP40 房企市占率基本维持在 40%；今年 1-4 月显著提升至 44%，这主要由于，2020 年行业融资明显收紧，中小企业融资难度、土地获取难度相应增大，次年（2021 年）销售增速放缓。2021 年银行信贷进一步收紧，表现为放款时间拉长、严防经营贷流向房地产市场、严查首付资金来源等，由于大型房企和银行战略合作以及中大型房企布局城市能级更高，银行房贷额度优先倾向优质城市优质客户，银行信贷的收紧对中小房企经营性现金流影响更大，将会导致头部房企更容易获得土地资源，我们预计**2022 年行业集中度有望超预期提升**。

图表 8：全国商品房销售额及同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9：房地产行业权益销售金额集中度



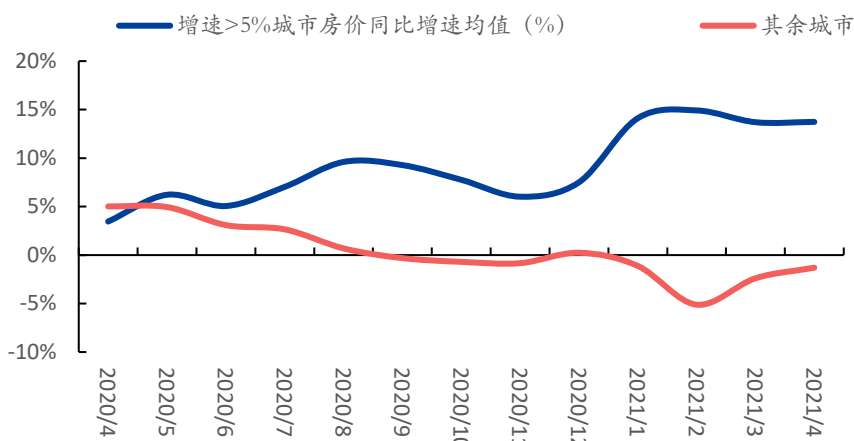
资料来源：Wind，克尔瑞，国盛证券研究所

## 1.3 房价：4 月百城新房房价增速 5%，预计全年房价增速中枢为 6%

根据我们整理的 152 城商品住宅销售数据，1-4 月新房房价平均增速为 5%（算术平均，因而低于全国新房房价增速），其中有 69 城（占比 45.4%）新房均价同比超平均，有 53 城（占比 34.9%）房价同比为负。具体增速来看，房价增速大于 5% 的 TOP69 城房价平均增速在 2021 年提升至两位数 14.1%，剩余城市由正转负至 -2.5%，不同城市房价分化明显。



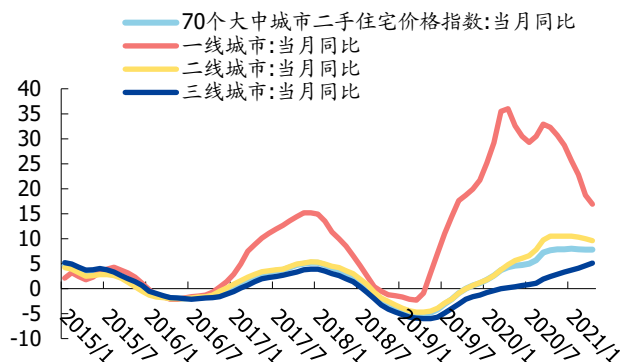
图表 10: 69 城房价 4 月同比增速 13.7%，其余城市房价增速由正转负



资料来源: wind, 国盛证券研究所

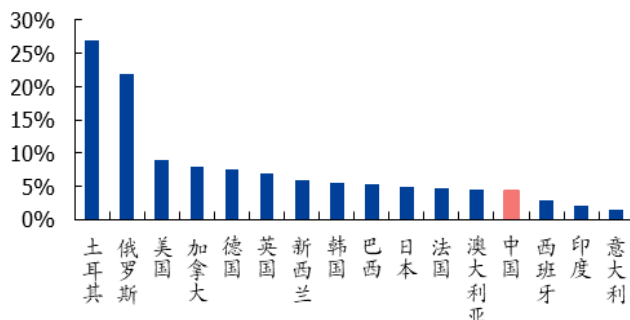
2020 年在相对宽松的货币环境下，全球房价上涨 5.6%，创下新高，其中有 10 个国家涨幅超过 10%，而中国房价上涨幅度相对来说较为温和。2020 年中国 70 大中城市新房和二手房价格同比增速分别为 4.9% 和 2.4%，其中一、二、三线城市分别为 3.6%、5.2%、4.7%；2021 年 1-4 月新房和二手房价格增速为 4.15% 和 3%，其中一、二、三线城市分别为 10.8%、3%、2.1%。具体城市来看深圳（15.3%）、广州（10%）、银川（10%）、宁波（9.8%）、成都（9.3%）、徐州（9.2%）、上海（8.7%）、无锡（8.5%）、北京（8.4%）、杭州（8.2%）等城市 1-4 月二手房价涨幅居前。

图表 11: 70 大中城市二手住宅价格指数当月同比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 主流国家房价增速对比



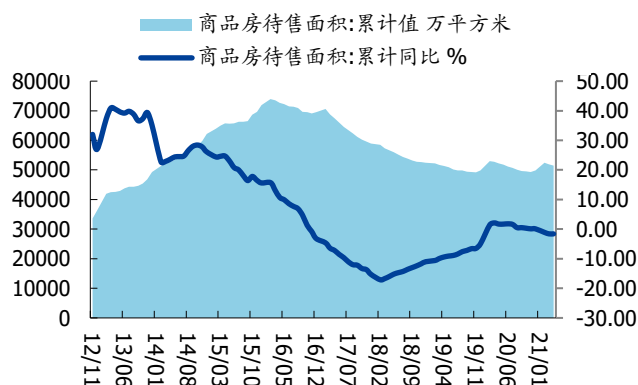
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

#### 1.4 库存: 预计全行业库存将继续缓慢上升

截至 2021 年 2 月底，全国 100 个城市新建商品住宅库存（狭义库存，已取证未售面积）总量为 49840 万平方米，同比增长 5.6%。2 月 100 个城市新建商品住宅供应量为 2214 万平方米，而成交量为 3344 万平方米，总体呈现“供小于求”的态势，这也使得今年上半年底的库存压力相比 2020 年底略有释放。

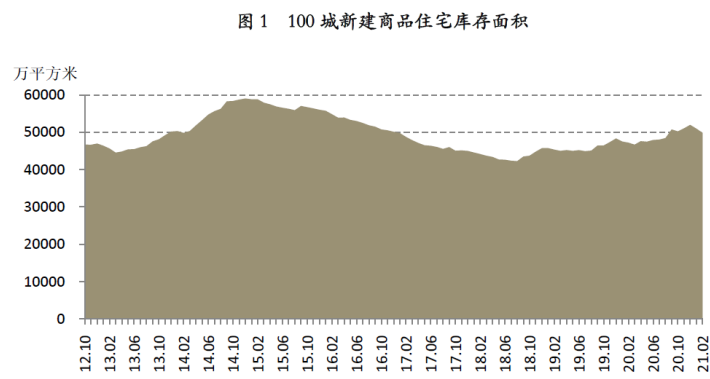
从全国商品房待售面积（已竣工未售面积）看，2020 年 2 月同比转负至 -1.1%，3 月下降至 -1.6%，4 月持平，行业库存 2021 年初有所回落。但由于百城库存对全国库存领先一年左右，预计中期来看，全国待售面积也将重新回归到上升趋势。

图表 13: 全国商品房待售面积



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 100 城新建商品房库存面积



资料来源: CRIC, 国盛证券研究所

## 1.5 新开工: 房企新开工较弱, 全年预计增幅 5% 左右

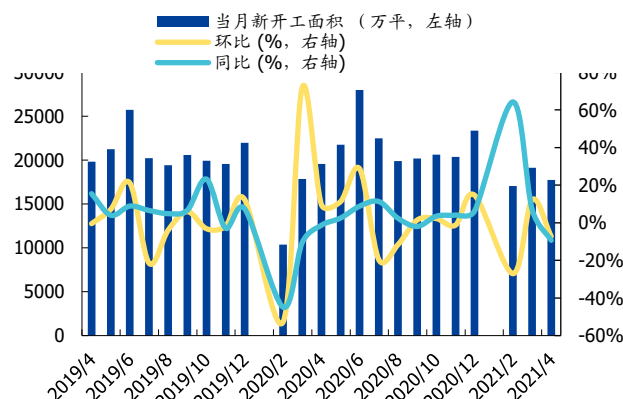
2021 年 1-4 月房企累计新开工面积 53905 万平方米, **同比增长 12.8%, 但是同比 2019 年复合增速为-4%**。4 月单月新开工 17742.46 万平方米, 同比和环比分别下降 9.31% 和 7.23%。

图表 15: 累计新开工面积及同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 当月新开工面积及同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

房企开工面积主要与在手库存、新增拿地数量、全行业库存情况相关。由于两集中政策一季度土地购置面积偏低, 新开工面积向下波动。考虑到当前全国库存尚处于偏低水平, 很多城市去化月数低于 12 个月, 4-5 月集中供地的推进加上目前较高的销售景气度, 将驱动房企拿地、开工意愿边际改善。全年来看, 在融资新规和供地政策的影响下, 随着销售热度趋于稳定, 新开工增速将维持低位, 预计全年新开工增速在 5% 左右。

图表 17: 2021 年 5-12 月新开工敏感性分析, 全年增速预计为 5%

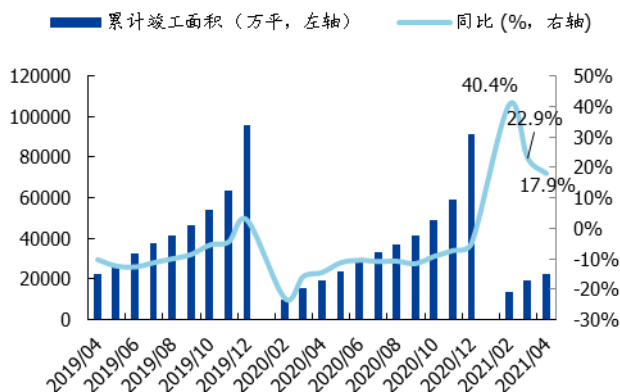
2021 年 1-4 月	12.8%												
2021 年 5-12 月 E	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%
2021 年全年 E	0.4%	1.2%	1.9%	2.7%	3.5%	4.3%	5.1%	5.9%	6.7%	7.5%	8.2%	9.0%	9.8%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.6 竣工：交付大年到来，预计全年竣工面积增速为 12%

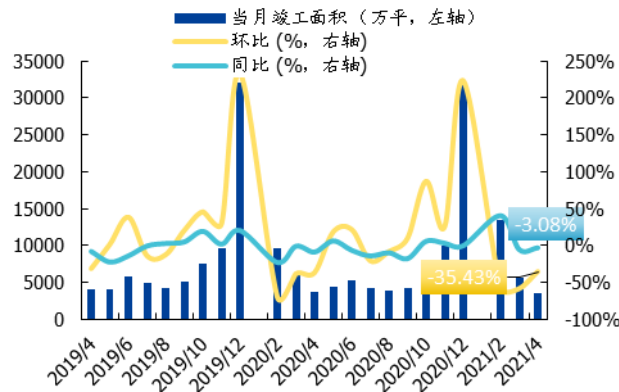
2021年1-4月全国房屋竣工面积为22736万平方米，同比增长17.9%，两年平均增长0.4%。4月单月竣工3614.04万平方米，同比和环比分别降低3.08%和35.43%，竣工数据较弱。

图表 18: 累计竣工面积及同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 当月竣工面积及同比

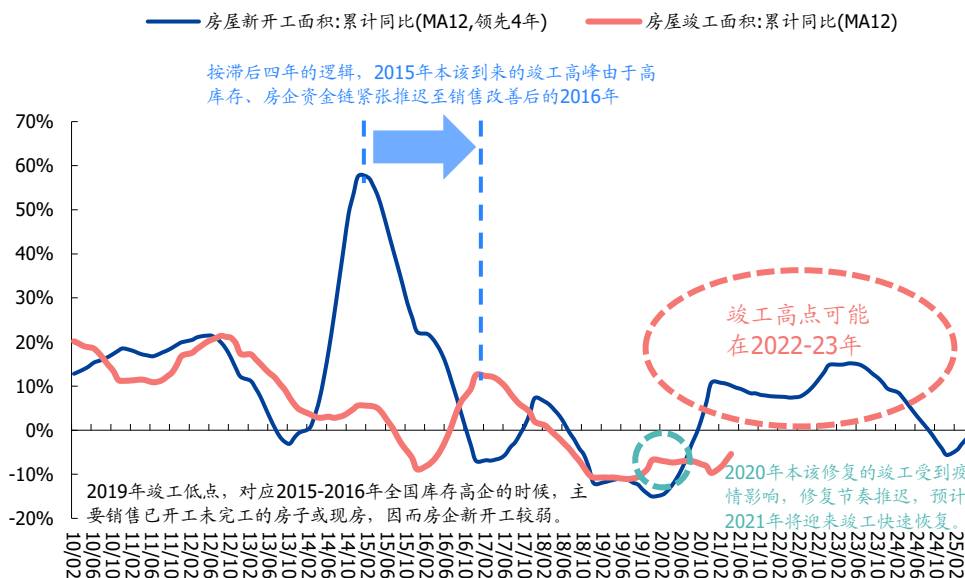


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 本轮竣工周期拉长主要三大原因:

1. 三四线占比提升 (三四线预售条件较低, 预售到交付的时间拉长);
2. 期房占比提升: 16-17 年的销售高峰更多是去库存, 已竣工的库存去化后并不会提升竣工, 18 年开始期房占比提升, 对应 21 年竣工增长;
3. 房企快周转策略: a. 通过提前一部分工作使得新开工和预售时点提前, b. 通过加大精装修比例延缓交房时间, 使得竣工时间拉长。

图表 20: 新开工面积 MA12 领先竣工 MA12 约 4 年



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对 5-12 月的竣工进行敏感性分析, 预计全年竣工面积增速区间为 6.9~16.4%, 中枢为 11.7%。2020 年竣工受到疫情影响, 有所推迟, 预计 2021 年下半年将迎来竣工的快速修复, 并在 2022-23 年到达高点后维持一段时间高增速, 后快速回落。

图表 21: 2021 年 5-12 月竣工敏感性分析, 全年增速预计为 12%

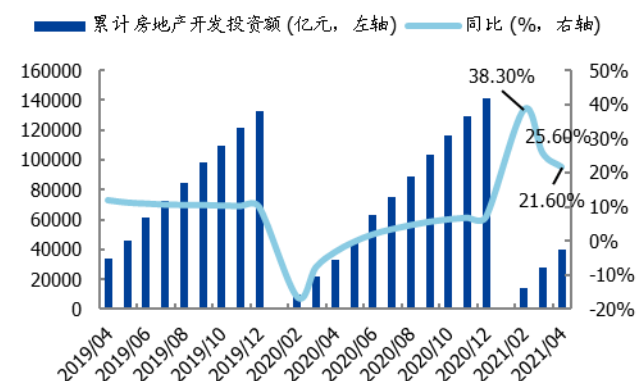
2021年1-4月	17.9%												
2021年5-12月E	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%
2021年全年E	6.9%	7.7%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%	12.5%	13.2%	14.0%	14.8%	15.6%	16.4%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.7 投资: 建安投资支撑下, 预计全年房地产投资增速 9.5%

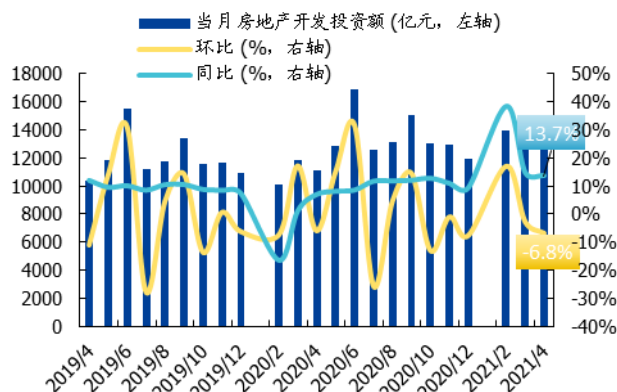
2021 年 1-4 月全国房地产开发投资同比增长 21.6%, 对 2019 年同期 CAGR8.4%, 处于历史较高水平。我们认为 2017-2020 年销售高峰对应 2021-2023 的结算高峰, 行业竣工有保障, 在建安投资的支撑下, 预计 2021 年房地产投资增速为 9.5%。

图表 22: 累计房地产开发投资完成额及增速



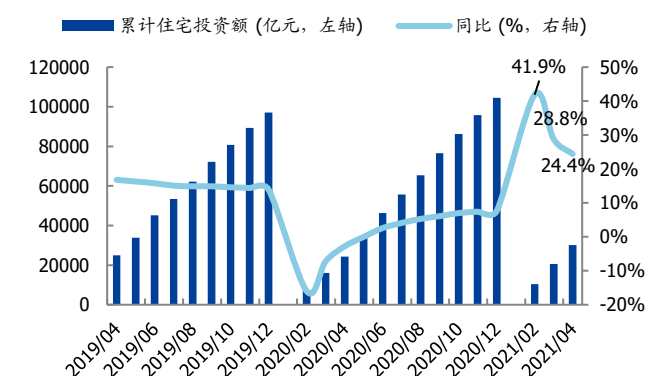
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 单月房地产开发投资完成额及增速



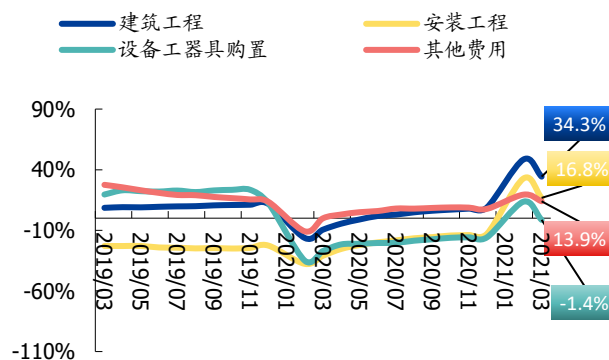
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 房地产开发投资额及累计增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 房地产开发投资额分项增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 2021 年建筑、安装、土地投资敏感性分析

房地产开发投资额: 建筑工程同比增速													
2021年1-4月	27.1%												
2021年5-12月E	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
2021年全年E	7.8%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.6%	12.4%	13.2%	13.9%	14.7%	15.5%	16.2%	17.0%
房地产开发投资额: 安装工程同比增速													
2021年1-4月	5.9%												
2021年5-12月E	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
2021年全年E	0.7%	1.4%	2.2%	2.9%	3.7%	4.5%	5.2%	6.0%	6.7%	7.5%	8.2%	9.0%	9.8%
房地产开发投资额: 土地购置费同比增速													
2021年1-4月	14.2%												
2021年5-12月E	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%
2021年全年E	1.2%	2.0%	2.7%	3.5%	4.2%	5.0%	5.7%	6.5%	7.2%	8.0%	8.8%	9.5%	10.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2021 年全年房地产投资额预计增速 9.5%

	房地产开发 投资额 (亿元)	同比	1.建筑工 程	同比	2.安装工程	同比	3.设备工 器具购置	同比	4.其他费 用	同比	4.1土地 购置费 (包含在 其他费用 中)	同比
2021年1-4月相对 19年同期CAGR		8.4%		10.2%		-11.1%		-16.5%		9.3%		9.0%
2021年1-4月	40,240	21.6%	23,918	27.1%	1,503	5.9%	349	-11.1%	14,469	16.0%	12,367	14.2%
2020年1-4月	33,103	-3.3%	18,814	-4.5%	1,420	-25.4%	392	-21.6%	12,477	3.0%	10,827	4.1%
2019年1-4月	34,217	11.9%	19,704	9.1%	1,903	-23.0%	500	23.0%	12,111	25.4%	10,401	29.7%
	30,592		18,061		2,470		407		9,655		8,022	
2021年5-12月E	114,665	5.8%	68,138	8.0%	4,652	5.0%	914	-13.0%	40,962	3.0%	34,634	3.0%
2020年5-12月	108,340	10.6%	63,091	13.6%	4,430	-7.9%	1,051	-13.4%	39,769	9.2%	33,625	7.5%
2019年5-12月	97,977	9.3%	55,545	12.8%	4,812	-22.4%	1,213	8.5%	36,407	10.0%	31,274	10.3%
	89,672		49,258		6,203		1,118		33,092		28,365	
2021年全年E	154,905	9.5%	92,056	12.4%	6,155	5.2%	1,263	-12.5%	55,431	6.1%	47,002	5.7%
2020年全年	141,443	7.0%	81,905	8.8%	5,850	-12.9%	1,443	-15.8%	52,245	7.7%	44,452	6.7%
2019年全年	132,194		75,248		6,714		1,713		48,518		41,675	

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 二、政策: 全球货币宽松下, 房地产政策收紧

### 2.1 中央政策

#### 2.1.1 重点城市土地供应新规出台, 开启“两集中”供地模式

自然资源部要求 22 个城市实行“两集中”供地政策。“两集中”: 1、第一个集中: 集中发布出让公告, 原则上每年不超过 3 次, 时间间隔要相对均衡, 地块梳理要科学合理。2、第二个集中: 集中组织出让活动, 同批次公告出让的土地以挂牌文件交易的, 应当确定共同的挂牌起止日期; 以拍卖方式交易的, 应该连续集中完成拍卖活动。“两集中”的政策目的主要是为了通过提高房企拿地的现金压力来达到降低土地成交价格, 以此来控制房价的目的。



实行集中供地的 22 个城市包括 4 个一线城市和 18 个强二线城市，分别是北京、上海、广州、深圳、南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡。从城市土地供应方面，集中供地让地方政府在土地出让节奏和底价确定上会更加谨慎。同时由于每年的土地供应被集中在三个时间段，房企拿地资金压力更大，中长期来看平均土地溢价率或许会下降。从企业方面，22 城集中供地加上央行对各银行设置房贷占比上限，企业的现金流管理将受到严重考验，三道红线处于绿档的企业将受到银行和金融机构的青睐。

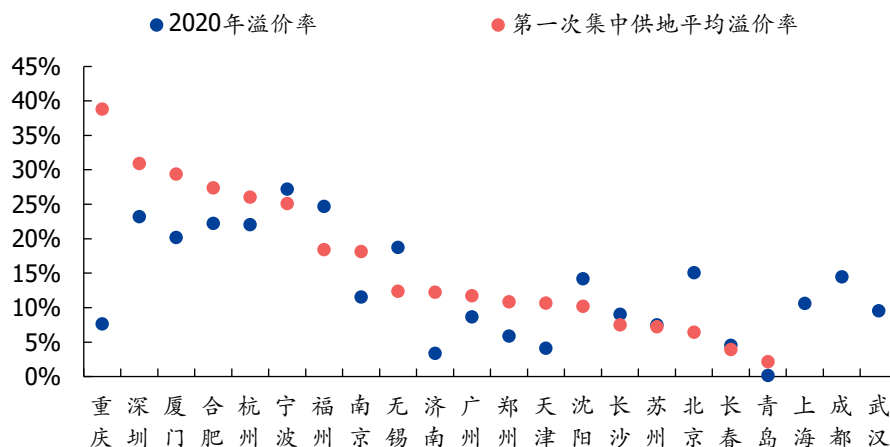
图表 28: 集中供地政策

时间	详细内容
2021/2/24	网传自然资源部近期将召开视频会议，要求 22 个重点城市土地供应“两集中”（集中发布出让公告、集中组织出让），会议前 22 城将暂停发布宅地公告。截止目前，已有天津、青岛等城市发布政策，要求实行住宅用地“两集中”同步公开出让。
2021/2/26	自然资源部要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，重点城市要合理安排招拍挂出让住宅用地时序，即集中发布出让公告、集中组织出让活动。全国 22 个重要城市将实行土地出让“两集中”管理，一年最多进行三次。
2021/3/1	自然资源部回应“供地两集中”传闻，明确表示近年要求各地进一步将住宅用地出让信息合理适度集中公告、集中供应，让各类市场主体和消费者充分掌握信息，形成合理预期。

资料来源：有关政府网站，国盛证券研究所

从集中供地政策的效果来看，抑制土地溢价整体收效甚微，不同城市之间出现分化。截至 2021 年 6 月 6 日，共有 19 城完成首次集中供地，平均溢价率为 16.18%，较 2020 年平均水平增长 3.38 个百分点，其中有 11 城高于 2020 年。不少城市出现竞拍高热，如重庆由于第一次集中供地集中中心城区，溢价率相比 2020 年上涨 31.2pct 至 38.8%，其他包括深圳（+7.7pct）、厦门（+9.2pct）、杭州（+4pct）等热点城市土地溢价率依然上行，而福州（-6.3pct）、无锡（-6.4pct）和北京（-8.6pct）等城市土地溢价率下降明显。

图表 29: 完成首次集中供地城市溢价率表现



资料来源：各城市规划和自然资源局官网，国盛证券研究所

从首批集中供地的供应和成交规模来看，部分城市供地节奏快于 2020 年，北京、天津、广州、南京、杭州等城市出让住宅用地规划建面已经超过去年四成的水平，成交量占比已经过半；福州、青岛、深圳和宁波等城市供地力度较小，占比不足去年 20%，所以成交金额占比也相对较低；郑州、重庆和长沙首批供应量不足去年三成但是成交量接近去年五成。

图表 30: 重点城市首批集中供地规模和成交金额与 2020 年比较

	出让住宅用地规划建面 (万方)	2020 全年 宅地供应规 划建面 (万 方)	占比 (%)	住宅用地成 交金额 (亿 元)	2020 年全 年宅地成交 金额 (亿元)	占比 (%)	2021M1-5 宅地成交额 同比 (%)
北京	345.0	648.2	53.2%	1109.7	1737.5	63.9%	-15.2%
杭州	756.9	1802.7	42.0%	1178.2	2055.3	57.3%	-36.5%
天津	722.9	1475.1	49.0%	498.5	922.9	54.0%	-41.9%
南京	735.3	1780.5	41.3%	992.5	1890.8	52.5%	-48.6%
郑州	739.5	3425.7	21.6%	414.2	816.3	50.7%	44.8%
重庆	1308.8	6320.2	20.7%	762.6	1613.6	47.3%	-38.3%
长沙	911.1	3113.4	29.3%	381.2	842.7	45.2%	17.7%
济南	514.4	1504.5	34.2%	228.8	568.2	40.3%	-71.7%
苏州	420.3	2279.2	18.4%	423.8	1108.8	38.2%	3.1%
广州	928.5	1988.2	46.7%	906.0	2554.1	35.5%	-43.5%
无锡	170.0	1282.5	13.3%	256.0	733.7	34.9%	-27.3%
沈阳	441.1	1412.6	31.2%	197.4	582.8	33.9%	-9.4%
厦门	53.1	304.8	17.4%	190.1	589.8	32.2%	-20.2%
合肥	238.7	1237.4	19.3%	163.6	566.3	28.9%	59.7%
长春	815.4	2961.3	27.5%	188.9	674.8	28.0%	-3.3%
宁波	302.6	1943.7	15.6%	358.3	1672.0	21.4%	-59.5%
深圳	91.0	583.5	15.6%	138.4	800.7	17.3%	16.5%
青岛	294.1	2443.9	12.0%	120.6	722.4	16.7%	35.9%
福州	157.5	1629.1	9.7%	135.2	974.3	13.9%	51.3%

资料来源: CREIS, 国盛证券研究所

### 2.1.2 房主不炒基调未变，房市政策或迎来全面调控+政策收紧

4 月中央政治局会议继续强调“房住不炒”并点名学区房问题。中共中央政治局强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。会议延续“房住不炒”的基调，但没有再提“因城施策”的调控机制，预示着下半年可能会加强房地产的全局调控，加上今年的集中供地政策，房企今年拿地的现金流压力可能会更大。同时此次会议首次强调学区房问题和增加保障性住房，未来的政策可能将会从打击学区房炒作和提高保障性住房供应方面，实现保持住房价格稳定和保障人民基础住房的目的。

图表 31: 近两年中央政治局会议房地产有关内容

时间	会议内容
2019/4/19	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019/7/30	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019/12/6	未提地产
2020/4/17	重申“房住不炒”定位
2020/7/31	要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展
2020/12/11	促进房地产市场平稳健康发展，未提及房住不炒
2021/4/30	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，未提及因城施策；增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。

资料来源：有关政府网站，国盛证券研究所

### 2.1.3 房地产税改革不断推进

2021年3月13日，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中明确表示推进房地产税立法改革。5月11日财政部联合全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局召开房地产税改革试点工作座谈会，听取部分城市政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。考虑到4月23日全国人大公布的2021年度立法工作计划并未涉及房地产税，我们认为房地产税立法改革还需要一段时间，在今年实施的可能性不大。

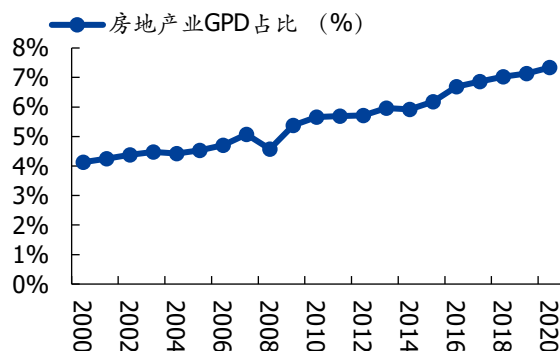
图表 32: 房地产税相关政策

时间	详细内容
2021/3/13	《规划和纲要》明确，要实施房地产市场平稳健康发展长效机制，促进房地产与实体经济均衡发展。推进房地产税立法，健全地方税体系，逐步扩大地方税政管理权。加快培育和发展住房租赁市场，有效盘活存量住房资源，有力有序扩大城市租赁住房供给，完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。
2021/5/6	财政部将完善和健全税收制度体系，逐步提高直接税比重，积极稳妥推进房地产税立法和改革。
2020/5/11	财政部联合全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局召开房地产税改革试点工作座谈会，听取部分城市政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。

资料来源：有关政府网站，国盛证券研究所

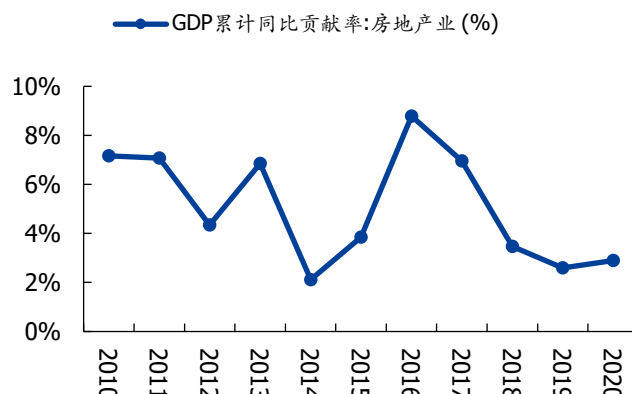
## 2.2 地方政策

图表 33: 房地产业 GDP 占比逐年提升，行业重要性显著



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 34: 房地产业 GDP 同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

**2020 年地方政策整体收紧为主，部分城市以放松落户等方式稳定房地产市场。**据我们的跟踪数据，上半年受疫情影响，一城一策较为宽松。但下半年，疫情推迟的购房需求逐渐释放，带来市场快速复苏，部分城市房价上涨过快，引发中央注意，2020 年 7 月份之后全国各地开始陆续出台收紧政策，包括深圳、东莞、宁波、无锡等热点城市限购/限售调控升级。全年看多个放松政策的城市都被叫停，包括驻马店、泰安等撤回放松政策。

**2021 年 1-5 月各地迎来房地产市场强管控，各城市均加强房市调控，限制房价上涨。**据我们的跟踪数据显示，地方政策限制房价上涨的手段主要分为两类。第一类政策控制房地产市场资金来源，主要包括贷款限制（严格审批按揭、限制消费贷经营贷流入房地产市场、设置房贷占比上限）、市场调控（公积金收紧）等方面政策。第二类政策控制二手房交易，打击炒房行为，主要包括房价限制（设置二手房参考价格）、住宅交易限制（购房后可交易时间限制、打击炒房行为）等方面政策。

图表 35: 2021 年 1-5 月部分收紧政策涉及城市

政策	城市
公积金收紧	大连、郑州、北京、佛山、贵州、南通、南京、广州、
房贷限制	杭州、深圳、上海、杭州、北京、大连、济南、广州、东莞、绍兴、成都、
购房限制	深圳、无锡、上海、杭州、东莞、嘉兴、西安、南昌、广州、宁波、南京、北京、江山、南通、龙游、成都、佛山、合肥

资料来源：政府网站，国盛证券研究所

图表 36: 2021 年 1-5 月部分热点城市房地产收紧政策

日期	城市	政策概括	文件	内容
2021/2/26	深圳	严控二手房价	《关于开展房地产经纪机构二手房成交参考价格应用情况专项检查的通知》	要求严厉查处房地产经纪机构二手房挂牌价格超出成交参考价格的行为，引导理性交易，稳定市场预期。
2021/1/14	杭州	落户政策调整	《杭州市居住证积分管理办法(修订)》	居住证积分落户政策调整，“就业及参加社保”最高分值由 75 提高到 120 分，“居住年限”最高分值由 45 提高到 100 分。“来杭投资企业”最高分值由 10 增加至 80 分。
2021/2/26	深圳	严控二手房价	《关于开展房地产经纪机构二手房成交参考价格应用情况专项检查的通知》	要求严厉查处房地产经纪机构二手房挂牌价格超出成交参考价格的行为，引导理性交易，稳定市场预期。
2021/3/2	大连	公积金贷款监管	《大连市个人住房公积金贷款管理办法》	3 月 1 日起公积金贷款记录将体现在个人征信报告中。未还清及五年内还清的记录，都将上传，因此将会影响纯公积金贷款客户，未来办理商业贷款的认定标准，包括贷款成数及利率等。
2021/3/3	无锡	规范二手交易	《关于规范我市二手房交易秩序的通知》	发文规范二手交易：①规范二手房信息发布行为，加强价格真实性、合理性核验，对明显异常的挂牌价格要及时下架；②建立二手房价格发布机制，及时公开合理成交价格区间，曝光典型炒作案例。
2021/3/3	上海	房价监管	《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》、《关于进一步加强本市房地产市场管理的通知》	上海市房屋管理局网站 3 月 3 日发布关于进一步加强本市房地产市场管理的通知，要求严格新建商品住房价格备案管理，指导开发企业合理定价，对定价过高的项目，坚决予以调整；实施住房限售，对按照优先购房政策购买的新建商品住房，在购房合同网签备案满 5 年后方可转让。 上海升级楼市调控：①在房地价联动基础上，住宅用地出让实行限价竞价；②进一步强化价格备案复核；③优先购房政策购买的新建商品住房，网签备案满 5 年后方可转让。



2021/3/4	杭州	住房限购限贷	《关于进一步规范房地产市场秩序的通知》	杭州限购限贷再打补丁，规范信息发布行为，稳定市场发展：1) 法拍房纳入限购范围；2) 严格防范经营贷、消费贷违规流入楼市，明确提出审慎发放的对象；3) 中介不得受理、对外发布挂牌价格明显高于合理成交价的房屋；4) 严格规范房地产市场信息发布(主要针对自媒体)。
2021/3/15	东莞	住房限购	《〈关于进一步加强房地产市场调控的通知〉政策解答》	新政调整了商品住房限购年限：一是对非户籍居民家庭购买第二套商品住房的连续缴纳社保年限要求由两年延长到三年；二是对离婚购房、新入户籍购房、企业购房等情形分别明确了要求。新政旨在抑制投资投机型购房行为，堵塞炒房漏洞。
2021/3/30	深圳	房贷监管	深圳银保监局	深圳 1.将建立房地产信贷政策执行情况及信贷资金流向按季度滚动排查机制，排查内容主要包括：①房地产信贷业务排查，要求商业银行排查房地产开发贷款、个人住房贷款、商业用房贷款、消费类贷款等；②经营贷排查，包括排查经营实体成立不满1年或贷款发放后经营公司注销或转让股权的贷款、期限超过3年的经营贷等。 2.灵活就业人员的住房公积金缴存比例不得低于10%，不得高于24%，申请住房公积金贷款前首先要满足已连续、按时、足额缴存住房公积金12个月以上，并且累计缴存时间不低于36个月。
2021/3/31	佛山	市场监管	《关于调整我市住房公积金抵押贷款政策的通知》	佛山发布公积金贷款收紧政策，个人公积金贷款最高贷款额度从50万调整为30万，即夫妻最高只能贷60万，且超过144㎡不放贷，政策从2021年5月1日起执行。
2021/4/3	广州	市场监管	《广州市人民政府办公厅关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的意见》	广州发布新一轮调控政策：1.加大土地端供应，部分区域限房价、竞地价；2.将出台一手房指导价；3.享受人才政策的购房者限售由2年延长至3年；4.严格审查经营贷款；5.禁止中介炒房；6.禁止网络平台散布上涨言论。
2021/4/8	东莞	市场监管	关于进一步加强房地产市场调控的通知	据报道，住建局回复市民时表示，征信记录可查询全国范围的住房贷款记录，对拥有2套及以上住房的居民家庭暂停发放商业性个人住房贷款，包括：①东莞无房，外地有2套房或2套房贷未结清；②东莞有1套，外地有1套房或1套房贷未结清；③东莞有2套房。
2021/4/16	广州	市场监管	《广州市人民政府约谈六区政府房地产工作》	广州市政府约谈海珠、天河、黄埔、番禺、南沙、增城等6个区政府负责人。要求要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚决贯彻党中央、国务院决策部署，认真落实住房和城乡建设部房地产商会精神，按照省委省政府、市委市政府工作要求，进一步强化政治意识、履行属地责任，把稳地价、稳房价、稳预期作为重要政治任务来抓。
2021/4/22	广州	市场调控	《广州市人民政府办公厅关于完善我市房地产市场平稳健康发展政策的通知》	广州发布调控新政：①继续收紧人才购房政策：继4月2日人才购房限售升级后，此次要求须提供购房之日前12个月在人才认定所在区连续缴纳个人所得税或社会保险的缴纳证明，并不得补缴。②二手房增值税征免年限提高：除花都、从化外，其余9区个人销售住房增值税征免年限从2年提高至5年。③强化保障性住房及租赁住房建设：商品住宅用地配建的保障性住房不少于户籍中等偏下收入住房困难家庭新增轮候户数，并通过新建、配建、改建等方式，增加租赁住房供给。
2021/4/30	东莞	房价调控	《关于进一步加强新建商品住房销售价格指导的通知》	东莞加强新房销售价格指导，提出①首批首次按成本定价，招拍挂的项目依据地价、合理利润等，其中同一批次不同楼栋均价相差不超过10%，同一栋单价相差不超过25%，协议等获取的项目，可售地价参考周边平均地价的90%；②后续批次价格上涨不超过5%且不得高于计算成本价；③未售出新房1年价格涨幅不超过3%，涨价间隔时间



2021/5/14 成都 市场监管

《关于进一步规范我市二手住房挂牌价格发布工作的通知》

延长至一年（原半年）；④取证后10天内一次性公开可售房源和每套价格，实行“一房一价”，不得附加条件。

成都房地产协会发布通知，要求各房地产经纪机构和房地产销售服务人员下架二手住房虚高价格房源，要牢固树立市场参与主体责任意识，不得受理及通过线上和线下渠道对外发布明显高于成都市二手住房最高参考价格的挂牌价格。

资料来源：各地政府网站，国盛证券研究所

## 2.3 政策面的领先指标：土地市场 1-5 月供需同比收缩

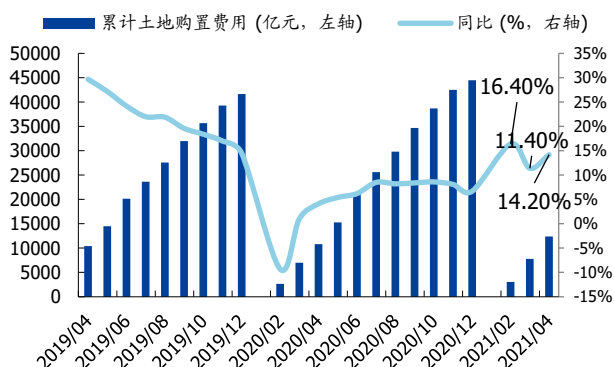
### 为什么土地市场是政策面的领先指标？

房企拿地时间领先新开工（4-8个月左右）、销售（8-18个月）、竣工（3-4年）。土地投资贡献了房地产投资的34%，而建安投资贡献了60%，如果房企不买地，首先当期的房地产投资会受到影响，1年后将影响建安投资，从而更大程度拖累房地产投资和GDP。

### 土地市场上半年趋势如何？

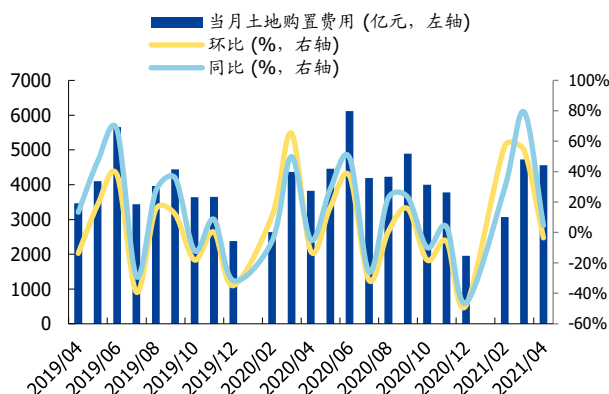
2021年Q1受春节以及集中供地政策的影响，土地供应放缓，300城住宅用地供应建面供给同比微降，但是土地热度依然较高，需求量同比上升；4月随着部分城市开始集中供地，加之房企补库存需求旺盛，供需环比回升，溢价率创年内新高，流拍率下降；5月由于集中供地城市减少，土地供应面积环比下降，但成交量环比持续增长。分能级来看，1-5月一线城市供应、成交同比大幅增长；二线城市供应同比小幅上升，成交下降明显；三四线城市供需规模均下滑。

图表 37: 累计土地购置费（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

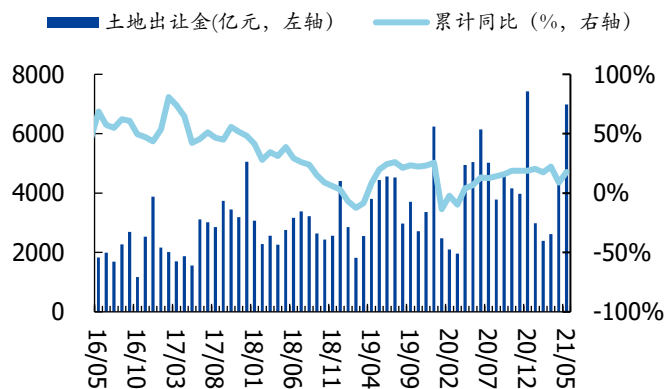
图表 38: 单月土地购置费（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

5月土地成交面积环比继续增长同比降幅缩窄，主要由于部分二线热点城市陆续完成首批集中供地所致。5月300城宅地出让金6985亿元，环比增长55.4%，同比增长38.5%；1-5月累计值为19472亿元，同比增长9pct至17.8%。5月成交建筑面积8322万方，环比增长18.6%，同比下降11.6%；1-5月累计值31150万方，同比降低1.2pct至-8.4%，其中一线、二线、三线城市土地成交建面分别为2008、13546、15628万方，同比分别为35.69%、-9.26%和-11.25%。

图表 39: 300 城市住宅用地土地出让金和累计同比



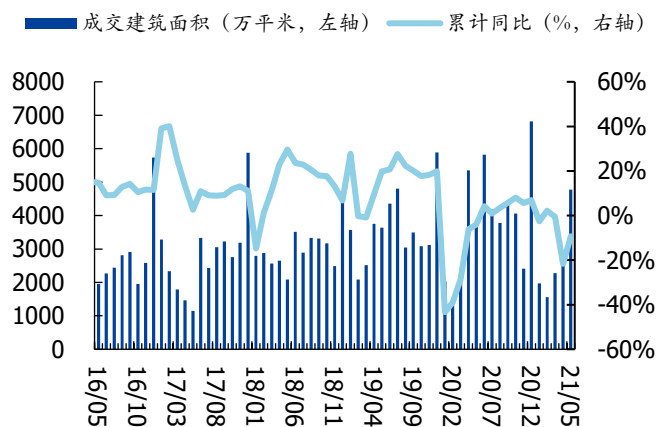
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 40: 一线城市住宅用地成交建面和累计同比



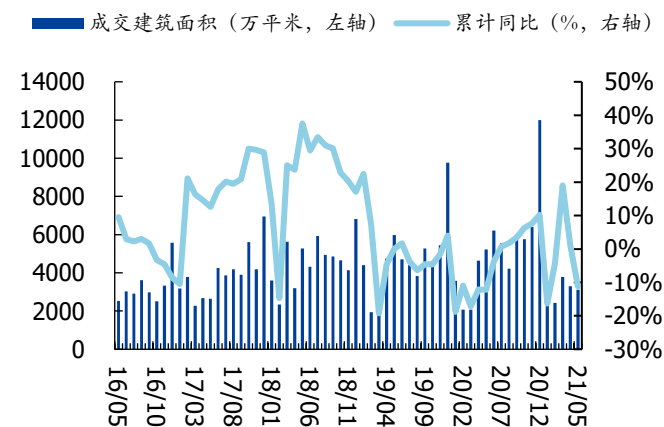
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 41: 二线城市住宅用地成交建面和累计同比



资料来源: CREIS、国盛证券研究所

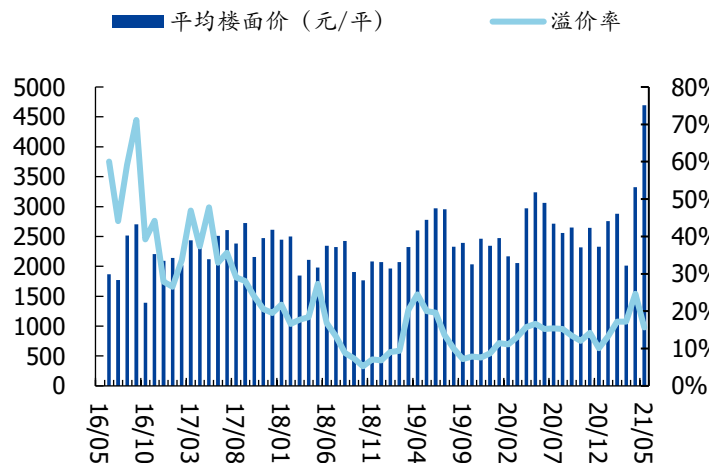
图表 42: 三四线城市住宅用地成交建面和累计同比



资料来源: CREIS、国盛证券研究所

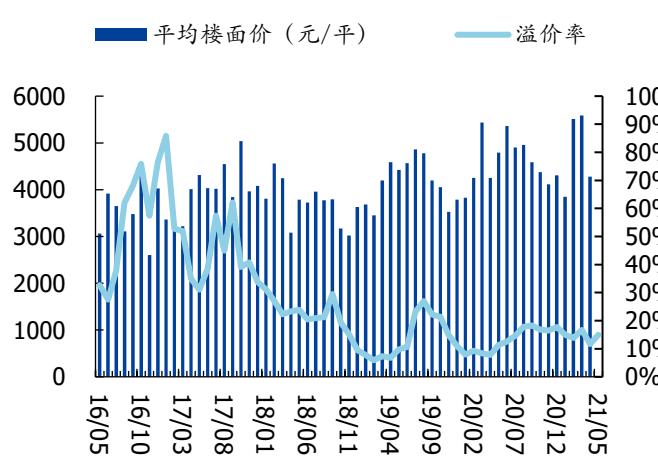
5 月各线城市土地成交溢价率均有回落,但仍处于中枢水平。5 月份全类型土地平均楼面价为 4695 元/平,土地成交溢价率为 15.6%,相较于 4 月峰值环比下降 9pct。分城市能级来看,一线城市、二线城市、三四线城市全类型土地成交溢价率分别为 7.6%、17.3%、18.3%,较 4 月分别下降 3.6%、6.5%、13.3%。

图表 43: 300 城市全类型土地平均楼面价及溢价率



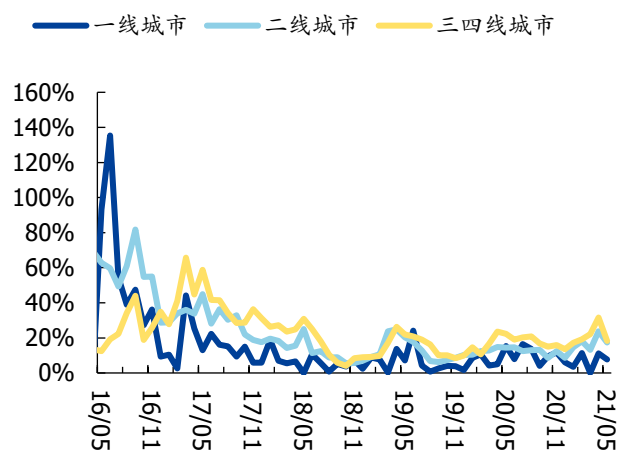
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 44: 300 城市宅地平均楼面价及溢价率



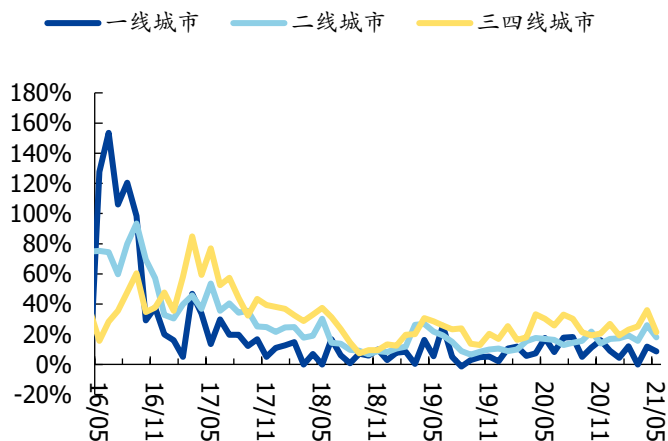
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 45: 各能级城市全类型土地成交溢价率



资料来源: CREIS、国盛证券研究所

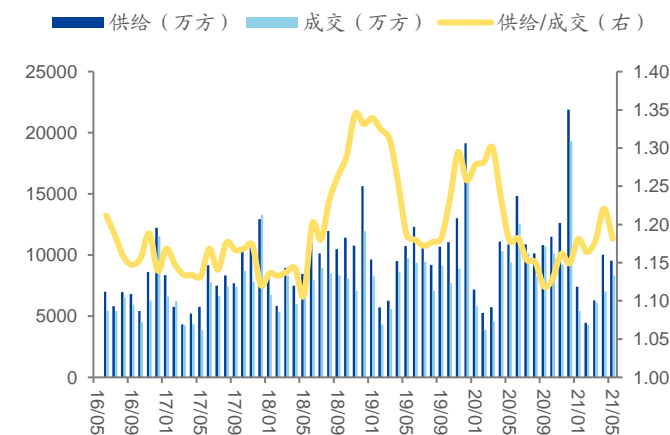
图表 46: 各能级城市住宅用地成交溢价率



资料来源: CREIS、国盛证券研究所

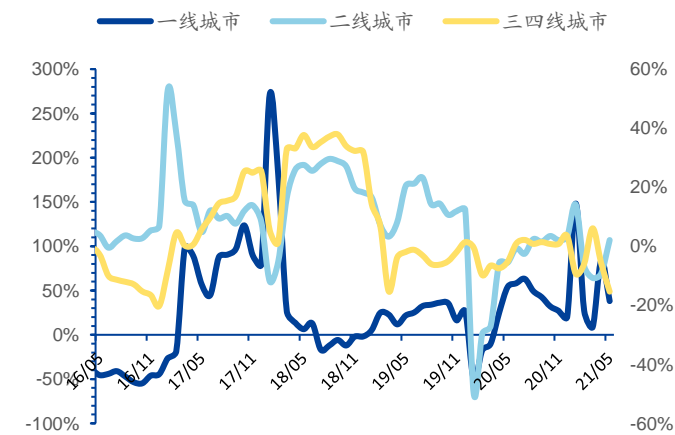
5月流拍率较4月小幅提升,但仍处于低位,其中一线降低二三四线提升。从流拍率角度来看,5月份的宅地流拍宗数/(流拍宗数+成交宗数)和流拍宗数/推出宗数分别为5.4%和5.1%,较4月分别增长0.3pct和增长1.4pct。分城市能级来看,一线城市、二线城市、三四线城市宅地土地流拍率分别为0%、3.4%、8.7%,较3月分别-12.2pct、+2.5pct、+1.7pct。

图表 47: 300城市供给/成交住宅用地规划建筑面积(万平方米)



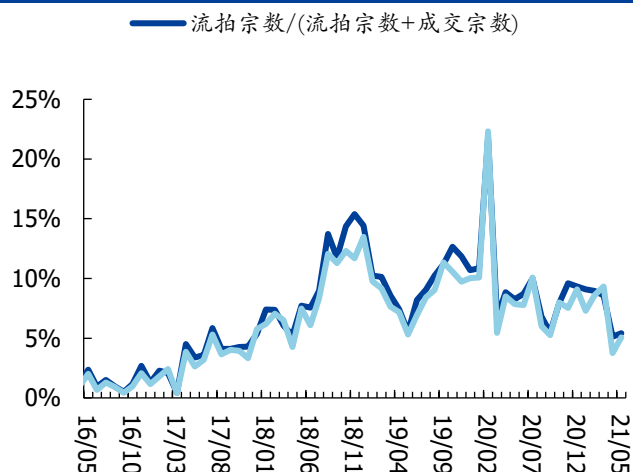
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 48: 300城市供给住宅用地规划建筑面积累计同比



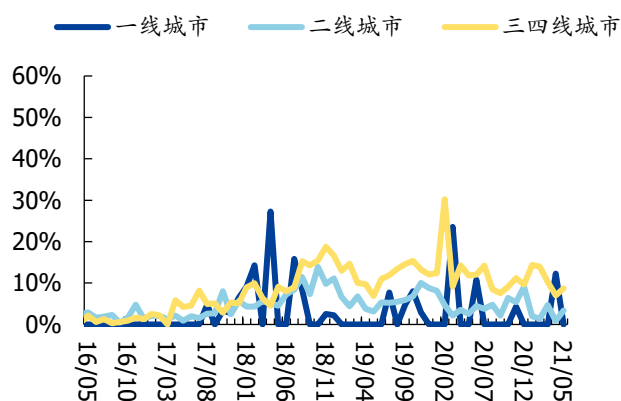
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 49: 300 城宅地流拍率



资料来源: CREIS、国盛证券研究所

图表 50: 一、二、三四线城市宅地流拍率



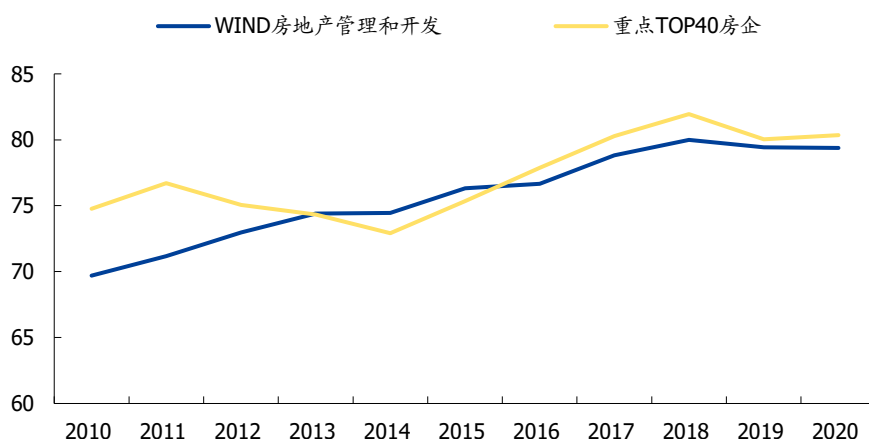
资料来源: CREIS、国盛证券研究所

### 三、投资建议

#### 3.1 行业普涨型机会尚未到来, 但优质房企性价比凸显

资产负债率拐点出现, 行业进入平稳发展时代。房企资产负债率十余年来不断上行, 2018 年达到历史峰值, Wind 房地产行业整体资产负债率逼近 80%。2019 年行业杠杆拐点出现, 房企资产负债率较上年下降 0.6 个百分点至 79.43%。2020 年行业资产负债率继续降至 79.37%, 降杠杆已成为房企主旋律。2021 年大部分房企新增发行的公司债利率较去年有所回升, 但相较于 2018 和 2019 年来说还是比较低的, 随着行业逐渐朝健康平稳的方向发展, 未来想要像以前那样通过加杠杆拿地实现弯道超车的可能性将越来越小。

图表 51: 房企整体资产负债率 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 52: 主流房企不同期限公司债利率及变化

