

远忧若现

- 房地产 2010 年投资策略

报告关键点：

- 市场忧虑隐现。抑制投资和投机性需求的政策似乎箭在弦上。
- 预计明年信贷仍保持宽松，除非价格继续上涨导致抑制性政策出台，按揭优惠政策预计明年2季度以后才会有严格执行的实质体现，因此明年销售上半年依然可以乐观：1季度受信贷推动、2季度由供给拉动。
- 行业趋势继续向上，目前开发商主动地位很高，上市公司估值优势在积蓄中。
- 暂时维持行业领先大市-A的投资评级，但我们会密切关注后续政策动向，适时调整评级。

报告摘要：

提示：

由于12月14日国务院会议明确了房地产政策调控的取向，我们认为该事件非常重大，所以本报告考虑了该事件的影响，部分报告内容与11月30日截稿的印刷本略有不同。并请以本报告内容为准。

- 使房地产市场能自2008年4季度从低谷转入复苏、并走向高潮的1年多以来，无疑是信贷与房地产优惠政策起了巨大的作用。
 - 2009年前半年新增信贷量创历史记录，达到7.37万亿；08年4季度至09年2季度，按揭优惠、税费优惠、以及对开发商鼓励支持等政策不断推出。
 - 2009年全国各地的房地产成交量从08年的低迷中迅速恢复并走向高潮，2009年前10个月成交量超越07年同期水平。
- 但随着价格也超越07-08年高点，政策压力加大，市场担忧若隐若现。
 - 12月之前的一段时间，随着09年8月后新增信贷规模收缩，市场担心信贷、地产相关优惠等刺激政策会很快退出。
 - 12月初政府经济工作会议基调是维持宽松货币政策，因此对明年全年信贷规模可以基本乐观，尤其是1季度会最为宽松，但我们对明年下半年的信贷以及房地产需求又有一定远忧。
 - 同时，现在房价大体已超越07-08年高点，有资产泡沫化倾向，12月14日国务院会议也确立了房地产调控取向，(参见12月14日点评报告“地产政策调控取向确立”)，抑制投资和投机性需求的政策似乎箭在弦上。
- 然而预计短期内政策支持依然会维持较强，我们对今年末至明年上半年房地产市场依然保有谨慎乐观预期。
 - 鉴于目前经济复苏所处阶段，我们相信政府保持宽松货币政策的态度和必要性，尤其是，我们认为由于明年1季度信贷额度会环比大幅提高。因此，除非价格继续上涨导致抑制性政策出台，按揭优惠政策执行严格程度可能要等到明年2季度后才会有实质加强。
 - 预计2010年1季度信贷会推动销售。由于银行放贷的季节性模式，预计2010年1季度的新增信贷会大幅高于09年4季度，对销售会有很大推动。
 - 预计2010年2季度销售将受供给拉动。相对于销售，前期开发商开工显得谨慎，导致短期内供给依然偏紧，预计明年2季度才会达到供需均衡。
- 目前行业趋势继续向上。前期新开工增速与销售增速有巨大落差，可以预计1-2个季度内的供给仍会偏紧，中短期内（预计2010年中之前）行业趋势继续向上。开发商盈利能力处于上升期。商业地产将受益于保险资金投资和REITs的发展。从更长的时间看，城镇化加速、人口红利将中长期支持地产行业向好。
- 开发商目前主动地位很高，上市公司估值优势在积蓄。
 - 以上市开发类地产公司情况看，其资金状况（包括负债率、现金等）处在历史最好水平，盈利能力处于上升趋势中。
 - 较多一、二线上市公司的ttmPE走势明显落后于大盘指数；从我们覆盖的27家公司来看，根据截止2009年11月30日的股价，2010年的PE多数在20-25倍，中值约为23倍；除部分全国性公司外，RNAV估值溢价大多低于40%。

房地产

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

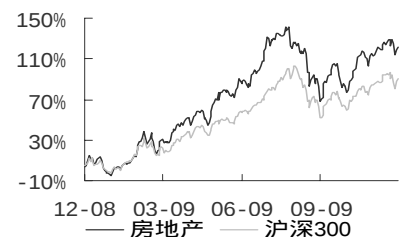
2009-12-15

首选股票

目标价 评级

000002	万科 A	16	买入-A
600048	保利地产	30	增持-A
000024	招商地产	40	增持-A
600383	金地集团	20	增持-A
000069	华侨城 A	30	买入-A
600748	上实发展	20	增持-A
600208	新湖中宝	16	增持-A
600266	北京城建	18	增持-A
002146	荣盛发展	22	增持-A
600510	黑牡丹	15	买入-A
600736	苏州高新	10.3	增持-A
000718	苏宁环球	20	增持-A
600657	信达地产	15	增持-A
600823	世茂股份	20	增持-A
000402	金融街	20	增持-A
600007	中国国贸	15	增持-A
600895	张江高科	20	增持-A
600663	陆家嘴	30	增持-A
000616	亿城股份	9.5	增持-A
002244	滨江集团	18	增持-A
000961	中南建设	25	增持-A
000042	深长城	30	买入-A
600240	华业地产	10.8	买入-A
600622	嘉宝集团	16	增持-A

12 个月行业表现



研究员

陶学明

CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

李孔逸

助理行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn

前期研究成果

房地产数据周报系列

2009 年初以来

行业快报：地产政策调控取向确立

2009-12-15

房地产行业月报：坐等靴子落地

2009-12-02

行业快报：政策如期正式从刺激性走向中性化 从放纵转向成熟

2009-10-29

房地产 4 季度投资策略：“防御兼进攻”

2009-09-28

- **投资建议：**暂时维持行业领先大市-A的投资评级，但我们会密切关注后续政策动向，适时调整评级。
 - 我们延续2009年4季度投资策略的选股思路：“两条投资主线”（1.具有“土地成本优势+ 开发能力”的开发类公司；2.商业地产概念），并“自下而上选择品质优异、成长性高的小盘地产股”。
 - 在前述投资思路确定的股票池中，目前阶段重点推荐：6个价值型（华侨城、新湖中宝、张江高科、金融街、黑牡丹、嘉宝集团）和6个成长型（万科A（保利与万科同质）、招商地产、金地集团、苏宁环球、华业地产、深长城）。
- **风险因素：**2010年下半年有隐忧。
 - 如果2010年上半年房价继续上涨较多，抑制性政策压力会很大，而高房价本身也会抑制部分需求。
 - 同时如果开工增速过快（2010年增速达到10%以上），但需求没有超预期表现，供给将会超越需求，那么明年下半年后会有调整压力。

1. 回顾：刺激政策实施 加速房地产复苏并走向高潮

1.1. 2008 年 8、9 月份市场销售跌至谷底

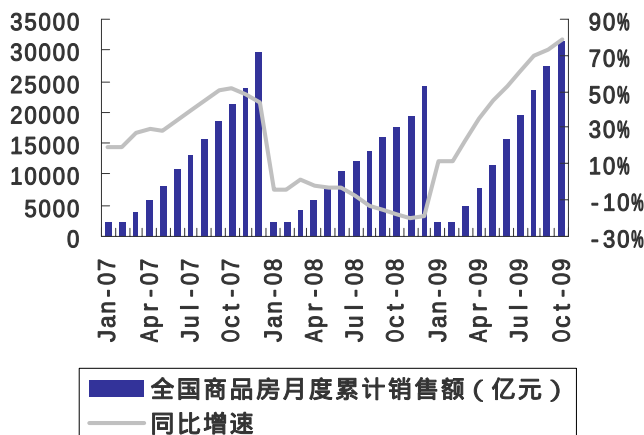
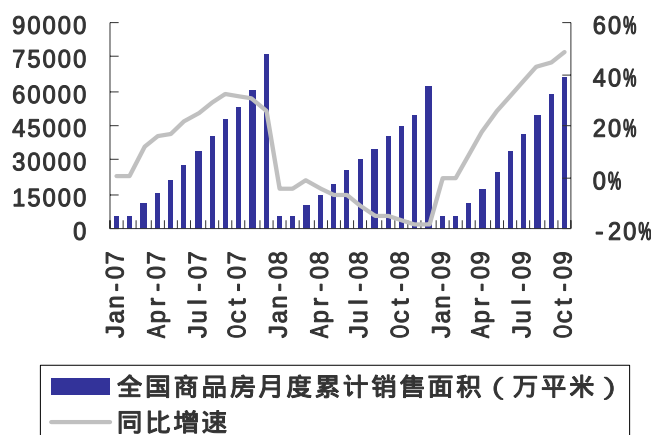
2008 年受政策和外围经济影响，中国房地产市场进入调整期，房价呈现下跌趋势；大量购房者纷纷搁置购房计划，房地产市场成交量急剧萎缩，开发商大幅缩减拿地开支并减慢开工进度。2008 年 9、10 月份，房地产成交跌至低谷，2008 年 2 季度后开工、投资等增速也急剧下降。

1.2. 然而，2008 年 4 季度后至今，形势发生了翻天覆地的变化

- 全国各地的房地产成交量从 08 年的低迷中迅速恢复并走向高潮，2009 年前 10 个月成交量超越 07 年同期水平。2009 年 1-10 月，全国商品房累计销售面积 6.6 亿平方米，同比增长 48.4%，与 2007 年同期相比上升了 23.9%；商品房累计销售额 3.2 万亿元，同比增长 79.2%，与 2007 年同期相比上升了 48.1%。
- 随着房地产市场销售的快速恢复，从 09 年 3 月开始，房地产投资和新开工面积增速也都逐渐走出低谷，至 2009 年 10 月，累计新开工增速终于恢复为正。

