

通胀预期之下成交或将延续高增长

——2009 年下半年房地产行业投资策略报告

房地产行业

评级: 推荐 (维持)

深度报告

2009 年 6 月 22 日 星期一

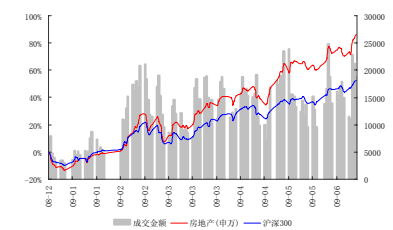
桂长元
021-50586660-8623
gcy@longone.com.cn
房地产行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	14.7	1.8
3 个月	45.9	17.2
6 个月	90.5	43.0

行业近 6 个月相对沪深 300 表现



相关报告:

1. 《2008 年下半年房地产行业投资策略报告》2008/6/27
2. 《2008 年房地产行业中期综述》2008/9/17
3. 《把握低利率时代行业投资机会——房地产行业 2009 年投资策略》2008/12/13

投资要点

- **下半年, 适度宽松和低利率的货币政策仍将延续。**央行数据显示, 国内金融机构月新增贷款创历史新高, 截至 2009 年 5 月末, 广义货币供应量(M2)余额 54.82 万亿元, 同比增长 25.74%, 增幅比上年末高 7.92 个百分点。温家宝总理在 6 月 15 日表示, 下半年中央政府仍将坚持目前向经济中注入资金的做法。
- **通胀预期下投资需求将出现大幅增长。**各国政府 08 年以来纷纷推行扩张性的货币政策, 结果造成全球性的流动性泛滥, 预计未来几年全球都将处于高通胀的环境之中。5 月份我国 CPI、PPI 分别同比下滑 1.4%、7.2%, 分别连续第四、六个月出现负值。尽管我国现在没有出现通胀, 但在通胀预期之下, 应对的措施是大家不约而同地选择不动产。市场需求结构正由以刚性需求为主, 转型成以投资需求为主。
- **房价回升将抑制市场刚需。**新开工面积持续下降, 1-5 月, 同比降幅达到 16.2%, 市场供需很可能出现逆转并于 2010 年上半年出现严重的不对称。根据目前国内一、二线城市房地产市场情况, 我们认为, 09 年下半年房价仍然看涨, 并将再次抑制主导上半年行情的刚性需求, 而且快速上涨的房价将引发政府由支持转为打压的风险。
- **城市化率每提高一个百分点, 相当于再造一个 1300 万人口的超级大城市。**2000-2007 年我国城市化率每年大约提高一个百分点, 预计未来一段时间仍将保持年均 1%左右的增速。若以 13 亿人口基数计算, 相当于每年再造一个拥有 1300 万人口的超级大城市。若新增人口的人均居住面积为 20 平米, 那么每年新增需求将高达 2.6 亿平米, 约占 08 年全国商品住宅销售面积的 46.5%。我们认为, 未来 20-30 年, 城市化进程将是影响我国房地产市场需求最大的社会背景。
- **政府仍将大力支持房地产行业。**房地产行业具有巨大的带动能力, 可拉动上、下游共 50 多个行业。房地产行业的平稳发展, 还有利于我国抵御海外金融危机的冲击, 增强我国经济的“脱钩”能力。我们认为, 在通胀尚未上升到“严防死守”和经济尚未全面复苏之前, 预计中央政府的政策主基调还是“保增长”, 进而保房地产行业。但值得一提的是, 随着房价的上涨, 政府对房地产的态度可能从原来的“全面刺激”转向“部分关注风险”。
- **物业税近期不会推出。**从 2003 年起, 政府便开始提出研究征收物业税, 由于存在一系列的问题, 至今还未推行。从世界各国情况看, 物业税的作用是保障地方财政收入, 目前尚无调控房地产价格的成功案例。我们认为,

开征物业税短期内不会推行，目前物业税“空转”试点仍将继续，但长期而言为充盈地方财政征收将不可避免。

- **下半年，房屋销量延续高增长的可能性较大。**对于房地产销售而言，09年下半年将同时遭遇一个正面与一个负面因素：正面因素是在通胀预期之下投资/投机需求将逐渐升温；负面因素是若交易持续火爆，房价上涨必将接踵而至，这势必会抑制市场刚性需求。房地产市场需求是增强还是衰减将取决于以上两大力量的对比关系，从目前的房地产数据来看，我们对下半年房地产交易量持谨慎乐观态度，即09年下半年房屋销量延续高增长的可能性较大。
- **维持行业“推荐”投资评级。**年初以来销售好转将直接带动地产公司业绩改善，而房价上涨将大幅修复房企毛利率，导致公司盈利大幅增长。下半年，房地产上市公司的相对估值将由年初以来的提高PE逐渐上升到同时上调EPS、PE来实现；绝对估值将因房价上涨、RNAV面临全面重估而得到大幅提高。下半年，房地产销售延续高增长的可能性较大，我们坚持年度策略判断，维持行业“推荐”的投资评级。我们的荐股思路：1）在通胀预期下，寻找拥有大量土地储备、资产属性更强的全国龙头企业。在我们跟踪的重点公司中，这类公司主要包括万科、金地集团、保利地产、招商地产、华侨城；2）拥有大量低成本土地储备、精耕细作的区域龙头企业，如华发股份、滨江集团、栖霞建设。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE			PB	ROE	RNAV	P/RNAV	评级
		09E	10E	11E	09E	10E	11E					
万科A	12.45	0.48	0.62	0.75	25.9	20.1	16.6	4.19	13.24	8.55	1.46	买入
招商地产	29.50	1.18	1.32	1.46	25.0	22.3	20.2	3.37	13.7	25	1.18	买入
保利地产	25.85	0.96	1.27	1.53	26.9	20.4	16.9	5.85	17.25	18.46	1.40	买入
金地集团	15.07	0.75	0.92	1.14	20.1	16.4	13.2	3.51	9.49	12.49	1.21	买入
华侨城A	19.62	0.61	0.72	0.78	32.2	27.3	25.2	8.96	17.65	16.85	1.16	买入
华发股份	19.59	0.90	1.00	1.48	21.8	19.6	13.3	3.45	17.36	15.56	1.26	增持
滨江集团	13.50	0.57	0.76	0.96	23.8	17.7	14.0	5.43	28.75	11.69	1.15	增持
栖霞建设	6.75	0.27	0.38	0.42	25.1	17.8	16.1	2.72	9.35	5.42	1.25	增持

目 录

1.	上半年市场回顾	1
1.1	房屋销量同比增幅巨大	1
1.2	房价止跌回升	2
1.3	房地产投资与固定资产投资增速差距明显	3
1.4	新开工面积持续下降	4
1.5	土地开发、购置热情不高	4
2.	下半年市场展望	5
2.1	适度宽松货币政策仍将延续	5
2.2	通胀预期下投资需求将劲增	6
2.3	房价回升将抑制市场刚需	7
2.4	不可小觑的城市化进程	7
2.5	政府仍将支持地产业	7
2.6	物业税近期不会推出	8
2.7	下半年销售行情能否持续?	9
3.	维持行业“推荐”投资评级	9
4.	万科 (000002)	10
5.	金地集团 (600383)	10
6.	保利地产 (600048)	11

图 表 目 录

图 1: 北京期房住宅签约套数同比增幅 112% (单位: 套)	1
图 2: 上海商品房预售套数同比增长 30% (单位: 套)	1
图 3: 天津住宅成交套数同比增长 116% (单位: 套)	1
图 4: 深圳一手房成交套数同比增长 188% (单位: 套)	1
图 5: 杭州商品房成交套数同比增长 150% (单位: 套)	2
图 6: 南京住宅成交套数同比增长 79% (单位: 套)	2
图 7: 成都商品房成交套数同比增长 87% (单位: 套)	2
图 8: 福州住宅成交套数同比增长 145% (单位: 套)	2
图 9: 武汉商品房销售套数同比增长 135% (单位: 套)	2
图 10: 长沙住宅成交套数同比增长 133% (单位: 套)	2
图 11: 国房景气指数 (同比) 触底回升	3
图 12: 新建住房价格指数 (环比) 连续 5 个月出现回升	3
图 13: 住宅租赁价格指数 (同比) 连续三个季度下滑	3
图 14: 住宅用地交易价格指数 (同比) 连续四个季度下滑	3
图 15: 房地产投资年内增速有望突破 10% (单位: 亿元)	4
图 16: 房地产投资与固定资产投资增速差距明显	4
图 17: 房屋新开工面积仍在收缩 (单位: 万平方米)	4
图 18: 房屋施工面积增速持续趋缓 (单位: 万平方米)	4
图 19: 全国土地开发持续低迷 (单位: 万平方米)	5
图 20: 全国土地购置热情依然不高 (单位: 元/平米)	5
图 21: 金融机构月新增贷款创历史新高 (单位: 亿元)	6
图 22: 金融机构各项贷款余额增速居 10 年来最高	6
图 23: 1-3 年中长期贷款利率处历史最低水平	6
图 24: 存款准备金率处较低水平	6
图 25: CPI 连续四个月出现同比下滑	7
图 26: PPI 连续六个月为负值	7

1. 上半年市场回顾

1.1 房屋销量同比增幅巨大

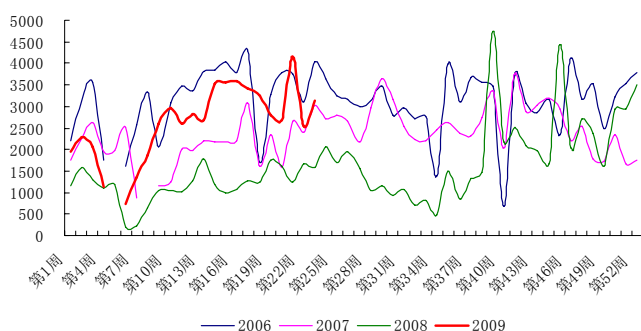
09 年上半年，全国商品房销售出现放量，完全超出了 08 年底的市场预期。1-5 月，全国商品房面积达到 24644 万平方米，同比增长 25.5%，较上年同期提高了 8.9 个百分点。其中，商品住宅销售面积增长 26.7%，较上年同期提高了 9.8 个百分点。1-5 月，商品房销售额 11389 亿元，同比增长 45.3%。其中，商品住宅销售额增长 49.0%。

从我们跟踪的重点城市商品房成交数据看，北京、天津、深圳、杭州、武汉、长沙等一、二线城市 09 年 1-5 月成交套数同比增幅均超过 100%。

我们认为，成交量回暖的主要原因有：1) 上半年宽松信贷投放和低利率的政策环境；2) 08 年下半年以来，政府对房贷减息降首付和调降交易环节税费等一系列政策利好累积效果逐渐显现；3) 08 年所积累的刚需在今年集中释放；4) 开发商降价促销；5) 我国城市化进程仍在继续。

图 1: 北京期房住宅签约套数同比增幅 112% (单位: 套)

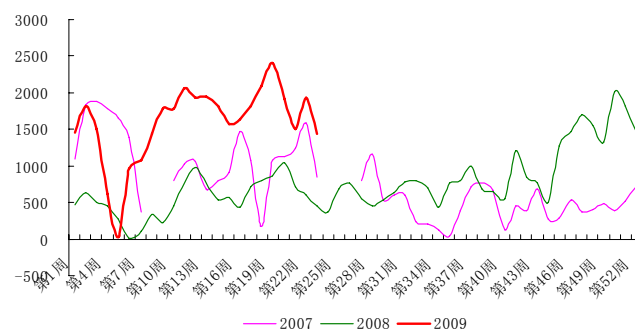
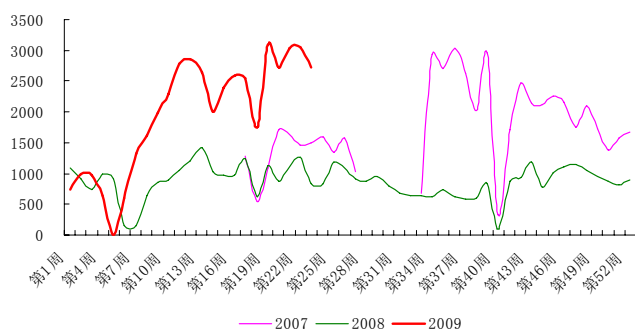
图 2: 上海商品房预售套数同比增长 30% (单位: 套)



数据来源: WIND、东海证券研究所

图 3: 天津住宅成交套数同比增长 116% (单位: 套)

图 4: 深圳一手房成交套数同比增长 188% (单位: 套)



数据来源: WIND、东海证券研究所

图 5: 杭州商品房成交套数同比增长 150% (单位: 套)

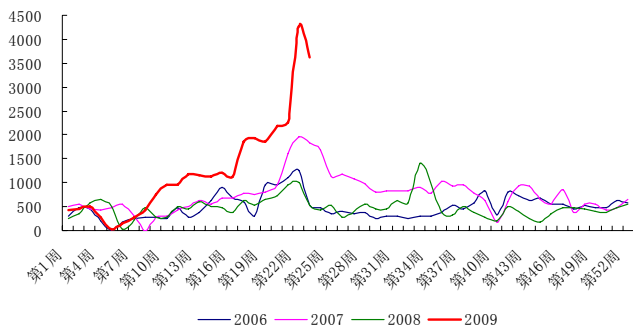
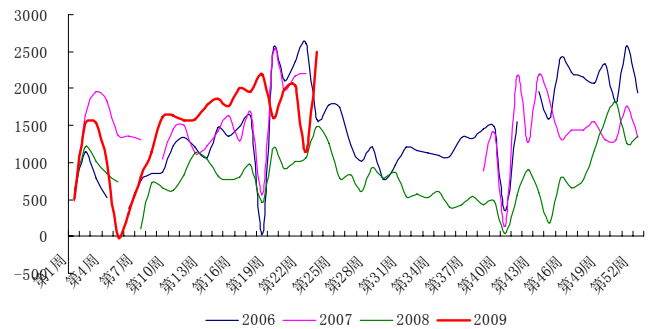


图 6: 南京住宅成交套数同比增长 79% (单位: 套)



数据来源: WIND、东海证券研究所

图 7: 成都商品房成交套数同比增长 87% (单位: 套)

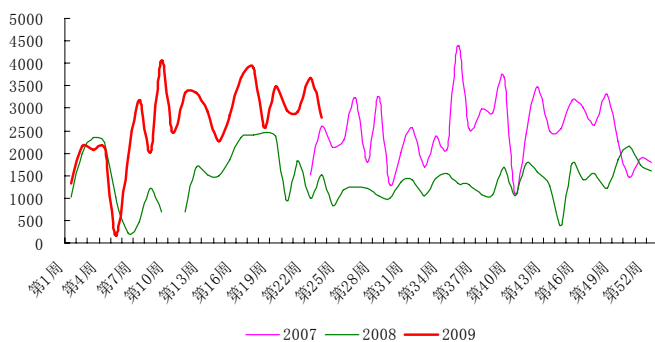
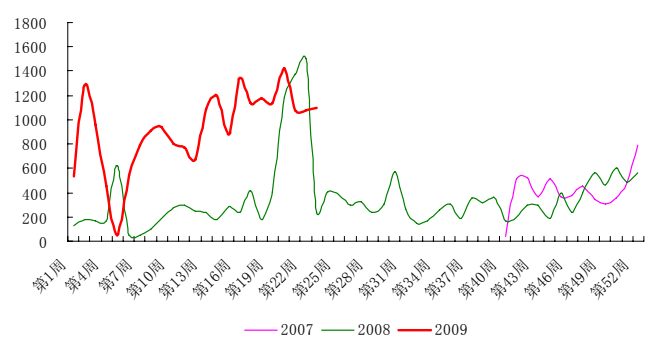


图 8: 福州住宅成交套数同比增长 145% (单位: 套)



数据来源: WIND、东海证券研究所

图 9: 武汉商品房销售套数同比增长 135% (单位: 套)

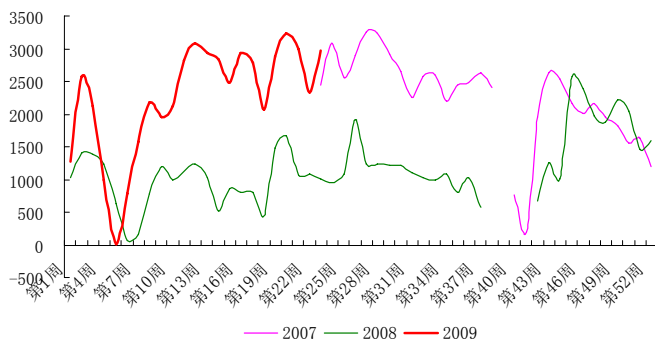
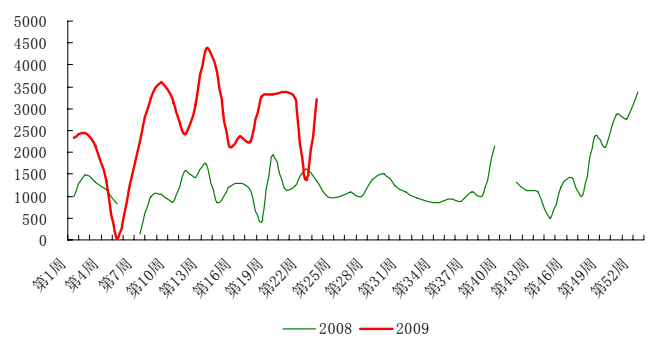


图 10: 长沙住宅成交套数同比增长 133% (单位: 套)



数据来源: WIND、东海证券研究所

1.2 房价止跌回升

由于销售行情十分火爆, 开发商开始加大推盘力度, 并逐渐取消 08 年以来的价格优惠措施, 房价于是止跌回升。根据发改委公布的房屋销售价格指数 (环比), 2008 年 12 月起房价开始触底回升, 09 年 3 月便呈现出正增长并有逐月加快的趋势。

从我们跟踪的重点城市商品房成交均价看, 5 月, 除个别城市以外, 国内一、二线城市商品房成交均价普遍企稳且有上涨态势: 成都商品房成交均价环比涨幅超过 10%, 达到 10.2%; 昆明、深圳环比涨幅超过 5%, 分别为 5.0%、6.8%; 只有杭州、厦

门这两个城市的商品房成交均价环比出现下跌，跌幅分别为 4.2%、2.0%。

但是反弹过快的房价对房地产市场而言是负面的因素，因为上涨的房价有引发政府下一步调整的风险，上半年政府重提土地增值税与研究开征物业税就是明证。

图 11: 国房景气指数（同比）触底回升

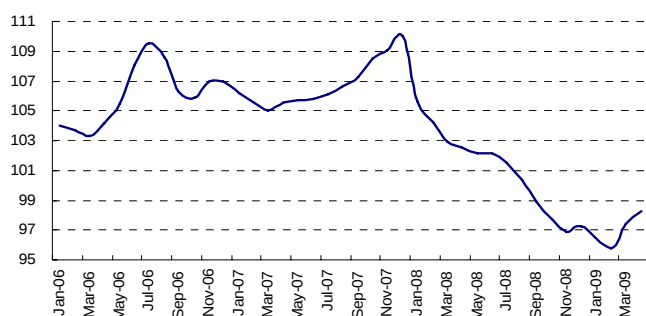
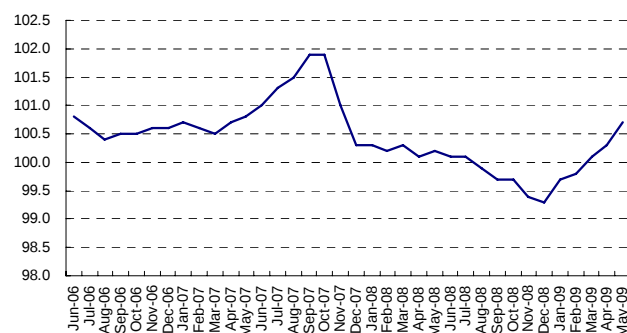


图 12: 新建住房价格指数（环比）连续 5 个月出现回升



数据来源: WIND、东海证券研究所

图 13: 住宅租赁价格指数（同比）连续三个季度下滑

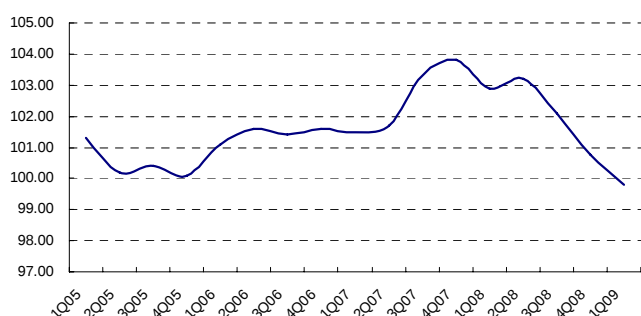
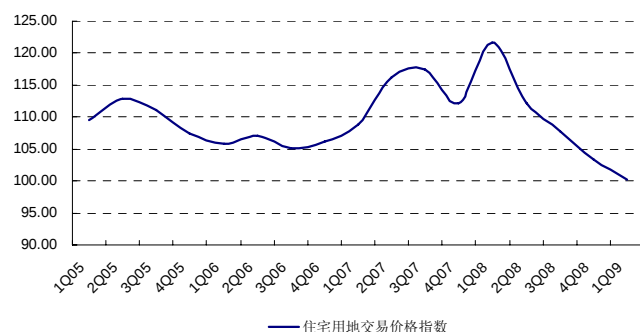


图 14: 住宅用地交易价格指数（同比）连续四个季度下滑



数据来源: WIND、东海证券研究所

1.3 房地产投资与固定资产投资增速差距明显

09 年上半年，由于对销售高增长能否持续的担忧，开发商普遍显得谨慎，多采取以消化库存为主的策略。09 年 1-2 月房地产投资同比增幅仅 1%，接近于零增长。但由于 3-5 月房地产销售继续走高，房地产投资增速开始逐步有所恢复，1-5 月全国完成房地产开发投资 10165 亿元，同比增长 6.8%，增幅比 1-4 月提高 1.9 个百分点。

房地产投资对于我国 GDP 增长具有重要的意义，其占 GDP 比例，一般保持在 10% 左右，其占全社会固定资产投资比例，最近几年也基本保持在 20% 左右。为应对国际金融危机的负面影响，2009 年中央政府经济政策的主基调是，“保增长、扩内需、调结构”。2009 年我国经济增长要保持 8% 的增长率，需要房地产投资等民间资本的跟进。

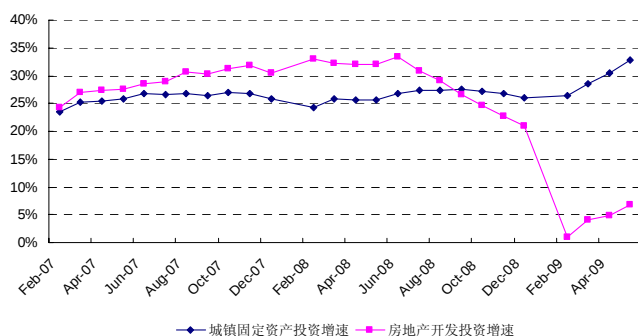
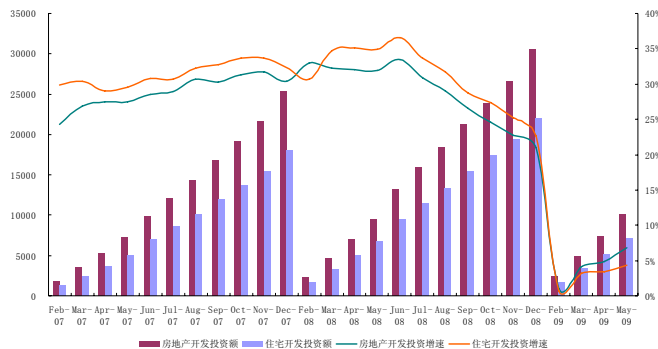
2009 年 5 月 27 日，国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》，提出，保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项

目的最低资本金比例为 30%。

我们预计，2009 年下半年，房地产投资会有较快速度的增长，全年增速很可能会超过 10%。随着房地产投资的增长，以前搁置的土地现在可以开发起来，并形成供给释放出来，未来的房地产市场供求关系预计可以得到适当缓解。

图 15: 房地产投资年内增速有望突破 10% (单位: 亿元)

图 16: 房地产投资与固定资产投资增速差距明显



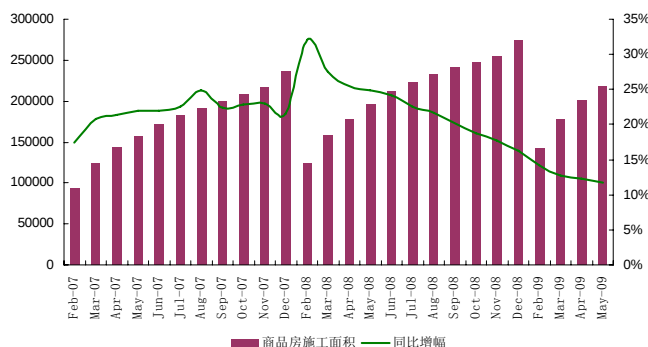
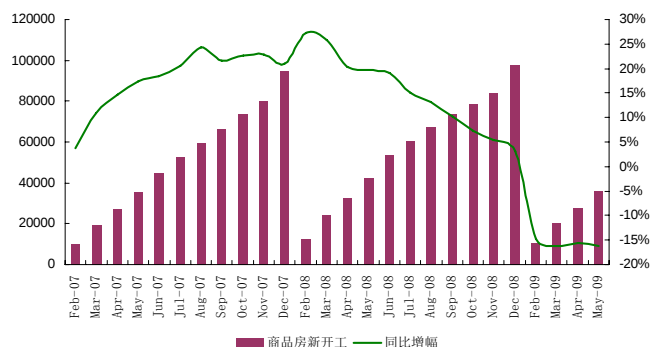
数据来源: WIND、东海证券研究所

1.4 新开工面积持续下降

09 年上半年，开发商对后市看法普遍显得谨慎，新开工面积呈现出持续下降的态势。1-5 月，全国房屋新开工面积仅 3.57 亿平方米，同比下降 16.2%，较上年同期下降了 36.0 个百分点。政府因势利导，决定调低商品房项目资本金比例，我们认为。这可以极大调动开发商的投资热情。大多数普通住宅都能够享受 20% 自有资金的待遇，这意味着，房地产公司财务杠杆提升了接近一倍，原本只能撬动一个项目的资金，将足以撬动两个项目。我们认为，下半年房屋新开工面积肯定会有一定程度的恢复。

图 17: 房屋新开工面积仍在收缩 (单位: 万平方米)

图 18: 房屋施工面积增速持续趋缓 (单位: 万平方米)



数据来源: WIND、东海证券研究所

1.5 土地开发、购置热情不高

去库存化是 09 年上半年国内房地产行业的主基调，因此开发商对土地购置与开发

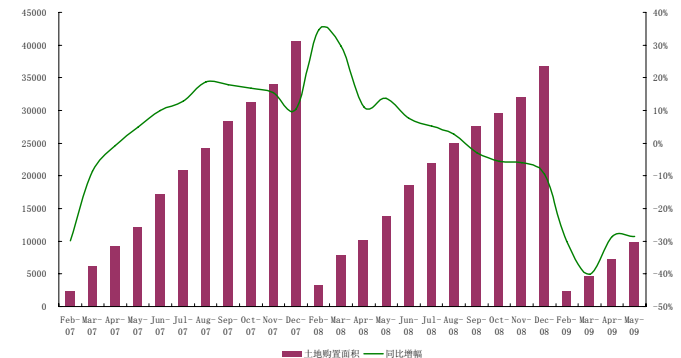
热情并不高。09 年 1-5 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 9875 万平方米，同比下降 28.6%，较上年同期下降了 42.3 个百分点；完成土地开发面积 8845 万平方米，同比下降 13.3%，较上年同期下降了 17.6 个百分点。

根据 A 股上市公司的公开信息，国内一、二线房地产龙头大多已经完成了全年销售任务的五成，更有企业已经完成七成以上，目前这些企业普遍拥有充裕的资金量，这将是促成下半年土地市场升温的关键。

图 19：全国土地开发持续低迷（单位：万平方米）



图 20：全国土地购置热情依然不高（单位：元/平方米）



数据来源：WIND、东海证券研究所

2. 下半年市场展望

2.1 适度宽松货币政策仍将延续

为保持经济的高速增长，08 年下半年政府决定实行扩张性的货币政策即宽松信贷和低利率政策环境，09 年上半年央行继续保持了这一政策。

央行最新数据显示，国内金融机构月新增贷款已创历史新高，截至 2009 年 5 月末，广义货币供应量(M2)余额 54.82 万亿元，同比增长 25.74%，增幅比上年末高 7.92 个百分点；狭义货币供应量(M1)余额 18.2 万亿元，同比增长 18.69%；市场货币流通量(M0)余额 3.36 万亿元，同比增长 11.24%。信贷增速自去年 8 月份触底以来连续第九个月加速增长，并创下最近 22 年的新高。

宽松政策维持不变、中央项目资金到位、部分行业资本金比例下调以及银企对经济复苏的信心逐步增强是推动新增贷款继续多增的主要原因。

进入 5 月份以来，国内外部分资产价格出现了一定程度的上涨，基于对通胀的担忧，市场对货币政策的关注度更加炙热。但温家宝总理在 6 月 15 日表示，下半年中央政府仍将坚持目前向经济中注入资金的做法，他指出中国的经济复苏存在不确定性，有关部门需要防范下行风险。

所以，我们坚持认为，基于经济基本面的考虑，我国适度宽松的货币政策下半年

仍将延续。

图 21：金融机构月新增贷款创历史新高（单位：亿元）

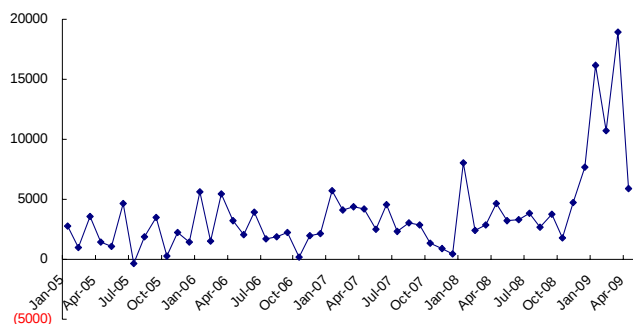
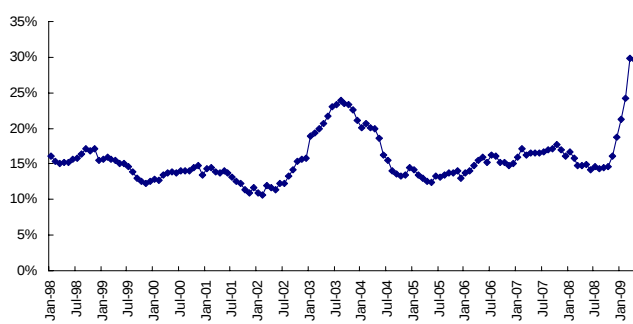


图 22：金融机构各项贷款余额增速居 10 年来最高



数据来源：WIND、东海证券研究所

图 23：1-3 年中长期贷款利率处历史最低水平

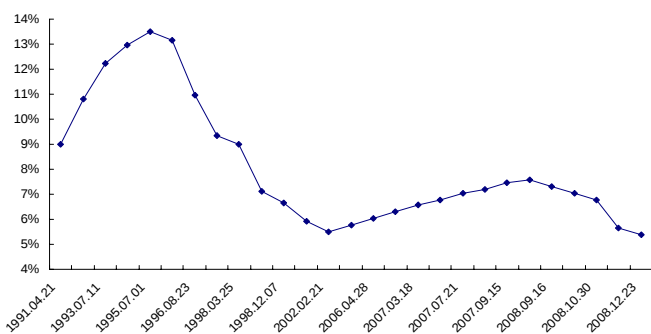
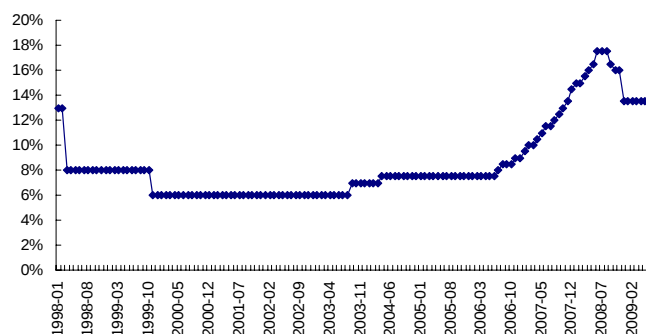


图 24：存款准备金率处较低水平



数据来源：WIND、东海证券研究所

2.2 通胀预期下投资需求将劲增

为应对国际金融危机，各国政府 08 年以来纷纷推行扩张性的货币政策，结果造成全球性的流动性泛滥。流动性的大量增加，必然使得股市和楼市价格大幅上涨，我们预计，未来几年全球都将处于高通胀、低增长的环境之中。

然而，现实中的通货膨胀还没有来临。国家统计局公布数据显示，5 月份我国 CPI、PPI 分别同比下滑 1.4%、7.2%，分别连续第四、六个月出现负值。尽管我国现在没有出现通胀，但不等于今后没有，应对的措施是大家不约而同地选择不动产。

房地产市场需求结构在通胀预期中逐渐转变。自 08 年底以来，我国大中城市去库存化的节奏比市场预想得更快，预计到今年年底或者明年年初库存基本能够恢复到正常水平。市场需求正由价格一上涨就马上跌落的刚性需求为主，转型成以投资需求为主，从一线城市的回暖逐步向二三线城市普遍回暖扩散。

图 25: CPI 连续四个月出现同比下滑

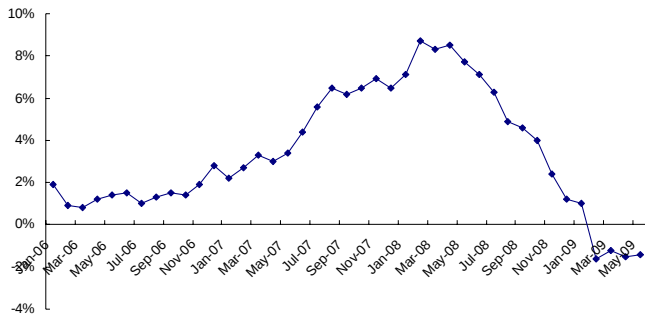
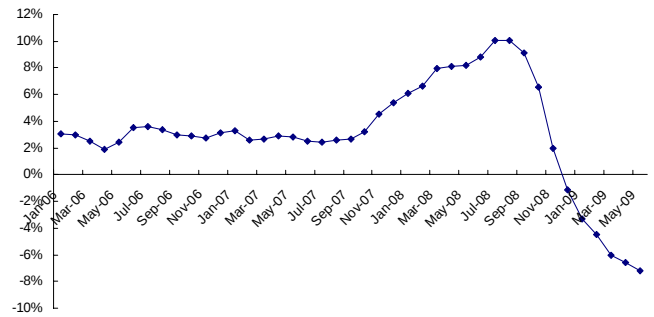


图 26: PPI 连续六个月为负值



数据来源: WIND、东海证券研究所

2.3 房价回升将抑制市场刚需

国家统计局公布的数据显示, 2009 年 1-5 月, 全国商品房销售面积 2.46 亿平米, 同比增长 25.5%; 房屋竣工面积 1.62 亿平米, 同比增长 22.6%; 房屋新开工面积 3.57 亿平米, 同比下降 16.2%。我们由此可以看出, 09 年上半年房地产市场仍以去库存化为主, 但当房屋供应量先行指标——新开工面积同比减少时, 市场供需状况很可能会出现逆转并于 2010 年上半年出现严重的不对称, 并再次出现供不应求的现象。根据目前国内一、二线城市房地产市场情况, 我们认为, 09 年下半年房价仍然看涨。

然而回升的房价将再次抑制主导上半年行情的刚性需求, 因为自住性需求、改善性需求对房价都极其敏感, 而且快速上涨的房价将引发政府由支持转为打压的风险。

2.4 不可小觑的城市化进程

国家工业化的过程必然伴随着城市化运动, 作为发展中国家我国的城市化率远低于世界发达国家, 2007 年我国城市化率仅 44.9%, 而发达国家平均水平已经达到 80%。

2000 年, 中国的城市化水平为 36.2%, 2000-2007 年我国城市化率每年大约提高一个百分点。未来一段时间, 预计我国仍将保持年均 1% 左右的增速。若以 13 亿人口基数计算, 相当于每年再造一个拥有 1300 万人口的超级大城市。若城市新增人口的人均居住面积为 20 平米, 那么每年因城市化而新增的需求将高达 2.6 亿平米, 约占 08 年全国商品住宅销售面积 5.59 亿平米的 46.5%。

在探究 09 年上半年我国房地产市场需求持续高增长的原因时, 城市化进程是一个占据重要地位、绝不可忽视的因素, 否则我们将无法理解 09 年上半年销售的大幅增长。我们认为, 未来 20-30 年, 城市化进程将是影响我国房地产市场需求最大的社会背景。

2.5 政府仍将支持地产业

自上个世纪九十年代中后期开始, 房地产一直都是拉动内需的重要力量。房地产行业具有巨大的带动能力, 可拉动上、下游共 50 多个行业。从理论上讲, 房地产行业

的关联作用巨大，金融、钢铁、水泥、建筑、建材、装修等众多基础性行业与房地产业休戚相关，这些行业容纳就业人口众多，产值巨大，房地产业的积弱直接致使这些行业举步维艰，房地产的兴盛则直接可以使这些行业的从业者收益，从而拉动消费，所以政府的救市行为不可不为，此举既事关保增长，也关系社会稳定。

房地产行业的平稳发展，还有利于我国抵御海外金融危机的冲击，增强我国经济的“脱钩”能力。因为，房地产是个完全的非贸易部门，需求只受内需变化影响，很少受国际市场影响。经济增长的周期性特征，决定了全球化经济环境下“脱钩”能力在保持经济平稳发展中的巨大作用，而经济能否走出独立行情的关键在于“脱钩”能力。房地产行业的发展，是当前我国发展“脱钩”能力的关键和重要抓手。

2009 年中央政府经济政策的主基调是，“保增长、扩内需、调结构”。09 年宏观经济要保持 8% 的增长率，房地产复苏的重要性不言而喻，在宏观形势明确好转前，出台实质性打压房地产政策的可能性很小。

我们认为，在通胀尚未上升到“严防死守”和经济尚未全面复苏之前，预计中央政府的政策主基调还是“保增长”，进而保房地产行业。但值得一提的是，随着房价的上涨，政府对房地产的态度可能从原来的“全面刺激”转向“部分关注风险”。

2.6 物业税近期不会推出

2009 年 5 月 25 日，中国政府网公布《国务院批转发改委关于 2009 年深化经济体制改革工作意见的通知》，通知中再次提出要深化房地产税制改革，研究开征物业税。

物业税又称财产税或地产税，主要是针对土地、房屋等不动产，要求其承租人或所有者每年都要缴纳一定税款，而应缴纳的税值会随着不动产市场价值的升高而提高。物业税属于财产税，是针对国民的财产所征收的一种税收。在香港，仅对有租金收入的经营性房地产征收物业税。

从 2003 年起，政府便开始提出研究征收物业税，2006 年在北京、青岛、沈阳等城市模拟空转，由于存在一系列的问题，至今还未推行：第一个问题，是如何厘清物业税与现有税费之间的关系，尤其是土地出让金是否并入物业税的问题；第二个问题，是征收物业税的技术条件十分复杂，对全国各城市的房地产估值需要大量的评估师；第三个问题，是全国性的不动产登记体系至今建立。比如在北京，就有 40% 的房子产权未落实，此外，一个家庭以多人名义购房、异地购房等现象的大量存在；第四个问题，是物业税将使得现有的土地财政收入全部纳入政府公共预算，地方政府方面会有阻力；第五个问题，是会遭到现有房屋持有人的抵制。

物业税究竟会怎样影响房价？从世界各国情况看，物业税的作用是保障地方财政收入，目前尚无调控房地产价格的成功案例。地产作为一种商品，其价格是由市场供

求决定的。从短期看，物业税能在多大程度上抑制投资性需求，进而降低房价，目前还不能轻易下结论。从长期看，开征物业税后会增加房地产保有环节的税收负担，降低投资和投机者的收入预期，这仅仅是影响房地产市场需求的一个因素，房地产价格的最终走向还是取决于市场供求关系。

综上，我们认为，开征物业税短期内并不会推行，目前物业税“空转”试点仍将继续，但长期而言为充盈地方财政征收将不可避免，预计起初征收税率较低、额度不会太大，而且会从经营性的商业地产开始。

2.7 下半年销售行情能否持续？

自从去年底以来，房地产市场交易同比出现大幅增长，但业界就其是否具有可持续性却一直持怀疑态度。然而，事实上，“市场先生”的反应又超出了许多分析师乃至专业投资者的预期，1-5月房地产交易都十分畅旺，预想中的“小阳春”行情一直持续到现在。

我们认为，自08年底以来，国内房地产市场“不变”的是交易量剧增，而“变”的则是房地产需求结构。08年11月房地产交易刚出现大幅反弹时，市场的需求结构基本以刚性需求为主，当时的投资/投机需求基本为零。但是，随着交易的持续高增长，房价从中得到了有力的支撑，今年3月份起投资/投机需求开始入市。5月份，一、二线城市房价企稳并普成上涨态势，在通胀预期之下投资/投机需求大举入市，市场需求结构已经悄然发生改变。

下半年房地产销售行情又将如何？这仍然是所有市场人士绕不开的话题。我们认为，对于房地产销售而言，09年下半年将同时遭遇一个正面因素与一个负面因素：正面因素是在通胀预期之下投资/投机需求将逐渐升温；负面因素是若交易持续火爆，房价上涨必将接踵而至，这势必会抑制市场刚性需求。房地产市场需求是增强还是衰减将取决于以上两大力量的对比关系，从目前的房地产数据来看，我们对下半年房地产交易量持谨慎乐观态度，即09年下半年房屋销量延续高增长的可能性较大。

3. 维持行业“推荐”投资评级

年初以来，房地产行业销售数据好于预期，近期行业回暖也较为明显。销售好转将直接带动地产公司业绩改善，而房价上涨将大幅修复房企毛利率，导致公司盈利大幅增长。下半年，房地产上市公司的相对估值将由年初以来的提高PE逐渐上升到同时上调EPS、PE来实现；绝对估值将因房价上涨、RNAV面临全面重估而得到大幅提高。下半年，房地产销售延续高增长的可能性较大，我们坚持年度策略判断，维持行业“推荐”的投资评级。

我们的荐股思路：1) 在通胀预期下，寻找拥有大量土地储备、资产属性更强的全国龙头企业。在我们跟踪的重点公司中，这类公司主要包括万科、金地集团、保利地产、招商地产、华侨城等；2) 拥有大量低成本土地储备、精耕细作的区域龙头企业，如华发股份、栖霞建设、滨江集团等。

4. 万科（000002）

1-5月累计销售额占08年全年的50%。2009年1-5月公司累计实现销售面积281.7万平方米，销售金额238.9亿元，同比分别增长27.4%和20.9%。2009年1-5月的销售面积是2008年全年的51%，销售金额是2008年全年的50%。2009年1-5月的销售均价为8484元/平米，同比下降5.1%，同比降幅逐步收窄，均价呈上升趋势。

受益于良好的市场销售，公司的存货结构进一步改善。截至2009年一季度，公司各类存货中，已完工开发产品（现房）66.7亿元，较2008年底下降15.5%，占比仅7.9%；拟开发产品（对应公司规划中项目）317.4亿元，占比37.7%；在建开发产品457.8亿元（其中包括379.9万平方米、合同金额307.1亿元的已售出未结算产品），占比54.3%。

1-5月公司新增7个土地项目，新增项目权益总建面131.3万平方米，公司土地储备权益总建面合计达到1924.3万平方米。2009年拿下的土地项目平均楼面地价与2008年基本持平。公司2009年1月新增广州大坦沙项目后，2-4月无新增项目，5月新增6个项目，其中佛山地块被称为“今年佛山最优质、最高底价”的一幅商住用地，虽然相比底价溢价近50%，但与周边物业相比仍属较低。

负债率处合理区间，财务状况稳健，在龙头公司中财务杠杆最具爆发力。截至2009年一季度，公司持有现金269.2亿，净负债率下降到24.5%，各类短期借款和一年内到期的长期借款187.3亿元，财务状况安全稳健。充裕的流动性为公司利用市场调整的机会获取项目资源创造了有利的条件。

给予公司“买入”评级。2009年初以来公司股价上涨幅度91.6%，明显跑输行业指数110.6%的涨幅，但公司作为行业领跑者和优质龙头的地位并没有发生任何改变，股价存在修正和补涨良机。根据公司前5个月最新销售数据，我们预计万科09-11年EPS分别为0.48元、0.62元、0.75元，给予公司“买入”的投资评级

5. 金地集团（600383）

1-5月，公司累计实现销售面积67.75万平方米，销售金额66.59亿元，同比分别增长85.31%和81.15%。2009年1-5月公司累计实现销售面积67.75万平方米，同比

增长 85.31%；累计销售金额 66.59 亿元，同比增长 81.15%；销售均价 9830 元/平米，较上年同期降幅 2.2%。公司 2009 年 1-5 月的销售面积是 2008 年全年的 61.6%，销售金额是 2008 年全年的 58.4%。

项目储备十分充裕，截至目前公司权益总建面合计约 1058 万平米。截至 2009 年 6 月底，公司权益建筑面积 10458 万平米，公司将进一步调整土地储备结构，一是要加大一线城市的土地储备，特别是长三角地区，二是要提高小型项目的比例以加速周转。2009 年在原来计划开工 135 万平米的基础上将会有所增加，但幅度不会太大。计划竣工面积 170 万平米，增长 27%。计划销售金额 137 亿，增长 20%。

扩大和拓展融资渠道，2009 年计划融资 81 亿元。扩大和拓展融资渠道，在经营现金流之外，通过外部融资支持业务发展。善用市场外部资源。不仅通过资本市场融资，也将积极寻找合作、购并等方式做大公司规模。2009 年公司准备通过股权融资 41 亿，项目融资 30 亿左右，总投资在 100 亿。

大量预收账款锁定公司未来业绩。截至 2009 年一季度，公司预收账款约 69 亿元，营业收入为 14 亿元，两者之和占 2008 年收入之比约 88%。目前楼市的回暖也有利于公司去库存化，加快销售回笼资金，2009 年 5-12 月约有 160 万平方米可售资源，这将加快公司资金回笼和业绩释放。

给予公司“买入”评级。预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.75 元、0.92 元、1.14 元，对应 2009 年动态市盈率分别为 20.1X、16.4X、13.2X，给予公司“买入”的投资评级。

6. 保利地产（600048）

1-5 月，公司累计实现签约面积 182.12 万平米，实现签约金额 147.12 亿元，同比分别增长 150.26%和 157.54%。2009 年 1-5 月公司累计实现签约面积 182.12 万平方米，同比增长 150.26%；累计销售金额 147.12 亿元，同比增长 157.54%；销售均价 8078 元/平米，较上年同期上涨 7.6%。公司 2009 年 1-5 月的销售面积是 2008 年全年的 68.4%，销售金额是 2008 年全年的 70.2%。

市场占有率继续攀升。2009 年一季度，公司全国市场占有率从 2008 年底的 1%提升至 1.47%。其中，北京市场占有率从 2008 年底的 3.50%提升到 2009 年一季度的 5.21%，上海市场占有率从 1.30%提升至 1.96%，广州市场占有率从 10.80%提升至 13.21%。

公司土地储备数量充足，成本优势明显，为公司未来几年的发展打下坚实基础。截至 2009 年一季度，公司共拥有可结算资源 1804 万平米，其中尚待开工的 1346 万平米。土地储备成本优势明显，公司目前整体土地储备的平均成本约 1500 元/平米。

2006-2008 年公司新增项目面积分别为 385 万平米、755 万平米和 594 万平米，楼面地价分别为 1,927 元/平米、2,396 元/平米和 1,221 元/平米。

高效的管理模式，降低了企业费用率。扁平化的管理模式保证了公司快速高效的决策；总部重点把握“班子配备、项目立项、资金调配和品牌管理”四大重点；子公司在具体经营中享有充分的自主权，可有效地突破管理规模瓶颈。军旅文化形成员工强大的执行力，管理费用率连年下降，2008 年管理费用率仅 2.01%。专业的营销能力也为公司的营销创造了良好的条件，2008 年公司销售逆市增长，而销售费用率仅 2.98%。

给予公司“买入”评级。预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.96 元、1.27 元、1.53 元，对应 2009 年动态市盈率分别为 26.9X、20.4X、16.9X，决定给予公司“买入”的投资评级。

推荐公司盈利预测：

简称	股价（元）	EPS（元）			PE			PB	ROE	RNAV	P/RNAV	评级
		09E	10E	11E	09E	10E	11E					
万科A	12.45	0.48	0.62	0.75	25.9	20.1	16.6	4.19	13.24	8.55	1.46	买入
招商地产	29.50	1.18	1.32	1.46	25.0	22.3	20.2	3.37	13.7	25	1.18	买入
保利地产	25.85	0.96	1.27	1.53	26.9	20.4	16.9	5.85	17.25	18.46	1.40	买入
金地集团	15.07	0.75	0.92	1.14	20.1	16.4	13.2	3.51	9.49	12.49	1.21	买入
华侨城A	19.62	0.61	0.72	0.78	32.2	27.3	25.2	8.96	17.65	16.85	1.16	买入
华发股份	19.59	0.90	1.00	1.48	21.8	19.6	13.3	3.45	17.36	15.56	1.26	增持
滨江集团	13.50	0.57	0.76	0.96	23.8	17.7	14.0	5.43	28.75	11.69	1.15	增持
栖霞建设	6.75	0.27	0.38	0.42	25.1	17.8	16.1	2.72	9.35	5.42	1.25	增持

资料来源：东海证券研究所，注：股价为 2009 年 6 月 22 日收盘价

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 3 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华侨城、华发股份、滨江集团、海泰发展、栖霞建设等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122