

行业复苏尚需“消肿”和“养血”

——房地产行业 2009 年 3 月投资策略报告

投资摘要:

●08 年房地产行业经历重大调整。“国房景气指数”破 100，创近五年新低。至 2008 年底，国房景气指数为 96.46 点，全年下跌了 9.99 个点，与 07 年底同比下跌了 9.38%。商品房销售面积为 62089 万平方米，已跌至近 2006 年的水平。房地产开发投资全年累计金额为 30580 亿元，同比增长 20.97%。购置土地与开发土地同比双双由高增长调整为负增长。

●企业普遍出现的“浮肿”和“贫血症”现象。企业存量房明显增多，资金严重缺乏。这些因素已导致大部分企业的进一步经营开发能力大大地被削弱。商品房开发企业已普遍出现了“浮肿”和“贫血症”，并且部分企业可能会经受不住长久的压力而存在“休克”的可能。

●行业复苏尚需“消肿”和“养血”过程。2009 年房地产行业“消肿”是关键，“养血”既需要体外输血补充，更需要通过减轻和消退“浮肿”后行业机体自身血液再造功能的及早有效恢复。在上市的房地产公司中，前三十名的存货都在 30 亿元以上。房地产企业总体上“浮肿”是严重的，“消肿”的压力大。摆脱“贫血症”的关键还是需要企业内存量商品房流动的加速，从而使得企业恢复正常的经营开发能力。

●投资策略：商业地产和工业地产的资产多数是可出租的商业写字楼和工业厂房或者研发楼等。在房地产市场不景气地情况下，这些房地产资产仍具有较好的有效使用性。这类公司的代表如金融街、张江高科和中国国贸等；另外我们仍然期待在 3 月份公布年报的上市公司中有业绩优良的公司值得投资，这类公司的代表有万科、招商地产和华侨城 A 等。

房地产行业2009年重点上市公司推荐与投资评级

简称	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
	07A	08E	09E	07A	08E	09E	
保利地产	1.30	0.91	1.51	22.25	20.19	12.17	增持
华侨城 A	0.57	0.35	0.37	17.6	20.54	19.43	增持
招商地产	1.62	1.06	1.27	13.27	15.99	13.35	增持
张江高科	0.31	0.42	0.58	35.95	27.60	19.98	增持
金融街	0.68	0.39	0.51	27.69	21.15	16.18	增持

增持/维持

郑闵钢

东兴证券研究所

010-66555765

zhengmg@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街 5 号

新盛大厦 B 座 12 层

邮编: 100140

房地产行业股价走势图



相关研究

1. 《冬季里我们依旧能找到可以投资的花朵---房地产行业 2009 年 3 月投资报告》2009 年 1 月 22 日；
2. 《注重资产的可获利能力，期待存量资产的流动---东兴证券房地产行业 2009 年年度报告》2008 年 12 月 18 日；
3. 《市场形势依然严峻，走过过渡期---房地产业 2008 年 12 月投资策略》2008 年 11 月 30 日；
4. 《政策暖风吹 短期冲击心理远期利好市场---房地产业 2008 年 11 月投资策略》2008 年 11 月 26 日；
5. 《市场将迎来实质性考验---房地产业 2008 年 10 月投资策略》2008 年 9 月 26 日；
6. 《博弈已进入关键时期，关注市场热点变化---房地产行业 2008 年 9 月投资策略》2008 年 8 月 29 日。

目 录

1 08 年的房地产行业是大幅调整的一年	4
1.1 2008 年中“国房景气指数”破 100，创近五年新低	4
1.2 全国商品房销售下降加剧	5
1.3 2008 年房地产开发投资由高增长转变为低增长	6
1.4 2008 年购置土地与开发土地同比双双由高增长调整为负增长	7
2 09 年房地产行业“消肿”和“养血”是主题	8
2.1 09 年初房地产市场似在开始构筑底部	8
2.2 行业的复苏仍需一个“消肿”和“养血”过程	9
2.3 上市公司存货较多，“消肿”和“养血”任务艰巨	10
3 商业和工业地产现金流稳定投资较安全	11
3.1 关注商业和工业园区类公司资产的有效使用性	11
3.2 关注 3 月份将公布年报业绩良好的公司	12
4 重点公司	14
4.1 金融街	14
4.2 张江高科	14
4.3 招商地产	16

图目录

图 1 全国房地产景气指数.....	5
图 2 2008 年商品房销售累计面积及同比情况	6
图 3 2008 年商品房销售累计金额及同比情况	6
图 4 2008 年各月商品房销售金额及同比情况	6
图 5 2008 年各月商品房销售金额及同比情况	6
图 6 2008 年房地产开发投资全年累计金额同比情况	7
图 7 2008 年每月的房地产开发投资发生及同比情况	7
图 8 2008 年购置土地面积同比情况	7
图 9 2008 年土地开发面积同比情况	7

表目录

表 1 2008 年底部分国房景气指数同比情况	4
表 2 近几年商品房销售同比情况.....	5
表 3 近四月几大城市商品房可售面积.....	8
表 4 近四个月几大城市商品房可售面积.....	9
表 5 近二月部分城市平均周销售面积和可销售面积销售周期.....	9
表 6 截止 2008 年三季度存货前三十名公司有关情况.....	10
表 7 2008 年三季度房地产部分财务指标情况	12
表 8 部分商业和工业房地产上市公司 2008 年三季度财务情况.....	12
表 9 部分即将公布年报房地产上市公司 2008 年三季度财务情况.....	13

房地产行业正经历着行业周期中的冬天，并经受着金融风暴寒流的强烈冲击。虽然自然界的春天已经来到大地，但房地产行业的春天人们还在期待之中。从新年后各主要城市的销售情况来看，销售面积环比在增长，市场的底部已开始构筑。在冬季里我们依旧能找到可以投资的花朵，而在春天中我们更期待更多的花儿吐蕾开放。

房地产行业持续了一年多的市场销售下滑，已导致房地产企业不同程度地出现了机体内循环严重障碍的问题。企业存货积压数量大、积压时间长。房地产企业进一步经营的能力已大大地被削弱。春天里房地产行业的复苏和企业的活力恢复尚需“消肿”和“养血”过程。

1 08 年的房地产行业是大幅调整的一年

1.1 2008 年中“国房景气指数”破 100，创近五年新低

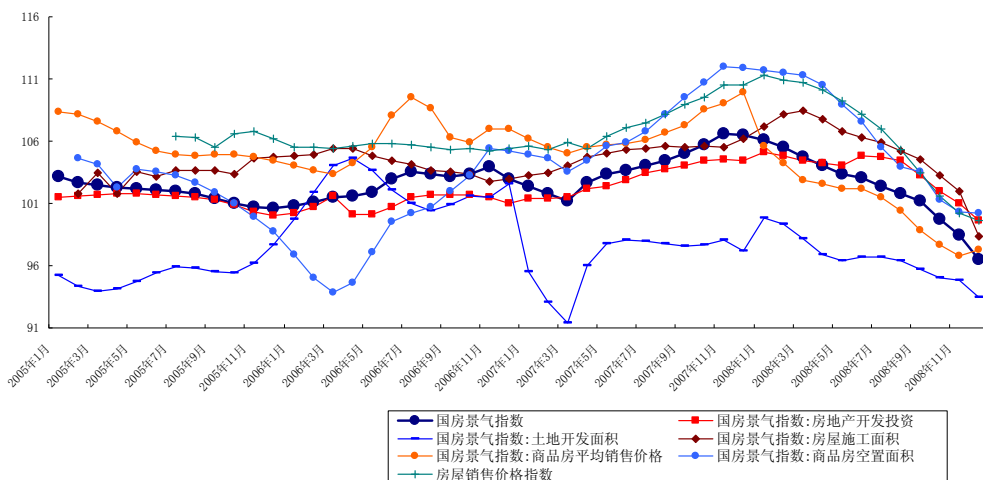
2008 年全国房地产市场出现较大的调整，从“国房景气指数”来看，房地产市场的景气度一直在下降。尤其是在 2008 年的下半年，国房景气指数回落加快，并在 2008 年的 10 月份跌破 100 正式进入冬季。截止 2008 年底，国房景气指数为 96.46 点，全年下跌了 9.99 个点，与 2007 年底同比下跌了 9.38%。在“国房景气指数”全年下跌的同时，其它各项景气指标也在加速下跌，并跌破 100，其中：商品房平均销售价景气指数从 2007 年的 109.97 下跌到 97.23，下跌了 12.74 个点，同比下跌了 9.96%。我国房地产市场在经历了 2006 年和 2007 年房价快速的上涨后，在 2008 年迎来了较大的调整；房地产开发投资景气指数从 2007 年的 104.46 下跌到 99.66，下跌了 4.80 个点，同比下跌了 4.60%；土地开发面积景气指数从 2007 年的 104.46 下跌到 99.66，下跌了 4.80 个点，同比下跌了 4.60%。

表 1 2008 年底部分国房景气指数同比情况

景气指标	2007 年 12 月	2008 年 12 月	同比	下跌的点数
国房景气指数	106.45	96.46	-9.38%	-9.99
国房景气指数:房地产开发投资	104.46	99.66	-4.60%	-4.80
国房景气指数:土地开发面积	97.13	93.47	-3.77%	-3.66
国房景气指数:商品房平均销售价格	109.97	97.23	-11.58%	-12.74

资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 1 全国房地产景气指数



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

1.2 全国商品房销售下降加剧

2008 年商品房销售市场的交易量出现较严重的萎缩。截止 2008 年底，全国商品房销售面积为 62089 万平方米，已跌至近 2006 年的水平。同比为-18.51%的负增长，远低于 2005 年、2006 年和 2007 年同比增长的 74.26%、13.44%和 44.34%；全国商品房销售金额为 24071 亿元，同比为-18.69%的负增长，远低于 2005 年、2006 年和 2007 年同比增长的 45.87%、8.71%和 25.67%。

从全年各月的销售情况来看，上半年商品房销售面积和商品房销售金额同比仍能保持增长，但到下半年出现大幅下跌。下半年商品房销售面积和商品房销售金额同比最大的负增长达到-30%以上。

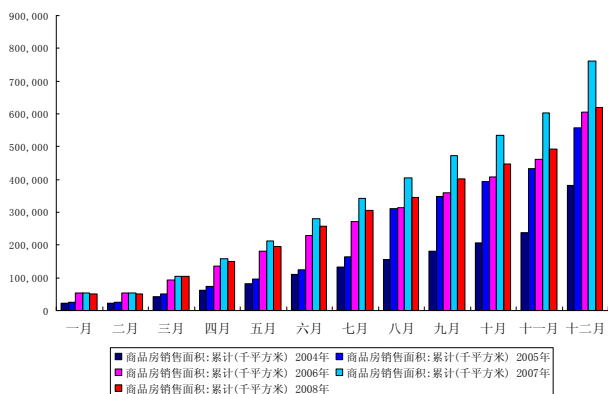
表 2 近几年商品房销售同比情况

指标	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
商品房销售面积同比增长	45.87%	8.71%	25.67%	-18.51%
商品房销售额同比增长	74.26%	13.44%	44.34%	-18.69%

资料来源：CEIC、东兴证券研究所

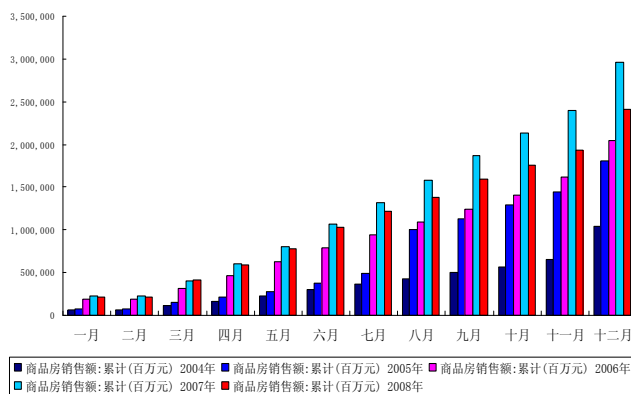
2008 年，商品房销售面积和商品房销售金额在 2007 年同比增长分别为 25.67%和 44.34%的高增长情况掉头，分别下降到同比为-18.51%和-18.69%，导致商品房出现较严重的滞销。而截止 2008 年，商品房竣工面积 58502 万平方米没有出现下降，基本上与 2007 年的 58236 万平方米持平。这样 2008 年底房地产行业商品房存货与 2007 年相比增加了近 20%，1 亿平方米左右。房地产行业销售收入与 2007 年相比减少 5000 多亿元。企业普遍出现了“浮肿”和“贫血症”。

图 2 2008 年商品房销售累计面积及同比情况



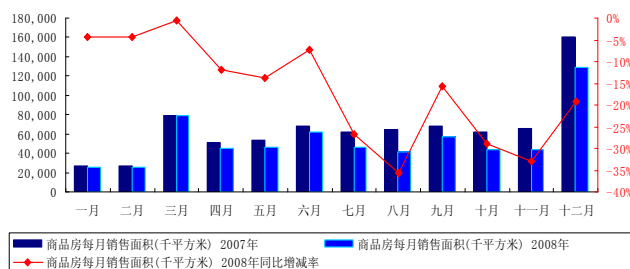
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 3 2008 年商品房销售累计金额及同比情况



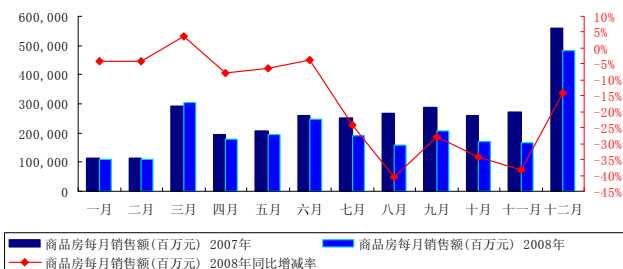
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 4 2008 年各月商品房销售金额及同比情况



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 5 2008 年各月商品房销售金额及同比情况



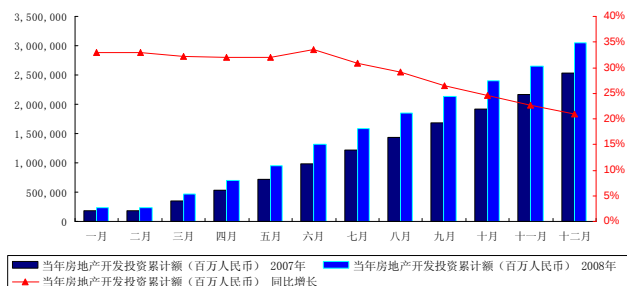
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

1.3 2008年房地产开发投资由高增长转变为低增长

截止 2008 年底，房地产开发投资全年累计金额为 30580 亿元，同比增长 20.97%。全年累计投资已从年初 32%左右跌到了年底的 20.97%，同比增长回落了三分之一以上。

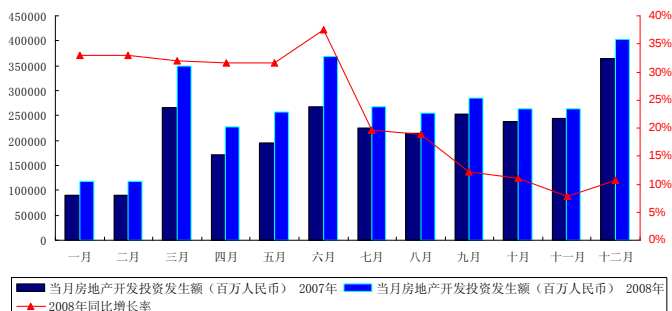
从全年每个月房地产开发投资分布情况来看，房地产开发投资呈现由上半年的高速增长快速回到下年的低增长局面。2008 年上半年每月房地产开发投资的同比增长都在 30%以上，最高为 37.54%。到 08 年年底房地产开发投资同比增长降到了 10.59%，下半年最低达到了 7.72%。下半年与上半年相比同比增长率快速下降了四分之三左右，降幅是很大的。这也反映出由于商品房销售市场不畅，企业存量房增多，企业普遍出现的“浮肿”和“贫血症”现象，并已导致企业进一步开发能力大大地降低，从而房地产开发投资增长大幅放缓。

图6 2008年房地产开发投资全年累计金额同比情况



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图7 2008年每月的房地产开发投资发生及同比情况



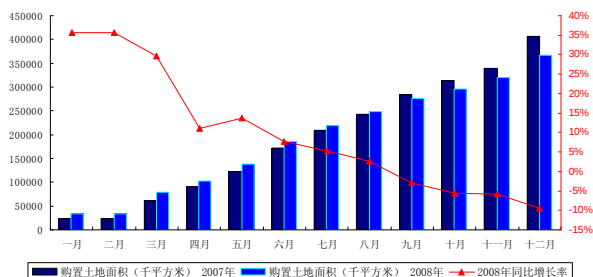
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

1.4 2008年购置土地与开发土地同比双双由高增长调整为负增长

由于商品房销售低迷，房地产开发企业存货不断增多，2008年企业购置土地和开发土地不断在减少。截止2008年底，全年购置土地面积36785万平方米，同比负增长为9.42%；开发土地面积26033万平方米，同比负增长为3.12%。虽然上半年购置土地面积和开发土地面积同比增长还处在较高水平，最高分别达35.75%和21.32%，但下半年出现了大幅下降，并从9月份开始已经连续四个月双双出现负增长。

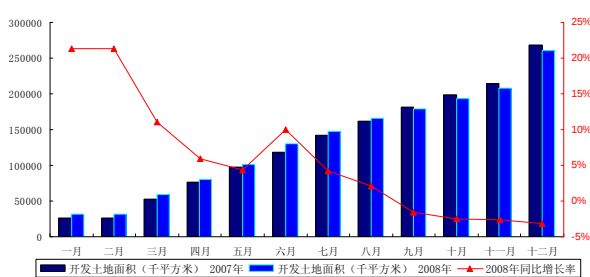
商品房销售不畅是购置土地面积和开发土地面积同比双双由增长转变为减少的主要原因。由于商品房销售市场不旺，使得企业存货不断加大，并迫使企业对已购置土地建设工作的停滞，企业购地欲望不断减弱。只有当商品房销售市场回暖，并且存货不断得到减少的情况下，购置土地与开发土地面积才会重新走入增长。

图8 2008年购置土地面积同比情况



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图9 2008年土地开发面积同比情况



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

总的来看，2008年是房地产行业经历重大调整的一年。主要表现为商品房交易量出现大幅下降、商品房价格的增长完全被遏止并出现一定回落。交易量的下降已导致房地产开发投资增长由高增长转变为低增长、购置土地和土地开发的出现负增长。截止目前，房地产行业的出现出现了停、滞的局面。而对于商品房开发企业已普遍出现了“浮肿”和“贫血症”，企业存量房明显增多，资金严重缺乏。“浮肿”和“贫血症”已导致大部分企业进一步经营开发能力大大地被削弱，并且部分企业可能会经

不住这种长久的压力而存在“休克”的可能。

2 09年房地产行业“消肿”和“养血”是主题

2.1 09年初房地产市场似在开始构筑底部

2008年11月以来的16个周，北京、上海、苏州、杭州、深圳和重庆平均周销售面积分别达20.38万平方米、25.94万平方米、9.46万平方米、4.6万平方米、12.59万平方米和25.93万平方米。在2008年12月底出现一个销售量增长的态势，而从2009年7个周的销售来看，除1月19日至2月1日由于春节的影响销售量下降外，其它各月份的周成交面积均能达到各自城市近16周的周平均成交面积水平。从新年二个月的销售情况来看，销售数量基本稳定。市场的成交量没有继续下降，国家不断出台的有关扶持房地产政策通过传导效果已开始显现。在2009年的春天房地产市场似在开始构筑底部，但是否真正能实现底部的形成目前尚不能确定，这也需要取决于今后一段时间的“消肿”进展情况。

表3 近四月几大城市商品房可售面积

周日期	可售面积（万平方米）					
	北京	上海	苏州	杭州	深圳	重庆
1. 2008.11.03-2008.11.09	1867.21	799.39	521.95	380.79	633.37	1410.60
2. 2008.11.10-2008.11.16	1879.45	817.51	521.34	378.62	639.62	1418.23
3. 2008.11.17-2008.11.23	1904.86	840.74	521.58	393.36	667.03	1434.16
4. 2008.11.24-2008.11.30	1916.05	841.30	528.39	401.71	665.73	1471.04
5. 2008.12.01-2008.12.07	1945.88	855.48	524.19	405.17	646.76	1460.90
6. 2008.12.08-2008.12.14	1935.02	845.26	539.11	405.44	671.53	1467.13
7. 2008.12.15-2008.12.21	1945.17	857.47	569.47	414.15	655.15	1471.09
8. 2008.12.22-2008.12.28	1919.86	855.81	557.00	408.11	638.12	1466.20
9. 2008.12.29-2009.1.04	1912.21	844.64	540.65	411.42	639.35	1486.37
10. 2009.1.05-2009.1.11	1893.31	830.96	542.30	407.37	616.18	1476.29
11. 2009.1.12-2009.1.18	1878.51	832.35	543.66	402.96	623.47	1455.91
12. 2009.1.19-2009.1.25	1869.93	846.35	542.88	392.16	622.66	1458.20
13. 2009.1.26-2009.2.1	1880.30	844.17	542.09	393.88	621.94	1460.49
14. 2009.2.2-2009.2.8	1867.17	830.78	522.90	393.07	586.25	1454.11
15. 2009.2.9-2009.2.15	1849.73	818.81	507.90	387.99	568.41	1425.23
16. 2009.2.16-2009.2.22	1824.06	796.74	497.68	384.16	564.80	1392.39
平均	1893.05	834.86	532.69	397.52	628.77	1450.52

资料来源：搜房网、东兴证券研究所

表 4 近四个月几大城市商品房可售面积

	周日期	成交面积（万平方米）					
		北京	上海	苏州	杭州	深圳	重庆
1.	2008.11.03-2008.11.09	37.82	21.54	6.27	3.47	12.50	44.28
2.	2008.11.10-2008.11.16	20.52	25.60	8.02	5.11	13.68	18.87
3.	2008.11.17-2008.11.23	27.20	28.26	8.45	6.03	15.38	14.25
4.	2008.11.24-2008.11.30	21.33	40.41	9.36	4.79	13.84	17.75
5.	2008.12.01-2008.12.07	20.41	39.74	8.30	4.88	13.90	26.65
6.	2008.12.08-2008.12.14	23.58	28.65	7.16	4.20	18.50	26.00
7.	2008.12.15-2008.12.21	30.10	28.35	9.94	5.85	16.49	23.94
8.	2008.12.22-2008.12.28	30.99	31.12	12.07	7.08	16.41	31.52
9.	2008.12.29-2009.1.04	19.93	18.83	10.43	5.64	13.50	27.30
10.	2009.1.05-2009.1.11	22.68	27.83	8.46	6.90	15.65	26.17
11.	2009.1.12-2009.1.18	18.23	27.38	8.98	5.25	13.10	27.97
12.	2009.1.19-2009.1.25	8.61	16.01	3.87	2.81	4.55	18.74
13.	2009.1.26-2009.2.1	0.38	1.96	1.40	0.31	0.71	3.96
14.	2009.2.2-2009.2.8	8.77	15.63	21.66	1.88	9.44	28.33
15.	2009.2.9-2009.2.15	14.35	28.71	16.16	3.73	11.02	39.06
16.	2009.2.16-2009.2.22	21.23	34.93	10.91	5.64	12.78	40.02
	平均	20.38	25.94	9.46	4.60	12.59	25.93

资料来源：搜房网、东兴证券研究所

2.2 行业的复苏仍需一个“消肿”和“养血”过程

从北京、上海、苏州、杭州、深圳和重庆近 16 周商品房可售面积和平均成交面积的数据来看，这六个城市可售面积按目前的成交量需要一年多（62 周）才能进行消化掉。较大存量的商品房使企业变得“浮肿”，而且由于持续时间较长，“浮肿”病已引发企业严重的“贫血症”。2009 年房地产行业“消肿”是关键，“养血”既需要体外输血液补充，更需要通过减轻和消退“浮肿”后行业机体内自身血液再造功能的及早有效恢复。

表 5 近二月部分城市平均周销售面积和可销售面积销售周期

城市	可售面积	近 16 周平均成交面积	可售面积销售周期
北京	1893.05	20.38	92.87
上海	834.86	25.94	32.19
苏州	532.69	9.46	56.28
杭州	397.52	4.60	86.45
深圳	628.77	12.59	49.94
重庆	1450.52	25.93	55.95
平均	956.24	16.48	62.28

资料来源：东兴证券研究所

2.3 上市公司存货较多，“消肿”和“养血”任务艰巨

根据 Wind 资讯数据统计，截止 2008 年 9 月房地产上市公司营业总收入为 1111 亿元，存货达 4248 亿元，存货比 2007 年底的 3126 亿元增加了 1122 亿元，增长了 35.90%，增长速度很快。截止 2008 年 9 月，存货在 10 亿元以上的房地产上市公司有 60 家，其中万科最多达 874 亿元，营业总收入为 225 亿元。其次保利地产存货 418 亿元，营业总收入 67 亿元；金地集团存货 266 亿元，营业总收入 44 亿元；招商地产存货 216 亿元，营业总收入 19 亿元；泛海地产存货 170 亿元，营业总收入 12 亿元；北辰地产存货 133 亿元，营业总收入 24 亿元；首开地产存货 124 亿元，营业总收入 32 亿元。在上市的房地产公司中，前三十名的存货都在 30 亿元以上。虽然存货中包括部分已售未结转等金额，但从数据来看，房地产企业总体上“浮肿”是严重的，“消肿”的压力大。

由于存货的积沉，企业资金周转慢已成为业内的普遍问题。目前公司的资金压力越来越大，企业普遍存在“贫血症”。根据 Wind 资讯数据统计，截止 2008 年 9 月，房地产上市公司的流动资产周转率平均为 0.22，与去年的 0.46 相比已出现明显的下降，降低了一倍；存货周转率为 0.19，与去年的 0.44 相比也出现明显的下降；每股经营性现金流量为 -0.46 元/股，比 A 股平均为 0.42，多数房地产上市公司 08 年三季度每股经营性现金流量是负值。房地产上市公司的经营性现金不断在减少，普遍存在“贫血症”。

表 6 截止 2008 年三季度存货前三十名公司有关情况

企业名称	存货 (亿元)	营业总收入 (亿元)	经营性现金流量 (元/股)	企业名称	存货 (亿元)	营业总收入 (亿元)	经营性现金流量 (元/股)
万科 A	874	225	-0.18	万通地产	58	31	-1.22
保利地产	418	67	-3.33	栖霞建设	57	12	-0.83
金地集团	266	44	-0.66	南京高科	57	11	-4.15
招商地产	216	19	-2.20	荣盛发展	51	14	-0.37
泛海建设	170	12	0.00	深振业 A	49	9	-2.62
北辰实业	133	24	0.42	广宇集团	48	6	-4.19
首开股份	124	32	-0.46	中粮地产	46	5	-1.66
金融街	98	29	-1.02	苏宁环球	45	24	0.45
陆家嘴	85	16	-0.47	津滨发展	43	10	-0.31
新湖中宝	74	15	-0.18	名流置业	35	10	-0.61
上实发展	72	12	-1.86	中航地产	35	10	-1.84
天房发展	68	14	-1.48	天地源	35	10	0.14
中华企业	68	20	0.34	深长城	34	4	-1.59
华发股份	65	16	0.06	亿城股份	32	5	-0.58
苏州高新	64	14	-0.90	阳光股份	32	13	-0.98
北京城建	58	23	-0.36	深天健	32	16	-2.99

资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

针对房地产市场的低迷，并抵抗美国金融风暴给我国经济造成的不良影响，国家有关部门不断出台有关扶持房地产行业的政策，并重点通过降低利息和税费等货币税收政策来为企业“养血”。这对企业“贫血症”的改善起到了至关重要的作用。但外力的作用是终究是有限度的，关键还是需要企业内存量商品房流动的加速，通过销售更快地回流资金来摆脱“贫血症”，从而使得企业恢复正常的经营开发能力。

3 商业和工业地产现金流稳定投资较安全

在 2009 年中，坚持我们在 2009 年年报所中指出的“以房地产上市企业资产的有效使用性和资产的流动性为主线来进行投资。上半年更注重上市企业资产的有效使用性，下半年多关注资产的流动性”。

从目前企业因商品房滞销所造成的“浮肿”并引发的“贫血症”情况来看，我们认为在市场还没有完全回暖的情况下，商品房开发类上市公司的存货仍然较大，现金仍然严重紧张。另外美国经济的复苏时间仍存在很大的不确定性，给我国经济造成的强大负面影响仍存在。我国房地产市场恢复时间也将存在一定的不确定性，商品房开发类公司存货的“消肿”时间多长也就存在一定的不确定性。

3.1 关注商业和工业园区类公司资产的有效使用性

商业地产和工业地产与主业于商品房开发公司不同的是存货资产虽然也大，但其存货资产多数是可出租的商业写字楼和工业厂房或者研发楼等。在房地产市场不景气地情况下，这些房地产资产仍具有较好的有效使用性。拥有这些资产的企业现金仍在稳定回收，资产不易出现“浮肿”的不良现象。

目前，我们仍建议选择商业和工业园区类公司作为投资主要品种。这类公司拥有大量可供出租和经营的有效资产，其受市场的影响要远小于商品房开发的公司。有效使用的资产能给商业和工业园区类上市公司带来稳定的现金流。另外，房地产投资信托基金（REITs）已摆在政府有关部门的议事日程上。如果 REITs 能在我国实施，商业和工业地产在融资上又新增更广阔融资渠道，这有利于商业地产和工业地产做大做强。

从 2008 年 9 月的房地产上市公司财务数据上看，园区类公司的每股收益、净利润和毛利率的同比增长率远远好于房地产上市公司平均水平。房地产上市公司的每股收益为 0.19 元，同比下降了 0.92%。园区开发类的每股收益为 0.27 元，同比增长了 71.27%；房地产上市公司的净利润为 159.58 亿元，同比增长了 37.03%。园区开发类的净利润为 20.38 亿元，同比增长了 82.27%；房地产上市公司毛利率为 37.86%，同比上升了 8.89%。园区开发类的毛利率为 39.52%，同比增长了 28.15%。我们认为主业于商业开发和工业园区开发的上市公司价值将显现，投资相对来说具有较好的抗风险性。上半年首选商业地产和工业园区地产中的强势企业以求安全，这类公司的代表如金融街、

张江高科和中国国贸等。

表 7 2008 年三季度房地产部分财务指标情况

指标	2007 三季度			2008 三季度			2008 三季度同比增长		
	SW 房地 地产	SW 房地 产开发 II	SW 园区 开发 II	SW 房地 地产	SW 房地 产开发 II	SW 园区 开发 II	SW 房地 地产	SW 房地 产开发 II	SW 园区 开发 II
每股收益 (元/股)	0.20	0.20	0.16	0.19	0.19	0.27	-0.92%	-7.34%	71.37%
净利润 (亿元)	116.46	105.28	11.18	159.58	139.20	20.38	37.03%	32.23%	82.27%
毛利率 (%)	34.85	35.22	30.84	37.98	37.86	39.52	8.98%	7.50%	28.15%

资料来源: WIND 资讯、东兴证券研究所

表 8 部分商业和工业房地产上市公司 2008 年三季度财务情况

证券代码	证券名称	每股收益	净资产收益率	每股现金流	资产负债率
000402.SZ	金融街	0.15	2.75	2.67	46.99
000836.SZ	鑫茂科技	1.67	43.85	-0.40	56.61
600064.SH	南京高科	0.52	4.36	-0.03	63.39
600082.SH	海泰发展	0.13	2.69	-0.52	55.14
600215.SH	长春经开	-0.19	-3.03	-0.12	30.99
600463.SH	空港股份	0.26	11.39	-0.26	57.92
600639.SH	浦东金桥	0.27	7.17	0.04	37.50
600648.SH	外高桥	0.00	0.06	0.15	73.52
600663.SH	陆家嘴	0.46	10.20	-0.61	41.60
600679.SH	金山开发	0.04	2.44	-0.35	44.60
600736.SH	苏州高新	0.10	3.80	-0.04	73.25
600872.SH	中炬高新	0.09	4.25	-0.14	31.68
600895.SH	张江高科	0.29	8.79	0.89	50.96
600007.SH	中国国贸	0.28	6.79	46.84	0.35
601588.SH	北辰实业	0.06	2.57	0.73	65.05
000024.SZ	招商地产	0.23	4.73	-0.27	67.34

资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

3.2 关注3月份将公布年报业绩良好的公司

从 2008 年三季度公司效益情况来看, 房地产上市公司 2008 年净利润仍有增长。虽然进入四季度销售依然没有趋旺和房地产企业在年报中计提减值准备情况的发生, 2008 年整体收益将会低于预期。但仍有一些上市公司的经营业绩值得我们关注。保利集团 2 月份公布年报, 公司实现销售面积 258.49 万平方米, 同比增长 29.48%, 实现销售额 205.11 亿元, 同比增长 20.36%, 经营表现远超行业平均水平。万通地产在 2 月份也公布了年报, 2008 年公司实现营业收入 48.41 亿元, 同比增长 122.44%; 实现营业利润总额 12.16 亿元, 同比增长 172.84%; 实现归属于母公司所有者的净利润 5.27 亿元, 同比增长 219.78%; 每股收益 1.04 元。

从已经公布年报的房地产上市公司业绩情况来看, 有不少公司 2008 年的业绩表现

不错。从 2009 年的经营情况来看，公司收益也同比增长。万科公布的 1 月份销售简报来看，万科 2009 年 1 月份公司实现销售面积 28.6 万平方米，销售金额 21.9 亿元，分别比 08 年同期增长 24.2% 和 18.6%。为此我们仍期待在 3 月份公布年报的上市公司中有不少业绩优良的公司可以投资。这类公司的代表有万科、招商地产和华侨城 A 等。

表 9 部分即将公布年报房地产上市公司 2008 年三季度财务情况

证券代码	证券名称	每股收益	净资产收益率	每股现金流	资产负债率
002146.SZ	荣盛发展	0.35	13.98	67.32	-0.37
600463.SH	空港股份	0.26	11.39	57.92	0.38
600743.SH	ST 幸福	0.14	7.34	72.27	0.46
600053.SH	中江地产	0.17	8.15	74.44	-0.46
600606.SH	金丰投资	0.22	5.67	49.74	-0.26
000002.SZ	万科 A	0.21	7.57	69.66	-0.18
600675.SH	中华企业	0.23	8.21	66.78	0.34
600736.SH	苏州高新	0.10	3.80	73.25	-0.90
600663.SH	陆家嘴	0.46	10.20	41.60	-0.47
600895.SH	张江高科	0.29	8.79	50.96	-0.09
000628.SZ	*ST 高新	0.02	4.54	93.07	0.67
600638.SH	新黄浦	0.22	4.85	32.36	-0.07
000592.SZ	ST 中福	0.08	13.93	40.09	0.06
000558.SZ	莱茵置业	0.17	13.76	74.95	-0.21
600614.SH	鼎立股份	0.11	5.98	61.73	0.11
601588.SH	北辰实业	0.06	2.57	65.05	0.42
600748.SH	上实发展	0.19	8.46	75.78	-1.86
600082.SH	海泰发展	0.13	2.69	55.14	-1.21
600007.SH	中国国贸	0.28	6.79	46.84	0.35
000502.SZ	绿景地产	0.43	30.56	53.78	-0.29
600376.SH	首开股份	0.29	6.43	82.39	-0.46
600639.SH	浦东金桥	0.27	7.17	37.50	0.46
000897.SZ	津滨发展	0.03	2.52	59.14	-0.31
600665.SH	天地源	0.10	4.82	67.75	0.14
000069.SZ	华侨城 A	0.20	10.06	53.69	0.53
000711.SZ	天伦置业	0.02	0.61	47.99	-0.36
600807.SH	天业股份	0.05	2.07	65.29	0.72
600064.SH	南京高科	0.52	4.36	63.39	-4.15
000567.SZ	海德股份	0.07	7.78	44.91	0.08
000024.SZ	招商地产	0.31	4.73	67.34	-2.20
000402.SZ	金融街	0.15	2.75	46.99	-1.02
000546.SZ	光华控股	-0.02	-1.81	68.73	-0.41
000718.SZ	苏宁环球	0.42	36.74	73.06	0.45

资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

4 重点公司

4.1 金融街

5.5.1 加强经营与租赁业务回归，增强风险抵抗能力

由于公司以商务地产为主导的发展战略，发挥其资金优势和商务地产专业领域的经验。2008 年经营与租赁业务得到快速增长，租赁主要是金融街新建设项目金融街购物中心的开业而带来的租赁收入较去年有大幅增长，增长率达 216.46%，物业经营也由于金融街丽思卡尔顿酒店及购物中心联营部分较去年同期增长了 89.16%。

面对房地产市场调整的巨大压力，公司作为主业于商务地产的房地产上市公司其经营与租赁业务发展良好，将在明年充分发挥出其风险低、收益稳定的优势。

5.5.2 布局全国，扩大盈利增长空间

公司正逐步形成以商务地产为核心的区域开发模式，目前公司的开发项目集中在北京、天津、惠州、南昌和重庆。开发的项目主要依托公司品牌优势和丰富的商务管理经验，以商务地产为主。公司将合理把握开发节奏，加强风险控制，实现企业安全、稳健、可持续发展。

天津项目是公司目前向外地拓展的最大商务地产项目，其中“津塔”项目规划为高 336.9 米的高级国际化商务办公楼；“津门”项目主要是商务配套设施，规划建设有超豪华五星级酒店、顶级公寓和配套商业。

公司还在惠州、南昌和重庆等地有开发业务，在这些开发项目中有较大比例为商品房项目。惠州项目景观资源比较好，项目为酒店和渡假村，能很好地发挥公司在商务地产上的优势。重庆和南昌项目主要是商品房项目。另外，公司在 08 年下半年取得德胜国际中心、复兴门内 4-2#项目、石景山区衙门口项目和西单美晟项目三个项目。为公司扩大在北京业务的提供了有力支持，并使公司未来总体业绩的增长得到连续和稳定。

5.5.3 公司评级

公司主要从事于商务地产开发和物业租赁业务，受宏观调控政策影响较小。公司 2008 年和 2009 年的收入仍将稳定。2008 年的收益主要来自于嘉年华大厦、国际会议中心、冠英园、金祺大厦、德胜国际中心 A 和 D 座以及物业经营与租赁收入。预计公司 2008 年和 2009 年的 EPS 分别 0.39 元和 0.51 元，相对应的 PE 分别为 21.15 和 16.18，给予“增持”评级。

4.2 张江高科

4.4.1 已筑成高新产业的平台

张江高科的园区内已有一大批高新企业入驻，公司享受着园区内高新产业快速成长所带来的收益。从创建园区至今，张江高新区凭借国家高新开发区快速发展的天势，依托长江三角洲历史、地理以及人文的地利优势，并通过公司管理人员的共同努力，已在张江筑起我国优质高新产业的平台。

在张江高科构筑的这一优质高新产业平台上，通过“聚焦张江”、“一体两翼”战略，已培育出专业化、集中化的高端特色创新集群。2008 年，园区已在原五大高端特色创新集群的基础上扩大培育新的集群。目前已形成集成电路、软件开发、生物医药、金融服务、文化创新、节能环保、光电子、新材料和现代农业九大类产业集群，园区仍处在高速发展中。近期公司为此也获得了土地资源的储备，增强了公司的持续发展能力。根据公司公告，公司将通过以不超过 21500 万元收购上海欣凯元投资有限公司股权的方式，收购该公司拥有浦东川沙工业区内占地面积为 119146 平方米的项目。该项目坐落在川沙经济园区内。公司为此获得了新的土地资源的储备，增强了公司的持续发展能力。另外公司此次收购地块这次收购的项目位于川沙工业区内，若迪斯尼项目落定和川沙新市镇建设启动，深入到川沙的土地必将有更多商机。

5.4.2 客户稳定，租用面积在增加

客户比较稳定。从客户分类来看，IC 企业占 42%，IT 企业占 26%，BT（医药）企业占 20%，其它占 12%。这些高新企业资产质量高，社会竞争力强，有较好的支付能力。另外，入驻较为稳定，从租房签订的合同来看，一次签订 3 年以上的客户占 36%，1-3 年的占 60%，1 年以下的只有 4%，这组数据从一定程度上反映了房屋租用相对平稳。

园区内企业数量在增长，租用面积在加大。与 08 年上半相比，园区内企业数量增加了 12%，其中租用面积在 1000 平方米以上的企业数量增长了 18%。从目前园区内租用房屋客户租用面积分布来看，客户租用面积在 1500 平方米以上的占 64%，客户企业规模较大的占多数。由于园区内公司的发展在继续，有不少公司加大租用面积，如空气化工投资公司由原来的 10000 万平方米扩租到 15700 平方米，增扩 50%以上。美敦力医药公司从 3000 平方米扩租到 5000 平方米，增扩 60%以上。苏威高新公司扩租了 2000 平方米。

5.3.3 收益情况

截止 2008 年 9 月，公司实现营业收入 12.84 亿元，同比增长 163%，其中完成房产销售面积逾 6.2 万平方米，确认房产销售收入 9.5 亿元，比去年同期增长 379%；完成公司年度销售计划近 70%。我们预计公司 2008 年、2009 年和 2010 年的 EPS 分别 0.423 元、0.583 元和 0.763 元，相对应的 PE 分别为 27.60、19.98 和 15.19。维持“增持”评级

4.3 招商地产

5.3.1 拥有成熟综合开发经验，走向全国步伐加快

公司是随着蛇口的建设发展共同成长起来的，具有很强的综合开发能力。公司一方面将最大限度地挖掘本地土地价值以提升公司房地产项目开发的附加值；另一方面将加快走向全国市场的步伐。

目前公司已在北京、天津、南京、苏州、重庆、上海、漳州等 11 个城市开展了房地产开发业务，拥有项目 43 个（含拟注入的 6 个项目），土地贮备面积近 1000 万平方米（属公司权益的为 730 万平方米）。不考虑工业用地，商住土地储备的平均成本为 2300 元/平方米，其中住宅用地占总储量的 80%左右，土地成本 2314 元/平方米。

5.3.2 房地产市场调整中，公司商务地产收入出现增长

2008 年以来由于房地产市场的调整，公司的营业总收入虽然略出现下滑，但园区供电供水、出租物业的经营、物业管理和房产中介服务等四大业务却稳定并出现增长，尤其是出租物业经营的收入出现 30%以上的增长。

因蛇口联接香港的深圳湾大桥已实现通车，蛇口园区物业出租业务的需求又出现一个新增长。由于现有物业新增量有限，公司的可出租物业的出租价格走高。预计公司的可出租面积将以每年 15%左右的速度增长，2007 年公司可出租面积为 54 万平方米，2008 年将达到 63 万平方米。考虑到出租价格的上涨，公司未来每年的租金收入增长可望达到 20 至 30%。

5.3.3 收益情况

截止 2008 年 9 月，公司实现主营业务收入 19.1 亿元，同比下降 13%，公司无本金交割远期外汇（NDF）的公允价值增加收入近 1 个亿收益，实现净利润 3.89 亿元。公司今年最大交易项目是南京国际金融中心，该项目转让价格拟为 17.5 亿元，目前受让方 ARA 公司正在进行尽职调查。我们预计 2008 年和 2009 年的 EPS 分别 1.06 元和 1.27 元，相对应的 PE 分别为 15.99 和 13.35，给予“增持”评级。

研究员简历

郑闵钢，房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券股份有限公司研究所。之前在中国东方资产管理公司从事股权资产的管理和处置工作。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究部所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及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。