



成交量相对乐观，成交价格仍有下降压力 ——房地产行业 2009 年 2 季度投资策略

报告要点：

●**宏观经济的前景仍具不确定性：**尽管一系列的现象显示，今年 2 季度国内宏观经济数据可能不会太差，但也难有更为乐观的表现。今年下半年的宏观经济，更是由于国内外经济形势的复杂多变，而具有极大的不确定性。在整体环境的不确定性下，人们对于未来的就业、收入预期往往也偏于悲观。

●**房地产市场供求结构及房价分析：**从我们的分析来看，2009 年房地产市场仍将是供大于求。供求关系作为一只无形的手左右着市场走势，2009 年的房价面临一定的下行压力。

●**政策分析：**由于每年的 2 季度为传统的楼市旺季，加之开发商从顺应市场和自身发展的需要可能会进行的降价行为，以及之前各项政策的累积效应，我们预计 2 季度的销售情况可能相对较好。在这样的形势下，政府出台刺激房地产市场的政策的可能性很小。从短期内拉动投资和民生考虑，政策面会更多的侧重于保障性住房的建设。

●**房地产上市公司分析：**从已公布年报的 28 家房地产上市公司的情况来看，房地产公司目前资金状况仍然较为紧张，存货压力较大，毛利率有下滑趋势。

●**房地产市场走势预测：**整体来看，2009 年 2 季度房价面临继续下调的压力。从成交量来看，尽管随着 2 月份部分城市成交量的连续回升，未来几个月成交量维持目前涨幅的可能性很小，但是由于积聚的刚性需求，在政策累积效应和开发商降价的刺激下，可能会在 2 季度这个传统的楼市旺季集中释放。因此，我们预计 2 季度房地产市场成交量会维持在一个相对较高的水平。

●**投资建议：**尽管我们对 2 季度楼市的成交量相对乐观，但是由于自 08 年 10 月份楼市刺激政策出台以来，地产股已累积了相当的涨幅，目前估值已不具明显优势，我们谨慎看好 2 季度的地产股。个股方面，我们继续推荐万科和保利地产。此外，张江高科 08 年业绩的稳定增长，让我们看到了其“一体两翼”发展战略在行业低迷期的抗风险能力，给与“推荐”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级 中性 (维持)

静态市盈率： 30.20
动态市盈率： 23.96

行业表现 2009.3.26



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	21.27	44.08	(35.42)
相对表现 (%)	9.93	41.12	(0.90)

资料来源:大智慧, 爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	07EPS	08EPS	09EPS
保利地产	推荐	0.61	0.91	1.09
万科 A	推荐	0.44	0.37	0.43
华发股份	推荐	0.44	0.88	1.05
苏宁环球	推荐	0.31	1.10	1.32
陆家嘴	推荐	0.4	0.47	0.52
中华企业	推荐	0.56	0.43	0.51
张江高科	推荐	0.31	0.38	0.49

左红英 行业研究员
电话 021-63341333*370
邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

《房地产行业周报》 每周一
《房地产行业 2008 年 4 季度投资策略》 20080923
《降息对房地产行业的影响点评》 20081009
《财政部央行组合拳对房地产行业的影响点评》 20081023

目 录

一、宏观经济的前景仍具不确定性.....	3
1、宏观经济数据简析.....	3
2、我们的判断和假设.....	3
二、房地产市场供求结构及房价分析.....	4
1、供给.....	4
2、需求.....	4
3、供求比分析.....	5
4、房价分析.....	6
三、政策分析.....	7
四、房地产上市公司分析.....	9
1、盈利能力.....	9
2、偿债能力.....	10
3、成长性.....	10
五、房地产板块估值分析.....	11
六、房地产市场走势预判.....	11
七、投资建议.....	12

图 目 录

图 1: GDP 当季同比 (%)	图 2: CPI 和 PPI.....	3
图 3: 商品房开发 (万平方米)	图 4: 房地产投资 (万平方米/亿元)	4
图 5: 商品房销售 (万平方米/亿元)	图 6: 全国城镇储户收入指数和购房意愿指数	5
图 7: 竣工比		6
图 8: 北京商品住宅成交均价 (元)	图 9: 上海商品住宅成交均价.....	6
图 10: 深圳商品房成交均价 (元)	图 11: 杭州商品房成交均价 (元)	7
图 12: 武汉商品房成交均价 (元)	图 13: 西安商品房成交均价 (元)	7
图 14: 固定资产投资	图 15: 房地产投资/城镇固定资产投资 (%)	8
图 16: 进出口	图 17: 社会消费品零售总额.....	9
图 18: 每股收益 (元)	图 19: 收益率指标 (%)	9
图 20: 流动比率和速动比率	图 21: 负债率 (%)	10
图 22: 营业收入和净利润同比增长率 (%)		10
图 23: 市盈率	图 24: 市净率	11

一、宏观经济的前景仍具不确定性

1、宏观经济数据简析

去年 4 季度的 GDP 同比增速降至历史相对较低的位置，而 CPI 和 PPI 也明显下滑。尽管一系列的现象显示，今年 2 季度国内宏观经济数据可能不会太差，但也难有更为乐观的表现。今年下半年的宏观经济，更是由于国内外经济形势的复杂多变，而具有极大的不确定性。在整体环境的不确定性下，人们对于未来的就业、收入预期往往也偏于悲观。

图 1: GDP 当季同比 (%)

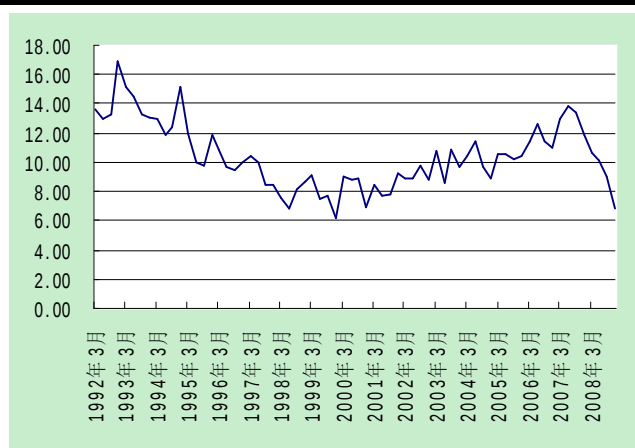
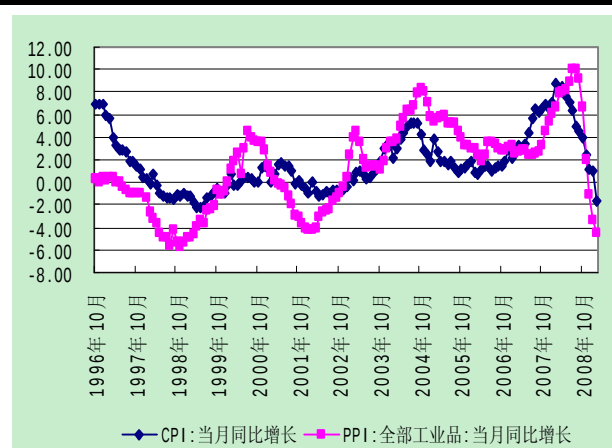


图 2: CPI 和 PPI



数据来源: wind

2、我们的判断和假设

我们在《房地产行业 2009 年投资策略》中曾经分析过房地产行业与宏观经济的紧密联系。房地产行业的走势在很大程度上依赖于宏观经济形势。如果未来的宏观形势不明朗，公众对未来的就业和收入预期偏向悲观，那么人们的购房计划势必搁置，从而直接影响房地产行业的需求。对于 2009 年 2 季度，从我们目前的判断来看，在国家一系列刺激经济政策的提振下，即使宏观经济在短期内难有改观，但是持续恶化的可能性也不大。即使国内经济的走势不会出现乐观的“V”型走势，出现震荡调整之后转暖的“U”型走势的可能性仍是很大的。

二、房地产市场供求结构及房价分析

1、供给

尽管 08 年的商品房新开工面积和竣工面积增速迅速下滑，但其绝对量仍然可观。07 年和 08 年的新开工面积分别达到了 9.46 亿平方米和 9.76 亿平方米。按照一年半的平均建设工期，09 年将有超过 14 亿平方米的新增供应量。加上 08 年销售低迷期累计的大量库存，09 年房地产市场将有巨大的供给量。在土地购置方面，07 年的购置土地面积达到 4.06 亿平方米，08 年大幅回落近 10 个百分点。根据《国务院关于促进节约集约用地的通知》，07 年购置的土地在 09 年底前若不开发则有被收回的风险。从这个角度讲，09 年的供应也十分可观。

图 3：商品房开发（万平方米）

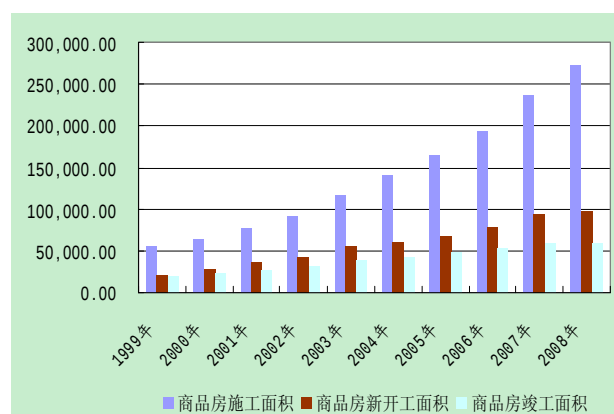
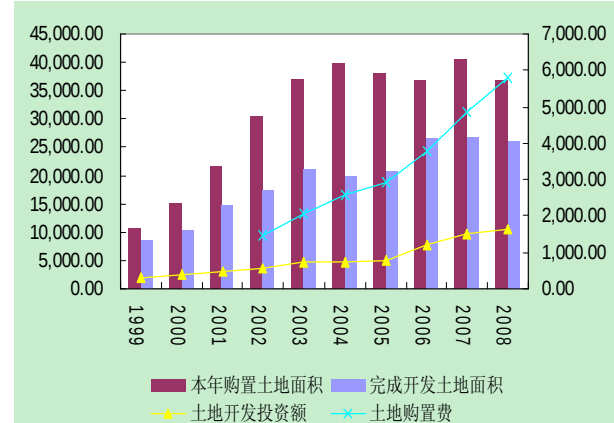


图 4：房地产投资（万平方米/亿元）



数据来源：wind

2、需求

分析历史数据我们发现，尽管 2008 年房地产市场极度低迷，成交量同比下滑较大。但是，其绝对成交量仍然在一个较高的水平。如果考虑城市化进程、人口红利、人民生活水平提高（人均居住面积的提升）等因素，住房需求应保持一定的增速。通过对 99 年以来的商品房销售数据进行历史分析，我们发现，09 年以来，商品房年均销售面积为 4 亿平方米，年均增速为 20%。如果根据房地产市场的发展特点将 99 年以来的房地产市场划分为两个不同的阶段，则 1999 年至 2003 年的商品房年均销售面积为 2.2 亿平方米，年均增速 24.65%；2004 年至 2008 年的商品房年均销售面积为 5.86 亿平方米，年均增速 16.06%。按照上述 3 组不同数据我们分别估算出 2009 年的房地产市场需求如下表所示。

编号	取值区间	2009 年商品房销售面积（亿平方米）
A	按 99 年以来均值计算	9.57
B	按 99 年-03 年均值计算	6.01
C	按 04 年-08 年均值计算	8.96

数据来源：wind，爱建证券研发部

请务必阅读正文之后的重要声明

4

此外，根据央行发布的全国城镇储户问卷调查数据来看，居民当期收入感受指数、未来收入信心指数，以及购买住房意愿比例几乎都降到了有调查以来的最低水平。房地产需求直接受制于居民当期收入水平和未来收入预期，这两项指数的同时下滑直接制约了人们的购房需求。从上述 3 个指标来看，09 年的房地产市场需求面临萎缩的风险。

图 5：商品房销售（万平方米/亿元）

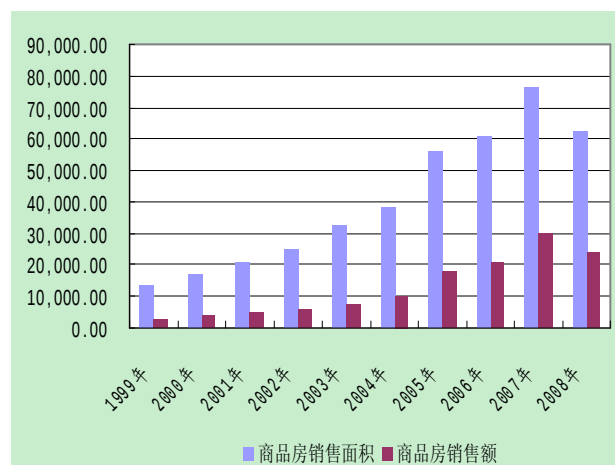
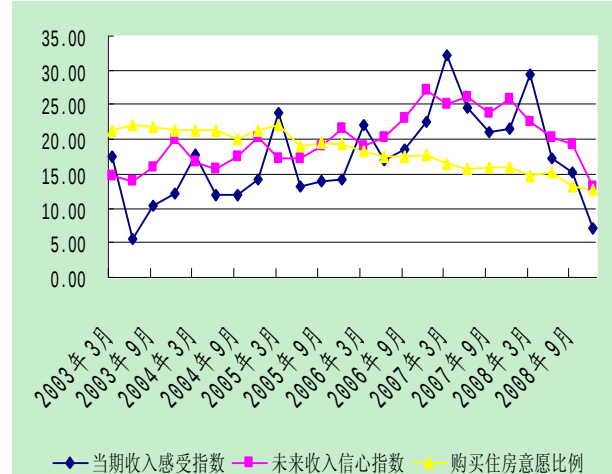


图 6：全国城镇储户收入指数和购房意愿指数



数据来源：wind

3、供求比分析

我们从两个方面来分析房地产市场的供求比。

首先，根据国家统计局公布的历年商品房新开工面积、购置土地面积等数据，我们测算出 2009 年的新增商品房供应量在 14 亿平方米以上。按照我们前文计算的 3 组需求数据来看，2009 年的商品房供求比分别为：

$$A \text{ 组供求比} = 14 / 9.57 = 1.46$$

$$B \text{ 组供求比} = 14 / 6.01 = 2.33$$

$$C \text{ 组供求比} = 14 / 8.96 = 1.56$$

从以上 3 组数据可见，2009 年商品房供求形势依然严峻。

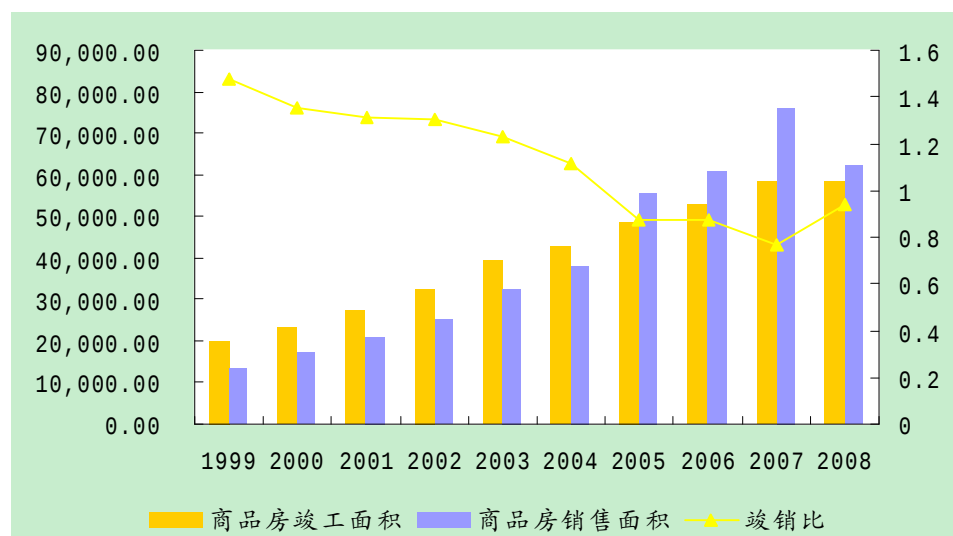
其次，通过历年的竣销比分析 2009 年商品房供求比。

从 1999 年以来的竣销比数据来看，1999 年到 2007 年竣销比处于持续下降状态，其中，1999 年至 2004 年间，市场一直处于供大于求的状态；2005 年形势出现逆转，市场开始处于供不应求状态，即使是在房地产市场销售极其低迷的 2008 年，竣销比也小于 1。但是，我们注意到，2008 年竣销比大幅攀升至 0.94，市场有逆转迹象。由于 2004 年之前持续的供大于求状态，导致市场累积了相当的库存房源，这些房源必将占用后续年份的需求指标，因此，我们计算了 1999 年至 2008 年的累计竣销比，

请务必阅读正文之后的重要声明

其值为 1.005。也就是说，从竣工比指标来看，供略大于求，市场供需基本平衡。

图 7：竣工比



数据来源：wind

4、房价分析

供求关系作为一只无形的手左右着市场走势。从前述供求关系的分析中可见 2009 年的房价面临一定的下行压力。此外，从近期各地楼市商品房成交均价走势来看，北京、上海的成交均价相对较为平稳，稳中略降；而深圳、杭州、武汉、西安等地最近出现了较为明显的下跌态势。

图 8：北京商品住宅成交均价（元）

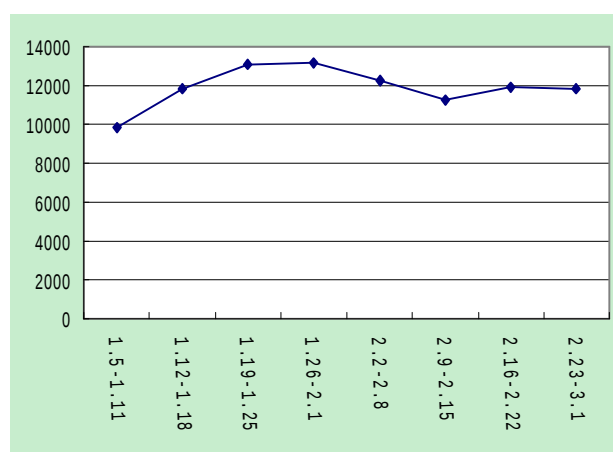
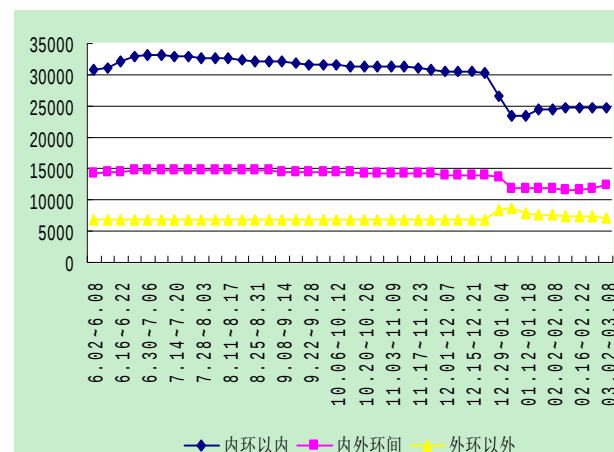


图 9：上海商品住宅成交均价



数据来源：wind，爱建证券研发部

图 10: 深圳商品房成交均价 (元)

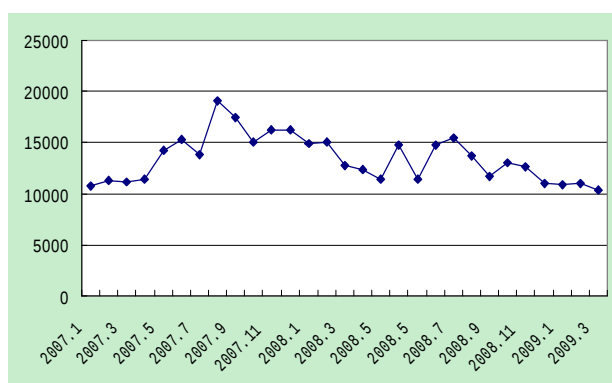
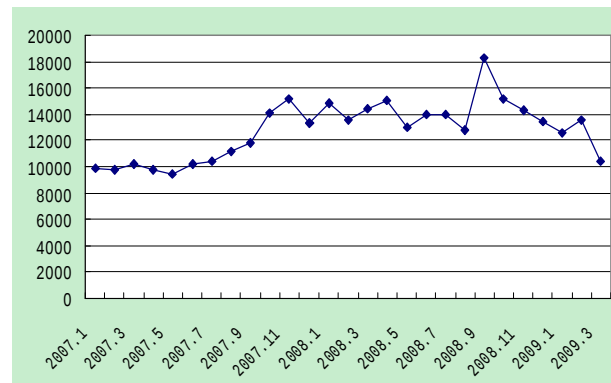


图 11: 杭州商品房成交均价 (元)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

图 12: 武汉商品房成交均价 (元)

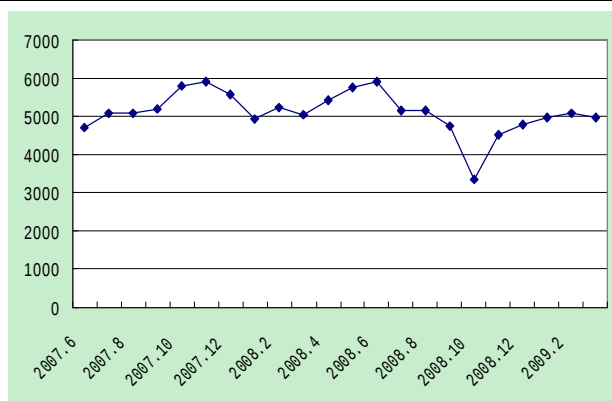
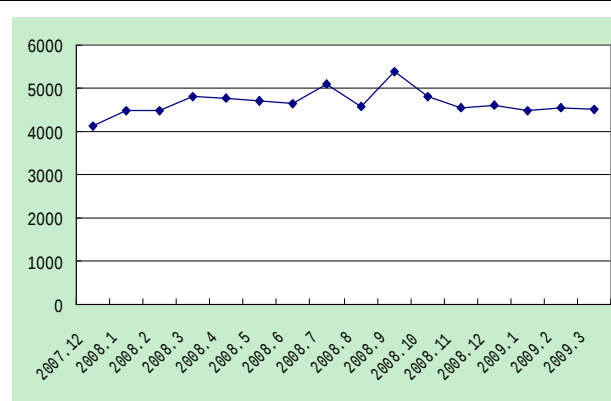


图 13: 西安商品房成交均价 (元)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

三、政策分析

一直以来,房地产市场都具有非常明显的政策市的特点。房价飞涨的时候,政府调控;楼市低迷的时候,政府救市。去年 10 月政府转变了对房地产市场严厉调控的态度而转为松绑。各地顺势推出了大力度的救市政策。从那个时候开始,地产股表现开始活跃,而部分城市的房地产成交量也明显回升。但是,房地产市场的低迷却依然没有结束,房价何时是底谁也难下定论。市场的观望仍在持续,未来的走势依然扑朔迷离。在国家陆续推出各大产业振兴规划之际,市场曾对房地产列入第十大产业振兴规划寄予厚望。

随着 2 月 25 日房地产行业挤入十大产业振兴规划的希望彻底破灭,人们又将希望投向两会。3 月 5 日国务院总理温家宝在作政府工作报告时表示,2009 年将促进房地产市场稳定健康发展。采取更加积极有效的政策措施,稳定市场信心和预期,稳定房地产投资,推动房地产业平稳有序发展。“两

会”传达出的政府对房地产行业的态度依然是“维稳”，维持房地产行业的健康稳定发展，防止大起大落。

最新数据显示，今年2月份，我国城镇固定资产投资累计同比增长26.5%，而房地产投资增速大幅下滑至1%，为1999年以来的最低值；房地产投资占固定资产投资的比重降至23.34%，仅低于1999年同期；2月份，进口商品总额当月同比下降24.10%，出口商品总额当月同比下降25.7%，进出口商品总额当月同比下降24.9%，创下1996年以来的历史最大跌幅；今年1-2月社会消费品零售总额累计20080.4亿元，同比增长15.2%，增幅回落5个百分点。

整体来讲，保经济增长8%的任务仍然十分严峻。在此形势下，关联产业多、GDP和就业拉动效应明显的房地产行业必然不会被政府遗忘。但是，在前期中央和地方已出台一系列强力措施的情况下，新的措施的出台必将十分谨慎。毕竟房地产行业受到了各社会阶层的普遍关注，也直接关系到民众的切身利益。因此，我们认为，政府后续政策的出台应选择更恰当的时机，并更多的着眼于市场规范的角度，着眼长远。

由于每年的2季度为传统的楼市旺季，加之开发商从顺应市场和自身发展的需要可能会进行的降价行为，以及之前各项政策的累积效应，我们预计2季度的销售情况可能相对较好。在这样的形势下，政府出台刺激房地产市场的政策的可能性很小。从短期内拉动投资和民生考虑，政策面会更多的侧重于保障性住房的建设。

图 14：固定资产投资

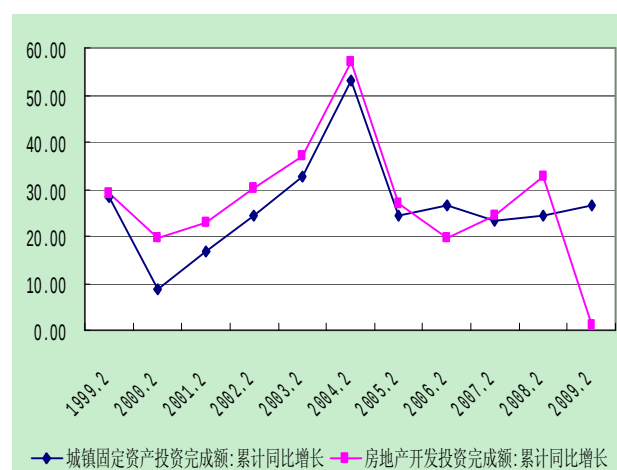
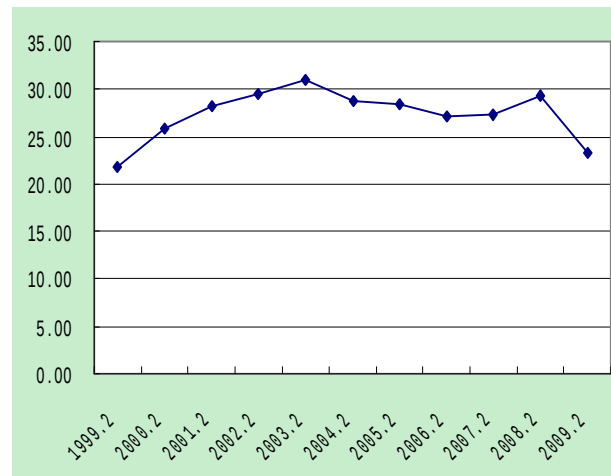


图 15：房地产投资/城镇固定资产投资 (%)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

图 16: 进出口

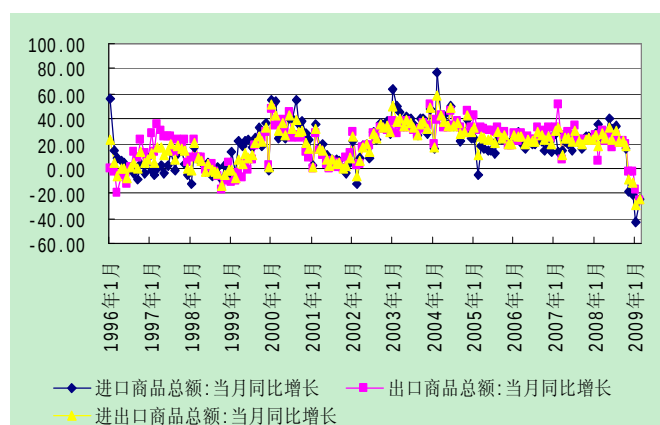
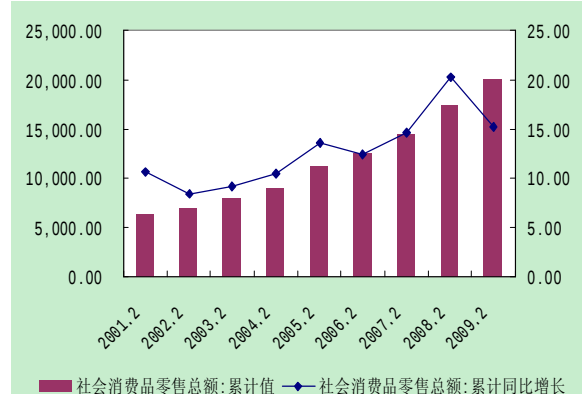


图 17: 社会消费品零售总额



数据来源: wind, 爱建证券研发部

四、房地产上市公司分析

我们从盈利能力、偿债能力、成长性 3 个方面对已公布年报的 28 家房地产上市公司进行了分析。

1、盈利能力

从已公布年报的 28 家房地产上市公司来看，其整体收益同比出现了下滑。其中每股收益同比下降了 14.34%；净资产收益率同比下降了 1.34 个百分点；销售毛利率微升 0.24 个百分点，销售净利率下降 0.67 个百分点。毛利率有下降趋势。

图 18: 每股收益 (元)

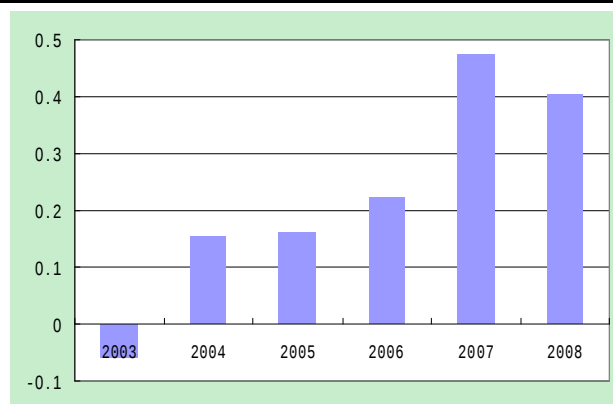
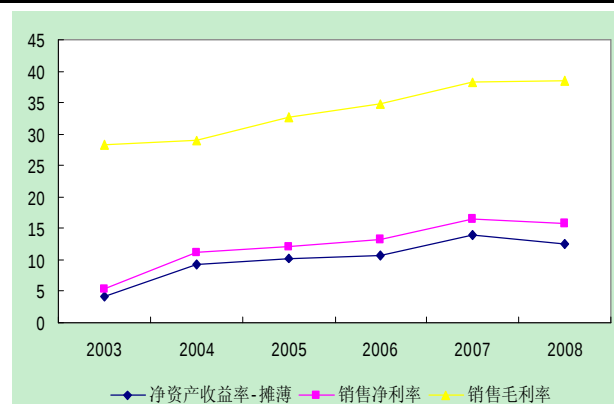


图 19: 收益率指标 (%)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

2、偿债能力

28 家已公布年报房地产上市公司整体的流动比率略有上升,但由于房地产市场低迷,大量库存积压,存货在其流动资产中占据了相当大的比例,从而使得其速动比率明显下滑;28 家公司的平均资产负债率为 63.75%,同比略有上升;带息债务占归属母公司股东的权益比为 98.6%,净负债率为 56.08%,同比均明显上升。整体来看,房地产企业的资金状况仍然较为严峻。

图 20: 流动比率和速动比率

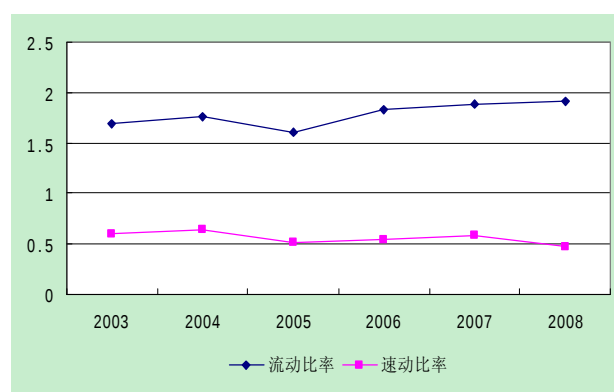
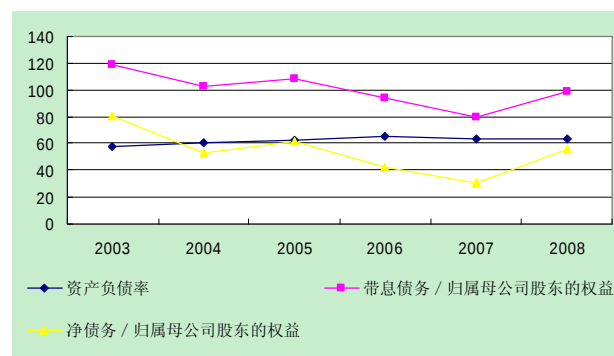


图 21: 负债率 (%)

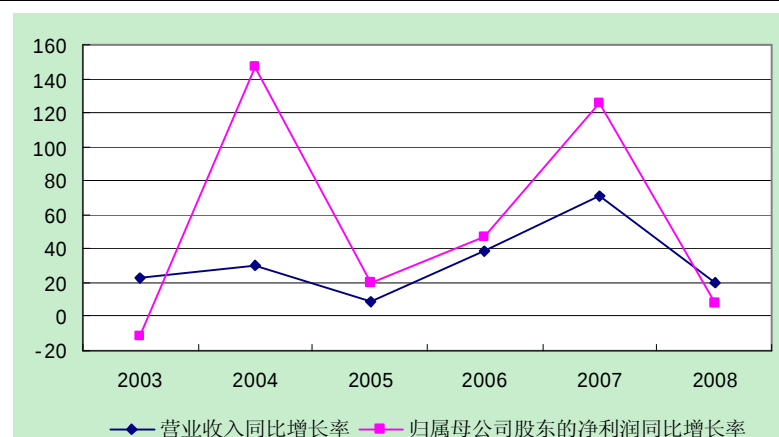


数据来源: wind, 爱建证券研发部

3、成长性

28 家公司的营业收入同比增速和净利润同比增速分别为 19.67%和 8.07%,分别同比下降了 50.8 个百分点和 117.59 个百分点,降幅惊人。

图 22: 营业收入和净利润同比增长率 (%)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

从已公布年报的 28 家房地产上市公司的情况来看，房地产公司目前资金状况仍然较为紧张，存货压力较大，毛利率有下滑趋势。

五、房地产板块估值分析

在政策调控下，房地产板块估值曾一度跌至历史相对低位。去年 10 月底中央推出楼市组合拳以来，板块表现一度较为活跃，估值也有所上移。

截止 2 月底国际 16 个主要国家的房地产平均 PE 在 20.57 倍；我国房地产板块 1998 年以来的平均 PE 为 50.5 倍；平均 PB 为 4.31；从 1998 年以来，房地产板块 PE 较上证 A 股的平均溢价在 41%，PB 较上证 A 股平均溢价在 13%。

截止 2009 年 3 月 25 日收盘，房地产板块 PE 为 27.52，较上证 A 股溢价 53.83%；市净率 3.24，较上证 A 股溢价 24.624%。从横向比较来看，目前房地产板块并不具估值优势；从行业纵向比较来看，房地产板块 PE 存在 45% 的折价，PB 存在 25% 的折价。由于房地产行业经过过去 10 年的高速增长，之后会进入一个增速趋稳的阶段。而 09 年房地产行业利润率的下滑，净利润增速也会显著下降，从而导致行业整体估值相对历史平均值的下移。综上，我们认为，目前房地产板块估值无论纵向还是横向比较都处于相对合理的位置，不高也不低，并不具有明显的估值优势。

图 23：市盈率

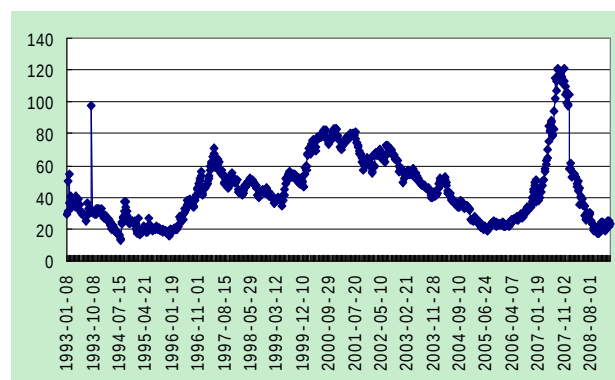
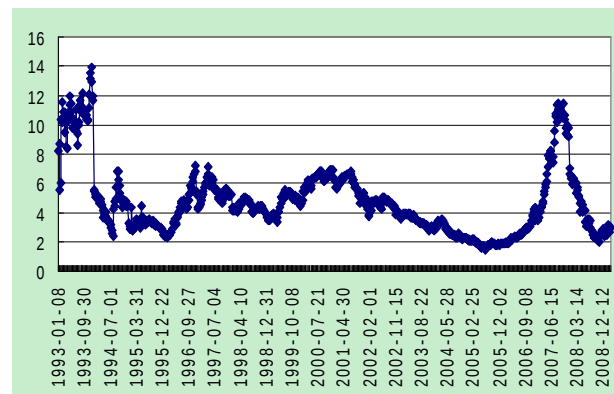


图 24：市净率



数据来源：wind，爱建证券研发部

六、房地产市场走势预判

整体来看，2009 年 2 季度房价面临继续下调的压力。各区域由于其前期调整幅度的不同，房价继

续调整的时间和幅度也有所不同。从成交量来看，尽管随着 2 月份部分城市成交量的连续回升，未来几个月成交量维持目前涨幅的可能性很小，但是由于 2008 年房地产市场成交的极度低迷，积聚了大量的刚性需求，这些被压抑的需求和 09 年正常的需求一起，在政策累积效应和开发商降价的刺激下，可能会在 2 季度这个传统的楼市旺季集中释放。因此，我们预计 2 季度房地产市场成交量会维持在一个相对较高的水平。另一方面，由于市场的低迷，开发商大都缩减了开工面积。以万科为例，公司计划 2009 年新开工面积 403 万平方米，较去年实际完成数下调约 23%。随着库存的消化和新增供应量的减少，未来楼市供求会渐趋平衡。

七、投资建议

尽管我们对 2 季度楼市的成交量相对乐观，但是由于自 08 年 10 月份楼市刺激政策出台以来，地产股已累积了相当的涨幅，目前估值已不具明显优势，我们谨慎看好 2 季度的地产股。

个股方面，随着政府在房地产业发展中的职能定位日益明晰，房地产市场二元甚至多元结构体系将逐步建立，日益规范的市场将更有利于大型品牌开发商的发展，基于此，我们继续推荐万科和保利地产。此外，张江高科 08 年业绩的稳定增长，让我们看到了其“一体两翼”发展战略在行业低迷期的抗风险能力，给与“推荐”评级。

证券简称	证券代码	公司 评级	每股收益（元）			PE		PB
			07	08	09	08 年	09 年	08 年
万科 A	000002	推荐	0.71	0.37	0.43	21.16	18.21	2.7
保利地产	600048	推荐	1.21	0.91	1.09	22.32	18.63	3.54
张江高科	600895	推荐	0.40	0.38	0.49	31.24	24.22	3.54

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5%以上

I 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。