

“人口红利”持续派发 房企价值重估始起步?

□中投证券房地产行业分析师 李少明

万科的首席研究员谭华杰说,看懂人口就看懂了房地产。“人口红利”创造了许多国家的经济奇迹,并正在创造中国奇迹,中国“人口红利”将持续到2020年。在中国“婴儿潮”中出生的人口进入房地产消费大周期、城市化加速拉动消费升级、人民币升值推动资产重估的背景下,我们要以发展的眼光动态评估房地产上市公司的投资价值。

中国“人口红利”将持续到2020年

拥有大量最富生产性的人口可使经济增长获得额外的源泉,即“人口红利”。第二次世界大战后的1946年至1964年期间,美国的“婴儿潮”使其人口结构转变,带来了1960年至1980年的经济高速增长。当时美国“婴儿潮”中出生人口只占总人口的28%,但所创造的经济价值却占到美国整体经济价值的一半,“人口红利”创造了美国历史上最大的股市涨幅和房屋需求。

世界上许多地区都出现过与美国类似的“婴儿潮”。例如,在1970年至1995年期间,东亚实现了6.1%的人均GDP增长,高于其稳定增长率4.1个百分点。根据估算,其间人口转变的因素贡献了1.5至2.0个百分点。

同样,中国在1962年至1980年也迎来了“婴儿潮”,这部分人口约占总人口的32%,其中居住城镇的人口占总人口的43%。目前这批“婴儿潮”出生的人口正值26至44岁之间,是人生的黄金季节,也伴随着相应的投资和消费行为。“婴儿潮”带来的充沛劳动力使得中国在全球经济增长中具有强大的竞争力。研究结果显示,1978年1998年中国持续20年的GDP高速增长中,劳动力贡献率高达69%。

人口统计数据表明,中国“婴儿潮”中诞生的人口在2006至2020年的未来15年间仍将是中国经济生产、消费与投资的主力,他们的投资和消费变化仍将对中国产生深刻的影响,并将推动中国经济进入新一轮繁荣直至达到劳动力峰值。在这段时期里,房地产业将继续分享到“人口红利”。

中国城市化率仍有很大提升空间

著名的“纳瑟姆”曲线揭示,当一个国家的城市化率超过30%时,城市化进程就将加速,此时对住房的需求也在加速,直至城市化率达到60%之后,城市化率高速增长的步伐才会放缓。数据表明,早在1995年中国的城市化率就已达到30%,最近10年中国的城市化率加速增长,以年均1.3个百分点的速度在增长,到2005年城市化率已达到43%,城市人口增长率水平远远高于全国人口增长率水平,但城市化率仍处世界低水平时期,未来仍有很大增长空间。按照中国的人口增长计划,中国的城市化率年均增长1个百分点,城市人口每年增加1300万左右,到2020年城市化率将达到60%。

在城市化高速增长的过程中,农村劳动力会加速向城市服务业劳动力和工业劳动力转移,在这个转移过程中,将会加速对城市住房的需求。



史丽 资料图

部分国家和地区65岁及以上人口占总人口比例(%)

国家/地区	2004年
印度	5.20
泰国	6.85
中国	7.46
新加坡	8.21
韩国	9.02
中国香港	11.84
美国	12.29
加拿大	13.01
英国	15.92
德国	18.30
日本	19.22

人均GDP跨越关口带动住房消费高速增长

根据世界银行研究报告,一国住宅产业在人均GDP达到300美元时开始起步;达到1300美元时进入快速增长期;达到1500美元时进入高速增长期;达到8000美元时进入平稳期。

2003年,我国人均GDP为1270美元,住房消费开始进入快速增长期;2005年中国人均GDP已超过1500美元/人,达到1750美元/人,住房消费增速超过20%。

城镇化、居住条件改善、人口增加及家庭结构变小是带动未来中国住宅需求增长的决定性因素。我们预期未来20年,中国房地产业将处于高速发展的黄金时期。

人民币升值过程中房地产业重估始起步

当前人民币升值的经济背景与当年的日本(上世纪60、70年代)、中国台湾地区(上世纪80年代)非常相似,即经济高速增长→出口保持大幅增长→巨额贸易顺差→外汇储备大幅增长→贸易摩擦不断→升值压力日益加重→汇率预期升值(政府干预外汇市场)→套汇热钱流入以及银行体系货币供应宽松(低利率),货币供应量保持较高的增长速度。

货币供应保持较高的增长速度,有两个主要因素:一是经济高速发展,企业对银行信贷需求强烈;二是外汇储备大幅增长央行被迫向市场投放大量的基础货币。后者引发货币流动性过剩,推动房地产等不可贸易资产形成强大的重估动力。

与上世纪80年代中期日本强力刺激住房消费不同的是,中国目前已采取较为严格的住房抵押贷款制度以及相对收紧的货币政策,这在一定程度上会有效压制流动性泛滥对资产重估的空间。

我们认为,中国的工业化和城市化的步伐才开始不久,在人民币升值周期刚刚开始背景下,房地产价格还主要体现为生产要素和普通消费品的特征,投资品的特征还不特别明显,其资产重估的步伐才开始不久。中国房地产业还未产生日本1985年后因金融支持过度导致房地产严重价格泡沫的资产投机性特征。我们预期,伴随着人民币的升值,中国房地产企业的业绩还会有出色的表现。

黄金时代铸造一批地产蓝筹

目前,我国房地产企业众多,规模偏小,与发达国家的地产大户相去甚远。2005年,中国房地产100强企业的市场占有率为18%,而美国前五位开发商的市场占有率为13%;美国最大的房地产公司帕迪尔的市场份额为5%,而中国房地产“老大”万科的市场占有率只有近1%,未来中国房地产优势公司发展潜力巨大。

在中国“婴儿潮”中出生的人口进入房地产消费大周期,城市化加速拉动消费升级,人民币升值推动资产重估的背景下,房地产上市公司具有与非上市公司无以比拟的资本市场融资的优势,它们已完成或正在进行融资计划,在行业加速整合中已抢占了先机,一批有资金、品牌、资源、市场整合优势的优质上市公司的市场占有率和市值将迅速提升,在这一黄金时代里将铸造一批地产蓝筹。

我们要以发展的眼光动态评估优势公司的投资价值,可以重点关注以下公司:

从选择行业龙头角度,万科、招商地产、泛海建设、保利地产、华侨城、金地集团、金融街等长期看好;

从公司治理结构、行业竞争力来看,万科、金地集团、华侨城非常出色;

从廉价土地储备、未来增长潜力来看,招商地产、泛海建设、保利地产等值得我们高度重视;

从公司重估动力来看,金融街、中国国贸、浦东金桥、陆家嘴等非常值得我们考虑;

从地方性优势来看,华发股份、栖霞建设、中华企业、上实发展不可忽略;

奥运的临近,给在北京开发房产的公司带来历史性机遇。北京城建、大龙地产和上市不久的北辰实业仍然值得我们密切关注。

“资金运作力”——待挖掘的房企新价值

□中信证券分析师 王德勇

步入2006年,房地产公司不得不面临这样的现实:一方面土地成本在不断地抬高;另一方面,抑制房价上涨似乎成了政府的头等大事。房地产企业从1998年以来没有面临过如此恶劣的产业生态环境,在这种条件下,如何判断房地产上市公司投资价值?

政策调控缔造属于资本的商业规则

国家对地产业宏观调控有四项重要政策:一是出台新的土

地政策,二是控制银行信贷,从两个关键的环节抬高了房地产业的准入门槛。房地产行业正在建立属于“资本”的新的商业规则。

实行土地“招拍挂”以及一系列土地新政之前,土地出让的“暗箱操作”受到颇多指责,更加透明的“招拍挂”方式确实有效

杜绝了这一现象,把土地腐败中个人、某一团体或开发商的收入转化成国家的利益,同时相伴而生的是最近几年土地价格的上涨。

最近几年,除了信贷,中国银行业对房地产业更重要的支持是提供了按揭贷款。两项相加,房地产投资60%左右的资金来自银行。调控也罢,加息也好,这一格局一直没有根本性的变化。

另一方面,中国的银行有着天然的对风险的厌恶。在当前直



张大伟 制图

银行重要调控政策一览

发布时间	发布单位	主要政策内容
2003年6月5日	中国人民银行	要求商业银行加强房地产信贷业务管理
2004年4月27日	国务院	提高房地产开发资本金比例
2005年3月17日	中国人民银行	上调个人住房贷款利率
2005年8月15日	中国人民银行	建议取消商品房预售制度
2006年4月28日	中国人民银行	加息以抑制投资需求,稳定房地产价格
2006年10月20日	北京银监局	没有结构封顶商业银行不准发放按揭贷款

接融资渠道不发达的中国,银行的地位举足轻重。维护金融和社会稳定,提高贷款质量,防范风险成为了必然的选择。在这样的背景下,提高房地产贷款质量成为了银行的主要工作。随之而来的就是银根对地产的紧缩,表现为对放款对象的甄别和对放款条件的提高。

行业新规则下挖掘公司新价值

新的游戏规则考验房地产企业的“资金运作”能力,只有具备良好“资金运作”能力的企业才能在行业准入门槛抬高的前

提下争抢到更大的蛋糕。这种能力跟融资、获得土地能力、管理能力、设计营销策划能力、品牌、后期服务、行业整合能力等等都息息相关。

房企的垄断地位逐步加强

宏观调控有效地提高了房地产业的准入门槛,提高了行业的集中度。

“2006中国房地产百强企业研究”报告显示,房地产百强企业去年总体资产规模水平呈上升趋势,并出现了一批大型企业。其中,总资产规模超过100亿元的有15家,超过200亿元的有7家。百强企业2005年实现销售额2384亿元,占全国市场份额的18.06%,比2004年的13.49%、2003年的8.43%有较大程度上升。在百强中,综合实力排名前10位的企业去年实现销售额686.62亿元,占全国市场份额的5.2%,分别较2004年、2003年增长了35.84%、92.45%,市场份额呈现逐年递增的趋势。研究显示,中国房地产行业资源开始逐渐向大型房地产企业集中。百强企业2003至2005年连续3年的年均销售额增长率为61.4%、年均主营业务收入增长率为49.35%、年均净利润增长率为50%,增长率处于30%至50%的企业最多。

房地产业通过对土地资源的垄断,其在产业链中的地位不仅没有削弱,反而在不断加强。我们通过波特理论来对其进行分析。

从上游来看,土地一级市场是政府完全控制主导的,土地转让二级市场政府审批程序也具备有效的控制力。2004年的招拍挂制度,把众多的中小企业赶出市场,提高了行业的集中度,使土地资源向优势企业集中,整个行业的垄断属性得到进一步强化;对建筑施工企业地产公司更处于强势,表现为垫资施工,充分挤压了建筑企业的利润空间。

从下游来看,土地资源稀缺,房地产并不是一个完全竞争市场,卖方市场下开发商保持了对消费者的绝对强势,突出的表现有:先收定金、期房销售、信息不透明,“招拍挂”制度后土地出让金的提高形成的开发成本增量完全可以顺利实现“成本转移”,由购房者——消费者承担。

从有不可替代的产品来看,如果说新开发的商品房有替代品的话,那就是二手房了。但是,二手房出售后房主多数要购买新的商品房满足居住的需求,一般而言,新购置面积都会比旧房面积大,这样,这部分新增的需求实际上会起到拉动房价上涨的作用。因此,严格意义上讲,商品房没有替代产品。

从新进入者进行考察,宏观调控抬高了房地产业的准入门槛。未来的地产业,不可避免有新的进入者,但是短期内不会对已经掌握了大量土地资源的地产公司形成威胁。

综合来看,处于强势地位的地产公司会利用垄断优势,获取超额利润。

行业新规则下挖掘公司新价值

新的游戏规则考验房地产企业的“资金运作”能力,只有具备良好“资金运作”能力的企业才能在行业准入门槛抬高的前

提下争抢到更大的蛋糕。这种能力跟融资、获得土地能力、管理能力、设计营销策划能力、品牌、后期服务、行业整合能力等等都息息相关。

我们从房地产业的产业链入手,寻找衡量企业“资金运作力”的因素:

1. 土地资源环节
拿地是资金运作的起点,我们认为,土地环节与“资金运作力”相关的因素主要有以下几点:

股东背景:包括大股东土地有可能注入公司,大股东有良好的社会资源,大股东可能为上市公司拿地提供资金支持等等。

规模实力:在“招拍挂”的背景下,实力弱小的公司很难拿到大量优良的土地。

政府关系:目前拿地环节还没有完全实现市场化运作,与政府关系良好的企业容易有意外斩获。

公司战略:在什么区域拿地,拿什么样的地,拿多少地,这些都与公司战略制定和实施能力息息相关。

购并能力:随着土地供应减少,行业整合风起云涌,通过购并的方式可以拿到更多、更便宜的土地。

2. 施工环节
施工环节一方面与建筑成本息息相关,另一方面施工的速度和进度直接关系到资金的周转。与该环节关联的主要要素有:

规模和实力:决定与施工企业谈判的能力。

管理能力:管理优良的企业能够合理安排工期,达到资金运用的合理化。

3. 配套产业(主要是前期设计、建材设备采购)

前期设计不仅决定未来销售的速度,而且与开发的成本密切相关,设备和材料的采购也会影响企业的资金安排。与该环节关联的主要要素有:

规模和实力:决定与建材商、设备商谈判的能力。

策划设计能力:决定企业的产品定位,未来销售的速度。

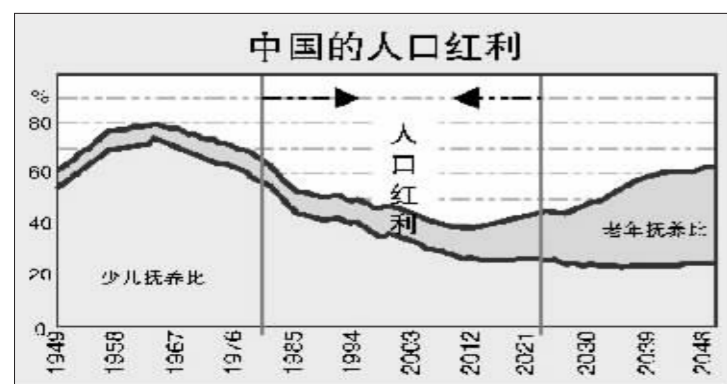
人才与队伍的建设:决定前期策划与设计水平。

4. 企业层面
企业是房地产开发的主体,企业的素质直接决定着其资金运作能力的强弱,与企业自身素质相关的主要要素有:公司战略、管理能力、企业领导与企业文化、人才与队伍建设(激励体系)。

5. 资金来源
资金来源主要是指企业的融资能力,该项能力与企业的各个层面都息息相关。主要包括:股东背景、规模实力、政府关系、公司战略、管理能力、融资能力、品牌等等众多要素。

6. 购房者
购房者是企业的客户,是企业资金运作最关键的环节,这一环节是企业实现收入和利润必不可少部分。用最低的成本、最快的速度实现销售,完成资金的循环需要企业有过人的能力,而与该项能力相关的主要因素有:规模实力、政府关系、营销能力、管理能力、品牌。

综合以上论述,我们得出与企业“资金运作力”相关的十二大因素,并从这些要素出发来设计评估指标,对重点公司的“资金运作力”进行比较,结果见下表。



张大伟 制图

相关差别	权重	万科	金地集团	招商地产	华侨城	保利地产	中宝股份	金融街	深振业
1. 股东背景	3	1	1	3	3	3	1	2.5	1.5
2. 规模实力	6	6	3	5	5	5	4	5	3
3. 政府关系	4	2	2	3	4	4	3	4	2
4. 公司战略	3	3	3	3	3	3	2	3	1.5
5. 购并能力	1	1	0.5	0.8	0.5	0.8	0.5	0.5	0
6. 管理能力	4	4	4	3	3	3	2.5	3	1
7. 营销能力	1	1	1	0.8	1	1	0.8	0.8	0.5
8. 策划设计能力	1	1	1	0.8	1	1	0.5	0.8	0.5
9. 融资能力	1	1	1	1	1	1	0.8	0.8	0.5
10. 品牌	2	2	1.5	1.5	1.5	1.5	1	1.5	0.2
11. 企业领导与文化	2	2	2	1.8	1.5	1.5	1	1	0.2
12. 人才与队伍建设	2	2	2	1.5	1.5	1.5	1	1	0.2
总计	30	26	22	25.2	26	26.3	18.1	23.9	11.1