

解放思想，超配地产股

——政策松动提升地产股估值

房地产研究小组：方焱、陈林、区瑞明

2008年12月8日



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

主要观点

- 行业评级: 推荐
- 房地产行业低迷状况已严重影响经济增长目标和就业。预计08年销量下滑34%左右, 投资增长低于20%; 09年房地产投资下滑5.9%、销量下滑10%左右, 新开工面积下降53%, 销售价格下降5.4%。房地产增加值占GDP的4.5%左右, 目前形势已非常严峻。
- 经济下滑不止, 政策松动不止。预计未来一年为保经济增长, 还有进一步松动政策出台, 如基准利率下调, 针对房地产领域的税费减免等措施, 如购房退税政策。松动政策短期难有立竿见影的效果, 但随着政策逐步深入, 由量变到质变, 会逐渐改变人们消费预期。
- 政策累积效应将在09年下半年显现。预计09年中期利率可能降至5.5%左右, 房贷实际利率可能在3.7%左右, 购房人负担累计减轻21.66%, 相当于房价下降了21%以上; 加上房地产供给结构改善, 开发商主动调价, 房地产购买力会显著增强, 预计09年下半年房地产销售量会得到明显改善。

主要观点

- **支持行业长期向好的深层因素依然坚实。**国际经验来看，我国房地产市场与日本60年代至70年代初非常类似，行业长期繁荣毋庸置疑。阶段性调整不会改变行业整体的发展趋势。调整的重点不仅仅是降价的问题，而是市场心态回归理性，行业集中的提高。
- **目前主流地产股严重低估。**经过本轮调整，目前主流地产股动态估值水平非常低。“保招万金”和“四小龙”等龙头股08年动态PE平均在12倍左右，P/RNVA大多数在0.7倍下，已经充分反映了未来房价和销售的悲观预期。
- **09年度投资策略：**经济恶化越厉害，针对房地产的扶持政策就会不断出台，从而可能会不断超出市场的预期，对房地产投资越有利；配合机构地产股配置普遍处于低位（占资产净值的3%），或将成为市场做多的突破口；而且地产板块流通比例较高（60%左右），大小非减持压力非常小。我们认为09年地产股有整体性机会，建议超配，重点配置地产龙头股。推荐品种：“保招万金”、云南城投、滨江集团、新城B股、中国海外。

目 录

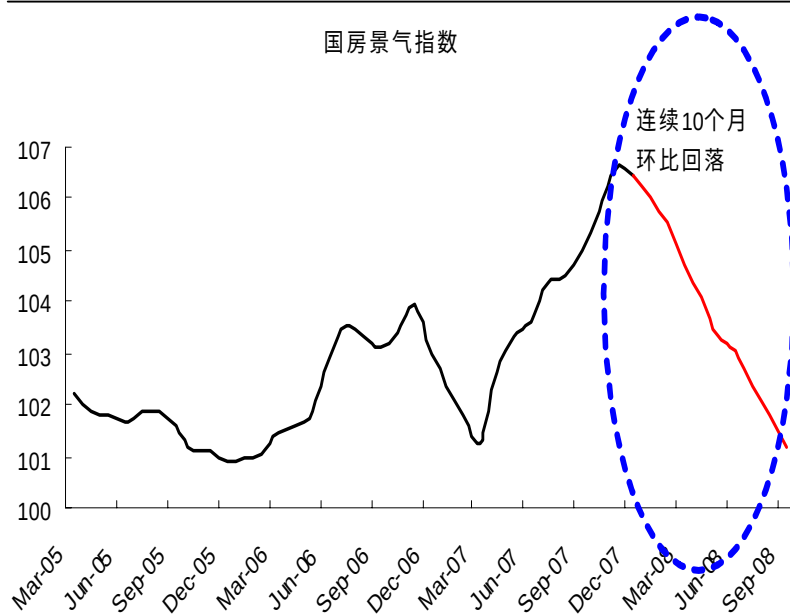
- 房地产低迷已严重影响经济增长
- 经济恶化越厉害对房地产越有利
- 政策累积效应将在09年下半年显现
- 2009年行业投资策略
- 重点公司盈利预测及投资评级

- 房地产低迷已严重影响经济增长

房地产投资增速放缓，景气持续回落

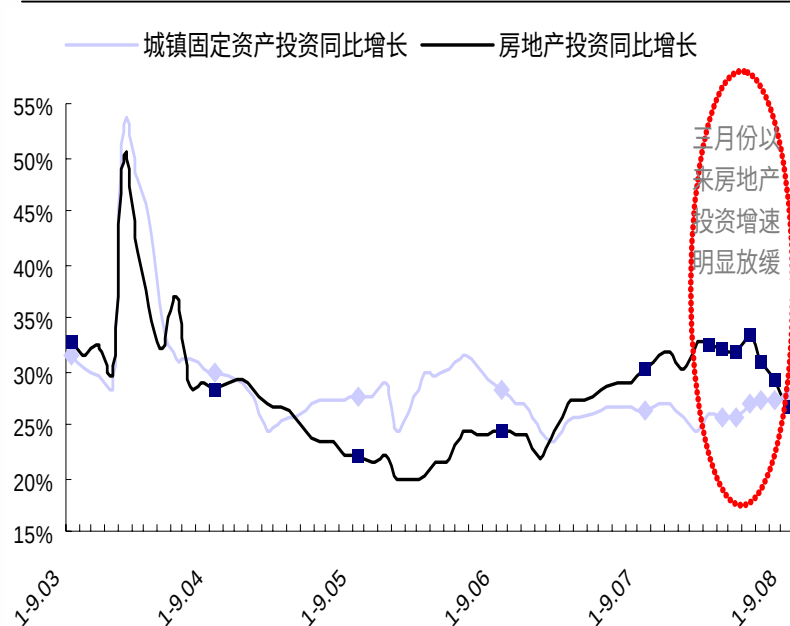
08年前3季度房地产投资增长26.5%，自3月份以来一直呈逐月放缓态势；国房景气指数自去年12月份以来，连续11个月环比回落。

图1：近4年国房景气指数走势



资料来源：国家统计局数据整理

图2：今年3月份以来房地产投资增速明显放缓

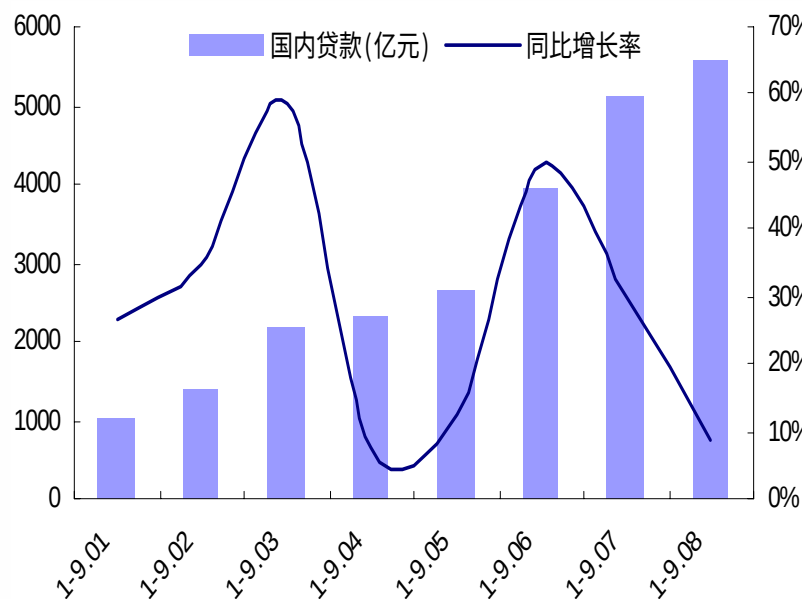


资料来源：国家统计局数据整理

资金增速明显放缓或负增长，房企现金流紧张

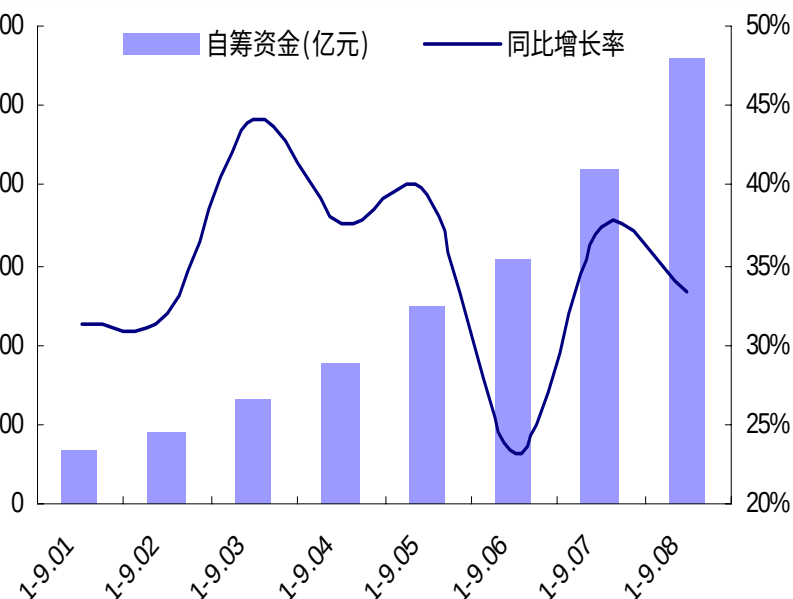
前3季度，房企开发贷款和自筹资金增速分别回落21.5个和4.1个百分点；预收款和利用外资增速也分别回落34和48个百分点。

