



分析师

杨国华

电话: 010-62294631

Email: yangguohua@ehongyuan.com.cn

2009 年投资策略 增持（上调）

房地产业/深度研究

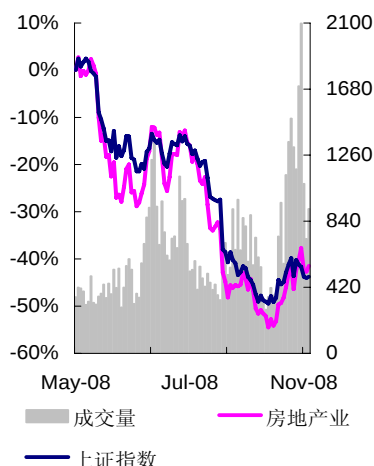


政府救市仍存预期, 市场有望 09 年见底

行业数据

股票家数（家）	110
总市值（亿元）	4822.21
流通市值（亿元）	2733.39
重点公司（家）	5
重点公司占行业市值比重	27.87%

市场表现



相关研究

《行业风险犹存, 战略投资个股》

2008 年 6 月

《关注细分市场中的高成长品种》

2007 年 12 月

投资要点:

- **08 年三季度宏观经济加速下滑, 深层原因是房地产行业投资增速大幅下降。** 3 季度经济减速明显加强, 第二产业增速放缓是拖累经济的主要原因, 其中与房地产行业密切相关的重工业增速更是快速下滑, 而直接原因是 3 季度房地产投资增速大幅下降, 商品房施工面积和新开工面积增速出现负增长。
- **救市政策将在 09 年二季度开始陆续显现效果。** 此次救市政策力度空前。研究历史上五种手段（首付款比例变化、购房贷款利率变化、通过言论改变预期的策略、货币供应量变化、商品房供应量变化）对需求的影响时滞, 推断救市政策可能在 09 年二季度开始刺激需求增长。
- **放松二套房政策仍存较大预期。** 在房价下行过程中, 投资需求的释放可能更快于刚性需求, 未来通过放松二套房政策进一步激活房地产市场需求的可能性较大。
- **市场基本面要素面临压力, 将导致短期房价继续下行, 但各要素有望在 09 年陆续好转, 并在 09 年底走出低谷。** 重点关注的基本面要素是商品房库存量、保障房供应量、房地产行业资金状况、地价成本、购房支付能力。12 个主要城市多余库存压力预计 09 年底有效缓减; 保障房建设也并非商品房市场的绊脚石; 货币政策放松, 房企开发资金压力将在 09 年逐渐好转; 高地价土地将陆续入市, 约束房价下跌幅度; 若 09 年整体房价下行约 14%, 房价收入比将降至 1990 年以来的历史低位, 居民购房支付能力将大幅增强。
- **上调行业投资评级至“增持”。** 房地产行业的调整格局将会继续, 但积极因素正在逐渐增多。政策面和市场自身基本面将推动行业在 09 年见底, 而从估值角度看, 行业市盈率处于历史低位, 同 A 股其他行业相比也具有优势。
- **投资主线是寻找 09 年业绩确定性高的公司。** 从 3 个方面评估未来业绩确定性: 1、预收帐款多, 业绩释放有保证; 2、08 年前三季度销售情况好, 弱势下销售能力强; 3、财务状况良好, 资金压力小。综合考虑, 重点推荐万科 A、保利地产、华发股份、滨江集团、万通地产。

目录

一、不得不谈的话题——政府救市！	4
1、政府缘何救市？08 年三季度数据，不得不救的房地产行业！	4
2、政府救市，效果究竟几何？	7
2.1 首付款比例变化对市场的需求影响时滞	8
2.2 出台政策改变预期，对市场需求产生影响的时滞	9
2.3 利率变动，对房地产需求产生影响	9
2.4 货币供应量变化，对房地产需求产生影响的时滞	10
2.5 商品房供应量变化，对房地产需求产生影响的时滞	11
3、政府救市，尚未是终点！	11
二、解铃还须系铃人——关注市场基本面因素！	12
1、主要城市库存压力将在 2009 年底缓减	12
2、保障房，房地产市场的绊脚石？	16
3、行业资金压力加剧，但有望在 09 年底好转	16
4、高地价土地将陆续上市，成本约束未来房价跌幅	17
5、房价继续下调将有效提高居民购房支付能力	17
三、投资主线及建议	18
1、预收帐款及销售能力评估	20
2、财务状况评估	21
3、估值及投资评级	22
四、重点公司分析	23
1、万科	23
2、保利地产	23
3、华发股份	24
4、滨江集团	24
5、万通地产	25

图表目录

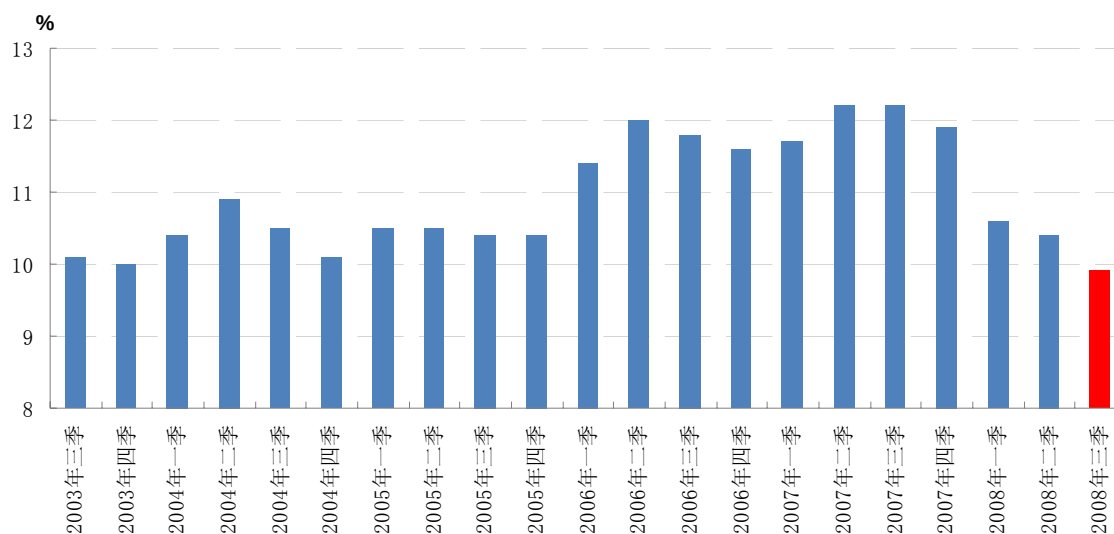
图 1: 前 3 季度 GDP 增速 9.9%, 创 03 年以来新低	4
图 2: 第二产业增速在第 3 季度快速下滑	5
图 3: 重工业增加值增速在第 3 季度快速下滑	5
图 4: 房地产投资增速在第 3 季度快速下滑	5
图 5: 商品房新开工面积月增幅在第 3 季度首次出现负增长	6
图 6: 商品房施工面积月增幅在第 3 季度首次出现负增长	6
图 7: 商品房销售面积、销售金额在 08 年同比出现负增长	6
图 8: 房地产上游产品产量增长率大幅下滑	7
图 9: 全国商品房销售面积同比增速 (首付款比例变化产生的影响分析)	8
图 10: 全国商品房销售面积同比增速 (出台政策改变预期对需求影响分析)	9
图 11: 货币供应量同比增速 (货币供应量对需求影响分析)	10
图 12: 商品房供应量变化, 对需求影响分析	11
图 13: 北京库存压力分析	13
图 14: 上海库存压力分析	14
图 15: 青岛库存压力分析	14
图 16: 南京库存压力分析	14
图 17: 杭州库存压力分析	14
图 18: 苏州库存压力分析	14
图 19: 深圳库存压力分析	15
图 20: 广州库存压力分析	15
图 21: 重庆库存压力分析	15
图 22: 成都库存压力分析	15
图 23: 武汉库存压力分析	16
图 24: 西安库存压力分析	16
图 25: 房地产开发投资资金来源增速与货币供应量增速变化关系 (单位: %)	17
图 26: 居民用地土地价格指数	17
图 27: 我国历年房价收入比	18
图 28: 房地产板块历年市盈率	19
图 29: 房地产板块历年市净率	19
图 30: A 股各个行业 2009 年预测市盈率	19
图 31: 公司盈利模型	20
图 32: 08 年三季度重点公司每股预收帐款	21
图 33: 08 年三季度重点公司真实资产负债率	21
图 34: 08 年三季度重点公司净负债率	22
图 35: 08 年三季度重点公司速动比率图 36: 08 年三季度重点公司速动比率	22
表 1: 中央政府针对房地产“救市”政策一览	7
表 2: 利率变动情况	9
表 3: 重点公司赢利预测	23

一、不得不谈的话题——政府救市！

1、政府缘何救市？08 年三季度数据，不得不救的房地产行业！

2008 年 3 季度，宏观经济大幅下滑，创下 2003 年以来新低；当季 GDP 同比增速仅 9%，较前一季度大幅下滑 1.1 个百分点；与历史平均水平的背离较前两个季度明显扩大，显示我国经济减速的趋势在 08 年 3 季度明显加强。

图 1：前 3 季度 GDP 增速 9.9%，创 03 年以来新低

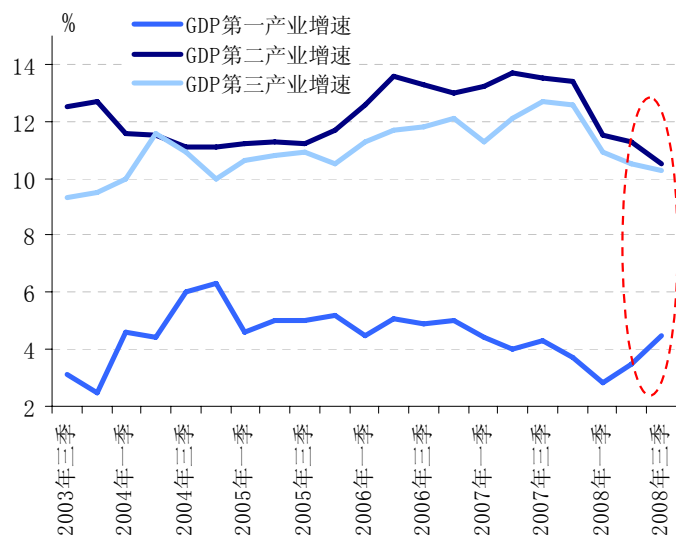


资料来源：wind 资讯 宏源证券

第二产业增速放缓是拖累经济增长放缓的主要原因，而第一、三产业增长则基本与上季度持平或略有加速。3 季度，我国第二产业 GDP 增速 10.5%，比上半年下降 0.8 个百分点。相对应的是，3 季度规模以上工业累计增加值同比增长 15.2%，较上半年回落 1.1 个百分点。

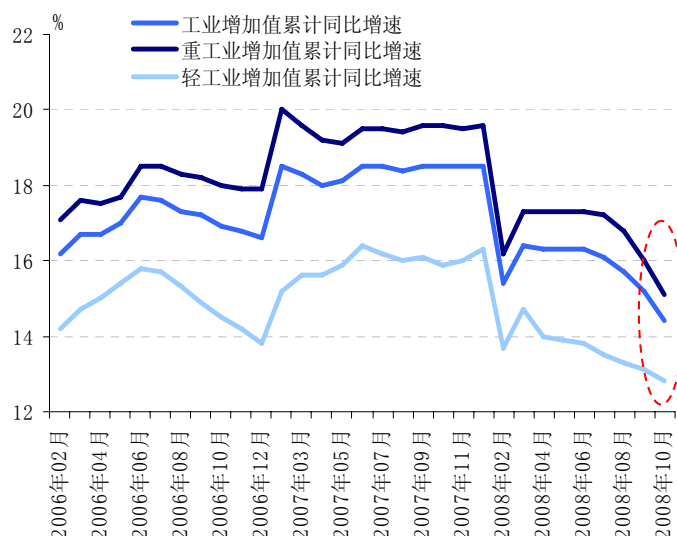
数据显示，08 年上半年，工业增长的放缓主要集中在轻工业部门；但进入 3 季度以后，在轻工业继续延续 08 年前两个季度下滑势头的背景下，与房地产投资密切相关的重工业（如钢铁、水泥等）增速出现了快速下滑，从而直接导致 3 季度工业增加值大幅回落。

