

假若连续加息，地产股将会怎样？

研究结论

- 即使假设再连续加息 5 次，增加 1 个百分点，其负面影响仍有限。1、对购房者影响远不及信贷及限购政策。若再加息 1 个百分点，房贷基准利率由 6.14% 变为 7.14%，假设房屋总价 150 万，贷款 100 万，20 年期。对于增量房：若是首次置业，年还款额将增加 6924 元。而目前首套房的首付比例已由 20% 提高到 30%，意味着现在购房需增加一次性现金支出 15 万元，若 15 万现金不构成约束条件，一年再支出 6924 元又怎会左右购房决策？而限购的威力更加强大，其相当于加息到无穷大；对于存量房：若一人持有多套房，且均为贷款购房，加息后若由于多套房的累积成本过高，而被迫出售房屋，则可增加市场供应，对解决目前供需矛盾有利。2、对开发商影响有限。按照 2010 年三季报的数据，再加息 1% 后，主流地产股新增财务费用对 09 年净利润的平均影响幅度为 9%，而对其现金流影响更加微小，平均来看，仅相当于 2010 年前三季销售商品收到现金的 2%。既然加息远不及信贷及限购政策的实质效果，则加息何以左右地产股趋势？
- 历史数据表明，加息周期并不一定影响地产股的超额收益。93 年以来，5 次加息年度中，仅 1995 年万科 A 跑输上证综指（和当年万科净利润首次负增长有关），其余 4 次均相对上证指数取得正收益；而 5 次降息年度中，98 年、99 年、02 年三次，万科 A 却较上证指数取得负收益。
- 日本和美国的案例。日本：从 89 年 5 月以来，日本地产龙头“三菱地所”有两次较日经指数出现明显的超额收益。而这两次超额收益与日本经济及房价走势明显趋同，而与 CPI 及利率并没有明显一致性；美国：2004 年 5 月美国进入加息周期，但美国地产龙头“PHM”股价仍一路上扬直至 2005 年 8 月达到高点，期间股价上涨约 88%，而同期标普 500 指数上涨仅约 8%，PHM 跑赢指数高达 80 个点，究其原因，我们发现，其与美国 GDP 及房价走势高度相关，而非利率或 CPI。
- 最后明确一个逻辑：就政策而言，只有完全针对地产业的政策才会根本左右地产股走势。加息，绝不是完全针对地产业的调控政策，其理应不是判断地产股走势的决定性因素。
- 短期地产股决定因素仍是“政策、量、价”，我们认为：未来调控政策再次全面性收紧的可能性基本没有，而地产股低估值以及确定性的业绩仍极具吸引力，继续坚持“看好”地产板块。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨国华

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 6078

yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

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 11 月 4 日

行业表现



资料来源：WIND

相关研究报告

《迎接地产反转》

2010-7-28

《房价调整拉开序幕，地产反弹吹响号角》 2010-6-09

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS(E)	11 EPS(E)	10PE	11PE	评级
万科 A	0.66	0.89	14.8	11.0	买入
保利地产	1.07	1.37	13.6	10.6	买入
金地集团	0.52	0.63	13.1	10.8	买入
招商地产	1.30	1.70	14.7	11.2	买入
华业地产	0.45	0.66	17.3	11.8	买入
首开股份	1.21	1.83	14.5	9.6	买入
建发股份	0.56	0.96	13.5	7.9	买入
冠城大通	1.07	1.49	9.8	7.1	买入
中南建设	0.75	1.05	14.8	10.6	买入

资料来源：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。

目 录

一、即使假设再连续加息 5 次，其负面影响仍有限	3
对购房者影响远不及信贷及限购政策	3
对开发商影响也有限	3
二、加息周期并不一定影响地产股的超额收益	4
三、国外案例分析	7
日本	7
美国	9

图表目录

图 1： 中国历年加息情况	5
图 2： 万科历年净利润增长率（%）	6
图 3： 日本三菱地所股价与日经指数走势	7
图 4： 日本 GDP 同比增速	8
图 5： 日本贴现率变化	8
图 6： 1985-2010 年日本地价指数走势	9
图 7： 2000-2010 年日本地价指数走势	9
图 8： 美国 PHM 股价、标准普尔 500 指数与基准利率走势	10
图 9： 美国 PHM 股价、标普 500 指数与 CPI 走势	10
图 10 美国 GDP 增速	11
图 11： 美国房屋价格指数	11
表 1： 再加息 1% 对购房者月供的影响	3
表 2： 加息 1% 对地产商净利润及现金流影响	4
表 3： 利率变化与万科 A 相对收益率情况	5

一、即使假设再连续加息 5 次，其负面影响仍有限

若假设按照 10 月 20 日幅度再加息 5 次，即增加 1 个百分点。

对购房者影响远不及信贷及限购政策

5 次加息后，房贷基准利率由 6.14% 变为 7.14%，假设房屋总价 150 万，贷款 100 万，20 年期。

对于增量房：若是首次置业，年还款额将增加 6924 元。而目前首套房的首付比例已由 20% 提高到 30%，意味着现在购房需增加一次性现金支出 15 万，若 15 万现金不构成约束条件，一年再支出 6924 元又怎会左右购房决策？显然，信贷政策才会产生立竿见影的效果。而限购的威力更是强大，其相当于加息至无穷大。

对于存量房：若一人持有多套房，且均为贷款购房，加息后若由于多套房的累积成本过高，而被迫出售房屋，则可增加市场供应，对解决目前供需矛盾有利。

既然加息远不及信贷及限购政策的实质效果，则加息何以左右地产股趋势？而目前信贷及限购政策对楼市的影响很大程度上已经反映在股价之中。

表 1：再加息 1% 对购房者月供的影响

	10月20日加息前	再加息1%	变化	变化幅度
房贷基准利率（%）	5.94	7.14	1.2	
首套房利率：基准的85折	5.049	6.069	1.02	
二套房利率：基准的1.1倍	6.534	7.854	1.32	
贷款金额（万元）	100	100		
贷款年限（年）	20	20		
首套房月供（元）	6627	7204	577	8.7%
二套房月供（元）	7476	8274	798	10.7%

数据来源：东方证券研究所

对开发商影响也有限

按照 2010 年三季报的数据，加息 1% 后，主流地产股新增财务费用对 09 年净利润的平均影响比例为 9%，而对其现金流影响更加微小，平均来看，仅相当于 2010 年前三季销售商品收到现金的 2%。

表 2：加息 1% 对地产商净利润及现金流影响

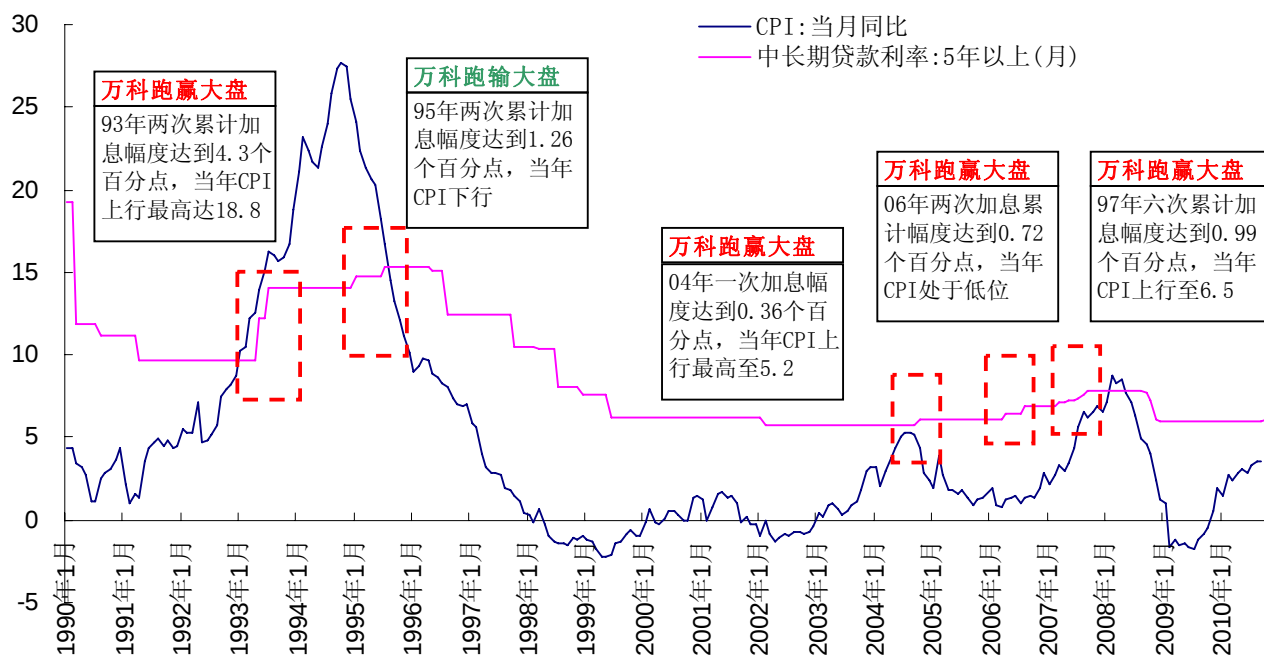
证券代码	证券简称	2010年三季 度短期借款	2010年三季 度长期借款	2011年三季 度到期非流动负债	2010年前三季 度销售商品、提供劳务收到的现金	2009年净利润	短期借款新 增利息费用	长期借款新 增利息费用	合计新增利息 费用	新增利息费用对 09 年净利润影响	新增利息费用占 10 年 前三季更收到现金比例
000002.SZ	万科A	200007	2331764	1383111	5428345	532974	2500	44578	47079	7%	1%
000024.SZ	招商地产	118546	1078048	145823	976881	164414	1482	14686	16168	7%	2%
600048.SH	保利地产	38000	4709679	395480	3450774	351923	475	61262	61737	13%	2%
600383.SH	金地集团	15328	1689124	497000	1453408	177623	192	26233	26425	11%	2%
600052.SH	浙江广厦	117950	32359	120000	100176	43690	1474	1828	3303	6%	3%
600185.SH	格力地产	8000	197650	30000	165320	23517	100	2732	2832	9%	2%
600208.SH	新湖中宝	315120	481576	69304	566648	115017	3939	6611	10550	7%	2%
600223.SH	鲁商置业	20000	111998	71900	248268	43937	250	2207	2457	4%	1%
600240.SH	华业地产		305101		202640	11702	0	3661	3661	23%	2%
600246.SH	万通地产		188565	45500	272746	27459	0	2809	2809	8%	1%
600322.SH	天房发展		184350	127044	337009	15642	0	3737	3737	18%	1%
600325.SH	华发股份	20000	371600	80650	549670	67974	250	5427	5677	6%	1%
600376.SH	首开股份	31000	1543400	267000	670148	93170	388	21725	22112	18%	3%
600533.SH	栖霞建设	39500	246900	136700	141951	22317	494	4603	5097	17%	4%
600657.SH	信达地产	104763	165962	4500	247084	64647	1310	2046	3355	4%	1%
600736.SH	苏州高新	193400	185633	33500	263994	20995	2418	2630	5047	18%	2%
600743.SH	华远地产		260998	45300	172619	34434	0	3922	3922	9%	2%
601588.SH	北辰实业	88000	628774	24400	276491	57710	1100	7838	8938	12%	3%
000031.SZ	中粮地产	358800	181000	32000	126250	37352	4485	2556	7041	14%	6%
000046.SZ	泛海建设	1500	599500	21300	159500	40284	19	7450	7468	14%	5%
000402.SZ	金融街	350000	757917	318200	565771	136564	4375	12913	17288	9%	3%
000506.SZ	中润投资	8001	122400	2980	128934	23757	100	1505	1605	5%	1%
000558.SZ	莱茵置业	35095	59800	16250	100738	13025	439	913	1351	8%	1%
000608.SZ	阳光股份		93100	30990	60650	26709	0	1489	1489	4%	2%
000616.SZ	亿城股份	8000	96100		179790	42015	100	1153	1253	2%	1%
000631.SZ	顺发恒业		211000	30000	148170	28610	0	2892	2892	8%	2%
000638.SZ	万方地产	118	3400	50	19982	3782	1	41	43	1%	0%
000667.SZ	名流置业	18000	56467	45400	162382	28016	225	1222	1447	4%	1%
000718.SZ	苏宁环球	62170	239700	60260	278687	71401	777	3600	4377	5%	2%
000926.SZ	福星股份	112140	264097		387127	33638	1402	3169	4571	10%	1%
000979.SZ	中弘地产	50000	146921		257903	12678	625	1763	2388	14%	1%
002133.SZ	广宇集团	25000	141500	3500	158287	16629	313	1740	2053	9%	1%
002146.SZ	荣盛发展	31656	394435	122000	600322	60954	396	6197	6593	8%	1%
002208.SZ	合肥城建	14000	63615		59465	11084	175	763	938	6%	2%
002244.SZ	滨江集团	20000	517085	68694	747848	64367	250	7029	7279	8%	1%
均值										9%	2%

资料来源：WIND 东方证券研究所整理；单位：万元

二、加息周期并不一定影响地产股的超额收益

93 年以来历次利率变化后万科 A 与上证综指的股价走势证明“利率周期并不完全决定地产股的相对收益率”，加息也同样如此。历史表明：5 次加息年度中，仅 1995 年万科 A 跑输上证综指，其余 4 次均相对上证指数取得正收益；5 次降息年度中，98 年、99 年、02 年三次，万科 A 却较上证指数取得负收益。

而 95 年万科跑输上证指数，很可能是因为公司在 95 年净利润出现负增长的缘故。

图 1： 中国历年加息情况


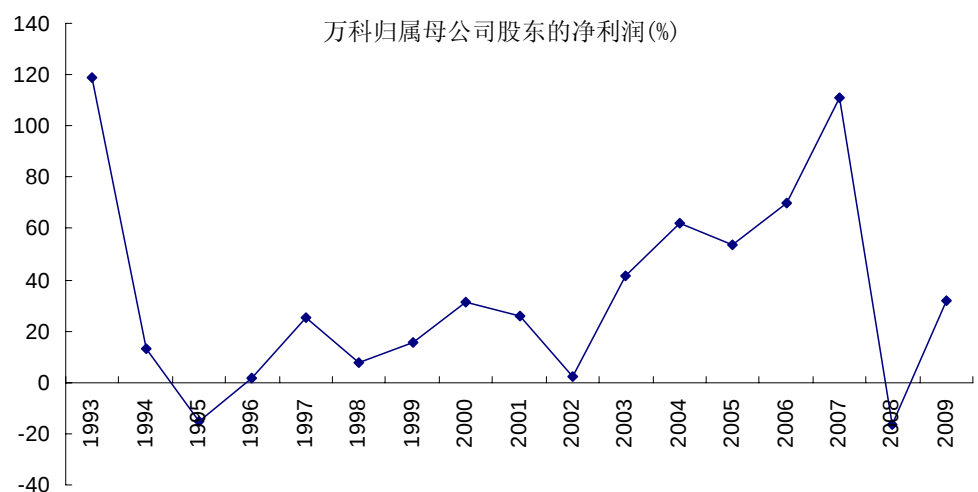
资料来源：WIND 东方证券研究所整理

表 3： 利率变化与万科 A 相对收益率情况

加/降息	利率变动时间	贷款利率:5 年以上	时间段	上证涨幅	万科 A 涨幅	万科 A 相对上证涨幅
加息 1	1993-05-15	12.24	加息日至当月底	-17.90%	-2.90%	15%
	1993-07-11	14.04	加息日至当月底	4.20%	2.00%	-2%
			5 月加息日至年底	-26.90%	-7.20%	20%
加息 2	1995-01-01	14.76	加息日至当月底	-12.10%	-9.70%	2%
	1995-07-01	15.30	加息日至当月底	13.40%	1.50%	-12%
			1 月加息日至年底	-13.20%	-32.90%	-20%
降息 1	1996-05-01	15.12	降息日至当月底	-1.65%	4.71%	6%
	1996-08-23	12.42	降息日至当月底	0.78%	10.30%	10%
			5 月降息日至年底	40.10%	119.70%	80%
降息 2	1998-03-25	10.35	降息日至下月底	12.70%	11.30%	-1%
	1998-07-01	8.01	降息日至当月底	0.00%	6.30%	6%
	1998-12-07	7.56	降息日至当月底	-5.20%	-5.10%	0%
			3 月降息至年底	-3.80%	-26.00%	-22%
降息 3	1999-06-10	6.21	降息日至当月底	23.80%	29.90%	6%

			6 月降息日至年底	0.20%	-1.60%	-2%
降息 4	2002-02-21	5.76	降息日至下月底	4.80%	-1.10%	-6%
			2 月降息日至年底	-11.30%	-23.50%	-12%
加息 3	2004-10-29	6.12	加息日至下月底	1.50%	2.40%	1%
			10 月加息日至年底	-4.10%	5.20%	9%
加息 4	2006-04-28	6.39	加息日至下月底	14.00%	-4.20%	-18%
	2006-08-19	6.84	加息日至当月底	3.60%	9.50%	6%
			4 月加息日至年底	85.80%	154.10%	68%
加息 5	2007-03-18	7.11	加息日至当月底	5.60%	0.18%	-5%
	2007-05-19	7.20	加息日至当月底	0.91%	16.90%	16%
	2007-07-21	7.38	加息日至当月底	6.10%	7.40%	1%
	2007-08-22	7.56	加息日至当月底	4.79%	-0.59%	-5%
	2007-09-15	7.83	加息日至当月底	2.40%	-5.40%	-8%
	2007-12-21	7.83	加息日至当月底	3.10%	1.90%	-1%
			3 月加息日至年底	74.50%	163.00%	89%
降息 5	2008-09-16	7.74	降息日至当月底	15.40%	17.20%	2%
	2008-10-09	7.47	降息日至当月底	-14.99%	-4.60%	10%
	2008-10-30	7.20	降息日至下月底	8.75%	17.60%	9%
	2008-11-27	6.12				
	2008-12-23	5.94				
			9 月降息日至年底	-8.30%	15.60%	24%

资料来源：WIND 东方证券研究所整理

图 2：万科历年净利润增长率（%）


数据来源：WIND 东方证券研究所整理

三、国外案例分析

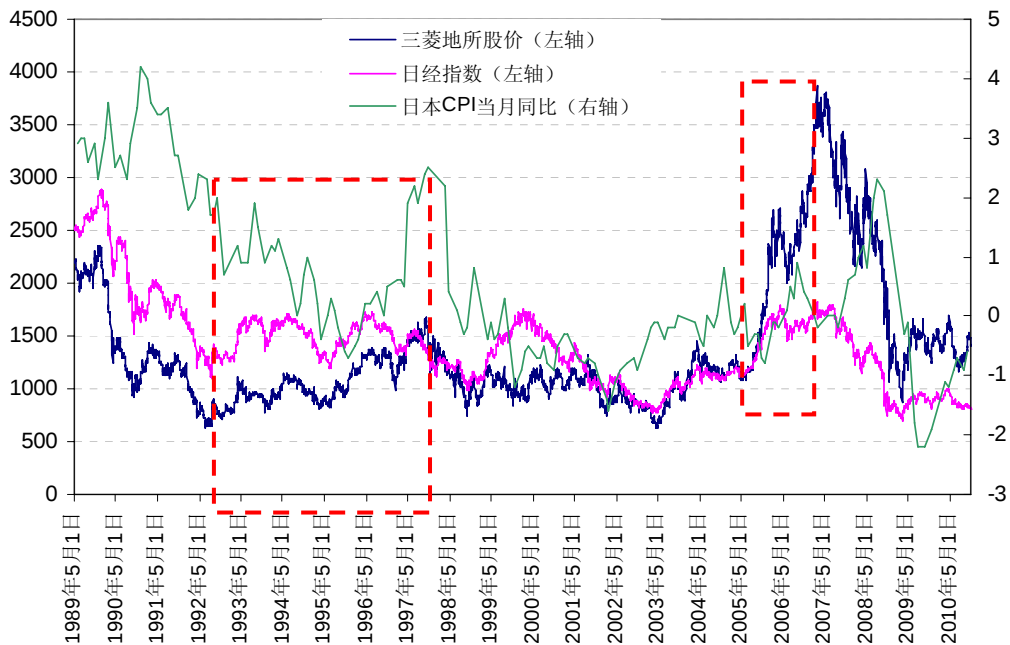
日本

从 89 年 5 月以来，日本龙头地产股“三菱地所”（8802 JP）有两次较日经指数出现明显超额收益。而这两次超额收益与日本经济向好、房价上涨具有明显趋同性，而与 CPI 及利率并不具有明显一致性。

1、第一次：1992 年 7 月—97 年 10 月。92 年 7 月，三菱地所股价从最低点 652 上涨至 97 年 10 月的 1638，累计上涨幅度达到 151%；92 年 7 月，日经指数从最低点 1170 上涨至 97 年 7 月的 1555，累计上涨幅度 32.9%；三菱地所相对指数获得超额收益 118 个百分点。我们发现，与此对应的是日本 GDP 增速从 93 年开始止跌回升，并持续到 97 年，由于宏观经济与地产具有高度相关性，宏观经济的向好给了地产股积极的预期。而当时日本的贴现率从 91 年开始持续下降，CPI 在 93 年还处于下降的通道中。

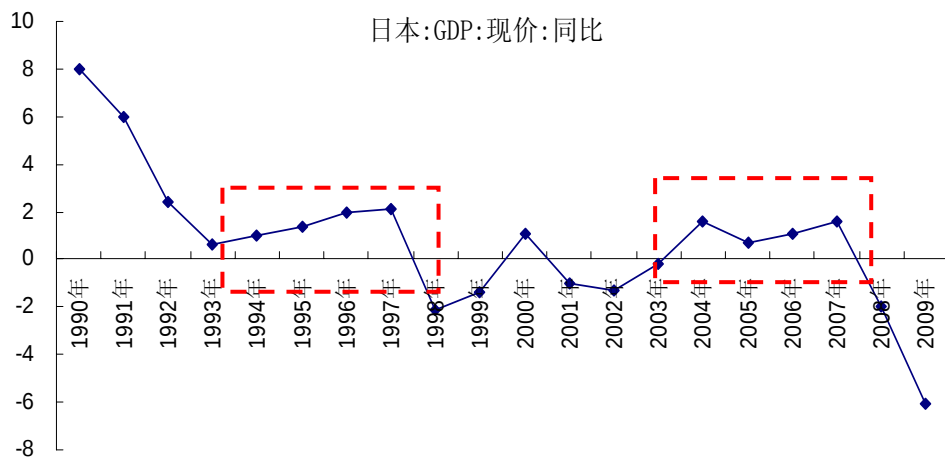
2、第二次：2003 年 4 月至 07 年 10 月。03 年 4 月，三菱地所股价从最低点 636 上涨至 07 年 10 月的 3361，累计上涨幅度达到 428%；03 年 4 月，日经指数从最低点 773 上涨至 07 年 10 月的 1677，累计上涨幅度达到 116.9%；三菱地所相对指数获得超额收益 311 个百分点。我们发现，与此对应的是日本 GDP 增速从 04 年开始实现正增长，并持续到 2007 年，而三菱地所更加剧烈的上涨处于 05 年—07 年，当时正值日本地价止跌上涨。

图 3：日本三菱地所股价与日经指数走势



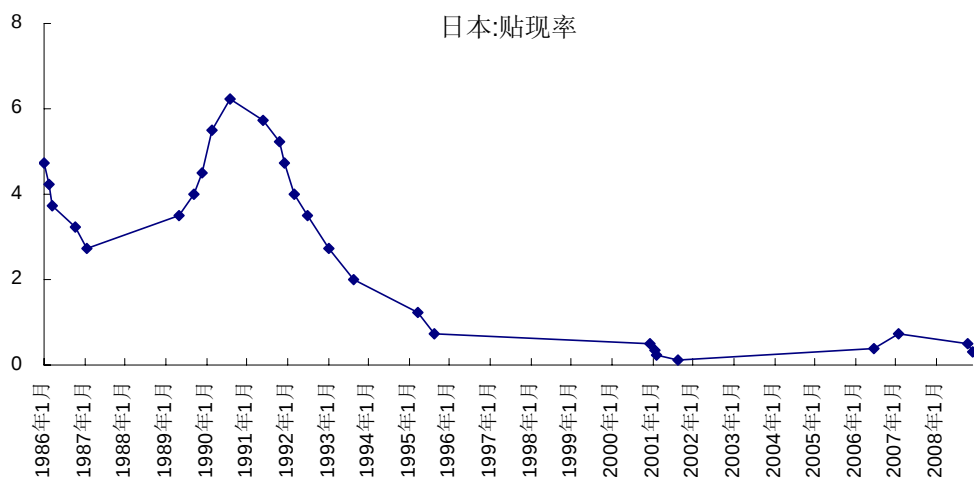
资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 4：日本 GDP 同比增速

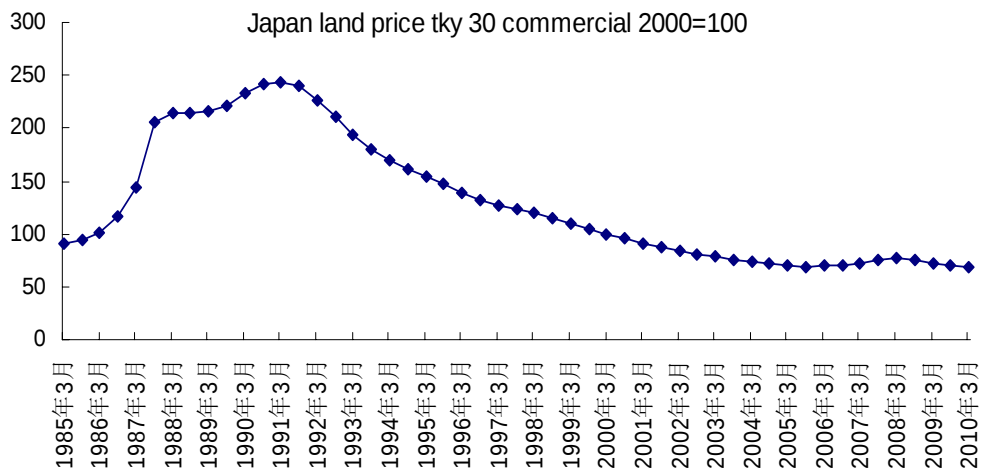


资料来源：WIND 东方证券研究所

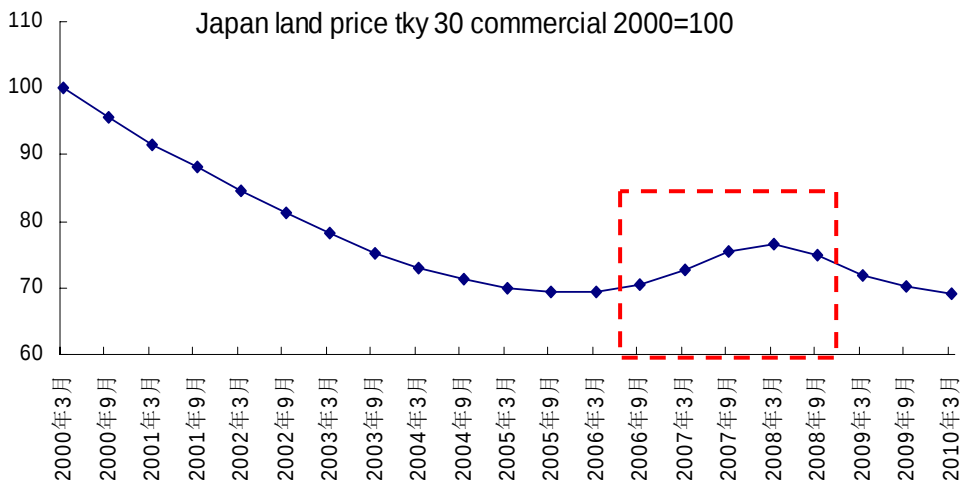
图 5：日本贴现率变化



资料来源：Wind 东方证券研究所

图 6：1985-2010 年日本地价指数走势


资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 7：2000-2010 年日本地价指数走势


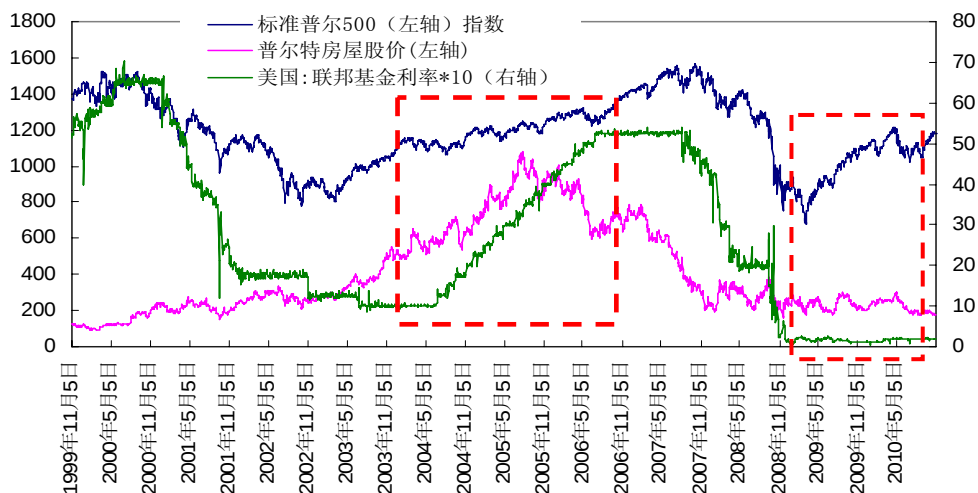
资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

美国

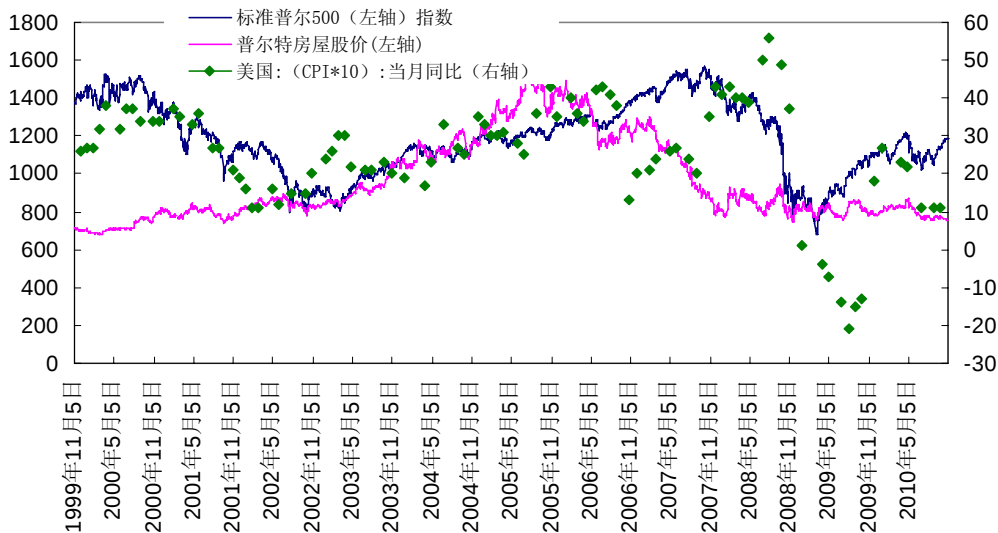
2004 年 5 月美国进入加息周期，但美国地产龙头 PHM 股价仍一路上扬直至 2005 年 8 月达到高点，期间股价上涨约 88%，而同期标普 500 指数上涨仅约 8%，PHM 跑赢指数高达 80 个点，但随后 PHM 股价一路下跌，即使是在 09 年美国基准利率接近 0 的情况下，PHM 股价仍明显跑输标普指数。

分析原因，我们发现，PHM 股价走势与 GDP 增速及房价走势的拐点高度吻合。

- 1、 美国 GDP 增速在 2001 年开始触底反弹，并持续 4 年逐渐上升，直到 05 年达到高点，随后下滑。
- 2、 美国房价从 1990 年以来呈现上涨趋势，尤其是从 2003 年开始加速上涨，直到 05 年 6 月达到高点，开始回落。

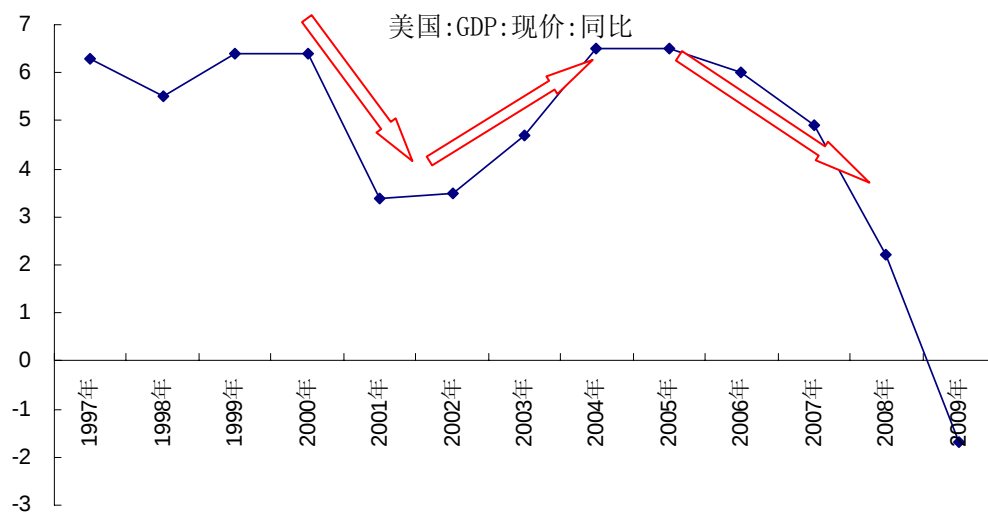
图 8：美国 PHM 股价、标准普尔 500 指数与基准利率走势


资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 9：美国 PHM 股价、标普 500 指数与 CPI 走势


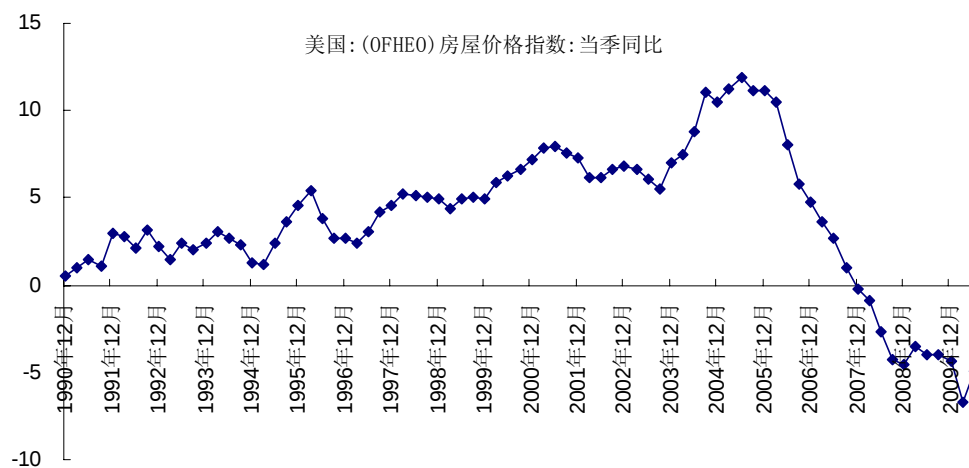
资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 10 美国 GDP 增速



资料来源：Bloomberg 东方证券研究所

图 11：美国房屋价格指数



资料来源：Bloomberg 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