图3：近8年房企利用贷款及增长



资料来源：国家统计局数据整理

图4：近8年房企自筹资金及增长

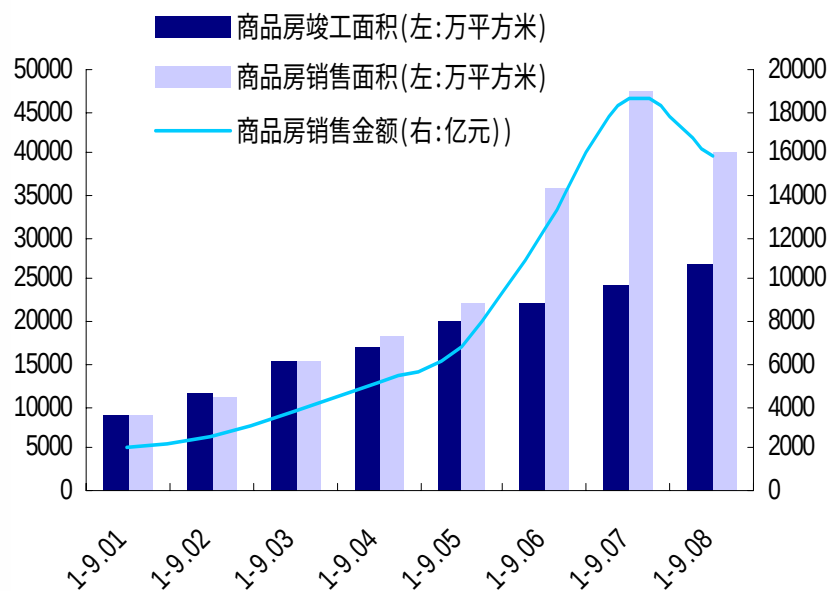


资料来源：国家统计局数据整理

销量下滑，多个城市房价下跌

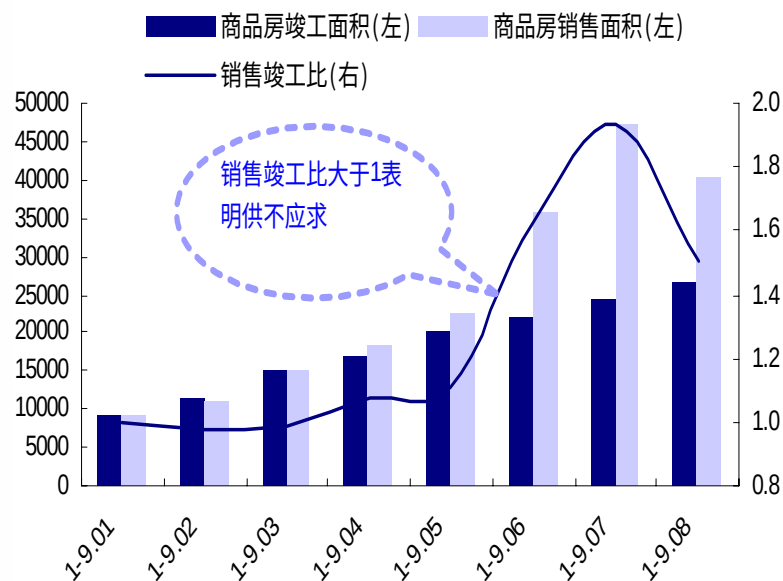
前三季度房地产竣工面积同比增长10%，销售面积下降15%，销售面积与竣工面积比为1.5。

图5：近8年前三季度商品房竣工及销售情况



资料来源：国家统计局数据整理

图6：近8年前三季度商品房供求关系变化

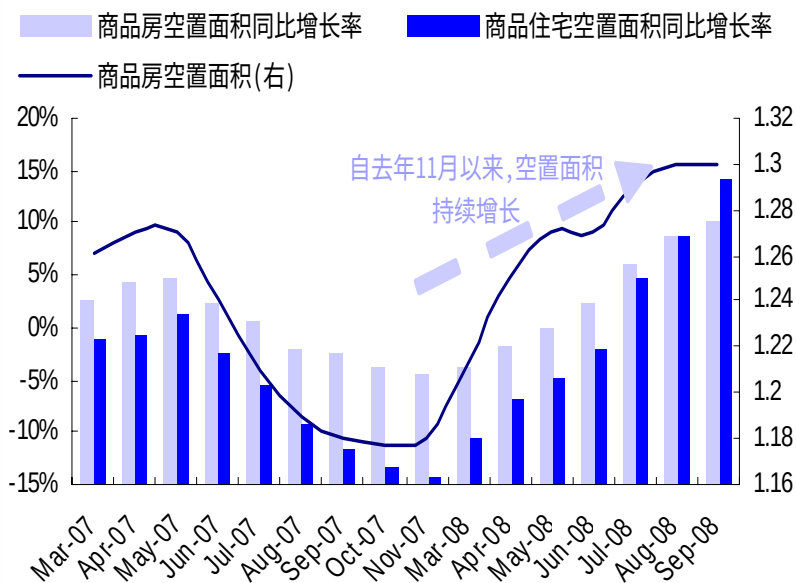


资料来源：国家统计局数据整理

销量下滑，多个城市房价下跌

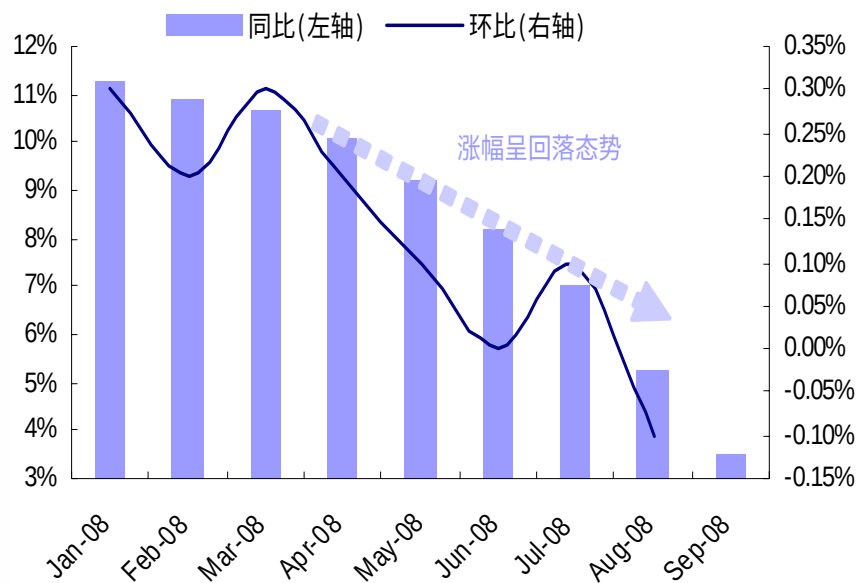
自去年底以来空置面积持续增长，房价同比涨幅呈逐月回落态势，广州、深圳等去年涨幅巨大的城市今年下跌明显。

图7：自去年底以来空置面积持续增长



资料来源：国家统计局数据整理

图8：前三季城市房屋销售价格涨幅逐月放缓



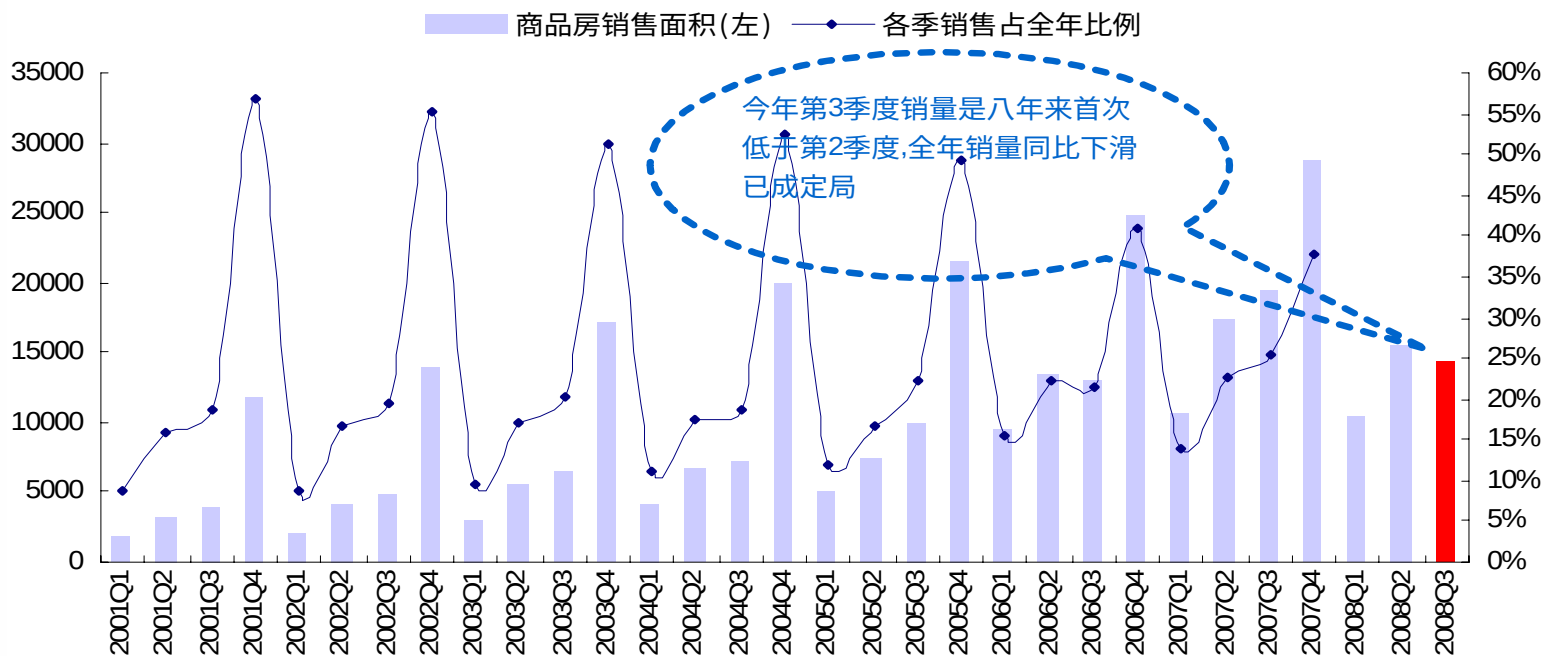
资料来源：国家统计局数据整理

08年销量或下滑34%、价格下跌4.8%

预计08年全年销量下滑34%左右，投资增长低于20%，新开工面积负增长20%，竣工增长12.8%，加快3个百分点，销售价格下降4.8%。

图9：近8年逐季销量及增长情况

万平米



资料来源：国家统计局数据整理

预计09年房地产投资增长-5.9%、房价下降5.4%

预计09年投资增速负增长5.9%，销量负增长10%左右，新开工面积负增长53%，竣工增长14.2%，加快1.4个百分点，销售价格下降5.4%。

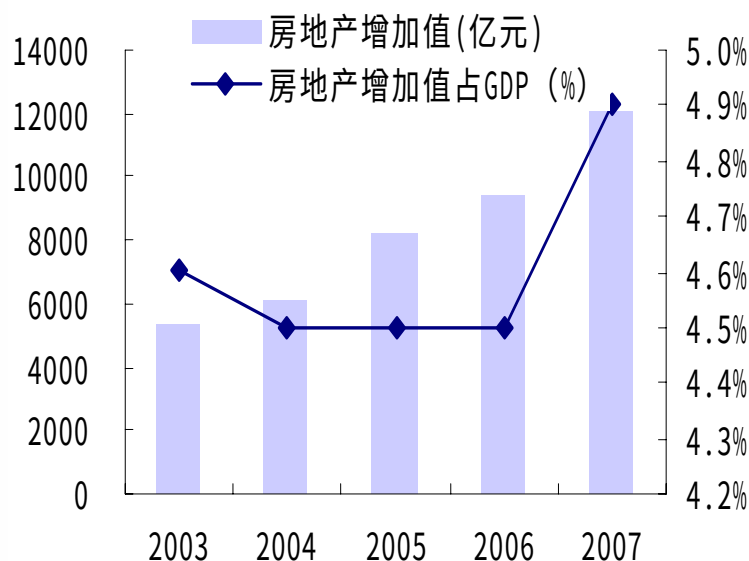
表1：房地产行业主要指标预测					亿元、万平米	
	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
房地产投资额	13158	15759	19382	25280	29000	27299
YOY(%)	30.20%	19.80%	23.00%	30.40%	14.70%	-5.90%
施工面积	140451	164445	194090	235882	252646	221946
YOY(%)	20.10%	17.10%	18.00%	21.50%	7.10%	-12.20%
新开工面积	60414	66840	78131	94590	75000	35000
YOY(%)	11.20%	10.60%	16.90%	21.10%	-20.70%	-53.30%
竣工面积	42465	48793	53019	58236	65700	75000
YOY(%)	7.50%	14.90%	8.70%	9.80%	12.80%	14.20%
销售面积	38232	44064	60628	76193	50000	45000
YOY(%)	18.60%	15.30%	37.60%	25.70%	-34.40%	-10.00%
销售价格	2714	2997	3383	3885	3700	3500
YOY(%)	14.10%	10.40%	12.90%	14.90%	-4.80%	-5.40%

数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所

行业低迷状况已严重影响经济增长目标

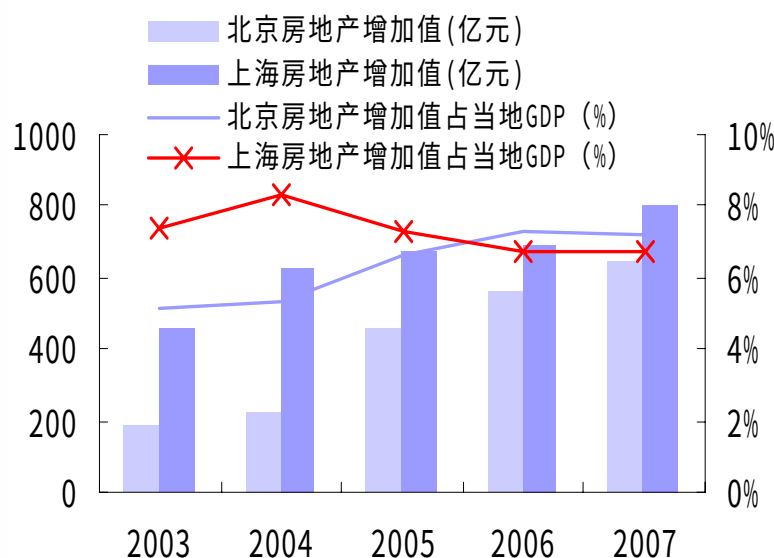
房地产增加值占GDP的4.5%左右（主要城市该比值更高）、占GDP年增加额约30%左右，对GDP增长直接和间接贡献在3个百分点以上，可以说房地产与国民经济的关系是“一损俱损，一荣俱荣”。

图10：全国房地产增加值及占GDP情况



资料来源：国家统计局,国信证券研究所

图11：主要城市房地产增加值及占GDP情况



资料来源：国家统计局,国信证券研究所

•经济恶化越厉害对房地产越有利

政策松动短期难有立竿见影的效果

- 松动政策出台的时机及力度符合我们的预期。我们在9月底推出的四季度策略报告中判断未来3个月政策松动可期；在10月22日财政部出台新政后，我们认为政策放松的空间和力度还会很大，有进一步降息的可能，在11月月报中明确指出，未来将有很大的降息空间。
- 一系列的政策放松是为了缓解经济下行的压力，而非救“房地产开发商”，短期对房地产市场交易难有立竿见影的效果。
- 随着政策逐步深入，所带来的效应会由量变到质变，逐渐改变消费者预期。

经济下滑不止，政策松动不止

- 受金融“海啸”的影响，本次经济下滑超预期，未来仍不容乐观。
- 预计未来一年为保经济增长，还有进一步松动政策出台。如基准利率下调、针对房地产领域的松动政策也可期。
- 保障性住房可能“雷声大雨点小”。保障性住房投资资金来源主要靠地方政府，而在房地产市场持续低迷的情况下，地方政府财政收入普遍下降较大，其庞大的基建投资计划都面临资金不足的问题，保障性住房投资有可能难以按中央计划完成。

政策累积效应将在09年下半年显现

导致目前房地产销售低迷的主要原因：

- 消费预期变化。房地产与居民生活息息相关，没有哪一个行业象房地产这样备受关注，而过去两年各种媒体对房地产行业的负面报道较多，加上房价近两年涨幅较大，以及受次贷危机影响，对房地产看空者越来越多，导致消费者预期发生较大变化。
- 购买力下降。购买力下降主要由两个方面引起的，一是资本市场持续下跌导致居民财富缩水、购买力大幅下降；二是过去几年房价涨幅较大，超过居民收入增长，并且由于供应结构不合理，大户型偏多，单套住房价值量偏大，房价收入比较高，导致购买力下降。
- 需求过度释放。06-07年资本市场火爆，赚钱效益明显，财富通过银行杠杆的放大，使得房地产销售充分释放，并且透支了未来2-3年的需求，而新的有效需求的培育需要时间。

政策累积效应将在09年下半年显现

4万亿投资将在未来几年带动整个社会投资约12万亿，每年拉动GDP增长在1个百分点以上，宽松的货币政策正在改变人们消费预期，大幅降息有利于提振房地产消费信心。

表2：贷款利率变化对减轻购房负担的敏感性分析

不同年限、不同利率下月供（元）（假设贷款10万）		10年	15年	20年	25年	30年
2009年中期房贷利率（预期）	3.72%	999	726	591	512	461
本次降108个基点后0.7倍利率	4.28%	1026	754	621	543	494
本次降息前优惠房贷利率(0.7倍)	5.04%	1063	793	662	587	539
07年10月优惠房贷利率（基准利率0.85倍）	6.65%	1143	880	755	685	642
购房人负担减轻						
本次降息相对于上一次减息购房负担减轻	还款减少(元)	37	39	41	44	46
	减轻幅度(%)	3.46%	4.93%	6.24%	7.41%	8.45%
本次降息相对于本轮减息周期前购房负担减轻	还款减少(元)	117	126	134	141	148
	减轻幅度(%)	10.27%	14.30%	17.73%	20.65%	23.12%
2009年中期后购房人负担累积减轻（相对于2008年10月房贷优惠利率）	还款减少(元)	144	154	163	172	181
	减轻幅度(%)	12.61%	17.50%	21.66%	25.18%	28.17%

数据来源：国信证券经济研究所

政策累积效应将在09年下半年显现

- 我们预计未来一年还有54 -108个基点的降息空间，到09年中基准利率可能降至5.5%左右的水平，考虑0.7倍的优惠利率，房贷实际利率可能在3.7%左右的水平，购房负担累计减轻21.66%（相对于2008年10月房贷优惠利率），相当于房价下降了21%以上。
- 房地产供给结构也在改善，市场上小户型比例增长，因此即使房价维持不变，单套房总价也在降低，如深圳今年销售楼盘户均面积92M²。
- 开发商对未来预期发生较大变化，看淡09年楼市的发展商越来越多，对楼盘“调价销售、加快回笼”的策略仍将继续。
- 针对房地产领域的松动政策还会有很多，如类似上海1998年曾经实行的购房退税政策已经在住建部研究范畴之中。

•2009年投资策略

配置策略

- 配置建议

配置比例: 建议超配地产股

品种策略: 重点配置一、二线龙头股，如保招万金、云南城投、滨江集团、新城B股、中国海外 等

- 理由--除前几部分讲述的理由外，下面几个方面的因素也不应忽视:

1. 地产板块实际流通量权重较大。按国信分类,目前地产板块实际流通权重10.3%，仅次于金融，是较带动人气的板块。
2. 基金地产配置较低，或成市场做多的突破口。前期市场考虑行业下行的不利因素，基金纷纷抛售地产股，目前配置少（约占净值3%、占股票投资市值5%），若政策松动导致行业实体好于预期，机构会争先恐后配置地产股。
3. 地产股“大小非”减持压力小。目前地产板块流通比例较高，在60%左右，远比沪深300板块20.4%的流通量高；前30家地产股基本为国有控股，其持有的股份不仅不会卖，而且由于控股比例低，还有可能在二级市场上增持。

选股思路

目前市道下，应重点关注回款速度快、现金流状况较好、NAV折价较大的地产股，并非项目储备越多越好。预收款较多的公司现金流状况相对要好一些，从3季报看，预收款相对较多的有以下公司：

表3：预收款较多的地产上市公司

证券简称	08/11/28收盘价	总股本	07收入	07EPS	08三季度营业总收入	08三季度预收账款	预收款/07收入
香江控股	3.26	76781	7.63	0.18	10.23	12.63	300%
轻纺城	3.58	61878	8.54	0.22	2.51	22.11	288%
陆家嘴	15.04	186768	20.51	0.4	15.89	39.83	272%
苏宁环球	6.11	141888	12.78	0.15	24.09	10.34	269%
华发股份	10.3	81705	21.66	0.44	16.33	40.65	263%
保利地产	17.02	245234	81.15	0.61	66.93	138.3	253%
浙江广厦	3.29	87179	27.78	0.21	15.05	51.46	239%
小商品城	37.32	34020	29.06	1.07	17.67	47.71	225%
北京城建	7.81	74100	15.8	0.36	23.15	10.34	212%
新城B股	2.37	106212	34.38	0.4	14.16	57.92	210%
滨江集团	7.63	104000	26.3	0.44	22.69	30.24	201%
华侨城A	9.4	262109	17.29	0.29	16.89	14.37	181%
北辰实业	3.12	336702	43.54	0.1	24.48	50.56	172%
金地集团	7.04	167815	74.87	0.58	43.51	72.69	155%
万科A	6.82	1099521	355.27	0.44	225.42	310.8	151%
中华企业	6.01	108803	23.99	0.56	20.18	13.28	139%
荣盛发展	5.04	80000	17.44	0.36	13.73	10.16	137%

数据来源：国信证券经济研究所，每股指标按最新股本摊薄

重点推荐品种

目前地产股整体联动性越来越强，也是带动人气的板块，我们认为地产股明年仍有整体性投资机会，看好龙头、资产注入和积极介入一级开发并有收益分成等三类地产股。龙头地产股（包括全国性地产龙头和区域性地产龙头）仍是投资首选，如“保招万金”、“四小龙”及H地产股中国海外、绿城等。

我们重点推荐品种：“保招万金”、云南城投、滨江集团、新城B股、中国海外。

●重点推荐公司盈利预测及投资评级

重点关注地产股盈利预测及评级

表4：国信关注地产股盈利预测及评级

证券简称	2008-11-28 收盘价	EPS				PE				PB		P/NAV	本期投资评级	
		07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E			
保招万金	万科A	6.82	0.44	0.48	0.55	0.7	15.48	14.21	12.4	9.74	2.56	2.27	1.24	推荐
	招商地产	13.2	0.91	0.71	0.97	1.21	14.45	18.59	13.61	10.91	2.12	1.96	0.6	推荐
	保利地产	17.02	0.61	1	1.52	2.28	28.03	17.02	11.2	7.46	3.5	3.06	0.98	推荐
	金融街	8.01	0.29	0.41	0.47	0.57	27.22	19.44	16.91	14.09	4.22	3.66	0.58	推荐
	金地集团	7.04	0.58	0.65	0.75	0.89	12.24	10.83	9.39	7.91	1.4	1.28	0.61	推荐
区域龙头	华发股份	10.3	0.44	0.72	0.75	0.98	23.19	14.31	13.73	10.51	4.28	3.54	0.86	推荐
	栖霞建设	3.73	0.33	0.2	0.15	0.23	11.4	18.65	24.87	16.22	2.41	2.21	0.83	中性
	福星股份	4.83	0.45	0.55	0.58	0.75	10.73	8.78	8.36	6.43	1.62	1.43	0.44	谨慎推荐
	亿城股份	4.4	0.49	0.45	0.45	0.59	8.9	9.78	9.78	7.52	1.17	1.08	0.63	推荐
	滨江集团	7.63	0.44	0.6	0.81	1.13	17.4	12.72	9.42	6.73	2.75	2.39	0.69	推荐
	荣盛发展	5.04	0.36	0.5	0.55	0.6	14.18	10.08	9.16	8.4	2.3	1.98	0.61	谨慎推荐
	新城B股	2.37	0.4	0.5	0.61	0.82	5.85	4.07	3.88	2.87	1.74	1.38	0.27	推荐
	中华企业	6.01	0.56	0.7	0.65	0.88	10.8	8.59	9.25	6.83	2.26	1.91	0.65	谨慎推荐
	中天城投	4.85	0.29	0.68	1	1.5	16.89	7.13	4.85	3.23	4.64	3.19	0.43	谨慎推荐
	云南城投	12.91	0.16	0.31	3.1	5.8	78.85	41.67	4.16	2.23	5.25	4.82	0.3	推荐

重点关注地产股盈利预测及评级

表4：国信关注地产股盈利预测及评级（续）

	证券简称	2008-11-28 收盘价	EPS				PE				PB		P/NAV	本期投资评级
			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E		
民营四大金刚	泛海建设	7.65	0.29	0.27	0.3	0.35	26.51	28.86	25.5	21.86	4.28	3.88	0.81	谨慎推荐
	苏宁环球	6.11	0.15	0.5	0.6	0.81	40.71	12.22	10.18	7.54	11.11	6.79	0.58	推荐
	新湖中宝	3.56	0.15	0.21	0.27	0.35	24.23	16.74	13.39	10.05	2.67	2.41	0.76	中性
	香江控股	3.26	0.18	0.4	0.48	0.6	18.21	8.15	6.79	5.43	4.87	3.44	0.42	谨慎推荐
国有整体上市	华侨城A	9.4	0.29	0.36	0.46	0.56	32.83	26.28	20.22	16.82	4.99	4.4	0.64	谨慎推荐
	北京城建	7.81	0.36	0.72	0.8	0.92	21.85	10.85	9.76	8.49	1.72	1.55	0.6	推荐
	首开股份	7.68	0.39	0.72	0.8	0.92	19.61	10.6	9.64	8.38	5.37	3.96	0.35	推荐
	上实发展	7.3	0.14	0.55	0.65	0.78	53.19	13.18	11.3	9.42	5.52	4.27	0.83	谨慎推荐
	中粮地产	5.88	0.26	0.1	0.2	0.31	22.89	58.8	29.4	18.97	3.1	2.99	0.78	谨慎推荐
	中航地产	4.76	0.68	0.51	0.5	0.73	7.04	9.33	9.52	6.52	0.71	0.67	0.36	谨慎推荐
其它	广宇集团	3.52	0.31	0.45	0.5	0.62	11.53	7.82	7.04	5.68	1.56	1.37	0.57	中性
	深振业A	4.98	0.51	0.6	0.5	0.65	9.8	8.3	9.96	7.66	1.46	1.3	0.63	中性
	华业地产	3.19	0.22	0.43	0.35	0.5	14.31	7.42	9.11	6.38	1.09	0.99	0.46	谨慎推荐
	万通地产	8.03	0.33	0.85	0.7	0.72	24.68	9.45	11.47	11.15	1.67	1.49	0.73	谨慎推荐
出租类	小商品城	37.32	1.07	1.65	2.39	3.35	35.02	22.62	15.6	11.14	8.35	6.63	0.59	谨慎推荐
	浦东金桥	7.77	0.24	0.3	0.28	0.3	31.74	25.9	27.75	25.9	2.23	2.11	0.67	谨慎推荐
	中国国贸	6.8	0.29	0.3	0.35	0.4	23.68	22.67	19.43	17	1.7	1.62	0.5	谨慎推荐
	陆家嘴	15.04	0.4	0.5	0.55	0.6	37.25	30.08	27.35	25.07	3.42	3.17	0.88	谨慎推荐

资料来源：国信证券经济研究所

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

