

证券研究报告 / 行业深度报告

莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行

--- 2021 年房地产行业投资策略

优于大势

上次评级: 优于大势

报告摘要:

回顾: 2020 年销售方面, 强供给需求韧性足, 疫情后景气度维持高位, 各城市市场已现分化; 房价方面, 区域间分化持续扩大, 一线城市二手房房价抬升显著; 土地方面, 年尾热度上行不改承压趋势, 下半年量缩价跌表征土地投资集中于一二线或核心城市圈; 开工竣工方面, 新开工回暖边际趋缓, 竣工修复仍是大趋势; 投资方面, 累计增速率先恢复, 建安端支撑平稳走阔; 资金方面, 融资环境先松后紧, 未来不同档位房企或在融资策略上出现分化, 到位资金将出现结构性调整。

预测: (1) 销售方面, 选定 TOP30 房企计算“三道红线”下 2021 年有息负债增长上限, 复盘历年有息负债撬动销售金额势能以及 TOP30 房企销售金额增速占全国销售金额增速比重, 预计 2021 年全国销售金额增速为 5.5%, 销售面积增速为 1.4%; (2) 房价方面, 根据宏观经济企稳流动性收紧至中性以及政策调控不动摇, 预计 2021 年房价涨幅收窄于 4.0%; (3) 土地方面, 通过 2020 年定金及预收款+个人按揭贷款增速较土地成交价款增速的领先机制, 以及土地市场热度回落的大逻辑, 预计 2021 年土地成交价款增速收窄至 7%; 预计土地市场延续 2020 年下半年量缩价涨的趋势, 土地购置面积增速为-3%; (4) 开工竣工方面, 通过去化周期以及销售面积影响的开工意愿, 以及土地成交影响的开工能力, 叠加上融资新规影响下投资力度的回落影响房企全年新开工计划的铺排, 预计 2021 年全国新开工面积增速为 1.0%; 通过期房销售的滞后结转, 剔除当期现房竣工面积, 修正得到未来期房竣工面积, 预计 2021 年竣工增速改善至 7.0%; (5) 综合施工投资额的拆分细项以及土地投资额较土地成交价款的滞后性, 预计 2021 年总投资额增速为 5.8%; (6) 分拆资金来源为内生回款及其他来源两部分, 通过拟合内生回款与销售金额的相关性以及其他来源资金与有息负债增速的相关性, 预计 2021 年到位资金增速为 3.8%。

投资策略: 各项估值均处历史大底, 高业绩确定性下低估值优势彰显。个股方面推荐业绩确定性强、资源卓越的一线房企: 万科 A、保利地产、金地集团、新城控股和招商蛇口; 建议关注二线龙头房企: 滨江集团、中南建设、蓝光发展、金科股份、荣盛发展、旭辉控股集团和阳光城。

风险提示: 行业资金面超预期收紧; 市场表现超预期下行

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
万科 A	28.70	3.44	3.91	4.56	8.34	7.34	6.29	买入
保利地产	15.82	2.34	2.76	3.25	6.76	5.73	4.87	买入
金科股份	7.09	1.06	1.34	1.65	6.69	5.29	4.30	买入
荣盛发展	6.53	2.10	2.59	3.04	3.11	2.52	2.15	买入
蓝光发展	4.63	1.15	1.65	2.00	4.03	2.81	2.32	买入

历史收益率曲线



行业数据

成分股数量 (只)	124
总市值 (亿)	8513
流通市值 (亿)	7367
市盈率 (倍)	11.80
市净率 (倍)	1.03
成分股总营收 (亿)	6191
成分股总净利润 (亿)	624
成分股资产负债率 (%)	123.32

相关报告

《LPR 连续八月持平, 苏州户籍新政进一步深化租购同权》

--20201228

《11 月地产销售高位回落, 中央经济工作会议着墨租赁市场》

--20201222

《销售增速高位回落, 土地市场量减价增》

--20201222

《政治局会议地产表态稳字当头, 北京公布物业管理委员会组织办法》

--20201213

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002
18117166023 wuyx@nesc.cn

目 录

1. 销售：强供给需求韧性足，预计 2021 年销售金额增速为 5.5%.....	6
1.1. 回顾：强供给需求韧性足，疫情后景气度维持高位.....	6
1.2. 预测：销售促回款支撑市场热度平稳，预计 2021 年销售规模小幅收窄.....	11
2. 房价：区域间分化持续扩大，预计 2021 年涨幅边际趋缓收窄至 4.0%.....	14
2.1. 回顾：区域间分化持续扩大，一线城市二手房价抬升显著.....	14
2.2. 预测：分线城市分化仍将持续，预计 2021 年房价涨幅为 4.0%.....	16
3. 土地：年末热度上行不改承压趋势，预计 2021 年成交价款增速回落至 7%...17	17
3.1. 回顾：年末热度上行不改承压趋势，审慎投资下核心资源优势凸显.....	17
3.2. 预测：融资环境长期收紧，预计 2021 年成交价款增速回落至 7%.....	20
4. 开竣工：开工回暖竣工修复，预计 2021 年开竣工增速分别为 1.0%、7.0%...21	21
4.1. 回顾：新开工回暖边际趋缓，竣工修复仍是大趋势.....	21
4.2. 预测：预计 2021 年新开工增速小幅回暖至 1.0%.....	23
4.3. 预测：竣工改善确定性较强，预计 2021 年竣工增速改善至 7.0%.....	25
5. 投资：率先修复韧性足，预计 2021 年房地产开发总投资额增速为 5.8%.....	26
5.1. 回顾：累计增速率先恢复，建安端支撑平稳走阔.....	26
5.2. 预测：预计 2021 年房地产开发总投资额增速为 5.8%.....	29
6. 资金：融资收紧下或将结构性调整，预计 2021 年到位资金增速为 3.8%.....	32
6.1. 回顾：融资环境先松后紧，三道红线下或将结构性调整.....	32
6.2. 预测：预计 2021 年房地产开发企业到位资金增速收窄至 3.8%.....	35
7. 投资逻辑：高业绩确定性下低估值优势彰显.....	36
7.1. 基金持续低配地产板块.....	36
7.2. 各项估值均处历史大底，高业绩确定性下低估值优势彰显.....	37
8. 风险提示.....	39

图表目录

图 1：商品房销售面积累计同比.....	6
图 2：商品房销售金额累计同比.....	6
图 3：商品房单月销售金额及单月同比.....	7
图 4：商品房单月销售面积及单月同比.....	7
图 5：30 大中城市商品房单月成交面积及同比.....	7
图 6：商品房年度累计销售面积及同比.....	7
图 7：各地区商品房销售金额占比.....	8
图 8：各地区商品房销售金额累计同比（%）.....	8
图 9：各地区商品房销售金额单月同比.....	8

图 10: 各地区商品房销售面积占比	8
图 11: 各地区商品房销售面积累计同比.....	8
图 12: 各地区商品房销售面积单月同比	8
图 13: 分线商品房销售金额累计同比	9
图 14: 分线商品房销售金额单月同比	9
图 15: 分线商品房销售面积累计同比	9
图 16: 分线商品房销售面积单月同比	9
图 17: 历年房企销售金额集中度	10
图 18: 历年房企分梯队销售金额集中度	10
图 19: 今年来房企销售金额集中度	10
图 20: 今年来房企分梯队销售金额集中度	10
图 25: 分区域商品房均价累计同比	15
图 26: 分线商品房均价累计同比	15
图 27: 70 大中城市分线新房价格指数当月同比	15
图 28: 70 大中城市分线二手房价格指数当月同比	15
图 29: 百城住宅价格指数单月环比	16
图 30: 百城住宅价格指数单月同比	16
图 31: 全国房价增速与百城价格指数	16
图 32: 全国累计房价及增速	16
图 33: 土地成交价款累计同比	17
图 34: 单月土地成交价款及单月同比	17
图 35: 土地购置面积累计同比	17
图 36: 单月土地购置面积及单月同比	17
图 37: 供应土地建筑面积及成交土地建筑面积	18
图 38: 单月百城成交楼面价及溢价率	18
图 39: 300 城土地出让金与全国土地成交价款累计增速	18
图 40: 300 城单月供应土地建筑面积及同比	19
图 41: 300 城单月成交土地建筑面积及同比	19
图 42: 全部用地流拍率	19
图 43: 300 城单月楼面价及同比	19
图 44: 单月百城土地成交结构	19
图 45: 百城分线供应土地建面同比	19
图 46: 百城分线成交土地建面同比	20
图 47: 百城分线成交土地楼面均价同比	20
图 48: 房地产开发企业到位资金（定金及预收款、个人按揭贷款）与土地成交价款增速.....	20
图 49: 房屋新开工面积累计同比	21
图 50: 房屋单月新开工面积及单月同比	21
图 51: 住宅新开工面积累计同比	22
图 52: 住宅单月新开工面积及单月同比	22
图 53: 房屋竣工面积累计同比	22
图 54: 房屋单月竣工面积及单月同比	22
图 55: 住宅竣工面积累计同比	22
图 56: 住宅单月竣工面积及单月同比	22
图 57: 商品房待售面积累计值（百万方）	23
图 58: 住宅待售面积累计值（百万方）	23

图 59: 样本城市商品房库存面积 (万方)	23
图 60: 一线城市商品房库存面积 (万方)	23
图 61: 新开工面积与销售面积单月增速	24
图 62: 新开工面积与销售面积单月增速相关系数	24
图 63: 新开工面积与去化周期 (月)	24
图 64: 新开工面积单月增速与 300 城土地成交面积增速 (T-5M)	25
图 65: 商品房开发投资完成额累计同比	27
图 66: 住宅开发投资完成额累计同比	27
图 67: 施工投资额与土地购置费累计同比	27
图 68: 房地产开发投资额构成	27
图 69: 商品房单月开发投资完成额与单月同比	27
图 70: 住宅单月开发投资完成额与单月同比	27
图 71: 各地区商品房开发投资额占比	28
图 72: 各地区房地产开发投资额累计同比	28
图 73: 各地区房地产开发投资额单月同比	28
图 74: 国房景气指数	28
图 75: 分线商品房开发投资额累计同比	29
图 76: 一线商品房单月投资额及单月同比	29
图 77: 二线商品房单月投资额及单月同比	29
图 78: 三四线商品房单月投资额及单月同比	29
图 79: 全国土地购置费和成交价款累计增速	30
图 80: 土地投资额和 300 城土地出让金累计增速	31
图 81: 土地购置费和成交价款累计增速预测	31
图 82: 商品房开发投资额构成	31
图 83: 商品房开发投资额构成 (年度)	31
图 84: 房地产开发累计资金来源	33
图 85: 房地产开发资金来源累计同比	33
图 86: 房地产到位资金累计同比	33
图 87: 单月房地产到位资金及单月同比	33
图 88: 国内贷款资金累计同比	33
图 89: 单月国内贷款资金及单月同比	33
图 90: 自筹资金累计同比	34
图 91: 单月自筹资金及单月同比	34
图 92: 定金及预收款累计同比	34
图 93: 单月定金及预收款及单月同比	34
图 94: 个人按揭贷款累计同比	34
图 95: 单月个人按揭贷款及单月同比	34
图 96: 首套房、二套房房贷平均利率	35
图 97: 首套房、二套房房贷平均利率环比变化	35
图 98: 全国销售金额增速与房地产开发企业到位资金 (内生回款) 增速	35
图 99: 房地产开发企业到位资金 (其他) 与样本房企有息负债增速	36
图 100: 历史相对标准配置比例比较	37
图 101: 基金持仓总市值	37
图 102: 2020 年至今各板块涨幅对比	37
图 103: 申万房地产板块历史绝对 PE 和相对 PE (相对沪深 300) 波动水平	38

图 104: 申万房地产板块历史绝对 PB 和相对 PB(相对沪深 300)波动水平.....	38
表 1: “三道红线”及中性标准计算公式.....	13
表 2: 分档依据及有息负债增速限值.....	13
表 3: 样本房企“三道红线”分档及有息负债规模预测.....	13
表 4: 2020~2022 全国商品房竣工面积预测 (亿方).....	26
表 5: 2020~2022 全国施工投资额及施工面积预测 (亿元, 亿方).....	30
表 6: 2020~2022 全国房地产开发总投资完成额预测 (亿元).....	32
表 7: 2020~2021 房地产开发企业到位资金预测 (亿元).....	36
表 8: 重点房企估值表.....	39

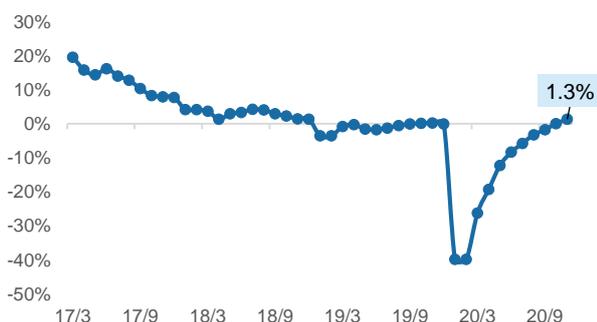
1. 销售：强供给需求韧性足，预计 2021 年销售金额增速为 5.5%

1.1. 回顾：强供给需求韧性足，疫情后景气度维持高位

从国家统计局数据来看，2020 年 1-11 月商品房累计销售面积 150834 万平方米，同比增加 1.3%，增速自年初创下历年新低后，持续修复，全年累计销售面积增速自 2016 年以来持续收窄；年内分阶段来看，2020 年 5 月单月销售面积增速回正，10 月累计销售面积增速回正。其中住宅累计销售面积为 133307 万平方米，同比增加 1.9%，年度累计销售面积增速自 2016 年达到峰值后持续下滑，由于房企四季度以来持续以价换量冲业绩，截止 2020 年 11 月住宅累计增速筑底回升，较 2019 年同期扩大 1.1pct。

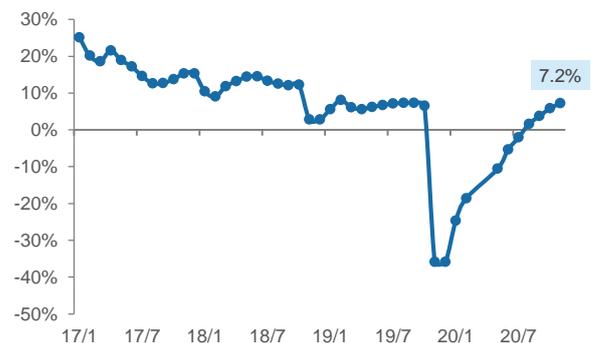
2020 年 1-11 月商品房累计销售额 148969 亿元，同比上升 7.2%，增速于 8 月回正，全年累计销售额自 2015 年以来连续增长，增速自 2016 年达到 34.8% 的峰值后持续回落；其中商品住宅销售额 133247 亿元，同比上升 9.5%，增速回正时点较商品房累计销售额提早一个月。房管局数据来看，三十大中城市商品房成交面积累计增速持续修复至 11 月的 -4.6% 仍未回正。

图 1：商品房销售面积累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 2：商品房销售金额累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

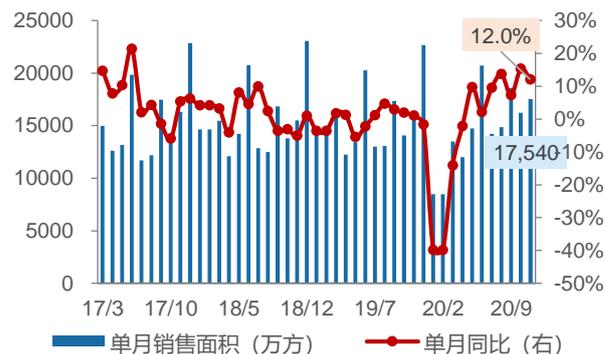
单月数据来看，今年 5 月以来商品房单月销售面积增速不仅实现了大幅修复回正，还在 10 月创下 2017 年 7 月以来的最大单月增速，四季度持续保持较高增速；商品房单月销售额增速自 5 月回正后，持续保持高位增长，其中 8 月单月增速更是创下 2017 年以来最高值 27.1%。房管局数据来看，三十大中城市商品房成交面积增速自 6 月调整回正，回正时点晚于国家统计局全国数据；我们统计的 63 个样本城市商品房合计销售面积增速自 5 月修复至正数，其中 8 月增速达到 19.4% 的峰值。

图 3: 商品房单月销售金额及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 4: 商品房单月销售面积及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 5: 30 大中城市商品房单月成交面积及同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

30 大中城市中二线城市包括: 天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春; 三线城市包括: 无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。

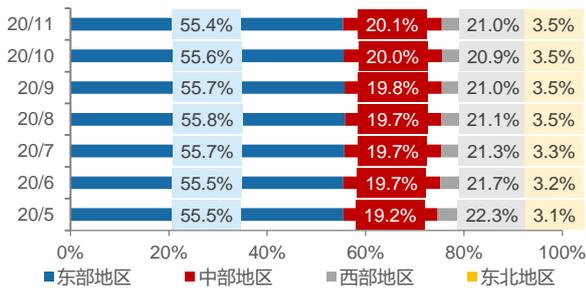
图 6: 商品房年度累计销售面积及同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

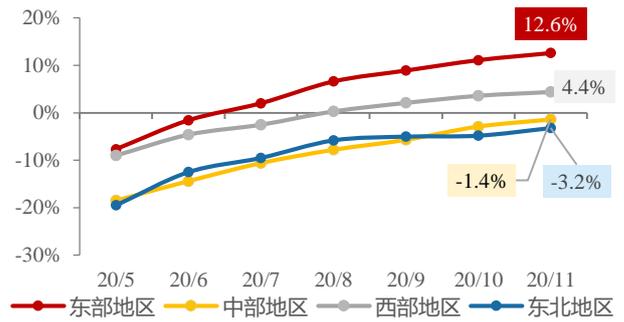
分区域销售面积方面, 从国家统计局数据来看, 东部地区在疫情可控后期强势反弹, 累计销售面积增速于 2020 年 8 月调整回正, 并进一步走阔至 5.3%; 西部地区紧随其后, 累计销售面积增速于 2020 年 10 月调整回正并持续上升至 1.9%。单月数据来看, 东部地区 8 月单月增速达到了 22.2%, 为 2016 年以来之最, 四季度以来延续高速增长态势。分区域销售额方面, 从国家统计局数据来看, 东部地区累计销售额增速于 7 月回正, 并迅速调整至 2017 年 10 月以来的增速高位, 销售恢复势头强劲。中部、东北地区累计增速仍为负值, 修复速度较为缓慢。单月数据来看, 各地区均在 8 月达到了近年来的增速高位, 其中东部、西部连续 5 月处于高速增长态势。

图 7: 各地区商品房销售金额占比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 8: 各地区商品房销售金额累计同比 (%)



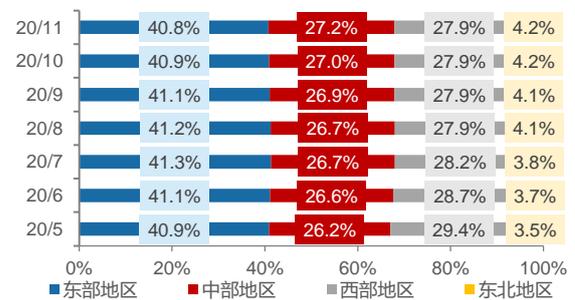
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 9: 各地区商品房销售金额单月同比



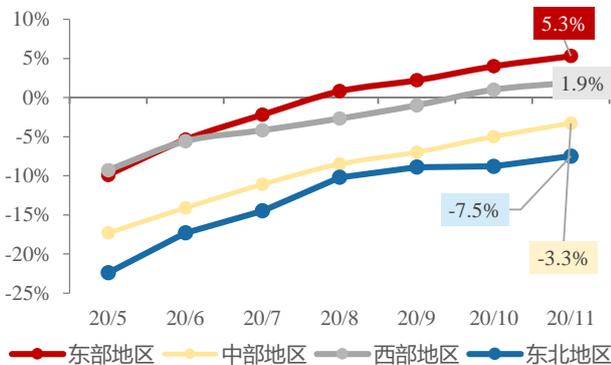
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 10: 各地区商品房销售面积占比



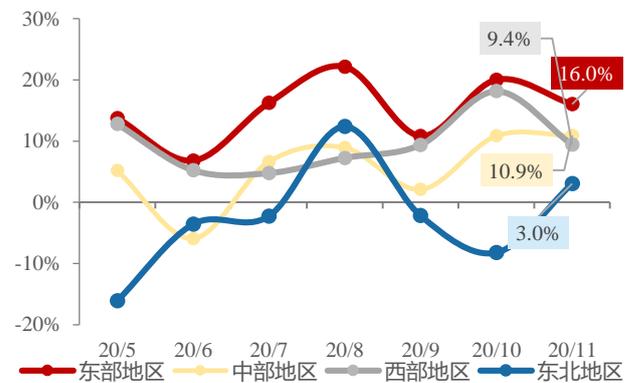
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 11: 各地区商品房销售面积累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

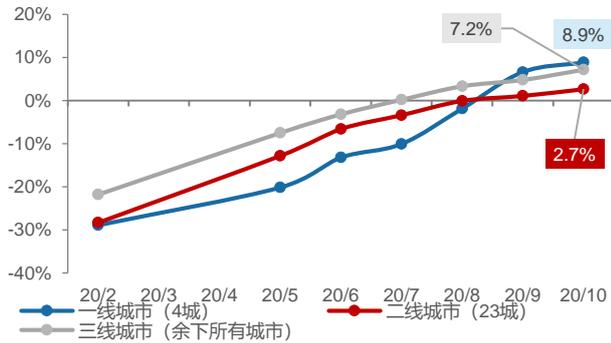
图 12: 各地区商品房销售面积单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

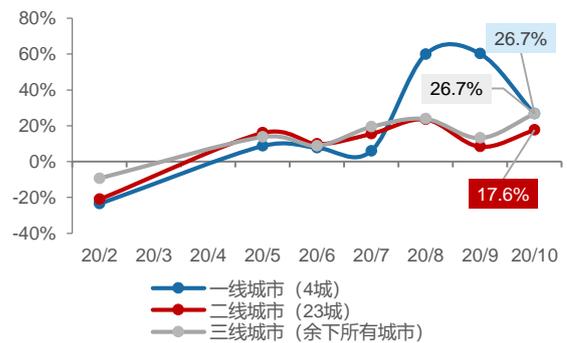
分线销售面积方面,从国家统计局数据来看,一线城市由于强劲的市场需求,累计增速快速修复至3.3%。单月数据来看,一线城市在8~11月保持高增,二线城市自今年5月以来连续6个月增长,但于11月市场转冷单月增速大幅回调至-6.1%,三四线城市自4月以来保持稳定增长;房管局数据来看,根据我们统计的63个样本城市,一线城市由于管控较严,单月增速转正滞后,但在三季度以来分别实现三成以上的高位增长。分线销售额方面,从国家统计局数据来看,三四线城市累计增速较早转正,但是后续势头稍弱于一线城市;单月数据来看,各线城市于5月进入高速增长态势,一线城市由于去年同期低基数和需求的滞后释放,8~9月单月增速分别达到59.8%、60.2%的高位。

图 13: 分线商品房销售金额累计同比



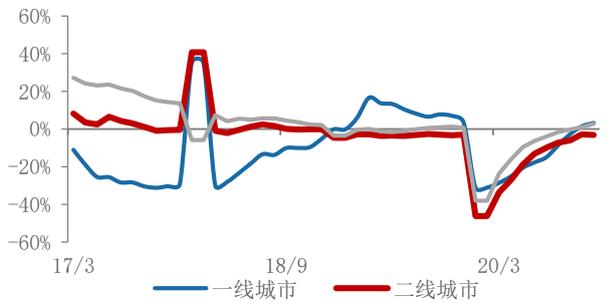
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 14: 分线商品房销售金额单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 15: 分线商品房销售面积累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

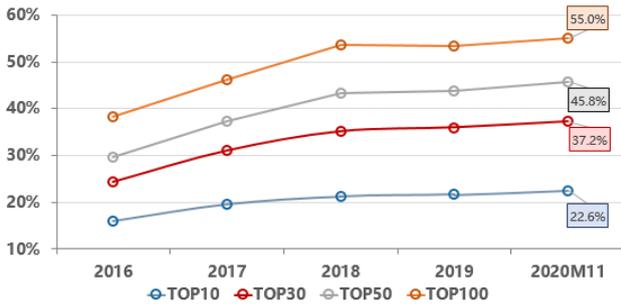
图 16: 分线商品房销售面积单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

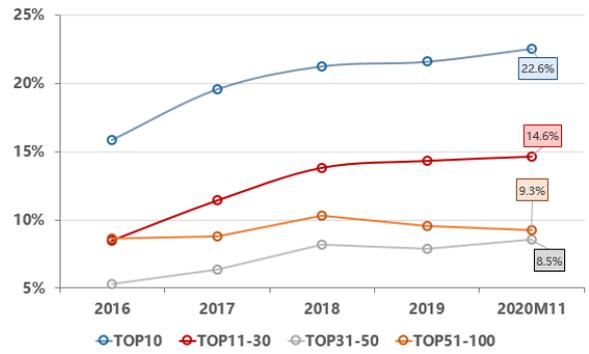
房企销售方面, 从克而瑞数据来看, TOP30 房企累计销售额增速自 7 月由负转正, TOP100 由于头部房企的强势表现也在 7 月实现了增速回正; 单月数据来看, TOP30 房企单月销售额增速自 5 月由负转正大幅上行至 7 月的 29.64%, 此后 9 月由于传统销售旺季高基数影响增速大幅下调, 但仍实现了较高增长, 截止 11 月回落至 14.81%。从整体来看, 市场在传统“金九银十”销售旺季的实际去化率水平不及预期, 四季度销售市场热度延续存在房企加大推盘以价换量的影响。在行业增速放缓的背景下, 规模房企的竞争优势日益凸显, 资源加速向优势企业集聚, 推动行业集中度上行。从历年销售金额集中度来看, 2020 年 TOP10 房企集中度提高较快, TOP11-30、TOP31-50 房企集中度增长较缓慢, 而 TOP51-100 房企集中度 2019 年开始呈现下降趋势, TOP50 之后的房企竞争力下滑较明显。

图 17: 历年房企销售金额集中度



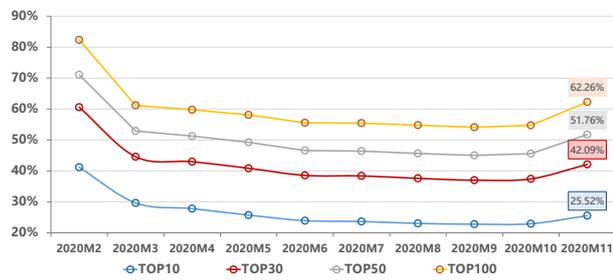
数据来源: 东北证券, 克而瑞

图 18: 历年房企分梯队销售金额集中度



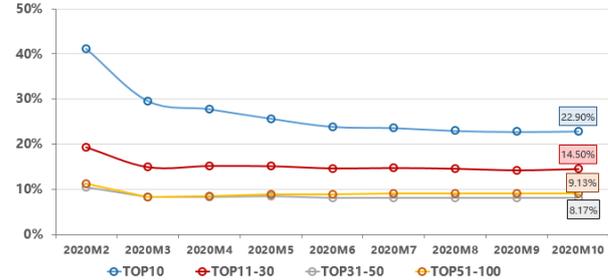
数据来源: 东北证券, 克而瑞

图 19: 今年来房企销售金额集中度



数据来源: 东北证券, 克而瑞

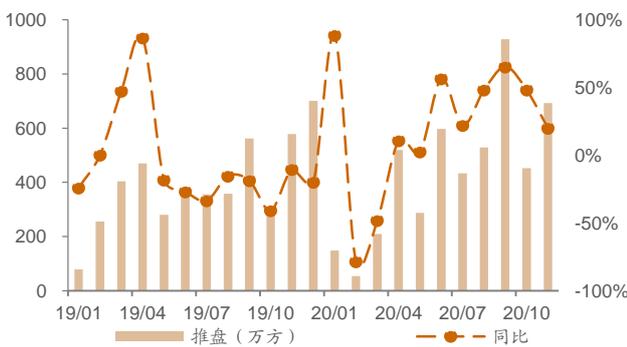
图 20: 今年来房企分梯队销售金额集中度



数据来源: 东北证券, 克而瑞

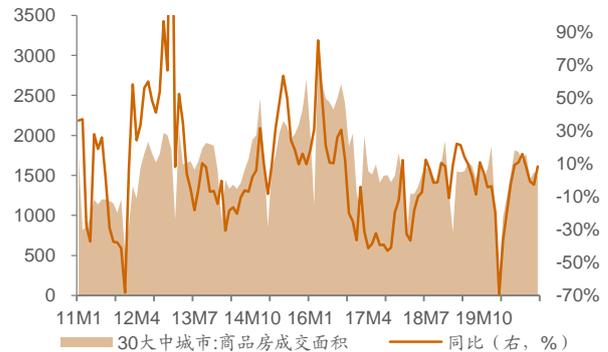
从我们跟踪 34 个样本城市的高频数据来看, 据房管局成交数据显示, 截止 2020 年 12 月中下旬, 34 城合计成交面积环比和同比皆有所增长, 表明房企年底促销力度仍处高位, 其中一线城市成交面积增速较大; 从 30 大中城市数据来看, 近期成交面积增长的趋势类似。二手房方面, 据我们统计的 15 个样本城市数据显示, 12 月以来成交量保持平稳, 其中一线城市增长较快。

图 21: 一线城市商品房单月推盘面积



数据来源: 东北证券, Wind

图 22: 30 大中城市单月成交 (万方)



数据来源: 东北证券, Wind

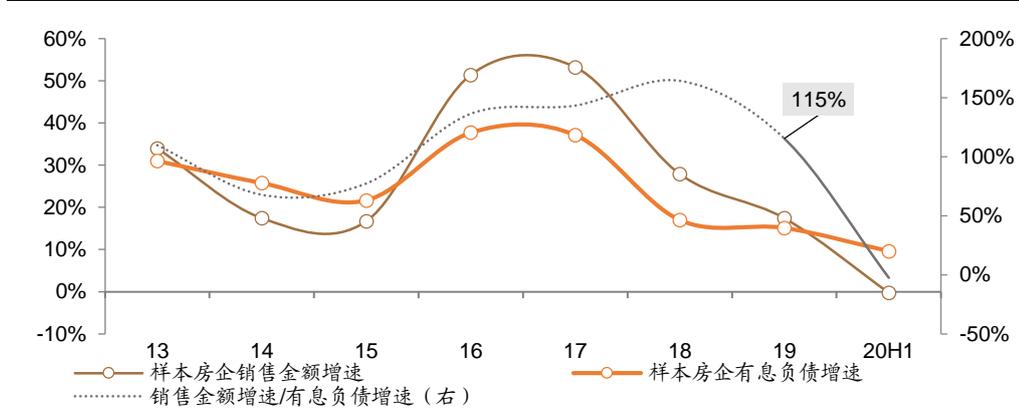
受疫情影响, 房企推盘计划普遍延后, 上下半年推盘比例普遍从往年的四六开调整为三七开, 从房管局数据来看, 以一线城市为例, 自今年 4 月起推盘量持续呈现同比增长, 推盘量较单月销售较早调整回正, 在传统旺季的 9 月更是实现了 65% 的增速, 推盘处于高位的同时叠加上一线城市由于前期管控相对较严, 需求滞后释放,

从而在三、四季度带来了市场销售持续火爆。从主流房企销售持续的亮眼表现来看，行业集中度提升趋势不变，且由于融资新规等原因或将进一步提速。由于核心一二线城市前期限制较严，销售相对滞后修复，但近期反弹势头强劲；东部地区的销售恢复情况和后劲明显优于其他区域。在传统销售旺季“金九银十”，9~10月的销售去化表现小幅回调，供给仍处高位支撑市场热度保持平稳，各城市市场或将进一步分化，核心一、二线城市市场需求韧性依旧，弱三、四线城市市场需求增长乏力，叠加棚改退场需求透支、购买力瓶颈制约，预计成交承压下行。

1.2. 预测：销售促回款支撑市场热度平稳，预计 2021 年销售规模小幅收窄

复盘过往，行业销售高增速依赖有息负债增长，有息负债增速可以用来衡量房企获取金融资源强度大小，而销售金额增速一方面反映了企业利用有息负债的倾向，另一方面也可以表征企业利用该资源的效率。我们选定行业 TOP30 样本房企，对比样本房企总销售金额和有息负债增速来看，两者变化趋势一致；样本房企销售金额与有息负债增速比值方面，2016 年以来销售金额增速持续高于有息负债增速，表明在过去几年行业处于高速发展阶段中，增量有息负债撬动销售金额的势能较大，主要原因系市场热度高、房企追求高周转不断推高销售规模。2018 年以来，销售金额增速/有息负债增速不断回落，截止 2019 年样本房企销售金额/有息负债增速收窄至 115%。受疫情影响销售滞后释放导致 2020H1 样本房企销售金额增速为负值，但从克而瑞数据口径来看，截止 2020 年 11 月 TOP30 样本房企累计销售金额增速已持续修复至 8.9%，预计 2020 全年样本房企销售金额/有息负债增速有望与 2019 年持平。

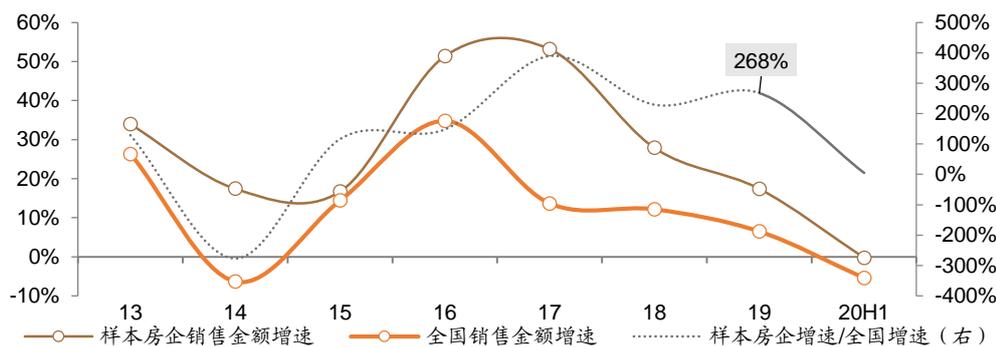
图 23: 样本房企销售金额与有息负债增速



数据来源：东北证券，公司公告，Wind

随着融资新规引领行业供给侧改革进一步助推行业出清，改善行业“内卷化”提高集中度，预计 2021 年是管理红利显现的一年，TOP30 房企利用有息负债的效率将迎来改善，叠加 TOP30 房企今年所获取的土地资源较为充裕，融资收紧对未来 1~2 年销售影响有限，因此我们判断 2021 年 TOP30 房企销售金额增速/有息负债增速将筑底反弹并小幅弱于 2019 年水平至 110%。从历年 TOP30 样本房企与全国总销售金额增速来看，2017 年以来 TOP30 样本房企销售金额增速/全国总销售金额增速波动下行，主要原因系龙头房企追求稳健增长以及开拓多元业务主动放慢增速、三四线棚改催生大量需求利好本地开发商，预计 2021 年 TOP30 房企销售金额增速/全国销售金额增速延续下行趋势至 140%。

图 24: 样本房企与全国销售金额增速



数据来源: 东北证券, 国家统计局

“三道红线”主要通过剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比控制房地产企业有息债务的增长。此外, 对于近一年拿地销售比超过 40% 或过去三年经营活动产生的现金流量净额连续为负的房地产企业, 需提供最近半年购地资金来源情况说明和后续购地缴款资金安排, 进一步削减其信用债发行规模, 或在其核心指标阶段性控制目标未实现之前暂缓发行债券, 并对其信托融资、资管产品、海外融资等予以限制。我们采用下表 1 介绍的最严计算标准对 2020H1 的样本房企进行分档, 假设所有房企有息负债增速均达到其对应分档的阈值, 通过各档位对应的有息负债增速阈值计算出样本房企 2021 年有息负债预计最大值, 采用累计加权平均方法计算出 TOP30 样本房企有息负债增速上限为 6.7%。考虑到多数房企在融资新规压力下, 通过销售促回款、减小投资力度以及物管分拆上市提高权益资本金等方式努力改善财务状况, 待融资新规落地时料样本房企分档状况大概率将优于 2020H1 对应的分档状况, 因此对应的加权平均有息负债增速上限也将高于 6.7%, 预计 2021 年样本房企有息负债总规模增长幅度为 7.0%, 结合上述 TOP30 房企销售金额增速/有息负债增速以及 TOP30 房企销售金额增速/全国销售金额增速预计值, 得到 2021 年全国销售金额增速 5.5%, 较 2020 全年增速小幅收窄。

表 1: “三道红线”及中性标准计算公式

“红线”内容	计算公式
剔除预收款后的资产负债率大于 70%	剔除预收款后的资产负债率=(总负债-预收款)/(总资产-预收款)
净负债率大于 100%	净负债率=(有息负债-货币资金)/净资产
现金短债比小于 1.0 倍	现金短债比=货币资金/短期有息债务

数据来源: 21 世纪经济报道, 东北证券

注: 有息负债=短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券; 货币资金剔除受限资金

表 2: 分档依据及有息负债增速限值

档位	分档依据	有息负债规模增速限值(对比 2020H1)
红色档	“三线”均满足	不得增加
橙色档	“二线”满足	增速不超过 5%
黄色档	“一线”满足	增速不超过 10%
绿色档	“三线”均不满足	增速不超过 15%

数据来源: 21 世纪经济报道, 东北证券

表 3: 样本房企“三道红线”分档及有息负债规模预测

样本房企	“三道红线”分档	有息负债		
		2020H1	2021E	增速限额
碧桂园	2	3420	3762	10%
万科 A	2	2755	3031	10%
中国恒大	4	8355	8355	0%
融创中国	4	3203	3203	0%
保利地产	1	3021	3474	15%
绿地控股	4	3298	3298	0%
中国海外发展	1	2086	2399	15%
新城控股	2	787	865	10%
世茂房地产	2	1412	1554	10%
华润置地	1	1645	1892	15%
龙湖集团	1	1686	1938	15%
招商蛇口	2	1472	1619	10%
阳光城	3	1092	1147	5%
金地集团	1	1026	1180	15%
旭辉控股集团	2	1053	1158	10%
中南建设	4	781	781	0%
金科股份	3	1103	1159	5%
中国金茂	2	986	1085	10%
中梁控股	2	528	581	10%
华夏幸福	4	2026	2026	0%
富力地产	3	1877	1971	5%
融信中国	2	689	758	10%
正荣地产	2	636	699	10%

绿城中国	2	1018	1119	10%
远洋集团	2	874	961	10%
雅居乐集团	3	989	1039	5%
中国奥园	2	1030	1134	10%
佳兆业集团	3	1217	1277	5%
荣盛发展	2	673	740	10%
滨江集团	2	356	392	10%
蓝光发展	3	714	750	5%
首开股份	4	1340	1340	0%
汇总		53150	56688	6.7%

数据来源：东北证券，Wind

销售面积方面，预计四季度房企促销力度保持高位以价换量带动 2020 全年销售面积增速扩大至 2%，结合预计销售金额增速 5.5% 以及房价平稳增长预期，预计 2021 年全年销售面积增速收窄至 1.4%。

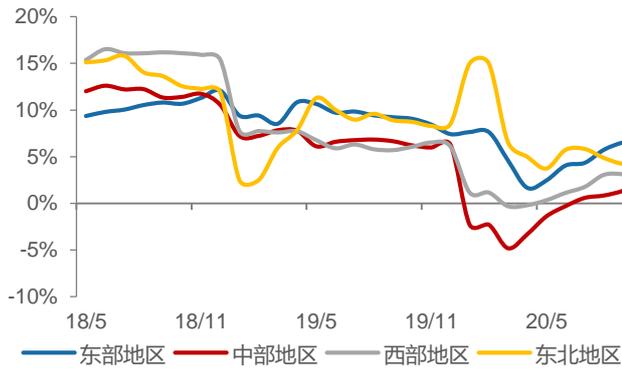
2. 房价：区域间分化持续扩大，预计 2021 年涨幅边际趋缓收窄至 4.0%

2.1. 回顾：区域间分化持续扩大，一线城市二手房价抬升显著

从国家统计局数据来看，今年以来全国商品房累计销售均价在年初受疫情影响增速有所收窄，自 4 月后增速不断走阔，对比 2018~2019 年累计均价增速，总体处于温和上涨趋势。单月数据来看，除了 8 月由于供给反季节走高导致“淡季不淡”呈现 11.8% 的高增速，总体增速保持平稳，截止 2020 年 11 月全国商品房累计销售均价增速录得 5.8%。

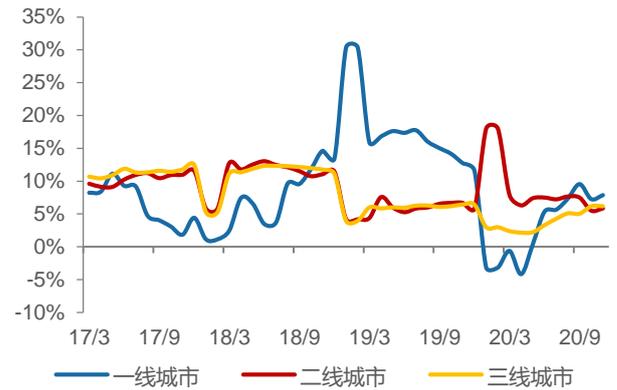
分区域来看，东部、东北地区累计均价增速自年初以来保持连续增长，其中东部地区由于需求韧性强、销售恢复情况好，增速呈现持续走阔态势。分线来看，除了一线城市由于管控较严在年初下跌外，二三线城市累计均价不断走高，其中一线城市在疫情得到较好控制的 5 月后，单月均价增速不断走阔至 9 月的 20.8%，此后回调至 11 月的 11.6%；二线城市由于调控边际宽松和部分热点城市的推动，二三季度累计均价增速稳定于 7.5% 左右明显高于 2019 年同期的 6.0%。

图 25: 分区域商品房均价累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

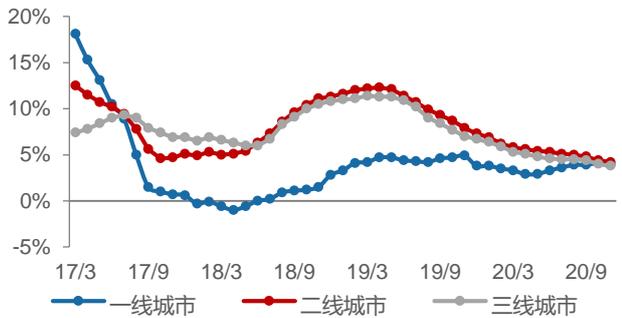
图 26: 分线城市商品房均价累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

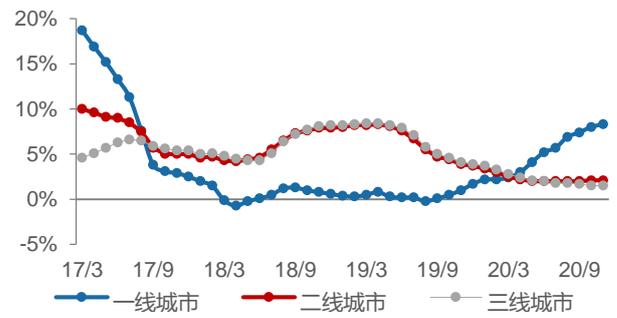
价格指数方面, 从国家统计局数据来看, 70 个大中城市新建商品住宅价格指数单月同比增速不断收窄至 11 月的 4.0%; 分线来看, 二线城市当月价格指数增速领先, 一线城市当月价格指数在 5 月后小幅走阔至 10 月的 4.1%, 总体保持在 3.9% 左右的水平。二手房方面, 70 个大中城市二手住宅价格指数较新房上涨趋势更为温和, 增速保持稳定, 截止 2020 年 11 月录得 2.1%; 分线来看, 一线城市由于自身新房供应有限和市场需求旺盛等原因, 二手房当月价格指数不断抬升至 11 月的 8.3%, 显著高于 2018~2019 年同期 1.0% 左右水平。从中指院数据口径来看, 全国百城新房单月平均房价增长趋稳, 但于 11 月小幅跃迁至 4.30%; 分线来看, 三线城市上涨较快, 6 月以来保持 5.0% 左右的增速; 二线城市平稳维持于 3.0% 左右水平; 一线城市虽然涨幅较弱, 但截止 11 月的增速水平逐渐抬升至 2018 年以来的高位水平 2.67%。

图 27: 70 大中城市分线新房价格指数当月同比



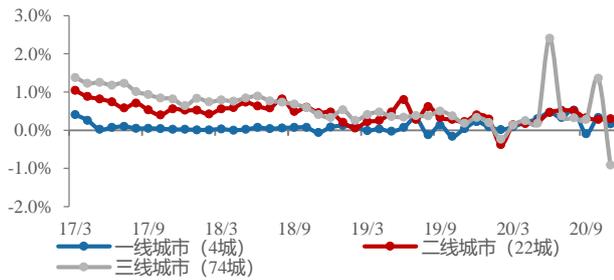
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 28: 70 大中城市分线二手房价格指数当月同比



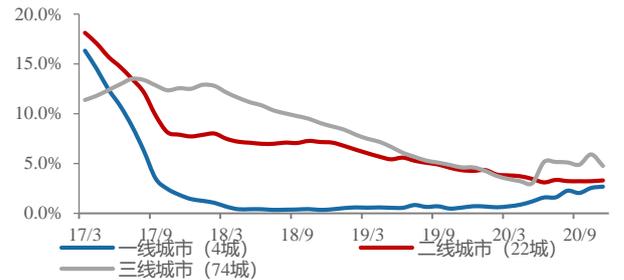
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 29: 百城住宅价格指数单月环比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 30: 百城住宅价格指数单月同比



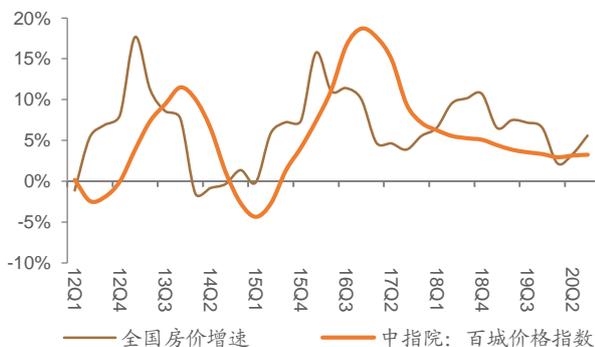
数据来源: 东北证券, 国家统计局

从整体来看, 累计房价增速自 2018 年以来持续回落, 在“三稳”政策目标下, 房价涨幅将进一步收窄, 区域间分化加大, 东部地区房价上升幅度较大; 单月均价增速恢复情况较好, 上半年受疫情影响积压的需求释放使得往年为淡季的 8 月单月增速达到近年高峰的 11.8%。在全年销售目标压力和市场热度相对较高以及三道红线融资新规预期影响下的背景下, 房企在传统旺季“金九银十”以及四季度明显加大了促销和推盘力度, 以价换量现象明显, 使得单月均价环比持续回落。二手房方面, 一线城市由于自身新房供应有限和市场需求旺盛等原因, 上涨幅度明显领先于其他分线城市。

2.2. 预测: 分线城市分化仍将持续, 预计 2021 年房价涨幅为 4.0%

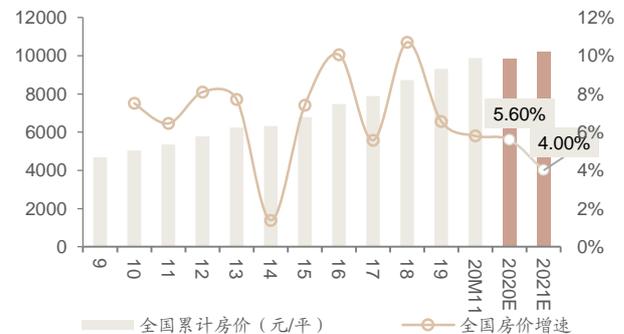
四季度以来房企为达成销售目标持续以价换量, 导致单月房价连续下行, 结合 2020 年 1-11 月累计均价、单月均价增速分别为 5.8%、5.9%, 预测 2020 全年累计房价增速为 5.8%。通过中指院百城平均房价指数和统计局全国房价增速的对比来看, 两者变化趋势吻合情况较好, 其中中指院百城平均房价指数变化趋势较为平缓, 从 2017 年以来处于持续收窄态势。2020 全年房价上行主要系疫情下流动性释放以及上半年调控政策放松、居民购房寻求资产避险; 2021 年来看, 宏观经济企稳流动性收紧至中性以及楼市调控基调不动摇, 热点二线城市调控升级以及三四线城市棚改退坡房价具备一定下行压力, 叠加年末中央经济工作会议着墨“租购同权”以及近期支持租赁政策频出或将一定程度上削弱购房意愿, 预计 2021 年房价上涨趋势较 2020 全年更趋温和, 且涨幅收窄于 4.0%。

图 31: 全国房价增速与百城价格指数



数据来源: 东北证券, 国家统计局, 中指院

图 32: 全国累计房价及增速



数据来源: 东北证券, 国家统计局

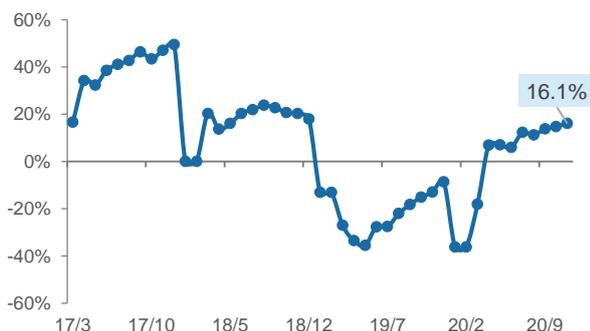
尽管“因城施策”调控下各城市房价分化边际减缓，但随着三四线城市棚改收尾需求下行以及户籍政策的逐渐放宽存量人口流动性加强，核心城市圈及其周边城市的竞争力会进一步提升，叠加 2020 年末房企投资偏好突显趋向核心城市圈优质土地，预计分线城市间分化仍将延续。

3. 土地：年尾热度上行不改承压趋势，预计 2021 年成交价款增速回落至 7%

3.1. 回顾：年尾热度上行不改承压趋势，审慎投资下核心资源优势凸显

土地购置面积方面，从国家统计局数据来看，2020 年房地产开发企业累计土地购置面积降幅先收窄后扩大至 11 月的-5.2%；累计土地成交价款增速自 4 月回正以来持续扩大。单月数据来看，二季度土地购置面积增速回正，而三、四季度回归负值；土地成交价款自 3 月转正以来，保持二成左右的高增速。土地成交市场量减价增主要因为楼面价提升，累计楼面价和单月楼面价总体增速均处于高位。分线来看，一线城市累计土地购置面积增速最早于 4 月回正，其余各线城市在 6~7 月回正后，又迅速回调至负。随着一线城市销售的滞后火爆，其土地购置面积在 9 月大幅抬升，使得 2020 年至今累计增速位于 2014 年以来的峰值。

图 33: 土地成交价款累计同比



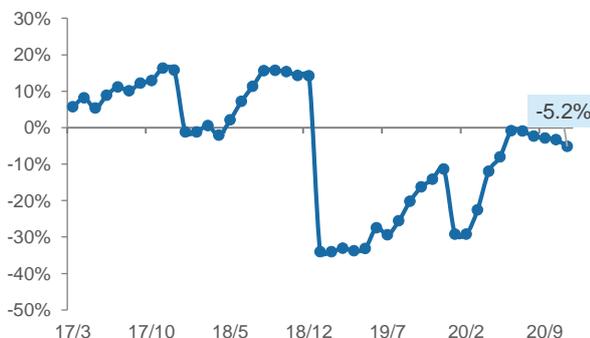
数据来源：东北证券，国家统计局

图 34: 单月土地成交价款及单月同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 35: 土地购置面积累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 36: 单月土地购置面积及单月同比

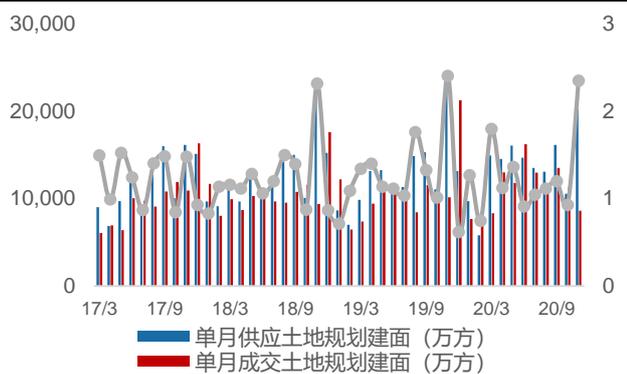


数据来源：东北证券，国家统计局

百城土地供应成交数据来看，2020 年 1-11 月累计供应土地规划建面 149077 万方，

同比上升 6.2%，较 2019 全年扩大 5pct，从累计增速来看，土地供应已连续 4 年保持增长；从单月增速来看，三季度后期已经出现回落趋势。供销比方面，年初以来累计供销比同比持续上行，在销售较好的三季度逐渐回落；单月数据来看，单月供销比在疫情得到控制后的 6 月达到低位，此后上行至 11 月的 2.35。百城土地成交溢价率自 3 月以来持续保持 15% 左右水平，随着“三道红线”以及热点城市调控政策纷纷加码，溢价率或将边际回落。

图 37: 供应土地建筑面积及成交土地建筑面积



数据来源：东北证券，Wind

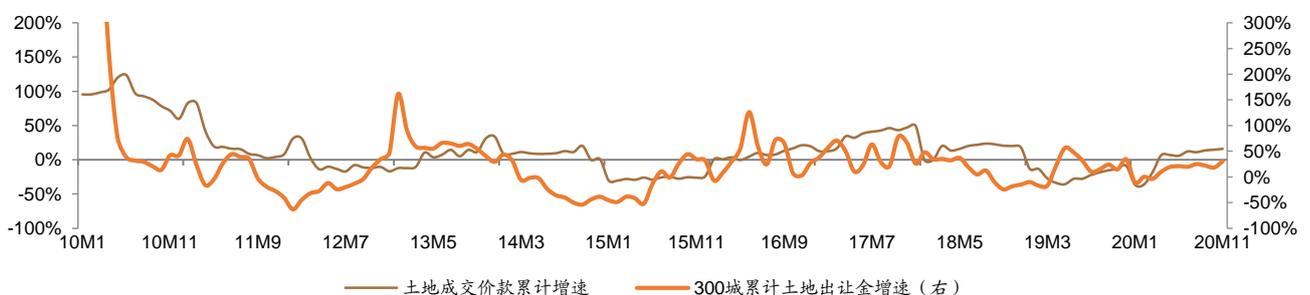
图 38: 单月百城成交楼面价及溢价率



数据来源：东北证券，Wind

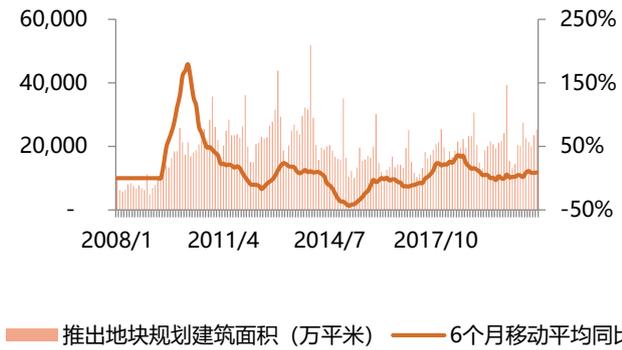
中指院三百城土地供应成交数据来看，2020 年单月供应土地建面增速自 6 月达到峰值 27.7% 后保持回落趋势；单月成交增速自 8 月达到峰值 30.2% 后迅速回调至 9 月的 -9.5%，四季度保持相对高位增长；楼面价方面，单月楼面价自 6 月以来环比连续 5 月下降，增速较去年同期有所回落。供销比方面，年内全部用地和宅地供销比皆在 10 月筑底反弹，截止 11 月分别录得 1.38、1.40，近年来 11 月均出现供销比翘尾现象，主要系年末土地财政压力较大，土地成交较供给相对滞后所致。流拍率方面，2020 年流拍率总体低于 2018~2019 年同期水平，单月流拍率从年初下行持续至 7 月的 2.0%，此后由于调控边际收紧，房企拿地趋于审慎，三季度末流拍率有所回升。对比中指院 300 城土地出让金与国家统计局土地成交价款累计增速来看，两者波动趋势一致。

图 39: 300 城土地出让金与全国土地成交价款累计增速



数据来源：东北证券，国家统计局，中指院

图 40: 300 城单月供应土地建筑面积及同比



数据来源：东北证券，中指院

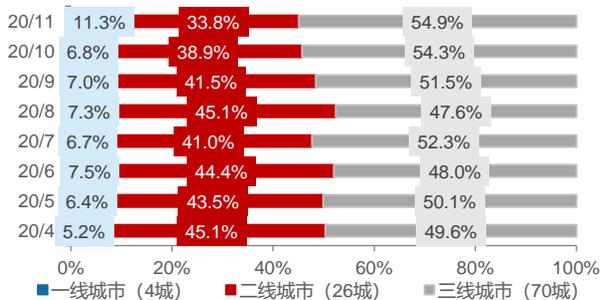
图 42: 全部用地流拍率



数据来源：东北证券，中指院

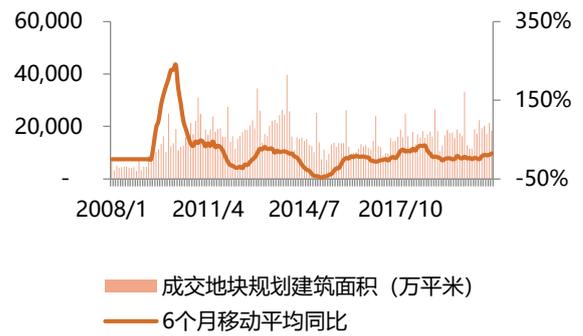
百城土地分线来看，一线城市供应成交建面增速明显大于二三线，累计供销比处于较低水平。土地溢价率方面，三四线城市由于调控较为宽松，溢价率处于较高水平且有抬升趋势；一线和二线城市在二季度达到高位后有所回落，其中一线城市回落幅度明显大于二线城市，表明疫情后调控边际收紧和热点城市因城施策的层层加码对于土地市场影响显著。

图 44: 单月百城土地成交结构



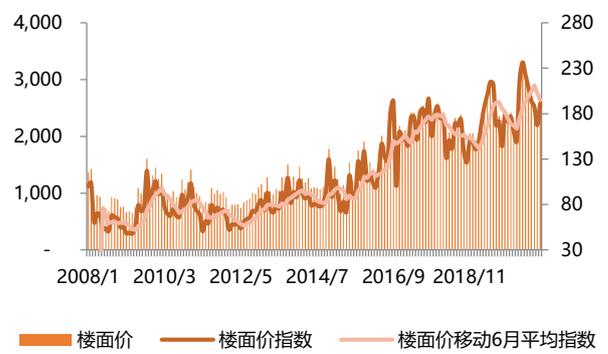
数据来源：东北证券，Wind

图 41: 300 城单月成交土地建筑面积及同比



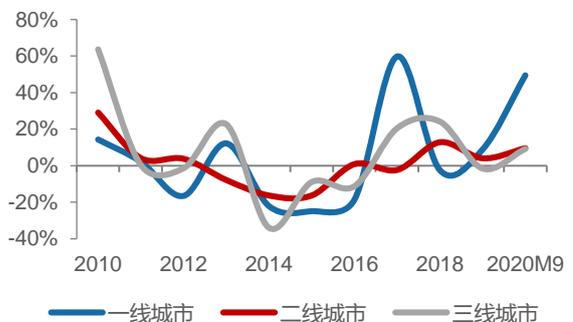
数据来源：东北证券，中指院

图 43: 300 城单月楼面价及同比



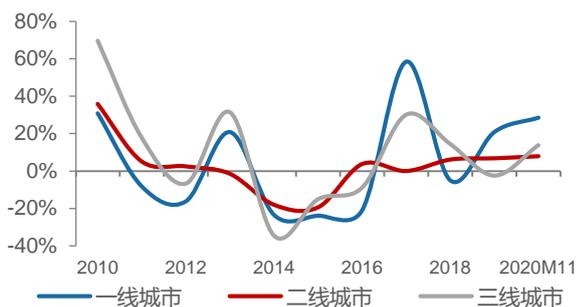
数据来源：东北证券，中指院

图 45: 百城分线供应土地建面同比



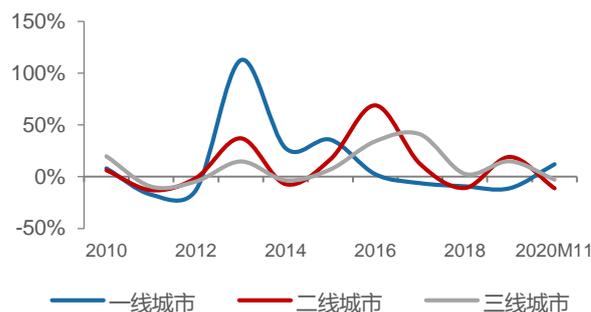
数据来源：东北证券，Wind

图 46: 百城分线成交土地建面同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 47: 百城分线成交土地楼面均价同比



数据来源: 东北证券, Wind

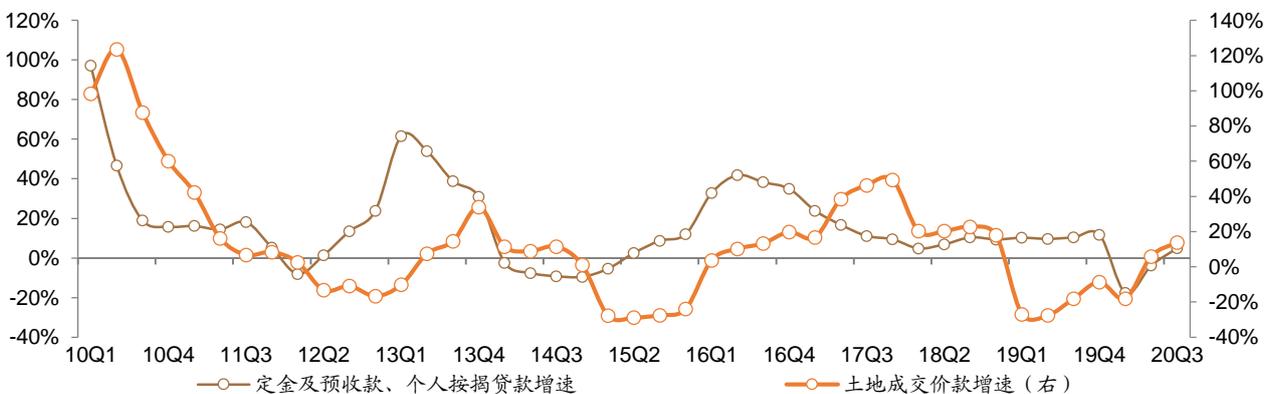
近期高频数据方面,百城土地数据来看,土地供应规模在国庆假期后降至年内低位,11月供应量居年内各月之首,12月来供应量环比逐步回落;成交在11月末有所攀升,主要系11月供应规模增加的滞后反馈,12月来成交量保持平稳但相较去年同期降幅近四成;市场热度方面,12月以来溢价率小幅震荡延续回落趋势,仍略高于去年同期。

综合以上数据来看,在流动性宽松、房企投资力度和政府土地供应的多向支撑下,疫情后土地市场率先复苏并迅速攀升至较高热度,而下半年土地市场热度仍保持相对平稳,主要系融资新规尚未落地,多数房企选择在窗口期前加大投资力度扩充规模,年末土地市场热度小幅回升则源于11月政府加大土地出让面积托底财政。下半年来多城调控收紧下,核心城市韧性依旧,房企在融资新规下提前调整投资策略,土地投资将更加集中于一二线或核心城市圈。

3.2. 预测: 融资环境长期收紧, 预计 2021 年成交价款增速回落至 7%

由于主流拿地方式大部分依靠房企自有资金,而作为自有资金的主要来源定金及预收款+个人按揭贷款就决定了房企当期进行土地投资的能力,从而影响行业整体土地成交价款增速。通过拟合 2010 年以来各季度的房地产开发企业到位资金(定金及预收款、个人按揭贷款)与土地成交价款增速,可以看到定金及预收款+个人按揭贷款增速是土地成交价款增速的领先指标(领先大约 4 个季度)。

图 48: 房地产开发企业到位资金(定金及预收款、个人按揭贷款)与土地成交价款增速



数据来源: 东北证券, 国家统计局

土地市场在 2020 年四季度呈现较为明显的量缩价涨，表明流动性回归中性的大环境下房企投资力度集中于集中核心城市圈。预计 2021 年随着融资新规落地以及重点房企资金监测实施，将从供给侧倒逼行业出清提高集中度，资金充裕的房企预期拿地质量回升，行业整体来看土地市场热度回落概率较大，叠加 2020 年定金及预收款+个人按揭贷款增速已出现小幅回落，预计 2021 年土地成交价款增速收窄至 7%；三道红线管控下房企拿地投资行为会更加审慎，预计土地购置面积小幅修复至-3%。

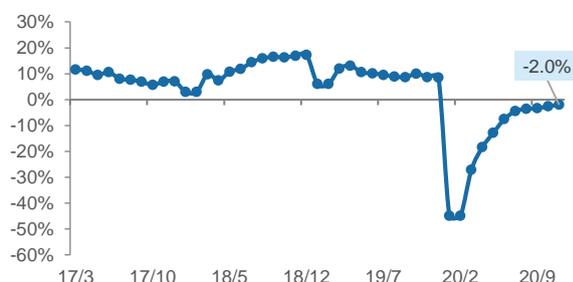
4. 开竣工：开工回暖竣工修复，预计 2021 年开竣工增速分别为 1.0%、7.0%

4.1. 回顾：新开工回暖边际趋缓，竣工修复仍是大趋势

新开工面积方面，从国家统计局数据来看，房地产开发企业房屋累计新开工面积呈持续修复状态；单月数据来看，新开工面积在 6~8 月保持较高增速，三季度以来小幅震荡不改回暖趋势。

分线来看，一线城市累计增速在 4 月转正后迅速升至高位，5 月以来持续保持二成左右的高增速，截止 11 月底累计增速录得 26.0%，较 2019 全年增速大幅走阔 20.1pct；三四线城市累计新开工于 11 月修复回正；二线城市累计新开工降幅自 7 月后连续扩大至-19.5%，主要系政策调控政策收紧带来的市场景气度下行从而影响房企开工意愿。

图 49: 房屋新开工面积累计同比



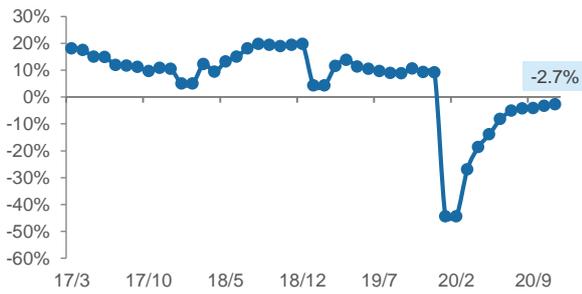
数据来源：东北证券，国家统计局

图 50: 房屋单月新开工面积及单月同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 51: 住宅新开工面积累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

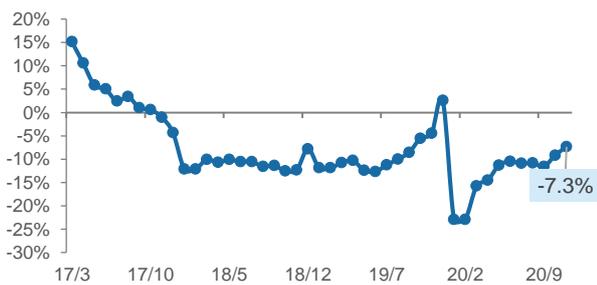
图 52: 住宅单月新开工面积及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

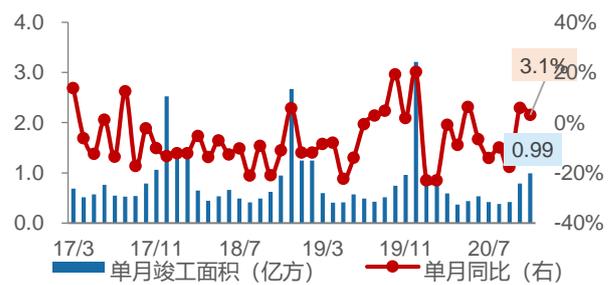
竣工面积方面, 2020 年 1-11 月累计竣工面积持续修复至-7.3%; 单月数据来看, 单月竣工面积在二季度迎来短暂调整回正后再次转负, 但已于 10 月转正, 目前增幅扩大至 11 月的 3.1%。分线来看, 二线城市三季度以来累计竣工面积增速低位有所下行; 一线城市累计竣工面积修复情况较好已于 11 月恢复正值; 三线城市在三季度以来降幅保持平稳。

图 53: 房屋竣工面积累计同比



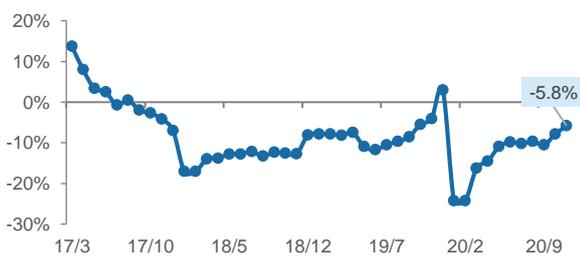
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 54: 房屋单月竣工面积及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 55: 住宅竣工面积累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

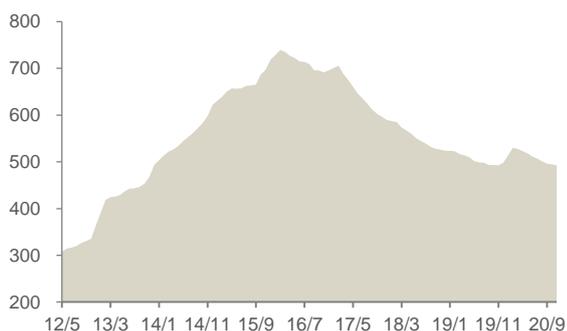
图 56: 住宅单月竣工面积及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

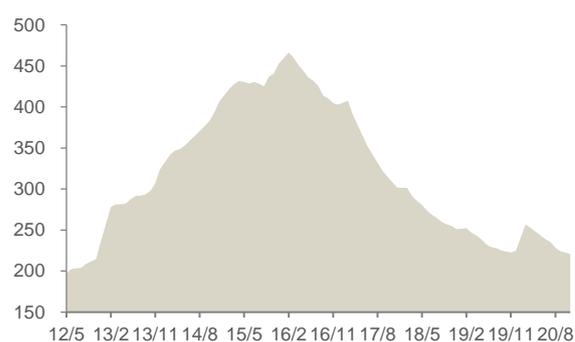
库存方面, 从国家统计局数据来看, 受限于年初疫情爆发销售暂停, 商品房待售面积较 2019 年底有了较大程度的提升, 随后一路下行, 纵向对比库存仍处于历史地位。从房管局数据来看, 据我们统计的 37 个样本城市数据, 今年以来商品房总体库存呈现温和上涨的趋势, 其中一线城市由于需求韧性足, 市场复苏后库存随之来到了 2017 年以来的峰值。结合全国库存情况, 表明房企在商品房成交较为活跃的城市补库存的意愿仍旧充沛。

图 57: 商品房待售面积累计值 (百万方)



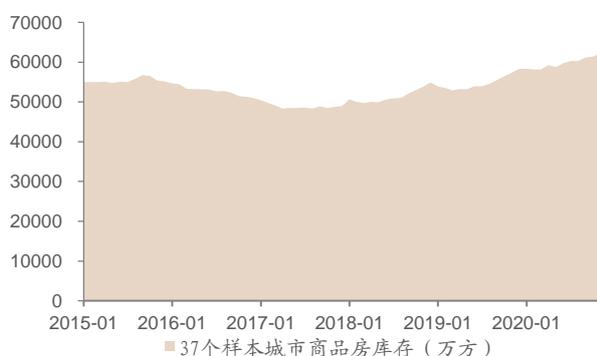
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 58: 住宅待售面积累计值 (百万方)



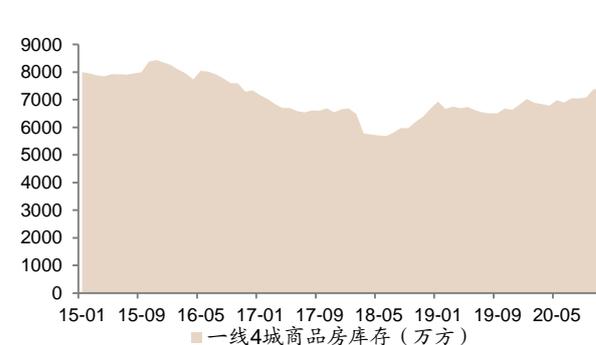
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 59: 样本城市商品房库存面积 (万方)



数据来源: 东北证券, 房管局, 中指院

图 60: 一线城市商品房库存面积 (万方)



数据来源: 东北证券, 房管局, 中指院

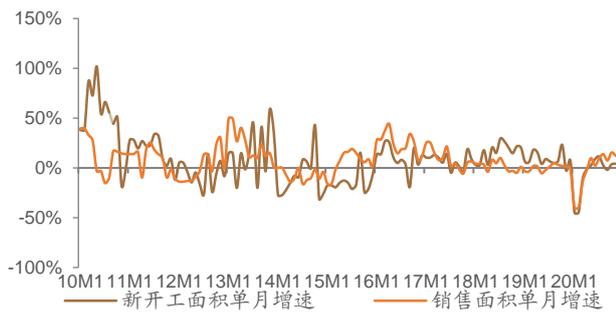
受去年同期高基数和上半年受疫情影响停缓建面积陆续复工挤占新开工影响, 9 月新开工增速继 5 月后再次转负, 但已于 10-11 月回正。我们认为, 在市场销售持续火爆以及库存水平仍处于历史低位的情况下, 房企通过抢开工、促回款努力改善资产负债表以及补库存的意愿仍旧充沛。竣工方面, 房企在疫情拖延、赶工尽力完成全年销售目标的背景下, 重心更多向新开工端倾斜, 造成短期竣工表现相对较弱, 未来 1-2 年内竣工增速将持续改善趋势不变。

4.2. 预测: 预计 2021 年新开工增速小幅回暖至 1.0%

影响新开工主要有两类因素: 一是开工意愿, 主要取决于市场热度, 衡量指标有销售增速、去化周期等; 二是开工能力, 主要取决于可开工资源和资金, 衡量指标有土地成交增速和有息负债增速。由于新开工的大逻辑是补库存, 整体层面的增速变化还会受到行业库存水平影响。

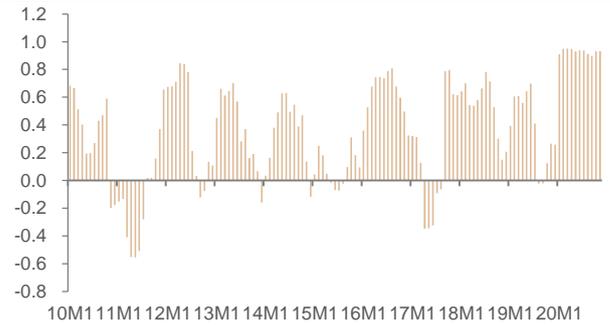
在期房预售制度下, 新开工增速与销售面积增速存在互为因果关系, 即销售面积增速高带动房企新开工意愿, 而高位新开工又反过来增厚房企推盘资源, 从而影响销售。从国家统计局数据来看, 单月新开工面积增速与单月销售面积增速相关性较高, 通过拟合移动平均 6 月的单月新开工面积增速与单月销售面积增速之间的相关系数表明 2020 年以来两者间的相关性持续上行至 0.93。

图 61: 新开工面积与销售面积单月增速



数据来源: 东北证券, 国家统计局

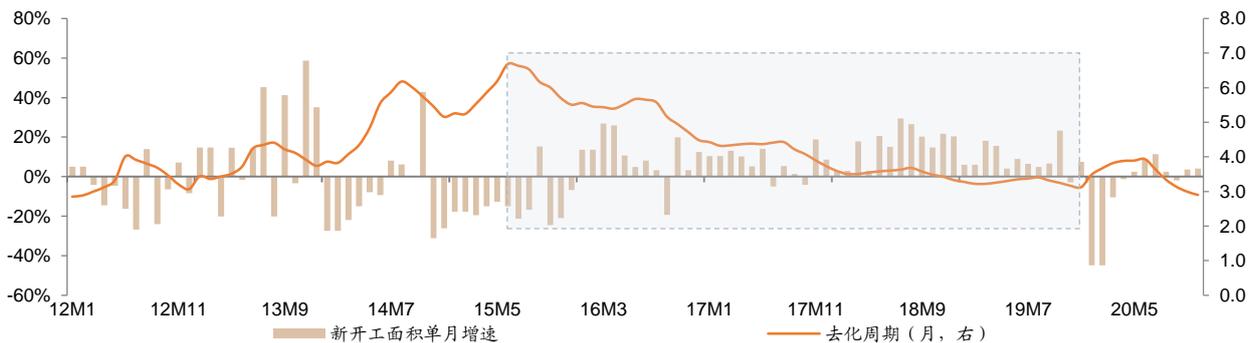
图 62: 新开工面积与销售面积单月增速相关系数



数据来源: 东北证券, 国家统计局

从去化周期的角度来看, 去化周期影响开工意愿的逻辑也可得到自洽。2012 年以来, 通过商品房待售面积/近 6 月平均销售面积衡量的去化周期与新开工增速之间的变化规律来看, 去化周期与新开工增速的方向性波动较为吻合, 且在大多数时段内保持相对同步的变化, 在去化周期整体呈现波动下行趋势的 2016 年以来, 新开工增速多维持于正数。去化周期的绝对水平来看, 2020 年初受疫情影响短暂攀升至近两年的峰值后下行至历史低位水平。

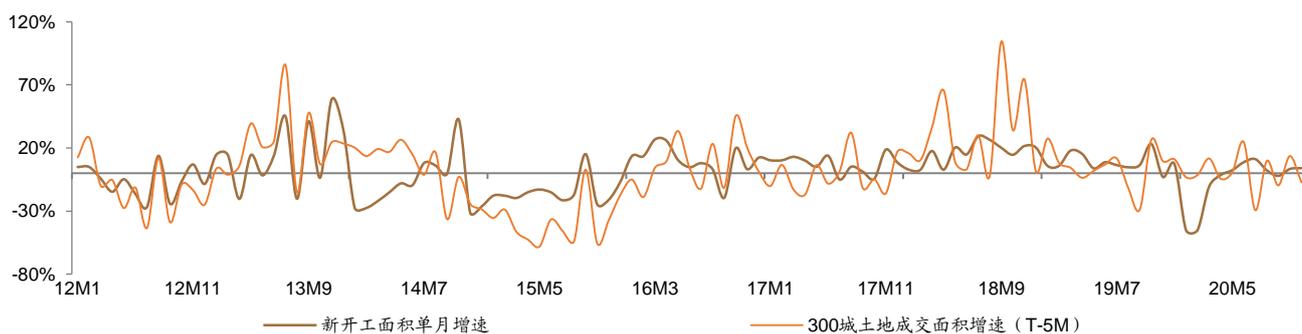
图 63: 新开工面积与去化周期 (月)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

从开工能力角度来看, 通过土地成交面积增速来衡量的新增可开工资源表明新开工面积增速落后于土地成交面积增速, 这一规律符合房地产开发业务“先拿地后开工”顺序。以下采用中指院 300 城土地成交面积增速与国家统计局口径新开工面积增速进行拟合, 300 城土地成交增速向右平移 5 月可以与当期新开工增速趋势保持相对同步, 因此判定土地成交面积增速是领先指标, 从 2020 年下半年土地成交面积增速保持相对高位预测新开工回暖趋势短期不变, 预计 2020 年 12 月新开工单月增速走阔至 8% 带动全年累计新开工增速修复至 -1.0%。

图 64: 新开工面积单月增速与 300 城土地成交面积增速 (T-5M)



数据来源: 东北证券, 国家统计局, 中指院

整体来看, 2021 年销售面积增速预计为 1.4% 以及去化周期处于历史低位水平表明房企仍将具有相对强烈的开工意愿; 近期 300 城土地成交面积增速保持相对高位表明房企仍有滞后释放的开工能力; 由于 2020 年较低基数仍可以支撑 2021 年初保持一定程度的增长, 叠加上融资新规影响下投资力度的回落影响房企全年新开工计划的铺排, 综上预计 2021 年全国新开工面积增速小幅修复至 1.0%。

4.3. 预测: 竣工改善确定性较强, 预计 2021 年竣工增速改善至 7.0%

竣工是销售的滞后指标, 分线来看, 一线城市由于预售条件较为严苛, 销售和竣工的时间差约为 2 年; 三四线城市由于相对较松的预售制度, 销售-竣工时间差约为 2~3 年。尽管业务逻辑方面, 新开工和销售面积是领先于竣工面积 2~3 年指标, 但从国家统计局公布的数据来看, 2017 年以来竣工增速却持续处于滞后修复态势。抛开国家统计局所公布的竣工数据是否失真不谈, 通过修正累计销售面积在竣工面积上的滞后反映还是可以得到较为确定的竣工增速区间。

由于期房的存在使得竣工滞后于销售, 同时因为三四线城市相对较松的预售制度带来的销售提前, 导致竣工较销售滞后期较长, 因此通过期房销售面积的滞后结转以及三四线城市销售面积占比与滞后时期长的强关联, 可以对未来 2~3 年的竣工面积进行预测。以下假设销售领先竣工 2~3 年, 且当年竣工面积=以前年度期房销售面积+当年现房销售面积。

据销售领先竣工 2~3 年的假设, 我们分别计算下面两种情况: (1) 上期 (T-1) 和当期 T 累计期房销售面积将会结转至 (T+1) ~ (T+2) 累计期房竣工面积; (2) 近三期 (T-2) ~ T 累计期房销售面积将会结转至 (T+1) ~ (T+3) 的累计期房竣工面积。 $(T+1) \sim (T+2)$ 累计期房竣工面积 / $(T-1) \sim T$ 累计期房销售面积以及 $(T+1) \sim (T+3)$ 累计期房竣工面积 / $(T-2) \sim T$ 累计期房销售面积可以反映销售结转效率, 假设该结转效率的最大变量为三四线城市的累计销售面积占比, 根据 2009 年以来三四线城市销售面积占比逐渐提升的同时, $(T+1) \sim (T+2)$ 期房竣工 / $(T-1) \sim T$ 期房以及 $(T+1) \sim (T+3)$ 期房竣工 / $(T-2) \sim T$ 期房销售均逐渐下降且降幅边际趋缓。根据 2018~2019 年的三四线城市销售面积占比小幅提升, 预计得到 2019 年的 $(T+1) \sim (T+2)$ 期房竣工 / $(T-1) \sim T$ 期房为 0.54, 2018~2019 的 $(T+1) \sim (T+3)$ 期房竣工 / $(T-2) \sim T$ 期房销售分别为 0.59、0.58。截止 2020 年 1-11 月期房销售面积占比为 87.4%, 假定 2020 全年期房占比小幅抬升至

87.5%，且 2021 年期房销售面积占比进一步提升至 88.5%。根据上文关于 2020~2021 总销售面积增速分别为 1.6%、1.4% 的预测，可以得到 2020~2021 年累计期房销售面积分别为 15.3、15.6 亿方。假定 2020 年全年累计竣工修复至 0%。2021 年对应的 (T-1)~T 期房竣工=(T+1)~(T+2)期房竣工/(T-1)~T 期房×(T-1)~T 期房销售，(T-2)~T 期房竣工=(T+1)~(T+3)期房竣工/(T-2)~T 期房销售×(T-2)~T 期房销售，由于 T-2 及 T-1 的期房竣工可以通过当年竣工面积-当年现房销售面积求得，因此可以倒推出当年期房竣工面积，加上当年现房销售面积即是当年竣工面积。

下面提供 2021 年竣工面积预计值的计算过程：

$$(0.54 \times 28.73 - (9.59 - 2.2)) \div 2 +$$

$$2021 \text{ 年竣工面积} = (0.58 \times 41.67 - (9.59 - 2.5) - (9.59 - 2.2)) \div 2 + 2.0 = 10.27$$

表 4：2020~2022 全国商品房竣工面积预测（亿方）

年份	期房销售	现房销售	期房占比	(T-1)~T 期房销售	(T-2)~T 期房销售	竣工	竣工增速	(T-1)~T 期房竣工	(T-2)~T 期房竣工	(T+1)~(T+2) 期房竣工 / (T-1)~T 期房	(T+1)~(T+3) 期房竣工 / (T-2)~T 期房销售	三四线城市销售占比
2006	3.8	2.2	63.2%			5.58	4.5%					
2007	5.2	2.4	68.0%	9.01		6.06	8.6%	6.97				
2008	4.2	2.0	68.4%	9.43	13.26	6.65	9.8%	8.31	11.67			
2009	6.7	2.7	71.4%	10.93	16.11	7.27	9.2%	9.28	12.90	1.08		61.9%
2010	7.8	2.6	74.9%	14.51	18.75	7.87	8.3%	9.84	14.53	0.96		67.7%
2011	8.3	2.7	75.7%	16.14	22.83	9.26	17.6%	11.84	16.43	0.89	0.97	69.0%
2012	8.5	2.7	76.0%	16.77	24.59	9.94	7.3%	13.85	19.11	0.89	0.88	67.1%
2013	10.0	3.1	76.3%	18.41	26.73	10.14	2.0%	14.31	20.90	0.80	0.80	68.0%
2014	9.2	2.9	76.1%	19.13	27.59	10.75	5.9%	14.90	22.17	0.71	0.71	68.0%
2015	9.7	3.2	75.3%	18.86	28.81	10.00	-6.9%	14.69	21.74	0.68	0.66	67.2%
2016	11.8	3.9	75.0%	21.48	30.66	10.61	6.1%	13.51	21.37	0.58	0.64	66.8%
2017	12.9	4.0	76.4%	24.74	34.42	10.15	-4.4%	12.83	19.66	0.54	0.60	70.5%
2018	14.1	3.1	81.9%	27.00	38.80	9.36	-7.8%	12.40	19.08	0.54	0.59	71.0%
2019	14.7	2.5	85.5%	28.73	41.67	9.59	2.6%	13.36	19.50	0.54	0.58	71.7%
2020E	15.3	2.2	87.5%	29.92	43.98	9.59	0.0%	14.52	20.77			
2021E	15.6	2.0	88.5%	30.90	45.56	10.27	7.0%	15.51	22.89			

数据来源：东北证券，国家统计局

注：2021E 竣工面积按照两年及三年销售面积加权结转计算；以上所有指标均为面积口径

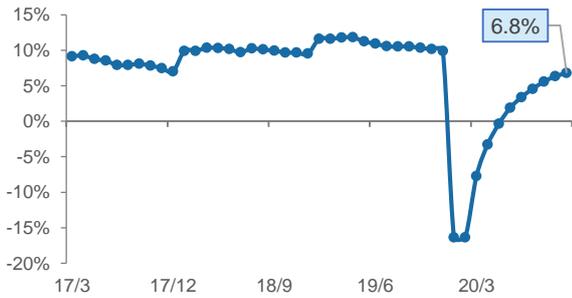
5. 投资：率先修复韧性足，预计 2021 年房地产开发总投资额增速为 5.8%

5.1. 回顾：累计增速率先恢复，建安端支撑平稳走阔

2020 年全国房地产开发投资累计完成额增速自 6 月回正后持续走阔，受疫情影响相

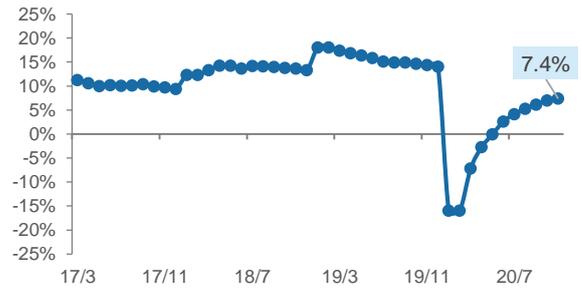
对较小，截止 11 月累计增速较 2019 年全年的 9.9% 仍有 3.1pct 的差距；住宅开发投资累计完成额增速自 5 月转正后持续走阔，且增速大于商品房整体增速，对整体开发投资完成额继续起拉动作用。此外，年初以来土地购置费累计增速持续保持增长，较 2019 年同期增速处于较低水平；施工投资累计增速自 7 月回正后持续改善，同步拉动整体投资增速上行。边际来看，土地投资有所放缓，施工投资将保持平稳增长态势。

图 65: 商品房开发投资完成额累计同比



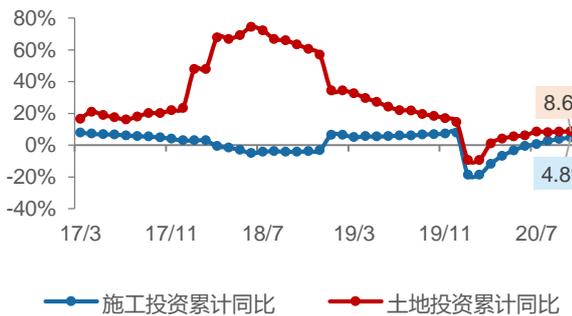
数据来源：东北证券，国家统计局

图 66: 住宅开发投资完成额累计同比



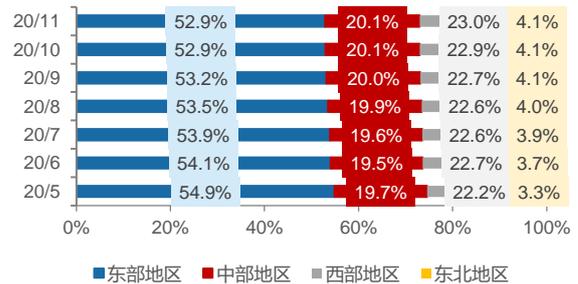
数据来源：东北证券，国家统计局

图 67: 施工投资额与土地购置费累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

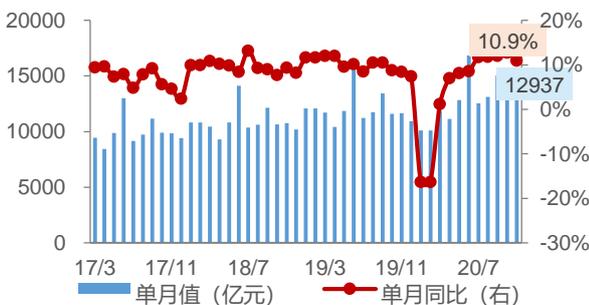
图 68: 房地产开发投资额构成



数据来源：东北证券，国家统计局

单月数据来看，房地产开发投资额自二季度以来保持一成左右增速，略高于 2019 年同期增速；住宅开发投资额增速略高于整体增速。

图 69: 商品房单月开发投资完成额与单月同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 70: 住宅单月开发投资完成额与单月同比

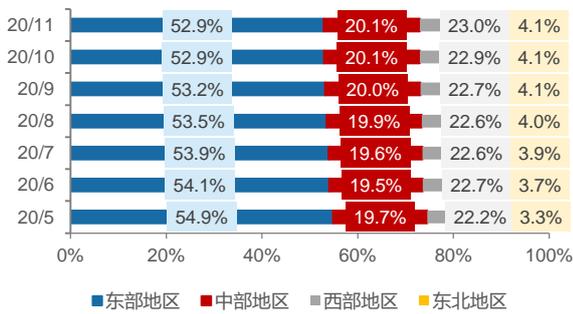


数据来源：东北证券，国家统计局

分区域来看，各地区房地产开发投资累计完成额增速均已实现转正，其中西部地区于4月完成调整回正，此后增速高位走稳；东部地区修复情况较西部地区有所滞后，目前处于稳步走阔态势；东北地区增速持续扩大且较为平稳；中部地区修复相对较弱，于今年9月由负转正。单月数据来看，东部、东北地区单月增速在经历持续数月高位走势后，有所放缓；中部地区后劲较足，三季度单月增速一路抬升至2018年以来的高位；西部地区单月增速高位震荡，对比2019年同期单月增速仍处弱势。

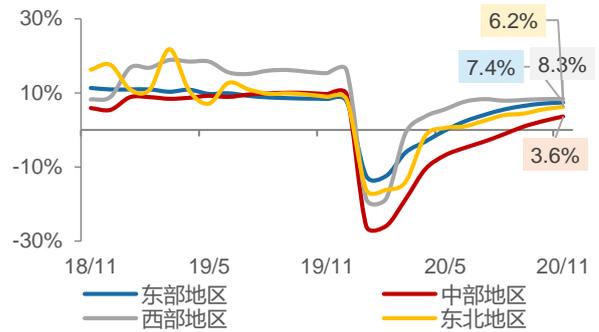
房地产开发景气指数方面，年初受疫情影响跌至近年低谷，此后稳步上升，但边际已现放缓趋势，目前来看仍处于2017年以来的低位水平。

图 71: 各地区商品房开发投资额占比



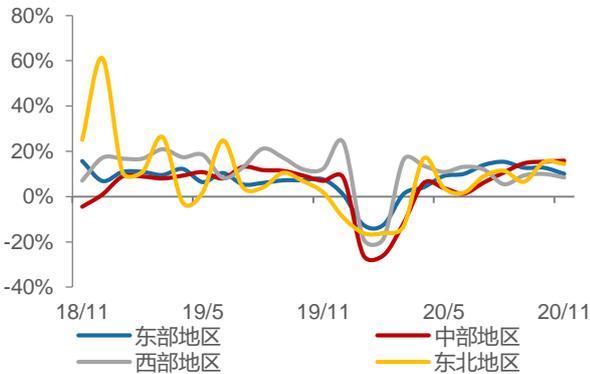
数据来源：东北证券，国家统计局

图 72: 各地区房地产开发投资额累计同比



数据来源：东北证券，国家统计局

图 73: 各地区房地开发投资额单月同比



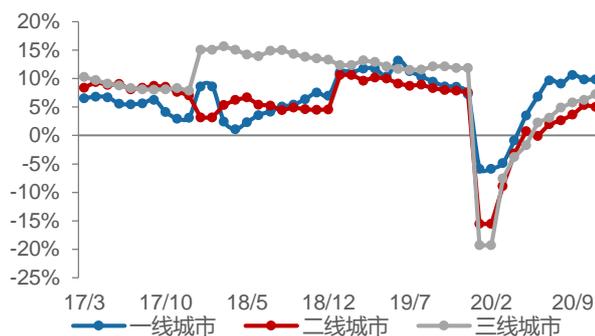
数据来源：东北证券，国家统计局

图 74: 国房景气指数



数据来源：东北证券，国家统计局

图 75: 分线商品房开发投资额累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 76: 一线商品房单月投资额及单月同比



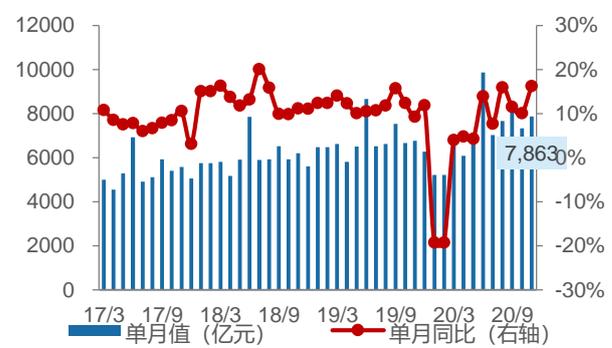
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 77: 二线商品房单月投资额及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 78: 三四线商品房单月投资额及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

整体来看, 房地产投资增速仍然维持平稳运行, 上行速度边际有所放缓, 我们认为在“345”融资新规压力和疫情趋缓经济恢复流动性环境收紧预期下, 房企拿地等投资行为会更加审慎, 土地购置费增速未来或有放缓; 由于房企年底有抢开工意图, 对施工投资形成一定托底, 预计施工投资将保持平稳增长态势。

5.2. 预测: 预计 2021 年房地产开发总投资额增速为 5.8%

房地产开发总投资额=施工投资+土地投资(土地购置费)+其他投资, 施工投资+土地投资占比接近 95%, 其中施工投资占比约六成, 土地投资占比约三成。施工投资额可以拆分为施工面积×单位面积施工强度×施工投资价格指数, 具体指标解释如下:

$$T \text{ 施工面积} = (T-1) \text{ 施工面积} - (T-1) \text{ 竣工面积} + T \text{ 新开工面积} - T \text{ 净停工面积};$$

$$\text{单位面积施工强度} = \text{施工投资额} / \text{施工面积} / \text{施工投资价格指数} = \text{单位施工面积投资额} / \text{施工投资价格指数};$$

施工投资价格指数以 2009 年的 PPI (全部工业品) 为基点 100, 根据 PPI 累计同比计算;

基于 2020 年疫情影响导致净停工面积的高基数，预计 2021 年净停工面积会大幅改善，录得 7.4 亿方，基于上文关于 2020 年竣工面积、2021 年新开工面积预测值可以计算得到 2021 年施工面积预测值为 93.0 亿方；同时假定单位面积施工强度增速分别小幅收窄至 4%、2%，通过施工面积×单位面积施工强度×施工投资价格指数得到 2021 年施工投资额预测值为 100,498 亿元。

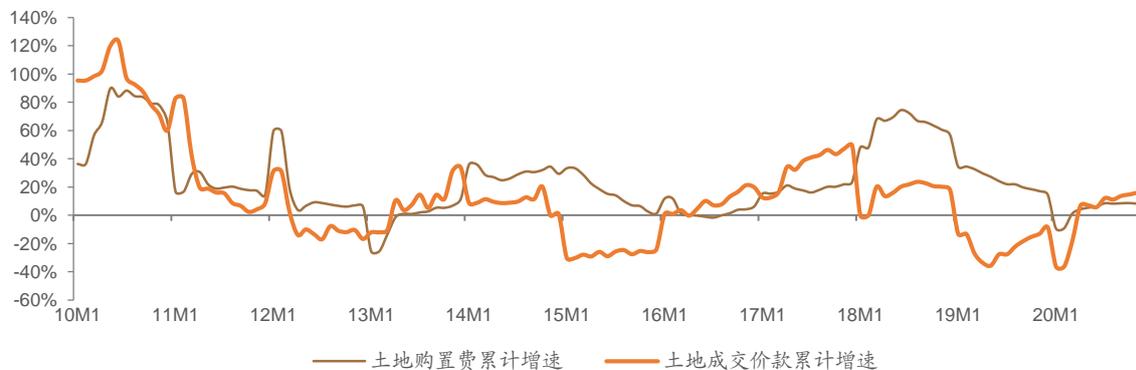
表 5: 2020~2022 全国施工投资额及施工面积预测 (亿元, 亿方)

年份	施工投资额	单位施工面积投资额	单位施工面积投资额增速	单位面积施工强度	单位面积施工强度增速	施工投资价格指数	PPI 增速	T 施工面积	T-1 施工面积	T-1 竣工面积	T 新开工面积	T 净停工面积
2009	28,299	883.3		8.8		100.0	-5.4%	32.0	28.3	6.7	11.6	1.3
2010	33,639	829.9	-6.1%	7.9	-11.0%	105.5	5.5%	40.5	32.0	7.3	16.4	0.6
2011	45,313	894.1	7.7%	8.0	1.6%	111.9	6.0%	50.7	40.5	7.9	19.1	1.1
2012	53,056	925.3	3.5%	8.4	5.3%	110.0	-1.7%	57.3	50.7	9.3	17.7	1.8
2013	65,169	979.1	5.8%	9.1	7.9%	107.9	-1.9%	66.6	57.3	9.9	20.1	1.0
2014	71,868	989.3	1.0%	9.3	3.0%	105.8	-1.9%	72.6	66.6	10.1	18.0	1.7
2015	72,407	984.2	-0.5%	9.8	4.9%	100.3	-5.2%	73.6	72.6	10.7	15.4	3.8
2016	77,764	1024.6	4.1%	10.4	5.6%	98.9	-1.4%	75.9	73.6	10.0	16.7	4.4
2017	80,128	1025.3	0.1%	9.7	-5.9%	105.2	6.3%	78.1	75.9	10.6	17.9	5.0
2018	77,517	942.7	-8.1%	8.7	-11.2%	108.8	3.5%	82.2	78.1	10.1	20.9	6.7
2019	83,676	936.2	-0.7%	8.6	-0.4%	108.5	-0.3%	89.4	82.2	9.4	22.7	6.2
2020E	89,675	964.2	3.00%	9.1	5.0%	106.4	-1.9%	93.0	89.4	9.6	22.5	9.3
2021E	100,498	1018.3	5.60%	9.4	4%	108.1	1.5%	98.7	93.0	9.6	22.7	7.4

数据来源：东北证券，国家统计局

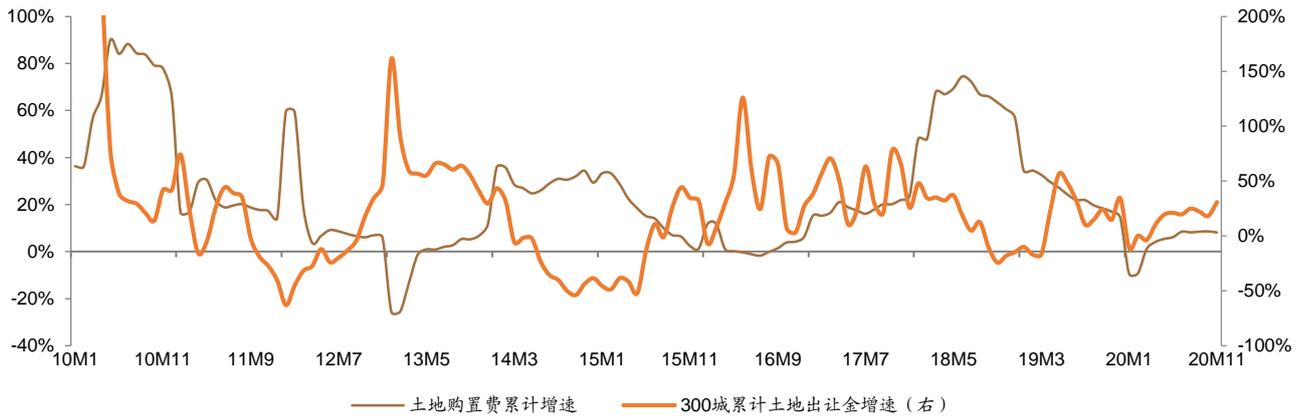
由于土地出让金或土地收并购款项的分期付款，土地投资是土地成交价款的滞后指标，国家统计局口径和中指院口径皆显示 2020 年末土地成交价款增速持续走阔，预计 2021 年初的土地投资增速仍将小幅走阔。房企投资审慎带动的土地市场热度承压料加速土地成交价款-土地投资的传导机制，预计 2021 全年土地投资增速收窄至 3%。

图 79: 全国土地购置费和成交价款累计增速



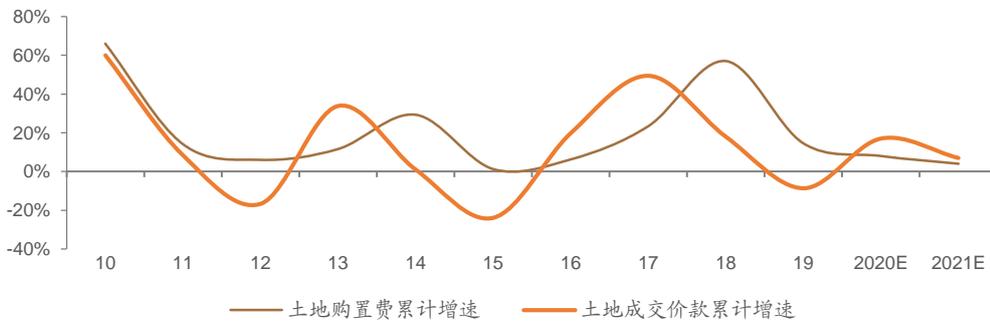
数据来源：东北证券，国家统计局，中指院

图 80: 土地投资额和 300 城土地出让金累计增速



数据来源: 东北证券, 国家统计局, 中指院

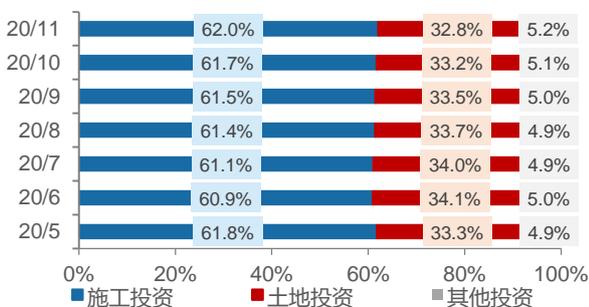
图 81: 土地购置费和成交价款累计增速预测



数据来源: 东北证券, 国家统计局

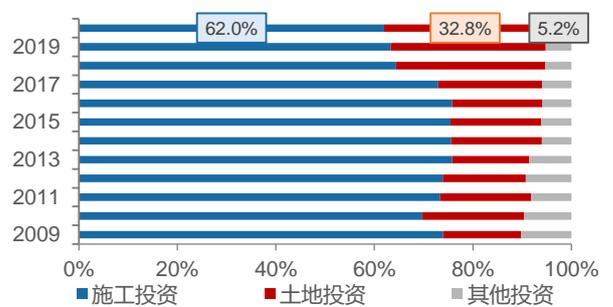
整体来看, 预计 2021 年施工投资占比将受竣工持续回暖而有所回升至 64.0%, 由于土地投资较土地成交价款的滞后性预计其占比走阔趋势不变但边际趋缓至 33.0%, 根据 $(\text{施工投资额} + \text{土地投资额}) / (\text{施工投资占比} + \text{土地投资额占比})$ 可以倒推 2020~2021 全年房地产开发投资完成额增速分别录得 6.4%、5.8%。

图 82: 商品房开发投资额构成



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 83: 商品房开发投资额构成 (年度)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

表 6: 2020~2022 全国房地产开发总投资完成额预测 (亿元)

年份	房地产开发 总投资额	房地产开发 总投资增速	施工投资额	施工投资 增速	施工投资占比	土地投资额	土地购置费 累计增速	土地投资 额占比
2009	36,242		28,299	0.0%	78.1%	6,024		16.6%
2010	48,259	33.2%	33,639	18.9%	69.7%	10,000	66.0%	20.7%
2011	61,797	28.1%	45,313	34.7%	73.3%	11,413	14.1%	18.5%
2012	71,804	16.2%	53,056	17.1%	73.9%	12,100	6.0%	16.9%
2013	86,013	19.8%	65,169	22.8%	75.8%	13,502	11.6%	15.7%
2014	95,036	10.5%	71,868	10.3%	75.6%	17,459	29.3%	18.4%
2015	95,979	1.0%	72,407	0.8%	75.4%	17,675	1.2%	18.4%
2016	102,581	6.9%	77,764	7.4%	75.8%	18,779	6.2%	18.3%
2017	109,799	7.0%	80,128	3.0%	73.0%	23,169	23.4%	21.1%
2018	120,264	9.5%	77,517	-3.3%	64.5%	36,387	57.0%	30.3%
2019	132,194	9.9%	83,676	7.9%	63.3%	41,675	14.5%	31.5%
2020E	140,604	6.4%	89,675	7.2%	62.0%	42,493	8.0%	32.0%
2021E	148,922	5.9%	100,686	12.3%	64.0%	43,768	3.0%	33.0%

数据来源：东北证券，国家统计局

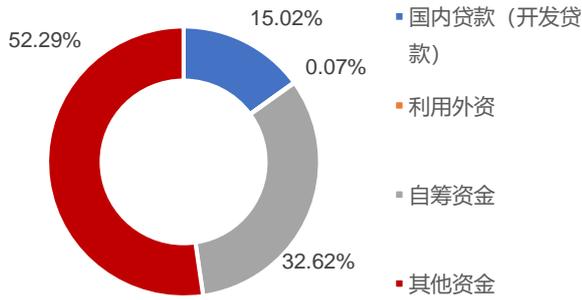
6. 资金：融资收紧下或将结构性调整，预计 2021 年到位资金增速为 3.8%

6.1. 回顾：融资环境先松后紧，三道红线下或将结构性调整

截止 2020 年 11 月，房地产开发企业累计到位资金 171099 亿元，同比上升 6.6%，增速自 7 月回正以来持续扩大，年度来看自 2016 年达到 15.2% 的高位后迅速回落，2020 年至今增速从历年来看仍处于较低水平；其中国内贷款累计增速自 6 月大幅回正后保持平稳，占总到位资金比重为 14.2%；来自自筹资金于二季度低位修复；来自定金及预收款在销售逐渐回暖后于 8 月调整回正，单月增速保持高位；个人按揭贷款增幅自 6 月回正后持续扩大，单月增速自 5 月以来保持 15% 以上的高位；来自利用外资累计增速自 5 月大幅回正后，在 9 月再度回调至负值。

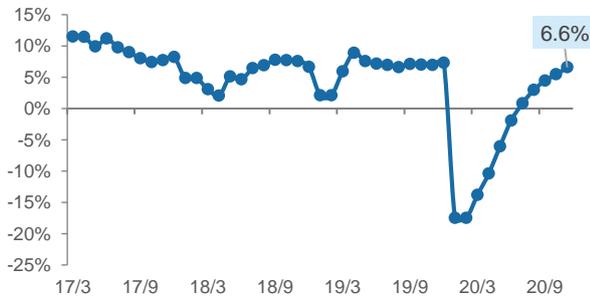
整体来看，在“三道红线”房企融资边际收紧背景的影响下，国内贷款和自筹资金增速已呈现边际放缓趋势，而来自内生回款的资金，如定金及预收款、个人按揭贷款，由于销售在疫情后的快速反弹，增速持续维持高位。综合来看，在有息负债增速受限的情况下，房企加大力度促销增强内生造血能力；由于融资新规尚未完全落地，叠加当前货币环境较为平稳，对房企到位资金的影响或将滞后释放，未来不同档位房企或在融资策略上出现分化，到位资金将出现结构性调整。

图 84: 房地产开发累计资金来源



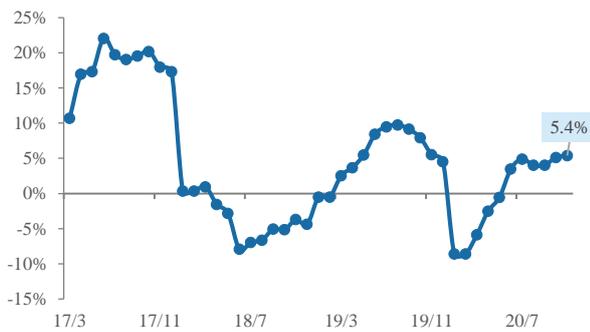
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 86: 房地产到位资金累计同比



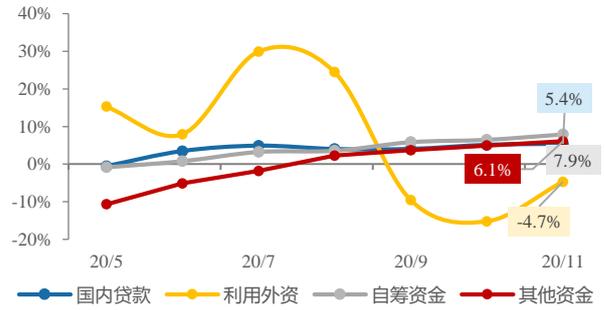
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 88: 国内贷款资金累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 85: 房地产开发资金来源累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 87: 单月房地产到位资金及单月同比



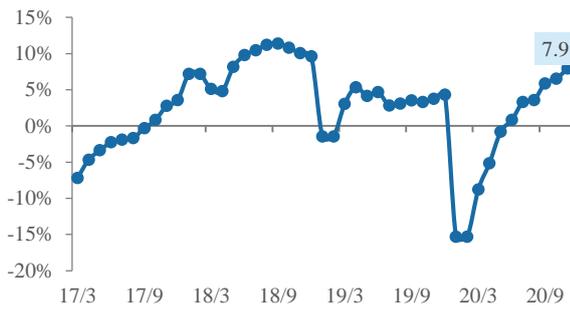
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 89: 单月国内贷款资金及单月同比



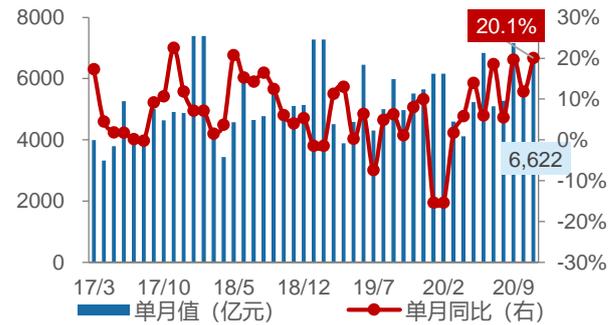
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 90: 自筹资金累计同比



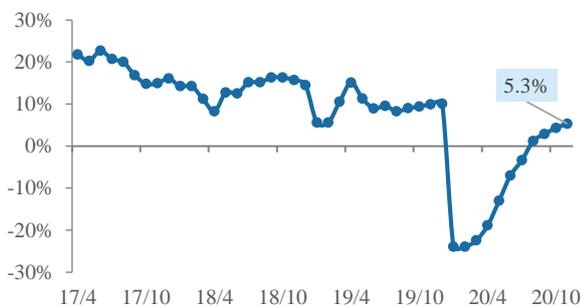
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 91: 单月自筹资金及单月同比



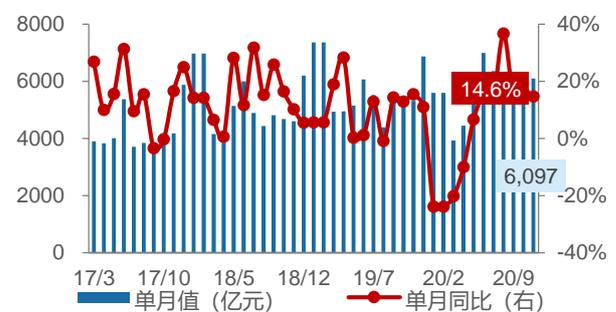
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 92: 定金及预收款累计同比



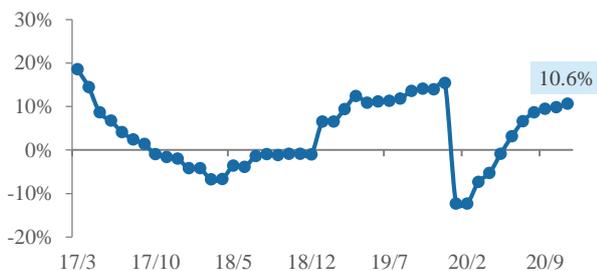
数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 93: 单月定金及预收款及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 94: 个人按揭贷款累计同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

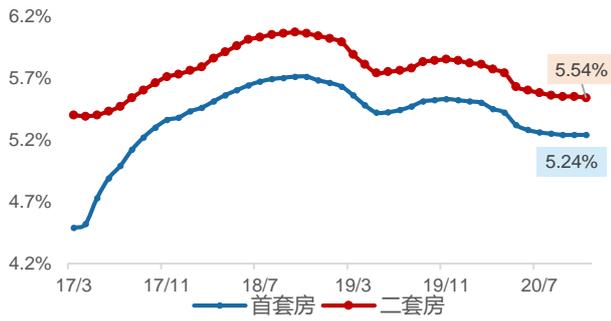
图 95: 单月个人按揭贷款及单月同比



数据来源: 东北证券, 国家统计局

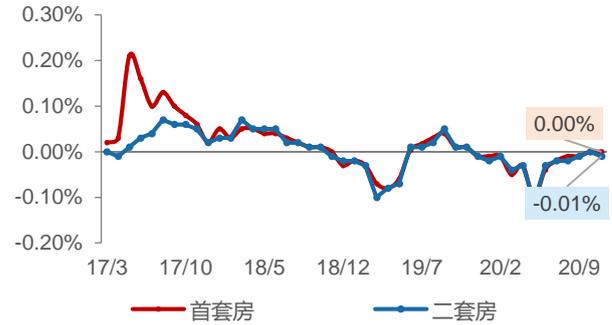
房贷利率方面, 自 2019 年 11 月以来已连续 10 月下降。截止 2020 年 11 月, 首套房房贷利率为 5.24%, 二套房贷款利率为 5.54%, 绝对数值来看, 首、二套房房贷利率均处于 2018 年以来的低谷。由于五年期 LPR 与房贷利率相挂钩, 结合一年期、五年期 LPR 均连续 8 月持平, 预计未来房贷利率低位走稳概率较大。

