

房地产：行业或已度过最困难阶段

行业评级

增持（维持）

重点公司

万科 A	8.36 元	观望	
	08A	09E	10E
EPS	0.37	0.43	0.46
P/E	22.8	19.4	18.0
金地集团	9.58 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.62	0.70	0.78
P/E	15.5	13.6	12.2
保利地产	22.58 元	推荐	
	08A	09E	10E
EPS	0.91	1.27	1.58
P/E	24.7	17.8	14.3
滨江集团	13.71 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.61	0.75	0.91
P/E	22.5	18.3	15.1

相关研究

成交量有所下滑 政策环境依然
利好 09 年 2 月 19 日
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

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

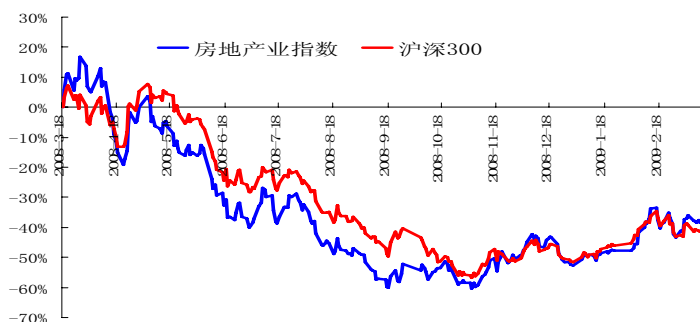
电 话：025-84457777-859

E-mail: zhangchifei@hotmail.com

2009 年 3 月 18 日

投资要点：

- 房地产行业统计数据持续恶化：国房景气指数连续 14 个月下滑，创历史最低，1-2 月全国商品房当月新开工面积同比下降 14.8%、全国房地产开发投资额仅同比增长 1%。
- 尽管统计数据糟糕，但我们认为，房地产行业很可能已在年初见底，最困难的时期已经度过。开发商收缩战线、减少开工量是行业低谷的正常经营行为，而在政府出手救市的情况下，市场调整的时间和幅度都有所变化，房价指数逐步见底、全国各地成交环比、同比均出现上升，市场已经结束了量价齐跌的阶段。
- 不过，房地产市场见底并不等于回到牛市，转暖趋势的确立还需要成交量能在未来几个月里保持在较高水平，这一方面要看政策面是否会有转变，另一方面也要看开发商是否会因楼盘好卖而过度提价。
- 我们认为土地市场依然很难走出低迷，未来土地流拍、底价中标的现象仍会比较普遍，地价也难以出现明显的上涨。相对于住宅成交量的上升，商业地产的销售和租赁情况难以有较大改善，因此我们继续看好住宅地产，相对看空商业地产。
- 近期地产股表现良好，估值水平上升，不过由于房地产市场见底可能性较大，上市公司实现销售增长比较确定，因此未来业绩的增长速度有上调的空间，即使保持目前的估值水平，股价也仍有向上空间。我们仍维持行业“增持”评级。

