

动态 PE14 倍，NAV 平均折幅 23%

—— 房地产行业估值跟踪报告

研究结论

- **静态 PB 和 PE 水平：**按 5 月 21 日收盘价测算，地产行业静态 PE 和 PB 水平分别为 20X 和 2.34X，与上一次报告日（5 月 10 日）基本持平。近年最低水平出现在 08 年 10 月份，静态 PE 和 PB 分别为 14X 和 1.84X。目前行业静态 PE 和 PB 较 08 年低位时分别高 39% 和 27%。
- **动态 PE 水平：**当前，地产行业动态市盈率水平为 13.9X，也与上一报告日基本持平，静态 PE 和动态 PE 水平变化基本一致反映了近期分析师对地产公司业绩预测未作大幅调整。近年动态 PE 最低位出现在 09 年 1 月，当时动态市盈率水平为 9X。目前行业动态 PE 较 09 年初水平高 55%。
- **NAV 压力测试：**当前，覆盖的 7 家公司 NAV 水平（假设房价涨跌幅=0%，贴现率=10%）全部低于股价，折价幅度从 48% 至 8% 不等。以 NAV 为基准，万科、保利、金地、招地、华侨城、苏宁环球和栖霞建设目前股价所隐含的房价涨跌幅分别为-6%、-14%、-12%、-24%、-39%、-36% 和 -9%，平均为-20%（即房价平均下跌 20%，公司 NAV 与目前股价持平）。覆盖公司中，除栖霞建设外，其余 6 家公司股价较上一报告日均有不同程度的上涨。
- 随着政策效果的显现，预计近期地产行业再次出现重大利空的可能性不大，这给地产公司股价企稳形成良好的外部环境。但由于政策调控的目的在于房价，所以调控政策的退出需要满足以下两个条件之一，即房价明显下跌或者房价平稳持续一年甚至以上水平（时间换空间）。当前，成交量已开始萎缩，但价格依旧坚挺，在“成交量”→“房价”的传导完成前，房地产板块的整体机会仍需等待。



东方证券
ORIENT SECURITIES

胡栋亮

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 5099

hudongliang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030006

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

行业

房地产

报告日期

2010 年 05 月 24 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-15	-21	-18
相对表现 (%)	0	-7	-17

资料来源：WIND

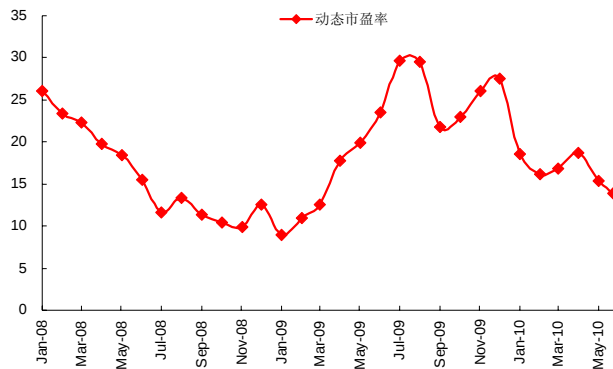
重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS(E)	11 EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
万科 A	0.58	0.78	1.05	7.39	增持
保利地产	1.07	1.37	1.72	11.16	买入
金地集团	0.52	0.63	0.83	6.63	买入
招商地产	1.30	1.70	2.23	16.42	买入
华侨城 A	0.82	1.14	1.51	12.18	买入
苏宁环球	0.89	1.23	1.64	8.76	买入
栖霞建设	0.36	0.51	0.71	5.04	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：地产业动态市盈率（整体法）走势


资料来源：WIND，东方证券研究所

图 2：地产业静态市盈率和市净率（整体法）走势


资料来源：WIND，东方证券研究所

表 1：覆盖公司 NAV 对房价敏感性分析

公司	房价涨跌幅								
	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
万科 A	4.32	5.68	6.90	7.47	8.02	8.55	9.07	10.08	11.05
保利地产	6.72	9.50	12.08	13.25	14.38	15.48	16.53	18.59	20.61
金地集团	4.53	5.77	6.83	7.34	7.84	8.32	8.79	9.70	10.57
招商地产	14.88	17.46	19.89	21.01	22.08	23.14	24.18	26.23	28.23
华侨城	13.62	15.02	16.32	16.96	17.60	18.23	18.85	20.05	21.18
苏宁环球	10.22	12.52	14.70	15.75	16.81	17.86	18.91	20.99	22.98
栖霞建设	3.70	4.39	4.98	5.25	5.52	5.78	6.04	6.54	7.02

数据来源：东方证券研究所

表 2：当前股价隐含房价涨跌幅

公司	当前股价隐含房价涨跌幅
万科 A	-6%
保利地产	-14%
金地集团	-12%
招商地产	-24%
华侨城	-39%
苏宁环球	-36%
栖霞建设	-9%
平均	-20%

数据来源：东方证券研究所

表 3：覆盖公司估值表

公司	股价 (100521)	2010 年 末 NAV	P/NAV	目标价	EPS			PE			评级
					2010	2011	2012	2010	2011	2012	
万科 A	7.39	8.02	0.92	8.70	0.58	0.78	1.05	13	9	7	增持
保利地产	11.16	14.38	0.78	21.32*	1.07	1.37	1.72	10	8	6	买入
金地集团	6.63	7.84	0.85	7.80	0.52	0.63	0.83	13	11	8	买入
招商地产	16.42	22.08	0.74	29.40	1.30	1.70	2.23	13	10	7	买入
华侨城 A	12.18	17.60	0.69	23.92	0.82	1.14	1.51	15	11	8	买入
苏宁环球	8.76	16.81	0.52	17.20	0.89	1.23	1.64	10	7	5	买入
栖霞建设	5.04	5.52	0.91	7.70	0.36	0.51	0.71	14	10	7	增持
平均			0.77					12.5	9.4	7.1	

注：*标注为经拆股调整后数据

数据来源：WIND，东方证券研究所

表 4：万科 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
6%	4.35	5.87	7.49	7.87	8.48	9.07	9.66	10.78	11.86
7%	4.34	5.82	7.40	7.76	8.36	8.94	9.50	10.60	11.65
8%	4.33	5.77	7.31	7.66	8.24	8.80	9.35	10.42	11.44
9%	4.33	5.72	7.22	7.57	8.13	8.68	9.21	10.25	11.24
10%	4.32	5.68	7.13	7.47	8.02	8.55	9.07	10.08	11.05
11%	4.31	5.64	7.05	7.38	7.92	8.44	8.94	9.92	10.87
12%	4.31	5.60	6.98	7.30	7.82	8.32	8.82	9.77	10.69
13%	4.30	5.56	6.90	7.21	7.72	8.21	8.69	9.63	10.52
14%	4.30	5.52	6.83	7.14	7.63	8.11	8.58	9.49	10.36

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 5：保利地产 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
6%	6.59	9.72	12.61	13.92	15.19	16.41	17.59	19.89	22.14
7%	6.63	9.66	12.47	13.75	14.97	16.16	17.31	19.54	21.73
8%	6.66	9.61	12.33	13.57	14.77	15.93	17.04	19.21	21.34
9%	6.69	9.55	12.20	13.41	14.57	15.70	16.78	18.89	20.97
10%	6.72	9.50	12.08	13.25	14.38	15.48	16.53	18.59	20.61
11%	6.74	9.45	11.96	13.10	14.20	15.27	16.29	18.29	20.26
12%	6.77	9.41	11.85	12.96	14.03	15.07	16.06	18.01	19.93
13%	6.80	9.36	11.74	12.82	13.86	14.87	15.84	17.74	19.61
14%	6.82	9.32	11.63	12.68	13.70	14.69	15.63	17.48	19.30

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 6：金地集团 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
6%	4.62	6.62	7.19	7.76	8.32	8.86	9.38	10.40	11.37
7%	4.60	6.54	7.09	7.65	8.19	8.72	9.23	10.22	11.16
8%	4.57	6.46	7.00	7.54	8.07	8.58	9.08	10.04	10.96
9%	4.55	6.38	6.91	7.44	7.95	8.45	8.93	9.87	10.76
10%	4.53	6.31	6.83	7.34	7.84	8.32	8.79	9.70	10.57
11%	4.51	6.24	6.74	7.24	7.73	8.20	8.66	9.55	10.39
12%	4.49	6.18	6.67	7.15	7.63	8.09	8.53	9.39	10.22
13%	4.47	6.12	6.59	7.06	7.53	7.97	8.41	9.25	10.05
14%	4.45	6.05	6.52	6.98	7.43	7.87	8.29	9.11	9.89

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 7：招商地产 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
6%	15.05	17.82	20.44	21.64	22.80	23.94	25.05	27.25	29.39
7%	15.00	17.73	20.29	21.47	22.61	23.73	24.82	26.98	29.08
8%	14.96	17.63	20.15	21.31	22.43	23.53	24.60	26.72	28.79
9%	14.92	17.54	20.02	21.16	22.25	23.33	24.39	26.47	28.50
10%	14.88	17.46	19.89	21.01	22.08	23.14	24.18	26.23	28.23
11%	14.84	17.37	19.76	20.86	21.92	22.96	23.98	26.00	27.96
12%	14.81	17.29	19.64	20.72	21.76	22.79	23.79	25.77	27.71
13%	14.77	17.21	19.52	20.58	21.61	22.62	23.60	25.56	27.46
14%	14.73	17.14	19.40	20.45	21.46	22.45	23.42	25.34	27.22

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 8：华侨城 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
6%	14.08	15.63	17.07	17.78	18.49	19.18	19.86	21.19	22.44
7%	13.96	15.46	16.87	17.56	18.25	18.93	19.59	20.88	22.10
8%	13.84	15.31	16.68	17.35	18.03	18.69	19.33	20.59	21.78
9%	13.73	15.16	16.49	17.15	17.81	18.46	19.08	20.31	21.48
10%	13.62	15.02	16.32	16.96	17.60	18.23	18.85	20.05	21.18
11%	13.52	14.88	16.15	16.78	17.41	18.02	18.62	19.79	20.90
12%	13.42	14.75	15.99	16.60	17.21	17.81	18.40	19.55	20.63
13%	13.32	14.62	15.83	16.43	17.03	17.62	18.19	19.31	20.37
14%	13.23	14.50	15.68	16.27	16.86	17.43	17.99	19.08	20.12

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 9：苏宁环球 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
6%	11.22	13.81	16.27	17.46	18.65	19.84	21.02	23.37	25.62
7%	10.95	13.46	15.85	17.00	18.16	19.31	20.46	22.74	24.92
8%	10.70	13.13	15.45	16.57	17.69	18.81	19.92	22.13	24.24
9%	10.45	12.82	15.07	16.15	17.24	18.32	19.40	21.55	23.60
10%	10.22	12.52	14.70	15.75	16.81	17.86	18.91	20.99	22.98
11%	10.00	12.23	14.34	15.37	16.39	17.41	18.43	20.45	22.39
12%	9.78	11.95	14.00	15.00	15.99	16.99	17.98	19.94	21.82
13%	9.58	11.68	13.68	14.64	15.61	16.58	17.54	19.44	21.27
14%	9.38	11.42	13.36	14.30	15.24	16.18	17.12	18.97	20.74

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 10：栖霞建设 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
6%	3.75	4.52	5.17	5.47	5.76	6.06	6.34	6.90	7.44
7%	3.74	4.48	5.12	5.41	5.70	5.98	6.26	6.81	7.33
8%	3.73	4.45	5.07	5.36	5.64	5.91	6.18	6.71	7.22
9%	3.72	4.42	5.03	5.30	5.58	5.84	6.11	6.63	7.12
10%	3.70	4.39	4.98	5.25	5.52	5.78	6.04	6.54	7.02
11%	3.69	4.36	4.94	5.20	5.46	5.72	5.97	6.46	6.93
12%	3.68	4.34	4.90	5.15	5.41	5.66	5.90	6.38	6.84
13%	3.67	4.31	4.86	5.11	5.35	5.60	5.84	6.31	6.75
14%	3.66	4.28	4.82	5.06	5.30	5.54	5.77	6.23	6.67

数据来源：公司公告，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn