



统计局数据背后的行业图景 (二)：低库存是关键线索 景气 拐点仍需观察



事项:

[统计局公布 1-7 月]房地产投资和销售数据,随着基数效应减弱,主要指标增速均有一定回落。其中,商品房销售额 106430 亿元,累计同比+30.7%,单月同比-7.1%,销售面积 101648 万平方米,累计同比+21.5%,单月同比-8.5%。房地产开发投资 84895 亿元,累计同比+12.7%,单月同比+1.4%。房屋新开工面积 118948 万平方米,累计同比-0.9%,单月同比-21.5%。房屋竣工面积 41782 万平方米,累计同比+25.7%,单月同比+25.7%。

评论:

数据总览:竣工之外,皆有回落

多个数据出现回落,但原因各不相同。可以看到,除竣工以外,包括投资、销售、新开工等在内的主要数据均有所回落。其中有基数效应的原因,但与未受到疫情扰动的 2019 年相比,上述数据下行的趋势也是明显的。相对 2019 年同期,开发投资增速相对上半年下降 0.7pct,销售额增速下降 3.4pct,销售面积增速下降 3.5pct,新开工增速下降 1.4pct。

竣工如期走强,修复趋势已经确定。以 2019 年为基期,2021 年 1 至 7 月竣工面积同比+11.9%,相对上半年的 12.5%小幅下降,但仍处于 2017 年至今的绝对高位。竣工的表现与我们在 2 年前发布的报告《竣工之谜:微观层面的解释和估算》中的判断完全一致(转正点出现在 2020 年四季

度，2021 年三季度是高点)。当前可以认为竣工修复的趋势已经确定，并将持续至本年四季度，峰值增速预计在 15%左右。

投资：不可逆转的施工走弱，遇上难当大任的土地投资 1-7 月，房地产开发投资 84895 亿元，同比+12.7%，相对 2019 年同期+16.5%。相对于整体数据，开发投资的明细项能够更加详细的反映行业的实际情况，比如 2018 年和 2019 年，开发投资增速均在 10%上下波动，并无明显的趋势性（即所谓“韧性”的），但其实这两年间，开发投资经历了拿地驱动向施工驱动转化的过程，这对竣工、建材需求等方面的判断产生了关键影响。

回到本年，从上半年的数据看，可以看到两个特点：

施工投资（建筑工程投资+安装工程投资）在开发投资中的占比由一季度的 65%下降至 62%，且其对开发投资的拉动由一季度的 20.4%下降至 11.9%。可见，一季度施工投资对开发投资的拉动在二季度大幅减弱，在土地购置拉动基本稳定的情况下，施工投资回落是开发投资回落的主要原因。再结合竣工的迅速修复，可以认为当前进入收尾期的项目越来越多，因此施工强度降低。

土地购置费在开发投资中的占比由一季度的 28%上升至 32%，对房地产投资增速的拉动由一季度的 3.6%下降至 2.2%。可以说，整个上半年，土地购置都没有成为房地产投资的主要驱动力，这与 2020 年之前的情况完全相反。

考虑到施工投资周期取决于三到四年前的房企扩张周期，在短期内无法逆转，而土地购置看起来又难当大任，因此，开发投资在下半年预计将延续走弱的态势，全年增速预计在 5%以内。

新开工：短期拿地难以对冲三年收缩，弱势恐将延续我们在一季度数据点评中就判断了新开工将延续弱势，这是不以短期土地市场和销售市场为转移的，数据显然印证了我们的判断。核心逻辑并无变化，因此将当时的原文摘录如下。

新开工的表现一定程度上低于部分投资者的预期，因为销售端的高景气非常明显，广义库存去化周期也处于 2012 年以来的最低水平，房企补库的诉求应该是较为强烈的，近期土地市场的表现也确实印证了房企的积极补库行为。

而新开工作为补库存的关键动作，在数据上却表现弱势，原因何在呢？

我们在 2021 年年度策略中给出的新开工预期为-10%到-15%，按照我们的分析框架，本年的新开工会呈现明显弱势。

原因是，从宏观和微观两个层面，都可以看到房地产行业自 2018 年下半年开始，进入了扩张减速的周期，2020 年更是整体呈现报表收缩，因此可用于投入开工的土地资源相对不足，在开工意愿边际稳定的情况下，新开工不太可能出现太好的表现：

宏观层面：2018 年下半年至 2020 年年末，土地购置费、土地出让金、

300 城土地成交金额/面积，三大数据增速较 2017 年和 2018 年上半年均显著下行，反映出土地市场的整体降温，行业整体拿地积极性的下降，导致了当前土储相对较薄，无法支撑较高的开工增长；

微观层面：从 20 家主流房企历年 FCFF 看，2018 年主流房企开始放慢扩张节奏，2020 年首次出现报表收缩，从其扩张节奏看（当年 FCFF/年初净经营资产），这一趋势更为明显，2018 年至 2020 年，主流房企明显是在减速扩张，这导致其土储充沛程度逐年下降。

展望全年，我们认为，即使不考虑“三道红线”对行业融资的整体压制，短时间内的土地补充，无法完全对冲掉接近三年减速扩张导致的土储薄弱，因此，我们预计本年新开工增速很难超过 5%，不排除持续为负的可能（取决于土地市场能否延续高热度）。

投资建议：拿地利润率迎改善机会，过度悲观的估值具备一定修复空间上半年销售高景气导致的政策收紧、土地高竞争导致的利润下滑、部分房企信用事件导致的行业忧虑，是地产股估值迭创新低的三大原因。当前，销售景气边际回落、土拍新政减弱土地竞争、行业信用事件逐渐接近尾声，

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_34344

