

新周期下房企“中特估”的价值

行业评级：看好

2022年5月

分析师 杨凡
邮箱 yangfan02@stock.com.cn
电话 13916395118
证书编号 S1230521120001
研究助理 吴贵伦

目录

CONTENTS

01

去产能下的房地产周期

02

供给侧改革下的龙头

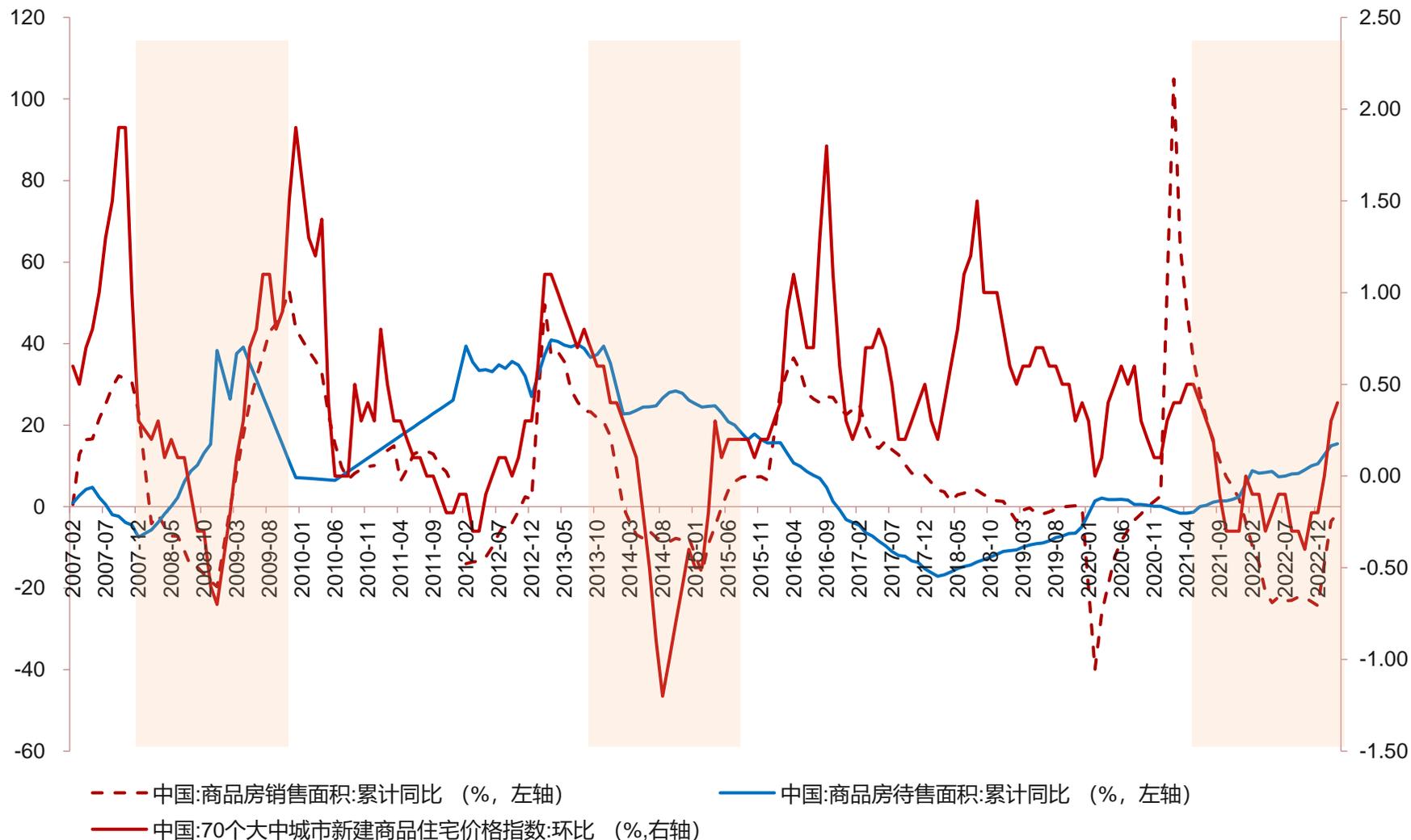
03

地产“中特估”

01

去产能下的 房地产周期

1. 2000-2023年房地产三大周期，基本面有根本差异



GDP和居民收入复合增速

2000-2010年: 15.2% / 11.8%

2010-2020年: 9.4% / 8.7%

2020-2022年: 6.1% / 4.0%

人口复合增速

2000-2010年: 0.6%

2010-2020年: 0.5%

2020-2022年: -0.01%

居民杠杆

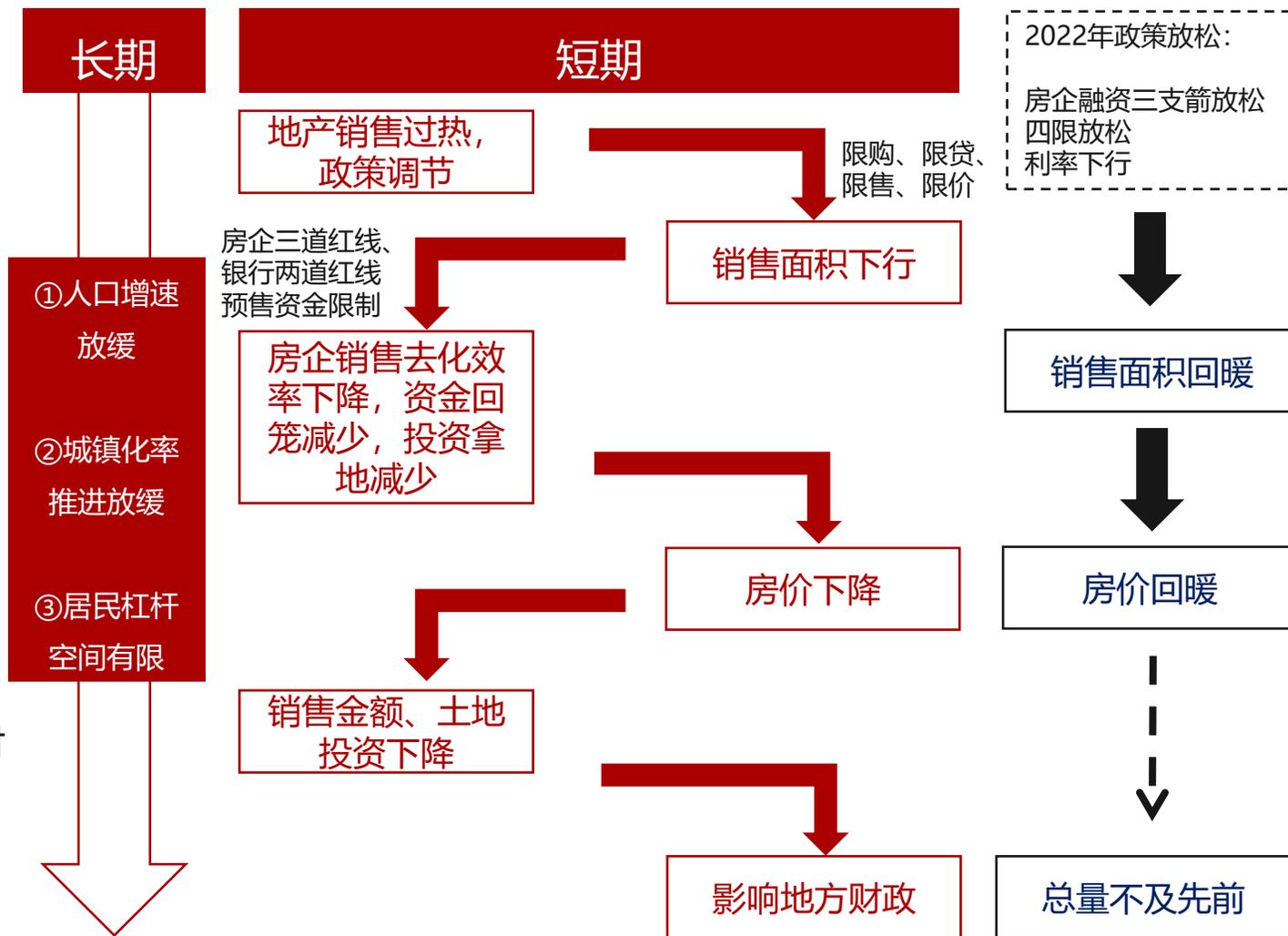
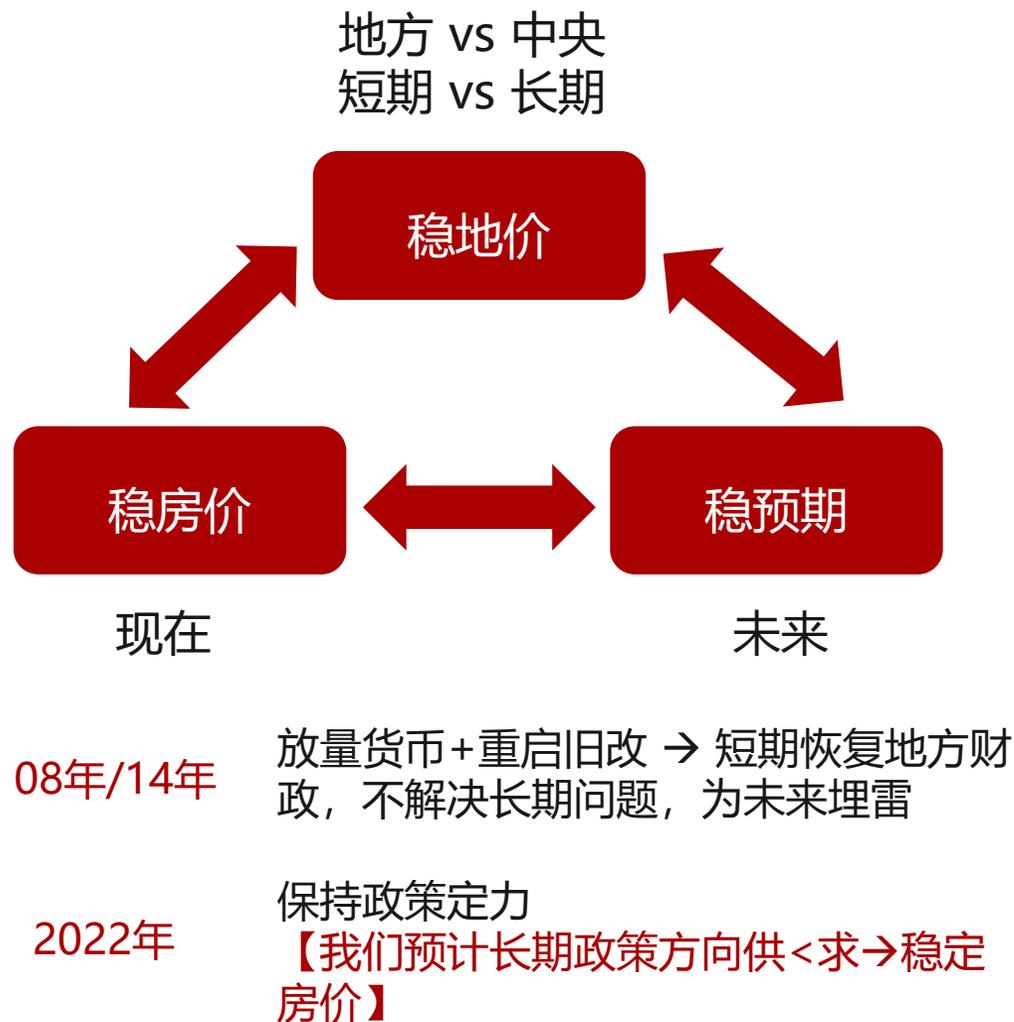
2000-2010年: 5.1% → 27.3%

2010-2020年: 27.8% → 62.3%

2020-2022年: 62.3% → 61.9%

数据来源: Wind, 浙商证券研究所。注: 居民收入复合增速指城镇居民人均可支配收入。

2. 房地产政策面临选择



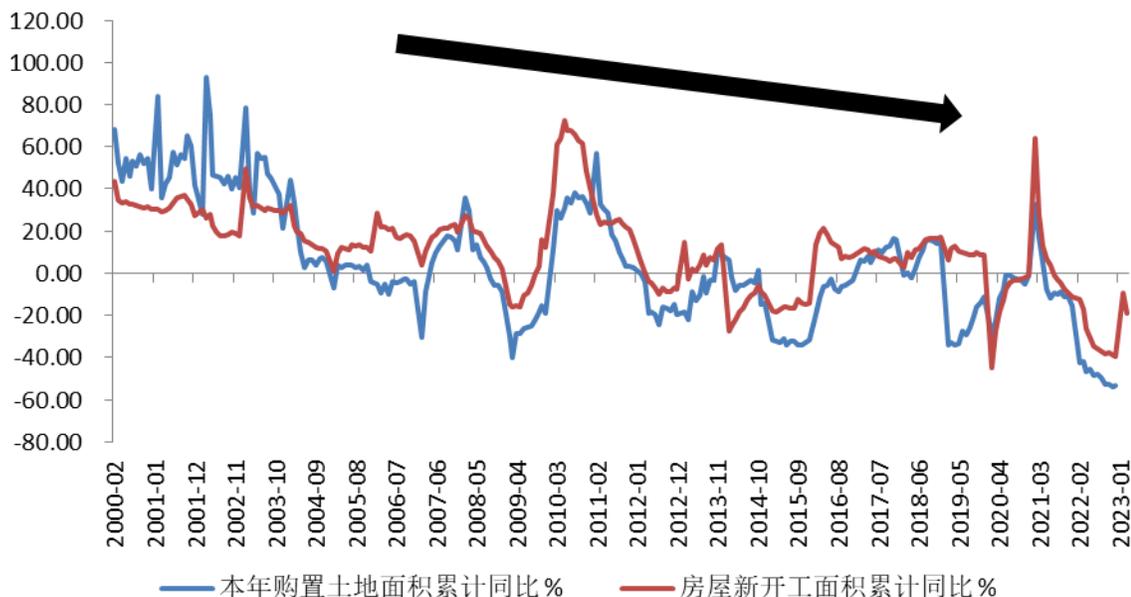
3. 供给侧改革：稳房价→稳预期→稳地价（为了长期稳房价和稳预期）

我们认为，每年销售消耗的房地产库存包括：部分当年新开工、部分滚存未售的施工和部分已经竣工的库存。由于统计局公布的施工面积中包括已售和未售，所以全国未售施工面积不可知。但是每年未销售的施工面积后续竣工后会成为待售现房。如果新房销售消化不了当年的新开工，当年施工未售面积会积累越来越多，使得长期现房待售库存持续增加（例如2011-2016）。

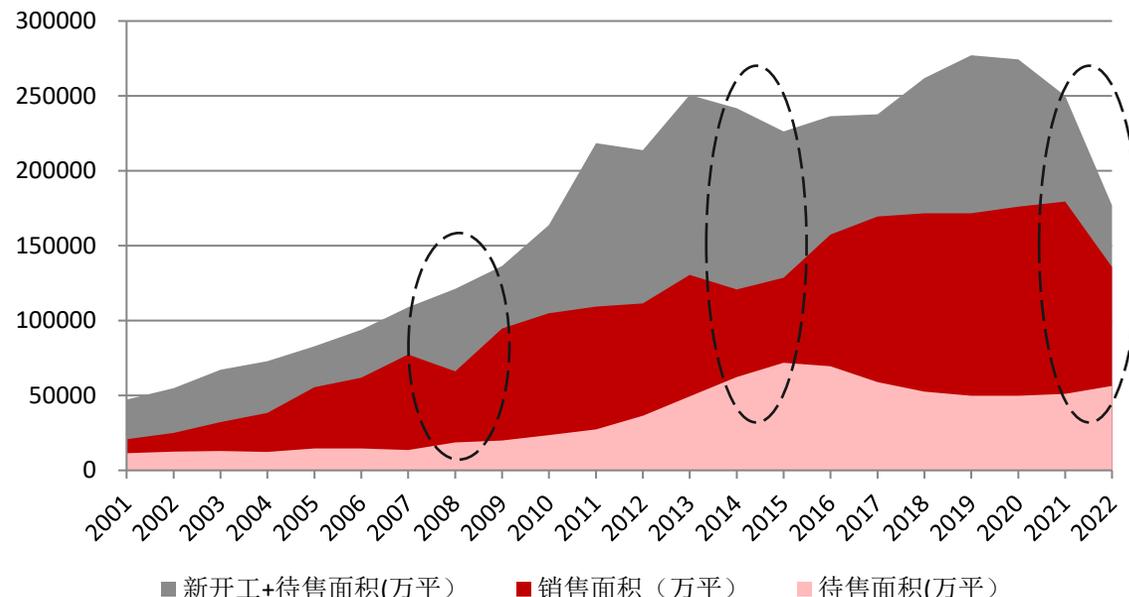
如果新开工面积持续下滑，下滑速度小于销售面积增速，那么现房库存进入消化库存区间，每年商品房供应小于销售，商品房销量总体下行而房价受供需影响有望保持平稳。



图：土地购置面积同比和新开工面积同比



图：销售面积和（新开工面积+待售面积）每年累计绝对数值（万平）



3. 供给侧改革：政策空间 – 回收土地、团购商品房

海南处置积压房地产解决方案总结

积压商品房

- 暂停新项目审批，减少市场新增供应
- 根据市场需求再分配，福利分房、职工房、拆迁居民、科研奖励住房
- 鼓励各地单位买房，放松限购限贷政策

闲置土地

- 符合规定项目限期开发
- 限制土地可根据所在区位开发需求申请更改土地用途
- “地票”回收土地

停工项目

- 可根据情况积压商品房或者限制土地办法处理
- 产权人可以重新提出用地申请，或交还用地
- 产权人没有开发能力的，可拍卖处理
- 产权移交海南联合资产管理公司

2015-2016年多个省市发布政策回购商品房

西安

沈阳

福州

贵州

泉州

安徽芜湖

长沙

广西来宾

兰州

邯郸

新乡

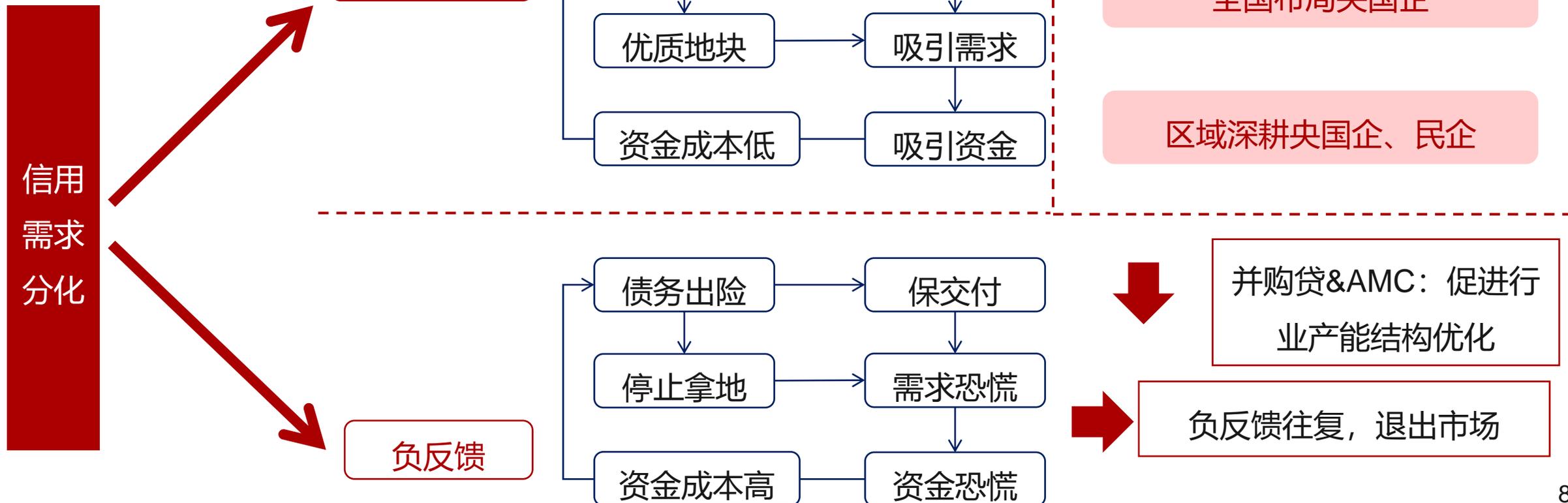
等.....

主要方式：

- ❑ 购买地段好、交通便利、价格优惠的存量商品住房作为公租房房源
- ❑ 收购市场、城镇居民手中的存量房屋，用于保障性安居住房
- ❑ 回购商品房充当棚户区的安置房
- ❑ 购买待售存量商品房用于棚户区改造安置

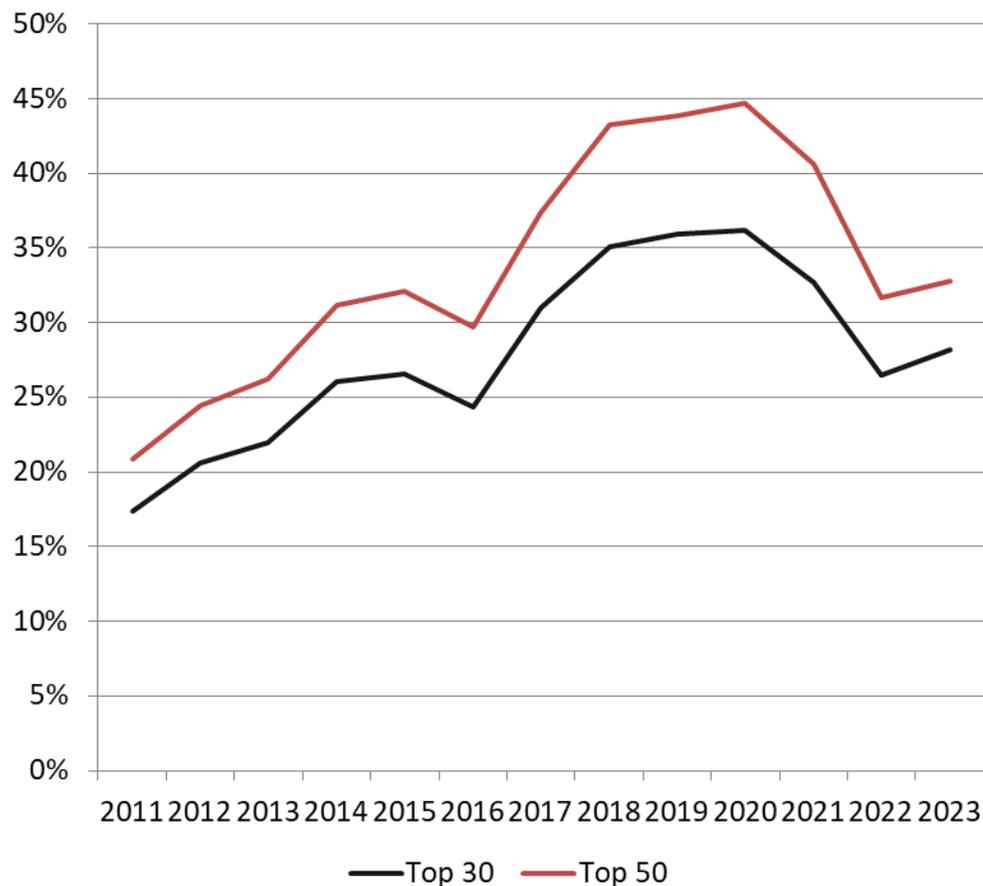
4. 2022年以后房地产竞争格局变化

行业分化的循环



4. 2022年以后房地产竞争格局变化

图：2011-2023年 克而瑞Top30 和Top50 销售占比



图：头部房企销售市占率提升空间

房企	全口径销售金额排名			全口径销售金额市占率			新增货值排名			新增货值市占率			市占率提升空间预估
	2021	2022	同比	2021	2022	同比	2021	2022	同比	2021	2022	同比	
华润置地	8	4	+4	1.7%	2.3%	0.5%	7	2	+5	4.3%	8.1%	+3.8%	+5.8%
保利发展	4	2	+2	3.0%	3.4%	0.5%	2	1	+1	6.1%	8.5%	+2.4%	+5.1%
滨江集团	22	13	+9	0.9%	1.2%	0.2%	22	5	+17	1.6%	5.2%	+3.6%	+4.1%
中海地产	6	5	+1	2.0%	2.2%	0.2%	4	3	+1	5.1%	6.0%	+0.9%	+3.8%
越秀地产	37	16	+21	0.6%	0.9%	0.3%	14	7	+7	2.5%	3.9%	+1.4%	+3.0%
招商蛇口	7	6	+1	1.8%	2.2%	0.4%	8	6	+2	3.7%	5.0%	+1.3%	+2.8%
万科地产	2	3	-1	3.4%	3.2%	-0.3%	3	4	-1	6.0%	5.8%	-0.2%	+2.6%
绿城中国	13	8	+5	1.5%	1.6%	0.1%	5	8	-3	4.7%	3.5%	-1.2%	+1.9%
建发房产	21	10	+11	0.9%	1.3%	0.3%	12	10	+2	2.7%	3.1%	0.4%	+1.8%
华发股份	32	18	+14	0.7%	0.9%	0.2%	88	12	+76	0.4%	2.4%	2.0%	+1.5%
龙湖集团	10	9	+1	1.6%	1.5%	-0.1%	6	14	-8	4.4%	2.3%	-2.1%	+0.7%
中国金茂	15	12	+3	1.3%	1.2%	-0.1%	10	16	-6	3.1%	1.7%	-1.4%	+0.5%
旭辉集团	14	17	-3	1.4%	0.9%	-0.4%	13	48	-35	2.6%	0.6%	-2.0%	-0.3%
金地集团	11	7	+4	1.6%	1.7%	0.1%	16	55	-39	2.3%	0.5%	-1.7%	-1.1%
碧桂园	1	1	0	4.2%	3.5%	-0.7%	1	44	-43	8.9%	0.6%	-8.3%	-2.9%

资料来源：Wind，克尔瑞，国家统计局，浙商证券研究所

5. 区域分化、城市内部分化

宁要朝北次新房 不要南向“老破小”

[🔊 播报文章](#)

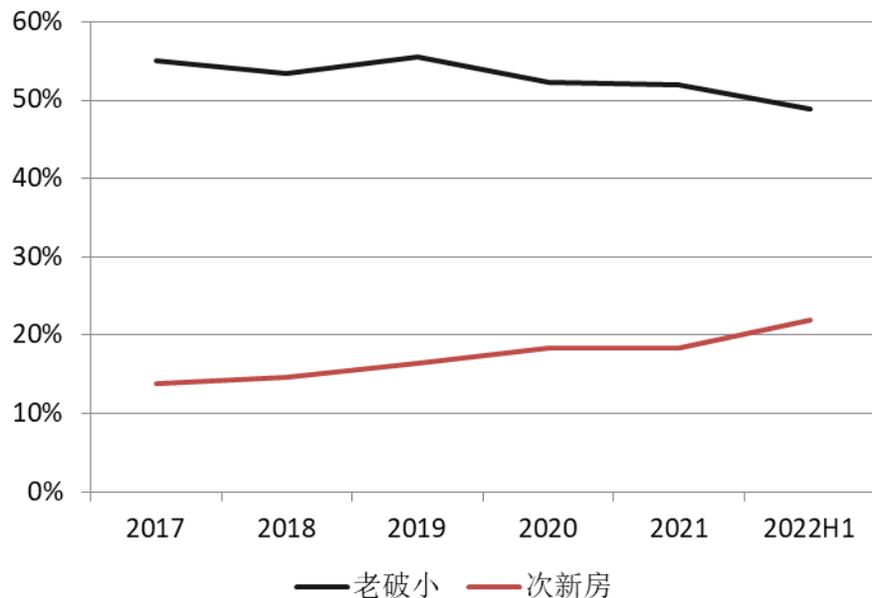

北京商报

2022-07-11 00:44

| 《北京商报》社,北京经联互动科技有限责任公司官方帐号,优...

[关注](#)

图：2017-2022H1年 老破小及次新房销售金额占比



主城区核心位置 > 郊区

次新房 > 老破小

相同板块不同位置差异

02

供给侧改革
下的龙头

2.1 煤炭供给侧改革回顾

为探究地产行业供给侧出清后的行业走势，我们选取同样经历过供给侧改革、同为周期性行业、且重点公司同为央国企的煤炭行业进行对比分析，同时将房地产行业典型公司保利发展和煤炭行业典型公司中国神华进行对比分析。

政府与企业实施各项措施化解过剩产能，推动供给侧改革。2015年煤炭市场供需严重失衡，全行业陷入产能过剩阶段。2016年上半年，煤炭行业正式开启供给侧改革。政府相继出台多个去产能配套文件，各煤炭企业实施了一系列去产能措施，包括兼并重组、大规模减员分流、主动关停资源枯竭的煤矿以及减产限产。其中，在兼并重组方面，神华集团、宝钢、等7家企业被确定为国有资本投资公司试点，中国国新等四家公司出资组建中央企业煤炭资产管理平台公司，以整合中央企业煤炭资源及化解过剩产能。

表：煤炭去产能相关配套文件

发布时间	政策名称
2016.2.15	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号）
2016.9.15	《财政部、国家税务总局关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
2016.4.7	《人力资源社会保障部、国家发展改革委等七部门关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》
2016.3.30	《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
2016.4.16	《环境保护部、国家发展改革委、工业和信息化部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
2016.4.17	《中国人民银行、银监会、证监会、保监会关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
2016.4.16	《质检总局关于化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展的意见》
2016.4.15	《国家安监总局、国家煤矿安监局关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
2016.5.10	《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》

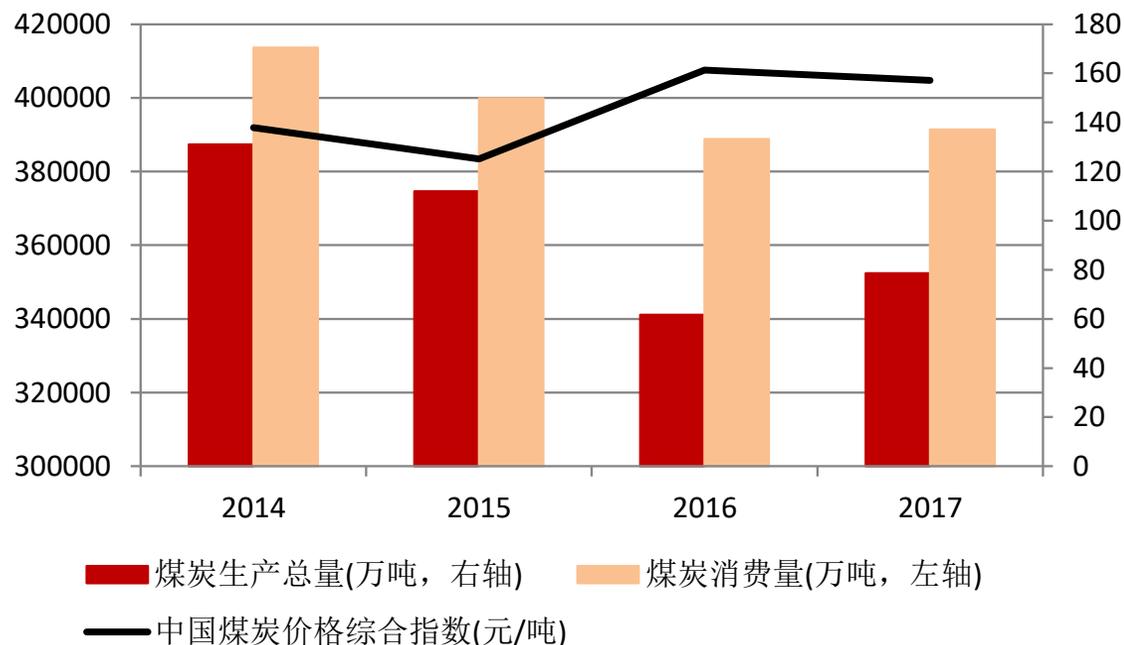
表：2016年煤炭企业的去产能措施举例

企业	措施
兖矿集团	按照“三年减员分流2万人”的总体目标，2016年减少分流各类用工6500人，力争7000人，节支降本增效8亿元。
潞安集团	下发《停薪留职》与《内部休假》管理办法
西山煤电集团	计划转岗分流1.25万人，占西山煤电集团在册职工人数的15%
平煤集团	部署了2016年集团煤炭板块部分矿井止亏脱困事宜，明确集团下属7家原煤生产单位、11对矿井的关停止亏和人员分流方案。
神华集团	成立了“去产能”领导小组；计划主动停产、停建煤矿12处，减少产能近3000万吨/年。

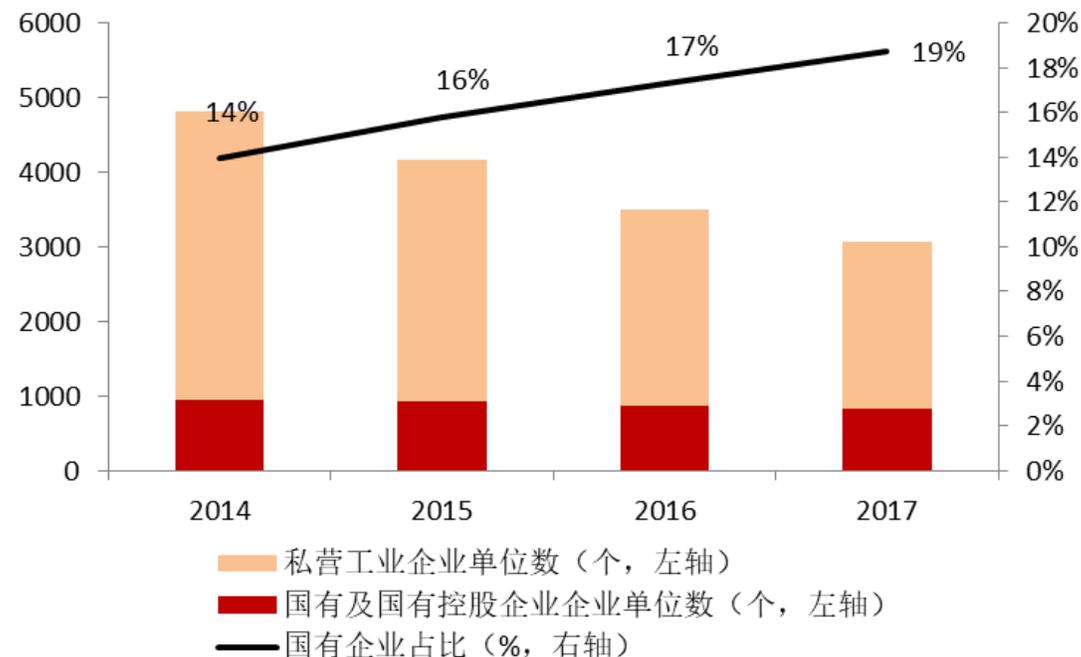
2.1 煤炭供给侧改革回顾

企业数量下降，价格上升，煤企恢复盈利。煤炭行业经历一系列关停减产、兼并重组等措施后，2016年规模以上企业数量同比下降14.77%，其中国企的占比也从2015年的15.82%上升至17.27%。2016年煤炭生产量同比下降9%，导致煤炭行业供不应求，煤价打破持续下降的趋势大幅上涨，同比增长28.94%，改变了2015年煤企大面积亏损的态势。根据证券日报的报告，2016年前三季度，36家上市煤企中有26家实现盈利，盈利面达72.22%。

图：2014-2017年煤炭行业供求及煤价情况



图：2014-2017年煤炭国企及私企数量

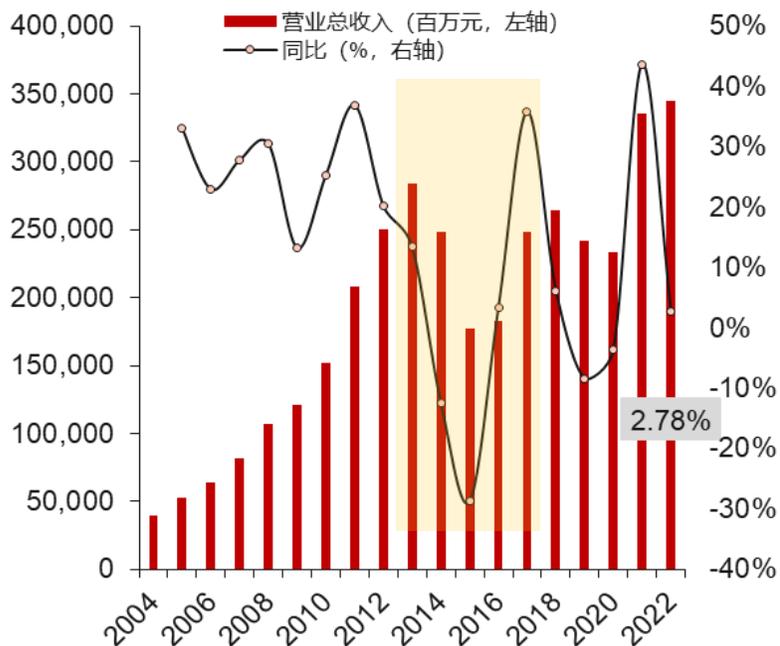


2.2 煤炭龙头企业市占率和经营业绩变化

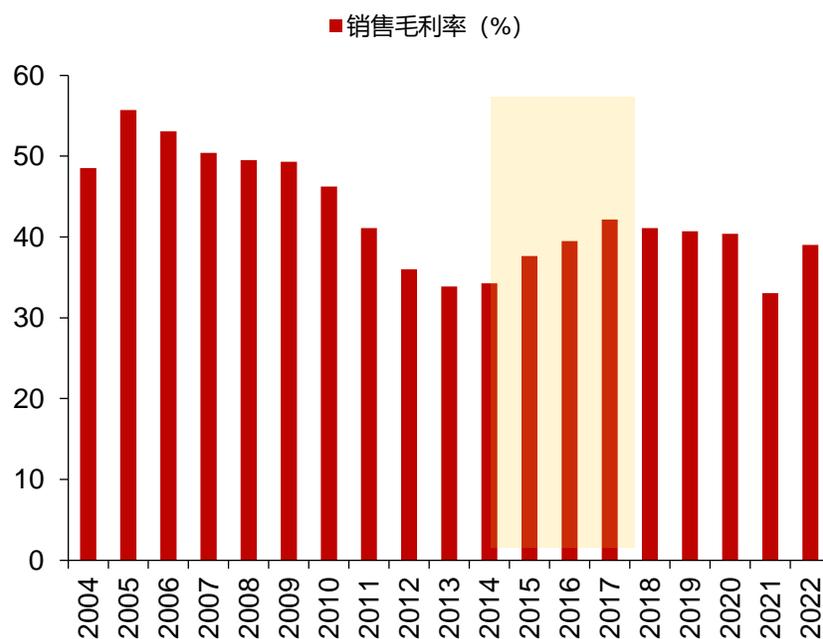
中国神华营收、毛利率、归母净利润周期波动中触底反弹。

中国神华营收在2004-2013年保持快速增长，2013年后持续下降并在2015年达到最低点，2016-2020年出现回升；归母净利润趋势相同；公司毛利率在2004-2022年整体下降19.58个百分点，在2016年煤炭价格开始上涨后，出现毛利率的回升。

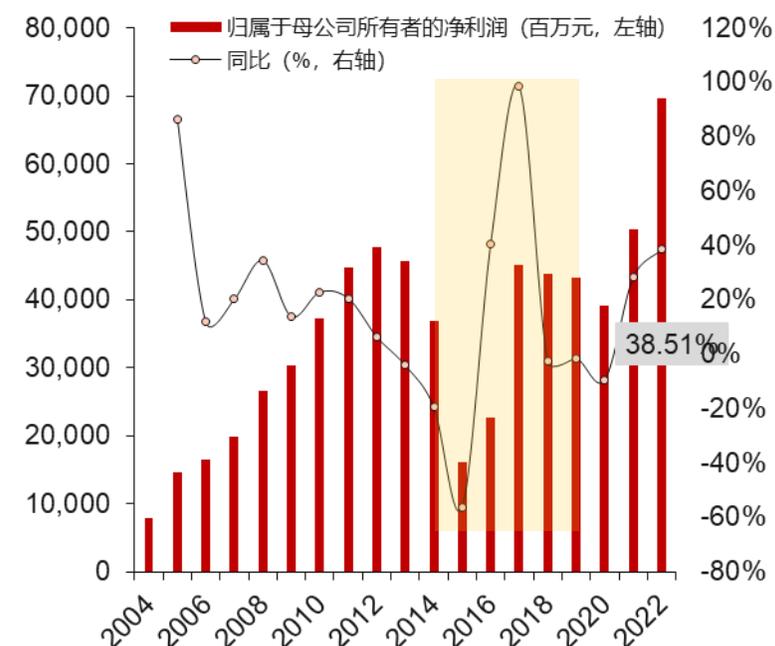
图：2004-2022年中国神华营业总收入及同比



图：2004-2022年中国神华毛利率



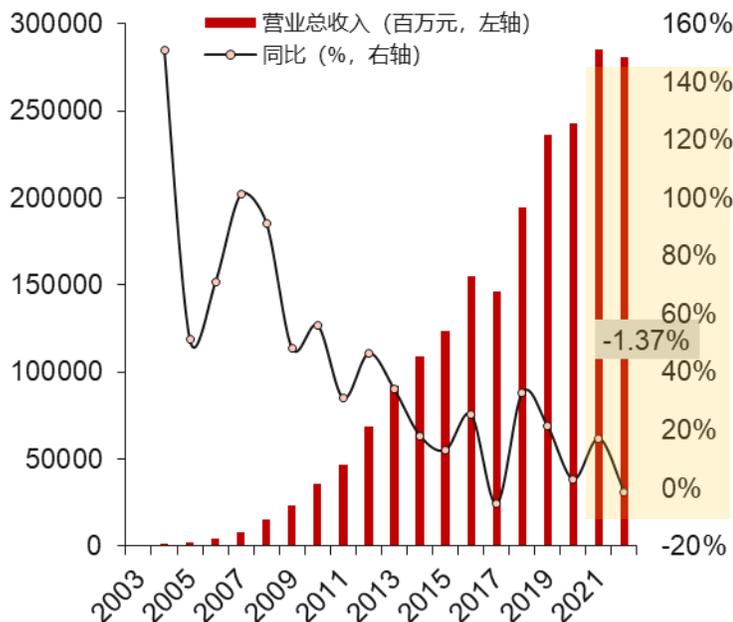
图：2004-2022年中国神华归属于母公司所有者的净利润及同比



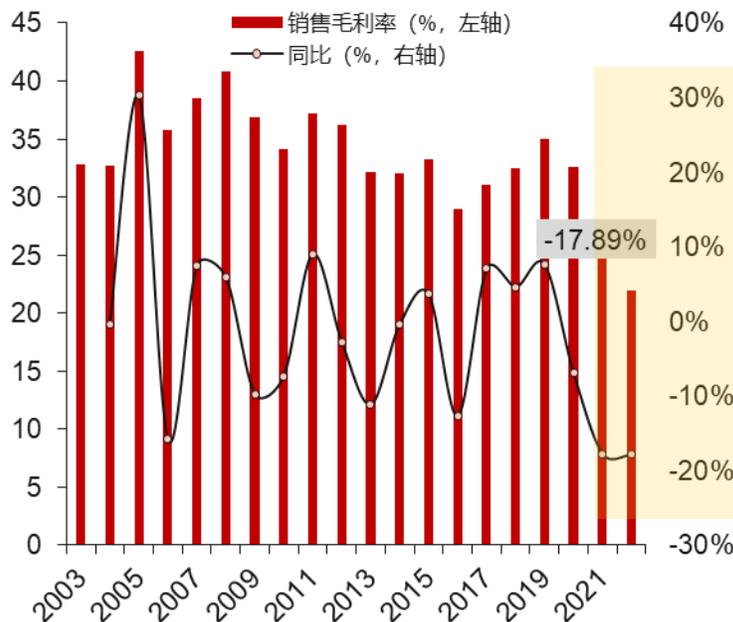
2.3 龙头房企经营业绩变化

保利发展营收、毛利率、归母净利润趋势如2014年以前的中国神华。保利发展营收和归母净利润保持快速增长趋势，2003-2022年营收复合增速为35.76%，归母净利润复合增速为32.10%。营收在2017和2022年有所下降，同比下降5.45%和1.37%，归母净利润在2021和2022年有所下降，同比下降5.39%和33.01%。销售毛利率整体呈下降趋势，在2003-2022年下降32.92%，在2022年下降明显，同比降低14.66%。ROE呈现波动和下降，2003-2022年整体下降45.96%，其中在2003-2005年、2011-2013年、2017-2019年出现过增长。

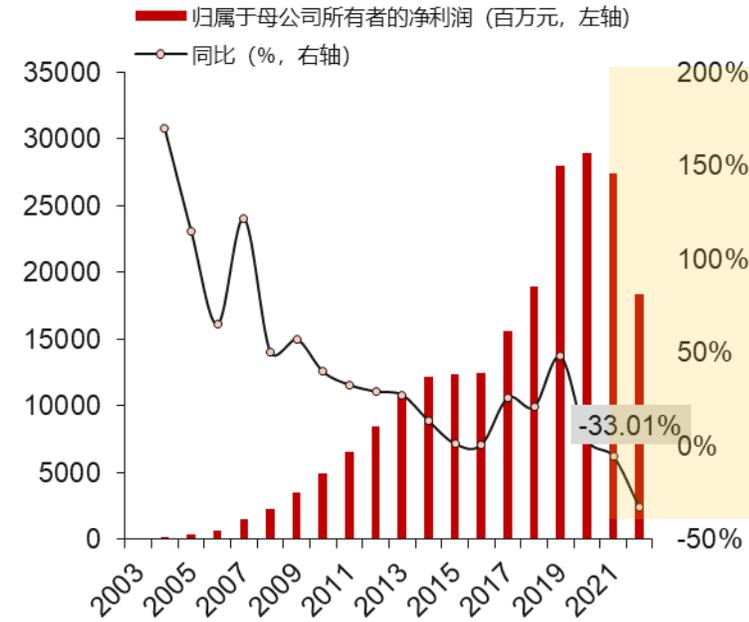
图：2003-2022年保利发展营业总收入及同比



图：2003-2022年保利发展毛利率



图：2003-2022年保利发展归属于母公司所有者的净利润及同比

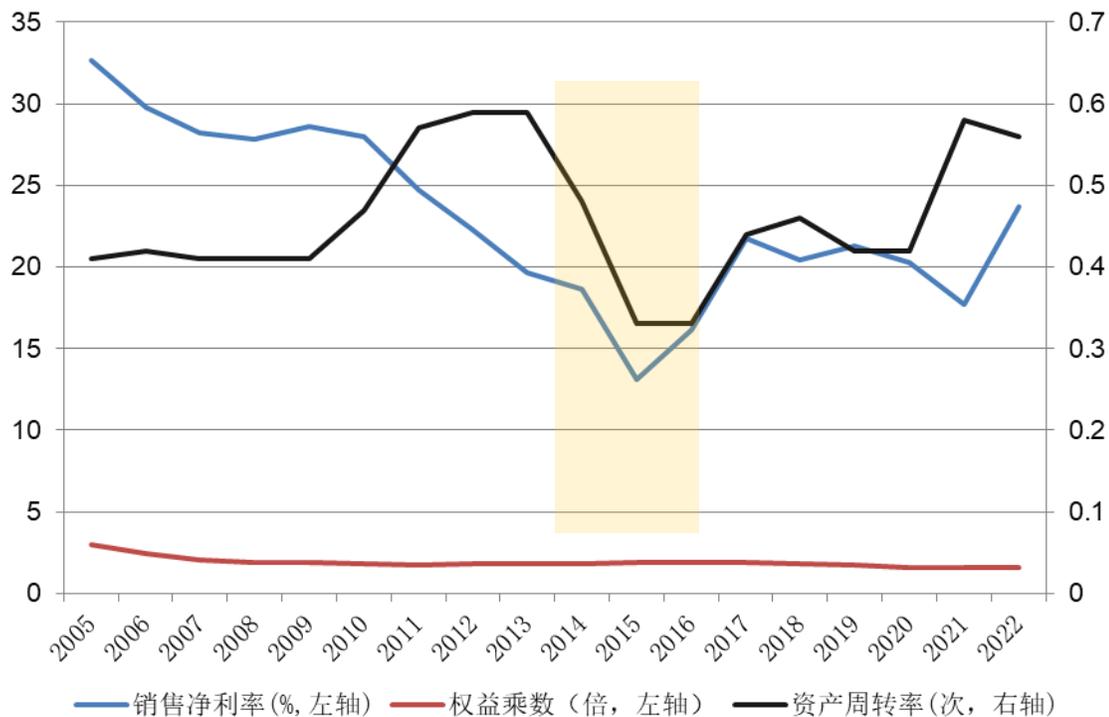


2.5 龙头煤炭企业和龙头房企ROE解构

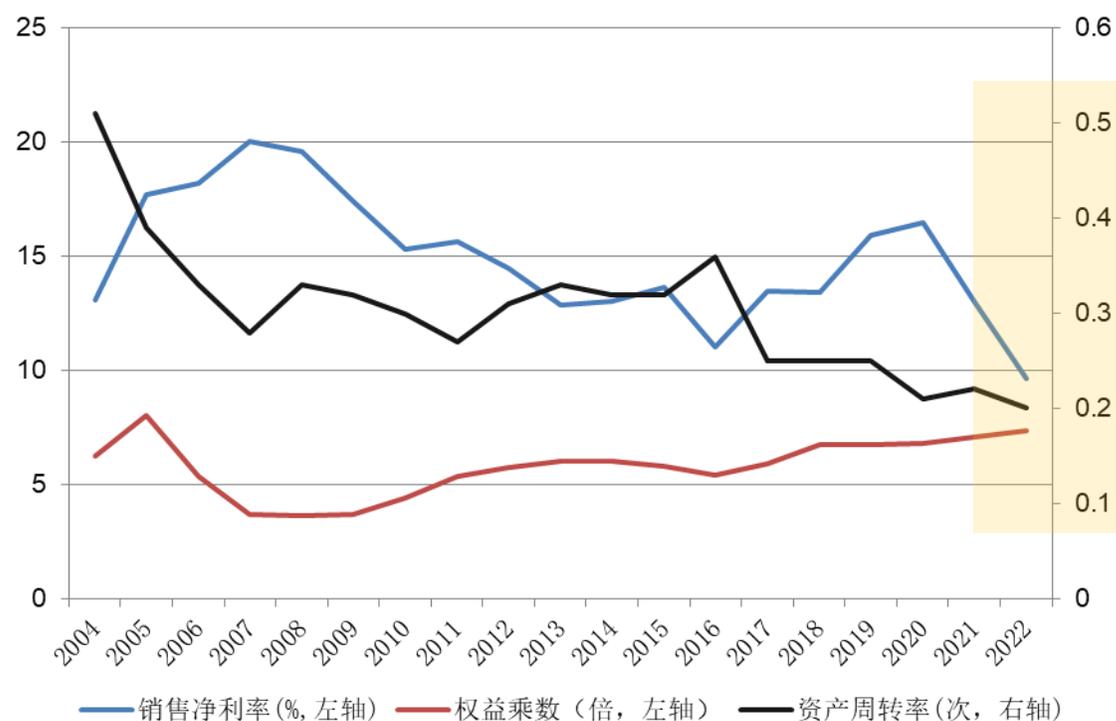
煤炭龙头：低杠杆、高周转、利润周期触底回升时段出现修复

地产龙头：高杠杆、周转效率和利润率在周期触底时类似煤炭龙头出现下行

图：中国神华ROE解构

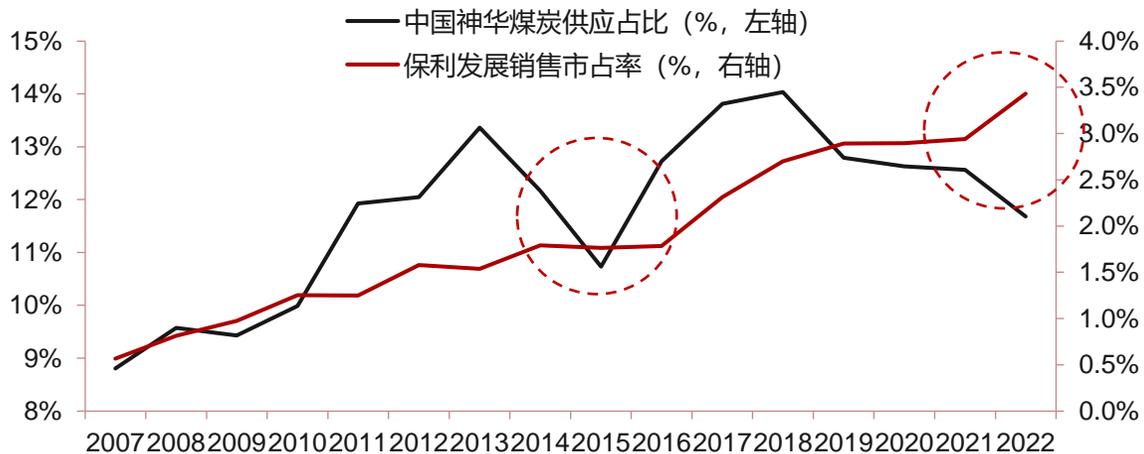


图：保利发展ROE解构



2.5 龙头煤炭企业和龙头房企市占率、股息率、股价、估值变化

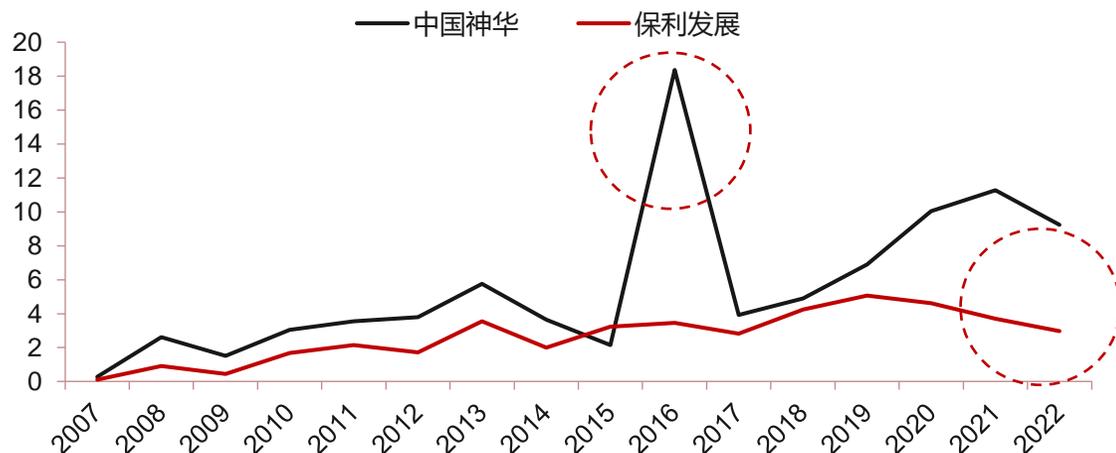
中国神华VS保利发展市占率



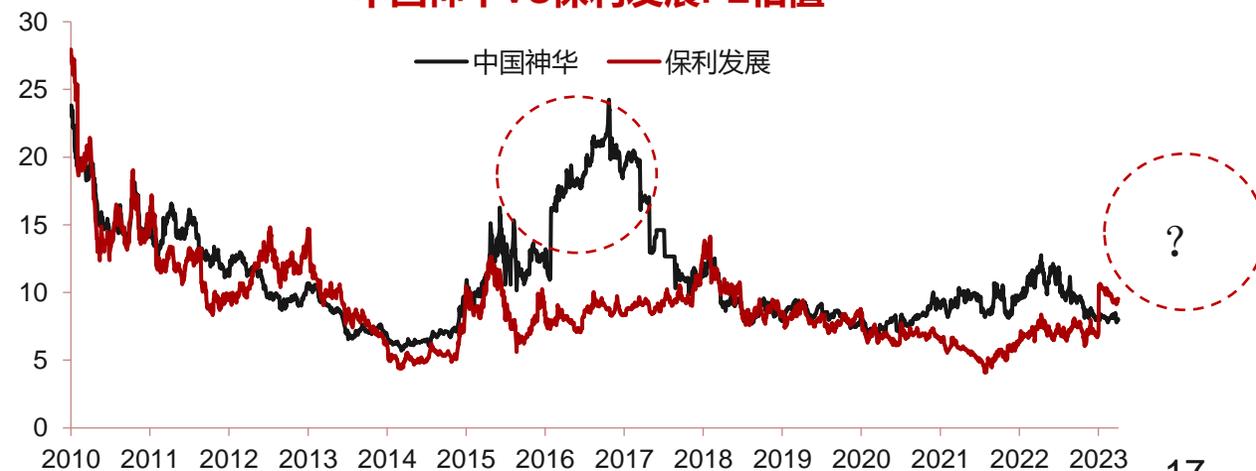
中国神华VS保利发展股价



中国神华VS保利发展股息率 (%)



中国神华VS保利发展PE估值

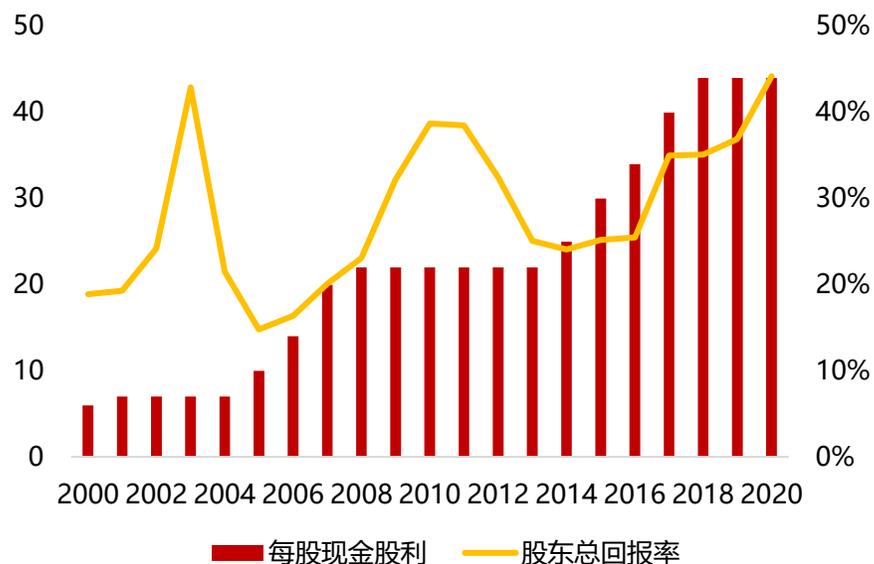


房企未来发展方向:

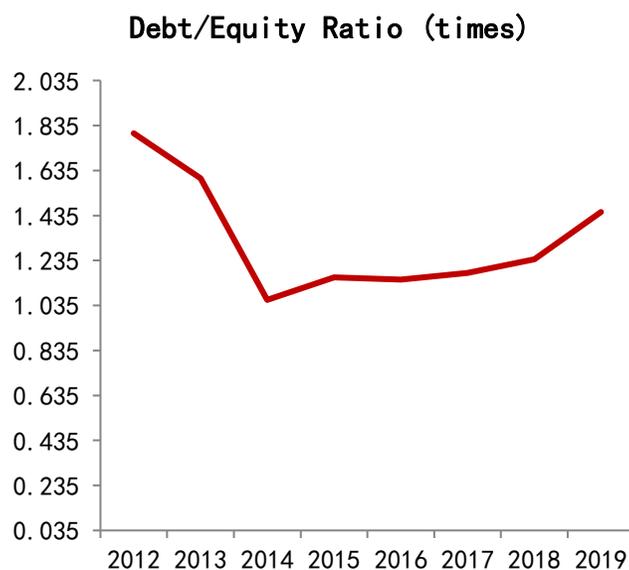
- 三井不动产经历过1990年行业周期后，长达30年的时间，确立了开发、存量、专业化服务三大收入支撑
- 杠杆长期保持一定水平，分红比例持续提升
- 公司注重降本增效，利润率持续提升，带动ROE提升

关键词：周期洗牌后，竞争减少利润增加，杠杆维持一定水平，分红增加，ROE增加

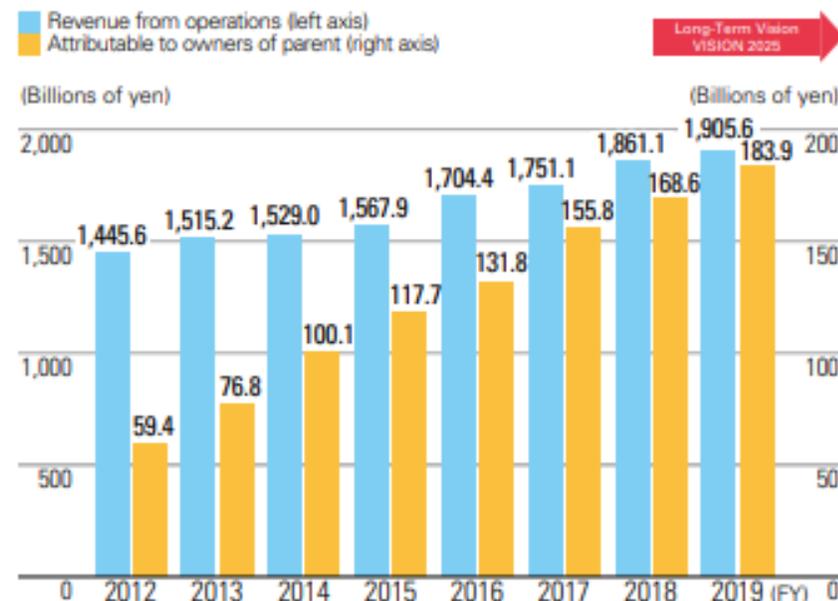
图：三井不动产现金分红比例（日元，%）



图：三井不动产DE比例



图：三井不动产收入和净利润走势



03

地产
“中特估”

2022年8月1日，中国证监会主席易会满在《求是》上撰文《努力建设中国特色现代资本市场》；11月21日，易会满主席在金融街论坛年会的主题演讲中，再次就建设中国特色现代资本市场的内涵进行了阐释，首次提出“要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。”

“中特估”特点

强现金流



2022年底融资三支箭

受益公司主要为未出险的央国企和混合所有制房企

低估值



房企估值PE持续走低

PB估值大部分央国企在1倍以下（部分央国企估值修复）

高分红



央国企：能够穿越周期、保持融资通畅、销售去化保持搞高效
经营性现金净流入表现好于行业平均水平

典型行业中特估均值

- 我们对市场上部分典型行业中的央国企相关情况进行汇总，PE均值为9.5倍，PB均值为1.05倍。

证券代码	行业板块	公司	PE	PB	2022分红率 (%)	市现率 (股价/每股经营性净现金流TTM)	ROE
601857.SH	能源	中国石油	8.94	1.00	47.69	3.16	10.9
601088.SH		中国神华	8.94	1.57	59.98	5.60	17.7
601898.SH		中煤能源	6.58	0.94	30.84	2.73	13.9
601668.SH	建筑	中国建筑	5.03	0.71	20.21	4.36	13.3
601186.SH		中国铁建	5.35	0.62	15.98	2.48	9.2
601398.SH	银行	工商银行	4.96	0.57	32.69	1.37	10.3
601939.SH		建设银行	5.13	0.61	32.27	1.91	11.3
601288.SH		农业银行	4.85	0.57	30.65	0.68	9.7
600941.SH	通信	中国移动	15.74	1.60	65.04	7.24	9.9
601728.SH		中国电信	19.72	1.29	62.55	4.06	6.4
003816.SZ	公共事业	中国广核	14.96	1.48	42.64	4.97	9.3
601985.SH		中国核电	14.46	1.60	37.48	2.87	10.2
	均值		9.55	1.05	39.84	3.45	11.01

地产央企中特估

- 横向对比其他典型行业央企的中特估均值，我们认为地产行业的典型央企在“中特估”体系下估值相对偏低。

	PE	PB	2022分红率 (%)	市现率 (股价/每股经营性净现金流TTM)	ROE
典型行业中特估均值	9.55	1.05	39.84	3.45	11.01
建筑中特估均值	5.19	0.67	18.09	3.42	11.21
保利发展	9.01	0.89	27.31	5.04	9.3
招商蛇口	25.30	1.24	40.50	3.07	4.2
万科A	7.86	0.73	33.40	7.73	9.3
金地集团	6.03	0.55	27.95	2.33	9.4
华发股份	9.21	1.24	30.31	0.51	13.1
天健集团	7.87	0.94	38.83	4.99	14.2
浦东金桥	7.09	1.13	33.31	-6.22	12.4
中国海外发展	8.05	0.53	33.62	-17.81	6.6
华润置地	7.74	0.92	36.33	176.88	11.5
中国金茂	8.51	0.36	63.41	9.49	4.2
绿城中国	8.14	0.58	46.21	1.44	7.7
越秀地产	8.53	0.71	50.24	9.07	8.3
建发国际	7.96	1.96	40.91	9.55	15.6
中国海外宏洋	4.27	0.45	21.19	27.65	10.5

风险提示

- 1) 政策放松力度和速度弱于预期，导致行业修复时间较长；
- 2) 局部城市疫情反复拖累行业修复进度；
- 3) 个别房企信用事件干扰板块整体估值修复。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>