

房地产行业分析师：周伟

电话：(86731)85832370

电邮：zhouwei@foundersc.com

联系人：傅敏

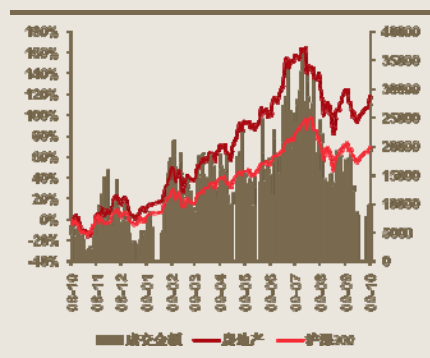
电话：(86731)85832274

电邮：fumin@foundersc.com

重要数据(2009年10月16日)

上市公司总家数	109
总股本(亿股)	924.66
销售收入(亿元)	963.48
利润总额(亿元)	213.54
行业平均 PE	43.22
平均股价(元)	11.89

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

《地产寒冬已悄然离去》

《产销两旺将是行业未来看点》

《基本面向好+深幅调整=投资良机》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

产销两旺的季节或将来临

房地产行业9月月报

房地产行业·行业研究
2009.10.16 增持

投资要点

- ※ **国房景气指数稳步上涨。**从指数的环比变动来看，尽管上升幅度较 8 月有所减小，但仍算是较大的正向变动，整体来看，国房景气指数正处于稳步上涨的过程中。
- ※ **房价环比增速有所减缓。**房价在连续 6 个月加速上涨后，在 9 月增速开始放缓，但销售量环比却实现 10% 以上的增长，这是一个有利于房地产市场稳定发展的信号。在行业政策、货币政策和宏观经济发生实质性变化之前，全国房价仍将维持上涨格局，部分之前涨幅过高的城市会有所调整。
- ※ **单月销售面积环比增长。**重点城市整体销量下降，但全国的销量环比增长，可看出中小城市的楼市热销弥补了一二线城市销量的下滑，需求正在向中小城市蔓延。全国范围来看，楼市依然销售通畅，这也是房价持续上涨的主要原因。我们依然看好 2009 年 4 季度的销售情况。
- ※ **行业投资信心恢复显著。**无论是购买土地、新项目开工及在建项目施工，都显露开发商的投资意愿在逐渐增强。在房价持续上涨、销售依然通畅的背景下，开发商们都试图加大加快投资以享有楼市繁荣带来的巨大收益。
- ※ **行业资金来源仍然通畅。**行业资金的大幅增长主要来源于国内贷款和其他资金（预收款、按揭贷款等）的快速增长，这主要是持续宽松的货币政策及销售的持续回暖所致，开发商自身销售回笼资金的贡献最大。
- ※ **动态估值优势显著。**无论从静态、还是动态估值来看，地产板块由于未来业绩增长性强于全部 A 股且确定性强，所以估值进一步提高的空间依然较大。
- ※ **维持行业“增持”评级。**房价稳步上升、投资在逐步加快，产销两旺的中国楼市有望在 4 季度出现，这也正符合政府寄希望于房地产行业投资带动经济发展的基本逻辑。尽管房地产行业未来面临的政策风险较大，但目前整个市场运行态势依然向好，这将在上市公司的业绩报告中具体反应。重点推荐已完成增发且销售情况远好于市场水平的保利地产和金地集团。
- ※ **风险提示。**房地产行业对政策和资金的敏感度极高，未来需要更多关注的是优惠性购房政策（包括二手房）何时发生变化及发生怎样的变化，以及货币政策的变动方向（主要是信贷和利率）。一旦政策和资金发生对行业有负面影响的变动，房地产板块的风险将会加大。

目 录

一、房地产市场稳定运行中	3
1、国房景气指数稳步上涨	3
2、房价环比增速有所减缓	4
3、单月销售面积环比增长	5
4、行业投资信心恢复显著	6
5、行业资金来源仍然通畅	9
二、估值比较及个股选择	10
1、动态估值优势显著	10
2、行业评级及个股选择	11
3、风险提示	12

图表目录

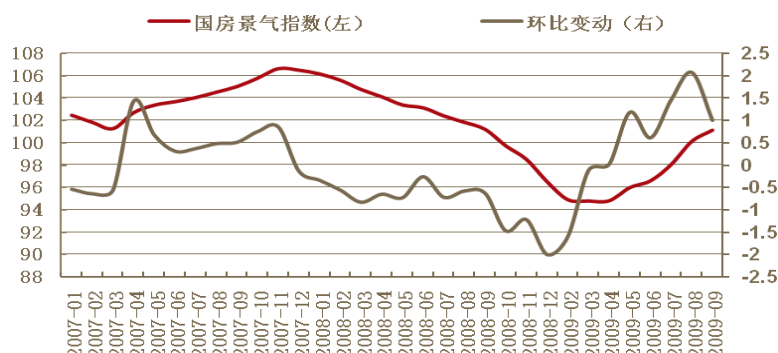
图表 1 国房景气指数变化趋势	3
图表 2 国房景气各项分类指数情况	3
图表 3 全国 70 个大中城市房屋销售价格同比与环比变化	4
图表 4 全国 70 个大中城市各种房屋类型价格同比与环比情况	4
图表 5 全国商品房和商品住宅销售面积累计情况	5
图表 6 全国各月商品房和商品住宅销售面积变化情况	5
图表 7 不同用途商品房销售面积同比增长情况	6
图表 8 全国房地产开发和住宅投资完成额累计增长情况	7
图表 9 全国房地产开发和住宅投资完成额单月增长情况	7
图表 10 累计和单月购置土地面积情况	7
图表 11 全国单月新开工和新增施工面积	8
图表 12 全国商品房新开工、施工、竣工及销售面积同比情况	8
图表 13 全国商品房竣工及销售面积的比较	8
图表 14 房地产行业各种资金来源同比增长情况	9
图表 15 房地产开发各项资金来源占比情况	10
图表 16 房地产板块与全部 A 股估值比较	10
图表 17 重点推荐公司盈利预测及估值情况	12

一、房地产市场稳定运行中

1、国房景气指数稳步上涨

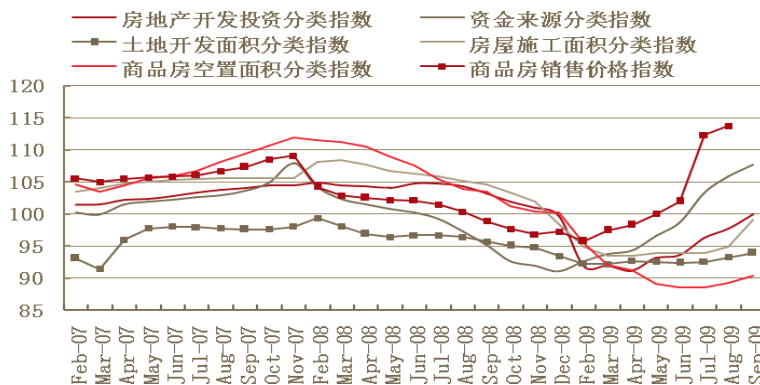
2009 年 9 月国房景气指数上升至 101.08，比 8 月份提高 1 个点，连续 6 个月上升并连续 2 个月处于景气阈值 100 以上。从指数的环比变动来看，尽管上升幅度较 8 月有所减小，但仍算是较大的正向变动，整体来看，国房景气指数正处于稳步上涨的过程中。

图表 1 国房景气指数变化趋势



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 2 国房景气各项分类指数情况



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

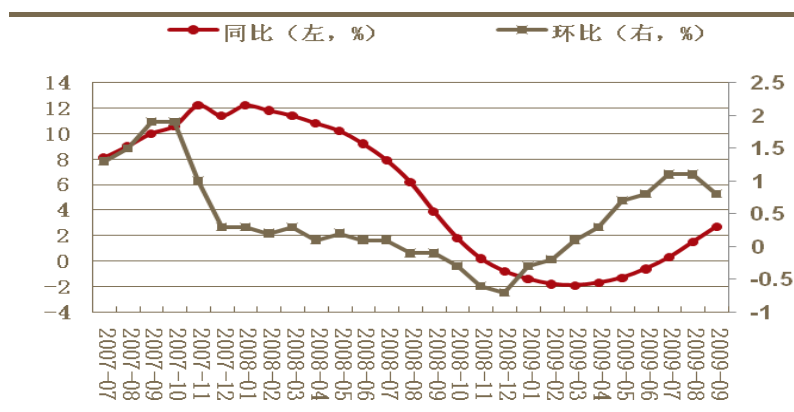
从国房景气各项分类指数来看，2009 年前 3 季度商品房销售价格指数一直处于回升态势，4 季度有望延续。前 3 季度资金来源分类指数也一直处于上升态势，且其上升速度仅次于商品房销售价格指数，主要由宽松的货币政策以及销售持续回暖所致，房地产行业的资金面已处于相对宽松状态。房地产开发投资分类指数上升明显，9 月较 8 月上升了 2.26 点，虽然土地开发面积分类指数仅小幅回升，但房屋施工面积分类指数上升了 4.11 点，说明行业投资的信心恢复较为明显。随着去库存化接近尾声，商品房空置面积分类指数开始逐步上升。

整体来看，各项指数正向有利于行业的方向变动。

2、房价环比增速有所减缓

2009 年 9 月，70 个大中城市房价环比涨幅减小至 0.7%，同比涨幅扩大则非常明显，房价已经连续 7 个月环比上涨。9 月份，有 58 个城市新建住宅价格同比实现正增长，有 66 个城市环比实现正增长，全国范围内房价处于普涨的格局中。

图表 3 全国 70 个大中城市房屋销售价格同比与环比变化



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

分类型来看，2009 年 9 月，所有类型住房价格同比均实现正增长，其中普通商品住宅、90 平米以下新建住宅、二手住宅涨幅靠前；环比来看，经济适用房环比上涨 0.2%，其余环比涨幅均在 0.5% 以上且涨幅较上月有所回落。

图表 4 全国 70 个大中城市各种房屋类型价格同比与环比情况

分类型	2009 年 5 月		2009 年 6 月		2009 年 7 月		2009 年 8 月		2009 年 9 月	
	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比
房屋	-0.60%	0.60%	0.20%	0.80%	1.00%	0.90%	2%	0.90%	2.80%	0.70%
新建住宅	-1.30%	0.70%	-0.60%	0.80%	0.30%	1.10%	1.50%	1.10%	2.70%	0.80%
经济适用房	0.40%	0.00%	0.60%	0.30%	0.50%	0.30%	0.50%	0.10%	0.60%	0.20%
商品住宅	-1.50%	0.70%	-0.80%	0.90%	0.30%	0.90%	1.70%	1.20%	3%	0.90%
普通商品住宅	-0.90%	0.80%	-0.20%	0.90%	0.90%	0.90%	2.20%	1.20%	3.70%	1%
高档住宅	-3.60%	0.60%	-0.30%	0.80%	-1.70%	0.80%	-0.40%	1.20%	0.50%	0.60%
90 平米以下新建住宅	-0.20%	0.60%	0.90%	1.00%	2.30%	1.20%	3.70%	1.10%	4.90%	1%
二手住宅	0.90%	0.70%	2.20%	1.10%	3.00%	0.90%	3.60%	0.60%	3.80%	0.50%

数据来源：国家统计局 方正证券研究中心

2009 年房价触底后持续上涨的原因主要有以下几个方面：一是政策效应的显现，二是我国潜在需求强劲的基础没有改变，三是流动性非常充裕，四是未来通胀预期的存在，五是投资或投机性需求逐步进入市场，六是对未来一段时间内住房供应紧缺的担忧。

房价在连续 6 个月加速上涨后，在 9 月增速开始放缓，但销售量环比却实现 10% 以上的增长，这是一个有利于房地产市场稳定发

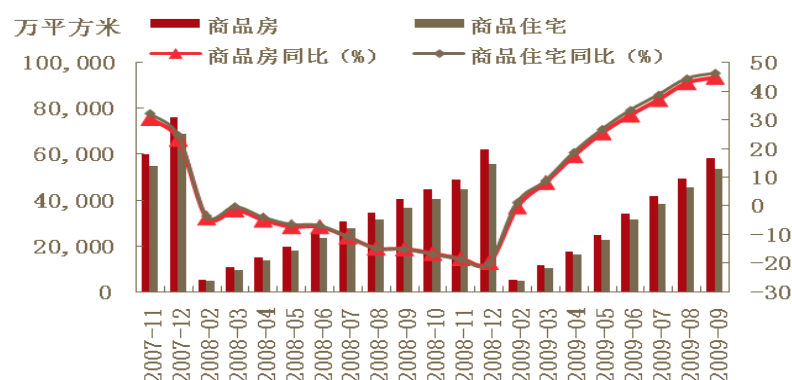
展的信号。房价过快上涨导致居民购买力迅速下降，从而对需求释放形成抑制作用，稳定的房价或者缓慢上涨的房价，更加有利于需求的释放。其次，房价缓慢上涨不容易导致居民产生反感心理，也不容易引起监管层的注意。

我们依然维持之前的判断，在行业政策、货币政策和宏观经济发生实质性变化之前，全国房价仍将维持上涨格局，部分之前涨幅过高的城市会有所调整。

3、单月销售面积环比增长

2009 年前 3 季度商品房和商品住宅销售面积同比分别增长 44.8%、46.4%，涨幅继续扩大，占 2008 年全年销售面积的比例分别达到 94%、96%。

图表 5 全国商品房和商品住宅销售面积累计情况



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 6 全国各月商品房和商品住宅销售面积变化情况



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

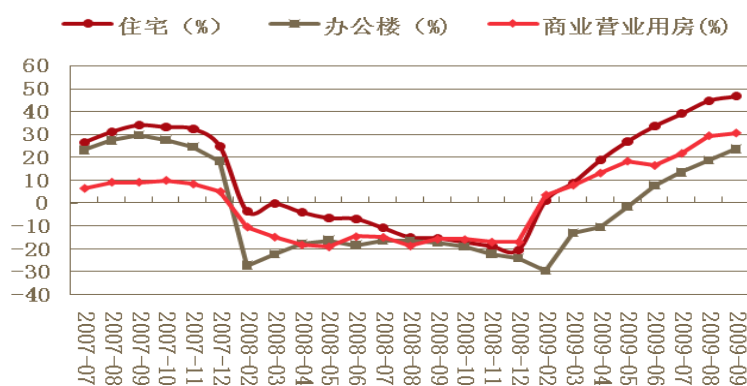
从单月的销售情况来看，受销售淡季及可售资源不足影响，7、8 月份的销售较 6 月下降明显，但 9 月商品房和商品住宅销售面积环比增长均接近 17%。重点城市在 9 月份的销售量环比涨跌互现，环比下降明显的有深圳、上海、天津、南京等，环比增长明显的有

杭州、哈尔滨、广州、宁波等，整体来看，30 个重点城市的销售量环比下降约 3.83%。

重点城市整体销量是下降的，但全国的销量是环比增长的，可看出中小城市的楼市热销弥补了一二线城市销量的下滑，需求正在向中小城市蔓延，原因在于大城市房价普遍较高对需求的挤出效应以及中小城市经济发展所带来的生活环境的改善和居民购买力的提升。

商品房销售面积的大幅增长，主要得益于商品住宅销售面积的增长，2009 年前 3 季度住宅销售面积同比增长 46.4%，而办公楼和商业营业用房销售面积同比仅增长 23.5%、30.6%，远低于整个商品房的增长，而且前 3 季度商品住宅的销售面积占比高达 91.93%。

图表 7 不同用途商品房销售面积同比增长情况



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

我们认为，全国范围来看，楼市依然销售通畅，这也是房价持续上涨的主要原因。成交持续回暖不仅缘于我国有强劲需求作支撑，还得益于行业政策和货币政策的支持以及对通胀的预期，影响需求释放的内在因素发生改变之前，我们依然看好 2009 年 4 季度的销售情况（可参见 2009 年中期投资策略报告《超预期复苏引发价值重估》）。

4、行业投资信心恢复显著

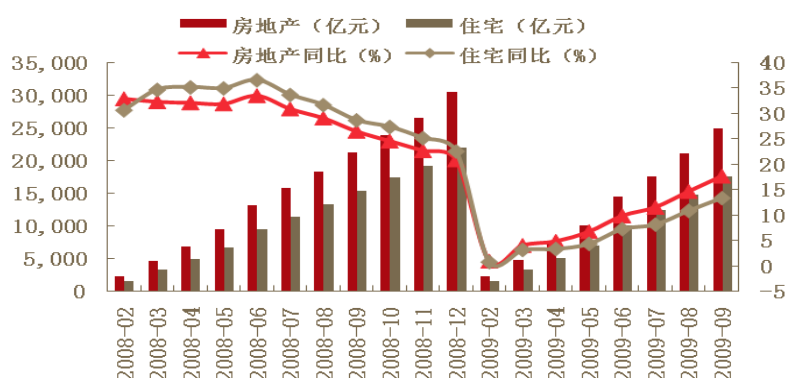
2009 年前 3 季度，全国房地产开发投资同比增长 17.7%，增幅较 1-8 月提高 3 个百分点，与去年同期增速 26.5%相比，房地产行业投资仍显不足，但增幅逐月扩大的趋势较为显著。

从单月的投资增长来看，9 月的房地产行业投资与住宅投资同比分别增长 37.06%、28.74%，环比增长也较为明显，同比增幅逐月扩大表明行业投资信心的恢复比较显著。

从全国土地出让情况来看，开发商增加土地储备的意愿逐渐增强，2009 年前 3 季度全国购地面积 2.15 亿平方米，同比下降 22.1%，降幅有所收窄。9 月购置土地面积同比增长 8.7%，土地市场交易有所活跃，随着待出让土地的大量推出，以万科和保利地产为代表的地产龙头在 9 月份开始集中拿地，也意味着龙头开发商们对未来楼

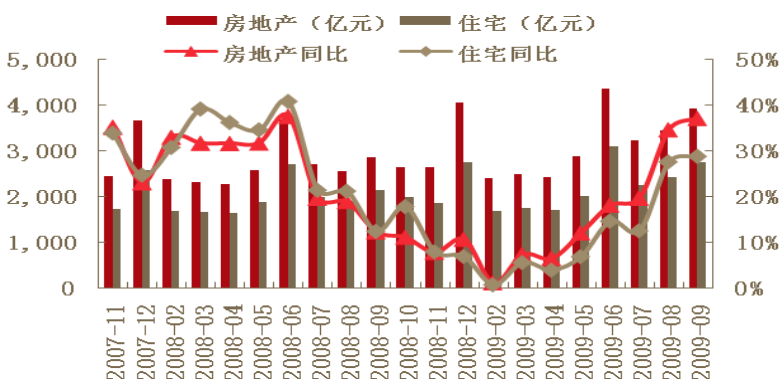
市的态度逐渐由谨慎乐观变成乐观。

图表 8 全国房地产开发和住宅投资完成额累计增长情况



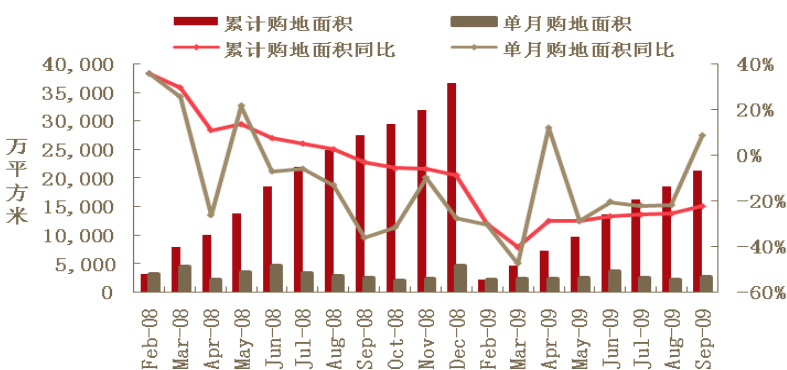
数据来源：国家统计局 方正证券研究中心

图表 9 全国房地产开发和住宅投资完成额单月增长情况



数据来源：国家统计局 方正证券研究中心

图表 10 累计和单月购置土地面积情况

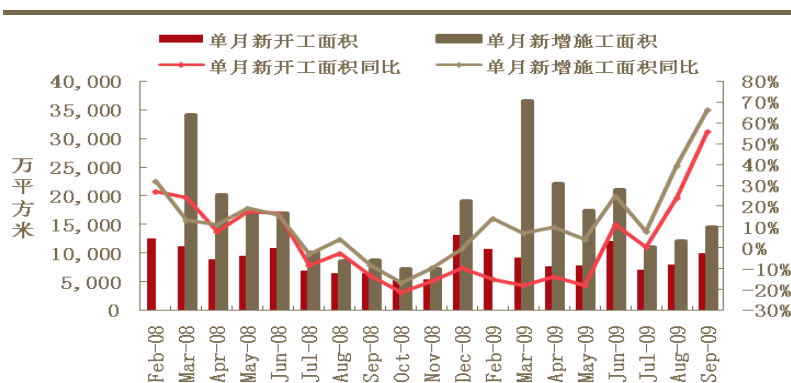


数据来源：国家统计局 方正证券研究中心

2009 年前 3 季度新开工面积同比降幅继续收窄至 0.4%，9 月新开工面积同比增长 56%，房屋施工面积同比增速扩大至 15.4%，9 月新增施工面积同比增长 66%（新增施工面积中不仅包括新开工面积，

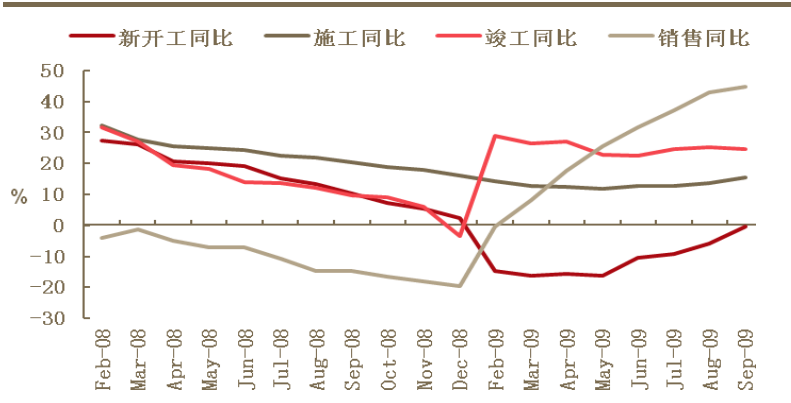
还包括 2008 年停建但 2009 年复开工的面积), 可以看出, 受 2008 年销售低迷影响, 开发商纷纷下调新开工面积和缓建已开工面积, 但 2009 年楼市回暖明显, 开发商新项目开工量和施工量的增加力度开始明显。

图表 11 全国单月新开工和新增施工面积



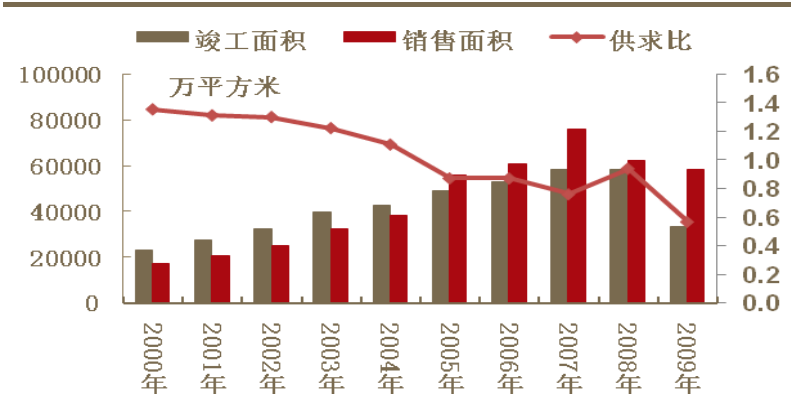
数据来源: 国家统计局 方正证券研究中心

图表 12 全国商品房新开工、施工、竣工及销售面积同比情况



数据来源: 国家统计局 方正证券研究中心

图表 13 全国商品房竣工及销售面积的比较



数据来源: 国家统计局 方正证券研究中心

截至 9 月，销售面积同比增幅继续扩大，但竣工面积同比增幅有所放缓，销售面积增幅远大于竣工面积增幅，且销售面积绝对数也远大于竣工面积，供不应求的状况依然非常明显。

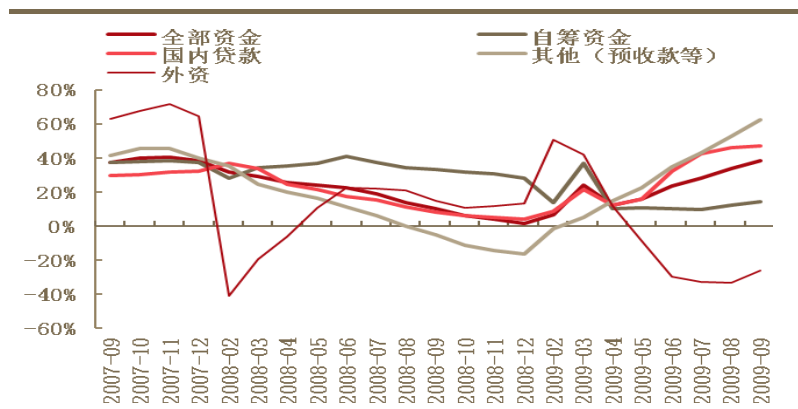
国务院在 5 月底决定下调房地产项目开工资本金比例，意在刺激行业投资、加速住房供应，只有预期住房供应充足才可对房价上涨有所抑制，另外还可通过房地产行业投资的恢复带动其对上下游相关行业的需求，所以，政府在行业投资方面的支持态度非常明显，毕竟短期内房地产行业作为支柱性产业的角色难以改变，特别是在我国经济回暖的关键时期。

总体来说，行业投资信心的恢复比较显著，无论是购买土地、新项目开工及在建项目施工，都显露开发商的投资意愿在逐渐增强。在房价持续上涨、销售依然通畅的背景下，开发商们都试图加大加快投资以享有楼市繁荣带来的巨大收益。

5、行业资金来源仍然通畅

2009 年前 3 季度，房地产行业本年全部资金来源同比增长 38.8%，整个行业资金较为充裕且来源通畅，自筹资金、国内贷款、其他资金（预收款、按揭贷款等）同比分别增长 14.5%、47.2%、62.4%，可以看出，行业资金的大幅增长主要来源于国内贷款和其他资金（预收款、按揭贷款等）的快速增长，这主要是持续宽松的货币政策及销售的持续回暖所致，开发商销自身销售回笼资金的贡献最大。

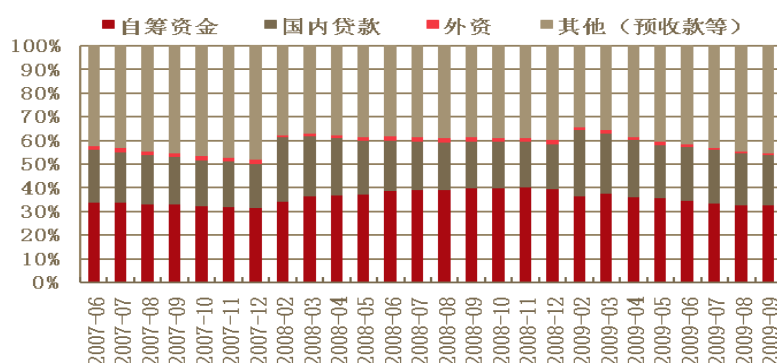
图表 14 房地产行业各种资金来源同比增长情况



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

从各项资金占比来看，截至 2009 年 9 月底，自筹资金、国内贷款、其他资金（预收款、按揭贷款等）占比分别为 32.79%、21%、45.28%，自筹资金和国内贷款的比例有所减小，而其他资金（预收款、按揭贷款等）的比例继续上升，也证实了销售通畅对开发商回笼资金并保持资金链安全的意义重大。

图表 15 房地产开发各项资金来源占比情况



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

二、估值比较及个股选择

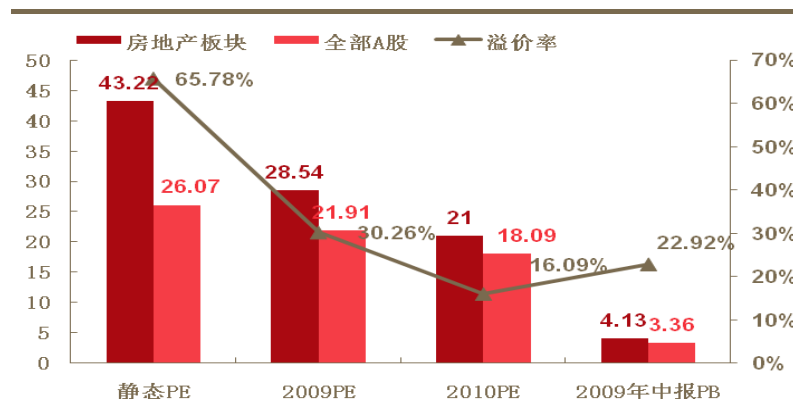
1、动态估值优势显著

截至 2009 年 10 月 15 日, 房地产板块的静态 PE、PB 估值较全部 A 股溢价率分别为 66%、23%, 而 2009、2010 年动态 PE 估值较全部 A 股溢价率仅有 30%、16%。

房地产板块 2000 年 7 月至 2009 年 9 月的静态 PE、PB 均值分别为 50、4.19, 均高于目前的估值, 另外, 房地产市场目前的运行态势依然向好, 有理由给予更高的静态估值。

无论从静态、还是动态估值来看, 地产板块由于未来业绩增长性强于全部 A 股且确定性强, 所以估值进一步提高的空间依然较大。

图表 16 房地产板块与全部 A 股估值比较



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心 (按整体法剔除负值计算)

2、行业评级及个股选择

2009 年前 3 个季度全国房地产市场运行态势良好，国房景气指数持续上升。行业投资增长明显，开发商购置土地、新项目开工、在建项目施工意愿增强，对未来楼市的发展开始持乐观态度。

房价环比增幅在 9 月份有所放缓，而销售量同比环比增长均较为明显，尽管全国 30 个重点城市整体销量环比下降 3.8%，但全国销量环比却有近 17% 的增长，热销行情有向中小城市蔓延之势，整体来看，需求依然强劲，楼市销售较为通畅。行业资金仍然处于充裕状态，主要是宽松货币政策和销售回款通畅所致。

房价稳步上升、投资在逐步加快，产销两旺的中国楼市有望在 4 季度出现，这也正符合政府寄希望于房地产行业投资带动经济发展的基本逻辑。尽管房地产行业未来面临的政策风险较大，但目前整个市场运行态势依然向好，这将在上市公司的业绩报告中具体反应，维持行业“增持”评级不变。

重点推荐已完成增发且销售情况远好于市场水平的保利地产和金地集团。

保利地产：

公司 9 月销售情况明显好于 8 月，在市场销售平淡的情况下，公司依然能够如此表现，印证了我们一直以来肯定公司销售能力的评价。从累计数据来看，1-9 月的签约面积和金额同比增幅较上月明显扩大，市场节奏把握得相当好。公司 1-9 月的销售均价为 8244 元，较 2008 年的 7935 元增长 3.9%，将相应提高公司的毛利率水平。

2009 年上半年公司实现收入约 83 亿元、预收账款 185 亿元，加上 3 季度签约金额 112 亿元共 380 亿元，是 2008 年公司收入的 2.45 倍，2009 年公司业绩增长无疑。

公司 7 月份成功募集 78 亿元，而在 9 月份就斥资约 100 亿元集中在一二线城市拿地，对于公司的销售额 300 多亿元来说，所占资金比例并不大。

综合以上，公司拥有项目储备丰富、销售能力强于市场、市场节奏把握较好、开发资金充沛、大股东强力支持等特征，我们非常看好公司未来的发展。

金地集团：

公司 9 月销售较 8 月有所下降，同比增幅虽然较大，但与 8 月相比增幅明显下降，使得 1-9 月累计销售增幅有所减小，可看出房地产市场的销售平淡对公司产生一定影响，但公司销售速度领先于其他竞争对手，也超越市场平均水平，表现突出，完成全年销售额 140 亿元已近在咫尺。

公司 2009 年中报收入 35 亿元、预收账款 101 亿元，3 季度销售金额 59 亿元，共 195 亿元是 2008 年收入 97.6 亿元的 2 倍，为 2009 年业绩大幅增长提供保证。

公司是我国房地产市场中优质的地产公司，销售速度明显领先于行业平均水平，2009 年 8 月以 14 元每股的价格成功完成非公开增发募集资金约 40 亿元，销售通畅、增发成功及与信托合作使得公司资金比较充裕，具有一定抗风险能力。从目前的房地产行业和公司现状来看，公司持续增长毫无疑问，但毛利率下降和每股收益摊薄将减小公司股价的上升空间，由于公司的增长前景依然可以预期、估值上也没有下行空间，维持公司“增持”评级。

图表 17 重点推荐公司盈利预测及估值情况

公司简称	最新价格 (元)	EPS		PE		市净率 PB	投资评级
		09E	10E	09E	10E		
保利地产	26.57	0.95	1.20	27.97	22.14	5.59	增持
金地集团	14.63	0.52	0.61	28.13	23.98	3.39	增持

数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

3、风险提示

我们曾担心房价过快上涨所导致的二套房政策收紧对行业销售会产生重大影响，但实际的销售结果比我们预料的好，现在看来，简单的严控二套房贷政策对需求释放的负面作用极其有限。

房地产行业对政策和资金的敏感度极高，未来需要更多关注的是优惠性购房政策（包括二手房）何时发生变化及发生怎样的变化，以及货币政策的变动方向（主要是信贷和利率）。一旦政策和资金发生对行业有负面影响的变动，房地产板块的风险将会加大。

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

- 增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
- 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)
电话：	(86731) 85832274	(86571) 87782600
传真：	(86731) 85832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com