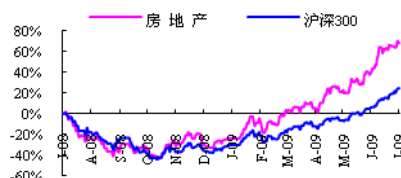


房地产
维持评级：中性
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
房地产	20.7%	61.0%	68.3%
沪深 300	17.5%	42.5%	24.8%

重点公司	6m%	YTD%	评级
万科 A	102.9%	56.1%	增持
保利地产	135.0%	129.6%	增持
华侨城 A	175.4%	121.3%	增持
华发股份	97.7%	76.4%	增持
金融街	104.8%	75.2%	增持
招商地产	143.6%	121.7%	增持
金地集团	229.5%	170.0%	增持
张江高科	37.1%	57.7%	增持
深振业 A	163.2%	56.9%	增持

相关报告

《房地产行业 09 年下半年策略报告——保增长目标下的需求“喷泉”》，2009 年 6 月

分析师

赵铎

电话：0755-83703307

邮件：zhaod@ghzq.com.cn

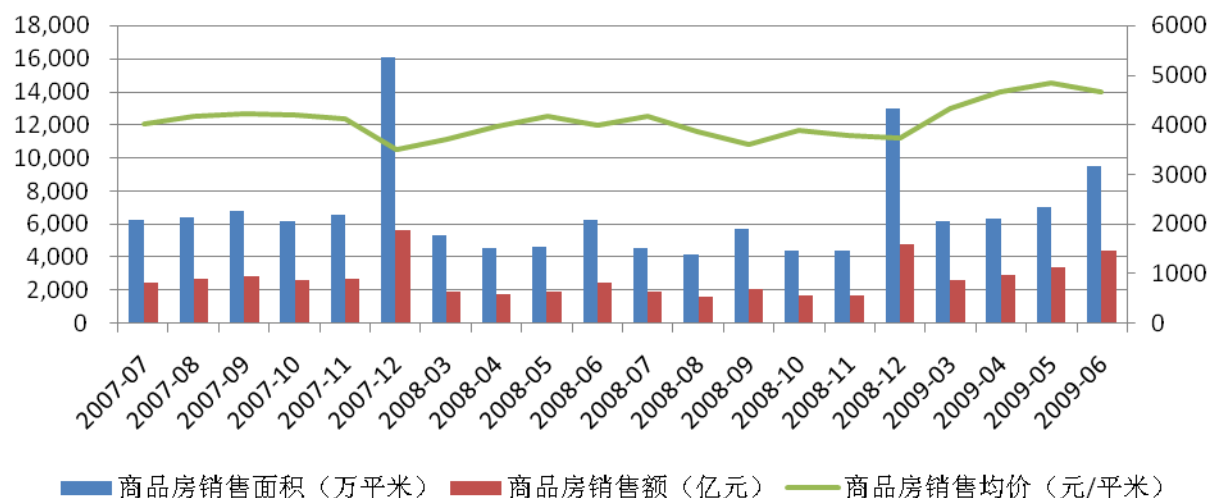
分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 09 年前六个月商品房累计成交面积和成交金额分别同比增长 31.73%、53.02%，前六个月和六月单月成交均再次创造历史新高，行业景气程度进一步回升。各重点城市周成交的最高峰出现在四月底五月初，而之后各城市成交量变动出现分化，大部分城市周成交量是维持在较高水平而未创新高，近期价格的提升比成交量的提升更明显。
- 房地产行业相关政策导向的出发点仍然是坚定的保持经济总体增长，但执行开始偏重抑制房价过快上涨同时增加财政征收力度。无论政府和银行的实际动作如何变动，未来一段时间此方面对房地产开发企业产生的更多将是压力而非动力，当行业蛋糕膨胀速度减缓，企业持续成长的问号将再次变大。
- 政府近期表现出的态度并不认同房价上涨，而货币政策持续放松的力度和时间不能太过乐观，因此我们预计政策对行业的影响将由积极偏向中性。政策层面的利好更多来自各地区发展规划对区域房地产市场的预期提升，主要包括上海建设国际金融中心、海峡西岸经济区加快建设、深圳综合配套改革实验等，相关企业将具备市场回暖因素之外更大的增长动力。
- 鉴于板块短期涨幅较大以及政策信息面影响逐渐偏负，维持行业“中性”评级。八月份建议关注中报预增幅度较大个股的阶段性机会以及非住宅开发类个股的增长潜力，对万科 A、招商地产、华发股份、金融街、张江高科、浦东金桥维持“增持”评级。

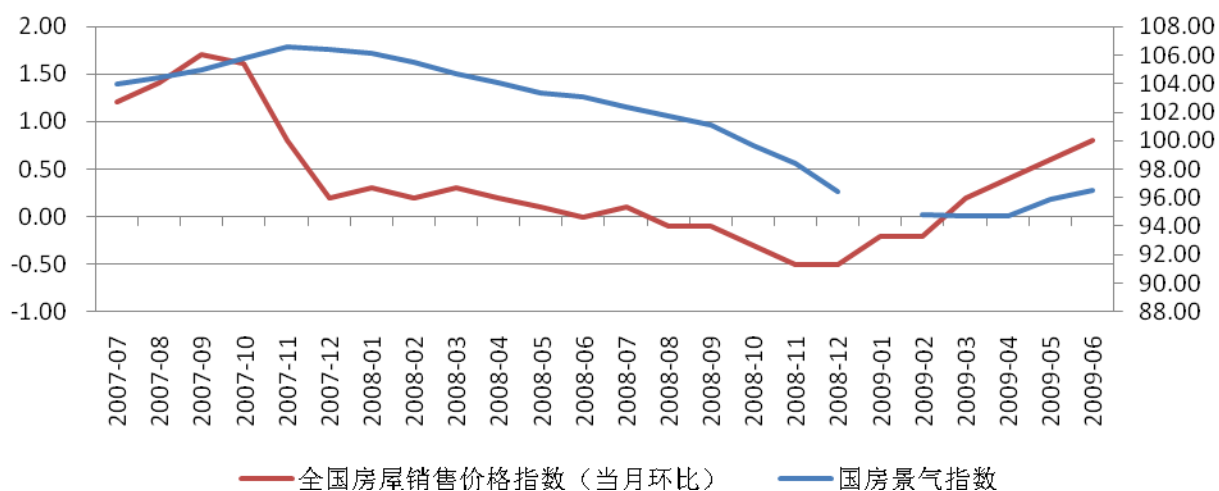
全国成交量保持旺盛，但进一步向上动力不足

图 1 全国商品房销售月度



资料来源：wind

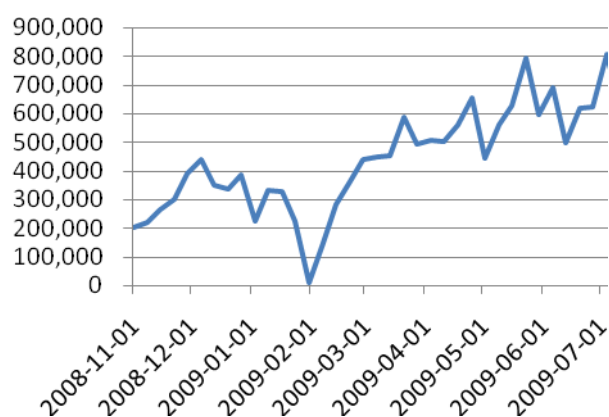
图 2 全国 70 大中城市房屋销售价格指数环比变动与国房景气指数变动



资料来源：wind

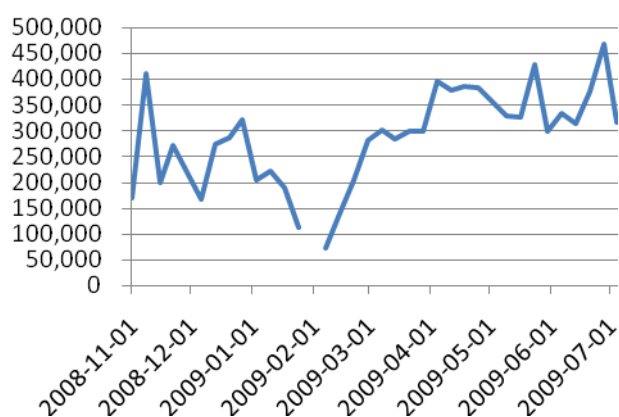
国家统计局公布的数据显示，09 年前六个月商品房累计成交面积 3.41 亿平米，同比增长 31.73%，成交金额累计 1.58 万亿，同比增长 53.02%，六月份销售面积和销售金额环比分别增长 35.71% 和 30%，前六个月和六月单月成交均再次创造历史新高。国房景气指数和 70 大中城市房屋销售价格指数也保持上升，行业景气程度进一步回升。

图 3 上海商品房周预售面积（万平方米）



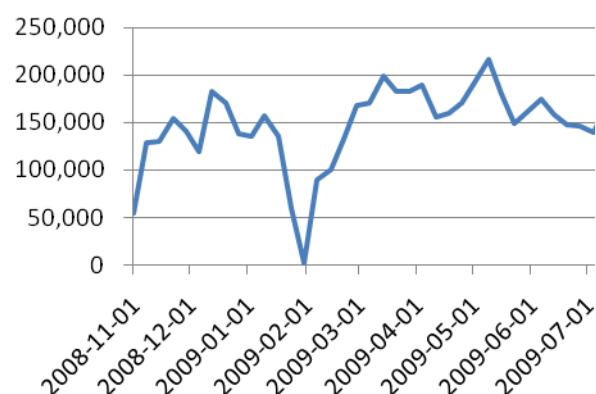
资料来源: wind

图 4 北京期房周预售面积（万平方米）



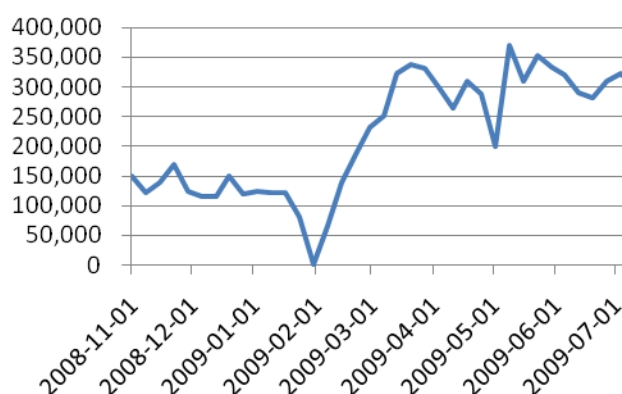
资料来源: wind

图 5 深圳一手房周成交面积（万平方米）



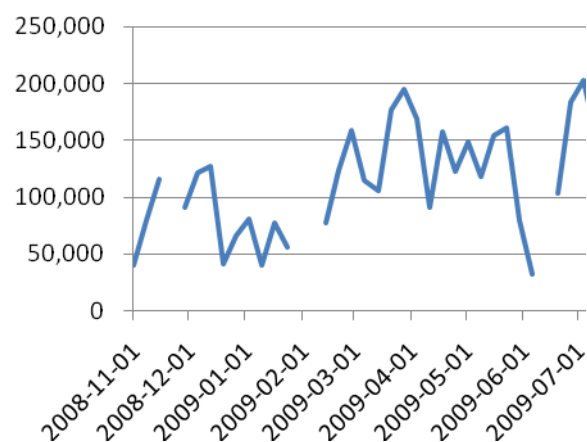
资料来源: wind

图 6 天津商品房周成交面积（万平方米）



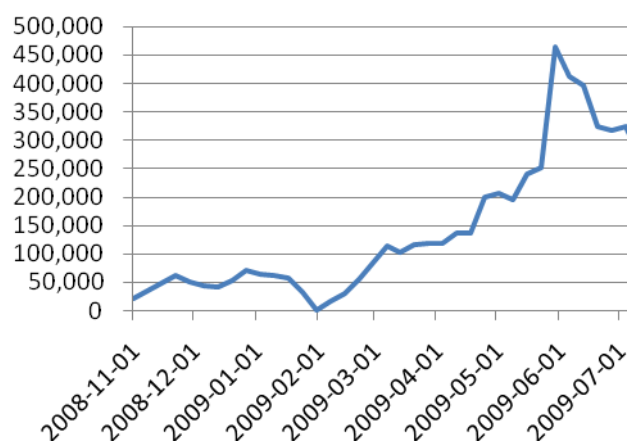
资料来源: wind

图 7 武汉商品房周销售面积（万平方米）



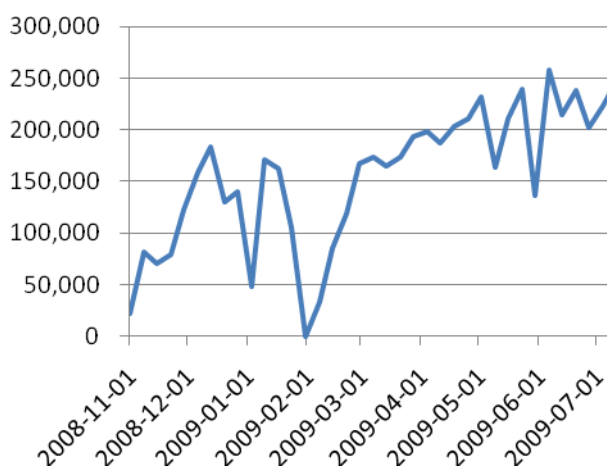
资料来源: wind

图 8 杭州商品房周成交面积（万平方米）



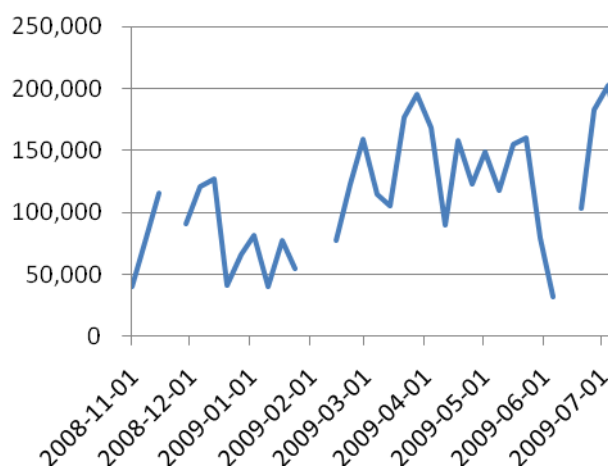
资料来源: wind

图 9 南京住宅周成交面积（万平方米）



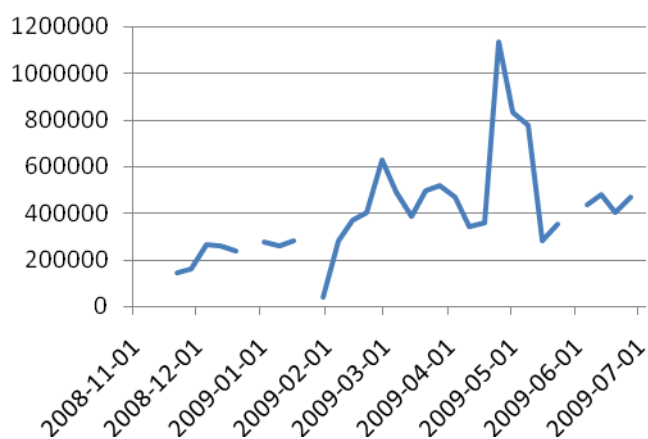
资料来源: wind

图 10 西安商品房周销售面积（万平方米）



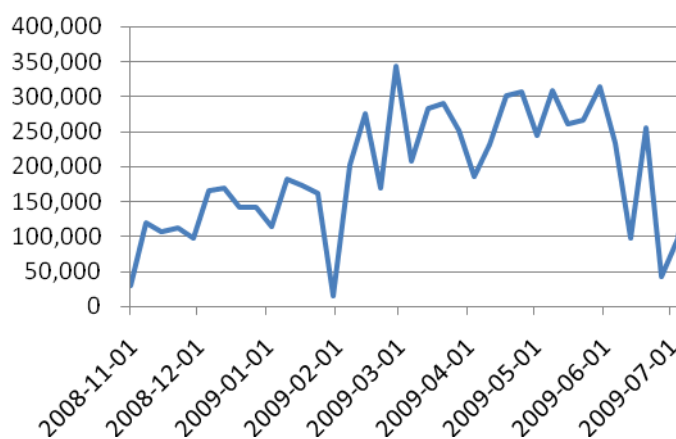
资料来源: wind

图 11 重庆商品房周成交面积（万平方米）



资料来源: wind

图 12 成都商品房周成交面积（万平方米）



资料来源: wind

结合各重点城市周成交统计, 09 年以来成交量的最高峰出现在四月底五月初, 而之后各城市成交量变动出现分化, 北京、上海、武汉等少数城市七月份以来周成交创出新高, 而大部分城市周成交量是维持在较高水平而未创新高。

在成交量进一步提升动力不足的同时, 价格提升却较明显。全国 70 大中城市房屋销售价格指数环比连续四个月为正且增速不断提高, 六月份同比半年来首次为正。70 大城市中, 六月份环比上升的多达 67 个, 同比为正的也达到 30 个。此外还注意到, 二手房价格上涨更为明显, 六月份全国同比、环比分别上涨 2.2% 和 1.1%。

我们认为, 最近几个月是房地产开发企业非常理想的时期, 即使近期成交量没有进一步明显放大, 但价格的不断上涨也能使企业盈利不断

增加，甚至有开发企业又开始捂盘惜售就表明了当前经营环境之优。09 年至此，以预售期房为主要形式的开发企业全年可结算收入大幅增加几成定局，预计企业业绩的超预期增长在中报中即可得到一定体现。

控制房价上涨过快的政策累积负面影响

房地产行业相关政策导向的变动与我们在 09 年下半年策略报告中的判断几乎完全一致，即出发点仍然是坚定的保持经济总体增长，但执行开始偏重抑制房价过快上涨同时增加财政征收力度。

七月份最受关注的两大事件是银行系统开始强调对于以二套房为主的贷款风险控制以及政府极力证明土地价格不是推升商品房价格上涨的主要原因。

前者的潜台词至少是新增购房贷款的额度无法过度乐观预期，而这必然造成购买力的减弱。其实更重要的问题是银行收紧贷款的时间和力度，从当前市场成交来看银行态度的转变还未产生实质影响，未来我们将更关注二手房成交的变化以跟踪房贷政策变动的的影响。

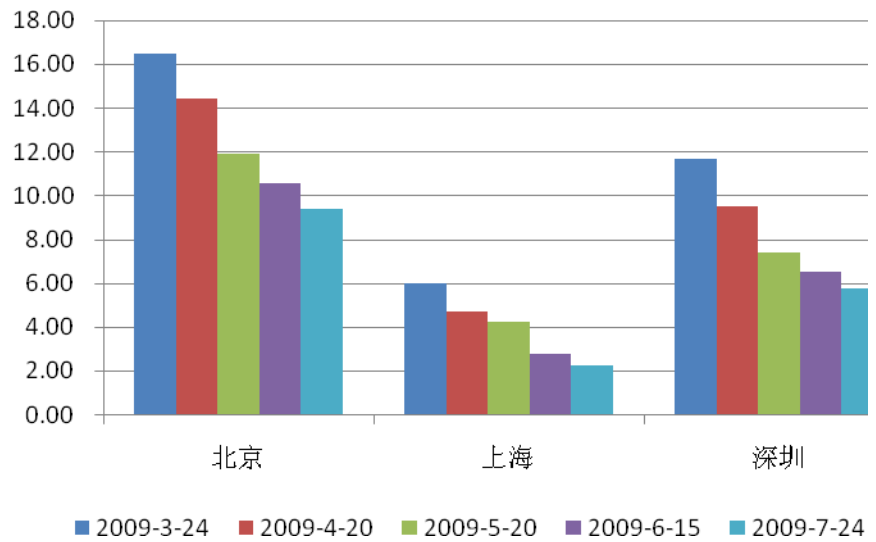
后者的潜台词一是政府并不支持开发商利用资源稀缺过度抬高房价，二是政府不太可能通过降低土地出让价格的方式抑制房价上涨。我们更关心的是政府不支持房价过快上涨的态度会如何进行落实，收紧贷款源头无疑将遏制房地产行业对经济增长的带动，行政干涉房价也不可行，而降低地价的猜想基本已被否决，剩下的可能主要是对企业违规操作行为加大查处力度以起到震慑作用，但这种方法却可能很难阻止其他企业追求高额利润的决心，因此预计政府出台政策的力度可能会逐步由轻变重，直到使出控制贷款的杀手锏。

无论政府和银行的实际动作如何变动，未来一段时间此方面对房地产开发企业产生的更多将是压力而非动力，当行业蛋糕膨胀速度减缓，企业持续成长的问号将再次变大。

投资提速确定但回报提速不确定

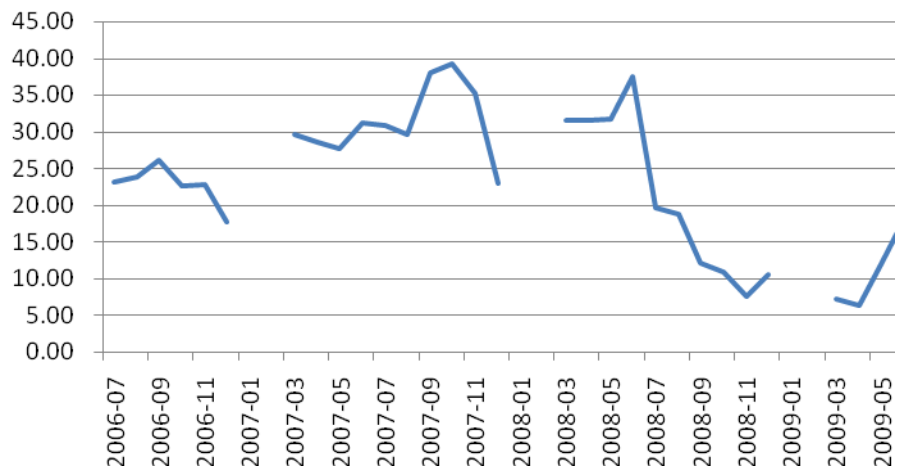
存货消化和资金回收共同加快，加上银行对于开发投资贷款的放松，使得企业具备了加大投资的意愿和能力。从对三大一线城市存量房消化时间的跟踪数据看，存货水平的压力不是由于过多反而可能由于过少，企业加快项目开发和推出成为必然选择，这需要一定时间的过程，再考虑到去年下半年投资基数的增长缓慢，预计未来几个月房地产开发投资同比增速将不断提升。

图 13 三大城市存量房消化时间（月）



资料来源：国海证券研究所

图 14 全国房地产开发投资完成额同比%



资料来源：wind

表 1 09 年与 07 年“地王”对比

	地块位置	竞得方	土地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)	成交总价 (亿元)	楼面地价 (元/平方米)
2009	北京广渠路 15 号	中化方兴	15.59	28.01	40.6	14494
	重庆大石坝	保利地产	59.65	125.31	38.1	3040
	上海赵巷 10 号地块	金地集团	23.73	21.02	30.48	14499
	厦门观日西路	世茂地产	13.72	45.27	30.2	6670
	北京洼里乡	中泽置业	5.98	14.88	19.6	13171

2007	重庆弹子石	重庆嘉江	56.49	209.93	75	3573
	长沙新河三角洲	北辰实业	78.52	297.68	92	3091
	广州金沙洲	保利地产	8.63	24.18	21.2	8769
	上海黄浦区 163 街坊	苏宁地产	1.37	6.58	44.04	66927
	上海赵巷 8 号地块	龙湖地产	14.45	14.45	15.42	10673

数据来源：各地土地管理部门公告

加大投入能否带来回报增加，还要看未来市场需求的消化能力。最近土地出让市场“地王”频出，表明企业的投资热情高涨，但也使人不得不对企业拿地的风险产生一定担忧。从 09 年与 07 年一些“地王”项目对比看出，09 年的“地王”成本已经达到甚至超过 07 年水平，而这些高成本土地能否顺利消化依然值得斟酌。我们不认为高投资一定意味着高回报，即使在当前景气程度较高的情况下，企业进行规模扩张也必须注意成本的控制。

维持行业“中性”评级，建议关注两类个股

关注一：中报预增的阶段性机会

八月份将是房地产上市公司集中公布中报的时期，如前所述，众多企业的业绩增长将在中报就开始体现，建议关注预增幅度较大或实际增长超预期个股的阶段性机会。

表 2 中报预增个股（已公告）

证券简称	预增幅度	预约披露时间
S*ST 物业	2023%-2664%	8.13
沙河股份	扭亏	8.26
招商地产	105%--125%	8.18
深天健	100%-130%	8.18
宜华地产	100%—150%	8.31
金融街	400%-450%	8.20
*ST 珠江	扭亏	8.24
旭飞投资	减亏	8.24
中天城投	50%—100%	8.12
粤宏远 A	50%-100%	8.14
阳光股份	150%-200%	8.19
万方地产	扭亏（三季报）	\
广宇集团	30%—60%（三季报）	\
ST 道博	100%以上	8.24
大龙地产	3000%以上	8.20

首开股份	50%	8.7
信达地产	扭亏	8.24
刚泰控股	100%以上	7.31
实达集团	扭亏	8.31

数据来源：公司公告

表 3 中报预增个股（未公告）

类别	证券简称	增长幅度%	预约披露时间
大市值	云南城投	2433.46	8.18
	华远地产	2306.31	8.24
	信达地产	489.54	8.24
	外高桥	309.25	8.11
	招商地产	257.16	8.18
中等市值	ST 重实	85409.58	8.14
	ST 中润	41776.96	8.21
	华丽家族	17152.99	8.12
	大龙地产	459.06	8.20
	沙河股份	258.57	8.26
小市值	*ST 珠江	693.88	8.24
	粤宏远 A	247.28	8.14
	实达集团	124.32	8.31
	光华控股	117.00	8.28
	运盛实业	113.55	8.27

数据来源：公司公告，国海证券研究所

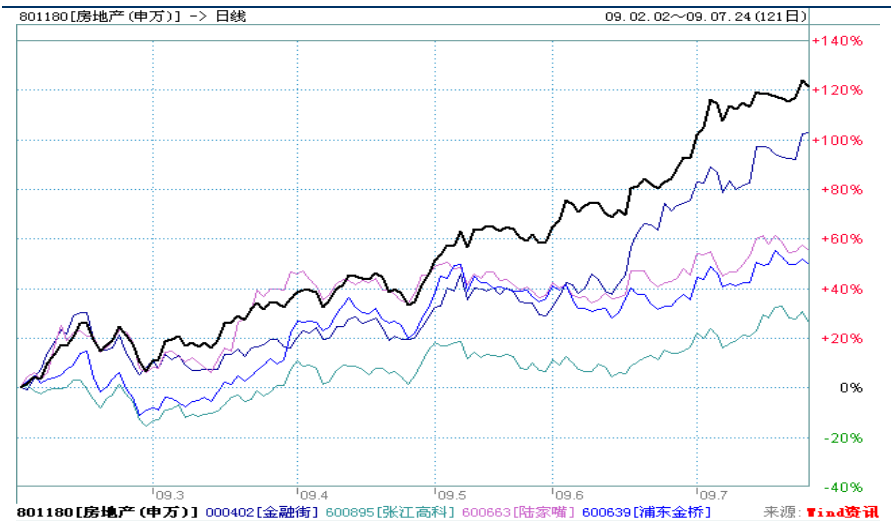
注：增幅计算对象为一季报营业收入+一季报预收帐款；市值区分标准为板块内部三分；选取各区间增幅前五名

关注二：非住宅类开发持有的增长潜力

行业的高景气使得高财务杠杆可以发挥更大的正面作用，因此住宅开发类企业在本轮上涨中获得了更多的认同。相应地，园区和写字楼开发持有类企业，一方面由于行业景气回升不明显，一方面也由于财务杠杆较低增长较平稳，近期明显跑输行业。

但实际上，以金融街、张江高科、陆家嘴、浦东金桥等为代表的非住宅开发类企业也具备了明确的增长预期甚至行业景气回升的可能，而低杠杆带来的高 RNAV 增值也使这些企业具备了更高的安全边际。在流动性仍然充裕的条件下，随着住宅类开发企业估值优势渐失，建议增加对此类企业的配置。

图 15 非住宅开发类代表公司近半年相对行业指数走势



资料来源: wind

表 4 四家非住宅开发类企业与行业平均对比

	09 年净利润 增长率	10 年净利润 增长率	09PE	PB
行业平均	38.50%	26.50%	35.80	5.20
金融街	14.30%	35.40%	31.55	2.68
张江高科	50.00%	47.10%	35.90	4.91
浦东金桥	6.10%	28.60%	46.40	4.26
陆家嘴	14.90%	12.90%	50.62	5.95

数据来源: 国海证券研究

表 5 重点公司盈利预测与评级

公司	股价 7.24 收盘	2008	每股收益 2009E	2010E	2008	P/E 2009E	2010E	每股净 资产	P/B	评级
万科 A	14.22	0.37	0.42	0.51	38.88	33.95	27.96	2.97	4.80	增持
深振业 A	14.33	0.30	0.66	0.81	48.31	21.68	17.67	3.48	4.11	增持
招商地产	36.90	0.71	0.95	1.12	51.62	38.84	32.95	8.75	4.22	增持
中粮地产	15.34	0.08	0.18	0.25	192.08	83.56	60.16	1.77	8.52	中性
华侨城 A	24.79	0.35	0.58	0.72	67.17	40.53	32.65	2.19	10.74	增持
金融街	15.88	0.42	0.49	0.63	36.91	31.55	24.54	5.93	2.61	增持
福星股份	10.90	0.47	0.52	0.65	23.46	21.13	16.91	5.19	2.12	中性
荣盛发展	18.58	0.46	0.68	0.83	38.45	26.21	21.47	2.72	6.54	中性
滨江集团	16.93	0.58	0.65	0.85	30.24	27.03	20.67	2.15	8.16	增持
保利地产	29.68	0.91	1.13	1.28	32.03	25.88	22.84	4.00	7.31	增持

华发股份	23.22	0.80	0.83	1.17	29.09	27.94	19.82	5.67	4.09	增持
金地集团	19.32	0.50	0.55	0.66	35.08	31.96	26.64	4.29	4.10	增持
浦东金桥	16.28	0.33	0.35	0.45	49.42	46.40	36.09	3.82	4.25	增持
中华企业	19.20	0.43	0.49	0.58	46.94	40.86	34.52	3.09	6.48	增持
张江高科	16.83	0.34	0.48	0.57	50.51	35.90	30.23	3.43	5.03	增持

数据来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归国海证券所有。