图 96: 首套房、二套房房贷平均利率



数据来源: 东北证券, Wind

图 97: 首套房、二套房房贷平均利率环比变化



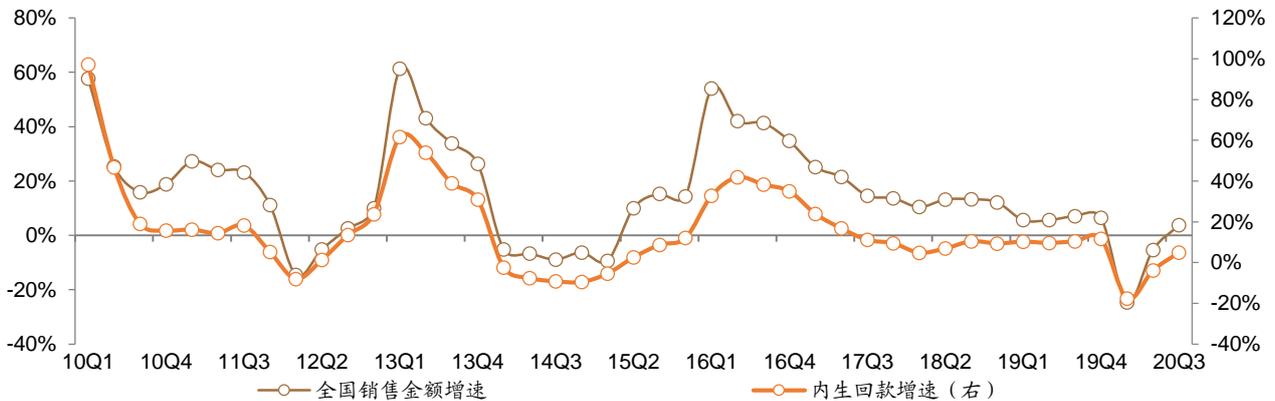
数据来源: 东北证券, Wind

6.2. 预测: 预计 2021 年房地产开发企业到位资金增速收窄至 3.8%

分拆房地产开发企业到位资金来看, 可以主要分为内生回款 (定金及预收款、个人按揭贷款) 以及其他部分 (国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金)。其中内生回款主要来自商品房的销售回款, 主要决定因素为销售金额以及回款率。

由于房地产开发企业到位资金 (内生回款) 主要取决于销售金额以及回款率, 通过拟合 2010 年以来每个季度的累计销售金额和内生回款额增速来看, 两者增速变化规律高度一致, 从当年平均销售回款率 (当期内生回款额/当期销售额) 来看, 销售回款率稳定保持在五成左右的水平。

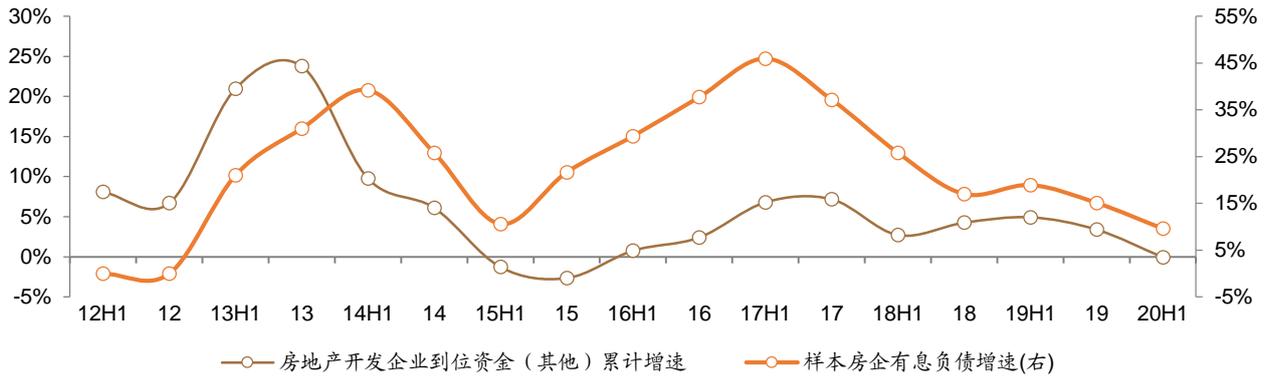
图 98: 全国销售金额增速与房地产开发企业到位资金 (内生回款) 增速



数据来源: 东北证券, 国家统计局

房地产开发企业到位资金中的其他部分 (国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金) 方面, 尽管国家统计局并未对自筹资金中的权益部分作具体拆分, 但以其增速来表征行业的有息负债水平仍具有较大意义。对比房地产开发企业到位资金 (其他) 与上文所选取的样本房企有息负债增速, 二者变动规律较为吻合, 从增速差来看, 2018 年以来增速差保持稳定收窄趋势至 2020H1 的 9.7pct, 预计 2021 年增速差将持续收窄于 7pct。在融资新规下, 行业整体有息负债增速回落确定性较大, 由样本房企 2021 年有息负债增速上限为 7.0%, 预计 2021 年房地产开发企业到位资金 (其他) 增速为 0%。

图 99: 房地产开发企业到位资金(其他)与样本房企有息负债增速



数据来源: 东北证券, 国家统计局, Wind

以下假设房企通过销售回款改善资产负债表意愿充沛将带动 2021 年平均销售回款率小幅上行至 57%，通过 2021 年平均销售回款率×销售金额预测值可以得到房地产开发企业到位资金(内生回款)为 103,255 亿元，加之 2021 年房地产开发企业到位资金(其他)保持不变，预计 2021 年房地产开发企业到位资金增速较 2020 全年收窄至 3.8%。

表 7: 2020~2021 房地产开发企业到位资金预测(亿元)

年份	到位资金	到位资金增速	内生回款	内生回款增速	全国销售金额	全国销售金额增速	平均销售回款率	到位资金(其他)	到位资金(其他)增速
2009A	57,799		24,620		44,355		55.5%	33,179	
2010A	72,944	26.2%	28,486	15.7%	52,721	18.9%	54.0%	44,458	34.0%
2011A	85,689	17.5%	29,970	5.2%	58,589	11.1%	51.2%	55,719	25.3%
2012A	96,537	12.7%	37,082	23.7%	64,456	10.0%	57.5%	59,455	6.7%
2013A	122,122	26.5%	48,532	30.9%	81,428	26.3%	59.6%	73,590	23.8%
2014A	121,991	-0.1%	43,903	-9.5%	76,292	-6.3%	57.5%	78,089	6.1%
2015A	125,203	2.6%	49,182	12.0%	87,281	14.4%	56.3%	76,021	-2.6%
2016A	144,214	15.2%	66,355	34.9%	117,627	34.8%	56.4%	77,859	2.4%
2017A	156,053	8.2%	72,600	9.4%	133,701	13.7%	54.3%	83,453	7.2%
2018A	166,407	6.6%	79,391	9.4%	149,973	12.2%	52.9%	87,016	4.3%
2019A	178,609	7.3%	88,640	11.6%	159,725	6.5%	55.5%	89,969	3.4%
2020E	191,269	7.1%	95,902	8.2%	171,705	7.5%	55.9%	95,367	6.0%
2021E	198,621	3.8%	103,255	7.7%	181,148	5.5%	57.0%	95,367	0.0%

数据来源: 东北证券, 国家统计局

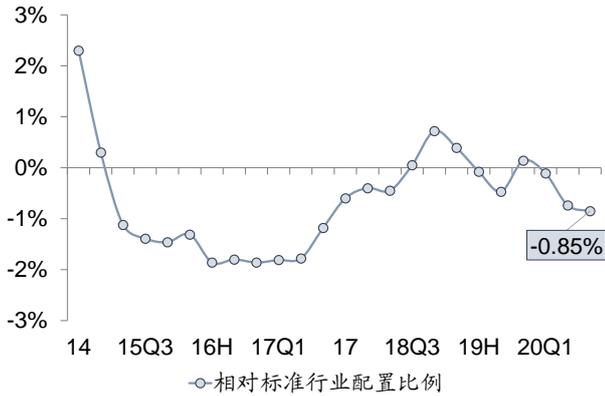
7. 投资逻辑: 高业绩确定性下低估值优势彰显

7.1. 基金持续低配地产板块

从公募基金 Q3 持仓情况来看: 行业配置方面, 房地产行业持仓市值为 993.26 亿元, 占基金净值比为 0.58%, 较二季度上升 2bp, 占股票投资市值比为 2.39%, 较二季度

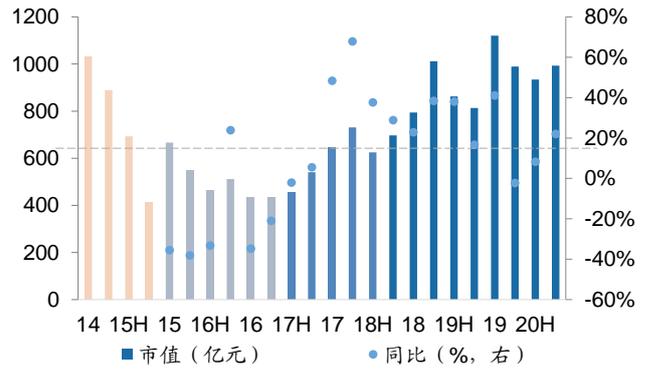
下降 39bp，以相对行业配置比例来看，低配 0.85%，在国家统计局新标准分类的 19 个行业中排名第 13 位。从历史相对标准配置来看，自 2018 年三季度起基金对于房地产行业的配置比例有所提升，至 18 年末达到峰值，超配 0.72%，此后除 19Q4 有所上升外（超配 0.14%），18Q4 至今相对标准行业配置比例总体呈下行趋势，今年一~三季度分别低配 0.11%、0.74%、0.85%，延续了年初以来的下降趋势，同时降幅环比扩大 0.11pct。

图 100: 历史相对标准配置比例比较



数据来源：东北证券，基金公告

图 101: 基金持仓总市值

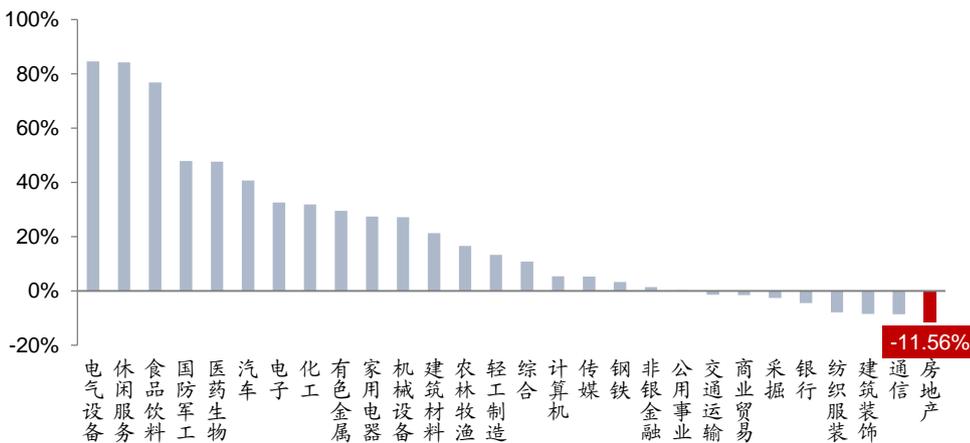


数据来源：东北证券，基金公告

7.2. 各项估值均处历史大底，高业绩确定性下低估值优势彰显

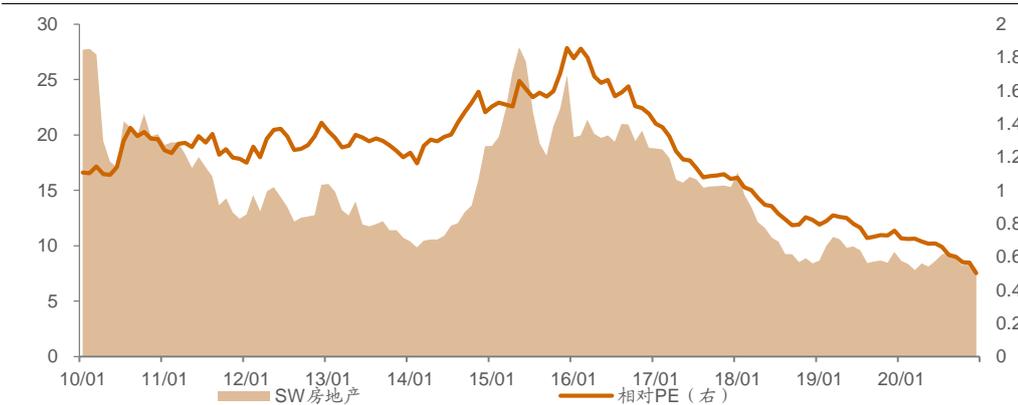
行业基本面具备较强韧性，在疫情打击下多数指标仍然实现了较高增速，2021 年初在低基数下行业各项指标预计将有可观增速。从板块的 PE/PB 来看，无论是绝对值还是相对值均处于历史底部区域，基于低估值、高股息率、高确定性的特性，板块估值筑底回升可期。

图 102: 2020 年至今各板块涨幅对比



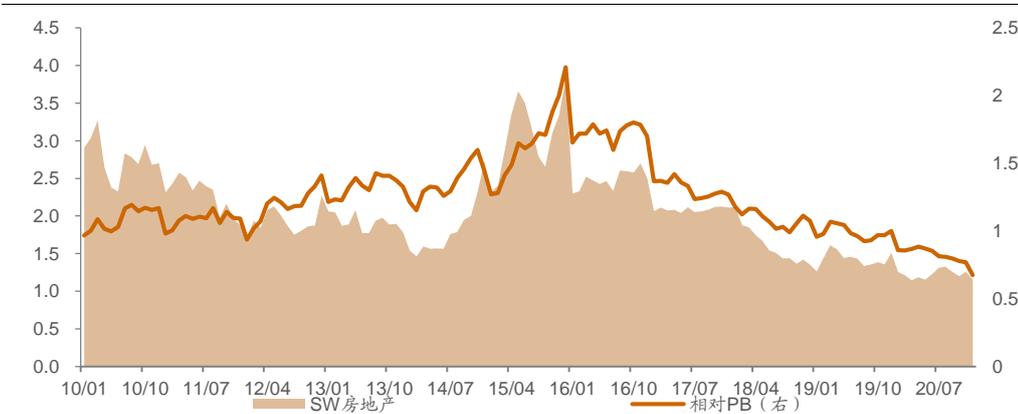
数据来源：东北证券，Wind

图 103: 申万房地产板块历史绝对 PE 和相对 PE(相对沪深 300)波动水平



数据来源: 东北证券, Wind

图 104: 申万房地产板块历史绝对 PB 和相对 PB(相对沪深 300)波动水平



数据来源: 东北证券, Wind

个股表现方面,“三道红线”主导的供给侧改革将推动行业落后产能出清,财务状况较优房企利润率有望得到改善;“因企施策”下集中度提高以及个股表现分化趋势将进一步深化;房企告别过去“爆发式”增长转而追求永续经营,拥有核心资产(如优质持有物业)以及产业链上下游多元经营的房企将迎来价值重估;个股方面推荐业绩确定性强、资源卓越的一线房企:万科 A、保利地产、金地集团、新城控股和招商蛇口;建议关注二线龙头房企:滨江集团、中南建设、蓝光发展、金科股份、荣盛发展、旭辉控股和阳光城。

表 8: 重点房企估值表

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
万科 A	28.70	3.44	3.91	4.56	8.34	7.34	6.29	买入
保利地产	15.82	2.34	2.76	3.25	6.76	5.73	4.87	买入
金地集团	13.50	2.23	2.76	3.30	6.05	4.89	4.09	买入
新城控股	34.83	5.61	7.12	8.87	6.21	4.89	3.93	买入
招商蛇口	13.29	2.03	2.10	2.47	6.55	6.33	5.38	买入
滨江集团	4.59	0.52	0.65	0.78	8.83	7.06	5.88	买入
中南建设	8.83	1.10	1.86	2.44	8.03	4.75	3.62	买入
蓝光发展	4.63	1.15	1.65	2.00	4.03	2.81	2.32	买入
金科股份	7.09	1.06	1.34	1.65	6.69	5.29	4.30	买入
荣盛发展	6.53	2.10	2.59	3.04	3.11	2.52	2.15	买入
旭辉控股	6.57	0.81	1.06	1.28	8.11	6.20	5.13	买入
阳光城	6.52	0.98	1.28	1.66	6.65	5.09	3.93	买入

数据来源: 东北证券, Wind 注: 重点公司股价为 2020.12.31 收盘价

8. 风险提示

行业资金面超预期收紧; 市场表现超预期下行

分析师简介:

王小勇，重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

吴胤翔，同济大学建筑与土木工程硕士，东南大学道路桥梁与渡河工程本科，现任东北证券房地产组研究人员。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn