

日期: 2008 年 12 月 29 日

行业: 房地产行业



金融地产研究小组 沈莉
021-53519888-1922
shenli@sigchina.com

等待行业最差时期的到来

——2009 年 1 月房地产业投资策略

主要观点:

宏观经济恶化, 房地产市场支撑不牢

9-11 月工业企业利润同比大幅下降 26.4%, 低于预期, 企业利润硬着陆。宏观经济恶化, 人们收入预期向下, 这会减少房地产需求, 对房地产价格无法支撑, 从而带动房地产市场进一步的调整。

房地产行业还在下降通道

1-11 月, 全国商品房销售面积 4.9 亿平方米, 同比下降 18.3%。购房个人按揭贷款 3.46 亿元, 下降 25.6%。

销售量环比上升, 但我们预计销售量回暖很难持续。

我们观察的 8 个城市成交量环比上升已维持 5 周, 年初至今累计成交量跌幅为 30%。最近成交量的回暖是由于政府大幅降息及年底前房地产商降价促销。随着宏观经济的恶化和部分需求释放完毕, 销售将继续萎缩。

对政策反应弱化

目前房地产股票的价格已经包含了可预见的政策预期, 而由于房价没有发生明显的下降, 政府目前出的政策都偏向于扶持鼓励中低收入者购房的, 而这个范围外的政策如户口和购房退税政策还有较大不确定性, 因此股价对于政策的反应在减弱。

行业股票并不便宜

随着明年年报房地产股年报收益下降, 市盈率会上升。随着土地价格的下跌, 存货跌价减持准备增加, 市净率也会上升。

投资建议:

评级未来十二个月内, 房地产业: 有吸引力

我们认为房地产最差的时期有可能就出现在 2009 年, 最差时期的到来对于长期价值投资者而言无疑是个好机会。因此评级为有吸引力。而 1 月份, 我们认为最差的时期还未到来, 风险较大, 建议持谨慎态度。可关注地价低廉的公司, 如深长城、招商地产等。另外, 由于世博会的到来, 建议关注上海本地地产股。

数据预测与估值:

房地产行业重点关注股票业绩预测和市盈率

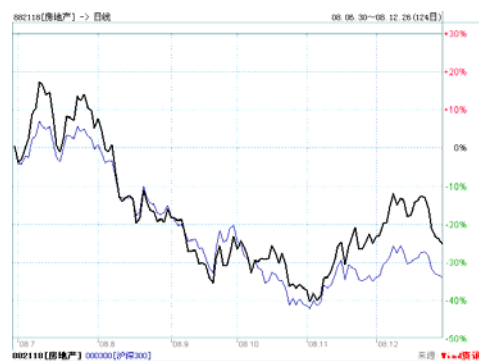
公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
万科 A	000002	6.53	0.44	0.46	0.56	14.84	14.20	11.66	2.38	大市同步
招商地产	000024	12.99	0.91	0.85	1.50	14.27	15.28	8.66	2.00	跑赢大市
保利地产	600048	14.79	0.61	1.00	1.51	24.25	14.79	9.79	2.77	大市同步
收租类										
陆家嘴	600663	13.91	0.40	0.48	0.61	34.76	28.98	22.80	3.07	跑赢大市
浦东金桥	600639	8.01	0.24	0.30	0.32	33.38	26.70	25.03	2.14	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2008 年 12 月 26 日收盘价

房地产类 11 月价格指数

房地产开发综合景气指数	98.46
房地产开发投资指数	100.98
土地开发面积指数	94.79
销售价格指数 (10 月)	97.70

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

SL08-MIT08

相关报告:

一、12 月份行业市场动态概述

1、宏观经济恶化，房地产市场支撑不牢

9-11 月工业企业利润同比大幅下降 26.4%，低于市场预期，企业利润硬着陆。宏观经济恶化，产能过剩使得工业生产大幅放缓。企业税前净利润率减至 5.5%。产能过剩和失业率现象在明年情况将更加严重，宏观通缩或将来临。这会减少房地产需求，对房地产价格无法支撑，从而带动房地产市场进一步的调整。

2、房地产行业还在下降通道

近期数据表明房地产行业还在下降通道中。国家发改委最新数据显示，投资在回落。今年 1-11 月，全国完成房地产开发投资 26546 亿元，同比增长 22.7%，增幅比 1-10 月回落 1.9 个百分点。其中，商品住宅完成投资 19333 亿元，同比增长 25.2%，回落 2.2 个百分点，占房地产开发投资的比重为 72.8%。1-11 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 3.2 亿平方米，同比下降 5.9%；完成土地开发面积 2.1 亿平方米，同比下降 2.7%。

另外，1-11 月，全国房地产开发企业房屋施工面积 25.5 亿平方米，同比增长 17.7%，比较稳定，房屋竣工面积 3.5 亿平方米；全国商品房销售面积 4.9 亿平方米，同比下降 18.3%，与今年最高峰下降 24.27%。使房价依然面临压力。

3、1-11 月 70 大中城市房屋销售价格环比下降，全面下降趋势加快。

11 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 0.2%，涨幅比 10 月份低 1.4 个百分点；环比下降 0.5%。

新建住宅销售价格同比上涨 0.2%，涨幅比 10 月份低 1.6 个百分点；环比下降 0.6%。

分类型看，与去年同月相比，经济适用房销售价格上涨 0.6%，涨幅比 10 月份低 0.2 个百分点。商品住宅销售价格上涨 0.1%，涨幅比 10 月份低 1.8 个百分点。商品住宅中的普通住宅销售价格下降 0.1%，高档住宅销售价格上涨 0.7%。与上月相比，经济适用房销售

价格持平；商品住宅销售价格下降 0.7%，其中普通住宅销售价格下降 0.5%，高档住宅销售价格下降 1.2%。

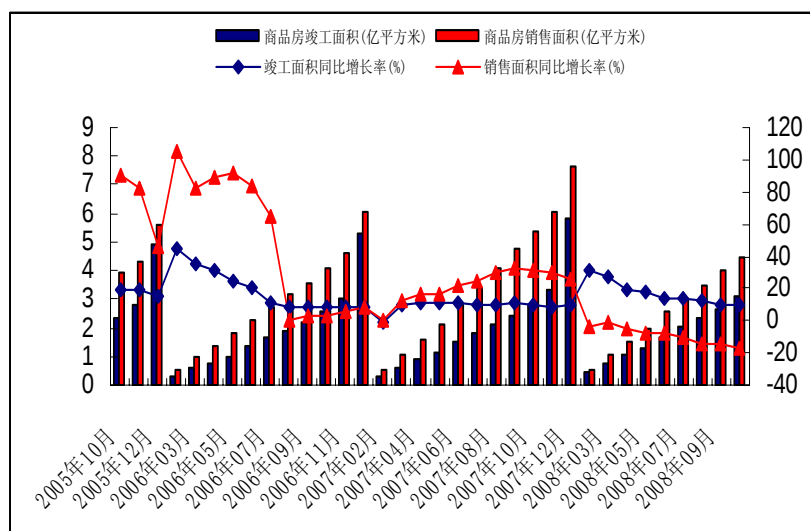
分套型看，90 平方米及以下的新建住宅销售价格比上月下降 0.4%，1 至 11 月累计比上年 12 月份下降 1.5%。

分地区看，与去年同月相比，新建住宅销售价格上涨的有 53 个城市，其中涨幅较大的城市是：银川 9.3%、海口 9.3%、温州 8.4%、金华 7.5%、乌鲁木齐 6.8%；价格下降的有 13 个城市，其中深圳下降 18.0%、广州下降 8.8%、南京下降 5.2%、重庆下降 4.6%、厦门下降 3.8%。与上月相比，新建住宅销售价格上涨的有 13 个城市，价格涨幅在 0.1%-0.6%之间；价格下降的有 43 个城市，其中岳阳下降 3.7%、厦门下降 2.9%、长沙下降 2.5%、深圳下降 2.4%、南京下降 2.2%。

按发展中国家房价收入比 9 计算，全国房地产泡沫并不严重，泡沫积累的地区在一线城市，由于北京、上海、深圳、广州等地为最。以房价收入比来看，年初泡沫在 20%-50%之间，由于目前一、二线城市局部地区房地产价格已有 10%-30%下跌的基础上，地产行业下跌空间在 15%-20%之间。如深圳最明显，同比下降已达 18%，而实际降幅有可能更大。这是 98 年商品房市场以来的最大降幅。

另外，我们从环比数据看到，全面下跌刚刚开始。随着明年宏观经济的恶化，人们收入的下降预期加剧，房地产市场价格将全面下降。

图 1 商品房竣工面积、销售面积



数据来源：wind 上海证券研究所

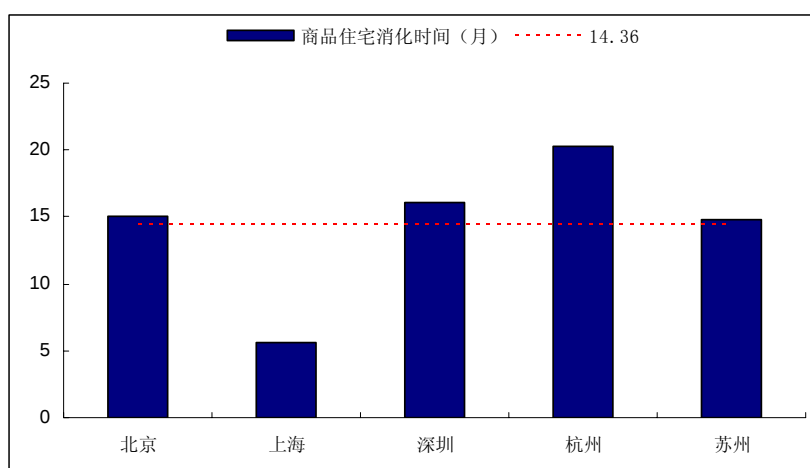
二、行业中期趋势的展望

1、销售量连续五周环比上升，但我们预计销售量回暖很难持续。

我们观察的 8 个城市成交量连续五周环比上涨，年初至今累计成交量跌幅为 30%。最近成交量的回暖是由于政府大幅降息及年底前房地产商降价促销。但年末因素很难持续，因为是局部刚性需求释放，随着宏观经济的恶化和这部分需求释放完毕，销售将继续萎缩。销售量的上涨需要房价的明显下跌。

由于此轮调整最关键的问题是房价相对于收入过高，因此销售量的上涨需地产价格下跌。但是由于占有大部分市场的是资金压力不大的中小型房地产商，房价下跌不是那么快能够实现的，因此调整还需一段时间，销售量难以持续回暖。我们认为交易量的回升会呈 W 型，第一波局部回暖是以国家先行政策鼓励的首次置业者，目前的销售回升很好的说明了这一情况。当这部分需求释放后，由于市场回暖和可能性较大的国家后行的对二套房放松的政策会使二次置业和投资性需求爆发，从而市场底部确认后慢慢整体回暖，我们认为第二次 W 上升也许会发生在 09 年四季度。存量商品住宅的平均去化时间在 15 个月附近，进而库存量在 09 年消化后，10 年以后的房屋供给下降，这有利于市场恢复稳定发展。

图 1 按目前销售速度商品住宅去化时间



数据来源：上海证券研究所

2、对政策反应弱化，在房价未全面下跌之前，政策空间有限

随着政策的不断出台，现在房地产股对于政策的反应正在弱化，且随着宏观经济的恶化，房地产全面跌价或将开始。

最近专门针对房地产市场的政策的是12月17日国务院召开常务会议发布的三项措施。第一项是对9000亿保障房计划的重申。对普通商品房价产生一定压力。第二项政策是鼓励普通住宅消费，但力度有限。“对已贷款购买一套住房但人均面积低于当地平均水平购买二套住房的居民，比照执行首次贷款买普通自住房的优惠政策”，其实具体实施的时候，其实银行在二套房政策早已松动，如一套房结清就算首套房。而且未来银行对于面积大小等限制条件判断比较灵活。银行对于客户的放款也会比较灵活，对于购买二套房的有实力人群，还在等待房价下跌。对于实力有限的改善需求的家庭，因为此种购买群体没有首次置业者刚性，释放需求效果不强，营业税放松可以活跃二手房市场，有利于促进一手房价格的下跌。

政府的第三条措施“引导房地产开发企业积极应对市场变化，促进商品住房销售”是希望房地产企业能够降价销售。

政策是以加大交易量为导向，但在目前经济下滑，收入预期向下，一手房房价并未明显下降的前提下，我们认为政策措施作用有限，还需等待价格理性回归。

目前房地产股票的价格已经包含了可预见的政策预期，而由于房价没有发生明显的下降，政府目前出的政策都偏向于扶持鼓励中低收入者购房的，而这个范围外的政策如户口和购房退税政策还有较大不确定性，因此股价对于政策的反应在减弱。

3、行业股票并不便宜

随着明年年报房地产股年报收益下降，市盈率会上升。随着土地价格的下跌，存货跌价减持准备增加，市净率也会上升。随着房价下跌，净资产重估值下降，因此行业股票在明年1月还有下跌风险。

现在房地产股估值一般适用的估值是对企业以土地储备为主的净资产的重估，未来房价下跌，净资产重估值会下跌。而净资产值也面临地价下跌风险。如万科A中报中的存货跌价准备增加，净资产估值会下调。我们的最大风险来自于宏观经济恶化带来的土地价值的重估。

三、1 月行业评级、策略及重点股票

■ 评级未来十二个月内，房地产业：有吸引力

我们认为房地产最差的时期有可能就出现在 2009 年，最差时期的到来对于长期价值投资者而言无疑是个好机会。因此评级为有吸引力。而 1 月份，我们认为最差的时期还未来到，风险较大，建议持谨慎态度。可关注地价低廉的公司，如深长城、招商地产等。另外，由于世博会的到来，建议关注上海本地股。

■ 建议关注土地价格便宜的开发类地产股和上海本地股

本月整体上宜对开发类地产股谨慎观望，可关注地价低廉的公司，如深长城、招商地产等。另外，由于世博会的到来，建议关注上海本地地产股。如陆家嘴等。

附表 房地产业相对估值比较

公司名称	代码	股价	EPS				PER	
			07A	08E	09E	07X	08X	09X
万科 A	000002	6.53	0.44	0.46	0.56	14.84	14.20	11.66
招商地产	000024	12.99	0.91	0.85	1.5	14.27	15.28	8.66
保利地产	600048	14.79	0.61	1	1.51	24.25	14.79	9.79
冠城大通	600067	4.15	0.43	0.9	1.2	9.65	4.61	3.46
荣盛发展	002146	5.68	0.53	0.65	0.88	10.72	8.74	6.45
华发股份	600325	9.07	1.22	0.72	0.9	7.43	12.60	10.08
金地集团	600383	6.84	1.31	0.64	0.78	5.22	10.69	8.77
泛海建设	000046	6.43	0.87	0.34	0.58	7.39	18.91	11.09
苏宁环球	000718	5.34	0.44	0.63	1.1	12.14	8.48	4.85
样本均值						11.77	12.03	8.31

数据来源：上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭昌盛 沈莉 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。

上海证券投资评级体系与评级定义

类 别	分 级		定 义
股票投资评级	超强大市	Superperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 20%以上
	跑赢大势	Outperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 10%以上
	大势同步	In-Line	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将介于沪深 300 指数±10%之间
	落后大势	Underperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将弱于沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	有吸引力	Attractive	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将强于沪深 300 指数 5%
	中性	Neutral	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将介于沪深 300 指数±5%
	谨慎	Cautious	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将弱于沪深 300 指数 5%