

政策保行业 融资促发展

房地产

行业动态信息

上半年商品房销售量增价升 出现井喷

截至 09 年 5 月全国商品房销售额 11389 亿元，同比增速由 08 年的 -20% 上升到了 45%，已经大幅超过 07 年和 08 年同期水平，接近历史最高点 07 年 10 月 51.5%；商品房和住宅销售面积也已经达到了 2.46 和 1.62 亿平方米，增速分别达到 26.7% 和 25.5%，一改 08 年增速持续下滑的颓势，增速由 08 年底的 -20% 迅速回升并超过了 07 年中期的增速。商品房的售价也出现了大幅上涨的态势，由 08 年的均价 3919 元/平方米增长到了 4621 元/平方米，呈现不断上涨的趋势。09 年上半年商品房销售量价齐升。

应对行业低谷 上市公司谨慎扩张

在经历了 07 年和 08 年初的拿地高峰后，上市公司终于不堪高昂的地价，放缓了拿地的节奏。购置土地面积增速由 08 年初的 35% 迅速滑落到 08 年 4 月的 11%，在 08 年 9 月变成负增长，09 年 3 月达到谷底，同比下降超过 40%，09 年 4 月份出现了 08 年以来的第一次回升，下降幅度放缓为 28%，5 月份保持在同一水平。

预计 09 年下半年销售不会大起大落 量升价平

2009 年宏观经济的调控重点是：在“保增长、扩内需、调结构”的方针指导下，落实 2008 年第四季度出台的诸多措施，财政政策方面的“四万亿投资计划”和减税计划等，货币政策方面减息、降存款准备金率、增加货币发行量、增加流动性等。在此基础上，还会有新的补充和追加性质的经济政策。整体经济的恢复程度与宽松的货币政策将在很大程度上影响 09 年房地产市场。主要包括：二次房贷款政策、开发商融资政策、保障性住房政策、税费改革政策（物业税，土地增值税清算）等多个方面政策的调整。

投资建议

行业调整阶段，建议配置股东实力、资金实力和品牌实力雄厚，具有良好成长性的房地产上市公司，选择融资空间大的公司。保利地产（600048）、信达地产（600657）、金融街（000402）、轻纺城（600790）。

维持

增持

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

王康

wangkang@csc.com.cn

010-85130229

分析日期：2009 年 06 月 18 日

行业半年度小结

上半年商品房销售量增价升 出现井喷

始于 07 年 3 季度的房地产市场衰退极大的压抑了购房人和投资者的购房热情，98 年房改以来中国的房地产市场于 08 年首次出现了量价齐跌的情况：08 年全国商品房销售面积和销售额同比均出现了超过 20% 的负增长，房地产市场的黄金十年暂告一段落。但 08 年愈演愈烈的全球金融危机给我国 GDP 增长带来很大压力，为对冲金融危机带来的 GDP 增幅下滑的危险，国家出台了一系列稳定房地产市场的政策。政策刺激下，压抑了长达一年之久的房地产市场购买力在 09 年的上半年终于得到了释放，出现了井喷式的增长。

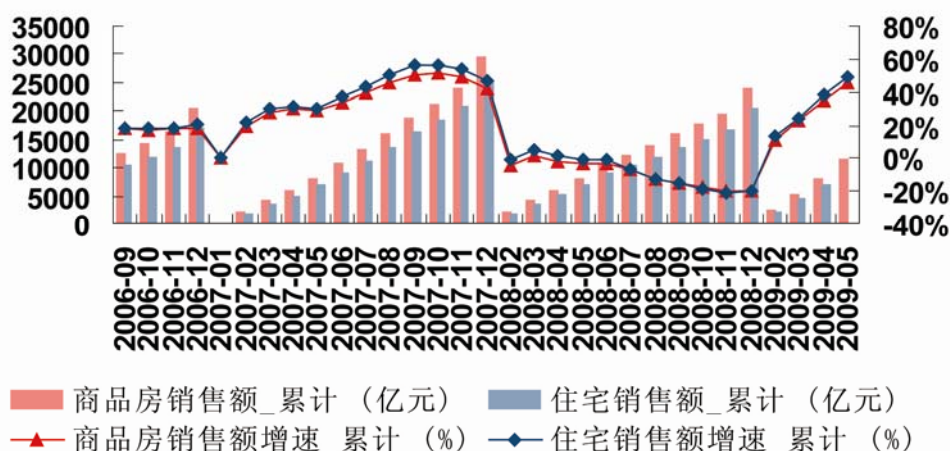
从图 1、2 中可以看到，截至 09 年 5 月，全国商品房销售额 11389 亿元，同比增速由 08 年的 -20% 上升到了 45%，已经大幅超过 07 年和 08 年同期水平，接近历史最高点 07 年 10 月 51.5%；商品房和住宅销售面积也已经达到了 2.46 和 1.62 亿平方米，增速分别达到 26.7% 和 25.5%，一改 08 年下降的颓势，由 08 年底的 -20% 迅速回升并超过了 07 年中期的增速。商品房的售价也出现了大幅上涨的态势，由 08 年的均价 3919 元/平方米增长到了 4621 元/平方米，呈现不断上涨的趋势。09 年上半年商品房销售量价齐升。

上市公司业绩值得期待

由于商品房的预售制度，09 年一季度火爆的商品房销售并未能全部转化为上市公司的营业额，大部分进入了预售账款。根据已公布的 09 年一季度报，111 家房地产上市公司一季度销售收入 333 亿元，同比下降 10.9%，净利润 38.3 亿元，同比下降 24%；存货 4661 亿元，预收账款 1066 亿元，分别同比增长 23.9% 和 4.77%。存货与预收账款双双同比增长，并且存货增幅大于预收账款的增幅，说明房地产上市公司还是面临较大的销售压力，需要加大销售回款的力度。若成交量能维持在一季度的水平上上，则 09 年上市公司的业绩依旧能够保持平稳增长，但增速会有所下滑。

图 1：09 年前 5 月商品房销售额及增速

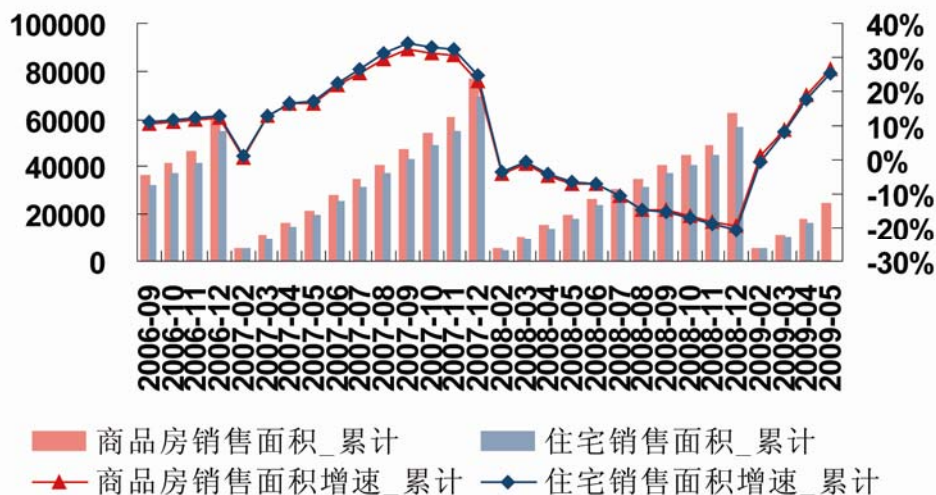
单位：亿元



资料来源：中经数据 中信建投研发部

图 2：09 年前 5 月商品房销售面积及增速

单位：万平方米

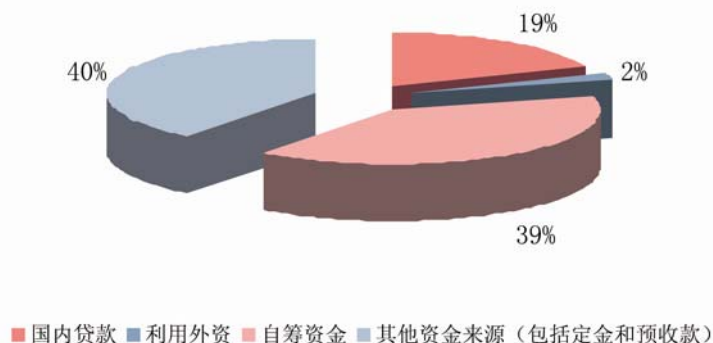


资料来源：中经数据 中信建投研发部

应对行业低谷 上市公司谨慎扩张

08 年房地产上市公司资金面极其紧张，08 年我国房地产投资总额 3.81 万亿元，同比增长 2%，增速放缓。开发资金来源中，利用外资占比 2%，自筹资金 39%，国内贷款 19%，其他来源（主要包括定金和预售款）占比 40%。鉴于商品房按揭贷款的最低首付比例仅占总房款的 20%，因此，预售款中银行以消费者按揭贷款形式支付给房地产企业的贷款占比较重，考虑到这层因素，我国房地产开发资金对银行贷款的依赖程度更深。如房地产销售形势不能够得以持续，房地产企业将不能通过快速销售回笼资金，对银行负债较高的企业将面临巨大的还贷压力，甚至会影响企业的继续生存和发展。在这样的局面下上市公司不约而同的选择了缩减开工面积，加快销售回款，控制资金流出等措施。

图 3：08 年房地产开发资金来源

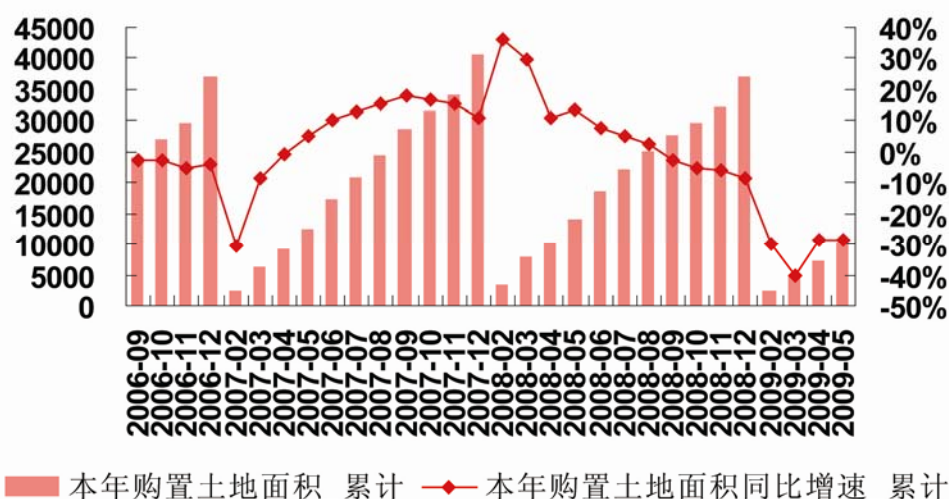


资料来源：中经数据 中信建投研发部

经历了 07 年和 08 年初的拿地高峰后，上市公司终于不堪高昂的地价，放缓了拿地的节奏。购置土地面积增速由 08 年初的 35% 迅速的滑落到 08 年 4 月的 11%，在 08 年 9 月变成负增长，到 09 年 3 月的时候已经达到谷底，同比下降超过 40%，09 年 4 月份出现了 08 年以来的第一次回升，下降幅度放缓为 28%，5 月份保持在同一水平上。09 年以来，上市公司拿地的幅度明显加快，力度加大。保利地产 08 年 12 月耗资 20 多亿元在上海、重庆和成都购地近 90 万平方米。金地集团 08 年 12 月以 18 亿元购得西安南湖项目，建筑面积 90 万平方米；09 年 4 月以 5.6 亿元的价格获得上海青浦区徐泾镇 3 号地块，总建筑面积 10 万平方米。万科在进入 09 年 4 月份以来新增了 6 个项目权益建筑面积 117 万平方米，共耗资 23 亿元。我们认为 6 月份以后，现金充沛的上市公司拿地会趋于正常化，否则上市公司无法保证其成长性，甚至会影响到其持续经营。

图 4：09 年前 5 月购置土地面积及增速

单位：万平方米



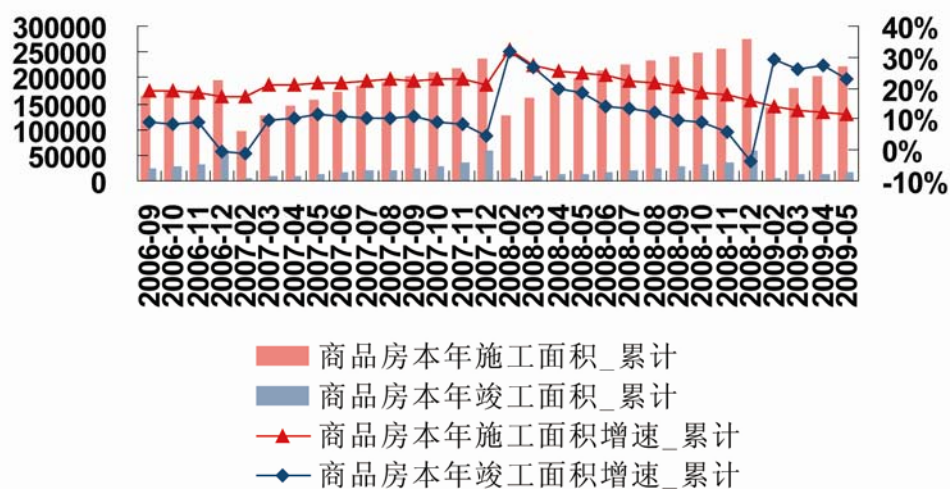
资料来源：中经数据 中信建投研发部

在谨慎拿地的同时，上市公司也调整了开发速度。在以往高度景气的房地产市场中，施工面积增速都是远远超过竣工面积增速的，并且保持相对平稳的态势。从 08 年起，施工面积和竣工面积的增速开始一路下滑，到 08 年底竣工面积的增速回升，并且已经超过了施工面积的增速，而施工面积的增速却还保持下滑的态势。说明上市公司一方面加大现有项目的施工力度，完成竣工结算，另一方面缩减开工面积，减少资金支出。我们认为这种现象将在 09 年下半年得到好转，主要是由于国家下调房地产开发的资本金比例，这在很大程度上释放了上市公司的开发能力，使得在现有的资金条件下，上市公司能够更多的获得资源，进行投资。

从房地产开发投资额的指标来看，也能得出同样的结论。房地产开发投资总额增速由 07 年的 30% 下降到 08 年的 20%，继而 09 年前 5 月只有 6.8%，但环比略有上升。而与之对应的 09 年前 5 月的商品房销售面积和销售金额分别增长了 26.7% 和 45%，远远大于投资额增速。这也验证了上面提到的上市公司缩减战线，加大回款的战略。上市公司取得销售业绩后并没有继续投资开发，而是减少了土地购置，缩减了开工面积，推动现有项目竣工结算，加大存货的消化力度，等待政策推动行业的进一步转暖。

图 5：09 年前 5 月土地施工、竣工面积及增速

单位：万平方米



资料来源：中经数据 中信建投研发部

图 6：09 年前 5 月房地产开发投资总额及增速

单位：亿元



资料来源：中经数据 中信建投研发部

政策助推行业

08 年四季度，由于受金融危机的影响和对国民经济大幅下滑的担忧，中央和各级地方政府对房地产市场出台了一系列利好的政策。

表 1：08 年末颁布的有关房地产的政策

2008 年 11 月 1 日起，对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到 1%；对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。金融机构对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房提供贷款，其贷款利率的下限可扩大为贷款基准利率的 0.7 倍，最低首付款比例调整为 20%。

住房公积金贷款最高额度调整为 80 万元。购买政策性住房的借款申请人不再受北京住房公积金缴存时限限制。借款申请人只需满足建立住房公积金账户且处于缴存状态条件即可申请住房公积金贷款。

从 2008 年 11 月 27 日起，下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时，下调中央银行再贷款、再贴现等利率。

从 2008 年 12 月 5 日起，下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点。

2008 年 12 月 20 日，国务院办公厅出台《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》

从 2008 年 12 月 23 日起，下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。从 2008 年 12 月 25 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。另外对公积金贷款下调 0.18 个百分点。

中国政府网 5 月 25 日公布了《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》。意见提出，要深化房地产税制改革，研究开征物业税。

深圳 6 月 1 日开始准备对小产权房给予产权的实施方案和配套措施

6 月 1 日起，下调商品房资本金比例至 20%

资料来源：中信建投研发部

由于此次政策中涉及诸多如“改善型普通自住房”、“非普通住房”、“非自住房”等非明确定义的词语，导致各银行依据央行的利率调整政策制定相关细则困难。

公积金贷款上限再次提高，使得公积金与商业贷款之间的差价进一步缩小，扩大了公积金贷款适用范围，有利于经济能力不太强的购房者。

此次利率大幅下调 1.08 个百分点，再配以普宅标准放宽政策，可以大幅缩减购房支出，减轻消费者购房负担。

加强银行体系流动性管理。

提出加大保障性住房建设力度、进一步鼓励普通商品住房消费、支持房地产开发企业合理的融资需求等政策。

五次降息累积效应显现，贷 30 万 20 年，五次降息月供可减少支出 421.8 元，利息少支出 10.1 万元。

贷款总成本下降 20%。

为地方政府提供稳定税源，改善区域内的公共服务，促使地方政府从“土地财政”向“公共财政”转型。

增加住宅供给，抑制房价上涨

促进开发企业进入土地市场，加快建设速度

09 年下半年展望

09 年宏观经济的调控重点是：在“保增长、扩内需、调结构”的方针指导下，落实 08 年第四季度出台的诸多措施，财政政策方面的“四万亿投资计划”和减税计划等，货币政策方面减息、降存款准备金率、增加货币发行量、增加流动性等。在此基础上，还会有新的补充和追加性质的经济政策出台。

影响市场的因素

整体经济的恢复程度与宽松的货币政策将在很大程度上影响 09 年房地产市场。这其中主要包括：二次房贷政策、开发商融资政策、保障性住房政策、税费改革政策（物业税，土地增值税清算）等多个方面政策的调整。

资源整合与行业联动将成为未来房地产行业的发展方向。行业外的投资主体有效进入与融合，将给房地产业带来新鲜的“血液”，资本金比例的下调也鼓励行业外资金进入市场投资，由此带来的资源优化组合、高效配置、以及更专业化的分工体系等，都将成为整个房地产业未来持续发展的主要动力。

国家前五个月超预期信贷投放 5.87 万亿元。如果我国经济在 09 年走出低谷，经济恢复增长，则货币乘数将大幅增加，增强买方的通胀预期，从而促进投资性购房，继而带动消费者提前购房。

政策决定下半年不会有大起大落 量升价平

08 年国家组建了住房和城乡建设部，明确提出要加强住房保障体系，在国家 4 万亿投资计划中，建立住房保障体系占了 9000 亿，未来三年每年住房保障投资 3000 亿元，可以带动上下游投资 3000 亿元。按照此前国务院“24 号文”的要求，各地需要将公积金增值收益和土地出让金收益的 10% 用于保障性住房建设。以前地方政府为发展地方经济大多对住房保障没有兴趣，现在住房保障成为刺激和发展经济的重要手段，地方政府对待住房保障的态度将有所转变。因为争取到的中央财政投入后，加上地方投入和银行贷款，可以对地方固定资产投资和 GDP 起到拉动作用。

下调资本金比例调动的行业外资本进入行业的热情，降低了项目开工的门槛，让上市公司在现有的资金条件下，能够更多的开工项目，加大商品房供应量，加大投资，从而带动 GDP 的增长。

深圳市小产权房开始试点，5 月 23 日深圳人大公布的文件规定，在一年内制定法规，对符合条件的小产权房，在予以处罚和补收地价款之后，按规定办理初始登记，依法核发房地产证。我们认为这是地方政府改变财政收入的一种方式，既增加了政府的财政收入，又增加了市场上的商品房供应，抑制地方房价的上涨。若深圳政策效果良好，不排除在全国范围推广的可能性。

研究物业税的开征从持有环节打击囤房和投机客，如果物业税能够开征，短期内能够起到降低购房人购房成本的作用，但是长期购房成本会增加。由于物业税在技术环节上尚存有很大不确定性，因此我们判断年内不会有开征物业税。

我们认为一季度的成交量井喷不可持续，但是最坏的时刻已经过去，09 年下半年增长会回到正常范围内。开工面积在下半年会快速回升至 15% 至 20% 一线。销售面积会有所回落，但仍然能够保持 10% 到 15% 的增长。同时购置土地面积和开发投资额度下半年会出现回升，现金充裕的上市公司会加快购置土地的力度和开发的力度。

上市公司融资环境开始好转

随着 08 年 4 季度 A 股市场触底反弹,以及宽松的信贷政策,房地产上市公司的资金面有了很大的改观,08 年底招商地产成功增发,09 年以来,先后有保利地产(600048)、美都控股(600175)、首开股份(600376)的增发获得证监会批准;深振业(000006),金地集团(600383)等公司的增发方案已经通过股东大会审核;多家上市公司获得大额银行授信,这一切都昭示着 09 年困扰房地产上市公司的资金问题将得到一定程度的缓解,可以进行新的土地储备或将已有的土地储备转化为产品。因此我们认为在目前的环境下,机会属于有能力在市场上融资的上市公司。首先要有融资的主观意愿,在公司的发展扩张中确实需要更多的资金来助推;其次要有融资的客观条件,即提出融资的方案后能够受到各方面(市场层面,管理层)的认可及通过。

投资建议:配置融资空间大的公司

行业调整阶段,建议配置股东实力、资金实力和品牌实力雄厚,具有良好成长性的房地产上市公司,选择融资空间大的公司。

保利地产(600048):公司是国务院国资委确定的从事房地产开发业务的 17 家央企之一,其持续经营能力不容置疑。公司 08 年营业收入强劲增长 91%,毛利率为 40%,净利润率为 14%,毛利率和净利率下降的主要原因是由于公司 08 年全国范围内扩张,部分城市和地区销售利润不如核心城市高。公司扣除预售款后的有息负债仅为 52.5%,在合理范围内,如果 09 年增发成功,将进一步增加公司的资本能力,降低资产负债率,进而加大公司间接融资的能力,改善公司现金状况。按照公司现有的增发预案,大股东将动用 15 亿元现金认购股份,充分体现了大股东看好上市公司的发展前景。

我们预测 09 年-11 年每年结算面积为 218 万平方米,276 万平方米和 326 万平方米。预测公司 2009 年、2010 年和 2011 年增发后全面摊薄每股收益为 0.92 元、1.15 元和 1.36 元,按照 25 倍市盈率计算,公司合理估值区间在 23 元-28.75 元之间。维持对公司的增持评级,6 个月目标价 28.75 元。

信达地产(600657):08 年公司实施重组,向信达投资定向增发 10.27 亿股,发行价格 6 元/股,信达投资持有公司 54.75%的股份,财政部成为实际控制人。截至 2008 年 12 月 31 日,公司共有在建、拟建项目 43 个,占地面积 300.93 万平方米,规划建筑面积 510.63 万平方米。2008 年,公司新开工面积 111.37 万平方米,竣工面积 44.55 万平方米。08 年公司总资产 112.23 亿元,总负债 64 亿元,其中一年内到期的非流动负债 4 亿元,资产负债率 57.65%,测算 2009 年末资产负债率将达到 65%以上,2010 年有权益融资的需求。

公司 RNAV8.34 元,我们预测公司 09 年和 10 年业绩分别为 0.57 元和 0.66 元,综合 RNAV 和市盈率法,我们维持对公司的增持评级,6 个月目标价 13.2 元。

金融街(000402):行业回暖带动公司房地产开发业务的业绩增长,公司出租和经营物业优越的地理位置为公司提供了稳定和优质的客户资源,使公司租赁和经营业务受经济危机的影响甚小。截至 09 年 3 月 31 日,公司资产负债率为 49.1%,有息负债率为 45%,速动比率为 1.46。公司的较低负债率为公司创造了更多的债权融资机会。公司持有现金 84.64 亿元,每股经营现金净流量为 0.06 元,每股现金净流量 0.47 元,与万科、保利等市值前 15 位的其他公司比较,公司的资金较为充沛。公司发行不超过 56 亿元公司债券的申请已于 2008 年 11 月获得证监会发审委的有条件通过,目前正在办理之中,公司债权融资的成功将增强公司的资金实力。如此次债权融资成功,资产负债率的提高使公司的股权融资又有空间。资金短缺是目前困扰房地产上市公司的普遍问

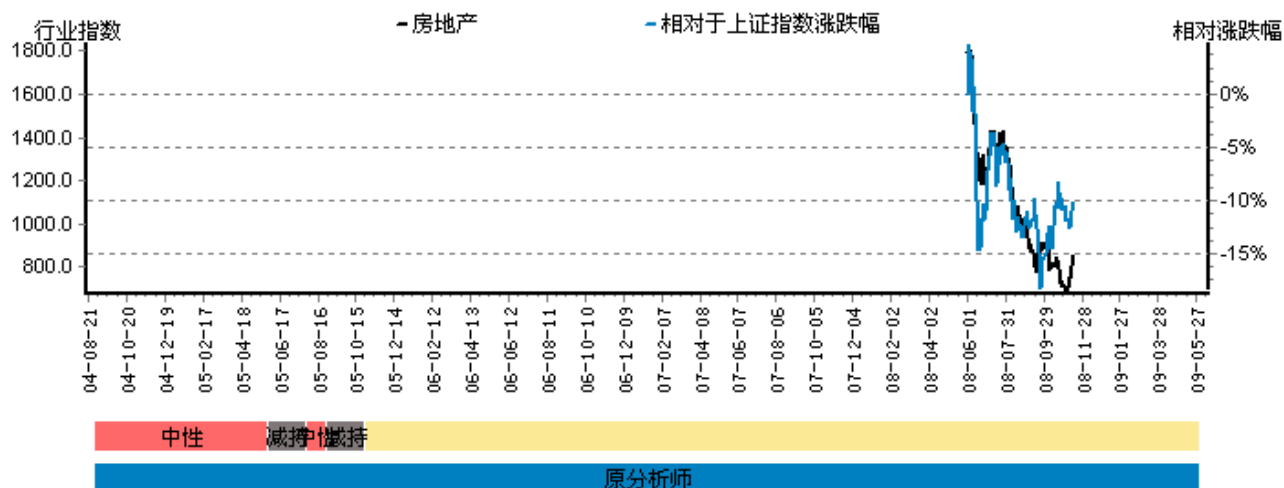
题，行业整合过程中，行业的机会将更多青睐于有能力融资的公司。公司充裕的资金增强了公司扩张能力，在房地产行业逐步走出低谷之时给公司的快速发展创造了有利条件。截至 09 年 6 月 15 日，公司有在建、拟建房地产开发项目规划建筑面积 589.76 万平方米，出租物业合计建筑面积约 19 万平方米，经营物业合计建筑面积约为 14.14 万平方米。不考虑公司西缘胡同项目、光电设备厂地块项目（因两项目无具体规划）和可出售金融性资产，公司每股 RNAV 为 15.73 元。我们预测公司 09—11 年全面摊薄每股收益分别为 0.49 元、0.66 元、0.76 元。以 25 倍的动态 PE 对公司进行定价，并综合净利润贴现法和市盈率法，我们维持对公司买入评级，6 个月内目标价为 14.18 元。

轻纺城（600790）：08 年 11 月 11 日，国有全资子公司绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司与浙江精功控股有限公司达成“轻纺城”股权受让协议，开发公司受让精功控股持有的轻纺城 9680 万股股份，价格为 3.6 元/股，占轻纺城股份总数的 15.64%。开发公司成为公司实际控制人。“依托政府主导，做强市场主业；借助资本市场，创新投融资机制；拓展延伸产业，增强盈利能力”是绍兴国资委重新拿回公司控股权后的工作思路。

实地调研发现，开发公司旗下的商铺面积与公司（600790）都在 50 万平方米左右。因此，根据开发公司做大做强做优公司（600790）轻纺市场业务的精神，未来注入公司（600790）的资产为其拥有的 50 万平方米的商铺的概率非常大，而注入的方式只有定向增发一种方式。这样，拟注入资产评估增值的倍数与增发价格将成为决定公司（600790）股票交易价格的关键因素。

不考虑资产注入因素，我们预测 09 年和 10 年公司每股收益分别为 0.13 元和 0.15 元，给予公司增持评级。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

张朝晖 房地产行业高级分析师 陈莹 房地产行业分析师 王康 房地产行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010