

“隐性库存”变动是房地产施工投资的关键变量

——[光大地产]库存专题系列研究报告(三)对投资的影响

专题报告 行业动态

◆2016年起，新开工与施工投资出现背离

从较长周期来看，2016年之前，全国房屋新开工面积增速、施工面积增速、施工类房地产投资额（即剔除土地购置费影响的房地产投资完成额，下简称“施工投资”）增速保持着较为一致的变化趋势。但自2016年起，新开工提升无法有效推动房地产施工投资，2016年初新开工大幅提升仅带来施工投资的小幅上行；2018年初更是出现了新开工大幅提升而施工投资持续下降的明显背离。

◆隐性库存形成“缓存区”，弱化新开工对施工投资的影响

我们认为隐性库存形成了新开工和施工投资之间的“缓存区”，停工面积无法进入正常施工流程，自然也就无法推动施工投资。随着隐性库存面积的逐年累积（2015年至2018年10月隐性库存增加了13.6亿方，占比超过73%），“缓存区”越来越大，导致新开工对施工投资的推动作用逐步减弱，甚至出现了2018年固定资产投资施工单价提升、新开工面积持续增长，而施工投资增速反而持续下降的情况。

◆展望2019，施工投资预测需重点关注隐性库存变动

我们在《停工，18亿平隐性库存？》中提出随着土地和项目资源进一步向头部房企集中，停工项目有可能随着并购而易主，随后复工转化可售资源，实现“隐性库存”向“显性库存”的转化。

复工情况在部分城市已经较为明显。如北京2018年前9月隐性库存下降约180万方，同期北京房地产投资增速和施工投资增速均出现低位反转和持续提升。从全国范围来看，2018年10月全国隐性库存面积出现下降，比2018年9月末减少598万方，单月呈净复工状态。10月全国房地产施工投资增速企稳在-4.1%的水平，其中权重较大的建安类投资环比提升0.08%。

展望2019年的房地产施工投资，我们认为需更多关注停工面积的复工情况及隐性库存的变动数据。2018年10月单月的变化情况尚不足以说明趋势，我们将持续跟踪隐性库存的变动值，以此来推导后续的房地产施工投资情况。

◆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

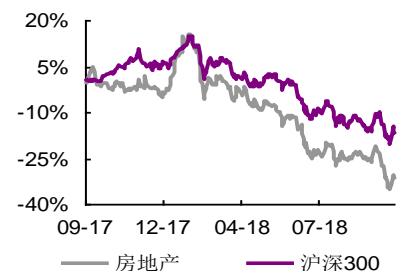
何缅甸（执业证书编号：S0930518060006）
021-52523801
hemiannan@ebcn.com

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）
021-52523855
wangmk@ebcn.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

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)
.....2018-12-03

轮动，从时间轴考量不同能级城市的库存变化—[光大地产]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]库存专题研究报告(一)总量篇
.....2018-11-10

目录

1、 2016 年起，新开工与施工投资出现背离	3
2、 2015 年后隐性库存增加明显，占比超 73%	4
3、 隐库形成“缓存区”，弱化新开工对施工投资的影响	6
4、 展望 2019，施工投资预测需关注隐性库存变动	7
5、 风险分析	8

1、2016年起，新开工与施工投资出现背离

从较长周期来看，2016年之前，全国房屋新开工面积增速、施工面积增速、施工类房地产投资额（即剔除土地购置费影响的房地产投资完成额，下简称“施工投资”）增速保持着较为一致的变化趋势，尽管三个数据在不同的时间点存在些许时滞，但总体趋同性相对明显。

2009年，受四万亿利好刺激，新开工增速出现大幅反弹，从2009年3月低点（-16%）迅速提升至2010年5月的高点（+72%）；施工面积增速和施工投资增速也随之提升至48%和40%的阶段高点。

2013年，新开工增速出现小幅反弹，从2012年7月的低点（-10%）提升至2013年2月的阶段性高点（+15%）；施工面积增速和施工投资增速也随之提升至17%和33%的阶段高点。

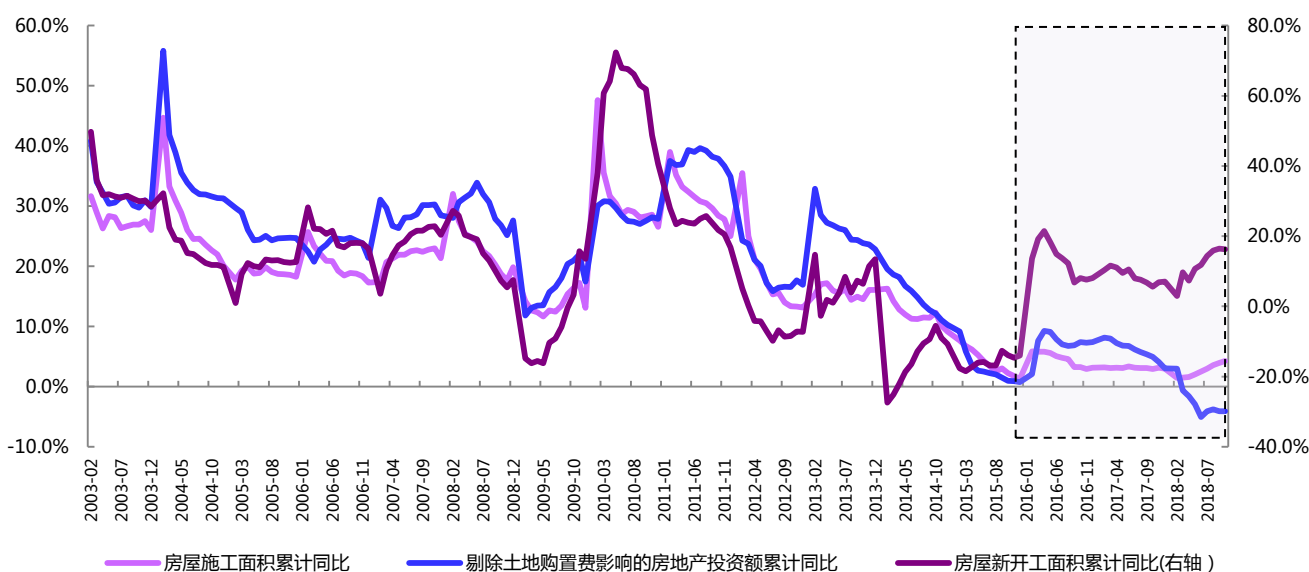
背离初始出现在2016年。

受三四线去库存政策和棚改货币化的利好推动，2016年初新开工数据大幅反弹，从2015年12月的-14%反弹至2016年2月的+14%，4月继续提升至+21%，反弹高点明显超过2013年2月的15%。但与2009年和2013年不同的是，本次施工面积和施工投资提升幅度较小，施工面积增速在2016年2月略微提升至6%，施工投资增速2016年4月提升至9%，数据表现明显弱于2013年。

更明显的背离出现在2018年。

新开工增速从2018年3月的3%持续提升至9月的17%，施工面积增速略微提升至4%，而施工投资增速则出现了明显的持续下降，从2018年2月的3%下降至10月的-4%。

