



抽丝剥茧：19 年房地产用钢需求到底悲不悲观？

广州期货研究所

王栋

F3028811

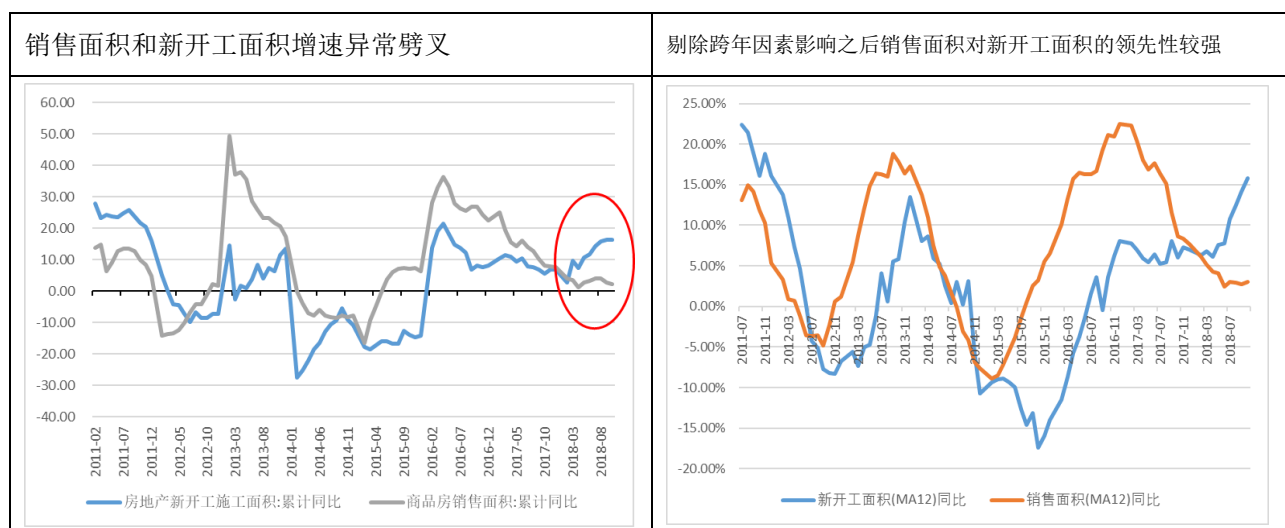


回顾 2018 年我们认为房地产高新开工贡献了需求的主要增量，施工节奏在达到预售条件之后反而有所放缓，由于地基部分单位面积用钢几乎是地上部分的两倍，新开工对用钢需求的提振作用十分明显。展望 2019 年，我们首先从 18 年房地产高新开工的原因出发，探讨推动房企加快开工的因素是否仍然存在和维持高新开工的客观条件是否具备。然后从建安工程投资与施工面积增速分化出发探讨明年房地产施工节奏问题，以期对明年房地产用钢需求有一个更加细致的把握。

结论：我们认为促使房企高新开工的推动力依然存在，且维持高开工的客观条件也依然具备，19 年房地产新开工带来的用钢需求或仍将保持强势，叠加潜在的施工节奏变化，房地产用钢需求或再一次超出市场预期。

1. 从四个角度出发，探讨新开工面积和销售面积分化的原因

首先我们来回顾一下 18 年销售和开工面积的相关数据，截止 10 月全国商品房销售面积累计同比增速为 2.2%，较 17 年全年的 7.66%相比下滑明显；新开工面积累计同比增速 16.28%，远高于 17 年全年的 7.02%，销售面积增速和新开工面积的增速劈叉非常明显。从逻辑上讲销售面积指导拿地，拿地指导新开工，从历史数据来看也基本符合以上推论。通过移动平均去除跨年因素影响之后，销售面积对新开工面积同比增速的领先性更加清晰，今年的异常情况也非常明显。虽然销售面积对新开工面积的指导意义毋庸置疑，但已经出现销售下行的同时新开工上行的情况下，继续通过历史规律来简单推导，销售下降所以新开工应该下降或显得有些武断，异常情况下的逻辑推导需要做出一些改变。我们从今年高新开工的原因出发，探讨房企维持高新开工的意愿和客观条件是否具备。



数据来源：iFinD 广州期货研究所

对于今年销售和新开工走势劈叉的原因有四个主流的观点：

一、房企对后期销售较为悲观，加快新开工抢跑。

二、房地产企业融资成本走高且偿债压力较大，对内生资金的依赖度提升，通过加快新开工回笼资金；

三、由于三四线城市新开工面积绝对值占比较大，三四线销售相对较好带来三四线新开工增加推动整体新开工增速上行；

四、房地产库存已经处于偏低水平，推动新开工大于销售；

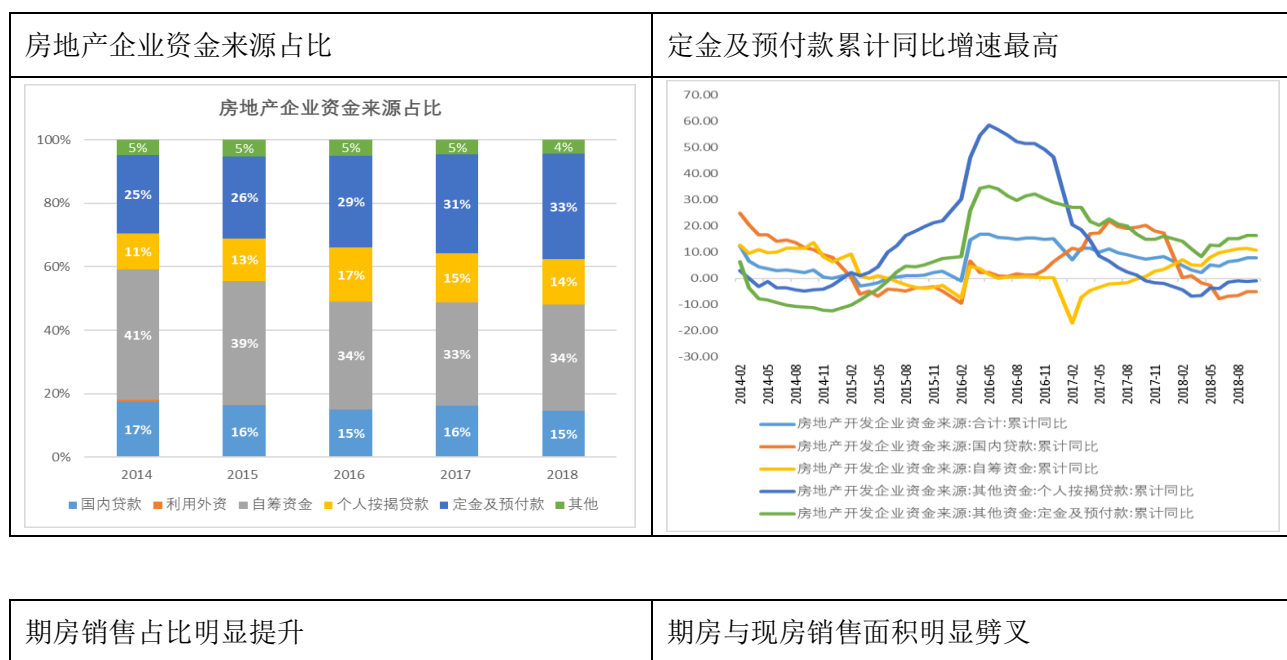
后文将逐一分析这些观点的合理性，如果合理则进一步分析该因素的影响在明年是否继续存在。

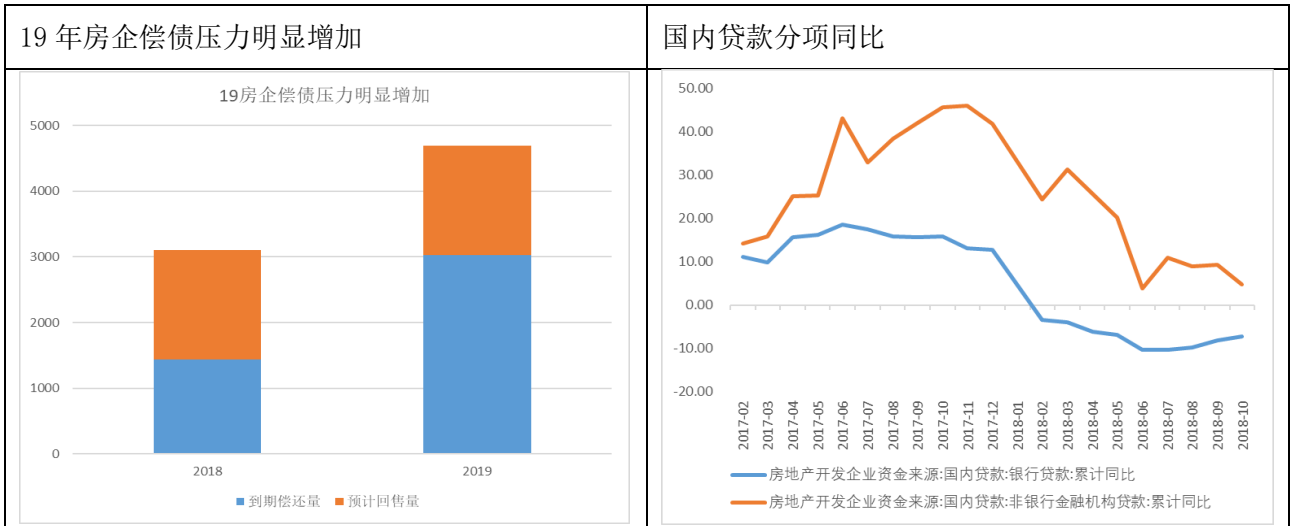
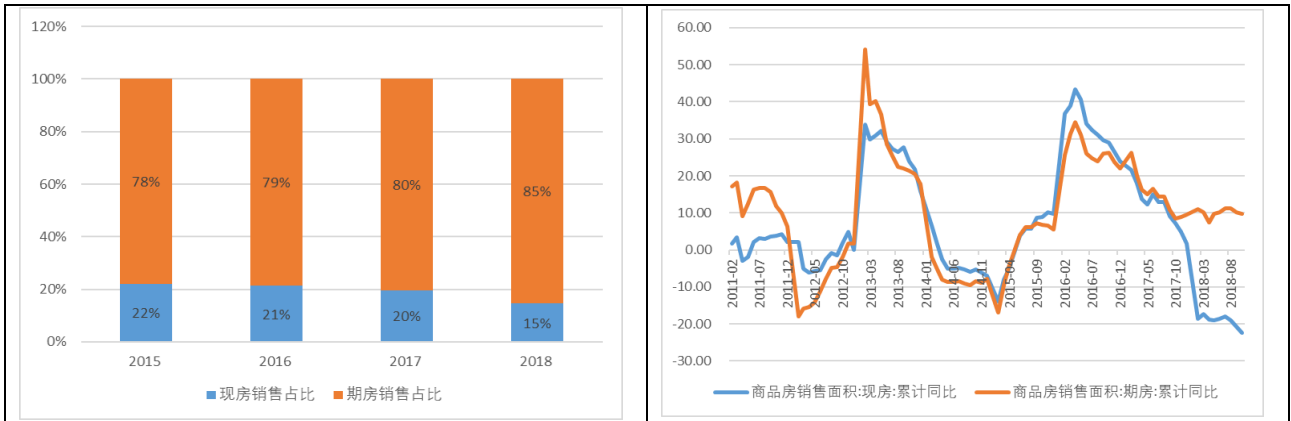
第一个推论，房企对后市较为悲观，加快新开工抢跑。我们认为这个观点主观意味相对较强，如果该推论成立，那么房企更多的应该是对现有商品房库存进行消化，而截止10月期房销售面积累计增速为9.8%，而现房销售面积却大幅下降，累计增速为-22.36%，分化十分明显；如果说房企是想通过高新开工降低土地储备，我们可以看到截止10月房地产土地待开发面积累计同比增速高达30.9%，且土地购置面积截止11月累计同比增速也有14.3%，这个推论与今年的实际情况明显不吻合。即便确有这方面的因素，这必然是一个整体的战略规划，目前情况来看也没有放缓的理由。

第二个推论：房地产企业融资成本走高且偿债压力较大，对内生资金的依赖度提升，加快新开工回笼资金，我们认为这是造成今年高新开工的主要原因之一。如之前所述，在紧信用，去杠杆的大背景下，房企融资成本不断提高，11月房企发债融资平均成本为8.54%，为2015年以来的单月最高水平。地产债信用利差的扩大也导致回售规模大幅上升，今年地产债的总到期规模中回售到期的比例远高于全行业平均水平。同时，2015年是房企的发债高峰期，而到18年房企也刚好逐步进入了偿债高峰期。所以虽然18年地产债的发行量较17年大幅增加了88%，但净融资额却有所减少，这种情况下房企对内生资金的依赖度明显提升，定金及预售款同比增速与占比都明显提升。截止10月房地产投资资金来源细分项中，国内贷款累计同比增速为-5.2%，利用外资-35.60%，自筹资金累计同比增速为10.8%，增速最快的是其他分类中的**定金及预付款**，累计同比增速16.3%。而房地产投资资金来源中的定金及预付款来源就是高新开工和加快推盘带来的期房的销售，截止10月商品房现房销售累计同比下降22.40%，期房销售累计同比上升9.80%，期房销售在房地产总销售中的占比明显提升。面对资金压力房企除了通过高新开工和预售回笼资金外，还通过放缓施工进度减少支出，以上推论最直观的反应就是施工面积增速与建安工程投资增速的罕见劈叉，根据投入达到总投资的25%即可进行预售的制度，达到预售条件之后抓紧推盘，放缓施工可以举到一定的杠杆，从而缓解资金压力。

在以上逻辑下，房企维持高新开工的推动力是否仍然存在，关键在于主要房企外部融资成本高且偿债压力较大的情况是否有所改善。2018年1-11月房企平均融资成本6.32%，较前10月的6.06%显著上升，超过2017年全年平均值。其中境外债融资成本增幅较大，11月房企平均境外债融资成本11.47%，较前10月境外发债成本6.45%增长5.02个百分点。不过即便融资成本大幅上升，11月境外债发行量环比还是大幅增长419.3%，达285.1亿元，可见房企对资金的需求依然较为迫切。展望19年地产债偿还压力还将继续增加，综合考虑到到期偿还量和按照今年的回售比例和明年的回售规模预估的回售情况，19年需要偿还的地产债整体规模预计为4600亿元左右，高出18年1500亿元，其中一三季度的偿债压力大于二四季度。所以单从这个层面来看，房企维持高开工的推动力仍然存在。

另外2018年12月12日，国家发改委在其官方网站上发布了《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》由于有部分房企符合上述通知的筛选条件，市场解读为支持优质房企融资。但随后有权威人士澄清，按照中央关于房地产长效机制建设的精神，目前国家发改委企业债券只支持棚改、保障性住房、租赁住房等有限领域的项目，不支持商业地产项目。

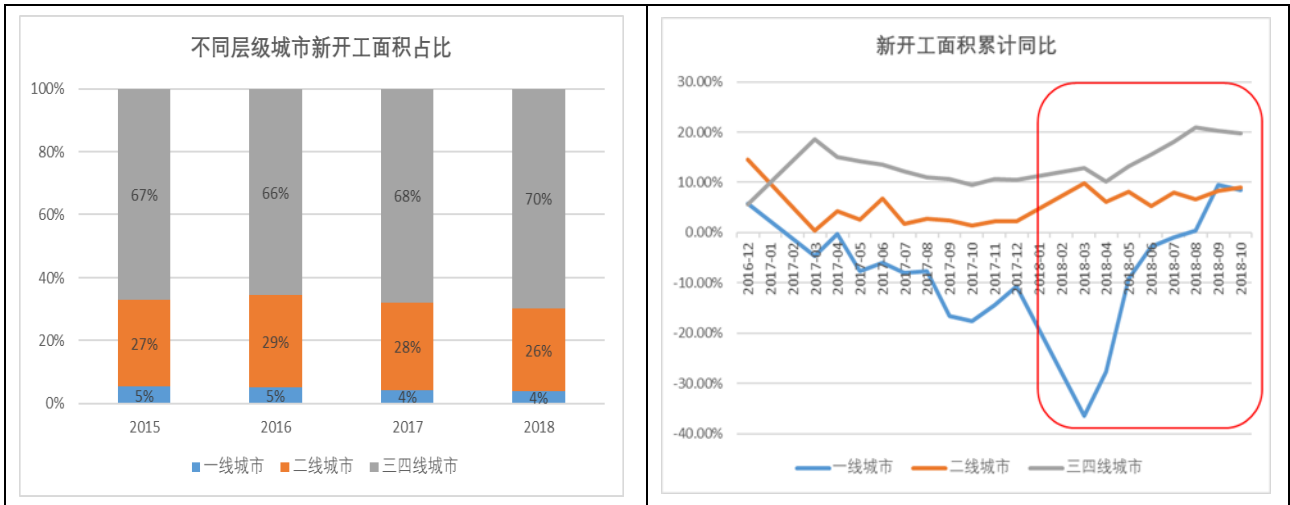




数据来源：Wind iFinD 广州期货研究所

第三个推论，三四线城市房地产销售情况较好，带动三四线新开工面积增加，由于三四线新开工面积占比较大，使得整体新开工面积增速走高。分层级来看，18 年三四线城市新开工绝对值占比接近 70%，今年三四线新开工面积增长也确实贡献了整体新开工面积的主要增量，截止 10 月，三四线城市新开工面积累计同比增速 19.97%，二线城市为 9%，一线城市为 8.43%，走势来看目前三四线城市新开工面积增速高位略有放缓，二线窄幅震荡，一线从低位明显回升，不过由于一线城市新开工面积占比较小，对整体增速贡献较低。

不同层级城市新开工面积占比	分层级新开工面积累计同比
---------------	--------------

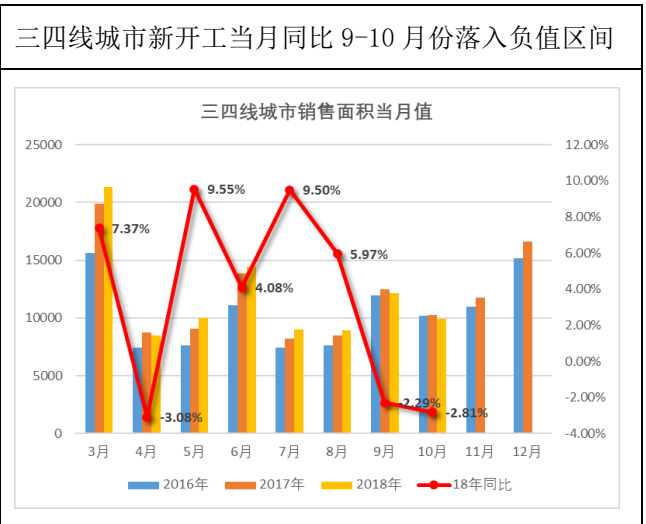
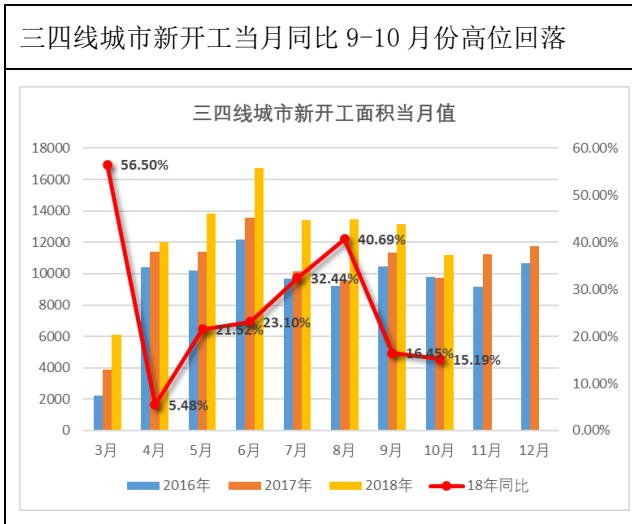
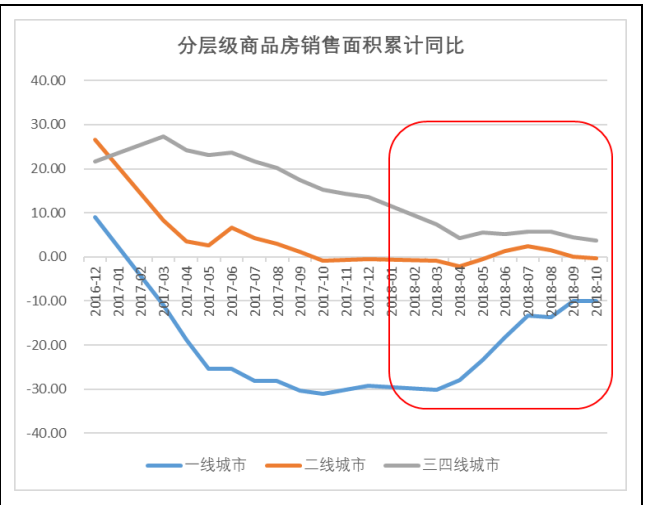
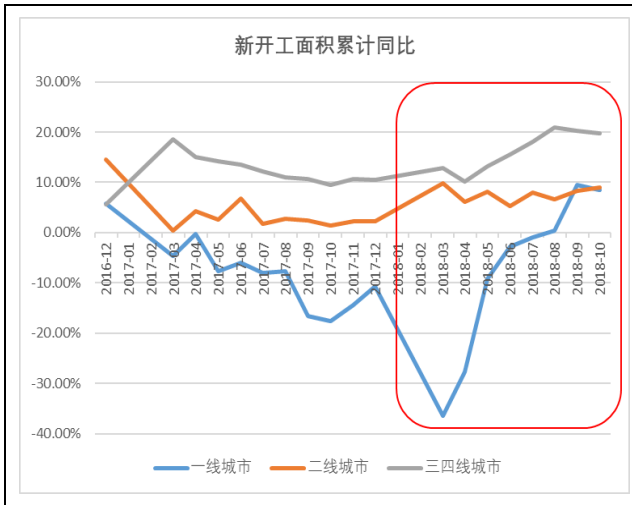


数据来源: Wind iFinD 广州期货研究所

由于 40 城商品房销售面积的样本中三四线城市数量较少, 而一二线城市在该样本中已经有比较完整的统计, 我们用统计局全国商品房销售面积减去 40 城一二线城市商品房销售面积估算三四线城市的销售面积。从下图可以看到, 三四线城市销售面积累计同比增速虽然仍然明显高于一二线城市, 但是较 17 年也是明显下行的。所以和全国口径一样, 这里同样面对销售面积增速下行的同时新开工面积增速上行的情况下, 继续用销售面积增速下行来推导将来新开工面积增速应该下行的问题。

虽然这个观点并不能很好的解释今年高开工的原因, 不过我们可以从中看到一些变化。18 年前 8 个月三四线销售面积当月同比增速相较 17 年虽明显下滑, 仍能保持正增速, 新开工面积当月同比增速则大幅高于 17 年, 但 9-10 月三四线商品房销售面积当月值同比已经落入负值区间, 新开工面积当月同比增速高位回落明显, 目前维持在 15%左右的增速。

分层级新开工面积累计同比	分层级商品房销售面积累计同比
--------------	----------------

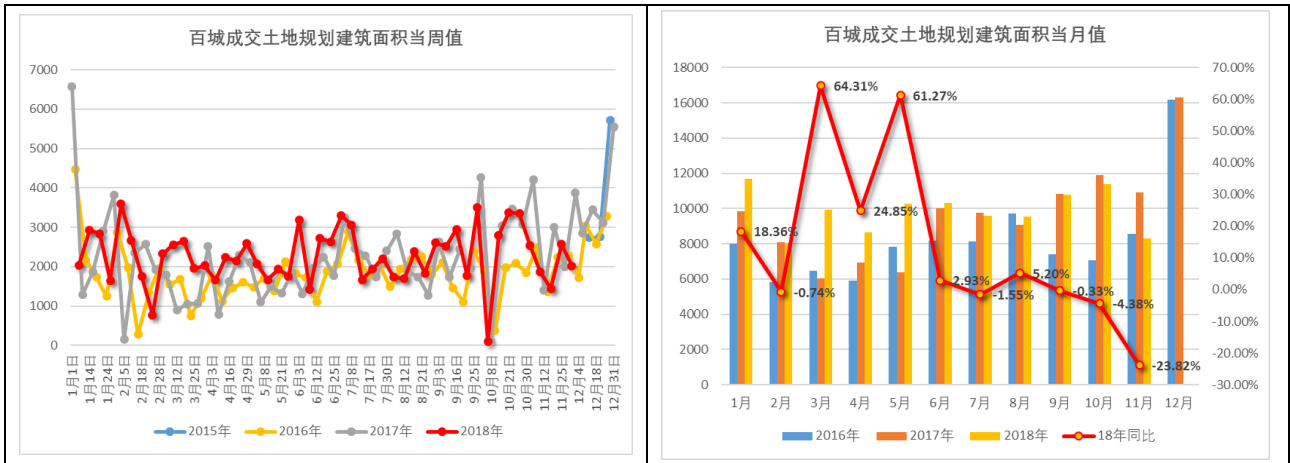


数据来源: Wind iFinD 广州期货研究所

根据以上分析,我们可以看出,在销售面积能维持正增长时,即便增速偏低,在对内生资金需求较大的情况下房企对于加快开工回笼资金的积极性非常高,但在销售增速落入负值区间之后,拿地和新开工面积增速同时都出现了非常明显的下降。所以我们认为虽然目前阶段销售对于新开工的直接指导意义有所弱化,但如果销售如果落入负值区间还是会明显影响房企维持高开工的动力。

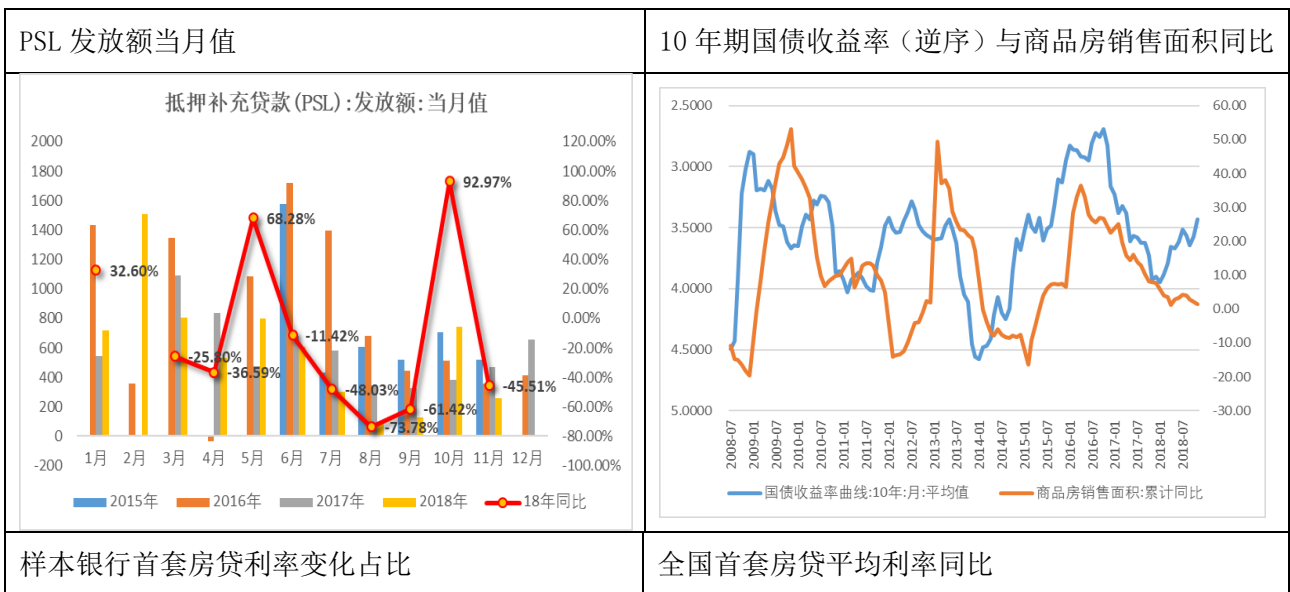
百城土地成交建筑面积当周值

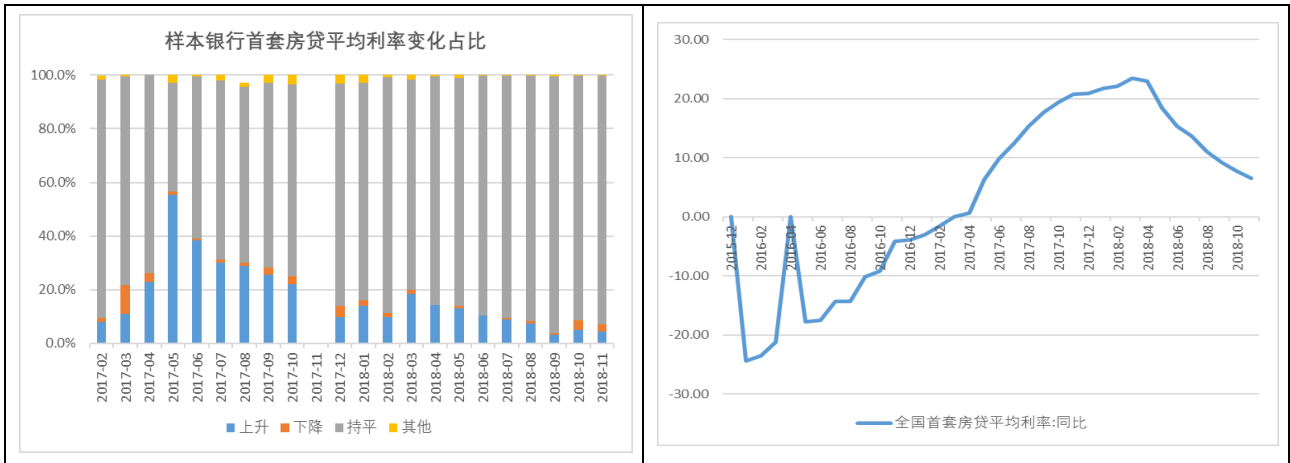
百城土地规划建筑面积当月值



数据来源：Wind 广州期货研究所

棚改政策对三四线城市的销售影响较大，2018年6月关于棚改政策的消息在各种解读和辟谣中走了几个来回，虽然最终也没有得到一个定论，但从6月份开始一直到9月份抵押补充贷款（PSL）的发放量环比都开始出现明显下降，棚改贷款的发放也有所放缓。不过这个趋势在10月份被打破，10月PSL当月发放额环比上升493%，同比上升92.97%至741亿元，而后在11月再次回落。住建部2019年的棚改拆迁做出了最新表态，棚改作为民生工程会继续执行，在2018年-2020年三年时间里继续改造各类棚户区1500万套的规划没有改变。另外，根据库存情况，部分城市会停止货币安置改为实物安置。不过从用钢和开工的角度考虑实物安置对用钢需求的带动甚至更为直接。另外，资金层面来看首套房贷利率已经开始出现松动，面对经济下行压力调控政策或许也会有所放松，对明年房地产销售情况不必过于悲观。

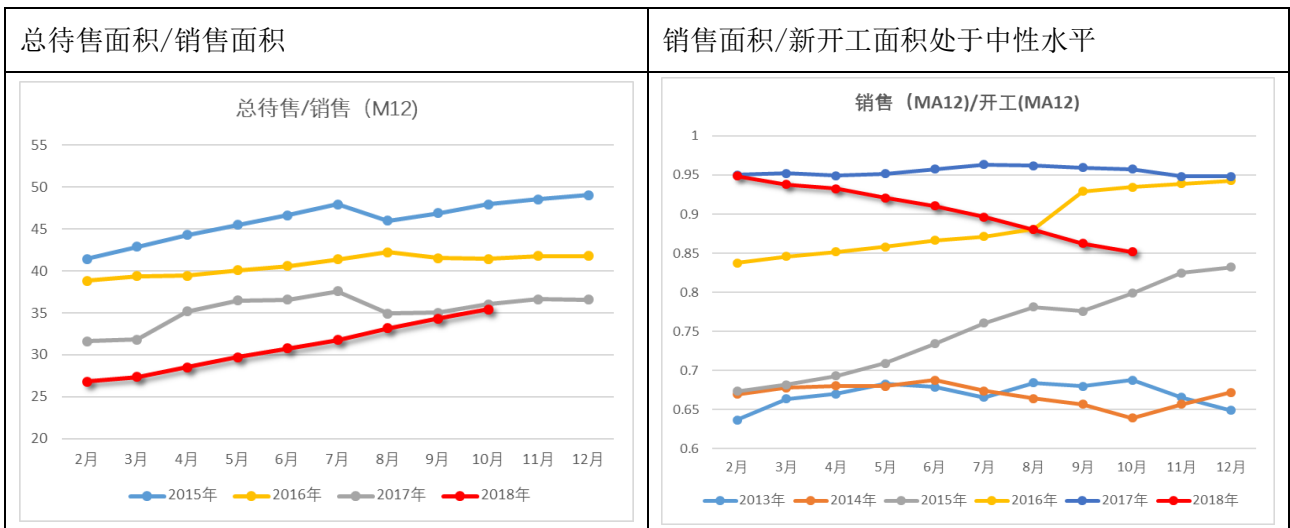
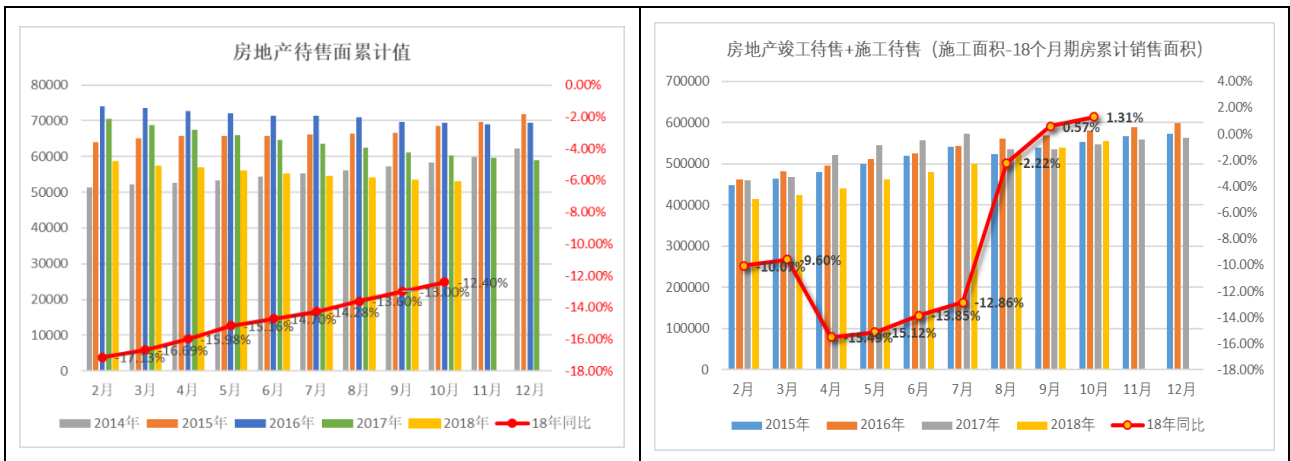




数据来源: Wind iFinD 广州期货研究所

第四个推论，房地产库存已经处于偏低水平，推动新开工大于销售。我们认为库存水平更应该作为新开工增速高于销售增速能否持续的前提条件来讨论，而不是推动新开工高于销售的主要原因。关于房地产库存水平，最直接的数据是统计局的商品房待售面积，这一部分是指已竣工未销售的商品房面积，还需要综合考虑的有施工待售面积（施工面积-18个月累计期房销售面积），以及停工待售面积。由于停工待售部分难以预测何时会重新激活，这里我们以竣工待售加上施工待售面积作为房地产库存数据的参考指标。从下图可以看出，截止18年10月，虽然竣工待售面积已经处于较低水平（同比下降12%），但是综合考虑施工待售面积之后目前的总待售面积并不算低（同比增加1.31%）。不过如果考虑总待售面积和销售面积之间的比值，目前房地产库存压力明显处于4年以来的低位。从这个层面来看，库存压力短期并不会对新开工面积高于销售面积形成压制。从销售面积和新开工面积的比值来看，今年以来虽一路向下，但目前还处于历史中性偏高水平，离极值区间距离尚远。

商品房竣工待售面积	总待售面积累计值
-----------	----------

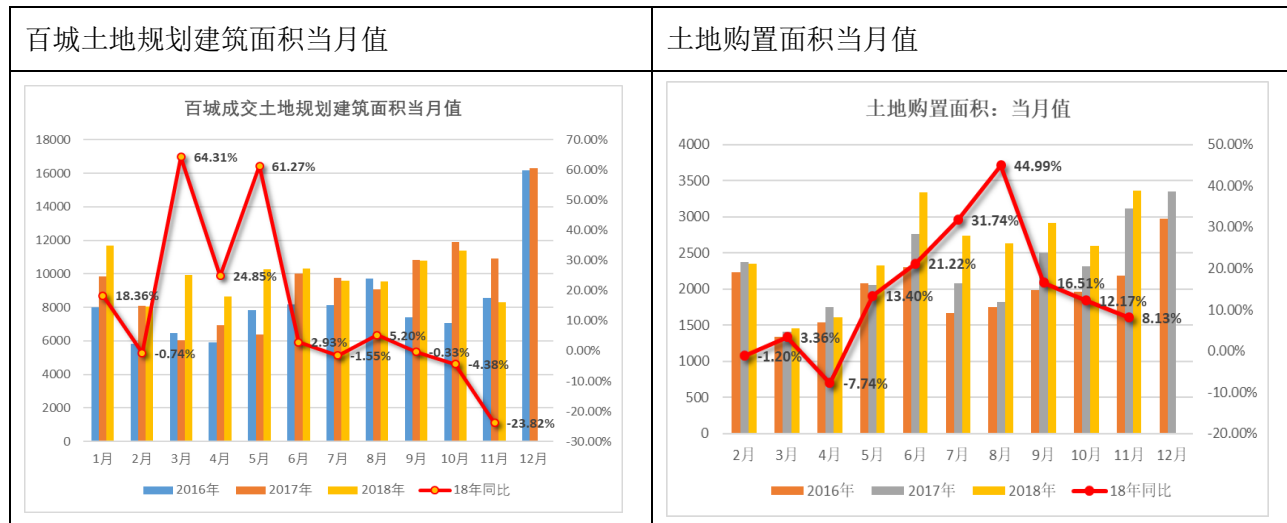
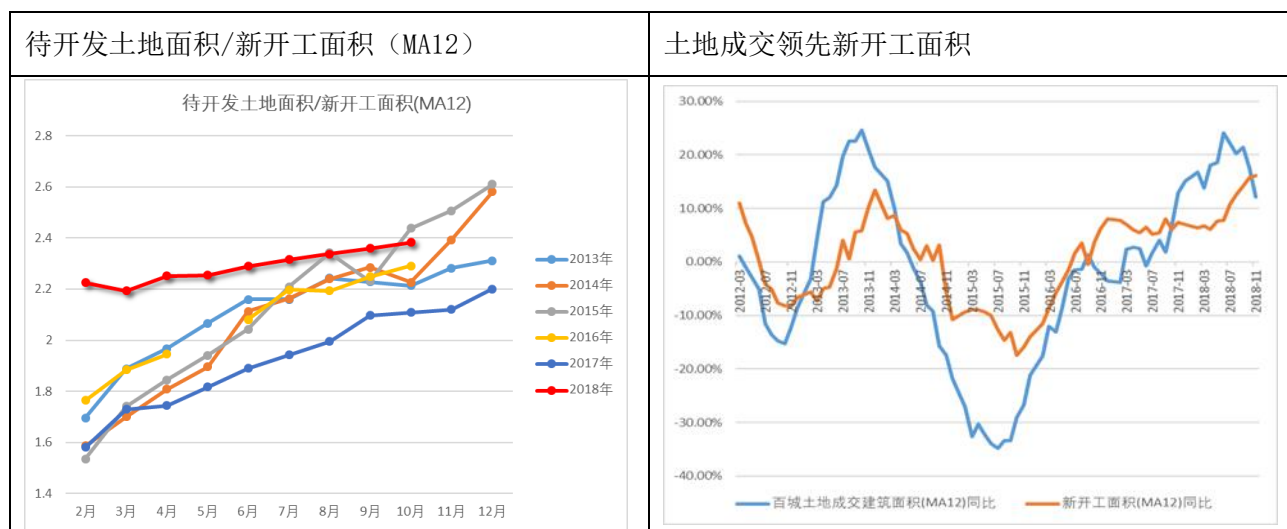


数据来源: Wind iFinD 广州期货研究所

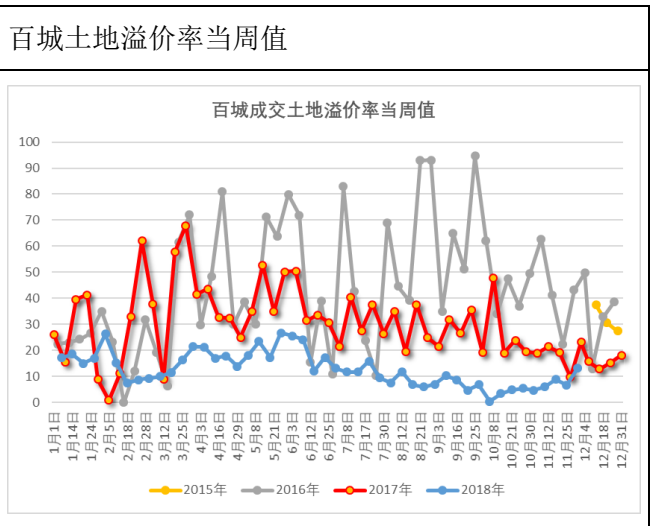
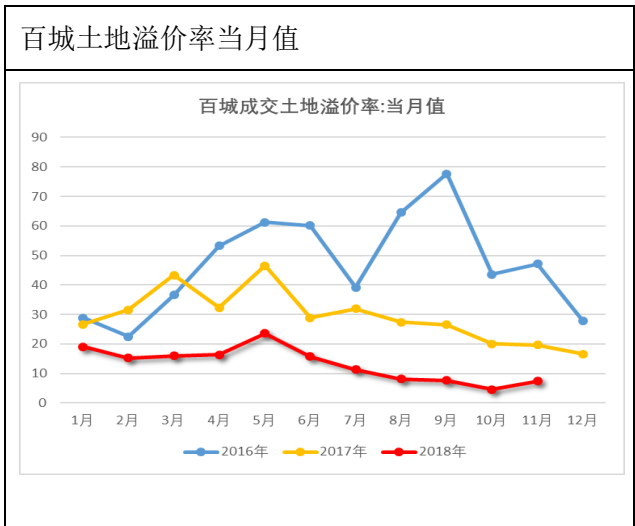
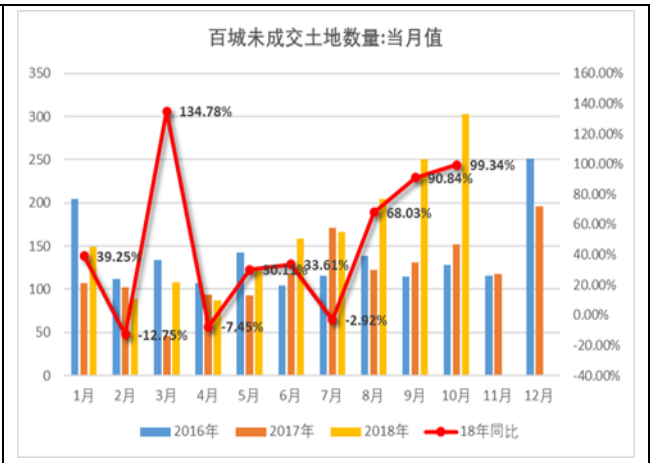
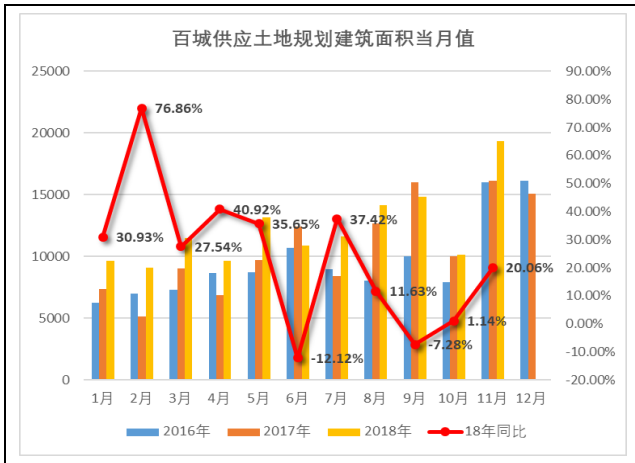
另一个高新开工的前提条件是有足够多的土地可供开发。用待开发土地面积与新开工面积的比值来衡量土地库存可用时间,可以看到目前该比值处于历史偏高水平。由于新开工面积是建筑面积,待开发土地面积是土地面积,我们根据百城的土地成交面积和土地成交规划建筑面积近三年平均的比值 1.9 把待开发土地面积折算成建筑面积,目前土地储备可供开发的时间为四个半月左右。另外,目前整体土地供应十分充足,11月百城土地供应规划建筑面积同比增长 20%,绝对值为近三年来的最高水平,当前土地供应完全支持高新开工继续进行。

但同时需要注意到虽然土地供应充足,但9月份开始土地成交近期已经开始转弱,未成交土地数量大幅上升。另外,从下图可以看出百城土地成交建筑面积对新开工面积的领先性同样十分明显,土地成交的拐头是否意味着新开工的拐点已经不远。需要考虑的是百城土地成交建筑面积的月度数据,更新调整幅度

较大，特别最新一个月的数据可能会出现大幅度的变更，统计局口径的土地购置面积数据虽然由于登记方式的不同略微有些滞后，但是稳定性较强。今年以来土地溢价率持续位于低位偏弱运行，且房企土地储备处于历史高位区间，土地供给充足，溢价率下降，库存偏高的情况下统计局口径的土地购置面积累计同比仍能出现将近 15%的正增长，且截止 11 月仍能保持 8%以上的当月增速，已经说明了房企的态度。



百城供应土地规划建筑面积	百城未成交土地数量
--------------	-----------



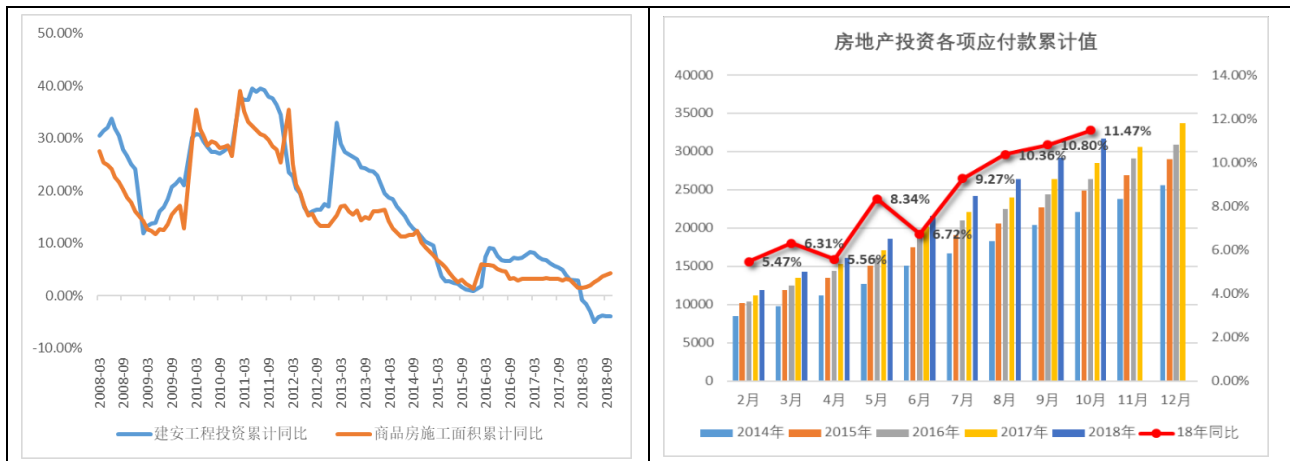
数据来源: Wind iFind 广州期货研究所

2. 同样的施工面积, 不一样的施工节奏 —— 从建安工程投资与施工面积增速分化说起

建安工程投资与施工面积增速分化是18年出现的又一个极为罕见的异常数据, 从下图可以看出建安工程投资增速有统计以来从未明显低于过施工面积增速。我们认为造成这种异常的原因主要是以下两点:

- 一、 面对偿债压力房企除了通过高新开工开源之外, 还通过放缓施工进度进行暂时的节流;
- 二、 房地产投资各项应付款同比增幅较大, 应付款增加导致记入的建安投资减少;

施工面积与建安投资累计同比增速分化	房地产投资各项应付款累计值
-------------------	---------------



数据来源：iFind 广州期货研究所

我们先来看第二个结论，这里首先需要对统计口径进行确认，对于建安工程投资的记账方式统计局并没有明确的说明，但是同一分类下的土地购置费为了和土地成交价款区分，做出了如下解释：土地购置费按实际发生额填报，分期付款的应分期计入。假设建安工程投资使用和土地购置费一样的方式记账，分期付款的分期计入，那么各项应付款（本年各项应付款合计指在房地产开发过程中应付未付的投资款）的增加也可能会导致建安投资的减少。考虑到 18 年房地产投资各项应付款同比增速确有提升，我们把应付款项同比差值加入建安工程及设备购置投资重新计算同比，得到的结果是建安工程及设备购置投资的同比增速由-4.1%上升至 0.78%，但与施工面积累计同比增速 4.7% 仍然形成明显分化，不影响结论一的判断。

另外还有一种说法是今年三四线城市新开工面积占比增大，是否会有三四线城市单位建安成本较低导致的建安投资下降呢？据我们了解，不同层级城市的成本差异主要来自于土地、景观（室外面积）和社区管网。建安方面，一二线城市主体建安单位成本在 2800 元/平方米左右，而三四线主体建安单位成本在 2700 元/吨左右，差异并不大。

对于结论一，首先要从房地产的预售制度说起，房地产预售制度摘录如下：

(1) 已交付全部土地使用权出让金，并取得土地使用权证书。

(2) 按提供预售的商品房计算，开发商投入开发建设的资金应达到工程建设总投资的 25% 以上，并已经确定施工进度和竣工交付时间。

我们可以看到房企想要达到预售条件，投入的开发建设的资金只需达到工程建设总投资的 25% 以上即可，在偿债压力大融资成本高的情况下，房企在达到预售条件之后放缓了施工节奏，从而导致了施工面积增速和建安工程投资的分化。另外，按平均两年的建设周期计算，房地产用钢需求一般集中在开工后的一

年内，在不考虑烂尾的情况下，随着期房交房时间的临近，18年放缓的施工节奏或需要在19年找回，建安工程投资增速或也将有所回暖。

总结：

我们认为房地产企业融资成本走高且偿债压力较大，对内生资金的依赖度提升，通过加快新开工回笼资金是造成今年高新开工的主要原因，且三四线城市贡献了主要的新开工面积增量。截止11月房企融资成本仍在走高，展望19年地产债偿还压力也还将继续增加，推动高新开工的因素并未消失。房企仍有维持高开工的意愿，且客观条件也并不存在阻碍。销售面积和新开工面积的比值目前还处于历史中性水平，房地产相对库存水平处于低位，土地供应充足。首套房贷利率已经开始出现松动，面对经济下行压力调控政策或许也会有所放松，PSL发放额在10月大幅走高，住建部明确棚改将继续进行，对明年房地产销售情况也不必过于悲观。综合来看，我们认为房地产新开工面积对用钢需求的提振仍将保持强势，叠加潜在的施工节奏变化，房地产用钢需求或再一次超出市场预期。

风险提示：房地产销售大幅下滑；

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性**、**可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房 邮编：510623

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。