

房地产



王嘉

房地产行业研究员

021-3856 5950

jiawang@xyzq.com.cn

房地产

坚持就是胜利

4月成交量仍维持高位基本确保09年利润增长

中性 (维持)

2009年4月13日

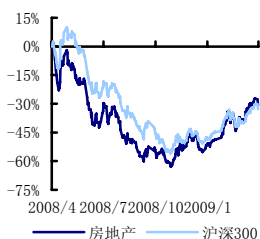
重点公司

重点公司	08E	09E	评级
华发股份	0.80	0.92	强烈推荐
冠城大通	0.28	0.54	强烈推荐
万科A	0.37	0.45	推荐
保利地产	0.91	1.27	强烈推荐
建发股份	0.50	0.68	推荐

投资要点

- 最近一个月来政策面趋于平静,虽无新的重大救市政策出台,但前在微观层面上,房地产市场的政策空间仍在持续改善。并且在3月份信贷规模继续增长和销售回暖的背景下,地产行业现金状况将进一步好转,有利于市场的稳定发展。
- 3月份一二线城市成交面积环比增幅基本在30%以上,半数超过50%,主要地产公司销售量也相应大幅增长。我们认为08年压抑的刚性需求的释放将持续10个月左右,因此2季度的交易量仍将维持高位。虽然4月份成交量可能环比回落,但幅度不会超过10-20%,市场氛围不会扭转。
- 如果4月份的市场销售如我们所预期,考虑到08年二季度后全国市场成交量开始明显走低,则09年成交额相对08年大幅增长的趋势基本可以确定。并且从预售款的角度分析,主流上市公司09年的可结算资源量将达到08年结算收入的120%。即使考虑毛利率的下滑,也可确保行业利润的增长,基本可以保证主要上市公司09年业绩达到目前市场对其的预期。
- 受益于刚性需求持续释放,我们并不担心2季度的房价和成交量。不过进入3季度后,我们认为刚性需求的释放将告一段落,市场购买力是否能够承接此后的供应量,将取决于届时经济是否真正回暖,从而通过提升人们的收入预期以支撑调整并不充分的房价。
- 我们对行业维持短期“推荐”,长期“中性”的评级。同时考虑到去年底以来地产股估值的明显提升,我们建议投资者在4月份重点关注有基本面支撑和业绩安全边际的一线地产股,以及有确定的外延式增长和基本面明显改善的二、三线地产股。对于过分依赖不确定性单一事件影响的公司,需要相对谨慎。除一线地产股之外,我们相对看好有区域经济支撑的建发股份、华发股份,以及基本面有明显改善的冠城大通、深振业。

行业走势



相关报告

《商业项目推动 09、10 业绩大增》2009-4-7

《中华企业调研信息速递》2009-4-1

《华侨城 A 年报点评》2009-3-30

目 录

行业环境持续改善	- 3 -
政策波澜不惊	- 3 -
流动性持续改善	- 3 -
3 月份成交继续回暖，行业利润有望恢复增长.....	- 5 -
成交继续回暖	- 5 -
重点城市成交状况	- 6 -
4 月份成交维持高位，基本可锁定 09 年行业利润增长.....	- 7 -
投资策略及重点上市公司状况	- 9 -
万科	- 9 -
保利地产	- 9 -
金地集团	- 10 -
建发股份	- 11 -
华发股份	- 11 -
冠城大通	- 11 -
深振业	- 12 -
估值分析	- 12 -
图 1、金融机构当月新增人民币贷款	- 3 -
图 2、中长期消费性贷款余额增长额	- 4 -
图 3、上海月度住宅成交面积	- 6 -
图 4、北京月度住宅成交面积	- 7 -
图 5、深圳月度住宅成交面积	- 7 -
图 6、万科 A 月度销售面积	- 9 -
图 7、保利地产月度销售面积	- 10 -
图 8、金地地产月度销售面积	- 10 -
图 9、全部 A 市盈率和房地产股市盈率比较.....	- 13 -
表 1、3 月份重点城市成交情况	- 5 -
表 2、重点城市 1 季度成交数据汇总	- 6 -
表 3、万科、金地 1 季度销售情况	- 8 -
表 4、股票池盈利预测(4 月 13 日收盘价).....	- 12 -

行业环境持续改善

政策波澜不惊

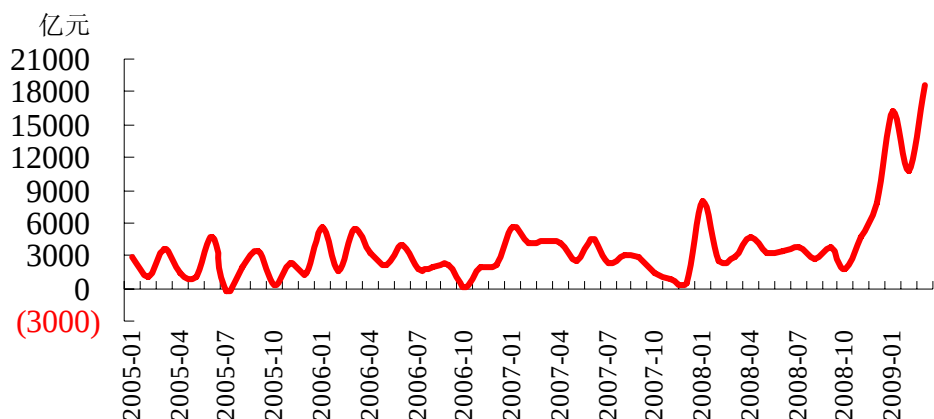
3 月份以来，虽然没有重大的救市政策出台，但我们仍然看到了地产行业的政策背景的持续改善。最为重要当然是在温总理的政府工作报告中表示“2009 年将促进房地产市场稳定健康发展”，“对符合条件的第二套普通自住房购买者，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策；对住房转让环节营业税，按不同年限实行有区别的税收减免政策；促进普通商品住房消费和供给，加大对中小套型、中低价位普通商品住房建设的信贷支持”。

虽然这一表示并未超出此前各部委政策的力度，但总理的表态无疑进一步明确中央对楼市的政策取向，坚定了执行层面的信心。随之而来的，我们看到了深发展的“点按揭”、北京的公积金首付直接入个人账户等优惠和便利措施，以及北京、济南等地在二套放贷上的优惠措施。

在市场已经初步回暖的背景下，我们乐于看到这种稳定的、渐进的政策氛围，同时前期降息、减税等利好政策的效果还将持续显现，我们认为房地产行业的政策背景仍然在持续的改善执行中。在“保经济”的背景下，只要今年的楼市不出现过度的反弹，这样的政策背景无疑将会延续；如果市场重新下行，相信政府手中还握有底牌。

流动性持续改善

图 1、金融机构当月新增人民币贷款



数据来源：兴业证券研发中心

09 年以来，流动性释放的步伐屡屡超过市场的预期，一季度的信贷投放量可能达到 4.5 万亿左右，远超 08 年 4 季度和去年同期的 1.43 万亿和 1.33 万亿。信贷规

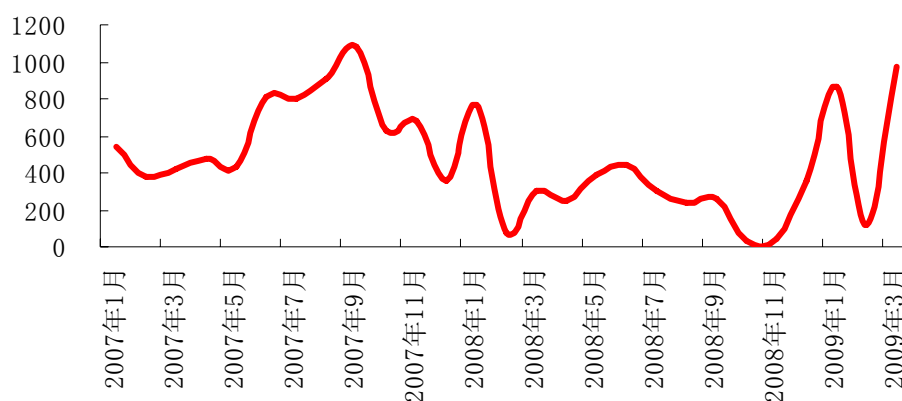
模的迅猛增长不仅仅是流向了基建项目，房地产行业的受益也显而易见。

观察以房贷为主的中长期消费性贷款余额在一季度同样也出现了明显的增长，达到 1955 亿，远超 08 年 4 季度的 434 亿和 08 年 1 季度的 1144 亿。

在房地产商资金来源中，贷款和预售款占到 60%左右，流动性的整体释放以及销售回暖带来的中长期消费性贷款余额迅速增长必然带来地产商现金流的明显增长。同时考虑到部分地方政府对于地产商拖欠土地出让金的宽容态度，我们认为地产行业资金链最紧张的时期已经过去。

资金状况的好转会进而增强市场的稳定性，避免了个别开发商为了回笼救命钱而不计成本杀价的情况发生，这些减少了未来房价的突发性不确定因素。

图 2、金融机构人民币消费性贷款当月增加额



数据来源：兴业证券研发中心

3 月份成交继续回暖，行业利润有望恢复增长

成交继续回暖

3 月份一二线城市 9 成以上成交面积环比增长，增幅基本在 30%以上，半数超过 50%，而且在地产上市公司业务中占据较大比例的一线城市成交情况更是好于全国整体水平。

表 1、3 月份重点城市成交情况

城市	可售情况		完成交易情况			成交价格	
	套数 (套)	面积 (万平方米)	套数 (套)	面积 (平方米)	环比	均价 (元/平方米)	环比
北京	135322	1777.09	15034	1685158	79.53%		
上海	57373	766.41	22248	2312133	97.09%		
天津			11777	1239687	118.99%	6556	-2.34%
重庆	129055	1318.98	23722	2129681	28.46%	3756	2.40%
深圳	48127	519.23	8509	810138	65.87%	11101	1.03%
广州			11443	1162432	35.62%		
杭州	26140	315.53	4763	504093	167.66%	11236	-14.41%
南京	44920		7769	833642	98.44%		
武汉			12064	1275206	79.31%	5153	1.03%
成都			12631	1089632	9.57%		
苏州	37863	501.72	3826	451534	-25.04%	6367	-3.68%
青岛	59589	614.20	5271	550984	125.01%		
宁波	91318	648.69	4822	450211	64.22%	9495	11.17%
厦门	25170	311.01	3653	438465	-7.18%	7508	21.65%
福州	38880	297.67	4291	439919	33.08%	7035	5.16%
东莞	80949		5404	567913	71.74%		
济南	28679		1616				
长沙			15594	1642454	54.00%	3693	6.68%
南昌	37392	374.06	4559	474791	46.28%		
合肥			10810	928095	85.62%	4365	3.25%
哈尔滨	88928	963.91	2076	200115	-15.82%		
海口	44263		1859	244984	112.55%		
徐州			5006	531553	30.71%		
扬州			1461	191714	72.92%	4578	0.15%
温州			600	84757	-30.54%		
贵阳			5174	635809	109.50%		
昆明			3601	357802	57.01%	5696	9.31%
包头			2254	262965	180.02%	3136	4.85%
蚌埠	13629	141.85	1107	114566	39.84%	3355	-5.17%
惠州	10181	130.77	1115	132155	66.48%		

数据来源：兴业证券研发中心、中国指数研究院

重点城市成交状况

在 07、08 年楼市下行过程中首当其冲的重点城市, 同样也引领了本轮成交的反弹, 并且这些城市作为所在区域楼市的风向标, 也进一步支撑了市场的趋势延续。同样, 这些重点城市也是地产上市公司楼盘集中的区域, 因此重点城市成交的反弹直接推动了主要上市公司成交量的增长。

