

为何 A 股市场出租型房地产的市盈率偏高？

投资性房地产公允价值模式计量对 EPS 的影响分析

沈爱卿 房地产行业 研究员
电话：020-87555888-637
eMail: saq@gf.com.cn

研究目的：为何 A 股市场出租型房地产股的市盈率偏高？

目前，A 股市场上出租股市盈率普遍偏高。以中国国贸等四家出租股为例，其平均市盈率为 21 倍，远高于新鸿基地产等 9 家港股房地产公司的 5.32 倍的平均市盈率，两者的差距大约为 4 倍。为什么会存在这么大的差距呢？是否国内的股价太高？

研究结论：没有采用公允价值法对投资性房地产计量是导致市盈率差距的重要原因

1、投资物业公允价值变动对 EPS 的影响

通过对“16 家香港上市的代表性房地产公司采用公允价值计量法对投资物业进行后续计量”的执行情况来看，“投资公允价值变动收益”对 EPS 的影响在 1-5 倍之间(1 倍表示没有影响，以下同)；出租收入占比越大，对 EPS 的影响越大；采用公允价值计量以来，投资物业公允价值变动收益对 EPS 的影响比较稳定。进而我们认为，其对市盈率的影响在 1-5 倍之间，而且，出租收入占比越大，对市盈率的影响越大。

2、对投资性房地产不提取折旧和摊销对公司 EPS 的影响

通过对 A 股上市的 10 家代表性房地产公司 07 年年报数据分析，我们得出：总体而言，对投资性房地产不提取折旧和摊销对公司业绩的影响不大。投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响倍数在 1-2 倍之间。不过，随着投资性房地产占总资产的比重的增大，投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响越大。进而我们认为，其对市盈率的影响在 1-2 倍之间，而且，投资性房地产占总资产的比重越大，其对市盈率的影响越大。

3、采用公允价值计量法对投资性房地产进行后续计量对 EPS 的总体影响

采用公允价值法对投资性房地产进行后续计量对 EPS 的总体影响为 1-5 倍之间，其影响倍数随着出租收入占比的提高而提高。从而，我们推断，其对市盈率的影响也在 1-5 倍之间。

4、为何国内出租股市盈率偏高？

通过以上分析，我们得出，国内的出租类房地产公司市盈率偏高的主要原因之一是没有采用公允价值法对投资性房地产进行后续计量。同样，由于公允价值大于原账面价值的，其差额计入所有者权益，因此公允价值计量法对公司的净资产也会存在类似的影响，因此对市净率 PB 也会产生类似影响。

目前，A 股市场上出租股的市盈率与港股的差距大约在 4 倍。根据我们的研究结论，公允价值法对市盈率的影响在 1-5 倍，而且出租收入占比越高，影响倍数越大。以此估算，A 股市场上出租股的市盈率与港股的差距就不大了。

重要提示

公允价值变动收益从长期来看，一般是正收益，但是短期或是中期也可能为负。而且，我们研究的 16 家港股样本公司之所以公允价值变动收益始终为正而且几乎每年都有稳定的正收益，主要原因是 2005 年到 2007 年，香港和内地的房地产市场走了一波好行情。我们在这里仅仅为了说明“为何从目前来看，出租型房地产公司市盈率和市净率过高”。

现状：出租股市盈率普遍偏高

目前，A股市场上出租股市盈率普遍偏高。（表1）以中国国贸等四家出租股为例，其平均市盈率为21倍，市净率为3.54倍，远高于新鸿基地产等9家港股房地产公司的5.32倍的平均市盈率和0.8倍的平均市净率。两者的差距大约在4倍。为什么会存在这么大的差距呢？是否国内的股价太高导致呢？通过我们以下的分析可知，没有采用公允价值法对投资性房地产进行后续计量是导致这个差距的重要原因。

