

日期: 2009 年 5 月 4 日

行业: 房地产行业



金融地产研究小组 沈莉
021-53519888-1922
shenli@sigchina.com

关注土地新气象

——2009 年 5 月房地产业投资策略

■ 主要观点:

经济有企稳迹象, 房地产有望受益

中国 PMI 指数连续回升至 53.5%, 全球发达国家的 PMI 指数最近数月也持续改善。房地产市场有望受益于经济的企稳。

房价相对无泡沫, 交易量维持高位

房价与零售额的比值, 接近 03 年水平, 房价基本无泡沫。4 月连续 4 周的交易量一直维持在高位, 个别城市有小幅波动, 但整体以上升为主。

土地出现新气象, 政策有利好

4 月土地交易市场出现新气象, 我们重点观测的北京和上海都有地块远高于底价成交。政府降低商品住房项目资本金比例要求, 对房地产行业形成重大利好。

估值随着房价和土地价格的企稳有望提升

目前估值已反映房地产的交易量回暖。未来随着土地和房价的企稳, 估值有望进一步提升。

投资建议:

评级未来十二个月内, 房地产业: 有吸引力

我们认为房地产在高储蓄的情况下, 只要经济没有大碍, 09 年下半年会出现成交拐点 (详见 09 年度策略)。评级为“有吸引力”。

现阶段应密切关注土地市场。本月整体上宜关注购置土地的优质公司。

数据预测与估值:

房地产行业重点关注股票业绩预测和市盈率

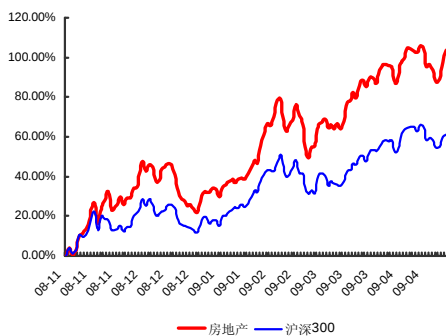
公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
万科 A	000002	8.48	0.37	0.44	0.61	22.92	19.27	13.90	2.92	跑赢大市
招商地产	000024	25.36	0.71	0.75	1.00	33.80	33.81	25.36	2.93	超强大市
收租类										
外高桥	600648	14.87	0.24	0.19	0.37	61.96	78.26	40.19	4.29	大市同步
陆家嘴	600663	25.56	0.47	0.62	0.62	54.38	41.23	41.23	5.64	跑赢大市
浦东金桥	600639	14.37	0.33	0.39	0.43	43.55	36.85	33.42	3.95	超强大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 4 月 30 日收盘价

房地产类 3 月价格指数

房地产开发综合景气指数	94.74
房地产开发投资指数	92.00
土地开发面积指数	92.20
销售价格指数	97.43

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

SL09-MIT05

相关报告:

一、4 月份行业市场动态概述

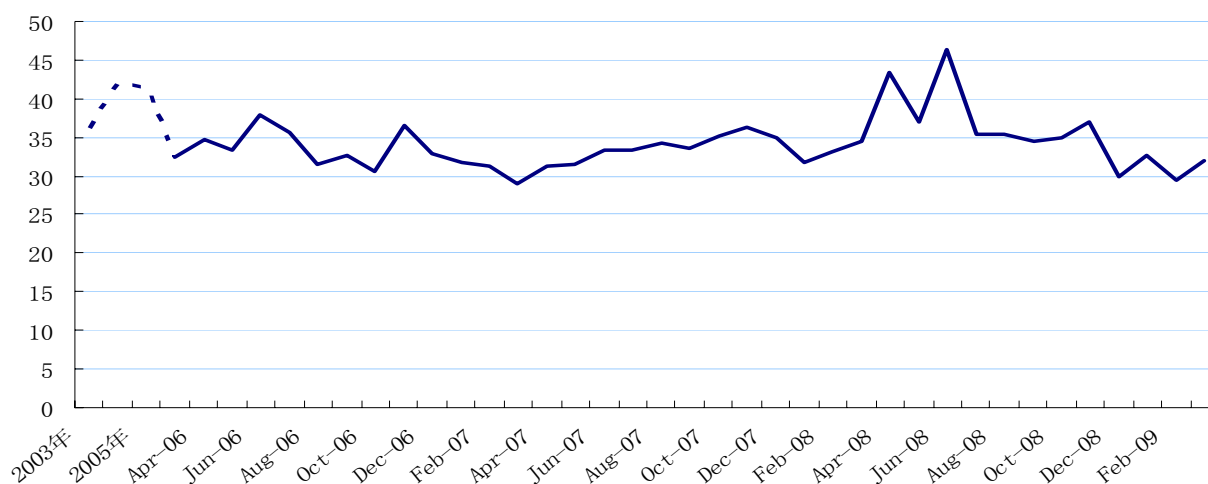
1、经济有企稳迹象，房地产有望受益

近期美国、中国经济皆有企稳迹象。美国消费者信心、新屋开工数、新屋销售、制造业指数和采购经理人指数皆有回升。中国 4 月份 PMI 连续 5 个月上升至 53.5%，连续两个月站在 50% 的分界线上。美国、英国、日本和德国 PMI 指数都有改善。

2、房价相对无泡沫，交易量维持高位

由于国内对居民收入的统计无法达成共识，消费品零售额相对于收入较为稳定，我们用“消费品零售总额”来代替收入。以房价较高的上海为例，用“房价/消费品零售总额”来看，房价的增长与消费支出的增长基本一致，此比例也回到 2003 年的水平。因此我们认为现在房价的泡沫已基本不存在，如果房价再下跌，更大的原因将是由宏观经济调整引起的居民收入的调整所致。就房地产市场而言，房价调整有望结束，这也许就能解释 09 年 2 月开始的交易量的爆发和 4 月开始的土地市场的回暖。

图 1 2003 年-2009 年房价/消费品零售总额



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

3、政策利好

有权威媒体报道，国务院会议提出调降地产企业资本金比例，我们知道，房地产企业是一个高杠杆、低自有资金投入的行业，降低资本金，无疑会降低资金要求，有利于房企的扩张。

4、土地出现新气象

我们从3月中旬始的房产和土地交易周报中反复提到4月中旬的土地交易也许会有新气象，结果显示，4月北京怀柔和上海徐泾都出现了地块远高于底价出售的现象，上海的徐泾地块有10家房地产公司竞标，一改之前土地流标，以底价交易的情况，修复了土地价格。

5、一季度业绩回顾

一季报显示房地产公司的利润已回归正常值。我们剔除ST个股，统计了107家房地产上市公司的季报，平均每股收益为0.035元，较08年一季度每股收益0.093元下降62.36%，但与07年的每股收益0.034元和06年每股收益0.027元相当，已回归正常值。

上市公司的财务情况大大改善。经营性现金流首次出现正增长，每股经营活动产生的现金流平均值为0.015元。107家公司已获利息倍数(EBIT/利息费用)同比大增624%，至204倍，基本无破产风险。

上市公司结算毛利下降，一季度结算毛利水平降至39.57%，同比下降了1.58个百分点，高于07年的32.09%和06年的29%，回归正常值。

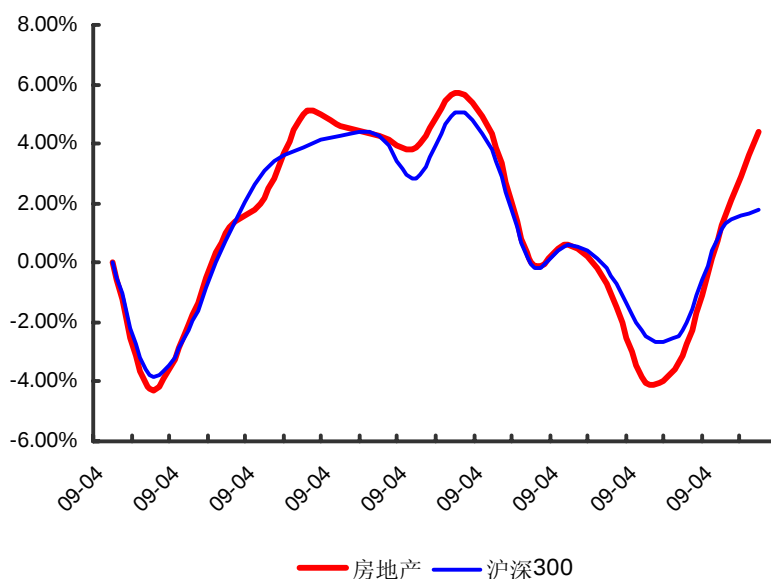
未来随着房价的上涨，土地价格现在仍低于同期水平，公司的毛利将企稳。

二、上月房地产行业股票市场表现分析

1、房地产板块上涨7.06%，沪深300指数上涨4.59%

4月份房地产板块上涨7.06%，沪深300指数上涨4.59%，基本同步，符合我们4月的策略报告预期，提醒投资者4月份房地产股已反映前期利好因素，会有较大震荡，但因为我们看好中长期表现，建议投资者逢低关注。

图2 房地产股4月份市场表现

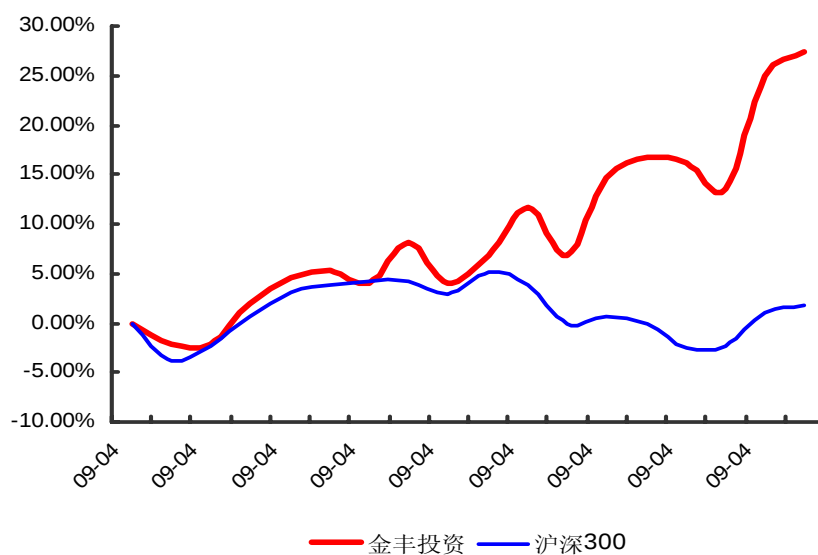


数据来源: wind 上海证券研究所

2、上海本地股和优质房产股表现较好

在4月的涨幅中，涨幅前列的都大都集中于上海本地股和优质房地产股。这符合我们的预期，我们从年报到现在一直建议关注上海本地股和优质房产股。此月涨幅较大主要原因是上海本地股在09年有世博、迪斯尼、两个中心等实质利好强力支撑。上海本地股一般在大盘好时回调，大盘回调时爆发。4月正好是大盘震荡调整时期。而上月月报我们一再提醒低位吸纳优质地产股，4月招商、金地等龙头股表现良好。

图3 金丰投资4月份市场表现



数据来源: wind 上海证券研究所

表 1 4 月份涨幅靠前的股票

证券代码	证券简称	月度涨幅%
600748.SH	上实发展	28%
600175.SH	美都控股	28%
000608.SZ	阳光股份	28%
000056.SZ	深国商	25%
600606.SH	金丰投资	22%
600745.SH	中茵股份	21%
002133.SZ	广宇集团	20%
600675.SH	中华企业	19%
600545.SH	新疆城建	19%
600791.SH	京能置业	18%
600383.SH	金地集团	13%
000546.SZ	光华控股	12%
600223.SH	ST 万杰	12%
000024.SZ	招商地产	12%

数据来源: wind, 上海证券研究所

三、行业中期趋势的展望

1、5 月交易量有望维持高位，库存继续迅速消化

经过 3 个月的连续上升，我们关注的重点城市 09 年累计成交量同比上升 61%。目前部分城市的日均交易量已达到 07 年高峰水平，因此进入 5 月份后，环比上升的空间不大，但我们认为因为房价基本已无泡沫，刚性需求回暖的背景因素没有改变，成交量依然会维持在高位，库存会继续以较快速度消化。

表 2 4 月第四周重点城市日均交易量情况

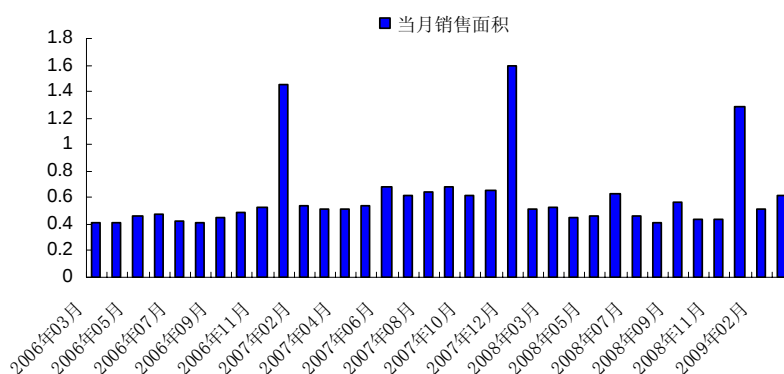
	城市	上周	本周	环比	注释	上周可售消 化时间(月)	本周可售 消化时间	成交 价格	环比
长三角	上海	520	642	23%	4.20-4.26 商品住宅	3.59	2.94	14052	8%
	杭州	165	284	72%	4.20-4.26 商品房	14.47	7.60		
	南京	265	260	-2%	4.20-4.26 商品住宅	9.75	9.96		
珠三角	深圳	225	275	22%	4.20-4.26 商品房	14.21	9.94	13263	9%
	广州	280	334	19%	4.20-4.26 商品住宅	6.96	8.23		

2009 年 5 月 4 日

环渤海	北京	632	597	-6%	4.20-4.26 商品住宅	14.68	15.13	
	天津	378	362	-4%	4.20-4.26 商品住宅			6613 -4%
其他地区	成都	521	521	0%	4.20-4.26 商品住宅			
	重庆	561	1734	209%	4.20-4.26 商品住宅	9.16	9.23	
总体平均		394	557	41%		10.40	9.00	
总体中值		378	362	-4%				

数据来源：各地政府房地产网上交易中心、上海证券研究所

图 4 2007 年-2009 年当月销售面积



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

2、土地市场有望继续回暖

4 月份交易的地块显示土地价格有企稳回升的趋势，我们认为土地市场将继续回暖。目前房地产企业相对于前期资金充裕，资本金下调也有利于房企扩张，土地价格也处于低位，目前的土地价格是房企修复利润率的好机会。如这次金地购买的徐泾地块，底价为 3000 元/平米，成交价为 5600 元/平米。而 07 年 12 月，锦江摘得的相邻地块达到 7032 元/平米，相邻的住宅项目销售均价在 8000-10000 元/平米之间，别墅项目在 25000-30000 元/平米之间，虽然此次金地溢价 80% 摘得此地块，但利润空间依然巨大。因此一旦房地产企业对土地价格不再下跌产生共识，土地市场就将开始回暖。而房地产股较大的投资机会也会出现。

表 3 土地在 4 月份之前的交易价格

城市	土地成交价格比较最高点
上海	土地价格下跌在-8%和-30%之间
深圳	土地价格下跌最大幅度在-60%和-80%之间
北京	土地价格下跌在-14%和-53%之间

数据来源：上海证券研究所

表 4 土地在 4 月份的交易价格

地块	4 月土地成交价格比较最高点	底价比较最高点
上海青浦徐泾 3 号地块	-20%	-50%
北京怀柔湖光小区	-11%	-40%

数据来源：上海证券研究所

3、估值随着房价和土地价格的企稳有望提升

目前估值已反映房地产的交易量回暖。未来随着土地和房价的企稳，估值有望进一步提升。

三、5 月行业评级、策略及重点股票

■ 评级未来十二个月内，房地产业：有吸引力

我们认为房地产在高储蓄的情况下，只要经济没有大碍，在 09 年下半年会有所起色（见 09 年度策略）。因此评级为有吸引力。5 月份，我们认为交易量虽然有望维持高位，但上升空间不大。房地产股价基本已经反映了成交回暖因素，而土地市场的新气象和利好政策带来的产业扩张成为房地产公司估值上升的动力。

我们建议的策略是关注在土地市场处于低位时购地的上市公司。上市公司的反周期操作无疑会使其成本降低，获益匪浅。

附表 房地产业相对估值比较

公司名称	代码	股价	EPS				PER	
			08A	09E	10E	08X	09X	10X
万科 A	000002	8.48	0.37	0.44	0.61	22.92	19.27	13.90
招商地产	000024	25.36	0.71	0.75	1.00	33.80	33.81	25.36
保利地产	600048	19.42	0.70	0.77	1.16	27.74	25.22	16.74
冠城大通	600067	8.90	0.30	0.60	0.90	29.66	14.83	9.89
荣盛发展	002146	10.54	0.46	0.53	0.65	22.91	19.89	16.22
华发股份	600325	17.03	0.88	0.90	1.00	19.35	18.92	17.03
金地集团	600383	12.32	0.50	0.78	0.88	24.64	15.79	14.00
泛海建设	000046	11.48	0.09	0.34	0.58	127.56	33.76	19.79
苏宁环球	000718	10.97	0.40	0.44	0.60	27.43	24.93	18.28
样本均值						35.63	22.94	16.80
public storage	美国	64.66		1.05	1.05		61.58	61.58
SPSB	马来西亚	3.40		0.18	0.18		19.43	18.89
mitsub	日本	1322.00		37.06	43.76		35.67	30.21

数据来源：bloomberg，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭昌盛 沈莉 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。