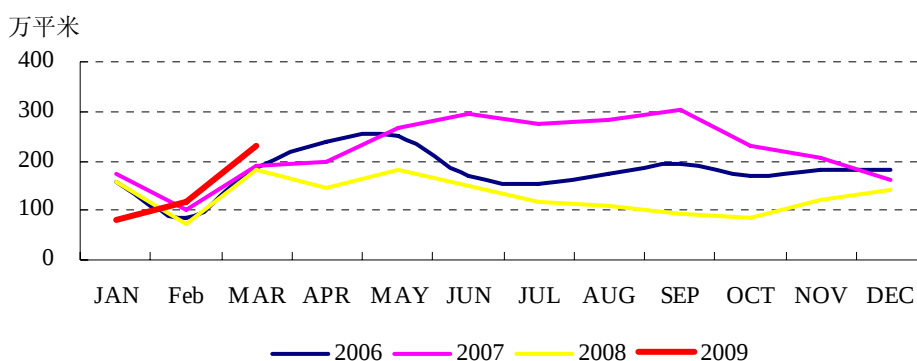
表 2、重点城市 1 季度成交数据汇总

	北京	上海	深圳	天津	武汉
3 月成交面积环比增长	80%	97%	66%	119%	80%
3 月份成交面积 万平米	168.5	231.0	81.0	124.0	127.5
3 月同比增长	149%	28%	149%	233%	182%
09Q1 成交面积	278.7	428.2	169.1	182.0	212.4
09Q1 同比增长	77%	5%	184%	120%	60%
09Q1 相当于 08 年	31%	28%	42%	52%	39%
数据来源: 兴业证券研发中心					

在春节之后, 上海住宅成交面积迅速放大, 2 月和 3 月份的成交面积均高于 2006-2008 年同期, 并且伴随而来的是次新房和部分新盘价格 5-10% 的上调。我们认为政策和降息效应的持续作用下, 前期观望群体不断入市是推动此轮反弹的主要原因。

我们认为在 2 季度上海楼市成交量还将维持高位, 价格回调的可能性也较小。但 3 月份成交量的基数已经较高, 4、5 月份成交量很难进一步突破, 不过同比 08 年同期仍然会有所增长。

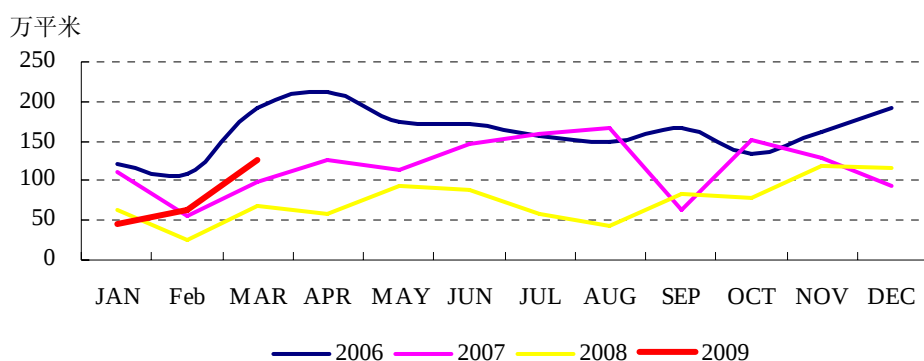
图 3、上海月度住宅成交面积



数据来源: 兴业证券研发中心

与上海类似, 2009 年一季度北京的住宅成交量也节节攀升, 3 月份的成交面积也创下了最近 3 年来的新高。不过由于北京住宅供应相对较大, 因此价格的反弹也不如上海明显, 这也有助于北京住宅成交面积在 2 季度继续维持高位甚至进一步走高。

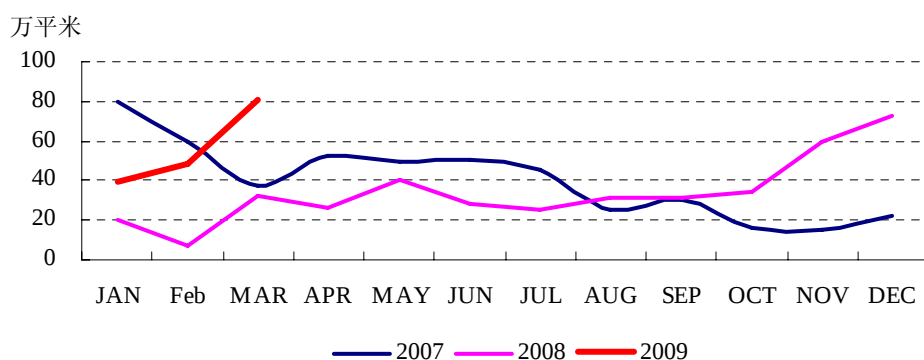
图 4、北京月度住宅成交面积



数据来源: 兴业证券研发中心

可以看出, 去年 11 月份开始, 深圳楼市成交量就开始走出 2007 年初以来的一路下行的轨道。2009 年一季度成交量是去年同期的 2 倍左右, 由于深圳房价调整幅度相对较大, 成交量调整的时间也较长, 我们认为深圳市场持续回暖的可能性较大。虽然受到广东等南方地区传统上清明节不适合买房的风俗影响, 但我们预计 4 月份深圳住宅成交量基本能够和 3 月份持平。

图 5、深圳月度住宅成交面积



数据来源: 兴业证券研发中心

4 月份成交维持高位, 基本可锁定 09 年行业利润增长

我们认为始于去年底的刚性需求释放还可以持续一段时间。以上海为例, 2006-2008 年住宅成交量分别为 2141 万平方米、2688 万平方米、1554 万平方米。2006 年是楼市成交量和价格都相对平稳的一年, 我们假设 2006 年的成交量相对合理的反映了市场的需求, 则 2008 年被抑制的需求在 600 万平方米左右。从 2008 年 11 月起, 市场成交量开始明显放大, 11 月以来的 5 个月比之前的 10 月份成交量高出 50-60 万平方米。因此我们假如积累的需求按每月 60 万平方米的速度消化, 则可持续 10 个月左右, 即到 09 年的 8 月份。如果考虑到经济形势使得被抑制的 600 万平方米的需求当中的部分确实失去了购买能力, 则刚性需求的释放也在 2 季度继续体现。

此外, 从 4 月份前 12 天的成交面积看, 北京、上海、深圳环比 3 月份的增幅分别

是 26.3%、6.8%和-6.4%，如果从三个城市的总成交面积看，比 3 月份增长 11.6%。

从行业收入和利润而言，2008 年 2 季度开始，都呈现明显的下滑趋势，换言之则 08 年 2 季度开始的基数都相对较低。2009 年 1 季度的开门红，以及目前仍然相对良好的趋势使得我们相信 2 季度房地产行业销售额以及重点公司销售额增速仍然将维持在较高水平，而房价的趋于稳定也有利于行业利润跟随收入的增长而增长。

我们以结算进度相对规律的万科的金地为例，如果 4 月份的销售额能够与 3 月份持平，则 2009 年 1-4 月的销售额分别在 180 亿和 50 亿左右，加上 2008 年底的预售款，两公司的可结算资源分别在 455 亿和 120 亿左右，较 08 年的结算收入高出 15%以上。因此我们相信 2009 年主要地产公司结算收入的增长不成问题，虽然毛利率将有所下滑，但在费用率的相应下降，以及由于房价趋于稳定，09 年不再计提存货跌价准备，因此 09 年净利润率不会出现明显的下滑。

表 3、万科、金地 1 季度销售情况

2009 Q1	销售面积 同比增长	销售面积	销售金额	业绩安全性
		万平米	亿元	
万科	33.20%	152.5	122.2	预计前四月销售额在 180 亿左右，加上去年底的 270 余亿，基本可以保证结算收入 15%以上的增长。
金地	51.60%	36.1	33.7	07 年底预售款 37 亿，08 年卖了 114 亿，假设 08 年结算 80 亿，到 09 年底的预售款 70 亿，加上 1Q，达到 100 亿
数据来源：兴业证券研发中心、公司公告				

投资策略及重点上市公司状况

上市公司方面，目前仍然坚持“抓销售、稳开工、慎拿地”，在流动性和成交恢复的背景下，地产公司的资金和业绩安全性均不断提高。

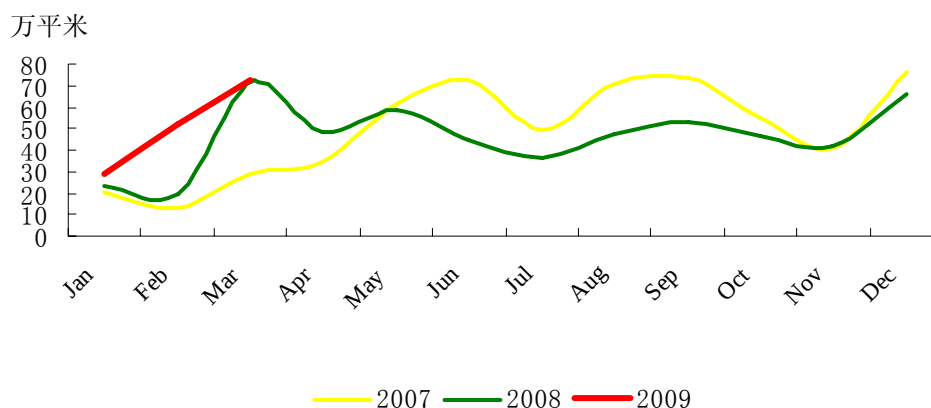
考虑到经营环境和经营状况近期的改善，我们对行业维持短期“推荐”，长期“中性”的评级。同时考虑到去年底以来地产股估值的明显提升，我们建议投资者在4月份重点关注有基本面支撑和业绩安全边际的一线地产股，以及有确定的外延式增长和基本面明显改善的二、三线地产股。对于过分依赖不确定性单一事件影响的公司，需要相对谨慎。除一线地产股之外，我们相对看好有区域经济支撑的建发股份、华发股份，以及基本面有明显改善的冠城大通、深振业。

万科

公司1-3月累计销售面积152.5万平方米，销售金额122.2亿元，分别比08年同期增长33.2%和21%。3月份单月销售均价出现了明显的上升，较1、2月份上升了近千元，达到8504元/平米，基本接近了08年的平均水平8594元/平米，也高于已售未结算面积平均7919元的单价。这部分缓解了市场对万科09年毛利率大幅下滑的担心。

预计公司09-10年EPS为0.45元和0.52元，维持“推荐”评级。

图6、万科A月度销售面积



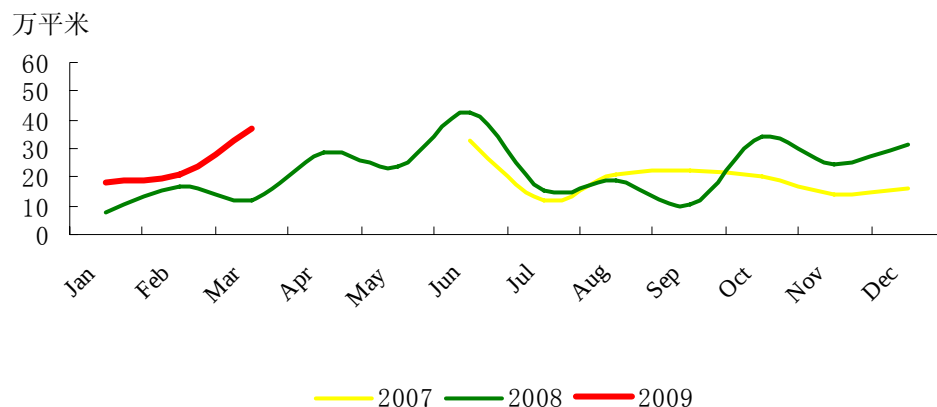
数据来源：兴业证券研发中心

保利地产

2009年3月份，公司实现签约面积37.30万平方米，实现签约金额30.90亿元。2009年1-3月公司实现签约面积76.33万平方米，同比增长132.89%；实现签约金额64.84亿元，同比增长196.71%。

从价格看，一季度签约面积均价 8495 元/平米，高于 2008 年均价 7930 元/平米。保利地产仍然是一线地产股中销售前景和业绩安全性最高的公司。预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 1.27 元和 1.40 元，维持“强烈推荐”评级。

图 7、保利地产月度销售面积



数据来源：兴业证券研发中心

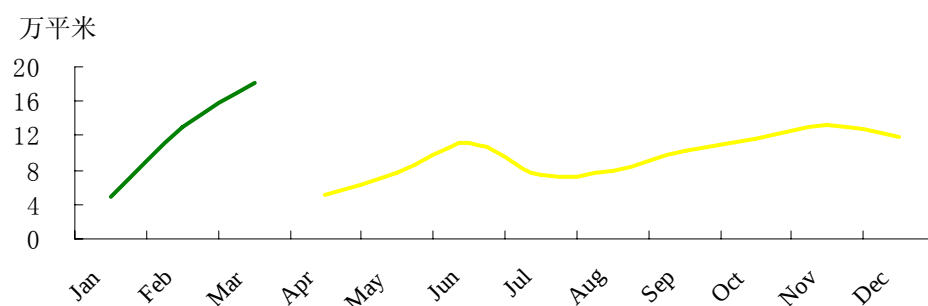
金地集团

2009 年 3 月公司共实现销售面积 18.19 万平方米，较上月增长 40.2%；销售金额 16.85 亿元，较上月增长 3.5%。2009 年 1-3 月公司累计实现销售面积 36.09 万平方米，较上年同期增长 51.6%；累计销售金额 33.65 亿元，较上年同期增长 34.1%。

从价格看，一季度签约面积均价 9324 元/平米，较 2008 年均价 10372 元/平米下滑为 700 元/平米，梅隆镇等项目价格下调以及销售结构的变化是销售均价下滑的主因。

我们认为 08 年公司可能出现的跌价减值准备在 3 亿左右，未来盈利方面，由于近期深圳和上海市场的出色表现，以及公司产品开发能力带来的溢价，未来 2 年公司盈利可以保持持续的增长。预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.51 元、0.67 元和 0.85 元，维持“推荐”评级。

图 8、金地地产月度销售面积



数据来源：兴业证券研发中心

建发股份

09 年一季度贸易业务逐渐复苏，但同比 08 年，我们预计公司贸易收入和利润还是将有所下滑。房地产销售方面，建发房产一季度销售额在 7 亿左右，联发房产销售约 3 亿元，其中五缘湾 1 号 09 年以来的销售额在 2 亿元左右。

我们认为公司贸易能力出众，在 09 年全国进出口额下滑 5-10% 的情况下，公司贸易收入和利润也有望持平，房地产项目可结算资源较大，由于目前厦门及全国房地产销售形势回暖，地产业务表现很可能超此前预期，预计公司 08-10 年业绩分别为 0.50 元和 0.68 元和 0.82 元，维持“推荐”评级。

华发股份

区域经济面临的重大起飞是我们现阶段看好华发股份的最主要的理由。珠海市近期公布了 2009 年-2010 年十大重点工程，共 66 项，总投资 3000 亿元。未来两年，4 个 10 万吨级集装箱码头、10 万吨级公用干散货码头和两个 15 万吨级矿石码头都将拉开建设序幕。总投资达 400 亿的中国船舶工业集团投资建设的船舶和海洋工程装备制造基地项目也列入了 2009 年的开工计划，投产后可年产船舶 1000 万载重吨。此外，中国航空工业集团通用飞机产业基地建设将在今年 6 月之前开工；港珠澳大桥主体工程初步设计阶段勘察设计合同签约仪式 3 月 13 日在珠海举行；横琴岛开发的首个大型项目，总投资 30 亿的“珠海长隆海洋世界”项目日前开始环评公示。

伴随珠海市重大工程全面展开的契机，华发集团的定位将向城市基础设施运营商转变，有望负责 CBD 整体开发、拱北口岸改造和情侣路南段市政设施改造等工程。这也为华发股份今后的扩张打下了很好的伏笔。

我们预计公司 2009-2010 年的 ESP 分别为 0.92 元和 0.98 元，考虑到公司业绩安全性较高以及区域市场的巨大潜力，维持对公司的“强烈推荐”评级。

冠城大通

冠城大通是 2009 年以来，基本面改善最为突出的地产公司之一。

公司 3 月 17 公告称与北京石油签署协议，向其出售位于冠城名敦道 A 区的一栋写字楼及其附属车位，合计金额 3.76 亿元。结合公司在 2 月 24 日公告的销售协

议，公司最近1月已经通过整体销售实现约24亿的销售金额（相当于公司07年全年地产结算收入的220%）这将大幅提升公司09、10年业绩并显著改善公司现金流状况，我们预计公司09-10年EPS分别为0.54元和0.65元，鉴于公司近期经营上取得的积极进展以及目前突出的估值优势，我们在3月18日将公司评级上调至“强烈推荐”。

深振业

07、08年的高投入、08年底以来深圳市场的回暖，公司迎来了改善现金流和未来两年业绩的良好契机。

公司在08年投入了约30亿的工程款，开工了约50万平米的面积，09、10年将进入销售回款期。其中振业城二、三期7.26万平米的别墅预计在4月15日开盘，售价在1.5万元/平米上下。四、五期在下半年也将会有一部分开盘，预计竣工一半左右。星海6期在09年的可售面积约4.5万平米，其中7600平米需要成本价卖给政府，目前的市场价格在11000-14000元/平米，2月份销售了30多套。惠阳项目一期的5万平米的独栋别墅预计在7月份开盘，预计每平米售价在10000元左右。假设今年新推项目销售50%，则公司09年销售金额将达到15-20亿。

我们保守假设公司08年计提约2亿的存货跌价准备，则公司08至10年EPS为0.30元、0.72元和0.82元，给予“推荐”评级。

估值分析

目前A股开发类地产股09年市盈率基本在15-20倍，租赁类市盈率在30倍左右。考虑到历史的估值水平和目前的基本面，我们基本认可这一估值水平。

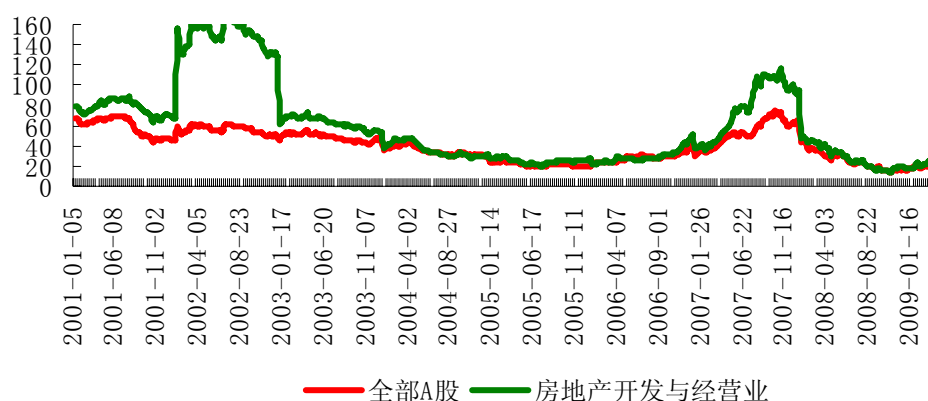
表4、股票池盈利预测(4月13日收盘价)

股票代码	股票名称	评级	EPS			NAV	09PE
			2008	2009	2010		
600325	华发股份	强烈推荐	0.80	0.92	0.97	11.90	18.60
600067	冠城大通	强烈推荐	0.28	0.54	0.65	7.90	15.07
000002	万科A	推荐	0.37	0.45	0.52	6.24	18.87
600048	保利地产	强烈推荐	0.91	1.27	1.40	14.99	18.03
600153	建发股份	推荐	0.50	0.68	0.82	9.40	15.07
000024	招商地产	推荐	0.71	1.05	1.25	19.05	21.28
600383	金地集团	推荐	0.51	0.67	0.85	12.93	16.72
600755	厦门国贸	推荐	0.77	0.82	0.82	6.86	15.94
600639	浦东金桥	推荐	0.33	0.43	0.55	18.24	33.72
600533	栖霞建设	观望	0.18	0.17	0.22	3.55	34.00
002244	滨江集团	推荐	0.64	0.79	0.90	10.23	17.76
000402	金融街	推荐	0.42	0.48	0.60	9.97	20.35

600246	万通地产	观望	1.04	0.80	0.97	15.64	27.93
000069	华侨城	推荐	0.35	0.50	0.60	11.66	27.58
600895	张江高科	推荐	0.34	0.53	0.72	20.58	27.42
数据来源：兴业证券研发中心							

比较全部 A 股和房地产股市盈率的时间序列，在 2001 年至今的绝大部分时间地产行业市盈率都略高于 A 股平均市盈率。截至上周末，全部 A 股对应 08 年市盈率为 22 倍，地产股为 26 倍，基本处于合理水平。

图 9、全部 A 市盈率和房地产股市盈率比较



数据来源：兴业证券研发中心、wind

注：取每周末股价，对应上一年 EPS

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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本公司和作者无关。