

行业跟踪研究报告

房地产行业

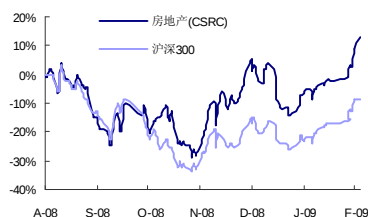
2月投资策略

推荐

(维持评级)

2008年2月10日

近半年收益率比较



资料来源：国信证券经济研究所

行业月度策略

坚持“超配地产股”判断

● 预计09年房地产投资增速下滑超预期,可能在-10%

08年1-11月,房地产投资增速逐月放缓,“国房景气指数”跌至十年新低,预收款出现负增长,商品房空置面积攀升至历史最高位,土地购置及开发出现负增长,销售疲软,供大于求突出,房价向下调整趋势明显。我们在2009年策略——《政策松动提升地产股估值》中预计房地产投资增速增长-5.9%,销量持平,新开工面积负增长53%,竣工增长4.2%,销售价格下降5.4%。从目前情况看,房地产开发商投资意愿非常弱,推迟新项目开工,在建项目进度也在放缓,所以,09年房地产投资增速也许大大低于预期,可能达到-10%。

● 新政对重点城市“暖市”效果明显,但09年去库存化压力会比较大

从京、沪、深、津、渝、宁、杭08年11月以来的销售看,地产新政“暖市”效果明显,淡季不淡,销量远超传统旺季“金九银十”的水平;特别是京、深两地回暖信号明显,截止至09年1月18日,北京已持续九周同比增长,深圳自08年9月以来一直同比增长,11月中旬以来同比增长幅度一直高居100-400%。08年全年成交户型均同比增长;但房价调整仍不够充分,沪、渝、杭同比仍有较涨幅,京、深则跌幅轻微;房价调整越少的,销量同比下滑幅度越大;可售量迅猛增长并逐月创出新高,供大于求形势严峻,09年去库存化压力将较大。

● 政策松动仍将是未来地产股行情演绎的主要推力

前期的政策方向基本符合我们研究报告的前瞻性判断。基于行业景气回落趋势或将持续到09年二季度,投资、销量等主要指标的增速在09年或将出现负增长的预测,我们认为在楼市交易量、房地产投资恢复增长之前,更进一步的政策松动和扶持措施仍将值得期待。利好将以层出不穷的方式演绎,在政策松动的大方向下,一个政策利好往往会演化成为数个利好。另外,导致08年房地产销售低迷的主要因素都在朝积极的方向变化,我们预计09年房地产销售将逐步改善。

● 超配地产股,逢低吸纳安全边际较高的优质品种、兼顾题材

10月22日,我们撰文《政策松动超预期,调高行业评级至“推荐”》,上调行业及主要地产股投资评级至“推荐”,至目前地产指数累计涨幅24.8%,强于大盘6个百分点,表现符合我们的判断。我们认为2月份地产股机会仍较大,建议逢低吸纳安全边际较高的品种,兼顾资产注入和积极介入一级开发并有收益分成的公司,主推品种:保利、万科、云南城投、首开股份、滨江集团等。

“保招万金”等重点地产股盈利预测及投资评级

	证券简称	09/02/06 收盘价	EPS		P/E		08PB	P/NAV	本期 评级
			07	08E	07	08E			
保招万金	万科 A	7.82	0.70	0.48	17.75	16.29	2.61	1.42	推荐
	招商地产	16.29	1.37	0.71	24.16	22.94	3.20	0.74	推荐
	保利地产	18.04	1.21	1.00	29.71	18.04	3.24	1.04	推荐
	金地集团	8.34	0.58	0.65	14.50	12.83	1.52	0.73	推荐
区域龙头	中天城投	8.29	0.29	0.56	28.86	14.79	5.77	0.74	谨慎推荐
	云南城投	23.18	0.16	0.31	141.58	74.83	8.66	0.54	推荐

数据来源:国信证券经济研究所,07EPS按最新股本摊薄,调高评级日08/10/22

相关研究报告:

《度过“寒冬”仍需时日》	08/03/11
《回归理性,但景气仍居高位》	08/05/15
《严冬考验下的抉择》	08/09/05
《政策松动或带来交易性投资机会》	08/10/08
《景气持续回落,政策松动或超预期》	08/10/18
《政策松动超预期,高行业评级至推荐》	08/10/23
《解放思想,超配地产股》	08/12/06
《09年策略:政策松动提升地产股估值》	08/12/08

房地产行业首席分析师:方焱

注册房地产估价师,注册会计师,工程师,12年房地产开发经验,9年证券研究经验,曾获首届(03年)《新财富》房地产行业最佳分析师。

Email: fangyan@guosen.com.cn

房地产行业分析师:区瑞明

电话: 0755-82130833-1853
Email: ourm@guosen.com.cn

房地产行业分析师:陈林

电话: 0755-82130833-1843
Email: chenlin@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

内容目录

行业总体运行情况.....	4
投资增速持续放缓，行业景气跌至十年新低.....	4
各项资金来源的增速均持续大幅放缓.....	5
销售疲软，供大于求突出，房价向下调整趋势明显.....	5
开发商对后市缺乏信心，战略收缩成主基调.....	6
重点地区房地产市场情况.....	6
政策暖市，08年11、12月销量远超“金九银十”水平.....	6
08年销量大幅下滑，供大于求形势严峻，户型趋小，房价涨跌互现.....	8
09年房地产投资增速也许降为-10%.....	9
行业及公司动态分析.....	9
行业政策解析.....	9
近三个月的政策方向基本符合我们此前的前瞻性判断.....	9
经济下滑不息，政策松动不止.....	10
重点公司动态跟踪.....	11
投资策略.....	12
前期策略回顾.....	12
2月份配置策略.....	12
重点推荐品种.....	13
国信关注地产股业绩预测及投资评级.....	14

图表目录

表 1: 重点城市 07、08 年房地产销售指标对比	8
表 2: 房地产行业主要指标预测.....	9
表 3: 08 年 10 月 23 日以来中央及地方出台的主要房地产政策一览	10
表 4: 08 年 10 月 8 日以来行业指数及重点公司收益率与大盘对比	12
表 5: 每股预收款较多的地产上市公司	13
表 6: 国信关注地产股盈利预测及评级.....	14
图 1: 近 8 年 1-11 月固定资产投资与房地产投资规模	4
图 2: 近 5 年 1-11 月房地产投资增长情况	4
图 3: 国房景气指数走势	4
图 4: 国房景气各分类指数走势.....	4
图 5: 近 8 年 1-11 月行业预收款及增长	5
图 6: 近 8 年 1-11 月行业累计利用外资及增长	5
图 7: 近 8 年 1-11 月商品房竣工、销售情况.....	5
图 8: 近 8 年 1-11 月商品房供求关系变化	5
图 9: 07 年底以来空置面积变化情况	6
图 10: 08 年 1-12 月销售价格变化情况	6
图 11: 北京 07/08 年各月商品住宅期房网签签约比较	7
图 12: 上海 08 年各月一手商品住宅成交量	7
图 13: 深圳 08 年各月一手商品住宅成交量	7
图 14: 天津 07/08 年各月新建商品住宅成交量	7
图 15: 南京 08 年各月商品住宅供应量和销售量	7
图 16: 杭州 08 年各月一手商品房成交量	7
图 17: 北京 07/08 年各月商品住宅期房可售量变化趋势	8
图 18: 上海 08 年各月商品住宅可售量变化趋势	8
图 19: 深圳 08 年各月一手商品房可售量变化趋势	8
图 20: 南京 08 年各周一手商品住宅可售套数变化趋势	8

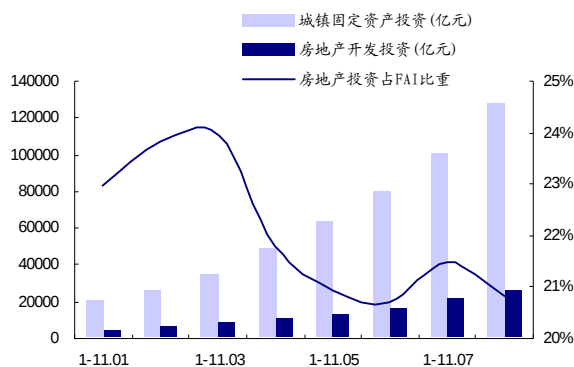
行业总体运行情况

投资增速持续放缓，行业景气跌至十年新低

1-11 月房地产投资增长 22.7%，增速继续放缓，占城镇投资比重下降，行业景气跌至十年新低

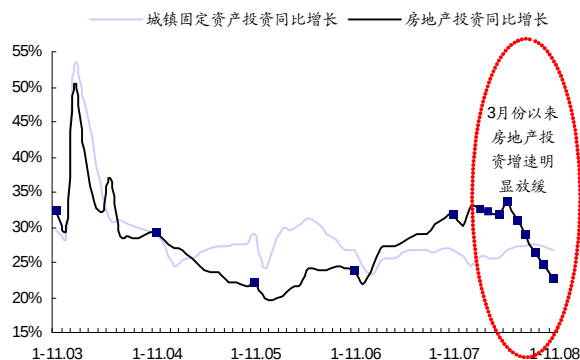
08 年 1-11 月，城镇固定资产投资完成 127614 亿元，同比增长 26.8%。房地产开发投资完成 26546 亿元，同比增长 22.7%，低于同期城镇固定资产投资同比增长率 4.1 个百分点。1-11 月房地产投资占城镇投资的比重为 20.8%，比去年同期低 0.7 个百分点。自今年三月份以来，全国房地产开发投资年度累计值的同比增速一直呈逐月放缓态势（如图 2）。

图 1：近 8 年 1-11 月固定资产投资与房地产投资规模



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

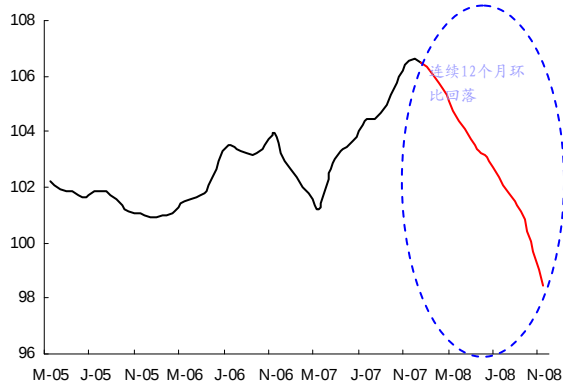
图 2：近 5 年 1-11 月房地产投资增长情况



数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所

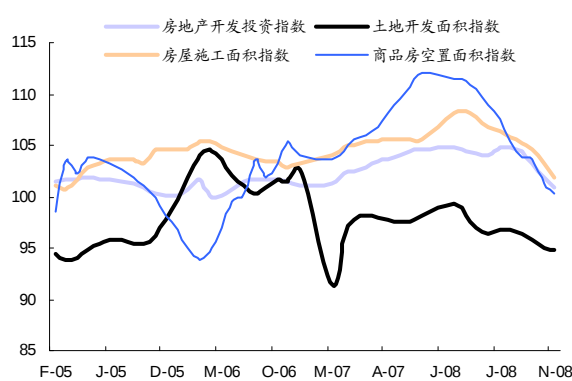
国房景气指数连续 12 个月呈环比加速回落态势，08 年 11 月为 98.46，环比回落 1.22 点，同比回落 8.13 点，跌至十年新低。由于 08 年以来开发企业不断以减少拿地、放慢开发进度及降低售价等方式收缩战略，对景气的负面影响一般要滞后 3-6 个月才显现，而“救市”新政的正面效应还需要一个逐步累积的过程，因此，我们认为景气回落趋势将会持续到 09 年二季度，但回落速度会逐渐放缓。

