

房地产的“韧性”能否持续？

宏观经济之地产研究专题之一

核心结论

2020年房地产行业将面临着更为明显的交付压力。根据我们的模型，以销售面积（现房+期房）和新开工面积数据为起点，识别出每期销售期房组成。按T-2年新开工已售面积+T-1年期房库存销售面积+T年现房销售面积来计算T年交付的面积。我们测算2020年房企要交付的面积约为14.4亿平方米，同比上升9.9%，高于2018年和2019年的-3.3%和-5.2%。

房企的到位资金将边际缓解。2015-2018年房企因资金和环保问题，在建项目出现停工的现象较之前更为普遍，整个施工环节被迫延长。我们认为1) 2020年全球经济下行情况下，企业投资意愿疲弱，对应传导至居民消费市场，导致整体需求进一步转差，从而PPI难有改善，降低实体融资成本仍有其必要性，流动性的宽松还将持续。2) 2020年的房地产调控政策定调为“稳”，房企的主要资金来源渠道是商业银行（按揭贷款和直接投资开发贷款），一旦货币政策宽松，房企资金压力会逐渐缓解。3) 2020年的环保政策偏中性。综上，我们预测2020年房企的融资环境将明显好于过去几年，施工进度受资金和环保问题影响而延迟的现象将较之前减少。

2020年房地产的“韧性”仍有望持续。资金较前几年相对充足叠加房屋需交付的刚性约束增加，预计2020年房地产的建安环节的投资增速将继续好转。整体建安投资的驱动来自于新项目的开工和在建项目的复工，其中新项目的开工受房企销售预期影响，而需求预计偏稳，新项目的开工量预计新增有限。我们预计建安投资增量主要来自于前两年停工的项目复工。我们测算2015-2018年有累计20亿平方米项目停工的项目中部分将在19和20年复工以满足2020年交付。鉴于复工面积的逐渐增加，2020的建筑工程投资增速有望加速至15%，较19年的11.3%提高。由于房地产建筑安装投资额占整体房地产投资额比例约为60%，房地产投资增速2020年将在9%左右，韧性将继续维持。同时预计2020年的竣工增速也将逐渐提升。若2020年的建筑工程投资增速如预期攀升，2021年将看到竣工增速更为明显的上升。对应我们推荐关注玻璃、水泥等建材行业以及地产后周期行业如家具、家电等需求将随着竣工交付得到改善且具有持续性。

风险提示：全球经济在货币宽松下提前复苏带动PPI转向；房地产行业融资收紧加剧；销售和施工的关系出现本质变化。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

房地产的“韧性”能否持续?	4
前言	4
1、测算房企的刚性交付订单量	4
1.1 传统模型存在的问题	4
1.1.1 传统模型隐含的两个前提假设	5
1.1.2 前提假设一因 2015 年后每期销售的期房去库存而不成立	5
1.1.3 前提假设二从 2015 年开始因停工现象而不再成立	7
1.1.4 传统模型自 2015 年起不再适用	8
1.2 测算模型介绍	9
1.2.1 如何识别每期期房销售的组成?	9
1.2.2 如何预测未来现房销售面积?	12
1.2.3 模型测算结果: 2020 年房地产行业交付面积约 14.4 亿平, 同比增长 9.9%	13
1.2.4 考虑外部因素对施工周期的影响	14
2、结论和投资建议	16
3、风险提示	20

图表目录

图 1: 预售是我国房地产主要销售方式	4
图 2: 15 年以前新开工增速领先竣工增速 2 年	4
图 3: 15 年以前估算的交付面积与竣工面积吻合, 但 15 年以后严重背离	5
图 4: 正常传统的房地产投资开发流程	5
图 5: 现房库存和待售期房库存的变动影响因素	6
图 6: 期房库存流出量和最大可预售面积趋势对比	7
图 7: 2015-2018 年期房库存最大流入量小于流出量	7
图 8: 施工面积的变动影响因素	7
图 9: 实际施工与不考虑停复工的施工面积对比	8
图 10: 15 年开始, 停工现象逐渐明显增加	8
图 11: 资金流入增速下降导致房企停工现象增多	8
图 12: 环保限产导致钢材“供不应求”, 推动价格上涨	8
图 13: 被打乱的房地产建筑开发流程 (虚线部分为改变部分)	9
图 14: 如何测算待售期房库存	10
图 15: 各类商品房新开工面积每年占比	11
图 16: 可售比与非住宅类商品房新开工面积占比呈反比	11

图 17: 现房库存趋势和每期库存变动	11
图 18: 模拟期房库存趋势和每期库存变动	11
图 19: 期房库存和现房库存趋势比对	12
图 20: 模拟库存变动影响房价变动	12
图 21: 每年期房销售面积交付时间划分	12
图 22: 每年现房销售面积 (20 年为预估值, 预估增速 -15%)	13
图 23: 预计 2020 年房企交付面积将快速增加, 增速达到 9.9%	13
图 24: 交付压力增加将影响房企投资速度加快	14
图 25: 地产投资增速与资金来源增速具有同步正相关性	15
图 26: 房企到位资金来源各项占比	15
图 27: 18 年末起房企债券与非标融资持续宽松	15
图 28: 18 年末起银行贷款与销售回款持续宽松	15
图 29: 需求走弱将引导融资利率继续向下	15
图 30: 企业需求疲弱, 意味着工业品价格下行压力仍存	15
图 31: 央行对于流动性仍在呵护 (短期银行间利率低位)	16
图 32: 流动性宽松下驱动地产加快建筑工程	16
图 33: 流动性宽松下将引导开发商资金改善	16
图 34: 房企资金改善后将减少停工现象	16
图 35: 地产投资中建筑工程占比最大	17
图 36: 预计 2020 年建筑投资增速将提升至 15%	17
图 37: 交付压力驱动施工加速, 进而推动竣工加速	18
图 38: 水泥产量与存量施工投资更为相关	18
图 39: 玻璃产量与存量施工投资更为相关	18
图 40: 随着竣工拐点出现, 家具需求有望跟随改善	19
图 41: 随着竣工拐点出现, 空调内销需求有望跟随改善	19
图 42: 建筑安装工程投资增速与新开工增速并非一一对应	19
图 43: 工程机械需求更易受到增量工程项目启动影响	20
表 1: 模型测算过程 (单位: 万平方米)	12
表 2: 模型测算结果 (单位: 万平方米)	13

房地产的“韧性”能否持续？

前言

从统计局数据看，2019年房地产投资完成额累计增速录得9.9%，较2018年全年累计增速提高了0.4个百分点。其中主要贡献来自于建筑施工环节，房屋施工面积19年累计增速为8.7%，较18年提高了3.5个百分点。同时，房地产的建筑部分投资完成额2019年1-11月累计增速为11.1%，较18年上升了13个百分点，超过年初大部分分析师的预期。而房地产投资增速自17年以来一直维持7%以上的增速，市场称之为房地产的“韧性”。

站在2020年的年初，目前的核心在于判断房地产投资增速还能否在2020年持续？如果能，对应的投资机会又有哪些？因此，我们将从两个角度出发，1) 测算房企此前预售在2020年需要刚性交付的面积。2) 判断房企到位资金是否充足。以此来判断未来房地产企业的投资行为。

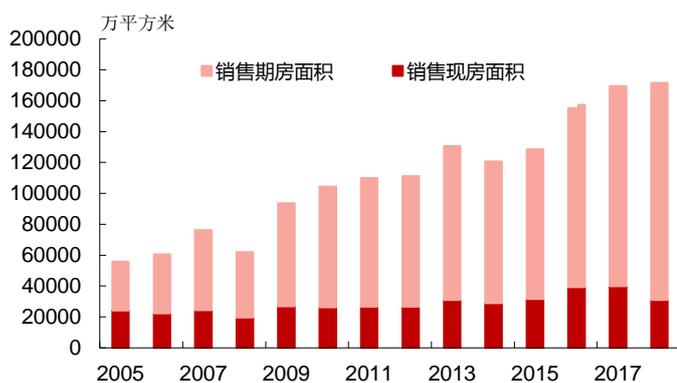
1、测算房企的刚性交付订单量

1.1 传统模型存在的问题

我国商品房市场中采取两种主要的房屋销售形式，一种是现房销售，一种是期房销售，其中期房销售量占每年总商品房销售面积的60%以上。期房是指开发商从取得商品房预售许可证开始至竣工期间的商品房，房企在这一期间销售房屋可提前拿到销售回款，待完工后再交付。

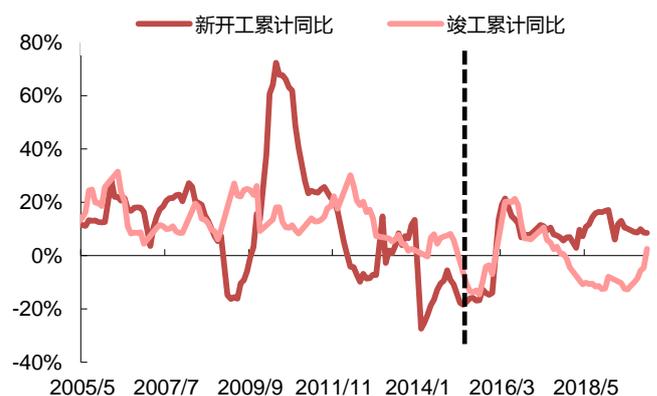
首先，一般房地产项目从开工到竣工的建设周期在2年以上时间，从新开工增速领先竣工增速2年左右时间可以得到验证（图2）。其次，房地产项目进入预售对于地产开发商而言，是从纯投入到开始有现金流入的一个转折点，改变了项目的资金流现状，因此房企通常把预售作为运营工作的重中之重，将尽量在新开工的同一时期内实现其预售。市场上分析报告采用T-2年的期房销售面积加上T年现房销售面积来粗略的计算房企在T年所需要竣工交付的房屋面积（理论交付面积）。在2015年以前，该测算值与统计局当年公布的房屋竣工面积基本匹配。但进入2015年以后，两者的差距逐渐扩大（图3）。造成这种现象有两种可能性，一种是竣工数据统计出现了问题而被低估，另一种是测算方法出现了问题。我们暂且不去质疑竣工数据，先来考虑传统的测算方法是否合理。

图 1：预售是我国房地产主要销售方式



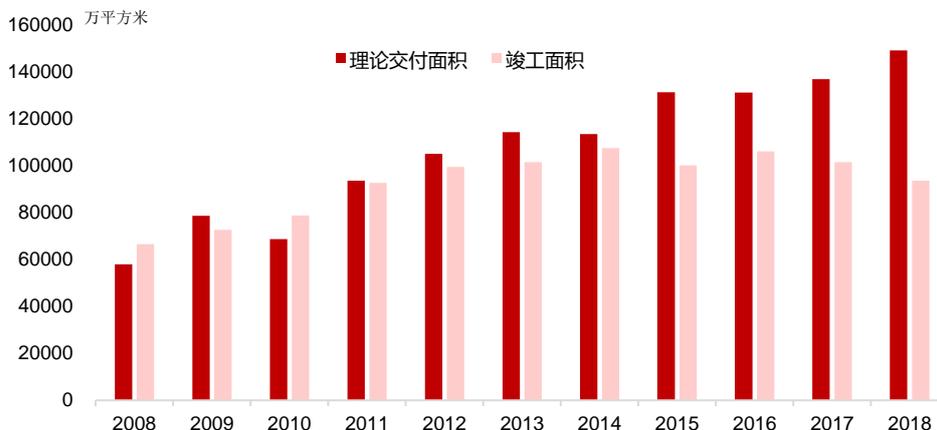
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：15 年以前新开工增速领先竣工增速 2 年



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：15 年以前估算的交付面积与竣工面积吻合，但 15 年以后严重背离



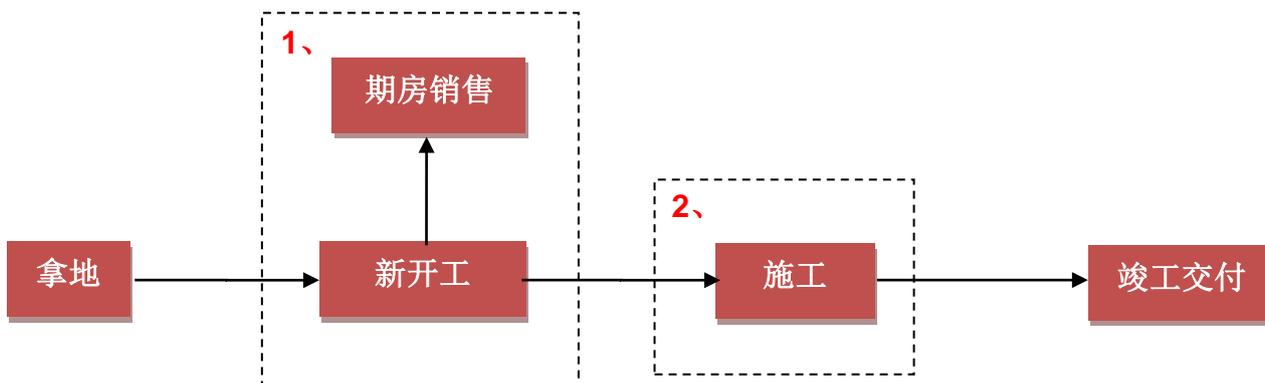
资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.1.1 传统模型隐含的两个前提假设

由 T-2 年期房销售面积+T 年现房销售面积推导出 T 年交付面积进行了两个前提假设：

- 一、期房销售的是当期投入开工建设并预售的。
- 二、期房销售后进行正常顺利的施工，没有外界因素带来的停复工现象。

图 4：正常传统的房地产投资开发流程



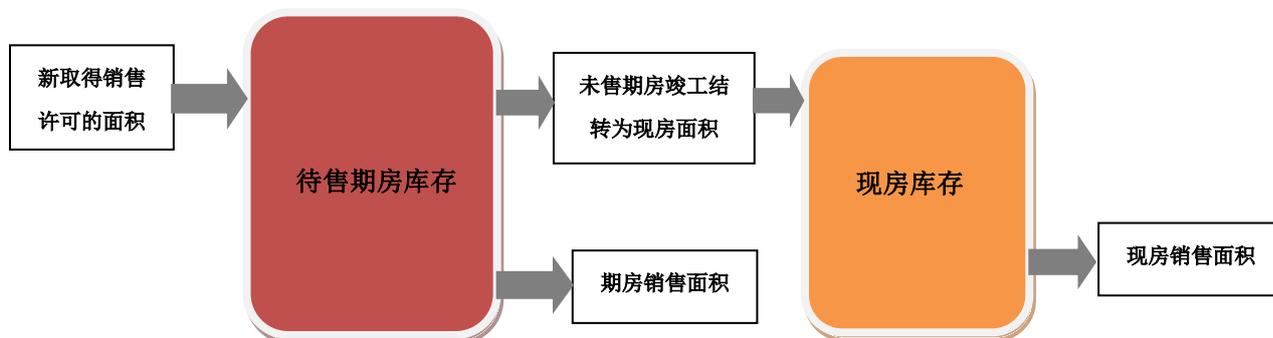
资料来源：西部证券研发中心

1.1.2 前提假设一因2015年后每期销售的期房去库存而不成立

鉴于房地产的预售制度，库存有狭义和广义之分。1) 狭义房地产库存。统计口径为现房库存，是指已竣工的待售现房，在现行房地产开发统计中被记作“商品房待售面积”。2) 广义房地产库存。统计口径为可售现期房库存，是指现房库存和期房库存之和，即在狭义库存的基础上增加待售期房库存。所谓待售期房库存，是尚未竣工但已经取得预售许可证的，而未实现销售的部分。

把现房库存和待售期房库存看作两个蓄水池。

图 5：现房库存和待售期房库存的变动影响因素



资料来源：西部证券研发中心

现房库存变动 = 未售期房竣工结转为现房面积 - 现房销售面积

待售期房库存变动 = 新取得预售许可的面积 - 期房销售面积 - 未售期房竣工结转为现房面积

待售期房库存的流出量 = 现房库存变动（商品房待售面积变动）- 现房销售面积 + 期房销售面积

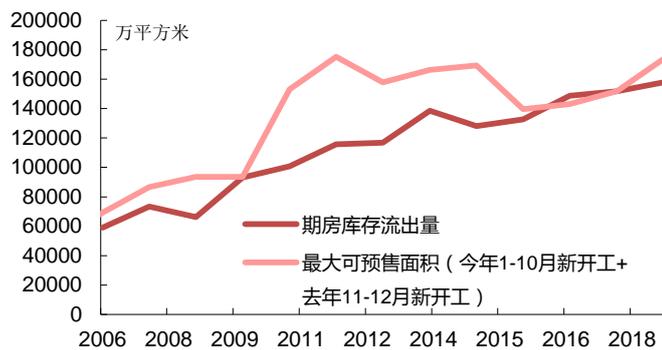
待售期房库存的流入量 = 新取得预售许可的面积

首先，可售面积的定义是取得了《商品房预售许可证》、可以进行预售和销售的商品房面积，而新开工面积口径为建筑总面积。因为仓库、机动车库、非机动车库、车道、供暖锅炉房、用于人防工程的地下室、单独具备使用功能的独立使用空间、售房单位自营自用的房屋，以及为多幢房屋服务的警卫室、管理（包括物业管理）用房不计入可售面积。其次，建筑面积中用来出租的部分也不记做可售面积。因此可售面积比总建筑面积（新开工面积）的值要小，两者的比例称为可售比。

其次，通过调研我们了解到，从新开工到预售需要至少 2 个月以上的时间周期。如果要当期开工当期预售，新开工的最晚开工时间是当年 10 月份，那么在完全不考虑可售比的条件下，最大当年可取得预售证的房屋面积应该近似于当年 1-10 月份的新开工面积加上去年 11-12 月份的新开工面积。

当年期房库存的流出量/当年最大新取得预售证的面积在 2015 年-2018 年的值分别是 0.95，1.04，1.01 和 0.91，其中在 2016 年和 2017 年期房库存的流出量大于当年最大可取得预售证的面积。考虑到还有可售比的问题，可以认为 2015 年-2018 年当期期房库存的流入量小于期房库存的流出量，也就是说存在期房库存消化的现象。因此当期销售的期房不仅包括新开工预售房，还包括库存房。一旦销售的房屋里面包括库存房，其交付时间就应该提前，而不能按照 2 年的时间去往后推算。

图 6：期房库存流出量和最大可预售面积趋势比对



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：2015-2018 年期房库存最大流入量小于流出量

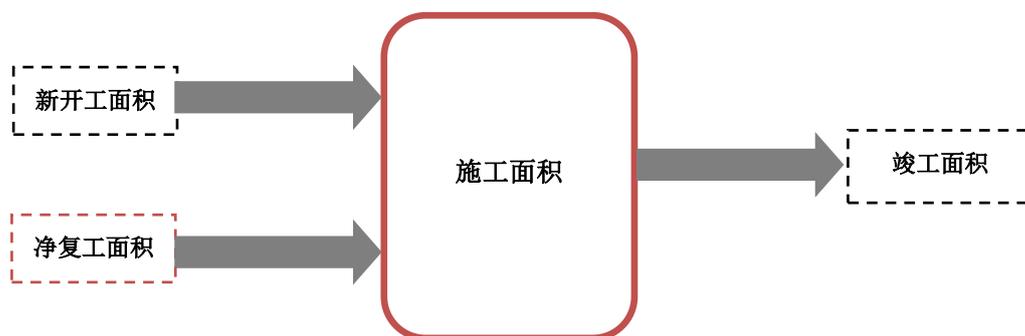


资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.1.3 前提假设二从2015年开始因停工现象而不再成立

统计局公布的施工面积数据包括本期新开工的房屋建筑面积、本期竣工的房屋建筑面积、上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋建筑面积、以及本期施工后又停缓建的房屋建筑面积。其中本期新开工的房屋建筑面积、本期竣工的房屋建筑面积和上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积为现成时点数据，但复工和停工数据无法分别统计，可看作整体作为净复工面积。在不考虑停复工的背景下，我们用上期转入本期继续施工面积 + 本期新开工房屋面积 - 本期竣工面积可以获得本期理论施工面积。与实际统计局记载的施工面积相比较得知，进入 2015 年以后，净复工面积明显为负值，意味着当年整体停工的面积大于当年复工的面积，2015-2018 年净复工面积分别约为-4.5 亿平方米、-3.8 亿平方米、-5.5 亿平方米和-7.5 亿平方米，占当年总施工面积比例分别为 6%，5%，7%，9%，2015-2018 年共停工约 20 亿平方米。

图 8：施工面积的变动影响因素



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

实际施工面积 = 理论施工面积 + 净复工面积（上期停缓建在本期恢复施工的房屋建筑面积-本期施工后又停缓建的房屋建筑面积）

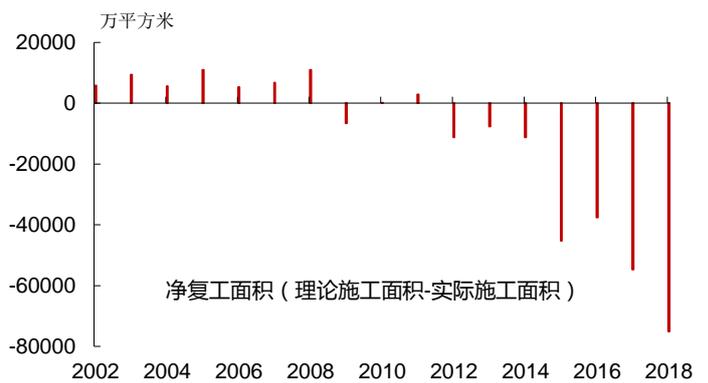
理论施工面积：上期跨入本期继续施工的房屋建筑面积+本期新开工房屋面积-本期竣工面积

图 9：实际施工与不考虑停复工的施工面积对比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：15 年开始，停工现象逐渐明显增加



资料来源：西部证券研发中心

这样的停工行为我们认为有两方面原因导致，1) **房地产行业需求低迷同时实体“去杠杆”，企业资金紧张**。2012 年开始，房企因受到调控政策的收紧导致销售市场持续低迷，对应行业资金流入增速逐年下滑，进而影响了企业的投资施工行为，停工现象开始逐渐出现，直到 2015 年，行业库存高企，不少房企破产退出市场，政策放开限购限贷同时进行棚户区改造，需求受到刺激房地产正式开始去库存，但 2017 年房地产政策又紧急刹车同时实体进行去杠杆行动，企业资金捉襟见肘。2) **环保限产工地施工被迫延误**。2015 年中央发布《环境保护督察方案(试行)》，2016 年起正式开启连续四轮中央环保督察行动，2017 年进入督查高潮和尾声阶段，不少的中游工业企业在此过程中被迫停产或减产，供给被动收缩后导致商品供不应求，下游工地也时常面临停工，一方面是原材料短缺导致的停工，另一方面是施工粉尘污染治理导致的停工。

图 11：资金流入增速下降导致房企停工现象增多

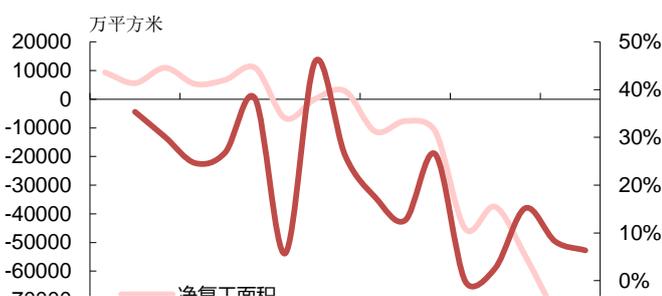
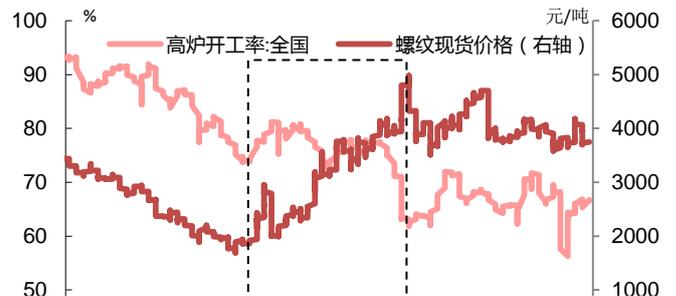


图 12：环保限产导致钢材“供不应求”，推动价格上涨



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_7591



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn