

[2009.2.11]

资产为王时代来临，建仓房地产

——房地产行业 09 年一季度投资策略报告

周户

86-10-5836 2768

zhouhu@bhq.com

- 核心观点：
- 资产为王时代来临
 - 09 年上半年房地产市场回暖
 - 流动性充裕，资源整合

投资要点：

● 资产为王时代来临

09 年上半年市场的回暖以及流动性充裕度的快速提高，资产重要性上升的同时，也必然带来资产价值的提升，资产为王时代来临。而 09 年仍将是开发商间争夺市场份额的一年，资源整合机会到来，资源整合能力强的优质房地产公司投资价值凸显。

● 09 年上半年房地产市场将回暖，买入房地产

在外需放缓，经济增长依靠内需的情况下，商品房成交量回升，则成为保经济增长的关键。因此，商品房成交量不回升且持续，政策利好将不断。此外，09 年上半年开发商将加大促销力度，再考虑到 09 年城镇居民购房能力的相对提升，小户型的推盘，供求结构矛盾的缓解，供给减少的预期及目前成交量的回升等 09 年上半年购房预期将好转，商品房成交量将回升。

● 流动性充裕推高房地产资产价值

流动性在 09 年上半年的高峰释放，而利率下降有可能导致“存款搬家”以及房地产行业的先导性和 09 年上半年市场的回暖，必将引导流动性充斥房地产行业，推高房地产资产价值。

● 整合优良资产，锁定未来收益

在刚性需求支撑的市场下，商品房销售大幅回升的可能性较小，因此开发商将争夺市场份额，而房地产开发贷款取向的有选择性，必将导致开发商的优胜劣汰，形成资源整合的机会。销售方面的优势以及信贷取向的支持将提高优质房地产开发企业整合资源的优势。而城市化水平提高以及人口红利等将支撑房地产行业中长期看好。09 年整合的优良资产，将为 10、11 年业绩奠定基础，优质房地产开发企业优势将进一步突出。

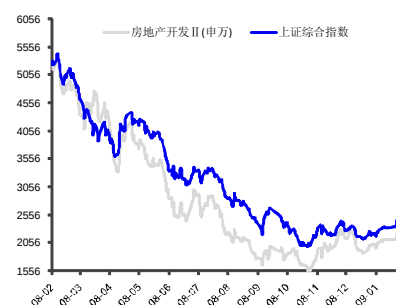
● 买入保利地产和万科

09 年上半年市场的回暖，市场预期不一致向一致转变，必将带来房地产行业估值水平的提升。我们认为 09 年一季度投资策略主要为，首先，选择市场份额提升能力较强的公司；其次，选择资源整合能力较强的公司。而万科和保利地产，无论从市场份额的提升能力，还是从资源整合能力，都是资产为王时代的最大收益者。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

子行业评级	
子行业名称	评级
房地产开发	买入

推荐公司	
公司名称	评级
万科	买入
保利地产	买入



相关报告

《资产为王时代的受益者》——保利地产深度价值投资分析报告，09.1.21
《蓄谋 2009，资产为王》——万科深度调研报告，09.1.13
《经济放缓，地产上行》——09 年房地产行业投资策略报告，08.12.5
《小房子，大市场》——房地产行业专题报告之购房需求分析，08.8.27

目 录

1. 房地产市场回暖，资产重要性提升	4
1.1. 房地产市场回暖持续，开发商加大促销力度	4
1.2. 09 年上半年房地产市场将回暖.....	6
2. 整合优良资产，锁定未来收益	9
2.1. 09 年仍将是开发商间争夺市场份额的一年.....	9
2.2. 房地产开发贷款取向有选择性，促进资产整合.....	9
2.3. 09 年资源整合，锁定未来收益.....	10
3. 流动性充裕推高房地产资产价值.....	10
3.1. 09 年 1、2 季度流动性快速提升	10
3.2. 市场回暖+流动性推动房地产资产价值提升.....	11
3.3. 流动性与商品房销售均价相关系数为 0.76	11
3.4. 流动性充裕推高房地产资产价值	12
4. 资产为王时代来临	12
5. 房地产行业估值水平仍将提升	12
5.1. 地产板块强于大盘 5.41 个百分点.....	12
5.2. 房地产行业估值水平仍将提升	13
6. 行业评级及房地产行业一季度投资策略.....	13
6.1. 行业评级：买入	13
6.2. 09 年一季度房地产行业投资策略.....	14
7. 买入保利地产和万科.....	14

图目录

图 1: 08 年 9 月以来, 14 个城市商品房成交面积变动情况	4
图 2: 房地产开发投资对 GDP 贡献率分析	7
图 3: 经济适用房投资在住宅开发投资中的比重	7
图 4: 商品房销售面积及同比环比增长率	7
图 5: 商品住宅新开工面积单月变动情况	8
图 6: 09 年商品住宅销售面积同比增长 7.06%	9
图 7: 流动性度量及预测	10
图 8: 09 年金融机构新增人民币贷款情况	10
图 9: 低利率降低储蓄意愿	11
图 10: 08 年 9 月以来, 单月新增存款持续负增长	11
图 11: 商品房销售面积与流动性相关性分析	11
图 12: 商品房销售价格与流动性相关性分析	11
图 13: 资产为王时代来临	12
图 14: 09 年 1 月 5 日至 09 年 2 月 10 日不同板块涨幅比较	13
图 15: 00 年以来房地产行业相对全部 A 股溢价率	13
图 16: 各行业 PE09 比较	13

表目录

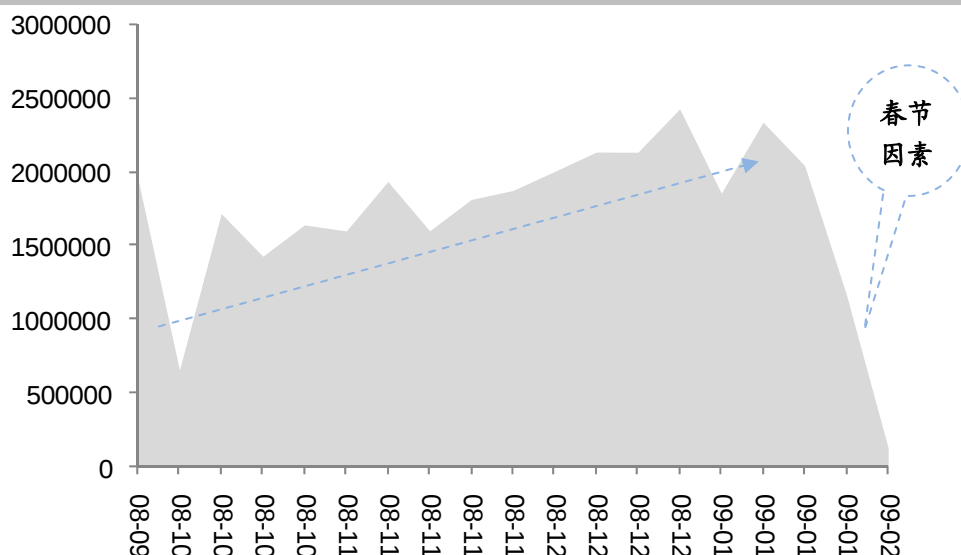
表 1: 春节黄金周期间, 各城市房地产市场运行情况分析	4
表 2: 春节后一周, 各城市房地产市场运行情况分析	5
表 3: 房地产开发投资与商品房销售面积相关系数及弹性系数分析	7
表 4: 销售面积与新开工面积及其滞后期相关系数分析	8
表 5: 1 月份新增贷款投向预测	9

1. 房地产市场回暖，资产重要性提升

1.1. 房地产市场回暖持续，开发商加大促销力度

受春节因素的影响，除春节前一周和前两周外，14个城市商品房成交量，10月份以来呈逐周上升的趋势。而春节黄金周期间，商品房成交面积，八座城市合计同比上涨101.36%，其中没有一座城市负增长；成交均价，三城市均同比下降，春节期间，开发商加大了促销的力度。另外，春节后一周，八座城市商品房成交量合计同比上涨47.45%，其中，除上海和杭州成交负增长外，其他6座城市均出现同比上涨。因此，剔除春节因素的影响，商品房成交量回升趋势持续，同时，经过08年市场的调整，开发商对调整的认识基本统一，促销或降价较为一致。

图 1: 08 年 9 月以来，14 个城市商品房成交面积变动情况 平方米



数据来源：渤海证券研究所

表 1: 春节黄金周期间，各城市房地产市场运行情况分析 平方米，元/平方米，套，%

北京	期房签约套数	期房签约面积	期房住宅签约套数	期房住宅签约面积	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08 年春节	0	0	0	0	----	----
09 年春节	0	0	0	0	0	0
武汉	成交套数	成交面积	成交均价	成交均价同比增长率	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08 年春节	1	42.38	6309.58	----	----	----
09 年春节	2	184.98	5228.13	-17.14	336.48	100
上海	新开盘套数	新开盘面积	商品房预售套数	商品房预售面积	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08 年春节	657	64668.23	47	4700	----	----
09 年春节	83	15733.87	88	7800	65.96	87.23

杭州	预定套数	预定面积	预售套数	预售面积	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08年春节	14	0	4	----	----	----
09年春节	12	2010	13	----	----	225
南京	住宅认购套数	住宅成交套数	住宅成交面积	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率	认购套数同比增长率
08年春节	30	0	0	----	----	----
09年春节	88	0	0	0	0	193.33
天津	成交套数	成交面积	成交均价	成交金额	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08年春节	0	0	0	0	----	----
09年春节	9	1067.60	5594.00	597.22	----	----
深圳	成交套数	成交面积	成交均价	成交均价同比增长率	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08年春节	19	1072	14832.09	----	----	----
09年春节	20	1710	9947.37	-32.93	59.51	5.26
厦门	成交套数	成交面积	成交均价	成交均价同比增长率	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08年春节	8	1034.79	8100.39	----	----	----
09年春节	26	3028.87	6525.33	-19.44	192.70	225
合计	成交套数	成交面积	成交均价	成交金额	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08年春节	79	6849.17	----	----	----	----
09年春节	158	13791.45	----	----	101.36	100.00

注：1.春节黄金周指除夕至正月初六，七天。

2.由于商品房成交到数据公布存在时滞，因此以上数据只能部分显示春节期间成交状况。

3. 以上数据，除南京和厦门为住宅外，其他城市均为商品房。

数据来源：各城市房管局，渤海证券研究所

表 2：春节后一周，各城市房地产市场运行情况分析 平方米，元/平方米，套，%

北京	期房签约套数	期房签约面积	期房住宅签约套数	期房住宅签约面积	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08年春节后一周	668	65269	489	51119	----	----
09年春节后一周	1026	130596	745	72629	100.09	53.59
武汉	成交套数	成交面积	成交均价	成交均价同比增长率	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08年春节后一周	396	40503.85	5189.80	----	----	----
09年春节后一周	770	78975.72	4831.43	-6.91	94.98	94.44
上海	新开盘套数	新开盘面积	商品房预售套数	商品房预售面积	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08年春节后一周	1602	191786.86	1869	171100	----	----
09年春节后一周	323	73297.82	1572	146400	-14.44	-15.89
杭州	预定套数	预定面积	预售套数	预售面积	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率

08 年春节后一周	289	0	461	----	----	----
09 年春节后一周	178	17056	144	----	----	-68.76
南京	住宅认购套数	住宅成交套数	住宅成交面积	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率	认购套数同比增长率
08 年春节后一周	835	291	29201	----	----	----
09 年春节后一周	819	314	33741	15.55	7.90	-1.92
天津	成交套数	成交面积	成交均价	成交金额	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08 年春节后一周	556	59068	8459.38	----	----	----
09 年春节后一周	641	65737.10	7205.01	-14.83	11.29	15.29
深圳	成交套数	成交面积	成交均价	成交均价同比增长率	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08 年春节后一周	23618	197	13619.75	----	----	----
09 年春节后一周	96910	956	10843.08	-20.39	385.28	310.32
厦门	成交套数	成交面积	成交均价	成交均价同比增长率	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08 年春节后一周	59	6798.22	9812.63	----	----	----
09 年春节后一周	807	92316.75	5671.20	-42.21	1257.95	1267.80
合计	成交套数	成交面积	成交均价	成交金额	成交面积同比增长率	成交套数同比增长率
08 年春节后一周	27918	372137.07	----	----	----	----
09 年春节后一周	102184	548722.57	----	----	47.45	266.01

