

机遇和风险并存

2010 年房地产行业投资策略报告

优于大势

维持评级

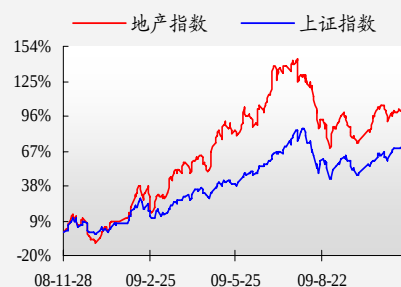
金融/房地产行业

2009 年 12 月 2 日

投资要点:

- 全国商品房销售持续井喷式增长。
- 商品房供给难以快速有效地增加。
- 土地一级市场的供给依然长期在低位徘徊。
- 短期内的供不应求使得商品房成交价格持续上涨。
- 国房景气指数已大幅回升至景气区间。
- 从分区域来看东部地区无论从销售额还是销售面积上看仍然是中国房地产的中流砥柱。
- 政策分析: 我们认为, 2010 年政府对房地产行业的态度肯定不会是如何扶持的问题, 而是什么时候进行调控以及如何调控的问题, 2010 年的政策环境肯定会比 2009 年要紧。
- 行业财务分析: 2009 年房地产行业上市公司销售收入和净利润增幅均扭转了 2008 年的下降趋势, 开始出现较快增长; 2009 年可以说是房地产行业上市公司近 5 年来收益质量最好的一年, 行业的经营和投资净现金流量罕见的出现了大幅流入的情况。行业的抗风险能力大大增加, 财务状况大幅改善。
- 未来房地产市场趋势判断: 支撑资产价格上涨的因素依然存在; 影响房地产市场的不确定因素也越来越多, 我们认为 2010 年上半年的行业走势依然是正面的, 同时我们也认为中国房地产市场在一个可预见的时间之内也将会面临一定的调整。
- 房地产行业投资策略: 继政府在年中对房地产的扶持政策进行了微调以后, 下一阶段政府的政策会是行业发展会如何演变的重要砝码。考虑到经济复苏的预期, 以及支撑资产价格继续上涨的因素依然存在, 我们继续维持房地产行业优于大势的投资评级, 建议标配地产股。
- 个股选择: 我们建议投资者在 2010 年需要控制今年已经涨幅较大的题材股、重组地产股的投资风险, 建议把目光调整到一线地产股上来。我们推荐万科 A、保利地产、金地集团、信达地产、华发股份、海星科技、ST 东碳作为可选个股。

走势图



重要公司

评级

重要公司	评级
万科 A	推荐
保利地产	推荐
金地集团	推荐
信达地产	推荐
华发股份	谨慎推荐
海星科技	谨慎推荐
ST 东碳	谨慎推荐

分析师: 高建

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: jamesgao99@yahoo.com.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、2009 年房地产行业市场形势——带来惊喜和收获的一年

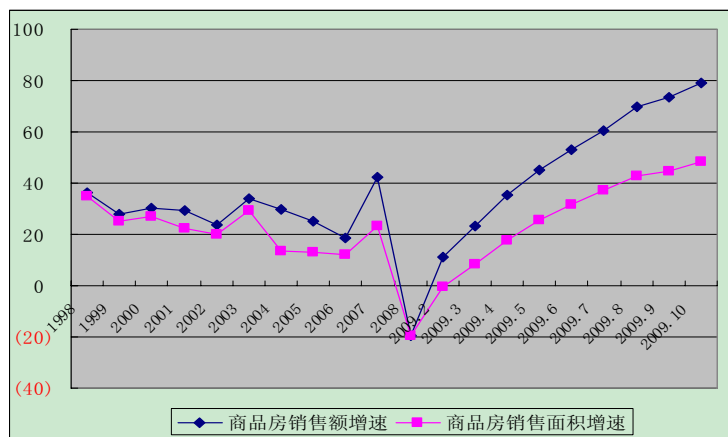
1、商品房需求十分旺盛

1.1. 全国商品房销售持续井喷式增长

2009 年 1-10 月，全国商品房销售面积 66369 万平方米，同比增长 48.4%，增幅较 1-9 月提高 4.6 个百分点；商品房销售额 31529 亿元，同比增长 79.2%，增幅较 1-9 月继续提高了 5.8 个百分点，销售面积和销售额从绝对量和相对量上均已经远远超过 2007 年历史最高点的水平，可以说房地产行业从冬季直接步入了夏季。

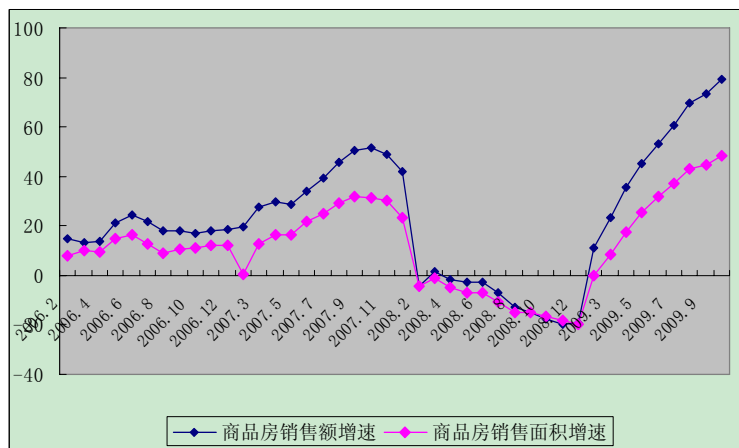
造成 2009 年房地产市场异常火爆的原因：一方面是 2008 年因全球性的金融危机造成了购房者的观望情绪浓厚，从而抑制了一部分的刚性需求，而这部分刚性需求在房价见底后得到集中释放；另一方面，是全球资金流动性泛滥，再加上较低的利率环境，使得资产价格持续膨胀；再有就是对通货膨胀的担忧，出于资产保值和增值的要求，投资和投机购房需求也是持续增长。多方面因素的集中释放，使得 2009 年的中国房地产市场成为多年来表现最为亮丽的一年。

图 1：全国商品房销售面积及销售额增速



数据来源：国家统计局

图 2：全国商品房月度销售增速



数据来源：国家统计局

1.2. 部分一线城市的成交量在7月份以后出现连续下滑后企稳

以深圳、北京、上海等率先反弹的一线城市的成交量继6、7月份开始，经历了继续几个月的环比下滑，到2009年10月出现了温和的企稳反弹。这表明，在一线城市内有部分投资和投机性需求已经开始出现观望。我们认为，以一线城市为首的中国房地产市场再次出现上半年这种井喷式的增长的可能性不大，量价总体平稳应该是下一阶段的主要特征。

图 3: 深圳商品房月成交面积 (m²)

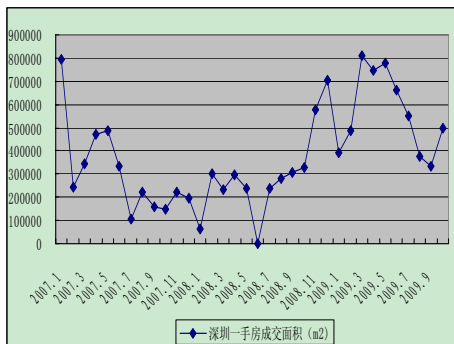


图 4: 上海市月度商品房预售面积 (m²)

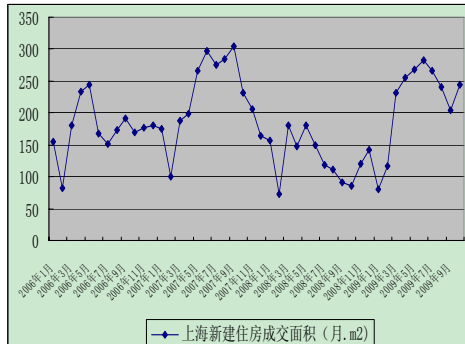


图 5: 杭州市商品房月成交面积 (m²)

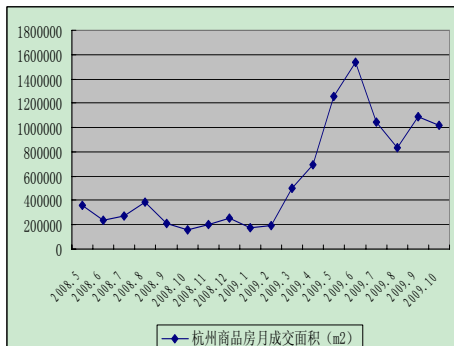


图 6: 北京期房月度网上认购面积 (m²)

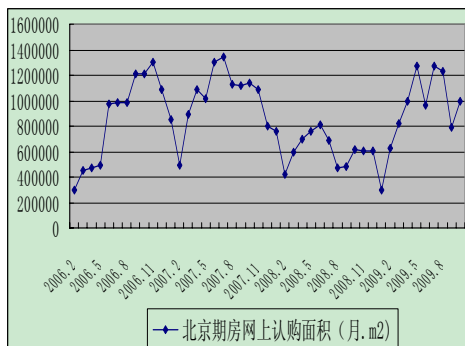


图 7: 广州市商品房月成交面积 (m²)

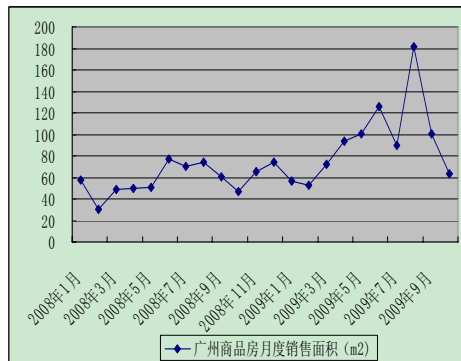
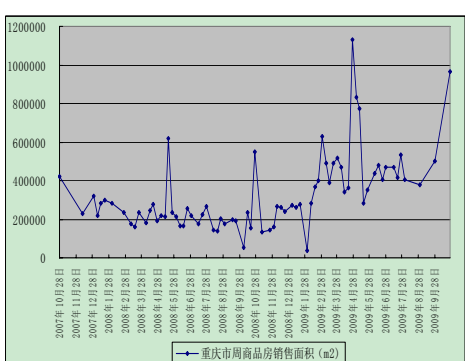


图 8: 重庆市商品房周成交面积 (m²)



数据来源: WIND

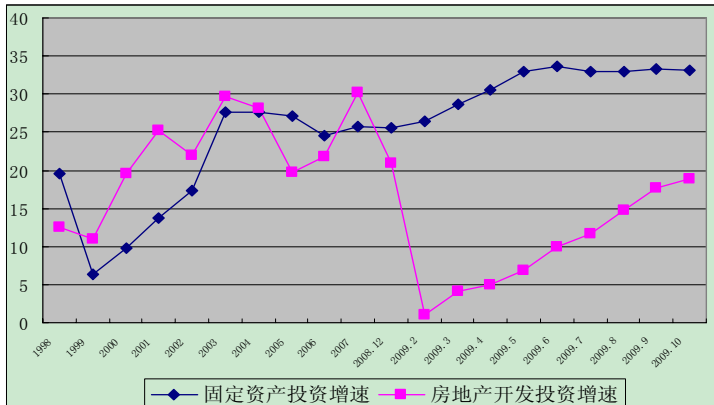
2. 商品房供给难以快速有效的增加

2.1. 房地产开发投资继续逐月回升

2009年1-10月，全国完成房地产开发投资28440亿元，同比增长18.9%，增幅比1-9

月提高 1.2 个百分点，比去年同期回落 5.7 个百分点。随着 2009 年全国商品房的异常畅销，2008 年积压的存量商品房的得以快速消化。伴随着开发商纷纷调高了新开工面积，房地产开发投资额增速也是逐步回升，但由于房地产开发的滞后性，其增速会是一个缓慢回升的态势。

图 9: 固定资产投资与房地产开发投资增速%

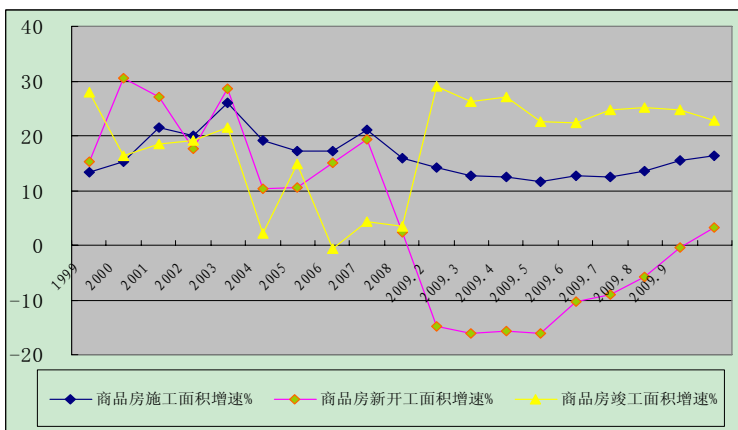


数据来源：国家统计局

2.2. 房地产新开工面积环比继续回升

1-10 月，全国房地产开发企业房屋施工面积 28.83 亿平方米，同比增长 16.4%，增幅比 1-9 月提高 1.0 个百分点；房屋新开工面积 8.14 亿平方米，同比增长 3.3%，增速自年初以来首次实现由负转正；房屋竣工面积 3.77 亿平方米，同比增长 22.8%，增幅比 1-9 月下降 1.9 个百分点。我们重点关注的是房屋新开工面积，由于 2009 年全国商品房的异常畅销，2008 年积压的存量商品房的得以快速消化，虽然开发商纷纷调高了新开工面积，但由于房地产开发的滞后性，其增速会是一个缓慢回升的态势，短期之内不会使得供给有效增加。

图 10: 商品房施工面积、新开工面积、竣工面积增速%

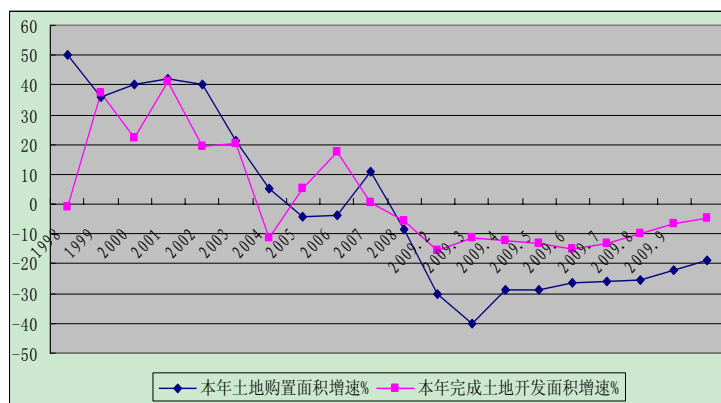


数据来源：国家统计局

2.3. 土地一级市场的供给依然在低位徘徊

2009年1-10月，全国房地产开发企业完成土地购置面积24072万平方米，同比下降18.7%；完成土地开发面积18445万平方米，同比下降4.6%，降幅逐步收窄。土地购置面积和完成土地开发面积从2005年起即进入下降通道，期间虽略有起伏但未超出2004年的水平，这反映出政府一直在控制土地的供给闸门。根据最近国土部官员的讲话精神，国土部对2010年的土地供应仍然会维持在前几年的平均水平左右，也就是说不会有大幅的变动。土地一级市场的供给将会在未来2-3年的新房供应上体现出来，因此可以预计由于政策的人为因素，未来几年房地产的新房供给仍然是平稳的。

图 11：本年土地购置面积和完成土地开发面积增速

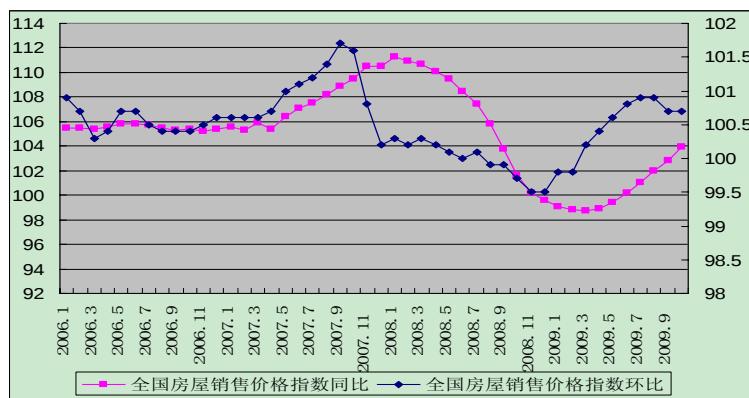


数据来源：国家统计局

3、短期内的供不应求使得商品房成交价格持续上涨

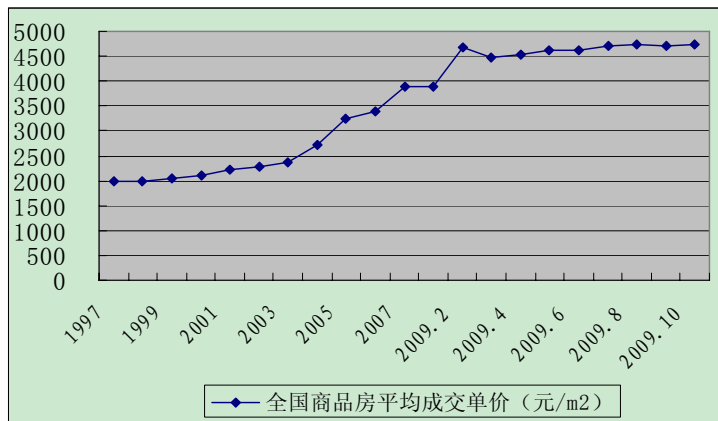
截止2009年10月，全国70个大中城市的商品房销售价格同比和环比已连续第5个月出现上升，其中同比上涨3.9%，涨幅比9月份扩大1.1个百分点；环比上涨0.7%，涨幅与上月持平。从全国商品房销售均价来看，简单计算全国的商品房价在2009年前10个月已上涨了22.5%，超出历史上所有年份的平均房价上涨记录。

图 10： 全国商品房销售价格指数



数据来源：国家统计局

图 11: 全国商品房成交单价走势

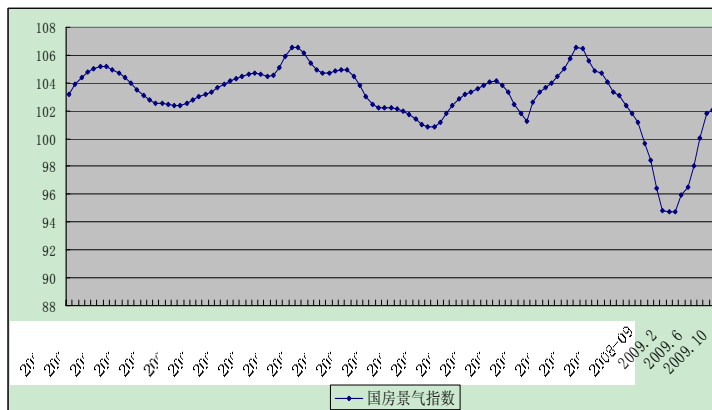


数据来源: 国家统计局

4、国房景气指数已大幅回升至景气区间

显示全国房地产景气状态的全国房地产开发景气指数(简称“国房景气指数”)自 2009 年 4 月起连续 7 个月持续回升,到 2009 年 10 月份,国房景气指数为 102.3,比 9 月份提高 0.23 个点,比去年同期上升 2.35 点,国内房地产行业已连续 3 个月在景气阶段运行并继续回升。

图 12: 国房景气指数变动



数据来源: 国家统计局

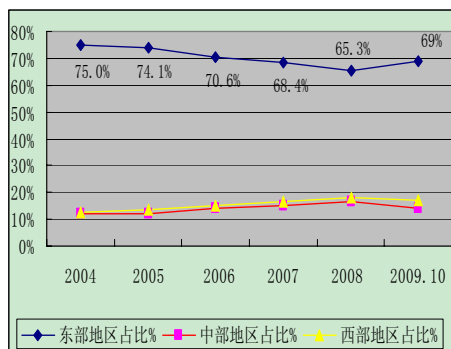
5、东部地区仍然是中国房地产的中流砥柱

从分区域来看东部地区无论从销售额还是销售面积上看仍然是中国房地产的中流砥柱,但其在全国整体的占比却是在逐年下降。不过在 2009 年,东部地区的销售面积和销售金额占比都较上年明显提高,其中,销售面积占全国的比重由 2008 年的 49.78% 上升到 53.02%,销售金额占比则由 2008 年的 65.36% 提高到 69.11%。这显示出由于东部地区经济较发达,人均可支配收入较高,在流动性充裕以及持续通胀预期的背景下,对房地产的投资、投机需求更加容易得到释放。

从新建商品房平均销售单价来看,东部地区的新建商品房房价涨幅以 21.65% 的水平

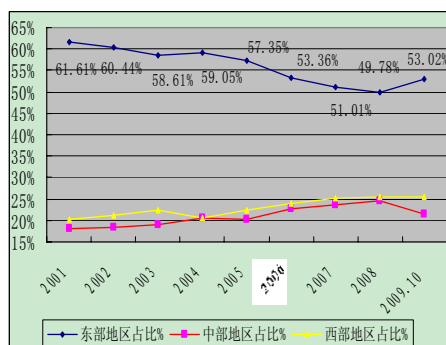
大大高于中、西部地区的 16.83% 和 16.40%。一方面，是由于东部地区房价在 2008 年受金融危机的影响出现了 2.36% 的下跌，而中、西部地区却有 6.09% 和 7.61% 的涨幅，另一方面也说明东部地区的房地产市场对经济的敏感性更强，投资和投机需求相对中西部地区较多。

图 13: 各区域市场销售金额占比



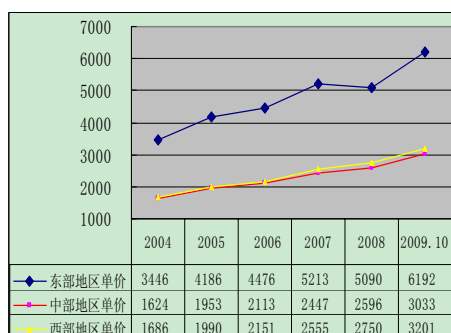
数据来源：国家统计局

图 14: 各区域市场销售面积占比



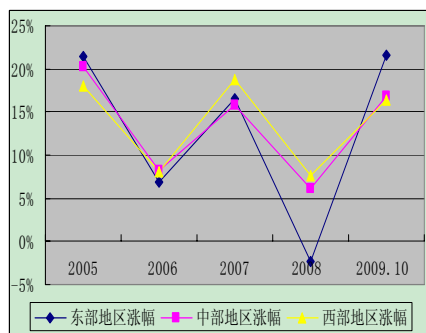
数据来源：国家统计局

图 15: 各区域市场销售单价



数据来源：国家统计局

图 16: 各区域市场房价年内涨幅



数据来源：国家统计局

二、2009 年房地产行业主要政策回顾及未来政策的可能变动方向

2.1. 政策回顾

2009 年的政策可以说是前松后紧。出于担心中国的房地产市场可能出现美国式的调整而对中国经济产生破坏性的影响，同时也是为了抵御金融危机对中国经济的影响，完成保增长、保就业的政策目标，中国对房地产市场的态度，由 2007 年严厉地进行宏观调控，180 度转变为大力扶持和鼓励。而在各种扶持政策的出台背景之下，房地产市场在一片猜疑和唱衰声之中完成了由熊到牛的转换，可以说一下子由严冬转入到盛夏。中国的房地产市场越来越具有资金推动和政策市的特点。在市场越来越热的情况下，政府对房地产市场的态度也适时的出现了微调，其主要标志可以说是银监会对“二套房贷”政策的重申。

如今部分 2008 年底发布的具有有效期的扶持政策将于 2009 年 12 月底到期，主要是涉及到一些二手房转让环节的税费优惠政策，这些政策到期后是否会继续延期，将会透

露出政府对房地产行业下一阶段发展的态度。我们认为，2010 年政府对房地产行业的态度肯定不是如何扶持的问题，而是什么时候进行调控以及如何调控的问题，2010 年的政策环境肯定会比 2009 年要紧。

表 1： 2009 年房地产行业主要政策

时间	政策名称	发布部门	主要内容和评述
2009 年 1 月 3 日	“废止《中华人民共和国城市房地产税暂行条例》”	财政部、国税总局	取消外资和内资持有房产的房地产税收差别待遇。有利于外资资本流动。
2009 年 3 月	“鼓励住房消费，促进房地产市场健康发展”	两会政府工作报告	降低居民购房首付款比例；下调契税、印花税等交易环节税费等。主要是对 2008 年底出台的鼓励住房消费政策的强调。
2009 年 5 月 20 日	《土地增值税清算管理规程》的通知	国税总局	强调土地增值税的清算工作，对土地增值税清算的前期管理、清算受理、清算审核和核定征收等具体问题做出具体规定。其目的，一是增加税收，由于各地方税收下降明显，清缴有利于增加税收；二是作为发出引导信号抑制房价上涨。
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》	国务院	明确由财政部、税务总局、发改委、住房城乡建设部负责深化房地产税制改革，研究开征物业税。目的是在提醒投资者，国家可以随时为了抑制投资的增长而出台打压政策，开征物业税只是其中之一。
2009 年 6 月 22 日	《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》	银监会	要求各银行严格把关二套房按揭贷款的审查和发放。目的在于打击炒楼投机，防止楼价虚高，但也减弱了部分改善型买家的消费意愿

三、房地产行业上市财务指标分析及股价市场表现

3.1 行业业绩回顾

2009 年房地产行业上市公司销售收入和净利润增幅均扭转了 2008 年的下降趋势，开始出现较快增长，这主要得益于 2009 年房地产市场成交量的井喷式增长和房价的大幅攀升。

2009 年前三个季度，行业的毛利率水平也基本上扭转量 2008 年的下降趋势趋于稳定，销售净利率水平已开始提升。2007 年高价取得的土地预计基本会在 2009 年和 2010 年消化完毕，因此预计 2009 年的毛利率水平会是未来 2 年的低点。但由于 2009 年土地

价格上涨幅度也较大，因此预计会对 2011 年后的行业毛利率造成一定的负面影响。

2009 年可以说是房地产行业上市公司近 5 年来收益质量最好的一年，行业的经营和投资净现金流量罕见的出现了大幅流入的情况，这种收益质量的改善严格说也是上市公司所始料未及的。一方面，上市公司出于对 2009 年行业将入冬的考虑，纷纷回收现金并减少来新开工面积和土地储备，而另一方面，2009 年的国内房地产市场却出乎大部分人地意料出奇的火爆，这样，上市公司的存货很快被消耗的差不多了，而土地储备和新开工项目的跟进却有滞后性，这是上市公司收益质量大幅改善的主要原因。行业的抗风险能力大大增加，财务状况大幅改善。

图 17：行业收入和净利润增长率

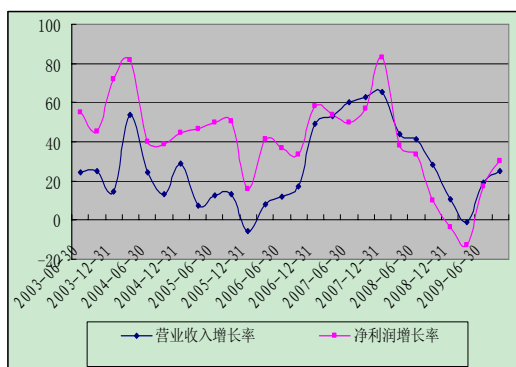


图 18：销售毛利率、净利率变动情况

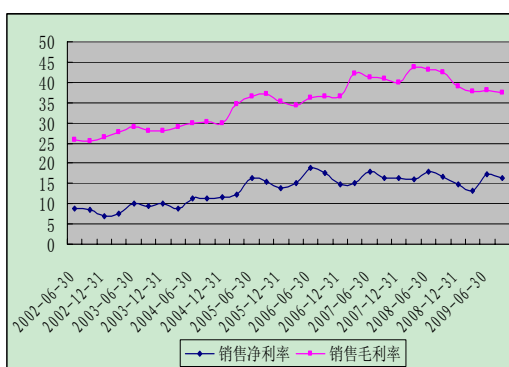


图 18：行业上市公司经营、投资净现金流量

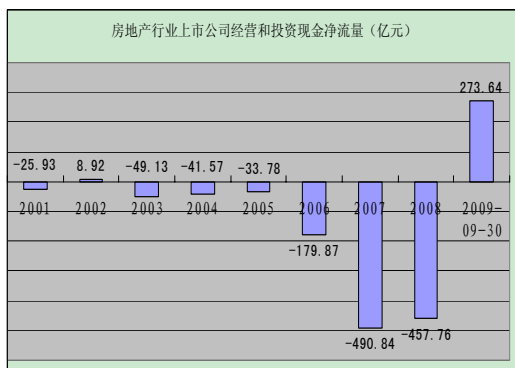
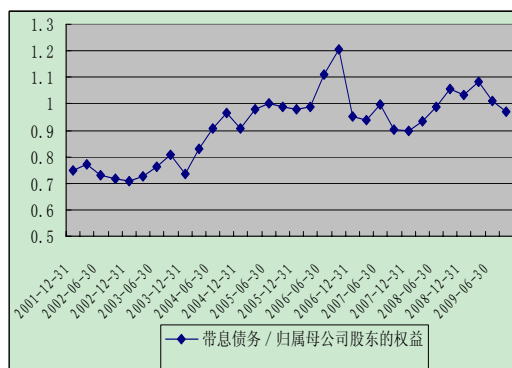


图 19：行业带息债务/权益比变动统计

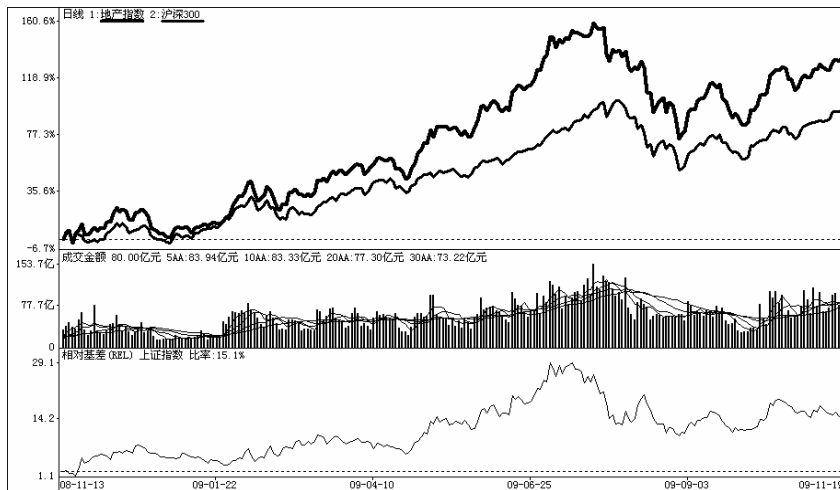


数据来源：WIND

3.2 行业股价表现

下图为统计自 2009 年 1 月 1 日至 2009 年 11 月 20 日的行业走势。2009 年房地产行业股价率先于大盘企稳，然后在国家刺激住房消费政策的刺激下进行来一轮快速的上涨，其中，天相房地产行业指数从年初至 2009 年 11 月 20 日的涨幅为 131%，同期的沪深 300 指数上涨 100%，房地产行业指数明显走强于大盘。

图 20: 2009 年房地产行业股价表现 (天相投资)

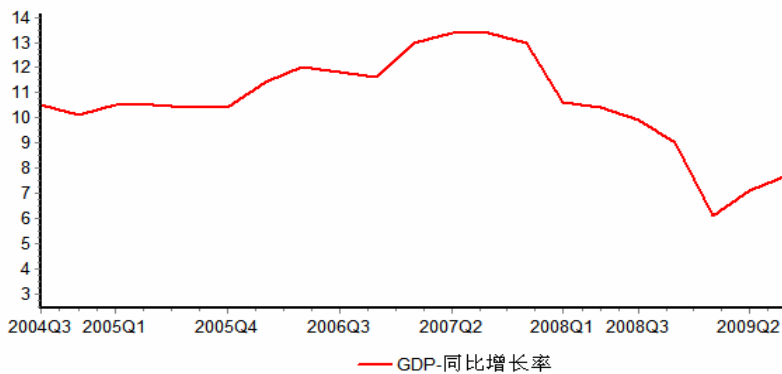


4、未来房地产市场趋势的判断

4.1. 支撑资产价格上涨的因素依然存在

首先，中国经济在经历了一年多的调整后触底回升的态势非常明显，无论从 GDP、工业增加值还是 PMI 指标等来看，中国经济 2009 年保 8 已基本没有什么问题。经济的回升会对房地产价格带来一定的支撑。

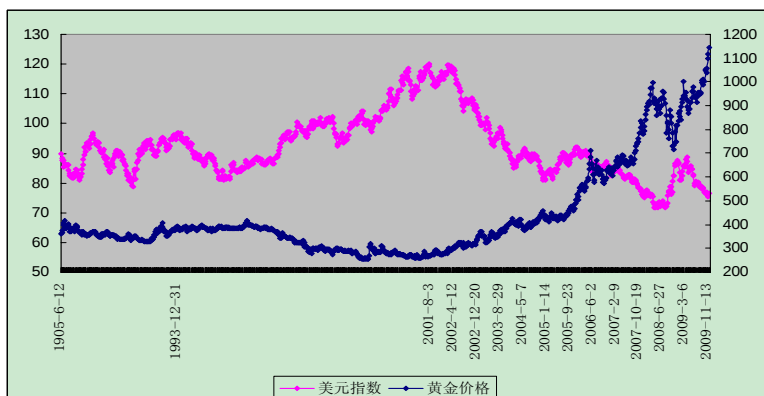
图 21: 中国 GDP 变动



数据来源: Wind资讯

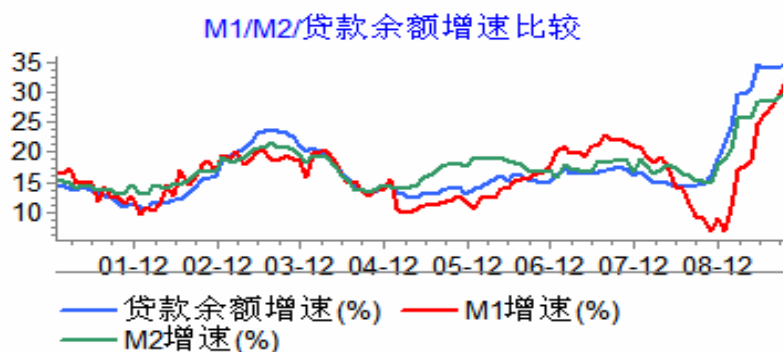
其次，以美元贬值所带来的全球流动性泛滥的情况依然没有改变，而中国为了挽救外贸颓势也采取绑定美元的策略，造成人民币相对大幅贬值，更加剧来人民币资产的投资吸引力。从统计数据看，黄金价格与美元走势基本成反向运动，2003 年底以来，黄金价格从 400 美元/盎司上涨到现在近 1200 美元/盎司，涨了 2 倍。这样的涨幅已经大大高于同期全国平均房价的涨幅，甚至已经基本接近国内一线城市的涨幅。

图 22: 美元指数和黄金价格走势



低利率的环境暂时不会改变。只要 CPI 不超出政府的可承受能力, 预计低利率的环境还不会马上改变, 因此, 房地产市场仍然会是资金重点流入的对象。

图 23: 中国货币供应增速 (M1/M2)



数据来源: Wind资讯

4.2. 影响房地产市场的不确定因素越来越多

首先, 2009 年中国的房价涨幅已超出历史上任何一个年份, 短期之内的涨幅过大也需要进行一段时间的调整;

其次, 政府的政策已经发生来微调, 可以预见的是, 2010 年政府考虑的应该不会再是怎么扶持房地产市场的问题, 而是什么时候进行调控以及如何调控的问题;

再有, 随着以色列、澳大利亚、越南等国相继提高利率以及印度法定流动率, 回收流动性已经越来越摆上各国政府的日程。下一步, 美、欧等发达国家何时回收流动性, 中国何时提高利率只是时间的问题。

综合以上因素, 我们认为 2010 年上半年的行业走势依然是正面的, 同时我们也认为中国房地产市场在一个可预见的时间之内将会面临一定的调整。

五、2009 年房地产行业选股策略

5.1. 如何配置房地产行业股票

我们认为, 以“高位横盘”来形容中国房地产业目前的现状最为合适。一方面, 在经历了 2009 年的井喷式复苏后, 全国的商品房总体上看无论从房价还是从成交量上均已创出历史新高, 进行一下调整也是需要的; 另一方面, 美元的大幅贬值从而引发的全球流

动性泛滥仍在继续，而中国政府也仍在坚定不移地执行宽松的货币政策，M1、M2 增幅也都创下近年来的新高，有利于资产价格上涨的背景因素依然存在；同时，由于中国严控土地供给闸门的政策在一个较长时期内限制了新房供给的大幅增加，因此继政府在年中对房地产的扶持政策进行了微调以后，下一阶段政府的政策会是行业发展会如何演变的重要砝码。在经济尚未走出明确的复苏，政府未主动收缩流动性以及通胀尚未明显抬头的情况下，考虑到经济复苏的预期，我们继续维持房地产行业优于大势的投资评级，建议**标配**地产股。

5.2. 投资哪些股票

我们注意到，2009 年下半年投资者的风险偏好明显增强，这主要表现在相当部分的地产重组股、部分涉及房地产的多样化经营的公司以及部分局限于二、三线城市开发的小盘地产股都取得了非常大的涨幅，这些股票中虽然也不乏基本面良好的公司，但整体来看估值都已不低，因此，我们建议投资者在 2010 年需要控制投资风险，建议投资者把目光调整到一线地产股上来。

2010 年我们重点推荐的股票有：万科 A、保利地产、金地集团、信达地产、华发股份、海星科技、ST 东碳。

表 2: 重点公司盈利 (EPS) 预测表:

公司简称	2009EPS	2010EPS	09PE	10PE	09PB	投资评级
万科股份	0.48	0.59	24	19	3.63	推荐
保利地产	0.94	1.28	26	19	3.75	推荐
金地集团	0.63	0.72	25	21	2.75	推荐
信达地产	0.36	0.45	33	26	3.95	推荐
华发股份	0.9	0.95	24	23	3.76	谨慎推荐
海星科技	0.41	0.6	34	23	5.37	谨慎推荐
ST 东碳	0.35	0.75	36	17	--	谨慎推荐

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。