

[2009. 4. 3]

房地产行业将先于宏观经济走出调整

— 房地产行业 09 年 2 季度投资策略报告

周户

86-10-5836 2768

zhouhu@bhq.com

- 核心观点:
- 房地产行业将先于宏观经济走出调整
 - 房地产行业领先宏观经济 2-4 个季度
 - 09 年商品房销售面积将持续回升, 有可能增长 31%

投资要点:

● 房地产行业将先于宏观经济走出调整

保经济增长需要拉动内需, 而商品房销售面积的持续回升则成为内需增长的重要组成部分。09 年商品房销售面积将持续释放, 尤其是二季度, 全年有可能同比增长 30% 以上; 而房地产行业周期较宏观经济短 10 个季度, 而且商品房需求, 商品房价格和商品房供给粘性依次增加, 因此, 商品房销售面积的持续回升, 将带动房价企稳, 新开工面积增加, 房地产开发投资回升, 房地产行业进入景气回升阶段, 率先于宏观经济走出调整。

● 从运行周期来看, 房地产行业领先于宏观经济 2-4 个季度

房地产行业周期较宏观经济短约 10 个季度, 房地产行业景气转变将快于宏观经济, 而且, 08 年, 房地产行业较宏观经济提前一个季度进行调整, 因此, 房地产行业较宏观经济, 具备率先走出调整的条件。而从房地产行业内部指标周期性来看, 若成交量持续回升, 本轮地产调整有可能进入销售面积回升, 房价企稳, 投资回升的景气回升阶段。总体上来看, 房地产行业领先于宏观经济 2-4 个季度, 房地产行业有可能率先走出调整。

● 09 年商品房销售面积将持续回升, 有可能增长 31%

中期来看, 商品房潜在需求旺盛。而 09 年, 累积的商品房需求可使目前成交量持续到 5 月份, 首次置业需求在二季度也将持续释放, 而改善型需求正在逐渐释放, 因此, 二季度成交量持续回升可能性较大; 而, 从保经济增长的角度, 09 年 6、7 月份有可能出台刺激改善型需求的政策, 将进一步保证商品房销售面积的可持续性。如果累积的商品房需求集中在 09 年释放, 同时改善型需求市场份额提高 5 个百分点, 首次置业需求维持 08 年水平, 09 年商品房销售面积将达到 8.14 亿平方米, 分别较 07、08 年增长 5.19% 和 31.06%, 因此 09 年商品房销售面积存在高增长的可能性。

● 买入: 万科和保利地产

若房地产行业景气度回升, 率先于宏观经济走出调整如我们所预期, 同时在流动性充裕, 资产为王时代来临的背景下, 受益最大的公司, 我们认为有三个, 首先, 市场份额较高, 而且提升能力较强的公司; 其次, 全国化程度较高, 产品能够覆盖改善型需求和首次置业需求的公司; 再次, 资金充裕, 资源整合能力较强的公司。买入万科和保利地产。

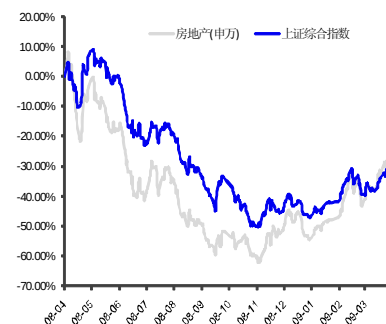
请务必阅读正文之后的免责条款部分

子行业评级

子行业名称	评级
房地产开发	看好

推荐公司

公司名称	评级
万科	买入
保利地产	买入
金地集团	买入
招商地产	中性



相关报告

《资产为王时代来临, 建仓房地产》——房地产行业 09 年一季度投资策略报告

《经济放缓, 地产上行》——房地产行业 09 年投资策略报告

《疯狂后的理性回归》——房地产行业 08 年四季度投资策略报告

《小房子, 大市场》——房地产行业专题报告之购房需求分析

《雾里看花, 花依美》——08 年下半年房地产投资策略报告

《景气与调控同行》——08 年房地产投资策略报告

《调控中成长》——07 年房地产行业深度研究报告

目 录

1. 商品房供给指标领先 GDP 约 4 至 5 个季度	5
2. 房地产行业有可能率先走出调整	6
2.1. 房地产行业有可能率先于宏观经济走出调整	7
2.2. 成交量持续回升，是行业进入景气回升阶段的关键	7
2.3. 房地产行业领先宏观经济 2-4 个季度	7
3. 商品房成交量回升是保经济增长的首要问题	8
3.1. 拉动内需为保经济增长唯一选择	8
3.2. 房地产开发投资回升是内需增长的重要组成部分	9
3.3. 销售面积的回升能够刺激房地产开发投资的上升	10
3.4. 销售面积的回暖将更快带动新开工面积的回升	10
4. 09 年商品房销售面积将持续回升	10
4.1. 商品住宅潜在需求旺盛	10
4.2. 累计商品房需求可持续释放到 09 年 5 月	11
4.3. 改善型需求是成交量持续回升的关键	11
4.4. 首次置业需求二季度将持续释放	14
4.5. 09 年商品房销售面积将持续回升	14
5. 房地产行业估值水平将提升 20%以上	15
5.1. 房地产板块涨跌幅与当期销售面积增长率一致	15
5.2. 行业估值水平将提升 20%以上	15
6. 行业评级及 09 年二季度房地产行业投资策略	16
6.1. 行业评级：看好	16
6.2. 09 年二季度房地产行业投资策略	16
7. 上市公司推荐	16

图目录

图 1: GDP 与滞后 4 个季度房地产开发投资增速	5
图 2: GDP 与滞后 2 个季度土地购置面积增速	6
图 3: GDP 与滞后 5 个季度土地开发面积增速	6
图 4: 滞后 4 个季度 GDP 与住宅销售均价增速	6
图 5: 滞后 4 个季度 GDP 与住宅销售面积增速	6
图 6: 滞后 6 个季度 GDP 与商品房销售均价增速	6
图 7: 滞后 4 个季度 GDP 与商品房销售面积增速	6
图 8: 宏观经济与房地产季度同比增长率变动趋势比较	8
图 9: 1992 年以来房地产开发投资在内需中的比重	9
图 10: 房地产开发投资对 GDP 贡献率分析	9
图 11: 中国进出口同比增长率	9
图 12: 住宅销售面积中个人购买所占比重	11
图 13: 仅考虑累计商品房需求, 3-5 月份同比增长率	11
图 14: 08 年 7 月以来, 商品房成交套均面积变动情况	12
图 15: 改善型需求在成交面积中的比重	13
图 16: 改善型需求在成交套数中的比重	13
图 17: 1991 年以来, 二季度商品房销售面积与一季度的比	14
图 18: 房地产板块季度涨跌幅与销售面积季度同比增长率趋势比较	15
图 19: 00 年以来房地产行业相对全部 A 股溢价率	16
图 20: 各行业 PE09 比较	16

表目录

表 1: 房地产各项指标增速与 GDP 增速之间领先与滞后情况分析	5
表 2: 房地产各项指标与 GDP 之间周期比较	7
表 3: 内需与外需对经济增长的弹性比较	8
表 4: 房地产开发投资与商品房销售面积相关系数及弹性系数分析	10
表 5: 新开工面积与商品房销售面积相关系数及弹性系数分析	10
表 6: 改善型需求市场份额变化带动商品房销售面积增长的敏感性分析	13
表 7: 房地产板块季度涨跌幅与销售面积季度同比增长率的相关系数	15

1. 商品房供给指标领先 GDP 约 4 至 5 个季度

我们在 2008 年 11 月 28 日《经济放缓，地产上行》报告中分析出，无论商品房供给指标，还是需求指标与当期 GDP 并不存在严格的一致性，而且 GRANGE 因果关系并不明显。影响商品住宅供求的因素也不仅仅为 GDP。然而，房地产各项指标增速与 GDP 增速存在领先与滞后关系，如表 1 所示。房地产行业的先导性主要体现在商品房供给指标上，领先 GDP 约 4 至 5 个季度，而需求指标则滞后于 GDP 约 4 个季度，房价也滞后于 GDP 约 4 个季度。

表 1: 房地产各项指标增速与 GDP 增速之间领先与滞后情况分析

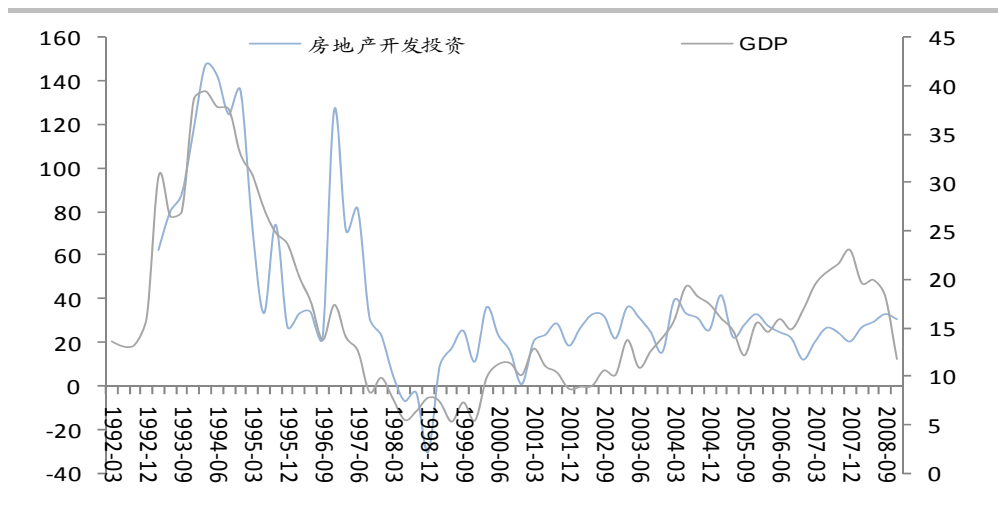
(年, 季度)	领先 GDP 年数	领先 GDP 季度数	最大相关系数	弹性系数
开发投资	1	1 至 4	0.835	0.189
住宅销售面积	-2	-4 至 -5	0.131	3.595
住宅销售均价	----	-4	0.365	0.534
商品房销售均价	----	-6	0.45	0.233
商品房销售面积	----	-4	----	2.679
土地开发面积	4	2 至 5	----	0.395
土地购置面积	2-4 年	2 个以上	----	0.655

注: 1. 商品房及住宅销售面积与均价的弹性系数是指其对 GDP 滞后期的弹性; 其他弹性系数为 GDP 对房地产指标滞后期的弹性。

2. 年度数据, 从 1987 年至 2008 年, 其中土地开发及购置面积数据则从 1997 年至 2008 年; 季度数据为 1992 年一季度到 2008 年四季度, 其中土地开发及购置面积数据则从 1999 年一季度到 2008 年四季度。

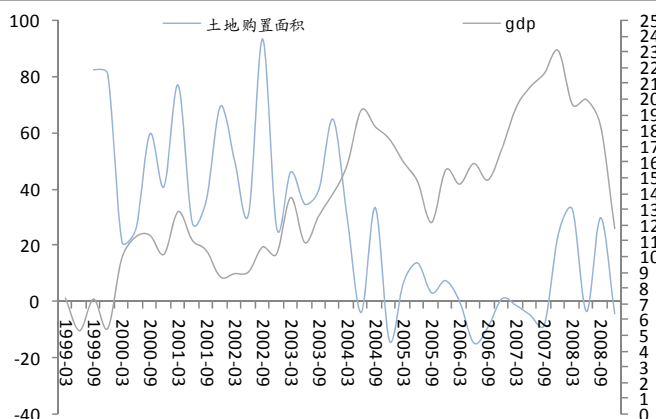
数据来源: 中经网, 渤海证券研究所

图 1: GDP 与滞后 4 个季度房地产开发投资增速 %



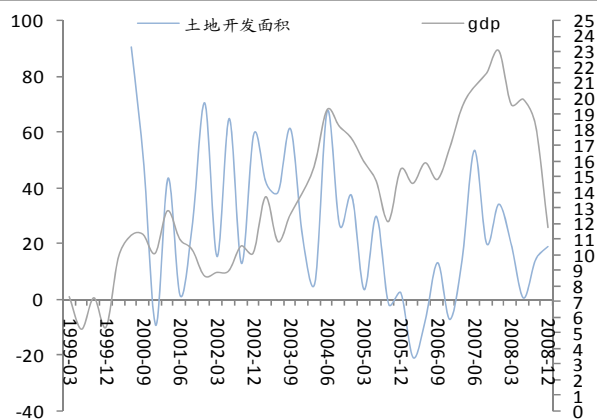
数据来源: 中经网, 渤海证券研究所

图 2: GDP 与滞后 2 个季度土地购置面积增速 %



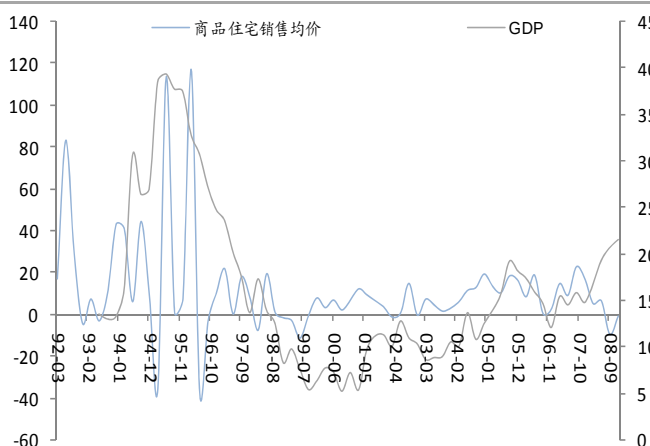
数据来源: 渤海证券研究所

图 3: GDP 与滞后 5 个季度土地开发面积增速 %



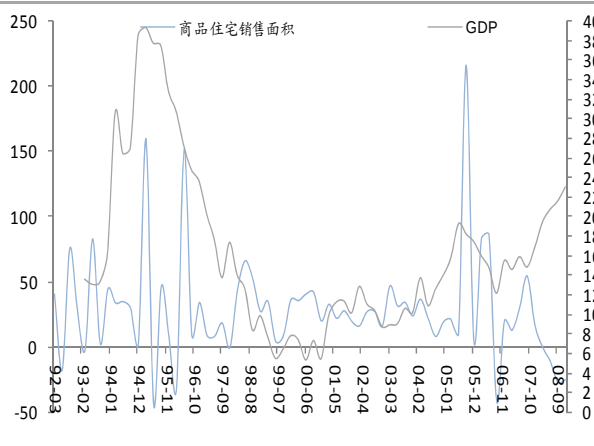
数据来源: 渤海证券研究所

图 4: 滞后 4 个季度 GDP 与住宅销售均价增速 %



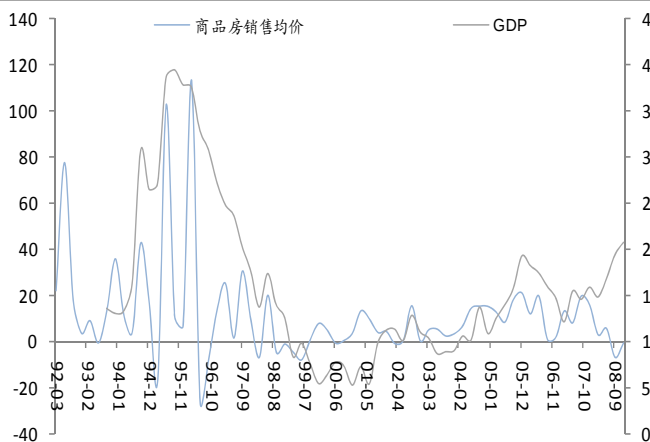
数据来源: 渤海证券研究所

图 5: 滞后 4 个季度 GDP 与住宅销售面积增速 %



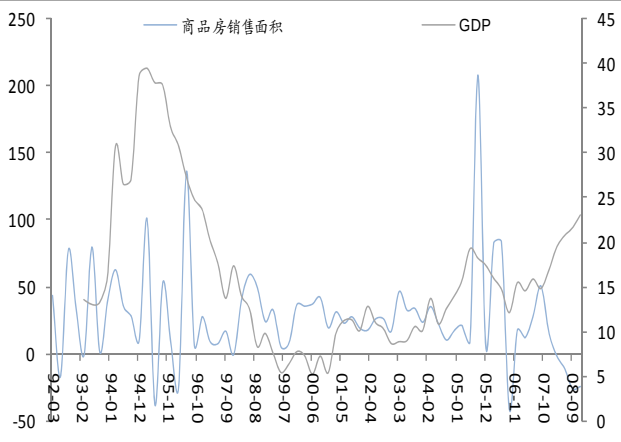
数据来源: 渤海证券研究所

图 6: 滞后 6 个季度 GDP 与商品房销售均价增速 %



数据来源: 渤海证券研究所

图 7: 滞后 4 个季度 GDP 与商品房销售面积增速 %



数据来源: 渤海证券研究所

2. 房地产行业有可能率先走出调整

房地产行业周期较宏观经济短约 10 个季度，房地产行业景气转变将快于宏观经济，而且，08 年，房地产行业较宏观经济提前一个季度进行调整，因此，房地产行业较宏观经济，具备率先走出调整的条件。而从房地产行业内部指标周期性来看，若成交量持续回升，本轮地产调整有可能进入销售面积回升，房价企稳，投资回升的景气回升阶段。总体上来看，房地产行业领先于宏观经济 2-4 个季度，房地产行业有可能率先走出调整。

2.1. 房地产行业有可能率先于宏观经济走出调整

从周期来看，无论长周期还是短周期，房地产行业周期较宏观经济短约 10 个季度，在一轮宏观经济周期中，有可能蕴含着两个房地产周期（如图 8 中 92-98 年），因此，房地产行业景气转变将快于宏观经济。而且，08 年，房地产行业较宏观经济提前一个季度进行调整，因此，房地产行业较宏观经济，具备率先走出调整的条件。

2.2. 成交量持续回升，是行业进入景气回升阶段的关键

从房地产行业内部周期来看，商品房供给指标较商品房需求粘性更强，至少长 2.5 个季度，而房价波动周期最短，但短周期来看，销售面积最短，因此，有可能，商品房销售面积先波动，紧接着房价波动，最后商品房供给波动。这基本符合本轮向下调整的特征，而若未来几个月延续 3 月以来的商品房销售面积的回升，有可能带动房价的企稳以及商品房供给的回升。因此，如果商品房销售面积能够持续，房地产行业将进入景气回升阶段。

表 2：房地产各项指标与 GDP 之间周期比较

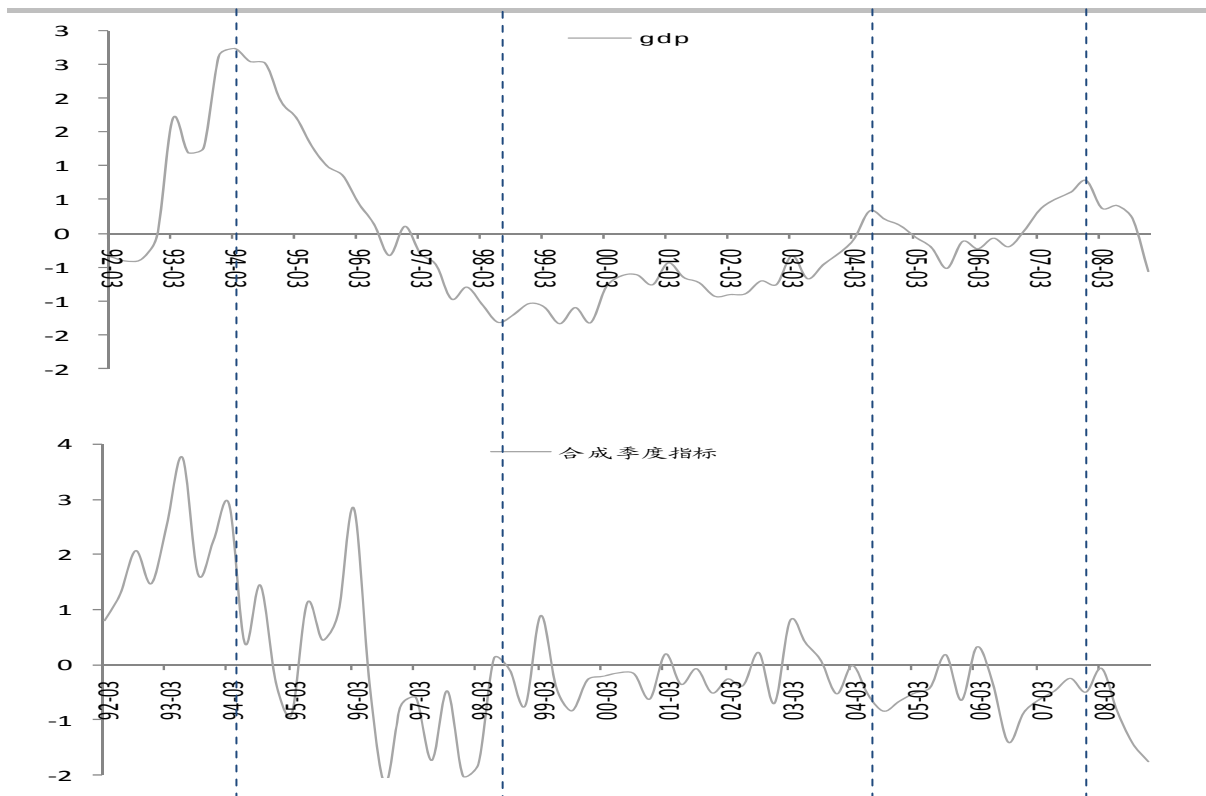
(季度)		长周期	短周期
宏观经济	GDP	40-48	12-20
商品房需求	住宅销售面积	8-12	2.5
	销售面积	8-10	2.5-2.7
商品房供给	开发投资	24-32	10
	新开工面积	20-25	5
	竣工面积	33	2.86
商品房价格	住宅销售均价	6.67	3
	销售均价	6.67	3
房地产行业	房地产合成指标	22-33	10

数据来源：CEIC，渤海证券研究所

2.3. 房地产行业领先宏观经济 2-4 个季度

无论宏观经济上升还是下降，房地产行业都存在先导性，领先宏观经济约 2-4 个季度，但房地产行业的波动弹性更大。

图 8：宏观经济与房地产季度同比增长率变动趋势比较



数据来源：渤海证券研究所

3. 商品房成交量回升是保经济增长的首要问题

3.1. 拉动内需为保经济增长唯一选择

如表 3 所示，即使考虑到 2001 年年末加入世界贸易组织，内需（消费和投资）仍然是拉动中国经济增长的主要力量。在外需放缓以及贸易保护主义抬头的情况下，拉动内需成为保经济增长的唯一选择。

表 3：内需与外需对经济增长的弹性比较

样本区间	1991 年 2 季度-2008 年 4 季度		02 年 1 季度-08 年 4 季度	
因变量	Log(GDP)		Log(GDP)	
统计回归结果:				
自变量	回归参数估计	p 值	回归参数估计	p 值
Log(内需*)	0.77	0.00	0.61	0.00
Log(出口)	0.04	0.45	0.09	0.35
常数项	2.42	0.03	3.65	0.00
调整后的 R 平方	0.98		0.96	

D-W 统计值

1.61

1.72

注：*为城镇固定资产投资与社会消费品总额之和。

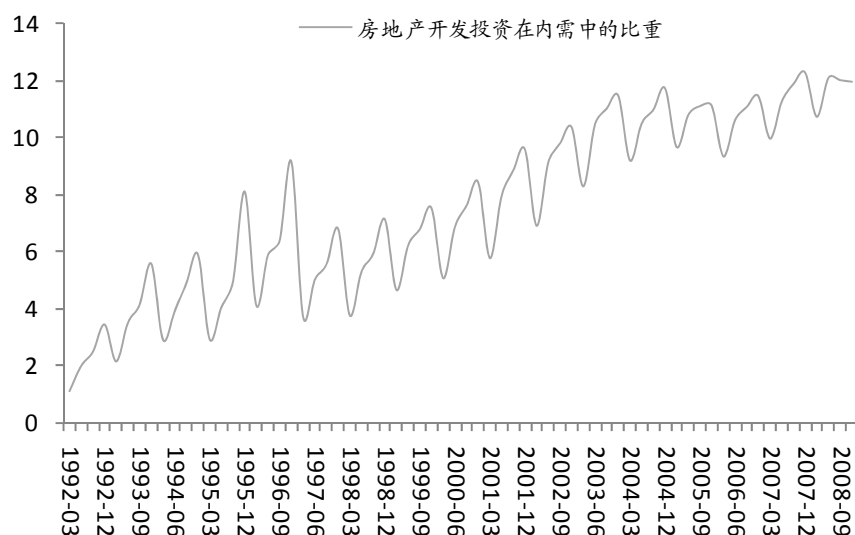
数据来源：CEIC，渤海证券研究所

3.2. 房地产开发投资回升是内需增长的重要组成部分

而截止 2008 年年末，房地产开发投资在内需中的比重已达到 11.91%，从 99 年以来，房地产开发投资对 GDP 的贡献率基本都在 10%以上，而且 GDP 对房地产开发投资的弹性系数为 0.58。因此，房地产开发投资回升是内需的增长的重要组成部分。

图 9：1992 年以来房地产开发投资在内需中的比重

%

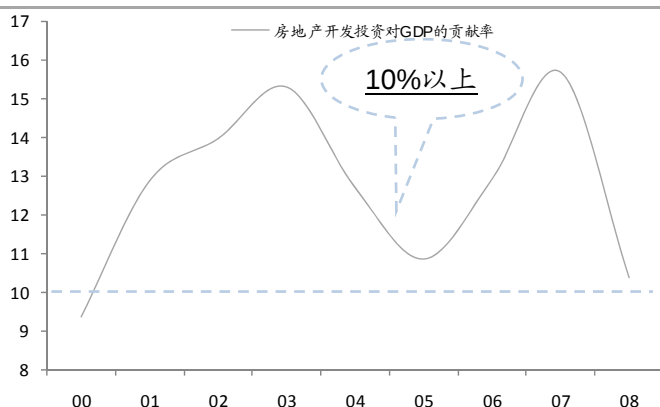


注：内需为城镇固定资产投资与与社会消费品总额之和。

数据来源：中经网，渤海证券研究所

图 10：房地产开发投资对 GDP 贡献率分析

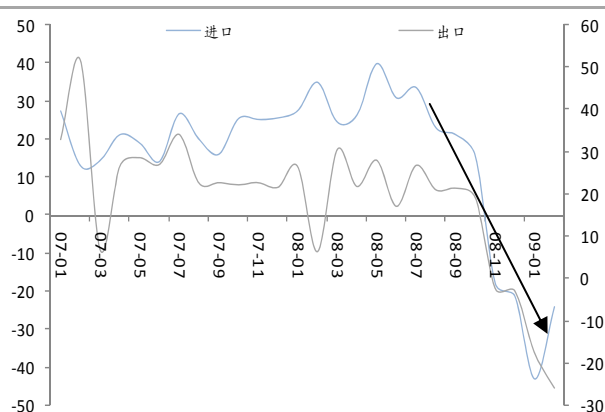
%



数据来源：渤海证券研究所

图 11：中国进出口同比增长率

%



数据来源：渤海证券研究所

3.3. 销售面积的回升能够刺激房地产开发投资的上升

房地产开发投资与当期和滞后 5 月的商品房销售面积相关性分别为 0.84 和 0.68，同时商品房销售面积是房地产开发投资的原因也经过检验，再从弹性角度来看，当期和滞后 5 月的销售面积相对更大，而且显著。因此，当期和滞后 5-6 个月的商品房销售面积是影响当期的房地产开发投资的主要因素。09 年前 2 月，全国商品房销售面积同比下降-0.25%，降幅明显缩窄，3 月份部分城市已同比上升。若成交量持续，最迟 09 年 8 月份房地产开发投资将回升。

表 4：房地产开发投资与商品房销售面积相关系数及弹性系数分析

商品房销售面积滞后期	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8	-9	-10
相关系数	0.84	0.60	0.59	0.59	0.63	0.68	0.64	0.62	0.64	0.64	0.64
弹性系数	0.57	---	---	---	---	0.14	0.10	---	0.13	---	---

注：1. 相关系数是依据 91 年 2 月至 08 年 12 月单月数据计算所得；
2. 由于月度统计数据，没有 1 月份的统计数据，因此滞后期只有 10 个；
3. 弹性系数是依据 96 年 7 月至 08 年 12 月单月数据计算所得。

数据来源：渤海证券研究所

3.4. 销售面积的回暖将更快带动新开工面积的回升

从新开工面积来看，与销售面积因果关系同样通过检验，同时，与近期销售面积相关性更大，因此，商品房销售面积的转暖刺激新开工面积的时滞更短。

表 5：新开工面积与商品房销售面积相关系数及弹性系数分析

商品房销售面积滞后期	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8	-9	-10
相关系数	0.83	0.59	0.53	0.49	0.54	0.57	0.49	0.41	0.40	0.36	0.35
弹性系数	0.50	---	0.14	---	---	0.14	---	---	---	---	---

注：1. 相关系数及弹性系数是依据 96 年 7 月至 08 年 12 月单月数据计算所得；
2. 由于月度统计数据，没有 1 月份的统计数据，因此滞后期只有 10 个；

数据来源：渤海证券研究所

4. 09 年商品房销售面积将持续回升

4.1. 商品住宅潜在需求旺盛

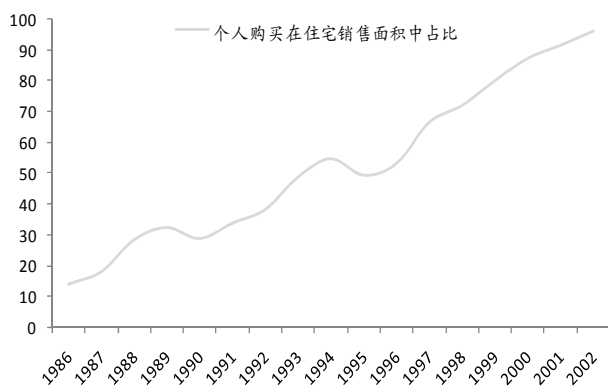
我们在 2008 年 8 月 27 日《小房子，大市场》中的分析了，存量住宅需求可使住宅行业持续 6.48 年，而增量住宅需求则进一步使住宅行业持续 9.26 年。另外，中国城市化进程远未结束，由此带来的商品住宅需求也将持续。因此，商品住宅潜在需求旺

盛，行业中长期向好仍有基础。

4.2. 累计商品房需求可持续释放到 09 年 5 月

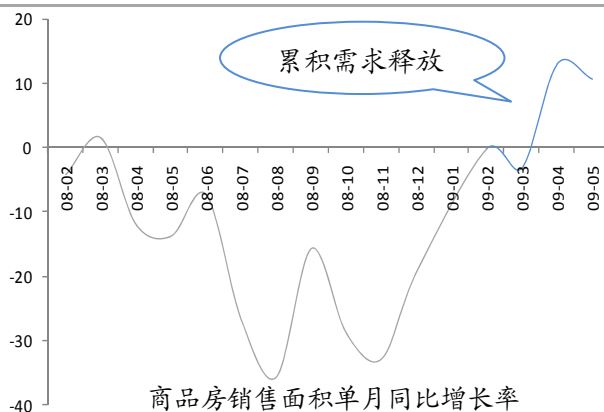
1997 年 7 月亚洲金融危机爆发，1998 年中国经济受到影响，而同年实行房改，但个人购房在住宅销售面积中的比重，2001 年才达到 90%以上，行业的市场化程度提高。剔除 2005 年预售制度取消预期导致销售面积激增的影响，01-06 年商品房销售面积年均增长 15.09%。依此计算，07 年商品房销售面积多增 6166.2 万平方米，08 年少增 19838.74 万平方米，二者合计约 13672.55 万平方米，即为 08 年积累的商品房需求。2009 年前两月成交量为 5131.23 万平方米，积累的需求可持续 2.66 个月；即使按照 07 年 3-11 月月均销售面积 6087.27 万平方米计算，积累的需求可持续 2.25 个月。也就是，仅累积的商品房需求，可持续释放到 09 年 5 月份，保证 09 年 4、5 月份成交量同比增长率在 10%以上。

图 12: 住宅销售面积中个人购买所占比重 %



数据来源：渤海证券研究所

图 13: 仅考虑累计商品房需求，3-5 月份同比增长率



数据来源：渤海证券研究所

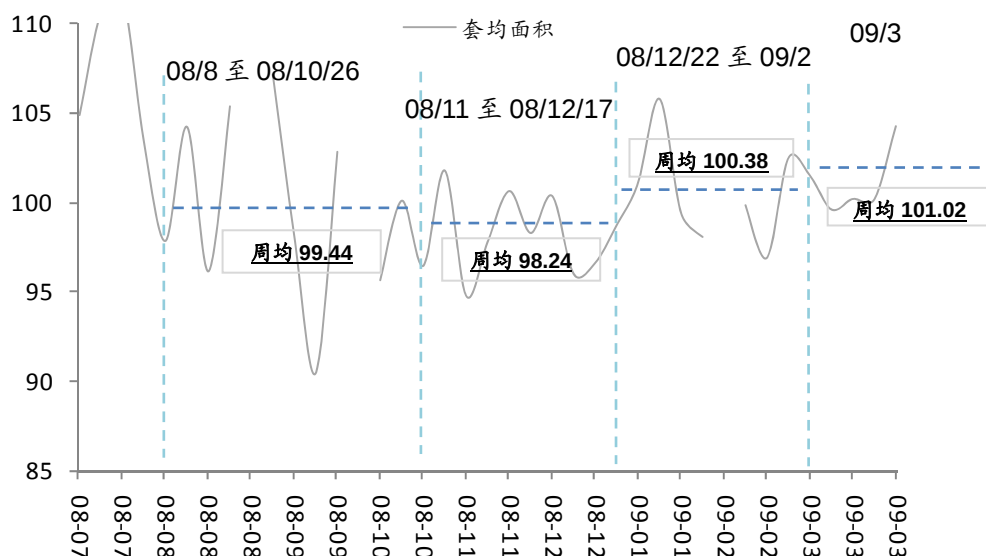
4.3. 改善型需求是成交量持续回升的关键

政策刺激了改善型需求有所回升

依据商品房成交套均面积，08 年 8 月以来，经济危机日渐人心，改善型住房有效需求有所下降，而 10 月 22 日和 12 月 17 日房地产新政部分刺激了改善型需求的释放（如图 14，不同时间段成交套均面积的变化），09 年 3 月份进一步提升，因此，政策刺激了改善型需求有所回升。

图 14: 08 年 7 月以来, 商品房成交套均面积变动情况

平方米/套



- 注: 1. 08/8 至 08/10/26 为奥运会期间及结束, 金融危机日渐人心的阶段;
2. 08/11 至 08/12/17 为 10 月 22 日财政新政对居民首次改善型普通自住房提供贷款优惠和首付比例下调;
3. 08/12/22 至 09/2 为 08 年 12 月 17 日房地产新政, 对购买第二套普通自住房实行首套优惠政策。
4. 套均面积为深圳、北京、天津、南京、上海、苏州、重庆、青岛、成都、长沙、杭州、福州和厦门等 13 个城市商品房成交面积之和与成交套数的比。其中南京和长沙为商品住宅。

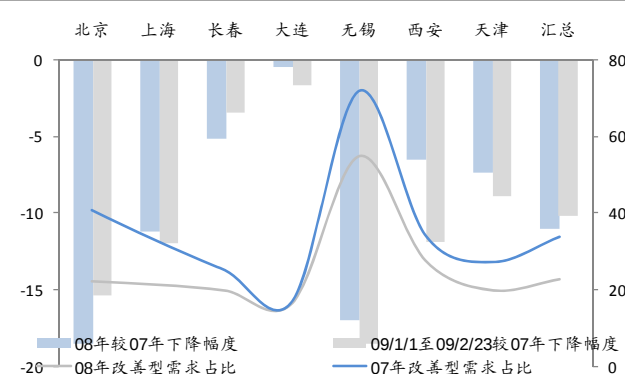
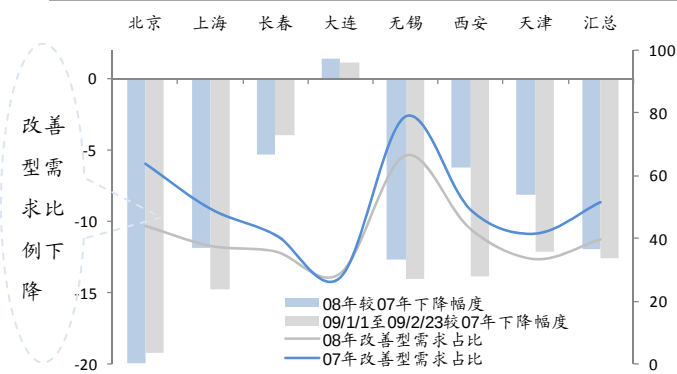
数据来源: CEIC, 渤海证券研究所

改善型需求在释放, 但效果不明显

在此, 我们假定市场需求为首次置业需求和改善型需求, 其中购买 120 平方米以上商品房的需求为改善型, 120 平方米以下为前者。如图 15 和 16 所示, 07 年 9 月 27 日的二套房政策, 90/70 政策和经济危机对中国影响不断显现, 以下 7 座城市合计, 08 年改善型需求在商品房成交面积和成交套数中的比重较 07 年 (07 年二指标分别为 51.58% 和 33.97%) 分别下降了约 11.9 和 11.02 个百分点, 09 年 1 月 1 日至 09 年 2 月 23 日 (此期间, 二指标分别为 39.04% 和 23.8%) 较 07 年则分别下降 12.54 和 10.18 个百分点。从改善型需求在商品房成交套数中的比重来看, 09 年较 08 年降幅收窄; 从城市来看, 降幅收窄的有北京和长春, 改善型需求在释放, 但效果不明显。目前仅北京和兰州对 90/70 政策有所放松, 预计未来将有更多的城市出台政策刺激改善型需求。

图 15: 改善型需求在成交面积中的比重 %

图 16: 改善型需求在成交套数中的比重 %



注：07 年 9 月 27 日《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，提高二套房首付比例和贷款利率。

数据来源：渤海证券研究所

数据来源：渤海证券研究所

改善型需求市场份额提高 1 个百分点，商品房销售面积将增长 1.69%

而 08 年和 09 年前 2 月改善型需求市场份额较 06 年下降的幅度相比 07 年更大。因此,假设出台刺激改善型需求的政策使得改善型需求市场份额提高 1 个百分点,将带动全国商品房销售面积增长 1.69%,可使当前销售面积持续 0.2 个月,若提高 5 个百分点,销售面积将增长 9.04%,可使当前销售面积持续 1.09 个月;而若改善型需求市场份额下降 5%,将使商品房销售面积下降 7.65%。因此,若针对改善型需求的政策维持不变,将相当于视 40%的市场需求而不顾,而刺激改善型需求将助推商品房需求持续。

表 6: 改善型需求市场份额变化带动商品房销售面积增长的敏感性分析

(%, 亿平方米)	08 年 比重	08 年 面积	09 年改善型需求市场份额变动幅度										
			-10	-8	-5	-3	-1	1	3	5	8	10	15
改善型需求	39.67	2.46	29.67	31.67	34.67	36.67	38.67	40.67	42.67	44.67	47.67	49.67	54.67
			-35.84	-29.51	-19.29	-11.94	-4.11	4.25	13.19	22.78	38.54	50.08	83.41
			1.58	1.74	1.99	2.17	2.36	2.57	2.79	3.02	3.41	3.70	4.52
首次置业刚性需求	60.33	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
09 年销售面积	----	-----	5.33	5.48	5.73	5.91	6.11	6.31	6.53	6.77	7.16	7.44	8.26
09 年同比增长率	----	-----	-14.22	-11.71	-7.65	-4.74	-1.63	1.69	5.23	9.04	15.29	19.87	33.09
销售面积新增月数			-1.72	-1.42	-0.93	-0.57	-0.20	0.20	0.63	1.09	1.85	2.40	4.00

注：1.假设 09 年首次置业刚性需求维持 08 年规模;

2. 假设全国改善型需求 08 年所占市场份额比重与图 18 中 7 座城市汇总后的 08 年比重相同。

2.无底纹加粗行（第三行）为市场份额提高幅度对应下的 09 年改善型需求市场份额；

3. 深蓝色底纹行（第四行）为市场份额提高幅度对应下的 09 年改善型需求较 08 年增长率;

4. 灰色底纹未加粗行（第五行）为市场份额提高幅度对应下的 09 年改善型需求购买商品房面积;

5. 砖红色底纹行（倒数第三行）为市场份额提高幅度对应下 09 年商品房销售面积;

6. 倒数第二行为市场份额提高幅度对应下 09 年商品房销售面积同比增长率。

7. 最后一行为市场份额提高幅度对应下,依 09 年前两个月销售面积之和计算的,当前销售面积持续的月数。

数据来源：渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

13 of 21

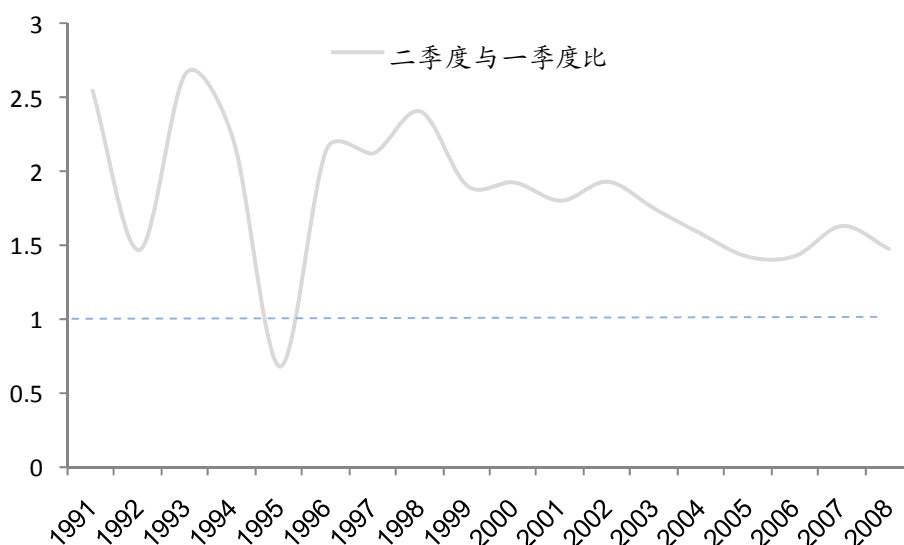
最迟 09 年 6 月份，将出台进一步刺激改善型需求的政策

如上文分析，积累的刚性需求可使商品房销售面积持续到 09 年 5 月份。而房地产开发投资与当期和滞后 5-6 个月的销售面积相关性较大。若 6、7 月份商品房销售面积不能持续，09 年房地产开发投资下降将成为必然。而面对出口的下降，保增长的攻坚力量内需，再面对房地产开发投资的负增长，将雪上加霜。因此，改善型需求是成交量持续回升的关键，同时为了保经济增长，最迟 09 年 6 月份将会出台刺激改善型需求的政策，诸如二套房政策进一步放宽。

4.4. 首次置业需求二季度将持续释放

09 年二季度仍是政策效果的释放期，同时如图 17 所示，二季度为传统的消费旺季，再加上开发商的促销以及小户型的推盘（见 2008 年 11 月 28 日《经济放缓，地产上行》和 2009 年 2 月 11 日《资产为王时代来临，建仓房地产》），因此，首次置业刚性需求在二季度仍将继续释放。而 09 年下半年，经济预期好转，流动性充裕以及成交量回升刺激购房预期好转等，使得首次置业需求存在持续释放的可能性。

图 17: 1991 年以来，二季度商品房销售面积与一季度的比 %



数据来源：CEIC，渤海证券研究所

4.5. 09 年商品房销售面积将持续回升

中期来看，商品房潜在需求旺盛。而 09 年，累积的商品房需求可使目前成交量持续到 5 月份，首次置业需求在二季度也将持续释放，而改善型需求正在逐渐释放，因此，二季度成交量持续回升可能性较大；而，从保经济增长的角度，09 年 6、7 月份有可能出台刺激改善型需求的政策，将进一步保证商品房销售面积的可持续性。如果累积的商品房需求集中在 09 年释放，同时改善型需求市场份额提高 5 个百分点，首次置业需求维持 08 年水平，09 年商品房销售面积将达到

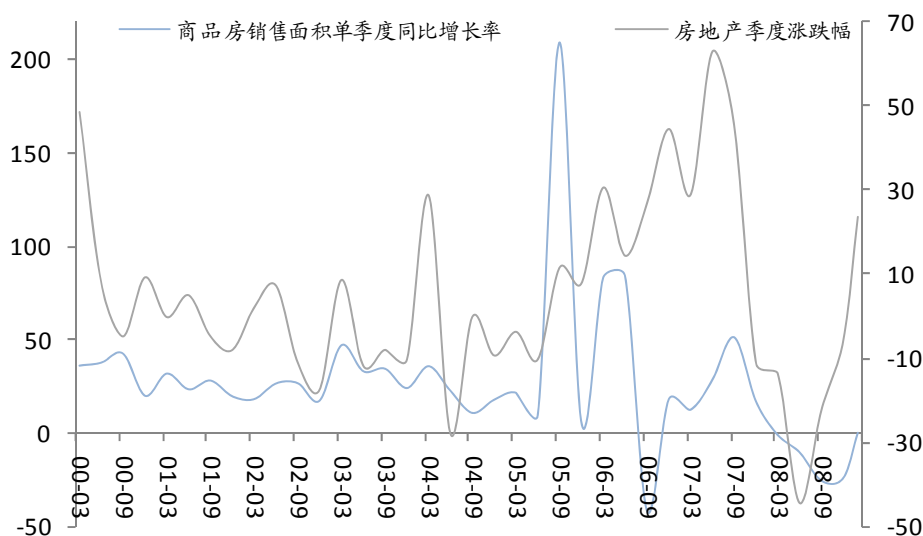
8.14 亿平方米，分别较 07、08 年增长 5.19%和 31.06%，因此 09 年商品房销售面积存在高增长的可能性。

5. 房地产行业估值水平将提升 20%以上

5.1. 房地产板块涨跌幅与当期销售面积增长率一致

从季度增长趋势来看，如图 18，房地产板块的涨跌幅与商品房销售面积的增长率较为一致。从相关系数来看，房地产板块的涨跌幅，与当期销售面积的增长率相关性较大。

图 18: 房地产板块季度涨跌幅与销售面积季度同比增长率趋势比较 %



注：房地产板块是指申万二级房地产开发；涨跌幅为成分股季度间涨跌幅。

数据来源：CEIC，渤海证券研究所

表 7: 房地产板块季度涨跌幅与销售面积季度同比增长率的相关系数

	当期	滞后一期	滞后二期	滞后三期	滞后四期
相关系数	0.26	0.01	0.24	0.00	0.19

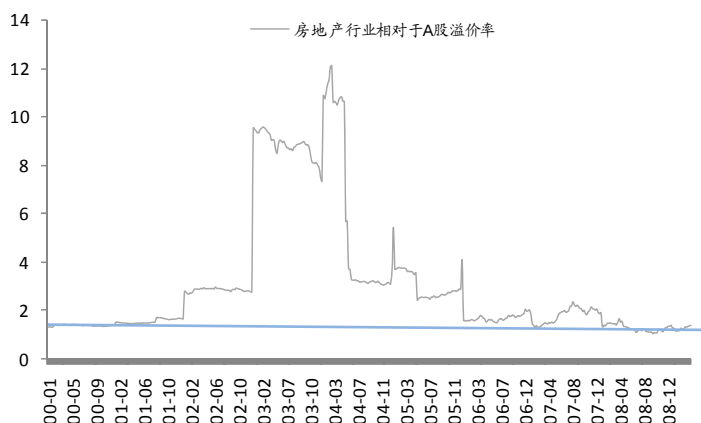
数据来源：WIND，渤海证券研究所

5.2. 行业估值水平将提升 20%以上

从估值水平来看，目前房地产行业平均 PE 为全部 A 股 1.38 倍，低于 06、07 年的 1.69 和 1.81 倍。依据 wind 统计，房地产行业 PE09 分别为 19.53 倍，为全部 A 股的 1.15 倍。从销售面积增长率来看，如果不考虑 08 年积累的购房需求和改善型需求的释放，09 年商品住宅销售面积约同比增长 7.06%（见 2009 年 2 月 11 日《资产为王时代来临，建仓房地产》），基本和 06 年的 9.23%相当，再考虑到累积购房需求和改善型需求的释放，行业进入成交量回升，房价企稳，投资回升的周期，行业景气度

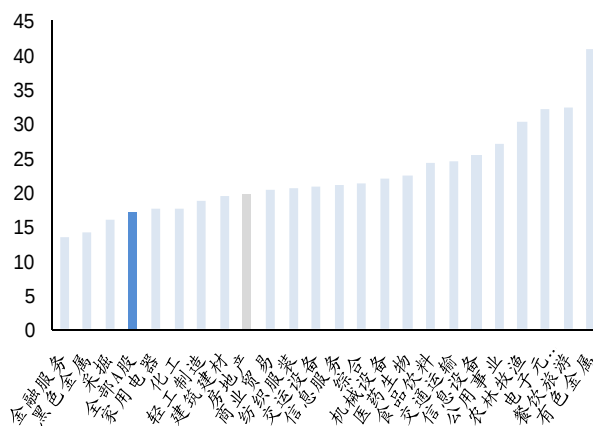
将有所提高，而房地产行业相对于宏观经济率先走出调整，理应享受高于全部 A 股的估值水平。因此，房地产行业估值水平将有 20%以上的提升。

图 19: 00 年以来房地产行业相对全部 A 股溢价率



数据来源：渤海证券研究所

图 20: 各行业 PE09 比较



数据来源：渤海证券研究所

6. 行业评级及 09 年二季度房地产行业投资策略

6.1. 行业评级：看好

保经济增长需要拉动内需，而商品房销售面积的持续回升则成为内需增长的重要组成部分。09 年商品房销售面积有可能持续释放，尤其是二季度；若累积需求集中在 09 年释放，改善型需求市场份额 09 年提高 5 个百分点，商品房销售面积将达到 8.14 亿平方米，分别较 07、08 年增长 5.19%和 31.06%。而房地产行业周期较宏观经济短 10 个季度，而且商品房需求，商品房价格和商品房供给粘性依次增加，因此，商品房销售面积的持续回升，将带动房价企稳，新开工面积增加，房地产开发投资回升，房地产行业进入景气回升阶段，率先于宏观经济走出调整。另外，在流动性充裕的背景下，房地产行业的率先回暖，将坚定我们在 2009 年 2 月 11 日《资产为王时代来临，建仓房地产》的判断，资产为王时代来临。因此，无论从行业运行周期角度，还是从资源整合及价值提升角度，我们**维持房地产行业看好评级**。

6.2. 09 年二季度房地产行业投资策略

若房地产行业景气度回升，率先于宏观经济走出调整如我们所预期，同时在流动性充裕，资产为王时代来临的背景下，受益最大的公司，我们认为有三个，首先，市场份额较高，而且提升能力较强的公司；其次，全国化程度较高，产品能够覆盖改善型需求和首次置业需求的公司；再次，资金充裕，资源整合能力较强的公司。

7. 上市公司推荐-万科、保利地产

蓄谋 2009，资产为王

——万科深度价值投资分析报告

✍ 周户

☎ 86-10-5836 2768

✉ zhouhu@bhqz.com

核心观点:

- 09年有200亿元资金用于资源整合
- 09年业绩保障性提高

投资要点:

● 把握市场趋势能力强，品牌优势明显

经历了 06、07 年市场的疯狂，08 年行业需求趋向主流，而万科 08 年采取聚焦主流的策略，另外，08 年年初率先降价，小户型积极推盘，开竣工计划的迅速调整等都凸显万科优秀的把握市场趋势能力和灵敏的应变能力。此外，优秀品牌，丰富的土地储备，项目布局全中国，多渠道的融资能力和从业经验丰富管理层，铸就了万科的竞争优势。

● 短期资金压力上升，09 年有 200 亿元资金可用于资源整合

短期现金盈余 21.11 亿元，较 07 年下降 63.41 亿元。而扣除预收帐款后的资产负债率提高 2.85 个百分点，而一年内借款与长期借款的比由 07 年的 0.53 提高到 1.95，公司短期资金压力上升。截至 2008 年 12 月 31 日，公司已签合同未付的约定资本项目支出为 232 亿元，而公司计划 09 年新开工面积下降 23%，预计 09 年公司还需支付工程款约 60.45 亿元。因此，在不考虑税费支出的情况下，09 年公司资本性支出约 292.45 亿元。而预计公司 09 年房地产项目销售金额为 494.39 亿元，因此，在维持现有长期借款规模的情况下，公司约有 200 亿元资金用于资源整合。

● 09 年业绩保障性有所提高

公司 08 年市场份额较 07 年提升 0.12 个百分点。考虑到 09 年将是市场份额争夺以及品牌优势凸显的一年，同时竞争更加激烈，假设公司 09 年市场份额进一步提升 0.12 个百分点，预计 09 年房地产项目销售金额同比上涨 3.28%，优于行业的 1.71%。09 年前两月，万科实现销售面积同比增长 88.3%，销售业绩出色。而已售未结算金额，在 08 年销售金额下降的情况下，却增长 14.83%，预计为 09 年结算金额的 64.74%，高于 08 年的 58.81%，09 年业绩的保障性有所提高。

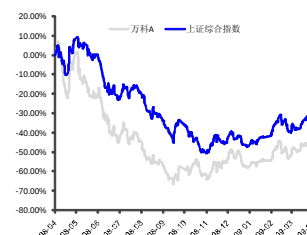
● 投资建议

预计 09、10 年公司业绩为 0.45 和 0.48 元/股。按照 4 月 2 日收盘价，09、10 年市盈率分别为 19.32 和 18.08 倍。考虑到 09 年房地产行业的回暖以及公司市场份额提升能力、资源整合等竞争优势，维持买入评级。

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	17,918	35,527	40,992	42,731	46,954
(+/-)%	70%	98%	15%	4%	10%
经营利润 (EBIT)	3412	7845	8061	8055	8384
(+/-)%	67%	130%	3%	0%	4%
净利润	2298	4844	4033	4905	5243
(+/-)%	70%	111%	-17%	22%	7%
每股净收益 (元)	0.53	0.70	0.37	0.45	0.48
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	36.15%	41.99%	39.00%	36.01%	36.01%
ROE (%)	13.17%	14.28%	10.39%	11.27%	10.74%
ROIC (%)	7.60%	9.12%	8.16%	6.63%	7.07%
PE	16.39	12.23	23.50	19.32	18.08
PB	2.16	1.75	2.44	2.18	1.94

资料来源：公司年报及公开信息，渤海证券研究所

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价:	¥10.2
上次预测:	¥9
当前价格:	¥8.62
	2009.4.3



单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.13
2Q/2009	0.11
3Q/2009	0.02
4Q/2009	0.19

公司简介

国内最大的房地产开发企业，把握行业趋势的能力在业内最强。

相关报告

《促销+小户型，销售业绩回升》，2008.10.8
 《营运改善，地价价款支付压力下降》，2008.9.10
 《储蓄买机会》，2008.8.5
 《营运改善，业绩增长有保障》，2008.7.7
 《营运奠定业绩持续》，2008.5.8
 《业绩出色，稳步参与滨海新区开发》，2008.4.14
 《业绩优于同期-万科2月份销售业绩点评》，2008.3.7

资产为王时代的受益者

——保利地产深度价值投资分析报告

✍ 周户

☎ 86-10-5836 2768

✉ zhohu@bhzq.com

核心观点:

- 资金充裕，资产为王时代的受益者
- 09年业绩保障性提高

投资要点:

● 盈利模式：结算规模扩张为业绩增长的核心动力源

公司业绩增长 90%以上来源于房地产业务。而 03-07 年房地产业绩增长，81.09%、12.95%和 5.96%分别来自于结算面积、结算均价和毛利率的贡献。因此，公司业绩增长主要来源于项目结算规模扩张。相对于万科、金地和招商，公司业绩增长最快，原因在于其结算面积增长最快。未来结算来源仍将以广州为核心，但二三线城市比重将提升，而且结算区域将向环渤海地区和除三大经济圈之外的其他区域转移。

● 资金充裕，资产为王时代的受益者。

公司短期现金支付能力可盈余 11.56 亿元。再考虑到，截止 08 年年末，公司已签定合同需要在 1 年内支付的资本项目支出约 83.57 亿元以及偿还期限在 1-2 年的长期借款约 81.3 亿元，公司资金缺口为 153.31 亿元。依据我们的预测，公司 09 年销售收入将为 247.47 亿元。若公司 09 年不新增贷款，公司仅剩 59.18 亿元的 2 年期以上长期借款，偿债压力较小，同时可盈余 94.16 亿元资金用于公司运营。而 09 年将是资产整合、资产为王的一年。公司将有充裕的资金进行资产整合。

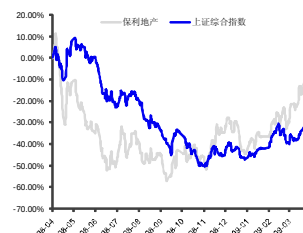
● 09 年业绩保障性较强

08 年已售未结算金额占 09 年结算收入的 60.3%，09 年业绩保障性较强。保守预计，公司 09 年销售金额同比增长 20.65%，预期 09 年公司业绩为 1.19 元/股，10 年为 1.88 元/股。09、10 年市盈率为 19.21、12.19 倍。PB 为 2.88、2.2 倍。投资建议：

买入

评级: 买入
上次评级: 增持
目标价 ¥27
格: 上次预测: ¥22
当前价格: ¥22.94
2009.4.3

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.14
2Q/2009	0.41
3Q/2009	0.13
4Q/2009	0.51



公司简介

房地产行业龙头之一。公司是规模最大的房地产国有企业。08 年品牌价值达 60.41 亿元。

相关报告

《业绩高增长，营运待改善》，2008.10.28

《规模扩张，营运待改善》，2008.7.25

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	4,031	8,115	15,520	23,507	35,116
(+/-)%	71%	101%	91%	51%	49%
经营利润 (EBIT)	856	1821	4012	5709	8592
(+/-)%	31%	113%	120%	42%	50%
净利润	671	1489	2239	2929	4614
(+/-)%	65%	122%	50%	31%	58%
每股净收益 (元)	1.22	1.21	0.91	1.19	1.88
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	35.82%	38.50%	40.80%	39.23%	39.41%
ROE (%)	16.71%	11.60%	14.28%	14.99%	18.01%
ROIC (%)	6.71%	4.92%	7.90%	9.99%	13.05%
PE	18.79	18.89	25.13	19.21	12.19
PB	3.14	2.19	3.59	2.88	2.20
EV/EBITDA	17.93	18.18	17.01	12.11	7.80

请务必阅读正文之后的免责声明部分

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn