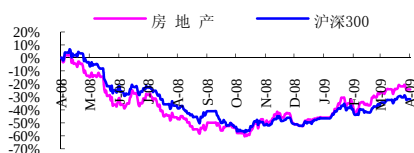


房地产

维持评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
房地产	1.2%	38.2%	-25.3%
沪深 300	3.8%	26.6%	-32.3%

重点公司	6m%	YTD%	评级
万科 A	39.6%	-45.4%	增持
保利地产	63.2%	-0.9%	增持
华侨城 A	72.3%	-16.8%	增持
华发股份	96.4%	-15.6%	增持
金融街	34.3%	-12.0%	增持
招商地产	85.4%	-2.7%	增持
金地集团	89.5%	-24.4%	增持
张江高科	68.6%	16.3%	增持
深振业 A	116.3%	-27.4%	增持

相关报告

《房地产行业二季度策略报告——量升之后看价升》，2008 年 3 月

联系人

赵铎

电话：0755-83703307

邮件：zhaod@ghzq.com.cn

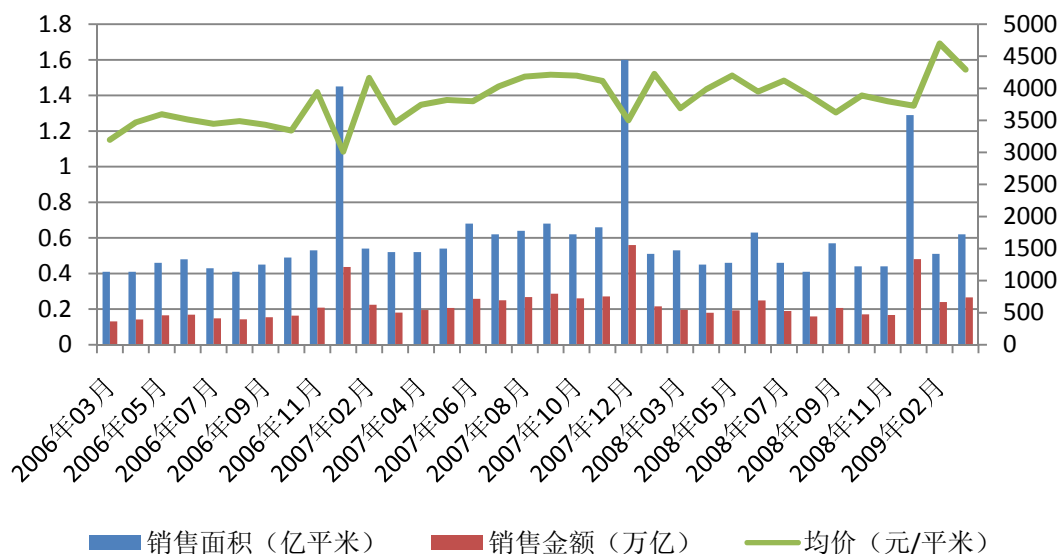
分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 一季度全国商品房销售面积同比增长 8.22%，销售额同比增长 23.07%，3 月份以后商品房销量恢复了同比增长态势。房地产市场成交大幅回暖已经无争议，近期成交量已经接近高度景气的 2007 年平均水平。根据我们对各主要城市成交跟踪显示，四月份商品房成交仍然旺盛，甚至普遍呈现环比上升态势。5 月份受二套房贷利率松动和五一期间促销活动刺激，全国商品房成交量有望保持高水平。
- 我们对三大城市可售商品房消化时间的跟踪对比显示存货消化压力均有明显缓解，市场供求关系出现明显变化。但选取全年开工面积与下一年销售面积之差衡量的全国商品房市场潜在存货压力 07 年以后出现剧增，因此我们认为即使成交量回到高峰水平，开发企业储备项目的充分消化仍需较长时间。
- 由于销售回暖和企业普遍进行开发节奏控制，房地产板块整体资金状况得到明显改善，08 年四季度经营性现金流量净额恢复至正流入，预估 09 年一季度净流入总额继续增加。如果年内上市公司融资开闸，则企业资金状况预计可得到进一步明显改善。但我们认为上市公司业绩拐点还未出现，主要原因是作为结算收入蓄水池的预收帐款余额同比增长不明显，企业毛利水平还可能进一步降低，09 年内难以看到板块整体业绩出现大幅度回升。
- 我们用整体法计算房地产板块市盈率的跟踪数据显示，当前版块 09 年约 30 倍的动态市盈率已经接近 08 年平均，而市净率已经位于近几年的较高水平，板块相对估值相对上一低点已经提高近 70%，在板块业绩预期还未出现明显提高的情况下，我们认为板块短期估值水平进一步提高已经面临一定压力，维持对房地产行业的“中性”评级。

成交量旺盛，部分区域市场已接近景气高点水平

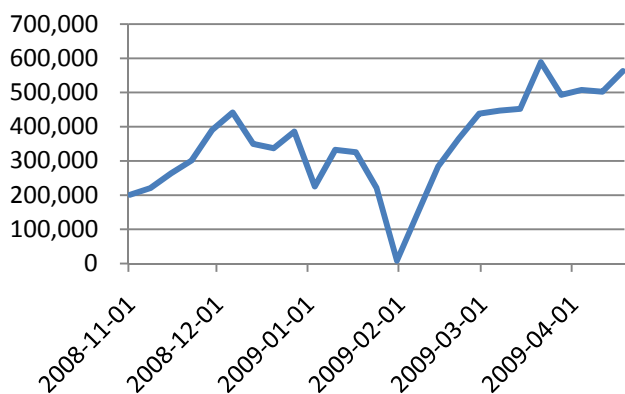
图 1 全国商品房销售月度



资料来源：wind

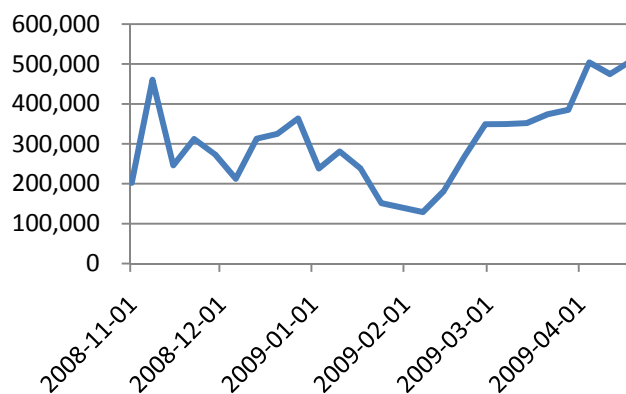
全国统计数据显示，一季度全国商品房销售面积同比增长 8.22%，销售额同比增长 23.07%，3 月份以后商品房销量恢复了同比增长态势。虽然统计局公布的国房景气指数和全国房地产价格指数为同比下降，但以商品房销售总额/销售总面积显示的销售均价一季度相对于 08 年四季度却有明显上升。暂时忽略统计口径差异问题，房地产市场成交大幅回暖已经无争议，近期成交量已经接近高度景气的 2007 年平均水平。根据我们对各主要城市成交跟踪显示，四月份商品房成交仍然旺盛，甚至普遍呈现环比上升态势。

图 2 上海周成交变动（平米）



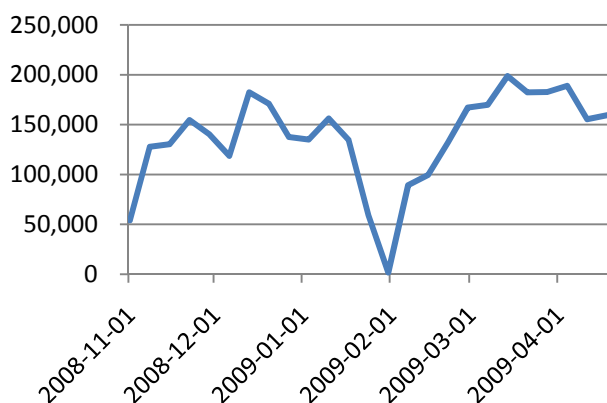
资料来源：wind

图 3 北京周成交变动（平米）



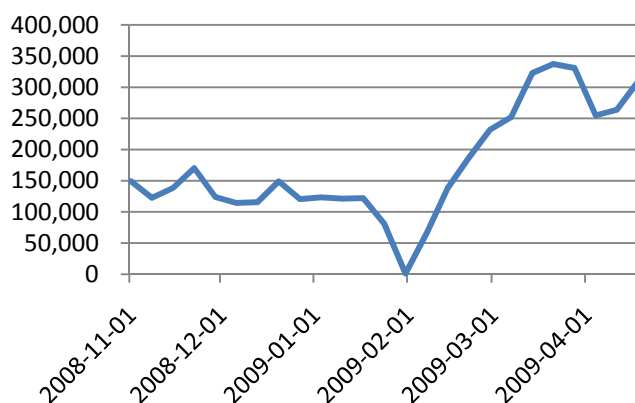
资料来源：wind

图 4 深圳周成交变动（平米）



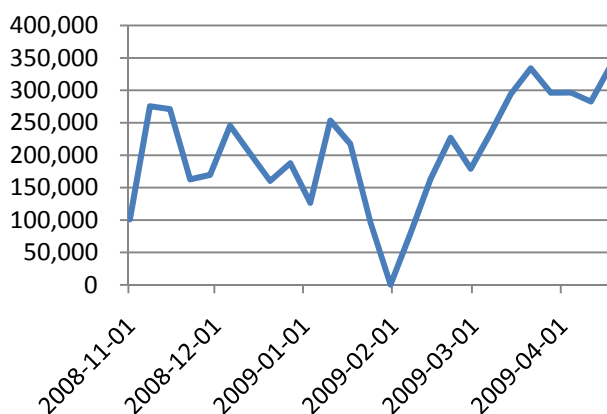
资料来源: wind

图 5 天津周成交变动（平米）



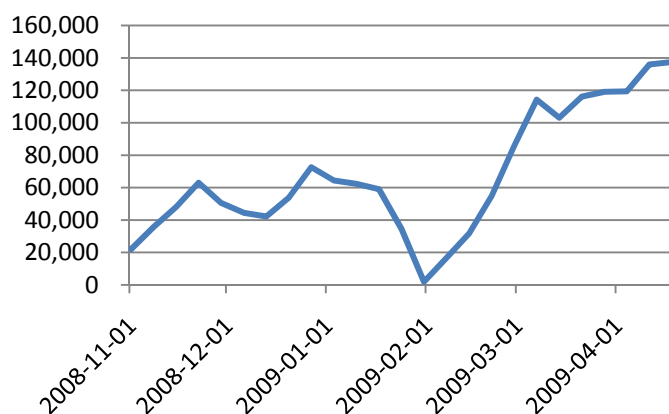
资料来源: wind

图 6 武汉周成交变动（平米）



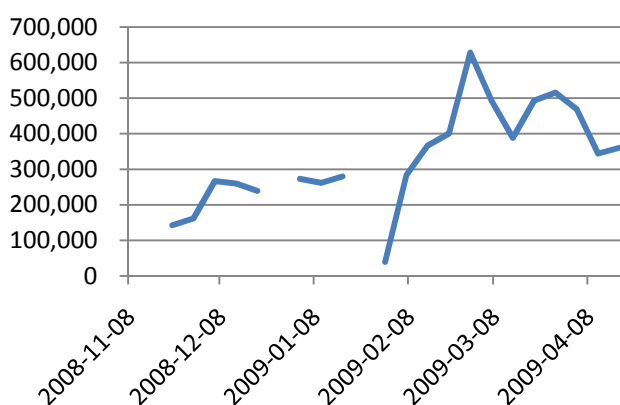
资料来源: wind

图 7 杭州周成交变动（平米）



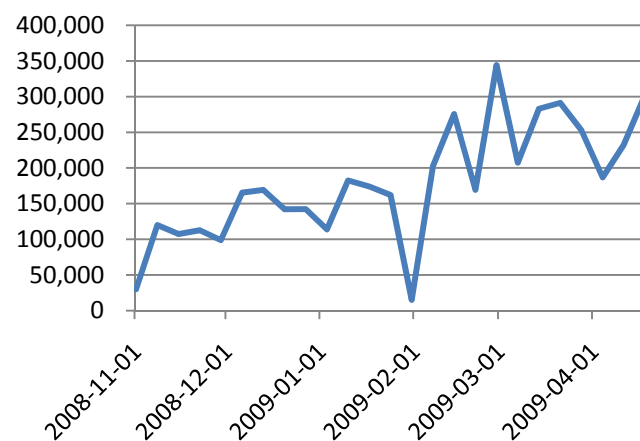
资料来源: wind

图 8 重庆周成交变动（平米）



资料来源: wind

图 9 成都周成交变动（平米）



资料来源: wind

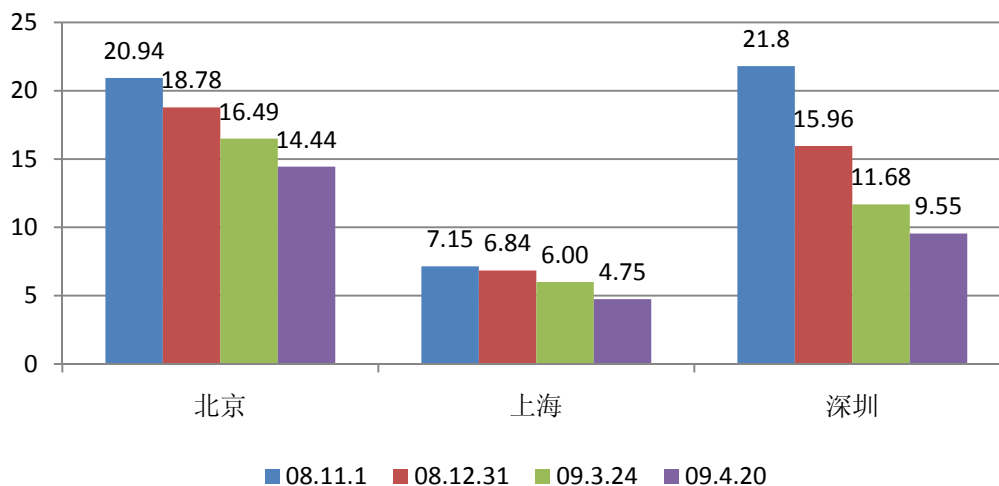
三大一线城市中，除深圳四月环比略有下降外，北京上海环比继续上升。深圳四月成交没能继续上升的原因可能是前期需求释放较快以及四月新开盘数量有限，但作为本轮周期最先反应的区域市场，深圳成交能否持续还值得关注。

主要二线城市三四月份成交量除重庆外基本全部出现环比上升，重庆市成交量在二月份有集中大规模释放，目前成交量其实仍然处于较高水平。

从主要一二线城市成交变动看，贷款政策放松产生的影响是系统性的，各区域市场的差异主要在变化的时间和幅度上，但趋势基本一致。考虑到近期商业银行对二套房贷利率限制有明显松动将进一步提升购买力，加上五一期间促销活动的增加，我们认为 5 月份全国商品房成交量有望保持高水平。

存货消化加速但隐忧仍存

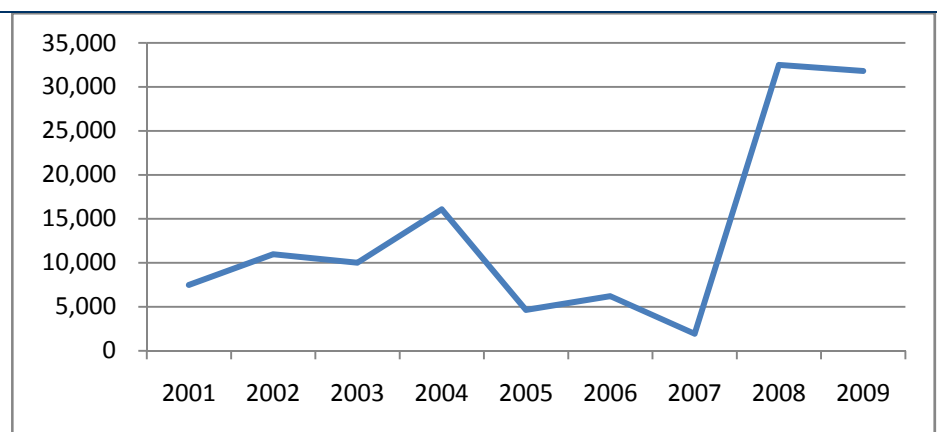
图 10 三大城市存量房消化时间（月）



资料来源：国海证券研究所

我们对北京、上海、深圳三大一线城市存量房消化时间做了跟踪对比，结果显示从成交开始回暖的 08 年 11 月初至今库存压力得到明显的缓解，其中深圳市场改变最为明显。我们最新的存量数据取自 4 月 20 日时点，消化速度取过去六个月的月均销量，按此方法计算上海和深圳的存量房消化时间都已低于 12-18 个月的商品房正常销售周期，北京的存量压力也已落入正常水平范围。

图 11 全国当年销售面积与上年开工面积之差



资料来源: wind (09 年销售总面积估算为 65756 万平方米)

上述存货消化时间的衡量方法可能存在一定片面性,一方面区域市场代表性有限,另一方面可售数据与开发企业实际的项目储备可能存在较大差异,开发企业可能通过减缓推盘速度调节市场供求。选取全年开工面积与下一年销售面积之差衡量全国商品房市场存货压力,显示 07 年以后存货压力剧增,这不仅由于销售面积的萎缩,更由于开工面积的大幅增加,因此即使成交量回到高峰水平,开发企业储备项目的充分消化仍需较长时间。

上市公司整体资金状况改善,但业绩拐点还未出现

由于销售回暖和企业普遍进行开发节奏控制,房地产板块整体资金状况得到明显改善,08 年四季度经营性现金流量净额回复至正流入,预估 09 年一季度净流入总额继续增加。如果年内上市公司融资开闸,则企业资金状况预计可得到进一步明显改善。

图 12 板块单季度销售活动现金流入 (亿元)

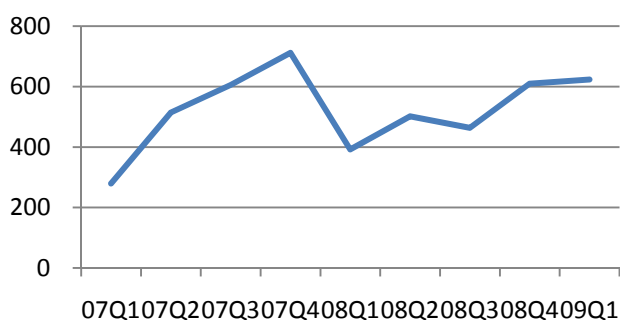
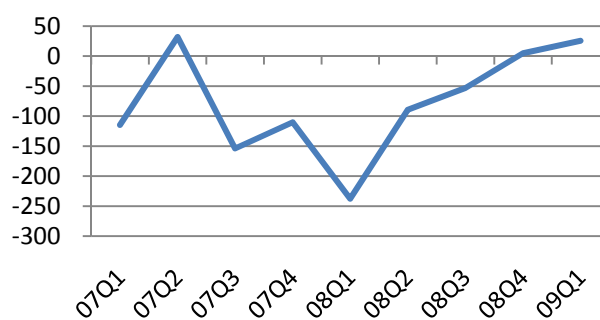


图 13 板块单季度经营性现金流量净额 (亿元)



资料来源: wind (注: 08Q4 和 09Q1 为已公布实际数据加剩余部分估算)

