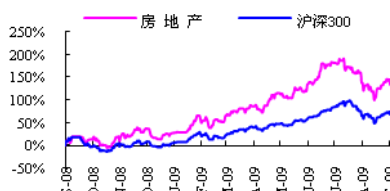


房地产

维持评级：中性

## 相对沪深 300 表现



| 表现     | 1m   | 3m     | 12m    |
|--------|------|--------|--------|
| 房地产    | 3.4% | -0.47% | 105.8% |
| 沪深 300 | 1.8% | 3.8%   | 44.9%  |

| 重点公司 | 6m%   | YTD%   | 评级 |
|------|-------|--------|----|
| 华发股份 | 16.8% | 116.4% | 增持 |
| 金融街  | 38.5% | 77.0%  | 增持 |
| 张江高科 | 13.2% | 74.7%  | 增持 |
| 福星股份 | 22.1% | 88.9%  | 增持 |
| 招商地产 | 28.7% | 130.4% | 增持 |

## 相关报告

《09 年策略报告——冬日阳光的别样温暖》，2008 年 12 月

《09 年下半年策略报告——保增长目标下的需求“喷泉”》，2009 年 6 月

## 分析师

赵铎

电话：0755-83703307

邮件：zhaod@ghzq.com.cn

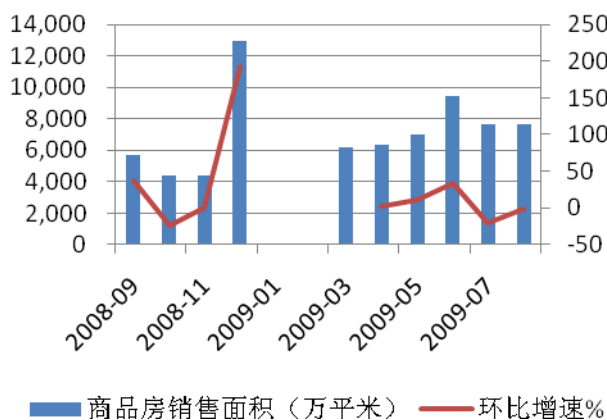
## 分析师申明：

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。

- 今年前 8 个月全国商品房销售面积累计同比增长 42.9%，销售金额同比增长 69.9%，价格涨幅达到 29.5%。然而区域市场数据已经开始出现分化，以北京、上海、深圳三大一线城市为代表的区域市场近期出现了不同程度的成交萎缩。我们倾向于认为商品房成交量高峰已过，二三线城市目前相对平稳，但可能滞后于一线城市也出现萎缩。
- 下半年政策的轨迹如我们之前判断，由积极刺激转为侧重带动投资和充实财政。当前货币政策的松紧两种方向实际已经面临产值增长与资产价值泡沫的两难选择，再加上四中全会、国庆等重大政治事件的进行，我们判断政策将处于相对的真真空期，下一阶段决定市场变动的主要因素将回归到供求关系的变动。
- 需求方面，由于价格上涨以及银行贷款控制伤害了购买力，使得成交量受到抑制；供给方面，由于当前企业资金状况较好，偿债压力明显缓解，因此即使成交量出现一定萎缩，如果企业不进行过快的开发投入，短时间内很难出现债务和资金压力造成大幅降价的可能。
- 全国房地产开发投资还处于相对温和的状态，08 年施工面积与 09 年预计销售面积的差额较小，这也造成局部市场出现供应紧张的现象，下一阶段开发投入环比增长是合理的选择。但高投入不一定意味着高回报，不计成本抢夺“地王”并不一定是好的选择，在市场景气度较低的时期，企业有更多机会通过低成本的股权收购或无竞争的摘牌方式获取土地。
- 我们认为房地产板块盈利能力仍将处于较高水平，结合业绩增速预期，板块 09 年 25-30 倍、10 年 20-25 倍整体市盈率应属于较合理水平，风险因素主要来自商品房成交量萎缩对市场信心和未来预期的负面影响。我们维持板块“中性”评级，选股的思路有两个方向，一是规避商品房成交量萎缩的负面影响，二是在流动性充足前提下优选业绩确定性高而股价超跌的品种。维持对金融街、张江高科、福星股份、华发股份、招商地产的“增持”评级。

