

2014年04月11日

房地产

行业快报

证券研究报告

沪港通利好 A 股地产龙头，压低中小地产企业估值

■事件：中国证监会和香港证监会联合发布公告决定批准上交所和香港联交所开展沪港通试点。总体来看除万科、保利外，香港内房股估值中枢明显低于 A 股地产股，若估值接轨有可能提升 A 股龙头估值，但中小型地产商的估值将大幅下降。

■香港内房股估值水平大幅低于 A 股地产股：香港内房股静态 PE 为 5.91 倍（恒生大中型指数内房股，剔除异常值），A 股上证 380 中地产股静态 PE 为 13.75 倍，上证 180 中地产股为 16.72 倍（A 股地产股估值剔除 50 倍以上）。

■香港内房股估值分化极为严重，与 A 股估值风格倒挂：香港内房股估值分化极为严重，大企业享受估值溢价，小企业估值普遍低于行业平均水平。

香港内房股中布局一二线城市、龙头及资产负债率低的企业享受高于行业估值水平的估值溢价，中海外、华润、碧桂园、龙湖、恒大静态 PE 估值分别为 7.5X、7.1X、7.9X、7.7X 和 5.0X。而中小内房股的估值要显著低于行业平均水平，如雅居乐、富力、方兴、绿城、融创等主流二线房企的静态 PE 估值均低于 5 倍（由于会计准则的区别，香港内房股 EPS 会略高于内地会计准则计量结果，但不影响分析）。

A 股的地产估值体系则与香港内房股完全相反，A 股龙头地产企业估值水平长期大幅低于行业，而中小地产企业则享受估值溢价。如上证 180 中地产股为 16.72 倍，而万保招金的静态 PE 估值分别只有 5.9X、5.4X、7.8X 和 8.3X。

■若估值接轨，A 股龙头企业估值会稍有提升，但中小型地产商的估值将大幅下降：香港作为成熟的资本市场，从企业价值层面看，其估值水平的差异更能够反映企业的内在价值。地产行业发展到现阶段，已经处于行业难以增长，大企业利用各种优势不断扩大市场份额的阶段，小型地产商已经很难有长足的发展机会，逻辑上应该是大地产享受估值溢价更为合理，我们认为，如果两地地产股估值发生接轨，那么最有可能发生的情况是 A 股地产股估值水平向香港靠拢。A 股龙头企业估值会稍有提升，但 A 股的中小型地产商的估值将大幅下降。

■地产板块趋势向下，继续关注京津冀：当前房地产市场和我们前期判断的一致，一方面商品住宅的销售增速开始明显下降，没有人口持续流入的三四线城市需求不足已经显现，一、二线城市的部分住宅需求也进入观望的阶段，我们认为销售增速的下滑才刚刚开始。另一方面，由于开发企业的集体回归一、二线城市，土地均价开始大幅上升，企业盈利能力逐渐下降。

在保增长的预期下，政策面存在一些边际改善的空间，但并不太大，不可期望过高。而本轮行业调整周期与以往不同，开发商整体处于从三四线回收到一二线的过程中，龙头企业也难以保持以往较好的销售业绩，几年以来龙头地产股相对其他中小地产股的强势可能难以持续。继续强烈建议关注京津冀一体化相关个股、以及增发底价大幅高于目前股价的地产股。组合：京津冀一体化的华夏幸福、首开股份、金隅股份，转型的阳光城、华业地产，关注新华联。

■风险提示：金融体系去杠杆、经济增速下滑超预期，再融资受阻。

投资评级 同步大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
600340 华夏幸福	37.20	买入-A
601992 金隅股份	10.00	买入-A
600376 首开股份	6.05	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	6.89	12.39	8.33	
绝对收益	10.13	13.13	-1.74	

万知

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513070002

wanzhi@essence.com.cn

010-66581690

何益臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080005

010-66581695

相关报告

新房成交环比小幅回升，同比降幅收窄	2014-04-08
房地产：新房成交同比继续下滑，库存增长，去化延长	2014-03-31
房地产：对放松限购不可期	2014-03-31

表 1: 主流地产企业和内房股估值比较 (股价截止至 2014/4/10)

代码	简称	股价	PE	PB
		(人民币/港币)	2013N	2013H
000002.SZ	万科 A	8.05	5.88	1.33
600048.SH	保利地产	8.11	5.37	1.31
000024.SZ	招商地产	19.11	7.81	1.28
600383.SH	金地集团	7.22	8.25	1.37
600340.SH	华夏幸福	28.63	14.24	4.28
601992.SH	金隅股份	7.10	9.47	1.27
000671.SZ	阳光城	9.60	15.00	4.43
600376.SH	首开股份	5.09	8.85	0.88
600266.SH	北京城建	10.17	7.06	1.18
0688.HK	中国海外发展	21.00	7.45	1.75
1109.HK	华润置地	17.90	7.10	1.42
2007.HK	碧桂园	3.66	7.85	1.68
0813.HK	世茂房地产	17.44	8.18	1.60
0960.HK	龙湖地产	11.38	7.69	1.89
3333.HK	恒大地产	3.92	4.97	1.31
3311.HK	中国建筑国际	13.52	18.96	3.55
3383.HK	雅居乐地产	6.98	4.99	0.89
2777.HK	富力地产	11.50	4.81	1.41
0410.HK	SOHO 中国	6.53	4.38	1.03
3377.HK	远洋地产	4.50	7.60	0.73
0817.HK	方兴地产	2.65	5.74	0.78
3900.HK	绿城中国	9.36	4.29	0.91
0754.HK	合生创展集团	8.27	3.94	0.32
0272.HK	瑞安房地产	2.27	8.11	0.52
1918.HK	融创中国	4.79	4.99	1.34
0123.HK	越秀地产	1.67	5.40	0.65
0604.HK	深圳控股	2.73	4.63	0.59
0119.HK	保利置业集团	3.90	5.22	0.49
1813.HK	合景泰富	4.67	4.92	0.83
0845.HK	恒盛地产	1.10	27.50	0.47
万保招金均值			6.83	1.32
上证 180 地产均值			16.7	2.12
上证 380 地产均值			13.6	1.81
内房股均值			5.91	1.06

注: 2013E 的 eps 为 wind 一致预期, 部分港股年报周期为 6 月 30 日, 2013E 为其 2014/6/30 时 EPS 的一致预期; PB 为按 2013 年中期净资产计算
 计算 A 股均值时剔除了 50XPE 以上企业, 内房股剔除异常值中建国际和恒盛地产。

数据来源: wind、安信证券研究中心

表 2: 符合条件地产股 PE 估值表 (股价截止至 2014/4/10, 各指数按市值排序)

所属指数	代码	简称	股价	EPS	PE	PB	
			(人民币/港币)	2013A	2013E	2013N	2013H
上证 380	600648.SH	外高桥	29.20		0.63	46.04	5.57
	600007.SH	中国国贸	9.79	0.32		30.59	2.07
	600175.SH	美都控股	6.23		0.12	52.49	4.06
	600638.SH	新黄浦	13.78	0.37		37.17	2.37
	600743.SH	华远地产	3.59	0.36		9.97	2.18
	600658.SH	电子城	10.39	0.86		12.08	2.39

600724.SH	宁波富达	4.13	0.28		14.68	1.63
600657.SH	信达地产	3.69	0.46		8.02	0.84
600185.SH	格力地产	9.30		0.66	14.15	2.06
600246.SH	万通地产	3.68	0.31		11.76	1.26
600683.SH	京投银泰	5.44		0.19	28.19	2.26
600620.SH	天宸股份	8.88	0.03		296.99	4.79
600322.SH	天房发展	3.54		0.18	19.87	0.87
600082.SH	海泰发展	5.00	0.07		75.64	1.91
600113.SH	浙江东日	8.81	0.06		146.83	4.89
600565.SH	迪马股份	3.60	0.05		72.00	2.05
600048.SH	保利地产	8.11	1.51		5.37	1.31
600340.SH	华夏幸福	28.63		2.01	14.24	4.28
601992.SH	金隅股份	7.10	0.75		9.47	1.27
600383.SH	金地集团	7.22		0.87	8.25	1.37
600663.SH	陆家嘴	17.27	0.75		22.94	2.75
600649.SH	城投控股	7.32	0.46		15.91	1.59
600208.SH	新湖中宝	3.04		0.41	7.44	1.49
600759.SH	正和股份	11.00	0.04		294.91	5.98
600376.SH	首开股份	5.09	0.57		8.85	0.88
600895.SH	张江高科	7.04		0.24	29.38	1.63
600823.SH	世茂股份	9.18	1.40		6.56	0.80
600675.SH	中华企业	6.63	0.26		25.50	1.72
600639.SH	浦东金桥	10.75	0.46		23.37	2.28
601588.SH	北辰实业	2.78	0.20		13.90	0.91
600266.SH	北京城建	10.17	1.44		7.06	1.18
600094.SH	大名城	5.38	0.17		31.83	3.15
600748.SH	上实发展	7.42	0.40		18.55	1.59
600158.SH	中体产业	9.27	0.16		57.36	5.96
600067.SH	冠城大通	6.12	1.08		5.67	1.60
600240.SH	华业地产	4.57		0.41	11.15	2.24
600325.SH	华发股份	6.96	0.66		10.56	0.94
600773.SH	西藏城投	9.46	0.12		78.83	4.47
600064.SH	南京高科	10.70	0.83		12.83	1.15
600503.SH	华丽家族	4.13	0.02		206.50	2.40
600162.SH	香江控股	5.91		0.52	11.44	2.92
600736.SH	苏州高新	4.00	0.22		18.18	1.30
600239.SH	云南城投	4.82	0.37		13.03	1.15
600684.SH	珠江实业	7.37	0.95		7.76	1.37
0001.HK	长江实业	135.20	15.22		8.88	0.93
0016.HK	新鸿基地产	100.50		7.74	12.98	0.68
0688.HK	中国海外发展	21.00	2.82		7.45	1.75
0004.HK	九龙仓集团	55.90	9.70		5.76	0.64
1972.HK	太古地产	22.45	2.14		10.49	0.66
0012.HK	恒基地产	47.30	5.97		7.92	0.59
1109.HK	华润置地	17.90	2.52		7.10	1.42
0101.HK	恒隆地产	24.05	1.61		14.94	0.90
0083.HK	信和置业	11.90		0.88	13.52	0.66
2007.HK	碧桂园	3.66	0.47		7.85	1.68
0017.HK	新世界发展	8.00		1.10	7.27	0.36
0020.HK	会德丰	32.60	8.34		3.91	0.41

	0813.HK	世茂房地产	17.44	2.13		8.18	1.60
	0960.HK	龙湖地产	11.38	1.48		7.69	1.89
	3333.HK	恒大地产	3.92	0.79		4.97	1.31
	3311.HK	中国建筑国际	13.52	0.71		18.96	3.55
	0683.HK	嘉里建设	26.85	9.13		2.94	0.51
	1313.HK	华润水泥控股	6.21	0.51		12.13	1.81
	3383.HK	雅居乐地产	6.98	1.40		4.99	0.89
	0914.HK	安徽海螺水泥股份	32.50	1.77		18.36	3.48
	1186.HK	中国铁建	7.27	0.84		8.65	1.19
	1800.HK	中国交通建设	5.65	0.78		7.24	1.03
	0390.HK	中国中铁	3.93	0.44		8.93	1.05
	0917.HK	新世界中国	6.50		0.59	11.02	0.97
	3323.HK	中国建材	8.10	1.07		7.57	1.42
	2777.HK	富力地产	11.50	2.39		4.81	1.41
	0014.HK	希慎兴业	34.00	5.79		5.87	0.60
	0410.HK	SOHO 中国	6.53	1.49		4.38	1.03
	3377.HK	远洋地产	4.50	0.59		7.60	0.73
	0817.HK	方兴地产	2.65	0.46		5.74	0.78
	3900.HK	绿城中国	9.36	2.18		4.29	0.91
恒生中型	0041.HK	鹰君	29.95	3.76		7.97	0.39
	0754.HK	合生创展集团	8.27	2.10		3.94	0.32
	0272.HK	瑞安房地产	2.27	0.28		8.11	0.52
	1918.HK	融创中国	4.79	0.96		4.99	1.34
	0123.HK	越秀地产	1.67	0.31		5.40	0.65
	2128.HK	中国联塑	4.75	0.48		9.90	2.25
	0604.HK	深圳控股	2.73	0.59		4.63	0.59
	0119.HK	保利置业集团	3.90	0.75		5.22	0.49
	1813.HK	合景泰富	4.67	0.95		4.92	0.83
	0081.HK	中国海外宏洋集团	5.51	1.37		4.01	1.31
	0846.HK	明发集团	2.00	0.23		8.70	1.30
	1387.HK	人和商业	0.48	-0.08		-5.91	0.47
	0691.HK	山水水泥	3.34	0.36		9.28	1.04
	0845.HK	恒盛地产	1.10	0.04		27.50	0.47

注：2013E 的 eps 为 wind 一致预期，部分港股年报周期为 6 月 30 日，2013E 为其 2014/6/30 时 EPS 的一致预期；PB 为按 2013 年中期净资产计算
 数据来源：wind、安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;
- 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
- 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

万知、何益臻分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

