

日期：2009 年 8 月 31 日

行业：房地产行业



金融地产研究小组 沈莉

021-53519888-1922

shenli@sigchina.com

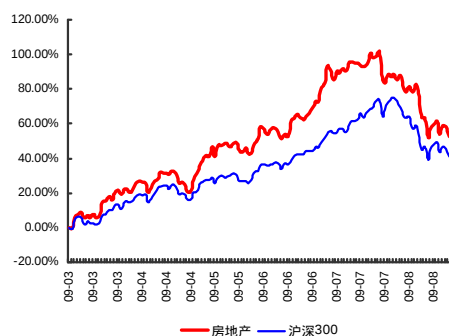
房价上涨乏力

——2009 年 9 月房地产业投资策略

房地产类 7 月价格指数

房地产开发综合景气指数	98.01
房地产开发投资指数	96.28
土地开发面积指数	92.55
销售价格指数	112.35

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：

SL09-MIT08

相关报告：

主要观点：

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。

房价已到阶段性高位

房价上半年上涨速度较快，部分一线城市房价已创新高，在经济没有明显好转之前，居民可支配收入上涨较慢，不支持房价的连续飙升，房价已到阶段性高位。

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。

房地产板块中期业绩有所增长，但增幅下降

我们统计了 118 家 A 股房地产上市企业，得出整体营业收入同比增加 12.73%，净利润增加 3.78%，增幅皆有所下降。

估值已在合理位置

目前估值已在合理位置。由于房地产市场房价已到阶段性高位，估值上升空间有限。

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	10.23	0.37	0.44	0.61	27.65	23.25	16.77	3.26	跑赢大市
招商地产	000024	25.11	1.00	1.20	1.00	27.59	25.11	20.93	2.84	跑赢大市
收租类										
张江高科	600895	13.20	0.38	0.51	0.70	34.74	25.88	18.86	3.83	跑赢大市
陆家嘴	600663	24.24	0.47	0.62	0.62	51.57	39.10	39.74	4.82	跑赢大市
浦东金桥	600639	13.03	0.33	0.39	0.43	39.48	33.41	30.30	3.42	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为 2009 年 8 月 28 日收盘价

一、8 月份行业市场动态概述

1、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。

在过去的两个月中，政府累计出台了 16 项调控措施，主要有：1）对货币政策进行微调，重启一年期央票发行，回收流动性，降低商业银行交叉持有次级债折算资本金的比例等；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。

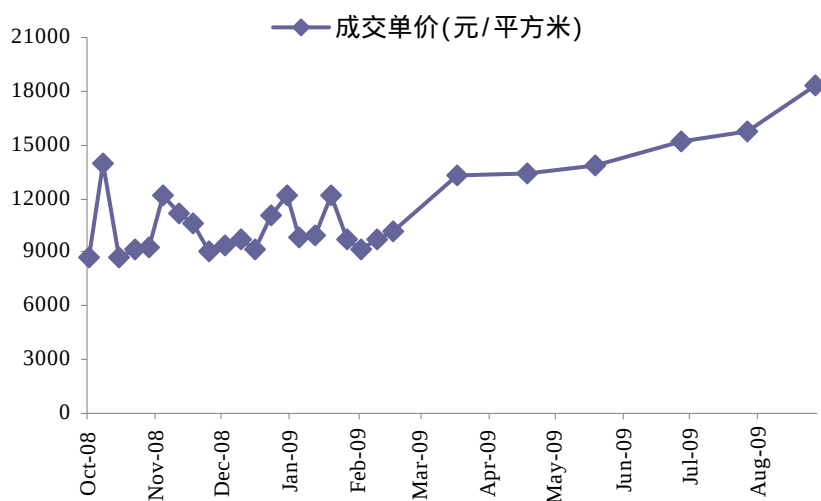
这些措施虽然都是微调，短期不会产生大幅度的冲击，但会产生一定的负面影响。

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。

2、房价已到阶段性高位

房价上半年上涨速度较快，部分一线城市房价已创新高，在经济没有明显好转之前，居民可支配收入上涨较慢，不支持房价的连续飙升，房价已到阶段性高位。如房价最为坚挺的城市之一上海，目前交易均价已超过上一轮的高峰，创了新高。

图 1 上海商品住宅价格走势



数据来源：上海证券研究所

但收入情况并不支持房价的持续上涨，具体来看：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。

3、交易量有下降趋势、土地市场更为理性

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、上海和杭州一手房皆有环比下降的趋势，深圳的房价已有松动，交易量环比有所上升，但与最高点比较，下降了 80%左右。

表 1 重点城市近期交易数据

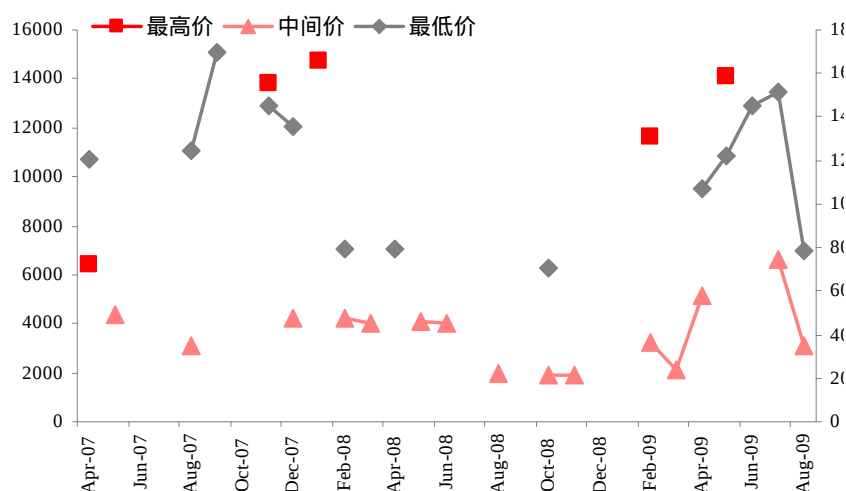
	城市	上周	本周	环比	注释	上月 可售 消化 时间	本周(可售+ 近期拟售) 消化时间	成交均价环 比
长三角	上海	490	390	-20%	8.17-8.23 商品住宅	4.57	4.96	7%
	杭州	129	99	-23%	8.17-8.23 商品房	7.41	9.53	20%

珠三角	南京	259	254	-2%	8.17-8.23 商品住宅	8.00	7.70	
	深圳	146	181	24%	8.17-8.23 商品房	19.11	14.41	-10%
	广州	211	209	-1%	8.17-8.23 商品住宅	9.03	8.39	
环渤海	北京	518	485	-6%	8.17-8.23 商品住宅	12.39	12.10	-2%
	天津	388	504	30%	8.17-8.23 商品住宅			-13%
其他地区	成都	257	400	56%	8.17-8.23 商品住宅			
	重庆	774	626	-19%	8.17-8.23 商品住宅	6.35	6.50	
	总体平均	343	350	2%		9.55	9.08	
	总体中值	259	390	51%				

数据来源：上海证券研究所

土地市场的交易价格开始趋向理性。8月上海出让了一宗松江地区的保障型住宅地块，楼面价为 696 元/平米。北京 8 月成交的四宗地块成交价格合理，底价都不高，溢价都在 10%以内。

图 2 北京土地交易价格趋势

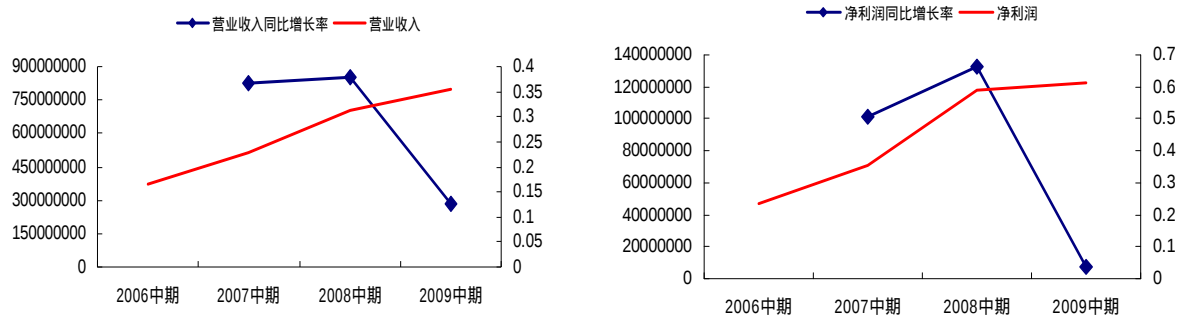


数据来源：上海证券研究所

4、房地产板块中期业绩有所增长，但增幅下降

我们统计了 118 家 A 股房地产上市企业，2009 年中期 118 家企业整体营业收入同比增加 12.73%，净利润同比增加 3.78%，预收帐款同比增加 26.34%。虽然皆有所增加，但增幅下降。资产负债率平均值高达 131.27%，同比增加 79.92%。

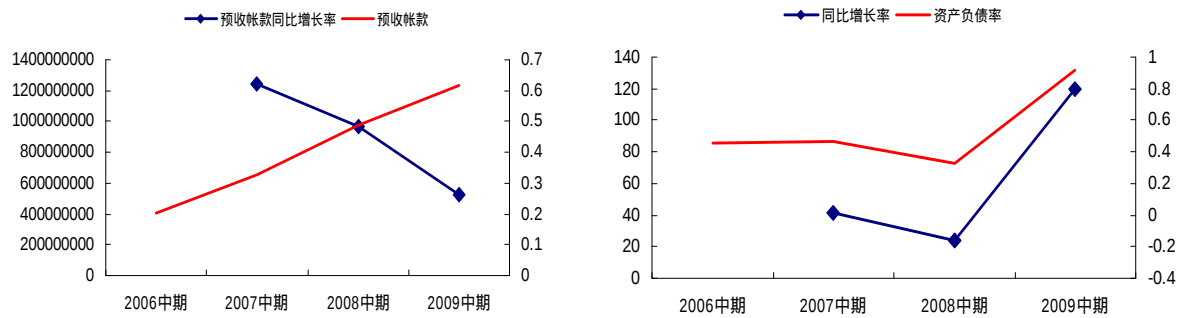
图 3 2009 年中期房地产板块营业收入和净利润增长情况



数据来源：上海证券研究所

数据来源：上海证券研究所

图 4 2009 年中期房地产板块预收帐款和资产负债率增长情况



数据来源：上海证券研究所

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、房地产板块下跌 25.10%，沪深 300 指数下跌 23.13%

8 月份房地产板块下跌 25.10%，沪深 300 指数上涨 23.13%，符合我们 8 月份的策略报告，指出房地产板块跑赢大盘的动力已弱化。在我们房地产交易简报中也早已提示投资者房价上涨阻力加大。

图 5 房地产股 8 月份市场表现

表 2 8 月份涨幅靠前的股票

证券代码	证券简称	月度涨幅%
600136.SH	道博股份	40.17
600807.SH	天业股份	39.23
000526.SZ	旭飞投资	22.81
000043.SZ	中航地产	11.69
000965.SZ	天保基建	6.69
900913.SH	ST 联华 B	0.99
200011.SZ	*ST 物业 B	0.50
000546.SZ	光华控股	-1.12
002146.SZ	荣盛发展	-1.75
000011.SZ	S*ST 物业	-4.63

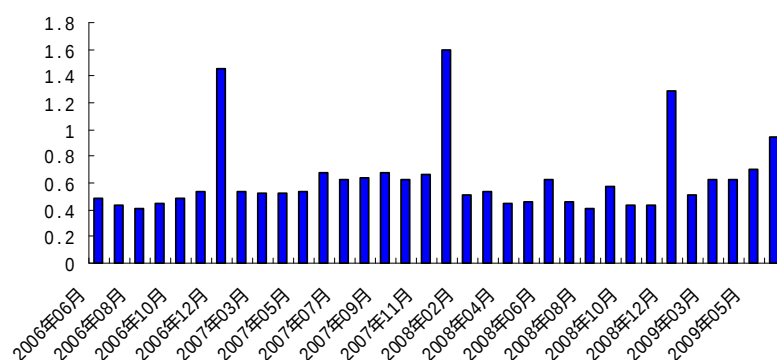
数据来源：wind，上海证券研究所

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，进入 9 月份后，价格已到阶段高位，投机需求将有所减弱，成交量将小幅下降。

图 7 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、房价已到阶段性高位，或有调整

如上文所述，我们认为房价已到阶段性高位，在目前没有强有力

的支撑因素的情况下，房价很难继续上涨，现在二手房市场价格有所松动，不排除下一阶段一手房房价调整的可能性。

3、估值大幅上调可能性较小

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。而且，房价或有反复，由此，对于 NAV 估值大幅上调的可能性较小。

四、9 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，维持对于房地产板块可以适当进行策略性操作的建议。

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。

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	10.23	0.37	0.44	0.61	27.65	23.25	16.77
招商地产	000024	25.11	0.71	1	1.2	33.80	25.11	20.93
保利地产	600048	23.04	0.7	0.77	1.16	32.91	29.92	19.86
冠城大通	600067	11.48	0.6	0.6	0.9	19.13	19.13	12.76
荣盛发展	002146	16.19	0.46	0.53	0.65	35.20	30.55	24.91
华发股份	600325	17.07	0.88	0.9	1	19.40	18.97	17.07
金地集团	600383	13.21	0.64	0.78	0.88	20.64	16.94	15.01
泛海建设	000046	13.25	0.09	0.34	0.58	147.22	38.97	22.84
苏宁环球	000718	11.40	0.34	0.44	0.6	33.53	25.91	19.00
样本均值						41.05	25.42	18.79
public storage	美国	71.46		2.82	2.56		25.34	27.91
SPSB	马来西亚	4.48		0.16	0.17		28.00	26.35
mitsub	日本	1547		37.86	43.58		40.86	35.50

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。