

日期：2009 年 8 月 3 日

行业：房地产行业



金融地产研究小组 沈莉

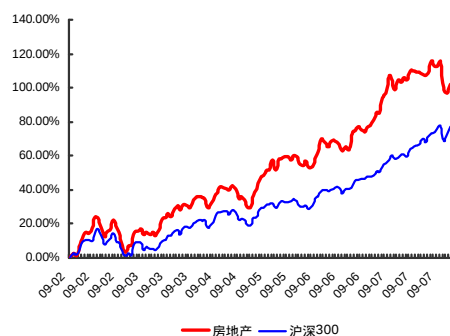
021-53519888-1922

shenli@sigchina.com

房地产类 6 月价格指数

房地产开发综合景气指数	96.55
房地产开发投资指数	93.60
土地开发面积指数	92.39
销售价格指数	101.96

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：

SL09-MIT06

相关报告：

行业将以稳定为主

——2009 年 8 月房地产业投资策略

■ 主要观点：

通胀预期显现

近期国内外经济皆有不同程度的通胀预期，央行二季度报告指出我国通胀预期有所显现。

货币政策微调，对房地产市场产生一定影响

针对资产价格过快上涨带来的通胀隐忧，政府采取多项微调措施。这些措施对房地产产生了负面影响。

房价相对收入上涨速度过快

房价与零售额的比值，已超过平均值，在目前可支配收入增长主要依靠转移性支付的情况下，房价上涨基础不够稳固。

房市将以稳定为主，超预期利好概率降低

政府需要刺激新开工面积以稳定经济，因此，宽松的货币政策主基调不会改变，房市下一阶段的主要特征将是以稳定为主，像上半年这种超预期利好概率降低。

估值将较为稳定

目前估值已反映房地产的交易量回暖。由于房地产市场下半年将以稳定为主，估值也将较为稳定。

投资建议：

评级未来十二个月内，房地产业：有吸引力

我们长期依然看好房地产行业，目前维持评级“有吸引力”。但短期内跑赢大盘的力量弱化，维持中期对于房地产板块可以进行策略性操作的投资建议。我们看好受益于产业转移的城市的房地产市场以及相关上市公司。

数据预测与估值：

房地产行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
万科 A	000002	13.36	0.37	0.44	0.61	36.11	30.36	21.90	4.46	跑赢大市
招商地产	000024	33.19	1.00	1.20	1.00	33.80	33.19	27.66	3.72	跑赢大市
收租类										
张江高科	600895	16.48	0.38	0.51	0.70	43.37	32.31	23.54	4.74	跑赢大市
陆家嘴	600663	28.44	0.47	0.62	0.62	60.51	45.87	46.62	6.34	跑赢大市
浦东金桥	600639	17.40	0.33	0.39	0.43	52.73	44.62	40.47	4.49	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为 2009 年 7 月 31 日收盘价

一、7 月份行业市场动态概述

1、通胀预期显现

近期国内外经济皆有不同程度的通胀预期。7 月 28 日，央行调查统计司发布《2009 年二季度宏观经济形势分析》的报告，明确指出当前我国通胀预期有所显现。美国和欧洲环比通缩自 2 月份已告结束，同比通缩状态有望在三、四季度结束，新兴亚洲国家也可能在 8-11 月间出现转向。各国在三、四季度将进入政策敏感期，这些政策将对房地产市场产生影响。

2、国内货币政策微调，对房地产市场产生一定影响

上半年银行信贷的大量投放，宽松的货币政策已经促使高储蓄流向了房地产领域，房地产交易量爆发式增长，房价的上涨速度可与 07 年高峰期媲美。如果不再采取措施，会使高储蓄加速流向房地产，如 1990 年前后的香港，炒作房地产，楼价飙升，庞大的资产泡沫迅速推高当地的成本水平，使得香港平均同比通胀率高达 10%，房地产市场的泡沫化是政府不愿见到的。

目前国家主要采取了以下措施：1) 对货币政策进行微调，公开市场操作，回收流动性，商业银行信贷政策进行窗口指导等；2) 严格执行二套房贷政策抑制房地产投机；3) 集中推地遏制房价快速上涨，调查各地土地开发情况；4) 查处“捂盘惜售”情况。