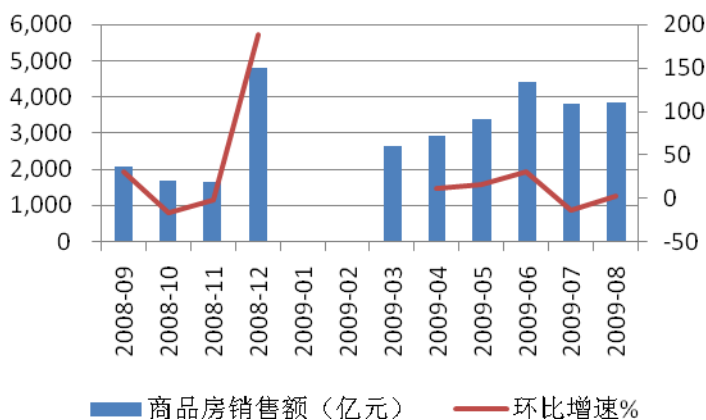
## 商品房成交量拐点已现，价格进一步上升动力不足

图3 全国商品房销售面积变动



资料来源：wind

图4 全国商品房销售额变动

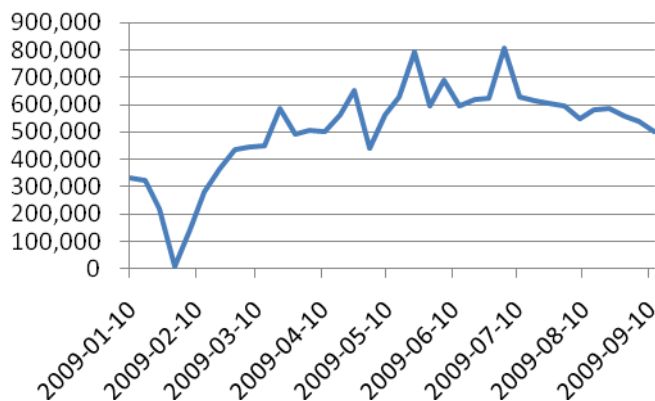


资料来源：wind

今年前8个月全国商品房销售面积累计同比增长42.9%，销售金额同比增长69.9%，商品房成交量基本处于历史最高水平。以全国商品房销售统计计算，销售均价已经从08年全年的3876元/平米上升至09年8月的5018元/平米，价格涨幅达到29.5%。

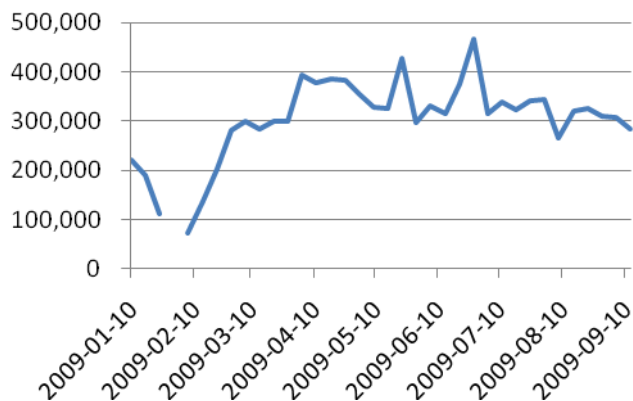
然而区域市场数据已经开始出现分化，以北京、上海、深圳三大一线城市为代表的区域市场近期出现了不同程度的成交萎缩。我们倾向于认为商品房成交量高峰已过，近期以一线城市为代表的各区域市场先后开始出现不同程度的成交量萎缩。其中深圳在5月份最先达到成交峰值，也最早出现明显萎缩，8月成交环比萎缩超过20%；北京、上海在6、7月份成交面积达到峰值，而8月份也都出现了10%左右的萎缩。

图5 上海商品房周预售面积（万平方米）



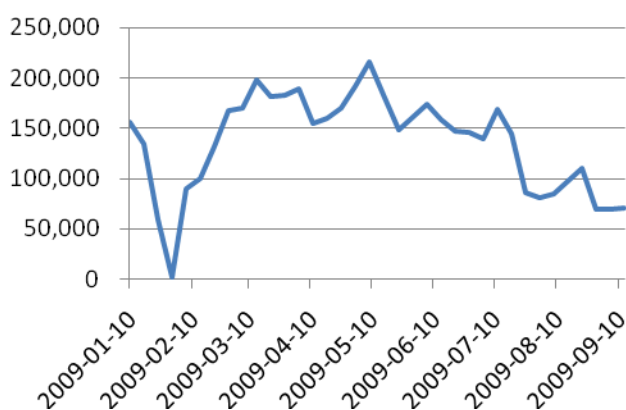
资料来源：wind

图6 北京住宅期房周预售面积（万平方米）



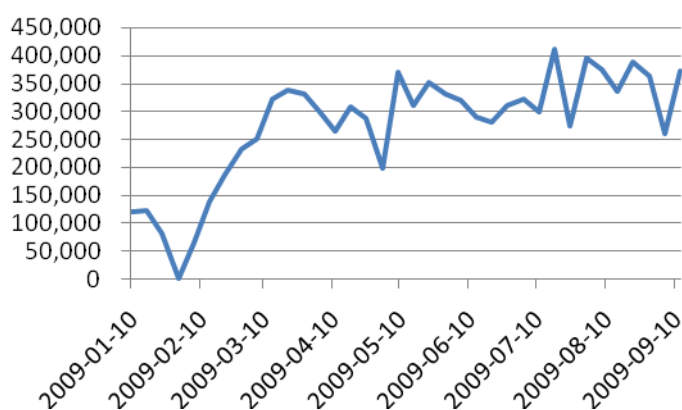
资料来源：wind

图 7 深圳一手房周成交面积（万平方米）



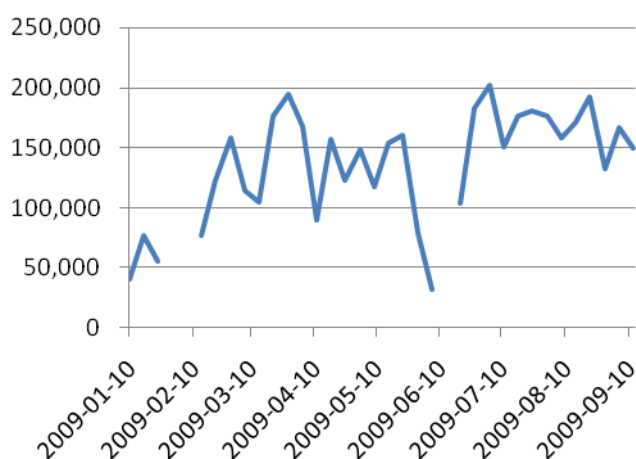
资料来源: wind

图 8 天津商品房周成交面积（万平方米）



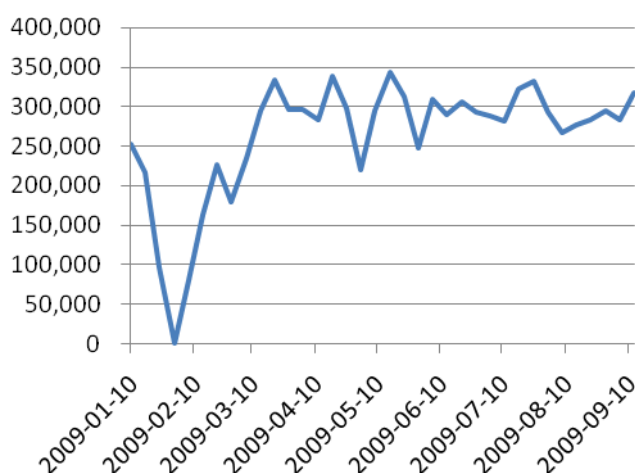
资料来源: wind

图 9 西安周销售面积（万平方米）



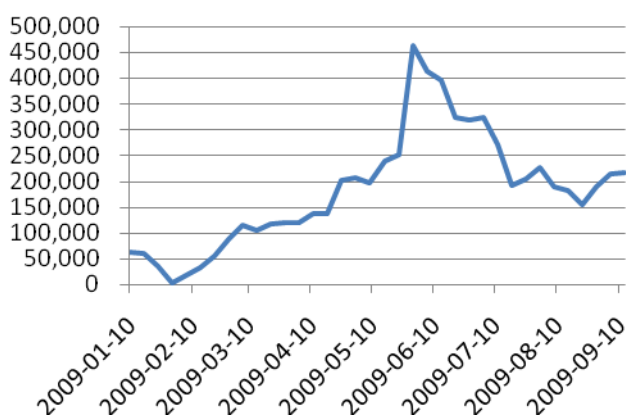
资料来源: wind

图 10 武汉商品房周销售面积（万平方米）



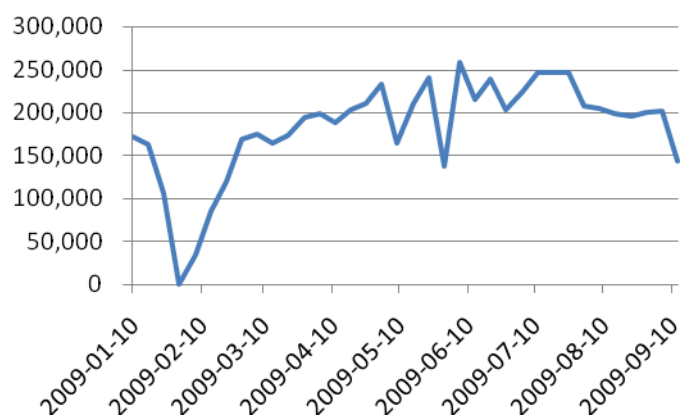
资料来源: wind

图 11 杭州商品房周成交面积（万平方米）



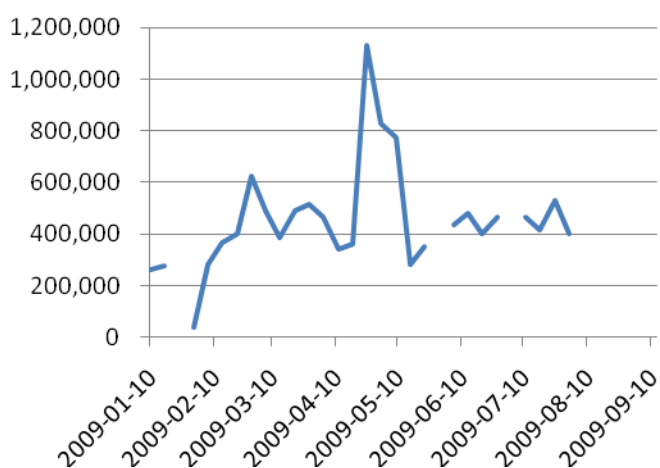
资料来源: wind

图 12 南京住宅周成交面积（万平方米）



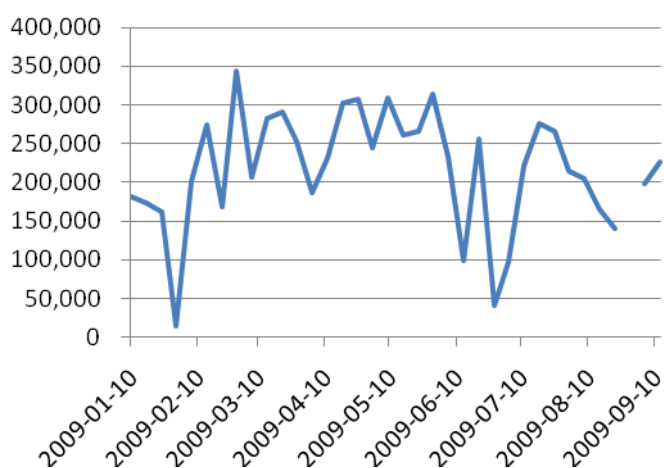
资料来源: wind

图 13 重庆商品房周成交面积（万平方米）



资料来源: wind

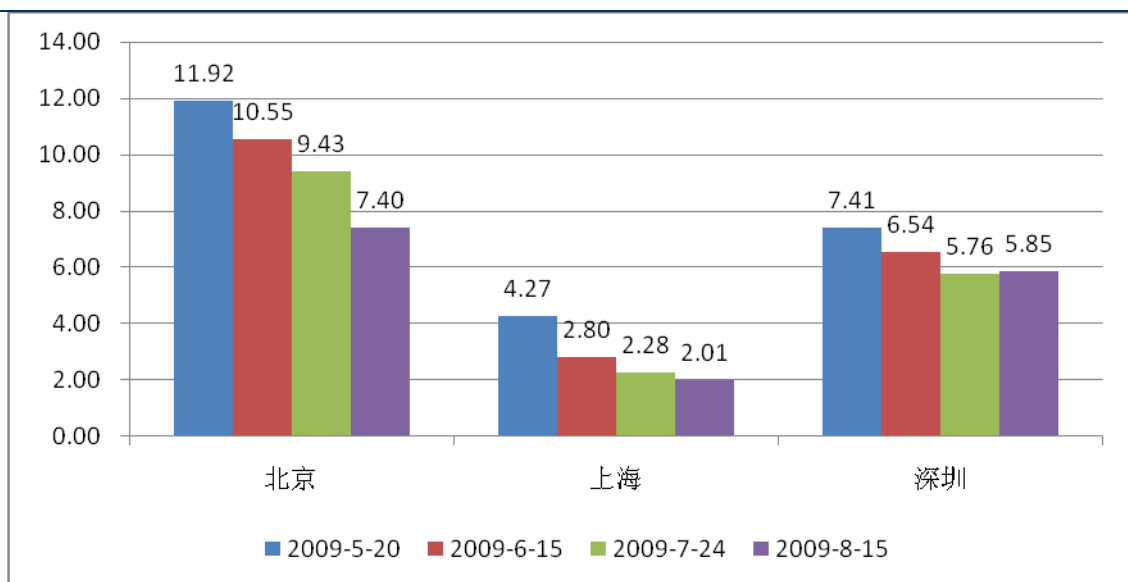
图 14 成都商品房周成交面积（万平方米）



资料来源: wind

相对一线城市，各主要二三线城市成交表现相对平稳，多数近期未出现成交量明显萎缩，这也一定程度上解释了为什么全国成交总量未出现萎缩。但这些二三线城市进一步创造成交面积新高的势头也不明显，根据以往经验，二三线市场趋势变动滞后于一线城市，因此我们倾向于认为全国商品房成交已经达到或接近阶段的峰值，二三线城市未来成交也很可能出现萎缩。

图 15 三大一线城市存货消化时间变化（月）



资料来源: wind

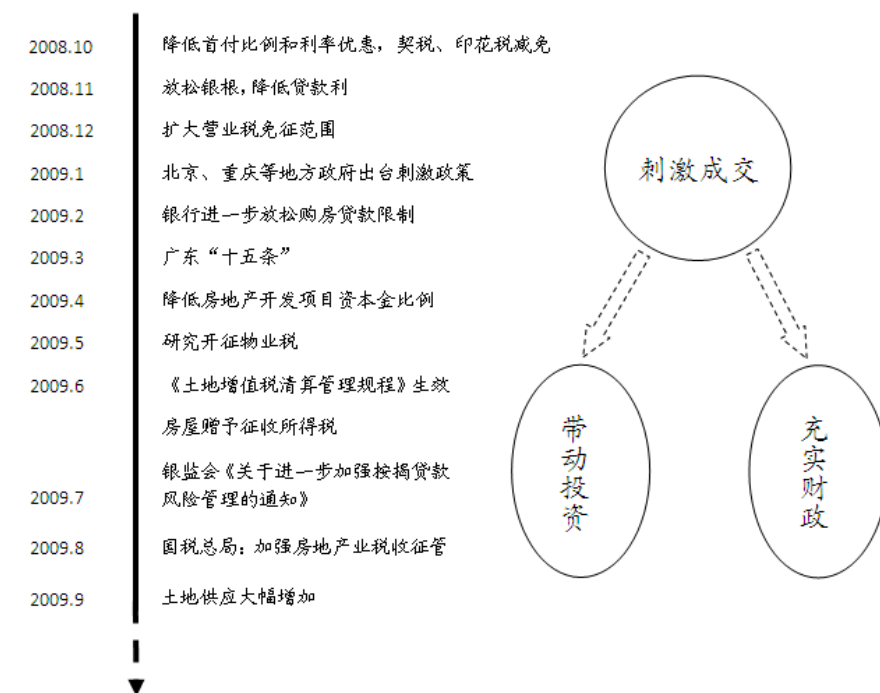
三大一线存量房消化时间统计显示存货消化时间较年初大幅下降，但需要注意，8月份后深圳的存货消化时间开始出现增加，而上海的消

化速度也开始减缓。这一方面由于市场成交的萎缩，同时也由于近期开发企业推盘数量增加。这种现象表明企业对九十月份销售期望较高，也一定程度反映了企业对销售前景的担忧。我们计算销售水平是按过去六个月的均值，而若以近期销售水平计算，存量房消化时间的增加则更为明显。这种供求关系的改变有可能抑制房价的上涨势头。

虽然我们判断四季度市场景气不会进一步提升，甚至可能有所下降，但这是相对于高峰水平而言，如果不出现政策和经济环境的重大变化，预计四季度商品房价格和成交量的表现仍将处于较高水平，这意味着在股价超跌和流动性充裕的环境下，地产板块有充足的理由成为资金回流的优选。

### 政策将处于相对真空期，供求关系再成主角

图 23 房地产行业政策轨迹



资料来源：国海证券研究所

我们在中期策略报告中提出下半年政策的影响由积极转向中性，主要体现在政策开始侧重带动投资和充实财政，而这并不直接构成对开发企业的利好。实际的政策变动轨迹与我们当时的判断一致，近几个月出台的政策主要包括加强按揭贷款风险控制、严格房地产税收征管、增加土地供应等。



我们判断四季度政策还将沿着上述轨迹进行——经过一系列刺激，商品房成交已经达到高水平，继续刺激则可能产生过大的资产泡沫，也会产生更多的民生困扰。作为景气度得到有效提升的行业，房地产理所当然被赋予贡献财政和拉动上下游产业的使命，除了缴纳税费，大规模的拿地支出和较为积极的开工可以分别为政府和上下游产业作出贡献，然而这些对开发企业并不一定意味着未来的高回报。

经验证明，政府调控房地产市场最有效的还是主要体现为银行贷款的货币政策，而当前货币政策的松紧两种方向实际已经面临产值增长与资产价值泡沫的两难选择，再加上四中全会、国庆等重大政治事件的进行，我们判断针对房地产市场的重大举措难以很快出台，可以说政策将处于相对的真真空期，下一阶段决定市场变动的主要因素将回归到供求关系的变动。

从需求角度而言，价格的上升显然将降低潜在购买力，反之则增加。而实际经验显示，购买力只是决定需求释放的一大因素，另一大因素是价格预期，这一因素使得成交更多时候表现为价和量的同方向变动，购买力的改变往往随着价量一致运动累积到一定程度才开始表现，造成所谓的“拐点”。我们认为，当前越来越大范围的“价升量跌”正是这种“拐点”出现的前兆。

从供给角度，企业追求的应是利润最大化而非销量最大化或者销售额最大化，并且由于价格预期因素的作用，在成交量刚开始萎缩时进行降价对成交量的刺激作用有限，因此即使出现小幅的成交萎缩，企业甚至愿意选择牺牲成交量进一步提价，也不愿意贸然降价，这也解释了当前市场存在“价升量跌”的原因。

按照今年中报房地产板块 22% 的整体营业利润率，不考虑其他因素，房价上升 10% 将提升营业利润 45%，促进销量提升 10% 却仅能提升营业利润 10%。虽然无法量化计算价格和成交量的变动关系，但显然短期内成交量的变动不会对价格过于敏感，小幅的降价带来成交量的大幅提升是难以期望的。

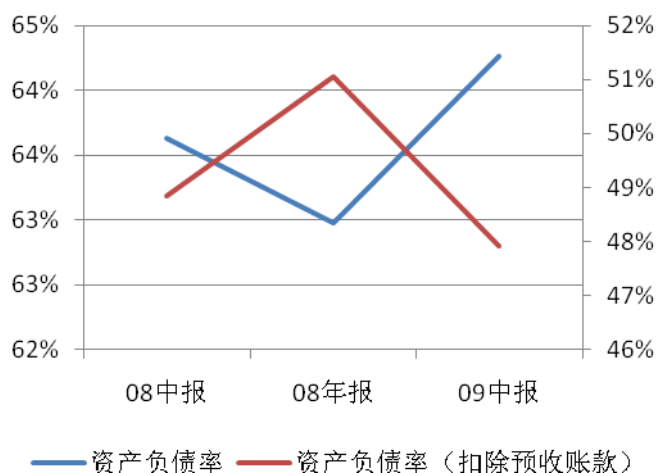
在行业利润空间仍较大而需求对于价格较不敏感的情况下，迫使企业改变价格策略的可能是偿债压力和资金链的变化，这些因素才可能使企业放弃利润最大化的目标转而追求财务安全。但从板块中报财务数据看，整体资产负债率约 64%（扣除预收账款后约为 48%）为近几年的较低水平，上半年现金净增加已经超过 08 年全年，如果企业不进行过快的开发投入并且成交量萎缩幅度不是非常大，房地产企业的财务稳健程度仍较处于较高水平，短时间内很难出现债务和资金压力造成大幅降价的可能。

综合分析，我们认为四季度商品房成交的大趋势是成交量萎缩的逐步明朗以及价格的相对稳定，但不排除部门区域市场开始出现“价量齐跌”的可能。在这一阶段中，既包含部分企业保持价格和销售坚挺的机会，也存在部分企业经营环境明显恶化的风险。

### 开发投入理性增长，但拿地高投入不一定意味着高回报

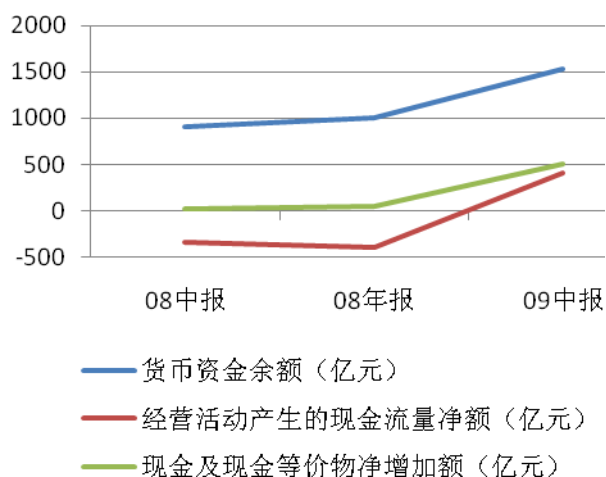
随着销售的大幅提升，企业偿债压力下降，资金状况不断好转，并且对市场前景预期开始乐观。再加上土地供应增加、借贷资金成本较低、开发资本金要求降低、股权债券融资活跃等因素，企业加大开发投入成为必然的选择。

图 13 板块整体资产负债情况变动



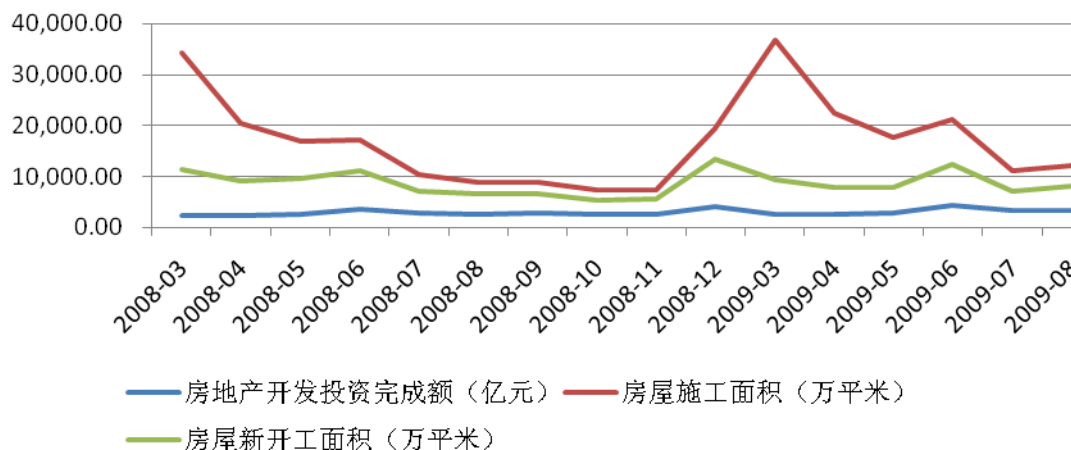
资料来源: wind

图 14 板块整体资金状况变动



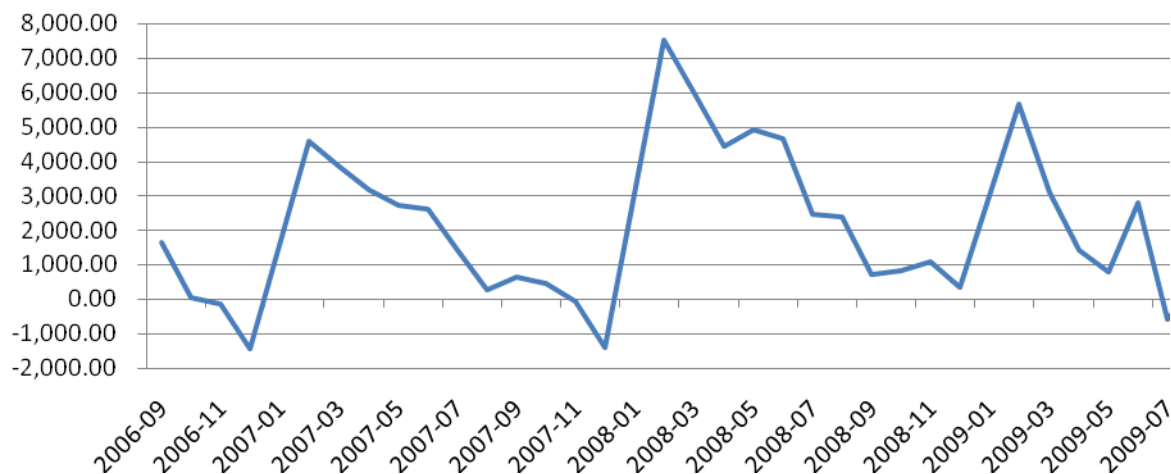
资料来源: wind

图 23 全国房地产投资变动



资料来源: wind

图 23 全国商品房当月新开工与销售面积之差



资料来源: wind

当前全国房地产开发投资还处于相对温和的状态,虽然销售已经达到了历史高峰,但开发投入并未大幅增加,原因我们在之前的报告分析过,就是过去多年持续的施工面积大于销售面积,累积了大量的潜在供应能力,这种潜在供应不一定通过取得预售许可证表现为可售面积,但正可以解释前几个月为什么销售大增但开工并未大增。

08 年全年商品房新开工面积 9.76 亿平米,约为 09 年全国销售面积的 2 倍,按照近三个月平均值乐观估计剩余四个月的销量,再考虑 12 月集中结算的增量,则全年销售面积有望达到接近 9 亿平米,08 年施工面积与 09 年预计销售面积的差额较小,这也造成局部市场出现供应紧张的现象。

09 年前 8 个月新开工面积 6.31 亿平米,同比下降幅度缩小至 5.9%,我们认为经过 08 年景气下降的洗礼,当前行业的开发投入规模还是较为理性的,既考虑到了之前的存货压力和当前的供应偏紧,又考虑到未来成交萎缩的风险。如果下一阶段开发投入规模不急扩大,则即使市场成交出现一定程度萎缩,开发企业整体的抗风险能力也将好于 08 年。

值得注意的是,随着土地供应的增加和企业拿地热情的提高,总价和单价较高的“地王”现象开始增多。我们坚持认为,增加投入是经营环境明显改善后的必然选择,但对开发企业而言投入不是目的,高投入不一定意味着高回报。以几大龙头上市公司为例,其土地储备都在 09 年销量的至少 3-5 倍,供应偏紧更主要的原因是年初开工不足而不是土地储备不足。虽然近几年全国土地交易价格指数从未出现过同比下跌,但在市场景气度较低的时期,企业有更多机会通过低成本的股权收购或



