



华泰联合证券

HUATAI UNITED SECURITIES

房地产行业研究方法培训

鱼晋华

华泰联合证券研究所

2010年7月

目 录

一) 行业篇

行业生命周期视角

全球宏观的视野

市场行为主体分析

二) 公司篇

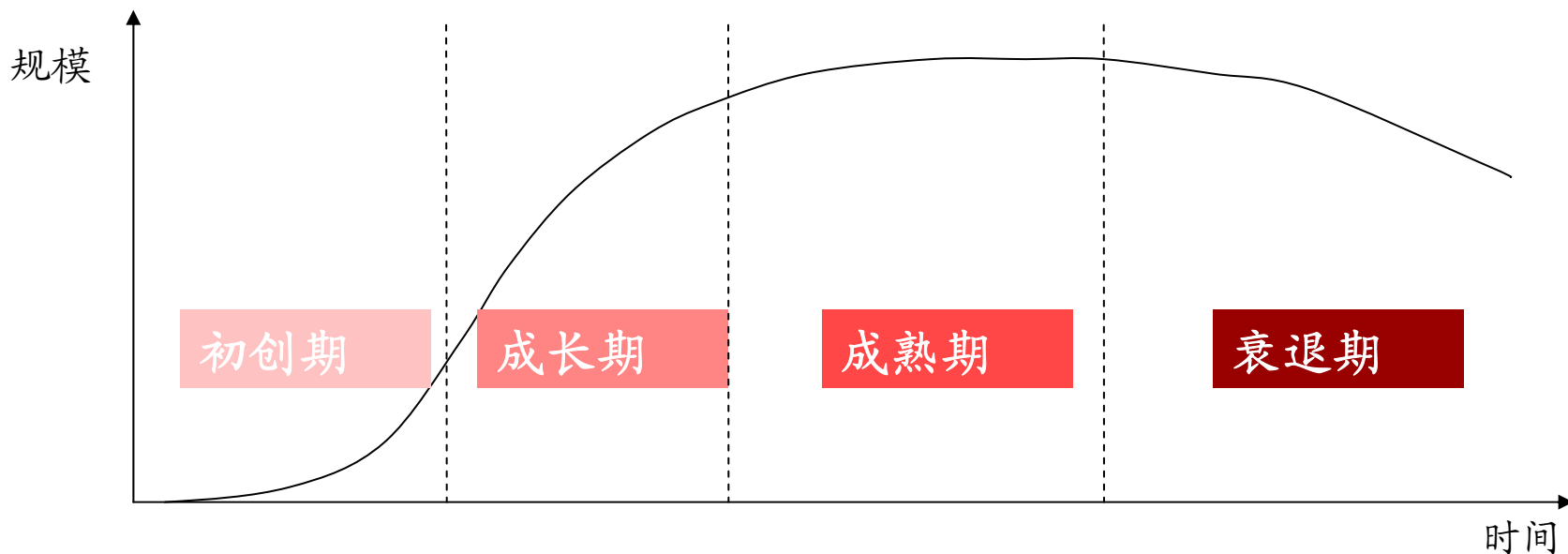
关注企业的战略和模式

如何挖掘房地产公司的内在价值

如何阅读房地产公司的财报

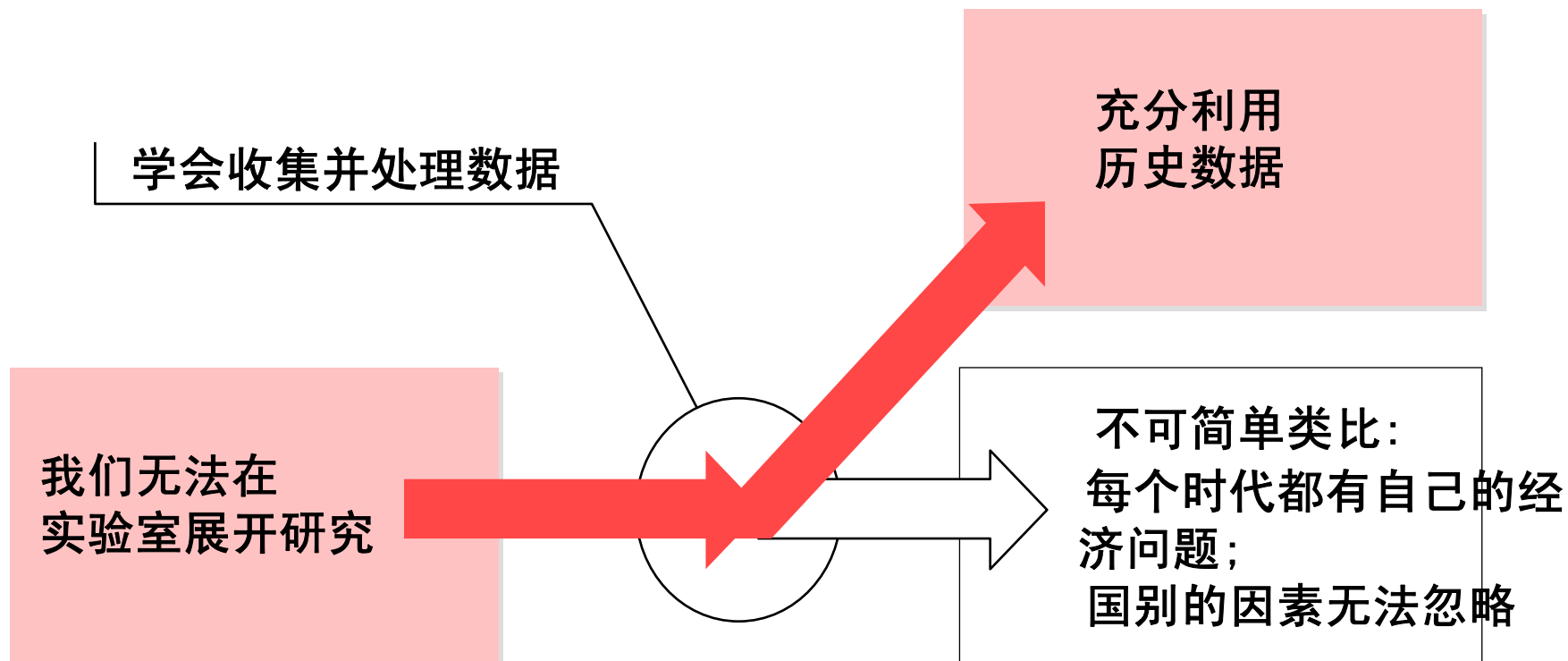
行业生命周期视角

- 研究主要发展阶段的特点, 掌握行业发展的一般规律
- 判断当前行业所处的阶段, 并准确预测未来的发展趋势

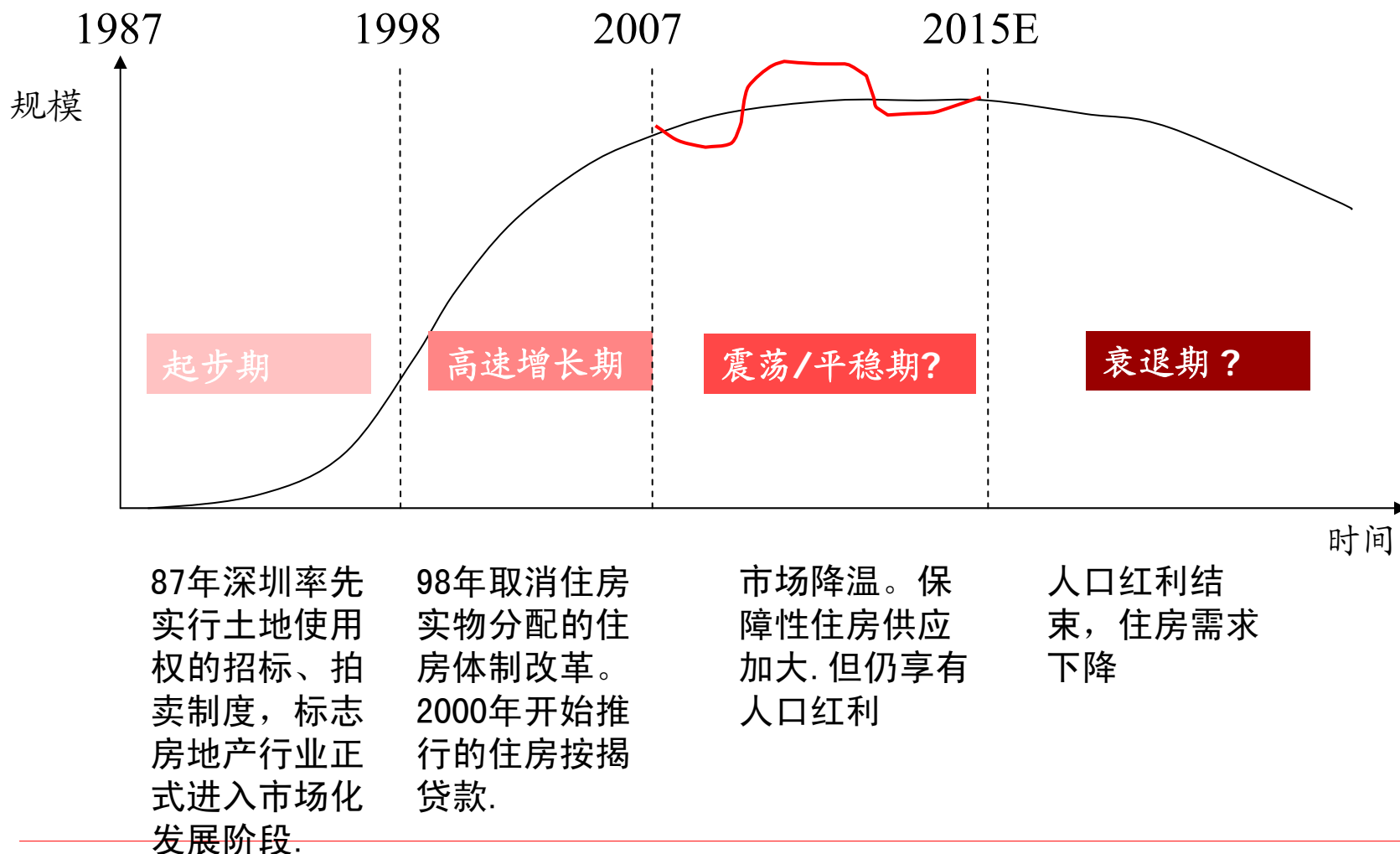


行业生命周期视角

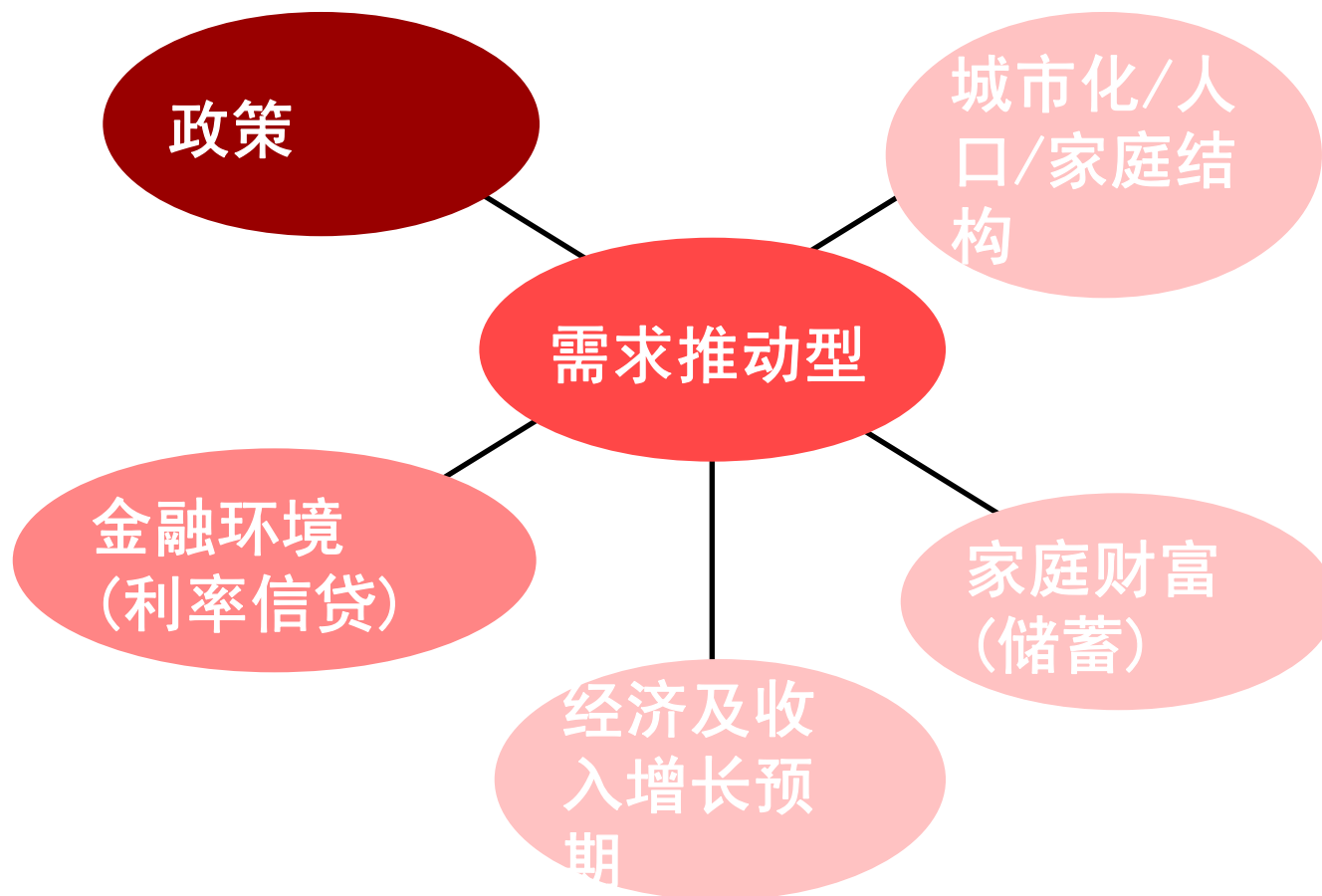
- 利用历史案例的研究，但应注意时代和国别的差异
- “我们无法从后视镜中看到未来”



