



三点理由看好竣工拐点性改善，推荐竣工端建材

投资要点

- 理由 1：房地产数据和内在关联逻辑支撑竣工改善。**拿地—开工—预售—竣工—交房结算的预售模式目前占整个销售面积的约 85%，且在持续提高。其中开工—预售周期约 6-12 月，预售即实现了资金回流，此阶段房企动力足。预售—竣工周期约 1.5-3 年，受各城市预售政策影响有所区别，总体上看一二线城市预售条件严苛，三四线较宽松，但均有合同限制，延迟交房需缴纳违约金。那么从房地产的开发流程链条来看，理论上新开工与竣工存在对应；由于预售是主流销售模式，预售和竣工也应基本对应。**1) 从新开工看竣工：**受统计口径影响，新开工面积和竣工面积绝对值并不一一对应，但同口径的同比增速存在匹配关系，2000-2016 年期间，每一个新开工增速峰值在其后的 2-3 年中均有竣工增速峰值与之对应。2017 年以来宏观紧信用，造成房企资金压力，在预售—竣工这一资金纯投入阶段，房企动力不足，开工—竣工周期拉长。出现了 2016 年的新开工增速峰值以及 2016 年-2019 年 6 月期间的新开工高增速在竣工端不仅没有得到对应反而剪刀差持续扩大的现象。竣工峰值滞后但并不会缺席，2019 年 7、8、9 三个月单月竣工增速分别为 -0.6%、2.8% 和 4.8%，已经出现向上拐点。**2) 从预售看竣工：**2015 年以前，房地产竣工面积绝对值均高于预售面积，与房地产开发流程的逻辑链条相匹配，2016 年以来房地产预售房面积绝对值开始高于竣工面积，且在之后绝对值差持续扩大。考虑到预售—竣工—交房存在合同强约束，排除地产商发生大面积违约的极端情况，竣工面积将快速反弹，并逐步超过前期预售房面积。定量看，2016 年-2019 年 9 月期间房屋竣工面积与预售面积的绝对值差额累计达到了 14.2 亿平方米，若在未来三年补足差额的话，平均年新增竣工面积近 5 亿平方米，将带动竣工增速在未来 2-3 年快速提升。
- 理由 2：地产竣工计划激增。**有持续性披露竣工计划的地产公司中，竣工计划的完成度较高，平均值超过 95%，万科、保利等龙头公司超过 100%，各公司竣工计划对竣工趋势判断有参考性。有数据的 9 家上市公司 2017-2019 年竣工计划的增速分别为 8.8%、24.2% 和 40.0%，2019 年加速竣工态势明显。
- 理由 3：下游先验指标有佐证。**电梯和玻璃主要应用于下游地产行业，且在竣工前即需安装完毕，可以作为竣工数据的先验指标。2018 年以来电梯主营业务收入开始回暖，且增速持续提升，增速峰值超过 20%。同期平板玻璃销量增速也开始回升，2019 年 1-9 月增速 9.9%，佐证未来竣工面积拐点后持续向上。
- 竣工拐点向上建议高配竣工端建材。**通过上述三点逻辑可以判断 2019 年 8、9 月份的单月增速回正即是竣工拐点，确定性高，同时，此次竣工与新开工以及预售面积背离大、背离时间久，后续竣工向上将是确实性、趋势性、长期性（2 年以上）的好转，建议高配关联度高的竣工端建材，重点关注蒙娜丽莎（002918.SZ）、旗滨集团（601636.SH）、帝欧家居（002798.SZ）和北新建材（000786.SZ）。
- 风险提示：**竣工数据改善不及预期风险。

西南证券研究发展中心

分析师：沈猛

执业证号：S1250519080004

电话：021-58351679

邮箱：smg@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	67
行业总市值(亿元)	7,284.77
流通市值(亿元)	6,353.12
行业市盈率 TTM	10.25
沪深 300 市盈率 TTM	12.2

相关研究

1. 非金属建材行业 2019 年投资策略：基建为表，行业格局为里（2018-11-18）

目 录

1 房地产数据和内在关联逻辑支撑竣工改善	1
2 房地产公司竣工计划激增	3
3 下游先验指标有佐证	4
4 竣工拐点向上建议高配竣工端建材	5
5 风险提示	5

图 目 录

图 1: 房地产开发流程链条	1
图 2: 房屋新开工面积和竣工面积 (万平方米)	2
图 3: 房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速	2
图 4: 房屋预售面积与竣工面积 (万平方米)	2
图 5: 房屋预售面积月累计增速与竣工面积月累计增速(%)	2
图 6: 多家房企 2019 年竣工计划增速提升	4
图 7: 电梯企业主营业务收入增速和竣工增速 (%)	4
图 8: 平板玻璃销量增速和竣工增速	4

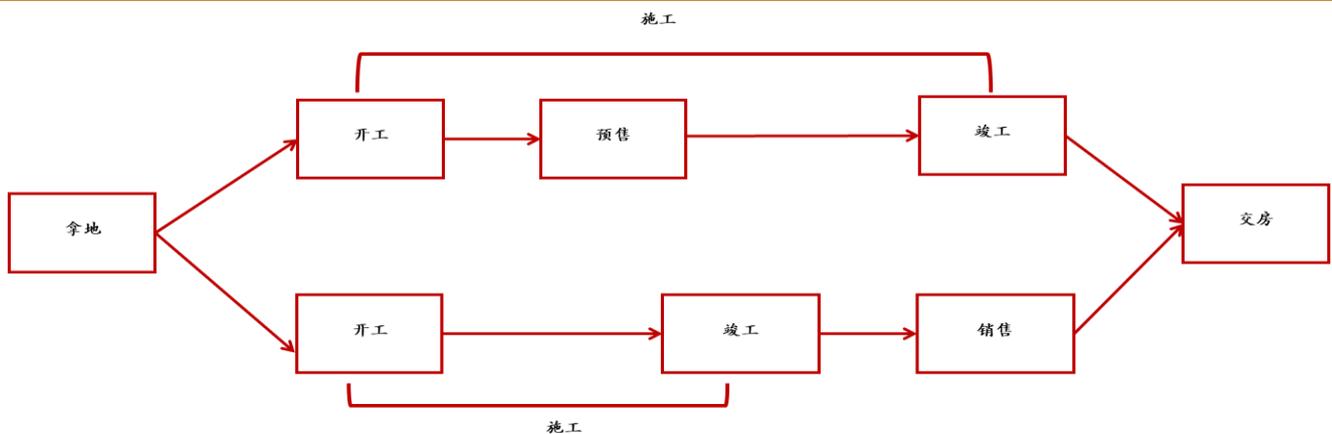
表 目 录

表 1: 房企竣工计划情况	3
表 2: 重点关注公司盈利预测	5

1 房地产数据和内在关联逻辑支撑竣工改善

房地产开发主要有两个流程，即拿地—开工—预售—竣工—交房结算和拿地—开工—竣工—销售—交房，第一种即预售模式，目前占整个销售面积的约 85%，且在持续提高，是房地产开发主流模式。其中开工—预售周期约 6-12 月，预售即实现了资金回流，且变相享受了买房者的无息贷款用于拿地和其他新项目开发，因而房企竭力促进开工—预售周期的持续缩短，即房企高周转模式。预售—竣工周期约 1.5-3 年，受各城市预售政策影响有所区别，总体上看一二线城市预售条件严苛，三四线较宽松，如上海需建筑封顶才可预售，很多三四线城市“正负零零”（基准面以下工程完工）即可预售，虽然预售—竣工周期各城市有所区别，但均有合同限制，延迟交房需缴纳违约金。

图 1：房地产开发流程链条



数据来源：Wind，西南证券整理

那么从房地产的开发流程链条来看，1) 理论上新开工与竣工存在对应；2) 由于预售是主流销售模式，预售和竣工也应基本对应。从这 2 个逻辑链均能够找到以 2019 年四季度为拐点的竣工确定性、趋势性改善。

1) 从新开工看竣工：受统计口径影响，新开工面积和竣工面积绝对值并不一一对应，但同口径的同比增速存在匹配关系，图 3 可以看到，2000-2016 年期间，每一个新开工增速峰值在其后的 2-3 年中均有竣工增速峰值与之对应。2016 年的新开工增速峰值以及 2016 年-2019 年 6 月期间的新开工高增速在竣工端不仅没有得到对应反而剪刀差持续扩大。我们对其解释为 2017 年以来宏观紧信用，造成房企资金压力，在预售—竣工这一资金纯投入阶段，房企动力不足，造成了 2017 年以来开工—竣工周期的拉长。竣工峰值滞后但并不会缺席，2019 年 7、8、9 三个月单月竣工增速分别为-0.6%、2.8%和 4.8%，已经出现向上拐点。

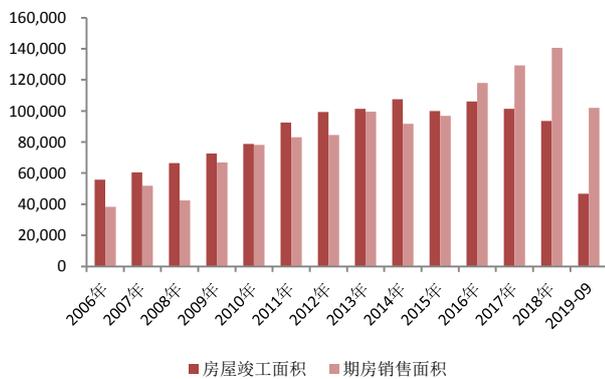
图 2：房屋新开工面积和竣工面积（万平方米）


数据来源：统计局，西南证券整理

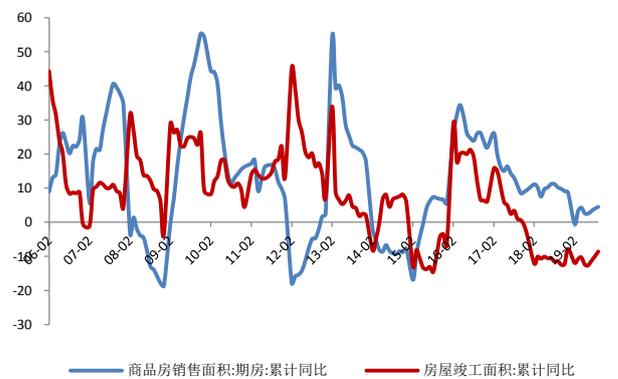
图 3：房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速


数据来源：统计局，西南证券整理

2) 从预售看竣工：2015 年以前，房地产竣工面积绝对值均高于预售面积，与房地产开发流程的逻辑链条相匹配，2016 年以来，房地产预售房面积绝对值开始高于竣工面积，且在之后绝对值差持续扩大。考虑到预售—竣工—交房存在合同强约束，排除地产商发生大面积违约的极端情况，竣工面积将快速反弹，并逐步超过前期预售房面积。定量来看，2016 年-2019 年 9 月期间房屋竣工面积与预售面积的绝对值差额累计达到了 14.2 亿平方米，若在未来三年补足差额的话，平均年新增竣工面积近 5 亿平方米，将带动竣工增速在未来 2-3 年快速提升。

图 4：房屋预售面积与竣工面积（万平方米）


数据来源：统计局，西南证券整理

图 5：房屋预售面积月累计增速与竣工面积月累计增速(%)


数据来源：统计局，西南证券整理

2 房地产公司竣工计划激增

有持续性披露竣工计划的地产公司中,竣工计划的完成度较高,平均值超过 95%,万科、保利等龙头公司超过 100%,各公司竣工计划对竣工趋势判断有参考性。有数据的 9 家上市公司 2017-2019 年竣工计划的增速分别为 8.8%、24.2%和 40.0%,2019 年加速竣工态势明显。

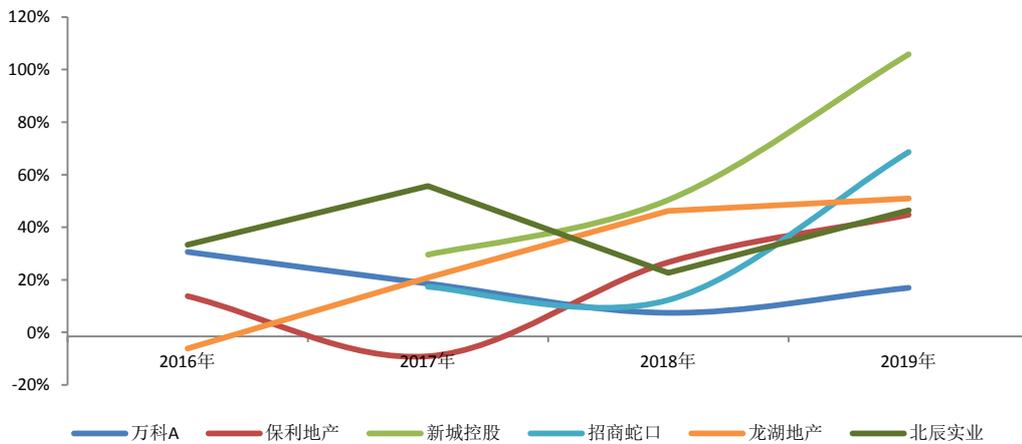
表 1: 房企竣工计划情况

单位: 万平方米	竣工面积	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E
万科 A	实际值	1,385	1,729.00	2,237.20	2,301.40	2,756.30	3,203.36
	计划值	-	1,581	2,065	2,448.30	2,630.50	3,076.60
	完成率	-	109.36%	108.34%	94.00%	104.78%	-
	计划增速	-	-	30.61%	18.56%	7.44%	16.96%
保利地产	实际值	1,363	1,404.00	1,462.00	1,554.00	2,217.00	2,786.74
	计划值	1350	1,450	1,650	1,500.00	1,900.00	2,750.00
	完成率	100.96%	96.83%	88.61%	103.60%	116.68%	
	计划增速	-	7.41%	13.79%	-9.09%	26.67%	44.74%
新城控股	实际值	-	386.53	401.45	725.13	979.82	1,956.77
	计划值	-	-	469	607.67	913.93	1,881.03
	完成率	-	-	85.54%	119.33%	107.21%	
	计划增速	-	-	-	29.57%	50.40%	105.82%
金地集团	实际值	534	472	640	670	672	1,025.52
	计划值	363	439	488	550	724	854
	完成率	147.11%	107.52%	131.15%	121.82%	92.82%	
	计划增速	-	20.94%	11.16%	12.70%	31.64%	17.96%
招商蛇口	实际值	-	-	487	453.49	499	850.20
	计划值	-	-	450	528	593	1,000.00
	完成率	-	-	-	85.89%	84.15%	
	计划增速	-	-	-	17.33%	12.31%	68.63%
龙湖地产	实际值	616	547	576	765	950	1,468.65
	计划值	700	600	563	680	994	1,500.00
	完成率	88.00%	91.17%	102.31%	112.50%	95.57%	
	计划增速	-	-14.29%	-6.17%	20.78%	46.18%	50.91%
蓝光发展	实际值	-	299.43	328.55	273.07	337	369.06
	计划值	-	299	372	315.07	358.67	400
	完成率	-	100.14%	88.29%	86.67%	93.96%	
	计划增速	-	-	24.41%	-15.30%	13.84%	11.52%
荣盛发展	实际值	-	409.9	535.5	368.65	615.65	787.71
	计划值	-	456.71	498.93	459.89	692.36	860.51
	完成率	-	89.75%	107.33%	80.16%	88.92%	
	计划增速	-	-	9.24%	-7.82%	50.55%	24.29%
北辰实业	实际值	76	53	104	139	128	230.39
	计划值	82.48	66	88	137	168	246

单位: 万平方米	竣工面积	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年E
	完成率	92.14%	80.30%	118.18%	101.46%	76.19%	
	计划增速	-	-	33.33%	55.68%	22.63%	46.43%
合计	实际值	-	-	6,772	7,250	9,155	12,678
	计划值	-	-	6,644	7,226	8,974	12,568
	完成率	-	-	101.92%	100.33%	102.01%	
	计划增速	-	-	-	8.76%	24.20%	40.04%

数据来源: 上市公司公告, 西南证券整理

图 6: 多家房企 2019 年竣工计划增速提升

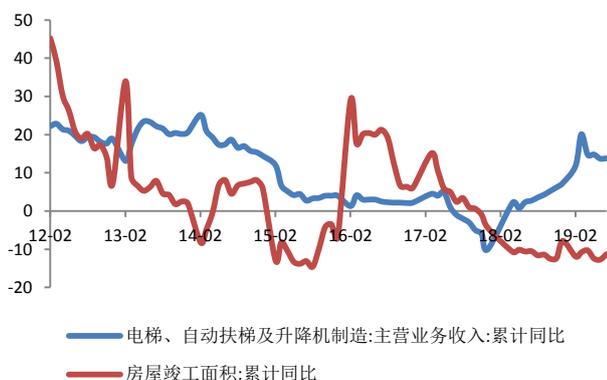


数据来源: 上市公司公告, 西南证券整理

3 下游先验指标有佐证

电梯和玻璃主要应用于下游地产行业, 且在竣工前即需安装完毕, 可以作为竣工数据的先验指标。2018 年以来电梯主营业务收入开始回暖, 且增速持续提升, 增速峰值超过 20%, 同期平板玻璃销量增速也开始回升, 2019 年 1-9 月增速提升至 9.9%, 佐证未来竣工面积拐点后持续向上。

图 7: 电梯企业主营业务收入增速和竣工增速 (%)



数据来源: 统计局, 西南证券整理

图 8: 平板玻璃销量增速和竣工增速



数据来源: 统计局, 西南证券整理

4 竣工拐点向上建议高配竣工端建材

通过房地产数据和内在逻辑关联、地产竣工计划以及下游先验指标，可以判断 2019 年 8.9 月份的单月增速回正即是竣工拐点，确定性高，同时，此次竣工与新开工以及预售面积背离大、背离时间久，后续竣工向上将是确实性、趋势性、长期性（2 年以上）的好转，建议高配关联度高的竣工端建材，重点关注蒙娜丽莎、旗滨集团、帝欧家居和北新建材。

表 2：重点关注公司盈利预测

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018A	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
002918.SZ	蒙娜丽莎	16.21	0.90	1.09	1.41	16.4	14.9	11.5
002798.SZ	帝欧家居	23.60	0.99	1.43	1.82	16.9	16.5	13.0
000786.SZ	北新建材	20.53	1.46	0.33	1.61	86.0	62.3	12.8
601636.SH	旗滨集团	4.30	0.45	0.48	0.54	10.0	9.0	8.0

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

5 风险提示

竣工数据好转不及预期风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资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报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn