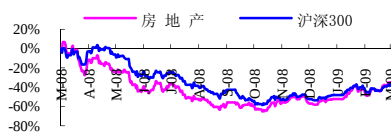


房地产

维持评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
房地产	8.4%	51.3%	-34.8%
沪深 300	2.9%	33.2%	-36.6%

重点公司	6m%	YTD%	评级
万科 A	28.6%	-44.2%	增持
保利地产	51.3%	-22.5%	增持
华侨城 A	41.4%	-32.1%	增持
华发股份	63.7%	-28.2%	增持
金融街	7.5%	-18.0%	中性
招商地产	70.3%	-25.7%	增持
金地集团	82.0%	-37.8%	中性
张江高科	41.1%	-18.8%	中性
深振业 A	82.0%	-20.4%	增持
福星股份	38.6%	-36.8%	中性

相关报告

《房地产板块 3 月策略报告——在保障与刺激间摇摆前行》，2008 年 2 月

联系人

赵铨

电话：0755-83705129

邮件：yangjr@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 09 年一季度全国房地产市场成交延续了 08 年底财政部房贷“新政”实施以来的反弹趋势，商品住宅市场成交量明显回升。两会后政府对于“二套房”贷款政策态度有所放松对成交量起到了进一步刺激。全国商品房成交量已由 08 年底的同比下降扭转为同比增长，以三大一线城市为代表的主要市场成交已明显高于 08 年平均水平，甚至部分区域已接近高峰水平。

■ 我们认为银行购房贷款相关政策的放松对房地产市场成交起到了决定作用，两会后政府制定的适度宽松的货币政策落实到房地产行业意味着房贷政策可以得到保持甚至进一步放松，二季度通常成交放大有望得到再现。

■ 企业追求高利润是理性假设，开发企业的利润对价格敏感性更高，加上提价是主动可控且低成本的，促销是被动不可控且高成本的，一旦市场成交出现回暖，开发企业很可能产生难以抑制的提价冲动。盈利的前提是持续经营，主要是保持足够的偿债能力。在一季度成交量大幅放大的基础上，我们二季度选股更偏重企业因定价能力产生的利润好转。

■ 房地产行业虽然处于明显回暖过程中，但从行业整体看销量的回升还难以弥补利润水平的下降，目前还看不到全行业业绩的拐点，因此我们维持行业“中性”评级。沿着我们的选股思路，结合指标对比结果，对偿债能力恢复较好、在市场回暖中有望提高盈利水平的万科、保利地产、招商地产、华发股份、深振业 A 给予“增持”评级。

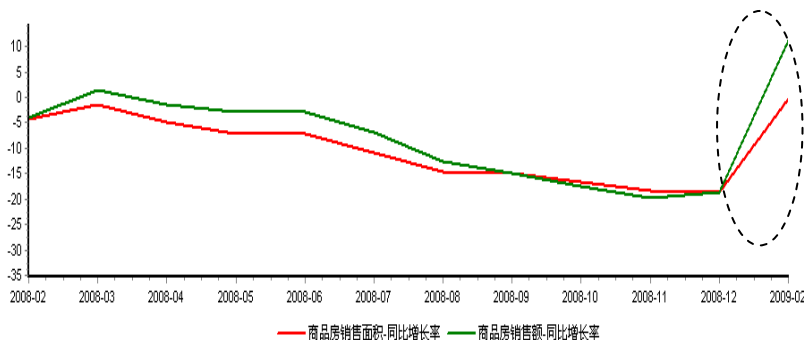
一季度商品房成交超预期

全国：商品房销售增速出现逆转

09 年一季度全国房地产市场成交延续了 08 年底财政部房贷“新政”实施以来的反弹趋势，商品住宅市场成交量明显回升。而两会后政府对于“二套房”贷款政策态度也有所放松，各主要市场成交量进一步放大。

国家发改委对全国 36 个大中城市监测显示，2 月份全国新建房集中成交价为 5991 元/平方米，环比由上月下降 2.96% 转为上涨 0.22%；存量房集中成交价为 5933 元，环比上涨 1.33%。

图 1： 全国商品房销售面积与销售额同比增速

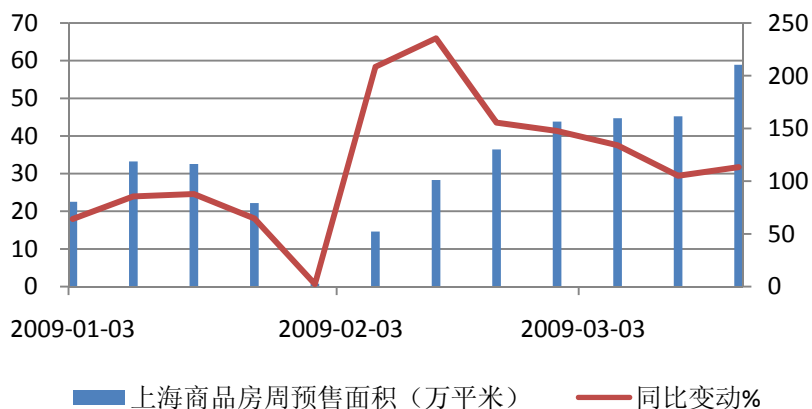


数据来源: Wind资讯

资料来源: wind

三大一线城市：成交量回升超预期

图 2： 上海周成交量变动

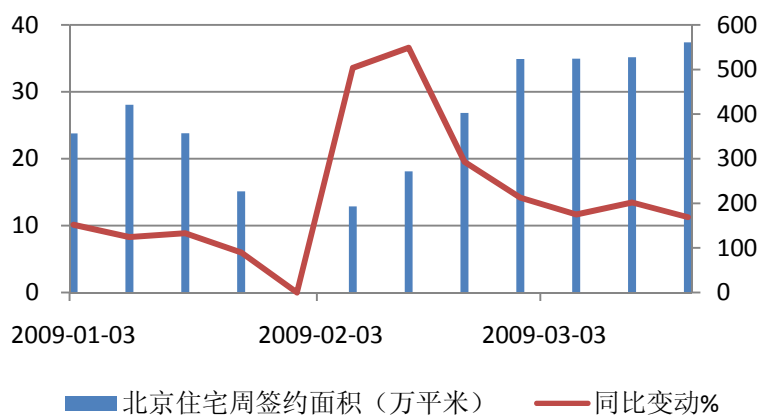


资料来源: wind

上海市 09 年以来商品房成交面积持续回暖，在春节后连续六周环比同比上升，周均成交水平远高于 08 年平均，与 07 年平均水平接近，

但与 07 年中期的高峰水平还有较大差距。

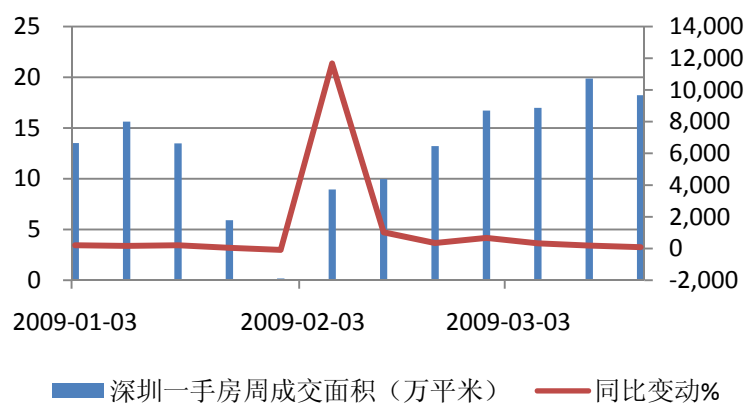
图 3: 北京周成交量变动



资料来源: wind

北京市 09 年住宅成交量同比大幅增长，春节后成交也超越节前水平，近几周成交水平已经远高于 08 年平均，但与 07 年高峰水平也是差距较大。

图 4: 深圳周成交量变动



资料来源: wind

深圳市一手房成交同样同比明显增长，最近几周成交水平已经超过 07 年平均值，市场热情高涨，甚至部分新开或在售楼盘出现排队竞购和提价现象。

对二季度商品房成交量保持乐观预期

近期商品房成交的回暖印证了我们“中国市场缺的不是需求而是购买力”的判断，房价的下调、购房贷款政策的放松以及各级政府出台的

优惠措施等实际上双重提升了购买力，之前受到压抑的以自住为主的购房需求开始得到释放，展示了巨大的能量。而在这之中，我们认为银行对于购房贷款的相关政策起到了决定作用，两会后国务院或有的“默许”二套房贷款放松是超出我们预期的政策导向，这也解释了成交量的回升为何超出预期。因此，对于二季度成交的预判仍需沿着货币主线进行——适度宽松的货币政策落实到房地产行业意味着房贷政策可以得到保持甚至进一步放松，二季度成交放大有望得到再现。

供求关系阶段性好转，但存货压力仍有所增加

图 5： 全国商品住宅施工、竣工与销售面积同比增速%

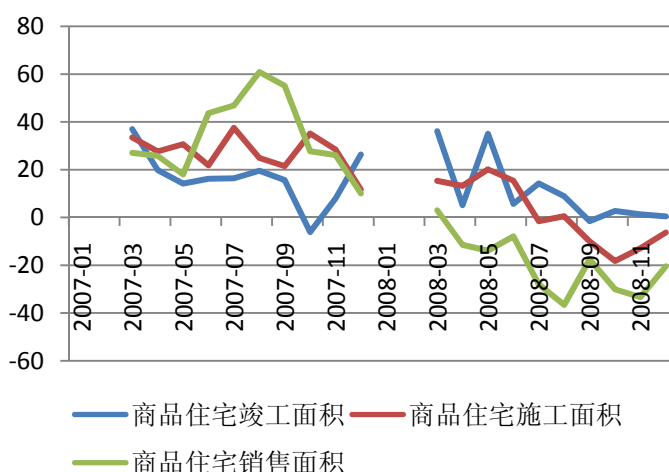
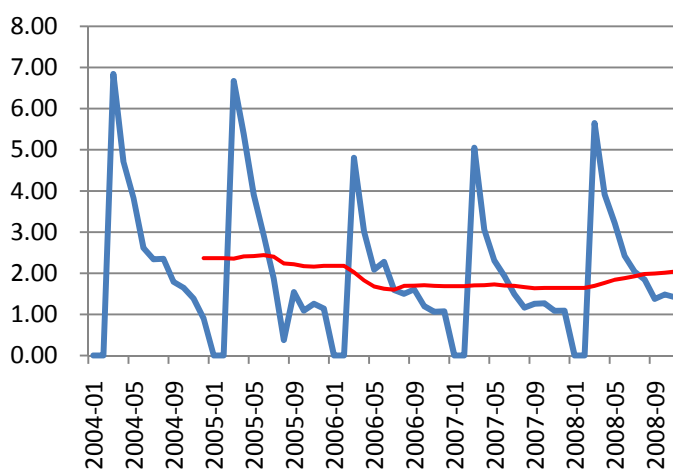


图 6： 商品住宅施工面积/销售面积

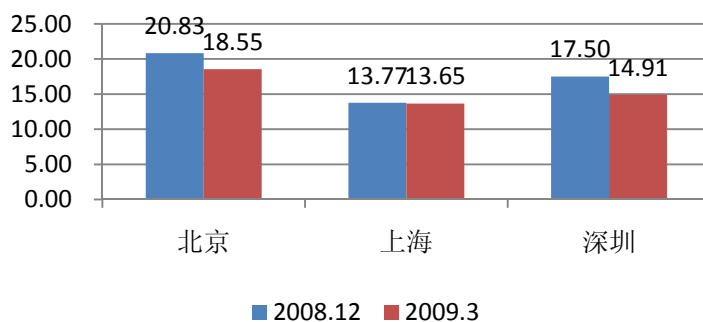


资料来源：wind

全国商品住宅销售面积从 08 年初开始同比负增长，而施工面积从 08 年 7 月开始同比负增长，如果以当月新增施工面积与销售面积之比代表商品住宅的存货消化压力，则从 08 年初开始全国商品住宅市场的存货消化压力在持续增长。09 年前两个月商品房施工面积同比增长 14.21%，而销售面积同比下降 0.25%，意味着全国商品房存货压力并未减小。

用三大一线城市的可售与月均销售面积之比代表存货消化时间，数据显示至 09 年三月中旬各地的存货消化压力相对 08 年底水平已经出现不同程度的下降，其中深圳下降最明显，上海变动不明显但存货消化期最短，而北京最长。

图 7: 三大城市存货消化时间 (月)



资料来源: wind

对于全国和一线城市数据显示结果的不一致,除统计口径不一致外,可能的原因是成交回暖幅度较大或新开盘项目减少,我们更倾向后者,即开发商的项目储备并未减少,只是开发和推盘速度降低,也就是说实际的潜在存货压力应该还是较大,这在上市公司报表中得到了印证:房地产板块 43 家已公布年报的上市公司(最新市值占板块比重过半)存货总额从 08 年三季报的 2692 亿微增 1.15%至 2723 亿,这其中绝大部分为土地、在建工程或待售现房,考虑到年报对预收帐款的集中结算同时也会集中减记相应存货,开发商待售存货的实际增幅应该远高于上述水平。

偿债能力改善为提价创造条件

市场调整的方向应是趋于供求平衡,从增加需求的角度看对应的路径是价跌量升,过去几个月市场沿此方向进行了有效调整,去存货化的趋势要求这种调整继续进行。但若再考虑供给变动的意愿,问题将变得极为复杂,因为价跌量升和价升量跌有可能实现同样的利润。

按照当前行业平均约 40%的毛利水平粗略计算,成交量增长 10%营业利润增长 10%,成交价上升 10%营业利润上升 25%,反之亦然。也就是说,开发企业利润对价格的变动更加敏感,这也是为什么开发商面临调价问题都是慎之又慎。对企业而言,提价是主动可控且低成本的,促销是被动不可控且高成本的,因此一旦市场成交出现回暖,开发企业很可能产生难以抑制的提价冲动。

企业追求高利润是理性假设,但其前提是持续经营,主要是保持足够的偿债能力,房地产市场的持续低迷一度几乎触及了开发企业这一持续经营的前提,08 年才会出现在全国蔓延的降价风潮。因此在市场如此幅度的回暖后企业能不能停止降价甚至提价,就必须先考虑企业的偿

债能力恢复情况。

表 1: 上市公司偿债能力变动

证券简称	有形资产 / 带息债务			对比结果	
	08 年报	08 三季度报	06 年报	好于 08 三季度报	好于 06 年报
万科 A	0.92	0.88	1.11	✓	
保利地产	0.61	0.60	0.74	✓	
泛海建设	1.88	2.60	1.46		✓
新湖中宝	0.74	0.66	0.77	✓	
张江高科	1.21	1.11	1.15	✓	✓
北辰实业	0.90	0.86	2.82	✓	
滨江集团	0.79	0.78	0.28	✓	✓
华发股份	0.54	0.31	0.29	✓	✓
上实发展	0.71	0.80	1.73		
中华企业	0.69	0.72	0.83		
首开股份	0.32	0.32	0.20	✓	✓
万通地产	1.51	1.26	0.82	✓	✓
中国国贸	0.54	0.52	0.80	✓	
荣盛发展	0.86	0.93	0.73		✓
渝开发	1.78	1.83	-0.43		✓
新黄浦	2.96	3.17	6.74		
天房发展	0.85	1.00	0.92		
世茂股份	1.87	2.27	2.24		
银基发展	3.11	3.97	1.72		✓
中天城投	0.63	0.91	0.37		✓
亿城股份	1.91	1.70	0.72	✓	✓
苏州高新	0.50	0.48	0.51	✓	
海泰发展	1.30	1.24	1.74	✓	
广宇发展	0.55	0.71	0.39		✓
中江地产	0.82	0.56	0.48	✓	✓

资料来源: wind

我们选取有形资产/带息债务为衡量上市公司偿债能力的指标, 在已公布年报的上市公司中选择经营有前后可比性的市值排名前 25 的公司 (这些公司占板块总市值的 46%), 分别相对 08 年三季度报和 06 年报进

行纵向对比，其中与 08 年三季报对比意在揭示短期变动，而选择与 06 年报对比是试图寻找一个与现状接近而行业发展较健康平稳的参照。

对比结果显示，25 家公司偿债能力短期好转的有 14 家，且多为市值规模较大的公司；相对好于 06 年较正常水平的有 13 家，与公司规模无明显关系。我们据此认为，上市公司偿债能力相对于 07 年景气高峰时的下降毋庸置疑，但一方面可能还未坏到引起恐慌的程度，一方面以行业龙头为代表的企业随着近期市场的回暖偿债能力已经得到明显改善。

从外部资金来源看，优质开发企业的资金血液也有望得到充实：1、09 年前两个月金融机构新增人民币贷款同比大增 157%，央行和银监会指出“各银行业金融机构要严格贯彻落实房地产信贷政策，努力改进和完善房地产金融服务，继续支持房地产行业平稳健康发展”，意味着商业银行对优质开发企业的贷款支持将有所增加；2、上市公司股权债券融资大门有望重启；3、政府收购商品房用于保障性住房、房地产信托产品推出等都可改善开发企业的资金状况。

结合企业自身和外部因素我们认为，部分企业偿债能力已经或即将得到足够的改善，已经具备在市场明显回暖时停止降价甚至考虑提价的条件。

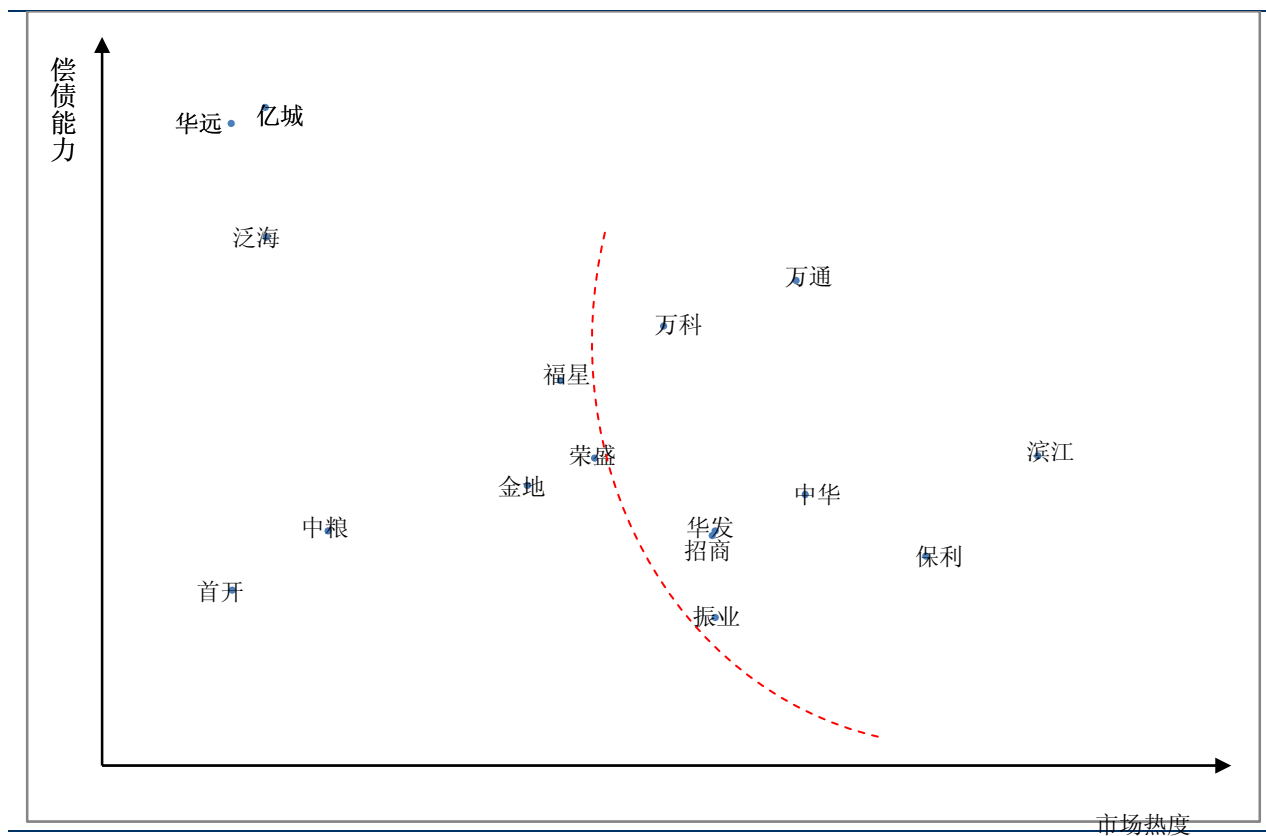
二季度关注定价能力的分化

全国范围存货压力的增加意味着大范围提价即使出现也难以持续，而企业偿债能力等的分化也将产生定价能力和意愿的分化。我们一方面无法长期看多房价，一方面又必须承认局部提价的可能，这种矛盾其实蕴含着分辨企业经营分化的机会——开发企业在偿债能力足够的前提下提价冲动与区域市场回暖程度正相关，而能够在保持足够成交量的同时维持甚至提高价格的企业，盈利能力无疑更为出众。我们选取一定指标试图量化企业偿债能力和所处市场热度两方面因素作为选股依据。

区域市场热度计算方法是（1 月成交量×1 月环比价格指数+2 月成交量×2 月环比价格指数）/（11 月成交量×11 月环比价格指数+12 月成交量×12 月环比价格指数），公司所处区域市场热度=最近一期报表收入占比前五地区热度的加权平均；公司偿债能力指标的计算方法是（有形资产/带息负债+货币资金/带息负债）/2。这种筛选方法的不足在于：1、市场热度和公司业务分布均为过往数据，与未来可能出现偏差；2、一两种指标代表的公司偿债能力可能有失偏颇，并且部分公司只有三季报数据。但是我们认为未来一个季度内市场热度应与一季度保持一定的

连贯性，并且大部分企业的收入来源比重也具备一定的连贯性，因此筛选的结果对判断二季度状况仍有较强指导意义，当然，我们也会更新数据和指标以增加指标的可靠性。

图 8: 双重指标选股



资料来源：国海证券研究所

维持行业“中性”评级

房地产行业虽然处于明显回暖过程中，但从行业整体看销量的回升还难以弥补利润水平的下降，目前还看不到板块业绩的拐点，因此我们维持行业“中性”评级。沿着我们的选股思路，结合上述指标对比结果，对偿债能力恢复较好、在市场回暖中有望提高盈利水平的企业更为看好，对万科、保利地产、招商地产、华发股份、深振业 A 给予“增持”评级。

表 2: 重点公司盈利预测与评级

公司	股价	每股收益			P/E			P/B	评级
	2009-3-26	08 (E)	09E	10E	2008	2009	2010	latest	
万科 A	8.4	0.37	0.41	0.44	22.70	20.49	19.09	2.90	增持
保利地产	22.47	0.91	0.99	1.1	24.69	22.70	20.43	3.91	增持
华侨城 A	13.53	0.27	0.35	0.47	50.11	38.66	28.79	6.83	增持
华发股份	16.44	0.79	0.83	1.17	20.81	19.81	14.05	2.98	增持
金融街	9.35	0.36	0.43	0.54	25.97	21.74	17.31	1.66	中性
招商地产	22.7	0.67	0.75	0.95	33.88	30.27	23.89	3.50	增持
金地集团	11.01	0.58	0.62	0.72	18.98	17.76	15.29	2.09	中性
张江高科	13.11	0.34	0.48	0.57	38.56	27.31	23.00	3.91	中性
深振业 A	9.08	0.54	0.66	0.81	16.81	13.76	11.21	2.70	增持
福星股份	7.32	0.47	0.52	0.65	15.57	14.08	11.26	1.44	中性

数据来源: 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。