

建筑材料行业

再论本轮房地产周期和对上下游产业链的影响

分析师： 邹戈

分析师： 谢璐

分析师： 徐笔龙



SAC 执业证号：S0260512020001



SAC 执业证号：S0260514080004



SAC 执业证号：S0260517080013



021-60750616



021-60750630



021-60750611



zouge@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn



xubulong@gf.com.cn

请注意，邹戈、徐笔龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

房地产行业是国民经济最重要的组成部分，房地产开发流程长，产业链环节众多；按照商品房开发流程，我们可以将房地产产业链分为上游、下游两个部分：上游产业链主要是开工建设阶段的土地、建筑原材料、设备和施工服务，下游产业链主要服务于竣工交付阶段的商品房装修。从商品房开发流程来看，地产周期的时间先后顺序应该是“拿地-新开工-销售（预售）-施工-竣工-交房装修”；而从逻辑关系来看，地产周期的时间先后顺序应该是“销售-拿地-新开工-施工-竣工-交房装修”，因为只有销售好，才会有开发商积极拿地，才会有开工、建设、竣工等后续环节，反之亦然，房屋销售是分析地产周期的逻辑起点。从房屋销售数据来看，房地产呈现出典型的周期性变化，房地产行业虽然每隔几年都出现周期性变化，但是每个周期的“时”“空”“量”“价”表现都会不一样，本篇报告要重点分析的正是本轮周期的“不一样”以及对地产产业链上下游带来的影响。

总的来看，本轮房地产周期不同于以往：

一是本轮周期持续时间长，且结构错位；以商品房销售增速数据来看，本轮房地产周期被拉长（2015 年开始），要延续 4.5 年以上（以往的周期都是约 3 年），到目前为止本轮房地产销售周期还没走完；而从结构数据来看，导致本轮房地产周期被拉长的主要原因是三四线城市景气周期超预期（去库存政策影响），一二线城市和以往周期一样，经过两年多调整以后，2019 年至少会出现自然回升，同时由于结构错位（一二线和三四线），整体房地产销售下行预计将较为平缓 and 漫长。

二是本轮房地产周期“补库存”时间晚，新开工的回升滞后销售回升的时间长达 2 年半（以往周期只滞后半年，去库存政策影响），补库存晚使得目前住宅库存（去化周期）仍然不高，补库存行为仍未结束，新开工扩张仍将延续一段时间，2019 年住宅新开工的下行也会比较平缓（住宅新开工面积增速下行幅度预计比销售面积增速小）。

三是本轮周期施工速度慢，导致竣工和销售明显背离，期房销售增速已连续 4 年（60 个月）持续高于竣工增速（以往周期，销售回升后大概 15-24 个月后竣工开始回升），由于已销售未竣工部分存在销售合同的刚性约束，同时随着今年货币和信用环境宽松，延缓的施工有望加速，参照 2010 年-2011 年经验，预计施工的峰值有望到三季度才会出现，全年施工面积增速和建安投资增速预计要高于 2018 年；同时 2019 年大概率有望逐步迎来竣工（交房）期。我们对这些指标都给了定量测算结果，不过逻辑比数据更重要，整体来看本轮地产繁荣周期对上下游产业链的正面影响尚未结束。

基于上面判断，一是“补库存”尚未结束，房地产新开工预计仍有一定延续性，而且看全年新开工面积增速下行预计较为平缓；施工速度会加快，全年来看施工面积增速和建安投资增速预计将高于 2018 年，施工面积增速峰值预计到三季度才出现；地产上游产业链的需求高景气仍将延续，这也是春节以来微观层面感受到需求仍然很好背后的逻辑，这也是 3 月下旬以来我们看好水泥股估值修复的主要原因，同时上半年仍处于有利环境，继续看好华新水泥、海螺水泥（A、H 股）、冀东水泥、祁连山。

二是一二线城市销售开始周期性回升（利于的下游头部企业），同时三四线城市逐步步入竣工交房周期，全年来看地产下游产业链装饰建材的需求环境有望改善，综合行业格局、公司成长性来看，中线看好三棵树、北新建材、伟星新材、兔宝宝。

风险提示：货币房地产等宏观政策大幅波动风险，房地产销售大幅下行风险，房地产企业资金大幅收紧，原材料价格大幅上涨，推荐公司管理经营和行业格局恶化风险。

相关研究：

建筑材料行业：西北水泥：基建升温、需求重振，龙头盈利趋势有望向上

2019-04-09

建筑材料行业：水泥旺季正当时，需求高景气延续

2019-04-07

建筑材料行业：水泥步入涨价区间，一季报有亮点

2019-03-31

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 赵勇臻 021-60750614 zhaoyongzhen@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/10	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
海螺水泥	600585.SH	买入	RMB	44.00	45.55	5.63	5.33	8	8	3	4	26%	22%
海螺水泥	00914.HK	买入	HKD	51.70	56.09	5.63	5.33	9	10	3	4	26%	22%
华新水泥	600801.SH	买入	RMB	29.89	29.00	3.46	3.17	9	9	3	4	31%	24%
旗滨集团	601636.SH	买入	RMB	5.03	-	0.45	0.50	11	10	5	21	17%	17%
山东药玻	600529.SH	买入	RMB	25.60	-	0.81	1.04	32	25	23	15	10%	12%
中国巨石	600176.SH	买入	RMB	11.81	13.86	0.68	0.77	17	15	10	11	17%	16%
中材科技	002080.SZ	买入	RMB	13.88	15.94	0.72	0.94	19	15	7	8	9%	12%
长海股份	300196.SZ	买入	RMB	10.94	-	0.62	0.90	18	12	8	8	11%	13%
东方雨虹	002271.SZ	买入	RMB	21.87	-	1.01	1.29	22	17	9	7	19%	20%
三棵树	603737.SH	买入	RMB	67.30	68.86	1.67	2.56	40	26	22	14	17%	23%
伟星新材	002372.SZ	买入	RMB	20.50	-	0.75	0.87	27	24	16	14	27%	32%
北新建材	000786.SZ	买入	RMB	21.10	25.95	1.46	1.73	14	12	7	9	17%	18%
帝欧家居	002798.SZ	买入	RMB	27.61	-	0.99	2.58	28	11	9	9	12%	16%
石英股份	603688.SH	买入	RMB	16.55	18.30	0.42	0.61	39	27	16	21	10%	13%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注1：表中股价数据来源于Wind资讯统计2019年4月10日该公司收盘市值；

注2：2018年和2019年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告；

注3：海螺水泥（A、H股）、华新水泥、旗滨集团、中国巨石、中材科技、长海股份、东方雨虹、伟星新材、北新建材、帝欧家居、石英股份、石英股份已披露2018年报，表中财务数据与已披露年报一致；

注4：海螺水泥H股股价货币为港元，EPS货币为人民币。

目录索引

房地产产业链和房地产周期	5
房地产销售的“不一样”：三四线和一二线背离，销售周期时间被拉长	7
三四线城市景气时间拉长，本轮房地产周期时间明显要比以往周期要长	7
本轮地产周期 4.5 年以上，2019 年一二线城市销售有望回升	11
房地产新开工的“不一样”：“补库存”来得比较晚，新开工滞后销售的周期拉长	12
本轮房地产周期“补库存”来得比较晚	12
住宅库存仍在较低位置，预计 2019 年住宅新开工面积小幅下行	16
房地产竣工的“不一样”：竣工和期房销售背离，施工正当时，交房周期将来临	18
施工慢，期房销售和竣工数据背离	18
施工正当时，交房周期将来临	20
本轮地产周期仍在演绎，短期利于上游，中期利于下游	22
本轮地产周期仍在进行时	22
对上下游产业链的影响：短期利好上游，中期利好下游	23
风险提示	24

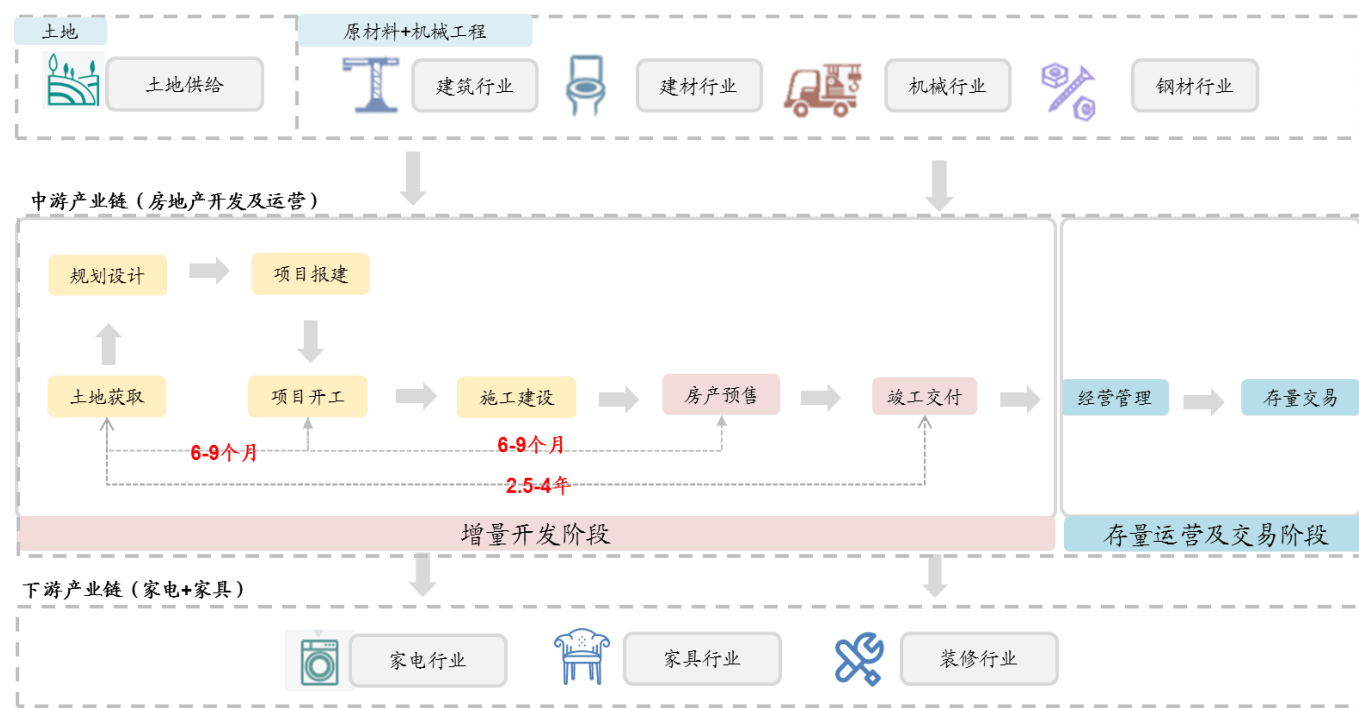
图表索引

图 1: 房地产产业链	5
图 2: 房地产流程数据	5
图 3: 商品房销售面积增速划分的四个周期	7
图 4: 商品房当月销售面积同比增速	8
图 5: 一二三线城市商品房销售面积增速	9
图 6: 棚户改造执行量	10
图 7: 货币化安置面积	10
图 8: 商品房去化率	12
图 9: 商品房销售面积增速和拿地面积增速	13
图 10: 商品房新开工面积增速和商品房销售面积增速	13
图 11: 期房和现房销售面积增速	14
图 12: 待售面积累计同比增速	14
图 13: 住宅累计库存和住宅去化周期	16
图 14: 新开工面积同比增速-非住宅	18
图 15: 期房销售面积增速和竣工面积增速	19
图 16: 房地产开发投资增速和建安投资增速	19
图 17: 施工面积增速和新开工面积增速	20
图 18: 施工面积调整因子	21
图 19: 单位施工费用	22
表 1: 房地产产业核心指标简介	6
表 2: 棚户改造政策梳理	10
表 3: 房地产销售面积测算	11
表 4: 部分省市房地产去库存政策都限制土地供应	15
表 5: 房地产销售面积测算	17
表 6: 住宅新开工面积弹性测算	17
表 7: 住宅施工面积弹性测算	21
表 8: 建安投资弹性测算	22
表 9: 房地产数据测算	23

房地产产业链和房地产周期

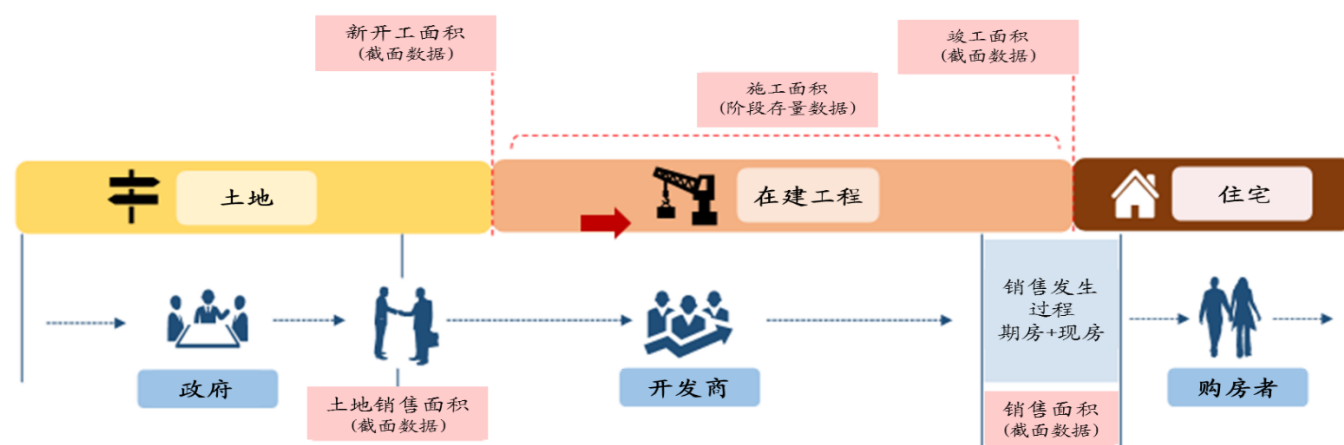
房地产行业是国民经济最重要的组成部分，房地产开发流程长，产业链环节众多；按照商品房开发流程，我们可以将房地产产业链分为上游、下游两个部分：上游产业链主要是开工建设阶段的土地、建筑原材料、设备和施工服务，下游产业链主要服务于竣工交付阶段的商品房装修。流程上各个环节都有相应的统计指标。

图 1：房地产产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：房地产流程数据



数据来源：广发证券发展研究中心

表 1: 房地产产业核心指标简介

项目	统计指标	数据来源	说明
土地成交	土地购置面积	统计局	开发商自主上报, 月度频率更新; 可使用性相对较差。
	300 城市成交地块规划建筑面积	中指院	招拍挂口径, 月度频率更新; 数据分类全面, 但是只跟踪统计 300 城市, 且只有招牌挂。
商品房销售	商品房销售面积	统计局	开发商上报数据, 一手房销售, 月度频率更新。 报告期内出售商品房屋的销售总面积(即双方签署的正式买卖合同中所确定的建筑面积), 由现房销售建筑面积和期房销售建筑面积两部分组成。
	商品房成交面积	Wind、克而瑞	房管局(网签备案)和统计局(开发商上报)数据, 周度频率更新; 包含一手房和二手房数据, 部分城市统计(约 40 个城市一手房, 13 个城市二手房)。
	分线城市房地产销售面积	Wind	统计局数据, 住宅销售面积, 累计值, 月度频率更新。 统计地域为 40 个大中城市。
	商品房去化率	国家统计局	本年销售面积/(去年待售面积+去年新开工面积)。 商品房待售面积 2010 年 8 月前公布的名称为商品房空置面积。
建设施工	房屋新开工面积	统计局	开发商上报数据, 月度频率更新。 报告期内新开工建设的房屋建筑面积, 以单位工程为核算对象, 即整栋房屋的全部建筑面积, 不能分割计算; 不包括在上期开工跨入报告期继续施工的房屋建筑面积和上期停缓建而在本期恢复施工的房屋建筑面积; 房屋的开工应以房屋正式开始破土刨槽(地基处理或打永久桩)的日期为准。
	房屋施工面积	统计局	开发商上报数据, 月度频率更新。 报告期内施工的全部房屋建筑面积, 包括本期新开工的房屋建筑面积、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、本期竣工的房屋建筑面积及本期施工后又停缓建的房屋建筑面积。
	房屋竣工面积	统计局	开发商上报数据, 月度频率更新。 报告期内房屋建筑按照设计要求已全部完工, 达到住人和使用条件, 经验收鉴定合格或达到竣工验收标准, 可正式移交使用的各栋房屋建筑面积的总和。
地产投资	房地产开发投资	统计局	开发商上报数据, 月度频率更新; 金额数据 各种登记注册类型的房地产开发法人单位统一开发的包括统代建、拆迁还建的住宅、厂房、仓库、饭店、宾馆、度假村、写字楼、办公楼等房屋建筑物, 配套的服务设施, 土地开发工程(如道路、给水、排水、供电、供热、通讯、平整场地等基础设施工程)和土地购置的投资

数据来源: 统计局、Wind、克而瑞、广发证券发展研究中心

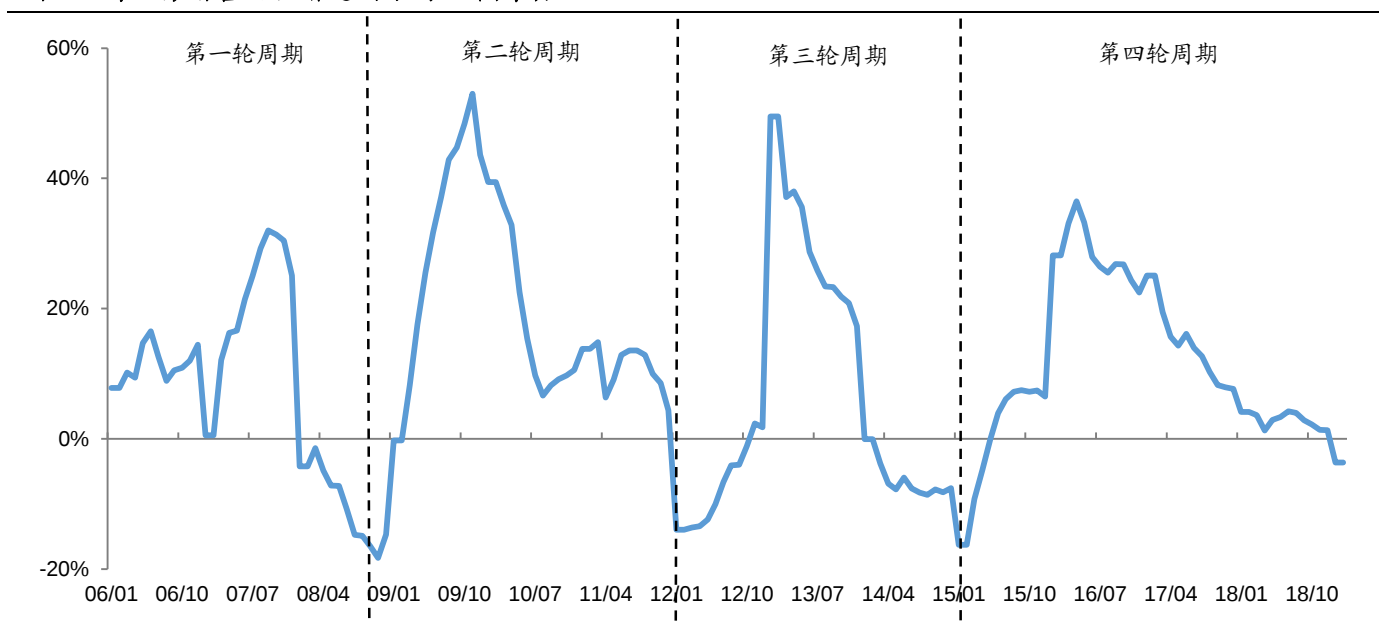
从商品房开发流程来看, 地产周期的时间先后顺序应该是“拿地-新开工-销售(预售)-施工-竣工-交房装修”; 而从逻辑关系来看, 地产周期的时间先后顺序应该是“销售-拿地-新开工-施工-竣工-交房装修”, 因为只有销售好, 才会有开发商积极拿地, 才会有开工、建设、竣工等后续环节, 反之也亦然, 房屋销售是分析地

产周期的逻辑起点。

从房屋销售数据来看，房地产呈现出典型的周期性变化；2006年至今，房地产产业经历了四轮“小周期”：2006年初到2008年底是第一轮周期；2009年初到2012年初是第二轮周期；2012年初到2015年初是第三轮周期；2015年初到目前是第四轮周期。

房地产行业虽然每隔几年都出现周期性变化，但是每个周期的“时”“空”“量”“价”表现都会不一样，本篇报告要重点分析的正是本轮周期的“不一样”以及对地产产业链上下游带来的影响。

图 3：商品房销售面积增速划分的四个周期



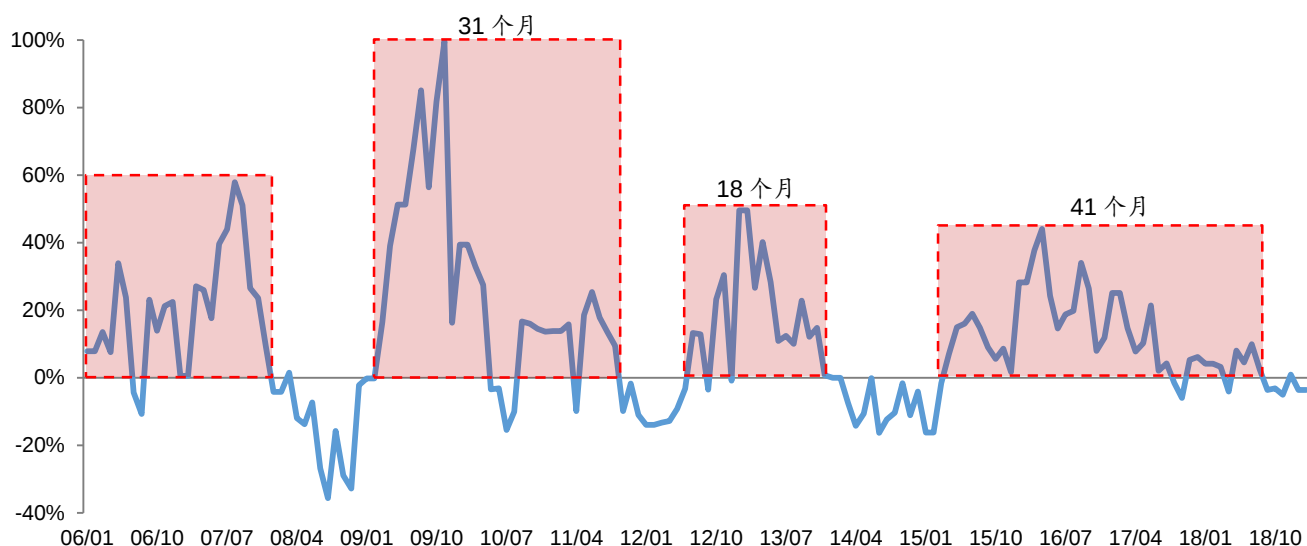
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

房地产销售的“不一样”：三四线和一二线背离，销售周期时间被拉长

三四线城市景气时间拉长，本轮房地产周期时间明显要比以往周期要长

上文已经分析到，2006年以来前三个周期完整的时间长度都是在3年左右，而2015年以来开启的第四个周期，已经持续了4年多时间，到现在还没走完。从另外一个角度来看，我们把单月销售面积增速正增长区间作为景气度的判断标准，2009-2012年第二个地产周期，销售景气时间持续了31个月；2012-2015年第三个地产周期，销售景气时间持续了18个月；2015年以来的第四个地产周期，销售景气时间持续了41个月，景气时间明显要长于过往周期。

图 4：商品房当月销售面积同比增速

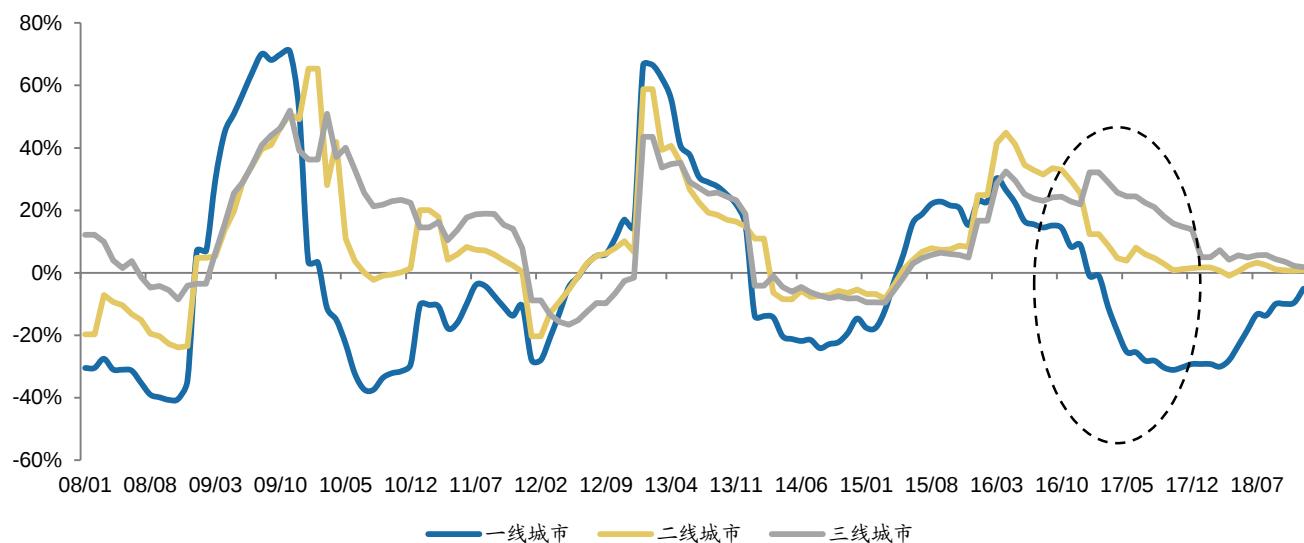


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

本轮地产周期时间拉长（销售景气向上时间拉长）的主要原因在于三四线和一二线城市的销售景气度出现背离。

从逻辑来看，一二线城市作为人流和资源集中地，是地产销售的“头部”市场，三四线城市的人员流入和资源都不如一二线城市，是地产销售的“尾部”市场；从过往周期来看，一轮销售景气周期的启动，都是一二线城市先起来然后再拉动到三四线城市起来，反之一二线城市一旦回落，三四线城市也会随之回落。但是2015年以来的房地产销售周期，一二线城市和三四线城市的销售景气度出现了明显的背离，在一二线城市从2016年下半年开始销售面积增速开始下行，此时三四线城市销售面积增速反而在加速好转，一直持续到2017年底，由于三四线城市占比大（2017年，三四线销售面积占比达到64%），它的高景气拉动全行业销售面积总量保持高景气，使得销售的景气周期时间被拉长。

图 5：一二三线城市商品房销售面积增速



数据来源：国家统计局、克而瑞、广发证券发展研究中心

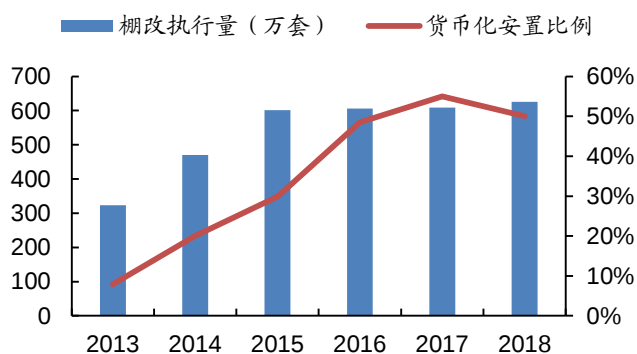
本轮地产周期出现的这种背离主要是受“去库存”的货币化棚改政策影响。棚改政策早已有之，不过2014年开始，棚改政策和房地产“去库存”政策结合起来，棚改执行量和货币化安置比例出现大幅度提升，2017年达到高峰（货币化安置面积占住宅销售面积比例达到12%），货币化安置大部分出现在三四线城市，直接拉动了三四线城市的商品房销售。

表 2: 棚户改造政策梳理

时间	文件或会议	部门	核心内容
2005 年 8 月	《东北棚户区改造座谈会》	国务院	推进资源枯竭型城市棚户区改造要统筹规划，分步实施。
2010 年 2 月	《关于推进城市和国有工矿棚户区改造工作的指导意见》	财政部	全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作，开始落实棚户区改造各项税费优惠政策。
2013 年 7 月	《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》	国务院	在加快推进集中成片城市棚户区改造的基础上，各地区要逐步将其他棚户区、城中村改造，统一纳入城市棚户区改造范围，稳步、有序推进。
2014 年 8 月	《国务院办公厅关于进一步加强棚户区改造工作的通知》	国务院	重点安排资源枯竭型城市、独立工矿区和三线企业集中地区棚户区改造，优先改造连片规模较大、住房条件困难、安全隐患严重、群众要求迫切的棚户区。
2015 年 6 月	《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	国务院	加大城镇棚户区和城乡危房改造力度，加快配套基础设施建设。创新融资体制机制，推动政府购买棚改服务，推广政府与社会资本合作（PPP）模式，构建多元化棚改实施主体，发挥开发性金融支持作用。
2016 年 2 月	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	国务院	打好棚户区改造三年攻坚战，到 2020 年，基本完成现有的城镇棚户区、城中村和危房改造。完善土地、财政和金融政策，落实税收政策。
2017 年 1 月	《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》	财政部 住建部	在实物安置基础上，鼓励地方积极推进棚改货币化安置工作。对于商品住房库存量较大、市场房源充足的地方，要进一步提高棚改货币化安置比例。
2018 年 8 月	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》	财政部	有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度。
2018 年 10 月		国务院	因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。

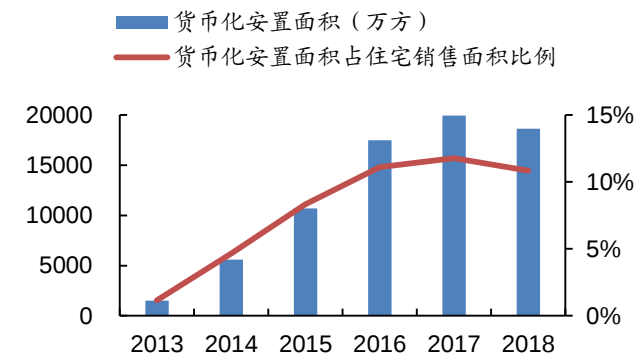
数据来源：统计局、Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 棚户改造执行量



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7: 货币化安置面积



数据来源：国家统计局、中指局、广发证券发展研究中心

本轮地产周期 4.5 年以上，2019 年一二线城市销售有望回升

基于上面分析，我们去判断2019年销售的变化：

从总量来看，从过去三轮周期来看，当月销售面积增速在负区间的时间分别为12个月、9个月、13个月，如果简单参照历史经验，本轮景气负增长区间持续时间为12个月，本轮周期开始步入负区间的时间为2018年9月，则预计2019年6月结束负增长（也就是销售增速年中见底），以此界定，2015年启动的第四轮周期预计持续时间至少为4.5年，考虑到本轮周期三四线城市景气上行时间较长，相应对未来需求透支也较多，预计下行时间也会长一些，本轮地产周期持续时间4.5年以上。

从结构来看，2019年一二线城市和三四线城市的销售将继续分化，一线城市最先开始调整，同时受货币化棚改影响也很小，经过2年多的下行调整，预计2019年将开始周期性回升；三四线城市调整时间晚，且受货币化棚改政策影响大，预计2019年将呈现出全年持续回落态势；二线城市介于两者之间。整体来看，2019年一二线和三四线将继续背离，

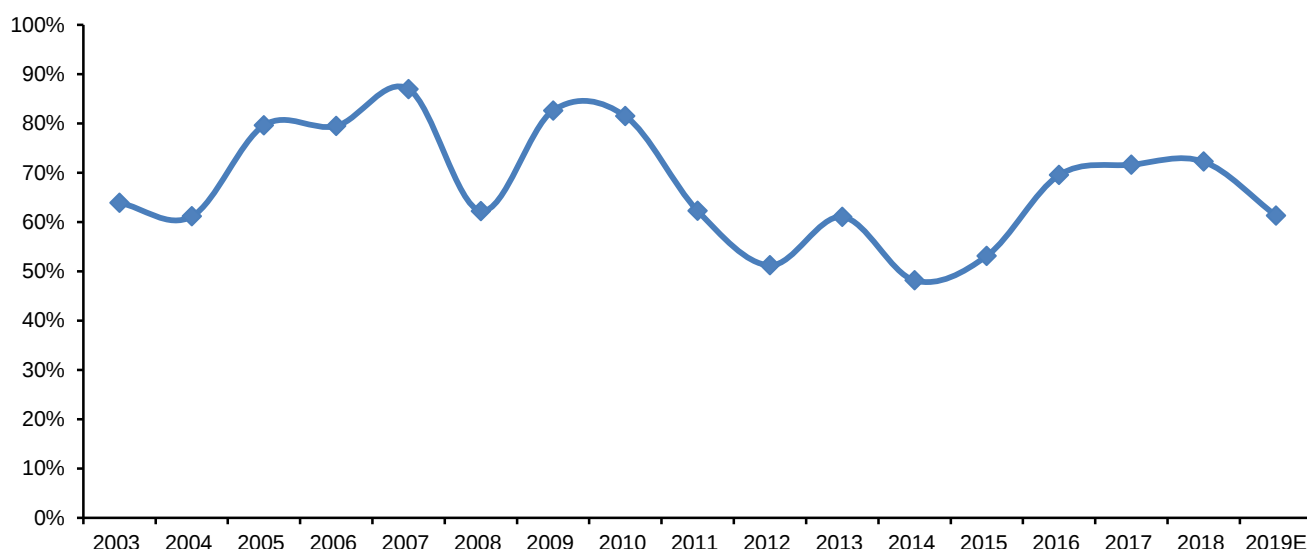
基于中性偏保守估计，我们预计2019年房地产销售面积增速同比下降6.5%，我们可以根据去化率来验证假设的合理性，根据假设2019年对应的去化率为61%，处于历史较低水平，表明我们对销售面积预测安全边际较大。

表 3：房地产销售面积测算

	全国销售面积		一线销售面积		二线销售面积		三四线销售面积	
	总量	增速	总量	增速	总量	增速	总量	增速
2018 年	171654	1%	4735	-5%	55965	1%	110953	2%
2019 年	160492	-6.5%	5209	10%	57644	3%	97639	-12%

数据来源：国家统计局、克而瑞、广发证券发展研究中心

图 8：商品房去化率



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

注：去化率=当期销售面积/（上一年新开工面积+上一年待售面积）

房地产新开工的“不一样”：“补库存”来得比较晚， 新开工滞后销售的周期拉长

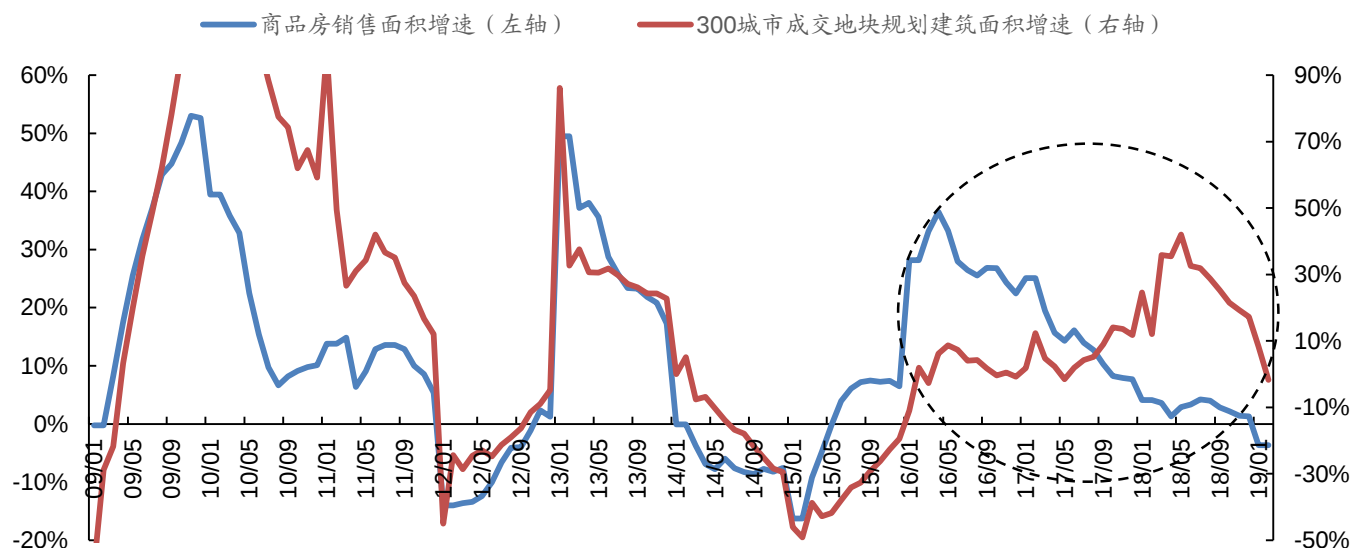
本轮房地产周期“补库存”来得比较晚

从过去经验来看，过去3个周期，房地产新开工滞后房地产销售6个月左右，土地成交（拿地）和房地产销售保持同步；背后的逻辑关系，房地产销售好转，开发商拿地意愿才会积极，而从房地产开发周期来看，拿地到新开工的周期大概为6个月左右，所以从统计局数据看到拿地和房地产销售同步，而房地产新开工滞后销售6个月左右。

但是，2015年以来的周期，出现了和以往不一样的地方，房地产销售启动以后，拿地一直没有同步起来，足足晚了2年后才启动，使得房地产新开工面积滞后了房地产销售2年半。

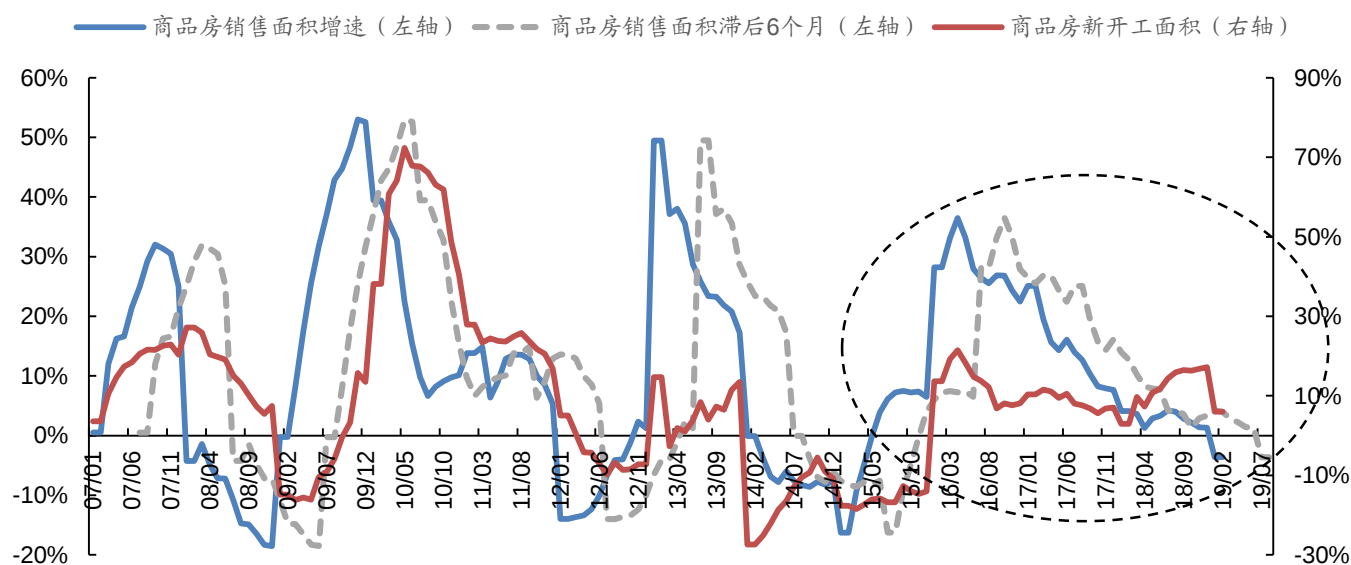
同时，“补库存”来得比较晚，也带来了反身性作用，“补库存”晚使得房地产供需关系紧张（低库存），也刺激了购房者提前买房。

图 9：商品房销售面积增速（左轴）和拿地面积增速（右轴）



数据来源：国家统计局、中指院、广发证券发展研究中心

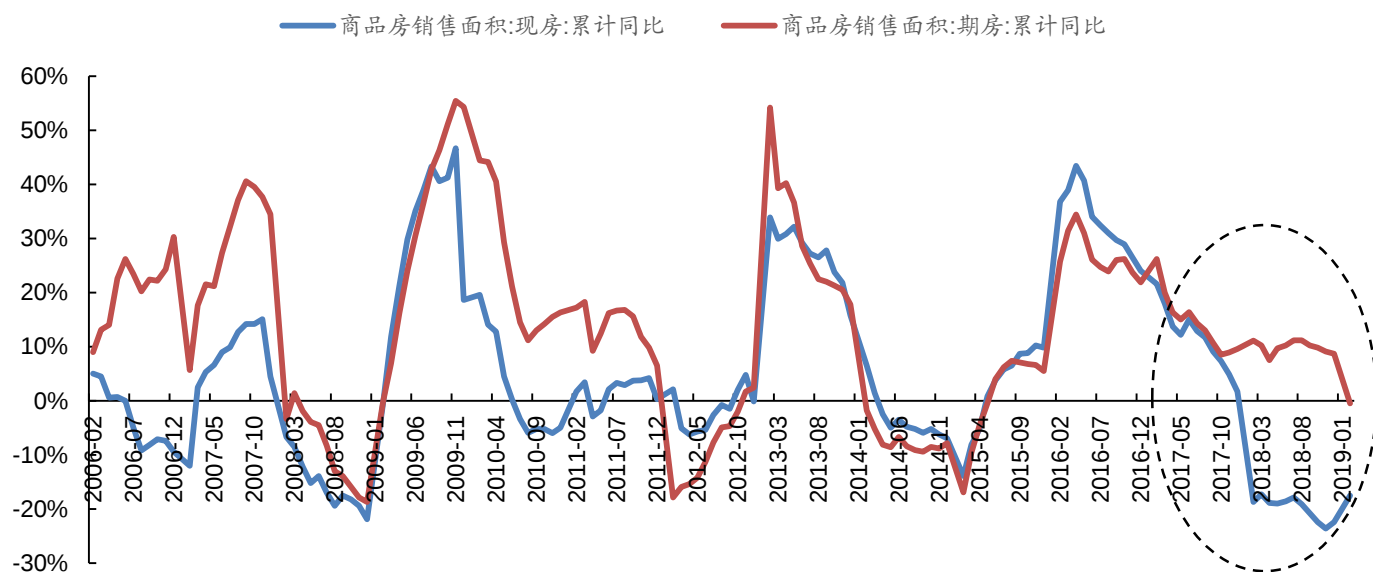
图 10：商品房新开工面积增速和商品房销售面积增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

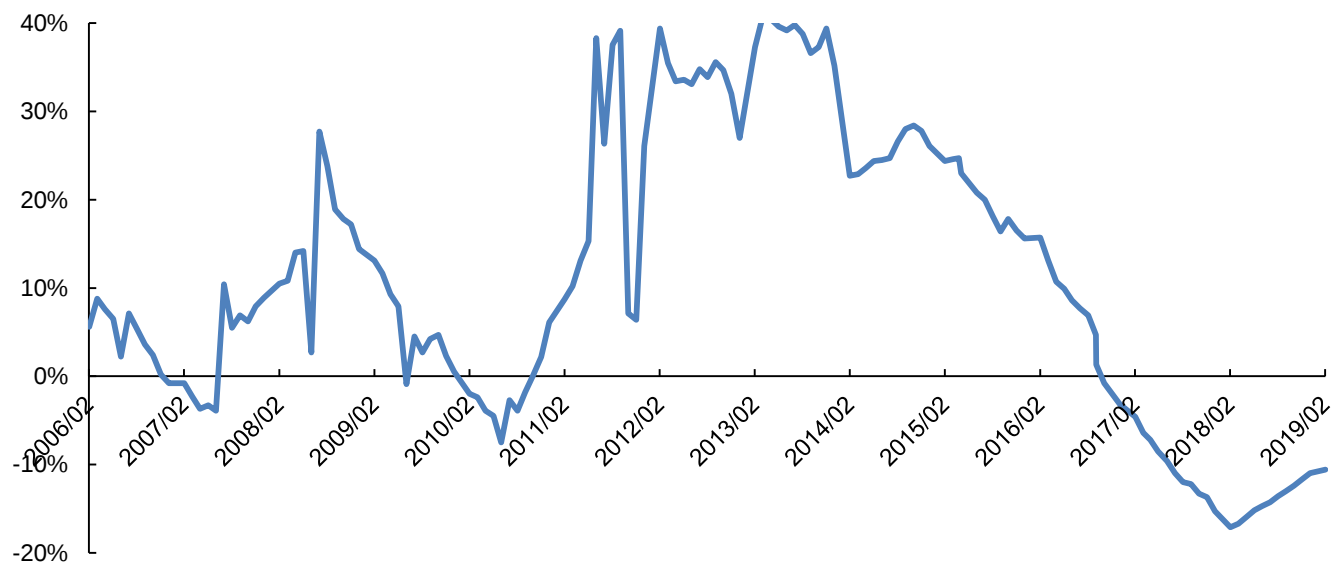
补库存晚（导致库存低），我们可以从另外两组数据上也可以得到验证，一是本轮周期当中，期房销售增速和现房销售增速从2017年开始发生了明显背离，期房销售增速明显高于现房销售增速，显示已建未售面积大幅减少（现房少），反映库存存在显著下降。二是待售面积同比增速也是大幅下行。

图 11: 期房和现房销售面积增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 待售面积累计同比增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

2015 年中央经济工作会议将房地产去库存列为 2016 年五大工作任务之一；2016 年“两会”上，国务院《政府工作报告》强调因城施策化解房地产库存；各省市地方政府在 2016 年相继出台化解房地产库存的政策，其中大部分省市都提出限制土地供应的措施；以往周期，开发商拿地补库存是自主决定，本轮地产周期里开发商拿地补库存收到政策限制，“去库存”政策使得“补库存”延缓。

表 4: 部分省市房地产去库存政策都限制土地供应

省份	文件	时间	内容
福建	福建省人民政府关于化解房地产库存的若干意见	2016 年 2 月	各市、县（区）政府要根据本地商品房库存情况，合理调控土地供应结构和投放数量 建立房地产库存情况月报制度，各县（市、区）房地产主管部门向设区市房地产主管部门报送本县（市、区）房地产库存情况及去化周期，各设区市汇总后报省住建厅和国土厅，由省住建厅汇总通报上月全省库存情况及去化周期排名。建立全省房地产市场交易和库存监测平台。
江西	关于做好化解房地产库存工作的通知	2016 年 2 月	继续严控商品房开发用地供应，把握土地供应节奏，防止土地过量投放，从源头上减少房地产库存。商品房库存严重过剩的市、县，土地管理部门对未动工开发的房地产用地，可依法采取符合当地房地产市场实际的调控措施。 房地产库存去化时间超过 12 个月的市、县，要加大力度，落实责任，确保今年上半年当地库存明显下降，全年大幅下降。要加强检查考核，对履行去库存、稳市场主体责任不力，效果不明显的市、县，将进行约谈和追责。
甘肃	甘肃省去房地产库存实施方案	2016 年 3 月	对于库存总量消化周期明显过长的市县，暂缓或减少房地产开发土地供应。
湖南	关于积极化解商品房库存促进房地产市场平稳健康发展的若干意见	2016 年 4 月	库存去化周期在 13 至 36 个月的，应严格控制新增房地产开发用地的审批，房地产开发用地供应不得超过上年度供应量的 20%；库存去化周期超过 36 个月的，原则上停止新增房地产开发用地审批和供应。
浙江	浙江省房地产供给侧结构性改革行动方案	2016 年 7 月	对于在售商品住宅库存消化周期超过 20 个月的，或者在售、在建待售及已出让停建商品住宅消化周期超过 30 个月的市、县（市、区），暂停商品住宅用地供应，原则上暂停新开工各类保障房工程。
广东	广东省供给侧结构性改革去库存行动计划 2016-2018	2016 年 7 月	根据商品房库存规模及去库存任务完成情况，适度调节相应类型土地供应规模，必要时暂停新增房地产开发用地供应。 各地、各有关部门要将去库存工作纳入年度工作重点，确保落实到位，并于每季度结束后 5 个工作日内将工作情况报送省住房城乡建设厅汇总报省政府督查室。省政府督查室视情况采取下达督查通知书、组织实地督查、提请省政府领导约谈、挂牌督办等方式推动工作落实。将去库存工作纳入相关考核项目，对工作落实不到位的，按有关规定严格问责。
海南	关于加强房地产市场调控的通知	2016 年 8 月	对商品住宅库存消化期超过全省平均水平的市县，暂停办理新增商品住宅（含酒店式公寓，下同）及产权式酒店用地审批（包括农用地转用及土地征收审批、土地供应审批、已供应的非商品住宅用地改为商品住宅用地审批、商品住宅用地容积率提高审批），暂停新建商品住宅项目规划报建审批。暂停审批后，相关市县将商品住宅库存消化期降低到全省平均水平以内的，在下一年度由省国土、住建部门根据市县消化量确定年度商品住宅用地计划，办理新增商品住宅用地审批和商品住宅项

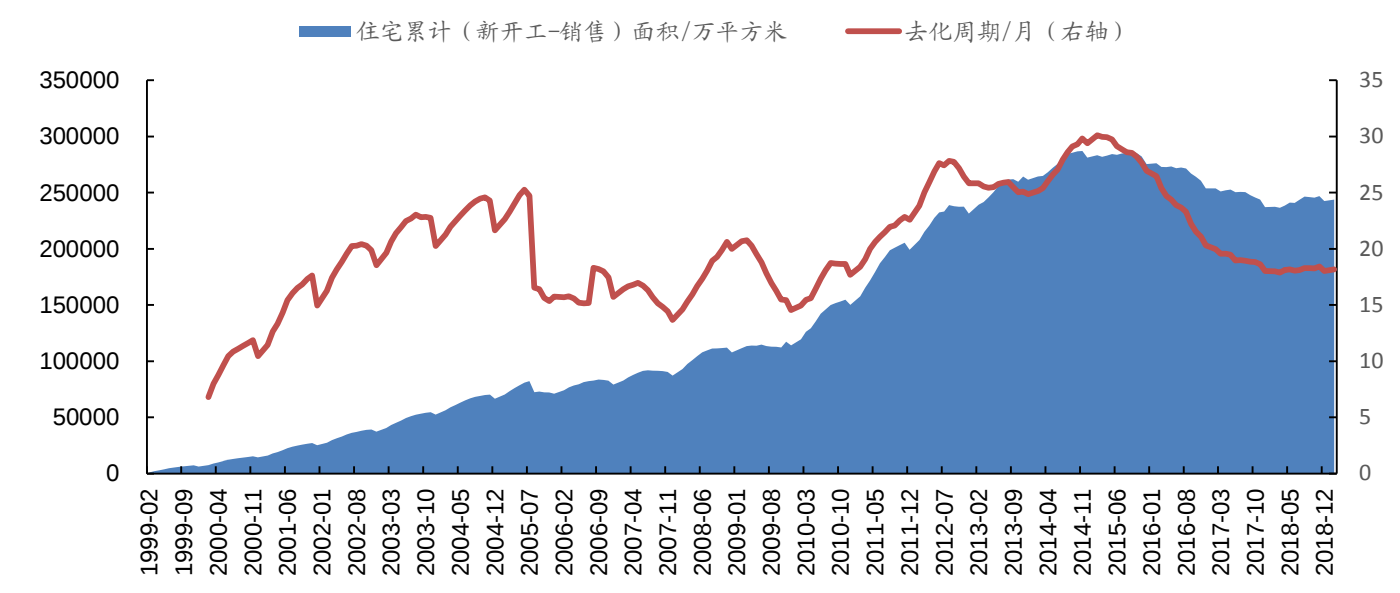
			目规划报建审批。
河南	河南省推进供给侧结构性改革商品房去库存专项行动方案 (2016—2018 年)	2016 年 9 月	库存总量大、去化周期超过 18 个月且商品住房销售连续 3 个月同比不升反降的省辖市、县(市), 要减少以至停止商品住房开发用地供应。商业服务、办公等房地产库存去化周期超过 36 个月的省辖市、县(市)要适当压缩乃至暂停新增商业服务用地供应。已经供应的商品房待开发土地,规划、建设、房管等部门要合理控制项目开工、建设和供应节奏,使之与市场需求和库存消化能力相衔接,避免产生新的大面积的库存。用于房地产开发用地的,要纳入住房用地供应计划,严格控制供应规模和节奏,确保商品住房有序投放市场。

数据来源: 政府官网、广发证券发展研究中心

住宅库存仍在较低位置, 预计 2019 年住宅新开工面积小幅下行

本轮周期的异常都是来自于住宅部分的去库存政策扰动, 我们拆分出住宅和非住宅部分, 可以看到: 一方面, 住宅销售景气时间拉长, 另一方面开发商补库存时间较晚(体现为新开工滞后销售时间较长), 使得目前住宅库存仍低于历史中枢水平, 2019 年补库存行为仍将延续(可能通过新开工面积继续维持较高水平和销售面积持续回落, 分子分母同时修复)。

图 13: 住宅累计库存和住宅去化周期



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

量化测算来看, 2018 年底商品房(住宅)累计库存去化周期 18 个月, 低于历史去化周期中枢(2000 年以来均值为 20.28 个月, 2009 年以来均值为 22.55 个

月)；谨慎假如2019年去化周期回到20.28个月，对应商品房(住宅)新开工面积增速为-1.7%，小幅下行。

表5: 房地产销售面积测算(万平方米)

住宅	新开工面积	销售面积	累计新开工面积	累计销售面积	累计库存	去化周期
2009 以前			472154	364381	107773	
2009	92463	86185	564618	450566	114052	14.56
2010	129468	93377	694086	543943	150143	17.69
2011	146035	97030	840120	640973	199147	22.58
2012	130695	98468	970815	739440	231375	25.85
2013	145845	115723	1116660	855163	261497	24.86
2014	124877	105182	1241537	960345	281192	29.41
2015	106651	112406	1348189	1072751	275438	26.95
2016	115911	137540	1464099	1210291	253809	20.30
2017	128098	144789	1592197	1355079	237118	18.01
2018	153353	147929	1745550	1503009	242541	18.04
2019E	150774	138314	1896323	1641323	255001	20.28

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

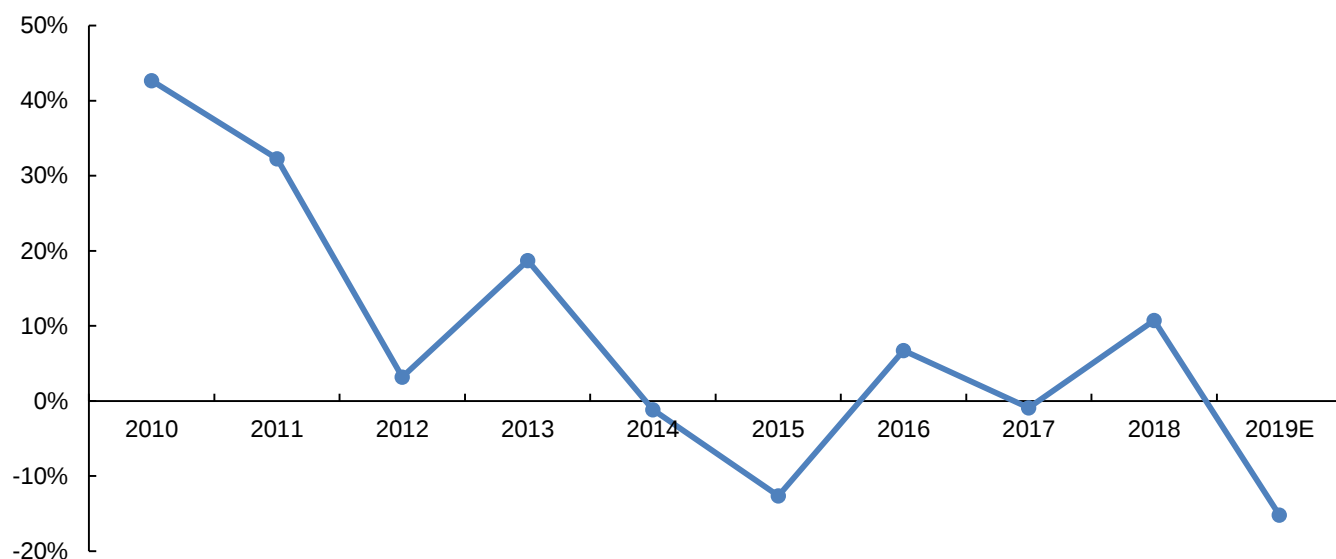
表6: 住宅新开工面积弹性测算

住宅新开工面积增速		去化周期(月)				
		19	19.5	20	20.5	21
住宅销售 面积增速	-2%	-0.3%	4.0%	8.3%	12.6%	16.9%
	-4%	-5.6%	-1.4%	2.8%	7.0%	11.2%
	-6%	-10.9%	-6.7%	-2.6%	1.5%	5.6%
	-8%	-16.1%	-12.1%	-8.1%	-4.0%	0.0%
	-10%	-21.4%	-17.4%	-13.5%	-9.6%	-5.6%

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

对于非住宅, 其新开工面积找到总商品房新开工面积的27%(2018年数据), 考虑到目前库存水平较高, 基于保守假设, 2019年新开工面积同比下降-15%(过去10年以来增速最差时为-12.6%)。

图 14: 新开工面积同比增速-非住宅



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

综合住宅和非住宅来看, 中性偏保守估计, 2019年全年商品房新开工面积同比下降约5-6%; 考虑到补库存的延续性和基数效应, 上半年新开工面积增速仍有望保持正增长态势。

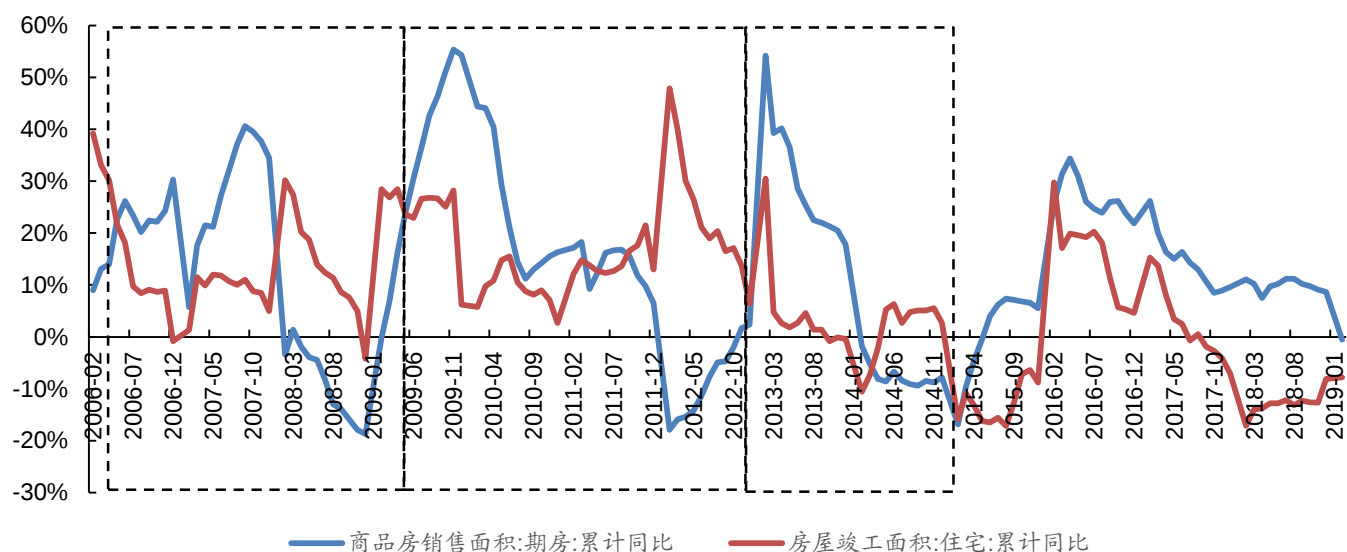
房地产竣工的“不一样”: 竣工和期房销售背离, 施工正当时, 交房周期将来临

施工慢, 期房销售和竣工数据背离

从房地产流程来看, 由于房屋销售很多是卖的期房(2018年, 期房销售占比82%), 所以在确认了销售数据后, 相对应一定时间后要确认竣工(交房)数据; 从过去三轮的期房销售-竣工周期中, 都出现了前半段期房销售增速大于竣工数据, 后半段进入交房周期时体现为竣工增速会持续超越销售增速。2006年以来第一轮房地产周期, 竣工滞后期房销售约20个月; 第二轮房地产周期, 竣工滞后期房销售约24个月; 第三轮房地产周期, 竣工滞后期房销售约15个月。

而此轮周期从2015年至今, 期房销售增速已连续4年(60个月)持续高于竣工增速, 显示有大量已销售未竣工部分(已销售但是施工速度慢, 导致房屋未交付)。

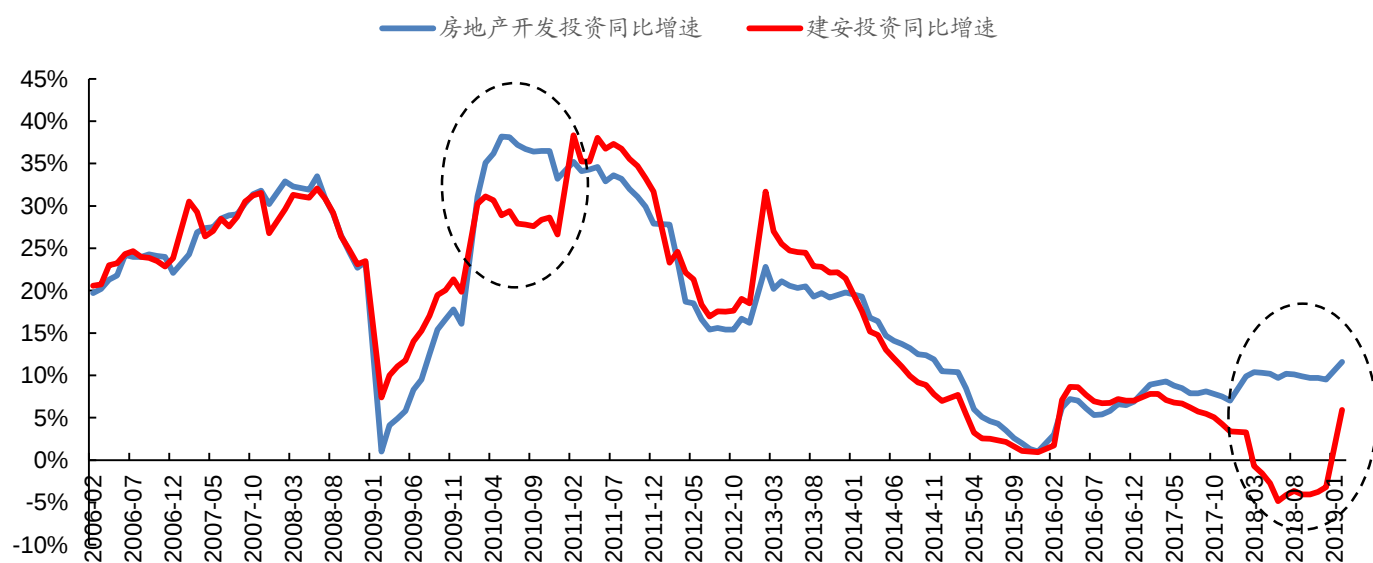
图 15: 期房销售面积增速和竣工面积增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

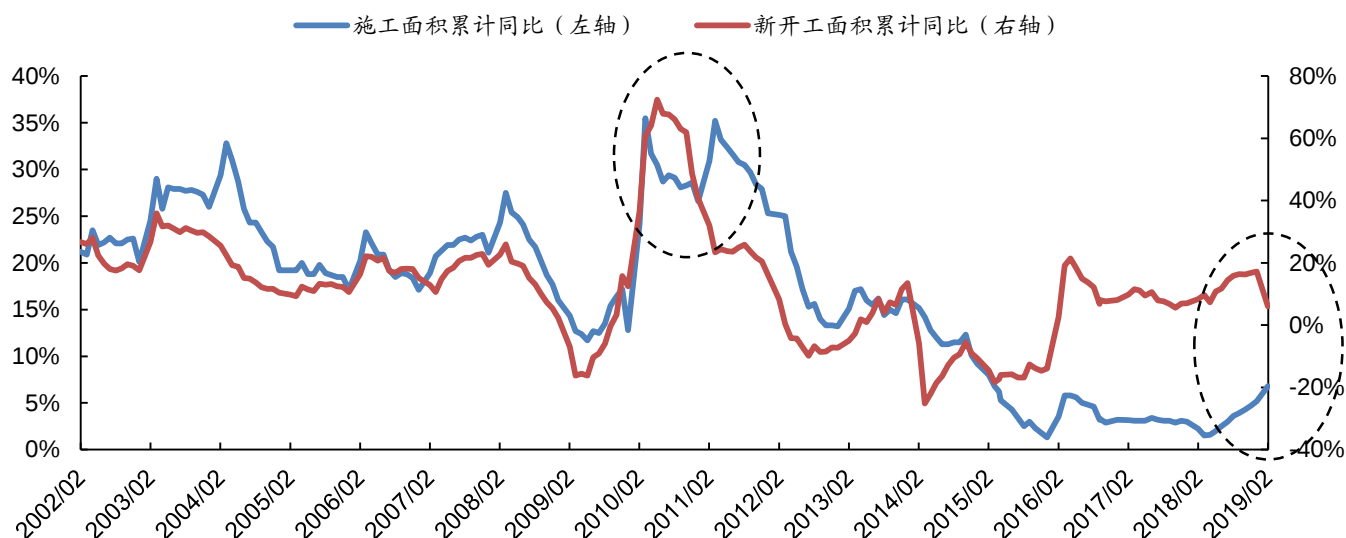
出现这种背离的原因是什么? 我们认为有几个因素: 一是本轮房地产景气上行周期中, 导致景气度超预期的是三四线城市, 相对于一二线城市, 三四线城市预售要求低, 交付周期 (从预售到交付) 长; 二是由于流动性和信用环境紧张, 本轮施工周期变慢, 可以从房地产开发投资和房地产建安投资背离体现 (房地产投资增速回升, 但是建安投资增速持续回落; 本轮周期补库存比较晚, 开发商面临同时拿地开工和施工建设的压力, 开发商更有意愿去拿地开工以便预售)。

图 16: 房地产开发投资增速和建安投资增速



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 17: 施工面积增速和新开工面积增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

施工正当时，交房周期将来临

由于已销售未竣工部分存在销售合同的刚性约束（从过去经验来看，平均约为 2 年左右），同时随着今年货币和信用环境宽松，延缓的施工有望加速，参照 2010 年-2011 年经验（施工面积增速高点滞后新开工面积增速高点一年），预计施工的峰值有望到三季度才会出现，2019 年大概率有望逐步迎来竣工（交房）期。

从 2019 年 1 季度数据来看，已经有种种迹象显示这一逻辑在兑现：一是 1-2 月份房地产投资当中的建安投资增速明显回升，商品房施工面积增速也在回升；二是龙头房企收入增速在加速回升。

同时，我们可以对 2019 年商品房施工面积和房地产投资进行量化测算。

➤ 商品房施工面积测算

首先，从逻辑关系来看，当年商品房施工面积 = (上一年施工面积 - 上一年竣工面积 + 当年新开工) / 施工面积调整因子

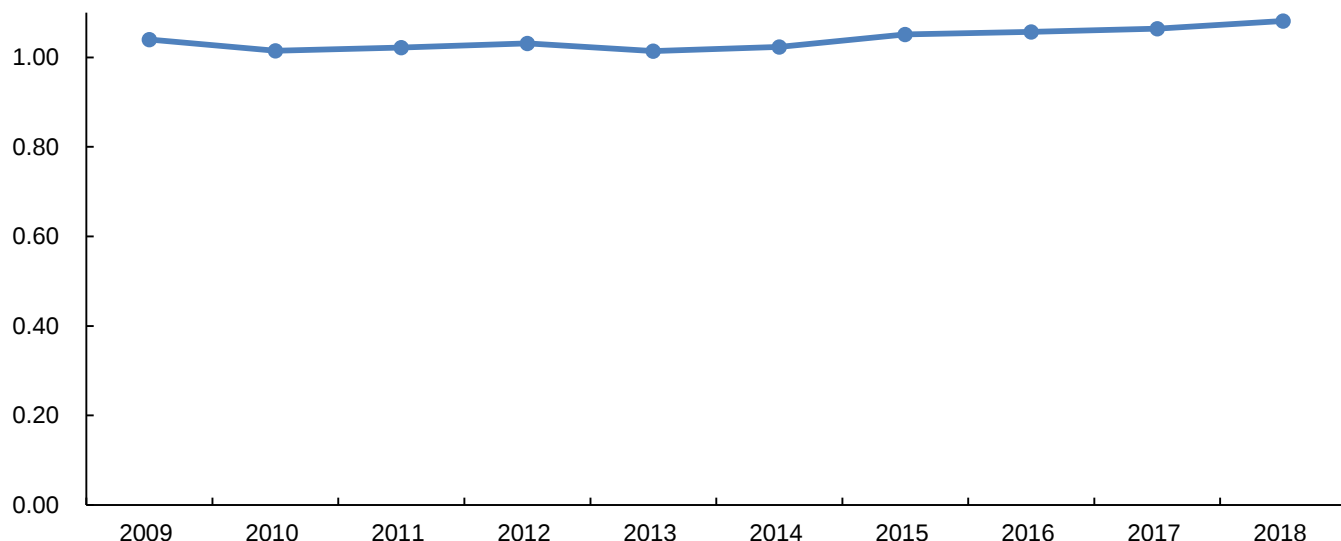
施工面积调整因子 = 测算的施工面积 / 实际的施工面积（统计局披露的数据）

之所以有调整因子，主要考虑到每年都会有一些项目停工的影响，依此来看，调整因子应该 > 1，调整因子越大代表停工项目越多，2009 年以来，调整因子基本在 1.01-1.08 之间波动。

根据这个公式，假设 2019 年调整因子为近 5 年均值，以及前面测算的 2019 年新开工面积，测算出 2019 年房屋施工面积增速为 6.8%（2018 年为 5.2%），住宅施工面积增速为 8.4%（2018 年为 6.3%）；数字测算只是结果，背后的逻辑更重要，整体来看，2019 年施工面积增速不会比 2018 年差，而且从上下半年来看，上半年应该比下半年要好（要赶工期，预计峰值出现在三季度），这也是目前微观层面感受

到水泥、工程机械等地产上游产业链需求仍然很旺背后的需求逻辑，上半年地产上游需求高景气有望延续。

图 18: 施工面积调整因子



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表7: 住宅施工面积弹性测算

住宅施工面积增速		施工面积调整因子				
		1.04	1.05	1.06	1.07	1.08
住宅新开工面积增速	2%	11.4%	10.3%	9.3%	8.3%	7.3%
	0%	10.9%	9.8%	8.8%	7.8%	6.8%
	-2%	10.4%	9.3%	8.3%	7.3%	6.3%
	-4%	9.9%	8.8%	7.8%	6.8%	5.8%
	-6%	9.3%	8.3%	7.3%	6.3%	5.3%

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

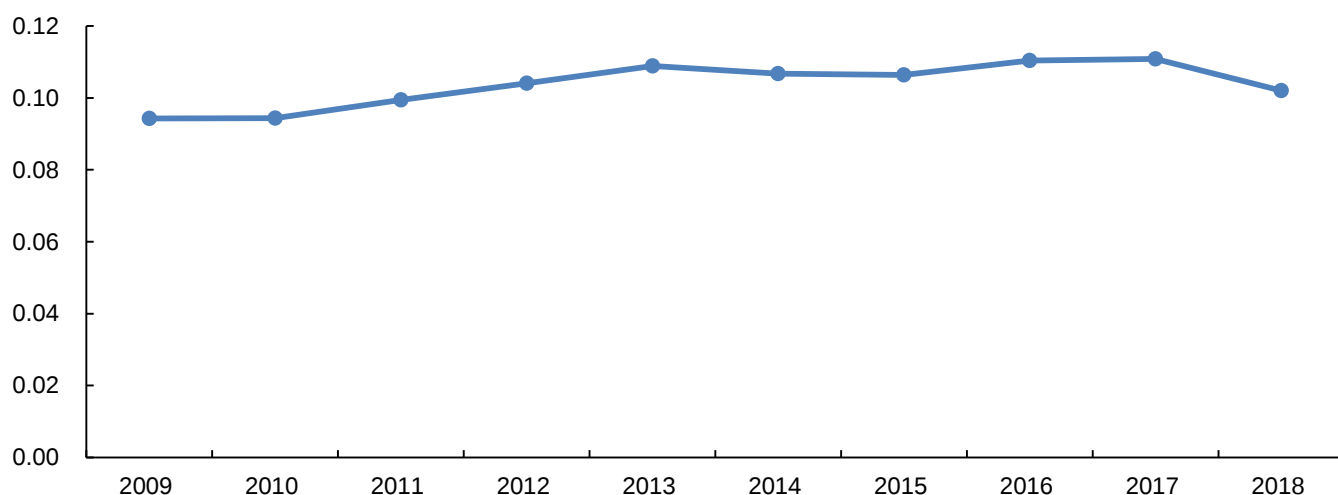
➤ 房地产开发投资测算

施工面积测算出来后，也可以测算房地产投资；我们把房地产开发投资拆分成土地购置费和建安投资，其中建安投资和施工面积应该存在对应关系，根据历史数据，测算出单位施工费用【单位施工费用=（当年投资完成额-土地购置费）/ 当年施工面积】，2009年以来都在0.09-1.11范围内波动；单位施工费用有波动，主要受两个因素影响，一是材料（水泥和钢铁等）和人工成本，二是施工意愿，施工包含两部分，已售未竣工和新开工未售，施工意愿越大，已售未竣工和新开工未售越小，已售未竣工和新开工未售与销售景气度和房企到位资金影响；2018年在材料成本上升情况下，单位施工费用比2017年下降（2014-2015年也是下降），说明施工意愿下降，2018年销售景气度下行，房企有动力加大销售力度，同时行业库存（用累计新开工-累计销售衡量）也较低，说明新开工未售部分应该不是主要影响因

素；已售未竣工应该是主要影响因素，这也和前面分析到的竣工少相对应。展望2019年，材料和人工成本同比预计保持稳定或略有下行；已售未竣工在2019年有刚性交付压力，施工意愿积极；新开工未售受房企偿债压力约束，施工意愿下降；整体来看，预计2019年的单位施工费用相比2018年回升。

以此测算，我们预计2019年建安投资增速约10%，假设土地购置费同比下降5%（历史上没有负增长过），预计2019年房地产投资同比增长6%。

图 19：单位施工费用（万元/平米）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表8：建安投资弹性测算

建安投资增速		单位施工费用（万元/平米）				
		0.101	0.103	0.105	0.107	0.109
施工面积 增速	2%	1.0%	5.0%	7.0%	9.0%	11.0%
	4%	3.0%	7.1%	9.1%	11.1%	13.2%
	6%	5.0%	9.1%	11.2%	13.3%	15.4%
	8%	6.9%	11.2%	13.3%	15.4%	17.5%
	10%	8.9%	13.2%	15.4%	17.6%	19.7%

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

本轮地产周期仍在演绎，短期利于上游，中期利于下游

本轮地产周期仍在进行时

总的来看，本轮房地产周期不同于以往：

一是本轮周期持续时间长，且结构错位；以商品房销售增速数据来看，本轮房

地产周期被拉长（2015年开始），要延续4.5年以上（以往的周期都是约3年），到目前为止本轮房地产销售周期还没走完；而从结构数据来看，导致本轮房地产周期被拉长的主要原因是三四线城市景气周期超预期（去库存政策影响），一二线城市和以往周期一样，经过两年多调整以后，2019年至少会出现自然回升，同时由于结构错位（一二线和三四线），整体房地产销售下行预计将较为平缓漫长。

二是本轮房地产周期“补库存”时间晚，新开工的回升滞后销售回升的时间长达2年半（以往周期只滞后半年，去库存政策影响），补库存晚使得目前住宅库存（去化周期）仍然不高，补库存行为仍未结束，新开工扩张仍将延续一段时间，2019年住宅新开工的下行也会比较平缓（住宅新开工面积增速下行幅度预计比销售面积增速小）。

三是本轮周期施工速度慢，导致竣工和销售明显背离，期房销售增速已连续4年（60个月）持续高于竣工增速（以往周期，销售回升后大概15-24个月后竣工开始回升），由于已销售未竣工部分存在销售合同的刚性约束，同时随着今年货币和信用环境宽松，延缓的施工有望加速，参照2010年-2011年经验，预计施工的峰值有望到三季度才会出现，全年施工面积增速和建安投资增速预计要高于2018年；同时2019年大概率有望逐步迎来竣工（交房）期。

我们对这些指标都给了定量测算结果，不过逻辑比数据更重要，整体来看本轮地产繁荣周期对上下游产业链的正面影响尚未结束。

表9：房地产数据测算

	商品房销售面积增速	商品房新开工面积增速	住宅新开工面积增速	商品房施工面积增速	住宅施工面积增速	房地产开发投资增速	建安投资增速
2018年	1.3%	17.2%	19.7%	5.2%	6.3%	9.5%	-3.2%
2019年	-6.5%	-5%	-2%	7%	8%	6%	10%

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

对上下游产业链的影响：短期利好上游，中期利好下游

基于上面判断，一是“补库存”尚未结束，房地产新开工预计仍有一定延续性，而且看全年新开工面积增速下行预计较为平缓；施工速度会加快，全年来看施工面积增速和建安投资增速预计将高于2018年，施工面积增速峰值预计到三季度才出现；地产上游产业链的需求高景气仍将延续，这也是春节以来微观层面感受到需求仍然很好背后的逻辑，这也是3月下旬以来我们看好水泥股估值修复的主要原因，同时上半年仍处于有利环境，继续看好华新水泥、海螺水泥（A、H股）、冀东水泥、祁连山。

二是一二线城市销售开始周期性回升（利于的下游头部企业），同时三四线城市逐步步入竣工交房周期，全年来看地产下游产业链装饰建材的需求环境有望改善，综合行业格局、公司成长性来看，中线看好三棵树、北新建材、伟星新材、兔宝宝。

风险提示

货币房地产等宏观政策大幅波动风险，房地产销售大幅下行风险，房地产企业资金大幅收紧，原材料价格大幅上涨，推荐公司管理经营和行业格局恶化风险。

广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与冀东水泥(000401)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。