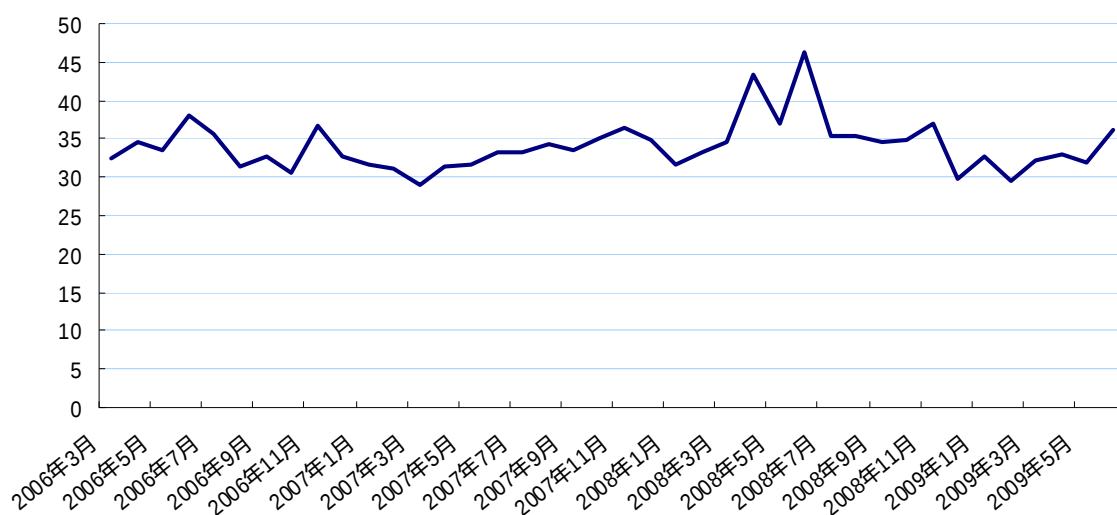
这些措施虽然都是微调，短期不会产生大幅度的冲击，但会产生一定的影响，如减缓房价上涨的速度。

在目前宏观经济的复苏还很脆弱的时候，政府还需要刺激房地产新开工面积来带动经济。因此，中央层面的政策强调控制首付比例，对于利率并没有做详细规定，为商业银行留下了较大的空间。而下半年面对房价和交易量的表现，政策调整也有较大的灵活性。如果房价继续快速上涨，不排除收紧政策力度加大。而且，商业银行的放贷任务在上半年已基本完成，下半年的放贷意愿并不大，因此下半年的资金面并不会为房地产交易量和价格的继续大幅飙升提供条件，房地产的表现将比较稳定。

3、房价相对收入上涨速度过快

由于国内对居民收入的统计无法达成共识，消费品零售额相对于收入较为稳定，我们用“消费品零售总额”来代替收入。以房价较高的上海为例，用“房价/消费品零售总额”来看，房价的增长与消费支出的增长基本一致，此比例的均衡值为 35，现在已经超过此数值，我们认为现在房价有泡沫化趋势。如果任由房价上涨，那么下半年有可能出现 08 年上半年的急速上升；如果及时遏制这种趋势，那么房价将横盘或者调整，我们认为后一种可能性更大。主要原因有以下两点：1) 上海统计局的数据表明上半年城市居民人均可支配收入 14965 元，同比增长 7.6%。其中，工资性收入 10290 元，增长 3.8%；转移性收入 3638 元，增长 20.3%。这说明消费品上涨的基础并不牢固，以政府转移性支出为主导的收入增长的持续性不强，房价上涨的基础也不稳固。2) 上半年，上海市居民家庭人均财产性收入 263 元，比去年同期增长 30.4%，增幅为四大收入来源中最高。无疑这受到了上半年宽松货币政策和股市上涨的影响，但这种财富效应是否可在下半年得到持续还存在很大的不确定性。

图 1 2006 年-2009 年房价/消费品零售总额



数据来源：上海统计局 上海证券研究所

4、交易量有下降趋势

从近期交易量情况来看，有下降趋势。环渤海地区总体来说较为

稳定，长三角地区的南京、上海和宁波皆有环比下降的趋势，珠三角总体交易量下滑，中西部二线城市成交量下滑。

具体我们还是分析一下上海的情况，7月一手房的交易环比数据今年首次下跌。

表 1 上海今年的月度一手房交易数据

月份	交易量（万平米）
2009 年 1 月	52
2009 年 2 月	75
2009 年 3 月	153
2009 年 4 月	189
2009 年 5 月	211
2009 年 6 月	219
2009 年 7 月	202

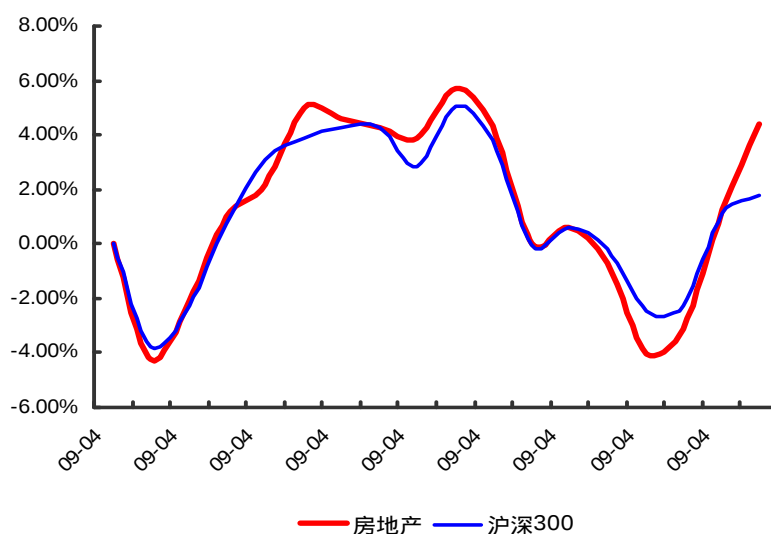
数据来源：上海证券研究所

二、上月房地产行业股票市场表现分析

1、房地产板块上涨 8.91%，沪深 300 指数上涨 17.94%

7 月份房地产板块上涨 8.91%，沪深 300 指数上涨 17.94%，符合我们中期的策略报告预期，提醒投资者房地产股已反映前期利好因素，会有较大震荡，请大家策略性操作。

图 2 房地产股 7 月份市场表现

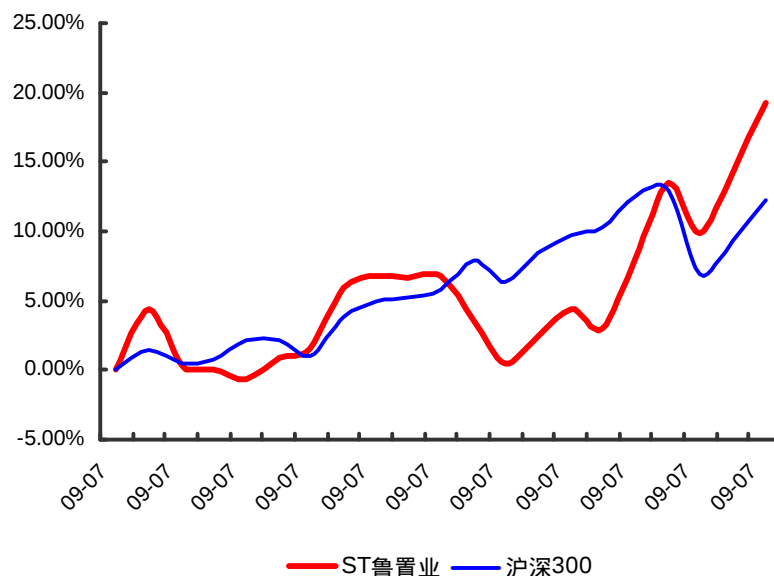


数据来源：wind 上海证券研究所

2、重组股表现较好

在 7 月的涨幅中，涨幅前列的都大都集中于 ST 重组地产股。主要的原因是房地产板块上涨已到一定高度，需要调整，而某些受益于实质性重组的地产股具有真实的上涨需求。

图 3 ST 鲁置业 7 月份市场表现



数据来源：wind 上海证券研究所

表 2 7 月份涨幅靠前的股票

证券代码	证券简称	月度涨幅%
600890.SH	*ST 中房	53.87
600807.SH	天业股份	52.07
600193.SH	创兴置业	46.85
000656.SZ	ST 东源	42.47
000667.SZ	名流置业	37.02
000628.SZ	高新发展	36.02
000711.SZ	天伦置业	34.79
000736.SZ	ST 重实	34.45
000526.SZ	旭飞投资	30.33
600223.SH	ST 鲁置业	30.24
600159.SH	大龙地产	29.76
000042.SZ	深长城	29.58
600275.SH	*ST 昌鱼	29.55

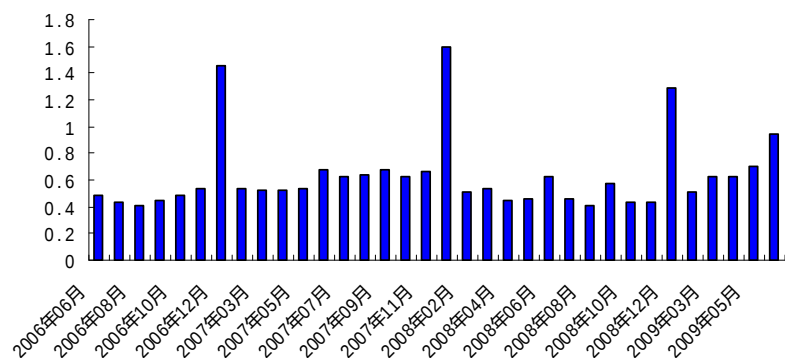
数据来源：wind，上海证券研究所

三、行业中期趋势的展望

1、交易量将小幅下降

如我们上文分析，居民的收入和货币因素并不支持房价的进一步快速上涨，经过半年交易量的连续上升，我们关注的重点城市 09 年累计成交量同比上升 60%。目前部分城市的日均交易量已达到 07 年高峰水平后有所回落，因此进入 8 月份后，随着货币政策的微调，投机需求将有所减弱，成交量将小幅下降。

图 4 2006 年-2009 年当月销售面积



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

2、房贷超预期可能性较小

我们一直跟踪的房贷数据表明 5、6 月份的个人房贷大幅飙升，引起了监管层的忧虑。上海 5 月新增个人住房贷款 79.31 亿元，创近 4 年来单月增量新高。其中，一手房贷款增加 39.62 亿元，单月增量创新高。这表明出现了资金推动型的房市。因此政府实施了二套房收紧等调控措施，我们认为现在采取的措施是微调，对房地产的负面作用将是累积效应，对房地产市场的影响也会是潜移默化的，虽然不会形成短期的大幅度的冲击，但结果将是减缓房价上涨的速度，减少投机需求，房贷下半年超预期的可能性也变小。

3、估值将较为稳定

房地产行业下半年基本面表现包括交易量和房价，我们认为不会再出现大幅超预期的情况。由此，对于 NAV 估值大幅上调的可能性较小。

四、8 月行业评级、策略及重点股票

■ 评级未来十二个月内，房地产业：有吸引力

就像我们在中期策略中反复提示大家的，房地产下半年需要策略性操作：由于我们看好房地产的长期表现，依然维持“有吸引力”评级，目前估值已经较为合理，随着政策和价格的博弈以及交易量的变化，房地产板块会时有调整，因此对于房地产板块可以适当进行策略性操作。我们看好受益于产业转移的城市的房地产市场以及相关上市公司。

附表 房地产业相对估值比较

公司名称	代码	股价	EPS				PER	
			08A	09E	10E	08X	09X	10X
万科 A	000002	13.36	0.37	0.44	0.61	36.11	30.36	21.90
招商地产	000024	33.19	0.71	1.00	1.20	33.80	33.19	27.66
保利地产	600048	27.32	0.70	0.77	1.16	39.03	35.48	23.55
冠城大通	600067	15.15	0.60	0.60	0.9	25.25	25.25	16.83
荣盛发展	002146	16.48	0.46	0.53	0.65	35.83	31.09	25.35
华发股份	600325	21.34	0.88	0.90	1.00	24.25	23.71	21.34
金地集团	600383	17.68	0.64	0.78	0.88	27.63	22.67	20.09
泛海建设	000046	17.94	0.09	0.34	0.58	199.33	52.76	30.93
苏宁环球	000718	14.40	0.34	0.44	0.60	42.35	32.73	24.00
样本均值						51.51	31.92	23.52
public storage	美国	72.57		2.50	2.08		29.03	34.89
SPSB	马来西亚	4.47		0.16	0.17		27.94	26.29
mitsub	日本	1587.00		37.77	43.35		42.02	36.61

数据来源：bloomberg，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭昌盛 沈莉 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。