图 2：第二产业增速在第 3 季度快速下滑



资料来源：wind 资讯 宏源证券

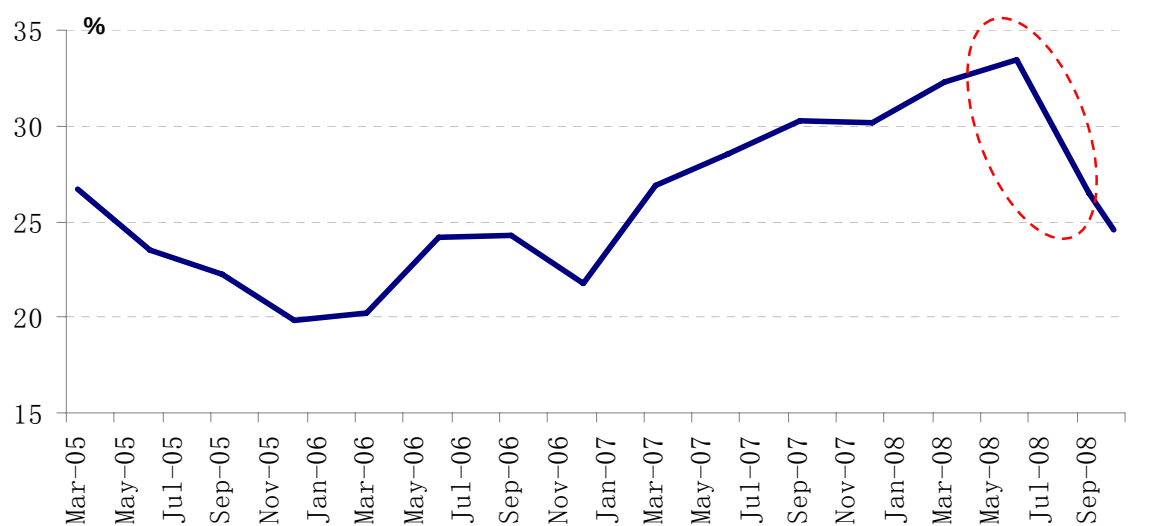
图 3：重工业增加值增速在第 3 季度快速下滑



资料来源：wind 资讯 宏源证券

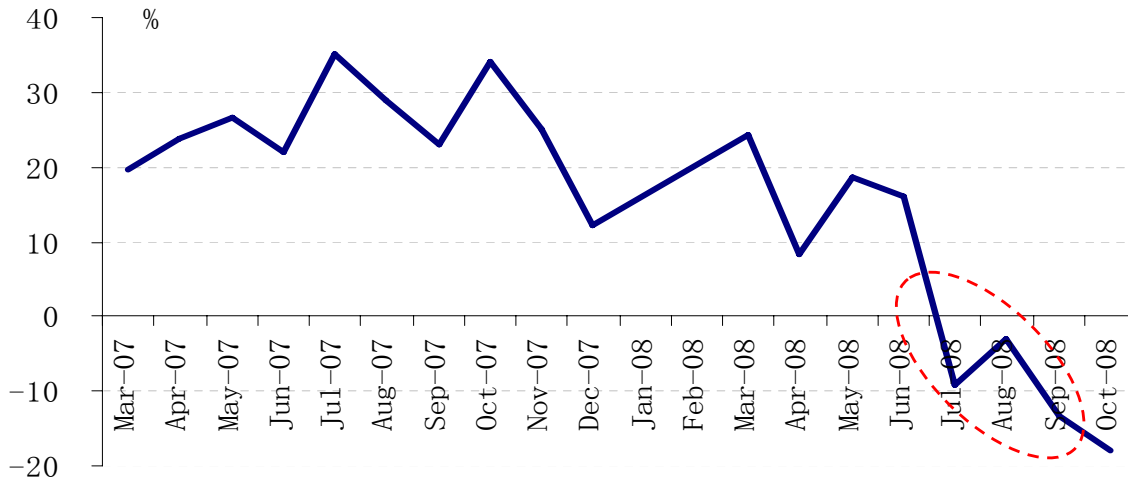
而重工业增速的快速下滑，与房地产投资增速在 3 季度快速下滑密切相关。08 年前 3 季度，房地产投资增速 26.5%，较上半年增速大幅回落 7 个百分点，且截至 10 月，下滑趋势有所加快。与之对应的是，商品房施工面积和新开工面积月增幅在 3 季度进入负增长。而房地产行业先行指标的下滑恰恰源于房地产市场销售状况的持续低迷。

图 4：房地产投资增速在第 3 季度快速下滑



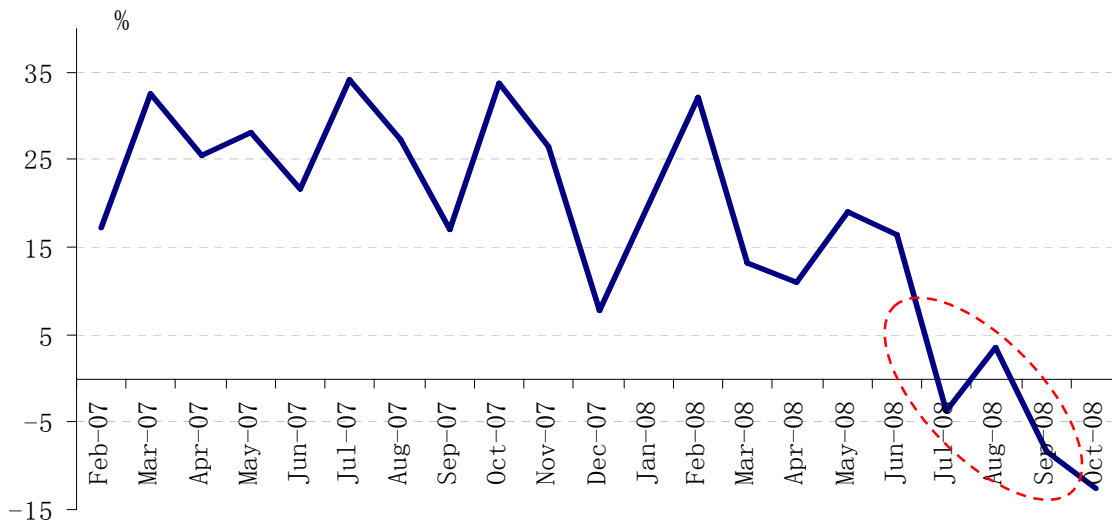
资料来源：中房指数研究院

图 5：商品房新开工面积月增幅在第 3 季度首次出现负增长



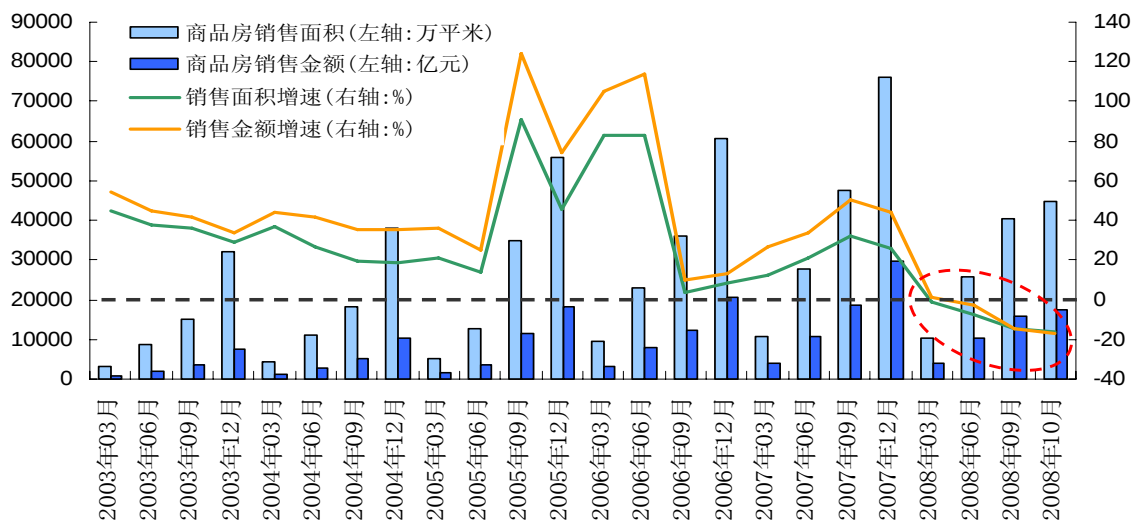
资料来源：中房指数研究院

图 6：商品房施工面积月增幅在第 3 季度首次出现负增长



资料来源：中房指数研究院

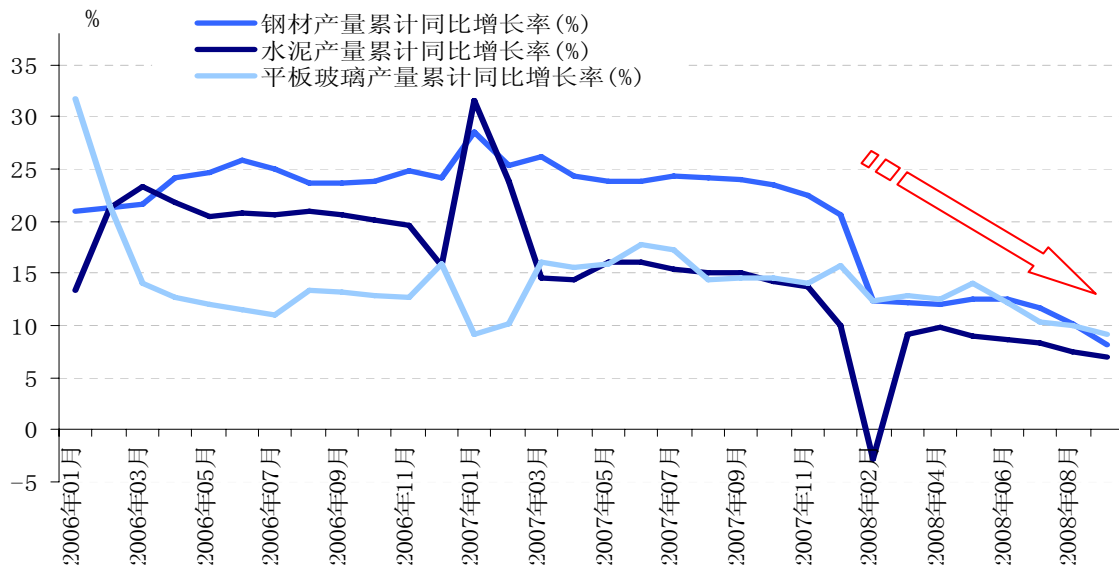
图 7：商品房销售面积、销售金额在 08 年同比出现负增长



资料来源：中房指数研究院

在上述背景下，房地产上游相关产品（如水泥、钢铁、玻璃等）出现产量大幅下降的局面。

图 8：房地产上游产品产量增长率大幅下滑



资料来源：wind 资讯

综上所述，房地产市场的低迷，不仅关系到房地产行业的发展前景，更关乎整个中国经济的未来。基于此，中央政府一改对房地产行业紧缩的调控政策，在 08 年 10 月 23 日之后陆续出台了一系列力度空前的“救市”政策。

2、政府救市，效果究竟几何？

08 年 10 月 23 日，中央政府结束了长达 6 年的房地产紧缩性的调控政策，出台了一系列力度空前的刺激需求的救市举措。此次政策手段主要是 3 个：一则降低首付款比例；二则降低购房利率；三则通过言论及降税改变市场预期。同年，中国人民银行在 11 月 11 日对宏观调控政策进行重大调整，提出实行适度宽松的货币政策。这是中国货币政策近 10 年来首次提出“适度宽松”。

