

房地产：成交量有所下滑 政策环境依然利好

行业评级

增持（维持）

重点公司

万科 A	7.59 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.48	0.54	0.60
P/E	15.8	14.1	12.7
金地集团	8.16 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.62	0.70	0.78
P/E	13.2	11.6	10.4
保利地产	17.77 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.91	1.27	1.58
P/E	19.5	14.0	11.2
滨江集团	10.79 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.60	0.75	0.91
P/E	18.0	14.4	11.9

相关研究

供求好于市场判断 看好住宅地
产 08 年 12 月 23 日
行业景气或在 08 年末见底
08 年 9 月 22 日
行业景气回落 估值已具吸引力
08 年 6 月 20 日
估值风险释放后更具投资价值
08 年 3 月 21 日
房地产：正视投资性需求 期待
REITs 破冰 08 年 2 月 27 日

地址：南京市中山东路90号

http://www.htsc.com.cn

行 业：房地产

研究员：张驰飞, CFA

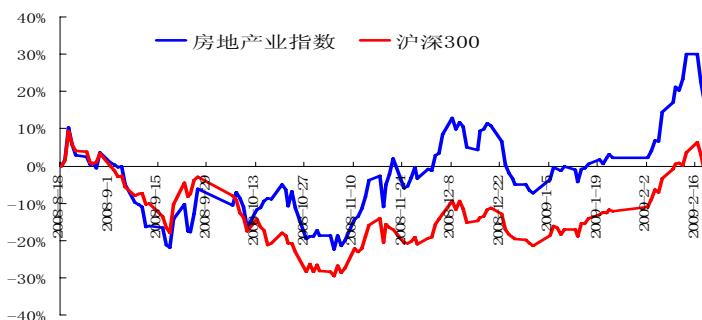
电 话：025-84457777-859

E-mail: zhangchifei@hotmail.com

2009 年 2 月 19 日

投资要点：

- 在 08 年 11、12 月份连续两个月成交放量之后，09 年我们所跟踪的主要城市成交量有所下滑。1 月份各城市成交环比下降幅度基本在三、四成，2 月份上半月，各城市成交量表现各异，上海、深圳、天津有所回升，北京、南京和杭州则继续下滑。
- 70 个大中城市房价指数数据显示，全国房价环比下降幅度减小，出现新房和二手房价格下跌的城市数量也有所减少，指数有见底迹象。
- 我们继续看好住宅市场逐步回暖，不过各区域市场差异较大，市场表现在 09 年会有较大差异。其中上海市场回暖取决于成交量上升，而北京供给压力较大，并且有形成较大规模“烂尾楼”的风险。
- 近期各地地方政府继续纷纷出台救市政策，包括北京年前出台的 15 条新政、重庆“购房退税”政策以及成都、武汉、天津等地的“购房落户”政策。相对而言，在“购房落户”政策上，地方政府更具有主动权，实行起来也更方便。并且我们认为这个政策可以更有利于城市化进程加速。
- 经过年初至今的上涨，地产股估值水平迅速上升，我们重点跟踪的上市公司动态估值水平已经走出低点，回到或接近 15~20 倍 PE 之间的历史中等水平。不过目前行业仍处于有利政策环境中，成交有望进一步回暖，并且重点公司销售业绩出色，09 年实现市场份额上升也比较可能，因此我们仍维持行业“增持”评级。



一、重点城市成交量下滑

在 08 年 11、12 月份连续两个月成交放量之后，09 年我们所跟踪的主要城市成交量有所下滑。1 月份各城市成交环比下降幅度基本在三、四成，2 月份上半月，各城市成交量表现各异，上海、深圳、天津有所回升，其他城市则继续下滑。

表 1 重点跟踪城市住宅成交量数据

	2009 年 1 月份					2009 年 2 月上半月			
	成交套数	成交面积	环比	日均成交套数	环比	成交套数	成交面积	日均成交套数	环比
北京	7,200	726,044	-46.7%	232	-47.0%	3,111	338,826	207	-10.7%
上海	9,290	887,700	-47.4%	300	-43.5%	4,940	461,900	329	9.9%
深圳	4,448	392,259	-44.3%	143	-41.6%	2,276	210,036	152	5.7%
南京	4,154	449,040	-30.5%	134	-34.7%	1,188	126,353	79	-40.9%
杭州	1,126	133,638	-31.1%	36	-34.2%	426	51,064	28	-21.8%
天津	2,828	290,539	-31.2%	91	-28.5%	2,108	211,946	141	54.0%

数据来源：各地房地产局、Wind、华泰证券研究所

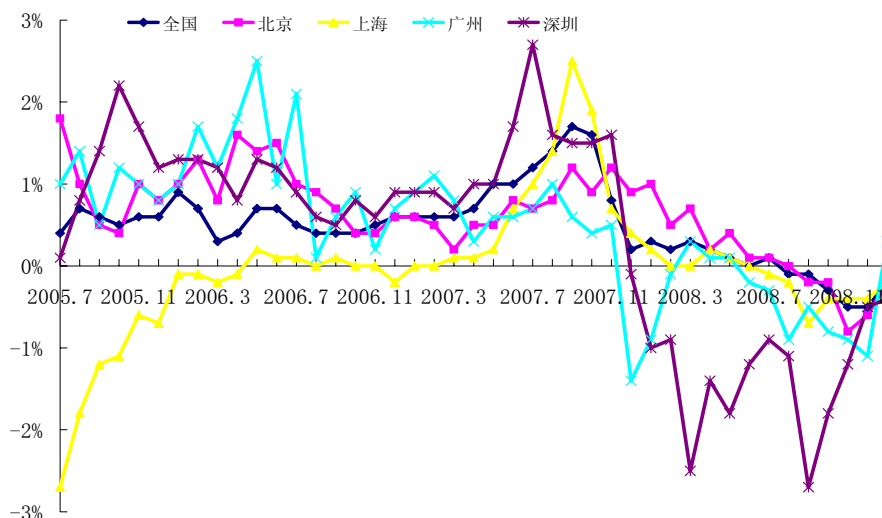
注：上海为商品房成交数据

我们认为，08 年末住宅市场的成交放量与政策刺激有较大关系，一度受到抑制的购买力出现了集中释放，再考虑到春节因素，目前的成交量下滑应该是正常的。

二、房价指数有见底迹象

国家统计局公布的 1 月份 70 个大中城市房价指数显示，全国房屋销售价格指数同比下降了 1.4%，降幅较 08 年 12 月份有所扩大。由于全国房价指数高点出现在 08 年 7 月份，此后逐月下降，因此未来一段时间内，同比降幅扩大应在预期之中。与同比数据相比，我们更为关注环比数据，从这一方面来看，房价指数有见底迹象。1 月份的全国房价环比降幅为 0.2%，较 11、12 月份的 0.5% 有所降低，而北京、上海等主要城市房价环比降幅也有所下降，其中广州甚至出现了 0.3% 的环比上涨。

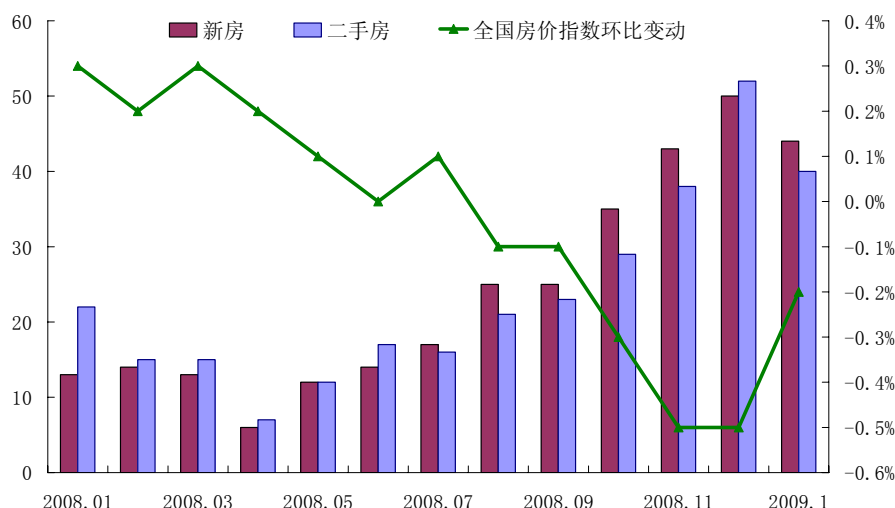
图 1 全国及主要城市房价指数环比变动



数据来源：国家发改委、国家统计局、华泰证券研究所

另一个值得关注的现象是，1 月份新建商品房和二手房价格指数出现环比下降的城市数量分别为 44 和 40 个，较 12 月份的 50 和 52 个有所减少。我们观察出现房价下跌的城市构成发现，跌幅较大的城市为重庆、西安等二线城市，而深圳、广州这样领涨的城市则出现了跌幅减小甚至上涨，这说明房价在全国范围内下跌很可能出现了结构性变化，领涨城市可能率先走出低谷。

图 2 新建商品房和二手房价格指数出现环比下降的城市数量



数据来源：国家发改委、国家统计局、华泰证券研究所

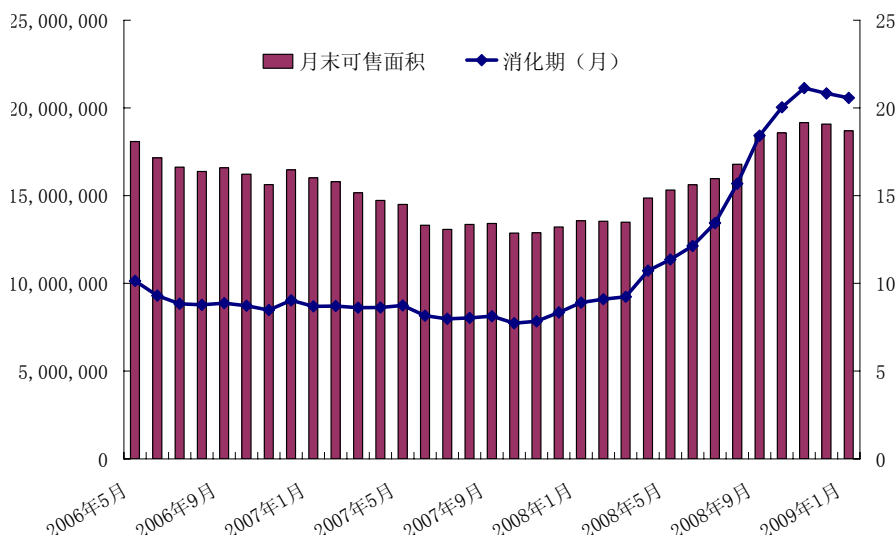
三、住宅市场区域差异明显

我们在 09 年年度策略报告中提出，中国商品房市场供给存在结构性失衡，商业地产供给和空置面积过多，而商品住宅情况相对较好。房价指数的结构性变化显示各地住宅市场差异很大，未来的市场回暖也很可能出现区域先后。因此我们对北京、上海市场供给情况进行了分析。

1、北京：供给压力巨大

根据北京房地产交易管理网数据，截至 1 月底北京住宅期房和现房的总可售面积为 1870 万平方米，供给量又升至 06 年上半年的高峰。而由于 08 年住宅成交量下降，我们以过去 12 月实际成交面积为基础计算的消化期（可售面积除以 TTM 销售面积）持续攀升，在 1 月底高达 20.6 个月。

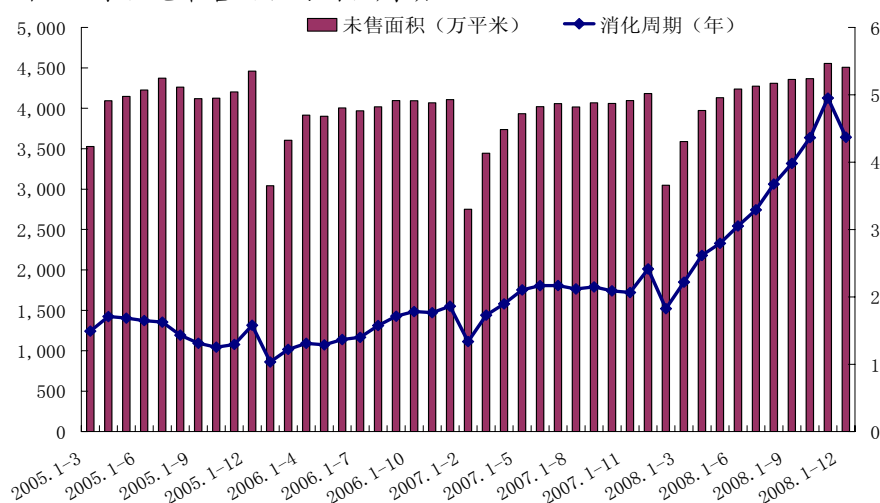
图 3 北京住宅可售面积与消化期



数据来源：北京房地产交易管理网、华泰证券研究所

地方房地产交易系统统计的可售面积指的是开发商推盘上市的面积，而开发商可能会出于市场环境的考虑减少楼盘上市量，因此可售面积并不能完全反映当地住宅可供应面积。我们继续应用在年度策略报告中使用的未售面积指标对北京住宅供给情况进行分析。数据显示，截至 2008 年底，北京住宅未售面积达 4507 万平方米，按 08 年的销售量，消化周期高达 4.4 年。

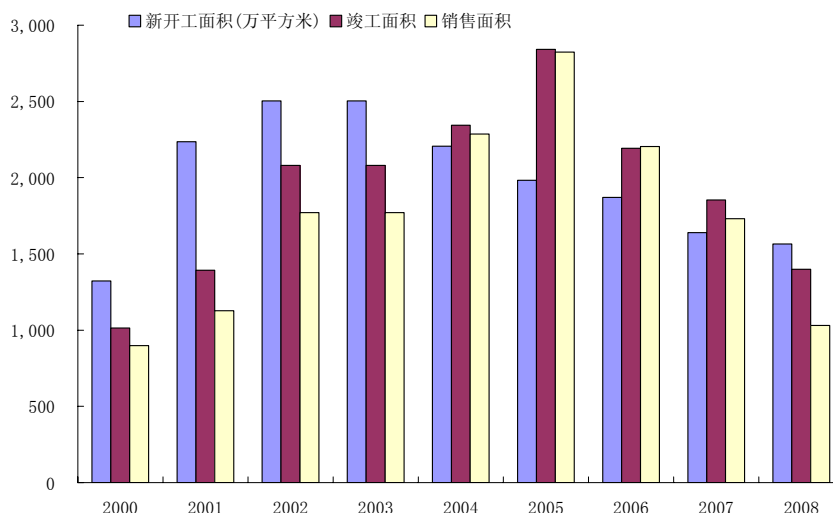
图 4 北京住宅未售面积与消化周期



数据来源：北京市统计局、华泰证券研究所

另一个对北京住宅市场供给形成压力的因素是新开工面积降幅过低。尽管 2008 年北京住宅新开工面积同比下降了 4.6%，但与住宅销售下降 40% 相比，这一降幅仍然过小，造成 08 年全年新开工 1565 万平方米，大大高于全年的销售面积 1031 万平方米。新增大于销售，将带来未售面积进一步攀高，供给压力居高不下。而随着销售的下滑，竣工面积也在 08 年大幅下降，同比减少了 24.5%，楼盘推迟竣工可能是开发商停工造成的，如果市场进一步恶化，有出现大量“烂尾楼”的风险。

图 5 北京住宅新开工、竣工与销售面积



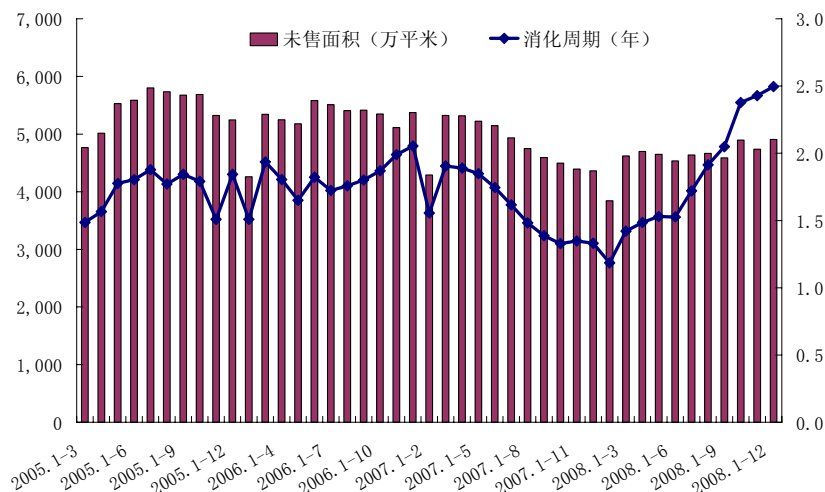
数据来源：北京市统计局、华泰证券研究所

2、上海：成交量下滑造成销售周期上升

上海的情况好于北京。尽管 2.5 年的销售周期也处于高位，但未售面积总量为 4906 万平方米，仍低于 2007 年初以前的水平。因此销售周期处于高

位的主要原因来自于成交量的下降。

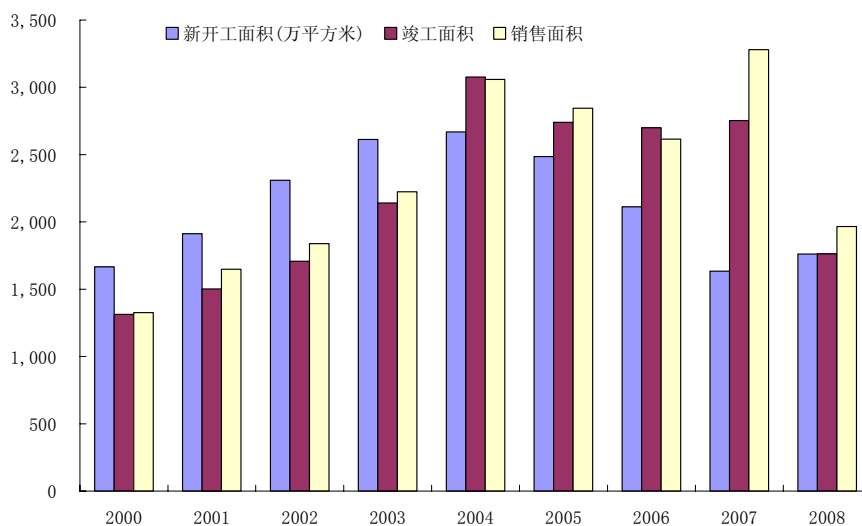
图 6 上海住宅未售面积与消化周期



数据来源：上海市统计局、华泰证券研究所

上海住宅供给情况好于北京的一点是，新开工面积自 05 年以来持续下降，尽管 08 年增长了 7.8%，但仍低于销售面积，因此未来供给压力有限。一旦成交量有持续回升，市场供求状况会迅速改善。

图 7 上海住宅新开工面积、竣工面积与销售面积



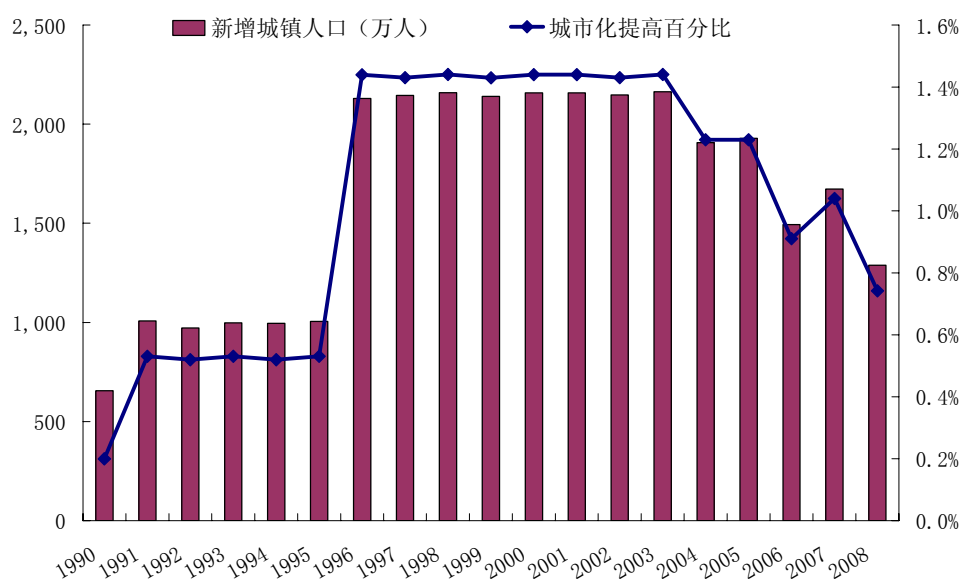
数据来源：上海市统计局、华泰证券研究所

四、“购房落户”政策可加速城市化进程

近期各地地方政府继续纷纷出台救市政策，包括北京年前出台的 15 条新政、重庆“购房退税”政策以及成都、武汉、天津等地的“购房落户”政

策。在目前地方政府可推出的利好政策中，“购房退税”和“购房落户（蓝印户口）”都是较有效的手段，但前者由于涉及税收公正以及管辖权属等问题，影响比较复杂，重庆提出这一政策后在2月初就引发了一场真假“国务院叫停”风波。相对而言，在“购房落户”政策上，地方政府更具有主动权，实行起来也更方便。并且我们认为这个政策可以更有利于城市化进程加速。据统计局最新发布的中国人口抽样调查数据，截至2008年，中国城镇人口已达6.07亿，城市化率为45.68%，但是2008年新增的城镇人口绝对值和城市化率提高的百分比都是近年来最低的。这说明中国城市化进程已经陷入低谷。如果各地政府推出“购房落户”政策，可以增加当地对流动人口的吸附力，有恒产者有恒心，城市化进程会有所加速。

图8 历年中国城镇人口增加数量和城市化率提高情况



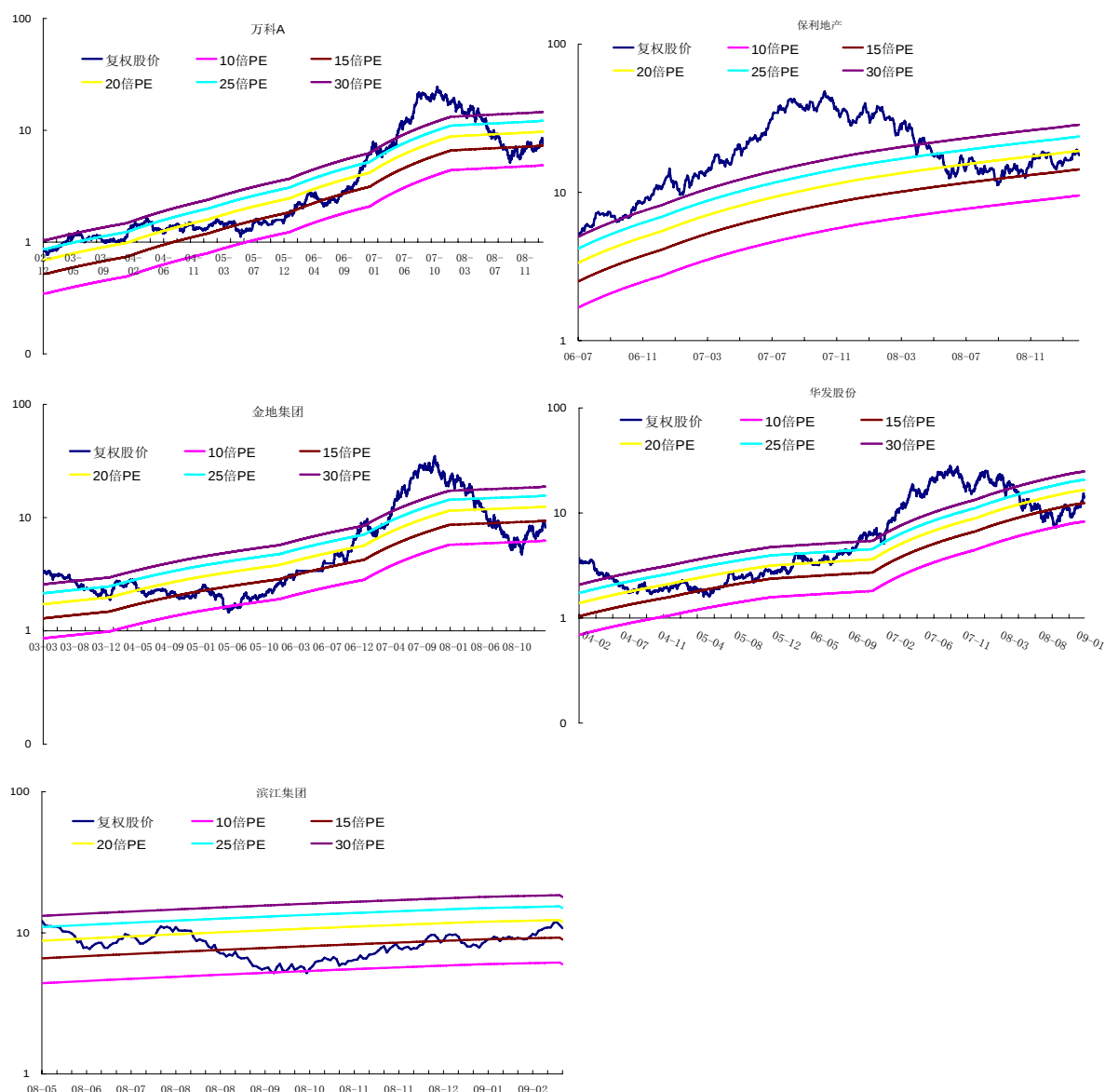
数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

五、估值水平上升，维持行业评级

1、重点公司估值接近历史中等水平

经过年初至今的上涨，地产股估值水平迅速上升，我们重点跟踪的上市公司动态估值水平已经走出低点，回到或接近15~20倍PE之间的历史中等水平。

图 9 重点跟踪公司 PE Band



2、重点公司动态

- 万科 A (000002): 1 月份实现销售面积 28.6 万平方米, 实现销售额 21.9 亿元, 同比分别增长 24.4%和 18.4%。
- 金地集团 (600383): 1 月份实现销售面积 4.93 万平方米, 实现销售额 5.06 亿元, 同比分别增长 88.8%和 88.6%。
- 保利地产 (600048): 按新采用的签约数据口径, 1 月份实现销售面积 18.38 万平方米, 实现销售额 13.76 亿元, 同比分别增长 269.85%和 148.44%。
- 保利地产公布 2008 年年报: 全年实现营业收入增长 91.24%, 实现归属上市公司股东的净利润 22.4 亿元, 每股收益 0.91 元。08 年公司实现了销售业绩逆市增长, 在广州和北京占居市场份额首位, 同时以

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正确性和完整性不作保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

出让底价新增了 12 个项目、594 万平方米的土地储备，通过项目快速销售回笼资金以及发行公司债等手段，公司实现了财务收支平衡。公司还计划在 09 年非公开发行 A 股，融资不超过 80 亿元，投向上海保利叶上海等 8 个项目。

- 滨江集团（002244）：公司 08 年底推出的两个重点楼盘阳光海岸和金色蓝庭销售顺利，前者推出 1 栋楼已销售 75%，后者推出 5 栋楼已售八成，并连续三月位居杭州主城销售排行前列。

3、维持行业“增持”评级

尽管房地产公司估值水平上升，但目前行业仍处于有利政策环境中，成交有望进一步回暖，并且重点公司销售情况出色，09 年实现市场份额上升也比较可能，因此我们仍维持行业“增持”评级，只对部分股价接近目标价的公司下调了评级。

表 2 重点上市公司盈利预测与评级

股票名称	2/18 收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)			P/E			投资评级	目标价
			08E	09E	10E	08E	09E	10E		
万科 A	7.59	834.54	0.48	0.54	0.60	15.8	14.1	12.7	推荐	8.10
金地集团	8.16	136.94	0.62	0.70	0.78	13.2	11.6	10.4	推荐(↓)	9.83
保利地产	17.77	435.78	0.91	1.27	1.58	19.5	14.0	11.2	推荐(↓)	19.05
滨江集团	10.79	112.22	0.60	0.75	0.91	18.0	14.4	11.9	推荐	11.25
华发股份	14.00	88.47	0.80	1.05	1.22	17.6	13.3	11.5	推荐	14.70
浙江广厦	4.37	38.10	0.42	0.45	0.56	10.4	9.7	7.8	推荐	4.50
深振业	6.24	31.65	0.59	0.68	0.78	10.6	9.2	8.0	观望(↓)	6.12

注：↑表示投资评级较前期报告提高，↓表示投资评级较前期报告调低。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 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;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。