

房地产：开始变稳的一点星星之火

报告要点：

- 30个大中城市地产销售数据显示，近来的地产销售正在好转。
- 这一轮疫情的过去并不是地产销售好转的主要解释，如果我们仅仅观察在上半年未受疫情及疫情防控影响的城市的话，这些城市的地产销售也是边际改善的。
- 这和货币政策及产业放松存在一定的干系。

1) 地产销售的原生周期是跟着货币周期走的，逐步增加的按揭供应往往会把地产销售给抬上去，这一次也未能免俗；

2) 自去年9月始，地产调控政策出现了由点及面的放松，这的确增加了一些需求上的弹性。

- 但我们必须清醒地意识到，地产的增量还是集中在现房上：

1) 如果用期房与现房的销售增长差去观察居民对地产交付的谨慎情绪的话，这个谨慎情绪在近期达到了历史极高值；

2) 未来地产销售的结构可能难以回到那个期房交易为王的状态，后续现房交易的占比会逐步提升到2018年之前的水平。

- 那么，后续现房销售的空间其实取决于现房的供应空间，这个空间也许不太广阔：

1) 过去的期房销售，挤占了不少现今的现房销售额度，我们在每年竣工的地产面积中，要拿出75%的面积去交付期房，从今年房企快速收敛的预收账款看，这个比例在今年应只高不低；

2) 今年竣工的问题也是存在的，今年的竣工面积已经跟着新开工面积一齐步入负增长状态，且竣工率也处于低位；

3) 现房的主动去库存也未必能给到多大贡献，现今的现房库存中，可能有4.9亿平方是难以去化的部分。

- 地产销售如果重新走入扩张，可能还需要供应端的政策表现得更加积极一些，现在的核心痛点是：当前单月竣工的速度已和新开工的速度一并陷入谷底，且双双低于当前的销售增长水平。

● 但地产毕竟出现了一点可喜的迹象，其对经济的贡献有可能在明年从拖累转为中性。

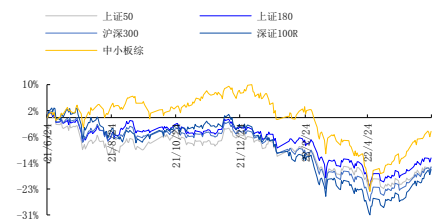
● 但短时来看，地产整体的经营性现金流仍然偏寡，这意味着投资地产信用的右侧时点仍未到来，地产股也仍然需要再观察一段时间。

风险提示：疫情反复超预期，货币政策不及预期，房地产刺激政策不及预期

主要数据：

上证综指：	3349.75
深圳成指：	12686.03
沪深300：	4394.77
中小盘指：	12731.83
创业板指：	2824.44

主要市场走势图



资料来源：Wind

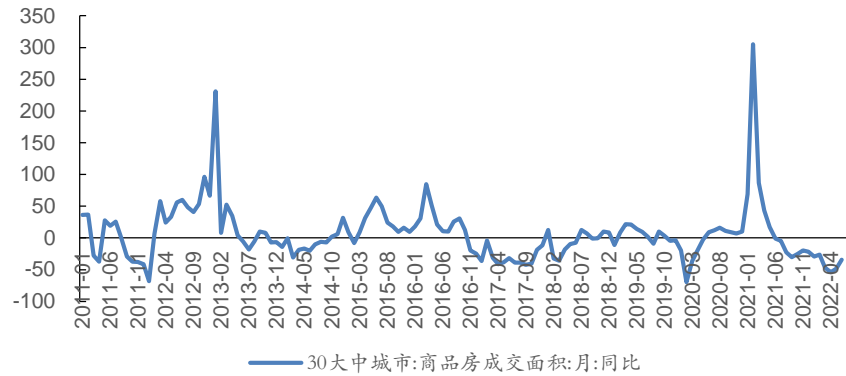
相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

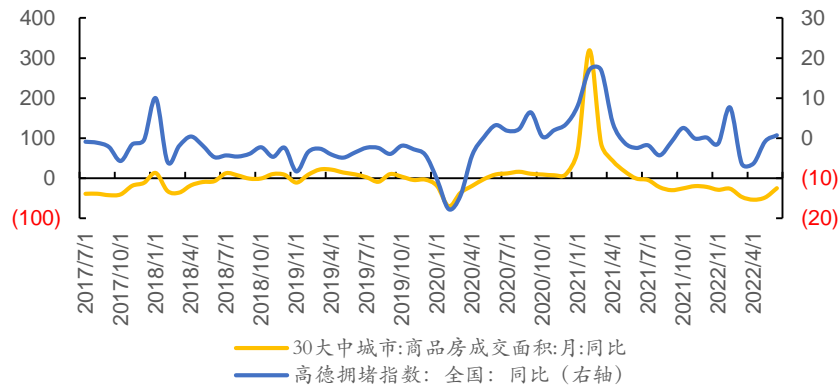
30 个大中城市地产销售数据显示，近来的地产销售正在好转。按此数据，6 月总体销售增速为-25%，这个负增长的幅度比 5 月份收敛了约 23 个百分点，这意味着，在 2020 年那次疫后修复之后，地产销售还是第一次出现如此大幅度的改善。诚然，这次地产销售的好转和这一轮疫情过去存在或多或少的联系。

图 1：近来的地产销售正在好转



资料来源：Wind，国元证券研究所

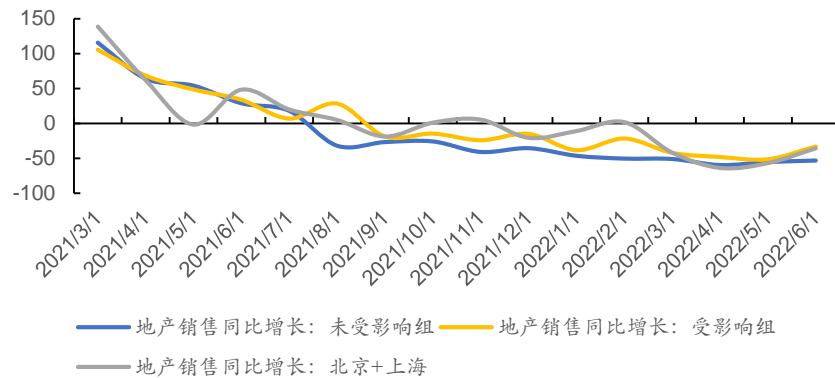
图 2：这次地产销售的好转和这一轮疫情过去存在或多或少的联系



资料来源：Wind，国元证券研究所

但疫情并不是地产销售好转的主要解释。如果把诸多城市分成三组：一组是在今年 3-6 月没有受到疫情影响的城市（拥堵指数同比回升）；第二组是在 3-6 月受疫情影响偏大的城市（拥堵指数降幅在 3% 以上）；第三组是受疫情显著影响的城市（北京、上海），可以看到，这三组的销售增长都是在今年 4-5 月陆续见底企稳的，这证明，地产的原生趋势也是在变稳的。

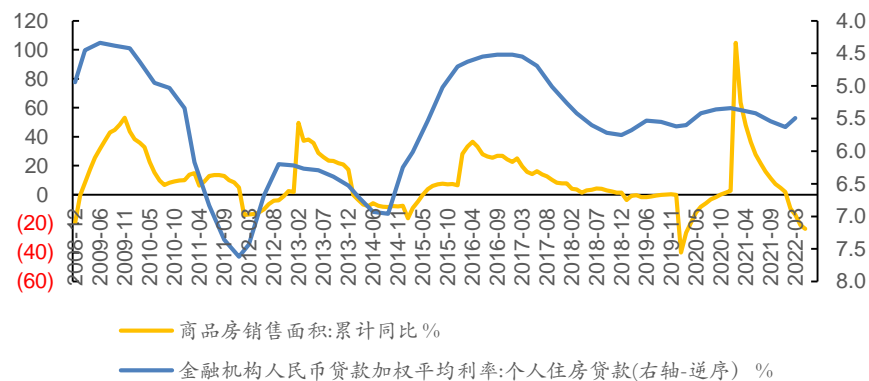
图 3：但疫情并不是地产销售好转的主要解释



资料来源：Wind, 国元证券研究所

这和货币政策及产业放松存在一定的干系。历史上，地产销售的原生周期是跟着货币周期走的，当货币放松引致银行超储增加之后，逐步增加的按揭供应往往会把地产销售给抬上去，这一次也未能免俗。再者，自去年9月始，地产调控政策出现了由点及面的放松，这的确增加了一些需求上的弹性。

图 4：这和货币政策及产业放松存在一定的干系

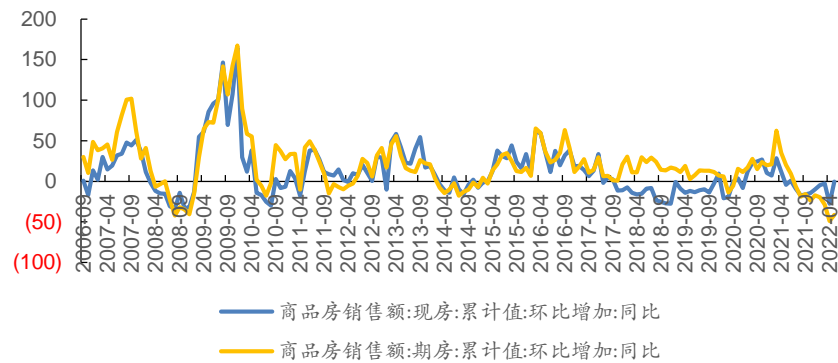


资料来源：Wind, 国元证券研究所

当然，我们也必须清醒地意识到，地产的增量还是集中在现房上。

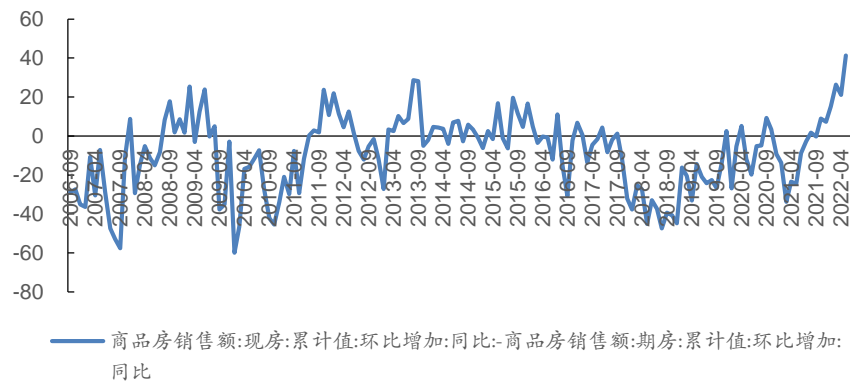
1) 近期居民对购买期房的谨慎情绪是不减反增的。这一轮地产的式微主要来自于行业违约风险增大之后，居民在购买期房上的谨慎情绪。自最新的统计局数据来看，居民在购买期房上的谨慎情绪是大幅增加的，如果用期房与现房的销售增长差去观察居民对地产交付的谨慎情绪的话，这个谨慎情绪在近期达到了历史极值。

图 5：地产的增量还是集中在现房上



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 6：居民在购买期房上的谨慎情绪是大幅增加的



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 这个结构似乎是不可逆的，未来地产销售的结构可能难以回到那个期房交易为王的**状态**。其实当前比起 2018 年之前来说，现房交易的比重仍然偏低 10%左右，这意味着，虽然地产行业的周转在逐步下降，但尚未降到 2018 年之前的相对健康的水平。后续即使居民重燃期房交易的热情，产业政策也不会允许行业的周转重新加速。

图 7：未来地产销售的结构可能难以回到期房交易为王的**状态**

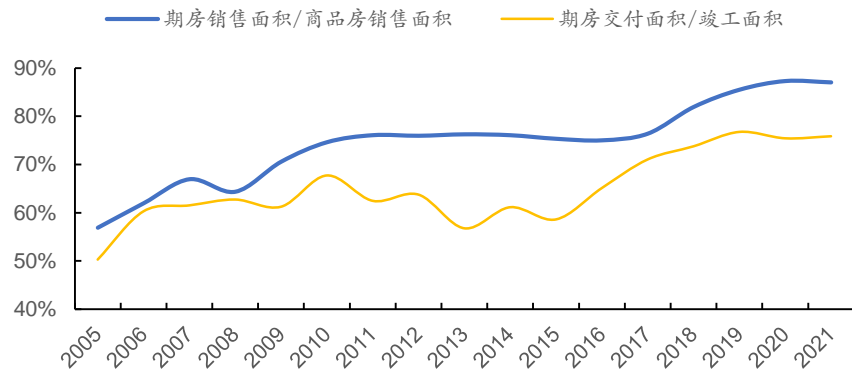


资料来源：Wind, 国元证券研究所

后续现房销售的空间其实取决于现房的供应空间，这个空间也许不太广阔。

1) 在当前地产竣工中，留给现房销售的余地并不太大。随着期房销售占整个地产销售的比例水涨船高，我们在每年竣工的地产面积中，要拿出越来越多的面积去交付期房，在去年竣工的地产中，约 75% 的面积都被拿去交付期房。因此，过去的期房销售，挤占了不少现今的现房销售额度，从今年房企快速收敛的预收账款看，期房交付比例在今年应只高不低。

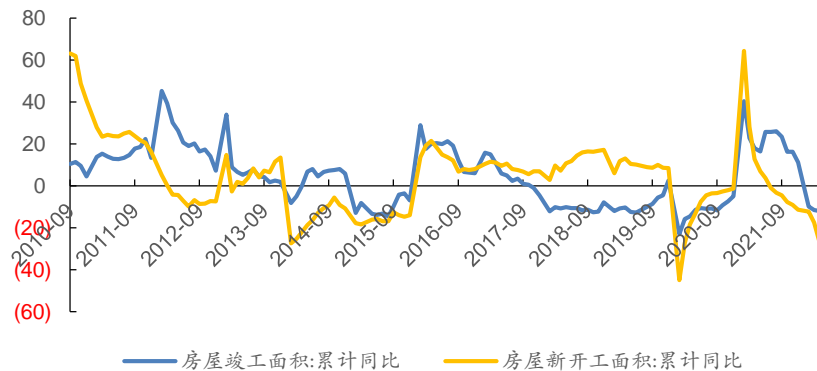
图 8：期房交付比例在今年应只高不低



资料来源：Wind, 国元证券研究所

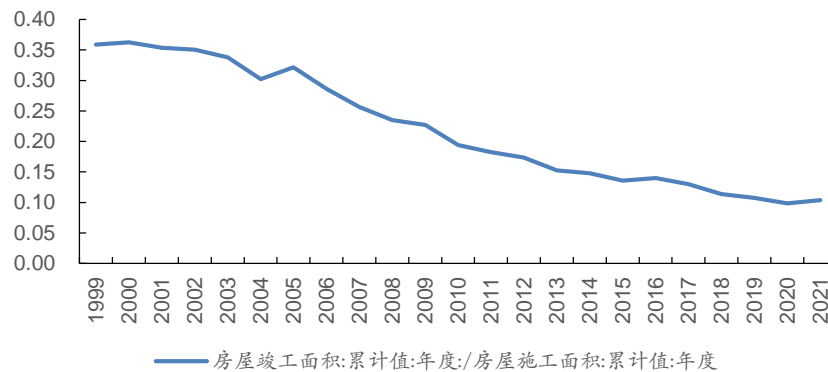
2) 然而今年竣工的问题也是存在的。一方面，在地产行业捉襟见肘的现金流下，今年的竣工面积已经跟着新开工面积一齐步入负增长状态，这意味着，今年的存量项目在边际上是收缩的；另一方面，地产的竣工率也在不断下降，这应该和地产的高周转关系颇大，即使地产的周转率开始逐步往下掉，但对于地产竣工的影响来说，毕竟是一个慢变量。

图 9：存量项目在边际收缩



资料来源：Wind, 国元证券研究所

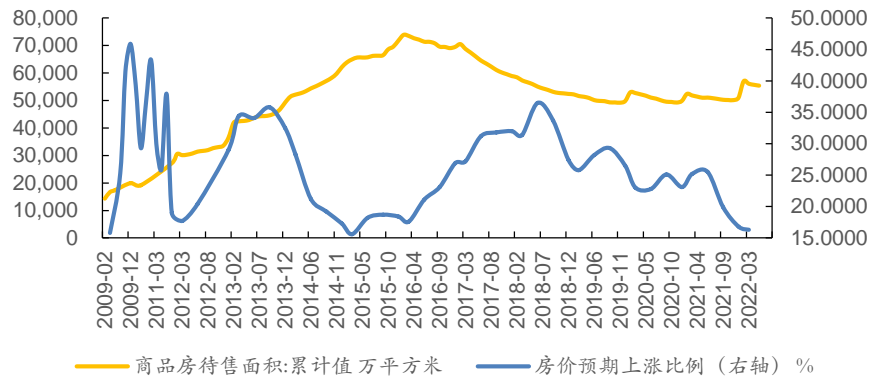
图 10：地产竣工率不断下降



资料来源：Wind, 国元证券研究所

3) 现房的主动去库存也未必能给到多大贡献。从 2016 年之后，地产库存一旦去到 4.9 亿平方米附近，就难以继续去化，我们猜测，这难以消化的部分很可能居于地产高度过剩的城市所致，因此，如果想消化掉这部分力量，我们也许需要更加强大的预期，但现在的预期明显不支持这个变化，这意味着，这 4.9 亿平方米的地产库存，在今年转化成销售的概率并不大。

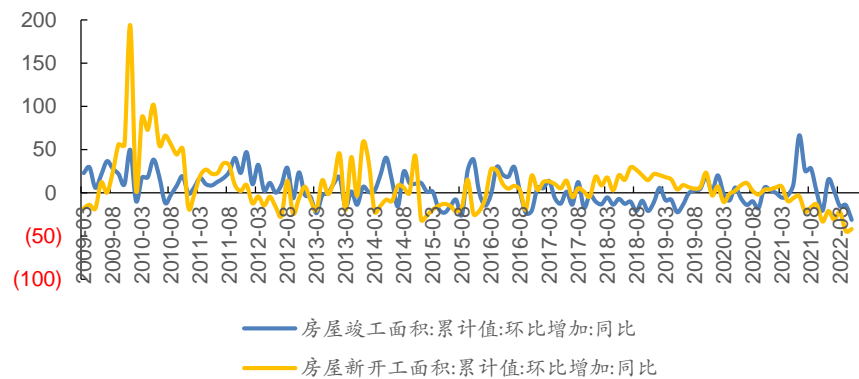
图 11：地产库存在今年转化成销售的概率并不大



资料来源: Wind, 国元证券研究所

如果“现房看供应，期房看需求”的假设成立的话，则后续地产销售回暖的空间也许不大。对于现房来说，若现房供应/竣工总供应这个比例不会变化太大，当前单月竣工的速度已经和新开工的速度一并陷入谷底，且低于当前的销售增长水平，这意味着，地产销售如果重新走入扩张，可能还需要供应端的政策表现得更加积极一些。

图 12: 供应端的政策需要表现得更加积极些



资料来源: Wind, 国元证券研究所

但地产毕竟出现了一点可喜的迹象，其在边际上有可能在明年走出对经济的拖累状态。如果地产销售持续稳下去的话，则地产投资的速度也许在明年也能逐步变稳，从而使得地产对宏观增长的拖累大幅减少。但在短时来看，地产整体的经营性现金流仍然偏寡，这意味着投资地产信用的右侧时点仍未到来，地产股也仍然需要再观察一段时间。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188