



证券研究报告
(优于大市, 维持)

《房地产行业、公司研究方法交流》

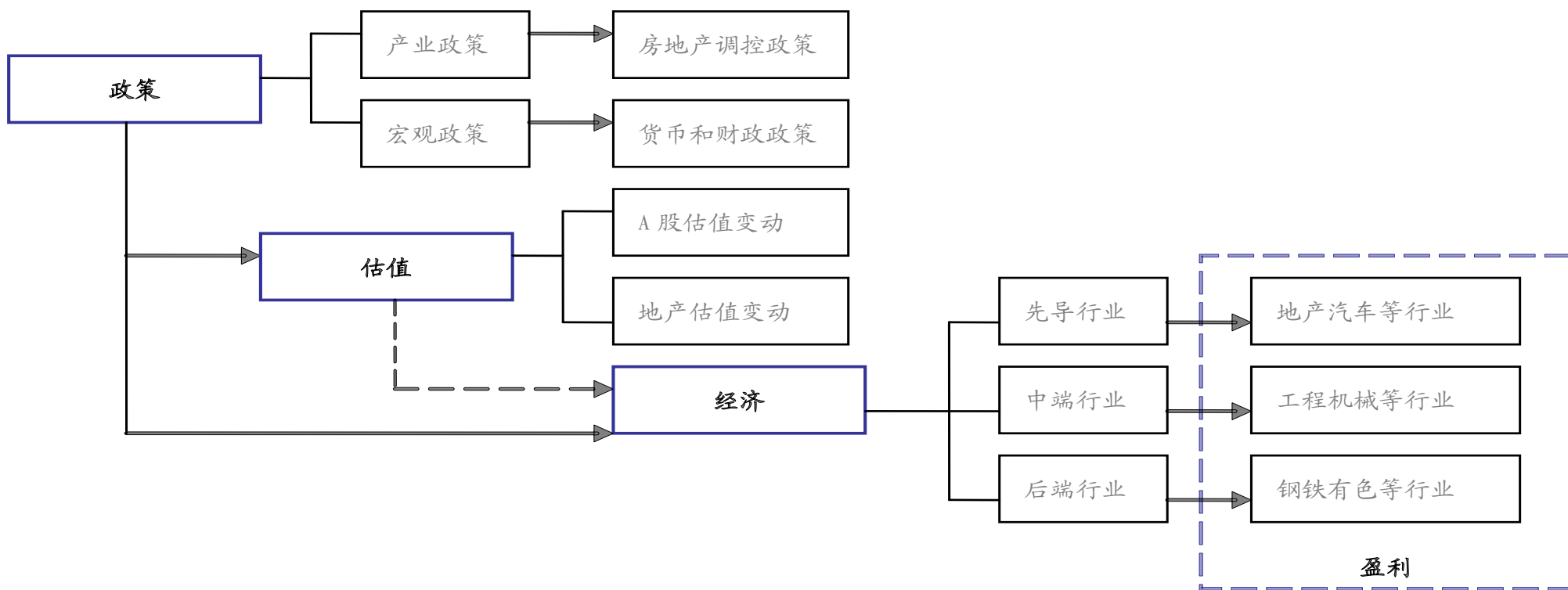
涂力磊 (房地产行业首席分析师)

SAC 号码: S0850510120001

2018年7月17日

1. 行业研究的基本框架
2. 行业分析架构
3. 公司分析框架

图：地产投资判断的四维逻辑：政策、估值、经济、盈利



政策分析

➤ 宏观政策

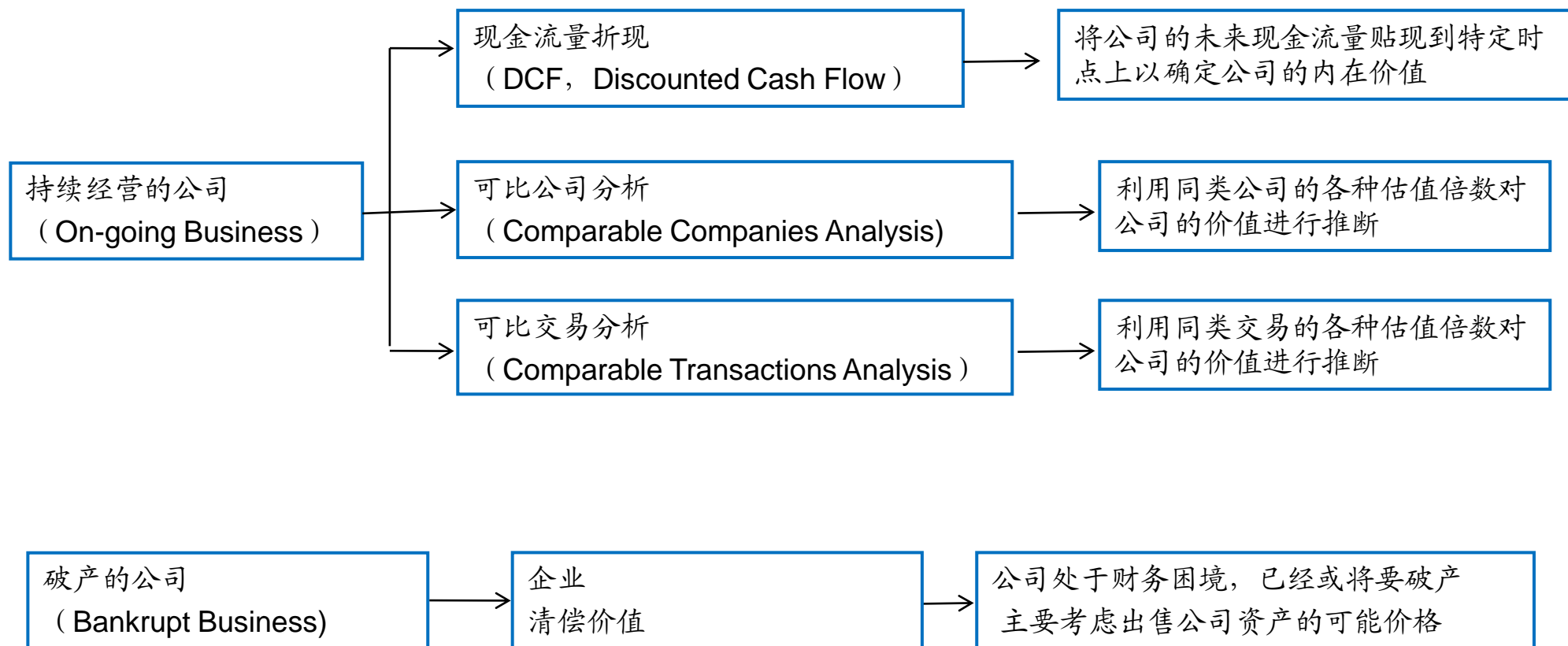
➤ 地产产业政策

估值分析

- 行业自身历史估值
- 行业间估值比较

对上市公司进行估值的主要方法

图：投资主要估值方法



对上市公司进行估值的主要方法

由于各企业情况不尽相同，复杂程度不一，因此决定企业整体价值的因素较多，但是无论买方还是卖方，都是基于对企业现有资产获利能力的认同，也就是说，人们更关注的不仅仅是企业现有的资产状况，更多的是基于现有资产的未来利润。因此企业整体价值的评估不应是某几项资产简单的相加，而是一种对企业资产综合体的整体性、动态的价值评估。实践中，公司估值的常见方法有重置成本法、比较价值法和净现金流折现法。

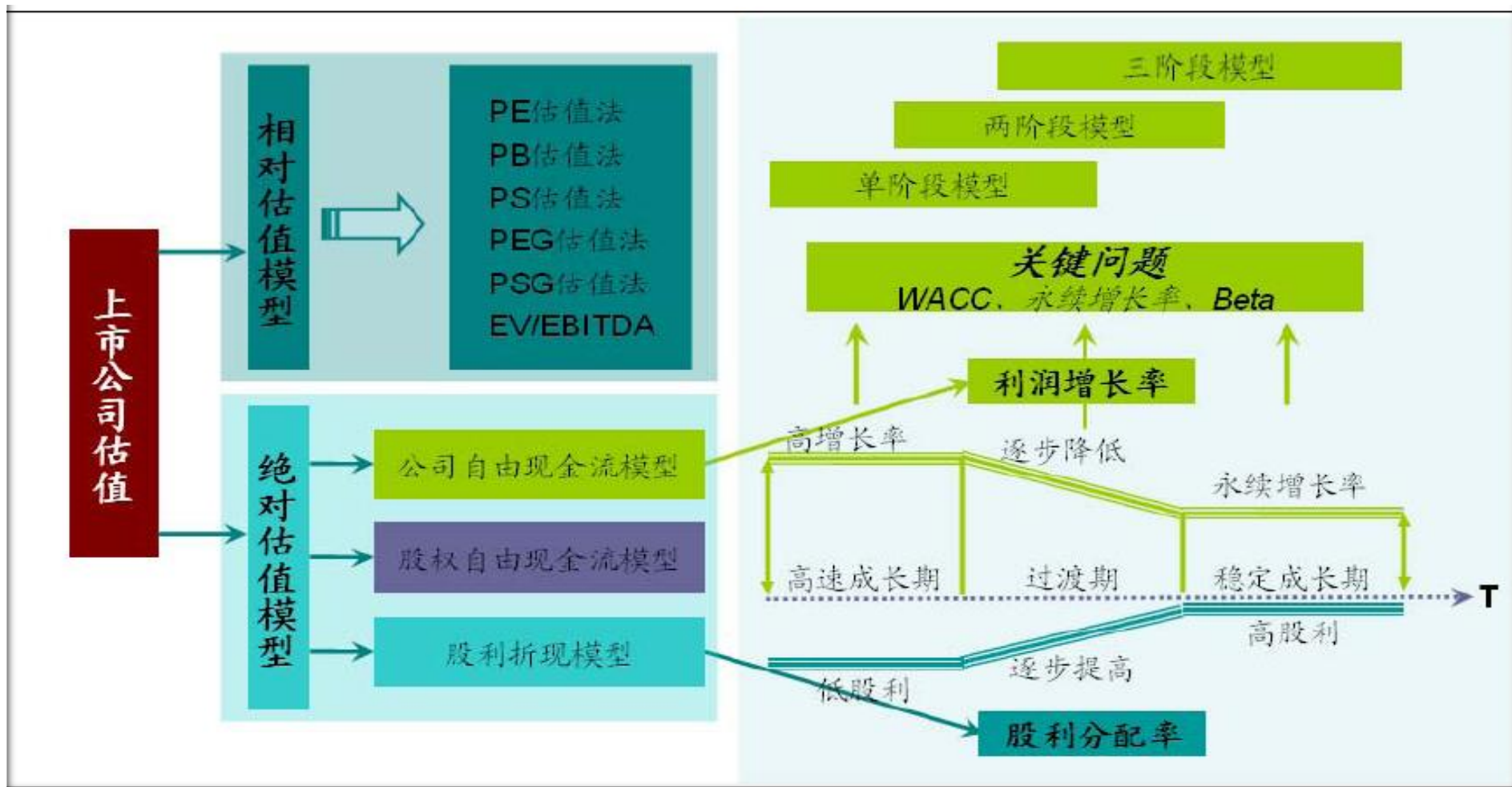
表：地产投资主要方法

重置成本法	<ul style="list-style-type: none">➢ 重置成本法是目前国家评估准则和规范中最受推崇的方法之一，它是以资产负债表为价值评估和判断的基础，按资产的成本构成，以现行市价为标准来评估企业的整体价值。➢ 其基本思路是一项资产的价格不应高于重新建造的具有相同功能的资产的成本，否则买方将会选择后者。➢ 重置成本法是一种静态的评估方法。
比较价值法	<ul style="list-style-type: none">➢ 比较价值法的理论基础是类似的资产应该类似的价值，根据选择的对比指标不同得出股权价值或者企业价值。例如，以市盈率P/E、市净率P/B为可比参数所得出的结果直接是股权价值；以EV/EBIT、EV/EBITDA为可比参数所得出的结果是企业价值。➢ 可选择的对比对象可以是行业竞争对手，但选择的对比公司与目标公司的可比程度越高，则公司估值越准确。
净现金流折现法	<ul style="list-style-type: none">➢ 净现金流折现法（简称净现值法）是着眼于企业未来的经营业绩，通过估算企业未来的预期收益并以适当的折现率（WACC）折算成现值，借以确立企业价值的方法。➢ 该方法以企业过去的历史经营情况为基础，考虑到企业所在的行业前景、未来的投入和产出、企业自身资源和能力、各类风险和货币的时间价值等因素进行预测，被认为是最为科学的企业价值评估方法。

资料来源：海通证券研究所

对上市公司进行估值的主要方法

图：上市公司估值模型



净资产值估值法（NAV）是国际上较为通用的房地产企业资产评估计算方法，其基本方法是通过对房地产公司项目进行现金流折现后计算出其净资产值，然后折算出每股净资产值，与股票价格相比较。我们对房地产公司进行NAV（净资产值估值法）价值计算，基于以下两方面原因：

- 房地产公司的最大特点是项目为基础，项目开发的周期较长导致房地产公司短时期业绩波动较大，以项目为基础的业绩并不具有连续性，历史业绩与未来收益之间也并没有十分必然的联系，因此通常所用市盈率等方法对公司的未来价值的判断有所欠缺。
- 由于土地作为房地产开发类公司最重要的原材料，土地储备量和储备成本将是决定公司未来盈利情况的重要因素，而按普通的估值方法，土地储备的价值和在建项目的价值没有被完全反应出来，通过净资产值的计算能够把在建项目价值和土地价值通过现金流折现方式体现出来。从这个角度来说，NAV估值在一个未来预期较好的市场状态下更有意义。

对上市公司进行估值的主要方法

净资产值的估值逻辑是对企业所拥有的在建物业、土地及投资型物业资产按照各项目开发销售流程进行现金流模拟然后按一定折现率折现，最后按公司所占各项目权益计算出项目汇总价值，再减掉（加上）公司的净负债（净现金），然后得到公司的净资产值（NAV）。我们分别按照不同类型的物业进行细化分析：

► 纯开发类公司：其净资产值主要是开发项目，其盈利与净资产值基本对等，盈利能力越高，对净资产值的折让越小；

表：房地产公司NAV估值

项目	权益	规划建筑面积	预期售价	总收入 (万元)	未开发面积	计划竣工 时间	现金流出/入 (万元)	单价 (元)	合计 (万元)	2005	2006	2007
北京中海高尔夫花园	100%	160,000	8,000	115,200	144,000	Dec-06				0.4	0.4	0.2
							土地费用	(2,100)	(30,240)			
							建安费用及其他	(2,500)	(40,000)	(20,000)	(16,000)	
							销售收入	8,193	117,986	46,080	47,462	24,443
							主营业务税金及附加	(455)	(6,548)	(2,557)	(2,634)	(1,357)
							销售费用	(410)	(5,899)	(2,304)	(2,373)	(1,222)
							管理费用	(244)	(3,512)	(1,405)	(1,405)	(702)
							财务费用	(299)	(4,299)	(1,719)	(1,719)	(860)
							所得税	(630)	(9,071)	(3,628)	(3,628)	(1,814)
											16.0%	(30,240)
							46,797		14,466	17,592	14,739	

- 折现率: **WACC** (加权平均资本成本) = 债务融资成本 * (债务市值 / (债务市值 + 权益市值)) * (1 - 所得税税率) + 权益融资成本 * (1 - (债务市值 / (债务市值 + 权益市值)))
- 理论中对于债务市值 / (债务市值 + 权益市值) 中各项均取市值, 但实践中一般取历史资产负债率或者目标资产负债率
- 房地产企业债务融资成本 = 短期营运贷款融资成本 * (营运贷款 / 总贷款) + 建设贷款融资成本 * (1 - 营运贷款 / 总贷款)

▪ 权益融资成本通过**CAPM**方法获得，

(1) 无风险利率：采用十年期长期国债利率

(2) 市场风险溢价：目前一般采用**8.0% - 12.0%**

(3) β 系数：反映的是某个股票的收益与整个市场的收益相比，所具有的不稳定程度。如果某公司 β 系数为**1.5X**，那么股票市场的总体收益率增加**10%**，该公司预期收益率就会增加**15%**；反之，如果股票市场总体收益率减少**10%**，该公司预期收益率就会减少**15%**。（续）

(继 β 系数) 房地产企业和金融企业一般为高风险、高收益行业, 其 β 系数一般较高。

实践做法:

- a、一般做法为从Wind或Bloomberg上获取行业非杠杆 β 系数, 利用公司的目标资本结构对其进行杠杆化, 即杠杆化 β 系数=行业非杠杆 β 系数 * $(1 + (\text{债务}/\text{股权}) * (1 - \text{所得税税率}))$
 - b、或者选取与公司目标资本结构相似公司的杠杆化 β 系数, 取其平均值
- 根据前述步骤, 获得净现金流以及折现率后, 折现获得各项目公司的企业价值, 以项目公司的企业价值扣减(加上)净债务(净现金)后, 获得该项目公司净资产价值。

- 资本化率 (Cap Rate) = 年净营业收入/市场价值

资本化率获取：房地产市场十分发达的国家和地区，有许多专业的中介机构从事统计不同区域不同物业类型资本化率的计算，因此资本化率是十分容易取得的市场统计数据，例如美国各地区资本化率数据可以通过National Association of Real Estate Investment Trust, Cap Rate Net等网站获取。国内多取8%。

- 年净营业收入 = 年营业收入 - 营业费用

- 年营业收入 = 单位平米年租金 * 可出租面积 * 出租率

- 营业费用：投资型物业的经营费用指为确保该物业的正常运营及具有持续经营能力的费用支出，但利息支出、折旧以及资本性支出不包含在经营费用内。

(1) 一般来说，投资型物业需要贷款是为了建设该物业，而不是经营该物业，因此利息支出不包含在营业费用内。

(2) 日常供电、供水、维修和维护等属于营业费用，但是增加附属建筑或者翻新属于资本性支出。

对上市公司进行估值的主要方法



- 酒店市场价值 = (年净营业收入/资本化率) - 尚需花费的建安成本及土地成本
如果是已完工处于运营状态的酒店物业，尚需花费的建安成本及土地成本可能为零。
- 年净营业收入 = 年营业收入 - 营业费用 = 每晚房价 * 房间数 * 365天 * 目标入住率 - 营业费用
= 每晚房价 * 房间数 * 365天 * 目标入住率 * 目标经营利润率
- 目标经营利润率：根据项目自身历史数据获得或者参照可比较物的经营利润率获得，一般酒店的经营利润率为45%-60%左右
经营利润率 = 1 - 客房营运费用/营业收入 - 管理费用/营业收入 - 营业税率及附加 - 城镇房地产税率
(1) 客房营运费用/营业收入约为15% - 20%； (2) 管理费用/营业收入约为7% - 9%；
(3) 营业税率及附加：5.5%； (4) 城镇房地产税率：12%
- 酒店资本化率：由于国内房地产市场并不是非常发达，查找不同地区不同星级酒店的资本化率非常困难，同时酒店整体出售成交的可比案例很少，因此获取酒店资本化率非常困难。
行业惯例：4星、5星酒店一般采用5.5% - 6%作为资本化率。
- 附：酒店物业的看法：酒店一般都是现金杀手，关键在于聚焦人气

对上市公司进行估值的主要方法



- 其它投资型物业市场价值 = (年净营业收入/资本化率) - 尚需花费的建安成本及土地成本
如果是已完工处于运营状态的投资型物业，尚需花费的建安成本及土地成本可能为零。
- 年净营业收入 = 年营业收入 - 营业费用 = 单位平米月租金 * 可供出租建筑面积 * 出租率 * 12 - 营业费用
- 资本化率：如前所述，发达市场对于资本化率有非常专业的统计，但国内市场此类信息尚不完善，因此可以用以【(周边可比较物的单位平米月租金 * 12) / 周边可比较物的单位平米成交价格】作为资本化率的替代
- 综上，实践中一般采用通过周边可比较物来获得资本化率，然后通过如下公式获得投资型物业的市场价值：即 市场价值 = (单位平米月租金 * 12 / 资本化率) * 可出租建筑面积

注意：

- a、如果该物业为成熟期物业，则直接利用目标物业自身的单位平米月租金获取该物业市场价值；
- b、如果该物业属尚未成熟物业或者在建、拟建物业，则利用可比物业单位平米月租金。

- 收入确认原则：房屋完工并验收合格、签订了销售合同、取得了买方付款证明并交付使用
- 收入 = 价格 * 可售建筑面积 * 当年交房%
- 成本确认原则：匹配原则
- 建安成本 = 土地成本 + 建筑成本 + 资本化利息
= (单位土地成本 + 单位建筑成本 + 单位资本化利息) * 可售建筑面积 * 当年交房%
- 土地增值税：
 - (1) 利用IF函数根据土地增值税征收原则编辑公式，获得单位土地增税
 - (2) 土地增值税 = 单位土地增值税 * 可售建筑面积 * 当年交房%
- 营业税及附加 = 营业税税率 * 收入
- 期间费用 = 销售费用 + 管理费用 + 其他费用 = 收入 * (销售费用/收入 + 管理费用/收入 + 其它费用/收入)
- 所得税 = 所得税税率 * (收入 - 建安成本 - 土地增值税 - 营业税及附加 - 期间费用)

- **NAV法**计算出企业的净资产值，通过对相关指标进行敏感性分析，得出股权价值的有效范围。
 - 市场较好的时候，以**NAV**为基础，看其增长潜力给予一定的溢价；
 - 市场较弱或不确定性较大的时候，对地产公司估值将更多的考虑其抗风险能力，应对其**NAV**给予一定的折让。
- 针对不同物业类型的公司，选择适当的**P/E**进行估值，得出股权价值的有效范围。
- 考虑**P/E**法与**NAV**法的相关性及不同物业类型的平衡制约性，最终确定合理的股权价值。

- 地产的同质性，本质上不可能有超越行业的个股
- 现金流和资源的平衡
- 融资的周期和节奏
- 拿地的方式和成本
- 产品和销售能力
- 管理层的激励
- 人才的布局和培养
- 区域的布局
- 投资者关系的水平
- 企业的股东结构

- 定量分析
- **PE**
- **RNAV**
- **PB**
- **P/S**
- **DCF**
- 定性分析
- 行业特征
- 业务模式
- 经济走势

- 估值模型内假设对测算值有较大影响
- 使用单一估值方法可能导致以偏概全
- 本报告不涉及投资建议

分析师声明

涂力磊

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

房地产研究团队：

房地产行业首席分析师

涂力磊

SAC执业证书编号： S0850510120001

电话： 021 - 23219747

Email: tll5535@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。