

2009.12.10

花月正春风

行业评级

增持

孙建平

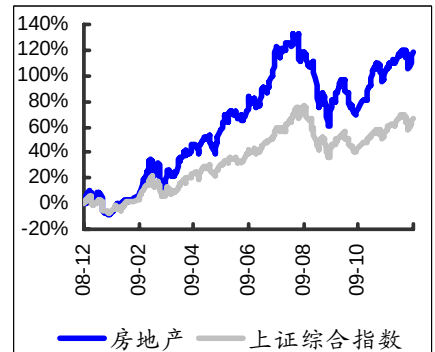
021-38676316

sunjianping@gtjas.com

本报告导读： 独创房地产政策与市场九宫图，解释和预测行业变动、趋势及其条件。

投资要点：

- 我们独创一个关于房地产政策与市场关系的九宫图，力图提供一个简洁有效的分析逻辑和框架。
- 08 年三季度到 09 年一季度，政策逐渐从坏变好，市场表现很坏。09 年一季度到 09 年末，政策表现很好，市场逐渐从坏变好。
- 10 年前期房地产市场和政策依然处于双好组合中，我们预判时间是 1 月到 5 月。10 年中期前后政策很有可能从好变为中，在政策走中和供给增加压力下，市场有可能从好走向中。
- 基于国民经济对房地产的经济依赖度，政策很难变坏。但当这种依赖度下降时，政策有可能变坏，而在城市化、真实房价周期、行业周期与经济周期一致的影响下，若经济持续景气，房地产市场很难变坏。当房地产市场全局泡沫化时，政策很有可能变坏，进而导致市场变坏。
- 支持 10 年前期政策市场双好的因素有：储蓄存款负实际利率、人民币升值预期与趋势支撑行业景气，1-5 月行业整体上维持供不应求和量价稳中有升格局，基于房地产及其产业链投资恢复的经济依赖性，政策面维持前期好格局。
- 二三线城市房价上涨速度慢，需求结构总体表现良好，在城市化进展和城际地铁轻轨建设提速等有利因素驱动下房价上涨潜力较大，且为中长期趋势，看好二三线城市量价空间。
- 中国土地资源价值长期看好，高端住宅供给稀缺，一二线重点城市改善性需求空间大，所以继续看好高端住宅市场。
- 导致 10 年中期前后政策很有可能走中的原因有：资产泡沫化强化通胀预期；经济增长对房地产及其产业链的依赖程度下降；行业量价需要新的政策市场条件下寻求新的平衡。但因地产行业的重要性以及下半年行业供给压力加大，预判政策将是力度适中的渐进式调整。
- 维持 8 月末对 46 家主流公司 09 年净利润平均增速 51%，10 年净利润平均增速 45% 的预测。截至 9 月末 46 家主流公司平均每家预售房款高达 22 亿元，比历史高峰 08 年三季度高出 1 倍。
- 看好二三线城市行业量价前景，看好二三线城市代表股票。建议重点关注信达地产、苏宁环球、ST 鲁置业、嘉凯城，积极关注名流置业、建发股份、北京城建、卧龙地产、中国宝安、苏州高新和中铁二局。
- 行业 1-5 月供不应求，看好 1-5 月可售量环比大幅增长的公司。建议重点关注招商地产、华侨城 A、建发股份、名流置业、中南建设。
- 看好国内高端地产杰出代表华侨城 A。看好大股东资产注入代表标的张江高科、北京城建、城投控股和中华企业。
- 建议关注因 RIETs 试点和保险投资不动产引起的商业地产价值重估和发现机会，重点关注金融街、浦东金桥等。

**相关报告**

《国土部关于浙江农村集体土地入市的事件点评》，2009.11.23
《2009 年房地产行业专题策略研讨会纪要-拨云见日》，2009.8.27-28
《更上一层楼——2009 年下半年投资策略》，2009.6.18
《行业趋势：期待多云转晴——2009 年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1
《房地产：春江水暖鸭先知——关注广深地产板块》，2009.3.3
《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.05
《国泰君安地产双周报》第 1-2、3、4、5-6、7、8、9、10、11、12、13、14、15、16、17、18、19、20、21、22、23、24、25、26、27、28、29、30、31、32、33、34、35、36、37、38、39、40、41、42、43、44、45、46、47、48、49、50、51、52、53、54、55、56、57、58 期，2008.1-2009.11
《地产周报第 55 期（11.2-11.8）——二线主流城市去化时间明显下降》，2009.11.09
《地产周报第 40 期（7.20-7.26）——维持行业增持和超配，关注二线城市地产股》，2009.7.28

1. 纲：房地产市场与政策关系的九宫图

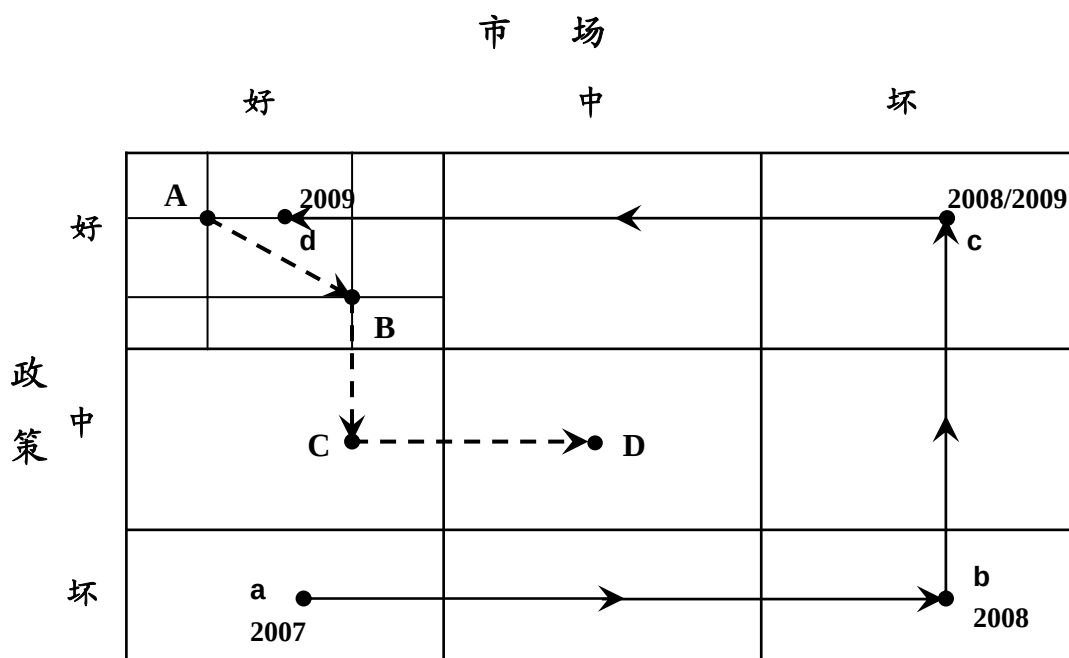
基于我们对行业的分析和理解，我们独创了一个新的分析框架，我们期望，这个九宫图能较好地抓住 10 年房地产行业的变化方向，较好地表现出 10 年房地产板块的本质特征，能为投资者朋友提供一个简洁有效的逻辑思路。

以行业量价表现为基准，市场可以分为好、中、坏三种类型，政策亦如此。

九宫图的解释力在于可以高度概括 07 年四季度到 09 年末的房地产行业变化。ab 段对应时间是 07 年四季度到 08 年三季度，政策一直很坏，市场从好变坏。bc 段对应时间是 08 年三季度到 09 年一季度，政策逐渐从坏变好，市场表现很坏。cd 段对应时间是 09 年一季度到 09 年末，政策一直很好，市场逐渐从坏变好。

九宫图的预测和基本结论是：（1）10 年年初开始的一段时期房地产市场和政策依然处于双好组合中。即图 1 中的 AB 段，我们预判时间是 1 月到 5 月，虽然很难判断。（2）1-5 月的量价可能再上台阶甚至表现过头。（3）10 年中期前后政策很有可能从好变为中，在政策走中和供给增加压力下，市场有可能从好走向中。即图中的 BCD 段。（4）基于国民经济对房地产的经济依存度，政策很难变坏。但当这种依存度下降时，政策很有可能变坏，而在城市化、真实房价周期、行业周期与经济周期一致的影响下，若经济持续景气，房地产市场很难变坏。但当房地产市场全局泡沫化时，政策很有可能变坏，进而导致市场变坏。

图 1 一个分析框架：房地产市场与政策关系的九宫图



2. 行业展望：从市场政策均好组合走向政策中市场好组合

10 年的房地产市场将还是一个比较繁荣的市场，但政策预期及其波动将对这种繁荣时间和程度有着深刻的影响。虽然我们力图从抓住逻辑本质而追求表达简洁，但一旦市场与政策脱离双好组合，两者之间的关系将是动态博弈的，不会再是 08-09 年的单一线条。

2.1. 10 年前期：行业保持在市场政策均好组合中

尽管将是复杂状态，但支持好市场继续存在既有宏观因素，也有行业原因，而政策尚且还看不到从好变为中的清晰变化。

2.1.1. 储蓄存款负利率和人民币升值预期支撑行业景气

2.1.1.1. 居民储蓄存款负利率对行业量价有正面影响

因比较确定的是 CPI 代表的通胀将会升温，基准利率作为适度宽松货币政策的一部分，所钉目标不止通胀，因此上半年容易出现居民储蓄存款实际利率变负，10 月一年期居民储蓄存款实际利率是 2.75%，负利率和商品房销量存在正相关，美国和日本经验看非常显著，中国比较显著（图 2、图 3 和图 4）。其主要原因在于实际利率高低将影响居民定期储蓄存款的积极性（图 5），同时实际利率变负也反映出通胀升温 and 资产价格上涨趋势。

图 2 美国新房成交量与实际利率相关性显著

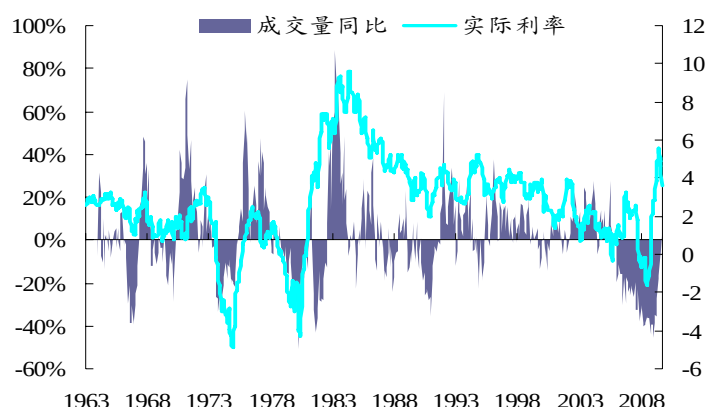
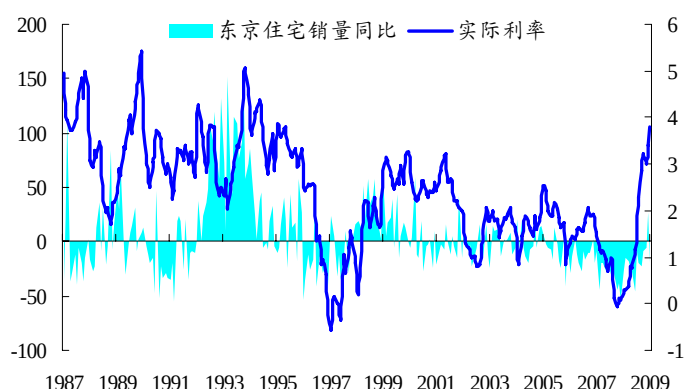


图 3 日本住宅销量与实际利率相关性显著



数据来源：中经网，Bloomberg，CEIC，国泰君安销售交易总部，下同。

图 4 中国住宅销量与实际利率有一定相关性

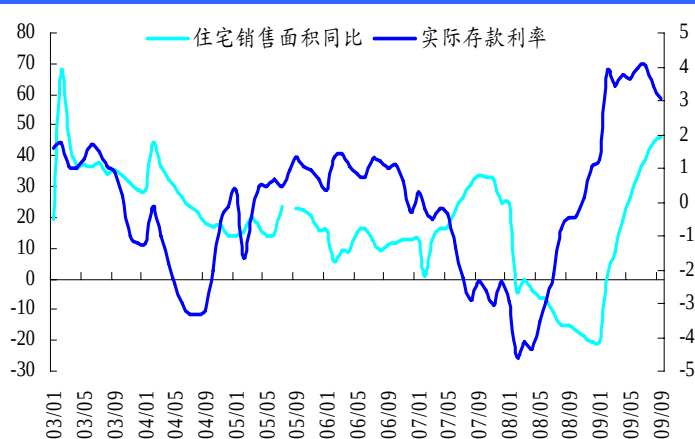
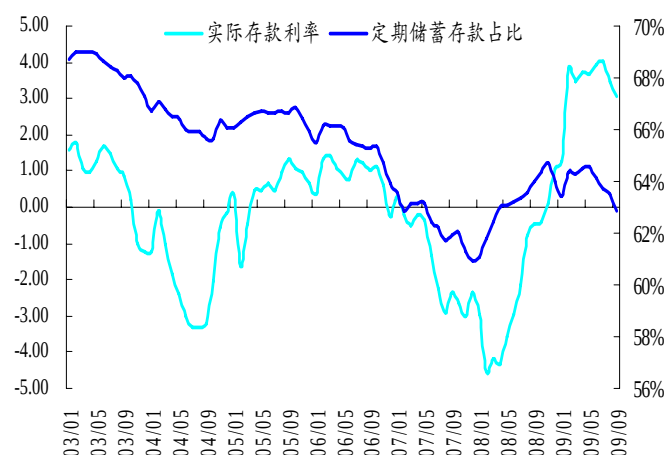


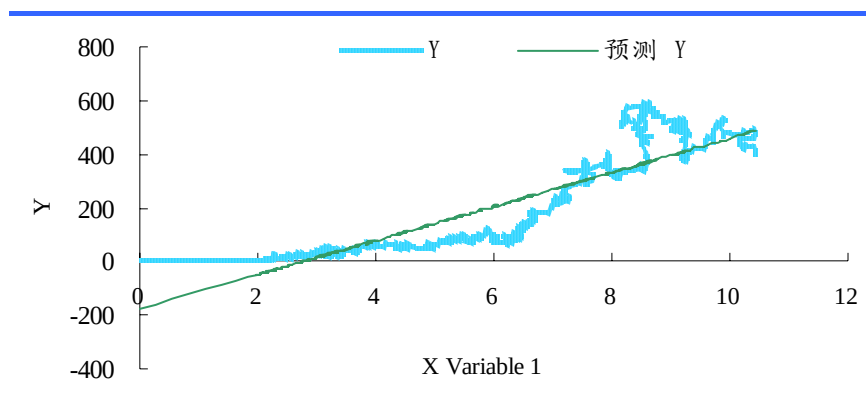
图 5 中国实际存款利率影响定期储蓄存款占比



2.1.1.2. 人民币升值预期和趋势对行业量价有正面影响

重要的是人民币升值的预期和趋势，而不在于升值本身。对地产的影响主要体现在：（1）商品房作为国内最重要的资产和资源价格，收益性、流动性兼具，来自境外的购买力和需求增加。（2）因外资参与程度上升，商品房定价体系和标准发生变化。高端住宅和核心地段住宅、商业地产受益最大。（3）外资流入增加，如果人民币不升值则将增加货币投放，进而推动国内通胀和资产泡沫预期。

图6 05年7月到07年11月房地产行业指数超额收益率与人民币对美元升值幅度拟合效果



2.1.2. 1-5月行业维持供不应求和量价稳中有升格局

在政策和市场的双重作用下商品房需求快速上升且持续，而08年市场与政策的双坏组合迫使商品房开工全行业萎缩，09年4月行业销售急速升温后，开发商反应程度不一，且能贡献主要供给增量的主流开发商的第一选择是拿地速度。加上供给本身的生产周期问题，导致行业出现持续的供不应求。从行业商品房新开工面积和土地购置面积来看，10年1-5月行业整体上依然处于供不应求状态（图7、图8）。

图7 08年3月开始的土地购置断崖式下跌将持续影响商品房供给

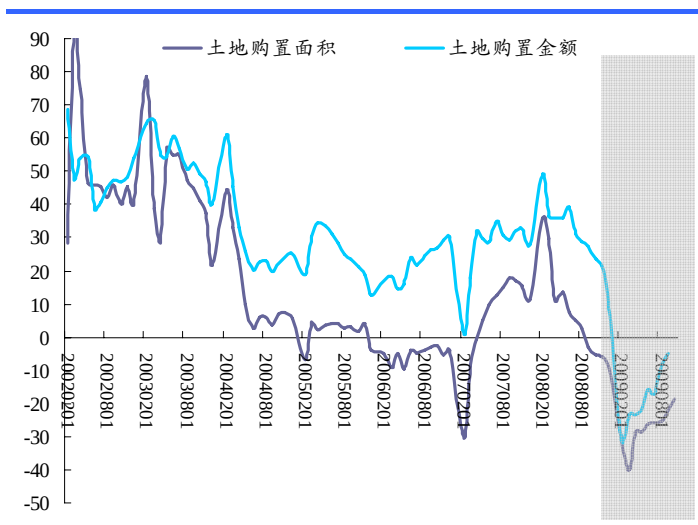
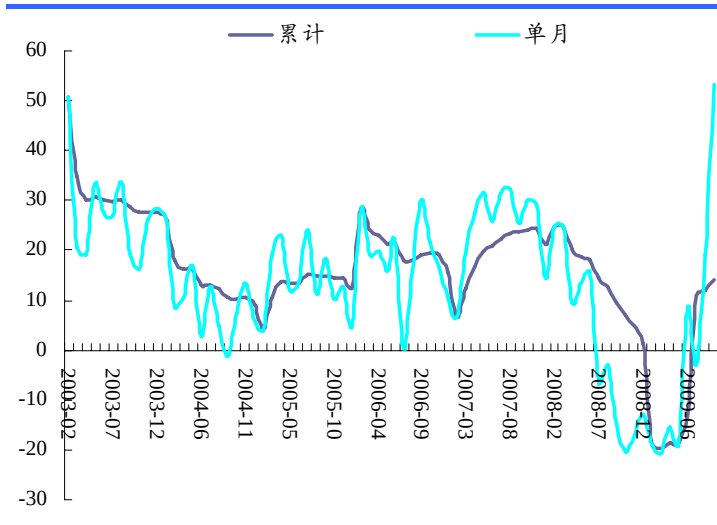


图8 09年8月后商品房新开工面积才有实质上升



1-9 月全国商品房销量同比上涨 45%，房价同比上涨 19%，其中房价涨幅离不开 6 月以后高档住宅供销两旺的结构影响。10 年 1-5 月行业面临的负实际利率、人民币升值预期和趋势、行业供不应求格局将会推动量价稳中有升。

图 9 全国商品房销量和房价同比走势

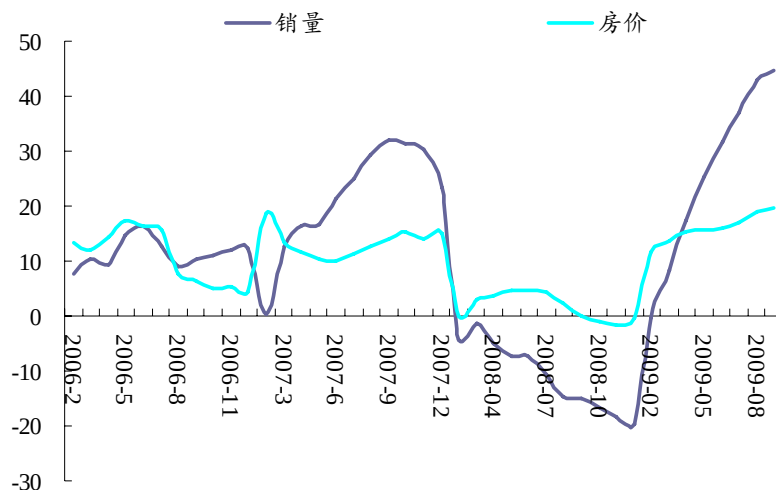


图 10 全国 9 个一二线重点城市月度新房销量

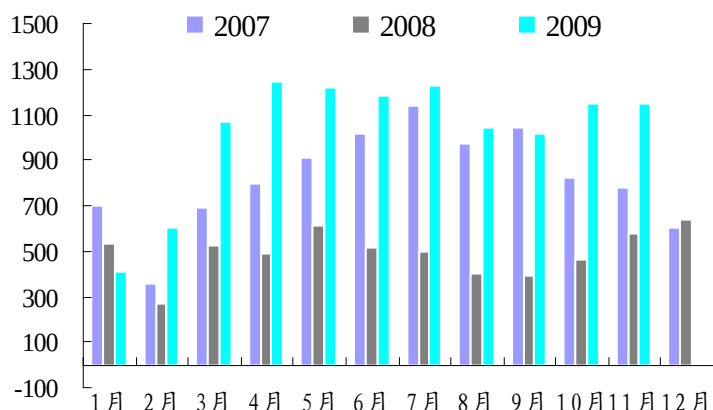
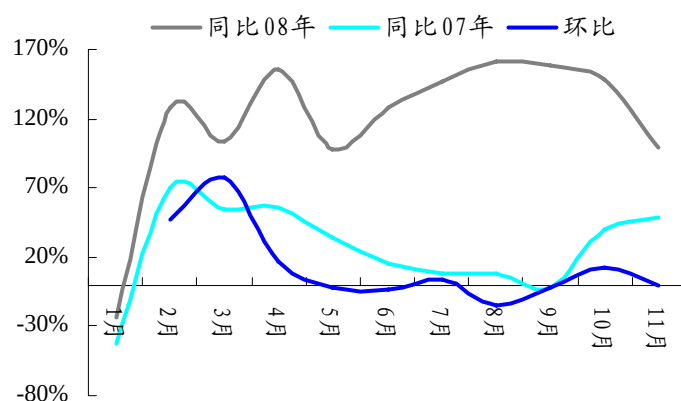


图 11 全国 9 个一二线重点城市月度新房销量涨幅



2.1.3. 看好二三线城市量价和高端住宅房价

看好二三线城市量价的理由有：（1）二三线城市房价上涨速度慢，整体尚未达到前期高点。截至 11 月中旬，北京、上海和深圳三个一线城市房价同比上涨 35%，天津、苏州、武汉和重庆代表的二线城市房价同比上涨 15%（图 12、图 13）。（2）二三线城市需求结构总体表现良好，主要是刚性和改善性需求，投资需求在上升，但投机需求相对好于 07 年。（3）二三线城市房价上涨潜力较大，为中长期趋势。主要动力一是中国城市化的进展，尤其是地处珠三角、长三角、环渤海和中西部区域中心的二三线城市（图 14、图 15）。二是 09 年大量开工建设的地铁轻轨，既提供了商品房拆迁型刚性需求和新增城市人口，同时也加快了居住供给区域的成熟程度（图 16、图 17）。

图 12 全国一二线代表城市均价走势对比

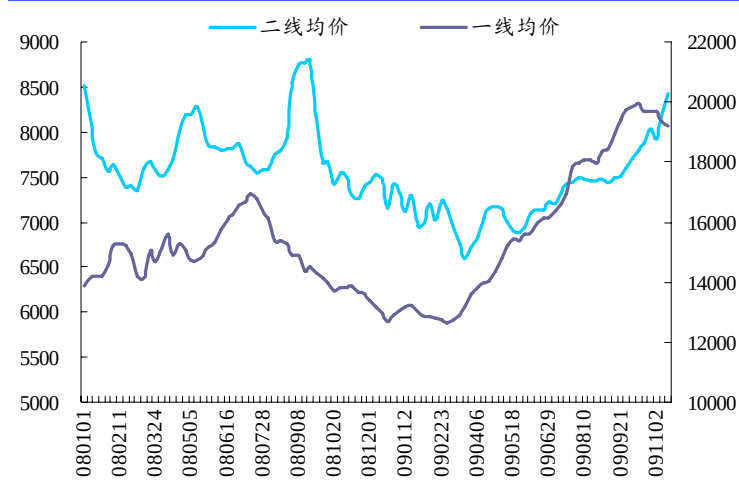


图 13 全国一二线代表城市均价涨幅走势对比

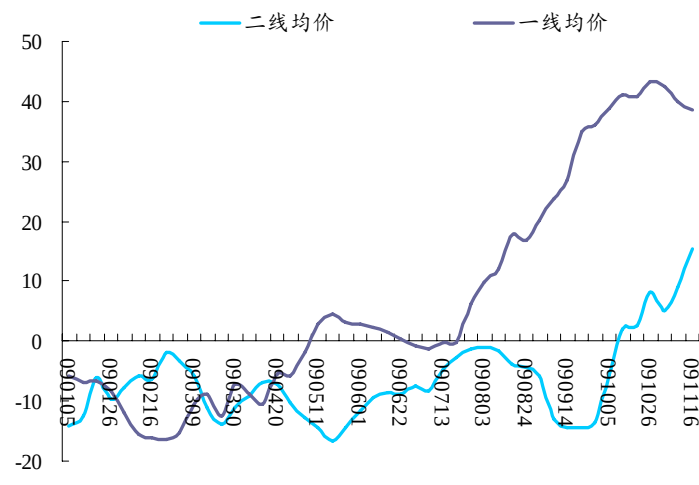


图 14 下半年亮点：二线城市合肥成交量

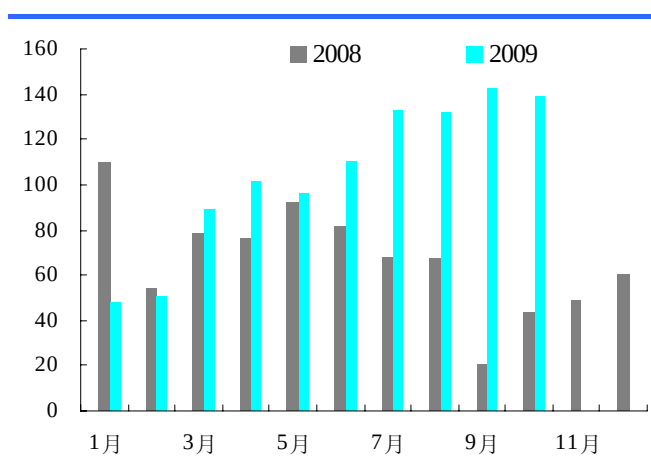


图 15 下半年亮点：二线城市海口成交量

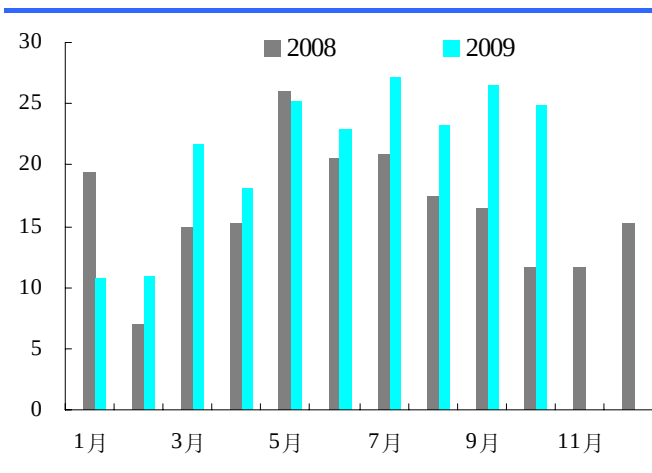


图 16 珠三角区域城际轨道交通建设和规划图



图 17 长三角区域城际轨道交通建设和规划图



对高端住宅的房价继续看好，主要基于：他们最代表土地资源价值，产品供给依然很稀缺（尤其是没有打政策擦边球的），一二线城市改善性需求的潜力大、持续性好。

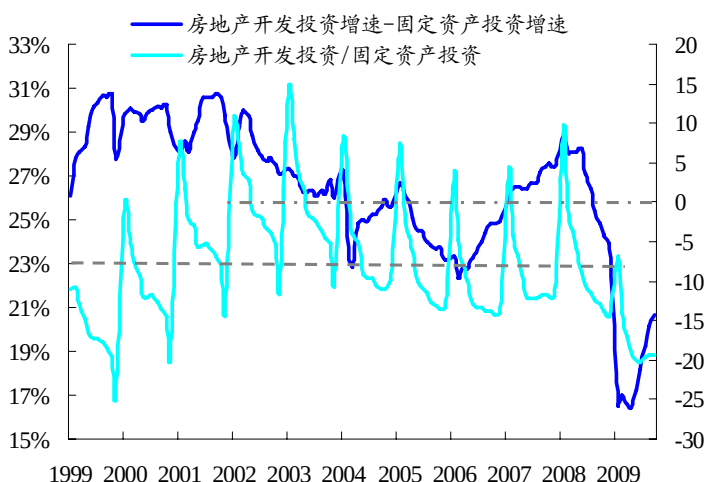
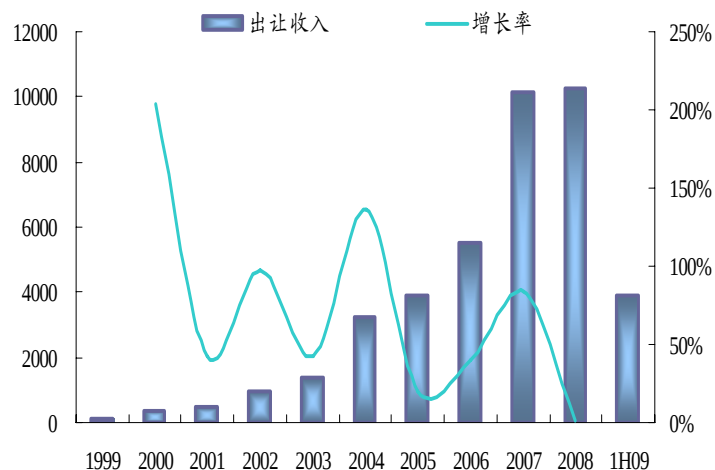
2.2.10 年中期可能的变化：政策从好走向中性

2.2.1. 第一阶段：政策中市场好

政策市场双好组合总有可能会变化，最先可能发生的变化是政策变化。政策走中后，市场可能还保持在走好阶段，即九宫图中的 BC 段。可能的诱发因素来自于宏观和行业两个层面。在宏观面上，（1）资产泡沫化强化通胀预期，通胀预期和资产泡沫快速升温，导致适度宽松货币政策退出。（2）经济增长对房地产及其产业链的依赖程度下降，可观察的是出口和非房地产私有投资增速，导致地产行业政策从紧，挤压房价泡沫。

图 18 全国卖地财政收入表现影响地方政府投资

图 19 投资和经济增长需要房地产投资恢复



在行业层面上，经过 1-5 月的量价稳中有升后，行业量价需要时间寻找新的平衡，这个平衡和届时的宏观经济景气程度密切相关。

我们预判 10 年土地购置和建筑工程投资增速在 25-30%之间，对应的房地产开开发投资增速是 27-32%。当然，土地购置或建筑工程投资增速也有可能达到 35%，详见表 1。

表 1: 10 年土地购置和建筑工程投资不同增速下的房地产开发投资增速

土地 建筑	15%	20%	25%	30%	35%
15%	18%	19%	21%	22%	24%
20%	21%	23%	24%	26%	27%
25%	25%	26%	27%	29%	30%
30%	28%	29%	31%	32%	34%
35%	31%	33%	34%	35%	37%

2.2.2. 政策恢复中性的力度和可能内容

因下半年开始市场量价本身将受到供给增加的考验，所以我们预判政策恢复中性将是渐进的过程，力度将较为适中。

政策恢复中性的可能内容包括：（1）税费优惠政策取消；（2）利率优惠幅度从 7 折恢复到 85 折；（3）二套房贷政策收紧；（4）加息；（5）加大土地供应；（6）加大保障房开发力度；（7）物业税等舆论引导。

税费优惠政策取消行业影响很小，相对影响较大的是二手房营业税优惠，在行业供不应求时，营业税优惠取消将增加购房者成本，不利于行业量价表现；但一旦行业供求关系缓和或者政策有从紧信号时，营业税优惠取消将增加投机买房者的成本，缓解房价快速上涨力量，有利于行业中期的量价表现。

表 2: 房地产税费优惠政策简介

	优惠标准	正常标准
二手房转让营业税	超过 2 年免征;	超过 5 年转让免征营业税;
-普通住房	不足 2 年转让的, 按差额征收营业税。	2-5 年, 按差额征收;
		不足 2 年转让的, 按转让收入全额征收
二手房转让营业税	超过 5 年转让按差额征收;	超过 2 年转让按差额征收;
-非普通住房	未满足 5 年按足额征收	未满足 2 年按足额征收
首套契税下调	房价的 1%	征收房价的 1.5%
免征收印花税	免	征收房价的 0.05%
个人所得税	免	征收房价的 1%
首套房	首付 20%, 利率 7 折	首付 30%, 利率 85 折
二套房贷	首付 20%, 利率 7 折	首付 40%, 利率 1.1 倍

房贷优惠利率从 7 折改为 85 折、1-2 次加息将增加购房者的月供支出, 总体上负面影响将较小。但第 3 次加息时, 无论是在 7 折还是 85 折优惠利率下, 月供支出压力相比加息前将明显上升 (表 2)。

表 3: 10 年加息可能性下购房者月供支出影响测算

房贷利率	7 折改 85 折 (4.16%--5.05%)	7 折优惠利率			85 折优惠利率		
		加息 25BP (4.41%)	加息 50BP (4.66%)	加息 75BP (4.91%)	加息 25BP (5.3%)	加息 50BP (5.55%)	加息 75BP (5.8%)
10 年期	431	120.74	241.4	362.8	122.78	246.4	370.9
15 年期	457	127.71	255.7	384.8	131.08	263.4	396.9
20 年期	483	134.64	269.8	406.6	139.19	279.9	279.9
25 年期	508	141.36	283.5	427.6	146.94	295.7	446.2
30 年期	532	147.83	296.7	447.7	154.23	310.5	468.7

2.3. 可能的第三阶段: 政策中市场中

政策走中后, 市场也有可能从好走中, 即九宫图中的 CD 段。这取决于政策恢复中性的力度和节奏, 市场走中的次要原因是供给压力上升。下半年开始商品房供给压力将会增加, 行业将逐渐从供不应求走向供求基本平衡, 影响这个时间点的不是供给, 而是受政策面影响的需求。因为供给增长加快、也即房地产开发投资增长是确定趋势。

3. 行业中长期趋势依然看好

主要判断如下:

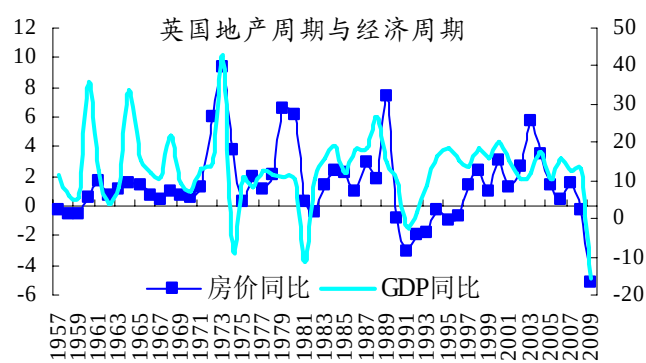
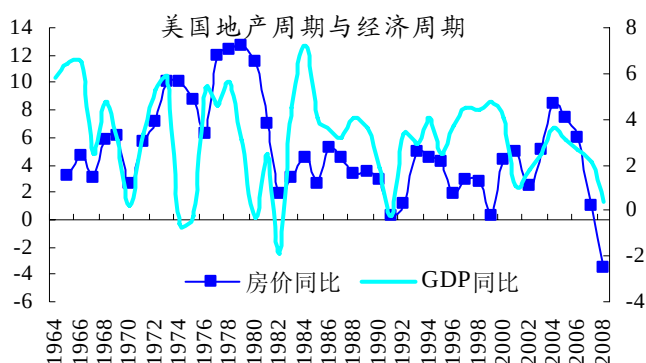
- (1) 人口红利虽然对商品房销量增速的贡献下降, 但对商品房销量的绝对增长还有贡献。
- (2) 城市化进程, 主要在二三线城市、一线城市周边城市来体现。
- (3) 国外经验表明, 房价涨多跌少, 涨长跌短 (表 4)。
- (4) 行业周期与经济周期基本一致 (图 20、图 21)。

表 4: OECD 国家真实房价上涨周期和下降周期的时间与幅度统计 (单位: 年, %)

国家	上升周期					下降周期				
	上升周 期数	平均上 升周期	房价平均 涨幅	最长上 升周期	房价最 大涨幅	下降周 期数	平均下 降周期	房价平 均跌幅	最长下 降周期	房价最 大跌幅
美国	3	4.3	15.3	5.8	17	3	3.6	-9.9	21	-13.9
日本	2	8.6	67	13.5	77.6	1	3.8	-30.5	15	-30.5
德国	3	5.3	12.1	6.8	15.7	2	4.1	-10.7	25	-15.3
法国	2	8.9	32.1	11.0	33	2	4.6	-18	23	-18.1
意大利	2	8.6	81.9	11.0	98	2	5.5	-30.6	23	-35.3
英国	3	4.6	64.2	7.5	99.6	3	4.1	-25	25	-33.7
加拿大	4	3.9	31.6	6.8	66.5	4	3.3	-13.5	17	-20.9
澳大利亚	6	3.6	31.6	8.0	84.7	5	2.5	-10.1	19	-14.7
丹麦	2	6.3	44.3	9.3	56.5	2	5.4	-36.2	29	-36.8
法国	3	6.4	61.9	10.0	111.8	3	3.5	-28.4	19	-49.7
韩国	2	3.1	29	3.8	33.5	2	5.6	-26.7	39	-47.5
爱尔兰	2	7.3	40.8	11.5	53.9	2	4.0	-15.5	23	-27.1
荷兰	1	8.3	98.4	8.3	98.4	1	7.3	-50.4	29	-50.4
新西兰	4	4.0	37.3	5.5	62.7	4	3.8	-15.1	25	-37.8
挪威	2	3.5	33.7	4.0	56.3	3	5.3	-19.8	28	-40.6
西班牙	3	3.8	63.6	5.8	134.8	3	4.8	-21.6	31	-32.2
瑞典	2	4.8	35.8	5.5	42.5	3	5.6	-22.7	26	-37.9
瑞士	3	7.1	40.2	13.3	73.5	2	6.6	-34.8	41	-40.7
平均	2.7	5.7	45.6	8.2	67.6	2.6	4.6	-23.3	25.4	-32.4

数据来源: OECD。

图 20 美国、英国、日本和香港房地产周期与经济周期基本一致



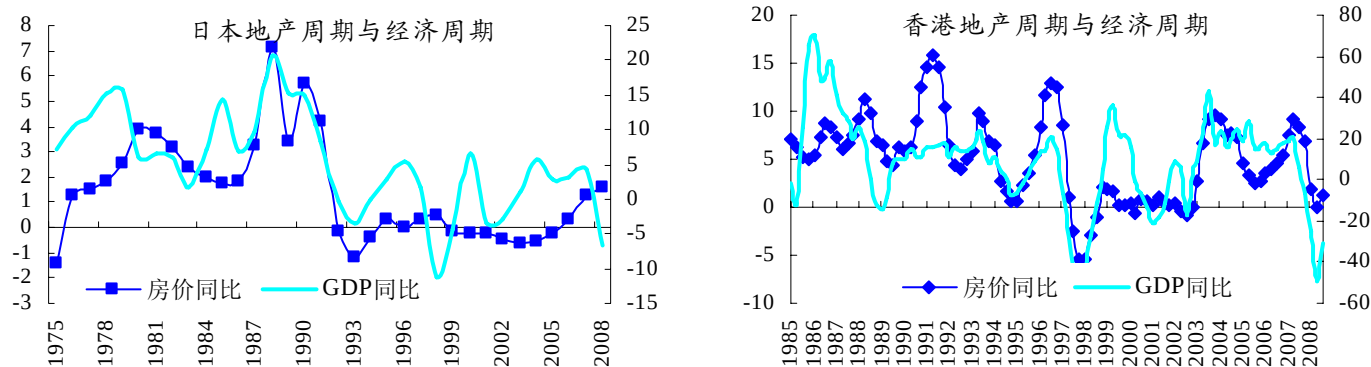
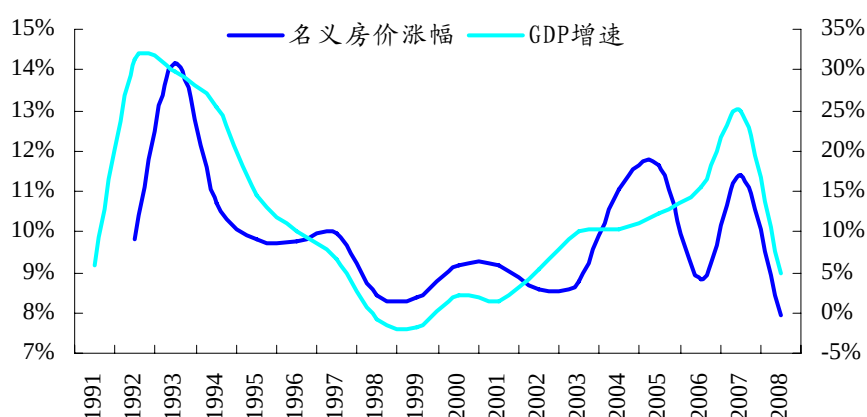


图 21 中国房价名义涨幅与 GDP 增长率基本一致



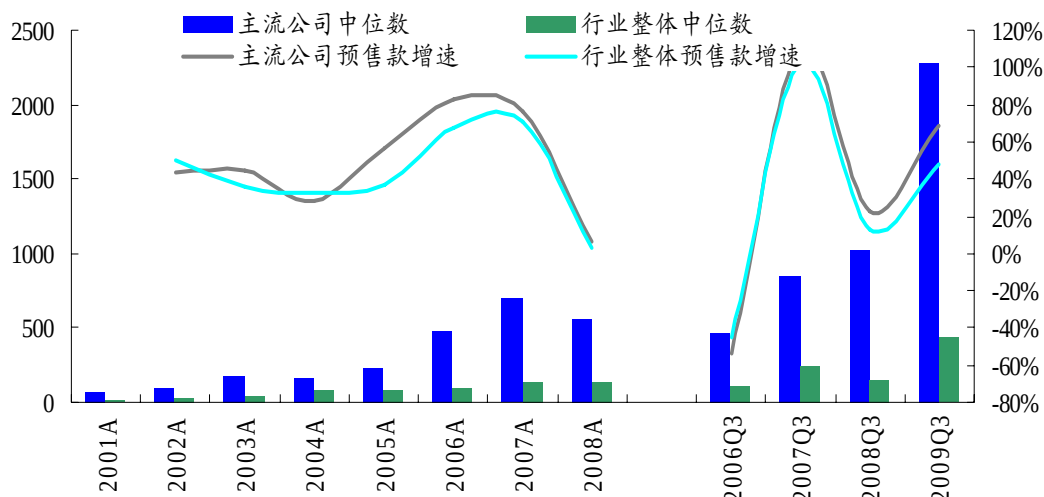
4. 行业维持增持评级，建议超配

基于前面对 1-5 月政策市场均好或政策中市场好的判断，尤其是这段时间行业量价可能再上台阶甚至表现过头，加上对行业中长期趋势看好，我们维持行业增持评级，继续建议超配。

10 年主流上市公司业绩有望保持 45% 平均增长

09 年 3 月起持续的旺销给房地产公司带来了巨量预售房款，数据惊人地好。而这将是他们 10-11 年的主要利润来源，也就是说房地产上市公司未来 2 年业绩的良好表现已经通过销售实现大半部分。我们跟踪和关注的 46 家主流上市公司，08 年三季度平均每家的预售房款是 10.2 个亿，高于 07 年三季度的 8.4 个亿，而 09 年三季度已经上升到了 22.8 个亿，即比历史高峰期高出整整 1 倍。同时也远远领先行业表现。我们维持 8 月末在深圳房地产行业专题投资策略会 PPT 报告的预测，46 家主流公司 09 年净利润平均增速 51%，10 年净利润平均增速 45%。

图 22 A 股上市公司及 45 家主流公司 09 年 9 月末预售账款表现



从行业到公司的个股选择建议如下：

(1) 基于看好二三线城市行业量价前景，看好二三线城市代表股票

他们具有一些共同特征：土地储备具备规模优势，普遍在 400 万平方米以上；拿地时间早，地价成本低；项目或者集中分布于某一个经济发达区域（如江浙区域、山东半岛、海峡西岸、珠三角等），或者是已基本实现全国性布局。二线城市代表股是信达地产、苏宁环球、卧龙地产、名流置业、ST 鲁置业、嘉凯城、中南建设、中国宝安、ST 东源、冠城大通、浙江广厦等；二三线城市代表股是荣盛发展；区域代表股是北京城建、金融街、苏州高新、华发股份、张江高科等。

从公司成长性和目前估值提升空间看，建议重点关注信达地产、名流置业、苏宁环球、ST 鲁置业和嘉凯城，积极关注建发股份、北京城建、冠城大通、卧龙地产、苏州高新和中国宝安。

(2) 基于对行业 1-5 月供不应求的判断，看好 1-5 月可售量环比大幅增长的公司。建议重点关注招商地产、华侨城 A、建发股份、名流置业、信达地产、中南建设，关注万科 A、荣盛发展、保利地产、金地集团等。

(3) 基于对高端住宅看好，重点推荐能够持续低价买地、高价卖房的华侨城 A。同时建议积极关注别墅产品占项目储备比重超过一半的中粮地产、别墅产品占比较高的新湖中宝；通过大规模一二级联动获得低地价成本优势的中铁二局。

(4) 关注整合大股东资源潜力较大、可能性上升的公司。建议重点关注张江高科、北京城建、城投控股和中华企业。

(5) 关注 REITs 试点、保险资金投资不动产给国内商业地产带来的价值重估和发现机会。主要标的是金融街、中国国贸、浦东金桥、陆家嘴和张江高科。

附表：行业重点公司和关注公司业绩预测及财务估值（单位：百万元，亿元）

证券简称	12.2 股价	2009E EPS	2010E EPS	2009 PE	2010 PE	PB	RNAV	溢价 比例	总 市值	总 股本	投资评级	年初以来 涨幅
万科 A	11.6	0.44	0.62	26.5	18.7	3.7	11.50	0.7	1273.2	11874.8	增持	80.4
深振业 A	13.0	0.56	0.72	23.3	18.2	3.6	11.90	9.6	66.1	507.2	增持	166.2
中国宝安	12.8	0.46	0.70	28.0	18.2	7.5	11.17	14.4	139.4	1090.8	增持	238.0
招商地产	32.7	1.03	1.36	31.7	24.0	3.6	26.10	25.1	560.9	1717.3	增持	149.8
中粮地产	13.1	0.29	0.31	45.2	41.9	7.5	9.71	35.1	238.0	1813.7	增持	173.7
深长城	26.5	1.27	1.16	20.8	22.8	3.4	27.50	-3.8	63.3	239.5	增持	353.4
中航地产	17.9	0.16	0.21	112.0	86.0	2.5	10.44	71.7	39.8	222.3	谨慎增持	267.5
泛海建设	16.9	0.34	0.51	49.8	33.2	4.5	17.97	-5.7	383.5	2263.7	谨慎增持	190.4
华侨城 A	20.7	0.61	0.78	33.9	26.6	5.0	19.35	6.9	642.6	3107.5	增持	155.0
亿城股份	7.9	0.32	0.33	24.8	24.1	2.7	7.14	10.9	71.5	902.9	谨慎增持	200.5
名流置业	9.7	0.33	0.57	29.5	17.1	2.8	10.76	-9.7	130.9	1347.2	增持	185.9
苏宁环球	17.1	0.59	0.98	28.9	17.4	10.8	11.80	44.7	290.6	1702.7	增持	298.2
中国武夷	9.3	0.22	0.27	42.3	34.6	3.4	7.56	23.1	36.2	389.5	中性	185.5
荣盛发展	21.2	0.65	0.98	32.8	21.7	5.4	16.75	26.6	190.0	896.0	增持	293.4
保利地产	25.0	0.85	1.26	29.5	19.9	3.9	24.70	1.4	881.3	3519.7	增持	127.3
浙江广厦	9.3	0.56	0.77	16.4	12.0	5.6	13.55	-31.7	80.7	871.8	增持	185.8
冠城大通	17.5	0.48	0.62	36.4	28.3	6.9	11.95	46.1	107.0	612.9	增持	337.5
建发股份	14.6	0.69	0.90	21.1	16.2	4.4	14.29	2.0	181.3	1243.2	增持	132.9
香江控股	9.5	0.37	0.55	25.9	17.2	6.1	12.50	-24.2	72.7	767.8	增持	181.8
新湖中宝	11.7	0.46	0.65	25.3	17.9	6.7	12.88	-9.5	394.6	3384.4	增持	188.6
北京城建	20.8	0.65	0.90	32.0	23.1	4.1	25.90	-19.8	154.0	741.0	增持	197.3
天房发展	7.0	0.15	0.25	46.6	27.6	2.1	6.11	14.5	77.3	1105.7	谨慎增持	118.9
华发股份	22.6	0.98	1.17	23.0	19.3	3.9	19.45	16.0	184.4	817.0	增持	144.3
首开股份	24.5	0.76	1.13	32.4	21.7	3.3	20.17	21.4	281.7	1149.8	增持	290.7
金地集团	15.6	0.60	0.81	26.1	19.2	2.8	17.62	-11.3	388.3	2484.2	增持	214.1
万业企业	11.2	0.52	0.63	21.7	17.7	3.6	10.16	10.3	90.3	806.2	谨慎增持	176.1
城投控股	14.4	0.66	0.79	21.9	18.3	3.1	12.10	19.0	330.7	2298.1	增持	75.8
中华企业	16.6	0.61	0.88	27.2	18.9	5.4	14.12	17.6	180.6	1088.0	谨慎增持	197.8
苏州高新	10.2	0.30	0.49	33.8	20.8	3.5	11.40	-10.3	90.2	881.6	增持	241.7
上实发展	16.8	0.42	0.56	39.5	29.9	7.6	14.03	19.4	181.5	1083.4	谨慎增持	174.6
信达地产	13.7	0.61	0.88	22.5	15.6	4.4	13.47	1.4	208.1	1524.3	增持	237.0
京投银泰	13.8	0.21	0.62	65.0	22.2	4.7	10.63	30.2	68.3	493.9	增持	194.9
滨江集团	16.7	0.67	0.89	24.9	18.8	7.3	15.74	6.4	226.3	1352.0	增持	179.7
嘉凯城	20.3	0.81	1.24	25.1	16.4	4.6	-	-	292.3	1443.4	增持	358.5
中铁二局	13.9	0.50	0.89	27.9	15.6	5.1	17.86	-22.3	202.4	1459.2	增持	72.6
中南建设	24.4	0.80	1.15	30.5	21.2	4.9	21.80	11.9	189.9	778.6	增持	407.1
卧龙地产	14.3	0.38	0.86	38.0	16.6	13.0	13.00	10.2	57.7	402.9	增持	255.8
开发类均值	16.07	0.55	0.77	29.3	20.9	4.94	14.81	8.5	244.5	1577.9	---	198.0
金融街	13.9	0.53	0.66	26.2	21.0	2.3	14.72	-5.7	344.4	2481.2	增持	84.9
阳光股份	12.6	0.43	0.41	29.3	30.8	3.3	9.21	36.7	67.4	535.7	谨慎增持	264.9

中国国贸	13.3	0.42	0.50	31.8	26.7	3.1	12.52	6.5	134.4	1007.3	谨慎增持	90.4
外高桥	18.3	0.40	0.46	45.8	39.8	4.6	12.91	41.8	185.1	1010.8	中性	153.6
浦东金桥	14.9	0.38	0.43	39.3	34.7	3.8	19.49	-23.5	126.0	844.4	谨慎增持	95.9
陆家嘴	29.4	0.51	0.58	57.6	50.6	5.6	17.80	65.0	548.5	1867.7	谨慎增持	122.1
世茂股份	18.2	0.26	0.75	70.0	24.3	3.5	12.41	46.7	213.0	1170.6	谨慎增持	171.4
张江高科	14.3	0.59	0.88	24.3	16.3	4.0	18.84	-24.0	221.8	1548.7	增持	44.4
北辰实业	6.5	0.18	0.24	36.1	27.1	2.4	7.48	-13.2	218.5	3367.0	中性	132.2
出租类均值	15.71	0.41	0.55	38.2	28.8	3.64	13.93	12.8	228.8	1537.0	---	128.9
整体均值	15.79	0.51	0.69	30.8	22.7	4.48	14.42	9.5	246.8	1622.2	---	183.2

注：中粮地产业绩未考虑 09 年可能的大股东资产注入。万科业绩已考虑公开增发。深长城 09 年业绩预测不考虑 5 月 26 日收回宝安区旧城改造项目投资增加的 1.236 亿元净利润。

作者简介:

孙建平: 经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004年1月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2009年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com