

2016年11月17日

銷售部 - 投資策略

宏觀

中國房地產庫存有多高？——兼論地產投資反彈難持續

中國房地產庫存究竟有多高？

中國地產庫存降下來了嗎？若把房地產庫存狹義的理解為商品房待售面積，那麼從待售面積增速和庫存銷售比（待售面積/過去三個月銷售面積均值）這兩個指標看，中國地產庫存似乎降下來了。待售面積增速從14年10月28.4%高位降至16年10月的1.3%。受上半年需求激增帶動，存銷比也從年初7.3個月降至10月的4.7個月。

廣義地產庫存依然偏高。但“待售面積”未考慮已開工未竣工的未銷售期房，低估了真實庫存；而“施工面積”包含了大量已預售但正施工的商品房，則高估了真實庫存。我們認為合理的地產庫存應是歷年累計新開工面積與歷年累計銷售面積之差，考慮到新開工面積中部分為不可銷售面積，定義廣義庫存面積=歷年累計新開工面積 \times 0.9-歷年累計銷售面積。10月底廣義地產庫存39.1億平米，對應存銷比為2.54年，較過去兩年有所回落，但依然較高。

各區域地產庫存分化有多嚴重？

分省地產庫存“南低北高”。根據國家統計局提供的各省歷年新開工和銷量可計算其廣義地產庫存。縱向看，各省庫存規模較去年底普降，去化週期縮短。橫向看，13個省存銷比不足1年，但11個省存銷比超過2年，東北和西北是廣義庫存銷售比較高的地區。

一二線無憂，癥結在三線。根據中指資料庫的各城市月度可售、銷售面積可計算其狹義地產庫存銷售比。一線城市中，北上廣存銷比持續下滑，已降至10個月左右，但深圳因銷售低迷，存銷比反彈至20個月。15個二線城市中，地產存銷比普遍較15年底回落，杭州、南京、南昌已降至12個月以下，合肥降至1個月以下。20個三線城市存銷比有降有升，存銷比均值為40個月，仍遠高於一二線城市，而考慮到樣本中鮮有來自存銷比較高的東北、西北地方的城市，真實的三線城市存銷比或更高。

未來地產庫存是去化還是回補？

地產銷量轉負，庫存去化或放緩。新一輪樓市調控以來，地產銷量明顯走弱，30城銷量增速在10月下旬轉負，11月以來跌幅有擴大趨勢。地產銷量增速轉負，意味著狹義庫存去化放緩、存銷比回升，未來幾個月全國商品房存銷比或增至6個月以上。如果在銷售負增的情況下新開工依然保持正增長，那麼廣義地產庫存甚至可能從去化轉為略回補。

購地回升乏力，地產投資反彈易衰竭。3季度以來土地購置面積增速由升轉平，10月底累計增速-5.5%，反彈力度仍顯不足。從土地供求比看，一線呈緊平衡、二線略偏緊，但兩者占比不高；而三線城市整體供過於

求，占比較高，因而將主導土地購置。但三線城市土地成交逐年下滑，10月累計增速-5.1%。意味著未來三線城市土地成交或依然慘澹，繼續拖累全國土地購置，不利於地產投資改善。加之4季度地產銷量增速或轉負，這都意味著明年上半年地產投資增速（滯後地產銷量增速2個季度左右）或拐頭向下。而作為工業的龍頭，地產投資走弱則意味著其上游的工業行業需求復蘇受阻，並將拖累工業經濟下滑。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第571章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。