注：1.春节后一周指阴历正月初七至正月十三，七天。

2. 以上数据，除南京和厦门为住宅外，其他城市均为商品房。

数据来源：各城市房管局，渤海证券研究所

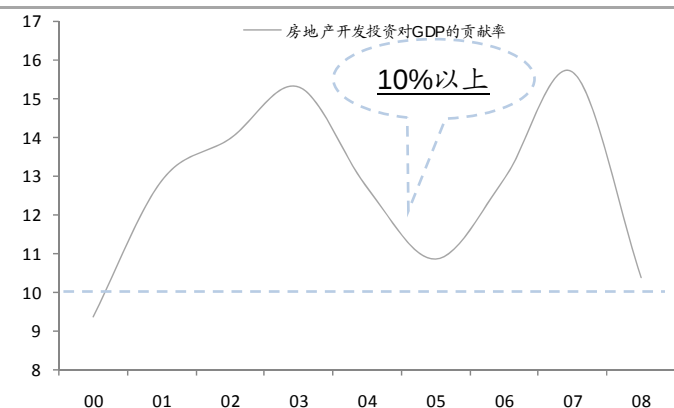
1.2. 09 年上半年房地产市场将回暖

1.2.1 09 年上半年仍将出台政策刺激商品房成交量回升

保经济增长，商品房成交量回升是关键

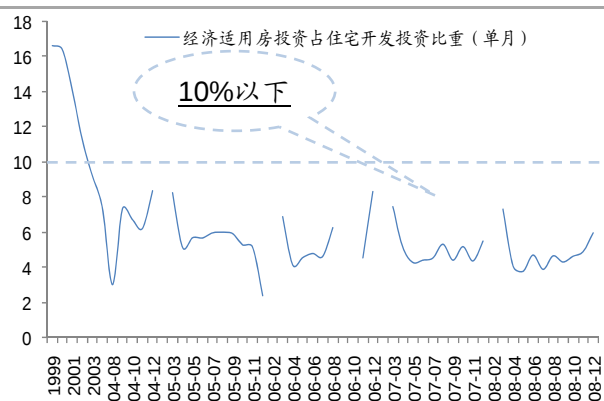
2009 年，“保增长”仍将是宏观调控的首要目标。而从 99 年以来，房地产开发投资对 GDP 的贡献率基本都在 10%以上，而且 GDP 对房地产开发投资的弹性系数为 0.58。因此，在外需放缓以及消费难以快速启动的情况下，房地产开发投资的增长情况对保经济增长尤为重要。然而，08 年以来，商品房库存去化周期逐月走高以及保障住房投资并不是房地产开发投资的主要部分，房地产开发投资的增长需要商品房成交量回升作为前提。因此，为了保经济增长，政策利好于地产仍将持续，刺激商品房成交量回升的政策仍将会有。

图 2: 房地产开发投资对 GDP 贡献率分析 %



数据来源: 渤海证券研究所

图 3: 经济适用房投资在住宅开发投资中的比重 %



数据来源: 渤海证券研究所

09 年上半年仍将出台政策刺激商品房成交量回升

房地产开发投资与当期和滞后 5-6 个月的销售面积相关性较大。考虑到投资惯性以及 08 年商品房销售面积同比下降，如果 09 年上半年商品房成交量没有回升，不仅 09 年上半年房地产开发投资会下降，下半年有可能继续放缓。因此，**为了保经济增长，需要商品房成交量，09 年上半年回升。**因此，09 年上半年仍将会有刺激商品房成交的政策出台，诸如二套房政策进一步放宽，购房退税等。同时，考虑到 09 年上半年通货紧缩的风险，有可能进一步下调基准利率。因此，09 年上半年刺激商品房成交的政策环境仍较为优越。

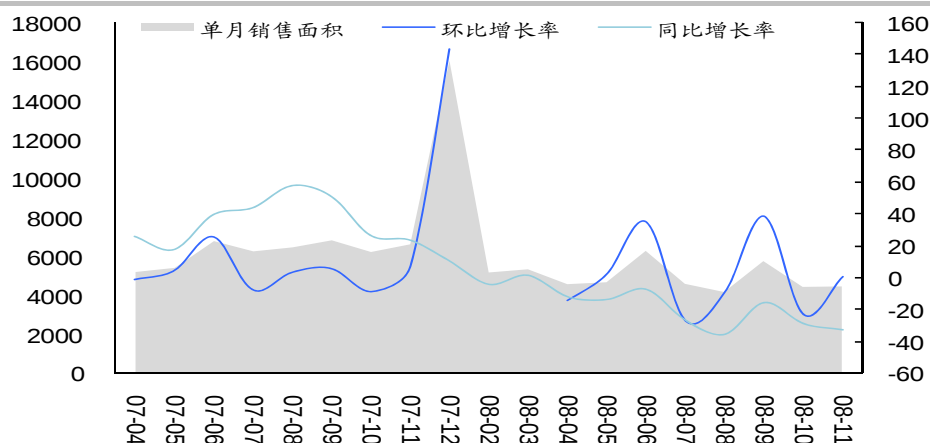
表 3: 房地产开发投资与商品房销售面积相关系数及弹性系数分析

商品房销售面积滞后期	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8	-9	-10
相关系数	0.73	0.43	0.41	0.41	0.50	0.58	0.51	0.47	0.52	0.52	0.52
弹性系数	0.47	---	---	---	0.06	0.11	0.08	---	0.09	0.09	0.06

- 注: 1. 相关系数及弹性系数是依据 99 年 2 月至 08 年 12 月单月数据计算所得;
2. 由于月度统计数据, 没有 1 月份的统计数据, 因此滞后期只有 10 个;
3. 相关系数及弹性系数滞后 5 期以上高于滞后 1-4 期。

数据来源: 渤海证券研究所

图 4: 商品房销售面积及同比环比增长率 万平方米, %



数据来源: 渤海证券研究所

1.2.2 09 年上半年开发商将加大商品房促销力度

从单月新开工面积同比增长率来看，08 年 3 月以后明显放缓，7 月份开始负增长，而销售面积与滞后 10 个月新开工面积有较大的相关性。因此，09 年 2 月以后新增推盘量增速将有所放缓，09 年下半年将可能负增长。在房价和毛利率下滑以及 08 年已售未结算面积下降的情况下，开发商，尤其是上市公司，为了保证 09 年业绩，必须加大项目的结算力度，而项目结算必须以产品销售为前提。再分别假设预售的条件之一为项目结构封顶和项目结算以交房为标准，而结构封顶到交房大约需要 6 个月，因此，开发商，为了保证 09 年业绩，同时在经历 08 年，对市场调整达成共识，09 年上半年在加大推盘力度的同时，促销力度也将加大。

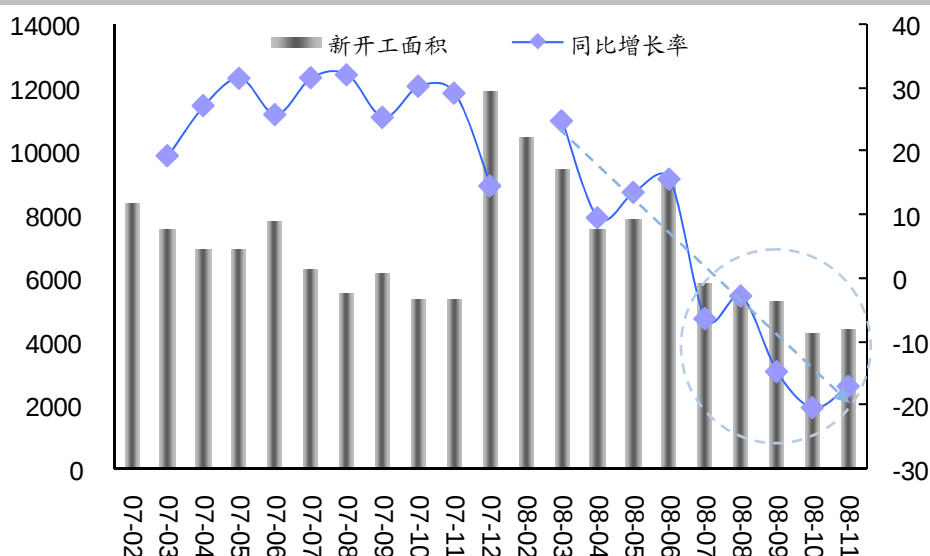
表 4：销售面积与新开工面积及其滞后期相关系数分析

当期	滞后 1 期	滞后 2 期	滞后 3 期	滞后 4 期	滞后 5 期	滞后 6 期
0.81	0.21	0.20	0.26	0.27	0.32	0.49
滞后 7 期	滞后 8 期	滞后 9 期	滞后 10 期	滞后 11 期	滞后 12 期	-----
0.35	0.33	0.42	0.82	0.19	0.19	-----

数据来源：渤海证券研究所

图 5：商品住宅新开工面积单月变动情况

万平方米，%



数据来源：渤海证券研究所

1.2.3 09 年上半年商品房成交量将回升

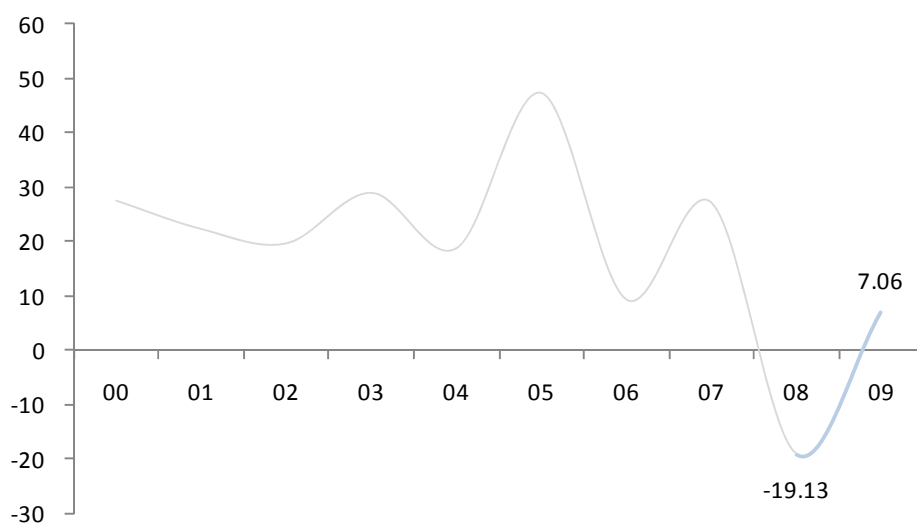
在 09 年上半年将出台政策刺激商品房成交以及开发商加大促销力度的情况下，再考虑到 09 年城镇居民购房能力的相对提升，小户型的推盘，供求结构矛盾的缓解，供给减少的预期及目前成交量的回升等（详细论证见 2008 年 11 月 28 日《经济放缓，地产上行》，09 年上半年购房预期将好转，商品房成交量将回升。

2. 整合优良资产，锁定未来收益

2.1. 09 年仍将是开发商间争夺市场份额的一年

在二套房政策没有放开，非普通住宅政策没有较大松动的情况下，09 年，投资和投机型需求将不会有较大幅度增长，刚性需求仍然是支撑市场需求的主体，因此，09 年商品房成交量不会有太大幅度的增长，预计同比上升 7.06%。故而，开发商间的竞争将更加激烈，相互间争夺市场份额。

图 6：09 年商品住宅销售面积同比增长 7.06%



数据来源：渤海证券研究所

2.2. 房地产开发贷款取向有选择性，促进资产整合

尽管信贷松动有助于缓解房地产开发企业资金压力，但从表 5 可以看出，新增贷款将不会以房地产开发贷款为主，针对房地产行业的开发贷款将不会有较大的松动。而宏观经济走势的不明朗以及房地产行业回暖趋势并未确立，使得银行等金融机构的贷款将以风险可控，资金安全为前提，房地产开发贷款取向将侧重于优质房地产开发企业。

表 5：1 月份新增贷款投向预测

(%)	新增贷款占比
票据	30-40
流动资金贷款	20-25
政府相关项目	25-30

数据来源：渤海证券研究所

2.3. 09 年资源整合，锁定未来收益

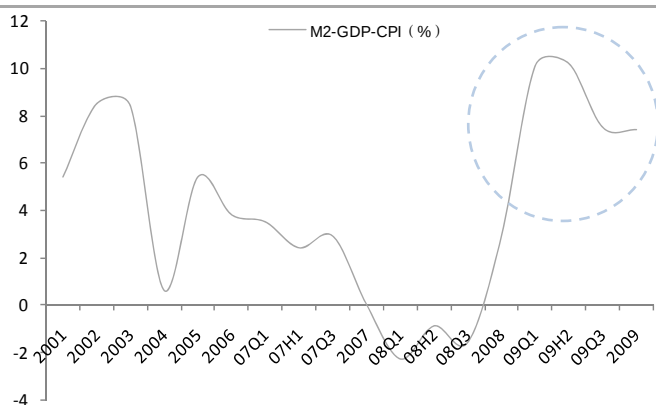
在刚性需求支撑的市场下，商品房销售面积大幅回升的可能性较小，因此开发商将争夺市场份额，而房地产开发贷款取向的有选择性，必将导致开发商的优胜劣汰，形成资源整合的机会。销售方面的优势以及信贷取向的支持将提高优质房地产开发企业整合资源的优势。而城市化水平提高以及人口红利等将支撑房地产行业中长期看好。09 年整合的优良资产，将为 10、11 年业绩奠定基础，优质房地产开发企业优势将进一步突出。

3. 流动性充裕推高房地产资产价值

3.1. 09 年 1、2 季度流动性快速提升

2009 年，中国人民银行以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 至 4 个百分点的增长幅度作为全年货币供应总量目标，争取广义货币供应量 M2 增长 17% 左右。而 06 及 07 年各季度，M2 增速与 GDP 增长与物价上涨之和的差都低于 4 个百分点，因此，09 年流动性将不低于 06、07 年水平。另外，依据 WIND 预测数据，09 年 1、2 季度流动性将达到 10.1% 和 10.2%，再从新增贷款季度投放来看，08 年四季度、09 年 1 季度及 09 年二季度合计约 4.93 亿元，超过 07 年全年新增贷款 4.91 亿元，因此，流动性高峰将在 09 年 1、2 季度出现。

图 7：流动性度量及预测

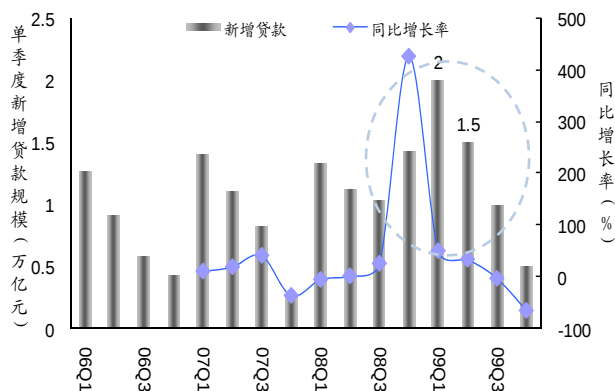


注：1.流动性的度量方法很多，在此，我们用 M2 与 GDP 和 CPI 之和的差来衡量。

2.依据 WIND 预测，09 年 1-4 季度，GDP 增长率分别为 6.6%，6.6%，7.5%，7.7%，M2 增长率分别为 16.7%，16.8%，15%，15.7%，09 年 CPI 同比涨幅为 0.6%。

数据来源：渤海证券研究所

图 8：09 年金融机构新增人民币贷款情况



注：假设 09 年新增 5 万亿元贷款，1-4 季度投放比例为 4: 3: 2: 1。

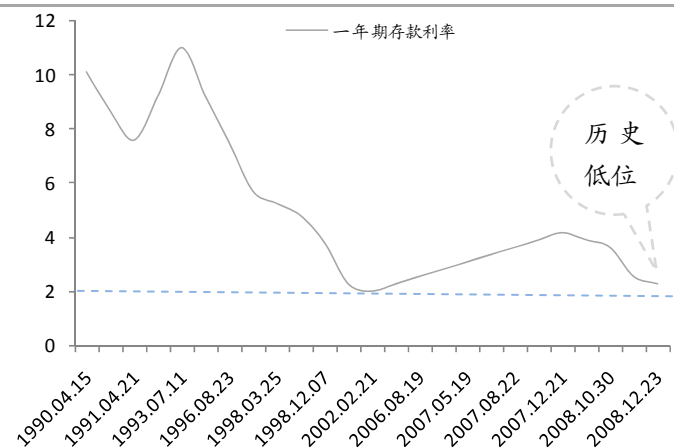
数据来源：渤海证券研究所

3.2. 市场回暖+流动性推动房地产资产价值提升

尽管 2001-2006 年流动性也非常高，但，不仅没有引起通货膨胀，也没有引起资产价格的快速上涨，其中的原因在于居民持有储蓄存款的偏好较高。而名义利率的不断下降以及利率下降的预期，将降低居民的储蓄意愿（自从 08 年 10 月份降低存款利率以来，新增存款持续负增长。），有可能导致“存款搬家”。因此，09 年 1、2 季度流动性的充裕有可能导致资产价格的提升或者商品价格的上涨。而房地产市场先导性以及 09 年上半年的回暖，将会吸引部分资金流入到房地产行业，推高房地产资产价值的提升。

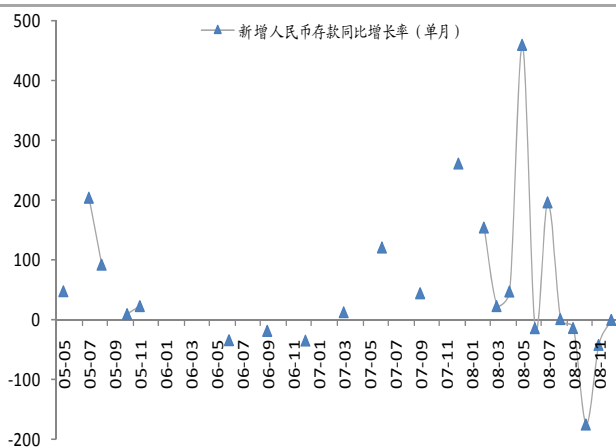
图 9：低利率降低储蓄意愿

%



数据来源：渤海证券研究所

图 10：08 年 9 月以来，单月新增存款持续负增长 %

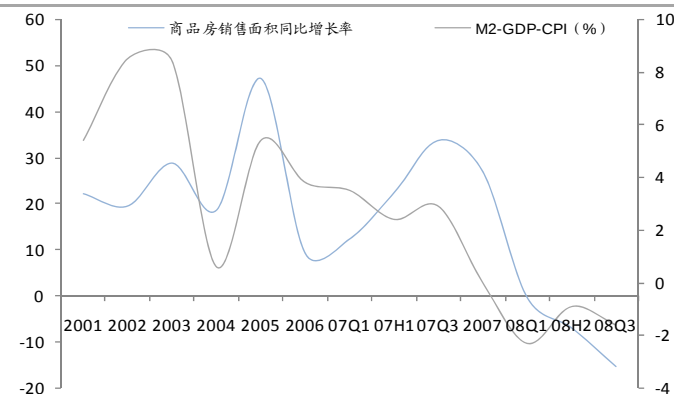


数据来源：渤海证券研究所

3.3. 流动性与商品房销售均价相关系数为 0.76

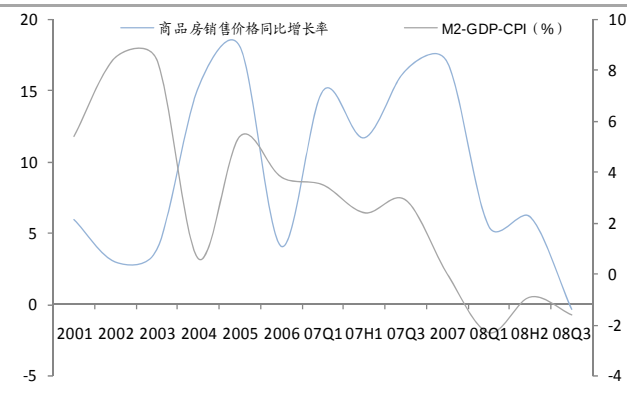
07-08 年，商品房销售面积和销售均价的走势基本和流动性走势相一致，其中商品房销售面积与流动性的相关系数为 0.71，销售均价与流动性的相关系数为 0.76。

图 11：商品房销售面积与流动性相关性分析



数据来源：渤海证券研究所

图 12：商品房销售价格与流动性相关性分析



数据来源：渤海证券研究所

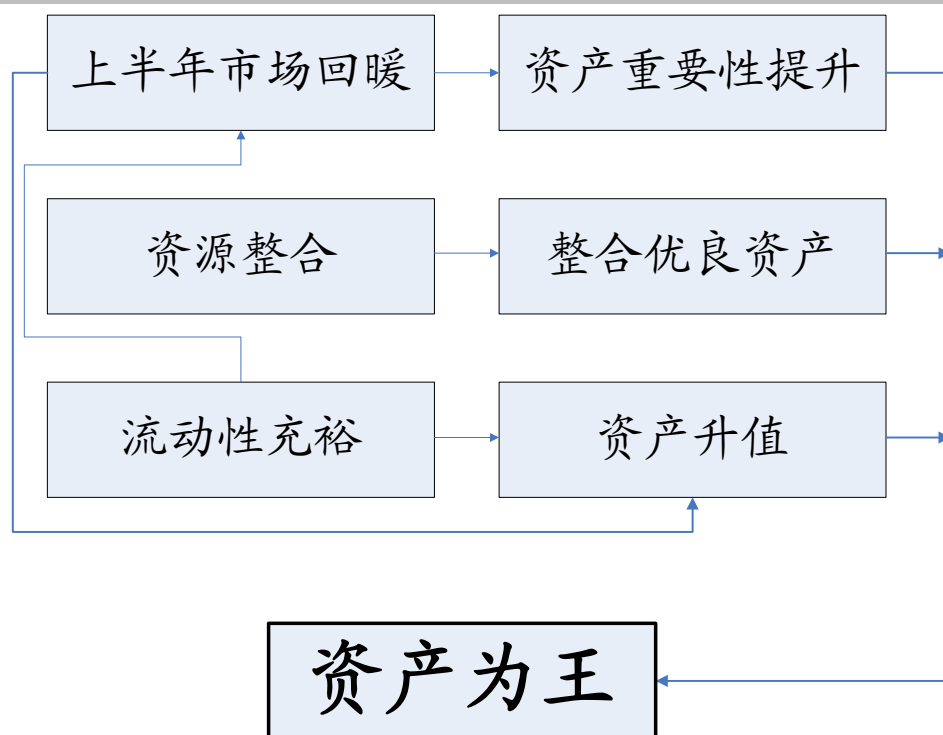
3.4. 流动性充裕推高房地产资产价值

流动性在 09 年上半年的高峰释放，而利率下降有可能导致“存款搬家”以及房地产行业的先导性和 09 年上半年市场的回暖，必将引导流动性充斥房地产行业，推高房地产资产价值。

4. 资产为王时代来临

09 年上半年市场的回暖以及流动性充裕度的快速提高，资产重要性提高的同时，也必然带来资产价值的提升，资产为王时代来临。而 09 年将是资源整合的一年，资源整合能力强的优质房地产公司投资价值凸显。

图 13: 资产为王时代来临



数据来源：渤海证券研究所

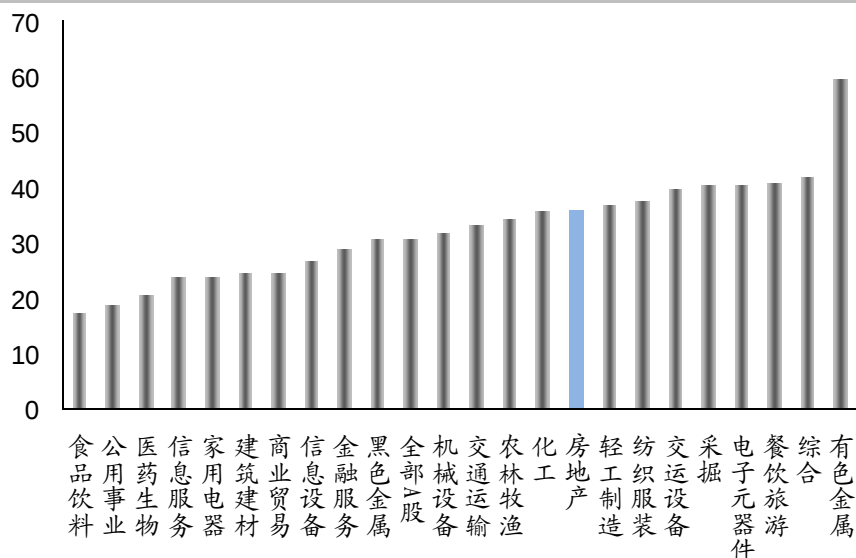
5. 房地产行业估值水平仍将提升

5.1. 地产板块强于大盘 5.41 个百分点

自从 09 年 1 月 5 日大盘启动以来，房地产行业增长 35.91%，处于申万一级行业中的第九位，强于全部 A 股的 30.5%，远低于有色金属行业的 59.34%。

图 14: 09 年 1 月 5 日至 09 年 2 月 10 日不同板块涨幅比较

%

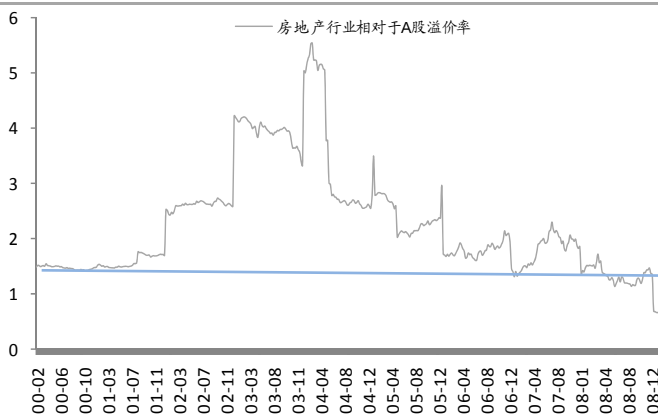


数据来源: 渤海证券研究所

5.2. 房地产行业估值水平仍将提升

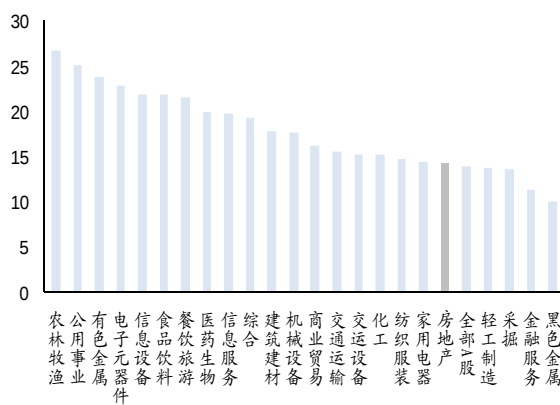
从估值水平来看, 目前房地产行业平均 PE 为全部 A 股 0.68 倍, 处于 00 年以来最低位。而依据 wind 统计, 房地产行业 PE09 为 14.19 倍, 同样处于估值水平地位。09 年上半年市场的回暖, 市场预期不一致向一致转变, 必将带来房地产行业估值水平的提升。

图 15: 00 年以来房地产行业相对全部 A 股溢价率



数据来源: 渤海证券研究所

图 16: 各行业 PE09 比较



数据来源: 渤海证券研究所

6. 行业评级及房地产行业一季度投资策略

6.1. 行业评级: 买入

在外需放缓, 经济增长依靠内需的情况下, 商品房成交量回升, 成为保经济增长的关

键。因此，商品房成交量不回升且持续，政策利好将不断。此外，09 年上半年开发商将加大促销力度，再考虑到 09 年城镇居民购房能力的相对提升，小户型的推盘，供求结构矛盾的缓解，供给减少的预期及目前成交量的回升等 09 年上半年购房预期将好转，商品房成交量将回升。

6.2. 09 年一季度房地产行业投资策略

09 年上半年市场的回暖以及流动性充裕度的快速提高，资产重要性上升的同时，也必然带来资产价值的提升，资产为王时代来临。而 09 年仍将是开发商间争夺市场份额的一年，资源整合机会到来，资源整合能力强的优质房地产公司投资价值凸显。因此，我们认为 09 年一季度投资策略主要为，首先，选择市场份额提升能力较强的公司；其次，选择资源整合能力较强的公司。

7. 买入保利地产和万科

依据我们的投资策略，我们建议关注万科和保利地产。

蓄谋 2009，资产为王

——万科（000002）深度调研报告

周户

86-10-5836 2768

zhouhu@bhq.com

核心观点：

- 09年结算收入已锁定33.86%，销售收入将增长16%
- 09年万科资源整合能力较强

投资要点：

● 09年结算收入已锁定33.86%，销售收入将增长16%

08年是公司间争夺市场份额的一年。而万科08年销售业绩优于行业，市场份额较07年提升0.36个百分点，为09年贡献206.3亿元的已售未结算金额，因此，33.86%的09年项目结算收入已锁定。而09年市场竞争将更加激烈。预计万科09年项目销售收入将增长16%，市场份额进一步提升0.18个百分点，为2010年贡献152.31亿元的未结算金额。

● 08年拿地放缓，预计08年将进一步计提2.24亿元存货跌价准备

万科08年新增土地储备建筑面积较07年下降36.9%。拿地速度的放缓，为09年进行资源整合奠定基础。从目前土地储备来看，公司在一线城市，尤其是深圳和广州的比例相对较低，因此，受深圳和广州市场率先回暖的影响相对较小，而且，54.63%为06、07年获得，06年以来新增土地储备楼面地价为2516.87元/平方米，地价相对较高，存在计提存货跌价准备的风险。预计08年将进一步计提2.24亿元的存货跌价准备。

● 09年资源整合能力较强，资产为王

公司08年将盈余资金21.33亿元，没有短期偿债压力。而09年万科将至少有200亿元资金用于资源整合。而10年经济的恢复，必将带来09年整合资源的巨大升值，为11年盈利能力提高埋下伏笔。

● 投资建议

预计，万科08和09年归属于母公司所有者净利润分别为52.28和62.03亿元，每股收益分别为0.48和0.56元。按照2009年2月10日收盘价，公司08、09年PE分别为12.27和12.87倍。给予买入评级。

● 风险提示

经济的不确定性，将影响行业发展趋势。而房价存在下行压力，将加大公司进一步计提存货跌价准备的风险，预计09年将计提1.49亿元存货跌价准备。

评级：

买入

上次评级：

买入

目标价

¥11.2

格：

上次预测：

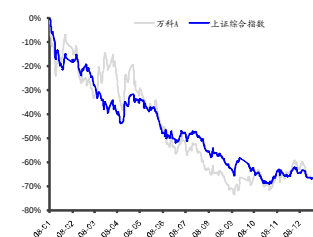
¥11.2

当前价格：

¥8.14

2009.2.11

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.11
2Q/2008	0.08
3Q/2008	0.02
4Q/2008	0.27



公司简介

国内最大的房地产开发企业，把握行业趋势的能力在业内最强。

相关报告

财务摘要（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	17,918	35,527	51,520	61,397	73,123
(+/-)%	70%	98%	45%	19%	19%
经营利润（EBIT）	3412	7845	9670	10923	13751
(+/-)%	67%	130%	23%	13%	26%
净利润	2298	4844	5228	6203	7828
(+/-)%	70%	111%	8%	19%	26%
每股净收益（元）	0.53	0.70	0.48	0.56	0.71
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率（%）	36.15%	41.99%	38.17%	36.14%	38.15%
ROE（%）	13.17%	14.28%	13.25%	13.39%	14.22%
ROIC（%）	7.66%	9.12%	9.77%	9.00%	9.69%
PE	15.48	11.55	15.27	12.87	10.20
PB	2.04	1.65	2.02	1.72	1.45
EV/EBITDA	10.04	7.46	9.64	9.22	7.62

资产为王时代的受益者

——保利地产深度价值投资分析报告

周户

86-10-5836 2768

zhouhu@bhq.com

核心观点:

- 结算规模扩张为业绩增长的核心动力源
- 09年业绩增长有保障, 资产为王时代的受益者

投资要点:

● 盈利模式: 结算规模扩张为业绩增长的核心动力源

公司业绩增长 90%以上来源于房地产业务。而 03-07 年房地产业绩增长, 81.09%、12.95%和 5.96%分别来自于结算面积、结算均价和毛利率的贡献。因此, 公司业绩增长主要来源于项目结算规模扩张。相对于万科、金地和招商, 公司业绩增长最快, 原因在于其结算面积增长最快。未来结算来源仍将以广州为核心, 但二三线城市比重将提升, 而且结算区域将向环渤海地区和除三大经济圈之外的其他区域转移。

● 09 年业绩增长有保障, 资产为王时代的受益者

随着流动性反转、09 年房地产市场的回暖以及资源整合机会的增加, 资产为王的时代来临。而保利地产 09 年销售业绩将受惠于广州房地产市场的率先回暖, 预计同比增长 10.84%-59.89%, 68.42%的 09 年结算收入基本锁定, 并且为 10 年贡献 72.72 亿元的已售未结算资源。另外, 公司土地储备, 42.43%为 06、07 年获得, 55.26%位于一线城市, 土地成本在四大龙头公司中最低, 升值空间较大。还有, 09 年公司将有 110 亿元资金进行资源整合。因此, 保利地产将是资产为王时代的受益者。

● 投资建议

依据我们的预测, 08、09 年净利润分别为 21.53 和 24.67 亿元, 每股收益分别为 0.88 和 1.01 元。依据现有房地产项目, 公司重估每股净资产为 17.09 元, 若房价下降 10%, 重估每股净资产为 13.81 元。另外, 按照 2009 年 2 月 10 日收盘价, 公司 08、09 年 PE 分别为 19.46 和 16.98 倍。考虑到 09 年行业的回暖、资产为王时代的来临以及公司业绩的保障性和成长性, 给予 09 年 20 倍市盈率, 公司合理估值为 20 元。给予买入评级。

● 风险提示

宏观经济的不确定性将影响房地产行业的发展趋势, 而公司本身营运能力也有待提高。

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	4,031	8,115	17,242	24,046	35,765
(+/-)%	71%	101%	112%	39%	49%
经营利润 (EBIT)	856	1821	4331	5598	7988
(+/-)%	31%	113%	138%	29%	43%
净利润	671	1489	2153	2469	3619
(+/-)%	65%	122%	45%	15%	47%
每股净收益 (元)	1.22	1.21	0.88	1.01	1.48
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	35.82%	38.50%	43.62%	40.55%	39.61%
ROE (%)	16.71%	11.60%	13.48%	12.59%	14.52%
ROIC (%)	6.71%	4.92%	10.08%	10.00%	12.57%
PE	15.24	15.32	19.46	16.98	11.58
PB	2.55	1.78	2.62	2.14	1.68
EV/EBITDA	11.42	15.96	12.39	11.34	7.96

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价

¥ 20

格:

上次预测:

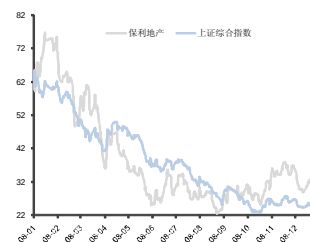
¥ 20

当前价格:

¥ 18.61

2009.2.11

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.11
2Q/2008	0.31
3Q/2008	0.10
4Q/2008	0.36



公司简介

房地产行业龙头之一。公司是规模最大的房地产国有企业。07 年品牌价值达 45.72 亿元。

相关报告

《业绩高增长, 营运待改善》, 2008.10.27

《规模扩张, 营运待改善》, 2008.7.25

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn