

首席研究员：杜丽虹

执业证书编号：S0640210050001

电话：010-84801800-8133

E-mail: dudy77@sina.com

报告日期：2010-7-1

整体估值仍偏高，但财务稳健公司被结构性低估

——2010 年三季度地产行业投资策略

核心观点：

A 股地产行业平均高估 18%，H 股平均高估 10%，但被高估的主要是持续调控下面临严峻资金链缺口的公司，财务稳健公司的估值基本合理，部分公司有 20%以上的低估，建议把握整体估值下降压力下的结构性投资机会。

投资要点：

- 4 月以来，新房成交量大幅萎缩，房价出现松动迹象，但目前一线城市仍存在 40% 以上的地产泡沫，这部分泡沫在未来两年内将通过 20% 的收入上涨和 20-30% 的房价下降来消化，在完成这一过程之前，调控不会终止。
- 持续的调控将导致地产企业周转速度下降 50%、并持续 2 年，一线城市房价下降 30%，风险重估后，A 股地产上市公司平均高估 18%，H 股地产上市公司平均高估 10%，整体市场仍存在下降压力。
- 不过，本轮调控会导致地产行业的集中度提高，财务稳健的公司和财务激进的公司，在低谷中将出现价值分化：那些在持续低谷中面临严峻资金缺口的公司将失去持续经营价值，而仅余净资产价值，这类公司约占到上市公司总数的 30%，而市场对这类公司的风险折扣是不足的；与之相对，资金缺口较小、具有持续经营价值的公司，将获取低谷中的套利价值，目前这类公司的估值基本合理，部分公司出现 20% 以上的低估。
- 建议：在整体下降压力下，把握结构性低估公司的长期投资价值。

推荐公司：

- A 股推荐：保利地产、荣盛发展、嘉凯城
- H 股推荐：中国海外、建业地产、SOHO 中国

一、二季度新房成交量显著萎缩

全国范围内，2010年5月，住宅成交量环比上月下降了16%，较2009年12月的高峰期下降了63%，成交金额环比上月下降了27%，较高峰期下降了57%；40个省会、直辖市及重点城市的住宅预售量环比下降21%，较高峰期下降59%，预售金额环比下降36%，较高峰期下降54%。其中，北京地区5月的预售成交金额环比下降57%，较高峰期下降64%，1-5月累积上升15%；上海地区5月的预售成交金额环比下降62%，较高峰期下降66%，1-5月累积下降15%；深圳地区5月的预售成交金额环比下降31%，较高峰期下降41%，1-5月累积下降12%。总体看，一线城市和热点旅游城市4、5月份以来的成交量大幅萎缩，销售压力增加，二三线城市的销售也有所下降，但降幅小于一线城市。

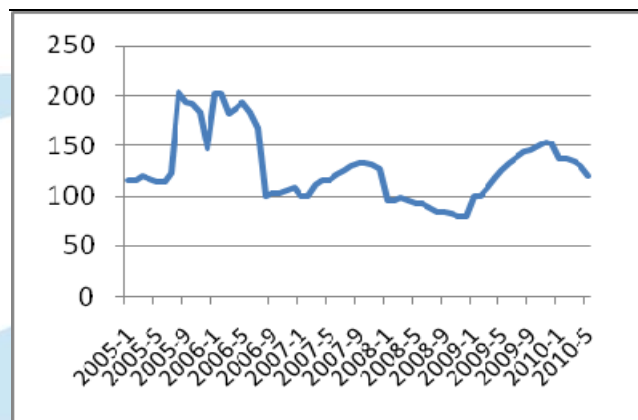


图1 全国成交量指数

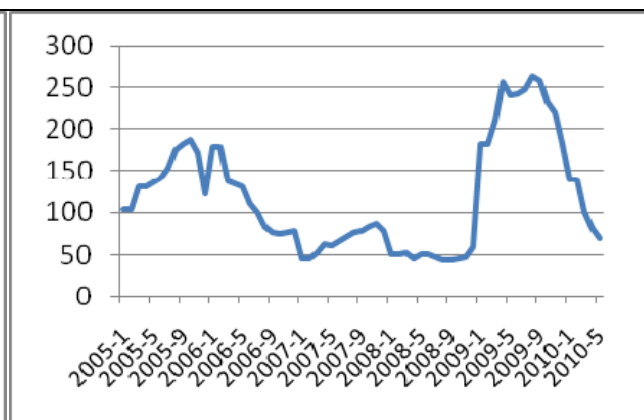


图2 北京成交量指数

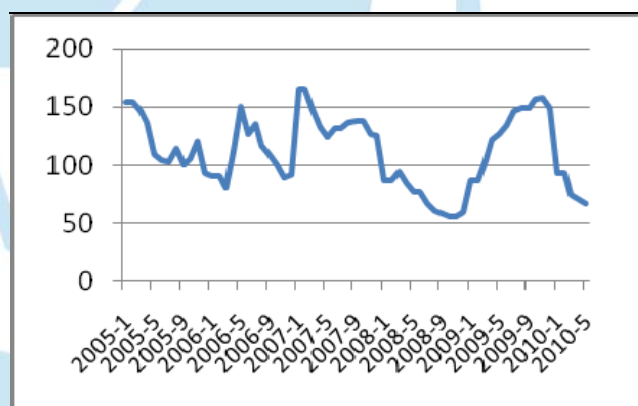


图3 上海成交量指数

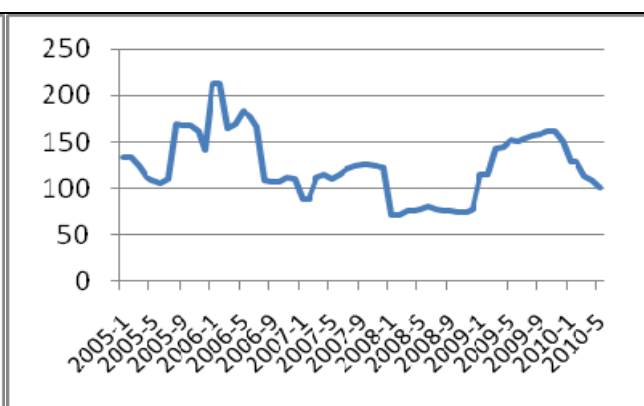
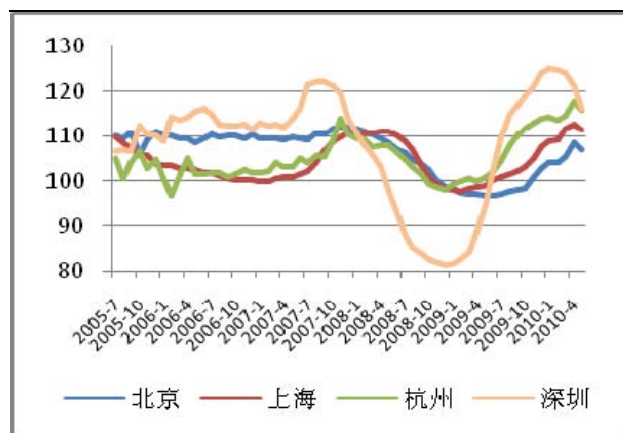
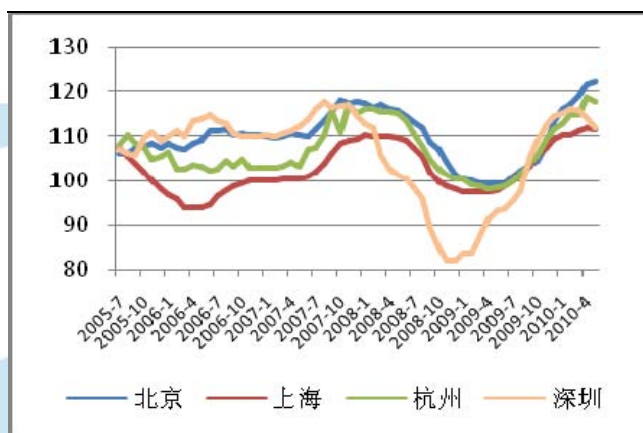
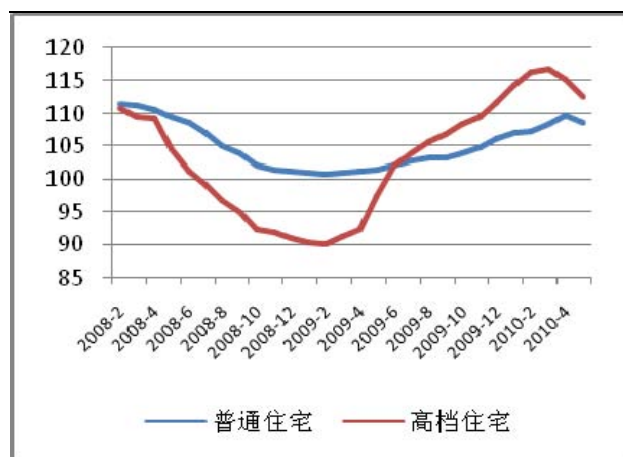
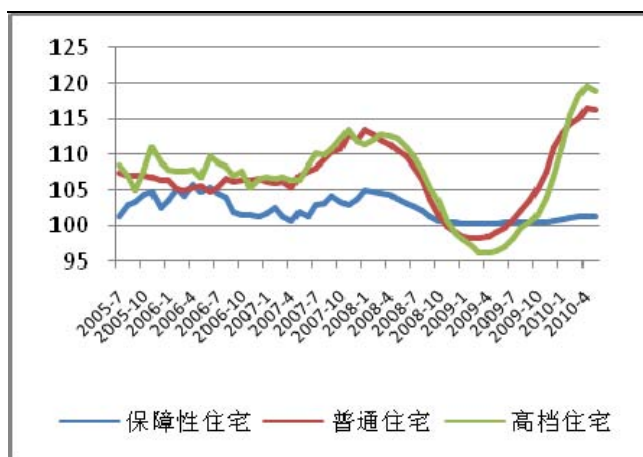


图4 广东成交量指数

二、房价显松动迹象

随着成交量的下降，房价出现松动迹象，新房价格停止上涨，并出现优惠折扣，而部分

地区二手房的成交均价出现明显下降，但整体降幅仍较小。



三、部分地区出现销售反弹，但调控并未见底

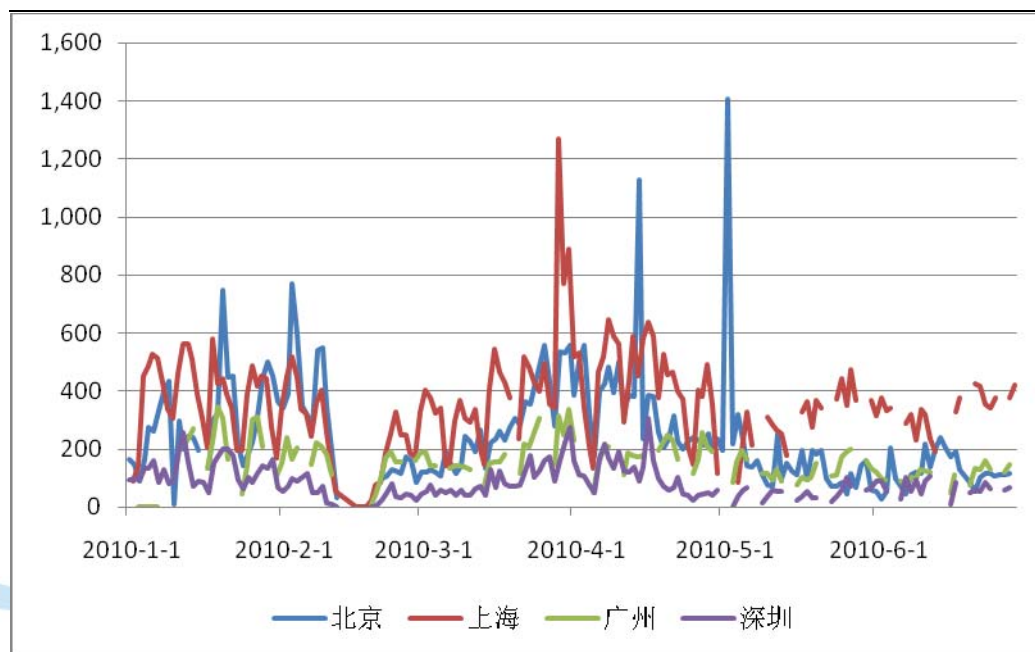


图9 一线城市日成交量变化（成交套数）

房价的下降让部分投资人出现“抄底”心态，一些地区出现销售反弹，如上海6月份的成交面积环比上升8%，成交套数环比上升9%；深圳6月份的成交面积环比上升28%，成交套数环比上升33%，成交金额环比上升6%。但北京、广州的销售仍呈现进一步下降趋势，6月北京的新房成交面积环比再降35%，成交套数下降38%；广州6月成交面积环比下降22%，成交套数环比下降23%。如何看待成交量的短期波动？

我们认为尽管价格已出现松动迹象，但房价还没有出现实质性的降幅，调控的目的并未达到，因此地产企业的压力难有舒缓。

本轮调控的根本目的是使中产阶级买得起房。2010年5月北京的商品房销售均价为25732元/平方米，1套100平住宅、首付30%、30年期贷款、并享受85折优惠利率情况下，月供额将达到9723元，考虑其他必须支出后，它要求家庭的税后可支配收入（剔除社保及其他缴纳费用）达到每月15000元以上，即，税前收入达到20000元/月，夫妻双方的平均月收入要达到10000元，这是北京地区平均收入的两倍多，显然，当前房价下中产阶级尚无力购房，调控还未见底。

四、40%的房价泡沫=20%的收入上涨+20%的房价下降

根据我们的测算，北京地区的商品房销售均价至少要降至15300元/平方米才能重启刚性需求和改善性住房需求，此时北京地区的月供收入比为85%，与2009年二季度市场复苏时的

月供收入比相当；但如果考虑升息前景，即，基准利率从当前的 5.940% 恢复到过去 5 年的平均水平 6.678% 时，购房人价格承受能力下降至 14265 元/平米，较当前房价低 45%。

上海的情景与北京相似，由于收入水平略高于北京，因此，升息背景下刚性和改善性需求所能支撑的最高房价为 15400 元/平米，较当前的真实房价低 41%。

40% 的房价泡沫如何消化？一次性降价 40% 几乎是不可能的，银行系统也承受不了。我们预计房价的泡沫将通过收入的上涨和房价的下降来同时消化，即，用 2 年的时间使人均收入水平提升 20% 左右，在此基础上房价再降 20-30%，从而使刚性人群达到购房门槛。

以北京为例，连续 2 年 10% 的收入上涨将使购房承受力从 15300 元/平米提高到 18500 元/平米，较当前房价低 28%，考虑升息预期后调低至 17261 元/平米，较当前房价低 33%，所以，即使收入上涨 20%，北京地区的房价也需再降 30%。上海、深圳的降价需求也在 30% 左右。广州、杭州、宁波、福州的降价需求在 20% 左右（降价后，上述城市的月供收入比将达到 50%，杭州为 70%），大连的当前房价较可承受房价高 16%、厦门高 13%、天津高 12%、成都高 5%、武汉高 4%，其他城市考虑收入上涨后的月供收入比在 50% 以内。

综上，一线城市存在 40% 以上的房价泡沫，它需要用 20% 的收入上涨和 20-30% 的房价下降来消化，在完成这一过程前，任何销售的反弹都只是投资性需求的再度入场，它只会导致更严格和更持久的调控。

表 1 收入上涨 20% 的情况下，刚性需求能支撑的最高房价与当前房价的比较

城市	使刚性需求复苏的月供收入比	2010 年 5 月商品房均价	刚性需求可承受的房价(元/平米)	满足刚性需求下的降价幅度
北京	85%	25,732	17,261	-33%
深圳	70%	22,218	15,678	-29%
上海	85%	26,239	18,645	-29%
宁波	50%	14,144	10,404	-26%
广州	50%	13,442	10,607	-21%
福州	50%	9,930	7,907	-20%
温州	50%	13,565	10,926	-19%
杭州	70%	17,184	13,875	-19%
大连	50%	8,845	7,402	-16%
厦门	50%	11,445	9,962	-13%
天津	50%	9,470	8,321	-12%
成都	50%	7,583	7,189	-5%
武汉	50%	7,309	7,052	-4%
西安	50%	6,313	6,497	3%
合肥	50%	5,680	6,442	13%
石家庄	50%	5,482	6,402	17%
长春	50%	5,127	6,105	19%
苏州	50%	8,142	10,022	23%
南昌	50%	5,055	6,286	24%

太原	50%	4,909	6,162	26%
青岛	50%	6,716	8,526	27%
济南	50%	6,723	8,574	28%
长沙	50%	5,726	7,594	33%
哈尔滨	50%	4,528	6,199	37%
郑州	50%	5,299	7,364	39%
南京	50%	7,000	9,804	40%
重庆	50%	4,227	6,034	43%
沈阳	50%	4,799	7,241	51%
呼和浩特	50%	3,281	8,486	159%
包头	50%	3,802	11,006	189%

五、调控将持续两年，30%的地产企业将失去持续经营价值，仅余净资产价值

以 2009 年年报财务状况估算，2010 年仅有 10% 的地产企业会出现较大资金缺口，企业被动降价压力不大，靠企业的主动降价，很难达到 20-30% 的降价需求。因此，我们预期调控政策将持续 2011 年，届时将有 30% 的地产企业出现较大资金缺口，资金链压力下的被动降价幅度更大。

2 年的持续低谷要求我们对地产企业的价值进行重新评估。首先，低谷中，一线城市的地产企业将面临资产的零增长和 30% 的收益降幅，二三线城市虽然降幅较小，但由于售价低，在总销售额中的占比也较低——目前二三线城市的储备项目仅能贡献上市地产企业销售总额的三分之一——整体业绩的大幅下滑难以避免。其次，2011 年有近半地产企业将出现资金缺口，其中 30% 的企业资金缺口较大，面临折价出让资产、甚至破产的压力，这类企业已不具有持续经营的价值，仅余净资产价值（现金+低谷中的土地储备价值-负债）。

鉴于此，我们在周转速度下降 50%、并持续 2 年、售价下降 20-30% 的假设下，测算出各家地产上市公司当前金融资源所能支撑的最大发展速度（极限扩张速度），以此为基础重新计算了各家上市公司持续经营情况下的合理估值。

但是，对于那些在 2011 年将面临严峻资金缺口的企业，我们仅估算其低谷中的净资产价值，而不再计算持续经营价值，此外，处于重组过程中的地产企业也仅计算净资产价值，这类公司约占到上市地产公司总数的 30%。

六、A股地产上市公司平均高估 18%

推荐：保利地产、荣盛发展、嘉凯城

关注：栖霞建设、浙江广厦、东华实业

我们重点关注的 A 股地产上市公司有 31 家，其中 21 家具有持续经营价值，另有 10 家将在持续低谷中出现较大资金缺口，仅余净资产价值。

重新估值后，具有持续经营价值的 21 家地产上市公司，以 2009 年每股收益计算的合理市盈率均值为 17.4 倍，合理市净率均值为 2.5 倍；当前 21 家公司的平均市盈率为 18.3 倍（6 月 30 日收盘价/2009 年 EPS），轻微高估 5%。其中，保利地产、荣盛发展和嘉凯城有 20% 以上的低估空间，栖霞建设低估 13%；万科、金地、阳光股份、苏宁环球、滨江集团、广宇集团、亿城股份估值合理。

重新估值后，以净资产价值计算的 10 家地产上市公司，合理市净率均值为 1.6 倍，以 2009 年每股收益计算的合理市盈率为 21.1 倍；当前实际市盈率均值为 29.5 倍，高估 40%。其中，仅有浙江广厦、东华实业 2 家公司低估。

综合来看，上述 31 家地产上市公司的合理市盈率均值为 18.6 倍，较当前市场实际估值低 18%。

表 2 A 股部分地产上市公司的合理估值与实际估值

	合理 PE	PE 底线	当前 PE	备注	当前估值-合理估值
嘉凯城	14.46	8.78	10.85		-25%
荣盛发展	28.04	17.01	21.76		-22%
保利地产	17.10	13.34	13.30		-22%
栖霞建设	25.56	6.94	22.16		-13%
浦东金桥	23.95	22.05	21.96		-8%
滨江集团	17.95	13.17	17.14		-5%
阳光股份	18.95	9.20	18.59		-2%
广宇集团	17.58	9.83	17.27		-2%
金地集团	15.30	11.15	15.26		0%
万科	13.80	9.65	13.99		1%
苏宁环球	20.12	10.23	20.60		2%
亿城股份	9.83	9.08	10.12		3%
华侨城	18.91	15.43	20.04		6%
华发股份	11.06	2.26	12.30		11%
招商地产	13.42	11.06	15.24		14%
合肥城建	26.96	17.59	31.36		16%
金融街	12.80	6.76	15.12		18%
莱茵置业	15.10	8.67	18.93		25%
万通地产	15.19	13.35	23.04		52%
华业地产	18.63	16.98	29.10		56%
中华企业	9.75	7.34	15.96		64%
浙江广厦	10.76	7.23	9.34	非持续经营价值	-13%

东华实业	29.02	16.49	25.54	非持续经营价值	-12%
深振业	11.17	9.90	12.03	非持续经营价值	8%
首开股份	14.30	13.16	16.19	非持续经营价值	13%
世茂股份	46.78	33.51	64.44	非持续经营价值	38%
名流置业	20.29	15.10	28.78	非持续经营价值	42%
中国武夷	26.35	19.60	39.34	非持续经营价值	49%
上实发展	18.89	9.10	32.79	非持续经营价值	74%
泛海建设	25.64	22.92	45.31	非持续经营价值	77%
北辰实业	7.71	4.77	21.41	非持续经营价值	178%
平均	18.56	12.63	21.91		18%

七、H股地产上市公司平均高估 10%

推荐：中国海外、建业地产、SOHO 中国

关注：恒大地产、恒盛地产

港股方面，由于投资人对风险更敏感，所以，香港地产公司的估值差异更大，一些财务状况比较激进的地产企业合理估值仅为 2-3 倍市盈率。如合生创展，我们预期公司在 2011 年可能出现资金缺口，因此，公司的持续经营价值很低，以净资产价值计算的合理市盈率为 3.1 倍，合理市净率 0.64 倍，而当前港股投资人给出的实际估值更低，仅为 2.93 倍。除合生外，富力地产、上海复地、雅居乐地产、合景泰富也都面临低谷中较严重的资金压力，而且由于前期扩张中土地成本较高，低谷中的实际净资产价值不到帐面净资产值的 0.3 倍。至于绿城中国，在持续经营下公司的合理市盈率可以达到 20.7 倍，高于平均水平，但在低谷中公司将面临 14% 的资本金缺口，如果出现资金链断裂的情景，其实际净资产价值仅相当于帐面净资产值的 0.25 倍，合理市盈率也仅为 2.2 倍——以上数据显示，绿城中国的主要价值来自于持续经营下的品牌溢价，但激进的财务策略拉低了整体估值，加权平均的合理市盈率为 11.5 倍，当前实际市盈率 12 倍，高估 4%。

总之，以净资产价值计算的 7 家 H 股地产上市公司，平均的合理市净率为 0.69 倍，合理市盈率为 6.1 倍，当前实际市盈率 10.4 倍，高估 70%。其中，只有深圳控股一家低估——受重组影响，深圳控股的持续经营价值一直受到压抑，但净资产价值较高，合理市净率 0.87 倍，当前实际市净率 0.64 倍，低估 27%；此外，合生创展和绿城中国估值合理。

另一方面，在具有持续经营价值的 12 家 H 股地产上市公司中，合理市盈率的均值为 14.4 倍，合理市净率均值为 1.9 倍，当前实际市盈率均值 13.5 倍，平均低估 6%。其中，建业地产、中国海外、SOHO 中国的低估空间均在 20% 以上，恒大地产、恒盛地产低估 10% 左右，宝龙地产、花样年估值合理。

总体来看，在香港上市的内地地产公司平均的合理市盈率为 11.2 倍，当前市盈率 12.3 倍，较合理估值高出 10%。

表 3 H 股地产上市公司的合理估值与实际估值比较

	合理 PE	PE 底线	当前 PE	备注	当前估值-合理估值
建业地产	13.72	6.87	7.69		-44%
中国海外	27.76	18.81	16.06		-42%
SOHO 中国	9.07	8.82	6.31		-30%
深圳控股	11.00	7.53	8.07	非持续经营价值	-27%
恒大地产	32.58	13.73	28.40		-13%
恒盛地产	7.16	5.90	6.50		-9%
宝龙地产	2.95	2.05	2.76		-6%
合生创展	3.10	2.80	2.93	非持续经营价值	-5%
花样年	15.70	11.83	15.05		-4%
绿城中国	11.55	8.61	12.01	持续经营价值与非持续经营价值的加权	4%
碧桂园	12.73	7.84	14.77		16%
华润置地	13.50	9.36	16.88		25%
雅居乐	10.90	8.40	13.70	非持续经营价值	26%
远洋地产	13.71	12.46	17.79		30%
龙湖地产	10.00	6.95	16.17		62%
上海复地	3.02		9.24	非持续经营价值	206%
富力地产	1.59	1.13	9.78	非持续经营价值	515%
合景泰富	1.72		17.20	非持续经营价值	900%
首创置业	14.18	9.82			
平均	11.20	8.32	12.30		10%

八、投资建议：逐步增仓结构性低估公司

综上，无论是 A 股还是 H 股地产上市公司，整体估值仍偏高，未来存在进一步下降压力，因此，短期投机性风险较大。

不过，本轮调控会导致地产行业的集中度提高，财务稳健的公司和财务激进的公司在这轮调控中将出现价值分化：那些在持续低谷中面临严峻资金缺口的公司将失去持续经营价值，而仅余净资产价值，这类公司约占到上市公司总数的 30%，而市场对这类公司的风险折扣是不足的；与之相对，资金缺口较小、具有持续经营价值的公司，将获取低谷中的套利价值，目前这类公司的估值基本合理，部分公司出现 20% 以上的低估。

建议：在整体估值下降的压力下，把握结构性低估公司的长期投资价值。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

杜丽虹，SAC执业证书号：S0640210050001，清华大学金融学博士，一直从事地产、金融行业研究，目前任江南证券地产行业首席研究员。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。