

房地产业(0110)2009 年二季度投资策略

回暖与调整并行，降低行业调整风险

花长劲 房地产行业 研究员 沈爱卿 房地产行业 研究助理
电话: 020-87555888-697 电话: 020-87555888-637
eMail: hcj@gf.com.cn eMail: hcj@gf.com.cn

市场回暖分析

分析表明当前市场的回暖主要集中于一二线城市，三四线城市仍需时间。市场回暖的原因主要在于国家刺激商品房消费的政策、利率的下调以及房价下降刺激前期观望需求释放。我们认为市场回暖的持续受到一定挑战：当前的成交量涵盖了前期推迟的消费；投资投机需求尚未释放；大部分地区房价仍处高位，房价收入比较高；目前市场存货压力较大，房价有下跌动力，给予市场观望的动力。

我们判断 2009 年市场仍处调整之中。房价仍将继续下行；市场销售量将高于 2008 年，但突破性增长可能性不大；地区调整显现差异，前期调整充分的区域如珠三角地区将迎来较为轻松的一年，而其他区域将面临一些阵痛。

投资策略——严冬已过，迎接春天

我们认为房地产市场最冷的时候已过，国家刺激商品房消费的政策缩短了市场调整的时间以及降低了市场调整的痛楚。

虽然今年以来房地产业涨幅超过大盘，但从当前估值水平来看，房地产业相对于大盘的估值仍在历史低位。

我们投资选择项目集中于风险可控的一二线重点城市如广州、深圳、成都、西安、重庆、南京等城市，北京和天津市场值得关注，回避上海、大连和厦门的相关公司。

行业评级



前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	17.34%	59.48%	-32.52%
上证综指	5.98%	26.24%	-35.57%

目录索引

一、市场回暖—可见可持续但不可太期待.....	3
(一)市场真的在回暖吗.....	3
(二)市场回暖的原因分析.....	7
(三)市场回暖的持续性分析.....	11
(四)未来市场发展预期.....	17
二、投资策略—严冬已过,迎接春天.....	19
(一)行业已走过严冬.....	19
(二)追逐调整和回暖的脚步.....	21
(三)重点跟踪公司.....	24

图表索引

图 1: 06-09 年间每月全国商品房成交面积.....	3
图 2: 北京市商品住宅每周销售情况.....	5
图 3: 上海市商品住宅每周销售情况.....	5
图 4: 深圳市商品住宅每周销售情况.....	6
图 5: 广州市商品住宅每周销售情况.....	6
图 6: 重庆市商品房每周销售情况.....	7
图 7: 天津市商品住宅每周销售情况.....	7
图 8: 历年房景气指数.....	11
图 9: 历年前两个月全国土地购置情况.....	12
图 10: 06 年以来我国固定资产投资与房地产开发投资情况.....	12
图 11: 06 年以来商品房新开工面积情况.....	13
图 12: 历年商品房和商品住宅施工与销售面积情况.....	16
图 13: 我国各地区房地产发展雷达图.....	18
图 14: 今年房地产行业与上证综指走势对比.....	21
表 1: 2009 年 1-2 月全国及各地区商品房销售情况.....	4
表 2: 央行下调存贷款利率.....	8
表 3: 首次置业购房贷款 100 万元各种情况下还款的分析.....	8
表 4: 近期中央政府或部门发布直接或间接利好政策一览.....	9
表 5: 各地方政府出台的房地产救市政策.....	10
表 6: 全国及部分城市 1999-2008 年房价收入比.....	14
表 7: 部分城市可售面积与销售速度对比.....	16
表 8: 已公布 2008 年报的房地产上市公司盈利指标同比情况.....	20
表 9: 房地产行业与 A 股估值比较.....	21
表 10: 城市房地产风险程度表.....	23
表 11: 重点跟踪公司盈利预测与投资评级.....	24

一、市场回暖—可见可持续但不可太期待

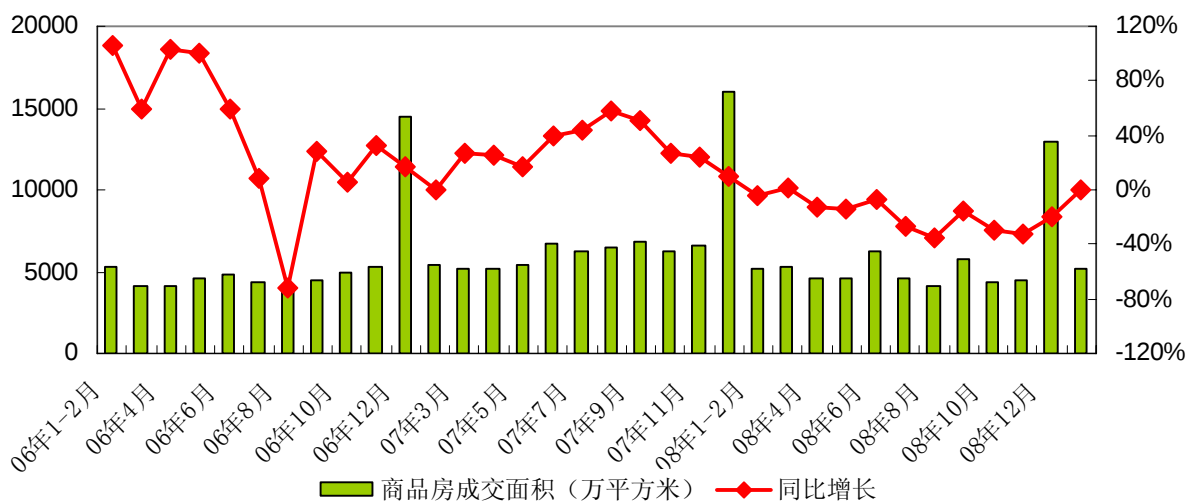
（一）市场真的在回暖吗

1、全国市场销量持平

今年1-2月，全国商品房共销售面积5,131.23万平方米，同比下降-0.25%，跌幅小于去年同期的-4.23%。市场的回暖更多的体现在跌幅的逐步减小。2008年全年11个统计月份，商品房销售面积跌幅最高为-35.70%，下半年跌幅更为明显，平均跌幅-26.56%。但近三个月，跌幅明显出现改善。各地市场特别是大中城市成交恢复较快，深圳市前两个月新建商品房销售面积增长174.74%，北京市同比增长62.9%，广州市2月份一手楼市成交面积同比上升104.8%。

与销售面积小幅下跌相比，今年前两个月商品房销售均价出现回升，我们计算全国商品房成交均价上涨11.53%。山东、上海成交均价有较大涨幅，深圳区域也出现了涨价现象。

图1：06-09年间每月全国商品房成交面积



数据来源：广发证券发展研究中心

表1: 2009年1-2月全国及各地区商品房销售情况

地区	销售面积 (万M ²)	同比	销售额 (亿元)	同比	均价涨幅
全国总计	5131.23	-0.3%	2396.98	11.2%	11.53%
一、东部地区	2931.75	0.2%	1768.9	13.5%	13.27%
北 京	146.47	62.9%	165.08	59.5%	-2.09%
天 津	112.69	-14.8%	70.18	-13.6%	1.41%
河 北	48.29	-67.1%	14.49	-73.4%	-19.15%
辽 宁	95.12	0.6%	41.83	-5.2%	-5.77%
上 海	338.07	-18.8%	354.19	1.8%	25.37%
江 苏	810.83	35.7%	341.95	39.4%	2.73%
浙 江	404.39	10.4%	251.43	21.6%	10.14%
福 建	218.32	3.2%	110.99	15.7%	12.11%
山 东	224.16	-43.9%	84	-18.9%	44.56%
广 东	487.41	10.7%	306.08	19.3%	7.77%
海 南	46.01	45.1%	28.67	56.9%	8.13%
二、中部地区	926.56	-9.6%	265.5	-1.5%	8.96%
山 西	23.46	38.7%	6.13	-0.9%	-28.55%
吉 林					
黑 龙 江	16.7	-16%	6.16	4.5%	24.40%
安 徽	358.33	-8.5%	113.42	1.9%	11.37%
江 西	127.23	-12.6%	27.73	0.1%	14.53%
河 南	131.42	-19.4%	34.94	-16.2%	3.97%
湖 北	77.49	-27.7%	23.43	-27.8%	-0.14%
湖 南	191.94	6.4%	53.69	21%	13.72%
三、西部地区	1272.92	6.7%	362.57	10.8%	3.84%
内 蒙 古					
广 西	169.88	24.8%	49.16	31.1%	5.05%
重 庆	324.96	0.5%	93.54	-5.6%	-6.07%
四 川	313.93	13.2%	98.82	20.3%	6.27%
贵 州	120.29	33.9%	29.58	36.8%	2.17%
云 南	210.44	-12.8%	55.75	7.9%	23.74%
西 藏					
陕 西	78.86	10.8%	20.88	-4.4%	-13.72%
甘 肃	13.28	11.9%	3.24	22.1%	9.12%
青 海					
宁 夏	25.28	15.9%	6.79	25.8%	8.54%
新 疆	16.01	-10.2%	4.81	3.1%	14.81%

数据来源: 广发证券发展研究中心、中国信息报

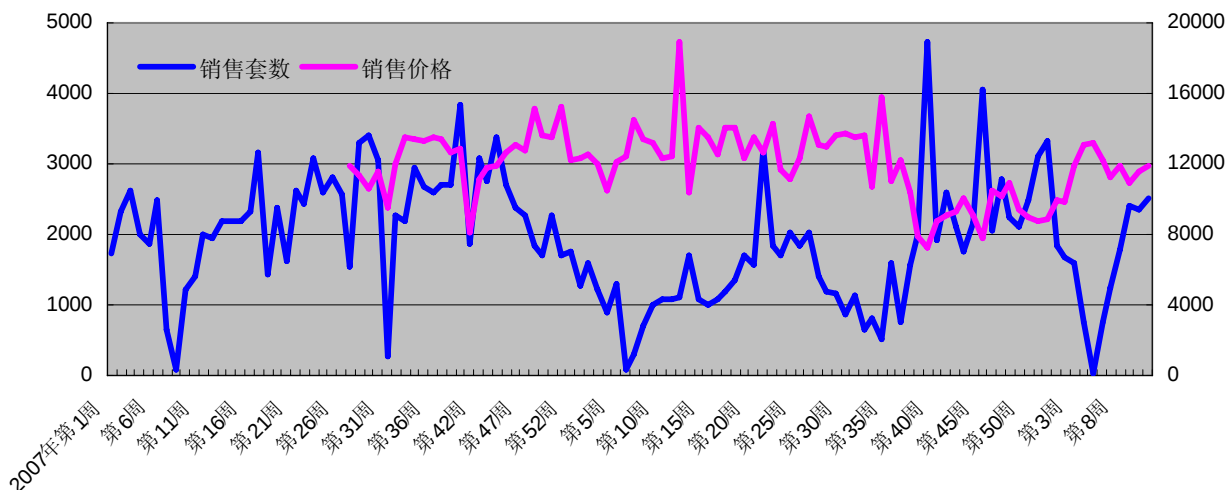
2、新政对各地区影响有所差异

当前的市场回暖主要体现在大中城市的商品房和商品住宅的成交量上。自国家出台了刺激商品房消费的新政以来,北京、深圳、广州等城市成交量出现明显上升。可以看出,这次市场的回暖主要体现在一二线城市

销量的提升，三四线城市的销售尚未明显提升。

1) 北京市场-新政的刺激加上销售价格的下跌刺激了销售量的上涨

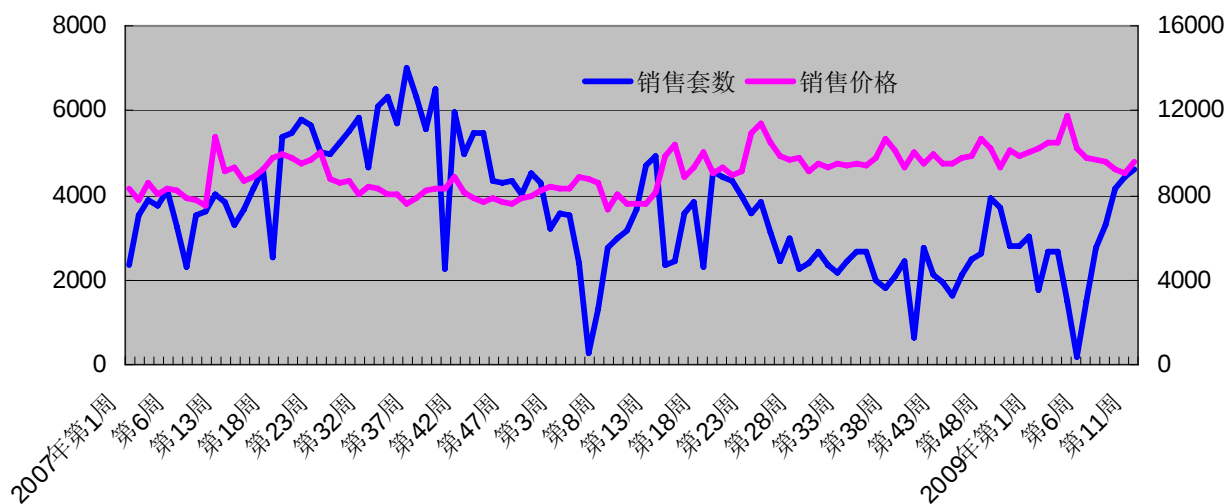
图2: 北京市商品住宅每周销售情况



数据来源: 广发证券发展研究中心、中国指数研究院

2) 上海市场-成交均价近期下跌较快, 新政前后成交量变化不大

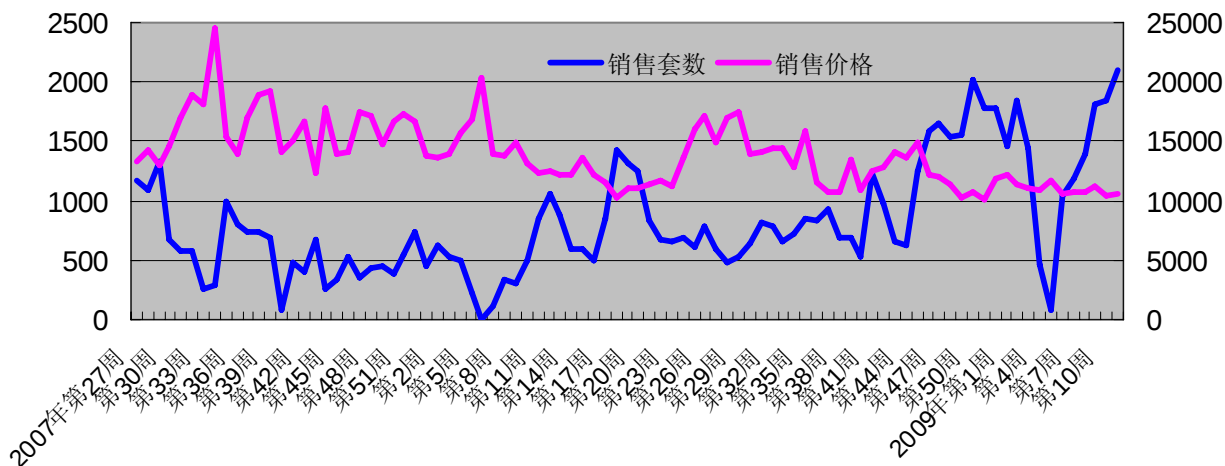
图3: 上海市商品住宅每周销售情况



数据来源: 广发证券发展研究中心、中国指数研究院

3) 深圳市场 - 销售价格持续走低, 成交量缓步提升

图4: 深圳市商品住宅每周销售情况

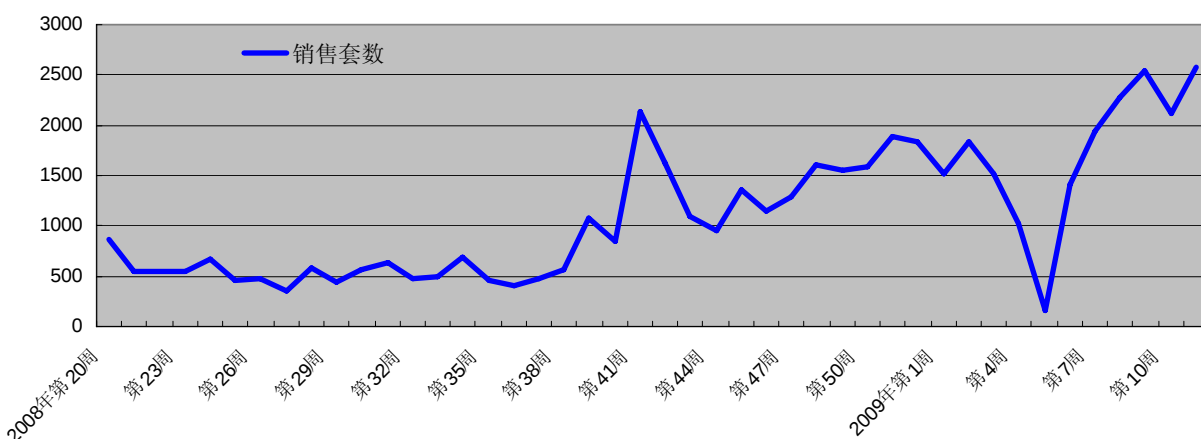


数据来源: 广发证券发展研究中心、中国指数研究院

4) 广州市场 - 新政明显刺激销售量的提升, 市场均价也有较大调整

2009年2月, 广州市十区新建商品住宅交易登记均价为8011元/平方米, 同比下降13.9%, 环比基本持平; 新建商品住宅交易登记面积47.36万平方米, 同比增加104.8%, 环比增加2.6%; 存量住宅交易登记面积35.93万平方米, 同比增加22.7%, 环比减少17.4%。

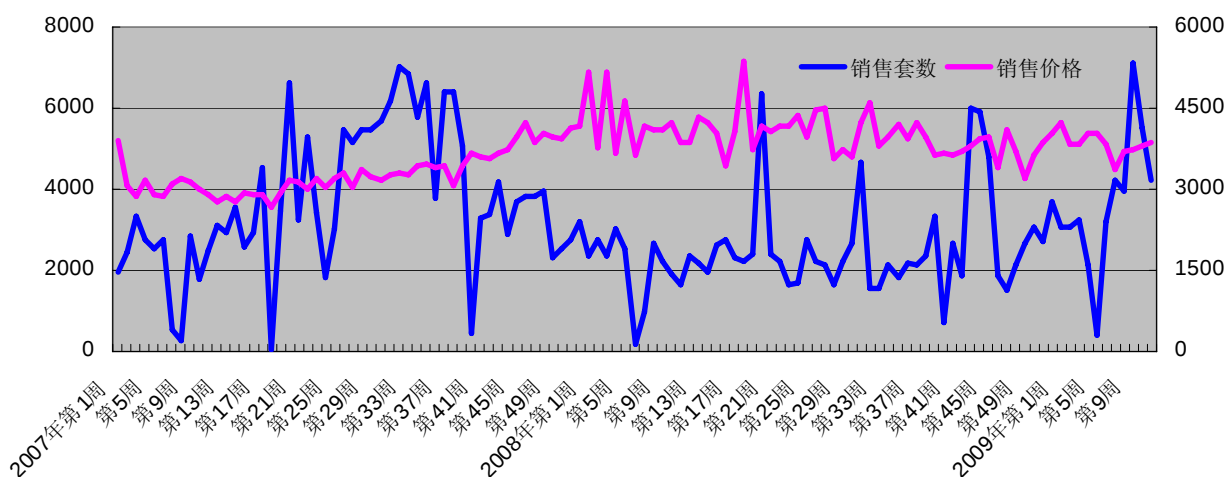
图5: 广州市商品住宅每周销售情况



数据来源: 广发证券发展研究中心、中国指数研究院

5) 重庆市场—销售价格没有出现明显涨跌，销售量起伏较大，但总体提升有限

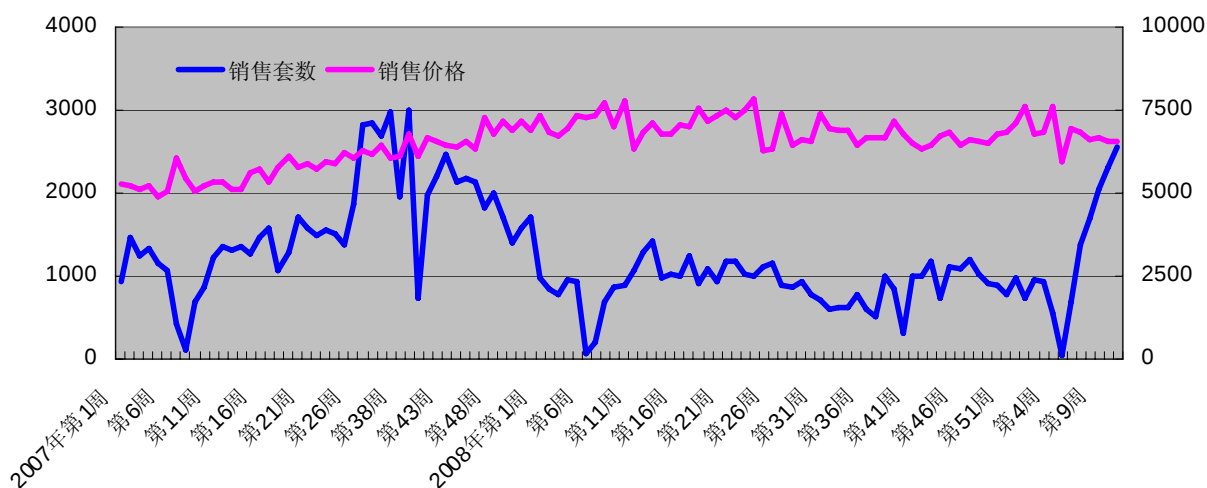
图6: 重庆市商品房每周销售情况



数据来源：广发证券发展研究中心、中国指数研究院

6) 天津市场—今年以来成交均价出现缓慢下行，近期销量增长较快

图7: 天津市商品住宅每周销售情况



数据来源：广发证券发展研究中心、中国指数研究院

(二) 市场回暖的原因分析

在2008年大多时间惨淡经营的房地产业近三个月成交量大幅上涨，分析其原因主要有以下几点：

1、利率下调间接降低购房者支出

从2008年9月起，国家连续5次下调人民币存贷款利率，五年以上贷款利率从7.83%下降至5.94%，累计下降了1.89%；再加上商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍，这大大降低了按揭购房者的负担。利息支出的减少间接等于房价的下跌，我们计算利率下调后购房者支出最多可减少约24%。

表2：央行下调存贷款利率

时间	政策
2008年9月15日	下调贷款基准利率0.27个百分点，存款利率不变；下调部分银行存款准备金率
2008年10月8日	下调存贷款基准利率各0.27个百分点；下调存款准备金率0.5个百分点
2008年10月29日	下调存贷款基准利率各0.27个百分点
2008年11月26日	下调存贷款基准利率各1.08个百分点；下调存款准备金率2个百分点
2008年12月22日	下调存贷款基准利率各0.27个百分点；下调存款准备金率0.5个百分点

数据来源：广发证券发展研究中心、中国人民银行

表3：首次置业购房贷款100万元各种情况下还款的分析

	年限	每月还款额（元）	还款总额（元）	下降幅度
降息前	10年	11,434	1,372,089	-
	20年	7,548	1,811,414	-
	30年	6,423	2,312,384	-
降息后	10年	10,200	1,223,972	10.79%
	20年	6,143	1,474,412	18.60%
	30年	4,866	1,751,648	24.25%

数据来源：广发证券发展研究中心

2、刺激房地产消费政策的陆续出台

鉴于房地产业对投资和消费等方面具有重大拉动效应，在国内经济受国际金融危机影响而面临挑战时，国家出台了一系列政策来刺激房地产市场的消费。刺激房地产市场的消费可以间接拉动其他行业的消费，从而起到拉动内需的作用。

国家刺激住房消费的政策主要从减免税费、降低购房利率和首付比例、支持自住型需求等方面着手。

表 4：近期中央政府或部门发布的对房地产行业直接或间接利好政策一览

2008-10-22	财政部、国税总局：1、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%；2、对个人销售或购买住房暂免征收印花税；3、对个人销售住房暂免征收土地增值税；4、2008 年 11 月 1 日起实施。
2008-10-22	央行：1、自 2008 年 10 月 27 日起，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍；最低首付款比例调整为 20%；2、金融机构对客户的贷款利率、首付款比例，应根据借款人是首次购房或非首次购房、自住房或非自住房、套型建筑面积等是否系普通住房，以及借款人信用记录和还款能力等风险因素在下限以上区别确定。3、对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求，金融机构可在贷款利率和首付款比例上按优惠条件给予支持；对非自住房、非普通住房的贷款条件，金融机构适当予以提高。
2008-11-5	国务院：1、实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策；2、取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模。3、加大金融对经济增长的支持力度。
2008-12-8	国务院：《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（金融 30 条）：1、落实适度宽松的货币政策，促进货币信贷稳定增长。2、落实和出台有关信贷政策措施，支持居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房。3、允许商业银行对境内外企业发放并购贷款。4、开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。
2008-12-17	国务院：《国务院常务会议部署促进房地产市场健康发展措施》1、对已贷款购买一套住房但人均面积低于当地平均水平，再申请购买第二套普通自住房的居民，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。2、对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策。其中，将现行个人购买普通住房超过 5 年（含 5 年）改为超过 2 年（含 2 年）转让的，免征营业税；将个人购买普通住房不足 2 年转让的，由按其转让收入全额征收营业税，改为按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税。3、支持合理融资需求，加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持，对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组提供融资和相关金融服务。4、按照法定程序取消城市房地产税。

数据来源：广发证券发展研究中心

在国家出台一系列刺激房地产消费政策之前，部分地方政府已经从地方利益考虑出台了相关救市政策。

表5: 各地方政府出台的房地产救市政策

时间	各地房地产救市政策
2008年5月	沈阳市公布普通住宅价格新标准，使得大部分商品房交易契税从4%降为1.5%
6月	成都政府出台政策：减免契税及财政补贴，公积金贷款优惠等
7月22日	长沙市出台《关于促进我市房地产业健康发展的若干意见》
8月1日	厦门政府放宽普通住房标准
8月4日	福州市下发了《关于进一步促进房地产市场持续稳定健康发展的若干意见（试行）》
8月12日	重庆市财政局公布了《关于对农民购买商品住房试行契税优惠政策的通知》
8月23日	河南政府出台政策：公积金贷款优惠；首套置业优惠；减免交易契税等
9月1日	芜湖政府出台政策：公积金贷款调整；契税补贴；调整供地节奏等
9月1日	常州政府出台放松公积金贷款的政策
9月28日	南京市政府出台《关于保持房地产市场稳定健康发展意见》
10月7日	北京市建委颁布《关于商品房开发项目房屋登记面积测量有关问题的通知》
10月10日	宿迁市政府出台《关于促进中心城市房地产业和商业发展的政策规定》
10月13日	杭州市政府公布了《杭州市人民政府关于促进杭州市房地产市场健康稳定发展的若干意见》
10月14日	上海市公积金管理中心发布《关于再次调整本市住房公积金贷款额度上限的通知》
2009年1月22日	北京市建委等9部门出台《关于贯彻国办发131号文件精神促进本市房地产市场健康发展的实施意见》
3月3号	广东省政府办公厅出台《关于促进我省房地产市场平稳健康发展的若干意见》

数据来源：广发证券发展研究中心

虽然这些政策并没有直接刺中当前房地产市场的主要矛盾——高房价与低支付能力之间的矛盾，但通过减免税费、降低利率等可以间接减少购房支出，从而刺激消费。

3、回调的房价刺激部分观望需求的释放

2008年房地产市场处于调整之际，拟购房者的意愿大幅下降。据中国人民银行公布的2008年第3季度全国城镇储户问卷调查，未来三个月打算买房的居民人数占比为13.3%，分别比上季和去年同期下降1.8和2.8个百分点，并创1999年调查开始以来最低水平，北京、上海、天津和广州等一级城市未来三个月打算买房的居民人数占比均不足10%，低于全国平均水平。市场观望气氛较为浓郁，这也导致2008年商品房销售面积同比下降18.51%。

经历一年市场调整，部分城市房地产价格有一定程度的回调，这触发了市场压抑的需求。加上政府出台了一系列购房优惠及利率下调等对购房的刺激，这给市场信心的恢复提供了契机。当前市场成交既包括了当期市场需求的释放，也包括了前期市场观望而形成的滞后需求。两者累积共同构成了当期市场的回暖。

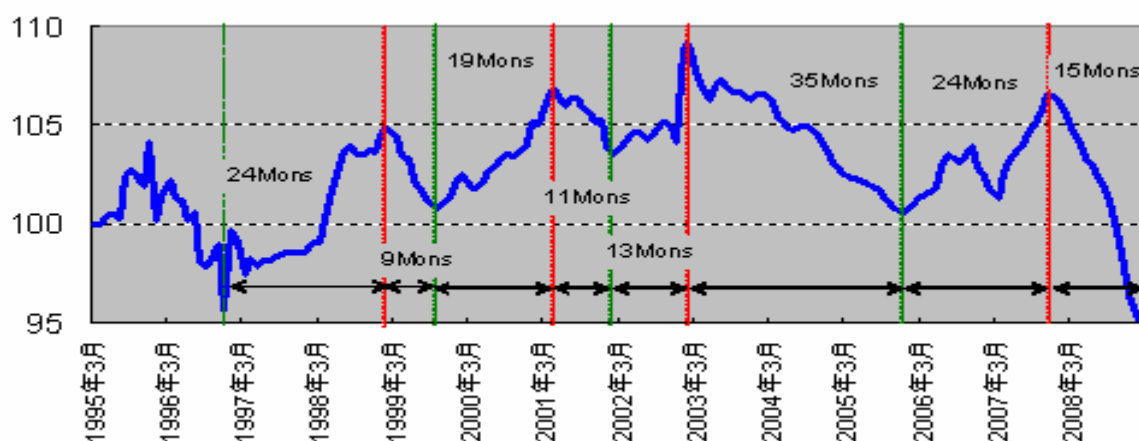
（三）市场回暖的持续性分析

但我们判断市场回暖的持续性将受到市场的考验：一、当前的成交量包含了部分去年推迟的消费；二、目前市场成交量主要为自住需求的释放，其他需求尚在观望；三、大部分地区房价仍处高位，房价收入比较高；四、目前市场存货压力较大，未来房价仍有下跌动力，这给予市场观望的动力。

1、市场信心分析

1) 国房景气指数显示市场还需继续调整约10个月

图8：历年国房景气指数



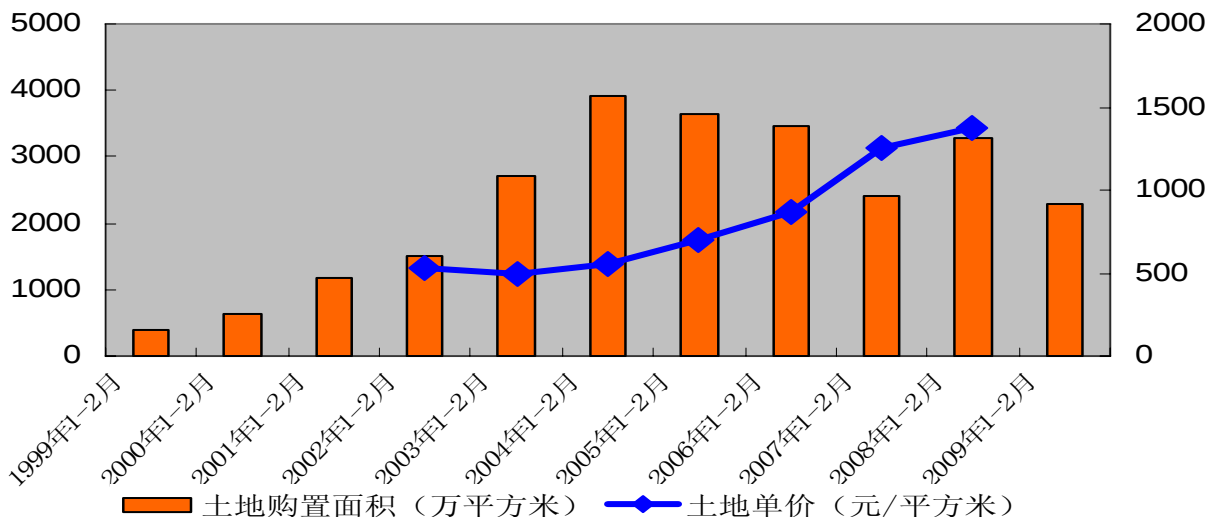
数据来源：广发证券发展研究中心

我国国房景气指数受统计年限所限，目前尚未能显示房地产行业一个完整的周期。从上图可见，在房地产市场上升阶段，向下调整的时间分别为9个月和11个月，向上攀升的时间分别为24个月和19个月；而在市场下跌阶段，向下调整的时间分别为35个月和15个月，而向上攀升的时间分别为13个月和24个月，两者对比关系出现反转。

我们假定在上升或下跌阶段中，攀升和下调持续的时间吻合黄金分割点。从97年3月启动的这波上升行情中攀升时间占了68.25%，接近0.618的黄金分割点。据此计算从2003年2月开始的这波下跌，累计攀升了37个月，对应下调时间约为60个月，目前累计向下调整了50个月，可以判断市场在未来一段时间内还将处于调整，今年底或明年初市场将迎来转机。

2) 土地购置意愿下降

图9: 历年前两个月全国土地购置情况

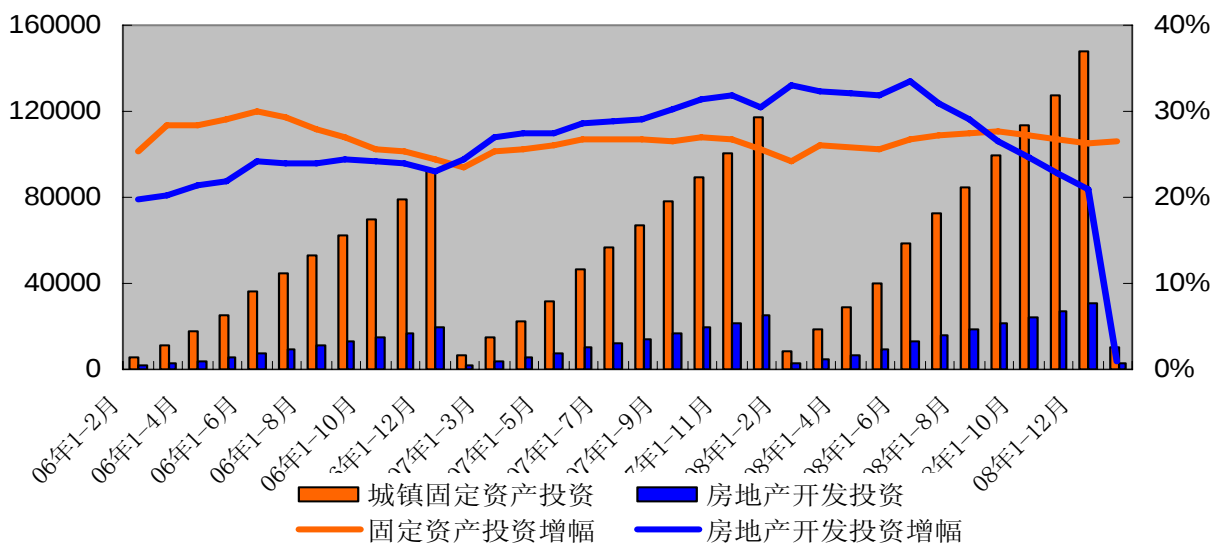


数据来源: 广发证券发展研究中心、Wind资讯

经历了2008年市场的萧条, 开发商信心受到打击。今年前两个月仅购置土地面积2,288万平方米, 是近7年以来的最低。土地是房地产行业的基础原料, 购置土地情况反映了开发商对市场未来发展的预期。由于受市场调整后市不明确以及资金短缺导致现有项目无法顺利开工, 开发商拿地意愿出现下降。

3) 房地产开发投资降幅明显

图10: 06年以来我国固定资产投资与房地产开发投资情况

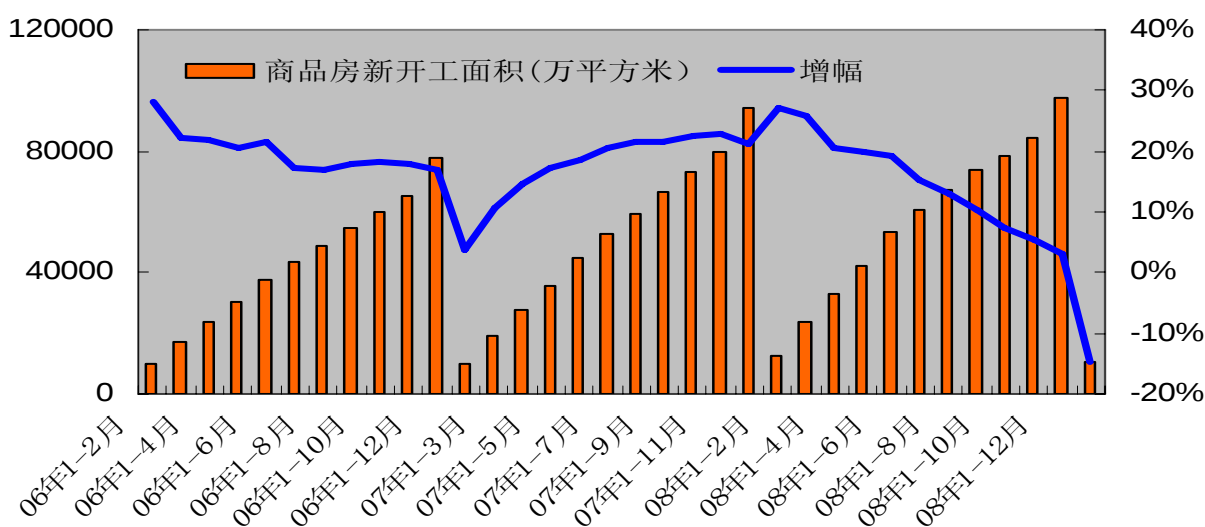


数据来源: 广发证券发展研究中心、Wind资讯

2009年前两个月，我国固定资产投资增幅保持稳定，但房地产开发投资降幅很明显，从2008年全年20.97%的增幅降至1.03%，而上年同期增长为32.93%。

受国际经济形势影响，我国经济也面临着一定压力。国家为保证经济的平稳发展，推出了4万亿元的投资计划。这大大刺激了我国固定资产投资的热情，但由于房地产行业的投资主体在企业，只有保障性住房、经济适用房及廉租房的建设由国家及各地政府主导，而其市场份额较小，对房地产开发投资的影响不大。基于对市场未来走势的判断，房地产企业降低了投资力度，带来房地产开发投资增幅下降较为急剧。

图11：06年以来商品房新开工面积情况



数据来源：广发证券发展研究中心、Wind资讯

与房地产开发投资类似，商品房新开工面积增幅也逐月下跌，今年前两个月与上年同期相比下降了14.82%，这同样显示了当前房地产企业对后市的谨慎以及当前市场存贷的压力较大。

2、房价的调整降低了房价收入比，但仍偏高

表6：全国及部分城市1999-2008年房价收入比

区域	房价收入比									
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
全国	6.15	6.30	6.12	6.19	6.15	6.91	7.31	7.16	7.40	6.72
北京	10.11	8.94	8.47	8.17	7.61	7.58	9.11	9.97	12.96	13.66
天津	5.47	5.67	5.36	5.89	5.50	6.42	8.24	8.79	9.54	8.36
石家庄	6.07	5.31	5.83	4.90	4.80	4.44	4.43	4.71	5.04	4.59
太原	4.49	4.61	6.32	5.87	6.32	6.23	7.23	7.26	7.25	7.23
呼和浩特	4.46	4.32	4.47	3.92	3.68	3.51	3.21	4.25	4.04	3.51
沈阳	8.81	8.84	8.48	8.41	8.20	7.98	7.82	7.38	6.78	6.00
大连	6.80	7.01	7.51	7.42	7.03	7.15	7.79	8.61	10.04	9.24
长春	6.90	6.29	7.21	6.76	5.92	5.94	5.89	5.72	6.82	6.45
哈尔滨	6.87	7.33	6.90	7.02	6.54	6.19	6.19	6.02	6.45	5.97
上海	5.51	6.64	6.96	7.99	8.88	9.56	10.88	10.66	9.69	10.21
南京	7.08	6.41	6.06	6.92	6.71	6.73	6.70	6.58	6.91	5.91
杭州	5.73	5.74	5.10	6.38	6.72	6.67	8.58	8.47	9.59	8.99
宁波	3.71	3.31	3.23	4.14	4.22	4.76	6.77	7.00	7.65	7.18
合肥	5.56	4.76	4.64	5.16	5.75	6.59	7.55	7.05	6.58	5.90
福州	4.64	4.52	4.60	4.86	5.07	5.34	6.10	7.50	8.18	7.36
厦门	5.70	4.70	4.68	5.03	5.65	6.51	7.55	9.63	11.60	10.31
南昌	4.29	4.60	5.00	5.30	6.32	6.94	6.38	7.33	7.41	6.83
济南	4.56	4.31	4.04	4.67	4.97	5.89	5.76	5.84	5.78	5.37
青岛	4.49	4.41	4.36	5.40	5.40	6.19	7.26	7.05	8.01	7.44
郑州	4.63	5.94	5.38	5.62	5.36	5.24	5.72	5.96	6.62	6.25
武汉	5.33	4.91	4.97	5.59	5.63	6.43	7.19	7.73	8.81	7.83
长沙	4.17	4.57	4.17	4.24	4.26	4.02	4.38	4.71	5.53	5.05
广州	6.21	5.93	5.84	6.82	6.42	6.44	7.20	8.37	10.52	8.74
深圳	4.72	4.96	5.05	4.82	5.75	6.16	6.37	7.46	11.14	8.72
南宁	4.48	5.06	5.35	5.58	5.61	6.50	6.18	6.58	7.07	6.54
海口	4.64	5.66	5.22	5.84	5.65	6.16	6.78	6.74	7.75	7.28
成都	4.41	4.27	4.22	4.92	5.13	5.34	6.60	7.39	7.92	6.98
重庆	3.55	3.48	3.51	4.02	3.88	4.26	4.84	4.86	5.28	5.33
贵阳	4.56	4.42	4.08	4.59	5.17	4.56	4.74	5.14	5.74	5.71
昆明	4.80	5.33	6.55	6.57	6.33	6.67	6.90	6.83	6.97	5.90
西安	3.67	4.63	5.74	6.13	5.88	7.00	7.29	7.61	7.11	6.39
兰州	5.80	5.41	5.27	5.15	5.59	6.77	7.16	7.21	7.96	7.47
西宁	5.14	4.94	4.35	4.61	5.05	5.03	5.37	5.61	6.09	5.89
银川	5.04	4.86	5.12	6.29	5.65	6.01	5.98	5.86	5.12	4.87
乌鲁木齐	4.68	4.55	4.66	5.15	5.28	5.01	5.22	5.23	6.23	6.27

数据来源：广发证券发展研究中心、各地统计局

我们统计了全国及35个城市1999年-2008年的房价收入比情况，虽然2008年房地产市场处于调整之际，全国仅有4个城市房价收入比比2007年有所增长，但房价收入比仍偏高。全国房价收入比为6.72，高于平均值6.64；在35个城市中，仅有8个城市2008年的房价收入比低于这10年平均值，其中北京、上海和厦门房价收入比均超过10。因此，虽然房地产市场经历了2008年的调整，但全国房价仍在高位运行。

从房价收入比来看，去年珠三角地区调整幅度较大，两大城市广州和深圳的比值分别为10.52和11.14降至8.74和8.72，这也成为这两大城市销量率先回暖的基础。长三角地区上海市场逆调整而行房价收入比有所上升，其他城市房价收入比都有一定程度下落。环渤海湾区域北京市场房价收入比也有上升，但自新政后北京市商品住宅成交均价出现显著回落，大幅降低该比值，这也成为北京市近期交易量回暖的一大原因；天津市场价格有所回落，房价收入比呈下跌趋势。

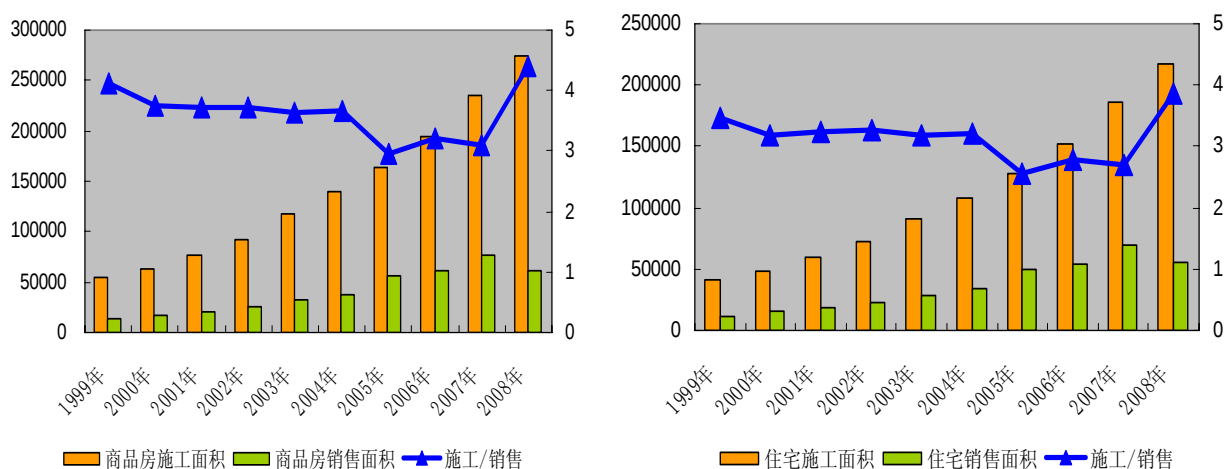
3、存货压力仍较大

1) 对后市的乐观加剧了市场供需情况

从2000--2004年，我国商品房和商品住宅施工与销售面积保持一个比较稳定的比率。2005—2007年，房地产市场进入快速发展时期，成交量突飞猛进，从而将这三年商品房和商品住宅的施工面积/销售面积的比值拉低至3.08和2.68，比前五年的平均值均下降了约17%。但2008年市场进入调整期，购买需求观望气氛较为浓厚，销售面积大幅下降，增大了施工面积/销售面积的比值。

市场需求的急剧萎缩将市场从供不应求的局面转为供过于求，一方面在建的项目需要消化，另一方面基于市场热情而新获取的大量土地也需要进入开发，两者合并却遭遇了冷却的市场需求。在宏观经济形势不明朗、房价依然处于高位之时，我们认为购房需求中的投资投机需求及部分改善性需求将难以释放，因此我们判断市场的施工面积/销售面积的比值最乐观的是恢复至2000-2004年的平均水平，但更大的可能是略高于上述平均水平。

图12: 历年商品房和商品住宅施工与销售面积情况



数据来源: 广发证券发展研究中心

2) 可售面积消化时间较长

表7: 部分城市可售面积与销售速度对比

城市名	可售面积 (万M ²)		每周销售面积 (万M ²)		消化时间 (周)	
	商品房	商品住宅	商品房	商品住宅	商品房	商品住宅
北京	/	1786.67	/	16.25	/	109.95
上海	1817.7	797.66	34.05	27.72	53.38	28.78
深圳	/	544.76	/	12.31	/	44.25
重庆	1361.69	/	32.95	/	41.33	/
杭州	360.23	/	5.80	/	62.11	/
南京	/	46901 (套)	/	1081 (套)		43.39
苏州	690.95	495.23	12.17	10.53	56.77	47.03
武汉	1406.18*	/	20.08	/	70.03	/
成都	1752.91**	/	20.08	/	87.30	/
厦门	/	332.92	/	8.33	/	39.97
宁波	664.46		6.72	/	98.88	/
东莞	/	81399 (套)	/	769 (套)		105.85
福州	454.82	294.74	10.60	9.19	42.91	32.07
青岛	/	602.91	/	7.23		83.39
南昌	396.31	/	8	/	49.54	/
哈尔滨	969.16	/	5.03	/	192.68	/
海口	45007 (套)	/	280 (套)	/	160.74	/
平均值					72.52	

注: 每周销售面积为今年以来每周平均值;

*: 数据截至2008年第36周;

** : 数据截至2009年第6周;

数据来源: 广发证券发展研究中心

从上表中可见，部分城市目前已取得预售证的面积需要较长时间消化，哈尔滨市需要192.68周消化现有项目，上述城市平均需要72周的时间来消化现有已取得预售证的项目。做个最简单的假设：假设房地产项目运营时间为2年，其中项目进展到1年后可预售，可以粗略假定市场上处于预售和尚未预售的项目的比例是1: 1。按照上面数据计算，当前市场仍需144周时间才能销售现有项目，合计2.77年。而在2008年部分开发商选择了推迟取得预售证来规避市场调整的风险，市场消化的时间将不容乐观。

（四）未来市场预期

基于以上分析，我们判断市场在2009年仍将处在调整阶段。

1、市场价格——房价仍将继续下行

虽然2008年部分城市房价出现较大幅度的调整，但从全国范围来看，调整幅度比较有限，据国家发改委统计2008年12月全国70个大中城市房屋销售价格同比仅下降0.4%。目前我国房价收入比依然处于较高水平，这使得国家出台的刺激房地产消费的政策在执行上面临较大阻力。虽然前期土地成本的高涨使得房价的下调面临一定阻力，但市场需求的释放需要房价的进一步回调。我们判断，2009年全国房价仍将下调。

虽然在成交量回暖后部分城市出现了项目销售均价涨价的情形，原因大致有以下：前期销售定价较低以吸引购房者，市场形成后提价销售；项目前期销售良好，成本已收回，尾盘提交销售；信贷放松，资金压力大减；通过提价来提振市场信心营造销售氛围等。当时市场仍以自住型需求为主，提价并不能刺激需求的释放反而破坏前期形成的良好市场氛围，因此成交量要有所突破，价格仍是关键，价格上涨只是短期行为，长期房价将有所下跌来刺激消费。

2、成交量——高于2008年，但突破性增长可能性不大

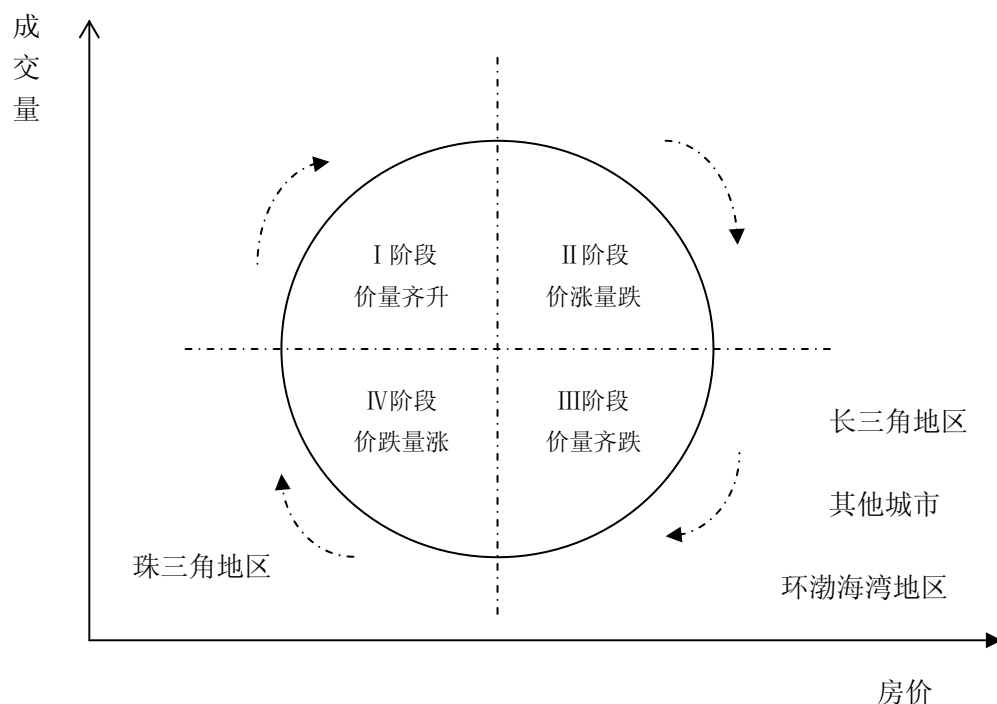
虽然当前市场成交呈现回暖迹象，但这主要由于新政的刺激及前期和当期消费的累加。房价仍处高位，自住需求释放较难；二套房尚未得到明文支持，改善需求释放不易；经济前景不明朗以及房价未来走势不乐观，投资投机性需求难进市。市场三大需求难以出现突破性释放，因此我们对今年市场的成交量不太乐观。市场虽然回暖，但前两个月销售面积同比减少0.3%。

2009年，虽然我们判断市场仍处调整期，但我们认为2008年市场的惨淡将不会再现，主要因为：观望的气氛虽较浓郁，但房价的回聊缓解了观望的压力；国家出台了刺激房地产消费的政策；当前处于低利率时期，按揭成本较低。2009年市场成交量将高于2008年，但受各种因素影响，三大需求释放难以突破性释放，因此成交量可能不太乐观。

3、区域发展——珠三角地区调整较为充分，其他区域仍将继续调整

经历了2008年市场的调整，房地产业各区域的情况已不再千篇一律。前期调整较为充分的区域将迎来轻松的一年，而其他区域还将面临调整的阵痛。

图13：我国各地区房地产发展雷达图



数据来源：广发证券发展研究中心

行业的发展都会经历四个周期，具体到房地产行业，我们把其发展分为繁荣期（I阶段）、泡沫期（II阶段）、衰退期（III阶段）和复苏期（IV阶段）。从我国房地产市场发展历程来看，2005-2007年处于第I阶段；由于房价上涨速度过快以及国际金融危机对我国经济的冲击导致第II阶段持续时间不长，主要集中在2008年初至年中阶段；从国家出台房地产新政刺激住房消费起，整个市场开始进入第III阶段；部分区域调整时间较早，目前已经完成一波深度调整，进入第IV阶段。

从区域市场来看：珠三角地区市场调整较为充分，市场需求的释放较为积极，已率先进入第IV阶段，未来市场可能走稳，调整仍有可能，但深度调整的可能性很小；长三角地区除上海市房价维持稳定外，其他城市房价收入比均有所下跌，上海与杭州调整压力较大；环渤海湾区域北京市场有一定压力，其他城市处于调整期，但今年以来北京成交均价出现回落，也步入调整之中；其他区域大部分城市房价收入比都有一定降幅，但比珠三角地区的调整幅度仍有差距，未来还将小幅调整。

二、投资策略——严冬已过，迎接春天

（一）行业已走过严冬

国际金融危机成为房地产行业走出严冬的重要刺激。为拉动国内投资及消费，国家出台了一系列政策刺激国内住房消费，加上高企的房价停止了增长的步伐，自去年12月以来市场逐步回暖。虽然2009年市场仍将调整，但2008年市场的惨淡将不再现。可以说，行业已度过了冬季里最冷的那一天。

从行业盈利角度来看：虽然2008年房地产行业处于严冬，但已公布年报的房地产上市公司平均收入增长5.58%，净利润增长20.72%，毛利率水平上升3.59个百分点至39.99%。虽然房地产业的收入确认有时滞性，但寒冬中的数据并不冰冷，08年末预收账款仅下降22%。

表8: 已公布2008年报的房地产上市公司盈利指标同比情况

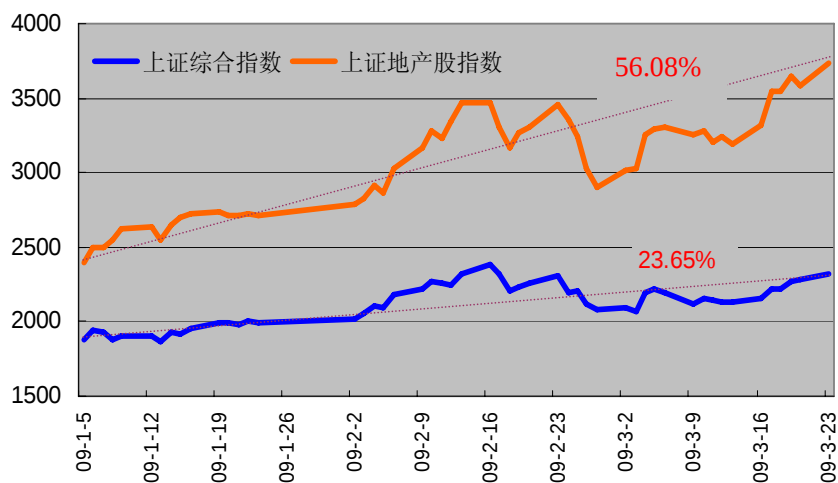
公司名 称	营业收入增长率		净利润增长率		毛利率		预收账款增长率	
	2007年	2008年	2007年	2008年	2007年	2008年	2007年	2008年
万科 A	98.27%	15.38%	110.81%	-16.74%	41.99%	39.00%	144.70%	10.74%
泛海建设	210.53%	-65.90%	152.54%	-67.75%	41.24%	46.67%	15.46%	-75.94%
银基发展	12.77%	-33.32%	77.88%	-8.87%	38.14%	46.23%	64.93%	-89.66%
渝开发	440.37%	-15.56%	*	-8.67%	46.78%	48.81%	94.50%	-82.26%
广宇发展	-13.95%	76.61%	-185.25%	-183.65%	24.51%	27.71%	225.78%	-59.36%
中天城投	93.51%	46.99%	*	86.35%	41.42%	41.14%	-80.40%	197.31%
莱茵置业	-9.63%	-13.15%	20.68%	-4.03%	29.77%	34.05%	1.12%	-29.54%
亿城股份	47.36%	-49.51%	116.21%	-8.98%	41.10%	42.07%	3.44%	-9.71%
大连金牛	24.88%	0.11%	10.38%	3.12%	7.58%	6.44%	-26.60%	54.72%
荣盛发展	27.65%	16.31%	64.18%	30.33%	34.15%	38.91%	110.28%	16.63%
滨江集团	94.87%	-11.58%	124.00%	32.51%	43.37%	45.28%	38.76%	9.27%
中国国贸	3.88%	1.20%	19.49%	22.55%	62.11%	60.35%	-7.70%	-1.63%
保利地产	101.31%	91.24%	121.77%	50.35%	38.50%	40.80%	122.25%	-10.43%
中江地产	77.20%	-60.31%	177.91%	10.36%	46.49%	60.38%	43.53%	4.78%
新湖中宝	43.31%	17.13%	74.61%	102.74%	27.00%	32.12%	61.64%	-53.37%
万通地产	768.01%	122.44%	461.14%	219.78%	38.28%	43.47%	80.85%	-66.47%
天房发展	102.05%	-24.78%	51.72%	100.01%	18.65%	27.82%	-1.46%	-69.07%
华发股份	155.69%	60.66%	145.47%	79.50%	37.38%	37.61%	142.29%	-7.13%
东华实业	245.05%	8.91%	137.16%	41.46%	25.16%	31.18%	9.80%	-34.68%
金丰投资	235.15%	-51.99%	39.26%	1.05%	34.35%	62.04%	89.32%	-59.01%
鼎立股份	153.69%	-34.13%	*	-40.50%	26.23%	17.52%	507.32%	15.17%
中华企业	20.24%	50.55%	24.89%	-23.33%	59.51%	34.08%	-32.09%	-35.79%
上海新梅	151.46%	113.46%	-71.49%	*	18.98%	32.25%	22.87%	-81.95%
苏州高新	26.56%	16.10%	42.99%	-7.64%	26.46%	23.75%	121.45%	-58.27%
上实发展	31.06%	24.10%	7.13%	144.36%	37.01%	43.40%	-41.43%	3.88%
京能置业	65.83%	-64.88%	51.03%	-19.21%	32.13%	46.82%	-93.22%	-10.46%
世茂股份	-41.48%	-61.55%	-44.69%	-8.03%	45.93%	44.39%	22.42%	-97.23%
新湖创业	28.99%	-8.70%	63.16%	16.30%	53.63%	61.79%	144.85%	-70.03%
北辰实业	53.12%	-3.97%	-3.24%	36.81%	37.70%	43.71%	32.29%	45.86%
平均值	111.99%	5.58%	68.84%	20.72%	36.40%	39.99%	62.65%	-22.19%

注: 已剔除ST类公司及异常数据 (*);

数据来源: 广发证券发展研究中心

从行业估值角度来看: 今年以来, 房地产行业累计涨幅56%, 超越大盘涨幅32个百分点。但从估值角度来看, 目前房地产行业相对A股的估值仍在低点。

图14：今年房地产行业与上证综指走势对比



数据来源：广发证券发展研究中心

从历史数据来看，房地产行业的估值一直高于全部A股的平均估值水平。当前房地产行业的估值相对A股的水平低于历史平均水平。

表9：房地产行业与A股估值比较

时间段	房地产市盈率/A股市盈率	房地产市净率/A股市净率
2000年	1.23	1.15
2001年	1.36	1.22
2002年	1.40	1.26
2003年	1.30	1.10
2004年	1.34	0.97
2005年	1.27	1.00
2006年	1.37	1.14
2007年	1.67	1.36
2008年	1.28	1.05
2009年	1.02	0.92
2000-2009年	1.35	1.13
即时	1.08	0.96

注：市盈率和市净率均采用整体法，去除负值；

数据来源：广发证券发展研究中心、Wind资讯

（二）追逐调整和回暖的脚步

从近期交易数据来看，房地产市场的回暖还将持续一段时间。正是基于市场的回暖，房地产行业表现出强于大市。市场持续回暖，房地产行业遭遇的各种危机也将慢慢消除。从盈利角度、估值水平等因素来看，房地产行业依然是投资的好品种之一，特别在市场回暖的现在。

正如公司的快速发展会掩盖部分经营问题，房地产市场前期的高涨也

掩盖了行业的一些问题，在潮水退却之际我们才真正发觉谁在裸泳。市场的激情正如退潮一般在慢慢熄灭，但市场的刚性需求支撑起当前的房地产市场。市场的调整缓解了高房价与低支付能力间的矛盾，但并不是所有的市场都出现了有效的调整。

我们通过对房价收入比、月供占收入的比等指标、以及城市发展潜力对全国35个大中城市的房地产风险状况进行了评估（见表10），根据各城市房地产市场的风险状况评估结果，我们确定了二季度的投资策略：

按城市所属区域划分：由于珠三角地区已率先进入发展的第IV阶段，房价和销售量已成良好互动关系，未来市场继续深度调整的可能性不大，因此优先选择项目集中于该区域的公司；长三角、环渤海区域及其他区域的部分城市风险适度，值得我们关注。

按城市所属等级划分：一二线重点城市的房地产市场的潜在需求是能够辐射到周边地区乃至全国；异地置业的需求加剧了市场供求关系，同时选择异地置业的全体总体支付能力较强，因此我们认为通过房价收入比及月供占收入比来衡量城市房地产市场风险时应给予一二线重点城市一定的溢价。单位面积盈利值高、需求旺盛等是我们看好一二线重点城市房地产市场的原因，在此基础上优先选择风险可控的城市，如广州、深圳、成都、西安、重庆、南京等城市，回避高风险城市如上海、大连和厦门的房地产公司，北京市场和天津市场正处于调整期，市场的回暖使得他们调整的代价低于前期调整的城市，因此也有投资机会。三四线城市房价收入比等指标较低，但由于市场容量较小，因此不做重点关注。

表 10: 城市房地产风险程度表

城市类型	城市名称	风险程度	所处区域	城市名称	风险程度
一线城市	北京	较高风险	环渤海	大连	高风险
	上海	高风险		北京	较高风险
	深圳	中度风险		天津	较高风险
	广州	中度风险		青岛	较高风险
二线城市	大连	高风险		太原	中度风险
	厦门	高风险		沈阳	较低风险
	杭州	较高风险		济南	较低风险
	天津	较高风险		石家庄	低风险
	青岛	较高风险	长三角	上海	高风险
	武汉	较高风险		杭州	较高风险
	成都	中度风险		宁波	中度风险
	西安	中度风险		南京	较低风险
	宁波	中度风险	泛珠三角	厦门	高风险
	重庆	较低风险		深圳	中度风险
	南京	较低风险		广州	中度风险
	沈阳	较低风险		成都	中度风险
三线城市	兰州	较高风险		福州	中度风险
	福州	中度风险		南昌	中度风险
	南昌	中度风险		南宁	中度风险
	南宁	中度风险		海口	中度风险
	郑州	中度风险		贵阳	较低风险
	长春	中度风险		昆明	较低风险
	太原	中度风险		长沙	较低风险
	乌鲁木齐	中度风险		重庆	较低风险
	贵阳	较低风险	其他	武汉	较高风险
	昆明	较低风险		兰州	较高风险
	长沙	较低风险		西安	中度风险
	济南	较低风险		郑州	中度风险
	哈尔滨	较低风险		长春	中度风险
	合肥	较低风险		乌鲁木齐	中度风险
	石家庄	低风险		哈尔滨	较低风险
四线城市	海口	中度风险		合肥	较低风险
	西宁	较低风险		西宁	较低风险
	银川	低风险		银川	低风险
	呼和浩特	低风险		呼和浩特	低风险

数据来源：广发证券发展研究中心

(三) 重点跟踪公司

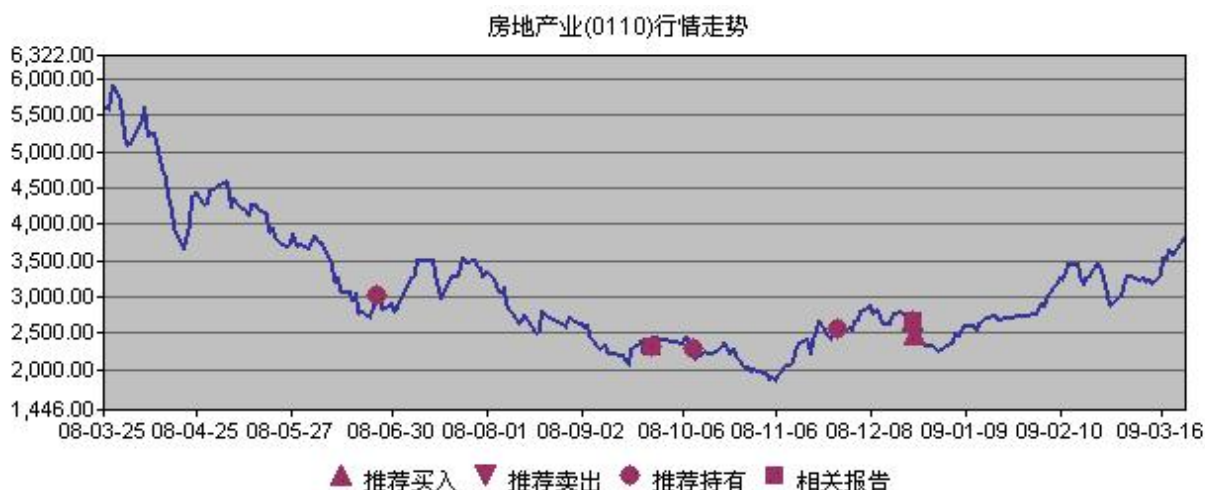
表 11: 重点跟踪公司盈利预测与投资评级

公司名称	每股收益 (元)			市盈率			投资建议
	2008 年	2009E	2010E	2008 年	2009E	2010E	
万科 A	0.370	0.446	0.595	22.68	18.81	14.10	买入
金地集团	0.575	0.712	0.914	18.64	15.06	11.73	买入
保利地产	0.91	1.40	1.94	25.25	16.41	11.85	买入
招商地产	0.674	1.008	1.151	32.60	21.80	19.09	买入
华侨城 A	0.40	0.48	0.61	34.23	28.52	22.44	买入
中天城投	0.571	0.798	1.221	22.22	15.90	10.39	买入
中国国贸	0.352	0.289	0.597	25.63	31.21	15.11	持有
浦东金桥	0.329	0.494	0.528	35.38	23.56	22.05	持有
福星股份	0.468	0.528	0.652	15.83	14.03	11.37	持有
首开股份	0.705	0.899	1.063	19.40	15.22	12.87	买入
北京城建	0.632	0.926	1.202	20.59	14.05	10.82	持有
名流置业	0.22	0.242	0.282	22.14	20.12	17.27	持有
万通地产	1.040	1.137	1.166	18.43	16.86	16.44	持有
亿城股份	0.450	0.517	0.716	16.64	14.49	10.46	持有
中华企业	0.427	0.497	0.534	23.68	20.34	18.93	持有
金融街	0.433	0.491	0.599	21.09	18.59	15.24	持有
陆家嘴	0.471	0.522	0.492	51.93	46.86	49.72	持有
北辰实业	0.130	0.223	0.261	34.15	19.91	17.01	持有
张江高科	0.380	0.490	0.698	34.61	26.84	18.84	持有
小商品城	1.653	1.775	2.060	30.76	28.65	24.68	持有

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

房地产业 2009 年投资策略	花长劲	2008-12-22
房地产行业 2008 年第四季度投资策略	沈爱卿	2008-09-25
提高首付比例对房地产行业及房地产股票的影响	徐子庆	2005-02-28

广州		上海	
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼	
邮政编码	510075	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		
服务热线	020-87555888-390		

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。