

---

# 房地产行业介绍

---



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

白宏炜

2008年2月

## 基本内容

- 行业概述
- 发展趋势
- 估值分析
- 投资建议

## 行业概述

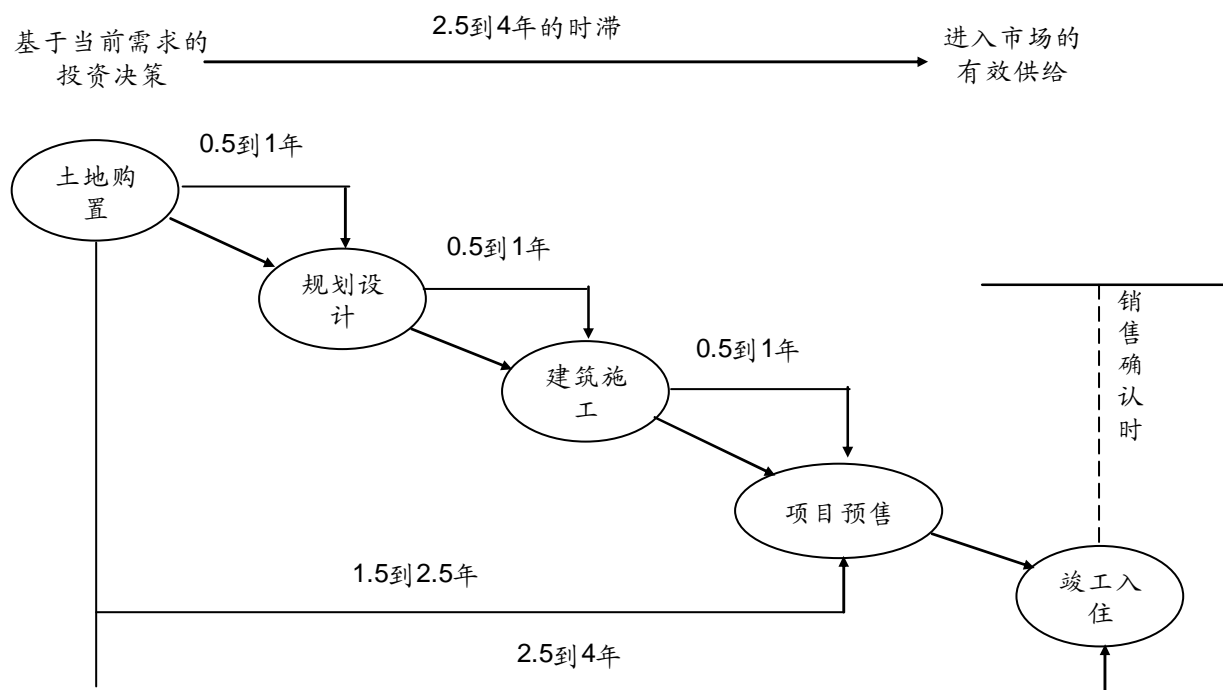
## 基本概念

- 房地产：房地产系指通过人类劳动建造的房屋和与房屋相关的土地。房地产大致分为生产用、住宅用、营业用、行政用和其他专业用房地产五大类。
- 房地产业：房地产业是从事房地产开发、经营和管理服务的产业，并由从事以上活动的单位（包括房地产开发企业、房地产经营企业、房地产中介机构和物业管理企业）所组成。

## 行业特点

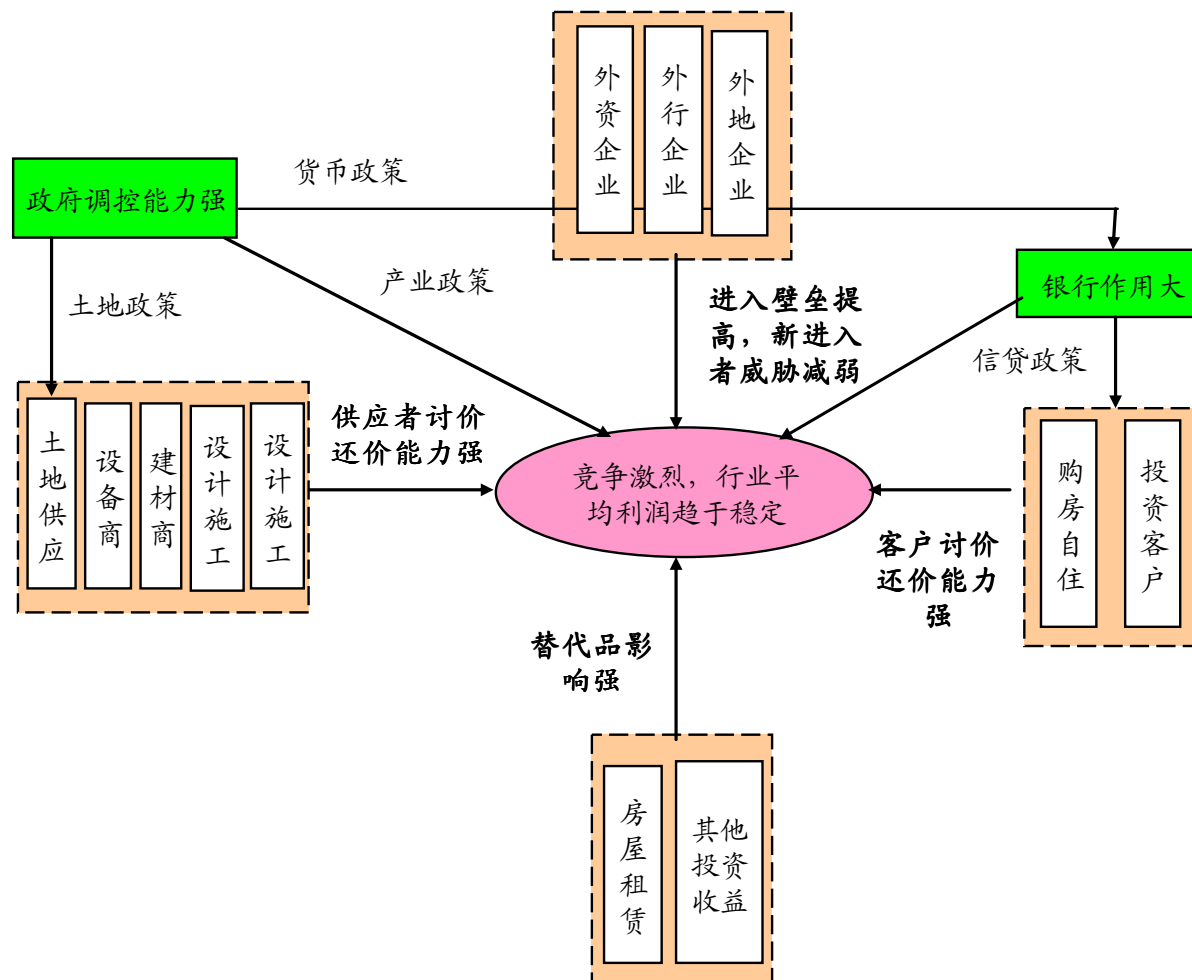
### 房地产行业开发周期长、涉及业务多

- 资本密集型;
- 不可移动性;
- 开发周期长;
- 供应链长;
- 政策作用强。



## 竞争结构

- 开发商核心是整合资源；
- 需求总体不足，结构饱和，消费重心下移；
- 进入壁垒低，三外企业进入加速；
- 行业竞争从无序到有序；
- 政府通过对土地和资金控制行业明显。



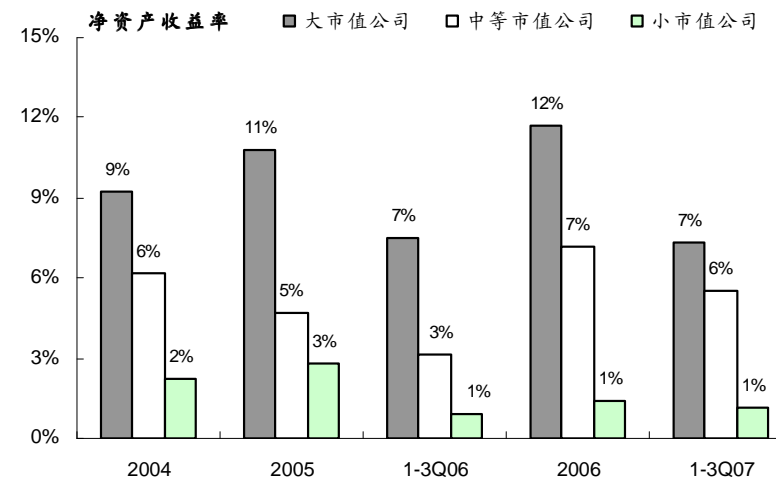
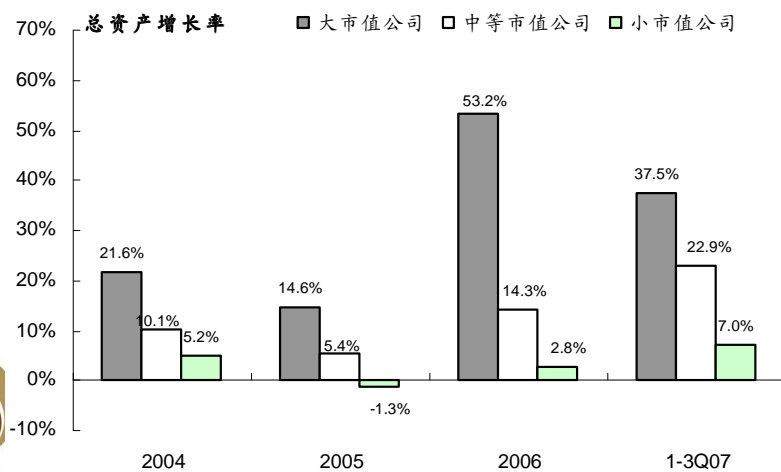
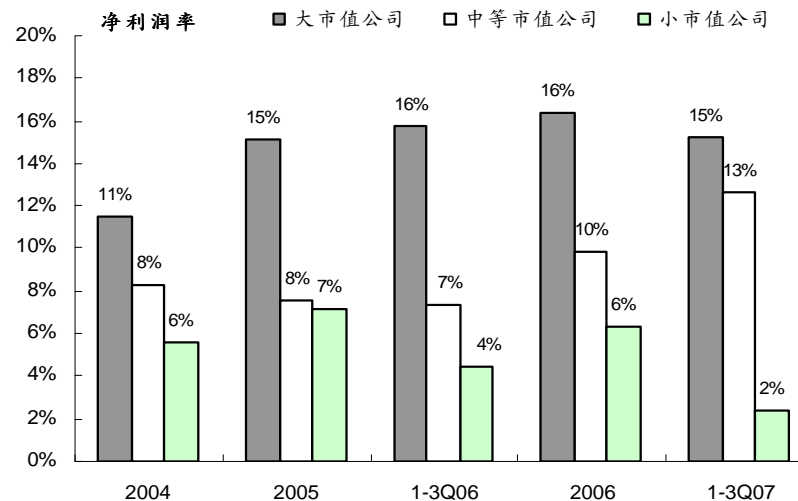
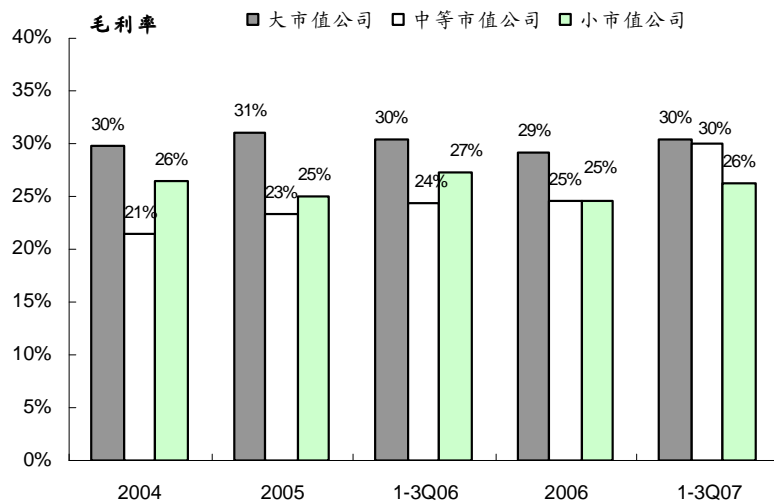
- 行业趋势：进入壁垒提高、集中度加强、行业整体利润提高；
- 有资金、品牌、开发实力的公司将面临较大机遇；
- 各细分市场具有潜力的公司。

## 市场细分

市场细分	市场特点	代表性公司
普通住宅市场	需求量大，开发周期短，风险相对较低	万科、金地集团、富力集团、上海复地
高档住宅市场	需求量小，开发周期短	华润置地、合生创展、万通、世茂股份
写字楼、商住市场	市场需求有限，开发周期长，风险较大	嘉里建设、红石、中关村建设、金融街
商业物业	需求量有限，开发周期长，资金占用大	大连万达、华贸集团
经济适用房	成本低，利润低，具有垄断性，基本无风险	天鸿宝业、金隅集团
旅游地产	行业壁垒高，投资大，开发周期长	华侨城
综合类	拥有以上三种物业模式，开发难度大	首创置业、中国海外

## 行业概述

# 龙头企业表现优秀





## 当前房地产行业发展的主要问题

- 房地产投资增长率过高;
- 供应结构不合理, 房价偏高;
- 政策的实施不连续性;
- 局部区域价格上涨过快;
- 房地产融资渠道单一, 对银行依赖过大;
- 土地价格上涨较快; 土地供应不科学;
- 房地产企业数目多, 规模小。



## 发展趋势

## 发展趋势

### 商品房竣工面积同比增速:

2007年预测值: 4.3%;

2008年预测值: 13%;

2009年预测值: 15%。

### 商品房销售(含预售)面积增速:

2007年预测值: 23.2%;

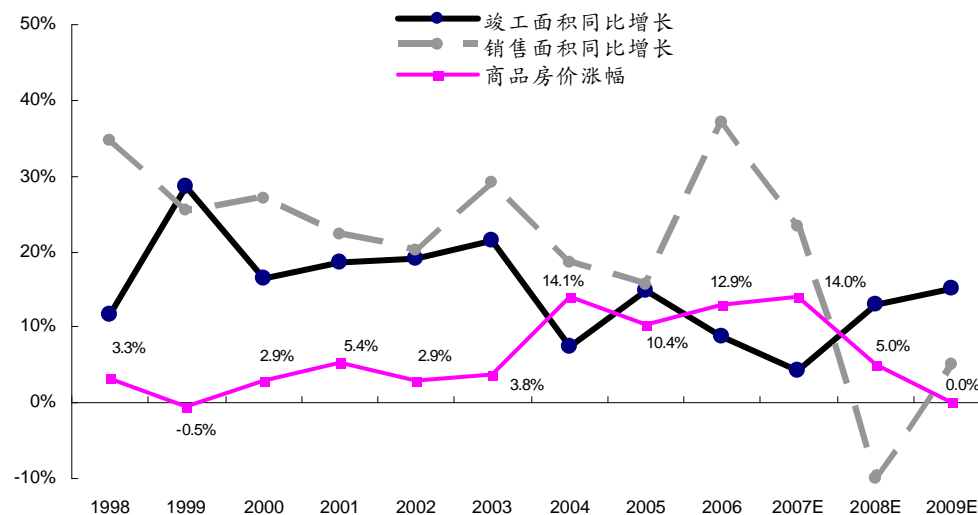
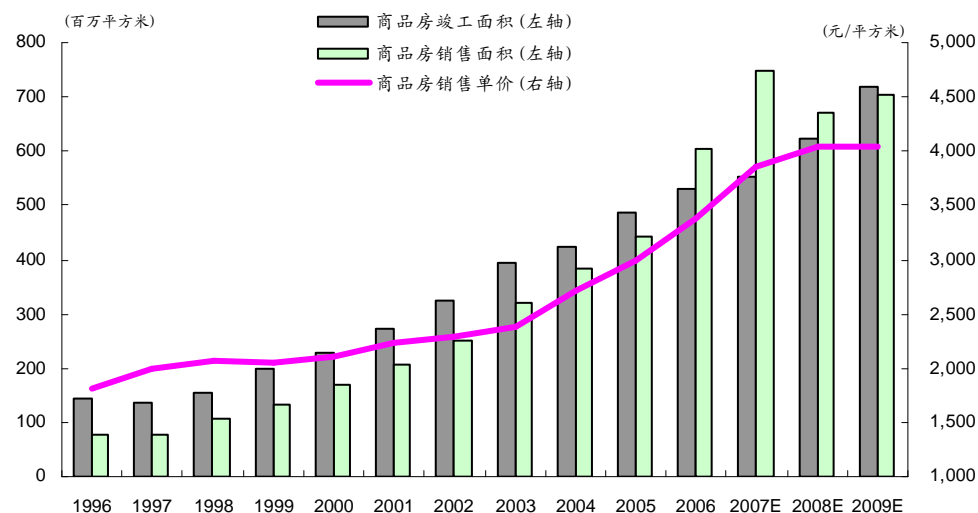
2008年预测值: -10%;

2009年预测值: 5%。

### 08年房价走势:

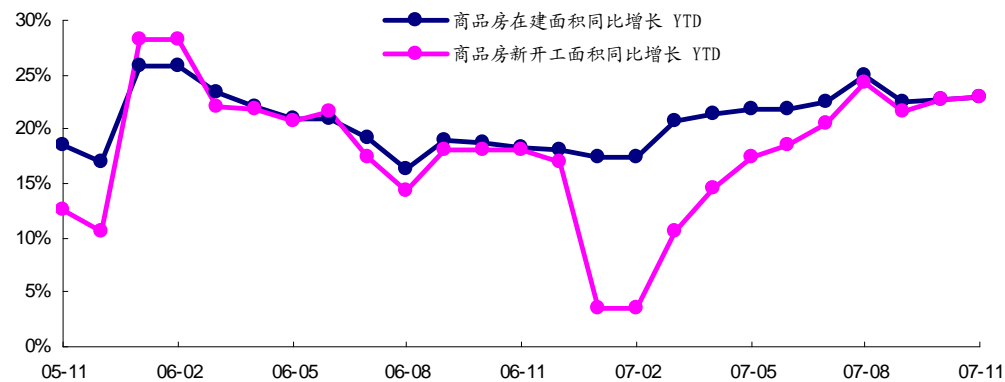
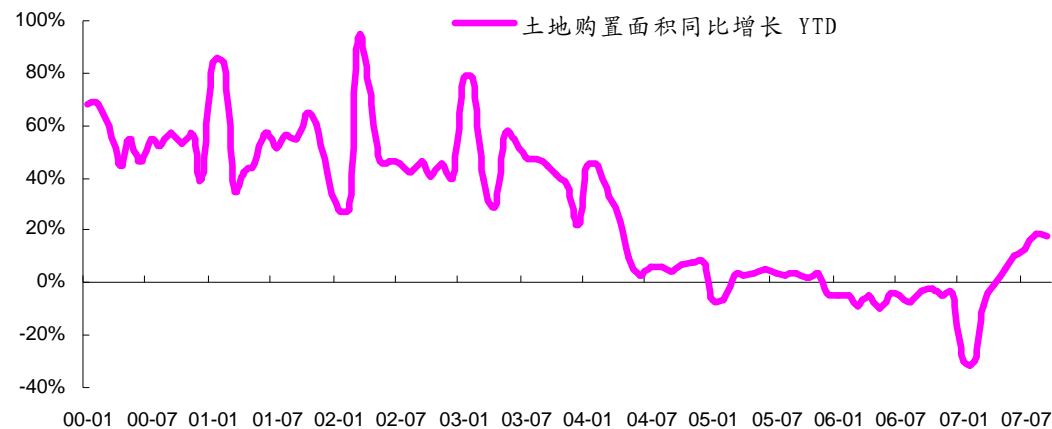
我们认为全国房价很可能走稳, 大幅上涨和大幅下跌的可能性不大。

## 行业供求--供求差短期难以逆转, 但差距逐步缩小



## 行业供求—供应量不可能快速增长

先行指标显示未来供应量不可能快速增长

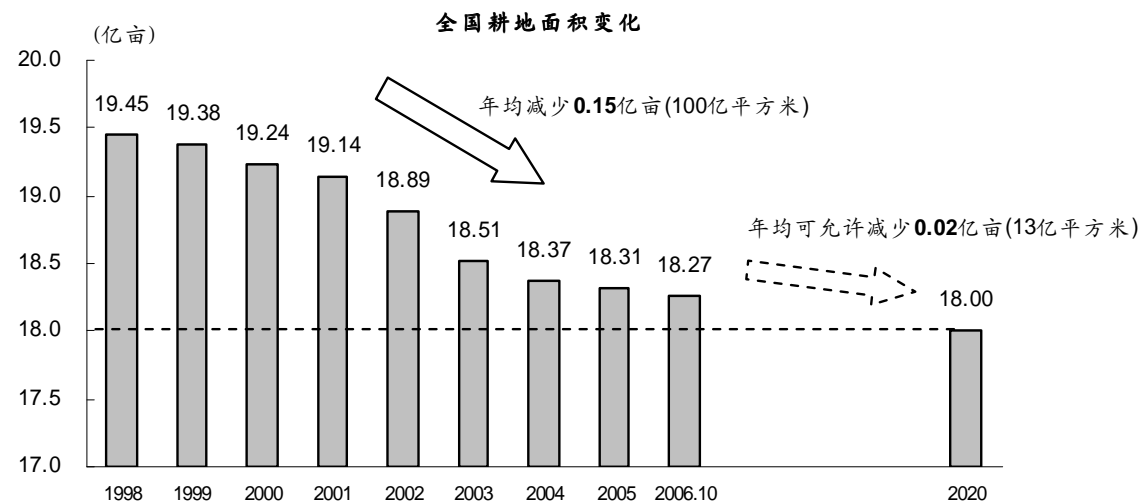


来源: CEIC, 中金公司研究部

## 行业供求—供应量不可能快速增长（续）

### 土地供应紧缩是长期的

- 新增土地供应紧缩
- 土地囤积不利于供给增加
- 土地有效供应不足

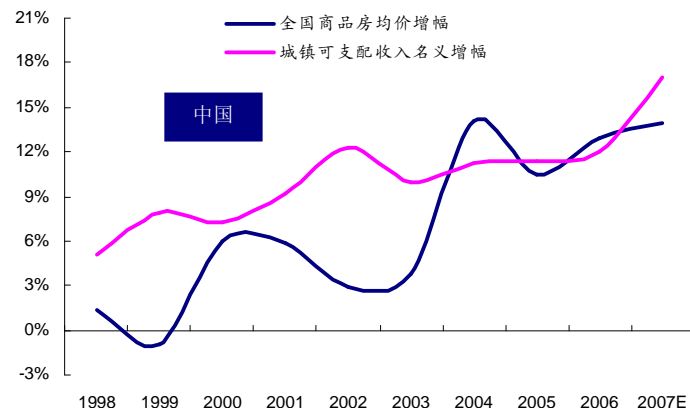
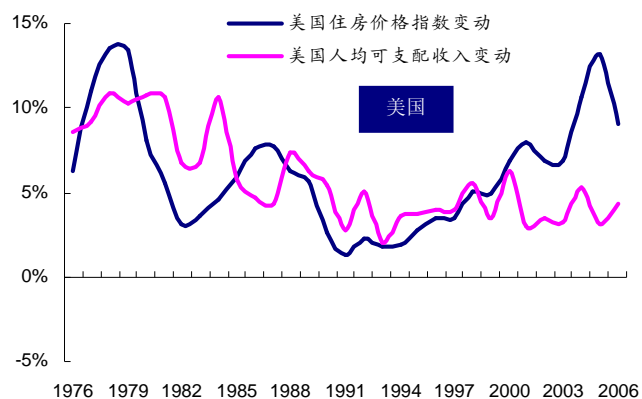


资料来源: Soufun数据库, CEIC

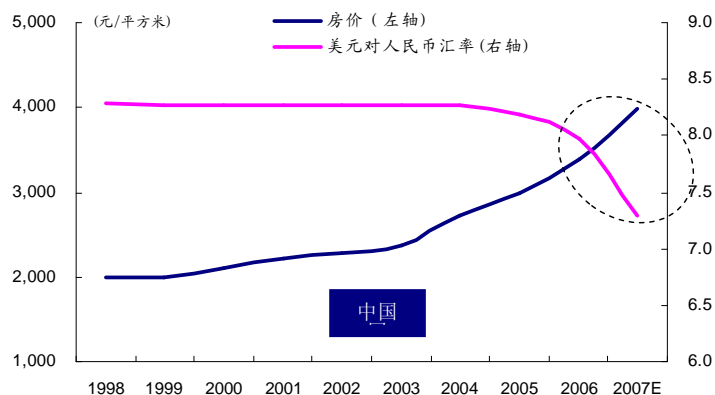
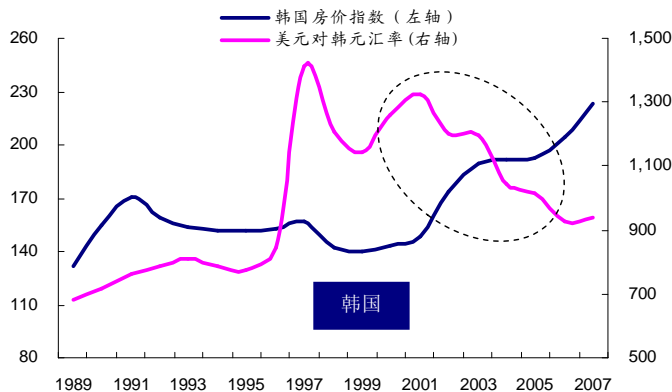
# 行业供求—需求依然形成有效支撑

## 宏观经济依然支撑房价

房价涨幅与GDP增幅、居民收入增幅相辅相成



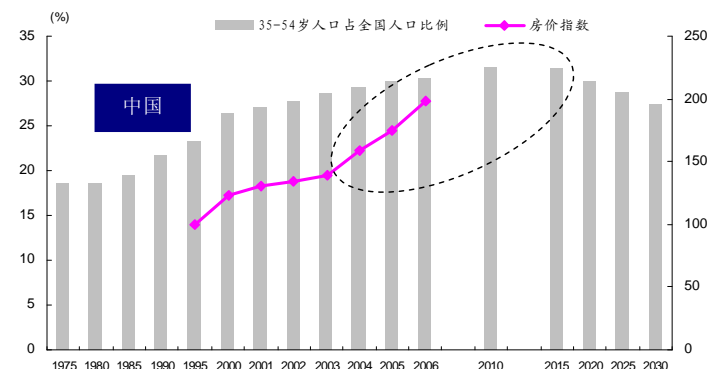
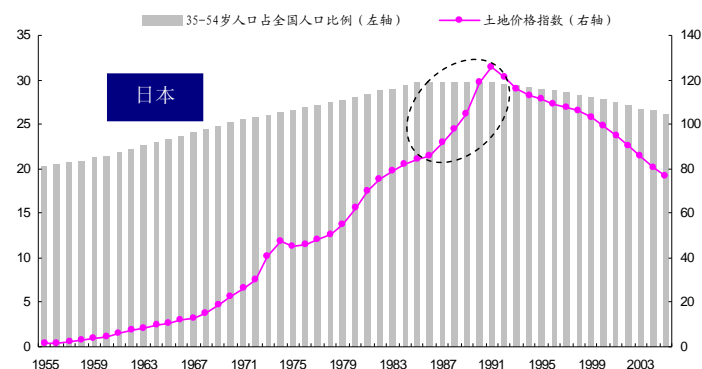
人民币加速升值提升资产价格



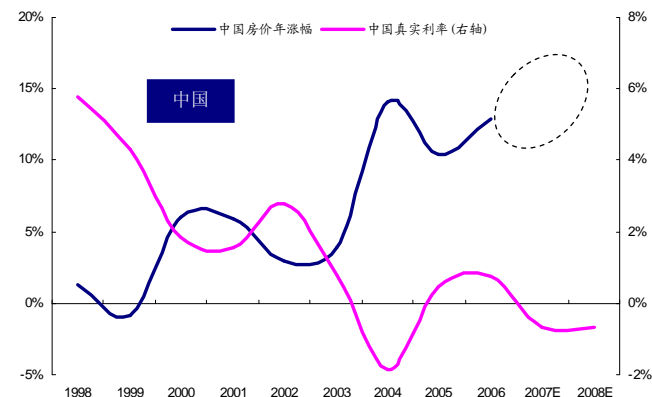
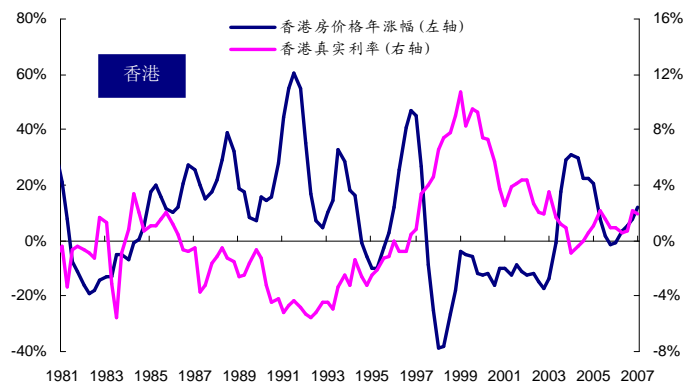
# 行业供求—需求依然形成有效支撑（续）

## 宏观经济依然支撑房价（续）

中国人口红利优势将持续



真实利率为负支撑资产价格

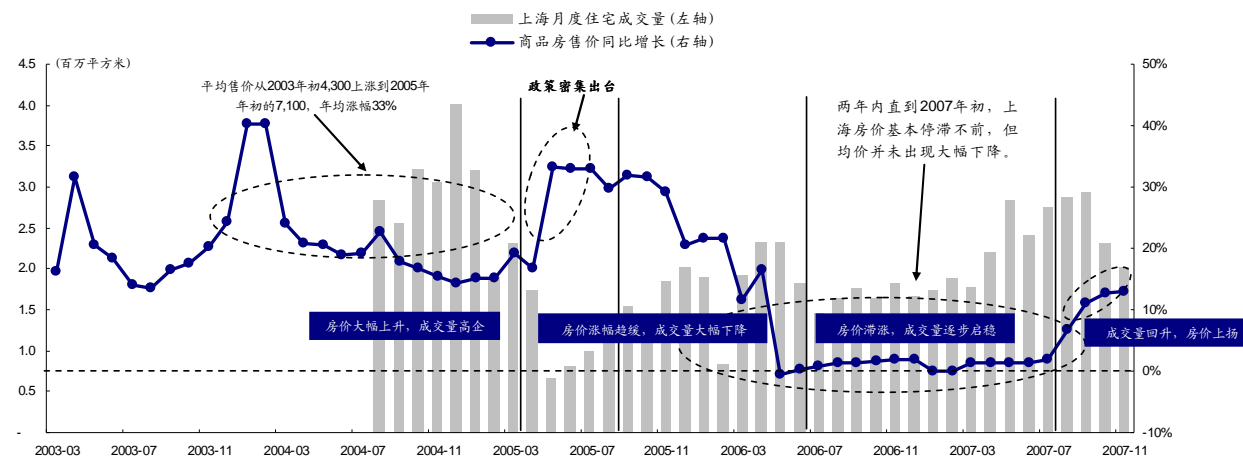


## 发展趋势

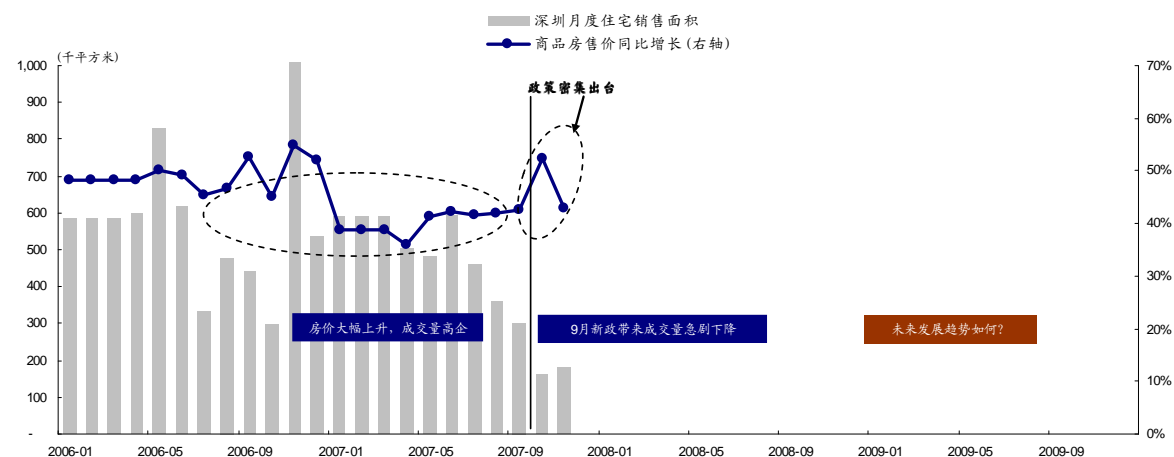
### 上海房价调整借鉴

- 调整原因：05年之前房价涨幅过大；
- 调整程度：均价滞涨但未跌，持续近2年；
- 成交变动：调整初期急剧下降，后缓慢恢复；
- 市场现状：成交量回升，价格重新开始上扬。

## 区域市场--调整将是区域性、结构性和阶段性的

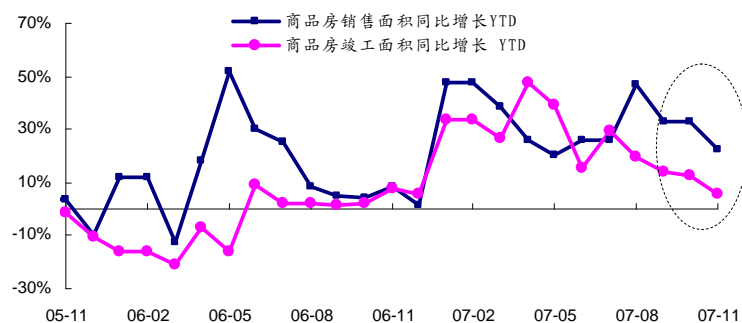


### 深圳乃至珠三角是否会重复上海调整之路？

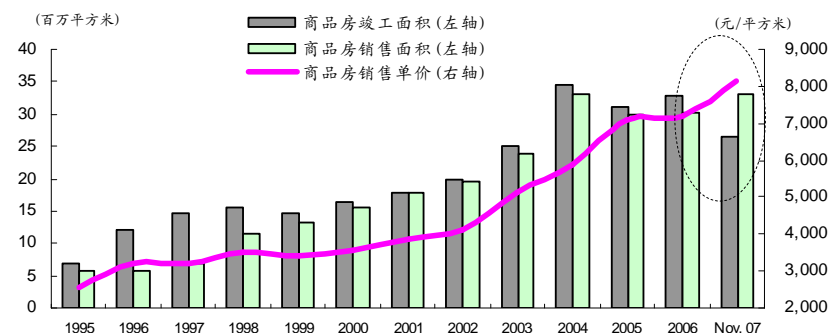




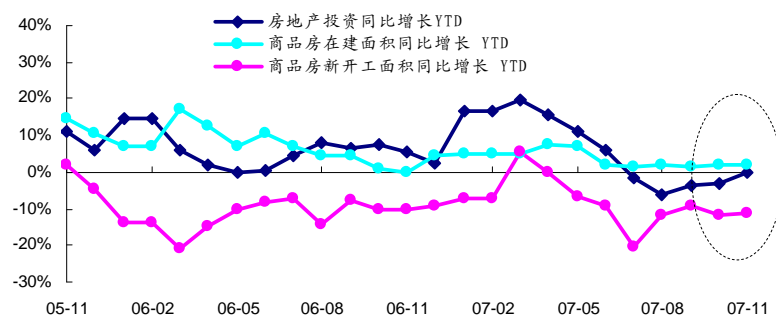
商品房销售面积增幅高于竣工面积增幅



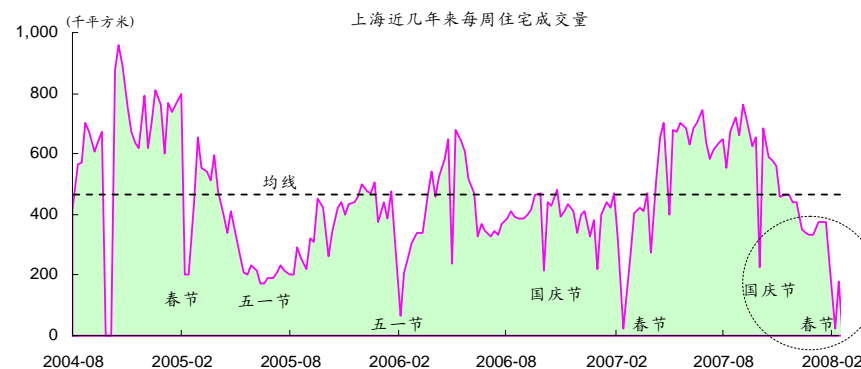
供给小于需求；房价07年开始上扬



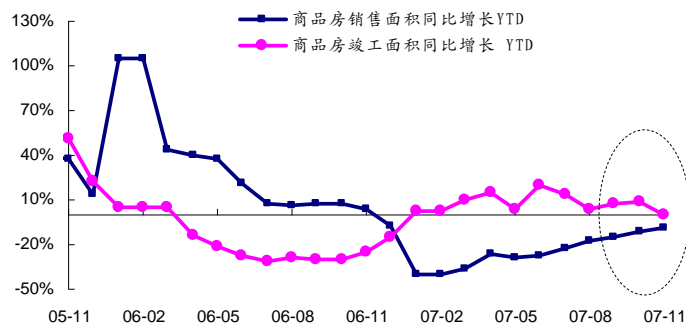
新开工面积同比负增长；未来供应量仍将十分有限



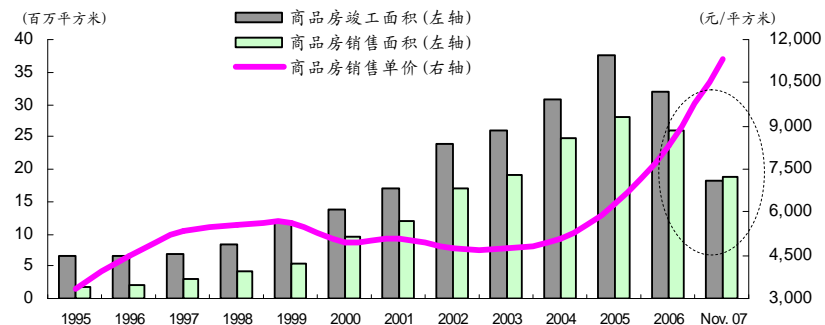
上海住宅成交量近期仍处于相对高位



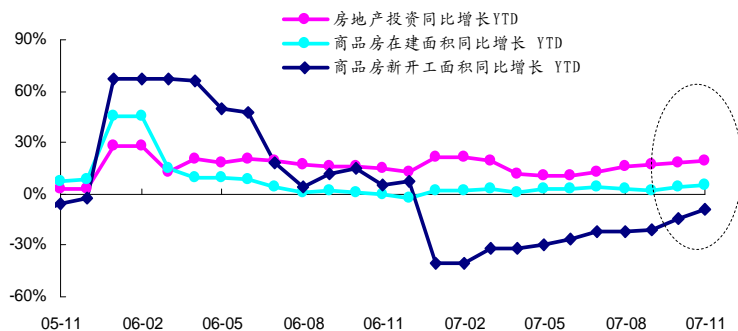
商品房销售面积增幅高于竣工面积增幅



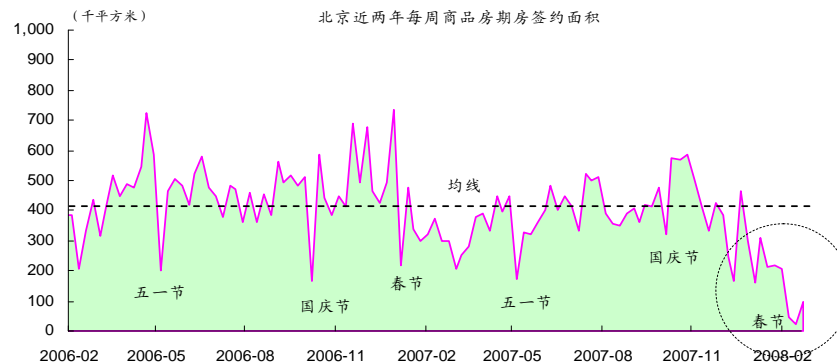
供求差距缩小，房价自2005年开始大幅上升



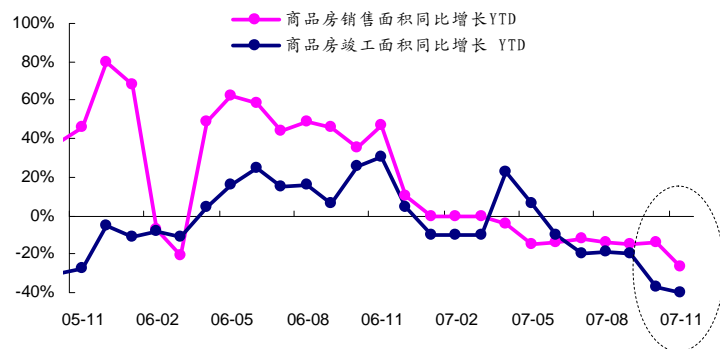
商品房新开工面积同比负增长



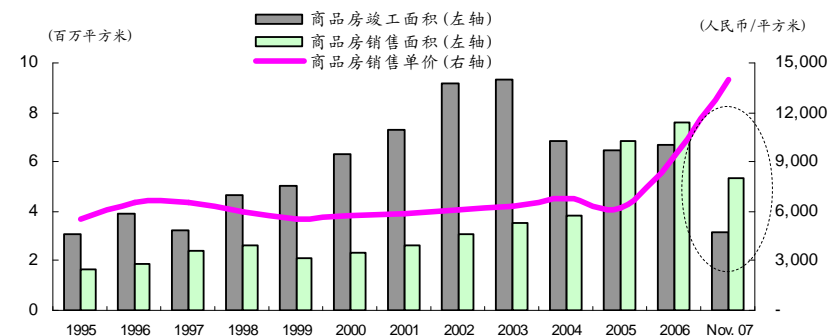
商品房期房签约面积维持在相对低位



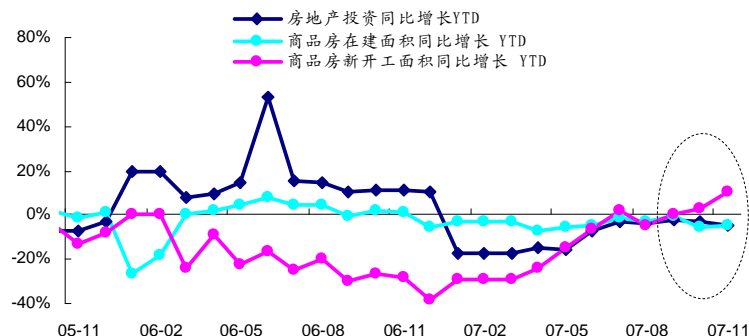
供需双双走低



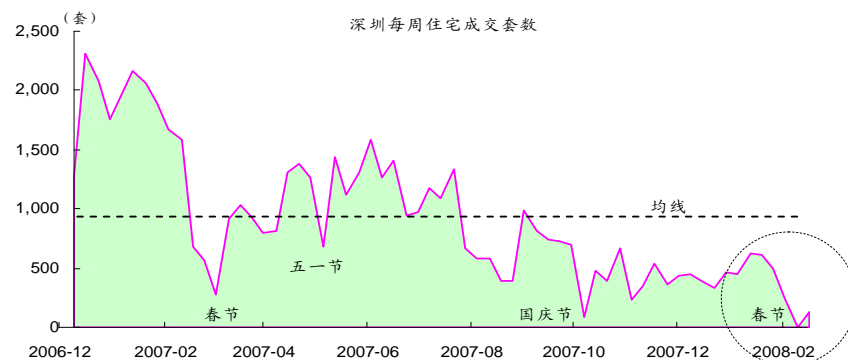
商品房供不应求，房价涨幅较大



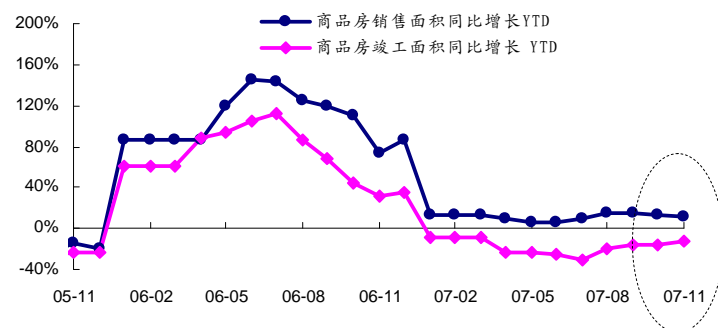
新开工面积同比增幅上扬，但在建面积仍为负增长



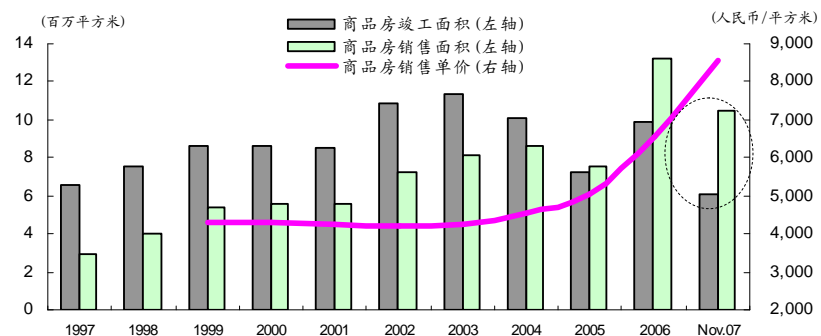
宏观调控新政对深圳市住宅成交量影响十分明显



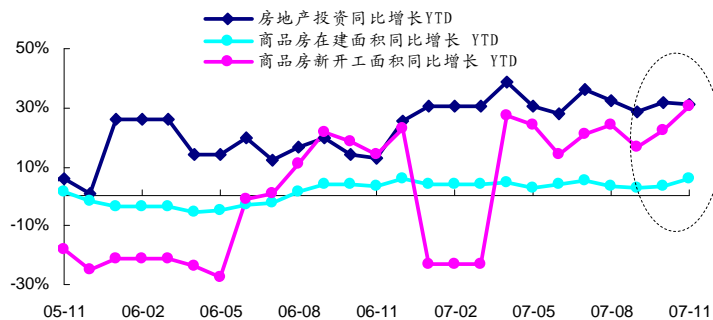
商品房竣工面积同比负增长



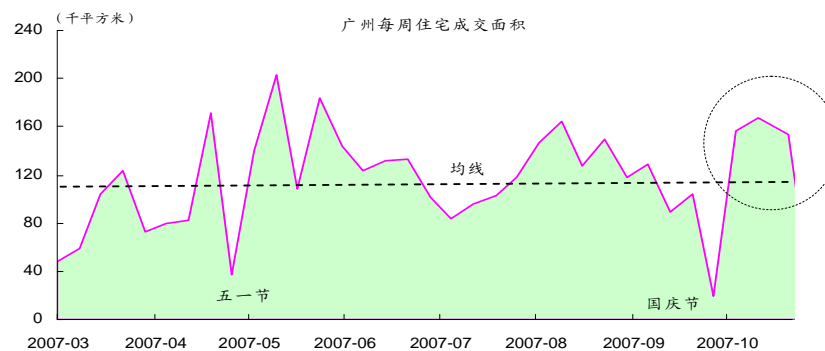
供求差距较大; 房价大幅上扬



商品房新开工面积同比增幅较大预示后续可能有充足的供应量

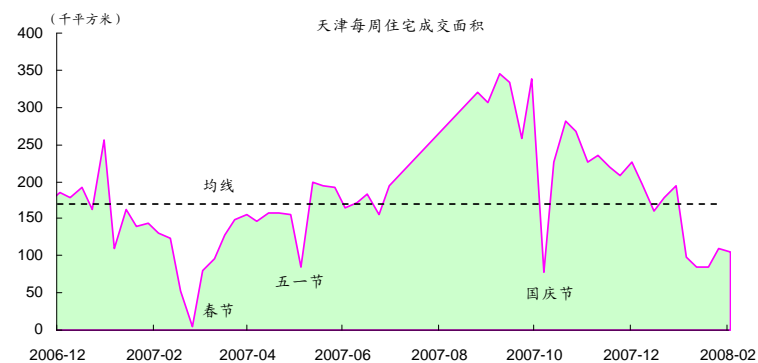
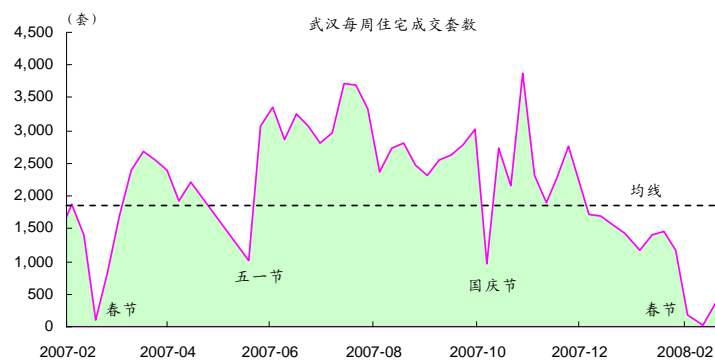
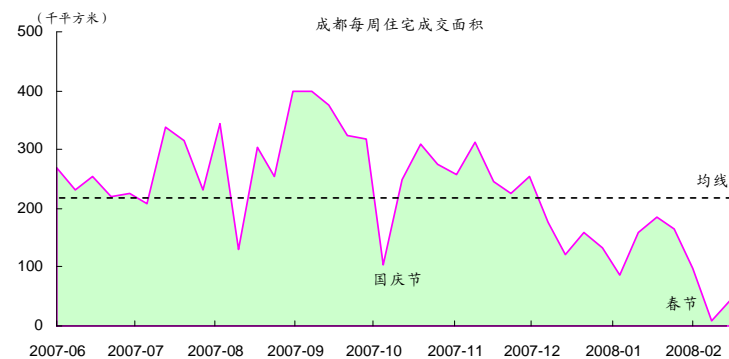
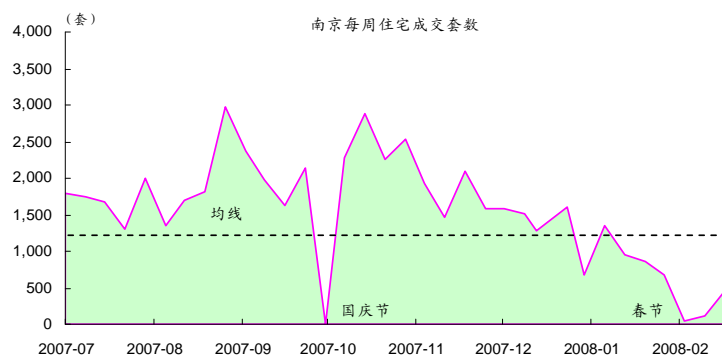


新政后住宅成交量有一定程度的下降



发展趋势

## 区域市场--南京、成都、武汉和天津成交量

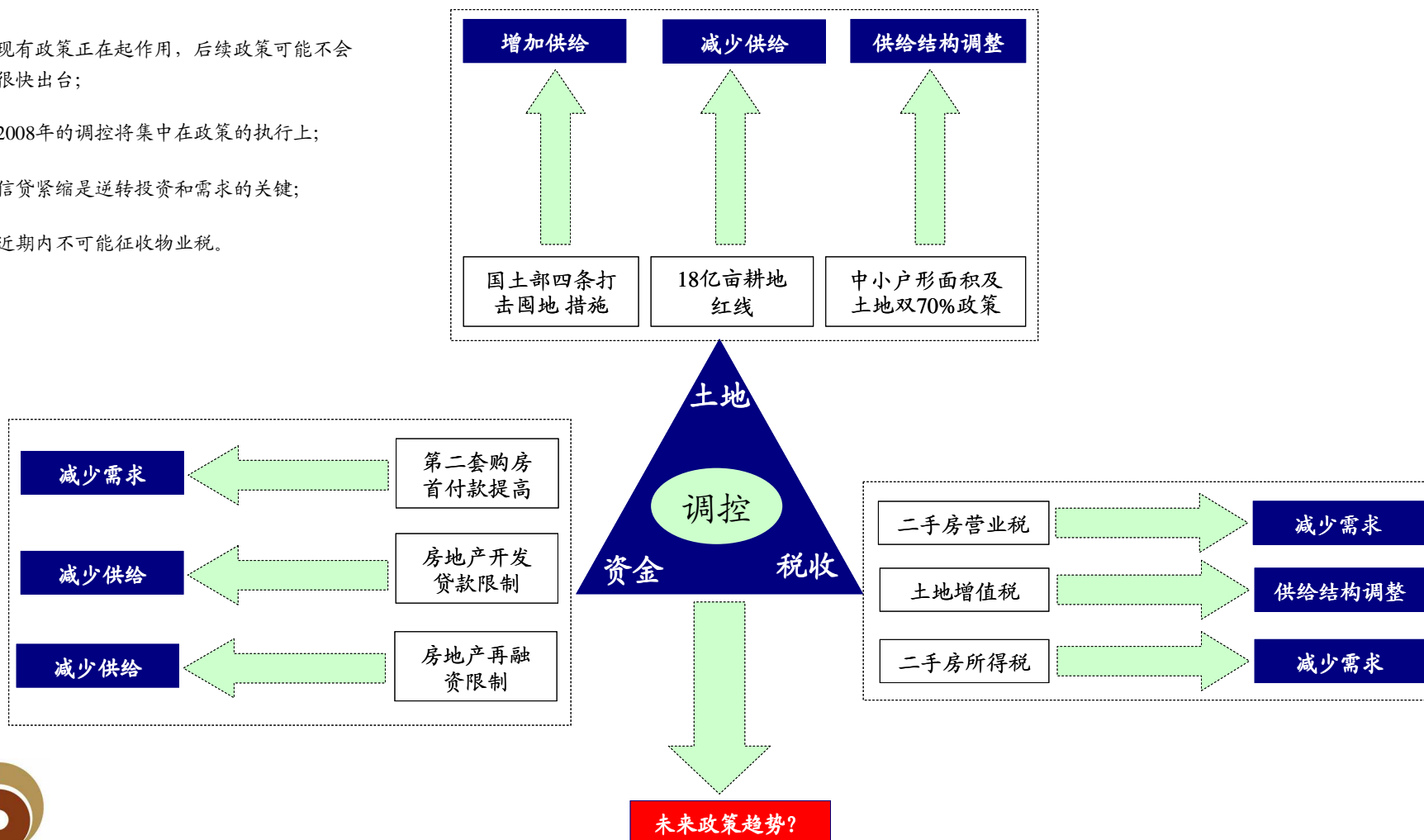


来源: CEIC, Soufun数据库, 中金公司研究部

## 发展趋势

- 现有政策正在起作用，后续政策可能不会很快出台；
- 2008年的调控将集中在政策的执行上；
- 信贷紧缩是逆转投资和需求的关键；
- 近期内不可能征收物业税。

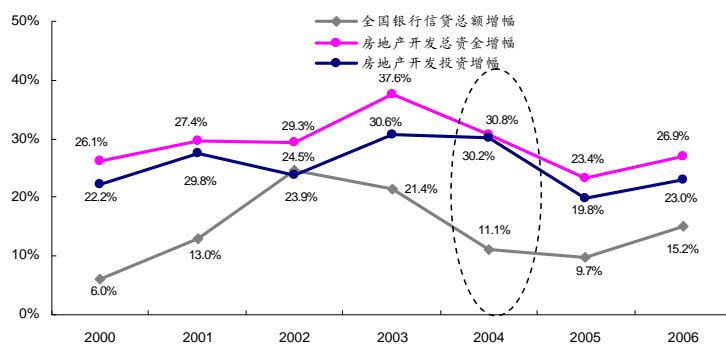
## 宏观调控--还有何种后续调控政策？



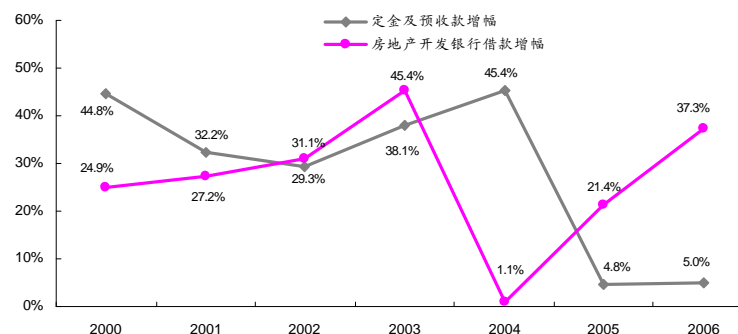
# 宏观调控—信贷紧缩

## 信贷紧缩 - 一把双刃剑

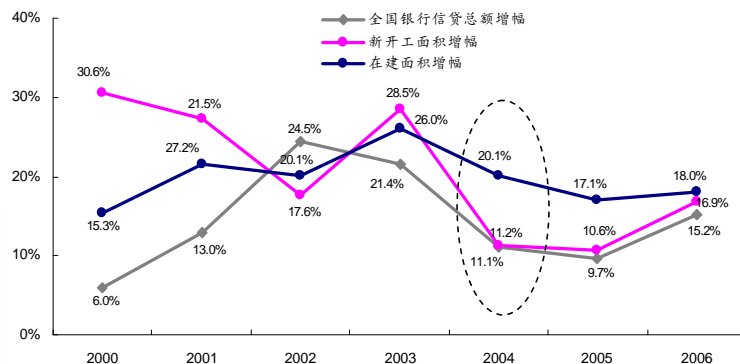
04年的信贷紧缩力度更大



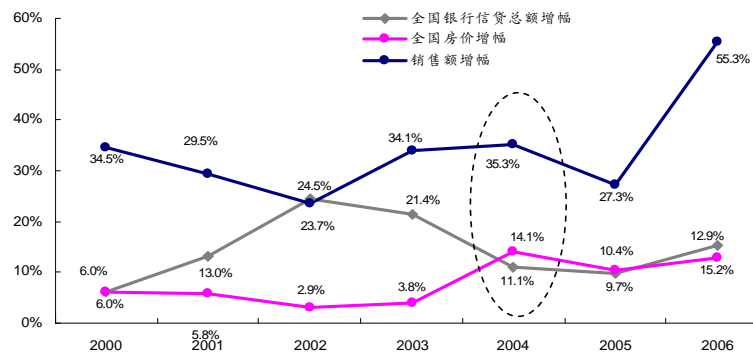
开发商通过预售款和自有资金的提升弥补了银行贷款资金的减少



信贷紧缩带来新开工面积增幅的显著下降，不利于供应的释放



开发商加强预售，并未带来房价的下跌





## 估值分析



## 估值方法--市盈率+净资产值

**1、市盈率 (P/E)：** 与其它公司一样，市盈率是衡量公司价值的主要指标之一。市盈率估值有两个方面，一是与国内及国际公司之间的比较价值；二是未来公司潜在增长的实现带来的价值。

➤**比较估值：** 我们对内地房地产企业之间及内地房地产企业与香港和国际其他国家房地产公司进行比较，从而找到内地房地产企业的一个合理的估值区间；

➤**增长潜力：** 增长潜力是中国内地的上市公司的最大价值所在，增长潜力的实现将由公司的发展战略、竞争实力决定的。

**2、净资产值 (NAV)：** 净资产值估值法 (NAV) 是国际上较为通用的房地产企业资产评估计算方法，其基本方法是通过对房地产公司项目进行现金流折现后计算出其净资产值，然后折算出每股净资产值，与股票价格相比较。

**3、股息收益率：** 股息收益率在国际上是一个比较重要的衡量企业价值的工具，但在国内地产行业并不适用，由于内地房地产企业正处于不断成长过程中，需要不断的资金的投入，因而普遍来说，内地上市公司的股息收益率处于较低的水平。

## 估值方法--净资产值NAV

### 净资产值 (NAV) 估值原因：

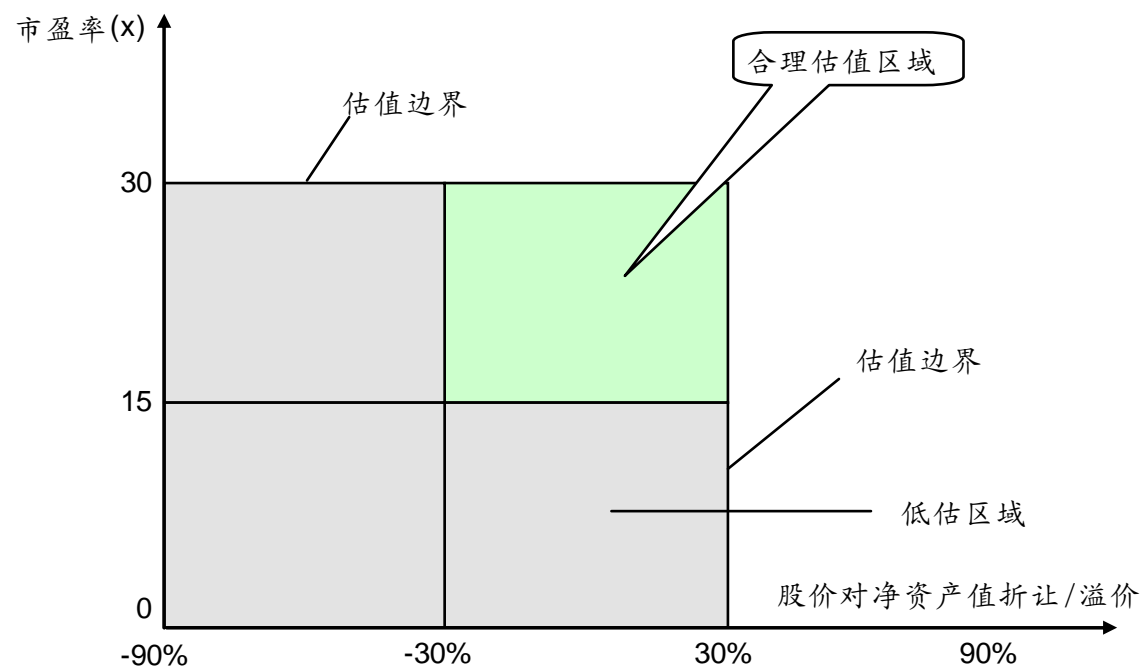
- 以项目为基础，开发周期较长导致公司业绩连续性差，短时期业绩波动较大；
- 历史业绩与未来收益之间也并没有十分必然的联系；
- 土地作为特殊原材料，通过净资产值的计算能够把在建、在售项目价值和土地价值通过现金流折现方式体现出来。

### NAV方法的局限性：

- 房地产上市公司的信息披露不充分，导致在计算公司净资产值上存在难度；
- 开发物业价格和土地价格波动性较大，影响了NAV计算结果的准确性。
- 由于在折现率和资本化率的选择不同将带来不同的NAV计算结果。

我们不认为NAV方法能够完美的反映出公司的真实价值，但可以有效的反映出公司的基本价值。

## 估值方法——合理估值区域

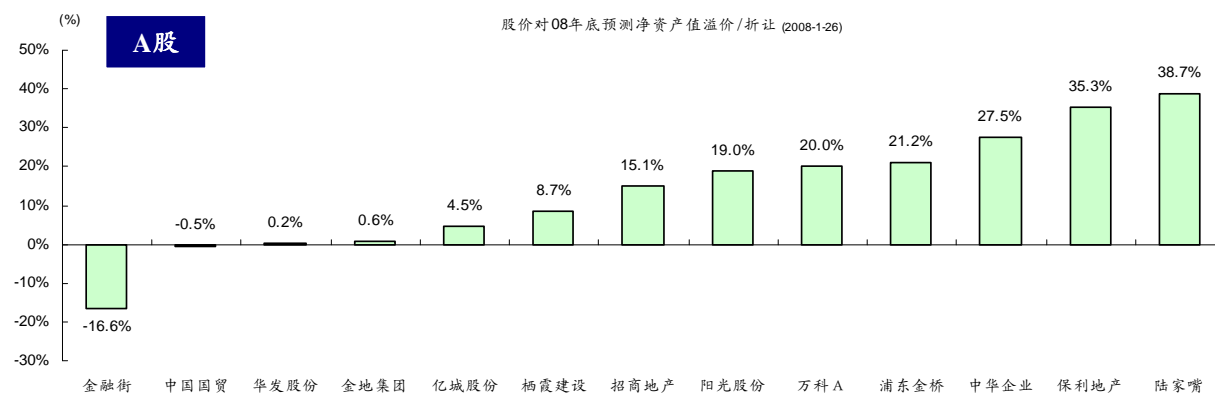


## NAV敏感测试--A股

A股房地产公司的净资产值计算主要基于以下重要假设:

- 加权平均资本成本假设（折现率）：8%；
- 更新的未来5年年均房价涨幅假设：珠三角0%；长三角、环渤海和其它区域5%

2008年每股净资产值敏感性												
折现率	未来5年年均房价涨幅假设											
	保守情况				基本情况				乐观情况			
	珠三角	长三角	环渤海	其他区域	珠三角	长三角	环渤海	其他区域	珠三角	长三角	环渤海	其他区域
	-5%	0%	0%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	10%	10%	10%
10%			-18%				-7%				6%	
9%			-15%				-3%				9%	
8%			-12%				0%				13%	
7%			-9%				4%				17%	
6%			-6%				7%				22%	



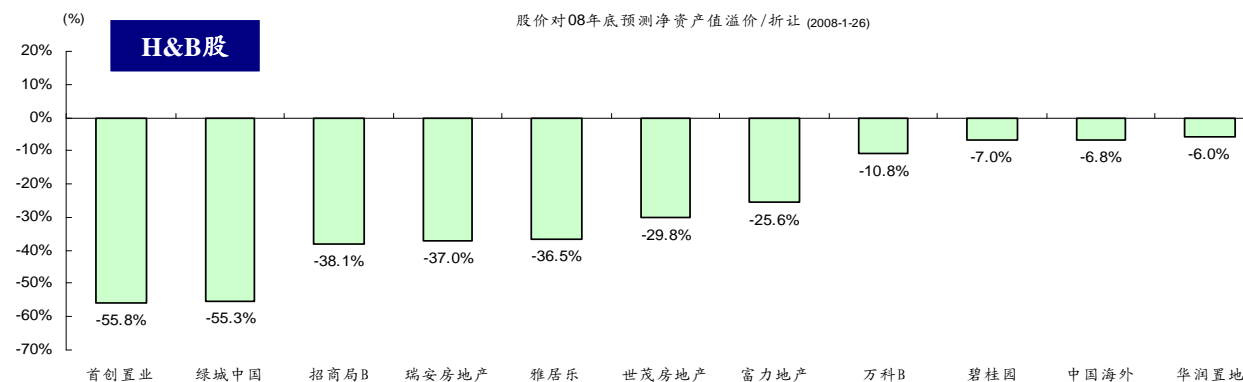
## NAV敏感测试--H&B股

H&B股房地产公司的净资产值计算主要基于以下重要假设:

- 加权平均资本成本假设（折现率）：9%；
- 更新的未来5年年均房价涨幅假设：珠三角0%；长三角、环渤海和其它区域5%。

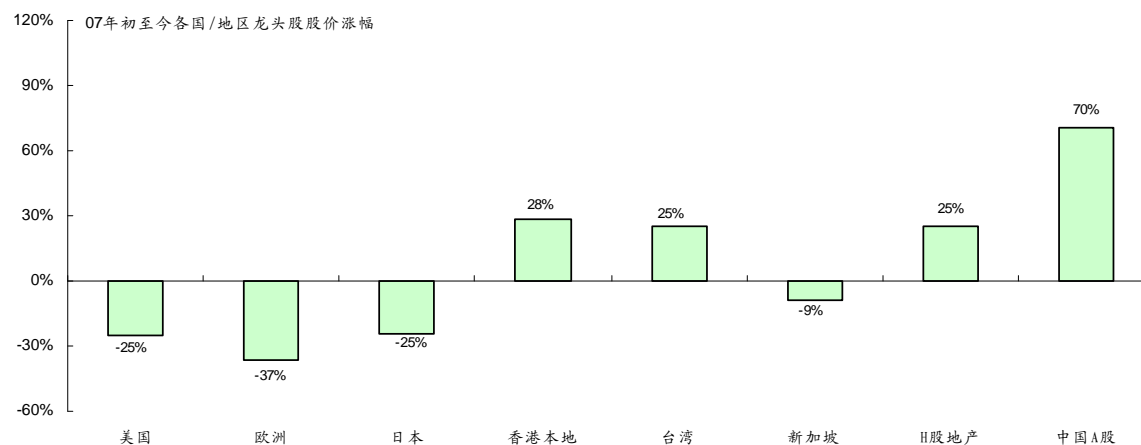
我们将富力地产由“审慎推荐”上调至“推荐”，世茂房地产从“中性”上调至“审慎推荐”以反映其较低的估值。

2008年每股净资产预测值敏感性												
折现率	未来5年年均房价涨幅假设											
	保守情况				基本情况				乐观情况			
	珠三角	长三角	环渤海	其他区域	珠三角	长三角	环渤海	其他区域	珠三角	长三角	环渤海	其他区域
	-5%	0%	0%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	10%	10%	10%
11%			-16%				-5%				7%	
10%			-14%				-3%				10%	
9%			-12%				0%				13%	
8%			-10%				3%				17%	
7%			-7%				6%				20%	

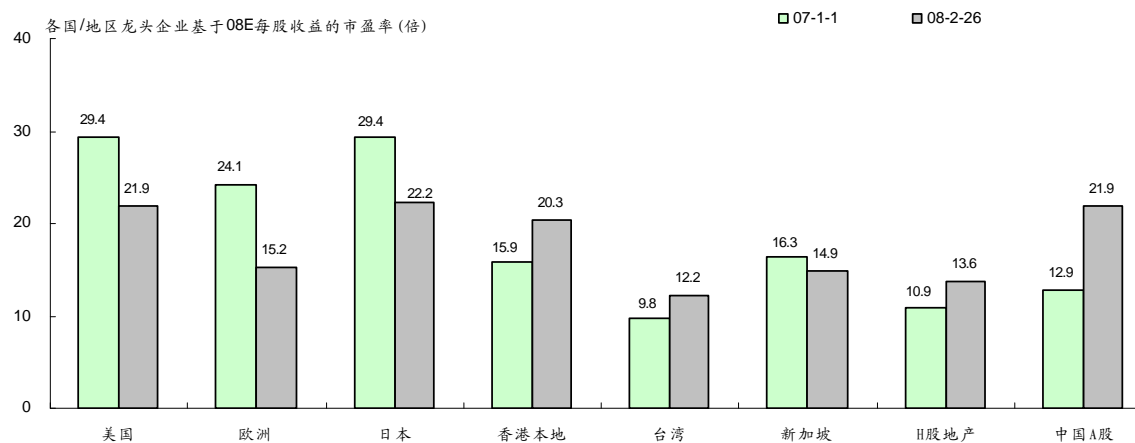


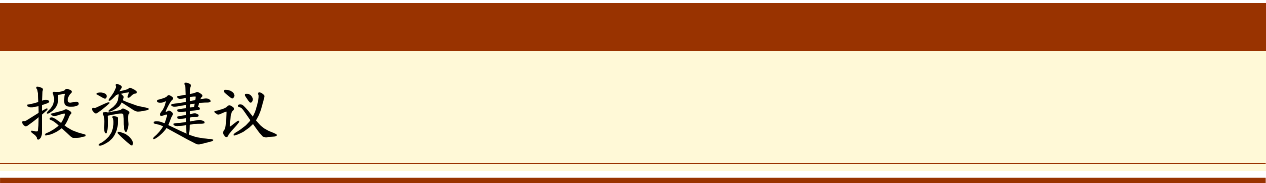
## 国际估值比较

### 中国A股地产板块07年股价表现突出



### 考虑到业绩的高成长，H股地产和A股地产板块估值仍然具有相对优势





## 投资建议

## 投资建议

### 行业层面:

- 2008年全国房价很可能启稳;
- 行业供求差距将逐步缩小;
- 市场调整将是区域性、结构性和阶段性的;
- 后续可能的调控措施: 预售制度、物业税和土地供给调整等。

### 公司层面:

- 毛利率08年将达到高点, 09年小幅回落, 高价拿地将使毛利率下降2~4个百分点;
- NAV调整: 未来五年房价假设从10%下调至5% (珠三角至0%) 以反映调控影响;
- 经过前期股价调整, 目前房地产股票估值吸引力较大;
- 行业龙头可以享受一定净资产值溢价。



## 投资建议（续）

### 区域选择:

- 2008年仍然看好环渤海地区的房地产市场发展;
- 2008年长三角地区的房价在快速反弹后将逐步企稳;
- 2008年珠三角地区的调整将会持续,但继续下调幅度有限。

### 时间选择:

- 目前板块估值具有吸引力,但短期内对调控政策十分敏感;
- 未来拉动股价上涨主要动力是成交量的回暖,房价的稳定及企业再融资的陆续放开;
- 预计二季度行业信心增加,板块下半年将会有更好表现。

## 重点推荐

- **行业龙头：**万科（A股：推荐；B股：推荐）、中国海外（H股：推荐）；
- **高增长品牌：**金地集团（A股：推荐）、富力地产（H股：上调至推荐）、雅居乐（H股：推荐）；
- **区域龙头：**华发股份（A股：推荐）、栖霞建设（A股：审慎推荐）
- **国有央企：**招商地产（A股：推荐；B股：推荐）、华润置地（H股：推荐）
- **业绩反转：**首创置业（H股：推荐）、绿城中国（H股：推荐）
- **园区地产：**浦东金桥（A股：审慎推荐；B股：推荐）

## 投资建议

## 重点推荐--中金公司房地产估值表

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)				CAGR	市盈率			市净率			每股净资产 (元)			溢/折价	总储备 (百万平米)	权益储备 (百万平米)
						2008-2-27	2007E	2008E	2009E	07-09E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2007-12	2007-12
A股																							
侧重开发:																							
万科A	000002	推荐	23.6	n.a.	n.a.	154.6	0.69	1.10	1.55	50%	34.2	21.4	15.2	5.3	4.5	3.7	15.9	19.6	48%	20%	35.5	29.3	
金地集团	600383	推荐	39.4	n.a.	n.a.	33.1	1.15	1.88	2.65	52%	34.3	20.9	14.9	3.9	3.4	2.8	34.6	39.2	14%	1%	11.2	9.7	
招商地产	000024	推荐	51.5	n.a.	n.a.	38.0	1.37	2.07	2.97	47%	37.6	24.8	17.4	4.0	3.3	2.6	36.7	44.7	40%	15%	9.4	7.5	
华发股份	600325	推荐	22.1	n.a.	n.a.	14.0	0.57	1.06	1.48	61%	38.5	20.8	14.9	7.1	5.3	3.9	18.9	22.0	17%	0%	5.4	4.3	
栖霞建设	600533	审慎推荐	20.3	n.a.	n.a.	8.2	0.85	1.23	1.54	35%	24.0	16.6	13.2	5.1	3.9	3.0	16.8	18.7	21%	9%	3.8	3.2	
保利地产	600048	审慎推荐	63.7	n.a.	n.a.	78.1	1.21	2.27	3.28	64%	52.5	28.1	19.4	6.5	5.3	4.2	40.9	47.1	56%	35%	20.2	14.8	
中华企业	600675	审慎推荐	17.3	n.a.	n.a.	15.7	0.67	0.91	1.21	35%	26.0	19.1	14.3	5.4	4.2	3.3	11.8	13.6	47%	28%	2.2	1.8	
亿城股份	000616	中性	19.6	n.a.	n.a.	7.8	0.74	1.04	1.39	37%	26.5	18.9	14.0	3.3	2.8	2.4	16.4	18.7	19%	4%	1.9	1.9	
阳光股份	000608	中性	13.8	n.a.	n.a.	7.4	0.34	0.52	0.71	44%	40.2	26.5	19.5	4.2	3.7	3.1	10.3	11.6	33%	19%	1.5	1.2	
平均值										47%	34.8	21.9	15.9	5.0	4.0	3.2			33%	15%			
中间值										47%	34.3	20.9	14.9	5.1	3.9	3.1			33%	15%			
开发和持有:																							
金融街	000402	审慎推荐	22.5	n.a.	n.a.	31.0	0.55	0.80	1.22	49%	40.8	28.2	18.5	6.8	2.2	2.0	23.1	27.0	-3%	-17%	5.7	4.8	
浦东金桥	600639	审慎推荐	23.1	n.a.	n.a.	16.7	0.27	0.35	0.58	46%	85.3	66.1	40.1	6.7	6.1	5.3	17.4	19.1	33%	21%	2.7	2.3	
陆家嘴	600663	中性	26.1	n.a.	n.a.	43.8	0.39	0.44	0.54	17%	66.8	58.8	48.5	6.5	5.9	5.2	16.1	18.8	62%	39%	2.6	2.5	
中国国贸	600007	中性	17.9	n.a.	n.a.	18.0	0.28	0.37	0.58	44%	63.1	48.3	30.6	4.4	4.0	3.6	16.7	18.0	7%	0%	0.5	0.5	
平均值										39%	64.0	50.3	34.4	6.1	4.6	4.0			25%	11%			
中间值										45%	64.9	53.5	35.4	6.6	4.9	4.4			20%	10%			
B股																							
万科B	200002	推荐	(HK\$)	(HK\$)	74%	(Rmb bn)	(Rmb)	(Rmb)	(Rmb)		25.4	15.9	11.3	4.0	3.4	2.7	(Rmb)	(Rmb)			35.5	29.3	
招商局B	200024	推荐	17.5	30.4		154.6	0.69	1.10	1.55	50%	20.2	13.4	9.3	2.2	1.8	1.4	15.9	19.6	10%	-11%	9.4	7.5	
金桥B	900911	推荐	27.7	53.3	92%	38.0	1.37	2.07	2.97	47%	44.0	34.0	20.7	3.5	3.1	2.7	36.7	44.7	-25%	-38%	2.7	2.3	
陆家B	900932	中性	11.9	20.4	72%	16.7	0.27	0.35	0.58	46%	41.8	36.8	30.4	4.1	3.7	3.3	17.4	19.1	-31%	-38%	2.6	2.5	
平均值										40%	32.8	25.0	17.9	3.4	3.0	2.5			-11%	-25%			
中间值										47%	33.6	25.0	16.0	3.7	3.3	2.7			-12%	-25%			
H股																							
中国海外	688	推荐	(HK\$)	(HK\$)	40%	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)		27.8	17.9	12.8	6.3	5.1	4.0	(HK\$)	(HK\$)			23.5	21.7	
华润置地	1109	推荐	15.2	21.3		117.4	0.54	0.85	1.18	47%	47.3	23.5	17.9	4.7	3.9	3.2	12.3	16.4	23%	-8%	16.8	15.7	
首创置业	2868	推荐	14.8	20.7	40%	59.5	0.31	0.63	0.83	63%	10.5	7.2	5.4	1.8	1.6	1.4	11.8	15.9	25%	-7%	10.1	5.5	
雅居乐	3383	推荐	3.9	7.8	102%	43.3	0.37	0.54	0.71	39%	21.6	12.7	9.0	5.0	4.1	3.2	6.4	8.7	-40%	-55%	25.6	25.5	
富力地产	2777	审慎推荐	11.6	17.5	51%	79.3	0.54	0.91	1.29	55%	23.1	14.1	10.1	7.3	5.6	4.3	14.0	17.7	-17%	-35%	27.3	27.0	
绿城中国	3900	推荐	24.6	36.4	48%	14.3	0.61	1.13	1.78	71%	15.3	8.3	5.2	2.9	2.4	1.9	25.0	33.0	-2%	-25%	18.9	11.8	
世茂地产	813	中性	9.3	16.5	77%	53.1	0.94	1.31	1.72	36%	17.2	12.3	9.4	3.8	3.2	2.7	16.9	20.7	-45%	-55%	23.5	22.3	
碧桂园	2007	中性	16.1	23.3	45%	120.2	0.26	0.46	0.70	63%	27.9	16.1	10.4	6.5	5.4	4.3	19.3	23.3	25%	-7%	55.0	54.6	
瑞安地产	272	中性	7.4	9.5	29%	31.1	0.34	0.45	0.75	49%	22.1	16.5	10.0	2.0	1.8	1.6	9.0	11.8	-18%	-37%	10.2	7.4	
平均值										53%	23.6	14.3	10.0	4.5	3.7	3.0			-7%	-29%			
中间值										51%	22.1	14.1	10.0	4.7	3.9	3.2			-16%	-31%			
香港本地股																							
恒隆地产	101	中性	(HK\$)	(HK\$)	14%	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)		17.5	11.6	7.7	2.3	2.0	1.7	(HK\$)	(HK\$)			2.6	2.5	
			30.0	34.0		124.1	1.71	2.59	3.90	51%							n.a.	27.7	n.a.	n.a.			

35



## 提问与解答