

投资评级 增持

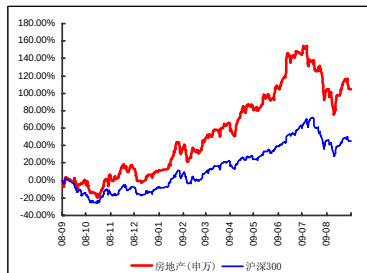
2009年11月20日

销售“盛宴之后” 利润“卯吃寅粮”

——2010年房地产行业投资策略

投资要点:

行业指数走势



资料来源: Wind 资讯

相关报告:

2009/03/25, 销售阶段性回暖带来投资机会;

2009/06/19, 在通胀和业绩预期中前行;

2009/07/15, 行业信心进一步提升 新开工面积环比大增;

2009/07/28, 销售进入传统淡季不改行业向好趋势;

2009/08/20, 价格、销量、政策: 短期不确定性增大;

2009/09/03, 房地产行业上市公司半年报综述;

2009/09/21, 还看成交量

- **宏观背景。**国际经济复苏趋稳, 加息预期强烈; 中国经济三季度驶入快车道, 四季度同比增速有望加快, 刺激性宏观政策的基调开始变化, 宏观调控目标从单一的增长向调结构、防通胀转型, 经济工作安排也从注重扩大内需向求稳定、重质量转变, 货币政策依然宽松, 收紧预期加强, 积极财政政策仍将继续。
- **行业运行状况回顾。**09年10月份全国房地产开发景气指数为102.03, 连续三个月站到100点以上水平。1-10月, 全国完成房地产开发投资28439.7亿元, 同比增长18.9%; 商品房销售面积6.64亿平方米, 同比增长48.4%; 商品房销售额3.15万亿元, 同比增长79.2%; 商品房施工面积28.83亿平方米, 同比增长16.4%; 新开工面积8.14亿平方米, 同比上升3.3%, 09年新开工面积增速首次为正; 竣工面积3.77亿平方米, 同比增长22.8%。
- **上市公司经营状况。**上市房地产企业09年前三季度共实现营业收入1416.81亿元, 同比增长25.36%, 共实现归属于母公司股东的净利润总额为200.04亿元, 同比增长29.74%。总体上, 毛利率同比下滑, 预收账款大幅上升, 未来业绩保障度高, 资金链大为改善, 偿债能力加强, 行业集中度提高。二级市场上, 受国家对经济的刺激政策及各级政府对行业发展的支持, 房地产行业在2009年走出了超越大盘的行情。
- **行业未来展望。**城市化进程是支持行业看多的重要因素, 我们从城市化的角度出发, 测算2010年全国商品房销售面积将很难再现09年的盛况, 二三线城市或将成为2010年房地产市场亮点, 但由于期房预售及商品房销售收入的特殊结算周期, 房地产企业盈利状况与其销售情况有一定的滞后期, 09年的销售盛宴给10年留下了大量的预售账款可供结转, 转化成财务报表上的利润, 预计10年行业净利润同比增长8%-18%, 房地产开发投资增速将保持目前的上升态势, 恢复到房改后近10年20%左右的平均水平, 现有刺激性政策将逐步淡出。
- **投资评级与建议。**2009年地产板块在政策及流动性充裕的刺激下强劲上扬, 大幅超越大盘走势, 许多个股出现数倍涨幅, 随着经济复苏趋稳, 经济增长也回到常规水平, 2010年股票市场难再现2009年的盛况, 而是回归到一种正常增长的水平。目前A股主流房地产公司估值仍具有良好的安全边际, 从近期相关机构的讲话中透露出政策面维稳的预期, 我们依然看好房地产股在经济稳定增长、城市化进程继续、人民币升值、资产价格上涨预期、主要城市库存量处于谷底等背景下的投资机会, 维持行业的“增持”评级, 依据对行业的分析结果, 相对看好2010年一季度地产板块的行情, 建议从现在开始逢低吸纳。



邓咸锋



0512-62938650



dengxf@gsjq.com.cn



2009年11月20日

目 录

1、宏观背景：保增长，调结构，防通胀	4
1.1 国际经济复苏趋稳，加息预期强烈	4
1.2 中国经济三季度驶入快车道，四季度同比增速有望加快	4
1.3 “保增长调结构”下的政策预期	5
1.3.1 货币政策依然宽松，收紧预期加强	5
1.3.2 积极财政政策仍将继续	5
2、09 年房地产行业运行回顾	6
2.1 房地产市场运行数据解读	6
2.2 重点城市房地产情况	9
2.3 土地市场由低迷转向活跃，土地价格稳步增长	12
3、上市公司市场表现	14
3.1 上市房地产企业前三季度业绩回顾	14
3.1.1 营业收入和净利润分别同比增长 25.36%、29.74%	14
3.1.2 毛利率同比下滑	15
3.1.3 预收账款大幅上升，未来业绩保障度高	16
3.1.4 资金链大为改善，偿债能力加强	17
3.1.5 行业集中度提高	17
3.2 板块 09 年市场表现	19
3.3 估值情况比较	19
4、房地产行业未来展望	21
4.1 房地产投资增速将恢复到 20%左右的平均水平	21
4.2 09 年的销量将成历史高峰，10 年利润或超预期	22
4.3 相关政策的猜想	25
4.4 二三线城市或将成为 2010 年房地产市场亮点	25
5、投资思路的选择	26
5.1 加息前半段，地产股表现强势	26
5.2 统计结果显示一年之计在于春	26
5.3 商业地产具备战略投资价值	28
5.4 重点个股	28

图表目录

图表 1：全国房地产市场运行数据	6
图表 2：房地产开发综合景气指数	7
图表 3：房地产开发投资意愿上升	7
图表 4：商品房销售及竣工面积	7
图表 5：商品房月度销售金额及销售价格	7
图表 6：土地购置、开发面积及增速	8
图表 7：商品房新开工面积、施工面积及增速	8
图表 8：开发商资金状况良好	9
图表 9：北京月度房屋销售情况	9

图表 10: 北京商品住宅价格走势	9
图表 11: 上海月度房屋销售情况	10
图表 12: 上海商品住宅价格走势	9
图表 13: 深圳 09 月度房屋销售情况	10
图表 14: 深圳商品住宅成交价格走势图	10
图表 15: 天津房屋销售情况	11
图表 16: 天津商品住宅成交价格走势图	10
图表 17: 上海商品住宅可售面积 (万 m ²)	11
图表 18: 北京住宅可售面积 (m ²)	11
图表 19: 深圳一手房可售面积 (m ²)	12
图表 20: 2009 年 1-9 月全国重点城市土地交易情况	12
图表 21: 2009 年 1-9 月全国成交地块总价排行榜前 10	14
图表 22: 行业盈利能力情况	14
图表 23: 重点公司毛利率情况	16
图表 24: 重点公司期间费用率情况	15
图表 25: 重点公司预收账款情况	16
图表 26: 重点公司资产负债率情况	17
图表 27: 重点公司资产负债率情况	16
图表 28: 重点公司流动比率情况	17
图表 29: 重点公司速动比率情况	16
图表 30: 行业市场集中度情况	18
图表 31: 09 年房地产板块市场走势图	19
图表 32: 行业估值水平的横向比较 (09 年预测 PE)	20
图表 33: 房地产板块历史静态市盈率走势图	20
图表 34: 房地产板块历史静态市净率走势图	19
图表 35: 万科 A (000002) PE、PB 走势图	21
图表 36: 保利地产 (000048) PE、PB 走势图	20
图表 37: 招商地产 (000024) PE、PB 走势图	21
图表 38: 金地集团 (600383) PE、PB 走势图	20
图表 39: 房地产开发投资占当年城镇固定资产投资比例	22
图表 40: 97 金融危机后固定资产投资增速先高后低	21
图表 41: 商品房新开工面积、施工面积及增速	22
图表 42: 中国城市化水平及商品房销售面积预测	23
图表 43: 中国城市化进程	24
图表 44: 城镇人均商品房销售面积	23
图表 45: 2007 年加息周期地产股表现	26
图表 46: 2000 年以来房地产板块单季度市场表现情况统计	27
图表 47: 金融机构新增贷款与房地产板块市场情况对比	28
图表 48: 房地产板块走势与人民币汇率走势	28

2005-2007 年，中国房地产市场迅速发展，终于在 2007 年底达到了空前的繁荣，房价在国家调控及民众的吵闹声中连创新高，地王层出不穷；2008 年，次贷引发的国际金融危机愈演愈烈，我国经济也受到了强大的冲击，房地产市场上出现了购房者与开发商长时间的博弈，房屋成交量开始出现拐点，房价经历了一个合理的调整与回归；2009 年初，当各界还弥漫着悲观的预期时，房地产行业却在国家政策强心针的刺激下，一路高歌猛进，成交量更是一举超过 2007 年同期水平，伴随着天量成交量的出现，各地房价也迅速收复失地，不少城市房价更是再创新高，而久违的地王又一次汹涌而出，2007 年时房地产市场的情景仿佛再现；在 2009 年政策、成交量及土地三道大餐的“盛宴”之后，2010 年的房地产市场是否又会重复 2008 年时的老路，我们和投资者一样迫切的寻求着答案。

1、宏观背景：保增长，调结构，防通胀

1.1 国际经济复苏趋稳，加息预期强烈

从近期的经济数据来看，美国经济复苏的迹象越发明显，09 年三季度美国 GDP 环比（折年率）增长 3.5%，比上季大幅上升 4.2 个百分点，是连续四个季度衰退后首次实现正增长，政策刺激是美国经济大幅回升的重要原因。

欧盟统计局公布的数据显示，09 年第三季度，欧元区经济环比增长 0.4%，结束了连续 5 个季度的经济萎缩势头，从而正式走出自 1999 年成立以来的首次经济衰退。欧元区两大经济体德国和法国的经济在第三季度分别环比增长 0.7%和 0.3%。目前，欧元区信贷紧缩的状况已经得到根本缓解，金融市场正趋于正常化。欧洲央行近日公布的银行借贷调查报告显示，欧元区 16 国银行在信贷方面已经有所放松，并且有望进一步放松对企业的信贷要求。这表明欧元区信贷收紧的趋势正在出现拐点，整个金融市场情况也逐步走向正常化。

伴随以色列、澳大利亚和挪威的相继加息，以及印度上调银行购买国债的比例之后，市场开始担忧全球主要经济体将收紧各国的货币政策，全球性的加息预期更加强烈。

1.2 中国经济三季度驶入快车道，四季度同比增速有望加快

根据国家统计局公布的数据显示，2009 年前三季度国内生产总

值 217817 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%。分季度看，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%，三季度增长 8.9%，09 年四季度同比增速有望加快，呈现逐季加快态势。

从宏观经济三驾马车来看，投资仍是拉动经济增长的主力，未来继续上行空间有限；消费表现较好，未来仍将平稳运行；进出口在 9 月超预期改善，净出口贡献在四季度有望转正。截至 2009 年三季度末，城镇固定资产投资累计同比增速高达 33.3%，较二季度末高 0.3 个百分点；消费累计同比增长 15.1%，较二季度末高 0.1 个百分点；进出口累计同比增速为 20.9%，降幅较二季度末收窄 1.5 个百分点。

物价同比降幅收窄，通胀预期加强。2009 年前三季度，居民消费价格（CPI）同比下降 1.1%；2009 年前三季度，工业品出厂价格（PPI）同比下降 6.5%，截至 9 月份环比连续六个月上涨，其中 9 月份环比上涨 0.6%。物价指数同比降幅的双收窄，以及环比上涨的出现，导致市场通胀预期加强。在最近一期的国务院常务会议中，管理通胀预期首次成为 2009 年政府的政策目标，这表明政策层面对通胀的预期抬头有所担忧。

1.3 “保增长调结构”下的政策预期

1.3.1 货币政策依然宽松，收紧预期加强

截至 10 月末，金融机构人民币贷款余额 39.3 万亿元，比年初增加 8.95 万亿元，同比多增 5.29 万亿元，信贷的大幅增长成为支撑投资增速高位运行，并进而成为拉动经济增长的主力。当前的货币政策依然十分宽松，但随着信贷政策数量累积效应的出现，市场对信贷收紧乃至货币政策收紧预期有所加强，但这依然不改货币政策适度宽松基调。

1.3.2 积极财政政策仍将继续

国务院在常务会议上称，前三季度中国经济发展好于年初预期，回升向好趋势得到巩固，但基础还不稳定，将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。与此同时，区域经济政策走上前台。4-6 月份国务院批准了一系列区域发展规划，表明国家将进一步实施积极的区域政策，落实促进区域协调发展的财税优惠政策，培育经济新增的长极。三季度，国务院先后通过了《关于进一步实施东北

地区等老工业基地振兴战略的若干意见》与《关于应对国际金融危机保持西部地区经济平稳较快发展的意见》等以区域经济为对象的政策，区域经济政策从而成为继年初十大产业振兴规划的又一政策亮点。随着短期刺激政策效应的衰减，而长期刺激政策作用在短期的难以显现，预计在未来几个月里，政府将陆续下拨中央专项投资，继续发挥投资对经济的支持作用，降低经济因政策衰减出现的不进则退的风险。

在国务院四季度经济工作会议上，国内刺激性宏观政策的基调开始变化，宏观调控目标从单一的增长向调结构、防通胀转型，经济工作安排也从注重扩大内需向求稳定、重质量转变。

2、09 年房地产行业运行回顾

在国家保增长的政策刺激下，房屋购置成本迅速下降，加上开发商打折销售等主动降价因素，2008 年尚处于水深火热中的房地产企业在 2009 年上半年迅速复苏，房屋成交量不断创出天量，一些城市住宅商品房市场甚至再现“一房难求”的盛况，不少开发商再度开始捂盘惜售，重点城市房价也是节节攀升，快速反弹到 2007 年时的高点水平，各地“地王”不断被快速刷新，令大众瞠目结舌，行业一片欣欣向荣。

2.1 房地产市场运行数据解读

图表 1：全国房地产市场运行数据

	单月及年度累计值			同比增速 (%)		
	2009 年 1-10 月	2009 年 10 月	1-10 月	1-9 月	2009 年 10 月	2009 年 9 月
投资						
房地产开发投资 (亿元)	28440	3389	18.9%	17.7%	33.4%	37.1%
住宅开发投资 (亿元)	19954	2372	14.1%	13.4%	-	-
建设						
商品房施工面积 (亿平方米)	28.83	1.08	16.4%	15.4%	47.9%	65.9%
商品房新开工面积 (亿平方米)	8.14	0.82	3.3%	-0.44%	55.4%	55.4%
商品房竣工面积 (亿平方米)	3.77	0.43	22.8%	24.7%	10.3%	23.5%
销售						
商品房销售面积 (亿平方米)	6.64	0.80	48.4%	44.8%	81.8%	57.9%
商品房销售金额 (万亿元)	3.15	0.40	79.2%	73.4%	133.6%	97.0%
土地						
土地购置面积 (亿平方米)	2.41	0.26	-18.7%	-22.1%	23.8%	7.7%

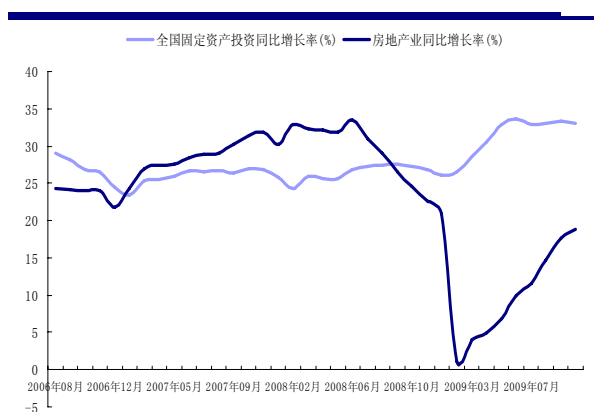
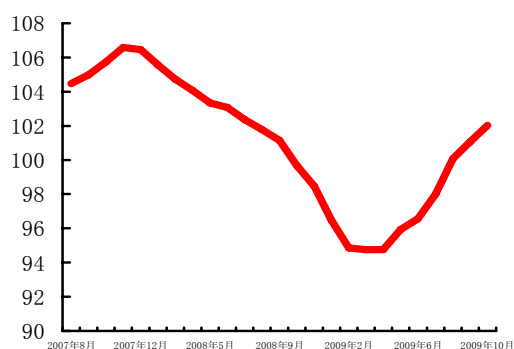
土地开发面积（亿平米）	1.84	0.17	-4.65%	-6.61%	13.3%	28.6%
-------------	------	------	--------	--------	-------	-------

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所整理

国家统计局报告显示，09 年 10 月份全国房地产开发景气指数为 102.03，连续三个月站到 100 点以上水平。1-10 月，全国完成房地产开发投资 28439.7 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。10 月单月全国完成房地产开发投资额 3389.3 亿元，同比增长 33.4%，环比上月下降 13.2%，环比上升势头有所回落。

图表 2：房地产开发综合景气指数

图表 3：房地产开发投资意愿上升



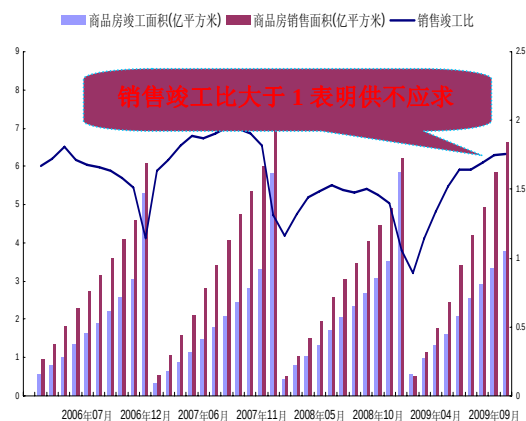
资料来源：国家统计局网站

资料来源：Wind 资讯

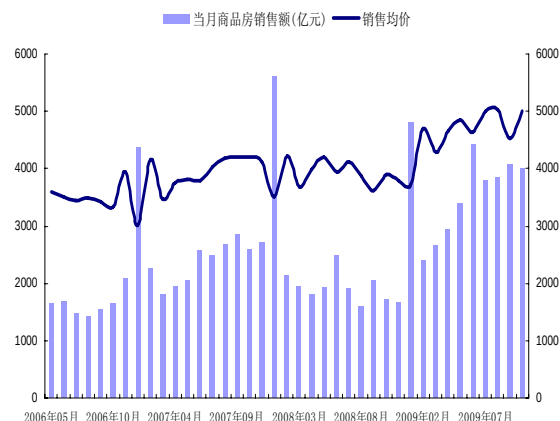
1-10 月，全国商品房销售面积 6.64 亿平方米，同比增长 48.4%；商品房销售额 3.15 万亿元，同比增长 79.2%。10 月单月商品房销售面积同比增长 81.8%，销售金额同比增长 133.6%，增速比 9 月均有扩大。

图表 4：商品房销售及竣工面积

图表 5：商品房月度销售金额及销售价格



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

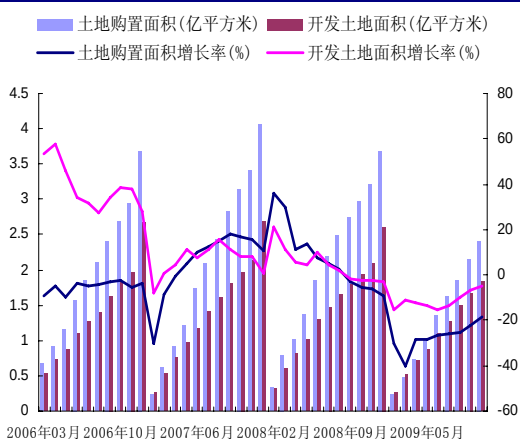


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

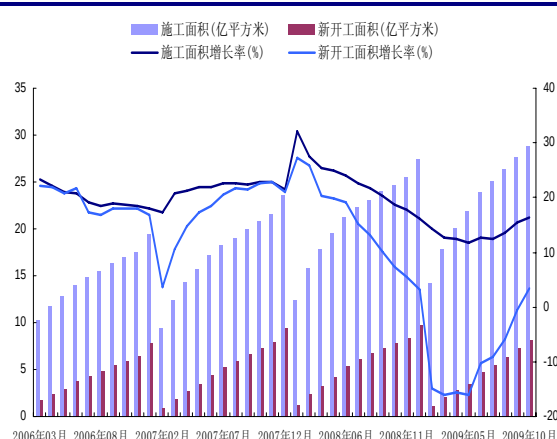
1-10 月: 商品房施工面积 28.83 亿平方米, 同比增长 16.4%, 增幅比 1-9 月提高 1 个百分点; 新开工面积 8.14 亿平方米, 同比上升 3.3%, 09 年新开工面积增速首次为正; 竣工面积 3.77 亿平方米, 同比增长 22.8%, 比 1-9 月同比增速下降 1.9 个百分点。10 月单月商品房施工面积 1.08 亿平方米, 同比上升 47.9%, 新开工面积 0.82 亿平方米, 同比上升 54.7%; 竣工面积 0.43 亿平方米, 同比增长 10.3%, 增速环比下降 13.2 个百分点。

图 6: 土地购置、开发面积及增速

图 7: 商品房新开工面积、施工面积及增速



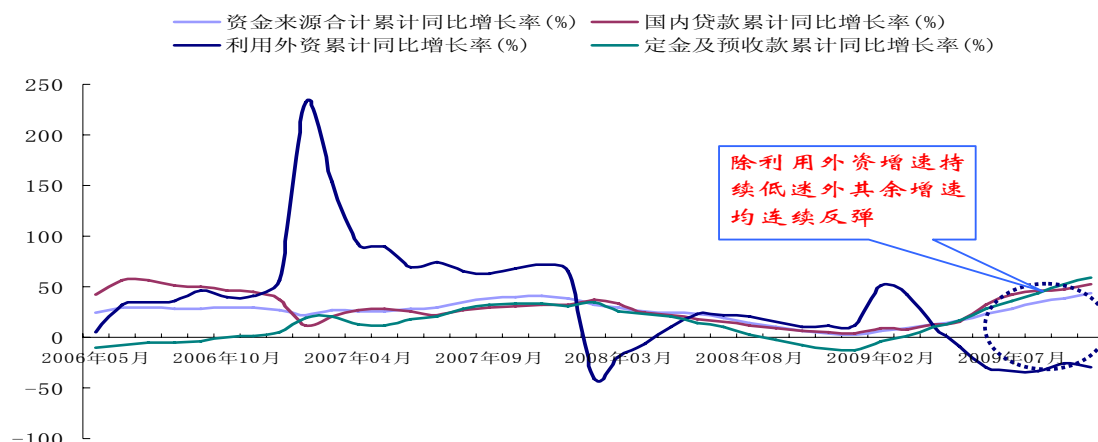
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1-10 月, 房地产开发企业本年资金来源 44034 亿元, 同比增长 43.4%。其中, 国内贷款 9119 亿元, 同比增长 53%; 利用外资 376.56 亿元, 同比下降 29.56%; 企业自筹资金 14319.7 亿元, 同比增长 16.7%; 其他资金 20218.2 亿元, 同比增长 69.5%。在其他资金中, 定金及预收款 11755.1 亿元, 同比增长 59.2%。房地产企业资金情况逐月得到改善, 资金链情况甚至是近几年难得一见的好状况。

图表 8：开发商资金状况良好

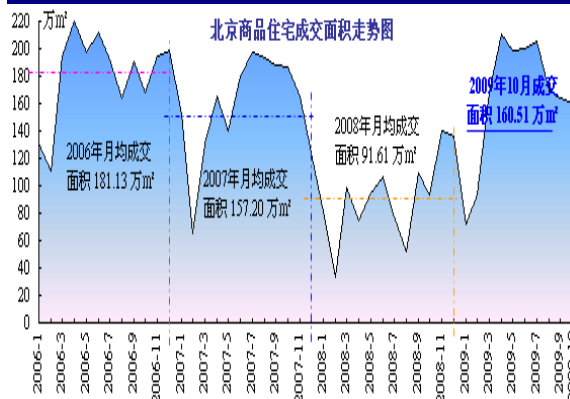


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2 重点城市房地产情况

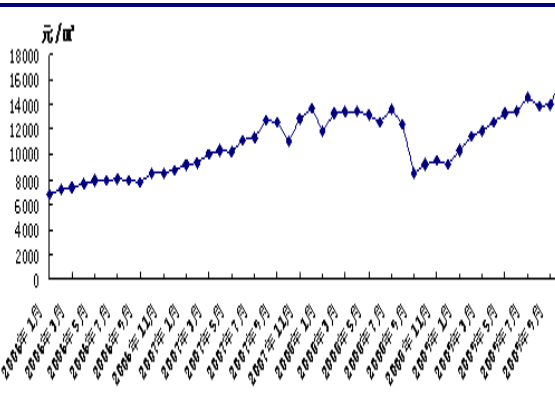
北京：10 月末，北京市商品住宅可售套数 103249 套，可售面积为 1380.93 万平方米，环比上月下降 1.72%，同比 2008 年 10 月下跌约 226%，处于 09 年以来的最低水平。10 月北京市商品住宅成交 14021 套，成交面积 160.51 万平方米，环比小幅下跌 4.15%；09 年 1-10 月总成交面积达到 1646.57 万平方米，同比去年增长 125.71%。

图表 9：北京月度房屋销售情况



资料来源：搜房网

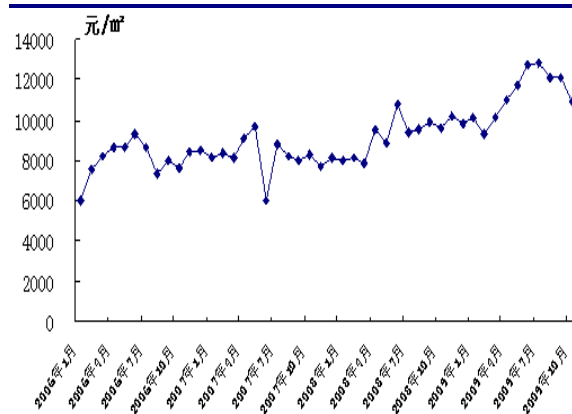
图表 10：北京商品住宅价格走势图



资料来源：搜房网

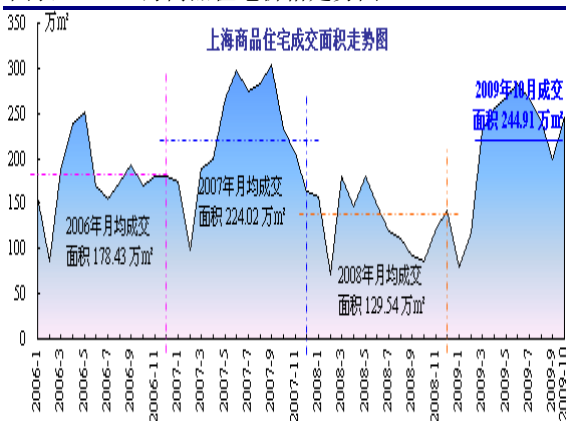
上海：截止 10 月底，上海住宅可售面积跌至 520.17 万平米，但同比 2008 年同期下跌约 35%，处于 2008 年以来较低水平。10 月上海市商品住宅成交 23430 套，成交面积在连续 3 个月走跌后上涨至 244.91 万平方米，环比上涨近 20%；1-10 月总成交面积为 2190.23 万平米，同比去年增加约 81.6%。10 月上海商品住宅成交价格下调，环比下降 9.86%。

图表 11：上海月度房屋销售情况



资料来源：搜房网

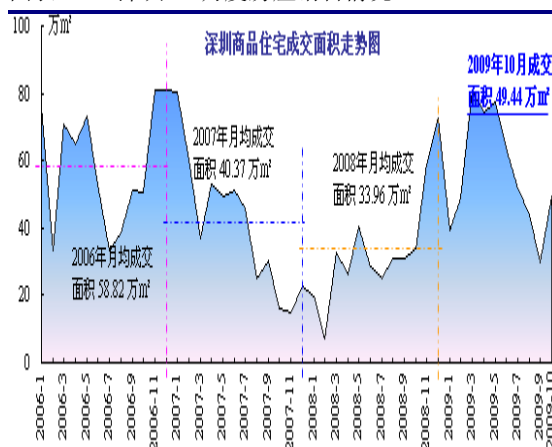
图表 12：上海商品住宅价格走势



资料来源：搜房网

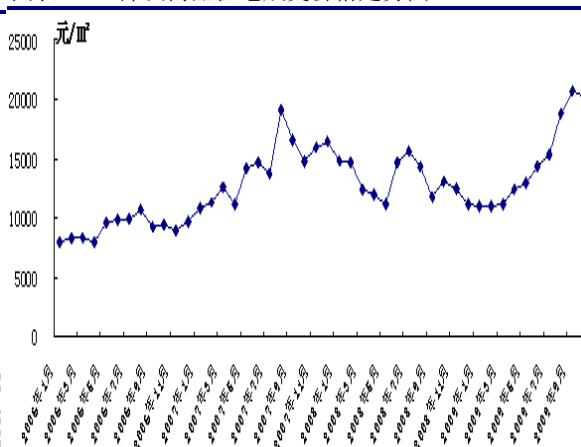
深圳：10月深圳市商品住宅成交 5943 套，成交面积 49.44 万平方米，环比大幅上涨 52.85%，接近本年 7 月份成交水平；1-10 月总成交面积达到 562.30 万平米，同比去年上涨 133.11%。10 月深圳商品住宅成交价格转而下调至 20175 元/平米，环比下跌 3.08%，但仍保持在 20000 元/平方米以上。

图表 13：深圳 09 月度房屋销售情况



资料来源：搜房网

图表 14：深圳商品住宅成交价格走势图

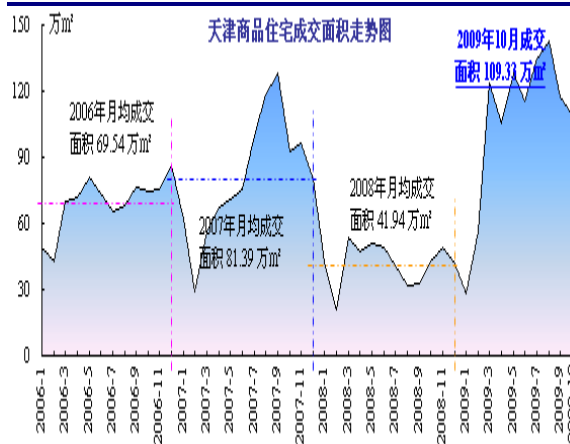


资料来源：搜房网

天津：10月天津市商品住宅成交 10781 套，成交面积 109.33 万平方米，环比下跌 10.37%，与 09 年 7 月成交水平相当；1-10 总成

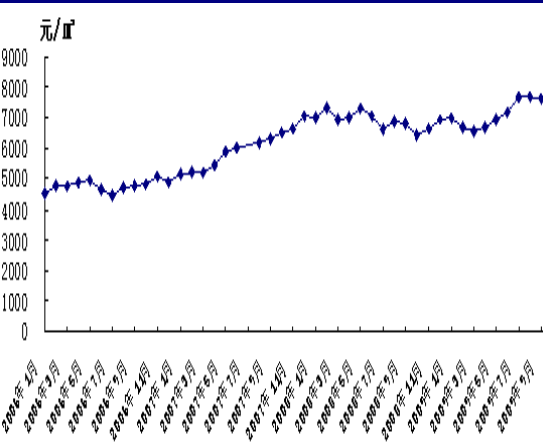
交面积达到 1066.88 万平方米，同比增长约 189.14%，远好于去年同期水平。10 月天津商品住宅成交价格上涨至 8025 元/平方米，达到本年最高水平。

图表 15：天津房屋销售情况



资料来源：搜房网

图表 16：天津商品住宅成交价格走势图



资料来源：搜房网

三大城市库存大幅降低：经过这一轮去库存化后，重点城市住房可售面积均大幅下降，消化周期大为缩短，地产企业再度出现捂盘惜售现象，政府也不断出台相关措施进行整顿，但市场供应量仍没有很大改观，企业进入再次库存阶段。

图表 17：上海商品住宅可售面积（万 m²）



资料来源：Wind 资讯

图表 18：北京住宅可售面积（m²）



资料来源：Wind 资讯

图表 19：深圳一手房可售面积（m²）



资料来源：Wind 资讯

2.3 土地市场由低迷转向活跃，土地价格稳步增长

2009 年中国土地市场变化明显，市场调整迅速。1-3 月，经济危机未见谷底，开发企业资金短缺，土地市场观望气氛浓厚，市场低迷。3 月以后，国家出台一系列宏观调控政策，银行加大资金扶持力度。随着中国经济企稳向好，土地市场明显活跃，产生了一大批“地王”，市场活跃程度甚至超过 07 年。土地政策方面变化明显，由 2009 年年初的放松银根、延长出让金缴纳期限、放宽开竣工时间到目前打击囤地、对土地征收闲置费、没收未缴清地价款的“地王”。

土地市场企稳向好，住宅用地累计供应量首次超过去年同期水平。根据搜房网的统计，1-9 月，全国 60 个城市累计推出土地 6642 宗，同比增加 8%，推出土地面积 31512 万平方米，同比增加 17%；累计成交土地 4873 宗，同比增加 55%，成交土地面积 23083 万平方米，同比增加 40%。其中，住宅用地需求强劲，成交量连续 8 个月呈增长态势，住宅用地平均楼面价格稳步上涨。5 月以后住宅用地平均楼面价格突破 1500 元/平方米，8 月接近 2000 元/平方米，9 月突破 2000 元，高达 2691 元/平方米。

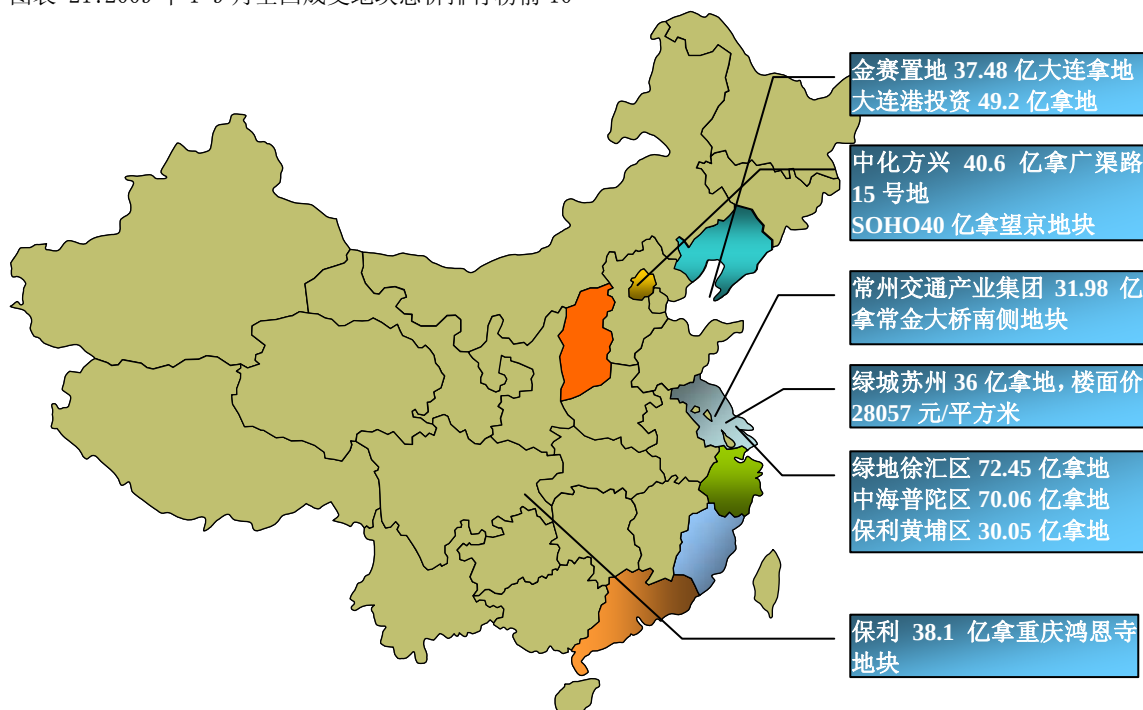
图表 20：2009 年 1-9 月全国重点城市土地交易情况

城市	总体市场						住宅市场					
	宗数		用地面积 (万 m²)		楼面价格 (元/m²)		宗数		用地面积 (万 m²)		楼面价格 (元/m²)	
	推出	成交	推出	成交	推出	成交	推出	成交	推出	成交	推出	成交
北京	191	192	1024	969	2014	3390	65	62	503	478	2539	4501
上海	332	319	1355	1277	2005	3433	56	57	432	418	3325	7334
广州	70	64	298	271	1193	1755	14	14	54	54	2290	3854

深圳	48	38	171	153	2316	2948	8	8	53	53	3946	6156
天津	659	606	5237	4891	870	894	100	90	1615	1514	1267	1225
杭州	399	299	848	688	2634	3998	142	105	433	347	3500	5781
南京	163	110	805	531	1165	1839	59	40	349	205	1776	2843
武汉	365	242	1838	1212	421	874	171	116	995	649	491	1086
重庆	211	166	1222	1059	1196	1428	96	79	603	543	1274	1571
成都	228	162	1068	630	637	717	93	56	474	275	768	961
沈阳	319	172	1996	1119	615	840	108	50	789	325	591	993
青岛	306	190	1084	768	819	862	80	51	488	364	1198	1205
济南	113	72	646	468	1332	1477	43	31	346	286	1593	1530
苏州	189	158	582	487	1300	2533	28	27	191	180	2869	6596
宁波	450	375	1097	902	697	1594	113	100	372	344	1342	2668
无锡	215	202	707	655	881	1263	44	44	250	207	1225	2099
厦门	55	31	297	182	2481	4234	27	23	156	140	3502	5032
福州	24	21	101	95	1801	2815	12	11	78	74	2045	3254
东莞	68	60	312	243	1128	1232	34	28	148	106	1509	1832
长春	96	55	369	177	463	889	27	14	181	70	741	1261
大连	197	103	1470	515	2345	2308	96	60	627	451	1718	2251
吉林	129	10	336	9	424	308	55	10	124	9	189	308
长沙	74	54	229	128	549	623	38	29	135	79	632	627
南昌	60	51	272	266	580	710	17	17	81	91	944	1168
太原	59	51	449	266	659	845	28	18	326	230	1300	875
郑州	97	33	327	136	1446	525	23	13	125	53	828	625
洛阳	25	15	125	103	223	700	18	12	107	102	711	700
哈尔滨	113	87	553	508	571	656	63	45	373	334	664	785
西安	119	106	405	390	348	738	58	51	239	230	377	855
昆明	124	83	559	410	542	617	63	27	239	151	757	856

资料来源：中指研究院，搜房网

图表 21:2009 年 1-9 月全国成交地块总价排行榜前 10



资料来源：中指研究院，搜房网

3、上市公司市场表现

3.1 上市房地产企业前三季度业绩回顾

图表 22：行业盈利能力情况

	09 前三季度	08 前三季度	同比增长率%
营业收入（亿元）	1416.81	1130.19	25.36
营业成本（亿元）	901.97	693.09	30.14
销售毛利率 %	36.34	38.68	下降 2.34 个百分点
销售费用（亿元）	47.94	45.1	6.3
管理费用（亿元）	68.5	67.36	1.69
财务费用（亿元）	31.7	24.87	27.46
期间费用（亿元）	148.14	137.33	7.87
期间费用率 %	10.46	12.15	下降 1.69 个百分点
净利润（亿元）	200.04	154.18	29.74
销售净利率 %	14.12	13.64	上升 0.48 个百分点
预收账款（亿元）	1853.56	1142.33	62.26
货币资金（亿元）	1759.61	991.78	77.42

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

3.1.1 营业收入和净利润分别同比增长 25.36%、29.74%

扣除今年新转型地产及 ST 公司，我们对 91 家上市房地产企业

09 年三季报统计结果显示，这些上市公司共实现营业收入 1416.81 亿元，同比增长 25.36%，较半年报时增速扩大，同期全部 A 股营业

收入同比下滑 4.1%，而四大龙头万科收入增长 31.06%，保利地产收入增长 71.09%，金地集团收入同比增长 19.66%，而招商地产收入同比则大幅增长 176.71%，三家超出行业同比增长水平，显示这轮房地产市场回暖的过程中龙头公司获得了更好的成长性。

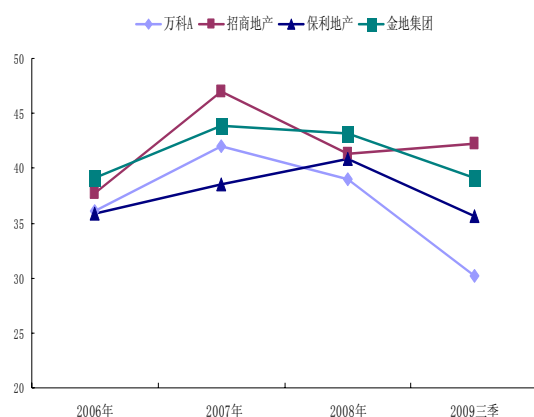
09 年上半年 91 家公司共实现归属于母公司股东的净利润总额为 200.04 亿元，同比增长 29.74%，增速较中期水平大幅加快，同期全部 A 股净利润同比增幅下滑 1.23%，关注一下行业四大龙头的情况，增幅最大的招商地产同比增长 147.24%，其次金地集团同比增长 119.31%，保利地产同比增长 40.98%，万科净利润同比增长 29.92%。91 家上市公司中净利润为正的有 79 家，占比达到 87%，亏损的有 12 家，占比约 13%，同比增长为正的有 50 家，同比增长为负的有 41 家。

总体来看，09 年前三季度房地产行业营业收入和净利润增长情况要好于上市公司整体水平。

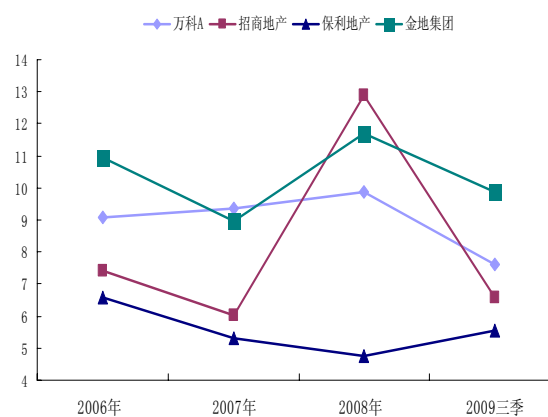
3.1.2 毛利率同比下滑

数据统计结果显示，09 年前三季度房地产上市公司整体毛利率为 36.34%，比 08 年同期下降约 2.34 个百分点，反映了前期高价拿地推动了房地产项目成本的上升，以及 08 年来房价调整因素，从而带来了全行业毛利率的下滑，在四大龙头公司中，只有招商地产仍保持毛利率没有下滑。前三季度 91 家上市房地产公司整体销售净利率 14.12%，08 年同期销售净利率水平位 13.64%，略有上升。行业整体期间费用率为 10.46%，比 08 年同期 12.15%下降 1.69 个百分点，期间费用率的下降一定程度上修复了毛利率下滑对净利润的负面影响，这一点在万科等一些行业龙头公司身上体现的更加明显。整体上我们认为随着 07 年来高价地块相继进入结算期，对房地产企业开发成本的拉高将继续降低 09 年下半年乃至今后两年的毛利率。

图表 23：重点公司毛利率情况



图表 24：重点公司期间费用率情况



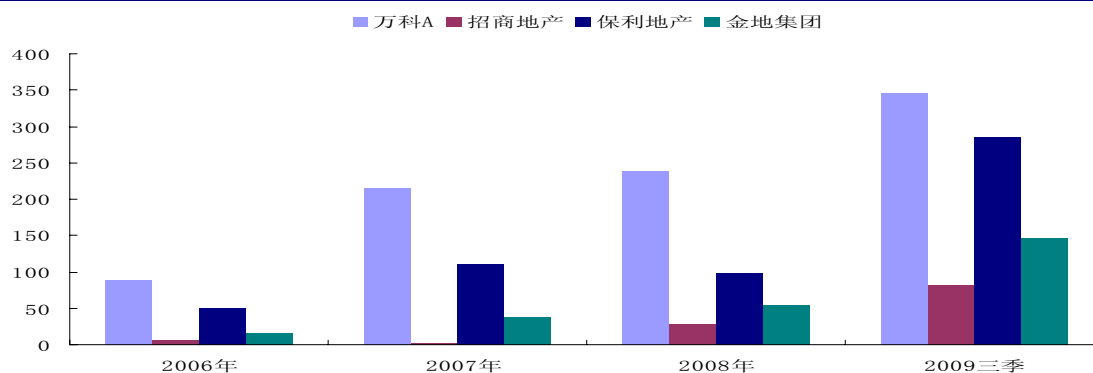
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.1.3 预收账款大幅上升，未来业绩保障度高

数据显示,91 家上市公司预收账款 09 年三季报余额合计 1853.56 亿元,同比大幅上升 62.26%,可结转资源增加,主要原因在于 09 年房地产市场的热销;负债合计 6061.39 亿元,同比上升 31.48%;预收账款占负债的比例为 30.58%,比 08 年同期的 24.78%有所提高;91 家公司存货余额合计 5255.28 亿元,同比增长 22.15%;资产余额合计为 9315.38 亿元,存货占资产比例为 0.56,08 年同期该比例为 0.6,略有下降;经营活动现金流入 09 年三季报为 2302.73 亿元,比 08 年同期的 1285.17 亿元大幅增加了 79.18%,如果以存货/经营活动现金流入来看存货的消化压力,09 年三季报该比值为 2.28,而 08 年三季报该比值为 3.35,存货的消化压力大幅减小,从数据上反映了房地产企业 08 年以来的去库存化的结果。

图表 25：重点公司预收账款情况

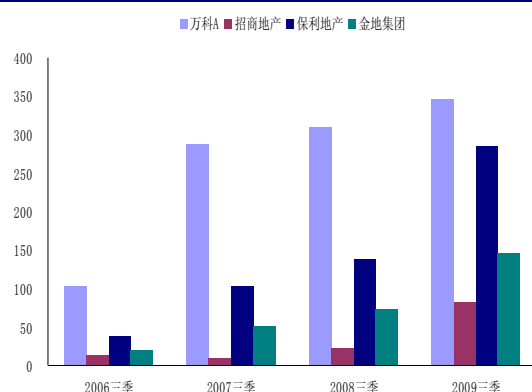


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

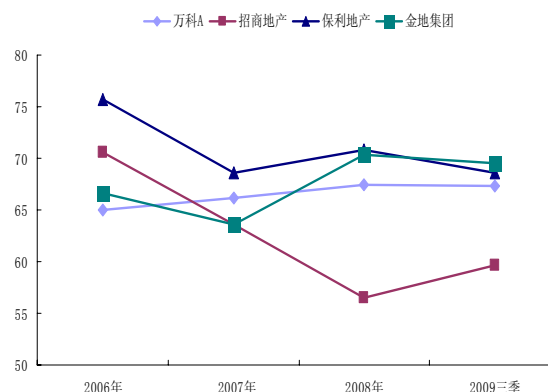
3.1.4 资金链大为改善，偿债能力加强

我们对 91 家 A 股房地产上市公司的分析还显示,09 年三季度报房地产上市公司的现金大量增加,资金状况可说是近年来最好的水平。统计的 91 家上市房地产企业三季度报货币资金余额合计 1759.61 亿元,同比 08 年增长 77.42%; 91 家上市公司经营活动产生的现金流量净额总额为 474.28 亿元,而 08 年同期为-389.85 亿元; 91 家上市公司 09 年三季度末整体资产负债率为 65.07%,相比 08 年同期的 64.49%略有增加,剔除预收款后,91 家公司三季度末整体资产负债率为 45.17%,相比 08 年同期的 48.51%下降明显,流动比率和速动比率基本保持在稳定的状态。

图表 26: 重点公司资产负债率情况

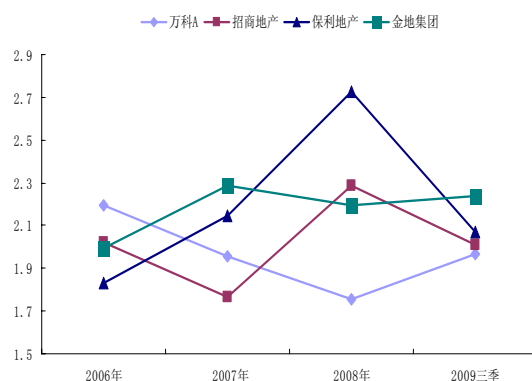


图表 27: 重点公司资产负债率情况



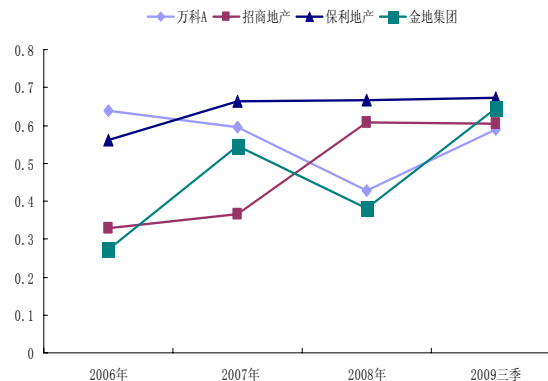
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 28: 重点公司流动比率情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 29: 重点公司速动比率情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3.1.5 行业集中度提高

从我们统计的 91 家上市公司的情况来看, 09 年前三季度排行前 10 名的公司营业收入总额合计 738.21 亿元, 占 91 家房地产上市公司营业收入合计额的 52.1%, 比 08 年同期上升 4.44 个百分点; 从

净利润的情况来看，09 年前三季度前 10 名公司归属母公司的净利润合计 538.68 亿元，占 91 家房地产上市公司归属于母公司的净利润合计额的 54.12%，比 08 年同期上升 3.45 个百分点。

这些数据表明，经过上一轮房地产调控过后，在 09 年房地产市场回暖行情中，品牌企业更加受到市场的认同，得到了更好的发展。09 年前三季度万科、保利地产等行业龙头的销售远远好于行业平均水平，也从具体个案上印证了上述数据。房地产行业作为我国的支柱性行业，国家已经明确表示将全力保障房地产行业的平稳、健康运行，适当的宏观调控将是常态，行业中公司优胜劣汰的过程不可避免，房地产行业龙头企业将凭借品牌、融资、资源整合等方面的优势，逐步提高行业集中度。

图表 30：行业市场集中度情况

09 年前三季度			08 年前三季度		
证券代码	证券简称	营业收入 亿	证券代码	证券简称	营业收入 亿
000002	万科 A	295.44	000002	万科 A	225.42
600048	保利地产	114.51	600048	保利地产	66.93
000024	招商地产	52.87	600383	金地集团	43.51
600383	金地集团	52.07	600067	冠城大通	32.45
600648	外高桥	49.92	600376	首开股份	31.55
601588	北辰实业	42.35	600246	万通地产	30.70
600208	新湖中宝	37.93	000961	中南建设	30.27
000961	中南建设	33.43	000402	金融街	29.28
600663	陆家嘴	30.32	601588	北辰实业	24.48
600067	冠城大通	29.37	000718	苏宁环球	24.09
小计		738.21			538.68
91 家公司合计		1416.81			1130.19
占比 %		52.10			47.66

证券代码	证券简称	净利润亿	证券代码	证券简称	净利润亿
000002	万科 A	29.58	000002	万科 A	22.77
600048	保利地产	17.87	600048	保利地产	12.67
600663	陆家嘴	9.70	600663	陆家嘴	8.64
000402	金融街	9.62	002244	滨江集团	6.02
000024	招商地产	9.61	000718	苏宁环球	5.49
600383	金地集团	7.69	000069	华侨城 A	5.21
601588	北辰实业	6.40	600208	新湖中宝	4.90
600208	新湖中宝	6.29	600895	张江高科	4.46
000069	华侨城 A	5.87	600266	北京城建	4.07
000718	苏宁环球	5.63	000024	招商地产	3.89
小计		108.26			78.12

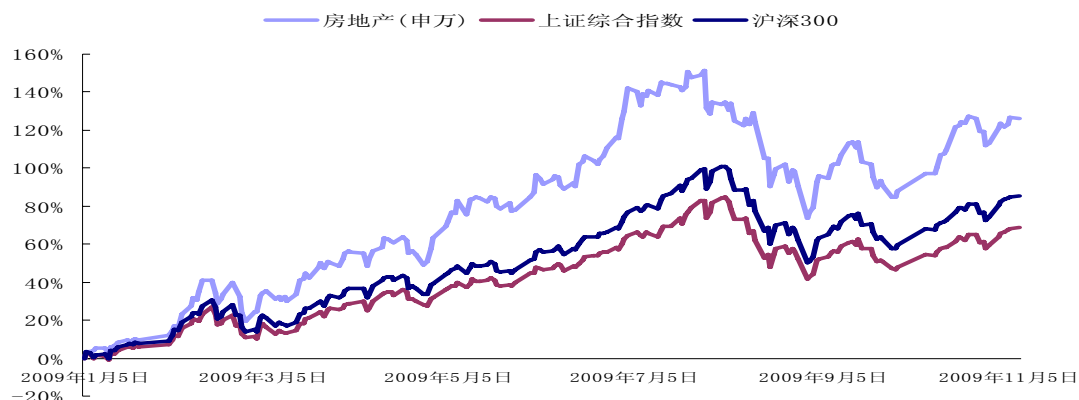
91 家公司合计	200.04	154.18
占比 %	54.12	50.67

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.2 板块 09 年市场表现

2009 年年初至 11 月 20 日，申万一级分类房地产板块指数涨幅为 125.95%，远超同期上证综合指数 68.85%的涨幅及沪深 300 指数 85.65%的涨幅。

图表 31：09 年房地产板块市场走势图

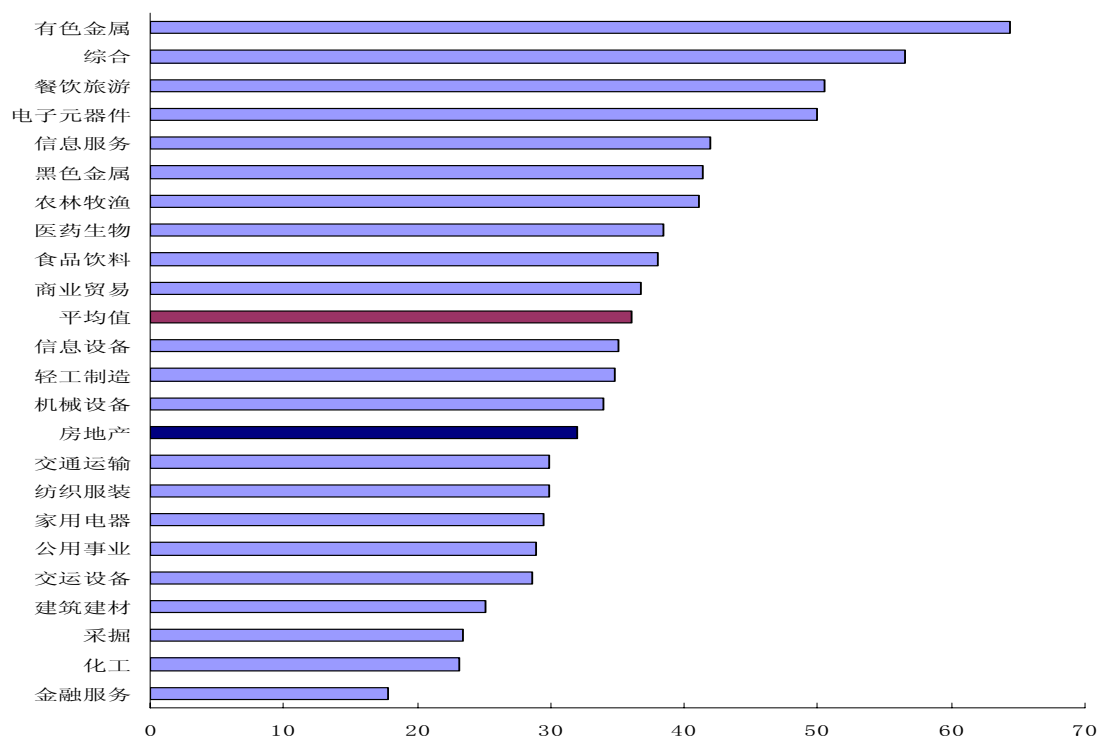


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.3 估值情况比较

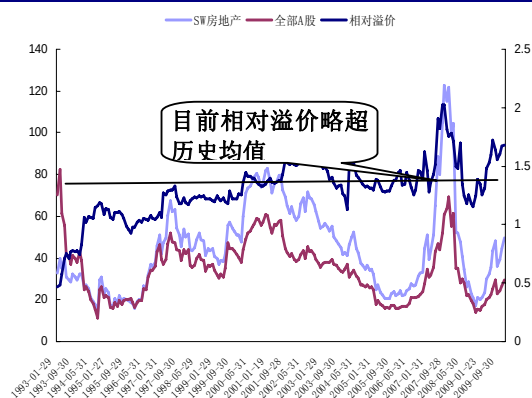
受国家对经济的刺激政策及各级政府对行业发展的支持，房地产行业在 2009 年走出了超越大盘的行情，从而将房地产行业的估值水平与市场平均水平间的差距拉小，但依然略低于平均水平。从纵向历史水平比较，目前房地产板块 PE、PB 处于较低的底部，而从两者与 A 股平均水平比较而言，房地产板块相对溢价均在历史平均水平之上，主要因为 08 年底以来房地产板块相对大盘涨幅更大。从几个重点公司的情况来看，目前的相对估值水平均处在历史相对低位，具备一定的估值优势。

图表 32：行业估值水平的横向比较（09 年预测 PE）



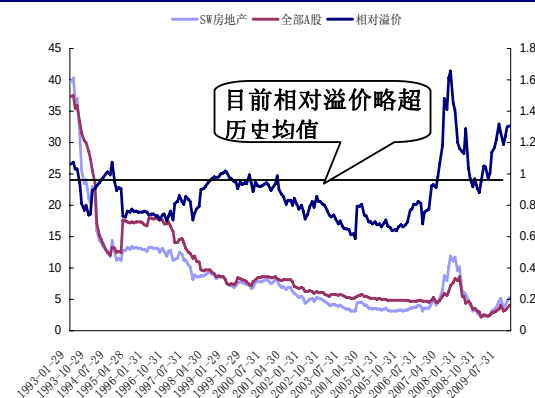
资料来源：东吴证券研究所

图表 33：房地产板块历史静态市盈率走势图



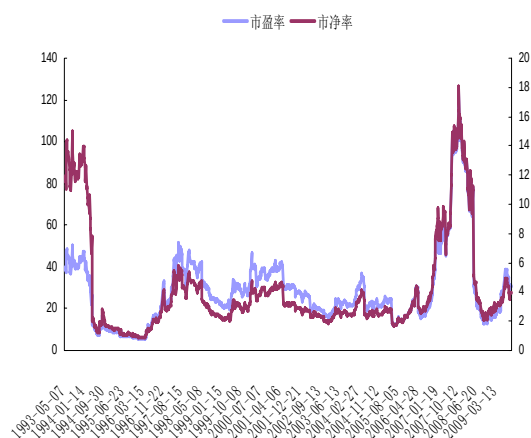
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 34：房地产板块历史静态市净率走势图



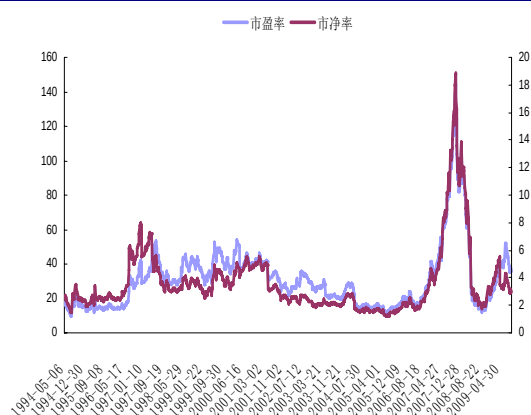
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 35：万科 A（000002）PE、PB 走势图



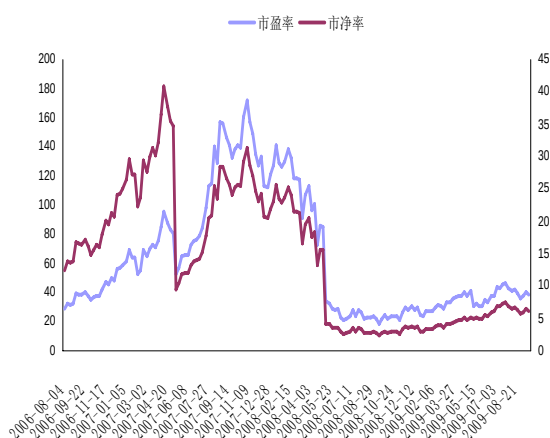
资料来源：Wind 资讯

图表 37：招商地产（000024）PE、PB 走势图



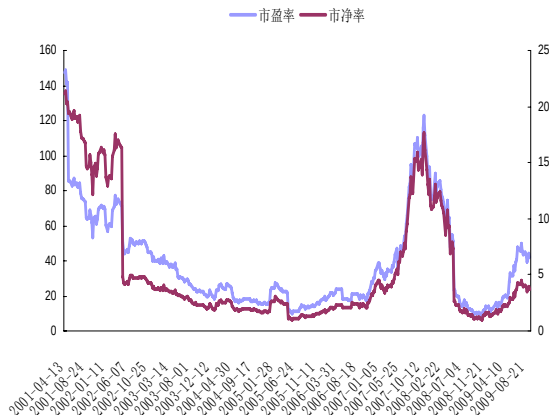
资料来源：Wind 资讯

图表 36：保利地产（000048）PE、PB 走势图



资料来源：Wind 资讯

图表 38：金地集团（600383）PE、PB 走势图



资料来源：Wind 资讯

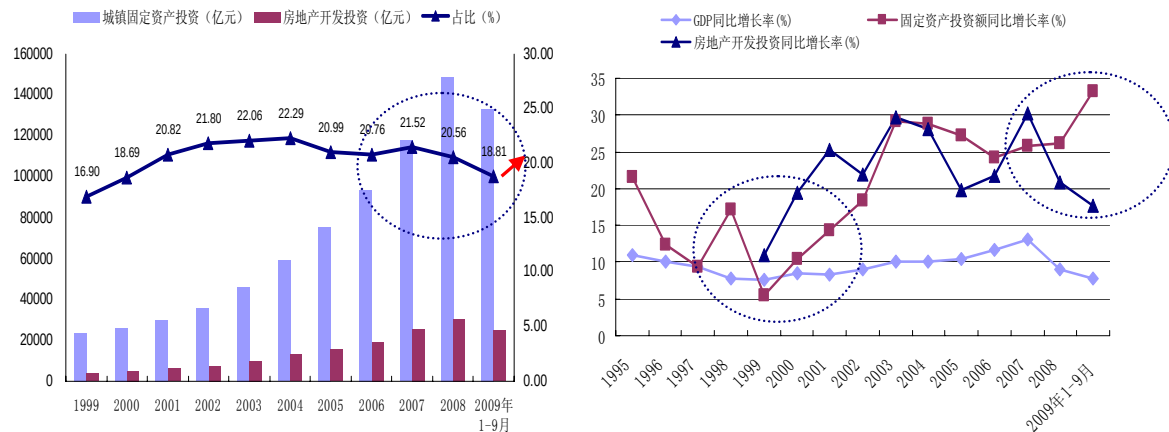
4、房地产行业未来展望

4.1 房地产投资增速将恢复到 20%左右的平均水平

2010 年投资可能依然是我国经济增长的最大的贡献方，房地产开发投资又在固定资产投资中举足轻重，钢铁、建材等行业仍有赖于房地产投资来消化产能。从 09 年全国房地产市场运行数据可以看到，随着房地市场景气度的不断提升，新开工面积增速从年初的底部逐渐回归到正增长的水平，10 月份的数据显示累计新开工面积同比增速达到 3.3%。在房地产市场逐步复苏的同时，房地产企业经历了一个较长时期的去库存化后，市场捂盘惜售现象抬头，企业正在步入补库存阶段，09 年二季度开始土地市场开始活跃，按照一般 0.5-1 年的周期判断，近期拍卖的土地将陆续被开发，我们预计房地

产开发投资增速将恢复到房改后近 10 年 20%左右的平均水平,由于 09 年初基数较低,增速将呈现前高后低的态势。

图表 39: 房地产开发投资占当年城镇固定资产投资比例 图表 40: 97 金融危机后固定资产投资增速先高后低

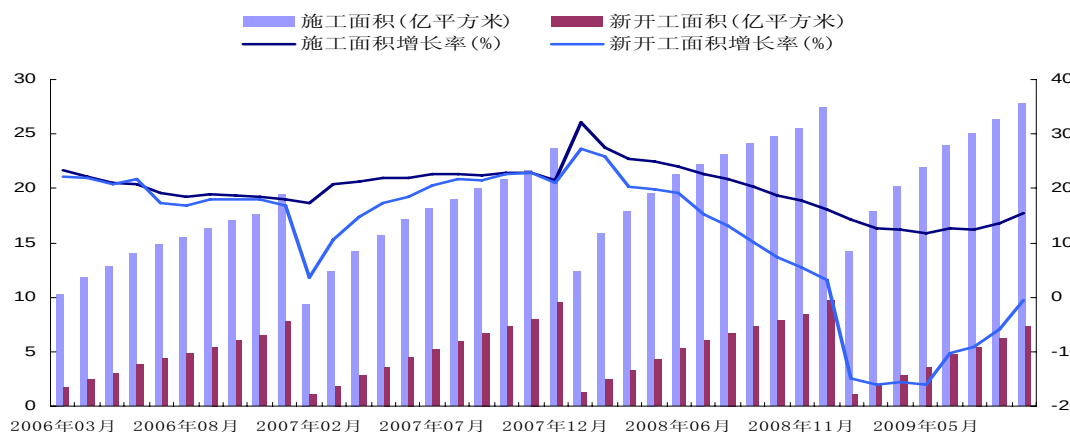


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

我们来预测一下 2010 年全国房地产新开工面积增速的情况, 预测的逻辑: 近几年施工面积增速比较平稳, 先预测明年的施工面积, 然后预测今年的施工面积和竣工面积, 计算出明年的新开工面积。假设施工面积增速仍保持近几年稳定的水平, 最后两个月保持现在的单月新开工面积数, 应该差不多的, 从往年的数据来看, 11 月单月新开工面积和前几月基本保持相同水平, 但 12 月一般会加倍增加, 测算出 2010 年新开工面积增速约 15%。

图表 41: 商品房新开工面积、施工面积及增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

4.2 09 年的销量将成历史高峰, 10 年利润或超预期

09 年 1-10 月, 全国商品房销售面积达到 6.64 亿平方米, 同比增长 48.4%, 且比上次高峰期 07 年同期的 5.36 亿平方米增长 23.88%,

而销售额达到 3.15 万亿元，同比涨幅更高达 79.24%，房价上涨的因素明显。预计 09 年全国商品房销售面积将达到 9 亿平方米左右，销售金额约 4.3 万亿元左右，09 年商品房销售面积将成为历史高峰。

城市化进程是支持行业看多的重要因素，我们也从城市化的角度出发来测算 2010 年房屋销售量。从中国人口网的统计指标来看，2008 年末，全国人口达到 13.28 亿，城镇人口 6.07 亿，城市化率 45.7%，近几年城市化进程较为平稳，每年城市化率大约在 0.9% 的水平，而每年全国新增人口约在 0.53% 的水平。同时从统计来看，2000-20005 年房改初期，城镇人均销售商品房面积呈加速增长态势，近几年基本保持稳定，我们按三种状态来预计 2010 年全国商品房销售面积：

➤ 保守情况：以近三年的平均水平来代替人均销售面积，预计 2010 年全国商品房销售面积约为 7.64 亿平方米左右，同比 2009 年的销量水平将出现下滑；

➤ 一般情况：按 2007 年的人均销售面积测算，预计 2010 年全国商品房销售面积约 8.15 亿平方米；

➤ 乐观情况：保持 2009 年人均销售面积水平，预计 2010 年全国商品房销售面积 9.24 亿平方米。

我们倾向于认为，2010 年全国商品房销售面积将很难再现 2009 年的盛况，同比可能出现下滑，但销售金额取决于房价的表现。这样判断的理由如下：一是 09 年房屋销量大幅上升的一个重要原因是刺激性政策的作用，可以预计的是 10 年很难再有这样大力度的刺激性政策出台；二是大量 08 年积聚下来的刚性需求在 09 年得到了集中释放，从而增加了 09 年的房屋成交量，10 年不但没有这样一部份沉淀下来的需求，甚至可能有些 10 年的刚性需求在 09 年提前得到释放。

图表 42：中国城市化水平及商品房销售面积预测

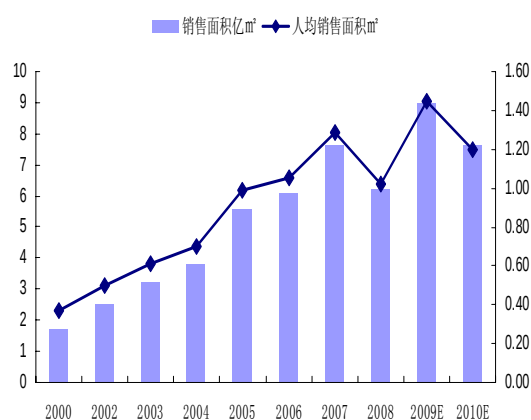
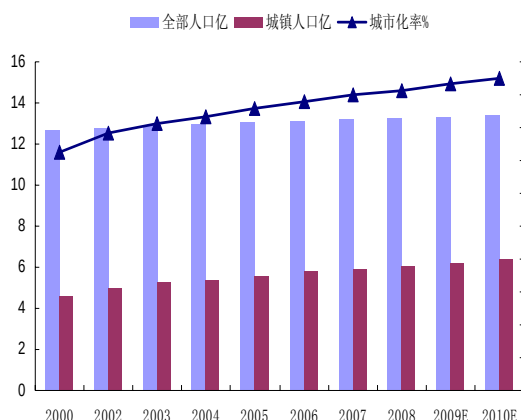
	全国人口 亿	城镇人口 亿	城市化率 %	销售面积 亿m²	人均销售面积 m²
2010E	13.42	6.37	47.5	7.64	1.20
2009E	13.35	6.22	46.59	9	1.45
2008	13.28	6.07	45.71	6.21	1.02
2007	13.21	5.94	44.97	7.62	1.28
2006	13.14	5.77	43.91	6.06	1.05
2005	13.08	5.62	42.97	5.58	0.99

2004	13	5.43	41.77	3.82	0.70
2003	12.92	5.24	40.56	3.22	0.61
2002	12.83	5.02	39.13	2.5	0.50
2000	12.67	4.59	36.23	1.7	0.37

资料来源：中国人口网，东吴证券研究所

图表 43：中国城市化进程

图表 44：城镇人均商品房销售面积



资料来源：中国人口网，东吴证券研究所

资料来源：中国人口网，东吴证券研究所

长期来看，高速的经济增长、城市化进程以及人口红利仍能支持中国房地产业持续向好，短期来看，房价的走势众说纷纭，我们暂且撇开房价是涨是跌这个问题，我们从近两年中国房地产市场的走势可以观察到，假设 2010 年房价下调，那么我们从刚刚过去的情形基本可以预见得到不大的降幅便能激发出超大的买盘，房价可能会迅速恢复到高位水平，因此我们判断 2010 年房价大幅下降的可能性不大，房地产市场在 2010 年可能会再现博弈局面：价格继续在高位稳中有升，而同时成交量开始下滑。从目前的状况来看，2010 年房价存在着三大向上动力：一是通货膨胀的预期越来越强烈，温和通胀期间名义房价总是会继续向上；二是土地及建筑成本的上升，客观上推动了房价的上行；三是人民币汇率升值预期也可能助推房价继续上行；而压制 2010 年房价的因素主要有偏高的房价收入比及成交量开始下滑等。

由于期房预售及商品房销售收入的特殊结算周期，房地产企业盈利状况与其销售情况有一定的滞后期，因此，我们认为房地产企业在经历了 09 年的销售盛宴之后，给 2010 年的留下了大量的预售账款可供结转为营业收入，转化成财务报表上的利润。从三季报的统计结果来看，91 家上市房地产企业 09 年三季报预收账款余额合

计达到 1853.56 亿元，同比 08 年同期大幅增长 62%，可供未来结转资源大幅增加，我们预计 10 年房地产行业净利润将保持 8%-18% 的增长水平。

4.3 相关政策的猜想

此轮房地产刺激政策主要从四个方面着手：一、放松信贷政策，对首次购买普通住房者按揭贷款实行七折利率优惠；二、实质放松二套房政策；三、二手房营业税减免政策；四、中央及地方政府对购房契税的减免政策。目前房地产市场的焦点也正集中于这些政策上，相关政策一年期限到来后是退出还是延期，或是改变相关内容继续沿用，都在影响着市场心理。

从近期相关部门或人士的讲话中，我们倾向于认为，房地产市场对经济的拉动作用巨大，经济复苏步伐艰难前行，政策的平稳过渡将是政府的工作重点，政府可能会视经济复苏的程度而逐步收缩已有的刺激性政策，选择性的退出一些优惠政策，然后逐渐将政策归于正常，并将伴随着经济复苏的不断深入而逐步收紧。在具体的操作上，我们认为，与这些政策推出时相似，中央政府可能会再次采取先地方后中央的策略，模糊政策退出期限，先观察个别地方退出后的实际情况再做决定。

除了上述相关刺激性政策，后期我们还要关注另外一些对市场影响重大的政策的动向，比如物业税、打击囤地捂盘相关政策等。

4.4 二三线城市或将成为 2010 年房地产市场亮点

许多研究成果表明，世界城市化进程有一个基本的经验，即城市化率超过 30%，城市化进入加速期，突破 50% 之后，进入大城市化阶段。2008 年末中国城市化率达到 45.71%，按照每年 1% 左右的城市化率，即将突破 50%，按国际经验意味着中国的人口将由小城市向大城市集中（这也是目前中国正在发生的现象），但由于中国人口基数巨大，地域广阔，我们认为中国除了几个超级大城市继续膨胀外，一些二三线重点城市也将急速扩大升格为大城市。从 09 年 9 月的市场运行数据也能发现，与重点城市销量下滑相比明显不同的是，全国住宅销售面积与销售金额环比不仅没有出现下滑，还略有上升，如果数据统计是真实的，那么可以解释的理由是二三线城市成交情况远好于重点城市。城市化的水平必然影响到房价的变化，

二三线城市的房价有望紧跟一线城市上涨，中西部地区中心城市的房地产将可能具有更大的提升潜力和安全边际。

5、投资思路的选择

5.1 加息前半段，地产股表现强势

如果将 07 年的六次加息分为前后两段，在前三次加息期间我们统计自 07/03/19 至 07/08/06 期间板块涨幅 144.21%，而自 07/08/22 至 08/01/15 期间板块涨幅-2.45%；同期大盘分别上涨 57.93%和 9.86%，可见在加息周期前半段地产板块和大盘走势均明显好于加息周期后半段，地产板块前后差异更明显。

图表 45：2007 年加息周期地产股表现



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5.2 统计结果显示一年之计在于春

房地产行业具有明显的强周期性，房屋销售也有很强的季节性特征，而教科书告诉我们，股价最终是由公司的业绩来决定的，基于这一逻辑，我们发出这样的疑问：房地产上市企业的股价是否也具有季节性特征呢？因此，我们以 WIND 资讯对行业的分类为依据，对 2000 年以来近 10 年房地产板块单季度的表现作逐一统计，以期对我们的投资能有一些借鉴意义。

简单统计结果表明最近 10 年里：有 8 个年度第一季度房地产板块均出现上涨行情，最高涨幅为 2009 年的 58.52%，下跌的分别为 2005、2008 年；有 6 个年度二季度板块出现上涨，最高涨幅为 2007 年的 56.2%；三季度有 7 个年度板块出现下跌行情，跌幅最大的为 2008 年的 24.4%，仅有 3 个年度出现上涨；四季度（2009 年尚无数据，仅统计 9 个年度）的情况也是仅有 3 个年度里出现上涨，其余

6 个年度里出现下跌，跌幅最大的是 2002 年的 16.1%。

图表 46：2000 年以来房地产板块单季度市场表现情况统计

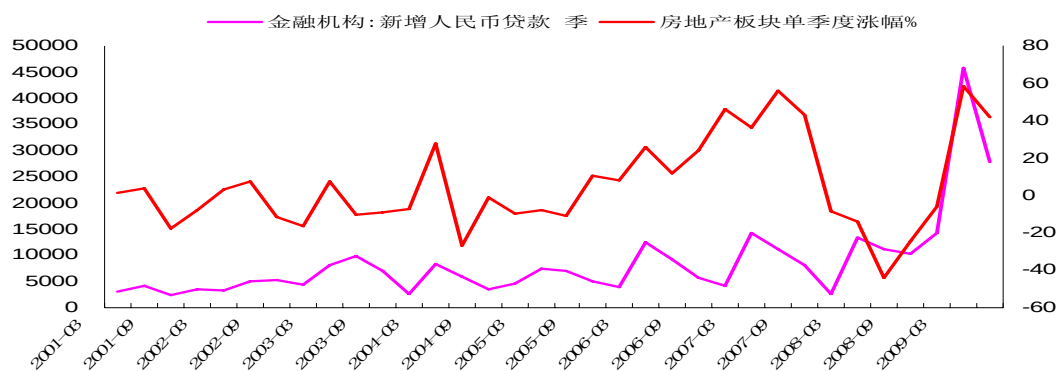
	1Q (%)	2Q (%)	3Q (%)	4Q (%)	1H (%)	2H (%)	年度 (%)
2000	37.57	9.95	-3.44	11.55	51.26	7.71	62.93
2001	1.26	3.64	-17.86	-8.06	4.93	-24.48	-20.37
2002	2.96	7.79	-11.54	-16.1	10.38	-25.78	-16.85
2003	7.52	-9.97	-9.08	-7.33	-3.2	-15.75	-18.44
2004	27.66	-27.05	-0.85	-9.95	-6.87	-10.72	-16.86
2005	-7.74	-10.67	10.86	8.2	-17.58	19.95	-1.13
2006	26.07	12.02	23.86	46.1	41.22	80.96	155.56
2007	36.25	56.2	43.26	-8.25	106.54	31.44	173.95
2008	-13.8	-44.08	-24.4	-5.83	-51.8	-25.58	-64.13
2009	58.52	41.68	-12.17		124.6		

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

从历史的统计情况来看，房地产板块在 1 季度的表现要明显好于其它季度的情况，而在 3、4 季度表现则跌多涨少。我们得到如下判断：09 年四季度房地产板块出现单季度下滑可能性较大，而 10 年 1 季度房地产板块出现上涨则是大概率事件。

对于房地产板块为什么表现出这样“前高后低”的市场行为，我们首先对比其与房屋销售的情况，通过对我国房屋销售情况的逐季统计后，我们发现我国房屋销售面积和销售金额下半年均强于上半年，与股市的表现恰好相反。其次，我们也对比了房地产板块市场表现与资金供给（我们用金融机构新增人民币贷款指标来衡量）的情况，发现两者之间表现出了一定的一致性（如下图），我们认为这是因为房地产市场有很强的资金敏感性，而我国每年年初的货币投放力度也基本表现为“前高后低”的特点，近几年表现的尤为明显。另外，房地产企业特殊的收入结算方法也影响了股价的运行，上市房地产企业多数表现为 4 季度结算的业绩远远高于平均季度业绩。

图表 47：金融机构新增贷款与房地产板块市场情况对比



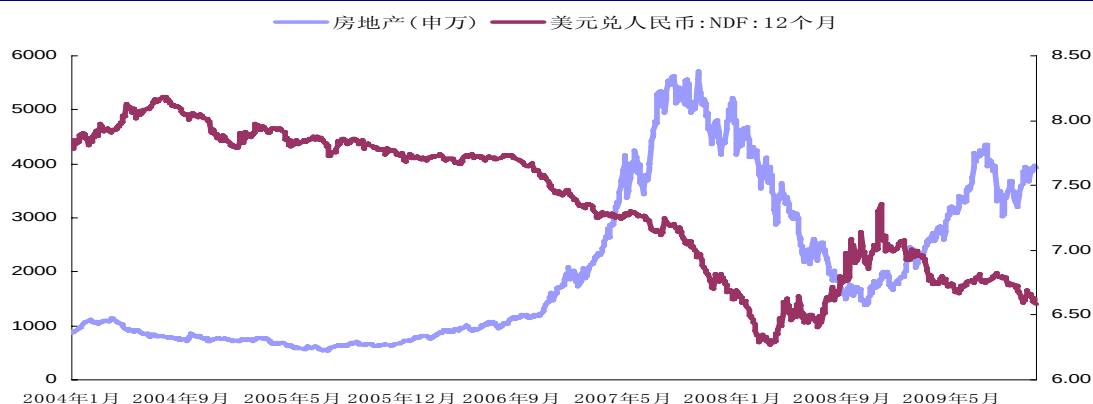
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5.3 商业地产具备战略投资价值

理由有三：1、经济复苏的同时，商业地产的租金水平将逐渐企稳回升，目前香港地区租金水平已经出现拐点向上，未来内地商业地产盈利水平将有望探底回升，迎来盈利拐点；2、09 年初至今，商业地产股涨幅偏小，不仅落后于地产板块平均涨幅，甚至跑输大盘指数，后期有较强的补涨预期；3、温和通胀及人民币汇率升值预期之下，处于城市核心区域的商业物业名义价格看涨，将有效提升商业地产股的 NAV 值。

此外，人民币汇率走势也影响着房地产股票市场的走势，经过对比发现，房地产股票的走势与人民币汇率走势有着较强的负相关性。

图表 48：房地产板块走势与人民币汇率走势



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5.4 重点个股

2009 年地产板块在政策及流动性充裕的刺激下强劲上扬，大幅超越大盘走势，许多个股出现数倍涨幅，随着经济复苏趋稳，经济

增长也回到常规水平，2010 年股票市场难现 2009 年的盛况，而是回归到一种正常增长的水平。目前 A 股主流房地产公司估值仍具有良好的安全边际，从近期相关机构的讲话中透露出政策面维稳的预期，我们依然看好房地产股在经济稳定增长、城市化进程继续、人民币升值、资产价格上涨预期、主要城市库存量处于谷底等背景下的投资机会，维持行业的增持评级，依据上述对行业的分析结果，相对看好 2010 年一季度地产板块的行情，建议从现在开始逢低吸纳并持有，下半年波段操作：上半年延续面前的市场热度，房价可能仍将在高位企稳，而成交量逐渐萎缩，下半年如果成交量出现大幅萎缩或者经济增长出现异动，房价有可能出现反复，引起资本市场的变动。在投资地产股票的选择上，选择自下而上的选股策略，重点以龙头地产公司为主，选择前期涨幅较小，业绩保障程度相对较高的二三线城市区域地产企业以及一些未来业绩改善较为明显的公司：

龙头地产：万科 A（000002）、金地集团（600383）；

商业地产类：金融街（000402）、中国国贸（600007）；

区域龙头：天地源（600665）、北辰实业（601588）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、深振业 A（000006）、宁波联合（600051）、浙江广厦（600052）；

业务有望复苏：雅戈尔（600177）、万泽股份（000534）；

ST 类：*ST 华控（000036）、*ST 国祥（600340）。

万科 A（000002）

➤ 09 年 1 到 9 月份，公司实现销售面积 510.3 万平方米，销售金额 461.5 亿元，公司尚有 450.2 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额共计 393.7 亿元。

➤ 公司货币资金充裕，财务稳健。截止三季度末，公司持有货币资金 276.1 亿元，资产负债率 67.3%，扣除预收账款后的真实资产负债率 40.6%，净负债率 9.8%。

➤ 截至三季度末，公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积合计 2187 万平方米。在 09 年的拿地策略中，万科更多的选择在二三线城市拿地，一线城市新增土地储备仅占 14%，未来项目的盈

利发展空间更大。

➤ 按增发 8%后的股份计算，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.44 元、0.61 元、0.69 元，估值在合理范围内，考虑到公司在行业中的优于同行的管理能力及标杆作用，建议重点关注。

天地源（600665）

➤ 西北地区地产龙头，立足西安、拓展全国，目前已进入深圳、惠州、苏州、天津等城市，力争跻身全国二线龙头开发商行列，公司大股东西安高科集团是西安高新技术开发区下属的大型国企，实力雄厚。

➤ 长期以来，西安地区房价偏低，公司项目盈利能力欠佳制约公司股价走高，随着公司盛唐商务大厦、橄榄湾、水墨三十度等高毛利项目逐步进入结算，公司盈利能力有望得到改善。

➤ 截至三季度末，公司预收账款余额达到 19.85 亿元，比上年末增加 114%，计算单位股价拥有预收账款金额在行业内靠前，未来业绩锁定性较强。

➤ 预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.28、0.38、0.55 元，动态市盈率与房地产行业平均水平相比有一定低估，具有安全边际。

北辰实业（601588）

➤ 公司主营业务包括房地产开发、租赁和酒店、商业物业等，房地产项目主要集中于北京和长沙，包括住宅、公寓、别墅、写字楼、商业等多元化、多档次的物业。

➤ 由于奥运媒体村项目销售顺利，公司 09 年取得了不错的业绩，1-9 月份实现营业收入 42.35 亿元，同比增长 93.36%；归属母公司净利润 6.40 亿元，同比增长 197.78%；每股收益 0.19 元。三季度末公司预收账款余额达到 36.61 亿，未来仍将有较大收入可供结算。

➤ 09 年奥运媒体村项目及香山清琴山庄别墅项目结算毛利率均较高，使前三季度公司综合毛利率达到 46.1%，截止年中，奥运媒体村及香山清琴山庄别墅项目尚有约 9 万平米未结算面积，预计未来仍能维持较高结算毛利率。

➤ 预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.25、0.28、0.32 元。

滨江集团（600325）

➤ 公司是杭州地区的房地产龙头企业，在杭州市场占有率较高

的市场份额，形成了以金色蓝庭为代表的中端产品系列和金色海岸为代表的高端产品系列。

➤ 公司项目销售情况良好，预收账款维持高位。湖滨花园项目销售 50%以上，万家花城 2 期、新时代广场、金色蓝庭、阳光海岸已经销售完毕，公司预收账款一直维持在高位，尽管与中期相比略有下滑，但每股预收账款仍达到 4.76 元。

➤ 公司在土地获取方面稳步推进，现有土地储备集中于杭州市区，地理位置优越、含金量高，目前公司拥有土地储备能够满足公司未来 5 年的开发需求。

➤ 预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.56、0.85、1.01 元，业绩稳定兼具成长性，是值得中长线投资的白马型公司。

金融街（000402）

➤ 商业地产景气略微滞后于经济周期，公司上半年的股价表现明显落后于纯住宅开发企业，随着我国经济开始常规增长，商业地产租金水平有望在底部寻求向上的拐点。

➤ 公司目前持有的权益可结算面积达 470 万平米，其中商业地产项目储备达 204.6 万平米，占比 43.5%。公司从 09 年起不断有大量新的优质物业计入投资性房地产，公允价值变动收益将持续大幅增加，从 2010 年开始，公司的住宅开发业务也将进入收获期。

➤ 预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.54 元、0.66 元、0.78 元，随着人民币升值预期逐渐增强，资产价格上涨预期强烈，一线城市核心商业物业面临资产重估机遇，公司自持物业大部分位于“寸土寸金”的金融街区域，有望受益。

风险提示：

- 1、 房价、地价快速上涨，可能引发宏观政策调整，带来资金面的改变将有负面影响；
- 2、 房地产销售未如预期中的放大，急速下滑，行业基本面可能再次恶化；
- 3、 经济复苏出现反复，带来外围不利影响。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：(0512) 62938663

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>