

2009-03-06

房地产管理与开发

维持

增持

小阳春行情提前启动

◇ 报告起因：09 年 2 月房地产市场运行情况回顾

◆淡季不淡，判断部分城市房价已见底

在我们跟踪的 15 个城市中，大部分城市的成交量环比显著回暖，大致可以得出以下几点结论：较多的潜在购房者结束观望进入市场，可以看作是市场判断房价已经见底的信号。珠三角的成交量回暖好于长三角和环渤海，可能由于珠三角城市率先调整、价格调整也更为充分。一二线城市的成交量环比幅度大于三线城市。

在有跟踪数据的 6 个城市中，除了苏州以外，上海、杭州、南京、北京、深圳均出现了可售面积加速减少的局面，一是由于 2 月成交量的显著回暖，加速了消化，二是开发商新房供应量的减少。由于我们采用的是 3 个月移动平均成交量来计算，受 1 月成交量较低的影响，2 月底计算的库存消化时间都出现了反弹，3 月如果成交量继续维持回暖，则消化时间将会重新步入下降轨道。

◆政策：继续维持宽松的政策环境

2 月至今，有较大影响力的政策事件有两项，一是两会上温总理政府工作报告中对房地产业的指示；二是两会期间广东出台的稳定房地产市场政策。我们认为政府将会继续重视房地产投资的拉动作用，地方政府后续也可能会不断有新的刺激政策出台。

◆重点上市公司 2 月销量增长可观

各重点公司在 2 月的销售普遍好于 1 月，从以下部分重点城市和项目的成交量统计数据来看：保利、金地的销售好于万科、招商。深圳的回暖早于其他城市。万科、金地 2 月销售数据还未公布，我们预计环比也均会有较大幅度增长。

◆投资建议

我们仍然预期 3 月的成交量会继续好于 2 月，而 08 年以来的地产股反弹往往依赖于成交量回暖这一催化因素，加上销量的回升和价格企稳，NAV 估值中销售速度和价格的假设也不会那么悲观，有利于 NAV 估值的提高。我们继续看好地产股在后市的表现，特别是处于回暖情况较好地区的公司。我们本月推荐的股票组合是：保利地产、招商地产、新湖中宝、滨江集团、中华企业。由于保利业绩确定性高、新湖中宝隐含价值高估值提升潜力大，因此我们将其加入股票组合，调整出金地集团和亿城股份。

由于目前一线地产股估值已在 NAV 附近，在 A 股市场短期阻力影响下，已有较大涨幅的地产股也面临短期盘整压力，我们建议可在调整时逢低介入。

分析师：

翁非玉

021-22169116

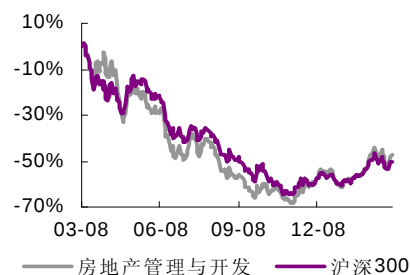
wengfy@ebcn.com

赵强

021-22169113

zhaoqiang@ebcn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

春寒虽料峭，静待春来到

..... 2009-02-09

需求面因素继续改善，市场维持回暖

..... 2009-01-09

进入淡季及政策利好的消化期

..... 2008-12-29

淡季不淡，判断部分城市房价已见底

1. 小阳春行情提前启动

如我们所预期的，2月房地产市场成交量的回暖已是毋庸置疑。在我们跟踪的15个城市中，大部分城市的成交量环比显著回暖（见表1）（1月的基数采用的是1月1-24日成交量日均数据，剔除了春节假期因素），结合我们另外途径获得的一些未跟踪的部分城市2月成交量数据，大致可以得出以下几点结论：

- （1）较多的潜在购房者结束观望进入市场，可以看作是市场判断房价已经见底的信号。以往2月受春节和冬季因素影响，成交量的回暖往往在三月，今年的小阳春似乎提前了。我们在华南地区的调研也可印证这一点（详细分析见我们2月20日发布的调研报告《筑底还是探底？》）。而从供给面来考察房价调整的内在动力，随着库存压力的缓解和开发商现金流状况的改善，开发商已没有太多的动力进一步大幅下调房价。
- （2）珠三角的成交量回暖好于长三角和环渤海，可能由于珠三角城市率先调整、价格调整也更为充分。
- （3）一二线城市的成交量环比幅度大于三线城市，产业未在金融危机中遭受重创的城市的需求释放好于外向型城市。（见图1，需要说明的是，图中涉及到我们跟踪的15个城市，环比增幅采用的是中指研究院的数据，该数据的基期末剔除1月春节假期的因素，因此其环比增幅高于我们的统计。）
- （4）中西部城市好于沿海城市。

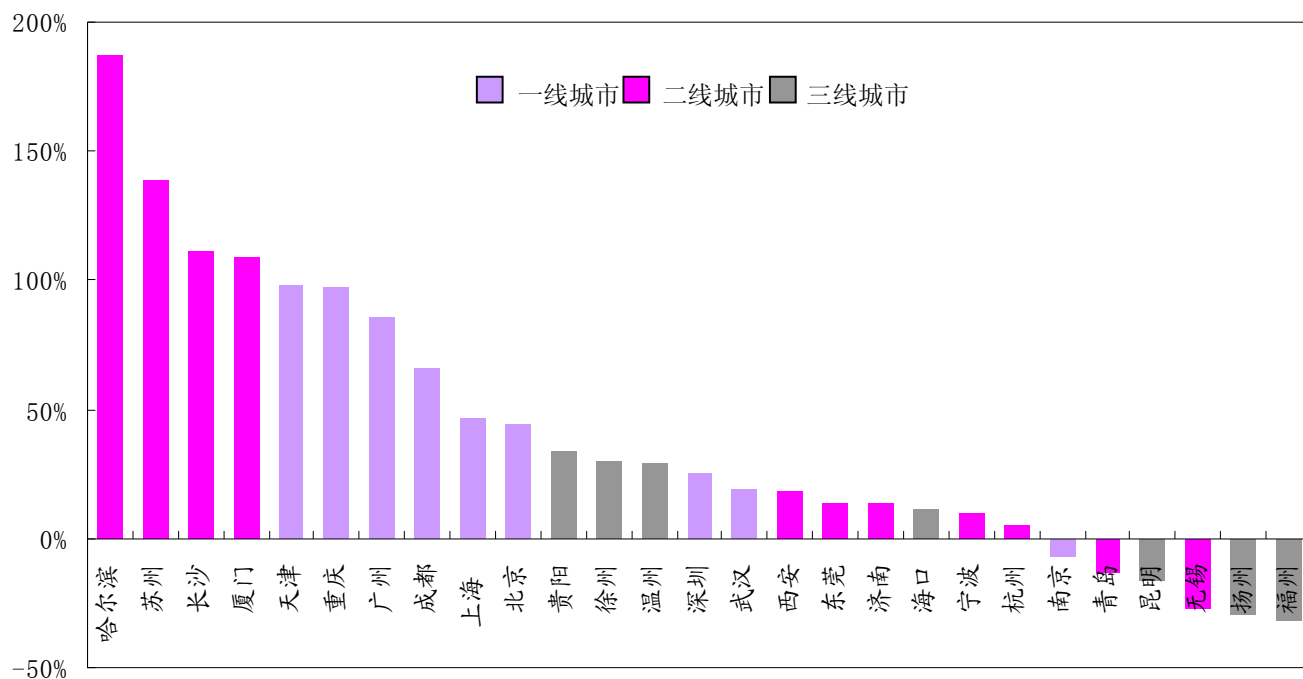
表1：跟踪的重点城市商品住宅市场09年1月日均成交量及同比变动

		日均成交量	同比	环比	单位
长三角	上海	405	74%	23%	套
	杭州	45	9%	-3%	套
	南京	150	19%	-16%	套
	苏州	137	130%	100%	套
	无锡	99	168%	-27%	套
环渤海	北京	234	31%	-8%	套
	天津	200	82%	71%	套
	青岛	79	40%	-31%	套
珠三角	深圳	1.74	465%	7%	万平方米
	广州	3.06	271%	86%	万平方米
	东莞	115	0%	14%	套
其他	武汉	252	412%	73%	套
	长沙	3.27	353%	61%	万平方米
	西安	1.59	0%	18%	万平方米
	重庆	5.90	390%	52%	万平方米

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

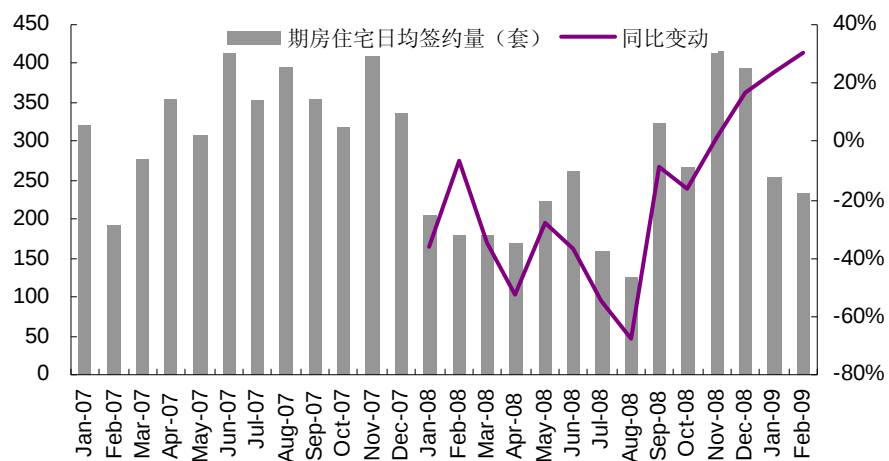
北京剔除了保障房的日均成交套数是209套，环比上升4%

图 1：09 年 2 月一二三线城市成交量环比增幅排序



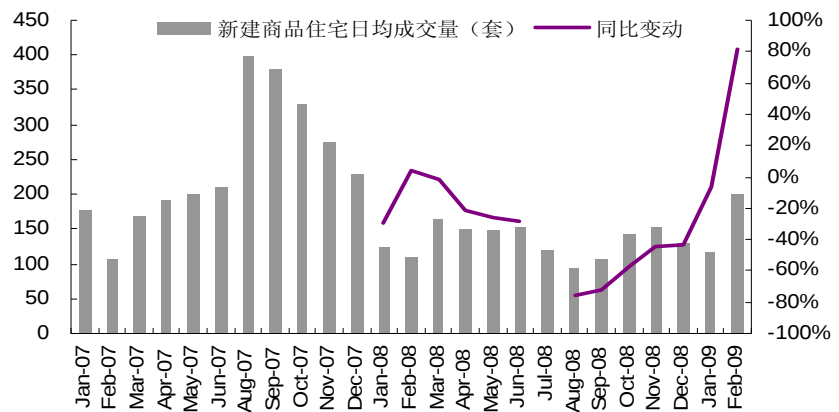
资料来源：中指研究院，光大证券研究所

图 2：北京期房住宅日均成交套数及同比变动



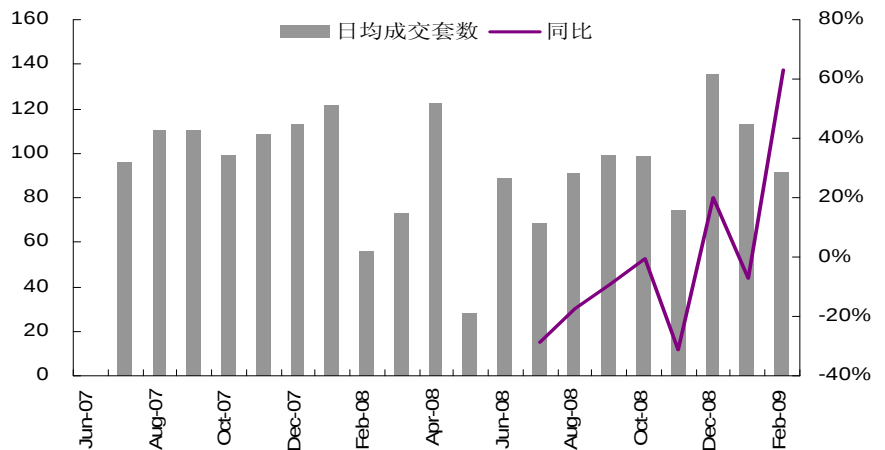
资料来源：北京房地局网站，光大证券研究所

图 3：天津商品住宅日均成交套数及同比变动



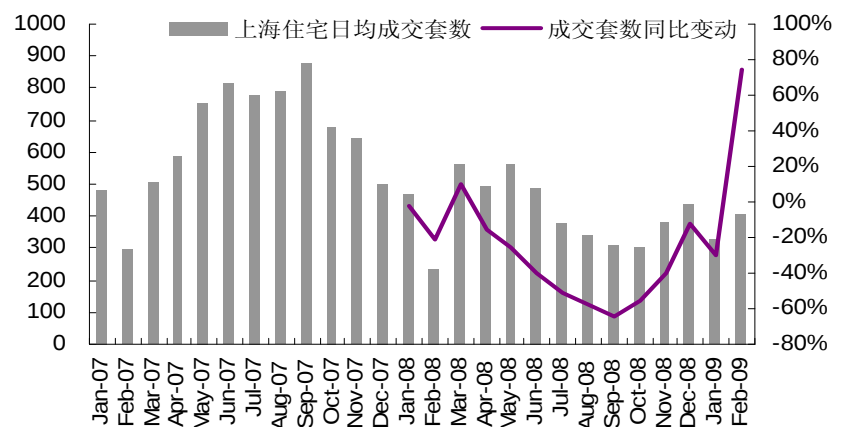
资料来源：天津房地局网站，光大证券研究所

图 4：青岛商品住宅日均成交套数及同比变动



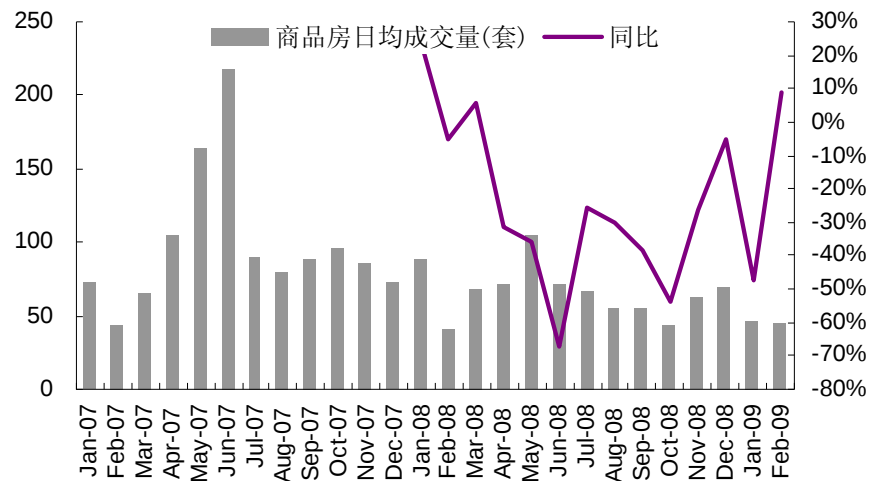
资料来源：青岛房地局网站，光大证券研究所

图 5：上海商品住宅日均成交套数及同比变动



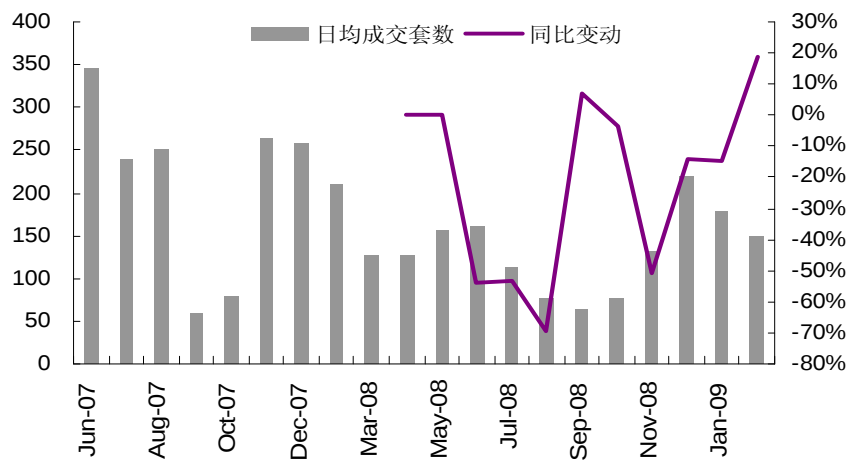
资料来源：上海房地局网站，光大证券研究所

图 6：杭州商品住宅日均成交套数及同比变动

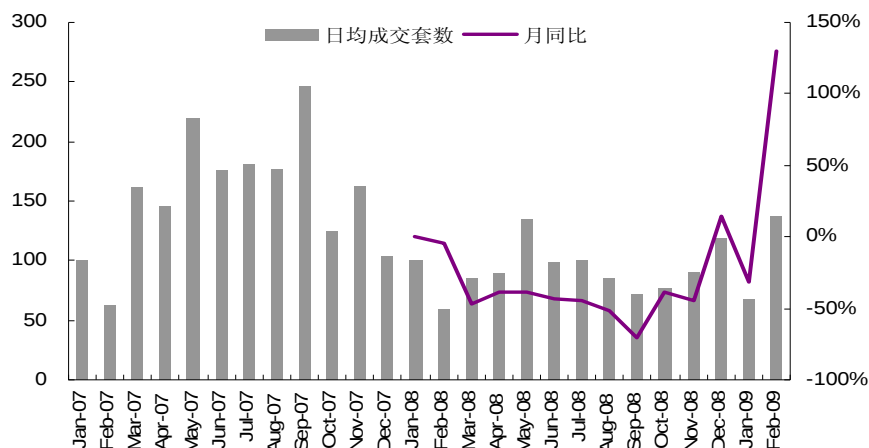


资料来源：杭州房地局网站，光大证券研究所

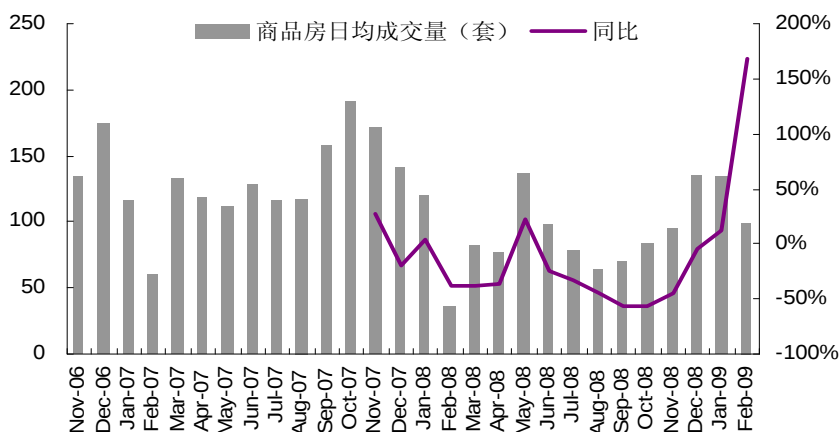
图 7：南京商品住宅日均成交套数及同比变动



资料来源：南京房地局网站，光大证券研究所

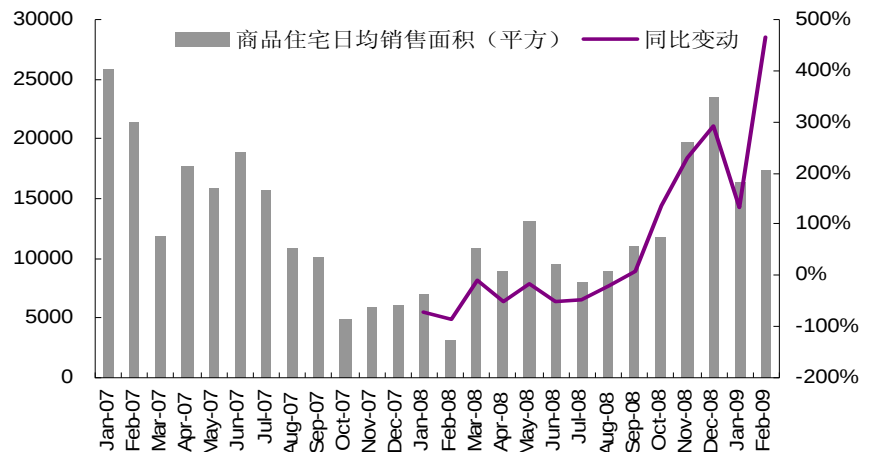
图 8：苏州商品住宅日均成交套数及同比变动

资料来源：苏州房地局网站，光大证券研究所

图 9：无锡商品住宅日均成交套数及同比变动

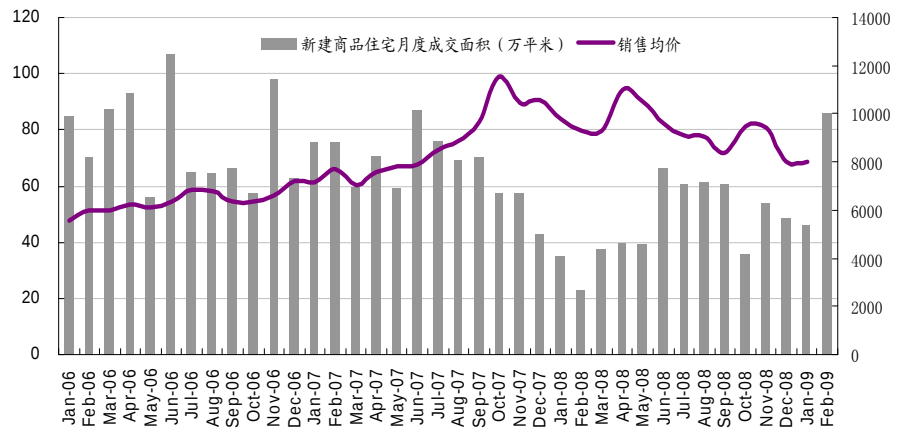
资料来源：无锡房地局网站，光大证券研究所

图 10：深圳商品住宅日均成交面积及同比变动



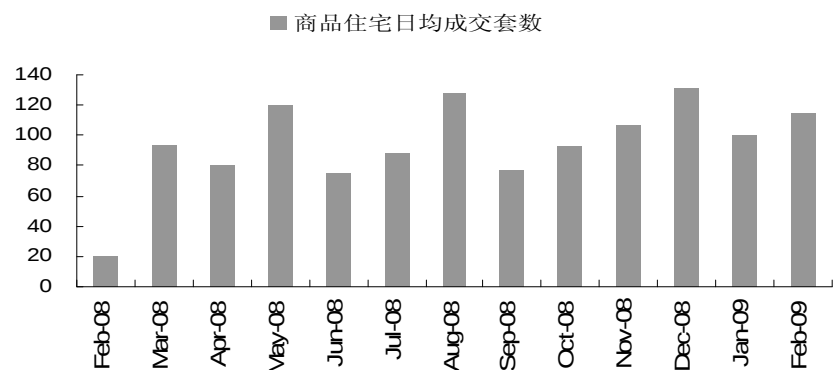
资料来源：深圳房地局网站，光大证券研究所

图 11：广州商品住宅日均成交面积及销售均价



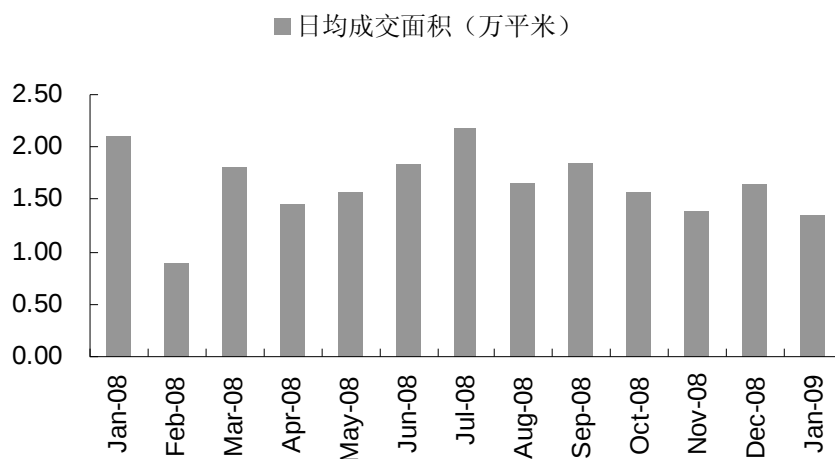
资料来源：广州房地局网站，光大证券研究所

图 12：东莞商品住宅日均成交套数



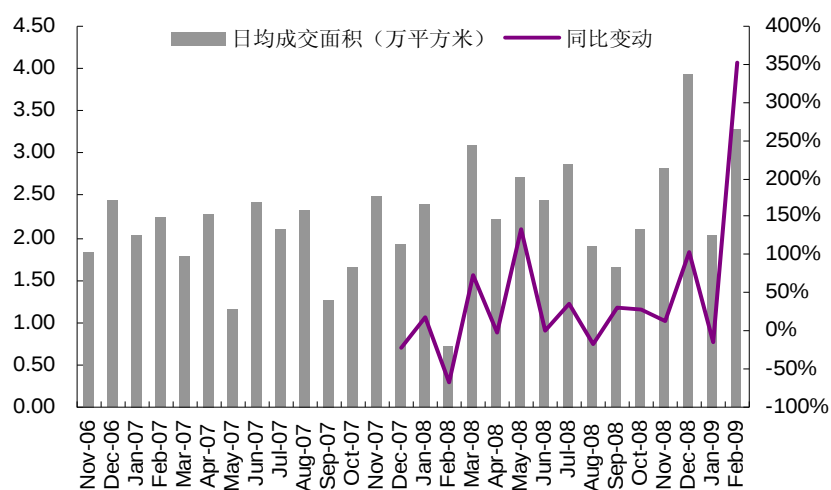
资料来源：东莞房地局网站，光大证券研究所

图 13: 西安商品住宅日均成交面积



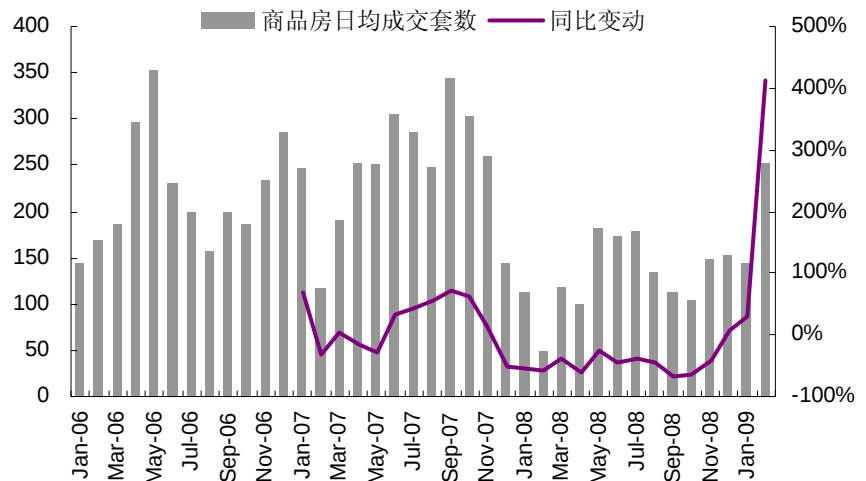
资料来源：西安房地局网站，光大证券研究所

图 14 长沙商品住宅日均成交面积及同比变动



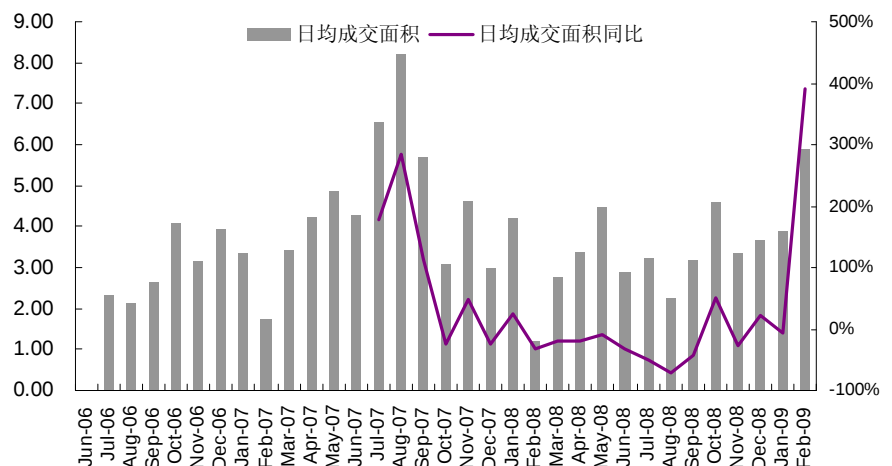
资料来源：长沙房地局网站，光大证券研究所

图 15：武汉商品住宅日均成交套数及同比变动



资料来源：武汉房地局网站，光大证券研究所

图 16：重庆商品住宅日均成交面积及同比变动



资料来源：重庆房地局网站，光大证券研究所

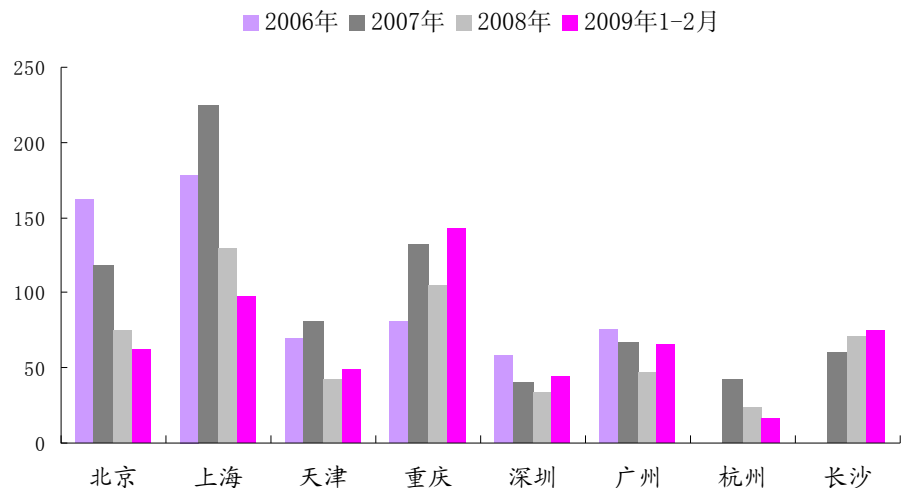
2. 市场成熟度和发展周期影响回暖程度

为了能更客观地判断这次回暖的程度，我们统计了一些城市的3年成交数据。从历年对比看，核心城市中北京、上海月均成交量呈下降的趋势，而深圳虽然经历了房价的大起大落，近3年的成交量却较为平稳，广州、天津的历年数据也较平稳。重庆和长沙则呈向上趋势。

我们的初步判断是：（1）北京、上海由于商品住宅市场发展多年，已进入成熟期，这个阶段二手房的成交量会不断增长，甚至会超过一手房的成交量。由于潜在投资性需求的存在，一手房成交量较易受到政策、利率、投机等因素影响。因此，对于这类城市，09年的月均成交量能达到06和07

年平均值的 80%，可以认为市场回暖情况良好。(2) 深圳、天津、广州等城市，可能正处于成长期和成熟期的过渡阶段。虽然也容易被投资性需求冲击，但由于首次置业、改善需求仍较旺盛，08 年成交量受调控影响下降幅度小于北京、上海等城市，09 年 1-2 月成交量平均值已经超过 08 年平均值。如果 09 年月均成交量在 06-07 年均值的左右，则可以认为回暖情况良好。(3) 而像重庆、长沙等城市，成交量稳中有升，08 年似乎并未受到调控和宏观经济走势的明显影响，09 年 1-2 月月均成交量已创 3 年新高，我们推断其 09 年的成交量仍然可能会较高。

图 17：09 年 2 月与 06—07 年月均成交面积对比



资料来源：中指研究院，光大证券研究所

3. 库存：下降出现加速

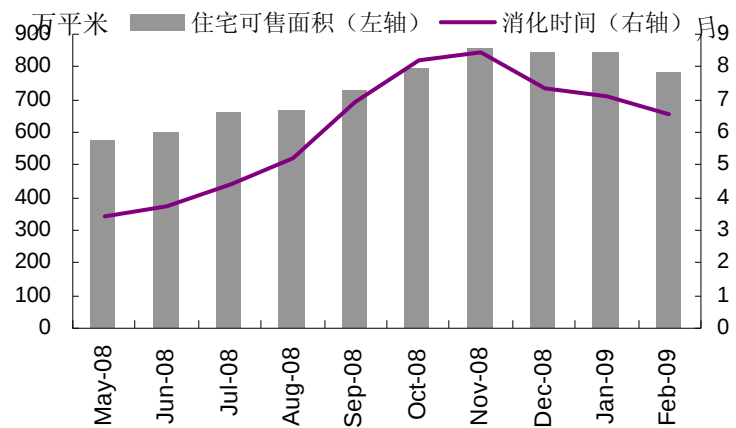
在有跟踪数据的 6 个城市中，除了苏州以外，上海、杭州、南京、北京、深圳均出现了可售面积加速减少的局面，一是由于 2 月成交量的显著回暖，加速了消化，二是开发商新房供应量的减少。由于我们采用的是 3 个月移动平均成交量来计算，受 1 月成交量较低的影响，2 月底计算的库存消化时间都出现了反弹，3 月如果成交量继续维持回暖，则消化时间将会重新进入下降轨道。

表 2：重点城市商品住宅库存变动及消化速度

	1月可售面积环比	2月可售面积环比	1月消化时间 (月)	2月消化时间 (月)
上海	-0.31%	-7.19%	7.09	6.55
杭州	-3.88%	-4.51%	18.01	19.78
南京	0.29%	-8.02%	11.14	10.04
苏州	-0.01%	29.52%	15.68	18.88
北京	-1.49%	-3.25%	18.26	21.26
深圳	-3.96%	-9.85%	10.90	10.47

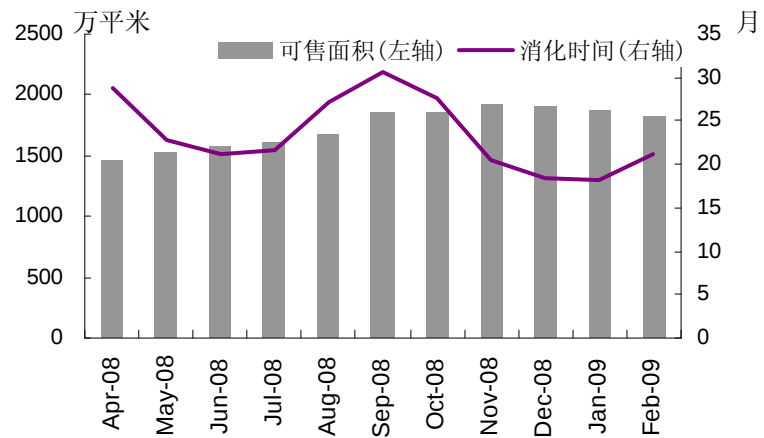
资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

图 18: 上海住宅可售面积及消化时间



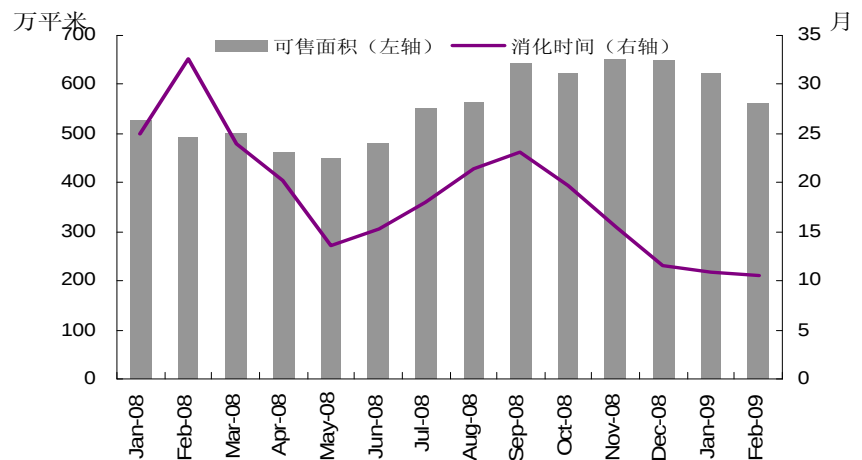
资料来源: 上海房地局网站, 光大证券研究所

图 19: 北京住宅可售面积及消化时间



资料来源: 北京房地局网站, 光大证券研究所

图 20: 深圳住宅可售面积及消化时间



资料来源: 深圳房地局网站, 光大证券研究所

政策：继续维持宽松的政策环境

2 月至今，有较大影响力的政策事件有两项，一是两会上温总理政府工作报告中对房地产业的指示；二是两会期间广东出台的稳定房地产市场政策。

温总理在作政府工作报告时表示，要促进房地产市场稳定健康发展。对符合条件的第二套普通自住房购买者，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。2008 年底，政府实际上出台了关于改善性住房的政策，但对“第二套住房”和“改善性住房”的理解各个部门都不一样，这项政策在各地贯彻的力度并不是完全一致。温总理在报告中特别对此做了进一步的强调和说明，显示了政府对此的重视程度。我们认为政府将会继续重视房地产投资的拉动作用，地方政府后续也可能会不断有新的刺激政策出台。

在 2 月推出的地方房地产刺激政策中，广东于两会期间推出的 15 条政策无疑更值得关注，政策宗旨仍然是趋向宽松的。3 月 3 日，广东推出稳定房地产市场的 15 条政策，在保障房、促进消费方面与其他城市的政策相近，特别的亮点是“港澳居民广东购房执行内地居民同等政策”，显然是“限外令”的解除。而对开发商的政策支持力度则是空前的，如：

(1) 08 年购地的开发商可以获得最长 2 年的土地款支付时间

(2) 土地增值税可以分期缴纳

(3) 对信用记录良好短期经营或财务有困难的企业给予信贷支持；支持合理融资，企业可发行企业债和可转债；信誉好优质大企业给予信托投资基金试点，境外上市企业允许在境发行 A 股。

我们认为，对开发商的松绑特别是对资信较好的大企业的扶持，会进一步缓和开发商的资金压力，同时，也有利于行业的整合和优胜劣汰，提高大企业的优势地位。

重点上市公司 2 月销量增长可观

各重点公司在 2 月的销售普遍好于 1 月，从以下部分重点城市和项目的成交量统计数据来看：

1. 保利、金地的销售好于万科、招商。
2. 深圳的回暖早于其他城市。

万科、金地 2 月销售数据还未公布，我们预计两者者环比也均会有较大幅度增长。

表 3:重点公司在北京项目销售进度

北京	1月销售套数	2月销售套数
保利地产		
西山林语	8	88
百合花园	47	173
招商地产		
公园1872	-2	1
万科		
中粮假日风景	24	39
四季花城	9	39
公园五号	5	27
金地集团		
金地名京	16	27
格林小镇6	19	227
亿城股份		
西山华府	未统计	31

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 4:重点公司在上海项目销售进度

上海	1月销售套数	2月销售套数
保利地产		
海上五月花城	52	83
海上五月花2	2	28
保利西子湾	21	66
保利叶上海	27	87
万科		
白马花园	38	60
四季花城	66	93
金地集团		
上海未未来	32	103
上海湾流域	45	130

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 5:重点公司在深圳项目销售进度

深圳	1月销售套数	2月销售套数
招商地产		
招商海月5期	47	86
依山郡	38	83
万科		
金域东郡	-4	2
兰乔圣菲	2	4
金域华府	378	433
金地		
深圳梅陇镇3期	285	273

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 6:重点公司在广州项目销售进度

广州	1月销售套数	2月销售套数
保利地产		
保利林语山庄	11	5
保利香之雪山庄	9	55
保利中环广场	378	156
招商地产		
金山谷国际社区	11	4
万科		
中粮万科金域蓝湾	未统计	92
佛山金域华庭	21	24

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 7:重点公司在杭州项目销售进度

杭州	批准预售套数	已销售套数
万科		
魅力之城	883	878
西溪蝶园	366	215
广宇集团		
西城年华	499	377
上东城	476	149
滨江集团		
阳光海岸	99	78
金色蓝庭	823	658

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 8:重点公司在南京项目销售进度

南京	批准预售套数	已销售套数
万科		
南京金域缙香	1397	827
光明城市	2939	2666
金地集团		
金地名京	1194	215
栖霞建设		
栖霞园	898	385
上城风景	1343	626

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 9:重点公司在重庆项目销售进度

重庆	批准预售套数	已销售套数
招商地产		
江湾城	438	80
		2月当月销售
保利集团		
高尔夫花园		56
保利香槟花园		92

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 10:重点公司在武汉项目销售进度

武汉	批准预售套数	已销售套数
金地集团		
格林小城	2150	1703
国际花园	1404	599
		2月当月销售
保利集团		
十二橡树庄园		3
保利心语		70

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

投资建议

我们仍然预期 3 月的成交量会继续好于 2 月，而 08 年以来的地产股反弹往往依赖于成交量回暖这一催化因素，加上销量的回升和价格企稳，NAV 估值中销售速度和价格的假设也不会那么悲观，有利于 NAV 估值的提高。我们继续看好地产股在后市的表现，特别是处于回暖情况较好地区的公司。我们本月推荐的股票组合是：保利地产、招商地产、新湖中宝、滨江集团、中华企业。由于保利业绩确定性高、新湖中宝隐含价值高估值提升潜力大，因此我们将其加入股票组合，调整出金地集团和亿城股份。

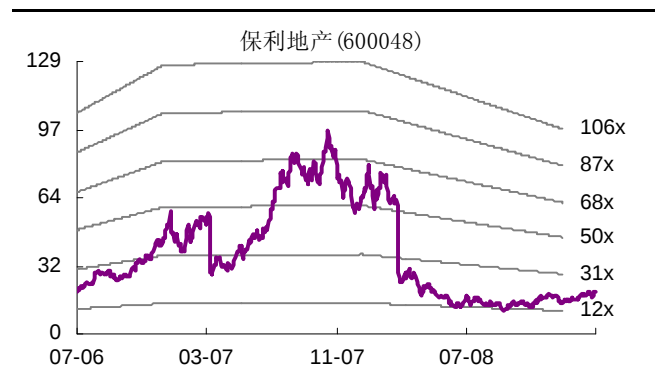
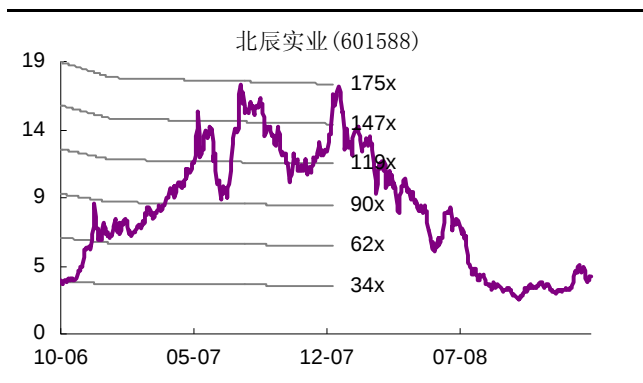
由于目前一线地产股估值已在 NAV 附近，在 A 股市场短期阻力影响下，已有较大涨幅的地产股也面临短期盘整压力，我们建议可在调整时逢低介入。

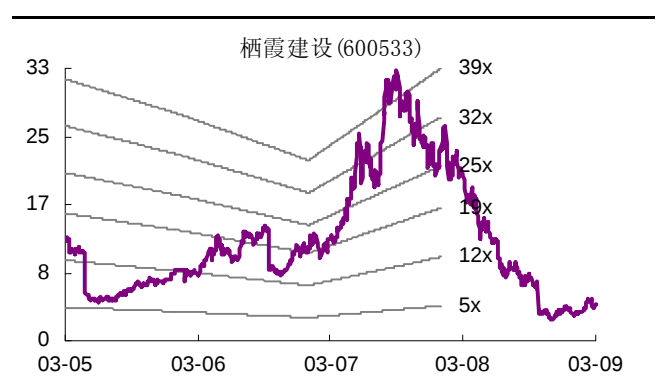
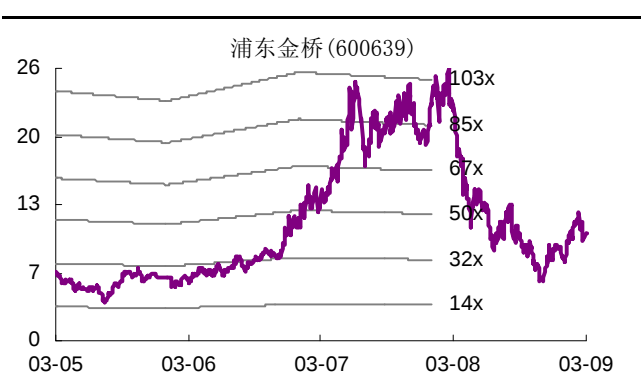
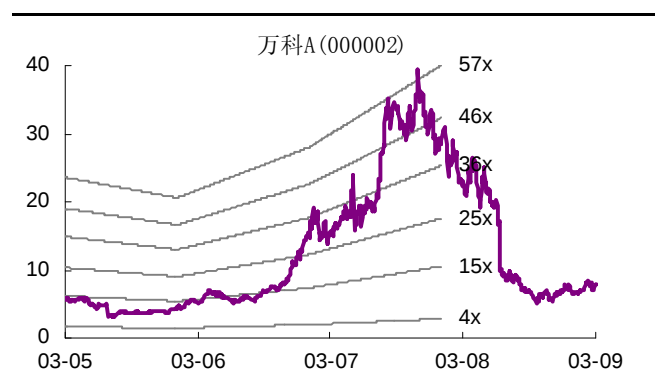
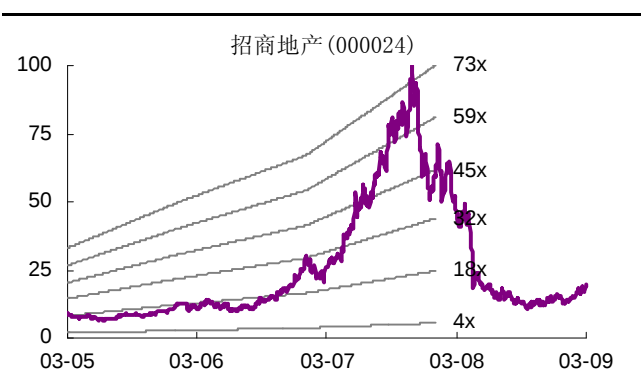
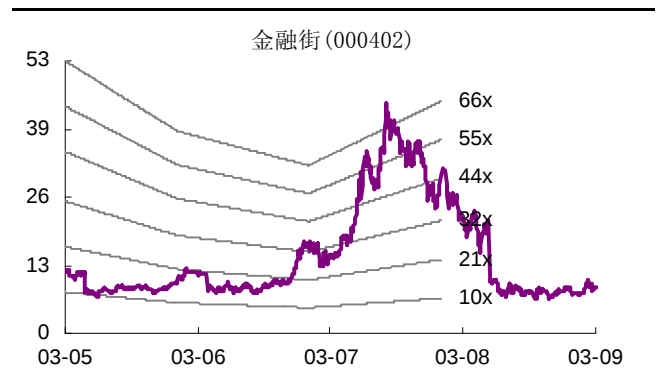
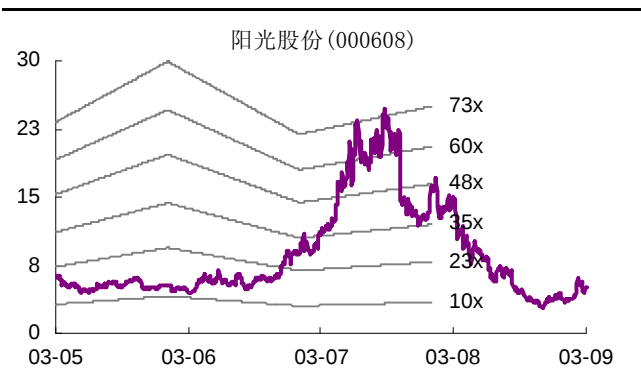
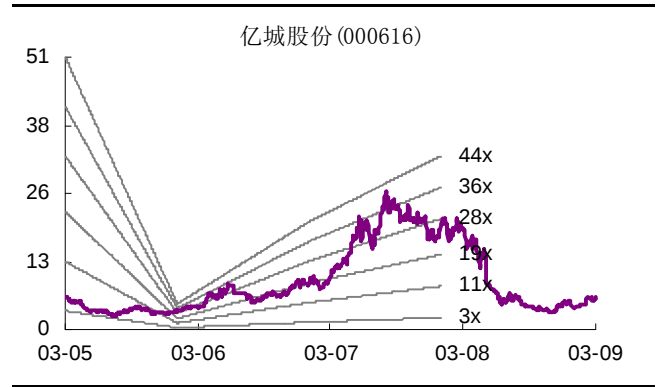
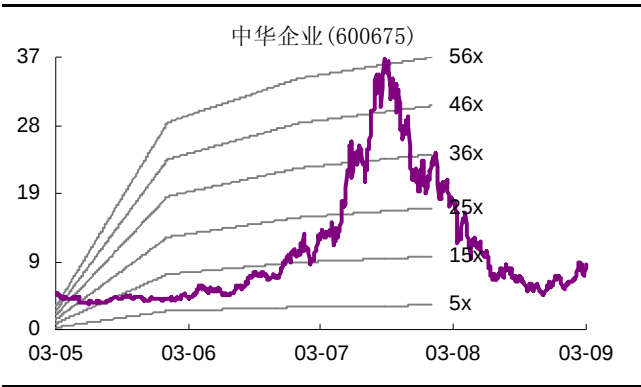
行业重点上市公司评级与估值指标

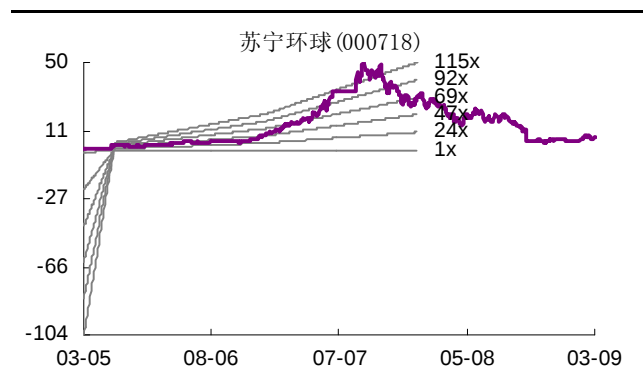
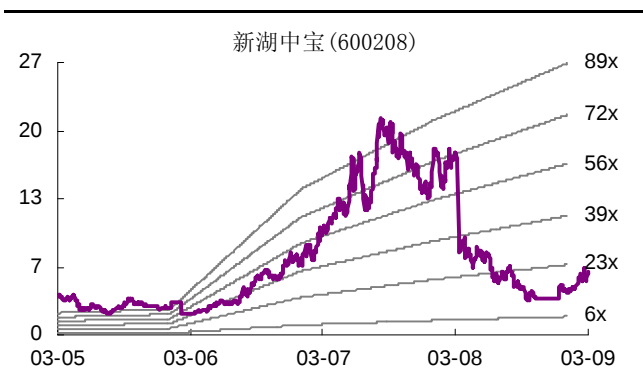
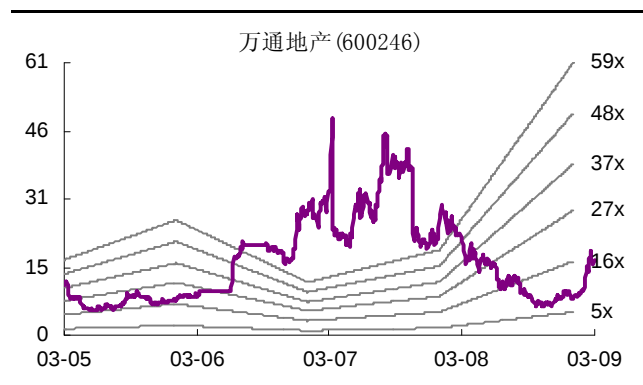
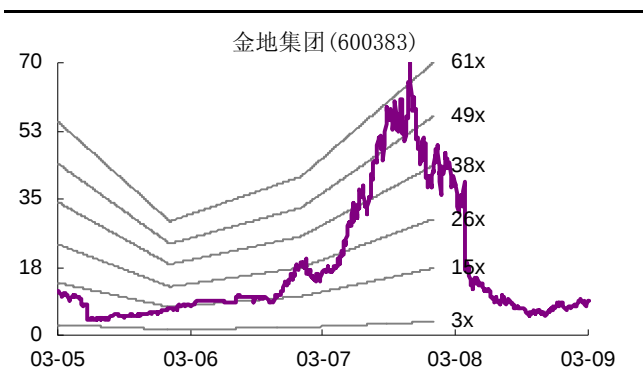
证券	公司	股价	总市值	流通市值	EPS			PE			BVPS	PB	NAV	折溢价率	投资评级	
代码	名称	2009-3-6	亿元	亿元	07A	08F	09F	07A	08F	09F	元/股		元/股		上次	本次
住宅开发																
000002	万科A	8.08	888	761	0.44	0.42	0.52	18.3	19.1	15.5	2.74	3.0	7.17	13%	增持	增持
600048	保利地产	20.39	500	255	0.61	0.91	1.20	33.6	22.3	17.0	5.74	3.6	18.77	9%	增持	买入
600383	金地集团	9.21	155	151	0.58	0.61	0.69	16.0	15.2	13.4	5.26	1.8	11.06	-17%	买入	增持
002244	滨江集团	12.09	126	15	0.44	0.71	0.88	27.6	17.0	13.8	2.77	4.4	10.27	18%	买入	买入
000718	苏宁环球	7.57	107	29	0.15	0.53	0.74	50.4	14.3	10.2	1.05	7.2	6.30	20%	增持	增持
600533	栖霞建设	4.55	48	48	0.33	0.34	0.41	13.9	13.4	11.1	2.43	1.9	4.05	12%	增持	增持
000616	亿城股份	6.18	37	30	0.49	0.53	0.60	12.5	11.6	10.3	3.92	1.6	9.50	-35%	买入	买入
002133	广宇集团	5.64	28	14	0.31	0.36	0.42	18.5	15.6	13.4	2.16	2.6	4.58	23%	增持	增持
平均								23.9	16.1	13.1		3.2		5%		
综合经营																
000024	招商地产	20.10	345	130	0.67	0.70	0.86	29.8	28.5	23.3	8.14	2.5	18.57	8%	买入	买入
600208	新潮中宝	6.40	181	45	0.15	0.30	0.41	43.6	21.4	15.7	1.50	4.3	7.68	-17%	增持	增持
601588	北辰实业	4.01	135	60	0.10	0.18	0.23	41.1	22.5	17.6	2.48	1.6	7.32	-45%	增持	增持
600675	中华企业	9.32	101	70	0.56	0.52	0.64	16.8	18.0	14.7	2.81	3.3	11.45	-19%	买入	买入
600246	万通地产	16.81	85	41	0.33	1.04	1.15	51.7	16.2	14.6	5.19	3.2	15.13	11%	增持	中性
000608	阳光股份	5.05	27	19	0.34	0.09	0.32	14.8	56.4	15.6	3.45	1.5	8.12	-38%	增持	增持
平均								32.9	27.2	16.9		2.7		-17%		
商业地产																
600663	陆家嘴	19.82	370	269	0.40	0.52	0.60	49.1	38.0	33.0	4.53	4.4	17.26	15%	中性	中性
000402	金融街	8.85	220	162	0.29	0.43	0.53	30.1	20.4	16.8	5.62	1.6	15.5	-43%	增持	增持
600007	中国国贸	8.45	85	17	0.29	0.34	0.69	29.4	24.5	12.3	4.12	2.1	14.7	-42%	增持	增持
600639	浦东金桥	10.22	86	61	0.24	0.29	0.37	41.8	35.8	27.5	3.74	2.7	15.4	-33%	增持	增持
平均								33.8	26.9	18.9		2.1	15.2	-40%		

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图







资料来源：光大证券研究所

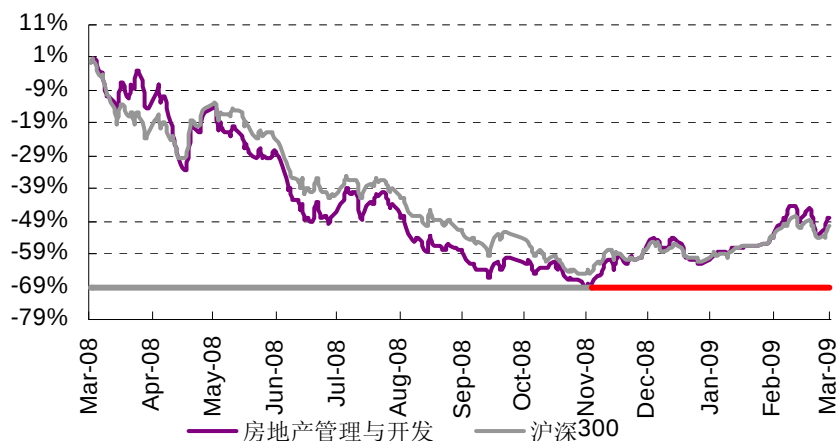
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

房地产管理与开发

分析师：翁非玉



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2008-11-07	增持
2008-11-12	无评级
2008-11-17	增持
2008-12-15	增持
2008-12-22	增持
2008-12-29	增持
2009-01-07	增持
2009-01-09	增持
2009-02-09	增持
2009-02-20	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。