

后续房地产投资增速怎么看？

证券研究报告
2019年06月17日

作者

开年以来的房地产投资增速高于去年底的市场一致预期，主要原因在于土地购置费增速的回落速度低于预期，以及建安投资增速和设备工器具购置投资增速高于预期。本篇报告将通过房地产开工和施工对今年的建安投资和房地产开发投资增速进行判断。

新开工：综合考虑融资环境、商品房销售和商品房/土地库存等因素，预计新开工增速2季度见顶，下半年回落，4季度阶段性企稳或下行放缓，全年增速5%-7%。

施工：在施工进度回补和融资环境好转的支撑下，预计房地产施工强度全年保持在较高水平。

建安投资：下半年新开工回落但保持在较高水平、施工强度较去年显著回升，预计全年建安投资增速4.7%-5.7%。

房地产开发投资：增速拐点在2季度出现，下半年加速回落至5.9%-7.6%（如果后续政策再度收紧，则大概率回落至6%以下）。

风险提示：房地产政策持续收紧/超预期放松；影子银行政策持续收紧

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

开年以来的房地产投资增速高于去年底的市场一致预期，主要原因在于土地购置费增速的回落速度低于预期，以及建安投资增速和设备工器具购置投资增速高于预期。本篇报告将通过房地产开工和施工对今年的建安投资和房地产开发投资增速进行判断。

新开工：综合考虑融资环境、商品房销售和商品房/土地库存等因素，预计新开工增速 2 季度见顶，下半年回落，4 季度阶段性企稳或下行放缓，全年增速 5%-7%。

施工：在施工进度回补和融资环境好转的支撑下，预计房地产施工强度全年保持在较高水平。

建安投资：下半年新开工回落但保持在较高水平、施工强度较去年显著回升，预计全年建安投资增速 4.7%-5.7%。

房地产开发投资：增速拐点在 2 季度出现，下半年加速回落至 5.9%-7.6%（如果后续政策再度收紧，则大概率回落至 6%以下）。

一、新开工面积增速：2 季度见顶，下半年回落，全年增速仍将不低

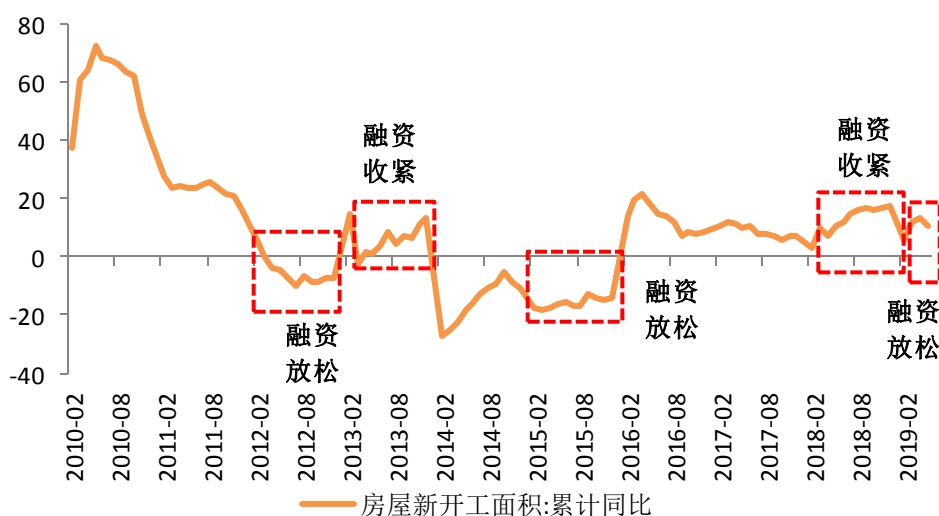
影响房屋新开工的因素比较复杂，主要因素包括：融资环境、商品房销售情况、土地库存。综合考虑，预计全年新开工面积增速 5%-7%，节奏上 2 季度可能是年内增速的顶部，1-4 月增速 13.1%可能是全年高点，3 季度小幅回落，4 季度阶段性企稳或下行放缓。

1. 融资环境放松，高周转趋弱，转为杠杆拿地

房地产政策实质性收紧时，货币政策偏紧，房企融资环境变差，在商品房库存偏低的情况下，房企为了回笼资金可能选择加速开工，并加大对期房的推盘力度以尽快获得销售回款，进入“快开工、快推盘、快回款、慢施工”的“高周转”模式。2017 年下半年-2018 年，融资收紧后房企进入高周转模式，因此期间新开工增速居高不下。（详见《如何理解最近一年房地产数据“异常”》）

当房企融资开始由紧向松转变时，房企不再急于推盘回款，高周转动力下降，转为以杠杆拿地为主，此时新开工增速难以进一步攀升。年初以来，房企融资环境有所好转，推盘销售回款的迫切性有所降低。

图 1：融资放松后新开工可能在 2 季度见顶（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

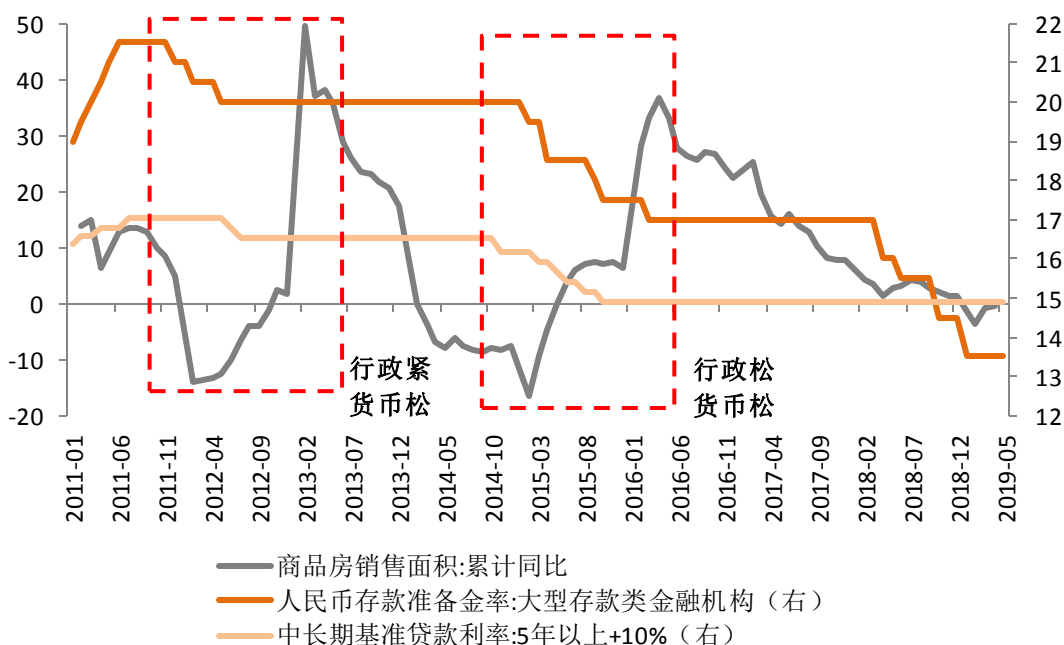
2. 商品房销售面积增速：继续下行，最早下半年触底，新一轮小周期较弱，将拖累新开工

根据我们在《“小阳春”之后的楼市方向》中的判断：预计全国商品房销售面积同比增速上半年保持小幅负增长，最早在今年下半年触底，低点在-2%~-3%左右。其中，一线城市2018年年初已经触底，预计反弹至今年2季度；二线城市可能在2019年年初触底，预计反弹至年底；三线及以下地区受棚改退火拖累明显，2019年上半年销售增速持续回落，触底时间可能要到2019年下半年甚至更晚。

从历史经验来看，只要货币政策保持宽松，即使行政政策偏紧，也会带来一轮地产小周期。因此，如果货币政策继续保持相对偏松、房贷利率继续下行，可能在下半年进入新一轮地产销售小周期的起点。但是，新一轮地产销售小周期的幅度或远弱于2012-2013年和2015-2016年。第一，考虑到房地产政策调节以因城施策为主，过冷或过热都会带来政策力度的相机变化；第二，16-17年的大规模棚改货币化安置对三线及以下地区购房需求形成一定透支；第三，居民部门整体杠杆率已处于较高水平，央行《中国金融稳定报告2018》中指出，“2017年末，我国住户部门杠杆率为49.0%，低于国际平均水平（62.1%），但高于新兴市场经济体的平均水平（39.8%）”。

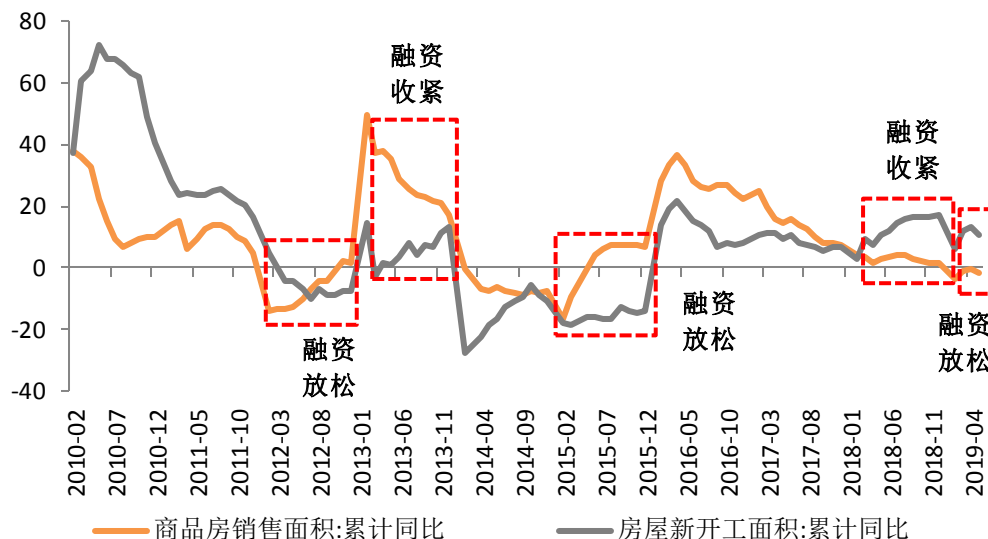
今年的棚改退火对新开工有一定负面影响。2018年棚改开工626万套，实物安置比例65%，对应新开工房屋407万套；假设2019年开工300-400万套、实物安置比例82.5%，则对应新开工房屋248-330万套。按照每套85平方米计算，棚改退火可造成2019年新开工面积较2018年减少0.65-1.35亿平方米，占2018年新开工面积（20.9亿）的3.1%-6.5%。

图 2：货币政策对商品房销售的影响大于行政政策（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：新开工与销售中长期有相关性，短期也受融资环境影响（%）

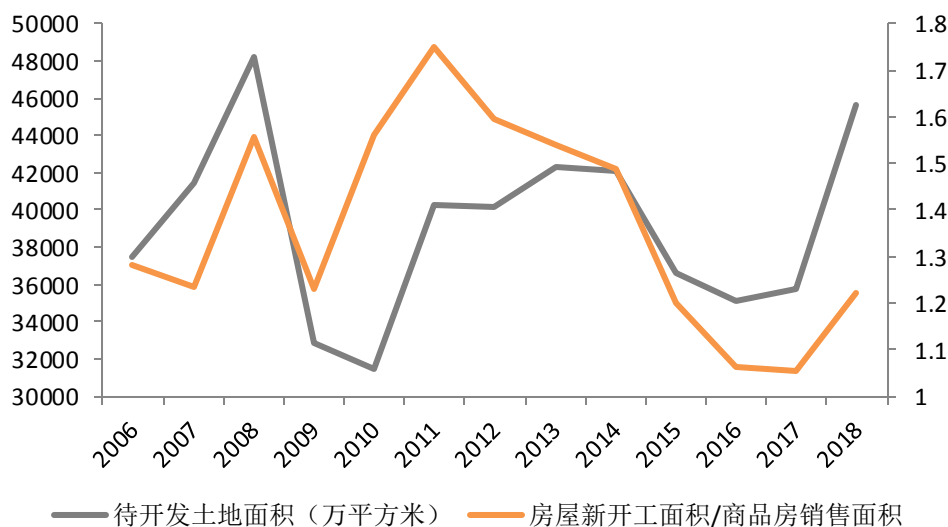


资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 土地库存高位，商品房库存低位，前者向后者转化，新开工回落幅度有限

从上市房企土储面积和统计局公布的待开发土地面积来看，当前房企土地库存较高，但商品房库存较低，狭义和广义商品房库存去化周期都处于 2012 年的水平，其中狭义库存去化周期是近 7 年的最低水平。如果后续融资条件偏松、销售增速尚可，房企有动力将土地库存转化为商品房库存，将对新开工形成支撑，预计下半年新开工增速回落幅度有限。

图 4：房企积极拿地，土地库存（高）向商品房库存（低）的转化将支撑新开工



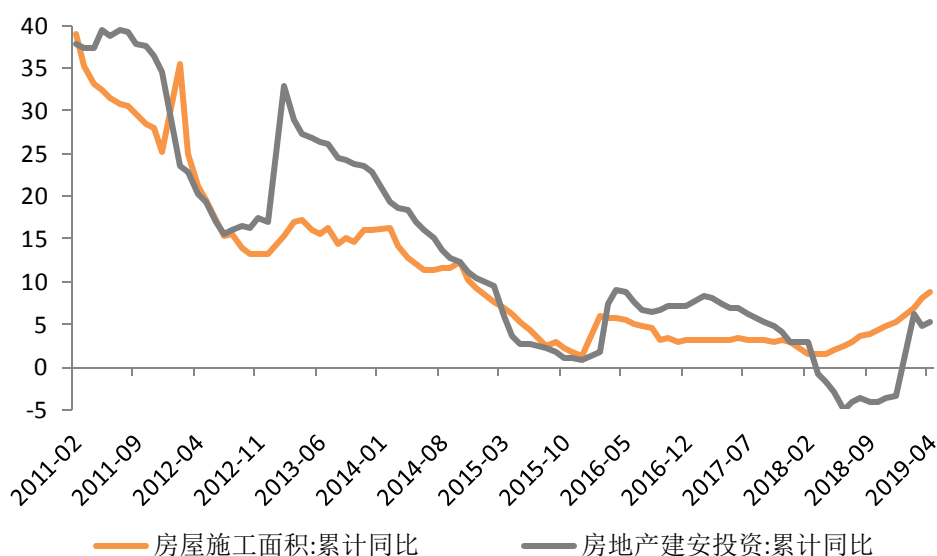
资料来源：WIND，天风证券研究所

二、施工面积增速：施工进度回补，强度回升

由于房地产政策和货币条件收紧，2017年下半年开始，房企进入高周转模式——一方面加速开工、加速推盘预售回款，另一方面延缓了已预售期房的施工进度。因此，2018年房地产数据呈现出“新开工增速高、施工增速较高，但建安投资增速和竣工增速低”的特点。

期房从预售到竣工交付的时间大致是1-2年，2019年将进入竣工交付的密集期，在此之前延缓的施工进度需要回补。融资环境好转后，从开工、施工向建安投资的转化也会比去年更顺畅。

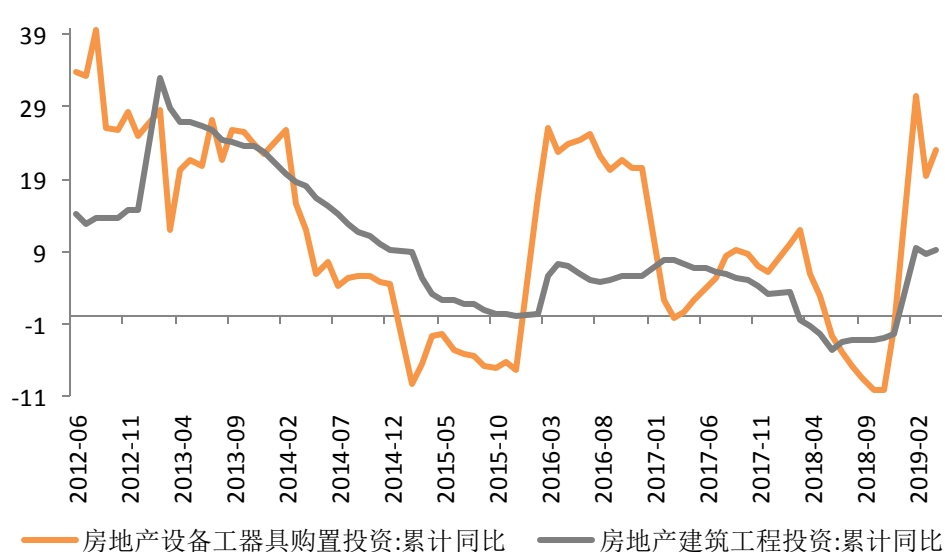
图 5：施工维持较高强度，支撑建安投资 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

施工进度回补后，竣工增速或将出现反弹，对房地产施工中后期消耗量较大的机械设备、建材品种和家具、家电、建筑装潢等相关消费品也将有一定拉动。作为印证，宏观数据上，1-4月房地产设备工器具购置投资增速达到23%，去年全年仅-1.7%；微观数据上，与房地产施工相关的混凝土机械（水泥泵车、搅拌车）销量明显好转。

图 6：设备工器具购置投资大幅反弹或预示施工强度较高 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

三、房地产开发投资：增速拐点已现，下半年加速回落

房地产开发投资中，建安投资占比约 63%，土地购置费占比约 30%。

影响建安投资的主要因素是新开工情况和施工进度。前者（新开工增速）虽然后续大概率回落，但仍有望保持 5%-7% 的较高增速；后者（施工进度）受高周转结束后的竣工交付需求和融资环境改善的影响，将持续回补。因此，**尽管新开工增速回落，但施工强度回升，保证建安投资增速将显著高于去年，预计全年建安投资增速 4.7%-5.7%。**

影响土地购置费的主要因素是影子银行监管力度、房地产销售和土地库存。目前来看，土地成交价款增速自去年下半年以来连续回落，但当期土地成交价款有望好转。在影子银行监管政策不出现持续收紧的情况下，**预计土地购置费增速将持续回落到年底，全年增速 10%-15%（1-4 月增速 29.7%），对应其他费用（86%为土地购置费，占房地产开发投资比重 35.5%）增速 8%-11%。**

因此，**预计全年房地产开发投资增速在 5.9%-7.6%，均值在 6.8%。**节奏上，2 季度开始逐季回落，下半年加速回落，主要拖累因素是土地购置费增速的加速下滑。如果后续相关政策再度实质性收紧，全年房地产投资增速大概率回落至 6% 以下，明年增速也将进一步下滑。

图 7：房地产开发投资增速下半年开始回落，全年增速 5.9%-7.6%（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com