



行业大趋势：阴转多云

——房地产行业09年二季度投资策略

国泰君安证券研究所

二零零九年四月 重庆



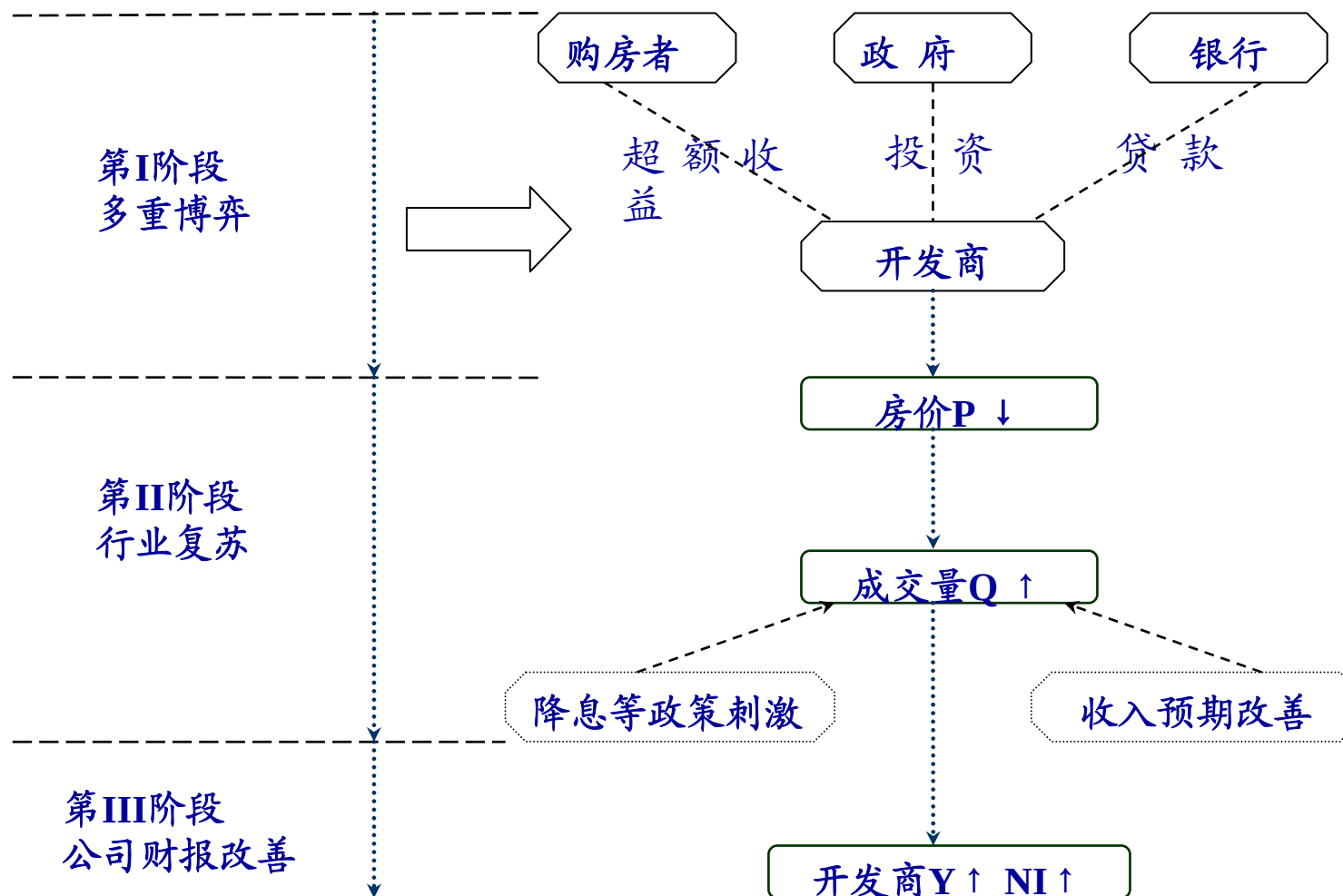
孙建平



经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，**2004年1月**进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获**2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名**，**2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名**，**2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名**。



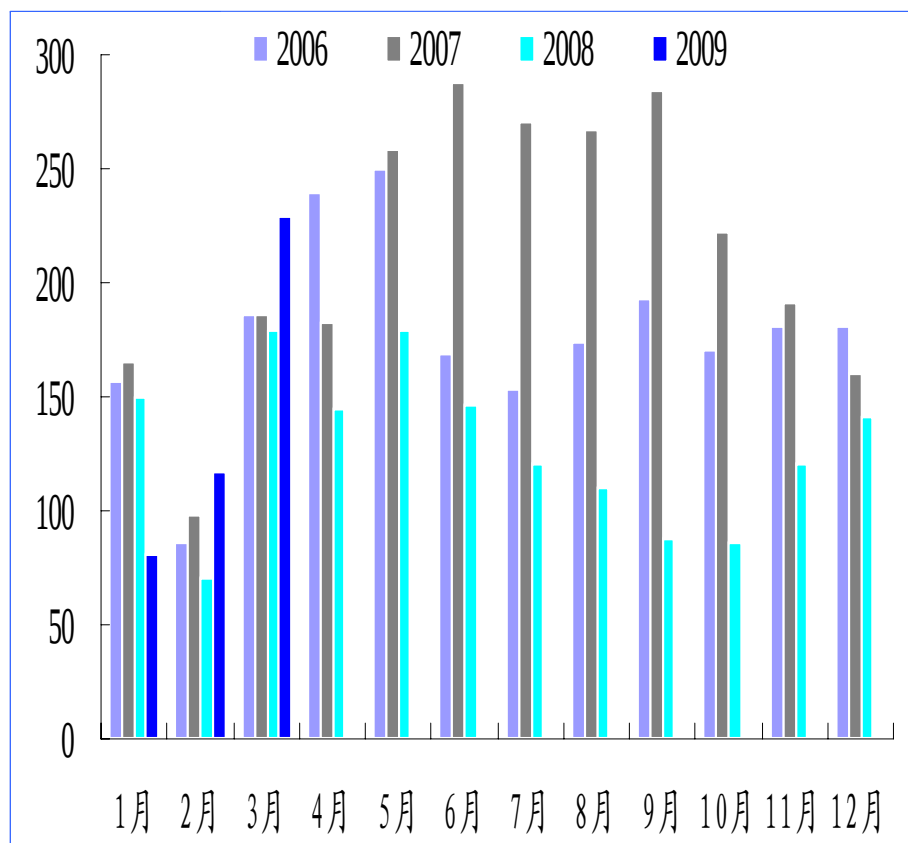
1. 观点回顾和沿袭：房价定乾坤——行业前景分析三段论



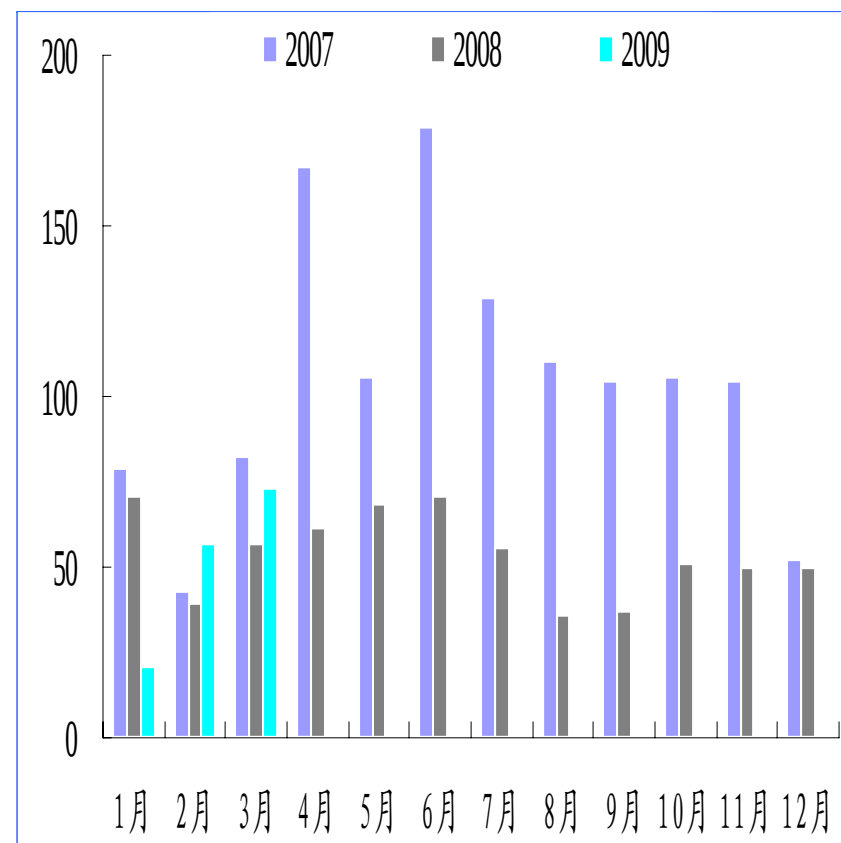


2. 成交量回暖：回到什么历史时间和程度？

上海：接近07年高峰



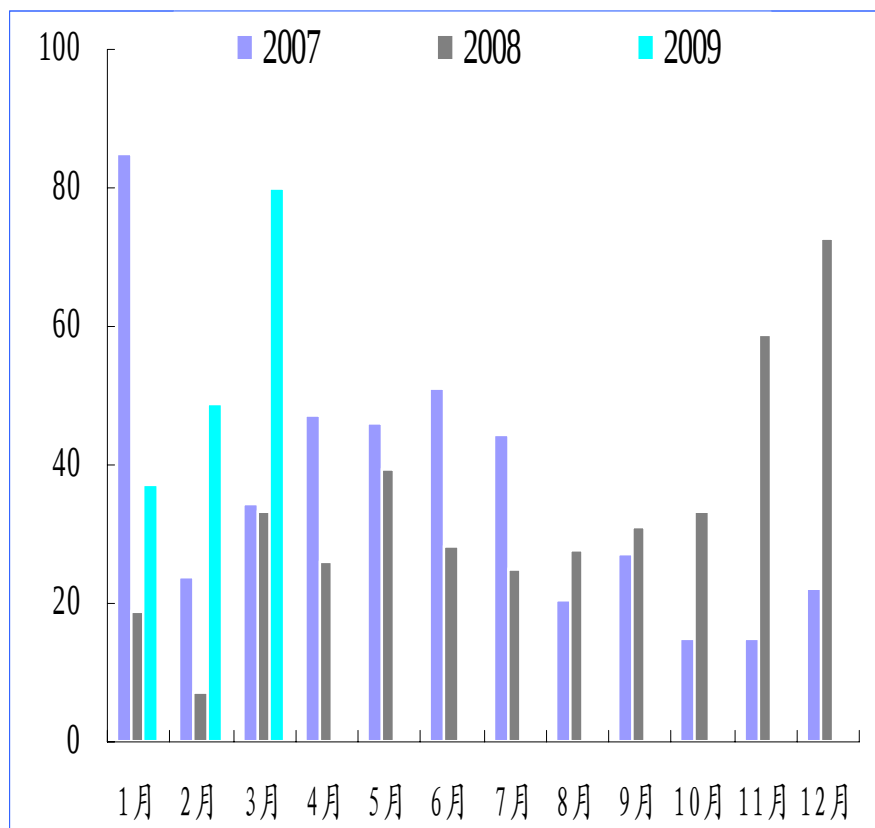
北京：超过08年峰值



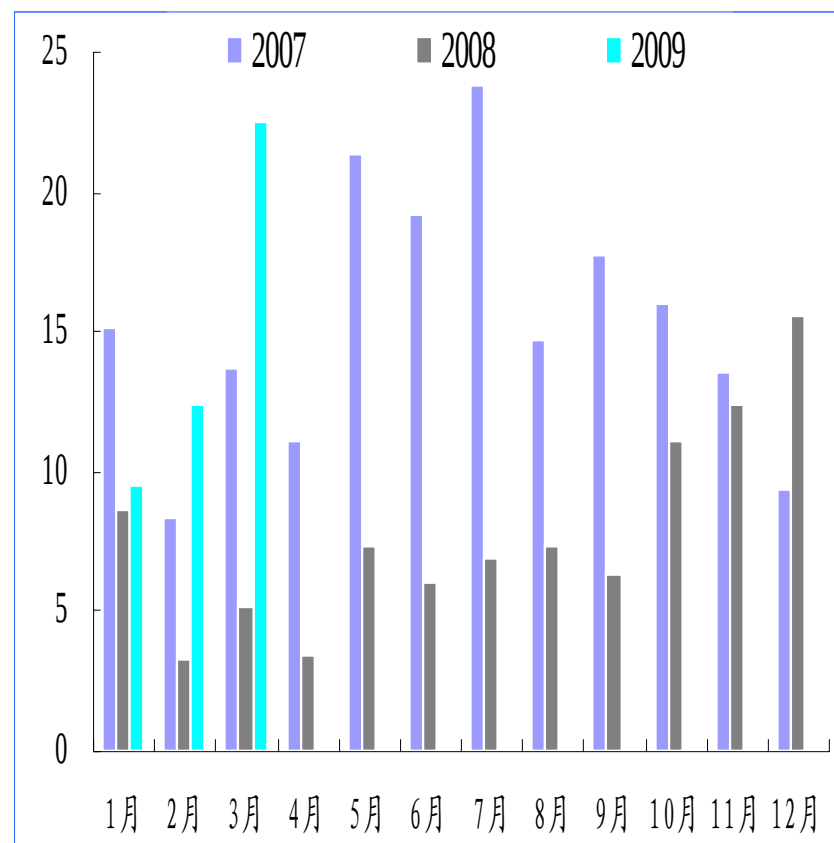
注：上海3月2.2万套，超过06-08年月均数；北京6360套，相当于07年月均的77%



深圳：接近07年峰值



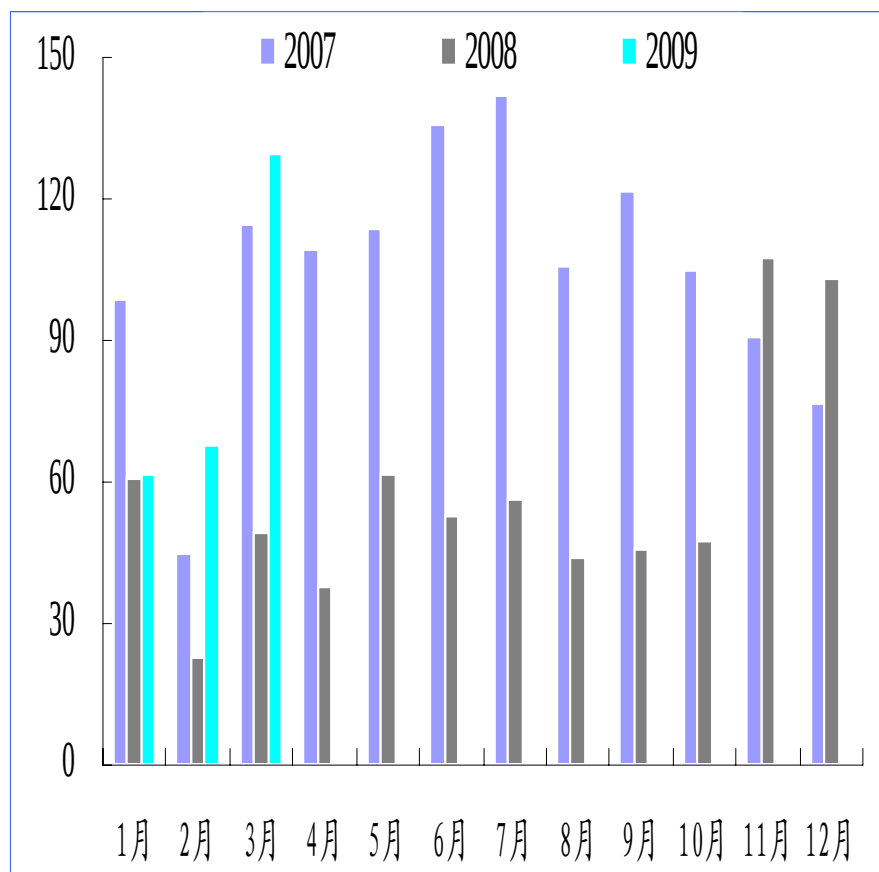
惠州：接近07年峰值



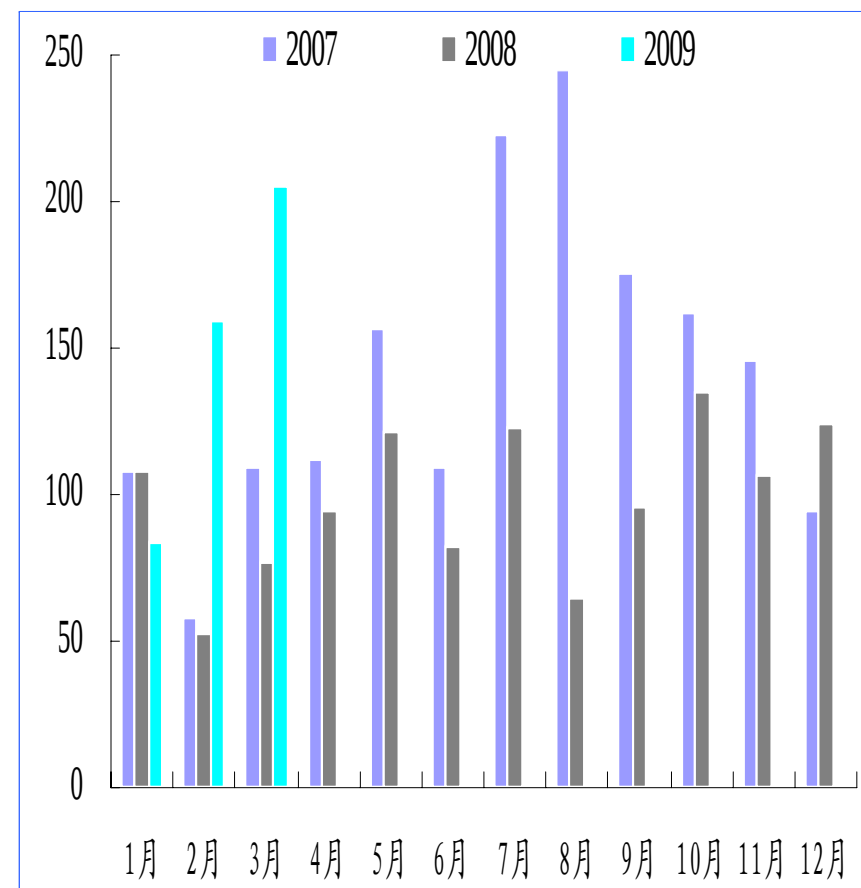
注：深圳3月8417套，为07-08年月均数的230%；惠州2122套，相当于07年月均数的142%



武汉：接近07年高峰



重庆：接近07年高峰



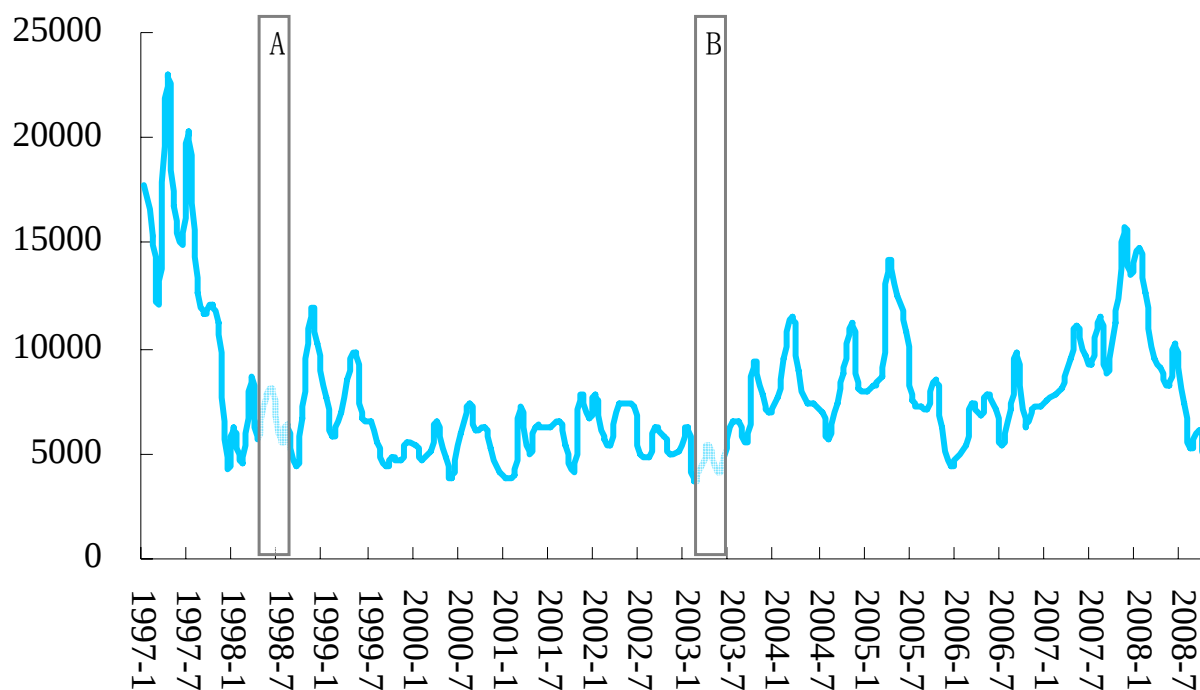
注：武汉3月12320套，超过07-08年月均数130%；重庆22910套，相当于07年月均的161%



结论

- (1) 09年1-3月成交量环比大幅反弹
- (2) 3月成交量普遍超过历史最好年份的月平均水平
- (3) 持续性？

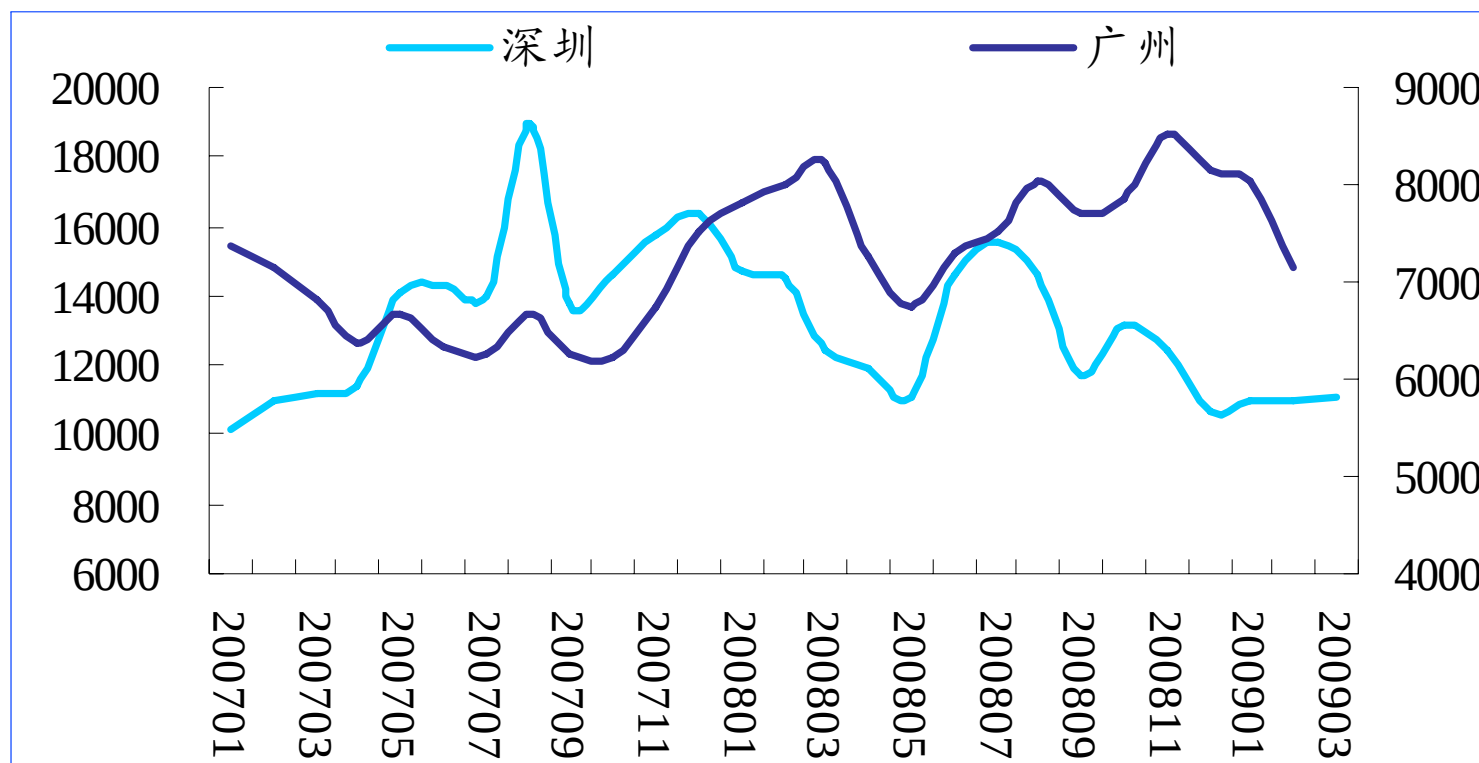
香港案例：1998-2003年的成交量表现





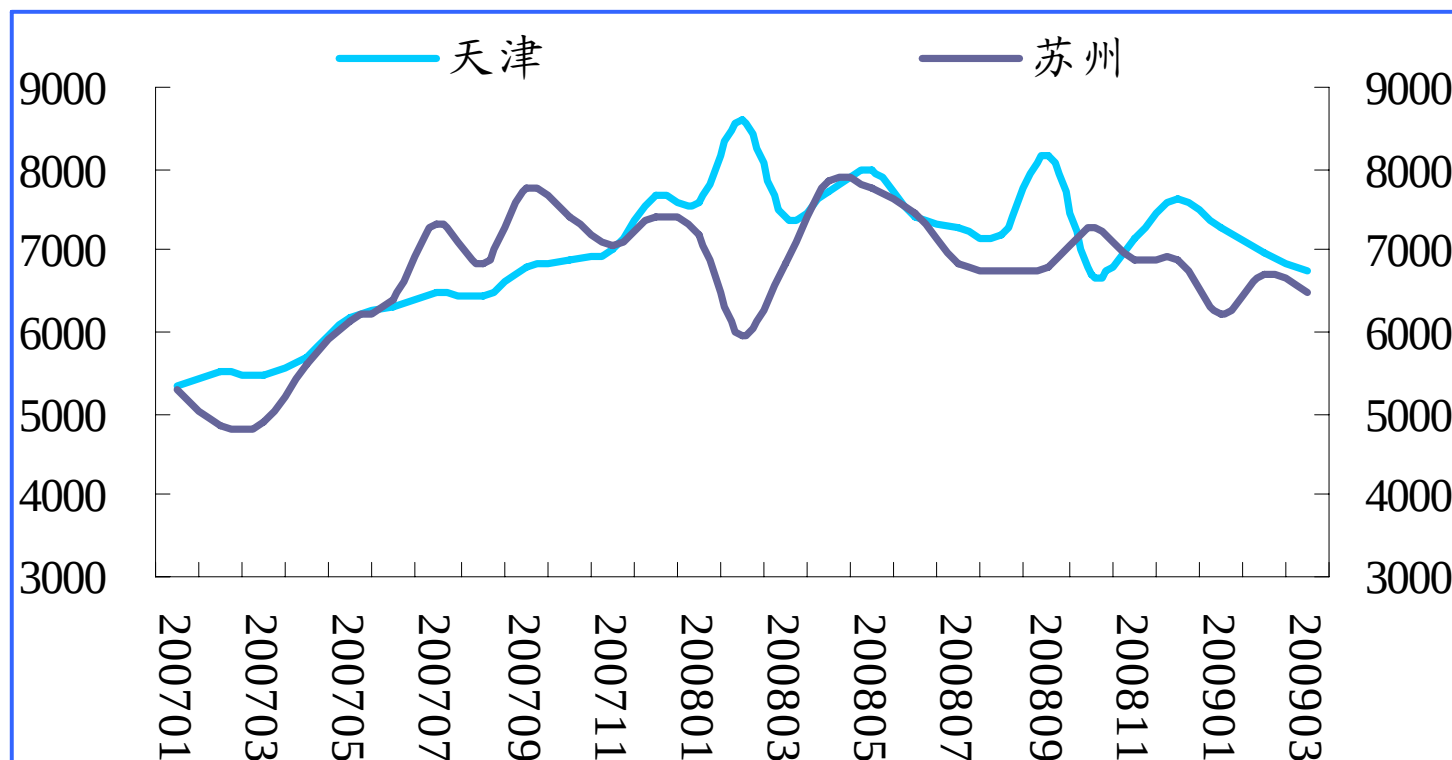
3. 房价：回到什么历史时间？跌了多少？

广州和深圳：平均看回到07年中期





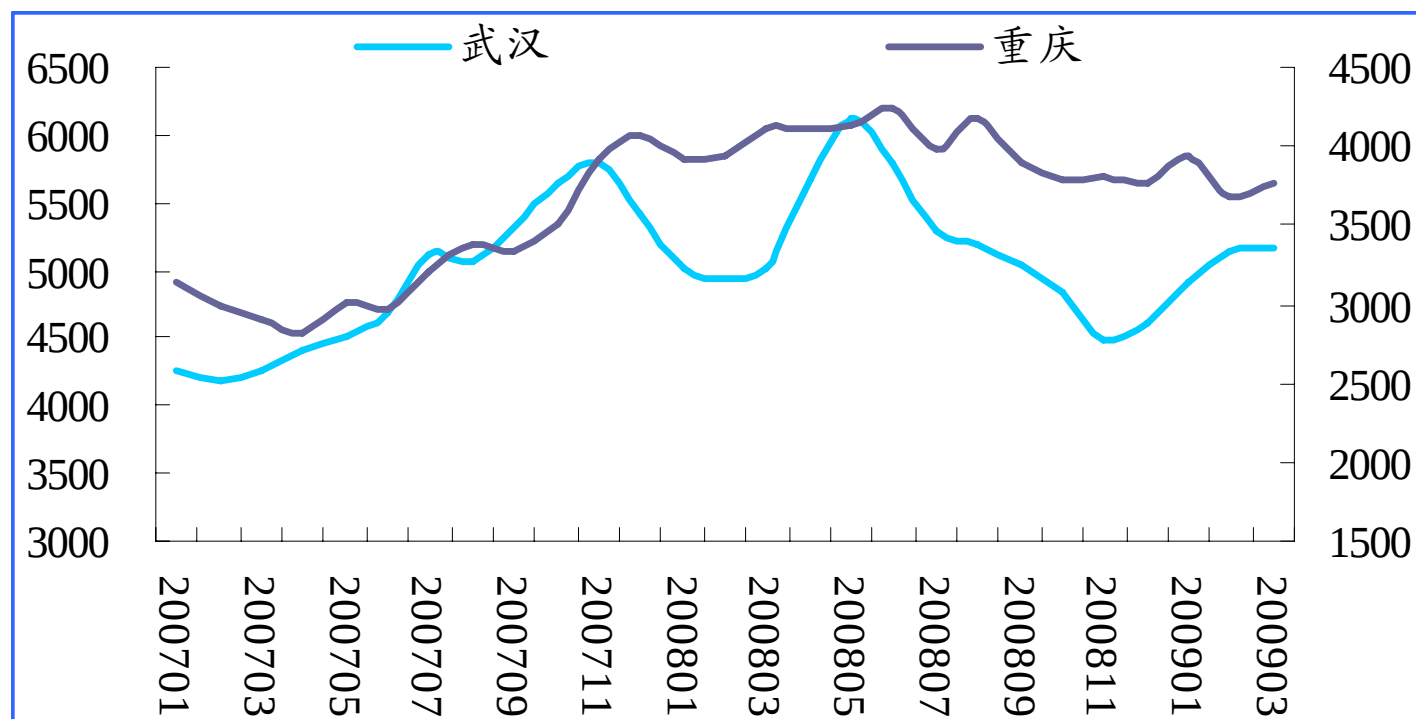
天津和苏州：平均看回到07年下半年



上海和北京：房价从08年三季度才开始调整，目前房价平均看回到08年初



武汉和重庆：平均看回到07年下半年



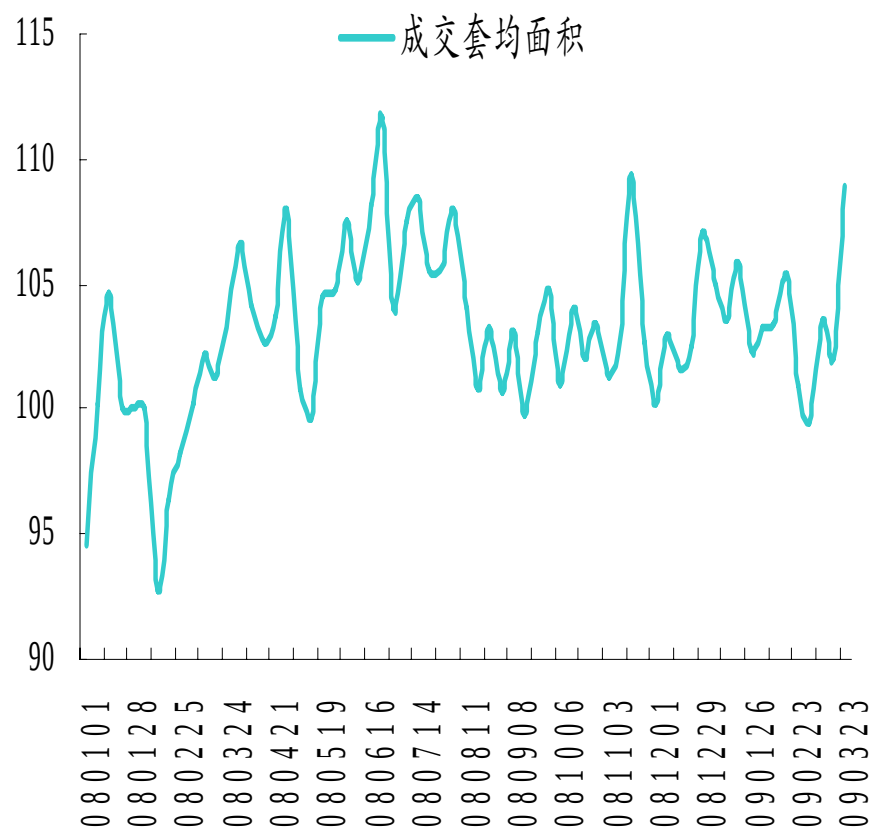
结论

- (1) 成交量大幅反弹的主要原因：房价的降价效应；政策刺激效应
- (2) 在收入增长预期不确定情况下，房价定乾坤
- (3) 房价调整越充分的地方，成交量反弹幅度越大
- (4) 很多一二线城市房价还有下降空间，预计平均15%左右。

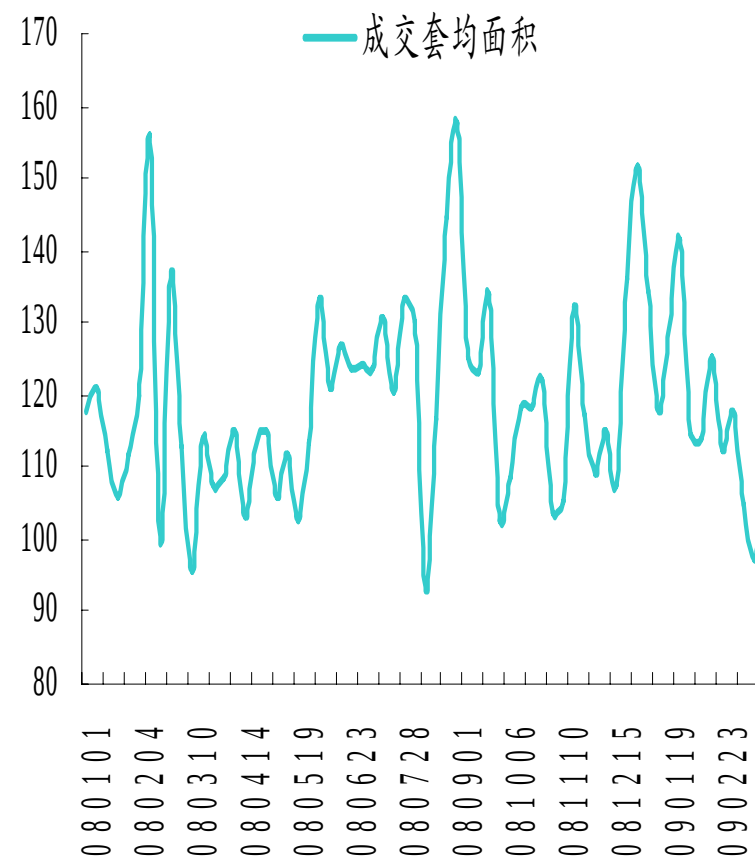


4. 谁在买房子？

上海：105平方米左右

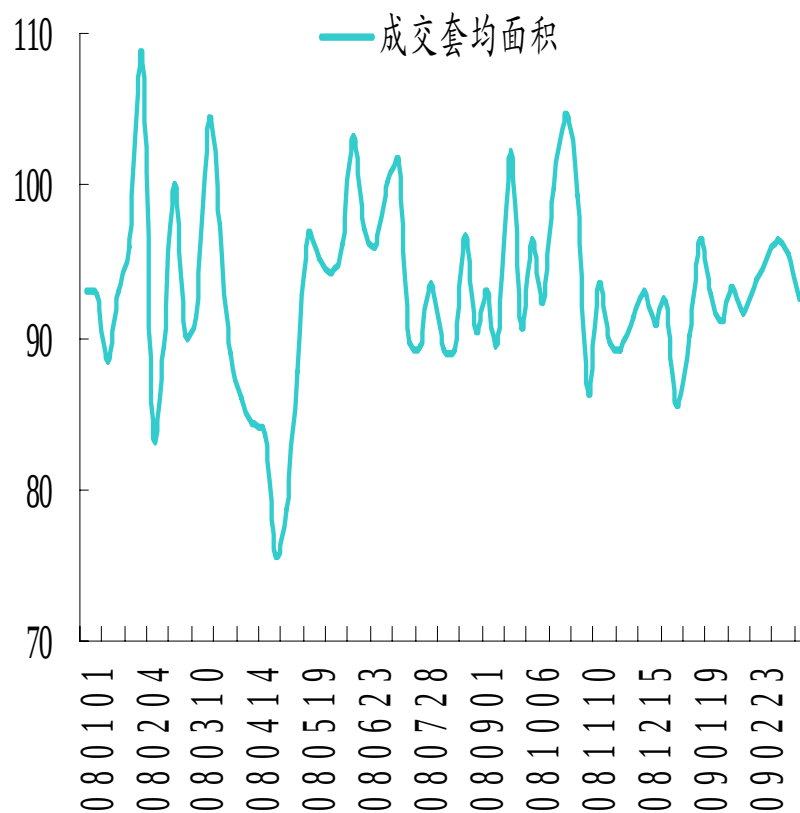


杭州：115平方米左右

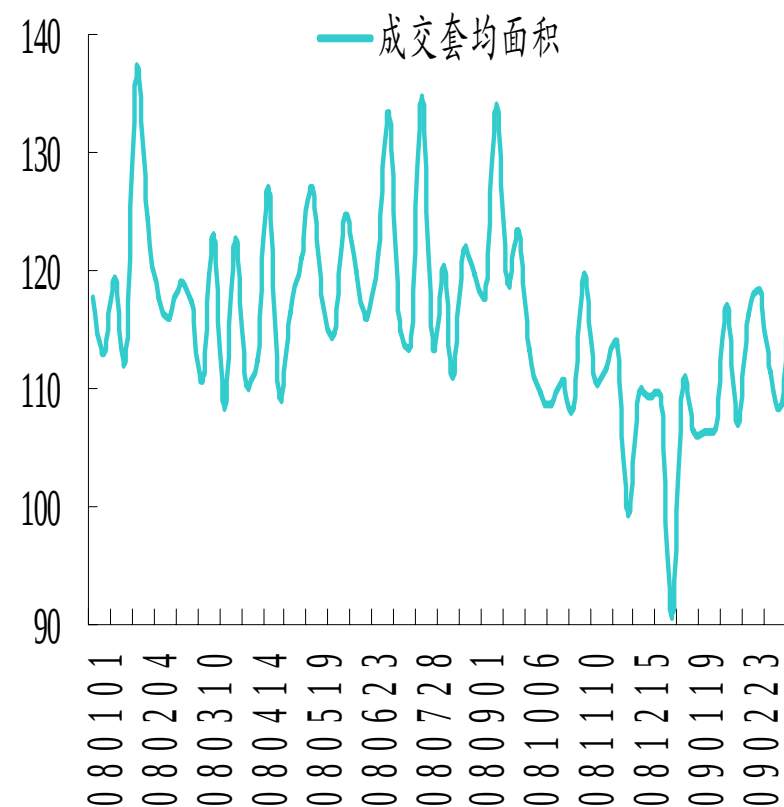




深圳：95平方米左右



北京：110平方米左右





广州市一手住宅成交量集中于中低价普通住宅 （单位：万平方米）

时间	2009-1		2008-12		2008-11	
均价区段	面积	占比	面积	占比	面积	占比
18000以上	0.58	1.6%	0.6	1.4%	2.07	4.5%
14000-18000	2.31	6.2%	5.12	12.4%	5.21	11.2%
10000-14000	7.41	19.7%	7.07	17.2%	14.94	32.1%
10000以下	27.22	72.5%	28.35	68.9%	24.27	52.2%
Total	37.52	100%	41.14	100%	46.49	100%

结论

- (1) 08年11月以来，成交量的50%-70%左右是90平米左右住宅；
- (2) 08年11月以来，成交量的50%-70%左右是该城市价格最后两档；
- (3) 刚性需求和部分改善性需求成为成交量反弹的绝对主力；
- (4) 他们对房价敏感，对政策敏感，有一定的购买时间约束



5. 开发商和政府会怎么想？

开发商：

1. 加快推盘速度（因为开工季节性、资金压力缓解、抓住销售回暖时机），对个体是理性选择；对行业复苏不利；
2. 选择提价，对个体是理性选择；对行业复苏不利；

政府：

1. 高度关注成交量，控制房价，有利于行业复苏；
2. 在目前的成交量下，不会有进一步的刺激政策；反而如果这种成交量持续放大和房价局部上涨，可能控制二套房贷放松程度。



6. 行业前景判断

结论

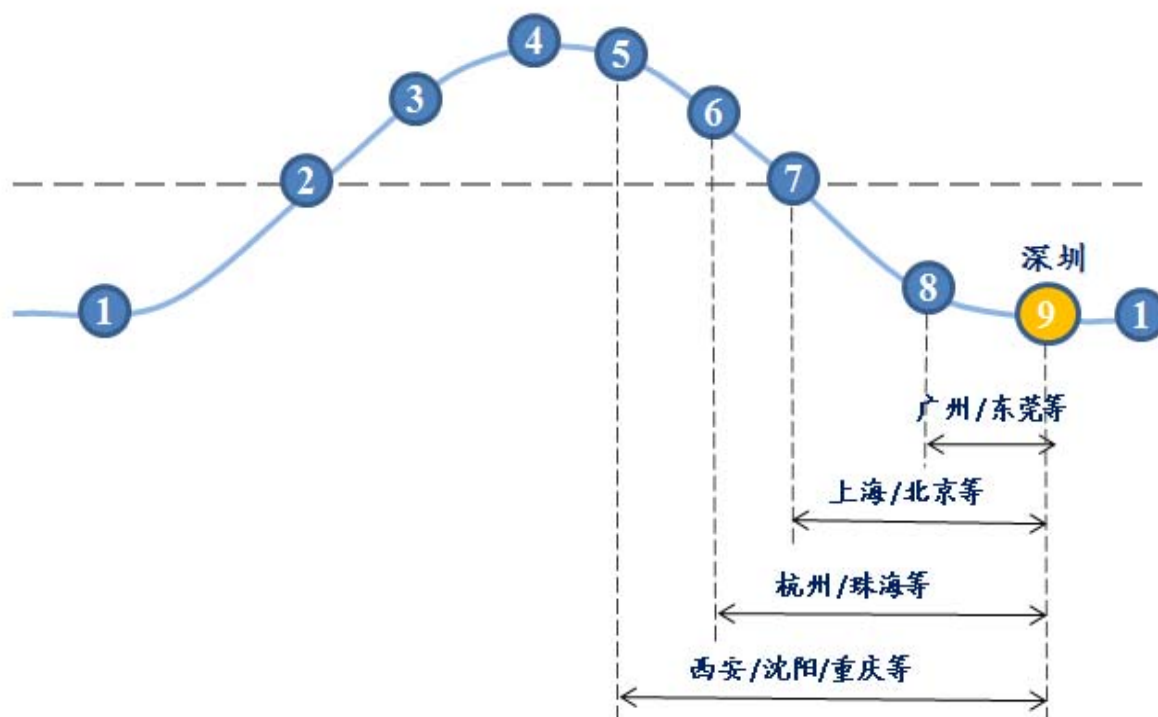
- (1) 行业正在经历的、行业前景是反弹，反转趋势尚不确定
- (2) 很多城市房价调整尚未到位，在未来一段时间内政策真空期中，房价更重要，决定成交量；房价和成交量之间的反复，即行业多重博弈还会持续。
- (3) 供给高峰还没有完全过去
- (4) 二季度，尤其是5-6月成交量可能出现明显萎缩
- (5) 9月前后可能出现全行业、全局性复苏（08年12月3日《房价定乾坤》结论）
- (6) 行业宏观环境大有改善，资金宽松，通胀潜在预期。
- (7) A股主流地产公司目前估值处于合理偏高区域。
- (8) 二季度维持行业中性偏正面评级，维持标配和适度超配建议。



7. 个股推荐

1. 关注区域，侧重个股

内地各城市楼市见底时间排序



珠三角（广深代表）：

业绩弹性最大的是：华侨城；深振业；华发股份；香江控股；招商地产；中国宝安。
其次有：万科和保利地产；

海西区域（厦门、福州和漳州）

建发股份 招商地产



2. 大股东资产注入预期明确

推荐逻辑：2月2日《建发股份：资产置换将显著提升公司估值优势》报告

央企：华侨城；中粮地产；招商地产；

地方国企：建发股份；张江高科；上实发展；

民企：香江控股；苏宁环球；

渝开发？ 广宇发展？ 中华企业？ 城投控股？



3. 土地资源优势突出，RNAV估值吸引力

推荐逻辑：行业前景改善，二线公司预期改善，土地资源价值改善；

金融街；泛海建设；中炬高新；首开股份；

4. 主题投资机会

创业板：2月3日《房地产板块中的创投先锋：中国宝安、张江高科、北京城建》

新能源+地产：中国宝安；中炬高新；

传统能源+地产：新湖中宝；万业企业；

上海本地股：张江高科；浦东金桥；中华企业；城投控股



附表：A股房地产行业主流公司业绩预测和估值

证券简称	3.31 股价	2008.00 EPS	2009.00 EPS	2008 PE	2009 PE	PB	RNAV	溢价 比例	总 市值	总 股本	投资评级	年初以 来 涨幅
万科 A	8.28	0.37	0.44	22.6	18.8	2.85	7.61	8.8	910.4	10995.2	谨慎增持	28.4
深振业A	9	0.48	0.56	18.7	16.1	2.68	10.35	-13.0	45.6	507.2	谨慎增持	82.6
中国宝安	9.77	0.26	0.41	37.6	23.8	5.97	10.20	-4.2	101.5	1038.8	增持	145.5
招商地产	22.37	0.71	0.85	31.3	26.4	2.58	21.75	2.9	384.2	1717.3	增持	70.5
中粮地产	7.19	0.28	0.29	25.7	24.8	3.97	8.09	-11.1	130.4	1813.7	增持	49.8
深长城	13.4	0.31	0.68	43.2	19.7	1.92	10.28	30.3	32.1	239.5	谨慎增持	129.5
中航地产	9.91	0.13	0.16	76.2	61.9	1.54	8.70	13.9	22.0	222.3	谨慎增持	102.7
泛海建设	10.59	0.09	0.16	113.8	66.2	2.93	11.52	-8.1	239.7	2263.7	中性	81.0
华侨城A	13.18	0.35	0.44	37.7	30.0	6.19	12.15	8.5	345.5	2621.1	增持	61.1
亿城股份	7.68	0.45	0.48	17.1	16.0	1.85	6.21	23.7	46.2	602.0	谨慎增持	93.0
名流置业	4.89	0.31	0.36	15.8	13.6	1.41	5.92	-17.4	65.9	1347.2	谨慎增持	43.4
苏宁环球	9.55	0.44	0.54	21.7	17.7	6.24	9.58	-0.3	135.5	1418.9	谨慎增持	85.4
中国武夷	6.73	0.19	0.22	35.4	30.6	2.82	6.57	2.4	26.2	389.5	中性	105.8
荣盛发展	9.47	0.46	0.55	20.4	17.2	3.63	8.37	13.1	75.8	800.0	谨慎增持	74.4
保利地产	22.01	0.91	1.18	24.1	18.7	3.83	17.50	25.8	539.8	2452.3	增持	52.8
冠城大通	8.03	0.28	0.48	28.3	16.7	3.40	9.28	-13.5	49.2	612.9	谨慎增持	100.2
香江控股	6.17	0.27	0.36	22.5	17.1	4.35	9.61	-35.8	47.4	767.8	谨慎增持	83.6
新潮中宝	7.81	0.30	0.34	26.2	23.0	4.91	7.77	0.5	220.4	2821.9	谨慎增持	93.3



附表：A股房地产行业主流公司业绩预测和估值（续表）

证券简称	3.31 股价	2008.00 EPS	2009.00 EPS	2008 PE	2009 PE	PB	RNAV	溢价 比例	总 市值	总 股本	投资评 级	年初以 来 涨幅
北京城建	13.17	0.63	0.74	20.9	17.8	2.72	13.42	-1.9	97.6	741.0	增持	87.9
天房发展	5.34	0.10	0.15	52.5	35.6	1.59	5.31	0.6	59.0	1105.7	谨慎增持	66.4
华发股份	16.39	0.80	0.98	20.6	16.7	3.04	16.21	1.1	133.9	817.0	增持	76.2
首开股份	12.91	0.70	0.85	18.3	15.2	2.83	13.79	-6.4	104.5	809.8	谨慎增持	105.9
金地集团	10.94	0.58	0.66	18.9	16.6	2.08	10.79	1.4	183.6	1678.2	谨慎增持	68.0
城投控股	11.06	0.55	0.73	20.0	15.2	2.46	10.08	9.7	254.2	2298.1	谨慎增持	34.2
中华企业	10.87	0.43	0.50	25.5	21.7	3.65	10.70	1.6	118.3	1088.0	谨慎增持	92.7
苏州高新	4.71	0.23	0.26	20.2	18.1	1.63	5.76	-18.2	41.5	881.6	谨慎增持	54.9
上实发展	11.75	0.34	0.42	35.0	27.7	4.90	11.69	0.5	127.3	1083.4	谨慎增持	92.3
建发股份	10.24	0.54	0.69	19.0	14.8	2.53	11.06	-7.4	127.3	1243.2	增持	60.5
开发类均值	10.48	0.41	0.52	25.5	20.3	3.23	10.37	1.1	166.61	1584.90	---	79.36
金融街	9.09	0.42	0.51	21.7	17.8	1.55	12.80	-29.0	225.5	2481.2	增持	19.4
阳光股份	5.7	0.08	0.16	71.2	35.6	1.65	8.01	-28.8	30.5	535.7	中性	65.2
中国国贸	9.04	0.35	0.42	25.7	21.5	2.16	10.89	-17.0	91.1	1007.3	中性	27.0
外高桥	14.41	0.31	0.40	46.5	36.0	2.27	13.44	7.2	145.7	1010.8	中性	99.6
浦东金桥	13.31	0.33	0.38	40.5	35.0	3.65	14.16	-6.0	112.4	844.4	谨慎增持	73.5
陆家嘴	25.75	0.47	0.51	54.6	50.5	5.72	15.48	66.3	480.9	1867.7	谨慎增持	93.9
世茂股份	10.86	0.13	0.24	85.1	45.8	4.45	9.94	9.3	51.9	478.4	中性	61.6
张江高科	14.29	0.34	0.59	41.9	24.2	4.26	14.89	-4.0	221.3	1548.7	增持	43.0
出租类均值	12.81	0.30	0.40	42.2	31.9	3.21	12.45	2.8	169.9	1221.8	---	60.4
整体均值	11.00	0.39	0.49	28.4	22.4	3.23	10.83	1.5	167.3	1504.2	---	75.2

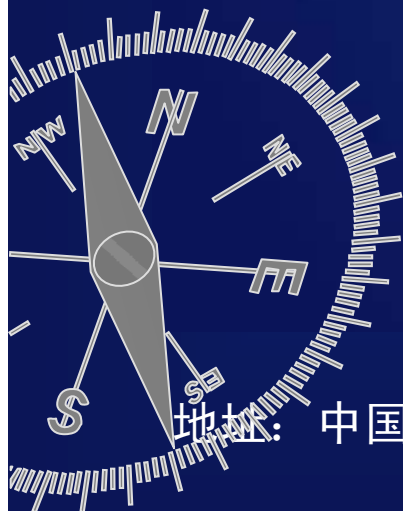


谢 谢!



国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

诚信 亲和 专业 创新



地址：中国上海市延平路135号 电话：021-62580818 网址：www.gtja.com