



金元证券股份有限公司

房地产业
Real Estate

2009 年 2 月 6 日

刺激房地产投资加速挤出传统地产商

——2009 年房地产行业投资策略报告

行业评级：中性

最近相关报告：

《冷观暂时低潮 从分化中掘金——2008 房地产行业投资策略报告 行业评级：回避》2008 年 1 月 2 日

《地产已初寒乍到 严寒将不期而至——2008 中期房地产行业报告 行业评级：维持回避》2008 年 7 月 1 日

■刺激投资拉动 GDP 增长的关键在于房地产，以保障性住房的大量投资打压房价高企破解中低收入阶层的消费不足，房地产已经历衰退周期的第二阶段并向第三阶段过渡，投资增速下降、景气下降、资金状况恶化，三大子市场在销售萎缩中表现各异。

■2008 年前三季度上市地产公司业绩增速明显放缓，销售收入同比增长 25.8%，低于去年同期的 43.4%；净利润同比增长 45.67%，低于去年同期的 49%，单季度净利润环比下降 52.8%。存货周转率为 0.25，与年初的 0.6 相比明显下降，项目周期普遍拉长，速动比率为 0.50，与 07 年同期及年初相比大幅下降，短期偿债能力已经下滑。预售房款占营业收入的比重平均从 07 年同期的 127%降为 112%，未来业绩保障开始变薄。

■在持续多年房地产宏观调控的累积效应的滞后影响和房地产市场陷入周期性衰退这一行业性规律的作用下，政策的刺激仅会产生短暂的效应，市场低迷还将持续，周期性衰退还有两个阶段没有完成，复苏尚待时日，未来两年房地产上市公司业绩表现还可能低于一再下降的预期，而当前估值并不低，则估值进一步向下修正的动力犹存。

■因此，我们认为：在国家促进住宅消费的刺激作用下，在少数房价已经明显下跌地区成交回光返照式突然放大的催化下，可以利用反弹的交易性机会获得短期利益或减少损失，但就中线而言，仍然建议耐心等待，高度关注，仔细调研，从市场格局转化和行业分化中挖掘现金充沛、精修细作、品牌优良、战略明晰、经营稳健的公司进行中长期投资。

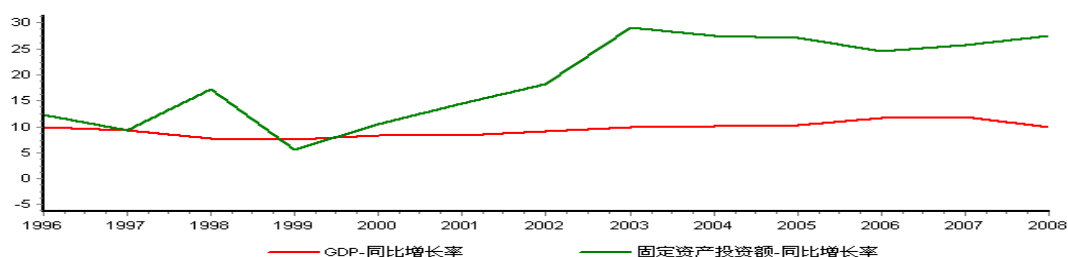
沈彤

+86 755 83025608

shentong@jyzq.cn

刺激投资拉动 GDP 增长的关键在于房地产

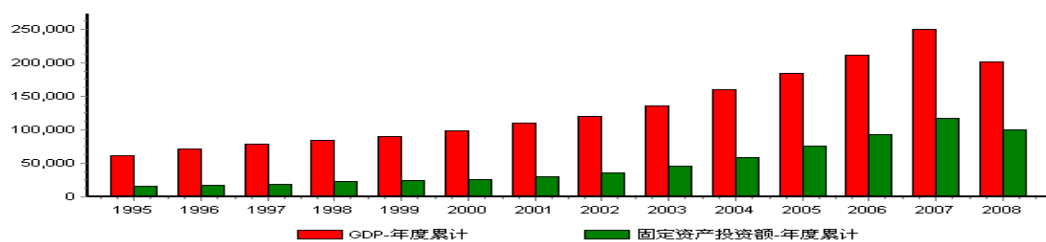
2008 年的销售下滑和价格下行趋势使房地产开发商预期恶化，投资意愿减弱。二是房地产投资资金链紧张，市场可能由“量跌价滞”进一步发展为“量价齐跌”，市场销售回款减少，商业银行为控制风险也将收紧对房地产开发的贷款。我们预计，在 2008 年高基数的台阶上，如果任由市场自主调节，2009 年房地产开发投资增速将下滑到 10% 以下，房地产投资增量从 6800 亿元减少为 3200 亿元，这将导致固定资产投资明显减速。由于房地产是产业链较长的支柱产业，也是这一轮经济扩张的龙头产业，它的周期性调整将拖累一连串行业景气度下降，相关产业固定资产投资随之减速。地方政府基础设施投资资金来源主要来自土地出让金收入，2008 年以来各地土地出让金收入增幅明显下降将影响明年的基础设施建设规模。图 1：近十二年投资增长对 GDP 的拉动



数据来源：Wind 资讯

注：2008 年数据截至三季度末

图 2：近十三年投资额与 GDP 的比较



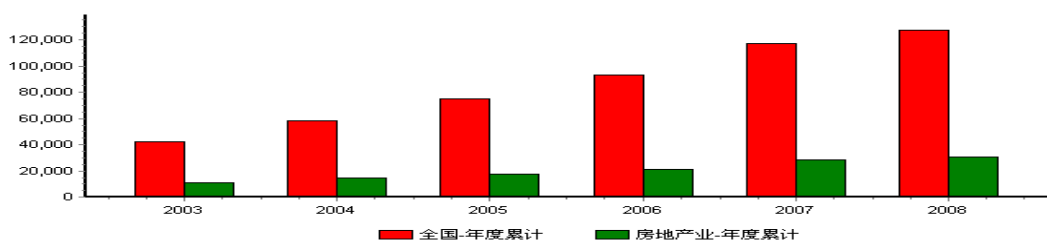
数据来源：Wind 资讯

注：2008 年数据截至三季度末

房地产增加值占全国 GDP 的比重呈现加速上升的态势；房地产税收在我国财政收入中的比重，也随着我国税制调整而逐步增大，地产业税收所占税收总额的比重也高于其他行业，大量的税收充实了我国的财政收入，提高了综合国力；房地产业所吸收的就业人口和房地产业所带动相关产业的就业人口也处在一种不断

扩大的过程中；产业溢出的社会效益十分明显，正改变着我国国民的生存环境和生活方式。各个城市土地批租收益绝对量不等，但都成为城市建设和老百姓改善住房条件的重要经济来源。土地批租收益和房地产税收在地方政府中的财政预算内外的比重存在着逐年提高的普遍性趋势，成为中国城市建设和发展的重要资金动力源。

图 3：近六年固定资产投资与房地产投资比较



数据来源：Wind资讯

注：2008 年数据截至 11 月底

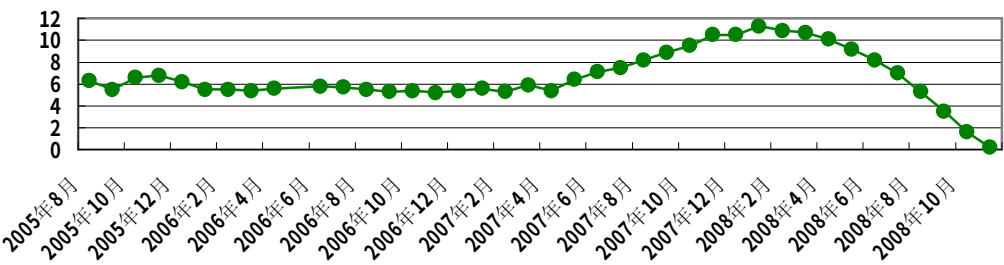
房地产在中国高速增长的经济中具备了支柱产业的地位和作用。据测算，房地产业与多个产业存在直接与间接的联系，产业链特别长，产业关联度也特别大，它的前瞻效应、后续效应和旁侧效应非常突出。具体来讲，房地产业的发展可以直接带动建筑业、钢铁、水泥、木材、化工等建材业发展，带动配套设施、公共服务设施和整个城市建设的发展，间接带动装修业、消费品工业和商业、文化教育的发展，其产前、产中、产后带动的相关产业多达 50 多个产业部门、几百种产品和服务。

中央银行百日内五次密集降息后和三部门七大政策，拯救房地产之意十分明显，但拯救的并非高企的房价而是不足的投资，只有房地产投资保持一定增长速度，保经济增长和保就业才得以实现。

以保障性住房的大量投资打压房价高企破解中低收入阶层的消费不足

在本轮经济扩张中，为了抑制住房价格的过快上涨，2005 年以来，国家连续出台了一系列紧缩银根、稳定房价的政策措施，但直到 2008 年，调控成效才逐渐显现，房价快速上涨的势头有所缓解。

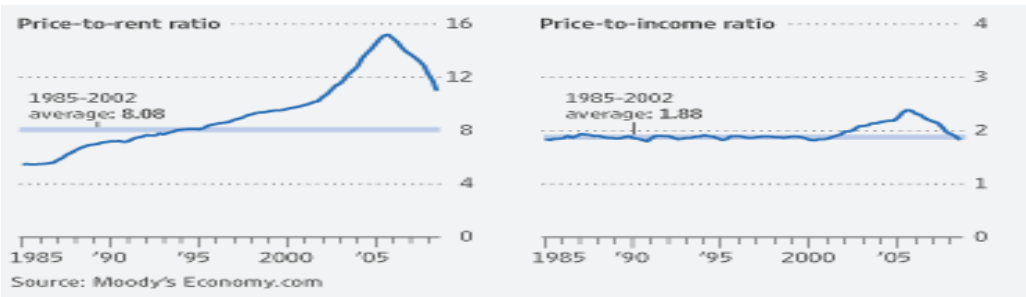
图 4：近三年全国 70 大中城市新建房屋销售价格同比增长



资料来源：金元证券研究所根据国家统计局数据整理

由于前段时间涨势过猛，房价已经达到较高水平，因此，尽管 2008 年涨幅有所回落，目前的房价仍然偏高。与城市居民收入水平相比，目前我国房价仍超出了大多数家庭的支付能力。据测算，2007 年，我国房价收入比约为 7.4，其中北京为 13.6，上海为 9.8，与国际公认的 3-6 倍的合理区间相比明显偏高。高房价与居民家庭的承受能力之间仍存在较大差距。在大城市房价高位盘整的同时，三线城市房价走势比较稳定，房价仍处于上升通道。

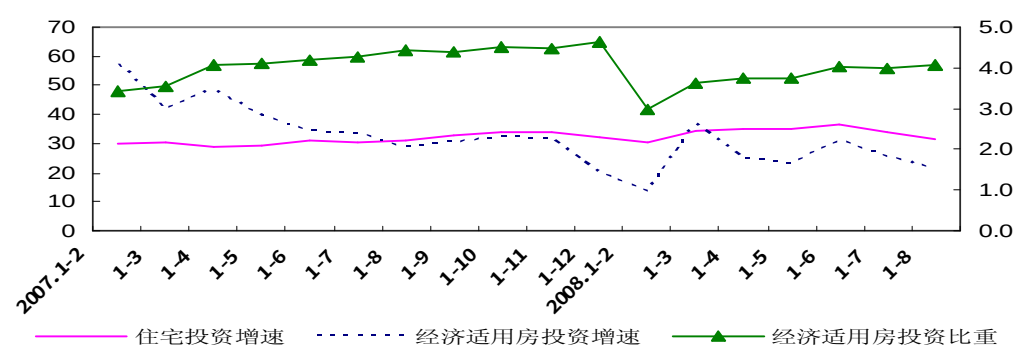
图 5：美国近 20 多年房价租金比和房价收入比变化情况



我国房地产发展长期存在的一个重要问题是经济适用房供给不足。我国从 1998 年开始推行经济适用住房，1999 年和 2000 年，经济适用房投资规模较大，占住宅投资的比重分别达到 16.6%和 16.4%。但是，由于我国住房保障制度尚未法制化，地方政府无法从经济适用房建设中获得土地出让收入，而开发商利润较低，各方均缺乏投资建设经济适用房的积极性，因此，2001-2005 年，经济适用房投资占住宅投资的比重呈直线下滑的态势，房地产供给结构失衡局面加剧，中低收入家庭住房问题越来越严重。针对这种情况，自 2006 年开始，国家陆续出台了一些规范经济适用房建设和加快廉租房建设的规定，加大住房保障力度。在地方政府的

配合下，2006 年，经济适用房投资增速由负转正，2007 年上半年，经济适用房投资增速一度超过住宅投资的增长速度。但这一良好局面仅维持了短暂的 8 个月，自 2007 年 8 月开始，经济适用房投资增速又大大落后于住宅投资增速（2008 年 1-3 月例外）。受投资增速下降的影响，2008 年经济适用房投资占住宅投资的比重明显低于 2007 年（图 1），房地产市场结构失衡的矛盾加剧。

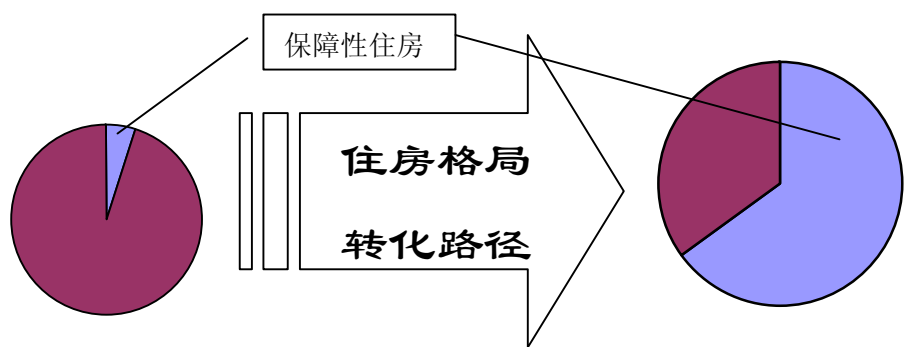
图 6：近两年以来经济适用房投资情况



资料来源：国家信息中心

作为住房保障体系的主要组成部分，经济适用房供给不足意味着中低收入家庭的住房需求无法得到满足，必将影响我国和谐社会的建设进程和普通大众的消费不足。同时，美国次贷危机的爆发警示我们，如果低收入人群也寻求通过市场解决住房问题，大量的次级贷款将给金融机构带来巨大的风险隐患。

图 7：房地产市场格局转化路径图



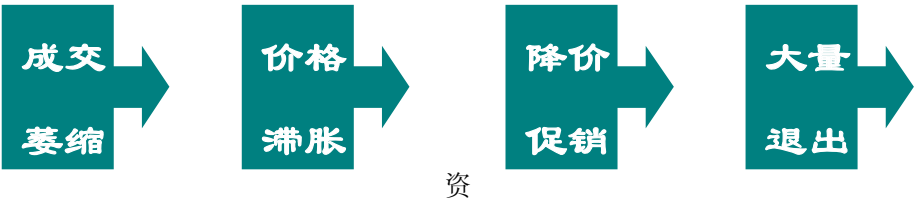
资料来源：金元证券研究所

住宅市场的大格局正在发生演变：保障性住房，包括廉租房、经济适用房，还有数量巨大的“双限房”将冲击过去以商品住宅为主的市场。传统房地产商要适应这种市场格局的变化，不能适

应的就会被淘汰出局。在保障性住房逐步主导住宅市场的格局演进过程中，虽然住宅市场的蛋糕不断做大，而商品住宅的份额却急剧下降，竞争将十分激烈，并集中在品牌培育、品质保证、精修细作、精打细算上，已经习惯于暴利的大部分传统地产商将被“挤出”。

房地产已经历衰退周期的第二阶段并向第三阶段过渡

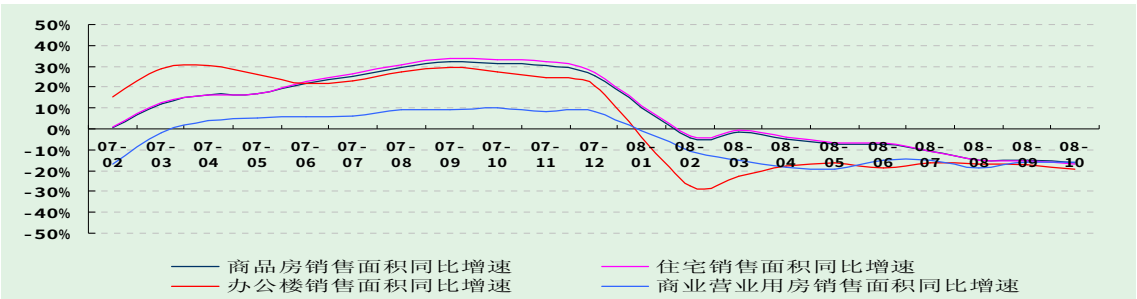
房地产业正经历一个从成交快速萎缩、价格全局滞胀、全面降价促销到大量房企退出的四阶段衰退周期。目前第二阶段将基本结束，并开始向第三阶段过渡。图8：房地产衰退周期路线图



资料来源：金元证券研究所

由于过去一段时间内房价过快增长，压制购房需求。国内部分城市房价的下跌也增强购房人群持币待购的心理，市场观望情绪进一步加剧。从同比增长速度看，2008 年以来各类商品房销售面积都出现了负增长。2008 年 1-10 月中国累计房地产销售面积为 44723 万平方米，同比下降 16.51%。今年以来中国商品房销售面积累计增速一直呈现同比负增长的趋势。10 月一般是一年中房地产销售的主要月份，虽然今年 10 月房地产开发商力图抓住最后的黄金销售机会，但市场成交量依然低迷，而房价下降幅度低于市场预期是导致购房刚性需求无法释放的主要原因，图 9：近两年

