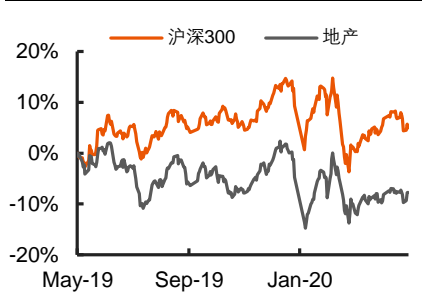


地产数据深度观察系列之二

竣工高峰何时至——解惑逻辑与现实的反差

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*地产*怎么看新开工后续走势》 2020-05-24

《行业月报*地产*楼市持续回暖，政策观察期延续》 2020-05-22

《行业周报*地产*投资销售持续恢复，万科提请回购授权》 2020-05-17

《行业动态跟踪报告*地产*投资开工快速反弹，楼市地市持续修复》

2020-05-17

《行业深度报告*地产*地产数据深度观察系列之一：解惑三四线销售两大反差》 2020-04-28

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑南宏 一般从业资格编号
S1060120010016
ZHENGNAHONG873@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **竣工逻辑与现实的反差：2018-2019年统计局竣工规模不及预期。**市场普遍认为2018-2019年全国将迎来房屋竣工高峰，主要因：1)从交房周期看，通常预售至竣工2年左右，2016年以来期房销售显著增长；2)从施工周期看，通常主流房企新开工至竣工2.5-3年，2016年以来全国新开工持续高增；3)从房企竣工看，2018-2019年主流房企竣工亦明显提速。但2018、2019年统计局竣工同比增速分别仅-7.8%、+2.6%，远低于2016、2017年期房销售增速(+21.9%、+9.6%)；从竣工规模看，2018-2019年竣工仅18.9亿平，远低于2016-2017年商品房期房销售(24.7亿平)。

■ **解惑一：什么导致竣工高峰迟迟未至？**尽管统计局对竣工填报有严格规定，但实操中部分房企因避税等原因可能存在竣工漏报或延报，导致真实竣工被低估，但2018-2019年下游厨具等销量与竣工增速一样并无大幅反弹，意味着真实竣工可能亦低于预期。从数据拟合来看，2014年后竣工增速与期房销售增速相关性逐步由2年延长至3年左右，意味交房周期有所延长。我们认为主要原因有：1)2016年以来行业资金环境偏紧，房企延缓竣工节奏以减少现金流出，测算的净停工面积亦逐步上升；2)预售条件更低的三四线销售占比从2016年61%提高到2019年65%，导致交房周期拉长；3)精装修比例从2016年18.9%提高到2018年23.6%，导致项目施工周期延长。

■ **解惑二：哪些区域拖累了竣工？**从各线城市看，按一二线竣工滞后期房销售1-2年估算，2018-2019年竣工完成度约81%-82%(当期竣工与前期期房比值)；三四线按照滞后3年估计测算竣工完成度约87%。进一步拆分为6大区域来看，除东部核心20城外其他区域均存在竣工放缓、不及预期的现象，其中中西部核心城市无论滞后1年、2年甚至3年，竣工完成度均未超过80%，在刚性交付约束下，意味着中西部核心城市竣工潜在反弹力度或更大。

■ **展望：预计2020年实际竣工同比增约10%。**根据不同区域销售与竣工交付时滞，测算2016-2019年全国竣工面积52.5亿平，高于统计局披露的39.7亿平；从竣工增速看，2018、2019年测算竣工增速分别为1.6%、7.9%，高于统计局披露的竣工增速(-7.8%、2.6%)。随着2017年以来预售项目进入集中交付阶段，测算2020年竣工规模同比增长约10%，考虑疫情带来停工冲击，预计实际竣工规模增速可能略低于测算值。

■ **投资建议：**尽管受竣工数据漏报遗报、资金环境收紧、三四线销售占比与精装修比例提高等影响，2018年以来全国竣工表现持续不及预期，近期新冠疫情又加大房企竣工压力，但在交房周期的刚性约束下，我们认后续竣工仍有望逐步回升，带动房企结算业绩的释放和下游产业链景气度的修复。投资建议方面，建议关注：1)受益竣工回升周期及存量市场的物业板块；2)受益竣工景气度回升的地产下游家电家居等板块。

- **风险提示：**1) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超预期，行业资金压力加大将带来中小房企资金链断裂风险；2) 由于疫情对行业开工、复工的影响，可能导致部分房企面临供货节奏、交付节奏不及预期的风险；3) 由于疫情导致返乡置业缺失，加上三四线供应较大、棚改退潮导致的需求弱化，行业面临三四线楼市销售快速下行、部分项目烂尾的风险。

正文目录

一、	前言	6
二、	竣工逻辑与现实的反差	6
	2.1 2018-2019 年竣工增长逻辑.....	6
	2.2 2018-2019 年统计局竣工数据不及预期.....	8
三、	解惑：什么导致竣工高峰迟迟未至.....	9
	3.1 漏报等统计误差导致竣工数据失真	9
	3.2 资金环境收紧导致房企施工放缓	11
	3.3 三四线占比提高而预售条件更低	13
	3.4 精装修比例提高拉长施工周期	15
四、	解惑：哪些区域拖累了竣工.....	16
	4.1 从各线城市看：一二线竣工完成度略低于三四线	16
	4.2 从六大区域看：中西部核心城市竣工拖累力度最大.....	19
五、	展望：预计 2020 年实际竣工同比增约 10%	23
	5.1 刚性交房约束下，施工延长及疫情难改中期竣工回升趋势.....	23
	5.2 预计 2020 年竣工同比增长约 10%	24
六、	投资建议	26
七、	风险提示	26

图表目录

图表 1	2014 年以前全国期房销售领先竣工大约 2 年	6
图表 2	2016 年碧桂园项目从获预售证至竣工周期分布	6
图表 3	2016 年以来全国商品房销售显著增长	7
图表 4	2016-2019 年全国新开工保持较高增速	7
图表 5	保利 2019 年项目新开工至竣工周期分布	7
图表 6	主流房企 2019 年平均项目新开工至竣工周期	8
图表 7	主流房企 2018-2019 年竣工增速逐步走高	8
图表 8	2016 年以来期房销售与竣工面积剪刀差扩大	9
图表 9	2014 年后竣工与滞后两年期房增速拟合度下降	9
图表 10	房地产开发项目经营情况填报方式	9
图表 11	家用燃气灶具产量同比与竣工增速走势	10
图表 12	燃气热水器销量同比与竣工增速走势	10
图表 13	家用空调销量同比与竣工增速走势	10
图表 14	2014 年以后竣工增速与滞后三年期房销售增速相关性较强	11
图表 15	2016 年以来行业资金环境显著收紧	11
图表 16	2011-2019 年净停工面积及占比（方法一）	12
图表 17	净停工比例与房企到位资金增速（方法一）	12
图表 18	2001-2019 年净停工面积及占比（方法二）	13
图表 19	净停工比例与房企到位资金增速（方法二）	13
图表 20	碧桂园在建项目从获取预售证到竣工平均周期	13
图表 21	保利主要项目从销售到竣工平均周期	13
图表 22	2017 年以来非 40 城销售面积占比显著提高	14
图表 23	部分省市最新商品房预售条件	14
图表 24	2019 年碧桂园与保利销售金额分布	15
图表 25	2019 年碧桂园与保利预售至竣工周期对比	15
图表 26	近年来各地住宅装修政策一览	15
图表 27	我国商品住宅精装修比例持续提高	16
图表 28	全国 39 个大中城市期房销售增速（滞后一年）与竣工增速趋势	16
图表 29	全国 39 个大中城市期房销售增速（滞后两年）与竣工增速趋势	17
图表 30	全国 39 个大中城市历年期房销售与竣工规模	17
图表 31	全国非 39 个大中城市期房销售增速与竣工增速趋势（季度数据）	18
图表 32	全国非 39 个大中城市历年期房销售与竣工规模	18
图表 33	2019 年各区域竣工面积占比	19

图表 34	东部 20 城历年期房销售与竣工规模.....	19
图表 35	东部 20 城期房销售与竣工增速走势（单季度）.....	19
图表 36	中部 8 城历年期房销售与竣工规模.....	20
图表 37	中部 8 城期房销售与竣工增速走势（单季度）.....	20
图表 38	西部 11 城历年期房销售与竣工规模.....	20
图表 39	西部 11 城期房销售与竣工增速走势（单季度）.....	20
图表 40	东部三四线历年期房销售与竣工规模.....	21
图表 41	东部三四线期房销售与竣工增速走势（单季度）.....	21
图表 42	中部三四线历年期房销售与竣工规模.....	21
图表 43	中部三四线期房销售与竣工增速走势（单季度）.....	21
图表 44	西部三四线历年期房销售与竣工规模.....	22
图表 45	西部三四线期房销售与竣工增速走势（单季度）.....	22
图表 46	2018-2019 年分区域竣工规模与滞后期房销售面积的比值.....	22
图表 47	碧桂园 2019 年主要在建项目获预售证至竣工平均周期.....	23
图表 48	中部 8 城期房销售与竣工增速走势（单季度）.....	23
图表 49	西部 11 城期房销售与竣工增速走势（单季度）.....	23
图表 50	2020 年 1-4 月商品房竣工面积同比下降 14.5%.....	24
图表 51	主流房企 2020 年计划竣工增速.....	24
图表 52	东部核心 20 城与全国其他城市竣工前已售面积测算（亿平）.....	24
图表 53	由于楼市景气度维持高位，2016-2019 待售面积净消耗.....	25
图表 54	第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积比例一览.....	25
图表 55	全国实际竣工规模测算结果.....	26

一、前言

近年来，房地产各项数据表现与市场普遍判断持续存在差异，三四线销售持续超预期、竣工数据持续不及预期、新开工增速维持高位，市场普遍期待的三四线调整、竣工高峰、新开工大幅回落迟迟未能出现。逻辑推演与现实差距背后的真相是什么，造成这种反差的原因是什么？为解答市场普遍关心的“异常”现象，我们将陆续推出一系列报告，希望通过精细化的数据拆解及分析，为大家一一揭秘逻辑与事实背离背后的真相。

在上一篇《解惑三四线销售两大反差》，我们回答了两个问题：2019年以来三四线楼市销售超预期的真相是什么？西部三四线销售为何好于东部三四线？本篇为地产数据深度观察系列第二篇，重点回答2018-2019年全国竣工数据为何持续不及预期。与市场不同的是，本篇报告不仅从宏观交付周期进行分析，亦从微观房企项目层面进行佐证，同时分城级、分区域回答哪里拖累竣工，并分区域对未来竣工趋势进行了测算。

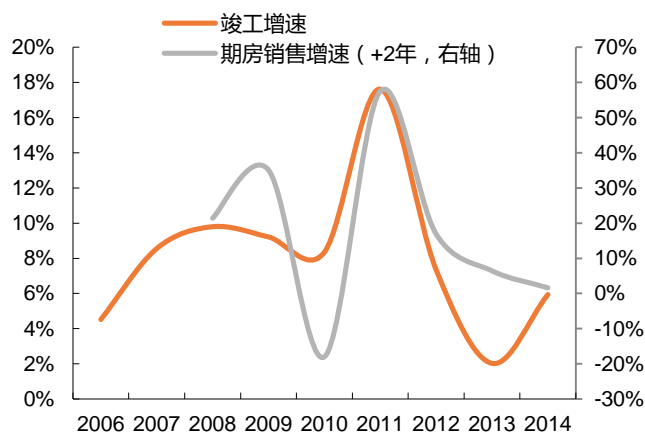
二、竣工逻辑与现实的反差

2.1 2018-2019年竣工增长逻辑

市场普遍认为2018-2019年全国将迎来房屋竣工高峰，主要基于交房周期、施工周期、主流房企竣工三个维度考虑。

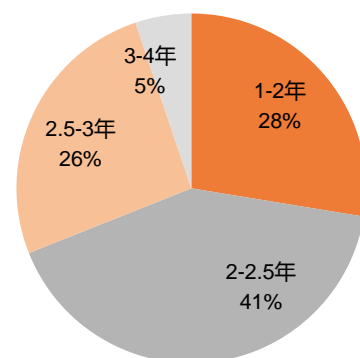
从交房周期看，通常预售至竣工2年左右、2016年以来期房销售显著增长，理论上2018-2019年竣工将迎来高峰。从统计局数据拟合看，2014年以前全国期房销售增速大约领先竣工增速2年；从项目微观情况看，以碧桂园为例，2016年公司年报披露的主要在建项目从获取预售证到竣工平均周期2.3年，考虑碧桂园注重高周转且布局三四线预售条件较低，拿地至预售时间较短，估计行业预售至竣工平均周期为2年左右。2015-2019年全国商品期房销售面积从9.7亿平米增长到14.7亿平米，年均增长10.9%，其中2016年增速高达21.9%，按照2年竣工周期推算，理论上2018-2019年将迎来竣工高峰。

图表1 2014年以前全国期房销售领先竣工大约2年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

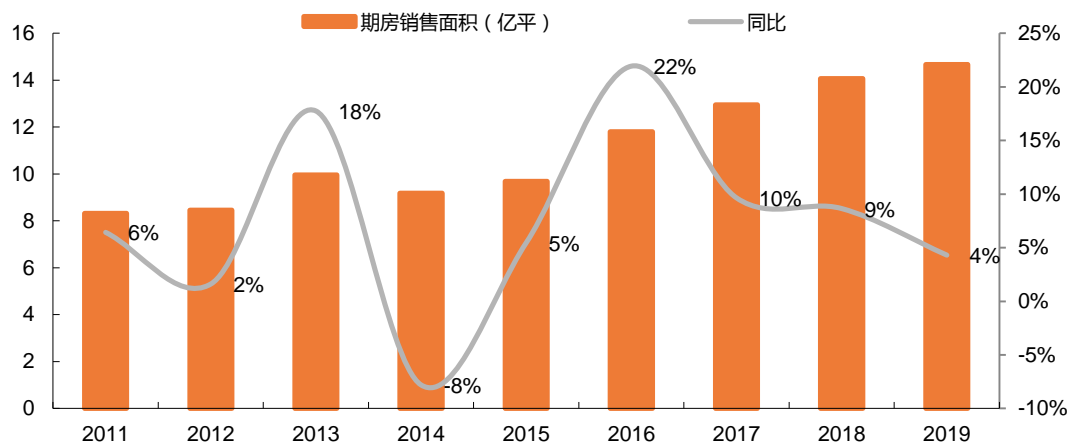
图表2 2016年碧桂园项目从获预售证至竣工周期分布



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 统计范围为当年获取预售证的主要在建项目

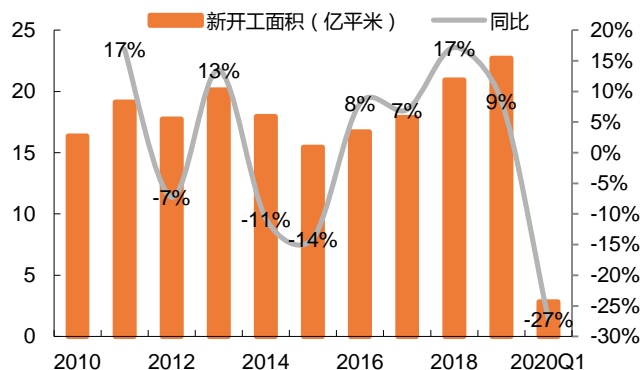
图表3 2016年以来全国商品期房销售显著增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

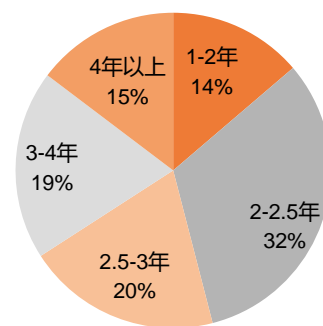
从施工周期看，通常主流房企新开工至竣工 3 年左右、2016 年以来全国新开工持续高增，理论上 2018-2019 年竣工亦将迎来高峰。从房企微观项目看，保利地产、中南建设、金科股份、招商蛇口与新城控股平均新开工至竣工周期分别约 2.9、2.7、2.4、2.3 与 2.3 年，考虑中小房企施工周期可能更长，预计行业平均开工至竣工周期在 3 年左右。2015-2019 年全国新开工面积从 15 亿平增加到 23 亿平，年均增长 10.1%，故从施工周期看，理论上 2018-2019 年全国竣工亦将迎来高峰。

图表4 2016-2019 年全国新开工保持较高增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

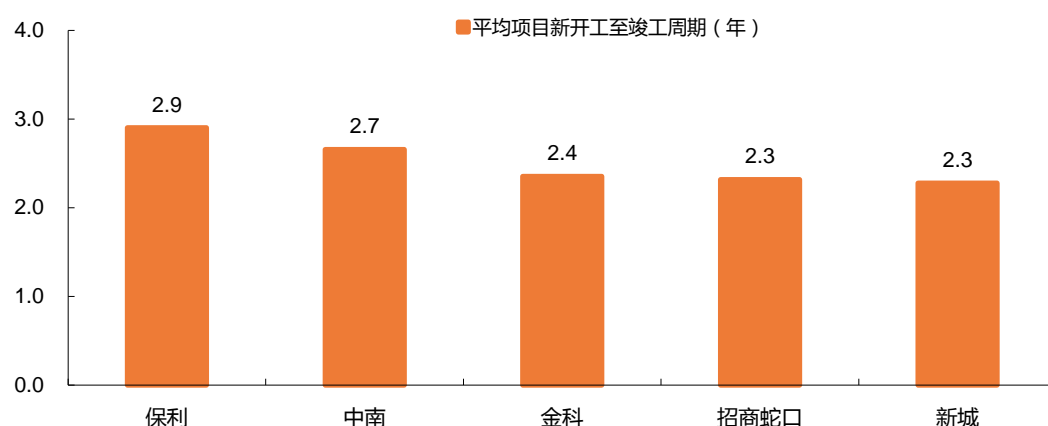
图表5 保利 2019 年项目新开工至竣工周期分布



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 2019 年公司年报披露 308 个项目, 考虑早期项目或已部分竣工, 选取 2018 年以后新开工的 211 个项目

图表6 主流房企 2019 年平均项目新开工至竣工周期

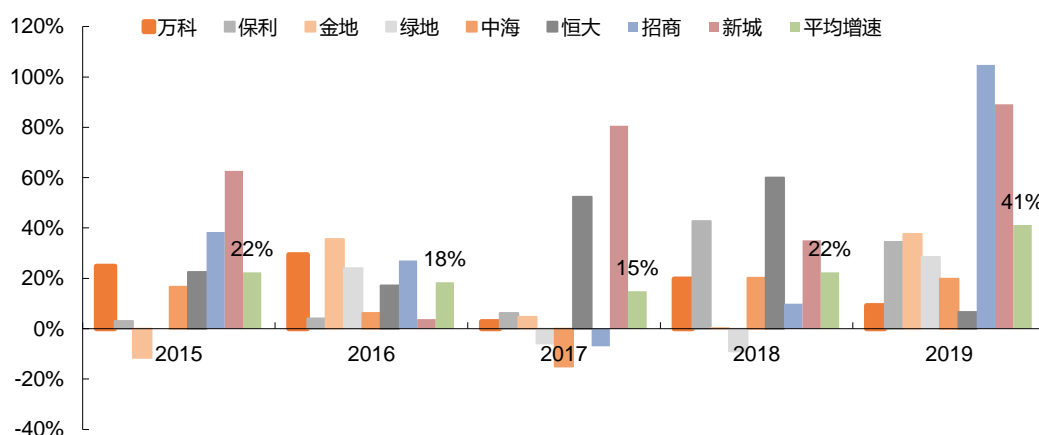


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 保利、中南统计范围为 2018 年之后新开工的所有披露项目, 其他房企从公司公告随机挑选 10 个项目, 其中一线城市挑选 2 个、二线挑选 4 个、三四线挑选 4 个

从房企竣工看, 2018-2019 年主流房企竣工亦明显提速, 微观上亦意味着全国竣工有望加快。万科、保利、金地等 8 家主流房企 2017 年平均竣工增速为 15%, 2018、2019 年分别提高到 22% 与 41%。

图表7 主流房企 2018-2019 年竣工增速逐步走高

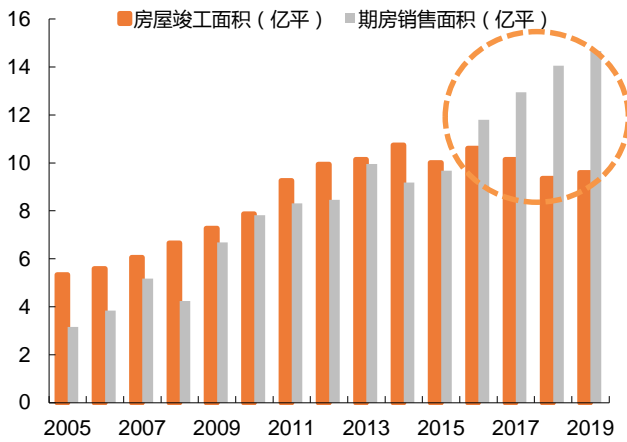


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2.2 2018-2019 年统计局竣工数据不及预期

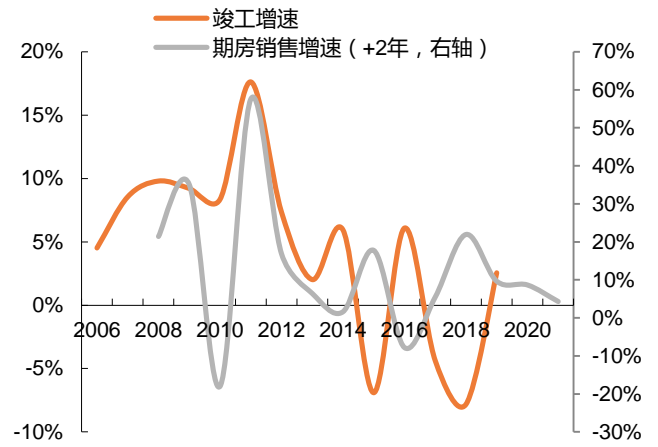
从竣工增速看, 2018、2019 年统计局披露的竣工面积同比增速分别仅-7.8%、+2.6%, 远低于 2016、2017 年期房销售增速 (+21.9%、+9.6%), 与滞后 2 年期房销售增速拟合度大幅减弱。从竣工规模看, 2018-2019 年统计局竣工面积仅 18.9 亿平, 远低于 2016-2017 年商品期房销售面积 24.7 亿平方米, 与同期期房销售差距亦持续扩大。

图表8 2016年以来期房销售与竣工面积剪刀差扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2014年后竣工与滞后两年期房增速拟合度下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、解惑：什么导致竣工高峰迟迟未至

3.1 漏报等统计误差导致竣工数据失真

国家统计局对房企竣工填报有严格规定。根据《房地产开发统计报表制度(2019)》，房地产开发项目经营情况统计范围为辖区内有开发经营活动的全部房地产开发经营业法人单位。项目竣工时间是指项目所有永久性建筑物均已竣工验收(取得甲方、乙方、监理方、设计方四方验收单)的时间，以项目最后的单体建筑竣工时间为准。房屋竣工面积指报告期内房屋建筑按照设计要求已全部完工，达到住人和使用条件，经验收鉴定合格或达到竣工验收标准，可正式移交使用的各栋房屋建筑面积的总和。

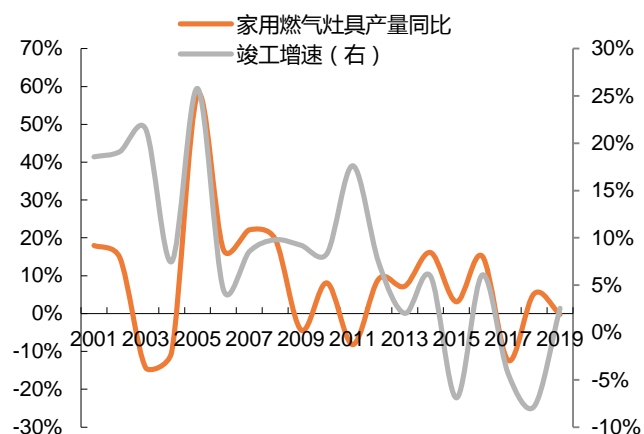
图表10 房地产开发项目经营情况填报方式

表号	表名	报告期别	统计范围	报送单位	报送日期及方式	省级统计机构数据审核验收、上报截止时间	页码
X204-1 表	房地产开发项目经营情况	月报	辖区内有开发经营活动的全部房地产开发经营业法人单位	法人单位	6月月后5日,5、8、11月月后6日,2、7、10月月后7日,3、4、12月月后8日,9月月后10日12:00前网上填报	6月月后9日,3、4、5月月后11日,9月月后13日,其他月月后10日12:00	18

资料来源: 统计局, 平安证券研究所

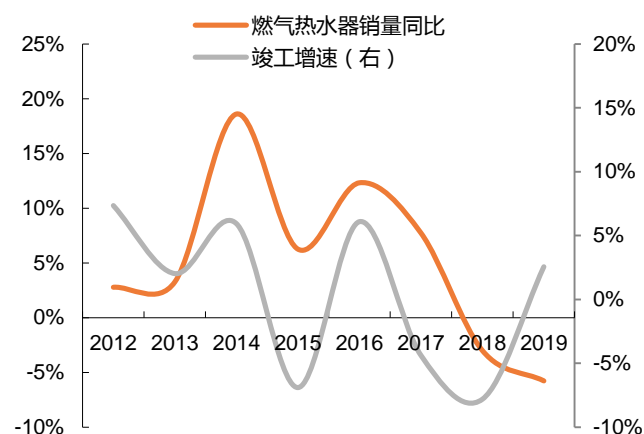
实际操作中，部分房企因避税等原因可能存在竣工漏报或延报，导致真实竣工被低估。考虑漏报、延报现象可能一直存在，同时行业下游中与竣工相关的燃气灶具产量、燃气热水器销量近两年亦未见大幅增长，我们认为尽管统计局竣工规模可能存在低估，但增速一定程度上能反映行业竣工趋势。

图表11 家用燃气灶具产量同比与竣工增速走势



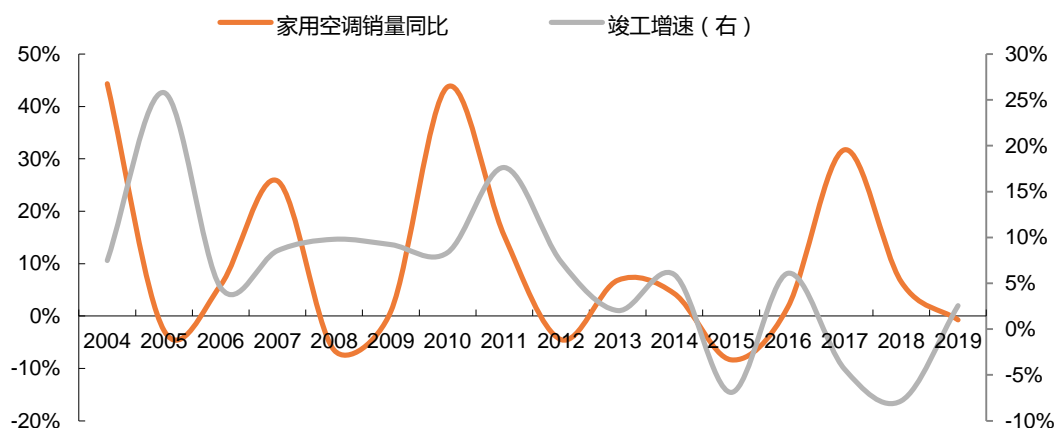
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 燃气热水器销量同比与竣工增速走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

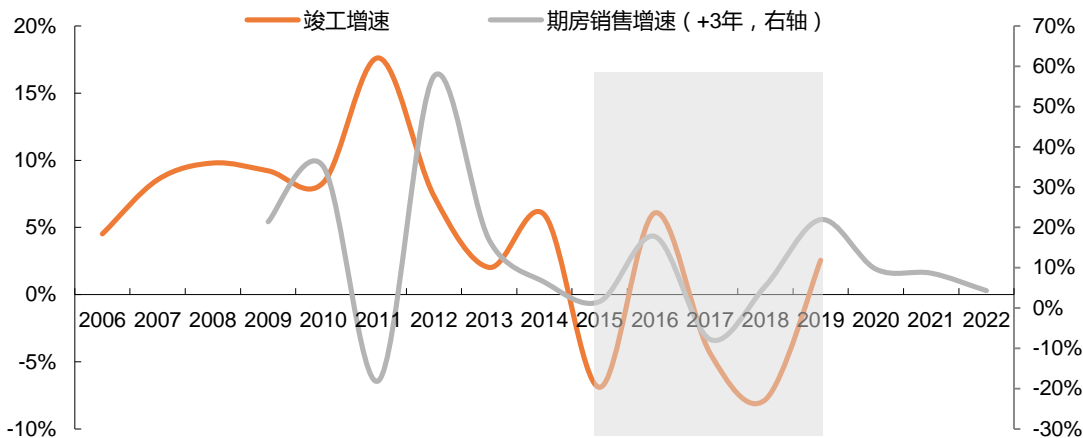
图表13 家用空调销量同比与竣工增速走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从统计局各项数据相关性来看，2014 年以前竣工增速大体滞后期房销售增速两年左右，2014 年以后则与滞后三年的期房销售增速相关性较强，意味着行业预售到竣工周期有所延长。我们认为，这可能 2015 年以后三四线销售占比提升、精装修占比上升以及部分年份资金端收紧等因素有关，下文我们将对各种可能因素进一步分析。

图表14 2014年以后竣工增速与滞后三年期房销售增速相关性较强



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

3.2 资金环境收紧导致房企施工放缓

2016年以来行业资金环境偏紧，房企延缓竣工节奏以降低现金流出。2016年930以来，地产公司债、私募基金、委托贷款、银行贷款、信托、海外债政策陆续收紧，在楼市大环境整体较好背景下，房企理性选择为加快开工、尽快达到预售，加快销售回款的回收，同时适度放缓预售到竣工的节奏，降低现金流流出。

图表15 2016年以来行业资金环境显著收紧



资料来源:政府官网, Wind, 平安证券研究所

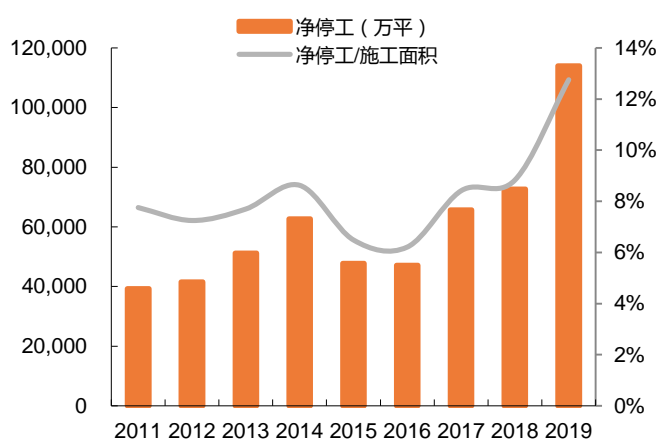
为验证房企是否存在降低预售施工节奏、甚至停工来减少现金流流出，我们将通过估算每年的净停工数据侧面印证。因统计局不披露停工数据，我们采用如下两种方法进行测算。尽管两种方法结果存在差异，但均表明2017年以来净停工比例显著增加，并与资金环境呈现一定负相关关系。

方法一：根据统计局定义，第 N 年施工面积=第 N 年竣工面积+第 N 年末跨入第(N+1)年的施工面积+第 N 年净停工。由于统计局不披露跨入次年的施工面积，假设不考虑 1-2 月净停工，利用次年 2 月末施工面积进行推算，即：

- 第 N 年末跨入第(N+1)年的施工面积=第(N+1)年 2 月施工面积-第(N+1)年前 2 月累计新开工
- 第 N 年净停工面积=第 N 年施工面积-第 N 年竣工面积-第 N 年末跨入第(N+1)年的施工面积
=第 N 年施工面积-第 N 年竣工面积-{第(N+1)年 2 月施工面积-第(N+1)年前 2 月累计新开工}

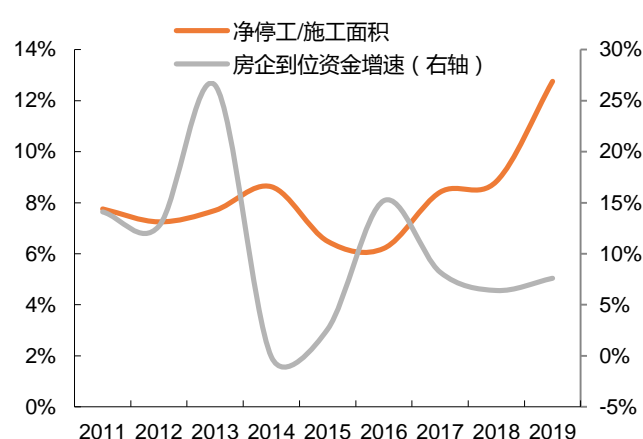
根据上述测算,2016-2019 年,净停工面积从 4.7 亿平米增长至 11.4 亿平米,占施工面积比重从 6.2% 提高至 12.8%。从净停工占比与房企到位资金增速相关性看,两者呈现明显的负相关关系,印证资金环境收紧对房企施工的影响。

图表16 2011-2019 年净停工面积及占比（方法一）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 净停工比例与房企到位资金增速（方法一）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

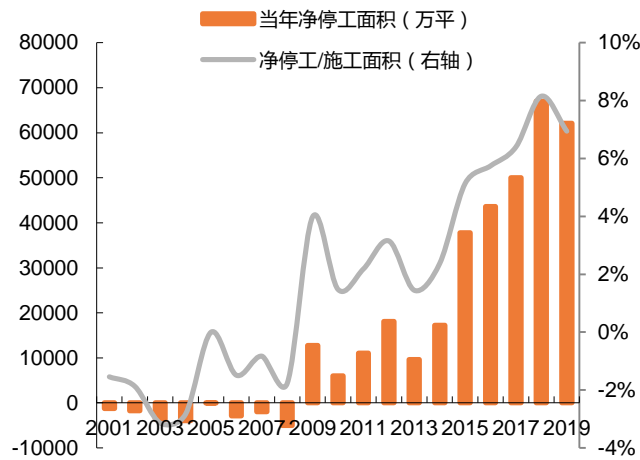
方法二：考虑项目开工后只能处于停工、竣工或在建三种状态，则累计新开工=累计竣工+施工+累计净停工。考虑新开工自 1997 年开始披露，且新开工一般至少需两年才达到竣工，故竣工从 1999 年开始统计。考虑当年竣工、当年净停工已包含在当年施工面积，根据上述关系，则：

- 1997 年至第(N-1)年净停工=1997 年至第 N 年累计新开工-1999 年至第(N-1)年累计竣工-第 N 年施工面积
- 第 N 年净停工=1997 年至第 N 年净停工-1997 年至第(N-1)年净停工

根据上述测算,2009 年全国逐步由净复工转为净停工,2015 年开始净停工大幅增加。2014-2019 年,净停工面积从 1.7 亿平米增长至 6.2 亿平米,占施工面积比重从 2.4%提高至 6.9%。从净停工占比与房企到位资金增速相关性看,两者亦呈现一定负相关关系。

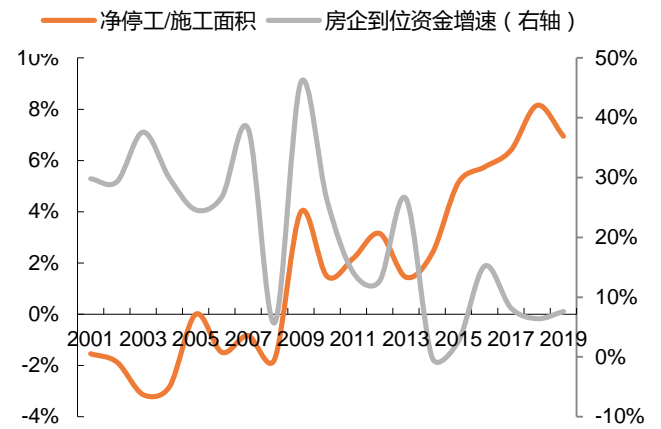
值得注意的是,正如前文分析,统计局披露的竣工数据可能由于房企漏报遗报存在低估,可能会导致前述两种方法估算的净停工数据存在高估,但从趋势及占比来看,仍可以佐证与资金面的负相关性。

图表18 2001-2019年净停工面积及占比（方法二）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

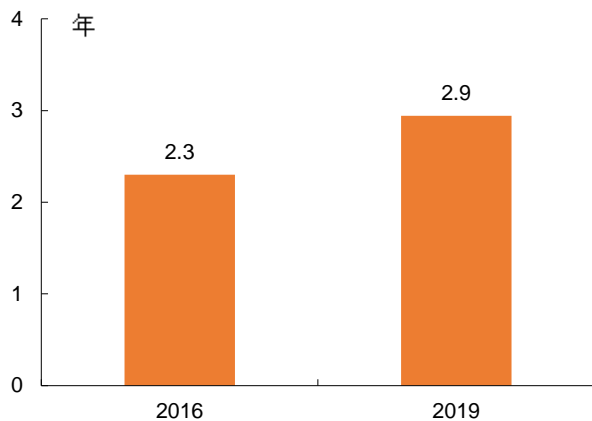
图表19 净停工比例与房企到位资金增速（方法二）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从房企来看，因资金实力及项目分布不同，应对融资环境收紧的举措亦存在差异，央企、国企施工节奏相对稳定，民企可能更多通过快开工、缓竣工减少资金流出。以碧桂园与保利为例，2016年碧桂园主要在建项目从获取预售证到竣工平均周期为2.3年，2019年大幅提升至2.9年；保利与此相反，由于保利未披露项目预售时间，我们从年报中选取当年开始销售项目，假设预售时间均为当年6月，推算2016年平均预售至竣工周期约2.9年，2019年降至2.1年。

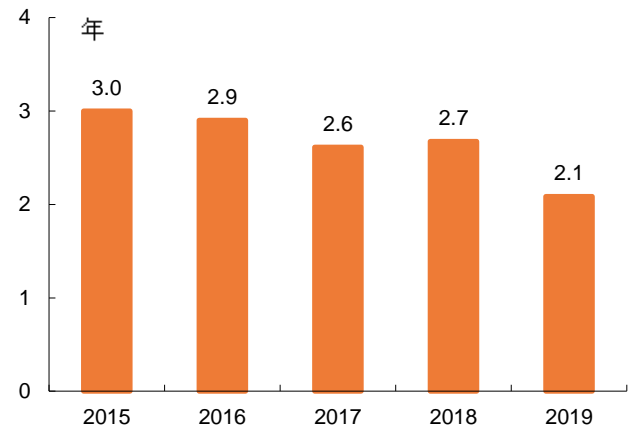
图表20 碧桂园在建项目从获取预售证到竣工平均周期



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 1) 项目统计范围为当年获取预售证的主要在建项目; 2) 由于部分大型项目如城市综合体存在分期竣工, 我们将房企预售至竣工超过4年的项目予以剔除;

图表21 保利主要项目从销售到竣工平均周期



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

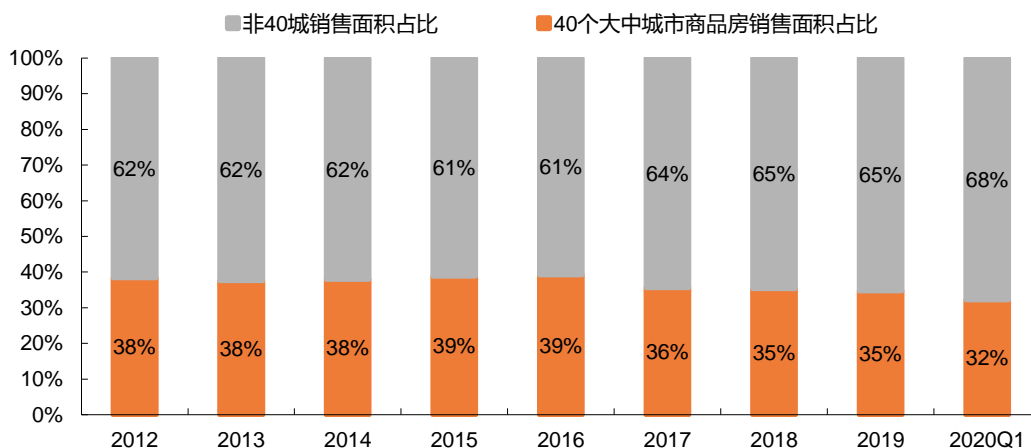
注: 1) 由于保利项目真实预售时间不一定是当年6月, 计算的竣工周期与真实情况可能存在差异; 2) 由于部分大型项目如城市综合体存在分期竣工, 我们将房企预售至竣工超过4年的项目予以剔除

3.3 三四线占比提高而预售条件更低

2016年以来三四线销售占比提高,而预售条件较一二线更低。随着2016年以来调控政策陆续出台,一二线楼市逐渐降温;三四线则受棚改货币化等推动,楼市持续火热,销售面积占全国销售比重持

续提高，2016-2019 全国非 40 城商品房销售占比从 61%提高到 65%。不同于一二线城市较高的预售标准，三四线对项目形象进度或累计投资额要求相对宽松，导致全国整体预售到竣工周期拉长。

图表22 2017 年以来非 40 城销售面积占比显著提高



资料来源:Wind, 平安证券研究所

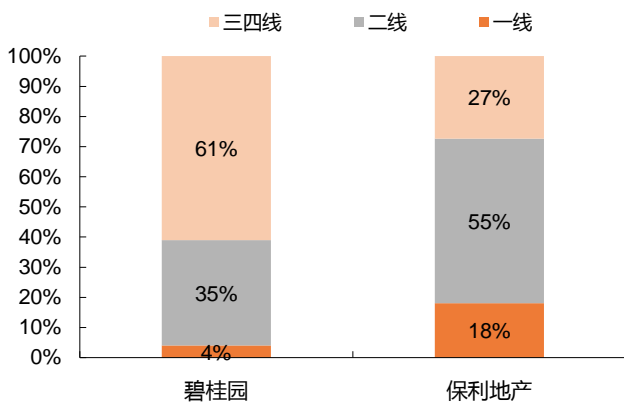
图表23 部分省市最新商品房预售条件

城级	城市/省份	商品房预售条件
一线	深圳	高层建筑主体施工形象进度达到总层数 50% 、装配式建筑完成基础工程并达到标高±0.00（原要求：七层及以下已封顶；七层以上完成地面以上三分之二，经市房地产产业化主管部门认定的产业化项目完成地面以上三分之一）
二线	苏州	超过市场指导价的，不统一要求工程结构封顶；进入一次报价的，不统一要求竣工验收（原要求：土地出让成交价超过市场指导价的，需工程 结构封顶 ；超过市场指导价10%的，需工程竣工验收）
三四线	佛山	工程形象进度达到 25%
	无锡	预售部分完成 25% 以上投资
	鹤壁	6层以下建筑形象进度完成正负零、7—11层完成地面1层、12层以上完成地面2层
	钦州	预售部分投入开发建设资金达到总投资 25% 以上
	抚州	高层、小高层房屋预售形象进度 25% ，多层房屋预售形象 50%
——	河南	预售部分投资达到 25% 以上

资料来源:各地政府官网, 平安证券研究所

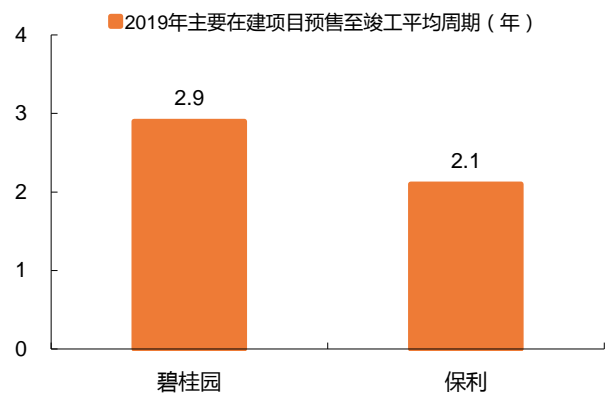
从房企竣工对比来看，三四线为主房企预售至竣工周期更长。以碧桂园与保利为例，碧桂园主要布局三四线城市，2019 年权益销售金额中三四线占比 61%，主要在建项目从获取预售证到竣工平均周期达 2.9 年；保利地产则以一二线城市为主，2019 年销售金额中一二线占比 73%，主要在建项目从销售到竣工平均周期仅 2.1 年。

图表24 2019年碧桂园与保利销售金额分布



资料来源：中指院，公司公告，平安证券研究所

图表25 2019年碧桂园与保利预售至竣工周期对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.4 精装修比例提高拉长施工周期

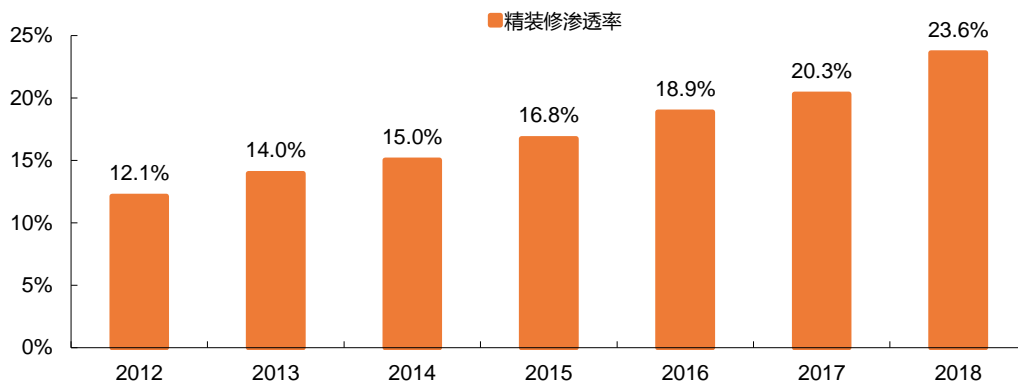
近年来我国商品住宅精装修比例持续提高，一方面由于限价影响，部分开发商通过精装修突破价格管控，另一方面各地方政府亦在发文鼓励精装修交付。据智研咨询整理，2016-2018年全国商品住宅精装修渗透率从18.9%持续提高到23.6%。由于装修一般需要耗时半年甚至更久，导致项目施工周期拉长，进而影响竣工节奏。

图表26 近年来各地住宅装修政策一览

时间	出台部门/地区	文件名	主要内容
2019-02	住建部	《住宅项目规范(征求意见稿)》	城镇新建住宅建筑应全装修交付，并符合水、气、电、消防等相关规定
2017-04	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%
2016-12	海南	《关于继续落实“两个暂停”政策进一步促进房地产市场健康发展的通知》	2017年7月1日起，各市县商品住宅项目要全部实行全装修
2016-09	浙江	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	2016年10月1日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修到2020年，全省基本形成适应建筑产业现代化的市场机制和发展环境，在房屋、桥梁、水利、铁路等建设中积极推进建筑产业现代化。装配率达到30%以上的建筑，占新建建筑的比例达到30%；新建住宅全装修达到50%
2016-03	四川	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	加快发展成品住宅，提高住房品质，到2020年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从2016年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准
2016-01	河南	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	

资料来源：各政府官网，平安证券研究所

图表27 我国商品住宅精装修比例持续提高



资料来源: 智研咨询, 平安证券研究所

四、解惑：哪些区域拖累了竣工

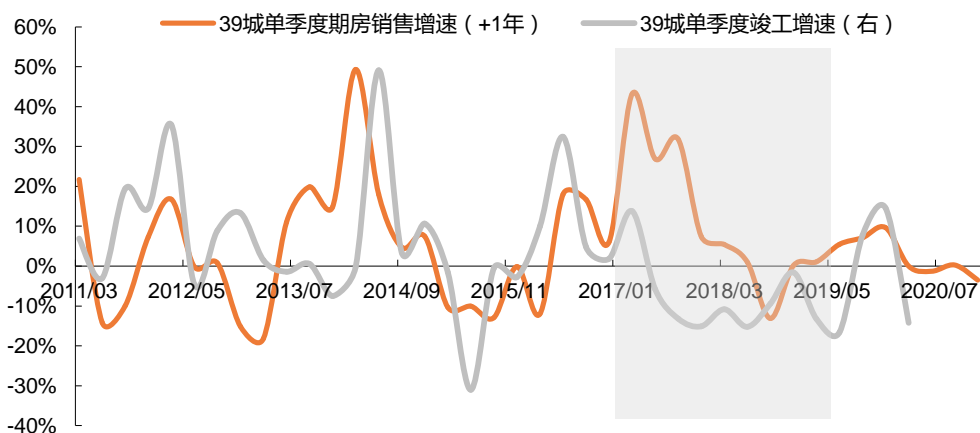
4.1 从各线城市看：一二线竣工完成度略低于三四线

根据上文分析，受资金环境收紧、三四线与精装修占比提高影响，2014年以来全国预售至竣工周期逐步延长，且2018-2019年竣工增速低于预期。那分城市级别看，哪些区域竣工受影响更大？

1) 一二线城市：2017-2019 竣工增速不及预期，2018-2019 年竣工完成度 81%-82%

从竣工增速看，一二线竣工增速滞后期房销售增速 1-2 年，2017-2019 竣工增速不及预期。从统计局数据拟合看，2017 年以前，核心 39 城竣工增速大约滞后期房销售一年左右，但 2017 年以来拟合相关性明显减弱。考虑前文提到的精装修、资金端收紧带来的交付延长，参考保利近年 2 年左右的预售到交房周期，按照滞后 2 年左右估计，2017-2019H1 年，39 城竣工单季增速亦远低于 2015-2017H1 期房销售单季增速，尽管 2019H2 以来竣工增速略有回升，但依旧不及预期。

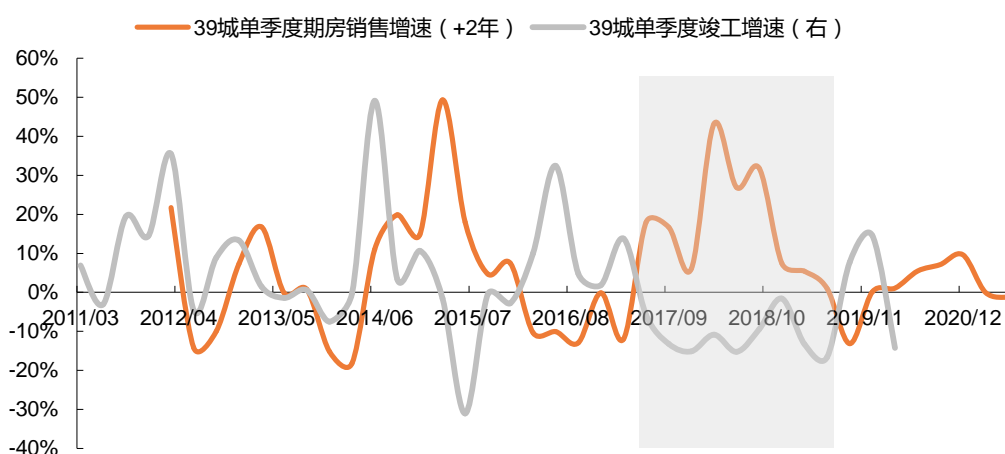
图表28 全国 39 个大中城市期房销售增速（滞后一年）与竣工增速趋势



资料来源: Wind, 中指院, 平安证券研究所

注：由于重庆自 2016 年以后不披露期房销售，故从 40 个大中城市中剔除；2) 由于 39 个大中城市大多数缺乏 2019 年期房销售数据，考虑期房销售占商品房销售比重超过 80%，对于这部分数据缺失城市，假设 2019 年各季度期房销售增速与商品房销售增速一致，由此推算 2019 年各季度期房销售

图表29 全国 39 个大中城市期房销售增速（滞后两年）与竣工增速趋势

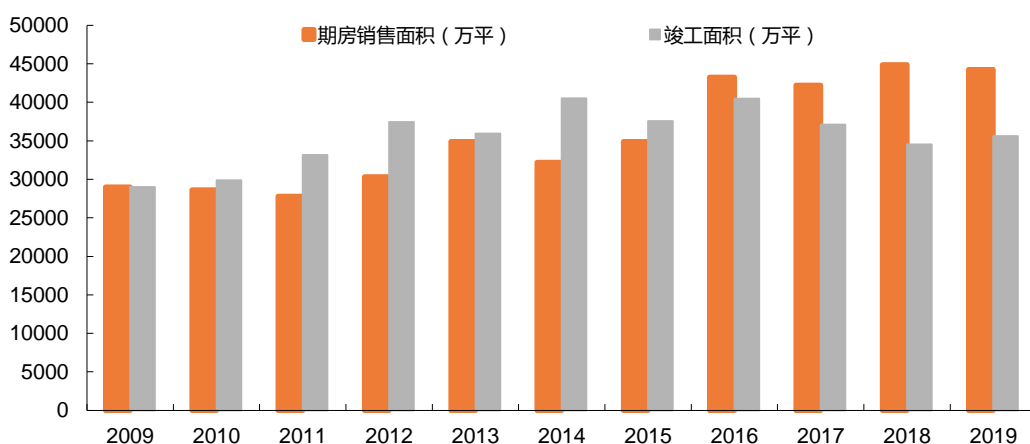


资料来源:Wind, 中指院, 平安证券研究所

注: 由于重庆自 2016 年以后不披露期房销售, 故从 40 个大中城市中剔除; 2) 由于 39 个大中城市大多数缺乏 2019 年期房销售数据, 考虑期房销售占商品房销售比重超过 80%, 对于这部分数据缺失城市, 假设 2019 年各季度期房销售增速与商品房销售增速一致, 由此推算 2019 年各季度期房销售

从竣工规模看, 一二线城市 2018-2019 年竣工完成度约 81%-82%。2016 年以来 39 个大中城市期房销售与竣工差距逐渐扩大, 考虑竣工滞后期房销售, 2018-2019 年 39 城累计竣工 7.0 亿平, 占 2017-2018 年累计期房销售(8.7 亿平) 的 81%, 占 2016-2017 年累计期房销售(8.5 亿平) 的 82%。无论滞后 1 年还是 2 年, 竣工规模均低于前期期房销售规模。我们定义当期竣工与前期期房销售面积比值为竣工完成度, 则一二线城市 2018-2019 年竣工完成度为 81%-82%。

图表30 全国 39 个大中城市历年期房销售与竣工规模

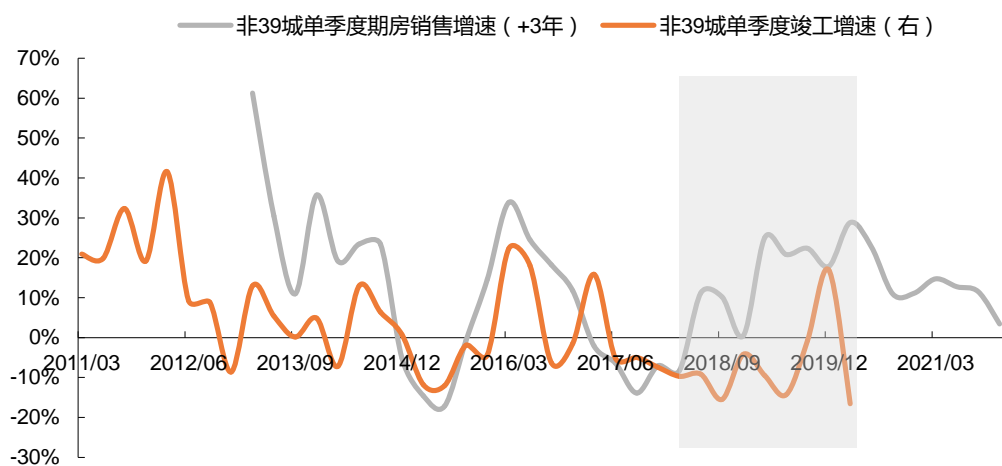


资料来源:Wind, 中指院, 平安证券研究所

2) 三四线城市：2018-2019 年竣工增速不及预期，2018-2019 竣工完成度 87%

从竣工增速看，三四线竣工增速滞后期房销售增速 3 年左右，2018-2019 年竣工增速不及预期。从统计局数据相关性看，2014-2018 年，全国非 39 个大中城市第 N 年竣工单季增速与第 N-3 年期房销售单季增速相关性较强，表明期房销售增速大约领先竣工增速三年左右，印证三四线预售条件更加宽松。但 2018-2019 年，非 39 城单季竣工增速明显低于三年前期房销售单季增速。

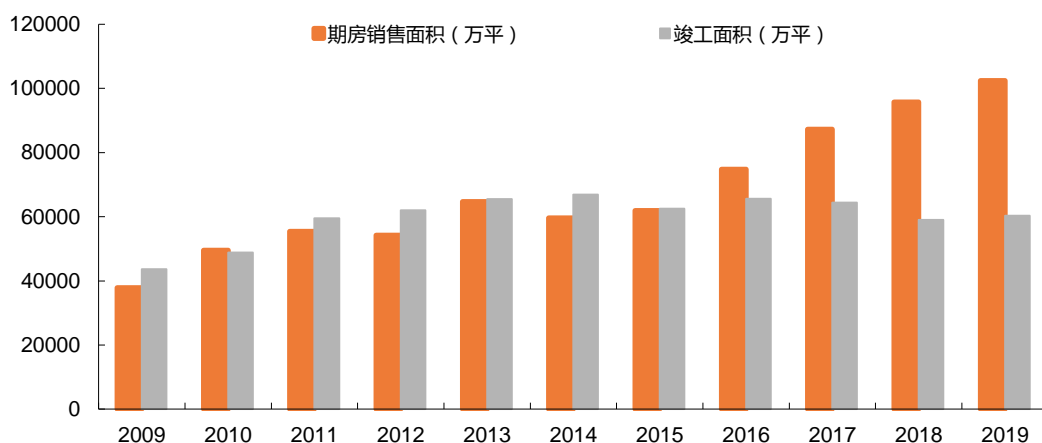
图表31 全国非 39 个大中城市期房销售增速与竣工增速趋势（季度数据）



资料来源:Wind, 中指院, 平安证券研究所

从竣工规模看，三四线城市 2018-2019 年竣工完成度 87%。2016 年以来非 39 个大中城市期房销售与竣工差距显著扩大，考虑三四线城市期房销售领先竣工 3 年左右，对比当期竣工与 3 年前期房销售。2018-2019 年非 39 城累计竣工 11.9 亿平，占 2015-2016 年累计期房销售(13.7 亿平)的 87%。

图表32 全国非 39 个大中城市历年期房销售与竣工规模



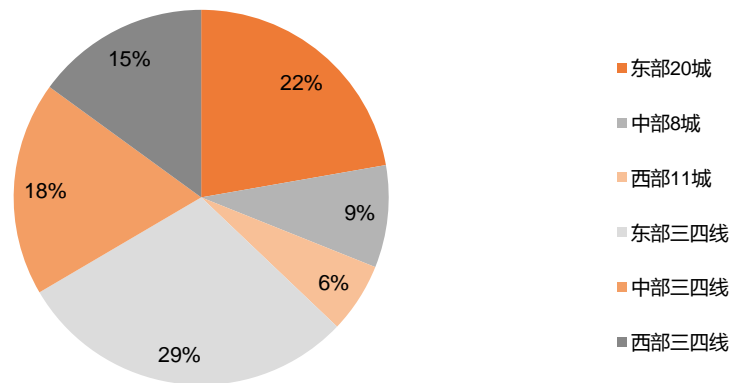
资料来源:Wind, 中指院, 平安证券研究所

4.2 从六大区域看：中西部核心城市竣工拖累力度最大

为进一步挖掘哪个区域竣工受影响更大，我们在上文分类基础上，将全国划分为东部核心城市、中部核心城市、西部核心城市、东部三四线、中部三四线和西部三四线，发现除东部核心 20 城外，其它区域均存在竣工放缓、不及预期的现象，其中中西部核心城市受影响最大。

区域划分说明：1) 由于缺乏各省期房销售数据，全国区域拆分只能借助全国东部、中部、西部与东北部数据进行分析，其中东北地区从 2017 年开始披露，为统一口径，采用 2017 年以前全国区域划分方式（东部、中部与西部），并将 2017 年以后东北辽宁销售数据归入东部，吉林、黑龙江销售数据归入中部，结合核心 39 城，将全国划分为东部核心 20 城、东部三四线、中部核心 8 城、中部三四线、西部核心 11 城与西部三四线六个区域。2) 竣工区域划分口径与期房销售区域划分口径一致。

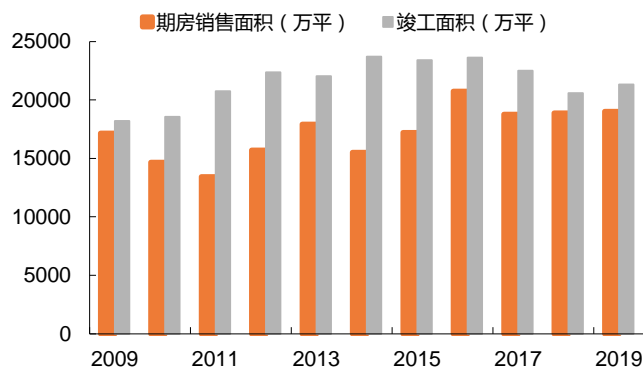
图表33 2019年各区域竣工面积占比



资料来源:Wind, 中指院, 平安证券研究所

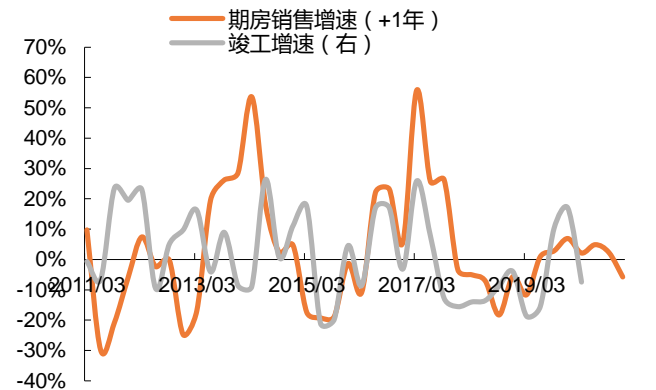
1) 东部核心 20 城：竣工节奏基本正常。从增速趋势看，东部核心 20 城期房竣工增速与滞后一年的期房增速拟合度较高，且增速差异相对较小。从绝对规模看，2009 年以来东部核心 20 城竣工面积一直大于同期期房销售面积；考虑期房销售领先竣工 1-2 年，2018-2019 年东部核心 20 城累计竣工 4.2 亿平，高于 2017-2018 年累计期房销售 3.8 亿平，亦高于 2016-2017 年累计期房销售 4.0 亿平。

图表34 东部 20 城历年期房销售与竣工规模



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

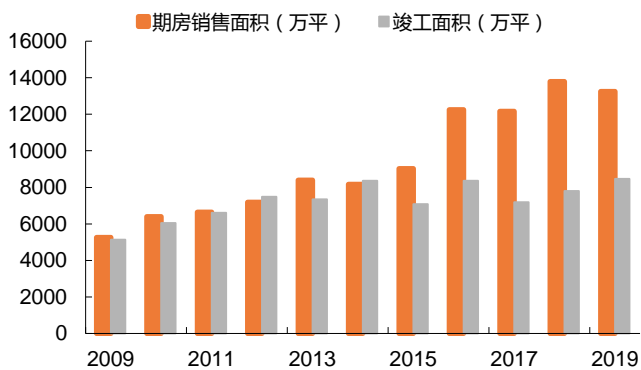
图表35 东部 20 城期房销售与竣工增速走势 (单季度)



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

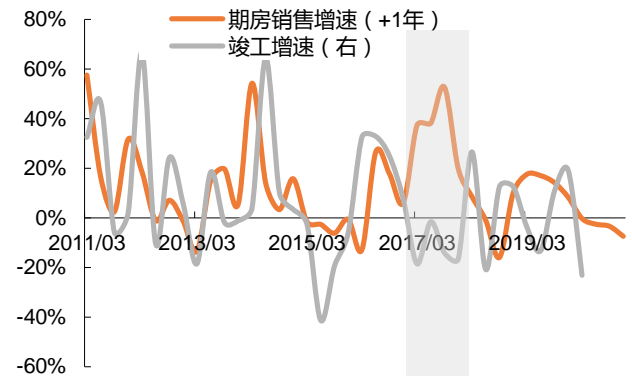
2) 中部核心 8 城：2018-2019 年竣工完成度 63%-76%。从增速趋势来看，2017 年以前竣工增速与滞后一年的期房销售增速相关性较高，但 2017 年以来两者拟合度大幅下降。从绝对规模看，2015 年以来中部核心 8 城期房销售与竣工差距显著扩大；2018-2019 年累计竣工 1.6 亿平，占 2017-2018 年累计期房销售(2.6 亿平)的 63%，占 2016-2017 年累计期房销售(2.4 亿平)的 67%，占 2015-2016 年累积期房销售 (2.1 亿平)的 76%，无论滞后 1 年、2 年甚至 3 年，2018-2019 年中部核心城市竣工规模均不及预期。

图表36 中部 8 城历年期房销售与竣工规模



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

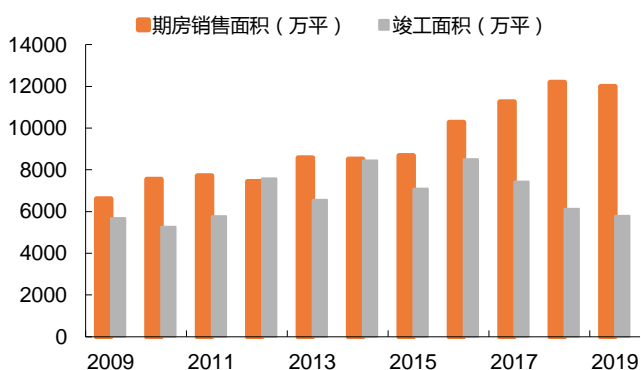
图表37 中部 8 城期房销售与竣工增速走势 (单季度)



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

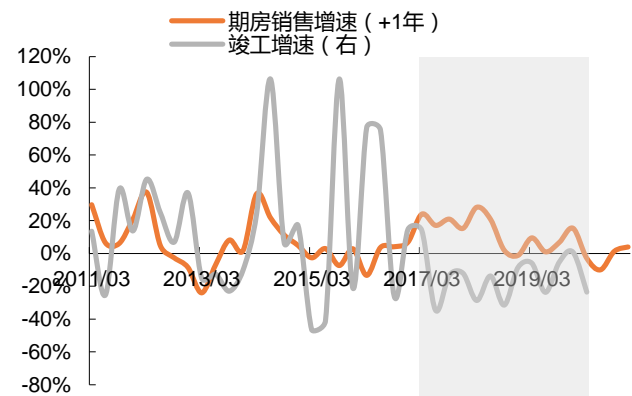
3) 西部核心 11 城：2018-2019 年竣工完成度 51%-63%。从增速趋势看，2015 年以前西部核心城市竣工增速与滞后一年的期房销售增速相关性较好，但 2015 年以来两者相关性大幅下降。从绝对规模看，2015 年以来西部核心 11 城期房销售与竣工差距亦显著扩大，2018-2019 年累计竣工 1.2 亿平，占 2017-2018 年累计期房销售 (2.3 亿平)的 51%，占 2016-2017 年累计期房销售 (2.2 亿平)的 55%，占 2015-2016 年累计期房销售(1.9 亿平)的 63%，无论滞后 1 年、2 年甚至 3 年，2018-2019 年西部核心城市竣工规模均不及预期。

图表38 西部 11 城历年期房销售与竣工规模



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

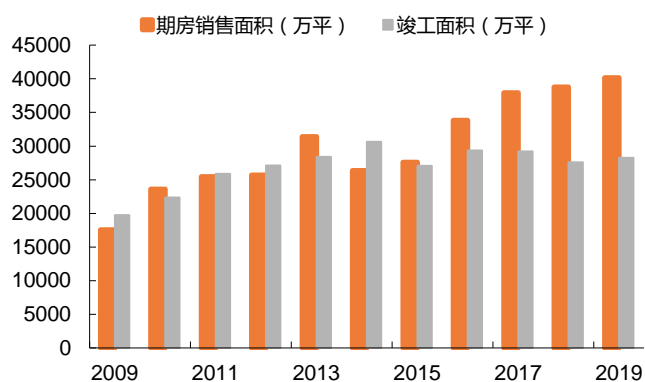
图表39 西部 11 城期房销售与竣工增速走势 (单季度)



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

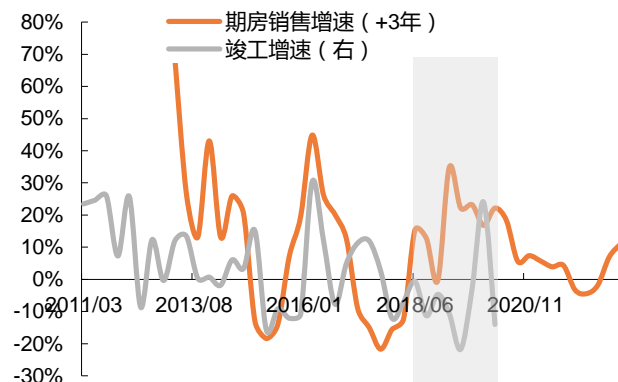
4) 东部三四线：2018-2019 年竣工完成度 91%。从增速趋势看，2018 年以前东部三四线竣工增速与滞后三年的期房销售增速相关性较好，但 2018H2-2019 年东部三四线竣工增速低于三年前期房销售增速。从绝对规模看，2016 年以来东部三四线期房销售与竣工差距显著扩大；按三四线城市期房销售领先竣工大约三年估计，2018-2019 年东部三四线累计竣工 5.6 亿平，占 2015-2016 年累计期房销售（6.1 亿平）的 91%。

图表40 东部三四线历年期房销售与竣工规模



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

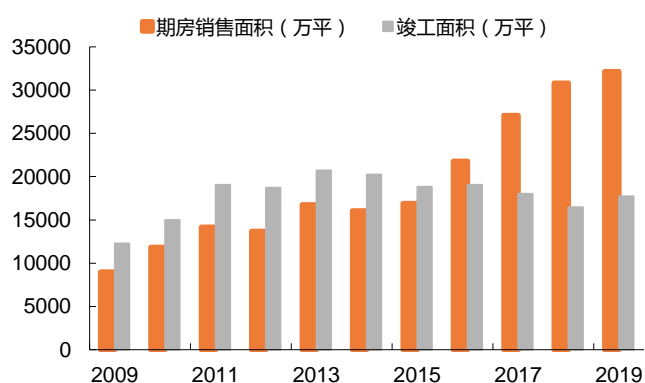
图表41 东部三四线期房销售与竣工增速走势 (单季度)



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

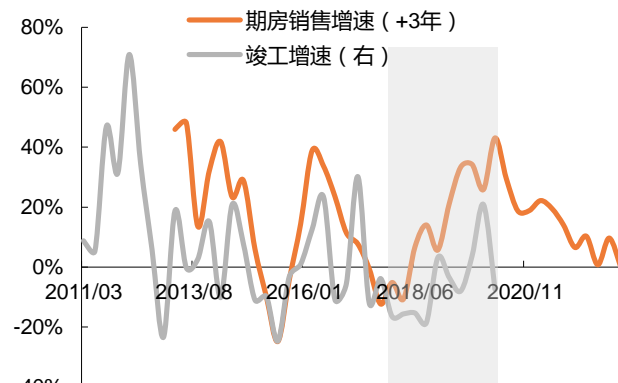
5) 中部三四线：2018-2019 年竣工完成度 88%。从增速趋势看，2018 年以前中部三四线竣工增速与滞后三年的期房销售增速相关性较好，但 2018H2-2019 年中部三四线竣工增速低于三年前期房销售增速。从绝对规模看，2016 年以来中部三四线期房销售与竣工差距显著扩大；按三四线城市期房销售领先竣工大约三年估计，2018-2019 年中部三四线累计竣工 3.4 亿平，占 2015-2016 年累计期房销售（3.9 亿平）的 88%。

图表42 中部三四线历年期房销售与竣工规模



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

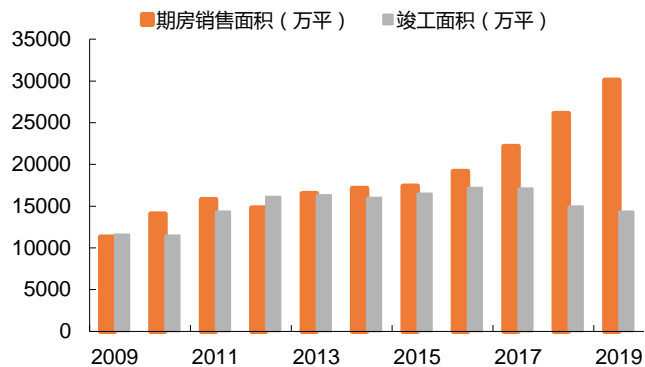
图表43 中部三四线期房销售与竣工增速走势 (单季度)



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

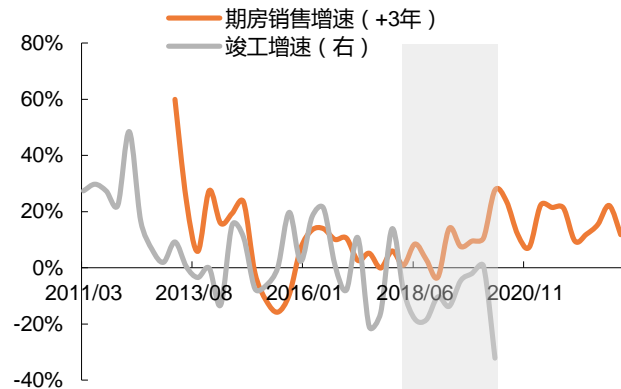
6) 西部三四线：2018-2019 年竣工完成度 80%。从增速趋势看，2018 年以前西部三四线竣工增速与滞后三年的期房销售增速相关性较好，但 2018H2-2019 年西部三四线竣工增速低于三年前期房销售增速。从绝对规模看，2016 年以来西部三四线期房销售与竣工差距逐渐扩大；2018-2019 年累计竣工 2.9 亿平，占 2015-2016 年累计期房销售（3.7 亿平）的 80%。

图表44 西部三四线历年期房销售与竣工规模



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

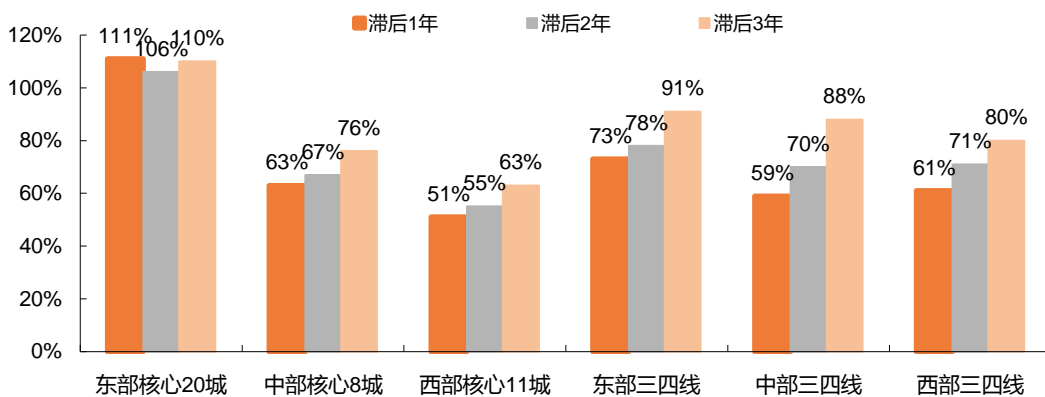
图表45 西部三四线期房销售与竣工增速走势 (单季度)



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

考虑并不是所有项目在竣工时已经售罄、同时亦会存在自持等不可售建面，理论上竣工面积会大于此前期房销售面积。从六大区域来看，2018-2019 年除东部核心城市竣工大于前期期房销售外，其它区域均小于 100%，其中中西部核心城市比例相对较低，无论滞后 1 年、2 年甚至 3 年，竣工完成度均未超过 80%。

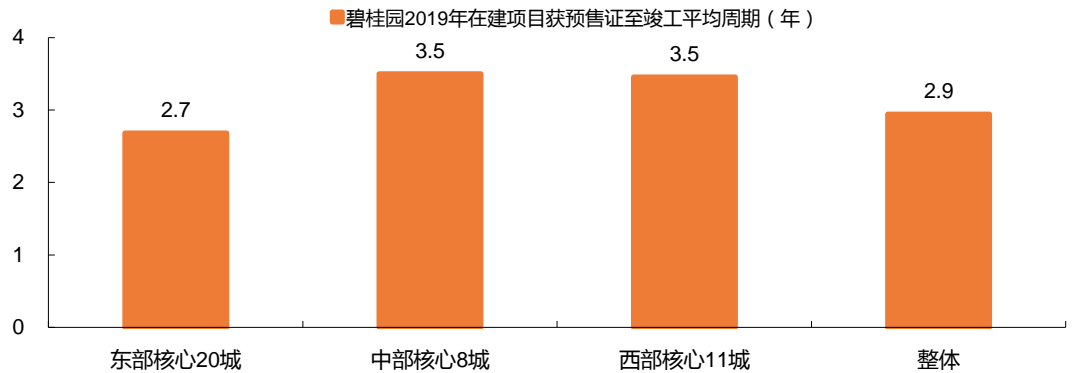
图表46 2018-2019 年分区域竣工规模与滞后期房销售面积的比值



资料来源:Wind, 中指院, 平安证券研究所

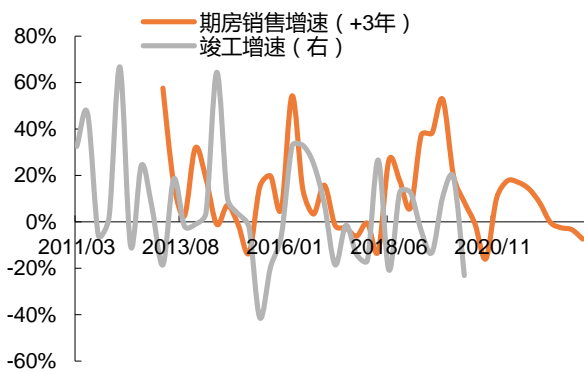
从碧桂园各区域项目竣工周期来看，2019 年中部、西部核心城市在建项目从获取预售证至竣工周期均为 3.5 年，显著高于整体平均周期 2.9 年，施工周期更长可能是 2018-2019 年中西部核心城市竣工规模不及前期期房销售规模的原因之一。从增速拟合来看，2018-2019 年全国中部 8 城、西部 11 城竣工增速与 2015-2016 年期房增速拟合度相对较好。

图表47 碧桂园 2019 年主要在建项目获预售证至竣工平均周期



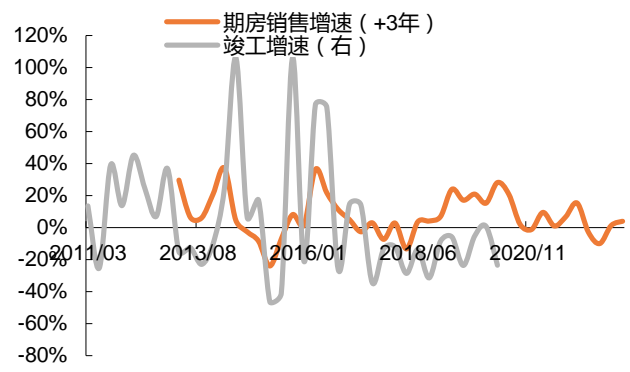
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表48 中部 8 城期房销售与竣工增速走势 (单季度)



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

图表49 西部 11 城期房销售与竣工增速走势 (单季度)



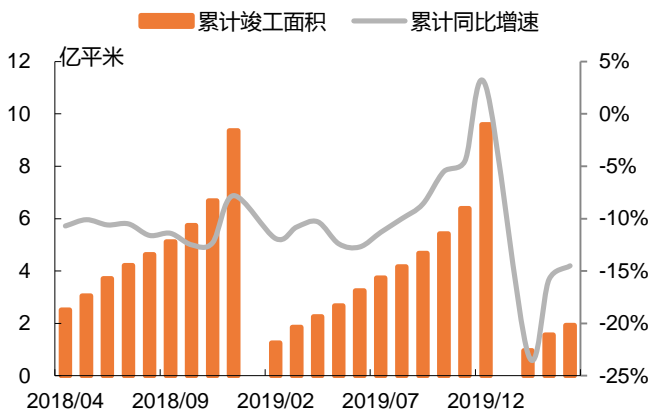
资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

五、 展望：预计 2020 年实际竣工同比增约 10%

5.1 刚性交房约束下，施工延长及疫情难改中期竣工回升趋势

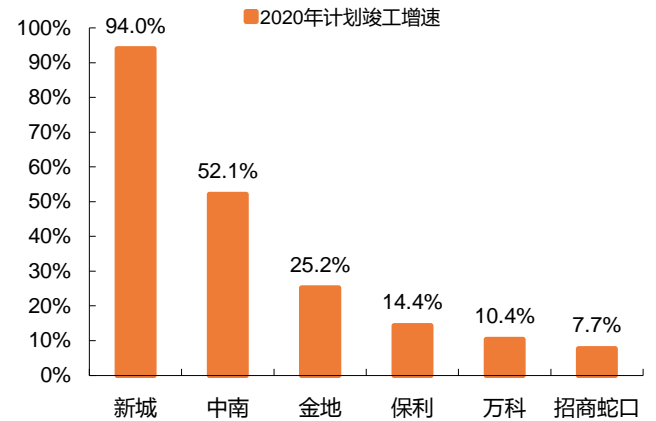
根据前文分析，即使考虑资金收紧、三四线及精装修占比提升带来的施工周期延长以及竣工放缓，除东部核心城市外，其它区域竣工均不及预期。我们认为尽管可能存在房企遗报、延报等情况，但部分区域（中西部核心城市）竣工规模偏离度较大，在交房周期刚性约束下，后续竣工有望逐步回升。从 2020 年来看，受疫情影响，1-4 月竣工同比降 14.5%，但招保万金等 6 家主流房企 2020 年平均竣工目标增速仍高达 34%。

图表50 2020年1-4月商品房竣工面积同比下降14.5%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表51 主流房企2020年计划竣工增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

5.2 预计2020年竣工同比增长约10%

考虑统计局竣工数据可能存在漏报等带来的误差, 为更好估算真实竣工规模及增速, 我们根据前文不同区域的竣工与期房销售增速滞后关系, 对未来竣工进行测算。

我们将竣工拆分为当年竣工前已售和当年竣工时未售, 即 **第 N 年竣工面积=第 N 年竣工前已售面积+第 N 年竣工时未售面积**, 分两部分进行估算:

- 1) 第 N 年竣工前已售面积: 根据前文分析, 东部核心 20 城竣工滞后期房期限明显短于全国其他区域, 因此我们分开进行测算。考虑前文提到精装修占比提升、资金端收紧带来的交付延长等, 假设东部核心 20 城 2016-2019 年年竣工滞后期房销售 1.5 年(即 2019 年竣工前已售面积为 2017、2018 年期房销售均值); 其他城市 2016、2017 年竣工滞后期房销售 2.5 年, 2018 年滞后周期逐步延长至 2.75 年, 2019 年进一步延长至 3 年。

图表52 东部核心 20 城与全国其他城市竣工前已售面积测算 (亿平)

地区	指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
东部核心 20 城	期房	1.8	1.6	1.7	2.1	1.9	1.9	1.9	-
	销售面积								
	对应竣工前已售	-	-	-	1.6	1.9	2.0	1.9	1.9
全国其他城市	期房	8.2	7.6	8.0	9.7	11.1	12.2	12.8	-
	销售面积								
	对应竣工前已售	-	-	-	7.9	7.8	8.4	9.7	11.1

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 第 N 年竣工时未售面积: 根据统计局待售面积的定义, 第 N 年末待售面积=第 N-1 年末待售面积+第 N 年竣工时未售面积-第 N 年现房销售面积。由于本轮周期楼市景气度维持高位, 2016-2019 年待售面积处于持续净消耗状态, 随着 2018-2019 年市场调整压力加大, 2019 年商品房销售面积增速亦降至-0.1%, 期末待售面积下行幅度有所放缓。考虑疫情冲击及行业本身步入下行周期, 我们假设 2020、2021 年末待售面积与 2019 年末持平, 则第 N 年竣工时未售面积=第 N 年现房销售面积 (N=2020,2021)。

图表53 由于楼市景气度维持高位, 2016-2019 待售面积净消耗

	商品房待售面积(亿平)	现房销售面积(亿平)	当年竣工时未售面积(亿平)
2015	7.2	3.2	4.1
2016	7.0	3.9	3.7
2017	5.9	4.0	2.9
2018	5.2	3.1	2.5
2019	5.0	2.5	2.2

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 由于竣工项目可能存在自持等不可售面积, 因此根据上述公式测算的当年竣工时未售面积可能会存在一定误差。

2015-2019 年“第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积”均值为 53%, 且 2017 年以来呈下行趋势, 考虑过去几年楼市整体较好, 大部分竣工时未售现房为尾盘或品质朝向较差户型, 预计短期“第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积”仍将延续下降, 我们按照 2020、2021 年现房销售分别为上年末待售面积的 45%、42%估算。

图表54 第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积比例一览

	现房销售面积(亿平)	商品房待售面积(亿平)	第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积
2015	3.2	7.2	51.6%
2016	3.9	7.0	54.2%
2017	4.0	5.9	57.1%
2018	3.1	5.2	52.5%
2019	2.5	5.0	48.1%
2020E	2.3	5.0	45.0%
2021E	2.1	5.0	42.0%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

根据上述方法, 测算 2016-2019 年全国竣工面积 52.5 亿平, 高于统计局披露的 39.7 亿平; 从竣工增速看, 2018、2019 年测算竣工增速分别为 1.6%、7.9%, 高于统计局披露的竣工增速 (-7.8%、2.6%), 但低于 2015-2017 年全国期房销售增速 (5.5%、21.9%、9.6%)。随着 2017 年以来预售项目进入集中交付阶段, 测算 2020 年竣工规模同比增长约 9.9%, 考虑疫情带来停工冲击, 预计实际竣工规模增速可能略低于测算值。

图表55 全国实际竣工规模测算结果

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
东部核心城市竣工前 已售面积 (亿平)	—	—	—	1.6	1.9	2.0	1.9	1.9
全国其他城市竣工前 已售面积 (亿平)	—	—	—	7.9	7.8	8.4	9.7	11.1
当年竣工时未售面积 (亿平)	—	—	—	3.7	2.9	2.5	2.2	2.3
测算全国竣工面积 (亿平)	—	—	—	13.2	12.6	12.8	13.8	15.2
测算竣工面积 YoY	—	—	—	—	-4.6%	1.6%	7.9%	9.9%
统计局竣工面积 (亿平)	—	—	—	10.6	10.1	9.4	9.6	—
统计局竣工 YoY	—	—	—	6.1%	-4.4%	-7.8%	2.6%	—
全国期房销售面积 (亿平)	10.0	9.2	9.7	11.8	12.9	14.1	14.7	—
全国期房销售 YoY	17.8%	-7.8%	5.5%	21.9%	9.6%	8.7%	4.3%	—

资料来源: Wind, 平安证券研究所

六、 投资建议

尽管受竣工数据漏报遗报、资金环境收紧、三四线销售占比与精装修比例提升等影响，2018年以来全国竣工表现持续不及预期，近期新冠疫情又加大房企竣工压力，但在交房周期的刚性约束下，我们认后续竣工仍有望逐步回升，带动房企结算业绩的释放和下游产业链景气度的修复。投资建议方面，建议关注：1) 受益竣工回升周期及存量市场的物业板块；2) 受益竣工景气度回升的地产下游家电家居等板块。

七、 风险提示

- 1) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超预期，行业资金压力加大将带来中小房企资金链断裂风险；
- 2) 由于疫情对行业开工、复工的影响，可能导致部分房企面临供货节奏、交付节奏不及预期的风险；
- 3) 由于疫情导致返乡置业缺失，加上三四线供应较大、棚改退潮导致的需求弱化，行业面临三四线楼市销售快速下行、部分项目烂尾的风险。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033