

房地产行业运行半年报

联合观点：

- **货币政策：**国家出台定向降准政策是为了防范紧缩对部分小微企业的冲击；国家去杠杆的主要目标是国企、地方政府以及一些房地产企业。预计未来几年，货币政策会保持在一个比较紧的水平，但是会比较有针对性。房地产企业筹资活动面临政策上的限制和额度上的收缩。
- **居民杠杆：**近年来居民杠杆快速攀升，虽从整体居民部门杠杆风险看仍处于安全区间，但居民部门可支配收入增速低于债务增速，从长期来看将制约居民部门加杠杆空间；从整体情况来看，我国居民部门债务负担一般，但考虑到我国居民部门资产负债结构分布不均匀，从中档收入居民购房压力来看，中档收入居民按揭负担很重，对居民消费也将形成很大挤出效应。
- **棚改走向：**2018 年 1~7 月，全国棚改已新开工 407 万套，完成了年度目标 580 万套的 70%；考虑到国家因地制宜实施棚改货币化安置，预计 2018 年下半年三四线城市房价增速将有所回落，房价将会小幅震荡。
- **行业运行：**2018 年上半年，房地产企业拿地积极性有所回升，其中一线城市成交土地面积持续下降，二线城市土地市场较为活跃，三线城市成交土地面积持续增长，增速趋缓；新开工意愿方面，一线城市开工意愿大幅回升，二三线城市有所修复，变动较小；由于房企拿地积极性的提高和新开工意愿的修复，房地产开发投资增速维持高位，其中一线城市开发投资增幅有所回升，二线城市变动较小，三线城市受棚改政策收紧影响大幅回落。

房产销售情况：受严格的房地产调控及融资渠道收紧的影响，房地产企业普遍在 2018 年上半年加快推盘进度以实现销售现金流的快速回笼，2018 年上半年房地产销售额和销售面积增速小幅回升，但预计在调控不放松的情况下，下半年销售累计增速将存在一定波动；一线与核心二线城市受政策影响致使供给不足，导致销售面积增速小幅下滑，维持低位；三线城市销售情况表现仍最佳，增速略有下滑，三四线城市销售增速有一定不确定性

2018 年 6 月，全国房地产销售面积 77,143.28 万平方米，同比增长 3.30%，较 5 月增速小幅回升；全国房地产销售金额 66,945.23 亿元，同比增长 13.20%，较 5 月上升 0.4 个百分点。

图 1 商品房销售面积同比变化情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

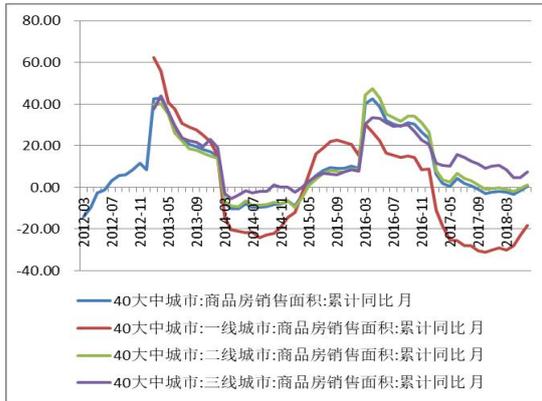
图 2 商品房销售额同比变化情况（单位：%）



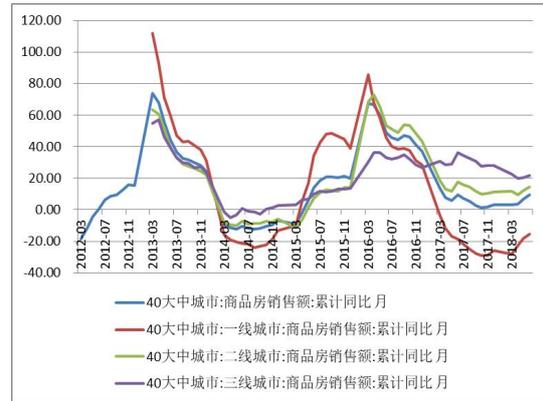
资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

从具体的 40 大中城市来看：一、二、三线城市商品房销售经 2017 年明显回落后，增速在 2017 年末开始均趋于稳定。2018 年 6 月，一线城市销售面积同比减少 18.23%，下降幅度较 5 月有所收窄；二线城市销售面积增速为 1.30%，较 5 月止跌回升；三线城市的销售情况表现最佳，增速小幅回升，2018 年 6 月销售面积累计同比增加 7.23%，其主要原因是相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。2018 年 1~7 月，全国棚改已新开工 407 万套，完成了年度目标 580 万套的 70%；在 2017 年棚改套数超预期的前提下，2018 年 1~6 月，PSL 的投放力度同样加强，PSL 新增 4,976 亿元，相比去年同期多增加 1,391 亿元，创历年同期新高，截至 2018 年 6 月底，2018 年新增抵押补充贷款(PSL)投放 4,976 亿元，累计同比增加 38.80%。作为基础性货币投放新渠道，PSL 的增加意味着棚改专项贷款的增加，为三、四线城市商品房销售提振提供一定程度的支撑，但随着棚改项目审批权限的上收，以及住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定压力。

图 3 商品房销售面积分城市同比变化情况(单位:%) 图 4 商品房销售额分城市同比变化情况(单位:%)



资料来源: 联合评级根据 Wind 资讯整理



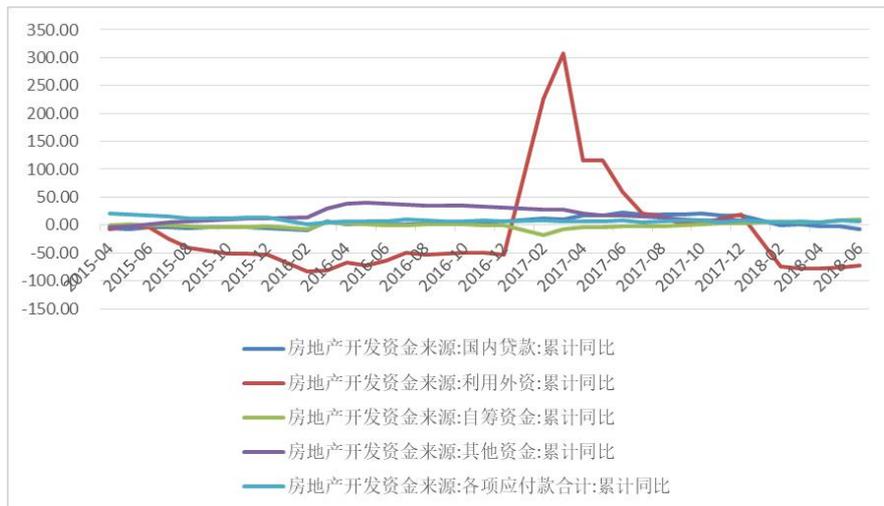
资料来源: 联合评级根据 Wind 资讯整理

在信贷政策和热点城市调控加紧的情况下, 预计后期销售累计增速将震荡回落。分城市来看, 一线城市销售增速将保持稳定, 较大可能小幅回升; 二线城市受限价政策、人才引进政策影响, 销售情况将有所好转; 三四线城市存在棚改货币化政策、返乡置业需求支持和本轮三四线城市购买力的消耗与透支两种力量博弈, 且预计棚改政策的收紧将对未来三四线城市销售增速施加压力, 三四线城市销售增速存在一定不确定性。

到位资金方面: 2018 年 6 月房企到位资金增速继续缓慢回落, 其中国内贷款增速持续下降, 自筹资金增速较 5 月有所上升; 在资管新规落地、非标融资趋紧、开发贷审核标准提升、销售增速下滑的情况下, 可预期房企到位资金增速仍将下滑, 全国房企资金压力整体抬升

2018 年 6 月房企国内贷款资金同比下降 7.90%, 下降幅度比 5 月增加 5.10 个百分点; 自筹资金同比增加 9.70%, 增速较 5 月有所上升; 各项应付款同比增长 6.70%, 较 5 月下降 1.6 个百分点。

图 5 房地产资金来源构成增速情况(单位:%)



资料来源: 联合评级根据 Wind 资讯整理

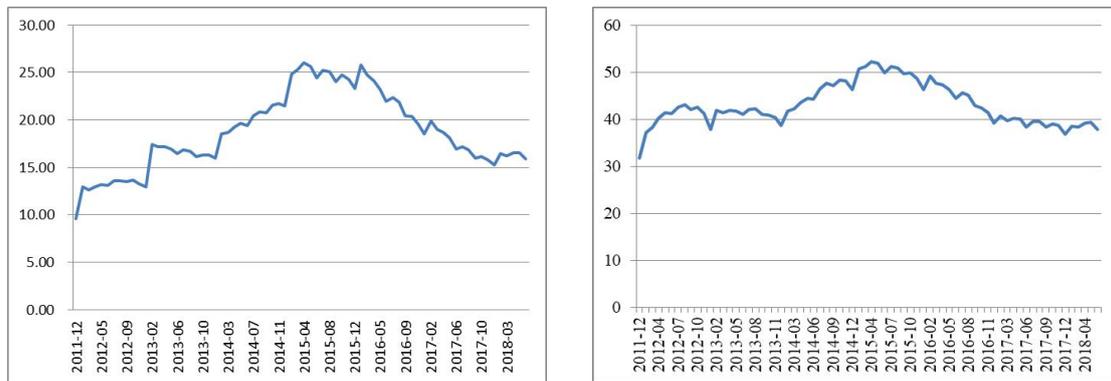
库存情况: 截至 2018 年 6 月底, 前期去库存政策作用下, 全国房地产市场库存不断减

少，去库存取得显著效果，目前库存已达上一地产周期相对低点；因地施策政策导向将城市库存与土地供应结合，根据各城市库存去化周期长短，分类调整供地政策，预计库存将保持平稳或小幅下降

从前期的去库存政策效果来看，自 2015 年 4 月，伴随房地产“3.30”新政后各地放宽居民限购政策以及房贷首付比率从而带动购房需求，同时政府加大供给端控制，现房去化周期整体呈下降趋势，截至 2018 年 6 月底，现房去化周期为 15.89 个月，比峰值时下降了 10.11 个月，现房去库存效果显著。考虑期房后，房地产大口径库存去化周期呈相同变化趋势；截至 2018 年 6 月底，大口径的商品房去化周期为 38.01 个月，比峰值时下降了 13.38 个月，去库存取得较为显著成果。与上个房地产周期相比，目前去化周期已达相对低点。

2017 年 4 月，住建部与国土部发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》，将城市库存与土地供应结合，根据各城市库存去化周期长短，分类调整供地政策，从中央层面对土地供应进行规定，为房地产供给侧结构性改革提供支持，预计库存将保持平稳或小幅下降。

图 6 现房口径和大口径房地产库存去化周期数据（单位：月）



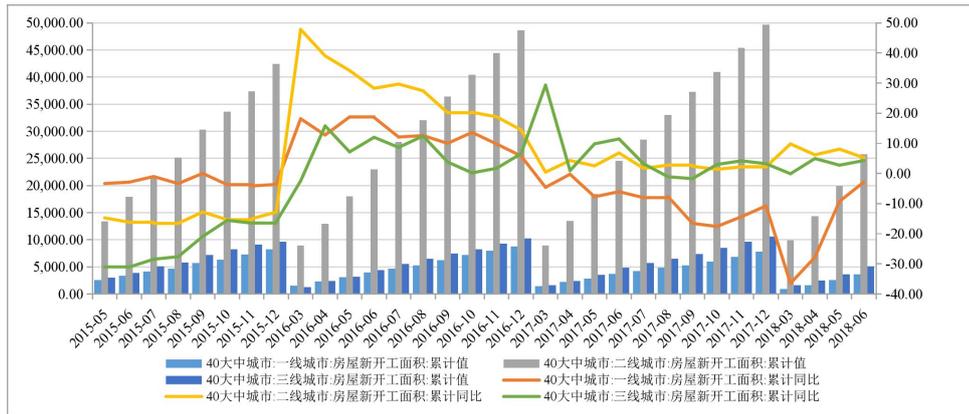
资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

新开工方面：在去化状况良好的背景下，2018 年上半年房企补库存动力较强，新开工意愿有所回升；但整体有所分化，一线城市房企开工意愿大幅回升；二线城市随着落户政策的放开，房企开工意愿有所修复；三线城市维持上年的开工节奏

2018 年上半年，全国房屋新开工面积 95,816.60 万平方米，累计同比增长 11.80%，增速处于较高水平。但整体有所分化，其中 40 大中城市中一线城房屋新开工面积 3,624.38 万平方米，累计同比减少 2.81%，增速较 2018 年 1 季度的-36.46%大幅上升，房企在一线城市开工意愿大幅回升；二线城市房屋新开工面积 25,789.40 万平方米，累计同比增加 5.24%，房企在二线城市开工意愿有所回升；三线城市房屋新开工面积 5,068.21 万平方米，累计同比变动不大，维持上年的开工力度。

图 7 40 大中城市新开工情况（单位：万平方米、%）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

开发投资方面：2018 年上半年房地产开发投资增速有所上升，且达近三年最高水平；一线城市和二线城市投资增速波动下行，三线城市投资增速快速上升至高位后快速下降；预计 2018 年下半年房地产开发投资增速将保持稳中略降状态

作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。2018 年上半年，全国房地产开发投资 55,530.96 亿元，同比增长 9.70%，为近三年较高水平，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地积极性较高所致。受房企融资渠道逐渐缩紧、销售和到位资金增速回落的共同影响，可以预期 2018 年下半年投资增速保持稳中略降状态。

图 8 房地产开发投资完成额情况（单位：%）

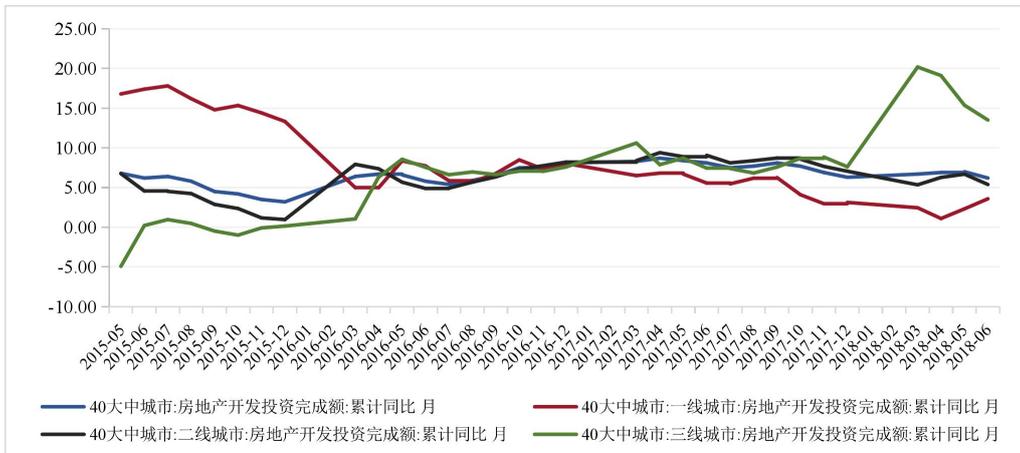


资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

分城市来看，自 2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，但 2017 年 3 月调控政策再次升级以来，一线城市受限制政策从严等因素影响，投资增速波动下滑。自 2018 年起，一二三线城市投资增速趋势分化严重。2018 年上半年，一线城市房地产累计开发投资增速为 3.59%，受政策影响较大；二线城市投资增速为 5.39%，较前期略有下降；三线城市房地产开发投资增速在 2017 年末开始增长，于 2018 年 3 月达到近三年内最高峰后迅速回升，2018 年上半年，三线城市房地产累计开发投资增速为 13.51%，受棚改政策收紧影响，预计后续还会

维持回落的趋势。

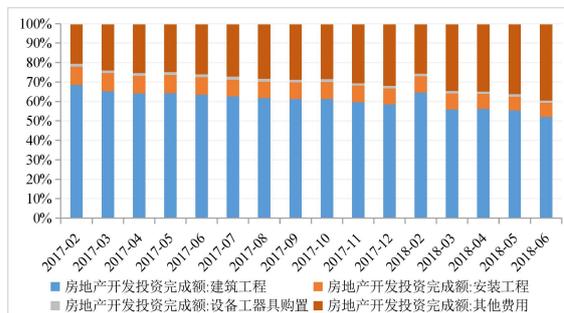
图9 房地产开发投资分城市同比变化情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

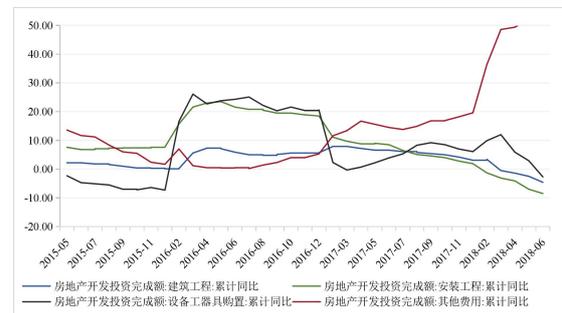
从各项构成对房地产投资的边际贡献率来看，截至2018年6月底，以土地成交金额为主的其他费用占比由2017年初的20.72%上升至39.63%；2018年上半年，其他费用累计同比大幅增长64.60%，主要原因在于房地产企业拿地面积的增加以及拿地价格的增长。

图10 房地产开发投资完成额构成情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

图11 房地产开发投资构成增速情况（单位：%）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

土地购置情况：2018年上半年土地购置面积累计同比有所上涨，随着地价的上涨，购置金额大幅增长；一线城市土地供应面积趋稳，二线城市土地市场活跃，预计后期将维持这一趋势；三线城市土地市场呈先扬后抑态势，总体看趋于稳定，预计后期土地成交面积增速会有所回落；2018年上半年二三线城市土地溢价率明显回落，预计下半年土地溢价率将进一步回落，回落速度趋缓，一线城市土地溢价率触底反弹后回落

2018年上半年，房地产开发企业土地购置面积11,085.11万平方米，累计同比增长7.20%，累计增速进一步增大；土地购置费16,235.90亿元，累计同比增长74.40%，主要系购置土地单位成本的增加，累计增速有所回落趋于稳定。在全国销售增速维持低位的大环境下，高价拿地的风险会有所增加。

图 12 近年购置土地面积情况(单位:万平方米、%)



资料来源:联合评级根据 Wind 资讯整理

图 13 近年购置土地金额情况(单位:亿元、%)



资料来源:联合评级根据 Wind 资讯整理

分城市来看,100 大中城市中,2018 年上半年,一线城市土地成交量有所下降,成交土地占地面积累计同比下降 8.46%,一线城市房地产受国家调控政策的影响较大;二线城市土地成交市场火热,土地成交面积上半年累计同比增长 41.48%,增速较 2018 年 1 季度有所增长。2018 年上半年,三线城市累计拿地增速呈先扬后抑态势,1 季度延续了去年较好的发展势头,累计拿地增速为 23.28%,2 季度拿地速度放缓,2018 年上半年,三线城市成交土地占地面积为 1.56 亿平方米,累计同比增长 16.38%。

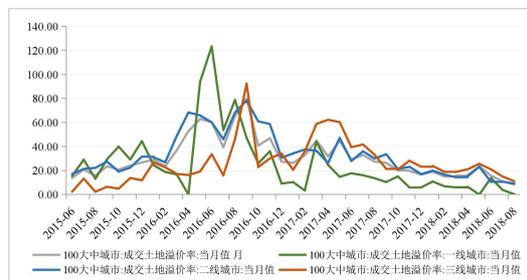
由于热点城市土地供应的增加,以及土拍市场竞自持制度的建立,2018 年上半年二三线城市土地溢价率明显回落,预计土地溢价率进一步回落,回落速度趋缓。一线城市土地溢价率在 5 月份触底反弹后再次回落。

图 14 100 大中城市成交土地面积情况(单位:%)



资料来源:联合评级根据 Wind 资讯整理

图 15 100 大中城市成交土地溢价率情况(单位:%)



资料来源:联合评级根据 Wind 资讯整理

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。