

固定收益研究/专题研究

2019年10月14日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：住房制度启示录》2019.10
- 2《固定收益研究：银行间新秀——解密标准化票据》2019.09
- 3《固定收益研究：地产发债企业 2019 年中报点评》2019.09

“庖丁解牛”看房地产投资

——房地产与债市系列专题之一

核心观点

今年房地产面临诸多不利因素，但投资却在逆境中保持较强韧性，我们尝试“庖丁解牛”分析。根据投资构成可分为建筑工程、安装工程、设备工具器具购置、其他费用，与新开工、施工与竣工等开发环节有密切联系。今年融资政策收紧后，土地市场较快降温，新开工步伐放慢，但前期开工项目推进与停缓建复工支撑了当前施工面积的高增长。后续房企拿地或偏谨慎，施工重心整体后移。我们认为，土地购置费是短期内地产投资下行的主要风险点；建筑工程投资短期还能保持增长韧性；安装工程在四季度或随着竣工提速。我们测算 2019 年全年累计投资同比或降至 9% 左右。

房地产开发投资的不同构成与开发环节联系密切

房地产开发投资根据构成可分为建筑工程、安装工程、设备工具器具购置、其他费用，不同构成与开发环节有着密切联系。建筑工程投资额增速与施工面积增速走势相一致，由于占比高，往往对投资起主导作用。安装工程与竣工面积增速走势相一致，对总投资的影响相对较小，但与建筑工程走势常出现背离。设备工具器具购置的影响小。其他费用主要是土地购置费，由于其占比高且时常与建筑工程走势背离，因此在分析中值得重视。土地购置费分期计入，导致土地成交价款对其存在一定的领先性，但融资条件更显著影响着土地费用的支付节奏。

什么支撑着地产投资韧性？

2018 年房地产投资完全由土地购置费正向拉动，建筑与安装工程对投资有所拖累。2019 年截至 8 月份，土地购置费的拉动作用已有所弱化，但目前仍在高位，建筑工程投资大幅跃升成为有力支撑，安装工程对投资进一步拖累。投资分项表现背后的开发环节看，2018 年土地购置费的高增速源于前一年房企大量拿地。但当年高周转策略重心在开工推盘，预售后续施工的动力不足，因此建筑与安装工程投资承压负增长。2019 年前期开工预售的项目陆续施工推进，建筑工程投资加快。而年初商品房销售回暖、政策松动预期又刺激了房企拿地，因而土地购置费仍保持了一定的韧性。

融资政策收紧后的边际变化

自 5 月融资政策收紧后，房企资金来源增速下台阶。但国内贷款与个人按揭贷款增长还较为强劲，房地产相关信贷仍是银行青睐的优质资产。整顿前融拿地导致地产信托较快收缩，房企发债同样受阻，严查消费贷导致定金与预收款增长放缓。开发环节上，政策收紧后土地市场即较快降温，新开工步伐放慢，但前期开工项目推进施工，以及前期停缓建项目恢复施工，支撑了当前施工面积的高增长。融资政策收紧后，房企对销售回款的依赖度加深，加大推盘销售力度，同时“以价换量”维持销售额稳健增长。

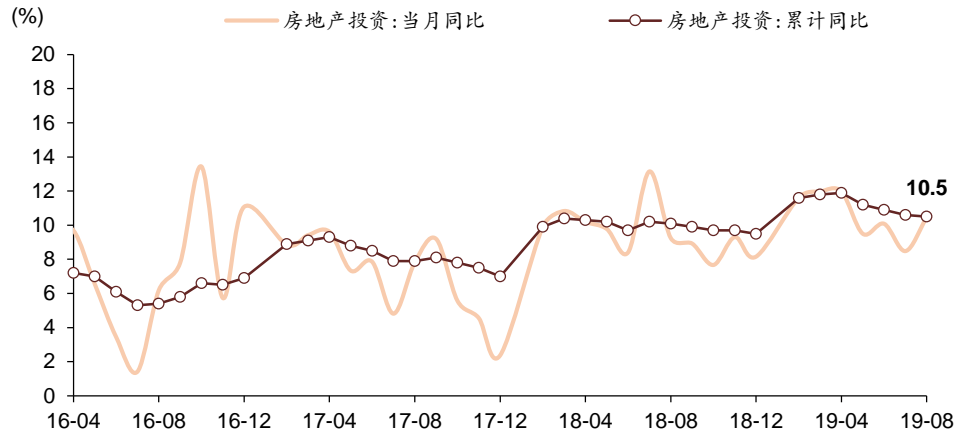
后续可能如何演化？

资金来源方面，销售回款短期可能保持稳健，银行贷款继续配合，而债券、非标等融资收缩或较为显著，整体资金面趋紧。开发环节而言，房企拿地可能偏谨慎，开工走低、竣工回升的趋势或继续演进，施工重心整体后移。我们认为，土地购置费是短期内地产投资下行的主要风险点；建筑工程投资在短期或还能保持增长韧性，但随着竣工加快，建筑工程在年末至明年一季度还存在快速回落的风险；安装工程投资在四季度随着竣工提速，对投资的拖累开始收敛。我们测算 2019 年四季度房地产投资单季同比增速可能降至 4% 左右（前值 9.3%），全年累计投资同比增速降至 9% 左右。

风险提示：建筑工程因融资约束出现超预期回落、房地产融资政策放松。

夹缝中依然坚挺的地产投资

图表1: 今年1-8月份房地产投资增速保持高韧性

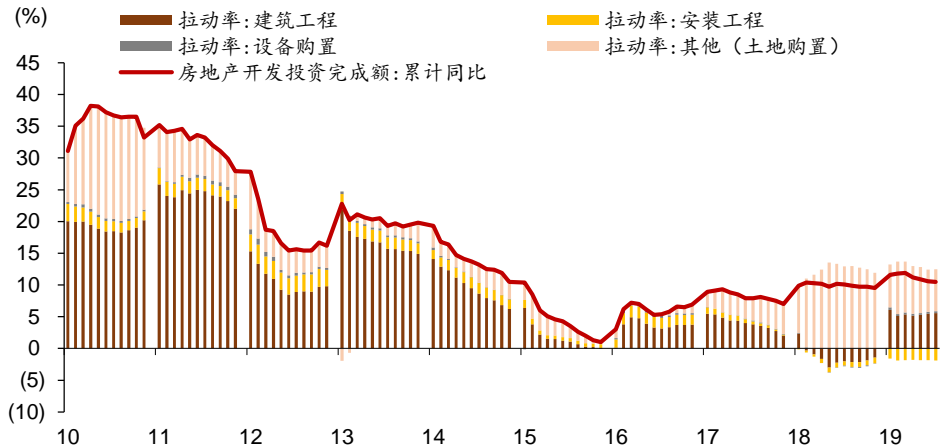


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

今年房地产行业面临诸多不利因素,如全国棚户区改造计划减半、房企融资政策收紧等,但房地产开发投资却在逆境中保持了较强的韧性,可谓拉动当前经济增长的少数“亮点”之一。这种现实与预期背离的身后,究竟是什么因素支撑着地产投资、政策收紧后发生了哪些变化、后续投资会否加速回落冲击经济增长底线等问题,当下尤其值得关注。

什么支撑着地产投资韧性?

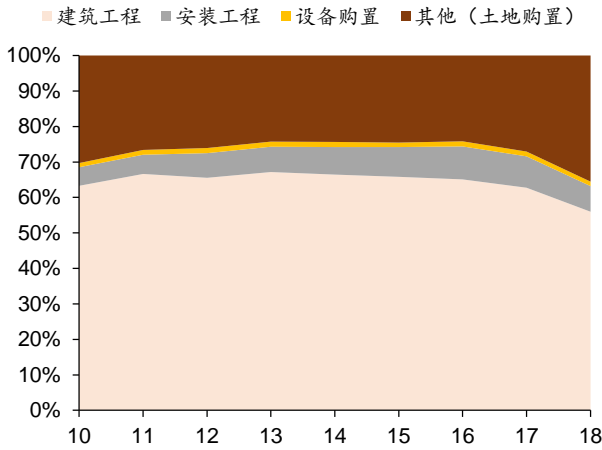
图表2: 房地产投资增速按构成拆分



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

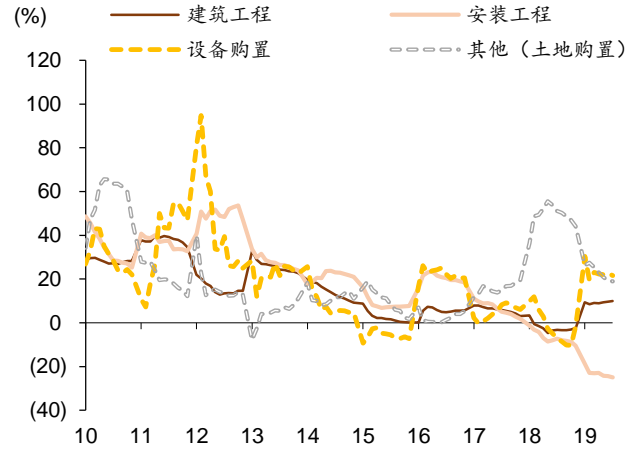
据国家统计局,房地产开发投资指各种登记注册类型的房地产开发法人单位统一开发的包括统代建、拆迁还建的住宅、厂房、仓库、饭店、宾馆、度假村、写字楼、办公楼等房屋建筑物,配套的服务设施,土地开发工程(如道路、给水、排水、供电、供热、通讯、平整场地等基础设施工程)和土地购置的投资(不包括单纯的土地开发和交易活动)。根据投资构成又可划分为,建筑工程、安装工程、设备工具器具购置、其他费用。

图表3： 房地产投资不同构成占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 房地产投资不同构成累计同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

房地产开发投资的不同构成与地产开发环节有着密切联系。当市场对房地产投资增速的预期与现实出现背离时，往往是不同构成的增速发生了显著背离（尤其是占比高的建筑工程与其他费用-土地购置费）。例如2018年房地产投资高增速主要由土地购置费的增长贡献，而市场当时对其有所低估。因此拆分构成来分析房地产投资具有意义。

(1) 建筑工程，指各种房屋、建筑物的建造工程，又称建筑工作量。这部分投资额必须兴工动料，通过施工活动才能实现。因此，**建筑工程的投资额增速与房地产施工面积增速走势相一致**。此外，建筑工程投资是房地产对上游钢铁、水泥等原材料形成真实需求的部分，与材料价格走势具有较高相关度。而建筑工程在房地产投资中的占比维持在60%左右（2018年占比56%），往往主导房地产投资增速的走势。

图表5： 建筑工程的投资额增速与施工面积增速走势相一致



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 建筑工程投资形成对上游原材料真实需求



资料来源：Wind，华泰证券研究所

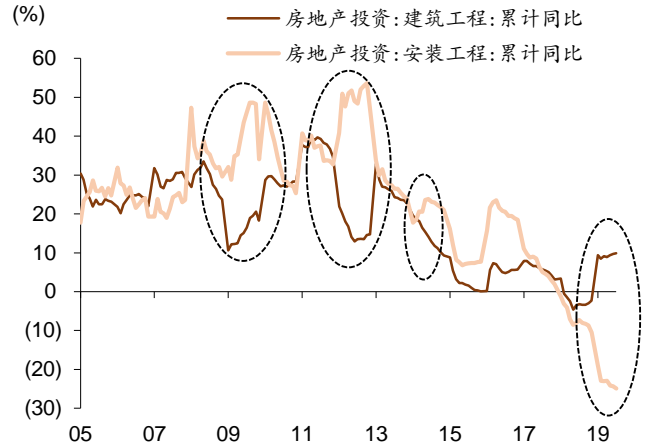
(2) 安装工程，指各种设备、装置的安装工程，又称安装工作量。安装工程不包括被安装设备本身的价值。由于设备安装主要发生在建筑施工的末端，因此，**安装工程的投資額增速与房地产竣工面积增速走势相一致**。安装工程的投资占比8%左右（2018年占比7.2%），对总投资影响相对较小。由于竣工也包含在施工环节、安装常伴随着建筑工程，因此业界通常合并建筑安装工程作为整体分析，但其走势与建筑工程常出现背离，因此单独分析仍有意义。

图表7： 安装工程的投资额增速与竣工面积增速走势相一致



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 安装工程与建筑工程投资增速常出现背离



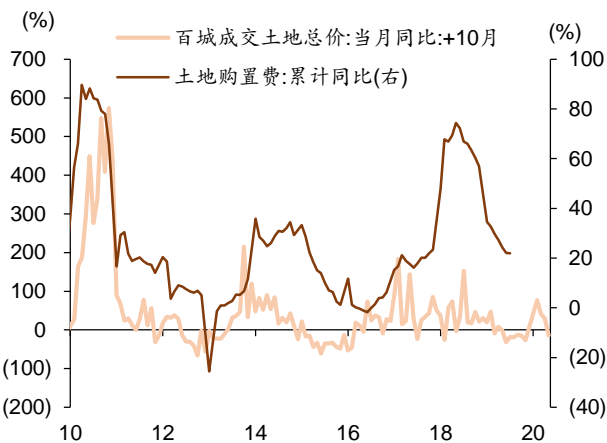
资料来源：Wind，华泰证券研究所

(3) **设备工具器具购置**，指报告期内购置或自制的，达到固定资产标准的设备、工具、器具的价值。房地产开发过程涉及的设备采购价值相对较小，在投资中占比仅在2%以内，拉动率一般不足0.5个百分点，对总投资走势的影响往往可以忽略。

(4) **其他费用**，指在固定资产建造和购置过程中发生的，除前述三方面以外的，应当分摊计入固定资产投资的费用，不指经营中财务上的其他费用。针对于房地产开发投资，土地购置费是其它费用的主要构成，近年来占比在75%以上，增速走势基本一致，体现了拿地环节的影响。而其他费用在总投资中占比在30%左右（2018年占比35.5%），且时常与建筑工程走势背离，因此在分析房地产投资增速时值得重视。

由于土地购置费按当期实际发生额计入投资，分期付款将分期计入房地产开发投资。因此，土地成交价款（合同价）对土地购置费走势存在着领先关系，经验数据表现出10个月左右的领先性。但实质上，融资条件显著影响着土地费用的支付节奏。

图表9： 土地成交价款对土地购置费走势存在着领先关系



资料来源：Wind，华泰证券研究所

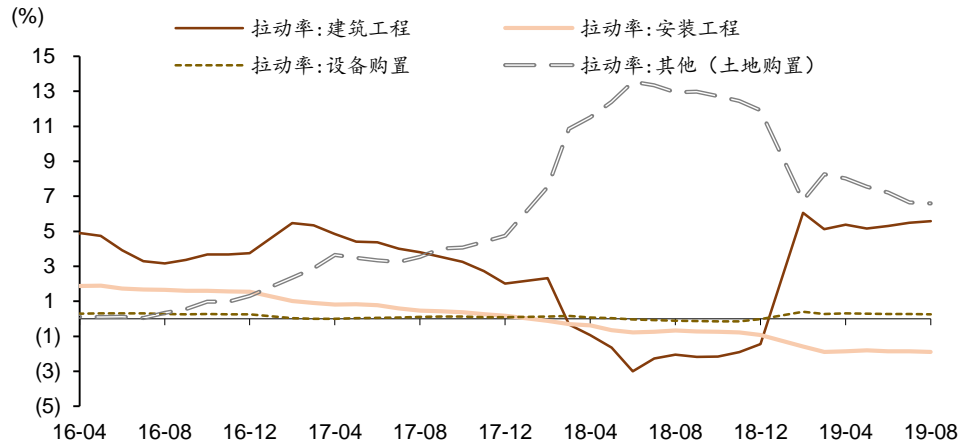
图表10： 融资条件显著影响土地费用的支付节奏



资料来源：Wind，华泰证券研究所

根据以上投资构成拆分后可以发现：2018年房地产投资完全由土地购置费正向拉动，而建筑与安装工程均对投资有所拖累。2019年至今（8月份）土地购置费的拉动作用虽然已有所弱化，但目前仍保持在高位，建筑工程投资大幅跃升成为有力支撑，安装工程则对投资形成了进一步拖累。

图表11: 房地产开发投资增速拆分



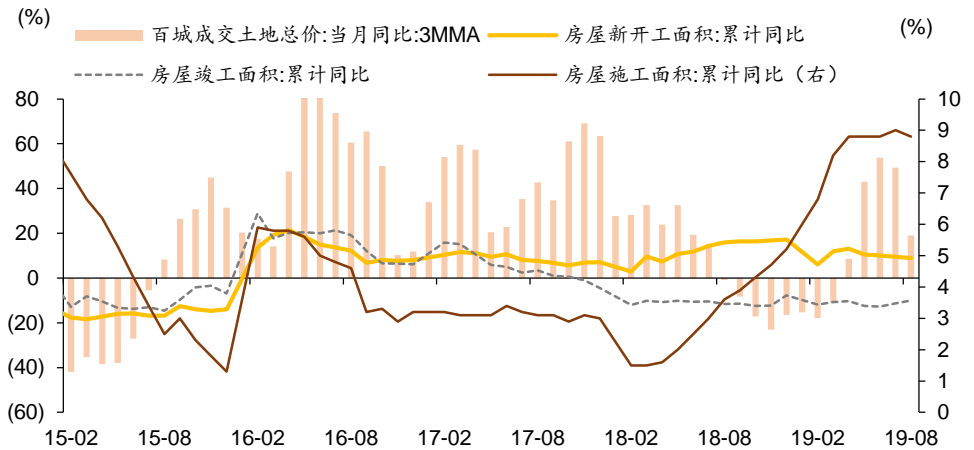
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

投资分项表现背后的开发环节。

2018年土地购置费的高增速源于前一年房企大量拿地，而当年房企高周转策略，加快期房销售回款的过程中，土地价款的支付也较快。但高周转策略的重心是开工推盘，非标融资收缩与土地价款支付的压力下，房企预售后续继续施工的动力不足，施工面积增速处在较低水平，且主要由新开工面积贡献，因此建筑与安装工程投资承压负增长。

2019年大量前期开工预售的项目陆续施工推进，同时银行与非银对地产领域放款有所加快，建筑工程投资大幅跃升，成为房地产投资的重要支撑。而年初由于部分城市放松限购政策、房贷利率下移，商品房销售回暖、政策松动预期又刺激了房企拿地，投向房地产的资金信托增速也开始企稳，因而土地购置费仍保持了一定的韧性。

图表12: 房地产开发环节



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

融资政策收紧后的边际变化

由于房地产领域挤占信贷资源、房地产投资支撑经济与高质量发展的要求相悖，4月政治局会议重提“房住不炒”、“长效调控机制”。5月份银保监会“23号文”开启房地产融资收紧，从前端拿地到后端居民购房融资均严格规范。7月份地产融资政策收紧呈愈演愈烈之势，政治局会议则首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

图表13：近期房地产融资政策持续收紧

发布时间	部门	事件	内容
19-04-19	中央政治局	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的 长效调控机制 。
19-05-17	银保监会	《“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号）	表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。
19-06-13	银保监会	郭树清陆家嘴论坛讲话	必须正视一些地方房地产金融化的问题。 一些房地产企业融资过度，挤占了信贷资源 ，导致资金使用效率进一步降低，也助长了房地产投资投机行为。
19-07-06	银保监会	对信托公司进行约谈警示	针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，要求严格落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求， 将房地产信托业务规模和增量控制在合理水平 。
19-07-12	发改委	《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》	要求房地产企业发行外债只能用于 置换未来一年内到期的中长期境外债务 。
19-07-29	人民银行	全国银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	严禁消费贷款违规用于购房 ，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理。
19-07-30	中央政治局	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制， 不将房地产作为短期刺激经济的手段 。
19-08-10	银保监会	《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》	启动针对北京、南京、苏州、深圳、宁波等 32个前期房价过热城市 的房地产贷款业务专项检查

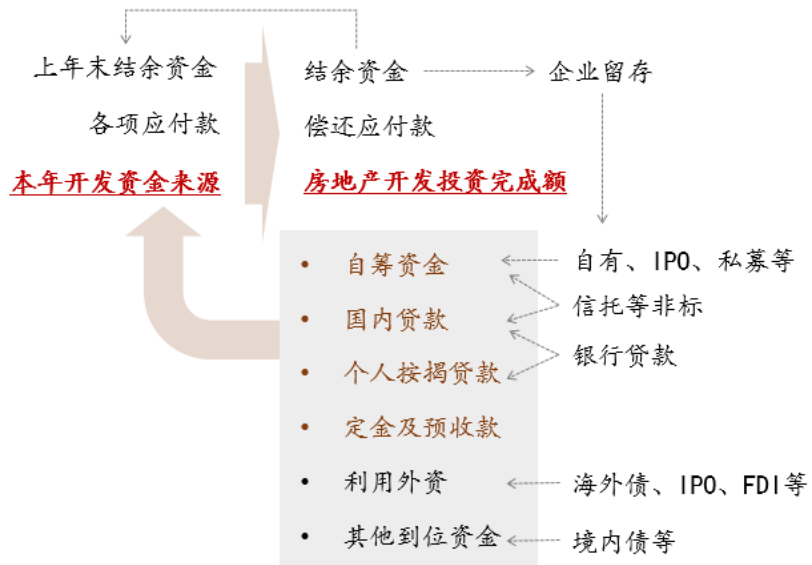
资料来源：发改委，人民银行，银保监会，华泰证券研究所

虽然房地产投资在政策收紧的环境中依然坚挺，观察边际上发生了哪些变化对我们判断后续投资增速的节奏具有重要意义。

资金来源：整体有所收紧，但银行放贷仍快

房地产开发投资的资金由房企各项开发资金来源、上年结余资金与工程款等应付款构成。其中，自筹资金、国内贷款、个人按揭、定金及预收款是开发资金的主要来源，2018年占比分别为33.6%、14.5%、14.3%、33.4%。由于投资与筹资是一枚硬币的两面，当资金来源受阻时，投资的高韧性也将难以长期维持，历史数据也体现出了对投资的同步或领先性。

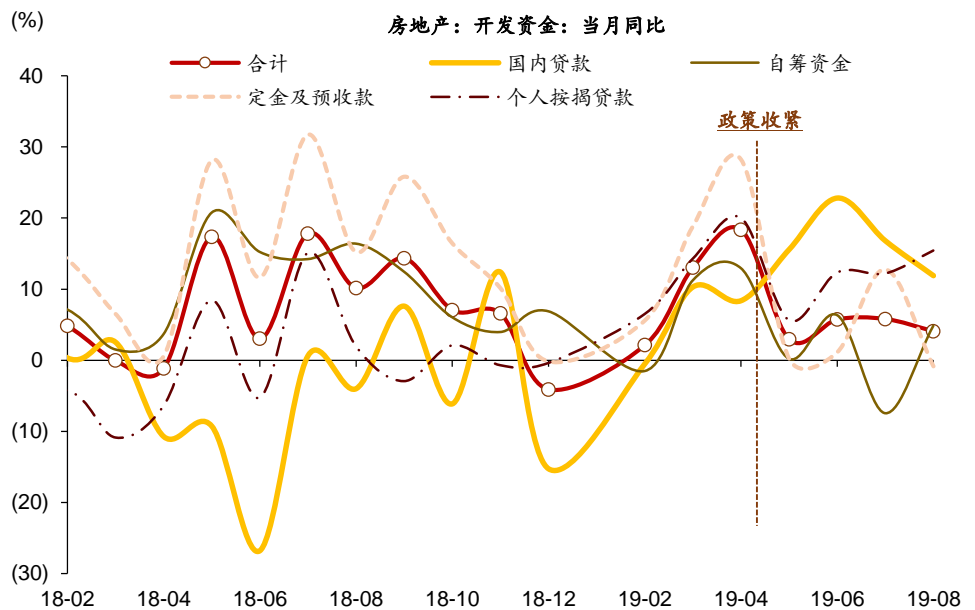
图表14： 房地产开发资金来源与投资



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

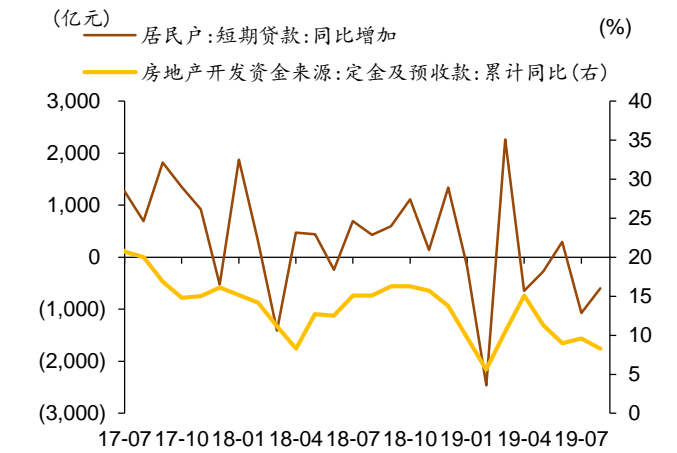
自5月份融资政策收紧后，可以看到开发资金增速明显下台阶。但从分项来看，国内贷款与个人按揭贷款增长还较为强劲。一方面，融资收紧后，房企加快推盘的现象再次体现。6-8月商品房销售逐步提速，主要仍由期房销售拉动。在此过程中，个人按揭保持较快增长。另一方面，在小微民企不良率不断攀升的背景下，房地产相关信贷仍是银行青睐的优质资产。而自筹资金增速显著放缓，整顿前融拿地导致地产信托较快收缩。政策收紧导致房企发债同样受阻。定金与预收款增长放缓，主要是由于消费贷违规用于首付款的监管力度加强，居民短贷乏力侧面印证。而与按揭增速的背离或更能体现银行对房贷的青睐，居民购房的显性杠杆可能有所提高。

图表15： 房地产开发资金来源



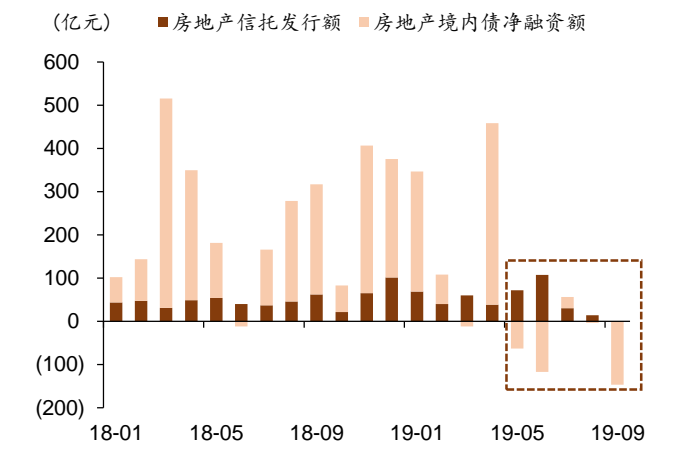
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16: 房企预收款与居民短贷存在同步性



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 政策收紧导致房地产信托与发债融资难度增加

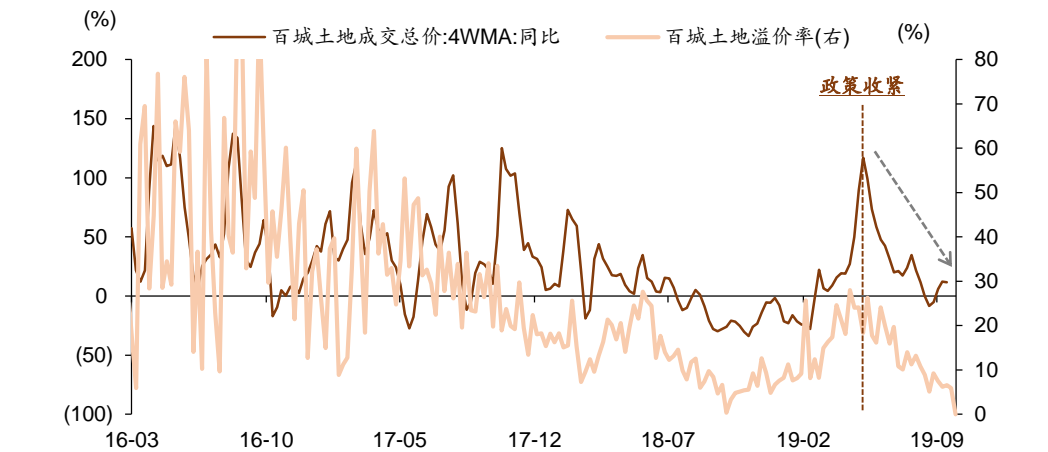


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

开发环节: 拿地降温, 开工向竣工过渡

房企违规前融拿地是重点规范对象, 政策收紧后土地市场即较快降温。由于需要达到“四三二”条件后, 房地产开发商才能取得开发贷款, 而依靠自有资金拿地降低资金利用效率, 尤其中小型开发商自有资金并不充足。因此在前端拿地过程中, 借助信托等非标融资的规模较高。尤其在土地市场走热, 开发商集中抢地阶段, 许多信托变相通过假股真债、股权收益权、特定资产收益权, 或安排对赌的方式为房企提供拿地资金。而这些融资模式成为本轮监管重点关注对象, 房企拿地与信托融资同步收敛, 土地市场随之降温。

图表18: 政策收紧后土地市场降温

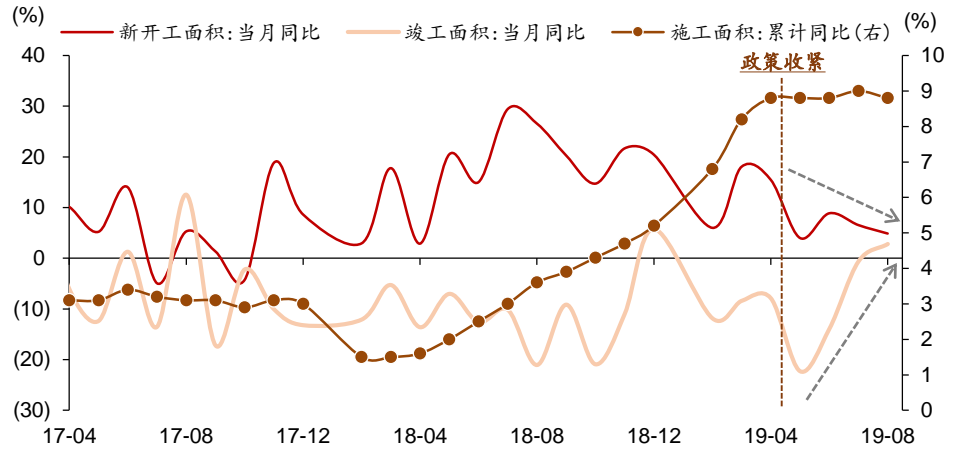


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

融资收紧后, 新开工增速回调, 而竣工增速触底回升, 整体施工增速维持高位。一般而言, 新开工是施工面积增长部分中的大头, 新开工增速往往引领施工增速的走势。由于融资条件趋紧、拿地放缓, 房企也已开始放慢新开工步伐。但前期开工项目推进施工, 以及前期停缓建项目恢复施工, 支撑了当前施工面积的高增长。这一状况源于房企去年资金链紧张下实施的高周转策略(开工-期房销售回款-开工), 较少资金投入后续施工环节, 导致大量开工项目停缓建, 竣工增速全年负增长。但迫于交房后竣工期限要求, 今年停缓建项目陆续复工。近期竣工增速的反弹正体现这一趋势。

本期施工面积=本期新开工+上期跨入本期继续施工+上期停缓建在本期恢复施工+本期竣工+本期施工后又停缓建

图表19：开工向竣工环节过渡



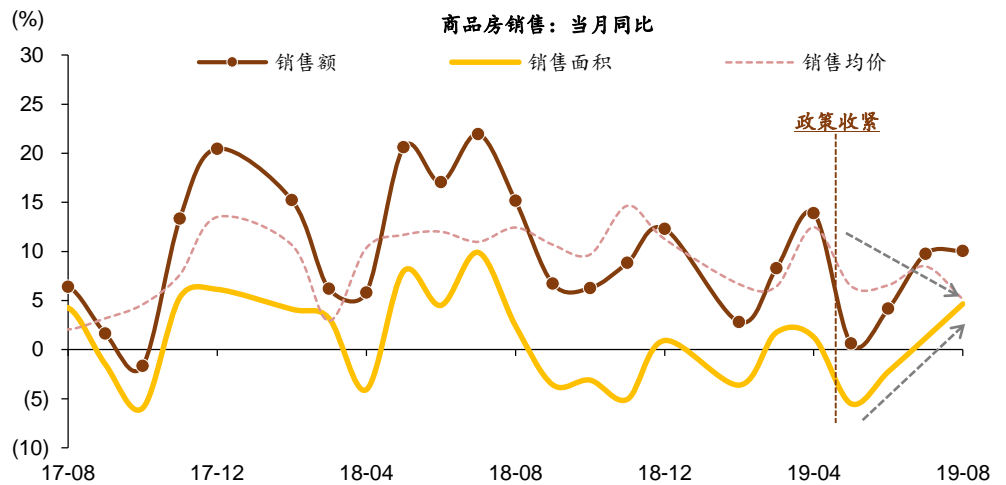
注：施工面积中“继续施工面积”是存量概念，在当期总施工面积中占比最大，因此观察施工面积累计同比比较有意义。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

销售环节：以价换量，库存去化

融资政策收紧后，房企对销售回款的依赖度加深，一方面加大推盘销售力度，3、4月份的集中拿地、开工为推盘提供了基础，另一方面“以价换量”维持销售额稳健增长。从全国商品房销售数据可见，近期商品房销售均价增速回落，刺激销售面积增长，加快了库存去化。房地产投资能够在融资收紧的环境中保持韧性，主要也得益于相对稳健的销售回款。

图表20：商品房销售“以价换量”



资料来源：Wind，华泰证券研究所

后续可能如何演化？

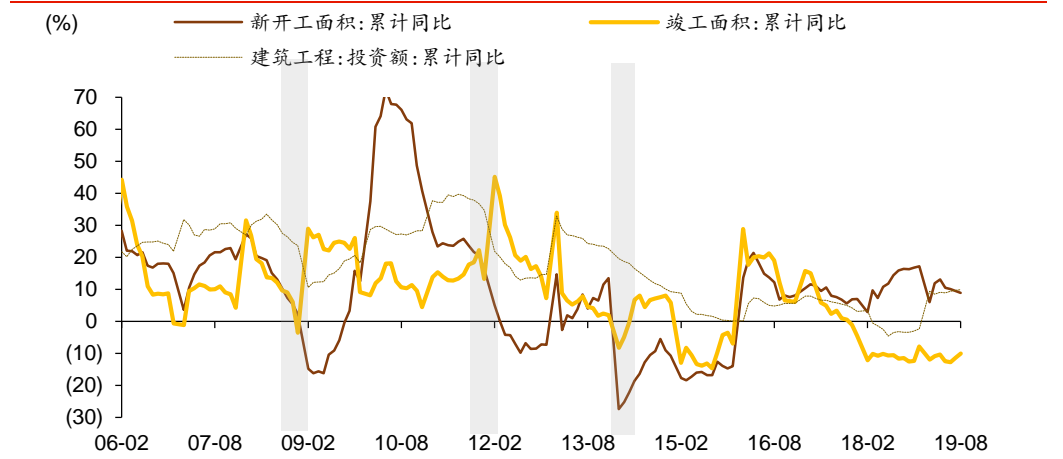
房地产投资会否加快回落挑战增长底线？基于前述分析，我们尝试进一步推演。

资金来源方面，销售回款短期可能保持稳健，银行贷款继续配合，而债券、非标等融资收缩或较为显著，整体资金面趋紧。销售端，由于拿地与开工回落，我们预计房企难以维持较高的推盘节奏，而以价换量加快库存去化可能成为主要的回款策略。但价格竞争无异于加剧了房企的困境，全国房价增速由缓慢回调到加快下滑的时点，或成为房地产领域风险放大的节点。经济下行预期继续发酵的阶段，银行对房贷的偏好仍在，居民按揭贷款并非本轮治理对象。目前房企项目多处在推进施工的环节，项目断贷烂尾更不符合政策导向，而其他融资来源的收缩反倒可能催生信贷需求。但地产领域信托等非标受到政策限制、房企发债难度也可能继续增大，整体资金面处在趋紧状态。

开发环节而言，房企拿地可能偏谨慎，开工走低、竣工回升的趋势或继续演进，施工重心整体后移。3、4月份土地市场走热是监管收紧的诱因，规范前融目前仍是高压状态，而推进施工的过程又施压房企资金链，因此短期内拿地可能较为谨慎，土地市场处在降温阶段。这意味着投资分项的土地购置费面临回落压力，尤其在融资条件紧张的环境下，土地价款支付进度可能有所放缓。拿地节奏往往决定了新开工节奏，意味着新开工面积增速或继续回落。施工进度向后端转移的过程中，建筑工程投资的韧性还能够维持，安装工程投资将伴随竣工逐步走高。但当竣工高速增长、而前端开工项目不足以续接时，施工增速面临着较大幅度回调的风险，房地产投资回落的节奏也可能进一步加快。

总结而言，(1) 土地购置费在四季度可能会显著回落，这是短期内地产投资下行的主要风险点；(2) 建筑工程投资在短期或还能保持增长韧性，成为投资增长的主力。但随着竣工加快，建筑工程在年末至明年一季度还存在快速回落的风险。(历史上，新开工回落、竣工突然提速阶段，建筑工程投资往往快速走低)(3) 安装工程投资在四季度随着竣工提速，对投资的拖累开始收敛。

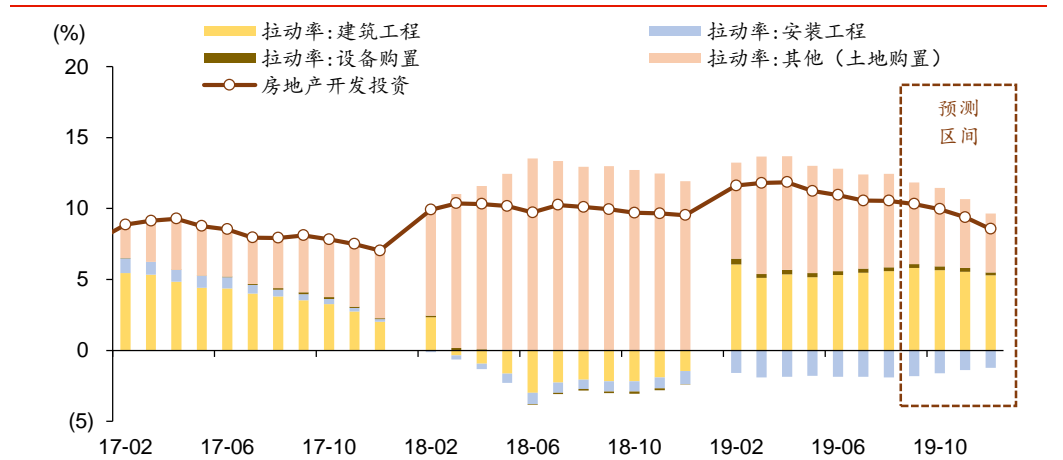
图表21: 新开工回落、竣工提速阶段，建筑工程投资往往走低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

基于前述，我们测算 2019 年四季度房地产投资单季同比增速可能降至 4%左右（前值 9.3%），全年累计投资同比增速降至 9%左右。

图表22: 房地产投资增速测算



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1. 建筑工程因融资约束出现超预期回落。由于建筑工程投资对资金占用较多，目前销售回款与银行贷款是支撑该投资的主要资金来源。但持续的融资约束可能引发项目停缓建，进而建筑工程投资超预期回落。

2. 房地产融资政策放松。当前经济下行压力仍在，而持续收紧的房地产政策制约了经济回暖动力。如果房地产投资下行过快冲击增长底线，可能引发房地产政策的再平衡。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com