



行业评级:

推荐 (提高)

行业配置:

标配 (维持)

房地产板块市场表现:



数据来源: Wind

房地产行业分析师:  
涂力磊

Tel: (8621) 5830-6749  
Fax: (8621) 5831-8543  
Email: tull@tull.com.cn

## 房地产行业深度报告:

### 房地产投资的择时与择股

#### 投资要点:

◇ 我们对 09 年行业发展趋势做出以下判断: 房价还将有下降空间, 成交量将逐步稳定并伴随阶段性高峰的反复出现。现在判断行业已经走出低谷为时过早, 但是也许最坏的时刻已经在逐渐离我们远去。

◇ 通过对销竣比的研究, 我们认为当该指标保持在 1.78 左右时房价有望稳定。目前该数据为 1.55 而且呈现下滑趋势, 因此短期内市场需求的饥渴度并不强烈。房价还有下滑空间。

◇ 我们保守假设竣工面积同样按照 7% 的比例下滑, 房屋消费面积平均增长率按照每年增 15% 上升。在以上前提下, 2010 年销竣比所显示的市场饥渴度可实现稳定。

◇ 通过时间序列分析, 我们发现销竣比数据在 2010 年可以达到 1.7。因此, 基于以上分析我们认为行业在 2010 年前后将基本趋于稳定。

◇ 目前成交量正在温和放大, 但是持续时间还需要验证。我们认为政府政策对行业回暖的速度有重要影响。由于两会期间国家并没有出台关于地产更大程度的扶持政策, 因此我们觉得后期行业自身修复的可能性更大。

◇ 在前期利好政策效果不断显现、流动性放大、成交量开始趋向稳定以及 08 年相关基数较低等原因的影响下, 我们将板块评级从“中性”上升到“推荐”, 同时维持对板块的“标配”推荐。

◇ 在股票选择方面我们认为要 09 年主要注意以下两个方面。第一是业绩增长的稳定性, 推荐保利地产 (600048)、华发股份 (600325)、滨江集团 (002244)。第二是要关注发展模式和资产质量, 推荐招商地产 (000024)、金融街 (000402)。

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



## 正文目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、对 09 年地产走势的判断.....               | 4  |
| 1.1 对于房价的判断：市场饥渴程度制约价格本身.....      | 4  |
| 1.1.1 房价泡沫还有待释放.....               | 4  |
| 1.1.2 基于销竣比的市场饥渴程度研究前后的表现.....     | 5  |
| 1.1.3 基于销竣比的房价时间序列分析.....          | 7  |
| 1.2 对于成交量的判断：逐步稳定，伴随阶段性高峰反复出现..... | 8  |
| 1.3 对于复苏速度的判断：政策力度决定复苏速度.....      | 9  |
| 二、地产板块投资具备吸引力.....                 | 10 |
| 2.1 资金担忧有所缓解、政策不存在利空.....          | 10 |
| 2.2 部分地区成交放大，有利于地产市场信心提振.....      | 11 |
| 2.3 08 年业绩下滑降低了基数的压力.....          | 11 |
| 三、投资思路应注重以下几点.....                 | 12 |
| 3.1 业绩增长和保障依旧是硬道理.....             | 12 |
| 3.1.1 保利地产.....                    | 12 |
| 3.1.2 华发股份.....                    | 13 |
| 3.1.3 滨江集团.....                    | 14 |
| 3.2 经营模式、资产质量决定未来发展高度.....         | 16 |
| 3.2.1 招商地产.....                    | 16 |
| 3.2.2 金融街.....                     | 17 |
| 四、相关研究报告.....                      | 19 |



## 图目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 1. 全国房价同比和环比情况.....      | 4  |
| 2. 全国土地购置情况.....         | 4  |
| 3. 房地产泡沫循环.....          | 5  |
| 4. 房价走势区间.....           | 6  |
| 5. 房价下滑期间的销竣比情况.....     | 6  |
| 6. 房价稳定期间的销竣比情况.....     | 6  |
| 7. 房价与销竣比预测图.....        | 8  |
| 8. 上海地区成交走势.....         | 9  |
| 9. 北京地区成交走势.....         | 9  |
| 10. 深圳地区成交走势.....        | 9  |
| 11. 重庆地区成交走势.....        | 9  |
| 12. 国家政策与行业走势.....       | 10 |
| 13. 人民币贷款情况.....         | 11 |
| 14. M0、M1 情况.....        | 11 |
| 15. 万科销售情况.....          | 11 |
| 16. 保利地产销售情况.....        | 11 |
| 17. 滨江集团地铁 1 号线周边项目..... | 15 |
| 18. 金融街主要产品构成.....       | 18 |
| 19. 金融街土地分布.....         | 18 |

## 表目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1. ADF 检验结果.....          | 7  |
| 2. 时间序列结果.....            | 8  |
| 3. 招商地产公司项目分布.....        | 16 |
| 4. 招商地产预售账款构成情况.....      | 17 |
| 5. 金融街 08 年新增项目付款压力表..... | 18 |



## 一、对 09 年地产走势的判断

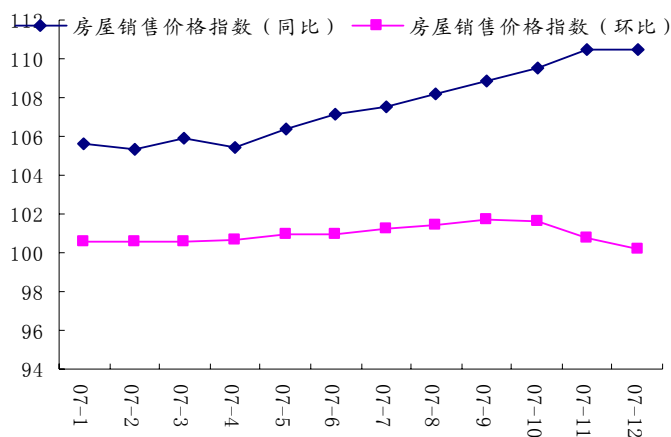
经历 08 年地产市场的大幅下滑之后，我们觉得目前房地产市场与先前存在很大不同。最值得我们关注的特征是阶段性的成交高峰在不同地区先后出现。我们认为这种成交量连续放大的可能性不大，但是未来长时间成交持续下滑的趋势已经不太可能出现。交易量可能更多在一定范围之内波动。我们并不认为市场本身能够在短暂的两到三个月就实现复苏，甚至是高涨，但是最坏的时候可能正在离我们远去。基于以上判断，我们将行业评级从“中性”提高到“推荐”评级，同时继续维持“标配”地产股的建议，尤其要注重对个股的选择。

### 1.1 对于房价的判断：市场饥渴程度制约价格本身

#### 1.1.1 房价泡沫还有待释放

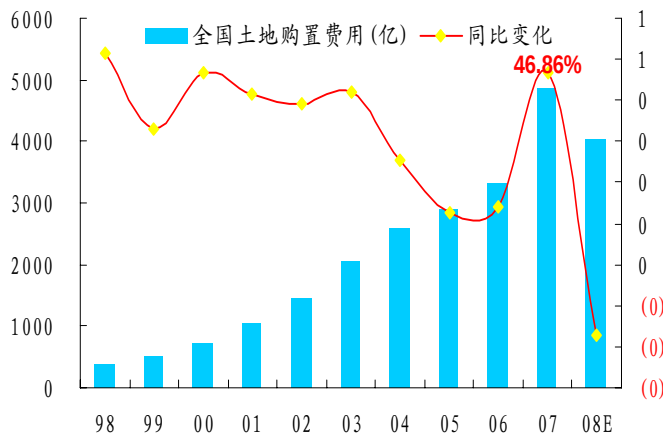
07 年全国房价经历了一轮超常规的迅速拉高。在短短半年时间之内，全国房价指数从 07 年 4 月的 105.4 迅速上升到 07 年 12 月的 110.5。深圳地区最早开始启动，之后迅速引爆整个珠三角地区，随之带动全国。加之 07 年国内 A 股市场走高，在财富效应的推动下市场需求被极大程度的释放。

图一：全国房价同比和环比情况



数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

图二：全国土地购置情况



数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

从房价收入比来看，07 年的市场价格存在较大泡沫。这种泡沫的长期存在一方面消耗了需求方的购买能力，另一方面推高了开发商、政府对行业利润的预期，从而造成地价、房价长期居高不下。而以上两种现象如果长期存在，最终的结果必然是市场交易的滞胀。而长期的滞胀最终导致的就是资产

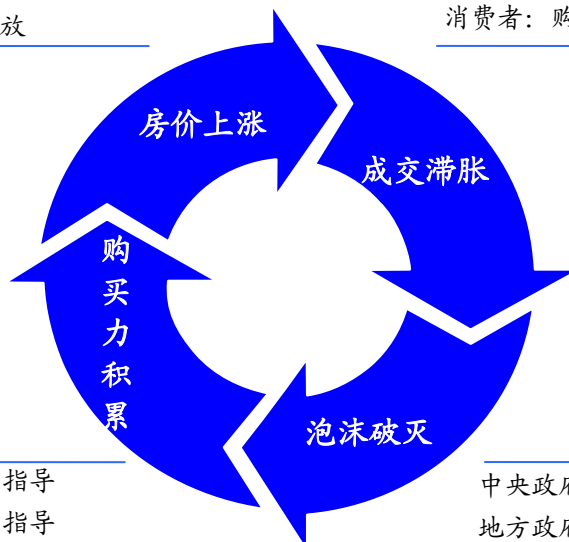


泡沫破裂，市场价格短期内大幅度下降。

图三：房地产泡沫循环

中央政府：出台行业调控政策  
地方政府：土地收入预期加大  
开发商：提价，扩大开工和储备  
消费者：购买力释放

中央政府：窗口指导  
地方政府：窗口指导  
开发商：保持价格  
消费者：购买力释放放缓



中央政府：窗口指导  
地方政府：窗口指导  
开发商：温和开发  
消费者：购买力积蓄

中央政府：放松调控政策  
地方政府：扶持行业  
开发商：降价，减少开工  
消费者：购买力下滑

数据来源：齐鲁证券研究所

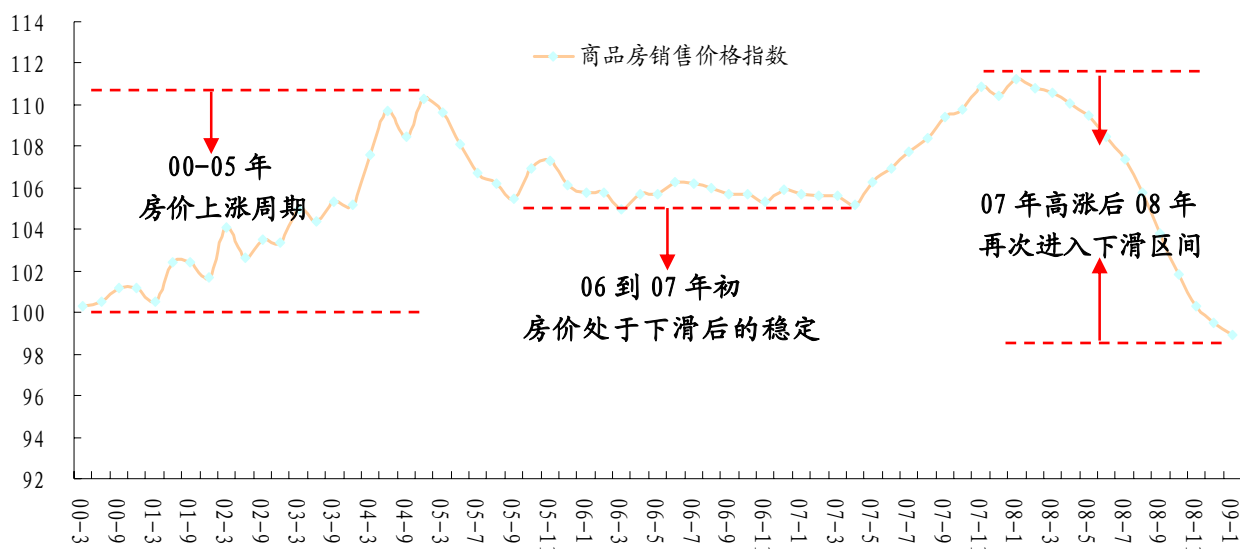
在 07 年市场达到高点后 08 年房价开始降温。应该说出除了深圳等前期快速上涨地区短期内出现明显暴跌之外，大部分国内一线城市在 08 年的下降幅度在 10% 左右，二、三线城市下降程度略微低于 10%。因此目前房价的泡沫空间在现有购买力条件下依旧存在，未来还有待进一步释放。

### 1.1.2 基于销均比的市场饥渴程度研究

我们研究了 2000 年到 2008 年的房价指数，发现 2000 到 2004 年房价基本保持平缓上升的趋势，从 2004 到 2005 年房价处于下滑趋势，而 2006 年房价处于相对平稳的阶段。如果假设市场价格最大的影响因素在于供给和消费的话，我们认为研究商品房竣工面积和销售面积的合理范围，对于寻找房价的稳定因素具备一定意义。



