

房地产行业

业绩增长增速放缓

——房地产行业 2008 年年报前瞻

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。
- 行业景气下降影响上市公司 08 年业绩。由于房价下跌，房地产公司的土地储备将面临减值风险，一批上市公司可能计提存货减值准备。衡量房地产公司未来 1~2 年内业绩可靠性的指标为“当期预收账款与营业收入合计值”，房地产行业该合计值增幅出现大幅下降，预示未来房地产板块 08 年业绩增长将大幅放缓。行业龙头公司未来将占领更大的市场份额。
- 我们维持“看好”的房地产行业投资评级。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，同时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，张江高科。
- 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

8621-63325888 × 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

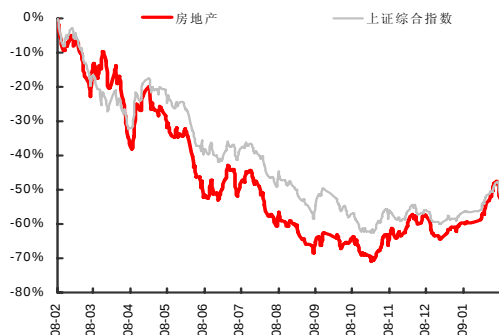
行业

房地产

报告日期

2009 年 2 月 20 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

21.01

29.67

(51.67)

相对表现 (%)

9.32

17.40

(0.44)

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS(E)	09EPS(E)	股价	评级
招商地产	1.616	0.60	0.95	16.19	买入
荣盛发展	0.8	0.46	0.65	7.16	买入
万科	0.55	0.38	0.48	7.59	买入
保利地产	1.3	0.91	1.17	17.77	买入
金地集团	1.31	0.52	0.68	8.16	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

《蓄势待发——2009 年房地产行业投资策略报告》 2008 年 12 月 28 日

《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 年房地产市场整体低迷..... 4
- 二. 行业景气下滑影响房地产板块业绩..... 7
 - 2. 1 房地产公司将计提存货减值准备7
 - 2. 2 房地产公司预收账款与营业收入合计值增长放缓7
 - 2. 3 行业分化加剧，品牌公司竞争优势加强.....9
- 三. 维持“看好”的行业评级11
- 四. 风险因素分析 12

图表目录

图 1 : 08 年国房景气指数急剧下降	4
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	4
图 3 : 商品住宅销售面积累计同比增长率大幅下降, 出现负增长	5
图 4 : 商品住宅空置面积累计同比出现大幅增长	5
图 5 : 本年购置土地面积同比出现负增长	5
图 6 : 商品房新开工面积累计同比增长率大幅下滑	6
图 7 : 商品房施工面积累计同比增长率同比大幅下滑	6
图 8 : 商品房竣工面积累计同比增长率大幅下滑	6
图 9 : 预收账款与营业收入合计值及同比增速情况	8
图 10 : 万科累计销售金额和所占市场份额	9
图 11 : 保利累计销售金额和所占市场份额	10
图 12 : 金地累计销售金额和所占市场份额	10
表 1 : 重点跟踪上市公司 08 年年报可能计提存货减值准备情况	7
表 2 : 上市公司 08 年前三季度预收账款和营业收入情况	8
表 3 : 重点公司盈利预测及估值情况	11

一. 08 年房地产市场整体低迷

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。

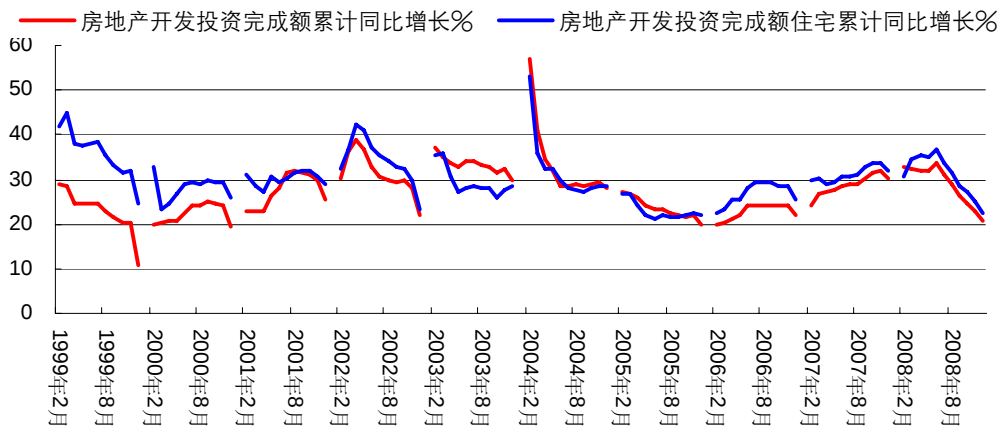
图 1：08 年国房景气指数急剧下降



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。

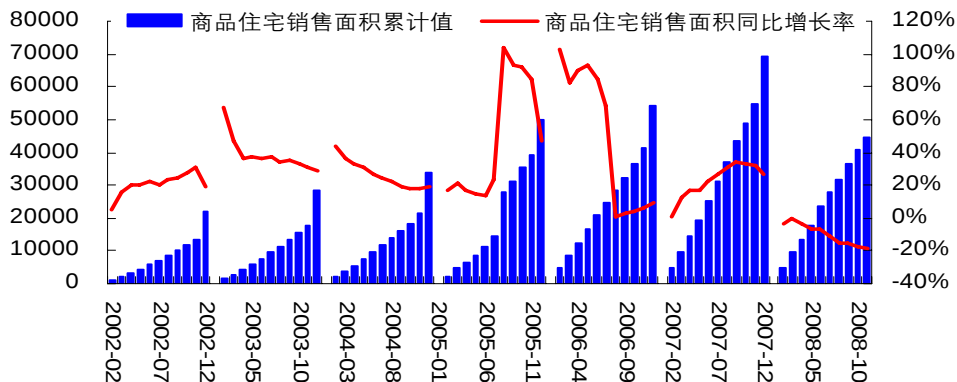
图 2：08 年房地产开发投资完成额累计同比增长率开始快速下滑



资料来源:WIND, 东方证券研究所

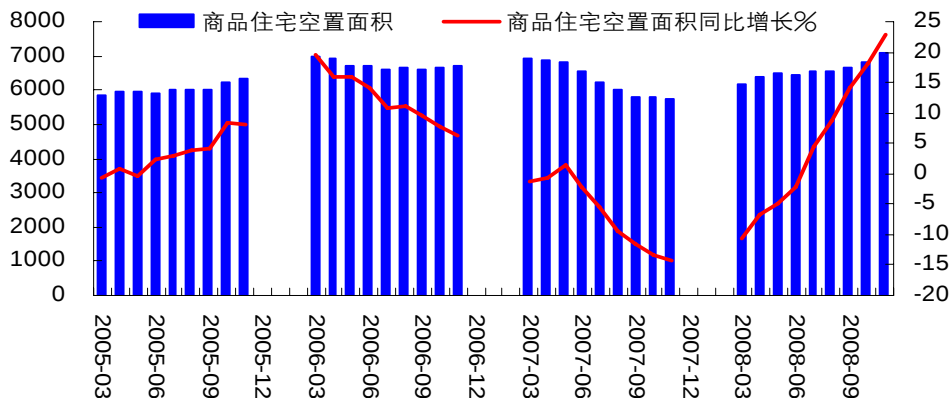
07 年 10 月开始，商品房新开工面积同比增速开始进入到明显的下降通道，目前接近 2000 年以来的最低水平。商品房施工面积累计同比增速在 08 年初惯性上涨后，随后出现明显下滑，目前已下滑至 01 年以来的历史底部。商品房竣工面积累计同比增速也快速下滑，目前处于 00 年以来的历史底部。

图 3：商品住宅销售面积累计同比增长率大幅下降，出现负增长



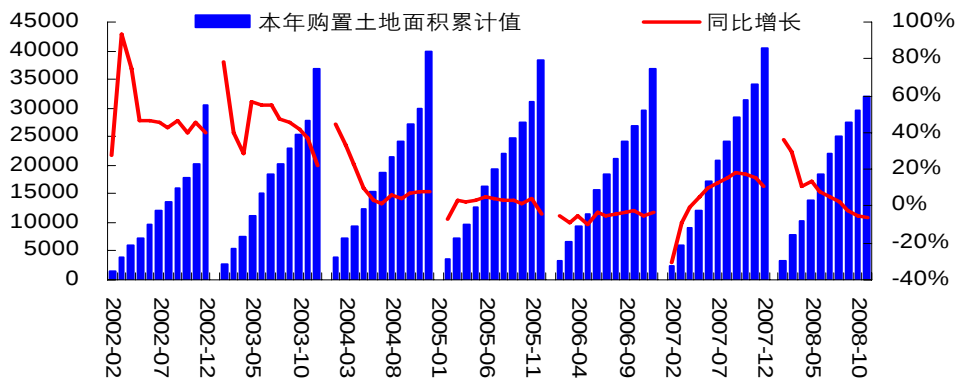
资料来源:WIND,东方证券研究所

图 4：商品住宅空置面积累计同比出现大幅增长



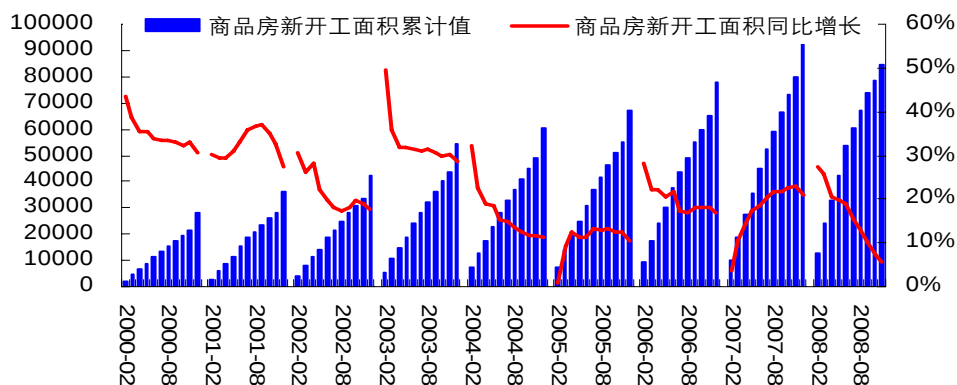
资料来源:WIND,东方证券研究所

图 5：本年购置土地面积同比出现负增长



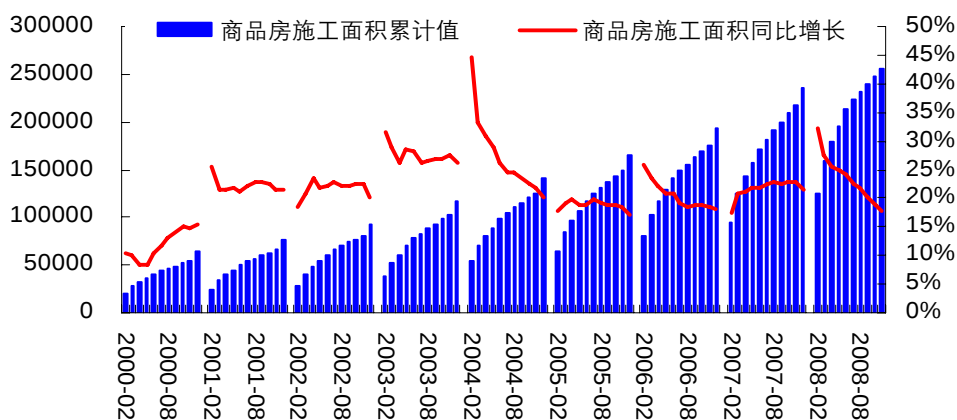
资料来源:WIND,东方证券研究所

图 6：商品房新开工面积累计同比增长率大幅下滑



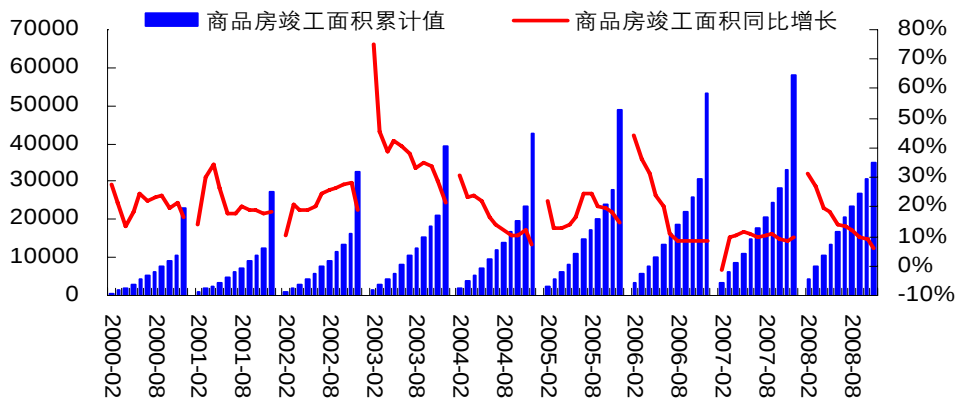
资料来源:WIND,东方证券研究所

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

二. 行业景气下滑影响房地产板块业绩

2. 1 房地产公司将计提存货减值准备

08 年由于房地产市场不景气，多个城市房价出现下跌，使得上市公司在 07 年高价拿的一些土地储备面临减值风险。减值准备的计提会使上市公司的业绩低于我们正常情况下所做的盈利预测，而计提多少减值准备对上市公司来说，具有较大的财务操作空间。万科在三季报中对 5 个房地产项目计提了减值准备，合计 5.35 亿元，我们预计将有更多公司在 08 年年报中计提减值准备，我们整理了重点跟踪上市公司可能计提减值准备的情况，并将公司盈利预测做了相应调整，考虑其可能计提减值准备后对每股盈利的影响。

表 1：重点跟踪上市公司 08 年年报可能计提存货减值准备情况

住宅开发类	08 年因土地贬值可能	公司股价	EPS	EPS	PE	PE
证券简称	计提减值准备（亿元）	2009 年 2 月 18 日	08E	09E	08E	09E
万科 A	9.00	7.59	0.38	0.48	18.98	15.81
招商地产	2.00	16.19	0.60	0.95	26.98	17.04
深长城	0.00	10.06	0.19	0.73	54.09	13.78
荣盛发展	0.56	7.16	0.46	0.65	15.57	11.02
保利地产	2.99	17.77	0.91	1.17	19.53	15.19
冠城大通	0.00	5.63	0.45	0.60	12.51	9.38
华发股份	0.00	14.00	0.88	0.90	15.91	15.56
金地集团	2.00	8.16	0.52	0.68	15.69	12.00
物业持有类	08 年因土地贬值可能	公司股价	EPS	EPS	PE	PE
证券简称	计提减值准备（亿元）	2009 年 2 月 18 日	08E	09E	08E	09E
浦东金桥	0.00	10.70	0.32	0.48	33.44	22.29
陆家嘴	0.00	20.13	0.50	0.60	40.26	33.55
张江高科	0.00	12.22	0.45	0.65	27.16	18.80

注：华发股份，保利地产 08 年数据为公司年报数据。

资料来源：东方证券研究所

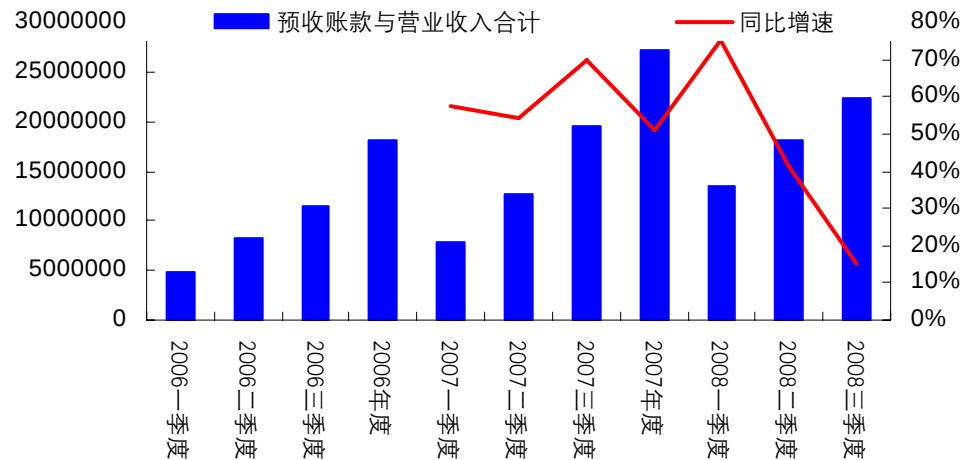
2. 2 房地产公司预收账款与营业收入合计值增长放缓

由于房地产行业采用预售房屋的销售方式，因此房地产公司的当期销售收入和当期营业收入并不完全一致，我们认为房地产公司的预收账款和营业收入的合计值能在一定程度上反映公司当期的经营收入情况。我们考察 WIND 房地产行业 113 家上市公司的预收账款与营业收入合计值的变化情况，发现尽管 08 年前三季度该合计值仍保持增长，但增速已大幅下降，增速由最高的 08 年一季度的 75.19%，下降到 08 年三季度的 14.77%，反映了 08 年整个房地产行业销售低迷的状况。

在行业龙头公司里面，我们关注未来 1 年内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营业收入来考察公司未来 1 年内业绩增长的确定性。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。

图 9：预收账款与营业收入合计值及同比增速情况



资料来源：东方证券研究所

表 2：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 3 季度预收账款 (万元)	08 年前 3 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 3 季度 (预收账款 + 营业收入)	08 年前 3 季度 (预收账款 + 营业收入) / 07 年营业收入	08 年前 3 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

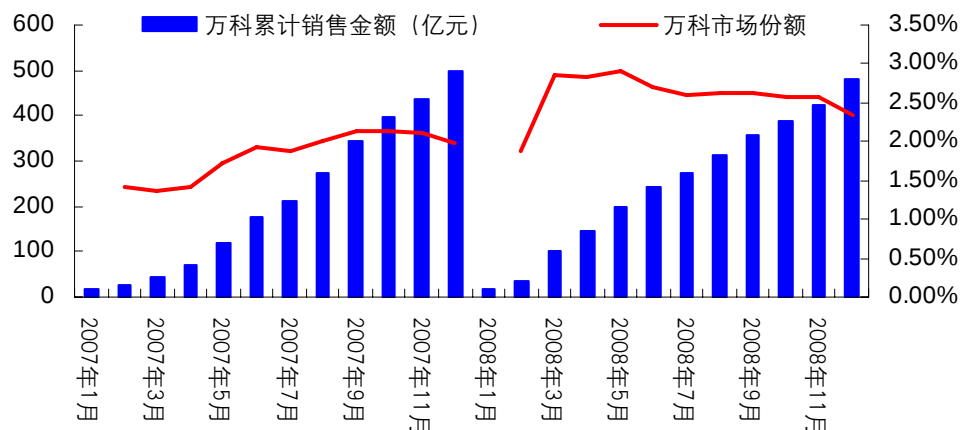
2. 3 行业分化加剧，品牌公司竞争优势加强

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 1~12 月累计销售面积 557 万平米，累计销售金额 478.7 亿元，分别比 07 年同期下降 6.6%和 4%。而公司 08 年的市场销售份额却比 07 年有所上升，08 年底，万科的市场份额为 2.34%，比 07 年 12 月的 1.97%提高 0.37%。

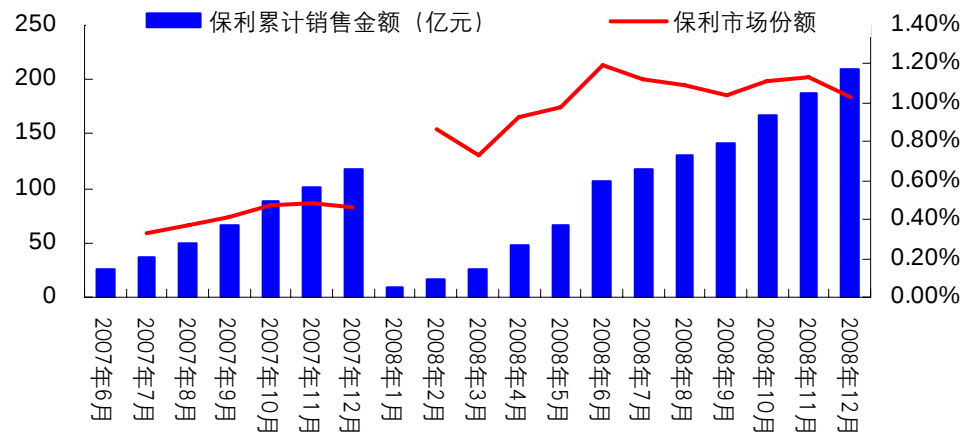
图 10：万科累计销售金额和所占市场份额



资料来源：东方证券研究所整理

保利地产 2008 年 1~12 月累计实现销售面积 266.3 万平米，同比增长 33.4%，实现累计销售金额 209.61 万平米，同比增长 23%，公司的市场销售份额稳步上升，08 年底，公司市场份额达到 1.03%，比 07 年 12 月的 0.46%提高 0.57%。

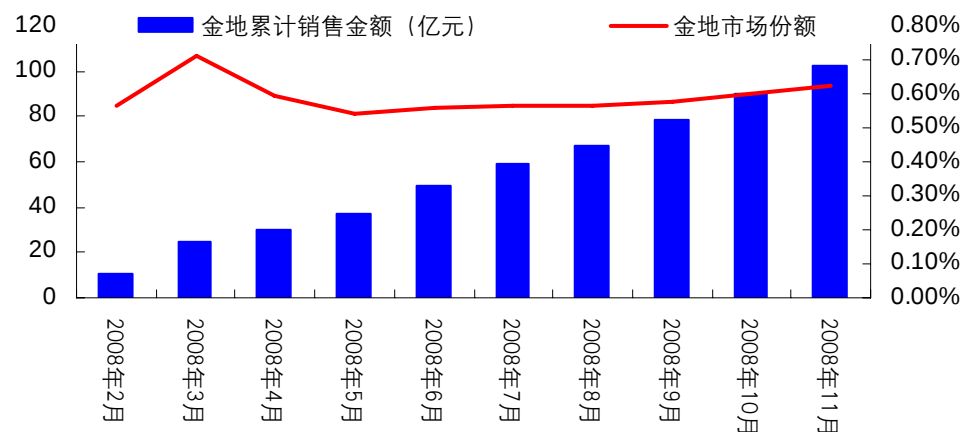
图 11：保利累计销售金额和所占市场份额



资料来源：东方证券研究所整理

金地集团 2008 年 1~12 月累计实现销售面积 112.56 万平米，实现累计销售金额 103 亿元。公司的市场份额稳步上升，08 年底，公司的市场份额为 0.56%。

图 12：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. 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 2 月 19 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 24.11 倍，静态市净率为 2.62 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。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。

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也处于低位，我们维持“看好”的房地产行业投资评级。

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。

我们重点跟踪推荐的是：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，张江高科**。

表 3：重点公司盈利预测及估值情况

住宅开发类 证券简称	投资评级	PE 07A	PB 07A	公司股价 2009 年 2 月 18 日	EPS 08E	EPS 09E	PE 08E	PE 09E
万科 A	买入	17.23	2.77	7.59	0.38	0.48	19.97	15.81
招商地产	买入	24.01	3.39	16.19	0.60	0.95	26.98	17.04
深长城	买入	11.94	1.44	10.06	0.19	0.73	54.09	13.78
荣盛发展	买入	20.14	2.87	7.16	0.46	0.65	15.57	11.02
保利地产	买入	29.27	3.10	17.77	0.91	1.17	19.53	15.19
冠城大通	买入	16.67	2.08	5.63	0.45	0.55	12.51	10.24
华发股份	买入	31.53	2.54	14.00	0.88	0.90	15.91	15.56
金地集团	买入	14.19	1.55	8.16	0.52	0.68	15.69	12.00
物业持有类 证券简称	投资评级	PE 07A	PB 07A	公司股价 2009 年 2 月 18 日	EPS 08E	EPS 09E	PE 08E	PE 09E
浦东金桥	买入	43.72	2.86	10.70	0.32	0.48	33.44	22.29
陆家嘴	买入	49.85	4.44	20.13	0.50	0.60	40.26	33.55
张江高科	买入	49.86	3.73	12.22	0.45	0.65	27.16	18.80

注：保利地产，华发股份 08 年 EPS 为公司 08 年年报数据，深长城为 08 年业绩快报数据

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。

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