

房地产行业

蓄势待发

——2009 年度房地产行业投资策略

研究结论

- 08 年全国房地产市场整体低迷，国房景气指数持续下滑。由于房地产市场销售低迷，开发商采取全面收缩战略，减少购置土地储备，减少新开工面积和施工面积，主动调整项目销售计划，使得房地产开发投资出现快速下滑。
- 08 年四季度我国的宏观经济政策出现重大变化，对房地产行业的宏观调控政策也出现重大拐点，这些将有利于促进我国的房地产行业健康发展和行业复苏。
- 09 年可能有更多利好出台，包括更多涉及房地产行业的税费减免；彻底取消二套房贷款政策；购房可享受个人所得税抵扣；回购商品房的方式增加保障性住房供应；购房入户；给开发商资金松绑，并可能推出房地产信托投资基金等新的融资工具。
- 保障性住房供给增加，但不会冲击商品房市场；我们预计 09 年房地产市场成交量好于 08 年，目前市场热度指标正在回升，但存货去化压力仍较大，我们预计 09 年房地产开发投资额零增长，新开工面积下降 11%，销售面积增长约 10%，销售均价下跌约 3%。
- 从估值角度看，房地产板块仍处于价值投资区域，尽管房地产行业仍处于调整期，房价还面临着较大的下调压力，但是行业政策拐点已经出现，房地产市场成交量出现恢复性增长，未来利好政策仍可期待，其积极作用也将在 09 年开始显现效果，我们预计房地产市场成交量将于 09 年下半年较 08 年同期出现大幅增长。我们维持“看好”的房地产行业投资评级。
- 我们认为未来细分行业龙头公司将有更大的投资机会。从目前行业的政策导向和行业发展趋势来看，行业集中度将进一步提高，行业的龙头公司由于行业融资环境的改善，可能获得更多的资金和资源支持，行业壁垒提高，专业化增强，未来房地产行业将面临强者恒强的竞争格局。
- 我们重点推荐具有央企背景，完成全国扩张的一线龙头开发企业：招商地产，保利地产；具有较强企业核心竞争力，能及时应对行业调整的一线龙头开发企业：金地集团，万科；在房地产市场相对健康的三四线城市快速发展的龙头开发企业：荣盛发展；区域市场龙头企业：华发股份，冠城大通；土地资源垄断性突出，公司转型进入收获期，物业持有型地产龙头企业：陆家嘴。
- 风险因素：09 年我国所面临的宏观经济和国际经济形势非常复杂，经济增长速度下降对消费者购房预期的影响目前还无法估计，如果 09 年经济增长出现大幅下滑，房地产市场的销售将可能低于预期；行业毛利率出现下降的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

薛和斌

房地产行业高级分析师

8621-50366888 × 6078

xuehebin@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

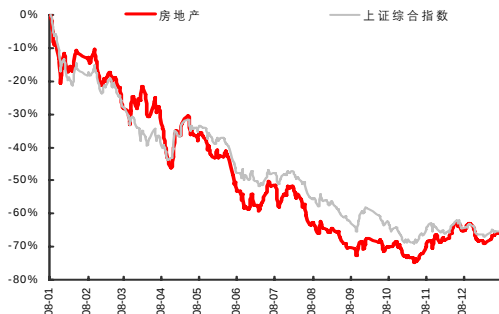
行业

房地产

报告日期

2009 年 1 月 14 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

(3.07)

13.21

(66.13)

相对表现 (%)

0.19

21.56

(0.69)

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EP(E)	09EPS(E)	股价	评级
招商地产	1.616	0.60	0.95	13.87	买入
荣盛发展	0.8	0.45	0.60	6.11	买入
万科	0.55	0.40	0.48	6.81	买入
保利地产	1.3	0.90	1.17	16.00	买入
金地集团	1.31	0.52	0.68	7.18	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《二套房贷部分放松,利好政策仍可期待--国务院常务会议部署促进房地产市场健康发展措施点评》	2008 年 12 月 17 日
《大幅降息利于地产复苏》	2008 年 11 月 27 日
《政策拐点出现,上调行业评级》	2008 年 10 月 23 日
《回归理性,重拾信心 - 2008 年中期房地产深度研究报告》	2008 年 6 月 30 日
《市场分化,结构分化日益明显 - 深圳住宅房地产市场深度研究》	2008 年 4 月 28 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一. 08 年房地产市场回顾	5
1. 1 处于调整期的房地产市场	5
1. 2 出现政策拐点的房地产市场	8
二. 09 年房地产市场前瞻	10
2. 1 还有很多政策可以期待	10
2. 2 保障性住房不会对商品房市场形成大的冲击	11
2. 3 市场成交量将好于 08 年	12
2. 4 行业分化加剧，品牌公司竞争优势加强	18
三. 从估值角度看，行业处于价值投资区域	20
3. 1 维持“看好”的行业评级	20
3. 2 选择细分行业龙头进行投资	23
3. 3 重点推荐公司：招金保万，荣华冠陆	25
四. 风险因素分析	25

图表目录

图 1 : 08 年国房景气指数急剧下降	5
图 2 : 08 年房地产开发投资完成额累计同比增长率开始快速下滑	5
图 3 : 商品房销售面积累计同比增长率大幅下降	6
图 4 : 商品住宅空置面积累计同比出现大幅增长	6
图 5 : 本年购置土地面积同比出现负增长	7
图 6 : 商品房新开工面积累计同比增长率大幅下滑	7
图 7 : 商品房施工面积累计同比增长率同比大幅下滑	8
图 8 : 商品房竣工面积累计同比增长率大幅下滑	8
图 9 : 北京可售住房套数和市场成交热度指标	13
图 10 : 深圳新房可售套数和市场成交热度指标	13
图 11 : 全国城镇居民家庭人均可支配收入相对全国商品房销售价格的变化情况	14
图 12 : 房地产开发投资资金来源国内贷款部分增长情况	15
图 13 : 房地产开发投资资金来源定金及预付款部分增长情况	15
图 14 : 购房贷款余额增长情况	16
图 15 : 万科累计销售金额和所占市场份额	19
图 16 : 保利累计销售金额和所占市场份额	19
图 17 : 金地累计销售金额和所占市场份额	20
图 18 : 万科 PE 水平处于历史底部	20
图 19 : 金地集团 PE 水平处于历史底部	21
图 20 : 保利地产 PE 水平处于历史底部	21
图 21 : 招商地产 PE 水平处于历史底部	21
图 22 : 万科 PB 水平处于历史底部	22
图 23 : 金地集团 PB 水平处于历史底部	22
图 24 : 保利地产 PB 水平处于历史底部	22
图 25 : 招商地产 PB 水平处于历史底部	23
图 26 : 二级房地产市场开发商盈利模式图	23
表 1 : 金融机构人民币贷款基准利率 单位: 年利率%	8
表 2 : 重点城市 08, 09 年住房建设规划	11
表 3 : 存款准备金率历次调整	16
表 4 : 利率历次调整情况	17
表 5 : 房地产行业主要指标预测	18
表 6 : 上市公司 08 年前三季度预收账款和营业收入情况	24
表 7 : 重点公司估值情况	25

附表 1 : 金地集团财务报表预测与比率分析	2
附表 2 : 招商地产财务报表预测与比率分析	2

一. 08 年房地产市场回顾

1. 1 处于调整期的房地产市场

08 年全国房地产市场整体低迷，国房景气指数持续下滑，创下 2000 年以来的新低。

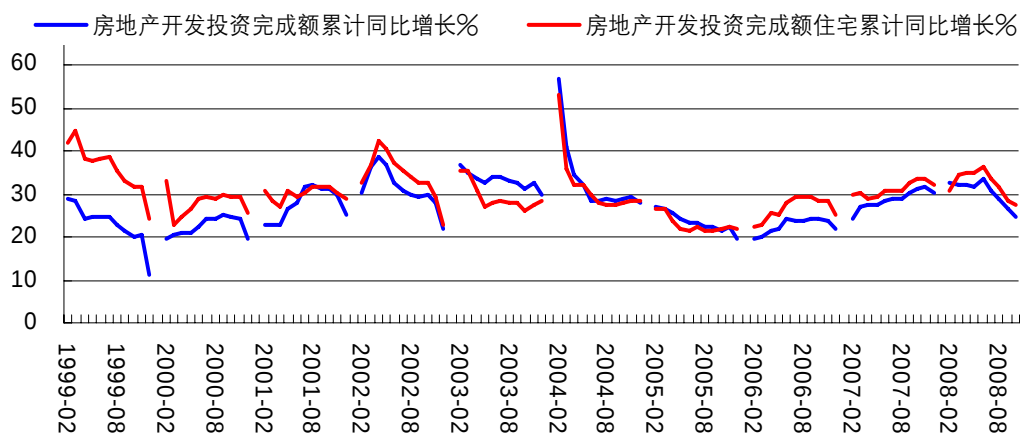
图 1：08 年国房景气指数急剧下降



资料来源:WIND,东方证券研究所

房地产开发投资完成额同比增速于 08 年 6 月创下 06 年来的新高后出现了快速下滑。08 年下半年房地产开发投资增速出现大幅下滑的原因主要是房地产市场销售低迷，开发商采取全面收缩战略，减少购置土地储备，减少新开工面积和施工面积，主动调整项目销售计划，使得房地产开发投资出现快速下滑。

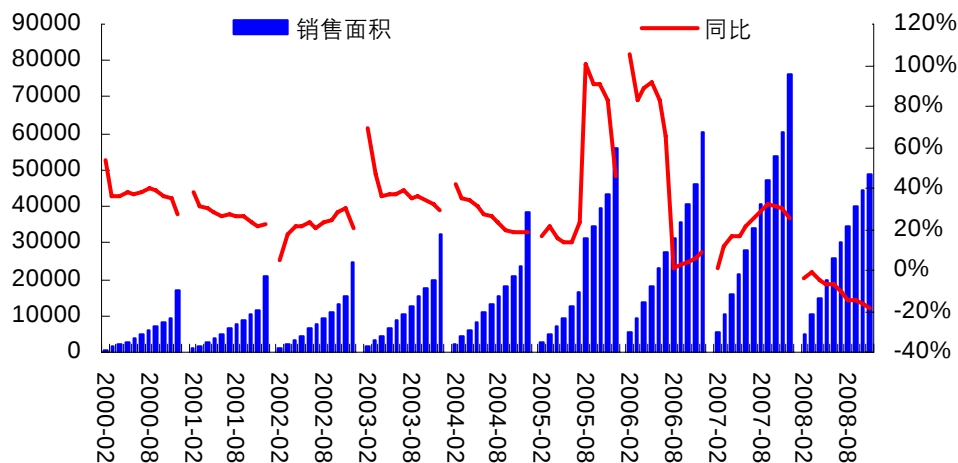
图 2：08 年房地产开发投资完成额累计同比增长率开始快速下滑



资料来源:WIND,东方证券研究所

商品房销售面积同比增速在 07 年 8 月达到 06 年以来的新高，在国家房地产宏观调控和从紧的货币政策情况下，销售面积同比出现下滑，08 年 4 月以后，更是出现负增长。

