

中期看，地产估值中枢将上行而非下移



东方证券
ORIENT SECURITIES

前言

- 近期与客户的交流中，我们了解到投资者普遍认为：“虽然现在地产股估值很低，但未来地产股估值中枢可能将逐渐下移，中期看，现在的低估值也许是合理估值。”对此，我们持不同观点：我们认为未来地产股估值中枢将上行而非下移。本文以万科为例进行分析。

研究结论

- **万科历史动态 PE 的 6 个阶段。**第 1 阶段：从 2000—2002 年，动态 PE 中枢约 24 倍；第 2 阶段：从 2003—2006 年，动态 PE 中枢约 13 倍；第 3 阶段：2007 年，动态 PE 中枢约 31 倍；第 4 阶段：2008 年，动态 PE 中枢约 28 倍；第 5 阶段：2009 年，动态 PE 中枢约 21 倍。第 6 阶段：2010 年，动态 PE 中枢约 13 倍。
- **6 阶段 PE 与基本面背离。**背离一：2000—2002 年，房价涨幅小，万科净利润增长率较低，但动态 PE 中枢达到 24 倍，而在 2003—2006 年，房价涨幅明显加快，万科净利润增长率大幅提升，但动态 PE 中枢却下降至 13 倍。背离二：2008 年，房价跌，净利润负增长，而动态 PE 中枢和最低值却均要高于 2003—2006 年；背离三：2009 年，房价如同 07 年一样快速上涨，公司净利润大幅增加，但 2009 年 PE 估值中枢和最高值却远不及 07 年，甚至不及 08 年；背离四：2010 年，万科销售金额创历史新高，但其估值中枢却仅徘徊在 13 倍。
- **6 阶段 PE 变化与政策高度相关。**(1)、2000—2002 年，未有针对性的地产调控政策，万科估值较高；(2)、2003 年调控开始，2004 年强化，2005—2006 年政策密集出台，万科估值处于历史最低位。(3)、2007 年 9 月前，伴随相对平静的政策，地产股在量价齐升中迎来估值盛宴。直至 2007 年 9 月二套房贷政策出台，地产股估值开始大幅下移；(4)、2008 年 9 月，尽管房价还在下跌，但“救市”政策让地产股估值触底回升；(5)、2009 年 7 月后，由于担心政策调控，尽管房价上涨，成交量保持高位，但 PE 估值达到顶峰；(6)、2010 年，在“国十一条”、“新国四条”、“国十条”、“新国五条”连续不断的重磅政策打压下，万科动态 PE 估值在低位徘徊。
- **政策对行业干扰将趋稳，中期看，估值中枢将上行。**历史告诉我们，不稳定的政策是压制地产股估值的重要原因。为什么在 2003—2010 年政策如此不稳定？根本原因是每次调控都没有从解决房地产行业真正的问题着手：如投资投机过重问题、无保障房的过度市场化问题。这些长期问题不能得以解决，导致房地产的调控只能靠频繁的出台新政。但，本次调控政策开始真正从解决这些长期问题上着手，我们已经看到保障房投资实现了史无前例的快速增长，投资投机需求得到真正抑制。随着这些制度和政策的落实和固化，政府做了该做的事情，未来政策自然将趋向稳定，政策对行业的影响将逐渐淡化。在这个逻辑下，中期看，地产估值将逐渐回升，并有望回到 2000—2002 年的 24 倍的动态 PE 水平。

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 22 日

行业表现



资料来源：WIND

相关研究报告

- 《已到“左侧”配置地产股的良好时机》 2010-11-14
- 《假若连续加息，地产股将会怎样？》 2010-11-05
- 《迎接地产反转》 2010-07-28
- 《房价调整拉开序幕，地产反弹吹响号角》 2010-06-09

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

万科动态 PE 的 6 个阶段.....	3
6 阶段 PE 与基本面的背离.....	4
6 阶段 PE 与政策的高度相关性.....	5
政策对行业干扰将趋稳，中期看，估值中枢将上行.....	6

图表目录

图 1： 万科动态 PE 变化情况	3
图 2： 房价从 2003 年开始明显上涨.....	4
图 3： 万科历年净利润增长率（%）	5
图 4： 房价从 2003 年开始明显上涨.....	5
图 5： 万科动态 PE 受调控政策影响显著	6

目前市场较为普遍的观点认为：“虽然地产股现在看来估值很低，但未来地产股估值中枢可能将逐渐下移，现在的低估值以后看来就是合理的估值水平。”对此，我们持截然相反的观点：我们认为未来地产估值中枢将上行而非下移。其理由，历史也许会告诉我们答案。

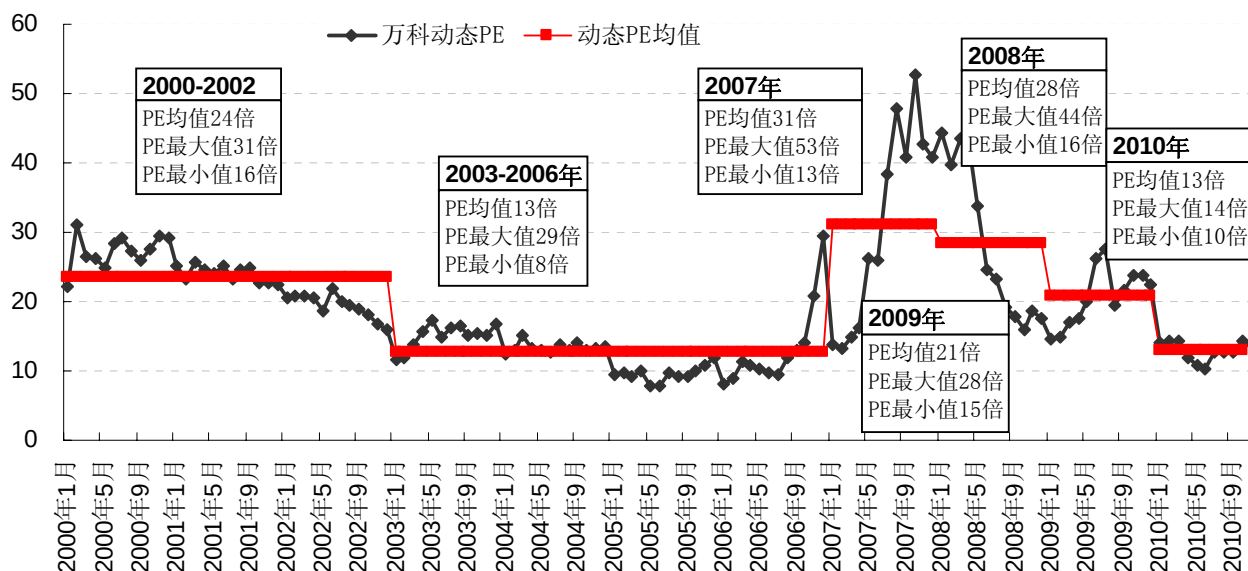
万科动态 PE 的 6 个阶段

万科做为房地产行业的标杆，其估值水平可视为行业的估值中枢。分析万科动态 PE 的历史估值变化，对未来房地产行业的 PE 估值水平具有重要的启示意义。

2000 年以来，万科月度动态 PE 可以划分为 6 个阶段：

- 第 1 阶段：从 2000 年至 2002 年，万科动态 PE 中枢为约 24 倍，最高 PE 约为 31 倍，最低 PE 约为 16 倍，且多数时间在 20 倍以上；
- 第 2 阶段：从 2003 年至 2006 年，万科动态 PE 中枢约为 13 倍，最高 PE 约为 29 倍，最低 PE 约为 8 倍，且多数时间在 15 倍以下；
- 第 3 阶段：2007 年，中国 A 股估值快速攀升的一年，万科动态 PE 中枢约 31 倍，最高 PE 约 53 倍，最低 PE 约为 13 倍，且多数时间在 20 倍以上；
- 第 4 阶段：2008 年，中国房地产历史中唯一一次主要城市房价发生下降的一年，万科动态 PE 中枢约 28 倍，最高 PE 约为 44 倍，最低 PE 约为 16 倍，且多数时间在 20 倍以上；
- 第 5 阶段：2009 年，中国房地产从底部快速复苏的一年，万科动态 PE 中枢约 21 倍，最高 PE 约为 28 倍，最低 PE 约为 15 倍，且多数时间在 20 倍以上；
- 第 6 阶段：2010 年，万科动态 PE 中枢约 13 倍，最高 PE 约为 14 倍，最低 PE 约为 10 倍。

图 1：万科动态 PE 变化情况

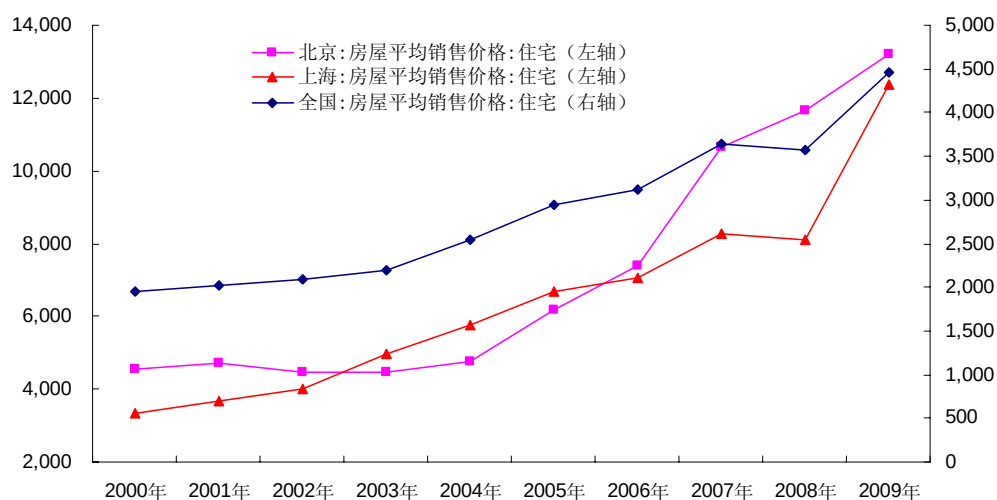


资料来源：WIND 东方证券研究所；注：动态 PE=市值/当年年报净利润

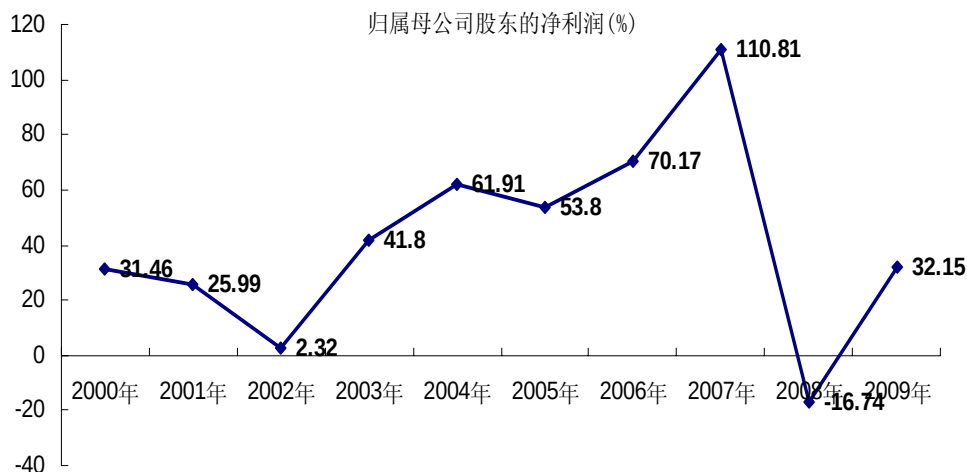
6 阶段 PE 与基本面的背离

- **背离一：**2000—2002 年，全国房价涨幅很小（见图 2），万科的净利润增长率较低（见图 3），但万科动态 PE 中枢达到 24 倍，而相反，在 2003—2006 年，全国房价涨幅明显加快，万科的净利润增长率也明显增高，但相反，万科动态 PE 中枢却下降至 13 倍。
- **背离二：**2008 年，房价跌，净利润负增长，而万科动态 PE 中枢和最低值却均要高于 2003—2006 年
- **背离三：**2009 年，房价如同 07 年一样（见图 4），快速上涨，公司净利润大幅增加，但万科 2009 年 PE 估值中枢和最高值却远不及 07 年，甚至不及 08 年。
- **背离四：**而 2010 年，就发生在我们眼前，房价未降，万科销售金额创历史新高，但其估值中枢却仅徘徊在 13 倍。

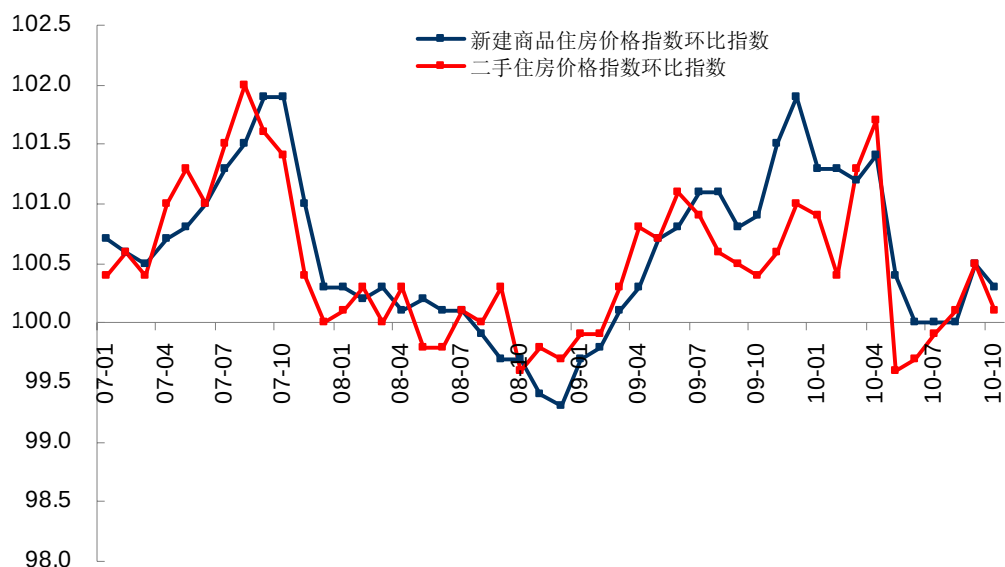
图 2：房价从 2003 年开始明显上涨



数据来源：WIND 东方证券研究所整理

图 3：万科历年净利润增长率（%）


数据来源：WIND 东方证券研究所整理

图 4：房价从 2003 年开始明显上涨


数据来源：WIND 东方证券研究所整理

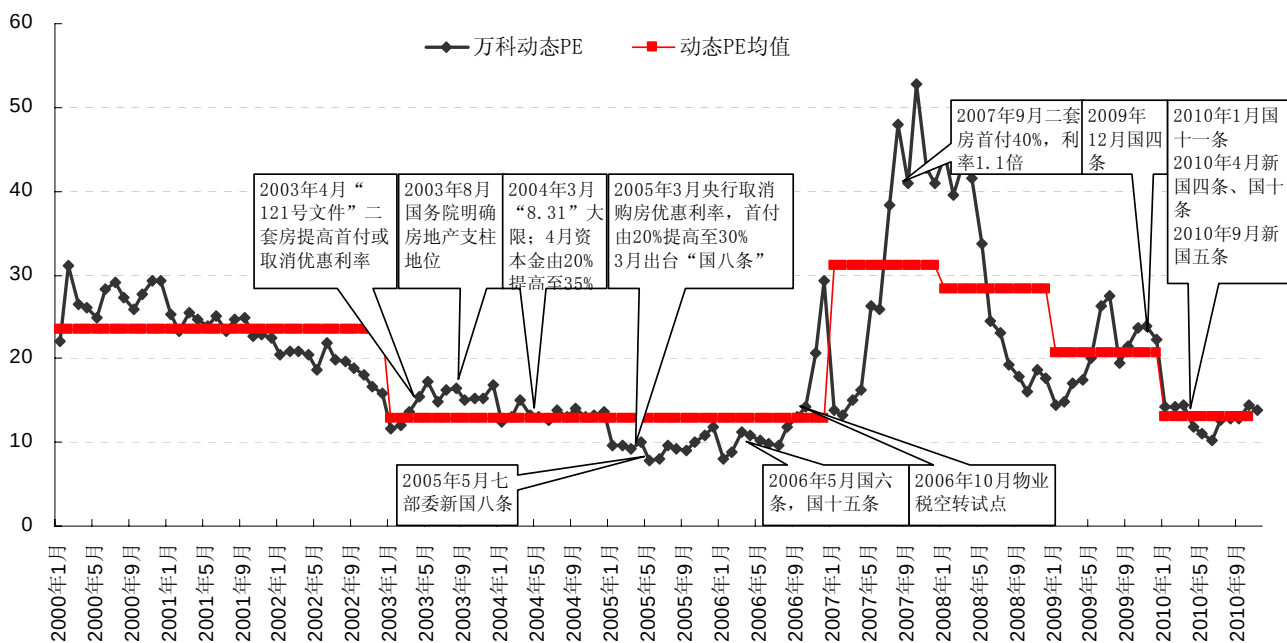
6 阶段 PE 与政策的高度相关性

反观房地产调控历史，我们发现，万科估值的变化与房地产政策密切相关（见图 5）：

- 2000—2002 年，房地产尚未有针对性的调控政策出台，这时万科估值比较高；
- 房地产调控始于 2003 年，强化于 2004 年，并在 2005—2006 年处于政策密集出台期，此时万科估值处于历史最低位。

- 2007 年 9 月前，伴随相对平静的政策，地产股在量价齐升中迎来估值盛宴。直至，2007 年 9 月二套房贷政策出台，地产股估值开始大幅下移；
- 2008 年 9 月，尽管房价尚在下跌之中，但由于房地产的“救市”政策让地产股估值触底回升，且 08 年估值高于 03—06 年间的估值底部。
- 2009 年，由于市场担心调控政策出台，尽管房价不断创新高，楼市成交量也保持在较高水平，但万科估值在 7 月就达到估值顶峰。
- 2010 年，在“国十一条”、“新国四条”、“国十条”、“新国五条”连续不断的重磅政策打压下，万科动态 PE 估值在低位徘徊。

图 5：万科动态 PE 受调控政策影响显著



资料来源：WIND 东方证券研究所整理

政策对行业干扰将趋稳，中期看，估值中枢将上行

历史告诉我们，不稳定的政策是压制地产股估值的重要原因。为什么在 2003—2010 年政策如此不稳定？我们认为，根本原因是每次调控都没有解决房地产行业真正存在的问题：如地方政府的土地财政问题、房地产投资投机过重问题、房地产无保障房的过度市场化问题。这些长期问题不能得以解决，导致房地产的调控只能是靠不断、频繁的出台政策解决市场出现的问题。无疑，不断出台的政策本身，对地产股造成了直接的巨大影响。

但，庆幸的是，本次调控政策开始真正从解决这些长期问题上着手，我们已经看到保障房投资实现了史无前例的快速增长，房产税也将酝酿出台（房产税有利于改变土地财政、改善以前不合理的需求结构，有利于行业长期健康发展）。随着这些制度和政策的落实，政府做了该做的事情，其余的

自然应该交给市场自己去解决，也就是说，未来政策将更趋稳定，对行业的影响将逐渐淡化。在这个逻辑下，中期看，地产股估值应该逐渐回升，并有望回到 2000—2002 年的 24 倍的动态 PE 水平。

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