行业生命周期视角

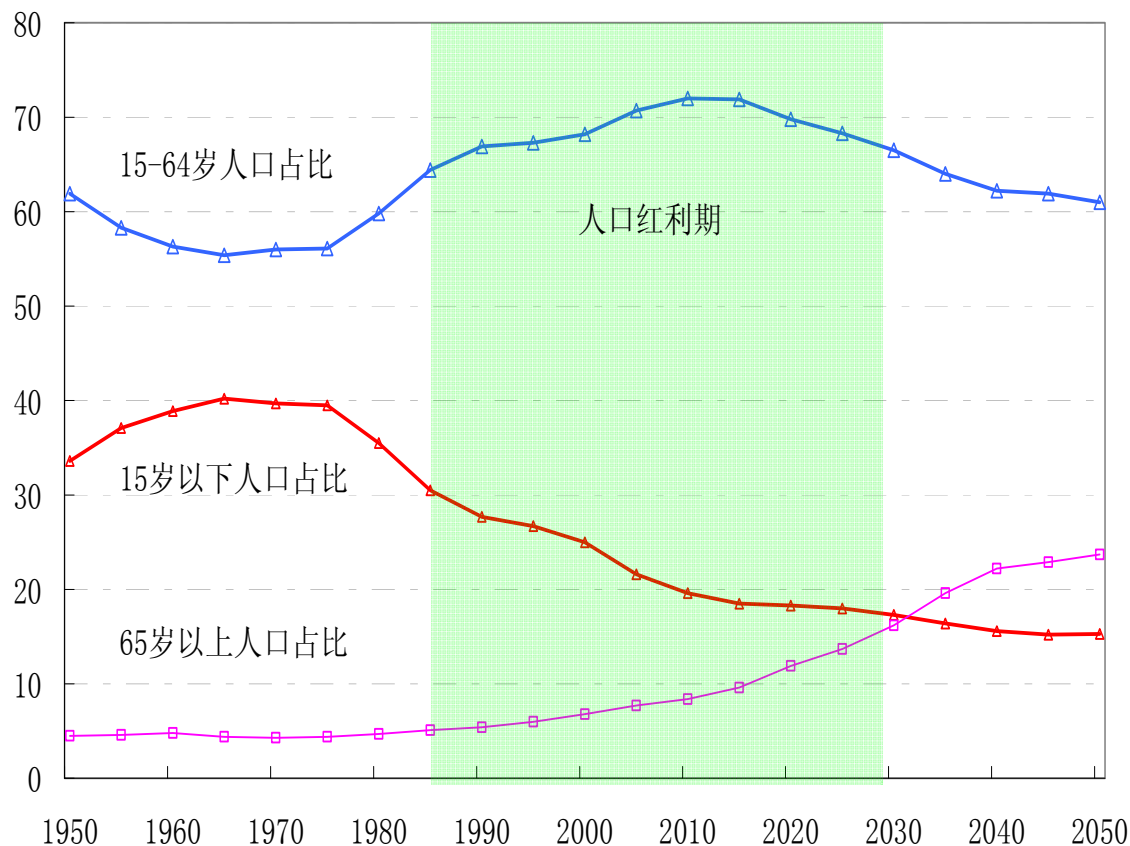


行业生命周期视角



行业生命周期视角

- 由“442”进入“421”时代,可能预示行业高点将过

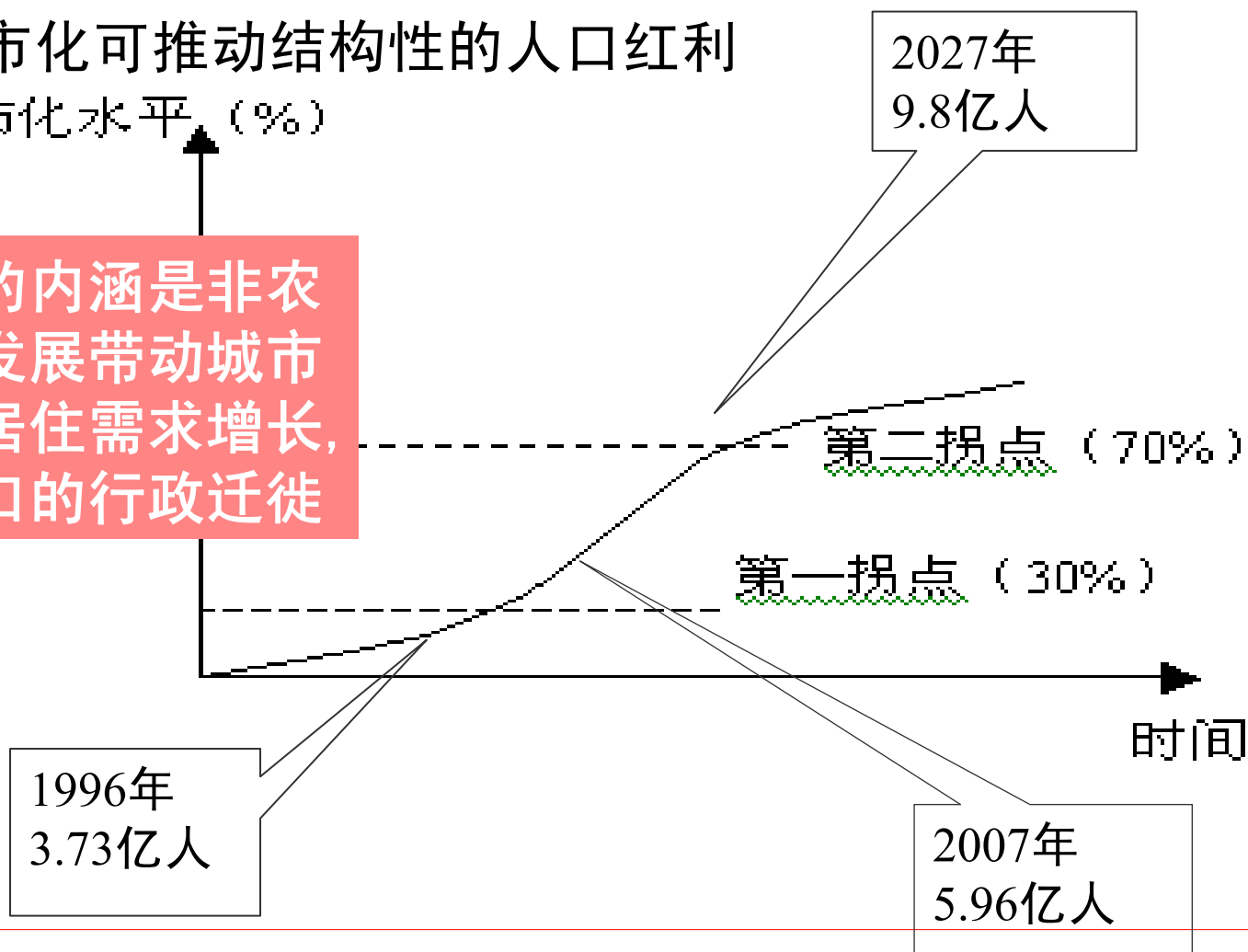


行业生命周期视角

- 城市化可推动结构性的人口红利

城市化水平 (%)

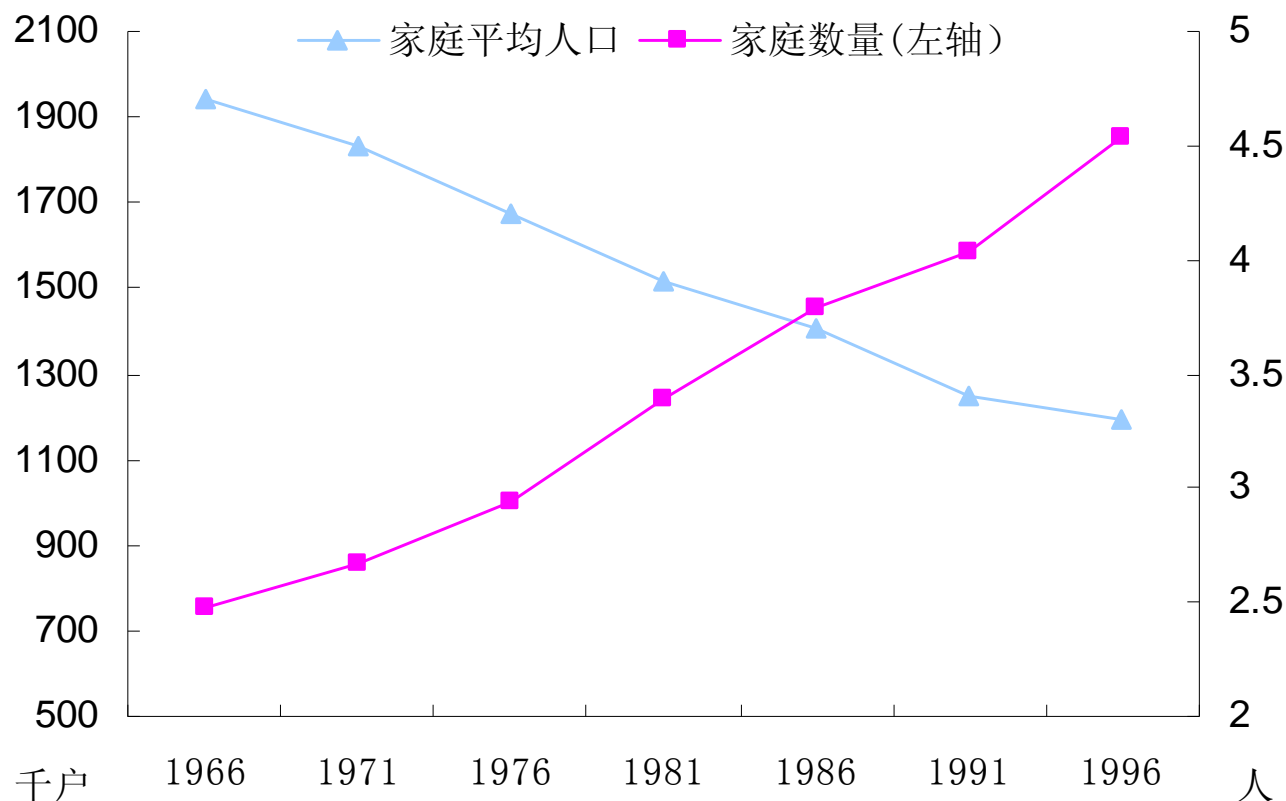
城市化的内涵是非农经济的发展带动城市人口和居住需求增长, 并非人口的行政迁徙



行业生命周期视角

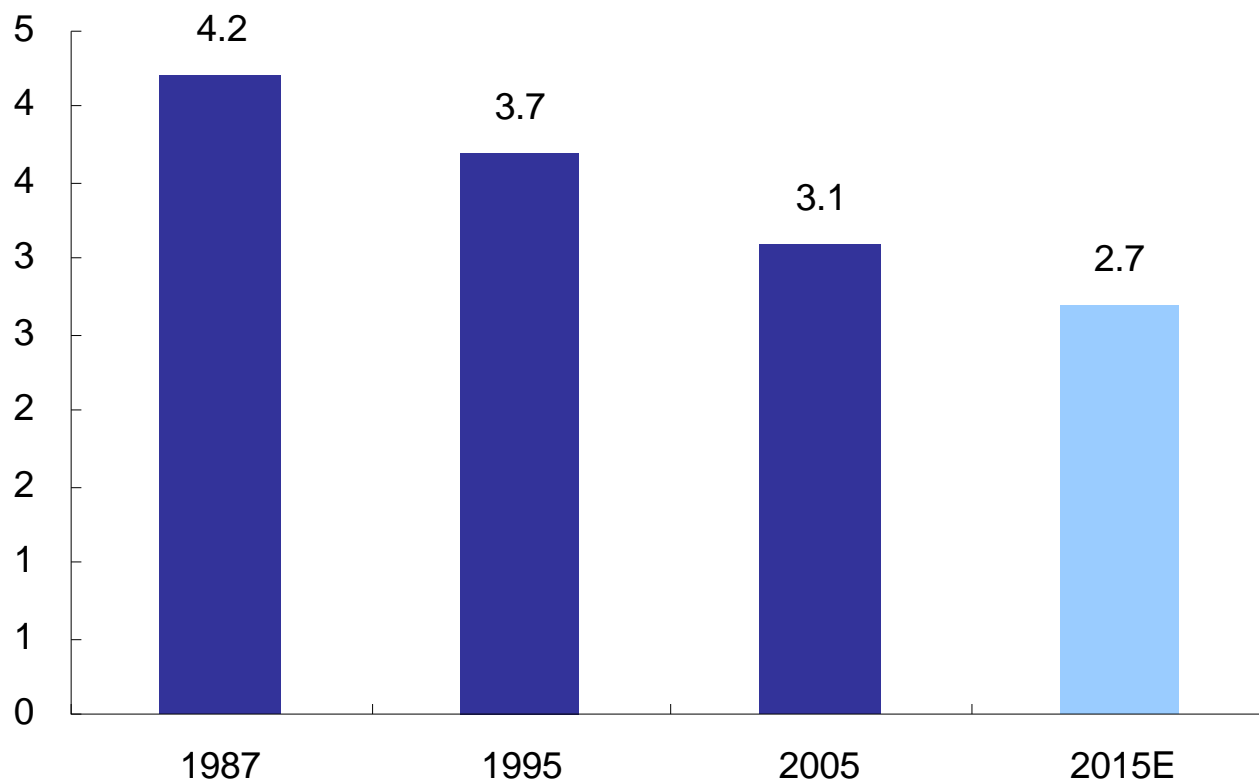
- 家庭人口小型化趋势可部分缓冲人口红利结束负面影响

香港66年到96年，30年内人口总量增加72%，但家庭数量增加145%。家庭小型化是社会潮流



行业生命周期视角

- 中国家庭人口小型化趋势同样强烈

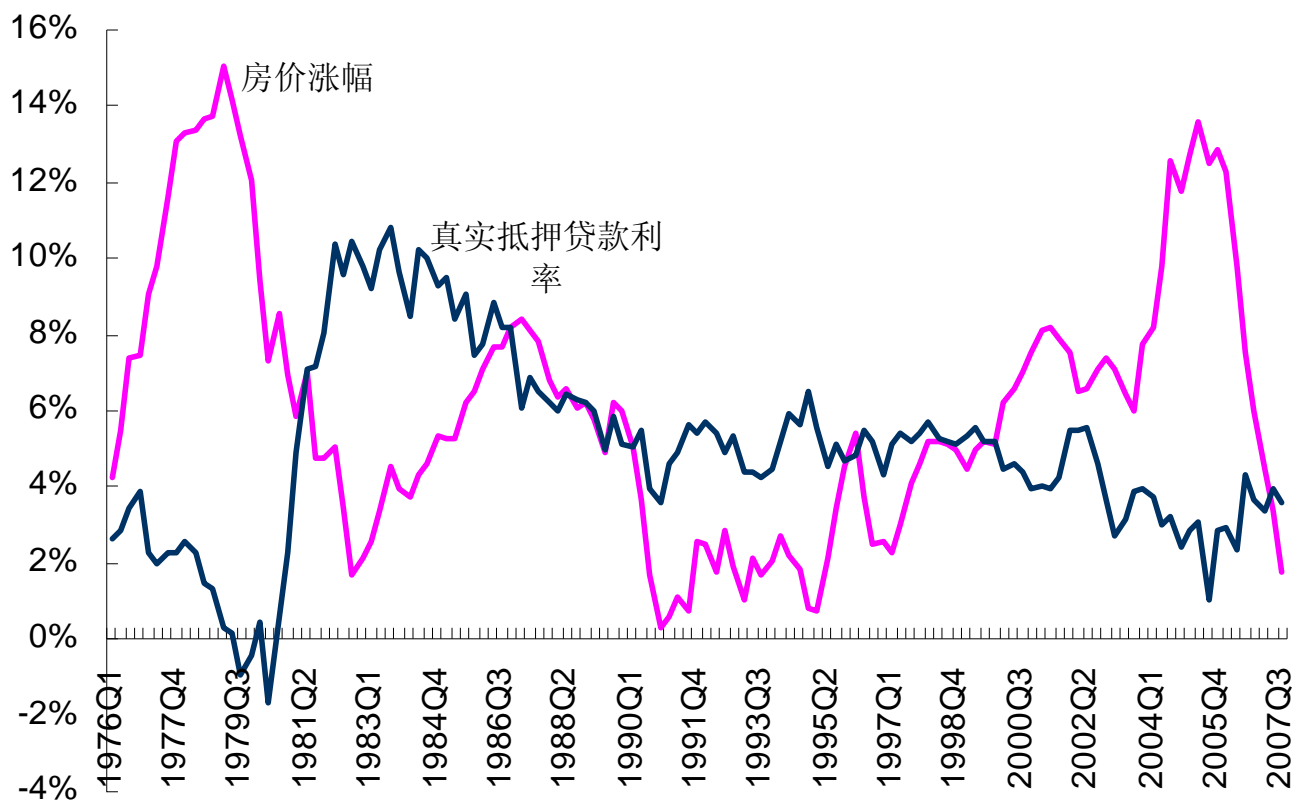


房地产周期性波动的根源

- 建筑周期的影响，导致供应相对需求变动无法及时作出调整
- 购房人追涨不买跌的心态，导致市场需求难以测算
- 信息不对称导致供给难以对需求的变动无法作出准确的调整
- 金融杠杆加剧了房地产的波动性

房地产周期性波动的根源

- 利率和信贷的松紧对购买力影响巨大



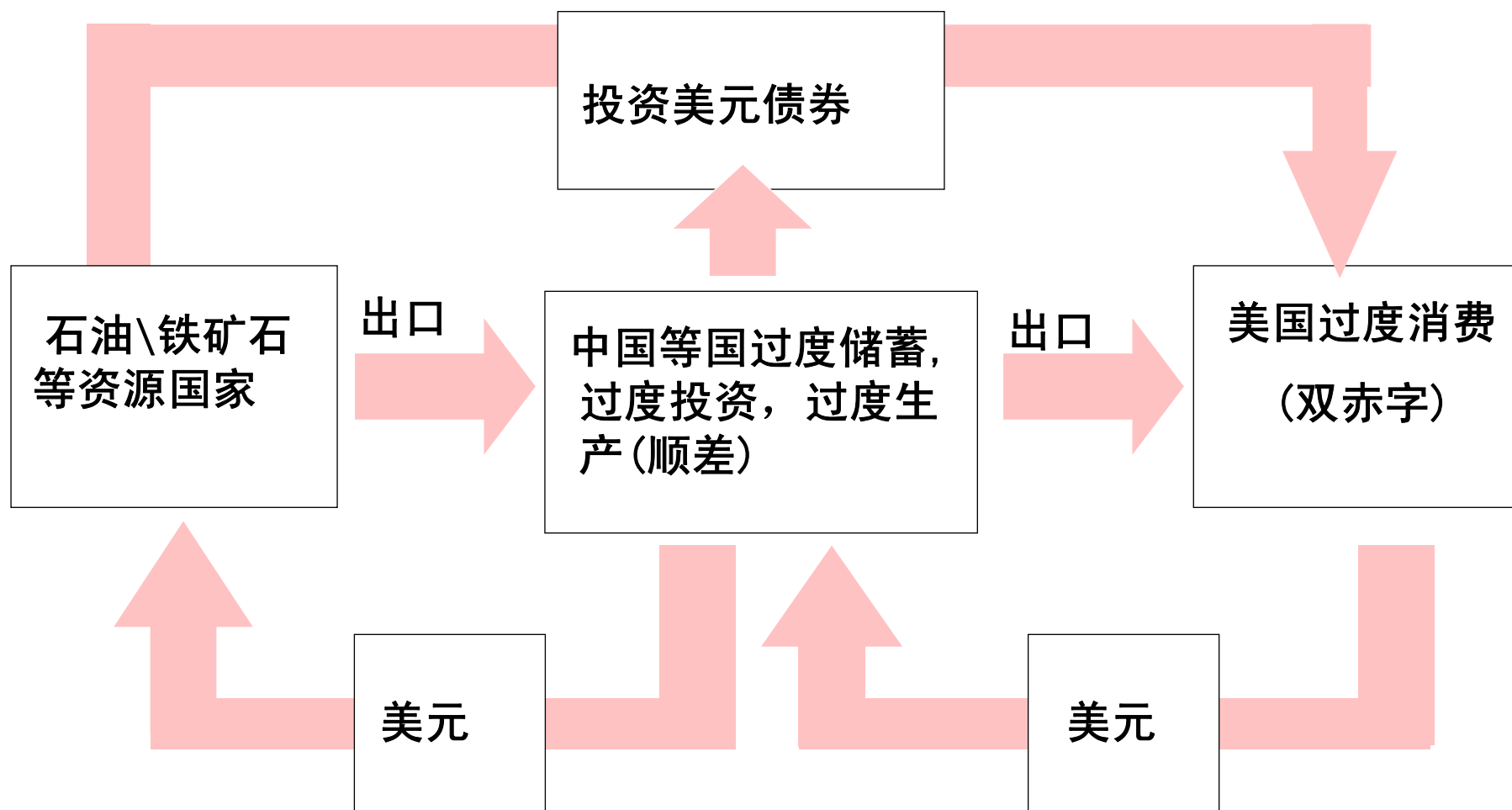
目 录

全球宏观视野下的房地产行业

全球宏观视野下的房地产行业

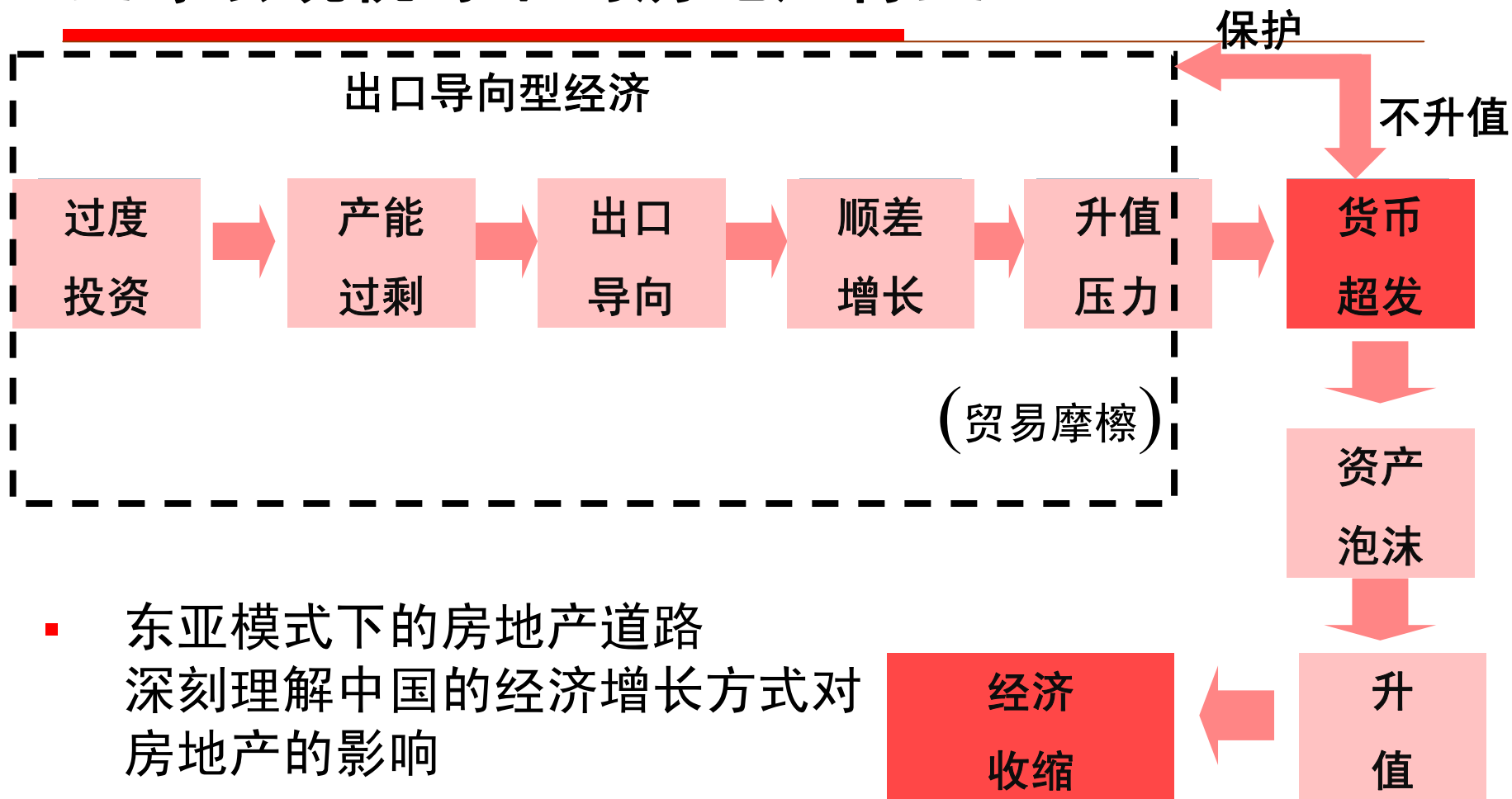
- 亚洲蝴蝶拍拍翅膀，将使美洲几个月后出现比狂风还厉害的龙卷风！
- 万物之间普遍联系，现实世界不是单因素模型
- 美联储的国际央行地位，导致美元利率决定了全球利率水平，以及全球的流动性
- 美国的房价和利率变动对全球房价波动起到了核心作用（IMF, 2004）
- 作为开放的经济体，中国的房地产市场不可避免的受到全球资本流动的影响

全球宏观视野下的房地产行业



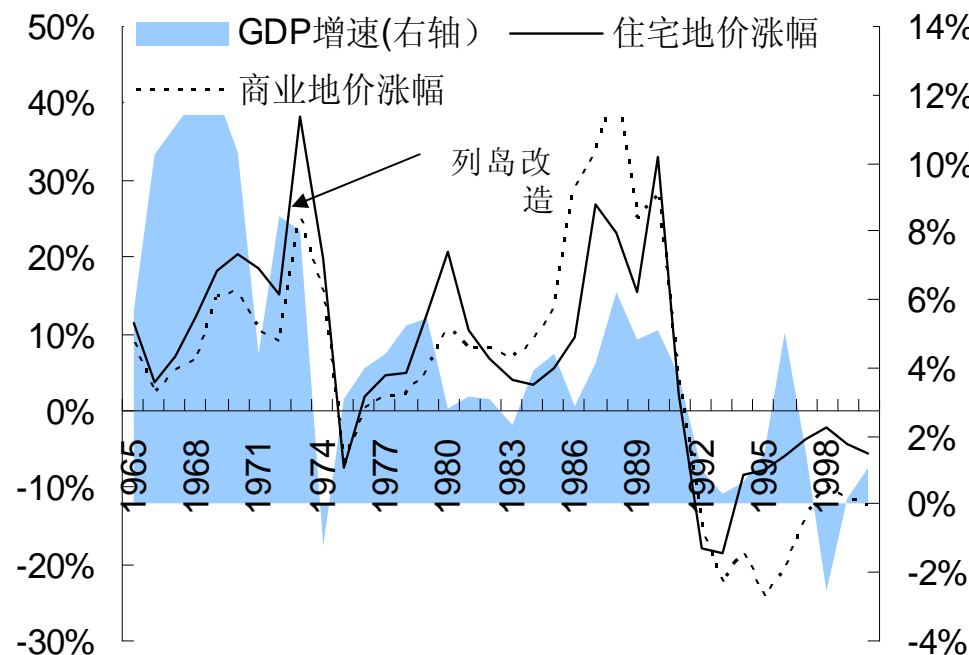
- 全球产业分工决定中国是顺差国

全球宏观视野下的房地产行业

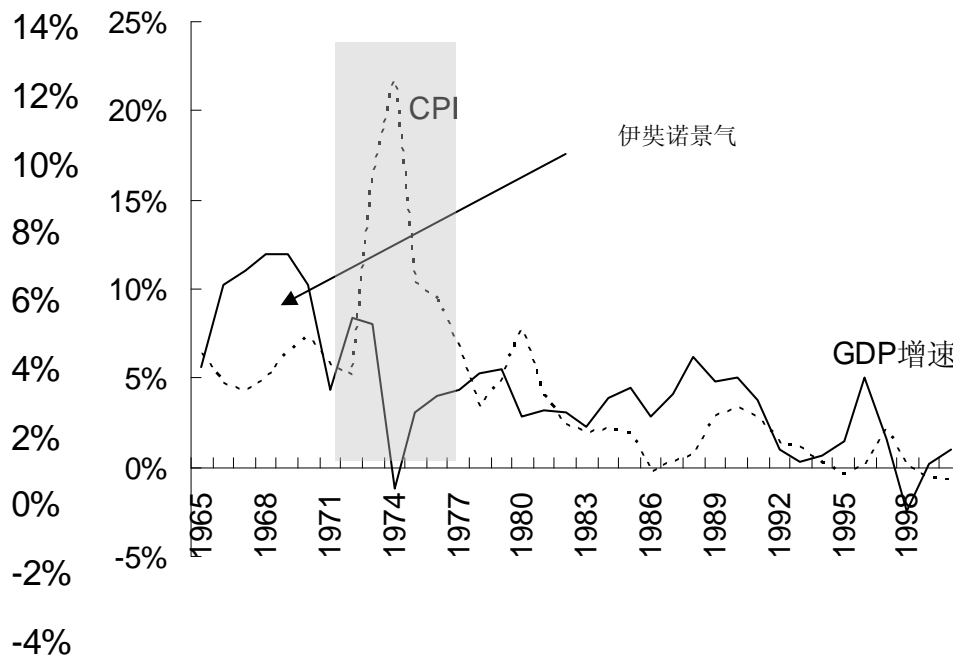


全球宏观视野下的房地产行业

- 与日本的70年代更相似？



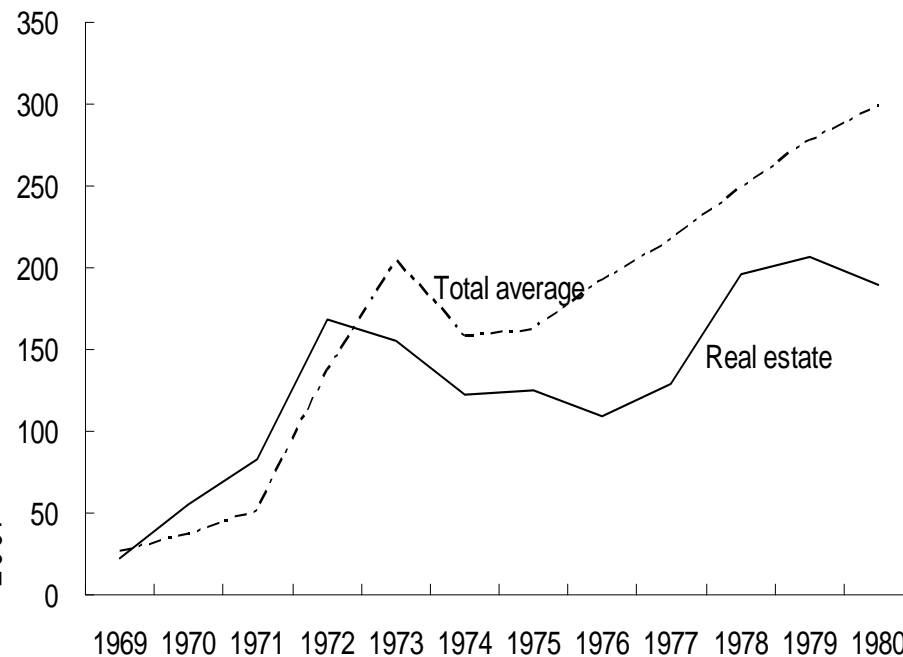
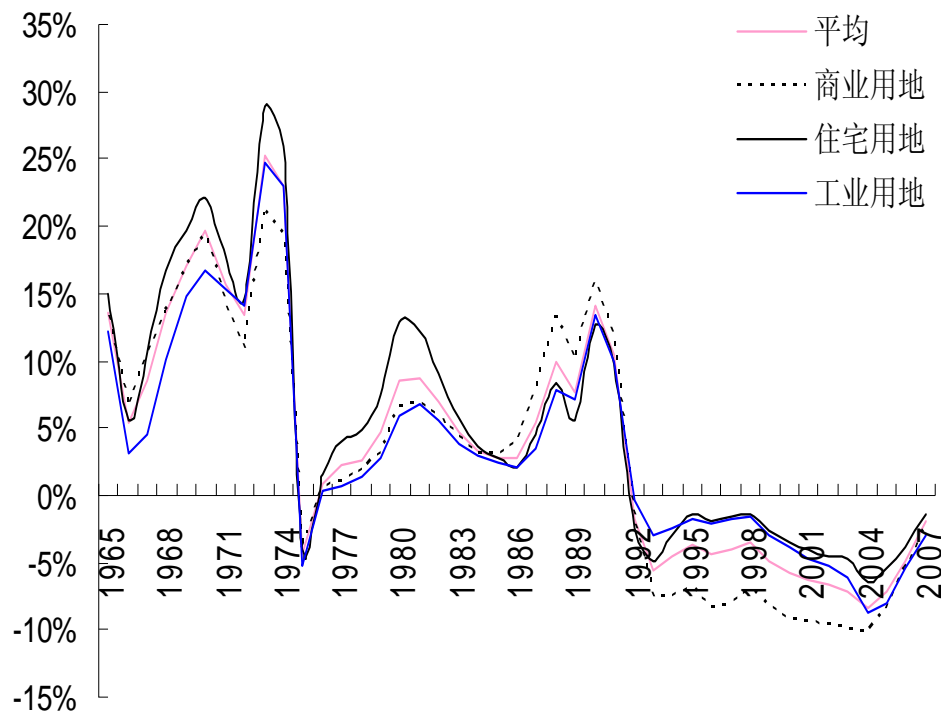
经济增长拉动了地价



升值第三年通胀高涨

全球宏观视野下的房地产行业

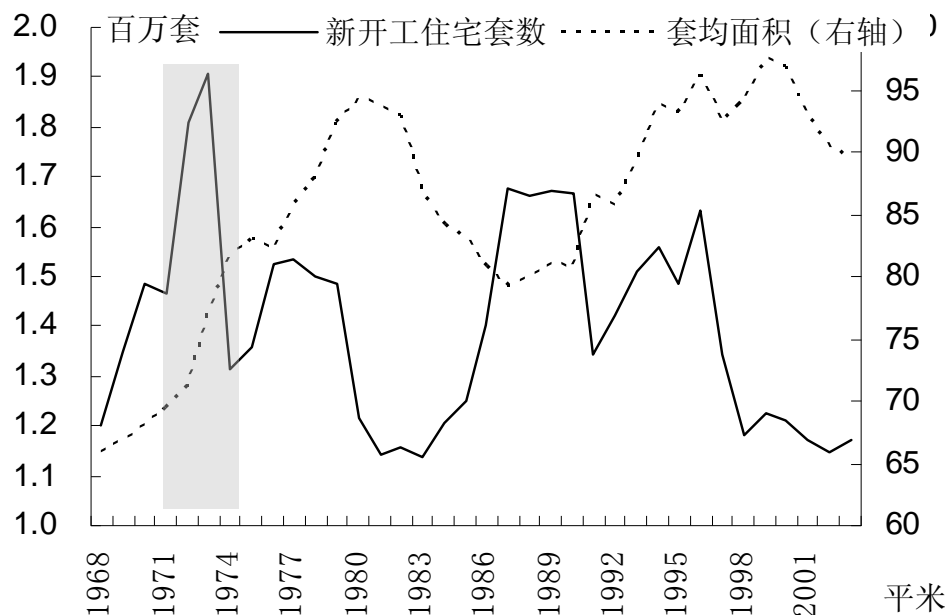
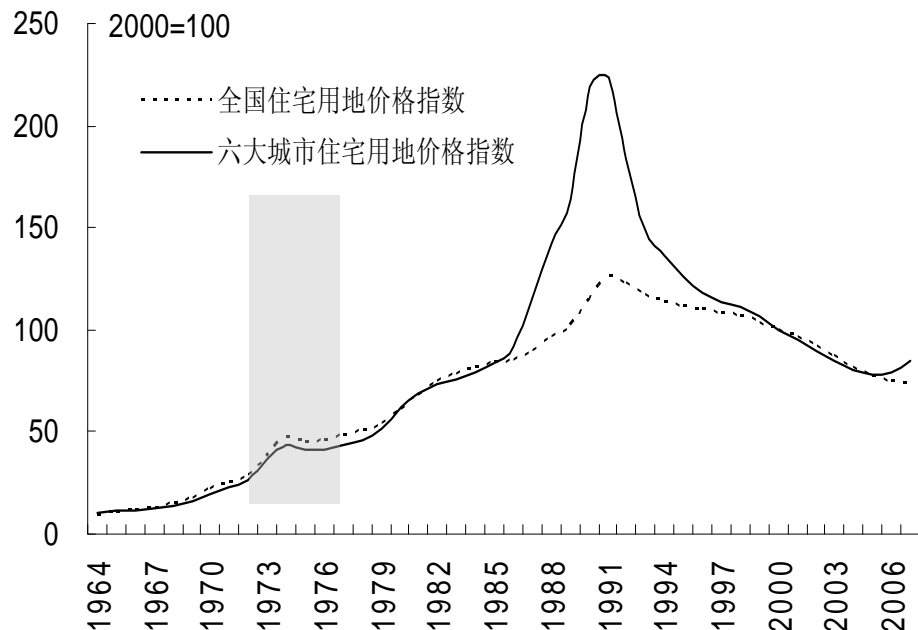
- 与日本的70年代更相似？



货币紧缩政策导致房地产价格迅速回落

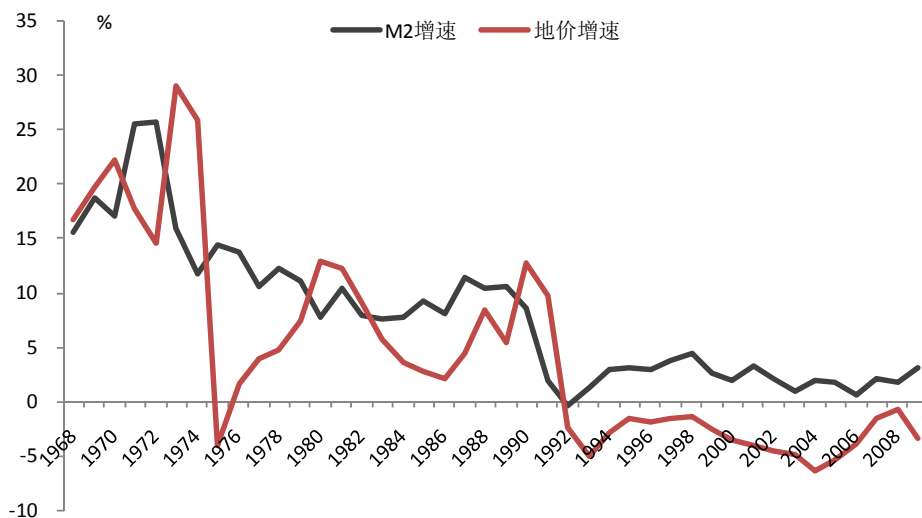
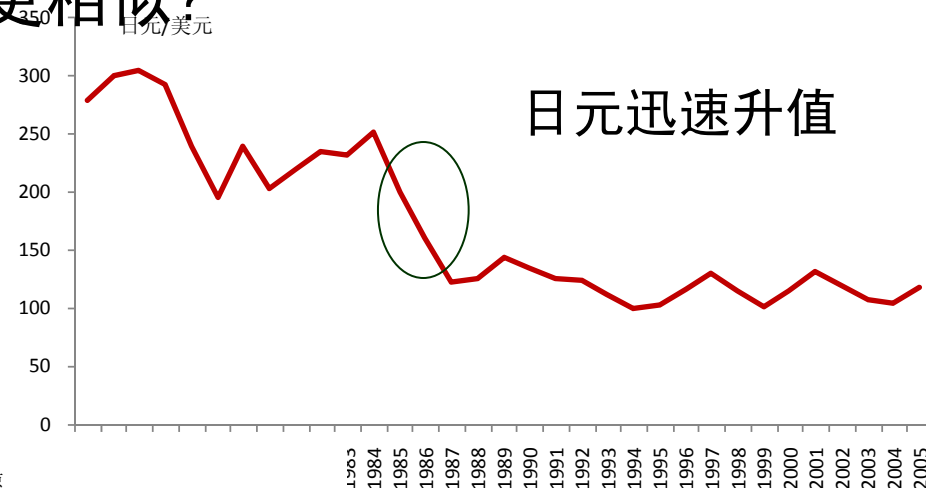
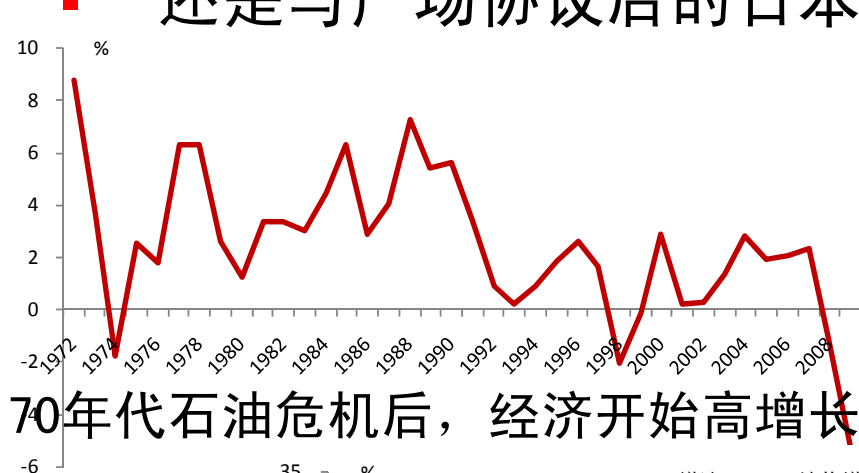
全球宏观视野下的房地产行业

■ 与日本的70年代更相似？



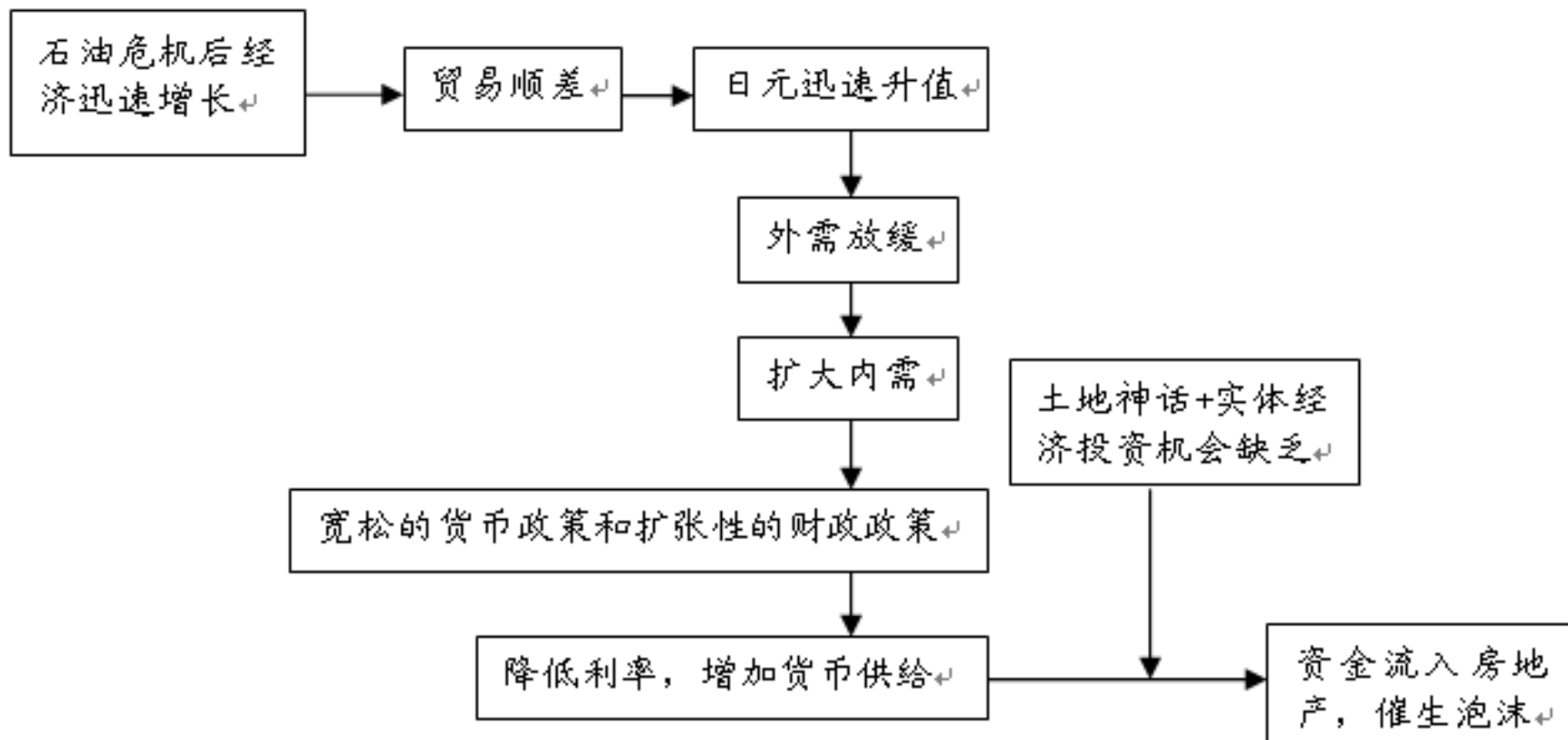
全球宏观视野下的房地产行业

■ 还是与广场协议后的日本更相似？



全球宏观视角下的房地产行业

- 还是与广场协议后的日本更相似？



全球宏观视野下的房地产行业

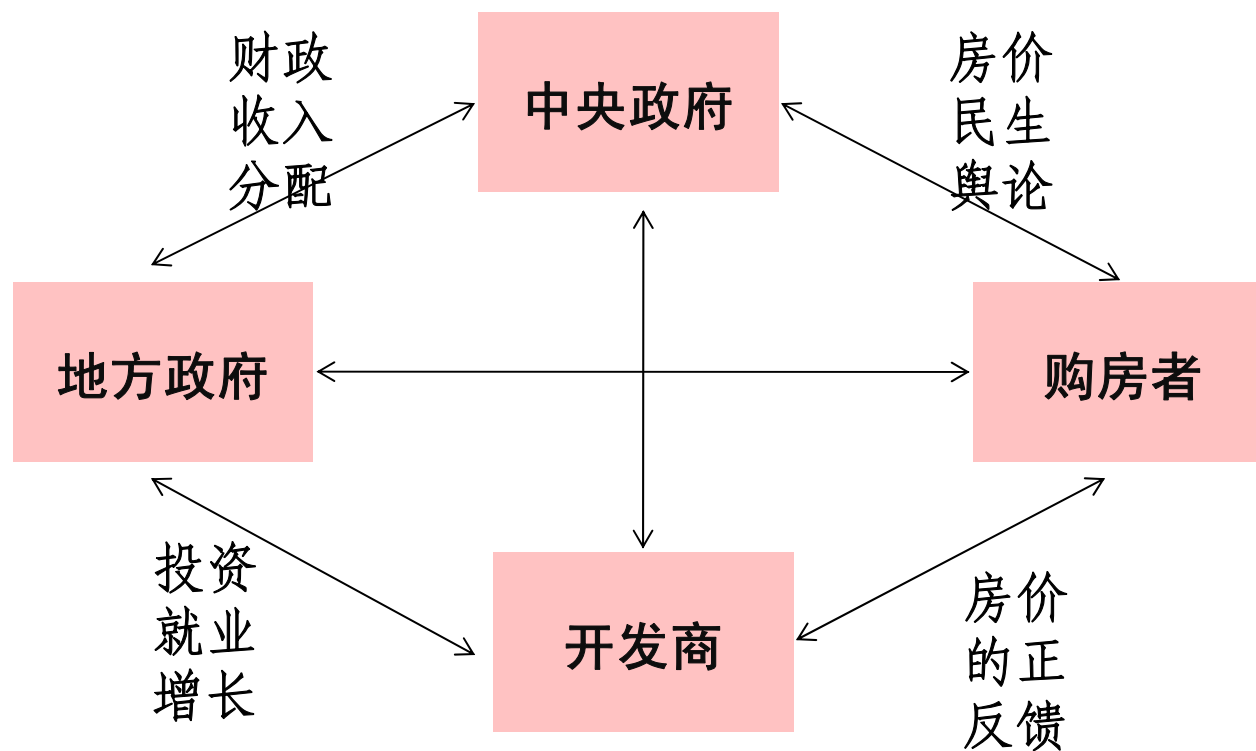
- 美欧经济\贸易磨察\币值变动
- 人民币国际化对房地产的影响?
- 美元利率动向?

目 录



市场行为主体研究

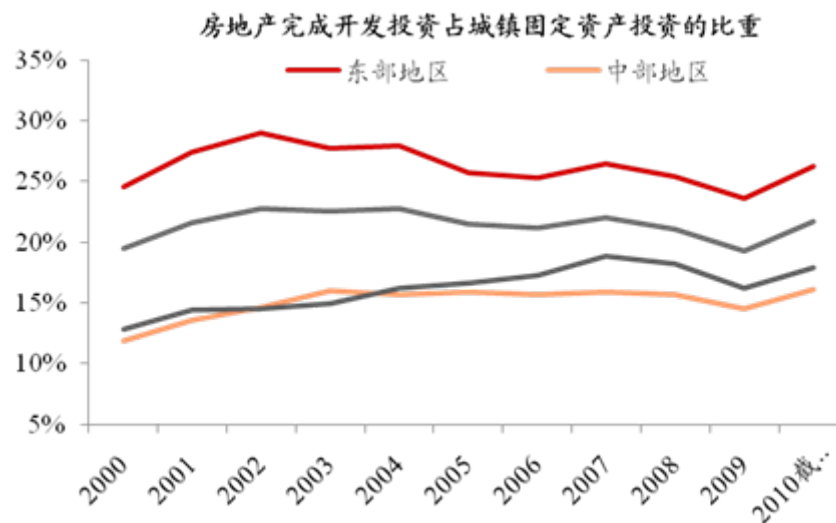
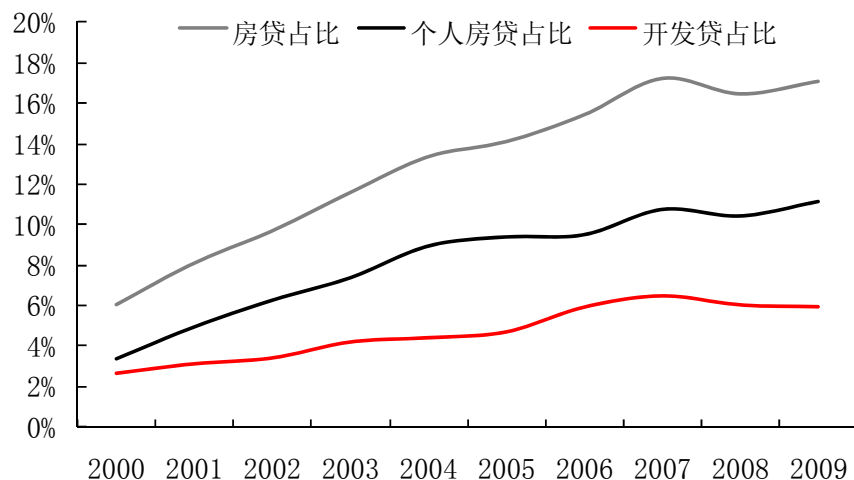
市场行为主体研究



市场行为主体研究

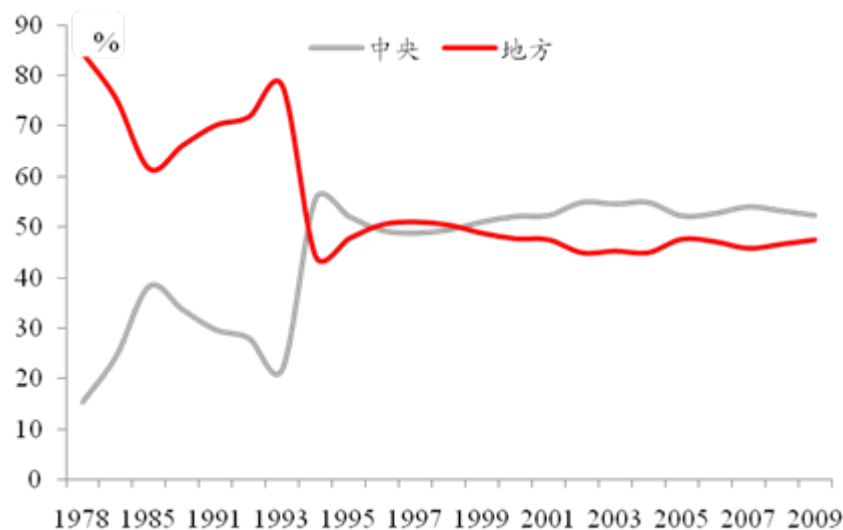
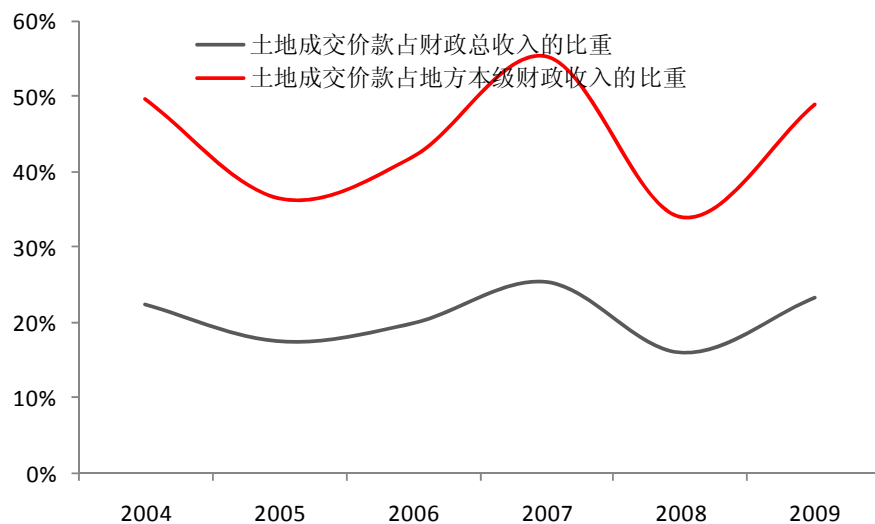
■ 中央政府：

- 相机抉择, 熨平周期
- 房地产投资是调节经济增速的阀门
- 金融安全\民生\舆论是调控房地产的主要动力



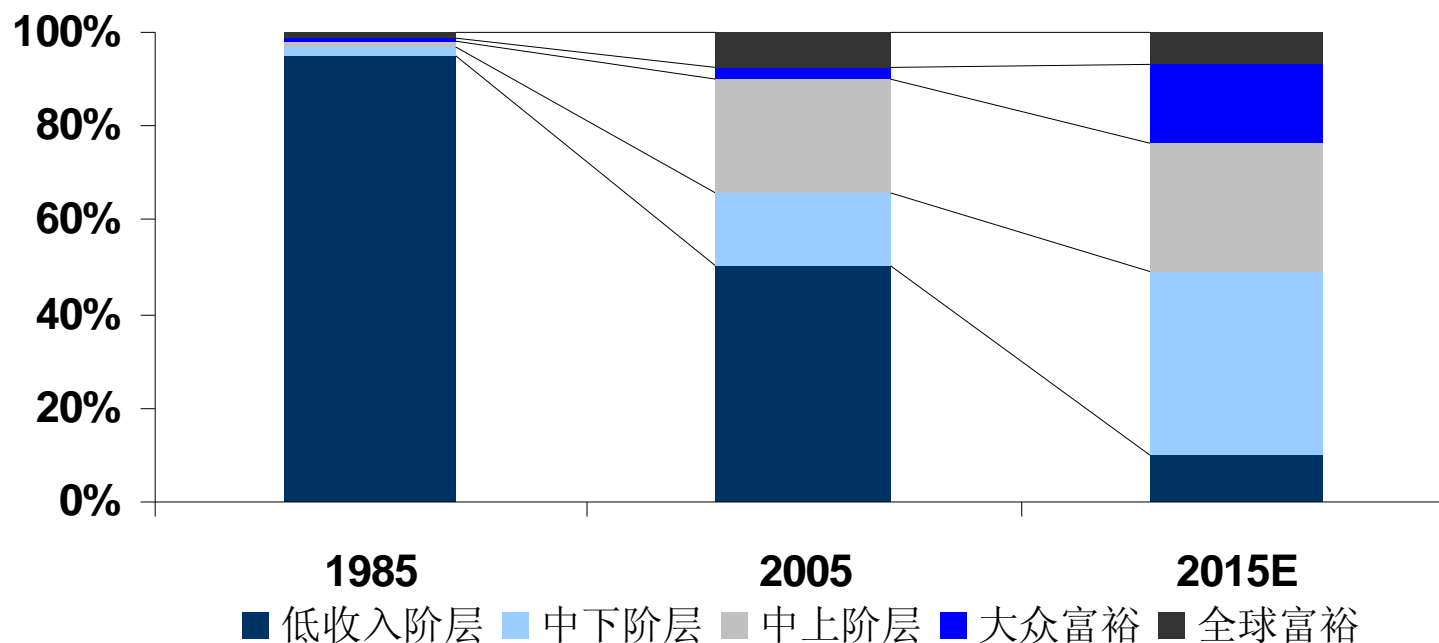
市场行为主体研究

- 地方政府：
- 地方之间的GDP竞赛；
- 地方主导经济发展的模式
- 财权及事权不对等；高度依赖土地财政



市场行为主体研究

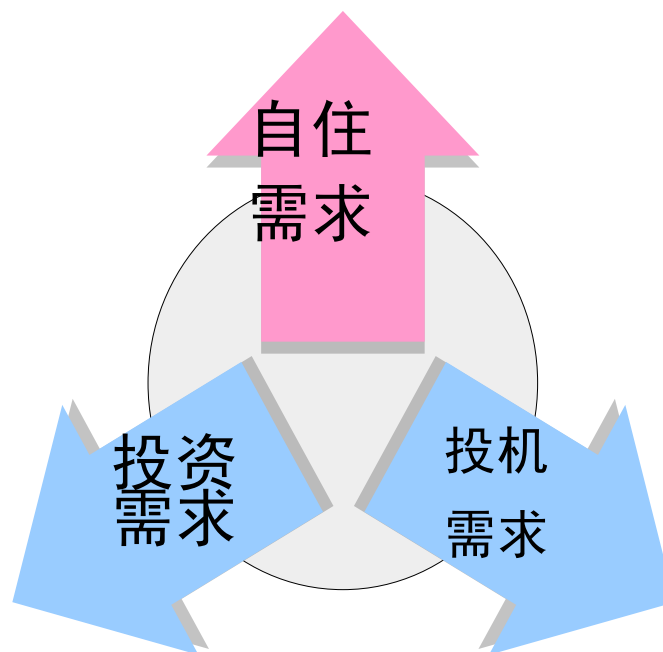
■ 购买力分层



市场行为主体研究

■ 需求多样化

关注长期升值
与出租回报，喜
欢交通优越的中
小户型，适度借
助贷款

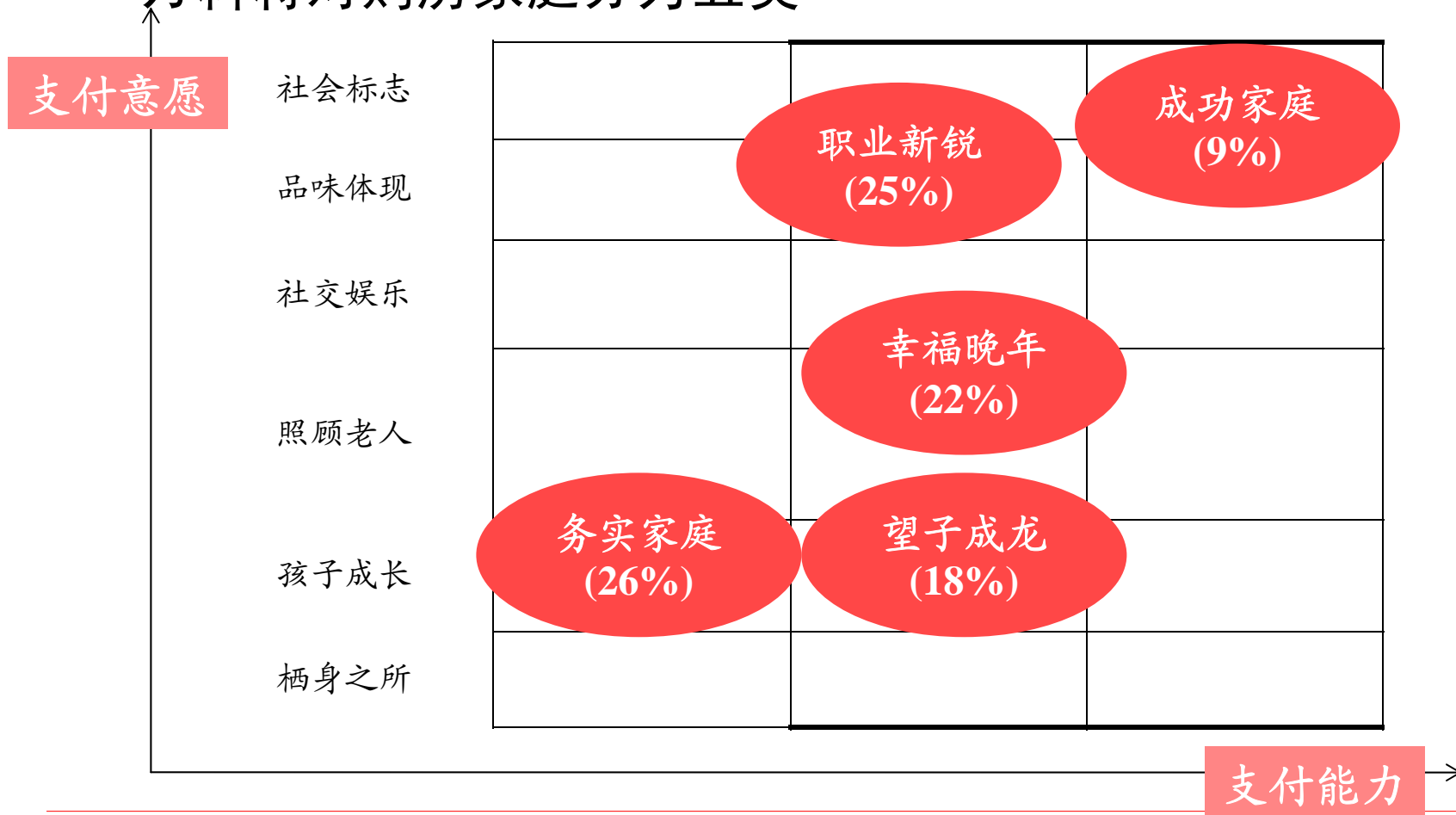


首次置业
改善置业
城市新移民

关注短期升值
喜欢供给稀缺的豪
宅；依赖贷款

市场行为主体研究

万科将对购房家庭分为五类



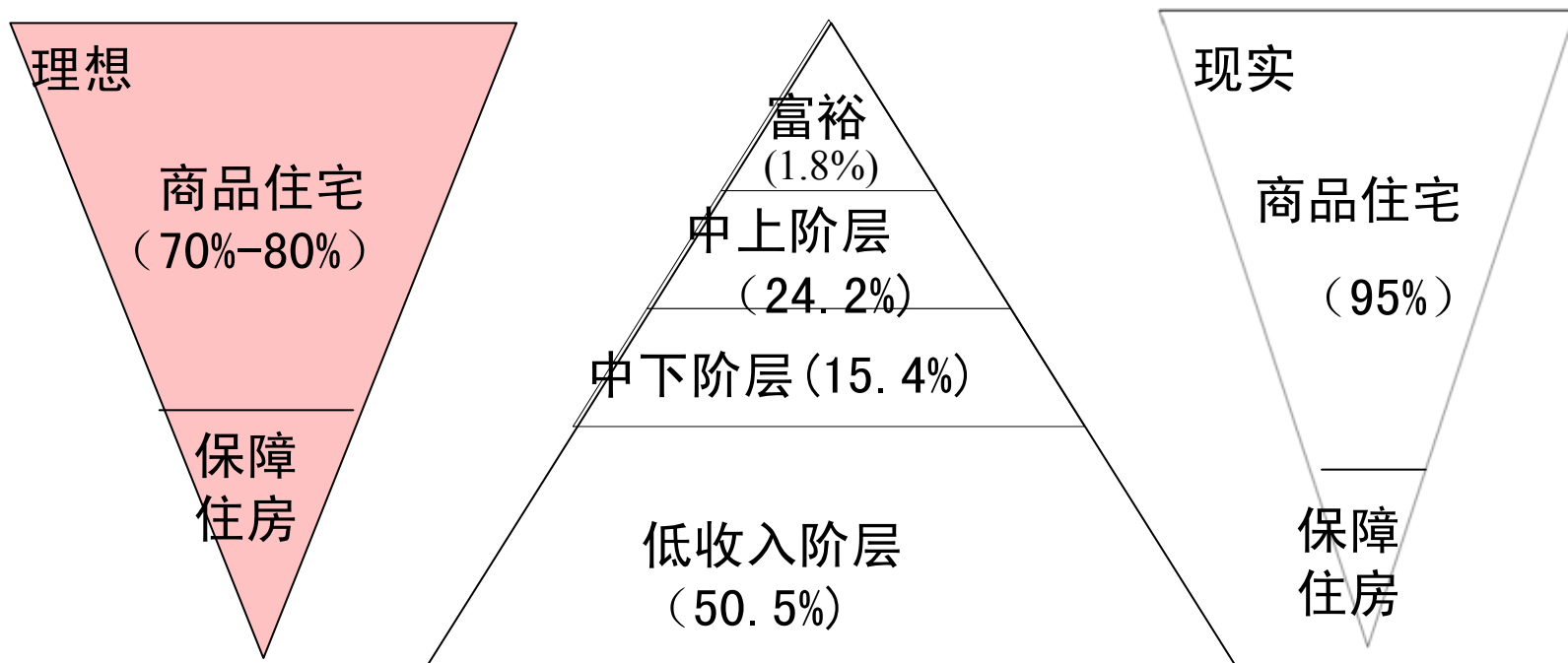
市场行为主体研究

■ 楼市新政对不同客户群体影响不一

项目名称	宝能太古城	纯水岸环湖精装大宅（七期1栋）	中信红树湾五期
推售套数	60套	152 套（含8套样板房）	加推97套
推售户型	75-76m²两房两厅一卫精装户型	235m²等大宅为主	240m²到320m²
开盘时间	2010年7月3日	2010年7月11日	2010年7月17日-7月18日
均 价	均价3万	4万-6万/平米	5.5万元/平方米
优惠活动	总价多加1万，赠送全套家电；按揭无折扣 一次性付款98折	开盘当天99折，按揭付款折上99折，一次性付款折上95折	一次性付款可享受98折优惠；VIP客户开盘活动期间（7.17-7.18）额外1个点优惠
销 售 率	开盘当天成交14套，销售率23%；7月4日成交1套，共15套	55%，当天销售84套	2天内共销售50套

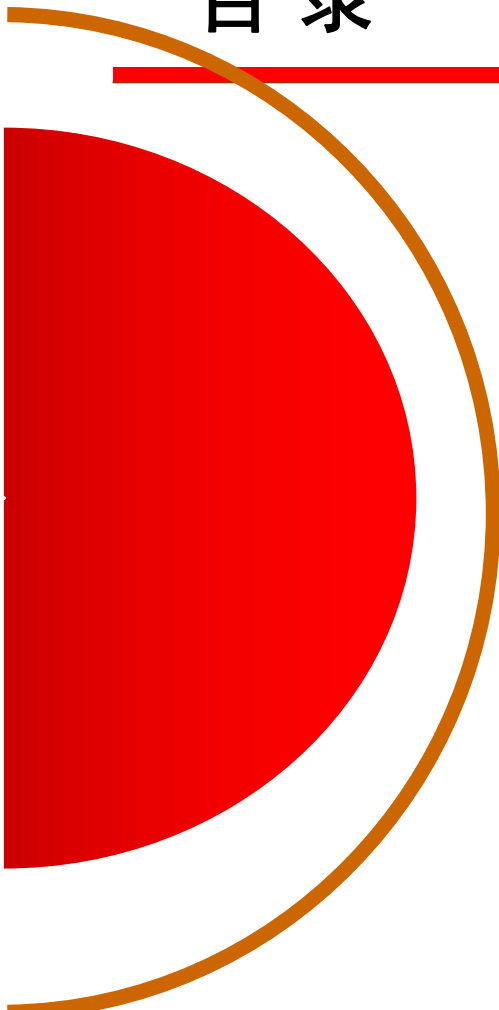
房地产行业主要问题之所在

- 财富分化, 而政府只追求增长, 在住房保障方面缺位, 导致住房的供应结构和需求结构不匹配, 是最主要矛盾



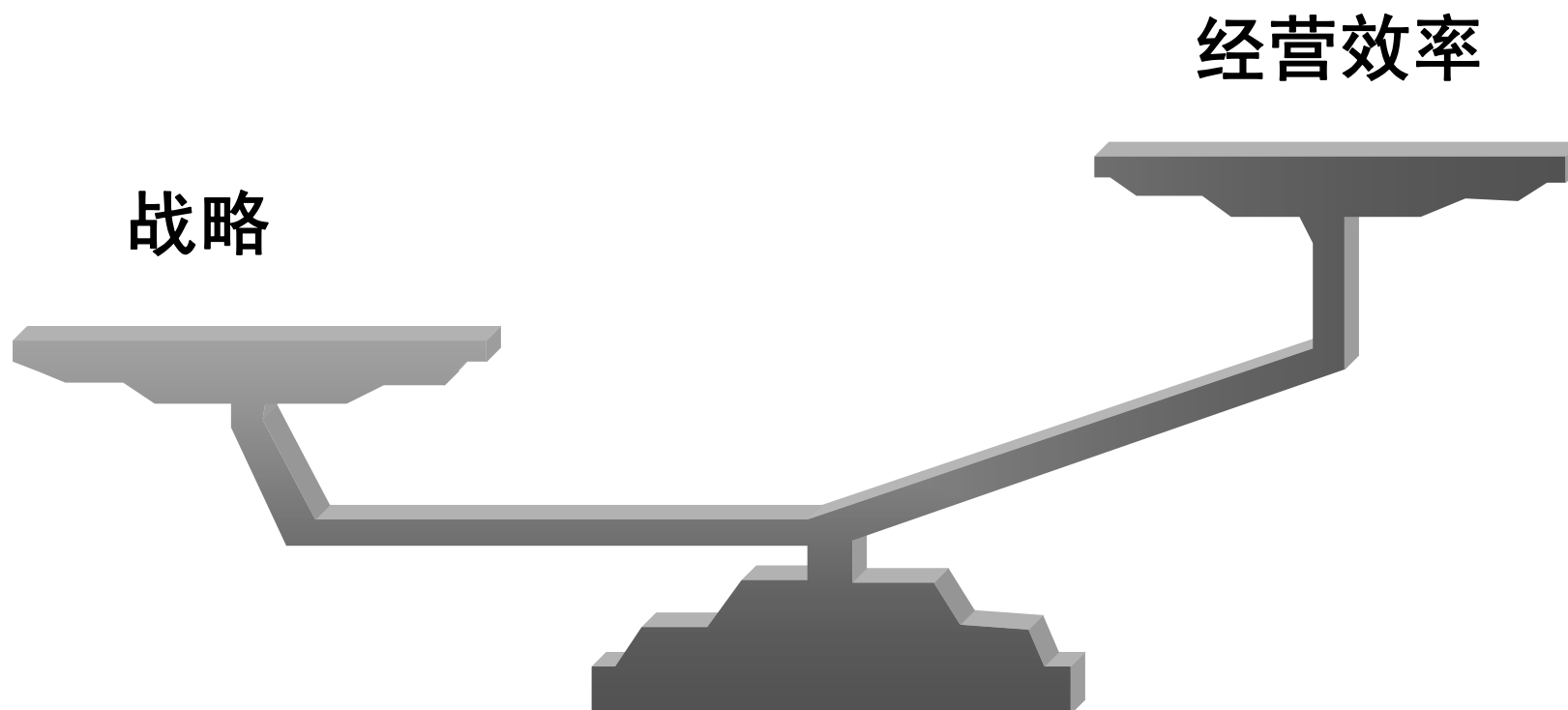
中国城市居民金字塔式收入结构 VS 我国实际/规划住宅倒金字塔式供给结构

目 录



如何分析房地产企业

关注企业的战略



关注企业的战略

战略：寻找定位

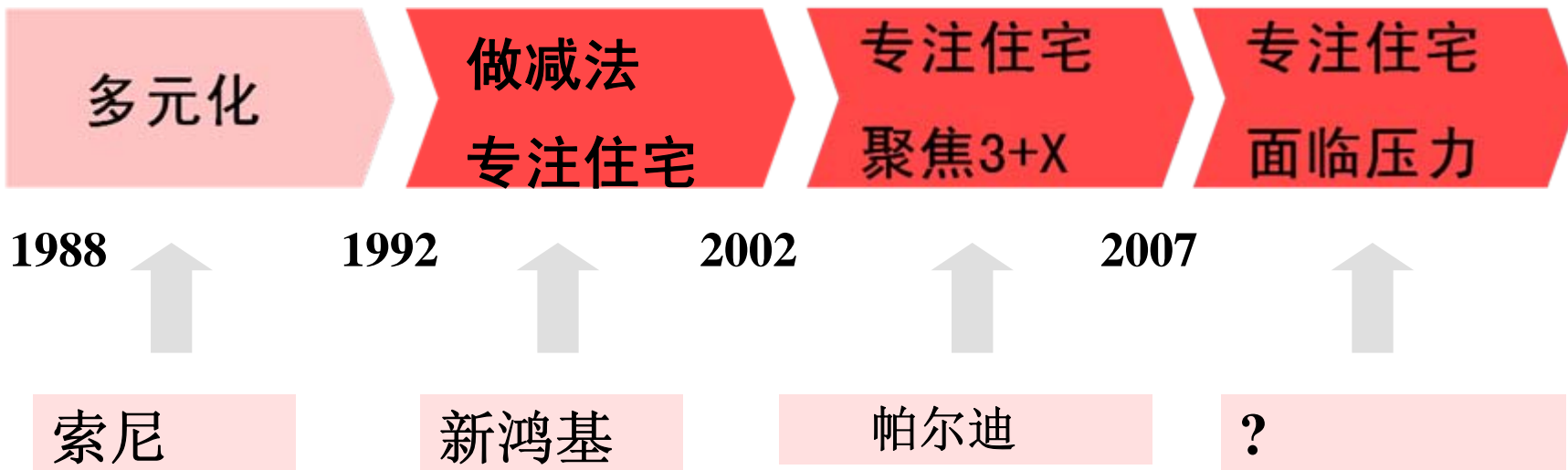
战略的本质：取舍

差异化

成本领先

焦点锁定

案例:战略成就万科



案例:战略成就万科

新鸿基

香港本地的地产公司龙头
善于利用资本市场来抵抗风险

租赁收入占到一半
现金流稳定而安全
净负债率低
通过多元化的房地产业务抵御周期风险

注重控制拿地成本,
追求房价和高毛利率

案例:战略成就万科

帕尔迪

跨区域发展

连续50年以上的盈利记录
平均净资产回报率在16%以上
持续的盈利能力

成熟的开发模型:城市地图, 终身服务

极高的资金周转能力

快速
周转

业绩
增长

维持
股价

多次
融资

规模
增长

跨
地域

案例:深宝安的战略之痛

早期的地产领军企业

误入多元化陷阱

战线过长

管理能力
不够

投资失误

资金困难

地产优
势丧失

理解企业的经营模式

美国房地产模式

土地来源多样（私人58%，联邦32%，州8%），可自由买卖；土地期权

市场集中度低

（20.97%/前10/2005）

借助并购，跨地域发展

轻资产
重周转

大量应用预制件缩短开发周期

产业链专业分工

理解企业的经营模式

香港房地产模式

政府控制土地供给，高地价；无土地期权

市场集中度高

(75.5%/前10/1996)

较少跨地域发展

重资产
轻周转

对开发周期不敏感

开发商全程开发

理解企业的经营模式

中国房地产模式

土地制度类似香港（政府控制土地供给）

市场集中度低

（低于20%前10/2007）

龙头企业跨地域发展

重资产
周转慢

龙头企业开始缩短开发周期

产业链专业分工不够

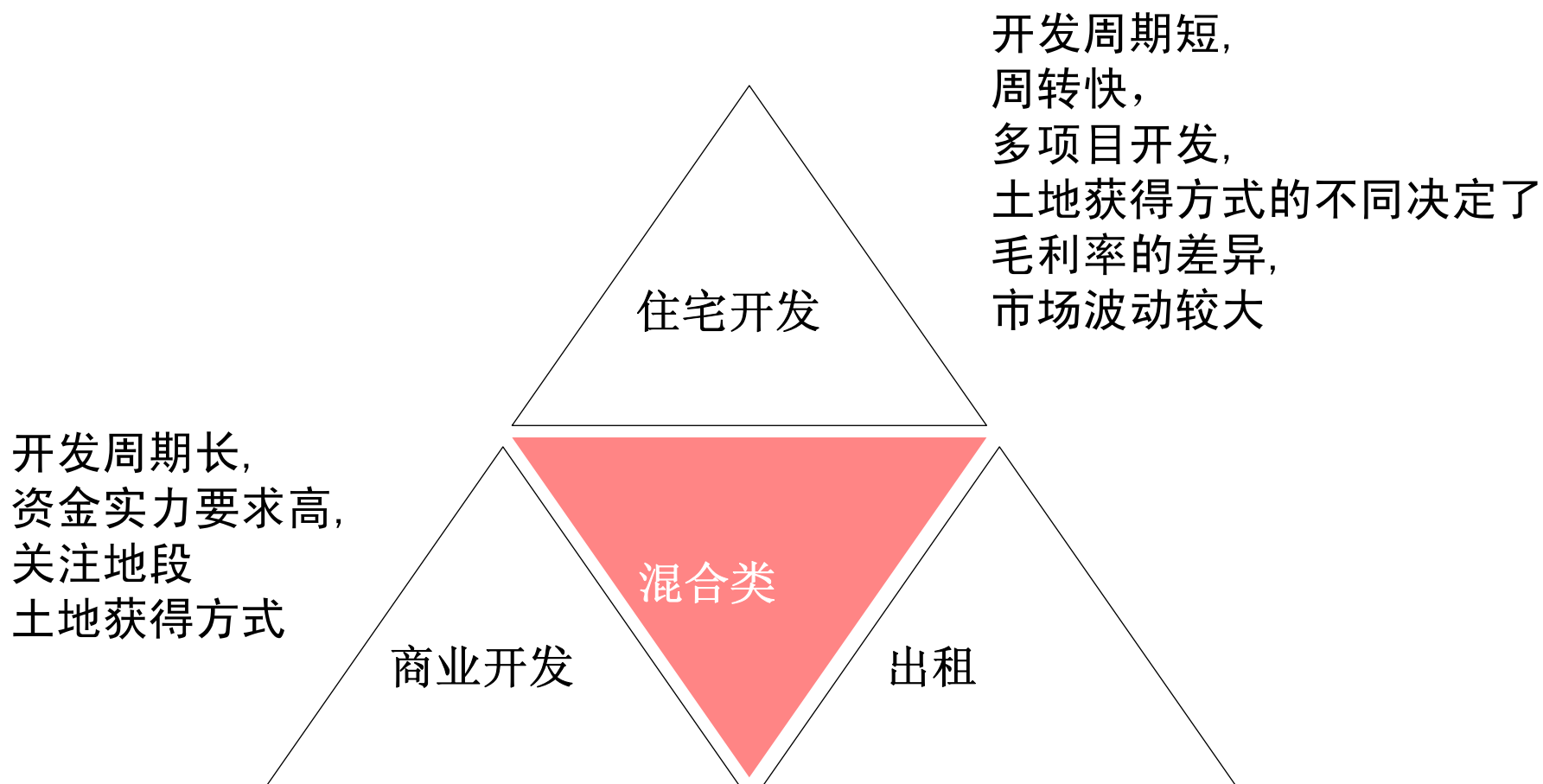
理解企业的经营模式

美国、香港及中国房地产公司比较

国家	公司	ROE (%)			资产负债率 (%)			资产周转率		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
美国	DR HORTON INC	31.55	20.88	-11.84	39.23	41.01	37.87	1.29	1.10	0.86
	PULTE HOMES INC	28.47	10.97	-41.4	32.8	33.03	38.32	1.25	1.09	0.79
	CENTEX CORP	27.59	27.75	5.3	24.01	28.36	54.31	0.65	0.62	0.70
	LENNAR CORP-CL A	29.13	10.84	-40.76	20.67	21.06	25.22	1.28	1.30	0.95
	KB HOME	34.11	16.93	-38.94	31.83	31.52	37.89	1.39	1.10	0.86
	平均	30.17	17.474	-25.53	29.71	31.00	38.72	1.17	1.04	0.83
香港	SUN HUNG KAI PROPERTIES	12.82	12.75	12.03	11.76	13.1	12.95	0.12	0.12	0.13
	CHEUNG KONG HOLDINGS LTD	7.75	9.38	12.95	10.45	15.4	11.76	0.03	0.05	0.05
	HENDERSON LAND DEVELOPMENT	17.49	18.87	11.54	15.48	16.43	13.75	0.06	0.06	0.06
	HANG LUNG PROPERTIES LTD	19.26	10.54	13.06	11.24	16.49	9.07	0.14	0.06	0.07
	NEW WORLD DEVELOPMENT	5.13	2.03	7.58	24.87	21.45	28.97	0.18	0.21	0.18
	平均	12.49	10.71	11.43	14.76	16.57	15.3	0.11	0.10	0.10
中国	万科	18.61	19.78	21.92	60.98	65.04	66.11	0.56	0.50	0.47
	保利地产	53.51	29.27	19.14	84.99	75.66	68.62	0.39	0.33	0.28
	招商地产	11.67	17.44	20.37	56.49	70.54	63.58	0.31	0.26	0.22
	金地集团	12.10	16.14	16.67	53.71	66.61	63.65	0.41	0.41	0.41
	金融街	19.27	17.11	16.76	66.14	63.61	64.63	0.31	0.37	0.33
	平均	23.03	19.95	18.97	64.46	68.29	65.32	0.39	0.37	0.34

前五大公司，数据来源：彭博、WIND

理解企业的经营模式



理解企业的经营模式

民营

注重成本控制；
土地获取方式值得关注；
资金更为紧张；
利润率较高

...

国企

注重品质\质量；
土地以招拍挂为主；
成本控制较弱；
利润流失普遍；
利润率低

理解企业的经营模式

碧桂园的低成本土地储备			
土地所在城市	土地面积（万	土地成本（亿元）	平均地价（元/m²）
韶关芙蓉新城	430	4.5	104
张家界地块	69	1.2	171
内蒙古地块	266	1.6	30
安徽池州地块	112	2.4	214
天津塘沽地块	27	2.4	889
重庆长寿湖地块	40	2.3	570

目 录



如何挖掘房地产公司的内在价值

挖掘公司内在价值是分析师的职责



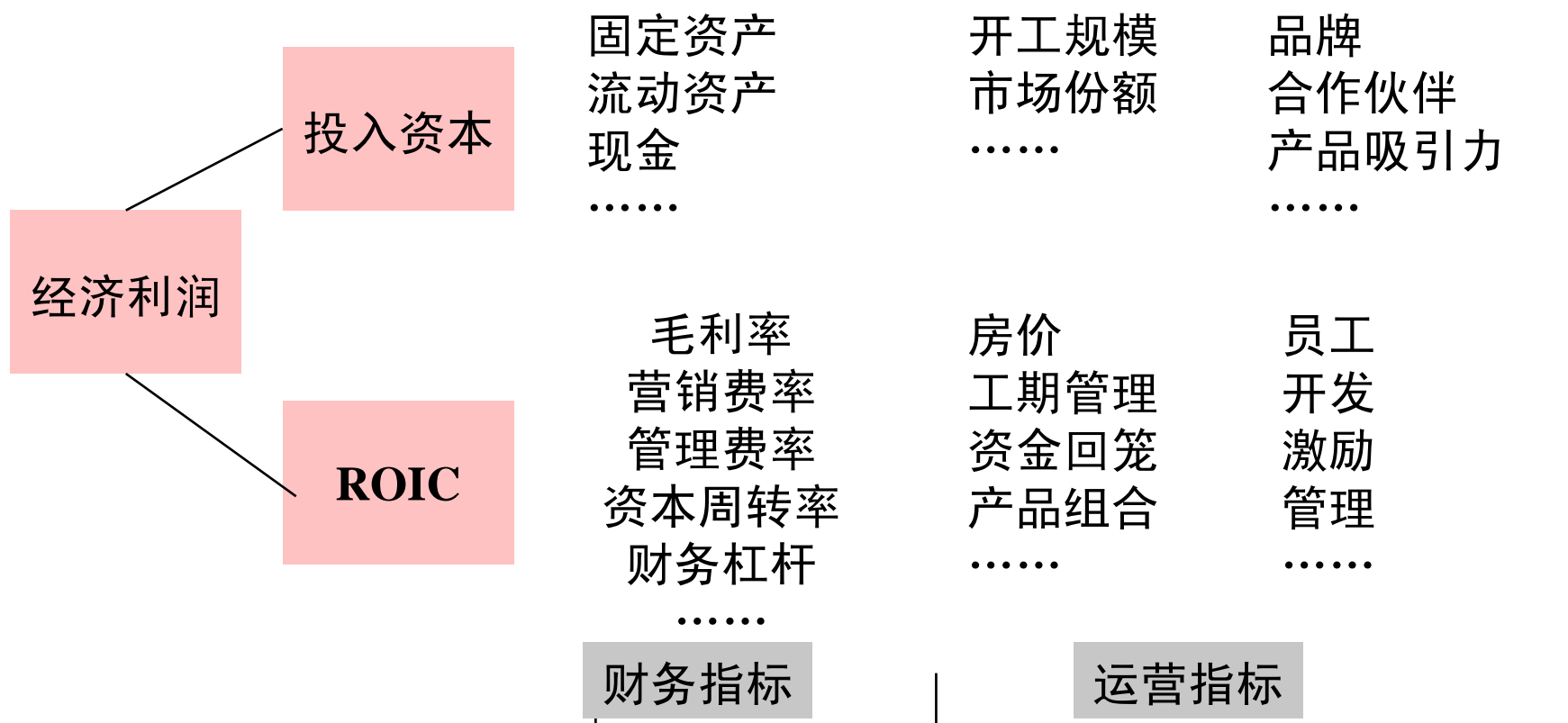
第一步:通过NAV估值

$$\begin{aligned}\text{公司内在价值} &= \frac{\text{NOPLAT}(1 - g/\text{ROIC})}{\text{WACC} - g} \\ &= \text{当前投入资本} + \text{经济利润现值} \\ &= \text{NAV}\end{aligned}$$

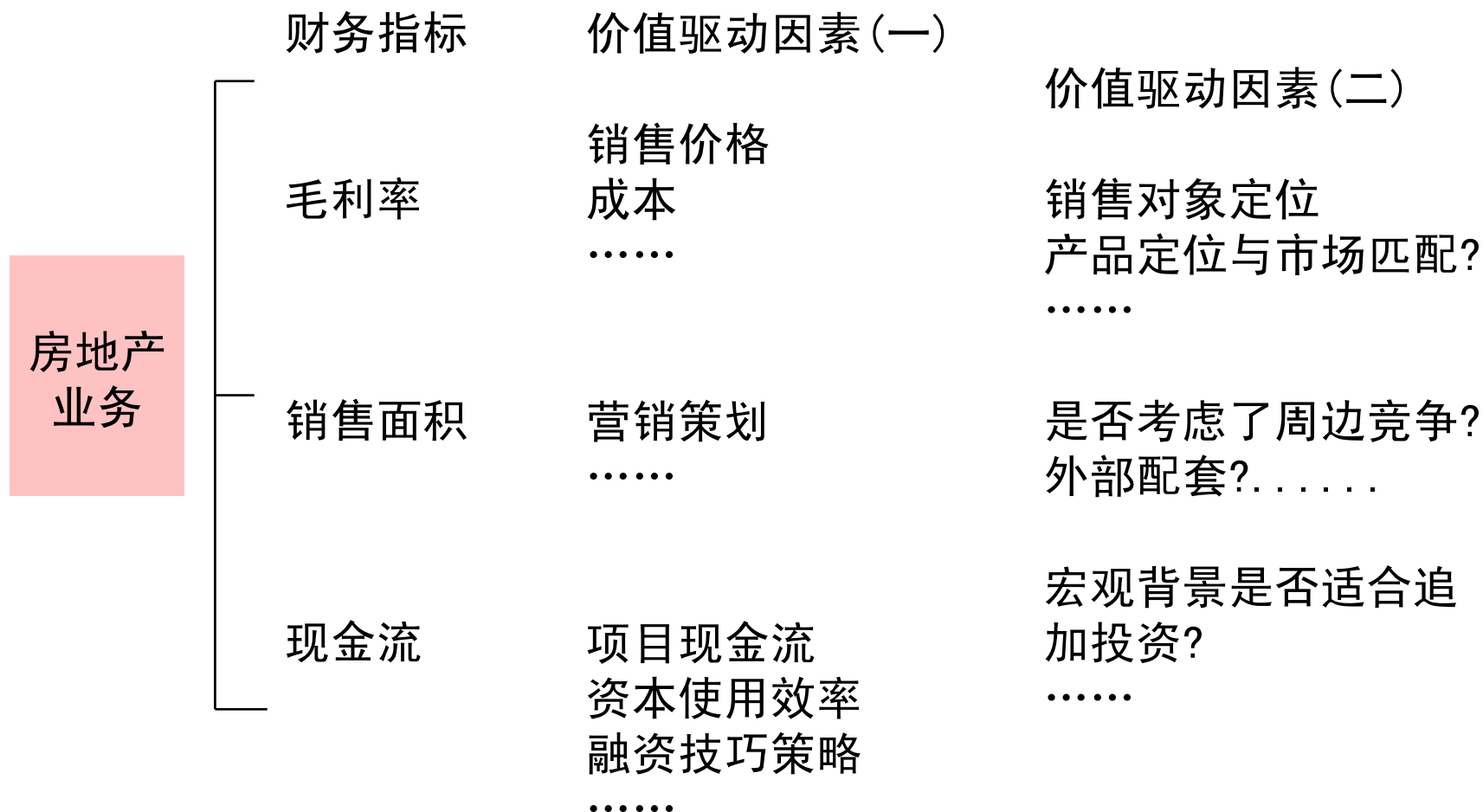
- 公司的内在价值由其未来创造现金流的能力所决定; g 及 ROIC 增长是公司价值增长的主要驱动因素;
- 周期类公司同样适用 DCF 估值, 因为贴现现金流价值波动远小过现金流波动, 单一年份贴现现金流对公司价值无显著影响

第二步:分析公司的价值驱动因素

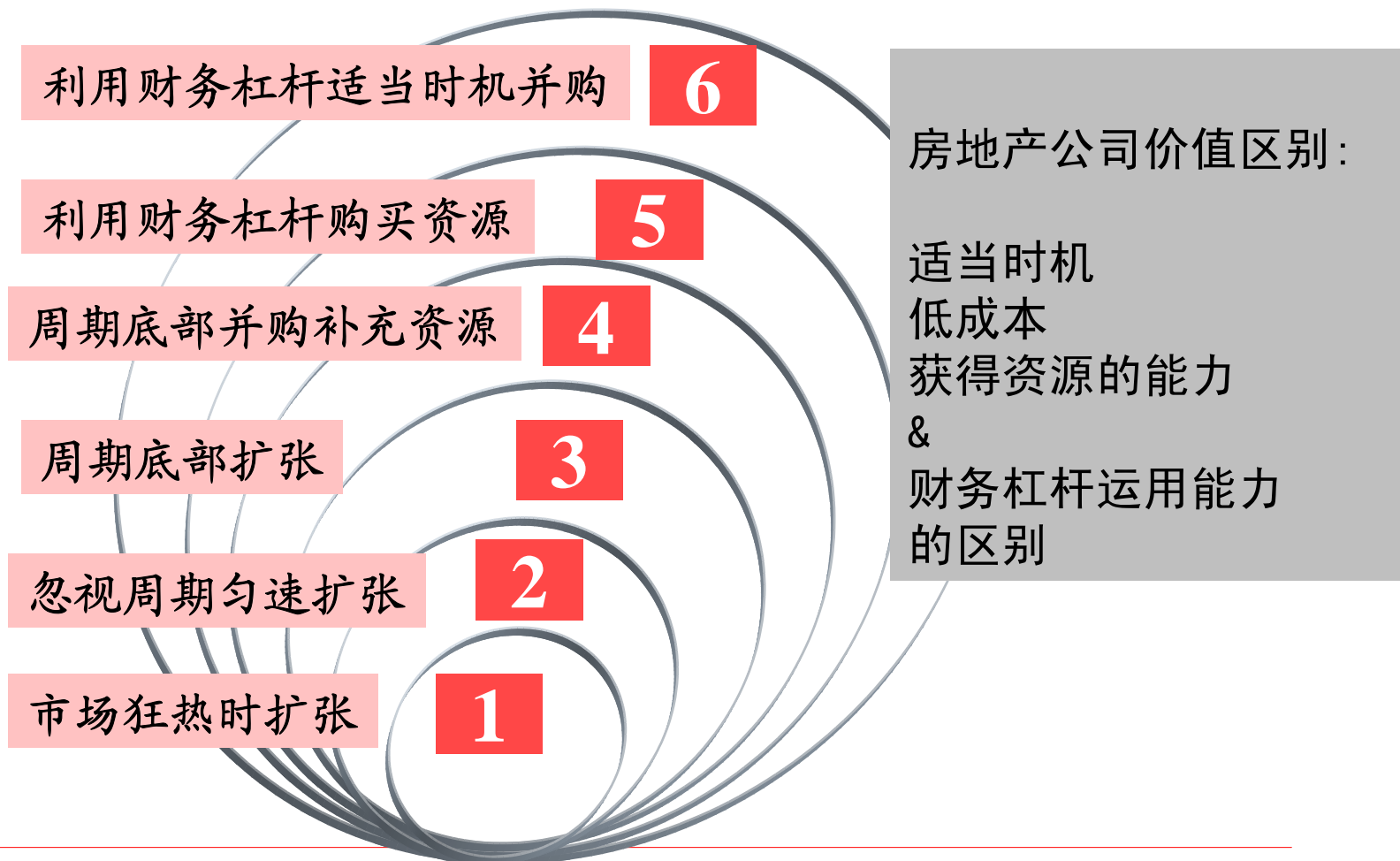
■ $\text{经济利润} = \text{投入资本} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$



第三步:分析房地产业务的价值驱动因素



相同的NAV,并不意味着相同的估值水平



目 录

如何阅读房地产公司的财报

如何阅读财务报表

资产负债表



财务状况

- 资产
- 负债
- 所有者权益

损益表



经营成果

- 收入
- 成本费用
- 利润

现金流量表



现金流量

- 现金流入
- 现金流出

如何阅读财务报表

净利润通过利润分配形成留存收益和应付利润分别进入资产负债表的权益和负债

资产负债表
(未来)

现金净流量反映资产负债表中货币资金的变化情况

损益表
(过去)

净利润经过现金性和非现金性相关调整，得出经营性现金净流量

现金流量表
(现在)

资产负债表我们关注什么？

- 存货：
 - 房地产公司最重要的经营资产, 占资产总额的比重行业平均为60%
 - 苏宁环球达到80%, 四大地产公司基本为65%左右.
 - 多项目开发, 按项目披露.
 - 通过分析存货可预测企业的未来经营状况.

- 已完工开发产品(过去)
- 在建开发产品(现在)
- 拟开发产品(将来)
- 原材料低值易耗品

资产负债表我们关注什么？

- 已完工开发产品
- 指已竣工但尚未结算的楼盘
- 是当年的可结算资源
- 了解上年未结算的原因
 - 滞销？
 - 属于商业配套？
 - 调节利润？
- “本年减少” / 当年结算面积 = 楼面成本

资产负债表我们关注什么？

- 在建开发产品
- 指当前仍然在施工的楼盘
- (计划投资额/建面) — 地价 = 计划楼面建安成本 (帮助盈利预测; 对比实际成本)
- 计划竣工时间 (帮助盈利预测时假定利润分布年度)

资产负债表我们关注什么？

- 拟开发产品
 - 指土地储备
-
- 对比”年末余额”与公布的地价,可知道未付地价及未来的资金压力,仅适用于信息较透明的公司
 - 土地储备的质量决定了企业未来的盈利能力
 - 土地储备的规模决定了企业未来的收入规模
 - 土地属性与规划匹配是项目走向成功的必要条件
 - 分析土地储备的构成,可看出企业的拿地策略/优势

资产负债表我们关注什么？

- 预售款：
 - 是最重要的可结算资源；市场下滑时，资本市场更喜欢预售款多公司，因为业绩确定好。市场复苏时呢？
 - 负债，但无息且不用偿还，是房地产公司重要的资金来源
 - 各地的预售条件不一
 - 尽快拿到预售证（不考虑市场波动）；
 - 充分利用当地其他地产商操作惯例，如收取定金方式等；
 - 与银行打好关系，不必等到住宅封顶才能做按揭
 - 结算条件：
 - 签定销售合同
 - 竣工并验收
 - 取得买方付款证明并交付使用

现金流分析

- 有盈利的公司也会破产！
- 会计准则的调整不会影响到现金流, 现金流更真实.

- 关注的指标
 - 净现金(流动比例并不完全适合房地产公司)
 - 现金/资产比率
 - 净负债率
 - 资产负债率没有剔除预收款.

小和尚的故事



三伏天,小和尚望着窗外飘飞的柳絮,十分沮丧地问师父,”师父,虽然我已立志成佛,但人就象风中之絮,很多坚持无法抵挡外界变化,情绪起伏,随境流转,不知所终”

师父说”不要阻挡风,愿将此身化为风,不要阻挡雨,愿将此身化为雨.顺其自然不是随波逐流,念头可百转千回,心境应始终如一,理想不会沦丧”

平常心是追求理想的喜悦不被无常磨灭,每天都是在路上,每天都有新希望.



谢 谢