图 1：2007 年以来全国商品房月度累计销售面积及增速

图 2：2007 年以来全国商品房月度累计销售额及增速

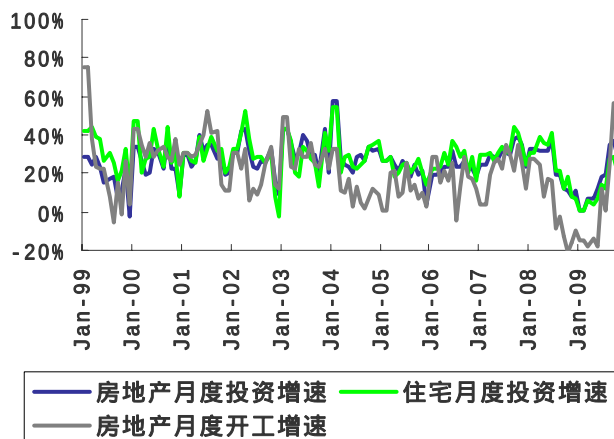
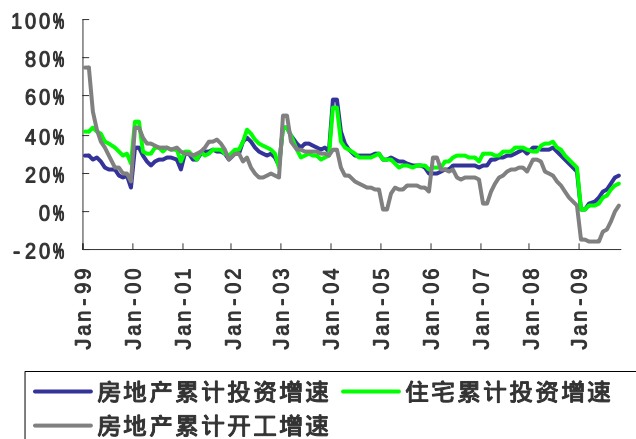


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3：房地产、住宅投资和房地产累计开工同比增速

图 4：房地产、住宅投资和房地产月度开工同比增速

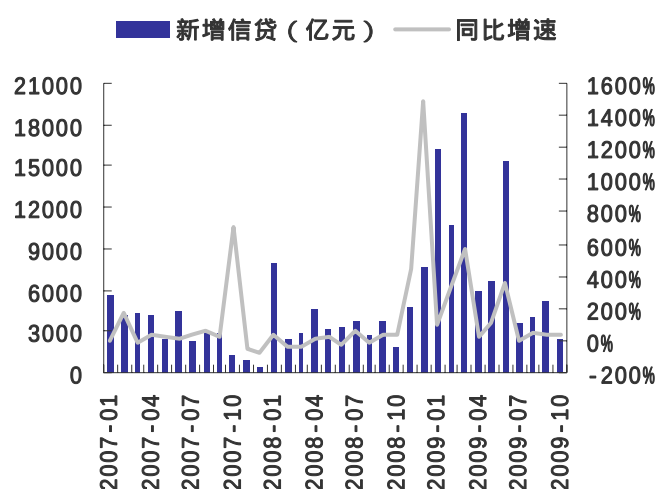


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

1.3. 究其原因，在于信贷放松和地产行业的刺激政策

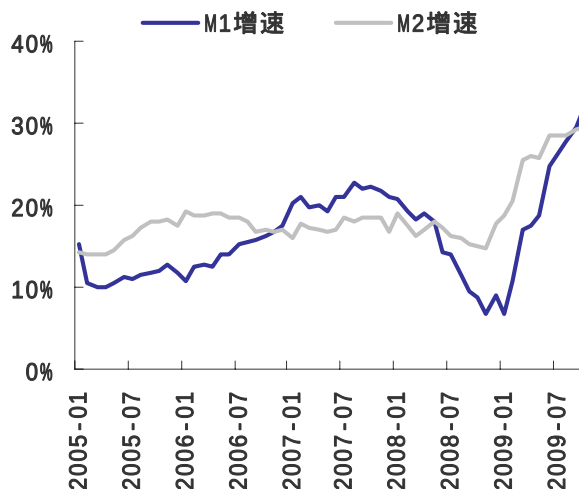
- 2008 年 10 月开始实施房贷优惠政策（我们就是在该政策出台后即刻将房地产行业的投资评级提升为领先大市-A）和税收优惠等政策，以及之后各地政府又推出了各自的优惠政策，一系列政策的出台使得购房者的支付压力大大降低，房地产刚性需求和改善性需求逐步释放。
- 2009 年初以来信贷急剧放大，前 10 个月新增信贷量创历史最高水平，前 10 月新增人民币贷款高达 8.9 万亿元；M1、M2 增速也是迭创新高，10 月份的 M1、M2 增速分别为 32%和 29.4%，创下了 1996 年以来的新高。房地产投资性需求越来越多而且预计还会继续释放。
- 5 月后实施降低商品住房投资项目资本金比例，鼓励开发商投资。

图 5：新增人民币贷款与增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6：M1、M2 增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

目前，市场销售显然处在高潮阶段，从数据上看房地产投资与开工也走在复苏向上的路途中。

2. 展望未来，房地产市场喜忧参半

未来 2-3 年左右，地方政府投资预计将持续增长，基础设施、配套等建设与规划有利于提升区域房地产价值并促进销售。城镇化加速、人口红利中长期内利好地产行业。

而展望市场未来一年的发展，我们认为有喜有忧。

忧虑的是：

- 前期房价涨幅过快，对刚性和改善性需求已形成一定压力；房地产政策将逐渐中性化是趋势，二套房贷优惠政策的执行严格程度会逐步提高，而明年 2 季度后信贷环境趋紧的可能性较高，届时需求预计会受到影响。昨日（2009 年 12 月 14 日）国务院会议明确了地产政策调控和加快棚户区改造工作（参见 12 月 14 日点评报告“地产政策调控取向确立”），抑制投资和投机性需求的政策似乎箭在弦上。

喜的是：

- 鉴于目前经济复苏所处阶段，我们相信政府保持宽松货币政策的态度和必须性，

信贷政策在中期内仍会维持宽松的基调,信贷季节性释放会在今年末至 2010 年 1 季度对地产行业形成强有力的支持;2010 年 2 季度,供给释放将有助于促进供需平稳、利于销售。因此,除非价格继续上涨导致抑制性政策出台,按揭优惠政策执行严格程度可能要到明年 2 季度后才会有实质加强。

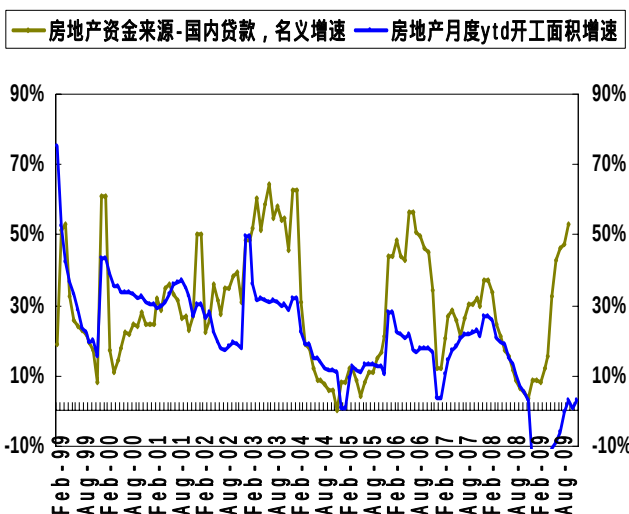
- 城镇化加速有可能接替刺激性政策成为 2010 年重要的销售推动力。
- 值得关注的是,随着保险资金可投资于持有型物业政策的实施,商业地产将会直接受益,而且目前一线城市商业地产销售与租赁市场呈现复苏迹象。目前,市场销售显然处在高潮阶段,从数据上看房地产投资与开工也走在复苏向上的路途中。

3. 中短期内信贷政策预计会维持宽松,有利于促进地产开工投资从复苏走向高潮

3.1. 相对于销售火爆,目前房地产商开工显得相对谨慎

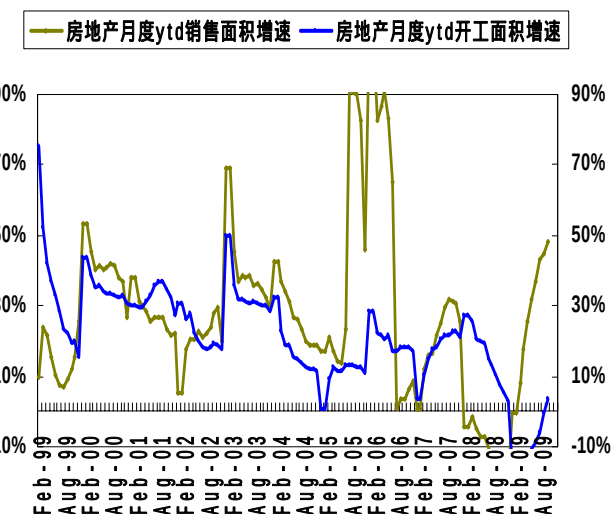
仅从增速而言,相对于销售火爆、信贷宽松,房地产开工却相对落后,截止 2009 年 10 月,房地产开工面积月度累计增速仅为 3%。之前半年内,开工增速与资金来源中的国内贷款增速及销售增速表现都出现很大的落差(图 2、7),除了开工面积数据可能有滞后的因素外,开发商相对谨慎应该是主要因素。因此,预计明年 1 季度供给依然会偏紧。

图 7: 房地产资金来源与开工面积增速



数据来源：安信证券研究中心

图 8: 房地产销售面积与开工面积增速



数据来源：安信证券研究中心

3.2. 预计信贷政策环境 1-2 个季度内依然大体利好,有利于促进开工

若要开工增速在未来半年保持增长,需要信贷政策与销售双重驱动,也就是需要维持信贷宽松政策 1-2 个季度内保持稳定。

考虑到房地产对上下游产业的重要性,同时从目前经济复苏进程、政府的态度看,我们预计信贷政策在中短期内仍会维持宽松的基调。在此政策背景下,开发商预计才会有信心增加开工。

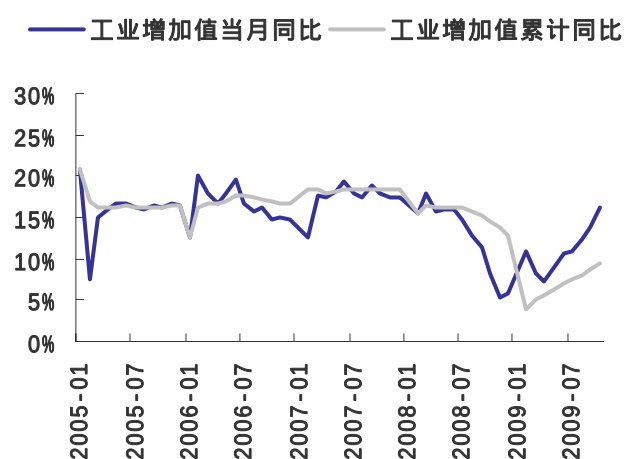
- 在工业方面:工业增加值从 4 月份开始进入上升通道,单月数据从 4 月份的 7.3%

上升至 10 月份的 16.1%，已经超过了 2005 年以来的平均水平（14.9%），但月度累计增加值的增速还依然处于 05 年以来的历史低位；工业企业利润率从 2 月份的 3.6%回升至 8 月份的 5.2%，但也还是处于 05 年以来的低位。

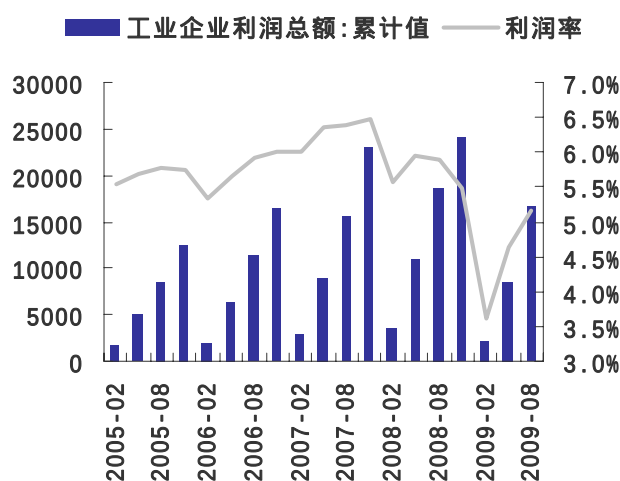
- **PPI：企稳回升**，自 7 月最低点时-8.2%至 10 月，已经连续回升 3 个月，但 10 月 PPI 仍为负，-5.8%。
- **在出口方面**：虽然 10 月份的同比增速仍为负值，同比下降了 13.8%，但增速较前几个月已经是大幅回落，且从绝对值看，当月出口自 2 月份以来一直处于上升趋势当中。**中国出口的持续恢复取决于其他主要经济体复苏进程。**
- **在消费方面**：CPI 企稳回升，10 月的 CPI 上升至-0.5%，与 7 月最低点时的-1.8%相比已经连续回升 3 个月；消费者信心指数和预期指数从 3 月份开始逐月回升。**消费增长的持续性需要政策导向、收入增长等各方面的稳定和支持。**
- **城镇就业方面**：城镇人口不断提高，但城镇就业人数增长仍显疲弱。

图 9 工业增加值当月和累计同比增速

图 10 工业企业利润累计和利润率



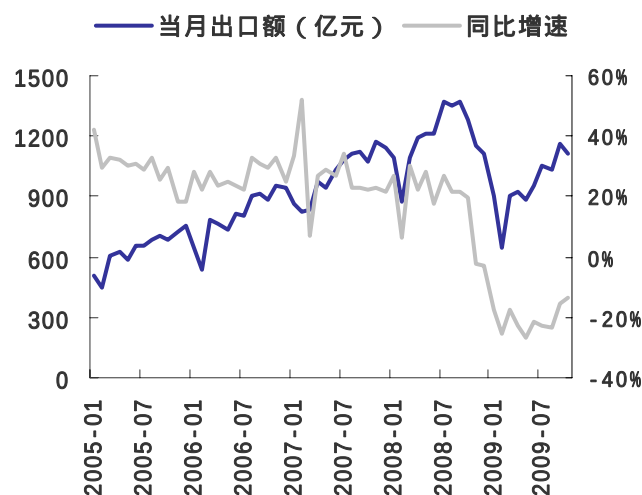
数据来源：WIND，安信证券研究中心



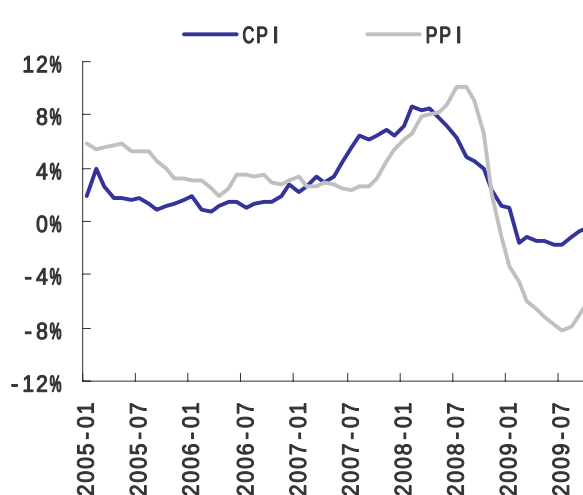
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 11 当月出口额和同比增速

图 12 国内 CPI 和 PPI

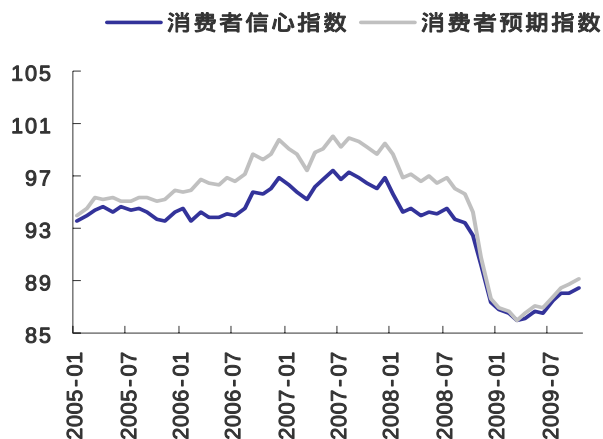


数据来源：WIND，安信证券研究中心



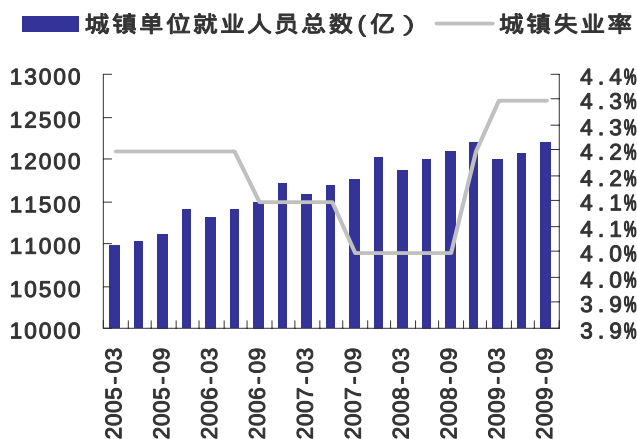
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 13 消费者信心指数和预期指数



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 14 城镇单位就业人员指数和城镇失业率



数据来源：WIND，安信证券研究中心

4. 地产政策逐渐中性化是趋势，但预计明年 2 季度才会开始实质体现

无论从销售量看还是从价格表现看，房地产销售已然处于高潮。

自刺激性优惠等政策执行、房地产销售复苏并走入高潮的一年多时间，房价涨幅非常明显，有资产泡沫化倾向。

根据发改委公布的全国及 70 个城市的房价月度同比、环比涨幅数据，我们将数据进行指数化处理，取 2004 年 7 月为基期 100。截至 2009 年 10 月，全国和大多数城市（包括一线城市如上海、北京、广州、杭州和很多二线城市）的房价经过前期调整后，都已经超过前期 07-08 年历史高点的房价（图 15-20），其中深圳的数据显示与感知的异常，我们认为可能与统计样本结构有一定关系。

银监会在 2009 年 10 月下旬出台的“个贷管理暂行办法”，实际是要求提高优惠政策执行的严格程度，表明政府比较担心过度杠杆化和资产泡沫，要求银行严格风险控制，我们据此认为政府对房地产刺激性政策将逐渐采取中性化取向，对按揭优惠的执行严格程度将会提高，在鼓励刚性需求的同时对投资性、投机性需求将抑制。

但考虑到短期内由于保增长与维稳定的需要等，除非价格继续上涨导致抑制性政策出台，我们估计按揭优惠严格执行度在明年 2 季度开始才会有较实质体现。

图 15：全国新房价格指数

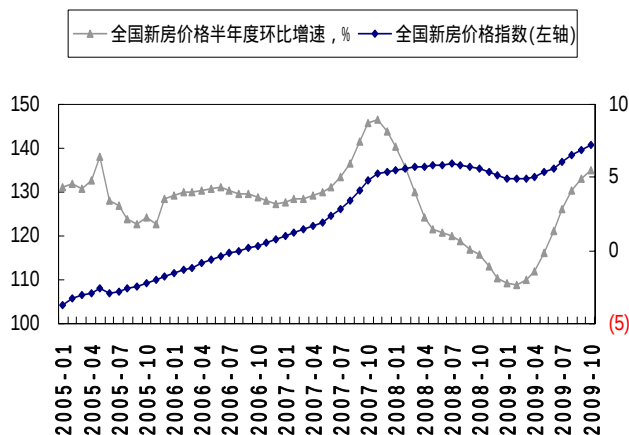
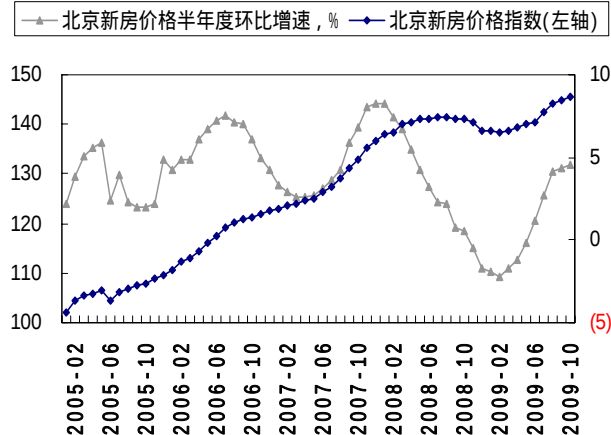


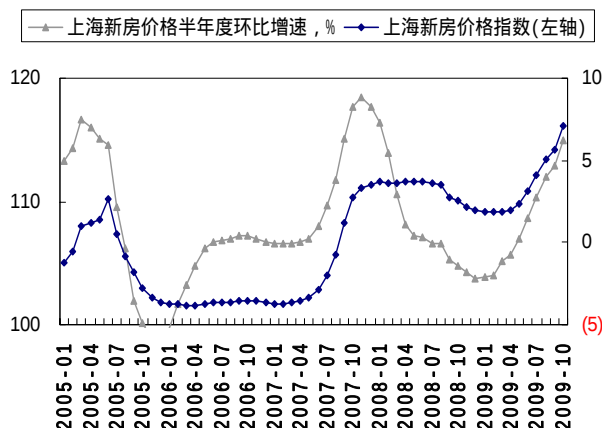
图 16：北京新房价格指数



数据来源：wind，安信证券研究中心

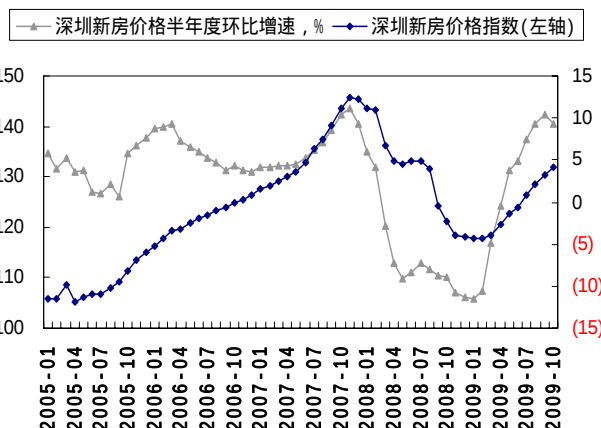
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 17：上海新房价格指数



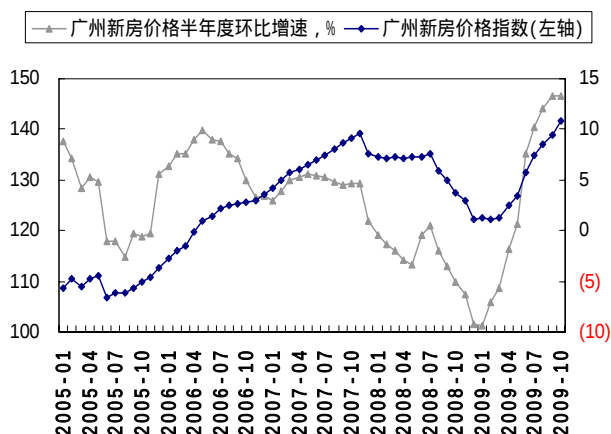
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 18：深圳新房价格指数



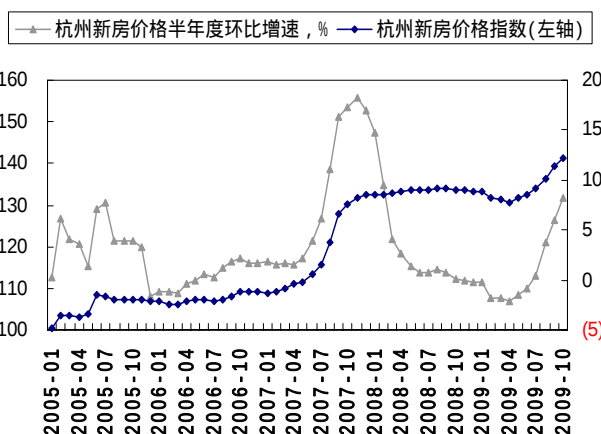
数据来源：wind，安信证券研究中心

图 19：广州新房价格指数



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 20：杭州新房价格指数



数据来源：wind，安信证券研究中心

5. 2010 年上半年销售预计仍会持续在高位

由于当前存货偏紧、明年 1 季度信贷额度会较高、明年 2 季度供给增加有利于供需平衡，因此我们预计 2010 年上半年的销售仍会保持较高水平。

5.1. 当前可售房源存货偏紧

我们收集了上海、北京、深圳、重庆、杭州、苏州、宁波、厦门、福州和成都等 10 个城市的一手房存量数据（表 1，图 21-30）。成交量的持续恢复已经带动前期积压库存的加速去化，部分城市的存货已经比较紧张。

- 像上海和杭州的存货紧张态势就持续了约半年时间（按动态 4 周平均计算的存货去化时间低于 10 周）；
- 深圳成交量存货去化时间基本恢复正常水平（深圳第 29 周按动态 4 周平均计算的存货去化时间仅为 24.6 周，随后随着销售放缓可售房源去化速度开始波动回升，最近几周，随着成交量的持续回升，深圳消化一手房所需时间是 31.9 周，存货压力基本恢复正常）；

- 北京等地的存货去化时间仍处于比较正常的水平（北京第 27 周按动态 4 周平均计算的存货去化时间是近期的最低点，为 30.5 周，随后波动回升，目前为 35.2 周）；
- 而宁波、成都存货压力也逐渐趋向正常（宁波第 28 周按动态 4 周平均计算的存货去化时间是近期的最低点，仅为 32.5 周，随后波动回升，但近期存货压力已趋向正常，目前为 41.4 周）。

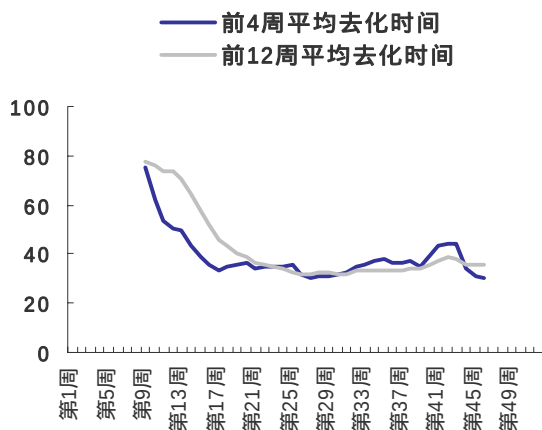
表1：截至11月30日，国内10个重点城市商品房存货消化时间

城市	供应情况		销售情况		存货去化时间	
	可售套数 (套)	可售面积 (万平方米)	动态 4 周平均 (万平方米)	动态 12 周平均 (万平方米)	可售/动态 4 周平均销售 (周)	可售/动态 12 周平均销售 (周)
深圳	37511	410.94	11.2	9.7	36.8	42.5
北京	101211	1351.24	45.1	38.2	30.0	35.4
上海	34009	491.67	69.5	56.2	7.1	8.7
重庆	102793	1073.92	55.3	49.6	19.4	21.7
杭州	10122	161.92	28.1	23.5	5.8	6.9
宁波	85272	589.93	16.6	13.7	35.5	43.0
厦门	16785	214.45	5.5	4.8	38.8	44.5
福州	32808	225.7	12.8	8.7	17.7	25.9
苏州	19286	271.49	22.9	19.8	11.9	13.7
成都	194060	1498.23	36.8	28.2	40.7	53.1

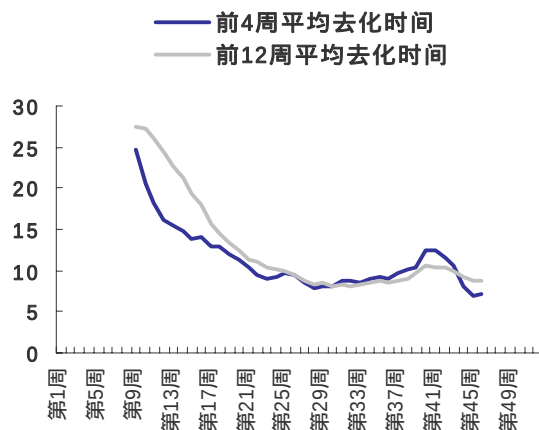
数据来源：中国指数研究院、Wind，安信证券研究中心

注：北京的商品住宅数据均为期房住宅加上现房住宅之和的数据

图 21：北京 2009 年以来商品房存货去化时间 图 22：上海 2009 年以来商品房存货去化时间

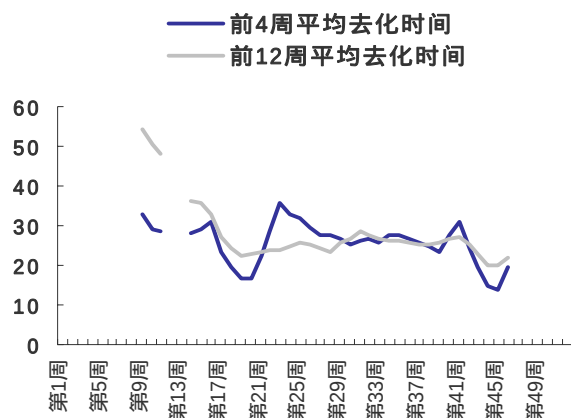


数据来源：Wind，安信证券研究中心

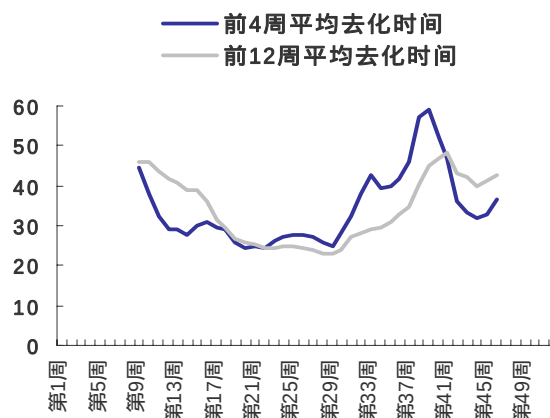


数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 23：重庆 2009 年以来商品房存货去化时间 图 24：深圳 2009 年以来商品房存货去化时间

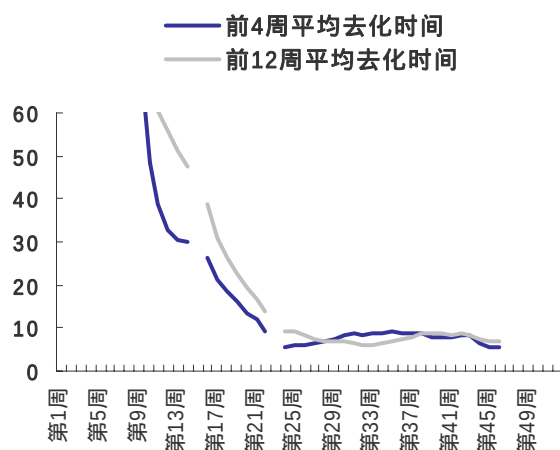


数据来源：Wind，安信证券研究中心

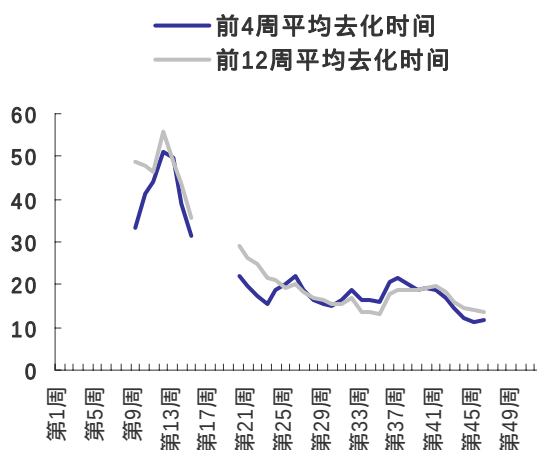


数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：杭州 2009 年以来商品房存货去化时间 图 26：苏州 2009 年以来商品房存货去化时间

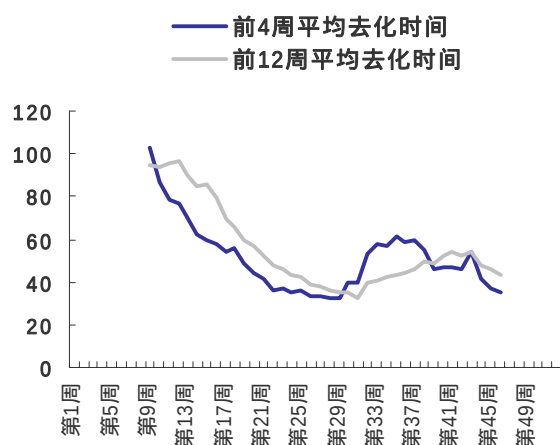


数据来源：Wind，安信证券研究中心

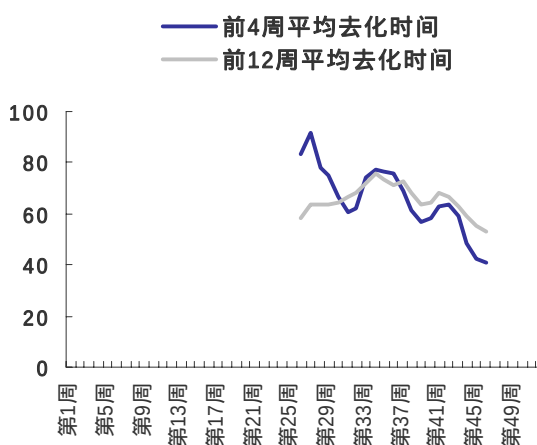


数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：宁波 2009 年以来商品房存货去化时间 图 28：成都 2009 年以来商品房存货去化时间

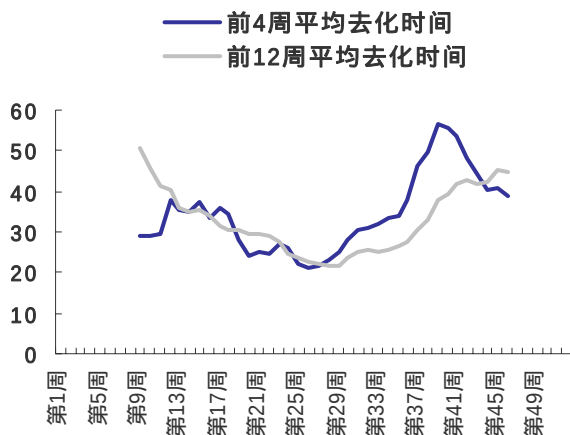


数据来源：Wind，安信证券研究中心

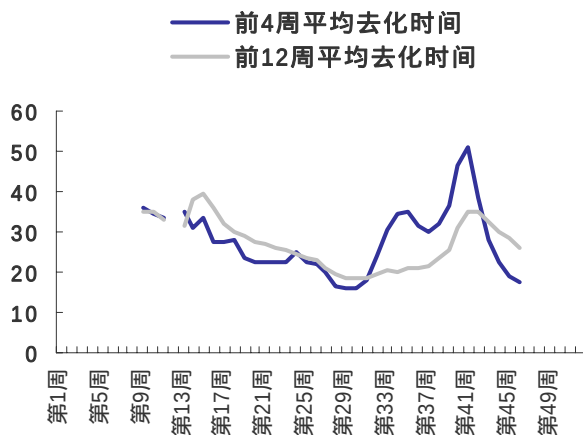


数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：厦门 2009 年以来商品房存货去化时间 图 30：福州 2009 年以来商品房存货去化时间



数据来源：Wind，安信证券研究中心



数据来源：Wind，安信证券研究中心

5.2. 供给偏紧将在 1 季度后改善

目前开工面积相对于销售来看，如前所述，确实显得相对谨慎，供给偏紧。但由于开发商资金状况、存货水平控制较好、信贷政策在 1-2 个季度内依然会维持宽松，2009 年 11 月后开工增速的动能预计会明显大于销售量，销售量增长速度将放慢，从而使得供给偏紧的状况将会在 1 个季度后改善。

5.3. 2010 年 1 季度销售将受信贷放量推动、2 季度销售将由供给推动

我们宏观和策略估计，明年信贷量依然会在比较高的水平。而银行放贷的季节性模式决定了明年 1 季度信贷量会环比大幅增长，对地产销售的促进显而易见。

考虑到开工节奏、开工与开盘的时间差，我们预计明年 2 季度的供给会改善，销售量预计会好于 1 季度。

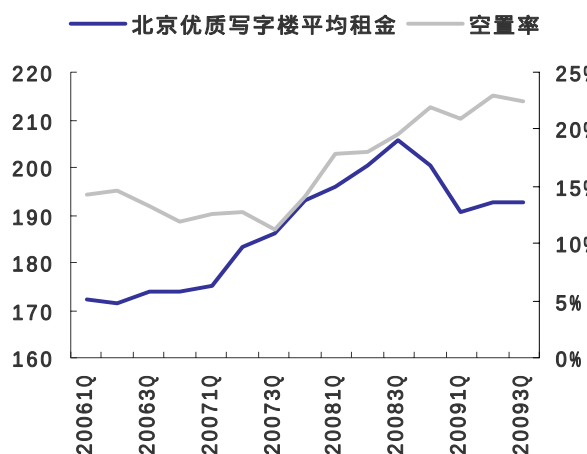
6. 商业地产和高端公寓具有不同于普通住宅市场的独特优势

商业地产（我们在 2009 年 9 月的 4 季度投资策略中就已经开始重点推荐）将会额外受益于保险资金可以投资持有型物业，而一线城市租金与空置率渐渐走出最糟糕的时段（图 31-34），虽然中短期内一线城市供给仍会偏高。

根据 CBRE 研究：

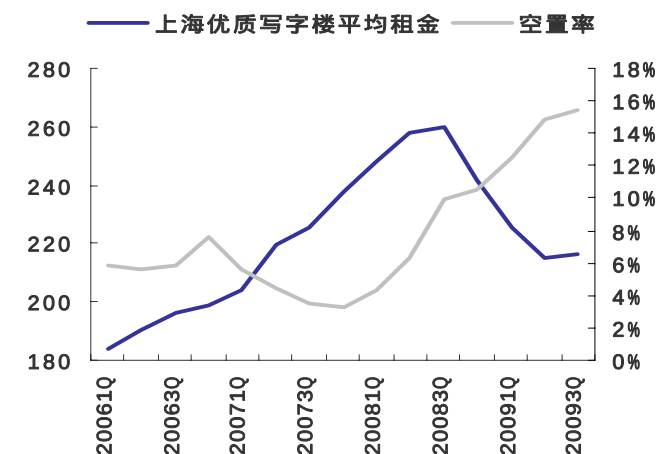
- 2009 年第三季度，金融危机对国内各城市优质商业物业所产生的负面影响逐渐减弱，各类物业市场均出现不同程度的回暖，北京、上海、广州和深圳等一线城市的优质商业物业租金和售价多数开始止跌回升。
- 销售市场表现的尤为明显，4 个城市的优质写字楼中除北京从第三季度才开始止跌回升外，其他三个城市均已经连续两季度的环比上升。而高档住宅（主要是高端公寓）销售价格则均出现了连续两季度的环比上升且累计升幅均在 10% 左右。
- 租赁市场方面，由于市场需求上升，北京、上海优质写字楼平均租金分别上涨了 0.1% 和 0.6%，开始呈上扬走势，而深圳、广州市场租金虽然仍轻微下滑，但幅度已经明显减少。高档住宅（主要是高端公寓）租赁市场，则是上海和广州率先止跌回升，北京、深圳仍环比下降。优质零售物业市场回暖程度较小，除上海租金开始止跌回升外，其它三个城市租金仍环比下降。

图 31：北京优质写字楼平均租金与空置率



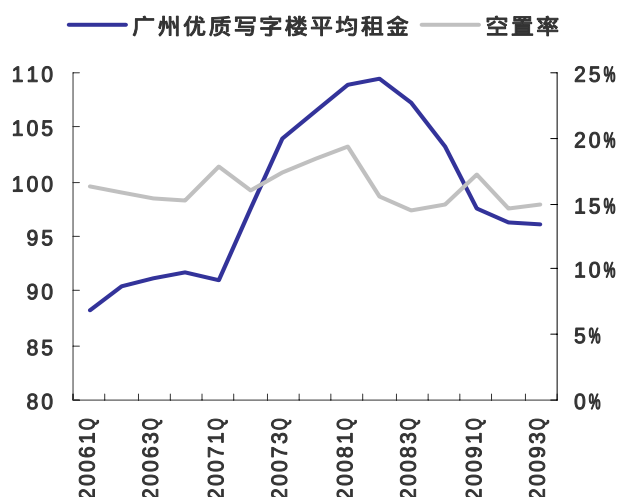
数据来源：CBRE，安信证券研究中心

图 32：上海优质写字楼平均租金与空置率



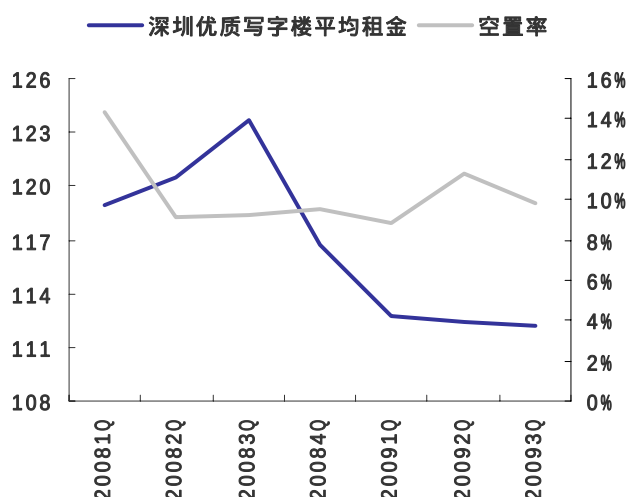
数据来源：CBRE，安信证券研究中心

图 33：广州优质写字楼平均租金与空置率



数据来源：CBRE，安信证券研究中心

图 34：深圳优质写字楼平均租金与空置率



数据来源：CBRE，安信证券研究中心

7. 行业趋势继续向上，估值优势积蓄中

随着中央政治局会议的召开，以及稍后将召开的中央经济工作会议，我们认为关于政策的不确定性将逐渐消除，预计信贷政策会维持一段时期的宽松。

如前所述，地产政策中性化将是渐进的过程，预计优惠政策在中期内不会取消，后续抑制性政策时间表和力度应该取决于经济稳定的程度和资产价格上升的压力，我们初步预计明年 2 季度以后政策执行严格程度的取向才会有较明显体现。

同时，虽然地产销售处于高潮，而房地产投资与开工增速仍处于从复苏走向高潮的过程中，新开工增速与销售增速存在巨大落差，也就是可以预计 1-2 个季度内的供给较难以超越需求，中短期内（我们预计 2010 年年中之前）行业趋势继续向上。

从更长的时间段看，城镇化、人口红利将中长期支持地产行业向好。

而开发商目前主动地位很高。以上市公司为例，其现金状况、负债率等都处于历史最好水平，盈利处于上升期，估值优势积蓄并将显现。

7.1. 目前销售依然保持平稳，09 年 11 月重点城市月成交略超市场预期

根据我们对 19 个国内重点城市的跟踪数据来看，11 月份整体的成交量与 10 月份相比上升了 6.09%，与我们前期判断 10 月开始成交量将随推盘量增加而放大基本一致，10 月、11 月成交呈现逐月上升态势，而此前市场认为 10 月以后市场成交环比持平。

从城市数量上看，在 19 个主要城市中（见表 2），13 个环比上升，6 个环比下降，环比上升的城市个数也远多于下降的。我们认为 12 月销售依然能够保持平稳态势，明年 1 季度随着信贷总规模的扩张，房贷额度也将同步放大，其对地产成交量的刺激不言而喻。

表2：19个重点城市商品房成交情况（单位，万平米/月）

	10 月成交量	11 月成交量	环比增速
上海	247.84	250.74	1.17%
北京	156.04	179.43	14.99%
深圳	49.69	46.81	-5.80%
天津	124.28	144.02	15.88%
杭州	101.94	96.66	-5.17%
南京	83.34	122.14	46.56%
武汉	111.50	143.19	28.42%
成都	123.19	140.84	14.33%
青岛	83.05	90.83	9.37%
苏州	92.86	84.97	-8.50%
无锡	68.40	76.86	12.37%
宁波	63.46	88.72	39.81%
福州	41.05	46.15	12.42%
昆明	62.76	75.30	19.97%
东莞	54.46	47.13	-13.46%
厦门	22.80	26.35	15.54%
长沙	178.56	153.87	-13.83%
西安	61.57	97.38	58.15%
重庆	263.15	199.75	-24.09%
合计	1989.95	2111.13	6.09%

数据来源：中国指数研究院、Wind，安信证券研究中心

注：北京的商品住宅数据均为期房住宅加上现房住宅之和的数据

7.2. 开发商主动地位很高，盈利能力处于上升趋势中

开发商紧张的资金状况已经不复存在，影响开发商资金状况的三个主要因素：销售回款，银行贷款，资本市场融资，随着国家一系列稳定房地产市场的政策出台而极大改善。其中包括按揭贷款和购房税费上的优惠，带来了房地产市场成交量的持续恢复，企业销售回款大幅增加，而前 10 个月超过 9 万亿的信贷投放也大大缓解了房地产开发企业从银行贷款的难度，股市的大幅上涨则为房地产企业提供了更方便的资本市场融资渠道。这些为房地产企业带来了充裕的现金流，开发商资金状态明显好转，而房地产价格的提升也相应将带来了盈利能力的上升。

以上市开发类地产公司情况看，其资金状况（包括负债率、现金等）处在历史最好水平，盈利能力处于上升趋势中。

表3：48家重点上市开发类房地产企业财务数据综合表现

	2009 三季 报	2009 中报	2009 一季 报	2008	2008 三季 报	2007	2006
营业收入同比增长率	24.0%	15.9%	-2.8%	13.2%	39.0%	53.8%	51.0%
净利润同比增长率	30.5%	9.6%	-17.5%	3.8%	39.5%	92.8%	72.8%
总资产同比增长率	27.5%	21.1%	17.7%	26.7%	44.1%	58.3%	62.7%
主营税金前毛利率	37%	36%	37%	39%	43%	39%	33%
销售收入同比增长率	84.7%	63.9%	28.1%	-12.4%	1.3%	56.0%	55.2%
预收账款/总资产	21%	18%	15%	13%	17%	17%	16%
短期借款/总资产	9%	12%	14%	15%	14%	14%	16%
长期借款/总资产	21%	19%	20%	19%	19%	16%	15%
流动比率	2.02	1.91	1.98	1.96	1.91	1.82	1.67
速动比率	1.32	0.99	0.85	0.72	0.81	0.88	0.78
资产负债率	66%	65%	65%	64%	65%	64%	66%
有息负债率	30%	31%	34%	33%	33%	30%	31%
每股经营活动净现金	0.64	0.54	0.13	-0.57	-0.54	-0.93	-0.46
每股净现金流	1.06	0.57	0.30	0.17	0.22	0.70	0.56
每股现金	2.32	1.99	1.68	1.36	1.41	1.75	1.36

数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：短期借款包括一年内到期债务，长期借款包括应付债券，速动比率扣除了预收账款的影响，有息负债率=（长期借款+短期借款）/总资产。销售收入根据预收账款和营业收入估算得出。

7.2.1. 负债率呈下降趋势

房地产行业本身一直就是一个靠负债发展的行业，有息负债率作为衡量公司利息负担的一个重要指标，能够较为明显的反映出上市公司的资金压力情况。06、07年的有息负债率分别为30%、31%，到2008年年末时上升为33%，2009年年中时就出现了明显下降，有息负债率降为31%，三季度报进一步下降至30%。

7.2.2. 短期偿债能力相对乐观

流动比率、速动比率持续上升。2009年上半年，房地产开发类48家上市公司平均流动比率为1.91，高于05-07年的1.58、1.67、1.82。09年中期速动比率为0.99，大大高于08年中和年末的0.81和0.72，也高于2005、2006年的水平。截止三季度末，流动比率和速动比率分别上升至2.02和1.32，说明当前房地产公司的短期偿债能力相对乐观。

7.2.3. 销售收入大幅增加

房地产开发类企业09年以来销售收入大幅增加，一季度时同比增加了28.1%，二季度时同比增加了63.9%，三季度进一步上升至84.7%，而08年全年销售收入是下降了12.5%。销售收入的大幅上升锁定了房地产开发企业未来一段时间的盈利，开发企业的风险大大降低。

7.2.4. 现金状况处在历史最好水平

房地产企业的净现金流持续上升，1季度每股经营活动净现金为0.13元，二季度为0.54元，3季度进一步上升到了0.64，而从历史来看，房地产企业的每股经营活动净现金基本都是为负的。

此外，房地产开发企业的每股现金也大幅增加，从2008年末的1.36元/股大幅飙升至2.32元/股，超过了历史最高的2007年第三季度的2.01元/股。

7.2.5. 盈利能力重新处于上升通道

随着房地产市场的快速复苏，房地产企业当前的盈利能力也重新走上上升通道。净利润同比增长率持续上升，09 年一季度为同比下降 17.5%，二季度已经转为同比上升 9.6%，三季度更是进一步上升至 30.5%。房地产企业的毛利率也从 08 年二季度开始的连续下降转为上升，主营税金前毛利率从二季度的 36%提升到了三季度的 37%。

7.3. 房地产板块的估值优势积蓄

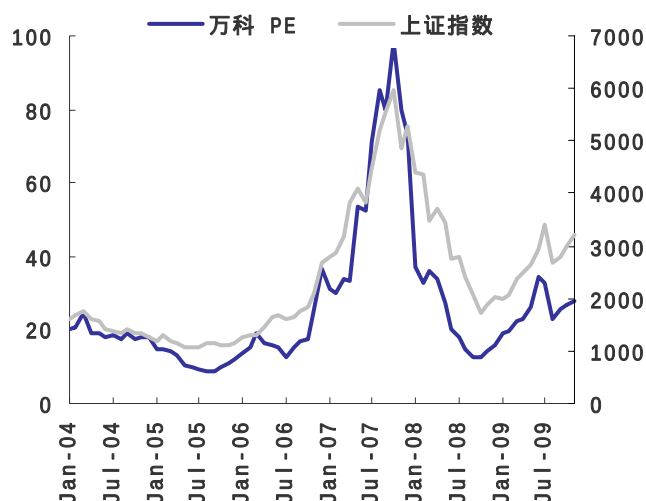
房地产板块目前估值优势在积蓄中，较多一、二线公司的 ttmPE 明显落后于大盘指数(图 35-38)；从我们覆盖的 27 家公司来看，根据截至 2009 年 11 月 30 日股价，2010 年的 PE 多数在 20-25 倍，中值约为 23 倍（表 4）；除部分全国性公司外，RNAV 估值溢价大多低于 40%。

表4：覆盖公司市场估值情况

证券代码	公司名称	市盈率 (X)			11 月 30 日 市净率 (X)			收盘价
		08	09E	10E	08	09E	10E	
000069	华侨城	60	38	29	9.9	4.1	3.6	21.02
600376	首开股份	33	32	25	6.7	5.5	4.5	23.40
600208	新湖中宝	38	31	21	6.3	5.0	4.1	11.33
600383	金地集团	40	23	19	3.6	2.3	2.1	15.48
600657	信达地产	36	24	20	4.1	3.7	3.3	11.98
000002	万科 A	31	23	16	3.3	2.9	2.5	11.53
000024	招商地产	43	31	19	3.6	3.2	2.9	31.09
600048	保利地产	35	26	18	5.6	3.1	2.7	24.90
002146	荣盛发展	44	30	18	7.8	4.8	4.0	20.28
600510	黑牡丹	0	26	23	9.3	2.4	2.2	12.02
000042	深长城	922	19	19	3.5	3.1	2.9	26.09
600622	嘉宝集团	45	22	20	4.8	4.0	3.4	14.44
000718	苏宁环球	56	28	18	15.0	8.8	6.8	17.35
600736	苏州高新	43	38	27	2.9	2.8	2.6	9.81
600325	华发股份	25	21	18	4.0	3.5	3.1	22.00
600266	北京城建	48	34	27	4.2	3.8	3.2	20.47
600748	上实发展	50	36	22	7.0	6.2	5.3	16.69
600675	中华企业	38	26	22	4.8	4.1	3.5	16.26
000046	泛海建设	180	101	58	4.2	4.0	3.7	16.19
000616	亿城股份	25	20	16	2.4	2.2	1.9	7.56
600240	华业地产	61	27	20	2.9	2.7	2.5	9.09
002244	滨江集团	36	30	19	7.6	6.5	5.4	16.25
000402	金融街	33	24	19	2.3	2.2	2.0	13.75
600895	张江高科	41	28	20	4.2	3.4	2.9	14.03
600007	中国国贸	37	55	33	3.1	3.0	2.7	13.15
600663	陆家嘴	57	54	46	6.0	4.9	4.5	26.98
600823	世茂股份	349	40	15	13.4	2.7	2.3	17.45
中值			33	23		3.9	3.4	

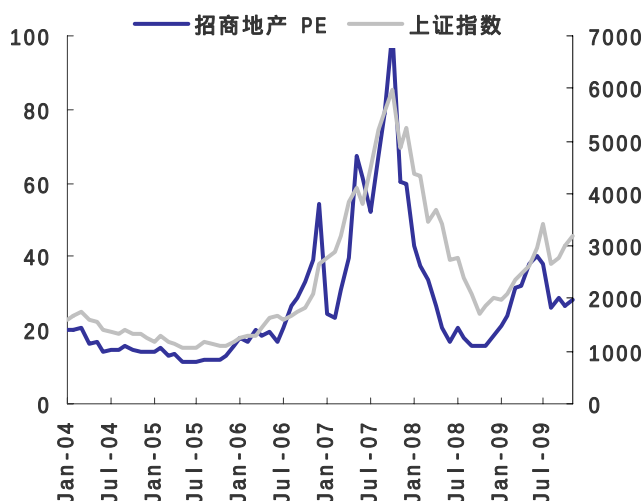
数据来源：安信证券研究中心

图 35 万科 TTM PE 和上证指数图



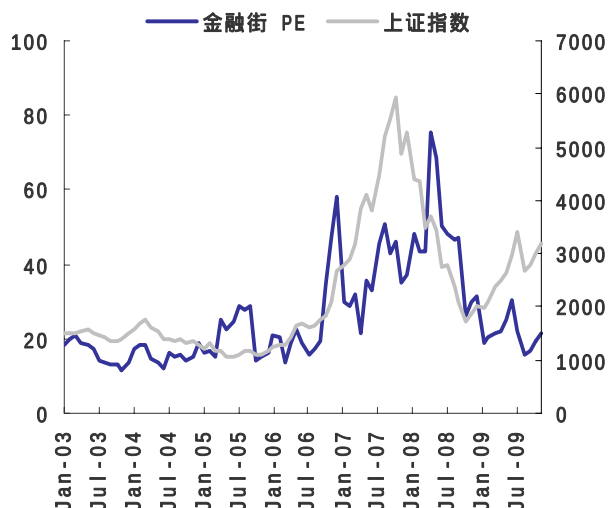
数据来源：安信证券研究中心

图 36 招商地产 TTM PE 和上证指数图



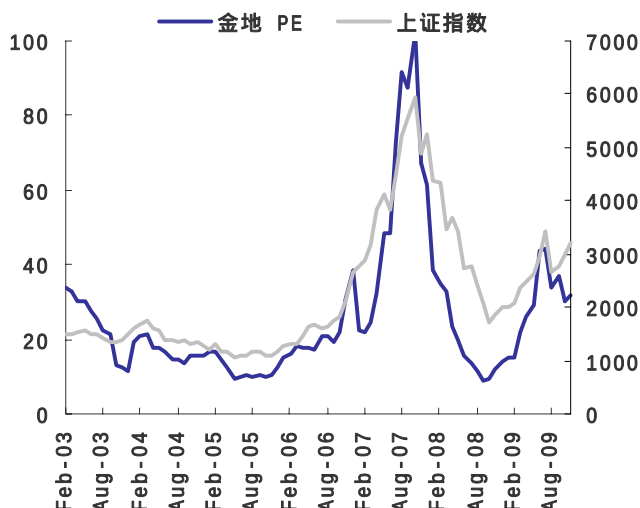
数据来源：安信证券研究中心

图 37 金融街 TTM PE 和上证指数图



数据来源：安信证券研究中心

图 38 金地集团 TTM PE 和上证指数图



数据来源：安信证券研究中心

8. 投资建议

暂时维持行业领先大市-A 的投资评级，但我们会密切关注后续政策动向，适时调整评级。

8.1. 投资思路

维持我们 4 季度策略报告中提出的：

1. 两条投资主线：

- 一是考虑到地价不断上升，因此选择有“土地成本优势+开发能力”公司，包括万科（保利地产、招商地产，金地集团与万科有很强相似性）、华侨城、新湖中宝、荣盛发展、天保基建、北京城建、上实发展、苏宁环球、黑牡丹、苏州高新等；
- 一是基于看好商业地产后续发展潜力，因此选择“有商业地产概念”公司，包括世茂股份、金融街、中国国贸、张江高科、陆家嘴等。

2. 同时，从自下而上角度，我们也看好“产品开发品质优异、成长性高的小盘地产股”：亿城股份、滨江集团、中南建设、华业地产、深长城、嘉宝集团等。

8.2. 目前重点推荐

在前述股票池中，目前阶段我们重点推荐 6 个价值型（华侨城、新湖中宝、张江高科、金融街、黑牡丹、嘉宝集团）和 6 个成长型（万科 A（保利与万科同质）、招商地产、金地集团、苏宁环球、华业地产、深长城）。

9. 风险因素：2010 年下半年市场有隐忧

我们预计明年全年信贷总额会维持宽松，但下半年的信贷量应该会低于上半年，而届时房贷优惠政策执行的严格程度会提高。我们初步判断：如果 2010 年维持价格稳定在 2009 年 4 季度的水平，2010 年销售量如能实现 10% 的增长当属中性偏乐观。

在上述前提下，根据我们进一步测算：

- 如果 2010 年开工增速达到 10%，则 2010 年下半年后供给与销售就可以达到供需均衡的状态。
- 但是，如果市场过热，房价继续上涨、开工增速过快，而需求没有超出预期的表现，并且过高价格对需求形成抑制，明年下半年后又将很容易出现供给大于需求的局面；而且涨价过快也会导致地产相关政策压力变大。2010 年下半年市场也会有调整的压力。

因此，鉴于 2010 年下半新增信贷额度会弱于上半年、购房优惠政策的执行严格程度会提高，而届时如果房价过高、供给再进一步提高，则我们对下半年销售有一定担忧。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期：2009-11-30

证券代码	公司名称	上次评级	本次评级	每股收益 (元)			市盈率 (X)			市净率 (X)			ROE (%)			现价	目标价
				08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E		
000002	万科A	买入-A	买入-A	0.37	0.50	0.71	34	25	17	3.5	3.1	2.6	10%	13%	15%	12.29	16
600048	保利地产	增持-A	增持-A	0.70	0.96	1.36	37	27	19	5.9	3.3	2.8	16%	12%	15%	26.08	30
000024	招商地产	增持-A	增持-A	0.71	1.02	1.65	48	33	21	3.9	3.6	3.2	8%	11%	16%	34.10	40
600383	金地集团	增持-A	增持-A	0.39	0.66	0.82	43	25	20	3.9	2.5	2.2	9%	10%	11%	16.58	20
000069	华侨城	买入-A	买入-A	0.35	0.56	0.73	61	38	29	10.0	4.1	3.6	16%	11%	12%	21.31	30
002146	荣盛发展	增持-A	增持-A	0.46	0.68	1.10	47	32	20	8.3	5.1	4.2	18%	16%	22%	21.62	22
600376	首开股份	增持-A	增持-A	0.70	0.74	0.93	36	34	27	7.2	5.9	4.8	20%	17%	18%	25.06	27
600208	新湖中宝	增持-A	增持-A	0.30	0.36	0.53	39	33	22	6.5	5.2	4.2	17%	16%	19%	11.76	16
600657	信达地产	增持-A	增持-A	0.33	0.49	0.60	42	28	23	4.7	4.2	3.8	11%	15%	16%	13.84	15
601668	中国建筑	增持-A	增持-A	0.09	0.15	0.21	56	33	24	2.9	1.8	1.6	5%	5%	7%	5.00	6
600491	龙元建设	买入-B	买入-B	0.61	1.02	2.12	32	19	9	3.9	3.2	2.4	12%	17%	25%	19.64	30
600675	中华企业	买入-A	买入-A	0.43	0.62	0.76	40	27	22	5.0	4.3	3.7	13%	16%	16%	16.90	20
600748	上实发展	增持-A	增持-A	0.34	0.46	0.76	51	37	23	7.1	6.3	5.4	14%	17%	24%	17.14	18
600325	华发股份	买入-A	买入-A	0.88	1.04	1.21	26	22	19	4.2	3.6	3.3	16%	16%	17%	22.91	26
002244	滨江集团	买入-A	买入-A	0.45	0.55	0.86	38	31	20	7.9	6.8	5.6	21%	22%	29%	16.88	18
000046	泛海建设	增持-A	增持-A	0.09	0.16	0.28	189	106	61	4.4	4.2	3.9	2%	4%	6%	17.02	18.3
600266	北京城建	增持-A	增持-A	0.43	0.61	0.76	48	34	27	4.2	3.8	3.3	9%	11%	12%	20.68	18
000616	亿城股份	增持-A	增持-A	0.30	0.37	0.46	27	22	18	2.6	2.3	2.0	10%	11%	12%	8.05	9.5
000718	苏宁环球	增持-A	增持-A	0.31	0.61	0.99	54	28	17	14.5	8.6	6.6	27%	31%	39%	16.86	20
600736	苏州高新	增持-A	增持-A	0.23	0.26	0.37	45	40	28	3.1	2.9	2.7	7%	7%	10%	10.37	10.3
000961	中南建设		增持-A	0.03	0.82	1.20	793	29	20	15.5	5.1	4.1	2%	18%	21%	23.79	25.0
600510	黑牡丹	增持-A	增持-A	0.00	0.46	0.53		28	24	9.8	2.5	2.3	0%	9%	10%	12.70	15
000042	深长城	买入-A	买入-A	0.03	1.34	1.36	913	19	19	3.5	3.1	2.8	0%	16%	15%	25.83	30
600240	华业地产	买入-A	买入-A	0.15	0.34	0.45	64	28	21	3.1	2.9	2.6	5%	10%	12%	9.59	10.8
600622	嘉宝集团	增持-A	增持-A	0.32	0.65	0.72	49	24	22	5.2	4.3	3.7	11%	18%	17%	15.70	16
000402	金融街	增持-A	增持-A	0.42	0.58	0.72	35	25	20	2.4	2.3	2.1	7%	9%	11%	14.49	20
600895	张江高科	增持-A	增持-A	0.34	0.50	0.72	42	29	20	4.3	3.5	3.0	10%	12%	15%	14.32	20
600007	中国国贸	买入-A	买入-A	0.35	0.24	0.40	38	56	33	3.2	3.0	2.8	8%	5%	8%	13.29	15
600663	陆家嘴	增持-A	增持-A	0.47	0.50	0.58	60	56	48	6.3	5.1	4.7	10%	9%	10%	28.27	30
600823	世茂股份	买入-A	买入-A	0.05	0.44	1.20	361	41	15	13.9	2.8	2.4	4%	7%	16%	18.03	20
002305	南国置业			0.34	0.36	0.46	66	62	48	15.1	8.2	7.2	23%	13%	15%	22.29	
002285	世联地产			0.69	0.96	1.11	94	67	58	25.9	12.6	10.7	28%	19%	18%	64.52	
000965	天保基建	增持-A		0.25	0.28	0.56	70	63	31	4.7	4.5	2.7	7%	7%	8%	17.62	

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA(McGill University)，工学硕士。5-6 年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。
李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034