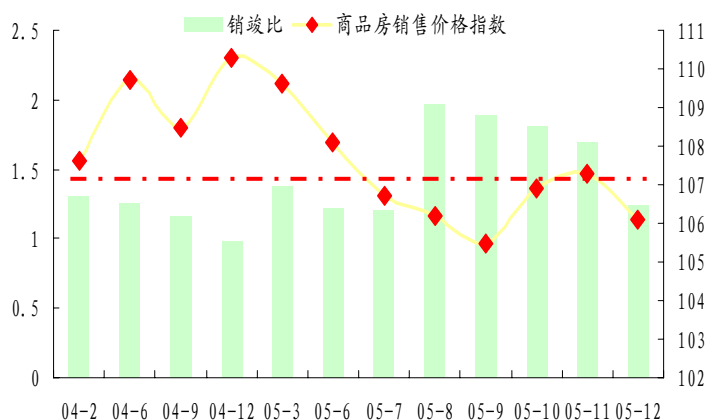
图四：房价走势区间



数据来源：齐鲁证券研究所

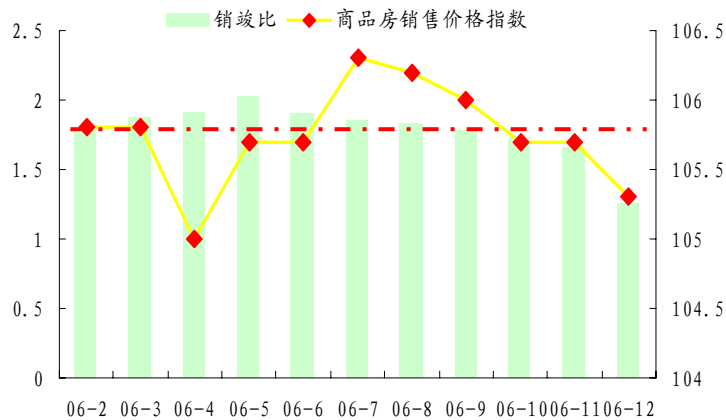
我们统计了全国商品房在2000-2008年的各月的累计竣工面积、累计销售面积。发现在房价下跌的2004到2005年销均比基本保持在1.33左右波动；在市场比较平稳的2006年，销竣比保持在1.78左右。因此市场供求保持一定的饥渴度是稳定未来房价的关键。目前2008年房地产行业的销竣比保持在1.55而且呈现下滑趋势，因此短期内市场需求的饥渴度并不强烈。这也造成房价短期内难有上升动力。一定幅度内的降价依旧是未来一段时间市场的主流趋势。

图五：房价下滑期间的销竣比情况



数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

图六：房价稳定期间的销竣比情况



数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

由于08年市场不景气，众多开发商纷纷采取降低降低开发进度的方式



减少市场供应。因为未来竣工面积必然呈现下降趋势。由于施工面积决定未来竣工面积，08 年施工面积增长幅度下滑 7% 左右。所以我们假设竣工面积同样按照 7% 的比例下滑。房屋销售面积方面，2001 到 2007 年房屋消费面积平均增长率为 30%，08 年销售面积下降 15%。由于我们认为在此出现大幅度下滑可能性不大，因此假设房屋消费面积平均增长率按照每年增长 15% 上升。按照以上假设，销竣比在 2010 年前后达到 1.78 左右的水平。基本达到可以实现市场稳定的饥渴度，届时房价基本有望开始保证平稳。

### 1.1.3 基于销竣比的房价时间序列分析

对于销售竣工比（用  $r$  表示），我们用 2005 年初到 2008 年底的月度数据进行分析，通过建立时间序列模型来预测 2008 年后的销售竣工比。

要进行时间序列分析，我们首先要对  $r$  进行平稳性检验，以判断是否适合进行时间序列分析。为此，我们用 Eviews5.1 软件进行 ADF 检验，结果如下：

表一： ADF 检验结果

|                                        | t-Statistic | Prob.* |
|----------------------------------------|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -2.656655   | 0.0899 |
| Test critical values: 1% level         | -3.592462   |        |
| 5% level                               | -2.931404   |        |
| 10% level                              | -2.603944   |        |

数据来源：齐鲁证券研究所

通过上表我们可以看出，对于序列  $r$ ，在 10% 的显著性水平上是平稳的，可以直接进行时序建模。

通过对 ACF、PACF 的分析和 AIC 准则的判断，我们最终选择 AR(1) 模型，即： $r_t = \varphi_0 + \varphi_1 r_{t-1} + \varepsilon_t$ ，其中  $\{\varepsilon_t\}$  是均值为 0，方差为  $\sigma_\varepsilon^2$  的白噪声序列。

用 eviews5.1 软件可得：

$$r_t = 0.515 + 0.699r_{t-1}$$

(2.61)    (6.17)

其中： $R^2=0.48$ ， $AIC=-0.2$ 。

据此，我们可以对自 2009 年起的销售竣工比进行预测，结果为：



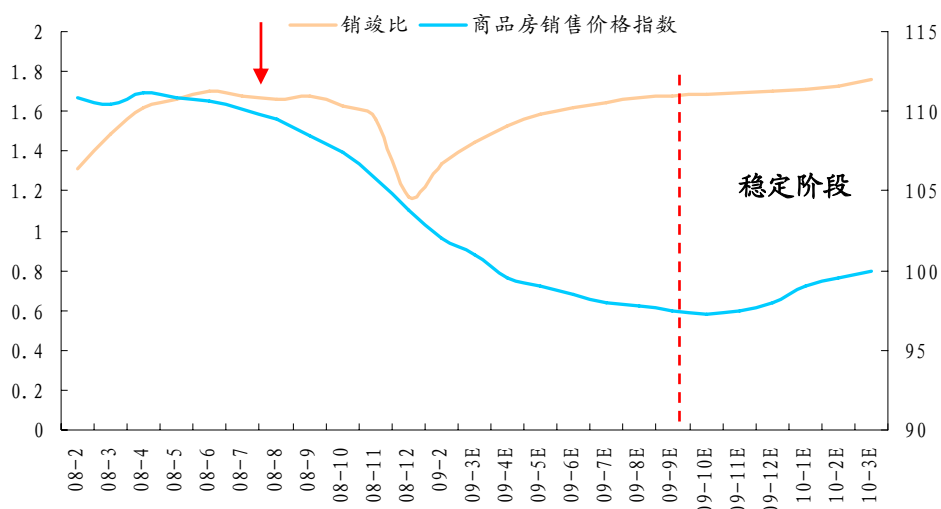
表二： 时间序列结果

| 时间   | 销售竣工比    | 时间    | 销售竣工比    |
|------|----------|-------|----------|
| 09-2 | 1.332733 | 09-8  | 1.665721 |
| 09-3 | 1.446199 | 09-9  | 1.678956 |
| 09-4 | 1.525511 | 09-10 | 1.688206 |
| 09-5 | 1.58095  | 09-11 | 1.694673 |
| 09-6 | 1.619701 | 09-12 | 1.699192 |
| 09-7 | 1.646788 | 10-1  | 1.702352 |

数据来源：齐鲁证券研究所

根据时间序列分析所得到的房价和销均比走势可以看出，09 年依旧在下行通道之中，但是在 2010 年有望开始稳定。

图七： 房价与销竣比预测图



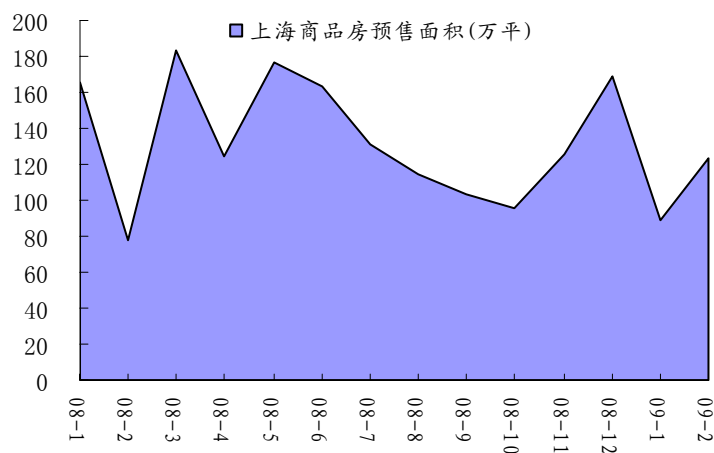
数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

## 1.2 未来成交将逐步保持稳定，伴随阶段性成交量高峰反复出现

我们在前期关于央行降息的报告中曾分析降息对于房地产市场需求的刺激作用（详细内容请参见 08 年 11 月 3 日《行业真正回暖至少还需 3 到 4 次对称小幅降息》）。在央行 11 月 27 日降息 108 个基点之后，我们认为降息幅度一次性达到预期，未来行业成交量将逐步温和放大（详细内容请参见 08 年 11 月 27 日《降息周期构成利好，离行业回暖再进一步》）。目前，我们继续维持 09 年行业成交量将基本保持稳定，并伴有阶段性成交高峰的判断。

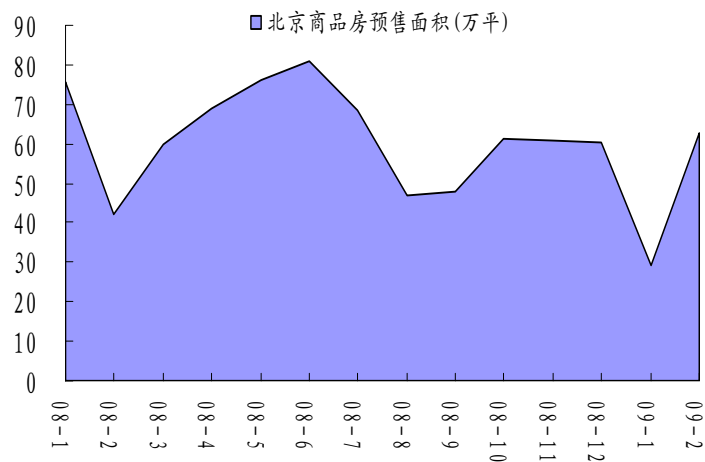


图八：上海地区成交走势



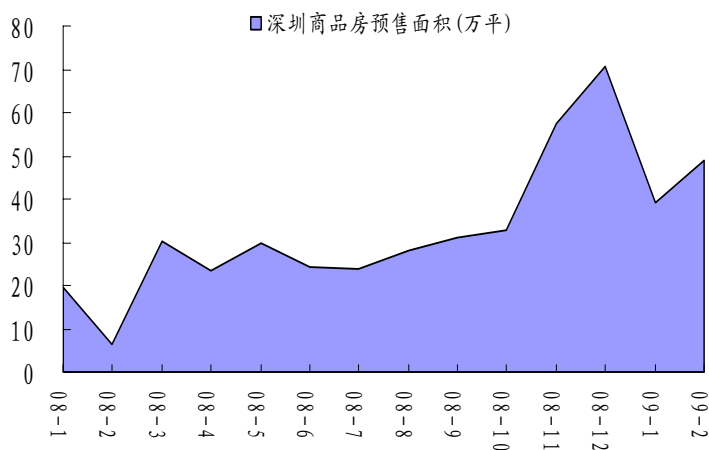
数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

图九：北京地区成交房价走势



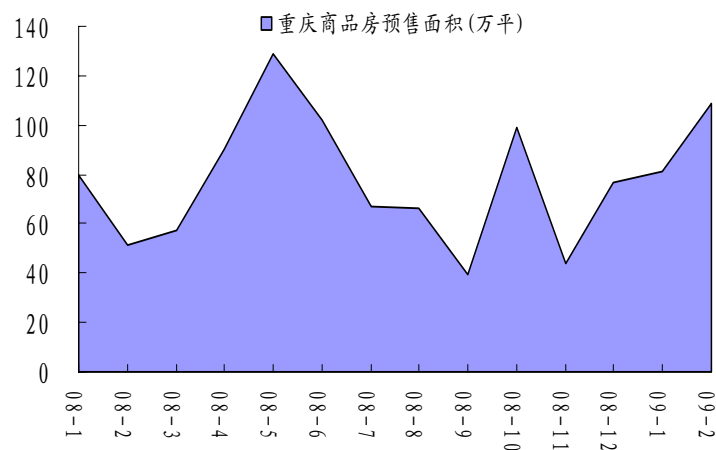
数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

图十：深圳地区成交走势



数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

图十一：重庆地区成交走势



数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

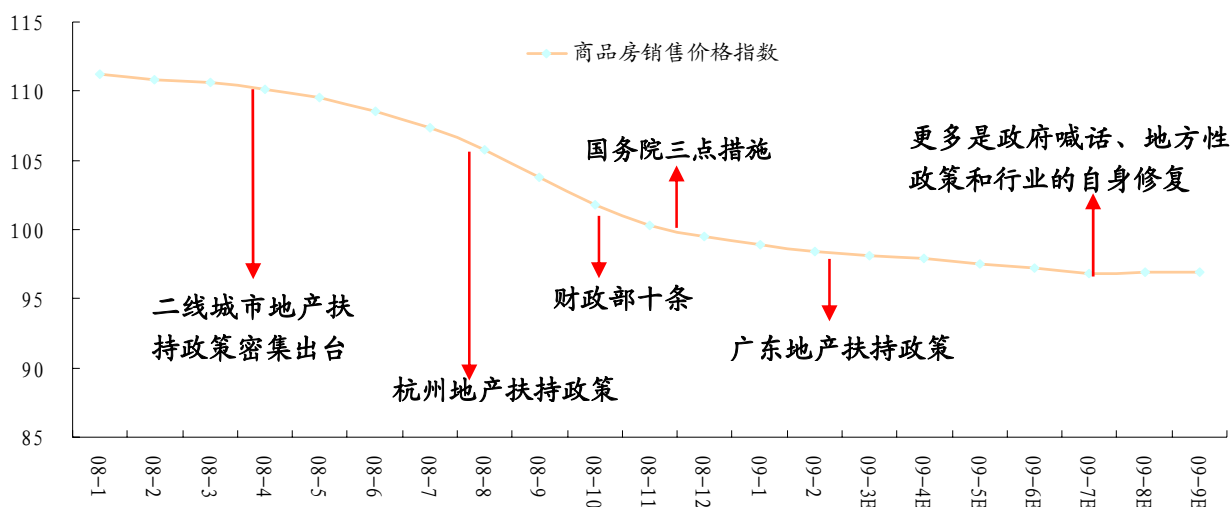
### 1.3 政策导向决定市场复苏的速度

对于行业回暖的速度，我们认为最关键的因素还是看中央的政策力度。08 年中央层面先后出台“财政部十条”、“国务院三点措施”等政策。主要层面还是围绕适度放松 2 套房政策，降低房地产交易费用等方面进行。而地方层面的房地产政策在 08 年已经相继出台，其中比较著名是杭州、上海、北京，以及近期出台的广东省房地产救市政策。地方性政策的扶持力度要大于中央，不仅延续了中央对于相关指导思路，还在缓解房地产企业资金压力、土地开发期限、消费者购房优惠和补贴政策、扩大购房群体等方面给予了更



大程度的支持。

图十二：国家政策与行业走势



数据来源：齐鲁证券研究所

从行业周期和政府政策力度的相关想来看，往往行业周期落后政策周期 3 到 6 个月。因此，前一阶段政策效果应该在近期的一段时间开始有所显现。由于两会期间国家并没有出台关于地产更大程度的扶持政策，因此我们觉得后期行业自身修复的可能性更大。

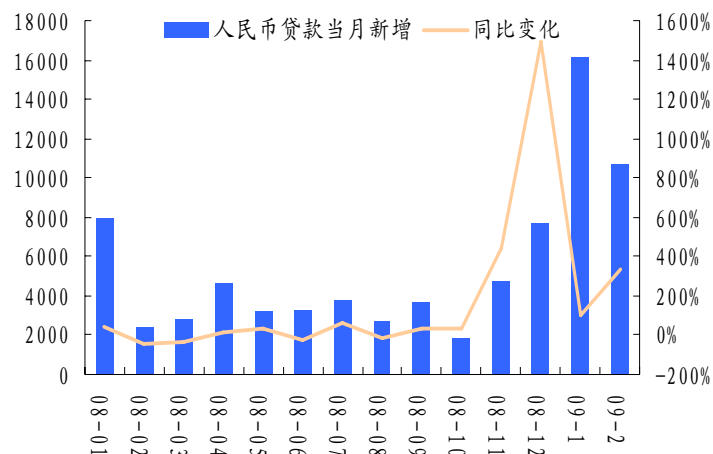
## 二、地产板块投资依具备吸引力

### 2.1 资金担忧有所缓解、政策不存在利空

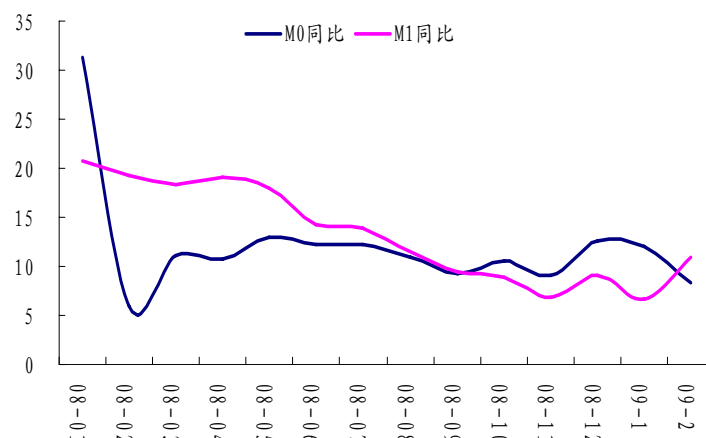
在行业高涨时期投资地产最大的担心在于政府政策的利空因素。在行业下滑时期企业本身的资金实力、开发周转情况、销售能力和土地成本又成为市场关注的交点。我们认为目前有几点因素是值得大家看重的：

第一，维持地产市场的稳定是中央政府的重要指导思想。这说明近期不会出现对行业的利空政策，一旦市场再次出现下滑时还可能出台更多对于行业利多的政策。尤其是在需要内需来解决经济增长、居民就业等一系列复杂社会问题的时候，房地产行业本身的支撑作用依旧是不容忽视的。

第二，流动性有所放松，缓解开发商资金压力。我们在 08 年策略报告中曾提出，中央为缓解经济危机压力后期将适度放松流动性。目前从 1、2 月新增信贷数量的放大已经佐证了我们的前期观点。因此对于开发商和购房者而言目前手头资金都会有一定放松，这无疑对后期交易市场形成利好。


**图十三：人民币贷款情况**


数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

**图十四：M0、M1 情况**


数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

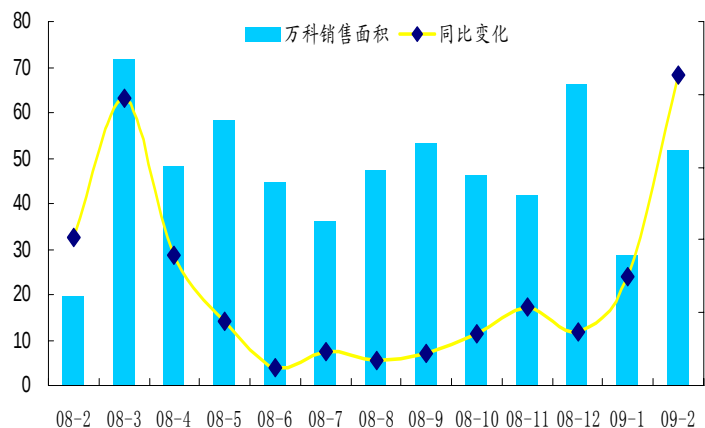
第三，A股市场短期的财富效应不容忽视。08年底初至今中国A股市场已经经历了一轮单边上涨行情。虽然市场涨幅可能更多的是弥补前期损失，但是不排除相关解套资金或者短期盈利资金重新回到房地产市场。

### 2.2 部分地区成交放大，有利于地产市场信心提振

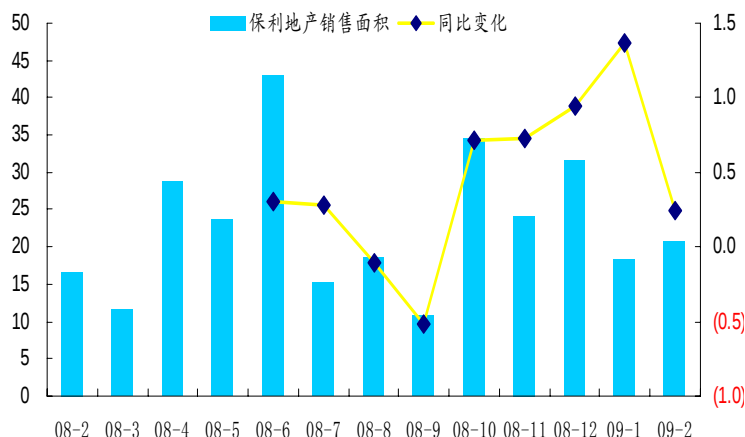
目前1-2月一线城市成交数据较前期有所放大，此外主流房地产商的销售数据较前期也有一定程度的提高。根据之前对于成交量的判断，我们认为这种成交小高峰未必可以长期延续，但是在今后会反复出现。这种现象无疑对于整体市场信心的提高起到了关键的作用。

### 2.3 08年业绩下滑降低了基数的压力

08年行业各方面指数都经历大幅度下滑，上市公司业绩也出现一定程度下降。这种大幅度下降一定程度上降低了09年的对比基数。基数的下降一定程度上缓解了上市公司业绩增长的压力。

**图十五：万科销售情况**


数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所

**图十六：保利销售情况**


数据来源：Wind, 齐鲁证券研究所



### 三、投资思路应注重以下几点

我们认为在行业下跌趋缓并逐步走向稳定的时期，在股票选择上应该考虑硬性条件和软性条件。所谓硬性条件主要指的上市公司本身的业绩保障，增长幅度。硬条件好本身就体现了公司在业内的经营水平。软条件主要指的是公司的经营模式，资产质量等。因为一旦行业保持稳定或上升，优质的资产和经营模式无疑将是业绩快速恢复的有力保证。最后是具备基本面转变可能的公司也值得我们关注。

#### 3.1 业绩增长和保障依旧是硬道理

##### 3.1.1 保利地产：

##### 3.1.1.1 强势地产，全国布局

目前公司已经进入全国 11 个重点城市。其中一线城市包括广州、北京、上海、重庆和武汉；二、三线城市包括佛山、长沙、沈阳、南昌、长春和包头。2008 年公司营业收入中广州、上海、重庆、沈阳、佛山五个地区的营业收入均超过 10 亿元，广州以外地区合计实现营业收入 103 亿元，占总营业收入的 66.5%。公司在大项目整体开发方面一贯良好口碑，在已经进入的一线城市具备很强市场认可度。公司所选择的二、三线城市均具备良好的发展潜力，而保利品牌的良好口碑和大股东背景使得公司在二、三线城市同样具备吸引力。

截止 2008 年 12 月 31 日公司拥有可结算资源 1828 万平方米，其中普通住宅占 85%，中心城市储备量 89%。截至 2008 年底土地储备数比上年同期净增 189 万平方米。这些项目均以出让底价获得，有良好的成本优势，且大多数位于公司开发较为成熟的区域，为公司的未来发展奠定了坚实的基础。

截至 2008 年底土地储备数比上年同期净增 189 万平方米。目前，公司共有在建拟建项目 68 个，在建面积 995.5 万平方米，其中 2008 年新开工面积 456 万平方米，竣工面积 285 万平方米。

由于部分项目拿地时间早或者均以低价出让获得，使得公司整体土地成本仍然具备一定优势。此外，大部分项目区域布局和产品结构合理，具备较高的经济价值。这将成为公司未来几年持续发展的坚实保障。



### 3.1.1.2 09 定向增发，公司财务进一步改善

截至 2008 年底，公司总资产达 536 亿元，比上年末增长 31.15%。年底存货与预付账款等经营性资产占总资产的比例达到 87.94%，流动资产占总资产的比例达到 99.22%，无长期沉淀资产。

公司年底资产负债率为 70.78%。银行借款中长期借款 140.48 亿。一年内到期的非流动负债 42.44 亿，占总金融机构借款的比例从上年的 25.66% 下降至本年的 19.08%。短期借款仅 0.7 亿。考虑到公司目前账面资金 55 亿，且股东大会已经通过其最高募集 80 亿的定向增发计划。我们认为公司短期偿债压力不大。

此外，截至 2008 年底公司负债总额为 379 亿元，其中不需要实际偿还的预收账款为 98 亿元，折合 1.81 元/股。

### 3.1.1.3 09 年业绩依旧可以保持高增长

目前公司 RNAV 在 17.5 元左右。不考虑股本增大的情况下，预计公司 09、10 年每股收益在 1.34 和 1.58 元左右。在股本增大 20% 的情况下，09、10 年每股收益在 1.04 和 1.26 元左右。维持“推荐”评级。

### 3.1.2 华发股份：

#### 3.1.2.1 将受益港珠澳大桥、广珠城市轻轨

广东省“十一五”规划重点项目港珠澳大桥预计 2009 年可动工。长远来说，港珠澳大桥将大大提升珠海的城市地位，并增强珠海的对外联系尤其是连接港澳的优势。此外正在建设当中的广珠城市轻轨将于 2010 年前投入使用，它将大大拉近珠海与周边城市的距离，对提升珠海城市的辐射力有重要作用。

目前公司拥有在建工程项目及土地储备项目的规划建筑面积合计超过 500 万平方米，其中 80% 以上位于珠海和中山地区。以上项目的动工无疑扩大了公司项目的潜在购买人群。

此外，公司大部分项目均采取股东注资或者项目收购、合作的方式取得。目前项目土地成本在 2200 元左右，预计项目未来的平均销售价格在 10507



元/平方米左右。因此，土地位置和成本的优质性保证了公司未来 2、3 年还可以继续保持高毛利率。

### 3.1.2.2 抢占横琴岛开发先机

珠海市政府还将横琴岛开发列为重点发展项目之一。横琴岛规划报告《横琴岛开发建设总体规划纲要》(修编稿)已递交国家发改委。横琴岛开发将成为带动珠江西岸经济发展,辐射珠三角,服务港澳、示范全国的现代产业体系的新平台。

目前公司在横琴岛区域内已经布局土地,未来具备升值空间。

### 3.1.2.3 开始外地扩张

公司在 2008 年结算 34.79 亿元的情况下,实现预收楼款 31.29 亿元,折合 3.83 元/股。业绩的连续性和稳定性有充分保证;公司合并资产负债率为 64.49%,扣除上述预收楼款后,合并资产负债率仅为 53.81%。

预计公司 09、10 年每股收益在 0.87 和 1.2 元左右。

### 3.1.3 滨江集团:

#### 3.1.3.1 业绩锁定性延续到 2010 年

公司 08 年 10 月 27 日开盘的金色蓝庭一期,已经销售 359 套,均价 15179 元/平米。目前仅剩 25 套;而 08 年 12 月开盘的金色蓝庭二期项目,在短短 2 个多月内已经销售 218 套,均价 15829 元/平,目前仅剩 70 套。应该说新开面积基本销罄,而且销售价格高于我们之前预计的 13000 元/平的均价。

目前 08 年业绩完全锁定,09 年业绩主要来自万家花园和千岛湖湖滨花园的部分面积。万家花园已经全部销售完毕,预计 09 年全年可以实现 34 亿左右营业收入,70%左右业绩已经全部锁定。

2010 年公司的主要收入来在金色蓝庭、城市之星和千岛湖湖滨花园的部分面积。其中金色蓝庭为主要收入来源,占当年预计收入的 60%左右。金色蓝庭项目可售建筑面积在 9.6 万平方米左右,1、2 期可售面积为 2.48 万平,占总计可售面积的 26%。应该说在 09 年初提前锁定 2010 年的部分业绩再次显现了公司身为地产白马股的本色。

#### 3.1.3.2 将受沪杭高铁

由于沪杭高铁和杭地铁一号线共有杭州东站,因此我们认为滨江集团最有可能因沪杭高铁建设而得益。主要理由如下:



第一，杭州地铁1号线最先动工，按照计划将在2010年竣工。与沪杭高铁竣工时间几乎同步。

第二，公司杭汽发项目处于杭州地铁一号线文化广场站附近。杭汽发项目属于杭州未来高档项目之一，项目7层以上可以直接看到西湖。一旦沪杭高铁和杭地铁一号同时在2010年建成，不排除众多上海投资人因为仅30多分钟车程而加大对该楼盘的兴趣。毕竟从目前的情况来看，能够看到西湖的新房在杭州城内为数不多。目前项目已经开工预计2010年左右进入销售。

第三，公司萧山湘湖项目位于一号线湘湖路站附近。项目地处湘湖旅游度假区附近。而湘湖和西湖十景一样，古湘湖也有八景，家喻户晓的越王勾践“卧薪尝胆”的故事就诞生于此。因此项目地位环境十分优越。交通线的打通，同样将吸引上海投资人的眼球。目前项目还处在规划阶段。

第四，城市之星项目位于钱江新城，处于一号线湘湖路站附近。直通上海的概念也将促进该物业的本地销售。

图十七：滨江集团地铁1号线周边项目



数据来源：齐鲁证券研究所



预计公司 08、09、10 年每股收益在 0.61、0.76 和 1.02 元左右，目前 RNAV 在 10.87 元左右。维持“谨慎推荐”评级。

### 3.2 经营模式、资产质量决定未来发展高度

#### 3.2.1 招商地产

##### 3.2.1.1 推行“3+X”战略，实现全国扩张

招商地产自 2004 年正式实行全国化战略以来，除深圳蛇口大本营外，目前已先后在北京、天津、上海、南京、苏州、广州、佛山、珠海、重庆、漳州等 11 个大中城市储备土地资源，并拟在成都参与土地整理和开发建设，从而形成了以珠江三角洲、长江三角洲、环渤海湾三个重点区域，以及其他重点城市的“3+X”战略。

对于选择城市来说，招商地产采取的策略是首选经济发达的城市，特别是直辖市以及省会等一级城市，再者是经济潜力巨大的城市。因此，产生了以珠三角、长三角、环渤海全国三大经济圈内城市为主，其他经济潜力巨大城市为辅的城市开发策略。

**表三：招商地产公司项目分布**

| 区域  | 城市 | 住宅项目权益建筑面积（万平） | 占比（%）  |
|-----|----|----------------|--------|
| 珠三角 | 深圳 | 109.59         | 41.11% |
|     | 广州 | 137.26         |        |
|     | 佛山 | 36.39          |        |
|     | 珠海 | 28.39          |        |
| 长三角 | 上海 | 62.61          | 25.64% |
|     | 苏州 | 64.19          |        |
|     | 南京 | 67.55          |        |
| 环渤海 | 北京 | 68.29          | 13.43% |
|     | 天津 | 33.55          |        |
| X   | 重庆 | 94.65          | 19.82% |
|     | 漳州 | 55.62          |        |

数据来源：公司公告、齐鲁证券研究所

##### 3.2.1.2 资产质量、预售账款具备优势

公司具备许多高附加值的高端地产项目。这些项目使得公司项目毛利率一直保持相对较高的水平。虽然高端地产依旧会受到整体市场波动的影响。但是由于土地本身的稀缺性，以及高端地产的品质优势。这使得市场一旦转暖，高端地产价格的恢复速度要明显快于中低端市场。此外，公司 08 年受市场影响减低了推盘数量，09 年更多项目将以现房方式销售，预计对市场吸引力更大。

截至公司 3 季报，公司预售账款已经达到 9.89 亿元，加上已经基本实



现销售的南京富城项目 7.2 亿销售款，按照公司增发后 17.2 亿元总股本计算，目前的每股预收账款可以达到 1 元左右。公司三季度已经实现摊薄后每股收益 0.3 元，按照我们预计的公私 08、09 年每股收益在 0.74 和 1.02 元计算，09 年业绩的 60% 已经基本锁定。

**表四：招商地产预售账款构成情况**

| 项目名称      | 期末数                  | 预计竣工时间    |
|-----------|----------------------|-----------|
| 兰溪谷二期     | 221,365,302          | 已竣工       |
| 北京公园 1872 | 400,287,557          | 2009      |
| 依山郡二期     | 5,590,754            | 已竣工       |
| 上海海德花园二期  | 139,586,069          | 2009      |
| 珊瑚苑四期     | 16,376,669           | 已竣工       |
| 依云溪谷一期    | 63,135,673           | 已竣工       |
| 海景广场      | 1,328,604            | 已竣工       |
| 花果山大厦商铺   | 648,821              | 已竣工       |
| 依山海二期     | 4,353,972            | 已竣工       |
| 依云水岸二期    | 1,736,904            | 已竣工       |
| 天津西康 36 号 | 54,990,000           | 2008-2009 |
| 依云听香园二期   | 54,700,339           | 2008      |
| 依云溪谷二期    | 8,103,269            | 2009      |
| 其他        | 17,366,300           |           |
| 南京富城      | 725,000,000          | 2010      |
| <b>合计</b> | <b>1,714,570,233</b> |           |

数据来源：公司公告、齐鲁证券研究所

### 3.2.2 金融街

#### 3.2.2.1 公司资金面优秀，项目土地款和后续建设有保障

08 年中国房地产市场出现明显下滑趋势，楼房、地价双双出现明显下滑态势。公司在策略上也紧扣这一趋势，在 08 年上半年土地市场比较保守，没有进行任何投资。在下半年市场逐步明朗后，公司先后通过股权交易的方式从大股东和公开市场分别取得德胜国际中心（08 年 7 月 30 日）、复兴门内 4-2#项目（08 年 9 月 21 日）、石景山区衙门口项目（08 年 10 月 21 日）和本次的美晟项目（08 年 12 月 20 日）。

以上四项目累计付款额为 34.59 亿元。根据公司三季度公告，德胜国际中心 99% 股权对价 3.44 亿元项目款已经付清并完成产权交割、工商登记变更等工作。因此目前仅剩余三项目累计土地款为 31.15 亿元。在假设石景山区衙门口项目 08 年付清 50%、09 年付清剩余 50% 的情况下，相关项目付款压力如下：


**表五：金融街 08 年新增项目付款压力表**

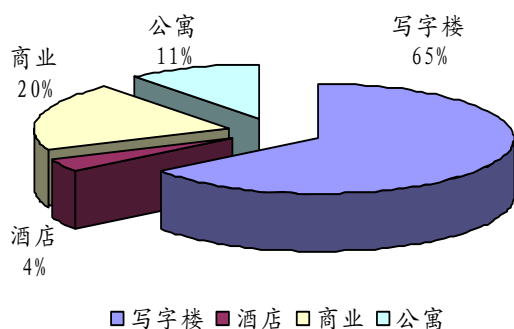
| 项目名称        | 股权 (%)   | 收购成本<br>(亿)  | 付款进度 (亿)     |              |             |
|-------------|----------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|             |          |              | 2008         | 2009         | 2010        |
| 德胜国际中心      | 100%     | 3.44         |              | 已付清          |             |
| 复兴门内 4-2#项目 | 100%     | 9.03         | 8.03         | 0.6          | 0.4         |
| 石景山区衙门口项目   | 50%      | 6.13         | 3.06         | 3.06         |             |
| 美晟项目        | 100%     | 15.99        | 5            | 6.8          | 4.19        |
| <b>合计</b>   | <b>-</b> | <b>34.59</b> | <b>16.09</b> | <b>10.46</b> | <b>4.59</b> |

数据来源：齐鲁证券研究所

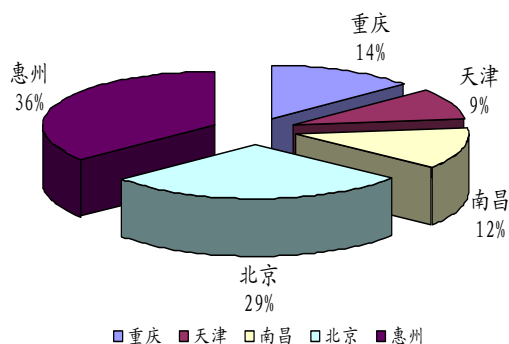
资金方面公司 3 季度报表显示，公司货币资金达到 89.19 亿元。扣除 21.36 亿一年内到期的非流动负债和 1.86 亿流动负债后还剩 65.97 亿。因此，即便是 08 年将全部 31.15 亿元支付完毕，资金压力也不大。何况 08 年估计只需支付 16.09 亿。其次 11 月 12 日，公司 56 亿公司债再获证监会会有条件通过。目前还有 10 亿短期融资券正在审批之中。因此考虑到这两项累计 66 亿后续资金来源之后，公司未来的土地款和项目建设款都有充分保证。

### 3.2.2.2 看好金融街的长期发展

公司目前已经进入北京、天津、重庆、南昌、惠州。从项目储备情况来看，主要还是以高端商务地产为主，结合住宅和酒店。目前所有开发项目中，写字楼占 65%、商业占 20%、公寓占 11%、酒店占 4%。从土地的区域分布而言，北京地区占 26%、天津占 9%、重庆占 14%、南昌占 14%、惠州占 36%。

**图十八：金融街主要产品构成**


数据来源：公司资料、齐鲁证券研究所

**图十九：金融街土地分布**


数据来源：公司资料、齐鲁证券研究所

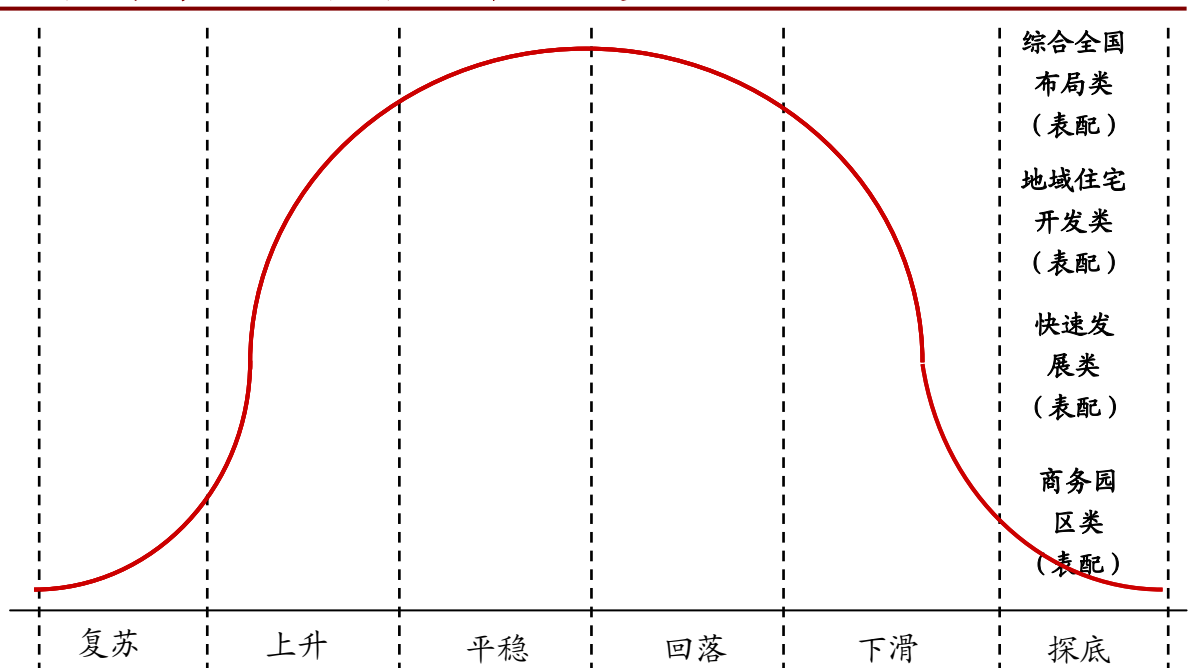
目前公司所拥有项目的权益建筑面积达 516.93 万平方米左右，其中销售类物业权益建筑面积达到 356.06 万平方米。在对待持有型物业时，公司坚持持有型物业规模不超过净资产值的安全原则。

我们看好“商务+住宅”模式的未来发展空间，预计公司 08、09 年每股收益在 0.42 和 0.50 元左右。目前 RNAV 为 14.49 元，维持“推荐”评级。



#### 四、相关研究报告

- |                                 |                |
|---------------------------------|----------------|
| 1. 房地产行业 09 年投资策略报告：金融危机下的地产投资  | 08 年 12 月 21 号 |
| 2. 对国务院政策评论：力度低于市场预期，但对行业形成积极利好 | 08 年 12 月 18 号 |
| 3. 降息达到前期预期，离行业趋稳再进一步           | 08 年 11 月 27 号 |
| 4. 中落实救市，房地产行业政策拐点来临            | 08 年 10 月 23 号 |
| 5. 行业趋稳至少还需 3 到 4 次对称小幅降息       | 08 年 10 月 30 号 |


**附图 1: 房地产细分子行业景气分析及配置建议**


数据来源: 齐鲁证券研究所

**附表 1: 齐鲁证券房地产重点跟踪股票**

| 股票代码   | 类型      | 公司名称  | 股价<br>(3月14日) | EPS  |      | PE    |       | 评级   |
|--------|---------|-------|---------------|------|------|-------|-------|------|
|        |         |       |               | 2008 | 2009 | 2008  | 2009  |      |
| 000024 | 综合全国布局类 | 招商地产  | 18.80         | 0.74 | 0.99 | 25.42 | 19.07 | 推荐   |
| 600383 |         | 金地集团  | 8.64          | 0.67 | 0.79 | 12.90 | 10.87 | 谨慎推荐 |
| 000046 |         | 泛海建设  | 8.19          | 0.19 | 0.25 | 43.91 | 32.93 | 谨慎推荐 |
| 000002 |         | 万科 A  | 7.71          | 0.37 | 0.45 | 20.84 | 17.02 | 推荐   |
| 600048 |         | 保利地产  | 20.10         | 0.91 | 1.21 | 22.09 | 16.67 | 推荐   |
| 000069 | 地域住宅开发类 | 华侨城 A | 11.47         | 0.35 | 0.73 | 32.77 | 15.74 | 推荐   |
| 600533 |         | 栖霞建设  | 4.28          | 0.23 | 0.29 | 18.65 | 14.98 | 谨慎推荐 |
| 000718 |         | 苏宁环球  | 7.56          | 0.62 | 1.03 | 12.13 | 7.37  | 谨慎推荐 |
| 600246 |         | 万通地产  | 16.40         | 1.03 | 1.05 | 15.92 | 15.57 | 谨慎推荐 |
| 600325 |         | 华发股份  | 14.12         | 0.80 | 0.99 | 17.65 | 14.27 | 推荐   |
| 000616 | 商务园区类   | 亿城股份  | 6.58          | 0.45 | 0.52 | 14.62 | 12.73 | 中性   |
| 600675 |         | 中华企业  | 8.65          | 0.42 | 0.52 | 20.60 | 16.53 | 谨慎推荐 |
| 000402 |         | 金融街   | 8.43          | 0.46 | 0.47 | 18.33 | 17.75 | 推荐   |
| 600007 |         | 中国国贸  | 8.24          | 0.35 | 0.44 | 23.45 | 18.59 | 中性   |
| 600663 |         | 陆家嘴   | 18.65         | 0.49 | 0.55 | 37.93 | 34.18 | 中性   |
| 600895 | 快速发展类   | 张江高科  | 11.93         | 0.45 | 0.51 | 26.66 | 23.26 | 中性   |
| 600639 |         | 浦东金桥  | 10.29         | 0.31 | 0.38 | 32.73 | 27.12 | 中性   |
| 002244 |         | 滨江集团  | 12.30         | 0.57 | 0.81 | 21.58 | 15.16 | 谨慎推荐 |
| 002146 | 快速      | 荣盛发展  | 7.19          | 0.63 | 0.69 | 11.48 | 10.38 | 中性   |
| 002133 |         | 广宇集团  | 4.90          | 0.38 | 0.44 | 12.89 | 10.62 | 谨慎推荐 |

数据来源: 齐鲁证券研究所



## 投资评级说明

| 类别 | 级别   | 定义                             |
|----|------|--------------------------------|
| 公司 | 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上         |
|    | 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间     |
|    | 中性   | 预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间   |
|    | 回避   | 预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上         |
| 行业 | 推荐   | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数 |
|    | 中性   | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数 |
|    | 回避   | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数 |

## 重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

### 齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791