

地产杂谈系列之四十二

供给侧视角下的地产煤炭对比

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*地产*地产杂谈系列之四十一：万物云上市在即，行业领先的全域空间服务商》
2022-09-27

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之四十：结算业绩承压，央企优势扩大》2022-09-03

《行业动态跟踪报告*地产*地产杂谈系列之三十九：复盘温州楼市泡沫始末与当前保交楼差异》
2022-08-22

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号
S1060520090003
ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



平安观点：

- **煤炭供给侧改革后景气度回升格局优化，业绩改善推动股价上行。**煤炭供给侧改革始于 2016 年，2020 年总量性去产能任务全面完成，系统性去产能、结构性优产能成效初显。供给侧改革前煤炭行业产能过剩、亏损严重，2016 年去产能及减量化生产政策推进下，煤炭库存快速消化，供求关系缓和，煤价大幅上涨、煤炭消费量小幅上行，行业利润总额明显改善，2016 年、2017 年同比分别增长 147.5%、171.3%。供给侧出清兼并推动集中度持续提升，龙头煤企规模实质改善，2015-2020 年 TOP5、TOP10 产量累计增长 47.6%、30.5%，远超行业整体（4.1%）。2016-2020 年申万煤炭指数最大涨幅 65.5%，利润改善为上涨主因，其中业绩优异公司股价表现更好，区间最大涨幅达 150%以上。上涨过程可细分为三个阶段，对应驱动因素分别为政策预期、基本面反转及业绩兑现。
- **供给侧对比：房地产后续修复料弱于煤炭，格局优化或为更大看点。**2021H2 以来房地产景气度下行，规模房企债务违约、展期陆续发生，供给侧调整加速推进。参照煤炭演变路径，房地产供给侧出清、行业调整之后有望迎来修复，但市场化、法制化要求下耗时或相对更长。测算 2022-2030 年全国住宅年均需求 11.7 亿平米，较 2021 年住宅销售面积 15.7 亿平米下台阶，总量偏弱下房地产修复幅度料弱于煤炭。同时不同于煤价上涨带来煤企业绩改善，未来房价大概率在供需影响基础上保持相对稳定，房地产利润率优化或更多依靠成本端改善，拿地毛利率回升叠加管控效率提高，共同推动结算端利润率改观。类似煤炭集中度提升，行业阵痛后强信用房企表现有望远优于行业。
- **地产股趋势预判：强 α 弱 β 料将延续，强信用房企持续占优。**2021H2 房地产调整以来，申万地产指数累计下跌 23.4%，期间由于政策博弈及市场风格变化，存在阶段性机会，区间最大涨幅 37.3%。板块 PE-TTM 由 7.93 倍升至 11.0 倍，估值提升为行情变化主要原因。其中受益供给侧调整、经营业绩较优房企股价表现更好，滨江集团、华发股份、招商蛇口、保利发展累计上涨 139.7%、58.9%、41.5%、40.3%。基本面承压背景下政策宽松有望延续，短期销售率先复苏、中长期市占率提升的强信用房企表现有望持续优于行业，强 α 弱 β 行情或将延续。
- **投资建议：**建议关注短期销售及投融资占优、中长期受益格局改善的央企国企及优质民企，如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、万科 A、金地集团、滨江集团、越秀地产、绿城中国、天健集团等。物管建议优选关联房企风险可控、综合实力突出企业，如招商积余、保利物业、碧桂园服务、新城悦服务、星盛商业等。同时建议关注产业链机会，如伟星新材、东方雨虹、科顺股份、海螺水泥。

- **风险提示：**1) 政策改善及时性低于预期风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 房地产行业短期波动超出预期风险。

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

正文目录

- 一、房地产发展压力犹存，供给侧调整加速推进..... 6
- 二、煤炭供给侧改革：供需反转推动量价改善，业绩优化驱动股价上行..... 7
 - 2.1 供给侧改革后煤炭量价齐升，利润改善，集中度提高..... 7
 - 2.2 业绩优化为股价上涨主因，上涨走势可细分为三段..... 11
- 三、供给侧对比：房地产修复料弱于煤炭，格局优化或为更大看点..... 12
 - 3.1 市场化导向下房地产出清或耗时更长..... 12
 - 3.2 总量偏弱下房地产修复幅度大概率弱于煤炭..... 14
 - 3.3 格局优化下强信用房企份额提升或为更大看点..... 17
- 四、地产股趋势预判：强 α 弱 β 料将延续..... 18
- 五、投资建议..... 19
- 六、风险提示..... 20

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

图表目录

图表 1 全国房地产投资延续负增长	6
图表 2 全国商品房累计销售增速持续为负	6
图表 3 2022H1 房企境内发债以央国企为主	6
图表 4 2022H1 房企海外发债以央国企为主	6
图表 5 2022H1 央国企销售额增速相对靠前	7
图表 6 2022H1 央国企拿地销售金额比更高	7
图表 7 煤炭供给侧改革相关政策	7
图表 8 2016-2018 年煤炭供应出现短缺	8
图表 9 煤炭库存自 2016 年高点逐步回落	8
图表 10 2016 年供给侧改革后煤价持续上行	8
图表 11 2016 年供给侧改后煤炭行业毛利率持续改善	9
图表 12 2016 年供给侧改革后煤炭行业利润趋势上行	9
图表 13 2016 年供给侧改革后煤炭行业资产负债率回落	9
图表 14 申万煤炭板块 ROE 变化趋势	9
图表 15 2016 年供给侧改革后煤企数量进一步降低	10
图表 16 2016 年供给侧改革以来煤炭行业部分兼并整合案例	10
图表 17 煤炭行业产量集中度提升	10
图表 18 2016-2018 年申万煤炭板块行情	11
图表 19 2016.6-2016.11 秦皇岛动力煤市场价累计上涨 56%	11
图表 20 2016.6-2016.11 山西主焦煤市场价累计上涨 151%	12
图表 21 2016 年以来申万煤炭板块业绩持续改善	12
图表 22 2016-2018 年煤炭产能出清计划及实际完成情况	13
图表 23 中央关于房企出险问题表述	13
图表 24 部分出险房企债务问题解决进程	13
图表 25 2022 年国内房地产行业并购整合未明显放量	14
图表 26 2016 年后煤炭消费量稳步上行	14
图表 27 2020 年煤炭消费量分类	14
图表 28 各领域煤炭消费量走势	15
图表 29 国内发电总量及火电发电量稳步上行	15
图表 30 预计 2022-2030 年全国住宅年均需求 11.7 亿平米	15
图表 31 2022-2030 年全国住宅年均需求测算	16
图表 32 未来房价增速预计窄幅震荡	16
图表 33 2022H1 43 家上市房企销管费用率同比改善	17

图表 34 《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》中产能退出及改革重组相关表述 17

图表 35 2015-2020 年优质煤企产量累计增速优于行业18

图表 36 强信用房企销售表现优于行业18

图表 37 申万地产行业行情走势18

图表 38 申万地产行业 PE 估值19

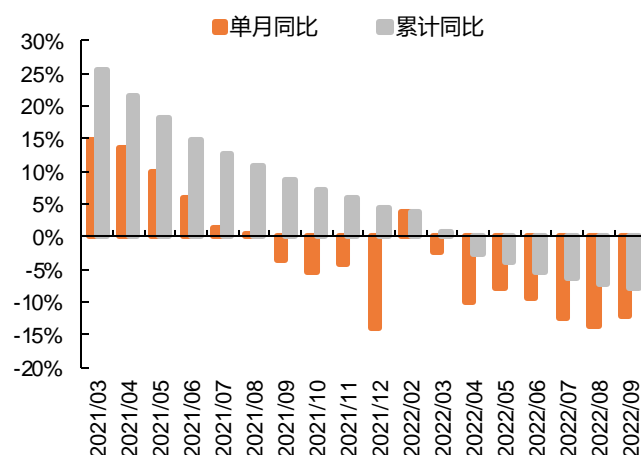
图表 39 2021 年 7 月至今部分强信用房企股价表现19

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

一、 房地产发展压力犹存，供给侧调整加速推进

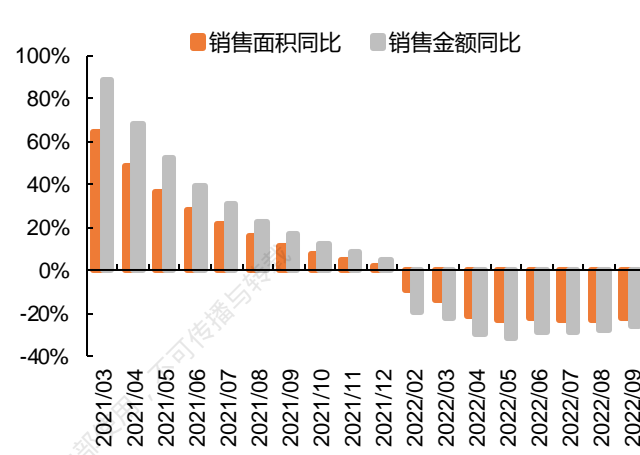
房地产投资销售延续负增长，发展压力仍旧存在。2021年下半年以来房地产急转直下，行业陷入“销售下行-房企资金趋紧-投资收缩/评级下调或违约-金融机构惜贷/购房者预期悲观-销售进一步下行”的负向循环。尽管政策暖风频吹，但购房预期转变、交付担忧等因素冲击下，供需两端实质改善步伐缓慢，2022年1-9月全国商品房销售金额、销售面积累计下降26.3%、22.2%，全国房地产投资累计下降8%，行业发展压力犹存，信心修复仍需时间。

图表1 全国房地产投资延续负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

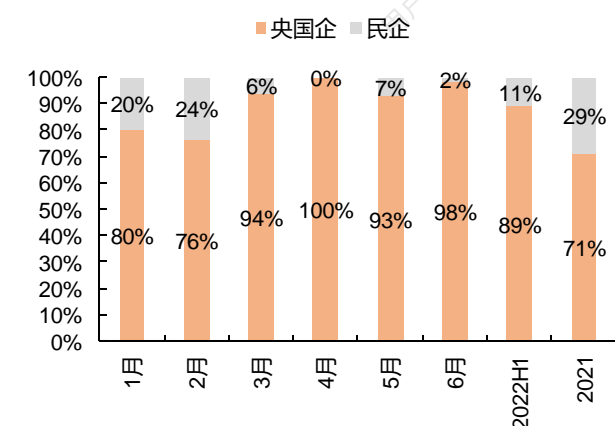
图表2 全国商品房累计销售增速持续为负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

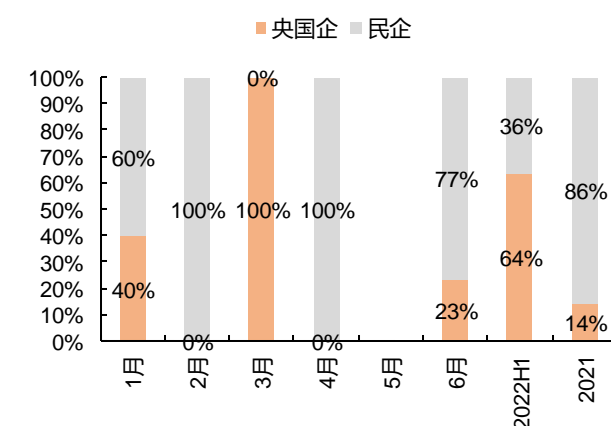
以央国企为代表的强信用房企优势扩大，行业格局加速分化。销售回款及融资压力下主流房企债务展期、违约陆续发生，部分规模房企牵涉其中，其融资信用坍塌对投资、销售等经营行为形成负面影响，导致行业格局加速分化。其中央国企等强信用房企融资畅通，拿地销售相对积极，综合优势持续扩大。

图表3 2022H1 房企境内发债以央国企为主



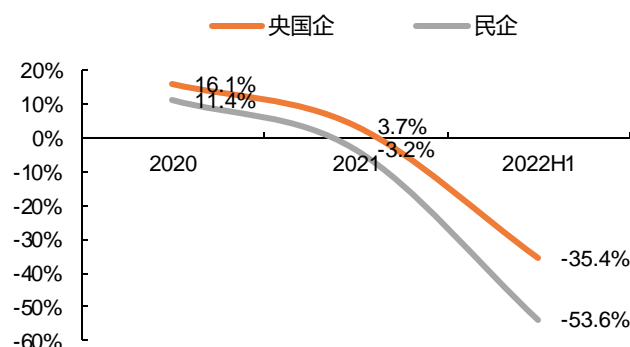
资料来源: 中指, 平安证券研究所

图表4 2022H1 房企海外发债以央国企为主



资料来源: 中指, 平安证券研究所

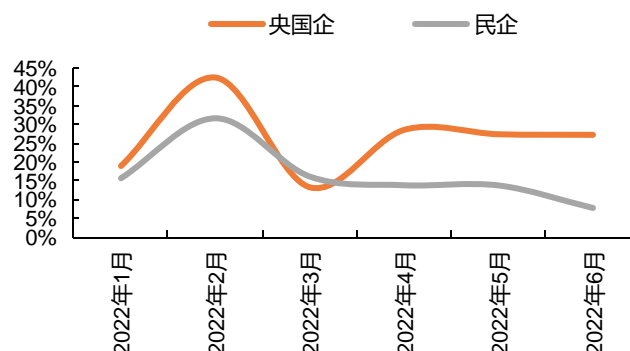
图表5 2022H1 央国企销售额增速相对靠前



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

注：央国企、民企销售金额、拿地销售金额对比标的为销售规模靠前的43家A+H房企，具体名单参见《地产杂谈系列之四十：结算业绩承压，央国企优势扩大》，下同

图表6 2022H1 央国企拿地销售金额比更高



资料来源：中指，平安证券研究所

二、煤炭供给侧改革：供需反转推动量价改善，业绩优化驱动股价上行

2.1 供给侧改革后煤炭量价齐升，利润改善，集中度提高

煤炭供给侧改革始于2016年，政策支持为重要推手。2016年2月5日，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出从2016年开始，用3至5年时间，煤炭行业再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。政策推动下煤炭行业供给侧结构性改革进程开启，2018年过剩产能总量化解目标基本完成，改革主要任务由去产能向调结构转向，2020年总量性去产能任务全面完成，系统性去产能、结构性优产能初显成效。

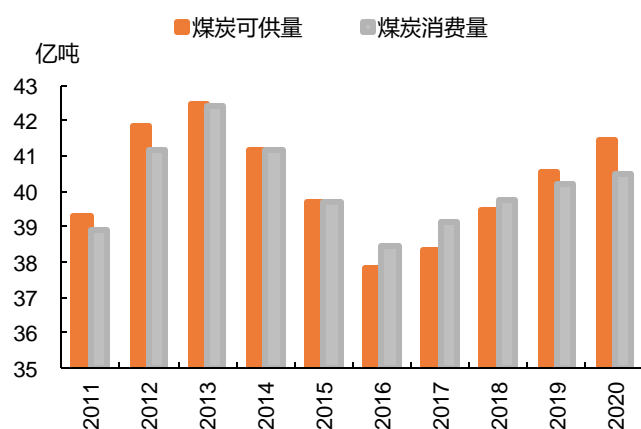
图表7 煤炭供给侧改革相关政策

日期	政策	主要内容
2016/2/5	国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	1、总体目标：从2016年开始，用3至5年时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。2、严格控制新增产能：从2016年起，3年内原则上停止审批新建项目，确需新建的，一律实行减量置换。3、推进企业改革重组：利用3年时间，力争单一煤炭企业生产规模全部达到300万吨/年以上。4、引导减量化生产：从2016年开始，按全年作业时间不超过276个工作日重新确定煤矿产能。
2017/4/17	发改委等部门发布《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	1、2016年超额保质完成全年目标任务。2、坚持落后产能应退尽退、能退早退，2017年退出煤炭产能1.5亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。3、多方开辟职工安置途径，妥善安置职工，按照市场化、法治化原则积极推动企业债务和资产处置。4、加快推进兼并重组、转型升级，实现产业布局进一步优化。
2017/12/19	发改委等部门发布《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。
2018/2/1	发改委等部门发布《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》	通过优质产能有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。
2019/4/30	发改委等部门发布《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》	1、2016年以来累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。2、2019年全面转入结构性去产能、系统性优产能新阶段，深入推进煤电联营、兼并重组、转型升级、优化布局等工作，促进煤炭行业新旧发展动能转换。
2020/6/18	发改委等部门发布《关于做好2020年重点领域化解过剩产能工作的通知》	2016年以来总量性去产能任务全面完成，系统性去产能、结构性优产能初显成效。

资料来源：政府网站，平安证券研究所

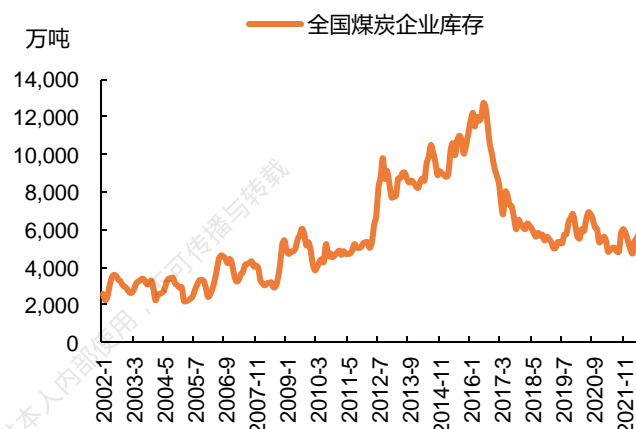
供给侧改革后煤炭行业景气度回升，量价逐渐好转。2016 年供给侧改革之前煤炭行业产能过剩、亏损严重，2016 年去产能及减量化生产政策推进下，煤炭库存快速消化、煤炭供需关系改善，基本面持续好转。全国煤炭企业库存自 2016 年高点 1.25 亿吨回落，逐步稳定在 4500-6500 万吨区间。煤价受益产能出清、供需关系改善大幅上行，以秦皇岛港动力煤平仓价为例，2016 年初为 370 元/吨，2016 年 11 月初涨至 700 元/吨，2021 年初进一步涨至 980 元/吨，对比 2016 年初分别累计上涨 89.2%、164.9%。同时，在能源消费需求拉动下煤炭需求韧性超出预期，行业消费量于 2016 年触底反弹，2016-2020 年累计增长 5.3%。

图表8 2016-2018 年煤炭供应出现短缺



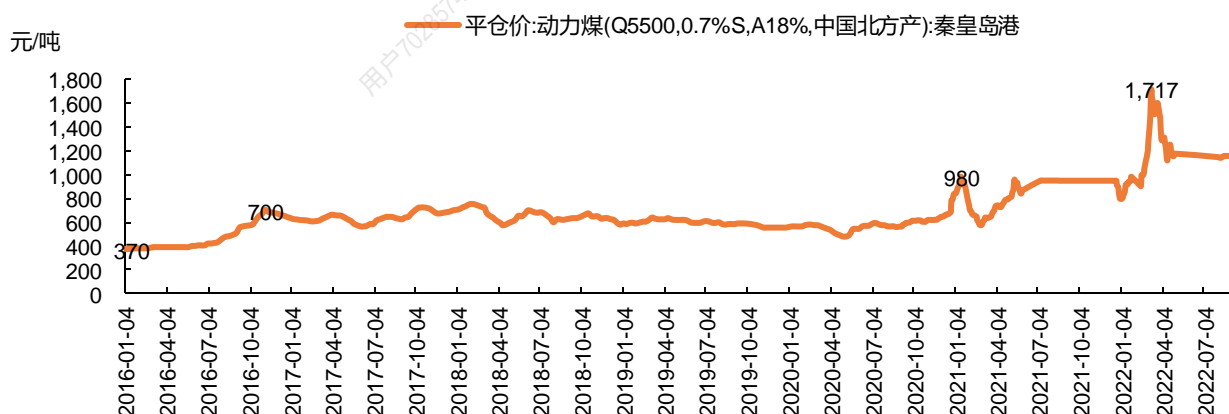
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 煤炭库存自 2016 年高点逐步回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 2016 年供给侧改革后煤价持续上行

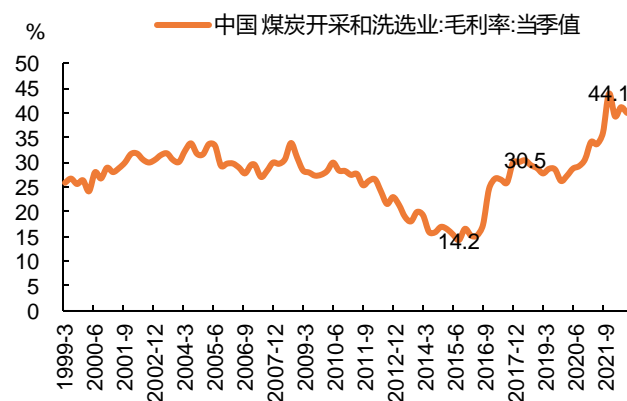


资料来源：Wind，平安证券研究所

行业盈利能力回升、负债率回落，业绩大幅改善。煤价上涨推动盈利能力提升，煤炭开采和洗选业毛利率由 2015Q3 的 14.2% 升至 2018Q2 的 30.5%，2021Q4 进一步升至 44.1%。收入向好叠加利润率改观，行业业绩趋势上行，2016-2017 年改善尤为明显，煤炭开采和洗选业利润总额同比分别增长 147.5%、171.3%。同时，行业资产负债率于 2016 年 4 月触顶回落，2022

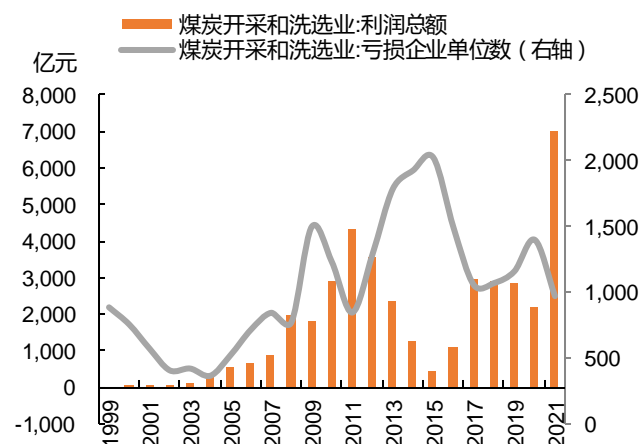
年8月已降至60.4%。

图表11 2016年供给侧改后煤炭行业毛利率持续改善



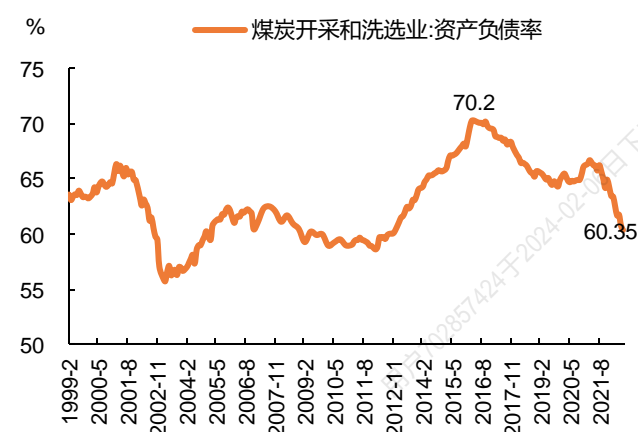
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2016年供给侧改革后煤炭行业利润趋势上行



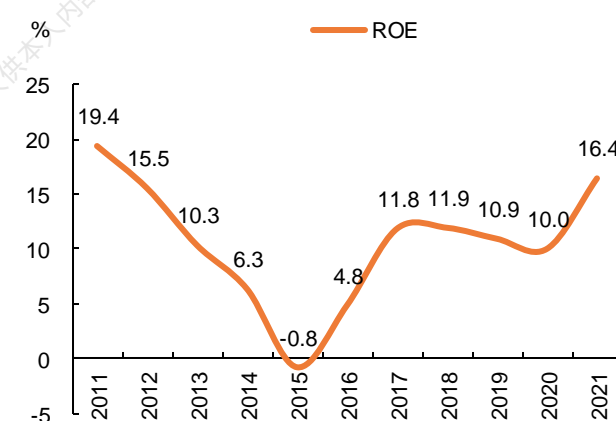
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 2016年供给侧改革后煤炭行业资产负债率回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

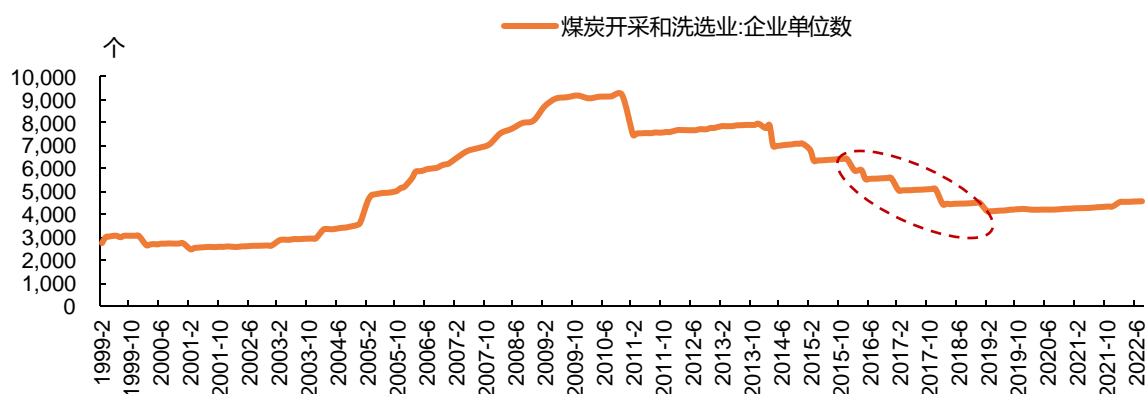
图表14 申万煤炭板块 ROE 变化趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

行业竞争格局转变，集中度逐步提高。煤炭供给侧改革过程中，退出落后产能、推进兼并重组、促进新旧动能转化均为政策要求方向。2015 年末煤炭行业企业数量共 6430 家，2016 年供给侧改革后降至 4000 余家。产能出清叠加兼并重组带来行业集中度持续提升，2020 年 TOP5、TOP10 煤炭产量占比升至 39.1%、51.6%。典型龙头煤企分别为国家能源、晋能控股、山东能源、中煤能源、陕煤化、山西焦煤等，基本由央企国企占据。值得注意的是，由于行业消费量趋势上行，龙头煤企市占率提升带来产量规模实质改善，2015-2020 年行业 TOP5、TOP10 产量累计增长 47.6%、30.5%，远超行业整体（4.1%）。

图表15 2016 年供给侧改革后煤企数量进一步降低



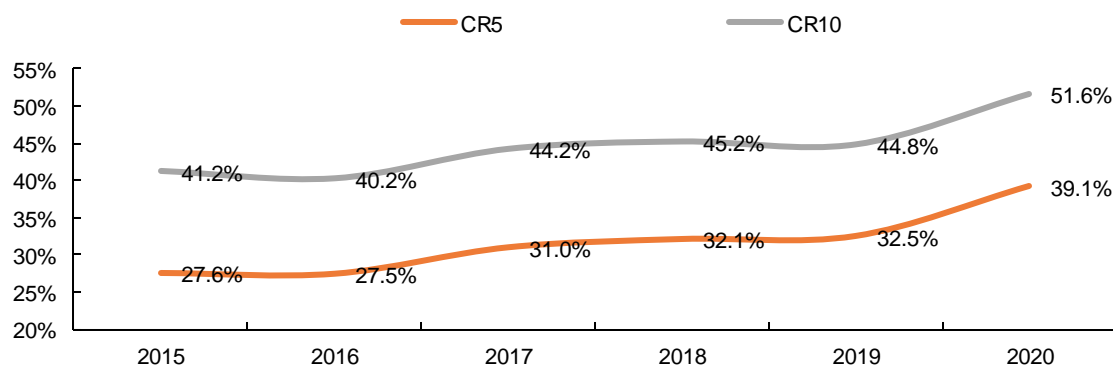
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 2016 年供给侧改革以来煤炭行业部分兼并整合案例



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

图表17 煤炭行业产量集中度提升



资料来源: 煤炭工业协会, 平安证券研究所

2.2 业绩优化为股价上涨主因，上涨走势可细分为三段

业绩改善为股价上涨主因，弹性更大公司涨幅居前。从供给侧改革期间煤炭板块表现来看，2016 年供给侧改革纲领性文件出台后煤炭指数趋势上行，2018 年改革主要任务由去产能向调结构转向后上涨主升浪基本结束。2016-2018 年申万煤炭指数区间最大涨幅为 65.5%，板块归母净利润由 2015 年的-54.1 亿元大幅增长至 2018 年的 936.2 亿元，业绩改善为行情最大驱动。其中业绩表现更好公司涨幅居前，山西焦化、陕西煤业、中国神华、兖矿能源、潞安环能区间最大涨幅为 210.5%、204.6%、173.1%、163.9%、158.3%。从 2016 年初供给侧改革预期升温到 2018 年初行情转向，申万煤炭上涨走势可细分为三段，对应驱动因素分别为政策预期、基本面反转与业绩兑现。

图表18 2016-2018 年申万煤炭板块行情

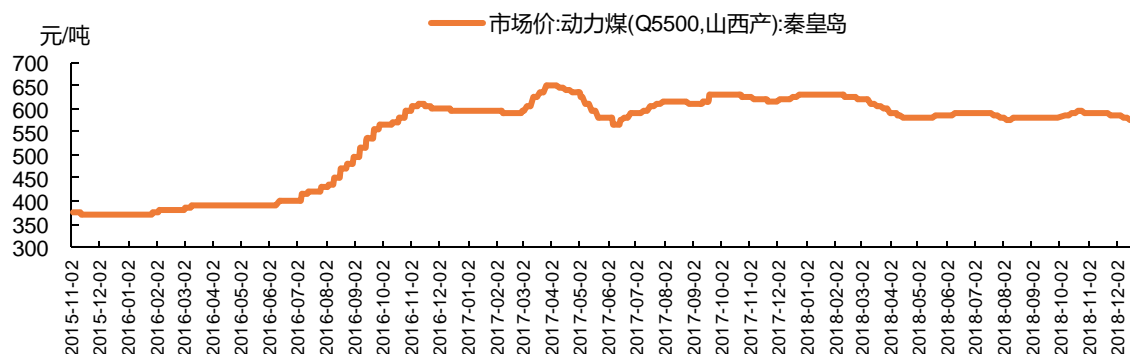


资料来源：Wind，平安证券研究所

上涨第一段 (2016.2-2016.4)：政策驱动。2016 年 2 月 5 日供给侧结构性改革纲领性文件正式下发，改革利好预期下板块迎来首轮上涨，2016 年 2 月至 4 月申万煤炭指数区间最大涨幅 28.9%。其中，由于受益国企改革预期的盘江股份 (+62.5%)、兖矿能源 (+53.2%)、冀中能源 (+47.1%) 等涨幅靠前。

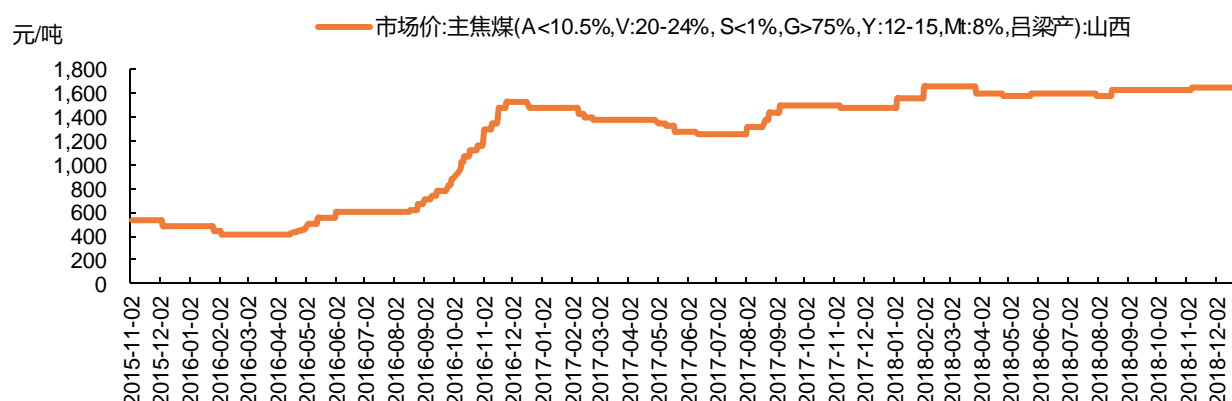
上涨第二段 (2016.6-2016.11)：煤价驱动。供给侧改革细化政策密集落地叠加行业传统旺季临近，6 月以来煤炭价格持续上行，行业基本面反转带动股价上涨，2016 年 6 月至 11 月申万煤炭指数区间最大涨幅 47.1%。其中焦煤价格涨幅高于动力煤，价格弹性更大的焦煤公司股价涨幅更为靠前，如辽宁能源 (+137%)、山西焦化 (+100.2%)、冀中能源 (+91.8%)、开滦股份 (+87.9%)、潞安环能 (+83.4%) 等。

图表19 2016.6-2016.11 秦皇岛动力煤市场价累计上涨 56%



资料来源：Wind，平安证券研究所

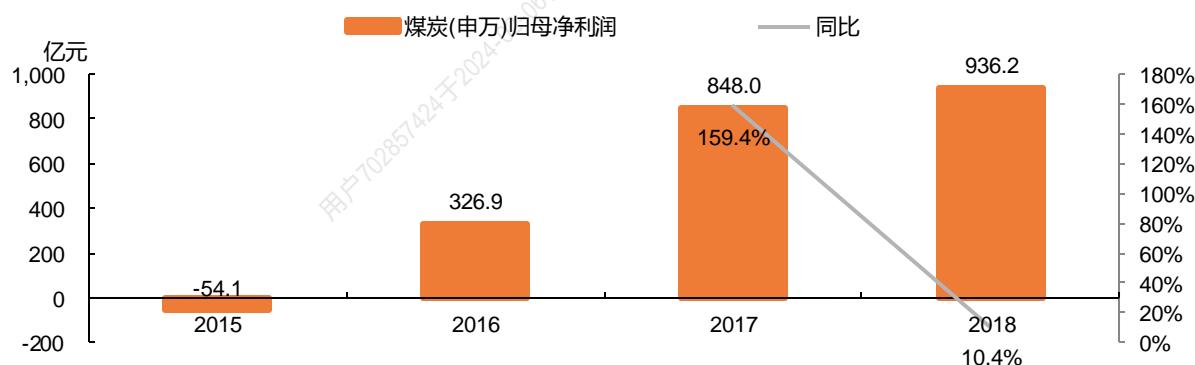
图表20 2016.6-2016.11 山西主焦煤市场价累计上涨 151%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

上涨第三段 (2017.5-2018.2): 业绩驱动。2016 年年报披露后, 煤价上涨、基本面好转带来的业绩改善持续兑现, 受此影响板块持续上行。2017 年 5 月至 2018 年 2 月申万煤炭指数区间最大涨幅 43.9%, 其中 2017 年 9 月 13 日触及区间最高 2531.77 点、2018 年 2 月 5 日触及区间次高 2504.76 点。区间涨幅靠前为产量增长、业绩向好企业, 如山西焦化(+168.3%)、潞安环能(+128.3%)、兖矿能源(+109.4%)等。

图表21 2016 年以来申万煤炭板块业绩持续改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 供给侧对比：房地产修复料弱于煤炭，格局优化或为更大看点

3.1 市场化导向下房地产出清或耗时更长

煤炭供给侧改革顺利推进主要在于自上而下政策推动。2016 年初煤炭供给侧改革启动后, 年中行业库存即开始回落, 煤价开始上涨, 当年利润即迎来改善; 行业亦在 2018 年基本完成过剩产能总量化解, 并在 2020 年全面完成总量性去产能任务, 系统性去产能、结构性优产能成效初显。煤炭供给侧改革顺利推进离不开各级政府认真贯彻中央决策部署, 政策自上而下推动带来更好结果呈现, 对比历年产能出清计划与实际完成情况亦可发现各地较强的政策执行力。

图表22 2016-2018年煤炭产能出清计划及实际完成情况

时间	出清计划（亿吨）	完成情况（亿吨）	完成率
2016年	2.5	2.9	116%
2017年	1.5	2.5	167%
2018年	1.5	2.7	180%

资料来源：发改委，平安证券研究所

市场化、法治化主导下房地产调整、房企出清时间或相对更长。当前房地产行业调整、房企债务展期及违约主要为“高杠杆、高周转”模式下积累的风险释放，新旧模式转化过程中阵痛无法避免。从已出险房企来看，由于需协调购房者、供应商、债权人等各方关系，债务问题解决耗时较长。同时市场化、法治化导向下，房企间兼并收购亦相对缓慢。整体看，房地产整合出清节奏或慢于煤炭。

图表23 中央关于房企出险问题表述

时间	会议/文件	主要内容
2021年9月29日	房地产金融工作座谈会	金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。
2021年10月15日	人民银行举行2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	恒大集团的问题在房地产行业是个别现象。经过近几年的房地产宏观调控，尤其是房地产长效机制建立后，国内房地产市场地价、房价、预期保持平稳，大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好，房地产行业总体是健康的。
2021年10月20日	潘功胜在2021年金融街论坛年会上的讲话	近期我国的房地产市场及相关的金融市场出现一点波动，这是市场主体在个别企业违约事件出现之后的应激反应。在金融管理部门的预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。
2021年10月20日	刘鹤副总理在2021年金融街论坛年会开幕式上的书面致辞	目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。
2021年10月20日	易纲行长在2021年G30国际银行业研讨会的发言及问答	恒大风险是个案风险。应对措施方面，我们一是要避免恒大的风险传染至其他房地产企业。二是要避免风险传导至金融部门。
2021年12月3日	央行、证监会、银保监会、住建部回应恒大问题	恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张。境外美元债市场是高度市场化的，投资人较为成熟、甄别能力较强，对于相关问题的处理也有清晰的法律规定和程序。短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能。
2022年4月19日	人民银行、银保监会联合召开金融支持实体经济座谈会	要执行好房地产金融宏观审慎管理制度，区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。

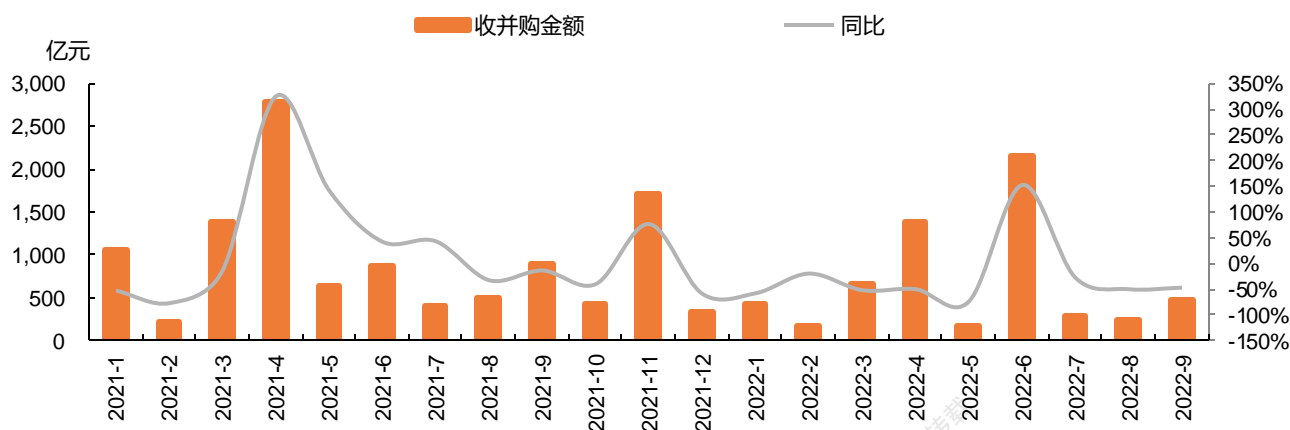
资料来源：政府网站，平安证券研究所

图表24 部分出险房企债务问题解决进程

房企	首次出险时间	最新进展
H房企	2021年3月23日，公司2020年度第一期中期票据发生实质性违约。	截至2022年9月30日，公司累计未能如期偿还债务金额合计592.01亿元（不含利息）。公司在省市政府及专班的指导和支持下积极推进《债务重组计划》及相关事项落地实施工作。
L房企	2021年7月12日，公司中期票据到期无法兑付造成违约。	截至2022年6月30日，公司逾期金融债务本金343.37亿元，一年内到期的有息金融负债本金余额为466.24亿元，货币资金账面余额45.18亿，资金流动性困难未得到缓解。
H房企	2021年9月17日，公司公告称境内债通过场外展期处置同时境外债被曝出未付利息。2021年12月3日，公司公告不确定是否拥有充足资金继续履行财务责任，会制定可行的境外重组方案。	2022年7月29日公告有关境外债务重组信息，公司正与其财务及法律顾问积极推进境外债务重组工作，并将尽快公布一个尊重所有利益相关者权利的具体解决方案。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 2022 年国内房地产行业并购整合未明显放量

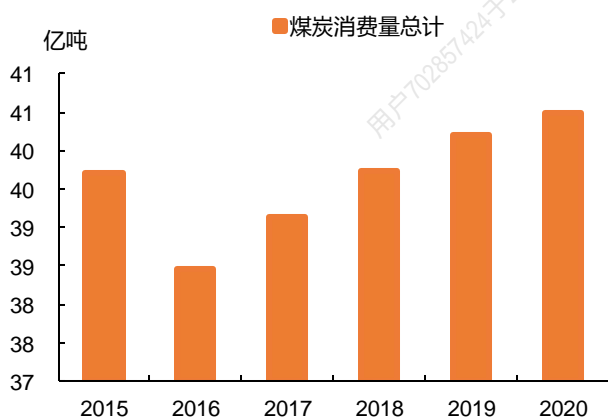


资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 总量偏弱下房地产修复幅度大概率弱于煤炭

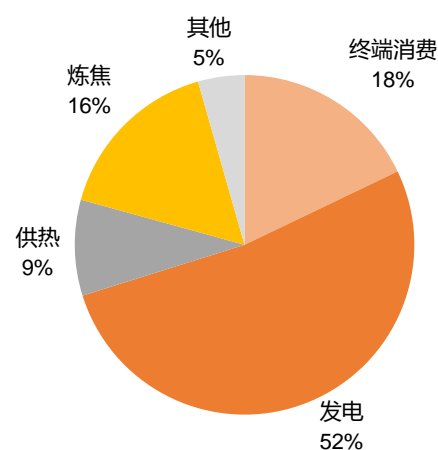
除供给端产能出清以外，煤炭需求韧性亦为行业基本面改善重要支撑。国内煤炭消费主要用于燃煤发电、钢铁、化工、建材等行业，2020 年煤炭消费量中发电消费占比 52%，为煤炭主要用途。基于经济发展、发电量提升带来需求韧性，2016 年煤炭消费量明显下滑后，2017-2020 年迅速回补并逐步上行，消费量稳步提升对煤价上涨及上涨后高位运行具备一定支撑。

图表26 2016 年后煤炭消费量稳步上行



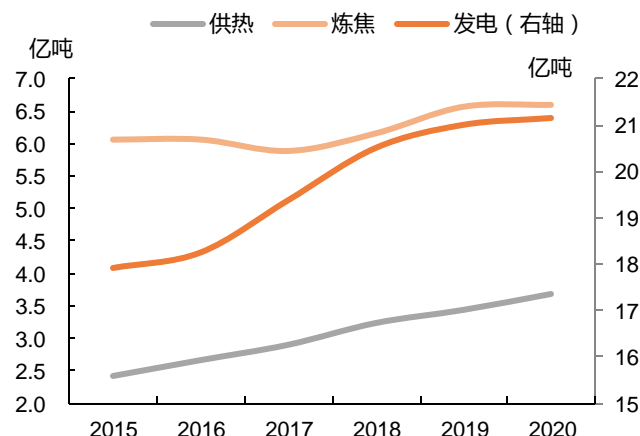
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表27 2020 年煤炭消费量分类



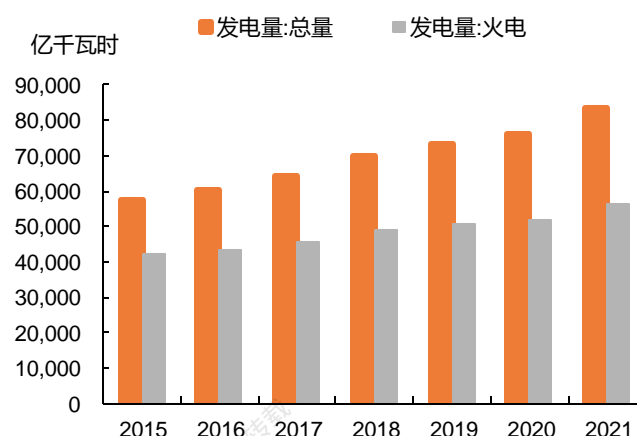
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表28 各领域煤炭消费量走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

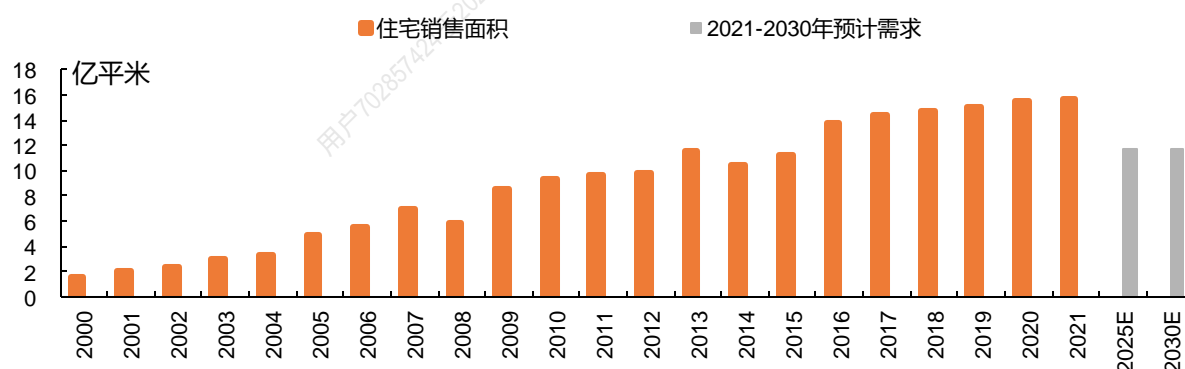
图表29 国内发电总量及火电发电量稳步上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

地产需求中枢下移、房价相对稳定, 基本面并无大幅反弹基础。反观地产, 测算 2022-2030 年全国住宅年均需求 11.7 亿平米, 较 2021 年 15.7 亿平米下台阶。考虑需求中枢下行, 房价不具备大幅上行基础, 同时, 房地产行业关乎民生, 行政调节手段必不可少, 整体看未来房价大概率在供需影响基础上保持相对稳定。基于此, 我们认为不同于煤炭行业, 尽管房地产供给侧出清、行业调整之后有望迎来修复, 但总量偏弱下修复幅度或不及煤炭。

图表30 预计 2022-2030 年全国住宅年均需求 11.7 亿平米



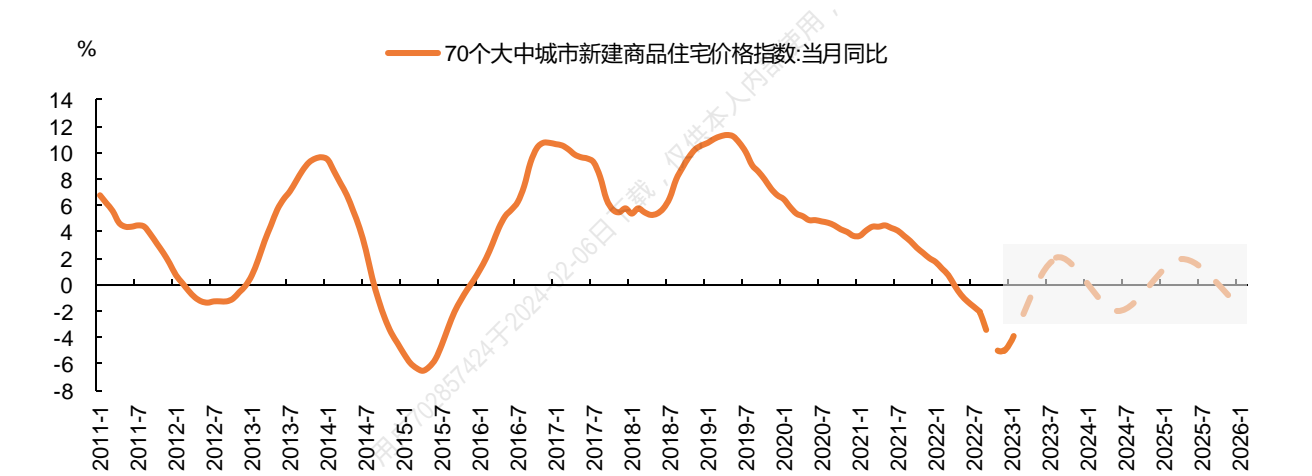
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 2022-2030 年全国住宅年均需求测算

主要假设	
1、预计 2030 年全国总人口 14.5 亿人、城镇化率 70%	
2、假定 2030 年、2021 年城镇人均住宅建筑面积与 2019 年一致，为 39.8 平米	
3、假定存量建面年更新率为 2%	
主要估算过程：	
2030 年末存量建面：	总人口*城镇化率*人均建面=14.5*70%*39.8=404.0 亿平米
2022 年末存量建面：	总人口*城镇化率*人均建面=14.1*65%*39.8=363.9 亿平米
2022-2030 年更新建面：	2021 年末存量*年更新率*年数=363.9*2%*9=65.5 亿平米
2022-2030 年住宅需求：	2030 年末存量-2021 年末存量+期间更新=404.0-363.9+65.5=105.6 亿平米
2022-2030 年均住宅需求：	105.6/9=11.7 亿平米

资料来源：Wind，平安证券研究所

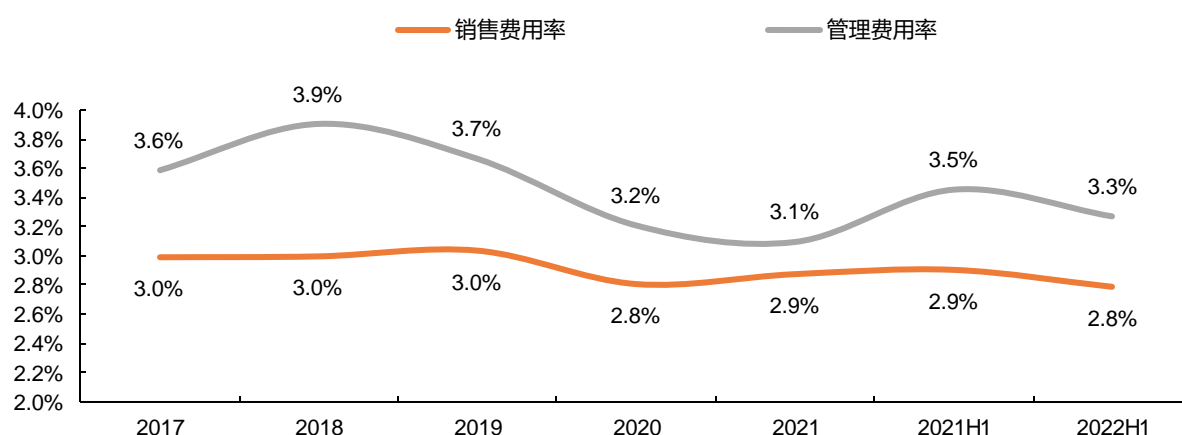
图表32 未来房价增速预计窄幅震荡



资料来源：Wind，平安证券研究所

房地产利润率改善将更多来自拿地毛利率与管控效率提升。有别于煤价上涨带动煤炭利润率提升，房地产利润率优化或更多依靠成本端改善。随着行业发展模式转变、土拍竞争激烈度降低，我们测算的 2021 年首批、二批、2022 年首批集中供地热点地块平均毛利率分别为 16%、20%、21%（测算详见平安证券政策洞察系列之一/五/七），拿地端毛利率回升将逐步体现在结算端。另外，杠杆收缩及精细化运营下，财务、销管费用率等具备进一步压降空间，叠加毛利率优化，有望共同推动结算利润率改善。

图表33 2022H1 43家上市房企销管费用率同比改善



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：43家上市房企为规模靠前的A+H房企，具体名单参见《地产杂谈系列之四十：结算业绩承压，央国企优势扩大》

3.3 格局优化下强信用房企份额提升或为更大看点

从行业参与者评价标准来看，煤炭与地产存在不同。煤炭供给侧改革以规模为基准，包括引导小煤矿关闭、推进大型国有企业改革重组、制定单一企业生产规模目标等。根据发改委披露，2016年全国退出资源枯竭、长期亏损、安全基础差的煤矿2000处以上，其中退出30万吨以下小煤矿1500处。但房地产不能单纯以规模衡量，“三条红线”、“房贷集中度”等要求严格考验房企现金流，杠杆情况成为房企能否存活重要条件，兼具融资、拿地、销售等综合优势企业才更有望受益行业变革。

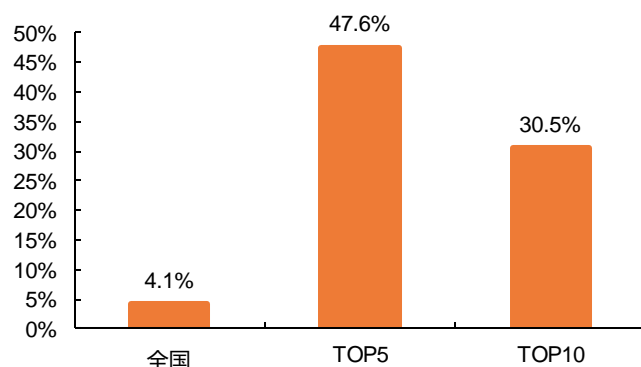
与煤炭行业类似，房地产格局优化下优质房企表现或为最大看点。房地产调整下资金和土地资源向财务稳健的央国企等强信用房企倾斜，未来可能的并购整合亦有望助推市场份额进一步向央国企等强信用房企集中，未来强房企规模变化优于行业存在可能，其份额提升或为最大看点。

图表34 《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》中产能退出及改革重组相关表述

政策要求	具体表述
加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能	安全监管总局等部门确定的13类落后小煤矿，以及开采范围与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区等区域重叠的煤矿，要尽快依法关闭退出。产能小于30万吨/年且发生重大及以上安全生产责任事故的煤矿，产能15万吨/年及以下且发生较大及以上安全生产责任事故的煤矿，以及采用国家明令禁止使用的采煤方法、工艺且无法实施技术改造的煤矿，要在1至3年内淘汰。
推进企业改革重组	稳妥推动具备条件的国有煤炭企业发展混合所有制经济，完善现代企业制度，提高国有资本配置和运行效率。鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业，培育一批大型煤炭企业集团，进一步提高安全、环保、能耗、工艺等办矿标准和生产水平。利用3年时间，力争单一煤炭企业生产规模全部达到300万吨/年以上。

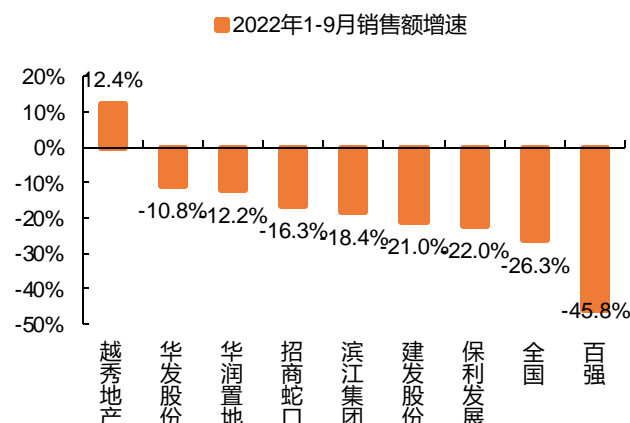
资料来源：政府网站，平安证券研究所

图表35 2015-2020年优质煤企产量累计增速优于行业



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 强信用房企销售表现优于行业



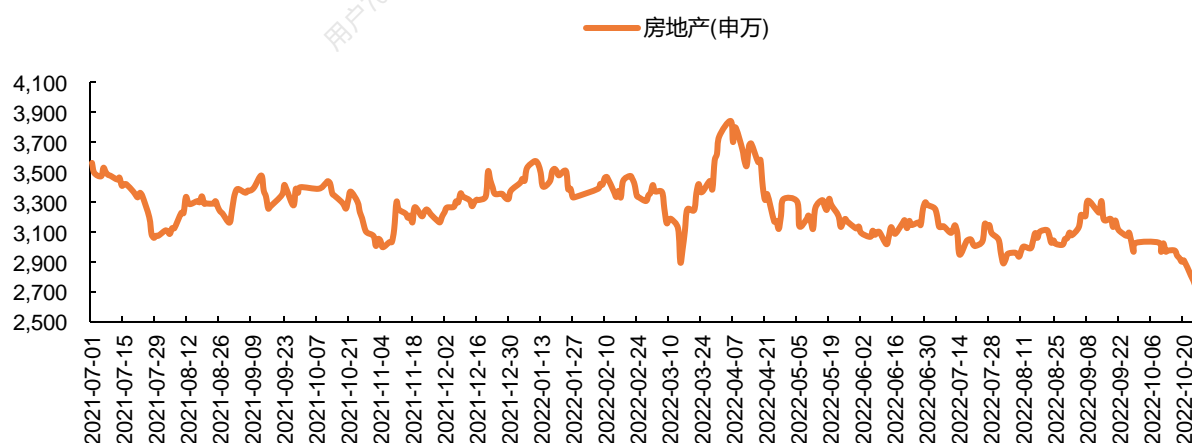
资料来源: 克而瑞, 统计局, 平安证券研究所

四、地产股趋势预判: 强 α 弱 β 料将延续

2021/7/1至2022/10/28申万地产指数累计下跌23.4%，期间由于多次政策博弈及市场风格变化，存在阶段性机会，区间最大涨幅37.3%。板块PE-TTM由2020年7月1日7.93倍升至2022年10月28日11.0倍，估值提升为行情变化主要驱动。其中，受益供给侧调整、经营业绩较优房企股价趋势上行，滨江集团、华发股份、招商蛇口、保利发展累计上涨139.7%、58.9%、41.5%、40.3%，大幅跑赢板块。

后续随着基本面修复，房地产有望迎来新一轮行情，但考虑需求中枢下移、利润改善幅度有限，板块上涨弹性或弱于煤炭。格局优化下强信用房企份额提升或为更大看点，优质房企业绩弹性大概率优于行业，强 α 弱 β 行情或将延续。

图表37 申万地产行业行情走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

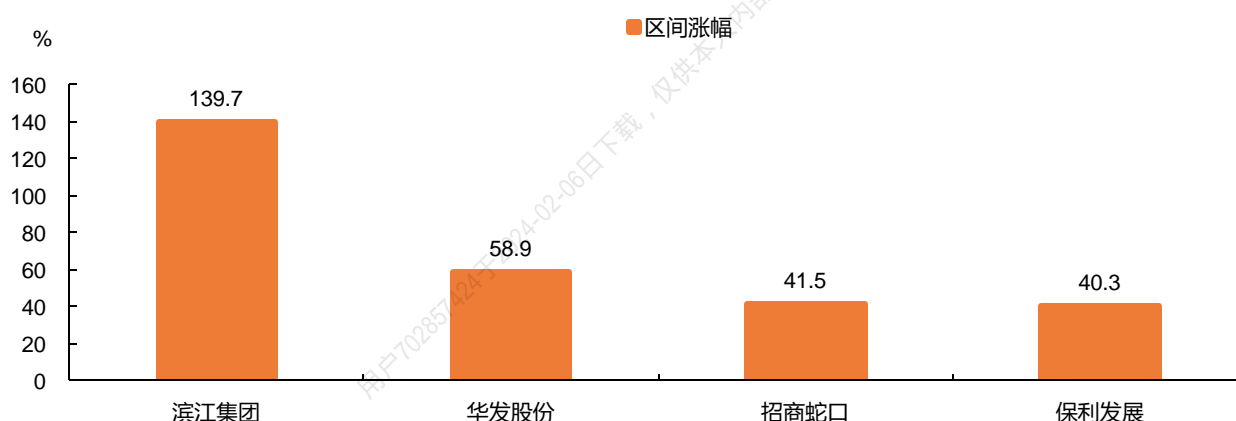
注: 数据截至2022/10/28

图表38 申万房地产行业 PE 估值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 2021 年 7 月至今部分强信用房企股价表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 数据截至 2022/10/28

五、投资建议

2021H2 以来房地产景气度下行, 供给侧调整加速推进, 对比煤炭供给侧改革, 产能出清后库存快速消化, 行业消费量价齐升, 利润改善下板块走出长牛行情。房地产供给侧出清、行业调整后亦有望迎来逐步修复, 但市场化、法制化要求下耗时或相对较长。考虑中期住房需求下台阶, 叠加房价预期稳定, 总量偏弱下房地产修复幅度大概率弱于煤炭。房地产利润率优化将更多依靠成本端改善, 格局优化下强信用房企表现有望优于行业, 其份额提升或为更大看点。建议关注销售及投融资占优、有望受益格局改善的央国企及优质民企, 如保利发展、中国海外发展、招商蛇口、万科 A、金地集团、滨江集团、越秀地产、绿城中国、天健集团等。物管建议优选关联房企风险可控、综合实力突出的央国企及优质民企, 如招商积余、保利物业、碧桂园服务、新城悦服务、星盛商业等。同时建议关注房地产修复后的产业链投资机会, 如伟星新材、东方雨虹、科顺股份、

海螺水泥。

六、 风险提示

- 1) 政策改善及时性低于预期风险：政策改善及时性低于预期将导致楼市调整幅度、时间拉长，对行业发展产生负面影响；
- 2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：当前行业下行压力、房企资金风险仍存，若政策发力效果不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；
- 3) 房地产行业短期波动超出预期风险：若地市持续遇冷，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。

用户702857424于2024-02-06日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

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，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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：

此报告旨为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 2022 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	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	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	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033