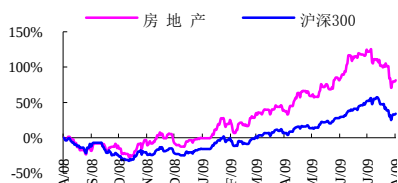


房地产

维持评级：中性

## 相对沪深 300 表现



| 表现     | 1m     | 3m    | 12m   |
|--------|--------|-------|-------|
| 房地产    | -18.2% | 15.2% | 81.3% |
| 沪深 300 | -11.9% | 18.7% | 34.3% |

| 重点公司  | 6m%    | YTD%   | 评级 |
|-------|--------|--------|----|
| 万科 A  | 50.4%  | 65.7%  | 增持 |
| 保利地产  | 73.3%  | 139.8% | 增持 |
| 华发股份  | 36.4%  | 69.8%  | 增持 |
| 金融街   | 46.3%  | 56.9%  | 增持 |
| 金地集团  | 133.7% | 182.4% | 增持 |
| 张江高科  | 7.7%   | 50.0%  | 增持 |
| 深振业 A | 60.1%  | 82.8%  | 增持 |

## 相关报告

《房地产行业 09 年 8 月策略报告——关注中报预增的阶段性机会和非住宅开类的增长潜力》，2009 年 7 月

## 分析师

赵铎

电话：0755-83703307

邮件：zhaod@ghzq.com.cn

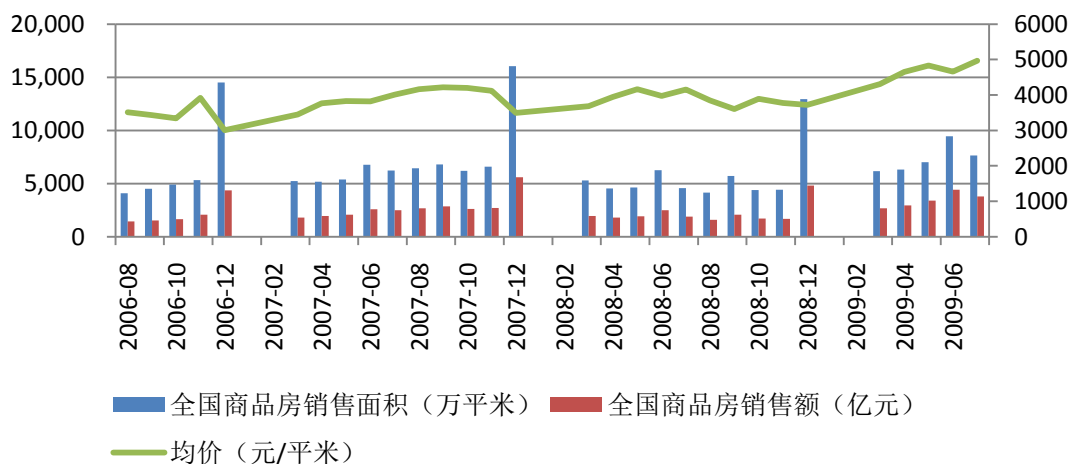
## 分析师申明：

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。

- 七月份全国商品房销售面积和销售金额环比分别大幅下降 20% 和 13.9%，国房景气指数和 70 大中城市房屋销售价格指数保持上升，市场呈现出明显的“价升量跌”特点。重点城市的成交数据跟踪显示，成交量萎缩的范围开始扩大。由于季节性旺季因素，预计短期内成交量进一步明显萎缩的可能性较小，而价格上涨速度可能放缓。
- 未来一至两个月十七届三中全会和国庆等重大事件期间，行业政策出台可能存在相对的真真空期，下一阶段市场变动将更多反映供求关系的变动。如果按照预期，成交量相对稳定而价格进一步上升，则之后政府更容易作出出台抑制房价上涨政策的决定，加上宽松货币政策微调的可能，行业政策导向将持续存在收紧的预期。
- 已公布中报的公司财务数据显示，行业结算收入上升而毛利率下降，预收帐款大幅增加，偿债压力和现金流明显改善。由于销售顺畅，中报显示的大量预收帐款实际已经基本锁定全年结算收入的增长；而由于中报结算以 08 年景气低谷时销售为主，预计年报将开始体现 09 年市场景气的回升，因此预计全年结算毛利率将有所回升。
- 商品房成交量和成交金额的萎缩意味着行业蛋糕缩小，而政府为抑制房价过快进行政策收紧可能加剧这种变化，这意味着未来开发企业生存环境可能恶化。由于当前无法预期未来两个月商品房成交会出现爆发式增长，也无法预期有实质性刺激政策出台，我们维持行业“中性”评级。
- 大盘调整以来，房地产板块指数相对高点下跌 21%，板块 09 年整体 PE 已从 35 倍下降到 28 倍，而部分公司中报表明今年全年乃至明年业绩增长已具备很高的确定性，可能存在阶段性低估。对当前市盈率水平较低，而业绩增长确定性较高的万科 A、保利地产、华发股份、深振业 A 维持“增持”评级。

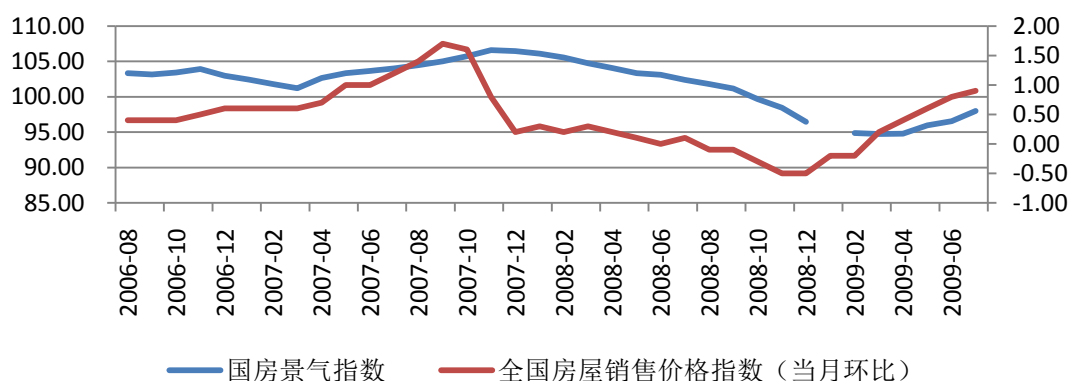
## 商品房成交量萎缩范围扩大, 价格保持上涨趋势

图 1 全国商品房销售月度



资料来源: wind

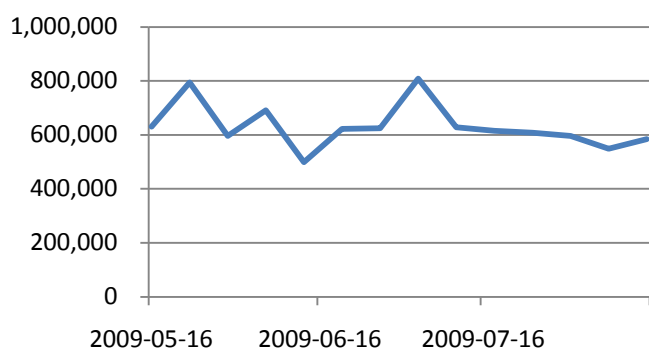
图 2 全国 70 大中城市房屋销售价格指数环比变动与国房景气指数变动



资料来源: wind

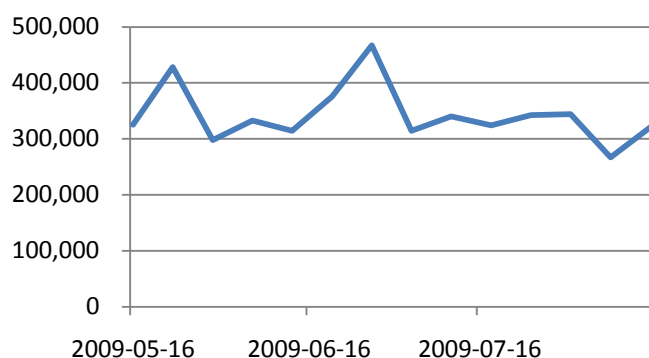
国家统计局公布的数据显示, 09 年前七个月商品房销售面积累计同比增长 37.1%, 成交金额累计同比增长 60.4%, 同比增速进一步提高, 主要原因是同比基数萎缩。而七月份销售面积和销售金额环比分别大幅下降 20% 和 13.9%, 国房景气指数和 70 大中城市房屋销售价格指数也保持上升, 7 月市场呈现出明显的“价升量跌”特点。我们在中期策略中提出过, 全国范围的“价升量跌”很可能成为市场景气的拐点: 在价格上涨的同时, 由于成交量明显的萎缩, 成交总金额出现下降, 这意味着市场蛋糕的缩小, 7 月份的数据印证了这一判断。而下一阶段则很可能出现卖方的价格竞争, 这些对开发企业都是不利的因素。重点城市的成交数据跟踪显示, 成交量萎缩的范围开始扩大。

图3 上海商品房周预售面积（万平方米）



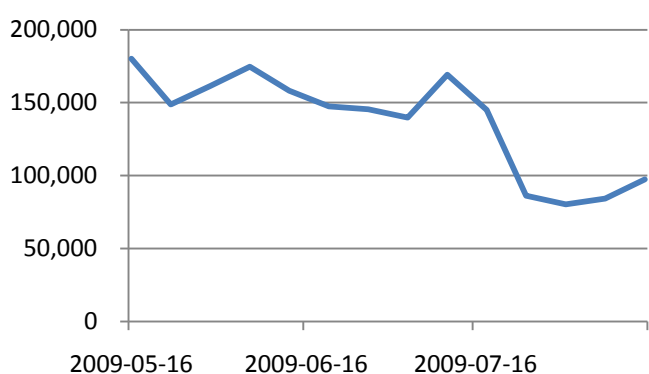
资料来源: wind

图4 北京期房周预售面积（万平方米）



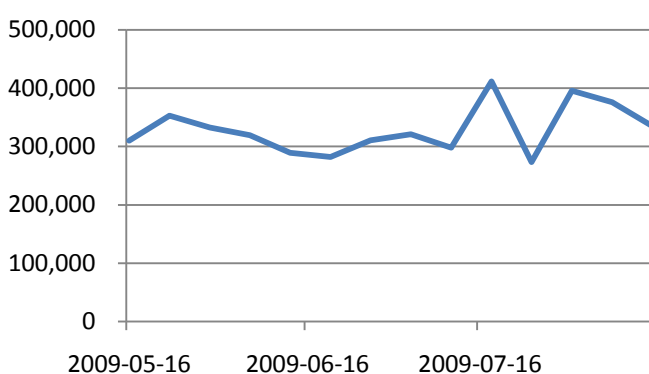
资料来源: wind

图5 深圳一手房周成交面积（万平方米）



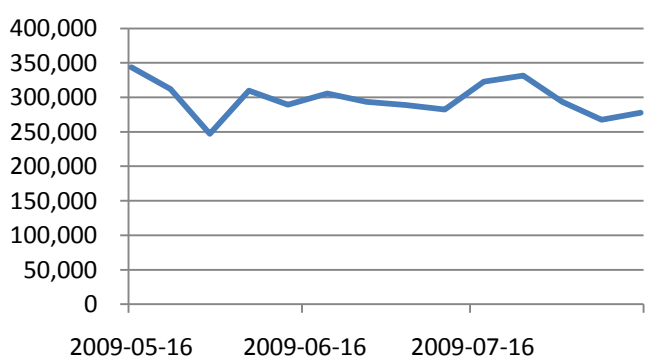
资料来源: wind

图6 天津商品房周成交面积（万平方米）



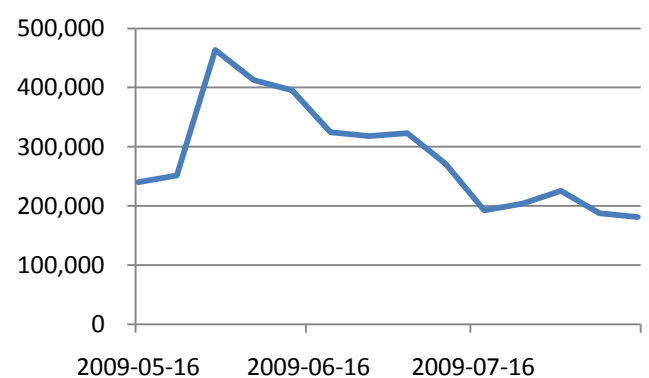
资料来源: wind

图7 武汉商品房周销售面积（万平方米）



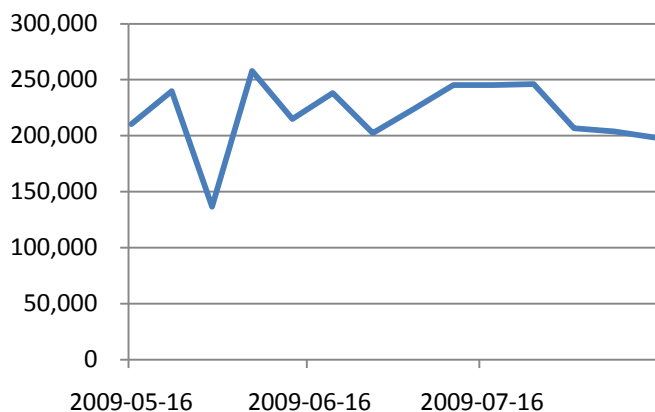
资料来源: wind

图8 杭州商品房周成交面积（万平方米）



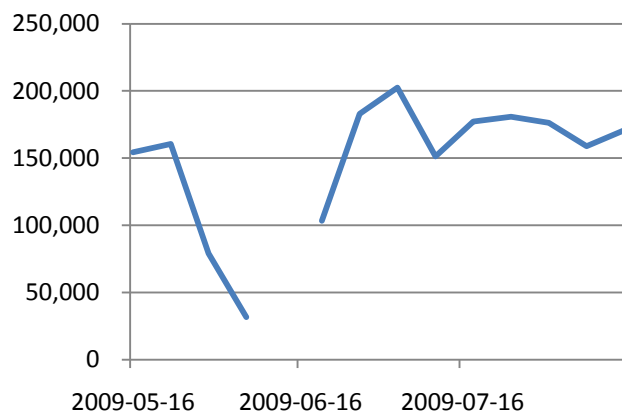
资料来源: wind

图 9 南京住宅周成交面积（万平方米）



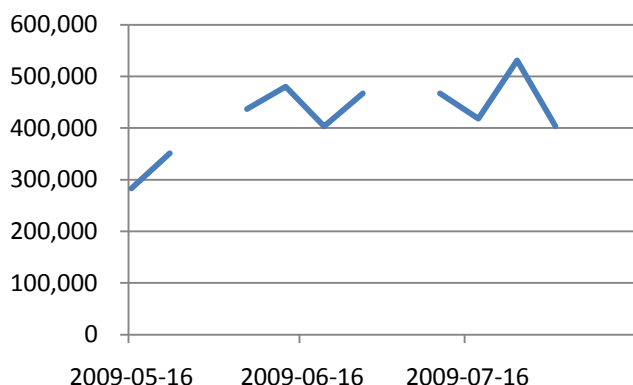
资料来源: wind

图 10 西安商品房周销售面积（万平方米）



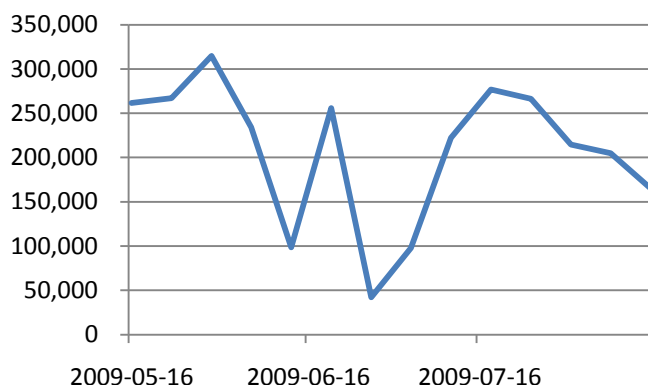
资料来源: wind

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

以上十个重点城市中，除天津、重庆（数据不全）、成都外，其余七城市近四周（至 8 月 15 日）总成交环比均出现下降，其中北京、上海、深圳三大一线城市均出现超过 10% 的明显萎缩，深圳的萎缩幅度更是超过 40%。十个城市总成交量环比萎缩达到 12%。

在成交萎缩的同时，价格上涨加速。全国 70 大中城市房屋价格指数显示，几乎全部（66 个）城市环比正增长，全国整体环比增速也从 6 月份的 0.8% 进一步提升至 1.1%。

