

2009年投资策略报告会

从融资和分红看房地产公司的投资价值

张朝晖 陈莹

2008年12月5日

总体判断

- 我国房地产市场经济始于停止福利分房的1998年，至今已高速发展了十年，于2008年三季度确认进入了衰退，这一衰退过程至少要持续2年。
- 国务院24号文重新划分了新增建设用地的用途，只有30%的用地可供上市公司开发产品，上市公司的成长性将大大降低，甚至出现负增长。
- 09年的投资获利机会将在能够融资的国企房地产公司和房地产债券中出现。

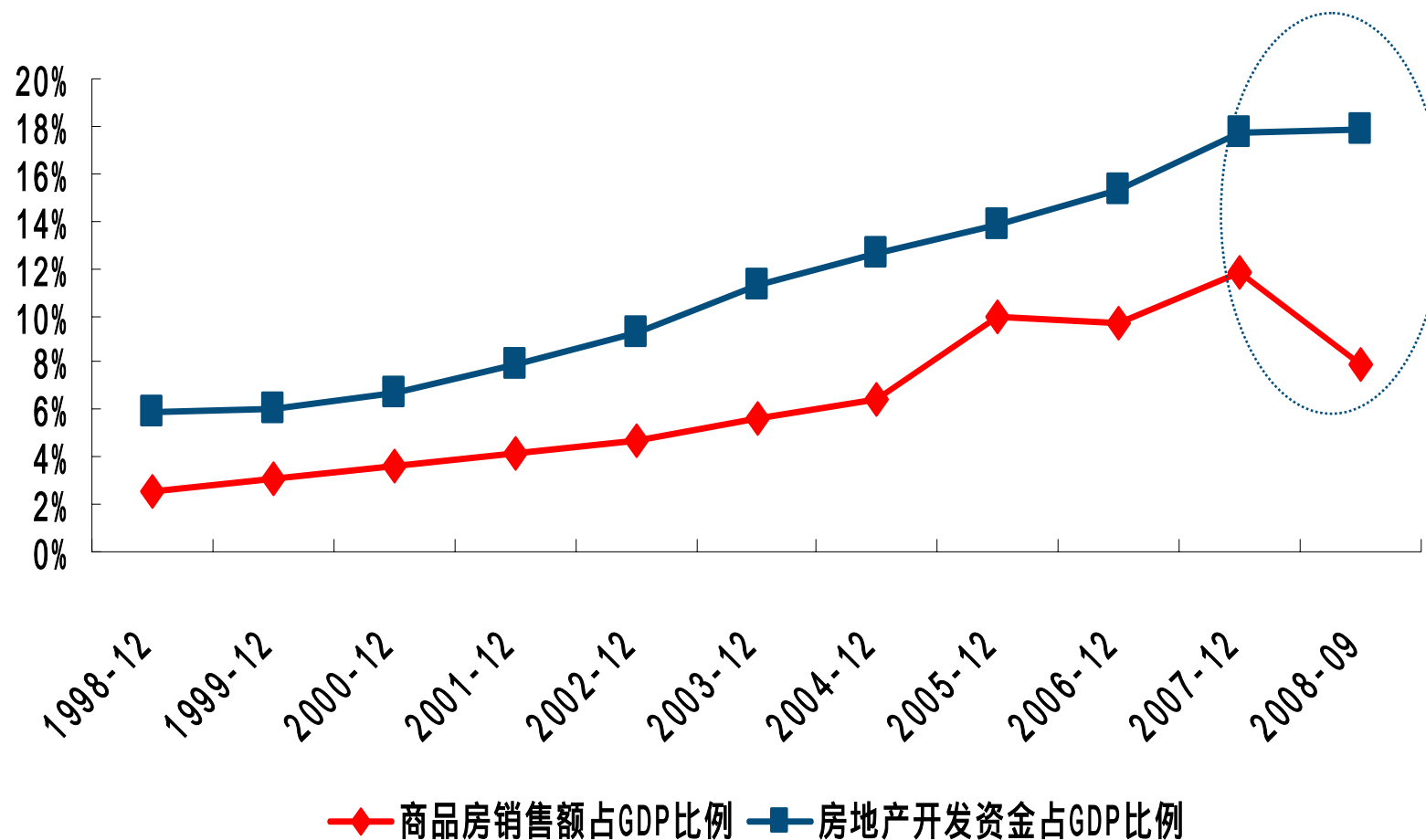
提纲

- 行业大背景：结构调整加剧 商品房开发销售双下降
- 从上市公司看行业：利润率高企 销售预收同回落
- 投资策略：从融资和分红看房地产公司的投资价值



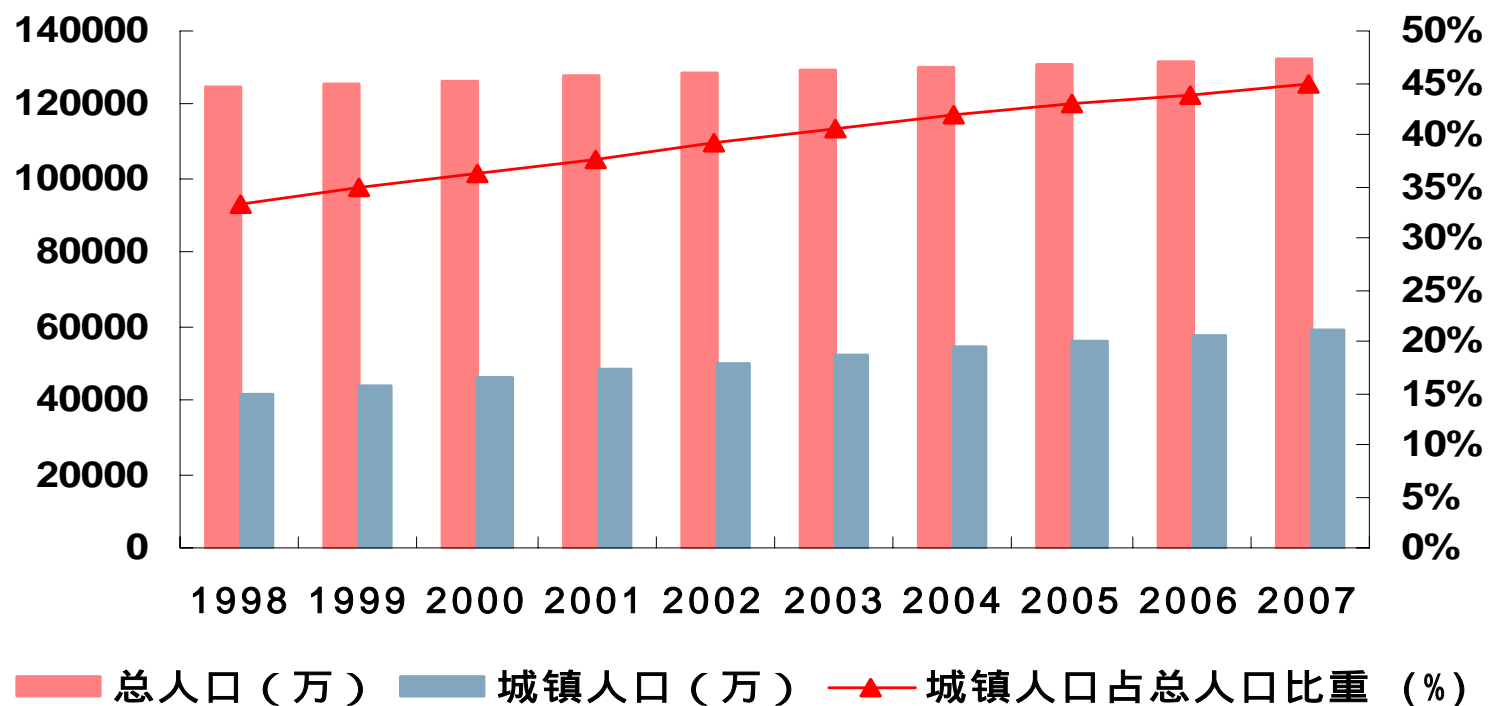
行业大背景：在GDP中举足轻重

图1：我国商品房销售额和房地产开发资金占GDP比重



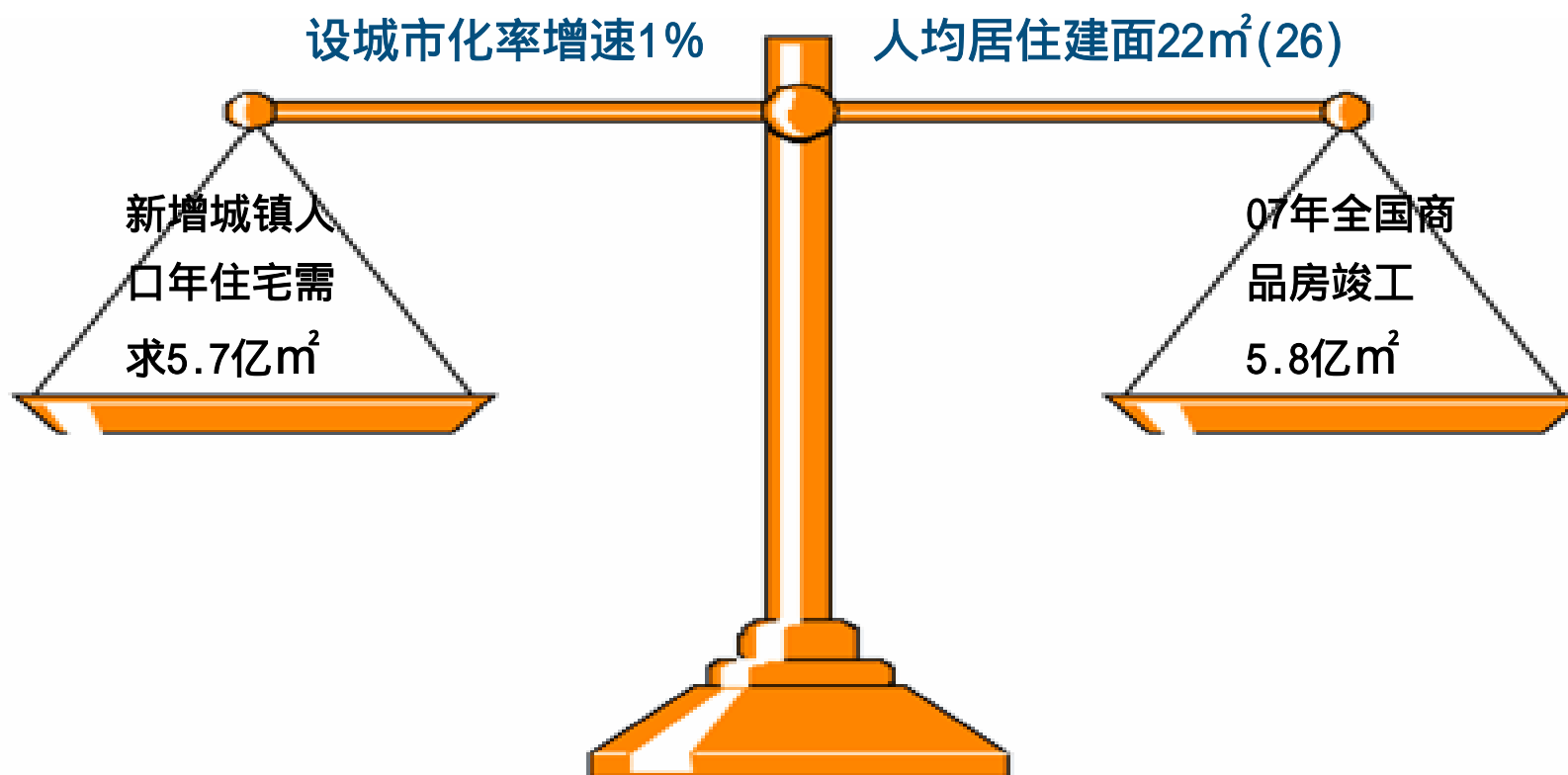
行业大背景：城市化进程增速平稳 需求强劲

图2：1998 - 2007年全国总人口和城镇人口比较



- 城市化率年均同比增速不低于1.2%

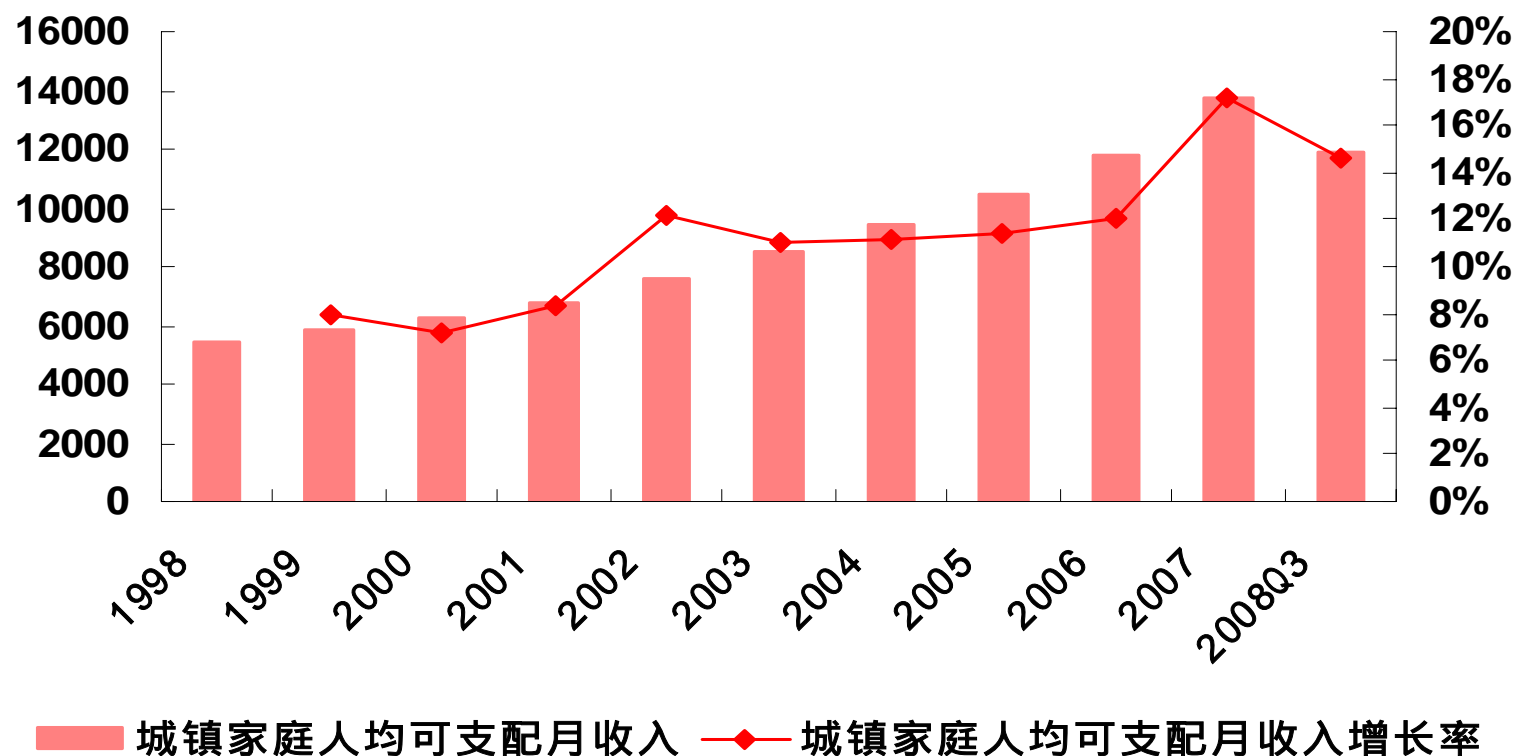
行业大背景：城市化进程增速平稳 需求强劲



行业大背景：居民可支配收入持续增长

图3：1998 - 2008年全国城镇家庭人均可支配收入增长情况

元

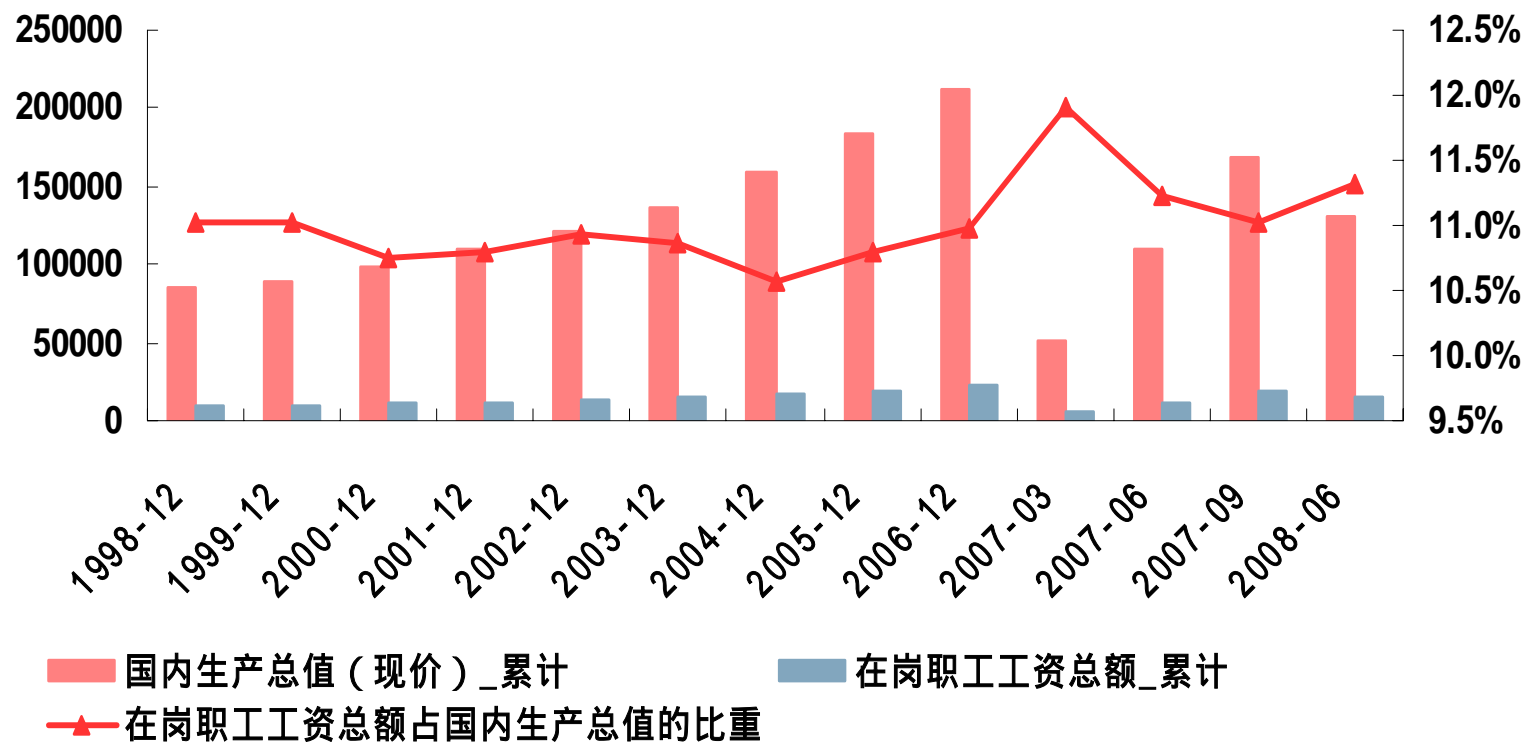


● 平均数统计上有意义,实际情况有偏差

行业大背景：职工工资占GDP份额稳定

图4：1998 - 2008年全国城镇家庭人均可支配收入增长情况

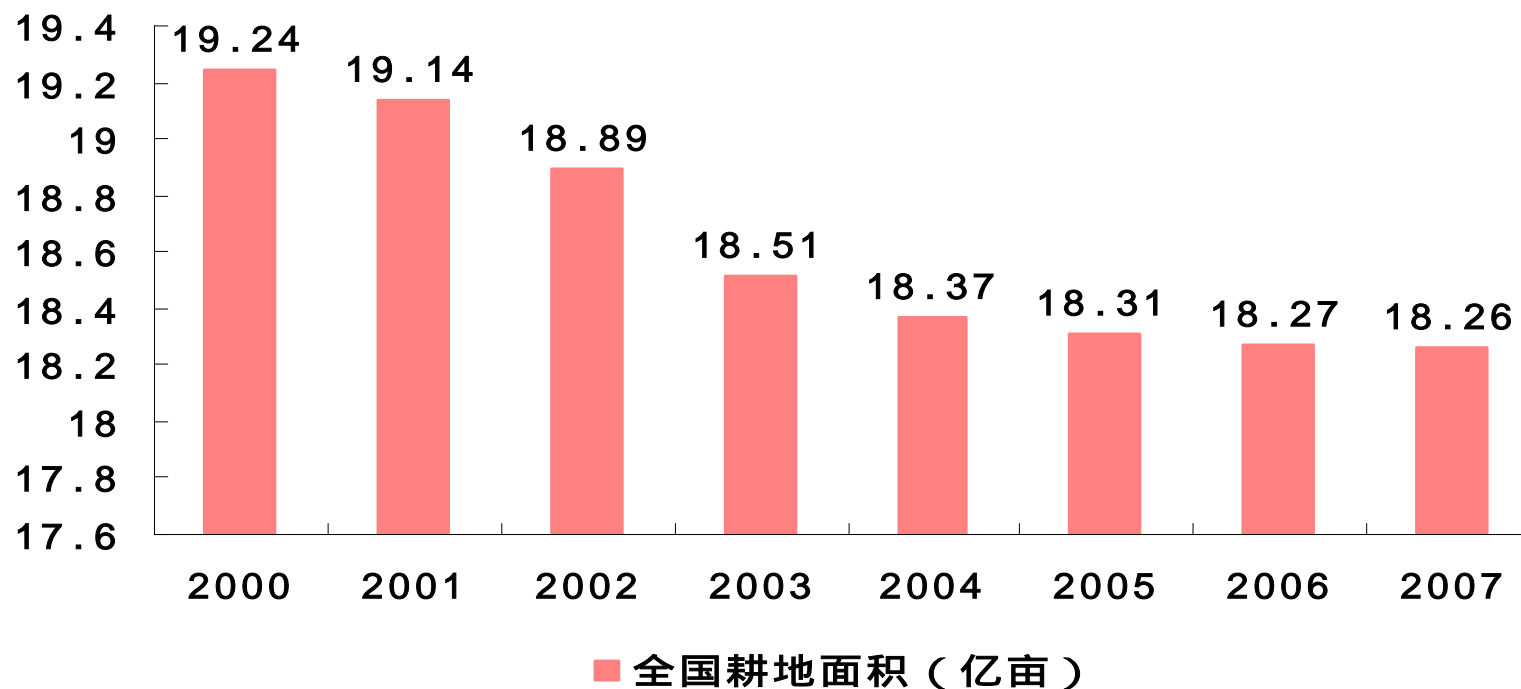
亿元



- 份额与发达国家还有很大差距

行业大背景：严控土地是长期国策

图5：2000 - 2007年全国耕地面积情况

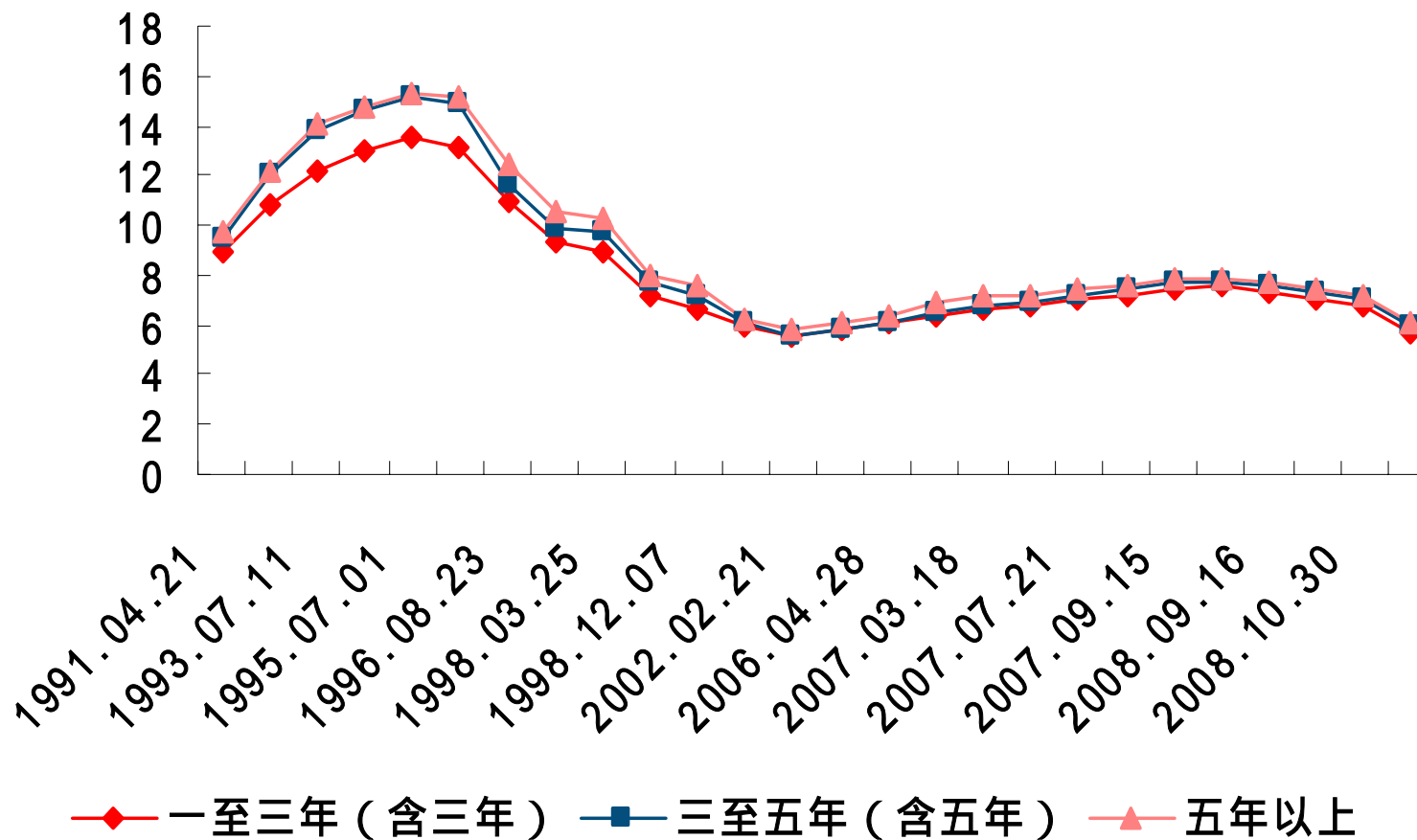


- 死守18亿亩耕地红线，“十一五”期间可供净减少的耕地面积只有0.31亿亩，仅“十五”期间的1/3左右。

行业大背景：银行让利

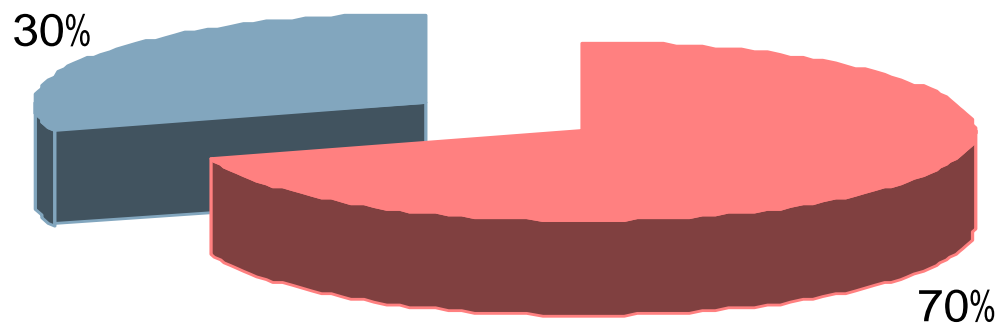
图6：1991年以来银行贷款基准利率调整情况

%



行业大背景：土地瓶颈

图7：24号文根本改变房地产开发格局(2007年8月13日发布)



- 廉租房、经济适用房、中小套型、中低价位住房土地供应量
- 其他居住用地供应量

- 上市公司主要产品的用地面积剧减，成长性不确定

行业大背景：土地瓶颈

- 2007年8月，国务院颁布了《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（国发[2007]24号文）
- 再次强调了要加大住房供应结构调整力度。
- 城市新审批、新开工的住房建设，套型建筑面积90平方米以下住房面积必须达到开发建设总面积的70%以上。
- 廉租住房、经济适用住房和中低价位、中小套型普通商品住房建设用地的年度供应量不得低于居住用地供应总量的70%。
- 2009年初至三季度末，北京新建套型建筑面积90平方米以下住房比例为29%，远远没有达到文件要求。

行业大背景：土地瓶颈

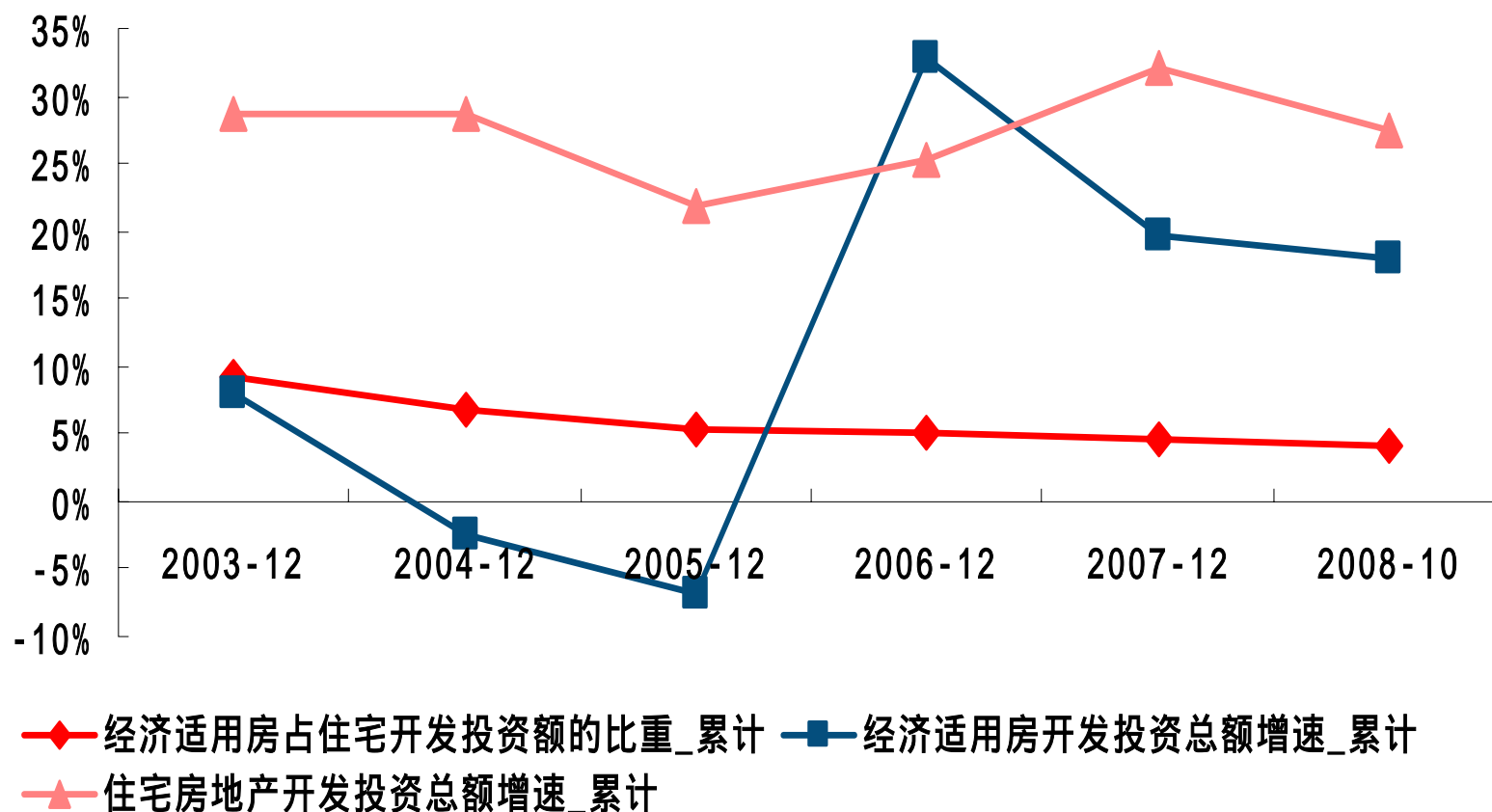
- 国务院办公厅于2008年1月7日下发《国务院关于促进节约集约用地的通知》指出：
- 土地闲置满两年、依法应当无偿收回的，坚决无偿收回。
- 土地闲置满一年不满两年的，按出让或划拨土地价款的20%征收土地闲置费。对闲置土地特别是闲置房地产用地要征缴增值地价。
- 确保不低于70%的住宅用地用于廉租房、经济适用房、限价房和90平方米以下中小套型普通商品房的建设。

行业大背景：土地瓶颈

- 2008年11月5日，温家宝提出“国十条”，其中第一条是加快建设保障性安居工程。
- 今后三年内，新增加廉租房200万套、经济适用房400万套，并完成100多万户林业、农垦和矿区的棚户区改造工程，总投资将达到9000亿元。
- 上述政策都是国务院24号文的延续。

行业大背景：经济适用房冲击商品住宅

图8：我国经济适用房开发投资额占住宅开发投资额比重



行业大背景：开发资金结构

表1：全国房地产开发投资资金来源

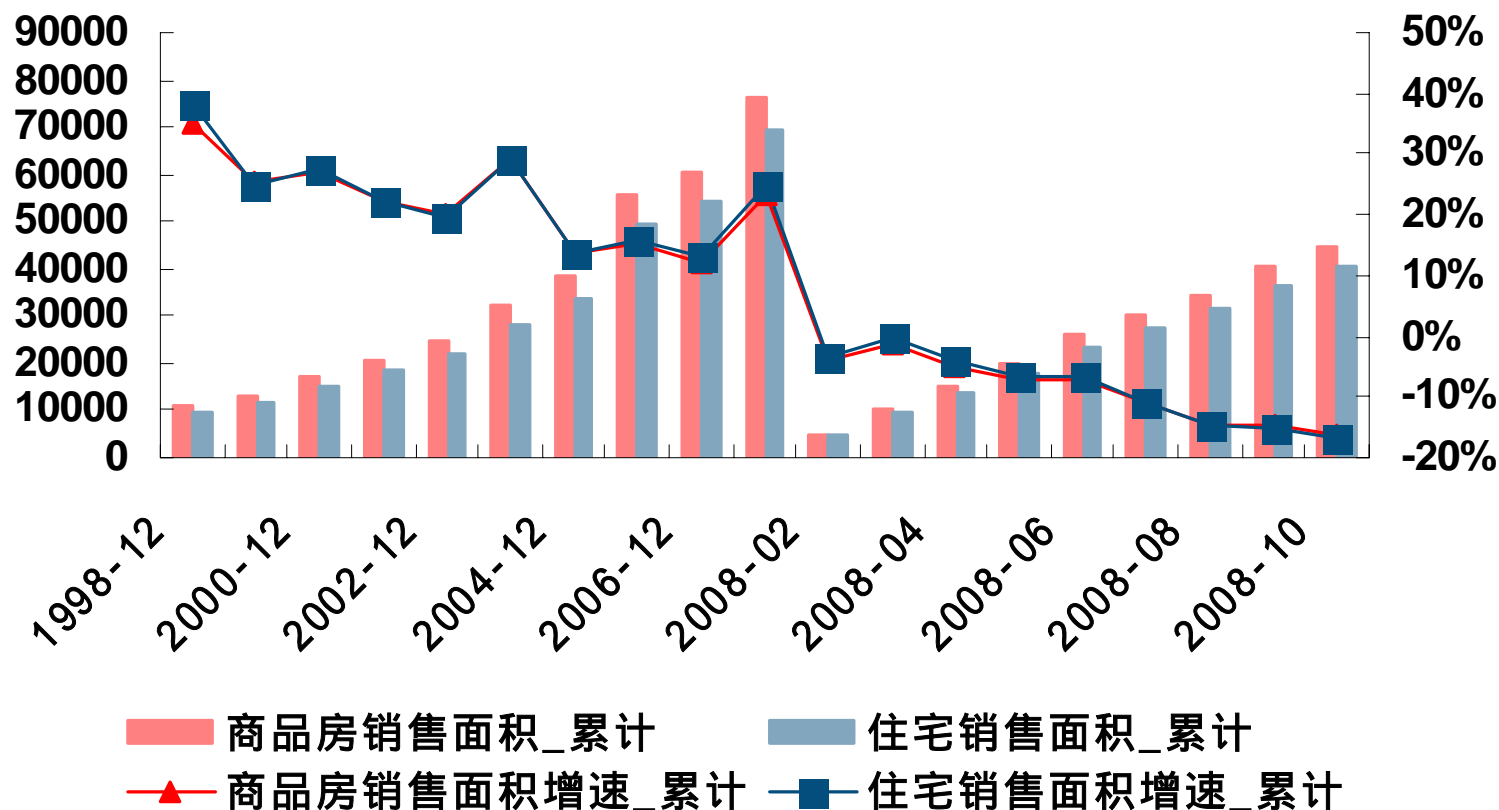
亿元

	贷款	比重	外资	比重	自筹	比重	其他	比重
2001	1640	22.27%	130	1.77%	2101	28.54%	3490	47.42%
2002	2149	22.56%	156	1.64%	2720	28.55%	4501	47.25%
2003	3125	23.83%	184	1.41%	3758	28.65%	6049	46.12%
2004	3158	18.41%	228	1.33%	5208	30.35%	8563	49.91%
2005	3835	18.12%	252	1.19%	7039	33.26%	10035	47.42%
2006	5263	19.58%	394	1.47%	8587	31.95%	12635	47.01%
2007	6961	18.68%	650	1.74%	11772	31.60%	17874	47.97%
Sep-08	5563	19.81%	486	1.73%	11163	39.75%	10871	38.71%

行业大背景:08年销售面积同比下降 17年来首次负增长

图9：1998年以来我国商品房和住宅销售情况

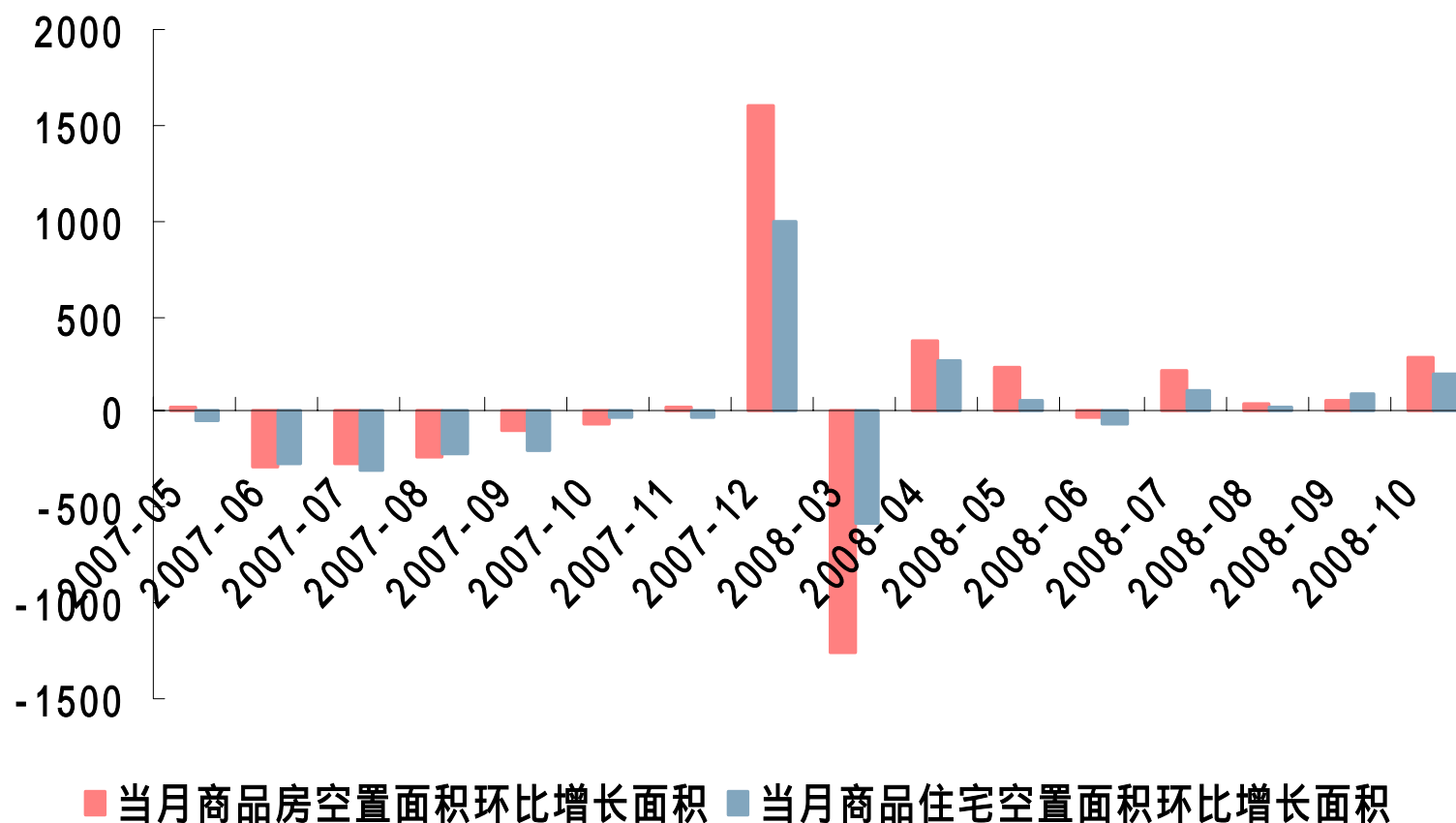
万平方米



行业大背景:全国商品房空置面积环比增加

图10：近一年我国商品房空置面积环比增长情况

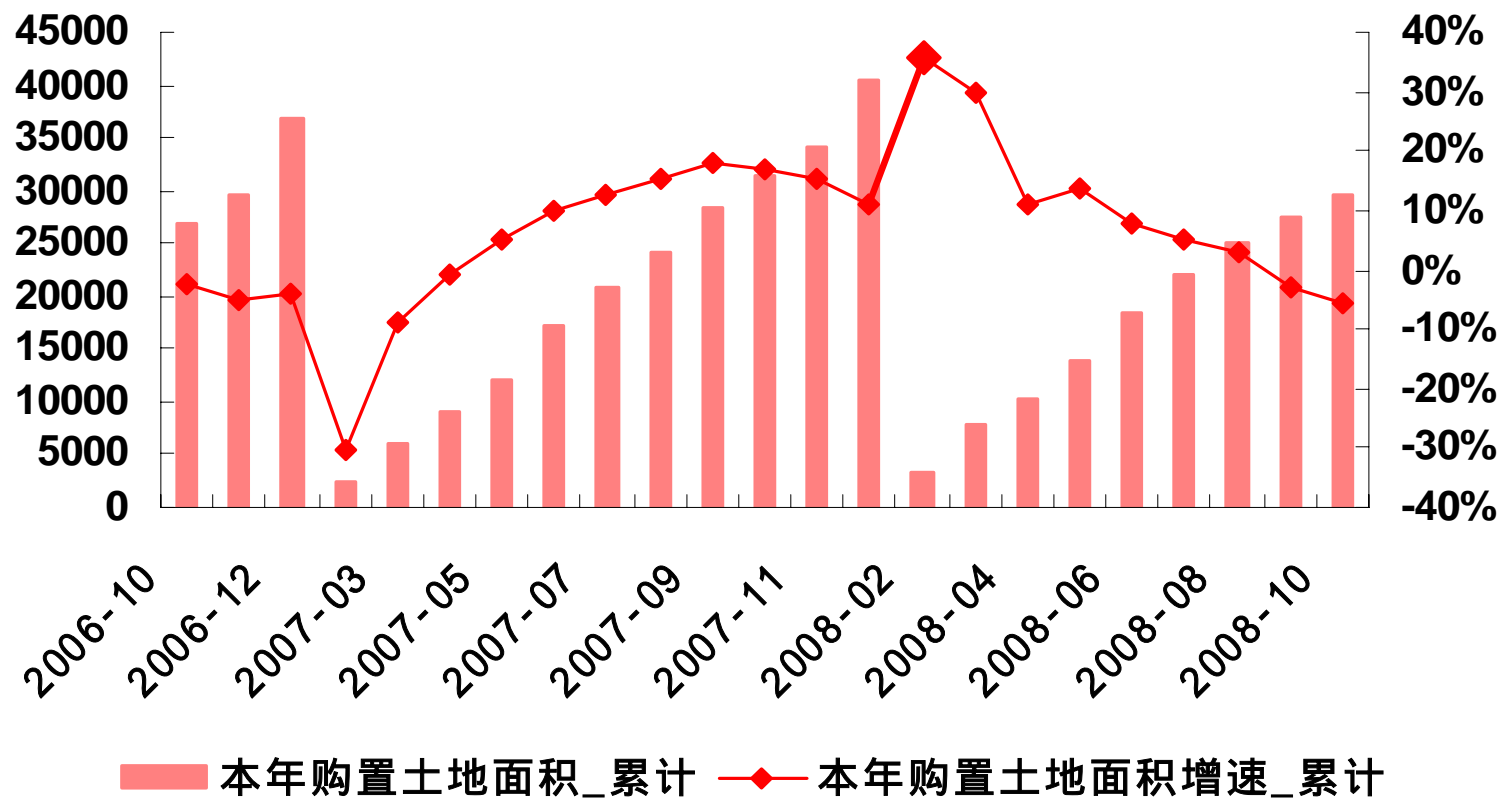
万平方米



行业大背景:08年土地购置面积增速下降

图11：近两年全国购置土地面积

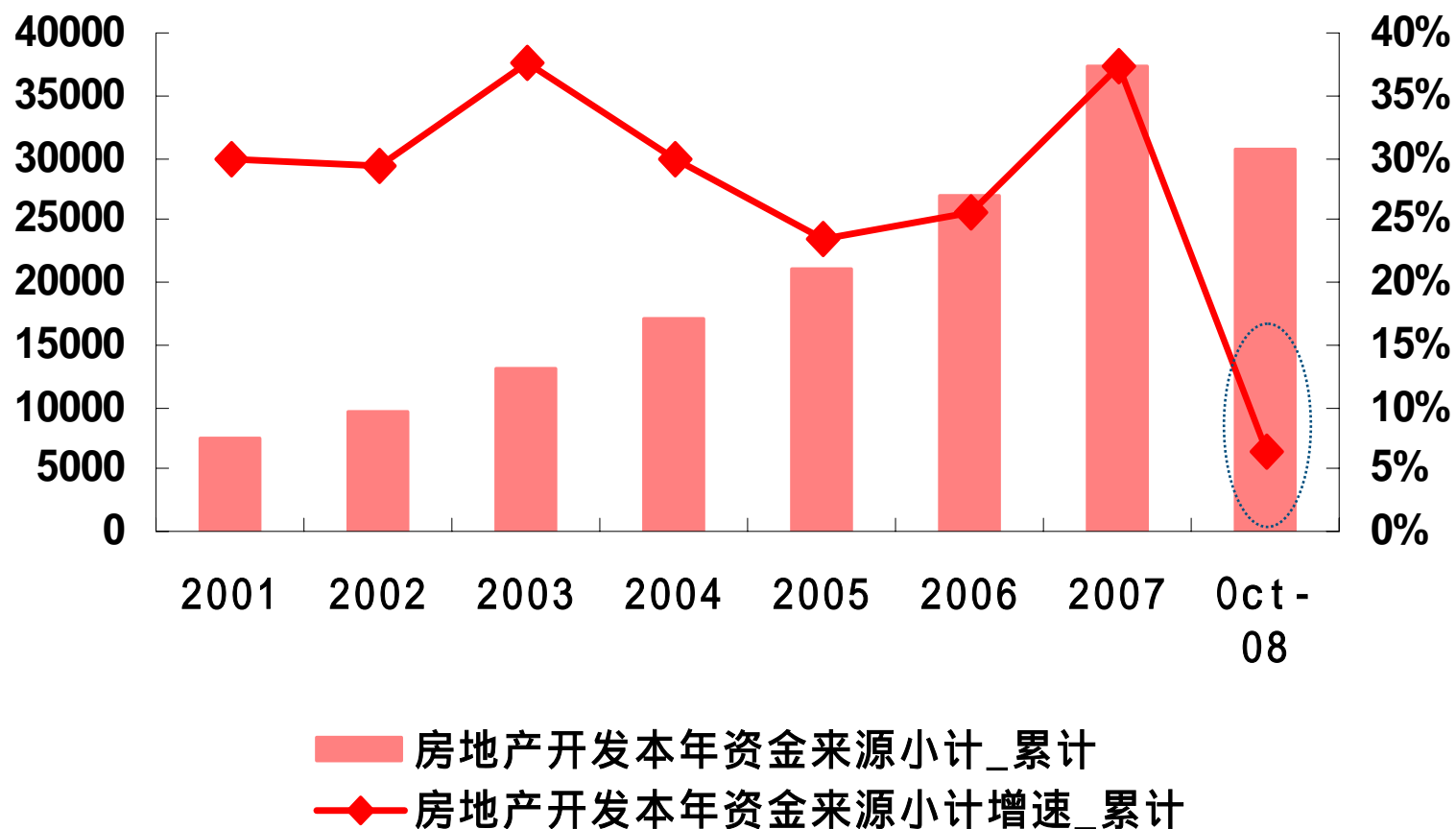
万平方米



行业大背景:08年开发商投资金额增速下降

图12：房地产开发资金来源增长情况

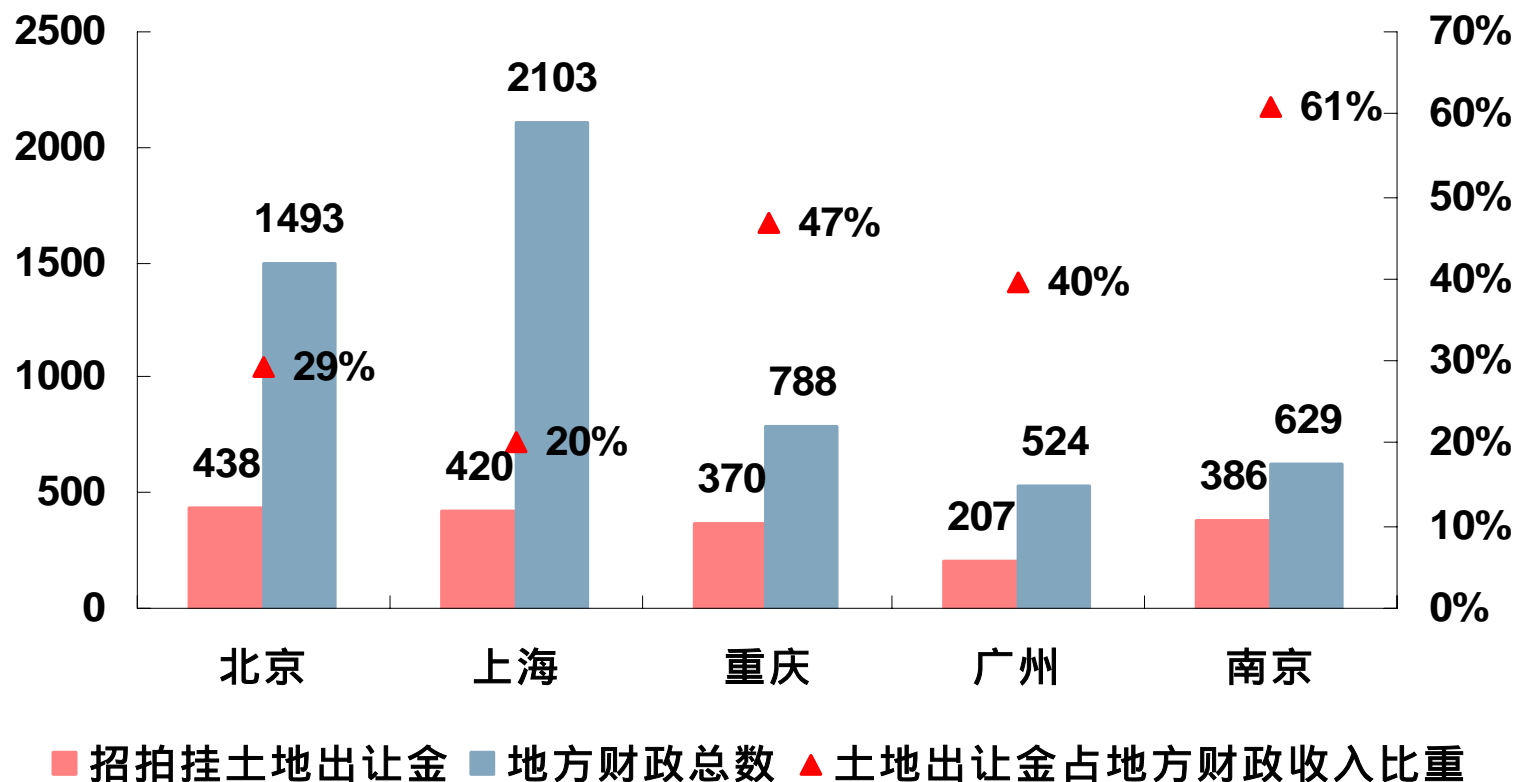
亿元



行业大背景:地方土地财政

图13：部分城市土地出让金占地方财政收入比重

亿元



提纲

- 行业大背景：结构调整加剧 商品房开发销售双下降
- 从上市公司看行业：利润率高企 销售预收同回落
- 投资策略：从融资和分红看房地产公司的投资价值



从上市公司看行业：105家房地产上市公司现金情况

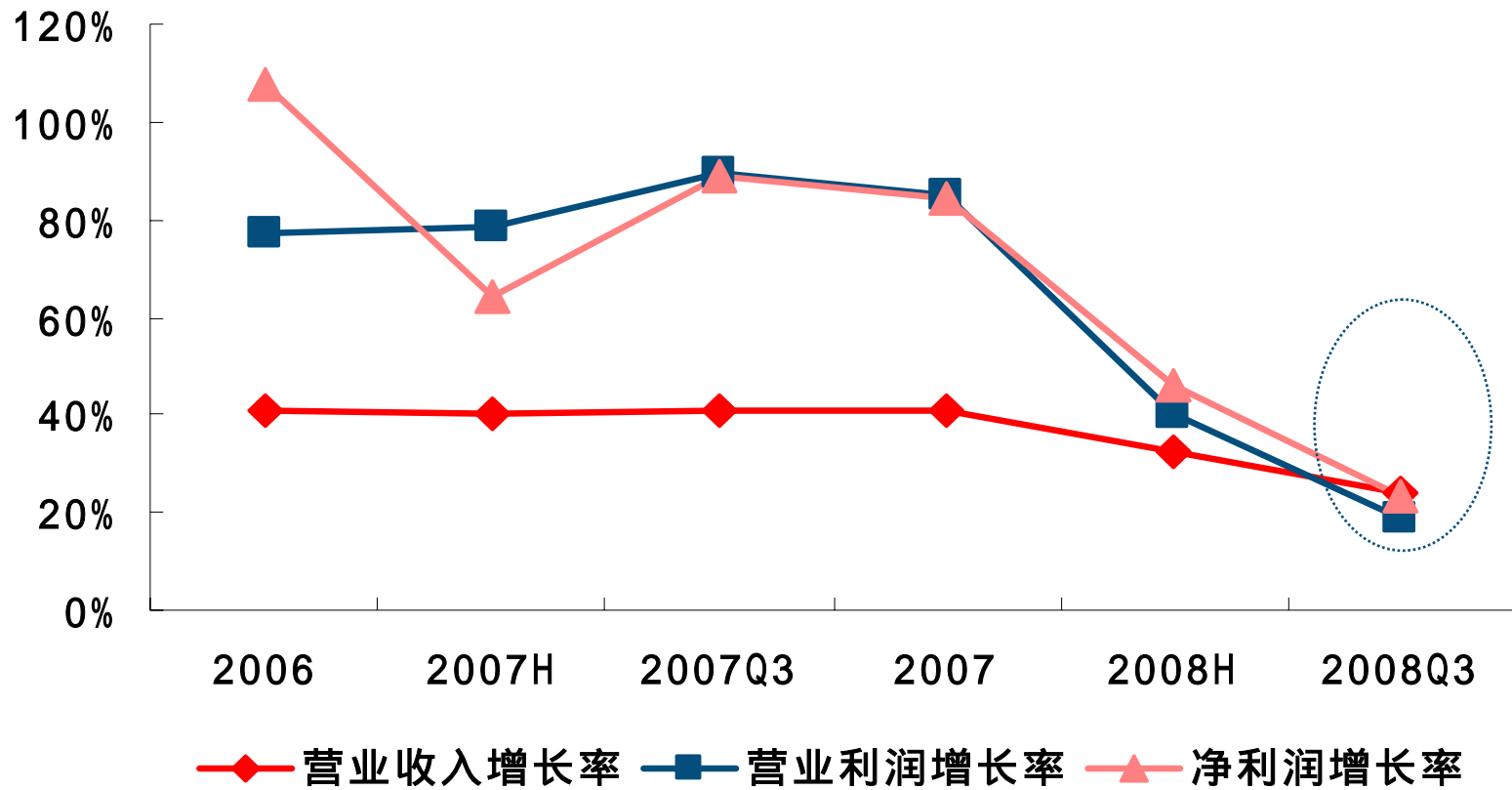
表2：2008年三季度105家房地产上市公司现金情况

元/股

	2005	2006H	2006Q3	2006	2007H	2007Q3	2007	2008H	2008Q3
每股经营 现金净流量	0.034	-0.03	-0.09	-0.17	-0.1	-0.28	-0.41	-0.42	-0.5
每股现金 净流量	-0.01	0.08	0.18	0.23	0.11	0.48	0.40	0.02	0.14

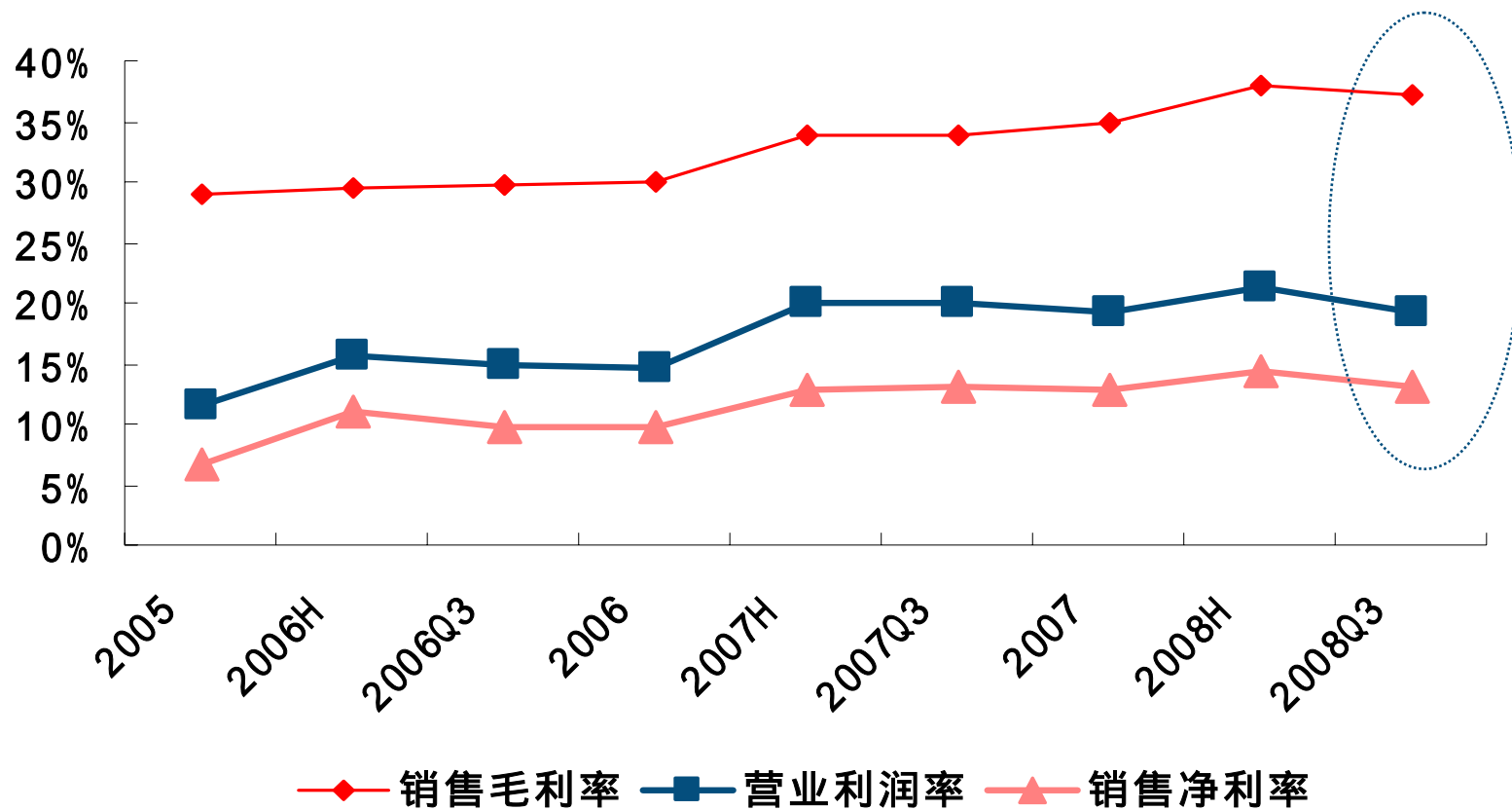
从上市公司看行业：08年三季度房地产上市公司业绩增速下滑

图14：105家房地产上市公司业绩增长情况



从上市公司看行业：08年三季度房地产上市公司盈利能力下降

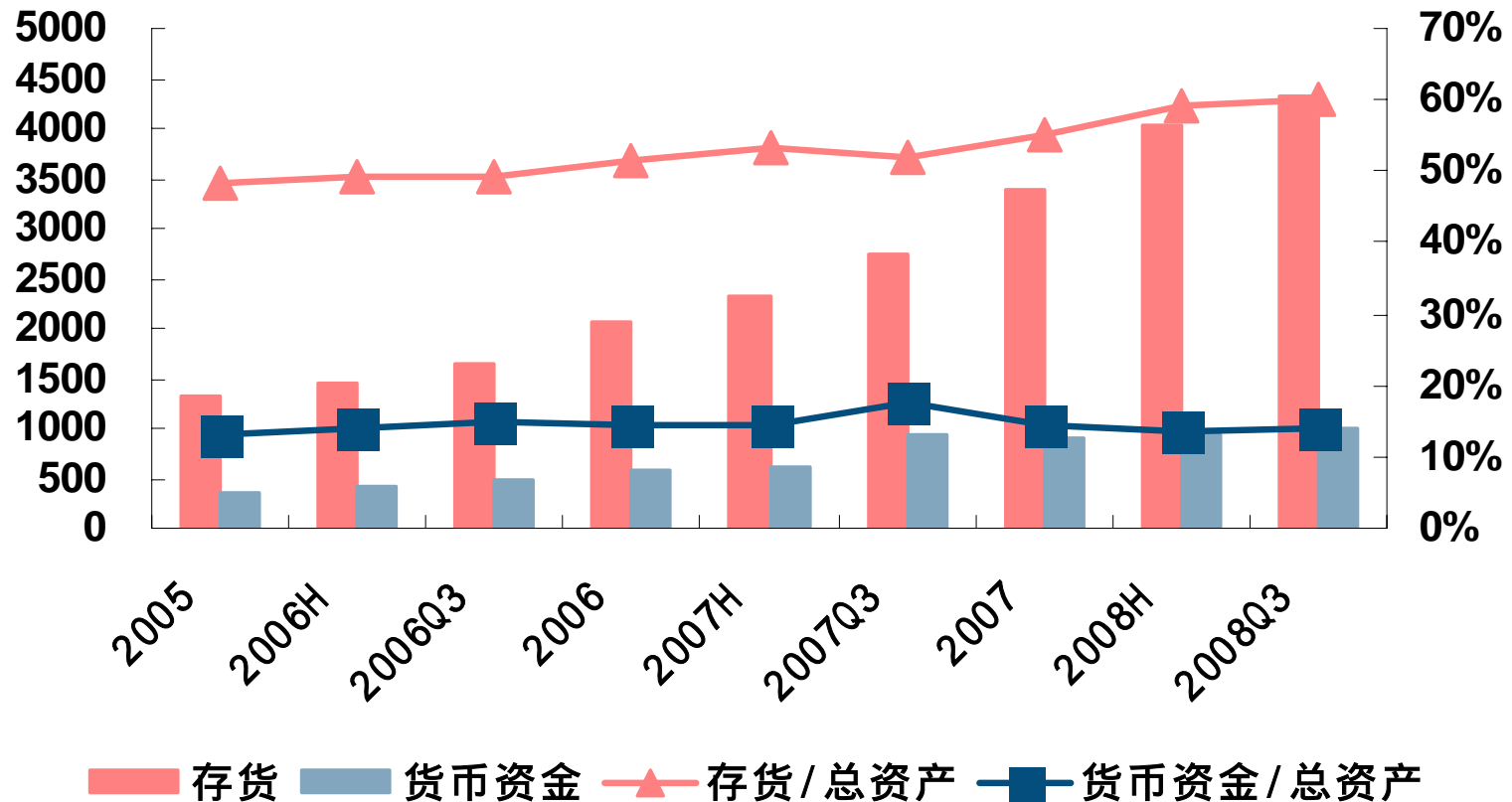
图15：105家房地产上市公司盈利能力情况



从上市公司看行业：08三季度房地产上市公司存货上升现金减少

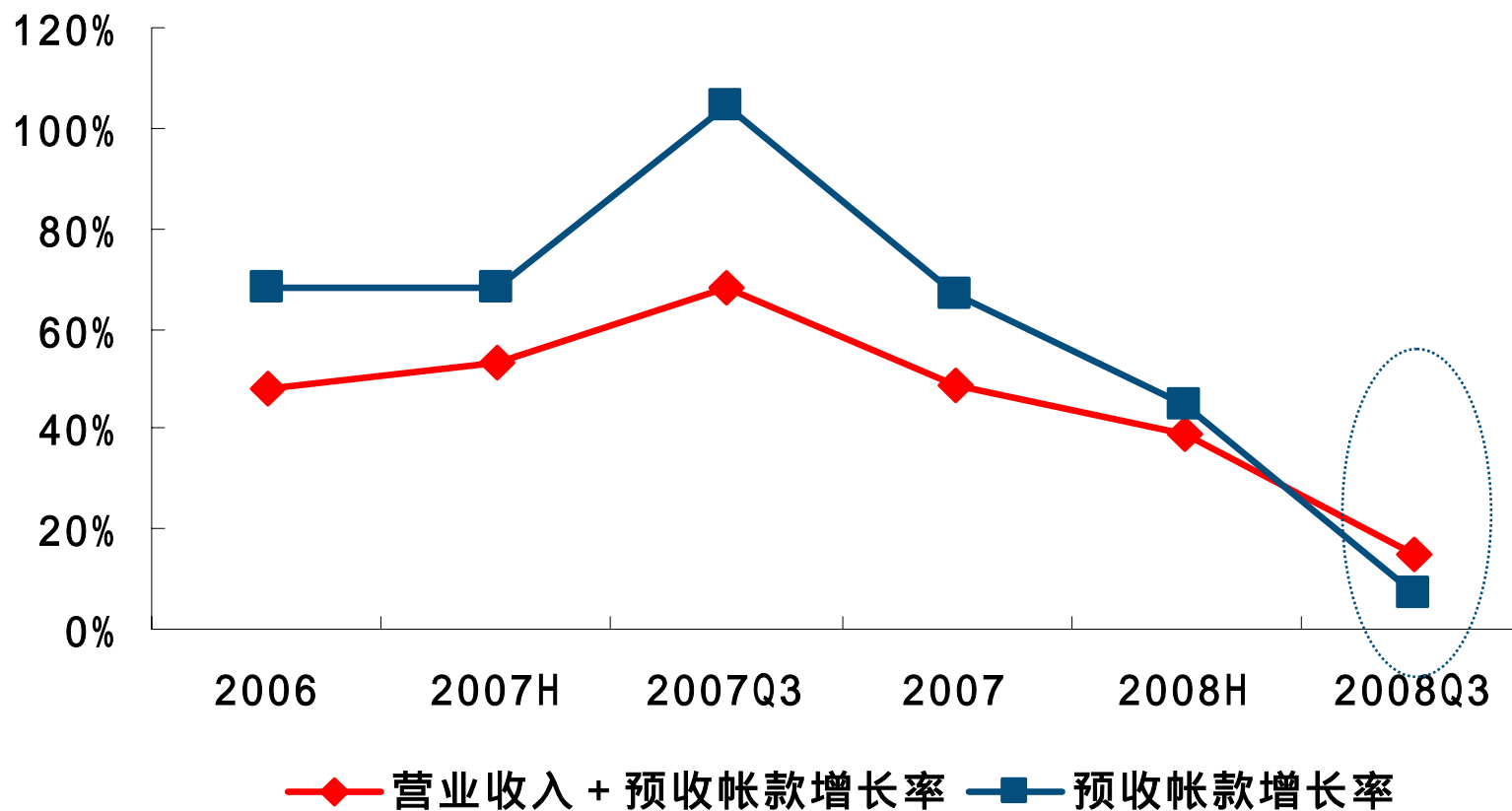
图16：105家房地产上市公司存货和现金情况

亿元



从上市公司看行业：08三季度房地产上市公司预收帐款增速下滑

图17：105家房地产上市公司预收帐款增长情况



提纲

- 行业大背景：结构调整加剧 商品房开发销售双下降
- 从上市公司看行业：利润率高企 销售预收同回落
- 投资策略：从融资和分红看房地产公司的投资价值



投资策略：从融资和分红看房地产公司的投资价值

房地产公司的融资方式

- 银行借贷
- 房地产集合信托
- 过桥贷款（PRE - IPO）
- 股权合作（土地增值税）
- 发行上市（IPO）
- 发行企业债
- 预收帐款 施工垫资
- 房地产基金
- 典当融资
- 股东借款
- 公开、非公开增发
- 发行公司债

房地产上市公司三个集团划分

第一集团：实际控制人为国务院国资委

（招商地产 保利地产 万科 华侨城 中粮地产 中航地产）

中央政府+中央企业

第二集团：实际控制人为地方国资委

地方政府+地方国企

第三集团：民营企业

特殊利益集团

投资策略：从融投资和分红看房地产公司的投资价值

表3：5家央企房地产上市公司融资情况

亿元

代码	名称	IPO 募集金额	配股募 集金额	增发募 集金额	融资 总额	分红	净融资 金额	公司债
000002	万科A		10.14	141.33	151.47	25.93	125.54	59
000024	招商地产	0.88	5.35	30.02	36.25	6.05	30.20	
000031	中粮地产	2.93	14.90		17.84	1.91	15.92	12
000043	中航地产	1.07	0.58	10.54	12.19	2.08	10.11	
600048	保利地产	20.19		68.15	88.33	0.92	87.41	43
	汇总金额	25.08	30.97	250.04	306.08	36.90	26.92	114

投资策略：从融资和分红看房地产公司的投资价值

表4：房地产上市公司融资情况分类表

亿元

名称	IPO实际募 集金额	配股募集 金额	增发募集 资金	融资 总额	分红	净融 资额
五家央企融资总额度	25.08	30.97	250.04	306.08	36.90	269.18
央企平均融资额 度	5.0158	6.19	50.01	61.22	7.38	53.84
地方房地产上市公司	127.94	138.49	270.47	536.90	87.19	449.70
地方公司平均融资额 度	3.76	4.07	7.95	15.79	2.56	13.23
其他房地产公司	79.93	40.19	214.65	334.77	22.63	312.14
其他公司平均值	1.57	0.79	4.21	6.56	0.44	6.12

投资策略：从融资和分红看房地产公司的投资价值

表5：08年房地产上市公司企业债情况

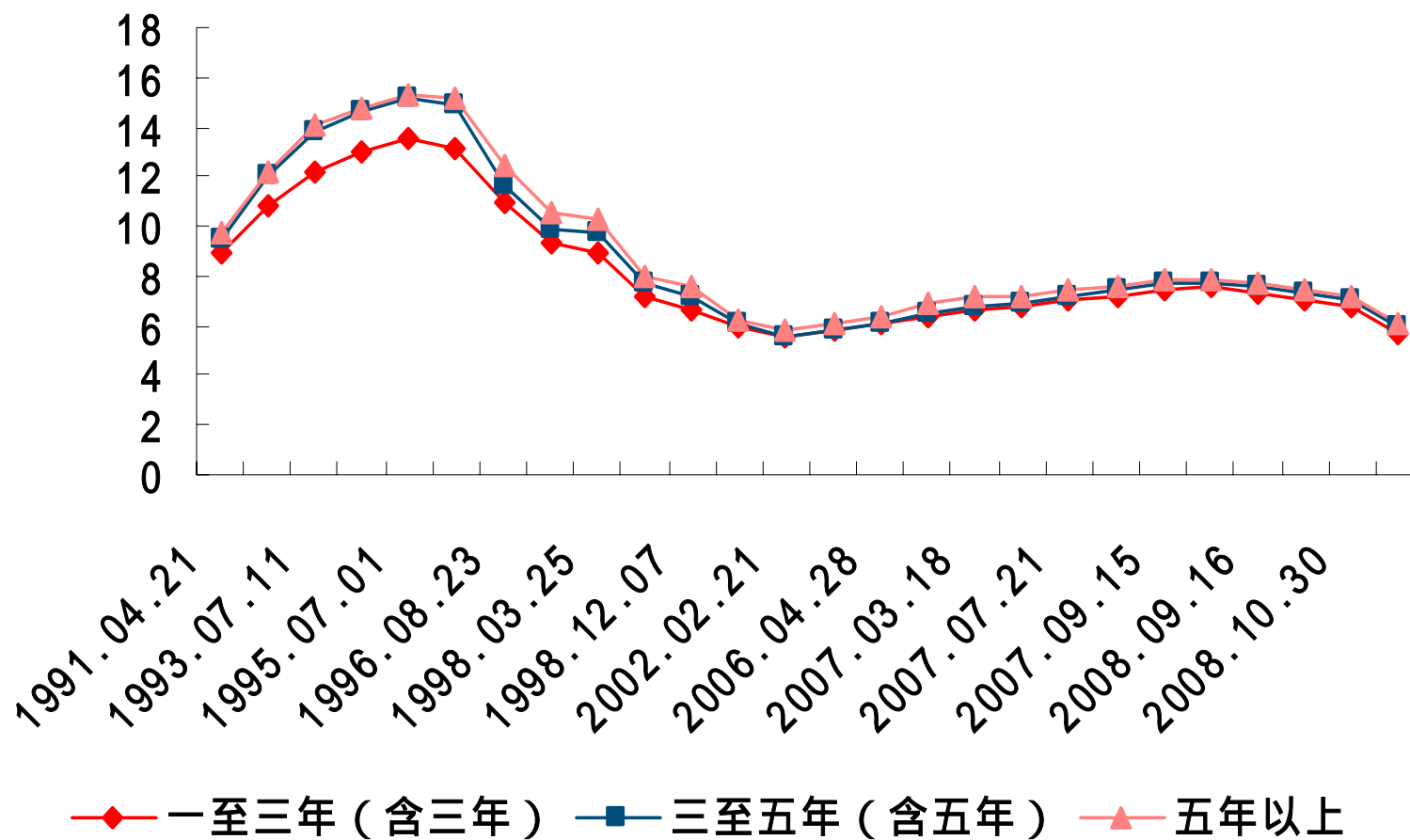
亿元 年 %

代码	名称	市场	状态	发行总额	期限	票面利率	债券评级	主体评级
112004	08中粮债	深交所	未到期	12	10	6.06	AAA	AA-
112005	08万科G1	深交所	未到期	30	5	5.5	AAA	AA+
112006	08万科G2	深交所	未到期	29	5	7	AA+	AA+
122006	08金地债	上交所	未到期	12	8	5.5	AAA	AA-
122009	08新湖债	上交所	未到期	14	8	9	AA-	AA-
122012	08保利债	上交所	未到期	43	5	7	AA+	AA
122013	08北辰债	上交所	未到期	17	5	8.2	AA	AA-

投资策略：从融资和分红看房地产公司的投资价值

图18：1991年以来银行贷款基准利率调整情况

%



附：存款利率调整情况（1）

调整时间	活期存款	定期存款（%）						
		三个月	半年	一年	二年	三年	五年	
1990.04.1	5	2.88	6.3	7.74	10.08	10.98	11.88	13.68
1990.06.2	1	2.16	4.32	6.48	8.64	9.36	10.08	11.52
1991.04.2	1	1.8	3.24	5.4	7.56	7.92	8.28	9
1993.03.1	5	2.16	4.86	7.2	9.18	9.9	10.8	12.06
1993.07.1	1	3.15	6.66	9	10.98	11.7	12.24	13.86
1996.03.0	1	2.97	4.86	7.2	9.18	9.9	10.8	12.06
1996.06.2	3	1.98	3.33	5.4	7.47	7.92	8.28	9
1997.10.2	3	1.71	2.88	4.14	5.67	5.94	6.21	6.66
1998.03.2	5	1.71	2.88	4.14	5.22	5.58	6.21	6.66
1998.07.0	1	1.44	2.79	3.96	4.77	4.86	4.95	5.22
1998.12.0	7	1.44	2.79	3.33	3.78	3.96	4.14	4.5

附：存款利率调整情况（2）

调整时间	活期存款	三个月	半年	一年	二年	三年	五年
1999.06.1	0.99	1.98	2.16	2.25	2.43	2.7	2.88
2002.02.2	0.72	1.71	1.89	1.98	2.25	2.52	2.79
2004.10.2	0.72	1.71	2.07	2.25	2.7	3.24	3.6
2006.06.1	0.72	1.8	2.25	2.52	3.06	3.69	4.14
2007.03.1	0.72	1.98	2.43	2.79	3.33	3.96	4.41
2007.03.1	0.72	2.07	2.61	3.06	3.69	4.41	4.95
2007.07.2	0.81	2.34	2.88	3.33	3.96	4.68	5.22
2007.08.2	0.81	2.61	3.15	3.6	4.23	4.95	5.49
2007.09.1	0.81	2.88	3.42	3.87	4.5	5.22	5.76
2007.12.2	0.72	3.33	3.78	4.14	4.68	5.4	5.85
2008.10.9	0.72	3.15	3.51	3.87	4.41	5.13	5.58
2008.10.9	0.72	2.88	3.24	3.6	4.14	4.77	5.13
2008.11.2	0.36	1.98	2.25	2.52	3.06	3.6	3.87

投资策略：波段交易（保 万 招 金） 选时配置房地产公司债

- 行业资产负债率在65%左右,有息负债率在50%左右,直接、间接融资的空间都不大。
- 许多公司将出卖资产来维持资金链,公司的RNAV 将进入下降通道。
- 公司将没有能力为未来的发展储备足够的土地。在下一轮牛市中,许多房地产公司将因业绩不佳或发展潜力不足而落后于指数的涨幅。2009年房地产行业将走向无限平凡。
- 对房地产行业而言,股票市场只是个融资市场,而不是投资市场。
- 投资策略:波段交易(保利 万科 招商 金融街)
- 选时配置房地产公司债

投资策略：波段交易（保 万 招 金） 选时配置房地产公司债

表6：重点上市公司业绩预测

元/股

代码	简称	业绩预测（EPS）			
		2007A	2008E	2009E	2010E
000002	万科A	0.44	0.45	0.55	0.62
000024	招商地产	0.91	0.88	1.01	1.31
000402	金融街	0.29	0.35	0.42	0.53
600266	北京城建	0.36	0.62	0.89	0.89
600048	保利地产	0.61	0.89	1.21	1.68