表 1：A 股市场出租股的市盈率偏高

	市盈率(PE)-EPS 取自 07 年报，股 价为最新市价	市净率(PB)-BPS 取自 07 年报，股 价为最新市价	市盈率(PE)-EPS 为 08 中报的两倍，股价 为最新市价	市净率(PB)-BPS 取自 08 中报，股 价为最新市价
A 股 - 出租股				
中国国贸	24.24	1.74	17.24	1.72
浦东金桥	32.24	2.27	26.74	2.19
小商品城	35.1	8.37	21.73	7.02
陆家嘴	36.3	3.33	18.39	3.24
均值	31.97	3.93	21.03	3.54
A 股 - 开发股				
万科 A	15.43	2.55	18.14	2.49
保利地产	28.62	3.57	20.61	3.31
金地集团	12.19	1.39	24.42	1.35
均值	18.75	2.51	21.06	2.38
港股				
新鸿基地产	5.27	0.67	n/a	n/a
长江实业	5.86	0.71	6.74	0.7
会德丰	3.54	0.48	2.98	0.44
恒基地产	3.47	0.46	n/a	n/a
恒隆集团	4.08	0.83	n/a	n/a
希慎兴业	3	0.37	1.7	0.35
中海	15.99	2.68	15.27	2.33
富力地产	2.10	0.88	3.36	0.78
合生创展	0.93	0.19	1.87	0.18
均值	4.2	0.59	5.32	0.80

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

根据 2006 年出台的新版《企业会计准则》规定，国内上市公司自 2007 年 1 月 1 日起可以对投资性房地产以公允价值模式进行后续计量。采用公允价值模式进行后续计量对房地产公司业绩的影响主要有两个：一是公允价值和原账面价值的差额计入当期损益。这个影响巨大，是本报告的研究重点；二是不用对投资性房地产提取折旧或进行摊销。但是出于担心业绩波动、聘请评估公司耗时耗财、公允价值不易取得等等各种原因，国内少有房地产公司采用公允价值法对投资性房地产进行后续计量（目前采用公

允价值模式进行后续计量的房地产公司主要有金融街、昆百大等)。

采用公允价值法进行后续计量的最大受益者是持有大量投资性房地产的出租型房地产公司，而他们的不采用也使得每股收益偏低而市盈率相对过高。这样就使得这些公司在与开发类公司以及港股房地产公司在业绩、市盈率、市净率的比较上处于劣势。

我们的研究旨在说明国内的出租类房地产公司市盈率偏高的主要原因之一是没有采用公允价值法对投资性房地产进行后续计量。

在“投资物业公平值变动对EPS的影响”这个命题上，我们拟通过对香港的16家代表性房地产公司执行公允价值法的情况来考察对投资物业进行公允价值后续计量对每股收益的影响，进而对市盈率造成的影响。而对于“对投资性房地产不提取折旧和摊销对公司业绩的影响”这个命题，我们拟通过对A股上市的10家房地产上市公司进行分析，进而考察其影响。

投资物业公平值变动对EPS的影响

研究对象：16家在香港上市的房地产公司。其中：10家总资产排名靠前的香港本土房地产公司，分别为新鸿基地产、长江实业、太古股份公司A、会德丰、恒基地产、新世界发展、恒隆集团、TST PROPERTIES（尖沙咀置业）、嘉里建设、希慎兴业（总资产排不到第10位，因其是典型出租股入选）；6家总资产排名靠前的内地在香港上市的房地产公司，分别是中国海外发展、富力地产、合生创展集团、华润置地、GUANGZHOU INV（越秀投资）、世茂房地产。

数据选择范围：香港房地产上市公司是2005年开始采用公允价值法对投资物业后续计量的，因此我们采集了2005年以来年报的数据。由于新鸿基地产、恒基地产、新世界发展、恒隆集团和TST PROPERTIES等5家房地产公司的年报期间是上年年中到下年年中为一个完成年报期间，为方便统计，我们将此类年报归结为上年年报。如，新鸿基最新年报是2007.6到2008年6月，我们将此年报数据归结为2007年年报数据。由于我们计算的主要指标“公允价值变动对EPS的影响”是个比例，因此，此种统计不会对结论造成较大的影响。

执行公允价值法三年来投资物业公平值变动对16家代表性香港房地产上市公司的影响：

通过样本数据横向分析，投资物业公平值变动收益对EPS的影响倍数在1-5倍之间（1倍表示没有影响）。其中有两个异常值分别是2005年世茂房地产的11.78倍、希慎兴业的46.29倍。这说明样本公司的投资物业公平值变动收益对PE的影响倍数在1-5倍之间。（表2、表3、图1）

通过样本数据纵向分析，港股房地产公司采用公平值计量以来，投资物业公平值变动收益对EPS的影响比较稳定。16家样本公司中，“公平值变动收益对EPS的影响倍数”的方差在0.7以下的有12家，占比75%，方差在0.1以下的有6家，占比37.5%。（图2）

此外，通过样本公司数据分析可知，出租收入占公司营业收入的比重越高，投资物业公平值变动收益对EPS影响倍数越大。（图3）

表 2: 投资物业公允价值变动收益对 EPS 的影响 - 香港本土房地产公司

	2005	2006	2007	2005	2006	2007
		新鸿基			长江实业	
营业收入	25,598	30,994	24,471	14,358	15,346	15,442
公允价值变动收益	9,110	8,904	12,206	1,776	1,936	1,815
净利润	20,038	21,414	28,151	14,205	18,279	27,972
公允价值变动收益占净利润的比重	45.5%	41.6%	43.4%	12.5%	10.6%	6.5%
EPS	8.23	8.52	10.87	6.04	7.80	11.95
EPS(剔除公允价值变动收益)	4.49	4.61	4.80	5.28	6.97	11.17
EPS 变动比例	1.83	1.85	2.26	1.14	1.12	1.07
		太古 A			会德丰	
营业收入	18,937	19,111	21,553	4,235	2,771	17,915
公允价值变动收益	11,887	17,045	19,446	3,429	380	10,878
净利润	19,634	22,767	26,387	11,417	7,165	15,854
公允价值变动收益占净利润的比重	60.5%	74.9%	73.7%	30.0%	5.3%	68.6%
EPS	12.25	14.74	17.26	5.08	3.11	3.75
EPS(剔除公允价值变动收益)	4.83	3.70	4.54	3.55	2.95	1.18
EPS 变动比例	2.53	3.98	3.80	1.43	1.06	3.19
		恒基地产			新世界发展	
营业收入	6,773	8,356	13,492	23,910	23,285	29,361
公允价值变动收益	7,297	1,981	6,706	1,463	1,264	4,023
净利润	15,604	11,974	16,320	2,613	5,768	12,730
公允价值变动收益占净利润的比重	46.8%	16.5%	41.1%	56.0%	21.9%	31.6%
EPS	7.47	5.19	7.54	0.30	1.17	2.59
EPS(剔除公允价值变动收益)	3.98	4.33	4.44	0.13	0.91	1.77
EPS 变动比例	1.88	1.20	1.70	2.27	1.28	1.46
		恒隆集团			TST	
营业收入	4,284	4,778	10,553	8,382	7,599	6,339
公允价值变动收益	3,925	6,562	11,164	1,198	2,416	3,909
净利润	5,002	8,592	14,657	5,990	6,474	8,555
公允价值变动收益占净利润的比重	78.5%	76.4%	76.2%	20.0%	37.3%	45.7%
EPS	2.13	3.59	5.64	2.25	2.37	3.25
EPS(剔除公允价值变动收益)	0.46	0.85	1.34	1.80	1.48	1.76
EPS 变动比例	4.65	4.23	4.20	1.25	1.60	1.84
		嘉里建设			希慎兴业	
营业收入	8,009	10,193	12,496	1,250	1,268	1,368
公允价值变动收益	1,547	2,319	4,494	4,226	2,576	3,131
净利润	3,262	4,949	6,881	4,319	3,240	4,117
公允价值变动收益占净利润的比重	47.4%	46.8%	65.3%	97.8%	79.5%	76.1%
EPS	2.53	3.83	4.95	3.92	2.94	3.75
EPS(剔除公允价值变动收益)	1.33	2.04	1.72	0.08	0.60	0.90
EPS 变动比例	1.90	1.88	2.88	46.29	4.88	4.18

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (剔除公允价值变动收益后的 EPS 的计算公式: 剔除公允价值变动收益后的 EPS = 剔除公允价值变动收益后的净利润 × 账面 EPS / 净利润, 由于公允价值变动收益

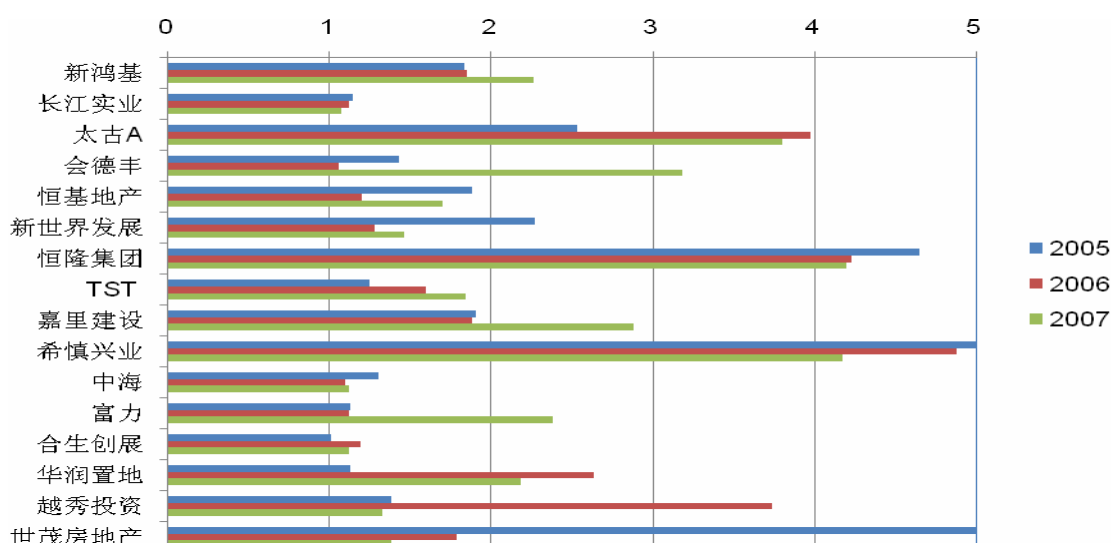
没有成本且不纳入应税所得，因此我们采用简单剔除的方式，以下同)

表 3: 投资物业公允价值变动收益对 EPS 的影响 - 内地在香港上市的房地产公司

	2005	2006	2007	2005	2006	2007
	中国海外发展			富力地产		
营业收入	6,971	10,910	16,633	5,812	10,187	14,772
公允价值变动收益	392	205	443	144	231	3,081
净利润	1,673	2,312	4,217	1,266	2,145	5,315
公允价值变动收益占净利润的比重	23.4%	8.9%	10.5%	11.3%	10.8%	58.0%
EPS	0.24	0.36	0.57	1.95	0.69	1.65
EPS(剔除公允价值变动收益)	0.18	0.32	0.51	1.73	0.62	0.69
EPS 变动比例	1.31	1.10	1.12	1.13	1.12	2.38
	合生创展集团			华润置地		
营业收入	6,134	6,920	11,131	2,707	3,937	5,681
公允价值变动收益	14	261	387	49	529	800
净利润	1,201	1,624	3,548	438	852	1,475
公允价值变动收益占净利润的比重	1.2%	16.1%	10.9%	11.2%	62.1%	54.2%
EPS	1.13	1.27	2.54	0.25	0.28	0.40
EPS(剔除公允价值变动收益)	1.12	1.07	2.26	0.22	0.10	0.18
EPS 变动比例	1.01	1.19	1.12	1.13	2.64	2.18
	越秀投资			世茂房地产		
营业收入	3,955	4,658	7,065	2,500	6,913	9,276
公允价值变动收益	799	747	362	903	1,001	1,155
净利润	2,884	1,020	1,471	986	2,279	4,174
公允价值变动收益占净利润的比重	27.7%	73.2%	24.6%	91.5%	43.9%	27.7%
EPS	0.40	0.11	0.15	0.51	0.86	1.27
EPS(剔除公允价值变动收益)	0.29	0.03	0.12	0.04	0.48	0.92
EPS 变动比例	1.38	3.74	1.33	11.78	1.78	1.38

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

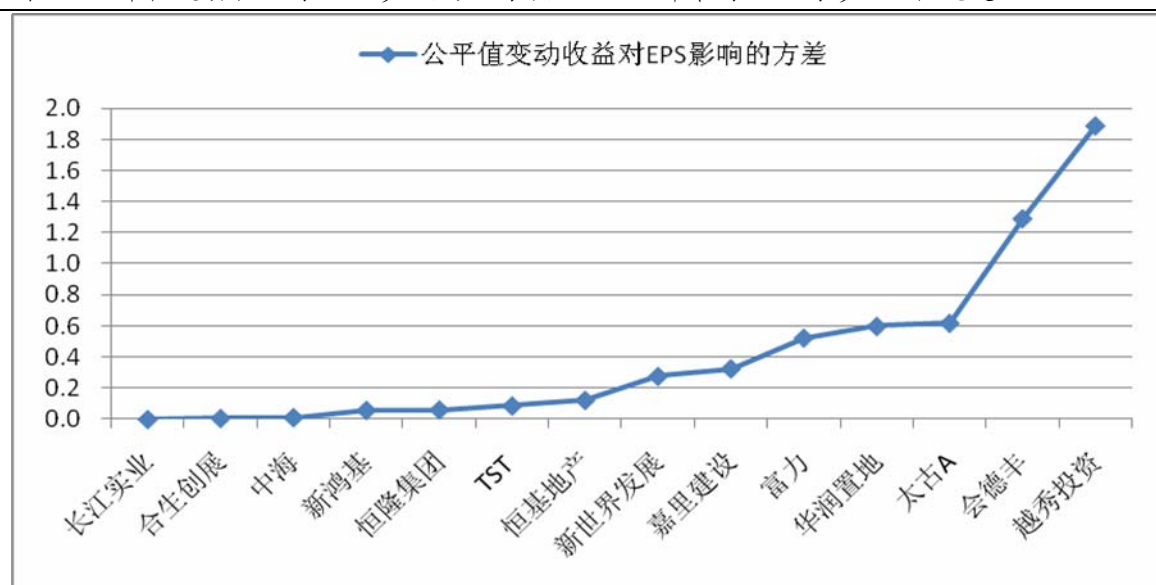
图 1: 投资物业公允价值变动收益对 EPS 影响倍数在 1-5 倍之间



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心 (注：2005 年世茂房地产和希慎兴业这两家公司)

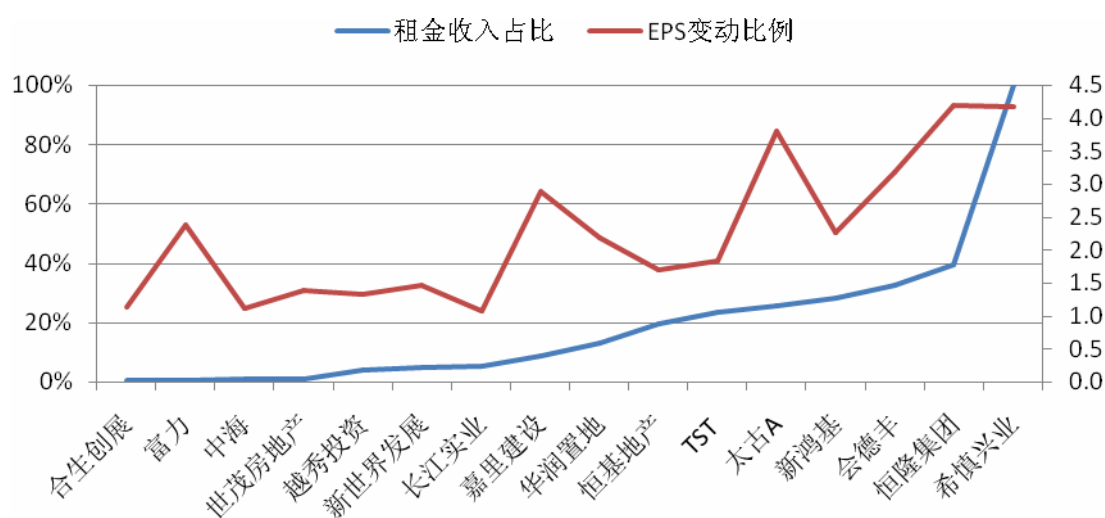
的“公允价值变动收益对EPS影响比例”分别为11.78倍和希慎兴业的46.29倍，为便于图表显示，我们给予这两家公司5倍的上限）

图2：“公允价值变动收益对EPS影响倍数”的方差——三年来对EPS的影响比较稳定



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（注：为便于图表显示，我们剔除了世茂房地产和希慎兴业两家公司。这两家公司由于05年异常值的影响，方差分别为34.7和581.6）

图3：出租收入占比越高，投资物业公允价值变动收益对EPS影响倍数越大



数据来源：各公司07年年报、广发证券发展研究中心（注：公允价值变动收益对EPS影响倍数和出租收入占比均为07年年报数据）

投资性房地产不提取折旧和摊销对EPS的影响

由于港股的房地产上市公司已经不再对投资物业提取折旧和摊销，因

此，我们没法从其年报数据中得知投资物业折旧和摊销。因此我们选取 A 股上市的还没有采用公允模式计量的 10 家资产靠前房地产公司作为样本。考察投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响。这十家公司分别为：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、首开股份、北辰实业、陆家嘴、新湖中宝、中国国贸、浦东金桥（中国国贸和浦东金桥总资产排不进前 10，因是典型出租股入选）。

