

房地产

评级：看好

上调

2009年10月09日

相关研究：

《天寒地冻待春风 冰融雪消播种时》2008年8月22日

《关于财政部降低公积金贷款首付比例及贷款利率的点评》2008年10月23日

《国务院常务会议促进经济增长措施点评》2008年11月10日

《救市政策走向深入 建议关注珠三角地产板块》2009年3月4日

《把握概念性投资机会 重点关注上海板块》2009年4月30日

《业绩增长放慢 资金压力缓解 关注四类公司》2009年5月13日

《关于国家近期频繁出台房地产行业政策的点评》2009年5月31日

《炎热的夏季 火热的房地产》2009年6月25日

执笔人：

平海庆

0351-8686971

pinghq@126.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

政策不变 业绩确定

——房地产行业2009年中报综述及四季度投资策略

深度研究

投资要点：

● **2009年上半年大、中型公司保持快速增长。**12家大型公司2009年上半年实现营业收入526.88亿元，同比增长47.66%；48家中型公司总资产相对年初增长了20.63%。随着资本、政策不断向大、中型公司倾斜，房地产行业集中度将会越来越高。

● **行业毛利率稳定 净利率提升。**2009年上半年，119家上市公司加权平均毛利率为36.10%，略高于2008年全年的35.79%；加权平均净利率为16.41%，较2008全年上升2.3个百分点。

● **大型公司仍具有较强的盈利能力和成长性。**由于在资本、规模、信贷等方面的优势，大型公司2009年上半年期间费用下降明显；从过去三年营业收入、净利润等指标的增长情况来看，大型公司具有较高的成长性。

● **上市公司上半年销售良好 去库存化加速。**万科A、保利地产等重点公司的存货增长速度明显下降；预售款增长较快：2009年上半年119家公司预售款同比增长37.67%。

● **负债状况大为改善 下半年将迎来融资高峰。**2009年上半年119家公司加权平均净负债率由年初的61.97%下降至上半年末的41.07%；截止到8月底已公告或通过审核发行新股计划的公司有33家，共约融资556.7亿元。计划通过债券融资的公司有20家，共约融资291.9亿元。

● **土地与新开工。**在流动性充裕的情况下，购地潮可能会继续上演；存货的下降使上市公司改变了年初的经营计划，将新开工面积大幅上调。

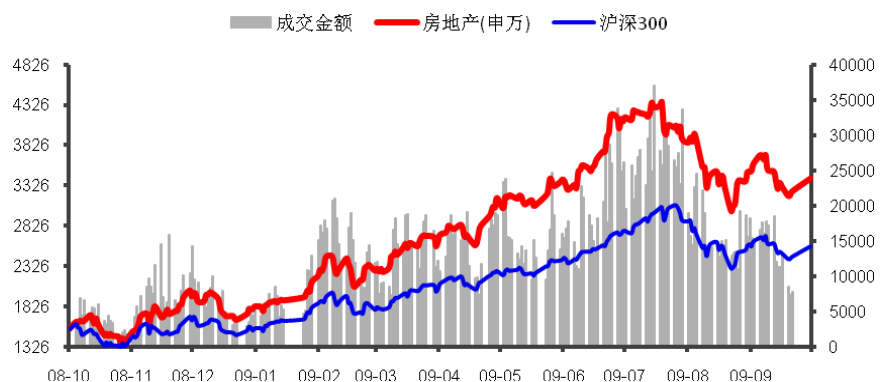
● **四季度宏观形势。**我们认为政府四季度的政策将紧紧围绕促进消费、调整结构、鼓励投资三个方面制定。

● **行业政策：**在以投资拉动经济的基调下，适度宽松的货币政策将不会发生变化；长期政策方面，政府将会对房地产行业税收进行调整，加快物业税的出台；短期政策方面，二套房紧缩政策可能会成为个别地方政府调节房价的手段，不会全国范围内出台，交易环境的优惠政策可能会逐步取消。

● **房屋成交量与价格：**在适度宽松的货币政策和鼓励房地产投资的背景下，四季度成交量仍能保持较高水平；我们认为，短期内房价下行的可能性较小。

● **投资策略：**基于四季度行业政策的相对稳定性和2009年上市公司业绩的确定性，我们将房地产行业评级上调至“看好”。

地产板块1年内走势



目 录

1. 规模与格局	1
1.1. 中型企业规模扩张较快	1
1.2. 大型企业收入保持高速增长	1
2. 盈利能力与成长性	2
2.1. 毛利率稳定 净利率提升	2
2.2. 大型公司期间费用下降明显	4
2.3. 收益率指标将在下半年修复	5
2.4. 成长性	7
3. 存货与预收	8
3.1. 存货增长继续放缓	8
3.2. 预售款增长较快	9
4. 负债与融资	11
4.1. 负债比率大大改善	11
4.2. 下半年或将迎来股市融资高峰	13
5. 土地储备与新开工	17
5.1. 大型公司购地忙	17
5.2. 新开工面积 8 月大幅增长	19
6. 总体评价：2009 年上半年上市公司业绩超预期	21
7. 行业趋势	22
7.1. 宏观形势	22
7.2. 短期内不会出台全国性房贷紧缩政策	25
7.3. 四季度仍能保持相对不错的成交量	26
7.4. 短期房价下行可能性较小	27
8. 投资策略：上调行业评级至“看好”判断，关注五类公司 ...	29

图目录

图 1: 重点公司毛利率比较.....	3
图 2: 重点公司净利率比较.....	3
图 3: 重点公司期间费用率比较.....	5
图 4: 重点公司 ROE 比较.....	6
图 5: 重点公司 ROA 比较.....	7
图 6: 重点公司 ROIC 比较.....	7
图 7: 主要公司存货增长率明显下降.....	9
图 8: 重点公司预收款增长比较.....	10
图 9: 重点公司 2009H 预收款项占营业收入比重.....	10
图 10: 不同规模公司有息负债结构与货币资金.....	12
图 11: 重点公司资产负债率比较.....	12
图 12: 重点公司 2009 年上半年末净负债率比较.....	12
图 13: 银行贷宽展房地产开发总投资比重.....	13
图 14: 2009 年 1-7 月企业银行贷款增长强劲.....	13
图 15: 2009 年 1-8 月个人按揭贷款增长迅速.....	14
图 16: 全国单月土地总出让面积.....	18
图 17: 全国单月土地总购置费.....	18
图 18: 全国 60 个重点城市 2009 年土地出让情况.....	19
图 19: 部分上市公司新增土地储备情况.....	19
图 20: 全国住宅单月新开工面积.....	20
图 21: 全国住宅单月施工面积.....	20
图 22: 全国住宅单月竣工面积.....	21
图 23: 上市公司 2009 年上调新开工面积统计.....	21
图 24: 中国出口进入缓慢回升期.....	23
图 25: 欧美高失业率将导致其与中国贸易摩擦不断.....	23
图 26: 未来通胀的预期将可能使货币政策过早收紧.....	23
图 27: 消费高速增长仍需要加大刺激力度.....	24
图 28: 大量新增固定资产投资将保证未来 2-3 年固定资产投资的延续性 ..	24
图 29: 地方项目投资逐步回暖.....	25
图 30: 主要一线城市成交量.....	26
图 31: 主要二、三线城市成交量.....	26
图 32: 主要二、三线城市成交量.....	27
图 33: 部分一线城市新建住宅价格同比.....	27
图 34: 部分一线城市新建住宅价格环比.....	28
图 35: 部分二线城市新建住宅价格同比.....	28

图 36：部分二线城市新建住宅价格环比.....	28
图 37：部分三线城市新建住宅价格同比.....	29
图 38：部分三线城市新建住宅价格环比.....	29

表目录

表 1：房地产行业总资产变化.....	1
表 2：房地产行业营业收入变化.....	2
表 3：房地产行业加权平均毛利率与净利率.....	3
表 4：行业期间费用率比较.....	4
表 5：行业盈利指标比较.....	6
表 6：行业盈利指标比较.....	8
表 7：行业存货变化.....	9
表 8：行业预收款变化.....	10
表 9：行业负债比较.....	11
表 10：2006 年以来房地产公司实际融资金额统计	14
表 11：1-8 月份 A 股房地产发行新股融资统计	15
表 12：1-8 月份 A 股房地产公司发行债券融资统计	15
表 13：8 月底已公布或通过股权融资计划公司列表	16
表 14：8 月底已公布或通过债券融资计划公司列表	17
表 15：房地产行业覆盖公司盈利预测.....	31

1. 规模与格局

1.1. 中型企业规模扩张较快

2009 年上半年火热的销售形势、宽松的新的环境和 A 股的节节高升，使 A 股房地产板块公司的数量和规模继续快速扩大。

上半年末，A 股以房地产为主业的上市公司数量达到 119 家，以借壳方式新增上市公司一家（顺发恒业，000631）。119 家以房地产为主业的上市公司总资产达到了 8998.84 亿元，相对 2008 年初增长 13.71%。

我们以 2008 年和 2009 年上半年的总资产和营业收入为参数，对 119 家房地产上市公司进行综合排名，选出大型公司 12 家，中型公司 48 家，小型公司 59 家。其中，12 家大型企业总资产达到了 4413.19 亿元，相对年初增长 9.28%；48 家中型企业总资产共计 3591.36 亿元，相对年初增长 20.63%；59 家小型企业总资产合计仅为 994.29 亿元，仅为万科的 79.85%，相对年初仅增长 10.67%。

表 1：房地产行业总资产变化（单位：百万元）

		2006A	2007A	2008A	2009H
所有	总资产	427,567.89	620,476.98	791,407.71	899,883.70
	同比	44.15%	45.12%	27.55%	25.61%
大型	总资产	174,646.78	296,295.80	403,840.36	441,319.05
	同比	97.16%	69.65%	36.30%	22.78%
中型	总资产	183,704.48	246,815.96	297,726.82	359,135.74
	同比	26.23%	34.35%	20.63%	31.44%
小型	总资产	69,216.63	77,365.22	89,840.54	99,428.91
	同比	10.75%	11.77%	16.13%	18.73%

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

1.2. 大型企业收入保持高速增长

2009 年上半年，119 家企业共实现营业收入 1023.42 亿元，同比增长 12.87%。其中 12 家大型企业营业收入 526.88 亿元，占 119 家总收入的 51.48%，同比增长 47.66%；48 家中型企业实现营业收入 384.03 亿元，同

比下降 3.6%；59 家小型企业实现营业收入 112.5 亿元，仅为万科 A 的 51.59%，同比下降 25.75%。从最近三年的收入增长情况来看，大型企业保持高速增长，中、小型企业收入增长率逐年降低。

我们认为，随着资本、政策不断向大、中型企业倾斜，房地产行业的集中度将会越来越高。

表 2：房地产行业营业收入变化（单位：百万元）

		2006A	2007A	2008A	2009H
所有	总资产	136,118.27	191,705.00	222,439.64	102,341.63
	同比	36.70%	40.84%	16.03%	12.87%
大型	总资产	46,902.23	83,421.72	104,120.09	52,688.49
	同比	67.12%	77.86%	24.81%	47.66%
中型	总资产	65,748.85	79,848.15	89,500.63	38,403.11
	同比	25.86%	21.44%	12.09%	-3.60%
小型	总资产	23,467.19	28,435.13	28,818.91	11,250.02
	同比	21.78%	21.17%	1.35%	-25.75%

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

2. 盈利能力与成长性

2.1. 毛利率稳定 净利率提升

2009 年上半年，119 家上市公司加权平均毛利率为 36.10%，略高于 2008 年全年的 35.79%；加权平均净利率为 16.41%，较 2008 全年上升 2.3 个百分点。

从不同规模公司比较来看，大型公司的毛利率和净利率水平明显高于中、小型公司。

毛利率较高的公司有：陆家嘴、张江高科、万通地产、首开股份、苏宁环球、中粮地产、滨江集团、中华企业、泛海建设、华发股份。

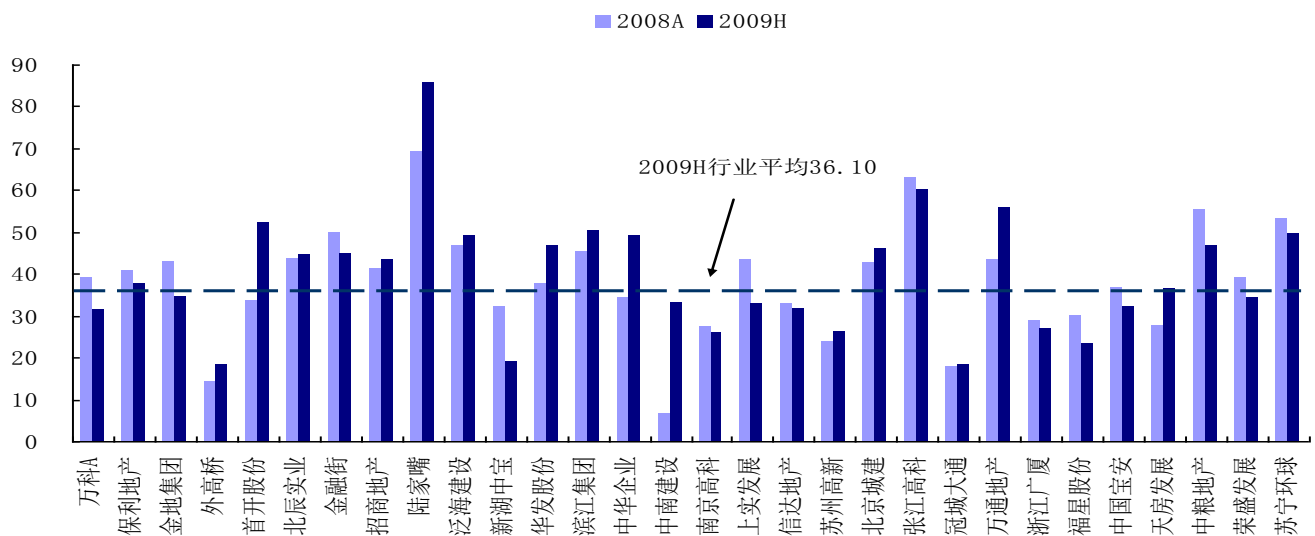
净利率较高的公司有：陆家嘴、金融街、张江高科、苏宁环球、华发股份、万通地产、首开股份、北京城建、保利地产、荣盛发展。

表 3：房地产行业加权平均毛利率与净利率（%）

	毛利率				净利率			
	2006A	2007A	2008A	2009H	2006A	2007A	2008A	2009H
所有	29.89	34.80	35.79	36.10	10.96	14.70	14.11	16.41
大型	36.97	40.07	38.51	37.20	15.42	15.96	14.43	18.35
中型	26.44	31.29	33.89	35.16	8.95	13.36	13.50	14.17
小型	25.42	29.24	31.87	34.20	7.73	14.74	14.83	14.94

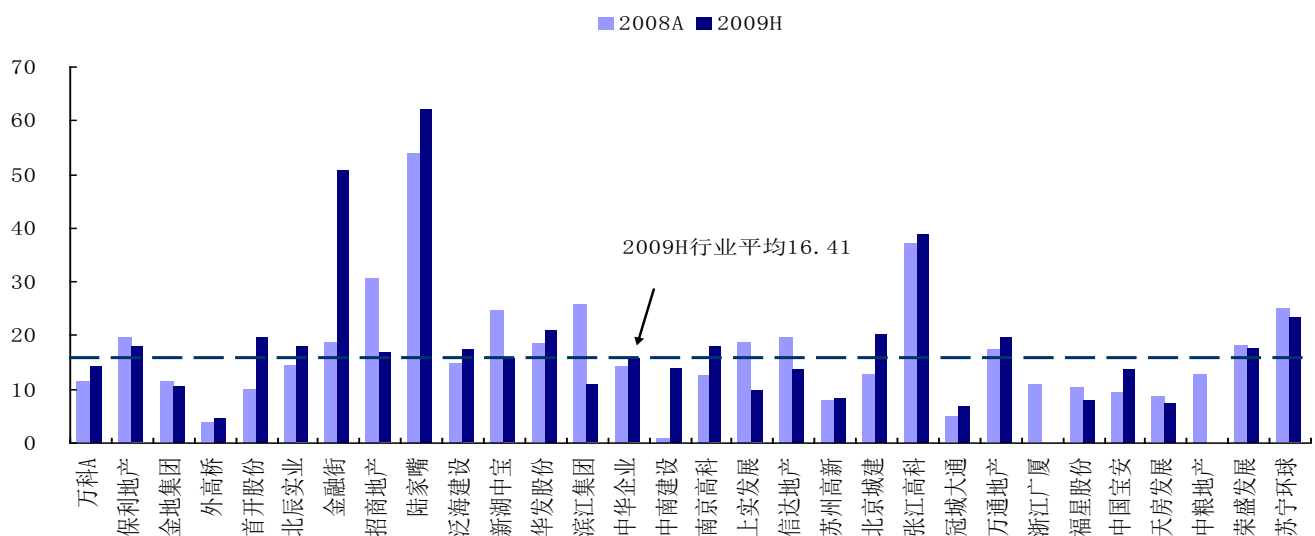
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 1：重点公司毛利率比较（%）



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 2：重点公司净利率比较（%）



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

2.2. 大型公司期间费用下降明显

2009 年上半年房地产市场的火热销售使房地产企业 2008 年以来存货滞销和资金紧张的压力大大缓解。销售费用由 2008 年的 3.42% 下降至 2009 年上半年的 3.11%；财务费用比 2008 年全年的 2.14% 高出 0.08 个百分点。另外，管理费用也相对 2008 年下降 0.06 个百分点。

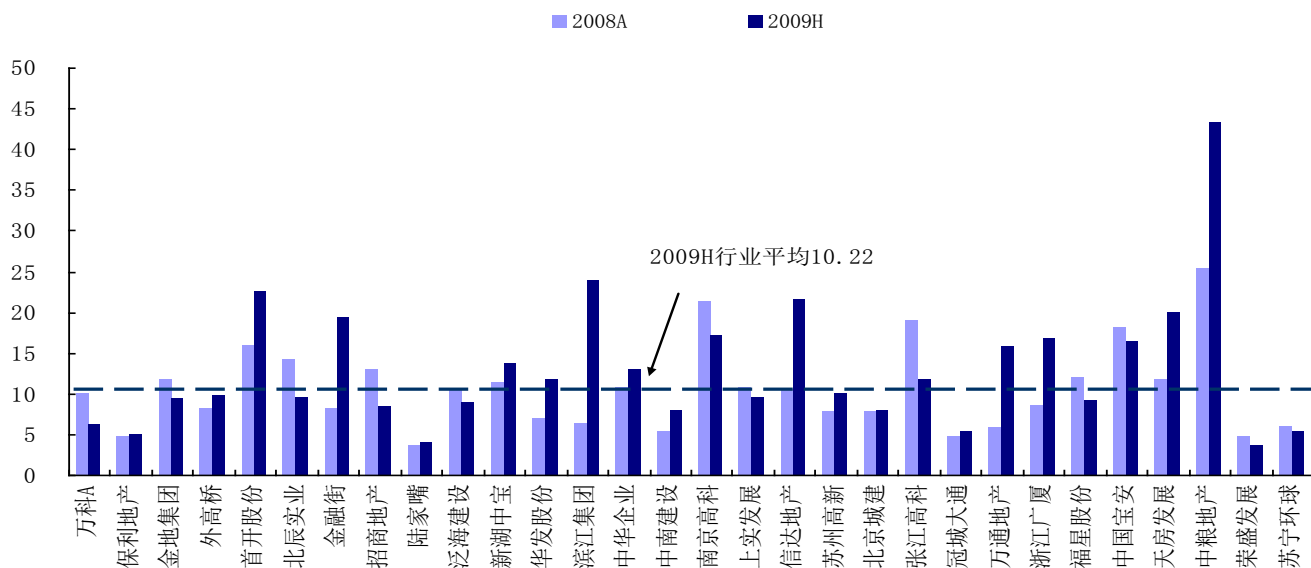
值得注意的是，由于在资本、规模、信贷等方面的优势，大型企业的期间费用下降非常明显。2009 年上半年期间费用控制良好的公司有：荣盛发展、陆家嘴、保利地产、苏宁环球、冠城大通、万科 A、中南建设、北京城建、招商地产、泛海建设。

表 4：行业期间费用率比较

		2006A	2007A	2008A	2009H
销售费用率	行业平均	3.63	3.12	3.42	3.11
	大型	3.46	2.99	3.80	2.70
	中型	3.56	3.05	3.03	3.51
	小型	4.15	3.72	3.26	3.68
管理费用率	行业平均	5.82	5.08	4.99	4.93
	大型	5.32	4.78	4.28	3.68
	中型	5.21	4.80	4.98	5.56
	小型	8.54	6.76	7.57	8.65
财务费用率	行业平均	2.31	1.91	2.14	2.22
	大型	1.18	1.13	1.62	1.58
	中型	2.66	2.39	2.62	2.90
	小型	3.57	2.83	2.53	2.93
期间费用率	行业平均	11.70	10.05	10.46	10.22
	大型	9.81	8.72	9.54	7.93
	中型	11.40	10.20	10.62	11.89
	小型	16.29	13.49	13.32	15.24

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 3：重点公司期间费用率比较



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

2.3. 收益率指标将在下半年修复

从 ROE、ROA、ROIC 三个主要盈利指标来看，2009 年上半年均有下降，其中大型公司和小型公司形成较大反差，大型公司三项指标较 2008 年均有提升，小型公司则下降较多。我们认为，随着下半年结算收入增加和结算毛利率提部分提升，这些指标将会有所上升。

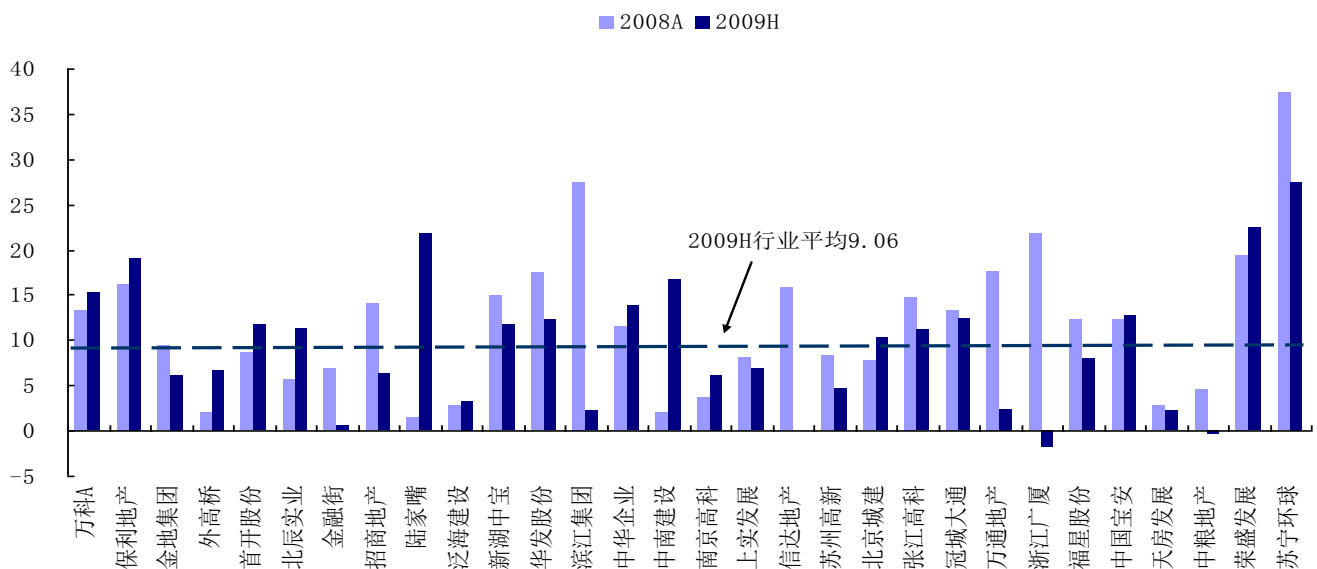
2009 年上半年，盈利指标居前的公司有万科 A、保利地产、中华企业、荣盛发展、苏宁环球、张江高科、中国宝安、陆家嘴、华发股份、新湖中宝。

表 5：行业盈利指标比较

		2006A	2007A	2008A	2009H
ROE	行业平均	10.20	13.13	10.02	9.06
	大型	14.80	17.15	10.54	11.49
	中型	8.35	10.66	10.38	7.45
	小型	4.23	7.75	7.28	5.66
ROA	行业平均	6.36	8.39	6.93	5.97
	大型	7.46	8.55	6.46	6.56
	中型	5.76	7.96	7.20	5.28
	小型	5.17	9.17	8.20	5.82
ROIC	行业平均	5.64	8.78	6.37	5.06
	大型	7.98	8.74	6.02	6.21
	中型	4.15	6.39	6.65	4.08
	小型	3.67	16.54	6.97	3.53

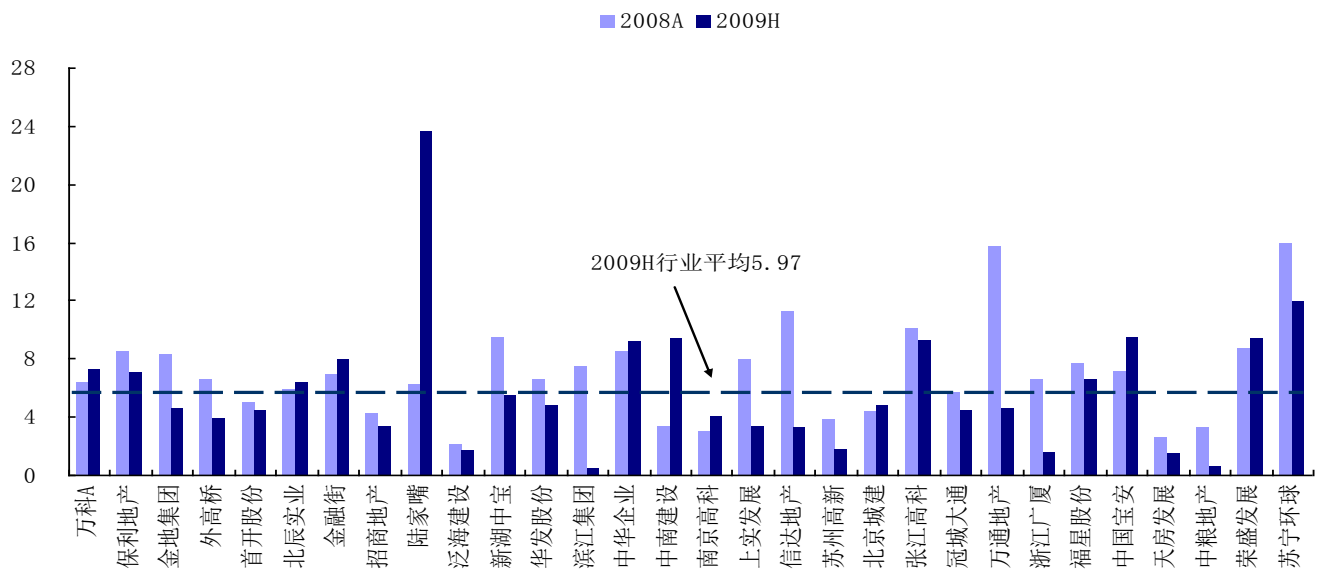
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 4：重点公司 ROE 比较



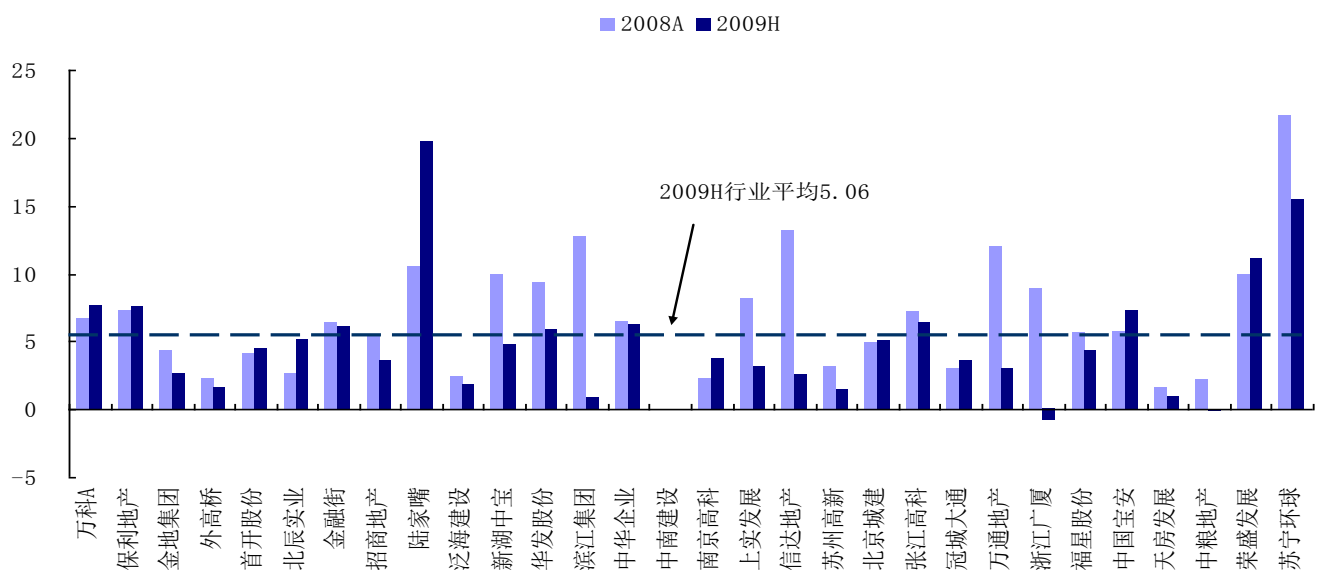
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 5：重点公司 ROA 比较



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 6：重点公司 ROIC 比较



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

2.4. 成长性

资本密集型的特点决定了房地产企业的成长性在很大程度上依赖于其自身的规模。从过去三年的营业收入、EBITDA、净利润的增长情况来看，大型公司在成长性方面具有很强的优势。

表 6：行业盈利指标比较

		2006A	2007A	2008A	2009H
总资产 增长率	行业平均	44.15%	45.12%	27.55%	25.61%
	大型	97.16%	69.65%	36.30%	22.78%
	中型	26.23%	34.35%	20.63%	31.44%
	小型	10.75%	11.77%	16.13%	18.73%
营业收入 增长率	行业平均	36.70%	40.84%	16.03%	12.87%
	大型	67.12%	77.86%	24.81%	47.66%
	中型	25.86%	21.44%	12.09%	-3.60%
	小型	21.78%	21.17%	1.35%	-25.75%
EBITDA 增长率	行业平均	67.15%	101.59%	10.18%	14.78%
	大型	71.36%	96.41%	16.55%	53.83%
	中型	16.15%	105.31%	9.58%	-9.16%
	小型	-1623.10%	107.62%	-6.89%	-22.98%
净利润 增长率	行业平均	205.12%	106.70%	8.45%	11.19%
	大型	71.75%	88.31%	9.96%	49.59%
	中型	91.81%	87.57%	13.24%	-11.32%
	小型	-136.87%	356.44%	-7.71%	-29.69%

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

3. 存货与预收

3.1. 存货增长继续放缓

房地产市场的热销使房地产企业存货增长率继续下降，119 家上市公司 2009 年上半年存货共计 5069.76 亿元，同比增长 20.73%。预计随着下半年开工率的上升，存货增长率将会有所升高。

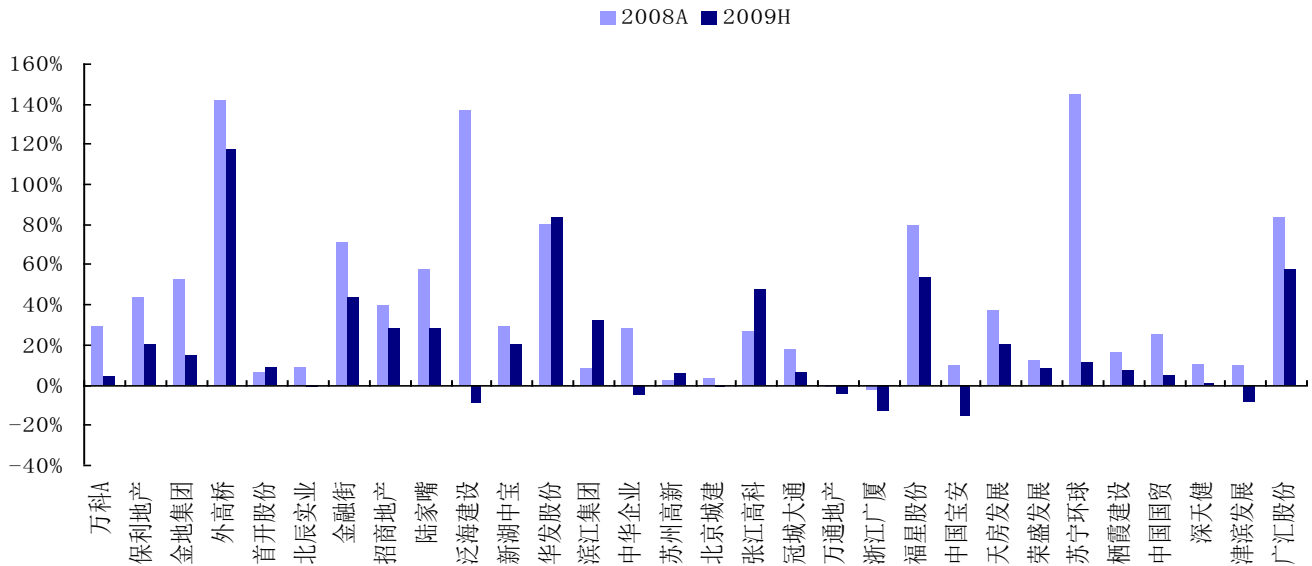
重点公司中，万科 A、保利地产、金地集团、北辰实业、泛海建设、中华企业、冠城大通、荣盛发展、苏宁环球、栖霞建设存货增长率明显下降。

表 7：行业存货变化（单位：百万元）

		2006A	2007A	2008A	2009H
所有	存货	217,711.18	333,504.78	473,601.23	506,976.23
	同比	55.35%	53.19%	42.01%	20.73%
大型	存货	105,445.61	188,770.90	264,841.49	272,711.85
	同比	97.16%	79.02%	40.30%	14.34%
中型	存货	82,836.96	112,812.43	161,918.79	182,923.64
	同比	28.66%	36.19%	43.53%	29.00%
小型	存货	29,428.61	31,921.45	46,840.95	51,340.74
	同比	32.14%	8.47%	46.74%	29.59%

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 7：主要公司存货增长率明显下降



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

3.2. 预售款增长较快

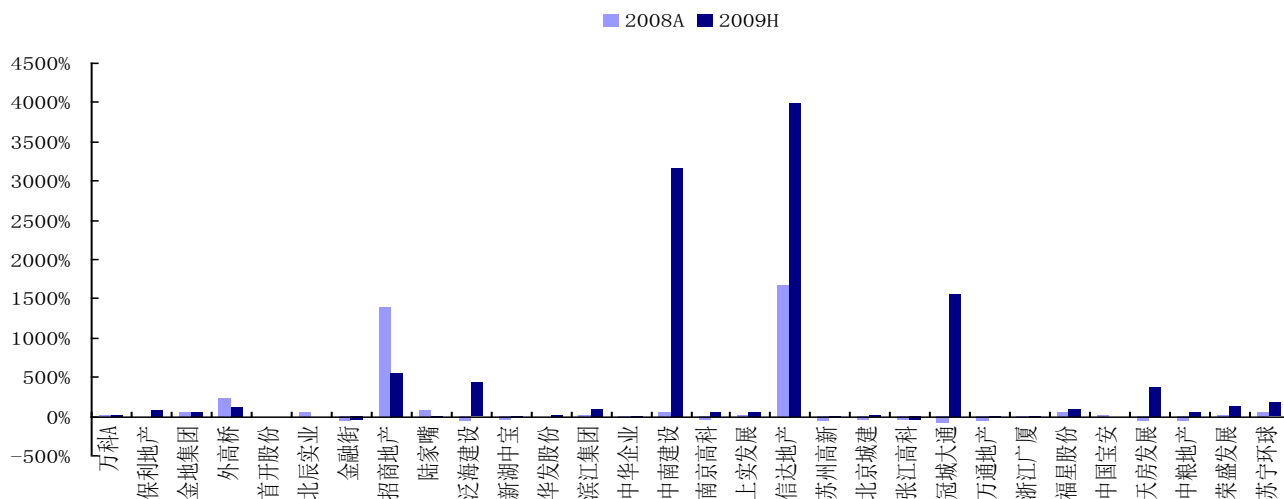
2009 年上半年末，119 家公司预收款共计 1463.71 亿元，同比增长 37.67%。其中 12 家大型公司共计 831.28 亿元，占全部的 56.79%。从过去三年预收款增长情况来看，大型公司预收款增长保持稳定。重点公司中，由于基数较小，信达地产和中南建设预售款项同比增长分别达到了 3985.15%和 3155.74%，其它公司如冠城大通、招商地产、荣盛发展、苏宁环球、保利地产、天房发展、金地集团、滨江集团也大幅增长。

表 8：行业预收款变化（单位：百万元）

		2006A	2007A	2008A	2009H
所有	预收款项	59,965.74	97,285.13	93,939.44	146,371.34
	同比	69.30%	62.23%	-3.44%	37.67%
大型	预收款项	29,120.60	53,637.85	59,771.93	83,128.07
	同比	140.49%	84.19%	11.44%	26.63%
中型	预收款项	25,479.15	35,401.88	28,348.18	52,730.57
	同比	35.96%	38.94%	-19.92%	52.92%
小型	预收款项	5,365.98	8,245.40	5,819.33	10,512.70
	同比	17.44%	53.66%	-29.42%	69.77%

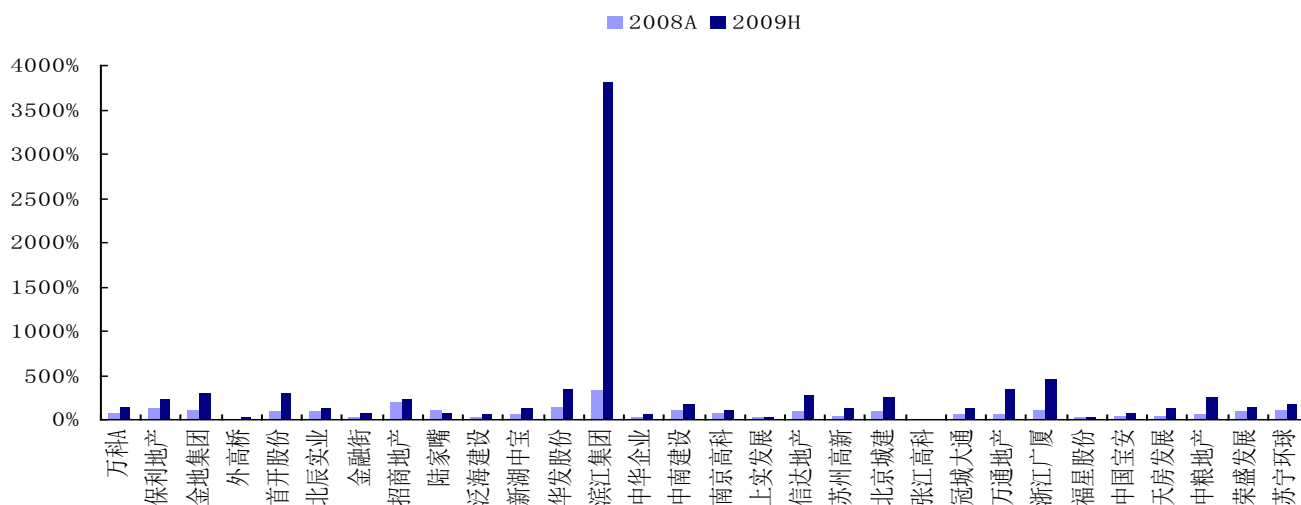
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 8：重点公司预收款增长比较



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 9：重点公司 2009H 预收款项占营业收入比重



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

4. 负债与融资

4.1. 负债比率大大改善

随着销售回款大幅上升，2009 年上半年末，行业负债情况明显好转，119 家公司加权平均净负债率由年初的 61.97%下降至上半年末的 41.07%；速动比率也由年初的 0.57 上升至上半年末的 0.66。短期偿债压力方面，大、中型上市公司要小很多。

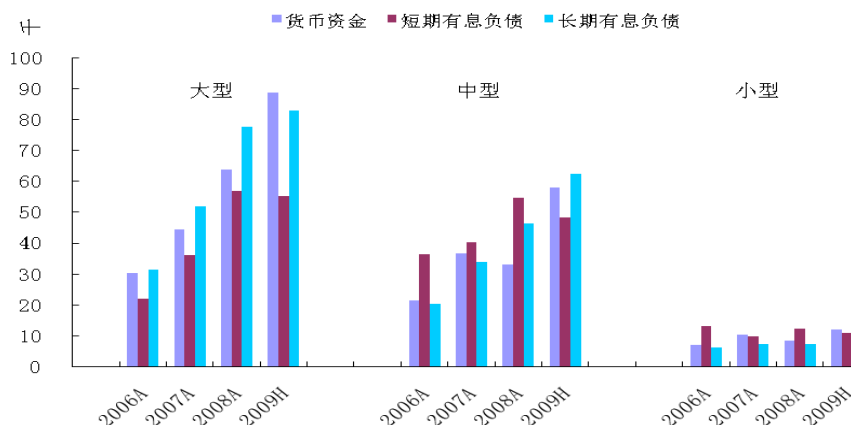
2009 年上半年末负债较低的公司有：陆家嘴、万科 A、金融街、招商地产、信达地产、张江高科、万通地产、福星股份、中国宝安、泛海建设。

表 9：行业负债比较（单位：%）

		2006A	2007A	2008A	2009H
资产负债率	行业平均	64.09	62.46	62.58	63.95
	大型	65.25	64.90	65.16	66.22
	中型	63.72	61.58	61.79	63.60
	小型	62.13	55.88	53.57	55.09
有息负债率	行业平均	111.23	94.03	100.79	96.99
	大型	122.15	97.60	108.91	105.00
	中型	111.57	98.21	100.74	94.44
	小型	82.78	67.03	64.49	70.63
净负债率	行业平均	69.32	51.12	61.97	41.07
	大型	70.45	52.66	61.42	38.61
	中型	73.45	55.08	70.14	46.57
	小型	55.49	32.57	37.32	32.13
流动比率	行业平均	1.80	1.92	2.05	2.02
	大型	1.99	1.95	2.09	1.96
	中型	1.53	1.87	1.99	2.03
	小型	1.95	1.94	1.99	2.33
速动比率	行业平均	0.61	0.64	0.57	0.66
	大型	0.61	0.56	0.55	0.59
	中型	0.54	0.71	0.58	0.73
	小型	0.79	0.79	0.61	0.73

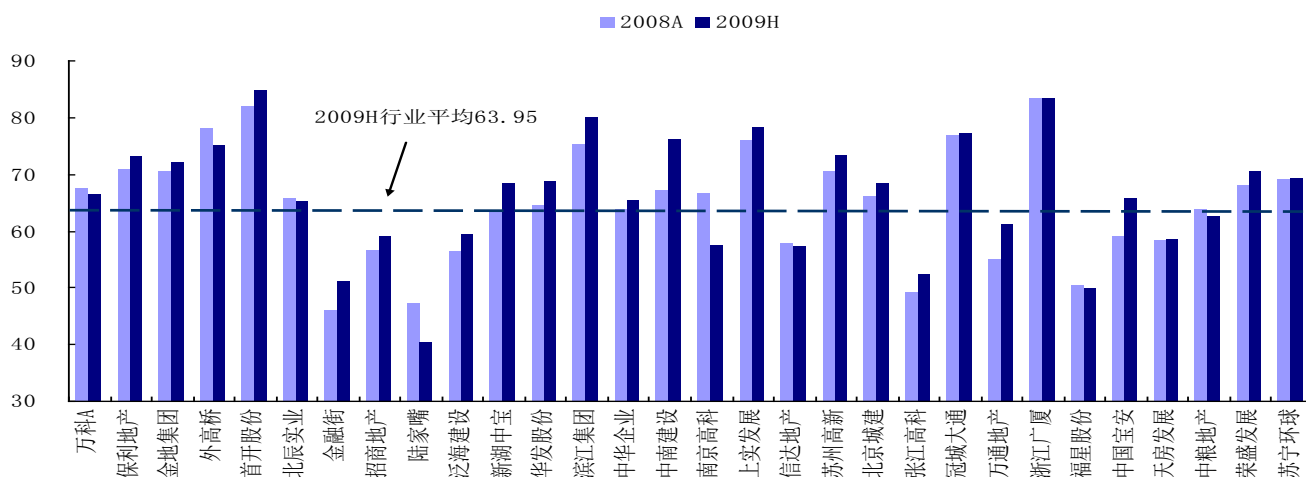
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 10：不同规模公司有息负债结构与货币资金



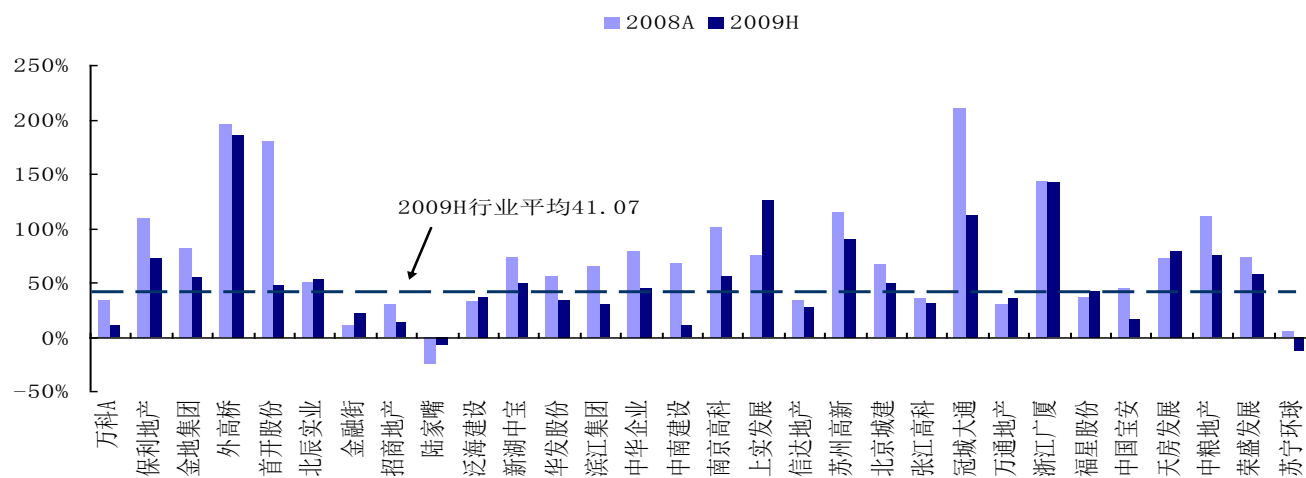
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 11：重点公司资产负债率比较



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 12：重点公司 2009 年上半年末净负债率比较

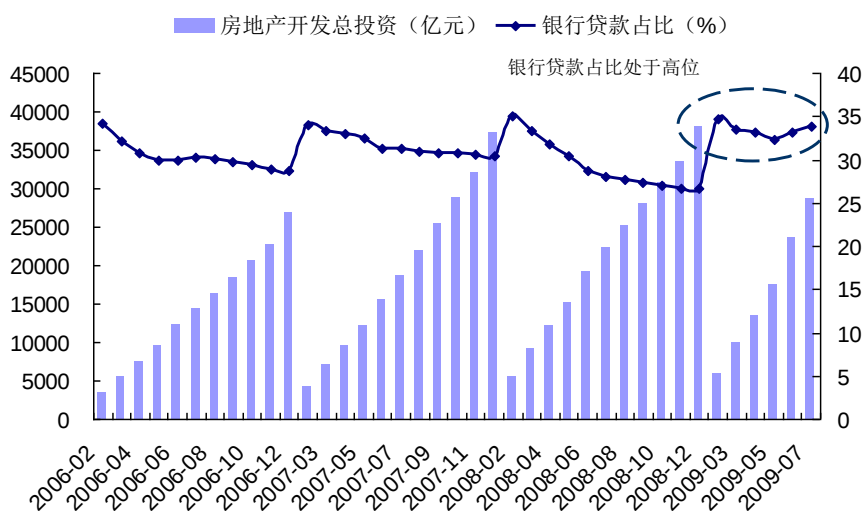


数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

4.2. 下半年或将迎来股市融资高峰

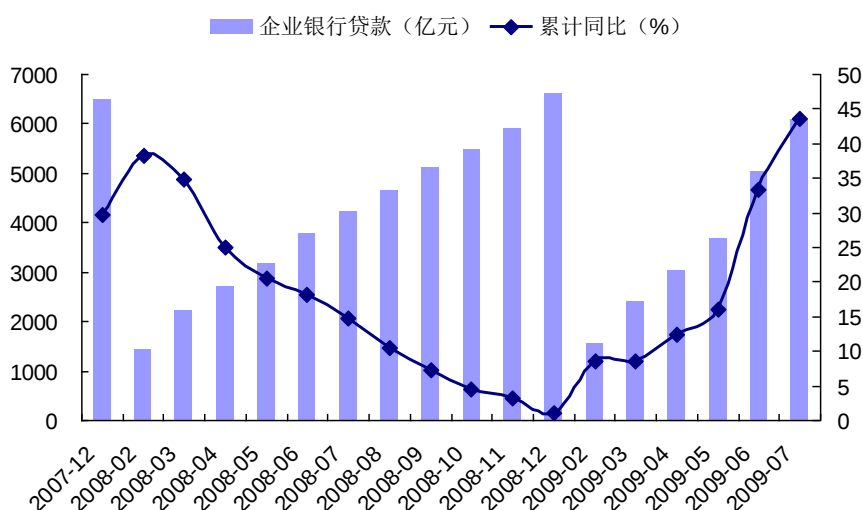
银行贷款：2009 年上半年全国共完成房地产开发投资 23702.56 亿元，其中来自银行贷款共计 5027.81 亿元，来自购房者银行按揭贷款共计 2829.16 亿元，两者之和占总投资的 33.15%，较 2008 年末上升了 6.48 个百分点，银行贷款占比处于历史高位。

图 13：银行贷款占房地产开发总投资比重



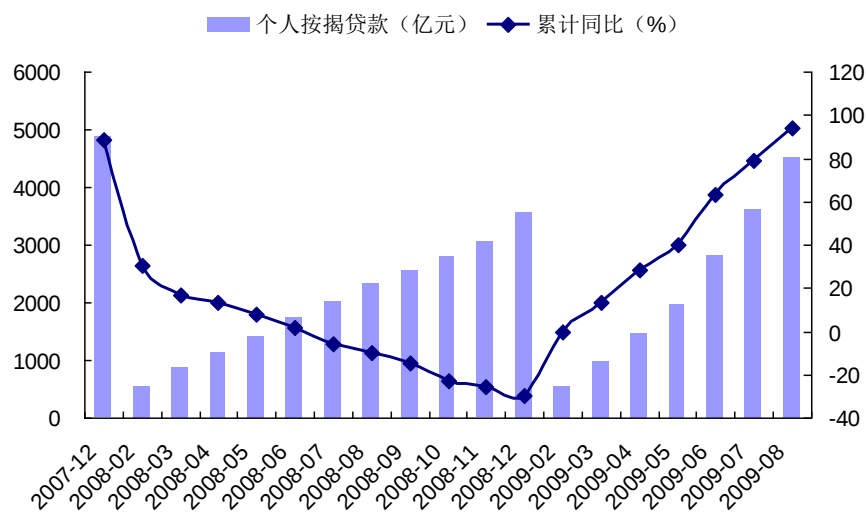
数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 14：2009 年 1-7 月企业银行贷款增长强劲



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

图 15：2009 年 1-8 月个人按揭贷款增长迅速



数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

发行股份：2009 年 2 月份以后，随着 A 股市场的转暖，房地产企业融资环境开始好转。1-8 月份 A 股房地产企业通过增发和发债共融得资金 318 亿元；已经公告和通过审核发行新股计划的公司有 33 家，共融资约 556.7 亿元，发行债券的公司有 20 家，共约融资 291.9 亿元。我们认为，在大多数房地产公司 2009 年业绩确定大幅增长的情况下，未来几个月内房地产上市公司或将掀起融资潮，2009 年全年总的融资规模可能超过 1000 亿元。

表 10：2006 年以来房地产公司实际融资金额统计（亿元）

	IPO	增发	债券	合计
2006	55.35	80.62	71.50	207.47
2007	15.27	415.30	29.00	459.57
2008	15.61	214.29	157.00	386.90
2009（1-8）	6.00	209.62	103.00	318.62

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

表 11：1-8 月份 A 股房地产发行新股融资统计

名称	发行方式	募集资金合计(亿元)	实际募集资金(亿元)	发行日期
顺发恒业	定向	15.98		2009-3-16
云南城投	定向	20.00	19.75	2009-4-10
新疆城建	定向	4.27	4.12	2009-4-16
世茂股份	定向	83.41		2009-5-13
鑫茂科技	定向	2.20		2009-6-16
美都控股	定向	9.08	8.80	2009-6-17
中南建设	定向	37.38		2009-6-26
保利地产	定向	80.00	78.15	2009-7-14
首开股份	定向	47.46	46.15	2009-7-17
金地集团	定向	42.36	40.97	2009-8-17
新湖中宝	定向	21.66		2009-8-28
上半年合计		172.33	32.67	
1-8 月合计		363.81	197.95	

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

表 12：1-8 月份 A 股房地产公司发行债券融资统计

代码	名称	发行规模(亿元)	起息日期	到期日期
600895.SH	张江高科	10.00	2009-1-21	2010-1-21
600649.SH	城投控股	17.00	2009-8-20	2010-8-20
600256.SH	广汇股份	10.00	2009-8-26	2016-8-26
000402.SZ	金融街	33.60	2009-9-1	2014-9-1
000402.SZ	金融街	22.40	2009-9-1	2012-9-1
上半年合计		10.00		
1-8 月合计		103.00		

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

表 13：8 月底已公布或通过股权融资计划公司列表

名称	方案进度	发行方式	增发数量 (万股)	募集金额 (百万元)	备注
滨江集团	董事会预案	定向	15,000.00	2,067.00	
万科 A	董事会预案	公开	87,961.68	10,555.40	
中国宝安	董事会预案	定向	10,000.00	1,117.00	
旭飞投资	董事会预案	定向	13,395.00	1,240.38	
合肥城建	董事会预案	定向	4,500.00	0.00	
天业股份	董事会预案	定向	2,699.39	220.00	矿产业务整体上市
爱建股份	董事会预案	定向	6,369.43	700.00	
爱建股份	董事会预案	定向		0.00	
华丽家族	董事会预案	定向	10,000.00	1,325.00	
刚泰控股	董事会预案	定向	5,800.00	484.88	
世荣兆业	股东大会通过	定向	10,100.00	0.00	房地产整体上市
中航地产	股东大会通过	定向	24,816.38	2,206.18	
华业地产	股东大会通过	定向	30,000.00	2,178.00	
道博股份	股东大会通过	定向	3,129.44	0.00	
海泰发展	股东大会通过	定向	12,924.51	0.00	
招商地产	股东大会通过	定向	20,000.00	5,624.00	
苏宁环球	股东大会通过	定向	38,000.00	5,092.00	
大龙地产	股东大会通过	定向	7,000.00	793.10	
阳光城	股东大会通过	定向	7,500.00	1,618.50	
中南建设	股东大会通过	定向	8,000.00	1,237.60	
世茂股份	股东大会通过	定向	15,000.00	2,071.50	
新湖中宝	股东大会通过	定向	30,000.00	3,057.00	
广宇集团	股东大会通过	定向	12,500.00	902.50	
莱茵置业	股东大会通过	定向	12,500.00	745.00	
浙江广厦	股东大会通过	定向	18,000.00	1,429.20	
成城股份	股东大会通过	定向	64,678.13	0.00	收费物业整体上市
中天城投	股东大会通过	定向	18,800.00	1,566.04	
深振业 A	股东大会通过	定向	15,000.00	1,143.00	
广汇股份	股东大会通过	定向	33,279.00	3,441.05	
中茵股份	股东大会通过	定向	12,000.00	597.60	
卧龙地产	证监会批准	公开	12,000.00	1,200.00	
天保基建	证监会批准	定向	27,930.00	2,477.39	
鑫茂科技	证监会批准	定向	8,355.65	579.88	
合计				55,669.20	

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

表 14：8 月底已公布或通过债券融资计划公司列表(亿元)

简称	债券类型	发行数量
泛海建设	公司债	32.00
金融街	公司债	56.00
银基发展	公司债	5.50
渝开发	公司债	7.90
名流置业	公司债	18.00
滨江集团	公司债	10.00
南京高科	公司债	10.00
广汇股份	公司债	10.00
北京城建	公司债	9.00
华发股份	公司债	18.00
新疆城建	公司债	5.50
金丰投资	公司债	6.00
新黄浦	公司债	10.00
浦东金桥	公司债	12.00
万业企业	公司债	10.00
城投控股	公司债	20.00
中华企业	公司债	12.00
苏州高新	公司债	10.00
张江高科	短期融资券	10.00
张江高科	公司债	20.00
合计		291.90

数据来源：wind 资讯、山西证券研究所

5. 土地储备与新开工

5.1. 大型公司购地忙

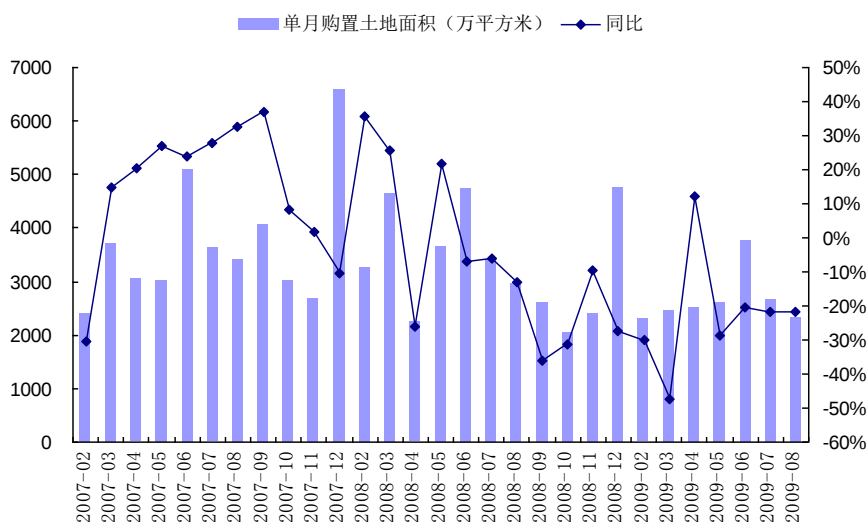
根据国家统计局数据，2009 年 1-8 月，全国共出让土地面积 1.86 亿平方米，同比下降 25.30%，同比降幅逐渐收窄。

根据中国指数研究院数据，2009 年上半年，全国 60 个重点城市共出让住宅用地 5041 万平方米，同比减少 27%。但从单月土地成交情况来看，进入 7、8 月份以后，住宅类用地成交量大幅上升，8 月单月同比增幅达到了 366%。

上市公司方面，万科 A、保利地产、金地集团、荣盛发展等重点公司 2008 年 1-8 月大量新增土地储备。

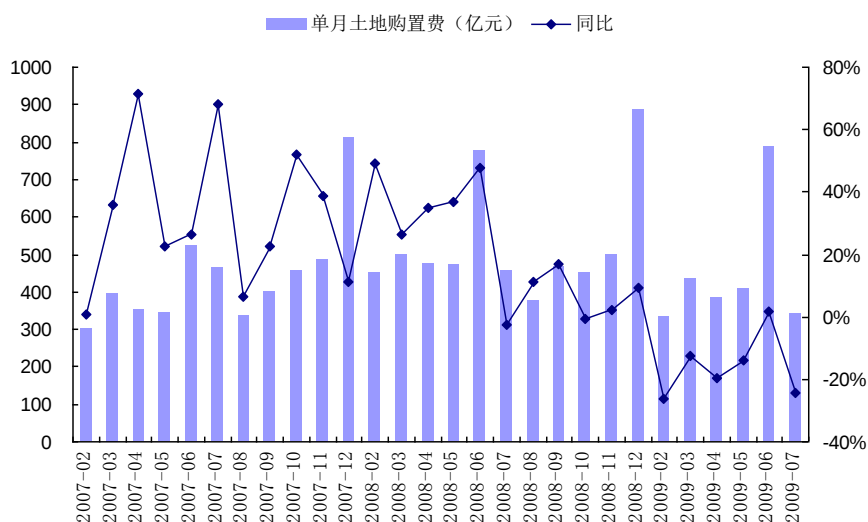
从以上信息分析,我们认为 2009 年 1-8 月全国土地市场交易仍然相对低迷,但随着国内宏观经济回暖,全国土地市场正在逐步好转;住宅类土地市场从 4 月份开始恢复,成交量不断放大,7、8 月份达到高峰,而随着全国住宅成交量的回落,9 月份以后土地市场成交量增幅将会放慢。从公司来看,上市公司中新增土地储备较多的主要是一些大型公司,而一些中小型公司并未在 2009 年前 8 月大量新增土地储备。

图 16: 全国单月土地总出让面积



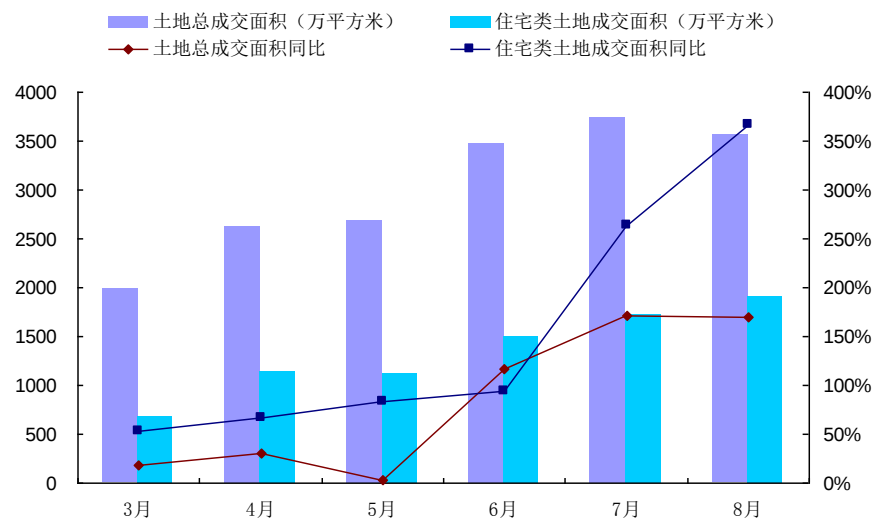
数据来源: 国家统计局、山西证券研究所

图 17: 全国单月土地总购置费



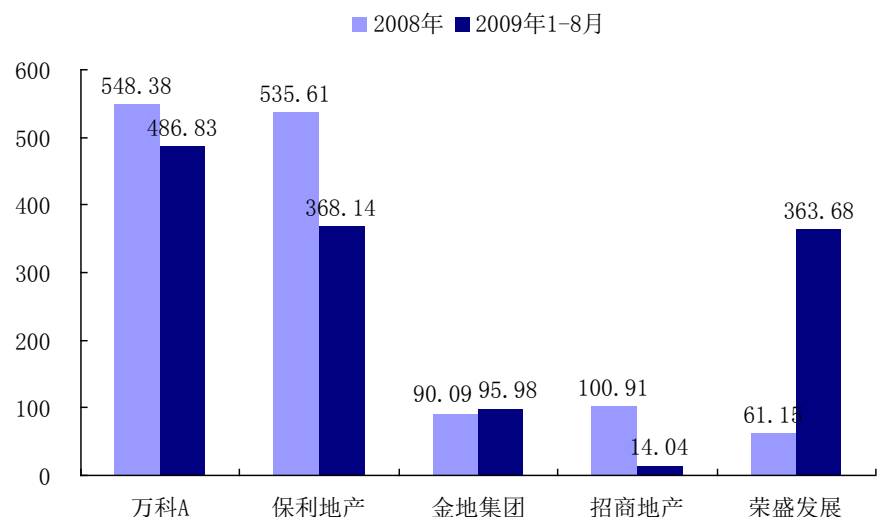
数据来源: 国家统计局、山西证券研究所

图 18: 全国 60 个重点城市 2009 年土地出让情况



数据来源：中国指数研究院、山西证券研究所

图 19: 部分上市公司新增土地储备情况(万平方米)



数据来源：山西证券研究所

5.2. 新开工面积 8 月大幅增长

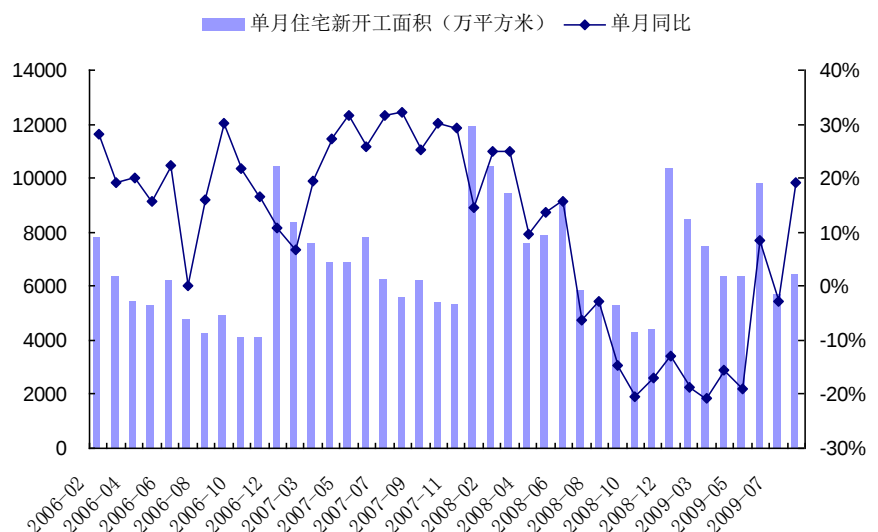
2009 年 1-6 月份全国住宅累计新开工面积 3.85 亿平方米，同比下降 13.1%。单月新开工面积从 6 月份开始实现同比增长，8 月份新开工面积达到 6434.19 万平方米，同比增长 19.22%。

虽然住宅新开工面积 2009 年上半年同比下降，但施工面积和竣工面积

上半年保持同比增长。2009 年 1-8 月份，全国住宅施工面积和竣工面积分别为 20.57 亿平方米和 2.41 亿平方米，分别同比增长 12.0%和 26.80%。从单月施工面积和竣工面积变化图可以看出，2009 年 1-8 月份全国住宅整体施工规模同比仍保持较快增长。

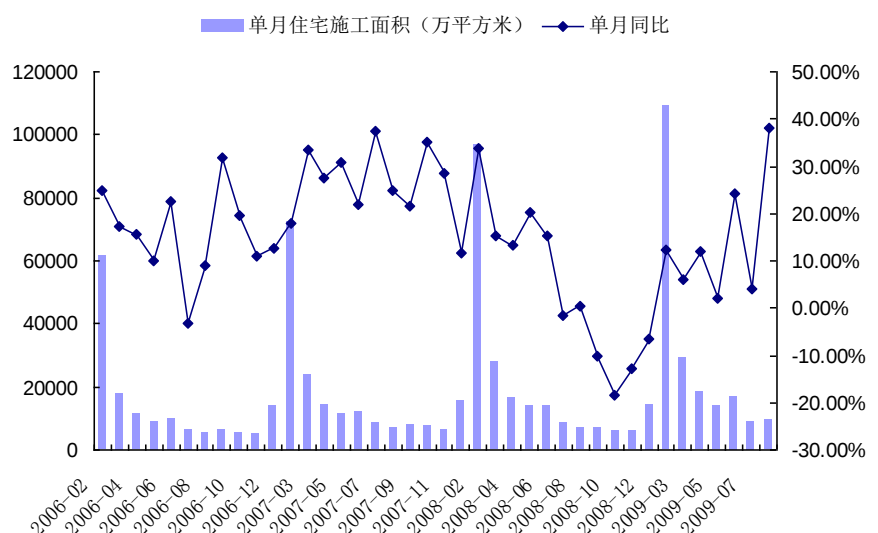
从上市公司 2009 年中期报告公布统计来看，大型公司均上调了 2009 年新开工面积。

图 20：全国住宅单月新开工面积



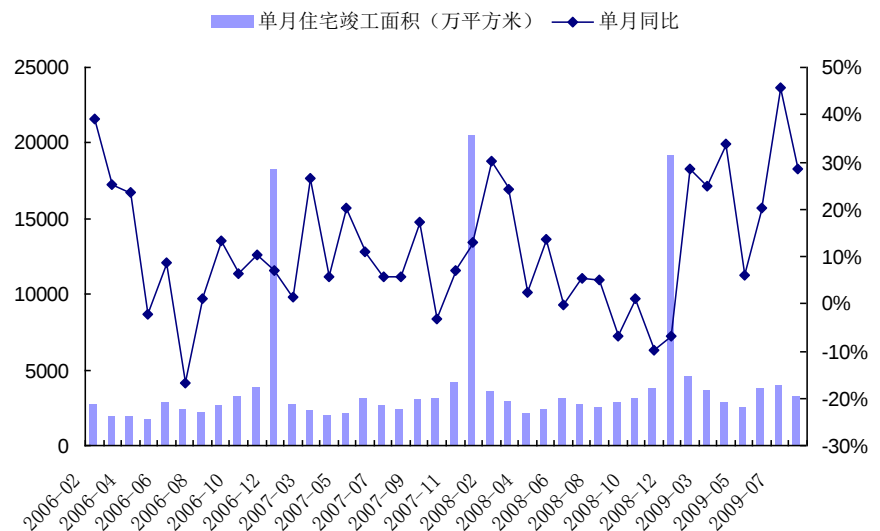
数据来源：国家统计局、山西证券研究所

图 21：全国住宅单月施工面积



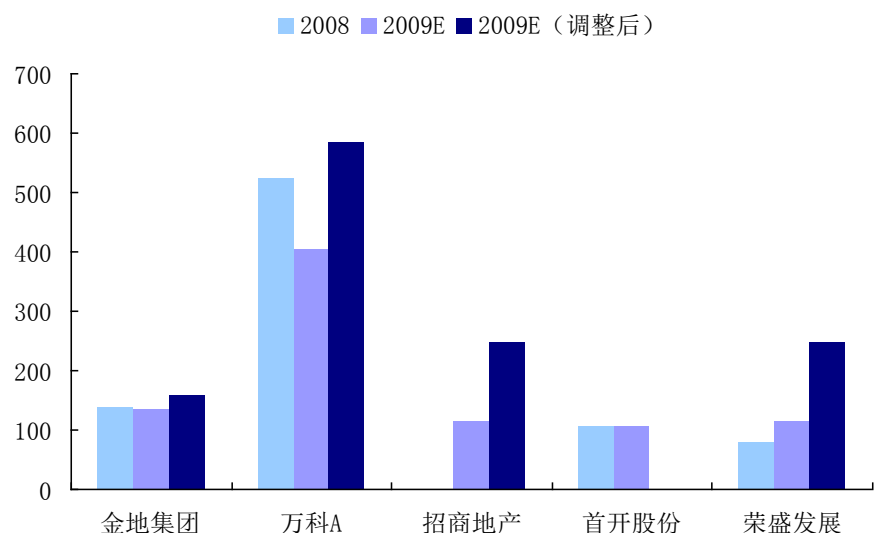
数据来源：国家统计局、山西证券研究所

图 22：全国住宅单月竣工面积



数据来源：国家统计局、山西证券研究所

图 23：上市公司 2009 年上调新开工面积统计(万平方米)



数据来源：山西证券研究所

6. 总体评价：2009 年上半年上市公司业绩超预期

业绩与规模：2009 年上半年上市公司业绩总体保持增长，但增幅明显放缓。由于 2009 年上半年业绩主要反映 2008 年下半年的销售情况，因此可以看出，在销售相对低迷的 2008 年下半年，通过外部推广促销和内部加

强管理，上市公司仍取得了不错的业绩。尤其是大多数的大型公司和部分中型公司业绩仍实现了较快增长。

管理和费用：上市公司 2009 年期间费用总体保持下降。销售形势的好转使得 2009 年上半年上市公司的销售费用明显下降；而大中型公司通过优化流程、集中采购等手段在降低管理费用方面也取得显著成效；销售回款和新开工面积增加相互抵消使得上市公司财务费用略为同比上升。

盈利和成长：由于 2009 年上半年业绩主要反映 2008 年下半年销售情况，因此，上市公司盈利能力指标均出现下降，但随着房价的快速上升，我们认为这些指标将逐步得到修复，2009 年全年盈利表现仍然要好于 2008 年。房地产行业资本密集性的特点导致资金、政策等要素不断向大中型企业集中，这也使大中型企业的成长性明显高于小型企业，而且在将来的行业调整中，大中型企业将会更加具有优势。

负债与现金：销售好转、信贷放松和股市回暖使得上市公司 2009 年上半年货币资金显得较为宽裕，这在大中型企业体现更为明显。货币资金宽松也使得房地产上市公司总体负债情况大为好转，净负债率明显下降。

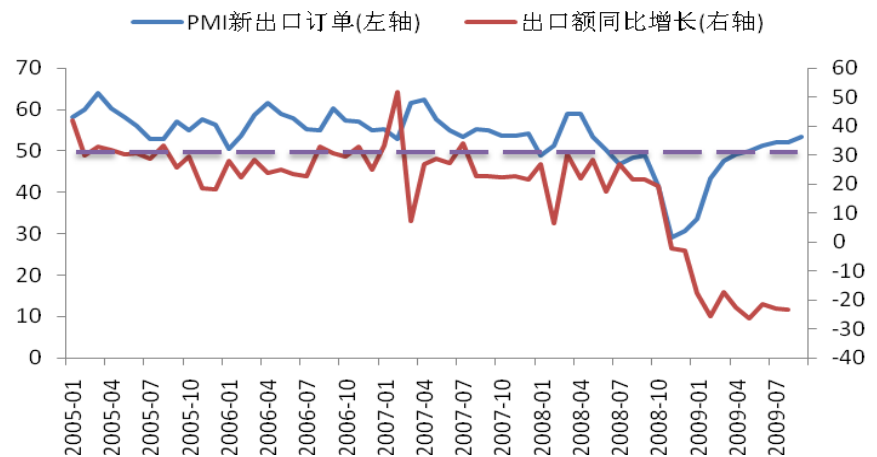
土地与新开工：上半年土地市场总体仍显低迷，但随着房屋成交量上升，7、8 月份全国土地市场尤其是住宅用地市场成交同比大幅上升，许多一线城市掀起了一波又一波的“地王”潮。房屋成交量大幅上升也促使上市公司改变年初经营计划，许多上市公司大幅上调 2009 年新开工面积。这也符合我们在 2009 年下半年投资策略中提到下半年开工面积将大幅上调的预期。

7. 行业趋势

7.1. 宏观形势

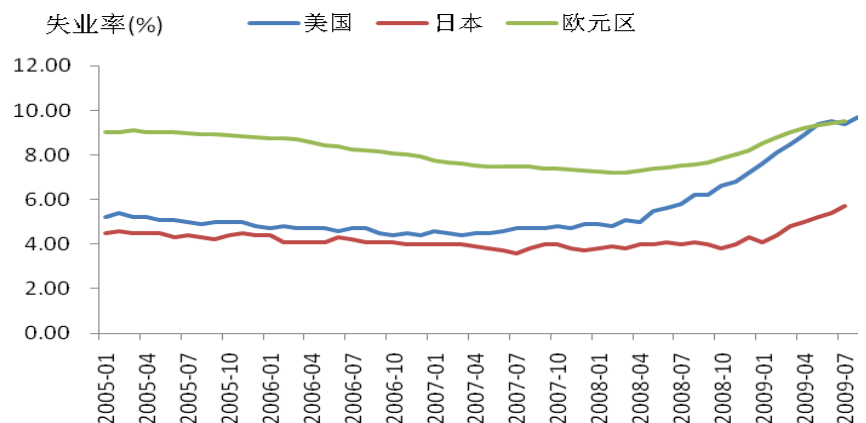
出口：9 月份中国 PMI 新出口订单指数为 53.3，连续 5 个月保持在 50 以上，随着海外经济逐渐触底回升，中国出口形势将逐步走出低谷。但欧美不断升级的贸易保护主义和可能过早收紧的货币政策将可能使中国出口不会快速回升。

图 24: 中国出口进入缓慢回升期(单位:%)



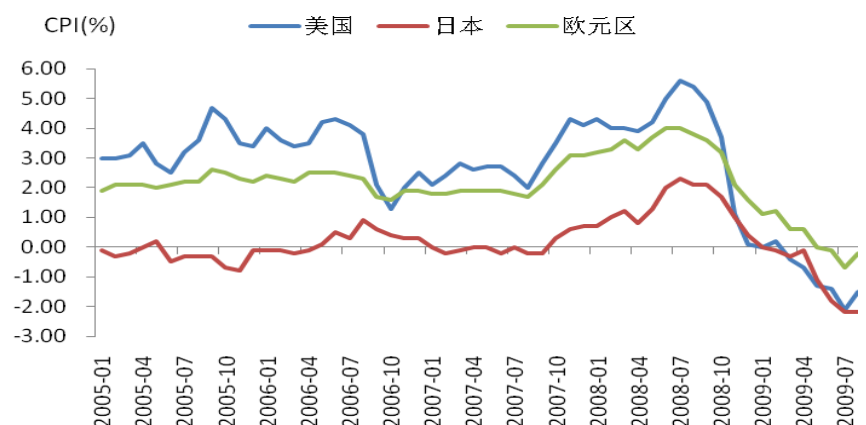
数据来源：国家统计局、山西证券研究所

图 25: 欧美高失业率将导致其与中国贸易摩擦不断



数据来源：国家统计局、山西证券研究所

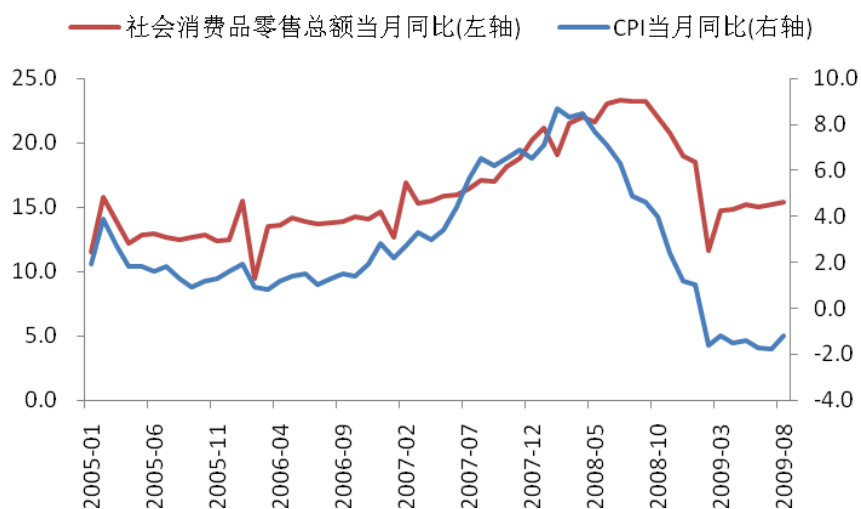
图 26: 未来通胀的预期将可能使货币政策过早收紧



数据来源：国家统计局、山西证券研究所

消费：在资产价格上涨与通胀预期的相互影响相互加强作用下，中国通胀可能会提前到来；，中国老百姓本身消费能力提升空间有限，政府要扩大内需仍需加大刺激力度。在政府促进消费措施的积极影响下，消费将保持平稳增长。

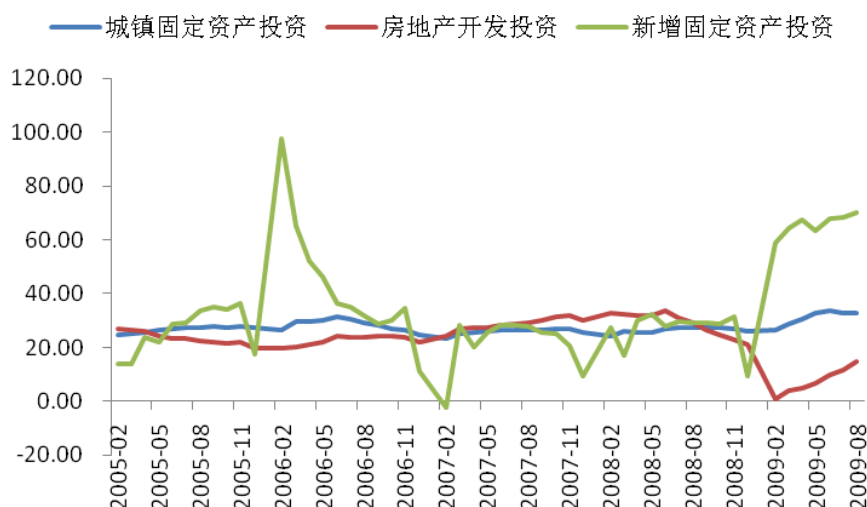
图 27：消费高速增长仍需要加大刺激力度（单位：%）



数据来源：国家统计局、山西证券研究所

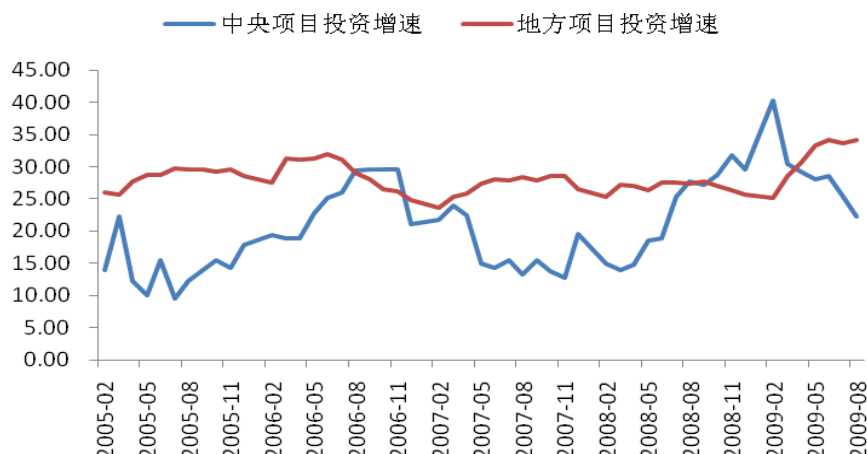
投资：政府 4 万亿投资的带动效应逐步显现，民间投资和房地产投资逐步回暖。由于大型项目投资的延续性和民间投资的不断回暖，社会固定资产投资将会继续保持较快增长，将成为短期内拉动经济增长的最有效手段。

图 28：大量新增固定资产投资将保证未来 2-3 年固定资产投资的延续性



数据来源：国家统计局、山西证券研究所

图 29：地方项目投资逐步回暖（%）



数据来源：国家统计局、山西证券研究所

基于以上分析：我们认为政府的政策将紧紧围绕促进消费、调整结构、鼓励投资三个方面。

7.2. 短期内不会出台全国性房贷紧缩政策

房地产政策：在主要以投资拉动经济增长的模式下，中央适度宽松的货币政策将不会发生很大变化。

长期趋势：

高房价严重影响了中国老百姓的消费能力，高房价源于房地产业的发展模式，因此在促进消费能力提高的同时，将会对房地产业的发展模式进行调整。随着中国经济逐步好转，房地产行业的调整将会逐步展开。税收政策调整将是房地产行业政策调整的一个重要方面，物业税在增加政府税收收入和稳定房价方面都有良好效果，因此，政府可能会加紧物业税的出台。

短期趋势：

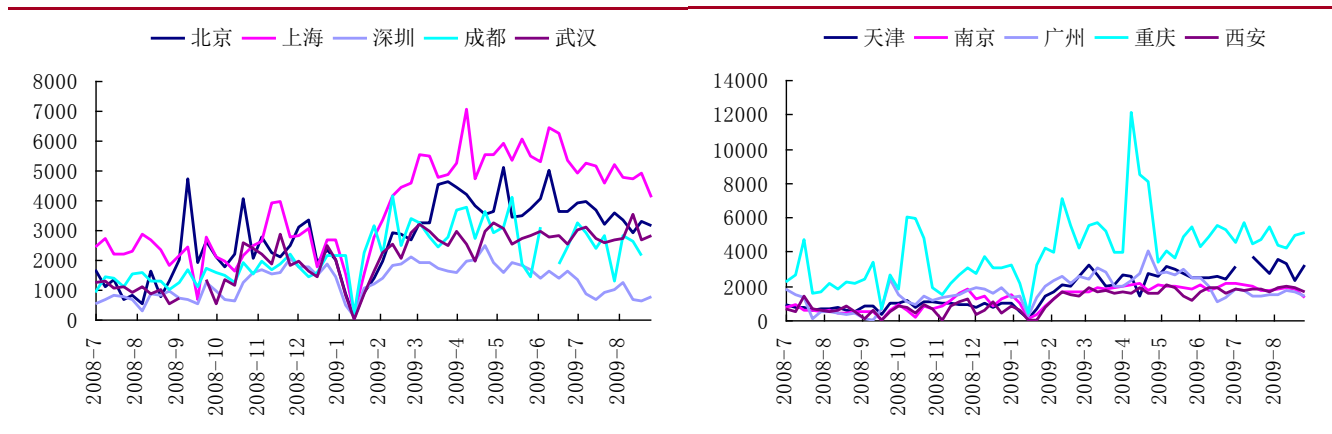
二套房政策：由于全国市场销售的不均衡性，我们认为二套房紧缩政策将可能成为个别地方政府调节房价的一种手段，但不会出台全国性的紧缩政策。而且，房屋的投资价值将随着房价的迅速升高降低，投资需求也会得到抑制，在此情况下全国性的二套房紧缩政策没有意义。

其他税收优惠政策：财政赤字的增加将会促使政府取消交易环节的税收优惠。

7.3. 四季度仍能保持相对不错的成交量

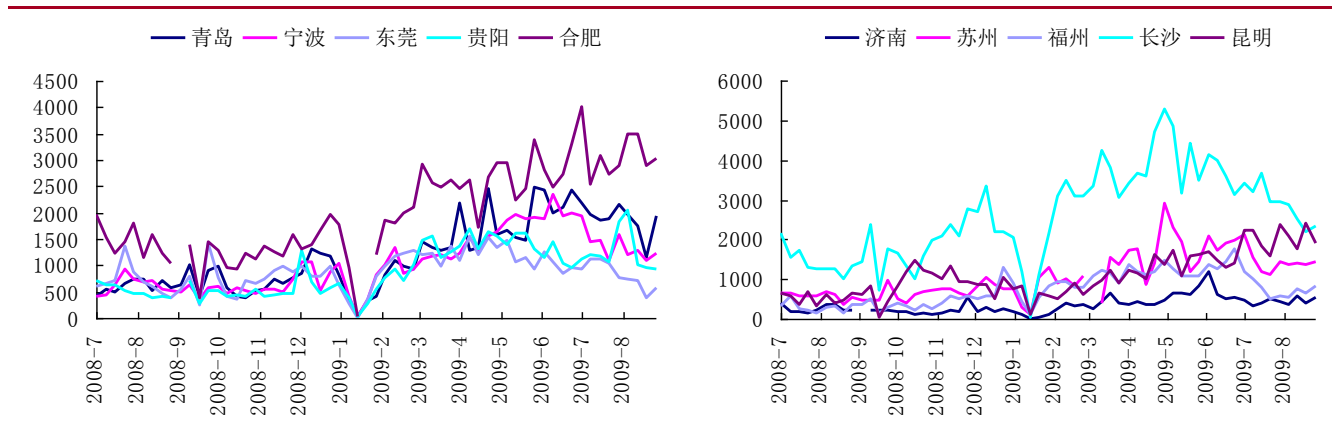
从全国 30 个城市商品房（住宅）目前的成交量来看，除部分一线城市外，其它城市仍保持不错的成交量。在继续采取适度宽松的货币政策和鼓励房地产投资为主的行业政策，以及 2009 年四季度为结婚登记高峰期的背景下，我们认为四季度全国房地产市场整体将保持较好的成交水平。

图 30：主要一线城市成交量（套）



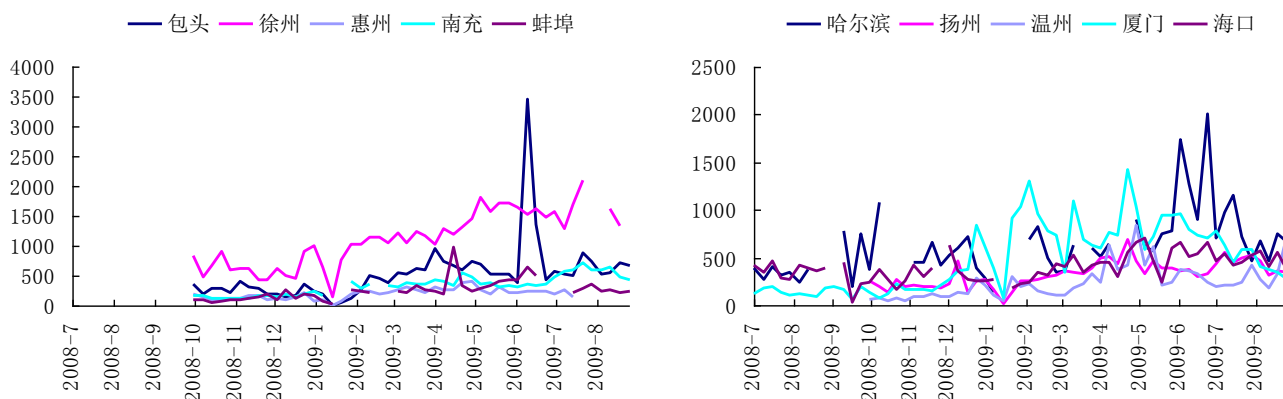
数据来源：搜房网、山西证券研究所

图 31：主要二、三线城市成交量（套）



数据来源：搜房网、山西证券研究所

图 32：主要二、三线城市成交量（套）



数据来源：搜房网、山西证券研究所

7.4. 短期房价下行可能性较小

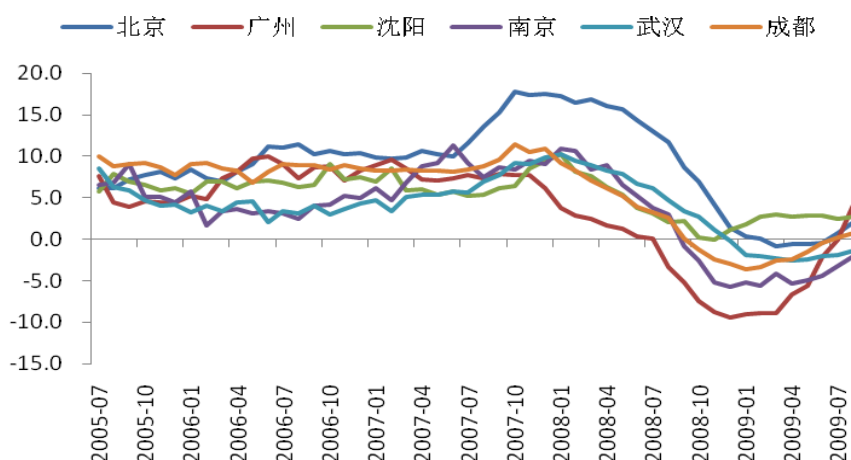
从供求关系看，深圳、上海等一线核心城市的供求仍然相对紧张，这将使房价继续处于高位，而这些城市的标杆作用将导致全国房价很难下跌。

从成本看，不断推高的土地价格也将使房价维持在比较高的水平。

从企业层面看，大多数房地产企业目前握有大量现金，资金压力相对较小，在宽松的信贷政策、良好的销售形势下，大多数企业在短期内将不会选择降价。

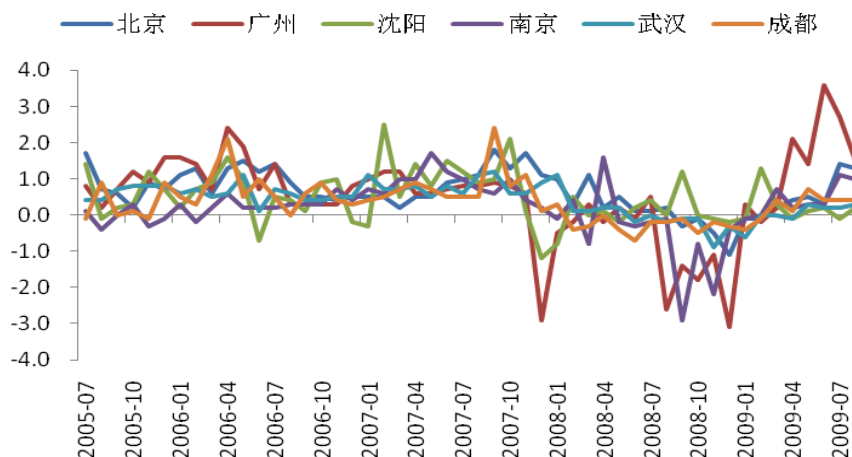
综合分析，短期内全国房价下行压力较小，但不排除个别城市因供求关系和个别企业因销售策略而出现的房价下跌的可能。

图 33：部分一线城市新建住宅价格同比（%）



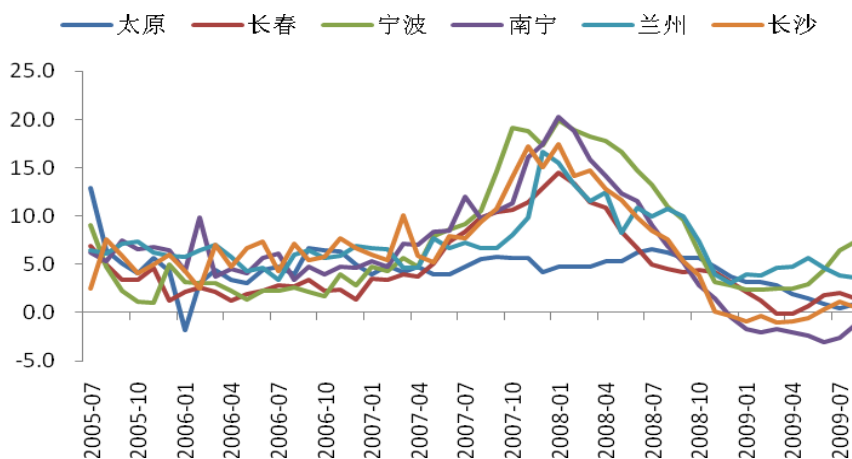
数据来源：国家统计局、山西证券研究所

图 34: 部分一线城市新建住宅价格环比 (%)



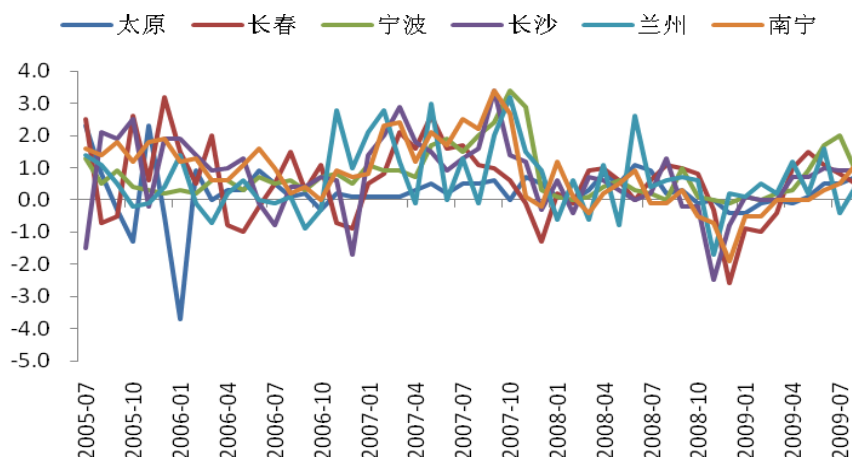
数据来源: 国家统计局、山西证券研究所

图 35: 部分二线城市新建住宅价格同比 (%)



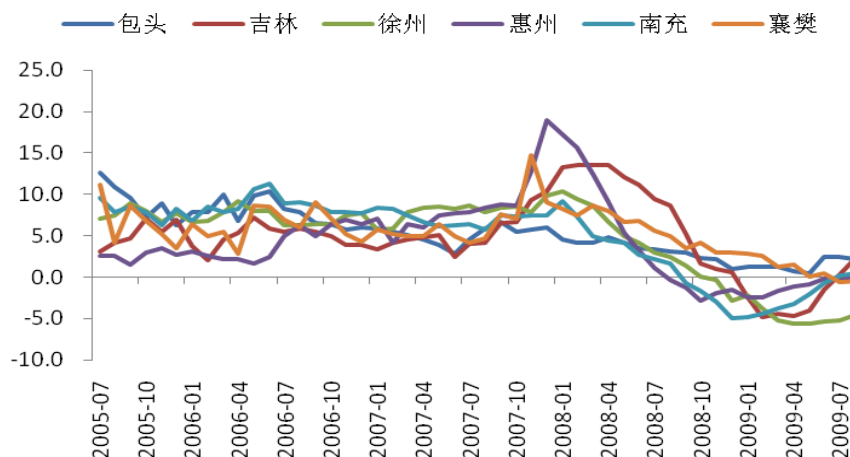
数据来源: 国家统计局、山西证券研究所

图 36: 部分二线城市新建住宅价格环比 (%)



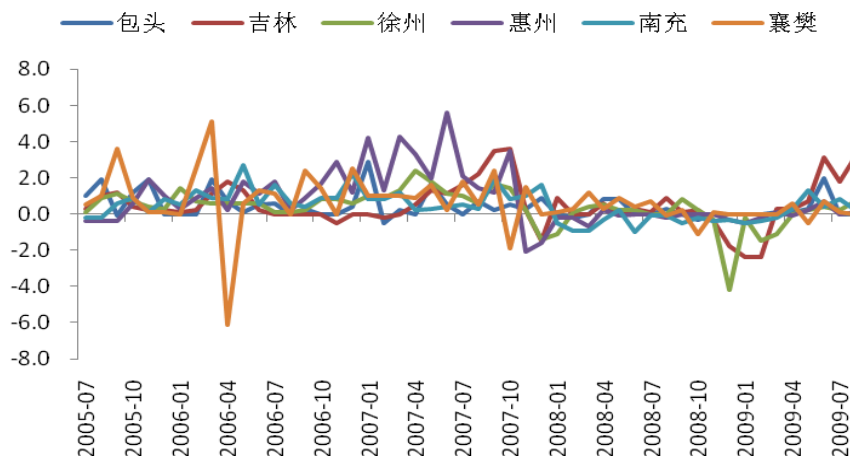
数据来源: 国家统计局、山西证券研究所

图 37：部分三线城市新建住宅价格同比（%）



数据来源：国家统计局、山西证券研究所

图 38：部分三线城市新建住宅价格环比（%）



数据来源：国家统计局、山西证券研究所

8. 投资策略：上调行业评级至“看好”判断，关注五类公司

基于四季度行业政策不会发生较大变化和上市公司 2009 年业绩确定大幅增长的判断，在目前房地产板块深度调整的背景下，我们认为房地产行业买入的机会已经到来，将房地产行业评级由“中性”上调至“看好”。

公司选择遵循以下五条线索：

1、成长性高的龙头公司。鉴于大型公司较好的成长性以及在未来房地

产市场的整合中具有很强的优势，我们认为以央企为主的全国性龙头公司未来业绩将会保持高速增长，如：保利地产、招商地产。另外，随着中国城市化发展重心向二、三线城市转移，定位于这些城市的龙头公司也将会快速成长，如：荣盛发展。

2、具有长期投资价值、未来回报率保持稳定增长的公司。当公司规模的扩张到一定程度，像万科这样的公司在规模上将不可能继续快速扩张，而是通过不断提高自身的管理水平和研究水平来逐步提高股东回报率。

3、区域龙头公司。虽然扩张势头不如央企等全国性龙头公司迅猛，但凭借其在地方的综合优势，这些公司仍具有很强的竞争力。如：中华企业、首开股份、华发股份、云南城投、苏宁环球、中天城投。

4、概念性公司：创投类公司：中国宝安、张江高科；世博概念：陆家嘴、中华企业；海西概念：华发股份、世容兆业

5、可适当关注的商业地产公司。上海和北京作为全国最重要的两个经济中心，我们长期看好当地的龙头商业地产公司：陆家嘴、金融街。

表 15: 房地产行业覆盖公司盈利预测

名称	代码	当前评级	当前股价	市场表现			EPS				PE				PB	每股净资产 2009-6-30
			2009-10-9	周	月	6个月	2007A	2008A	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E		
开发类																
万科A	000002.SZ	增持	10.96	5%	-4%	31%	0.70	0.37	0.55	0.64	16	30	20	17	3.49	3.14
保利地产	600048.SH	买入	25.15	4%	1%	11%	1.30	0.91	1.23	1.76	19	28	20	14	5.29	4.75
金地集团	600383.SH	增持	13.62	6%	-6%	21%	1.31	0.50	0.69	1.07	10	27	20	13	3.15	4.32
招商地产	000024.SZ	买入	26.00	4%	-1%	17%	1.62	0.94	1.28	1.39	16	28	20	19	2.94	8.84
泛海建设	000046.SZ	中性	13.75	6%	-7%	27%	0.29	0.09	0.15	0.18	47	153	92	76	3.80	3.62
福星股份	000926.SZ	买入	7.91	0%	-9%	2%	0.60	0.47	0.55	0.64	13	17	14	12	1.51	5.24
新湖中宝	600208.SH	增持	10.62	0%	-12%	30%	0.24	0.30	0.43	0.57	44	35	25	19	6.28	1.69
云南城投	600239.SH	中性	24.14	4%	-8%	-9%	0.16	0.20	0.63	1.10	151	121	38	22	5.45	4.43
天房发展	600322.SH	中性	5.72	7%	-1%	12%	0.05	0.10	0.16	0.28	114	57	36	20	1.70	3.36
首开股份	600376.SH	增持	20.50	5%	-8%	43%	0.39	0.70	0.85	0.96	53	29	24	21	4.08	5.03
上实发展	600748.SH	中性	13.58	6%	-10%	16%	0.25	0.34	0.37	0.46	54	40	37	30	6.14	2.21
中华企业	600675.SH	增持	14.94	6%	-7%	32%	0.67	0.43	0.55	0.68	22	35	27	22	4.92	3.04
深振业A	000006.SZ	增持	10.36	6%	-7%	10%	0.50	0.30	0.50	0.52	21	35	21	20	2.85	3.63
北京城建	600266.SH	增持	16.96	4%	-5%	27%	0.36	0.43	0.63	0.90	47	39	27	19	3.44	4.93
栖霞建设	600533.SH	增持	6.10	5%	-4%	6%	0.85	0.19	0.27	0.41	7	32	23	15	2.50	2.44
苏宁环球	000718.SZ	增持	12.63	5%	0%	26%	0.44	0.40	0.47	0.72	29	32	27	18	9.79	1.29
荣盛发展	002146.SZ	增持	17.18	6%	1%	68%	0.71	0.46	0.69	0.88	24	37	25	20	6.09	2.82
华发股份	600325.SH	买入	17.96	5%	-3%	5%	1.15	0.80	0.94	1.11	16	23	19	16	3.12	5.75
平均值											39	44	29	22	4.25	
园区类																
金融街	000402.SZ	买入	11.80	5%	-2%	21%	0.68	0.43	0.53	0.71	17	27	22	17	1.97	5.99
陆家嘴	600663.SH	增持	23.86	5%	-2%	-4%	0.40	0.47	0.82	1.09	60	51	29	22	4.74	5.03
外高桥	600648.SH	中性	17.69	3%	17%	28%	0.01	0.24	0.30	0.41	1769	74	60	43	4.49	3.94
浦东金桥	600639.SH	中性	12.74	5%	-2%	-10%	0.24	0.33	0.37	0.53	52	39	35	24	3.34	3.81
中国国贸	600007.SH	增持	9.70	4%	2%	8%	0.29	0.35	0.24	0.33	33	28	41	30	2.31	4.20
张江高科	600895.SH	增持	13.55	4%	2%	-5%	0.31	0.38	0.46	0.77	44	36	30	17	3.93	3.45
苏州高新	600736.SH	中性	6.73	5%	1%	25%	0.48	0.23	0.19	0.30	14	29	36	23	2.35	2.86
平均值											37	40	36	25	3.31	
H股			(HKD)				(HKD)	(HKD)	(HKD)	(HKD)						
中国海外	688.HK	增持	17.74	6%	10%	35%	0.56	0.65	0.77	1.00	32	27	23	18	3.80	4.67
华润置地	1109.HK	中性	18.00	5%	13%	36%	0.40	0.47	0.65	0.88	45	38	28	20	2.51	7.17
上海置地	2337.HK	增持	2.37	8%	-12%	65%	0.29	0.04	0.15	0.17	8	59	16	14	1.13	2.09
绿城中国	3900.HK	增持	11.16	5%	-4%	195%	0.65	0.39	0.89	1.12	17	29	13	10	2.09	5.34
富力地产	2777.HK	增持	15.10	13%	-5%	35%	1.69	1.09	0.97	1.28	9	14	16	12	3.46	4.36
合生创展	754.HK	增持	14.02	9%	21%	134%	2.54	1.33	1.52	1.75	6	11	9	8	0.99	14.10
雅居乐	3383.HK	增持	10.10	13%	4%	90%	0.58	1.64	0.55	0.65	17	6	18	16	2.88	3.51
瑞安房产	272.HK	增持	4.56	5%	-10%	59%	0.55	0.60	0.24	0.28	8	8	19	16	1.18	3.86
世贸房产	813.HK	中性	14.68	12%	4%	102%	1.31	0.29	0.90	0.97	11	51	16	15	2.55	5.76
建业地产	832.HK	增持	2.25	9%	-6%	79%	0.08	0.37	0.39	0.48	28	6	6	5	1.53	1.47
远洋地产	3377.HK	中性	7.26	6%	-9%	36%	0.53	0.35	0.37	0.50	14	21	20	15	1.95	3.73
首创置业	2868.HK	买入	3.24	16%	-8%	98%	0.27	0.21	0.24	0.21	12	15	14	15	1.55	2.09
方兴地产	817.HK	增持	2.31	7%	-13%	14%	0.69	0.15	0.17	0.18	3	15	14	13	1.36	1.70
深圳控股	604.HK	增持	3.16	7%	-9%	44%	0.57	0.27	0.26	0.41	6	12	12	8	0.95	3.33
众安房产	672.HK	增持	3.08	0%	0%	146%	0.27	0.15	0.14	0.19	11	21	22	16	1.52	2.02
SOHO中国	410.HK	增持	4.36	5%	-4%	18%	0.49	0.09	0.43	0.63	9	48	10	7	1.62	2.70
碧桂园	2007.HK	中性	3.07	8%	-12%	26%	0.27	0.09	0.19	0.21	11	34	16	15	2.45	1.25
平均值											15	24	16	13	1.97	

数据来源: 山西证券研究所 (注: H股股价为10月8日数据)

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。