国元(香港)—行业报告

行业向下的机会

2010-07-06

行业研究要点：

股价和估值下跌情况： 我们通过对 2007 年的行业调整和 2010 年现在的行业调整进行对比。在 2009 年 12 月出台新的“国十条”以来，房地产股票应声下跌，我们通过选取的标的物进行比较发现这次的房地产股票的下跌较 2007 年迅速，但下跌的幅度较 2007 年小，从 PB 估值情况看，估值的下跌幅度要大于股价的下跌幅度，其实这也反映出我们的前提假设，土地价格和在建工程的价值在短时间不会有大的下跌，并且对于土地价格和房屋价格均会有逐步的上升。

对比历史，找到估值的低点： 我们选取了 6 间在香港上市时间超过 15 年的房地产公司进行 PB 估值比较。探讨在 1997 年、2003 年和 2008 年的金融危机中房地产股票的底线估值情况。我们看到，在 1997 年金融危机时，PB 估值的平均数为 0.69 倍；在 2003 年的危急中，地产股的平均 PB 估值为 0.51 倍；在 2008 年的金融危机中，地产股的平均估值为 0.88 倍。经历了房地产高速发展的 10 年，房地产的资产价值提升较多，所以在 2008 年的金融危机中，优质公司的 PB 值依旧可以维持在 1 附近。在 2008 年金融危机中，优质公司的 PB 估值并没有伴随这所有公司下跌，地产公司已经开始分化，优质的地产公司可以享受到估值溢价。现在估值溢价的情况仍然存在，并且现在的估值水平也不算低。我们认为市值在 300 亿元以上的公司，PB 在 0.8-1 倍具有投资价值；市值在 100-300 亿元的公司，PB 在 0.5-0.8 倍具有投资价值；市值在 100 亿元的以下的公司，PB 在 0.3-0.5 倍是具有投资价值的。

股价和成交量之间的关系： 我们将各城市的房价平均同比、成交量总和的同比、内房股股价的同比和恒指每月的同比数据进行对比。我们发现在 2008 年成交量同比下滑时，股价会跟随下滑，并且幅度会大于恒指同期下滑；在 2009 年初成交量大幅上升时，内房股股价会伴随着上涨，上涨幅度则大于恒指同期涨幅。股价和成交量呈正相关，并且成交量会先于股价 1-2 个月反映。

寻找反转和反弹的信号： 根据我们前面的研究结果，我们认为的行业反弹和反转的信号：国家对于房地产行业的收紧政策出尽，并且对于购房和开发贷款有放松迹象，政策导向是作为行业反弹和反转的前提。房屋成交均价开始下滑，并且在低位维持一段时间，均价在低位时，成交量有效放大。珠江三角洲地区的剪刀差缩小，并且成交量有效放大。股价和估值已经下降到我们认为的具有投资价值和安全边际的时候。公司分类业务进行 NAV 估值：建筑行业公司 2009 年及 2010 年平均 PE

我们所看好的公司： 按照我们前面的逻辑，我们认为现在处于房地产行业现在处于盈利模式开始调整的阶段。对于短期，我们看好估值低估的公司，长期而言，我们看好有独特盈利模式的公司。一线城市城市化率已达到 80%以上，住宅发展将会慢于商业地产的发展，一线城市商业地产的春天已经达到。二线城市正处于城市化高速发展的阶段，产业转移将会带来人口的迁移，我们看好在由于发展前途的二线城市拥有优质土地储备的公司。推荐公司：绿城中国(3900)、雅居乐(3383)、盛高置业(337)、深圳控股(604)、SOHO 中国(410)、越秀房地产信托(405)

日期：2010-7-6

行业评级：中性

行业 PB 估值：0.8 倍

相关报告：

一只手的市场-20100208

估值的底线-20100504

成交量、房价和股价-20100526

国元证券(香港)研究部

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 9169

电邮：lijing@gyzq.com.hk

目 录

股价及估值下跌情况.....3
研究股价下跌的逻辑.....3
股价下跌情况.....3
研究PB估值下跌的逻辑.....5
PB估值下跌情况.....5
现在的PB估值水平.....7
A股、香港地产股平均估值情况.....8
对比历史，找到估值的低点.....9
选取历史可对比公司.....9
公司分类——300 亿元以上.....11
公司分类——100-300 亿元.....12
公司分类——100 亿元以下.....13
股价和成交量的关系.....14
股价、成交量变化的主要观点.....14
股价、成交量的研究逻辑.....15
各城市房地产成交情况.....15
房地产整体运行情况.....18
房价、成交量和股价的关系.....19
房价、成交量下跌的四阶段.....20
寻找未来反弹或者反弹信号.....21
珠江三角洲地区的先导作用.....21
对于未来房价和成交量的预测.....22
行业反弹和反转的信号.....22
我们看好的公司.....23
推荐公司逻辑.....23
绿城中国(03900).....23
雅居乐(03383).....24
盛高置地(00337).....24
深圳控股(00604).....25
SOHO中国(00410).....25
越秀房地产信托(00405).....26
附录 1： 香港内房股PB估值表.....27
附录 2: A股地产股PB估值表.....28
附录 3: 香港本地地产股PB估值表.....29

股价及估值下跌情况

研究股价下跌的逻辑

在更为严厉的行业政策出台在 2010 年 4 月份出台后，房地产市场和房地产股票的情况都发生了向下的变动，但其实本次调整是从 2009 年 12 月国家发布新的“国十条”开始的，我们希望通过研究股价和估值的下跌来和 2007 年 9 月和 2008 年的 11 年这三个时点来进行比较，通过比较来找到行业调整期的规律和共性。

1. 我们选取在香港上市时间超过三年的市值最大的 7 间内房股作为比较标本，另外我们再选取 A 股市场市值最大的 6 只地产股进行综合比较。
2. 我们选取三个时点，2007 年 9 月为近三年来估值和股价的最高点，2008 年 11 月为近三年来市场的最低点，2010 年 6 月份。我们选取这三个时点进行比较。
3. 我们选取公司和时点进行股价下跌和 PB 估值的下跌的比较。

股价下跌情况

我们选取 2007 年 9 月 27 日后国家发布楼市调控后的 2 个月、2008 年 11 月最低值和 2009 年 12 月 16 日以来至今的股价下跌情况进行比较。

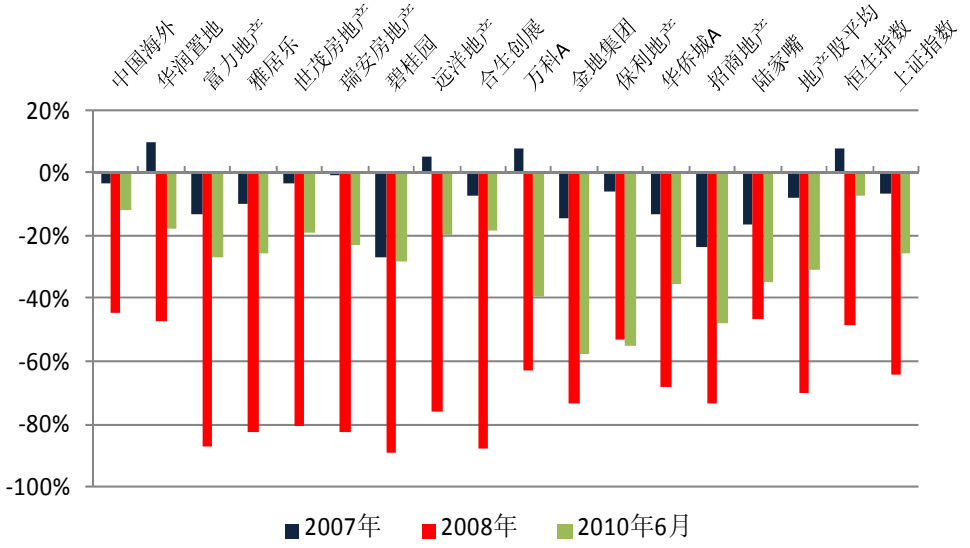
1. 通过比较发现，在 2007 年新政发布后的 2 个月时间，市场消化速度较慢，股价下跌幅度较小，而在 2009 年这次调整，股市对于房地产政策的笑话速度加快，并且股价已经在短时间内快速下跌。
2. 通过比较发现，香港市场的内房股明显弱于整个市场的表现，而 A 股市场由于指数下跌较多，地产股跌幅也较多。
3. 通过比较，A 股部分公司的股价下跌幅度已经超过 2008 年的最低点水平，A 股平均的股价跌幅明显大于香港的内房股，香港市场或许会在 A 股下跌完成后进行进一轮的补跌。

图表 1：股价下跌情况

股价跌幅 代码	公司名称	2007 年	2008 年	2010 年 6 月
688 HK	中国海外	-3.19%	-44.65%	-11.67%
1109 HK	华润置地	9.70%	-47.16%	-17.89%
2777 HK	富力地产	-13.29%	-87.42%	-26.73%
3383 HK	雅居乐	-9.62%	-82.51%	-25.36%
813 HK	世茂房地产	-3.17%	-80.34%	-19.07%
272 HK	瑞安房地产	-0.32%	-82.46%	-23.25%
2007 HK	碧桂园	-26.59%	-89.20%	-28.38%
3377 HK	远洋地产	5.45%	-75.91%	-19.44%
754 HK	合生创展	-7.43%	-87.81%	-18.37%
000002 CH	万科 A	7.87%	-62.69%	-39.65%
600383 CH	金地集团	-14.64%	-73.22%	-57.70%
600048 CH	保利地产	-5.97%	-53.19%	-55.19%
000069 CH	华侨城 A	-13.41%	-68.41%	-35.14%
000024 CH	招商地产	-23.32%	-73.21%	-47.94%
600663 CH	陆家嘴	-16.57%	-46.30%	-34.94%
	地产股平均	-7.63%	-70.30%	-30.71%
	恒生指数	7.76%	-48.73%	-7.17%
	上证指数	-6.28%	-64.08%	-25.88%

资料来源：彭博财经，国元香港

图表 2：股价下跌情况



资料来源：彭博财经，国元香港

研究 PB 估值下跌的逻辑

我们选取这次主要选取估值标准是各个公司的 PB 估值，选取 PB 估值为标准的原因为:

1. 在行业下行的过程中，选取 PB 估值较为安全。
2. 在行业未来盈利不确定的情况下，运用 PB 估值将可以测算出公司的价值底线。
3. 运用 PB 估值的前提条件为现在房地产公司的建成房屋的销售均价高于建造成本和资金成本之和，房屋销售价格不会大幅度下跌。
4. 以及土地价格不会大幅度下降。
5. 我们认为房屋销售价格和土地价格的大幅度下降将会严重影响的政府利益，因此这两方面的价格不会大幅度下降，只会在短期有小幅调整。
6. 支撑房地产价格上涨的基本因素：城市化进程和人均 GDP 增长并没有改变，因此我们认为在未来 5 年甚至更长的时间内，房屋价格和土地价格还是维持上升趋势。
7. 因此，选取 PB 作为估值标准，将为我们投资房地产股票做到价值依托，当股价较资产现值低估较多时，投资房地产股票是有安全边际的。

PB 估值下跌情况

我们选取 2007 年 9 月 27 日后国家发布楼市调控后的 2 个月、2008 年 11 月最低值和 2009 年 12 月 16 日以来至今的 PB 估值下跌情况进行比较。

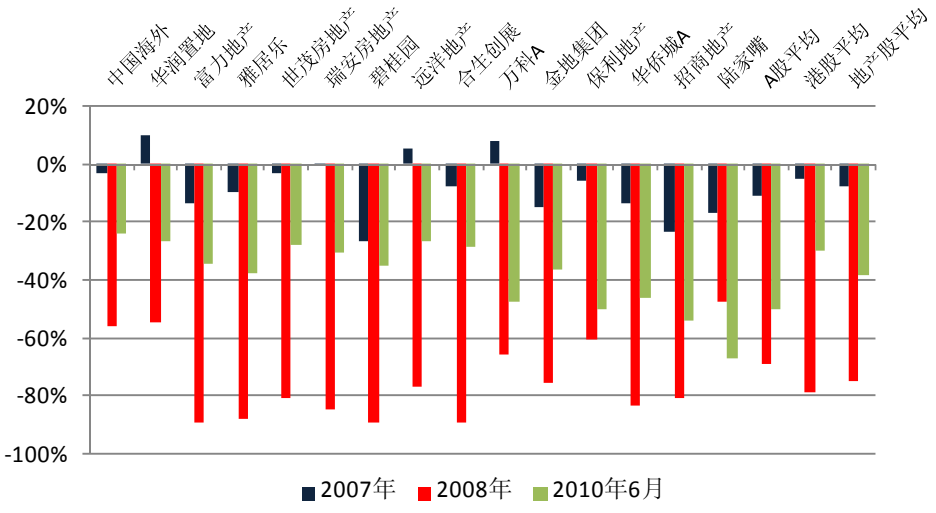
1. 通过比较发现，在 2007 年新政发布后的 2 个月时间，市场消化速度较慢，估值下跌幅度较小，而在 2009 年这次调整，股市对于房地产政策的笑话速度加快，并且估值已经在短时间内快速下跌。
2. 通过比较发现，香港市场的内房股明显弱于整个市场的表现，而 A 股市场由于指数下跌较多，地产股跌幅也较多。
3. 按照 PB 估值情况看，在极端弱市的情况下，香港市场的地产股估值下跌幅度大于 A 股市场，A 股市场在这次地产行业调控中，估值的跌幅已经和 2008 年最低点较为接近，香港市场的跌幅较小。
4. 通过股价和 PB 估值的比较，可以发现，同时间段中，估值的跌幅要大于股价的跌幅，其实这也反映出我们的前提假设，土地价格和在建工程的价值在短时间不会有大的下跌，并且对于土地价格和房屋价格均会有逐步的上升。

图表 3：PB 估值下跌情况

PB 跌幅				
代码	公司名称	2007 年	2008 年	2010 年 6 月
688 HK	中国海外	-3.19%	-56.03%	-23.81%
1109 HK	华润置地	9.70%	-54.73%	-26.58%
2777 HK	富力地产	-13.29%	-89.37%	-34.36%
3383 HK	雅居乐	-9.62%	-87.99%	-37.64%
813 HK	世茂房地产	-3.17%	-80.92%	-27.64%
272 HK	瑞安房地产	-0.32%	-84.36%	-30.52%
2007 HK	碧桂园	-26.59%	-89.20%	-35.03%
3377 HK	远洋地产	5.45%	-77.15%	-26.52%
754 HK	合生创展	-7.43%	-89.21%	-28.85%
000002 CH	万科 A	7.87%	-65.78%	-47.25%
600383 CH	金地集团	-14.64%	-75.67%	-36.48%
600048 CH	保利地产	-5.97%	-60.39%	-49.83%
000069 CH	华侨城 A	-13.41%	-83.27%	-46.16%
000024 CH	招商地产	-23.32%	-80.68%	-53.96%
600663 CH	陆家嘴	-16.57%	-47.50%	-66.88%
	A 股平均	-11.01%	-68.88%	-50.09%
	港股平均	-5.38%	-78.77%	-30.11%
	地产股平均	-7.63%	-74.82%	-38.10%

资料来源：彭博财经，国元香港

图表 4：股价下跌情况



资料来源：彭博财经，国元香港

现在的 PB 估值水平

根据我们的统计，我们发现：

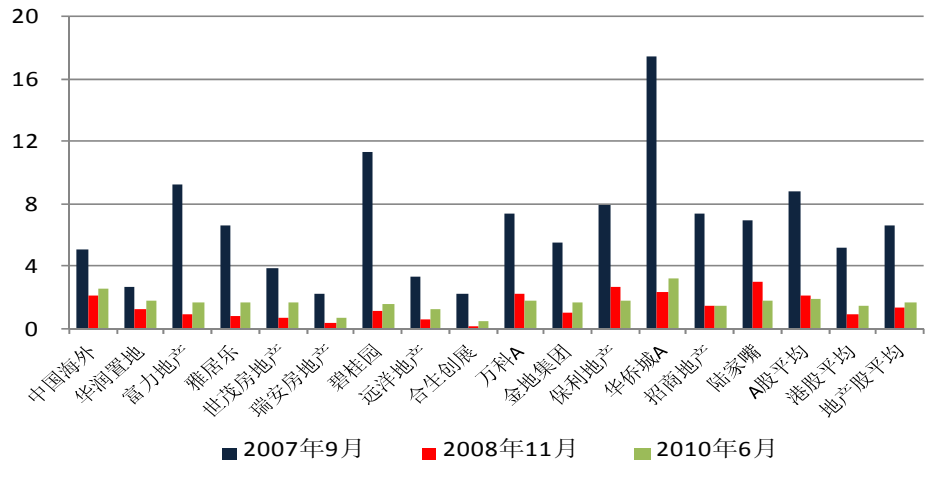
1. 现在的 A 股估值较 2008 年的最低点的估值水平还低，A 股的地产股已经具备了投资价值和安全边际。
2. 香港上市的内房股现在估值还处于 2007 年最高点和 2008 年最低点的中间，在行业向下的时候，现在还不具备足够的安全边际。

图表 5：现在的 PB 估值情况

PB 估值				
代码	公司名称	2007 年 9 月	2008 年 11 月	2010 年 6 月
688 HK	中国海外	5.08	2.16	2.55
1109 HK	华润置地	2.73	1.31	1.78
2777 HK	富力地产	9.19	0.89	1.74
3383 HK	雅居乐	6.59	0.78	1.73
813 HK	世茂房地产	3.89	0.73	1.65
272 HK	瑞安房地产	2.24	0.38	0.72
2007 HK	碧桂园	11.29	1.20	1.56
3377 HK	远洋地产	3.32	0.59	1.29
754 HK	合生创展	2.25	0.21	0.47
000002 CH	万科 A	7.39	2.20	1.84
600383 CH	金地集团	5.53	1.09	1.67
600048 CH	保利地产	7.90	2.68	1.75
000069 CH	华侨城 A	17.48	2.38	3.18
000024 CH	招商地产	7.36	1.50	1.47
600663 CH	陆家嘴	6.91	2.96	1.83
	A 股平均	8.76	2.14	1.96
	港股平均	5.18	0.92	1.50
	地产股平均	6.61	1.40	1.68

资料来源：彭博财经，国元香港

图表 6：现在的 PB 估值情况



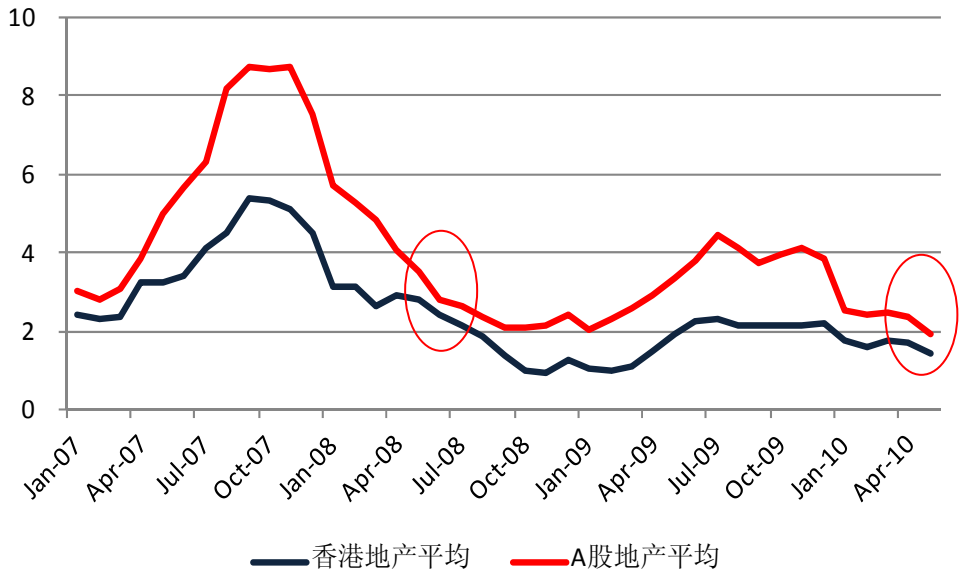
资料来源：彭博财经，国元香港

A 股、香港地产股平均估值情况

我们将我们选取的 7 只香港地产股和 6 只 A 股地产股的平均估值进行了比较，我们发现:

1. A 股地产公司估值长期高于香港房地产公司的估值，但基本是同方向涨跌，并且 A 股地产股在股市向好的时候估值上涨的幅度会较香港地产股大。
2. 在行业向下时，也就是 A 股和香港地产估值接近时，估值差距都会再次拉开，因此在 2010 年 6 月份时，估值差距进一步拉近，因此我们预计，在 A 股逐步见底的情况下，香港地产股还会有进一步的下跌。

图表 7：A 股、香港地产股 PB 估值情况



资料来源：国元香港

对比历史，找到估值的低点

选取历史可对比公司

我们选取了 6 间在香港上市时间超过 15 年的房地产公司进行 PB 估值比较。

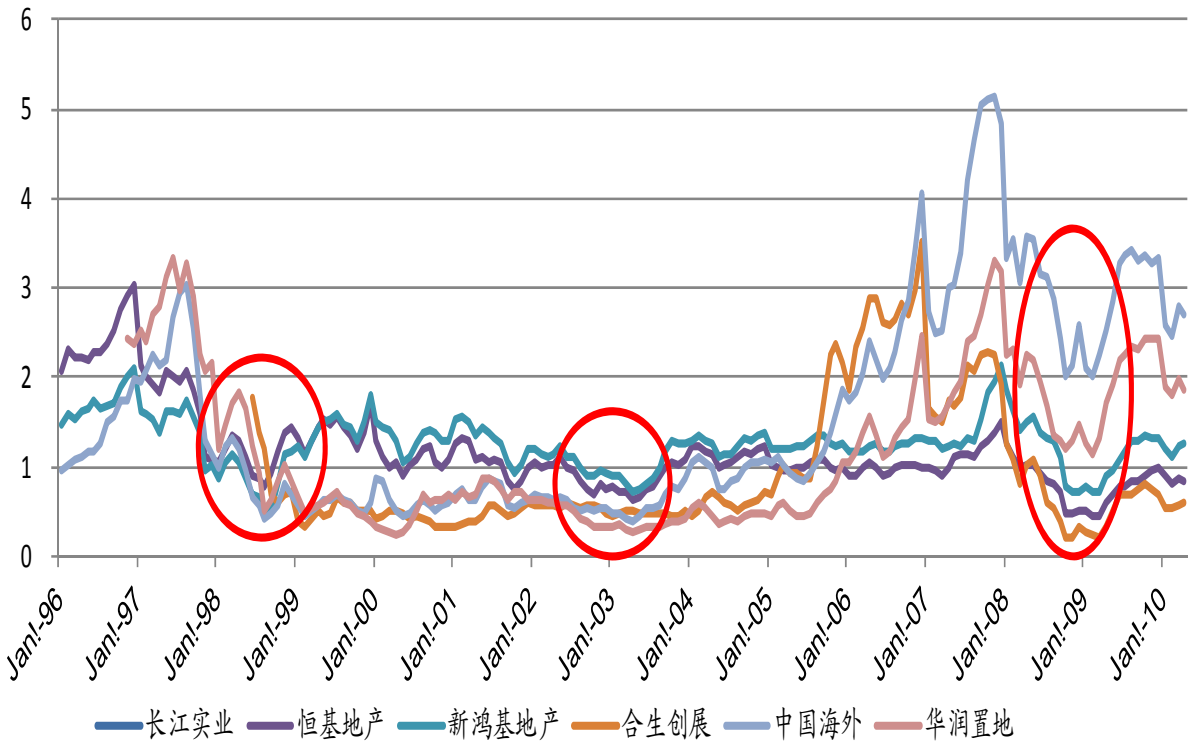
我们选取的周期较长是为了探讨在 1997 年、2003 年和 2008 年的金融危机中房地产股票的底线估值情况。

我们看到，在 1997 年金融危机时，PB 估值的平均数为 0.69 倍；在 2003 年的危急中，地产股的平均 PB 估值为 0.51 倍；在 2008 年的金融危机中，地产股的平均估值为 0.88 倍。经历了房地产高速发展的 10 年，房地产的资产价值提升较多，所以在 2008 年的金融危机中，优质公司的 PB 值依旧可以维持在 1 附近。

我们看到，在 2008 年金融危机中，优质公司的 PB 估值并没有伴随这所有公司下跌，地产公司已经开始分化，优质的地产公司可以享受到估值溢价。

现在估值溢价的情况仍然存在，并且现在的估值水平也不算低。

图表 8：各个公司历史估值的情况



资料来源：国元香港

图表 9：内房股估值表

代码	名称	每股净资产			6.30 收市价	PB			市值
		2008	2009	2010E		2009			2010.6.30
		(HK $)	(HK $)	(HK $)	(HK $)	2008 年 11 月		2010 年 6 月	(亿港元)
119 HK	保利香港	3.18	4.90	6.47	7.83	0.46	1.60	1.21	248.0
123 HK	越秀地产	2.03	1.86	1.97	1.71	0.26	0.92	0.87	120.0
230 HK	五矿建设	1.26	1.62	1.93	1.61	0.33	0.99	0.83	45.4
272 HK	瑞安房地产	3.66	4.30	4.75	3.39	0.40	0.79	0.71	166.0
337 HK	盛高置地	3.23	3.67	3.92	3.25	0.23	0.89	0.83	34.3
410 HK	SOHO 中国	2.70	3.32	3.71	4.56	0.95	1.37	1.23	239.0
604 HK	深圳控股	3.33	3.51	4.09	2.26	0.25	0.64	0.55	78.5
688 HK	中国海外发展	4.23	5.15	5.97	14.68	2.15	2.85	2.46	1,183.0
754 HK	合生创展	13.71	17.71	20.32	9.69	0.20	0.55	0.48	160.0
813 HK	世茂房地产	5.76	6.59	7.33	12.26	0.73	1.86	1.67	439.0
817 HK	方兴地产	1.70	1.79	1.83	2.16	0.75	1.21	1.18	192.0
832 HK	建业地产	1.47	1.56	1.91	1.77	0.37	1.13	0.93	37.0
845 HK	恒盛地产	N/A	1.46	1.82	2.24	N/A	1.53	1.23	171.0
846 HK	名发集团	N/A	0.77	0.95	2.22	N/A	2.88	2.34	139.0
960 HK	龙湖地产	N/A	2.36	2.85	7.88	N/A	3.34	2.76	394.0
1098 HK	路劲基建	12.68	13.33	14.25	5.93	0.19	0.44	0.42	43.7
1109 HK	华润置业	6.42	7.52	8.41	14.80	1.30	1.97	1.76	723.0
1124 HK	沿海家园	1.01	1.12	1.25	0.42	0.23	0.37	0.33	11.2
1168 HK	百仕达控股	1.34	1.70	1.79	1.12	0.32	0.66	0.63	38.2
1207 HK	上置集团	2.33	2.27	2.35	0.77	0.18	0.34	0.33	27.8
1224 HK	中渝置地	4.33	4.59	4.63	2.62	0.27	0.57	0.57	66.3
1238 HK	宝龙地产	N/A	2.01	2.00	2.33	N/A	1.16	1.17	94.4
1628 HK	禹州地产	N/A	1.54	1.70	2.50	N/A	1.62	1.47	60.7
1638 HK	佳兆业集团	N/A	1.33	1.74	1.53	N/A	1.15	0.88	74.1
1668 HK	华南城	N/A	1.73	1.46	1.18	N/A	0.68	0.81	71.8
1777 HK	花样年控股	N/A	0.77	0.99	1.31	N/A	1.70	1.32	63.9
1813 HK	合景泰富	3.27	3.60	3.99	4.86	0.47	1.35	1.22	143.0
1838 HK	中国地产	9.94	15.77	16.50	1.94	0.10	0.12	0.12	33.5
1966 HK	中骏置业	N/A	13.40	1.27	2.24	N/A	0.17	1.76	64.8
2007 HK	碧桂园	1.17	1.27	1.40	2.09	1.20	1.65	1.49	351.0
2009 HK	金隅股份	N/A	3.86	4.81	8.12	N/A	2.10	1.69	94.8
2337 HK	上海复地	2.09	2.34	2.57	2.06	0.47	0.88	0.80	21.0
2355 HK	宝业集团	4.45	5.09	5.30	4.60	0.29	0.90	0.87	28.0
2777 HK	富力地产	4.64	5.25	5.82	9.99	0.88	1.90	1.72	194.0
2868 HK	首创置业	2.09	2.28	2.72	2.22	0.38	0.97	0.82	21.7
3333 HK	恒大地产	N/A	0.86	1.24	2.25	N/A	2.62	1.81	329.0
3377 HK	远洋地产	3.73	4.15	4.56	5.67	0.58	1.37	1.24	309.0
3383 HK	雅居乐	3.51	3.93	4.72	8.09	0.77	2.06	1.71	288.0
3883 HK	中国奥园地产	2.17	2.19	2.18	1.15	0.32	0.53	0.53	29.5
3900 HK	绿城中国	5.34	5.85	6.93	8.34	0.45	1.43	1.20	136.0
	平均	4.03	4.21	4.36	4.39	0.54	1.27	1.15	

资料来源：国元香港

公司分类——300 亿元以上

我们按照市值进行分类，分为 300 亿元以上，100-300 亿元，100 亿元以下这三类。

我们选取市值在 300 亿元以上的公司，主要是由于市值在 300 亿元以上的公司经营波动性小，并且在行业中属于龙头公司，具有代表性。

通过选取公司的对比，现在中大型公司的 PB 约为 2 倍，在行业低点时的 PB 为 1.12 倍，现在的估值水平并不算低

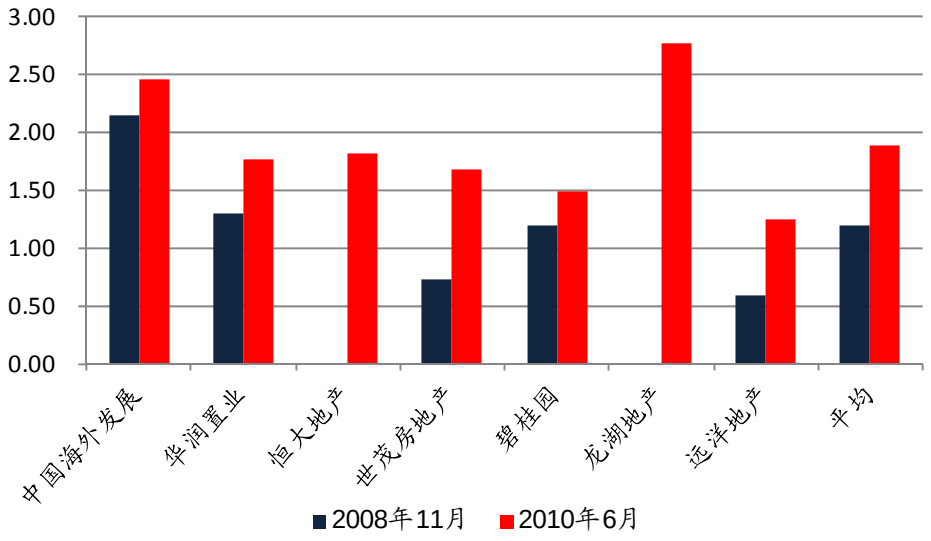
因此，我们认为如果中大型公司的 PB 估值在 0.8-1 倍的时候，公司是具有投资价值和安全边际的。

图表 10：300 亿元市值以上

		每股净资产				PB			市值
代码	名称	2008	2009	2010E	6.30 收市价		2009		2010.6.30
		(HK $)	(HK $)	(HK $)	(HK $)	2008 年 11 月		2010 年 6 月	(亿港元)
688 HK	中国海外发展	4.23	5.15	5.97	14.68	2.15	2.85	2.46	1,183.00
1109 HK	华润置业	6.42	7.52	8.41	14.80	1.30	1.97	1.76	723.00
3333 HK	恒大地产	N/A	0.86	1.24	2.25	N/A	2.62	1.81	329.00
813 HK	世茂房地产	5.76	6.59	7.33	12.26	0.73	1.86	1.67	439.00
2007 HK	碧桂园	1.17	1.27	1.40	2.09	1.20	1.65	1.49	351.00
960 HK	龙湖地产	N/A	2.36	2.85	7.88	N/A	3.34	2.76	394.00
3377 HK	远洋地产	3.73	4.15	4.56	5.67	0.58	1.37	1.24	309.00
	平均	4.26	3.99	4.54		1.19	2.24	1.89	

资料来源：国元香港

图表 11：300 亿元市值以上



资料来源：国元香港

公司分类——100-300 亿元

我们按照市值进行分类，分为 300 亿元以上，100-300 亿元，100 亿元以下这三类。

我们选取市值在 100 亿元和 300 亿元中间的公司，由于这类型公司在行业中处于中等类型的公司，经营风险较市值 300 亿元以上的公司要大，但较 100 亿元以下的公司的要小。

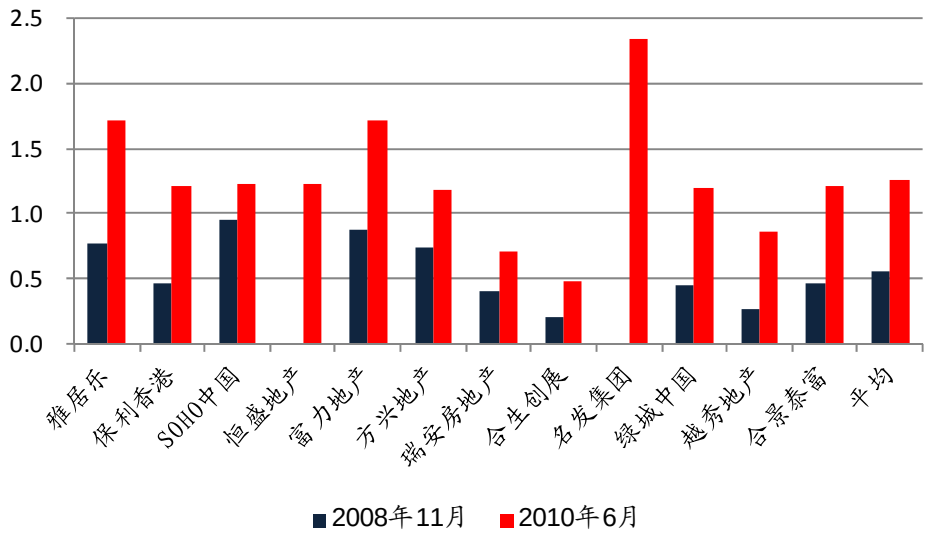
因此，我们认为如果此类型公司的 PB 估值在 0.5-0.8 倍的时候，公司是具有投资价值和安全边际的。

图表 12：100-300 亿元市值

		每股净资产				PB			市值
代码	名称	2008	2009	2010E	6.30 收市价	2009			2010.6.30
		(HK $)	(HK $)	(HK $)	(HK $)	2008 年 11 月		2010 年 6 月	(亿港元)
3383 HK	雅居乐	3.51	3.93	4.72	8.09	0.77	2.06	1.71	288.00
119 HK	保利香港	3.18	4.90	6.47	7.83	0.46	1.60	1.21	248.0
410 HK	SOHO 中国	2.70	3.32	3.71	4.56	0.95	1.37	1.23	239.0
845 HK	恒盛地产	N/A	1.46	1.82	2.24	N/A	1.53	1.23	171.0
2777 HK	富力地产	4.64	5.25	5.82	9.99	0.88	1.90	1.72	194.0
817 HK	方兴地产	1.70	1.79	1.83	2.16	0.75	1.21	1.18	192.0
272 HK	瑞安房地产	3.66	4.30	4.75	3.39	0.40	0.79	0.71	166.0
754 HK	合生创展	13.71	17.71	20.32	9.69	0.20	0.55	0.48	160.0
846 HK	名发集团	N/A	0.77	0.95	2.22	N/A	2.88	2.34	139.0
3900 HK	绿城中国	5.34	5.85	6.93	8.34	0.45	1.43	1.20	136.0
123 HK	越秀地产	2.03	1.86	1.97	1.71	0.26	0.92	0.87	120.0
1813 HK	合景泰富	3.27	3.60	3.99	4.86	0.47	1.35	1.22	143.0
	平均	4.37	4.56	5.27		**0.56**	1.47	**1.26**	

资料来源：国元香港

图表 13：100-300 亿元市值



资料来源：国元香港

公司分类——100 亿元以下

我们按照市值进行分类，分为 300 亿元以上，100-300 亿元，100 亿元以下这三类。

我们选取市值在 100 亿元以下的公司，由于市值在 100 亿元以下的公司从经营层面看是有风险的，并且风险较高，在行业中属于抗风险能力较小的公司。

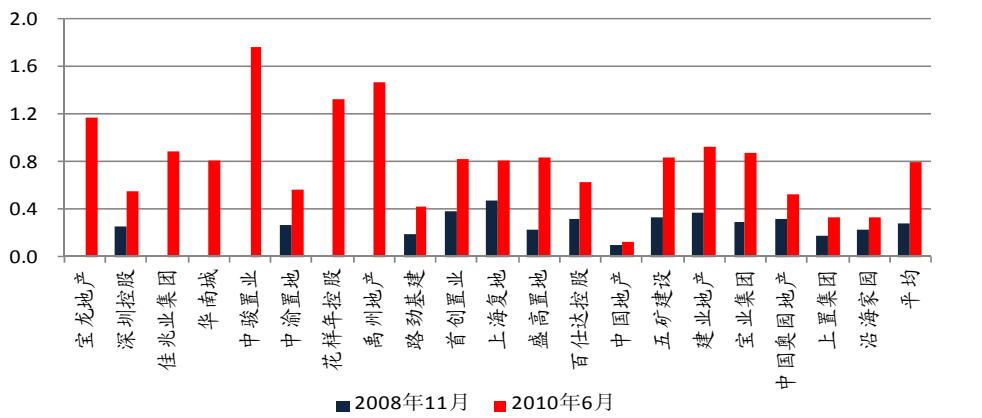
因此，我们认为如果此类型公司的 PB 估值在 0.3-0.5 倍的时候，公司是具有投资价值和安全边际的。

图表 14：100 亿元市值以下

		每股净资产				PB			市值
代码	名称	2008	2009	2010E	6.30 收市价	2009			2010.6.30
		(HK $)	(HK $)	(HK $)	(HK $)	2008 年 11 月		2010 年 6 月	(亿港元)
1238 HK	宝龙地产	N/A	2.01	2.00	2.33	N/A	1.16	1.17	94.40
604 HK	深圳控股	3.33	3.51	4.09	2.26	0.25	0.64	0.55	78.50
1638 HK	佳兆业集团	N/A	1.33	1.74	1.53	N/A	1.15	0.88	74.10
1668 HK	华南城	N/A	1.73	1.46	1.18	N/A	0.68	0.81	71.80
1966 HK	中骏置业	N/A	13.40	1.27	2.24	N/A	0.17	1.76	64.80
1224 HK	中渝置地	4.33	4.59	4.63	2.62	0.27	0.57	0.57	66.30
1777 HK	花样年控股	N/A	0.77	0.99	1.31	N/A	1.70	1.32	63.90
1628 HK	禹州地产	N/A	1.54	1.70	2.50	N/A	1.62	1.47	60.70
1098 HK	路劲基建	12.68	13.33	14.25	5.93	0.19	0.44	0.42	43.70
2868 HK	首创置业	2.09	2.28	2.72	2.22	0.38	0.97	0.82	21.70
2337 HK	上海复地	2.09	2.34	2.57	2.06	0.47	0.88	0.80	21.00
337 HK	盛高置地	3.23	3.67	3.92	3.25	0.23	0.89	0.83	34.30
1168 HK	百仕达控股	1.34	1.70	1.79	1.12	0.32	0.66	0.63	38.20
1838 HK	中国地产	9.94	15.77	16.50	1.94	0.10	0.12	0.12	33.50
230 HK	五矿建设	1.26	1.62	1.93	1.61	0.33	0.99	0.83	45.40
832 HK	建业地产	1.47	1.56	1.91	1.77	0.37	1.13	0.93	37.00
2355 HK	宝业集团	4.45	5.09	5.30	4.60	0.29	0.90	0.87	28.00
3883 HK	中国奥园	2.17	2.19	2.18	1.15	0.32	0.53	0.53	29.50
1207 HK	上置集团	2.33	2.27	2.35	0.77	0.18	0.34	0.33	27.80
1124 HK	沿海家园	1.01	1.12	1.25	0.42	0.23	0.37	0.33	11.20
	平均	3.69	4.09	3.73		**0.28**	0.80	**0.80**	

资料来源：国元香港

图表 15：100 亿元市值以下



资料来源：国元香港

股价和成交量的关系

股价、成交量变化的主要观点

我们根据成交量和股价的变动进行联动性的比较，得出以下观点：

1. 国家出台房地产新政以来，全国各个城市的房地产成交量已开始有所反应，但成交均价依旧处于高位。
2. 通过房屋成交量、房价和股价的比较发现，成交量和股价的相关性更高，成交量将会提前股价 1-2 个月时间反映。
3. 我们将房价和房屋成交量的调整情况总结为 4 个阶段，现在全国房地产市场基本处于第一、第二阶段中间，概括为房价处于高位，成交量逐步下跌。
4. 从国家统计局公布的数据看，现在的房地产市场运营情况处于高位，预计会在半年-1 年的时间回到正常或者低位。
5. 珠江三角洲地区的房价和成交量对于全国有先导作用，深圳地区在 2009 年 11 月已出现剪刀差，现在的房价已经开始松动，预计全国将会在 3-6 个月后出现房价下跌的情况。
6. 2008 年的行业调整由于出现了全球金融危机，国家出台了一系列的救市政策后走出低谷，历时一年时间。此次行业调整，由于缺乏外部刺激因素，预计国家出台鼓励政策的时间周期会拉长，但各个公司在经历了 2008 年的调整后，应对危机和调整的对策将会快于 2008 年，因此，我们预计此次调整的周期也将会维持一年时间。
7. 我们通过对比房价、股价的关系，我们认为国家从严政策的松动是房地产行业反转和反弹的首要因素，随后及是房价在低位时成交量有效放大，即可作为地产行业的反转和反弹信号。
8. 从现在的估值水平看，内房股整体估值水平处于中间位置，但在行业依旧处于向下周期中时，估值水平依旧偏高，等待估值低点的出现

股价、成交量的研究逻辑

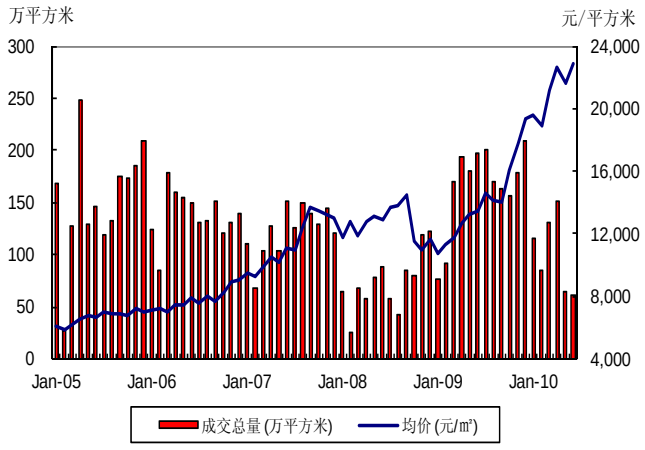
1. 我们选取北京、上海、天津、深圳、广州、杭州、重庆、武汉、福州、昆明、宁波、苏州共 12 个全国一、二线城市的月新房成交量和成交均价。
2. 我们选取香港市值最大的以及上市时间超过 3 年时间的 7 支内房股作为比较标本。
3. 我们将 12 个城市的月房屋成交总量进行同比比较。
4. 我们将 12 个城市的月房屋成交均价的平均数值进行同比比较。
5. 我们将 7 支内房股的月平均股价的平均数值进行同比比较。
6. 我们选取 2007 年 9 月、2008 年 11 月和 2010 年 4 月进行不同时点的比较。
7. 我们将以上的成交总量的同比、成交均价的同比、股价的同比和恒指同期的同比数值进行比较，以得出内房股股价走势和房屋成交量和成家均价之间的关系。
8. 我们希望通过比较找出内房股股价走势和房屋成交量和成家均价之间的关系以及未来房地产股票未来的投资机会和买点。

各城市房地产成交情况

北京市房屋成交均价在 2007 年 9 月达到高位后开始调整，在 2008 年年底达到低点后再次开始上涨，在 2010 年 4 月已达到历史高点；北京市房屋成交量在 2008 年处于低位，但自 2009 年房屋成交量反弹以来，现在的成交量也还是处于高位。

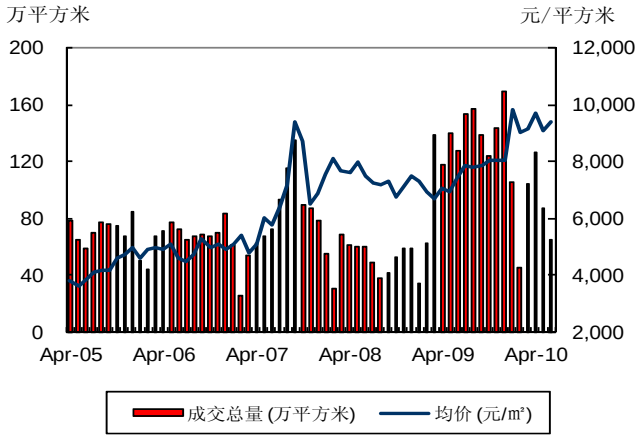
天津市房屋成交均价在 2007 年 9 月达到高位后开始调整，在 2008 年 10 月达到低点后再次开始上涨，在 2010 年 1 月已达到历史高点；天津市房屋成交量在 2008 年处于低位，但自 2009 年房屋成交量反弹以来，现在的成交量也还是处于高位。

图表 16：北京



资料来源：北京房管局、国元香港

图表 17：天津

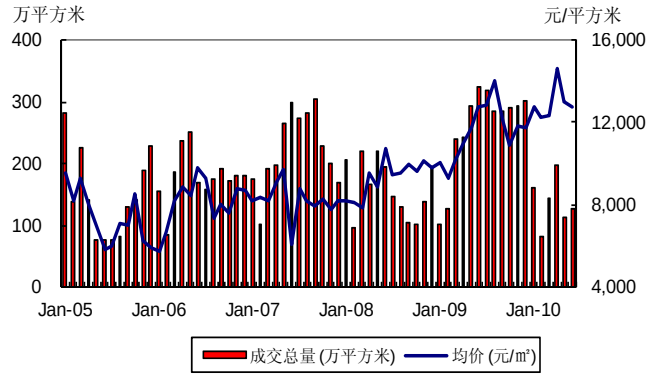


资料来源：天津房管局、国元香港

上海市房屋成交均价在 2008 年 6 月达到高位后开始调整，在 2008 年 12 月达到低点后再次开始上涨，在 2010 年 4 月已达到历史高点；上海市房屋成交量在 2008 年处于低位，但自 2009 年房屋成交量反弹以来，现在的成交量开始恢复到高位。

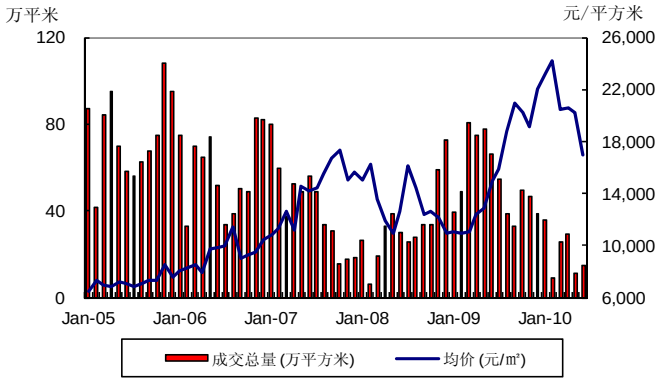
深圳市房屋成交均价在 2007 年 10 月达到高位后开始调整，在 2008 年 12 月达到低点后再次开始上涨，在 2010 年 2 月已达到历史高点，现在已经开始下滑；深圳市房屋成交量在 2008 年处于低位，但自 2009 年房屋成交量反弹以来，现在的成交量已经开始逐步下滑。

图表 18：上海



资料来源：上海网上房地产、国元香港

图表 19：深圳

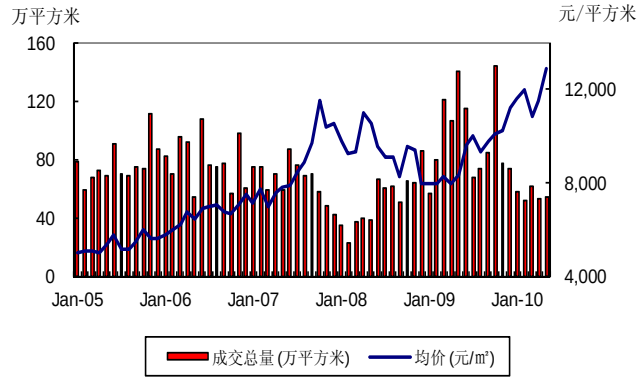


资料来源：深圳房管局、国元香港

广州市房屋成交均价在 2007 年 11 月达到高位后开始调整，在 2008 年 12 月达到低点后再次开始上涨，在 2010 年 2 月已达到历史高点；广州市房屋成交量在 2008 年处于低位，但自 2009 年房屋成交量反弹以来，现在的成交量下滑到低位。

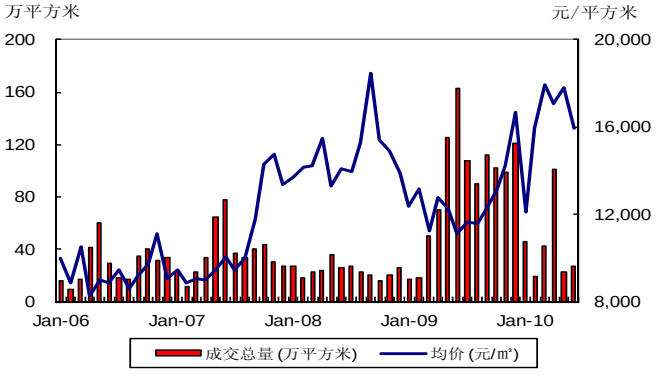
杭州市房屋成交均价在 2007 年 10 月达到高位后开始调整，在 2009 年 6 月达到低点后再次开始上涨，在 2010 年 3 月已达到历史高点，现在已经开始下滑；杭州市房屋成交量在 2008 年处于低迷，但自 2009 年房屋成交量反弹以来，现在的成交量在 4 月份后已开始下滑。

图表 20：广州



资料来源：广州房管局、国元香港

图表 21：杭州

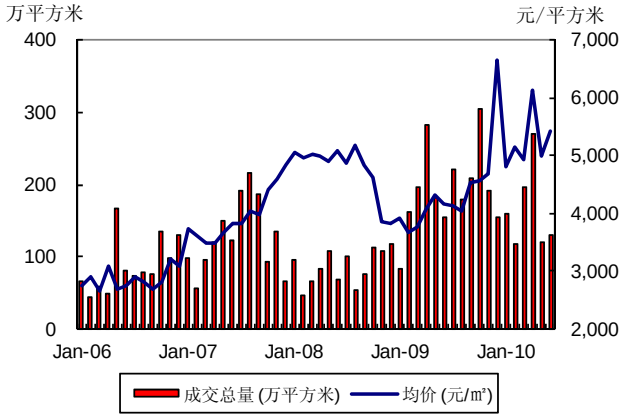


资料来源：杭州透明房地产、国元香港

重庆市房屋成交均价在 2008 年 8 月达到高位后开始调整，在 2009 年 3 月达到低点后再次开始上涨，在 2009 年 12 月已达到历史高点，现在仍处于上涨阶段；重庆市房屋成交量在 2008 年处于低位，但自 2009 年房屋成交量反弹以来，现在的成交量依旧维持在高位。

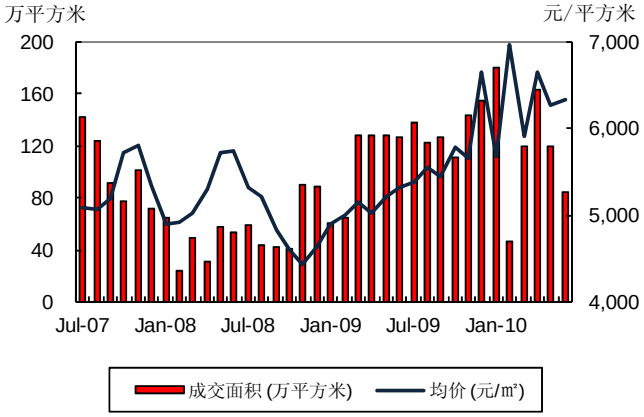
武汉市房屋成交均价在 2007 年 11 月达到高位后开始调整，在 2008 年 11 月达到低点后再次开始上涨，在 2010 年 2 月已达到历史高点，现在依旧处于高位；武汉市房屋成交量在 2008 年处于低迷，但自 2009 年房屋成交量反弹以来，现在的成交量在 4 月份时也依旧处于高位。

图表 22：重庆



资料来源：重庆房管局、国元香港

图表 23：武汉



资料来源：武汉房管局、国元香港

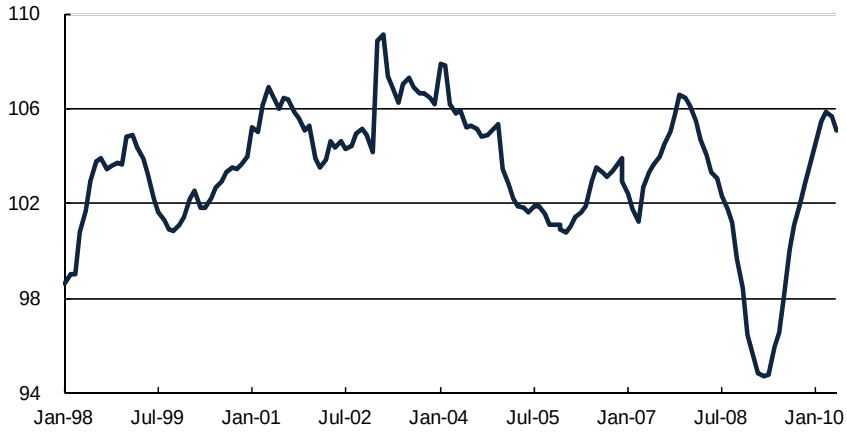
房地产整体运行情况

根据国家统计据公布的国房景气指数在 2010 年 5 月份为 105.66。

现在房地产景气度和 2007 年 10 月份相当。

因此我们预计指数会逐步向下，回到较低位置预计需要 6 个月-1 年时间才会开始向上。

图表 24：国房景气指数

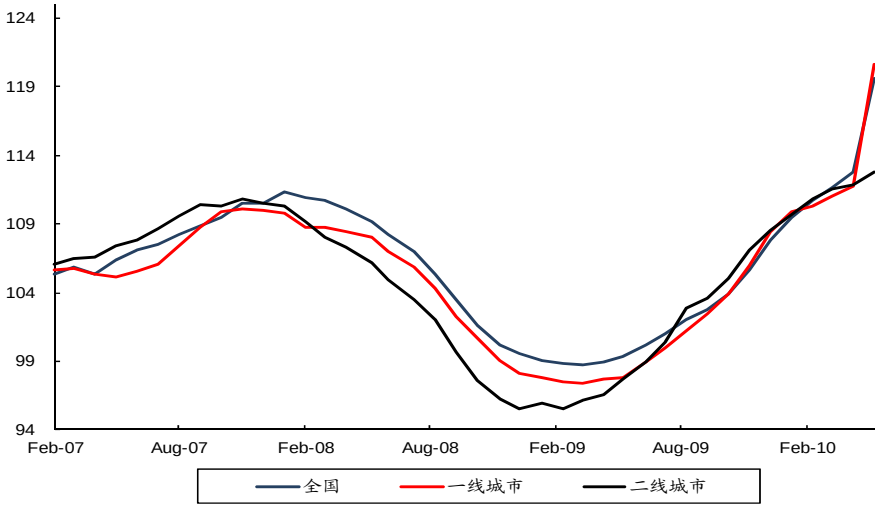


资料来源：国家统计局、国元香港

根据国家统计局公布的 70 个大中城市房价情况，2010 年 5 月份全国房价同比上涨 19.6%，一线城市房价同比上涨 20.6%，二线城市房价同比上涨 12.8%。

从上图中可以看出，现在的房价水平处于历史最高点，因此预计会经过半年-1 年时间回到低位。

图表 25：70 城市房价情况



资料来源：国家统计局、国元香港

注：一线城市包括北京、上海、广州；二线城市包括大连、南京、武汉、深圳、重庆

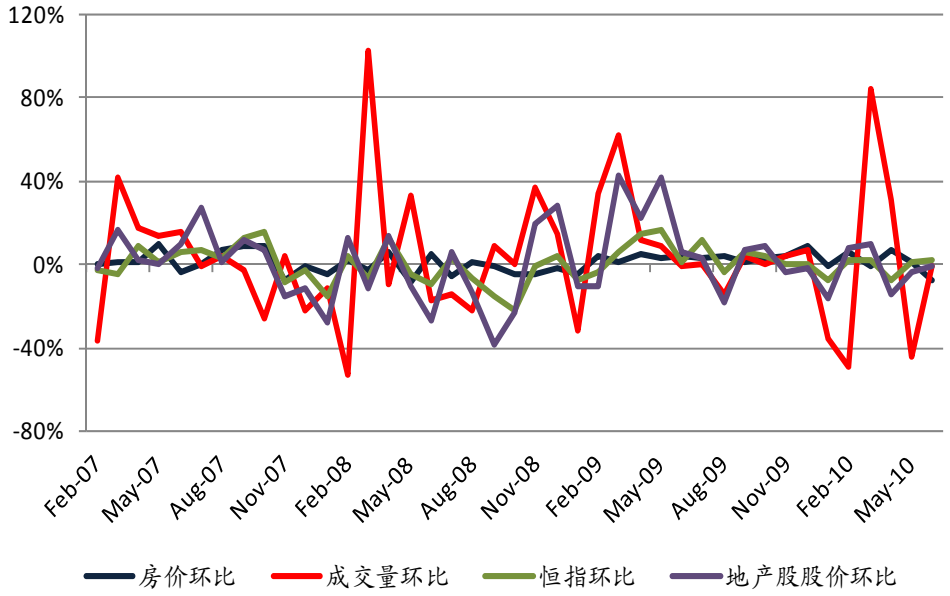
房价、成交量和股价的关系

我们将各城市的房价平均环比、成交量总和的环比、内房股股价的环比和恒指每月的环比数据进行对比。

我们发现在 2009 年 1 月份开始，在全国成交量上涨之后，股价开始大幅上涨，股价相对于成交量会滞后一个月的时间。

由于成交量环比数据偏差会较大，因此，环比数据只具有参考价值，同比的情况会更加明显。

图表 26：房价、成交量和股价环比情况



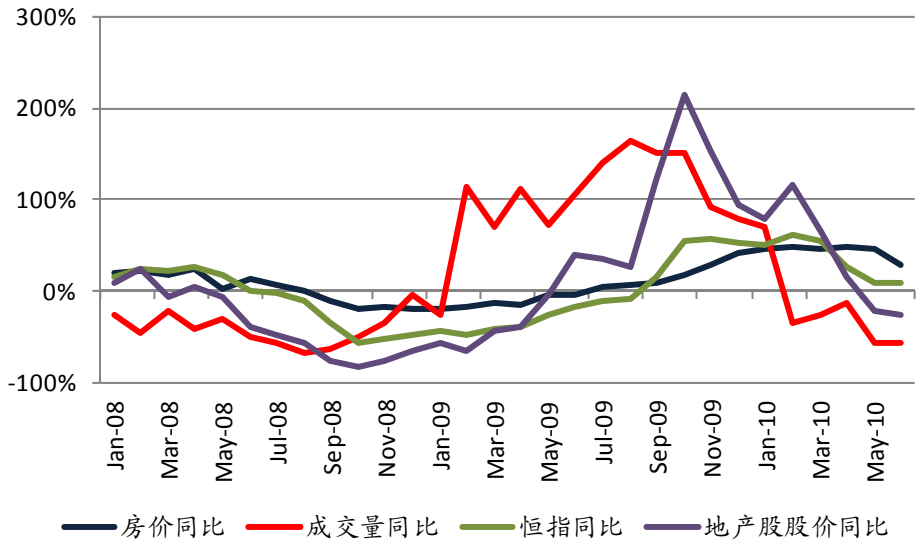
资料来源：国元香港

我们将各城市的房价平均同比、成交量总和的同比、内房股股价的同比和恒指每月的同比数据进行对比。

我们发现在 2008 年成交量同比下滑时，股价会跟随下滑，并且幅度会大于恒指同期下滑；在 2009 年初成交量大幅上升时，内房股股价会伴随着上涨，上涨幅度则大于恒指同期涨幅。

股价和成交量呈正相关，并且成交量会先于股价 1-2 个月反映。

图表 27：房价、成交量和股价同比情况



资料来源：国元香港

房价、成交量下跌的四阶段

我们根据 2008 年房价和成交量调整的情况，我们总结出房价和成交量调整的 4 个阶段：

1. 房价维持在高位，成交量逐步下降；
2. 房价开始下滑，成交量在低位徘徊；
3. 房价下跌到合理位置，成交量逐步上升；
4. 成交量处于高位，房价伴随上升。

国家在 2009 年出台了“国十条”后，在 2010 年 4 月再次出台了更为严厉的房地产政策，各个地方政府也响应中央政府相继出台了各个地方性的房地产政策。

在 4 月份成交量同比有所增长后，在 5 月份成交量以明显下滑，但成交均价依旧维持在高位，这和 2008 年房地产调整期的初期较为相似，伴随而来的即时成交量在低位时，成交均价开始逐步降低。

因此，我们认为现在处于房价和成交量下跌过程中的第一和第二阶段中间。

寻找未来反弹或者反弹信号

珠江三角洲地区的先导作用

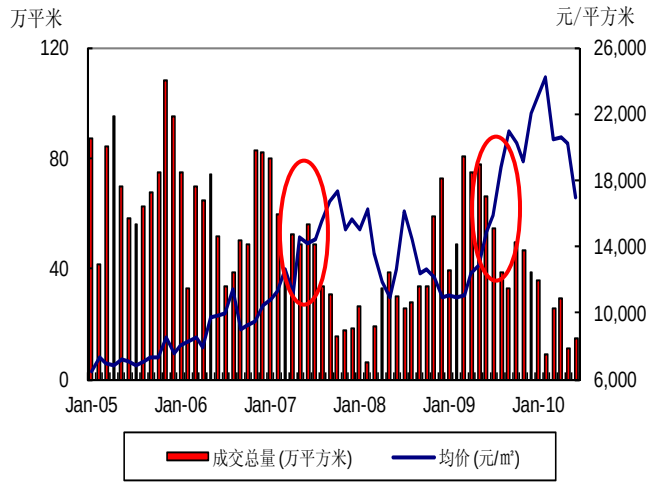
根据 2008 年的行业调整情况，我们认为珠江三角洲地区的房价和成交量情况对于全国有先导作用.原因为:

1. 珠江三角洲地区的房地产市场较全国而言是最为市场化的市场;
2. 珠江三角洲地区的资金流入和流出最为便利;
3. 珠江三角洲地区作为全国人均收入最高的地区，居民对于资产保值增值的需求最高;
4. 珠江三角洲地区最为改革开放最为前沿的地区，境外热钱积聚最为集中的地区，投资和投机需求也最为旺盛。

对比 2008 年的情况我们发现，深圳和广州地区成交量和房价的剪刀差(图中椭圆形区域）出现的时间较全国其他地区提前 3-6 个月时间。

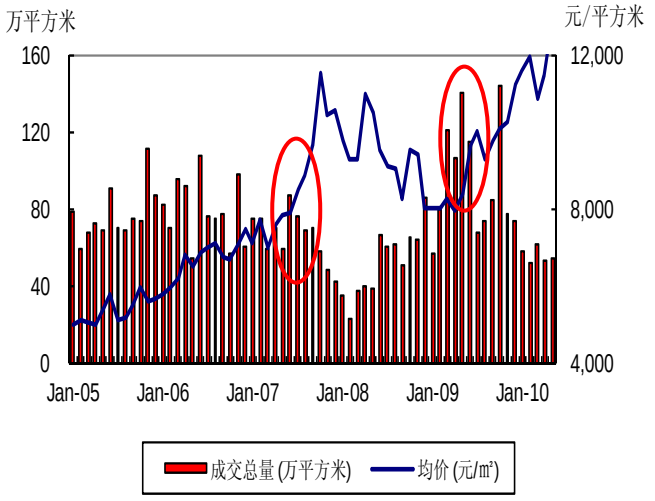
深圳地区在 2009 年 11 月份再次出现了剪刀差，随后全国的成交量开始下滑，因此我们判断珠江三角洲地区的成交量和房价表现将再现具有先导作用，也将会领先全国 3-6 个月反映。

图表 28: 深圳



资料来源：深圳房管局、国元香港

图表 29: 广州



资料来源：广州房管局、国元香港

对于未来房价和成交量的预测

根据我们对于房价和房地产成交量调整的四个阶段，现在处于第一和第二个阶段的中间。

从全国的情况看，一线城市在 3 月份成交量已经下滑，现在还维持在低位，但房价依旧坚挺。

二线城市会较一线城市有之后效应，现在的成交量和成交均价依然处于高位。

从珠江三角洲情况看，深圳地区的房屋成交量在 2009 年 11 月份就已经开始下滑，现在仍然处于低位，房屋成交均价已经开始松动。

因此我们预计，在政策面没有重大改变的情况下:

1. 深圳地区的房屋成交量会一直维持在低位，房屋成交均价开始下滑，将会在 2010 年 8 月底处于低位，成交量将会在 9、10 月份开始上涨，房屋成交均价将会维持一段时间后开始上涨。
2. 全国一线城市房屋成交量预计会逐步下跌，并维持一段时间，房屋成交量也会开始下滑，预计房价会在年底处于低位，成交量将在年底开始上涨。
3. 全国二线城市的房价上涨将会止住，伴随着成交量的逐步回落，预计在 2011 年第一季度成交量才开始逐步上升。

行业反弹和反转的信号

根据我们前面的研究结果，成交量的变化和股价的变化有着正相关的关系

根据 2008 年的行业调整经验，国家对于地产行业调整政策没有放松之前，地产股和房地产市场难以启动。

从房价和成交量的调整阶段看，现在还处于调整的初期，并没有出现任何行业向好的迹象。

因此，我们认为的行业反弹和反转的信号:

1. 国家对于房地产行业的收紧政策出尽，并且对于购房和开发贷款有放松迹象，政策导向是作为行业反弹和反转的前提。
2. 房屋成交均价开始下滑，并且在低位维持一段时间，均价在低位时，成交量有效放大。
3. 珠江三角洲地区的剪刀差缩小，并且成交量有效放大。
4. 股价和估值已经下降到我们认为的具有投资价值和安全边际的时候。

我们看好的公司

推荐公司逻辑

按照我们前面的逻辑，我们认为现在处于房地产行业现在处于盈利模式开始调整的阶段。

对于短期，我们看好估值低估的公司，长期而言，我们看好有独特盈利模式的公司。

一线城市城市化率已达到 80%以上，住宅发展将会慢于商业地产的发展，一线城市商业地产的春天已经达到。

二线城市正处于城市化高速发展的阶段，产业转移将会带来人口的迁移，我们看好在由于发展前途的二线城市拥有优质土地储备的公司。

推荐公司：绿城中国(3900)、雅居乐(3383)、盛高置业(337)、深圳控股(604)、SOHO 中国(410)、越秀房地产信托(405)

绿城中国(03900)

- 品质定价的典范，高端地产的代表。
- 优质土地储备，一线城市扩张加速。
- 品牌溢价和品牌输出。
- 结算面积逐步增多，未来盈利增长明显。

图表 30：绿城中国盈利预测

年结日：31/12	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入(百万港元)	6,635	8,728	12,755	25,337	47,904
变动(%)	15.6%	31.5%	46.1%	98.6%	89.1%
净利润(百万港币)	540	1,012	2,075	3,086	4,990
变动(%)	-41.5%	87.4%	105.0%	48.7%	61.7%
摊薄每股收益(港仙)	0.35	0.64	1.19	1.87	3.02
变动(%)	-44.4%	82.9%	85.9%	57.1%	61.5%
每股股息(港仙)	0.0	0.0	25.0	36.0	73.0
息率(%)	0.0%	0.0%	2.9%	4.1%	8.4%

资料来源：国元香港

雅居乐(03383)

- 在成熟的珠江三角洲有优质土地储备，成本低廉。
- 全国扩张步伐稳健。
- 现阶段旅游地产的龙头。
- 财务健康，稳健而不失进取。

图表 31：雅居乐盈利预测

年结日：31/12	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入(百万港元)	9,326	13,333	18,918	24,357	30,645
变动(%)	-9.6%	43.0%	41.9%	28.7%	25.8%
净利润(百万港币)	5,467	1,856	2,909	3,775	4,891
摊薄每股收益(港仙)	1.47	0.52	0.80	1.04	1.32
变动(%)	162.5%	-7.1%	43.6%	86.1%	135.0%
每股股息(港仙)	30.0	20.0	20.0	30.0	40.0
息率(%)	3.0%	1.9%	2.4%	3.2%	4.3%

资料来源：国元香港

盛高置地(00337)

- 在长江三角洲二线城市有优质的土地储备
- 逐步扩张，深耕城市。
- 旅游地产资源升值潜力巨大。
- 开发和设计能力突出，价值低估。

图表 32：盛高置地盈利预测

年结日：31/12	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
收入(百万港元)	1,715	1,395	3,065	3,989	6,365
变动(%)	-9.1%	-18.7%	119.7%	30.1%	59.6%
净利润(百万港币)	518	152	679	606	1,240
摊薄每股收益(港仙)	0.46	0.15	0.54	0.59	1.19
变动(%)	-4.2%	-67.4%	260.0%	9.3%	101.7%
每股股息(港仙)	14.0	5.0	5.5	12.5	20.0
息率(%)	2.9%	1.1%	1.1%	2.6%	4.2%

资料来源：国元香港

深圳控股(00604)

- 深圳旧城改造的龙头，在深圳拥有大量的可改造资源。
- 公司将会在内部改制后，开发速度加快。
- 母公司在深圳拥有优质土地，将会逐步注入上市公司。
- 深圳市窗口企业，盈利稳定，息率较为吸引。

图表 33：深圳控股盈利预测

年结日：31/12	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
收入(百万港元)	3,343	4,081	5,387	10,315	13,114
变动(%)	46.4%	22.1%	32.0%	91.5%	27.1%
净利润(百万港币)	1,715	873	988	2,430	3,128
摊薄每股收益(港仙)	55.4	27.0	29.5	72.6	93.5
变动(%)	81.0%	-51.2%	9.2%	146.0%	28.8%
每股股息(港仙)	29.6	10.9	12.2	29.0	37.4
息率(%)	10.1%	3.7%	4.1%	9.9%	12.7%

资料来源：国元香港

SOHO 中国(00410)

- 中国商业地产的龙头公司。
- 具有在中国一线城市商业地产开发经验。
- 优越的品牌附加值和管理经验。
- 财务健康，未来增长取决于收购。

图表 34：SOHO 中国盈利预测

年结日：31/12	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入(百万港元)	3,121	7,413	15,446	12,014	16,827
变动(%)	-55.1%	137.5%	108.3%	-22.2%	40.1%
净利润(百万港币)	399	3,300	3,435	2,648	3,792
摊薄每股收益(港仙)	8.00	64.00	655.00	528.00	736.00
变动(%)	-83.3%	700.0%	923.4%	-19.4%	39.4%
每股股息(港仙)	10.0	20.0	20.3	16.8	23.2
息率(%)	2.5%	4.9%	5.0%	4.1%	5.7%

资料来源：国元香港

越秀房地产信托(00405)

- 行业向下时的现金替代物。
- 成熟商业物业，未来租金增长稳定。
- 派息率 100%，未来息率稳定在 7%以上。
- 融资渠道畅通，未来收购带来增长。

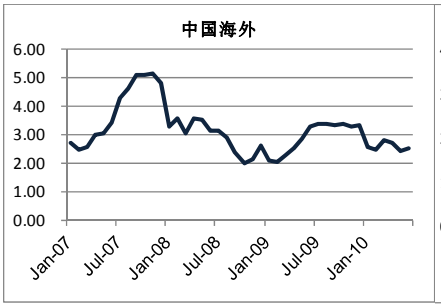
图表 35：越秀房地产信托盈利预测

年结日：31/12	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
租金收入(百万港元)	496	532	558	586	616
变动(%)	23.3%	7.4%	4.9%	5.0%	5.0%
税后利润(百万港元)	245	314	505	535	566
变动(%)	-36.0%	28.8%	61.3%	5.9%	5.8%
可分配利润	262	268	257	275	294
变动(%)	15.9%	2.5%	-4.4%	7.2%	7.0%
每基金单位股息(港仙)	24.58	25.18	24.08	25.82	27.63
息率(%)	7.5%	7.7%	7.4%	7.9%	8.4%

资料来源：国元香港

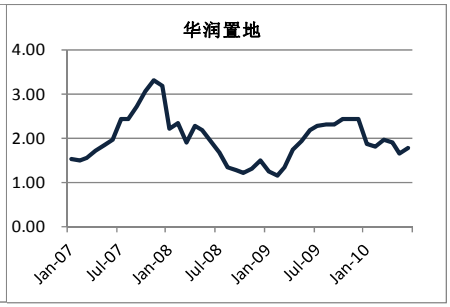
附录 1：香港内房股 PB 估值表

图表 36：中国海外



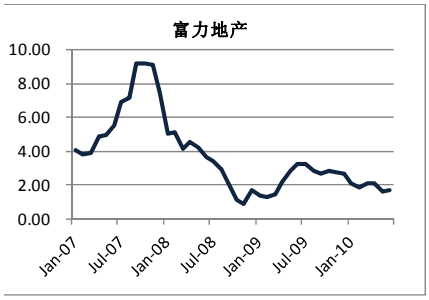
资料来源：国元香港

图表 37：华润置地



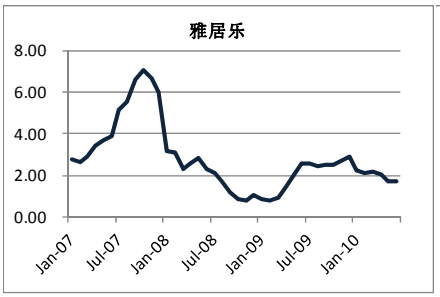
资料来源：国元香港

图表 38：富力地产



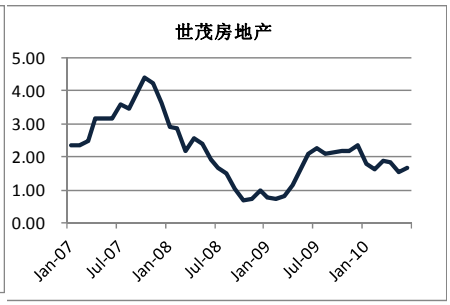
资料来源：国元香港

图表 39：雅居乐



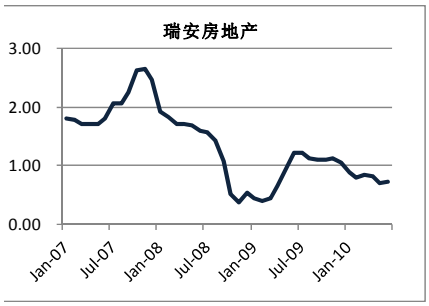
资料来源：国元香港

图表 40：世茂房地产



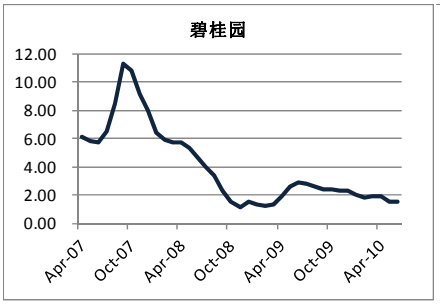
资料来源：国元香港

图表 41：瑞安房地产



资料来源：国元香港

图表 42：碧桂园

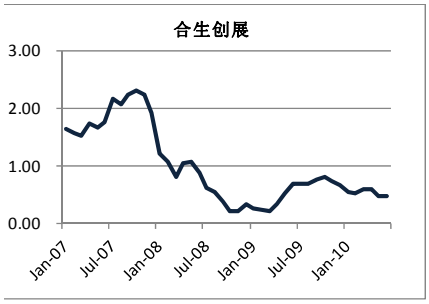


资料来源：国元香港

图表 43：远洋地产

资料来源：国元香港

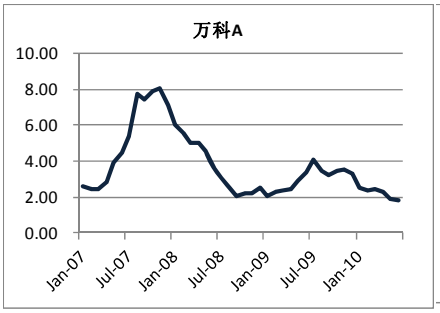
图表 44：合生创展



资料来源：国元香港

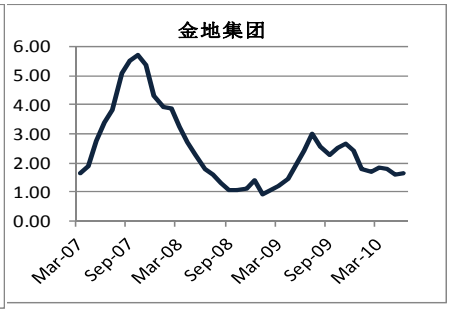
附录 2：A 股地产股 PB 估值表

图表 45：万科 A



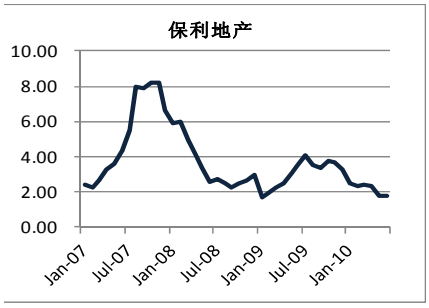
资料来源：国元香港

图表 46：金地集团



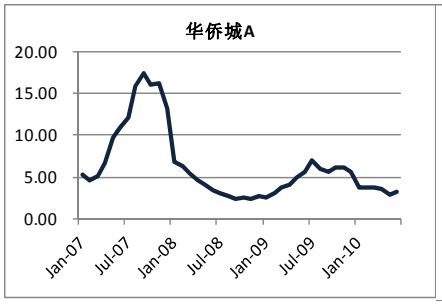
资料来源：国元香港

图表 47：保利地产



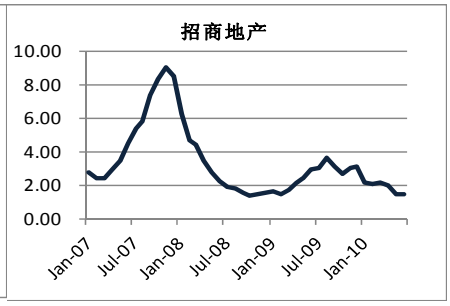
资料来源：国元香港

图表 48：华侨城



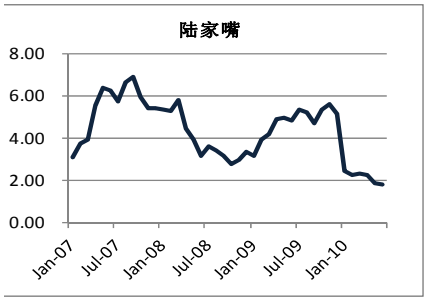
资料来源：国元香港

图表 49：招商地产



资料来源：国元香港

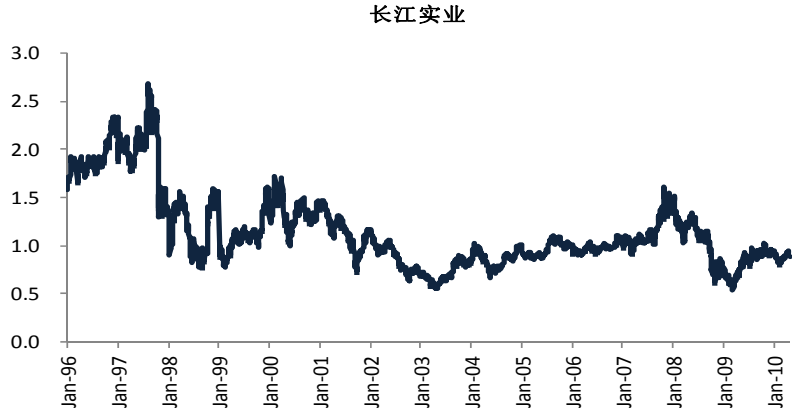
图表 50：陆家嘴



资料来源：国元香港

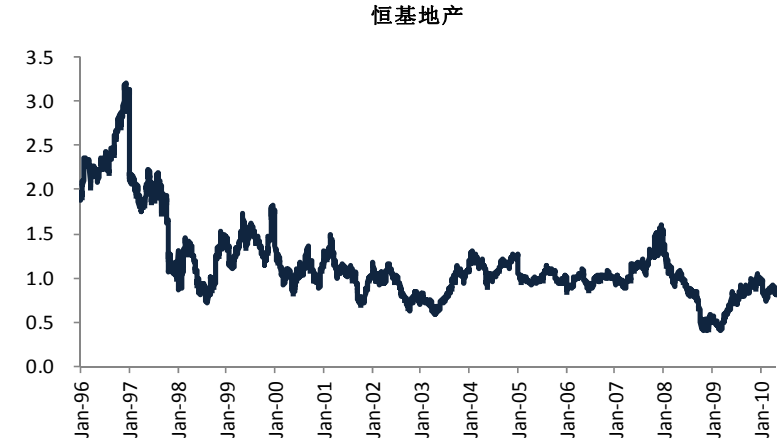
附录 3：香港本地地产股 PB 估值表

图表 51：长江实业



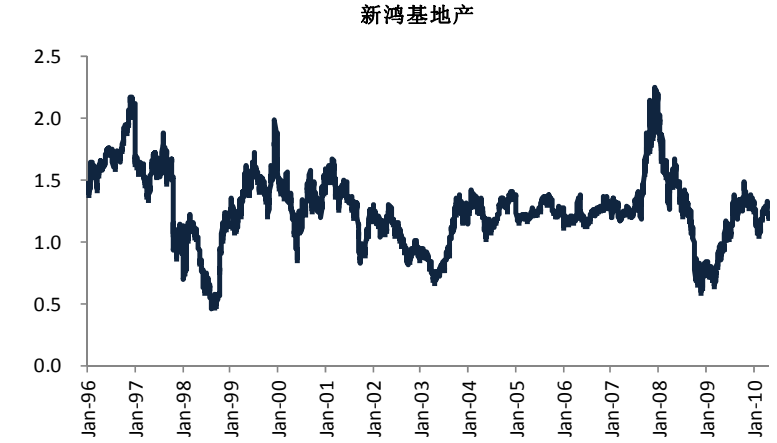
资料来源：国元香港

图表 52：恒基地产



资料来源：国元香港

图表 53：新鸿基地产



资料来源：国元香港

投资评级定义和免责条款

投资评级:

买 入	预期股价在未来 12 个月上升 15%以上
中 性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内
卖 出	预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上

免责申明:

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称〝国元(香港)〞)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

(1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

(2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

(1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

(2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去 12 个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 18 楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk