

2009 年中期房地产行业报告 ▶ 2009 年 6 月 30 日 ▶ 行业深度报告

资产价格上涨，盈利好于预期

推荐

核心观点:

- **房地产业复苏明显。**(1) 2009 年 1-5 月主要城市商品房交易量大幅回升，价格自 3 月起连续上涨。(2) 新开工面积持续大幅下降及销售量大回升使库存水平恢复正常，深圳和上海商品房已出现短缺。
- **2009 年下半年供不应求再现，价格看涨。**(1) 我国特殊的人口结构；住房房龄在 20 年以上比例在 40% 以上；过于宽松的货币政策下流动性过多导致资产泡沫预期等因素将促使改善性需求和投资性需求入市。我们判断 2009 年房地产下半年交易量将增长 40%。(2) 2008 年 7 月开始至今连续 13 个月新开工面积的大幅下降将导致 2009 年下半年竣工面积的下降，短期供不应求局面再现。(3) 供不应求和流动性充裕等因素刺激商品房价格看涨。
- 2008 地价下降、各地政府对于 2007 年高价地采取的变通措施，房价的止跌回升，交易量大幅增长等因素导致 **2009 年微幅盈利，2010 年行业盈利增长 35%。**
- 通过对重点房地产公司历史 PE 的观察，考虑到目前房地产行业完全复苏，并且流动性充裕下资产泡沫预期强烈，我们认为 2009 年房地产公司可以享有 45 倍的估值水平，相对于目前的 38 的水平，仍有上涨空间。
- **投资选择标准:** (1) 龙头地产公司; (2) 项目处于核心城市的地产公司; (3) 核心城市的商业地产公司。

分析师

丁文

✉: dingwen@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8797

潘玮

✉: panwei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8212

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	评级	NAV	PE (X)			08-10EPS
				2008	2009	2010	CAGR
金融街	000402	推荐	15.3	31.8	26.8	22.0	25%
万科	000002	推荐	9.2	34.84	28.02	23.02	22%
保利地产	600048	推荐	18.4	30.45	28.90	22.50	34.70%
招商地产	000024	推荐	22.6	44.77	31.47	24.27	43%
金地集团	600383	推荐	10.6	41.8	29.0	25.2	26%

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师简介

丁文：中国银河证券股份有限公司房地产行业分析师。中国社会科学院经济学硕士，2001年加入中国银河证券研究所，具有 10 年证券从业经验，3 年行业研究经验。



潘玮：中国银河证券有限公司房地产行业分析师。清华大学金融学学士，管理学硕士。2008年加入中国银河证券研究所。



投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

2009 年我国旨在刺激住房需求的多项政策发挥效果, 宏观经济 U 型反转, 悲观预期逐步消除, 被压抑持续 1 年多的刚性需求逐步释放, 流动性增加等因素刺激投资性需求和改善性需求入市。我们认为房地产业已经复苏。我们预测 2009 年下半年商品房单月销售面积同比增长 40%, 全年增长 37%。价格止跌回升, 我们预测 2009 年下半年房价将可能上涨至 2007 年的最高值。2009 年行业结算利润大大好于预期, 我们预测 2009 年行业利润与 2008 年持平或略有增长, 2010 年利润增长 35%。

我们与市场不同的观点:

目前市场普遍担心随着 2008 年被压抑的刚性需求释放完毕以及商品房价格的上涨, 商品房交易量可能再次探底。

我们的观点是: 由于我国正处于城市化进程的加速过程中, 同时我国当前实现住房商品化仅 10 余年, 住房水平低下, 改善性需求非常大。政府采取的信贷和税收优惠政策促进改善性需求释放, 宽松货币政策未被实体经济吸收, 投资性需求增加。这些将取代首次置业的刚性需求成为市场主力。我们预计 2009 年下半年房地产市场将呈现价涨 (环比) 量增 (同比)。

行业估值与投资建议:

目前 A 股市场房地产公司 2008 年 PE 平均值为 50, 2009 年为 38.1, 根据我们对重点公司的历史估值比较分析, 我们发现历史最高 PE 平均为 91.97, 我们认为在流动性充裕带来的资产泡沫预期下, 以及当前我们城市化加速进程中, 地产公司享有的 2009 年 PE 应该可以达到 45 倍, 因此地产公司仍有上涨空间。我们维持房地产行业评级为“推荐”。投资选择标准: (1) 龙头地产公司; (2) 项目处于核心城市的地产公司; (3) 核心城市的商业地产公司。

行业表现的催化剂:

政府继续出台支持房地产行业发展的政策; 经济增速高于预期; 商品房交易量大幅回升并伴随价格上涨。

主要风险因素:

价格上涨过快, 带来政府对行业的政策由支持转为严控, 成交量萎缩。

目 录

一、行业显著复苏.....	1
（一）交易量接近历史高位.....	1
（二）改善性需求成为市场主力.....	2
（三）新开工面积继续下降，库存水平恢复正常.....	3
（四）资本金比例下调，开发商的资金压力缓和.....	5
（五）价格止跌回升.....	6
二、2009 年下半年商品房价涨量升.....	8
（一）多重因素推动下半年需求持续旺盛.....	8
（二）短期供应缺乏下价格看涨.....	11
（三）信心恢复+杠杆提高促房地产投资回升.....	12
三、2009 年行业盈利好于预期，2010 年恢复增长.....	13
（一）交易量大幅回升，缓解毛利率下降对利润的影响.....	13
（二）2008 年地价回落以及地方政府的变通政策减少毛利率下降的幅度.....	13
（三）2009 年房价恢复上涨抵消地价上涨对毛利率的影响.....	14
（四）2009 年行业盈利微幅增长，2010 年盈利增长 30%以上.....	14
四、估值分析和投资建议.....	15
（一）上市公司整体好于行业平均.....	15
（二）估值分析.....	16
（三）投资建议.....	18
五、重点公司分析.....	19
（一）金融街（000402）：地产板块估值最低，09 业绩将超预期.....	19
（二）保利地产（600048）：最为进取的公司.....	20
（三）招商地产（000024）：最具增长潜力的公司.....	22
（四）万科 A（000002）：稳健中求增长.....	23
插图目录.....	25
表格目录.....	26

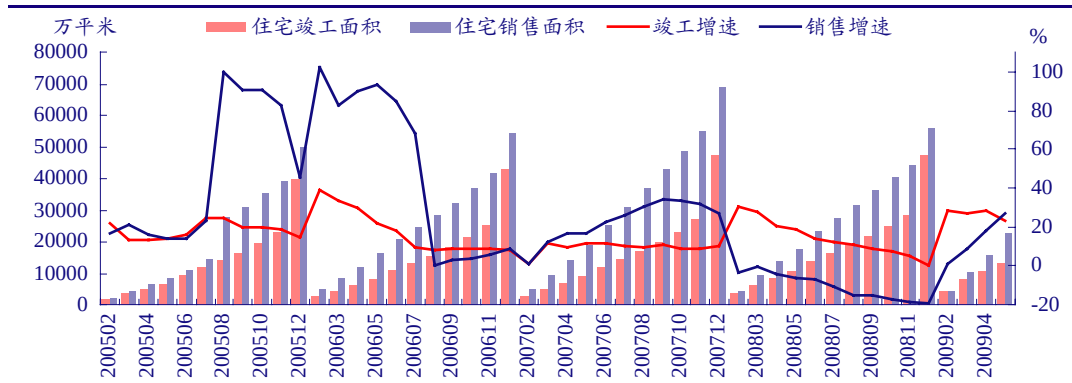
一、行业显著复苏

(一) 交易量接近历史高位

在政策的强烈刺激下，积压的刚性需求在 2009 年初迅速释放，各大城市住宅成交量迅速回升，尤其是 3、4、5 月，各地每月住宅成交量已普遍超出了 2007 年的月均水平。2009 年前 24 周重点城市成交面积同比大幅增长，其中深圳、杭州、武汉、天津、苏州 5 个城市同比增长 100% 以上，在 11 个重点城市中仅有上海同比涨幅低于 50%。

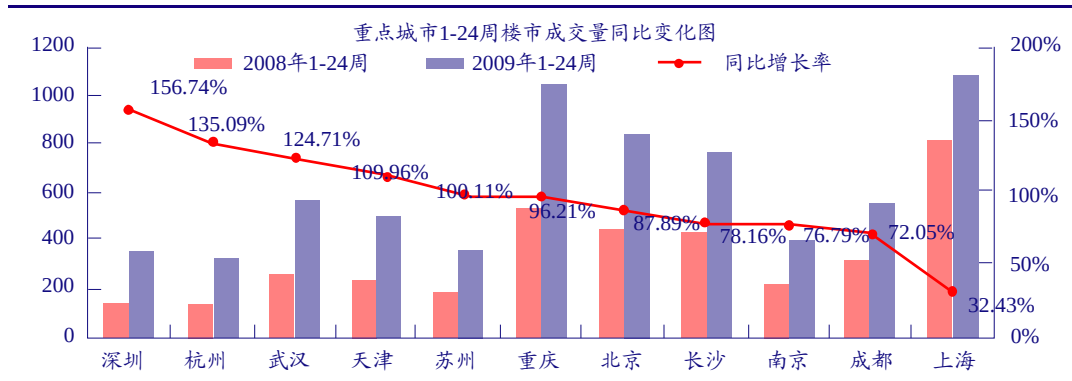
2009 年 1-5 月，全国商品房销售面积 24644 万平方米，同比增长 25.5%。其中，商品住宅销售面积增长 26.7%。1-5 月，商品房销售额 11389 亿元，同比增长 45.3%。其中，商品住宅销售额增长 49.0%。

图 1: 2005-2009 年 5 月全国商品房销售竣工对比



资料来源：国家统计局

图 2: 2009 年 1-24 周重点城市住宅累计成交面积同比增速



资料来源：中国指数研究院

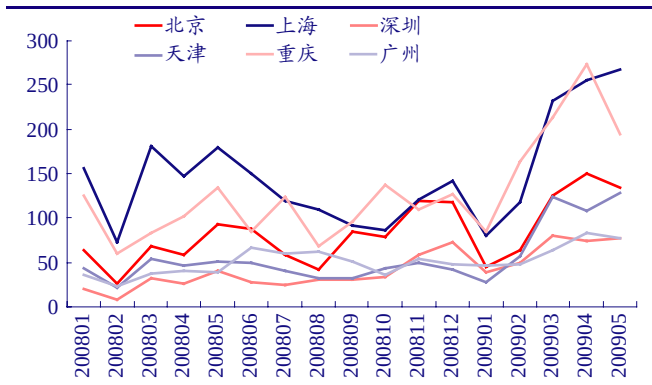
表 1: 重点城市住宅成交量走势

单位: 万平米

	谷底		回暖		2007 年月均成交量	2008 年月均成交量	2009 年 3-5 月均成交量
	时间	成交量	起始时间	回暖-09 年 5 月月均成交量			
北京	0808	41	0811	118	126	70	175
上海	0810	86	0811	174	224	130	253
广州	0810	36	0811	60	67	46	95
深圳	0807	26	0809	55	42	32	75
天津	0808	32	0810	73	82	42	120
重庆	0808	57	0809	135	146	93	196
成都	0810	41	0812	84	91	49	103
杭州	0809	35	0903	118	74	42	118

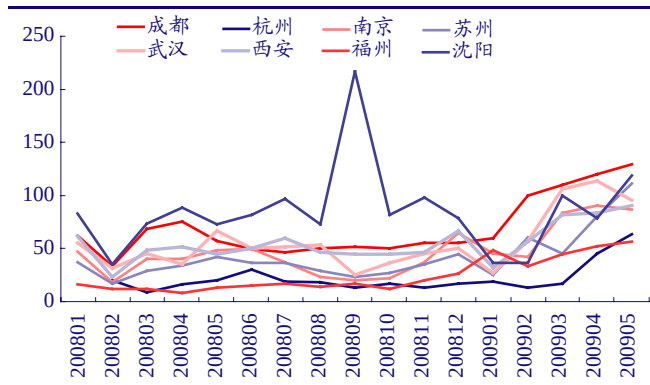
资料来源: 中国指数研究院

图 3: 重点城市 2008-2009 年各月住宅销售面积 万平米



资料来源: 中国指数研究院

图 4: 重点城市 2008-2009 年各月住宅销售面积 万平米



资料来源: 中国指数研究院

(二) 改善性需求成为市场主力

根据中原统计, 与今年前 3 个月月均成交量相比, 高档住宅 4-5 月月均成交量增加一倍; 而与此同时, 低档住宅 4-5 月月均成交量与前期基本持平, 个别城市甚至有所减少。中档住宅的成交量增长幅度介于前两者之间。(表 2)

分城市来看, 北京、上海和深圳三城市高档住宅成交量增加幅度较大, 广州相对稍弱, 可见高端住宅市场与城市整体经济实力存在较大相关性。(图 5-8)

表 2: 五城市各档次二手住宅成交量变动情况

城市	高档		中档		低档	
	单价范围	成交量变化	单价范围	成交量变化	单价范围	成交量变化
北京	>20000	2.3		1.16	<=10000	0.7
上海	>25000	2.25		1.6	<=12000	1.24
广州	>11000	1.78	介于高档与低档之间	1.21	<=6500	0.97
深圳	>16000	2.39		1.24	<=7500	1.01
天津	>10000	1.97		1.76	<=6500	1.11

资料来源: 中原地产研究中心

注: 成交量变化= (4、5 月平均成交量) / (1、2、3 月平均成交量); 价格单位为元/平方米

图 5: 北京二手高档住宅各月成交占比变化情况

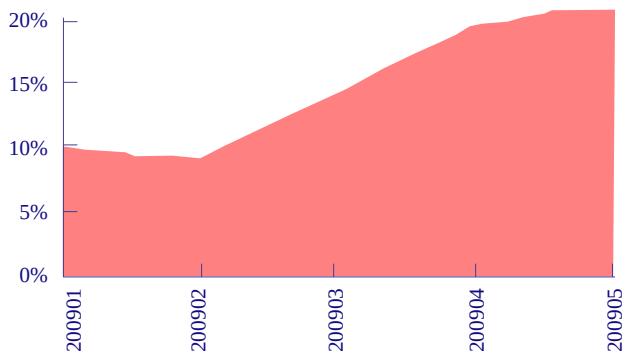


图 7: 广州二手高档住宅各月成交占比变化情况

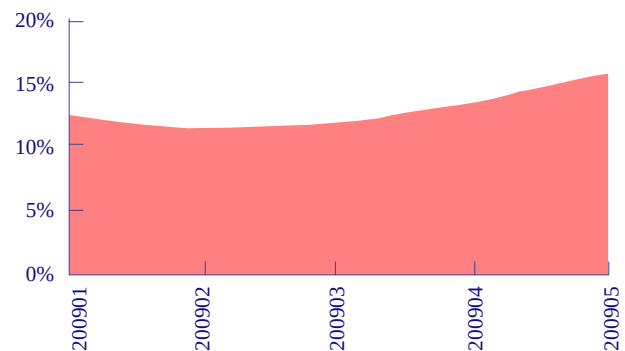


图 6: 上海二手高档住宅各月成交占比变化情况

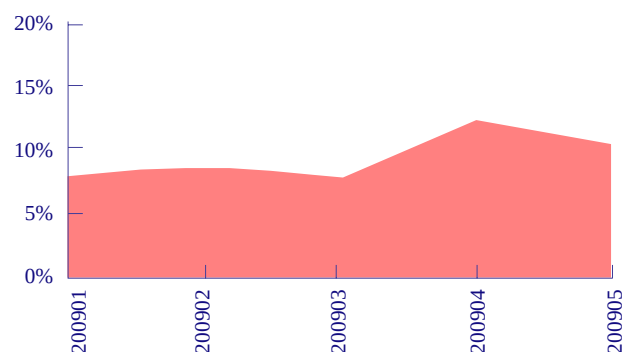
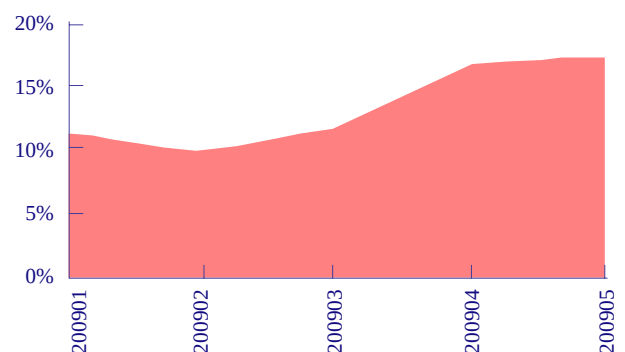


图 8: 深圳二手高档住宅各月成交占比变化情况



资料来源: 中原地产研究中心

表 3: 2009 年 1-5 月重点城市各月成交套均面积单位: 平米

城市	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
北京	100.08	108.90	112.09	113.64	115.70
上海	104.45	103.04	103.93	106.29	109.75
天津	102.74	102.72	105.26	103.56	105.11
重庆	86.49	92.56	89.78	93.30	90.92
深圳	88.02	92.59	95.21	96.93	91.51
广州		104.87	101.58	103.90	107.89
杭州	132.56	116.47	105.84	111.31	107.50
南京	107.96	104.48	107.30	105.42	109.29
武汉	98.57	100.52	105.70	110.38	104.92
成都	81.70	88.48	86.27	85.33	88.47

资料来源: 中原地产研究中心

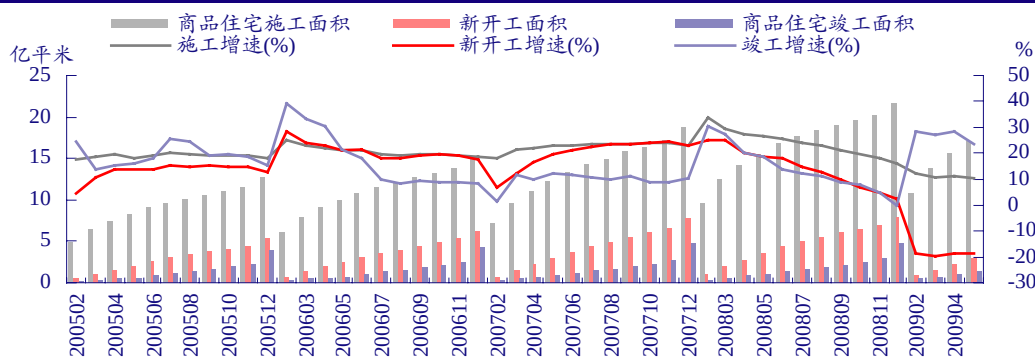
(三) 新开工面积继续下降, 库存水平恢复正常

由于商品房建设周期长, 使商品房供给短期缺乏弹性, 商品房供给调整滞后, 在需求上升时, 交易量增加, 商品房建设却在萎缩, 则会使未来供不应求, 房价趋于上涨。

2009 年 1-5 月, 全国房地产开发企业房屋施工面积 21.85 亿平方米, 同比增长 11.7%, 增

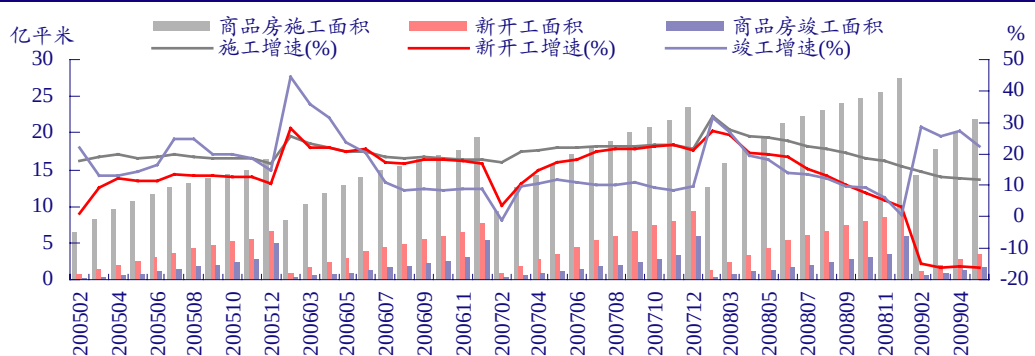
幅比 1-4 月回落 0.7 个百分点；房屋新开工面积 3.57 亿平方米，同比下降 16.2%，降幅比 1-4 月扩大 0.6 个百分点；房屋竣工面积 1.62 亿平方米，同比增长 22.6%，增幅比 1-4 月回落 4.5 个百分点。其中，住宅竣工面积 1.33 亿平方米，增长 23.6%，比 1-4 月回落 4.9 个百分点。新开工面积的急剧下降使未来面临供不应求的局面。

图 9：2005-2009 年 5 月全国商品住宅建设增速



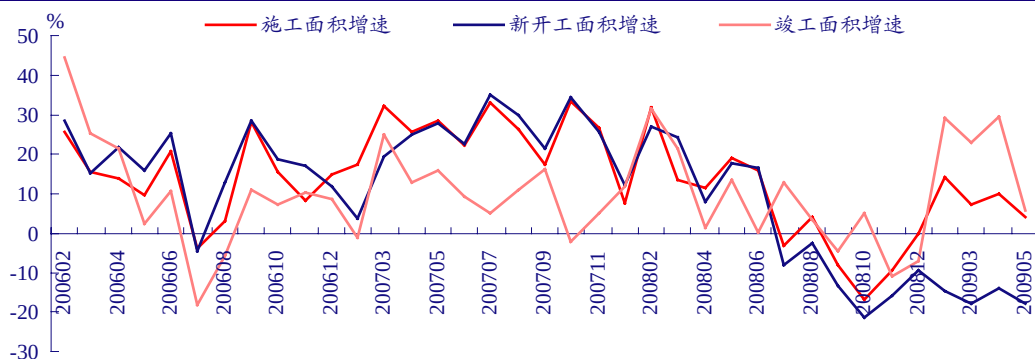
资料来源：国家统计局

图 10：2005-2009 年 5 月全国商品房建设增速



资料来源：国家统计局

图 11：2006-2009 年商品房建设面积单月增速



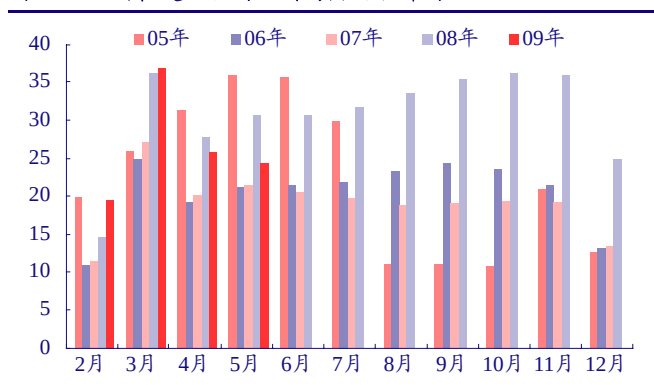
资料来源：国家统计局

从单月数据看，新开工面积从 2008 年 7 月份开始连续多月下降，2009 年更是呈现加速下滑的情形。2009 年 5 月新开工面积下滑 17.71%，同时竣工面积自 5 月下滑速度显著，从前 4

个月的平均 27% 的增速迅速滑落至 5.87%，表明 2008 年下半年来新开工面积下滑已经传导至现实供应增量的减少。

我们根据各月的在建面积，减去截至当月的已售面积，除以最近 3 月的月均销售面积，来计算各年在建未售面积消化所需的时间，我们发现 2008 年各月的在建未售面积消化所需时间较 2005-2007 年明显上升。2005、2006、2007 年各年平均消化时间是 25.24、24.8、23.24 个月，而 2008 年上升至 36.16 个月。但是如果从环比看，库存消化时间正在逐步减少，在 2008 年 10 月达到 42.66 个月的高点后，呈逐月回落，2009 年各月的库存消化时间明显减少，特别是 5 月份已经接近 2006 和 2007 的水平。

图 12：全国在建面积消化所需月份各年对比



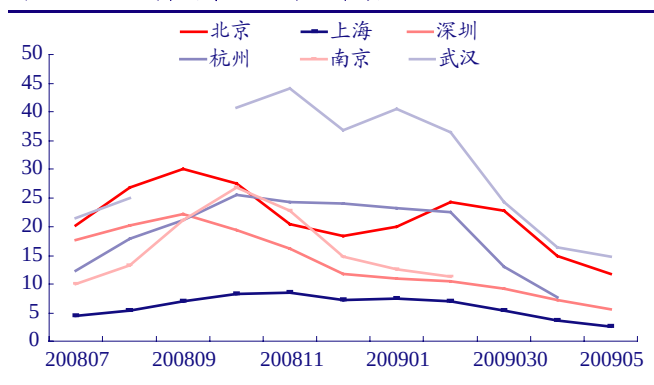
资料来源：国家统计局

图 13：全国逐月在建面积消化所需月份



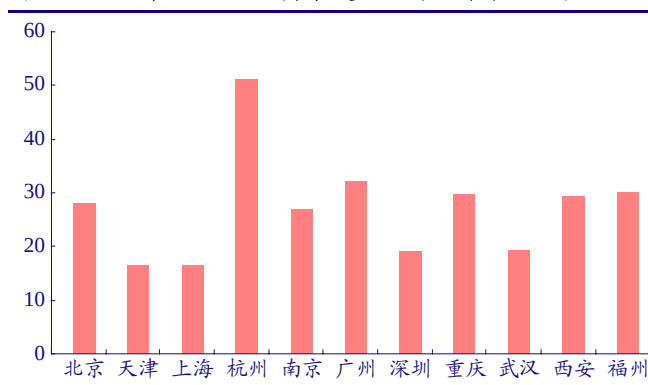
资料来源：国家统计局

图 14：重点城市可售面积消化所需月份



资料来源：中国指数研究院

图 15：2009 年 5 月重点城市在建面积消化所需月份对比



资料来源：国家统计局

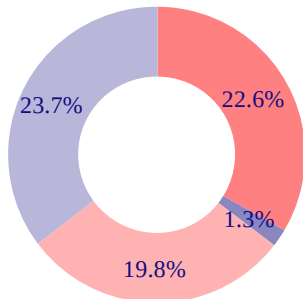
由上图可看出，几大城市存货消化时间都在下降。截至 2009 年 5 月上海和深圳可售面积更是下降到 2.52 和 5.58 个月，随着新开工面积的继续下降，它们将面临供不应求的局面。

（四）资本金比例下调，开发商的资金压力缓和

目前房地产企业资金主要来源于银行贷款、自有资金和预收款。自 2008 年底以来央行针对国内经济下滑和应对国际金融危机的情况，由紧缩的货币政策转向适度宽松的货币政策。因此 2009 年前 5 月来自于银行的贷款大幅上升。2009 年 1-5 月来自银行贷款的资金占房地产资金来源的 22.6%，较去年 1-9 月份的 19.8% 上升 2.8 个百分点，**开发商的资金压力好转。**

图 16: 2009 年 1-5 月全国房地产资金来源

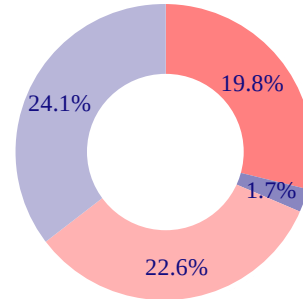
国内贷款 外资 自有资金 预收款



资料来源: 国家统计局

图 17: 2008 年 1-9 月全国房地产资金来源

国内贷款 外资 自有资金 预收款



资料来源: 国家统计局

国务院 2009 年 5 月 27 日公布了关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知, 其中, 保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例从 2004 年的 35%调低至 20%, 恢复到 1996 年的水平。其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。这是房地产项目的资本金比例自 1996 年资本金制度建立以来的首次调低。

这次针对房地产行业的较大比例下调资本金比例提高了房地产企业的资金杠杆效应, 减少了房地产企业的新投资压力, 提高了企业的负债能力和滚动开发能力, 从而大大缓解房地产企业的资金压力。

(五) 价格止跌回升

2008 年, 在库存高企的压力下, 价格下降的城市逐月增多, 12 月份达到 51 个。进入 2009 年, 随着交易量的大幅增长, 价格上涨的城市逐步增加。由下表可看出, 主要城市自 2009 年 3 月后, 价格呈现连续上涨的现象。

表 4: 全国新建住房价格指数环比自 2009 年 3 月连续上涨的城市

	3 月	4 月	5 月
全国	100.1	100.3	100.7
北京	100.2	100.4	100.5
天津	100.2	100.3	100.9
南京	100.7	100.2	100.3
宁波	100.2	100.3	100.9
厦门	100.1	100.4	102.1
郑州	100.2	100.1	100.3
广州	100.2	102.1	101.4
深圳	100.5	102	101.7
成都	100.4	100.1	100.7
贵阳	100.6	100.6	100.8
昆明	101.1	100.9	100.7
重庆	100.2	100.1	100.1
兰州	100.2	101.2	100.2
银川	100.2	100.7	100.2

	3 月	4 月	5 月
包头	100.1	100.1	100.3
吉林	100.3	100.3	100.7
牡丹江	100.1	100.2	100.8
无锡	100.3	100.4	100.5
蚌埠	100.3	100.4	100.8
烟台	100.4	100.2	100.2
洛阳	100.1	100.3	100.4
宜昌	100.2	100.1	100.2
泸州	100.3	100.4	100.3
遵义	100.1	100.2	100.2

资料来源：国家发改委

二、2009 年下半年商品房价涨量升

根据房地产经济学理论和国际经验,我们知道,房地产需求的决定因素有:人口的数量和结构及城市化,国民经济增长及带来的人均可支配收入,房价及政府的货币信贷政策。其中人口的数量、结构及城市化,国民经济增长及人均可支配收入是决定需求的长期因素,而政府的货币信贷政策是决定需求的短期因素,并且有滞后性。

(一) 多重因素推动下半年需求持续旺盛

1、多项支持房地产行业政策累计效应显现

自 2008 年 9 月至今政府采取包括多次降息,对首套房贷款采取最低 7 折的贷款利率,降低首付款比例,有条件放松二套房贷款,减免住房交易环节的税收等多项政策措施,大大减轻了购房成本,并向市场传递了刺激住房消费的信息。此外各地方政府也被允许在符合法律条件下出台扶持房地产行业发展的措施,使刚性需求逐步释放。

2、宏观经济将呈 U 型反转,被压抑需求逐步释放

由于我国当前仍处在城市化加速进程中,一方面大量农村人口进入城市,另一方面,由于我国当前实现住房商品化仅 10 余年,住房水平低下,因此首次住房的刚性需求和改善性需求非常大。而整个 2008 年由于房价居高不下,国际金融危机带来的恐慌心理,经济增速下滑带来的对收入的悲观预期、房价的向下预期等因素导致整个 2008 年全国商品房交易量急剧萎缩,刚性需求和改善性需求受到压抑。2009 年在我国经济已经见底回升,并且预期出现 U 型反转的情况下,被压抑的需求将会得到充分释放。

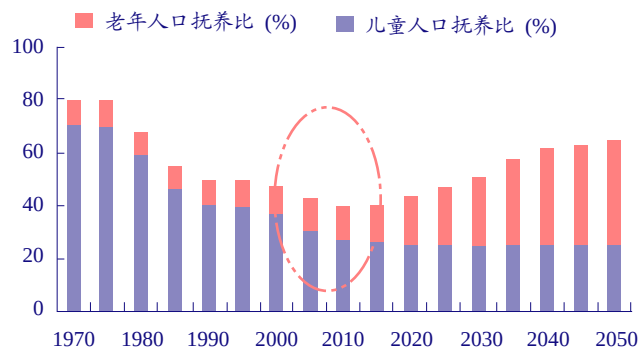
(1) 经济增长,人均可支配收入仍保持在 7%以上的增长

虽然 2008 年国际经济形势急剧恶化,我国经济增速也在迅速下滑,但是由于我国政府迅速调整了政策,以启动内需和增加政府投资来力保 2009 年 GDP 增长不低于 8%。根据银河研究所宏观部的研究,2009 年经济将现“U 型”反转走势,2009 年我国实际 GDP 增速将在 8.1%,人均可支配收入增长在 7%以上。

(2) 人口持续增长,人口结构以青壮年为主,家庭抚养率降低

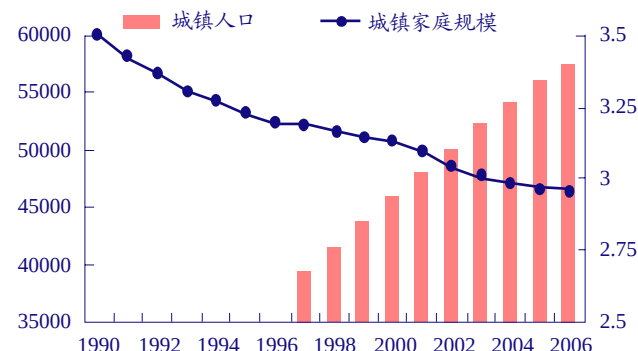
我国目前特殊的人口结构极大刺激了房地产的有效需求。根据我国 2005 年的人口抽样调查结果,55 岁以下人口占全国人口总数的 81.5%,20-49 岁的人群占人口总数的 46.2%。由于出生率在 1975 年之后下降,因此中国儿童的抚养率在逐年的降低过程中,而老人的抚养率并没有相应的提高,使总的抚养率从 1975 年的 0.83 下降到 1990 年的 0.54,并进一步下降至今天的 0.47,形成了 2000—2020 年期间的抚养率最低、家庭支付能力最强的黄金发展阶段。此外按照国家计生委 2003 年预测,我国人口可能在 2030 年左右达到高峰值,所以在未来 20 年内,我国人口仍将呈现持续上升的趋势,房地产市场的需求将保持持续旺盛。

图 18: 我国人口抚养比



资料来源: 国家统计局

图 19: 我国城市家庭户均人口数



资料来源: 国家统计局

(3) 城市化进程进入快速发展阶段

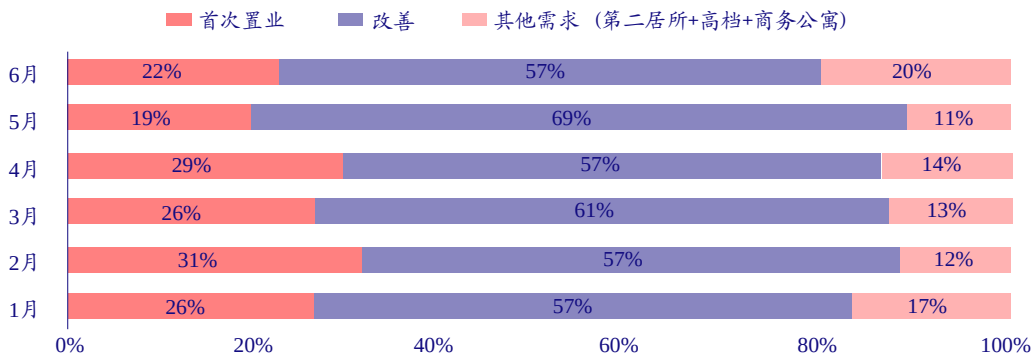
按照世界各国城市化发展的一般规律，一国的城市化水平在达到 30% 后，城市化进程便会加快。2008 年我国的城市化水平达到 45.7%，已进入城市化水平 40-60% 的加速发展阶段。我国“十一五”规划纲要明确提出要“积极稳妥地推进城镇化，逐步改变城乡二元结构”，并预计到 2010 年城镇化率达到 47%，到 2020 年我国将达到 55%。照此目标计算，未来 13 年内，中国的城镇化水平将继续以每年 1% 左右的速度增加，城市人口的快速膨胀仍将继续，带来巨大的新增住房需求。

3、改善性需求增长强劲，成为市场主力

根据国家统计局数据，我国 2007 年 35-44 岁人群比例已经从 03 年的 17% 上升至 19.5%。这部分人群具有改善购房需求强烈需求，同时具备一定经济实力，借助于按揭及其他手段完全有可能实现改善住房的愿望。

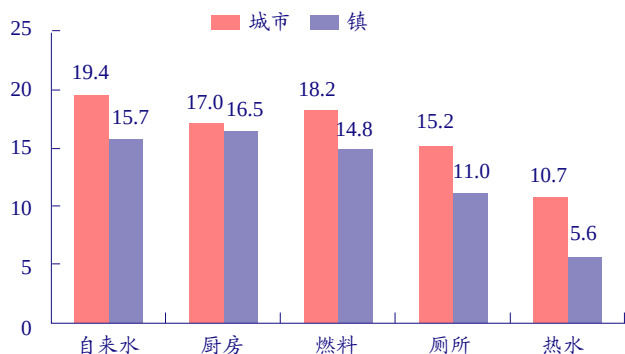
其次，根据国家统计局人口司数据库的资料，我国到 2005 年仍有 41.07% 的人口居住在 1990 年之前的住房，约 15% 的住房是属于砖木结构，约 20% 的住房没有完善的厕所和燃气设施。这些住房都构成强大的改善性需求。

图 20: 万科 2008 年 1-6 月分产品线销售情况



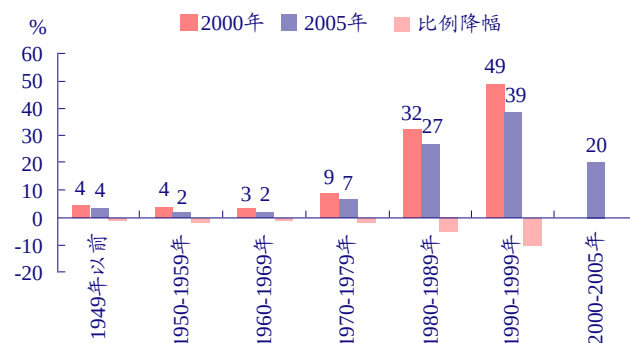
资料来源: 万科公司

图 21: 2005 年 35 城市住房设施指数各指标



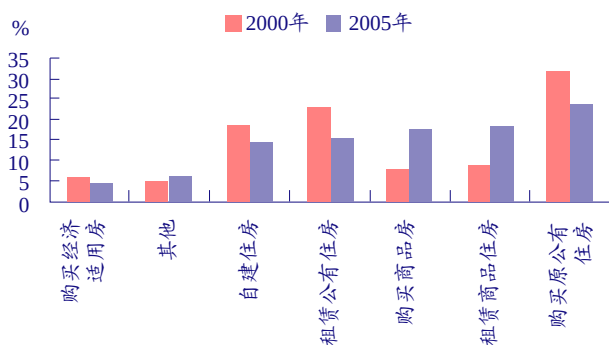
资料来源: 国家统计局

图 22: 2005 年城市家庭居住房屋房龄情况



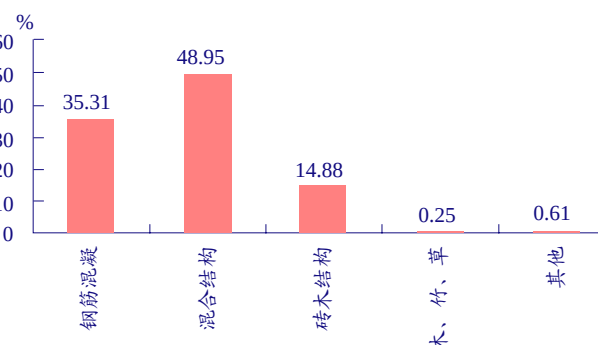
资料来源: 国家统计局

图 23: 2005 年 35 城市平均住房来源方式



资料来源: 国家统计局

图 24: 2005 年 35 城市住宅建筑结构分布



资料来源: 国家统计局

21 世纪不动产 5 月做的客户需求调查显示, 改善型需求已成为目前市场的重要力量, 已占总体需求的 50% 以上, 而刚性需求居次, 占到需求总量的 35%, 剩下的则为投资性需求, 与年初以刚性需求为主的市场相比发生了很大的变化。

4、流动性增加催生商品房投资性需求的释放

2009 年央行货币供应总量目标是 GDP 增长加上物价涨幅再增加 3-4 个百分点, 全年广义货币供应量增长 17% 左右。2008 年年底 M2 总量为 47.5 万亿元。如果 2009 年 M2 增幅 17%, 也就是要达到 55.6 万亿元, 比 2008 年底增加约 8.1 万亿元。2009 年, 物价变动按照 -1.1%, GDP 实际增速按照 8.1% 计算, M2 增速会高于名义 GDP 增速约 10 个百分点, 多余资金约 4.75 万亿元。

实际上, 由于信贷猛增, 今年 5 月我国 M2 增速已回升到 25.7%, 6 月底将达到 25% 以上, 但二季度 GDP 增速在 7% 左右, 物价下跌在 1% 左右, 名义 GDP 增速只有 6% 左右, 这样, M2 增速与名义 GDP 增速之差会在 19 个百分点左右, 多余货币供应将达到 9.0 万亿元左右, 近期官方宣称将坚持适度宽松的货币政策, 下半年货币供应仍将相当充裕。充裕的流动性, 没有被实体经济吸收, 部分会流向房市。

央行最新调查显示, 北京居民对第三季度的通胀预期有所增强, 为抵御通胀, 家庭在股票和房地产方面的投资意愿出现回升。

根据深圳中原二手成交调查显示,2009年1-5月,投资性需求由8%攀升至14%。接近2007年高峰占比。

5、2009年下半年对房地产的积极政策基调不会变,利于成交量稳定在高位

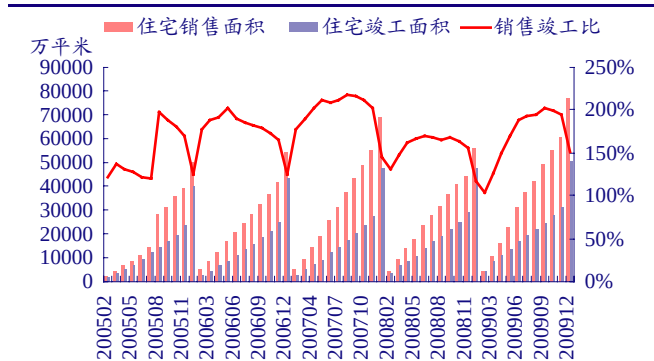
政府多次强调保持当前政策的连续性:6月19日至20日,总理温家宝在河北考察时强调,我国经济正处在企稳回升的关键时期,要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,全面贯彻落实好应对国际金融危机的一揽子计划。6月17日的国务院常务会议对于目前经济形势做出判断:虽然出现积极变化,但回升的基础还不够稳固,因此要切实做好在较长时间内应对各种困难和复杂局面的准备。

与此同时政府在房地产方面频出宽松政策:1)5月25日国务院宣布将房地产行业资本金比例从35%至20%;2)房地产信托投资基金(REITs)推出将至;3)最近商务部建议对外商投资房地产企业外汇登记手续进行简化和适当放宽。

(二) 短期供应缺乏下价格看涨

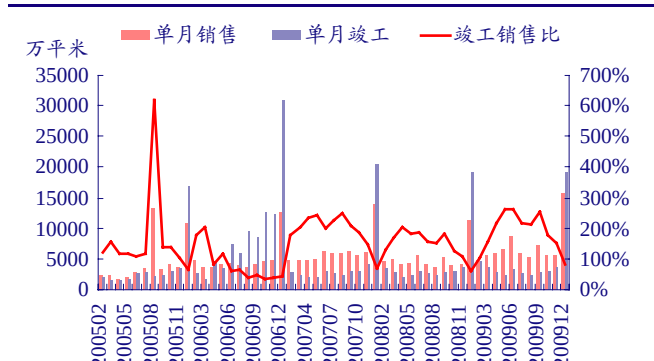
商品房供应的调整始终滞后于销售,根据统计局数据,商品房的单月新开工面积自2008年7月起开始下降,并且呈加速下降趋势,最高下降幅度达20.67%(09年2月),09年5月下降幅度仍为19.04%。而商品房销售自2009年1月已经开始增长,并且呈加速增长趋势,09年5月单月销售面积同比增长达53%。根据我们的分析,由于改善性需求将替代首次购房需求成为购房主力,流动性增加无法被实体所吸收,通货膨胀预期下投资性需求的增加,我们认为在09年下半年商品房单月销售面积同比增幅将在40%以上。而新开工面积自2008年7月的持续下降最终将反映到竣工面积。考虑到新开工到竣工约12个月的建设期,我们认为2009年下半年单月竣工面积在最乐观情形下能保持在2008年同月的水平。

图 25: 2005-2009 年销售竣工比 (累计数)



资料来源: 中国银河证券研究所

图 26: 2005-2009 年各月销售竣工比



资料来源: 中国银河证券研究所

上图我们分别计算了2005年至2009年的销售竣工比,我们假设2009年下半年各月竣工保持2008年同月数,销售相比2008年同月上涨40%,我们计算的销售竣工比在2009年9月将达到2.02,远高于除2007年外的其他同期数值。(2005-2009年各年9月销售竣工比分别为1.89、1.79、2.15、1.68、2.02)说明2009年下半年将进入新一轮的供不应求的现象。

表 5: 核心城市房地产供求增速

	投资额 同比	住宅新开工面积			住宅竣工面积			住宅销售面积		
		08 年 1-4 月	09 年 1-4 月	同比	08 年 1-4 月	09 年 1-4 月	同比	08 年 1-4 月	09 年 1-4 月	同比
北京	-27%	558	270	-52%	251	270	8%	181.37	465.56	156.69%
上海	2%	651	464	-29%	424	337	-21%	675.33	820.04	21.43%
广州	-11%	366	127	-65%	236	253	7%	182.44	251.36	37.78%
深圳	-8%	194	112	-42%	105	46	-56%	73.07	239.89	228.30%

资料来源: 国家统计局

随着短期商品房供不应求的逐步加剧, 我们判断 2009 年下半年商品住宅的价格也步入小幅攀升的态势, 我们认为 2009 年商品住宅的价格将会回到 2007 的水平。

(三) 信心恢复+杠杆提高促房地产投资回升

2009 年 5 月国务院自 1996 年确立资本金制度以来首次下调了对房地产行业的资本金比例, 彰显出政府旨在通过增加杠杆, 促进房地产行业投资增长并进一步保证经济稳定增长的决心。银行可能会进一步加大信贷投放, 这将有助于缓解企业资金压力, 打破资金链短缺的“瓶颈”, 提高资金使用率, 以更少量的资金启动更多的项目。有利于缓解今年以来房地产投资增速下滑的趋势。

2009 年 1-5 月商品房销售的大幅上升, 库存水平恢复正常, 商品房价止跌回升使开发商信心增强。资本金比例下调及销售回款的迅速增加使开发商资金面宽松, 这些均促使开发商加快新开工面积和拿地的速度, 我们判断: 随着销售持续回暖, 国家对房地产行业资本金比例的下调, 以及其他各项融资方式对房地产企业的开放, 房地产行业投资将会逐步增加, 这有利于房地产企业利润的持续稳定增长。

表 6: 主要房地产公司 2009 年 5 月拿地情况

开发商	区域	总成交价(亿)	地块总建筑面积(m2)	楼面地价(元/m2)
绿城	北京东直门外大街	6.1 亿	6.1 万	10000
万科*	无锡新区叙丰里	5.57 亿	30 万	1856
万科*	佛山地块	13.86 亿	58 万	2400
万科	沈阳胶管厂	1.22 亿	11 万	1109
万科*	沈阳五里河	7 亿	29.12 万	2403
万科	青岛双山南山	3.58 亿	20.44 万	1751
万科*	青岛 308 国道地块	6.9 亿	39.58 万	1743
富力	北京广渠门	10.22 亿	7.25 万	14096
保利	北京密云地块	3.85 亿	31.5 万	1222
复地	天津空港地块	2.9 亿	26.5 万	1094

资料来源: 中国银河证券研究所

综合以上分析, 我们认为: (1) 房地产市场已经复苏; 由于我国正处于城市化进程的加速过程中, 同时我国当前实现住房商品化仅 10 余年, 住房水平低下, 因此首次购房的刚性需求和改善性需求非常大。政府采取的信贷和税收优惠政策促使有效需求释放。全球金融危机下各国采取的超宽松货币政策未被实体经济吸收, 催生资产价格泡沫, 房地产投资性需求上升。我们认为 09 年下半年商品房单月销售面积同比增幅将在 40% 以上。2009 年全年商品房销售面积同比增长 37%。

(2) 由于全国一线城市投资性需求和改善性需求更强劲, 供应短缺更为明显, 我们更看好一线城市特别是上海和深圳的房地产市场。

三、2009 年行业盈利好于预期, 2010 年恢复增长

(一) 交易量大幅回升, 缓解毛利率下降对利润的影响

表 7: 主要城市或地区 2009 年 1-5 月商品房销售额同比

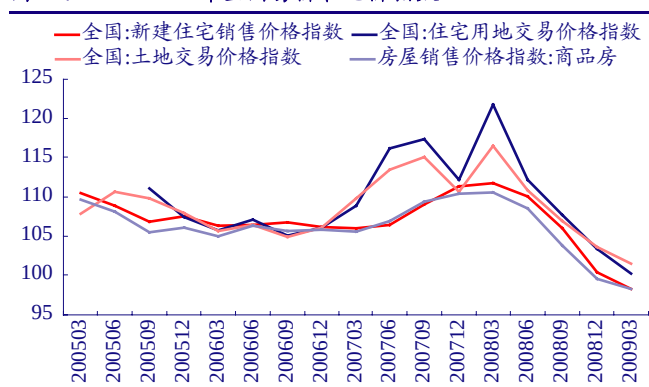
	北京	上海	浙江	江苏	广东	福建
	109.70	61.90	68.50	63.30	52.50	59.10
	新疆	重庆	四川	内蒙古	广西	贵州
	54.60	49.50	48.20	45.60	45.90	44.90
	江西	陕西	湖南	辽宁	河南	天津
	39.10	34.30	30.90	31.80	27.30	8.90
	云南	甘肃	宁夏	西藏		
	-6.90	-7.90	5.10	-39.10		

资料来源: 国家统计局

(二) 2008 年地价回落以及地方政府的变通政策减少毛利率下降的幅度

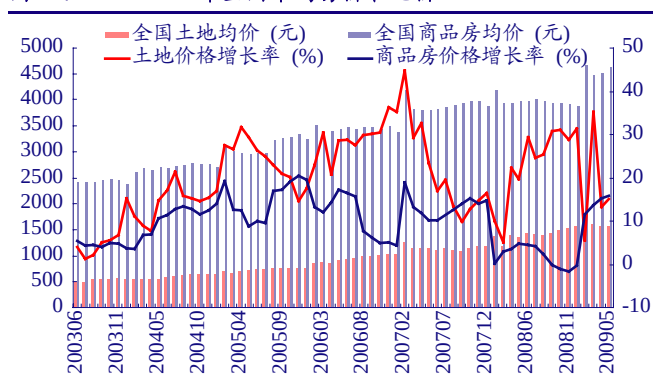
由于 2008 年房地产市场的极度萎缩, 主要开发商对 2007 年新获取的高价地均采取各种方法与地方政府进行谈判协调, 包括缓交土地价款、改变土地规划乃至退地的方法以减轻高价地对企业经营的压力。此外主要开发商在 2008 年对在 2007 年获取的高价地计提了存货减值准备, 这样一旦房价上涨, 则存在减值准备冲回的可能性。所以我们认为 2009 年由于房地产行业特殊的结算周期, 行业利润可能较 2008 年下降, 但是幅度有限。同时从销售规模上, 将会增加, 此外, 随着 2007 年土地的逐步消化, 2010 年行业毛利率将会见底回升。

图 27: 2005-2009 年全国房价和地价指数



资料来源: 中国银河证券研究所

图 28: 2003-2009 年全国平均房价和地价



资料来源: 中国银河证券研究所

(三) 2009 年房价恢复上涨抵消地价上涨对毛利率的影响

表 8: 2009 年房价环比指数累计上涨城市排名

地区	新建住宅价格指数环比
深圳	104.25
广州	103.74
昆明	102.93
厦门	102.61
贵阳	102.01
天津	101.61
宁波	101.41
长沙	101.40
南京	101.20
成都	101.20
全国	101.10
北京	101.10
济南	100.70
上海	100.60
福州	100.60
重庆	100.40

资料来源: 国家发改委

(四) 2009 年行业盈利微幅增长, 2010 年盈利增长 30%以上

根据我们前面的预测, 2009 年全年累计销售额可能在 3.37 万亿元, 同比 2008 年增长 40%。我们假设 2009 年房地产公司结算收入中 2008 年和 2009 年销售额各占 50%, 则 2009 年房地产行业公司结算收入将较 2008 年增长 7.63%。由于 2007 年土地成本上升 17%, 其在总成本中占 35%, 而其他成本中建材成本平均下降 20%, 人工成本上升 10%, 房价假设 2008 年平均较 2007 年下降 10%, 2009 年上半年房价同比上升 5%, 2009 年下半年同比上升 10%。在其他不变的情况下, 根据我们的测算, 房地产行业的整体毛利 2009 年与 2008 年基本持平, 并略有上升, 2010 年由于房价的回升和销售额的增长, 房地产行业的毛利将增长 35%。下表详细测算了在 50%/50% 情况下, 2009 年和 2010 年行业毛利变动情况。

表 9: 50%/50% 结算情况下 2009-2010 年毛利变动幅度

	2007	2008	2009	2010
销售额	29603.87	24071.41	33699.97	40439.97
结算额		26837.64	28885.69	37069.97
土地成本		6876.11	8089.44	11838.80
其他成本		12342.73	13080.54	14851.58
总成本		19218.85	21169.98	26690.38
毛利		7618.79	7715.71	10379.59
增长率			1.27%	34.53%

资料来源: 中国银河证券研究所

四、估值分析和投资建议

(一) 上市公司整体好于行业平均

2009 年在行业复苏, 销售大幅增加的情况下, 行业中的公司经营状况出现分化。2009 年 1-5 月全国商品住宅销售面积同比增加 26.7%, 销售额增加 49%。但是我们关注的上市公司的销售状况明显好于全国平均水平。我们关注的 43 家房地产上市公司 1-3 月销售额平均同比增长 86.7%, 远远好于全国 24.7% 的增幅。保利地产 2009 年 1-5 月销售面积和金额均上涨 150% 以上。

表 10: 2009 年 1-5 月几大公司销售增幅及占全国份额

前五月销售		全国	万科	中海	保利	绿城	富力	金地
销售面积 (万平方米)	数量	22704.26	281.7	216.1	182.1	89	114.6	67.75
	同比	26.70%	27.47%	110.40%	150.26%	68.00%		85.31%
占全国比重		100.00%	1.24%	0.95%	0.80%	0.39%	0.50%	0.30%
销售金额 (亿元)	数量	10103.62	238.9	178.7	147.1	115	106.1	66.6
	同比	49.00%	20.90%	80.10%	157.54%	86.00%		81.15%
占全国比重		100.00%	2.36%	1.77%	1.46%	1.14%	1.05%	0.66%

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

表 11: 2009 年 1 季报房地产上市公司销售增速及负债率一览表

股票代码	股票名称	收入涨幅%	净负债率%	资产负债率%
600053	中江地产	746.11	49.49	70.72
000006	深振业 A	607.33	64.13	72.81
000540	中天城投	353.96	77.90	72.59
600823	世茂股份	226.10	3.69	47.65
002146	荣盛发展	192.23	26.13	68.46
000042	深 长 城	174.57	55.69	68.72
600641	万业企业	143.62	-7.91	38.31
000608	阳光股份	140.40	-0.73	64.33
600067	冠城大通	140.17	112.68	79.17
600159	大龙地产	136.65	40.03	61.63
002244	滨江集团	132.60	12.07	77.34
002133	广宇集团	109.89	125.01	74.49
000616	亿城股份	105.63	1.74	49.69
600239	云南城投	95.68	85.48	78.68
000718	苏宁环球	87.87	-39.42	71.23
000537	广宇发展	79.53	43.36	76.76
600533	栖霞建设	75.56	50.46	60.51
000024	招商地产	64.86	7.39	57.39
600048	保利地产	56.88	82.25	71.90
000009	中国宝安	46.37	11.02	55.54
600748	上实发展	41.96	86.01	75.02
600208	新湖中宝	40.49	40.79	66.17
600376	首开股份	35.61	94.36	82.50

股票代码	股票名称	收入涨幅%	净负债率%	资产负债率%
600657	信达地产	33.52	28.03	57.00
000002	万科A	26.72	-5.98	68.17
000069	华侨城A	25.01	47.52	51.87
601588	北辰实业	17.62	37.75	65.16
600383	金地集团	17.40	52.28	70.82
600675	中华企业	12.48	49.53	60.47
000031	中粮地产	-2.88	100.44	63.62
600240	华业地产	-3.11	19.01	40.34
600665	天地源	-5.31	31.50	67.47
600246	万通地产	-5.38	33.33	59.96
600736	苏州高新	-7.85	97.59	72.71
000043	中航地产	-16.80	56.16	62.00
600266	北京城建	-18.34	60.56	63.82
600895	张江高科	-24.55	23.56	51.13
000402	金融街	-27.65	-1.55	49.06
600325	华发股份	-36.02	36.11	65.38
600663	陆家嘴	-37.74	-21.60	46.98
000046	泛海建设	-61.31	30.91	57.06
600743	华远地产	-77.08	-6.84	64.24
均值		86.73		
全国		24.70		

注：以销售商品和提供劳务收到的现金近似为当期销售额

资料来源：公司数据 中国银河证券研究所

上述分析表明，房地产行业作为资本密集型行业，上市公司由于占居了更好是融资渠道，在竞争中更具优势。

（二）估值分析

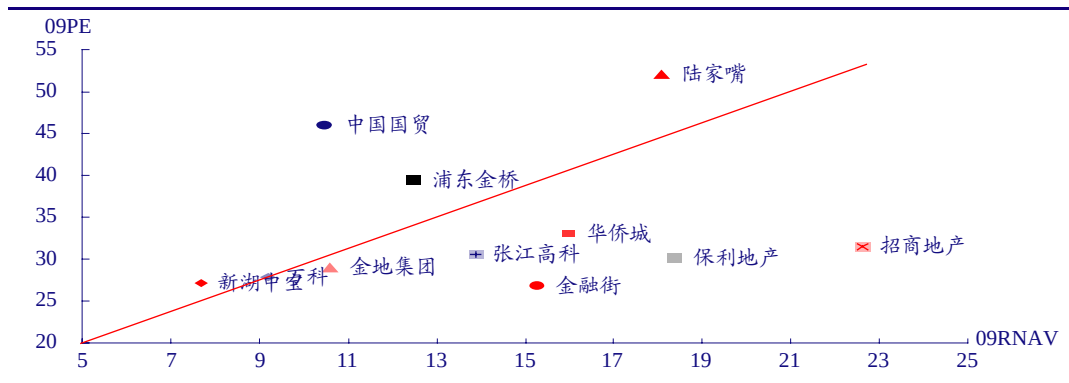
表 12：重点房地产公司静态 P/E、P/NAV 比较

证券简称	股价 6.29	EPS			PE			09NAV	股价对 NAV 溢价	PB	
		EPS08	EPS09	EPS10	08PE	09PE	10PE			08PB	09PB
万科 A	12.8	0.37	0.46	0.56	34.6	27.8	22.9	9.2	39.13%	3.39	4.44
保利地产	27.71	0.91	0.96	1.23	30.5	30.1	22.2	18.4	50.60%	2.73	6.27
陆家嘴	26.04	0.47	0.50	0.57	55.4	52.1	45.7	18.1	43.87%	2.81	5.78
招商地产	31.79	0.71	1.01	1.25	33.8	31.5	25.4	22.6	40.66%	2.40	3.67
华侨城 A	18.86	0.35	0.57	0.72	53.9	33.1	26.2	16	17.88%	5.32	9.25
金融街	13.66	0.43	0.55	0.67	31.8	24.8	20.4	15.3	-10.72%	4.03	2.33
泛海建设	20.47	0.09	0.17	0.28	217.8	120.4	73.1	14.6	40.21%	4.73	5.66
张江高科	15.3	0.38	0.50	0.68	40.3	30.6	22.5	13.9	10.07%	4.30	4.56
新湖中宝	11.15	0.30	0.41	0.52	37.2	27.2	21.4	7.7	44.81%	4.11	7.01
金地集团	16.08	0.38	0.55	0.64	41.8	29.0	25.2	10.6	51.70%	1.71	3.77
北辰实业	6.14	0.13	0.23	0.28	47.2	26.7	21.9	4.5	36.44%	2.45	2.41
滨江集团	15.25	0.61	0.53	0.68	25.0	28.8	22.4	12.4	22.98%	7.91	7.14

证券简称	股价 6.29	EPS			PE			09NAV	股价对 NAV 溢价	PB	
		EPS08	EPS09	EPS10	08PE	09PE	10PE			08PB	09PB
中粮地产	11.24	0.08	0.13	0.15	140.5	86.5	74.9	7.8	44.10%	3.08	6.42
华发股份	22.3	0.88	0.95	1.18	25.3	23.5	18.9	15.3	45.75%	4.37	4.05
苏宁环球	14.4	0.33	0.54	0.82	43.2	26.6	17.6	10.9	32.11%	14.53	12.68
上实发展	16.85	0.34	0.43	0.49	49.6	39.2	34.4	11.8	42.80%	7.60	7.03
中华企业	15.25	0.50	0.72	0.66	30.5	21.2	23.1	11.6	31.47%	2.61	5.12
首开股份	21.16	0.70	0.84	0.98	30.2	25.2	21.6	15.7	34.78%	2.71	4.64
浦东金桥	14.98	0.33	0.38	0.46	45.4	39.4	32.6	12.5	19.84%	2.87	4.11
万通地产	11.02	1.04	0.29	0.45	10.6	38.0	24.5	10.5	4.95%	2.27	3.87
中国国贸	11.96	0.35	0.26	0.35	34.2	46.0	34.2	10.5	13.90%	2.64	2.85
北京城建	17.02	0.43	0.56	0.75	39.6	30.4	22.7	15.6	9.10%	2.45	3.60
平均值					49.9	38.1	29.7		30.29%	4.14	5.30

资料来源：公司数据，中国银河证券研究所

图 29：地产公司 09 年 PE 和 RNAV 对比



资料来源：中国银河证券研究所

表 13：重点房地产公司历史估值比较

股票名称	P/E			P/B		
	历史最低	历史最高	2009.6.29	历史最低	历史最高	2009.6.29
万科A	5.49	124.16	35.14	0.87	17.98	4.44
深振业A	7.94	46.14	43.86	0.96	15.59	4.11
招商地产	9.67	148.75	44.47	1.24	19.47	3.67
金融街	15.66	79.61	32.61	1.72	21.11	2.33
华发股份	14.31	128.93	27.98	1.24	15.09	4.05
首开股份	12.31	41.15	30.02	1.07	43.44	4.64
金地集团	9.86	128.23	41.72	1.06	20.34	3.77
栖霞建设	8.47	55.02	39.46	1.7	20.54	2.86
中华企业	9.35	75.78	35.76	1.52	29.61	5.12
平均	10.34	91.97	36.78	1.26	22.57	3.89

资料来源：公司数据，中国银河证券研究所

(三) 投资建议

目前 A 股市场房地产公司 2008 年 PE 平均值为 50，2009 年为 38.1，根据我们对重点公司的历史估值比较分析，我们发现历史最高 PE 平均为 91.97，我们认为在流动性充裕带来的资产泡沫下，以及当前我们城市化加速及现有住房房龄 40%以上在 20 年以上，配套设施缺乏，急需进行更新的条件下，地产公司享有的 2009 年 PE 应该可以达到 45 倍，因此地产公司仍有上涨空间。我们维持房地产行业评级为“推荐”。

我们主要推荐以下三类公司：

1、长期推荐房地产龙头公司

由于政府对于龙头地产公司的政策倾斜，使在资金资源的争夺上，龙头企业更具有优势。尤其是目前房地产行业仍处于调整中，龙头公司更是可以借调整进行资源的购并和整合，它们的市场份额将逐步增大。我们推荐招商地产、金地集团、保利地产、万科和金融街。

2、项目处于核心城市的地产公司

由下图可看出，沈阳、深圳、杭州、上海、西安、无锡、天津、成都、北京、宁波这些城市的竣工销售比低于全国其他城市，说明这些城市的供不应求状况更为严峻，我们这些核心城市存货压力较轻，经济基本面更好、人口密集以及投资需求更稳健等因素，这些城市需求特别是投资和改善性增长将更为有力和持续。因此我们推荐项目处于这些核心城市的地产公司：滨江集团、中华企业、万业企业、栖霞建设、北京城建、冠城大通、亿城股份、首开股份、深振业。

表 14：中国主要城市 09 年 5 月份竣工销售比

地区	竣工销售比	地区	竣工销售比
沈阳	0.23	重庆	0.62
深圳	0.29	苏州	0.68
杭州	0.34	南京	0.69
上海	0.40	武汉	0.70
西安	0.46	大连	0.71
无锡	0.47	广州	0.75
天津	0.49	福州	0.78
成都	0.51	青岛	0.88
北京	0.52	长沙	0.91
宁波	0.53	厦门	1.31

注：竣工销售比是用各城市 09 年 1-5 月份的商品住宅累计竣工面积除以 1-5 月的累积销售面积得到

资料来源：中国银河证券研究所

3、核心城市的商业地产公司

由于商业地产一般都占居城市核心区域，这些地区属于稀缺资源，因此在流动性充裕造成资产泡沫的情况下，核心城市的商业地产公司虽然业绩增长缓慢，但是市场重估价值增长很快。而这些公司今年以来上涨幅度远低于其他住宅类公司，我们认为在资产价格上涨情况下，这些公司也必然会有一轮补涨行情，如金融街、张江高科。

五、重点公司分析

(一) 金融街 (000402): 地产板块估值最低, 09 业绩将超预期

(1) 持有型物业: 公司物业大多分布在北京金融街地区, 每年的租赁收入带来的净利润 1 亿元左右。(2) 销售型写字楼: 德胜 C 栋, 09 年将整体销售并结算收入。(3) 住宅方面, 从 09 年起, 公司住宅项目陆续进入结算的有天津津门津塔公寓、南昌及惠州的公寓项目。受益于地产行业复苏, 津门津塔公寓项目远超预期, 开盘至今预售额已经达 10 亿元, 均价 21200 元/平方米。(4) A5 项目的公允价值调整将使净利润增加近 5 亿元。德胜国际中心 B 座的运营将带来 1.6 亿的公允价值变动收益。预计公司 09、10 年的每股收益为 0.55 元, 0.67 元。对应的市盈率为 25 倍和 20 倍, 对比地产板块 36 倍的平均市盈率, 公司估值仍有很大空间。

投资评级 推荐

表 15: 金融街 (000402.SZ) 关键指标预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	3481.7	4214	5093	7028.34	10191.09
销售收入增长率(%)	74.1%	21.04%	20.8%	38%	45%
净利润(百万元)	535.6	730.2	1045.8	1426.7	1885
净利润增长率(%)	30.98%	36.33%	43.20%	27.33%	32.14%
摊薄 EPS(元)	0.22	0.29	0.42	0.55	0.67
PE(X)				25	20.6

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

我国第三产业的高速增长将为商务地产提供巨大的发展空间。公司坚持商务地产为主导, 成功将金融街模式在天津、南昌等地进行复制。在大股东支持下, 公司在金融街西扩中将继续起主导作用。我们预计, 2009 - 2011 年公司净利润复合增长在 25%。

我们与市场不同的观点:

市场普遍对公司以商务地产为主导的模式理解不够, 公司作为经营商务地产的公司, 受宏观调控影响较小。当前商业地产市场见底, 商业地产的复苏将为公司净资产重估打开空间。

公司估值与投资建议:

按绝对法估值, 公司每股重估净资产值为 15.3 元; 2009-2010 年市盈率分别为 25、21。综合其绝对估值和相对估值, 我们认为其合理估值在 18 元, 给予公司“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂:

公司在异地开发的商务地产成功经营以及住宅项目的顺利销售。

主要风险因素:

公司销售由于采取整栋出售方式, 容易造成各季节业绩差异很大。

(二) 保利地产 (600048): 最为进取的公司

受益于公司的高效率执行、产品的高性价比、机会的快速把握, 2009 年 1-4 月保利地产实现房地产销售面积 124.73 万平方米, 同比增长 182.15%; 实现签约金额 105.16 亿元, 同比增长 212.80%, 大大好于行业平均水平。公司作为央企, 是国资委认定的几家主业从事房地产的大型中央企业集团的控股公司, 相比其他地产公司具有较好的政府资源。我们预测的 2009 的业绩已经完全锁定。给予公司“推荐”评级。

投资评级 推荐

表 16: 保利地产 (600048) 关键指标预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	8115	15520	21107	28901	37597
销售收入增长率(%)	101.31%	91.25%	36.00%	37.00%	30.09%
净利润(百万元)	1489	2239	3065	3914	4969
净利润增长率(%)	121.80%	62.35%	36.89%	27.70%	26.95%
摊薄 EPS(元)	0.61	0.91	0.96	1.23	1.56
PE(X)		30.45	28.90	22.50	17.76

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

扁平化管理, 高效率的执行, 通过产品的高性价比, 加快周转, 实现销售收入的快速增长。借助资本市场的融资和较高的杠杆, 迅速扩张规模, 实现公司的做大做强。公司的销售增速大大高于行业平均水平。我们预计, 2008 - 2011 年公司净利润增幅 30.4%。

我们与市场不同的观点:

市场认为公司的负债率较高, 我们认为公司善于把握市场机会, 本次非公开增发的顺利过会和实施为公司在行业低迷期整合资源, 获取廉价土地提供很好的资金支持。

公司估值与投资建议:

按绝对法估值, 公司 2009 年每股重估净资产价值为 18.4 元; 相对于 2009 年的 EPS, 目前的 PE 为 28.9。09 年业绩确定性较高, 给予公司“推荐”的评级。

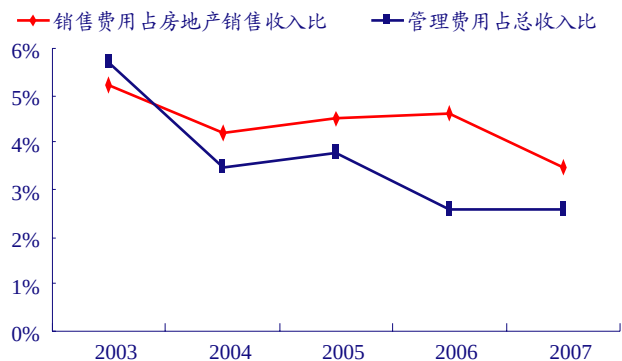
股票价格表现的催化剂:

公司提高新开工面积以及公司整合行业资源的重大事件, 有利于提高公司的盈利能力和估值。

主要风险因素:

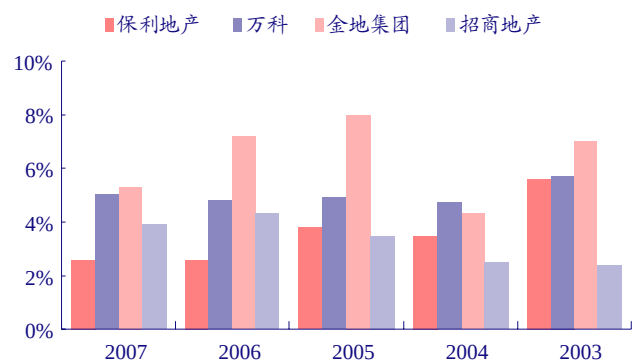
房地产市场销售再度低迷, 增发未过会, 公司将面临较大的资金压力和业绩增长压力。

图 30: 保利地产销售费用和管理费用占收入比



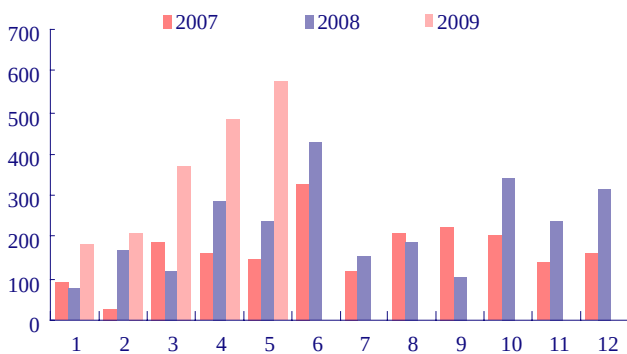
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

图 31: 保利地产管理费用占总收入比重



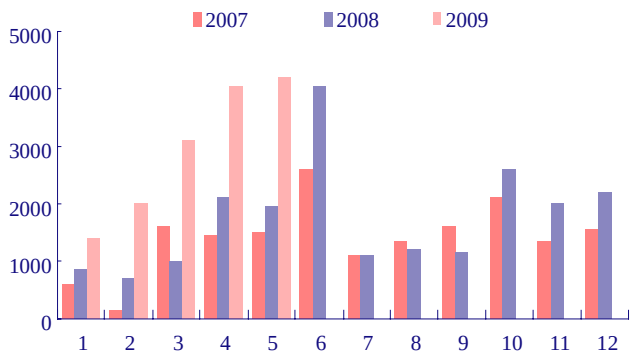
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

图 32: 保利地产 2007-2009 年各月销售面积对比: 万平米



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

图 33: 保利地产 2007-2009 年各月销售收入对比: 亿元



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

(三) 招商地产 (000024): 最具增长潜力的公司

公司有强大的股东作为后盾,大股东不仅在资金方面给予支持,在蛇口等地的资产将陆续注入;其次,公司拥有独特的业务结构,供电供水、物业租赁每年能为公司提供约 12 亿元的现金流;公司资产优质,土地成本低廉,毛利率高,能够充分抵御房价调整的风险。同时公司土地储备集中在深圳以及几大一线城市。将是未来 2 年地产公司里增长最快的公司之一。

投资评级 推荐

表 17: 招商地产 (000024) 关键指标预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	2809	4112	5920	8649	13850
销售收入增长率(%)	6%	46.36%	43.97%	46.10%	60.13%
净利润(百万元)	631	1157.9	1220	1729	2493
净利润增长率(%)	50%	83.38%	5.36%	41.72%	44.19%
摊薄 EPS(元)	0.5	0.91	0.71	1.01	1.31
PE(X)			44.77	31.47	24.27

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们预计, 2008 - 2010 年公司业务收入复合增长率达 53%, 净利润增长率 43%。

我们与市场不同的观点:

市场普遍对公司异地开发仍持怀疑态度,我们认为公司具有土地成本低廉,项目位置优异等特点,并且借助集团的支持,长期的商品房开发经验,公司 2009 年起业绩将进入高增长。

公司估值与投资建议:

按绝对法估值,公司每股重估净资产值为 22.6 元;目前公司股价对应的 2008 年和 2009 年的 PE 分别为 29 和 20.54。我们认为公司合理估值在 35-40 元,我们给予“推荐”的评级。

股票价格表现的催化剂:

大股东对公司资产的再次注入。

主要风险因素:

公司房产以高端为主,受市场影响程度较高。

(四) 万科 A (000002): 稳健中求增长

公司目前财务稳健, 2008 年对可能存在风险的 13 个项目计提存货跌价准备 12.3 亿元。市场份额由 2007 年的 2.07% 提升到 2008 年的 2.34%。截至 2008 年末, 公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积为 1793 万平方米, 其中珠三角占 27.14%, 长三角占 36.86%。2008 年新增权益建筑面积 465 万平方米, 其中 84.5% 是通过收购公司或合作方式取得。目前全国商品房交易量大幅回升, 有利于公司 2009 年市场份额的进一步提升。我们预测公司 2008 年-2010 年的净利润(扣除非经常损益)复合增长率达 23.8%。

表 18: 万科 A (000002.SZ) 关键指标预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	17918	35526	40992	50301	60624
销售收入增长率(%)	69.70%	98.30%	15.40%	22.71%	20.52%
净利润(百万元)	2298	4844	4033	5090	6185
净利润增长率(%)	70.17%	110.80%	-16.70%	26.20%	21.51%
摊薄 EPS(元)	0.24	0.46	0.37	0.46	0.56
PE(X)			34.84	28.02	23.02

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

城市化的演进、经济的增长带来的消费升级、人口结构以及居住模式变迁等决定在未来相当长一段时间内, 中国的住房需求依然旺盛。2009 年房地产将会是价格小幅攀升, 成交量逐步回暖。我们预计, 2008-2010 年公司净利润增幅为 23.8%。毛利率在 23-25% 之间。

我们与市场不同的观点:

市场普遍对万科未来 2 年的利润增长比较担忧。我们认为公司作为行业的领跑者, 具有敏锐的市场洞察力、很强的应变能力和融资能力。公司可以充分运用调整机会进行资源的整合提高市场份额。

公司估值与投资建议:

按绝对法估值, 公司 2009 年每股重估净资产价值为 9.2 元; 公司 2009-2010 年市盈率分别为 21.51 和 17.7。我们认为公司合理估值为 15.2 元。给予“推荐”评级。

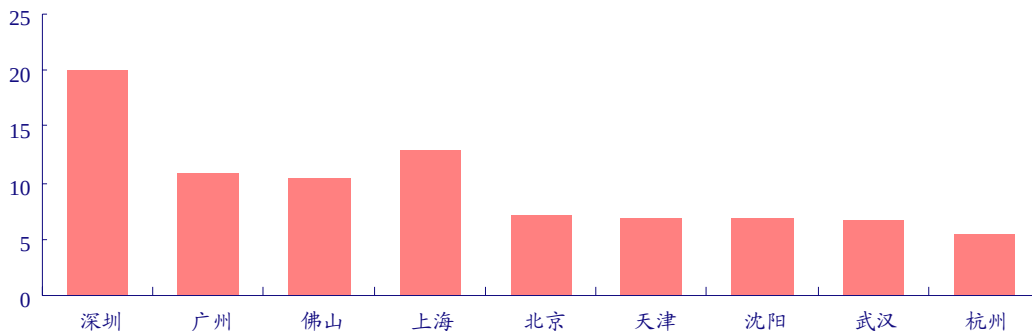
股票价格表现的催化剂:

公司提高新开工面积以及公司整合行业资源的重大事件, 有利于提高公司的盈利能力和估值。

主要风险因素:

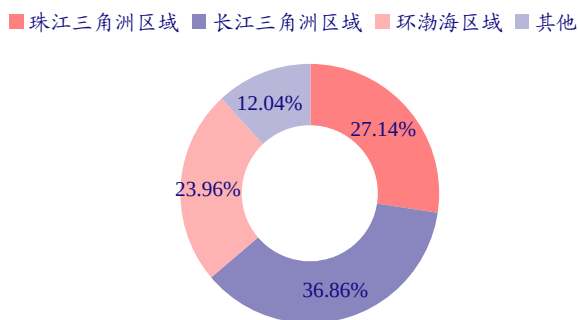
商品房销售持续低迷。

图 34: 2008 年净利润贡献 5%以上的城市



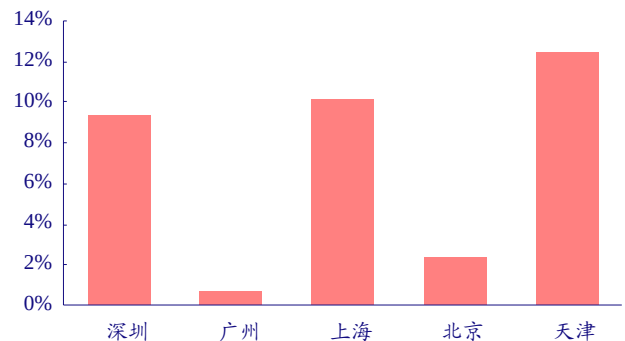
资料来源: 公司年报

图 35: 公司项目储备地区构成



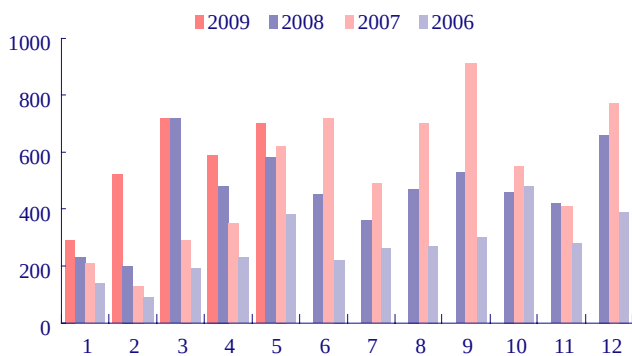
资料来源: 公司年报

图 36: 公司在五大城市的土地储备占总储备比例



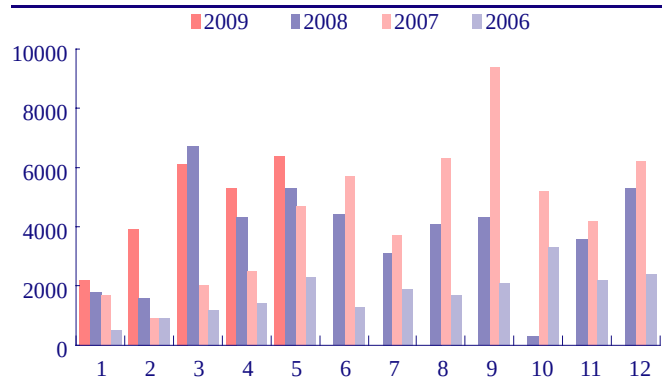
资料来源: 公司年报

图 37: 万科 2006-2009 年各月销售面积对比 单位: 千平方米



资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

图 38: 万科 2006-2009 年各月销售收入对比 单位: 百万元



资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

插图目录

图 1: 2005-2009 年 5 月全国商品房销售竣工对比	1
图 2: 2009 年 1-24 周重点城市住宅累计成交面积同比增速	1
图 3: 重点城市 2008-2009 年各月住宅销售面积 万平米	2
图 4: 重点城市 2008-2009 年各月住宅销售面积 万平米	2
图 5: 北京二手高档住宅各月成交占比变化情况	3
图 6: 上海二手高档住宅各月成交占比变化情况	3
图 7: 广州二手高档住宅各月成交占比变化情况	3
图 8: 深圳二手高档住宅各月成交占比变化情况	3
图 9: 2005-2009 年 5 月全国商品住宅建设增速	4
图 10: 2005-2009 年 5 月全国商品房建设增速	4
图 11: 2006-2009 年商品房建设面积单月增速	4
图 12: 全国在建面积消化所需月份各年对比	5
图 13: 全国逐月在建面积消化所需月份	5
图 14: 重点城市可售面积消化所需月份	5
图 15: 2009 年 5 月重点城市在建面积消化所需月份对比	5
图 16: 2009 年 1-5 月全国房地产资金来源	6
图 17: 2008 年 1-9 月全国房地产资金来源	6
图 18: 我国人口抚养比	9
图 19: 我国城市家庭户均人口数	9
图 20: 万科 2008 年 1-6 月分产品线销售情况	9
图 21: 2005 年 35 城市住房设施指数各指标	10
图 22: 2005 年城市家庭居住房屋房龄情况	10
图 23: 2005 年 35 城市平均住房来源方式	10
图 24: 2005 年 35 城市住宅建筑结构分布	10
图 25: 2005-2009 年销售竣工比 (累计数)	11
图 26: 2005-2009 年各月销售竣工比	11
图 27: 2005-2009 年全国房价和地价指数	13
图 28: 2003-2009 年全国平均房价和地价	13
图 29: 地产公司 09 年 PE 和 RNAV 对比	17
图 30: 保利地产销售费用和管理费用占收入比	21
图 31: 保利地产管理费用占总收入比重	21
图 32: 保利地产 2007-2009 年各月销售面积对比: 万平米	21
图 33: 保利地产 2007-2009 年各月销售收入对比: 亿元	21
图 34: 2008 年净利润贡献 5% 以上的城市	24
图 35: 公司项目储备地区构成	24
图 36: 公司在五大城市的土地储备占总储备比例	24
图 37: 万科 2006-2009 年各月销售面积对比 单位: 千平米	24
图 38: 万科 2006-2009 年各月销售收入对比 单位: 百万元	24

表格目录

表 1: 重点城市住宅成交量走势	2
表 2: 五城市各档次二手住宅成交量变动情况	2
表 3: 2009 年 1-5 月重点城市各月成交套均面积	3
表 4: 全国新建住房价格指数环比自 2009 年 3 月连续上涨的城市	6
表 5: 核心城市房地产供求增速	12
表 6: 主要房地产公司 2009 年 5 月拿地情况	12
表 7: 主要城市或地区 2009 年 1-5 月商品房销售额同比	13
表 8: 2009 年房价环比指数累计上涨城市排名	14
表 9: 50%/50%结算情况下 2009-2010 年毛利变动幅度	14
表 10: 2009 年 1-5 月几大公司销售增幅及占全国份额	15
表 11: 2009 年 1 季报房地产上市公司销售增速及负债率一览表	15
表 12: 重点房地产公司静态 P/E、P/NAV 比较	16
表 13: 重点房地产公司历史估值比较	17
表 14: 中国主要城市 09 年 5 月份竣工销售比	18
表 15: 金融街 (000402.SZ) 关键指标预测	19
表 16: 保利地产 (600048) 关键指标预测	20
表 17: 招商地产 (000024) 关键指标预测	22
表 18: 万科 A (000002.SZ) 关键指标预测	23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908