显然，1% 左右的价格提升难以弥补超过 10% 的成交量萎缩，虽然以上价和量的统计口径不同，但在任何一个局部市场，一个月内以价格上涨 10% 来弥补成交量萎缩 10% 带来的成交金额下降的情景都是难以预期至少是难以持续存在的。

我们认为，眼下已经没有大量所谓被阶段性“抑制”的自住需求可以集中释放，相反购买力因价格快速上涨受到了明显抑制，当前支撑房

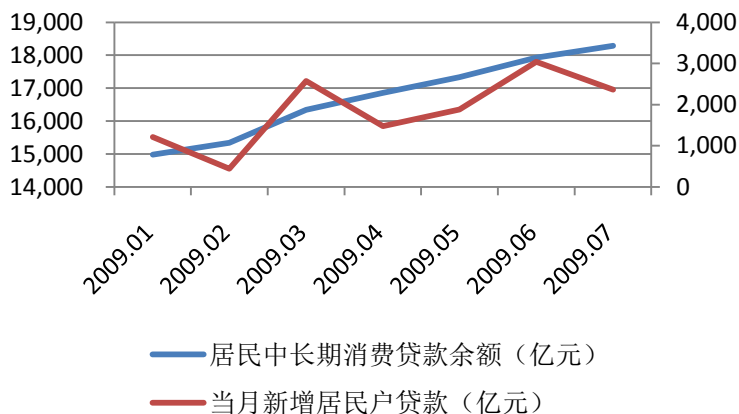
价乃至商品房成交量的原因主要是流动性而不是供求关系,这也是为什么当房贷政策出现或实或虚的收紧趋势时成交量反应的如此明显。

由于银行房贷政策未出现进一步收紧的预期,而未来一至两个月又是传统的成交旺季,因此预计短期内成交量进一步明显萎缩的可能性较小;同时房价仍将保持上涨趋势,但由于成交量不能提供足够支持,价格上涨速度可能放缓。

### 短期可能出现政策真空期, 长期存在收紧预期

近期关注度较高的政策动向主要有商业银行购房贷款控制、政府严格土地管理和房地产税收管理等。

图 13 购房贷款月度变动



资料来源: 中国人民银行

银行房贷方面,已经公布的 7 月份数据显示当月新增居民贷款仍处于较高水平,居民中长期消费贷款余额也保持较高增长,这表明至 7 月份房贷并没有明显的实质性收紧。但 8 月份以来。几大一线城市都有关于商业银行控制二套房贷的相关报道,我们实际了解到,这种收紧首先来自于对 6 月底银监会《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》的执行,是银行业出于风险控制考虑的商业行为,当前体现为银行个体执行标准的分化,还不能就此判断房贷全面收紧,还需要密切关注之后几个月相关贷款数据的变动。

关于政府严格房地产开发相关土地和税收管理,我们认为这首先是政府对房价过快上涨的旁敲侧击,同时也是政府充实财政的选择。查处违规囤地、严格税收征管,尤其对违规行为较多的企业将产生明显压力,但对于塑造行业公平竞争环境长期有利。此外,近期关于取消土地增值

税的传闻我们认为具有一定可行性，对政府而言既可规避土地增值税的征收难度，又可为征收物业税铺平道路；对开发商而言，则有可能减少一项重要的税负。

房地产行业相关政策导向的出发点仍然是保持经济增长，而执行开始偏重抑制房价过快上涨同时增加财政征收力度，这一趋势已经越来越多得到确认，这对房地产企业将会累积一定的负面影响。

考虑到未来一至两个月十七届三中全会和国庆等重大事件期间，行业政策出台可能存在相对的真真空期，下一阶段市场变动将更多反映供求关系的变动。由于存在对九、十月份传统销售旺季的预期，价格上升的趋势较难改变，因此成交量将受到抑制，即使存在传统旺季的集中释放，可能也不会有很大幅度的环比提升。这种成交量的相对稳定和价格的进一步上升将使政府更容易作出出台抑制房价上涨政策的决定，加上宽松货币政策微调的可能，行业政策导向将持续存在收紧的预期。

#### 价格提升带来毛利率回升预期，大量预收帐款锁定全年业绩

至 8 月 24 日，板块内公布中报的 76 家公司财务数据显示，行业结算收入上升而毛利率下降，预收帐款大幅增加，偿债压力和现金流明显改善。

76 家公司营业收入同比增长 14.9%，而由于营业利润率整体平均水平由 08 年中报时的 38.9% 下降至 36.2%，76 家公司营业利润同比增幅仅为 9.3%。结算收入增幅不大和毛利率下降是因为中报结算项目以 08 年景气低谷时期销售为主，考虑到 08 年中期为板块结算收入和毛利的高峰，而 09 年以来销售收入和价格都出现明显提升，因此全年结算的收入同比增速和毛利率预计高于中报水平。

图 14 板块结算收入和毛利率变动

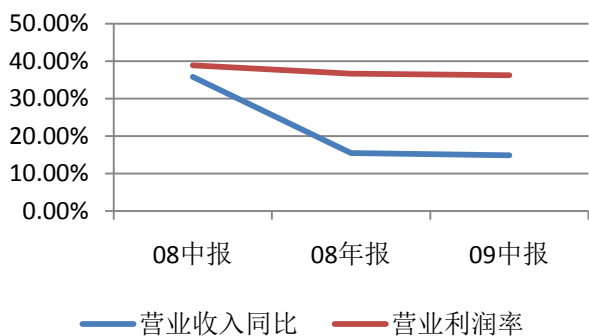
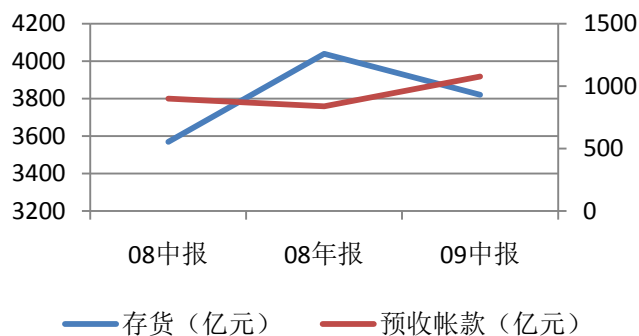


图 15 存货和预收帐款

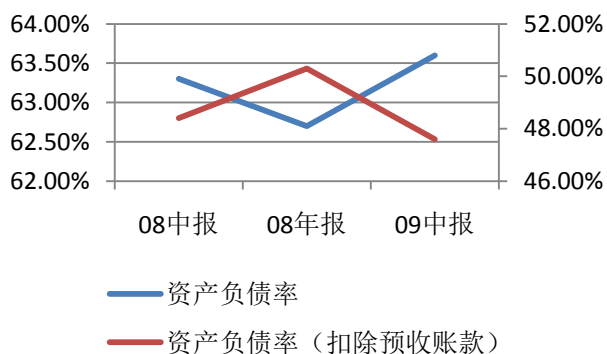


资料来源: wind (76 家已公布中报公司)

资料来源: wind (76 家已公布中报公司)

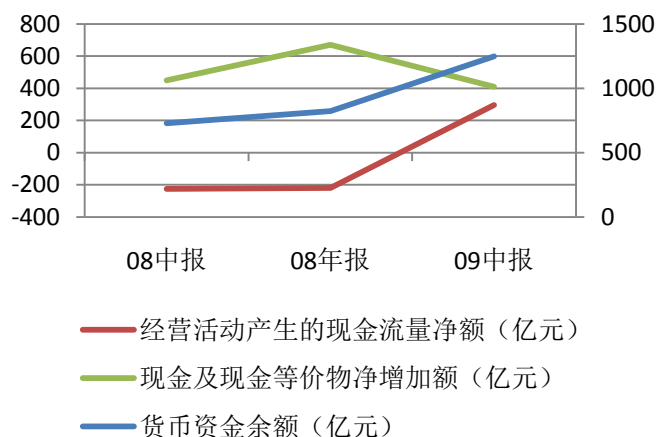
存货余额明显减少和预收帐款余额明显增加，显示企业存货消化势头良好。76 家公司中报结算收入与预收帐款之和已经相当于 08 年全年结算收入的 112%，如果加上未公布中报的保利地产这一比例将更高，而七八月份主要上市公司销售并未出现明显下滑，因此板块全年业绩增长基本已经锁定。

图 16 板块整体资产负债率



资料来源：wind（76 家已公布中报公司）

图 17 货币资金与现金流变化



资料来源：wind（76 家已公布中报公司）

76 家公司现金等价物净增加总额减少主要原因是大量偿还借款，而货币资金总余额以及现金和经营性现金流净额持续提升显示企业资金实力不断提升。高度的行业景气使得企业处于历史上较好的资金环境，在这种条件下企业新增投资的能力和愿望都较为强烈，开发投入有望保持较高水平。

### 板块估值水平回归, 反弹中优选低估值高成长公司

商品房成交量和成交金额的萎缩意味着行业蛋糕缩小，而政府为抑制房价上涨过快进行政策收紧可能加剧这种变化，未来开发企业生存环境可能恶化。由于当前无法预期未来两个月商品房成交会出现爆发式增长，我们维持行业“中性”评级。

大盘调整以来，申万房地产板块指数相对高点下跌 21%，板块 09 年整体 PE 已从 35 倍下降到 28 倍，而部分公司中报表明今年全年乃至明年业绩增长已具备很高的确定性，可能存在阶段性低估。对当前市盈率水平较低，而业绩增长确定性较高的万科 A、保利地产、华发股份、深振业 A 维持“增持”评级。

表 5 重点公司盈利预测与评级

| 公司    | 股价      | 每股收益 |       |       | P/E    |       |       | 每股净  | P/B  | 评级 |
|-------|---------|------|-------|-------|--------|-------|-------|------|------|----|
|       | 8.24 收盘 | 2008 | 2009E | 2010E | 2008   | 2009E | 2010E | 资产   |      |    |
| 万科 A  | 12.39   | 0.37 | 0.45  | 0.54  | 30.89  | 25.18 | 20.98 | 3.14 | 3.61 | 增持 |
| 深振业 A | 12.71   | 0.30 | 0.66  | 0.7   | 38.62  | 17.33 | 16.34 | 3.63 | 3.15 | 增持 |
| 招商地产  | 30.19   | 0.71 | 0.95  | 1.12  | 40.15  | 30.21 | 25.63 | 8.84 | 3.25 | 增持 |
| 中粮地产  | 11.09   | 0.08 | 0.18  | 0.25  | 146.23 | 63.61 | 45.80 | 1.77 | 6.49 | 中性 |
| 华侨城 A | 20.00   | 0.35 | 0.58  | 0.72  | 57.14  | 34.48 | 27.78 | 2.19 | 9.13 | 中性 |
| 金融街   | 13.00   | 0.42 | 0.59  | 0.65  | 29.55  | 20.98 | 19.05 | 5.99 | 2.07 | 增持 |
| 福星股份  | 9.55    | 0.47 | 0.52  | 0.65  | 18.55  | 16.71 | 13.37 | 5.24 | 1.66 | 增持 |
| 荣盛发展  | 15.01   | 0.46 | 0.68  | 0.83  | 34.83  | 23.74 | 19.45 | 2.82 | 5.72 | 增持 |
| 滨江集团  | 13.60   | 0.58 | 0.65  | 0.85  | 24.27  | 21.69 | 16.59 | 2.06 | 6.84 | 增持 |
| 保利地产  | 26.22   | 0.91 | 1.13  | 1.28  | 27.64  | 22.33 | 19.71 | 4.00 | 6.30 | 增持 |
| 华发股份  | 20.06   | 0.80 | 0.87  | 1.03  | 23.41  | 21.45 | 18.12 | 5.75 | 3.24 | 增持 |
| 金地集团  | 15.26   | 0.50 | 0.52  | 0.66  | 29.77  | 28.69 | 22.61 | 3.79 | 3.93 | 增持 |
| 浦东金桥  | 14.85   | 0.33 | 0.35  | 0.45  | 40.23  | 37.77 | 29.38 | 3.82 | 3.46 | 增持 |
| 中华企业  | 14.17   | 0.43 | 0.49  | 0.58  | 38.26  | 33.31 | 28.14 | 3.04 | 5.38 | 中性 |
| 张江高科  | 14.91   | 0.34 | 0.51  | 0.75  | 39.46  | 26.39 | 17.95 | 3.43 | 3.93 | 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。