

通胀预期下的地产股更显投资吸引力

—2009 年下半年房地产行业投资策略

金融/房地产

投资要点:

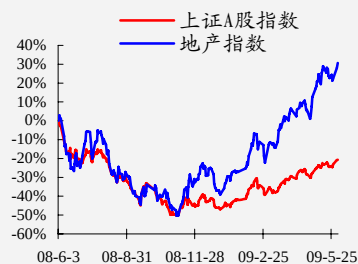
- 宏观经济大背景趋好，中国经济开始迈入复苏之旅；
- 本轮房地产调整已经结束，继续复苏可期；
- 强大的购买能力将会继续支撑起中国的高房价；
- 未来宽松的货币环境和宏观调控政策决定下一阶段房地产市场的走势；
- 通胀预期下地产股将具有较大投资吸引力；
- 房地产行业投资策略：我们认为本轮房地产的回暖是在流动性充裕、通胀预期以及 2008 年被压抑的刚性需求集中释放所形成一轮中级行情，在经济尚未完全企稳，政府未主动收缩流动性以及通胀尚未恶化的情况下，房地产公司仍然是较好的投资标的。维持房地产行业优于大势的投资评级，建议继续超配地产股；
- 个股选择：房地产行业是典型的资金密集型行业，拥有资金和品牌优势的房地产企业无论从业绩持续性、融资能力、抗风险能力和成长能力来说都大大优于小的地产企业，因此，选大不选小永远是投资地产股的首位。我们推荐万科、保利地产、信达地产、金地集团作为优先配置个股。

优于大势

维持评级

2009 年 6 月 17 日

走势图



重要公司

评级

万科 A	推荐
保利地产	推荐
信达地产	推荐
金地集团	谨慎推荐
栖霞建设	谨慎推荐
华发股份	谨慎推荐
海星科技	谨慎推荐

分析师: 高建

TEL: (8621)6336 7000-259

FAX: (8621)6337 3209

Email: jamesgao99@yahoo.com.cn

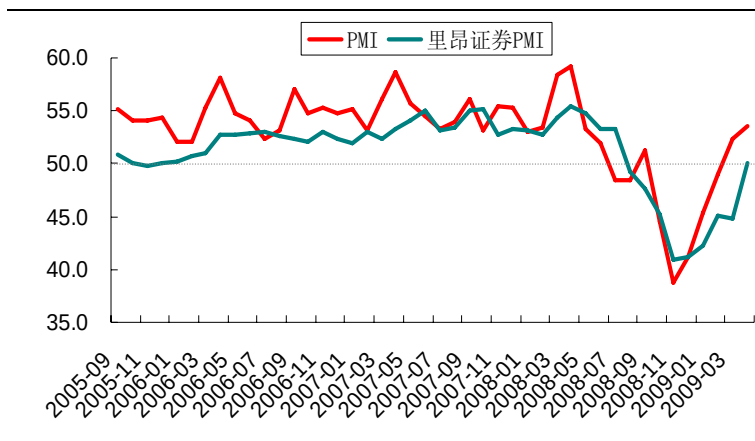
地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

一、宏观经济大背景趋好，中国经济开始迈入复苏之旅

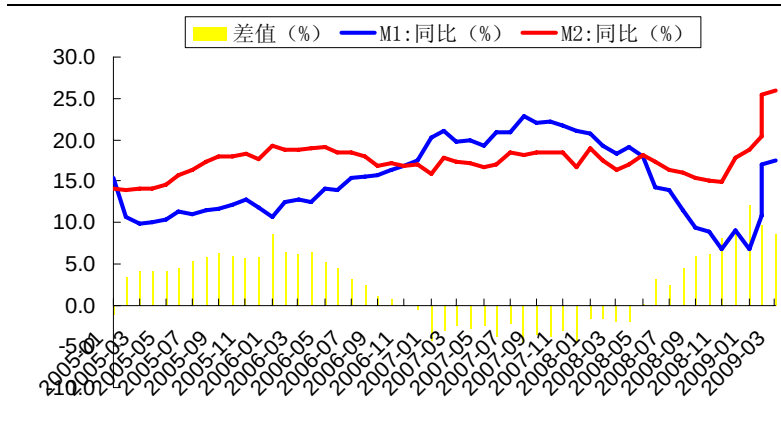
随着各项刺激政策效果的逐步显现，中国经济在经历了2009年1季度的谷底之后，开始逐步企稳；特别是3月份以来的部分经济先行指标连续出现反弹，很大程度上预示着2季度后的中国经济将逐步会有所好转，并有望在今年中期以后逐步走向缓慢复苏之路。

图1: PMI连续反弹



数据来源: CEIC, 东北证券金融与产业研究所

图 2: M2、M1 加速增长



数据来源: CEIC, 东北证券金融与产业研究所

二、本轮房地产调整已经结束，继续复苏可期

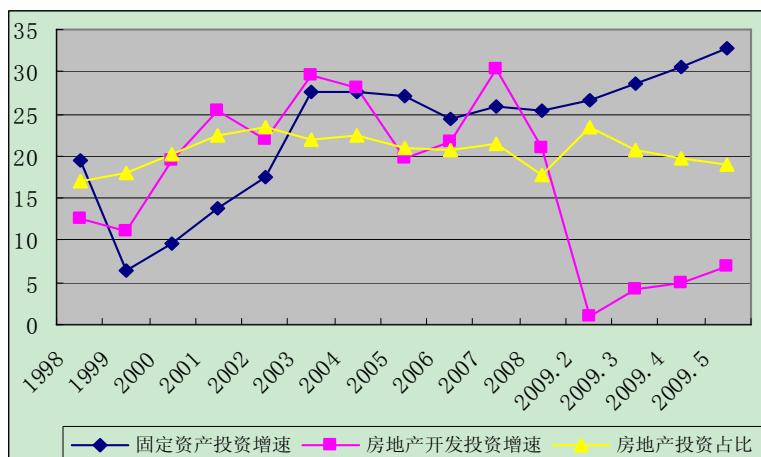
2.1.供给分析

2.1.1 房地产开发投资情况

2009年1—5月，固定资产投资累计值在国家“4万亿”投资的拉动下出现快速增长，当期固定资产投资为53,520亿元，同比增长32.9%，接近近年来的最高水平；

同期房地产开发投资额为10,165亿元，同比增长为6.8%，同比出现了大幅的下滑，但环比已出现企稳回升，增速较2009年1-4月提高1.9个百分点。同期房地产开发投资在固定资产投资的占比则环比继续下滑至19%左右。我们预计随着房地产销售的继续转暖，下半年房地产开发投资将会继续放量并保持回升态势。

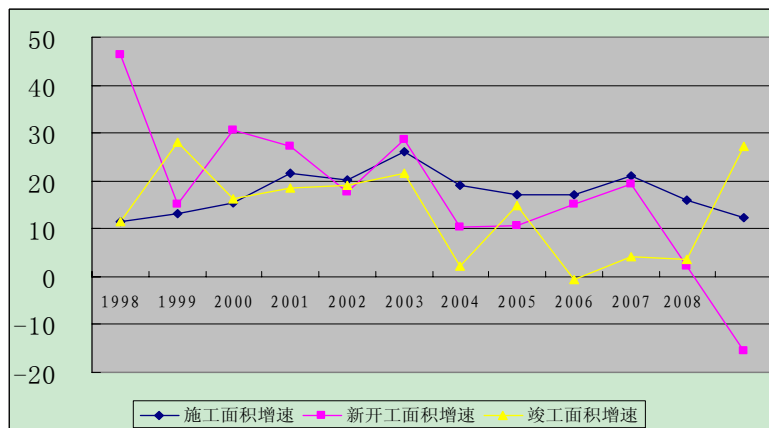
图 3: 固定资产投资与房地产开发投资增速



2.1.2 全国商品房开发规模和开、竣工情况

2009年1-5月，全国商品房施工面积为218,500 万平方米，新开工面积为35,700 万平方米，竣工面积为16,200万平方米，分别较上年同比增长11.7%、—16.2%和22.6%，施工面积和新开工面积同比增速均出现下滑，竣工面积增速则同比增长加快。显示出2008年商品房销量大幅萎缩已经对房地产行业的供给产生了影响。而竣工面积则由于开发商回笼资金和前期商品房预售量的大幅增长则保持惯性增长。由于房地产投资的滞后性，预计随着房地产销售的逐渐回暖，新开工面积降幅会首先趋于稳定并在下半年出现放量止跌回升的态势。

图 4: 全国商品房施工面积、新开工面积、竣工面积增速%



2.2.需求分析

2.2.1.全国商品房销售情况

2009年1—5月，全国商品房的销售承接1-4月的回暖态势表现出继续转好的势头，其中，商品房的销售额同比增长45.3%，增幅较1-4月提高近10个百分点；销售面积同比增长25.5%，增幅较1-4月提高9个百分点。我们预计未来继续维持如此高速增长难度较大，在一定时间内这种销售增幅可能会略有起伏，但全年整体回暖态势已经非常明确。

图 5：全国商品房销售面积及销售额增速

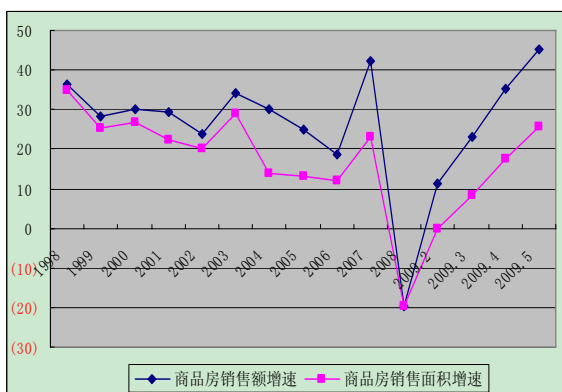
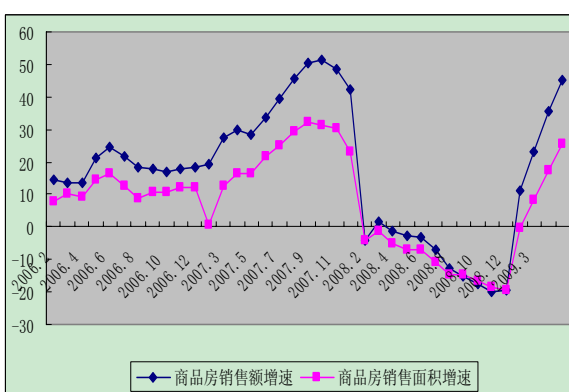


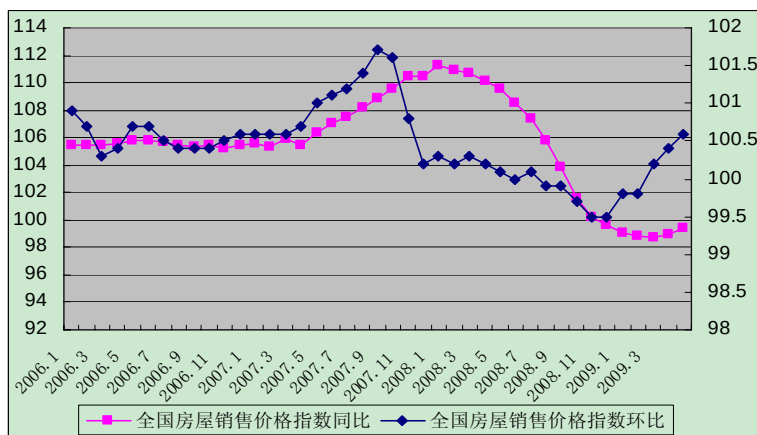
图 6：全国商品房月度销售数据



2.2.2 市场价格分析

在商品房销售量企稳回升的情况下，商品房成交价格也表现出企稳回升迹象，2009年1-5月全国70个大中城市的商品房销售价格同比下降0.6个百分点，比4月份降幅继续减少0.5个百分点；环比则上涨0.6个百分点，房价已明显呈现出企稳回升的态势。

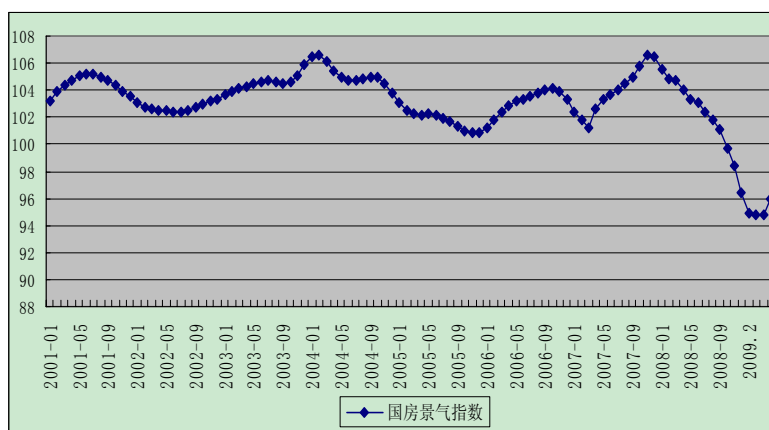
图 7：全国商品房销售价格指数



2.3 国房景气指数显示行业调整已经触底

5月份，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为95.94，比4月份上涨1.18点，比去年同期回落7.4点，显示出房地产行业仍处不景气阶段(100以上为景气)，但景气度继续回升并有加速迹象，预计房地产行业的本轮调整已经触底，并将逐步走向景气复苏阶段。

图 8： 国房景气指数变动



三、强大的购买能力将会继续支撑起中国的高房价。

单纯从房价收入比的数据来看，中国的房价收入比截止2008年底的数据为6.72，虽然比2007年的7.44水平明显下降，但仍高于发达国家3-6倍的水平，显示出中国居民的购买力无法长期支撑高房价的存在。但从全国城镇居民的资产负债率来看，中国的居民的购买力远未得到释放。

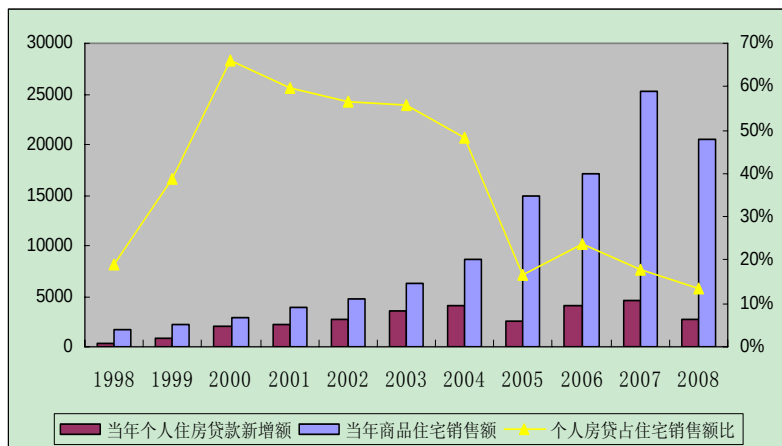
据统计，1998-2008年10年内中国合计住宅新房销售面积37亿m²，销售金额10.93万亿；截止2008年底，全国个人住房贷款余额3万亿，公积金贷款余额6100亿，合计3.61万亿，简单计算，按增量计算，中国新增住宅销售的负债比仅为35%。

若按存量计算，2008年底全国城镇存量住宅面积170亿m²，按2008年住宅平均售价70%考虑，全部存量住宅价值43.5万亿，相比3.6万亿的贷款余额，则负债比更是低于10%。

2008年城镇居民人均可支配收入为1.6万元，而全国个人住房借款余额3.61万亿元，平均每人6千元，其负债余额尚不足城镇居民半年的人均可支配收入。

以上统计数据是我们判断中国房地产结束调整并逐步复苏的信心所在。

图 9：个人住房贷款与当年住房销售情况统计



四、未来宽松的货币环境和宏观调控政策决定下一阶段房地产市场的走势

4.1. 政策回顾

受美国金融危机影响以及中国房地产行业自身调整的要求，2008年中国商品房市场成交量出现了10年来首次的大幅萎缩，部分前期涨幅过大的城市如深圳等房价出现了深幅调整。在此背景下，为了避免中国经济出现硬着陆以及保增长和保就业，针对房地产行业的政策也出现了明显的转向，转而从抑制房价过快上涨变化到促进住房消费上来。但随着2009年1-4月连续4个月的房地产成交持续回暖，政府对又开始担心房价可能会过快上涨，于是重又抛出拟研究开征物业税来抑制投资和投机性购房需求。主要政策见表1。

表 1： 2009 年上半年房地产行业主要政策

时间	政策名称	发布部门	主要内容
2008年12月17日、2009年3月5日	“国务院研究部署促进房地产市场发展的政策措施”、“政府工作报告”	国务院	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、中低价位普通商品房建设的信贷支持。
2009年5月	住房保障政策调整	住建部等官员讲话精神	双限房将淡出；取消对经济适用房的强制性建设要求；保障房的重点侧重于廉租住房。
2009年5月27日	国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知	国务院	下调保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。
2009年5月19日	国务院批转发展改革委关于2009年深化经济体制改革工作意见的通知	国务院、发改委	研究征收物业税。

4.2 未来政策的影响

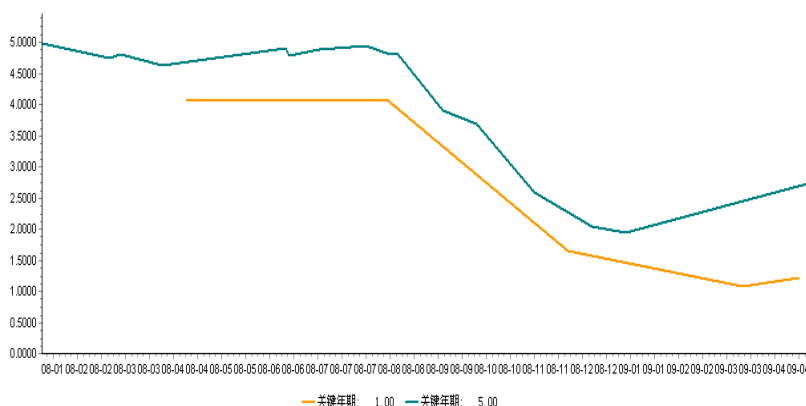
我们认为，近一阶段的主要矛盾仍然是如何维持经济的平稳持续增长，而防通胀和实施房地产的宏观调控并抑制房价过快上涨则不是当前的主要矛盾。我们认为下一阶段影响房地产行业最大的因素仍然是政策，其中物业税和货币政策是最主要的影响因素。我们判断，物业税在短期之内，预计2-3年内开征的可能性都不大，而在经济尚未企稳，房地产复苏仍不太明朗的情况下，下半年出台紧缩的货币政策的可能性也不太大。因此在全球通胀的预期下，房地产行业继续复苏可期。

五、2009年下半年房地产行业投资策略

5.1. 通胀预期下地产股具有较大投资吸引力

受美国次贷危机引起的金融危机的影响，各国政府为了挽救经济颓势纷纷降低利率，释放流动性。2009年3月以来，受到美国经济触底以及通胀预期的影响，全球主要股市均大幅反弹，原油、黄金、有色金属等商品价格也出现了大幅上涨。与此同时，中国的房地产市场也出现了连续的成交放量态势。我们认为，这种成交量的复苏将会持续全年，2009年下半年房价上涨的概率远大于下跌的概率。因此我们维持对行业优于大势的投资评级，建议继续超配地产股。

图 10：中长期、短期债券利差扩大预示通胀压力



5.2. 投资哪些股票

房地产行业是典型的资金密集型行业，拥有资金和品牌优势的房地产企业无论从业绩持续性、融资能力、抗风险能力和成长能力来说都大大优于小的地产企业，因此，选大不选小永远是投资地产股的首位。我们推荐万科、保利地产、信达地产、金地集团作为优先配置个股。

万科股份（000002）——推荐

投资要点：

- 万科从1988 年开始介入房地产开发，并于1992 年确立了以房地产为核心业务的发展战略，将住宅作为房地产的主导开发方向。到目前为止，公司经历了行业的高潮和低谷阶段，且积累了十几年的房地产开发经验。是行业内进入开发城市最多的企业。

- 万科的价值还体现在公司是国内较少的由管理团队控制和管理的公司，且十分注重股东回报。

- 行业调整期扩张规模，行业高峰期高价增发融资，使得长期持有的股东不仅享受到公司利润的增长还能销售到资本的溢价带来的增值好处，因此长期持有将会获得最大的投资收益。

- 万科曾经准确地把握了行业的高点，但在百年一遇的金融危机下，政府的扶持政策却使得万科踏空了本轮行业的最低点。但我们认为，相比于那些一直过于激进的地产企业，万科把安全放在首位、做个长寿企业的做法是值得投资者放心和信赖的。

保利地产（600048）——推荐

投资要点：

- 公司2002年发起设立，已由一个区域型的开发商迅速成长为一个全国性的开发企业，目前已在成功进入10个以上城市开发房地产业务，规模的扩大能够减少由于开发项目的衔接原因造成的业绩波动。

- 公司创造了房地产行业上市公司中高速成长的典范，上市2年多来实现了股本扩张11.26倍，归属母公司的净利润增长10倍，资本和债务融资合计达到132亿元。

- 公司大股东保利集团实力雄厚，可以在资金、人力资源、土地储备和并购方面以强大的支持，有利于公司的扩张和资源整合，从而实现快速的发展。

- 依靠雄厚的资金实力和大股东的扶持，公司及时在行业紧缩的2008年也并未放慢扩张的步伐，公司将会得意于本轮房地产的快速复苏，并将在复苏中获得快速的成长。

信达地产（600657）——推荐

投资要点：

- 信达地产实质上是将原中国建设银行分布于各省市的房地产开发业务进行整合后实现了整体上市。

- 公司的战略定位是：将上市公司打造成为全国性、集团化、综合性的房地产企业；倾力塑造“信达地产”品牌。

- 大股东比较厚道，本次公司注入资产的总体评估增值远低于2006和2007年行业平均增值，这为上市公司今后的稳定发展打下了坚实的会计基础。公司大股东行事较为果断和大气，值得投资者充分信赖。

- 大股东实力雄厚，短短几个月时间里，已多次通过借款和债权转让的方式给

上市公司提供资金扶持。而且凭借与建设银行的历史渊源关系，公司也更易获得中国建设银行的信贷支持。

- 公司刚上市不久，尚未被投资者熟悉和接受，公司的长期价值并未得到充分反映。我们看好股市的长期成长潜力，值得投资者重点关注。

金地集团（600048）——谨慎推荐

投资要点：

- 与万科一样，公司也是较早由一个区域性的开发商向全国性开发进行转化的企业，尤其是近几年发展步伐较快，目前已初步形成了以珠三角、长三角和环渤海区域为主和其他区域经济中心城市为辅的全国化发展布局。

- 公司融资能力较强，继2007年成功定向增发融资45亿元后，2008年经核准发行12亿公司债，在2008年增发融资失败后目前公司又拟再次申请公开增发4亿股，拟募资41亿元（待批）投入开发6个房地产项目。如果证券市场转好，公司融资完成，则公司将完全摆脱2008年再融资失败而造成的现金流紧张的状况，公司后续成长性和风险承受能力将会大幅提高。

- 公司也采用类似万科的快速滚动开发模式，但公司的经营方式较为激进，而其公司也没有像保利地产一样的大股东扶持，因此如果受宏观调控等的影响造成房价波动的话，公司业绩受影响也会较大。

表 2：重点公司盈利(EPS)预测表：

公司简称	2009EPS	2010EPS	2009PE	2010PE	2009PB	投资评级
万科股份	0.50	0.58	22	19	3.65	推荐
保利地产	0.98	1.20	24	20	5.33	推荐
信达地产	0.36	0.45	27	22	3.33	推荐
金地集团	0.58	0.69	23	20	3.14	谨慎推荐
华发股份	0.90	0.95	20	19	3.21	谨慎推荐
栖霞建设	0.23	0.25	29	27	2.66	谨慎推荐
金融街	0.50	0.60	23	19	1.92	谨慎推荐
海星科技	0.41	0.45	20	18	---	谨慎推荐

投资评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券有限责任公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209