

竣工何时转正？基于施工投资和销售面积的估算

——房地产行业专题报告

2019年04月10日

看好/维持

| | |
|-----|------|
| 房地产 | 专题报告 |
|-----|------|

投资摘要：

从统计局数据看，2019年1-2月房屋竣工面积增速继续下降，且降幅仍在扩大，至此竣工面积增速已持续16个月处于负区间。同时，2016和2017两年较高的销售面积增速决定了竣工面积增速在某个时点必然转正。那么，**如何预判竣工转正时间？追踪竣工的先导指标是什么？目前已经可以看到改善的先导指标有哪些？**我们的观点如下：

- 相对于其他指标，基于销售面积和施工投资判断竣工趋势，在逻辑上和数据上据较为顺畅。**销售面积峰值可用于判断竣工峰值，施工投资拐点可用于判断竣工面积拐点。**
- 我们判断本年竣工面积增速转正将出现在2020年Q2，最高点有望达到26%，本年竣工面积增速为-2.7%。
- 对于竣工面积增速的变动，**建筑工程投资增速是后续最为重要的先导指标，目前向上拐点已经出现，如果出现超预期的变化，对竣工的判断也需要做出调整。**
- 站在上下游角度，我们认为**本年地产方面的需求主要体现在钢材、水泥和工程机械方面**，家电、家装等的需求需要在2020年下半年才会开始体现；房地产方面，建议关注竣工计划增速较高，业绩加速释放，且本年销售增速稳健的房企。

投资建议：

站在上下游角度，我们认为**本年地产方面的需求主要体现在钢材、水泥和工程机械方面**，家电、家装等的需求需要在2020年下半年才会开始体现；房地产方面，建议关注竣工计划增速较高，业绩加速释放，且本年销售增速稳健的房企。

风险提示：建筑工程投资上行不持续，竣工面积与销售和施工投资的关系出现本质变化。

任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

执业证书编号：

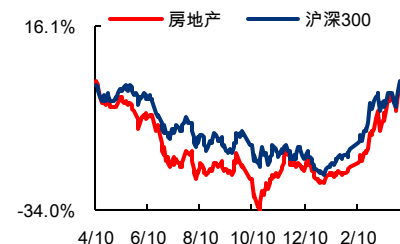
S1480519010002

行业基本资料

占比%

| | | |
|---------|-------------|-------|
| 股票家数 | 146 | 4.06% |
| 重点公司家数 | - | - |
| 行业市值 | 28119.22 亿元 | 4.29% |
| 流通市值 | 23570.35 亿元 | 4.94% |
| 行业平均市盈率 | 11.0 | / |
| 市场平均市盈率 | 17.67 | / |

行业指数走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 《房地产行业周报：核心逻辑尚未完全兑现 低动态PE个股由守转攻》2019-04-08
- 《房地产行业周报：看好地产股 寻找“同行衬托”下的优秀》2019-04-01
- 《房地产行业报告：财政部立法安排未提及房地产税，看好布局一二线房企》2019-03-25
- 《1-2月房地产投资及销售数据点评：销售如期下滑 建安有望接力驱动投资》2019-03-15

目 录

| | |
|--|----|
| 竣工何时转正？基于施工投资和销售面积的估算..... | 3 |
| 1. 行业受到多项因素扰动，部分指标精确度下降..... | 3 |
| 1.1 房地产开发投资各分项比例明显变化，对竣工先导意义减弱..... | 3 |
| 1.2 过程漫长叠加建设周期变化，新开工对竣工的指标意义下降..... | 5 |
| 1.3 在施面积口径复杂且平均施工进度改变，难以直接推算竣工走势..... | 6 |
| 2. 施工投资定拐点 销售面积增速定高度..... | 6 |
| 2.1 卖房就要交房，交房必须施工，是最直接的逻辑..... | 7 |
| 2.2 施工投资定拐点，销售面积定高度..... | 8 |
| 3. 竣工面积增速预计在 2020 年 Q2 转正，最高增速约 26%..... | 10 |
| 3.1 判断结论及理由..... | 10 |
| 3.2 微观层面的辅助判断..... | 10 |
| 4. 投资建议..... | 11 |
| 5. 风险提示..... | 11 |

插图目录

| | |
|--------------------------|-----------|
| 图 1: 预售变现售后的项目现金流分布..... | 错误!未定义书签。 |
|--------------------------|-----------|

竣工何时转正？基于施工投资和销售面积的估算

从统计局数据看，2019年1-2月房屋竣工面积增速继续下降，且降幅仍在扩大，至此竣工面积增速已持续16个月处于负区间。同时，2016和2017两年较高的销售面积增速决定了竣工面积增速在某个时点必然转正。那么，如何预判竣工转正时间？追踪竣工的先导指标是什么？目前已经可以看到改善的先导指标有哪些？

对此，我们的观点如下：

- ◆ 相对于其他指标，基于销售面积和施工投资判断竣工趋势，在逻辑上和数据上据较为顺畅。销售面积峰值可用于判断竣工峰值，施工投资拐点可用于判断竣工面积拐点。
- ◆ 我们判断本年竣工面积增速转正将出现在2020年Q2，最高点有望达到26%，本年竣工面积增速为-2.7%。
- ◆ 对于竣工面积增速的变动，建筑工程投资增速是后续最为重要的先导指标，目前向上拐点已经出现，如果出现超预期的变化，对竣工的判断也需要做出调整。
- ◆ 站在上下游角度，我们认为本年地产方面的需求主要体现在钢材、水泥和工程机械方面，家电、家装等的需求需要在2020年下半年才会开始体现；房地产方面，建议关注竣工计划增速较高，业绩加速释放，且本年销售增速稳健的房企。

1. 行业受到多项因素扰动，部分指标精确度下降

1.1 房地产开发投资各分项比例明显变化，对竣工先导意义减弱

受2016年以来各分项数据之间的比例关系明显变化的影响，基于房地产开发投资走势来估计竣工增速在逻辑上并不通顺。房地产投资的结构变化主要体现在，土地购置土地购置费在房地产投资中的比例自2016年下半年开始持续上升，由17%左右的多年平均水平，快速上升至2018年11月31%的最高水平。几乎同时，施工投资占比由67%左右的平均水平快速下降至56%。

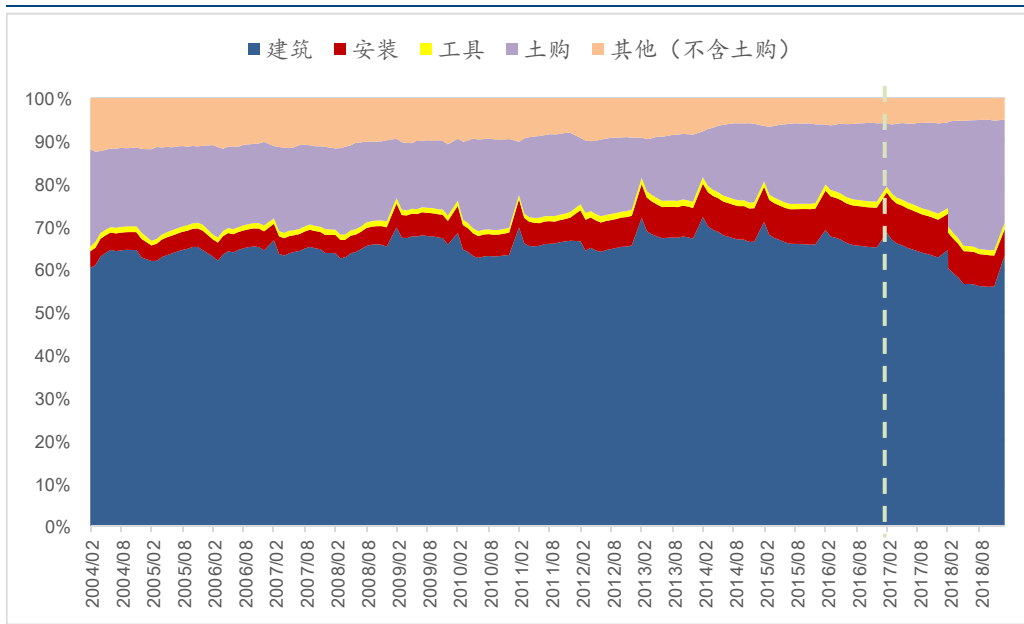
上述变化的原因可以似乎从地价上涨中得到一部分解释，但仅从地价上涨来解释，会遇到两个难点：

- ◆ 地价同比增速的中枢近年来有所下降，在建设过程没有显著变化的背景下，其占比不应迅速提升；
- ◆ 不能解释施工投资自身在时间序列上的同比增速下降。

由于分项结构的变化，相同的房地产开发投资对应的建设阶段并不相同，土地购置拉动的房地产投资对应的建设进度更靠前（往往对应基础工程/地下室结构阶段），而施工投资对应的较为靠后（主体结构施工等），因此仅从房地产开发投资的变化推测竣

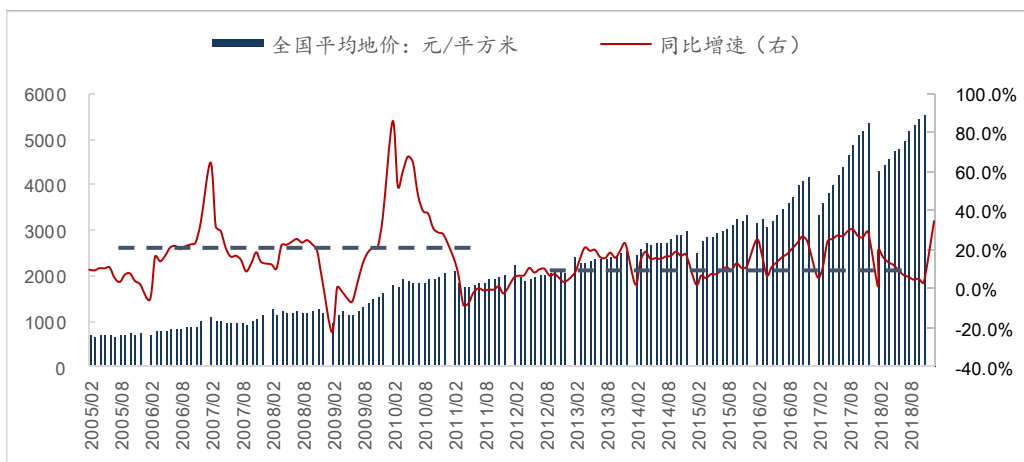
工面积增速的拐点，不管从逻辑上还是数据上都是比较牵强的。

图 1:房地产开发投资各分项占比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 2:全国平均地价



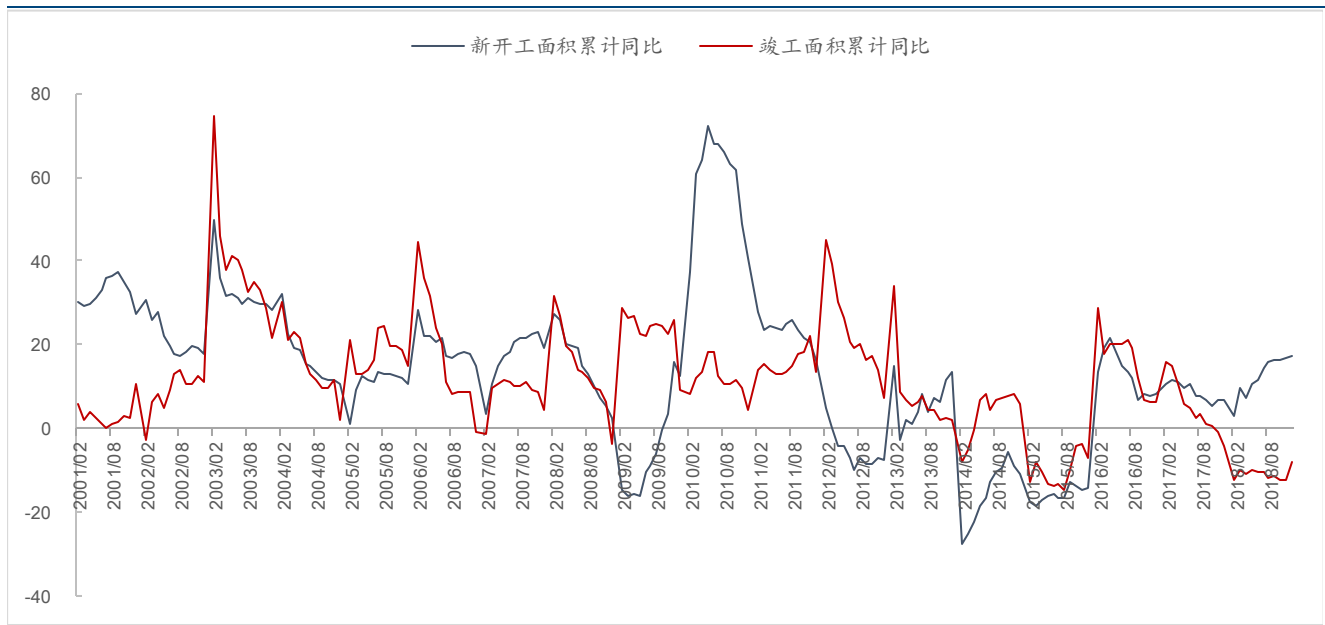
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所 全国平均地价=土地成交价款/土地购置面积

1.2 过程漫长叠加建设周期变化，新开工对竣工的指标意义下降

竣工必然来自于新开工（复工面积也来自于以往的新开工），因此用新开工来推算竣工在逻辑上是非常合理的。但有以下两个因素，导致新开工对竣工的指标意义下降：

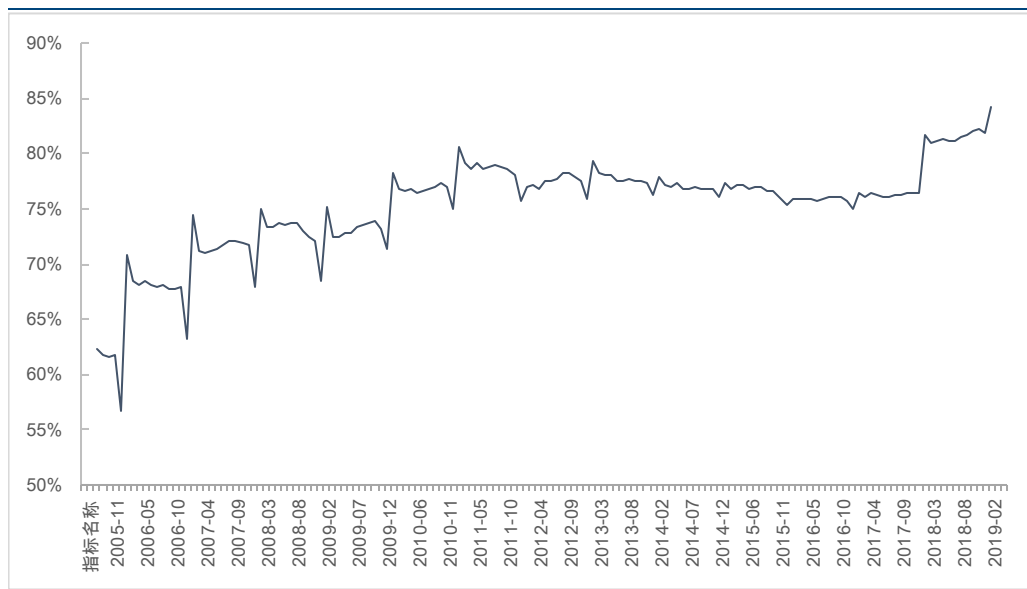
- ◆ 过程干扰较多。理论上工程项目需要取得施工许可证才能开工，但实践中无证施工现象并不鲜见，取得施工证后由于各种原因暂停施工的也不在少数（特别是地产销售较差时），**新开工到竣工的过程本身受到多种因素影响，很难准确分辨。这也是竣工增速峰值与开工面积峰值的时滞摇摆不定的原因之一。**
- ◆ 建设周期的变化，即**开工到竣工的时间拉长**。拉长的主要原因有二：一是三四线城市在开工面积中的占比提升（三四线预售条件低，销售回款开始较早），二是期房占比从2017年开始的持续提升，二者都降低了开发商**销售回款之后**加快施工的动机。我们认为这是本轮周期中竣工面积增速持续低迷的本质原因。

图 3:新开工面积与竣工面积同比增速 单位：%



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 4:期房销售面积占比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

1.3 在施面积口径复杂且平均施工进度改变，难以直接推算竣工走势

我们认为从施工面积出发，根据一般的建设周期来推算竣工，逻辑上并不合理，理由如下：

- ◆ **统计局公布的施工面积口径比较复杂**，包括本期新开工的面积、上期跨入本期继续施工的房屋面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋面积、本期竣工的房屋面积以及本期施工后又停缓建的房屋面积。也就是说**只要本期动过工，就算施工面积**，这必然削弱准确性。
- ◆ **在施面积的平均施工进度改变**。要根据建设周期推算，就必须知道在施面积的平均施工进度（地下室阶段的施工面积，与主体接近封顶的施工面积，对竣工的领先程度显然是不同的），或至少平均施工进度不变。但实际上这一前提并不成立，这从单位面积施工强度可以得到侧面印证。

2. 施工投资定拐点 销售面积增速定高度

我们认为，从施工投资和销售面积趋势出发，判断竣工面积走势，不管从逻辑上和数据上，都是较为顺畅的，具体而言：

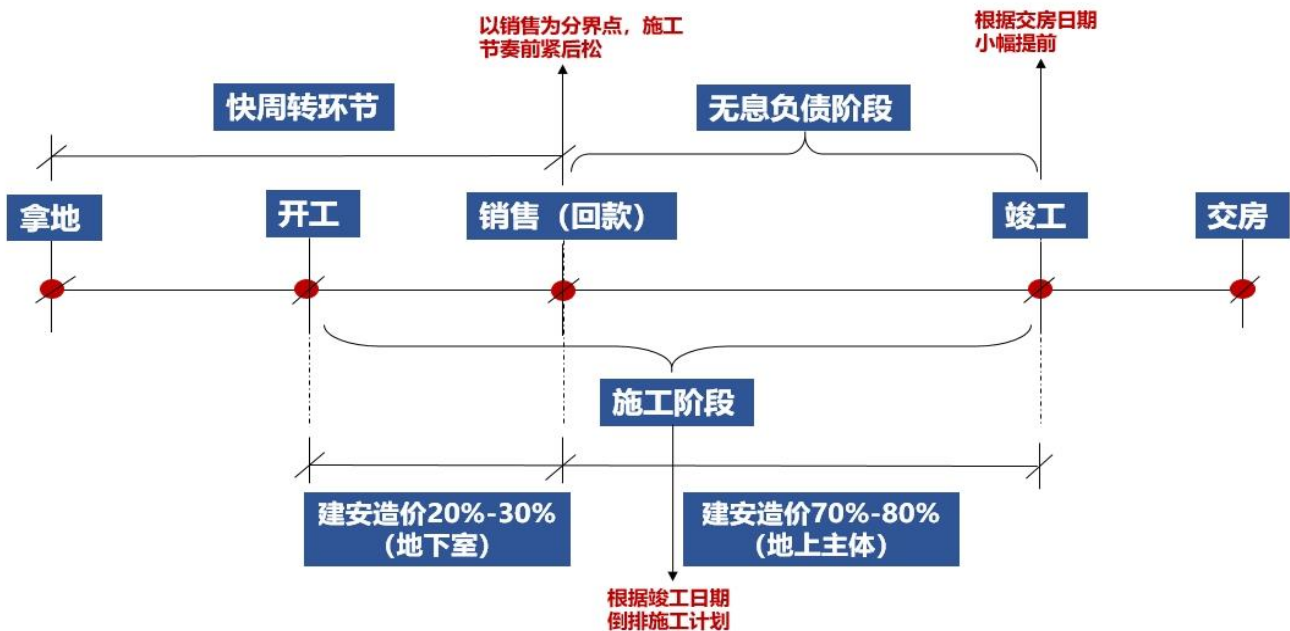
- ◆ 逻辑上，卖房就要交房，交房就要竣工，而竣工必须以完成施工投资为前提，在适当考虑销售期现比变化的基础上，这一逻辑链条几乎不会受到干扰。
- ◆ 数据上，依据销售面积增速高点判断竣工面积增速高点，依据施工投资拐点判断竣工面积增速拐点，与历史数据较为吻合。

2.1 卖房就要交房，交房必须施工，是最直接的逻辑

从销售面积和施工投资出发，来推算竣工面积的走势，首先在逻辑上是非常顺畅，且基本不会受到其他因素干扰的。

- ◆ **销售到竣工**：根据一般的商品房销售惯例，签订销售合同到交房的时间在1到3年之间。但不管此时间间隔长短，销售到交房的过程是确定的，并且开发商也没有单方面更改交房时间的权力（否则会面临较高额度的赔偿）。因此，几乎可以说，**从销售数据到竣工数据，不存在绝对数量的改变。**
- ◆ **施工到竣工**：施工是竣工的必然前提，施工投资增速是竣工面积的最精确先导指标。对于一般的房地产项目，大致可将施工阶段分为两端：开工到销售回款、销售到交房。前一阶段，房企往往施工节奏较快，这也是快周转的核心要求之一；而后一阶段，由于已预收多数房款，属于无息占用预收款的阶段，房企会在客户接受的范围内尽量拉长此阶段的长度。——这就是16和17两年销售面积高增，但施工投资一直到目前都持续低迷的主要原因。

图 5:典型房地产项目节点



资料来源：东兴证券研究所

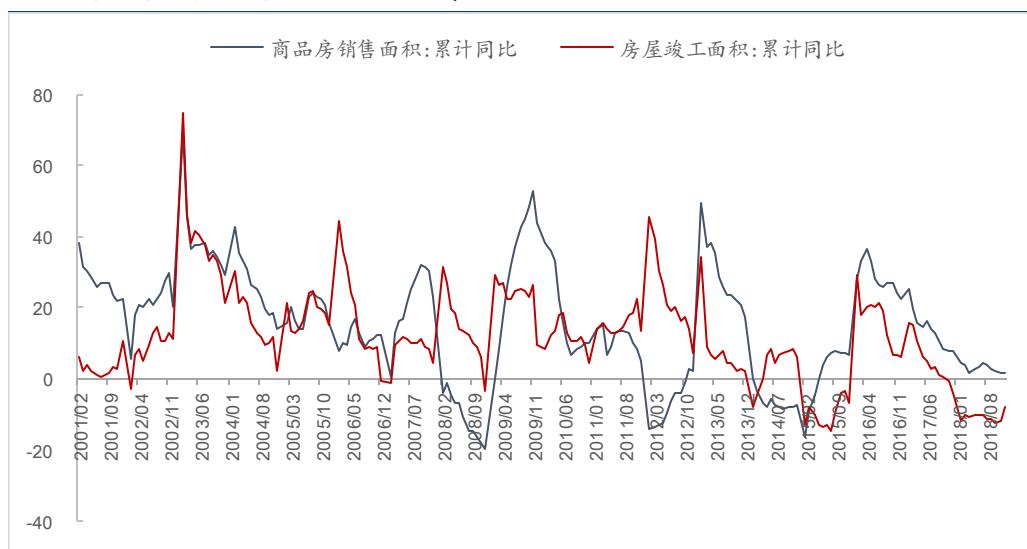
注：对于一线及多数二线城市，仅仅完成地下室并不达到预售条件，但由于其在销售面积中的占比较低，对总量数据影响有限，因此不再做另外的分析。

2.2 施工投资定拐点，销售面积定高度

在以上逻辑的基础上回溯历史数据，我们认为可以通过销售面积增速峰值来预判竣工面积增速的峰值，通过建筑工程投资拐点预判竣工面积增速拐点：

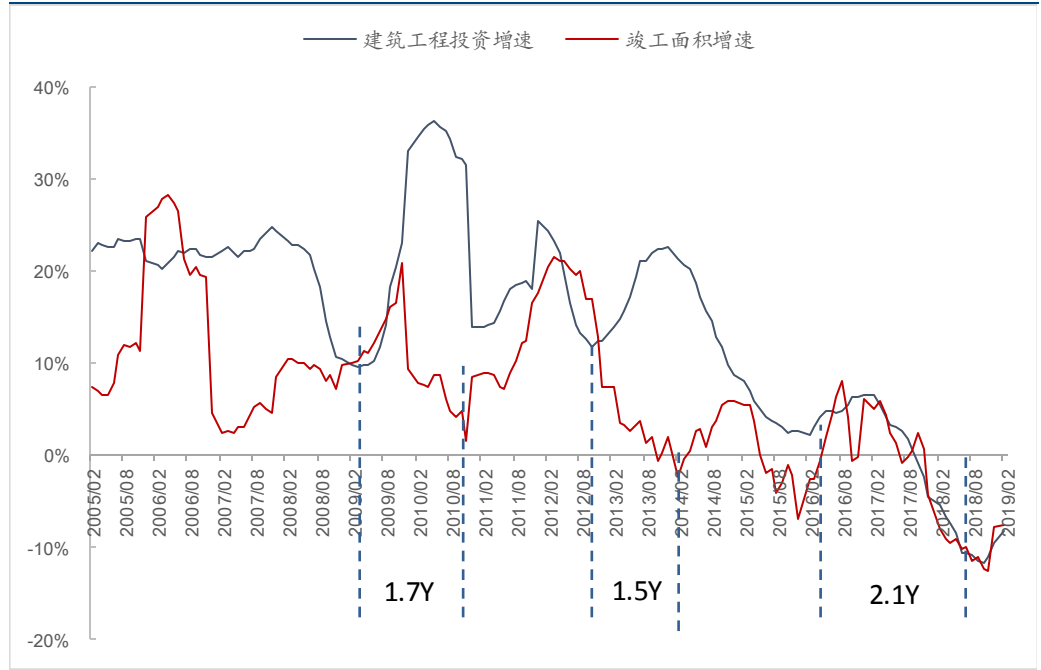
- ◆ 基于销售面积增速峰值，预判竣工面积增速峰值：从历史数据看，虽然销售面积增速峰值与竣工面积增速峰值之间的时滞逐渐拉长，但二者**峰值的高度是比较接近的**，这也从侧面印证了我们“**从销售数据到竣工数据，不存在绝对数量的改变**”的逻辑。
- ◆ 基于建筑工程投资拐点，预判竣工面积增速拐点：建筑工程投资由于受到价格因素的影响（虽然我们根据固定资产投资价格指数进行了调整，但仍然难以完全消除），因此其峰值与竣工面积增速的峰值高度并不相同，但从时间上看，二者**拐点和峰值的时滞较为稳定**，这是固有施工过程的时间相对稳定决定的。

图 6:销售面积&竣工面积：峰值高度相近，但时滞逐渐拉长



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 7:建筑工程投资&竣工面积：时滞相对稳定，但峰值高度不同



资料来源：东兴证券研究所

注：1为过滤波动，二者均使用 TTM 增速；2按照固定资产投资价格指数，对建筑工程投资增速进行了修正。

图 8:单位面积建筑工程施工强度增速（累计同比）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

3. 竣工面积增速预计在 2020 年 Q2 转正，最高增速约 26%

3.1 判断结论及理由

我们判断竣工面积增速（累计同比）转正的时间点大致在 2020 年 Q2，本次周期能够达到的最大竣工面积增速约 26%，大致在 2020 年底或 2021 年 Q1 出现，本年竣工面积增速大致为-2.7%。理由如下：

- ◆ 对转正时点的判断：建筑工程投资增速已于 2 月转正，且我们预计其增速能够维持，预计时滞在 1.5 年左右（此时滞在逻辑上和数据上均可以得到支撑），竣工面积转正时点应当大约在 2020 年 Q2 末。
- ◆ 对最大竣工面积增速的判断：本轮周期销售面积增速峰值为 36.5%，按照以往数据，竣工面积增速峰值低于销售面积增速峰值 8.5% 左右，预计本轮竣工面积增速峰值约为 26%，大致会出现在 2020 年底或 2021 年上半年。
- ◆ 对本年竣工面积增速的判断：虽然竣工面积增速修复几乎可以确定，但我们从施工投资对竣工面积的领先时间推算，本年竣工面积增速转正是有困难的，预计本年竣工面积增速为-2.7%。

3.2 微观层面的辅助判断

我们对于本年竣工面积增速-2.7%的判断可能是低于市场预期的，为了验证该数据的合理性，我们统计了目前部分主流房企的竣工计划同比增速，用作对本年竣工面积增速的辅助判断。

可以看到，6 家房企中，除招商蛇口和新城控股的计划竣工面积大幅提升外，其他 4 家房企增速均高于前三年峰值，增速低于上年的 3 家。

基于此，我们认为我们对于本年竣工面积增速-2.7%的判断，是相对合理的。

表 1:历年竣工面积增速（2019 年为计划数）

| | 万科 A | 招商蛇口 | 新城控股 | 华侨城 A | 荣盛发展 | 蓝光发展 |
|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 2016 | 29.4% | 27.1% | 3.9% | 363.1% | 30.6% | 12.7% |
| 2017 | 2.9% | -7.0% | 80.6% | 173.0% | -31.2% | -16.9% |
| 2018 | 19.8% | 10.0% | 35.1% | 26.9% | 67.0% | 23.3% |
| 2019E | 11.6% | 100.5% | 92.0% | 55.4% | 39.8% | 18.8% |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 投资建议

关于竣工面积增速，我们的主要结论如下：

- ◆ 相对于其他指标，基于销售面积和施工投资判断竣工趋势，在逻辑上和数据上据较为顺畅。销售面积峰值可用于判断竣工峰值，施工投资拐点可用于判断竣工面积拐点。
- ◆ 我们判断本年竣工面积增速转正将出现在 2020 年 Q2，最高点有望达到 26%，本年竣工面积增速为-2.7%。
- ◆ 对于竣工面积增速的变动，建筑工程投资增速是后续最为重要的先导指标，目前向上拐点已经出现，如果出现超预期的变化，对竣工的判断也需要做出调整。

站在上下游角度，我们认为本年地产方面对上下游的需求，主要体现在钢材、水泥和工程机械方面，家电、家装等的需求需要在 2020 年下半年才会开始体现；房地产方面，建议关注竣工计划增速较高，业绩加速释放，且本年销售增速稳健的房企，如招商蛇口、金地集团、新城控股、荣盛发展、保利地产等。

5. 风险提示

建筑工程投资上行不持续，竣工面积与销售和施工投资的关系出现本质变化。

分析师简介

任鹤

清华大学工科本硕，法学双学士，CPA，一级注册建造师，3年房地产行业工作经历。2018年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为 wind，东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。