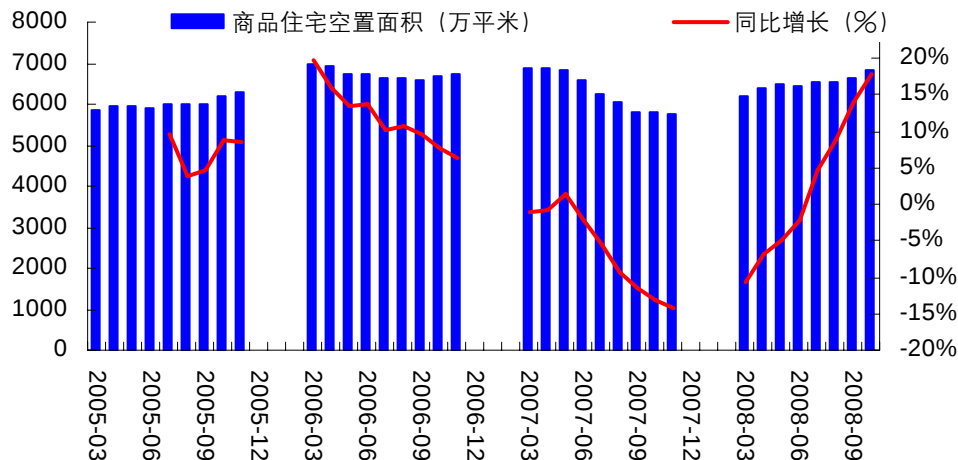
图 3：商品房销售面积累计同比增长率大幅下降



资料来源:WIND,东方证券研究所

全国商品住宅空置面积同比在 08 年开始出现快速上升，到 08 年 10 月，全国商品住宅空置面积达到 6835 万平方米，同比增长约 18%，为 06 年 4 月以来的新高。

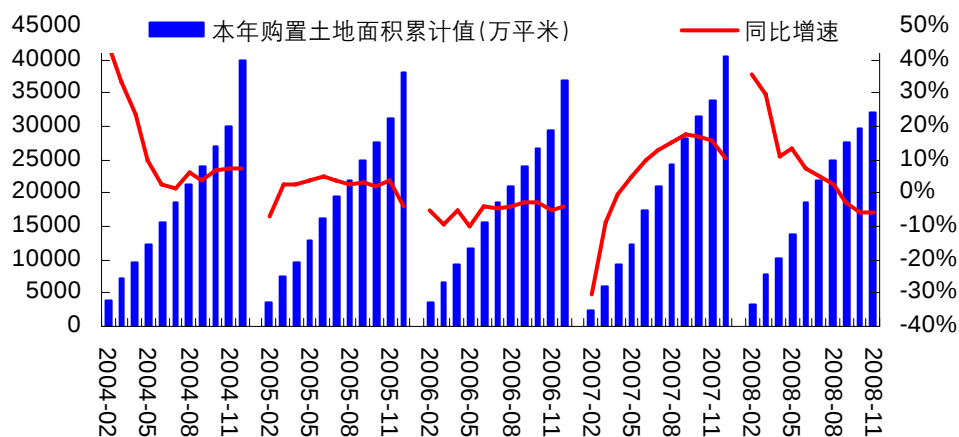
图 4：商品住宅空置面积累计同比出现大幅增长



资料来源:WIND,东方证券研究所

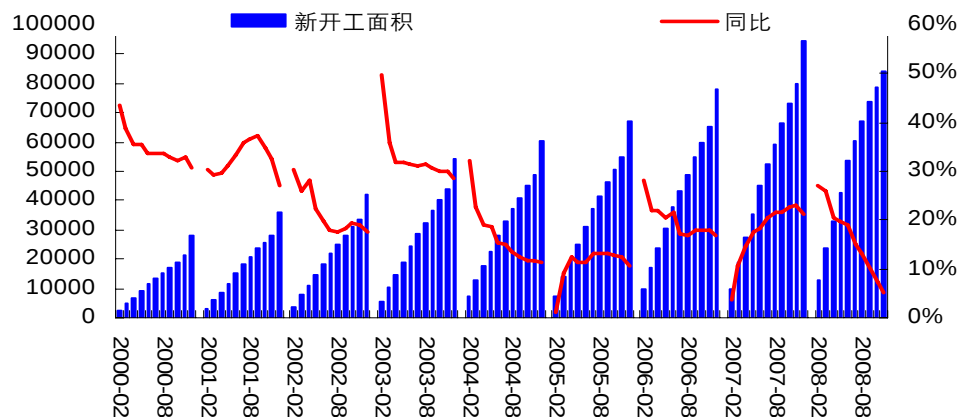
东方证券房地产周报定期跟踪全国 17 个大中城市房地产销售数据，08 年各个城市的成交量都出现大幅下降，直到 08 年 11 月房地产新政实施后，各地成交量才出现恢复性增长，详细情况可参考我们的房地产周报。

08 年房地产销售情况的不景气，也使得开发商收缩战线，放缓新增土地储备，降低开竣工进度，减少现金流支出，同时也调整销售进度和销售价格，以应对市场的变化。

图 5：本年购置土地面积同比出现负增长


资料来源:WIND,东方证券研究所

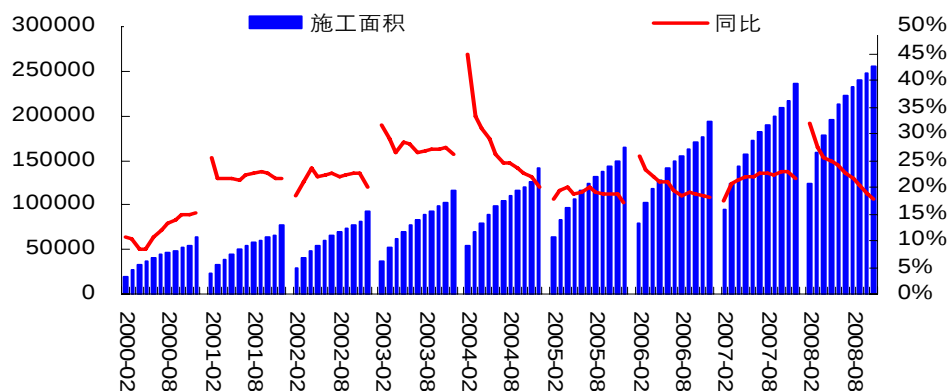
07 年 10 月开始，商品房新开工面积同比增速开始进入到明显的下降通道，目前接近 2000 年以来的最低水平。

图 6：商品房新开工面积累计同比增长率大幅下滑


资料来源:WIND,东方证券研究所

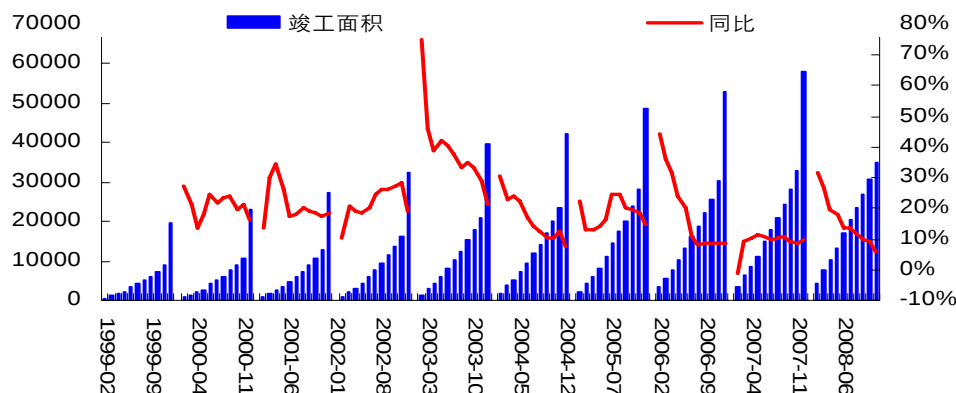
开发商主动调整开工进度，商品房施工面积累计同比增速在 08 年初惯性上涨后，随后出现明显下滑，目前已下滑至 01 年以来的历史底部。商品房竣工面积累计同比增速也快速下滑，目前处于 00 年以来的历史底部。

图 7：商品房施工面积累计同比增长率同比大幅下滑



资料来源:WIND,东方证券研究所

图 8：商品房竣工面积累计同比增长率大幅下滑



资料来源:WIND,东方证券研究所

1. 2 出现政策拐点的房地产市场

08 年四季度我国的宏观经济政策出现重大变化，同时，对房地产行业的宏观调控政策也出现重大拐点，这些将有利于促进我国的房地产行业健康发展和行业复苏。

随着我国宏观经济环境的恶化，我国的货币政策出现重大变化，由“从紧”转变为“适度宽松”。从 2008 年 9 月 15 日央行首次降息以来，在短短的 3 个月之内，央行连续 5 次降息，累计降息 216 个基点，一年期贷款利率已降至 5.31%，与 02 年 2 月 21 日调整时相同，同为历史最低水平。

表 1：金融机构人民币贷款基准利率 单位：年利率%

调整时间	六个月以内 (含六个月)	六个月至一 年(含一年)	一至三年(含 三年)	三至五年(含 五年)	五年以上
1991.04.21	8.10	8.64	9.00	9.54	9.72
1993.05.15	8.82	9.36	10.80	12.06	12.24

1993.07.11	9.00	10.98	12.24	13.86	14.04
1995.01.01	9.00	10.98	12.96	14.58	14.76
1995.07.01	10.08	12.06	13.50	15.12	15.30
1996.05.01	9.72	10.98	13.14	14.94	15.12
1996.08.23	9.18	10.08	10.98	11.70	12.42
1997.10.23	7.65	8.64	9.36	9.90	10.53
1998.03.25	7.02	7.92	9.00	9.72	10.35
1998.07.01	6.57	6.93	7.11	7.65	8.01
1998.12.07	6.12	6.39	6.66	7.20	7.56
1999.06.10	5.58	5.85	5.94	6.03	6.21
2002.02.21	5.04	5.31	5.49	5.58	5.76
2004.10.29	5.22	5.58	5.76	5.85	6.12
2006.04.28	5.40	5.85	6.03	6.12	6.39
2006.08.19	5.58	6.12	6.30	6.48	6.84
2007.03.18	5.67	6.39	6.57	6.75	7.11
2007.05.19	5.85	6.57	6.75	6.93	7.20
2007.07.21	6.03	6.84	7.02	7.20	7.38
2007.08.22	6.21	7.02	7.20	7.38	7.56
2007.09.15	6.48	7.29	7.47	7.65	7.83
2007.12.21	6.57	7.47	7.56	7.74	7.83
2008.09.16	6.21	7.20	7.29	7.56	7.74
2008.10.09	6.12	6.93	7.02	7.29	7.47
2008.10.30	6.03	6.66	6.75	7.02	7.20
2008.11.27	5.04	5.58	5.67	5.94	6.12
2008.12.23	4.86	5.31	5.40	5.76	5.94

资料来源:中国人民银行, 东方证券研究所

2008年10月22日, 财政部发布今年第四季度保障民生工作安排的十条措施, 强调为解决广大人民群众特别是中低收入者的住房困难问题, 国务院有关部门将采取一系列措施。一是降低住房交易税费。二是扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度, 加强对个人首次购买普通住房的金融支持。三是加大保障性住房建设规模。四是出台《城市低收入家庭资格认定办法》。五是地方政府可以制定鼓励住房消费的收费减免政策。同日, 中国人民银行决定, 自2008年10月27日起, 扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度, 调整最低首付款比例。上海市发布《关于促进本市房地产市场健康发展的若干意见》, 出台14条促进上海房地产市场健康发展的政策。

10月23日, 我们及时发布了《政策拐点出现, 上调行业评级》的点评报告, 将房地产行业的投资评级由中性上调为看好。

2008年11月5日召开的国务院常务会议提出, 要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 确定出台进一步扩大内需的十项措施, 提高城乡居民特别是低收入群体的收入水平, 促进经济平稳较快增长。其中适度宽松的货币政策是10多年来中国的货币政策中首次使用, 意味在货币供给取向上进行重大转变, 房地产行业作为资金密集型行业将受益于财政政策和货币政策的改变。为贯彻落实适度宽松的货币政策, 央行已经多次下调利率和存款准备金率, 有效降低了开发商和购房者的资金成本, 提高了购房者的消费能力。未来一段时间, 我国仍将处在降息周期。

11月10日在省市区人民政府和国务院部门负责同志会议上，温总理明确提出“促进房地产市场平稳健康发展，房地产行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”。

国务院总理温家宝12月17日主持召开国务院常务会议，研究部署促进房地产市场健康发展的政策措施。会议研究确定了以下政策措施。（一）加大保障性住房建设力度。争取用3年时间，解决近750万户城市低收入住房困难家庭和240万户林区、垦区、煤矿等棚户区居民的住房问题，并积极推进农村危房改造。中央继续加大廉租住房建设和棚户区改造投资支持力度，适当提高中西部地区补助标准。选择部分有条件的地区试点，将本地区部分住房公积金闲置资金补充用于经济适用住房等建设。（二）进一步鼓励普通商品住房消费。对已贷款购买一套住房但人均面积低于当地平均水平，再申请购买第二套普通自住房的居民，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策。其中，将现行个人购买普通住房超过5年（含5年）改为超过2年（含2年）转让的，免征营业税；将个人购买普通住房不足2年转让的，由按其转让收入全额征收营业税，改为按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税。（三）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。支持合理融资需求，加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持，对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组提供融资和相关金融服务。按照法定程序取消城市房地产税。

各级地方政府较早就出台了促进当地房地产市场健康发展的政策，这些政策主要是从税费减免；减少土地供应，延缓土地开发时限；财政补贴；住房保障；户籍政策等多个方面来促进房地产市场交易量，稳定房价。

二. 09年房地产市场前瞻

2.1 还有很多政策可以期待

国务院在2008年11月10日在京召开省市区人民政府和国务院部门主要负责同志会议，总理提出促进房地产市场平稳健康发展，并明确了房地产业的支柱产业地位，这种提法预示房地产凭借其重要地位会在宏观经济下滑背景下得到更多政策的扶持。

可能政策1：更多涉及房地产行业的税费减免。

目前涉及房地产行业的税费众多，仅土地出让金就占某些地方财政收入的40%左右，而在商品房建造、销售和流通环节还有更多品种繁多的税费。我们预计政府会继续大幅减免居民购房和转入住房所要缴纳的各种税费负担，提高消费者的购买能力，活跃房地产市场。对于房地产开发企业，政府可能减免一部分税费，减免土地增值税。如果真能对土地增值税进行减免，对房地产企业将是一个重大利好。

可能政策2：彻底取消二套房贷款政策

08年10月22日，中央推出房地产新政后，采用了改善型普通自住房的概念，而回避了07年实施的二套房贷款政策。我们预计09年二套房贷款政策可能彻底取消，这将对房地产市场产生明显的刺激作用。

可能政策3：购房可享受个人所得税抵扣

1998年，中国刚刚启动住房制度货币化改革之际，为启动楼市消费，上海出台并执行了购房退税政策。按照当时出台的系列文件规定，在1998年6月1日至2003年5月31日期间在上海购

买商品房的个人，可享受有关个人所得税的扣除。该项政策对房地产市场的刺激作用非常显著，我们预计 09 年将会有多个地方政府推出该项政策。12 月 4 日，重庆市常务副市长黄奇帆在接受当地媒体采访时透露，重庆将出台购房退税政策，用于支持购房者首付或偿还按揭贷款。目前，该项政策的实施细则正在制定当中，不久将正式公布。

可能政策 4：通过回购商品房的方式增加保障性住房供应

通过这一方式，可以加快政府的保障性住房供应，同时也缓解部分开发商的资金压力。

可能政策 5：购房入户

我国目前还实施严格的户籍管理制度，同时还具有与户籍制度相关的教育，医疗，养老等社会保障问题，这使得住宅特别是城市住宅有了更多的附加价值。目前已经有杭州等城市实施购房入户政策，而北京，上海，深圳，广州等一线城市的购房与户籍或人才引进挂钩的政策则更值得我们期待。

可能政策 6：给开发商资金松绑，并可能推出房地产信托投资基金等新的融资工具

金融部门可能给予优质的房地产项目适当的信贷支持，房地产信托投资基金可能在 09 年实行，房地产企业增加新的投资渠道。

2. 2 保障性住房不会对商品房市场形成大的冲击

中央政府已将保障性住房建设作为拉动内需的重要方面，各级地方政府都制定了 08，09 年的住房建设规划，将保障性住房作为住房建设规划的重要方面。我们预计 09 年中国的住房结构将得到进一步优化，多层次的保障性住房建设取得实质性进展。

表 2：重点城市 08，09 年住房建设规划

城市	规划期	建设总量	普通商品房		保障性住房	
			规模	占比	规模	占比
北京	2008	2750	1600	58.18%	1150	41.82%
	2009	2830	1600	56.54%	1230	43.46%
上海	2008	2000	1600	80.00%	400	20.00%
	2009	1800	1000	55.56%	800	44.44%
广州	2008	850~1180	750~1000		100~180	
	2009	908~1200	750~1000		158~200	
深圳	2008	1215.9	987.5	81.22%	228.4	18.78%
	2009	981.9	810	82.49%	171.9	17.51%
杭州	2008	759~859	550~650		147.8	
	2009	759~860	550~651		147.8	
南京	2008	1125	850	75.56%	275	24.44%
	2009	1085	800	73.73%	285	26.27%
天津	2008	1800	1195	66.39%	605	33.61%
	2009	2000	1295	64.75%	705	35.25%
重庆	2008	2499.01	2263.09	90.56%	235.92	9.44%
	2009	3115	2688	86.29%	427	13.71%
武汉	2008	1028.26	711.81	69.22%	316.45	30.78%
	2009	1000	800	80.00%	200	20.00%

长沙	2008	800	700	87.50%	100	12.50%
	2009	900	800	88.89%	100	11.11%

资料来源：东方证券研究所

我国的保障性住房分为廉租房，经济适用房和限价房。其中，廉租房和经济适用房定位于城市的低收入阶层，这部分人群的住房需求由于自身收入过低而得不到满足，也不可能转化为商品房市场的有效需求，因此这部分保障性住房的供应，对商品房市场的影响很小，它只是覆盖了商品房市场不能覆盖的社会群体的居住需求，具有社会保障性质，解决社会公平问题。同时经济适用房由于有严格的监管条件，和推出机制，使得经济适用房对商品房更多的是心理上的影响，对商品房市场影响较大的是保障性住房是限价房的供应。限价房是为了解决因商品房价格上涨过快而导致中低收入阶层住房难的问题而推出来的保障性住房政策，它主要分流的是有一部分低端商品房的消费者。但是我们认为限价房对商品房的影响也非常有限，主要是由于：第一，限价房的供应非常有限，各重点城市的限价房新开工面积基本在全年计划新开工面积的8%以下，有的城市由于房价下跌，限价房已经不具有吸引力而取消了限价房的供应。第二，限价房也有比较严格的申请标准，使得能购买限价房的群体还非常有限，比如必须拥有本地户籍和收入限制等。第三，限价房的地理位置，房屋品质不能满足购房者的需要。

保障性住房最大的问题是在于收入的甄别机制不健全，而可能导致“权力寻租”，最终导致部分商品房需求分流。由于个人收入信息的不透明，使得保障性住房的审核机构难以把握申请者的实际收入情况，而出现“寻租”现象，使得本来一部分应该购买商品房的人享受了政府的保障性住房。但是由于整体的保障性住房供应量有限，对商品房市场的影响还非常小。

2. 3 市场成交量将好于 08 年

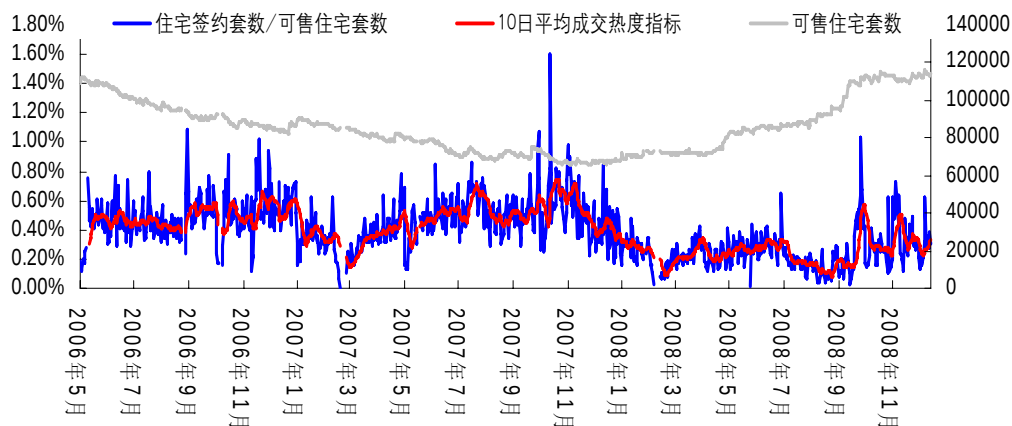
2. 3. 1 目前市场成交热度指标有所回升，住宅供应量仍在增长

我们在 08 年半年度策略报告《回归理性，重拾信心》中最早指出，由于房地产市场成交量同时和需求与供给有关，我们认为仅考察房地产市场的绝对成交量并不能充分反映市场的成交情况，而用成交套数/可售套数这个指标，可以客观反映房地产市场的成交情况。成交套数/可售套数的含义，表示每天市场中新房的去化率，可以作为房地产市场的成交热度指标。目前这一指标已基本被市场所认同。

06 年以来，北京的可售住宅套数一直在下滑，直到 08 年才有所增加，尽管目前的可售住宅套数处于高位，但市场热度指标也处于 08 年最好的时期。目前市场成交量的上升，一部分是因为房地产新政刺激了需求，同时市场的供应量也相应增加。

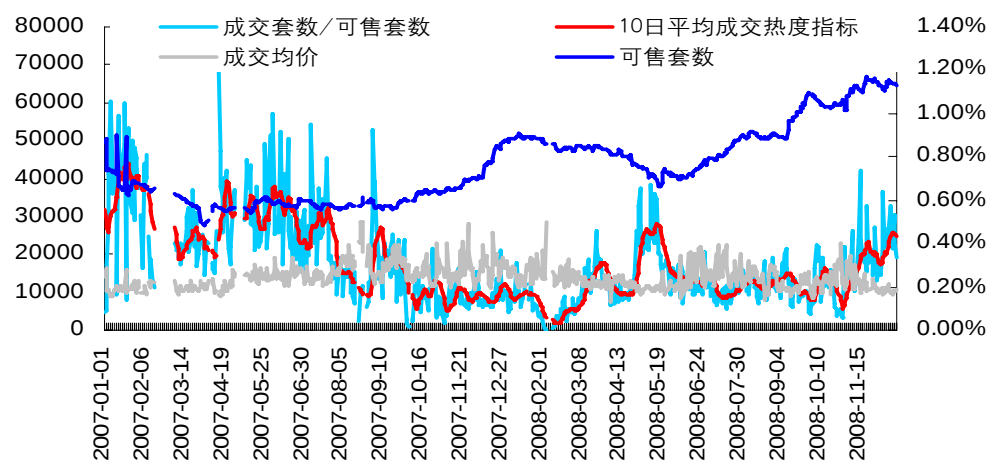
深圳的可售住宅套数目前仍处在上升的过程中，市场热度指标恢复到 07 年的较好水平，尽管目前深圳住宅仍存在去化库存压力，但我们认为深圳房价已基本企稳，请参考我们之前的报告《市场分化结构分化日益明显——深圳住宅房地产市场深度研究》。同时我们预计深圳将在 09 年出台刺激房地产市场消费的政策。

图 9：北京可售住房套数和市场成交热度指标



资料来源：北京市房地产交易管理网，东方证券

图 10：深圳新房可售套数和市场成交热度指标



资料来源：深圳市国土资源和房产管理局，东方证券

2. 3. 2 未来房价仍有下跌压力，预计 09 年全国房价下跌不超过 5%。

我们认为 09 年房地产市场由于国际国内的经济和金融形势非常复杂而面临较为复杂的情况，尽管未来房价仍面临下跌压力，但预计全国房价普遍下跌的幅度不超过 5%。

我们的判断主要来自于目前房地产市场潜在需求向有效需求转变的几个重要因素：

1) 居民收入水平仍在增长，但房价已出现下跌，房价泡沫因素有所减少。

房价收入比是测量居民住房可支付能力的指标之一，1992 年世界银行专家的研究报告《中国城镇住房制度改革：问题与可供选择的方案》将“房价收入比在 3~6 之间”的概率引入中国。这种计算方法采用的是房价中位数与家庭收入中位数之比；在计算房价时，不仅包括新建住房，也包括存量住房的交易价格；在计算家庭收入时，是各种税前收入，包括工资，养老金，商业活动收入，租金

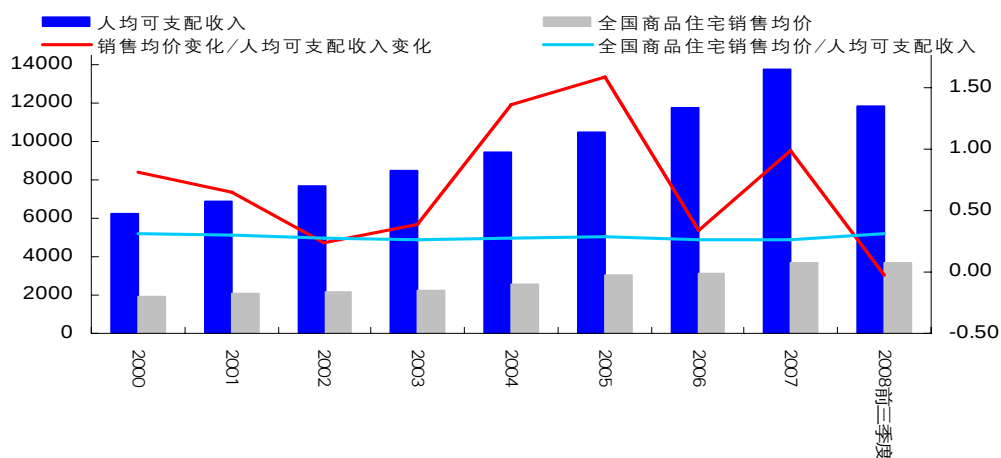
收入和各项实物补贴等。在我国，由于计算方法的差异和统计数据的缺乏，使得我国的房价收入比根本就不具备国际可比性。

我们可以选取全国商品房销售价格和城镇居民家庭人均可支配收入的相对变化来看房价和居民收入的变化情况。如果两者变化的比值小于1，说明对房地产的需求是以收入的真实需求为依托的，房地产泡沫的风险相对较小，如果两者变化的比值大于1，说明房价的上涨幅度超过了居民收入的上涨幅度，房地产市场的泡沫因素加大。

由于过去几年我国经济持续健康快速发展，人民收入水平也不断提高，使得大部分住房需求从潜在需求转变为有效需求。从“全国商品房销售均价变化/城镇居民人均可支配收入变化”这一指标来看，07年房价的上涨还是具有人民收入水平提高所带来的住房真实需求为依托的，但是较06年的泡沫因素加大。08年由于商品住房价格出现下跌，人均可支配收入仍出现增长，因此08年该项指标为负值，房价泡沫一部分被居民收入增长所消除。

当然，各个城市的这一指标情况又有所不同，还应该从各个城市的具体情况进行分析。

图 11：全国城镇居民家庭人均可支配收入相对全国商品房销售价格的变化情况



资料来源：WIND，东方证券

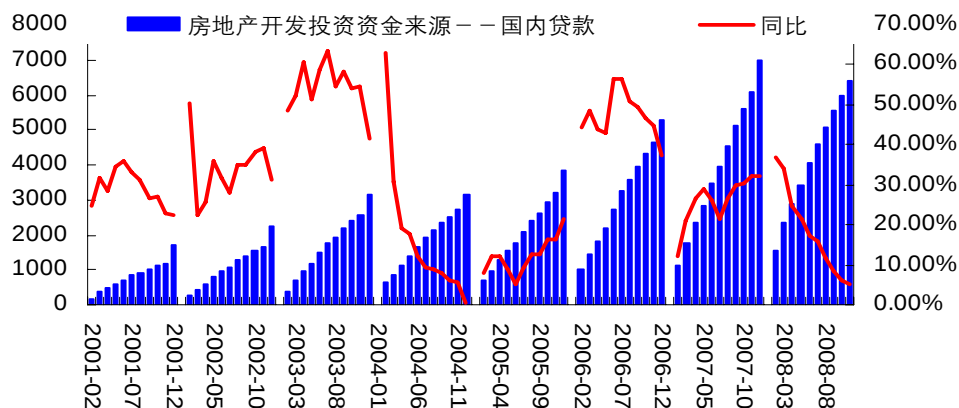
2) 银行的信贷开始放松。

08年我国的货币政策发生重大转变，由“从紧”转变为“适度宽松”，我国08年上半年还处于升息周期，08年下半年开始进入到降息周期，并且09年仍将处于降息周期中。08年12月21日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，意味着07年的第二套房贷款政策开始放松，同时房地产企业开发贷款也开始放松。《若干意见》指出：为进一步鼓励普通商品住房消费，要加大对自住型和改善型住房消费的信贷支持力度。在落实居民首次贷款购买普通自住房，享受贷款利率和首付款比例优惠政策的同时，对已贷款购买一套住房，但人均住房面积低于当地平均水平，再申请贷款购买第二套用于改善居住条件的普通自住房的居民，可比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。对其他贷款购买第二套及以上住房的，贷款利率等由商业银行在基准利率基础上按风险合理确定。支持房地产开发企业合理的融资需求。商业银行要根据信贷原则和监管要求，加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持力度；对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组有关企业或项目，提供融资支持和相关金融服务。支持资信条件较好的企业经批准发行企业债券，开展房地产投资信托基金试点，拓宽直接融资渠道。

银行信贷的放松，一方面提高了消费者的购房支付能力，降低了购房者的负担，有助于潜在需求向有效需求的转变；另一方面，为优质开发商提供了更多的建设资金，增加了市场的供给，同时有利于资金和土地向优质开发商集中，市场集中度得到提高。

08 年房地产开发投资资金来源国内贷款部分的同比增长率出现大幅下降，受信贷规模和房地产调控政策影响，银行信贷给房地产行业的支持较前面几年少。而 09 年银行信贷的放松，将给房地产行业提供更多的资金支持，有利于行业的复苏。

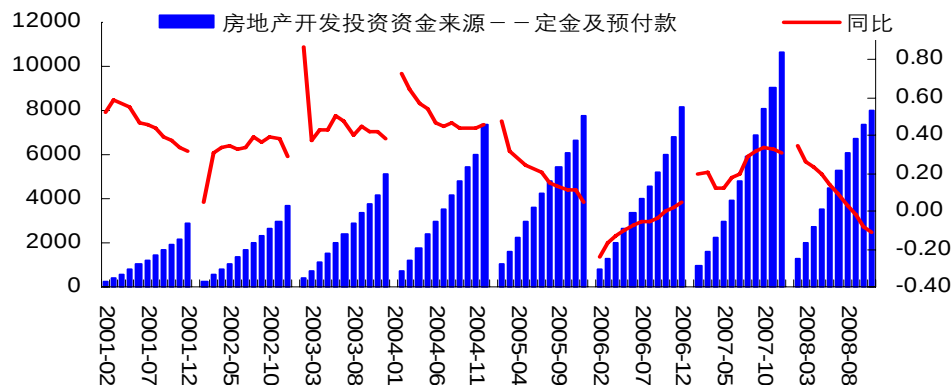
图 12：房地产开发投资资金来源国内贷款部分增长情况



资料来源：WIND，东方证券

房地产开发投资资金来源中定金及预付款部分在 08 年也同比大幅下降，甚至出现负增长，反映了 08 年房地产市场销售低迷的现状。而购房贷款余额也同比出现大幅下降，显示出目前购房贷款的活动减少，房地产行业的现金流问题比较严重。银行信贷放松，将有利于行业现金流压力问题的解决。

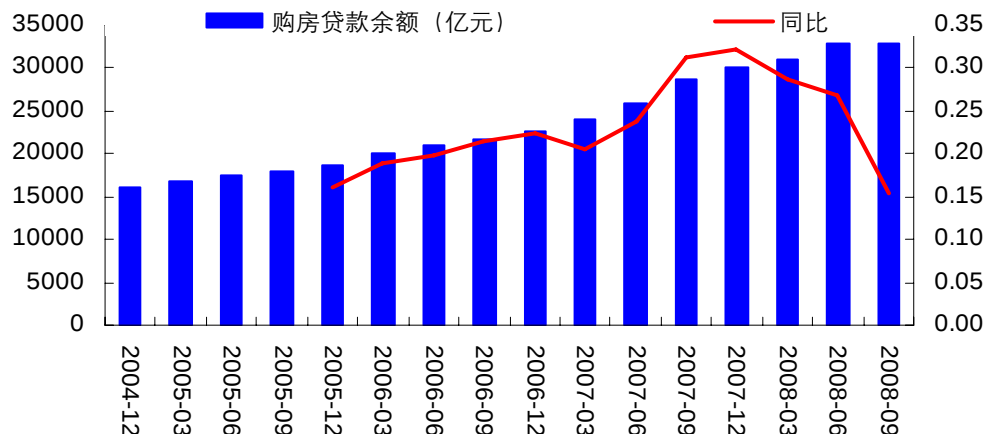
图 13：房地产开发投资资金来源定金及预付款部分增长情况



资料来源：WIND，东方证券

目前购房贷款余额虽然仍有增长，但购房贷款余额增长率出现大幅下滑，已降至 05 年以来的新低，这也反映了目前房地产市场销售的低迷情况。

图 14：购房贷款余额增长情况



资料来源：WIND，东方证券

银行的货币政策对房地产行业也有着重要影响。除了专门针对房地产的信贷政策外，08 年政府还多次调整了利率和存款准备金率，货币政策由“从紧”转变为“适度宽松”。09 年适度宽松的货币政策还将持续，东方证券宏观经济研究员预计 09 年央行可能继续降息 54 个基点。

表 3：存款准备金率历次调整

次数	时间	调整前	调整后	调整幅度
30	2008 年 12 月 25 日	(大型金融机构) 15.00%	14.50%	-0.50%
		(中小金融机构)14.00%	13.50%	-0.50%
		(大型金融机构) 16.00%	15.00%	-1.00%
29	2008 年 12 月 5 日	(中小金融机构)16.00%	14.00%	-2.00%
27	2008 年 9 月 25 日	17.50%	16.50%	-1.00%
26	2008 年 6 月 7 日	16.50%	17.50%	1.00%
25	2008 年 5 月 20 日	16%	16.50%	0.50%
24	2008 年 4 月 25 日	15.50%	16%	0.50%
23	2008 年 3 月 25 日	15%	15.50%	0.50%
22	2008 年 1 月 25 日	14.50%	15%	0.50%
21	2007 年 12 月 25 日	13.50%	14.50%	1%
20	2007 年 11 月 26 日	13%	13.50%	0.50%
19	2007 年 10 月 25 日	12.50%	13%	0.50%
18	2007 年 9 月 25 日	12%	12.50%	0.50%
17	2007 年 8 月 15 日	11.50%	12%	0.50%
16	2007 年 6 月 5 日	11%	11.50%	0.50%
15	2007 年 5 月 15 日	10.50%	11%	0.50%
14	2007 年 4 月 16 日	10%	10.50%	0.50%
13	2007 年 2 月 25 日	9.50%	10%	0.50%

12	2007 年 1 月 15 日	9%	9.50%	0.50%
11	2006 年 11 月 15 日	8.50%	9%	0.50%
10	2006 年 8 月 15 日	8%	8.50%	0.50%
9	2006 年 7 月 5 日	7.50%	8%	0.50%
8	2004 年 4 月 25 日	7%	7.50%	0.50%
7	2003 年 9 月 21 日	6%	7%	1%
6	1999 年 11 月 21 日	8%	6%	-2%
5	1998 年 3 月 21 日	13%	8%	-5%
4	1988 年 9 月	12%	13%	1%
3	87 年	10%	12%	2%
2	85 年	央行将法定存款准备金率统一调整为 10%		
1	84 年	央行按存款种类规定法定存款准备金率，企业存款 20%，农村存款 25%，储蓄存款 40%		

资料来源：东方证券

表 4：利率历次调整情况

利率调整时间	利率调整内容
2008 年 12 月 22 日	一年期存贷款基准利率下调 0.27 个百分点
2008 年 11 月 26 日	一年期存贷款基准利率下调 1.08 个百分点
2008 年 10 月 30 日	一年期存贷款基准利率下调 0.27 个百分点
2008 年 10 月 9 日	一年期存贷款基准利率下调 0.27 个百分点
2008 年 9 月 16 日	一年期贷款基准利率下调 0.27 个百分点 一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点；一年期贷款基准利率上调 0.18 个百分点。
2007 年 12 月 20 日	上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点。
2007 年 9 月 15 日	上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点。
2007 年 8 月 22 日	上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点。
2007 年 7 月 20 日	上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点。 一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点；一年期贷款基准利率上调 0.18 个百分点。
2007 年 5 月 19 日	上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点。
2007 年 3 月 18 日	上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27 个百分点。
2006 年 8 月 19 日	一年期存、贷款基准利率均上调 0.27%。
2006 年 4 月 28 日	金融机构贷款利率上调 0.27%，提高到 5.85%。
2005 年 3 月 17 日	提高了住房贷款利率。
2004 年 10 月 29 日	一年期存、 $\bar{a}$ 贷款利率均上调 0.27%。
1993 年 7 月 11 日	一年期定期存款利率 9.18% 上调到 10.98%。
1993 年 5 月 15 日	各档次定期存款年利率平均提高 2.18%，各项贷款利率平均提高 0.82%。

资料来源：东方证券研究所整理

从影响需求的角度来看，降息和房地产新政使得购房者资金成本和机会成本大大降低，将刺激首次购房需求和改善性住房需求，同时调控政策也影响到潜在购房者的消费预期，房地产新政和适度宽松的货币政策实施以来，房地产市场成交量出现恢复性增长。

从影响供给的角度来看，降息和下调存款准备金率，房地产商资金成本下降，资金压力有一定程度的缓解，开发商投入项目建设的资金可能增加。

3) 从消费者对房地产市场的预期来看, 房地产新政的实施和中央和地方政府出台的各项促进房地产市场健康发展的政策, 对消费者的预期有着重要的影响。07 年出台的多项打压房地产的政策, 使得大部分居民的住房消费预期中短期转向悲观。从目前的情况看, 尽管政府出台多项鼓励房地产行业健康发展的政策, 由于国际经济和我国经济发展形势严峻, 房地产市场的消费预期仍比较谨慎, 消费者在购买住房时, 除了考虑房价因素, 还考虑物业配套, 社区品质等多方面因素, 观望气氛比较浓厚, 短期之内疯狂抢购住房的情况难以出现。

2.3.3 我们预计 09 年房地产开发投资额零增长, 新开工面积下降 11%, 销售面积增长约 10%, 销售均价下跌约 3%。

我们预计 09 年各级政府为保经济增长, 会加大对房地产行业的支持力度, 未来还有多项房地产行业的重大利好出台; 银行信贷会持续放松, 二套房贷款政策逐步取消, 适度宽松的货币政策将发挥作用, 央行还将降息 54 个基点; 房地产供给结构将进一步改善, 小户型比例将逐步增长, 即使维持房价不变, 单套房价将降低, 这将有助于首次购房需求的释放; 政府对房地产行业的扶持政策, 将不断改变人们的预期, 降低购房人负担, 居民收入仍将增长, 08 年推迟消费的部分房地产市场需求将在 09 年释放, 09 年房地产销售面积约增长 10%, 销售均价下跌约 3%。

表 5：房地产行业主要指标预测

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
房地产开发投资额 (亿元)	7736.42	10106.12	13158.25	15759.30	19382.46	25279.65	31000.00	31000.00
同比 (%)	23.87%	30.63%	30.20%	19.77%	22.99%	30.43%	22.63%	0.00%
施工面积 (万平方米)	92756.99	116907.46	140451.39	164444.97	194090.16	235881.61	270000	290000
同比 (%)	20.13%	26.04%	20.14%	17.08%	18.03%	21.53%	14.46%	7.41%
新开工面积 (万平方米)	42259.85	54319.1	60413.86	66840.04	78131.35	94590.2	90000	80000
同比 (%)	17.56%	28.54%	11.22%	10.64%	16.89%	21.07%	-4.85%	-11.11%
竣工面积 (万平方米)	32522.81	39509.75	42464.87	48792.52	53019.36	58235.88	60000	63000
同比 (%)	19.12%	21.48%	7.48%	14.90%	8.66%	9.84%	3.03%	5.00%
销售面积 (万平方米)	24969.29	32247.24	38231.64	55769.14	60628.14	76192.7	54000	59000
同比 (%)	20.16%	29.15%	18.56%	45.87%	8.71%	25.67%	-29.13%	9.26%
商品住宅销售均价 (元)	2129.55	2211.69	2548.61	3009.58	3132.44	3664.56	3557.69	3454.55
同比 (%)	2.98%	3.86%	15.23%	18.09%	4.08%	16.99%	-2.92%	-2.90%

资料来源: 东方证券研究所

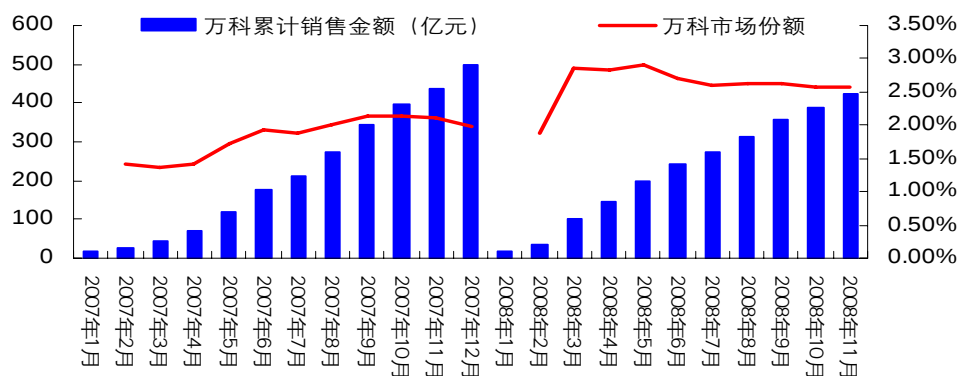
2.4 行业分化加剧, 品牌公司竞争优势加强

在 07 年房地产市场好的时候，由于消费者的非理性消费，对房子的品质，开发商的品牌等因素都没有理性考虑，行业内的所有企业基本都享受到了行业景气带来的好处。而 08 年的房地产行业调整期，行业分化开始加剧，具有产品优势和品牌优势的优质开发商赢得了竞争优势。

尽管 08 年房地产市场成交量大幅萎缩，但是行业龙头公司的销售业绩明显好于行业水平。

万科 2008 年 1~11 月累计销售面积 491 万平米，累计销售金额 425 亿元，分别比 07 年同期下降 5.54% 和 2.74%。而公司 08 年的市场销售份额却比 07 年有所上升，08 年 11 月底，万科的市场份额为 2.58%，比 07 年 12 月的 1.97% 提高 0.61%。

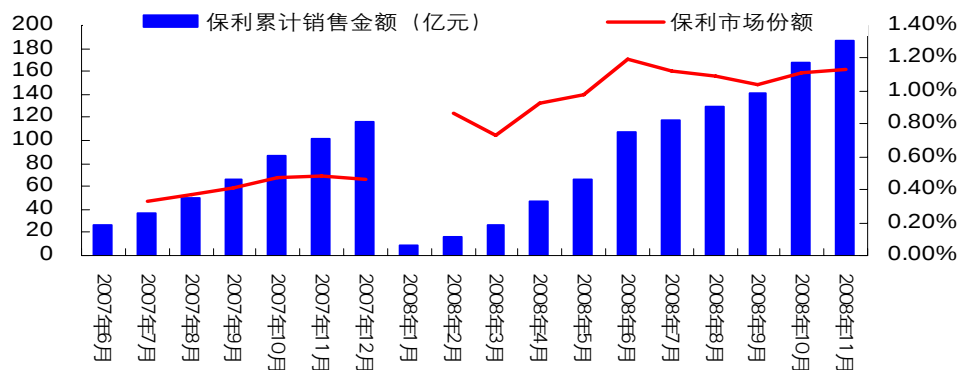
图 15：万科累计销售金额和所占市场份额



资料来源：东方证券研究所整理

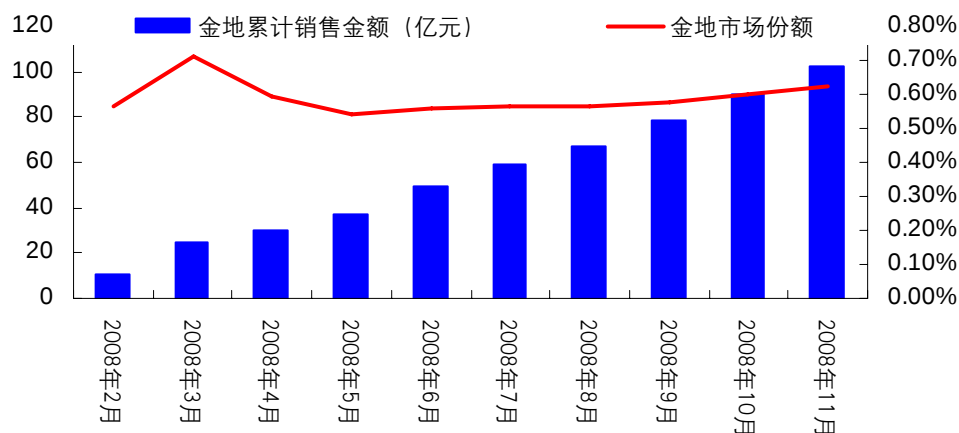
保利地产 2008 年 1~11 月累计实现销售面积 235 万平米，同比增长 28%，实现累计销售金额 187 万平米，同比增长 21%，公司的市场销售份额稳步上升，08 年 11 月，公司市场份额达到 1.13%，比 07 年 12 月的 0.46% 提高 0.67%。

图 16：保利累计销售金额和所占市场份额



资料来源：东方证券研究所整理

金地集团 2008 年 1~11 月累计实现销售面积 98 万平米，同比下降 3.87%，实现累计销售金额 103 亿元，同比增长 12.9%。公司的市场份额稳步上升，08 年 11 月，公司的市场份额为 0.62%。

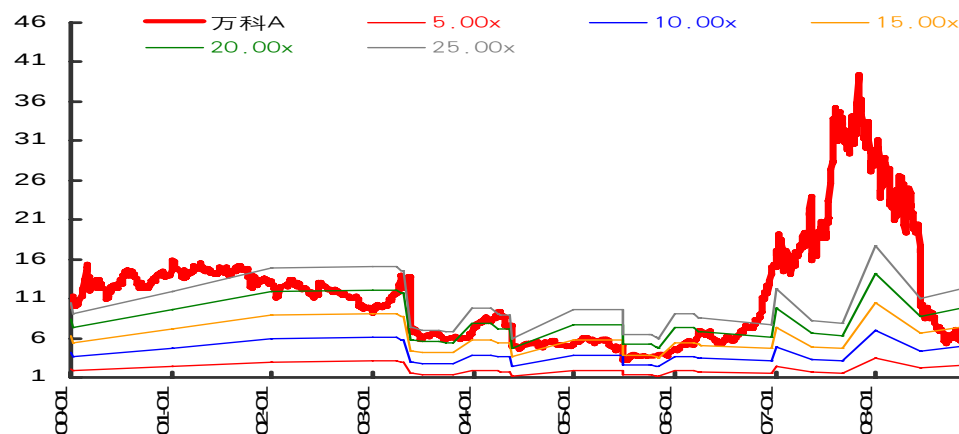
图 17：金地累计销售金额和所占市场份额


资料来源：东方证券研究所整理

三. 从估值角度看，行业处于价值投资区域

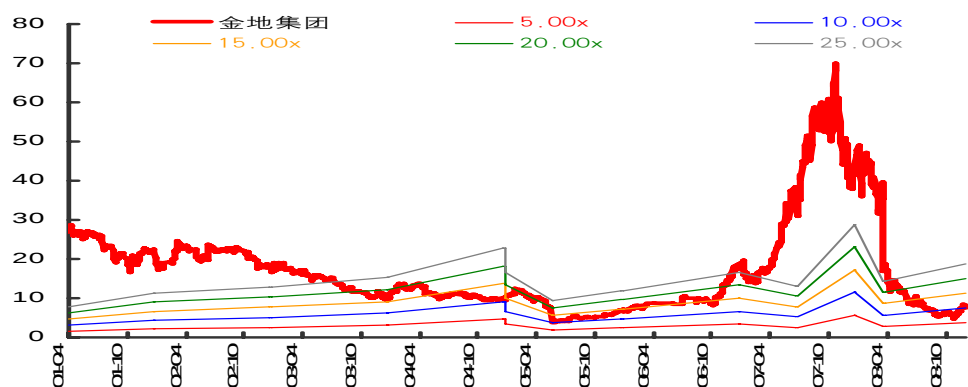
3. 1 维持“看好”的行业评级

目前重点住宅开发类上市公司估值水平已经大幅回落，已进入到价值投资区域。以 09 年 1 月 12 日收盘价计算，剔除亏损公司后，房地产板块目前 07 年静态市盈率为 19.6 倍，静态市净率为 2.2 倍。其中招商地产，深长城，金地集团，栖霞建设等公司，07 年静态 PB 和 PE 大幅低于行业平均水平。而以金地集团，保利地产，万科为代表的大蓝筹地产公司 08 年动态 PE 普遍在 17 倍左右。大部分开发型地产公司股价已经低于公司每股 RNAV 值 20%，招商地产，金地集团的股价比每股 RNAV 值折价 30%以上。

图 18：万科 PE 水平处于历史底部


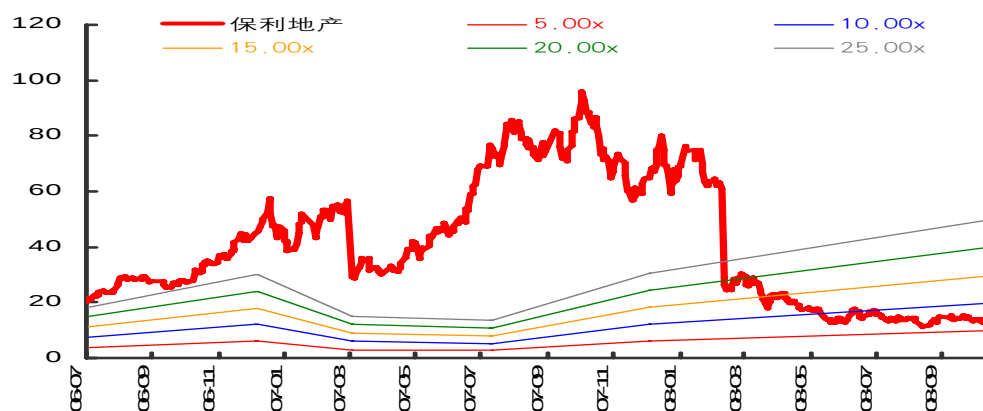
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 19：金地集团 PE 水平处于历史底部



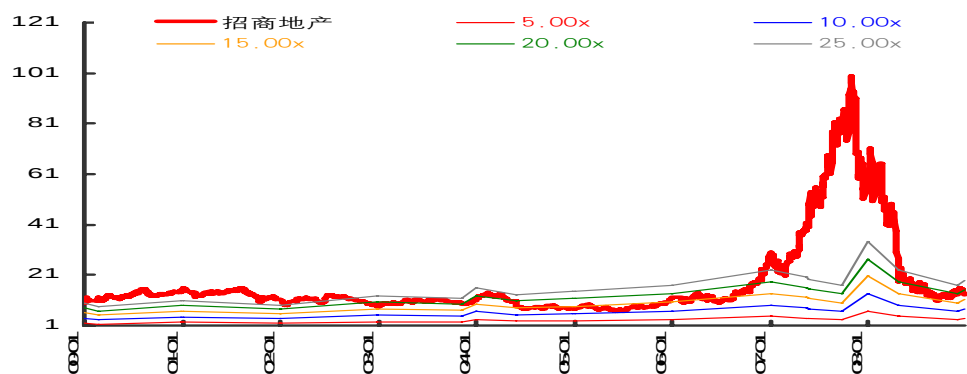
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 20：保利地产 PE 水平处于历史底部



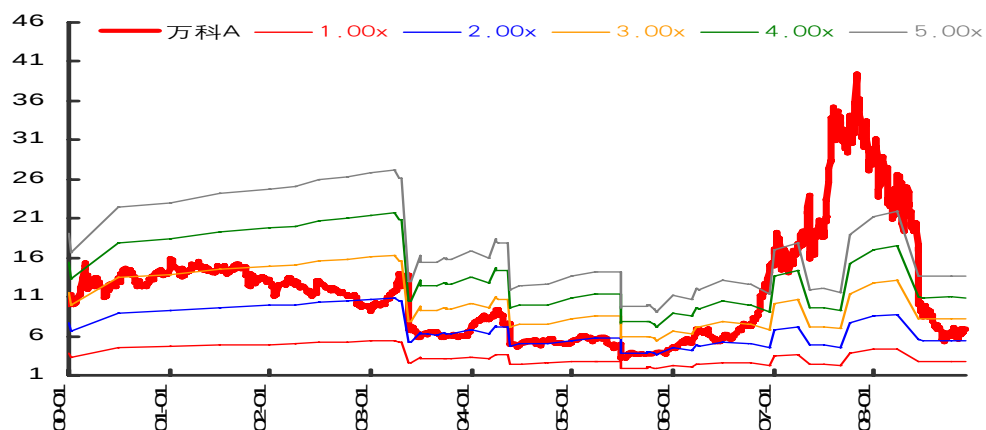
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 21：招商地产 PE 水平处于历史底部



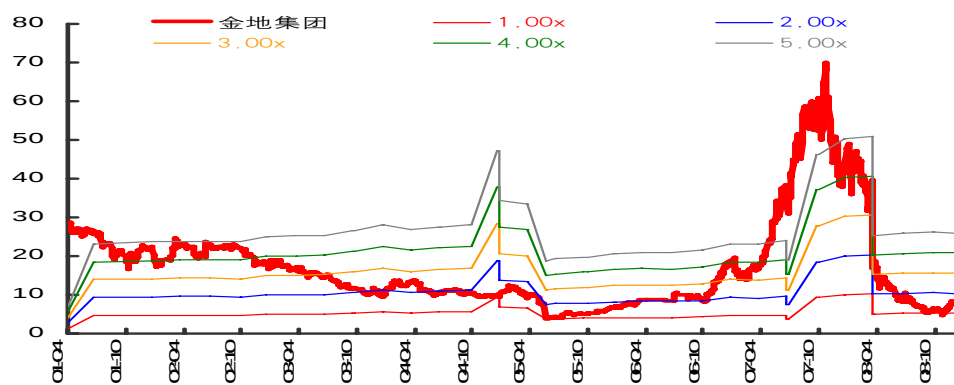
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 22：万科 PB 水平处于历史底部



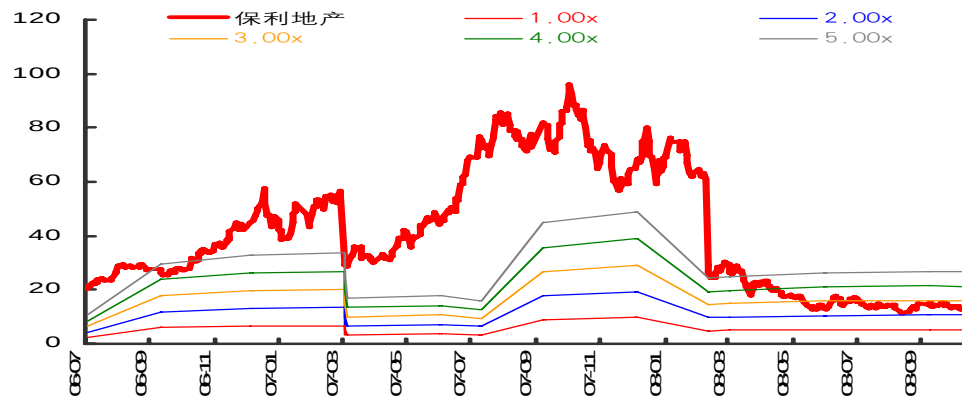
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 23：金地集团 PB 水平处于历史底部



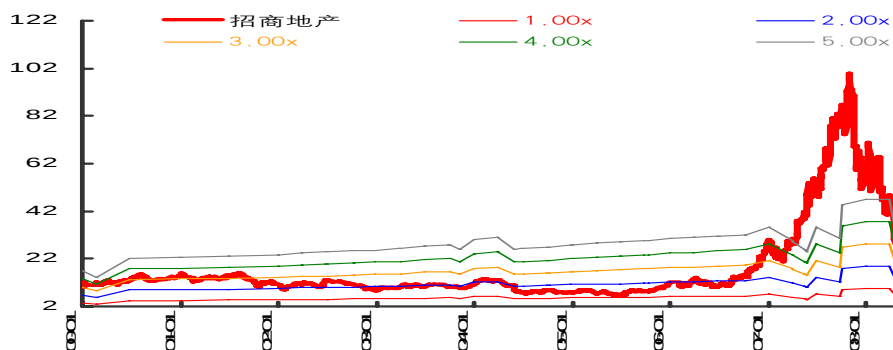
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 24：保利地产 PB 水平处于历史底部



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 25：招商地产 PB 水平处于历史底部



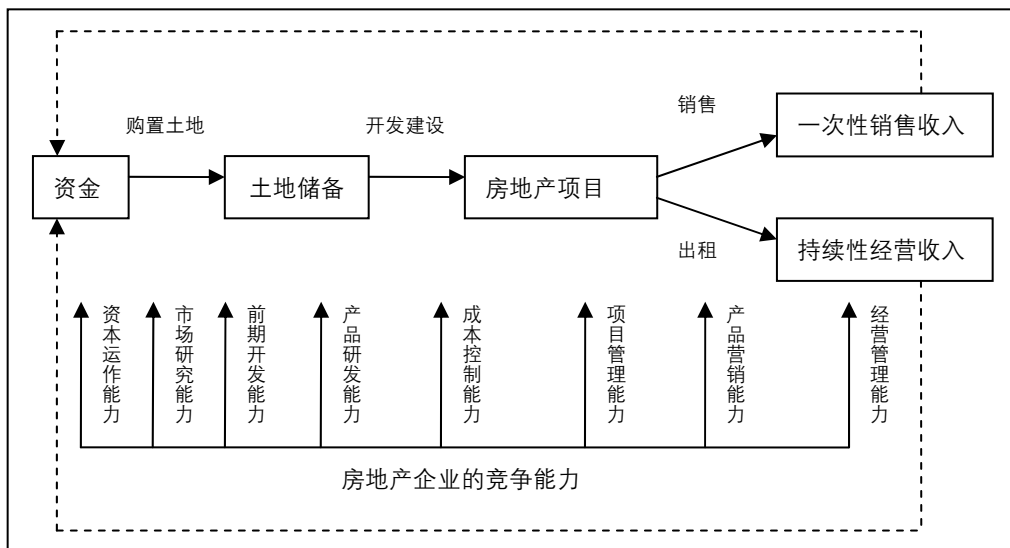
资料来源：WIND，东方证券研究所

尽管目前房地产行业仍旧处于调整期，房价还面临着较大的下调压力，但是行业政策拐点已经出现，房地产市场成交量出现恢复性增长，未来利好政策仍可期待，其积极作用也将在 09 年开始显现效果，我们预计房地产市场成交量将于 09 年下半年较 08 年同期出现大幅增长。从估值的角度来看，房地产行业的市盈率和市净率水平处于历史地位，我们维持“看好”的房地产行业投资评级。

3. 2 选择细分行业龙头进行投资

一般而言，一个优秀的房地产企业能够根据行业发展的阶段和市场的状况及时调整公司的发展战略，同时善于根据自身优势和特点来有选择地购置符合自身企业发展战略的土地储备，从购置土地储备入手，进而贯彻到后续项目开发和实现销售收入的全过程。房地产企业的竞争能力是资本运作能力，市场研究能力，产品开发能力，项目管理能力等多项能力的综合。

图 26：二级房地产市场开发商盈利模式图



资料来源：东方证券

从目前行业的政策导向和行业发展趋势来看，在行业调整期，行业集中度将进一步提高，行业的龙头公司由于行业融资环境的改善，可能获得更多的资金和资源支持，行业壁垒提高，专业化增强，未来房地产行业将面临强者恒强的竞争格局，因此我们认为未来细分行业龙头公司将有更大的投资机会。

在行业龙头公司里面，我们关注公司业绩增长具有确定性的公司，主要从08年3季度的预收账款和前三季度销售额来考察公司未来业绩增长的确定性。如表所示，万通地产，首开股份，保利地产，华发股份，金地集团，深长城，万科，招商地产等公司未来业绩增长的确定性较强。

表6：上市公司08年前三季度预收账款和营业收入情况

证券简称	08年前三季度预收账款 (万元)	08年前三季度营业收入 (万元)	总股本(万股)	07年营业总收入 (万元)	08年前三季度(预收账款+营业收入)	08年前三季度(预收账款+营业收入)/07年营业收入	08年前三季度(预收账款+营业收入)/总股本
万通地产	240309	306986	50700	217621	547295	2.51	10.79
首开股份	387136	315455	80980	725516	702591	0.97	8.68
保利地产	1382951	669319	245234	811523	2052269	2.53	8.37
浙江广厦	514582	150546	87179	277782	665128	2.39	7.63
华发股份	406522	163344	81705	216568	569866	2.63	6.97
金地集团	726897	435146	167815	748748	1162043	1.55	6.92
深长城	119271	37113	23946	108283	156385	1.44	6.53
冠城大通	51382	332446	61292	462455	383829	0.83	6.26
中航地产	26634	96066	22232	226254	122699	0.54	5.52
滨江集团	302421	226908	104000	263066	529329	2.01	5.09
万科A	3107980	2254191	1099521	3552661	5362172	1.51	4.88
美都控股	37635	126756	34413	229176	164391	0.72	4.78
阳光发展	16938	60885	16750	60229	77823	1.29	4.65
北京城建	103381	231523	74100	157959	334904	2.12	4.52
中国武夷	60703	106923	38945	204991	167626	0.82	4.30
合肥城建	38797	23582	16005	41822	62379	1.49	3.90
福星股份	7482	257999	70523	333761	265481	0.80	3.76
绵世股份	2	109152	29810	47538	109154	2.30	3.66
广宇发展	111872	61133	51272	97326	173005	1.78	3.37
苏州高新	155745	138118	88157	263285	293863	1.12	3.33
广宇集团	95574	64512	49860	130670	160087	1.23	3.21
莱茵置业	48632	68673	37075	99235	117305	1.18	3.16
中华企业	132827	201791	108803	239922	334618	1.39	3.08
荣盛发展	101638	137275	80000	174428	238914	1.37	2.99
陆家嘴	398291	158851	186768	205101	557142	2.72	2.98
香江控股	126339	102292	76781	76317	228631	3.00	2.98
万业企业	20960	107140	44787	88217	128100	1.45	2.86
阳光股份	19025	129386	53565	129635	148411	1.14	2.77
卧龙地产	20672	70153	33000	76483	90825	1.19	2.75
天地源	96594	100545	72010	109066	197139	1.81	2.74
亿城股份	102255	53779	60195	207376	156034	0.75	2.59
绿景地产	7140	40614	18482	44290	47754	1.08	2.58
招商地产	234355	191079	171730	411164	425434	1.03	2.48
中关村	31142	135687	67485	223231	166829	0.75	2.47
苏宁环球	103398	240938	141888	127777	344336	2.69	2.43
上海新梅	5572	50478	24799	23955	56049	2.34	2.26
北辰实业	505634	244818	336702	435411	750452	1.72	2.23
新疆城建	20699	58835	36637	104331	79534	0.76	2.17
世荣兆业	14065	66726	38458	2338	80791	34.56	2.10
中体产业	125956	40744	80356	190125	166700	0.88	2.07

金融街	205806	292753	248121	421436	498559	1.18	2.01
-----	--------	--------	--------	--------	--------	------	------

资料来源：东方证券研究所

3. 3 重点推荐公司：招金保万，荣华冠陆

我们重点推荐具有央企背景，完成全国扩张的一线龙头开发企业：招商地产，保利地产；具有较强企业核心竞争力，能及时应对行业调整的一线龙头开发企业金地集团，万科；在房地产市场相对健康的三四线城市快速发展的龙头开发企业荣盛发展；区域市场龙头企业华发股份，冠城大通；土地资源垄断性突出，公司转型进入收获期，物业持有型地产龙头企业陆家嘴。

表 7：重点公司估值情况

住宅开发类 证券简称	投资评级	PE 07A	PB 07A	公司股价 2008 年 1 月 12 日	EPS 08E	EPS 09E	PE 08E	PE 09E
万科 A	买入	15.46	2.49	6.81	0.40	0.48	17.03	14.19
招商地产	买入	20.57	2.90	13.87	0.60	0.95	23.12	14.60
深长城	买入	7.80	0.94	6.57	0.19	0.70	35.32	9.39
荣盛发展	买入	17.19	2.45	6.11	0.45	0.60	13.58	10.18
保利地产	买入	26.35	2.99	16.00	0.90	1.17	17.78	13.68
冠城大通	买入	12.94	1.62	4.37	0.45	0.60	9.71	7.28
华发股份	买入	24.97	1.96	11.09	0.75	0.85	14.79	13.05
金地集团	买入	12.49	1.37	7.18	0.52	0.68	13.81	10.56
物业持有类 证券简称	投资评级	PE 07A	PB 07A	公司股价 2008 年 1 月 12 日	EPS 08E	EPS 09E	PE 08E	PE 09E
浦东金桥	买入	39.35	2.58	9.63	0.32	0.48	30.09	20.06
陆家嘴	买入	41.90	3.73	16.92	0.50	0.60	33.84	28.20
张江高科	买入	44.72	3.35	10.96	0.45	0.65	24.36	16.86

资料来源：东方证券研究所

四. 风险因素分析

- 1、09 年我国所面临的宏观经济和国际经济形势非常复杂，经济增长速度下降对消费者购房预期的影响目前还无法估计，如果 09 年经济增长出现大幅下滑，房地产市场的销售将可能低于预期。
- 2、目前房地产价格出现局部调整，部分 07 年高地价的项目将于 09 年开始进入市场，行业毛利率出现下降的风险。

大浪淘沙始见金

研究结论

- 行业调整期的突出业绩凸现了金地在产品、营销、财务和管理上的创新能力。快速滚动开发，深入研究客户需求，确保产品领先特色；与多家大型房产中介商合作，创新销售模式，变直销为代销，提高产品价值的传递效率；坚持多元融资战略，并渗透到房地产基金管理和房地产金融领域；在制定长远发展规划的同时，建立了同地产业布局相适应的科学管理体制，优化人员绩效，提高经营效率。
- 未来三年业绩增长相对较快。通过对公司各个项目的分析和谨慎的价格假设，我们预计金地集团 08、09、10 年 EPS 分别是 0.61 元、0.71 元、0.726 元，未来三年主营业务收入和净利润的 CAGR 分别为 25.82% 和 8.07%。
- 每股重估净资产值 (RNAV/Share) 为 10.45 元，目前股价以 27% 折价交易。估值时未考虑除北京金地中心外其它投资性房地产对净资产值的增值部分，WACC 取 9.26%。
- 金地集团目前的 PE 和 PB 估值水平已到历史最低位，且显著低于 A 股同类公司。市场对金地 07 年购置土地反应过度，公司股价严重偏离内在价值。我们认为每股重估净资产值反映了地产公司最基本的投资价值，因此设定公司六个月内的合理股价为 10.45 元，对应 08、09 年的动态市盈率分别为 17 倍和 14.5 倍，我们维持对金地的“买入”评级。
- 风险因素：1. 国内经济急剧下滑，行业复苏低于预期；2. 公司目前财务状况稳健，但 09 年面临较大融资压力。如果 09 年公司未能成功融资，公司 09 年后的发展将可能低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

薛和斌

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 6078

xuehebin@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持

股价 (2008 年 12 月 12 日)

7.63 元

目标价格 (6 个月)

10.45 元

总股本/A 股 (万股)

167815 / 164133

A 股市值 (百万元)

125.23 亿元

国家/地区

中国

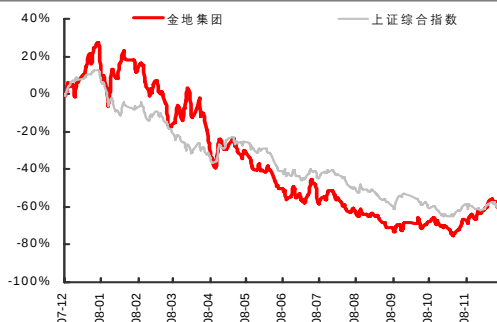
行业

房地产

报告日期

2008 年 12 月 15 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

19.15

35.92

(60.32)

相对表现 (%)

22.91

37.55

(0.39)

资料来源: WIND

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	7487	7968	13347	14913
同比(%)	110%	6%	67%	12%
归属母公司净利润	965	1020	1199	1218
同比(%)	103%	6%	18%	2%
毛利率(%)	43.8%	44.0%	34.4%	32.6%
ROE(%)	11.4%	10.0%	10.7%	10.0%
每股收益(元)	1.15	0.61	0.71	0.73
P/E	13.27	12.56	10.68	10.51
P/B	1.52	1.26	1.15	1.05
EV/EBITDA	10.86	11.17	9.23	9.31

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表 1：金地集团财务报表预测与比率分析

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	24462	26786	50057	57318	营业收入	7487	7968	13347	14913
现金	2511	3417	4538	5071	营业成本	4204	4466	8756	10051
应收账款	7	4	10	10	营业税金及附加	824	976	1274	1376
其它应收款	712	758	1269	1418	销售费用	212	263	409	473
预付账款	2167	2223	4368	5015	管理费用	400	501	776	901
存货	18624	20005	39311	45137	财务费用	59	92	85	79
其他	441	379	560	668	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	853	832	811	790	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	247	247	247	247	投资净收益	2	0	0	0
投资性房地产	192	184	175	166	营业利润	1788	1669	2047	2033
固定资产	79	67	54	42	营业外收入	12	36	51	51
在建工程	0	0	0	0	营业外支出	3	3	5	6
无形资产与其他	335	335	335	335	利润总额	1797	1703	2093	2079
资产总计	25315	27618	50868	58108	所得税	474	426	523	520
流动负债	10701	9860	31775	37690	净利润	1323	1277	1570	1559
短期借款	1943	1943	1943	1943	少数股东损益	358	257	371	341
预收款项	3793	3809	6571	7236	归属于母公司净利润	965	1020	1199	1218
其他	4964	4107	23261	28511	EBITDA	1872	1820	2203	2183
非流动负债	5412	6632	6632	6632	EPS (元)	1.15	0.61	0.71	0.73
长期借款	5405	5405	5405	5405					
其他	8	1227	1227	1227	主要财务比率				
负债合计	16113	16492	38407	44322	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	760	978	1293	1583	成长能力				
股本	839	1678	1678	1678	营业收入	110.1%	6.4%	67.5%	11.7%
资本公积及留存收益	7603	8470	9489	10524	营业利润	175.5%	-6.7%	22.6%	-0.7%
归属母公司股东权益合计	8442	10148	11167	12202	归属于母公司净利润	103.3%	5.7%	17.6%	1.6%
负债和股东权益	25315	27618	50868	58108	获利能力				
					毛利率	43.8%	44.0%	34.4%	32.6%
现金流量表				单位:百万元	净利率	12.9%	12.8%	9.0%	8.2%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	11.4%	10.0%	10.7%	10.0%
经营活动现金流	-7070	231	-14504	-3455	ROIC	8.1%	7.4%	5.4%	4.8%
净利润	1323	1277	1570	1559	偿债能力				
折旧摊销	23	21	21	21	资产负债率	63.7%	60.0%	59.4%	54.7%
财务费用	360	92	85	79	净负债比率	70.3%	50.8%	36.1%	28.7%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	2.29	2.72	1.58	1.52
营运资金变动	-8776	-1159	-16180	-5115	速动比率	0.55	0.69	0.34	0.32
其它	0	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-95	0	0	0	总资产周转率	0.10	0.08	0.09	0.07
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	498	353	471	385
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	0.92	0.77	0.98	0.79
其他	-95	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	4334	675	-321	-313	每股收益	1.15	0.61	0.71	0.73
短期借款	670	0	0	0	每股经营现金流	-8.43	0.14	-8.64	-2.06
长期借款	3152	200	100	100	每股净资产	10.06	6.05	6.65	7.27
普通股增加	173	839	0	0	估值比率				
资本公积增加	4284	0	0	0	P/E	13.27	12.56	10.68	10.51
其他	-3945	-364	-421	-413	P/B	1.52	1.26	1.15	1.05
现金净增加额	-2641	906	-14824	-3768	EV/EBITDA	10.86	11.17	9.23	9.31

资料来源：东方证券研究所

高端发展模式，打造蓝筹地产

研究结论

- 未来大股东持续的资产注入将成为公司超常规发展路径。招商局集团参与公司增发认购和增持 B 股，其雄心勃勃的发展战略将彻底改变招商地产“小公司大集团”的现状。
- 公司拥有大量低容积率低密度土地储备，有利于开发高端住宅产品，符合公司打造绿色地产和高端品牌的发展战略，在行业竞争中占据优势。
- 房地产开发业务全国扩张进入收获期，未来两年公司从房地产收入结构上将成为真正意义上的全国性地产公司。通过对公司各个项目的分析和谨慎的价格假设，我们预计招商地产 08、09、10 年 EPS 分别是 0.76 元，0.95 元，1.25 元。
- 公司刚完成增发，现金流充裕，财务安全，为弱市扩张打下坚实基础。
- 招商地产目前的 PE 和 PB 估值水平已到历史最低位。我们认为每股重估净资产值反映了地产公司最基本的投资价值，因此设定公司六个月内的合理股价为 19 元，对应 08、09 年的动态市盈率分别为 25 倍和 20 倍，我们维持对招商地产的“买入”评级。
- 风险因素：1. 国内经济急剧下滑，行业复苏低于预期；2. 目前房价仍面临下调压力，金融危机对高档房产的消费者带来不利影响，公司未来毛利率可能下滑。



东方证券
ORIENT SECURITIES

薛和斌

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 6078

xuehebin@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持

股价（2008 年 12 月 24 日）

13.61 元

目标价格（6 个月）

19 元

总股本/A 股（万股）

171730 / 157587

A 股市值（百万元）

214.48 亿元

国家/地区

中国

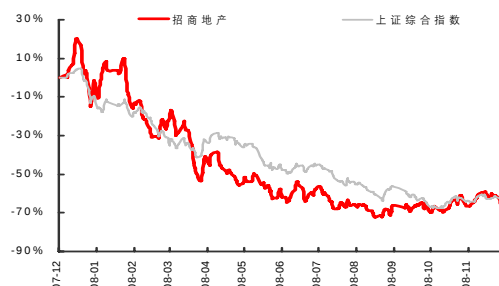
行业

房地产

报告日期

2008 年 12 月 24 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(6.75)	1.88	(66.97)
相对表现 (%)	(4.48)	16.70	(2.16)

资料来源：WIND

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E	
营业收入	4112	6028	8108	11265	
同比(%)	40%	47%	35%	39%	
归属母公司净利润	1148	1297	1637	2147	
同比(%)	104%	13%	26%	31%	
毛利率(%)	47.0%	49.4%	44.3%	42.8%	
ROE(%)	14.5%	12.1%	13.7%	16.1%	
每股收益(元)	0.67	0.76	0.95	1.25	
P/E	20.36	18.02	14.28	10.89	
P/B	2.96	2.18	1.96	1.75	
EV/EBITDA	15	12	12	10	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表 2：招商地产财务报表预测与比率分析

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	21666	26989	31885	37678	营业收入	4112	6028	8108	11265
现金	3588	1750	1805	2138	营业成本	2179	3050	4516	6447
应收账款	56	69	88	106	营业税金及附加	513	963	980	1352
其它应收款	837	580	862	1021	销售费用	76	121	162	225
预付账款	7	6	10	12	管理费用	161	241	324	451
存货	17167	24572	29104	34388	财务费用	11	18	24	34
其他	11	12	16	13	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	3441	3998	4062	4024	公允价值变动收益	-51	0	0	0
长期投资	568	680	714	750	投资净收益	201	0	0	0
固定资产	289	352	414	429	营业利润	1317	1635	2101	2757
无形资产	52	50	47	45	营业外收入	130	0	0	0
其他	2532	2916	2887	2800	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	25107	30987	35947	41702	利润总额	1444	1635	2101	2757
流动负债	12281	13658	16988	21309	所得税	259	327	420	551
短期借款	5672	5955	7405	10082	净利润	1185	1308	1681	2205
预收款项	2917	3284	4945	5804	少数股东损益	37	11	44	58
其他	3692	4419	4638	5423	归属于母公司净利润	1148	1297	1637	2147
非流动负债	3681	5366	5737	5661	EBITDA	1475	1775	1847	2218
长期借款	3645	4845	5045	5245	EPS (元)	0.67	0.76	0.95	1.25
其他	36	521	692	416					
负债合计	15962	19024	22725	26970	主要财务比率				
少数股东权益	1242	1253	1297	1365	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	845	1717	1717	1717	成长能力				
资本公积及留存收益	7053	9286	10498	11938	营业收入	39.6%	46.6%	34.5%	38.9%
归属母公司股东权益合计	7903	10710	11925	13367	营业利润	86.9%	24.2%	28.5%	31.2%
负债和股东权益	25107	30987	35947	41702	归属于母公司净利润	103.9%	13.0%	26.2%	31.2%
					获利能力				
					毛利率	47.0%	49.4%	44.3%	42.8%
现金流量表					净利率	27.9%	21.5%	20.2%	19.1%
				单位:百万元	ROE	14.5%	12.1%	13.7%	16.1%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	10.8%	9.6%	8.5%	8.6%
经营活动现金流	-4003	-4834	-1657	-2213	偿债能力				
净利润	1185	1357	1405	1695	资产负债率	63.6%	61.4%	63.2%	64.7%
折旧摊销	137	36	45	52	净负债比率	72.5%	84.5%	89.3%	98.7%
财务费用	11	18	24	34	流动比率	1.76	1.98	1.88	1.77
投资损失	-201	-90	-163	-312	速动比率	0.37	0.18	0.16	0.15
营运资金变动	-5111	-5863	-3024	-3848	营运能力				
其它	-24	-292	17	166	总资产周转率	0.21	0.21	0.22	0.22
投资活动现金流	-4003	-143	43	185	应收账款周转率	89	87	85	82
资本支出	1040	38	76	53	应付账款周转率	1.07	0.96	1.02	0.93
长期投资	-614	186	38	74	每股指标 (元)				
其他	-3577	81	158	312	每股收益	0.67	0.76	0.95	1.25
筹资活动现金流	8196	3139	1669	2361	每股经营现金流	-4.74	-2.81	-0.96	-1.29
短期借款	3465	283	1450	2677	每股净资产	4.60	6.24	6.94	7.78
长期借款	1215	1200	200	200	估值比率				
普通股增加	226	538	0	0	P/E	20.36	18.02	14.28	10.89
资本公积增加	1922	1225	0	0	P/B	2.96	2.18	1.96	1.75
其他	1368	-107	19	-516	EV/EBITDA	15	12	12	10
现金净增加额	2626	-1838	55	333					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

薛和斌：房地产行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn