



量缩价涨，维持中性

——房地产行业 2009 年 4 季度投资策略报

报告要点：

●**开发投资——复苏之旅：**房地产开发投资、土地购置面积、房屋新开工面积、国房景气指数等行业指标在 2008 年先后出现下滑，直至今年年初先后出现回升。从历史数据分析，目前行业主要指标仍然处于复苏通道之中。

●**楼市成交——量缩价涨：**从今年 3 月份开始楼市超出市场预期的火爆销售，在 6 月收紧二套房贷下开始出现收缩。价格的上涨制约了自住需求者的购买力，短期供应不足弱化了开发商降价的动力，预计今年 4 季度楼市将是量缩价涨的格局。

●**政策动向——微调为主：**从 5 月 25 日国务院提出研究开征物业税开始，政策层面出现了微妙的变化。随后二套房贷的收紧及各部门的信号预警，使得市场对政策的转向产生了担忧。我们的判断是，4 季度的政策基调不会改变，可能会有微调。

●**中报数据——有喜有忧：**中报数据显示，今年上半年房地产上市公司在资金、存货、预收帐款等方面数据较为乐观；而在盈利能力、成长性方面仍有不足。

●**投资建议——维持中性：**从基本面来看，行业业绩同比增速趋缓，但在当前经济环境下，横向比较仍有优势。从市场面来看，今年以来，板块涨幅仍居前列；静态市盈率溢价率远高于历史平均水平，动态市盈率溢价率与历史平均水平基本持平。我们对于今年 4 季度房地产板块给与“中性”评级。个股方面，我们看好预收帐款比例较高，全年业绩有保障的行业和区域龙头，如保利地产、张江高科、滨江集团。

行业评级

中性

(维持)

静态市盈率：

42.20

动态市盈率：

28.10

行业表现

2009. 9. 11



评价周期

1 个月

6 个月

12 个月

绝对表现 (%)

(8.38)

58.5

128.18

相对表现 (%)

0.26

13.99

69.71

资料来源:wind, 爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	07EPS	08EPS	09EPS
保利地产	推荐	0.61	0.91	1.09
万科 A	推荐	0.44	0.37	0.43
华发股份	推荐	0.44	0.88	1.05
苏宁环球	推荐	0.31	1.10	1.32
陆家嘴	推荐	0.4	0.47	0.52
中华企业	推荐	0.56	0.43	0.51
张江高科	推荐	0.31	0.38	0.49

左红英

行业研究员

电话

021-32229888*3505

邮箱

zuohongying@ajzq.com

相关报告

《房地产行业周报》

每周一

《房地产行业 2008 年 4 季度投资策略》20080923

《2009 年房地产行业投资策略》20091217

《2009 年 2 季度房地产行业投资策略》20090323

《2009 年下半年房地产行业投资策略》20090615

目 录

一、开发投资：复苏之旅.....	3
二、楼市成交：量缩价涨.....	5
三、政策动向：微调为主.....	6
四、中报数据：有喜有忧.....	7
五、投资建议：维持中性.....	8
六、重点公司：.....	9

图 目 录

图 1：房地产开发投资完成额累计同比增速（%）	3
图 2：本年购置土地面积累计同比增速（%）	4
图 3：房屋新开工面积累计同比增速（%）	4
图 4：国房景气指数	4
图 5：全国商品房销售面积：当月值（单位：万平方米）	5
图 6：全国商品房销售价格指数	6
图 7：货币资金（亿元）	7
图 8：每股经营活动产生的现金流量净额（元）	7
图 9：预收帐款（亿元）	7
图 10：营业收入同比增速（%）	7
图 11：净利润同比增速（%）	8
图 12：销售毛利率（%）	8

一、开发投资：复苏之旅

全国房地产开发投资完成额累计同比增速从 2008 年 7 月份开始下滑，直至 2009 年 2 月份降至历史最低值的 1% 的增速，之后开始缓慢增长。截至 2009 年 8 月份，该指标值为 14.7%。从房地产开发投资完成额累计同比增速的历史数据来看，其季节性波动较为明显，但合理值应在 20%~30% 的区间内。

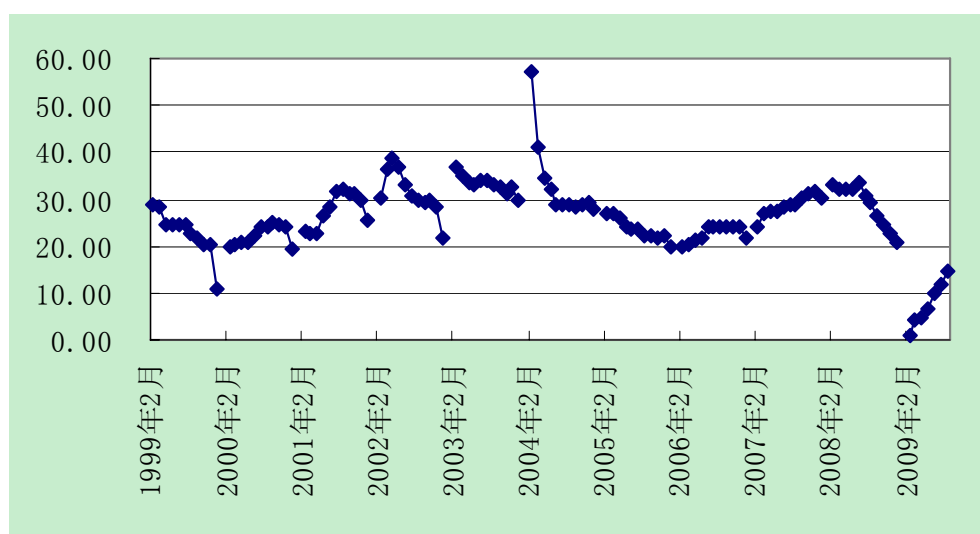
土地购置面积累计同比增速从 2008 年 3 月份开始下滑，今年 3 月份降至谷底，达到同比下降 40.10% 的历史新低。之后该指标开始缓慢回升。截至 2009 年 8 月份，该指标为同比下降 25.30%，仍处于历史较低水平。

房屋新开工面积累计同比增速从 2008 年 3 月开始下滑，2009 年 2 月份开始出现同比下降。5 月份和 6 月份的新开工面积环比出现了上升，受季节性因素影响，7 月份即环比大幅下滑 42.47%，8 月份新开工面积环比上升 15.05%，累计同比增速仍为负值，但降幅减缓至 5.09%。由于 2008 年下半年的新开工面积基数相对较低，以及今年下半年以来不少开发商调高新开工面积，我们认为接下来的几个月新开工面积（当月值）同比出现正增长的概率较大。

国房景气指数从 2008 年 1 月份开始下滑，直至 2009 年 4 月份开始缓慢地回升。至 2009 年 8 月份，该指标升至 100.08。这是自 2008 年 10 月该指标跌至不景气区间后，首度返回景气区间。

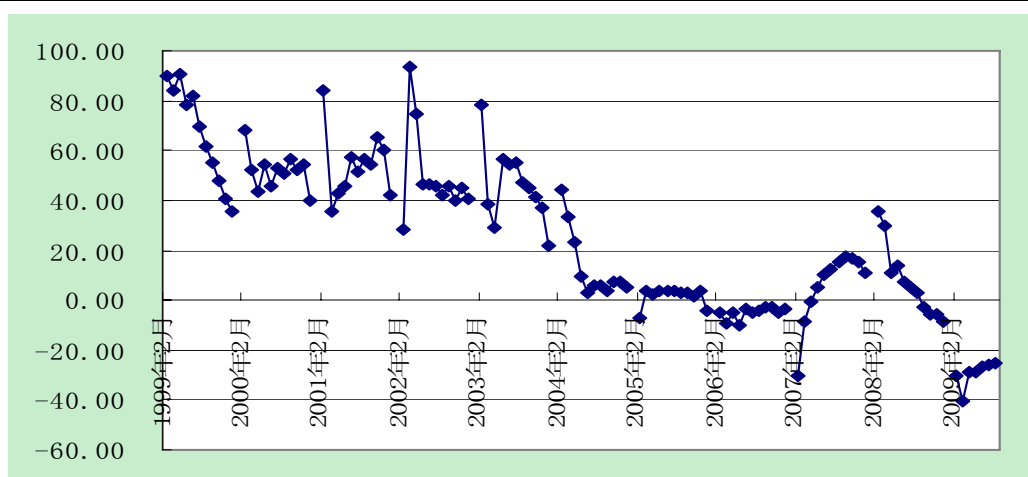
整体来看，目前房地产行业仍处复苏过程中，预计今年 4 季度仍将延续复苏的趋势。

图 1：房地产开发投资完成额累计同比增速（%）



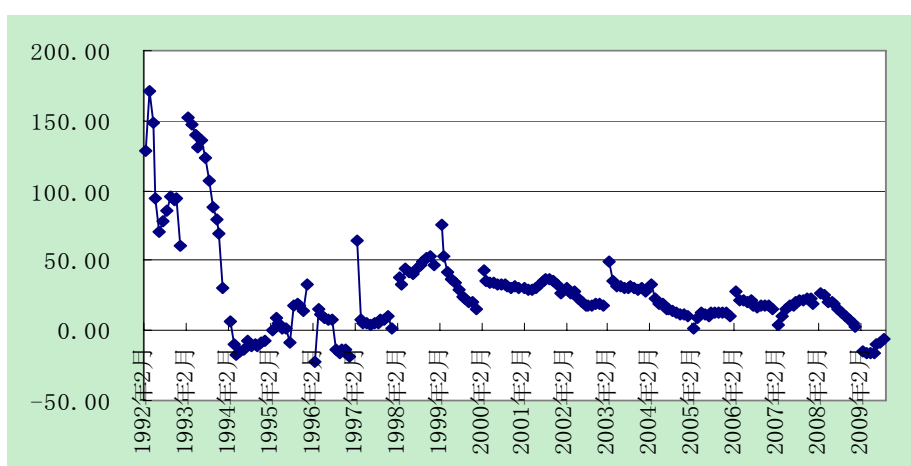
数据来源：国家统计局，爱建证券研发部

图 2：本年购置土地面积累计同比增速（%）



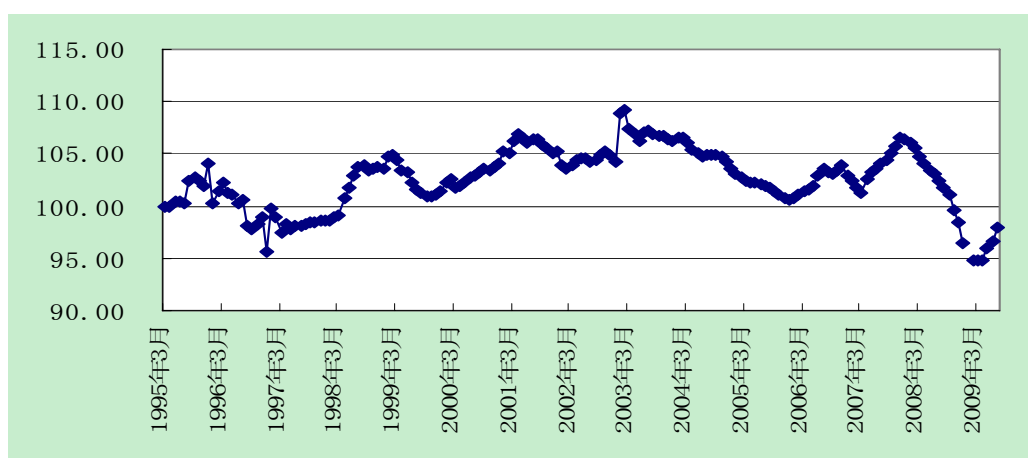
数据来源：国家统计局，爱建证券研发部

图 3：房屋新开工面积累计同比增速（%）



数据来源：国家统计局，爱建证券研发部

图 4：国房景气指数



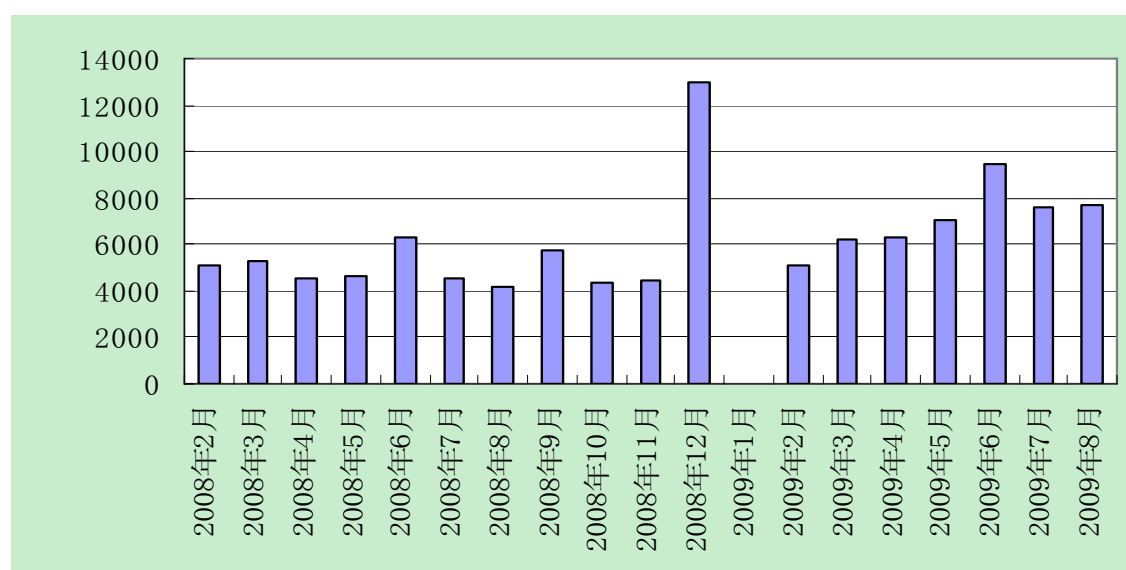
数据来源：国家统计局，爱建证券研发部

二、楼市成交：量缩价涨

今年3月份以来，在08年底一系列政策刺激下，累积的刚性需求集中爆发，并带动投资性需求入市，楼市超出市场预期地迅速升温，成交量节节攀升。进入7月份，随着楼市淡季的到来，在二套房贷收紧的消息下，成交量开始萎缩。受季节性因素影响，7月份全国商品房销售面积较6月份下降了19.21%。另据我们对北京、上海等10大城市的统计，8月份的成交量较7月份亦有较大幅度的下降（参见《房地产行业8月报》）。最新公布的8月份全国商品房销售面积环比微升了0.19%，同比增长85%。由于去年楼市成交低迷，在较低的基数下，预计4季度成交量同比仍将保持较大增幅，但成交量环比将会有所萎缩。

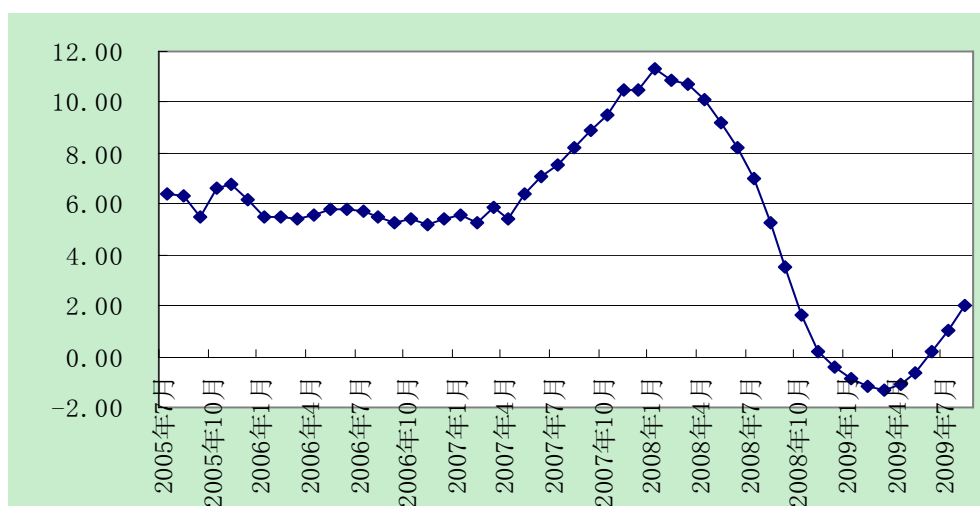
商品房成交价格方面，全国商品房销售价格指数从08年2月份开始回落，直至今年4月份开始缓慢回升。截至今年8月份，全国房屋销售价格指数同比增长2%。在资金较为充裕、存货较小的情况下，开发商缺乏降价动力；而在全球经济形势仍不明朗的情况下，在中国现有经济发展阶段，尤其是城镇化进程中，房地产仍被投资者看作一个较为稳妥的保值增值的投资品。在此背景下，预计4季度的房价仍将有一定的上涨空间。

图5：全国商品房销售面积：当月值（单位：万平方米）



数据来源：wind，爱建证券研发部

图 6：全国商品房销售价格指数



数据来源：wind，爱建证券研发部

三、政策动向：微调为主

2007 年底收紧二套房贷的政策调控直接引致 2008 年房地产行业的调整；2008 年底的一系列刺激政策亦是 2009 年楼市回暖的直接诱因。政策对房地产行业的影响，我们在《房地产行业 2009 年下半年投资策略报告》中作了详细的回顾和分析，在此不再赘述。

回顾近期的房地产政策，从 2008 年 9 月 16 日央行下调贷款基准利率开始，直至 2009 年 4 月 29 日国务院常务会议决定调整固定资产投资项目资本金比例，在这半年多的时间里，政府对房地产行业是积极、果断、明确的支持态度。而随着房地产市场的销售日渐火热，房价节节攀升，政府的态度发生了微妙的变化。2009 年 5 月 25 日《国务院批转发展改革委关于 2009 年深化经济体制改革工作意见的通知》提出我国将研究开征环境税和物业税。住房制度改革以来，最早在 2005 年就曾提出讨论物业税开征相关问题。在 2007 年楼市火爆的时候更是屡屡被提起。尽管物业税至今仍未有实质性进展，但每一次物业税的提出都是对市场过热的警示。随后，6 月份，上海银监局提出禁止变相放宽房贷；7 月份杭州率先收紧二套房贷政策，多个城市紧随其后；国税总局专项检查房地产业；国务院两度研讨关注高房价和地王；国土部严查囤而未建现象……尽管目前尚未出台明确的调控政策，但政策态度已从明显的从积极向谨慎转变。

在当前的经济形势下，我们认为，4 季度，政府对房地产行业的政策基调不会改变，但其会根据市场形势做出微调，维持房地产市场的稳定仍然是政策调控的目标。

四、中报数据：有喜有忧

截止 2009 年 6 月 30 日，房地产上市公司货币资金合计 1536 亿元，较年初增长 51.24%；每股经营性现金流量净额 0.44 元，首次由负转正；预收帐款 1428 亿元，较年初增长 55.32%；房地产上市公司的资金状况达到历史最好水平，高预收帐款也为 2009 年和 2010 年的业绩提供了保障。

今年上半年，房地产上市公司营业收入合计同比增速为 9.95%，增速仅略高于 2005 年同期，处于历史较低水平；净利润同比增速为 11.35%，为历史最低水平；销售毛利率 36.19%，较去年同期下滑了 2.07 个百分点。

从中报来看，今年上半年房地产上市公司在资金、存货、预收帐款等方面数据较为乐观；而在盈利能力、成长性方面仍有不足。

图 7：货币资金（亿元）

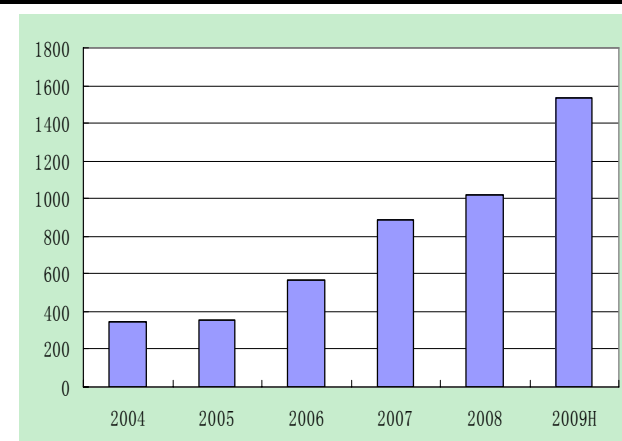
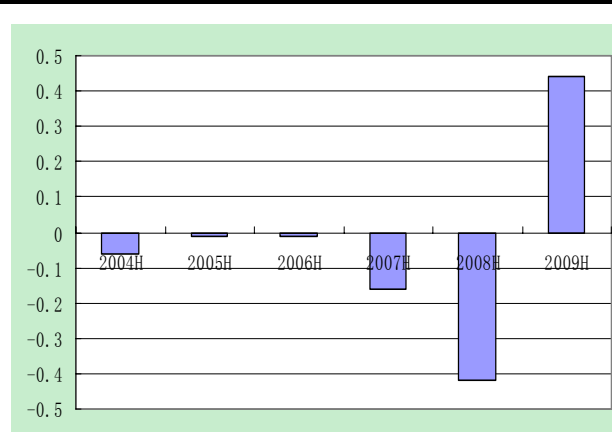


图 8：每股经营活动产生的现金流量净额（元）



数据来源：wind，爱建证券研发部

图 9：预收帐款（亿元）

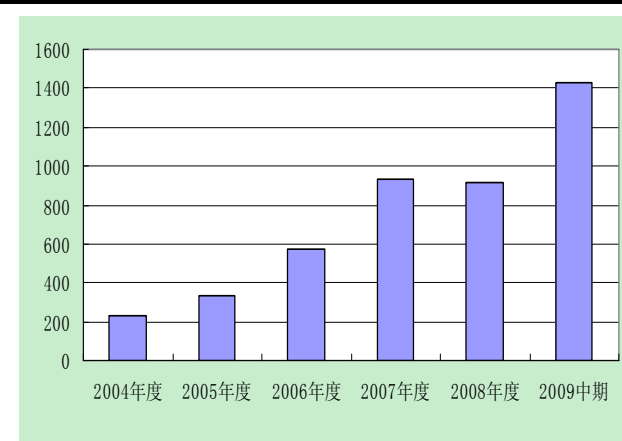
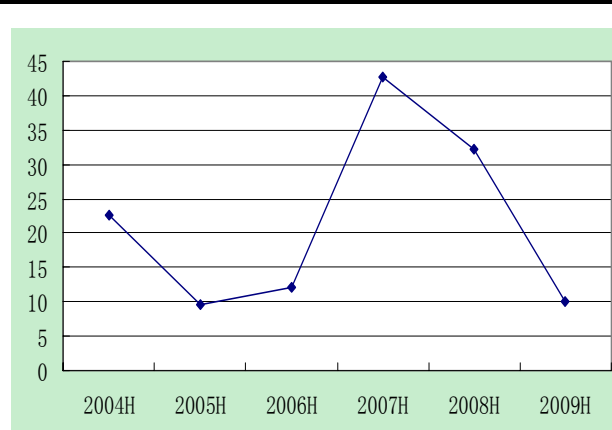


图 10：营业收入同比增速（%）



数据来源：wind，爱建证券研发部

图 11: 净利润同比增速 (%)

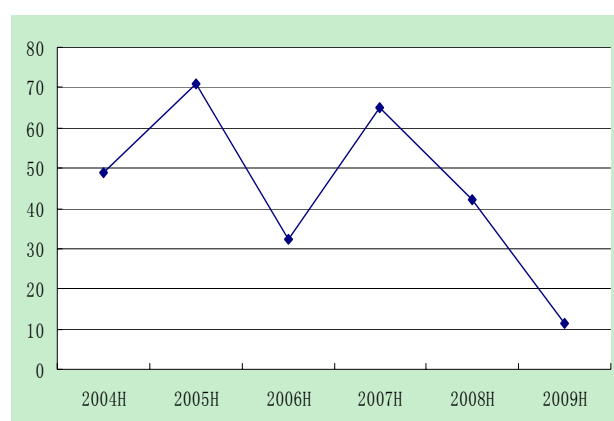
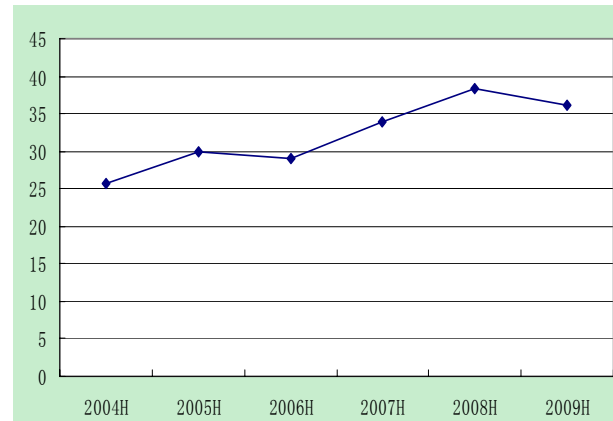


图 12: 销售毛利率 (%)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

五、投资建议：维持中性

从行业基本面来看，房地产开发投资、房屋新开工面积、土地购置面积等指标仍处于复苏通道之中。但由于房地产股票的表现往往会领先于投资等行业基本指标 3-6 个月不等。从目前情况来看，商品房销售面积在第 4 季度环比可能会有萎缩。由于 2008 年商品房销售面积基数较低，预计其同比增速仍然可观。而开发商的全年业绩因其今年上半年较高的预收帐款而有所保障，在当前经济环境下具有相对比较优势。

从市场表现来看，今年上半年，房地产板块远远走强于大盘。下半年以来，受银行收紧二套房贷的影响，房地产板块出现了调整。但截至 2009 年 9 月 11 日，房地产板块今年累计涨幅达到 109.24%，仍然强于大盘 35 个百分点。从估值来看，目前房地产板块的静态市盈率为 42 倍，动态市盈率 28 倍，分别较大盘溢价 77.53%和 37.61%。静态市盈率溢价率远高于历史平均水平，动态市盈率溢价率与历史平均水平基本持平。

综上，我们对于今年 4 季度房地产板块给与“中性”评级。个股方面，我们看好预收帐款比例较高，全年业绩有保障的行业和区域龙头。

表 1: 区间涨跌幅比较 (%)

区间	20090101-20090630	20090701-20090911	20090101- 20090911
SW 房地产	125.23	0.27	109.24
上证 A 股	72.69	-0.86	74.23
相对涨跌幅	52.54	1.13	35.01

数据来源: wind

表 2：当前估值与历史平均估值

	静态市盈率 (当前)	动态市盈率 (当前)	静态市盈率 (历史平均)	动态市盈率 (历史平均)
上证 A 股	23.77	20.42	34.64	31.27
SW 房地产	42.20	28.10	47.17	42.88
溢价 (%)	77.53	37.61	36.17	37.13

数据来源：wind（以 2009 年 9 月 11 日收盘价计算）

六、重点公司：

保利地产(600048)

公司是中国保利集团控股的大型国有房地产企业，是中国保利集团房地产业务的运作平台，国家一级房地产开发资质企业。公司形成广州、上海等十余个城市的战略布局，拥有 44 家控股公司。其中甲级设计院、一级建筑安装公司和一级物业管理公司各一家，目前正在建设多个五星级等星级酒店和大型商用物业。主营业务是高端精品住宅开发，城市地标性商用物业。

公司现有在建拟建项目分布于广州、武汉、北京、上海、湖南、沈阳、重庆等 17 个重点城市，截止 2009 年 6 月底，公司共有在建拟建项目 67 个，占地面积 1642 万平方米，规划总建筑面积 2940 万平方米。2009 年上半年，公司累计实现营业收入 82.91 亿元，同比增长 54.07%；实现净利润 13.96 亿元，同比增长 35.01%。2009 年以来公司取得了骄人的销售业绩，今年 1-8 月公司实现签约面积 339.25 万平方米，同比增长 155.46%；实现签约金额 279.19 亿元，同比增长 157.20%；加上公司 2008 年底较高的预收帐款，公司全年业绩有保障。

公司 08 年每股收益为 0.91 元，预计 09-10 年每股收益分别为 0.92 元和 1.11 元（按最新股本摊薄），以 9 月 11 日收盘价 25.85 元计算，对应市盈率分别为 28.41 倍、28.10 倍和 23.29 倍，给与“推荐”评级。

张江高科(600895)

公司主要从事浦东新区张江高科技园区内工业厂房和办公用房的开发建造及租赁销售。以房地产为主、以服务和高科技投资为辅的“一体两翼产业互动”战略将房地产开发、物业建设和高科技项目有机结合并且相互促进达到良性循环，这一创新发展模式使公司充分享受我国高科技园区经济飞速发展的成果；公司在集团的战略高度和地位、张江高科技园区在国家和上海创新战略中的重要地位确立了张江高科在科技园区领域的领先地位；公司具有正宗创投概念，其持有张江创业源科技发展有限公司股权，此外，公司参股的上海复旦张江生物医药股份有限公司已在港股创业板上市；目前公司直接

和间接投资的创投企业将为公司带来的投资收益值得期待。张江集团持有的可开发面积达到 1000 万平米，主要扩张区域包括东区、南区、东区、唐镇新市镇等，此外还有其它基地公司。近年来为了提高本公司的资产规模和盈利能力，维护本公司的利益，张江集团逐步将具备条件的优质资产注入本公司，进一步淡化集团自身的市场化经营职能，这种将整个集团优质经营性资产不断注入本公司的进程将稳步推进，不断进行。

今年上半年，公司实现营业收入 9.67 亿元，同比增长 8.52%；实现净利润 3 亿元，同比增长 21%；2009 年，公司预算主营业务收入为 23 亿元，其中房地产业务预算实现收入约 20-21 亿元，分别同比增长 35%和 33%-40%。预计销售及管理费用 1.6 亿元，同比增长 23%。据此，我们预测公司 2009 年每股收益 0.49 元，以 9 月 11 日收盘价 14.84 元计算，对应静态市盈率为 35 倍，对应 09 年动态市盈率为 30 倍。我们看好公司独特的运营模式和实力股东的鼎力支持，以及两区合并可能给公司带来的发展机遇，给与“推荐”评级。

滨江集团(002244)

公司立足于杭州地区，经过十几年的精耕细作，以确立了杭州房地产市场的龙头地位。公司定位于中高端住宅产品的开发。截至目前，公司的主要项目均位于杭州。未来三五年间，杭州仍然是公司业务发展的主要区域。未来公司将以杭州为中心，进行适度的跨区域发展，逐步向上海、北京等地扩展。目前，公司土地储备规划建筑面积 260 万平方米左右，足够 5 年开发。截至 2009 年 6 月底，公司预收帐款总额为 75.51 亿元，同比增长 97.16%，较年初增长 77.24%，预收帐款与公司 2008 年营业收入的比值为 324.64%，公司全年业绩有保障。另外，截至 2009 年 9 月 13 日，杭州平均每日商品房成交套数为 260 套，远远超过 2007 年日均成交 110 套的水平。杭州自古就有人间天堂的美誉，其优越的自然景观和省会城市的地位吸引了周边发达的民营企业等富有人群前来置业。我们看好杭州房地产市场的发展前景，更看好在杭州黄金地段拥有大量土地储备的滨江集团。

公司 08 年每股收益为 0.58 元，预计 2009-2010 年每股收益分别为 0.54 元和 0.72 元，以 9 月 11 日收盘价 15.15 元计算，对应市盈率分别为 26 倍，28 倍和 21 倍，在行业中处于中等水平，给与“推荐”评级。

证券简称	证券代码	公司评级	每股收益（元）			PE		
			08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年
保利地产	600048	推荐	0.91	0.92	1.11	28.4	28.1	23.3
张江高科	600895	推荐	0.38	0.49	0.65	39.1	30.29	22.8
滨江集团	002244	推荐	0.58	0.54	0.72	26.1	28.06	21.0

注：按最新股本摊薄，以 2009 年 9 月 11 日收盘价计算

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内， 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级：

强于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大势：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。