

商业地产股投资正当时

房地产行业研究小组

联系人: 黄玉梅 8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

我们将商业地产的定义为, 与70年产权的住宅相对应的地产类型, 例如写字楼、商铺、酒店以及40年产权的酒店式公寓等形式。从经营模式上看, 分为出售型(例如鲁商置业、凤凰股份)、持有型(例如中国国贸、陆家嘴)和租售结合型(例如世贸股份)。

我们认为, 当前投资商业地产股正当时。

短期来看: 住宅调控政策, 促使商业地产投资价值显现

➤ 当前的调控政策对住宅市场影响较大, 但是对商业地产的影响有限

2010 年 4 月出台的“国版新十条”, 标志着地产行业进入新的调控周期。2010 年 9 月 30 日, 国家有关部门分别出台措施遏制部分城市房价过快上涨的政策, 标志着第二轮调控政策的开始。2011 年 1 月 26 日, 国务院出台“新国八条” 进一步研究部署房地产调控工作, 调控力度逐步升级。从政策细则来看, 首付比例逐步提高至 60%、房地产贷款条件逐步收紧、交易成本逐步提高、限购令全国扩散。房产税开始出台试点, 保障房建设目标如火如荼。

可以看出本轮地产调控政策: 首先, 严厉, 调控决心史无前例。第二, 针对住宅。我们认为, 本轮政策将对住宅市场产生较大的影响, 可以预见, 如果这一系列政策被严格落实和实施, 6-12 个月内, 政策的叠加效应将逐步传导至住宅市场, 预计 2011 年住宅市场的成交量同比下降 30%。

但是调控政策不影响商业地产的成交: 一是不存在差别化信贷, 购买商业类地产的首付要求 5 成, 基准贷款利率, 低于二套住宅的贷款要求。而且银行放贷审批相对容易。二是不存在地区、户籍的限购。可以多套、或者跨地区的购买商业类地产。三是从税费上看, 没有新的房产税政策。

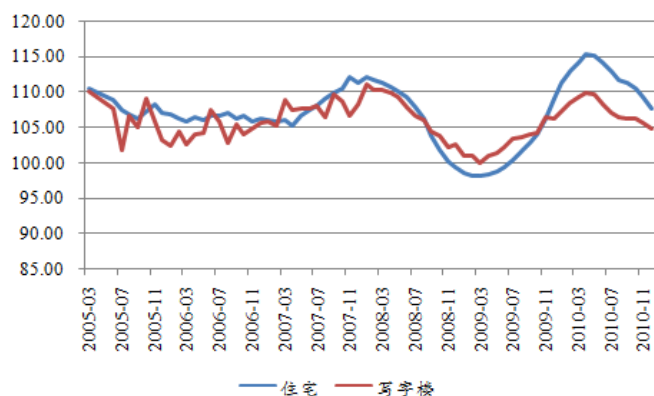
➤ 货币超发、人民币升值, 商业地产的投资属性凸显

在宏观背景下, 人民币对外缓慢升值, 资产价格将受到重估。货币超发, 人民币实质对内贬值, 而国

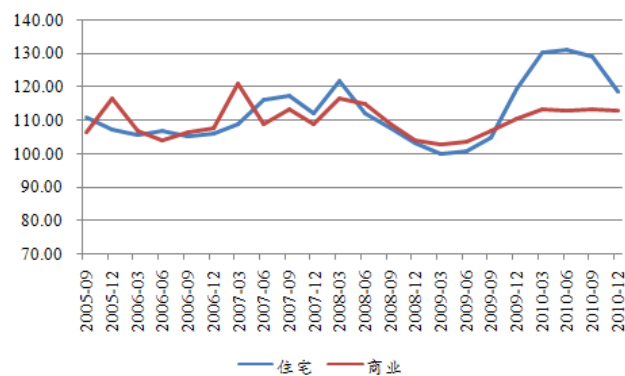
内投资渠道有限，房地产的投资属性依然存在。按照国外商住价格的规律，商业地产的价格高于住宅价格 20-30%，但是当前国内商住价格倒挂，价值存在低估（图表 1-2）。从投资收益率来看，中投顾问最新发布的《2010-2015 年中国商业地产市场投资分析及前景预测报告》显示，目前商铺回报率大约在 7%-8%之间，写字楼投资回报率约为 5%-6%之间，住宅市场的租金回报率不足 3%。商业地产的收益率高于住宅，也高于一年期存款利率。

因此，当住宅价格上涨的空间被压制住，同时收益率又不及银行存款时，社会投资资金流入商业地产的可能性增大。

图表 1 房地产销售价格指数



图表 2 土地价格指数

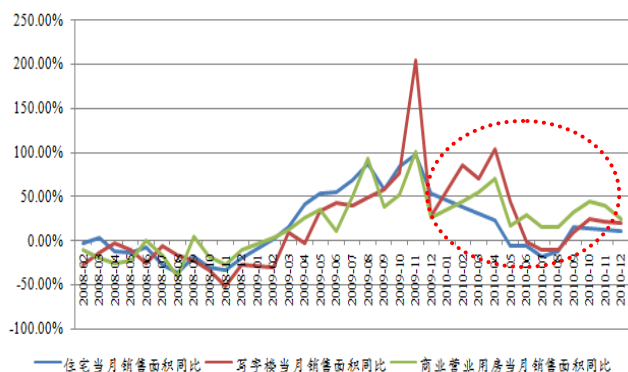


资料来源：中国指数研究院，德邦研究

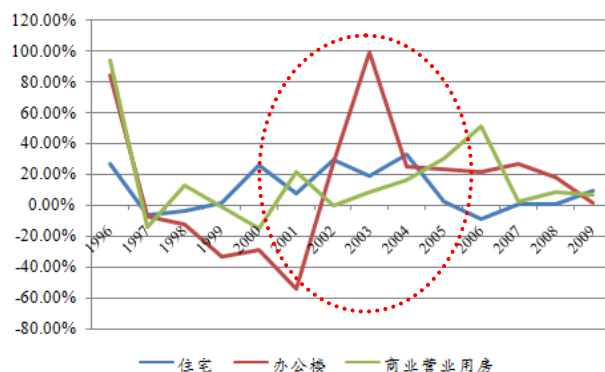
从实体层面来看，商业地产的销量回升

从图表 3 中可以看出，2008 年房地产救市政策的出台，使得住宅地产当月销售面积增速明显高于写字楼和商铺。但是从 2010 年住宅调控政策开始，商业地产当月销售面积的增速明显的高于住宅。表明，从实体层面上，投资资金将商业地产作为住宅投资的替代品，商业地产的成交量回升。

图表 3 2010 年开始商业地产销售面积增速快于住宅



图表 4 城市化中期，商业地产需求增加（上海）



资料来源：wind，德邦研究

中长期来看，城市化进程中期，商业地产将进入快速发展阶段

➤ 城市化进程中期，商业地产需求增加，并且将集中在二三线城市。

当前我国平均城市化率为 46%，预计 2020 年达到 60% 以上。一线城市的城市化率都已达到 90% 以上，二三线城市是全国城市化率提高的主力。我们认为这些城市化进程中期，对商业地产的需求将增加，表现为：（1）新兴产业的引进，对办公环境的要求增加，由于二三线城市过去对于办公楼区域，存在没有整体的规划，相对分散；以及投入较少，存量不多的现象。（2）城市化进程中，对于便民的百货、超市需求增加。（3）作为城市发展的形象，综合体地标的的需求也在增加。

上海商业地产发展的轨迹可以印证以上观点（图表 4）。上海 2002 年城市化率 47% 左右，到 2005 年城市化率达到 88% 以上，可以看出在城市化进程中期，写字楼和商业用地经历了一段快速投资期，同比增速明显快于住宅。可以预见，二三线城市的商业地产将进入一个快速发展的阶段。

➤ 保险资金入市对商业地产的推动

2010 年 9 月，保监会出台《保险资金投资不动产暂行办法》（以下简称《暂行办法》），允许保险公司资金可在遵循安全性的原则下投资不动产，拓宽了保险公司的投资渠道。按照暂行办法进行预测，预计有超过 4500 亿元人民币的险资有望进入房地产领域。而这些资金最有可能进入有着稳定租金收入、升值潜力较高的商业地产，尤其是写字楼物业，商业地产将成为最终受益者。

实际情况也表明了险资入市对商业地产具有较大的推动力。保险公司不动产投资项目纷纷涌现，提前圈定商业地产和养老地产作为未来的项目储备。2010 年末，泰康人寿、生命人寿、阳光保险、安邦财险等八家险企一起扎堆竞购北京 CBD 核心商务区的六宗地块，还分别报出最高价。

➤ 未来有利于商业地产的政策：REITS

房地产信托投资基金(Real Estate Investment Trusts, REITs)是一种以发行信托基金的方式募集资金，由专业投资机构负责进行房地产投资，收入主要来自于物业租赁收入，并将收益分配给持有者的一种的资产证券化产品。

尽管国内 REITS 的相关政策还处于研究中，没有较为确定的时间表，但是 REITS 的出台是必然的趋势。它将解决商业地产市场流通性较差、投资回收期较长等问题。当前商业地产投资的后顾之忧，也将会被逐渐解决。

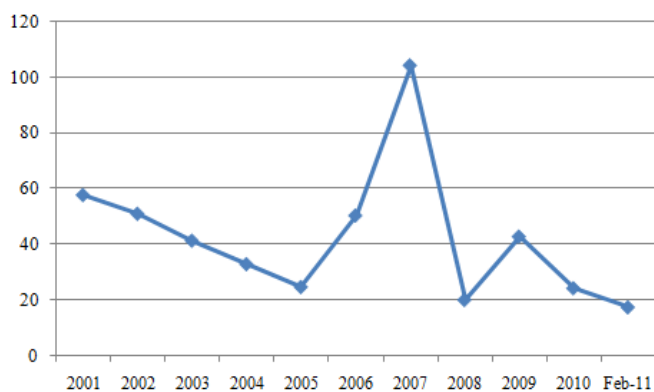
商业地产股投资正当时

从2010年调控开始，地产板块整体的估值重心就逐渐下移。尽管地产板块的估值已达到历史的低点，但是由于政策调控的风险依然存在，整个板块的投资吸引力都不大，经历了一年之久的低迷。

但是近期外部的因素悄然发生了变化，地产板块的投资机会也在逐渐的发生分化。主要表现为：从《中关村十年规划》的出台和新三板扩容的预期中，园区类地产由于估值的优势、外部因素的推动，而受到市场持续的追捧。

从另一个方面，我们可以领悟到，受住宅地产调控的影响，地产板块中存在被错杀的机会，尤其是商业地产，正如前文所分析的。而从前期的涨幅来看，商业地产的投资价值还未被市场充分认识，商业地产股投资正当时！

图表 5 房地产板块历史估值水平



图表 6 2月10-25日板块表现分化明显

分类	平均涨跌幅
房地产行业指数	4%
园区类	14.21%
住宅类	6%
商业地产类	7.42%

资料来源:wind, 德邦研究

重点投资标的

其实可以看到，大型的开发商都已经认识到住宅开发的瓶颈，逐渐地向商业地产转型。例如2009年凯德置地的毛大庆加入万科，万科开始挺进商业地产。2010年9月，金地集团也成立了自己的商业地产公司，从一个纯粹的住宅地产转而涉足商业地产。据统计，从2009年开始，大概中国排名前二十的住宅开发商，80%都开始做商业地产。

当大家都往商业地产转型时，意味着这个市场有前景，同时也意味着这市场的竞争将加大。我们认为，商业地产开发成功的要素有以下几点：一是要有商业资源，例如恒隆地产开发的港汇广场，万达集团的万达广场，能够汇聚各种层面的商业资源，并容易在各地复制；二是有特色的产品，随着竞争的加大，特色的产品将成为核心的竞争力，例如SOHO中国；三是要有较强大的资本支持。

从投资的角度来看，我们认为此阶段首先受益的是出售型或以出售为主的商业地产开发公司，表现为投资资金的转向，引起商业地产价量提升，从而带动开发公司的业绩增速。我们重点推荐鲁商置业、世贸股份、金融街和凤凰股份。

鲁商置业

- 城市综合体大型开发商初具雏形。09 年完成重组，是山东国资委旗下国有地产企业。公司正处于起步阶段，定位大型的城市综合体开发商。
- 山东为经济大省，但是城市化率低于全国平均水平。当前省内经济重点城市，正积极开展旧城改造、城市形象建设工程，商业地产需求大增。
- 大股东鲁商集团拥有百货、超市、旅游、教育等多元资源，能够对上市公司给予资金支持和资源支持。从公司现有开发项目的运作来看，项目的销售和外地扩张，都有较明显的促进作用。
- 我们认为公司未来面临销售收入提升、盈利能力进一步改善的转折，给予公司“买入”评级。2010-2012 年公司营业收入将达到 27 亿、46.8 亿和 67 亿，对应 EPS0.44 元、0.97 元和 1.37 元。2011 年 PE 为 8.53 倍。从 RNAV 计算，每股价值 13.5 元，对应当前价格折价 40%。给予 2011 年 12 倍的 PE，对应目标价 11.6 元。

世贸股份

- 公司为国内商业地产的龙头企业之一，定位于长三角和环渤海湾区域的二三线城市。当前公司拥有规划建筑面积超过 800 万 m^2 的土地储备，位居国内上市商业地产公司土地储备量前列。楼面土地成本每平方米仅为 1600 元左右，平均销售价格超过万元，盈利能力强。
- 多业态开发：公司具体商业业态包括住宅、酒店式公寓、酒店、商业、办公楼等十几种业态的多元化综合物业。其目标定位为当地的中高端消费人群。多样化的业态能够最大程度地满足城市人群对商业设施与服务全方位、多元化的需求。
- 租、售和自营相结合之商业和盈利模式兼顾长、短期利益。公司计划未来有待开发的商业地产项目，出售的比例总体上大致为 60%—70%，用于出租和自持的比例大致为 30%—40%。用于出售的商业地产部分，可以加快公司资产和资金的周转速度；用于出租的部分，可以为公司带来稳定的租金收入，还可以享受项目培养成熟后以及时间沉淀所带来的物业升值。
- 盈利预测和投资意见：2010-2012 年公司 EPS 为 0.70, 1.3 和 1.6 元。2010 年净利润同比增长 300%。2011 年的 PE 为 10 倍，估值低，给予“买入”评级。

金融街

- 国内商业地产龙头，商住结合的开发模式。公司当前商务地产项目储备约为 224.47 万 m^2 ，住宅项目储备约为 541.92 万 m^2 ，自持物业约为 47 万 m^2 。未来公司的战略立足北京，以天津、重庆为重点布局区域。另外计划继续扩大自持物业的面积，加快自持物业的发展并提升自持经营水平。
- 拥有丰富的金融机构资源、商业项目对外扩张优势明显。北京金融街建成区吸引了 530 多家金融管理机构、银行和非银行金融企业、国家电信运营商及知名公司入驻，基本确立了金融街作为国家级金融管理中心区的格局。公司成功地树立了金融街的品牌，在商务地产、特别是高级写字楼这一领域具有

较高的声誉，同时也得到其他省市政府的肯定，有利于公司进驻其他城市发展建设。

- 财务状况优良，价值严重低估。公司当前资产负债率 65%，扣除预收账款的资产负债率为 54%。现金 87 亿，达到当前市值的 45%。财务状况优良，价值低估。预计 10 年、11 年和 12 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.87 和 1.04 元，2011 年 PE7.5 倍，当前 PB1.24 倍。给予“买入”评级。

凤凰股份

- **公司介绍:** 09 年 12 月，凤凰股份借壳 ST 耀华，完成了资产置换与注入。公司作为年轻的地产开发商，提出“文化地产”独特模式，凭借大股东的优势，公司有望快速成长。
- **公司发展的三大潜力:** (1) 文化产业振兴的政治需求下，凭借大股东在文化产业的优势地位，文化地产模式将得到推广，土地储备规模有望快速扩张。(2) 现有储备内涵价值高，未来的储备也有望占据 CBD 或准 CBD 的核心位置，未来盈利空间大；(3) 大股东的大力支持。
- **现有项目将在明后年集中竣工，业绩有望翻番:** 由于项目储备少，今年结算的项目仅有和熙 A 地块的住宅部分。目前公司正在加紧开工建设，从 10 月份开始，凤凰和美项目以及和熙 B 地块（商业部分）将形成供应。由于这两个项目位置佳，公司的定价也以快速销售为策略。预计 2011 年的结算收入将同比增长 87%。我们预计，公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.27/0.64/0.84，明年业绩有望翻番。
- **盈利预测和投资意见:** 公司目前土地储备在行业中偏少，但是位置决定了其含金量较高。“文化地产”的模式如果顺利推广，公司的项目储备有望快速扩张。大股东的强力支持，是公司快速成长的重要因素。2010-2012 年 EPS 为 0.27/0.64/0.84，对应 PE 为 28.6/12/9.19。RNAV 为 6.3 元/股。当前价格具有一定的安全性。考虑公司的成长性，我们给予公司“增持”评级。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。