表 1：中央政府针对房地产“救市”政策一览

时间	事件
通过调低首付款比例及贷款利率来改变需求	
10 月 23 日	人民银行决定自 2008 年 10 月 27 日起，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍 ；最低首付款比例调整为 20%；下调个人住房公积金贷款利率。其中，五年期以下（含）由现行的 4.32% 调整为 4.05%，五年期以上由现行的 4.86% 调整为 4.59%，分别下调 0.27 个百分点。
通过言论或税收政策改变需求预期	
11 月 10 日	省市区人民政府和国务院部门主要负责同志会议上，国务院总理温家宝部署了落实中央政策措施的七项工作，其中明确提出“促进房地产市场平稳健康发展。 房地产业是国民经济的重要支柱产业 ，对于拉动钢铁、建材及家电家居用品等产业发展举足轻重，对金融业稳定和发展至关重要，对于推动居民消费结构升级、改善民生具有重要作用。要认真分析和研究房地产市场的形势，正确引导和调控房地产走势。要增加廉租房、经济适用房等保障性住房的投资收购和开发建设；落实和完善促进合理住房消费的政策措施；促进中小户型、中低价位普通商品房开发建设稳定发展；加快发展二手房市场和住房租赁市场。

继续整顿房地产市场秩序，规范市场交易”

10 月 23 日	财政部决定从 2008 年 11 月 1 日起,对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的,契税税率暂统一调到 1%;对个人销售或购买住房暂免征收印花税;对个人销售住房暂免征收土地增值税。地方政府可制定鼓励住房消费的收费减免政策。
10 月 20 日	国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长李晓超在公布三季度经济情况的会议上表示: 国家将出台包括扩大投资力度, 降低房地产交易税费等系列房产政策稳定房产市场和房价, 支持居民购房。
10 月 18 日	住房与城乡建设部副部长仇保兴在深圳召开的“中国市长论坛”上表示: “应该给各城市政府一定的自由度, 各地的政府应该说有能力、也有责任, 作出一些政策上的选择。”
10 月 17 日	国务院常务会议, 总理温家宝安排部署四季度经济工作明确提出“降低住房交易税费, 支持居民购房”。
10 月 16 日	国家发改委副主任杜鹰表示, 如果房市下行到一定程度, 对宏观经济整个基本面都会产生负面影响, 因此要采取相应的对策。
10 月 11 日	在华盛顿参加国际货币基金组织和世界银行年会的央行副行长易纲表示, 中国将促进内需, 特别是住房消费, 以保持快速稳定的增长。

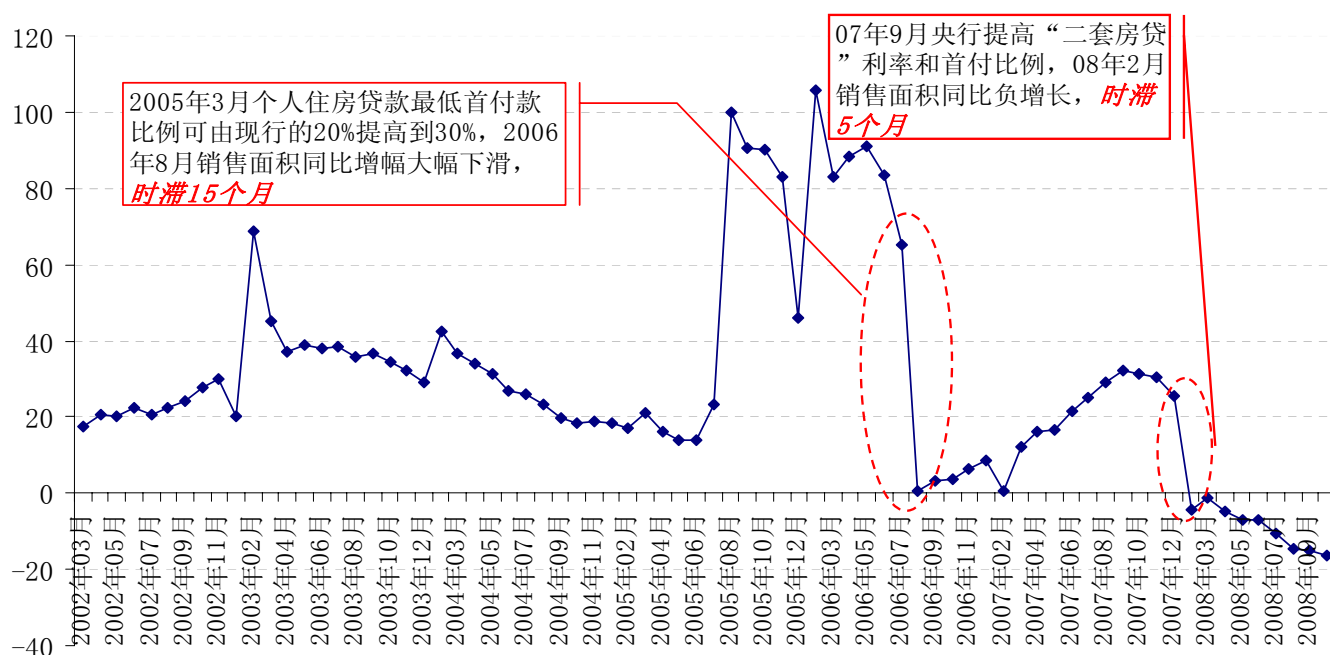
资料来源: 宏源证券整理

一系列的救市政策无疑会一定程度上刺激房地产需求, 但究竟多久能够显现效果, 事实上, 很难做出精确判断。但回顾历史, 我们发现, 这些手段也是在紧缩性调控的 6 年中抑制房地产需求的主要手段。而这些手段对房地产需求的影响存在着明显的时滞。参照历史, 此次政策对需求影响将在 09 年二季度起陆续显现。

2.1 首付款比例变化对市场需求的时滞影响

历史上, 提高首付款比例对需求影响时滞约为 5-15 个月, 那么, 此次降低首付比例对需求的影响最早在 09 年 2 季度显现效果。

图 9: 全国商品房销售面积同比增速 (首付款比例变化产生的影响分析)

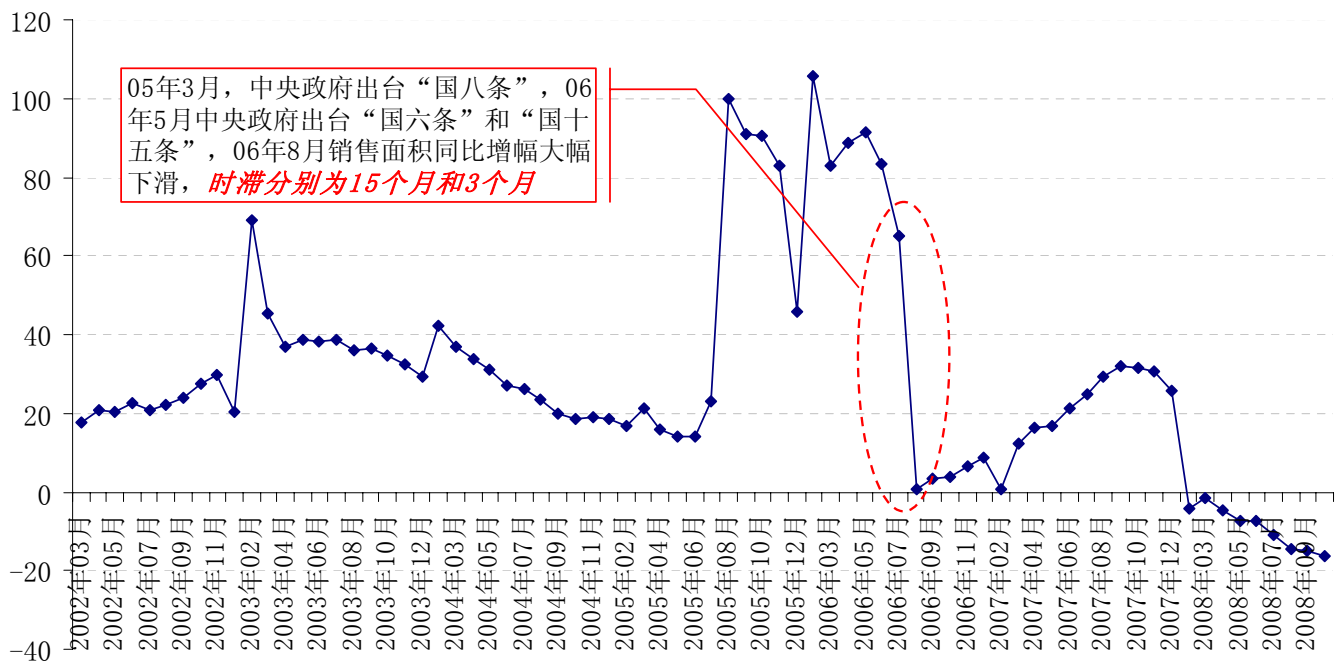


资料来源: 中房指数研究院 宏源证券

2.2 出台政策改变预期，对市场需求产生影响的时滞

政府通过言论表明立场，如正式提出“稳定房地产价格”、公开重申“房地产的重要支柱地位”，这将一定程度上改变购房者房价下跌的预期。按历史上的影响时滞 3-15 个月考虑，此政策手段最早在 09 年 2 季度显现效果。

图 10：全国商品房销售面积同比增速（出台政策改变预期对需求影响分析）



资料来源：中房指数研究院 宏源证券

2.3 利率变动，对房地产需求产生影响

08 年连续 4 次降息，其中 5 年期贷款基准利率已由 08 年 9 月 16 日前的 7.83% 下降至 6.12%。考虑银行对购房利率的优惠，则由 6.66% 下降至 4.28%，累计下降达 2.37 个百分点。降低利率大幅减少了购房成本，以首次购买总价 100 万的普通住房为例，若首付 20%，贷款 80 万，期限 20 年，则月供额为 4967 元，较 10 月 30 日降息后的 5300 元下降了 6.2%，较 9 月 16 日降息前的月供额 6040 元，下降了 21.6%，累计降低效果非常明显。

从历史来看，利率也是政府从 2003 年开始抑制房地产需求的主要工具之一。而经过 4 次降息后，目前购房贷款利率已经低于 02 年央行首次加息时的水平。长达 6 年通过利率抑制房地产需求的作用消失殆尽，这势必对刺激房地产需求产生积极作用。