图 3：国房景气指数走势



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 4：国房景气各分类指数走势



数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所

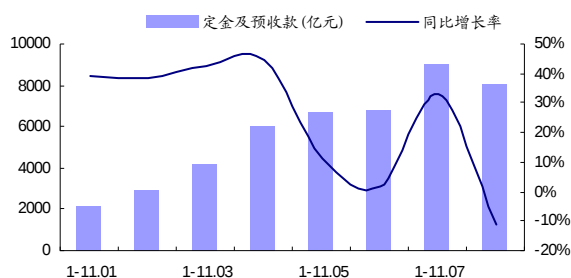
各项资金来源的增速均持续大幅放缓

08年1-11月，房地产开发贷款和自筹资金分别增长5.2%和30.9%，增速同比回落26.8和7.7个百分点

08年1-11月，全国房地产开发企业实现到位资金33404亿元，同比增长仅4.2%，增速同比回落36.5个百分点。各项资金来源，包括国内贷款、自筹资金、预收款、利用外资等指标的增速均持续大幅放缓。其中国内贷款6416亿元，同比增长5%，增速同比回落26.8个百分点，国内贷款增速远低于开发投资增速，表明前11个月房地产开发企业资金压力较大，但我们认为由于货币政策已转向，这一情况09年会逐步好转。企业自筹资金13444亿元，同比增长31%，增速同比回落7.7个百分点。个人按揭贷款3046亿元，下降25.6%

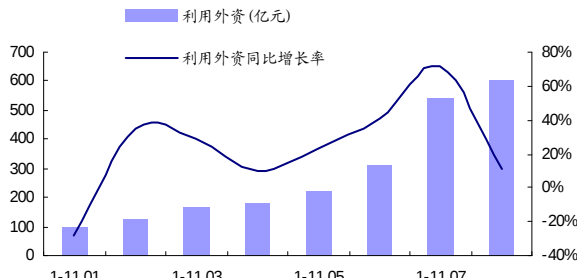
预收款出现负增长，利用外资增速大幅放缓。08年1-11月，定金及预收款总额为8017亿元，同比增长-11.2%，增速同比回落44.8个百分点，相当于1-11月商品房销售金额的42%。受到限外政策及全球金融海啸的影响，1-11月利用外资同比增速大幅放缓，全行业利用外资602亿元，同比增长11.6%，增速同比回落60.4个百分点。

图5：近8年1-11月行业预收款及增长



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图6：近8年1-11月行业累计利用外资及增长



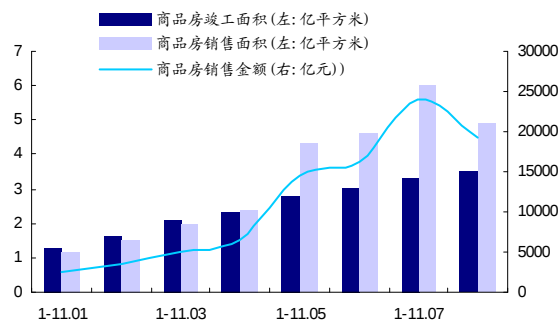
数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所

销售疲软，供大于求突出，房价向下调整趋势明显

08年1-11月竣工面积同比增长6%，销售面积下降18%

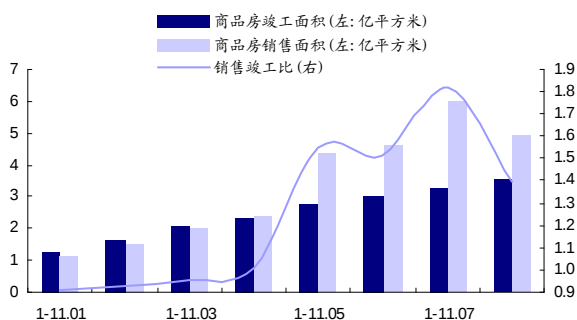
08年1-11月，全国商品房累计竣工面积3.51亿平米，同比增长6%；销售面积和销售额分别是4.91亿平米和1.93万亿元，分别同比下降18.4%和19.3%，全年销量下滑已成定局。

图7：近8年1-11月商品房竣工、销售情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

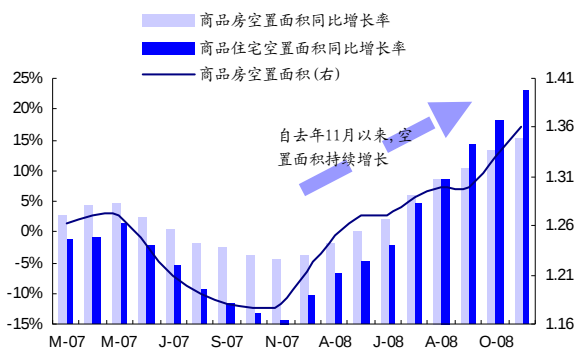
图8：近8年1-11月商品房供求关系变化



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

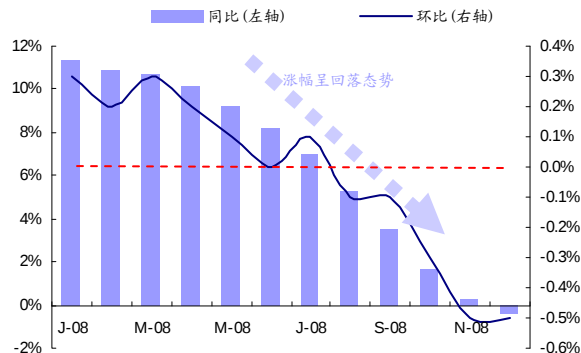
08 年 1-11 月，销售面积与竣工面积比为 1.4，远低于去年同期 1.8 的水平，表明供不应求的状况已有所缓解。截止 11 月末，商品房空置面积 1.36 亿平方米，同比增长 15.3%，并且从 07 年 11 月以来呈持续增长态势（图 11）。

图 9：07 年底以来空置面积变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 10：08 年 1-12 月销售价格变化情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

08 年以来，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比涨幅呈逐月回落态势，到 12 月份则首次出现了同比下降。广、深等 07 年涨幅巨大的城市 08 年下跌明显。

开发商对后市缺乏信心，战略收缩成主基调

房地产开发速度放缓：07 年 1-11 月，土地购置 3.2 亿平方米、开发 2.1 亿平方米，分别同比增长-5.9%和-2.7%，增速分别比去年同期低 21 和 11 个百分点；商品房施工 25.5 亿平方米、新开工 8.4 亿平方米，分别同比增长 17.7%和 5.5%，增速分别比去年同期低 5.3 和 17.4 个百分点。这四项指标表明开发商对后市缺乏信心，买地及新开工意愿薄弱，战略收缩成为主基调。

重点地区房地产市场情况

政策暖市，08 年 11、12 月销量远超“金九银十”水平

从京、沪、深、津、渝、宁、杭 08 年 11、12 两月的销售情况看，中央地产新政的暖市效果明显，淡季不淡，销量远超传统旺季“金九银十”的水平——

北京：纯商品住宅网上签约量合计为 9692 套/109.9 万平方米，分别环比“金九银十”增长 33.4%和 26.8%。

上海：一手商品住宅合计成交量为 23469 套/240.9 万平方米，环比“金九银十”分别增长 31%和 31.6%。

深圳：一手商品房成交量合计为 13170 套/118.5 万平方米，分别环比“金九银十”增长 84.1%和 73%。

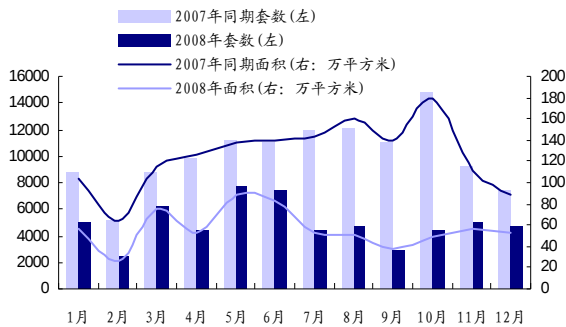
天津：新建商品住宅合计成交量为 7771 套/84.7 万平方米，比“金九银十”增长 8.8%。

淡季不淡，重点城市 08 年 11、12 月销量远超传统销售旺季“金九银十”的水平

南京：新建商品住宅成交量合计为 9445 套/97.5 万平方米，分别环比“金九银十”增长 127.4%和 125%。

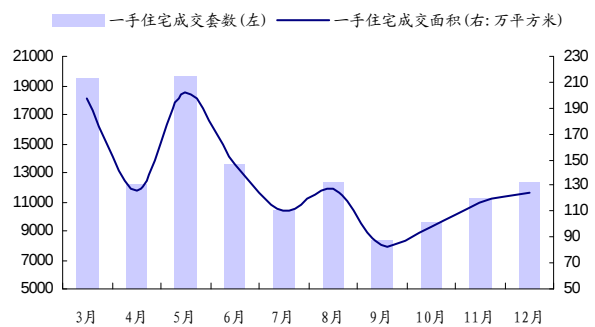
杭州：新建商品房合计成交量为 3421 套/40.3 万平方米，环比“金九银十”增长 15%和 9.3%。

图 11：北京 07/08 年各月商品住宅期房网上签约比较



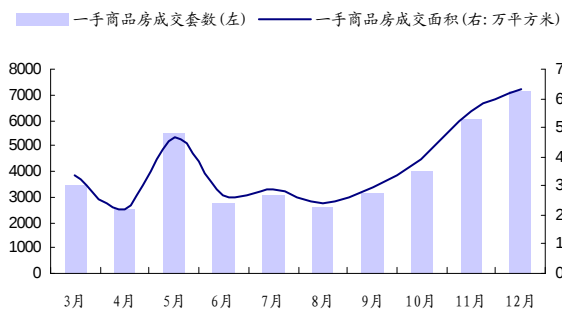
资料来源：北京房地产交易管理网，国信证券经济研究所

图 12：上海 08 年各月一手商品住宅成交量



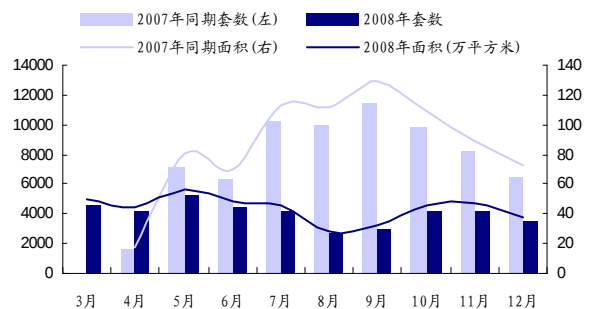
资料来源：网上房地产，国信证券经济研究所

图 13：深圳 08 年各月一手商品住宅成交量



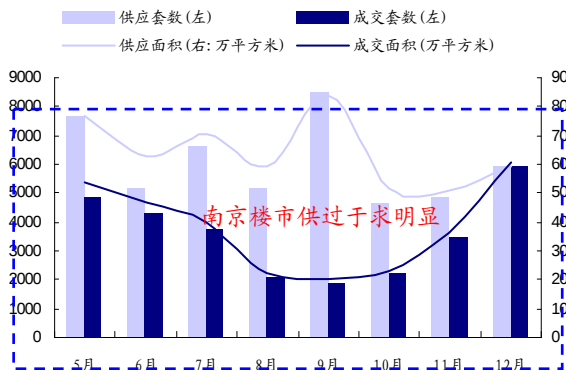
资料来源：深圳市国土资源和房产管理局，国信证券经济研究所

图 14：天津 07/08 年各月新建商品住宅成交量



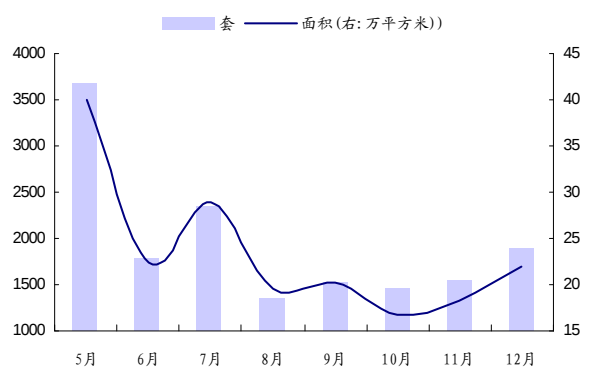
资料来源：天津市国土资源和房产管理局，国信证券经济研究所

图 15：南京 08 年各月商品住宅供应量和销售量



资料来源：南京网上房地产，国信证券经济研究所

图 16：杭州 08 年各月一手商品房成交量



资料来源：透明销售网，国信证券经济研究所

08 年销量大幅下滑，供大于求形势严峻，户型趋小，房价涨跌互现

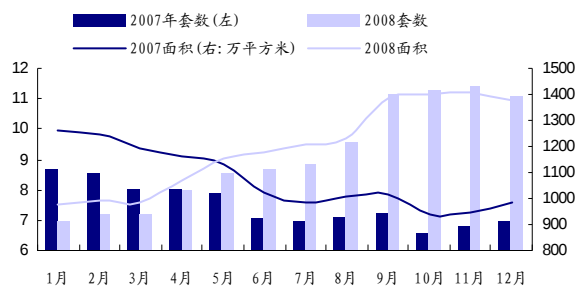
从全年情况来看，重点城市销量同比大幅下滑；可售量迅猛增长并创出新高，供大于求形势严峻，预计 09 年去存货化压力会比较大；房价方面，上海、重庆、杭州同比 07 年仍有明显上涨，北京、深圳则略有下跌，下跌原因既有开发商顺应市场变化主动调价的因素，也有“90/70”政策在 08 年发挥效力导致供应户型变小的结构性因素。

表 1: 重点城市 07、08 年房地产销售指标对比

	销售套数			可售套数			成交均价（元/平方米）			成交平均户型面积		
	07	08	08 同比	07 年末	08 年末	08 同比	07	08	08 同比	07	08	08 同比
北京	121162	59381	↓ 51%	71771	109409	↑ 52%	11301	11267	↓ 0.3%	124	115	↓ 7.6%
上海	235423	150847	↓ 36%	42755	65258	↑ 53%	8309	9291	↑ 12%	114	103	↓ 9.8%
深圳	50237	44129	↓ 12%	49998	62926	↑ 26%	13417	12655	↓ 5.7%	96	92	↓ 4.3%
重庆	163404	133085	↓ 19%	1001 万平	1493 万平	↑ 49%	3322	4023	↑ 21%	97	94	↓ 2.8%
南京	91842	42317	↓ 54%	29414	51737	↑ 76%						
杭州	30854	19281	↓ 38%	18510	32106	↑ 74%	10609	14682	↑ 38%	134	115	↓ 14%

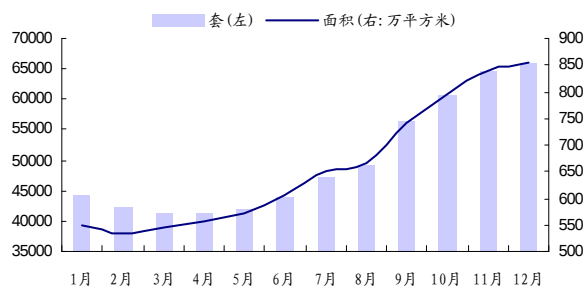
数据来源：政府网站，国信证券经济研究所

图 17: 北京 07/08 年各月商品住宅期房可售量变化趋势



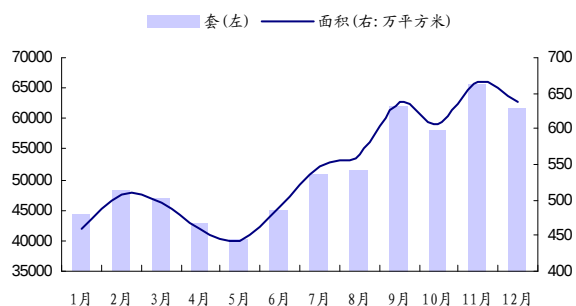
资料来源：北京房地产交易管理网，国信证券经济研究所

图 18: 上海 08 年各月商品住宅可售量变化趋势



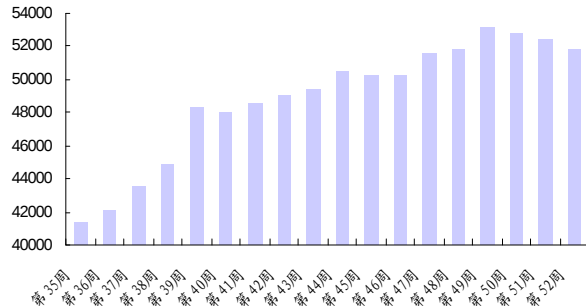
资料来源：网上房地产，国信证券经济研究所

图 19: 深圳 08 年各月一手商品房可售量变化趋势



资料来源：深圳市国土资源和房产管理局，国信证券经济研究所

图 20: 南京 08 年各周一手商品住宅可售套数变化趋势



资料来源：南京网上房地产，国信证券经济研究所

09 年房地产投资增速也许降为-10%

09 年投资增长也许比年度策略预计的还要低，可能达到-10%

我们在 2009 年房地产投资策略——《政策松动提升地产股估值》中预计，房地产投资增速增长-5.9%，销量持平，新开工面积负增长 53%，竣工增长 4.2%，销售价格下降 5.4%。

从目前情况看，房地产开发商投资意愿非常弱，为了应对恶劣的行业环境，几乎所有开发商基本停止买地、新项目能不开工则不开工，在建项目进度也在放缓，甚至拖欠地价和工程款来维持现金流的稳定，所以，2009 年房地产投资增速也许大大低于预期，比年度策略预计的-5.9%还要低，可能达到-10%。

表 2：房地产行业主要指标预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
房地产投资额	13158	15759	19382	25280	30194	28412
YOY(%)	30.2%	19.8%	23.0%	30.4%	19.44%	-5.90%
施工面积	140451	164445	194090	235882	272646	246946
YOY(%)	20.1%	17.1%	18.0%	21.5%	15.17%	-9.40%
新开工面积	60414	66840	78131	94590	89807	41940
YOY(%)	11.2%	10.6%	16.9%	21.1%	-5.06%	-53.30%
竣工面积	42465	48793	53019	58236	65700	68520
YOY(%)	7.5%	14.9%	8.7%	9.8%	12.80%	4.30%
销售面积	38232	44064	60628	76193	64000	64000
YOY(%)	18.6%	15.3%	37.6%	25.7%	-16.86%	0.00%
销售价格	2714	2997	3383	3885	3900	3689
YOY(%)	14.1%	10.4%	12.9%	14.9%	0.39%	-5.40%

数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所

行业及公司动态分析

行业政策解析

近三个月的政策方向基本符合我们此前的前瞻性判断

回顾近三个月的政策动向，基本符合我们的前瞻性判断

我们在 08 年 9 月底推出的四季度投资策略报告《政策松动或带来交易性机会》中，判断政策松动可期，而政策松动主要是从降低购房者负担着手，减轻有关税费等方面；在 10 月 22 日《景气持续回落，政策松动或超预期》的报告中，认为政策放松的空间和力度会非常大，将包括“放松二套房贷”等四个方面；在 11 月 17 日行业月报《短期效应不明显，累积效应可期》的《行业政策解析》篇幅中又对政策松动的方向进行了补充。我们在上述报告中认为政策利好将以试探性、呈渐进方式在未来 12 个月内陆续从地方或中央层面推出，而且未来降息空间将很大，预计至明年底中长期贷款利率有望回落至 05 年底 06 年初的水平。

回顾近三个月的政策动向，基本符合我们在上述报告中的前瞻性判断（见表 2）。

表 3: 08/10/23 以来中央及地方出台的主要房地产政策一览

颁布时间	中央/地方	政策内容
10月23日	央行、财政部	契税下调、免征印花税、免征收土地增值税；允许地方政府制定鼓励住房消费的收费减免政策、将个贷利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍、最低首付款比例调整为 20% ^①
11月22日	北京	出台《关于促进北京市房地产市场稳定发展的若干意见》，降低住房交易税收负担、调整享受优惠政策的普通商品住房价格标准，加大住房消费信贷 ^②
11月26日	央行	下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点，下调大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点 ^③
12月4日	重庆	市委常委、常务副市长黄奇帆在 2008 年第四季度市情报告会上透露，为了稳定房地产市场，将出台新政策——对购买第一套商品房自住的市民，将返还此前所缴纳的个人所得税 ^④
12月17日	国务院	提出加快保障性住房建设，并针对二套房贷以及营业税征收减免等给出了具体的举措 ^⑤
12月22日	央行	降息 27 个基点 ^⑥

数据来源：政府网站，国信证券经济研究所

经济下滑不息，政策松动不止

经济下滑不息，政策松动不止，09 年更进一步的政策松动和扶持措施仍将值得期待

受金融“海啸”的影响，本次经济下滑超预期，未来仍不容乐观。虽然 08 年 4 季度国家推出的十大措施、4 万亿投资，刺激经济增长力度之大前所未有的，但全球经济面临的挑战不容忽视，我们预计未来一年为保经济增长，还有进一步松动政策出台，针对房地产领域的松动政策仍然可期。

09 年 1 月 6 日，国家新闻办新年首场新闻发布会，四大部委聚焦房地产，住房和城乡建设部副部长齐骥强调增加保障性住房的供应，不会冲击商品房市场；财政部税政司副司长王晓华强调如果 08 年的“救市”政策效果不明显的话，09 年会考虑出台更进一步的政策；央行金融市场司副司长霍颖励强调 09 年将着重改进金融服务，加大对居民住房消费的金融支持力度，避免住房金融服务“一刀切”的问题，并透露房地产投资信托基金已形成初步构架，正待批准后试点。

1 月 19 日上午，温总理主持召开国务院第二次全体会议，讨论即将提请十一届全国人大二次会议审议的《政府工作报告（征求意见稿）》，提出了五个“尽早”
促经济措施落实：尽早完善政策规划和科技支撑规划，尽早核准项目计划，尽早安排财政资金，尽早下达银行贷款，尽早落实各项措施。

我们认为，经济下滑不息，政策松动不止。未来只要房地产行业的低迷状况未得到根本改变，对房地产行业的刺激政策就会层出不穷。我们判断行业景气回落趋势或将持续到 09 年底，甚至 2010 年中，所以，房地产走出低迷状况之前，更进一步的政策松动和扶持措施仍将值得期待。

^① 相关分析见报告——《政策松动超预期，调高行业评级至推荐》

^② 相关分析见报告——《北京“救市”政策有利于房市稳定》

^③ 相关分析见报告——《大幅减息有利于提振房地产消费信心》

^④ 相关分析见报告——《解放思想，超配地产股》

^⑤ 相关分析见报告——《国务院“救市”政策有利于市场活跃》

^⑥ 相关分析见 12 月 23 日国信晨会报告及机构销售部邮件

重点公司动态跟踪

万科(00002): 公司 08 年 12 月份实现销售面积 66.1 万平方米, 销售金额 53.4 亿元, 环比分别增加 57%和 49.6%, 同比分别减少 13.8%和 13.5%; 销售均价为 8079 元/平方米, 同比上升 0.4%, 环比下降 4%。08 年全年公司累计销售面积 557 万平方米, 销售金额 478.7 亿元, 分别比 07 年减少 9.2%和 8.6%。销售均价为 8594 元/平方米, 同比上升 0.7%。12 月销售环比大增, 有部分年尾效应, 全年来看, 公司的销售自 08 年 5 月以来延续了同比负增长的局面, 但幅度有缩小的趋势, 符合我们公司销售增长压力正逐步缓解的判断。公司全年销售情况符合我们的预期, 也在一定程度上代表了行业状况, 即成交量下滑但价格总体变动不大。我们维持对公司 08-10EPS 分别为 0.48 元、0.55 元、0.78 元的业绩预测, 维持“推荐”评级。

保利地产(600048): 公司 08 年 12 月份实现销售面积 31.74 万平方米, 销售金额 22.2 亿元; 环比分别增加 31.8%和 10.7%, 同比分别增加 94%和 43%。12 月份销售均价为 6994 元/平方米, 环比下降 16%, 同比下降 26%。08 年全年公司实现销售面积 258.49 万平方米, 同比增长 29.48%; 实现销售金额 205.11 亿元, 同比增长 20.36%, 虽未达到年初 240 亿的销售目标, 但超过了 9 月调整后 190 亿元的销售计划。保利全年销售状况远远好于行业平均水平, 并且保持了销售金额与销售面积同步增长, 主要得益于其丰富的产品线和灵活的销售策略。良好销售也为 09 年业绩提供了安全保障, 公司依然是未来成长性最为突出的地产龙头。我们维持对公司 08-10 年 EPS 分别为 1.00、1.52、2.28 元的业绩预测, 维持“推荐”评级。

金地集团(600383): 公司 08 年 12 月份实现销售面积和销售金额分别为 12 万平方米和 11 亿元, 月环比分别下降 9%和 11%; 08 年全年实现销售面积和销售金额分别为 110 万平方米和 114 亿元, 同比分别增长 1.65%和 17%, 基本符合我们的预期。08 年全年平均售价为人民币 10372 元/平方米, 同比上涨 15%, 主要得益于售价相对较高的上海项目对业绩贡献比例增加。今年 1 月初, 公司控股子公司 18 亿元的总价拿下西安南湖项目, 土地成交面积 693 亩, 规划建筑面积 90 万平方米, 成交单价为 260 万/亩, 合 2001 元/平方米, 显著低于 06、07 年拿地均价。公司部分高价土地已经退还或正在商谈, 我们认为公司相对低下的估值已经反映了市场对此的担忧, 维持 08-10 年 EPS 分别为 0.65 元、0.75 元和 0.89 元的业绩预测, 维持“推荐”评级。

招商地产(000024): 公司 12 月 31 日发布公告, 大股东调减注入资产价格 20%。08 年 11 月公司实施增发 45000 万股, 募集资金净额为人民币 57.77 亿元, 募集资金拟投入 14 个项目, 其中部分将用于收购大股东蛇口工业区拥有的 6 宗土地, 资产原定价为 26.02 亿元。考虑到实际募资较原计划 85 亿元存在较大缺口, 本次大股东主动调减注入土地价格 5.2 亿元, 幅度为 19.98%, 超出了市场的预期。按照调整后注入资产价格 20.82 亿元测算, 公司购入土地的综合楼面地价为 4294 元/平米, 比调整前下降了 1076 元/平米, 有利于提升项目未来的盈利能力, 增强公司在经济下行周期的抗风险能力。我们维持对公司 08-10EPS 分别为 0.71 元、0.97 元和 1.21 元的业绩预测, 维持“中性”评级。

投资策略

前期策略回顾

08年10月8日，我们在房地产4季度策略《政策松动或带来交易性机会》中建议把握政策松动带来的阶段性机会；在10月15日《地方掀“救市潮”，短期地产股表现将强于大盘》报告中，我们判断地产股未来3-6个月表现将强于大盘；10月22日，在中央出台“房地产新政”后，我们又立即撰文《政策松动超预期，调高行业评级至“推荐”》，上调行业及主要地产股投资评级至‘推荐’”。从地产股表现看，从10月15日至09年2月6日，地产板块累计上涨了30.44%，强于大盘（沪深300）14.8个百分点，其强势表现符合我们的判断，推荐的主要品种涨幅大多有16%-79%（见表4）。

表4：08年4季度以来行业指数及重点公司收益率与大盘对比

	09/02/06 收盘价	09/02/06 涨跌 (%)	08/10/08 以来涨跌 (%)	08/10/15 以来涨跌 (%)	08/10/22 以来涨跌 (%)
房地产指数	1394	6.49	22.22	30.44	24.82
沪深300	2237	4.01	6.41	15.64	18.92
万科A	7.82	7.71	19.03	20.49	12.20
招商地产	16.29	8.60	20.22	22.48	23.22
保利地产	18.04	8.09	17.91	29.60	20.03
金地集团	8.34	8.31	26.17	41.60	31.13
华发股份	12.23	7.09	20.14	23.91	23.54
亿城股份	4.80	0.00	20.91	30.08	25.98
云南城投	23.18	4.84	48.40	76.95	77.76
首开股份	9.79	10.00	45.68	78.98	69.97
滨江集团	10.35	7.14	84.82	78.45	58.99

数据来源：WIND，国信证券经济研究所
08/10/22 为我们调高行业评级至推荐日

2月份配置策略

我们认为，政策松动促进行业基本面回暖仍将是未来地产股行情演绎的主要推动力，体现在两方面：

（1）、09年的政策松动仍将可期：除继续执行08年4季度出台的刺激刚性需求的政策外，再出台若干鼓励改善性需求的政策及刺激房地产开发投资的政策也是值得期待的。利好将以层出不穷而非一次出尽的方式演绎，并且一个政策利好往往会演化成为数个利好。

（2）、导致08年房地产销售低迷的三个主要因素都在朝积极的方向变化：首先，目前利率、存款准备金率还有较大下调空间，国内流动性正得到明显改善，利率下调将明显降低购房人和房企负担；其次，开发商基于对未来销售较为悲观，普遍顺势降价，明、暗降幅普遍达到了10%-20%；再次，住房供应结构改善明显，由于单套住宅面积缩小，在售价不变的情况下，购房人负担能减轻10%左右，综合上述三个方面，到09年中期，购房人负担将累计减轻在40%-50%，购买力增强明显。加上其他鼓励消费的政策，如购房退税等，预计09年房地产销售将逐步改善。

事实上，从我们跟踪的七个重点城市房地产销售数据情况看，政策“暖市”效果

明显，淡季销量反而超过了传统旺季的水平，特别是京、深两地回暖信号明显，截止至 09 年 1 月 18 日，北京已连续九周同比增长，深圳自 08 年 9 月以来就一直保持同比增长态势，11 月中旬以来同比增长幅度更一直高居 100-400%。

另外，主流地产股动态估值水平仍然较低，大部分 09 年动态 PE 平均在 10-15 倍，股价相对 NAV 折让普遍在 30%左右，相对价值明显。

鉴于以上几方面，我们认为 2 月份地产股投资机会仍较大，维持行业“推荐”评级，建议超配。

重点推荐品种

在当前形势下，开发商的分化加剧，拥有品牌、品质和资源稀缺优势的公司将会获得更为有利的生存环境和更大发展空间。在重点城市销售普遍萎缩 40-60%的情况下，龙头公司的销售业绩远好于全行业平均水平，这些公司的市场占有率在行业调整中也进一步得以扩大。我们建议逢低吸纳安全边际较高的品种（每股预收款高、NAV 折价较大），并兼顾资产注入和积极介入一级开发并有收益分成的公司，主推品种：保利、万科、云南城投、首开股份、滨江集团、中国海外。

表 5：每股预收款较多的地产上市公司

证券简称	09/02/06 收盘价	总股本	08 三季 营业总收入	08 三季 预收账款	每股 预售房款	预收款/市值
厦门国贸	10.69	49649	132.25	10.39	2.68	2.69
新城 B 股	2.68	106212	14.16	57.92	3.75	2.53
昆百大 A	5.58	13440	8.32	6.11	4.02	1.92
三木集团	2.94	46552	20.17	5.50	0.79	1.88
浙江广厦	4.40	87179	15.05	51.46	6.02	1.73
安徽水利	5.07	22308	13.57	3.50	1.64	1.51
荣丰控股	14.95	14684	26.71	0.26	0.10	1.23
东华实业	5.00	30000	6.43	10.69	3.46	1.14
冠城大通	5.52	61292	33.24	5.14	0.62	1.13
美都控股	4.26	34413	12.68	3.76	0.85	1.12
万通地产	10.93	50700	30.70	24.03	6.26	0.99
首开股份	9.79	80980	31.55	38.71	5.38	0.89
万科 B	5.54	1099521	225.42	310.80	1.97	0.88
中国武夷	4.90	38945	10.69	6.07	0.62	0.88
金地集团	8.34	167815	43.51	72.69	2.26	0.83

数据来源：国信证券经济研究所

国信关注地产股业绩预测及投资评级

表 6: 国信关注地产股盈利预测及评级

	证券简称	09/02/06 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	7.82	0.44	0.48	0.55	0.70	17.75	16.29	14.22	11.17	2.94	2.61	1.42	推荐
	招商地产	16.29	0.67	0.71	0.97	1.21	24.16	22.94	16.79	13.46	3.54	3.20	0.74	推荐
	保利地产	18.04	0.61	1.00	1.52	2.28	29.71	18.04	11.87	7.91	3.71	3.24	1.04	推荐
	金融街	8.96	0.29	0.40	0.46	0.56	30.45	22.23	19.33	16.11	4.72	4.11	0.65	推荐
	金地集团	8.34	0.58	0.65	0.75	0.89	14.50	12.83	11.12	9.37	1.66	1.52	0.73	推荐
区域龙头	华发股份	12.23	0.44	0.80	0.92	1.01	27.54	15.35	13.34	12.13	5.08	4.12	1.02	谨慎推荐
	栖霞建设	4.05	0.33	0.20	0.15	0.23	12.38	20.25	27.00	17.61	2.61	2.40	0.90	中性
	福星股份	6.04	0.45	0.55	0.60	0.78	13.42	10.98	10.07	7.74	2.02	1.79	0.55	推荐
	亿城股份	4.80	0.49	0.37	0.45	0.52	9.71	12.84	10.70	9.17	1.27	1.19	0.69	推荐
	滨江集团	10.35	0.44	0.60	0.81	1.13	23.61	17.25	12.78	9.13	3.73	3.24	0.94	推荐
	荣盛发展	7.10	0.36	0.50	0.55	0.60	19.97	14.20	12.91	11.83	3.23	2.79	0.86	谨慎推荐
	新城 B 股	2.68	0.40	0.50	0.61	0.82	6.63	4.61	4.39	3.25	1.97	1.56	0.31	推荐
	云南城投	23.18	0.16	0.31	3.10	4.20	141.58	74.83	7.48	5.52	9.42	8.66	0.54	推荐
	中天城投	8.29	0.29	0.56	1.60	2.30	28.86	14.79	5.18	3.60	7.93	5.77	0.74	谨慎推荐
民营四大	中华企业	7.27	0.56	0.70	0.65	0.88	13.07	10.39	11.18	8.26	2.73	2.31	0.79	谨慎推荐
	泛海建设	7.76	0.29	0.10	0.30	0.35	26.89	78.07	25.87	22.17	4.34	4.18	0.82	谨慎推荐
	苏宁环球	6.58	0.15	0.48	0.44	0.62	43.84	13.83	14.94	10.67	11.96	7.45	0.63	谨慎推荐
	新潮中宝	5.11	0.15	0.21	0.27	0.35	34.78	24.03	19.23	14.42	3.84	3.45	1.09	谨慎推荐
国有整体上市	香江控股	4.66	0.18	0.30	0.35	0.42	26.03	15.78	13.25	11.04	6.97	5.32	0.60	谨慎推荐
	华侨城 A	10.03	0.29	0.36	0.46	0.56	35.04	28.04	21.57	17.95	5.32	4.70	0.68	谨慎推荐
	北京城建	10.24	0.36	0.57	0.62	0.69	28.65	17.85	16.53	14.88	2.26	2.07	0.79	推荐
	首开股份	9.79	0.39	0.71	0.78	0.89	24.99	13.89	12.62	10.98	6.84	5.09	0.45	推荐
	上实发展	8.61	0.14	0.27	0.30	0.36	62.73	31.37	28.70	23.92	6.51	5.68	0.98	谨慎推荐
	中粮地产	6.16	0.26	0.10	0.20	0.31	23.98	61.60	30.80	19.87	3.25	3.13	0.81	谨慎推荐
其它	中航地产	6.44	0.68	0.51	0.50	0.73	9.52	12.63	12.88	8.82	0.95	0.91	0.49	谨慎推荐
	广宇集团	4.45	0.31	0.45	0.50	0.62	14.58	9.89	8.90	7.18	1.97	1.73	0.72	谨慎推荐
	深振业 A	6.14	0.51	0.60	0.50	0.65	12.08	10.23	12.28	9.45	1.80	1.60	0.78	谨慎推荐
	华业地产	4.06	0.22	0.43	0.35	0.50	18.21	9.44	11.60	8.12	1.39	1.26	0.58	谨慎推荐
出租类	万通地产	10.93	0.33	0.85	0.70	0.72	33.60	12.86	15.61	15.18	2.28	2.03	0.99	谨慎推荐
	小商品城	51.21	1.07	1.65	2.39	3.35	48.06	31.04	21.40	15.29	11.46	9.10	0.81	推荐
	浦东金桥	11.25	0.24	0.30	0.28	0.30	45.96	37.50	40.18	37.50	3.23	3.05	0.97	谨慎推荐
	中国国贸	8.72	0.29	0.30	0.35	0.40	30.36	29.07	24.91	21.80	2.19	2.08	0.64	推荐
	陆家嘴	18.66	0.40	0.50	0.52	0.58	46.21	37.32	35.88	32.17	4.24	3.93	1.10	谨慎推荐

资料来源: 国信证券经济研究所
 07 EPS 按最新股本除权

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 飙	银行业分析师 谈 煜	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456