图 14 板块总营业收入同比增速%

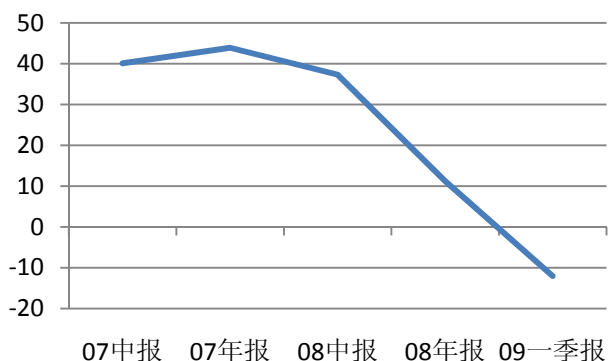
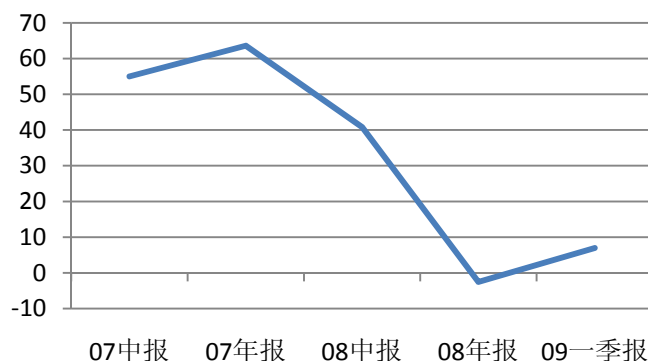


图 15 板块预收帐款余额同比增速%



资料来源: wind (注: 08 年报根据已公布数据的 94 家计算, 09 一季报根据已公布数据的 62 家计算)

图 14 板块总营业收入同比增速%

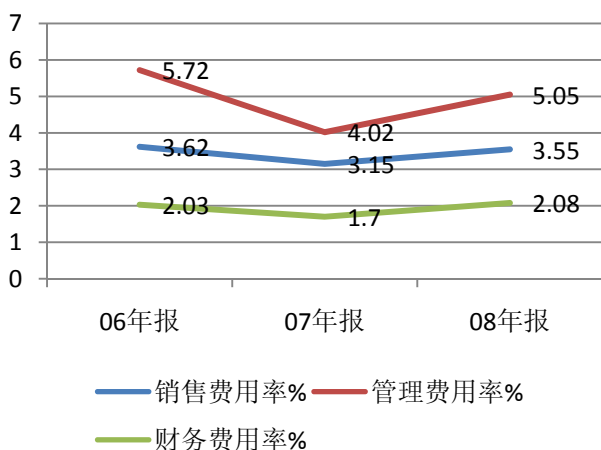
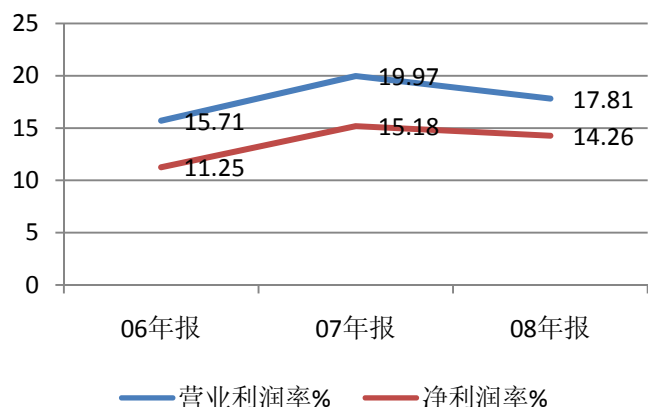


图 15 板块预收帐款余额同比增速%



资料来源: wind (注: 统计对象为已公布 08 年报数据的 94 家)

虽然近期销售反弹明显,但我们认为上市公司业绩拐点还未出现,主要原因是作为结算收入蓄水池的预收帐款余额同比增长不明显,企业毛利水平还可能进一步降低。即使 09 年随着销售回暖使销售费用率得到控制,企业贷款利率降低使财务费用率降低,但由于销售均价并未出现提高甚至还有所下降,而未来贡献业绩的项目多为 07 年前后取得,仅土地成本一项提高对利润的负面影响可能就难以抚平。

上市公司销售的低点在 08 年上半年,相关项目结算的负面影响应该已经主要体现在拉低 08 年报增速上,而 09 年全年板块业绩若要实现同比较明显增长,则二三季度销售仍需保持在水准,若不考虑上市公司市场份额的快速提高,则意味着全国商品房销售要连续在一年的时间内保持接近 07 年亢奋状态的水平,而 07 年高峰时销售额的高水平也仅是维持了一年出头,因此我们认为 09 年内难以看到房地产板块整体业

绩出现高增速。

短期估值有压力，维持行业“中性”评级

图 16 房地产板块动态市盈率变动

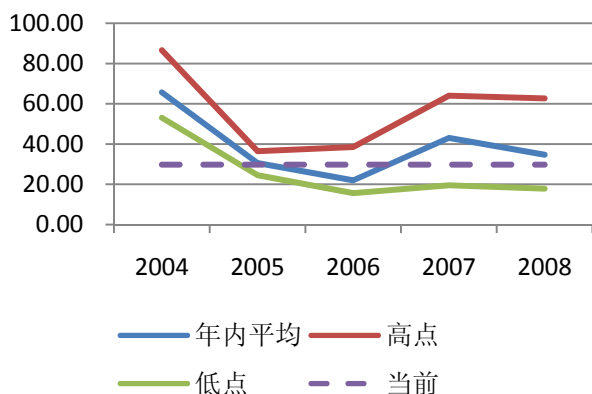
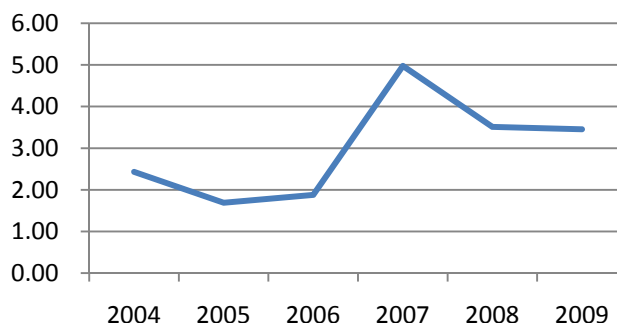


图 17 板块市净率变动



资料来源：wind，国海证券研究所（注：09 年动态市盈率和市净率为估计值）

我们用整体法计算房地产板块市盈率的跟踪数据显示，当前板块 09 年约 30 倍的动态市盈率已经接近 08 年平均，而市净率已经位于近几年的较高水平，板块相对估值相对上一低点已经提高近 70%，在板块业绩预期还未出现明显提高的情况下，我们认为板块短期估值水平进一步提高已经面临一定压力，维持对房地产行业的“中性”评级。

重点公司动态简评：

万科：去存货策略坚决，收效显著

公司公告 09 年一季度营业收入 81.6 亿元，净利润 7.7 亿元，同比分别增长 27.6% 和 7.1%，实现每股收益 0.07 元。一季度实现销售金额 122.2 亿元，同比增长 21.0%，环比下降 0.3%。

与其他龙头企业相比万科一季度销售增幅最小，但从具体项目销售表现看万科并不差，因此我们认为不是万科的销售策略出现问题，而是公司完成一二线城市布局后在规模扩张上遇到了一定瓶颈。销售区域构成方面，三大区域收入占比更趋均衡，再次表明公司凭借最广泛的全国布局平滑和促进了业绩。

一季报存货相对 08 年报减少 16.44 亿，万科成为第一家存货开始明显减少的龙头，显示出其明确的去存货化经营策略导向。公司期末货

币资金余额大幅提升至 269.2 亿，货币资金与带息债务之比从 08 年报的 60.5%提升至 72.6%，偿债压力进一步降低，随着销售回款的持续流入，公司整合行业的资金实力将逐步显露。

不再预计存货跌价损失，小幅调高 09、10 年每股收益预测至 0.42 元、0.51 元，当前股价对应动态 PE 为 09 年 19.2 倍、10 年 15.8 倍，维持对万科的“增持”评级。

保利地产：一季度销售增幅最大的龙头

公司 09 年一季度营业收入 21.4 亿元，实现归属母公司股东净利润 3.3 亿元，同比分别增长 84.7%和 19.4%。一季度实现房地产销售签约面积 76.33 万平米，销售签约金额 64.84 亿元，同比分别增长 132.9%和 196.7%，是一季度销售增幅最大的龙头。

一季报每股收益 0.13 元，相当于 08 年业绩的 14%，期末预收帐款余额从 08 年报时的 97.99 亿增加至 127.58 亿元，相当于 08 年结算收入的 82%，09 全年保持业绩增长的确定性很大。我们调高每股收益预测至 09 年 1.13 元、10 年 1.28 元（暂不考虑送股和增发），当前股价对应 PE 分别为 09 年 20.2 倍、10 年 17.8 倍，维持对保利地产的“增持”评级。

招商地产：销售起色明显

公司从 08 年下半年适当采取了降价促销策略，伴随区域市场大幅回暖和推盘数量增加，销售收入大有起色。一季报实现净利润同比增长 360%，主要来自结算项目大幅增加。一季度销售收到现金 19.07 亿，环比基本持平，同比增加 64.8%，单季度经营性现金流量净额自 06 年三季度以来首次为正。期末预收帐款 38.11 亿，比 08 年报时大增 10.8 亿，为公司历史最高水平，相当于 08 年营业收入的 107%，已经很好锁定业绩。预计 09 年、10 年每股收益分别达到 0.85 元、0.97 元，维持“增持”评级。

金地集团：销售回暖，推盘增加

公司一季度销售面积 36.09 万平米，销售金额 33.65 亿元，同比分别增长 51.8%和 34.2%。一季报预收帐款余额 68.9 亿，比 08 年报增加 15.1 亿，相当于 08 年营业收入的 70.6%。公司 3-5 月计划新推和加推

项目 10 个，借行业复苏之机处理存货的意图明显，而销售收入有望取得进一步增长。预计公司 09 年、10 年 EPS 分别为 0.55 元、0.66 元，当前股价相对估值水平与行业平均基本持平，考虑到公司经营状况的好转以及全国市场地位的不断加强，维持对金地集团的“增持”评级。

表 1 重点公司盈利预测与评级

公司	股价 (4.24)	每股收益			P/E			每股 净资产	P/B latest	评级
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E			
万科 A	8.08	0.37	0.39	0.41	21.84	20.72	19.71	2.90	2.79	增持
深振业 A	9.00	0.30	0.66	0.81	30.38	13.64	11.11	3.36	2.68	增持
招商地产	22.66	0.94	0.85	0.97	24.09	26.66	23.36	8.65	2.62	增持
华侨城 A	13.39	0.35	0.35	0.47	38.26	38.26	28.49	2.13	6.29	增持
金融街	9.36	0.43	0.48	0.65	21.77	19.50	14.40	5.87	1.59	增持
福星股份	7.07	0.55	0.52	0.65	12.85	13.60	10.88	5.07	1.39	中性
荣盛发展	9.80	0.46	0.58	0.65	21.30	16.90	15.08	2.61	3.75	中性
滨江集团	13.96	0.61	0.68	0.92	22.89	20.53	15.17	2.78	5.02	增持
保利地产	22.80	0.91	1.13	1.28	25.05	20.18	17.81	5.74	3.97	增持
华发股份	16.04	0.80	0.83	1.17	20.05	19.33	13.71	5.51	2.91	增持
金地集团	11.01	0.50	0.55	0.66	22.02	20.02	16.68	5.54	1.99	中性
中华企业	11.88	0.43	0.49	0.55	27.82	24.24	21.60	2.98	3.99	增持
张江高科	13.91	0.38	0.48	0.57	36.61	28.98	24.40	3.35	4.15	增持

数据来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。