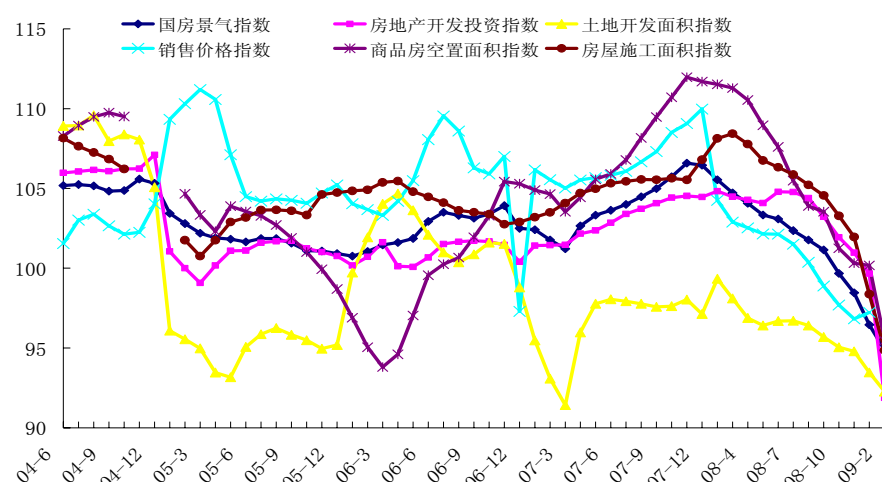


我们在 08 年 9 月 22 日的报告中提出，“预期未来三个月至半年内是国内房地产市场环境最为恶劣的时期，房价下跌、成交低迷、部分开发商遇到生存困境等现象将相继出现。随着房价与房地产开发投资规模等相应做出调整，市场将在 08 年底、09 年初到达调整底部，市场复苏的时间预计将出现在 09 年下半年。”从目前的数据来看，我们对于行业调整底部在 09 年初出现的判断，很可能是正确的，而由于政府出手救市，市场的复苏时间有可能会早于我们的预期。

一、行业统计指标恶化

国房景气指数连续 14 个月下滑，2 月份仅为 94.86，这是有统计数据披露以来的历史最低点。而各成分指数中，除资金来源指数较 08 年 12 月份略有上升外，其余均继续下滑，其中房地产开发投资指数、房屋施工面积指数均创历史新低。

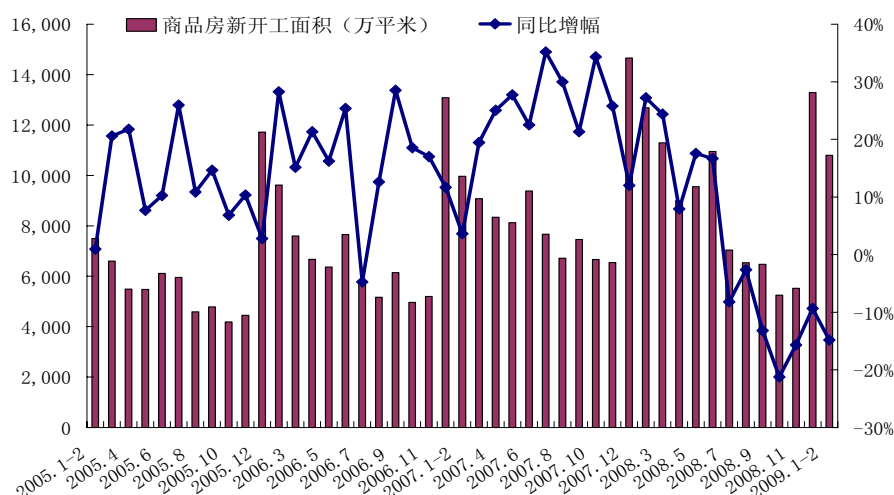
图 1 国房景气指数及成分指数



数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

开发类指数创出新低表明由于市场环境恶化，开发商资金压力加大，主动或被动的降低了开发投资的规模，全国商品房当月新开工面积自 08 年 7 月份就出现了负增长，09 年 1-2 月全国土地购置面积同比下降了 30%、土地开发完成面积同比下降了 15.5%，因此 1-2 月份全国房地产开发投资历史性的仅仅同比增长 1%也顺理成章了。

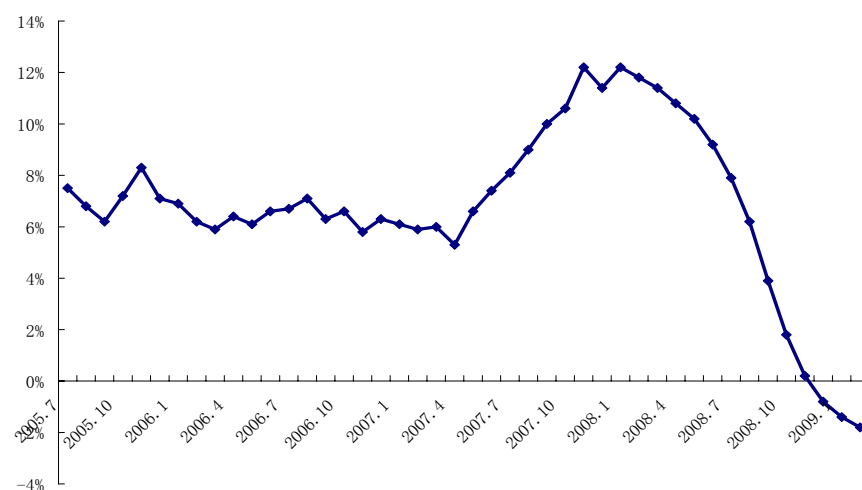
图 2 全国商品房当月新开工面积



数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

从发改委和统计局公布的全国 70 个大中城市房价指数来看，全国新建商品房价格指数同比增幅也在不断加速下滑，2 月份同比下降了 1.8%。

图 3 全国新建商品房价格指数同比变动



数据来源：国家发改委、国家统计局、华泰证券研究所

尽管统计指标恶化，但我们认为，这恰恰预示了行业周期见底的可能性。

二、行业见底迹象出现

1、房地产开发投资下降缓解未来供给压力

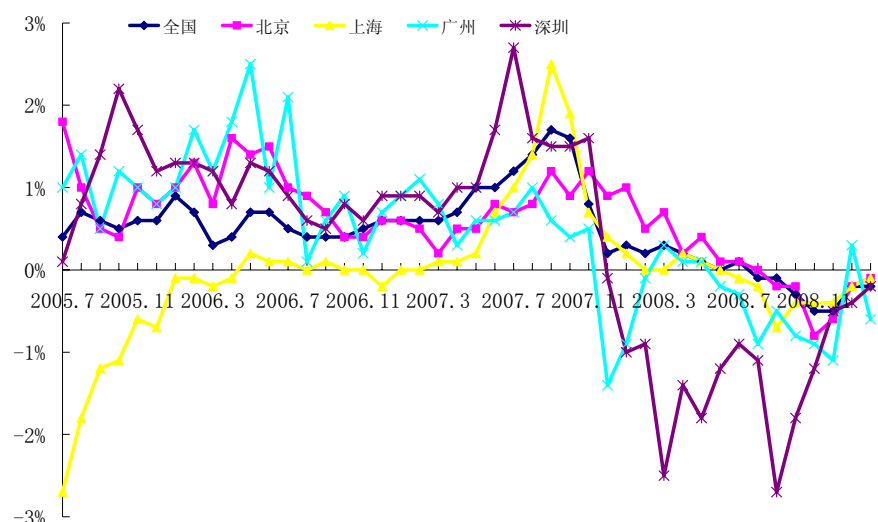
商品房市场化程度较高，因此在供求失衡的情况下，开发商收缩战线，减少开工量是应对行业周期的一种正常经营行为。而开工规模的缩小一方面

减轻了开发商的资金压力，另一方面也降低了未来的供给压力。我们在 09 年投资策略报告中指出了存量土地非常充裕，因此在低迷的市场环境中，开发商减少拿地也是合理的做法。

2、房价指数逐步见底

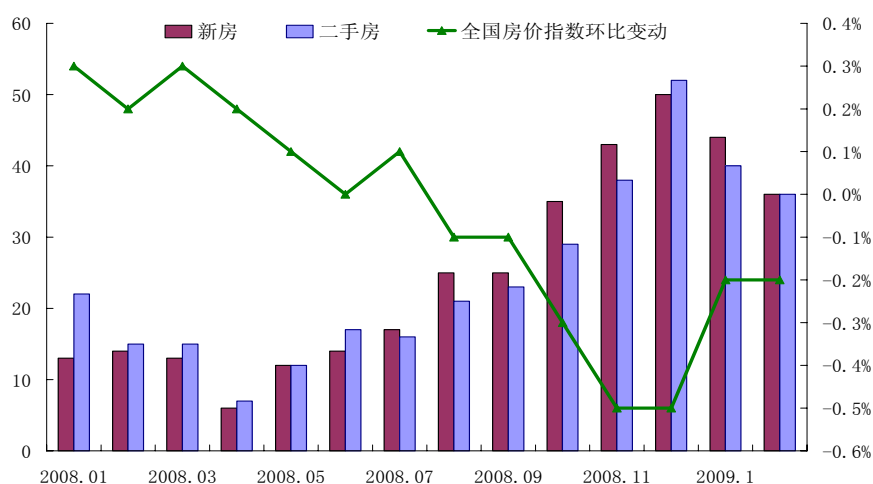
尽管全国房价指数同比跌幅加大，但环比来看，跌幅已经减小，我们在 2 月份的动态跟踪报告中就指出了房价指数已经出现见底迹象。最新公布的数据显示，2 月份的全国房价环比降幅为 0.2%，与 1 月份持平，而北京、上海等主要城市房价环比降幅继续减小。而 2 月份新建商品房和二手房价格指数出现环比下降的城市数量分别为 36 个，较 1 月份的 44 和 40 进一步减少。

图 4 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

图 5 新建商品房和二手房价格指数出现环比下降的城市数量

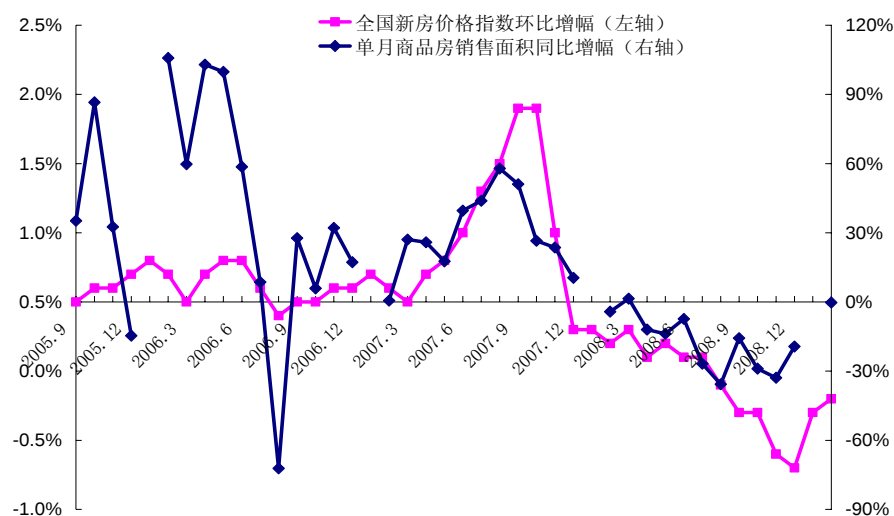


数据来源：国家发改委、国家统计局、华泰证券研究所

3、房地产市场已经度过量价齐跌的阶段

有观点认为，房地产市场在周期调整中将会出现量价齐跌的局面，这个阶段结束后才有见底的可能。我们分析了新房价格指数环比数据和单月商品房销售面积数据后发现，其实这个量价齐跌的阶段已经出现过：除了3月份同比有所增长外，整个08年商品房销售面积同比都有所下降，而新房价格指数在08年8月份之后也持续下滑。

图6 房价指数与商品房销售面积比较



数据来源：国家发改委、国家统计局、华泰证券研究所

注：统计局不发布每年1月份的销售数据，只有1、2月累计数据

从目前的数据来看，量价齐跌的阶段已经结束，尽管新房价格仍在环比下降，但销售面积已经止跌：国家统计局数据显示09年前两个月商品住宅销售面积同比增长了1.1%；据住房与城乡建设部摸底调查，前两个月主要城市的销售同比上升了6%；我们所跟踪的主要城市的成交量也显示同比大幅增长。

4、各主要城市成交量大幅上升

受节假日因素影响，1月份和2月上旬住宅成交量较08年12月环比有所下降，但在节后各地成交回暖，我们主要跟踪的城市成交量均环比大幅上升，其中深圳3月份前两周销售了3936套，是去年同期的3倍。

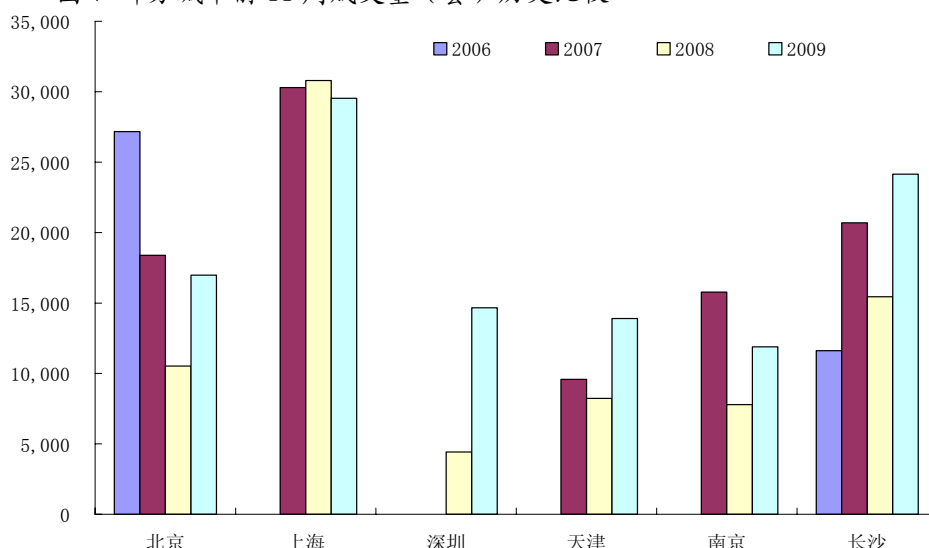
表 1 重点跟踪城市住宅成交量数据

	2009 年 2 月份					2009 年 3 月上半月			
	成交套数	成交面积 (平米)	环比	日均成交套数	环比	成交套数	成交面积 (平米)	日均成交套数	环比
北京	8,282	927,111	27.7%	267	15.0%	6,938	749,706	463	73.2%
上海	11,385	1,173,200	46.8%	407	64.9%	9,015	916,100	601	47.8%
深圳	5,275	488,412	24.5%	188	31.3%	4,145	396,057	276	46.7%
广州	4,564	473,500	2.5%	163	12.4%	4,701	473,700	313	92.3%
南京	4,021	420,100	-6.9%	144	6.5%	3,258	344,266	217	51.2%
天津	5,511	566,100	97.9%	197	118.7%	5,182	540,879	345	75.5%

数据来源：各地房地产局、Wind、华泰证券研究所

我们对部分城市 09 年前 11 周的总成交量进行历史比较发现，除上海略低于 08 年以外，其他城市均有较大的同比增长，其中天津和长沙的总成交量甚至超过了 07 年的水平。

图 7 部分城市前 11 周成交量（套）历史比较



数据来源：CRED、华泰证券研究所

据我们了解，在房地产市场成交量上升的同时，房价并没有出现较大的下调，08 年底各楼盘大幅打折吸引购房人的促销手段明显减少，部分楼盘甚至部分取消了优惠措施或上调了价格。我们认为，在房价基本稳定的情况下出现的楼市成交回暖更说明了市场底部可能已经出现。

5、政府干预影响了市场周期调整

尽管市场很可能已在 09 年初到达底部，但开发商生存困难、烂尾楼大增这样一些极端现象并未大量出现，我们认为这是由于政府干预市场、出手救市对市场周期调整产生了影响。为了扩大内需，促进经济增长，2008

年底政府多次出台了有利于房地产的政策，一方面降低居民购房税负：对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到 1%；对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。另一方面降低居民贷款成本：央行自 9 月 16 日起，连续 5 次下调贷款利率，五年期以上贷款基准利率累计下调达到了 189 个基点；此外对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房提供贷款，其贷款利率的下限可扩大为贷款基准利率的 0.7 倍，最低首付款比例调整为 20%。据我们测算，20 年期的商业贷款，按等额本息法还款，在连续 5 次降息后，分别按降息前后的优惠利率下限计算，购房者每月的房贷还款支出下降幅度达到了 18.6%，这相当于房价下降了 18.6%。这一系列措施的结果是，在房价没有大幅下跌的情况下，居民购房承受能力已经有了明显改善。此外，放松银根、以及地方政府对开发商地价款支付期限的放宽大大缓解了开发商的资金压力。因此，我们认为，房地产行业的这一轮周期调整与过去有很大不同，会在一个相对缓和的环境下完成。

三、市场见底不等于回到牛市

1、市场转暖趋势确立还需要成交量保持高位

尽管我们认为房地产市场已经见底，但并不意味着又回到了 07 年的地产牛市，转暖趋势的确立还需要成交量能在未来几个月里保持在较高水平。我们认为，对未来成交量水平高低产生影响的有两个重要变数：1、面对楼市成交上升，政府面是否会有所转向，并且由于去年年底出台的救市政策多数只有一年有效期，因此届时政府是否会将政策延期存在不确定性。我们倾向于认为政府暂时不会出台新的利好政策，而是会视楼市情况相机应变，不过从刺激内需、保增长的角度而言，也不会转向出台利空政策，未来一段时间内，可能是政策面的真空期。2、面对市场行业开始转好，开发商是否会过度提价。目前部分楼盘已经取消了前期的优惠措施，甚至开始提价，但如果开发商普遍大幅提价，有可能会使有所好转的购房承受力下降，并挫伤购房者的积极性，这一杀鸡取卵的行为会大大延缓楼市的复苏。

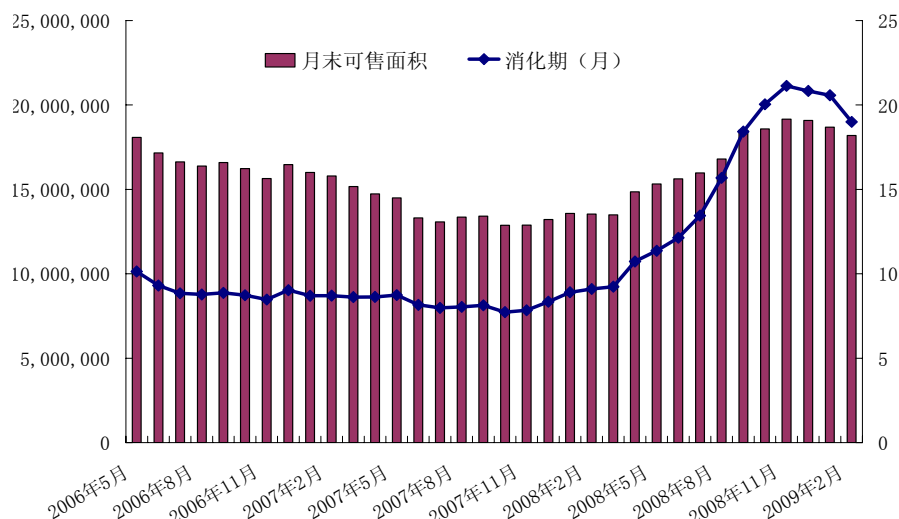
2、土地市场很难走出低迷

未来楼市的成交量有望保持在较高水平，但土地市场却依然很难走出低迷，关键是开发商的土地储备仍然很大，在政府未放开对闲置土地的从紧管理措施的情况下，开发商没有足够的资金实力、也没有必要继续大量囤地，因此我们认为，未来土地市场流拍、底价中标的现象仍会比较普遍，全国土地购置面积会继续保持在低位，地价也难以出现明显的上涨。

3、存货压力仍然较大，住宅地产好于商业地产

尽管楼市成交量上升，但原有存货的消化仍需要一定时间，因此未来一段时间房地产市场的存货压力仍然较大。如北京由于成交上升，2月份可售面积和消化期均有所下降，其中消化期由1月底的20.6个月下降为19个月，但高达1819万平方米的住宅期房和现房总可售面积对市场而言仍是一个巨大的供给压力。

图8 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

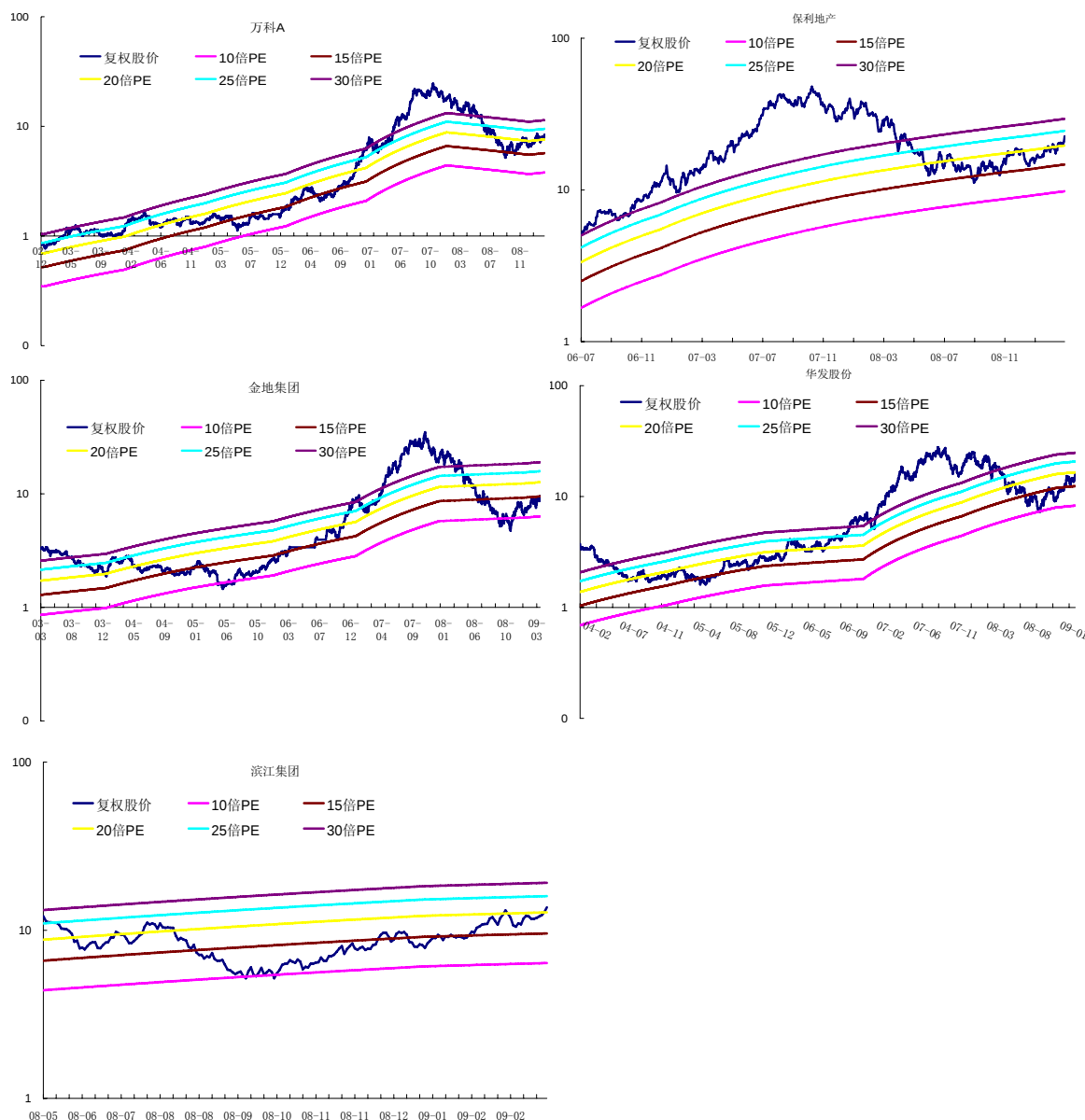
我们在09年年度策略报告中指出，中国商品房市场供给存在结构性失衡，商业地产供给和空置面积过多，而商品住宅情况相对较好。在宏观经济仍存在很大不确定性的情况下，商业地产的销售和租赁情况难以有较大改善，而由于对住宅地产的巨大需求仍然存在，其成交状况预计较08年会有很大好转，因此我们继续看好住宅地产，相对看空商业地产。

四、未来业绩增长速度有上调的空间，维持行业评级

1、重点公司估值达到历史中等水平

2月中旬以来，地产股继续有良好表现，股价和估值水平上升，我们重点跟踪的上市公司动态估值水平已回到15~20倍PE之间的历史中等水平。

图 9 重点跟踪公司 PE Band



数据来源: Wind、华泰证券研究所

2、重点公司保持良好销售势头

- 万科 A (000002): 2 月份实现销售面积 51.63 万平方米, 实现销售额 38.9 亿元, 同比分别增长 163.4%和 147.8%。
- 金地集团 (600383): 2 月份实现销售面积 12.97 万平方米, 实现销售额 11.74 亿元, 同比分别增长 88.9%和 55.15%。
- 保利地产 (600048): 2 月份实现销售面积 20.66 万平方米, 实现销售额 20.19 亿元, 同比分别增长 199.1%和 245.6%。
- 滨江集团 (002244): 公司重点楼盘阳光海岸和金色蓝庭销售顺利, 前者推出 1 栋楼已销售近八成; 金色蓝庭项目前期推出的 5 栋楼已基本售罄, 2 月 19 日推出的最后 1 栋 3 号楼目前也已销售过半。

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。

3、高价土地仍是上市公司硬伤

上市公司在 07 年大量高价拿地，这一恶果在 08 年有集中的体现，主要表现在上市公司资金紧张，并且由于房价下跌，不得不在年报中大量计提存货跌价损失准备。由于闲置土地管理办法（“国 3 号文”）的规定，这些地块必须在 09 年底以前开工，而如果 09 年房价不出现大幅上涨（这种情况的可能性很小），上市公司毛利率的下降将是必然的，09 年继续计提存货跌价准备的可能性也很高。

4、维持行业“增持”评级

尽管房地产公司估值水平上升，不过由于房地产市场见底可能性较大，上市公司实现销售增长比较确定，因此未来业绩的增长速度有上调的空间，即使保持目前的估值水平，股价也仍有向上空间。因此我们仍维持行业“增持”评级。

表 2 重点上市公司盈利预测与评级

股票名称	3/17 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	8.36	919.20	0.37	0.43	0.46	22.8	19.4	18.0	观望(↓)	8.63(↑)
金地集团	9.58	160.77	0.62	0.70	0.78	15.5	13.6	12.2	推荐	10.53(↑)
保利地产	22.58	553.74	0.91	1.27	1.58	24.7	17.8	14.3	推荐	22.86(↑)
滨江集团	13.71	142.58	0.61	0.75	0.91	22.5	18.3	15.1	推荐	15.00(↑)
华发股份	16.03	101.30	0.80	0.95	1.17	20.1	16.9	13.7	推荐	17.10(↑)
浙江广厦	5.49	47.86	0.42	0.45	0.56	13.1	12.2	9.8	推荐	6.30(↑)
深振业	8.76	44.43	0.50	0.68	0.78	17.5	12.9	11.2	观望	8.16(↑)

注：↑表示投资评级/目标价较上期报告提高，↓表示投资评级/目标价较上期报告调低。

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。