

房地产

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

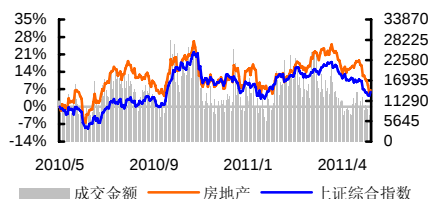
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	112
总市值(亿元)	8729
占A股比例(%)	3.21%
平均市盈率(倍)	79.13

行业表现

(%)	1M	3M	6M
房地产	-7.37	-5.51	-1.21
上证综合指数	-5.77	-5.56	-2.72



相关报告

《房地产-成交量续增, 房价仍僵持--21个城市周交易报(5.23-5.29)》2011-5-30

《房地产-成交量继续回升, 多数城市价格稳定--21个城市周交易报(5.16-5.22)》2011-5-24

《房地产-成交量回升, 多数城市均价上涨--21个城市周交易报(5.9-5.15)》2011-5-17

房地产行业

看好

2011 中国房地产上市公司研究成果发布会会议纪要

2011年6月1日, 我们参加了中国指数研究院“2011中国房地产上市公司研究成果”发布会暨“第九届中国房地产投融资”会。详情如下:

纪要要点:

- 通过对120家沪深上市房地产公司和36家大陆在港上市房地产公司进行研究, 发现整体情况**业绩突出, 经营规模上升**, 平均资产规模达194.82亿元; **营业收入实现持续增长**, 营业收入超50亿元的沪深上市房地产公司达15家, 大陆在港上市房地产公司达21家; **市场整合能力提升**, 2010年中国房地产市场并购案发生近90起; 企业区域扩张能力加强, **业务布局朝二三四线发展**; **运营效率提高, 财富创造能力EVA显著提高**。资金趋紧, 资产负债率提高, 流动比率下降, 短期偿债能力减弱; 每股经营现金流均值由正转负; 存货均值上升, 资本成本上升, 资金压力变大。估值明显下降, 投资价值显现, 平均市盈率下降, 平均市值同比下降2成左右。
- 本次会议发布了**2011中国房地产优秀上市公司名单**: 包括万科、保利、招地、金地在内的沪深上市房地产公司综合实力TOP10、财富创造能力TOP10和投资价值TOP10, 陆家嘴、浦东金桥、苏州高新在内的园区开发上市公司竞争力TOP10, 中国海外发展、华润置地、富力地产在内的大陆在港上市房地产公司综合实力TOP10、财富创造能力TOP10和投资价值TOP10, 以及包括万科、中国海外发展、保利地产在内的中国房地产上市公司社会价值典范。
- 2011年的宏观经济形势, 新兴市场增长将高于发达国家, 但新兴市场国家通胀更严峻。预计中国经济增长9%趋稳, 全年CPI4.5%, 下半年通胀走高概率较低; 未来利率仍将提高, 而且不会再下降。用房地产总资产价值(商业、住宅等全部房地产存量)占GDP的比重来衡量泡沫化的程度, 结论为**中国有资产泡沫化的风险, 但泡沫还没出现**。
- 随着一系列政策的实施, 中国房地产市场发生了四大变化: 1 **过度膨胀的住宅需求正在变化**, 投资性需求受到抑制, 恐慌性需求得到缓解, 超前性需求趋于理性; 2 **过度宽松的信贷环境正在发生变化**, 信贷规模逐渐收紧, 利率趋于正常化; 3 **过度快速上涨的房价正在变化**; 4 **过度低风险的盈利机会正在变化**, 竞争风险加大, 优胜劣汰加速。
- 融资渠道探讨**: 各大企业目前除了传统的间接融资银行贷款和发债外, 主要尝试信托, 但资金成本较高。未来可尝试以房地产项目为基础的资产管理公司的金融产品进行融资, 或发行人民币房地产基金、REITS产品等, 或在海外及私人债券市场发债, 或发行银行中期票据, 若银行间债券市场能对房地产企业放开也可尝试。

风险提示:

注意国内外经济增长、居民收入、企业盈利低于预期、政策调控超出预期等的风险。

“2011 中国房地产上市公司研究成果”发布会 暨“第九届中国房地产投融资”大会会议纪要

时间：2011 年 6 月 1 日

研究主办：国务院发展研究中心企业所 清华大学房地产研究所 中国指数研究院

一、2011 中国房地产上市公司研究方法体系介绍

主讲嘉宾：中国房地产 TOP10 研究组联席组长 刘洪玉

多轮调控累积效应逐渐显现，部分城市交易趋冷，信贷政策持续趋紧，房地产市场面临更复杂的市场与融资环境。

研究对象：境内外市场公开上市，业务收入主要来自中国大陆。

方法体系：增加了对企业营业收入、净利润等指标的预测分析；增加了对房地产关联产业上市公司的研究。

房地产上市公司需紧跟市场热点和发展方向，利用区域差异和产品差异趋利避害，凸显自身投资价值。

二、2011 中国房地产上市公司研究报告

主讲嘉宾：中国房地产 TOP10 研究组项目研究负责人 张秋芳

包括开发企业：120 家沪深上市公司和 36 家大陆在港上市公司

1. 业绩突出

(1) **经营规模上升**，平均资产规模 194.82 亿元。沪深上市房地产公司总资产均值达 122.32 亿元/同比上涨 33.89%，大陆在港上市房地产公司平均总资产达 436.48 亿元/同比上涨 29.47%。

营业收入实现持续增长。沪深上市房地产公司营业收入均值为 29.69 亿元/增 27.43%；大陆在港上市房地产公司的营业收入均值达 103.73 亿元/增 51.33%，对沪深上市公司的领先优势增加。营业收入超 50 亿元的沪深上市房地产公司达 15 家，大陆在港上市房地产公司达 21 家。大陆在港上市房地产公司营业收入在 100 亿元以上的有 12 家，占总体营业收入比重达 72.03%。

市场整合能力提升，2010 年中国房地产市场并购案发生近 90 起。

企业区域扩张能力加强，**业务布局朝二三四线发展**。

(2) **运营效率提高**：快速开发，快速销售，存货周转率均值提高 6 个百分点。

(3) **财富创造能力显著提高**：EVA（扣除债务成本和股权成本）均值达 3.47 亿元，沪深上市房地产公司的 EVA 均值为 1.71 亿元，大陆在港上市房地产公司的 EVA 均值达 9.31 亿元。

2. 资金趋紧

(1) **资产负债率提高**，沪深上市房地产公司的资产负债率为 63.19%，在港大陆在港上市房地产公司的资产负债率为 66.31%。**流动比率下降，短期偿债能力减弱。**

(2) **每股经营现金流均值由正转负；存货均值上升，资本成本上升，资金压力变大。**

3. 投资机会显现

(1) **平均市盈率下降**，沪深上市房地产公司的市盈率由去年的 39.24 下降至 24.26，大陆在港上市房地产公司的市盈率由去年的 15.60 下降至 7.62，估值明显下降，进入了一个相对合理的区间，投资价值显现。

(2) **平均市值下降**，沪深上市房地产公司平均市值 78.64 亿元，大陆在港上市房地产公司平均市值 181.74 亿元，同比均下降 2 成左右。

三、2011 中国房地产优秀上市公司名单

主讲嘉宾：中国房地产 TOP10 研究组办公室主任 黄瑜

1. 2011 沪深上市房地产公司 TOP10 研究

2011 沪深上市房地产公司综合实力 TOP10		2011 沪深上市房地产公司财富创造能力 TOP10		2011 沪深上市房地产公司投资价值 TOP10		2011 园区开发上市公司竞争力 TOP10	
2011 排名	股票简称	2011 排名	股票简称	2011 排名	股票简称	2011 排名	股票简称
1	万科 A	1	万科 A	1	万科 A	1	陆家嘴
2	保利地产	2	保利地产	2	保利地产	2	浦东金桥
3	金地集团	3	华侨城 A	3	金地集团	3	苏州高新
4	招商地产	4	金地集团	4	招商地产	4	张江高科
5	金融街	5	招商地产	5	金融街	5	南京高科
6	华侨城 A	6	北京城建	6	华侨城 A	6	东湖高新
7	首开股份	7	新城 B 股	7	北京城建	7	海泰发展
8	滨江集团	8	滨江集团	8	首开股份	8	长春经开
9	嘉凯城	9	亿城股份	9	中粮地产	9	高新发展
10	北京城建	10	中南建设	10	福星股份	10	粤宏远 A

2. 2011 中国大陆在港上市房地产公司 TOP10 研究

2011 大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10		2011 大陆在港上市房地产公司财富创造能力 TOP10		2011 大陆在港上市房地产公司投资价值 TOP10	
2011 排名	股票简称	2011 排名	股票简称	2011 排名	股票简称
1	中国海外发展	1	中国海外发展	1	中国海外发展
2	恒大地产	2	龙湖地产	2	恒大地产
3	华润置地	3	合生创展集团	3	华润置地
4	富力地产	4	富力地产	4	雅居乐地产
5	合生创展集团	5	碧桂园	5	合生创展集团
6	龙湖地产	6	华润置地	6	富力地产

7	碧桂园	7	SOHO 中国	7	龙湖地产
8	雅居乐地产	8	佳兆业集团	8	碧桂园
9	SOHO 中国	9	宝龙地产	9	合景泰富
10	绿城中国	10	方兴地产	10	佳兆业集团

3. 2011 中国房地产上市公司社会价值典范

2011 中国房地产上市公司 社会价值典范
万科 A
中国海外发展
保利地产
招商地产
金地集团
天房发展
绿城中国
首创置业
福星股份
禹洲地产

四、解析 2011 宏观经济形势

主持嘉宾：摩根士丹利亚洲董事总经理 姜刚

今年新兴市场增长将高于发达国家。新兴国家通胀更严峻，主要原因是发展中国家食品、能源占 CPI 权重较大。

预计中国经济增长 9%趋稳，全年 CPI 4.5%。

通胀：从公式来看，货币总量/商品总量，因此分析原因时应该从货币总量来看，粮价、油价是表象和结果，供应变化不大，货币才是原因。货币增速去年底见顶，但 CPI 仍在冲高，但这是短期波动，不可能背离长期趋势。**全年 CPI 不会太高，下半年通胀走高概率较低。**

政策：从宽松到稳健。商业银行利率是保底但不封顶。中国利率环境已经进入了由量定价、高利率时代。以往中国债务成本过低导致产能过度扩张，以后将维持高利率。根据发达国家经验，1 年期贷款利率等于年均名义 GDP 增速。中国过去名义 GDP 增速 10%以上，但利率 7%以下。**未来利率将提高，而且不会再下降。**

日本对中国影响较小。能源缺口不会造成长期推高油价。美国经济虚火，美国经济复苏吸引资金离开中国可能性不大。中国股市市盈率低于美国，估值不合理。欧洲结构性问题。主权货币的信用危机正在弥漫。次债危机和欧债危机本质相同。根本的解决出路是新兴国家的超主权货币出现。M2 增速过高，和中国过度依赖间接融资，融资效率低有关。借鉴日本经验，主要是控制泡沫。

跨门类资产市场展望：1. 新兴国家 2. 风险资产，偏重股权，回避固定收益。因为通胀将是财富的最大敌人。

房地产总体估值：房地产总资产价值（商业、住宅等全部房地产存量）占 GDP 的比重可以衡量泡沫化

的程度。其中日本八十年代此比例达 600%-800%，香港 1997 年达 400%，大陆前十城市达 150%，大陆为 110%。因此，从这个比例来看，中国有资产泡沫化的风险，但泡沫还没出现。

五、当前房地产政策对中国房地产上市公司的影响

主讲嘉宾：住建部政策研究中心副主任 秦虹

房地产市场四大变化：

1. 过度膨胀的住宅需求正在变化

06 年销售面积与竣工面积基本持平；07 年销售面积上涨 25%，竣工面积上涨 5%；09 年销售面积上涨 44%，竣工面积上涨 6%；10 年销售面积上涨 8%，竣工面积上涨 2.7%。

（1）**过度投资性需求正在并将受到政策抑制。**“房产税试点+限购”抑制了投资性需求。政策在今后的发展中一段时间内将会持续。

（2）**过度恐慌性需求目前伴随预期变化得到缓解。**严厉的政策，信贷紧缩，资本成本的上升，以及 5 年内建设 3600 万套保障房，使市场预期发生了变化，房价过快大幅上涨在短期内不会出现。

（3）**过度超前性需求也将趋于理性。**去年 9 月份北京平均购房年龄 29 岁，今年变为 39 岁，

以“住”为核心，企业创新需要着力提高住宅使用的附加值。

2. 过度宽松的信贷环境正在发生变化

信贷规模逐步收紧，利率正在进一步趋于正常化。资金使用成本提高是大势所趋，目前 6%以上，还会升。但加息使利差扩大，热钱流入更多，人民币升值压力增大。因此，加息还会继续，但人民币升值压力会制约加息的频率和幅度。

企业偏重于间接融资、债券融资的观念需要应势改变，未来更多考虑直接融资、股权融资。

专业化机构投资型企业的出现将有利于市场健康发展。

3. 过度快速上涨的房价正在变化

抑制房价的过快上涨是管理通胀预期、减缓贫富差距扩大的重要方面。房价会影响通胀预期，且间接传导至 CPI；是否购买房产决定几年后家庭财富的多少。

政府控制投资性需求的政策将是长期性，这也是世界范围内的通常做法。

增加供应的措施也将有助于调整供求关系。

依靠房价、地价快速上涨的盈利模式难以持续。

4. 过度低风险的盈利机会正在变化

今后企业在竞争中的风险加大，优胜劣汰加速。2010 年并购案近 90 起，2011 年 1 季度 32 起，并购案例与金额创单季度新高。

企业应具有良好的法律意识，较强的社会意识。

六、对话研讨：当前形势下房地产上市公司融资渠道探讨

主持嘉宾：中国指数研究院指数中心总经理 侯瑞波

招商地产董事会秘书刘宁：作为国企外界认为我们融资有优势。银行授信尽可能支持，但最近有些吃力，随着准备金的提高银行想要收回部分贷款。需要寻求其他途径：以房地产项目作为基础，利用资产管理公司的金融产品，是未来唯一的出路。需要好的项目，资产管理公司的评估，渠道，投资者等多方。

宝龙地产：公司 09 年 10 月在香港上市，上市以来半年内发了两次债券，最近可能再做一期。境外融资渠道更通畅。贷款外，尝试信托，但银监会最近出台了窗口指引，导致信托融资成本也较高。公司持有大量物业，商业地产，REITS 3 年内可能没有突破。银行间债券市场，对非银行机构在放开，未来可能对房地产企业放开。人民币房地产基金，可能在两三年内是重点方式。

龙湖地产执行董事秦力洪：公司今年海外发债 10 亿美元。1. 资本逐利，只要有好的项目，肯定是可以融到资金，海外热钱较多。2. 债券市场更看重资产的保值性，而不是成长性，与股票市场看土地储备未来增长相反。企业要兼顾不同融资渠道投资者的偏好。既稳健，又快速发展。3. 最重要的是快速销售回款的能力，比融资能力更重要。

瑞士信贷亚太区房地产融资部董事陈军余：境外投资者对中国房地产判断：调控压缩了房地产企业的盈利空间（限购、加息），因此投资者对股票不看好，对债券看好，尤其是一些资产质量较好的企业。因此，企业海外发债目前是很好的机遇。海外除债券(bond)外，还有私人借款(private debt)，国外一些富人对上市公司很感兴趣，信息透明。

股票的价值发现：若有信号表示调控力度不再加强，股价会反弹。

天房发展总会计师王大锋：天房发展成立至今 30 年，2001 年上市至今已 10 年，国企背景。最近 5 年时间，天房将很大精力放在保障房上。最初经济适用房，然后限价房，现在参与公租房。保障房项目目前除廉租房外，其余都已参加。成立保障房建设基金，用于购买保障房地块。探讨 REITS 产品，但受调控影响，未获人行批准。07 年之前，定向增发 3.5 亿元，资金用于购买保障房土地。08 年，申请 3 亿公司债，09 年获批。09 年申请 8 亿公司债，至今未获批，目前国土资源部正在审核公司合规性，有获批可能。2011 年将做银行中期票据，限制性条件之一是开发产品中一部分列入国家 1000 万套保障房计划，天房有优势，应该没问题，成功概率较高。上市公司今年在建项目 60-70 万平米，承揽公租房建设 120 万平米/2000 套（政府投入资金，公司只是代建）。公司希望在可出售的情况下，做一些项目，中间只要解决好公租房的利息问题。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

陈舒静: 实习生, 某国内著名大学硕士研究生。

张 岩: 实习生, 某国内著名大学硕士研究生。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434