无竞争的摘牌方式获取土地，因此我们认为在当前高溢价参与土地竞拍的必要性值得斟酌。

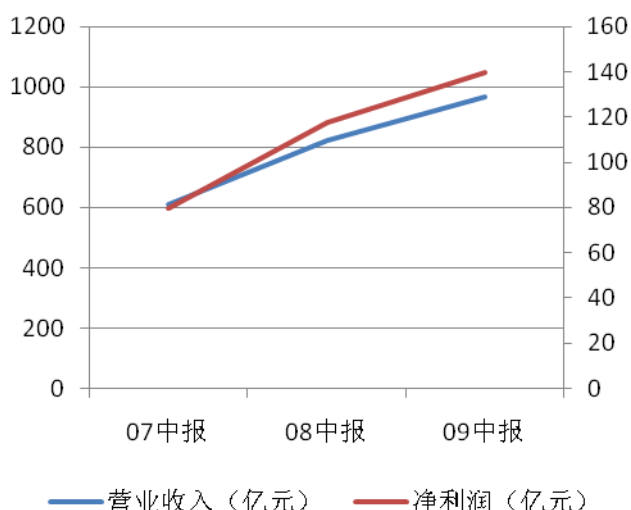
表 5 09 年与 07 年“地王”对比

|      | 地块位置          | 竞得方  | 土地面积<br>(万平方米) | 规划建筑面积<br>(万平方米) | 成交总价<br>(亿元) | 楼面地价<br>(元/平米) |
|------|---------------|------|----------------|------------------|--------------|----------------|
| 2009 | 北京广渠路 15 号    | 中化方兴 | 15.59          | 28.01            | 40.6         | 14494          |
|      | 北京洼里乡         | 中泽置业 | 5.98           | 14.88            | 19.6         | 13171          |
|      | 上海赵巷 10 号地块   | 金地集团 | 23.73          | 21.02            | 30.48        | 14499          |
|      | 上海长风 6B、7C 地块 | 中海地产 | 18.49          | 31.26            | 70.06        | 22409          |
|      | 厦门观日西路        | 世茂地产 | 13.72          | 45.27            | 30.2         | 6670           |
|      | 重庆大石坝         | 保利地产 | 59.65          | 125.31           | 38.1         | 3040           |
| 2007 | 北京西大望路        | 万科   | 8.16           | 14.94            | 17           | 11379          |
|      | 上海黄浦区 163 街坊  | 苏宁地产 | 1.37           | 6.58             | 44.04        | 66927          |
|      | 上海赵巷 8 号地块    | 龙湖地产 | 14.45          | 14.45            | 15.42        | 10673          |
|      | 广州金沙洲         | 保利地产 | 8.63           | 24.18            | 21.2         | 8769           |
|      | 长沙新河三角洲       | 北辰实业 | 78.52          | 297.68           | 92           | 3091           |
|      | 重庆弹子石         | 重庆嘉江 | 56.49          | 209.93           | 75           | 3573           |

数据来源：国海证券研究所

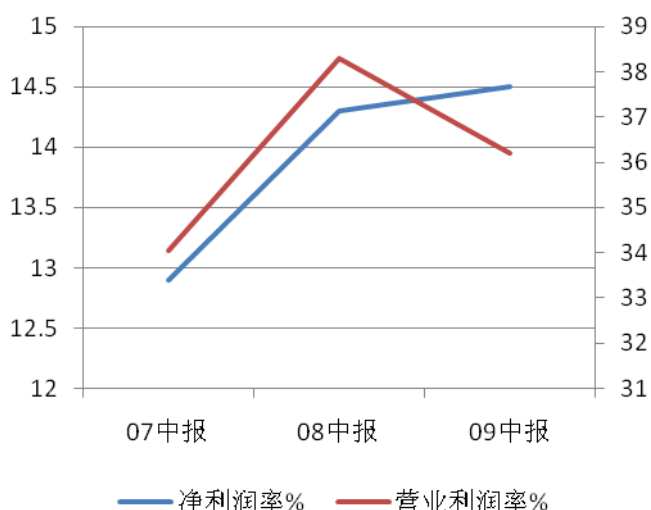
### 行业盈利能力仍处于高水平，四季度关注三类投资机会

图 13 板块营业收入与净利润变动



资料来源：wind

图 14 板块整体利润率变动



资料来源：wind

房地产板块至 09 年中报营业收入同比增长 17.4%，净利润同比增长 18.9%，并且中报显示营业收入与预收账款之和已经相当于 08 年全年结

算收入的 14.9%。由于中报集中结算了去年不景气阶段的销售，因此毛利率出现了一定程度的下降。各主要上市公司销售当前仍处于较好水平，而年底结算也将反映 09 年以来房价上涨对毛利率的提升，预计板块全年业绩同比增长 20%-30%的可能性很大，而至年底未结算部分也将为 10 年业绩打下坚实基础。

按照我们之前的分析，下一阶段商品房成交可能出现一定程度量的萎缩但价格相对稳定，对上市公司而言意味着未来预收账款增速降低但毛利率维持在较高水平。如果 10 年全国房成交量不出现超过 20%以上的萎缩，则房地产板块的全年业绩至少可以同比持平，中性预期 10 年板块业绩至少可以保持 10%以上的同比增幅。

我们认为房地产板块盈利能力仍将处于较高水平，结合业绩增速预期，板块 09 年 25-30 倍、10 年 20-25 倍整体市盈率应属于较合理水平，当前板块市盈率水平运行在这一合理区间内。风险因素主要来自商品房成交量萎缩对市场信心和未来预期的负面影响。因此我们维持板块“中性”评级，选股的思路有两个方向，一是规避商品房成交量萎缩的负面影响，二是在流动性充足前提下优选业绩确定性高而股价超跌的品种。

1、高成长性的非住宅开发类企业，这类企业的业绩受购房贷款政策以及商品房成交量变动影响较小，股价却随开发类企业同步调整。由于其业务具有较好的成长性，股价调整实际带来了更好的长期投资机会。

金融街：公司业绩支撑主要来自现有和未来写字楼项目销售或公允价值变动收益，今明两年有北京德胜项目、金融街中心、天津津门津塔项目等项目贡献大量利润，同时物业出租和自营业务也未明显受经济不景气冲击，保持平稳增长，预计 09 年、10 年每股收益分别 0.59 元、0.65 元，维持“增持”评级。

张江高科：公司主营业务园区物业的开发销售和出租与商品住宅成交变动无关，由于园区的前瞻性定位，园区内产业保持逆势增长，并且近期随着国际经济环境好转经营进一步提升。同时公司依托园区管理优势，有选择的开展创投业务，拥有多家已上市或准备上市优质企业股权。公司物业规模有望在未来两年实现翻番，同时受益世博会、迪士尼、创业板推出等多重利好。预计 09 年、10 年每股收益分别为 0.51 元、0.75 元，维持“增持”评级。

## 2、具备相对估值优势公司的阶段性机会

福星股份：公司两大业务房地产和金属制品业务 09 年均保持较好成长，公司股价长时间低于两子行业相对估值水平折价运行，而其实未来多年都不存在两项业务相互拖累的预期。预计 09 年、10 年每股收益分别为 0.52 元、0.65 元，对应市盈率水平明显低于房地产板块平均，也低于二三线地产股平均，是板块调整后的超跌品种，维持“增持”评级。

华发股份：公司以珠海为主的中高端住宅具有较高盈利能力，长期累积的项目储备、品牌等区域市场优势使得业绩增长具有较好的持续能力，并且当前账面保留高额预收账款，09-10 年业绩都有高度的确定性，预计每股收益分别达到 0.87 元、1.03 元，具有较明显相对估值优势，维持“增持”评级。

招商地产：公司 09 年以来销售策略调整后起色明显，推盘和开发速度也有明显提升。中报仅账面预收账款余额就相当于 08 年全年结算收入的 182.6%，业绩高成长确定性非常高。再考虑到公司大股东的有力支持，使得公司的抗风险能力和持续成长能力出众。09 年、10 年每股收益预计分别达到 0.95 元、1.12 元，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 |
|-------|---------|------|-------|-------|--------|-------|-------|------|------|----|
|       | 9.18 收盘 | 2008 | 2009E | 2010E | 2008   | 2009E | 2010E | 资产   |      |    |
| 万科 A  | 11.36   | 0.37 | 0.45  | 0.54  | 30.97  | 25.24 | 21.04 | 3.14 | 3.62 | 增持 |
| 深振业 A | 10.97   | 0.30 | 0.66  | 0.7   | 37.04  | 16.62 | 15.67 | 3.63 | 3.02 | 增持 |
| 招商地产  | 25.78   | 0.71 | 0.95  | 1.12  | 36.06  | 27.14 | 23.02 | 8.84 | 2.92 | 增持 |
| 中粮地产  | 12.86   | 0.08 | 0.18  | 0.25  | 164.24 | 71.44 | 51.44 | 1.78 | 7.24 | 中性 |
| 华侨城 A | 19.28   | 0.35 | 0.58  | 0.72  | 55.09  | 33.24 | 26.78 | 2.19 | 8.80 | 中性 |
| 金融街   | 12.05   | 0.42 | 0.59  | 0.65  | 28.77  | 20.42 | 18.54 | 5.99 | 2.01 | 增持 |
| 福星股份  | 8.90    | 0.47 | 0.52  | 0.65  | 19.00  | 17.12 | 13.69 | 5.24 | 1.70 | 增持 |
| 荣盛发展  | 17.30   | 0.46 | 0.68  | 0.83  | 37.33  | 25.44 | 20.84 | 2.52 | 6.87 | 增持 |
| 滨江集团  | 14.77   | 0.58 | 0.65  | 0.85  | 25.42  | 22.72 | 17.38 | 2.06 | 7.17 | 增持 |
| 保利地产  | 24.49   | 0.91 | 1.13  | 1.28  | 26.83  | 21.67 | 19.13 | 4.31 | 5.69 | 增持 |
| 华发股份  | 17.99   | 0.80 | 0.87  | 1.03  | 22.57  | 20.68 | 17.47 | 5.75 | 3.13 | 增持 |
| 金地集团  | 14.17   | 0.50 | 0.52  | 0.66  | 28.28  | 27.25 | 21.47 | 3.79 | 3.73 | 增持 |
| 浦东金桥  | 13.15   | 0.33 | 0.35  | 0.45  | 40.02  | 37.57 | 29.22 | 3.81 | 3.45 | 增持 |
| 中华企业  | 15.75   | 0.43 | 0.49  | 0.58  | 36.93  | 32.14 | 27.16 | 3.04 | 5.19 | 中性 |
| 张江高科  | 14.12   | 0.34 | 0.51  | 0.75  | 41.40  | 27.69 | 18.83 | 3.45 | 4.09 | 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。