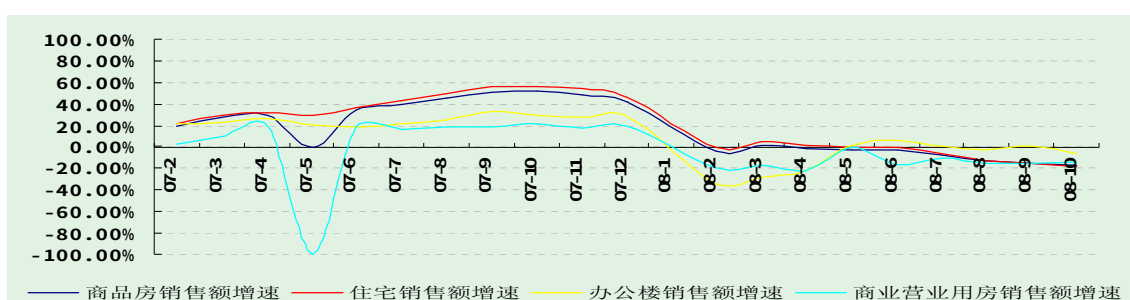
年各类新建房屋累计销售面积增速趋势



资料来源：国家统计局

2008 年 1-10 月中国房地产销售额累计为 17599 亿元，同比下降 17.4%。销售额增速下降幅度小于销售面积下降幅度，可见虽然开发商打出降价促销手段，但总体上中国房价依然出现同比上涨。其中住宅销售额 15067 亿元，住宅销售额同比下降 18.2%，从增速上看，2008 年 5 月开始中国住宅累计销售额一直呈现负增长，并且呈现出继续恶化的趋势。因为中国住宅销售额占商品房销售额的比重超过 85%，因此住宅市场销售额萎缩是造成中国房地产市场销售低迷的主要原因。

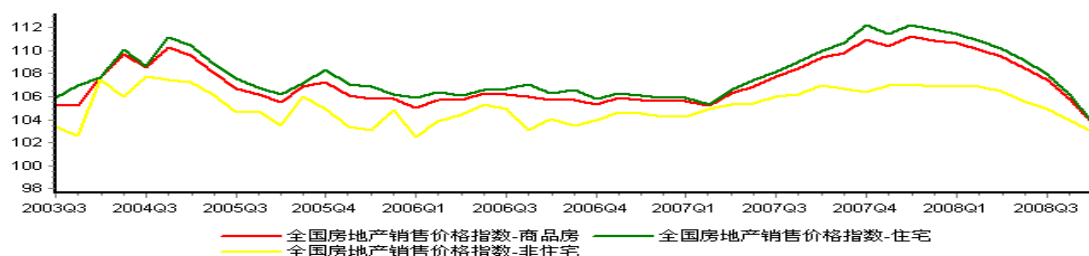
图 10：近两年各类新建房屋累计销售额增速



资料来源：国家统计局

国家出台一系列旨在刺激房地产需求的财政及金融政策，但市场趋势并没有改变，这也显示出目前我国房地产价格高企是阻碍需求的主要原因。随着开发商税收、贷款及各种工程款项的支付压力大幅增加，因此未来降价成为开发商的必然选择，但市场能否回暖取决于降价幅度与购房者心里预期的差距。房地产市场供求关系的逆转，将迫使房价由滞涨转为下降，景气度进一步降低。

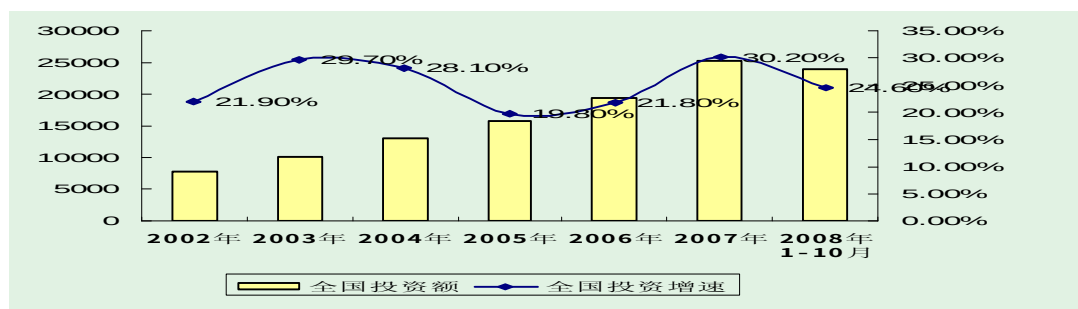
图 11：近五年各类房地产销售价格指数



数据来源：Wind 资讯

投资增速下降、景气下降、资金状况恶化

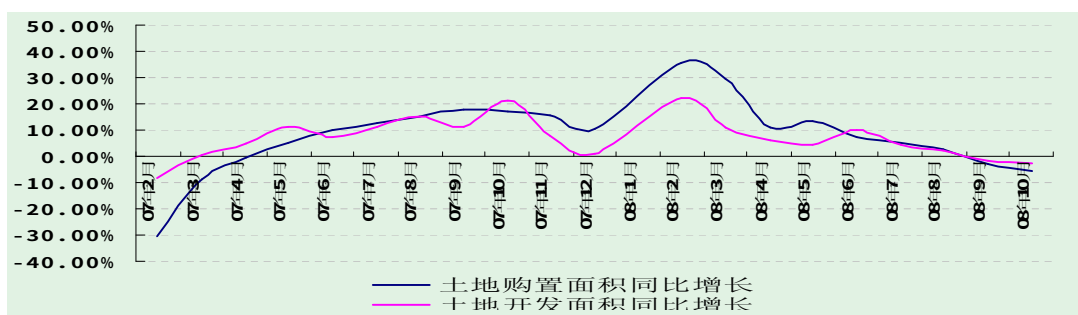
2008 年 1-10 月，中国房地产投资额为 23917 亿元，同比增长 24.6 个百分点，而上半年累计投资总额达 13195 亿元，同比增长 33.5%。由于市场成交量急剧萎缩，加剧开发商观望情绪，纷纷减缓新增土地购置面积和房地产新开工面积，使 2008 年下半年房地产投资增速呈现加速下滑态势。图 12：近七年房地产投资额及增速



资料来源：国家统计局

2008 年 1-10 月中国累计土地购置面积为 29596 万平方米，土地购置面积同比下降 5.6%。2008 年开始中国住宅销售面积开始并一直保持负增长，销售萎缩以及前期开发商过度储备土地是造成今年 2 月起中国土地购置面积增速同比快速下滑的主要原因。总体看，开发商土地购置和开发已由增速下降转为绝对下降。

图 13：近两年土地购置与开发同比增速趋势



资料来源：国家统计局

2008 年 10 月份国房景气指数为 99.68，11 月份进一步回落到 98.46，10 月份比 9 月份回落 1.47 点，比去年同期回落 6.06 点。其中，房地产开发投资分类指数为 101.94，比 9 月份回落 1.28 点，比去年同期回落 2.48 点；本年资金来源分类指数为 92.64，比 9 月份回落 2.49 点，比去年同期回落 12.26 点；土地开发面积分类指数为 95.05，比 9 月份回落 0.64 点，比去年同期回落 2.57

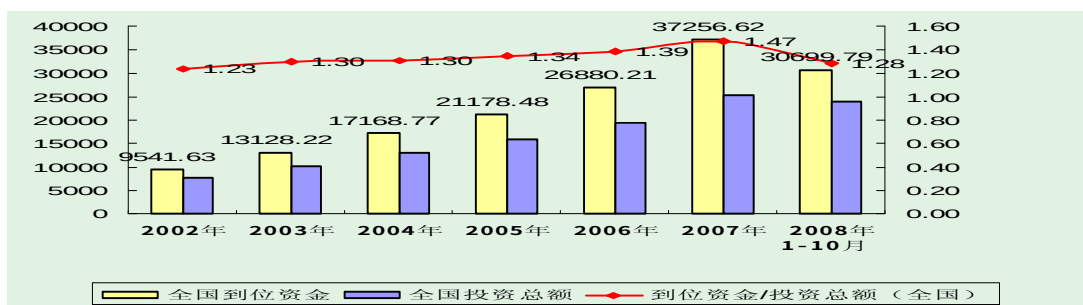
点；商品房空置面积分类指数为 101.25，比 9 月份回落 2.29 点，比去年同月回落 9.46 点；房屋施工面积分类指数为 103.28，比 9 月份回落 1.28 点，比去年同期回落 2.36 点。

图 14：近十一年国房景气指数变化状况



数据来源：Wind资讯

2002-2007 年“到位资金/投资总额”值呈上升态势，表明资金较之前流入房地产行业增加，资金充裕程度不断上升。2008 年以来，房地产资金状况迅速恶化，但离最糟情形仍有距离。虽然近期国家调整货币政策，取消贷款窗口指导，但由于市场成交量下降，房屋价格存在很大下跌可能，因此各银行对于房地产依然采取极为谨慎的信贷政策，因此短期内房地产资金充裕程度还将呈现下降趋势。图 15：近年房地产“到位资金/投资总额”走势



资料来源：国家统计局

2008 年 1-10 月，中国市房地产开发资金来源总计 30699 亿元。其中其他资金来源 11931 亿元，占资金来源比重为 38.86%，通过其他资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款回笼资金成为房地产开发商的主要资金来源，但是 2008 年 1-10 月受到前期房价上涨过快导致市场强烈降价预期的影响，房地产销售金额大幅度下降，导致 1-10 月中国房地产资金来源中最主要的其他资金来源同比下降超过 11%，而同期国内贷款同比增长 6.22%。可见中国楼市销售受阻是造成房地产开发商资金紧张的最主要原因。

表 1：2008 年 1-10 月房地产到位资金构成情况

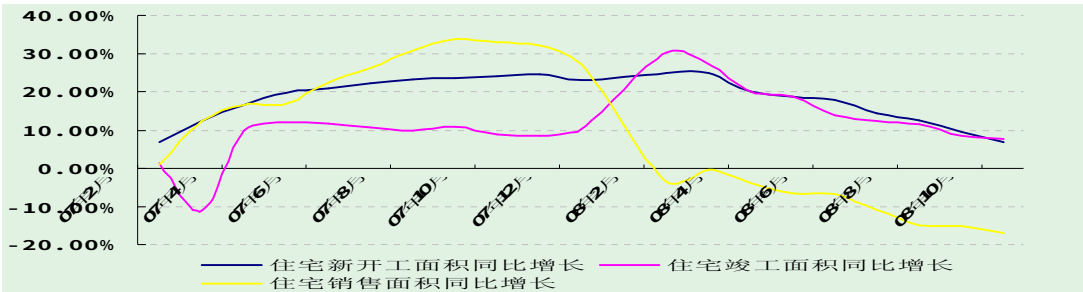
日 期	2007 年 1-10 月		2008 年 1-10 月		资金总额 同比增长	占比同比 增长
	数额	占比	数额	占比		
资金来源总计	28863.65	——	30699.79	——	6.36%	——
国内贷款	5611.4	19.44%	5960.62	19.42%	6.22%	-0.13%
利用外资	483.27	1.67%	534.59	1.74%	10.62%	4.00%
自筹资金	9317.28	32.28%	12273.17	39.98%	31.72%	23.85%
其他资金	13451.69	46.60%	11931.4	38.86%	-11.30%	-16.61%

资料来源：国家统计局

三大子市场销售萎缩表现各异

2008 年 1-10 月住宅累计新开工面积 65113 万平方米，新开工面积同比上涨 6.92%，增速继续下滑。同期住宅累计销售面积 40615 万平方米，同比下降 16.99%，新开工面积和竣工面积同比增速虽然为正但持续下滑，同比销售面积继续为负增长并有恶化之势。图 16：近两年新建住宅新开工、竣工、销售同比增长

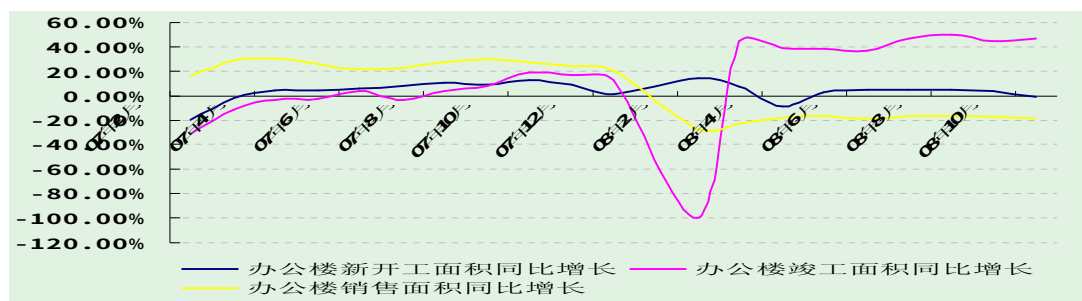
趋势



资料来源：国家统计局

2008 年 1-10 月累计写字楼新开工面积 1699 万平方米，同比下降 1.2%；而与此形成对比的是 1-10 月累计写字楼竣工面积同比增长 46.86%，这是由于开发商前期严重低估金融海啸的严重性以及对我国实体经济可能造成的巨大影响，以前投入新开工面积较多，造成 2008 年写字楼竣工面积大幅度增长。而写字楼累计销售面积只有 793 万平方米，同比下降 19.1%。因此未来写字楼市场将会受到供给上升，需求下降的双重打击，写字楼租金及出租率将会出现较明显下降趋势。

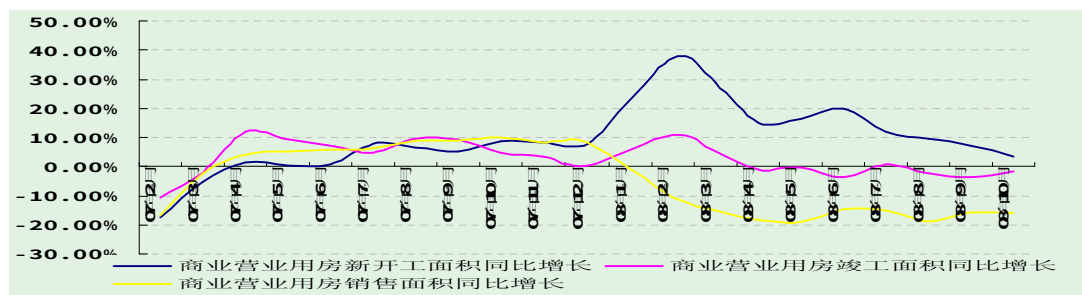
图 17：近两年新建写字楼新开工、竣工、销售同比增长趋势



资料来源：国家统计局

2008 年 1-10 月商业营业性用房累计销售面积为 2505 万平方米，同比下降 16%，继续今年以来负增长的趋势。销售面积的放缓也使商业营业性用房新开工面积增速出现大幅下降。从趋势上看，短期内商业营业性用房市场低迷还将持续。

图 18：近两年新建商业营业用房新开工、竣工、销售同比增长趋势



资料来源：国家统计局

反弹交易性机会犹存、长期投资窗口尚未打开

2008 年前三季度上市地产公司业绩增速明显放缓，销售收入同比增长 25.8%，低于去年同期的 43.4%；净利润同比增长 45.67%，低于去年同期的 49%，单季度净利润环比下降 52.8%。存货周转率为 0.25，与年初的 0.6 相比明显下降，项目周期普遍拉长，速动比率为 0.50，与 07 年同期及年初相比大幅下降，短期偿债能力已经下滑。预售房款占营业收入的比重平均从 07 年同期的 127%降为 112%，未来业绩保障开始变薄。

在持续多年房地产宏观调控的累积效应的滞后影响和房地产市场陷入周期性衰退这一行业性规律的作用下，政策的刺激仅会产生短暂的效应，市场低迷还将持续，周期性衰退还有两个阶段没有完成，复苏尚待时日，未来两年房地产上市公司业绩表现还

可能低于一再下降的预期，而当前估值并不低，则估值进一步向下修正的动力犹存。

因此，我们认为：在国家促进住宅消费的刺激作用下，在少数房价已经明显下跌地区成交回光返照式突然放大的催化下，可以利用反弹的交易性机会获得短期利益或减少损失，但就中线而言，仍然建议耐心等待，高度关注，仔细调研，从市场格局转化和行业分化中挖掘现金充沛、精修细作、品牌优良、战略明晰、经营稳健的公司进行中长期投资。表 2：内地主要地产上市公司相

对估值表

分类	公司名称	股价 (090109)	每股收益 (08)	每股净资产 (08)	净资产收益 率 (08Q3)	PE	PB
全国大型	万科	6.89	0.27	2.81	7.57	25.52	2.45
	保利地产	16.30	0.62	5.44	9.67	26.29	3.00
	中粮地产	5.27	0.09	1.84	3.09	58.56	2.86
	金地集团	7.42	0.28	5.33	3.98	26.50	1.39
区域龙头	栖霞建设	3.40	0.17	2.46	5.75	20.00	1.38
	中华企业	6.38	0.26	2.84	8.21	24.54	2.25
	北京城建	7.59	0.70	4.99	11.35	10.84	1.52
	深振业	5.30	0.45	3.35	13.82	11.78	1.58
	华发股份	10.66	0.49	5.73	6.57	21.76	1.86
	津滨发展	3.21	0.04	1.36	2.52	80.25	2.36
	渝开发	5.70	0.19	3.10	5.08	30.00	1.84
一十一模式	福星股份	5.11	0.62	5.14	8.15	8.24	0.99
	华侨城	8.80	0.23	2.20	10.06	38.26	4.00
	冠城大通	4.34	0.42	2.80	11.00	10.33	1.55
	中铁二局	8.55	0.29	2.75	7.91	29.48	3.11
物业租赁	金融街	7.86	0.41	5.87	2.75	19.17	1.34
	陆家嘴	17.09	0.52	4.59	10.20	32.87	3.72
	中国国贸	7.81	0.36	4.20	6.79	21.69	1.86
	浦东金桥	9.56	0.38	3.85	7.17	25.16	2.48

资料来源：金元证券研究所

表 3：香港上市中资地产公司 2008 年上半年业绩和当前估值情况

	营业额 (百万元)	扣税及少数股东 权益后	盈利同比 增长率	每股盈利 (摊薄)	PE (08) (090109)
--	--------------	----------------	-------------	--------------	---------------------

		之盈利（百万元）	（%）	（元）	
中国海外（0688）	9433.391	2028.594	68.8	0.2611	23.11
合生创展（0754）	3115.008	821.058	123.0	0.5521	5.94
华润置地（1109）	2447.058	729.872	44.3	0.1802	28.26
首创置业（2868）	2479.197	252.134	147.7	0.1243	5.19
上海复地（2337）	1033.117	35.981	-42.0	0.0140	50.39
碧桂园（2007）	7438.138	1015.269	-28.5	0.0622	15.89
富力地产（2777）	4182.049	1558.508	133.0	0.4837	10.29
绿城中国（3900）	1765.161	340.999	32.0	0.2200	9.24

资料来源：各公司中期报告 金元证券研究所 注：PE 以 08 年预测业绩计算

金元证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表金元证券研究所的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.