

评级：买入（维持）

房地产行业

行业研究

第一创业研究所

分析师：陈晓波

电话：0755-2583 2872

邮件：chenxiaobo@fcsc.cn

交易数据

上半年涨跌幅：126.70%

上半年最高涨幅：126.70%

上半年最大跌幅：-3.06%

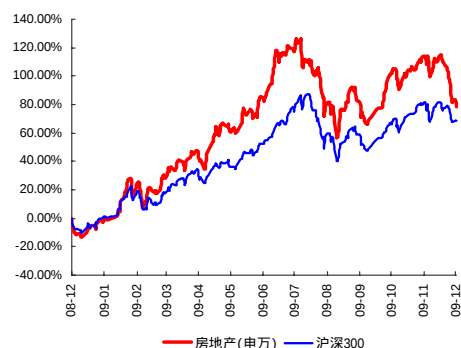
行业基本数据

A 股流通市值（亿元）：6661.13

总市值（亿元）：10722.61

行业平均 PE(X)：27.27

房地产行业与沪深 300 股票指数表现



相关报告：

- 1、房地产泡沫化复苏之路（3.20）
- 2、分享成长，回归蓝筹——中期策略报告（）
- 3、广深在售楼盘调研简报（2009.9.9）
- 4、量价趋稳，这个冬天不会冷——四季度投资策略报告（2009.10.12）

业绩导航，拨开政策迷雾

——2010 年度投资策略

报告要点：

● **需求依然旺盛，政策护航促行业健康发展** 2010 年地产行业面临三大宏观经济环境：经济稳步复苏、通胀预期逐步加强、人民币升值预期强烈，在这样的背景下，地产需求仍可保持旺盛。来自监管层的政策微调或部分优惠政策退出，对行业短期影响轻微，有利于行业中长期健康发展，不改行业向好趋势。

● **供给前紧后松，房价先升后稳** 09 年下半年新开工不足导致 2010 年上半年可售房源仍然紧张，房价将持续上扬。2010 年上半年 4 月供给将有所增加，5 月可能形成供给小高峰，但供给总体偏紧。持续紧张的库存倒逼开发商在未来半年之内都将维持较高的开工规模，2010 年下半年供给有望明显上升，房价趋稳。

● **2010 年新房销售面积下滑 15.1%，销售额降 4.4%** 由于 09 年销售异常火爆，不仅体现了 09 年消费也体现了 2010 年压抑的消费，2010 年销售面积下滑不可避免。预计在 2010 年全国新房销售面积与销售额分别下滑 15.1%和 4.4%。从结构上看，1 线城市 1 手房销售面积与销售额将分别下滑 17%和上升 7%；1 线以外其他城市新房销售面积与销售额分别下滑 15%和 5%。我们还预计 2010 年上半年销售面积和销售额分别下滑 20%和 10%。

● **上市公司毛利将持续提升；市场集中度进一步提升** 预计上市公司销售毛利率、净利率在 2010 年会持续提升，全年可分别达到 38%和 15%的历史高位，以体现 09 年快速上扬的房价和土地成本的下滑。经历过 08 年市场的低潮与 09 年土地市场的火爆之后，中小公司在市场的生存环境受到严重挤压，土地储备呈衰竭之势。我们预期大公司市场占有率逐年提升是长期的趋势。

● **2010 年投资策略：业绩导航，拨开政策迷雾** 不确定的政策，确定的业绩。对未来政策调控的忧虑仍是目前困扰市场的主要因素，短期内各地应该还会陆续出台一些具体操作细则，这给行业未来的变化带来一些不确定性。但是上市公司业绩在 2010 年具备很高的确定性。政策忧虑持续压制股价表现，估值优势日益凸显，等待介入时机。行业趋势未变，维持“买入”评级。

股票代码	公司名称	评级	股价(元)	EPS		PE	
			2009-12-22	09E	10E	09E	10E
000002.sz	万科 A	买入	10.72	0.44	0.52	24.45	20.77
000024.sz	招商地产	买入	26.57	1.05	1.43	25.30	18.58
600383.sh	金地集团	买入	13.48	0.51	0.65	26.43	20.74
600048.sh	保利地产	买入	22.14	0.93	1.30	23.81	17.03
002146.sz	荣盛发展	买入	19.75	0.68	0.79	29.12	25.00
600325.sh	华发股份	买入	19.11	0.94	1.09	20.33	17.53

正文目录

1、需求依然旺盛，政策护航促行业健康发展	4
1.1、三大宏观经济背景下，地产需求维持高位	4
宏观经济稳步复苏	4
通胀预期逐月加强	4
人民币升值压力增加.....	5
1.2、刺激政策预期逐步退出，新调控有保有压利于行业健康发展	6
08 年以来房贷政策预期逐步退出	6
2010 年调控有保有压，利于行业健康发展	8
2、新房供给前紧后松，房价先升后稳	9
3、2010 年销售面积下滑 15.1%，销售额降 4.4%.....	11
一线城市销售额下滑 8%，1 手房销售额上升 7%.....	11
一线以外城市销售面积下滑 15%，销售额下滑 5%	13
全国新房销售面积下滑 15.1%，销售额下滑 4.4%.....	13
4、2010 年投资策略.....	14
4.1、上市公司毛利继续提升	14
4.2、市场集中度进一步提升	14
4.3、投资策略：业绩导航，拨开政策迷雾.....	15
2010 年上市公司业绩增长确定性高	15
上市公司估值优势逐渐体现	16
业绩导航，拨开政策迷雾	17

图表目录

图 1、中国未来 2 个季度GDP增速预测（左） GDP增速与可支配收入的关系（右）	4
图 2：中国 2009 年 11 月-2010 年 12 月CPI预测（左） CPI与商品价格指数走势比较（右） ..	5
图 3：1 年期NDF报价	5
图 4：月度热钱测算.....	6
图 5：购房按揭优惠利率走势图.....	7
图 6：当月新开工面积及同比	9
图 7：全国商品房单月销售面积与同比	10
图 8：一线与主要二线城市月度房价走势	10
图 9：一线与主要二线城市可售套数持续下滑	10
图 10：2010 年一线城市销售面积与销售额预测.....	11
图 11：一线城市住宅销售面积占比（左）；一线城市与全国销售面积增速对比（右）	11
图 12：深圳（左） 广州（右）近 6 年来 1、2 手房成交合计（单位：万平米）	12
图 13：北京（左） 上海（右）近 6 年来 1、2 手房成交合计（单位：万平米）	12
图 14：一线城市 1 手房需求占总需求变化	12
图 15：地产上市公司毛利测算	14
图 16：前 15 家上市公司市场占比（左图）；一线地产公司市场份额变化（右图）	15
图 17：房地产板块 2010 年估值横向比较	17
图 18：房地产板块静态估值纵向比较.....	17
表 1：08 年以来主要房地产政策	7
表 2：2 手房营业税出台以及调整时间.....	7
表 3：2009 年增长确定性比较.....	15
表 3：重点推荐组合.....	18
表 4：第一创业证券重点跟踪公司盈利预测	19

1、需求依然旺盛，政策护航促行业健康发展

我们认为，2010 年地产行业面临三大宏观经济环境：经济稳步复苏、通胀预期逐步加强、人民币升值预期强烈，在这样的背景下，地产需求仍可保持旺盛。来自监管层的政策微调或部分优惠政策退出，对行业短期影响轻微，有利于行业中长期健康发展，不改行业向好趋势。

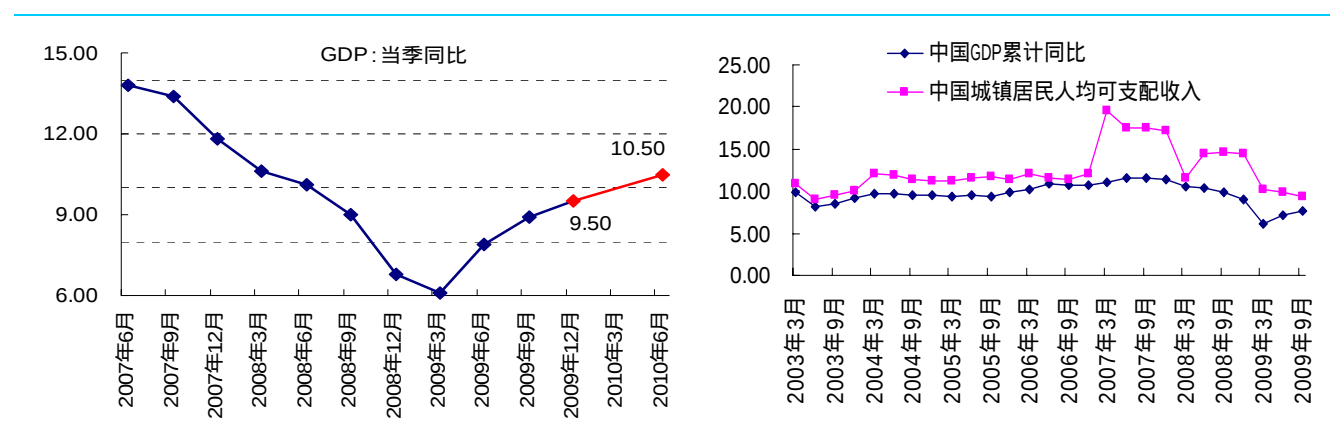
1.1、三大宏观经济背景下，地产需求维持高位

● 宏观经济稳步复苏

根据第一创业宏观预测，09 年四季度 GDP 增速有望超过 9.5%，上半年增速更是可能达到 10-11%，2010 年全年 GDP 增速预计在 9-10%左右，宏观经济自经济危机以来稳步复苏的态势非常明显。

经济稳步复苏有利于提升居民收入与财富，增强未来收入预期，进而提高购房信心。国内外经验数据表明，房地产行业趋势与宏观经济状况高度相关。

图 1、中国未来 2 个季度 GDP 增速预测（左）、GDP 增速与可支配收入的关系（右）



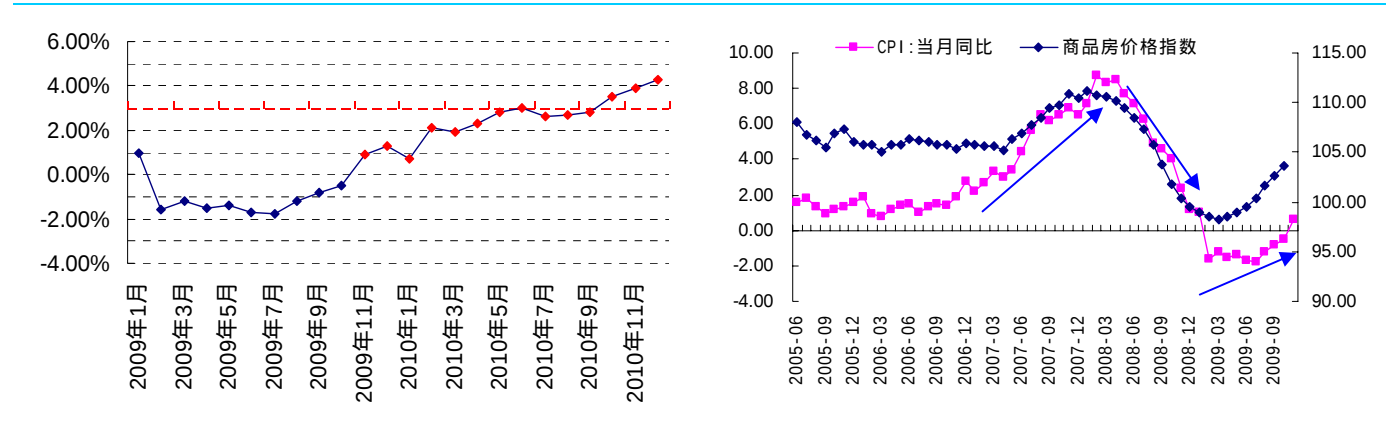
资料来源：第一创业证券研究所

● 通胀预期逐月加强

11 月 CPI 提前转正，2010 年 CPI 将逐月上升。由于食品、粮油等价格的上涨，11 月份 CPI 为 0.6，提前转正，明显早于市场预期，而根据第一创业宏观预测，至 2010 年，CPI 将逐月上升，至 6 月份将达到 3%的央行警戒线。至年底 CPI 甚至可能超过 4%。

逐月上升的 CPI 将形成物价上涨（包括房价）的强烈预期，将促使不论是自住需求还是基于货币保值、增值的需求释放。

图 2：中国 2009 年 11 月-2010 年 12 月 CPI 预测（左） CPI 与商品价格指数走势比较（右）



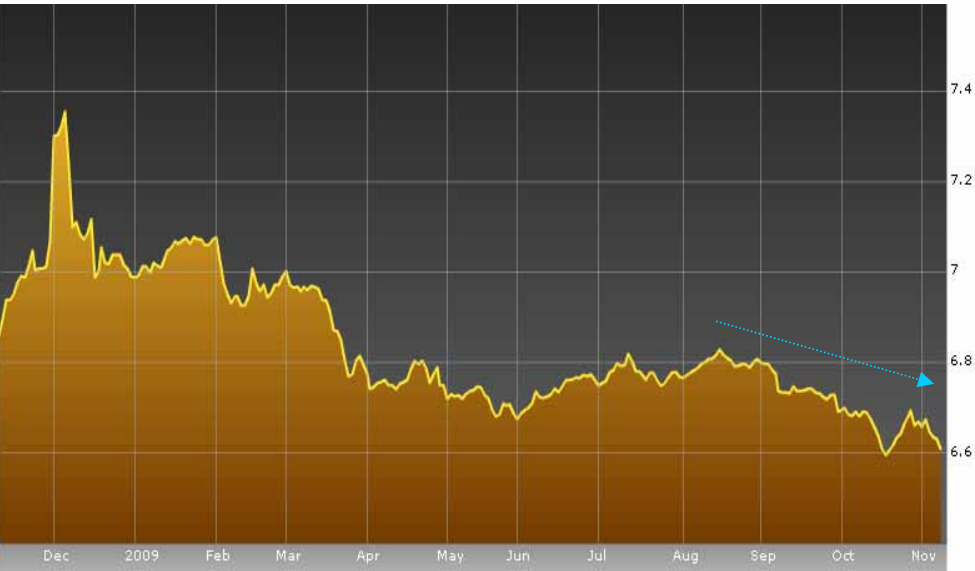
资料来源：第一创业证券研究所

● 人民币升值压力增加

人民币在 2010 年面临很大的升值压力。

首先，由于基本面良好，在 08 年经济危机中遭受短暂挫折后，中国经济得以率先复苏，表现远好于美国和欧洲国家。

图 3：1 年期 NDF 报价



资料来源：第一创业证券研究所

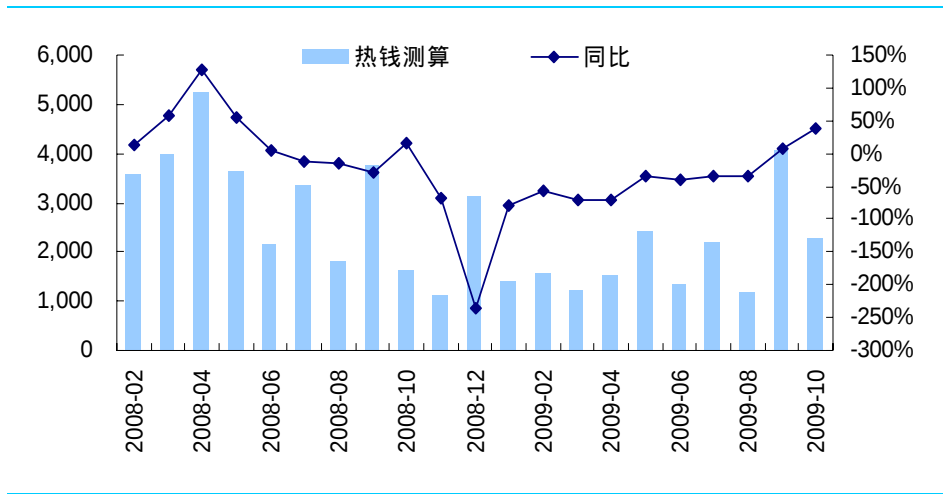
其次，美国由于经济复苏进程迟缓，表现类似于其在 1968-1982 年之间的情景，美联储极有可能将宽松的货币执行比较长的时间，美元面临着很强的贬值压力。

最后，中国目前采取的依然是盯住美元的汇率制度，美元贬值导致的是人民币被动贬值，使得本来存在升值压力的人民币升值压力进一步增加。

根据人民币对美元的 NDF 报价我们看到，报价自 9 月份以来出现了明显下滑，反映了市场对人民币升值的强烈预期。

人民币存在较强的升值压力对市场影响体现在：一是大量热钱通过各种渠道进入中国境内，分享货币升值收益，其结果是结售汇制度下，银行流动性非常充裕，信贷投放冲动较为强烈，二是进入境内的热钱形成资源或者资产的购买力，推升房价等资产价格。

图 4：月度热钱测算



资料来源：第一创业证券研究所

1.2、刺激政策预期逐步退出 ,新调控有保有压利于行业健康发展

● 08 年以来房贷政策预期逐步退出

08 年以来的主要房贷政策归结为两点：税费减免与利率下调，具体见表 1。我们预期这些政策在 2010 年会逐步退出。

首先，这些政策是在特定的经济条件下提出的，宏观经济自 08 年底以来复苏态势非常明确，预期 2010 年 GDP 增速至少达到 9%，使得刺激政策退出就成为必然。

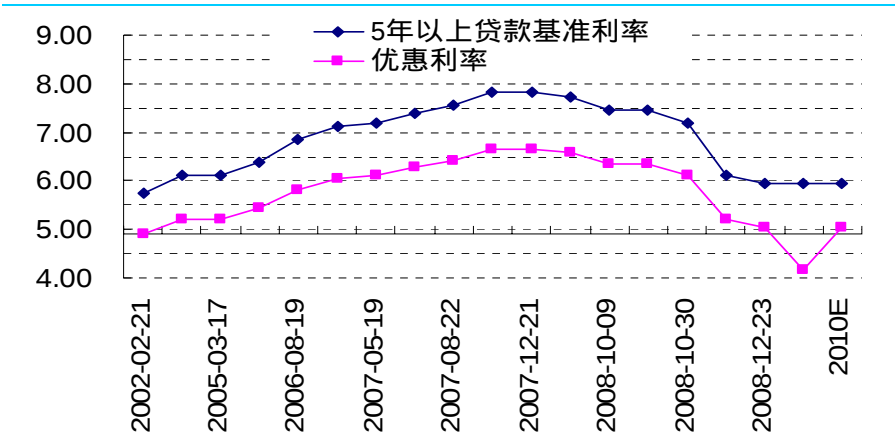
其次，这些政策的退出又会是逐步的。虽然经济复苏趋势明确，但仍存在不确定性，如出口复苏势头有待加强，内需消费增长的持续性还有待观察等等，使得政府在考虑政策退出时留有余地。

表 1：08 年以来主要房地产政策

调整项目	调整前	调整后
契税	1.50%	1%
二手房交易土地增值税、印花税	土地增值税 1%，印花税 0.05%	免除
按揭贷款利率	基准利率 0.85	基准利率 0.7
公积金贷款利率	1-5 年：4.32%；5-30 年：4.86%	1-5 年：4.05%；5-30 年：4.59%
二手房交易营业税	超过 5 年，减免；不足 2 年，全额征收	超过 2 年，减免；不足 2 年，全额征收

刺激政策退出序幕开启，对市场影响轻微。12 月 9 日，国务院常务会议决定将 2 手房营业税免征年限恢复至 5 年，开启了刺激政策退出的序幕。虽然在 09 年中央经济工作会议以及此后的常务会议上，都多次提到其他优惠政策维持不变，但我们预期政策退出依然只是时间问题。对于政策退出对市场带来的影响，我们认为整体影响轻微。税费减免力度仅有房价的 0.5%-1.55%，基本上可以忽略，影响稍大的是房贷利率 7 折恢复至 8.5 折，但是我们即使假定利率折扣恢复，购房利率仍然非常低，为 02 年以来的最低，使得 2010 年的信贷环境依然十分宽松，购房需求有望持续释放。

图 5：购房按揭优惠利率走势图



资料来源：第一创业证券研究所

表 2：2 手房营业税出台以及调整时间

时间	政策	调整内容
2005 年 4 月	新“国八条”，首次征收	普通住房：2 年以内全额，2 年以上免征 非普通住房：2 年以内全额，2 年以上差额
2006 年 5 月	“国六条”	普通住房：5 年以内全额，5 年以上免征 非普通住房：5 年以内全额，5 年以上差额
2008 年 12 月	国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见	普通住房：2 年以内全额，2 年以上免征 非普通住房：2 年以内全额，2 年以上差额
2009 年 12 月	国务院常务会议研究完善促进消费的若干政策措施	免征年限再次提高至 5 年

● 2010 年调控有保有压，利于行业健康发展

12 月初的中央经济工作会议基本定调了 2010 年房地产市场政策，结合 12 月 14 日的国务院常务会议，我们总结目前出台的 2010 年的政策调控点主要在于：

一是**支持**自住与改善性住房，加强保障性住房建设，以此解决居民的基本住房需求，主要通过维持原有优惠政策力度以及加大保障性安居工程建设；

二是**抑制**投资性购房，主要是通过加大信贷政策的执行力度，主要体现为二套房贷政策的严格执行，此外，对 2 手房营业税免征年限由 2 年提高至 5 年也是抑制投资性购房的手段之一；

三是**抑制**部分城市房价过快上涨势头，主要通过抑制投资投机性购房、加大普通商品房的有效供给。

政策对于行业有保有压态度非常明显，投资性需求的适当抑制有助于缓解目前因供给偏紧导致的购房热潮，利于行业中长期平稳健康发展。

综上，我们认为 2010 年在经济复苏态势进一步明确、通胀预期逐月加强、人民币升值压力加大的背景之下，购房需求仍有望持续释放。虽然刺激政策逐步退出只是时间问题，但我们认为退出带来的影响轻微，不改 2010 年宽松的信贷环境。新的调整政策有保有压，抑制投机、抑制部分城市房价过快上涨利于行业中长期平稳健康发展，不改向好趋势。

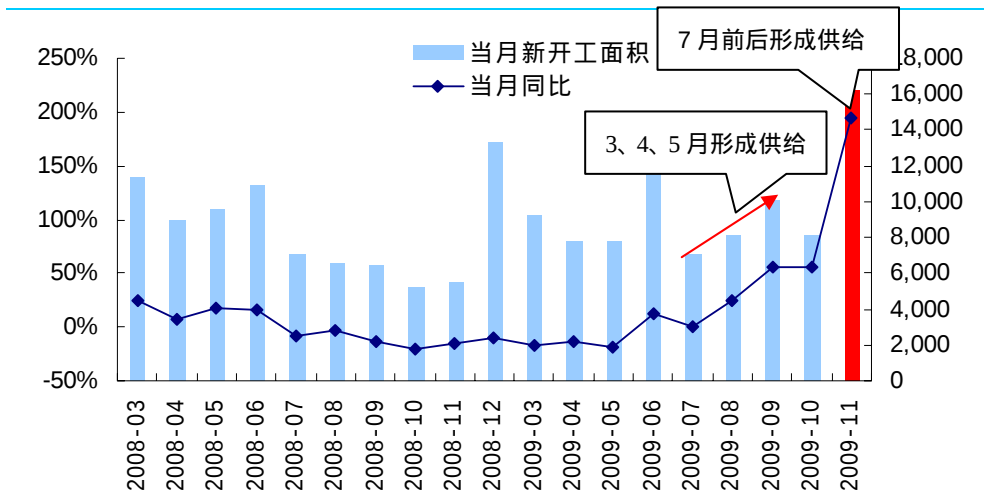
2、新房供给前紧后松，房价先升后稳

房地产项目开工之后，一般在 6-9 个月内形成市场供应。其中，广东地区稍长，因为预售条件较为严格，需要在主体封顶以后才可以拿预售证；长三角其次，高层出地面即可；北京预售条件最松，形成供应时间最短。

上半年 4 月前后供给开始增加，但仍然趋紧，房价将持续上扬。根据统计局公布的新开工面积指标，我们推算从 2010 年 3 月开始供给将开始增加，5 月可能形成供给小高峰。但是与需求相比，上半年供给仍然偏紧。

形成 2010 年上半年供给的项目一般需要在 09 年 7 月-11 月开工，根据国家统计局公布的统计数据，乐观假定整体销售率在 7 成，2010 年上半年可销售面积合计有 3.48 亿平米，而 09 年上半年销售面积达到了 4.79 亿平米，2010 年上半年可售面积仅为 2009 年上半年销售面积的 72.65%，也就说 2010 年上半年即使销售面积同比下滑 27.35%，也能将新增可售房源基本消化完毕，显然 2010 年上半年供给仍然会较为紧张，房价仍将维持上升趋势。

图 6：当月新开工面积及同比

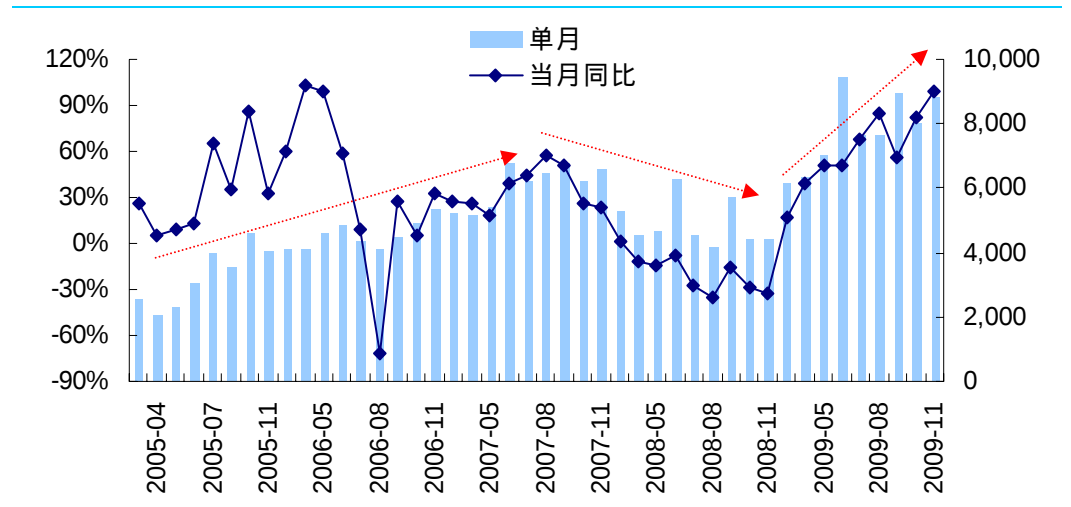


资料来源：第一创业证券研究所

注：6 月与 12 月数据为统计局修正后的，故较其他月份明显偏大

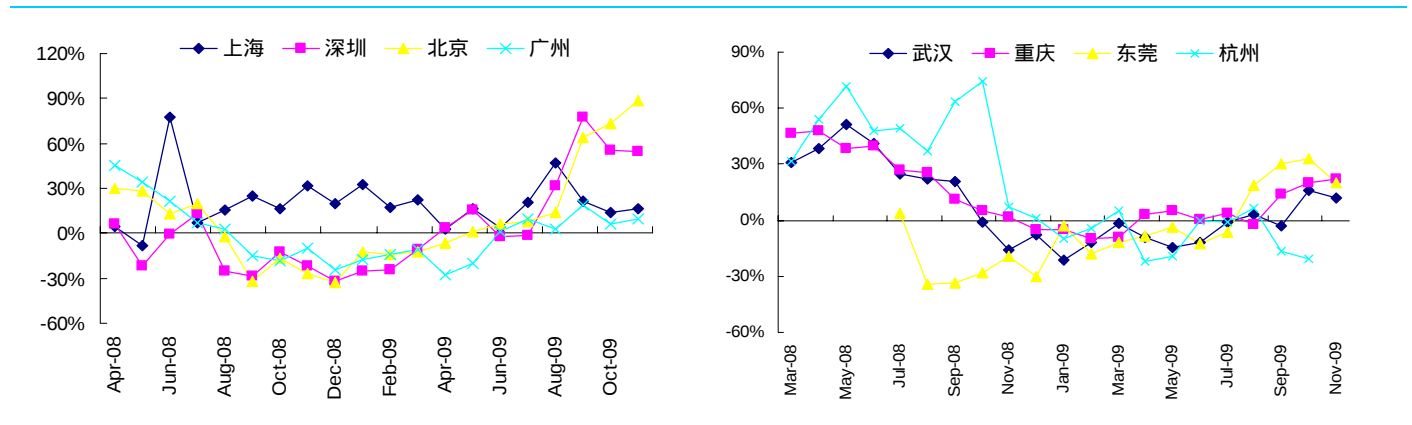
“以销定产”策略决定 2010 年下半年供给高增长概率大，房价上升势头将有所缓解。刚经历完 08 年生死之痛的开发商在新开工上仍保持了一份谨慎，这很好解释了开发商新开工面积为何在 11 月才开始环比大幅增加，主要因库存告急倒逼所致。由于 2010 年上半年供需仍然紧张，开发商补库存过程依然会延续，使得下半年的供给高增长概率较大，房价上升势头将有所缓解。

图 7：全国商品房单月销售面积与同比



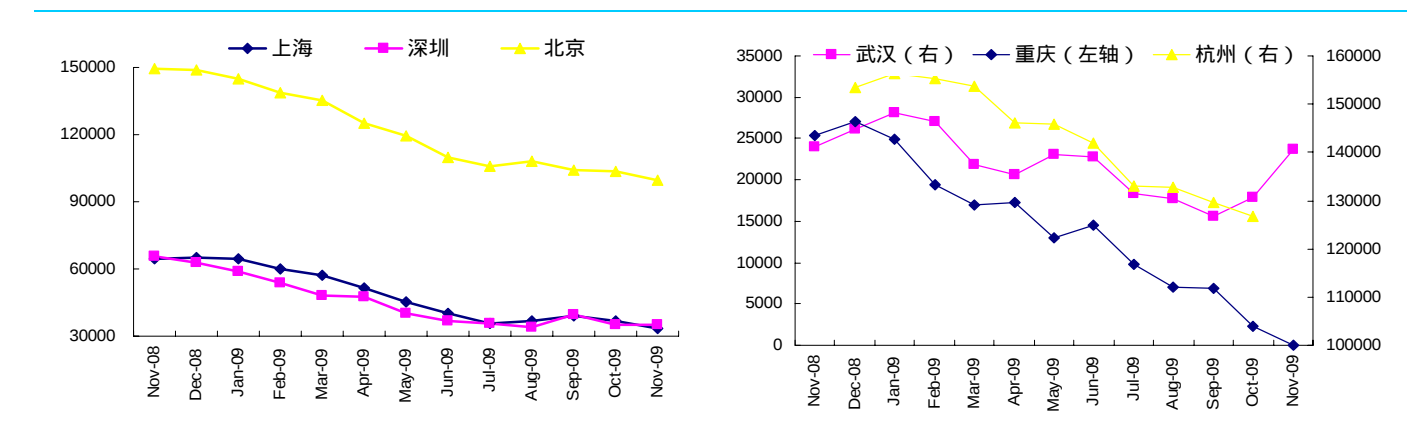
资料来源：第一创业证券研究所

图 8：一线与主要二线城市月度房价走势



资料来源：第一创业证券研究所

图 9：一线与主要二线城市可售套数持续下滑



资料来源：第一创业证券研究所

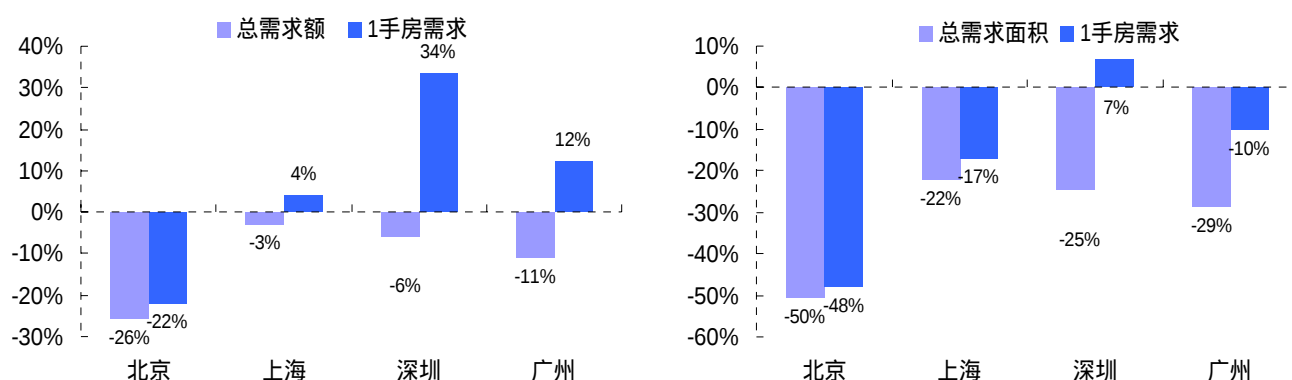
3、2010 年销售面积下滑 15.1%，销售额降 4.4%

● 一线城市销售额下滑 8%，1 手房销售额上升 7%

一线城市整体销售面积下滑 27%，销售额下降 8%。我们根据一线城市过去 6 年来 1 手和 2 手房成交面积统计发现，每年市场整体需求基本保持稳定，如深圳和广州每年需求量大约在 1400 万平米和 1500 万平米。我们据此测算，08 年北京、上海、深圳、广州被压抑的需求分别为 1050 万平米、800 万平米、600 万平米和 500 万平米，09 年的需求不仅体现了每年的真实需求而且也体现了 08 年被压抑的这部分需求。我们据此测算还可以得到一线城市总需求在 2010 年将下滑 27% 左右。假定 2010 年 **平均房价** 较 2009 年上升 20%-30%，我们估算出一线城市 2010 年整体销售额将下滑 8% 左右。

预计 1 手房销售面积下滑 17%，销售额上升 7%。我们观察到，在经济持续向好时虽然总需求变动不大，但 1 手房成交占比稳步上升，见图 12-图 13。我们假定 1 手房占比 09 年略有上升，2010 年销售额有望上升 7%。

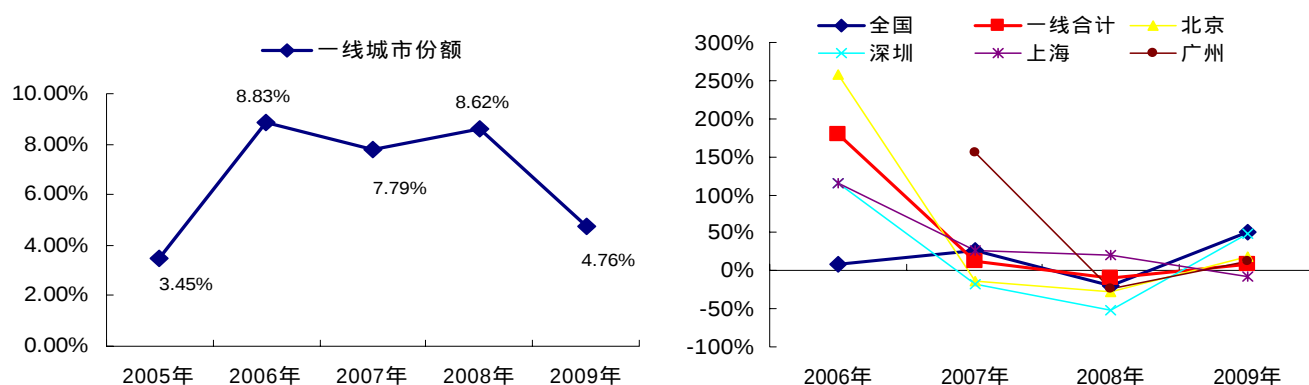
图 10：2010 年一线城市销售面积与销售额预测



资料来源：第一创业证券研究所

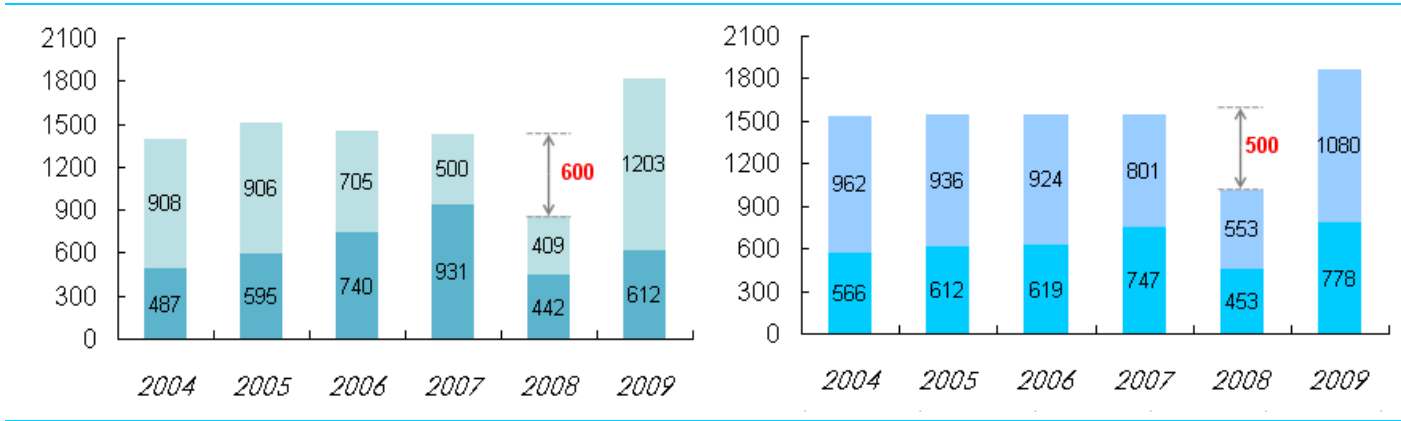
注：同比增长=2010 年销售额/09 年销售额；内生增长=2010 年销售额/每年的潜在需求

图 11：一线城市住宅销售面积占比（左）；一线城市与全国销售面积增速对比（右）



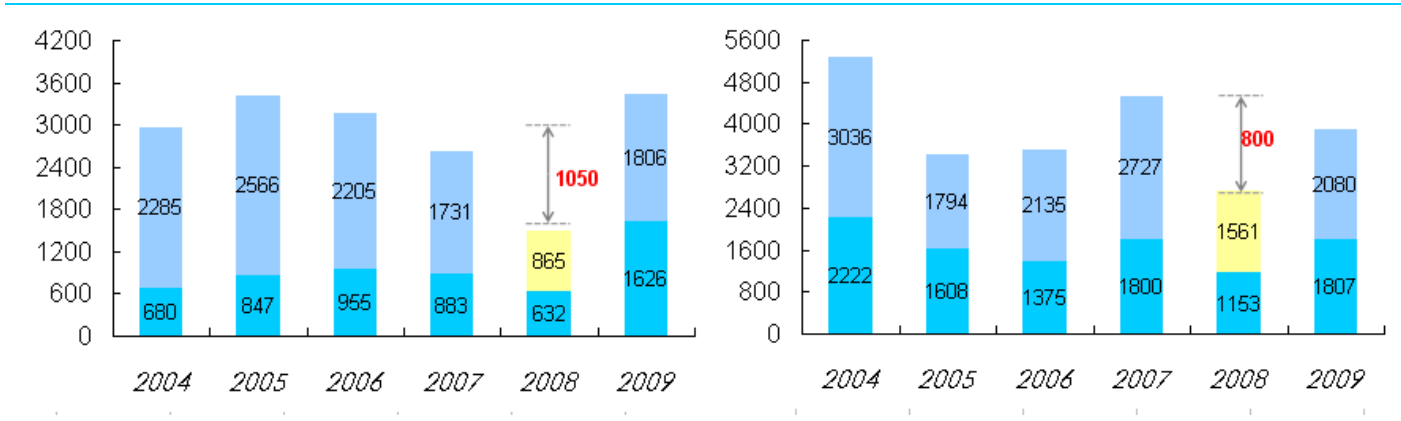
资料来源：第一创业证券研究所、搜房网、国家统计局

图 12：深圳（左） 广州（右）近 6 年来 1、2 手房成交合计（单位：万平米）



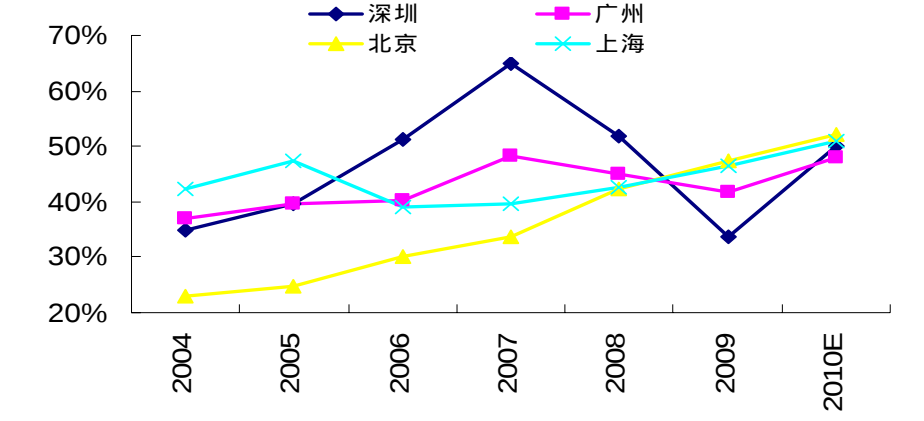
资料来源：中原地产、第一创业证券研究所 注：2009 年为 1-10 月销售面积

图 13：北京（左） 上海（右）近 6 年来 1、2 手房成交合计（单位：万平米）



资料来源：中原地产、第一创业证券研究所 注：2009 年为 1-10 月销售面积

图 14：一线城市 1 手房需求占总需求变化



资料来源：第一创业证券研究所

● 一线以外城市销售面积下滑 15%，销售额下滑 5%

国家统计局公布的销售数据显示，根据市场结构看，一线城市市场份额在 06 年达到历史最高的 8.83% 之后，呈逐年下降的态势，反过来说明一线以外的城市销售份额出现了稳步上升，2009 年销售面积占比预计达到 95%。从销售面积的增速上看，一线城市以外的市场增速明显要快于一线城市，预计 09 年增速将超过 50%。

2-3 线城市销售的崛起是大势所趋。未来 2-3 线城市将是城镇化的主力军，我们相信其销售面积增速持续超越一线城市在短期内是不可扭转的趋势。据此，我们根据两者的关系以及前面对一线城市的推测，我们估算得到 2-3 线城市 2010 年 1 手房销售面积预计下滑 15% 以内，由于 2-3 线城市房价同比涨幅 15% 左右，预计 2010 年销售额下滑 5% 左右。

● 全国新房销售面积下滑 15.1%，销售额下滑 4.4%

根据我们的推测，一线城市新房销售面积下滑 17%，一线以外城市下滑 15%，根据市场权重，我们测算得到全国新房销售面积下滑约 15.1%。同理我们大致测算得到 2010 年全年销售额将下滑 4.4%。

此外，需要指出的是，根据我们在供给部分的论述，2010 年上半年仍将是供给左右市场的格局，需求的释放取决于可售房源的多少，因此，我们实际上可以推算出上半年的销售面积。可售房源一方面来自新增的部分（约 3.48 亿平米），另一方面来自本已紧张的库存的消化，据此推断，2010 年上半年新房销售面积同比可能下滑 20% 左右，销售额可能同比下滑 10-15%。

4、2010 年投资策略：业绩导航，拨开政策迷雾

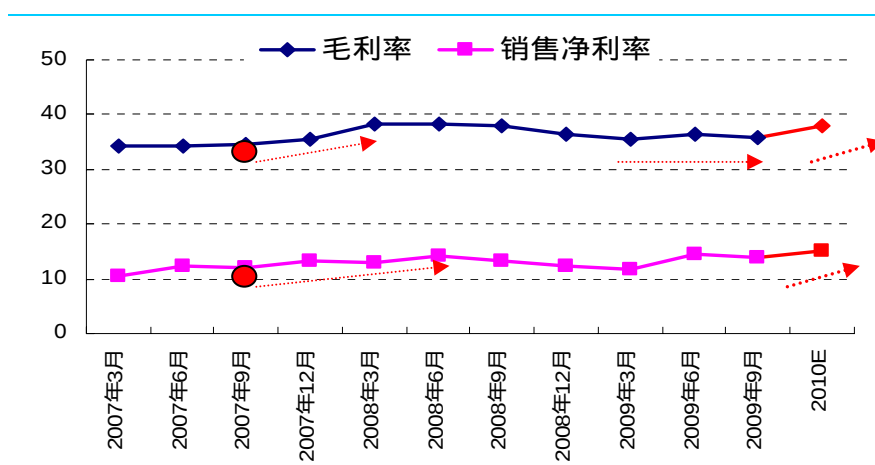
4.1、上市公司毛利继续提升

我们预计上市公司销售毛利率、销售净利率在 2010 年会持续提升，预计全年分别达到 38%和 15%的历史高位。

主要原因是 09 年快速上扬的房价并未在公司报表中得到体现。根据 07 年的经验数据，房价上涨体现在报表中一般是在 6-9 个月之后。我们预期 2010 年中报毛利明显上升的概率非常大。由于 2010 年上半年房价仍将上扬，因此我们预计 2010 年全年毛利将呈现逐季上升的态势。

另一个原因是 08 年部分低价地将在 2010 年入市，从而带来营业成本的下降。

图 15：地产上市公司毛利测算



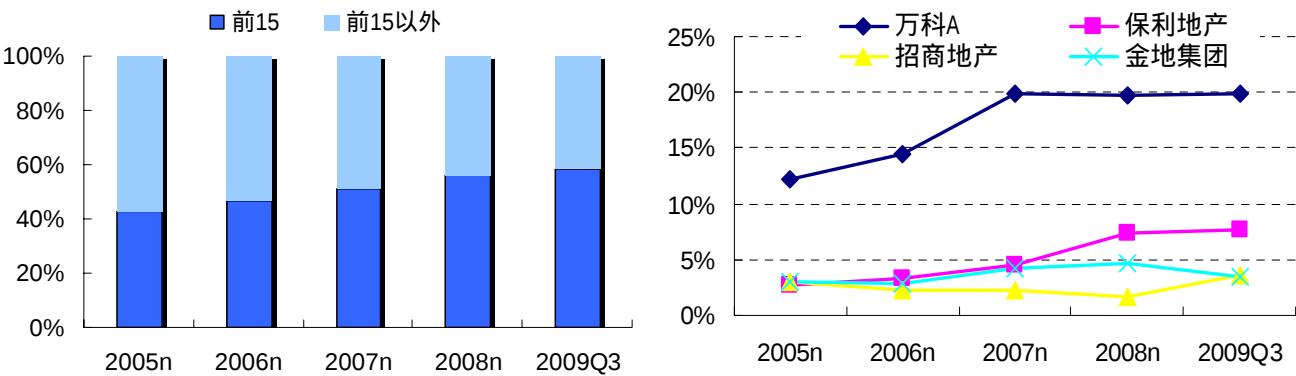
资料来源：第一创业证券研究所

4.2、市场集中度进一步提升

预期 2010 年市场集中度有望进一步提升。我们测算的前 15 家上市公司营业收入占全部上市公司营业收入的比重 5 年来呈逐年上升的势头，显示市场集中度在持续提升。我们还比较了净资产规模前 4 的上市公司市场份额占比的变化，万科与保利在过去 5 年来综合表现最为出色。

经历过 08 年市场的低潮与 09 年土地市场的火爆之后，中小公司在市场的生存环境受到严重挤压，土地储备呈衰竭之势。我们预期大公司市场占有率逐年提升是长期的趋势。

图 16：前 15 家上市公司市场占比（左图）；一线地产公司市场份额变化（右图）



资料来源：第一创业证券研究所

4.3、 投资策略：不确定的政策、确定的业绩

● 2010 年上市公司业绩增长确定性高

首先是 2010 年可结算资源充足。根据我们前边的论述，我们预期 2010 年虽然整体销售面积同比下滑 15.1% ,但是由于平均售价明显上升 ,销售额同比仅小幅下滑 5%。由于龙头公司以及部分经营出色的公司表现将明显好于行业整体，使得这些公司在 2010 年销售额甚至有 10%左右的上升。考虑到 09 年结算之后将剩余大量预收款于 2010 年结算，上市公司在 2010 年的累计可结算资源将非常充沛。

其次，2010 年结算毛利率与净利率有望逐季上升，使得单位可结算资源盈利能力明显提升。

表 3：2009 年增长确定性比较

证券代码	证券简称	预收账款-Q3 万元	营业收入-Q3 万元	营业收入-2009E 万元	预收账款占比
002244.SZ	滨江集团	643,056	182,268	301,300	273.92%
002133.SZ	广宇集团	183,827	111,939	135,314	218.58%
000608.SZ	阳光股份	223,861	89,203	144,702	216.35%
000616.SZ	亿城股份	288,291	122,617	208,900	196.70%
600665.SH	天地源	198,464	111,239	158,985	194.80%
600266.SH	北京城建	331,030	208,382	283,400	190.34%
600325.SH	华发股份	526,647	184,127	405,650	175.22%
600048.SH	保利地产	2,858,587	1,145,108	2,288,920	174.92%
600052.SH	浙江广厦	451,638	101,494	320,000	172.85%

002208.SZ	合肥城建	64,752	37,224	59,700	170.81%
600053.SH	中江地产	51,690	5,755	33,963	169.14%
600663.SH	陆家嘴	228,137	303,182	314,300	169.05%
600383.SH	金地集团	1,449,768	520,704	1,221,437	161.32%
002146.SZ	荣盛发展	305,668	217,798	325,100	161.02%
000024.SZ	招商地产	817,446	528,738	862,719	156.04%
000961.SZ	中南建设	406,555	334,328	479,665	154.46%
000558.SZ	莱茵置业	94,796	60,042	102,284	151.38%
600823.SH	世茂股份	125,018	82,450	140,815	147.33%
000671.SZ	阳光城	108,391	95,175	138,190	147.31%
600748.SH	上实发展	149,233	136,041	202,523	140.86%
600376.SH	首开股份	513,164	267,020	561,300	139.00%
600208.SH	新湖中宝	341,878	379,283	529,775	136.13%
600064.SH	南京高科	126,396	135,539	195,676	133.86%
000002.SZ	万科 A	3,456,874	2,954,384	4,852,150	132.13%
600533.SH	栖霞建设	147,832	157,053	233,400	130.63%
600240.SH	华业地产	79,055	41,565	94,100	128.18%
000402.SZ	金融街	290,322	283,515	448,260	128.01%
600322.SH	天房发展	104,706	77,280	142,238	127.94%
000042.SZ	深长城	87,186	147,036	187,940	124.63%
600246.SH	万通地产	255,285	149,837	325,300	124.54%
000797.SZ	中国武夷	177,775	141,605	256,786	124.38%
600393.SH	东华实业	95,588	82,814	156,900	113.70%
600736.SH	苏州高新	202,029	124,235	287,289	113.57%
600067.SH	冠城大通	256,994	293,667	493,473	111.59%
000009.SZ	中国宝安	122,361	229,715	318,830	110.43%
000718.SZ	苏宁环球	233,276	224,140	420,080	108.89%

注：预收占款占比=（09Q3 预收账款+09Q3 营业收入）/2009 预期营业收入；该指标反映预收账款的充沛程度以及预期盈利实现的可靠性

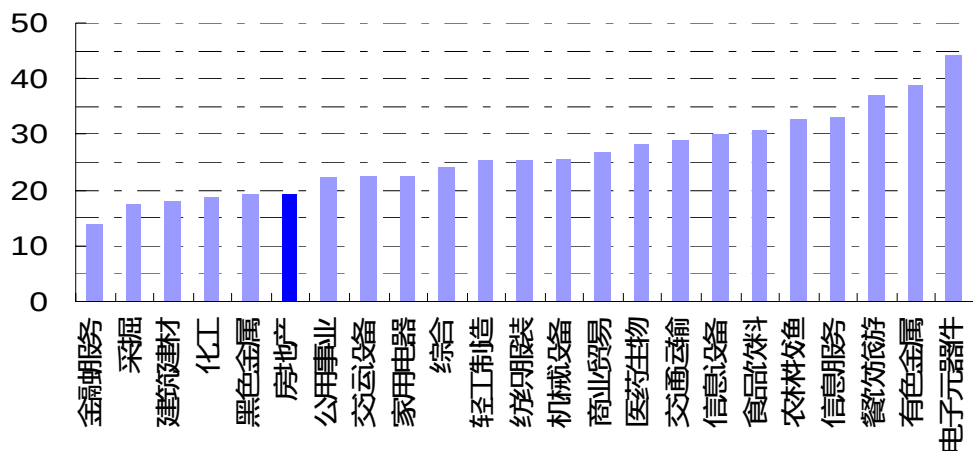
● 上市公司估值优势逐渐体现

由于市场对未来政策调控的担忧，地产股近期整体表现明显落后于大盘。通过对估值的横向与纵向考察，我们认为地产公司的估值优势已经较为明显。

横向比较来看，房地产板块 2010 年动态 PE 已经低于 20 倍，逼近黑色金属板块，在所有行业中属于于估值最低的板块之一。

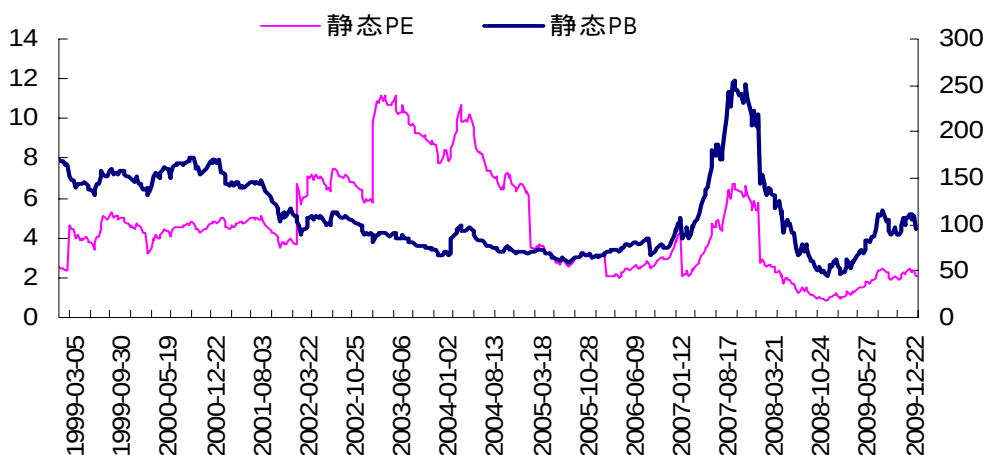
纵向来看，静态的 PE 和 PB 都远低于行业历史平均水平。

图 17：房地产板块 2010 年估值横向比较



资料来源：第一创业证券研究所

图 18：房地产板块静态估值纵向比较



资料来源：第一创业证券研究所

● 业绩导航，拨开政策迷雾

不确定的政策，确定的业绩。对未来政策调控的忧虑仍是目前困扰市场的主要因素，短期内各地应该还会陆续出台一些具体操作细则，这给行业未来的变化带来一些不确定性。我们认为，高明的投资者总是在不确定性中积极寻找确定性，2010 年对房地产板块而言，高度确定的就是地产公司的业绩！2010 年遵循上市公司业绩的指引，我们将能穿透政策的迷雾，看清市场的演变。

政策忧虑持续压制股价表现，估值优势日益凸显，等待介入时机。我们预期未来一段时间市场对于政策的忧虑会持续压制地产股表现，地产板块的估值不论是横向还

是纵向比较都将更为凸出，这为价值投资者介入提供了良好的契机。

基于行业趋势仍然向好，维持行业“买入”评级。2010 年建议把握如下投资主线：
首先是龙头公司，如招商地产、保利地产和金地集团。在市场趋势持续向好情况下，持有龙头公司总是能获得明显好于行业整体的表现。

其次是明确定位于中小城市发展战略的公司，如荣盛发展、中南建设等。

最后是有望获得外延式发展机会的公司，虽然这种公司在时机把握上存在一定难度，但是通过对基本面的仔细研判，我们还是能尽可能地消除这种不确定性。这类公司主要有广宇发展、华发股份、云南城投等。

综合考虑公司基本面与估值，2010 年我们重点推荐如下组合：

表 3：重点推荐组合

名称	代码	股价	EPS			PE		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
000002.sz	万科 A	买入	0.37	0.44	0.52	29.2	24.5	20.8
000024.sz	招商地产	买入	0.71	1.05	1.43	37.4	25.3	18.6
600383.sh	金地集团	买入	0.50	0.51	0.65	26.9	26.4	20.7
600048.sh	保利地产	买入	0.91	0.93	1.30	24.3	23.8	17.0
002146.sz	荣盛发展	买入	0.46	0.68	0.79	42.6	29.1	25.0
600325.sh	华发股份	买入	0.80	0.94	1.09	23.9	20.3	17.5
000042.sz	深长城	买入	0.03	1.23	1.32	766.7	17.7	16.4
000679.sz	大连友谊	买入	0.46	0.79	1.21	33.4	19.4	12.7
600239.sh	云南城投	买入	0.33	2.44	2.58	80.8	11.0	10.4

表 4：第一创业证券重点跟踪公司盈利预测

股票代码	公司名称	评级	股价(元)		EPS		增长	市盈率(x)		
			2009-12-22	08A	09E	10E	09/08	08A	09E	10E
000002.sz	万科 A	买入	10.72	0.37	0.44	0.52	19.5%	29.2	24.5	20.8
000024.sz	招商地产	买入	26.57	0.71	1.05	1.43	47.9%	37.4	25.3	18.6
000402.sz	金融街	谨慎买入	12.12	0.42	0.53	0.67	26.5%	28.9	22.9	18.1
000718.sz	苏宁环球	谨慎买入	13.56	0.37	0.52	0.76	40.5%	36.6	26.1	17.8
600067.sh	冠城大通	中性	13.89	0.28	0.42	0.63	48.0%	49.0	33.1	22.2
000069.sz	华侨城 A	买入	17.05	0.35	0.52	0.74	48.6%	48.7	32.8	22.9
600383.sh	金地集团	买入	13.48	0.50	0.51	0.65	1.8%	26.9	26.4	20.7
600048.sh	保利地产	买入	22.14	0.91	0.93	1.30	2.2%	24.3	23.8	17.0
002146.sz	荣盛发展	买入	19.75	0.46	0.68	0.79	46.4%	42.6	29.1	25.0
600895.sh	张江高科	谨慎买入	12.59	0.34	0.53	0.71	55.4%	36.9	23.8	17.7
600325.sh	华发股份	买入	19.11	0.80	0.94	1.09	17.5%	23.9	20.3	17.5
000031.sz	中粮地产	中性	11.12	0.08	0.14	0.16	78.8%	142.0	79.4	69.5
000006.sz	深振业	买入	11.41	0.25	0.64	0.79	159.6%	46.1	17.8	14.5
000042.sz	深长城	买入	21.73	0.03	1.23	1.32	4242.3%	766.7	17.7	16.4
000679.sz	大连友谊	买入	15.30	0.46	0.79	1.21	71.6%	33.4	19.4	12.7
600239.sh	云南城投	买入	27.00	0.33	2.44	2.58	632.0%	80.8	11.0	10.4

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司	
深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层	
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718	
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn	
北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层	上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL:010-68059588 FAX:010-68059099	TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:100045	P.R.China:200120