

今年 1-9 月房屋竣工面积同比 19.8%，是地产链中表现最好的一个环节。市场普遍较为关注，今年竣工高峰过后，明年地产竣工又将如何，能否延续两位数高增长？

不同于以往周期，本轮地产下行过程中，新开工面积有所下滑。新开工似乎是竣工的前置指标，据此，有部分市场观点担忧未来竣工需求。

但要强调的是，2021 年以来地产行业迎来供需关系重构，地产链运行逻辑发生变化，新开工和竣工的相关性不再延续以往节奏。

这也意味着，我们估算 2023 年及以后年份地产竣工时，需要不局限于传统地产运行规律经验。即不能将视线只聚焦于新开工和竣工之先后关系，更应该关注销售面积对后续竣工的指示性意义。

### ➤ 以销售面积为锚，我们搭建预测未来竣工面积的方法论。

**当年“需要竣工面积”由三部分构成：**（一）之前 3 年的期房销售，按照合同交付规定，当年需要完成竣工并交付的部分，这是匡算当年竣工面积的主要基础。（二）当年现房竣工。（三）过去年份未及时竣工的延期交付期房，在当年完成竣工的部分。

**当年“实际竣工面积”小于等于“需要竣工面积”，两者差在竣工节奏（即竣工率）。**若竣工率为 100%，则实际竣工面积等于需要竣工面积。可以发现，匡算实际竣工面积，我们需要在需要竣工面积基础上，再假设一个竣工率。在保交付语境之下，保交楼进度与竣工率相关。即保交付进度强，竣工率便高。

经历 2022 年停工在建项目较多，2023 年积极保交付，**我们可用 2022 年和 2023 年保交楼节奏，作为估算 2024 年竣工面积测算的竣工率参考锚。**

### ➤ 充分考量未来保交楼的进度，我们对 2024 年竣工展开三种情形讨论。

**（一）基准情形，保交楼节奏与 2023 年一致。**若 2024 年保交楼的力度和今年类似，即 2023-2024 年期房竣工率持平于 2022-2023 年，那么 2024 年测算的竣工面积预计为 15.6 亿平，竣工同比增速为 8%。

**（二）乐观情形，保交楼全部在 2024 年完成。**若 2024 年保交楼进度加速，房企资金约束得到有效解决，则 2019-2021 三年所售期房全部在 2022-2024 年交付，那么 2024 年测算的竣工面积预计为 20 亿平，竣工增速将高达 39%。

**（三）悲观情形，保交楼节奏按照 2022 年节奏推进。**假设明年房企资金仍面临较大周转压力，竣工周期再度拉长，2024 年期房竣工率降至 2022 年的水平，那么竣工面积将降至 13.6 亿平，竣工增速同比或至-6%。

### ➤ 本文估算框架下，2024 年竣工面积或高于利用新开工推算的预估值。

之所以我们测算得到 2024 年地产竣工或高于市场预期，主因有二：

**第一，2021 年是商品住宅销售高点，这是 2024 年需要竣工面积的主要构成。**

2021 年销售期房，需要 2024 年交付。2021 年住宅销售面积达到历史峰值，决定了 2024 年所需竣工面积偏大。

**第二，基于政府工作持续向民生保障领域倾斜，竣工节奏有底线保障。**

2022 年和 2023 年尚有延期交付期房，需要在 2024 及未来年份完成竣工并交付。这部分待竣工期房，客观上增加 2024 年需竣工面积。

**风险提示：**结果测算存在偏差；地产政策调控超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 陈怡

执业证书：S0100122120020

电话：13817480407

邮箱：chenyi@mszq.com

#### 相关研究

1. 2023 年 9 月经济数据点评：经济是否

“N”型大反弹？-2023/10/18

2. 全球大类资产跟踪周报：汇金罕见出手-2023/10/15

3. 宏观经济跟踪报告：赤字增扩？-2023/10/12

4. 宏观专题研究：人民币汇率定价的三条线索-2023/10/09

5. 宏观专题研究：年内的财政空间-2023/10/09

# 目录

引言 .....	3
<b>1 预测地产竣工的逻辑缘起中国期房销售制度 .....</b>	<b>4</b>
<b>2 未来地产竣工测算依赖稳健性较高的竣工同比 .....</b>	<b>5</b>
2.1 官方统计中有两个竣工指标（绝对面积存异） .....	5
2.2 两个竣工指标同比增速走势相近（测算立足点） .....	6
<b>3 未来房地产竣工面积的有效空间测算 .....</b>	<b>8</b>
3.1 竣工空间测算的总体思路 .....	8
3.2 竣工面积测算的细节步骤 .....	9
3.3 不同情形下 2024 年竣工的有效空间 .....	11
<b>4 2024 年地产竣工表现或超出传统测算方式的预估值 .....</b>	<b>12</b>
4.1 本轮地产新开工领先竣工的历史规律可能失效 .....	12
4.2 关注竣工超预期的两大因素 .....	13
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>14</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>15</b>

## 引言

今年 4 月以来，住房销售数据持续走弱，地产投资面临较大压力。我们之前测算中国未来 10 年地产年均销售中枢或将进一步下移至 9 亿平左右，地产新开工或仍面临较大约束。

然而与地产销售和投资疲软不同，今年房地产开发竣工进度加快，故而房地产新开工和竣工数据持续背离。这也反映了今年“保交楼”工作得到有效推进。

根据国家统计局数据，2023 年 1-9 月，全国房屋竣工面积同比增长 19.8%，表现亮眼。

市场普遍较为关注，今年的竣工高峰过后，未来年份的地产竣工还有多少有效空间值得期待？对此我们将搭建测算框架并给出有效预测。

## 1 预测地产竣工的逻辑缘起中国期房销售制度

**因期房销售占主导，同时期竣工面积和销售面积，两者的数据并不相等。**

目前中国实行期房销售制度。房地产开发流程中，期房占销售比重较高。期房销售之后才有建设和竣工，因而期房销售制度下，地产销售必然领先于竣工。故而我们可以获知两点：

第一，同期房地产销售和竣工数据间没有一一对应关系。事实上是商品住宅的销售面积和套数，往往会大于商品住宅竣工的面积和套数。因为过去相当长一段时间，中国地产销售量逐年走高。

第二，期房销售制度下，地产销售面积滞后一段时间，便可转化为竣工面积。

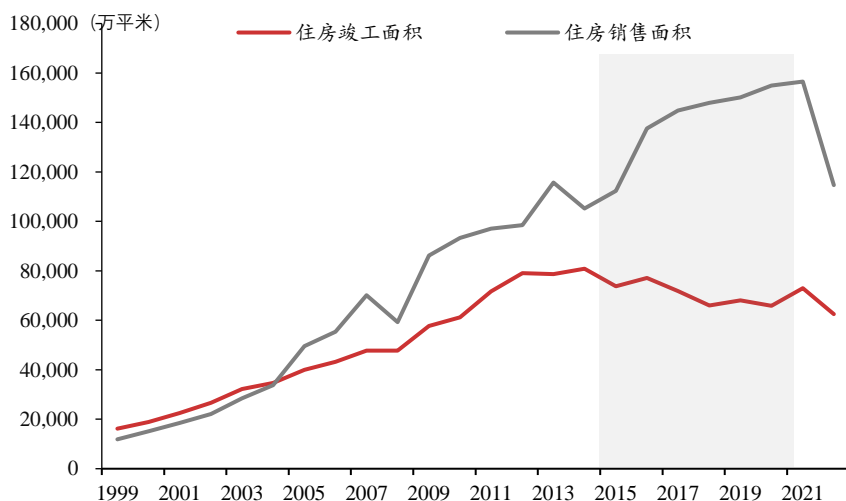
**中国地产运行规律决定了地产销售大约领先于竣工 3 年。**

回溯历史，中国地产周期跨期 3-4 年，2005 年以来中国共经历五轮地产周期。地产周期上行阶段，销售增速较快，竣工周期拉长，当期竣工面积占销售面积的比例下降。

周期下行阶段竣工需求逐步增加，回补销售增长带来的缺口。一旦拉长长时间线索，按理我们会看到竣工和销售差值趋于平稳甚至缺口弥合。

至此我们不难发现，可以从房地产运行周期出发，搭建预测未来竣工面积的方法论。核心要点是，以销售面积为起点预测未来竣工面积，这也是我们匡算未来中国地产竣工弹性的逻辑出发点。

**图1：期房销售制度决定了同期销售和竣工数据天然就不匹配**



资料来源：wind、民生证券研究院

## 2 未来地产竣工测算依赖稳健性较高的竣工同比

### 2.1 官方统计中有两个竣工指标（绝对面积存异）

国家统计局共有发布两处竣工面积相关数据，分别是建筑业房屋竣工面积（行业层面数据）和房地产房屋竣工面积。两者绝对面积之所以存在差异，主因两大指标统计口径不同。

参阅《中国统计年鉴 2019》建筑业和房地产业两个章节前的“简要说明”，建筑业房屋竣工面积是具有建筑业资质的总承包和专业承包建筑企业施工完整的面积，是从乙方（施工承建方）开展的统计。它包括承建城镇投资中房屋竣工面积，也包含农村投资项目投资中的竣工面积。

房地产房屋竣工面积，由房地产开发企业统计（包含销售部分和自建自用部分）。由投资项目单位建设的房屋项目，按照投资项目填报房屋面积数据，这两者是从甲方（开发方）开展的统计。

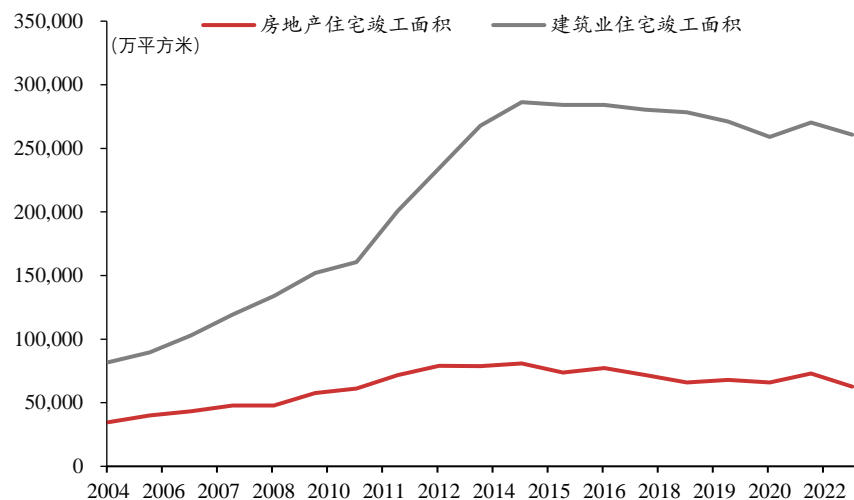
由于建造房屋不一定都通过房地产企业，但通过建筑业企业的情况比较普遍，因此建筑业企业完成的房屋竣工面积会更大一些。

图2：竣工指标体系

不同竣工指标	统计逻辑	统计口径	统计主体	统计范围
建筑业房屋竣工面积	开发和施工进度	建筑业资质的总承包和专业承包建筑业施工完成的面积。	乙方（施工承建方）	包括城建城镇投资中房屋竣工面积，也包括农村投资项目投资中的竣工面积。
房地产房屋竣工面积		房地产开发企业投资项目单位建设的房屋项目，按照投资项目填报房屋面积数据。	甲方（开发方）	包括房地产企业销售部分和自建自用部分。

资料来源：国家统计局，民生证券研究院绘制

图3：两个竣工指标的绝对量存在明显差异



资料来源：wind、民生证券研究院

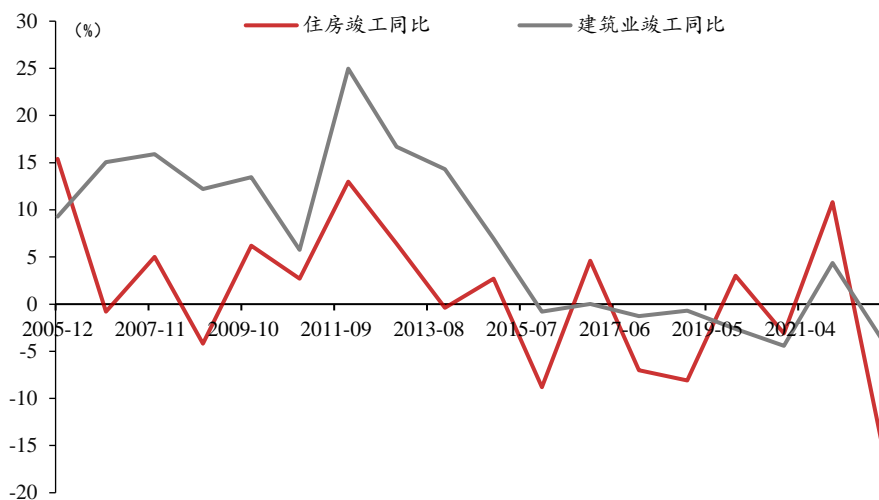
## 2.2 两个竣工指标同比增速走势相近（测算立足点）

统计口径差异导致两个竣工指标绝对面积数据不同，但两个竣工面积的同比增速趋于一致，这为我们后续计算竣工面积提供了稳健性较高的测算依据。

同时，在产业高频观察下，竣工增速也可侧面互相验证。一个较好的例证是，建材家居消费额同比和竣工同比保持非常好的正相关性。

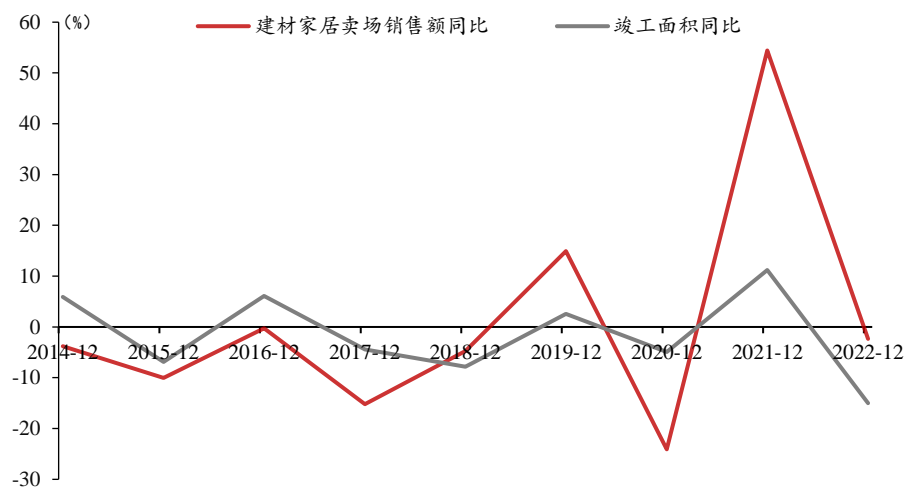
综上，我们测算未来竣工面积时，更侧重于稳健性高的同比增速数据，以尽量避免测算分歧。

图4：地产行业竣工增速和建筑业口径竣工增速走势趋同



资料来源：wind、民生证券研究院

图5：竣工面积增速和地产后周期建材家居消费增速走势趋同



资料来源：ifind、民生证券研究院

## 3 未来房地产竣工面积的有效空间测算

### 3.1 竣工空间测算的总体思路

测算构筑在一个认知上：当年待竣工面积一定程度上取决于前期未竣工的销售面积。

销售面积可拆分为期房和现房两部分。

期房竣工需要考虑竣工周期，而现房竣工可通过现房库存和现房销售数据计算得到。

**2021 年以来地产规律发生重构，我们不再以“销售-竣工”的常规经验去推导 2022 年及以后竣工面积。**

2021 年地产行业迎来供需关系重构，地产链的常规运行逻辑发生变化。

最典型的例证是，若竣工周期未有波动，2022 年竣工面积大体等于 3 年之前的期房销售面积，然而现实是 2022 年竣工面积大幅小于待竣工面积（即为 3 年之前期房销售面积）。最核心的原因在于 2022 年多重宏观因素共振，当年地产竣工节奏偏慢。

2023 年及以后，政策积极推进保竣工，房产销售、施工、竣工的相关性不再延续常规节奏。这也导致了，我们估算 2023 年及以后年份的地产竣工，我们需要摆脱传统地产运行规律经验。

**2024 年竣工主要取决于两部分，已售期房交付进度和当年现房竣工规模。**

依据销售方式不同，估算 2024 年竣工面积，可拆分为两部分。

**一是已售期房在 2024 年需要竣工的面积。**2024 年期房竣工的有效空间来自 2019-2021 年已售期房的待竣工量，主要基于两点假设。

1) 2022 年之前的房企竣工周期大致为 3 年。

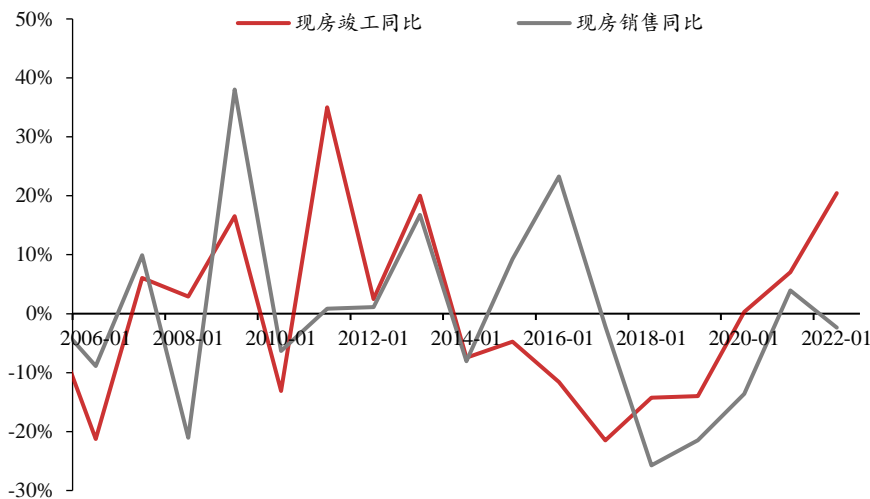
参考中指研究院数据，从商品房预售到项目交付时间一般为 2-3 年。而随着近年精装房市场份额逐年稳步增长，精装较毛坯房的交房周期有所拉长，因此假设较为合意的竣工周期大致为 3 年。

2) 2018 年及之前的期房销售都已经完成竣工交付（交付时间在 2021 年）。

**二是现房销售对应在 2024 年的竣工面积。**理论上现房销售对应的竣工面积，和当期住房销售相关性较高。我们假设现房竣工增速与现房销售增速趋于一致。



图6：剔除 2022 年的异常情况，近些年现房竣工增速和销售增速走势趋同



资料来源：wind、民生证券研究院

## 3.2 竣工面积测算的细节步骤

具体测算步骤上分为三步走。

**第一步，我们测算 2024 年需要竣工的已售期房面积。**

2022 年之前较少看到停工缓建项目，由此 2022 年以来保交付政策主要针对的也是这部分停工缓建项目。为简化分析，我们将这部分待竣工面积称为“**保交付潜在竣工面积**”。

2021 年销售的期房，按照本文假设的房地产行业运行周期（期房销售领先于竣工 3 年），会形成 2024 年待竣工面积。我们不妨将这部分待竣工面积称为“**自然待竣工面积**”。

加总保交付潜在竣工面积和自然待竣工面积，我们就得到了 2024 年**待竣工的期房总面积**。

值得注意的是，2024 年保竣工节奏不同，实际竣工面积有所差异。极端情况下，实际的期房竣工面积就是待竣工期房总面积。

**第二步，测算 2024 年的现房销售对应的竣工面积。**

当期的现房竣工面积可分为两部分，已售部分对应当期现房销售面积，未售部分则转化为待售面积。

据此，2023 年现房竣工面积，可以用待售面积（现房库存）的边际变化和

现房销售面积加总得到。

我们在《未来十年，中国地产销售中枢》中测算，2024 年地产销售将同比下滑 2%。假设现房竣工增速与现房销售增速趋于一致，能够测算得到 2024 年现房竣工面积。

### 第三步，根据 2022 和 2023 年实际竣工效率来推算 2024 年竣工节奏。

影响明年竣工增速的关键变量是“保交楼”推进的节奏和进度，为此我们构建期房竣工率的指标辅助判断。

期房竣工率指代的是当期**实际交付的期房面积**占**待竣工的期房总面积**的比例。

若期房竣工率提高，意味着“保交楼”工作进度加速；而期房竣工率回落，则意味着“保交付”进展较慢，期房竣工周期未有改善。

计算可得到 2022 年的期房竣工率大致为 76%。2023 年以来，政策着力关注保交楼，旨在提高竣工效率。尤其是今年保交楼持续推进，地产竣工端出现加速，2023 年的期房竣工率提升到 84%，停工情况有所改善。

2022 年和 2023 年竣工率为我们观察 2024 年地产竣工提供非常重要的观察维度。**观察 2024 年竣工效率，2022 年可作为效率较低的竣工节奏参考，2023 年是中性竣工节奏参考。**

### 涉及的具体计算公式如下：

$N^1$ 年竣工面积 = N 年交付期房面积 + N 年现房竣工面积。

2024 年期房待竣工面积 = 2019 年期房销售 + 2020 年期房销售 + 2021 年期房销售 - 2022 年已交付期房面积 - 2023 年已交付期房面积。

N 年的期房竣工交付进度 =  $(N-3)^2$ 年的期房销售面积 / (N 年的住房总竣工面积 - N 年的住房现房竣工面积)

<sup>1</sup> N 指代年份

<sup>2</sup> 假设房企从期房预售到竣工交付大致需要 3 年

图7：依据地产销售对竣工规模进行调整和测算

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
根据销售调节竣工面积(万平方米)				141463	121234	144875	
(+) 期房销售面积(万平方米)	124725	131929	139142	140175	98656		
现房销售(万平方米)				16357	15974		
待售面积(万平方米)			22379	22761	26947		
(+) 现房竣工(万平方米)				16739	20160	18075	17722

资料来源：wind、民生证券研究院测算

### 3.3 不同情形下 2024 年竣工的有效空间

基于对未来保交楼进度（不同竣工周期）的考量，我们可对 2024 年竣工增速分不同情形进行讨论。

**基准情形（同比为+8%）。**若 2024 年保交楼力度和 2023 年情况类似，即 2023-2024 年期房竣工率持平于 2022-2023 年，那么 2024 年竣工需求预计为 15.6 亿平，竣工同比增速为+8%。

**乐观情形（同比为 39%）。**若明年保交楼进度加速，房企资金约束难题得到有效解决，2019-2021 三年所售期房能在 2022-2024 年全部交付，那么 2024 年竣工需求预计为 20 亿平，竣工增速将高达 39%。

**悲观情形（同比为-6%）。**假设明年房企资金仍面临较大周转压力，竣工周期再度拉长，2024 年期房竣工率降至 2022 年的水平，那么竣工需求将降至 13.6 亿平，竣工增速同比或至-6%。

图8：不同情形下竣工增速预测

不同情形	期房交付进度	经济含义	2024年预估实际竣工面积(万平方米)	2024年竣工同比增速
基准情形	84%	若2024年“保交楼”推进节奏和2023年保持一致。即，2023-2024年期房竣工率=2022-2023年期房竣工率	156583	8%
乐观情形	100%	若2019-2021三年所售期房能在2022-2024年全部交付	201094	39%
悲观情形	76%	若2024年“保交楼”推进节奏放缓至2022年的风险水平。即，2023-2024年期房竣工率=2022年期房竣工率	135768	-6%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

## 4 2024 年地产竣工表现或超出传统测算方式的预估值

### 4.1 本轮地产新开工领先竣工的历史规律可能失效

房地产的开发流程大致是遵循“拿地——开工——开盘预售——竣工——确认销售收入”的链条。

参考房企开发流程，理论上地产竣工的测算有两条重要线索：

一是把握新开工对竣工增速的领先规律。

二是以销售面积为起点测算竣工需求。

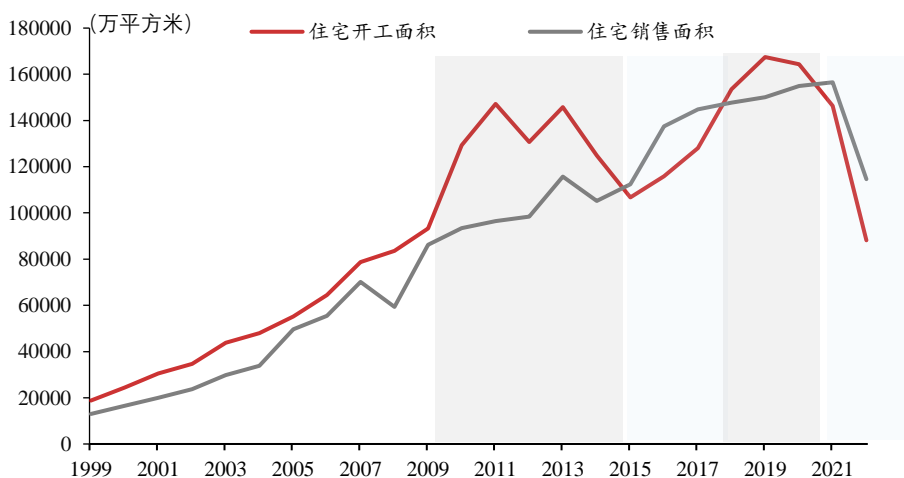
如果地产规律一直平稳演绎，那么我们应该看到用两条线索预测地产竣工的结果，相差不大。然而事实上近年预测地产竣工，市场充满分歧，最核心的原因是近年地产运行规律发生变化，利用销售和开工预测竣工，分歧不小。

回溯历史，我们发现地产周期切换过程中，新开工面积和销售面积的缺口会发生变化。**新开工和销售面积的差异之所以存在，主要与房企土储补充力度密切相关。**

地产上行阶段，当房企增储速度明显高于土储消化速度，新开工的表现偏强；地产下行阶段，当增储速度跟不上土储消化速度，则新开工的面积将表现偏弱。

值得注意的是，2021 年以来，房地产行业迎来供需格局重构。行业调整背景下，竣工周期出现波动。**因此，参考新开工面积对竣工的领先经验测算的明年竣工增速或低于实际竣工表现。**

图9：地产周期切换过程中，新开工面积和销售面积往往出现缺口



资料来源：wind、民生证券研究院

## 4.2 关注竣工超预期的两大因素

我们以销售为起点测算明年竣工的需求，一方面有助于剔除竣工周期波动的干扰，另一方面更加契合当前“保交楼、稳预期”的政策重点。

根据我们的估测，2024 年地产竣工面积或将高于市场利用新开工推算结果。之所以我们的测算方法下 2024 年地产竣工超预期，主要与两点因素有关：

第一，2021 年是商品住宅销售的高点，这贡献了 2024 年潜在竣工面积主体。

2021 年销售的期房，按照本文假设下正常房地产行业运行周期（期房销售领先于竣工 3 年），会形成 2024 年“自然待竣工面积”。

第二，基于政府工作持续向民生保障领域倾斜，竣工节奏有底线保障。

保交楼工作持续推进，2022 年和 2023 年延期交付的期房构成 2024 年“保交付潜在竣工面积”，客观上增加 2024 年需竣工面积。

## 5 风险提示

1) **结果测算存在偏差。**竣工调整测算的模型依据历史经验规律，可能和实际情况存在出入，导致测算结果有偏差。

2) **地产政策调控超预期。**若地产政策调控超预期，房地产市场竣工情况可能超出本报告分析范围。

## 插图目录

图 1: 期房销售制度决定了同期销售和竣工数据天然就不匹配.....	4
图 2: 竣工指标体系.....	5
图 3: 两个竣工指标的绝对量存在明显差异.....	6
图 4: 地产行业竣工增速和建筑业口径竣工增速走势趋同.....	7
图 5: 竣工面积增速和地产后周期建材家居消费增速走势趋同.....	7
图 6: 剔除 2022 年的异常情况, 近些年现房竣工增速和销售增速走势趋同.....	9
图 7: 依据地产销售对竣工规模进行调整和测算.....	11
图 8: 不同情形下竣工增速预测.....	11
图 9: 地产周期切换过程中, 新开工面积和销售面积往往出现缺口.....	12

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026