图1：全国房屋施工面积、施工类房地产投资额、全国房屋新开工面积累计同比增速

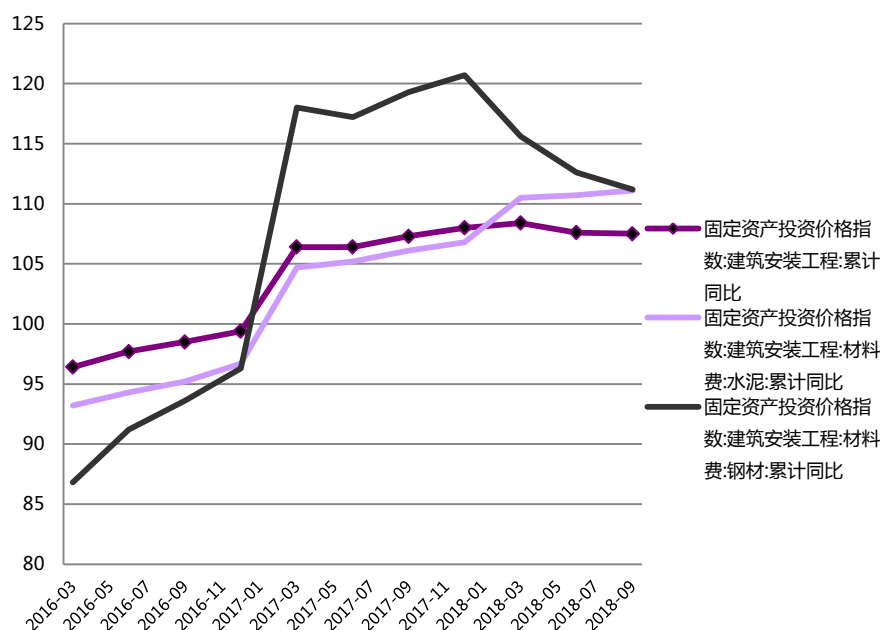


资料来源：WIND

同时需要说明的是，自 2017 年供给侧改革以来，固定资产投资建安价格指数出现了明显提升，自 2016 年 12 月的 99.4 提升至 2018 年 9 月的 107.5，材料费中的水泥价格持续提升，钢材价格迅速提升后高位回稳。

施工投资增速在价格因素出现明显提升的情况下，仍出现明显下滑，更说明了新开工面积增速与施工投资增速出现了明显背离，新开工面积增长难以推动施工投资的增长，2018 年以来的房地产投资数据平稳表现缘于当期计入土地购置费的高速增长。

图 2：固定资产投资价格指数



资料来源：WIND

2、2015 年后隐性库存增加明显，占比超 73%

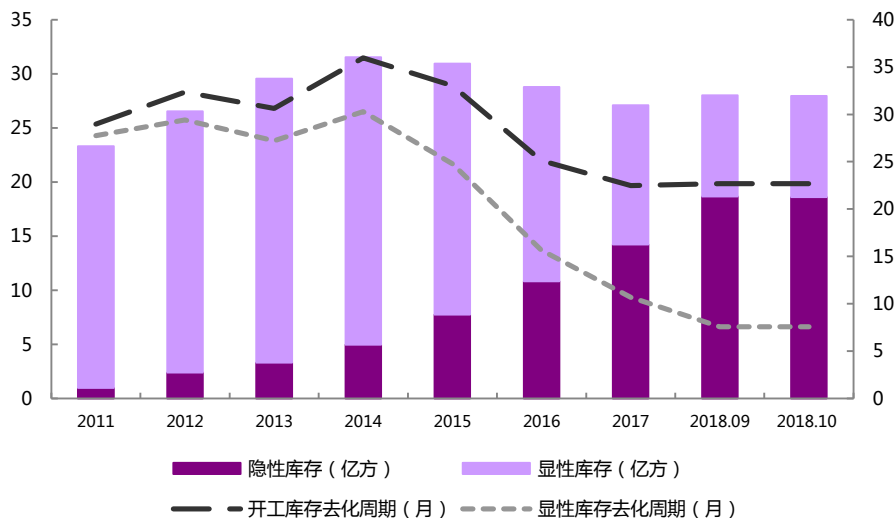
我们 11 月 10 日外发的报告《停工，18 亿平隐性库存？》中提出，2015 年以来停工现象趋于严重，超过 70% 的隐性库存存在 2015 年之后形成。

截止 2018 年 10 月，全国商品住宅开工库存约 27.95 亿方，较 2017 年末增加 8443 万方，较 2018 年 9 月减少 489 万方。按照 12 个月滑动平均销售面积计算，开工库存去化周期约 22.7 个月。

2018 年 10 月末，全国商品住宅隐性库存 18.60 亿方，较 2017 年末增加 4.39 亿方，较 2018 年 9 月末减少 598 万方，单月呈净复工状态。

2018 年 10 月末，全国商品住宅显性库存 9.35 亿方，较 2017 年末减少 3.54 亿方，较 2018 年 9 月末增加 108 万方。按照 12 个月滑动平均销售面积计算，显性库存去化周期约 7.58 个月。

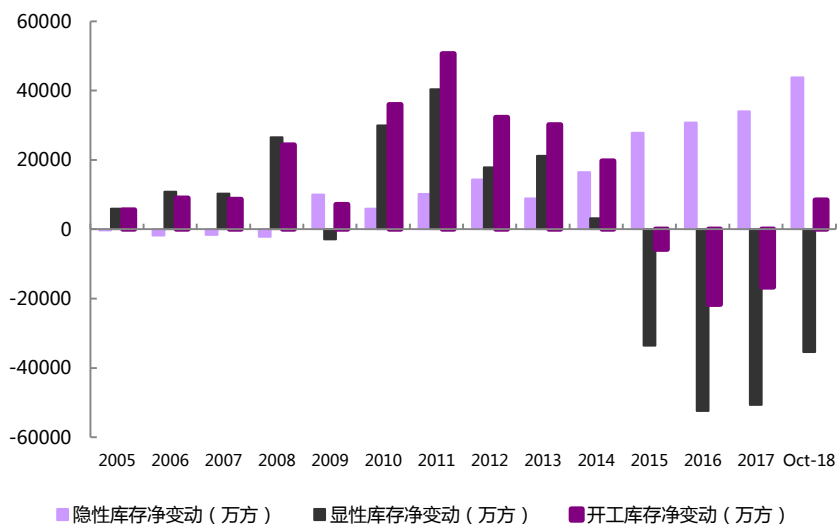
图 3：全国商品住宅显性库存、隐性库存及去化周期



资料来源：WIND，光大证券研究所

我们的数据显示截止 2014 年底，全国商品住宅隐性库存水平不到 5 亿方。2015 年至 2018 年 10 月，不到 4 年的时间里全国隐性库存增加了 13.6 亿方，占比超过 73%。

图 4：全国商品住宅隐性库存、显性库存和开工库存的年度净变动量



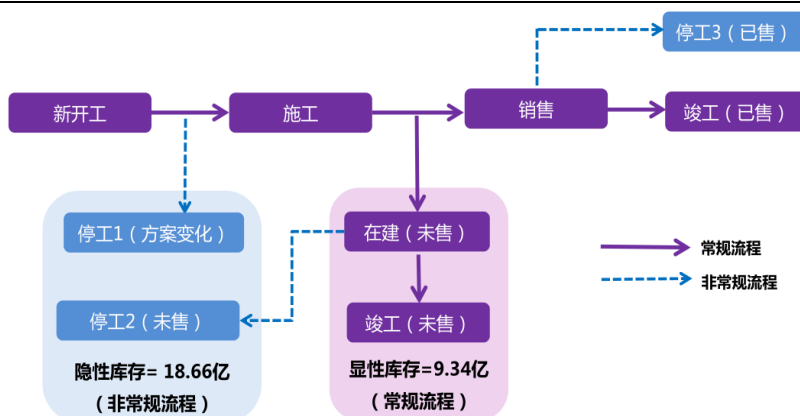
资料来源：WIND，光大证券研究所

3、隐库形成“缓存区”，弱化新开工对施工投资的影响

我们认为在实际操作中，隐性库存形成了新开工和施工投资之间的“缓存区”，部分新开工面积停工后无法进入正常施工流程，自然也就无法推动后续的施工投资。

注：隐性库存定义为“新开工后进入非常规流程而形成的停工面积”，停工1是“由于方案变化导致的新开工后短期内即停工”；停工2是“在建过程中由于资金链等各种问题出现的中途停工”；具体释义请详见2018年11月10日外发的公开报告《停工，18亿平隐性库存？》

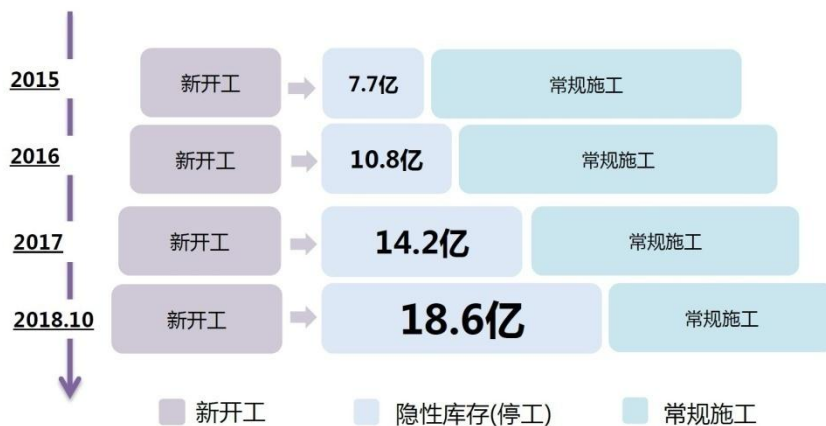
图5：以新开工为起点的施工流程拆解及各类库存定义



资料来源：光大证券研究所

2015年以来，随着隐性库存面积的逐年增加，“缓存区”越来越大，导致新开工对施工投资的推动作用逐步减弱。逐步增加的隐性库存面积导致进入正常施工流程的面积减少，甚至出现2018年在固定资产投资施工单价提升、新开工面积持续增长，施工投资增速反而出现了持续下降的背离情况。

图6：隐性库存增加导致常规施工面积减少



资料来源：光大证券研究所

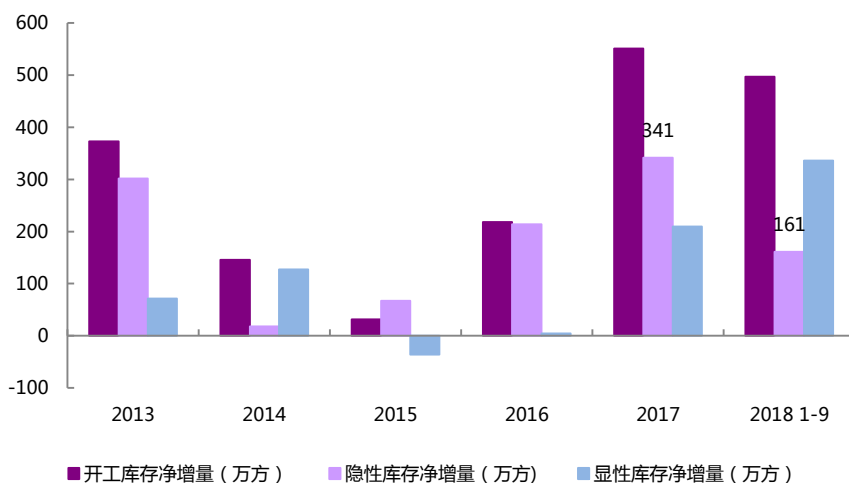
4、展望 2019, 施工投资预测需关注隐性库存变动

2018 年房地产资金面持续紧张, 部分中小房企已经在事实上退出房地产市场, 房企行业集中度进一步提升, 并购整合加速进行。我们在《停工, 18 亿平隐性库存?》中提出土地和项目资源进一步向头部房企集中, 停工项目有可能随着并购而易主, 随后复工转化为龙头房企的可售资源, 形成市场供给, 实现“隐性库存”向“显性库存”的转化。

复工情况在部分城市已经较为明显, 如北京。

2017 年北京在“四限”禁令严格执行的情况下, 楼市降温明显, 停工项目较多。进入 2018 年 (特别是下半年), 由于严格的融资管控, 非标受限, **房企对销售回款的依赖程度大幅增强, 房企复工意愿和推盘入市意愿增强, 隐性库存向显性库存转化, 隐性库存下降约 180 万方, 2018 年前 9 月北京显性库存净增量占开工未售库存净增量的比例大幅提升至 68% (该数据在 2016 和 2017 年分别为 2% 和 38%)**。详见我们 11 月 20 日发布的《轮动, 从时间轴考量不同能级城市的库存变化》。

图 7: 2013 年至 2018 年 9 月北京开工库存、隐性库存、显性库存净增量

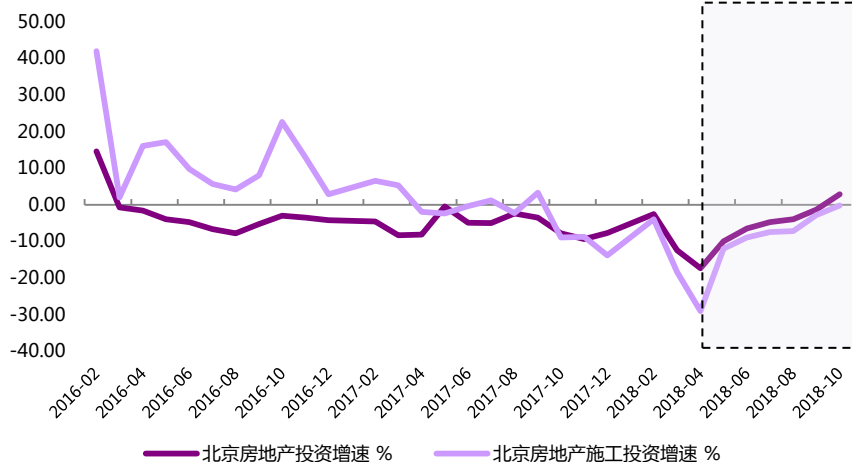


资料来源: Wind, 光大证券研究所

2018 年下半年以来, 随着隐性库存净增量的下降, 复工面积的大幅提升, **北京的房地产投资增速和施工投资增速 (房地产投资剔除土地购置费影响) 均出现低位反转, 并持续提升。**

北京房地产投资增速自 2018 年 4 月的低点 (-17%) 出现反转, 持续提升至 10 月 2.8%; 施工投资增速自 2018 年 4 月的低点 (-29%) 出现反转, 持续提升至 10 月 -0.2%。

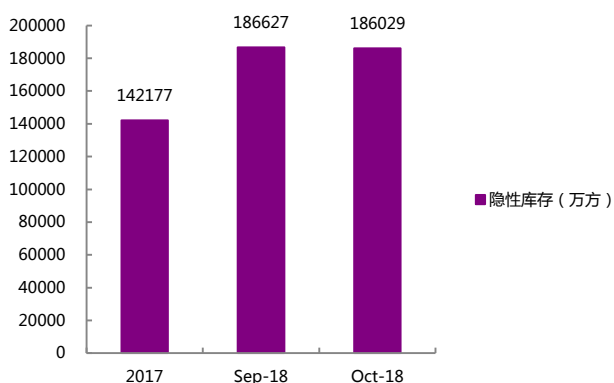
图 8：北京房地投资增速及施工投资增速



资料来源：WIND

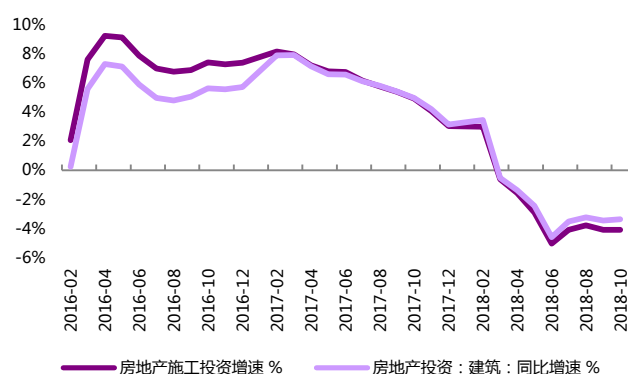
从全国范围来看，2018 年 10 月，全国隐性库存面积出现下降，比 2018 年 9 月末减少 598 万方，单月呈净复工状态。与此同时，全国房地产施工投资增速企稳在-4.1%的水平，其中权重较大的建安类投资环比提升 0.08%。

图 9：全国隐性库存面积



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 10：房地产施工投资增速和建筑投资增速



资料来源：WIND

展望 2019 年的房地产施工投资，我们认为需要更多的关注停工面积的复工情况，以及隐性库存的变动数据。2018 年 10 月单月的变化情况尚不足以说明趋势，我们将持续跟踪隐性库存的变动值，以此来推导后续的房地产施工投资情况。

5、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
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
	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