表 2：利率变动情况

时间	五年以上贷款基准利率	房贷最低优惠幅度	房贷优惠后最低利率
----	------------	----------	-----------

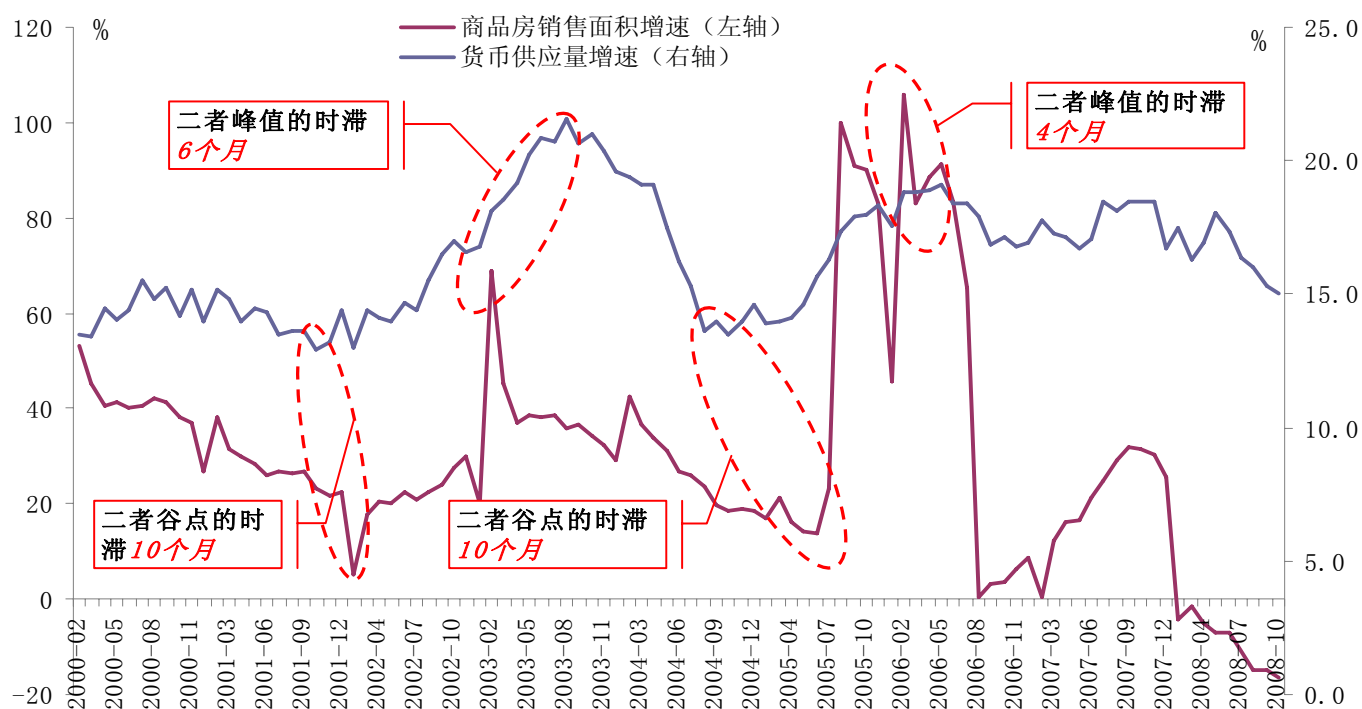
2002. 02. 21	5. 76	85%	4. 90
2004. 10. 29	6. 12	85%	5. 20
2006. 04. 28	6. 39	90%	5. 43
2006. 08. 19	6. 84	90%	5. 81
2007. 03. 18	7. 11	85%	6. 04
2007. 05. 19	7. 20	85%	6. 12
2007. 07. 21	7. 38	85%	6. 27
2007. 08. 22	7. 56	85%	6. 43
2007. 09. 15	7. 83	85%	6. 66
2007. 12. 21	7. 83	85%	6. 66
2008. 09. 16	7. 74	85%	6. 58
2008. 10. 09	7. 47	70%	5. 23
2008. 10. 30	7. 20	70%	5. 04
2008. 11. 27	6. 12	70%	4. 28

资料来源：中国人民银行 宏源证券

2.4 货币供应量变化，对房地产需求产生影响的时滞

货币供应量与房地产需求存在较为密切的正相关关系。此次央行首次提出采取“适度宽松”的货币政策，必定会对房地产市场的需求增长起到积极的作用。按照历史时滞 10 个月，货币政策对需求的影响大约在 09 年下半年显现效果。

图 11：货币供应量同比增速（货币供应量对需求影响分析）

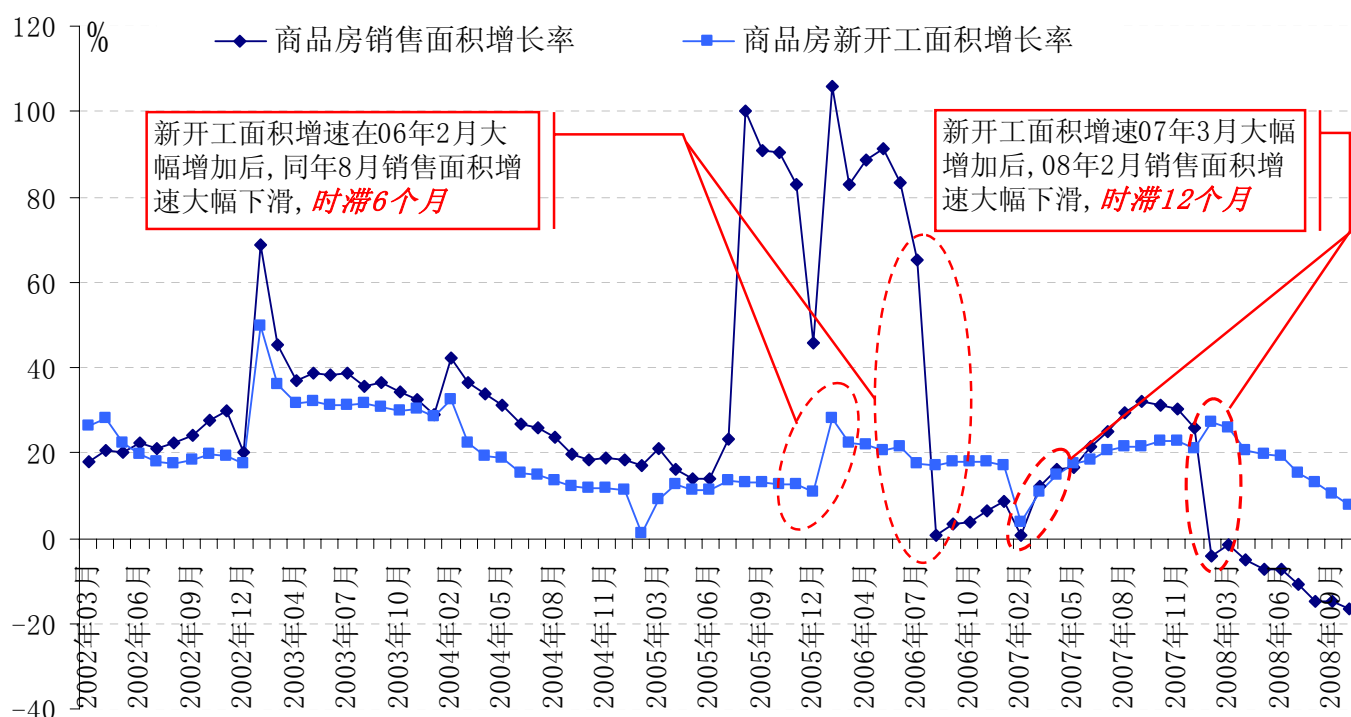


资料来源：wind 资讯 中房指数研究院 宏源证券

2.5 商品房供应量变化，对房地产需求产生影响的时滞

事实上，目前供应量（新开工面积和施工面积）的变化，并非政策的直接结果，而是房地产企业应对淡市的策略之一。但供应的变化毕竟会影响需求的变化，当供应增加时，急购效应减弱，需求将减速；当供应减少时，急购效应增强，需求则会加速释放。如图中分析，供应对需求影响时滞约为 6-12 个月，而 08 年新开工面积增速在 7 月出现大幅下滑，预计供应减少刺激需求的效果最早在 09 年二季度显现。

图 12：商品房供应量变化，对需求影响分析



资料来源：中房指数研究院 宏源证券

3、政府救市，尚未是终点！

从央行层面来看，10月23日的政策对于首次购买90平方米以下住房的需求，是明确鼓励和支持的，但对改善或投资需求的第二套住房的优惠政策则没有明确表态。同时，市场传言银监会要求各商业银行仍要严格执行原来的二套房政策。实际上，从已经公布房贷细则的农行、交通银行、光大银行来看，也并未放松对二套房的政策。可见，中央政府对房地产市场的政策依然谨慎，采取试探性、逐步放松的政策意图较为明显。

但我们担心，此次主要针对刚性自住需求的政策可能难以有效改善目前房地产市场成交疲软的状况。毕竟，刚性需求和投资需求有很大不同。刚性需求更关心房价下跌的深度，而不是未来房产升值的幅度，因此在房价下降预期下，刚性需求入市会更加保守。而投资需求，尤其是长期

投资需求，更看重房产的未来升值，在房价回落到相对合理后，投资需求就会进入市场。也就是说，在房价下行过程中，投资需求的释放更可能快于刚性需求。

我们认为，二套房政策是有效改善房地产需求的关键因素，未来通过放松二套房政策进一步激活房地产市场需求的可能性较大。

二、解铃还须系铃人——关注市场基本面因素！

事实上，政策作为外力，很难根本改变房地产市场的弱势格局。真正决定市场方向的依然是市场自身基本面要素。我们重点关注五个要素：商品房库存量、保障房供应量、行业资金状况、地价成本、居民支付能力。

1、主要城市库存压力将在 2009 年底缓减

我们选取了国内 12 个主要大中城市进行库存压力测试，而这 12 个城市在 07 年商品房的销售面积占到全国的 26%，且大多是房地产上市公司业务布局的重点区域。

由于数据的有限性，我们仅获取了北京、上海、深圳、成都的历史库存数据。通过库存和销售的匹配原则，我们预测了其合理库存量。在不考虑 09 年销售量较 08 年增长的条件下，北京、上海、深圳的多余库存有望在 2009 年底消化完毕。参照这几个城市的合理库存约维持 6-12 月考虑，其他多数城市的多余库存预计也将在 09 年底前消化完毕。可见，主要城市短期库存压力较大，但在 09 年底将有效缓减。

环渤海区域

北京消化库存约需 20 个月，若考虑合理库存，消化多余库存约需 11 个月。

青岛消化库存约需 13 个月，若考虑合理库存，消化多余库存应该在一年以内。

长三角区域

上海消化库存约需 3 个月。

南京消化库存约需 14 个月，若考虑合理库存，消化多余库存应该在一年以内。

杭州消化库存约需 7 个月，若考虑合理库存，消化多余库存时间应该在半年以内。

苏州消化库存约需 15 个月，若考虑合理库存，消化多余库存应该在一年以内。

珠三角区域

深圳消化库存约需 20 个月，若考虑合理库存，消化多余库存约需 11 个月。

广州预售与销售的比呈下降趋势，库存在改善。

中西部地区

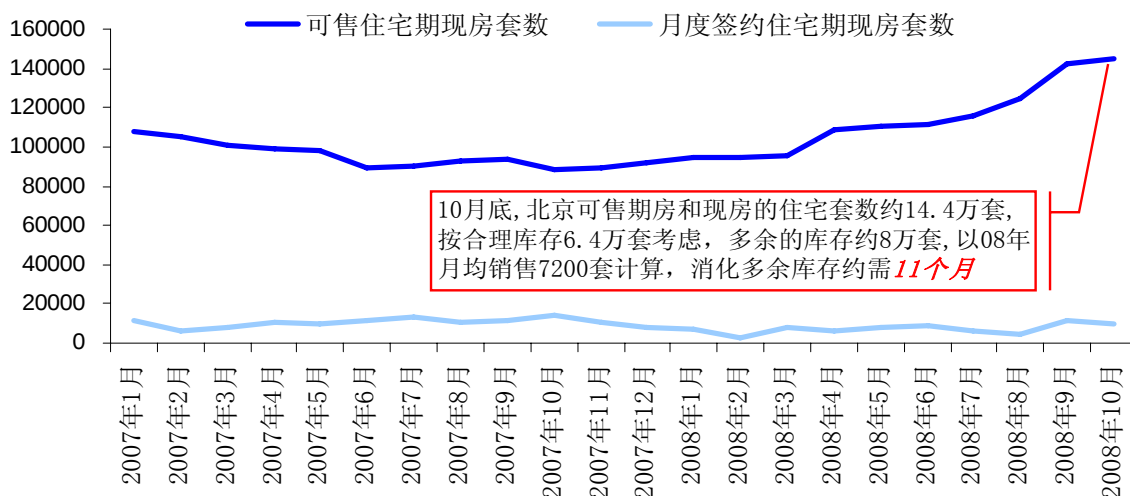
武汉消化库存至少需 6 个月，若考虑合理库存，消化多余库存应该在一年以内。

西安消化库存约需 24 个月，若考虑合理库存，消化多余库存应该在一年半左右。

成都消化库存至少需 33 个月，若考虑合理库存，消化多余库存约需一年半。

重庆月预售量持续大于月销售量，也存在一定库存压力。

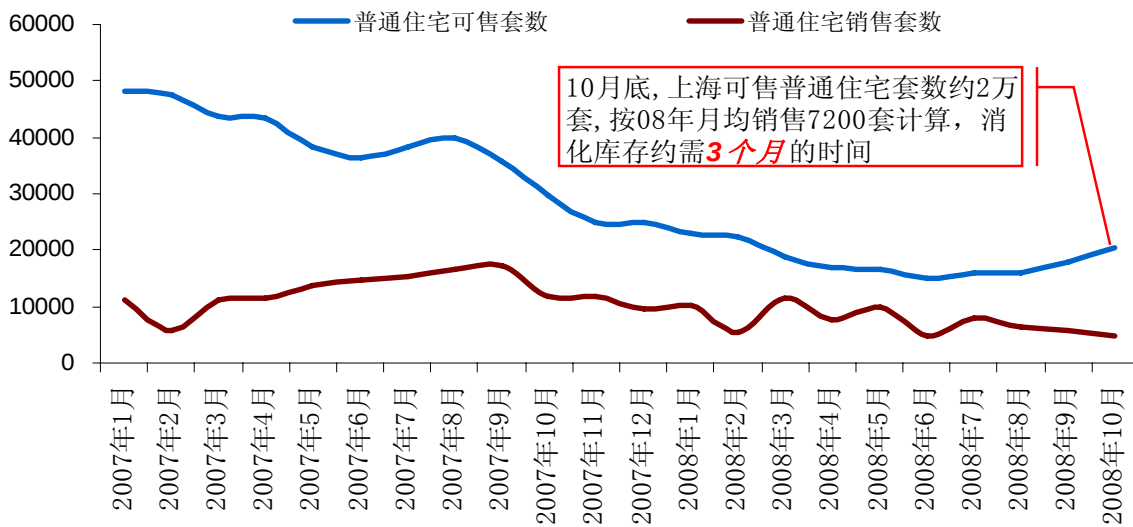
图 13：北京库存压力分析



注：07 年月库存 9.6 万套，考虑成交量与库存匹配原则，由于 08 年成交量大幅下滑 33%，预计未来合理库存为 6.4 万套。

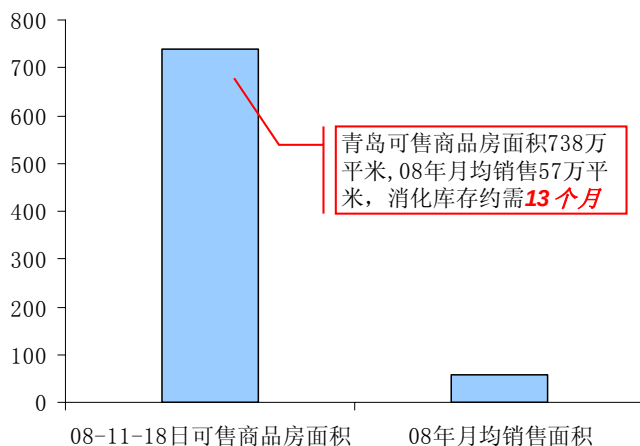
资料来源：北京网上房地产 宏源证券

图 14: 上海库存压力分析



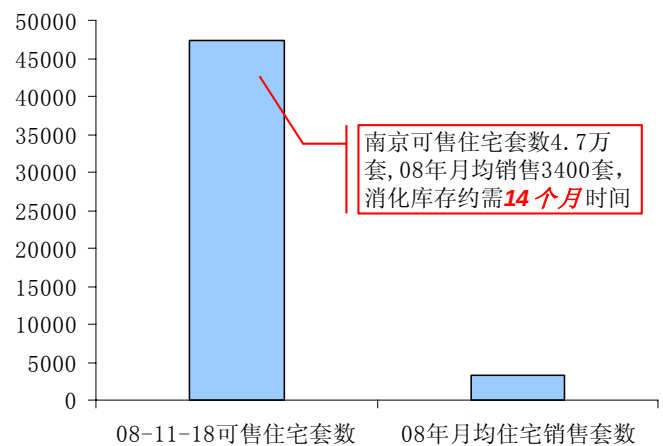
资料来源: 搜房网 宏源证券

图 15: 青岛库存压力分析



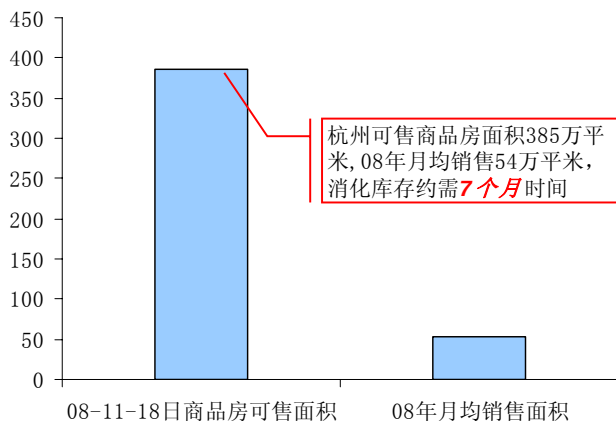
资料来源: 青岛网上房地产 宏源证券

图 16: 南京库存压力分析



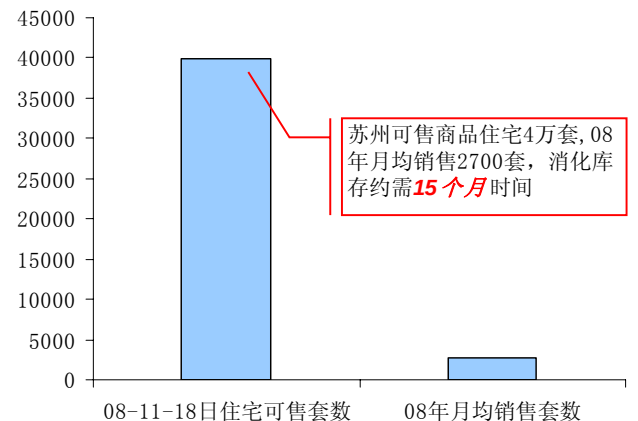
资料来源: 搜房网 宏源证券

图 17: 杭州库存压力分析



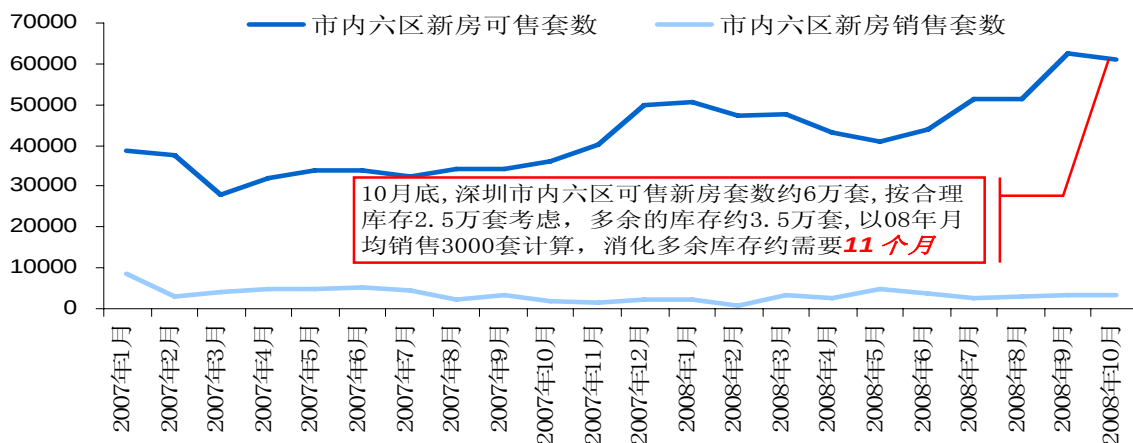
资料来源: 透明售房网 宏源证券

图 18: 苏州库存压力分析



资料来源: 搜房网 宏源证券

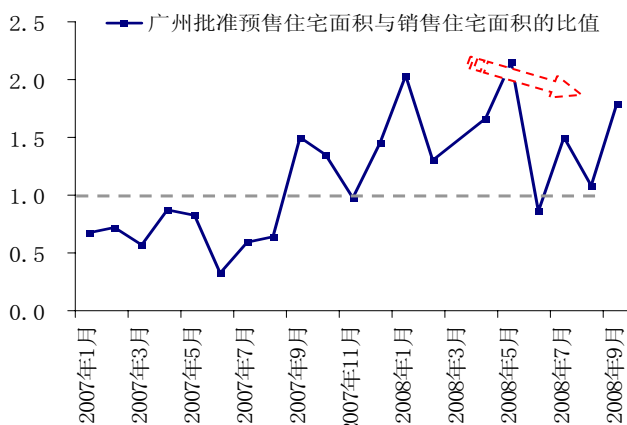
图 19: 深圳库存压力分析



注: 07 年月库存 3.6 万套, 考虑成交量与库存匹配原则, 由于 08 年成交量大幅下滑 29%, 预计未来合理库存为 2.5 万套。

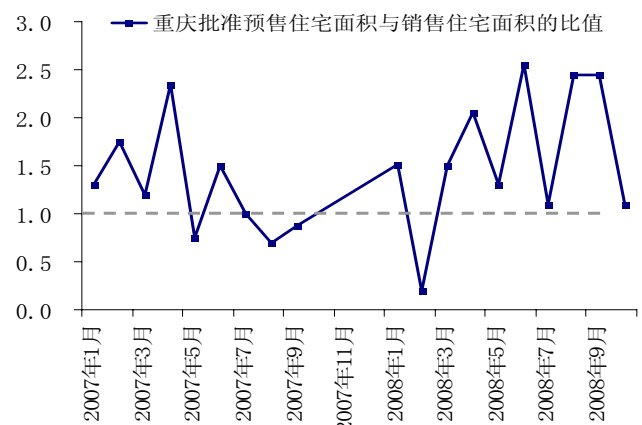
资料来源: 搜房网 宏源证券

图 20: 广州库存压力分析



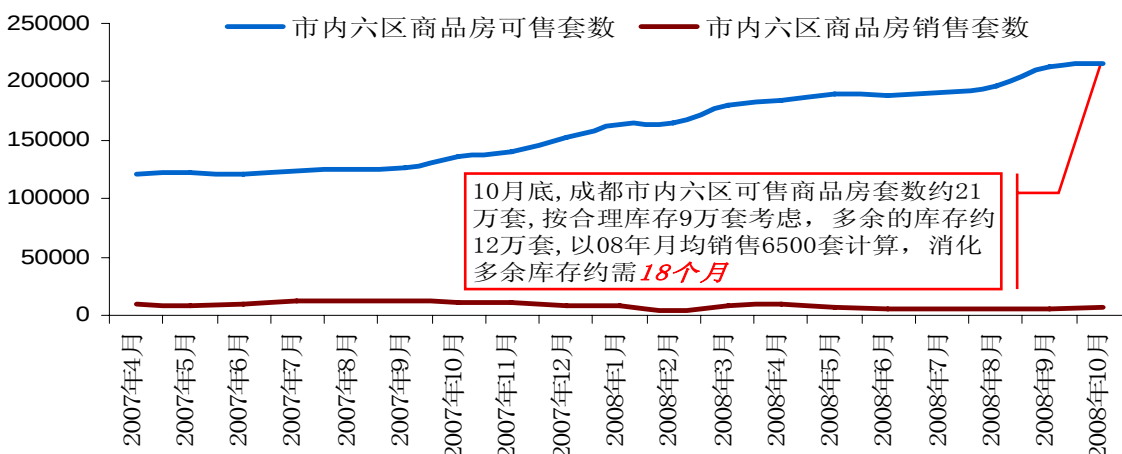
资料来源: 广州房管局 宏源证券

图 21: 重庆库存压力分析



资料来源: 搜房网 宏源证券

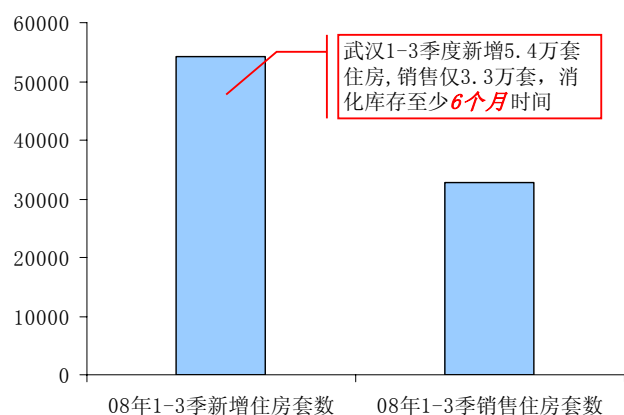
图 22: 成都库存压力分析



注: 07 年月库存 13 万套, 考虑成交量与库存匹配原则, 由于 08 年成交量大幅下滑 28%, 预计未来合理库存为 9 万套。

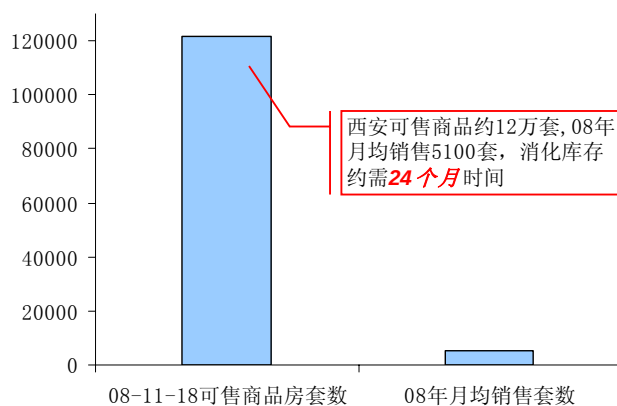
资料来源: 搜房网 宏源证券

图 23：武汉库存压力分析



资料来源：搜房网 宏源证券

图 24：西安库存压力分析



资料来源：搜房网 宏源证券

2、保障房，房地产市场的绊脚石？

市场担忧政府供应保障房将对商品房市场形成重大不利影响。我们也不否认，保障房会对商品房市场的需求形成分流，但目前来看，相对于巨大的商品房市场，保障房的供应还相对有限。10月13日住房和城乡建设部宣布未来3年计划投资9000亿元用于保障性住房，按照年均3000亿计算，占08年商品房投资额10%左右。可见，房地产市场的主流依然是商品房市场。

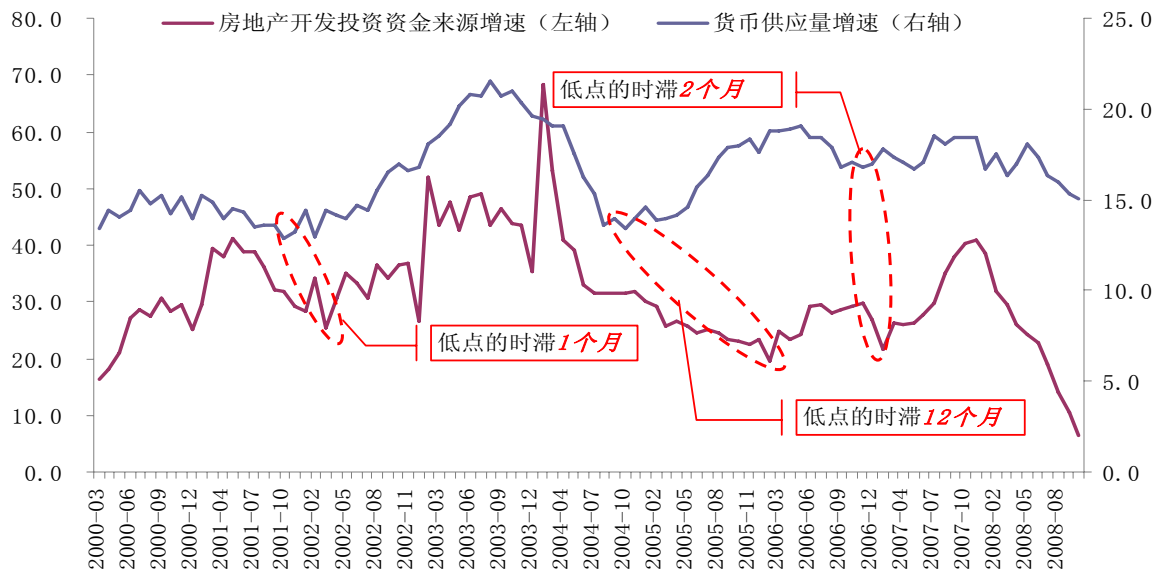
政府重申加大力度建设保障房，既显示通过投资保增长的意图，又表明政府将延续07年既定的保障房和商品房两条腿走路的方针政策，保障房的建设并不是房地产市场的绊脚石。长期看，它将保证房地产行业长期稳定发展，防止市场大起大落；短期看，它甚至会一定程度帮助消化商品房的库存量，利于短期稳定。事实上，部分城市（如北京）正在酝酿购买部分中低价位商品房作为保障住房。同时我们也应该看到，保障房市场的供应对象与商品房市场的供应对象，存在较为明显的细分壁垒，实质的市场冲击不会高于初期的心理冲击。

3、行业资金压力加剧，但有望在09年底好转

截至08年10月，随着货币供应量增速降至15.2%，房地产行业投资资金来源增速骤降至6.4%，较去年同期下降33.8个百分点。

观察货币供应量增速和房地产资金来源增速的历史曲线，二者保持密切的正相关关系，但在变化上又存在一定的时滞，短则1-2个月，长则12个月。从波动幅度上，目前同图示第二次更加相似。考虑到政府“保经济增长”的策略，随着货币政策的放松，房地产企业的资金来源增速有望在09年底之前呈现增长态势。而在这之前，行业资金压力迫使房地产企业通过降价回笼资金的趋势依然存在。

图 25：房地产开发投资资金来源增速与货币供应量增速变化关系（单位：%）

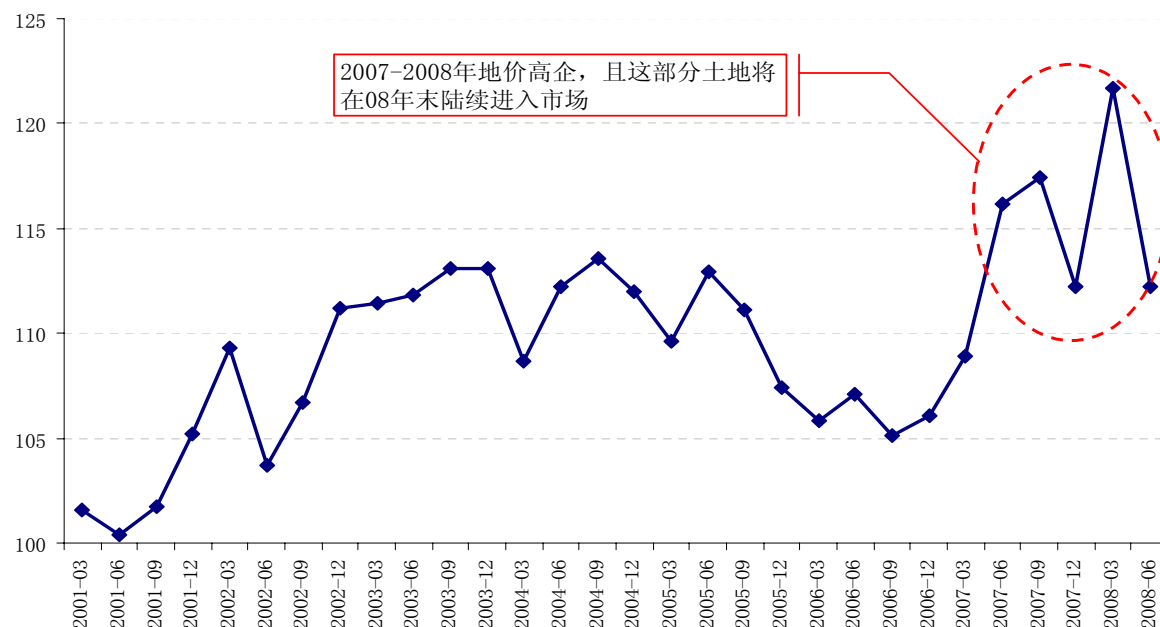


资料来源：wind 资讯 宏源证券

4、高地价土地将陆续上市，成本约束未来房价跌幅

从 2007 年二季度开始，全国居民用地价格开始大幅增长。考虑新购项目通常在 1-2 年进入市场，则 08 年下半年开始，这部分土地将陆续进入市场。高地价将一定程度上约束房价的下跌幅度。

图 26：居民用地土地价格指数



资料来源：wind 资讯 宏源证券

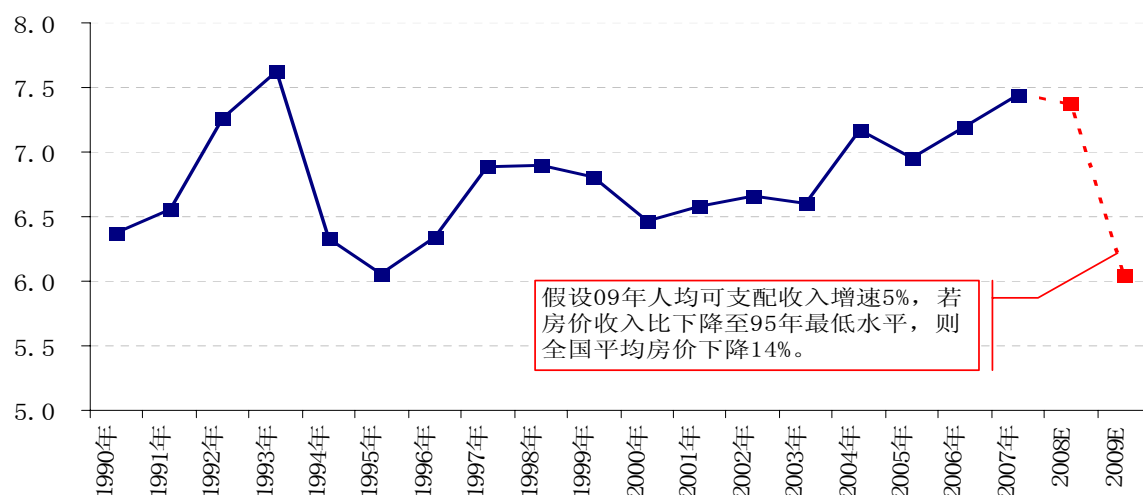
5、房价继续下调将有效提高居民购房支付能力

房价收入比可以反映居民购房支付能力。显然，提高居民购房支付能力有两个途径，一个

是通过收入的快速增长，另一个是通过房价的下降。在经济面临下滑，企业盈利能力下降的背景下，收入将很难实现快速增长。而房价的回落，将弥补收入的不足，增强居民购房支付能力。

从历史数据看，93 年房地产泡沫后，我国房价收入比出现下降，并在两年后达到近 20 年的最低点，为 6.05。若此次始于 2007 年底的房地产市场调整在两年后的 2009 年，房价收入比再次回落在这一历史低位，则 09 年全国平均房价降幅将为 14%左右。我们认为房价下行不可避免，但 09 年调整后，将有效提高居民购房的支付能力。

图 27：我国历年房价收入比

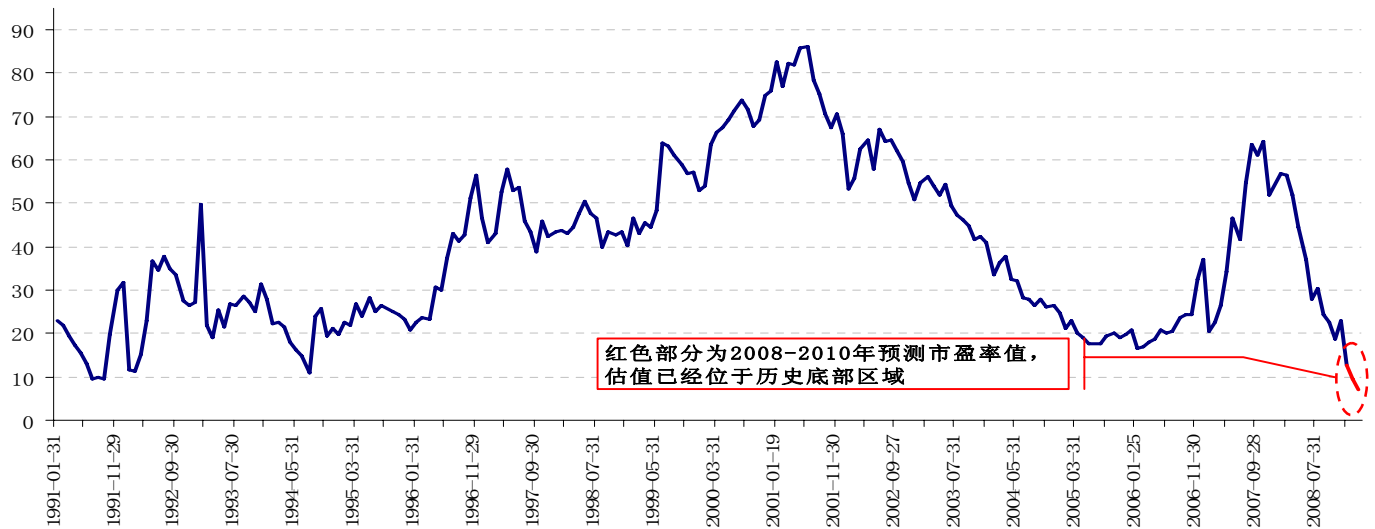


资料来源：宏源证券整理

三、投资主线及建议

目前来看，房地产行业的调整格局还将继续，但积极因素正逐渐增多，从政策面来看，其积极作用将在 09 年陆续显现效果，且利市政策出台仍存预期；而从市场自身基本面来看，也将在 09 年底都出现好转；从估值角度看，房地产行业的市盈率和市净率水平已处于历史低位，且相比其他行业也相对较低，长期投资价值显现。因此，我们上调行业投资评级至“增持”。判断行业在 09 年底将迎来底部，故投资主线是寻找 09 年业绩确定性高的公司。

图 28：房地产板块历年市盈率



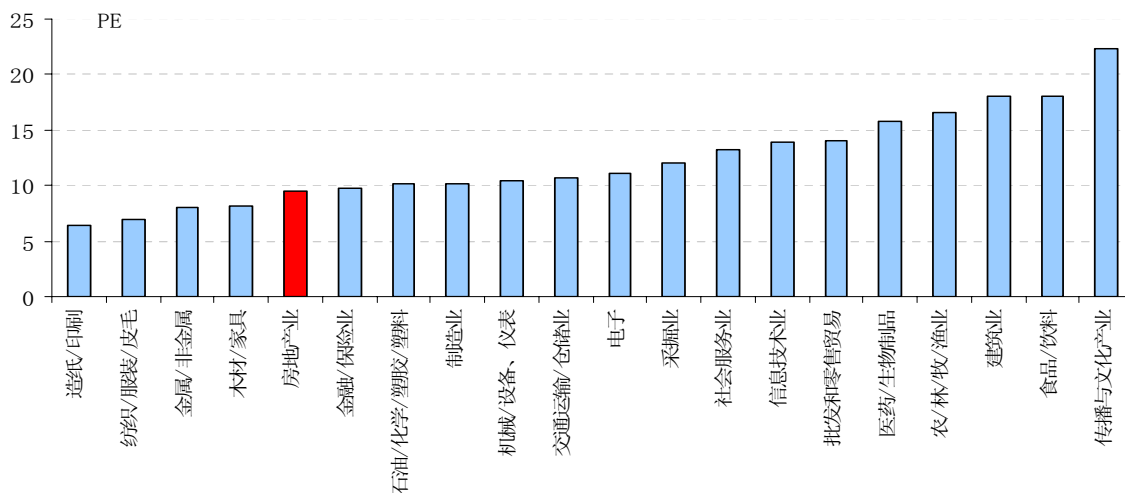
资料来源：wind 资讯

图 29：房地产板块历年市净率



资料来源：wind 资讯

图 30：A 股各个行业 2009 年预测市盈率



资料来源：wind 资讯

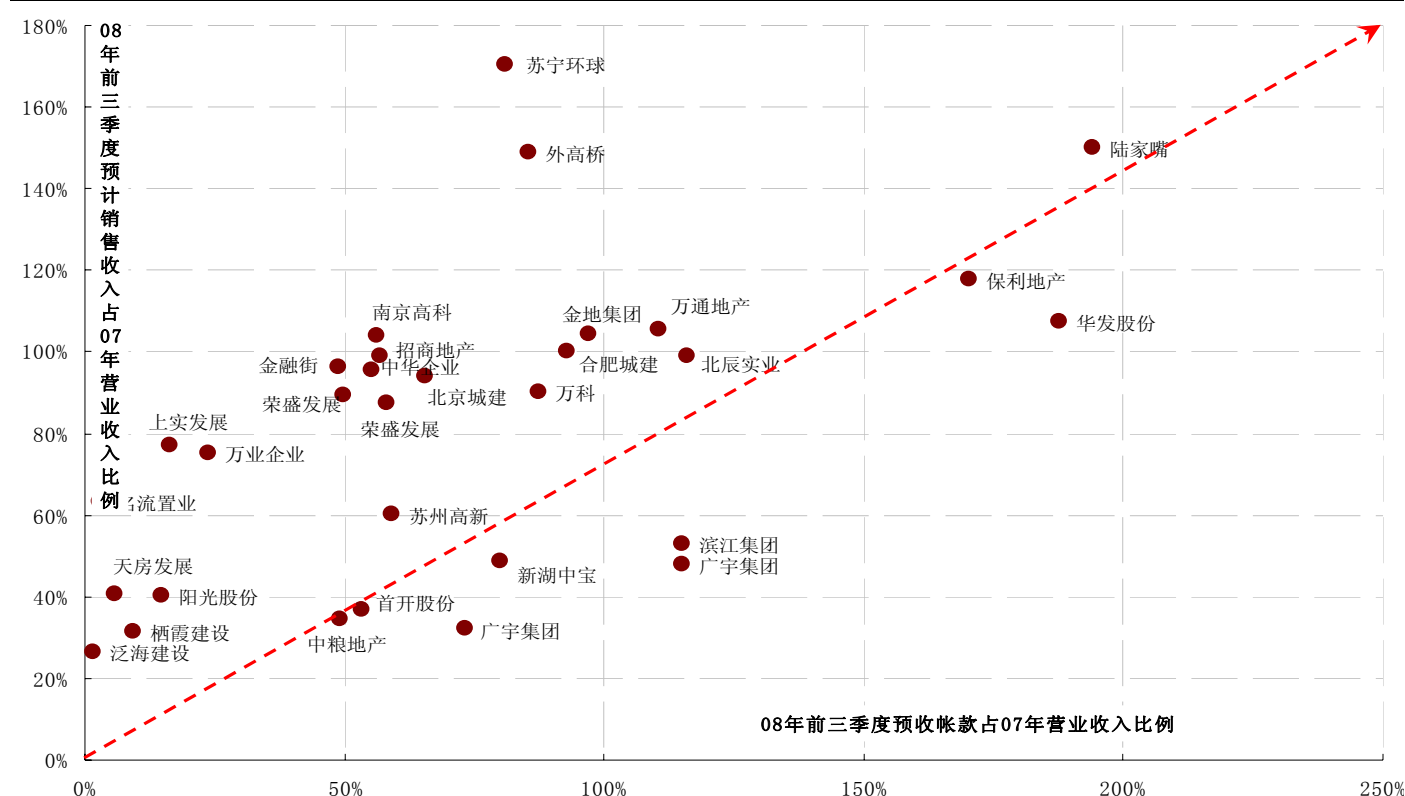
为了寻找确定性的业绩，我们从 3 个方面评估：1、预收帐款多，业绩释放有保证；2、08 年前三季度销售情况好，弱势下销售能力强； 3、财务状况良好，资金压力小。

综合考虑，我们重点推荐万科 A、保利地产、华发股份、滨江集团、万通地产。

1、预收帐款及销售能力评估

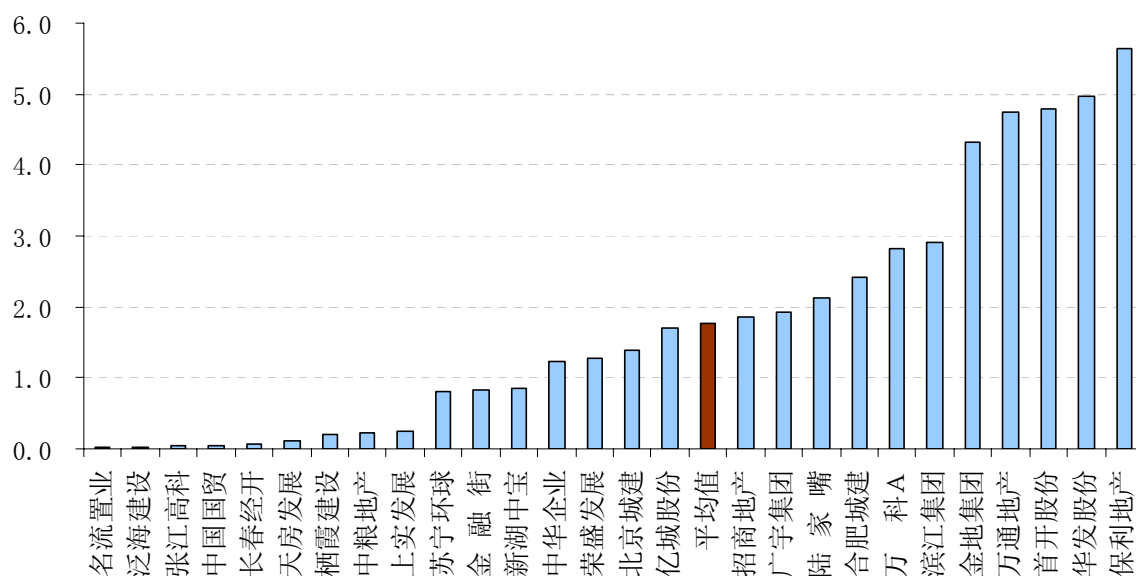
08 年 3 季度的预收帐款和前三季度的销售额是体现公司未来业绩的重要指标。3 季度预收帐款有很大部分要在 09 年结算，而前三季度销售额虽然代表过去的销售成绩，但在市场弱势情况下的销售佳绩，也能从侧面反映出公司未来的销售能力。因此，我们选择这两个指标与 07 年营业收入的比值作为参数，设计了公司盈利模型，从中可以看出保利地产、华发股份等公司优势非常明显。同时，从图 28 中重点公司的每股预收帐款来看，保利地产、华发股份、万通地产的表现也较为突出。

图 31：公司盈利模型



来源：宏源证券

图 32：08 年三季度重点公司每股预收帐款

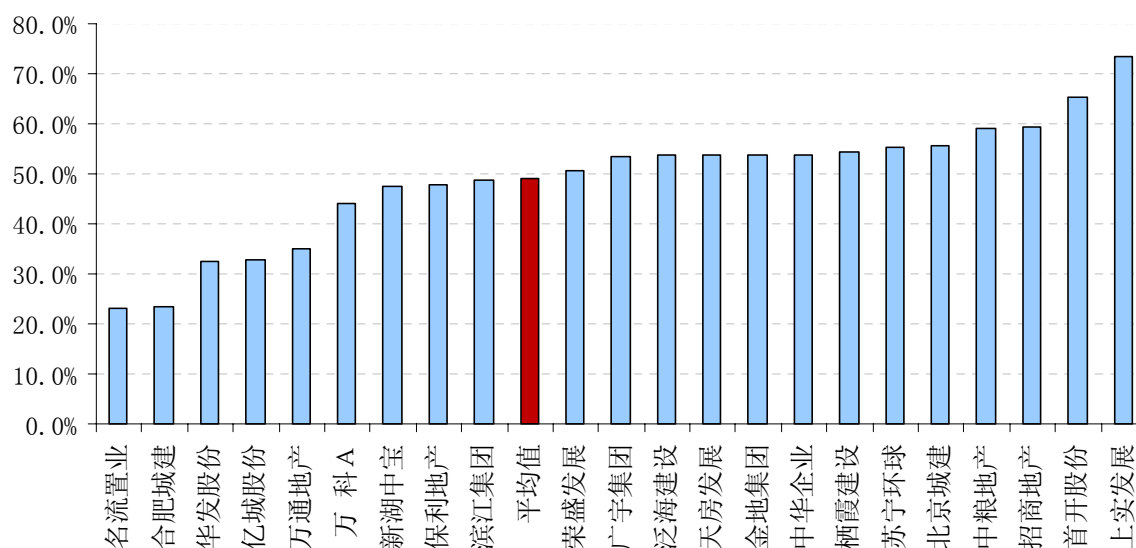


资料来源：宏源证券

2、财务状况评估

从真实资产负债率、净负债率以及速动比率来看，华发股份、保利地产、万科、滨江集团、万通地产等公司财务状况较好，资金压力较小。

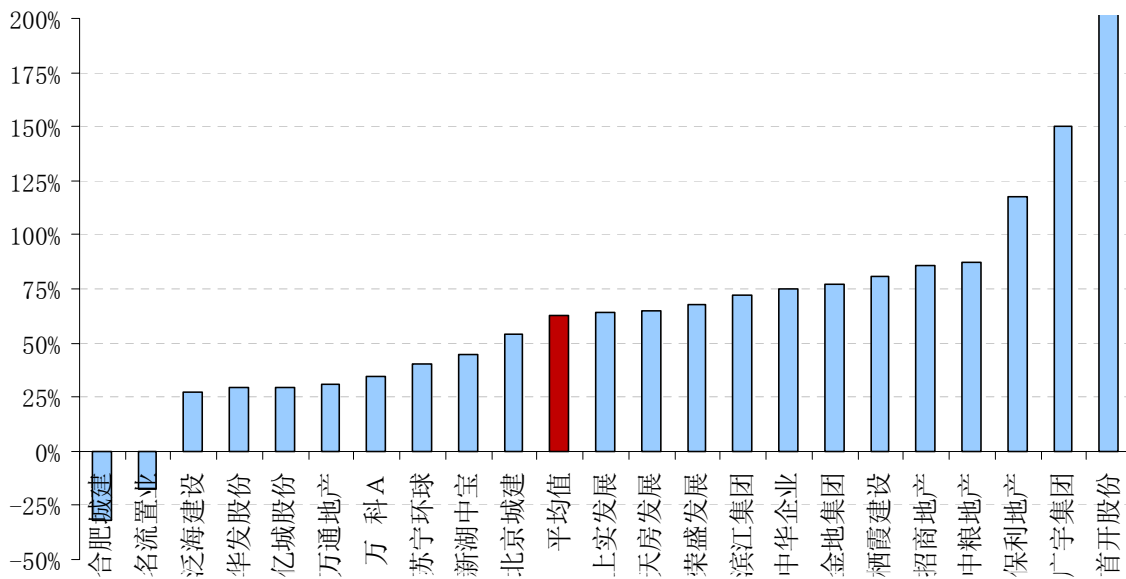
图 33：08 年三季度重点公司真实资产负债率



注：真实资产负债率=扣除预收帐款后的负债 / 总资产

资料来源：宏源证券

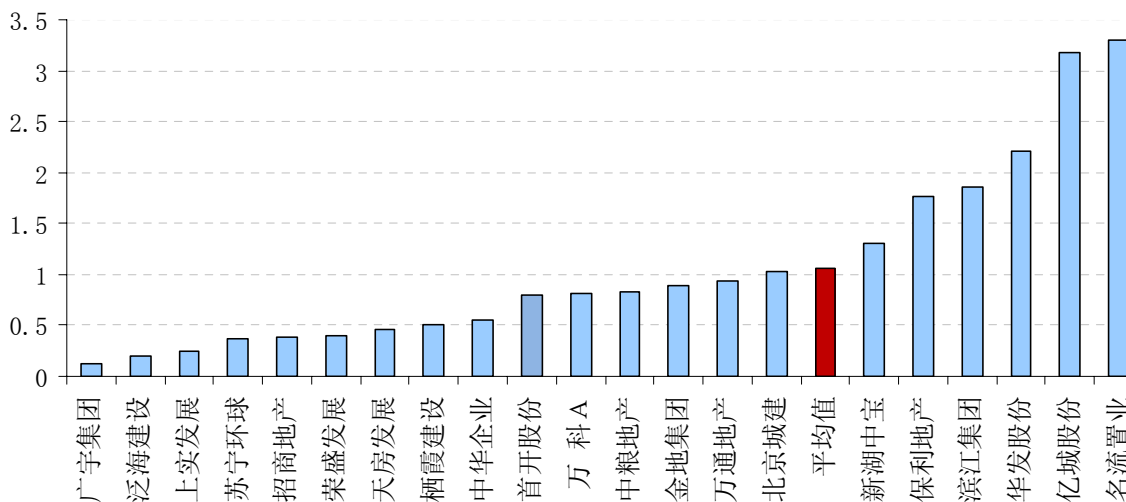
图 34：08 年三季度重点公司净负债率



注：净负债率=（有息负债 - 货币资金） / 股东权益

资料来源：宏源证券

图 35：08 年三季度重点公司速动比率图 36：08 年三季度重点公司速动比率



注：计算速动比率时扣除了预收帐款

资料来源：宏源证券

3、估值及投资评级

表 3：重点公司赢利预测

证券简称	11.25 收盘价	EPS			PE			总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	投资 评级
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E			
万科 A	6.56	0.44	0.52	0.65	14.9	12.6	10.1	110	721.60	增持
保利地产	16.94	0.96	1.58	2.01	17.6	10.7	8.4	24.5	415.03	增持

华发股份	9.5	0.82	0.92	0.98	11.6	10.3	9.7	8.17	77.62	增持
滨江集团	7.65	0.6	0.79	1.36	12.8	9.7	5.6	10.4	79.56	增持
万通地产	8.08	0.97	1.1	1.35	8.3	7.3	6.0	5.07	40.97	增持

资料来源：宏源证券

四、重点公司分析

1、万科

公司清晰的发展战略，对未来市场较强的预见和洞察能力，将使其在行业调整中继续保持龙头地位不动摇。

9 月，公司顺利发行 59 亿元公司债券，3 季度末拥有货币资金 199.4 亿元，公司的短期借款和一年内到期的长期借款合计 170.7 亿元，低于公司所持有的货币资金。公司 3 季度末真实资产负债率 44%，净负债率 34.8%，显示公司具有充裕的现金流动性。公司已计提 5 个项目的存货跌价减值准备 5.35 亿元，不良资产的风险有效释放。

公司 08 年新增项目 653 万平米，平均楼面地价仅 1894 元/平米，且 85%是通过收购方式获得，逆市扩张能力值得长期看好。

预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.44 元、0.52 元、0.65 元，给予增持评级。

限售股解禁压力提示：截至 12 月 11 日，限售股占总股本比例为 2.4%，且在 2009 年 12 月 28 日达到上市条件。（限售股数据来源：wind 资讯）

2、保利地产

作为地产行业的全国龙头之一，公司在 08 年 1-10 月实现销售面积 210.47 万平方米，同比增长 24.3%，实现销售认购金额 167.35 亿元，同比增长 18.58%。在行业销售面积同比负增长的弱势格局下，公司的表现可圈可点。

08 年 3 季度，公司预收帐款达 138 亿，是 07 年营业收入的 170%，未来业绩确定性很高。真实资产负债率 48%，净负债率 117%，整体偿债能力面临一定考验。但公司有息负债中短期负债仅占 14%，短期偿债压力很小。

同时，公司大股东保利集团是国资委在 2004 年最早圈定的五家以“房地产开发为主业”的央企（之后又指定 9 家）之一，具备重组其他非地产主业央企地产业务的权利。而目前，仍有 130 多家央企没有按照国资委的要求，将房地产业务转让。2008 年 8 月中旬，国资委主任李荣融在国资委召开的新闻发布会上透露，国资委将再启中央企业重组一事，且重组方式将由之

前自愿组合转变为国资委主动推进。无疑，保利地产有望在未来资源整合中获得先机。

预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.96 元、1.58 元、2.01 元，给予增持评级。

限售股解禁压力提示：截至 12 月 11 日，限售股占总股本比例为 57.1%，且分别在 2009 年 1 月 27 和 7 月 31 日达到上市条件，分别占总股本比例为 8.14%和 48.97%，占流通股比例为 18.97%和 95.9%。（限售股数据来源：wind 资讯）

3、华发股份

公司是珠海房地产龙头。珠海良好的居住环境、未来重大交通项目的建设以及澳门客户的稳定支撑，将成为市场需求释放的有利刺激因素。公司项目储备丰富，够 4-5 年发展所需，且项目的地价成本较低，基本不面临减值或亏损的风险。

08 年 3 季报，公司预收帐款高达 40.65 亿元，将陆续在 08-09 年进行结算。08 年高速增长已经确定无疑。已售罄的华发世纪城二期主要在 09 年进行结算，已经锁定 09 年预计营业收入的 46%。同时，09-10 年销售结转的重头项目华发新城五、六期和世纪城的三、四期均是靠近拱北口岸（连接澳门的通关口岸）的中高档住宅区，除了市内客户外，将得到澳门客户的有力支撑。

08 年 3 季度，公司净负债率 29.4%，真实负债率 32.4%，偿债能力及资金压力较 07 年进一步改善，在行业公司中也具有突出优势。预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.82 元、0.92 元、0.98 元，给予增持评级。

限售股解禁压力提示：截至 12 月 11 日，限售股占总股本比例为 24.8%。（限售股数据来源：wind 资讯）

4、滨江集团

公司是杭州房地产龙头。目前土地储备适中，可供 2008-2010 年发展所需。项目含金量高，具有地价低、位置佳、售价高的特点，其中，地价成本约占目前售价的 17%左右。

08 年 3 季度，真实资产负债率 48.7%，有息负债率 27%，且有息负债中仅有 28%为短期借款，公司短期偿债压力很小。

目前，公司预收帐款 30.2 亿元，主要是在 09 年进行结算。09 年结算的主要项目万家花城一、二期目前基本都已售罄，预计将锁定 09 年营业收入 27 亿，占 09 年预计营业收入的 77%。预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.6 元、0.79 元、1.36 元，给予增持评级。

限售股解禁压力提示：截至 12 月 11 日，限售股占总股本比例为 88.46%，且在 2009 年 5 月

29 日和 2011 年 5 月 30 日达到上市条件，分别占总股本比例为 17.58%和 70.88%，占流通股比例为 152%和 243%。（限售股数据来源：wind 资讯）

5、万通地产

公司项目主要分布在天津、北京、杭州、成都地区，其中权益结算面积的 45%左右位于天津滨海新区。滨海新区 GDP 增速连续六年保持在 20%左右的水平，即使 08 年上半年全国经济出现减速的情况下，滨海新区的 GDP 增速依然保持上升势头，达到了 23%的水平，滨海新区正在成为中国经济增长新的引擎。我们看好滨海经济大环境对当地未来房地产市场的带动作用。

公司目前项目主要是通过大股东股权转让或收购其他公司股权的方式所得。在 2007 年地王频现，面粉贵过面包的土地公开市场，公司的“反周期策略”避免了项目成本过高的风险。

预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.97 元、1.1 元、1.35 元，给予增持评级。

限售股解禁压力提示：截至 12 月 11 日，限售股占总股本比例为 48.5%，且在 2009 年 9 月 8 日、2009 年 12 月 25 日和 2009 年 12 月 28 日达到上市条件，分别占总股本比例为 7.46%、10.26%和 30.77%，占流通股比例为 15.49%、18.4%和 50.8%。（限售股数据来源：wind 资讯）

销售经理：蒋全、万玮

联系电话：010-62294633

电子信箱：jiangquan@ehongyuan.com.cn

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上