

需求的调整呈现结构性和阶段性

◇ 报告起因：房地产行业 7 月运行情况回顾和 8 月策略

◆超过一半的城市成交量出现下滑，库存降幅趋缓：

我们跟踪的重点城市 7 月表现各异，总体来说，成交量下跌的城市数量略多于增长的城市。天津由于 7 月下旬的放量，使得 7 月的成交量环比上升 22%，南京、苏州、无锡、东莞、重庆环比增幅在 10% 以内，上海环比降幅在 10% 以内，北京、深圳、西安、长沙下降幅度在 10% - 20%。受二套房信贷调控影响较大的杭州，7 月成交量环比下降 37%，对政策敏感的深圳成交量环比下降也较大，下降 16%。需求调整呈现出一定的结构性特征。

从 7 月部分城市库存数据的变化情况看，虽然库存继续在下降，但是降幅已有所趋缓，成交量的下降我们认为主要是以下三个原因：一些城市开发商新增供应量的不足；由于二套房贷的收紧，部分需求重新转入观望状态；虽然供给还是偏紧的，但是由于房价的持续上涨后，对部分城市的需求已产生一定压力。

◆开发商在土地市场上继续持乐观态度

7 月土地市场继续出现高地价的地王，显示开发商对市场的预期仍然继续 6 月的较乐观判断。从 7 月的土地成交情况看，高溢价土地仍主要位于一线城市较优质地段，与 6 月相比，高溢价的典型项目不再集中于央企和国有企业，上市公司及地方企业也参与其中。

◆房地产上市公司销售情况

万科受制于可售资源不足，7 月在重点城市基本没有较大的新项目推出，销售业绩平平，而金地、招商在推盘上的弹性空间相对较大。万科和金地近期公布的 7 月销售数据对此也作出了印证。预计万科在四季度开始新增供应将显著增加。

◆投资建议-成交量是下阶段的催化剂：

我们认为，从供给和需求面判断，行业的中期趋势没有发生变化，我们仍然坚持前两个月在月度报告中的观点，09 年下半年供给是偏紧的，房价有上行的内在动力，但受制于政策，房价难有大幅上涨的可能，需求受政策的影响是阶段性的并具有区域结构性，目前我们还无法预知成交量恢复的时间点，可能多数城市的成交量将会在目前的水平上反复一段时间，当需求积累到一定程度，成交量又会有一个回暖的过程，房地产市场的调整也随之结束。

在地产股的投资策略上，短期内，板块在盘整中建议自下而上选择一些完成第一步资产注入，但还未进行融资、市场研究不够的股票，以及以金融街为代表的估值相对较低的商业地产股。等住宅市场出现调整结束的信号时，仍继续配置保利、招商、华侨城等一线龙头股。

维持

增持

分析师：

翁非玉

021-22169116

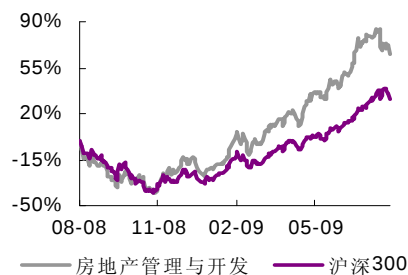
wengfy@ebcn.com

赵强

021-22169113

zhaoqiang@ebcn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

温和政策调控，不改行业趋势

.....2009-07-11

大部分城市成交量继续攀升

.....2009-05-25

库存进入加速消化阶段

.....2009-05-11

超过一半的城市成交量出现下滑，库存降幅趋缓

我们跟踪的重点城市 7 月表现各异，总体来说，成交量下跌的城市数量略多于增长的城市。天津由于 7 月下旬的放量，使得 7 月的成交量环比上升 22%，南京、苏州、无锡、东莞、重庆环比增幅在 10% 以内，上海环比降幅在 10% 以内，北京、深圳、西安、长沙下降幅度在 10% - 20%。受二套房信贷调控影响较大的杭州，7 月成交量环比下降 37%，对政策敏感的深圳成交量环比下降也较大，下降 16%。需求调整呈现出一定的结构性特征。

从 7 月部分城市库存数据的变化情况看，虽然库存继续在下降，但是降幅已有所趋缓，成交量的下降我们认为主要是以下三个原因：一些城市开发商新增供应量的不足；由于二套房贷的收紧，部分需求重新转入观望状态；虽然供给还是偏紧的，但是由于房价的持续上涨后，对部分城市的需求已产生一定的压力。

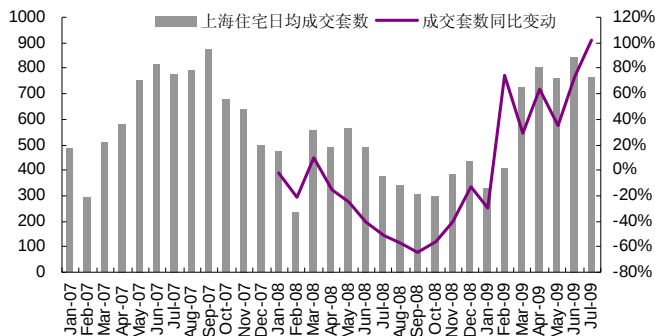
需要特别关注的是二套房贷收紧对需求的影响。由于二套房贷的收紧，部分需求重新转入观望状态，从较能反映真实房价趋势的二手房价格看，以典型城市杭州为例，虽然进入 6 月后，杭州的成交量开始持续下滑，下滑幅度达到一半，但其二手房价格却持续攀升了 6%，虽然在 6 月下旬后开始收紧二套房贷，房价涨幅趋缓，但房价目前仍呈在高位徘徊的走势。说明二套房贷收紧首先影响的是成交量，而房价目前仍在高位徘徊，说明偏少的供应量仍然是支撑房价的一个重要因素，二套房贷政策短期内还难以对房价产生直接的影响，需要一段时间的效应累积，需求持续低位后，供给和需求的逐步逆转才能对房价产生向下的拉力。

表1：重点城市商品住宅市场09年7月日均成交量及同比环比变动

		日均成交量	同比	环比	单位
	上海	766	102%	-9%	套
	杭州	191	186%	-37%	套
长三角	南京	292	161%	9%	套
	苏州	250	148%	7%	套
	无锡	203	158%	9%	套
环渤海	北京	414	160%	-13%	套
	天津	439	263%	22%	套
	深圳	2.76	243%	-16%	万平方米
珠三角	广州				万平方米
	东莞	167	0%	2%	套
	武汉	242	35%	-3%	套
	长沙	5.60	96%	-4%	万平方米
其他	西安	2.54	0%	-16%	万平方米
	重庆	6.89	112%	8%	万平方米

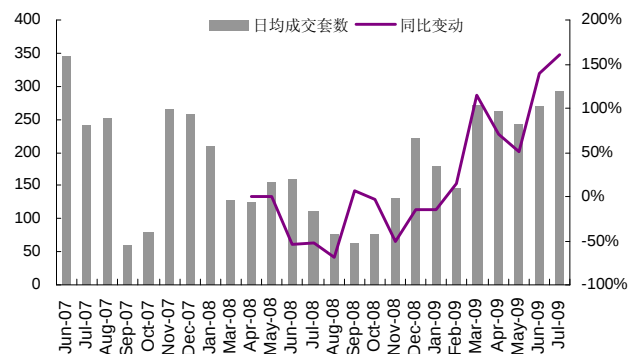
资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

图 1：上海日均成交量及同比变动



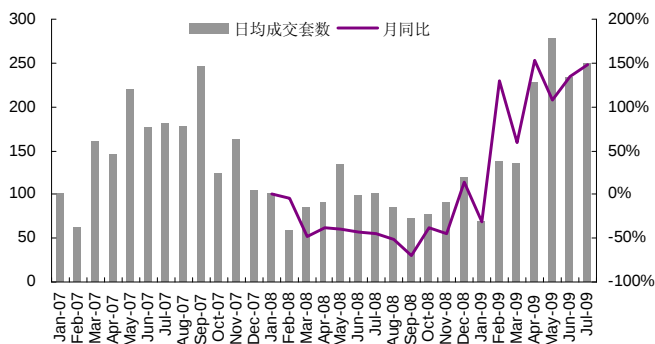
资料来源：上海房地局网站，光大证券研究所

图 2：南京日均成交量及同比变动



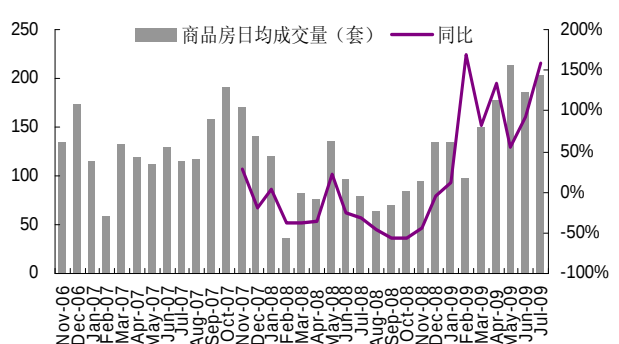
资料来源：南京房地局网站，光大证券研究所

图 3：苏州日均成交量及同比变动



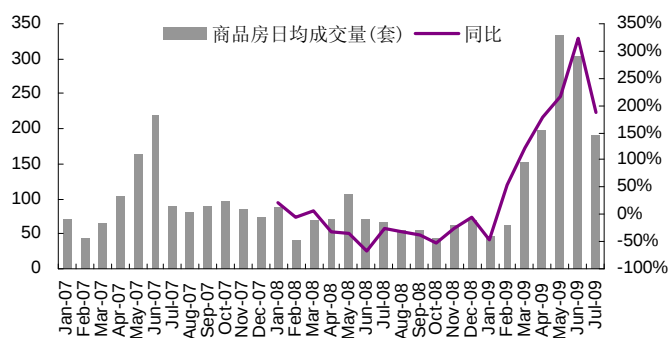
资料来源：苏州房地局网站，光大证券研究所

图 4：无锡日均成交量及同比变动



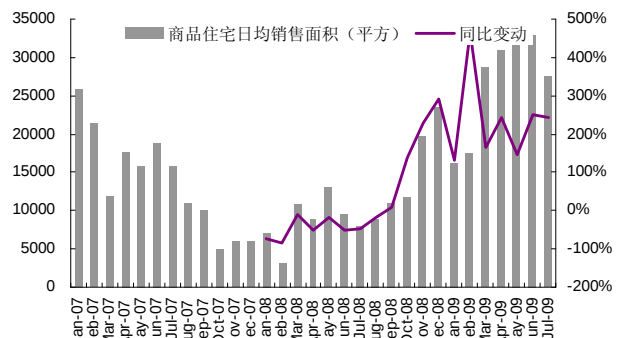
资料来源：无锡房地局网站，光大证券研究所

图 5：杭州日均成交量及同比变动



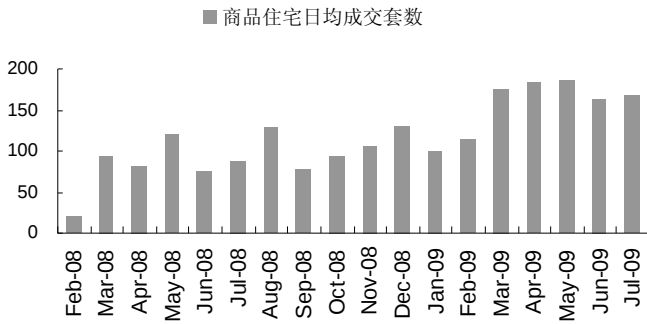
资料来源：杭州房地局网站，光大证券研究所

图 6：深圳日均成交量及同比变动



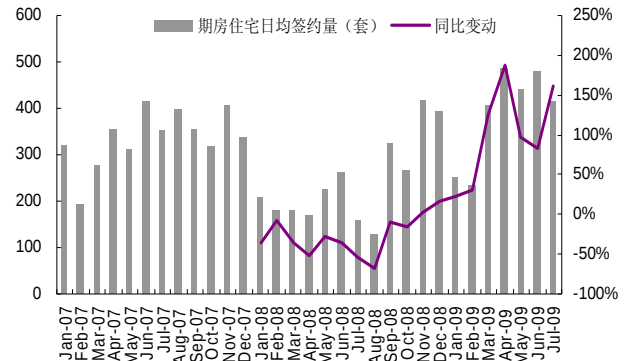
资料来源：深圳房地局网站，光大证券研究所

图 7：东莞日均成交量及同比变动



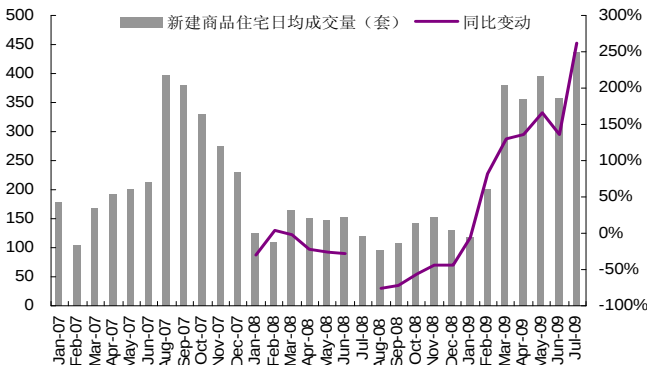
资料来源：东莞房地局网站，光大证券研究所

图 8：北京日均成交量及同比变动



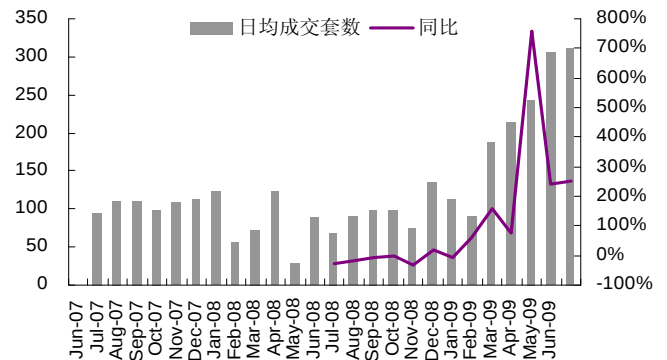
资料来源：北京房地局网站，光大证券研究所

图 9：天津日均成交量及同比变动



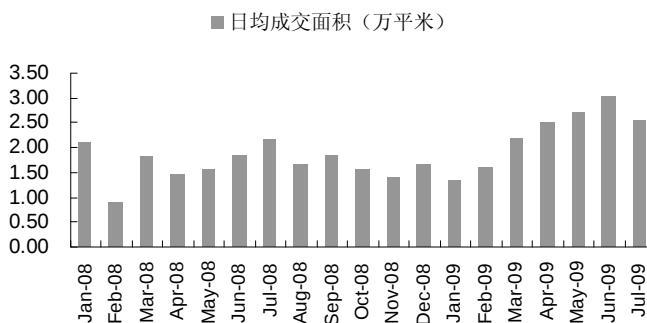
资料来源：天津房地局网站，光大证券研究所

图 10：青岛日均成交量及同比变动



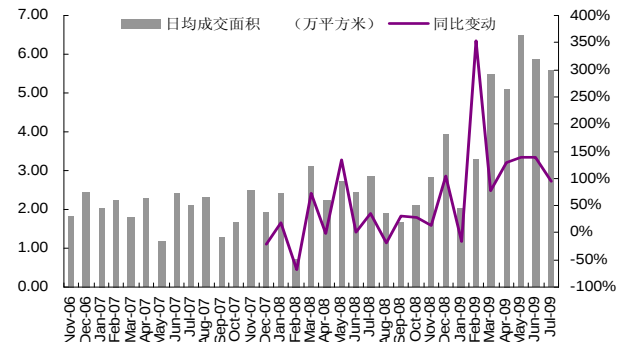
资料来源：青岛房地局网站，光大证券研究所

图 11：西安日均成交量及同比变动



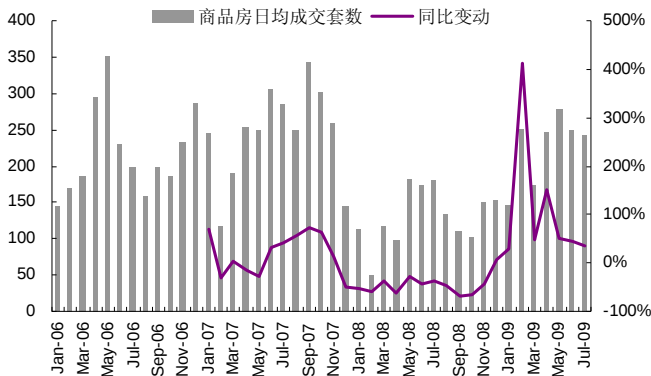
资料来源：西安房地局网站，光大证券研究所

图 12：长沙日均成交量及同比变动



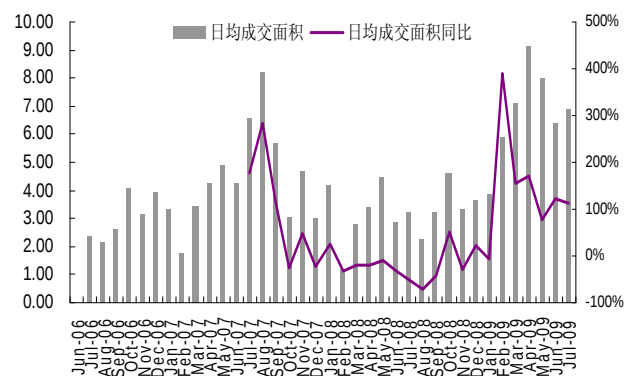
资料来源：长沙房地局网站，光大证券研究所

图 13: 武汉日均成交量及同比变动



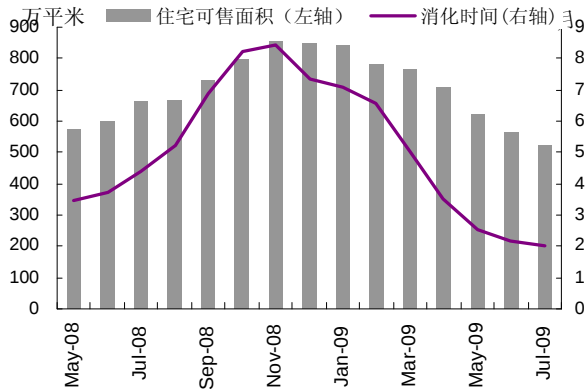
资料来源：武汉房地局网站，光大证券研究所

图 14: 重庆日均成交量及同比变动



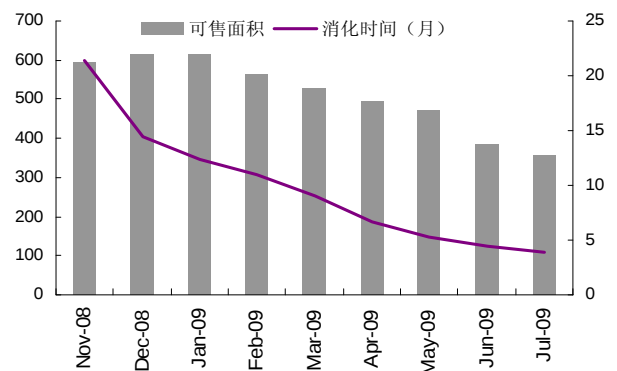
资料来源：重庆房地局网站，光大证券研究所

图 15: 上海可售面积及库存消化时间



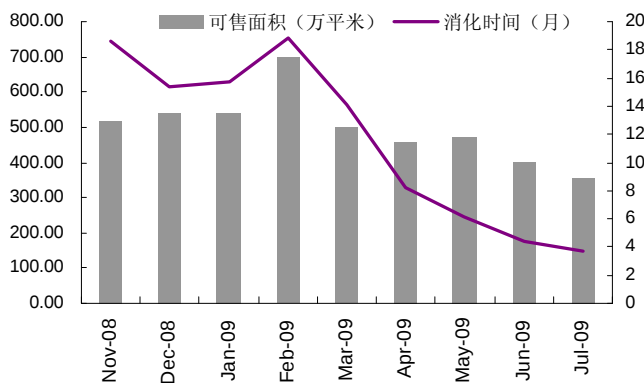
资料来源：上海房地局网站，光大证券研究所

图 16: 南京可售面积及库存消化时间



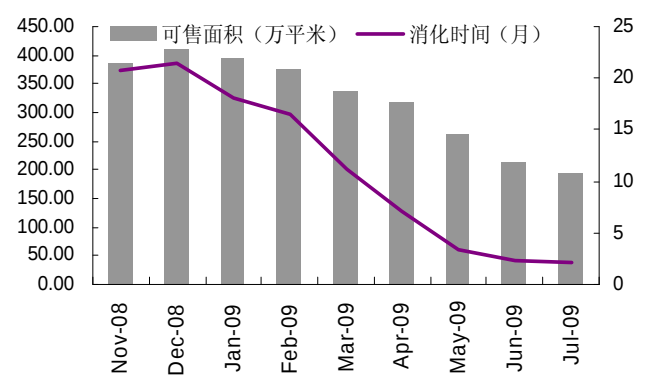
资料来源：南京房地局网站，光大证券研究所

图 17: 苏州可售面积及库存消化时间



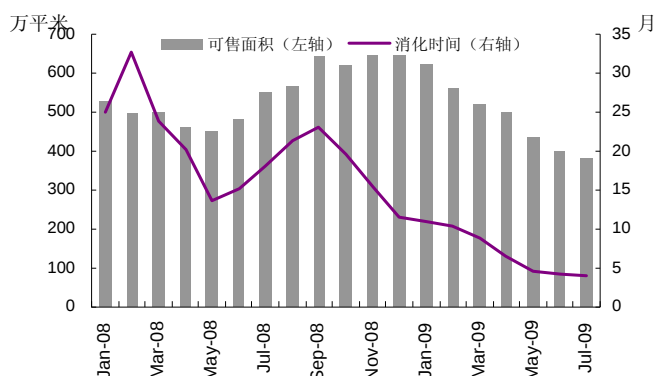
资料来源：苏州房地局网站，光大证券研究所

图 18: 杭州可售面积及库存消化时间



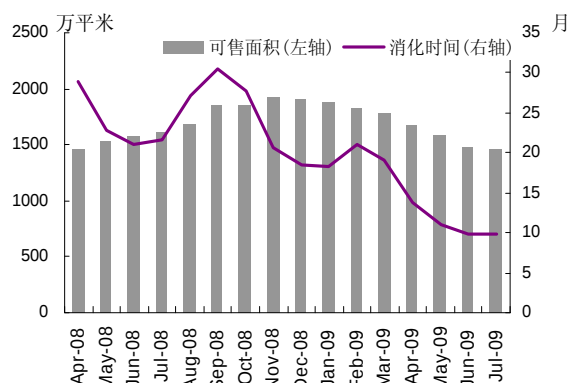
资料来源：杭州房地局网站，光大证券研究所

图 18: 深圳可售面积及库存消化时间



资料来源：深圳房地局网站，光大证券研究所

图 19: 北京可售面积及库存消化时间



资料来源：北京房地局网站，光大证券研究所

开发商在土地市场上继续持乐观态度

土地：7月土地市场继续出现高地价的地王，显示开发商对市场的预期仍然继续6月的较乐观判断。从7月的土地市场看，高溢价土地仍主要位于一线城市较优质地段。与6月相比，高溢价的典型项目不再集中于央企和国有企业，上市公司及地方企业也参与其中。

随着“保经济增长、保耕地红线”行动的开展，7月24日，国土部下发《关于在保增长保红线行动中加快处理批而未用土地等工作的通知》，要求将清理批而未用土地纳入“双保行动”，并作为后续阶段的重点任务之一。中央将根据清理情况，确定批而未用土地重点清理地区，对批而未用比例较高的地（市），加大督促整改力度。到2009年9月，对用地供地率仍未明显提高的地区，暂停对该地区建设用地审批的受理。我们认为，在该规定的推动下，各地已批未开发土地的加快开发将推动房地产开发新开工面积增幅提升。

表 2: 7月全国住宅土地成交典型项目

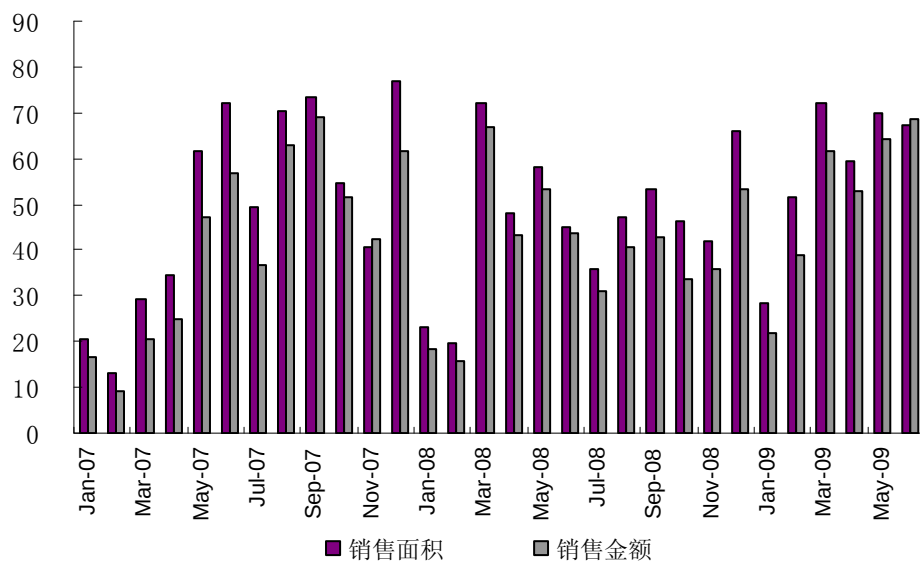
土地	竞得者	规划建筑面积 (万平方米)	总价 (亿元)	楼面地价 (元/平方米)	溢价
北京广渠路15号	中化方兴	28.0	40.6	16022	146%
北京大兴黄村19、20#地块	绿地集团	45.8	30.3	6605	116%
北京大兴黄村2#地块	保利	22.5	16.3	7248	139%
武汉郑桥村地块	万科	40.0	7.3	1818	91%
上海青浦赵巷镇特色居住区 10号地块	金地集团	21.0	30.5	14499	222%
杭州南星桥地块	小商品城	9.2	18.9	20650	106%

资料来源：各地房地网站，光大证券研究所

重点公司 7 月销售情况

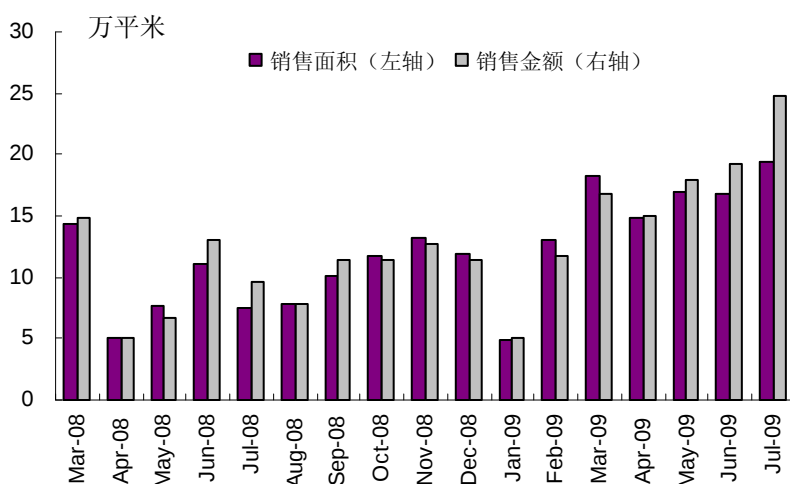
我们跟踪的重点公司典型项目销售情况显示，万科今年以来受制于可售资源不足，在 7 月在重点城市基本没有较大的新项目推出，销售业绩平平，而金地、招商在推盘上的弹性空间相对较大。万科和金地近期公布的 7 月销售数据对此也作出了印证。而保利 7 月销售面积没有延续前几月的升势，出现了较大的下滑，可能也有推盘量的减少有关。预计万科在四季度开始新增供应将显著增加。

图 20：万科月度销售面积和销售金额



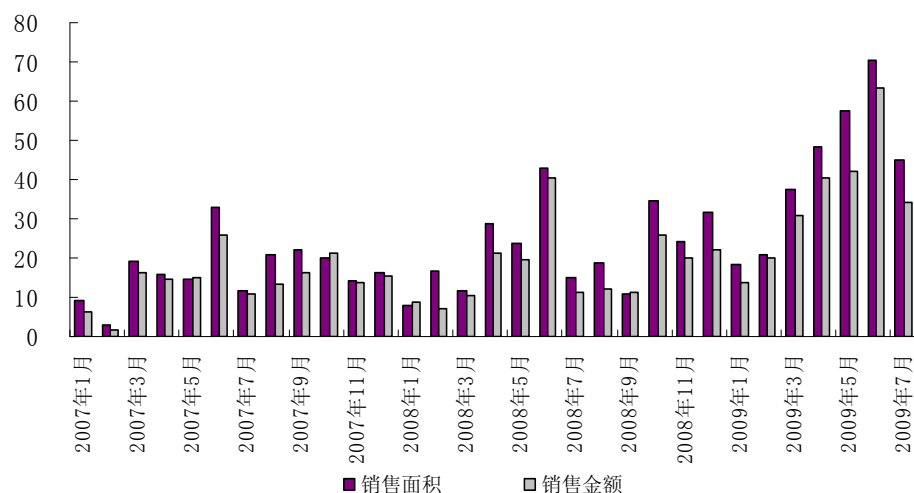
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 21：金地月度销售面积和销售金额



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 22：保利月度销售面积和销售金额



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 3：重点公司北京典型项目销售量

北京	6月销售套数	7月销售套数
保利地产		
西山林语	612	163
招商地产		
公园1872	58	94
万科		
中粮假日风景	61	51
四季花城	1	14
公园五号	35	14
金地集团		
金地名京	39	56
首开股份		
常青藤	90	87
华侨城		
北京华侨城	5	0
亿城股份		
西山华府	167	203

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究

表 4：重点公司上海典型项目销售量

上海	6月销售套数	7月销售套数
保利地产		
海上五月花城	261	132
海上五月花2	23	19
保利西子湾	501	276
保利叶上海	545	117
保利林语溪	467	182
万科		
白马花园	175	285
地杰国际城	未统计	363
琥珀郡园	未统计	155
金地集团		
金地格林风范城	33	537
招商地产		
颛桥雍华府	11	26
南桥1号	419	未统计

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究

表 5：重点公司深圳典型项目销售量

深圳	6月销售套数	7月销售套数
招商地产		
依山郡	189	157
澜园		460
万科		
千林山居	112	71
金域东郡	44	27

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 6：重点公司广州典型项目销售量

广州	6月销售套数	7月销售套数
保利地产		
保利香之雪山庄	13	27
保利中环广场	2	0
招商地产		
金山谷国际社区	34	20
佛山依云水岸	未统计	16
万科		
中粮万科金域蓝湾	747	60
万科柏悦湾	48	46

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 7：重点公司杭州典型项目销售量

杭州	6月销售套数	7月销售套数
万科		
西溪蝶园	20	22
金地		
金地自在城	-	46
广宇集团		
上东城	288	49
滨江集团		
阳光海岸	11	0
金色蓝庭	4	2

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

表 8：重点公司南京典型项目销售量

南京	6月销售套数	7月销售套数
万科		
南京金域缙香	21	159
金地集团		
金地名京	50	284
栖霞建设		
栖霞园	18	55
上城风景	68	129
苏宁环球		
天华硅谷	未统计	239

资料来源：各地房地局网站，光大证券研究所

投资建议：

7月由于传统淡季的影响，收紧二套房贷的政策调控对房价的上涨也产生了一定的压制作用，部分需求开始转为观望，多数城市出现了成交量的下滑，加之房价持续高涨后，也对部分需求产生了一定的抑制作用。伴随着成交量的下滑，一些前期房价涨幅快速的城市如杭州等，房价开始在高位徘徊，如果房价能维持平稳或者略有下降，预计政府不会继续出台更严厉的调控政策。当被抑制的需求积累到一定程度后，而价格也无法再进一步下跌，需求又会慢慢恢复，成交量是下一阶段房地产股价的重要催化因素之一。目前我们还无法预知成交量恢复的时间点，但杭州8月第一周的一手房市场出现了一个积极信号，成交量一改连续数周的下跌，转而出现反弹。可能多数城市的成交量将会在目前的水平上反复一段时间，等待房价和政策的趋势性信号。

我们认为，从供给和需求面判断，行业的中期趋势没有发生变化，我们仍然坚持前两个月在月度报告中的观点，09年下半年供给是偏紧的，房价有上行的内在动力，但受制于政策，房价难有大幅上涨的可能，需求受政策的影响是阶段性的并具有区域结构性，当需求积累到一定程度，成交量又会有一个回暖的过程，房地产市场的调整也随之结束。

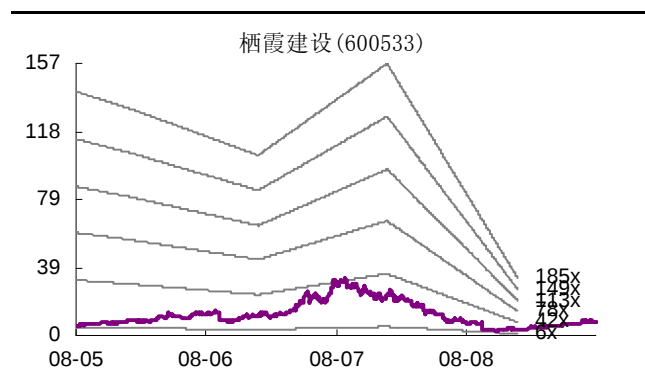
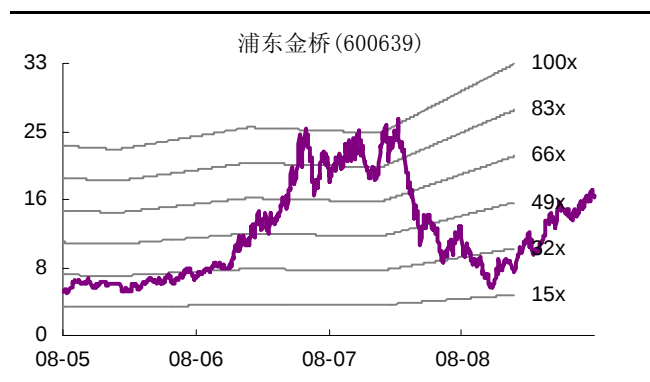
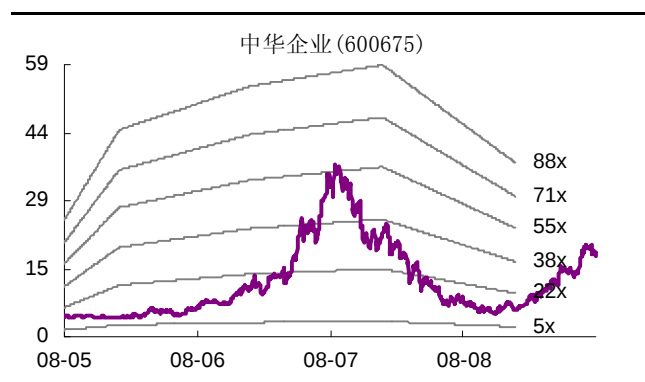
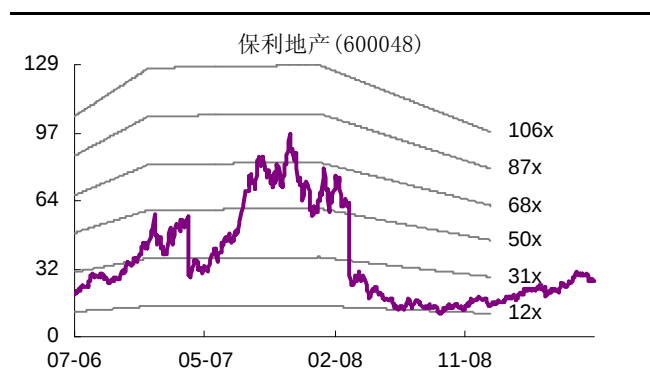
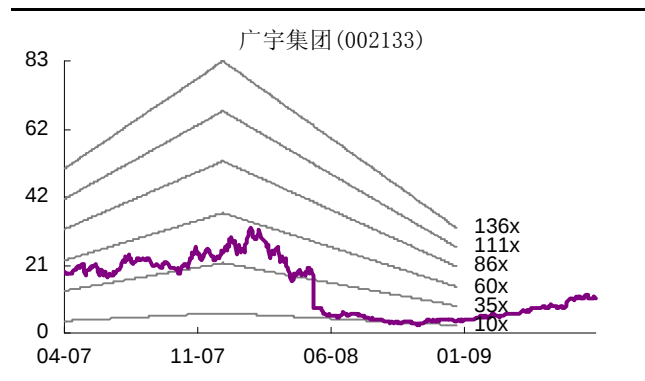
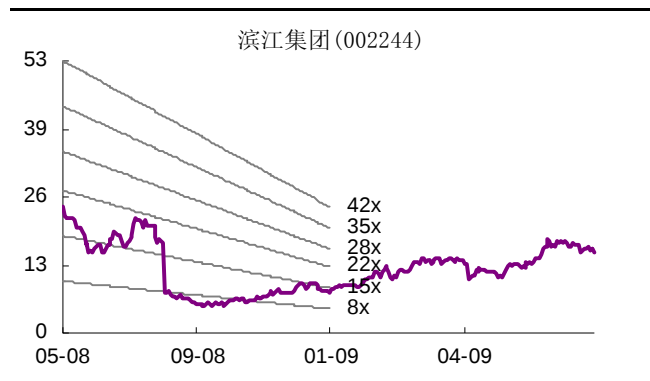
在地产股的投资策略上，短期内，板块在盘整中建议自下而上选择一些完成第一步资产注入，但还未进行融资、市场研究不够的股票，以及以金融街为代表的估值相对较低的商业地产股。等住宅市场出现调整结束的信号时，就继续配置保利、招商、华侨城等一线龙头股。

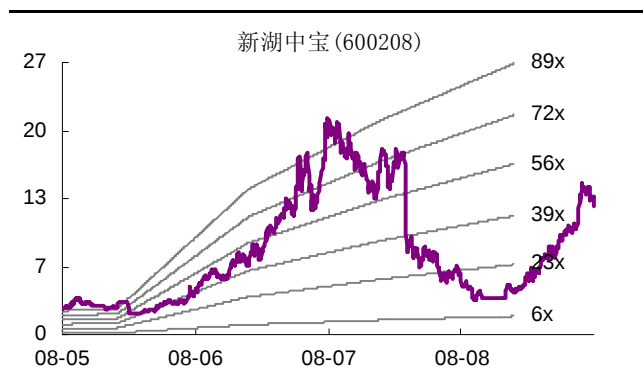
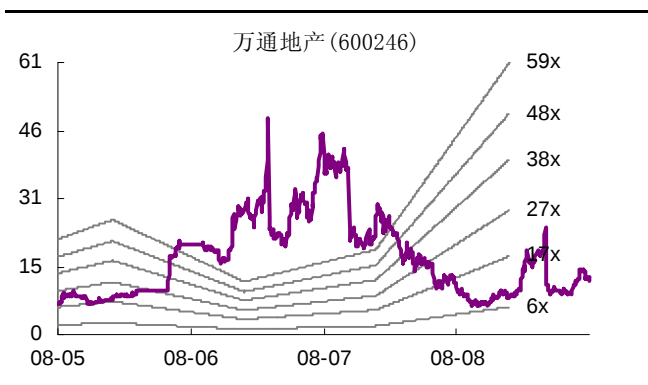
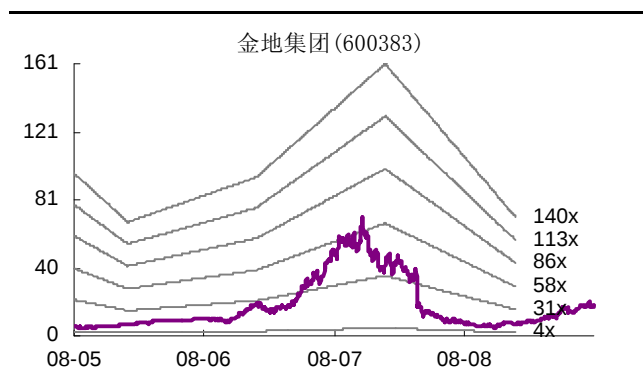
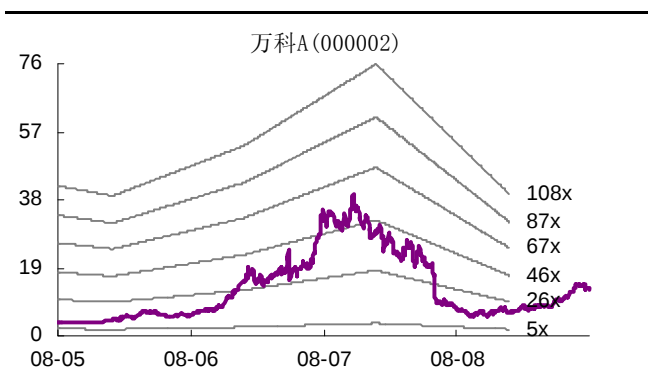
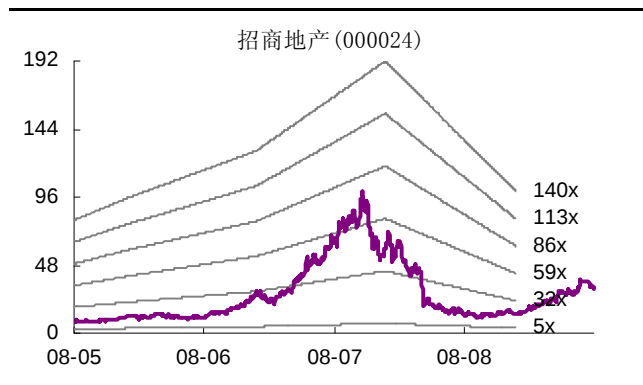
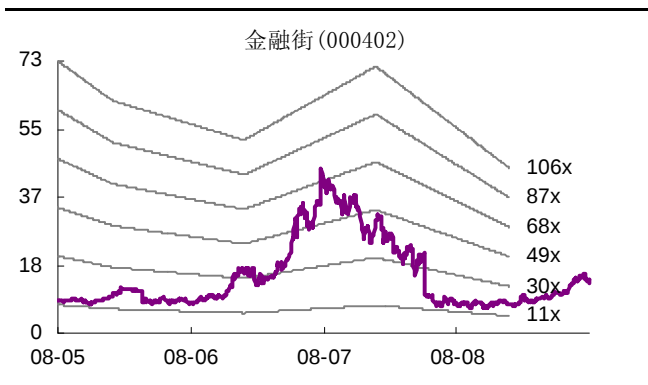
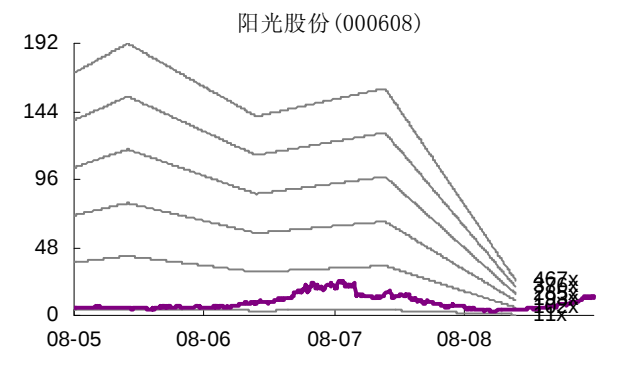
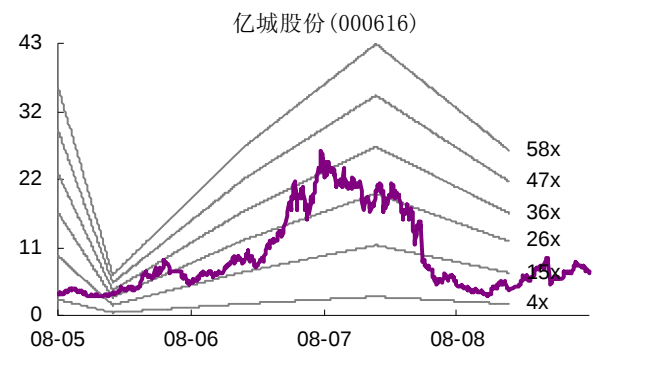
行业重点上市公司评级与估值指标

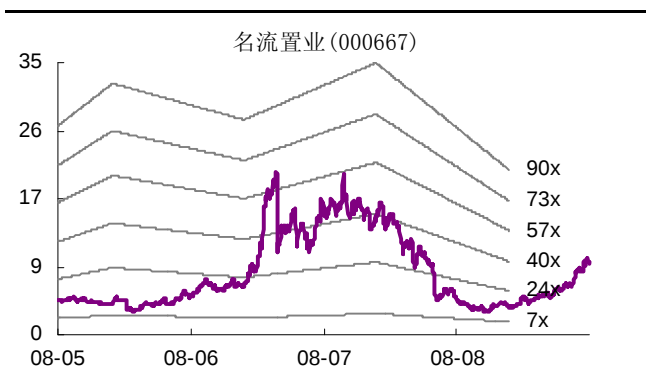
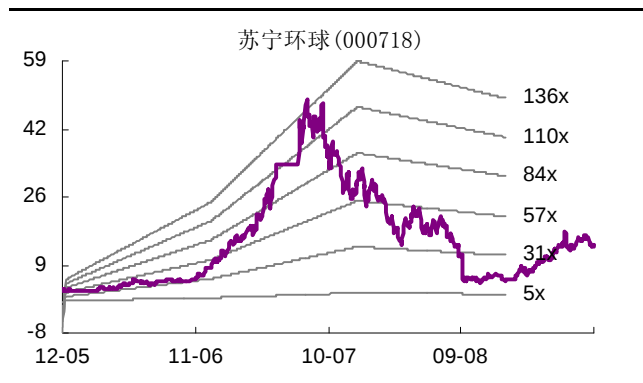
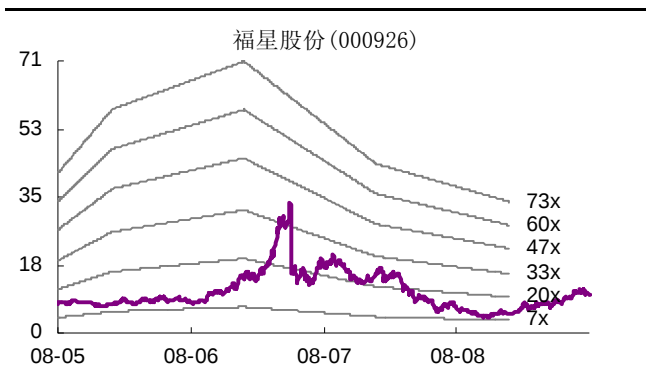
证券	公司	股价	总市值	流通市值	EPS			PE			BVPS	PB	NAV	折溢价率	投资评级	
代码	名称	2009/8/8	亿元	亿元	08A	09F	10F	08A	09F	10F	元/股		元/股		上次	本次
住宅开发																
000002	万科A	12.75	1402	1197	0.37	0.51	0.67	34.8	25.0	19.0	2.97	4.3	7.17	78%	增持	增持
600048	保利地产	26.42	930	842	0.64	0.84	1.51	41.5	31.5	17.5	4.00	6.6	13.08	102%	买入	买入
600383	金地集团	16.81	367	359	0.39	0.62	0.77	43.6	27.1	21.8	4.29	3.9	8.28	103%	增持	增持
000718	苏宁环球	13.41	228	123	0.31	0.50	0.70	43.9	26.9	19.2	1.21	11.1	7.43	81%	增持	增持
002244	滨江集团	15.58	211	46	0.45	0.52	0.73	34.9	30.1	21.4	2.15	7.2	7.90	97%	买入	买入
000667	名流置业	9.05	122	122	0.23	0.21	0.35	38.7	43.1	26.2	3.49	2.6	6.98	30%	无	增持
600533	栖霞建设	7.58	80	80	0.18	0.30	0.85	42.4	24.9	8.9	2.49	3.1	4.05	87%	增持	增持
000616	亿城股份	6.76	61	50	0.30	0.38	0.42	22.5	17.7	16.0	2.81	2.4	5.38	26%	增持	买入
002133	广宇集团	10.40	52	26	0.24	0.26	0.31	44.0	39.9	33.2	2.24	4.6	4.58	127%	增持	增持
平均								38.5	29.6	20.4		5.1		81%		
综合经营																
000024	招商地产	30.88	530	200	0.71	0.94	1.45	43.2	33.0	21.3	8.75	3.5	25.75	20%	增持	买入
600208	新湖中宝	12.59	355	89	0.30	0.41	0.56	42.3	30.9	22.5	1.63	7.7	7.68	64%	增持	买入
601588	北辰实业	6.90	232	104	0.13	0.23	0.27	51.8	30.3	25.2	2.60	2.7	7.32	-6%	增持	增持
600675	中华企业	17.26	188	129	0.43	0.60	0.74	40.5	28.8	23.3	3.09	5.6	13.50	28%	买入	买入
600246	万通地产	12.27	124	60	0.52	0.58	0.81	23.6	21.3	15.1	2.70	4.6	7.57	62%	中性	中性
000926	福星股份	9.74	69	51	0.47	0.50	0.62	20.8	19.5	15.8	5.19	1.9	11.90	-18%	无	买入
000608	阳光股份	12.29	66	47	0.05	0.32	0.49	232.4	38.1	24.9	3.39	3.6	11.00	12%	增持	增持
平均								64.9	28.8	21.1		4.2		23%		
商业地产																
600663	陆家嘴	28.80	538	391	0.47	0.60	0.66	61.1	48.0	43.8	4.59	6.3	19.62	47%	中性	中性
000402	金融街	13.61	338	326	0.42	0.53	0.64	32.5	25.5	21.3	5.93	2.3	15.5	-12%	增持	增持
600639	浦东金桥	16.62	140	99	0.33	0.43	0.44	50.6	38.9	37.8	3.82	4.4	15.4	8%	增持	增持
600007	中国国贸	10.98	111	88	0.35	0.33	0.50	31.2	33.5	22.1	4.27	2.6	14.7	-25%	增持	增持
平均								43.8	36.5	31.3		3.9	16.3	4%		

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图







资料来源：光大证券研究所

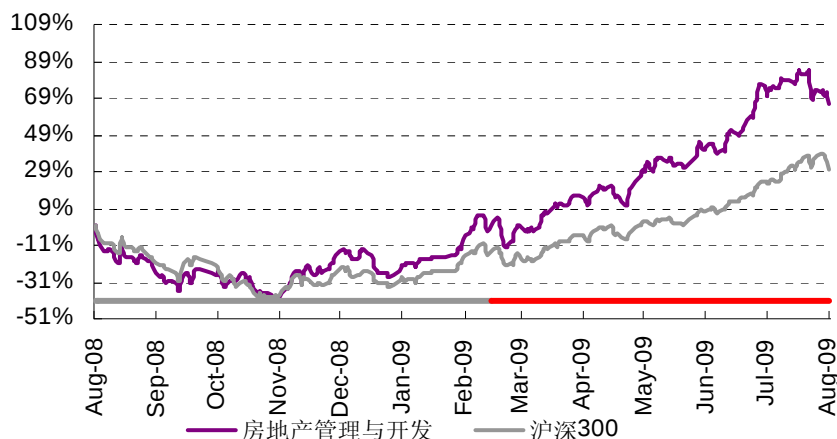
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

房地产管理与开发

分析师：翁非玉



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-02-20	增持
2009-03-09	增持
2009-03-16	增持
2009-03-23	增持
2009-03-31	增持
2009-04-13	增持
2009-04-27	增持
2009-05-11	增持
2009-05-25	增持
2009-07-11	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。