

房地产



王嘉 王晓冬

房地产行业研究员

021-3856 5950

jiawang@xyzq.com.cn

吹尽浮沙始到“金”

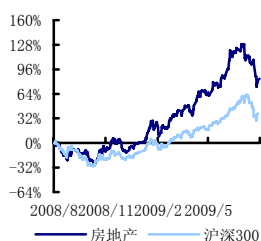
推荐 (维持)

2009年8月25日

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
St 鲁置业	0.45	0.73	推荐
中南建设	0.77	1.25	推荐
北京城建	0.65	0.82	推荐

行业走势



相关报告

《稳健增长趋势不改》
2009-8-18

《重回上升通道》2009-8-4

《盛宴还未谢幕》2009-7-15

投资要点

- 7月以来，以收紧二套房贷为导火索而引发了地产板块相对大盘较大幅度的调整。我们认为二套房贷的收紧，以及09年以来的量价齐升的确使得下半年地产行业的内外部环境相对上半年更为恶劣，但“弹性”而非“刚性”的政策，以及持续向好的经济环境使得我们相信行业的趋势并未发生改变。
- 我们发现考虑通胀预期的真实利率是地产行业景气程度最有效的前瞻性指标，由于我们认为未来半年加息可能性极小，且CPI将持续环比上升，因此真实利率不断走低，将有利于地产行业的表现。
- 二套房贷从“7.0”时代进入“7.X”时代并不会改变行业趋势。通过银行渠道，我们了解到，即使在较为严格执行二套房贷的股份制银行，优质客户也可以获得7.2-7.5折的优惠利率。目前的二套房贷政策仍然是“弹性”而非“刚性”的，因此本轮政策转变的杀伤力不应该和07年9月的政策转向相比。在市场自身修正之后，同时在供应推动下，成交量在9、10月份出现回升是大概率事件。
- 从目前估值而言，地产股普遍已经回到09年动态市盈率25倍，10年20倍以下，已经回到合理估值的区间的相对低位，我们维持对行业的“推荐”评级。即使流动性的收缩限制一线地产股的反弹，有独特业务模式的二三地产股也有获得超额收益的机会，我们现阶段看好st鲁置业、中南建设以及北京城建。

目 录

成交回落，是自然休整还是政策打压？	- 3 -
7月以来，主要城市住宅成交面积有所回落.....	- 3 -
二套房贷从“7.0”进入“7.X”时代不改市场趋势.....	- 4 -
真实利率环境依然有利于地产行业	- 5 -
真实利率是最有效的前瞻性指标	- 5 -
“金九银十”量升价平的环境将有利于地产股反弹.....	- 5 -
投资建议：行业“推荐”，精选个股	- 7 -
维持行业的“推荐”评级	- 7 -
St 鲁置业：爆发式增长的前夜	- 7 -
中南建设：经典的大盘开发模式	- 9 -
北京城建——隐形冠军	- 9 -
覆盖公司盈利预测与估值	- 11 -

图 1、真实利率和地产行业指数涨跌幅	- 5 -
图 2、月供收入比	- 6 -
图 3、金融机构人民币中长期消费性贷款当月增加额.....	- 6 -
图 4、沪深 300 和地产股 TTM PE	- 7 -
图 5：推荐鲁商置业的三大逻辑基础	- 8 -

表 1、2009 年 7 月主要成交住宅成交状况	- 3 -
表 2、不同利率折扣幅度月供变化	- 4 -
表 3、st 鲁置业项目表.....	- 8 -
表 4、中南建设项目储备	- 9 -
表 5、覆盖公司盈利预测(8 月 25 日收盘价).....	- 11 -

成交回落，是自然休整还是政策打压？

7月以来，主要城市住宅成交面积有所回落

2009年7月，全国30个主要城市中住宅成交面积环比上升的城市占一半左右，不过总成交面积环比下降约4%。4大一线城市中仅上海环比上升，尤其向来是全国楼市领先指标的广深两地成交大幅回落，引发了资本市场对房地产市场前景的忧虑。

表1、2009年7月主要成交住宅成交状况

城市	可售情况		完成交易情况			成交价格	
	套数 (套)	面积 (万平方米)	套数 (套)	面积 (万平方米)	环比	均价 (元/平方米)	环比
北京	106072	1448.42	17056	205.90	3.07%	14123	5.90%
上海	36501	524.53	23756	266.22	-5.83%	11342	2.11%
天津			12268	134.40	16.01%	7713	6.94%
重庆	116780	1198.37	23084	210.47	7.90%	4118	-3.11%
深圳	35798	385.12	5176	51.73	-18.47%	15281	7.05%
广州	29838	366.17	6825	74.02	-33.81%		
杭州	13254	195.40	5561	60.48	-38.86%	14617	9.38%
南京	28204		9194	107.59	15.27%		
武汉			12761	137.37	8.82%	5378	1.23%
成都	194060	1498.23	11569	106.65	16.05%		
苏州	24296	357.89	7912	99.63	20.95%	7457	5.67%
青岛	53880	559.58	9367	95.65	5.75%		
宁波	80788	559.73	7522	76.77	-12.23%	9496	-1.23%
厦门	19444	242.10	2964	36.42	-21.59%	9748	7.97%
福州	34187	248.98	5439	64.19	11.87%	8192	3.39%
东莞	75536		4424	49.68	-6.05%		
济南			2052				
长沙			15120	162.50	-9.56%	4143	6.37%
南昌	29273	302.56	3039	32.33	-44.63%		
合肥			14334	132.25	19.64%	4436	0.35%
哈尔滨	86993	964.13	5324	53.23	10.67%		
海口	42811		2429	27.71	16.56%		
徐州			6754	74.88	0.37%		
扬州			1914	23.96	15.86%	5240	-2.50%
温州			995	17.10	-29.06%		
贵阳			4810	60.54	-18.06%		
昆明			8204	75.92	14.45%	5140	-1.94%
包头			2302	27.09	-59.44%	3227	1.53%
蚌埠	11447	120.48	728	7.97	-67.61%	3522	-0.93%
惠州	6843	95.38	842	10.19	-21.83%		

数据来源：中国指数研究院

进入 8 月，这种状况更加明显，根据我们对每日成交量的检测，8 月前 24 天，环比 7 月同期，京、沪、深三地成交面积分别下滑 17%、13%和 31%。

二套房贷从“7.0”进入“7.X”时代不改市场趋势

我们一直强调，本次收紧二套房贷和 07 年 9 月有本质的区别，此次收紧是“弹性”而非“刚性”的，无论从银行和地方政府而言，以及中央政府从大的经济环境考虑，都没有理由严格执行 1.1 倍的利率。如果假设在 7 折利率 30 年期贷款情况下月供为 1 千元，如果利率变为 1.1 倍，月供将上升 30.4%，显然将带来致命的打击。但目前实际情况而言，多数的购房者仍能够获得 7.5 折的利率，按此测算月供仅增加 3.6%，基本可以忽略不计。

表 2、不同利率折扣幅度月供变化

折扣	7 折	7.5 折	8.5 折	1.1 倍
月供	1000	1036	1110	1304
变化幅度		3.6%	11.0%	30.4%

从我们目前了解的情况来看，不同的地区以及相同地区的不同银行之间都有较大的差异。以上海为例，中国银行是大银行中较早严格执行二套房贷的银行，也因此在最近几月出现了市场份额下滑的状况。不过尽管如此，我们了解到只要贷款人被认定为中行的优质客户，其利率仍然可以达到 7.5 折以下。而评为优质客户的条件也并不苛刻，通常只有能够出示税单证明年收入在 10 万以上，或者在中行的资产达到数十万即可，对于购买总价在 200 万以上的改善性客户而言，这并不是一个很难达到的条件。

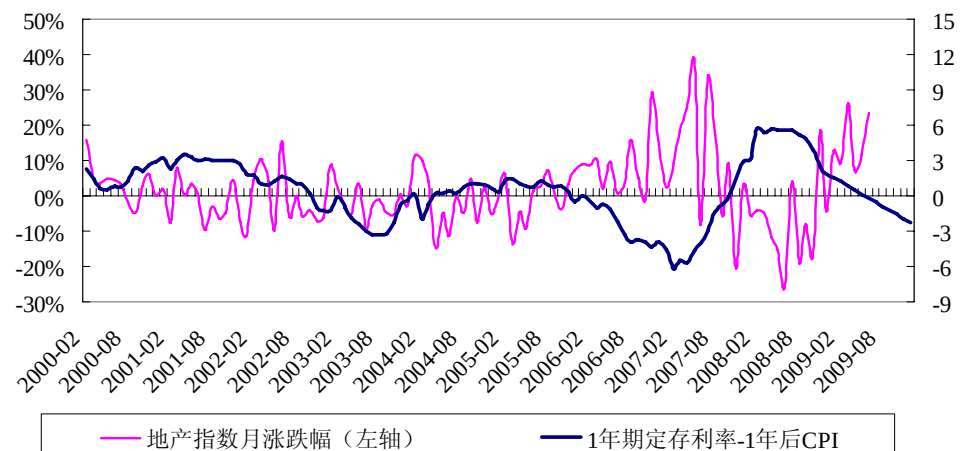
对于本轮楼市成交量的调整，我们认为市场自身的原因大于外部原因。主要是由于前期积累的购买力的阶段性释放告一段落，以及在目前的房价基数上买卖双方预期的变化所导致，而非利率变化改变了购房成本。如果仅是市场自身的休整，其幅度就不会太大，并且实体经济逐渐好转也有利于缩短楼市调整的空间和时间。短期而言，在政策前景逐渐明朗，经济回暖导致收入预期逐渐提升，再结合 9、10 月份新增供应的释放所推动，我们认为“金九银十”成交量的反弹是一个大概率事件。

真实利率环境依然有利于地产行业

真实利率是最有效的前瞻性指标

我们选取利率、货币供应量、真实利率等多种指标对地产行业和地产股价进行比较，发现考虑到预期通胀的真实利率是最为有效的前瞻性指标，这种关联性在 2003 年以后尤为明显。

图 1、真实利率和地产行业指数涨跌幅



数据来源：兴业证券研发中心

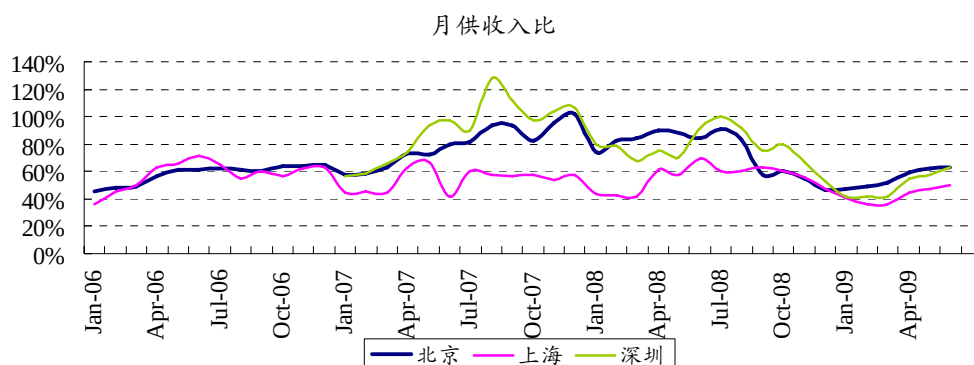
我们对真实利率定义为：当期的一年期定期存款利率减去当时对一年以后 CPI 的预测，已知的历史数据我们用一年后的真实 CPI 代替。考虑到预期通胀后的真实利率本质上反映的是真实的资金成本。由于我们预期未来半年升息的可能性极小，但 10 年的 CPI 将呈现前低后高的走势，因此 09 年下半年的真实利率是持续走低的。历史经验表明，在真实利率为负值，或者持续下降时，地产行业和地产股通常有较好的表现。

“金九银十”量升价平的环境将有利于地产股反弹

除上海外，主要城市新开盘面积在 6、7 月份都开始环比减少，城市核心区域内的可售商品房源不足也是导致 7、8 月成交面积下滑的原因之一。伴随楼市进入 9、10 月份的传统旺季，开发商的推盘将会较为集中的释放，从而为成交的反弹带来可能。

由于目前的房贷政策下，购房者实际利率折扣仅仅从“7.0”时代步入“7.x”时代，真实成本的上升非常有限。我们假设 3 口之家购买 90 平米住房，在 3 成首付 30 年按揭的情况下，由于利率下调和收入增长，目前的月供收入大致相当于 06 年的水平，处于较为合理的区域。

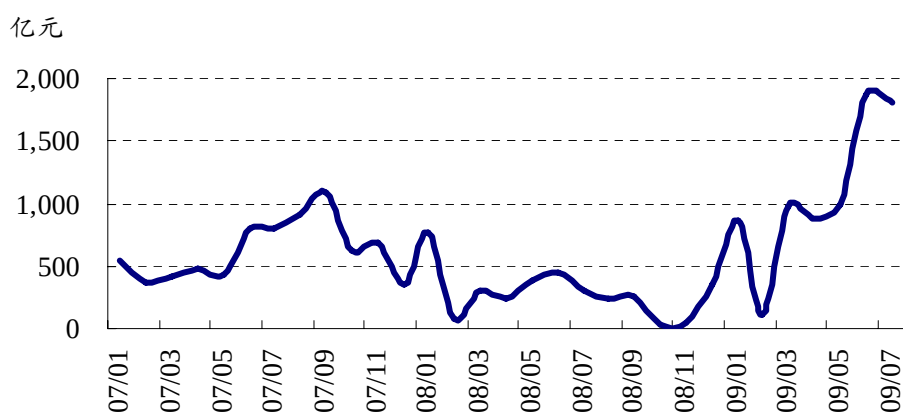
图 2、月供收入比



数据来源：兴业证券研发中心

从开发商角度看，新推盘的定价肯定会区域谨慎，但也绝无资金压力而被迫降价促销的可能。从央行的统计我们可以看到，以房贷为主的中长期消费性贷款在 6、7 月份增加了约 3500 亿，这基本相当于 1-5 月的总和。开发商的资金状况前所未有的良好，这决定了他们即时面临短期的市场波动，也有一定的防御能力。

图 3、金融机构人民币中长期消费性贷款当月增加额



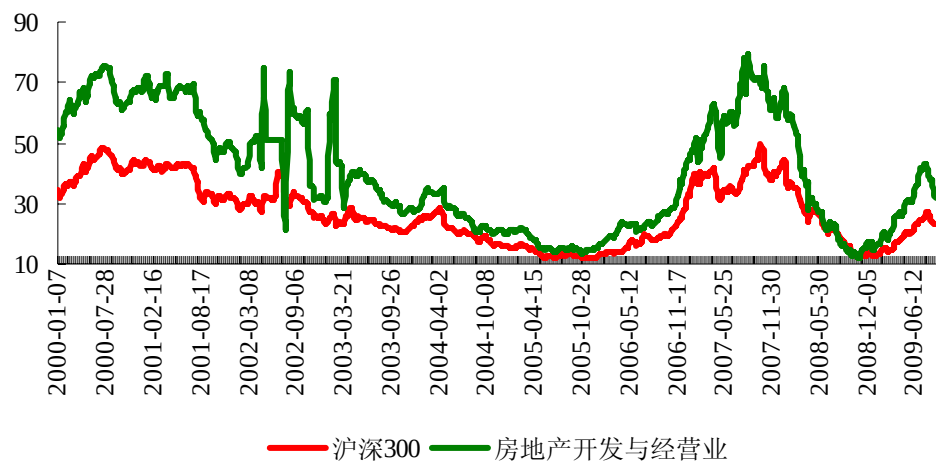
数据来源：兴业证券研发中心

投资建议：行业“推荐”，精选个股

维持行业的“推荐”评级

由于近期的回调，截至 8 月 25 日，地产板块 TTM 市盈率已经跌至 32 倍，根据我们的预测，大部分地产股的 09 年市盈率已经回落到 25 倍以下，10 年回落到 20 倍以下。从历史上看，已经处于合理估值区间的较低范围，目前地产股相对沪深 300 的溢价率也明显低于历史平均。我们维持对地产行业的“推荐”评级。

图 4、沪深 300 和地产股 TTM PE



数据来源：兴业证券研发中心

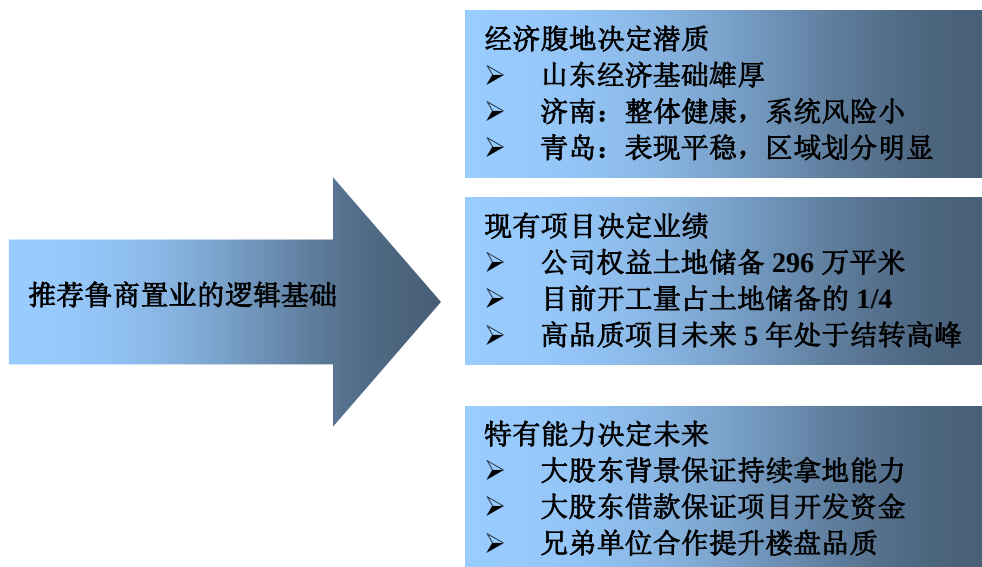
投资策略方面，虽然我们看好地产股在未来两个月的表现，但是由于楼市成交量和价在目前基础上再次大幅度上涨的可能性较小，并且流动性的收缩会对大盘股的估值带来一定的压力。我们认为简单大幅超配地产以获取超额收益的策略已经不再适用，我们建议精选公司所在的区域市场和成长阶段可以明显超越市场整体的个股。现阶段，我们相对看好 St 鲁置业、中南建设和北京城建。

St 鲁置业：爆发式增长的前夜

- **经济腹地决定潜质：**山东省经济实力构成了公司未来项目强有力的购买基础。济南市场的健康发展提升了公司抵御行业整体性风险的能力。青岛市场的区域特征凸现公司高档项目的稀缺价值。
- **现有项目决定业绩：**公司现有项目地理位置优越，增值空间较大，2009 年公司整体开工量达 80 万方，占现有土地储备的 1/4，直接保证了公司未来 3 年的高成长。在不增发摊薄的情况下，我们预计公司 2009 年至 2011 年，EPS 分别为 0.45、0.73、1.10。同时考虑到公司 RNAV 值 8.1 元，我们认为当前的股价有较高的安全边际。

- **特有能力强决定未来：**地产公司三个不可或缺的能力：拿地能力、筹集开发资金能力、开发能力。由于大股东的全力支持，公司的拿地能力和开发资金来源得到了有效的保证。与兄弟公司合作开发城市综合体提升公司的开发能力。

图 5：推荐鲁商置业的三大逻辑基础



数据来源：兴业证券研发中心

表 3、st 鲁置业项目表

项目名称	权益	类别	地理位置	占地面积	建筑面积	权益未售面积	竣工时间
长青藤	100%	住宅	济南长青	667,000	850,000	700,065	2013.10
御龙湾	100%	别墅	济南长青	286,810	160,000	160,000	2013.10
国奥城	100%	商住	济南奥体中心	50,594	212,000	212,000	2010.6
银座晶都国际	100%	写字楼	济南市中区	29,421	151,036	40,000	2008.11
鲁商广场	100%	城市综合体	济南经十路	59,156	210,000	170,000	2009.10
燕儿岛项目	75%	城市综合体	青岛市南区	122,183	745,200	558,900	2013.12
鲁商西海岸	85%	住宅	青岛即墨区	52,204	266,800	226,780	2010.12
动感世代	100%	住宅	青岛即墨区	119,964	190,600	94,403	2015.9
一山一墅	100%	别墅	青岛即墨区	180,766	180,766	95,903	2016.9
沂龙湾	40%	住宅	临沂南坊片区	609,184	1,048,281	379,312	2013.12
东营银座	85%	商业	东营东三路	165,608	155,700	132,345	2012.12
蓝岸丽舍	100%	别墅	北京顺义	323,642	142,000	142,000	2011.12
缙云山项目	50%	别墅	重庆市北碚区	208,642	104,356	52,178	2010.12
合计						2,963,886	

资料来源：公司公告、相关政府网站、兴业证券

中南建设：经典的大盘开发模式

1988 年，公司创始人陈锦石带领 28 人的队伍在山东开始了创业之路。1999 年，公司拓展了房地产业务。2003 年之后，公司进入高速发展期，逐渐形成了房地产业、建筑产业、土木工程产业、装饰产业的多元发展格局。

脱胎于建筑商使得公司在进行大盘开发中具有先天优势：大盘开发的成功与否取决于：周边配套是否齐全，工程质量是否过硬，当地老百姓的消费能力是否能够消化大盘。中南建筑起源于建筑商恰恰解决了前面的两个问题。同时，在多年的建筑承包过程中，公司获取了当地政府的信任，这直接提升了公司的拿地能力。

公司目前拥有土地储备超过 600 万平米，以百万平米的大盘为主。公司通过参与所在城市大型市政工程建设，培育了与当地良好的合作关系，结合当地的新市政规划开发大型居住社区。这种模式有以下几个优点：1、大盘模式可以迅速锁定大量的项目资源，做大公司规模；2、结合当地市政建设可以减少区域配套建设的压力以及销售的不确定性；3、公司建筑出身，产品用心打造，大盘后期人气和价格提升可以为公司带来毛利率的稳步提升。

在不考虑增发的前提下，我们预计公司 09 年到 11 年，EPS 分别为 0.77、1.25、1.57，给予公司“推荐”评级。

表 4、中南建设项目储备

	城市	权益%	类型	占地 万平米	容积率	规划可售	08 末未出售
军山半岛	南通	100	别墅	226,000	1.68	380,000	280,000
中南世纪城	南通	100	城市综合体	605,085	2.75	1,664,249	880,000
七星花园	南通	100	住宅	50,906	2.48	126,165	126,165
中南世纪花城	南通	100	住宅	400,000	2.50	1,000,000	850,000
世纪城（海门）	海门	100	住宅	423,010	2.36	1,000,000	900,000
世纪城（常熟）	常熟	100	住宅	590,055	1.69	1,000,000	900,000
世纪城（镇江）	镇江	100	住宅	464,800	1.34	625,000	565,000
中南麒麟锦城	南京	100	住宅	64,275	2.09	134,286	60,000
海湾新城	青岛	100	住宅	59,283	2.11	124,963	110,000
世纪城（寿光）	寿光	100	住宅	115,000	2.49	286,000	286,000
中南海景花园	文昌	100	住宅	270,802	1.48	400,350	320,350
青岛大枣园社区	青岛	100	住宅	735,700	2.47	1,818,400	1,350,000
合计				4,004,916	2.10	8,559,413	6,627,515

资料来源：公司公告、相关政府网站、兴业证券

北京城建——隐形冠军

北京城建突出的资源价值优势是我们看好公司的理由，公司重估价值为 15.78 元/股，是目前地产股中为数不多的 NAV 接近股价的公司。

公司为北京市区域龙头，具有一级开发资质，大股东北京城建集团为北京市国资委 100%控股。公司 2001 年与大股东资产置换，完成从建筑企业到房地产企业的转型。公司以房地产为主业，开发类型为二级开发+一级开发。北京城建由于其拥有北京地方国企背景，因此也参与土地一级开发。

公司目前拥有约权益面积约 280 万平米的二级开发业务，其中北京约 160 万平米；还有占地 107 万平米的一级开发业务，其中北京约 107 万平米。除此之外，公司拥有 3.43 亿股的国信证券股权（相当于每股北京城建股权含国信证券 0.46 股），以及 21.45% 的北京科技园建设公司的股权和 30% 的中科招商的股权。

我们测算，现有房地产项目开发完毕可实现权益增值 37.4 亿元；国信证券每股价值假设为 15 元，并且扣除减持后缴纳的 25% 所得税，北京科技园建设公司和中科招商的股权增值为 5 亿元。以上两个部分合计权益 80.96 亿元，再加上现有的股东权益 36.1 亿元，公司重估价值合计为 116.96 亿元，折合每股价值为 15.78 元。我们预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.65 元和 0.82 元，给予“推荐”评级。

覆盖公司盈利预测与估值

表 5、覆盖公司盈利预测(8 月 25 日收盘价)

代码	公司	评级	最新价格	NAV	EPS			09PE
					2009	2010	2011	
000002	万科 A	推荐	10.69	6.41	0.50	0.66	0.81	21.30
600383	金地集团	推荐	13.91	10.56	0.62	0.93	1.06	22.47
600048	保利地产	强烈推荐	24.15	12.96	0.92	1.33	1.58	26.37
000024	招商地产	推荐	26.7	16.91	1.05	1.47	1.84	25.52
000069	华侨城	推荐	19.1	16.53	0.48	0.72	0.92	39.61
600325	华发股份	强烈推荐	17.8	12.40	0.93	1.10	1.43	19.06
600153	建发股份	推荐	12.58	10.13	0.66	0.90	1.12	19.20
600657	信达地产	推荐	8.95	6.78	0.42	0.63	0.74	21.16
000656	st 东源	无评级	13.15	5.06	0.39	0.52	0.62	33.58
600067	冠城大通	强烈推荐	12.11	8.83	0.53	0.94	1.44	23.01
600755	厦门国贸	推荐	13.34	10.93	0.62	0.70	0.76	21.46
600675	中华企业	推荐	15.16	10.99	0.54	0.93	0.85	27.94
002244	滨江集团	推荐	13.45	7.20	0.50	0.60	0.85	27.04
600533	栖霞建设	中性	5.9	4.32	0.25	0.37	0.43	23.80
000718	苏宁环球	推荐	11.99	6.02	0.55	0.87	1.02	21.60
600246	万通地产	中性	9.72	6.43	0.40	0.60	0.74	24.16
000514	渝开发	推荐	13.31	7.68	0.22	0.29	0.34	59.62
000006	深振业	推荐	10.8	10.79	0.80	1.02	1.18	13.48
600683	京投银泰	推荐	9.88	7.97	0.18	0.64	0.82	54.77
600208	新潮中宝	推荐	10.79	5.46	0.21	0.31	0.40	52.20
600052	浙江广厦	无评级	7.88	8.37	0.40	1.23	1.70	19.74
600773	st 雅砻	无评级	7.83	3.01	0.12	0.31	0.37	65.76
000616	亿城股份	推荐	5.65	4.69	0.34	0.47	0.54	16.45
000679	大连友谊	推荐	14.94	12.14	0.68	1.08	1.24	22.03
600791	京能置业	推荐	6.62	3.25	0.05	0.49	0.54	135.92
600223	st 鲁置业	推荐	10.31	7.60	0.45	0.73	1.10	23.00
000043	中航地产	无评级	15.49	14.26	0.15	0.40	2.70	101.60
002133	广宇集团	无评级	8.93	5.11	0.46	0.53	0.69	19.41
601588	北辰实业	无评级	5.72	5.51	0.29	0.42	0.47	19.94
600716	st 耀华	无评级	8.62	4.79	0.39	0.55	0.71	22.37
600266	北京城建	推荐	16.01	15.86	0.65	0.82	0.85	24.50
002208	合肥城建	无评级	16.58	10.46	0.57	0.74	0.81	28.84
002016	世荣兆业	无评级	7.03	7.35	0.13	0.22	0.30	53.07
000961	中南建设	推荐	17.55	15.79	0.73	1.34	1.76	24.04
600895	张江高科	推荐	13.19	11.80	0.43	0.63	0.77	30.45
600639	浦东金桥	推荐	12.67	12.68	0.27	0.52	0.58	46.99
600663	陆家嘴	推荐	23.45	14.05	0.63	0.64	0.85	37.01
000402	金融街	推荐	11.76	11.85	0.48	0.67	0.71	24.45

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。