通过对这些样本公司进行分析，我们得出：

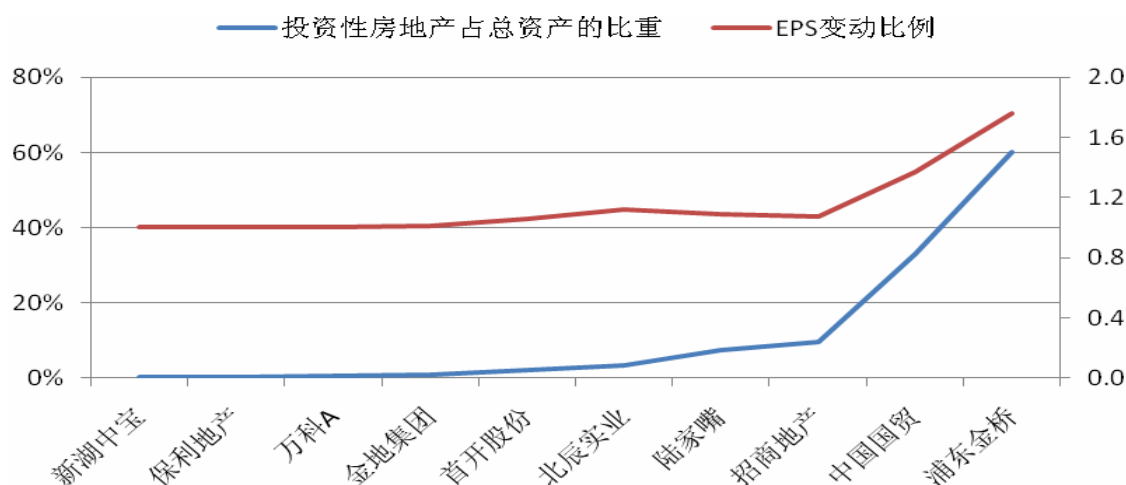
总体而言，投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响相对较小。在 10 家样本公司中，投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响倍数在 1-2 倍之间（1 倍表示没有影响）。而且，投资性房地产占总资产的比重越大，投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响越大。

表 4：投资物业不提取折旧和摊销对 EPS 的影响

公司名称	投资性房地产占总资产的比重	投资性房地产折旧	投资性房地产折旧占成本比重	投资性房地产折旧占收入比重	EPS	EPS(剔除投资性房地产折旧和摊销)	EPS 变动倍数
万科 A	0.3%	5.24	0.03%	0.01%	0.730	0.731	1.00
保利地产	0.2%	2.65	0.05%	0.03%	1.300	1.302	1.00
金地集团	0.8%	7.29	0.17%	0.10%	1.310	1.317	1.01
招商地产	9.5%	85.98	3.95%	2.09%	1.616	1.732	1.07
首开股份	2.0%	18.21	0.35%	0.25%	0.392	0.413	1.05
北辰实业	3.2%	54.04	1.99%	1.24%	0.100	0.112	1.12
陆家嘴	7.2%	73.64	7.74%	3.59%	0.404	0.438	1.09
新湖中宝	0.1%	0.23	0.01%	0.01%	0.240	0.240	1.00
中国国贸	32.9%	106.16	31.61%	11.98%	0.290	0.396	1.37
浦东金桥	60.1%	180.53	60.59%	22.53%	0.245	0.431	1.76

数据来源：各公司 07 年年报、广发证券发展研究中心（剔除投资性房地产折旧和摊销后的 EPS 的计算公式：剔除投资性房地产折旧和摊销后的 EPS = 剔除投资性房地产折旧和摊销后的净利润 ÷ 账面 EPS/净利润）

图 4：投资性房地产占总资产的比重越大，投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响越大



数据来源：各公司 07 年年报、广发证券发展研究中心（注：由于万科保利等房地产公司出租收入太少而没有公布，因此我们采用投资性房地产占总资产的比重这个指标）

结论

通过以上的分析，我们得出如下结论：

投资物业公允价值变动对 EPS 的影响

通过对“16 家香港上市的代表性房地产公司采用公允价值计量法对投资物业进行后续计量”的执行情况来看，“投资公允价值变动收益”对 EPS 的影响在 1-5 倍之间；出租收入占比越大，对 EPS 的影响越大；采用公允价值计量以来，投资物业公允价值变动收益对 EPS 的影响比较稳定。进而我们认为，其对市盈率的影响在 1-5 倍之间，而且，出租收入占比越大，对市盈率的影响越大。

对投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响

通过对 A 股上市的 10 家代表性房地产公司 07 年年报数据分析，我们得出，总体而言，对投资性房地产不提取折旧和摊销对公司业绩的影响不大。投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响倍数在 1-2 倍之间。不过，随着投资性房地产占总资产的比重的增大，投资性房地产不提取折旧和摊销对 EPS 的影响越大。进而我们认为，其对市盈率的影响在 1-2 倍之间，而且，投资性房地产占总资产的比重越大，对市盈率的影响越大。

3、采用公允价值计量法对投资性房地产进行后续计量对 EPS 的总体影响

采用公允价值法对投资性房地产进行后续计量对 EPS 的总体影响为 1-5 倍之间，其影响倍数随着出租收入占比的提高而提高。从而，我们推断，其对市盈率的影响也在 1-5 倍之间。

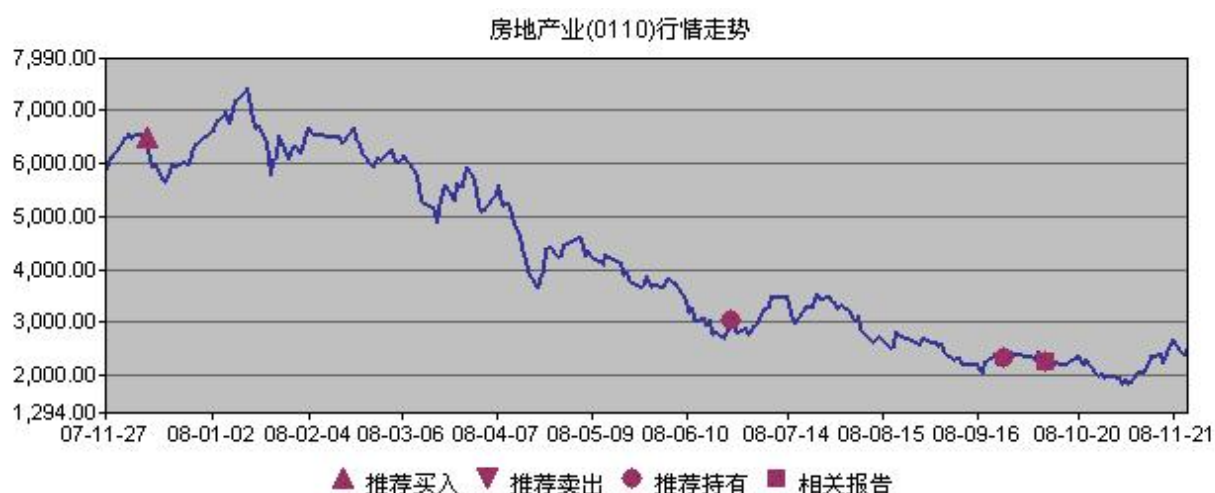
4、为何国内出租股市盈率偏高？

通过以上分析，我们得出，国内的出租类房地产公司市盈率偏高的主要原因之一是没有采用公允价值法对投资性房地产进行后续计量。同样，由于公允价值大于原账面价值的，其差额计入所有者权益，因此公允价值计量法对公司的净资产也会存在类似的影响，因此对市净率 PB 也会产生类似影响。

目前，A 股市场上出租股市盈率与港股的差距大约在 4 倍。按照我们的研究结论，公允价值法对市盈率的影响在 1-5 倍，而且出租收入占比越高，影响倍数越大。以此估算，A 股市场上出租股市盈率与港股的差距就不大了。

重要提示

公允价值变动收益从长期来看，一般是正收益。但是短期或是中期也可能为负。而且，我们研究的 16 家港股样本公司之所以公允价值变动收益始终为正而且几乎每年都有稳定的正收益，主要原因是 2005 年到 2007 年，香港和内地的房地产市场走了一波好行情。因此我们强调，我们在这里仅仅为了说明“为何从目前来看，出租型房地产公司市盈率和市净率过高”。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。