

新冠冲击下的房地产固投 前瞻

资金链紧张拖累固投增速下移

2020年开始房地产行业再度进入下行周期，叠加新冠疫情冲击影响，房地产行业资金链紧张情况有所加剧；随着3月和4月经济活动正常化，房地产销售有所反弹，但同比依然大幅负增长，影响销售回款和房地产固定资产投资资金来源；如果销售恢复进度不及预期，则需要考虑采取市场化办法解决部分房地产公司资产负债表缩表问题，以预防房地产市场出现价格意外波动向其他领域蔓延。

- 突如其来的新冠疫情大幅压低了商品房销售额同比增速，叠加房地产行业自身的下行周期，精准打击到了房地产业本就不宽裕的**资金链**环节。
- **资金约束可能从三方面影响房地产投资**：一是复工率，二是达产率，三是周转率。复工率主要体现在施工面积同比增速下滑上，但目前还是正增长；达产率主要是单位面积投资额的变化，在原材料价格下降的影响下，4月同比增长-6%；周转率主要体现在从拿地到新开工的周期时长方面，虽然2018-2019年房地产开发商有提高周转率，但在资金链紧张的情况下，不排除房地产开发商延长购置土地的开工时间。
- 虽然一季度居民收入增速不乐观，但预计在房价上涨预期和需求刚性的支撑下，2020年房地产销售面积与2019年基本持平，受价格影响房地产销售额增速3-5%，但资金链紧张导致房地产固定资产投资增速下滑至0-1%。
- **房地产行业的外溢性是最重要的衍生冲击**。考虑到房地产行业产业链长、关联方多，房地产行业的外溢性影响包括影响地方政府土地出让金收入和财政支出能力、就业、以及固定资产投资增速。在“一城一策”下部分城市有放松房地产销售门槛的冲动，如果资金链紧张程度超过房地产企业承受能力，融资政策又没有显著放松的情况下，不排除部分房地产企业采取降价销售的方式加大回款力度。我们担忧的是部分企业的降价行为可能产生负面的外溢性影响，波及部分地区房价乃至房地产资产价格。我们认为最差的情况是在部分地区可能出现房地产企业降价销售也无法解决资金紧张的问题：一方面地方居民购房需求较弱或购买力整体偏弱，另一方面房地产行业整体库存偏高，二者叠加可能导致区域性房地产企业缩表压力骤增。面对这种情况，可能需要采取市场化方法如收购兼并，从房地产企业层面解决缩表问题，防止相关风险进一步向银行和地方政府等其他领域蔓延。
- 从上市公司一季报财务数据来看，如果发生房地产企业降价销售的情况，则更可能存在于融资能力相对较弱的资产规模200亿以下企业，以及此前资产负债表持续快速扩张的资产规模200-1,000亿的企业。

风险提示：全球经济下行幅度超预期；房地产销售回暖速度过慢。

相关研究报告

《等风景看透，看细水长流—房地产投资宏观专题》2018.7.18

《房地产专题更新—又一个房地产周期》2019.5.22

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

目录

房地产行业周期再次下行.....	5
新冠疫情影响之下各项指标全面回落.....	5
关注二三线城市住宅土地市场的回落趋势.....	8
住宅地产上市公司财务数据凸显资金紧张.....	10
2015-2019 年间负债率提高现金收紧.....	10
2020 年一季度资金更加紧张.....	13
2020 年房地产投资下行销售微降.....	16
房地产融资没放松.....	16
房地产固投前瞻.....	18
从资产端入手解决房地产行业潜在风险.....	20
房地产行业困境的外溢性影响.....	20
从资产端入手化解房地产公司缩表压力.....	21
结论：做好防范化解房地产行业局部风险的准备.....	22

图表目录

图表 1. 房地产行业指数在 1-2 月快速下行5

图表 2. 房地产开发、资金、销售均出现大幅下滑5

图表 3. 新开工面积同比增速回落最为显著6

图表 4. 2020 年 1-4 月住宅地产开发情况6

图表 5. 定金预付和自筹资金来源增速快速下行6

图表 6. 贷款资金占比大幅上升6

图表 7. 销售同比大幅下降7

图表 8. 2020 年 4 月相较 2019 年住宅销售回落情况7

图表 9. 土地市场需求回落7

图表 10. 住宅土地市场需求回落更显著7

图表 11. 土地成交总价占比再次向一线城市倾斜8

图表 12. 二三线城市成交土地溢价率偏高8

图表 13. 二线城市住宅土地市场整体回落9

图表 14. 二线城市住宅土地供给波动9

图表 15. 三线城市住宅土地市场整体回落9

图表 16. 三线城市住宅土地供给回升9

图表 17. 上市房企资产负债率持续上升11

图表 18. 各规模上市房企资产负债率分化明显11

图表 19. 上市房企现金比率变动11

图表 20. 各规模上市房企现金比率变动11

图表 21. 上市房企销售现金比率变动12

图表 22. 各规模上市房企销售现金比率变动12

图表 23. 2016-2019 年各规模上市房企负债增速13

图表 24. 2016-2019 年各规模上市房企资产增速13

图表 25. 2016-2019 年各规模上市房企存货增速13

图表 26. 2016-2019 年各规模上市房企借款和发债筹资增速13

图表 27. 近三年一季度资产负债率14

图表 28. 近三年一季度现金比率14

图表 29. 近三年一季度销售现金比率15

图表 30. 近三年一季度存货同比15

图表 31. 近三年一季度借款和发债筹资同比15

图表 32. 近三年一季度借款同比15

图表 33. 地产融资向传统银行渠道回归	16
图表 34. 房地产公司主要渠道融资变化	16
图表 35. 金融机构房地产贷款占比接近上限	17
图表 36. 房地产贷款结构转向个贷	17
图表 37. 房地产投资资金来源中销售回款占比接近 50%	18
图表 38. 商品房销售中期房占比接近 90%	18
图表 39. 房地产投资预测	19
图表 40. 购地面积的下行将反映在新开工上	19
图表 41. 竣工面积同比增速提前半年回升	19
图表 42. 房价持续上行	19
图表 43. 土地出让金收入增速大幅下滑	20
图表 44. 房地产对就业和固投贡献较大	20

房地产行业周期再次下行

按照我国房地产行业过去表现出的三年周期性规律，2020年房地产行业处于上行拐点之后的下行期，但从房地产行业指数下行的速度和幅度来看，新冠疫情冲击造成的负面影响较大。

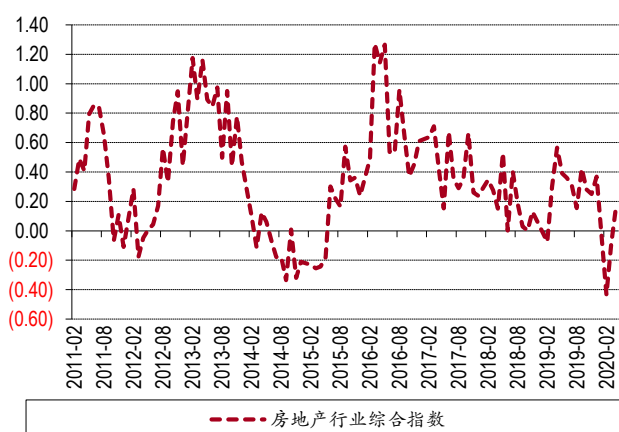
新冠疫情影响之下各项指标全面回落

新冠疫情直接影响房地产行业的开发和销售环节。房地产开发方面的影响，主要体现在节后复工进度上面，一是受春节假期延长和隔离期影响，房地产节后复工时间较往年延后了2-3周，二是受人员流动受限影响，复工的房地产开发项目达产速度也远低于往年水平。在销售环节方面，则是直接受到疫情防控影响，可能导致人群聚集的线下销售门店被关闭。

1-2月房地产各项指数大幅回落。根据我们此前报告《等风景看透，看细水长流--房地产投资宏观专题》中构建的系列房地产指数，房地产综合指数从2019年12月的0.37先回落到2020年2月的-0.44，创下了2011年以来最低水平，2020年4月连续两个月反弹至0.18，但考虑到房地产行业复工和销售从新冠疫情冲击的影响中恢复需要时间，销售增速的恢复也比较缓慢，因此房地产行业进入趋势性下行阶段基本确定。

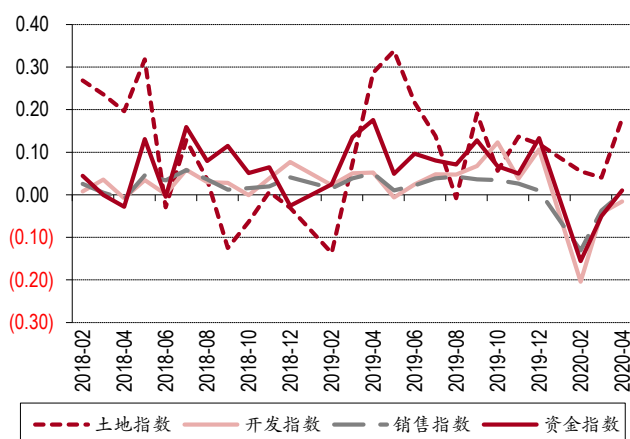
开发、销售、资金指数都出现深跌修复。从房地产指数的构成来看，只有土地指数的波动相对较小，开发指数和销售指数在2月都创下历史新低。从2月的下跌和3月的反弹幅度看，房地产开发指数受新冠疫情冲击影响波动最大，其次是资金指数，这也是我们短期内最关注的两个方面：开发关系到固定资产投资增速，截至4月全国固定资产投资累计增速-10.3%，其中房地产固投累计增长-3.3%，新冠疫情冲击之下，房地产对拉动投资的重要性上升；资金关系房地产投资的安全性和持续性，特别是自2019年下半年开始，房地产固定资产投资资金来源中贷款进一步收紧，目前尚未见到放松迹象，如果销售回款受限，则资金来源将向自筹倾斜或者出现阶段性紧张，届时存在影响经济增速的可能性。4月房地产指数在3月的基础上继续回升，但除土地指数依然维持强劲外，开发、销售、资金指数回升的幅度都有不同程度的减缓。

图表 1. 房地产行业指数在 1-2 月快速下行



资料来源：万得，中银证券

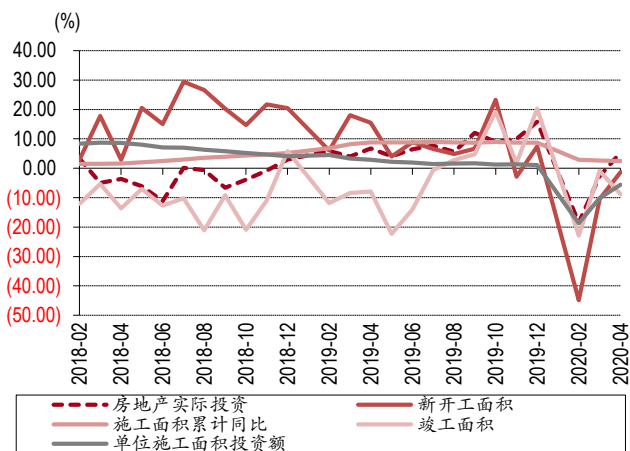
图表 2. 房地产开发、资金、销售均出现大幅下滑



资料来源：万得，中银证券

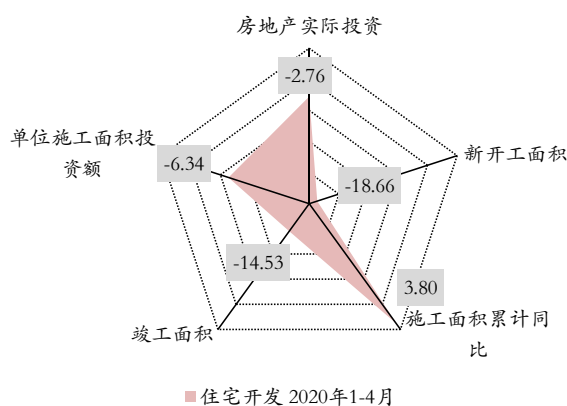
复工程度相对较低，重点关注新开工面积。目前房地产开发数据当中，施工面积同比增速波动最小且截至4月累计同比增速2.5%，除此之外房地产实际投资和单位面积投资额也在4月增速也出现了明显回升，但值得关注的是，新开工面积同比增速在2020年前四个月中出现了明显波动：1-2月同比增长44.88%，3月当月增速虽然回升至-10.45%，但在开工数据中明显疲弱，4月复工复产推进之后新开工面积当月同比增长-1.31%依然没有转正。结合单位施工面积投资额同比累计增长-5.61%，我们认为目前虽然房地产施工面积正增长仍能维持，但是复工程度相对较低，投资不及预期。从历史数据来看，当新开工面积同比增速出现趋势性变化时，将滞后反映在施工面积同比增速上，而自2019年10月新开工面积同比增速到达顶峰开始，已经持续下行了半年，我们预计受到新开工走弱的影响，2020年下半年施工面积同比增速将出现趋势性下行，这也将是拖累下半年房地产投资增速的重要因素。

图表 3. 新开工面积同比增速回落最为显著



资料来源：万得，中银证券

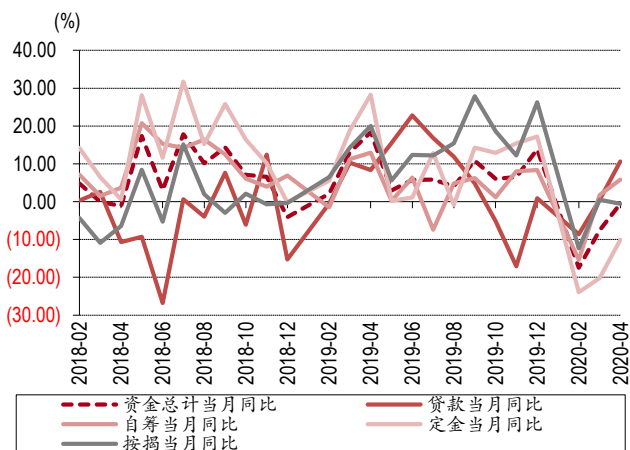
图表 4. 2020年1-4月住宅地产开发情况



资料来源：万得，中银证券

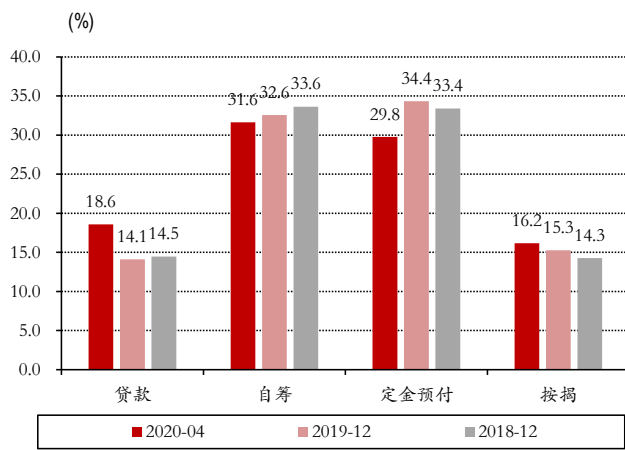
定金增速走低，房地产投资资金来源结构调整太快。2020年1-4月房地产投资资金同比增长-10.4%，其中国内贷款增长-2.5%，自筹资金增长-5.2%，个人按揭增长-5.4%，但定金预收同比增长-18.9%。从结构来看，2019年底资金来源中贷款占比仅为14.1%，较2018年底下降了0.4个百分点，但2020年4月贷款占比已达到18.6%，相比之下，定金预付款的占比则从2019年底的34.4%快速下降到2020年4月的29.8%。资金来源结构的变化主要是1-3月受疫情的影响，房地产销售受限所致。我们认为，虽然长期中贷款仍将保持占比稳定下降的趋势，但短期内受到疫情影响，在销售增速大幅下降的情况下，考验的是企业的融资能力和流动性储备，不排除部分企业受影响较大。

图表 5. 定金预付和自筹资金来源增速快速下行



资料来源：万得，中银证券

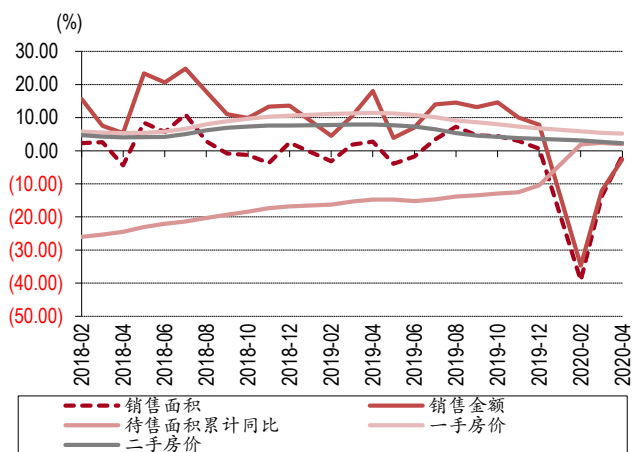
图表 6. 贷款资金占比大幅上升



资料来源：万得，中银证券

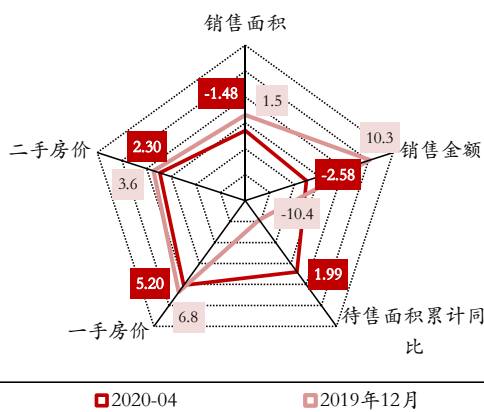
销售变成待售，销售收入成了库存。疫情期间房价整体依然较为坚挺，截至4月一手房价同比增长5.2%，二手房价同比增长2.3%，波动较大的是销售和库存。受到疫情影响，1-2月房地产销售受限，3月逐步推进复工复产之后虽然有所反弹，但整体依然大幅负增长。1-4月商品房销售面积累计同比增长-19.3%，商品房销售额累计同比增长-18.6%，受到销售增速大幅下滑的影响，待售面积同比大幅上升，1-4月商品房待售面积累计同比增长1.7%。住宅销售的变化与房地产整体一致。如果销售下滑仅仅是受到疫情限制的影响，那么当复工复产之后，房地产销售增速将出现明显反弹，回到2019年底的常态水平。但是从央行一季度调查问卷的结果看，城镇储户的购房需求较2019年四季度明显下行，储蓄需求大幅上升，如果购房需求下降，那么房地产行业的资金紧张情况将持续相对较长的时间，且需要政策介入以缓解可能造成的外溢性影响。

图表 7. 销售同比大幅下降



资料来源：万得，中银证券

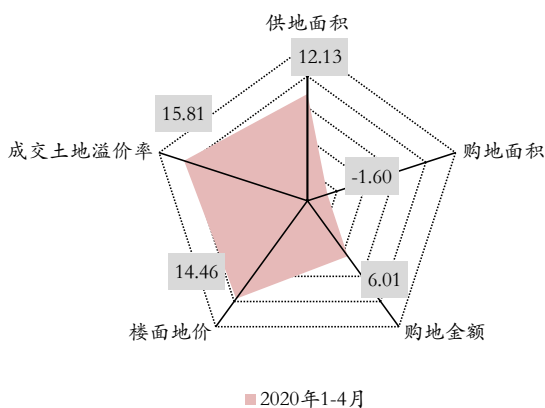
图表 8. 2020年4月相较2019年住宅销售回落情况



资料来源：万得，中银证券

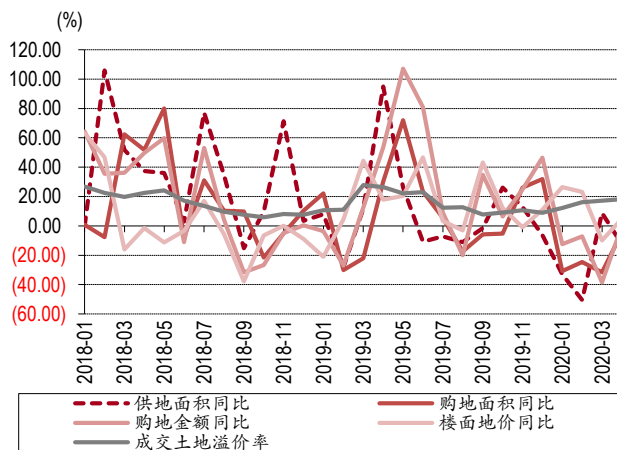
只买对的，不买贵的。房地产产业链当中，目前土地市场的波动最小，主要原因是土地供给受地方政府影响很大，从2020年1-4月数据来看，全国百城供地面积累计同比增长12.13%，说明复工复产之后地方政府加大了土地供给力度。从成交方面来看，购地金额同比回升，成交土地溢价率依然在前四个月均维持了两位数同比增长，且4月达到15.46%的较高水平，一定程度上说明需求方依然相对较强劲。但从住宅土地市场来看，2020年1-4月供地面积、购地面积、购地金额同比增速分别为-16.93%、-22.48%和-13.41%，延续了2019年四季度以来的下行趋势，我们认为住宅土地市场在进一步收缩的趋势没有发生变化，房地产行业土地需求方行业集中度提升也在继续进行。

图表 9. 土地市场需求回落



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 住宅土地市场需求回落更显著



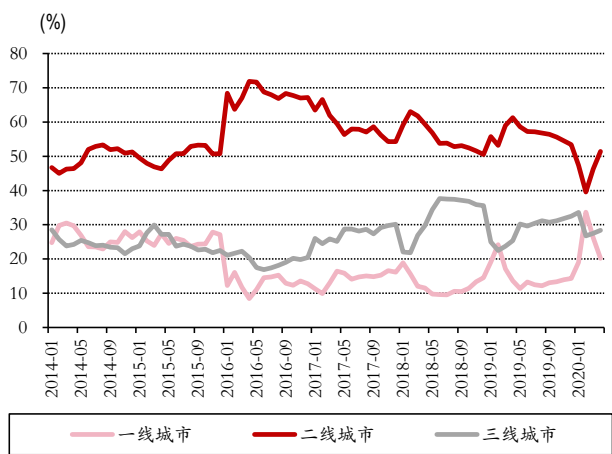
资料来源：万得，中银证券

关注二三线城市住宅土地市场的回落趋势

二三线城市住宅土地市场下行。2015年-2018年期间，受到房地产市场去库存和棚改的先后影响，土地市场再度火热，特别是二三线城市土地市场热度上升。从土地成交总价占比来看，2016年较2015年二线城市土地市场占比率先走高20个百分点至70%上方，2017-2018年间三线城市土地市场成交总价占比开始上升，从20%下方持续升至40%左右。期间一线城市土地成交总价占比则持续下降至10%左右。2019年随着房地产“一城一策”政策落实，土地市场走势相对平稳，但整体上在房地产周期上行阶段，二线城市土地成交总价占比较2018年上了个台阶，同时三线城市占比相对稳定略有小幅下行。2020年前四个月中一线城市土地成交价占比再度冲高后回落至20.24%，明显超过2019年平均水平约5个百分点。

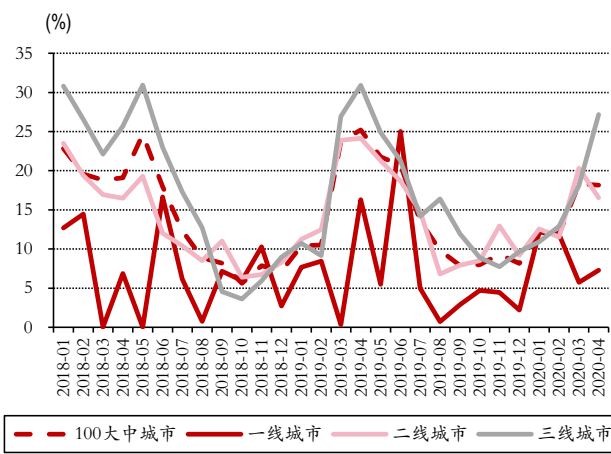
成交土地溢价率显示二三线市场仍是热点。虽然一线城市土地成交金额占比走高，但成交土地溢价率整体仍低于二三线城市水平。截至2020年4月，100大中城市成交土地溢价率为18.18%，其中一线城市仅为7.28%，相较之下二线城市和三线城市分别达到16.55%和27.18%，显示出房地产市场未来主要竞争区域仍是二三线城市。我们认为土地成交金额结构的变化和土地溢价率之间的分歧，在于一线城市土地价格整体较高、土地市场成交金额整体回落、以及房地产开发商在二三线城市进一步争夺核心土地资源等原因相关。虽然二三线城市房地产市场未来仍趋势性向好，但在房地产周期下行过程中将出现土地市场扩张的压力。

图表 11. 土地成交总价占比再次向一线城市倾斜



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 二三线城市成交土地溢价率偏高



资料来源：万得，中银证券

二线城市住宅土地：关注楼面地价低的土地。从2020年二线城市住宅土地市场的变化看，土地供给在1-2月同比大幅负增长，主要是受到了新冠疫情的冲击影响，3月土地供给明显恢复，4月继续同

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4890



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn