

“保交楼”可以带动多少消费？

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：刘雅丽

邮箱：liuy104@zts.com.cn

要点

2023年房地产调控的重点工作之一是保交楼，商品房交付后会带动家电、家具和建筑建材等地产后周期商品的消费。在消费整体低迷的背景下，保交楼将为消费贡献有益增量。

- **2.7 亿平方米商品房延期交付。**从历史数据看，新开工面积（12MA，即12个月移动平均）同比，领先于竣工面积（12MA）同比3年左右，这一规律在2016年到2021年二季度成立。2021年三季度房企融资环境明显收紧，房地产开发资金来源同比转负，停工和延期交付的商品房面积持续累积，体现在数据上就是竣工面积（12MA）同比和滞后三年的新开工面积（12MA）同比之间的缺口不断走阔。利用新开工面积同比、竣工面积同比之间的领先滞后关系，测算得2021年三季度到2022年年末，全国约有2.7亿平方米的商品房延期交付，其中住宅约有1.95亿平方米、折合170.8万套。
- **政策积极推动保交楼，定量测算显示最乐观的情形下（即延期交付的商品房都能竣工），交付后的装修需求，有望带动家电、家具、建筑及装潢材料销售额共计3247亿，占2022年社会消费品零售总额的0.7%。**分行业看，带动家电零售448亿，约占2022年限额以上家用电器和音像器材类零售额的5.0%；带动家具销售564亿，约占2022年限额以上家具类零售额的34.5%；带动建筑和装潢材料2235亿，约占2022年全国建筑和装潢材料类零售额的35.1%。“保交楼”对家具和建筑及装潢材料的拉动作用更加明显。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，测算偏差。**

相关报告

内容目录

1.有多少商品房延期交付?	- 4 -
2.定量测算“保交楼”对社消的影响	- 5 -

图表目录

图表 1: 2021 年三季度开始, 新开工对竣工的领先性消失.....	- 4 -
图表 2: 竣工面积同比和家电、家具、建材的零售额同比走势同步.....	- 5 -
图表 3: 延期交付住宅对家电零售额的拉动测算.....	- 6 -
图表 4: 三室两厅住宅需要的家具数量及单价.....	- 7 -

2023 年房地产调控的重点工作之一是保交楼，商品房交付后会带动家电、家具和建筑建材等地产后周期商品的消费。在消费整体低迷的背景下，保交楼将为消费贡献有益增量。定量测算显示，2021 年三季度至 2022 年年末，全国约有 2.7 亿平方米的商品房延期交付。假定都能交付，装修需求有望带动家电、家具、建筑及装潢材料销售额共计 3247 亿，占 2022 年社会消费品零售总额的 0.7%。乐观情况下，尽管总量拉动有限，但对家具、建筑和装潢材料两个细分品类的拉动明显。

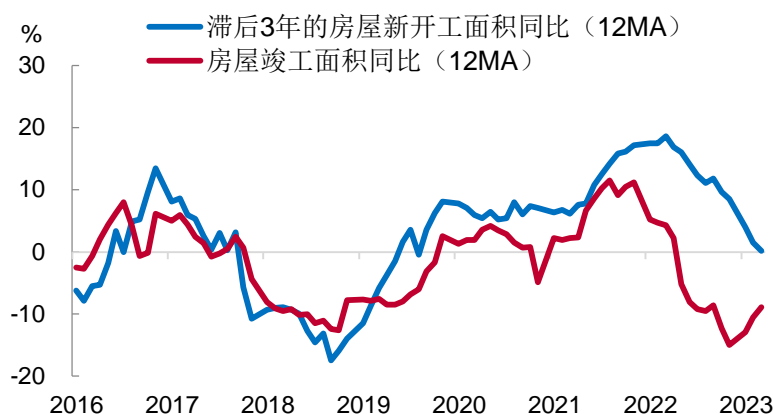
1. 有多少商品房延期交付？

从历史数据看，新开工面积（12MA，即 12 个月移动平均）同比，领先于竣工面积（12MA）同比 3 年左右，这一规律在 2016 年到 2021 年二季度成立。

2021 年三季度房企融资环境明显收紧，房地产开发资金来源同比从当年二季度的 11.4%，大幅下滑至 -8.4%。这是 2015 年二季度以来，继受疫情冲击最严重的 2020 年一季度（-13.8%）之后，房地产开发资金来源同比第二次转负。

它的影响立竿见影，整个行业的融资转紧后，地产施工和竣工放慢。2021 年三季度开始，应竣工但实际未竣工的商品房面积持续累积，体现在数据上就是竣工面积（12MA）同比，和滞后三年的新开工面积（12MA）同比之间的缺口不断走阔，直到 2023 年才开始收敛。

图表 1：2021 年三季度开始，新开工对竣工的领先性消失



来源：Wind，中泰证券研究所

利用新开工面积同比、竣工面积同比之间的领先滞后关系测算，2021 年三季度到 2022 年年末，约有 2.7 亿平方米的商品房延期交付。

2022 年 7 月全国房地产行业发生事件性冲击，此后“保交楼”成为房地产领域的重点工作。2022 年 7 月政治局会议指出“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。2022 年 12 月中央经济工作会议指出“扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作”，将“保交楼”放在房地产调控工作的首位。2023 年 4 月政治局会议再次强调“做好保交楼、保民生、保稳定工作”。

围绕“保交楼”所需资金，也出台了一系列政策。2022 年 8 月政策性银

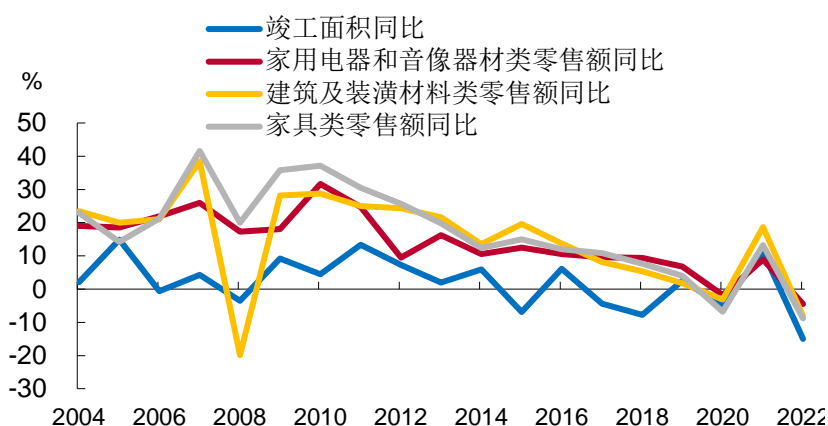
行设立 2000 亿元保交楼专项借款。2022 年 11 月央行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，房企的信贷、债券和股权融资“三箭齐发”。

“保交楼”相关政策取得了一定成效。考虑到基数影响后，从两年平均同比看，今年 3-4 月新开工面积、施工面积的同比跌幅均持续扩大，而竣工面积两年平均同比从 1-2 月的-1.3%，回升至 3-4 月的 5.6%和 10.1%。竣工是房地产产业链目前为数不多的亮点。

2. 定量测算“保交楼”对社消的影响

商品房竣工和交付后，需要装修、布置家具和家电，因此会带动建筑装潢材料、家具和家电等的消费。从数据上看，剔除了价格因素（用各行业的 RPI 同比来剔除）后的限额以上家电音像、家具、建筑及装潢材料类的零售额同比，走势都具有一定同步性，相关系数分别为 0.51、0.55 和 0.60。

图表 2：竣工面积同比和家电、家具、建材的零售额同比走势同步



来源：Wind，中泰证券研究所

其中，建筑及装潢材料类零售额同比和竣工面积同比的相关性最高，源于商品房交付后的装修需求相对刚性。而家电音像类零售额同比和竣工面积同比的相关性较低，可能原因是家电零售不仅有新装修需求，也包含了存量家电的更新置换需求。

我们的测算思路是，假定 2.7 亿平方米延期交付的商品房都能竣工和交付，先计算对家电、家具、建筑装潢材料的拉动，最后再加总。

需要明确的是，“保交楼”主要由地方政府主导，在实际操作时普遍面临地方政府财力受限、房地产纾困基金多有收益率考核要求、问题项目的资产和负债核算难度均较大、地方政府“保交楼”和开发商“要生存”的目标之间存在冲突等困难。因此，我们的定量分析结果是最乐观的情形，会高估“保交楼”对社消的实际拉动规模。

（一）家电

我们主要测算延期交付的商品房中，住宅部分装修所引致的家电需求，纳入测算的家电包括空调、冰箱、洗衣机、彩电、淋浴热水器、油烟机和微波炉这七大类。测算思路如下：

首先，2.7 亿平方米延期交付的商品房，对应着 170.8 万套住宅。商品房除住宅外，还包括办公楼、商业营业用房这两大类，上述家电主要用于住宅的装修，因此需要重点分析商品房中的住宅部分。2020 年（最近的、未出现大面积延期交付的年份）住宅竣工面积占商品房竣工面积的 72.3%，假定延期交付的商品房中也是该比例，可估算得约有 1.95 亿平方米住宅延期交付。2021 年（最新数据）销售的住宅套均面积为 114.3 平米，因此约有 170.8 万套住宅延期交付。

其次，每套商品房装修需要的家电量，援引国家统计局公布的 2021 年（最新数据）城镇居民每百户耐用品拥有量。

最后，取国家发改委公布的 2023 年 1-4 月 36 个大中城市日用工业消费品均价，作为装修时各类家电购买的单价。

图表 3：延期交付住宅对家电零售额的拉动测算

品类	每百户城镇家庭拥有量	单价 (元/台)	套均家电总额 (元)	拉动总额 (亿元)
空调	161.7	3089.2	19424.7	331.8 (448.3)
冰箱	104.2	3146.6		
洗衣机	100.5	2522.8		
彩电	120.3	3010.9		
油烟机	82.3	3075.2		
淋浴热水器	98.1	2068.1		
微波炉	55.4	782.3		

来源：WIND，中泰证券研究所

测算结果显示，每套住宅装修需要的前述七大类家电约为 1.94 万元，170.8 万套住宅将带动七大类家电销售约 331.8 亿（2019 年全国地产精装修房渗透率为 32%，由于房企集中采购家电的成本更低，测算结果可能高估）。奥维云网的预测显示，上述七大类家电占 2023 年全品类家电销售额的 74%，根据该比例可推算得延期交付住宅有望带动家电零售 448.3 亿，约占 2022 年限额以上家用电器和音像器材类零售额的 5.0%（假定家电销售大部分来自于限额以上零售企业）。

（二）家具

我们采用两种方法估算每套住宅装修所需的家具金额，取两种方法的均值，以此为基础估算延期交付住宅装修所带动的家具销售额。

方法一是参考装酷网给出的装修家具清单及单价，大致推算出一套 100 多平方米的三室两厅住宅装修所需的家具在 3.5 万元左右。

图表 4: 三室两厅住宅需要的家具数量及单价

类别	总价 (元)	单价 (元/件)	数量
橱柜	3600	900	4
餐桌	4000	4000	1
电视柜	1000	1000	1
茶几	1600	1600	1
沙发	4000	4000	1
窗帘	4000	4000	1
床	3600	1200	3
床垫	2700	900	3
衣柜	6600	2200	3
卧室灯	900	300	3
客厅灯	900	450	2
自动晒衣架	2000	2000	1
总计	34900		

来源：装酷网，中泰证券研究所

方法二是根据限额以上家具零售额、住宅竣工面积等历史数据，推算出每平方米竣工住宅所需的家具销售额。具体测算过程如下：

首先，根据数据威统计的每月住宅家具和商业/办公家具的销售额，可知住宅家具的销售额占比稳定在 95% 左右。

其次，根据《2018 中国建筑装饰蓝皮书》，中国建筑装饰装修市场中，精装修商品房市场、改造性住宅市场、毛坯房市场的需求占比分别为 39.8%、31.4% 和 28.8%，即存量房改造和新房装修的占比分别为 31.4%、68.6%。

再次，根据 2017 年限额以上家具零售额 2809 亿、住宅家具零售额占比 96.7%、新房装修比例 68.6%，可估算得 2017 年住宅类新房装修带动的家具销售额为 1863 亿。除以 2017 年的住宅竣工面积 7.2 亿平方米，可得 2017 年每平米房住宅对应的家具零售额约为 258.8 元。

最后，考虑到物价变动，用 2018-2022 年的家具类 RPI 同比，估算 2022 年每平方米装修所需的家具价值约为 274.6 元。那么 114.3 平方米的住宅，每套对应的家具销售额约为 3.1 万元。

综合上述两种方法，我们认为每套住宅（面积 114 平方米）装修所需的家具，金额在 3.1 万-3.5 万元之间。取区间中值 3.3 万元，可估算得延期交付的住宅，装修将带动 564 亿元的家具销售，约占 2022 年限额以上家具类零售额的 34.5%。

（三）建筑及装潢材料

同样采用两种方法估算每平方米商品房装修所需的建筑及装潢材料费用，然后取区间均值作为后续测算的基础。

方法一是整体法，核心思路是利用全国建筑及装潢材料销售额，除以竣工面积得到每平方米商品房装修所需的建筑和装潢材料费用。2022 年限额以上建筑

和装潢材料零售额为 1911 亿元，同年限额以上商品零售额占全国的 36.4%，不过考虑到建筑装饰行业集中度低，限额以上零售额占比或低于整体。假定为 30%，可估算得 2022 年全国建筑及装潢材料类零售额为 6370 亿元。2022 年全国商品房竣工面积为 8.6 亿平方米，由此可算得每平方米商品房对应的建材和装潢材料销售额约为 740 元。

方法二是援引第三方机构的数据。根据中装协住宅产业分会面向行业内百家家装企业进行的市场端调研结果，可计算出全国家装的平均客单值约 19.51 万元，平均每平方米价位为 1525 元。根据装修公司土巴兔的报价，其他费用占比 15%，辅材/人工占比 44%，主材占比 41%。艾瑞咨询报告也显示，装修中人工费用占比 30%-40%。取材料费占比在 60% 估算，每平方米商品房装修所需的建筑和装潢材料约为 915 元。

综合上述两种方法，我们认为每平方米商品房装修所需的建筑和装潢材料在 740-915 元之间。取区间中值 828 元计算，**2.7 亿平方米延期交付的商品房装修，有望带动建筑和装潢材料零售 2235 亿元，约占 2022 年全国建筑和装潢材料类零售额的 35.1%。**

总结一下，延期交付的商品房约有 2.7 亿平方米，其中住宅约有 1.95 亿平方米、折合 170.8 万套。最乐观的情形下，交付后的装修需求，有望带动家电、家具、建筑及装潢材料销售额共计 3247 亿，占 2022 年社会消费品零售总额的 0.7%。分行业看，带动家电零售 448 亿，约占 2022 年限额以上家用电器和音像器材类零售额的 5.0%；带动家具销售 564 亿，约占 2022 年限额以上家具类零售额的 34.5%；带动建筑和装潢材料 2235 亿，约占 2022 年全国建筑和装潢材料类零售额的 35.1%。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，测算偏差。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。