

房地产上市公司仍在向好的方向恢复

——房地产行业 2009 年下半年投资策略

投资摘要:

● **景气指数如期止跌回升。**房地产景气指数经历 15 个月的连续下跌后，如我们年前所预测在二季度止跌回升。5 月份房地产景气指数为 95.94，环比增长 1.25%，比 4 月份的环比增长 0.02%多了 1.23 个百分点。市场正在向好的一方继续发展。当然这一过程不会是一个简单的过程，其中仍会有反复。

● **恢复过程中房地产上市公司的差异性将被放大。**一旦先行恢复公司取得比前几年更低成本土地进入一个新的开发建设周期后，公司差异性引发的并购机会就会来到，预计今年年底及明年将有机会。

● **销售价格和通胀预期是下半年主要影响因素。**商品房销售价格的快速上涨已使不少主要城市的销售增长出现回落。出于抵御通货膨胀导致货币购买力下降的需要，通胀的预期将提升人们的购房热情。

● **行业全年处在恢复中。**由于房地产上市公司前期库存积压时间相对较长，公司的财务费用增长较多，加上计提减值准备等侵蚀掉了公司部分利润。预计下半年房地产上市公司的利润将有所好转，行业全年处在不断恢复中。

● **投资策略。**市场在向好的方向发展，重点关注业绩增长较好的公司，如建发股份、保利地产、厦门国贸、招商地产、滨江集团、金地集团和中华企业等；关注土地资源较多的公司，如中天城投、云南城投和北京城建等；关注有稳定租金收入的公司，如金融街、中国国贸和张江高科等。

重点上市公司推荐与投资评级

简称	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
建发股份	0.54	0.60	0.94	25.56	23.16	20.67	推荐
保利地产	0.91	1.01	1.60	29.26	26.32	12.17	推荐
中天城投	0.40	0.62	0.92	33.83	22.02	14.71	推荐
金融街	0.43	0.51	0.62	31.63	26.67	16.18	推荐
张江高科	0.38	0.51	0.67	39.89	29.76	19.98	推荐

看好/维持

郑闵钢

东兴证券研究所

0086-010-66507310

zhengmg@dxzq.net.cn

北京市西城区阜成门内大街 410 号

邮编: 100140

行业基本资料		占比%
股票家数	110	6.88%
重点公司家数	16	1.00%
行业市值	11545 亿元	4.77%
流通市值	7173 亿元	8.09%
行业平均市盈率	44.28 倍	/
市场平均市盈率	29.87 倍	/

房地产行业股价走势图



相关研究

1. 《土地市场泛起浪花，房地产市场仍可期待》2009.5.27;
2. 《销售市场在恢复，关注土地市场的活跃度》2009.5.8;
3. 《一线和东部沿海城市销售好，市场存在结构性机会》2009.4.2;
4. 《行业复苏尚需“消肿”和“养血”》2009.2.27;
5. 《冬季里我们依旧能找到可以投资的花朵》2009.1.22。

目 录

1 房地产市场回暖强劲	5
1.1 国房景气指数回升如期而至	5
1.2 销售面积和金额同比已创新高	6
2 市场恢复在向纵深方向发展	7
2.1 房地产市场回暖走向深处	7
2.2 房地产开发企业信心也在恢复，土地购置趋热	7
2.3 房地产行业发展需要双推动力	8
3 销售价格和通胀预期左右下一步的市场	9
3.1 销售价格的上涨将成为压制销售增长的主要因素	9
3.2 升值功能的期待提升购房热情	12
4 房地产上市公司全年将得到较好恢复	14
4.1 销售和投资加大，推动市场向前发展	14
4.2 一季度业绩下降，但总体状况不断好转	15
5 投资策略	18
5.1 注重可销售资产大、可变现能力强的上市公司	18
5.2 拥有大量低成本土地的上市公司	22
5.3 拥有稳定出租业务的上市公司	22
6 重点公司	22
6.1 建发股份	22
6.2 厦门国贸	23
6.3 金融街	23
6.4 张江高科	24

图目录

图 1 09 年 5 月份全国房地产景气指数连续回升	6
图 2 国房景气指数如我们年前预测止跌起稳	6
图 3 北京、上海、广州和深圳房屋销售价格指数全面回升	6
图 4 近六年商品房销售面积创新高	7
图 5 近六年商品房销售金额创新高	7
图 6 市场恢复进程示意图	7
图 7 二季度北京土地成交面积加大	8
图 8 二季度上海土地成交面积加大	8
图 9 二季度深圳土地成交面积加大工业	8
图 10 二季度重庆土地成交面积加大	8
图 11 市场持久发展的推动力示意图	8
图 12 09 年住宅商品房销售价格同比近 07 年高值	10
图 13 09 年住宅商品房销售价格上升	10
图 14 北京商品房住宅成交面积及同比情况	10
图 15 上海商品房住宅成交面积及同比情况	10
图 16 深圳商品房成交面积及同比情况	11
图 17 重庆商品房成交面积及同比情况	11
图 18 杭州商品房成交面积及同比情况	12
图 19 苏州商品房住宅成交面积及同比情况	12
图 20 福州商品房住宅成交面积及同比情况	12
图 21 厦门商品房住宅成交面积及同比情况	12
图 22 宁波商品房成交面积及同比情况	12
图 23 CPI、PPI 连续为负	13
图 24 商品零售价格指数等不断创低	13
图 25 国际黄金商品行情走高	13
图 26 布兰特原油（现货）商品行情走高	13
图 27 全美住宅建筑商协会房地产市场指数在回升	14
图 28 截止 2009 年 5 月开发土地面积及同比	15
图 29 截止 2009 年 5 月购置土地面积及同比	15
图 30 市场全面恢复需要期待新开工面积较好增长	15
图 31 09 年一季度财务费用同比上涨 14.63%	15
图 32 09 年营业总收入下降 6.51%	15
图 33 09 年一季度利润总额同比下降 19.43%	16

图 34 09 年一季度净利润同比下降 20.39%.....	16
图 35 09 年一季度现金流为 08 年三倍以上	16
图 36 09 年现金流占营业收入由年的负值转为正	16
图 37 09 年东部商品房销售占比高于去年	21
图 38 09 年东部商品住宅房销售占比高于去年	21

表目录

表 1 近几年住宅商品房销售价格及同比情况.....	9
表 2 5 月以来部分城市周成交面积平均环比与年初以来平均环比	11
表 3 房地产开发投资及同比情况.....	14
表 4 近几年房地产上市整体收益情况.....	16
表 5 今年以来万科销售面积和金额及同比均有增长.....	17
表 6 今年以来保利集团销售面积和金额及同比有很大增长.....	17
表 7 上市公司一季度与年底货币、现金流、存货和预收款相比前后十名.....	19
表 8 财务分析得分在 100 以上的企业.....	19

1 房地产市场回暖强劲

1.1 国房景气指数回升如期而至

房地产景气指数经历 08 年 1 月以来 15 个月的连续下跌后，如我们年前所预测在二季度止跌回升。5 月份房地产景气指数为 95.94，环比增长 1.25%，比 4 月份的环比增长 0.02%多了 1.23 个百分点。

房地产开发投资景气指数为 93.13，环比增长 2.12%。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，比去年同期回落 25.1 个百分点。其中，商品住宅完成投资 7105 亿元，同比增长 4.4%，增幅比 1-4 月提高 1.0 个百分点，比去年同期回落 30.6 个百分点。商品住宅投资占房地产开发投资的比例为 69.9%。

资金来源景气指数为 96.62，环比增长 2.46%。1-5 月，房地产开发企业本年资金来源 17523 亿元，同比增长 16.1%。其中，国内贷款 3962 亿元，增长 15.8%；利用外资 225 亿元，下降 8.7%；企业自筹资金 6244 亿元，增长 10.9%；其他资金 7091 亿元，增长 22.3%。在其他资金中，定金及预收款 4158 亿元，增长 17.2%；个人按揭贷款 1983 亿元，增长 39.8%。

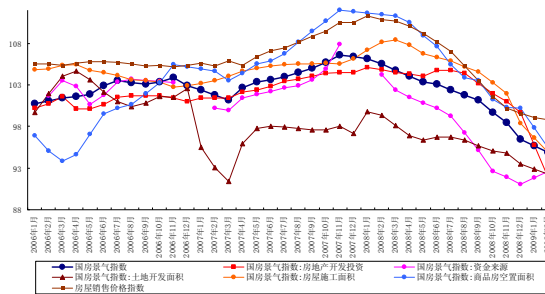
房屋销售价格景气指数达 99.40，环比增长 0.51%，增长与 4 月份持平。1-5 月，全国商品房销售面积 24644 万平方米，同比增长 25.5%。其中，商品住宅销售面积增长 26.7%；办公楼销售面积下降 1.8%；商业营业用房销售面积增长 18.3%。1-5 月，商品房销售额 11389 亿元，同比增长 45.3%。其中，商品住宅销售额增长 49.0%，办公楼和商业营业用房销售额分别增长 11.6%和 27.9%。

房屋施工面积景气指数首次出现回升为 93.93，环比增长 0.49%。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

土地开发面积景气指数为 92.55，环比-0.16%，继 4 月份出现 0.54%增长后略有下降。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%；完成土地开发面积 8845 万平方米，同比下降 13.3%。

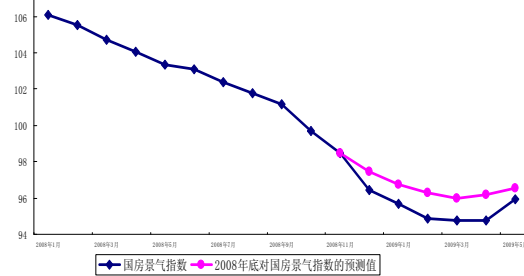
商品房空置面积景气指数仍在下降过程中为 89.05，环比下降-2.36%。从上半年的据来看，房地产市场在回暖并在 5 月份加速。市场底部正在积极构筑并开始向上缓慢抬升。

图 1 09 年 5 月份全国房地产景气指数连续回升



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

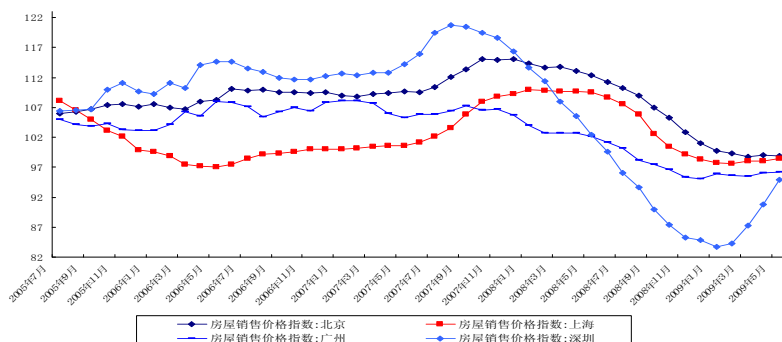
图 2 国房景气指数如期止跌起稳



资料来源：东兴证券研究所

4 月份北京、上海、广州和深圳的房屋销售价格景气指数环比全面开始回升。从几大主要城市的房屋销售价格指数来看，深圳的销售价格回暖先于全国，其 2 月份就开始止跌回升，回升了 0.60 个点，3 月回升加快，环比回升了 3 个点，4 月份回升了 3.5 个点，5 月份回升了 4.1 个点。回升在月月加大。3 月份上海的房屋销售价格指数也开始止跌回升，回升了 0.40 个点，4 月份持平，5 月份又回升了 0.40 个点。北京和广州的房屋销售价格指数相对稳定并在恢复中。

图 3 北京、上海、广州和深圳房屋销售价格指数全面回升



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

1.2 销售面积和销售金额同比已创新高

2009 年 1-5 月，全国商品房销售面积 24644 万平方米，同比增长 25.52%。其中，商品住宅销售面积增长 26.7%；办公楼销售面积下降 1.8%；商业营业用房销售面积增长 18.3%。1-5 月，商品房销售额 11389 亿元，同比增长 45.32%。其中，商品住宅销售额增长 49.0%，办公楼和商业营业用房销售额分别增长 11.6%和 27.9%。

从今年前五个月的销售情况来看，由于去年购房需求压制在今年得到集中释放，今年商品房销售好于之前的年份。商品房销售经历了近一年的萎缩后已连续五个月销售同比增长。

图 4 近六年商品房销售面积创新高

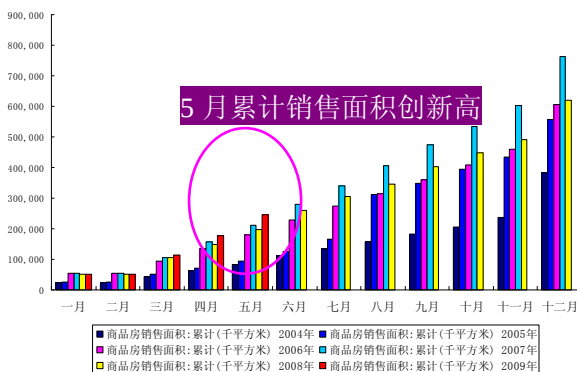
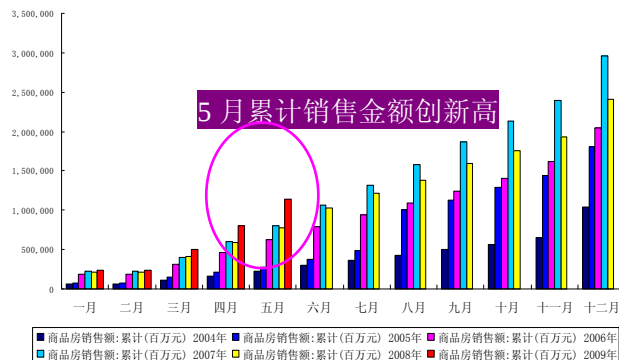


图 5 近六年商品房销售金额创新高



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

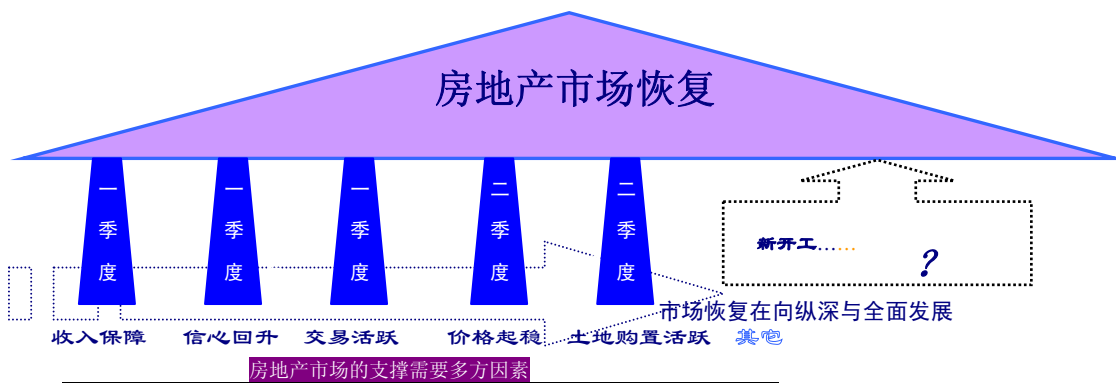
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

2 市场恢复在向纵深方向发展

2.1 房地产市场回暖走向深处

由于我国现行经济环境使个人收入能得到充分保障，加上去年以来针对房地产行业出台的一系列优惠扶持政策作用显现，使 09 年房地产市场出现回暖。具体表现为：一季度市场销售出现活跃；二季度市场销售价格启稳，而且土地市场开始活跃。从目前的市场反映来看，虽然行业仍没有得到完全恢复，但已向纵深方向全面发展。

图 6 市场恢复进程示意图

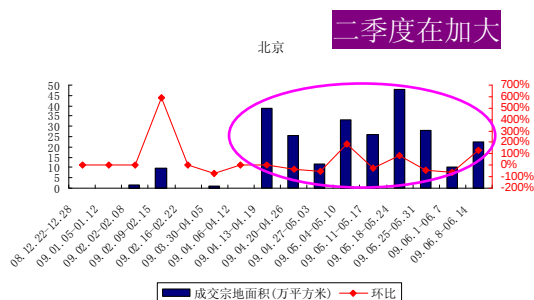


资料来源：东兴证券研究所

2.2 房地产开发企业信心也在恢复，土地购置趋热

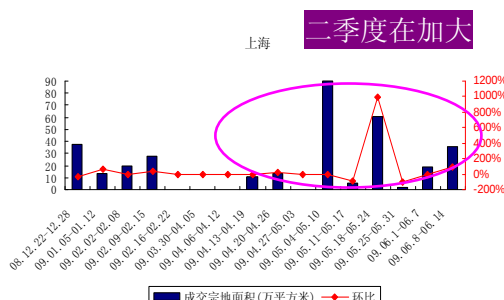
在商品房销售回暖的同时，房地产开发企业经过持续的“消肿”与“养血”后，在土地购置市场已表现一定的活力。5 月份北京、上海、深圳和重庆等大城市土地购置面积率先出现增长。据搜房网的有关数据，北京 5 月份周平均土地成交面积为 34 万平方米，比四月份周平均的 19 万平方米多 15 万平方米；上海 5 月份周平均土地成交面积为 40 万平方米，比四月份周平均的 6 万平方米多 34 万平方米。

图 7 二季度北京土地成交面积加大



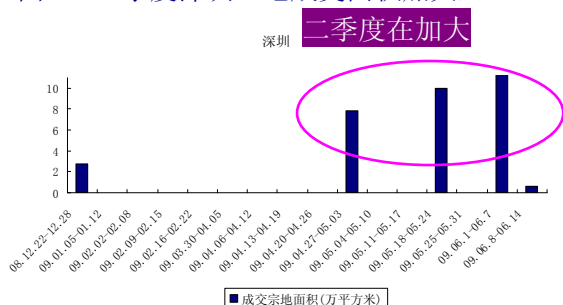
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 8 二季度上海土地成交面积加大



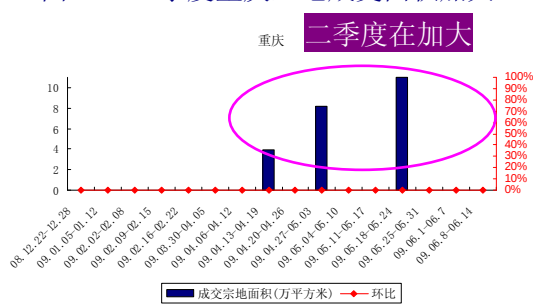
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 9 二季度深圳土地成交面积加大且



资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 10 二季度重庆土地成交面积加大

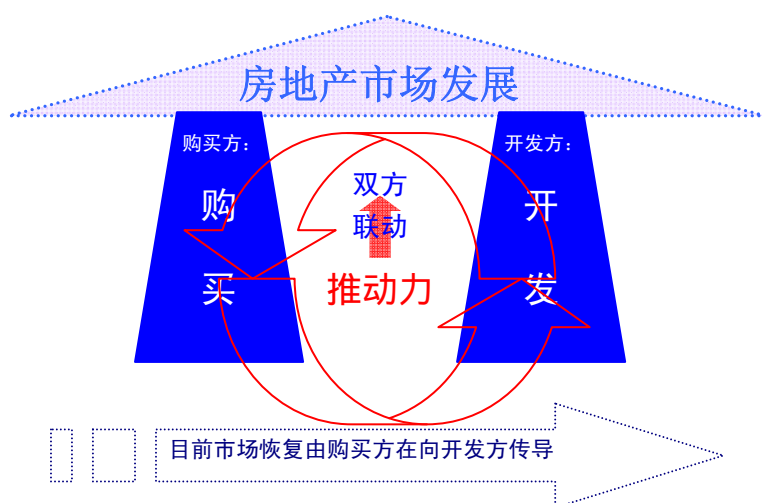


资料来源：搜房网、东兴证券研究所

2.3 房地产行业发展需要双推动力

目前，购房出现热销已明确表示购房者信心得到恢复，而在二季度部分城市土地购置面积开始增长表明房地产开发企业的信心也在恢复，市场正在向好的一方继续发展。当然这一过程不会是一个简单的过程，其中仍会有反复。

图 11 市场持久发展的推动力示意图



资料来源：东兴证券研究所

我们认为房地产市场的发展需要购买方和开发商的良好联动才能形成持久的推动力，首先需要购房者的信心恢复并参与到购房之中，其次需要房地产开发企业的信心恢复并参与到土地购置和开发以及房屋新开工。即一方面需要商品房交易双方的信心共同恢复后才能实现市场的真正恢复；另一方面恢复需要从商品房销售市场这一前端推向商品房开发和生产的纵深才能实现市场的持续恢复。目前土地购置趋热，市场在向纵深发展。

3 销售价格和通胀预期左右下一步市场

下半年，房地产行业的恢复与发展除受国内外宏观经济环境的变化影响外，还受商品房销售价格的变化影响。商品房销售价格的快速上涨将压制销售量的增长，而通胀的预期将提升人们的购房热情，这二个因素将左右下半年的房地产市场。

3.1 销售价格的上涨将成为压制销售增长的主要因素

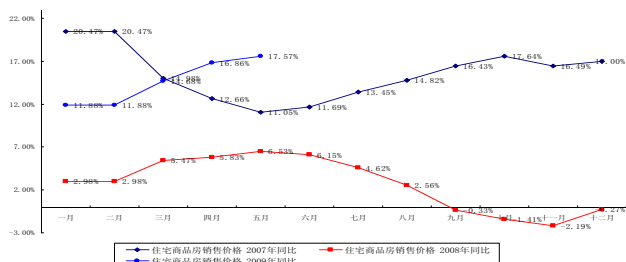
根据统计数据，自去年下半年销售价格出现回落以来，2009 年住宅商品房的销售价格明显回升，尤其是进入二季度后，住宅商品房的销售价格同比增长加快。3 月份，住宅商品房销售价格为 4265 元/平方米，同比增长 14.68%，比 2008 年 3 月份的同比 5.47%高出一倍以上，并开始接近 2007 年 3 月份的同比增长。5 月份，住宅商品房销售价格为 4450 元/平方米，同比增长 17.57%，比 2008 年的 6.53%高出 69.07%，接近 2007 年最高月 20.47%的同比增长。

表 1 近几年住宅商品房销售价格及同比情况

	2007 年	2007 年 同比	2008 年	2008 年 同比	2009 年	2009 年 同比
一月	3,824	20.47%	3,938	2.98%	4,406	11.88%
二月	3,824	20.47%	3,938	2.98%	4,406	11.88%
三月	3,526	14.98%	3,719	5.47%	4,265	14.68%
四月	3,519	12.66%	3,724	5.83%	4,352	16.86%
五月	3,553	11.05%	3,785	6.53%	4,450	17.57%
六月	3,568	11.69%	3,787	6.15%		
七月	3,621	13.45%	3,788	4.62%		
八月	3,680	14.82%	3,774	2.56%		
九月	3,727	16.43%	3,715	-0.33%		
十月	3,763	17.64%	3,710	-1.41%		
十一月	3,782	16.49%	3,699	-2.19%		
十二月	3,665	17.00%	3,655	-0.27%		

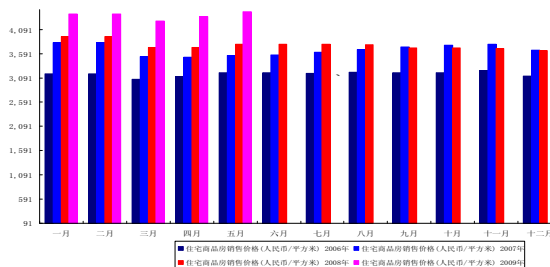
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 12 09 年住宅商品房销售价格同比接近 07 年高值



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

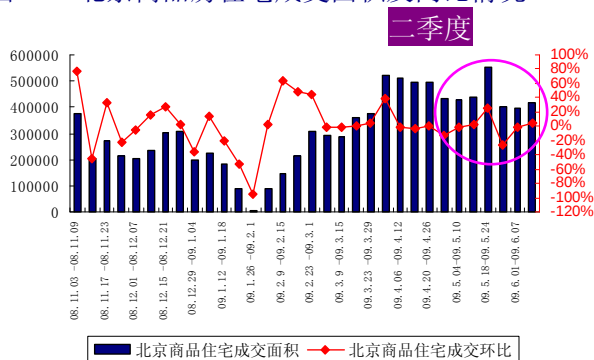
图 13 09 年住宅商品房销售价格上升



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

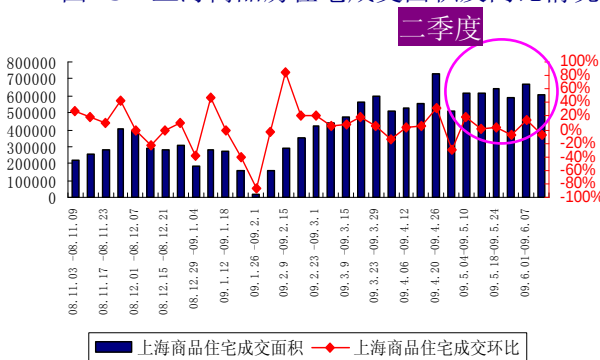
房地产销售回暖一方面得益于国家一系列扶持政策调低了相关税费，另一方面也是商品房价格出现了回落。二方面的综合作用使购房者的信心得到增强，购房的能力相对提高。但进入二季度后，尤其是在 5 月份住宅商品房销售价格同比上涨幅度快接近 2007 年最高月增长值，不少主要城市的销售增长已出现回落甚至负增长。价格的上涨已对购房产生压制一种作用，年青人购房观望又开始加大，改善性购房者购房计划放缓。根据搜房网提供的数据，北京、上海和深圳进入 5、6 月份后成交面积的环比增长出现明显的回落。截止 2009 年 6 月 14 日，北京近半年商品住宅周成交面积平均环比为 1.37%，而 5 月以来的周平均环比下降到-1.31%，下降了 2.69%；上海近半年商品住宅周成交面积平均环比为 4.07%，而 5 月以来的周平均环比下降到-1.36%，下降了 5.43%；深圳近半年商品住宅周成交面积平均环比为 1.05%，而 5 月以来的周平均环比下降到-1.00%，下降了 2.05%。其它多数城市 5 月以来下降更多。

图 14 北京商品房住宅成交面积及同比情况



资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 15 上海商品房住宅成交面积及同比情况



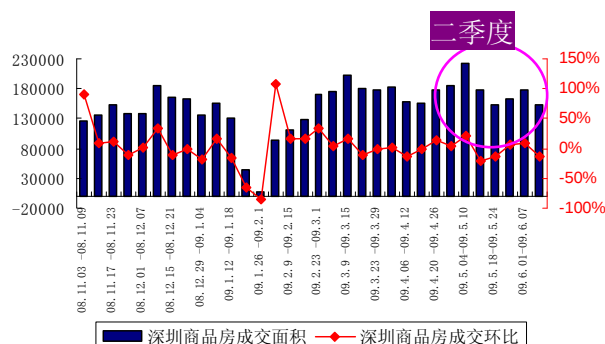
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

表 2 5 月以来部分城市周成交面积平均环比与年初以来平均环比

周日期	北京 商品住宅	上海 商品住宅	深圳 商品房	重庆 商品房	杭州 商品房	宁波 商品房	福州 商品住宅	厦门 商品住宅
09.1.05 -09.1.11	13.76%	47.79%	15.89%	-4.13%	22.33%	47.53%	446.66%	114.82%
09.1.12 -09.1.18	-19.60%	-1.65%	-16.26%	6.85%	-23.97%	46.76%	-72.46%	-22.90%
09.1.19 -09.1.25	-52.76%	-41.53%	-65.30%	-32.98%	-49.41%	-63.19%	-51.82%	-36.27%
09.1.26 -09.2.1	-95.54%	-87.73%	-84.30%	-78.88%	-88.89%	-95.41%	-74.15%	-82.23%
09.2.2 -09.2.8	1.81%	-2.35%	107.58%	51.16%	-33.14%	-28.79%	38.05%	140.51%
09.2.9 -09.2.15	63.66%	83.71%	16.82%	37.89%	98.82%	115.25%	35.70%	10.16%
09.2.16 -09.2.22	47.92%	21.66%	15.94%	2.45%	51.31%	32.60%	29.76%	25.41%
09.2.23 -09.3.1	45.05%	20.20%	32.73%	56.87%	61.20%	15.57%	-10.85%	-22.61%
09.3.2 -09.3.8	-1.71%	4.73%	3.10%	-21.54%	27.75%	-23.38%	-15.79%	-16.17%
09.3.9 -09.3.15	-0.61%	8.33%	15.54%	-21.12%	-8.69%	20.85%	7.39%	-3.65%
09.3.16 -09.3.22	0.34%	18.62%	-10.69%	26.89%	3.77%	17.38%	26.60%	-10.62%
09.3.23 -09.3.29	5.00%	5.65%	-0.78%	4.52%	6.22%	5.99%	16.49%	51.79%
09.3.30 -09.4.05	38.28%	-15.22%	1.86%	-9.05%	2.33%	6.73%	6.62%	-28.23%
09.4.06 -09.4.12	-2.13%	4.26%	-13.28%	-26.61%	17.50%	-10.49%	-27.95%	-16.12%
09.4.13 -09.4.19	-2.44%	5.64%	-1.05%	3.29%	0.46%	9.25%	43.25%	0.19%
09.4.20 -09.4.26	-0.25%	30.94%	13.38%	214.36%	49.82%	25.02%	-11.73%	36.42%
09.4.27 -09.5.3	-12.87%	-29.59%	4.35%	-26.56%	-6.54%	-15.28%	-4.41%	-6.24%
09.5.04 -09.5.10	-1.00%	19.66%	20.35%	-6.79%	4.74%	32.13%	7.29%	69.22%
09.5.11 -09.5.17	2.77%	0.49%	-20.57%	-63.47%	11.00%	-3.29%	35.86%	-22.87%
09.5.18 -09.5.24	25.64%	3.15%	-13.66%	24.01%	15.81%	6.66%	-21.08%	-26.70%
09.5.25 -09.5.31	-27.19%	-8.06%	7.32%	-9.05%	11.83%	18.06%	-6.90%	-2.16%
09.6.01 -09.6.07	-1.17%	13.26%	8.88%	35.77%	-14.32%	-10.92%	-0.42%	12.45%
09.6.08 -09.6.14	4.64%	-8.43%	-13.67%	10.24%	-4.85%	-6.33%	-5.78%	15.90%
09 年截止 6 月 14 日平均	1.37%	4.07%	1.05%	7.57%	6.74%	6.20%	16.97%	7.83%
5 月份至 6 月 14 日平均	-1.31%	-1.36%	-1.00%	-5.12%	2.52%	3.00%	0.65%	5.66%
5 月以来环比增长回落	-2.69%	-5.43%	-2.05%	-12.69%	-4.22%	-3.20%	-16.32%	-2.17%

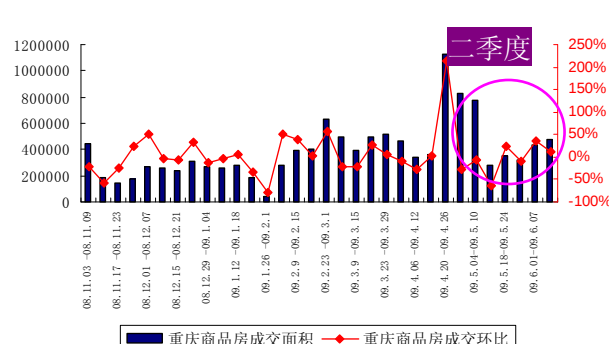
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 16 深圳商品房成交面积及同比情况



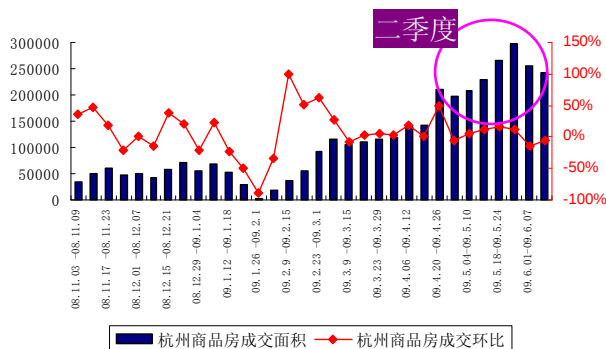
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 17 重庆商品房成交面积及同比情况



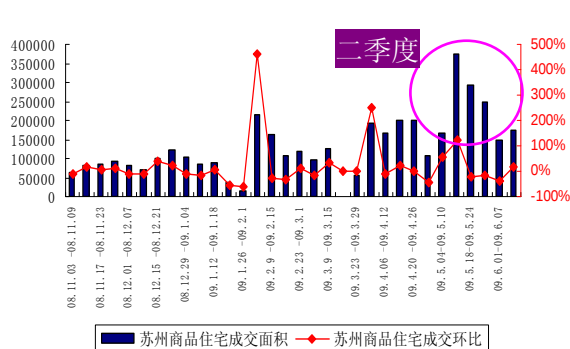
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 18 杭州商品房成交面积及同比情况



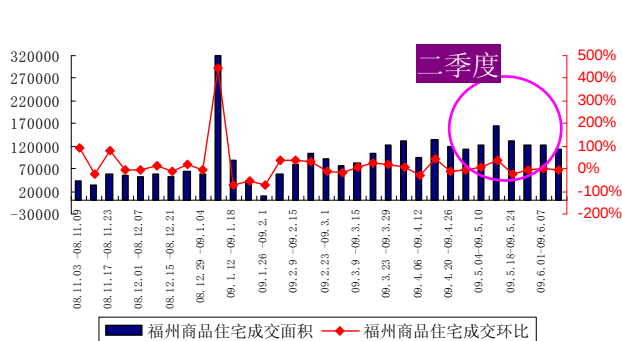
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 19 苏州商品房住宅成交面积及同比情况



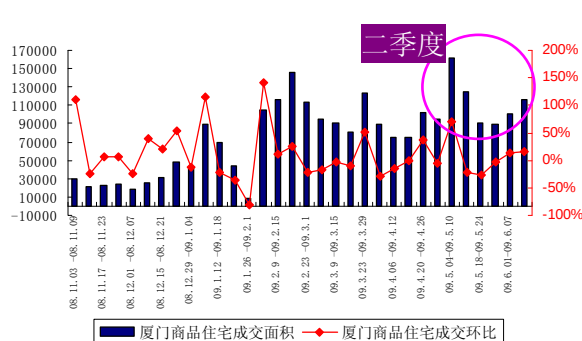
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 20 福州商品房住宅成交面积及同比情况



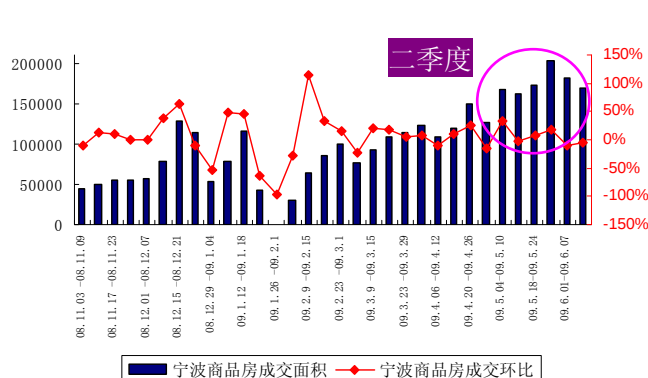
资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 21 厦门商品房住宅成交面积及同比情况



资料来源：搜房网、东兴证券研究所

图 22 宁波商品房成交面积及同比情况



资料来源：搜房网、东兴证券研究所

3.2 升值功能的期待提升购房热情

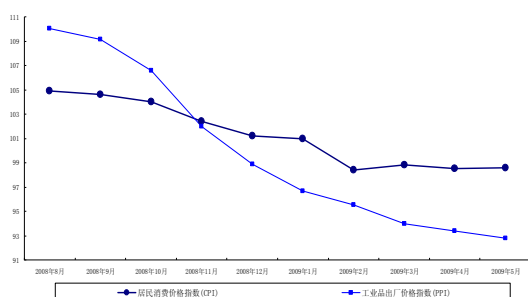
由于美联储（FED）首先公布购买政府担保的债券，世界各国央行也纷纷采取“量化宽松”的非常规货币政策，目前已有美国、日本、英国、瑞士采取量化宽松的货币政策。

策，其它国家央行实行量化宽松的货币政策压力与日俱增。由此全球将面临新一轮通货膨胀的可能，目前已引发国际原油、贵金属等大宗商品价格出现较大幅上涨。

国内 5 月份的 CPI 为 98.60，连续四个月为负值。PPI 达 92.80 连续六个月负增长。5 月份 CPI 与 PPI 之差达到 5.8 之高，PPI 回落速度继续快于 CPI。低利率已经成为刺激经济增长的必要手段，但持续投放的货币供应将增加在年底通胀的压力。

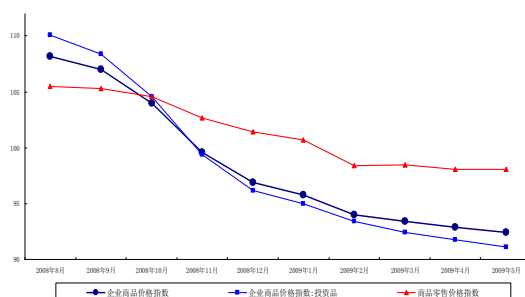
由于房地产具有金融投资功能，在通胀的预期下，人们出于抵御通货膨胀导致货币购买力下降的需要，会选择一些房地产进行升值。目前，人们对购买房地产来升值的热情在升温，这将成为改善型和投资型购房者购房的一大动力。

图 23 CPI、PPI 连续为负



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 24 商品零售价格指数等不断创低



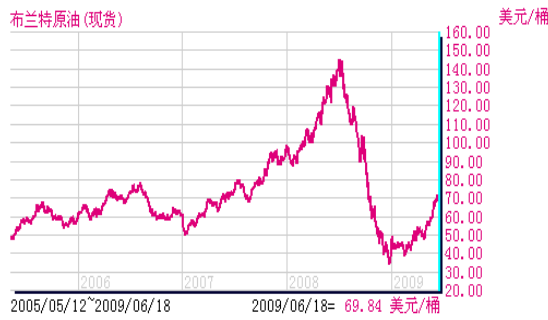
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 25 国际黄金商品行情走高



资料来源：嘉实资讯 XQ、东兴证券研究所

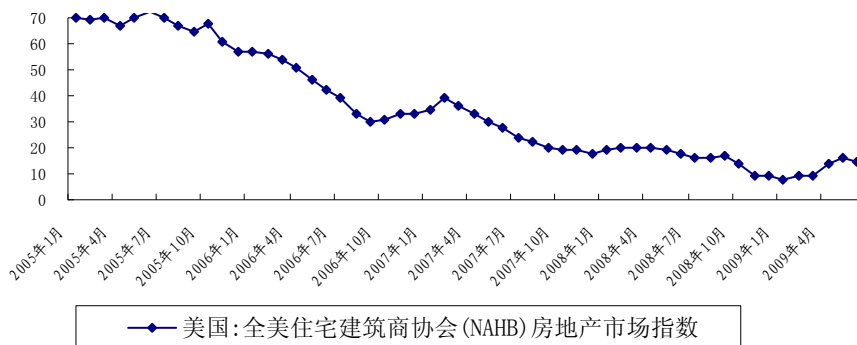
图 26 布兰特原油 (现货) 商品行情走高



资料来源：嘉实资讯 XQ、东兴证券研究所

截止 5 月份，美国的房地产也筑底回升，全美住宅建筑商协会房地产市场指数已从年初的最底点 8 回升到了 15。全美住宅建筑商协会房地产市场指数在 2005 年以前的二十年间一直处在很平衡的状态，指数维持在 60 上下（最高达 72）。但从 2005 年开始，美国房地产景气已不再，开始走上衰退。全美住宅建筑商协会房地产市场指数，在 2005 年底破二十年的平均值达 57 点。2006 年后连续三年以年跌幅 50% 左右的速度下跌，06、07 和 08 的跌幅分别达到 -42%、-49% 和 -53%。2009 年 1 月份指数跌至最低值 8。目前，美国的房地产景气指数也在恢复之中。

图 27 全美住宅建筑商协会房地产市场指数在回升



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

4 房地产上市公司全年将得到较好恢复

4.1 销售和投资加大, 推动市场向前发展

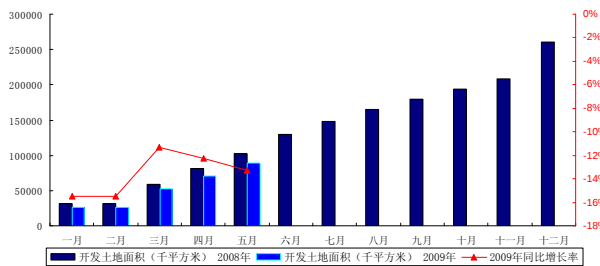
截止 5 月份, 商品房的累计销售面积和累计销售金额处在近几年的高位。虽然 5、6 月份的销售增长出现下滑, 但销售量仍保持一个较好的水平。因为经过近半年的“消肿”和“养血”, 房地产开发企业的活力开始显现, 一是房地产开发投资在增长。截止 2009 年 5 月, 全国完成房地产开发投资 10165 亿元, 同比增长 6.8%, 其中, 商品住宅完成投资 7105 亿元, 同比增长 4.4%, 占房地产开发投资的比重为 69.9%。二是土地购置开始活跃。北京、上海等地 5 月份周平均土地成交面积有很大增长。房地产行业正在向好的方向在发展, 但真正要得到全面恢复还需要新开工面积出现增长。我们预计四季度末将会出现。

表 3 房地产开发投资及同比情况

月份	房地产开发投资 (百万人民币)					月份	房地产开发投资同比增长率				
	2005	2006	2007	2008	2009		2005	2006	2007	2008	2009
1 月	119965	143639	178566	237372	239815	1 月	26.97%	19.73%	24.32%	32.93%	1.03%
2 月	119965	143639	178566	237372	239815	2 月	26.97%	19.73%	24.32%	32.93%	1.03%
3 月	232357	279268	354378	468775	488029	3 月	27.64%	20.19%	26.90%	32.28%	4.11%
4 月	340532	413091	526461	695208	728998	4 月	26.77%	21.31%	27.44%	32.05%	4.86%
5 月	464415	565768	721436	951928	1016521	5 月	25.41%	21.82%	27.51%	31.95%	6.79%
6 月	619306	769459	988723	1319567		6 月	25.78%	24.25%	28.50%	33.46%	
7 月	758699	941147	1213472	1588354		7 月	25.30%	24.05%	28.94%	30.89%	
8 月	892012	1106307	1427675	1842997		8 月	24.16%	24.02%	29.05%	29.09%	
9 月	1037770	1290240	1681405	2127769		9 月	24.18%	24.33%	30.32%	26.55%	
10 月	1176940	1461055	1919221	2391771		10 月	23.54%	24.14%	31.36%	24.62%	
11 月	1324000	1641573	2163188	2654573		11 月	23.30%	23.99%	31.78%		
12 月	1575930	1938246	2527965	3057982		12 月	19.77%	22.99%	30.43%		

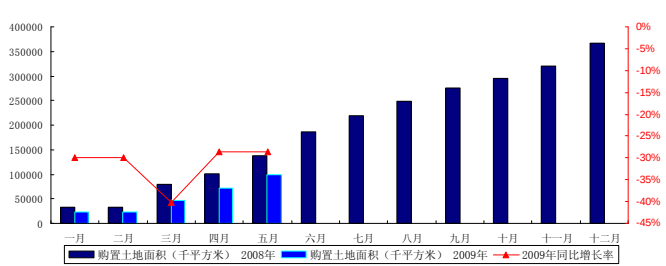
资料来源: CEIC、东兴证券研究所

图 28 截止 2009 年 5 月开发土地面积及同比



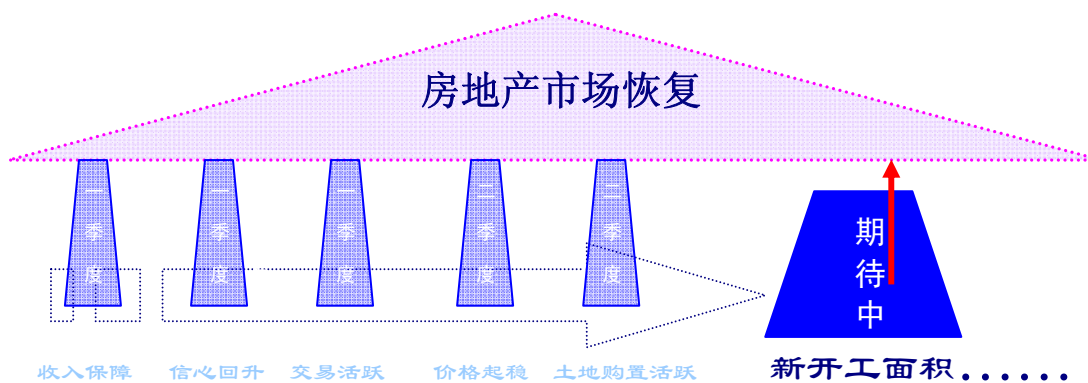
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 29 截止 2009 年 5 月购置土地面积及同比



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 30 市场全面恢复需要期待新开工面积较好增长

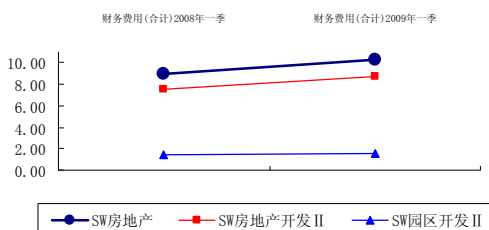


资料来源：东兴证券研究所

4.2 一季度业绩下降，但总体状况在不断转好

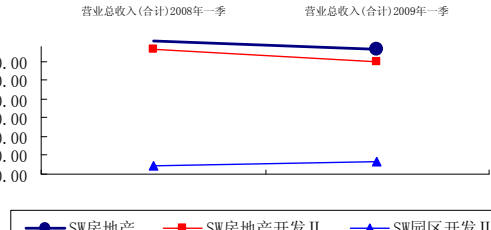
由于房地产上市公司前期库存积压时间相对较长，公司的财务费用增长较多，侵蚀掉公司部分利润。2009 年一季度房地产上市公司的财务费用为 10.30 亿元，比 2008 年同期的 8.99 亿元多出 14.63%。加上计提减值准备等，使房地产上市公司一季度的整体效益下降 20%左右。一季度房地产上市公司利润总额为 57.60 亿元，比 2008 年同期的 71.50 亿元减少了 19.43%；净利润为 42.38 亿元，比 2008 年同期的 53.23 亿元减少了 20.39%；每股收益下降更多一些。预计下半年房地产上市公司的利润将有所好转，行业全年处在不断恢复中。

图 31 09 年一季度财务费用同比上涨 14.63%



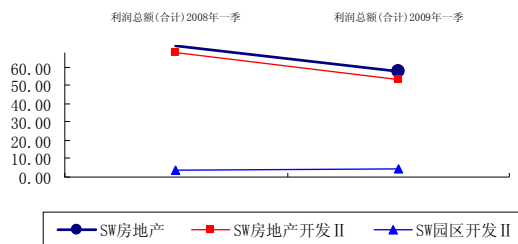
资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

图 32 09 年营业总收入下降 6.51%



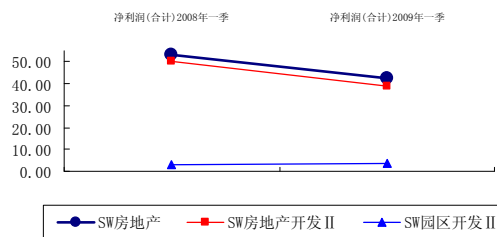
资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

图 33 09 年一季度利润总额同比下降 19.43%



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图 34 09 年一季度净利润同比下降 20.39%



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

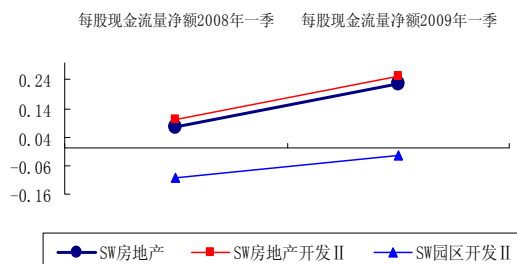
表 4 近几年房地产上市整体收益情况

时间	每股收益 EPS-基本 (算术平均)[单位] 元			净利润(合计) [单位] 亿元		
	SW 房地产	SW 房地产开发 II	SW 园区开发 II	SW 房地产	SW 房地产开发 II	SW 园区开发 II
2006 年报	0.18	0.18	0.17	129.60	110.36	19.24
2007 年一季度	0.03	0.04	0.02	29.07	26.30	2.78
2007 年报	0.36	0.37	0.23	264.85	244.81	20.04
2008 年一季度	0.08	0.09	0.05	54.12	51.11	3.01
2008 年报	0.26	0.24	0.43	284.21	255.31	28.90
2009 年一季度	0.03	0.03	0.03	42.25	38.88	3.37

资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

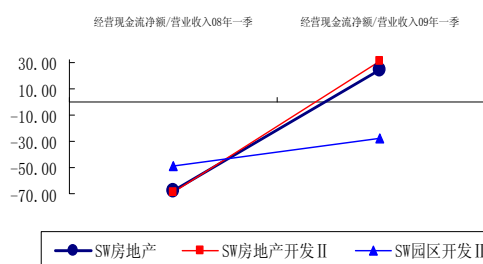
随着商品房销售明显好转, A 股房地产上市公司的销售收入得到提高, 尤其是公司的资金得到较好回笼。从一季度上市公司的现金流来看, 有了很大地改善。2009 年一季度房地产上市公司的每股现金流量净额达 0.2268 元/股, 是 2008 年一季度 0.0776 元/股的三倍以上。

图 35 09 年一季度现金流为 08 年三倍以上



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图 36 09 年现金流占营业收入由 08 年的负值转为正



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

根据 Wind 资讯的数据, 截止 2009 年 5 月, 万科累计销售面积 281.70 万平方米, 同比增长 27.47%; 销售金额 238.90 亿元, 同比增长 20.90%。保利集团累计销售面积 182.12 万平方米, 同比增长 105.65%; 销售金额 147.12 亿元, 同比增长 121.37%。金地集团累计

销售面积 67.75 万平方米，同比增长 85.31%；销售金额 66.59 亿元，同比增长 81.15%。

表 5 09 年以来万科销售面积和金额及同比均有增长

月份	万科月销售面积 (万平方米)		2009 年同比	月份	万科月销售金额 (亿元)		2009 年同比
	2008 年	2009 年			2008 年	2009 年	
一月	23.00	28.60	24.35%	一月	18.50	21.90	18.38%
二月	19.60	51.70	163.78%	二月	15.70	38.90	147.77%
三月	71.90	72.20	0.42%	三月	66.80	61.40	-8.08%
四月	48.20	59.50	23.44%	四月	43.20	52.70	21.99%
五月	58.30	69.70	19.55%	五月	53.40	64.10	20.04%
六月	44.80			六月	43.70		
七月	36.00			七月	31.10		
八月	47.40			八月	40.70		
九月	53.20			九月	43.00		
十月	46.40			十月	33.50		
十一月	42.10			十一月	35.70		
十二月	66.10			十二月	53.40		

资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

表 6 今年以来保利集团销售面积和金额及同比有很大增长

月份	保利集团月销售面积 (万平方米)		2009 年同比	月份	保利集团月销售 金额(亿元)		2009 年同比
	2008 年	2009 年			2008 年	2009 年	
一月	7.75	18.38	137.16%	一月	8.63	13.76	59.44%
二月	16.60	20.66	24.46%	二月	7.1	20.19	184.37%
三月	11.71	37.30	218.53%	三月	10.22	30.9	202.35%
四月	28.85	48.40	67.76%	四月	21.07	40.31	91.31%
五月	23.64	57.39	142.77%	五月	19.45	41.96	115.73%
六月	42.90			六月	40.53		
七月	15.18			七月	11.08		
八月	18.63			八月	12.04		
九月	10.78			九月	11.41		
十月	34.44			十月	25.82		
十一月	24.08			十一月	20.06		
十二月	31.74			十二月	22.2		

资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

5 投资策略

5.1 注重可销售资产大、可变现能力强的上市公司

5.1.1 行业压力得以缓和，恢复中企业差异加大

在前期房地产市场不景气的环境中，房地产公司都面临同样的压力，企业普遍出现的“浮肿”和“贫血症”现象。这时只是需要比公司的耐久力，部分企业可能会经受不住这种长久的压力而存在“休克”的可能。目前市场已得到很好恢复，大多数房地产公司都能够得到了较好的喘息，行业外界产生的压力可能引发的并购得以缓和。

资金与成本压力较轻的公司率先走出困境，并将有能力去取得更多成本低于 2007 年之前价格的土地。一旦这些先行恢复公司取得较低成本土地开发的项目进入一个低成本开发建设新周期，将对那些还没能及时从高成本商品房重负中摆脱出来的公司形成强大的竞争优势，届时那些恢复慢的公司将不可避免地成为被收购的对象。我们认为恢复中房地产上市公司差异性将被逐步放大，在低成本土地开发项目形成规模时，企业差异性引发的并购机会就会来到，预计到今年年底以及明年将有机会。

5.1.2 公司的资产形式、资产成本和资产流动差异大

2008 年房地产市场的调整，商品房的库存加大，公司资金缺乏；前几年土地及建筑材料等价格不断上涨，商品房成本居高。这二个因素造成了房地产公司的经营开发能力大大下降甚至停止，盈利能力大大减弱。房地产市场恢复过程中，企业的差异性将被放大主要表现在公司的资产形式、资产成本和资产流动三个方面。目前房地产市场的回暖，销售量和销售金额同比双增长促进了企业的资产在实物与货币、新实物与老实物之间良性流动。

据 Wing 资讯上申万分类的房地产上市公司一季度上市公司现金流出现净流入 87.05 亿元，与 2008 年底经营性现金-366.28 亿元相差达 453.33 亿元。另外货币比 2008 年底增加了 205 亿元，预收款增加了 168.66 亿元，这二个数据反映出上市公司通过销售回收货币效果明显；存货增加为 89.62 亿元，上市公司在目前土地价格较低的时期进行补充有利于公司的良性发展。但房地产上市公司在恢复中差异也很大，2009 年一季度与 2008 年底相比，货币增加前五名企业是万科、建发股份、云南城投、新湖中宝和金融街；现金流增加前五名企业是保利集团、金融街、招商地产、万科和中粮地产；存货增加前五名企业是保利集团、招商地产、新黄浦、建发股份和厦门国贸；存货减少前五名企业是万科、北辰实业、海泰发展、北京城建和中国宝安；预收款增加前五名企业是万科、保利地产、建发股份、金地集团和招商地产。

表 7 上市公司一季度与年底货币、现金流、存货和预收款相比前后十名

货币增减				现金流增减			
公司名称	前十名	公司名称	后十名	公司名称	前十名	公司名称	后十名
万科 A	69.44	渝开发	-1.58	保利地产	88.14	高新发展	-2.79
建发股份	21.83	招商地产	-1.75	金融街	52.72	天地源	-3.1
云南城投	18.99	厦门国贸	-2.05	招商地产	40.14	中国国贸	-3.2
新潮中宝	12.39	天房发展	-2.26	万科 A	37.19	云南城投	-5.23
金融街	11.65	华业地产	-2.69	中粮地产	35.24	华侨城 A	-7.91
苏州高新	9.38	北京城建	-2.88	滨江集团	23.23	外高桥	-10.41
金地集团	9.24	海泰发展	-3.4	金地集团	23.18	长春经开	-10.89
苏宁环球	7.91	陆家嘴	-3.63	广宇集团	23.01	首开股份	-11.28
滨江集团	7.81	中华企业	-3.75	上实发展	21.83	厦门国贸	-15.57
北辰实业	6.88	外高桥	-17.5	南京高科	17.54	北辰实业	-22.99

存货增减				预收款增减			
公司名称	前十名	公司名称	后十名	公司名称	前十名	公司名称	后十名
保利地产	15.99	亿城股份	-0.78	万科 A	34.42	空港股份	-0.61
招商地产	14.83	金山开发	-0.84	保利地产	29.59	鑫茂科技	-0.68
新黄浦	8.91	锦龙股份	-1	建发股份	20.92	北京城建	-0.91
建发股份	6.3	三木集团	-1.31	金地集团	15.09	中国宝安	-1.06
厦门国贸	5.99	中国武夷	-1.4	招商地产	10.79	外高桥	-1.15
外高桥	5.52	中国宝安	-1.49	滨江集团	9.59	上实发展	-1.19
首开股份	5.45	北京城建	-1.8	金融街	8.6	海泰发展	-1.37
云南城投	5.28	海泰发展	-2.54	首开股份	4.35	华远地产	-2.16
华侨城 A	4.89	北辰实业	-3.8	苏宁环球	3.65	中华企业	-3.03
华发股份	4.49	万科 A	-16.43	广宇发展	3.53	北辰实业	-4.03

资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

根据一季度财务情况，我们对房地产上市公司的净资产收益率、净利润同比增长、总资产周转率、每股现金流、资产负债率和毛利率等财务指标进行打分并进行总分排名，中天城投、云南城投、苏宁环球、锦龙股份、北辰实业、张江高科、华远地产、北京城建和金融街得分在 110 分之上。

表 8 财务分析得分在 100 以上的企业

企业代码	企业名称	净资产收益率	净利润同比增长	总资产周转率	每股现金流	资产负债率	毛利率	合计
000540.SZ	中天城投	29	30	23	10	12	21	125
600239.SH	云南城投	20	30	19	15	13	25	123
000718.SZ	苏宁环球	26	23	21	10	12	25	116
601588.SH	北辰实业	21	30	20	10	10	22	113
600895.SH	张江高科	21	27	20	10	7	26	112
600743.SH	华远地产	24	27	21	5	10	24	111

600266.SH	北京城建	23	30	20	5	10	22	111
000402.SZ	金融街	19	30	19	10	7	25	110
000797.SZ	中国武夷	20	25	22	10	12	20	109
600641.SH	万业企业	21	30	20	11	5	21	108
600048.SH	保利地产	21	23	20	10	12	22	108
000711.SZ	天伦置业	18	30	19	5	7	29	107
600606.SH	金丰投资	20	22	20	10	7	29	107
600325.SH	华发股份	22	22	20	10	10	22	107
600159.SH	大龙地产	20	30	20	10	10	18	107
600175.SH	美都控股	21	27	23	10	12	15	107
000502.SZ	绿景地产	20	30	21	5	9	22	107
000005.SZ	世纪星源	18	27	19	10	6	26	107
000090.SZ	深天健	21	30	22	10	9	14	107
600157.SH	鲁润股份	19	30	25	10	9	14	106
000002.SZ	万科 A	21	22	21	10	11	20	105
600663.SH	陆家嘴	19	30	19	5	7	26	104
000546.SZ	光华控股	19	30	22	5	12	16	104
000024.SZ	招商地产	19	30	19	5	9	22	104
600675.SH	中华企业	23	22	22	5	9	23	104
600732.SH	上海新梅	22	24	19	5	9	25	104
600615.SH	丰华股份	18	25	20	10	8	22	104
000573.SZ	粤宏远 A	18	30	20	10	6	19	103
000616.SZ	亿城股份	20	23	21	10	7	20	101
000760.SZ	博盈投资	10	29	27	10	11	14	101
600376.SH	首开股份	21	10	19	10	14	26	100
000042.SZ	深长城	10	29	20	10	11	20	100

资料来源：东兴证券研究所

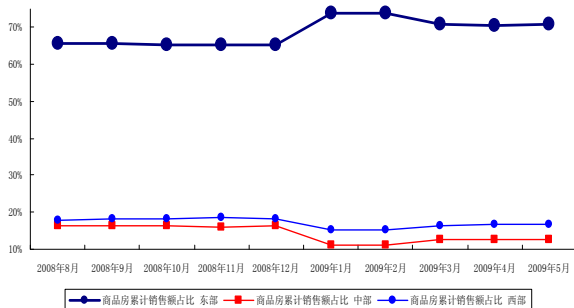
5.1.3 一线城市和东部地区的销售好于中、西部地区

在市场恢复过程中，东部地区（包括一线城市北京、上海和深圳等）商品房销售远好于中部和西部地区。截止 2009 年 5 月，商品房销售金额为 11338 亿元，其中东部地区为 8058 亿元，占全国的 70.75%，销售金额占比大于去年下半年 65%左右的比例；中部为 1447 亿元，占 12.71%；西部为 1883 亿元，占 6.54%。

另外，《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》的出台，给福建地区的房地产市场带来新的活力。2008 年，福建省房地产开发投资为 1114.22 亿元，占全国房地产开发投资 30579.82 亿元的 3.64%，占比居全国 31 个省市的第 11 位。自 2001 年以来，福建省房地产开发投资占全国的比重一直保持在 4%左右，其中 2006 年和 2007 年占比突破 4%，分别达 4.06%和 4.48%。2001 年至 2007 年中福建省房地产开发投资占全国房地产开发投资占比一直保持在第 9 位，虽然 2008 年有所回落，但 2009 年 3 月占比又开始有所回升。由于海峡两岸关系得到很大地改善，海西经济已给福建带来新的活力，我们预计福建省的房地产，尤其是厦门市和福州市的房地产市场

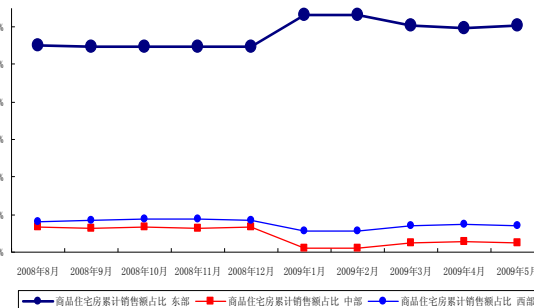
有望取得更好、更稳定的发展。

图 37 东部商品房销售额占比好于去年



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 38 东部商品住宅房销售额占比好于去年



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

表9 福建省房地产开发投资占全国总额比例及排名

年份	房地产开发投资(亿元)		福建省房地产 开发投资	
	全国	福建省	占比	占比排名
1997 年	3106.40	135.72	4.37%	7
1998 年	3579.58	164.89	4.61%	6
1999 年	4010.17	174.16	4.34%	7
2000 年	4901.73	198.76	4.05%	8
2001 年	6245.48	214.48	3.43%	9
2002 年	7736.42	248.99	3.22%	9
2003 年	10106.12	362.07	3.58%	9
2004 年	13158.25	477.79	3.63%	9
2005 年	15759.30	540.39	3.43%	9
2006 年	19382.46	787.36	4.06%	9
2007 年	25279.65	1132.49	4.48%	9
2008 年	30579.82	1114.22	3.64%	11
2009 年三月	4880.2946	178.5114	3.66%	

资料来源：CEIC、东兴证券研究所

5.1.4 在东部沿海和一线城市销售项目多的公司中寻找黑马

现在市场的销售价格已启稳，加上土地购置开始活跃，市场在向好的方向发展。下半年房地产上市公司仍可作为投资的对象。主要投资于在东部沿海城市和一线城市有较多可销售面积的公司，尤其可以关注受益于海西经济的公司。建议重点关注建发股份、保利地产、厦门国贸、招商地产、滨江集团、金地集团和中华企业等。

5.2 拥有大量低成本土地的上市公司

我们认为房地产市场的恢复，一方面需要购房者在信心回暖后参与到购房之中；另一方面更需要房地产开发企业的信心回暖并参与到新建房屋之中。继购房出现热销表示购房者信心在恢复后，5月份少数城市土地购置面积开始增长表示房地产开发企业的信心在恢复，而且房地产开发企业信心的恢复将促进新项目的开发。随着土地市场的活跃，进行土地一级开发和拥有大量低成本土地资源企业的收益将会得到较好增长，这些上市公司主要有中天城投、云南城投和北京城建等。

5.3 拥有稳定出租业务的上市公司

商业地产和工业地产拥有大量可出租的商业写字楼和工业厂房或者研发楼等，这些房地产资产仍具有较好的有效使用性和稳定租金收入。下半年仍建议选择商业和工业园区类公司作为投资主要品种。

从2009年一季度的房地产上市公司财务数据上看，园区类公司的每股收益与房地产上市公司平均水平持平，一季度每股收益均为0.03元/股。但净利润的同比率远好于房地产上市公司平均水平。园区开发类的净利润为3.37亿元，同比2008年的3.01亿元增长了11.90%；而房地产上市公司的总净利润为42.58亿元，同比2008年的54.12亿元减少了20.38%。我们认为主业于商业开发和工业园区开发的上市公司价值将显现，投资相对来说具有较好的抗风险性。下半年首选商业地产和工业园区地产中的强势企业以求安全，这类公司的代表如金融街、中国国贸和张江高科等。

6 重点公司

6.1 建发股份

公司贸易业务一直处在快速增长中。实施供应链运营商业以来，使得公司的竞争能力和盈利能力大在提高。公司的房地产项目除在福建的厦门、漳州和福州开发外，还布局在上海、长沙、成都、南昌、重庆、桂林和南宁等一、二线城市。

6.1.1 09年公司的国内贸易应好于进出口贸易

在贸易业务中，公司不但拥有一套有效的管理制度和一支专业的贸易队伍，而且拥有仓储、国内外货物运输、配送和集装箱堆场等专业的配套设施。公司贸易收入四年来翻了一番。2009年贸易收入仍是公司主要收入来源。

6.1.2 09年公司的房地产可销售面积大增

公司的房地产主要由控股的联发集团有限公司和建发房地产集团有限公司进行开发和经营。其中联发集团有限公司是公司原有的房地产开发公司，建发房地产集团有限公司是公司在2009年初将厦门国际会展中心95%的股权与大股东建发集团持有的建发房地产44.654%股权置换，作价16.82亿元；同时建发股份以3.77亿元现金收购

集团建发房地产 10% 股权而新取得的子公司。这一收购完成后，一方面公司将低收益的厦门国际会展中心从公司业务中剥离出去，另一方面又得到了集团优质的房地产开发资源，公司的房地产开发和租赁业务大大增强，预期收益将进一步的提高。预计 2009 年公司可销售面积在 150 万平方米以上，实现结算面积近 30 万平方米，实现收入 16.35 亿元。近 70 万平方米出租物业可实现 1.25 亿元。

6.1.3 盈利预测和评级

我们预计 2009 年、2010 年和 2011 年公司的 EPS 分别为 0.60 元/股、0.94 元/股和 1.02 元/股，相对应的 PE 分别为 25.56、23.16 和 20.67。考虑到国务院已经正式批准海西经济区先试先行，将给公司的房地产业务带来中长期的利好，维持“推荐”评级。

6.2 厦门国贸

6.2.1 三大业务具有区域优势，互补互进稳健发展

公司的贸易、房地产和港口物流业务具有很好的区域优势，并在业务及资源利用上互补，在扩张上互进。公司在这三大业务的支撑下竞争优势明显，公司收益稳定、发展持续性能力强。

6.2.2 房地产是公司的核心业务之一

多年来在厦门地区成功开发了一系列以“国贸”冠名的精品房地产项目，“国贸春天”获中国科技创新示范楼盘、“国贸蓝海”获中国规划创新示范楼盘称号。国贸地产“金钥匙”为福建省著名商标。国贸地产正努力提供高品质的住宅产品，引领先进的居住文化。

目前公司在厦门开发和销售的项目主要有国贸蓝海、国贸金门湾和厦门国贸天域。2007 年 9 月 26 日，公司通过竞拍获得安徽合肥土地资源，国贸地产异地开发取得突破，合肥国贸天域在筹建中。目前公司开发的项目建筑面积在 66 万平方米左右。另外公司建设的金门湾大酒店已完工并于 2008 年 7 月正式对外营业。

6.2.3 盈利预测和评级

我们预测厦门国贸 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益为 0.60 元/股、0.94 元/股和 1.23 元/股，相对应的 PE 分别为 23.16、20.67 和 13.16。考虑到国务院已经正式批准海西经济区先试先行，将给公司业务带来中长期的利好，维持“推荐”的评级。

6.3 金融街

6.3.1 加强经营与租赁业务回归，增强风险抵抗能力

由于公司以商务地产为主导的发展战略，发挥其资金优势和商务地产专业领域的

经验。2008 年经营与租赁业务得到快速增长，租赁主要是金融街新建设项目金融街购物中心的开业而带来的租赁收入较去年有大幅增长，增长率达 216.46%，物业经营也由于金融街丽思卡尔顿酒店及购物中心联营部分较去年同期增长了 89.16%。

面对房地产市场调整的巨大压力，公司作为主业于商务地产的房地产上市公司其经营与租赁业务发展良好，将在明年充分发挥出其风险低、收益稳定的优势。

6.3.2 布局全国，扩大盈利增长空间

公司正逐步形成以商务地产为核心的区域开发模式，目前公司的开发项目集中在北京、天津、惠州、南昌和重庆。开发的项目主要依托公司品牌优势和丰富的商务管理经验，以商务地产为主。公司将合理把握开发节奏，加强风险控制，实现企业安全、稳健、可持续发展。

天津项目是公司目前向外地拓展的最大商务地产项目，其中“津塔”项目规划为高 336.9 米的高级国际化商务办公楼；“津门”项目主要是商务配套设施，规划建设有超豪华五星级酒店、顶级公寓和配套商业。

公司还在惠州、南昌和重庆等地有开发业务，在这些开发项目中有较大比例为商品房项目。惠州项目景观资源比较好，项目为酒店和渡假村，能很好地发挥公司在商务地产上的优势。重庆和南昌项目主要是商品房项目。另外，公司在 08 年下半年取得德胜国际中心、复兴门内 4-2#项目、石景山区衙门口项目和西单美晟项目三个项目。为公司扩大在北京业务的提供了有力支持，并使公司未来总体业绩的增长得到连续和稳定。

6.3.3 公司评级

公司主要从事于商务地产开发和物业租赁业务，受宏观调控政策影响较小。公司 2008 年和 2009 年的收入仍将稳定。2008 年的收益主要来自于嘉年华大厦、国际会议中心、冠英园、金祺大厦、德胜国际中心 A 和 D 座以及物业经营与租赁收入。预计公司 2009 年和 2011 年的 EPS 分别 0.51 元、0.62 元和 0.72，相对应的 PE 分别为 26.67、16.18 和 13.31，给予“推荐”评级。

6.4 张江高科

6.4.1 已筑成高新产业的平台

张江高科的园区内已有一大批高新企业入驻，公司享受着园区内高新产业快速增长所带来的收益。从创建园区至今，张江高新区凭借国家高新开发区快速发展的天势，依托长江三角洲历史、地理以及人文的地利优势，并通过公司管理人员的共同努力，已在张江筑起我国优质高新产业的平台。

在张江高科构筑的这一优质高新产业平台上，通过“聚焦张江”、“一体两翼”战略，

已培育出专业化、集中化的高端特色创新集群。2008 年，园区已在原五大高端特色创新集群的基础上扩大培育新的集群。目前已形成集成电路、软件开发、生物医药、金融服务、文化创新、节能环保、光电子、新材料和现代农业九大类产业集群，园区仍处在高速发展中。近期公司为此也获得了土地资源的储备，增强了公司的持续发展能力。根据公司公告，公司将通过以不超过 21500 万元收购上海欣凯元投资有限公司股权的方式，收购该公司拥有浦东川沙工业区内占地面积为 119146 平方米的项目。该项目坐落在川沙经济园区内。公司为此获得了新的土地资源的储备，增强了公司的持续发展能力。另外，公司此次收购地块的项目位于川沙工业区内，若迪斯尼项目落定和川沙新市镇建设启动，深入到川沙的土地必将有更多商机。

6.4.2 客户稳定，租用面积在增加

客户比较稳定。从客户分类来看，IC 企业占 42%，IT 企业占 26%，BT（医药）企业占 20%，其它占 12%。这些高新企业资产质量高，社会竞争力强，有较好的支付能力。另外，入驻较为稳定，从租房签订的合同来看，一次签订 3 年以上的客户占 36%，1-3 年的占 60%，1 年以下的只有 4%，这组数据从一定程度上反映了房屋租用相对平稳。

园区内企业数量在增长，租用面积在加大。与 08 年上半相比，园区内企业数量增加了 12%，其中租用面积在 1000 平方米以上的企业数量增长了 18%。从目前园区内租用房屋客户租用面积分布来看，客户租用面积在 1500 平方米以上的占 64%，客户企业规模较大的占多数。由于园区内公司的发展在继续，有不少公司加大租用面积，如空气化工投资公司由原来的 10000 平方米扩租到 15700 平方米，增扩 50%以上。美敦力医药公司从 3000 平方米扩租到 5000 平方米，增扩 60%以上。苏威高新公司扩租了 2000 平方米。

6.4.3 收益情况

截止 2008 年 9 月，公司实现营业收入 12.84 亿元，同比增长 163%，其中完成房产销售面积逾 6.2 万平方米，确认房产销售收入 9.5 亿元，比去年同期增长 379%；完成公司年度销售计划近 70%。我们预计公司 2009 年和 2011 年的 EPS 分别 0.51 元、0.67 元和 0.84 元，相对应的 PE 分别为 29.76、19.98 和 15.19，维持“推荐”评级。

研究员简历

郑闵钢，房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券股份有限公司研究所。之前在中国东方资产管理公司从事股权资产的管理和处置工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

投资评级体系

公司投资评级：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

- 强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
- 推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。