

贾祖国 86-755-82940792
 jiazg@cmschina.com.cn
 孟群 86-755-82940647
 mengqun@cmschina.com.cn

2008年12月

房市依旧调整，股票业已企稳

房地产行业2009年度投资策略

周期性消费品

房地产

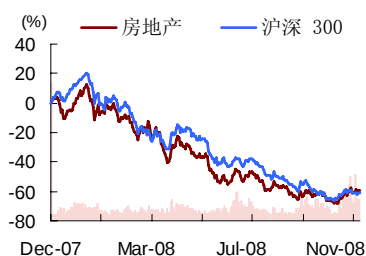
推荐(上调)

行业规模

		占比%
股票家数(只)	116	7.4
总市值(亿元)	4917	3.7
流通市值(亿元)	2885	6.7
重点公司市值(亿元)	2021	1.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	21.4	-35.5	-57.7
相对表现	9.1	12.9	2.9



相关报告

《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》
 2008/07/18

《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》
 2008/07/21

《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》
 2008/09/08

《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》
 2008/09/17

《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》
 2008/09/28

《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》
 2008/10/06

《中国房地产调控政策分析》
 2008/10/16

尽管行业最差情况还未到来，但股票底部已现。参照国内外历史数据，我们认为，在房价再次上涨前龙头地产股的估值应该在 2-4 倍 PB 左右，地产股总体将呈现震荡走势。地产股将因较好的相对收益而优于大市，我们上调行业评级至“推荐”。

- **中国房地产的调整只是阶段性的：**中国目前的城市化进程正处于加速阶段，未来人口流动将依次进入以小城市进入大城市为主导阶段和进入大城市郊区为主导阶段，中国未来的房价总体是上涨的。中国这一轮房地产调控总体还比较及时，金融机构和企业并未有大规模的过激行为，这与日本当年有着很大的不同；
- **未来 2 年内房地产行业将继续价跌量缩：**我们预计这轮房地产周期要调整到 2010 年底前后，一线城市的房价总体还有 30% 左右的下跌空间。期间成交量也将不断萎缩；
- **09 年房地产调控政策正负面皆有：**未来调控政策将进一步放松，不排除部分城市出台买房退个人所得税的政策；09 年保障住房将会进一步大力推进，在短期内这会加重消费者观望情绪；农村宅基地自由流转将提上议事日程，其会对郊区别墅价格有较大幅度的负面影响；
- **在房价没有大幅上涨之前，房地产股票的估值将围绕 PB 进行：**日本 70 年代是 2 到 3 倍 PB 左右，持续了 10 年左右；日本 90 年代是 1 到 3 倍 PB 左右，持续了 12 年左右；从 97 年到了 06 年，万科 A 的估值是 2-4 倍 PB 左右，持续了近 9 年时间。因此，参照国内外历史数据，我们认为龙头地产股的估值应该在 2-4 倍 PB 左右，地产股总体呈现震荡走势；
- **行业投资评级上调至“推荐”：**房地产股票 PB 估值底部已现，未来总体呈现震荡走势；前期部分龙头公司的股价在一定程度上反映了房价下跌预期；地产股将因较好的相对收益而优于大市；
- **投资建议：建议地产股至少标配；**未来房地产政策即有正面也有负面，成交的变化也有季节性，这些都会影响股价走势。**建议波段操作；**对于招商地产、华发股份、万科 A、保利地产等龙头公司而言，我们认为 **2 倍 PB 以下的股价从长期看应该是一个比较好的买点。**

重点公司主要财务指标

	股价	PB	RNAV	P/RNAV	08EPS	08PE	评级
招商地产	14.67	2.3	20.34	0.72	0.66	22.2	强烈推荐-A
金融街	8.20	1.5	11.67	0.70	0.33	24.8	审慎推荐-A
华发股份	11.30	2.0	17.76	0.64	0.82	13.8	审慎推荐-A
万科 A	7.13	2.6	6.00	1.19	0.41	17.4	审慎推荐-A
保利地产	17.79	3.3	17.44	1.02	1.00	17.8	审慎推荐-A
金地集团	7.65	1.5	12.12	0.63	0.65	11.8	审慎推荐-A

资料来源：招商证券，股价取自 2008 年 12 月 3 日

正文目录

一、中国房地产的调整只是阶段性的	4
1、中国城市化还处于加速阶段	4
2、中国房地产不会发生日本 90 年式的崩溃	5
二、未来 2 年内房地产行业将继续价跌量缩	6
1、行业要调整到 2010 年底前后	6
2、房价还有 30%左右的跌幅	7
3、成交总体将会继续萎缩	8
三、09 年房地产调控政策正负面皆有	10
1、行业调控政策总体以放松为主	10
2、保障住房对房价中长期影响有限	11
3、农村宅基地自由流转将提上议事日程	13
四、房地产股票估值分析	15
1、RNAV 估值分析	15
2、PB 估值分析	15
3、房地产股票估值总结	17
五、投资建议	18
1、房地产股票走势判断	18
2、行业投资评级上调至“推荐”	18
3、投资建议	18

图表目录

表 1: 城市化率与房价表现	4
表 2: 英美日新新建保障住房占住房市场比重	11
表 3: 2008 年重点城市住房建设计划	13
表 4: 2009 年重点城市住房建设计划	13
表 5: 重点公司 RNAV 敏感性分析	15
表 6: 2 倍 PB 与 RNAV	17
图 1: 工业化与城市规模结构演变	4
图 2: 日本城市化进程	5
图 3: 日本六大城市土地价格变动情况	5
图 4: OECD 国家 3.5 次房地产周期 (令 2000 底为 100)	6
图 5: 70 年代初 OECD 国家房地产周期与名义政策利率	6
图 6: 70 年代末 OECD 国家房地产周期与名义政策利率	6
图 7: 90 年代初 OECD 国家房地产周期与名义政策利率	6
图 8: 1998 年全球部分城市房价收入比分布	7
图 9: 1998 年全球房价收入比与家庭可支配收入	7
图 10: 美国成交量与实际房价指数	8
图 11: 美国成交量的下跌伴随着实际房价的下跌	8
图 12: 北京可售面积与月成交面积 (万平)	9
图 13: 上海可售面积与月成交面积 (万平)	9
图 14: 深圳可售面积与月成交面积 (万平)	9
图 15: 广州可售面积与月成交面积 (万平)	9
图 16: 房地产调控政策示意图	10
图 17: 英国 1950-1959 年住房价格与名义 GDP	12
图 18: 英国 1960-1979 年住房价格与名义 GDP	12
图 19: 日本房地产周期	16
图 20: 日本房地产指数 PB	16
图 21: 日本三井不动产 PB	16
图 22: 日本三菱地所 PB	16
图 23: 万科 A 历史 PB 估值情况	18
图 24: 保利地产历史 PB 估值情况	19
图 25: 招商地产历史 PB 估值情况	19
图 26: 金地集团历史 PB 估值情况	19
图 27: 金融街历史 PB 估值情况	19
图 28: 华发股份历史 PB 估值情况	19

一、中国房地产的调整只是阶段性的

1、中国城市化还处于加速阶段

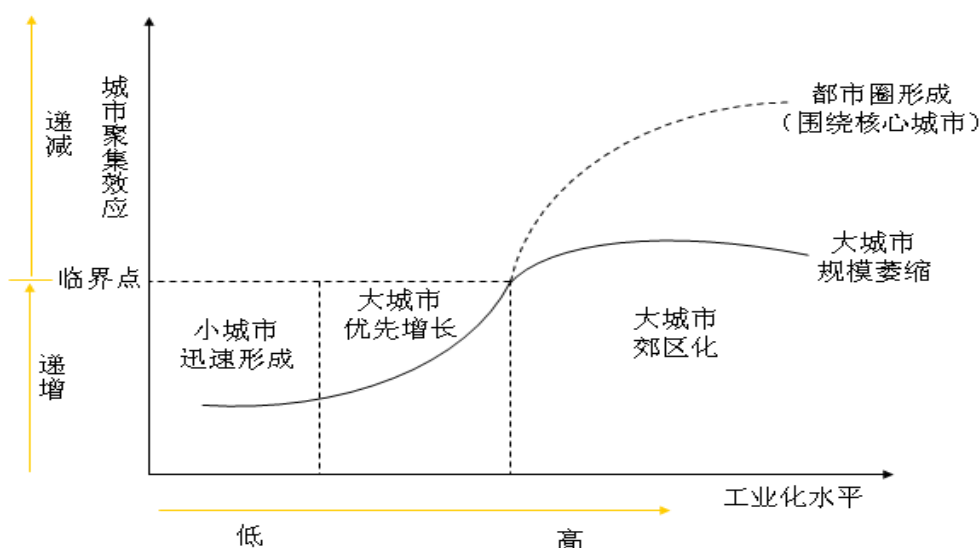
纵观世界城市化历程，呈现出两个基本规律：

（1）城市化率沿着 S 型曲线变动：城市人口超过 30%，城市化进入加速期。城市化进程明显加快，直到城市人口超过 70%；

（2）城市化进程按人口流动主导方向分为四个阶段：

- 在城市化率低于 50% 的时候，人口流动以从农村进入城市为主；
- 当城市化率超过 50% 之后，人口流动以从小城市进入大城市为主；
- 当城市化率超过 70% 之后，人口流动以从城区进入郊区为主——大城市郊区化；
- 当城市化率超过 70% 之后，人口继续向核心城市郊区迁移——“大都市圈”。

图 1：工业化与城市规模结构演变



资料来源：招商证券研发中心

表 1：城市化率与房价表现

城市化率	人口流动主导方向	房价
<50%	从农村进入城市	全国城市的房价涨幅总体应该比较接近
>50%	从小城市进入大城市	大城市的房价表现将显著优异
>70%	从城区进入郊区	大城市郊区的房价表现将会继续显著优异
>70%	进入核心城市郊区	核心城市郊区的房价表现将会继续显著优异

资料来源：招商证券研发中心

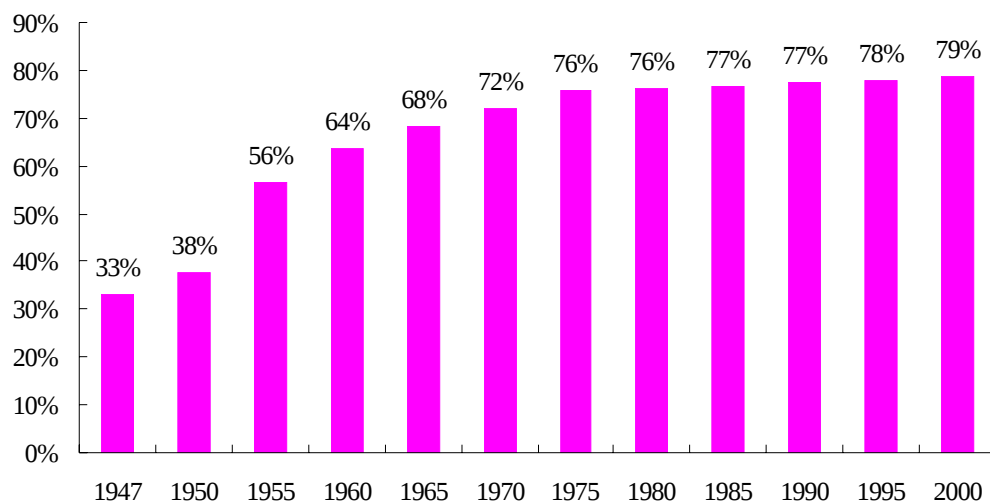
中国目前的城市化率只有 46%。我们认为，中国城市化总体每年还将继续快速提高；农村进入城市为主导阶段的人口流动即将结束，未来人口流动将依次进入以小城市进入大城市为主导阶段、以进入大城市郊区为主导阶段；按照城市化的国际规律，我们认为未来三大经济圈的核心城市，尤其是这些核心城市郊区的房价相对会有更大的潜力。因此中国城市的房价总体是处于上涨过程中的，房价回调只会持续较短时间。

本部分内容详见拙作《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》。

2、中国房地产不会发生日本 90 年式的崩溃

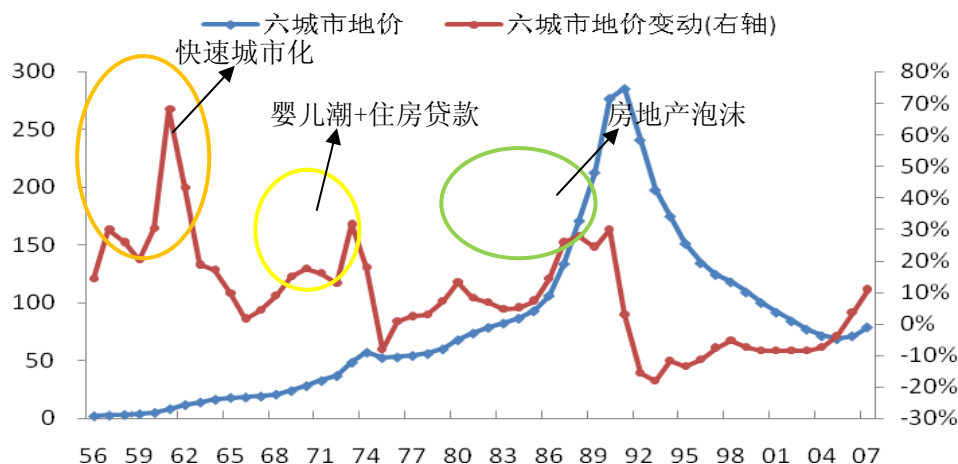
中国房地产不会发生日本 90 年式的崩溃。二者最主要的区别就是“城市化进程”。在城市化进程中，城市房价，尤其是核心城市房价总体快速上涨。这正是日本当年“土地神话”的原因。85 年，日本房地产价格开始上涨的时候，其城市化率已经达到了 76.7%，城市化进程已经接近尾声；而中国目前的城市化率仅为 45%，城市化进程正处于加速阶段。

图 2：日本城市化进程



资料来源：日本统计局，招商证券研发中心

图 3：日本六大城市土地价格变动情况



数据来源：日本统计局，招商证券研发中心

另外，中国这一轮房地产调控总体还比较及时，金融机构和企业并未有大规模的过激行为。这与日本当时的情况也不一致：1）存贷差不断缩小，当时日本商业银行开始实施激进的贷款行为，将贷款转向风险较高的不动产。2）“低保有税，高交易税”的土地税收政策导致当时日本企业购买大量土地并作为资产保有而脱离交易市场，导致有效供给不足，土地价格持续上升；

本部分内容详见拙作《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》。

二、未来 2 年内房地产行业将继续价跌量缩

城市化进程的加速为奠定了中国房地产行业发展的中长期前景。但短期内由于经济周期和货币政策周期等因素的影响，房地产不可避免地存在着周期。

我们预计，中国这轮房地产周期要调整到 2010 年，一线城市房价还有 30% 左右的下跌空间。期间成交量也会相应不断萎缩。

1、行业要调整到 2010 年底前后

(1) 国际房地产周期借鉴

上世纪 70 年代以来发达国家的城市化基本都接近尾声，借鉴发达国家房地产周期的相关经验无疑可以为当前房地产周期的分析提供一个很好的依据。

图 4：OECD 国家 3.5 次房地产周期（令 2000 年底为 100）

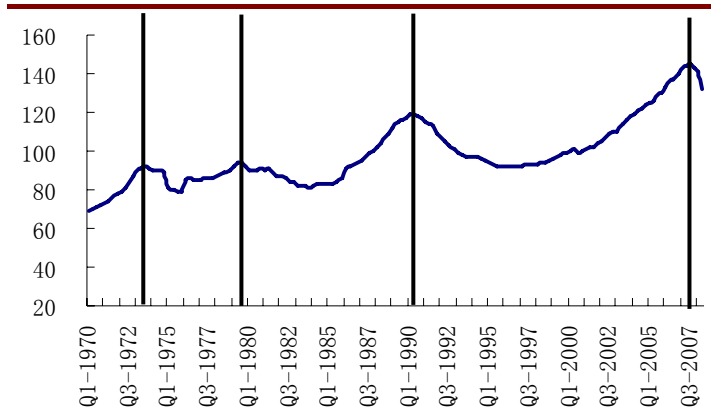


图 5：70 年代初 OECD 国家房地产周期与名义政策利率

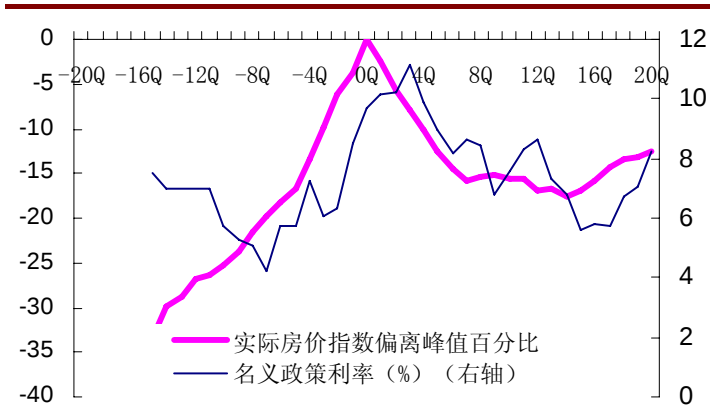


图 6：70 年代末 OECD 国家房地产周期与名义政策利率

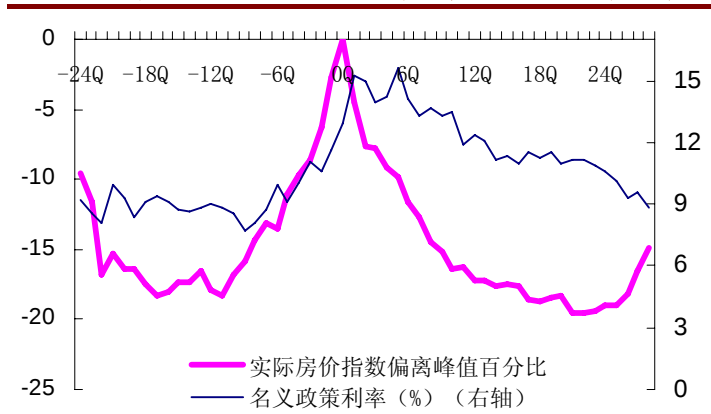
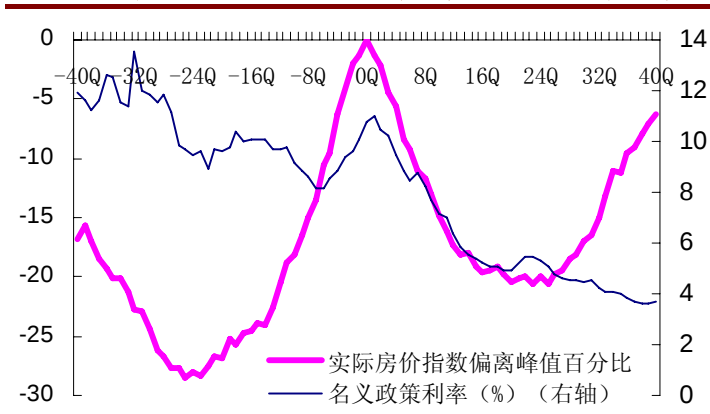


图 7：90 年代初 OECD 国家房地产周期与名义政策利率



资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 招商证券研发中心

(2) 行业要调整到 2010 年底前后

- 利率周期实际上反映了经济周期；
- OECD 各国房地产周期的经验表明当利率开始下降时，实际房价仍在继续下降。自利率高点，利率往往要下降 11-24 个季度实际房价才会重新上升；

- 就中国的情况来看，08 年 2 季度末是利率的高点，鉴于中国城镇化还处于加速阶段，我们判断利率下降 11-15 个季度后，实际房价才能上涨；
- 考虑到未来 2 年内通胀水平会比较低，我们预计 08 年 2 季度末大约 8-12 个季度后名义房价才能上涨。也即，行业要调整到 2010 年底前后。

本部分内容详见拙作《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》。

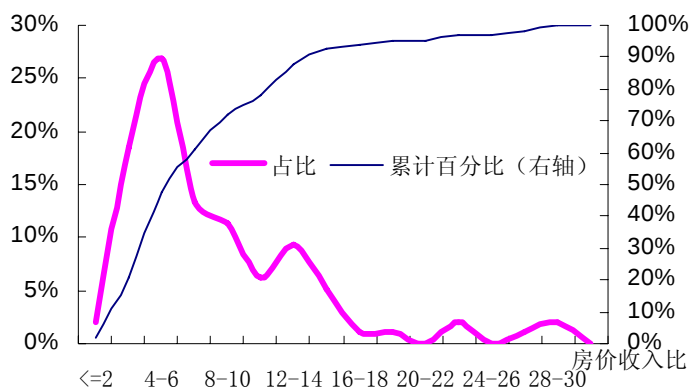
2、房价还有 30%左右的跌幅

（1）全球房价估值借鉴

1998 年世界银行的抽样统计调查表明：

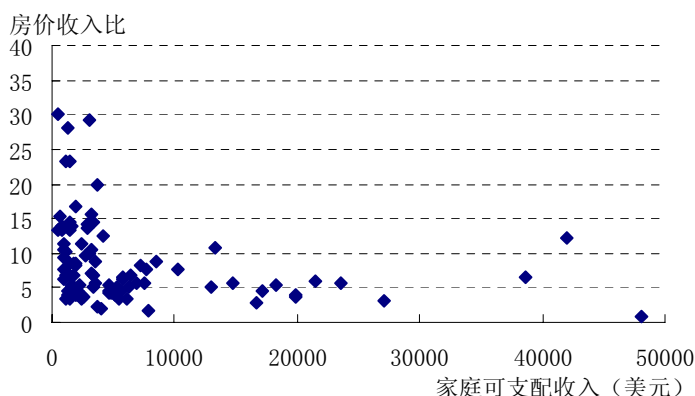
- 全球大约有 45%的城市房价收入比在 2-6 之间，72%以上的城市在 10 以下；
- 当家庭可支配收入在 5000 美元以下时，房价收入比会比较离散，不少城市的房价收入比显著偏高。当家庭可支配收入在 5000 美元以上时，房价收入比基本都在 10 以下。

图 8：1998 年全球部分城市房价收入比分布



资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 9：1998 年全球房价收入比与家庭可支配收入



（2）中国一线城市房价收入比在 10 左右比较合理

- 07 年底中国一线城市家庭的可支配收入都已经远超过了 5000 美元（07 年底北京、上海、广州和深圳的家庭可支配收入分别为 8609 美元、9734 美元、9659 美元和 10963 美元。）按照国际经验，一线城市的房价收入比应该在 10 以下；
- 尽管从全球的数据看，房价收入比为 10 已经偏高了。但我们给予一线城市房价收入比为 10 的水平是因为充分考虑到：中国的城市化进程尚处于加速阶段，人口流动正在不断地从农村进入城市、同时从小城市进入这些一线城市。

(3) 中国一线城市房价大约还有 30% 下跌空间

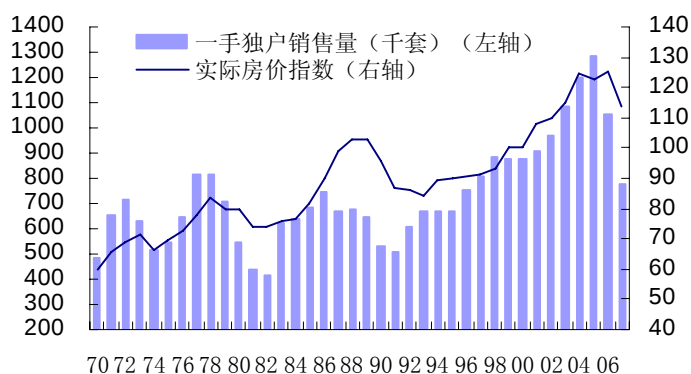
- 我们认为中国的名义房价要调整到 2010 年底前后;
- 鉴于目前处于经济周期的下降阶段,我们预期未来 2 年内,这些一线城市家庭居民可支配收入的增幅总体在每年 10% 左右。也即,2 年后一线城市家庭居民可支配收入总体将相应增长 20%;
- 2 年后一线城市应房价下跌 30% 左右(中国当前一线城市房价收入比在 14-18 之间)这样这些城市的房价收入比总体在 10 左右,这些城市房价总体才会比较合理。

本部分内容详见拙作《中国当代房地产研究专题之四—房地产估值的国际比较》。

3、成交总体将会继续萎缩

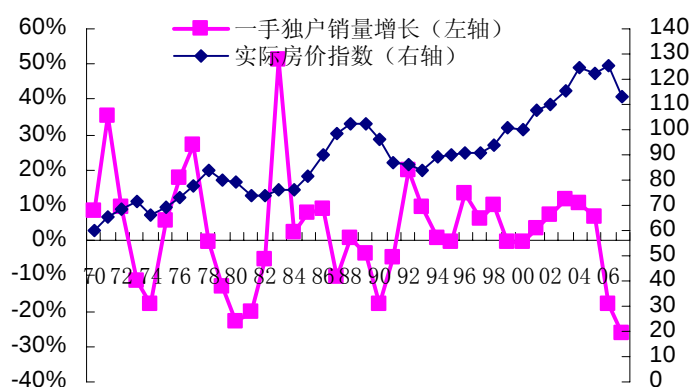
美国历次房地产周期经验表明,成交面积的变化是顺周期的。房价的下跌伴随着成交面积的下降。成交面积的低点也往往伴随着实际房价的低点。

图 10: 美国成交量与实际房价指数



资料来源: CEIC, BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 11: 美国成交量的下跌伴随着实际房价的下跌



伴随着房价的下跌,未来国内成交总体将继续萎缩。

本部分内容详见拙作《中国当代房地产研究专题之五—美国房地产市场概览》。

另外,从各主要城市存货水平和销售速度来看,我们预计一手房待售量回到正常水平也需要 2 年左右的时间:

- 目前各主要城市一手房待售量在快速增长,我们预计未来仍将持续快速增长;
- 未来房地产行业成交总体将继续缩量。

图 12: 北京可售面积与月成交面积 (万平)

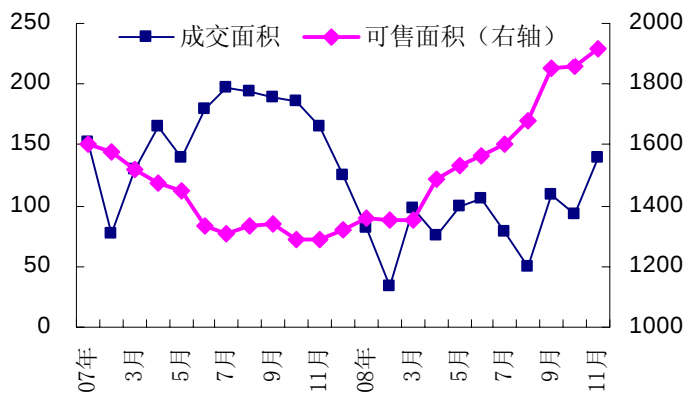


图 13: 上海可售面积与月成交面积 (万平)

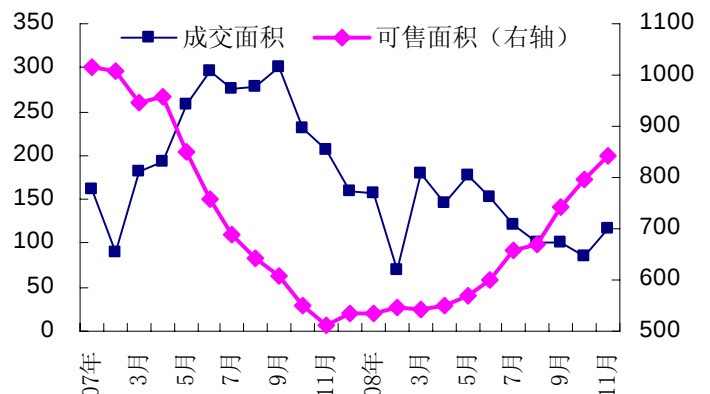


图 14: 深圳可售面积与月成交面积 (万平)

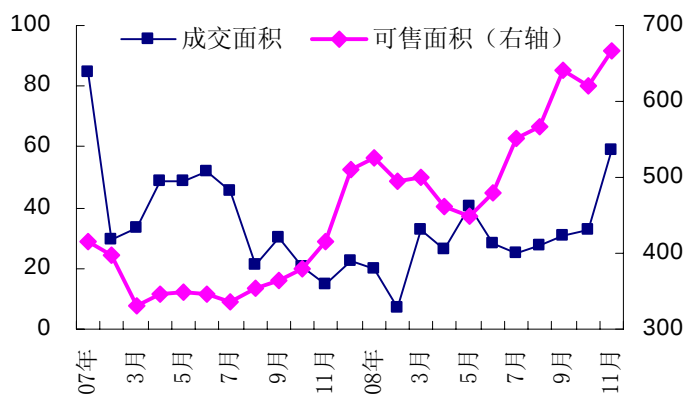
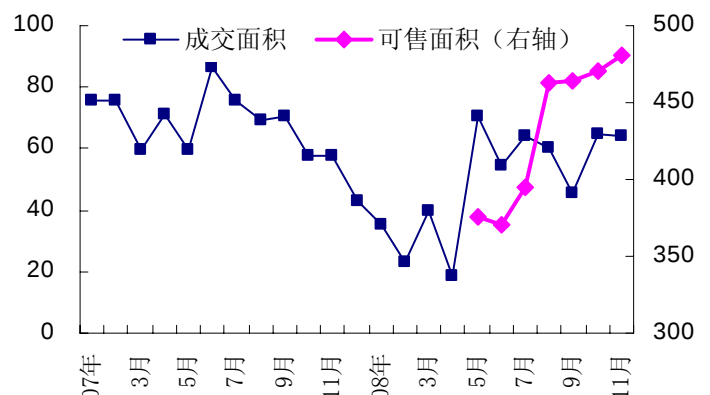


图 15: 广州可售面积与月成交面积 (万平)



资料来源: 各地房管局, 招商证券研发中心

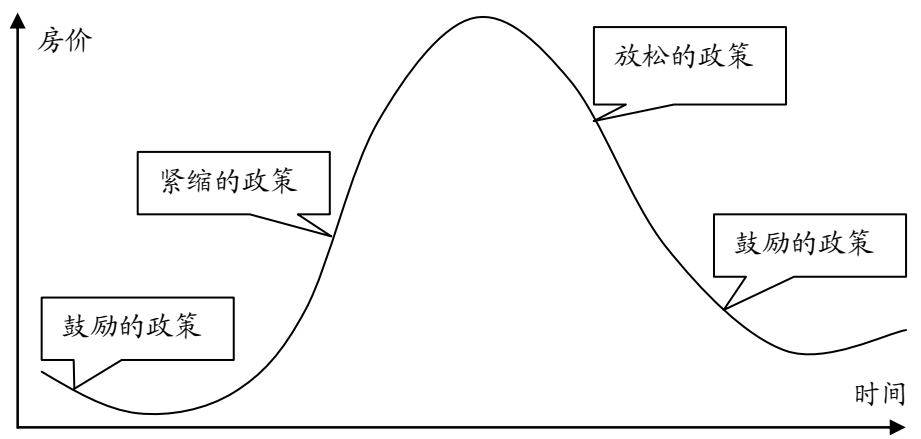
三、09 年房地产调控政策正负面皆有

1、行业调控政策总体以放松为主

（1）行业调控政策也是有周期的

我们认为调控政策也是有周期的。这个周期和房地产周期是高度一致的。示意图如下：

图 16：房地产调控政策示意图



资料来源：招商证券研发中心

在房地产周期的下半场，救市政策主要分为两步：先“放松”（原先的紧缩政策）、再“鼓励”（居民购房）。

1998 年以来住房救市手段主要包括：

“放松”政策：

- 住房金融政策：包括降低住房贷款利率，延长住房贷款期限，提高住房贷款成数、降低公积金贷款利率和提高贷款额度；
- 住房税收政策，包括：贷款利息免税，租赁收入免税，购房补贴，住房交易税减免，卖旧换新抵税等；

“鼓励”政策：

如购房退个人所得税、购房入户等。

本部分内容详见专题报告——《中国房地产调控政策分析》。

（2）未来行业调控政策放松展望

10 月 22 日，财政部十条出台，标志着对自住住房需求的政策完全放松，未来进一步放松的调控政策包括：

a 二套房政策和二手房交易政策

- 取消二套房的首付规定，取消 1.1 倍利率水平规定；

- 取消二手房交易的营业税，取消二手房买卖交纳所得税。

b 放松针对房地产商的调控政策

- 降低房地产开发 35% 自有资金的比例限制；
- 鼓励对开发商的贷款；
- 取消土地增值税。

c 一些地方政府会出台力度较大的鼓励购房的政策

- 购房退个人所得税；
- 购房入户口；

考虑到房地产市场可能将继续呈现价跌量减的态势，09 年行业调控政策的放松将会陆续出台。

（3）调控政策放松是有点滞的

就调控效果而言，行业趋势一旦形成，反向调控措施需要持续一段时间才能实现目标。从历次房地产调控来看，调控政策从出台到达成目标，时滞在 1.5-2 年左右，这意味着在放松的调控政策出台之初，既有趋势仍将保持。

2、保障住房对房价中长期影响有限

随着住房矛盾的转变，国际住房政策沿着两个方向演进：

- 其一是住房保障对象向中低收入家庭集中，住房保障的范围不断缩小；
- 其二是住房市场化程度不断提高。

（1）国际保障住房供给对房价影响

主要国家保障住房比重情况：

- 在保障住房建设方面，美国和新加坡是两个极端，1960 年代至今，美国的保障住房占市场的比重为 0%，新加坡的保障住房占市场的比重高达 90%；
- 日本处于中间，自 1966 年日本推出第一住房五年计划以来，保障住房占住房市场的比重达到了 44.7%；
- 英国正沿着市场化路径前行，保障住房占比由 70% 下降到 20% 的水平，截止 2004 年底已下降至 10.4%。

表 2：英美日新新建保障住房占住房市场比重

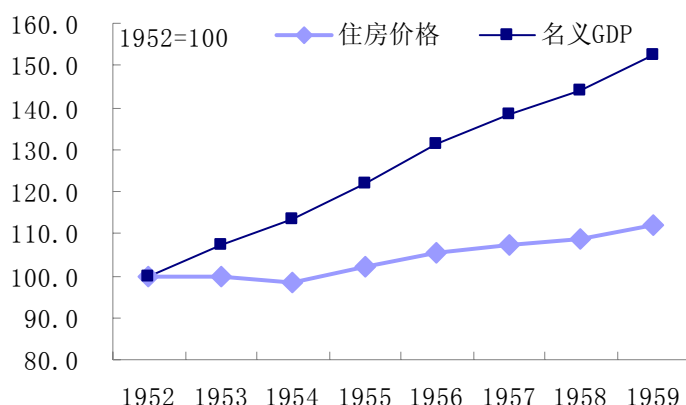
保障住房占住房市场比重		
新加坡	1961-1995 年	90%
日本	1966-1995 年	44.7%
英国	1946-1959 年	70%
	1960-1979 年	46%
	1980-2004 年	20%
美国	1960 年代至今	0%

资料来源：各国统计局，招商证券研发中心

国际保障住房供给对房价影响：

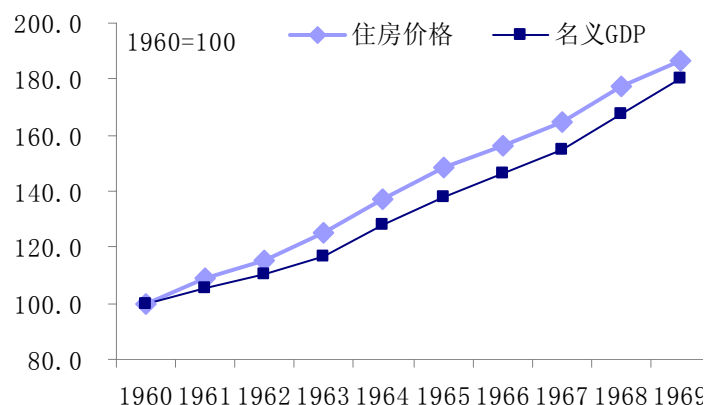
- 保障住房供给占比（新建保障住房/新建住房总量）不足 50%时，保障住房很难对住房价格形成有力的约束，如 1960-1979 年的英国（占比 46.3%），1966 年以来日本（占比 44.7%）和 1980 年以来的英国（占比 20%以下）；
- 保障住房供给占比超过 50%时，住房价格明显受到抑制，如 1961 年以来的新加坡（保障住房供给占比 90%），1950-1959 年的英国（占比 68.2%）。

图 17：英国1950-1959年住房价格与名义GDP



资料来源：CEIC, BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 18：英国1960-1979年住房价格与名义GDP



为什么保障住房供给占比接近 50%，仍然难以有效抑制住房市场价格？我们认为，其主要原因可能在于以下两点：

- 保障住房中能够对市场住房形成分流作用的住房的比例有限（主要是基于户型，品质等方面的考虑），远远小于保障住房建设挤占市场住房建设用地的比重。导致市场住房的需求者所面临的供给下降；
- 住房的基本需求始终是决定性因素。随着收入的提高，基本需求势必经历由量变到质变的过程。

（2）保障住房对房价中长期影响有限

保障住房对房价中长期影响有限：

- 重点城市 2008-2012 年住房建设计划显示，2008-2012 年保障性住房占比 23-29% 左右。还不足以对住房价格形成有力的约束；
- 保障性住房中能够对商品房形成有效分流的部分占比较少，但是保障性住房挤占了商品房用地。导致商品房的长期供给下降；
- 住房的基本需求始终是住房价格的决定性因素。目前中国尚处于城市化加速阶段，即将进入人口由小城市向大城市迁移为主的阶段。基本需求旺盛。

在当前市场疲软背景下，需求者大多采取观望态度，保障性住房挤占商品房用地导致商品房供给下降的效应难以体现。因此，在短期内，保障性住房会造成商品房价格的走软。

表 3：2008 年重点城市住房建设计划

单位：万平米	新建住房	廉租房	经济适用房	普通商品房	其中：两限房	保障性住房占比（含两限房）
北京	2750	50	300	2050	450	41.8%
上海	2000	400		1600		20.0%
深圳	1216	190	38	988		18.8%
广州	850-1180	8	92-172	750-1000		12-15%
天津	1800	5	500	1295	100	33.6%
南京	1120		240	880	30	24.1%
武汉	1028	316		712	90	39.5%
成都	950	2.3	20.7	927	77	10.5%
重庆（都市区）	1606	18	290	1298		19.2%
住房供给结构	100%		18-19%	75.5-76.5%	5.5-5.6%	23.5-24.6%

资料来源：各城市 2008 年住房建设计划

表 4：2009 年重点城市住房建设计划

单位：万平米	新建住房	廉租房	经济适用房	普通商品房	其中：两限房	保障性住房占比（含限价房）
北京	2830	850		1600	450	41.8%
上海	1800	400		1400	400	20.0%
深圳	981.9	140	31.9	810		18.8%
广州	908-1200	8-10	150-190	750-1000		12-15%
天津	2000	5	660	1335	150	33.6%
南京	1090	5	225	860	60	24.1%
武汉	1000	200		800	100	39.5%
成都	1051	2.3	20.7	1028	77	10.5%
重庆（都市区）	1984	69	381	1534	70	19.2%
住房供给结构	100%		22.6-23.4%	67-68%	9.4-9.6%	32-33%

资料来源：各城市 2009 年住房建设计划

本部分内容详见拙作《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》。

3、农村宅基地自由流转将提上议事日程

（1）城乡二元土地市场现状

城乡二元土地市场的形成源起于 1988 年的《土地管理法》，最终形成是在 1998 年房地产市场改革后，近年来，随着城市土地价格的爆发性增长，城乡二元土地市场的表现及所引起的问题备受关注。从城镇化的角度来说，二元结构表现为：农民按照农地价格将土地卖给地方政府，地方政府按城市土地市场价格卖给开发商，农民最终要按城市价格购买住房，前后差距巨大。

1988 年设立了国家土地管理局，土地的非农用权正式收归国有，城乡土地二元市场格局形成。地方政府征用农地之后，农地由集体所有制变成国家所有制，然后按照市场价格出让给二级市场，按被征用土地前三年平均产值的一定倍数（最高三十倍）补偿农民和集体。与城市土地不同，农地不可以抵押或转让。

1998 年住房市场化改革之后，城乡居民在房屋产权方面形成二元市场格局。同样是只有土地使用权，而没有土地所有权，但是城市房屋可以自由转让，抵押；拆迁补偿方面，

城市房屋是按市场评估价补偿，而农村住房则是按照农业产值补偿。城市居民可以享受土地和房屋增值收益，但是农村居民却不行。

地方政府在一级土地市场上，按农业产值补偿失地农民，获得土地所有权；在二级土地市场按市场价格获得土地出让金。先后相差几十倍，甚至上百倍。在短期利益及“财权小，事权大”的压力下，地方政府乱占土地，而农户所获得的补偿太少。根据国内学者的研究，土地补偿费真正到农民手里的只有 5%~10%，村集体留下 25%~30%，政府及部门获得 60~70%。市场价格越高，农民所获补偿费占比越低，农民无法享受到土地增值的收益。

解决城乡二元土地市场现状，实现城乡土地市场一体化，无疑应该允许农村宅基地及其房屋像城市房屋一样，可转让，可抵押。

（2）农村宅基地自由流转的影响

但这一改革因其影响面较广、牵涉利益较多，必将是一个长期趋势。09 年农村宅基地自由流转将会有一定的进展。

农村宅基地的自由流转将会对郊区别墅价格有较大幅度的负面影响。

四、房地产股票估值分析

1、RNAV 估值分析

房地产股票经历了 1 年来的大幅下跌，目前部分龙头公司的股价已经反映了房价的跌幅预期。我们在下表列出了部分龙头公司的 RNAV 对房价跌幅的敏感性分析。其中，除保利（当然还有万科外），其他公司的股价已经反映了房价一定的下跌幅度。

表 5：重点公司 RNAV 敏感性分析

公司\房价跌幅	0%	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
招商地产	20.3	18.8	17.3	15.8	14.3	12.7	11.0
保利地产	17.4	15.7	13.9	12.7	10.6	8.5	6.3
华发股份	15.1	14.5	13.3	12.3	11.0	9.6	8.3
金融街	11.7	11.1	10.5	10.0	9.3	8.7	8.1
金地集团	11.2	10.4	9.5	8.3	7.1	5.9	4.6

资料来源：招商证券研发中心

RNAV 估值的局限性。但 RNAV 在理论上只反映了公司的清算价值，并未考虑公司的成长性。因此在估值上我们还需要借助其他方法。

2、PB 估值分析

我们认为，在房地产周期的下半场中，房地产股的 PB 估值相对是比较可靠的：

- 在房地产下跌的过程中，公司的 EPS、营业收入变化往往非常剧烈，这使得 PE、PS 估值往往失效；
- 房地产公司的资产主要为现金、待售房产、土地和在建工程，这相对是较容易变现的，这与其他行业有很大的区别。因此房地产行业的 B 是可靠的。因此，PB 法理论上反应了投资者对房地产公司股票最悲观、最保守的估值；
- 但 PB 估值是与房地产的下跌程度紧密相关的。在房地产下跌的过程中，如果调整期较短、跌幅较小，如 2-3 年则帐面 B 的变化不大，则可以考虑给较高些的 PB 估值；如果调整期较长、跌幅较大，如 90 年代的日本，则帐面的 B 会减少，则应给较低些的 PB 估值。

（1）日本房地产股熊市估值分析

日本房地产有两个周期，所对应的高点分别是 73 年第 3 季度和 90 年第 3 季度。

- 在 73 年的周期中，日本实际房价指数连续下降了 15 个季度。此时，不论是指数还是个股，2 倍左右的 PB 是一个历史低点；
- 在 90 年代初的房地产周期中，日本实际房价指数连续下降了 15 年。此时，不论是指数还是个股，1 倍的 PB 是一个历史低点；
- **生存偏差问题。** PB 估值只适用于能够在房地产调整中生存下来的公司。中国目前绝大多数地产公司都有很高的概率在这轮调整中生存下来。

图 19: 日本房地产周期

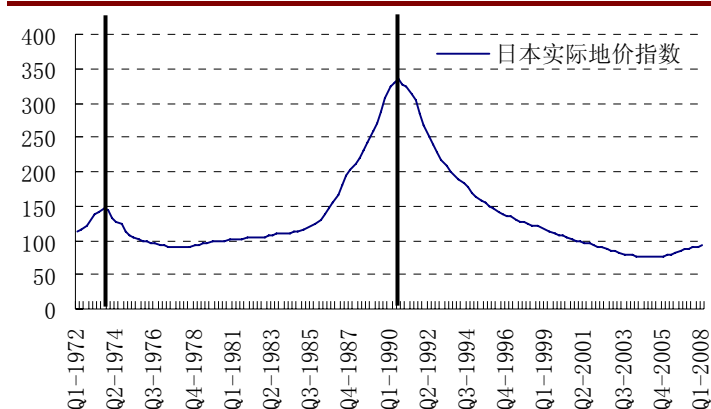


图 20: 日本房地产指数 PB



图 21: 日本三井不动产 PB

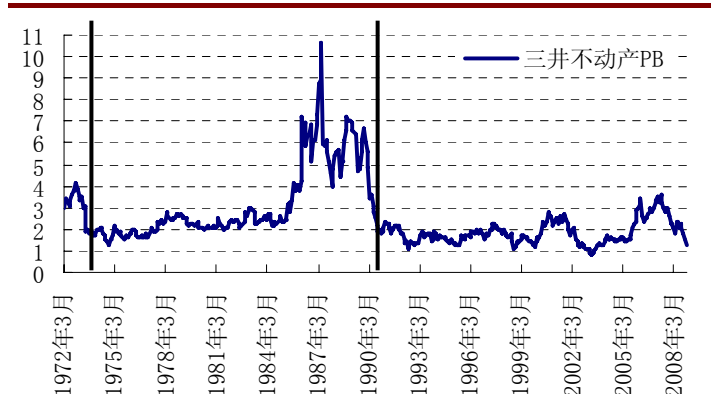
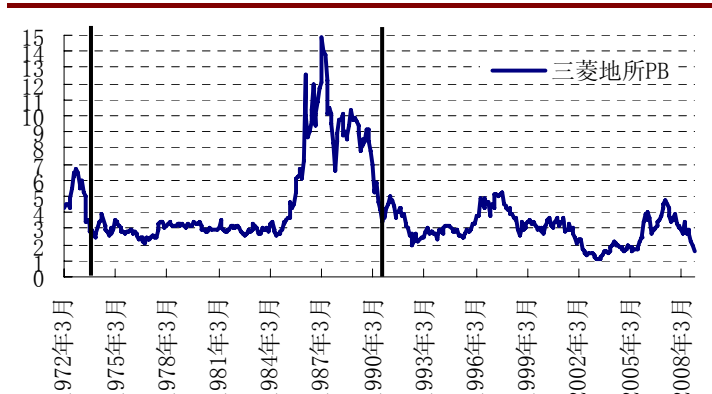


图 22: 日本三菱地所 PB



注：图中的黑色直线代表了房价高点的时间

资料来源：日本新光证券，招商证券研发中心整理

（2）中国房地产股估值底线分析

在房地产市场下半场确立之后，我们认为：

a 房地产股票的估值已经进入了 PB 估值的时代；

b 我们认为总体上中国房地产股票估值的底线大约在 1.3-1.5 倍 PB 左右：

- 日本 90 年代中期，房地产公司连续出现亏损，房地产股票的估值的底线还给予了 1 倍左右的 PB 估值；
- 我们判断这轮中国房地产这轮要调整到 2010 年底前后，一线城市房价的下跌幅度大约在 30% 左右，绝大多数房地产公司在未来 2 年内净利润总体应该是正值。所以 PB 估值底线应高过 1 倍；
- 中国的城市化还处于加速阶段；
- 当然具体房地产公司股票 PB 估值的底线略有差异。

c 下列房地产公司股票 PB 估值的底线理应可以略高一些：

- 那些将来有望快速增长的行业龙头，如万科 A、保利地产；
- 现金充裕的公司，如金融街、华发股份；

因原先持有物业较多等原因导致的帐面净资产低估的公司，如招商地产。

本部分内容详见拙作《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》。

3、房地产股票估值总结

（1）PB 估值的合理性

虽然，行业还将呈现价跌量缩的调整态势。但我们认为：

- 人类对房地产行业的理性悲观预期是一致的；
- 进而人类对于调整期房地产行业股票的估值也应是一致的；
- 因此，PB 估值所反映的底部也应该是一致的。

（2）PB 估值与 RNAV 估值

就龙头公司而言，2 倍的 PB 基本暗含了房价 20%-30% 左右的下跌空间。

表 6：2 倍 PB 与 RNAV

公司	帐面净资产	2 倍 PB	对应房价跌幅
招商地产	6.48	12.96	24%
保利地产	5.34	10.68	20%
华发股份	5.67	11.34	28%

资料来源：招商证券研发中心

五、投资建议

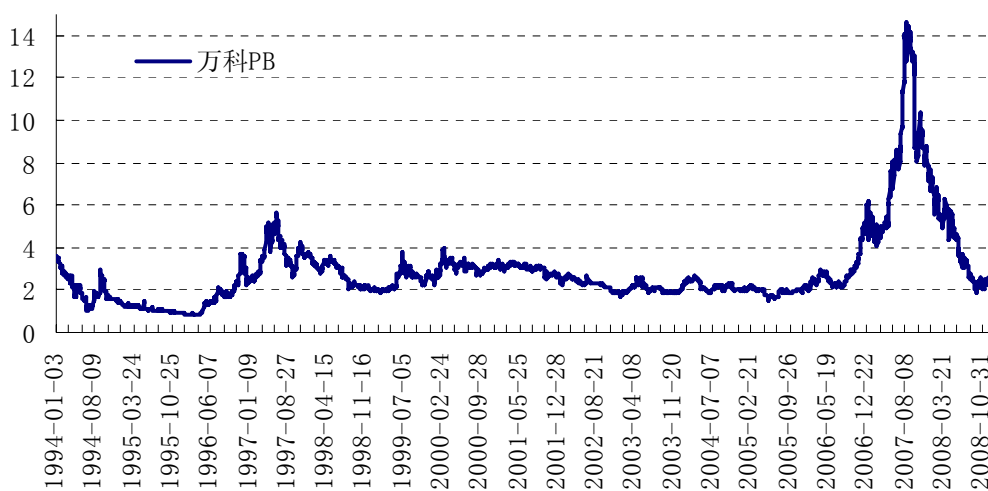
1、房地产股票走势判断

从历史数据来看，在房价没有大幅上涨之前，房地产股票的估值将长期围绕 PB 进行：

- 日本 70 年代是 2 到 3 倍 PB 左右，持续了 10 年左右；
- 日本 90 年代是 1 到 3 倍 PB 左右，持续了 12 年左右；
- 从 97 年到了 06 年，万科 A 的估值是 2-4 倍 PB 左右，持续了近 9 年时间。

我们判断房价要在 2010 年底前后才能上涨，因此，参照国内外历史数据，期间龙头地产股的估值应该在 2-4 倍 PB 左右，地产股总体呈现震荡走势。

图 23：万科 A 历史 PB 估值情况



资料来源：招商证券研发中心

2、行业投资评级上调至“推荐”

我们将行业投资评级上调至“推荐”：

- 房地产股票 PB 估值底部已现，未来总体呈现震荡走势；
- 一线城市房价的下跌幅度大约在 30% 左右，前期部分龙头公司的股价在一定程度上反映了这一预期；
- 较好的相对收益。世界经济和国内宏观经济下行，大多数行业陆续趋于恶化，这些行业的股票底部可能还未出现。因此，房地产股票总体将会优于大市。

3、投资建议

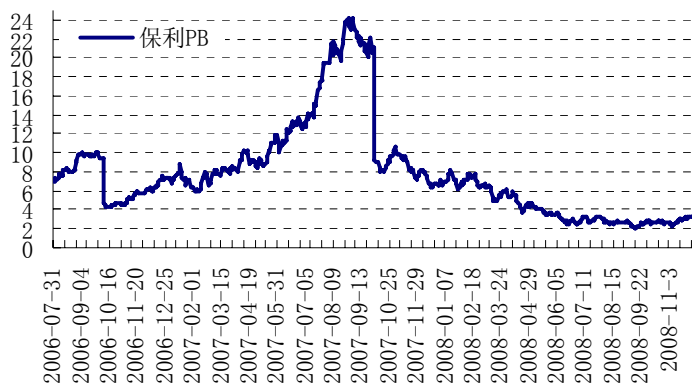
- 建议地产股至少标配；
- 建议波段操作。未来房地产政策即有正面也有负面，成交的变化也有季节性，这些都会影响股价走势；
- 对于招商地产、华发股份、万科 A、保利地产等龙头公司而言，我们认为 2 倍 PB

以下的股价从长期看应该是一个比较好的买点。

在此，我们需要进一步重申以提醒投资者的是：在房地产行业下跌的过程中，应该以 PB 估值为主，而不要过分看重房地产股的 PE 估值，这源于两个理由：

- 房地产行业将呈现价跌量缩的局面。我们认为，所谓“倾巢之下，焉有完卵”，即使像保利地产这样优秀的纯房地产开发公司也很难在事后做到 EPS 的增长；
- PE 估值比较低的公司往往在净资产重估值上处于明显的劣势，见表 5。

图 24：保利地产历史 PB 估值情况



注：保利地产 07 年 3 季报净资产大幅提高，使得 07 年 2 季度股票 PB 估值较高，剔除这一因素 10 倍 PB 应是保利地产牛市估值上限

图 26：金地集团历史 PB 估值情况

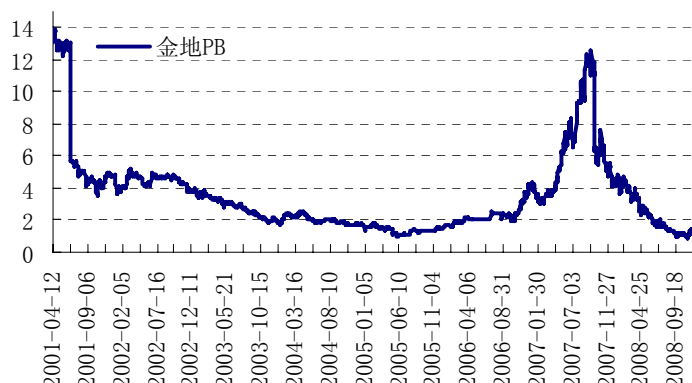


图 28：华发股份历史 PB 估值情况



资料来源：招商证券研发中心整理

图 25：招商地产历史 PB 估值情况

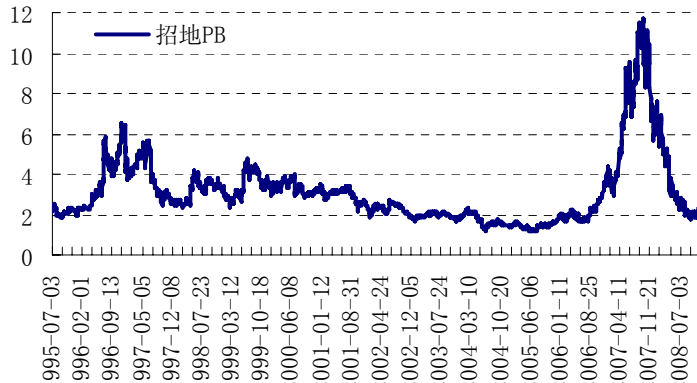
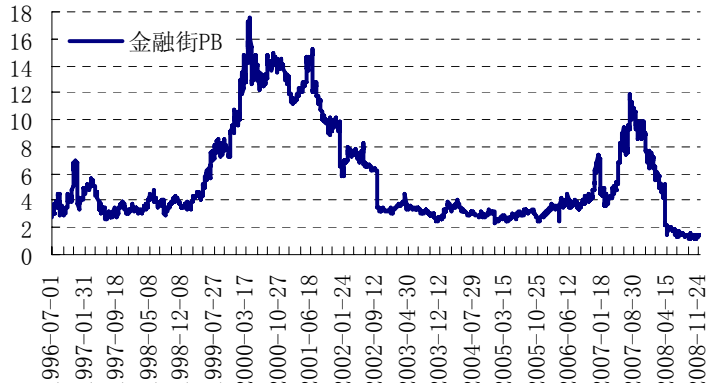


图 27：金融街历史 PB 估值情况



分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，5 年证券从业经验，目前为招商证券房地产行业高级分析师。

孟群，中南财经政法大学经济学硕士，2008 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。