

房地产(0718)

暴利盛宴结束后，地产股如何获得超额收益

王嘉

021—38565950

jiawang@xyzq.com.cn

2009 年 02 月 02 日

房地产

投资评级： 中性

当房地产价格被充分挖掘之后，地产行业不再可能拥有依靠房价持续快速上涨带来的暴利，支撑地产板块获得长期超额收益的基础也不复存在。地产行业不再是一个值得长期超配的行业，我们建议地产长期标配，并根据政策出台周期、信贷变化和成交量波动等指标灵活调整仓位以把握阶段性超额收益，公司方面建议关注“内功”深厚的地产公司。

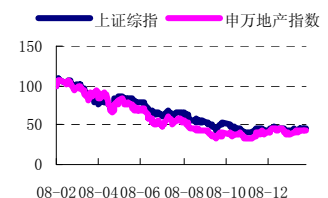
本文的主要目标是解答以下两个问题：

- 未来地产板块是否还值得长期超配？
- 在地产行业的“后调控”阶段如何把握阶段性超额收益？
- 通过研究香港 97 之后地产行业从巅峰到复苏的完整过程，从估值、行业指标和经济指进行分析，我们发现地产行业并未能领先经济出现反弹，即使从 1998 年 8 月港股的低点开始进行比较，地产行业虽然有阶段性的超额收益，之后 10 年的累积超额收益也仅为 17%，而 A 股从 1664 至 1 月 7 日，地产超额收益为 10.6%。
- 在土地供给受限、开发商参与炒房、负利率推升资产价格等共同因素作用下，香港地产泡沫在 1997 年达到巅峰。而在泡沫破灭之后，港府同样采取了变更土地用途、暂停卖地、减免税费、放松监管、降息、增加信贷等因素，但地产市场并未在短期内回暖，市场成交在房价于 03 年见底之后才逐渐走出低谷。
- 我国房地产市场自 98 年以来经历了市场化的 10 年，地产行业初步发展，从政策周期看，也经历了一个完整的循环，自 08 年开始，刺激房地产业发展的政策不断。不过我们认为目前的房价仍然偏高，政策面的偏暖并不能改变地产价格进一步回落，并且长期盘整的大趋势，除非地产价格非理性暴跌，否则在今后几年内地产行业难以再现昔日的繁荣。
- 在地产价格被充分挖掘之后，地产商难以通过价格暴涨获得暴利，从全行业看，地产将不再是一个具有明显超额收益的行业。驱动公司增长的因素中，内生因素的重要性将提升。基于我们对行业趋势的判断，我们仍然维持对地产行业的“中性”评级，建议在阶段性行情中增强地产行业仓位配置的灵活性。在公司选择方面，虽然在市场进一步探底过程中，区域市场较好、资金和预售款充足的公司相对受到追捧，但长期而言清晰出色的战略、突出的开发和管理能力将成为优质地产关键指标。

重点公司列表

重点公司	08E	09E	评级
华发股份	0.80	0.92	强烈推荐
冠城大通	0.44	0.49	推荐
万科 A	0.41	0.45	推荐
保利地产	0.95	1.16	强烈推荐

股价走势



相关报告

《从混沌到清晰——期待涅槃的美丽》-2008.7 月

目 录

概要.....	- 4 -
香港经验：地产并无长期超额收益.....	- 6 -
香港 97 后的救市措施及房地产市场变化趋势.....	- 9 -
1、泡沫产生的原因.....	- 9 -
2、泡沫破灭的导火索.....	- 10 -
3、港府救市措施.....	- 10 -
4、房地产市场表现.....	- 10 -
中国房地产行业进入调控后世代，政策难撼盘整格局.....	- 14 -
1、对政策和市场趋势判断.....	- 14 -
2、对房地产企业盈利和估值趋势的判断.....	- 15 -
投资策略：增强仓位配置的灵活性，关注“内功”深厚的公司.....	- 18 -
1、地产从长期超配改为阶段性超配.....	- 18 -
2、如何把握阶段性行情.....	- 19 -
3、关注“内功深厚的公司”.....	- 20 -
图 1、HIS 和 HSNP 1997/6=100.....	- 6 -
图 2、HS1 和 HSNP 1998/8=100.....	- 6 -
图 3、2001 年至今，A 股地产跑赢大盘 31%.....	- 7 -
图 4、6124 至今，地产跑赢大盘 2%.....	- 7 -
图 5、1664 至今，地产跑赢大盘 11%.....	- 7 -
图 6 香港住宅成交、消费和出口变化.....	- 8 -
图 7 过渡时期港府的土地供应（公顷）.....	- 9 -
图 8、香港住宅日成交套数.....	- 11 -
图 9、香港住宅价格指数 1999=100.....	- 11 -
图 10、利率见底 2 年后成交才开始走出低谷.....	- 12 -
图 11、香港住宅租金回报率与贷款利率.....	- 12 -
图 12、香港房价收入比变化.....	- 13 -
图 13、我国房地产行业政策调控周期.....	- 14 -
图 14、月供收入比.....	- 14 -
图 15、HSNP 和 HS1 的 PE 比较.....	- 16 -
图 16、HSNP 和 HS1 的 PB 比较.....	- 16 -
图 17、上证综指和地产行业指数的 PE 比较.....	- 17 -
图 18、上证综指和地产行业指 PB 比较.....	- 17 -
图 19、地产股的过去跑赢大盘的原因.....	- 18 -
图 20、HSNP 指数 /HS1 指数（1997 年 6 月=1）.....	- 18 -
图 21、地产超额收益与在降息前段.....	- 19 -
图 22、地产超额收益与成交量.....	- 19 -
表 1:香港地产泡沫成因.....	- 9 -
表 2: 泡沫破灭的导火索.....	- 10 -
表 3: 港府救市措施.....	- 10 -

表 4、房价下跌对月供收入比下降的贡献	- 15 -
表 5、对 09 年月供收入比的预测	- 15 -
表 6、03 年以来地产 ROE 提升的因素分析	- 15 -
表 7：第一次反弹时期的救市政策	- 19 -
表 8、仅依赖自身积累的公司增长模型	- 21 -
表 9、同时依赖自身积累和融资的公司增长模型	- 21 -

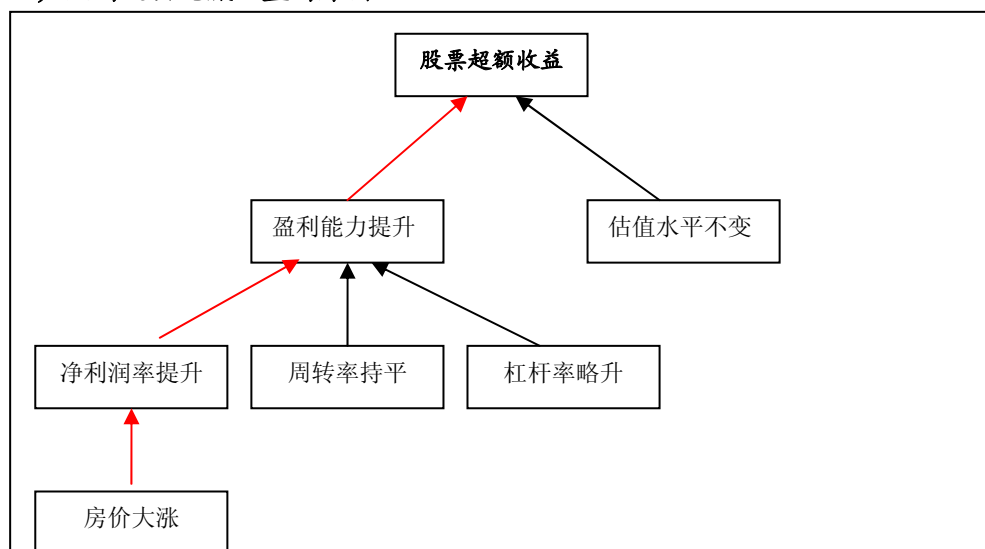
概要

本文的主要目标是解答以下两个问题：

- 1、未来地产板块是否还值得长期超配？
- 2、在地产行业的“后调控”阶段如何把握阶段性超额收益？

关于第一个问题，通过对香港地产行业及股票市场在 1997 年以后的表现，并对比目前国内的房地产行业现状，我们认为：地产行业在过去几年跑赢市场，并不是由于估值溢价的持续提升或者地产公司经营能力的改善，而是阶段性房价暴涨带来超额利润。因此：如果看淡或者看平未来几年的房价，则不能得到地产行业在未来可以长期获得超额收益的结论。

地产股的过去跑赢大盘的原因



数据来源：兴业证券研发中心

关于第二个问题：

根据对 HSNP(恒生地产业分类指数)相对恒指的波动原因的分析，我们总结出 HSNP 获得阶段性超额收益通常有如下规律：

- 1、地产超额收益出现在降息时段的前阶段而非后阶段；
- 2、救市政策出台的时间基本和地产获得超额收益的时段重合，救市政策不能带来地产超额收益的延续；
- 3、住宅成交量的回升并不一定导致地产超额收益，而地产超额获得收益也并不一定需要住宅成交量回升的配合
- 4、阶段性的超额收益总是以前期的大跌为前提，对过分悲观预期的修正是产生超额收益的重要原因。

因此，我们建议把握地产股阶段性超额收益要注意以下几点：

- 1、在市场对房地产行业预期由乐观转入悲观或者转入更悲观时增持地产，在市场对地产行业预期趋于乐观是减持；
- 2、在地产利好政策阶段性起点的时候增持，在地产利好政策阶段性终点的时候减持；
- 3、提前于降息周期的阶段性起点进行增持；
- 4、在地产相对大盘出现 20%左右的阶段性波动的时候做出反向操作。

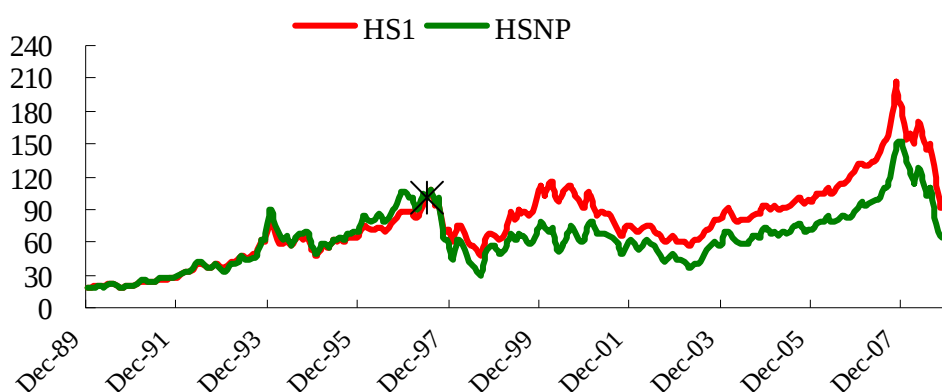
香港经验：地产并无长期超额收益

1989 年以来的 20 年，香港经济在大部分时间内持续快速发展，然而通过比较恒生指数（HSI）和恒生地产分类指数（HSNP）自 1989 年以来的走势，我们发现令人失望的是 HSNP 并无超额收益。

最近的 20 年，HSNP 居然跑输 HSI 达到 28 个百分点。

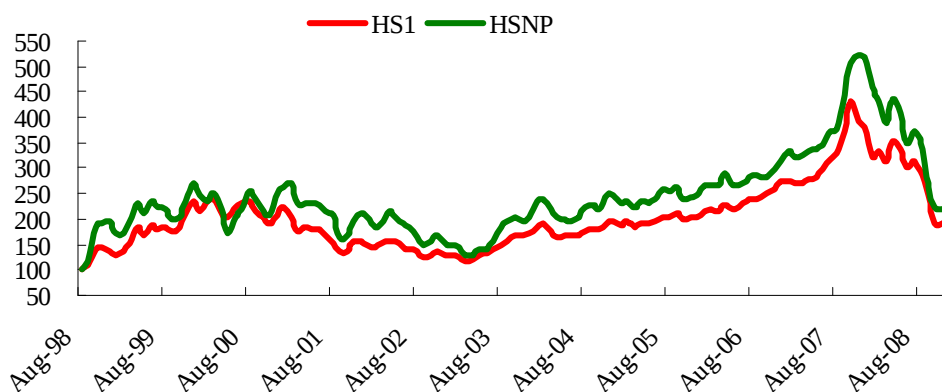
即使以地产泡沫破灭，恒指见到阶段性底部的 1998 年 8 月开始比较，至 09 年 1 月 6 日，HSNP 也仅跑赢恒指 17 个百分点。

图 1、HSI 和 HSNP 1997/6=100



数据来源：兴业证券研发中心，路透

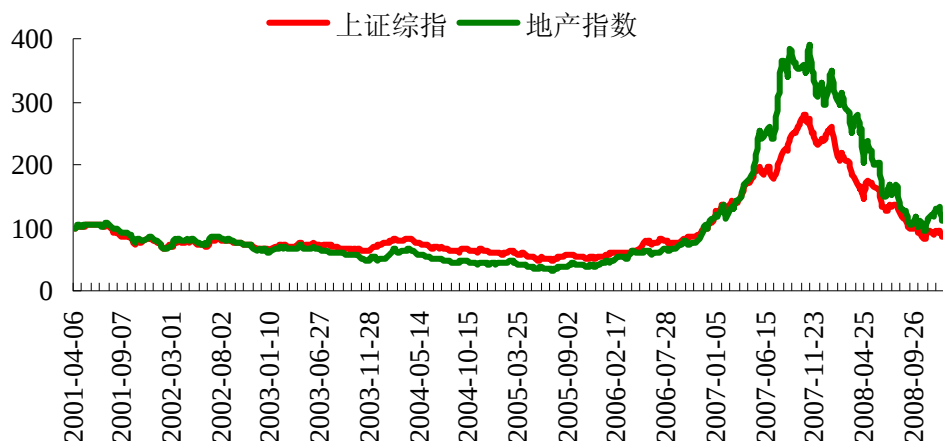
图 2、HSI 和 HSNP 1998/8=100



数据来源：兴业证券研发中心，路透

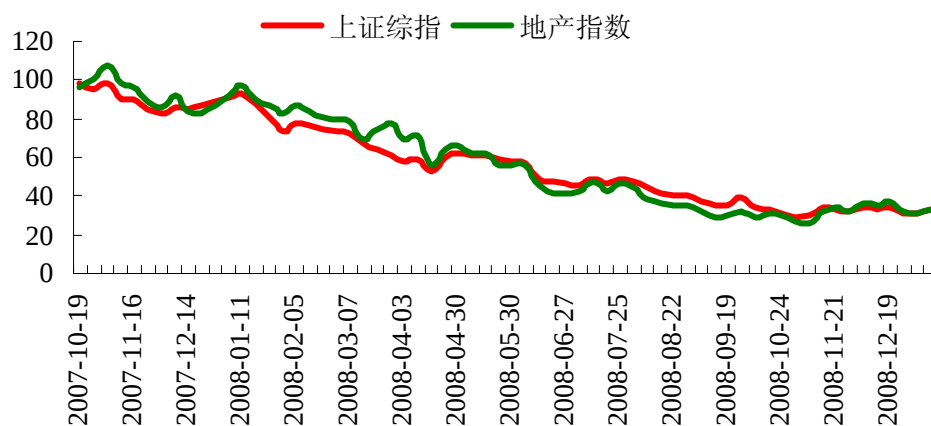
相对而言，A 股市场的历史中，地产股的赢得了一定的超额收益。2001 年 4 月至 09 年 1 月 7 日，地产板块跑赢上证综指 31 个百分点。即便以地产和股市泡沫的顶点开始计算，地产也不输大盘。而 1664 点反弹至今，地产板块的超额收益为 11%。

图 3、2001 年至今，A 股地产跑赢大盘 31%



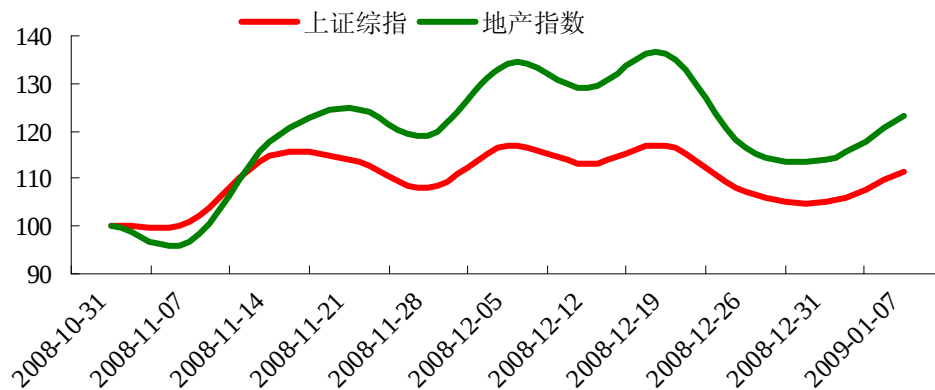
数据来源：兴业证券研发中心，路透

图 4、6124 至今，地产跑赢大盘 2%



数据来源：兴业证券研发中心，路透

图 5、1664 至今，地产跑赢大盘 11%

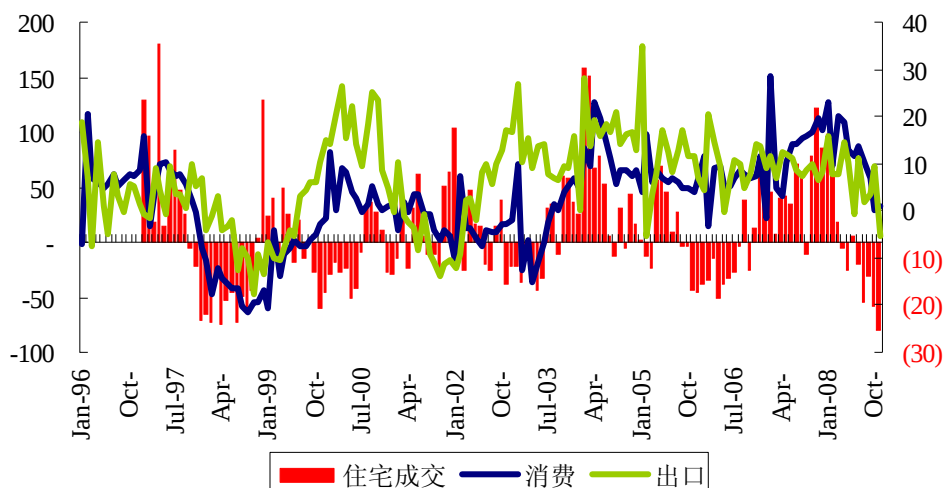


数据来源：兴业证券研发中心，路透

我们认为，过去 A 股市场中地产表现相对较好的原因是在较低的房价基数下，开发商充分分享了房价上涨过程中带来的超额利润。而一旦房地产价值被充分挖掘，房地产行业利润率也势必将向全行业平均利润率靠拢。虽然在今后的某一段时间，房价仍可能出现较快的上涨，但这种超越了购买力的房价上涨必然会迅速得到修正，即如同 97 年的香港、07 年的珠三角。长期而言，地产行业获得超额利润的基础不复存在，相应的地产行业不再是一个值得长期超配的行业。

此外，香港的经验也表明，房地产并非具有经济上的先导性，经济复苏并不意味着房地产行业必须重回升势。香港在 1999 到 2003 年之间，住宅成交量始终在低位徘徊，而消费和出口却能够在绝大部分时间处于增长状态。

图 6、 香港住宅成交、消费和出口变化



数据来源：兴业证券研发中心，WIND

香港 97 后的救市措施及房地产市场变化趋势

1、泡沫产生的原因

导致香港房地产市场积累出巨大泡沫的原因主要有三点：供求、投机和热钱。

从供应看，自 1985 年香港进入过渡时期后，受到《联合声明》的约束，香港政府每年卖地不得超过 50 公顷，这个根据 70 年代土地需求制定的供应计划不能满足需求，而其中住宅用地供应尤其不足。92-94 年每年出让住宅用地仅为 20 多公顷，即使以 3 的容积率推算，新增的住房面积仅在 70-80 万平米，不到 1 万 5 千套。

香港房地产市场主要被少数开发商控制，寡头垄断下，往往各楼盘开盘时间可以充分分散，减少相互竞争，同时楼宇单位分成小批量出售，以充分挖掘消费者每个细分市场的购买力，更有甚者，开发商直接屯房参与炒作，更加剧了市场的供不应求和房价上涨速度。

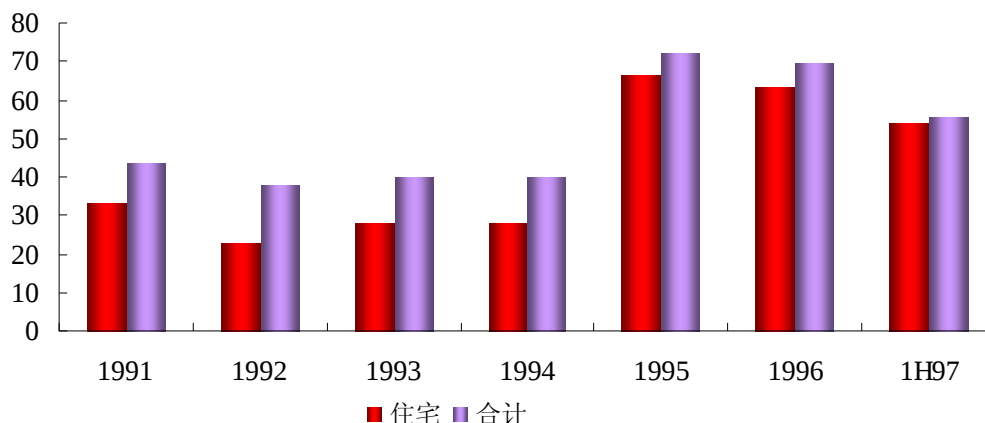
虽然香港政府在 1995 年开始适当加大了土地供应，但这些土地基本要到 1998 年才能形成供应，因此 1994-1997 年之间楼市供求失衡的局面已经注定。

表 1:香港地产泡沫成因

房地产市场供求失衡	1985 年开始，受《联合声明》制约，香港政府每年卖地不超过 50 公顷。92-94 年住宅用地供给仅 20 余公顷，而年住宅成交在 5-7 万套左右。
房地产业逐渐呈现高度集中的状况	1991-1994 年，前 11 大地产商市场占有率达到 75%，开发商参与屯房炒房，1995 年新落成楼盘 11% 的单位在开发商手中，而市场空置率仅为 4%。
美国减息推升地产泡沫	1989 年 6 月到 1994 年 3 月，美国连续减息，利率由 11% 降低至 6%，香港因联系汇率制被迫减息，形成负利率推升资产价格泡沫。

资料来源：兴业证券研发中心

图 7、过渡时期港府的土地供应（公顷）



数据来源：兴业证券研发中心，路透

2、泡沫破灭的导火索

在经历了 97 年前两个季度的空前繁荣之后，香港房地产终于迎来了惨淡的日子。

香港特别行政区成立后，特区政府为了维持香港在国际经济中的竞争力、改善香港工商业运营环境、解决香港市民的居住问题，公布了“建屋安民”的三大目标，以改善民生，平抑房价。三大目标包括：（1）从 1999 年起，每年兴建的公营和私营房屋单位不少于 85000 个；（2）在 10 年内使香港 7 成的家庭可以拥有自置居所；（3）于 2005 年将轮候租住公屋的时间从当时的 6 年缩短为 3 年。

在供应建设用地方面，港府公布了一项 5 年的卖地计划，计划在 1999 年 3 月前提供 120 公顷土地兴建私人楼宇，并在其后 3 个年度再供应 260 公顷。此外，港府还将提供 285 公顷土地新建公营房屋。

庞大的住房及土地供应计划，以及亚洲金融危机传导到香港，迅速扭转了民众对房地产价格的信心，香港地产行业开始为透支未来而买单。

表 2：泡沫破灭的导火索

7月	东南亚金融危机
10月	港府宣布99年起每年新建房屋单位85000个，而当时每年销售量约为5-7万个
10月	计划在4今后年供应665公顷土地

资料来源：兴业证券研发中心

3、港府救市措施

在经济陷入危机，房地产泡沫破灭之际，港府采取了多种手段来稳定楼市，其手法和当前中央政府采取的就市措施颇为相似，主要包括减税、降低供应、降息、增加项目运营的自由度等措施。

表 3：港府救市措施

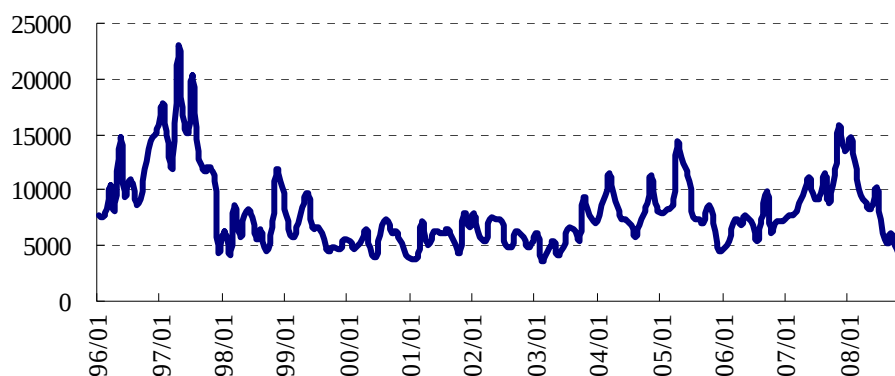
1998.2	原计划拍卖的中环商业用地被改为兴建政府总部；提出减免差饷、按揭物业税等，鼓励自置居所；弹性处理每年85000个住宅单位的目标
1998.5	将楼花预售期由完工前15个月延长为20个月
1998.6	将1998/1999年度“首次置业贷款”由36亿增加到72亿，免缴四季度差饷；停止卖地9个月。
1998.10	港府击退国际炒家，宣布全力以赴稳定楼价。
1998-2004	利率从98年的10.25%下降到99年的8.25%，略为反弹后，到04年下降到5%

资料来源：兴业证券研发中心

4、房地产市场表现

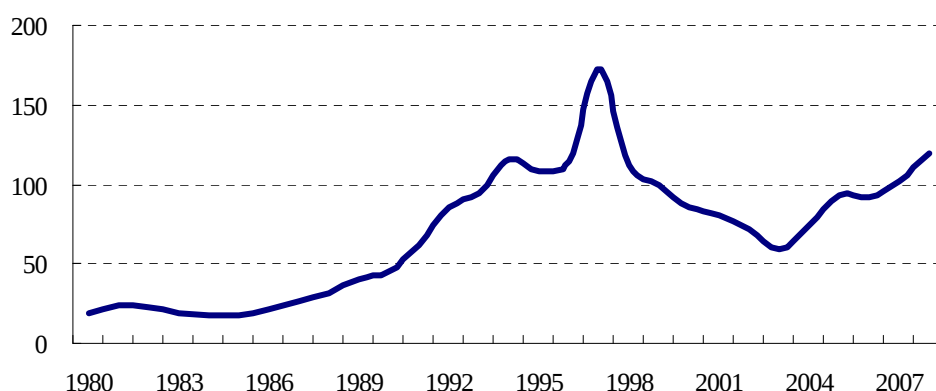
虽然港府不遗余力的采取救市措施，并且在 1998 年 10 月击退国际炒家，取得了金融保卫战的胜利，但是我们却看到香港楼市在经历了 99 年初的小阳春之后，陷入了长达 4 年的盘整之中。

图 8、香港住宅日成交套数



数据来源：兴业证券研发中心，路透

图 9、香港住宅价格指数 1999=100



数据来源：兴业证券研发中心，路透

自 1997 年 10 月，金融危机杀至香港，楼市开始下挫，到 1998 年 1 月，香港的太古城、黄浦花园等主要大型私人屋村售价已经相对之前的高位下跌三成。随后新鸿基宣布旗下 10 个项目停工或放缓。

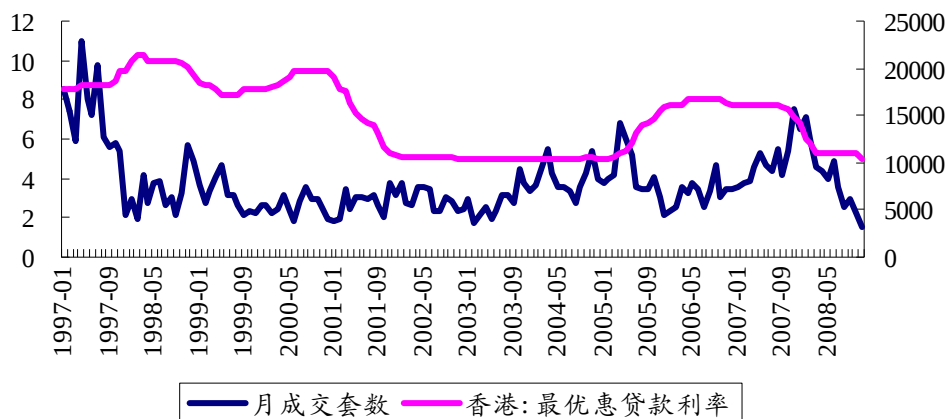
1998 年 2 月，财政司司长曾荫权在预算案中将原计划推出市场的中环添马舰上也用地改为兴建政府总部，并宣布根据楼市状况弹性处理建屋计划。随后，楼市一路下跌的过程中，香港政府不断推出多种刺激措施，到 2008 年底，楼市初步稳定下来，但数据显示，1998 年全年香港住宅交易金额比 1997 年下跌 6 成，政府卖地收入减少 7 成。

到 1999 年 4 月，特区恢复卖地之后的 4 月和 6 月的土地拍卖会上，所推出的土地以超出市场预期两成成交，表明香港地产业最困难的时刻已经过去。但到 1999 年的拍卖会上，各大开发商再次趋于谨慎，土地也拍出低价，显示香港地产市场离走出底部还有较长的距离。

进入 1999 年，香港经济缓步开始复苏历程，然而地产仍在底部徘徊，直至美国 IT 泡沫破灭后，伴随美国降息，香港贷款利率降至 5% 的低位，并持续约 2 年之后，地产成交量才再次趋于活跃。

从香港地产的完整周期，我们可以发现在地产底部或者说 U 型底右侧需要以下一些特征：1、利率位于长期低位，并持续了一定时间；2、贷款买房有利可图或者说租金收益率与贷款利率的差值趋近于 0；3、房价收入比在 8 左右。

图 10、利率见底 2 年后成交才开始走出低谷

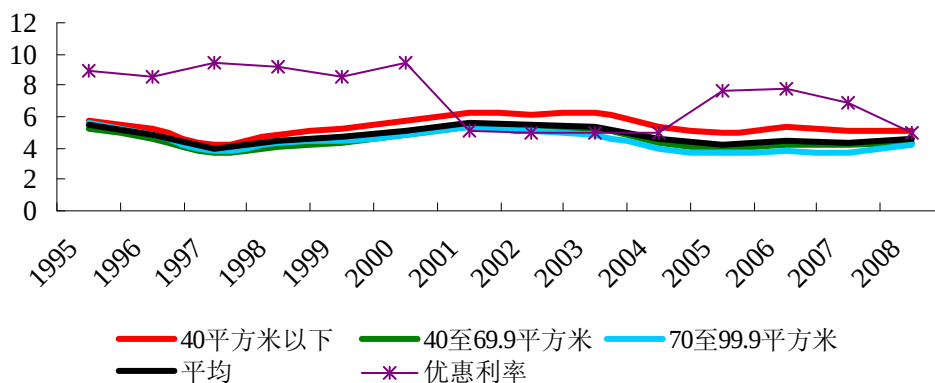


数据来源：兴业证券研发中心，路透

在 2001 年，由于利率的大幅降低，完成了住宅租金回报率和最优惠贷款利率的接轨，直至 2004 年，由于利率重回上升趋势，且房价有所上涨，利率再次超越租金回报率。

从目前国内主要市场来看，上海住宅的租金回报率基本分布在 2-4% 之间，高档大户型住宅收益率偏低，市中心老公房租金收益率普遍在 3% 以上，接近 4%。假设均值为 3%，距离目前 4.158% 的最优惠房贷利率的差值还是在 1 个百分点以上。如果 09 年 5 年期贷款利率能够下调 108 个 bp，同时房价下跌 10%，在租金水平维持不变的情况下，最优惠贷款利率和租金收益率均将能够基本接轨，其值为 3.4% 左右。

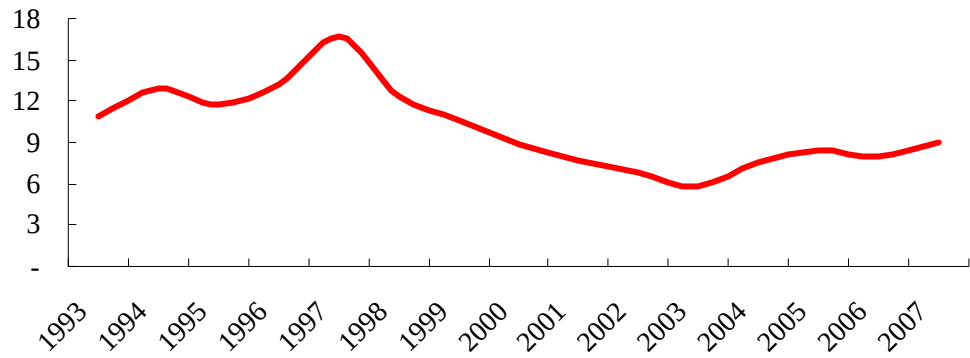
图 11、香港住宅租金回报率与贷款利率



数据来源：兴业证券研发中心

我们对房价收入比的测算假设条件为三口之家，住房面积 60 平米，房价取值为港岛、九龙、新界三地 40 至 70 平米住宅的均价，由于我们未能取得香港人均收入数据，我们在此假设人均收入为 GNP 的一半。

图 12、香港房价收入比变化



数据来源：兴业证券研发中心

中国房地产行业进入后调控时代，政策难撼盘整格局

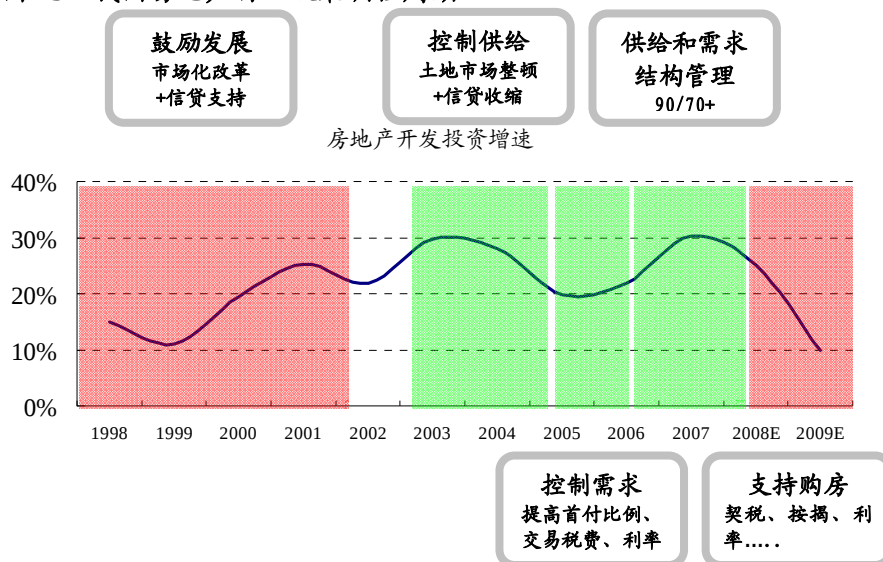
1、对政策和市场趋势判断

1998 年开始，中国房地产正式步入市场化，从政策倾向角度看，经历了 1998 年至 2002 年初的鼓励发展，2003 至 2004 年初的控制供给，2005 年初至 2006 年下半年的抑制需求，以及 2006 年底至 2007 年的供给和需求双向调控等 4 个角度，到 2008 年上半年开始，政策面重大转向，重新开始步入以支持发展为主的调控阶段。

针对房地产行业调控政策倾向具有很大惯性和持续性，结合目前宏观经济趋势和行业处境，我们认为对地产行业的扶持政策还会持续较长的一段时间，从力度上来讲，还存在出台进一步的扶持措施的可能。

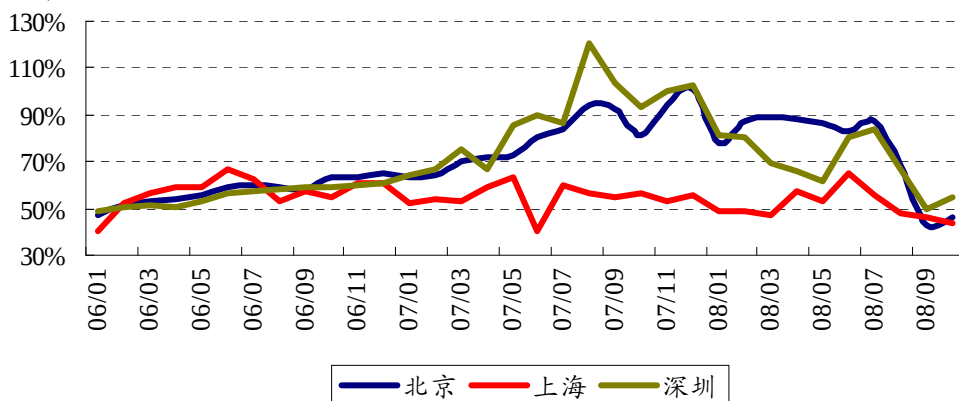
然而，从行业基本面上看，目前的房价还处于相对高位，房价收入比基本与 06 年和 07 年出相当，而未来两年的经济增速和收入增速显然不能与 07 年相比，并且存货的消化还需要一定的时间，因此，我们对地产行业仍然持“中性”的态度。

图 13、我国房地产行业政策调控周期



数据来源：兴业证券研发中心

图 14、月供收入比



数据来源：兴业证券研发中心

注：我们测算月供收入比的假设 3 口之家购买 90 平方米住宅，3 成首付、7 折利率、

30 年按揭。

并且从房价收入比下跌的原因分析，仅仅一半左右来自于房价下跌的贡献，其余均来自于降息和贷款优惠政策，而利率是动态调整的。

表 4、房价下跌对月供收入比下降的贡献

	月供收入比降幅	房价下跌
北京	48%	27.4%
上海	21%	10.7%
深圳	66%	32.3%

资料来源：兴业证券研发中心

我们假设 2009 年人均收入于 08 年持平，房价下跌 10%，5 年期贷款基准利率下调 108 个基点，月供收入比可以在目前的基础上回落约 8 个百分点，基本进入 30-40% 这一相对合理的月供收入比区间。

表 5、对 09 年月供收入比的预测

	Oct-08	2009E
北京	45.9%	37.9%
上海	43.8%	36.2%
深圳	54.4%	44.9%

资料来源：兴业证券研发中心

2、对房地产企业盈利和估值趋势的判断

观察地产公司的盈利能力，其增长的动力绝大部分来自于净利润率的提升，而资产周转率并无改善，财务杠杆也到了难以进一步提高的程度。而我们认为未来 2 年房地产价格仍将处于盘整的格局，地产商利润率和 ROE 必然面临回落的压力。

并且从长期趋势看，除非土地出让制度和建筑技术上出现革新，否则地产商的资产周转率难以有明显提升。而中国的土地出让制度和财政收入体系决定，中国的土地出让市场上短期内难以出现类似美国的通过购买土地购买期权来用小部分资金锁定土地购买量和价的模式，而由于中国的要素成本结构体系，工厂化住宅也难以在几年内大规模推开。从财务杠杆看，目前地产商资产负债率普遍在 70% 左右，而央行对地产项目资本金的下限要求为 35%，财务杠杆也几乎利用到了极致。

销售量方面，未来 2 年一方面面临消化高价土地的压力，一方面在高房价和弱经济中，购买力相对不足也会导致销量难以有大的起色。

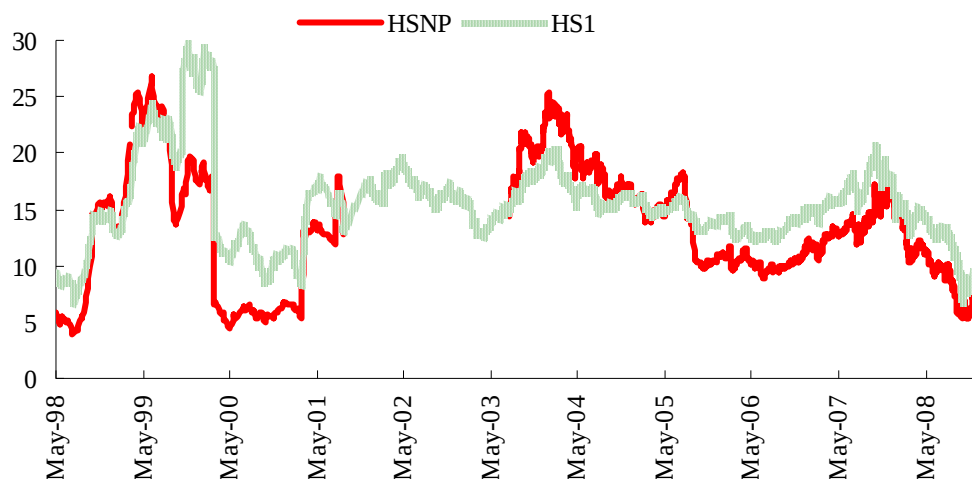
表 6、03 年以来地产 ROE 提升的因素分析

	ROE	净利润率	资产周转率	财务杠杆
2003	6.1%	6.7%	37.9%	238.5%
2007	15.1%	14.0%	36.5%	295.4%

资料来源：兴业证券研发中心

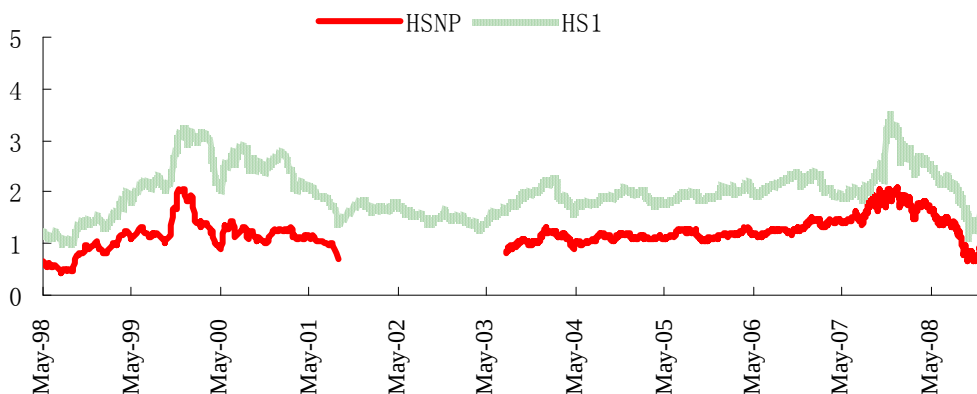
从估值方面看，香港市场并未给予地产行业任何的溢价，在大部分时间内，地产行业的市盈率和整体市场相当。

图 15、HSNP 和 HS1 的 PE 比较



数据来源：兴业证券研发中心

图 16、HSNP 和 HS1 的 PB 比较



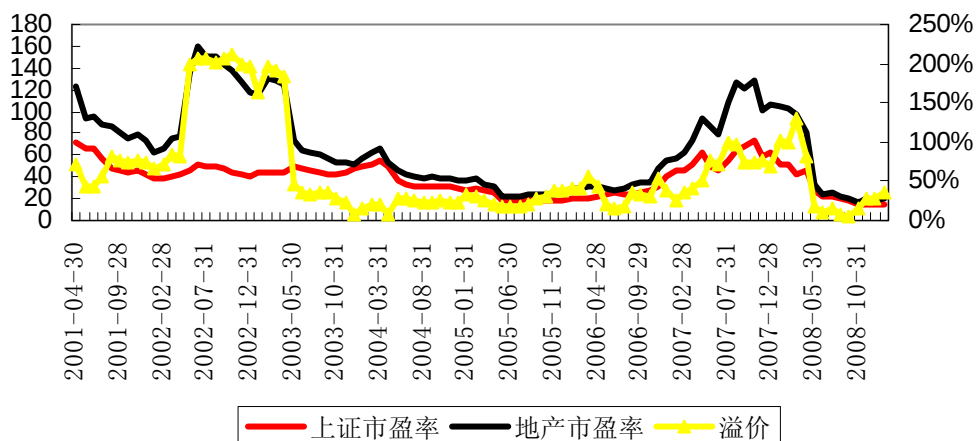
数据来源：兴业证券研发中心

A 股方面看，2001 年至今，地产行业享受了一定的溢价。我们选取月度数据，2001 年 4 月以来，地产行业 PE 相对大盘的平均溢价在 62.5%，其中 2002 年地产 PE 的大幅提升，主要是由于当年利润率，净资产收益率大幅下滑所致。如果从 2003 年开始，地产行业市盈率平均溢价率为 37.9%，而以 1 月 8 日收盘价计算，地产溢价率为 36.8%，基本和历史平均水平相当。

PB 也同样如此，地产板块 2001 年 4 月以来月度平均静态 PB 相对市场溢价 13.9%，1 月 8 日的溢价为 10%，考虑到 2008 年地产股可能面临的存货跌价损失，我们认为目前的行业的真实 PB 溢价率可能还在历史平均水平以上。

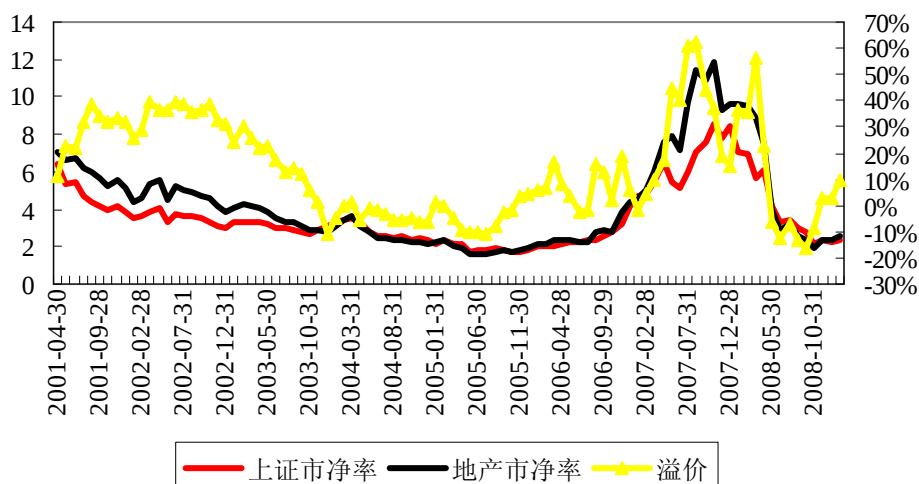
结合我们此前对地产板块超额收益的分析，对地产商盈利能力提升原因的分析，以及对估值水平的分析，我们可以看出地产行业在过去几年跑赢市场，并不是由于估值溢价的持续提升，而是阶段性房价暴涨带来超额利润。进一步而言，如果看淡或者看平未来几年的房价，则不能得到地产行业在未来可以长期获得超额收益的结论。

图 17、 上证综指和地产行业指数的 PE 比较



数据来源：兴业证券研发中心

图 18、 上证综指和地产行业指 PB 比较



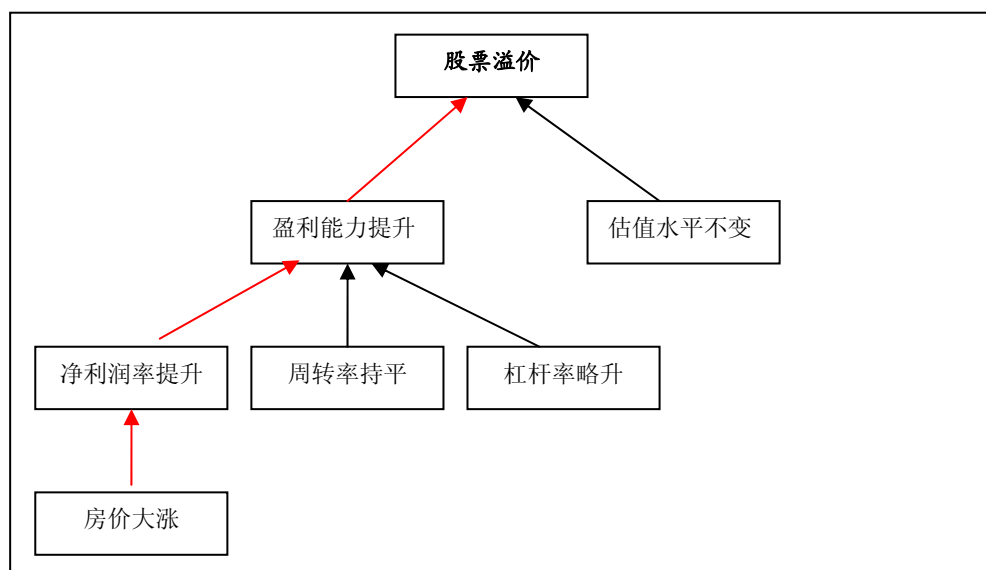
数据来源：兴业证券研发中心

投资策略：增强仓位配置的灵活性，关注“内功”深厚的公司

1、地产从长期超配改为阶段性超配

由于地产股过去跑赢大盘主要是房价快速上涨带来的地产商盈利能力提升所致，而房价在目前的基数之上，难以再现短期内大幅上涨的情况，因此地产商利润率和净资产收益必然会回归正常水平。而目前地产股的估值也并无折价，因此地产板块未来很难再长时期显著跑赢大盘，地产板块不再值得长期超配。

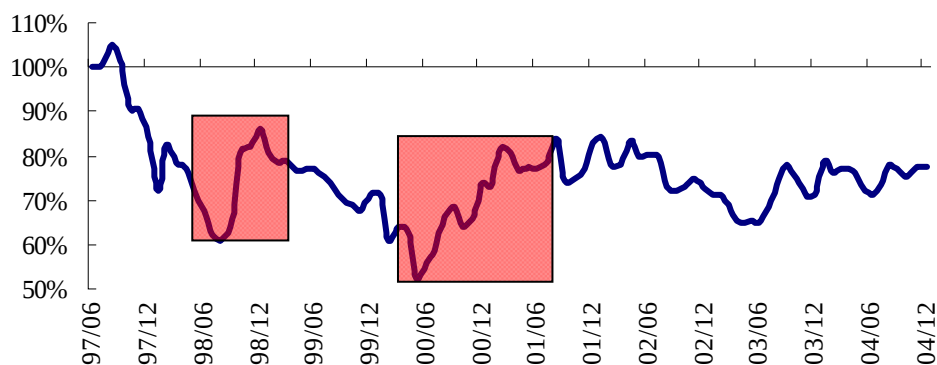
图 19、 地产股的过去跑赢大盘的原因



数据来源：兴业证券研发中心

不过虽然地产不必长期超配，但由于地产行业受行业和金融政策影响较大，销售量也会出现阶段性波动从而导致市场对地产行业阶段性预期的修正，进而导致地产股相对大盘出现较大的波动，因此我们认为应该地产行业的投资思路应该从长期超配变为长期标配，阶段性超配。

图 20、 HSNP 指数 /HS1 指数（1997 年 6 月=1）



数据来源：兴业证券研发中心

2、如何把握阶段性超额收益

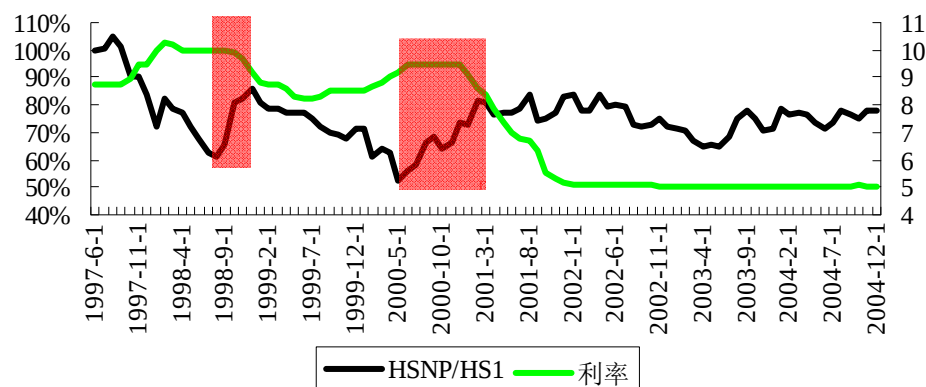
从香港的市场上，HSNP 相对恒生指数的波动来看，在 97 之后 HSNP 出现过两次明显的阶段性超额收益。第一次在 1998 年 8 月恒指见底之后，市场展开反弹，HSNP 从 6 月份相当于恒指的 61.2% 上涨到 12 月的 85.9%，5 个月内超额收益为 30%；第二次从 2000 年 5 月，HSNP 从恒指的 52.1% 上涨到了恒指的 81.4%，历时 10 个月，超额收益接近 60%。

表 7：第一次反弹时期的救市政策

1998.5	楼花预售期由完工前15个月延长为20个月
1998.6	将1998/1999年度“首次置业贷款”由36亿增加到72亿，免缴四季度差饷；停止卖地9个月。
1998.10	港府击退国际炒家，宣布全力以赴稳定楼市。
1998.10-12	利率从10%下调到9.21%。

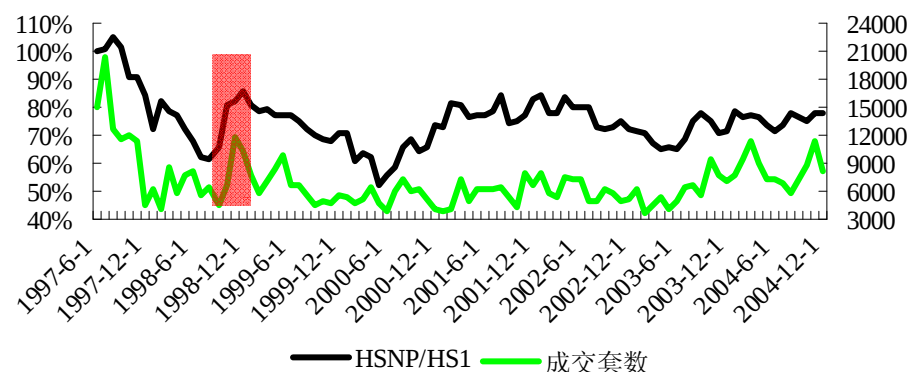
资料来源：兴业证券研发中心

图 21、地产超额收益与在降息前段



数据来源：兴业证券研发中心

图 22、地产超额收益与成交量



数据来源：兴业证券研发中心

根据对 HSNP 相对恒指的波动原因的分析，我们总结出 HSNP 获得阶段性超额收益通常有如下规律：

- 1、超额收益在降息时段的前阶段而非后阶段；
- 2、救市政策出台的时间基本和地产获得超额收益的时段重合，救市政策对超额收益的延续性不强；
- 3、住宅成交量的回升并不一定导致地产超额收益，而地产超额获得收益也并不一定需要住宅成交量回升的配合
- 4、阶段性的超额收益总是以前期的大跌为前提，对过分悲观预期的修正是产生超额收益的重要原因。

因此，我们建议把握地产股阶段性超额收益要注意以下几点：

- 1、在市场对方地产行业预期由乐观转入悲观或者转入更悲观时增持地产，在市场对地产行业预期趋于乐观是减持；
- 2、在地产利好政策阶段性起点的时候增持，在地产利好政策阶段性终点的时候减持；
- 3、提前于降息周期的阶段性起点进行增持；
- 4、在地产相对大盘出现 20%左右的阶段性波动的时候做出反向操作。

3、关注“内功深厚的公司”

在公司选择方面，我们认为目前房地产行业仍处在“L”型或者“U”型的左侧，相对而言应该持有现金流充沛、下一个会计周期业绩锁定比相对较大等“棉衣厚”的公司以及物业持有类型公司。

在市场进入盘整阶段，应该关注能够依靠清晰出色的战略、突出的开发和管理能力，即优秀的“内功”提升盈利能力和市场占有率的公司。

我们认为在市场盘整阶段，价差的把握不再是重点，而依靠开发能力提升附加值从而提升盈利能力，或者通过融资扩张提升市场占有率，将成为地产公司超越同行的关键能力。并且，与香港市场不同，国内房地产市场的集中度远未达到香港 97 之前的程度，与美国的市場集中度相比，也有较大的差距，因此即使地产行业增速放慢，但优质公司的成长空间仍然巨大。

我们在下表中比较了在其他指标相同的情况下，依靠自身积累成长的公司和自身积累加融资成长的公司 EPS 增长速度差别，发现能够融资的公司 EPS 的成长速度较快。而能够吸收和利用好融资资金加速发展的前提就是公司有清晰明确的战略、对资产规模的快速扩张有充分的驾驭能力，内部管理能够跟上公司业务扩张的节奏。

当然融资成本（即 PE 或 PB 指标的不同也会对我们的结论产生细微影响，但不改变结论的方向。）

我们的在模型中的假设：ROE=10%，分红率 30%，再融资的 PE 为 15 倍，初始每股净资产为 1。

表 8、仅依靠自身积累的公司增长模型

Year	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
利润复合增长率	8.0%					
净利润	10.0	10.80	11.66	12.60	13.60	14.69
净资产	100	107.80	116.22	125.32	135.15	145.76
分红	3	3.24	3.50	3.78	4.08	4.41
ROE	10.0%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%
股本	100	100	100	100	100	100
EPS	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15
EPS增长率		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 9、同时依靠自身积累和融资的公司增长模型

Year	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5
利润复合增长率	16.5%					
净利润	10	11.65	13.57	15.81	18.42	21.46
融资		7.50	8.74	10.18	11.86	13.82
净资产	100	116.15	134.96	156.88	182.42	212.17
分红	3	3.50	4.07	4.74	5.53	6.44
ROE	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
股本	100.0	105.0	110.3	115.8	121.6	127.6
EPS	0.10	0.11	0.12	0.14	0.15	0.17
EPS增长率		11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 10、覆盖公司盈利预测

股票名称	评级	EPS			NAV
		2008	2009	2010	
华发股份	强烈推荐	0.80	0.92	0.97	11.60
冠城大通	推荐	0.44	0.49	0.48	7.08
万科 A	推荐	0.41	0.45	0.52	6.28
保利地产	强烈推荐	0.95	1.16	1.27	11.55
建发股份	观望	0.51	0.58	0.66	7.52
招商地产	推荐	0.69	0.81	0.95	15.01
金地集团	推荐	0.65	0.59	0.77	9.15
厦门国贸	观望	0.69	0.71	0.75	4.64
浦东金桥	推荐	0.35	0.43	0.55	18.24
栖霞建设	观望	0.18	0.17	0.22	3.55
滨江房产	推荐	0.64	0.79	0.90	10.23
金融街	推荐	0.40	0.48	0.60	9.97
万通地产	推荐	1.01	1.04	1.11	15.78
华侨城	推荐	0.35	0.50	0.60	11.66
张江高科	推荐	0.42	0.60	0.70	14.00

推荐: 相对表现优于市场
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
观 望: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%