

房地产

李少明 首席分析师

010-66276931

lishaoming@cjis.cn

万丽

010-66276963

wanli1@cjis.cn

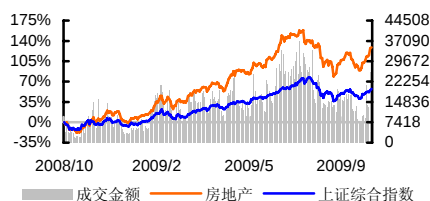
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	110
总市值(亿元)	12360
占 A 股比例(%)	3.55%
平均市盈率(倍)	153.35

行业表现

(%)	1M	3M	6M
房地产	9.61	-8.18	35.87
上证综合指数	4.11	-5.59	20.61



相关报告

《“金九银十”值得期待》20090827

《9 月成交环比回升, 10 月有望持续增长-主要城市房地产市场月报(2009-09)》

2009.10.16

房地产行业 2009 年 4 季度投资策略

看好

行业补库存阶段, 估值仍具吸引力

投资要点:

- 行业再次纳入增长通道, 企业盈利持续回升, 已无去库存风险, 41 家上市公司 1-9 月销售款是 08 年营业收入的 1.5 倍, 业绩锁定性强。
- 行业从去库存进入补库存阶段, 2010 年中供求基本平衡; 预计 4 季度房地产投资增速将提升 5 个百分点, 全年增速 22.5%。预计 2010 年投资增速 25%, 销售增速 5%。
- 出口回升缓慢、政府投资难以为继, 房地产仍是经济增长的动力, 政策环境稳定。
- 人民币升值预期提升房地产资产价值, 4 季度销售、投资数据持续向好, 板块估值有望继续提升, 维持行业“看好”评级。

投资建议:

- 在行业增长平稳, 蛋糕一定的背景下, 精选个股是关键, 选择布局、开发、资源、销售周转等优势公司。(1) 开发销售优势: 万科 A、保利地产、招商地产、苏宁环球、中华企业、冠城大通、首开股份、金融街;(2)、区域资源优势: 保利地产、招商地产、泛海建设、苏宁环球、上实发展、大龙地产、华发股份、首开股份、世茂股份。
- 在人民币升值预期加强的背景下, 应选择资产质量好, 资产含金量高的公司。重估值高的公司: 泛海建设(22)、胜利股份(11.2)、上实发展(15.6)、苏宁环球(14.3)、金融街(15)、世茂股份(16)、招商地产(26)、首开股份(16)、大龙地产(17.4)、保利地产(17.7)等品种适当配置。注: 括号内为重估值。

风险提示:

注意国内外经济增长、居民收入、行业复苏、企业盈利改善低于预期、政策调控超出预期等的风险。

	P	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	RNAV	P/RNAV	投资评级
万科 A	12.41	0.37	0.5	0.65	34	25	19	6.0	2.07	强烈推荐
保利地产	27.87	0.64	0.96	1.4	44	29	20	17.7	1.57	强烈推荐
招商地产	30.11	0.71	1.06	1.43	42	28	21	26.0	1.16	强烈推荐
泛海建设	16.01	0.09	0.18	0.61	178	89	26	22.0	0.73	强烈推荐
苏宁环球	15.27	0.31	0.58	0.94	49	26	16	14.30	1.07	强烈推荐
冠城大通	15.15	0.28	0.68	1.05	54	22	14	13.7	1.11	强烈推荐
上实发展	17.38	0.34	0.44	0.57	51	40	30	15.6	1.11	强烈推荐
胜利股份	8.36	0.41	0.48	0.72	20	17	12	11.2-13.4	0.75	强烈推荐
金融街	13.18	0.42	0.52	0.71	31	25	19	15.0	0.88	强烈推荐
世茂股份	15.93	0.05	0.34	1.02	319	47	16	16.0	1.00	强烈推荐
大龙地产	19.42	0.01	0.6	1	1942	32	19	17.4	1.12	强烈推荐
华发股份	22.98	0.8	1.2	1.55	29	19	15	17.7	1.30	强烈推荐
首开股份	19.49	0.5	0.75	1.02	39	26	19	16.0	1.22	强烈推荐
中华企业	17.68	0.43	0.66	0.81	41	27	22	13.3	1.33	强烈推荐
沙河股份	16.1	0.22	0.8	1.2	73	20	13	10.6	1.52	强烈推荐

目 录

一、4Q 成交量将好于 3Q，行业补库存阶段.....	5
1.1 1-9 月住宅销售金额是 08 年的 1.18 倍.....	5
1.2 09 年 7-9 月主要城市新盘供应减少.....	5
1.2.1 一线城市供给不足制约成交量释放.....	5
1.2.2 二线城市住房消费高速发展，消费量的上涨足以弥补一线城市的不足.....	8
1.3 4 季度成交量将超 3 季度.....	9
1.3.1 4 季度全国成交量有望再度释放，销量可能可能超过 3 季度.....	9
1.3.2 10 月成交放量如约而至.....	10
1.4 行业正处补库存状态，2010 年中期供需基本平衡.....	10
二、销售高增长，盈利增长确定.....	13
2.1 预收账款大幅增长.....	13
2.2 41 多家公司 1-9 月销售款是 08 年营业收入的 1.46 倍.....	13
2.3 毛利率和净利润率持续提升.....	15
2.4 资金充裕无负债风险，净负债率创 05 年来的新低.....	16
四、从经济增长的角度判断行业政策环境宽松.....	17
五、09、10 年的投资增速预计为 22.5%、25%.....	18
六、人民币有升值预期提升房地产价值.....	20
七、结论与投资建议.....	20

图 表

图 1: 商品房销售数据累计同比增速	5
图 2: 商品房销售数据单月同比增速	5
图 3: 住宅销售数据累计同比增速	5
图 4: 住宅销售数据单月同比增速	5
图 5: 5-8 月成交面积环比变动情况	6
图 6: 主要城市可售量去化时间	6
图 7: 广州批准预售面积	6
图 8: 深圳批准上市面积	6
图 9: 北京批准上市面积	7
图 10: 杭州批准上市面积	7
图 11: 北京批售比	7
图 12: 杭州批售比	7
图 13: 广州批售比	7
图 14: 深圳批售比	7
图 15: 9 月二线城市成交量好于一线城市	8
图 16: 9 月前三周重点城市成交面积	8
图 17: 6-9 月主要城市成交面积情况	8
图 18: 6-9 月主要城市成交价格情况	8
图 19: 北京开盘项目建筑面积统计	9
图 20: 上海开盘项目建筑面积统计	9
图 21: 杭州开盘项目建筑面积统计	9
图 22: 深圳开盘项目建筑面积统计	9
图 23: 近四周主要城市成交量情况	10
图 24: 近四周主要城市成交价格情况	10
图 25: 一线城市住宅可售套数维持低水平	12
图 26: 房地产投资累计同比增速	12
图 27: 房地产投资单月同比增速	12
图 28: 商品房开工建设指标累计同比增速	12
图 29: 商品房开工建设指标单月同比增速	12
图 30: 2005-2009 年上半年房地产行业上市公司经营情况	13
图 31: 行业季末预收账款	13
图 32: 行业季末预收账款变动额	13
图 33: 2005-2009 年上半年房地产行业上市公司盈利指标	15
图 34: 2005 年-2009 年 6 月末房地产行业上市公司负债水平	16
图 35: 房地产开发资金来源单月同比增速	16
图 36: 国内贷款单月同比增速	16
图 37: 自筹资金单月同比增速	16
图 38: 定金和预收款单月同比增速	16
图 39: GDP 增速与投资增速	18
图 40: GDP 增速与投资增速	18
图 41: GDP 增长率分解	18
图 42: 房地产投资占城镇固定资产投资比重	18
图 43: 房地产投资累计同比增速	18
图 44: 房地产投资单月同比增速	18

图 45: 09 年初开始外汇流入加速	20
表 1: 主要城市施工销售比	11
表 2: 主要城市施工销售比	11
表 3: 房地产主要上市公司 09.1-9 月销售款情况	14
表 4: 2009 年销售预测	19
表 5: 2009-2010 年销售与投资增速预测	19
表 6: 中投证券房地产行业重点推荐公司	21

一、4Q 成交量将好于 3Q，行业补库存阶段

1.1 1-9 月住宅销售金额是 08 年的 1.18 倍

1-9 月全国住宅销售面积为 5.3657 亿平米，住宅销售金额 2.4265 万亿元，同比分别增长 46.4%和 78.2%。1-9 月的住宅销售面积是 08 年全年的 96%，住宅销售金额是 08 年全年的 119%，住宅销售金额已超过 08 年全年水平，住宅市场整体呈现量价齐升的格局。

图 1：商品房销售数据累计同比增速

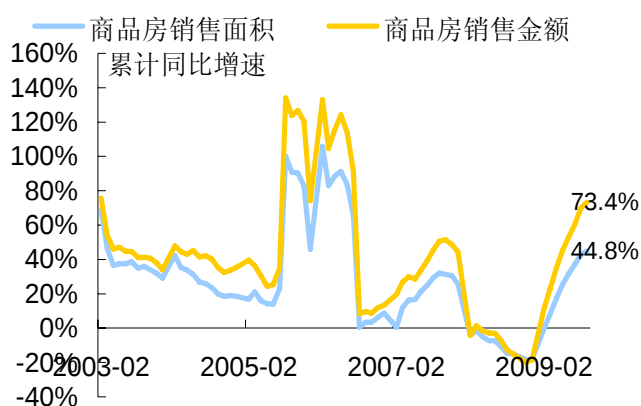


图 2：商品房销售数据单月同比增速

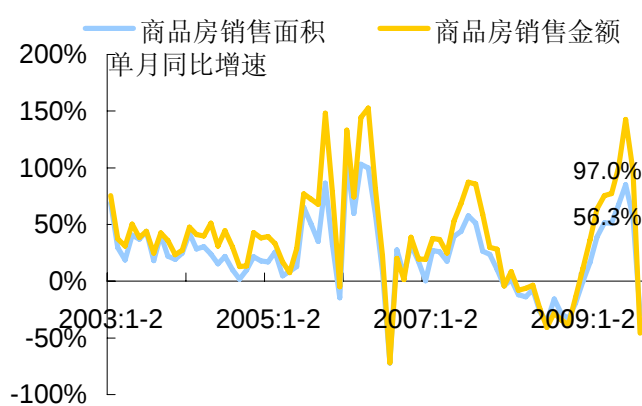


图 3：住宅销售数据累计同比增速

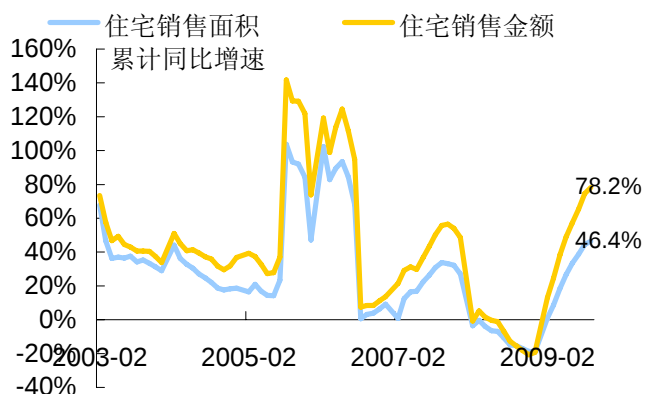
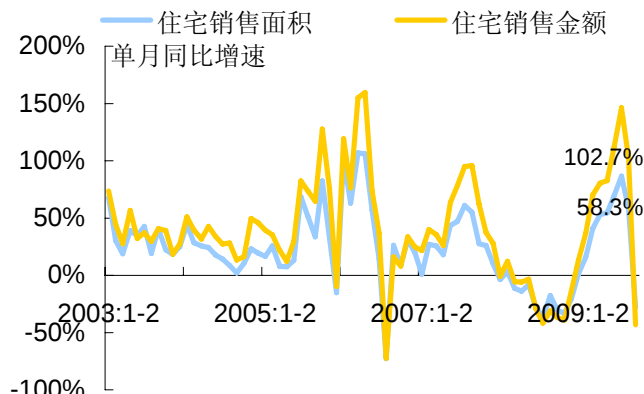


图 4：住宅销售数据单月同比增速



数据来源：wind，国家统计局，中投证券研究所

1.2 09 年 7-9 月主要城市新盘供应减少

1.2.1 一线城市供给不足制约成交量释放

7、8 月份，主要城市成交量普遍小幅回落，我们认为影响 7、8 月份成交量下降的主要原因是上半年需求量集中释放的背景下，进入 7、8 月份传统的销售淡季，同时供盘量处于空挡期，供应不足等带来的房价上涨对需求也有一定抑制作用。

图 5: 5-8 月成交面积环比变动情况

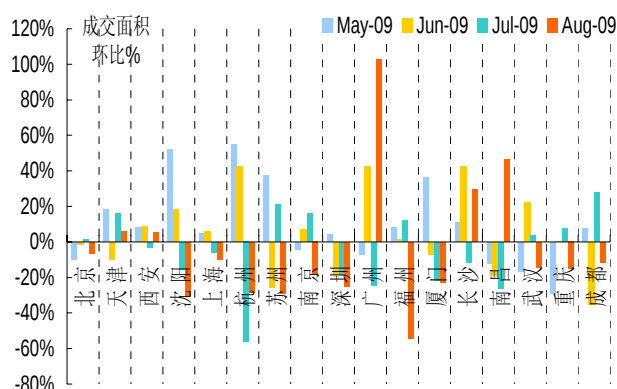
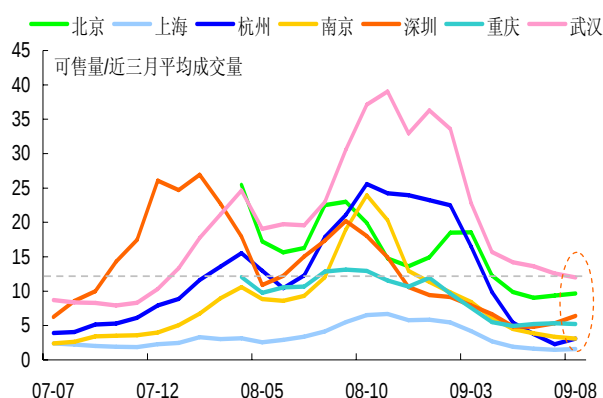


图 6: 主要城市可售量去化时间



数据来源: wind, 中投证券研究所, 广州 8 月数据与交易系统升级集中登记备案有关。

自 09 年 3 月以来, 主要城市经历了快速去库存化阶段, 09 年中期开始进入补库存阶段。

从成交面积与批准上市面积之比来看, 广州、北京、杭州 09 年各月该比例大都超过 1, 而且呈显著上升趋势, 深圳的批售比波动较大, 但 09 年各月均超过 1, 主要城市房地产市场呈供不应求态势, 而且近两月更为显著, 供给方面有限是 7、8 月份成交量回落的重要原因。

根据 9 月份的销售数据, 根据主要城市 7-9 月的平均销售量来计算, 可售量消化理想, 可售量不足半年: 上海(1.8 个月)、杭州 (4.6 个月)、南京 (3.3 个月)、深圳 (9.5 个月)、重庆 (5.1 个月)、北京 (10 个月)、武汉 (12.2 个月)、厦门 (8.5 个月)。

从主要城市近几月去库存化一直处于近年的低水平的情况来, 市场成交量小幅下降的主要原因是供应不足所致, 而非市场需求不足所致。

图 7: 广州批准预售面积 (万平)

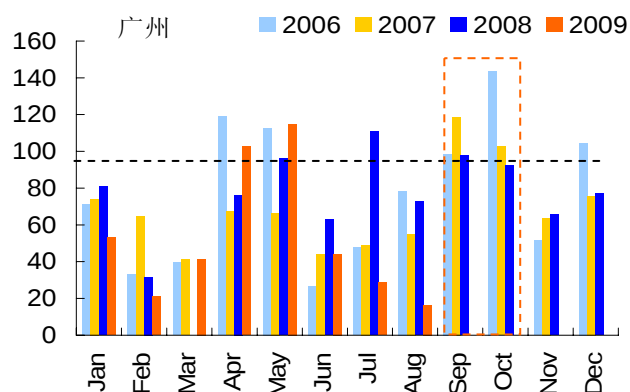
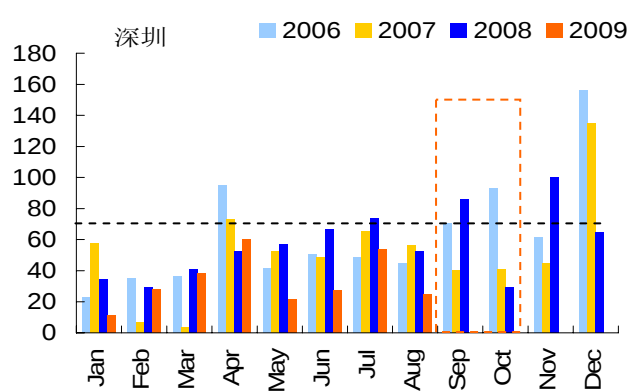


图 8: 深圳批准上市面积 (万平)



数据来源: 中国指数研究院, 中投证券研究所

图 9: 北京批准上市面积 (万平)

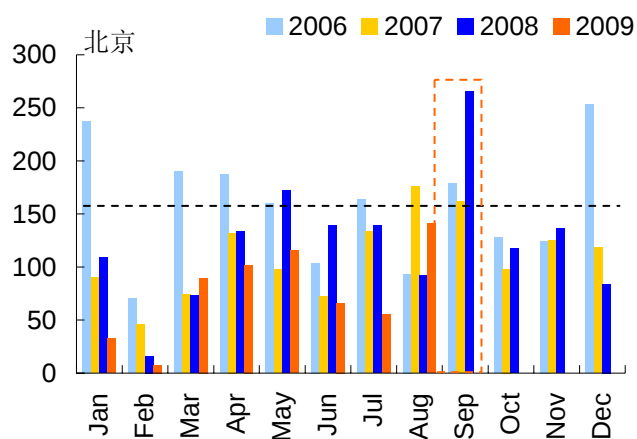
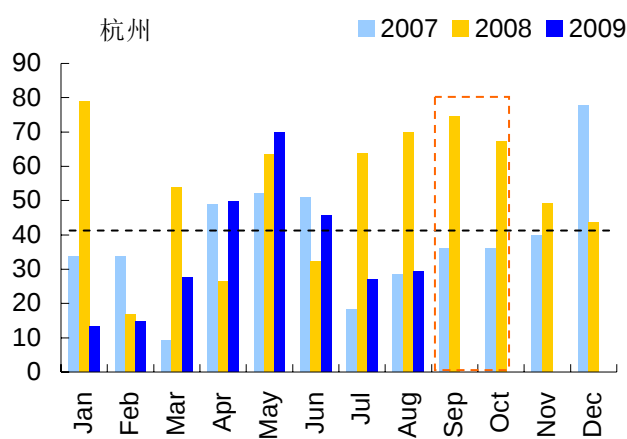


图 10: 杭州批准上市面积 (万平)



数据来源: 中国指数研究院, 中投证券研究所

图 11: 北京批售比

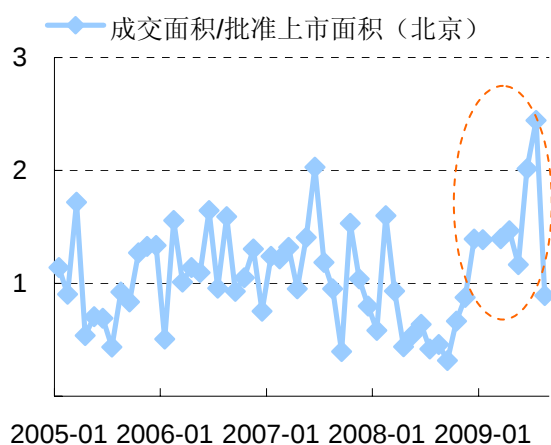
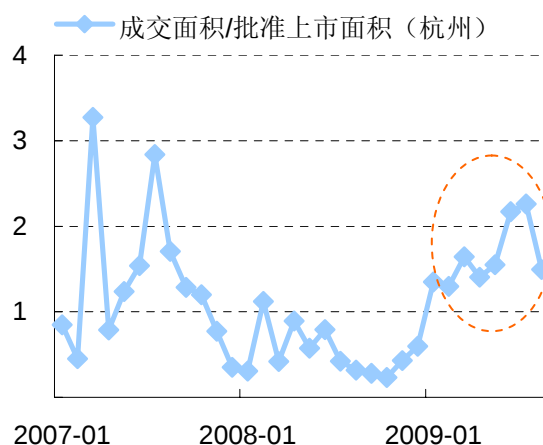


图 12: 杭州批售比



数据来源: 中国指数研究院, 中投证券研究所

图 13: 广州批售比

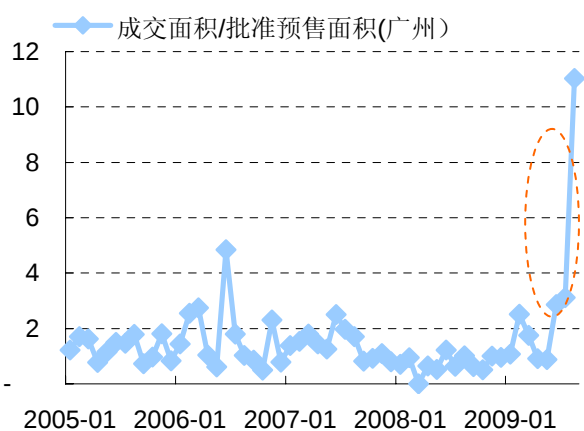
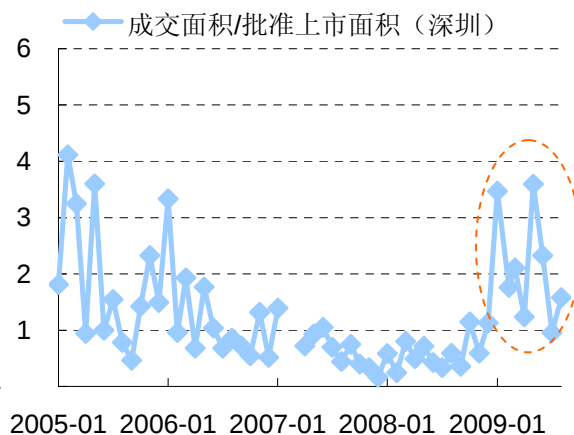


图 14: 深圳批售比



数据来源: 中国指数研究院, 中投证券研究所

1.2.2 二线城市住房消费高速发展，消费量的上涨足以弥补一线城市的不足

9月一线城市受供给限制推盘不足以及节日因素，成交量小幅下降。二线城市成交量好于一线城市，环比小幅增长。9月份可比的18个城市成交面积环比升7.2%，其中一线城市（京、沪、杭、深）环比降7.6%，其他城市环比增长13%。沈阳房交会成交创07年10月以来的新高。主要城市成交均价仍呈上升趋势，深圳9月别墅成交占比高，均价创06年以来的新高。预计一线城市10月成交量将随开盘量增加而大幅上升。

一线城市土地供应逐年下降，住宅成交量也呈下降趋势，09年因释放了08年被压抑的需求而例外。随着一线城市可开发用地的减少，今后其新盘供应量也难以有大的突破。因此，建议大家不要过分关注一线城市的成交量并以其来判断行业的发展趋势。

相对于一线城市，二线城市近年城市化加速，住房消费高速发展，重庆、沈阳等城市成交量已晋升全国全列，其他省会城市的成交量也逐年增加，二线城市消费量的增长足以弥补一线城市成交量萎缩带来的影响。

图 15: 9月二线城市成交量好于一线城市

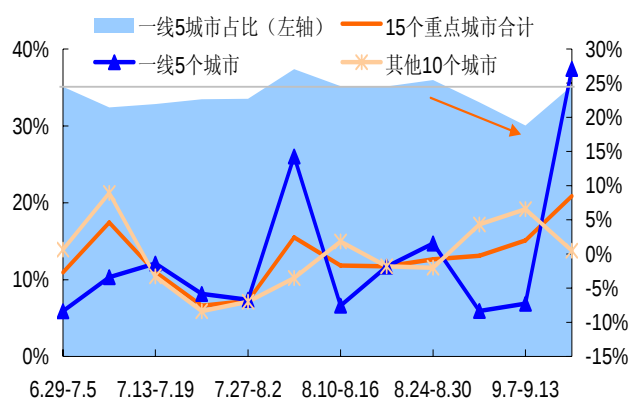
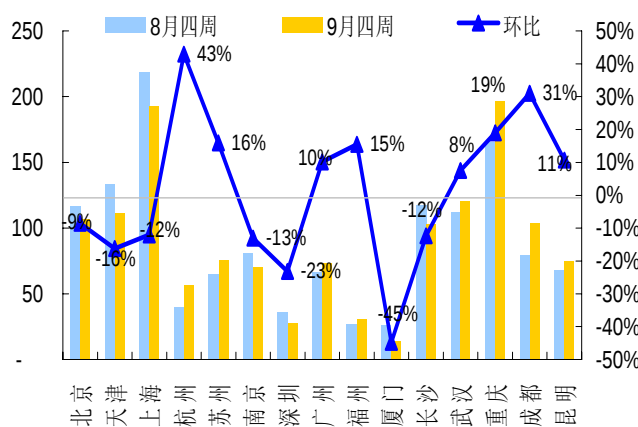


图 16: 9月前三周重点城市成交面积



数据来源：中国指数研究院，中投证券研究所

图 17: 6-9月主要城市成交面积情况

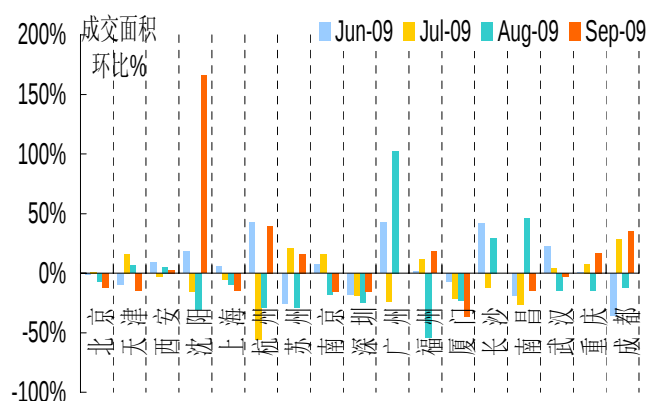
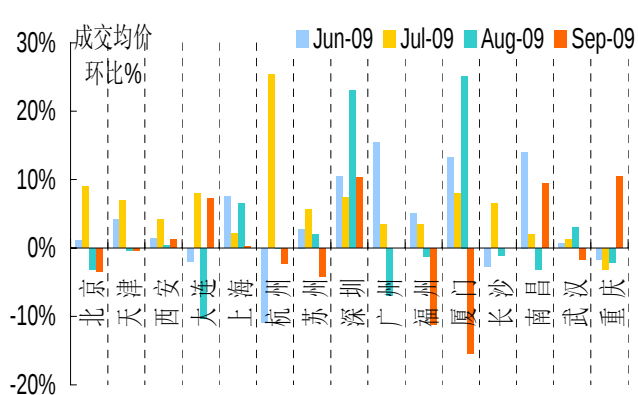


图 18: 6-9月主要城市成交价格情况



数据来源：中国指数研究院，中投证券研究所

1.3 4 季度成交量将超 3 季度

1.3.1 4 季度全国成交量有望再度释放，销量可能可能超过 3 季度

国庆期间万科新推楼盘认购金额超过 20 亿元，销售率从 7、8 月份的 60% 提升至 70%，行业龙头老大万科的销售情况表明，前期局部城市交易量下滑的主因是新盘供应不足。目前市场已度过了 7-9 月新盘供应较少的空挡期。进入 4 季度，主流上市公司、全国主要城市在 09 年上半年加快开发的新盘陆续上市将弥补部分市场供应的不足，预计 4 季度的成交量将再度释放，较 3 季度将有较大的提升。

一线城市大量新盘集中在 10 月份上市成交释放，缓解供不应求的态势，从而带动成交回升。相对于二线城市，一线城市由于今年土地供应不足，未来一段时间新盘供应仍将不足，在较高房价背景下，成交量难以大幅回升，房价上涨动力有限。

二线城市正处于快速城市化过程，需求仍然旺盛，土地供应较充分，09 年来，房价上涨幅度远小于一线城市，有利于成交量持续释放。我们预计二线城市成交量在价格温和上涨背景下仍将持续增长，弥补一线城市成交量下降的不足。4 季度成交向好值得期待。

图 19: 北京开盘项目建筑面积统计 (万平)

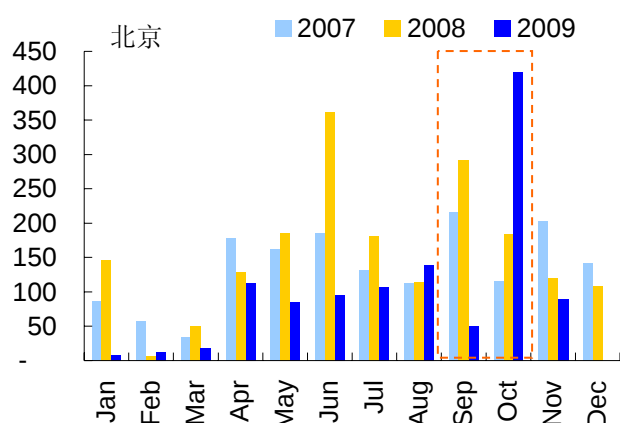


图 20: 上海开盘项目建筑面积统计 (万平)

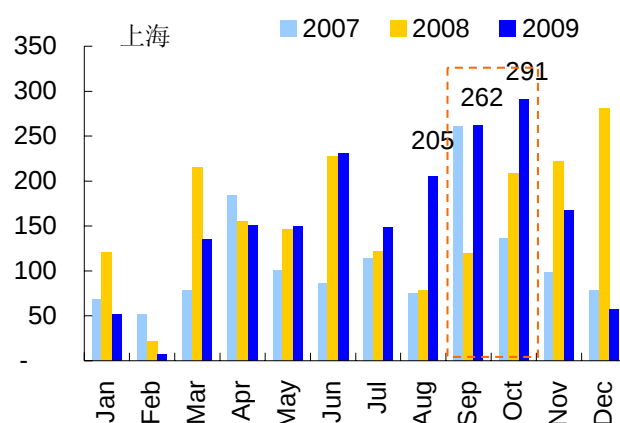


图 21: 杭州开盘项目建筑面积统计 (万平)

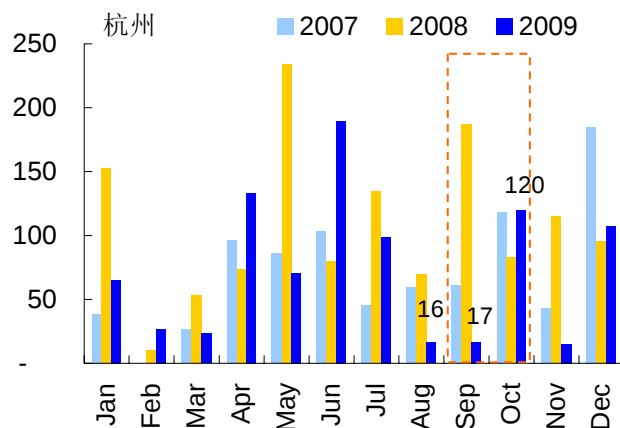
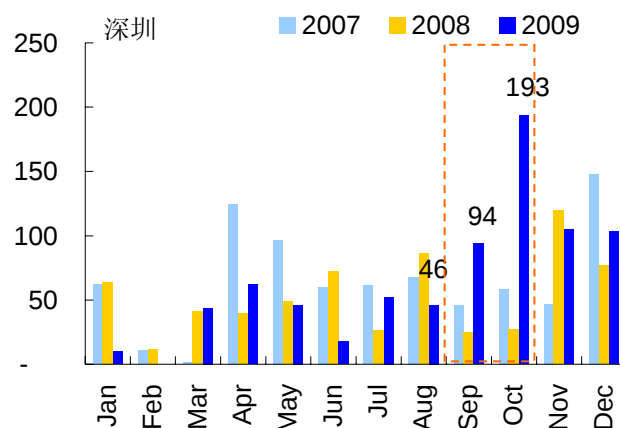


图 22: 深圳开盘项目建筑面积统计 (万平)



数据来源：CRIC，中国指数研究院，中投证券研究所，注：月末开盘项目建面计算到下个月。

1.3.2 10月成交放量如约而至

9.28-10.4期间，由于受国庆长假影响，交易数据备案滞后，主要城市成交量环比跌幅较大，4个城市成交面积环比上升：包头（9%）、深圳（46%）、广州（13%）和长沙（17%）。

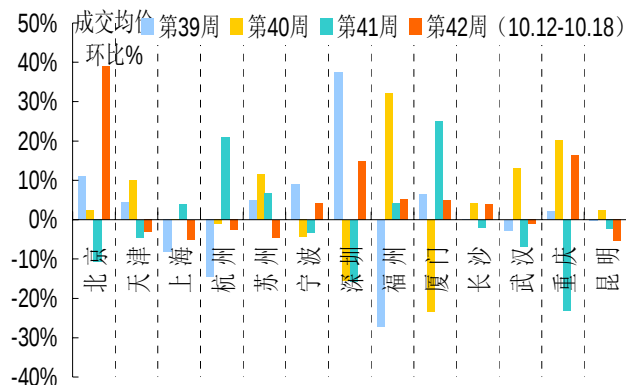
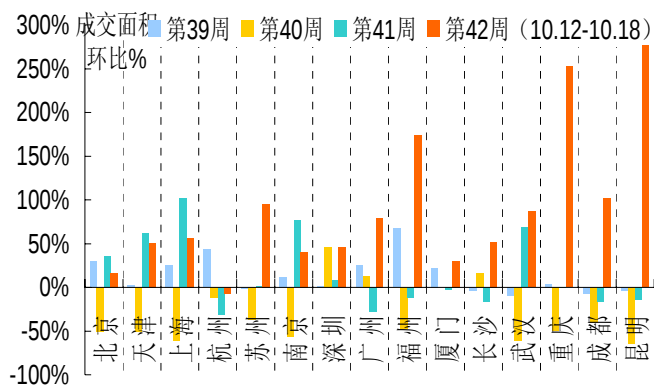
10.5-10.11期间，由于节后集中备案登记，成交环比回升：可比的23个城市成交面积环比上升8.2%，其中京、沪、杭、深、穗5个一线城市成交面积合计环比上升17.6%，其他城市合计环比上升4.6%。

10.12-10.18期间，楼市成交井喷。23个城市中仅有杭州由于缺乏新盘供应，成交面积环比下降7%，其余城市均环比上涨，其中有17个城市成交面积环比增幅超过50%；23个城市成交面积总计环比增长83.7%，其中5个一线城市环比增长44%，其余二线城市环比增长101%。主要城市成交均价较为稳定。华东区环比有小幅下降；北京、上海和杭州可售套数有小幅上升，但仍处低位水平。

近期主要城市成交数据超市场预期，符合我们此前对国庆后推盘量增加成交量将持续释放、银九金十的判断。再次证明市场前期成交小幅下降主因是推盘不足造成的，而非需求不足的问题，如北京部分楼盘出现求供比几十倍的情况（首城国际等）。4季度推盘量较3季度有较大幅度的增加，预计4季度销售数据将好于3季度。

图 23：近四周主要城市成交量情况

图 24：近四周主要城市成交价格情况



数据来源：中国指数研究院，中投证券研究所

1.4 行业正处补库存状态，2010年中期供需基本平衡

以施工销售比来衡量库存，大部分城市09年1-8月的库存（施工销售比）低于08年同期，一线城市的库存处于历史最低水平。

行业投资增速从07年6月的33.5%降至09年2月的1%，在07-08年期间投资大幅压缩的同时，09年较充分释放08年被压制的需求，致使当前主要城市甚至全国的库存接近06-07年间市场最旺盛时期的低库存，一线城市和部

分二线城市的施工销售比甚至低于 06、07 年的水平。一线城市由于土地供应持续不足其市场供应偏紧的局面在短期内甚至在较长时间都难以改善。

从行业新开工增速的情况来判断,新开开工增速由负转正进入补库存阶段从 09 年的 6 月开始,就是在 09 年初资金回笼最迅速的一二线龙头公司的补库存的时间也大多从 09 年中期左右开始。由此判断,本轮新增供应量最早到来较集中的时间估计在 09 年底 2010 年初,而大量供应量的集中释放预计要到 2010 年中期,这时市场供需才进入均衡状态。

表 1: 主要城市施工销售比

	住宅 施工销售比	商品房 施工销售比		住宅 施工销售比	商品房 施工销售比
2001:1-8	6.5	7.5	2001	3.2	3.7
2002:1-8	6.5	7.5	2002	3.3	3.7
2003:1-8	6.1	7.0	2003	3.2	3.6
2004:1-8	6.2	7.1	2004	3.2	3.7
2005:1-8	3.6	4.2	2005	2.6	2.9
2006:1-8	4.3	4.9	2006	2.8	3.2
2007:1-8	4.0	4.7	2007	2.7	3.1
2008:1-8	5.8	6.7	2008	3.9	4.4
2009:1-8	4.5	5.3	2009E	3	3.4

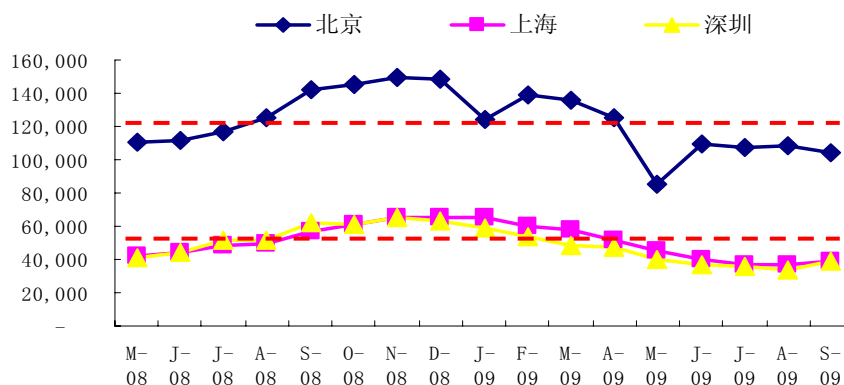
数据来源: wind, 中投证券研究所

表 2: 主要城市施工销售比

	北京	天津	青岛	大连	西安	上海	杭州	苏州
2001:1-8	8.8					5.1		
2002:1-8	9.9					5.0		
2003:1-8	7.6	4.0				5.2		
2004:1-8	6.1	3.8				5.4		
2005:1-8	4.4	3.5				5.8	11.6	
2006:1-8	4.1	2.7				4.4	9.3	
2007:1-8	5.0	3.1	4.9	4.3		3.2	6.1	4.5
2008:1-8	10.6	4.9	6.2	8.3	6.5	4.5	8.0	8.3
2009:1-8	4.1	4.1	4.6	4.6	6.0	2.9	4.0	4.3
	南京	武汉	长沙	南昌	深圳	广州	厦门	重庆
2001:1-8								8.0
2002:1-8								8.3
2003:1-8		5.7			12.1	7.1		7.5
2004:1-8		5.0			8.0	7.7		7.9
2005:1-8		5.4			6.4	12.2		4.6
2006:1-8		3.7			4.5	5.4		5.6
2007:1-8	4.0	3.4	4.0		4.8	4.8		3.7
2008:1-8	7.7	5.7	6.2		11.5	7.1		5.3
2009:1-8	4.6	5.0	4.9	4.0	3.7	4.0	6.6	4.1

数据来源: wind, 中投证券研究所

图 25: 一线城市住宅可售套数维持低水平



数据来源: wind, 中投证券研究所

图 26: 房地产投资累计同比增速

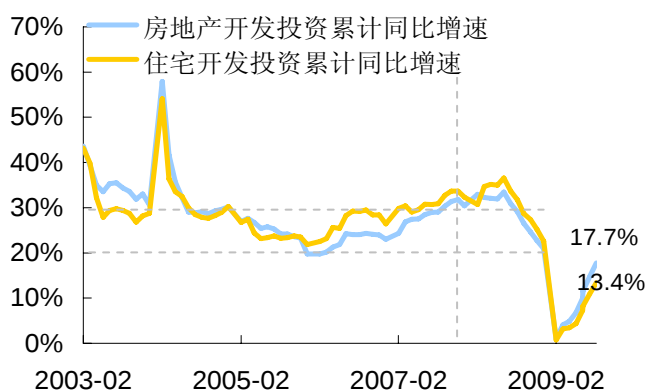


图 27: 房地产投资单月同比增速

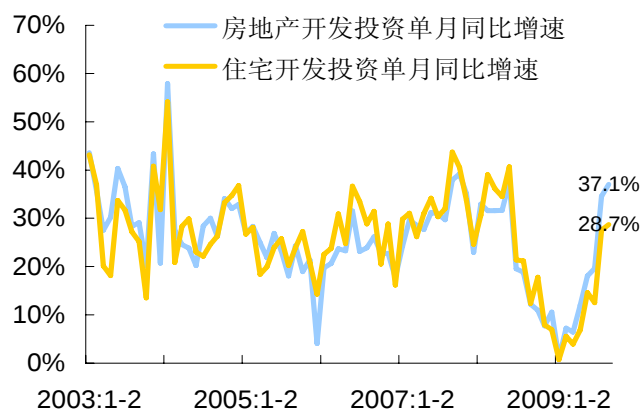


图 28: 商品房开工建设指标累计同比增速

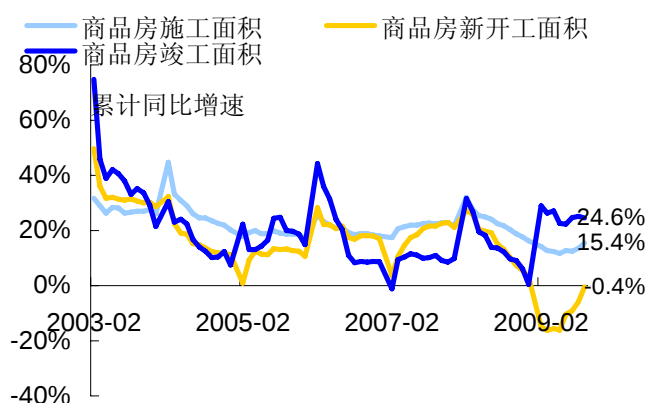
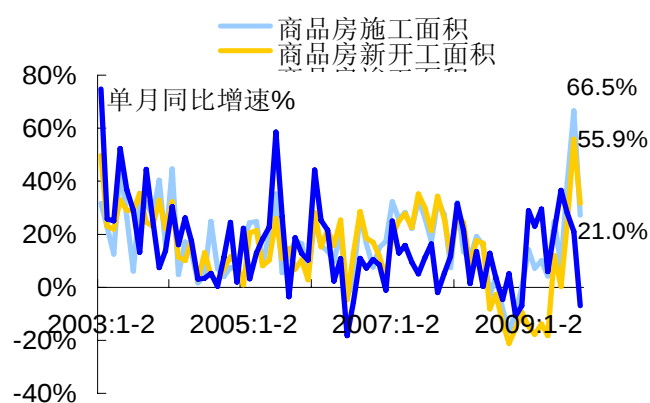


图 29: 商品房开工建设指标单月同比增速



数据来源: wind, 中投证券研究所

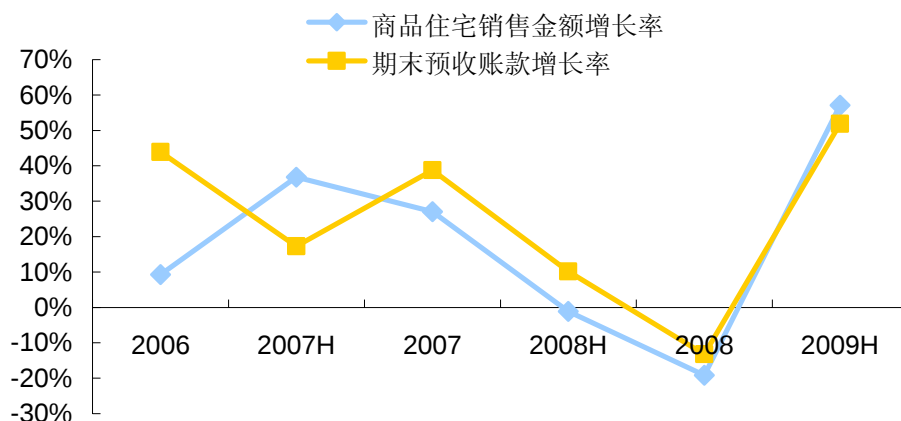
二、销售高增长，盈利增长确定

2.1 预收账款大幅增长

上市公司的预收账款的变动能够及时、准确地反映房地产销售市场的变化情况，因结算之后的特点，反映到营业收入和净利润上一般会有半年左右的时滞。截至 2009 年中期末，中投房地产行业 92 家上市公司的预收账款较 08 年末大幅提升 52%，上市公司的业绩锁定性增强。92 家上市公司中有 39 家公司该比例超过 50%，超过 100% 的有 18 家。

预收账款的显著增长预示着未来结转规模增长迅速，并将陆续在 3 季报和年报中有更显著的体现。

图 30：2005-2009 年上半年房地产行业上市公司经营情况



数据来源：wind，中投证券研究所

图 31：行业季末预收账款

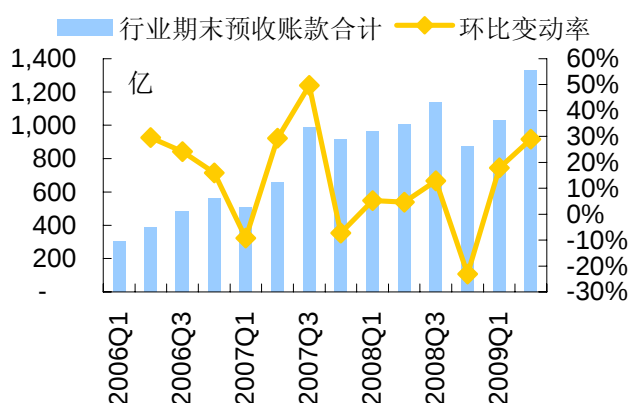
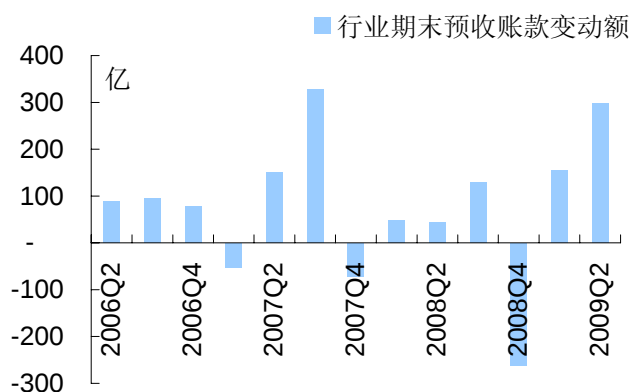


图 32：行业季末预收账款变动额



数据来源：wind，中投证券研究所

2.2 41 多家公司 1-9 月销售款是 08 年营业收入的 1.46 倍

据我们不完全统计（覆盖城市 38 个），41 家上市公司 1-9 月销售签约款是 08 年年度营业收入的 1.46 倍（见下表），说明大部分优质房地产上市公司

09 年的业绩已完全锁定，业绩增长有保障，并为 2010 年的业绩打下了一定的基础。

根据我们对下表 41 个上市公司的销售跟踪，1-9 月，41 家上市公司签约销售金额为 2129 亿元，是它们 08 年年底预收账款的 2.9 倍、09 年中期预收账款的 1.82 倍、08 年年度营业收入的 1.46 倍和 09 年中期营业收入的 3.18 倍。

41 家公司中，1-9 月签约销售款数倍于 09 年 08 年营业收入的公司是，中粮地、亿城、华侨城、冠城、招地、沙河、合肥城建、海泰、天地源、华业地产、保利、栖霞建设、莱茵置业、天保基建、阳光股份、滨江、上实发展、中华企业、阳光城、首开、金地、新湖中宝、中江、中国武夷、苏州高新、苏宁环球、北京城建、泛海、金融街、天房等。

我们重点推荐的冠城、招地、沙河、保利、苏宁环球、中华企业、首开、万科、金融街等等公司具有较强的业绩锁定性。

表 3: 房地产主要上市公司 09.1-9 月销售款情况 单位: 亿元

	09.1-9 月签约 销售款	08 年预 收账款	09 中期预 收账款	08 年营 业收入	09 年中营 业收入	与 08 年预 收账款比	与 09 年中预 收账款比	与 08 年营 业收入比	与 09 年中营 业收入比
合计	2129.76	734.68	1168.03	1454.12	669.01	2.90	1.82	1.46	3.18
万科	461.50	239.46	299.80	409.92	218.09	1.93	1.54	1.13	2.12
保利	323.35	97.99	185.40	155.20	82.91	3.30	1.74	2.08	3.90
金地	149.60	53.81	100.91	97.62	34.93	2.78	1.48	1.53	4.28
招商	106.00	27.31	65.21	35.73	28.76	3.88	1.63	2.97	3.69
华侨城	105.47	2.75	12.21	34.91	13.05	38.31	8.64	3.02	8.08
首开	86.00	36.32	44.56	58.40	15.17	2.37	1.93	1.47	5.67
金融街	65.51	3.48	9.04	55.95	15.04	18.84	7.25	1.17	4.35
中粮地	60.42	0.55	5.84	10.87	2.48	110.80	10.36	5.56	24.40
中华企业	60.25	6.79	8.27	36.12	16.79	8.87	7.28	1.67	3.59
新湖中宝	52.00	11.56	20.62	35.05	18.28	4.50	2.52	1.48	2.84
冠城	44.98	0.82	20.26	16.00	7.50	54.74	2.22	2.81	6.00
滨江	42.28	42.60	75.51	23.26	1.99	0.99	0.56	1.82	21.22
亿城	41.06	7.59	19.64	10.47	8.47	5.41	2.09	3.92	4.85
苏州高新	40.45	5.67	10.61	30.57	8.62	7.14	3.81	1.32	4.69
万通	38.76	10.65	21.07	48.41	6.07	3.64	1.84	0.80	6.38
北辰	33.69	46.47	36.61	41.81	31.17	0.73	0.92	0.81	1.08
栖霞建设	33.04	2.09	7.74	15.92	9.08	15.84	4.27	2.08	3.64
北京城建	32.58	11.58	21.79	24.40	8.95	2.81	1.50	1.34	3.64
苏宁环球	30.60	18.79	22.86	22.86	12.85	1.63	1.34	1.34	2.38
天地源	30.53	9.28	15.11	14.49	4.85	3.29	2.02	2.11	6.29
阳光股份	29.53	3.97	13.12	15.14	7.28	7.44	2.25	1.95	4.05
上实发展	28.00	2.51	2.61	20.11	11.61	11.14	10.74	1.39	2.41
中国武夷	22.80	4.22	12.46	16.10	10.55	5.40	1.83	1.42	2.16
泛海	18.44	0.33	3.43	14.20	7.15	55.51	5.38	1.30	2.58
莱茵置业	17.53	5.21	9.35	8.62	2.58	3.36	1.88	2.03	6.78
天房	17.27	2.13	5.88	15.05	4.80	8.09	2.94	1.15	3.60

深宝安	16.72	8.03	10.57	28.92	17.60	2.08	1.58	0.58	0.95
海泰	14.87	1.40	0.02	6.91	4.08	10.60	636.04	2.15	3.64
阳光城	13.47	1.53	7.45	8.40	3.82	8.82	1.81	1.60	3.53
万业	13.18	1.72	7.37	13.92	6.17	7.66	1.79	0.95	2.14
荣盛发展	13.04	10.10	18.28	20.29	14.12	1.29	0.71	0.64	0.92
浙江广厦	11.81	36.11	36.51	33.94	8.38	0.33	0.32	0.35	1.41
华业地产	11.21	1.23	5.03	5.33	2.04	9.11	2.23	2.10	5.50
深振业	10.60	0.82	6.34	10.22	4.79	12.91	1.67	1.04	2.21
名流置业	10.50	0.15	0.32	10.30	2.34	69.25	32.61	1.02	4.48
津滨发展	10.30	1.85	3.97	12.60	4.57	5.57	2.60	0.82	2.26
合肥城建	9.27	2.85	4.02	4.26	2.01	3.26	2.31	2.18	4.61
沙河	7.30	0.21	0.54	3.12	3.24	34.07	13.49	2.34	2.25
天保基建	6.00	1.29	2.80	3.03	1.43	4.65	2.15	1.98	4.20
华远地产	5.26	12.06	10.49	22.56	4.85	0.44	0.50	0.23	1.09
中江	4.60	1.38	4.44	3.14	0.55	3.33	1.04	1.46	8.38

备注：1、因各地方政府更新数据周期不一，所统计的数据时间点存在不一，此外，上表覆盖的城市为 38 个一二线城市及部分三线城市。

2、万科、保利、金地数据按上市公司披露的 1-9 月份的销售数据；招商统计到 09 年 9 月初；新湖中宝统计到 09 年 8 月底；北京城建存在统计到兄弟公司的项目的可能；滨江、莱茵置业、名流置业、荣盛发展、中江等公司存在三线城市未统计到的可能；沙河-河南新乡楼盘数据未统计。冠城的营业收入扣除了漆包线业务收入。

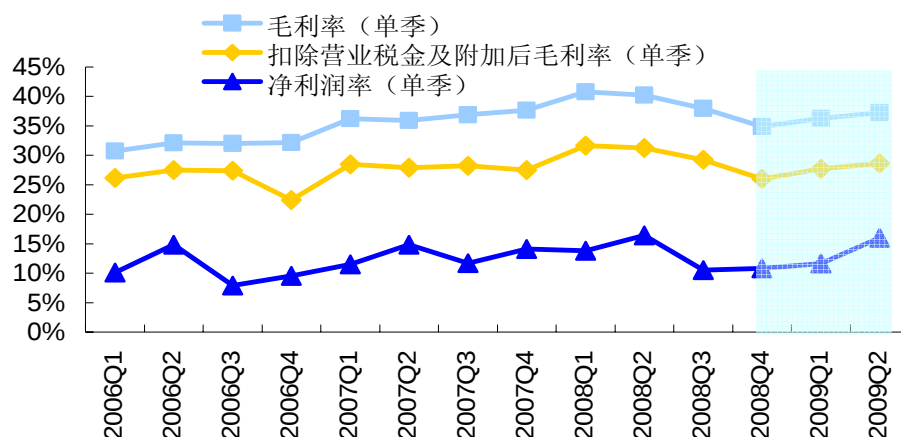
数据来源：CRIC、中投证券。

2.3 毛利率和净利润率持续提升

09 年 2 季度行业营业收入同比增长 31.7%，行业净利润结束了连续 3 个季度的同比负增长，实现同比正增长 28.1%。

09 年 3 月以来，全国重点城市房价见底回升，价格较年初显著提升（未创新高），上市公司的住宅售价也有明显的提升，将直接带来今后公司毛利和净利润率的持续改善。09 年上市公司拿地成本普遍合理，不会形成毛利下降的压力。我们预计 2010 年重点上市公司毛利率仍有 3-5% 的提升空间。

图 33：2005-2009 年上半年房地产行业上市公司盈利指标



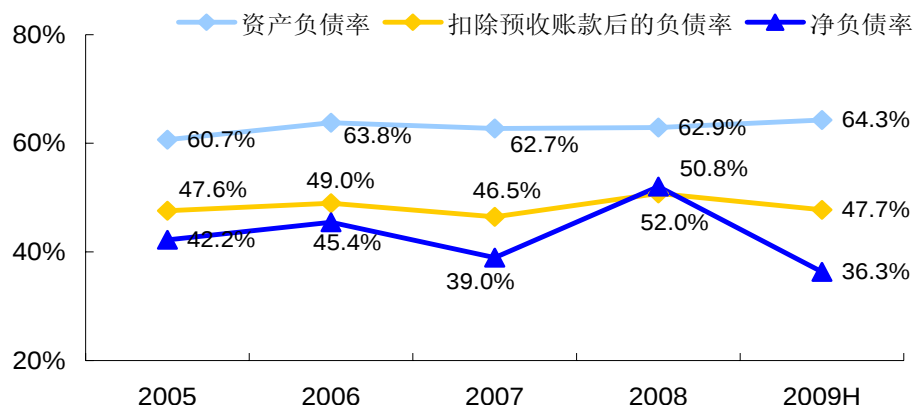
数据来源：wind，中投证券研究所

2.4 资金充裕无负债风险，净负债率创 05 年来的新低

09 年 1-9 月，房地产行业资金来源大幅改善。其中，开发资金来源同比增长 38.8%，其中国内贷款同比增长 47.2%，定金和预付款同比增长 52%。

09 年上半年房地产市场销售畅旺，销售回款加快，银行信贷放松，开发商资金充裕，财务稳健。09 年 6 月末，房地产行业 92 家上市公司净负债率为 36.3%，比 08 年末下降 15.7 个百分点，是 05 年来的最低水平。

图 34: 2005 年-2009 年 6 月末房地产行业上市公司负债水平



数据来源: wind, 中投证券研究所

图 35: 房地产开发资金来源单月同比增速

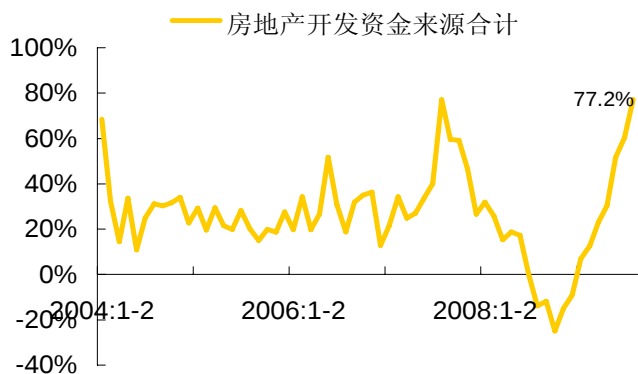


图 36: 国内贷款单月同比增速

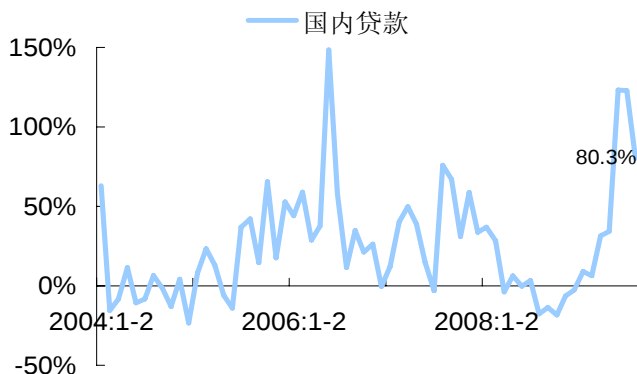


图 37: 自筹资金单月同比增速

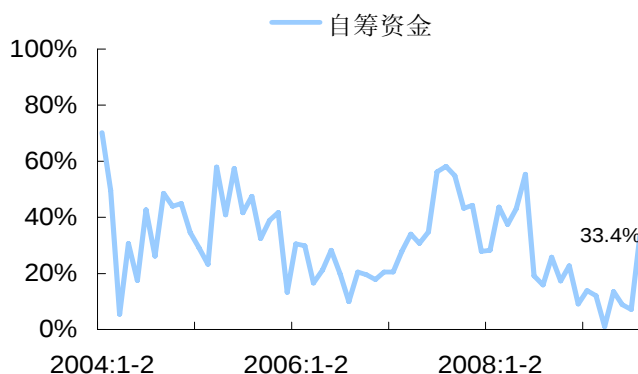
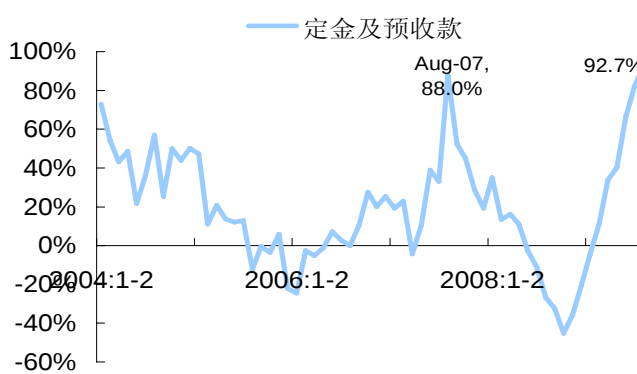


图 38: 定金和预收款单月同比增速



数据来源: wind, 中投证券研究所

四、从经济增长的角度判断行业政策环境宽松

01 年以来资本形成对 GDP 的拉动通常在 4 个百分点以上，经济增速高度依赖于投资拉动，而房地产投资在城镇固定资产投资的比例超过 20%，房地产投资对于保持 GDP 增速在 8% 以上的水平发挥着关键作用。自 1999 年来，房地产的投资增速均围绕 20-35% 之间波动。08 年全球金融危机导致中国房地产投资增速在 09 年 1-2 月份仅为 1%，非正常波动。

根据我们对房地产投资与固定资产投资和 GDP 的增速的长期跟踪研究，房地产的投资增速与固定资产投资增速和 GDP 的增速高度相关。

当前中国的人口结构、城市化进程、老龄化水平、户均套数等与 60、70 年代的日本工业化和城市化快速发展时期非常相似，同时，中国一线城市和部分二线城市的住房消费升级也正处于快速发展阶段。在这一时期里，中国的住房消费量恒定增长，房地产对经济和投资的贡献量举足轻重。1998 年中国住房改革 11 年以来政府对房地产的政策调控的时间节点都与中国经济的高涨与低潮相吻合。在经济增长过快时，政府通过紧缩房地产政策来控制投资增速过快，当经济增长低潮时政府刺激住房消费来提升房地产投资对经济的贡献。

09 年 1-9 月房地产投资同比增长 17.7%，与历年房地产投资增速 20-35% 之间仍有较大的差距。

我们根据上述分析认为，若房价不持续暴涨，在当前经济增速较低背景下。政策调控方向依然是支持房地产行业健康发展，尤其是在当前行业库存较低背景下，政策将具有一定的稳定性。

我们认为，针对住房消费的刚性需求以及改善性需求的信贷优惠仍将持续，这在美国也是鼓励的（住房信贷利率优惠）。为控制房价过快上涨，二套房贷收紧政策仍将持续。08 年 6-11 月各地方政府陆续出台的针对房地产消费的刺激性政策，如二手房营业税优惠 09 年底之后是否延续，可能要视各地地方政府的房价情况而定。从房地产行业税费改革的方向来看，减少流通环节的税费，增加持有环节的税费是方向。从这个角度来看，恢复营业税可能性不大，而物业税涉及到土地增值税问题、立法等复杂问题，没有 3-4 年的时间也难以明朗。

此外，2010 年中国出口增速大幅回升概率较小，09 年地方政府通过银行信贷 5 万亿元投资基础设施建设在 2010 年控制银行信贷风险的背景下已难以为继。

我们认为 2010 年中国经济增长基础不够牢固，政府投资难以为继、欧美经济缓慢复苏的情况，未来半年内政府对房地产业的政策调控不会出现大的变动，行业的政策环境依然较宽松。

图 39: GDP 增速与投资增速

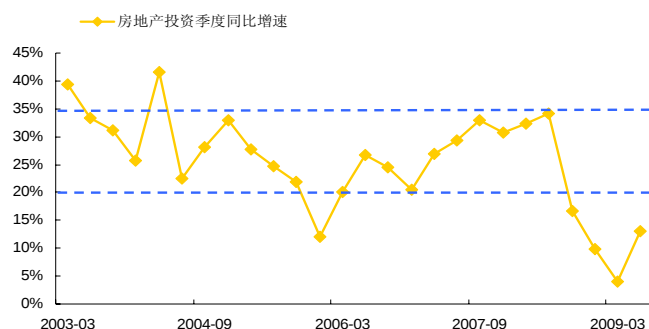


图 40: GDP 增速与投资增速

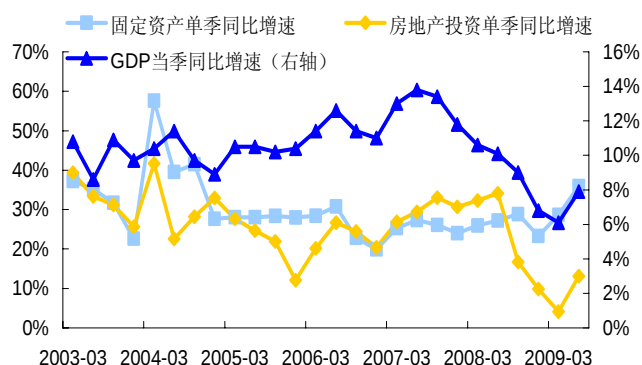


图 41: GDP 增长率分解

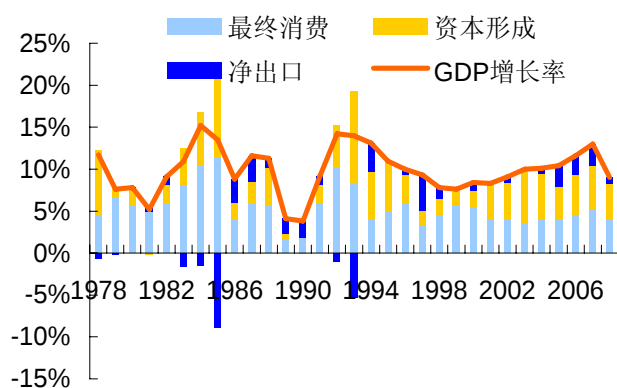


图 42: 房地产投资占城镇固定资产投资比重

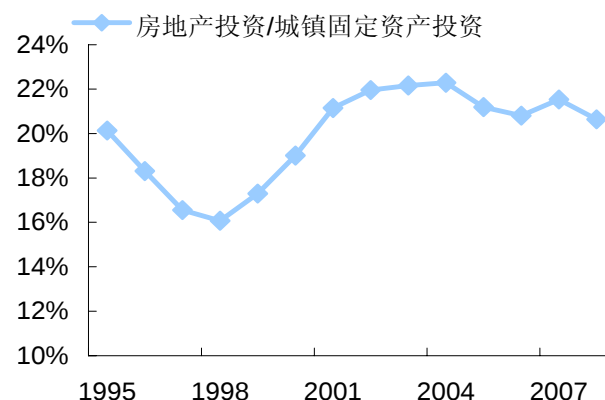


图 43: 房地产投资累计同比增速

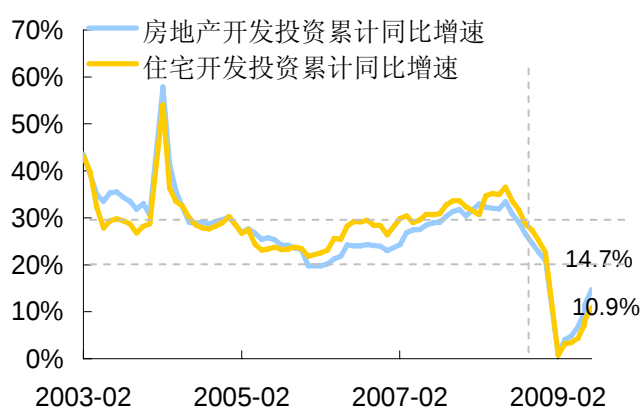
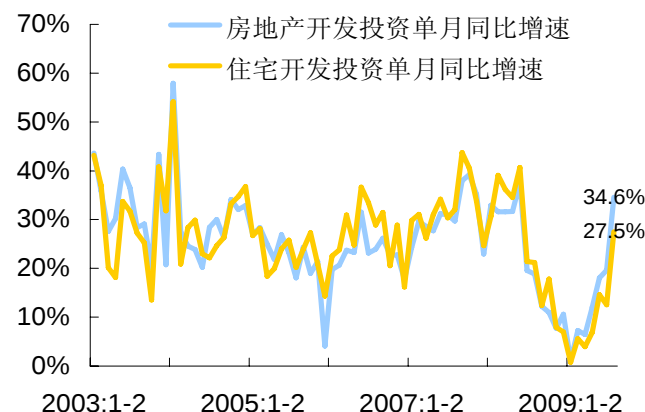


图 44: 房地产投资单月同比增速



数据来源: wind, 中投证券研究所

五、09、10 年的投资增速预计为 22.5%、25%

我们从资金来源的角度来测算 2009 年和 2010 年房地产投资增速。

行业投资的资金来源主要来自于开发商的销售回款，其次是银行信贷。这

里我们主要阐述对今明两年的商品房的销售面积和销售金额的测算来推测。09年已经过去四分之三，尚余时间的销售情况基本可以预见到，我们预计 09 年全国商品房销售面积 7.66 万亿平米，销售金额 3.64 万亿元。

我们预期 09 年的成交量 7.66 万亿平米将创 07 年历年新高 7.62 万亿平米的新高，销售额 3.64 万亿元也将创 07 年的历年新高 2.96 万亿元。这是在释放 08 年被压抑的需求以及 09 年的部分需求的释放情况下取得的，2010 年消费需求会比较平缓。我们认为 2010 年商品房的销售量将有一定幅度的下降，房价保持稳定水平，不会大起大落，销售金额将小幅下降 5% 左右，约为 3.5 万亿元，但较 07 年仍有 18% 的增长。由于对未来几年中国经济平稳增长的预期，我们预计未来几年商品房的销售量也将在较稳定的基础上小幅增长，不会出现高速增长。

基于上述判断，我们预计 09 年、10 年商品房的销售额增速为 54% 和 -5%。房地产投资的资金来源主要来自于销售回款，预计 09-10 年的增速分别为 39% 和 23%。在对上述资金来源的判断下，我们预计 09、10 年房地产的投资增速将分别为 22.5% 和 25%，行业仍处于补库存阶段，行业投资仍然保持较高的增速。

在行业 2010 年销售面积和销售金额一定的背景下，即蛋糕一定的背景下，精选个股投资就非常关键。

表 4: 2009 年销售预测 单位: 万平米、亿元

	住宅销售面积	住宅销售额	商品房销售面积	商品房销售额
2007-12-31	69104	25324	76193	29604
2008-12-31	55887	20424	62089	24071
2009.9-12	25026	11411	27179	12905
2009E	70527	32160	76595	36369
09E 较 07 年	2.1%	27.0%	0.5%	22.9%
09E 较 08 年	26.2%	57.5%	23.4%	51.1%

数据来源: 中投证券研究所

表 5: 2009-2010 年销售与投资增速预测 单位: 亿元

	09H1		09H2(E)		09E		2010E	
	09 年 H1	增速	092H(E)	增速	09 年 E	增速	2010E	增速
资金来源合计	29045	12%	35300	34%	60517	39%	74498	23%
上年结余资金	5343		5343		6859		7000	
本年资金来源小计	23702		29956		53658	41%	67498	25.8%
国内贷款	5381	33%	6009	188%	11390	57%	15112	33%
利用外资	243	-30%	165	43%	408		499	22%
自筹资金\定金和预收款	13999	17%	17275	227%	31274	28%	38155	22%
其他资金	4079	0%	6508	217%	10587		13733	30%
商品房销售额	14047	36%	22945	31%	36992	54%	35142	- 5%
房地产开发投资	14505	9.9%	22945	32%	37450	22.5%	46934	25%

数据来源: 中投证券研究所

六、人民币有升值预期提升房地产价值

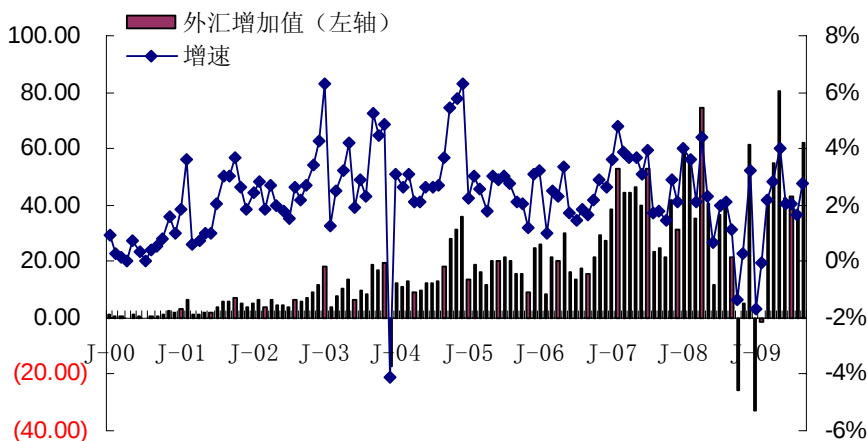
自 08 年全球金融危机以后，外汇流入中国的速度减缓，直到 09 年 1 月外汇流出量达到月度最高到 326 亿美元（增速-2%）。随着全球经济的复苏，从 09 年 3 月开始，外汇流入呈加速趋势，到 09 年 8 月月度增速提升到 4%，当月外汇流入 806 亿美元，截止到 09 年 9 月当月流入外汇 618 亿美元。

当前美联储利率一年期基准利率 0.24%，中国一年期存款利率 1.7%。在全球金融危机退去后，全球拆借业务的恢复可能选择人民币作为套利工具。而今年以来，外汇流入中国明显，人民币存在较大的升值压力。中国可能存在的流动性再次泛滥泛滥的可能，并推动国内不可贸易资产升值，房地产则是在流动性泛滥下最好的投资品之一，房地产资产因此存在升值的预期。

在人民币升值预期加强的背景下，我们应选择资产质量好、含金量高的上市公司进行投资。

图 45：09 年初开始外汇流入加速

单位：十亿元



数据来源：wind，中投证券研究所

七、结论与投资建议

结论：

- 行业再次纳入增长通道，企业盈利持续回升，已无去库存风险，41 家上市公司 1-9 月销售款是 08 年营业收入的 1.5 倍，业绩锁定性强；
- 行业从去库存进入补库存阶段，2010 年中供求基本平衡；预计 4 季度房地产投资增速将提升 5 个百分点，全年增速 22.5%。预计 2010 年投资增速 25%，销售减速 5%；
- 出口回升缓慢、政府投资难以为继，房地产仍是保经济增长的出路，政策环境稳定；
- 人民币升值预期提升房地产资产价值，4 季度销售、投资数据持续向好，板块估值有望继续提升，维持行业“看好”评级。

投资建议:

- 在行业增长平稳，蛋糕一定的背景下，精选个股是关键，选择布局、开发、资源、销售周转等优势公司。
 - 开发销售优势：万科 A、保利地产、招商地产、苏宁环球、中华企业、冠城大通、首开股份、金融街；
 - 区域资源优势：保利地产、招商地产、泛海建设、苏宁环球、上实发展、大龙地产、华发股份、首开股份、世茂股份。
- 在人民币升值预期加强的背景下，应选择资产质量好，资产含金量高的上市公司。
 - 选择重估值高的公司：泛海建设（22）、胜利股份（11.2）、上实发展（15.6）、苏宁环球（14.3）、金融街（15）、世茂股份（16）、招商地产（26）、首开股份（16）、大龙地产（17.4）、保利地产（17.7）等品种适当配置。注：括号内数据为重估值。

表 6：中投证券房地产行业重点推荐公司 2009/10/21

股票名称	p	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	RNAV	P/RNAV	评级
万科 A	12.41	0.37	0.5	0.65	34	25	19	6.0	2.07	强烈推荐
保利地产	27.87	0.64	0.96	1.4	44	29	20	17.7	1.57	强烈推荐
招商地产	30.11	0.71	1.06	1.43	42	28	21	26.0	1.16	强烈推荐
泛海建设	16.01	0.09	0.18	0.61	178	89	26	22.0	0.73	强烈推荐
苏宁环球	15.27	0.31	0.58	0.94	49	26	16	14.30	1.07	强烈推荐
冠城大通	15.15	0.28	0.68	1.05	54	22	14	13.7	1.11	强烈推荐
上实发展	17.38	0.34	0.44	0.57	51	40	30	15.6	1.11	强烈推荐
胜利股份	8.36	0.41	0.48	0.72	20	17	12	11.2-13.4	0.75	强烈推荐
金融街	13.18	0.42	0.52	0.71	31	25	19	15.0	0.88	强烈推荐
世茂股份	15.93	0.05	0.34	1.02	319	47	16	16.0	1.00	强烈推荐
大龙地产	19.42	0.01	0.6	1	1942	32	19	17.4	1.12	强烈推荐
华发股份	22.98	0.8	1.2	1.55	29	19	15	17.7	1.30	强烈推荐
首开股份	19.49	0.5	0.75	1.02	39	26	19	16.0	1.22	强烈推荐
中华企业	17.68	0.43	0.66	0.81	41	27	22	13.3	1.33	强烈推荐
沙河股份	16.1	0.22	0.8	1.2	73	20	13	10.6	1.52	强烈推荐

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 12 年证券研究从业经验。

万 丽: 中投证券房地产行业研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2008 年 4 月加入公司。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、金融街、华发股份、苏宁环球、世茂股份、中华企业、冠城大通、香江控股、广宇发展、沙河地产、首开股份、大龙地产

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434