

房地产行业

The real estate

寻|找|不|确|定|中|的|确|定|性

■ 撰文：千树 视觉设计：Rosa 策划：瑞象基金研究团队 teicapital.com

今年刚刚过去的 1-4 月份，一、二线城市商品房交易同比环比均出现增长，维持在历史较高水平，5 月份的前两周中，第一周由于五一假日的影响出现同比上升，环比下降。第二周楼市成交量保持同比环比增长态势。5 月份成交量依然可以保持环比增长态势。并且主要城市的房价已经回升到了 07 年的水平，并且套均成交面积呈回升态势，这是否预示着楼市已经开始回暖，我认为仍有三个不确定性因素需待确认。



不确定之一： 信贷能否持续放松

央行在一季度共增加人民币贷款 4.58 万亿元，4 月份共增加 5918 亿元，虽然同环比减少了，但同比仍增加近 30%。货币供应量继续保持快速增长，市场流动性依然充裕。而央行也多次重申，年初以来确定的信贷政策不会改变。信贷整体仍将宽松。

另外值得注意的是，近段时间国务院出台调整固定资产投资项目资本金比例政策，这项政策包含房地产行业，该政策再度为房企资金松绑，有助于减轻开发商资金压力，有利于房地产投资的增长。使房企的负债能力以及滚动开发能力都进一步提高。

不确定之二： 成交放大是否真实 能否持续

近期楼市出现了一种怪现象，一边是成交量飙升，另一边却出现退房潮。成交量、退房量齐头并进本身就说明市场存在问题，经济学家李开复就指出，不排除开发商假按揭的可能，楼市“小阳春”是虚假繁荣。

不过，此次楼市的量价齐升覆盖了国内的一、二线城市，虽然目前房地产开发投资和新开工面积仍处于低位水平，但已有开发商开始拿地，而土地价格开始出现明显拐点，地价拐点是确认房地产板块中长期趋势的重要标准。土地市场的回暖，再度印证了当前楼市的回暖。在地价确认向

上拐点后，地产板块的运行将出现显著的重估。

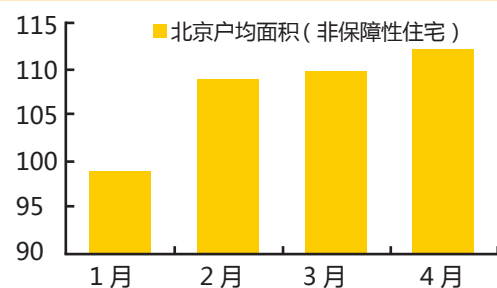
另外从地产公司一季报可以看出，销售超预期的回升，使得行业现金流出现明显好转，行业的资产负债率较前期也出现了一定幅度的回落。因此，我认为所谓的楼市的虚假繁荣并没有依据。

在成交放大的同时，有一指标值得注意，那就是刚需指标——套均面积。从下图可以看出，成交户型明显放大，说明了投资和改善需求正在回暖。

投资和改善需求的回暖使得热销不至于昙花一现，而是不断深化，销售交易量和价格本身刺激需求扩大，而投资需求又反过来带动热销。

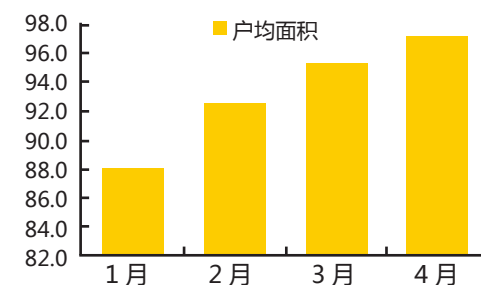
不过，由于投资需求还没有大规模进入楼市的迹象，同时开发商并且加快推盘速度，加上政府为改善民生和保经济而发力的保障性住房即将上市，因此预期未来成交量和房价之间依然将是一个涨跌反复的过程。

北京商品房成交户均面积（单位：平方米）



资料来源：北京市房地产交易管理网

深圳商品房成交户均面积（单位：平方米）



资料来源：深圳国土资源和房屋管理局

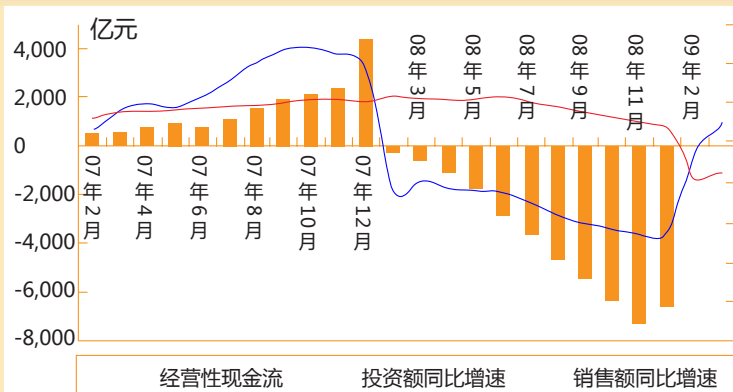


不确定之三： 刚性需求是否存在，能否支撑

从下面的数据中可以看出，70年代-80年代的生育高峰带来的适龄买房人群，从下面的数字看，基本上要从90年才开始下降趋势。而目前中国正值新一轮婚房高峰，应该说目前房市回暖就是刚性需求支撑的结果。因此，房价坚挺的根本原因还是一个强烈需要买房的人群数量庞大。而从目前看来，刚需的数量和实力都被严重低估了，相信这将会有支撑。

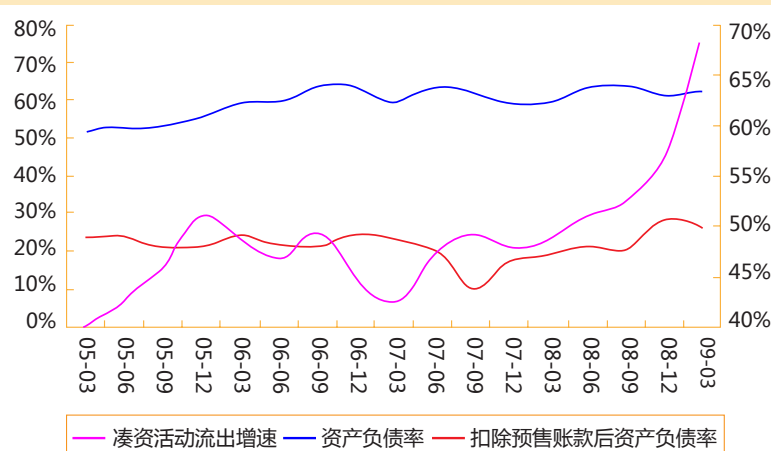
1976年出生人口 20491797人，其中：男 10435196人，女 10056601人；
 1977年出生人口 17931155人，其中：男 9119685人，女 8811470人；
 1978年出生人口 18831591人，其中：男 9519345人，女 9312246人；
 1979年出生人口 18924822人，其中：男 9548059人，女 9376763人；
 1980年出生人口 18393809人，其中：男 9315481人，女 9078328人；
 1981年出生人口 19122938人，其中：男 9752137人，女 9370801人；
 1982年出生人口 23100427人，其中：男 1178695人，女 11316732人；
 1983年出生人口 20065048人，其中：男 10275677人，女 9789371人；
 1984年出生人口 20313426人，其中：男 10468201人，女 9845225人；
 1985年出生人口 20429326人，其中：男 10598460人，女 9830866人；
 1986年出生人口 23190076人，其中：男 12023710人，女 11166366人；
 1987年出生人口 25282644人，其中：男 13619530人，女 12663114人；
 1988年出生人口 24576191人，其中：男 12779621人，女 11796570人；
 1989年出生人口 25137678人，其中：男 13110848人，女 12026830人；
 1990年出生人口 26210044人，其中：男 13811030人，女 12399014人；
 1991年出生人口 20082026人，其中：男 10674963人，女 9407063人；
 1992年出生人口 18752106人，其中：男 10014222人，女 8737884人；
 1993年出生人口 17914756人，其中：男 9590414人，女 8324342人；
 1994年出生人口 16470140人，其中：男 8866012人，女 7604128人；
 1995年出生人口 16933559人，其中：男 9157597人，女 7775962人；
 1996年出生人口 15224282人，其中：男 8257145人，女 6967137人；
 1997年出生人口 14454335人，其中：男 7897234人，女 6557101人；
 1998年出生人口 14010711人，其中：男 7701684人，女 6309027人；
 1999年出生人口 11495247人，其中：男 6332425人，女 5162822人；
 2000年出生人口 13793799人，其中：男 7460206人，女 6333593人。

行业整体经营活动现金流状况



不过，这部分刚性需求对价格敏感度高。同时近期由于成交量大幅回升，部分开发商收回优惠，局部楼盘房价稍有回升。价格的回升对于刚需的这部分购买力有较大的负面作用。而近几个月来，部分07、08年压抑的刚性需求的爆发性释放，后市或有一个回调，不过由于刚性需求的真实存在，将会带来支撑。

上市公司加大了对银行贷款的还款力度



资料来源：wind 申万研究

行业整体的经营活动现金流状况有所好转

综上，我认为房地产行业最坏的情况已经过去，随着国内流动性的持续改善，经济回暖之后，央行释放的大量流动性不可避免的推高资产价格，特别是地产价格。价格的回升将带来毛利的修复，从而一方面能够提升企业盈利状况；另一方面能够提升ROE水平，带动估值的进一步上调。

上市公司加大了对银行贷款的还款力度，偿债压力有所缓解

另外由于销售好转，各地产公司资金情况已经明显改善，大部分排名靠前的房地产企业都实现了经营性现金流为正。地产公司开始处于进可攻，退可守的有利位置，可选择低负债率，也可新添地块低点扩张，虽然由于宏观经济的不确定性，土地出让的高潮还需时日。房地产持续热销到到房地产企业全面拿地仍需要一段时间的传导，房地产开发投资的加速也仍需时日，市场在短时间内向上突破仍然存在一定的压力，不过从中长期看，全行业、全局性复苏可期。

风险提示：

宏观经济持续疲软。

建发股份（600153）：

区域龙头 受惠海西经济区建设

建发股份最大的不确定性随着《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》政策的出台已经确定。随着福建经济腹地的扩大以及海峡两岸经贸合作的加强，福建省的经济将迎来新一轮快速发展，相关的贸易、航空、港口、机场、高速公路、旅游业、房地产、商业零售等相关产业都有望迎来景气的提升。

建发股份（600153）主要从事进出口贸易、国内贸易、房地产开发、工业物业出租、会展、物流等业务领域。公司作为厦门乃至福建省贸易和地产龙头企业，将在海西建设中受益最大。

风险因素：

宏观经济持续疲软；欧美经济复苏缓慢；小非压力

华侨城 A（000069）：

旅游 + 地产 具有整体上市预期

华侨城 A 最大的不确定性是整体上市的时间仍不明朗，不过公司已于 08 年 6 月公告集团转让其所持有的深圳华侨城房地产有限公司等 13 家企业全部股权事宜已经获得国资委批准，预计资产注入有望在年内完成，届时公司在地产开发项目上的权益将大幅上升。华侨城独特的旅游 + 地产模式和央企的资源优势，整体上市将打开更大的空间。

风险因素：

整体上市进展缓慢，毛利率持续下滑



投资标的选择：

在投资标的的选择上，我也着重于选择具有不确定中的确定性的个股。因此，在个股的选择上，我认为可重点关注金融街、建发股份、华侨城 A。

金融街（000402）：

稳健的商务地产公司

金融街最大的不确定性是房地产信托基金（REITs）以及环球影城，房地产信托基金近期已经开闸。而环球影城的确定仍有待时间去验证。

1、随着房地产信托基金的推出，将极大的改善商务地产市场的流动性，公司有望从中充分受益，体现为经营效益提高和资金增加。

2、随着迪斯尼落户上海已经取得实质性进展，环球影城落户北京则成为了众望所归，年初就有消息称环球影城主题公园已被列入北京市 2009 年重点项目，而通州将是环球影城的较好选择。而公司持有北京通州商务园开发有限公司 18.75% 的股权，若该事件确定，无疑将对公司带来长久的影响。

3、公司商业物业将进入收获期，租金 / 经营收入有望大幅提升。

4、公司持有的北京金融街等核心地段稀缺商业地产资源将享受租金溢价，具有较高安全边际。

5、资金充裕，资产负债率 49%，现金 85 亿元，另外 56 亿公司债已过会，还有 10 亿短融将发。充分具备在行业调整中获取优质物业的资金条件。

瑞象免责声明：

本版文章内容纯属作者个人观点，仅供投资者参考，并不构成投资建议，投资者据此操作，风险自担。