

# 土地+销售+库存，新开工预测的核心三因子回归模型

## ——[光大地产]行业数据测算模型专题系列报告(一)

专题报告 行业动态

### ◆定义光大地产新开工预测的三大核心变量因子

我们认为土地成交、销售情况（资金回笼）、库存状况是决定房屋新开工数据的核心三要素。

**土地成交**：代表房企获取原材料即土地的意愿。考虑到土地成交的提前性和短期波动性，我们采用具有代表性的全国百城土地成交建筑面积累计同比增速（12个月移动平均，提前6个月）作为核心变量因子①。

**销售状况**：代表房地产企业去化产品的价格和速度，着重考量销售质量（即销售回款的现金回流情况）。我们采用具有代表性的房地产开发资金来源中的其他资金（主要是定金和按揭贷款，体现房地产企业销售的有效性）及现金回流情况累计同比增速（12个月移动平均）作为变量因子②。

**库存状况**：代表房地产企业现存的商品住宅存货量，我们采用具有代表性的【光大地产开工未售库存】定义（详见2018年11月10日首发的“停工，18亿平隐形库存？”），即为【以新开工为起点的开工未售库存】（下简称“开工未售库存”，开工库存=显性库存+隐性库存）的去化周期（销售数据按12个月移动平均计算）作为核心变量因子③。

### ◆光大地产新开工预测核心三因子回归模型 R-square 超过 92%

我们将统计局已公布的全国商品房新开工月度面积（12个月移动平均）累计同比增速（截止2018年10月）与核心三因子做了回归分析，回归模型显示 R-Square>92%，相关性明显。

根据回归模型和三因子预测数据，我们预测 2018 年全国商品房新开工面积约为 20.2 亿平，增速约 13%；其中全国商品住宅新开工面积约为 14.7 亿平，增速约为 15.2%，占比约为 73%。

### ◆风险分析

房企融资持续收紧或导致资金链承压；融资成本抬升或侵蚀利润；美元走强或导致房企汇兑损失加大。

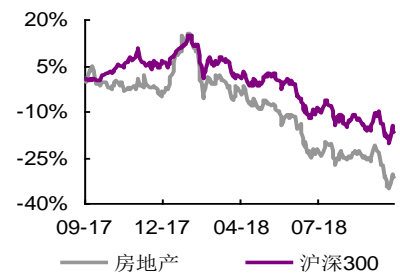
## 增持（维持）

### 分析师

何缅甸（执业证书编号：S0930518060006）  
021-52523801  
[hemiannan@ebsec.com](mailto:hemiannan@ebsec.com)

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）  
021-52523855  
[wangmk@ebsec.com](mailto:wangmk@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

光大地产 A 股板块：超额收益率与重仓超配率同步提升——[光大地产]A 股板块(30 家重点)基金持仓变动分析  
..... 2018-11-25

轮动，从时间轴考量不同能级城市的库存变化 - 【光大地产】房地产行业【库存专题】研究报告（二）结构篇  
..... 2018-11-19

停工，18 亿平“隐性库存”？——【光大地产】房地产行业【库存专题】研究报告(一)总量篇  
..... 2018-11-10

## 1、定义光大地产新开工预测的三大核心变量因子（土地、销售、库存）

我们认为土地成交、销售情况（资金回笼）、库存状况是影响商品房新开工数据的核心三要素。

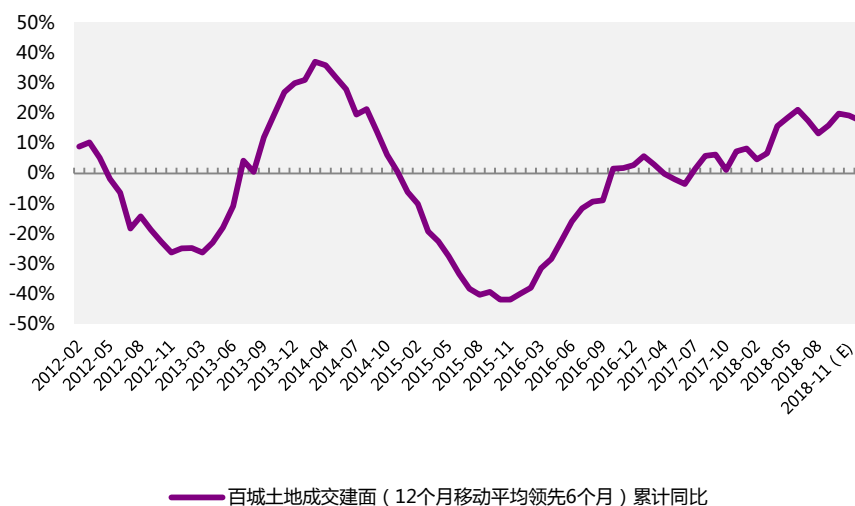
**土地成交**：代表房企获取原材料即土地的意愿。

考虑到拿地的提前性和短期波动性，我们采用具有代表性的全国百城土地成交建筑面积累计同比增速（12个月移动平均，提前6个月）作为核心变量因子①。

注：土地出让合同的常规新开工约定时间为1年，我们选用平均数6个月作为提前量数据；同时我们认为统计局发布的全国百城土地成交建筑面积数据对于衡量房企的拿地情况具有较强的代表性。

根据现有数据可得 **2018年12月的变量因子①数据为17.64%**。

**图1：全国百城土地成交建筑面积累计同比增速（12个月移动平均，提前6个月）**



资料来源：WIND，光大证券研究所

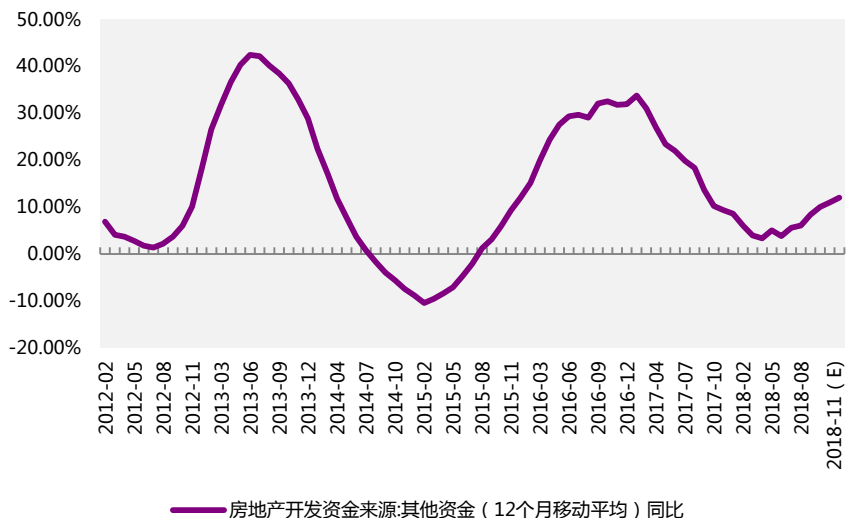
**销售状况（资金回笼）**：代表房企去化产品的价格和速度。

**本文着重考量房企的销售质量，即销售回款的现金回流情况。**

考虑到短期波动性，我们采用具有代表性的房地产开发资金来源中的其他资金（主要是定金和按揭贷款，体现房地产企业销售的有效性及其现金回流情况）累计同比增速（12个月移动平均）作为变量因子②。

根据现有数据线性外推，我们预测 **2018年12月变量因子②数据为12%**。

图 2：房地产开发资金-其他资金累计同比增速（12 个月移动平均）



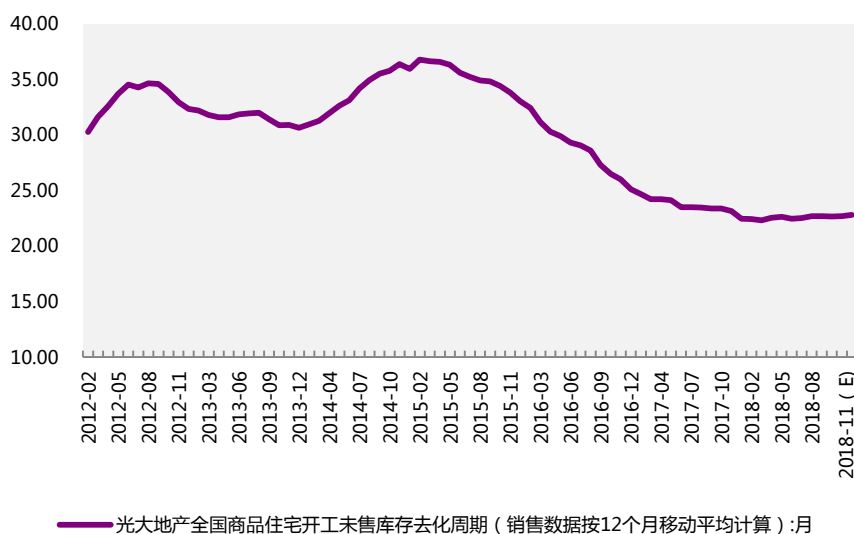
资料来源：WIND，光大证券研究所预测

**库存状况：**代表房地产企业现存的商品住宅存货量。

我们采用具有代表性的【**光大地产开工未售库存**】定义（详见 2018 年 11 月 10 日首发的“停工，18 亿平隐形库存？”），即为【以新开工为起点的开工未售库存】（下简称“开工未售库存”，开工库存=显性库存+隐性库存）**的去化周期（销售数据按 12 个月移动平均计算）作为核心变量因子③。**

根据现有数据线性外推，我们预测 **2018 年 12 月变量因子③数据为 22.8 个月。**

图 3：光大地产开工未售库存去化周期（销售数据按 12 个月移动平均计算）



资料来源：WIND，光大证券研究所预测

## 2、光大地产新开工预测核心三因子回归模型 R-square 超过 92%

我们将统计局已公布的全国商品房新开工月度面积（12个月移动平均）累计同比增速（截止2018年10月）与核心三因子做了回归分析，回归模型显示 R-Square>92%，相关性明显。

图4：光大地产新开工预测核心三因子回归模型数据

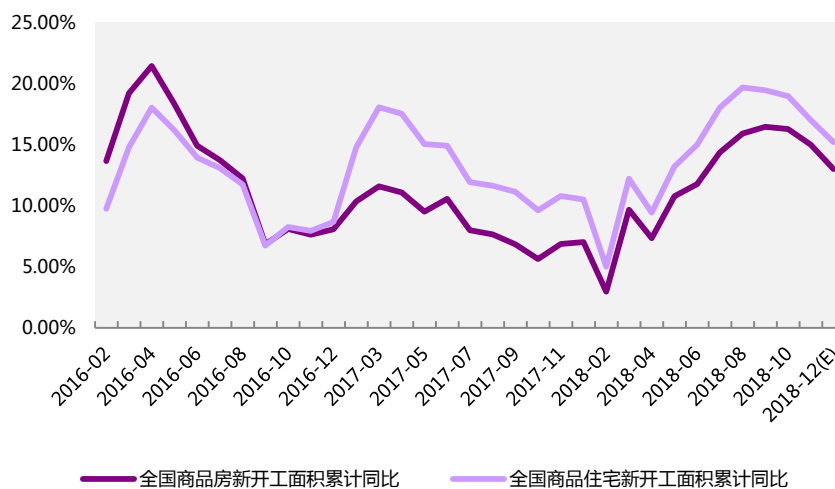
SUMMARY OUTPUT								
回归统计								
Multiple R	96.15%							
<b>R Square</b>	<b>92.45%</b>							
Adjusted R Square	92.20%							
标准误差	5.19%							
观测值	93							
方差分析								
	df	SS	MS	F	Significance F			
回归分析	3	2.94	0.98	363.36	8.467E-50			
残差	89	0.24	0.002696					
总计	92	3.18						
	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	-0.15445516	0.0366042	-4.2196069	5.879E-05	-0.2271868	-0.0817235	-0.2271868	-0.0817235
X Variable 1	0.296263048	0.0120669	24.551732	2.11E-41	0.2722864	0.3202397	0.2722864	0.3202397
X Variable 2	0.155018797	0.0351062	4.4157082	2.823E-05	0.0852635	0.2247741	0.0852635	0.2247741
X Variable 3	4.653570609	1.0702814	4.3479878	3.644E-05	2.5269443	6.780197	2.5269443	6.780197

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

## 3、预测 2018 年全国商品房新开工增速约 13%，商品住宅超 15%

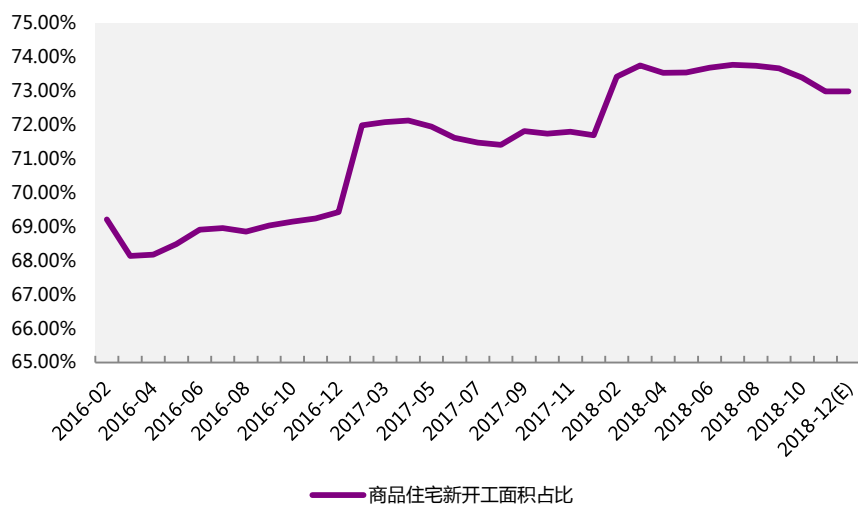
根据模型和上述三因子预测数据，我们预测 2018 年全国商品房新开工面积约为 20.2 亿平，增速约 13%；其中全国商品住宅新开工面积约为 14.7 亿平，增速约为 15.2%，占比约为 73%。

图5：全国商品房和商品住宅新开工面积累计同比增速



资料来源：WIND，光大证券研究所预测

图 6：全国商品住宅新开工面积占比



资料来源：WIND，光大证券研究所预测

## 4、风险分析

房企融资持续收紧或导致资金链承压；融资成本抬升或侵蚀利润；美元走强或导致房企汇兑损失加大。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com	
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
梁超		021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com	
金英光			13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
私募业务部		戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
		张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com	
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com	
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	