公司	期限 (年)	2018 年利 率 (%)	2019 年利 率 (%)	2020 年利 率 (%)	2021 年利 率 (%)	同比 (%)
世茂房地产	7		4.8	3.9		
龙湖集团	7		4.68	4.05	4.12	0.07
绿城中国	7		4.34	3.87		
保利地产	7			4.06	3.95	(0.11)
万科 A	7			3.75	3.98	0.23
中国海外发展	6	4	3.47	3.2		
时代中国控股	5	8.1	6.8	5.35		
美的置业	5		5.7	4.28	4.6	0.32
中国恒大	5		6.8	5.8	7	1.20
华发股份	5		4.87	3.87	4.98	1.11
世茂房地产	5		4.3	3.46		
碧桂园	5		5.03	4.23	4.8	0.57
龙光地产	5		5.42	4.76		
保利地产	5		3.8	3.22	3.67	0.45
万科 A	5	4.12	3.59	2.98		
金科股份	5	7.5		5.93		
绿城中国	5	5.49	3.85	3.32	3.98	0.66
中国铁建	5		4.51	4.05	3.87	(0.18)
禹州集团	5		6.93	6.5		
龙湖集团	5	5.12	3.97	3.72	3.76	0.04
招商蛇口	5	5.12	4.18	4.15	3.8	(0.35)
新城控股	5		5.9	5.7		
融信中国	5		7.32		6.5	6.50
金科股份	4	7	6.9	5	6.27	1.27
正荣地产	4		7.16	5.6		
龙光地产	4	5.46	6.2	4.69	4.9	0.21
融信中国	4		6.88	5.49		
美的置业	4		5.2	4	4.4	0.40
新城控股	4			5.9		
中南建设	4		7.71	6.8	7.3	0.50
世茂房地产	3		4.58	3.6		
金科股份	3	8.01	6.5	6		
万科 A	3				3.38	
招商蛇口	3				3.56	
蓝光发展	3	7.52	7.45	7.07		
新城控股	3			5.1		
金科股份	3	8.01	6.5	6		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所



行业地货比仍处于历史高位，公开市场招拍挂拿地利润未见反弹。2015年开始行业地价整体上涨，百城纯住宅用地溢价率在2016年达到历史峰值。土地市场竞争激烈，房企拿地成本上升，地货比也相应大幅上涨。我们研究1.5万块地块的楼面价和销售均价发现，2015年销售均价小于1.5万/平、1.5-2.5万/平、2.5-5万/平、大于5万/平的地块地货比分别为**12%、13%、25%、44%**，而2020年已经上涨至**24%、32%、43%、45%**。

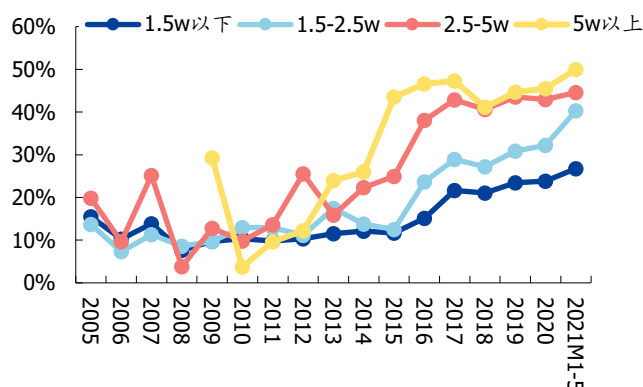
行业盈利底部拐点未至，且尚未出现边际好转的现象。观察2020年和2021年1-5月的地货比可以发现，各个不同层级的地块地货比均有明显上升。**1.5-2.5万/平（对应三线城市核心地段和二线城市非核心地段的房价）地货比上升幅度最大，可见大家拿地策略的趋同性（二线和长三角、大湾区的三线城市兼具去化安全性和高周转特点，是房企必争之地），带来二三线城市土地的性价比和毛利率进一步下降。拿地毛利率领先报表毛利率2-3年，因而我们判断，报表盈利能力还在恶化，而部分区域拿地毛利率见底也未见反弹，因而板块全面上涨尚未具备必要条件。未来公开市场拿地层面很难实现盈利差异化，提高经营管理能力将成为房企利润改善重点。**

图表 53: 百城纯住宅用地溢价率 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 54: 房企拿地地货比 (%)



资料来源: CRIC、国盛证券研究所

### 3.2 精选高质量 ROE 的房企

何为有质量的 ROE? 我们通常用 ROE 来衡量公司综合股东回报能力，但是 ROE 并非越高越好，比如高 ROE 可能由高有息负债贡献，而高有息负债会增大公司债务风险，且在三道红线规则下这种加杠杆的发展模式也不再可持续。因此我们根据房地产行业特性对 ROE 进行深入拆解，构建综合评估指标体系，并进行赋权打分，以在主流房企中筛选出具有高质量 ROE 的房企。具体的指标测算方式和权重如下表所示。

图表 55: 指标解释

指标	权重	说明	公式
盈利能力	20%	数值越大, 分数越高	调整净利率 = (归母净利润 - 非住宅业务归母净利润 - 对合营联营企业的投资收益 * (1-25%)) / 住宅业务收入
	20%	数值越大, 分数越低	(利息支出 + 利息资本化金额) / (归母净利润 - 投资物业评估增值)
运营能力	10%	数值越大, 分数越高	2020 年销售额 / 2020 年扣除投资物业总资产
	15%	数值越大, 分数越高	(总负债 - 有息负债) / 归母净资产
偿债能力	10%	数值越大, 分数越低	(有息负债 - 现金及现金等价物) / 所有者权益
	10%	数值越大, 分数越低	(总负债 - 预收账款 - 合同负债) / (总资产 - 预收账款 - 合同负债)
	10%	数值越大, 分数越高	现金及现金等价物 / 短期借贷及长期借贷当期到期部分

资料来源: 国盛证券研究所

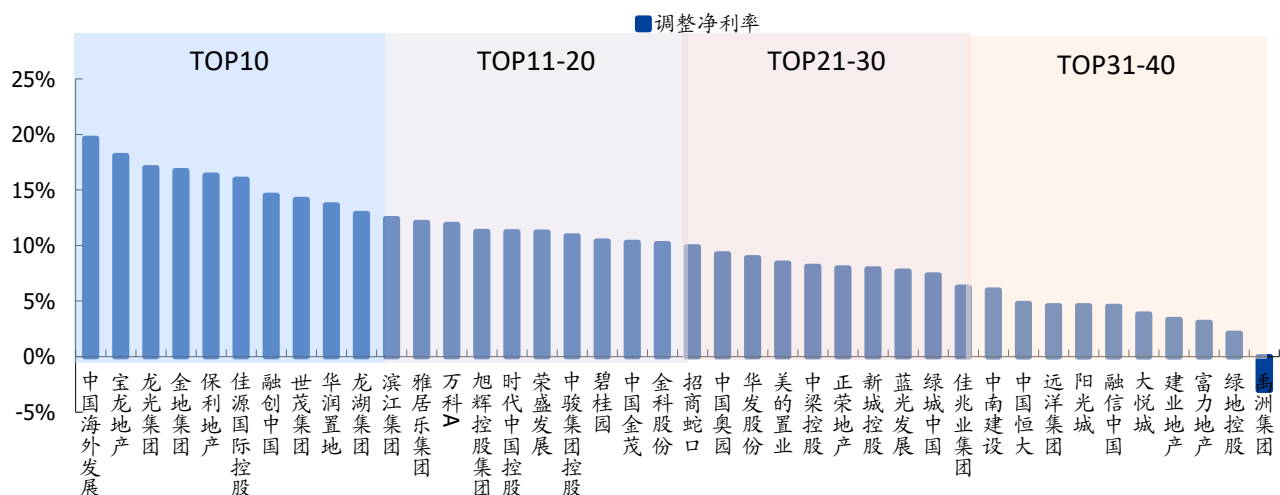
### 3.2.1 盈利能力

#### (1) 调整净利率:

通常意义的利润率 = 净利润 / 总营业收入, 但由于近几年房企合作开发项目增加, 产生大量未并表的联营合营企业收入, 以投资收益的形式放大了税前利润, 而营业收入为并表口径, 因此利润率由于受到并表比例的影响, 在房企间横向比较时会失真。我们认为调整后的并表住宅业务净利率更能体现房企的盈利能力, **并表住宅业务净利率 = (净利润 - 非住宅业务净利润 - 对联营合营企业投资收益 - 其他非经常性损益) / 住宅业务收入**。

2020 年 TOP40 房企调整净利率均值为 9.7%, 其中 21 家高于均值, TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-40 房企调整净利率均值分别为 15.9%、11.2%、8.2%、3.4%。具体来看, 最高的是中国海外发展 (19.7%)、宝龙地产 (18.1%)、龙光集团 (17.0%), 较低的是富力地产 (3.1%)、绿地控股 (2.1%)、禹洲集团 (-3.0%)。

图表 56: TOP 房企并表住宅业务净利率



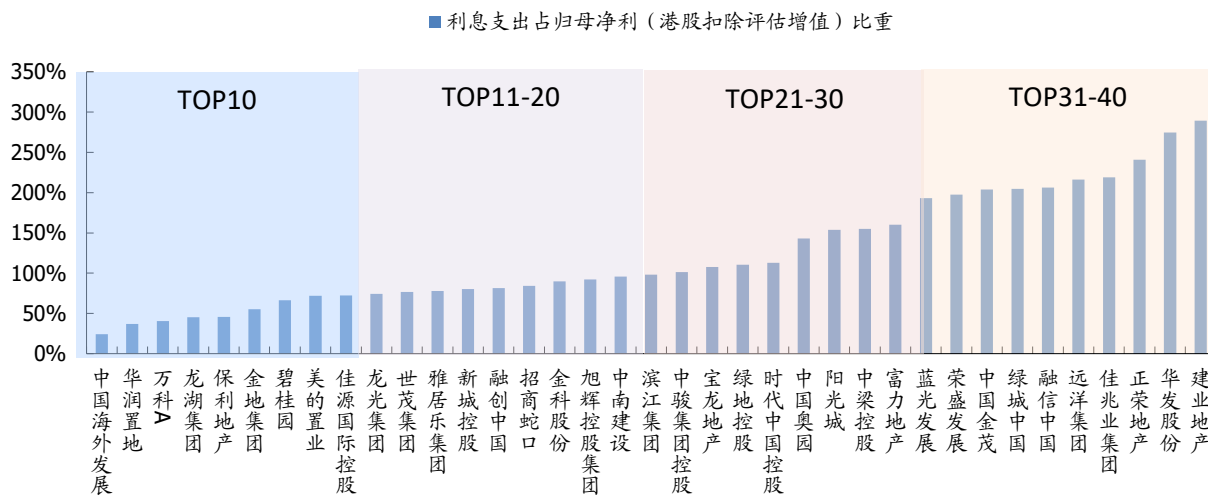
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

#### (2) 利息支出占归母净利润的比重

剔除三家异常值后, 37 家房企 2020 年利息支出占归母净利润 (港股扣除评估增值) 比重均值为 124.3%, 有 23 家低于均值, TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-37 房企均值分别为 56.8%、86.0%、167.1%、214.3%。具体公司来看, 最低的是中国海外发

展 (24.1%)、华润置地 (36.7%)、万科 A (40.5%)，最高的是正荣地产 (240.8%)、华发股份 (274.6%)、建业地产 (289.4%)。

图表 57: 2020 年 TOP40 房企利息支出占归母净利润 (港股扣除评估增值) 的比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 2020 年 TOP40 房企利息支出占扣除投资物业评估增值后的归母净利润的比重 (%)

序号	代码	指标	利息支出 (亿元)	利息资本化金额 (亿元)	总利息支出 (亿元)	扣除评估增值净利润 (亿元)	利息支出占归母净利润 (港股扣除评估增值) 比重
1	1628.HK	禹洲集团	1.24	50.46	51.70	-2.70	-1912.92%
2	000031.SZ	大悦城	9.41	58.27	67.68	-3.87	-1749.66%
3	0688.HK	中国海外发展	6.95	76.62	83.57	347.13	24.08%
4	1109.HK	华润置地	10.74	66.02	76.76	209.26	36.68%
5	000002.SZ	万科A	87.58	80.64	168.21	415.16	40.52%
6	0960.HK	龙湖集团	1.06	78.73	79.79	176.51	45.20%
7	600048.SH	保利地产	31.60	100.83	132.43	289.48	45.75%
8	600383.SH	金地集团	29.72	27.77	57.49	103.98	55.29%
9	2007.HK	碧桂园	0.00	232.78	232.78	350.22	66.47%
10	3990.HK	美的置业	0.00	31.11	31.11	43.26	71.91%
11	2768.HK	佳源国际控股	3.18	21.83	25.01	34.53	72.42%
12	3380.HK	龙光集团	20.51	64.26	84.77	114.19	74.24%
13	0813.HK	世茂集团	23.14	70.58	93.72	122.30	76.63%
14	3383.HK	雅居乐集团	20.76	53.00	73.76	94.75	77.85%
15	601155.SH	新城控股	13.00	109.67	122.67	152.56	80.41%
16	1918.HK	融创中国	11.61	278.02	289.63	356.44	81.26%
17	001979.SZ	招商蛇口	44.05	59.08	103.13	122.53	84.17%
18	000656.SZ	金科股份	9.30	53.78	63.08	70.30	89.72%
19	0884.HK	旭辉控股集团	6.67	58.68	65.35	70.91	92.16%
20	000961.SZ	中南建设	5.50	62.14	67.64	70.78	95.56%
21	002244.SZ	滨江集团	8.88	13.97	22.85	23.28	98.19%
22	1966.HK	中骏集团控股	6.80	25.68	32.49	32.07	101.31%
23	1238.HK	宝龙地产	13.06	30.04	43.10	39.97	107.83%
24	600606.SH	绿地控股	44.73	121.05	165.78	149.98	110.54%
25	1233.HK	时代中国控股	11.81	43.87	55.68	49.41	112.69%
26	3883.HK	中国奥园	10.06	72.84	82.90	57.90	143.18%
27	000671.SZ	阳光城	9.40	70.85	80.25	52.20	153.72%
28	2772.HK	中梁控股	5.42	51.25	56.67	36.55	155.06%
29	2777.HK	富力地产	52.07	92.27	144.34	90.05	160.29%
30	600466.SH	蓝光发展	3.42	60.33	63.75	33.02	193.04%
31	002146.SZ	荣盛发展	9.34	138.99	148.33	75.01	197.73%
32	0817.HK	中国金茂	27.27	51.94	79.21	38.81	204.10%
33	3900.HK	绿城中国	22.28	55.70	77.98	38.11	204.62%
34	3301.HK	融信中国	4.59	49.31	53.90	26.12	206.34%
35	3377.HK	远洋集团	21.11	44.21	65.32	30.22	216.12%
36	1638.HK	佳兆业集团	22.85	92.41	115.26	52.58	219.21%
37	6158.HK	正荣地产	5.05	50.98	56.03	23.27	240.80%
38	600325.SH	华发股份	2.64	77.05	79.69	29.02	274.61%
39	0832.HK	建业地产	6.04	46.09	52.13	18.02	289.39%
40	3333.HK	中国恒大	122.60	694.62	817.22	67.98	1202.15%

资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所

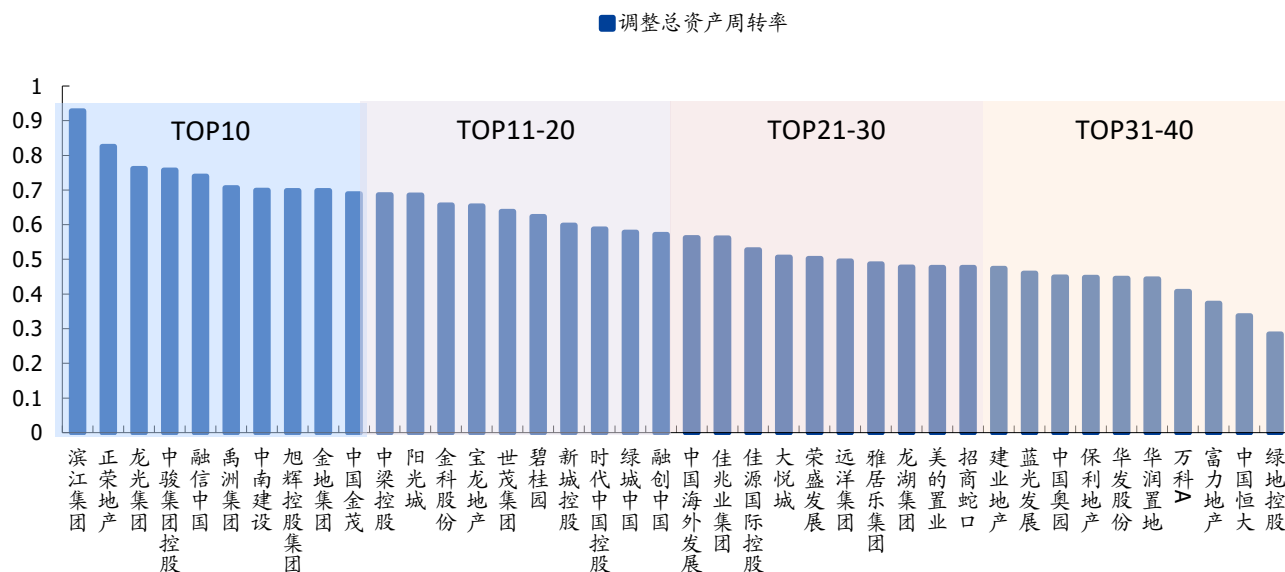
### 3.2.2 运营能力

传统总资产周转率=营业收入/平均总资产, 但是考虑到存在收入确认时点滞后的问题, 我们用销售额代替营业收入。此外由于部分房企存在大量投资性物业, 对总资产周转率影响较大, 横向比较时有失公允, 所以我们从总资产中扣除投资物业, 得到调整总资产周转率=销售额/平均扣除投资物业后总资产。

2020 年 TOP40 房企调整总资产周转率均值为 0.57 次, 其中有 20 家高于均值, TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-40 房企均值分别 0.75、0.63、0.51、0.41 次。具体公司

来看，最高的是滨江集团（0.93）、正荣地产（0.83）、龙光集团（0.76），最低的是富力地产（0.37）、中国恒大（0.34）、绿地控股（0.28）。

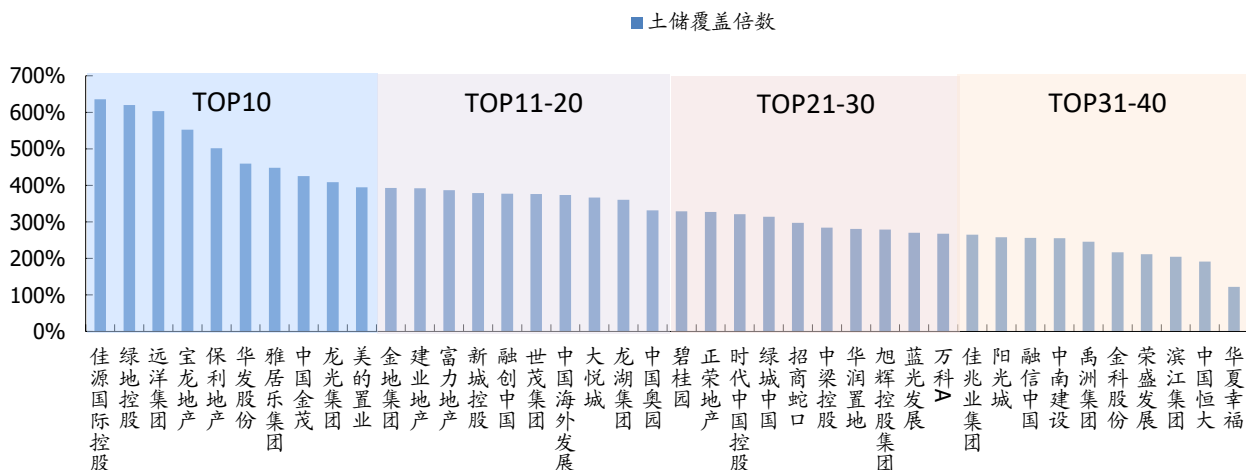
图表 59: 调整总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

土储覆盖倍数（2020 年土储货值/2020 年销售额）也是影响房企周转能力的重要指标，同时也可以据此判断房企未来销售增速的保障程度。2020 年 TOP40 房企土储覆盖倍数均值为 3.5，高于均值的有 19 家。具体来看评分最高的是佳源国际控股（6.35）、绿地控股（6.20）、远洋集团（6.03），最低的是滨江集团（2.05）、中国恒大（1.91）、华夏幸福（1.22）。

图表 60: TOP40 房企土储覆盖倍数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

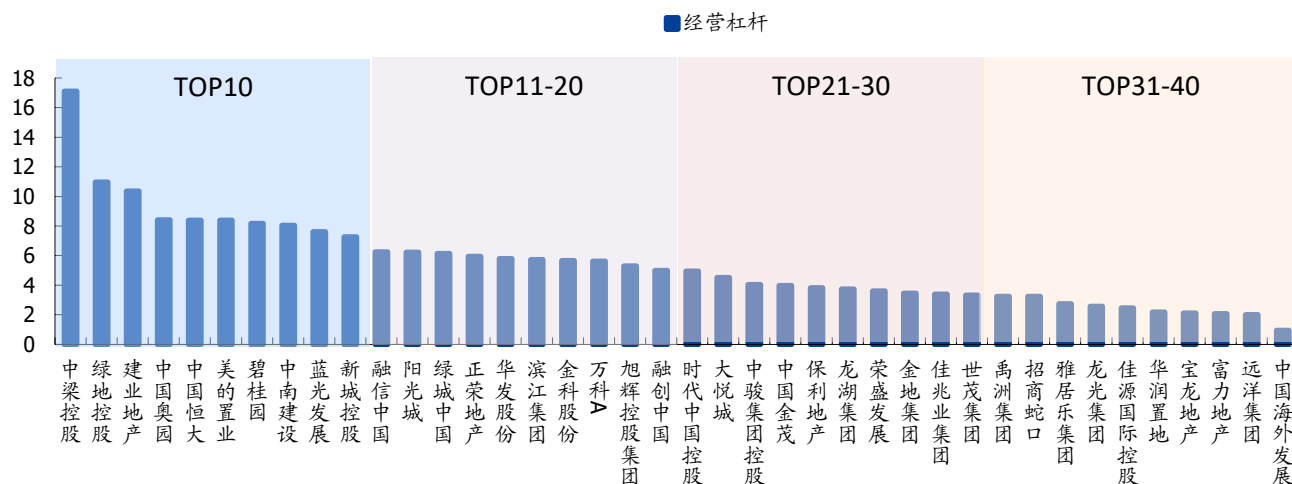
### 3.2.3 杠杆情况

#### （1）经营杠杆:

我们定义经营杠杆率=（总负债-有息负债）/归母净资产，根据该指标我们可以判断公司撬动无息负债的能力。2020 年 TOP40 房企经营杠杆率均值为 5.37，其中有 18 家高于均值，TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-40 房企均值分别 9.47、5.76、3.89、2.36。具体公司来看，最高的是中梁控股（17.1）、绿地控股（10.96）、建业地产（10.37），最低的是富力地产（2.08）、远洋集团（2.01）、中国海外发展（0.95）。



图表 61: TOP40 房企经营杠杆率对比

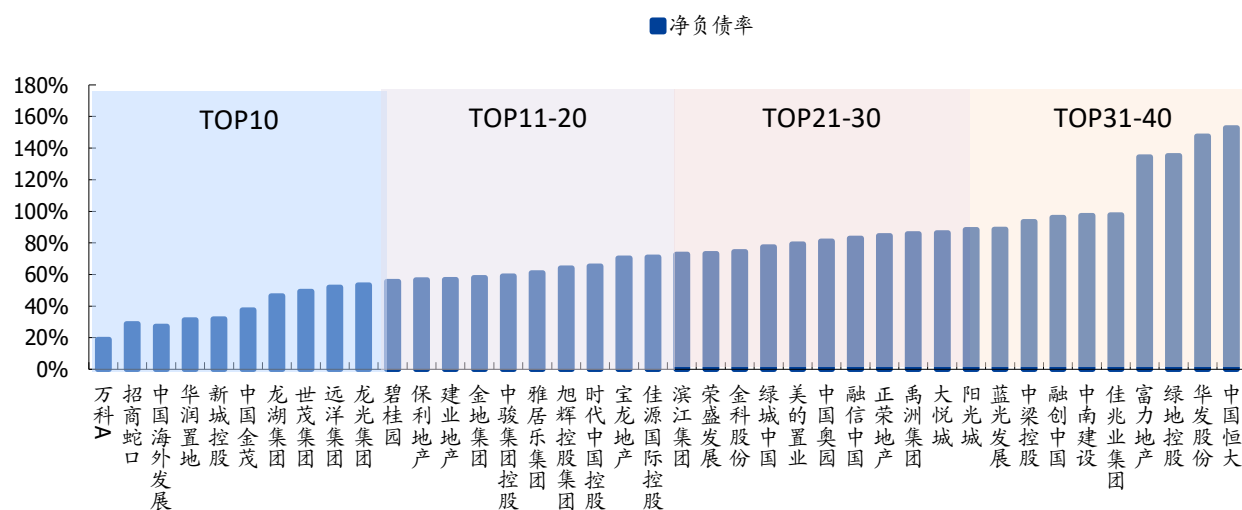


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

## (2) 财务杠杆:

2020 年 TOP40 房企净负债率均值为 82.1%，其中有 21 家低于均值，TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-40 房企均值分别 37.6%、61.8%、79.8%、113.1%。具体公司来看，最低的是万科 A（18.9%）、招商蛇口（28.8%）、中国海外发展（27.1%），最高的是绿地控股（135.1%）、华发股份（147.5%）、中国恒大（152.9%）。

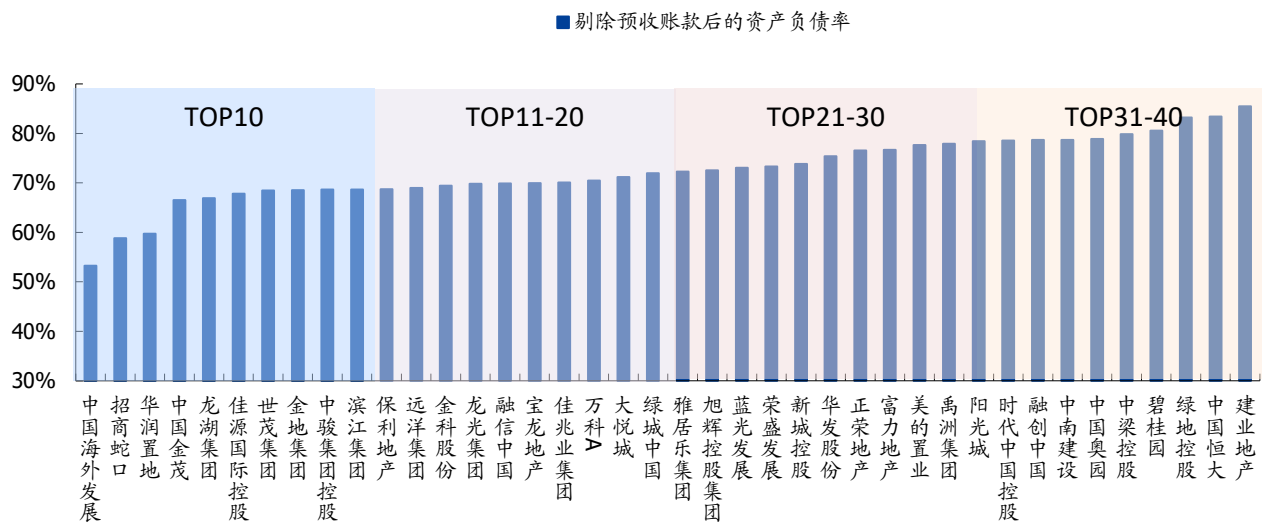
图表 62: TOP40 房企净负债率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020 年 TOP40 房企剔除预收账款资产负债率均值为 72.6%，其中有 22 家低于均值，TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-40 房企均值分别 64.7%、70.0%、74.9%、80.6%。具体公司来看，最低的是中国海外发展（53.3%）、招商蛇口（58.8%）、华润置地（59.7%），最高的是绿地控股（83.2%）、中国恒大（83.4%）、建业地产（85.5%）。

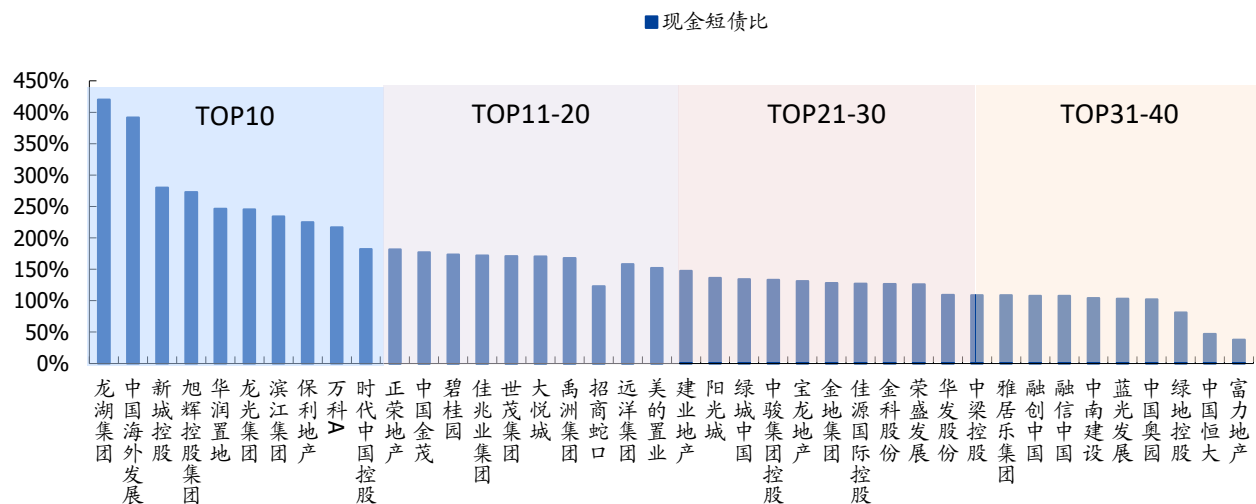
图表 63: TOP40 房企剔除预收账款的资产负债率对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2020 年 TOP40 房企现金短债比均值为 1.64, 其中有 17 家高于均值, TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-40 房企均值分别为 2.71、1.65、1.30、0.91。具体公司来看, 最高的是龙湖集团 (4.20)、中国海外发展 (3.91)、新城控股 (2.8), 最低的是绿地控股 (0.81)、中国恒大 (0.47)、富力地产 (0.38)。

图表 64: TOP40 房企现金短债比对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2.4 高质量 ROE 综合评分

将 TOP40 房企的每项指标按照排名情况在 60-100 区间内打分, 并基于赋予的权重进行综合评分。综合排名靠前的是中国海外发展 (91.5)、龙光集团 (91)、保利地产 (90.3)、华润置地 (90.3)、滨江集团 (90)、万科 A (90)。分指标看, 盈利能力排名靠前的是中国海外发展 (100)、保利地产 (100)、龙光集团 (97.5)、佳源国际控股 (97.5)、金地集团 (97.5)、华润置地 (97.5); 周转率排名靠前的是滨江集团 (100)、正荣地产 (100)、龙光集团 (95)、中骏集团控股 (95), 杠杆情况排名靠前的是新城控股 (90.5)、万科 A

(90)、华润置地(88.5)、龙湖集团(88.5)、建业地产(88.5)。

图表 65: 高质量 ROE 综合评分表

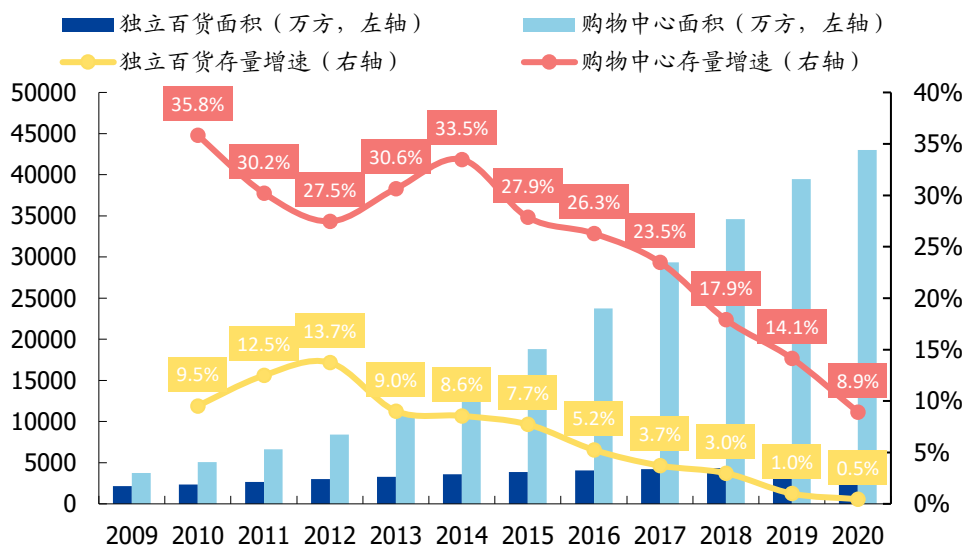
指标	盈利能力分项指标			运营能力分项指标		杠杆情况分项指标				综合评分			
	并表住宅业务净利率	总利息支出占归母净利率比重	调整总资产周转率	经营杠杆	净负债率	剔除预收款后的资产负债率	现金短债比	盈利能力评分	运营能力评分	杠杆情况评分	总评分		
排序	代码	权重	20%	20%	10%	15%	15%	10%	10%				
1	0688.HK	中国海外发展	100	100	80	60	100	100	95	100.0	80.0	87.0	91.5
2	3380.HK	龙光集团	100	95	95	65	95	90	95	97.5	95.0	85.0	91.0
3	600048.SH	保利地产	100	100	70	70	95	90	95	100.0	70.0	86.5	90.3
4	1109.HK	华润置地	95	100	70	65	100	100	95	97.5	70.0	88.5	90.3
5	002244.SZ	滨江集团	90	90	100	80	90	90	95	90.0	100.0	88.0	90.0
6	000002.SZ	万科A	90	100	70	80	100	85	95	95.0	70.0	90.0	90.0
7	600383.SH	金地集团	100	95	85	70	95	90	85	97.5	85.0	84.5	89.8
8	0960.HK	龙湖集团	90	100	75	70	95	95	100	95.0	75.0	88.5	89.8
9	0813.HK	世茂集团	95	95	85	70	95	90	90	95.0	85.0	85.5	89.3
10	2007.HK	碧桂园	85	95	85	90	95	70	90	90.0	85.0	87.5	88.3
11	0884.HK	旭辉控股集团	90	90	85	80	90	85	95	90.0	85.0	87.0	88.0
12	2768.HK	佳源国际控股	100	95	80	65	90	90	85	97.5	80.0	81.5	87.8
13	1966.HK	中骏集团控股	85	90	95	75	95	90	85	87.5	95.0	86.0	87.5
14	601155.SH	新城控股	80	90	80	85	100	80	95	85.0	80.0	90.5	87.3
15	1238.HK	宝龙地产	100	90	85	65	90	90	85	95.0	85.0	81.5	87.3
16	000656.SZ	金科股份	85	90	85	80	90	90	85	87.5	85.0	86.0	86.5
17	001979.SZ	招商蛇口	85	90	75	70	100	100	85	87.5	75.0	88.0	86.5
18	3990.HK	美的置业	80	95	75	90	90	75	90	87.5	75.0	87.0	86.0
19	1918.HK	融创中国	95	90	80	75	85	75	80	92.5	80.0	79.0	84.5
20	1233.HK	时代中国控股	90	85	80	75	90	75	90	87.5	80.0	82.5	84.3
21	3383.HK	雅居乐集团	90	95	75	65	90	85	80	92.5	75.0	79.5	84.3
22	0817.HK	中国金茂	85	70	85	70	100	95	90	77.5	85.0	88.0	83.5
23	000961.SZ	中南建设	75	90	85	90	85	75	80	82.5	85.0	83.5	83.3
24	2772.HK	中梁控股	80	80	85	100	85	70	80	80.0	85.0	85.5	83.3
25	3883.HK	中国奥园	85	80	70	90	85	75	80	82.5	70.0	83.5	81.8
26	002146.SZ	荣盛发展	90	75	80	70	90	80	85	82.5	80.0	81.0	81.5
27	3900.HK	绿城中国	80	70	80	85	90	85	85	75.0	80.0	86.5	81.3
28	6158.HK	正荣地产	80	65	100	80	85	75	90	72.5	100.0	82.5	80.3
29	000671.SZ	阳光城	70	80	85	85	85	75	85	75.0	85.0	83.0	80.0
30	600466.SH	蓝光发展	80	75	75	85	85	80	80	77.5	75.0	83.0	80.0
31	3301.HK	融信中国	70	70	90	85	85	90	80	70.0	90.0	85.0	79.5
32	1638.HK	佳兆业集团	75	70	80	70	85	85	90	72.5	80.0	81.5	77.8
33	0832.HK	建业地产	70	60	75	100	95	60	90	65.0	75.0	88.5	77.8
34	3377.HK	远洋集团	70	70	75	65	95	90	90	70.0	75.0	84.0	77.5
35	600606.SH	绿地控股	65	85	60	100	75	65	75	75.0	60.0	80.5	76.3
36	000031.SZ	大悦城	70	60	80	75	85	85	90	65.0	80.0	83.0	75.5
37	600325.SH	华发股份	80	60	70	80	70	80	80	70.0	70.0	77.0	73.5
38	1628.HK	禹洲集团	60	60	90	70	85	75	90	60.0	90.0	79.5	72.8
39	2777.HK	富力地产	70	80	65	65	75	75	60	75.0	65.0	69.0	71.0
40	3333.HK	中国恒大	70	60	60	90	70	65	65	65.0	60.0	74.0	69.0

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 商业地产高速扩张, 行业空间广阔

近五年存量面积增速 16.0%, 测算 2019-2030 年全国购物中心销售额 CAGR 可达 9.9%。从存量看, 我国 3 万方以上购物中心总存量近五年平均增速 16.0%, 从 2016 年的 2.4 亿方增长至 2020 的 4.3 亿方, 行业迅速发展。但是从人均购物中心可租面积看, 我国与发达国家仍有较大差距, 购物中心存量远未过剩。2020 年我国人均拥有购物中心可租面积仅为 0.3 m<sup>2</sup>(约 3.2 平方英尺, 2018 年为 2.8 平方英尺), 日本同期人均购物中心面积 4.4 平方英尺, 为我国 2.8 平方英尺的 1.6 倍。而 2018 年美国、加拿大、澳大利亚人均购物中心面积为 23.5、16.8、11.2 平方英尺, 远远领先其他发达国家和我国。

图表 66: 我国购物中心和独立百货建筑面积存量规模变化



资料来源: 赢商大数据, 国盛证券研究所

通常百货的零售业态占比在 80%左右, 而购物中心的零售业态占比降至约 45%, 而儿童业态 (包括儿童教育、儿童娱乐、儿童零售) 和体验业态的占比提升至 25-30%, 且有进一步提高的趋势。服务性消费已成为购物中心销售额中不可忽略的重要组成部分, 因此我们可以根据下列公式测算 2030 年的市场规模: 全国购物中心销售额=线下消费总支出\*购物中心渗透率=(社会消费品销售额\*社零线下渗透率+服务业 GDP\*服务业线下渗透率)\*购物中心渗透率。

2015 年至 2019 年, 购物中心销售额的 CAGR 为 21.2%; 通过对社会消费品零售额、社零线下渗透率、服务业 GDP、服务业线下渗透率、购物中心渗透率五个指标的预测, 我们发现即使未来社零的线下渗透率大幅下降, 2030 年购物中心销售额依然可达 88204 亿元, 为 2020 年销售额的 2.52 倍, 预计 2019-2030 年 CAGR 在 9.9%左右。按租售比 15%计算, 租金收入规模达 13231 亿元, 为 2020 租金收入的 2.91 倍。行业空间广阔。

图表 67: 2030 年全国购物中心销售额测算表

编号	指标	2015	2015-2019 CAGR	2019	2019-2030 CAGR	2030
A	社会消费品零售总额 (亿元)	300,931	7.9%	408,017	5%	662,152
B	社零线下渗透率	89.2%		79.1%		60%
A*B	线下社零 (亿元)	268,507	4.7%	322,778	2.1%	397,291
C	服务业 GDP (亿元)	349,745	11.2%	535,371	8%	1,248,292
D	服务业线下渗透率	98.2%		96.1%		90%
C*D	线下服务业 GDP (亿元)	343,396	10.6%	514,286	8.1%	1,123,463
F=A*B+C*D	线下消费支出 (亿元)	611,902	8.1%	837,064	6.2%	1,520,754
E	购物中心渗透率	2.6%		4.1%		5.8%
G=F*E	购物中心销售额 (亿元)	15,860	21.2%	34,269	9.9%	88,204

资料来源: 国家统计局, 赢商大数据, 国盛证券研究所测算

注: 红字部分为测算过程中核心假设

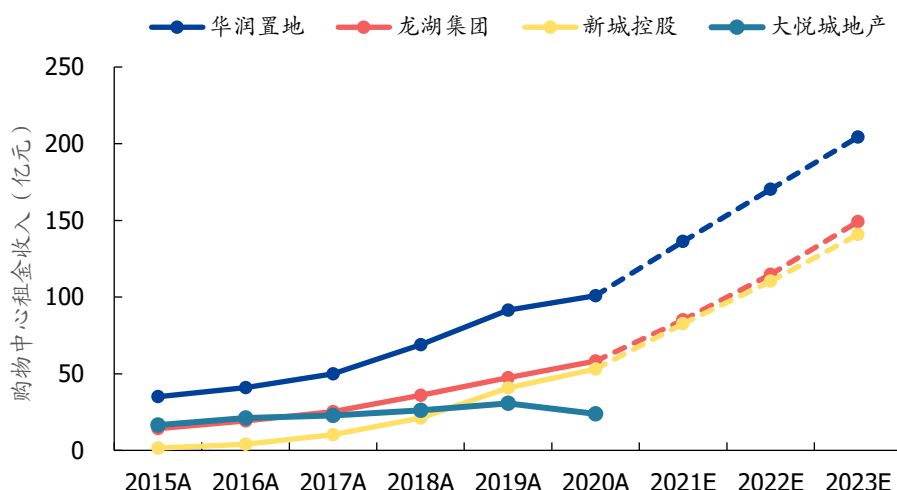
观察各商业地产公司历年购物中心租金收入可以发现，华润置地、龙湖集团、新城控股在 2016-2020 年的 CAGR 分别为 25.2%、32.1%、91.2%，伴随着新开业购物中心数量的增加和同店租金的稳定增长，预计各家公司未来 3 年购物中心租金收入的增速依然可以维持在 30%-40% 左右

图表 68: 各商业地产公司历年购物中心租金收入及未来预测

购物中心租金收入 (亿元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
华润置地	35	41	50	69	92	101	136	170	204
yoy		17%	22%	38%	33%	10%	35%	25%	20%
龙湖集团	14	19	25	36	48	58	85	115	149
yoy		35%	32%	42%	32%	23%	46%	35%	30%
新城控股	2	4	10	21	41	53	83	110	141
yoy		160%	157%	107%	92%	30%	56%	33%	28%
大悦城地产	16	21	23	26	31	24			
yoy		28%	8%	14%	18%	-22%			

资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 69: 商业地产公司购物中心租金收入对比



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

### 3.4 重点推荐

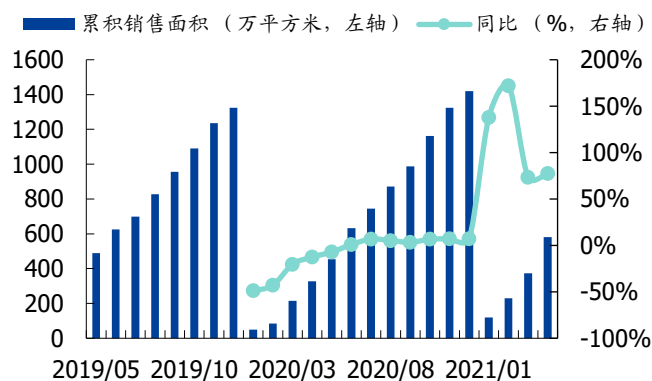
#### 3.4.1 华润置地

签约额大幅增长，行业排名维持前十，龙头地位进一步稳固。2020 年公司签约额 2850 亿元，同比增长 17.5%；权益签约额 1860 亿元，同比增长 14.0%，目标“十四五”期间权益签约额翻番；签约面积 1419 万方，同比增长 7.1%。公司深耕高能级城市，深圳、上海、北京、广州、杭州、南京、沈阳签约额超百亿，一、二线销售占比高达 85%。2021 年 1-4 月实现销售额 1009.9 亿元，同比增长 74.7%（较 2019 年同期增长 46.3%，下同），克而瑞排名第 8；权益销售额 659.9 亿元，同比增长 72.1%（35.1%），权益比 65.3%；



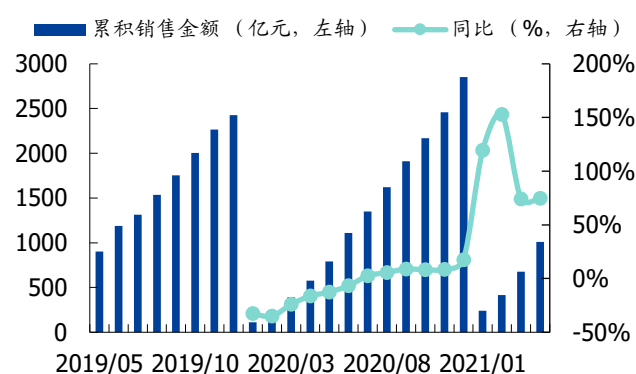
累计销售面积 580.2 万平，同比增长 77.6% (55.2%)。

图表 70: 华润置地累积销售面积及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 71: 华润置地累积销售金额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

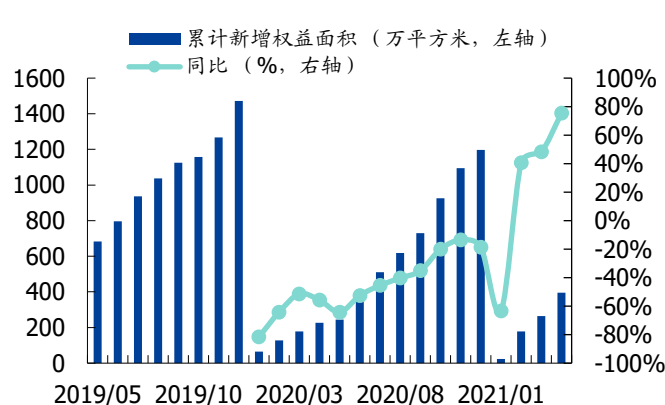
通过多种渠道积极补充土储, 坚持布局四大城市群, 土储结构持续优化。公司 2020 年新增土地计容建面 1492 万方, 权益面积 1148 万方, 权益比 76.9%; 拿地金额 1380 亿, 占当期销售的 48.4%。公司坚持聚焦粤港澳、长三角、京津冀、成渝经济圈四大区域和九大国家中心城市, 通过城市更新、集团协作、代建代运营、收并购、TOD 等渠道积极补充土储。截至 2020 年, 公司土储共计 5821 万方, 一线城市占比 11%, 同比提升 3pct, 土储质量持续优化。2021 年 1-4 月累计新增土储建面 428.4 万方, 占销售面积 73.8%, 同比降低 23.4 个百分点; 权益建面 396.4 万方, 权益比 92.5%, 同比上升 21.4pct。1-4 月新增土储一、二、三线城市面积占比分别为 7.86%、61.26%、30.88%; 主要区域集中在海峡西岸 (16.86%)、辽中南 (13.64%)、长江中游 (12.78%) 和长三角 (9.39%)。

图表 72: 华润置地累计新增土储建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

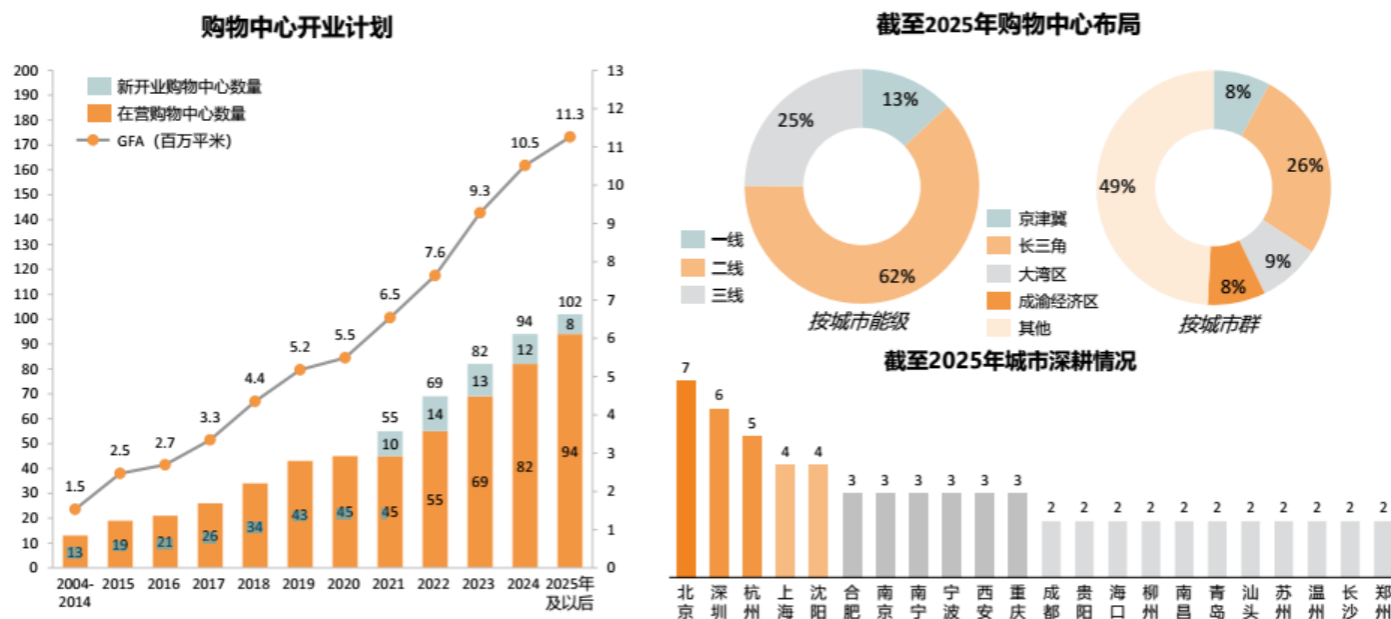
图表 73: 华润置地累计新增土储权益建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

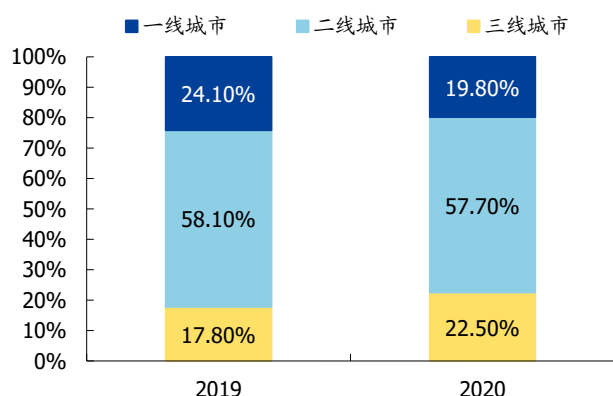
高端商场招商和品牌优势突出, 优质土储支撑购物中心数量与租金增速。华润置地购物中心有万象城与五彩城/万象汇, 分别致力于大型城市综合体与区域商业中心, 目前已有 4000 余个合作品牌, 是国际奢侈品在内地合作项目最多的房企。截止 2020 年已开业项目 45 个, 另有 57 个项目正在开发中, 2019 年及 2020 年公司分别新增 10 个和 4 个项目, 2021 年及 2022 年公司分别计划新增 13 个和 12 个项目, 公司在售储备项目充足, 可为未来投资物业扩张提供动力。区域布局方面, 截至 2020 年华润置地用于投资物业的未开业土地储备中一二线城市面积占比 77.5%, 区域以华东、华北、华南区域为主。

图表 74: 华润置地购物中心开业计划



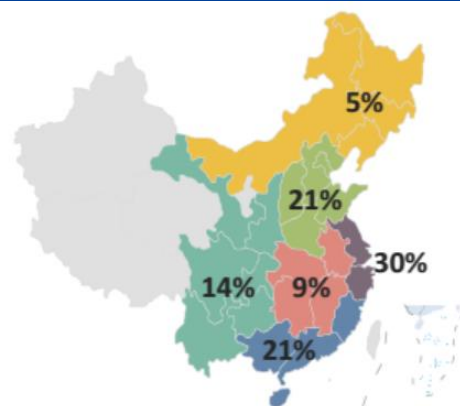
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 75: 华润置地投资物业土储面积按城市能级分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 76: 华润置地投资物业土储面积按区域分布



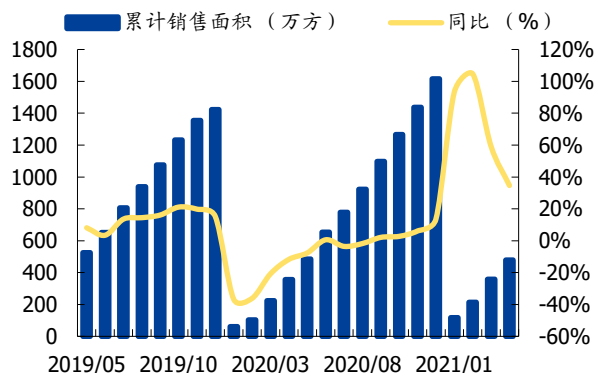
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**风险提示:** 公司多元获取土地占比有所波动不及预期。购物中心业务租金收到消费者信心影响不及预期。住宅业务结算不及预期。

### 3.4.2 龙湖集团

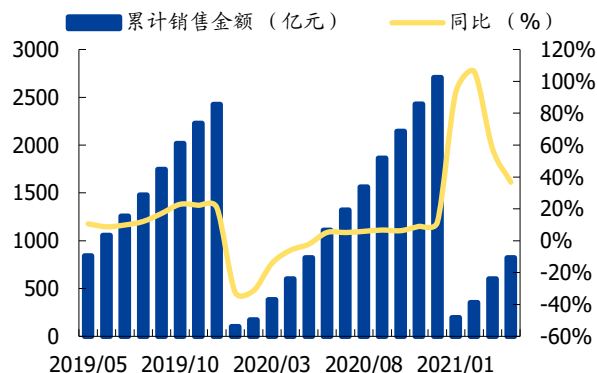
销售可观, 已售未结充裕, 长三角销售贡献明显增长。2020 年公司合同销售额 2706.1 亿元, 同比增长 11.6%; 销售建面 1616.2 万方, 同比增长 13.5%; 已售未结销售额共计 3107 亿元, 为公司未来的业绩增长奠定坚实基础。2021 年 1-4 月累计销售面积 479.4 万方, 同比增长 34.7% (较 2019 年同期增长 18.87%); 销售额 823.3 亿元, 同比增长 36.7% (较 2019 年同期增长 28.48%); 克而瑞排名第 13 名。分区域来看, 西部、环渤海、长三角、华中、华南地区的销售占比分别 19.5%、22.8%、33.6%、9.3%、14.7%, 同比分别为 -0.8pct、-7.5pct、6.5pct、-0.7pct、2.5pct, 长三角和华南地区的销售增长明显, 西部、环渤海和华中地区的销售贡献降低。

图表 77: 龙湖累计全口径销售面积及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

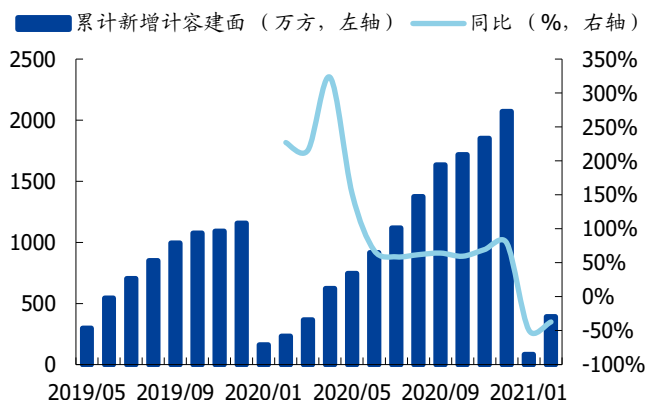
图表 78: 龙湖累计全口径销售金额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司拿地坚定布局一二线城市, 并适度下沉环都市圈卫星城。公司 2020 年拿地总建面 2567 万方, 同比增长 48.3%; 权益建面 1847 万方; 权益比为 72.0%; 权益拿地金额 1050 亿。2021 年 1-4 月累计新增土储建面 391.14 万方, 同比下降 37.2% (较 2019 年同期上升 165.72%), 占销售面积 81.6%, 拿地强度较 2020 年底有所下降; 权益建面 257.66 万方, 权益比 65.9%, 较 2020 年底下降 8.8 个百分点。新增拿地按规划建面算, 一二线和三线城市占比分别为 77.6% 和 22.4%; 主要区域为成渝城市群 (55.9%)、黔中城市群 (18.7%) 和长三角城市群 (8.9%)。

图表 79: 龙湖累计新增土储计容建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

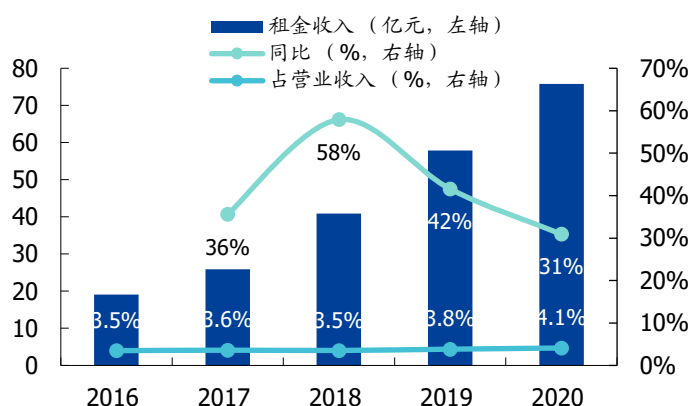
图表 80: 龙湖累计新增土储权益建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

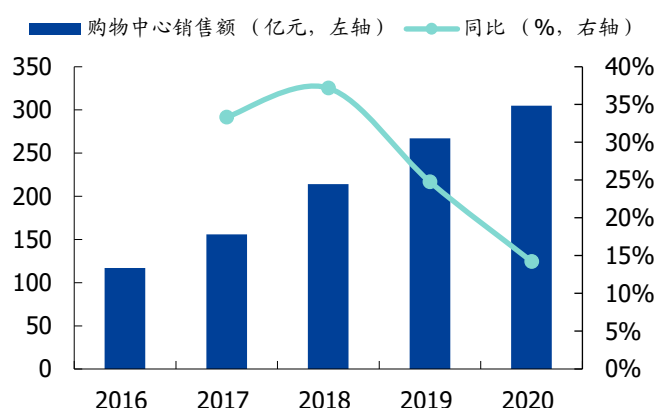
购物中心项目储备充足, 各项经营指标极具竞争力。截至 2020 年底公司共有 49 个已开业购物中心, 总建面 481 万方, 整体出租率达到 96.9%, 预计 2021 年全年将新开业 8 家购物中心, 总计建筑面积约为 91.3 万平方米, 另有预计 16 家购物中心将在 2022 年及之后开业。2020 年公司总计实现商业租金收入 75.8 亿元, 同比增长 30.9%, 占公司全年营业收入的 4.1%, 同比增长 0.3 个百分点。

图表 81: 龙湖商业租金收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 82: 龙湖购物中心销售额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示: 一二线房地产调控政策超预期收严, 导致销售不及预期; 疫情影响超预期。

### 3.4.3 新城控股

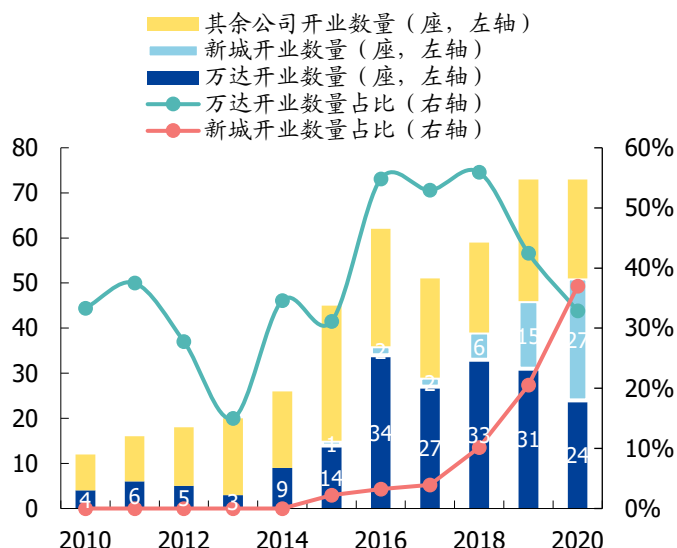
**三四线高 IRR 综合体开发模式优势突出, 运营经验积累为同店租金增长保驾护航。**新城控股坚持“住宅+商业”双轮驱动战略, 顺应消费升级的浪潮, 打造下沉市场商业龙头。公司在三四线城市的综合体开发模式有以下三个特点: (1) 拿地楼面价低, 货地比高; (2) 较高的可售比例; (3) 较短的预售证获取时间。根据年报数据统计, 按综合体楼面价 1600 元/平和可售比例 80% 计算, 单个项目的 IRR 在 28.3% 左右。凭借着高回报开发模式, 公司在 2017 年前后开始加大在三四五线城市综合体的布局力度, 彼时正是万达开始抛售资产, 万达商业全面转向轻资产的时候, 公司抓住了这一窗口期, 迅速积累起规模优势。公司自 2008 年涉足商业地产已积累丰富的招商管理和运营经验。出租率一直处于行业领先水平; 单店租金收入 (去除开业未满 1 年项目) 稳步增长; 去除 2020 年受疫情影响数据, 吾悦广场在开业 3-5 年的同店租金坪效增长率分别为 26.7%/28.2%/25.7%。

图表 83: 综合体 IRR 敏感性分析

综合体 IRR		综合体拿地楼面价 (元/平)										
		1,600	3,600	5,600	7,600	9,600	11,600	13,600	15,600	17,600	19,600	21,600
综合体可售面积占比	10.0%	15.6%	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
	20.0%	16.7%	16.6%	16.5%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.3%	16.3%	16.3%
	30.0%	17.9%	17.6%	17.4%	17.3%	17.2%	17.1%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%	16.9%
	40.0%	19.4%	18.8%	18.4%	18.2%	18.1%	17.9%	17.8%	17.8%	17.7%	17.7%	17.6%
	50.0%	21.1%	20.1%	19.6%	19.2%	19.0%	18.8%	18.7%	18.6%	18.5%	18.4%	18.3%
	60.0%	23.1%	21.7%	20.9%	20.4%	20.1%	19.8%	19.6%	19.4%	19.3%	19.2%	19.1%
	70.0%	25.5%	23.5%	22.4%	21.7%	21.2%	20.9%	20.6%	20.4%	20.2%	20.1%	20.0%
	80.0%	28.3%	25.5%	24.0%	23.1%	22.5%	22.1%	21.7%	21.5%	21.2%	21.1%	20.9%
	90.0%	31.7%	27.8%	25.9%	24.7%	23.9%	23.4%	22.9%	22.6%	22.3%	22.1%	21.9%

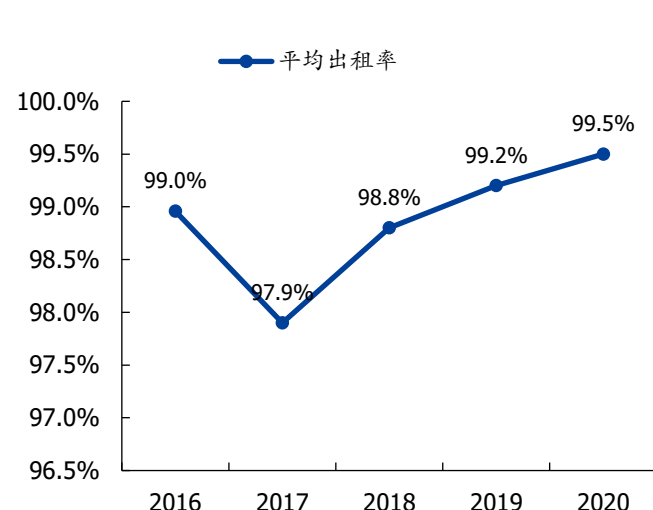
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所测算

图表 84: 购物中心连锁品牌三四五线城市历年新开业数量



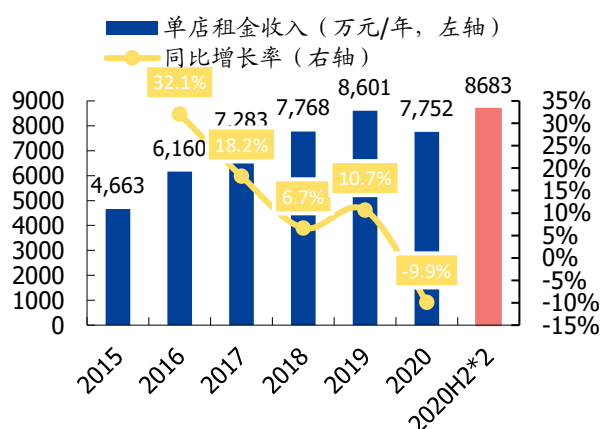
资料来源: 公司年报, 赢商大数据, 国盛证券研究所

图表 85: 公司近五年购物中心出租率维持高位水平



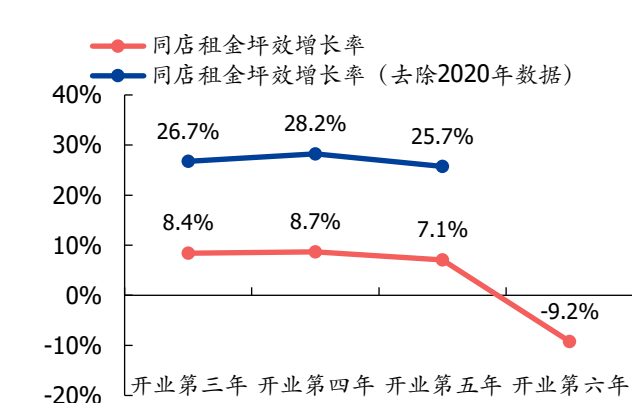
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 86: 公司历年单店年租金收入 (去除开业未滿一年购物中心)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 87: 2015 年后开业项目同店租金坪效增长率

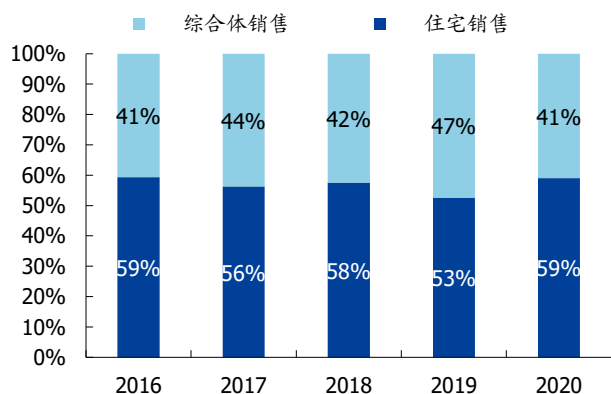


资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

**住宅和综合体开发:** 过去五年销售实现飞跃式增长, 土地储备量足质优。公司物业销售金额从2016年的650.9亿元增长至2020年的2509.6亿元, 年复合增长率达到40.13%, 自2016年来综合体销售占比逐渐提高, 与公司近年来在三、四线城市综合体项目拓增是一致的, 2020年二者占物业销售总营收比例分别为59%与41%。截止2020年末, 公司土储达1.43亿方, 按城市能级划分69%的土储位于长三角三四线城市或一二线城市, 按区域划分77%的土储分布在长三角和中西部地区, 公司未来将继续发力长三角地区和其他城市群的核心城市。2020年末公司可售货值7000多亿元, 覆盖未来2-3年销售规模, 处于行业平均水平。

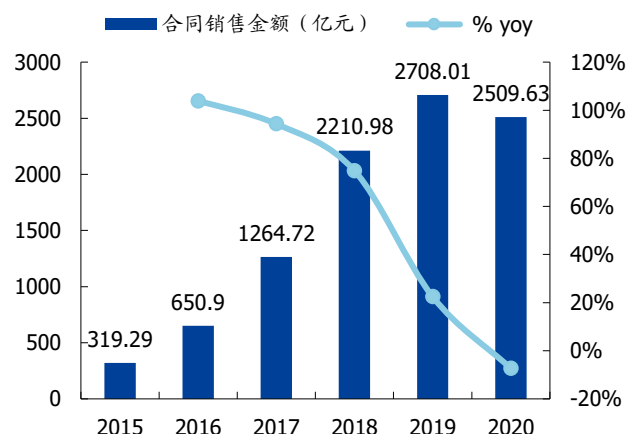


图表 88: 公司住宅及综合体销售收入组成结构



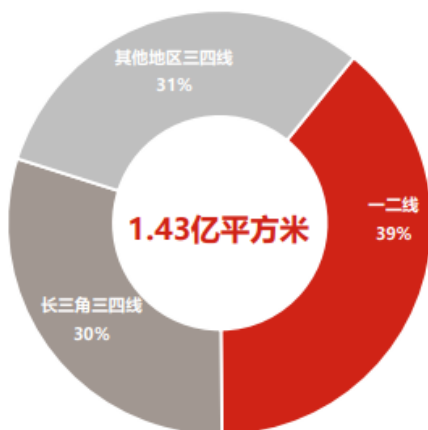
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 89: 公司住宅及综合体合同销售金额及增速



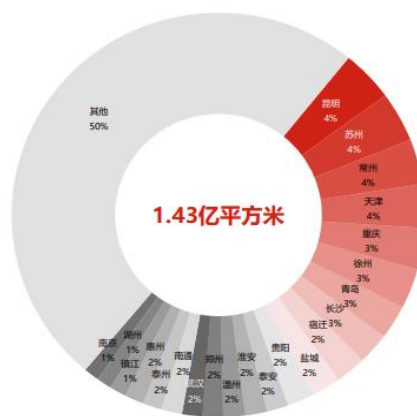
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 90: 公司 2020 年末土储分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 91: 公司土地储备城市分布 (单位: 亿元)



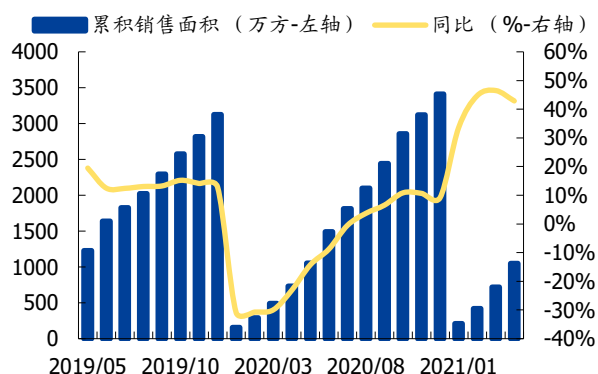
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**风险提示:** 综合体模式竞争烈度超预期; 疫情反复超预期; 房地产政策收紧超预期; 低线城市租金增长不及预期; 实际控制人声誉风险。

### 3.4.4 保利地产

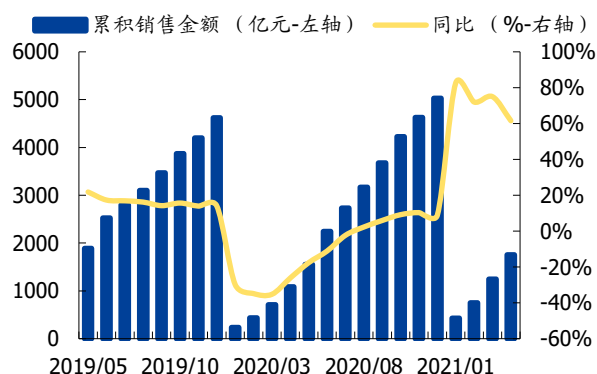
持续深耕核心城市, 2020 年销售规模突破五千亿, 行业排名长期稳定前五。2020 年公司实现销售金额 5028.5 亿元, 同比增长 8.9%, 市场占有率提升至 2.9%; 销售面积 3409.2 万方, 同比增长 9.16%。公司 2020 年一二线城市及 38 个核心城市销售贡献分别为 74%和 75%, 16 个城市排名市场第一, 39 个城市排名市场前三, 城市深耕效果显著。2021 年 1-4 月公司实现累计销售面积 1049.2 万平方米, 同比增长 42.9% (较 2019 年同期增长 9.8%); 累计销售金额 1754.8 亿元, 同比增长 61.6% (较 2019 年同期增长 19.3%), 按销售金额在 TOP40 房企中位列第 4 名; 实现销售均价均价 16726.3 元/平, 同比增长 13.1%。

图表 92: 保利累计销售面积及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

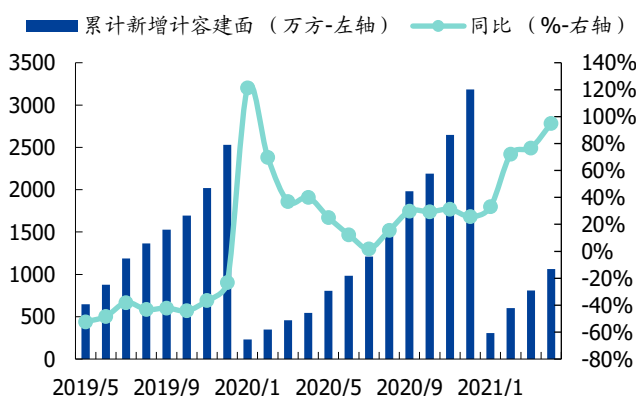
图表 93: 保利累计销售金额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

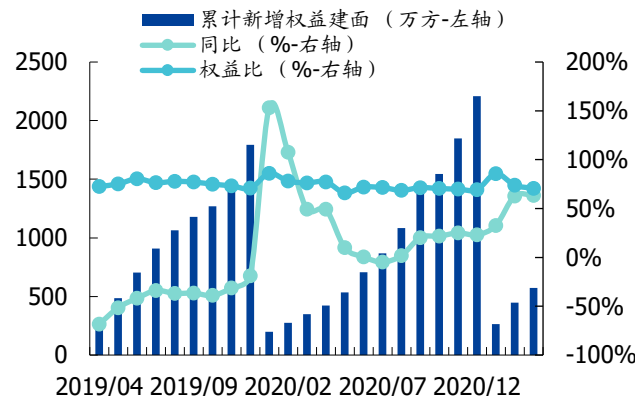
土储资源丰富, **65%聚焦核心 38 城**。截至 2020 年公司在手资源 1.7 亿平, 38 个核心城市占比 65%, 待开发面积 0.7 亿平, 可满足未来 2-3 年开发需求。公司 2020 年新增土储 3186 万方, 同比增长 16%, 面积口径投销比 93.5%。2021 年 1-4 月新增计容建面 1062.1 万平方米, 同比上升 94.9% (较 2019 年同期增长 173.0%), 面积口径投销比 101.2%, 接近等量扩张。公司 1-4 月累计新增计容建面一、二、三线占比分别为 3.34%、52.98%和 43.68%, 分城市群来看主要集中在成渝城市群 (16.94%)、中原城市群 (10.22%)、京津冀城市群 (10.13%) 和长江中游城市群 (10.02%)。

图表 94: 保利累计新增土储计容建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

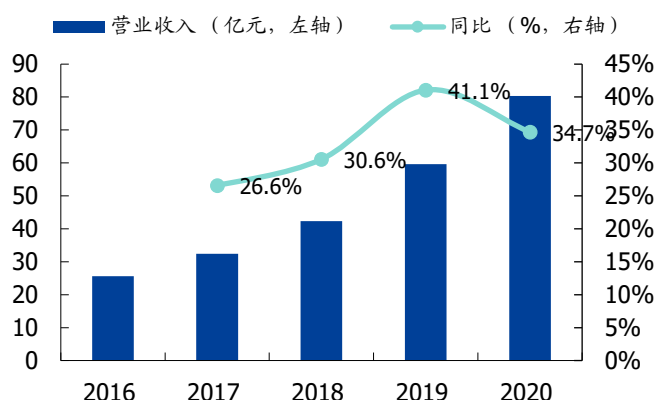
图表 95: 保利累计新增土储权益建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

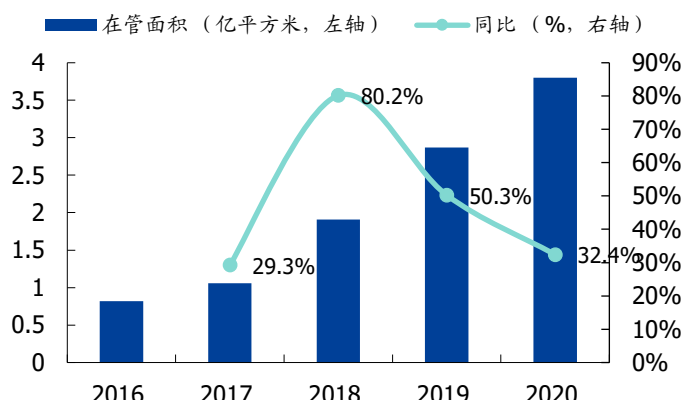
物业排名行业第三, **基金管理规模持续扩大**。截至 2020 年底, 保利物业实现营业收入 80.37 亿元, 同比增长 35%; 在管面积达 3.8 亿平方米, 同比增长 32.4%; 合同面积 5.67 亿平方米, 同比增长 13.9%, 合同管理项目 1948 个。不动产金融方面, 截至 2020 年底, 公司在管基金管理规模超 1400 亿元, 中信保基金、保利资本均获《中国房地产金融》2020 年度“中国最具实力房地产基金 TOP10”。

图表 96: 保利物业营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 97: 保利物业在管面积



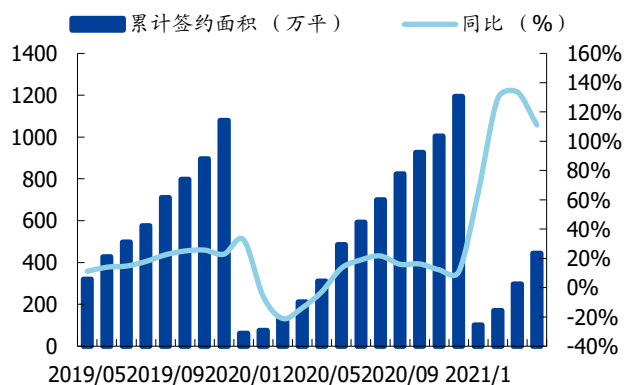
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**风险提示:** 结算进度不及预期。毛利率下降超预期。行业及融资政策收紧超预期。疫情影响超预期。

### 3.4.5 金地集团

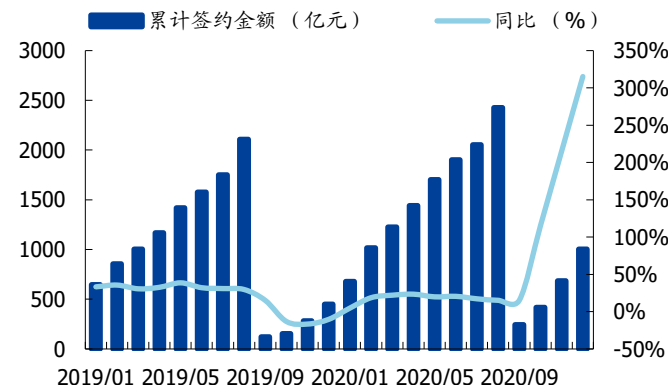
**销售额高速增长, 行业排名迈入前十。**2020 年公司实现销售额 2426.8 亿元, 同比增长 15.2%, 市占率 1.40%; 销售均价 20311 元/平, 同比增长 4.1%, 处于行业高位。公司 1-4 月累计销售金额 1003.2 亿元, 同比增长 315.23% (较 2019 年同期增长 100.15%), 销售金额在行业中排名第 8 名, 目前已完成 2021 年销售目标 2800 亿元的 35.8%, 全年计划达成压力较小; 累计销售面积 444.7 万方, 同比增长 111.06% (较 2019 年同期增长 81.93%); 销售均价 22559 元/平方米, 同比增长 5.65%。

图表 98: 金地集团累计全口径销售面积及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

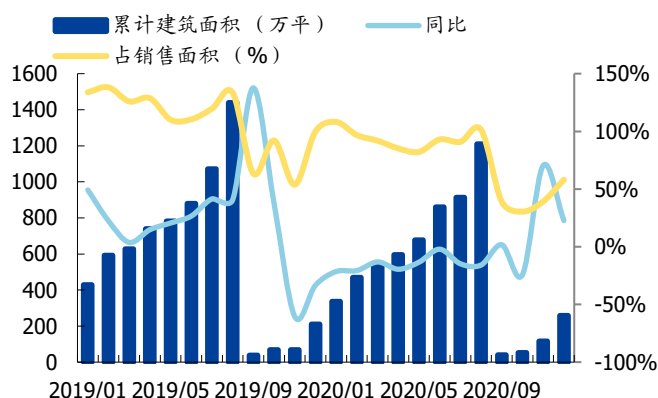
图表 99: 金地集团累计全口径销售金额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

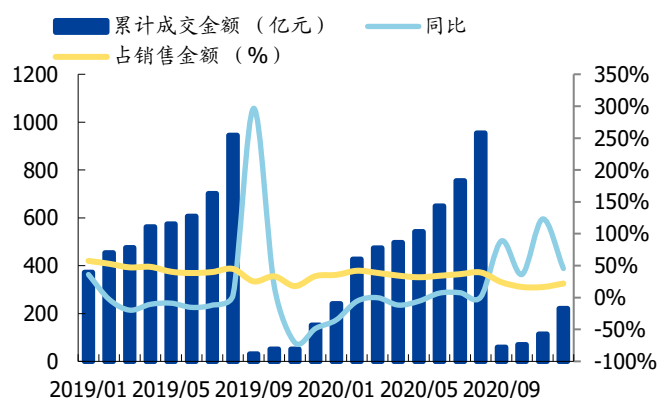
**土储结构不断优化, 新获土储七成布局一二线, 四成集中长江流域城市群。**公司 2020 年新增土储建面 1657 万方, 同比微降 1.8%; 总投资额 1350 亿元, 同比增长 12.5%; 权益比 51.6%, 为近五年新高; 金额口径和面积口径的投销比分别为 55.6% 和 138.7%。公司 1-4 月份拿地建面 258.43 万方, 同比增长 22.71% (较 2019 年同期下降 18.21%); 累计成交金额 220.58 亿元, 同比增长 45.61% (较 2019 年同期下降 24.80%); 金额和面积口径的投销比分别为 22% 和 58.11%。1-4 月拿地一、二、三线城市建面占比分别为 10.4%、62.3%、27.3%; 主要区域为长三角 (26.86%) 和长江中游 (13.84%)。

图表 100: 金地累计新增土储计容建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 101: 金地累计新增土储成交金额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

通过产业协同方式可低成本获取优质土地资源。2016 年控股子公司金地商置成立了专注于产业平台的地威新, 全力发展国内一线以及强二线的商业园项目, 把旧工厂用地改为高增长值工业研发及制造之产业园。一方面在地产业务利润空间收缩的背景下, 通过产商住联动可创造新的利润增长点; 另一方面基于现有成功项目的背书以及之前园区开发中产业资源的积累, 公司可以更好地与政府进行勾兑, 从而以低成本获取优质资源。截至 2021 年 2 月, 金地威新已进入全国 16 座城市, 开发产业类项目共 32 个, 管理面积近 400 万平方米。2021 年 1-3 月, 公司 7 个在运营的产业园出租率达 83%, 较 2020 年增长了 3 个百分点。

图表 102: 部分在运营产业园项目

产业园镇项目	已出租面积 (万方)	可出租面积 (万方)	1-3 月租金收入 (万元)	出租率 (%)
深圳威新软件园一二期	13.19	12.29	5110	84%
上海闵行科创园	9.69	9.56	2135	
上海嘉定智造园	15.78	15.18	1422	
上海宝山智造园	11.19	10.93	683	
上海松江智造园	11.58	11.37	1405	83%
上海虹桥科创园	6.59	6.59	646	
深圳科陆产业园	8.62	8.62	735	
成都科陆产业园	4.6	4.31	409	

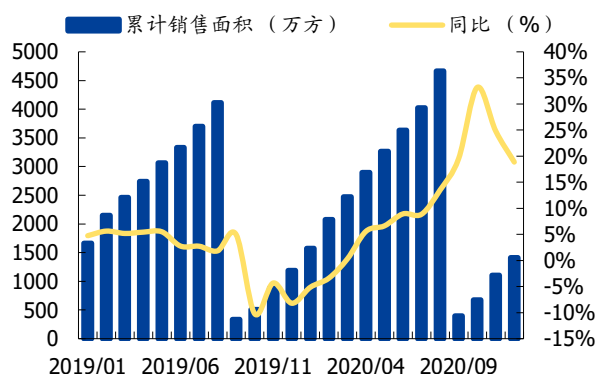
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示: 房地产调控政策收紧超预期, 疫情影响超预期。

### 3.4.6 万科 A

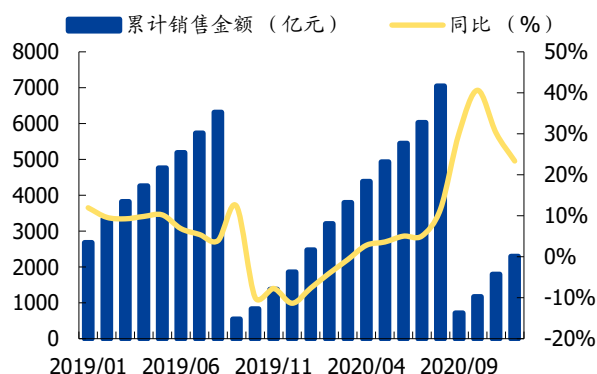
销售维持稳定增长, 已售未结资源丰富, 为业绩释放提供基础。2020 年公司销售额 7041.5 亿元, 同比增长 11.6%, 市占率 4%, 同比提升 0.1pct; 销售面积 4667.5 万方, 同比增长 13.5%; 已售未结资源 6981.5 亿元, 同比增长 14.6%。2021 年 1-4 月累计销售面积 1412.9 万方, 同比增长 18.9% (较 2019 年同期增长 9.1%), 行业排名第 3; 累计销售金额 2292.4 亿元, 同比增长 23.4% (较 2019 年同期增长 9.37%), 行业排名第 2; 均价 16224.8 元/平, 同比增长 3.8%, (较 2019 年同期增长 0.22%)。

图表 103: 万科累计全口径销售面积及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

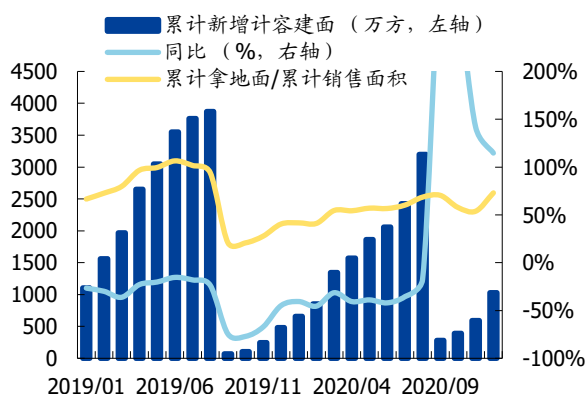
图表 104: 万科累计全口径销售金额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

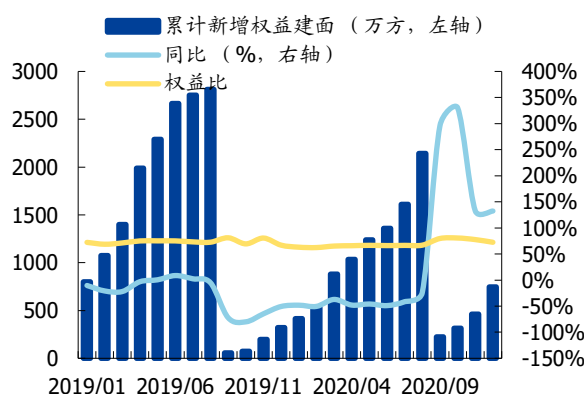
土储资源充足, 新增土储以二线为主, 权益比例提升。2020 年公司新增土储建面 3366.5 万方, 权益建面 2058.8 万方, 权益金额 1381.5 亿。截至去年底, 公司在建项目总建面 10787.6 万方, 规划中项目总建面 5050.8 万方, 减去已售未结部分合计 1.1 亿方, 可供公司 2-3 年发展。1-4 月份新增土储 1031.4 万方, 同比增长 114.7% (较 2019 年同期增长 18.21%), 占销售面积 73%; 权益建面 747.1 万方, 同比提高 132.4% (较 2019 年同期提高 14.69%), 权益比 72.4%; 权益金额 529 亿元, 同比提高 386.1% (较 2019 年同期提高 36.61%)。新增土储二三线面积占比分别为 68.52% 和 31.48%, 其中长三角、兰西和关中原城市群占比分别为 14.2%、11.3% 和 10.3%。

图表 105: 万科累计新增土储计容建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

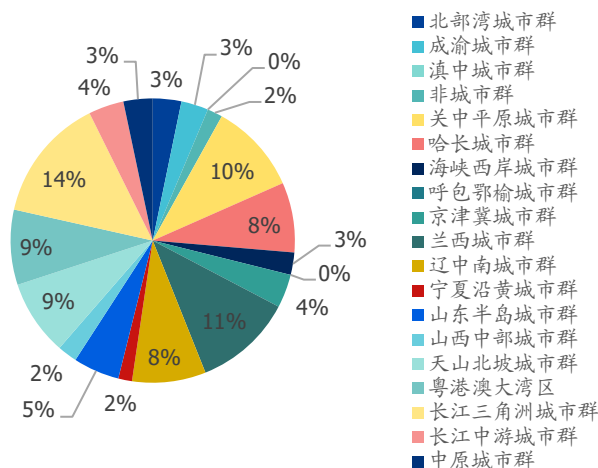
图表 106: 万科累计新增土储权益建面



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

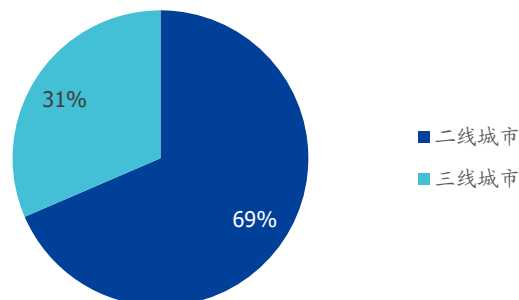


图表 107: 2021 年 1-4 月万科新增土储按城市群分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

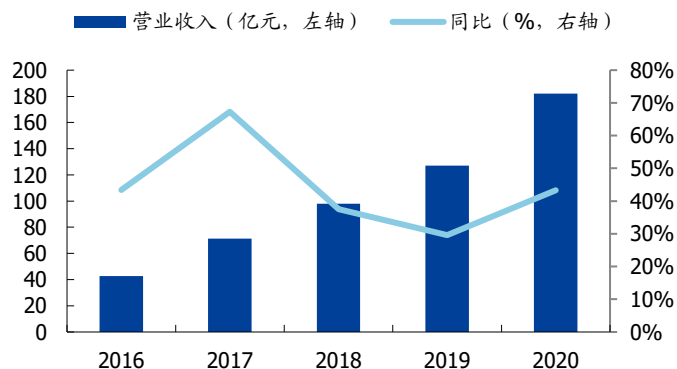
图表 108: 万科新增土储按城市能级分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

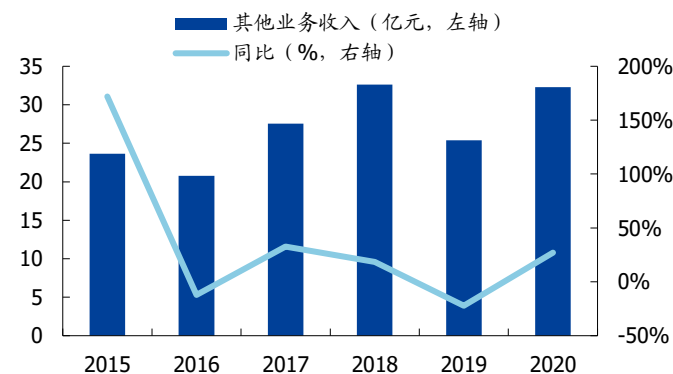
**多元化业务协同并进, 投资成果逐渐显现。**(1) 物业服务: 2020 年万科物业实现营业收入 182.04 亿元, 同比增长 27.36%。(2) 租赁住宅业务: 2020 年新增开业 3.3 万间, 截止 2020 年底万科泊寓累计开业 18.44 万间, 成熟期项目出租率超过 95%。(3) 商业业务: 截至 2020 年底, 公司新开业商业面积总计 128.9 万平方米, 累计开业面积 989.8 万平方米。截至 2020 年底, 公司已开业项目出租率为 87.4%, 其中开业 3 年以上的商业项目出租率为 92%。(4) 物流业务: 2020 年公司物流仓储服务业务新获取项目 10 个, 截止 2020 年底, 物流仓储服务业务可租赁总建筑面积达 1148 万平方米, 同比增长 5.7%。

图表 109: 万科物业营业收入



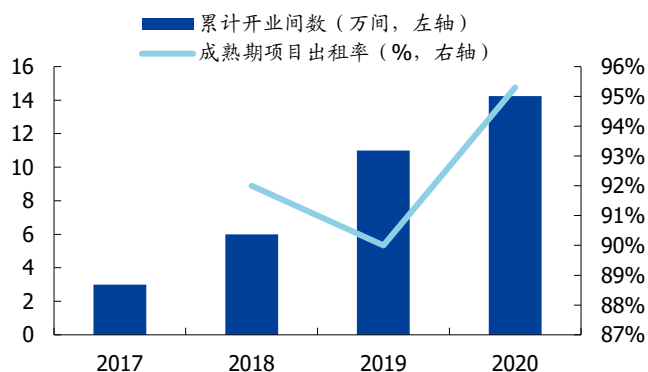
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 110: 万科其他业务营业收入



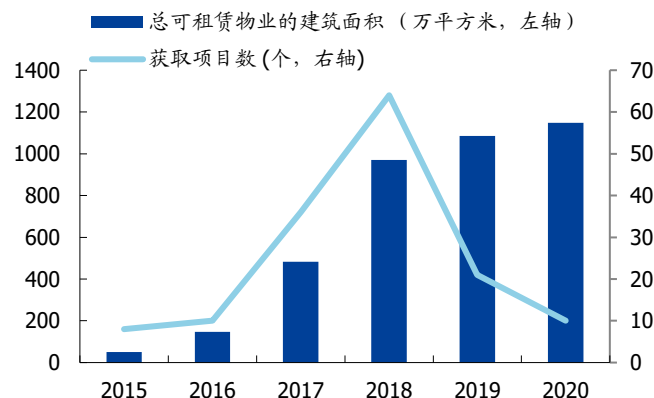
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 111: 万科租赁业务



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 112: 万科物流业务



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**风险提示:** 销售增速继续大幅下滑, 多元业务拓展不及预期

### 3.5 投资建议小结

1. 现金流优秀、运营能力逐渐得到市场认同从而估值提升的商业地产: 华润置地、龙湖集团、新城控股; 2. 集中度提升、受益于二手房市场红利的经纪服务赛道龙头: 贝壳、我爱我家; 3. 稀缺消费升级奢侈品概念的商管+物管公司: 华润万象生活; 4. 经营稳健、现金流充裕、同时销售有一定增长潜力的龙头房企, 如金地集团、保利地产、万科 A; 5. 代建行业龙头企业: 绿城管理控股。

### 风险提示

- 1. 房地产政策收紧超预期:** 若房地产政策持续超预期收紧, 可能影响销售和回款情况。
- 2. 房企毛利率下降超预期:** 由于土地市场竞争激烈, 房企拿地成本上升, 行业地货比处于历史高位, 若拿地利润持续下降, 可能影响板块公司业绩。
- 3. 集中度提升速度低于预期:** 若行业集中度提升缓慢, 则可能导致龙头房企资源优势相对减弱, 中小房企出清速度放缓, 龙头业绩不及预期。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
