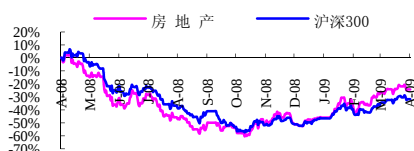


房地产
维持评级：中性
相对沪深 300 表现


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 5 月策略报告——经营状况有所好转,短期估值水平有压力》, 2009 年 4 月

联系人

赵铎

电话: 0755-83703307

邮件: zhaod@ghzq.com.cn

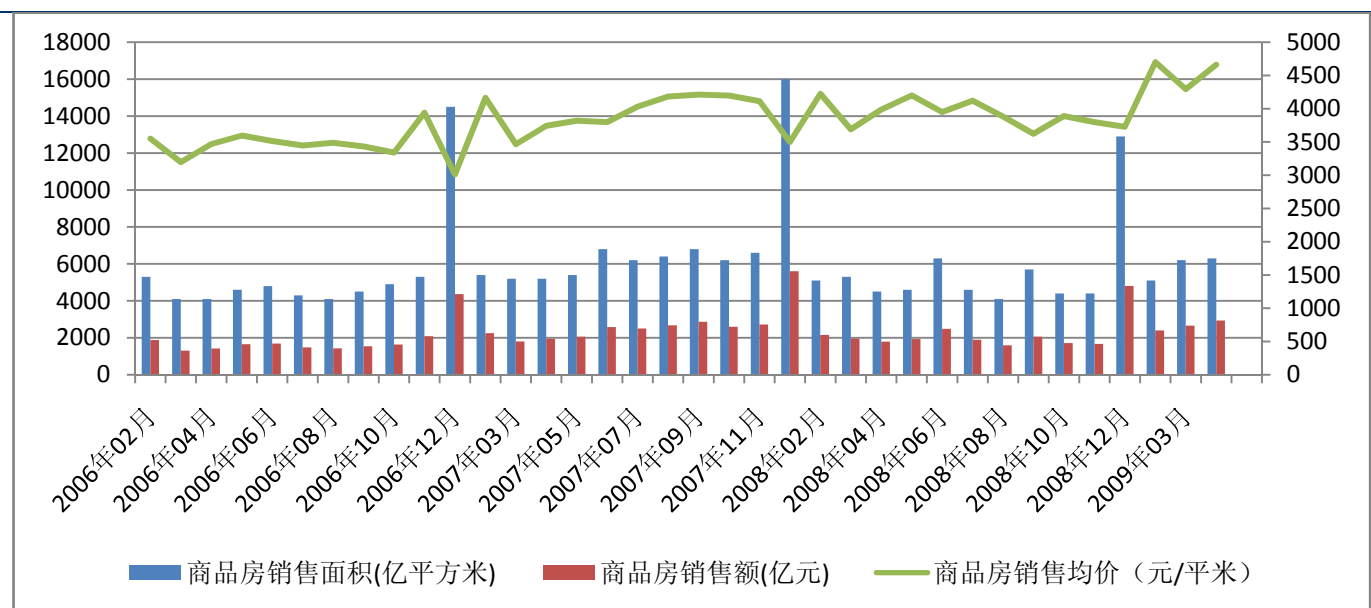
分析师申明:

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。

- 09 年前四个月商品房累计成交面积 1.76 亿平米,同比增长 17.6%,成交金额累计 7996 亿,同比增长 35.4%,前四个月和四月单月成交均达到历史最高水平。
- 上市公司前五个月的顺利销售使得板块 09 年业绩同比增长的确定性大增,万科、保利、金地三大龙头前四个月销售收入与 08 年底预收帐款之和都已超过 08 年全年结算收入,中性预期板块 09 年净利润同比增长 20%。
- 本轮周期领先表现的深圳近期出现“价升量跌”,这很可能成为下一阶段全国市场的共同趋势。而由于当前购买力提升空间有限,需求的价格弹性应该较高,“价升量跌”对行业持续盈利是不利的。
- 随着销售大幅好转和银行对开发贷款的放松,开发企业资金实力得到明显提高,而可售面积的迅速减少产生加大开发力度的需求,因此预计未来房地产投资增速有望回升。但我们认为增加投入应以现有储备项目为主,当前仍不是开发企业大规模增加土地储备的适当时机,主要原因在于:第一,全行业的潜在存货压力仍较大;第二,许多上市公司自身储备项目数量并不少;第三,全国土地交易价格实际并未出现明显下降。
- 政府近期表现出的态度并不认同房价上涨,而货币政策持续放松的力度和时间不能太过乐观,因此我们预计政策对行业的影响将由积极偏向中性。政策层面的利好更多来自各地区发展规划对区域房地产市场的预期提升,主要包括上海建设国际金融中心、海峡西岸经济区加快建设、深圳综合配套改革实验等,相关企业将具备市场回暖因素之外更大的增长动力。
- 基于对 6 月成交量冲高回落和政策支持转中性的判断,我们维持行业“中性”评级,对全国市场地位不断提升的万科、保利、招商、金融街,以及受益区域规划提升的陆家嘴、张江高科、深振业维持“增持”评级。

全国商品房成交量创新高，价格上涨范围扩大

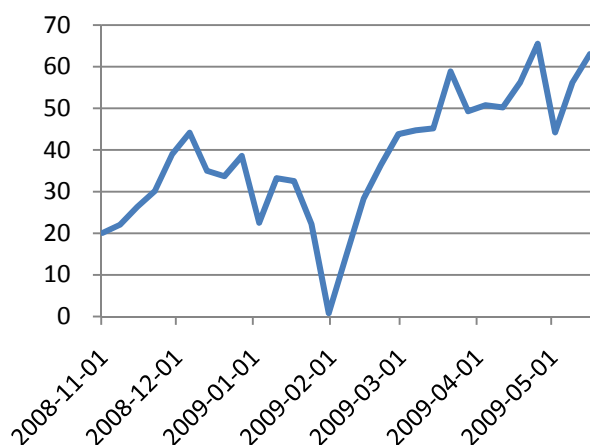
图1 全国商品房销售月度



资料来源：wind

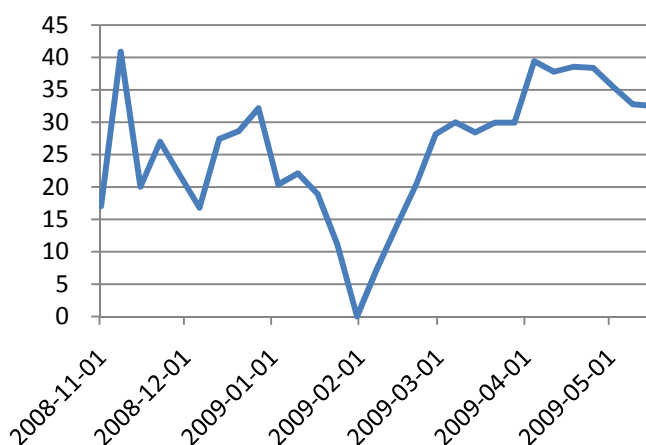
国家统计局公布的数据显示，09年前四个月商品房累计成交面积1.76亿平方米，同比增长17.6%，成交金额累计7996亿，同比增长35.4%，四月份销售面积和销售金额环比分别增长1.6%和10%，前四个月和四月单月成交均达到历史最高水平，商品房市场呈现出“价升量涨”的景气局面。

图2 上海商品房周预售面积（万平方米）



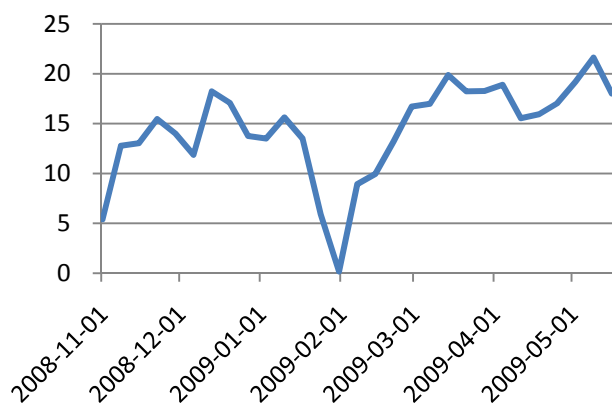
资料来源：wind

图3 北京期房周预售面积（万平方米）



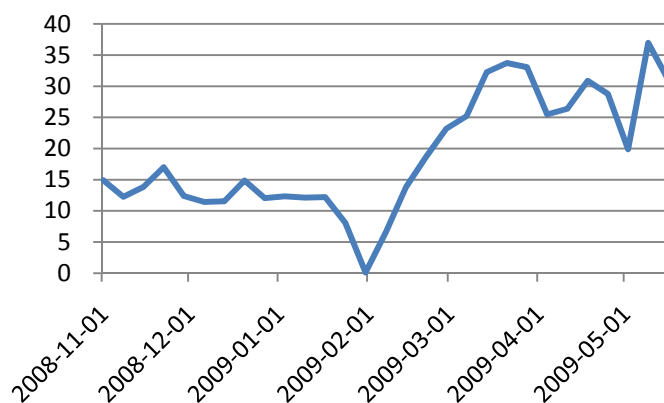
资料来源：wind

图4 深圳一手房周成交面积（万平方米）



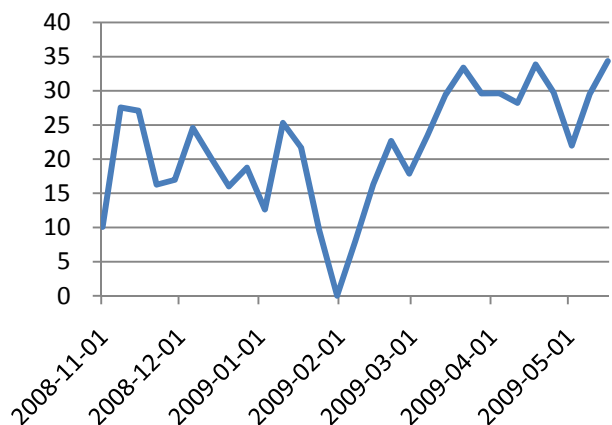
资料来源: wind

图5 天津商品房周成交面积（万平方米）



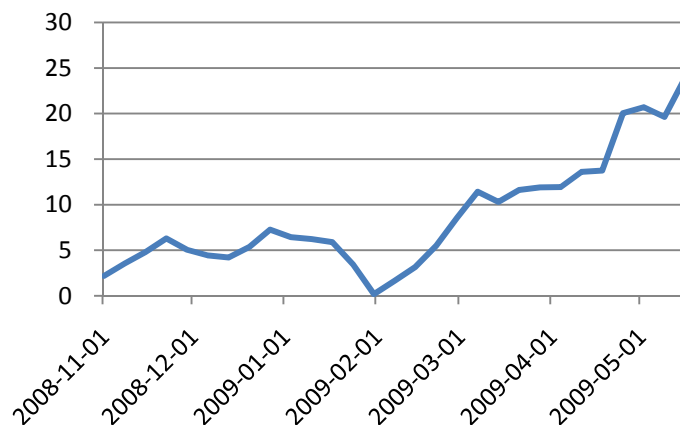
资料来源: wind

图6 武汉商品房周销售面积（万平方米）



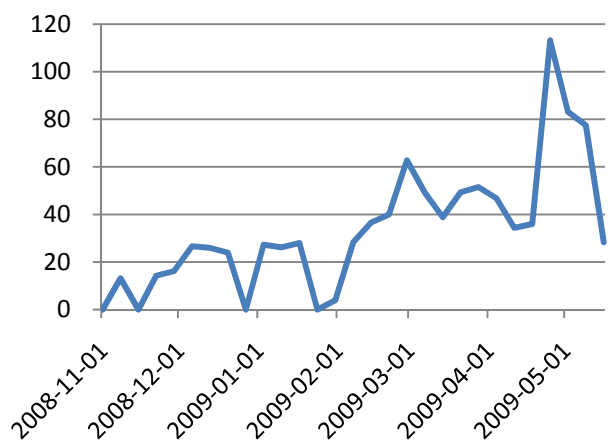
资料来源: wind

图7 杭州商品房周成交面积（万平方米）



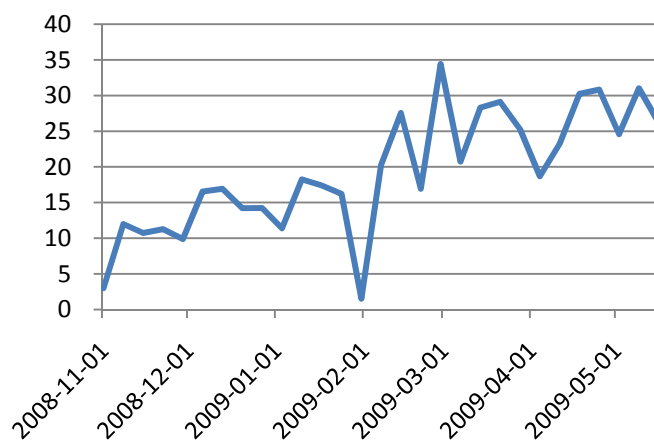
资料来源: wind

图8 重庆商品房周成交面积（万平方米）



资料来源: wind

图9 成都商品房周成交面积（万平方米）



资料来源: wind

各主要城市 4 月全月成交面积基本全部保持同比增长，而随着成交量达到高水平，部分区域市场价格出现较明显上涨。根据发改委监测的房屋销售价格指数，4 月份全国房屋销售价格指数环比上升 0.4 个百分点，连续第二个月上涨，70 大中城市中环比上涨的有 53 个，我们在二季度策略报告中“量升之后看价升”的观点得到验证。

板块 09 年业绩增长确定性较大，警惕“价升量跌”的不利影响

对房地产板块上市公司而言，前五个月的顺利销售使得 09 年业绩同比增长的确定性大增。以几家公布月度销售数据的龙头企业为例，万科 08 年报预收帐款 239.5 亿，09 年前四个月销售收入 174.9 亿，两者之和已经超过 08 年全年 410 亿的结算收入；保利 08 年报预收帐款 99 亿，09 年前四个月销售收入 105.2 亿，两者之和大大超过 08 年全年 155.2 亿的结算收入；金地 08 年报预收帐款 53.8 亿，09 年前四个月销售收入 48.6 亿，两者之和也超过 08 年 97.6 亿的结算收入。虽然 09 年结算毛利率可能同比会有所降低，但大范围计提存货跌价的可能已经不大，加上结算收入可能增长，09 年板块业绩同比增长已经十分确定，中性估计同比增长 20%。

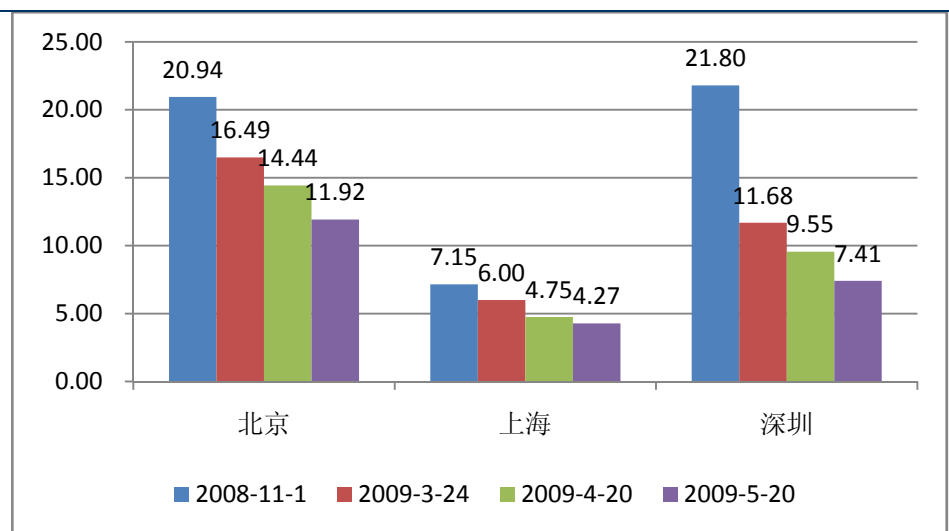
但我们也注意到，本轮周期的先行区域市场深圳近期呈现出价升量跌的特点，近两周一手房成交均价上升 9%，而成交面积环比下降 15%，使得成交金额下降 7.6%。这种情况表明，主要受贷款放松和优惠政策刺激的成交量在一举超过历史最高水平后，由于近期可以期待的大力度刺激政策不多，购买力从自身和外部因素考虑都难以得到进一步的提升，需求的价格弹性较高，因此如果房价上涨，很可能使成交量出现更为明显萎缩，这对行业持续盈利前景将是不利影响。

开发投资有望回升，但大规模扩张土地储备时机未到

我们对北京、上海、深圳三大一线城市存量房消化时间的跟踪数据显示库存压力进一步减小，半年甚至更短时间的存量房消化时间已经是十分理想的状态，供不应求的感觉愈发明显。

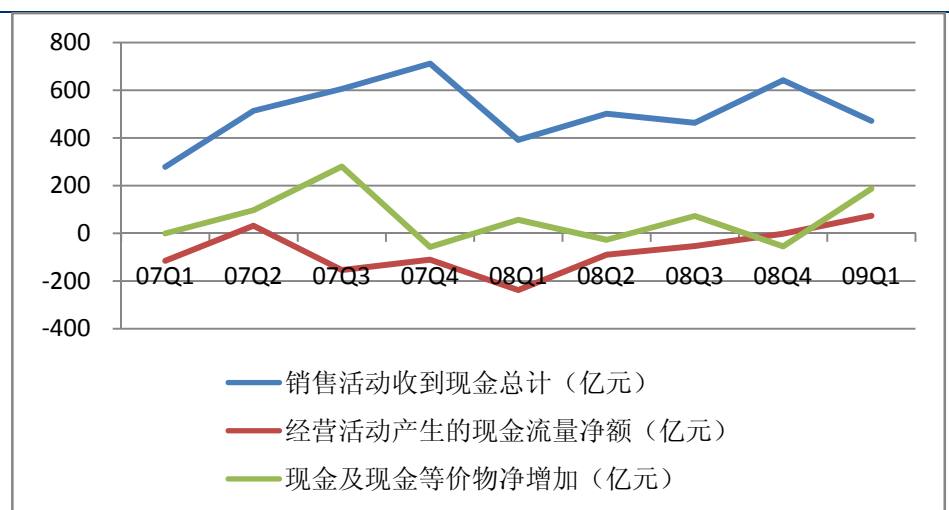
同时，随着销售回款的加速回收和银行对开发贷款开始放松，开发企业的资金压力正在得到明显减轻，至 09 年一季报房地产板块整体现金及现金等价物净增加 187 亿元，接近 07 年的高峰水平。在这种情况下企业适当加速开发成为必然的趋势。

图 10 三大城市存量房消化时间（月）



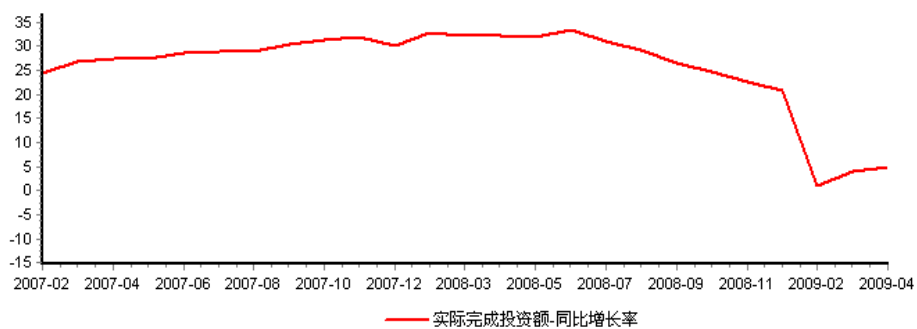
资料来源：国海证券研究所

图 11 上市公司单季度现金流变动



资料来源：wind

图 12 全国房地产投资增速



数据来源：Wind资讯

资料来源：wind

四月份以后房地产开发企业拿地热情开始升温，以万科、保利、金地为代表的上市公司和行业龙头也重启了拿地动作，其中不乏大手笔的“地王”项目，显示一方面企业感到自身财务状况明显好转，另一方面对行业预期改善。

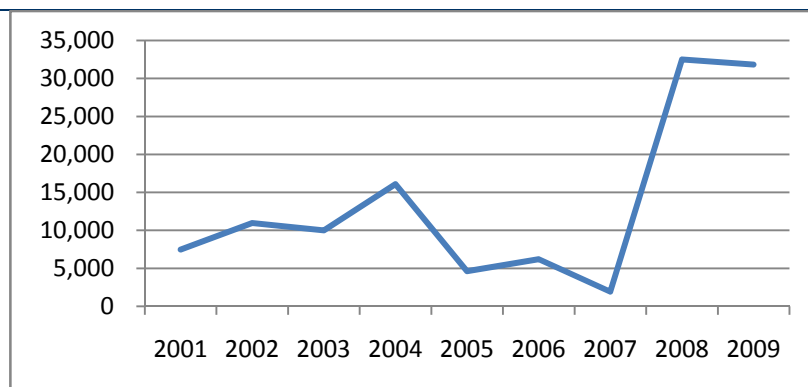
表 1 四月份以来上市公司拿地列举

公司	位置	土地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	成交价 (亿元)	楼面地价 (元/平米)
万科	无锡新区	10.2	32.6	5.57	1706
保利	北京密云区	20.2	31.6	3.85	1220
金地	上海青浦区	9.2	10	5.6	5579
绿地	上海松江区	18.7	26.1	9.57	3665
	上海徐汇区	4.1	10.2	12	11799
	南昌红角洲	10.4	20.7	1.76	848
恒隆	大连西岗区	6.3	22.2	12.4	5571
富力	北京朝阳门	4.3	7.3	10.2	14097
世茂	青岛市南区	1.1	21.4	9.11	4250
北京城建	北京宣武区	0.7	1.8	1.35	7478

数据来源：各地土地管理部门公告

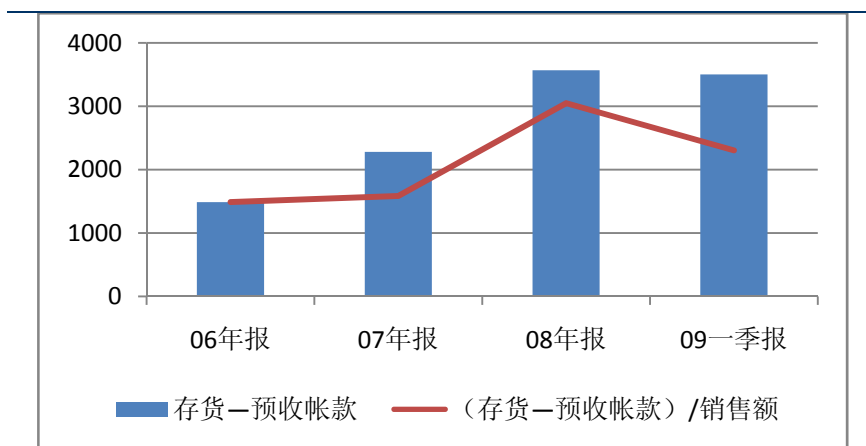
但是，我们认为即使当前行业持续回暖，仍不是开发企业大规模增加土地储备的适当时机，主要原因在于：第一，全行业的潜在存货压力仍较大，以上年开工面积与当年销售之差计算的存货压力仍处于与 08 年困难阶段接近的水平；第二，许多上市公司自身储备项目数量并不少，足够未来至少三年开发销售所需，即使当前不拿地也不至于“无米下炊”；第三，全国土地交易价格指数反应地价只是同比增速下降至接近为零，实际土地价格相对房价并未出现明显下降，而国家土地供应政策和农村土地流转甚至可能造成未来地价的下跌。

图 13 全国当年销售面积与上年开工面积之差



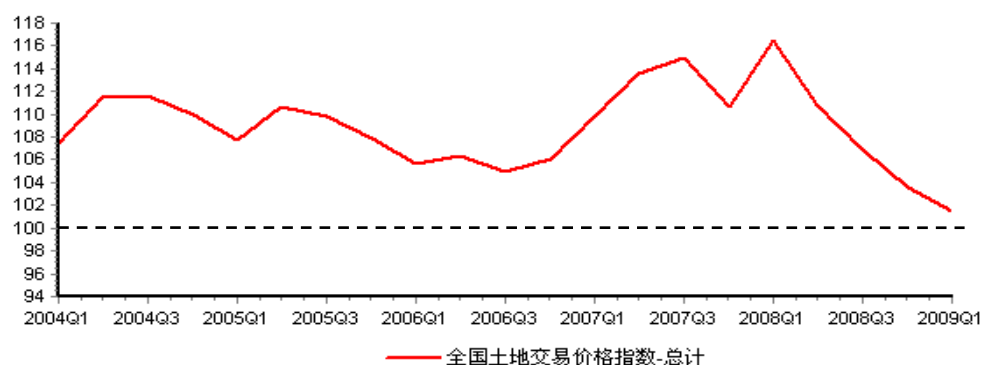
资料来源：wind (09 年销售总面积估算为 6.8 亿平米)

图 14 上市公司存货压力



资料来源: wind

图 15 全国土地交易价格指数%



数据来源: Wind资讯

资料来源: wind

因此我们认为增加开发投入应以消化现有储备项目为主, 资金实力允许的企业在土地成交相对冷淡的时期选取部分优质低价项目增加储备, 不失为积累长期竞争力的选择。但对开发企业在近期大规模甚至高成本增加土地储备的做法我们持谨慎态度。

政策支持转中性, 关注区域重大事件带来的长期利好

由于房地产对上下游产业的带动作用明显, 在经济增长缺乏动力的环境下这种作用尤显重要, 因此预计未来至少三到六个月内政策不会迅速收紧。但随着房地产市场回暖的确定, 国家针对行业的刺激政策出台可能也会告一段落, 政策面的影响将由正面刺激转向中性。

首先, 购房贷款放松范围在扩大到改善性住房需求后, 难以期待再

有大的动作；其次，针对开发企业的贷款放松方向已经明确，实际放款规模还要视行业景气持续时间和贷款总体规模控制情况而定；第三，国税总局出台《土地增值税清算管理规程》，成为近期第一个可能增加行业资金压力的政策；第四，媒体报道的建设部官员表示不再出台房地产刺激政策以及上海市政府明示开发企业不要涨价之类信息，表明政府并不认同房价上涨，而如果房价进一步上涨，反而可能有限制性政策出台。

政策层面的利好更多来自各地区发展规划对区域房地产市场的预期提升，主要包括上海建设国际金融中心、海峡西岸经济区加快建设、深圳综合配套改革实验等，这些重大规划在政治和经济增长的双重需求支持下预计将得到有力推进，因此对相关区域房地产市场的提升预期明显，而相关企业将具备市场回暖因素之外更大的增长动力。

基于对 6 月成交量冲高回落和政策支持转中性的判断，我们维持行业“中性”评级，对市场地位不断提升的龙头万科、保利、招商、金地、金融街，以及受益区域规划提升的陆家嘴、张江高科、深振业维持“增持”评级。

表 2 重点公司盈利预测与评级

公司	股价		每股收益			P/E		每股净资产	P/B	评级
	5-22	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E			
万科 A	9.65	0.37	0.42	0.51	26.31	22.98	18.92	2.97	3.25	增持
保利地产	21.36	0.91	1.13	1.28	23.40	18.90	16.69	4.42	4.83	增持
招商地产	27.90	0.71	0.85	0.97	39.03	32.82	28.76	8.75	3.19	增持
金地集团	15.66	0.50	0.55	0.66	31.25	28.47	23.73	4.29	3.65	增持
金融街	10.52	0.42	0.48	0.65	25.11	21.92	16.18	5.93	1.77	增持
华侨城 A	16.30	0.35	0.35	0.47	46.57	46.57	34.68	2.19	7.45	增持
华发股份	19.24	0.80	0.83	1.17	24.14	23.18	16.44	5.67	3.39	中性
张江高科	14.30	0.34	0.48	0.57	41.92	29.79	25.09	3.43	4.17	增持
中粮地产	7.70	0.08	0.31	0.38	98.34	24.84	20.26	1.77	4.36	增持
福星股份	7.74	0.47	0.52	0.65	16.52	14.88	11.91	5.19	1.49	中性
深振业 A	11.44	0.30	0.66	0.81	38.62	17.33	14.12	3.48	3.28	增持
中华企业	14.17	0.43	0.49	0.55	33.22	28.92	25.76	3.09	4.58	中性
荣盛发展	11.75	0.46	0.58	0.65	25.36	20.26	18.08	2.72	4.32	中性
滨江集团	10.92	0.58	0.68	0.92	18.80	16.06	11.87	2.15	5.07	中性

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。