

[2009.6.18]

收获正当时，资产为王

——房地产行业 09 年下半年投资策略报告

周户

86-10-5836 2768

zhouhu@bhqz.com

- 核心观点：
- 09年下半年房地产行业盈利改善，10年上半年再提高
 - 09年房价同比增速低于21.1%，销售面积增长30%以上
 - 09年商品房销售毛利率将同比增长38%以上

投资要点：

● 09年下半年房地产行业盈利大幅改善，10年上半年再提高

预计 09 年房地产行业销售毛利润将同比增长 117.18%。10 年上半年，结算面积和均价维持 09 年上半年水平，行业结算毛利润将同比增长 52.21%。而 09 年下半年，结算毛利率将同比增长 25%以上，房价有可能快速提升，同时，房地产开发投资将进一步加速，房地产行业景气度提升，进入资产为王时代。

● 09 年商品房销售均价同比增速将低于 21.06%

短期库存压力减小，09 年 10 月之前商品房新增推盘量将同比下降，而投资型需求和改善型需求将积极入市，因此 09 年 6-10 月房价上涨将加速。然而中期库存压力、流动性充裕度放缓以及四季度有可能的货币紧缩将减缓房价的上涨。预计 09 年商品房销售均价同比增长率将低于 21.06%。

● 09 年商品房销售面积将增长 30%以上

09 年前 5 月改善型需求市场份额提升 3.12 个百分点，若 09 年提高 5 个百分点，仅改善型需求释放，09 年商品房销售面积即可增长 9.04%以上。如果考虑到 07、08 年累积的 1.37 亿平方米商品房需求，09 年商品房销售面积将同比增长 31.06%。此外，流动性能够刺激商品房需求释放。因此，09 年商品房销售面积将增长 30%以上。

● 09 年商品房销售毛利率将同比增长 38%以上

按照项目的销售进度，08 年下半年是销售毛利率的谷底，09 年上半年将加速提升，预计 09 年将同比增长 38.72%。而按照项目结算进度，结算毛利率，09 年上半年处于谷底，09 年下半年将同比增长 25%，全年同比增长 3.2%；10 年上半年，在房价 10 年上半年与 09 年前 5 月持平的情况下，同比增长 52.21%。

● 买入保利地产，ST 东源和张江高科

09 年下半年，房价上涨成为刺激市场投资的主导因素，同时行业盈利水平的改善也将推动投资地产的热情。因此，我们选择，现有资产重估价值空间大，外延整合资产能力强以及业绩增长较快的公司。

● 风险提示

货币紧缩、行业税负的加重以及收入的滞后性都将影响行业的景气度。

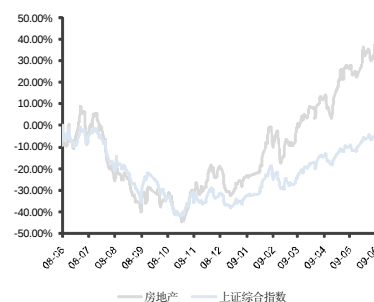
请务必阅读正文之后的免责条款部分

子行业评级

子行业名称	评级
房地产开发	看好

推荐公司

公司名称	评级
保利地产	买入
ST 东源	买入
张江高科	买入
万科	买入
金地集团	买入
招商地产	中性



相关报告

《房地产行业将先于宏观经济走出调整》——房地产行业 09 年二季度投资策略报告

《资产为王时代来临，建仓房地产》——房地产行业 09 年一季度投资策略报告

《经济放缓，地产上行》——房地产行业 09 年投资策略报告

《疯狂后的理性回归》——房地产行业 08 年四季度投资策略报告

《小房子，大市场》——房地产行业专题报告之购房需求分析

《雾里看花，花依美》——08 年下半年房地产投资策略报告

《景气与调控同行》——08 年房地产投资策略报告

《调控中成长》——07 年房地产行业深度研究报告

目 录

1. 一道简单的数学题	4
2. 09 年商品房销售均价同比增速将低于 21.06%	5
2.1. 09 年前 5 月商品房销售均价累计同比增长 15.77%	5
2.2. 09 年 6-10 月房价上涨将加速	6
2.3. 09 年商品房销售均价同比增速将低于 21.06%	7
3. 09 年商品房销售面积将增长 30%以上	8
3.1. 成交套均面积提升 2.56 平方米, 改善型需求释放	8
3.2. 流动性将刺激商品房需求释放	11
3.3. 09 年商品房销售面积将增长 30%以上	11
4. 09 年商品房销售毛利率将同比增长 38%以上	11
4.1. 商品房原材料成本大幅下跌奠定未来盈利空间	11
4.2. 09 年商品房销售毛利率将同比增长 38%以上	12
5. 09 年下半年房地产行业毛利润将增长 9.78%以上	13
5.1. 09 年开发商结算面积将同比下降 9.8%	13
5.2. 09 年下半年盈利大幅改善, 10 年上半年再提高	14
6. 房地产行业估值水平仍将提升	15
7. 行业评级及 09 年二季度房地产行业投资策略	15
7.1. 行业评级: 看好	15
7.2. 09 年下半年房地产行业投资策略	16
8. 上市公司推荐-保利地产、ST 东源和张江高科	16

图目录

图 1: 单季度商品住宅销售均价	4
图 2: 房地产开发企业单季度毛利率	4
图 3: 商品住宅销售均价年度同比增长率	4
图 4: 单季度商品住宅销售均价变动情况	4
图 5: 房地产开发企业年度毛利率环比增速	5
图 6: 房地产开发企业单季度毛利率变动情况	5
图 7: 单月销售均价及同比环比增长情况	5
图 8: 70 个大中城市各物业销售价格指数同比增速	6
图 9: 70 个大中城市房屋销售价格指数环比增速	6
图 10: 6 城市在售商品房平均库存去化周期	6
图 11: 商品房单月新开工面积	7
图 12: 单月商品房销售面积	7
图 13: 07 与 09 年流动性比较	7
图 14: 在建商品库存去化周期	7
图 15: 商品房销售价格与流动性相关性分析	8
图 16: 2007 年以来, 商品房成交套均面积变动情况	9
图 17: 改善型需求在成交面积中的比重	10
图 18: 改善型需求在成交套数中的比重	10
图 19: 商品房销售面积与流动性相关性分析	11
图 20: 各年新增土地楼面地价	12
图 21: 螺纹钢价格变动情况	12
图 22: 全国平均水泥价格变动	12
图 23: 按照项目销售进度预测的销售毛利率	13
图 24: 按照项目的结算进度预测的结算毛利率	13
图 25: 主营业务收入、销售面积及金额比较	14
图 26: 调整后, 主营收入、销售面积及金额比较	14
图 27: 04 年以来房地产行业相对全部 A 股溢价率	15
图 28: 各行业 PE09 比较	15

表目录

表 1: 商品房套均面积与改善型需求市场份额波动关系分析	9
表 2: 改善型需求市场份额变化带动商品房销售面积增长的敏感性分析	10
表 3: 按照项目销售进度预测的毛利率的同比增长率	13
表 4: 按照项目结算进度预测的毛利率的同比增长率	13
表 5: 房地产行业毛利润同比增长率预测	14

1. 一道简单的数学题

满足 $(1 + \text{结算面积增长率}) \times (1 + \text{结算均价增长率}) \times (1 + \text{毛利率增长率}) = 1$ ，房地产行业毛利润增长率将为零。依据历史最悲观的状况，销售均价季度最大跌幅为12.18%，年度仅为0.27%，而毛利率季度最大跌幅为7.97%，年度为3.37%；若销售均价代表结算均价，商品住宅销售面积代表结算面积，即使按照历史季度最大跌幅，商品住宅销售面积增长23.73%，即可使行业毛利润不变；按年度最大跌幅计算，商品住宅只需增长3.77%，即可使毛利润不变。

图 1：单季度商品住宅销售均价

元/平方米

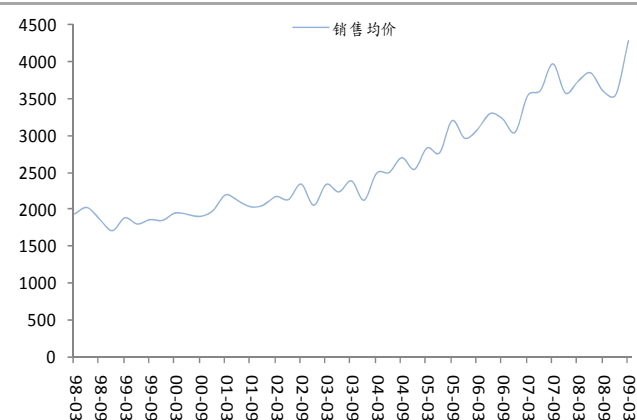
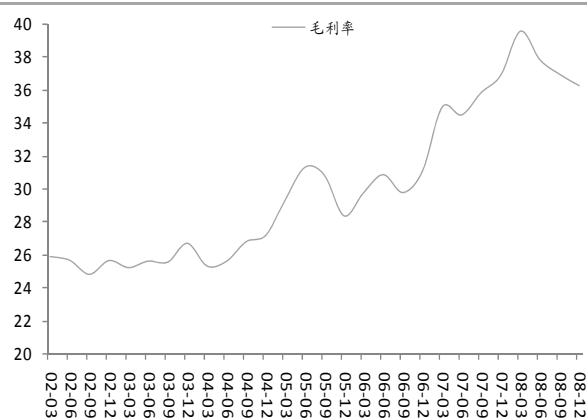


图 2：房地产开发企业单季度毛利率

%



注：销售均价为单季度销售金额与销售面积的商。

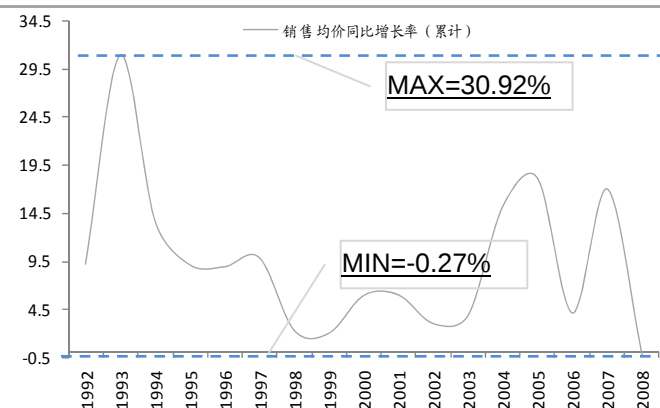
数据来源：渤海证券研究所

注：房地产开发企业指剔除 ST 后的房地产开发类上市公司。

数据来源：渤海证券研究所

图 3：商品住宅销售均价年度同比增长率

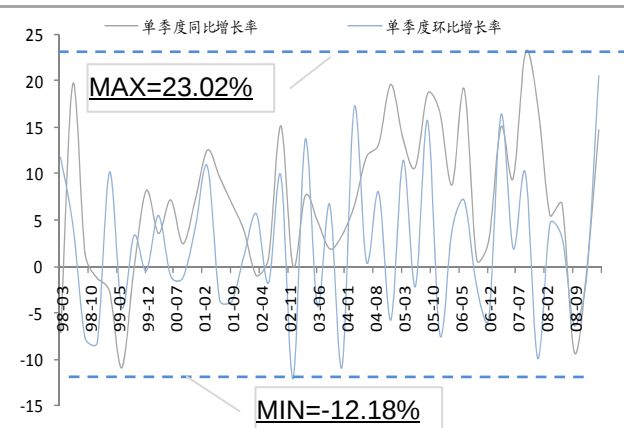
%



数据来源：渤海证券研究所

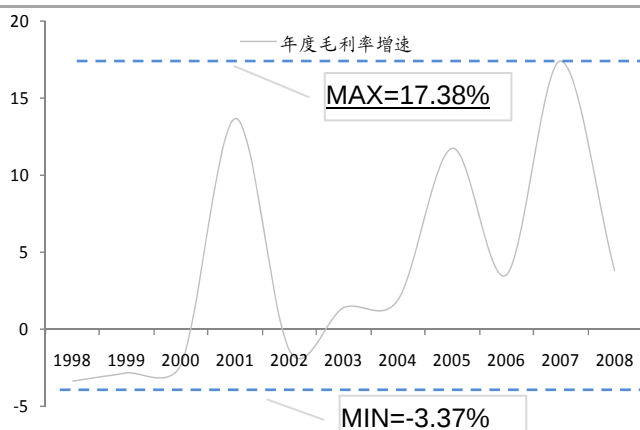
图 4：单季度商品住宅销售均价变动情况

%



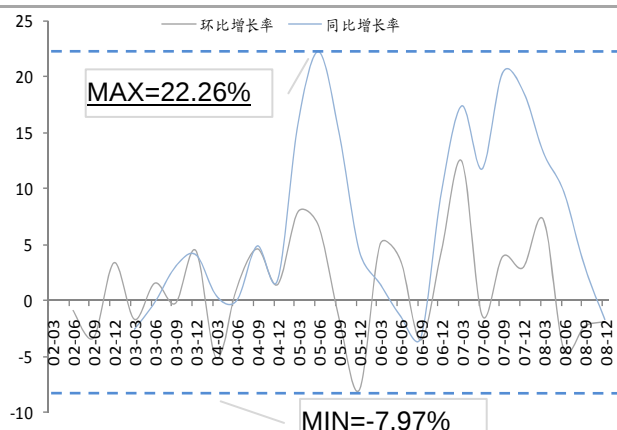
数据来源：渤海证券研究所

图 5: 房地产开发企业年度毛利率环比增速 %



数据来源: 渤海证券研究所

图 6: 房地产开发企业单季度毛利率变动情况 %



数据来源: 渤海证券研究所

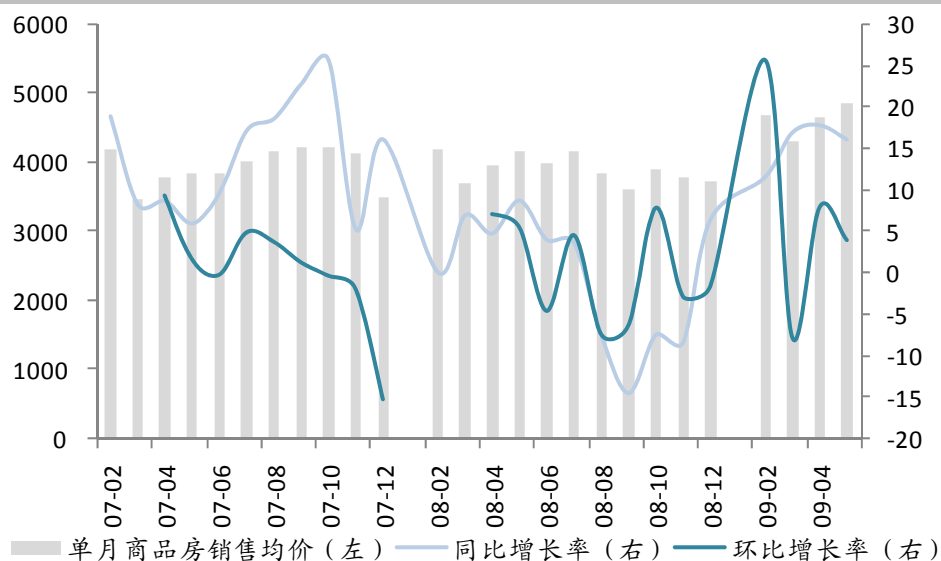
2. 09 年商品房销售均价同比增速将低于 21.06%

2.1. 09 年前 5 月商品房销售均价累计同比增长 15.77%

09 年 5 月, 单月商品房销售均价 (商品房销售额与销售面积的商) 同比上升 16.05%, 环比增长 3.96%。从 70 个大中城市各物业类型销售价格指数增长情况来看, 二手房同比率先实现正增长, 一手房同比降幅逐渐缩窄, 其中, 90 平方米以下同比降幅最小, 普通住宅次之, 高档住宅最大; 从环比增速较 4 月份增加的幅度来看, 一手房价格快于二手房, 高档住宅和普通住宅快于 90 平方米以下, 而 90 平方米以下于 4 月也有较快增长。因此, 商品房销售均价进入上升期, 前 5 月累计同比增长 15.77%。

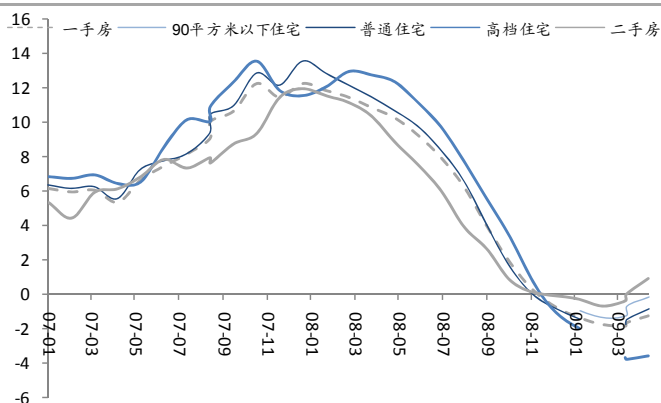
图 7: 单月销售均价及同比环比增长情况

元/平方米, %



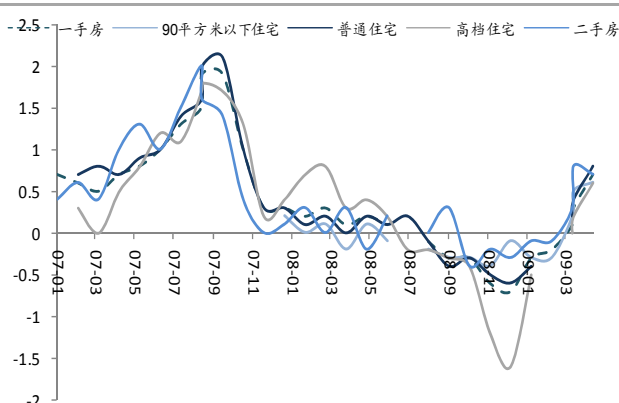
数据来源: CEIC, 渤海证券研究所

图 8: 70 个大中城市各物业销售价格指数同比增速 %



数据来源: 渤海证券研究所

图 9: 70 个大中城市房屋销售价格指数环比增速 %



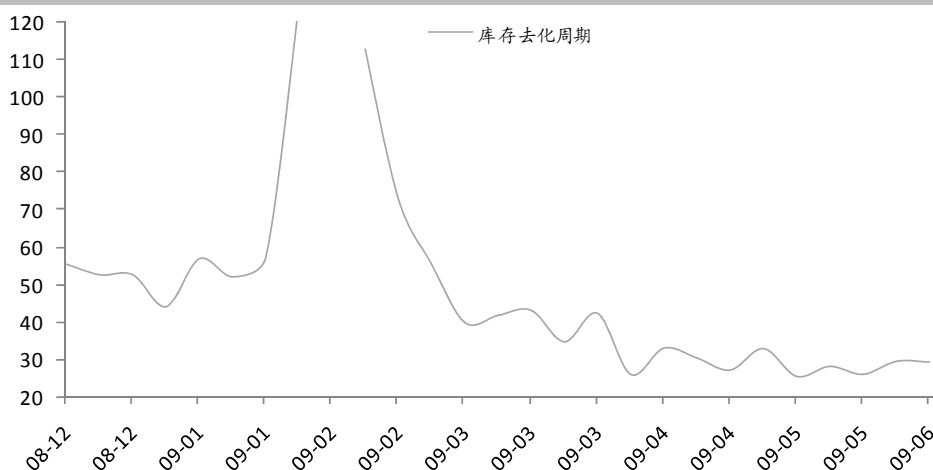
数据来源: 渤海证券研究所

2.2. 09 年 6-10 月房价上涨将加速

如图 10 所示, 在售商品房库存去化周期 08 年 12 月以来逐渐下降, 供给增速小于需求。再从单月新开工面积来看, 08 年 7 月以来, 连续 10 个月同比下降, 09 年 5 月环比首次正增长。即使开发商加快开发进度, 从开工到预售至少需要 5-6 个月, 那么至少 09 年 10 月之前, 新增推盘量都将同比下降。而商品房单月成交量, 5 月创历史最高, 同比增长 51.3%; 在房价上涨和通胀预期下, 投资性需求将更积极入市, 改善型需求也将加快释放 (如图 16), 预计 09 年商品房销售面积将同比增长 30% 以上, 因此 09 年 6-10 月房价上涨将加速。

图 10: 6 城市在售商品房平均库存去化周期

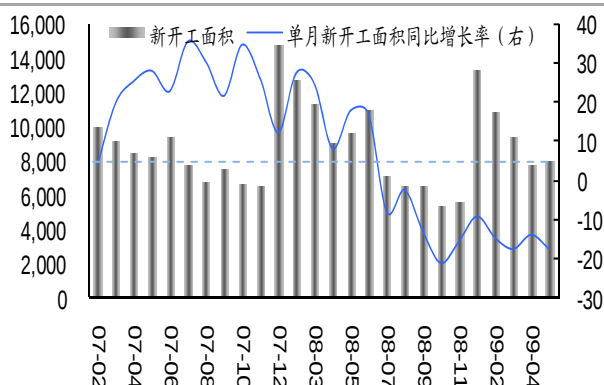
周



注: 6 城市指北京、青岛、南京、苏州、深圳和重庆;

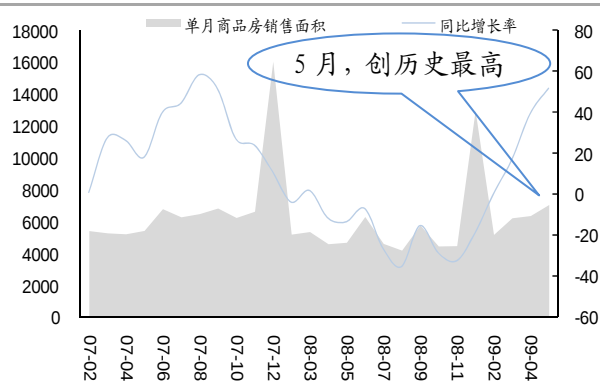
数据来源: CEIC, 渤海证券研究所

图 11: 商品房单月新开工面积 万平方米, %



数据来源: 渤海证券研究所

图 12: 单月商品房销售面积 万平方米, %



数据来源: 渤海证券研究所

2.3. 09 年商品房销售均价同比增速将低于 21.06%

在建库存压力及流动性充裕度的放缓将减缓房价的上涨

09 年 5 月在建商品房库存去化周期为 41.04 个月, 尽管较 08 年同期下降 5.42 个月, 但仍较 06、07 年同期高 8.36 和 6.63 个月。因此, 在建商品房的库存压力将抑制房价的快速上涨, 房价增速将低于 07 年。另外, 从季度数据来看, 07 年 1 季度至 08 年三季度, 流动性与商品房销售面积相关性为 0.79; 尽管 08 年年末货币政策才放松以及销售均价的滞后波动, 但 07-08 年间流动性与商品房销售均价的相关性仍为 0.47; 虽然流动性 09 年较 07 年更加迅猛, 但三、四季度流动性充裕度较上半年有所放缓, 这也将缓解房价的快速上涨。

图 13: 07 与 09 年流动性比较 %

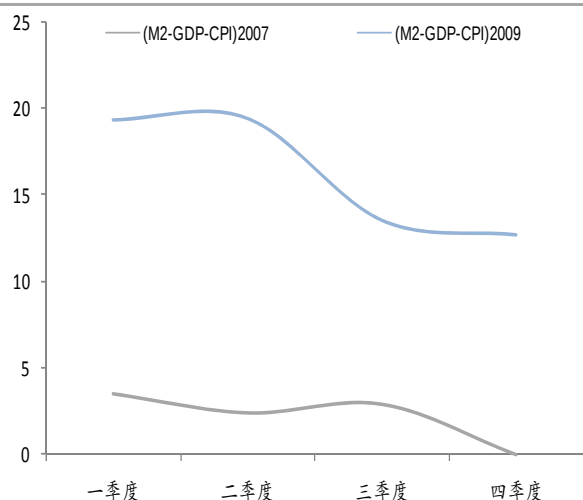
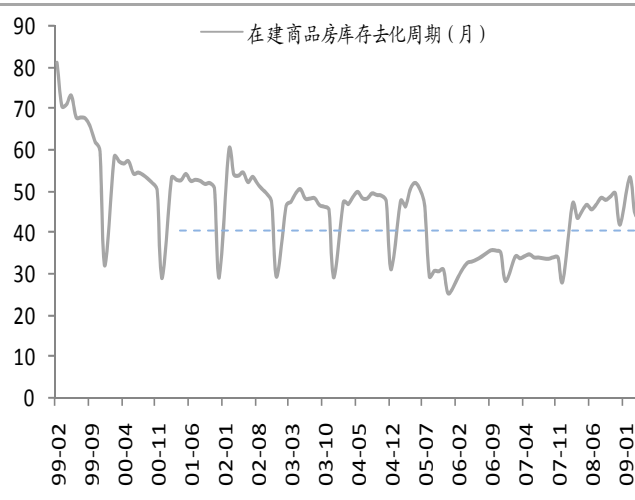


图 14: 在建商品房库存去化周期 月



注: 流动性用 M2-GDP-CPI 表示。

数据来源: 渤海证券研究所

数据来源: 渤海证券研究所

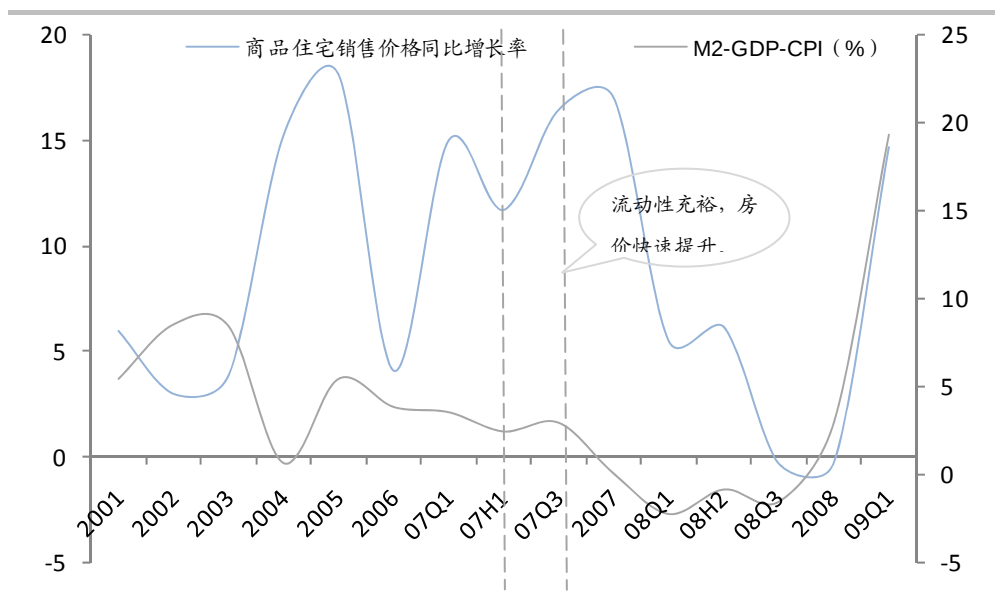
09 年商品房销售均价同比增速将低于 21.06%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

7 of 22

07年6-9月，在流动性及人民币升值的推动下，房价进入了快速增长期，较07年前5月环比增长6.32%。依此计算，09年9月份商品房销售均价将同比增长21.06%。而四季度随着推盘量的加大以及有可能面临货币紧缩，房价增速将有所放缓。因此，在库存压力、流动性充裕度放缓以及四季度有可能的货币紧缩，09年商品房销售均价同比增长率将低于21.06%。

图 15: 商品房销售价格与流动性相关性分析



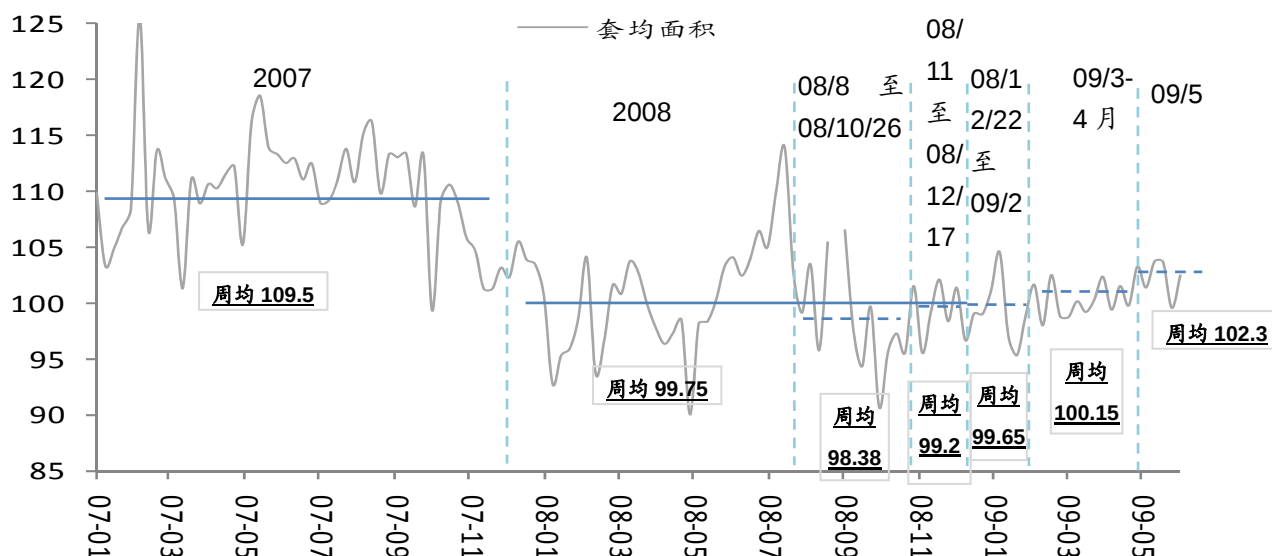
数据来源：CEIC，渤海证券研究所

3. 09年商品房销售面积将增长30%以上

3.1. 成交套均面积提升2.56平方米，改善型需求释放

如图16所示，08年8月以来，经济危机日渐人心，商品房成交套均面积下降，而10月22日和12月17日房地产新政对首次置业的改善型住房需求的刺激，使得成交套均面积提升，进而，09年前5月较08年提高了2.56平方米。因此，改善型需求逐渐释放，商品房套均面积提升。

图 16: 2007 年以来, 商品房成交套均面积变动情况 平方米/套



注: 1. 08/8 至 08/10/26 为奥运会期间及结束, 金融危机日渐人心的阶段;

2. 08/11 至 08/12/17 为 10 月 22 日财政新政对居民首次改善型普通自住房提供贷款优惠和首付比例下调;

3. 08/12/22 至 09/2 为 08 年 12 月 17 日房地产新政, 对购买第二套普通自住房实行首套优惠政策。

4. 套均面积为深圳、北京、天津、南京、上海、苏州、重庆、青岛、成都、长沙、杭州、福州和厦门等 13 个城市商品房成交面积之和与成交套数的比。其中南京、苏州和长沙为商品住宅。

数据来源: CEIC, 渤海证券研究所

套均面积提高 2.56 平方米, 改善型需求市场份额提升 3.12 个百分点

如图 17 和 18 所示, 以下 7 座城市合计, 08 年改善型需求在商品房成交面积和成交套数中的比重较 07 年 (07 年二指标分别为 51.58% 和 33.97%) 分别下降了约 11.9 和 11.02 个百分点, 而商品房成交套均面积则下降了 9.75 平方米。依此计算, 09 年前 5 月改善型需求市场份额, 按面积计算, 则上升 3.12 个百分点。

表 1: 商品房套均面积与改善型需求市场份额波动关系分析

(平方米, 百分点)	套均面积下降幅度	改善型需求市场份额变动幅度	
		按面积计算	按套数计算
08 年较 07 年	-9.75	-11.90	-11.02
09 年前 5 月较 08 年	2.56	3.12	2.89

注: 蓝色底纹为预测数。

数据来源: 渤海证券研究所

图 17: 改善型需求在成交面积中的比重 %

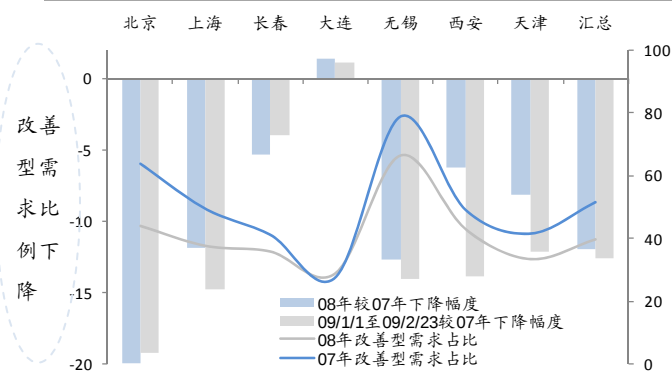
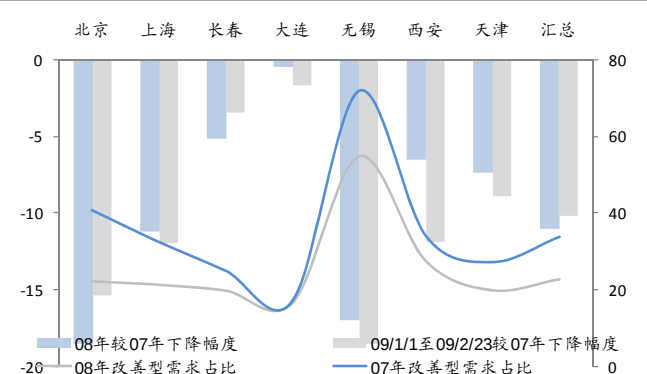


图 18: 改善型需求在成交套数中的比重 %



注：1.07 年 9 月 27 日《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，提高二套房首付比例和贷款利率。
2. 我们假定市场需求为首次置业需求和改善型需求，其中购买 120 平方米以上商品房的需求为改善型，120 平方米以下为前者。

数据来源：渤海证券研究所

数据来源：渤海证券研究所

仅改善型需求释放，09 年商品房销售面积至少增长 9.04%

如表 2 所示，改善型需求市场份额提高 1 个百分点，将带动全国商品房销售面积增长 1.69%；前 5 月提高 3.12 个百分点，首次置业刚性需求面积维持 08 年不变的情况下，09 年商品房销售面积至少增长 5.23%；面对通货膨胀的预期以及流动性的充裕，保守估算，改善型需求市场份额 09 年提高 5 个百分点，销售面积将增长 9.04%。

表 2: 改善型需求市场份额变化带动商品房销售面积增长的敏感性分析

(% , 亿平方米)	08 年 比重	08 年 面积	09 年改善型需求市场份额变动幅度										
			-10	-8	-5	-3	-1	1	3	5	8	10	15
改善型需求	39.67	2.46	29.67	31.67	34.67	36.67	38.67	40.67	42.67	44.67	47.67	49.67	54.67
			-35.84	-29.51	-19.29	-11.94	-4.11	4.25	13.19	22.78	38.54	50.08	83.41
			1.58	1.74	1.99	2.17	2.36	2.57	2.79	3.02	3.41	3.70	4.52
首次置业刚性需求	60.33	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
09 年销售面积	----	-----	5.33	5.48	5.73	5.91	6.11	6.31	6.53	6.77	7.16	7.44	8.26
09 年同比增长率	----	-----	-14.22	-11.71	-7.65	-4.74	-1.63	1.69	5.23	9.04	15.29	19.87	33.09

注：1.假设 09 年首次置业刚性需求维持 08 年规模；

2. 假设全国改善型需求 08 年所占市场份额比重与图 17 中 7 座城市汇总后的 08 年比重相同。

3.无底纹加粗行（第三行）为市场份额提高幅度对应下的 09 年改善型需求市场份额；

3. 深蓝色底纹行（第四行）为市场份额提高幅度对应下的 09 年改善型需求较 08 年增长率；

4. 灰色底纹未加粗行（第五行）为市场份额提高幅度对应下的 09 年改善型需求购买商品房屋面积；

5. 砖红色底纹行（倒数第三行）为市场份额提高幅度对应下 09 年商品房销售面积；

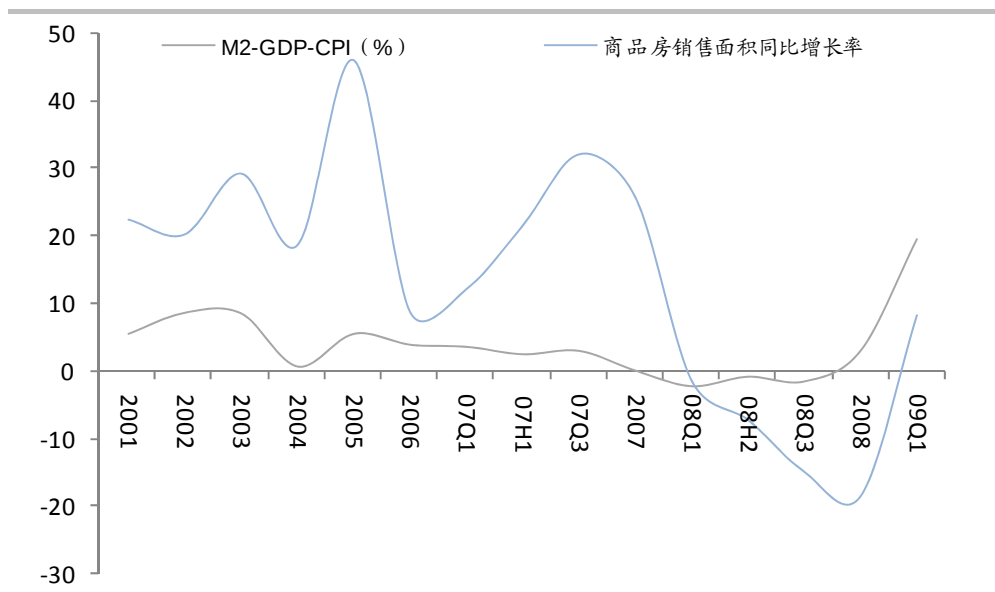
6. 倒数第一行为市场份额提高幅度对应下 09 年商品房销售面积同比增长率。

数据来源：渤海证券研究所

3.2. 流动性将刺激商品房需求释放

07 年 1 季度至 08 年三季度，流动性与商品房销售面积相关性为 0.72。然而，尽管 08 年年末货币政策才放松以及销售面积变动相对滞后，但 07-08 年间流动性与商品房销售面积相关性仍为 0.4。因此，流动性的充裕能够刺激商品房销售面积的上升，如投资性需求。

图 19: 商品房销售面积与流动性相关性分析



数据来源：中经网，渤海证券研究所

3.3. 09 年商品房销售面积将增长 30%以上

如果 07、08 年累积的商品房需求（约 1.37 亿平方米。见 2009.4.3,《房地产行业将先于宏观经济走出调整》）集中在 09 年释放，同时改善型需求市场份额提高 5 个百分点，首次置业需求维持 08 年水平，09 年商品房销售面积将达到 8.14 亿平方米，分别较 07、08 年增长 5.19%和 31.06%。如果考虑通胀预期以及流动性对投资性需求的刺激，09 年商品房销售面积将增长 30%以上。

4. 09 年商品房销售毛利率将同比增长 38%以上

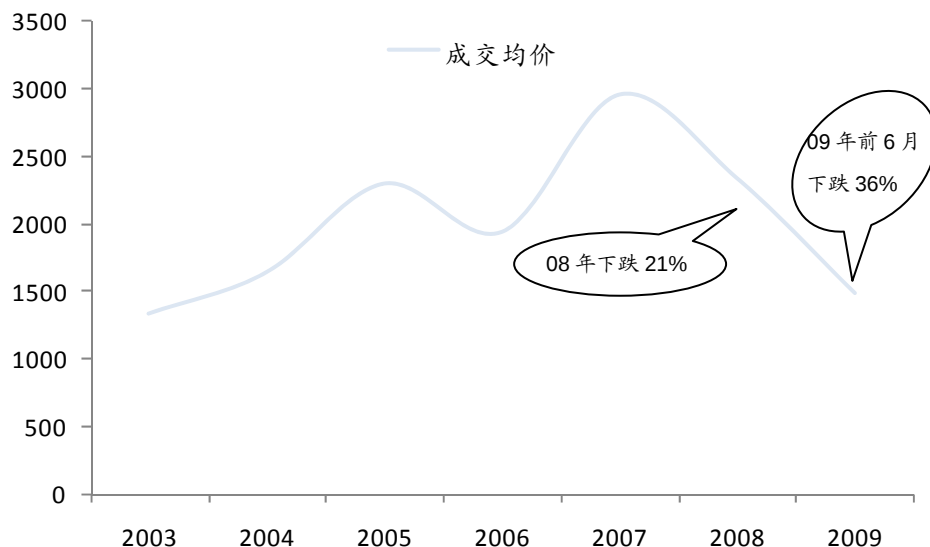
4.1. 商品房原材料成本大幅下跌奠定未来盈利空间

螺纹钢，08 年 5、6 月触顶下跌，目前距最高点已下跌 39.5%；水泥价格，也从 08 年 8 月份开始下跌，截止 5 月初已下跌 6.02%；新增土地楼面地价，09 年前 6 月较 07 年已下跌 49.86%。而这些占到房地产开发直接成本的 55%以上。原材料成本的

大幅下跌，为 09 年房地产行业盈利水平的提升奠定基础。

图 20：各年新增土地楼面地价

元/平方米

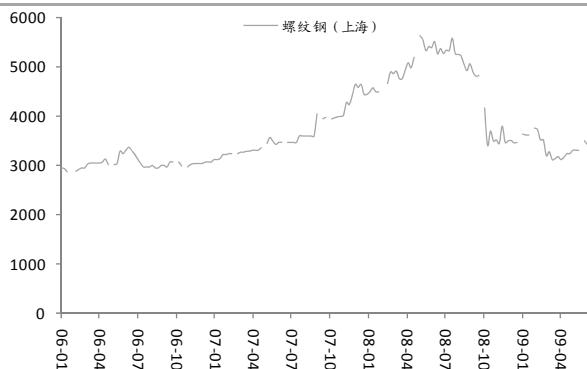


注：此处楼面地价为上海、北京、深圳、苏州、天津和武汉的平均楼面地价。

数据来源：CEIC，渤海证券研究所

图 21：螺纹钢价格变动情况

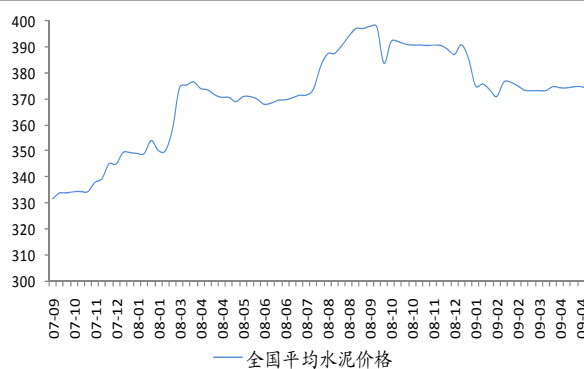
元/吨



数据来源：渤海证券研究所

图 22：全国平均水泥价格变动

%



数据来源：渤海证券研究所

4.2. 09 年商品房销售毛利率将同比增长 38%以上

按照项目的销售进度，商品房销售毛利率，08 年下半年是谷底，09 年上半年将加速提升；在房价 09 年后 7 个月与前 5 月持平的情况下，预计 09 年将同比增长 38.72%；若房价 09 年后 8 个月较前 4 月上涨 6.32%，则同比增长 41.71%。而项目结算滞后于项目销售。按照项目结算进度，商品房结算毛利率，09 年上半年处于谷底，09 年下半年将有所提升；在房价 09 年后 7 个月与前 5 月持平的情况下，09 年将同比增长 3.15%；若房价 09 年后 8 个月较前 4 月上涨 6.32%，09 年则同比增长 3.8%。而 09

年下半年房价上升带来的盈利空间提升将主要在 10 年体现。预计 10 年上半年，结算毛利率，在房价 10 年上半年与 09 年前 5 月持平的情况下，同比增长 52.21%；若房价 10 年上半年较 09 年前 4 月上涨 6.32%，则同比提升 57.78%。房地产行业盈利能力将逐渐改善。

图 23: 按照项目销售进度预测的销售毛利率 %

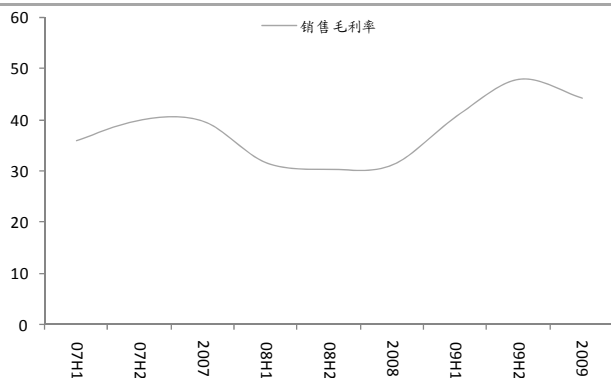
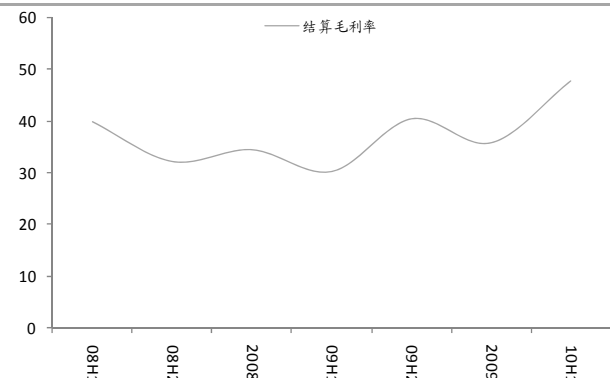


图 24: 按照项目的结算进度预测的结算毛利率 %



注: 1.假设 09 年后 8 个月较前 4 月房价上涨 6.32% 数据来源: 渤海证券研究所

数据来源: 渤海证券研究所

表 3: 按照项目销售进度预测的毛利率的同比增长率 %

	房价, 09 年后 7 个月与前 5 月持平								房价, 09 年后 8 个月较前 4 月上涨 6.32%								平均
	上海	北京	深圳	苏州	武汉	重庆	天津	平均	上海	北京	深圳	苏州	武汉	重庆	天津	平均	
09H1	9.8	14.0	-8.4	78.5	43.0	83.1	13.6	27.7	13.8	12.0	-12.2	80.3	48.2	81.1	15.5	28.3	
09H2	60.4	95.0	-20.7	107.9	174.1	48.2	10.2	52.2	72.7	91.8	-19.4	117.1	189.8	52.4	15.9	57.8	
2009	33.0	42.0	-15.3	105.7	96.4	52.1	11.9	38.7	40.9	39.6	-16.4	111.3	106.0	53.7	15.8	41.7	

注: 1.没有剔除高价地, 并假设其正常开发。

2.毛利率等于商品房销售收入与开发直接成本之差除以商品房销售收入。

数据来源: CEIC, 渤海证券研究所

表 4: 按照项目结算进度预测的毛利率的同比增长率 %

	房价, 09 年后 7 个月与前 5 月持平								房价, 09 年后 8 个月较前 4 月上涨 6.32%								平均
	上海	北京	深圳	苏州	武汉	重庆	天津	平均	上海	北京	深圳	苏州	武汉	重庆	天津	平均	
09H1	-37.5	-41.5	-19.2	---	-2.3	---	1.8	-24.6	-35.6	-41.5	-19.2	---	-2.3	---	1.8	-24.1	
09H2	9.8	14.0	-8.4	---	43.0	83.1	13.6	25.0	13.8	12.0	-12.2	---	48.2	81.1	15.5	25.6	
2009	-17.4	-12.2	-14.8	---	29.5	67.1	7.8	3.2	-13.8	-13.3	-16.4	---	32.9	66.0	8.8	3.8	
10H1	60.4	95.0	-20.7	107.9	174.1	48.2	10.2	52.2	72.7	91.8	-19.4	117.1	189.8	52.4	15.9	57.8	

注: 1. 没有剔除高价地, 并假设其正常开发。

2. 10 年 4 月的同比增长率是相对于 09 年上半年的比率。

数据来源: CEIC, 渤海证券研究所

5. 09 年下半年房地产行业毛利润将增长 9.78%以上

5.1. 09 年开发商结算面积将同比下降 9.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

我们假设以上一年后 6 个月和当年前 6 个月的销售面积之和与销售金额之和, 作为当年的结算面积和结算收入。那么房地产开发类公司的主营业务收入与结算面积、结算金额的相关性, 1999-2006 年间, 分别为 0.73 和 0.62, 而 1999-2008 年间则分别为 0.17 和 0.20。差距之大, 原因在于开发商控制了结算力度 (如图 25 和 26), 如 06 年放慢了结算力度以弥补 06 年下半年销售增速的放缓, 而 08 年则加大了结算力度。因此, 在 08 年下半年商品房销售面积下降 25%, 而 09 年下半年销售面积仍将高增长的情况下, 09 年开发商有可能加大结算力度, 预计 09 年结算面积将同比下降 9.8%, 结算均价将同比增长 7.09%。

图 25: 主营业务收入、销售面积及金额比较 %

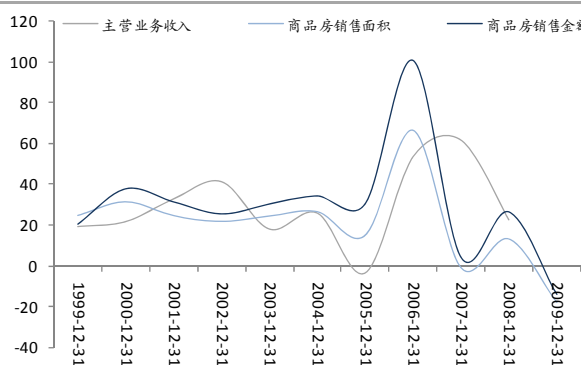
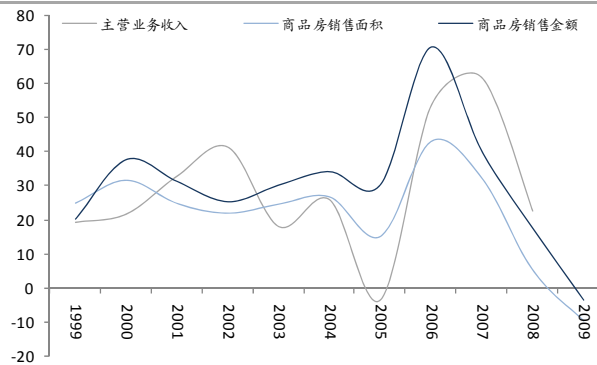


图 26: 调整后, 主营收入、销售面积及金额比较 %



注: 1. 主营业务收入为房地产开发类上市公司的主营业务收入。

2. 销售面积为上一年后 6 个月和当年前 6 个月的商品房销售面积之和。

3. 销售金额为上一年后 6 个月和当年前 6 个月的商品房销售金额之和。

数据来源: 渤海证券研究所

数据来源: 渤海证券研究所

5.2. 09 年下半年盈利大幅改善, 10 年上半年再提高

依据上文的预测, 09 年商品房销售面积、均价以及毛利率都将同比增长 20% 以上, 这将带来房地产行业 09 年销售毛利润同比增长 117.18%。从销售到结算存在时滞。09 年销售业绩的高增长将更多带动 10 年房地产公司业绩的快速提升, 预计 09 年房地产行业毛利润将同比增长 0.31%; 10 年上半年在结算面积和均价维持 09 年上半年水平, 行业毛利润将同比增长 52.21%。然而 09 年行业利润的低增长, 主要源于上半年, 毛利率同比下降 24% 以上, 而且 08 年下半年商品房销售面积则同比下降 25%。但是, 09 年下半年, 结算毛利率将同比增长 25% 以上, 同时 09 年前 5 月商品房销售面积则同比增长了 25.52%; 即使按照结算面积 0 增长, 结算均价下降 12.18% (历史季度最大跌幅), 行业毛利润也将至少同比增长 9.78%。

表 5: 房地产行业毛利润同比增长率预测

%

(%)	面积	价格	毛利率	毛利润增长率
09 年（按销售进度测算）	30	21.06	38	117.18
09 年（按照结算进度预测）	-9.8	7.09	3.85	0.31
09 年下半年	0	-12.18	25	9.78
10 年上半年	0	0	52.21	52.21

数据来源：渤海证券研究所

6. 房地产行业估值水平仍将提升

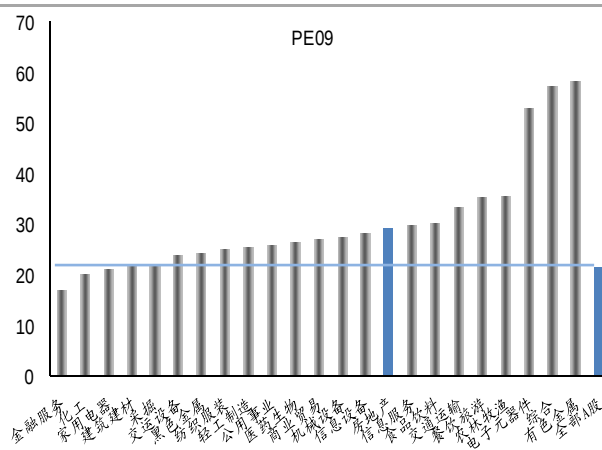
从估值水平来看，目前房地产行业平均 PE 为全部 A 股 1.48 倍，处于历史平均水平。依据 wind 统计，房地产行业 PE09 分别为 29.18 倍，为全部 A 股的 1.35 倍。考虑到 09 年下半年房价有可能环比上涨 6.32%，同时毛利率将同比增长 25%以上，房地产行业面临资产价值的重估以及盈利水平的提高，同时再考虑到 10 年上半年行业毛利润存在 50%以上增长的可能性，因此，行业估值水平仍有提升空间。

图 27：04 年以来房地产行业相对全部 A 股溢价率



数据来源：渤海证券研究所

图 28：各行业 PE09 比较



数据来源：渤海证券研究所

7. 行业评级及 09 年二季度房地产行业投资策略

7.1. 行业评级：看好

09 年商品房销售面积将增长 30%以上，销售均价同比增速低于 21.06%，而毛利率将提升 38%以上，预计 09 年房地产行业 09 年销售毛利润将同比增长 117.18%。而 09 年下半年，结算毛利率将同比增长 25%以上，房价有可能快速提升，同时，房地产开发投资将进一步加速，行业景气度将显著提升。因此，在流动性充裕以及通货膨胀的预期下，商品房销售面积的高增长，房价的快速提升，开发企业盈利的改善以及开发投资力度的加大，房地产行业景气度提升，进入资产为王时代。我们维持房地产行业看好评级。

7.2. 09 年下半年房地产行业投资策略

09 年下半年，房价上涨成为刺激市场投资的主导因素，同时行业盈利水平的改善也将推动投资地产的热情。因此，我们选择，现有资产重估价值空间较大，外延整合资产能力强以及业绩增长较快的公司。

8. 上市公司推荐-保利地产、ST 东源和张江高科

资产为王时代的受益者

——保利地产深度价值投资分析报告

✍ 周户

☎ 86-10-5836 2768

✉ zhouhu@bhqz.com

核心观点:

- 资金充裕，资产为王时代的受益者
- 土地成本低廉，业绩保障性强

投资要点:

● 资金充裕，资产为王时代的受益者

公司短期现金支付能力可盈余 23.57 亿元。再考虑到，截止 08 年年末，公司已签订合同需要在 1 年内支付的资本项目支出约 83.57 亿元以及偿还期限在 1-2 年的长期借款约 81.3 亿元，公司资金缺口为 141.3 亿元。依据我们的预测，公司 09 年销售收入将为 288.54 亿元。若公司 09 年不新增贷款，公司仅剩 59.18 亿元的 2 年期以上长期借款，偿债压力较小，同时可盈余 82.4 亿元资金用于资源整合。此外，公司拟采取非公开发行 A 股，募集资金不超过 80 亿元，其中大股东承诺以不超过 15 亿元现金认购。而 09 年下半年进入资产为王时代，公司拥有充裕的资金进行资产整合。

● 土地成本低廉，溢价能力强

截止目前，公司拥有可结算资源约 1859.56 万平方米（包括 09 年一季度结算面积），89.19%位于中心城市。在总土地储备中，42.43%为 06、07 年获得，55.26%位于一线城市；06 年至今获得土地的平均楼面地价约 2036.55 元/平方米，为截止目前已售未结算资源销售均价的 25.36%。土地成本在四大龙头公司中最低，升值空间较大。

● 销售业绩出色，业绩保障性强

09 年前 5 月公司签约面积同比增长 150.26%，远高于行业的 25.52%，已完成 08 年全年销售面积的 70.46%，09 年销售业绩优于行业。截至 09 年 5 月，公司已售未结算金额为 285.97 亿元，为 09 年预计结算收入的 1.24 倍，09 年业绩锁定性强。同时，公司已售未结算资源均价为 8030.38 元/平方米，较 08 年结算均价增长 2.35%，09 年结算毛利率至多小幅下降。

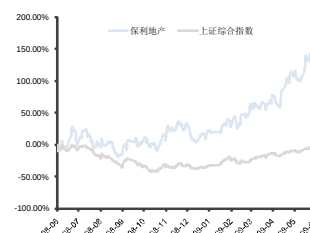
● 投资建议

依据我们的预测，09、10 年净利润分别为 29.29 和 46.14 亿元，每股收益分别为 0.92 和 1.45 元。依据现有房地产项目，公司重估每股净资产为 19 元。另外，按照 2009 年 6 月 18 日收盘价，公司 08、09 年 PE 分别为 26.94 和 17.1 倍。考虑到 09 年行业景气度的回升、资产为王时代的来临以及公司业绩的保障性和成长性，给予 10 年 20 倍市盈率，公司合理估值为 29 元。给予买入评级。

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入	4,031	8,115	15,520	23,507	35,116
(+/-)%	71%	101%	91%	51%	49%
经营利润 (EBIT)	856	1821	4012	5709	8592
(+/-)%	31%	113%	120%	42%	50%
净利润	671	1489	2239	2929	4614
(+/-)%	65%	122%	50%	31%	58%
每股净收益 (元)	1.22	1.21	0.91	0.92	1.45
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	38.50%	38.50%	40.80%	39.23%	39.41%
ROE (%)	16.71%	11.60%	14.28%	14.99%	18.01%
ROIC (%)	6.71%	4.92%	7.90%	9.99%	13.05%
PE	20.27	20.38	27.11	26.94	17.10
PB	3.39	2.36	3.87	4.04	3.08
EV/EBITDA	20.70	21.09	19.68	17.15	11.15

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价:	¥ 29
上次预测:	¥ 22
当前价格:	¥ 24.75
	2009.6.18

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.13
2Q/2009	0.40
3Q/2009	0.13
4Q/2009	0.26



公司简介

房地产行业龙头之一。公司是规模最大的房地产国有企业。08 年品牌价值达 60.41 亿元。

相关报告

《资金充裕，改善营运》，
2009.2.18
《资产为王时代的受益者》，
2009.1.21
《业绩高速增长，营运待改善》，
2008.10.27

《规模扩张，营运待改善》，
2008.7.25

地产龙头展现

——ST 东源深度价值投资分析报告

✍ 周户

☎ 86-10-5836 2768

✉ zhoushu@bhq.com

核心观点:

- 转型房地产，地产龙头展现
- 09年业绩基本锁定，估值优势明显

投资要点:

● ST 东源吸收合并金科集团

此次吸收合并是在重庆打造西部金融中心的背景下推进的。ST 东源拟以 5.18 元/股的价格，发行不超过 9.21 亿股，吸收合并预估值为 47.7 亿元的金科集团 100%股权。本次合并中，金科投资将向除承诺放弃现金选择权外的公司所有股东提供一项现金选择权。现金选择权的对价等于 5.18 元/股。同时，金科集团承诺未来三年（2009 年-2011 年）归属于母公司股东的净利润约为 5.3 亿元、6 亿元、6.7 亿元，三年平均净利润约为 6 亿元。若盈利数不足，金科投资、黄红云及陶虹遐将就不足部分对上市公司进行现金补偿。

● 转型房地产，地产龙头展现

本次新增股份吸收合并完成后，公司的主营业务将变更为以普通商品房住宅开发为重点的房地产开发业务。金科集团是一家以房地产开发为主业，以酒店、现代农业、基建、物业管理等为辅业的大型企业集团。2009 年金科集团再次荣膺中国房地产百强企业，综合实力名列第 23 位，稳健性第 3。目前，已进入北京、重庆、四川、江苏、湖南等省（市）的 8 个城市进行房地产开发。项目定位为实用新型、性价比高的普通商品房住宅。存量物业建筑面积约 14.29 万平方米；房地产在建项目 15 个，总建筑面积 531.38 万平方米，截止 09 年 4 月末未售建筑面积约 371.69 万平方米；截止 2009 年 5 月 31 日，公司土地储备未开发建筑面积约 442.67 万平方米。

● 09 年业绩基本锁定，估值优势明显

截止 2009 年 4 月底，金科集团预收帐款和主营业务收入合计为 39.93 亿元，分别为 08 年和 09 年预测营业收入的 123.14%和 106.75%，09 年收入增长 15%基本确定。预计公司 09、10 年将分别结算 69.42 万平方米和 72.49 万平方米，结算收入分别为 34.94 和 40.97 亿元，毛利率将分别为 38.29%和 39.18%。预计 2009 和 2010 年净利润分别为 5.57 和 6.54 亿元，按照增发 9.21 亿股计算，每股收益分别为 0.52 和 0.62 元。按照 09 年 6 月 17 日收盘价计算，09、10 年 PE 分别为 16.71 和 14.02 倍，估值优势明显。给予买入评级。

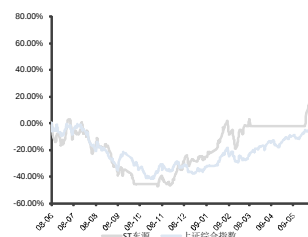
● 风险提示

本次交易尚待获得交易双方股东（大）会批准、证监会核准。同时，截止 09 年 4 月底，短期现金缺口约 5 亿元，资产负债率 78.76%，扣除预收帐款后为 52.97%，资金链较为安全。另外，金科集团，已获得土地证的项目中，按未开发建筑面积计算，61.32%为 2007 年获得，存在存货跌价风险。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价	¥15
格:	
上次预测:	¥15
当前价格:	¥8.69
	2009.6.18

单季度业绩	元/股
1Q/2009	
2Q/2009	
3Q/2009	
4Q/2009	0.52



公司简介

金科集团是一家以房地产开发为主业，以酒店、现代农业、基建、物业管理等为辅业的大型企业集团。

相关报告

高盈利、高增长

——张江高科深度价值投资分析报告

✍ 周户

☎ 86-10-5836 2768

✉ zhouhu@bhqz.com

- 核心观点:**
- 09、10年净利润将分别增长36%和32%
 - 房地产业务高毛利、高增长
 - 产业投资潜在收益丰厚

投资要点:

● 预计 09、10 年净利润将分别增长 36%和 32%

首先，张江高科技园区的发展速度快于外围区域，盈利能力也高；其次，中期来看，园区内三大主导产业，均受到政策利好的促进，集成电路产业增速趋于平稳，生物医药和软件产业则前景光明；这些都将有利于提升园区物业的价值和盈利水平，也有助于吸引更多的企业入园。再加上，园区的管理模式由扁平化向金字塔结构转型，张江高科则处在金字塔结构的顶端，优质资源将持续向上市公司集中，因此，公司业绩增长前景乐观。尤为重要的是，09、10 年公司房地产业务的毛利率将维持在 60%以上，出售和出租物业的规模也将大幅提升；同时大股东的持续注入优质资产和至少可为公司带来 6.7 亿元收入的产业投资项目的上市速度也有可能提升。这些都将保证 09、10 年张江高科业绩的快速提升，预计 09、10 年净利润将分别增长 36%和 32%。

● 房地产高毛利、高增长；产业投资项目业绩高增长

预计10年存量物业规模将较08年增长100%，09年新开工面积较08年将增长114.29%，09、10 年房地产销售业务结算收入分别同比增长 50.3%和 32.45%，毛利率将分别为 65.92%和 65.84%。另外，3 亿元的产业投资，至少可为公司带来 6.7 亿元收入，折合每股 0.43 元，与 09 年预测 EPS 基本持平。

● 风险提示

09 年公司资金需求至少约 30-50 亿元，但公司资产负债率仅为 51.13%，而截至 08 年末，仍有约 70 亿元银行授信额度尚未使用，09 年房地产租售收入约 21 亿元，公司拟发行 20 亿元公司债以及各种金融创新产品有可能推出，因此，公司资金链较为安全。另外，宏观经济走势不明朗，有可能增加房产销售难度和产投风险。

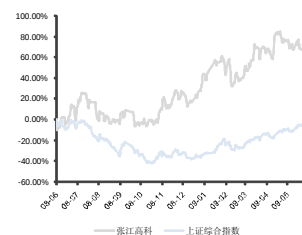
● 投资建议

依据我们的预测，张江高科 2009 和 2010 年净利润分别为 7.18 和 9.45 亿元，每股收益分别为 0.46 和 0.61 元。按照 2009 年 5 月 17 日收盘价，公司 09、10 年 PE 分别为 30.58、23.23 倍。相对估值水平与园区开发类地产公司相比偏低，而公司的成长性处于行业前列，给予 09 年 40 倍市盈率，公司合理估值为 18.4 元。如果考虑到公司产业投资的股权价值，公司估值水平将有更大的上升空间。投资建议：**买入**。

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008A	2009E	2010E
主营收入	1,301	1,200	1,757	2,357	3,052
(+/-)%	141%	-8%	46%	34%	29%
经营利润 (EBIT)	259	337	873	1139	1468
(+/-)%	57%	30%	159%	30%	29%
净利润	163	380	528	718	945
(+/-)%	-7%	133%	39%	36%	32%
每股净收益 (元)	0.13	0.31	0.34	0.46	0.61
利润率和估值指标	2006	2007	2008A	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	5.67%	12.18%	62.89%	61.40%	61.25%
ROE (%)	4.07%	4.99%	9.73%	11.49%	12.99%
ROIC (%)	105.95	45.42	41.57	30.58	23.23
PE	6.00	5.53	4.05	3.51	3.02
PB	70.61	55.77	26.94	21.99	18.56
EV/EBITDA					

评级:	买入
上次评级:	
目标价:	¥ 18
上次预测:	¥ 18
当前价格:	¥ 14.18
	2009-6-18

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.08
2Q/2009	0.17
3Q/2009	0.16
4Q/2009	0.06



公司简介

张江高科致力于对园区进行整体规划、物业开发并吸引相关产业集群企业入驻，为入驻的企业提供物业及配套服务，对物业的经营采取“以租为主，租售结合”的模式。

相关报告

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn