

掘金二三线城市和商业地产——2010 年度房地产行业研究报告

报告日期：2009 年 12 月 29 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
天相房地产行业指数	5614.77	-7.08%
天相流通指数	3788.42	4.10%
上证指数	3188.78	2.99%

行业指数近一年走势图



天相金融地产组

分析师—石磊

010-66045557

shil@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

本报告关注点：

- 我们观点：2009年房地产住宅市场迅速回暖，但由于政策出现调整，不确定性加大。
- 经济复苏持续，商业地产“绿芽”已现，且有望受益于Reits推出，成长潜力巨大。

投资要点：

- 今年以来，房地产销售回升速度明显快于建设和拿地速度，这成为推升房价的重要因素。但由于地王频现，开发商土地成本大幅上升，若未来房价持续上涨难以为继，则地价将大幅侵蚀地产公司的盈利能力。
- 政策面对行业构成重大影响。2008年以来为应对金融危机而采取的营业税优惠政策已经调整，其他优惠政策将延续；加速推进城镇化进程，对行业构成长远利好，但行业依然面临一定政策风险。
- 经济复苏中，一线城市商业地产“绿芽”已现，但各城市情况有所不同。具体来说，上海写字楼租金仍在回落，但已趋于稳定并有所回暖，空置率也略微下降；北京写字楼租金仍在回落，但三季度吸纳量环比上升94%，表现强劲，空置率微升0.1%；深圳写字楼租金已展开反弹，空置率下降，当季吸纳量超过当季供给量。
- 商业地产仍有望享受黄金增长期，原因有四：1. 中国经济仍处于黄金增长时期，经济的发展刺激了对写字楼类商业物业的需求，而庞大的消费需求则保证了对商场类物业的需求源源不断；2. 出于发展总部经济以及加强住宅周边配套设置，提升住宅房价的目的，地方政府对于商业用地出让可能维持较低价格，相比于住宅物业开发，商业地产开发可能获得更高的利润率；3. 发展战略性新兴产业，培育新的经济增长点的战略的推出，更是给了高科技园区发展新的契机，商业地产发展得到了政策的支持；4. REITs即将推出，保险公司投资商业地产开闸，将使主营商业地产开发的公司长期受益。
- 重点公司推荐：推荐国内商业地产龙头世茂股份、浦东新区园区开发龙头张江高科以及扎根京津的金融街。

目 录

1. 需求拉动房地产行业迅速回暖	4
1.1 房地产市场发展回顾	4
1.2 主要城市房市火爆	5
1.3 政策面对于房地产行业的影响	9
2. 商业地产“绿芽”已现	11
2.1 上海写字楼“绿芽”初现	11
2.2 北京“绿芽”成色略有不足但仍有希望	13
2.3 深圳“绿芽”最为明显	15
2.4 香港经验带给我们的启示	16
2.5 商业地产有望享受黄金增长期	18
3. 重点公司推荐	20
3.1 重点公司推荐：世茂股份（600823）	20
3.2 重点公司推荐：张江高科（600895）	22
3.3 重点公司推荐：金融街（000402）	25

图表目录

图表 1: 历年来房地产行业销售情况与投资开发情况	4
图表 2: 房屋销售增速快于房屋竣工速度推升房价	5
图表 3: 房屋销售增速快于房屋施工增速推升房价	5
图表 4: 上海一手住宅成交情况	6
图表 5: 上海二手住宅成交情况	6
图表 6: 上海一手二手房价指数	7
图表 7: 北京 2009 年 1-10 月住宅销售量价情况	8
图表 8: 深圳 2009 年 1-10 月住宅销售量价情况	8
图表 9: 上海甲级写字楼租金指数	11
图表 10: 上海甲级写字楼供应量、吸纳率及空置率	12
图表 11: 上海中心商圈主要购物中心租金指数	12
图表 12: 北京甲级写字楼租金指数	13
图表 13: 北京甲级写字楼供应量、吸纳率及空置率	14
图表 14: 北京购物中心首层租金	14
图表 15: 深圳甲级写字楼租金指数	15
图表 16: 深圳甲级写字楼供应量、吸纳率及空置率	15
图表 17: 香港写字楼和租金价格指数 (1999=100)	16
图表 18: 香港写字楼空置率	16
图表 19: 香港不同等级写字楼租金指数 (1999=100)	17
图表 20: 香港不同等级写字楼售价指数 (1999=100)	17
图表 21: 香港写字楼和商铺的租售价格指数 (1999=100)	18

表格目录

表格 1: 2009 上海“地王”交易	7
表格 2: 政策调整情况一览	9
表格 3: 主要零售区域租金范围及空置率, 2009 年第三季度	13
表格 4: 世茂股份区域布局、土地储备与成本	20
表格 5: 世茂股份盈利预测假设	21
表格 6: 世茂股份盈利预测表	21
表格 7: 张江高科房地产项目	22
表格 8: 张江高科创投业务一览	23
表格 9: 张江高科 (600895) 盈利预测表	24
表格 10: 金融街项目储备情况	25
表格 11: 金融街盈利预测假设	26
表格 12: 金融街盈利预测表	26

1. 需求拉动房地产行业迅速回暖

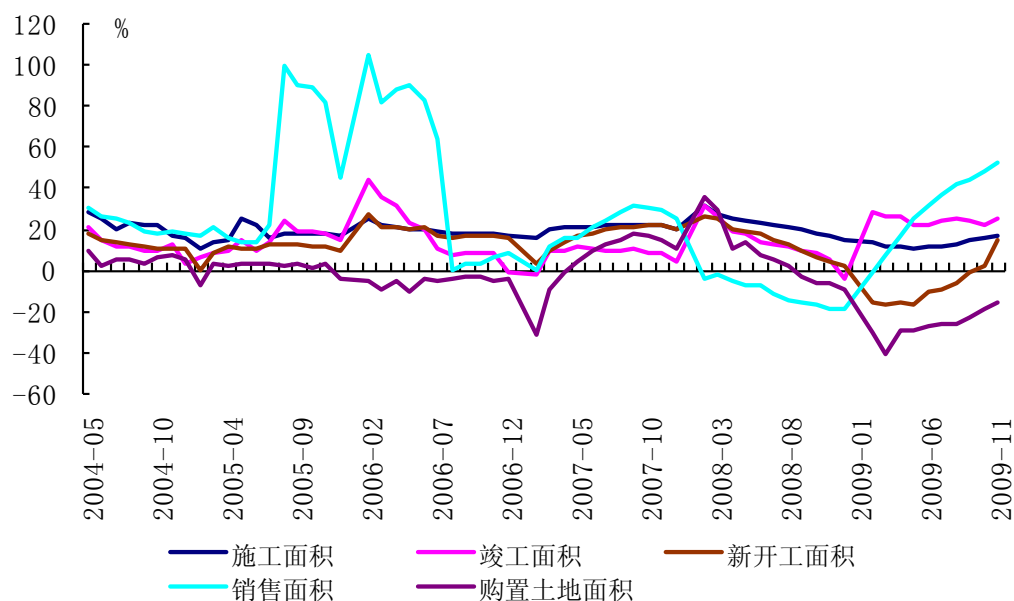
1.1 房地产市场发展回顾

2008 年是房地产行业的调整之年，其表现为“价跌量缩”，这是自 1998 年我国住房制度改革以来，房地产行业第一次陷入低谷，2009 年房地产行业开始出现回暖，2009 年 3 月出现了房地产行业的“小阳春”，房地产销售面积逐月攀升，且销售回升的速度快于施工面积及新开工面积的回升速度，也快于开发商新购置土地面积的回升速度，这使得 2009 年住宅地产市场呈现出量价齐升的特点，更导致了 2009 年下半年以来住宅市场的供不应求的状况。

具体而言，2008 年房地产市场的低迷状况延续到了 2009 年 1 月，销售面积增速触底反弹，而在 3 月，房地产新开工面积与新购置土地面积增速触底并开始反弹，表明开发商对于未来市场状况仍然谨慎，但已显现乐观曙光。房地产开发投资是行业发展的先行指标，带来未来的市场供应量，开发商敢于投资，表明行业最坏的时刻已经过去。

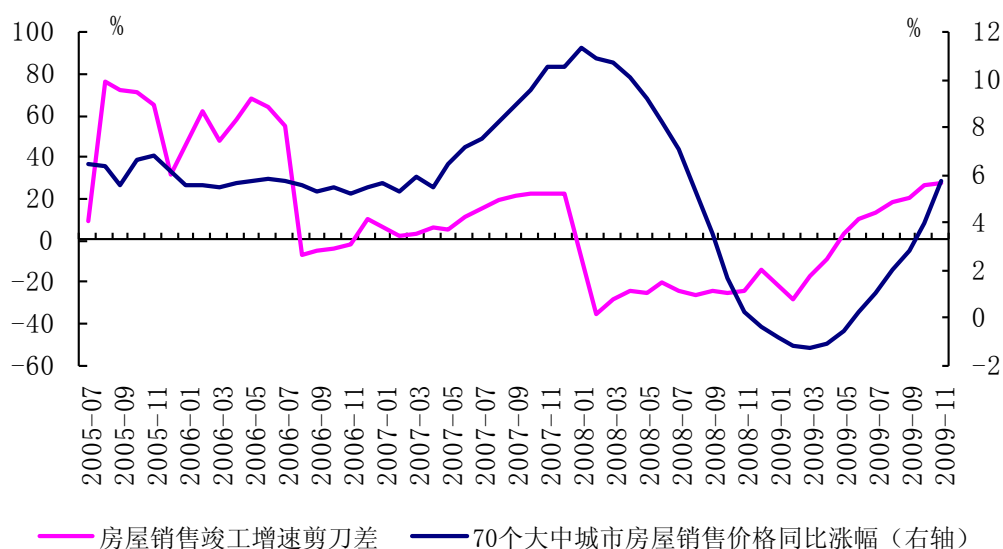
2009 年下半年，销售面积增速进一步回升，新开工面积增速由负转正，新购置土地面积虽增速为负，但环比回升，销售收入方面，“招保万金”四大龙头，前 9 月的销售收入，已经超过 2008 年全年。从现象上，再次出现了购房者通宵排队，地王在北京、上海、深圳等地频频出现的火热景象，住宅市场供不应求，成为 2009 年下半年房地产市场的重要特点。

图表 1：历年来房地产行业销售情况与投资开发情况



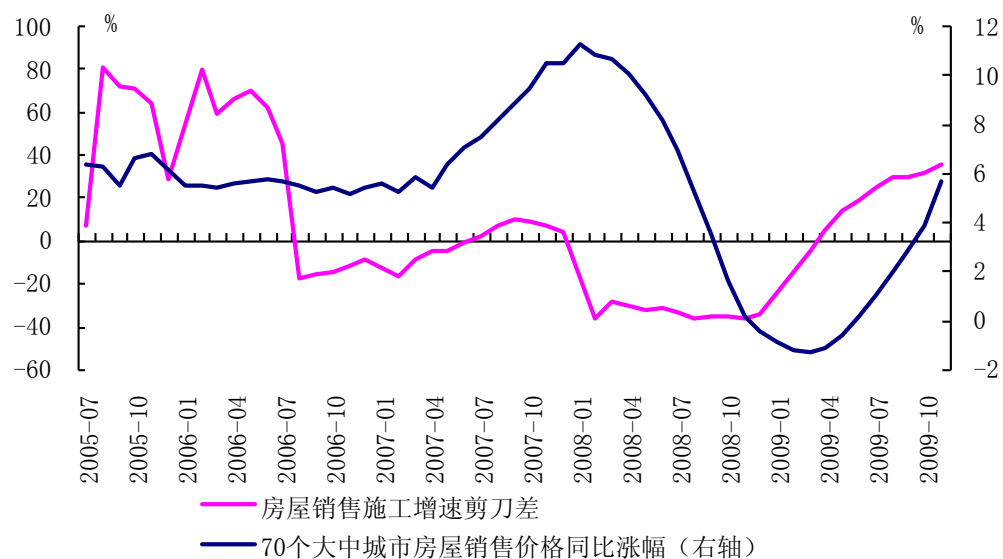
资料来源：国家统计局

图表 2：房屋销售增速快于房屋竣工速度推升房价



资料来源：国家统计局 天相投顾整理

图表 3：房屋销售增速快于房屋施工增速推升房价

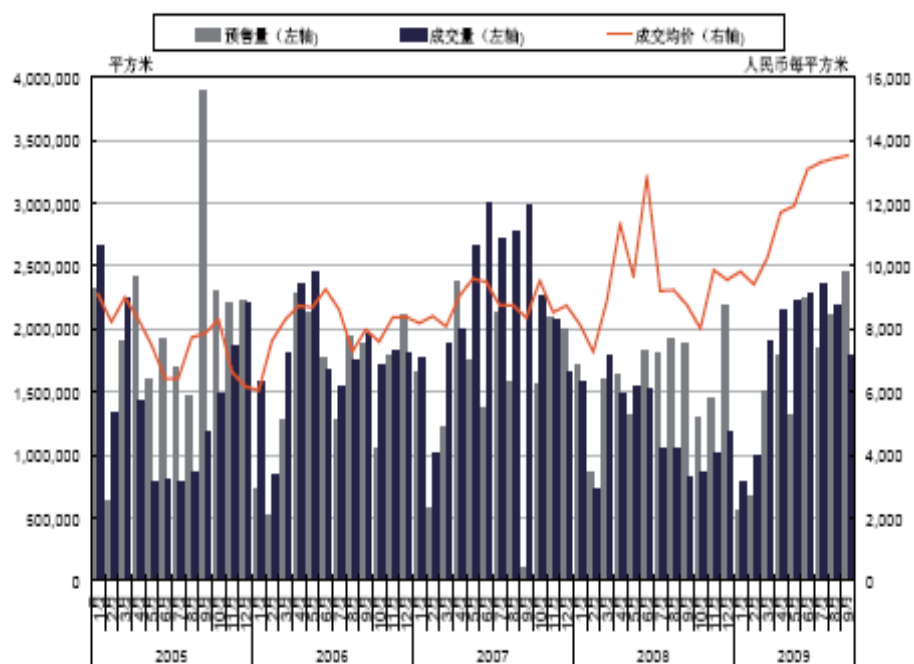


资料来源：国家统计局 天相投顾整理

1.2 主要城市房市火爆

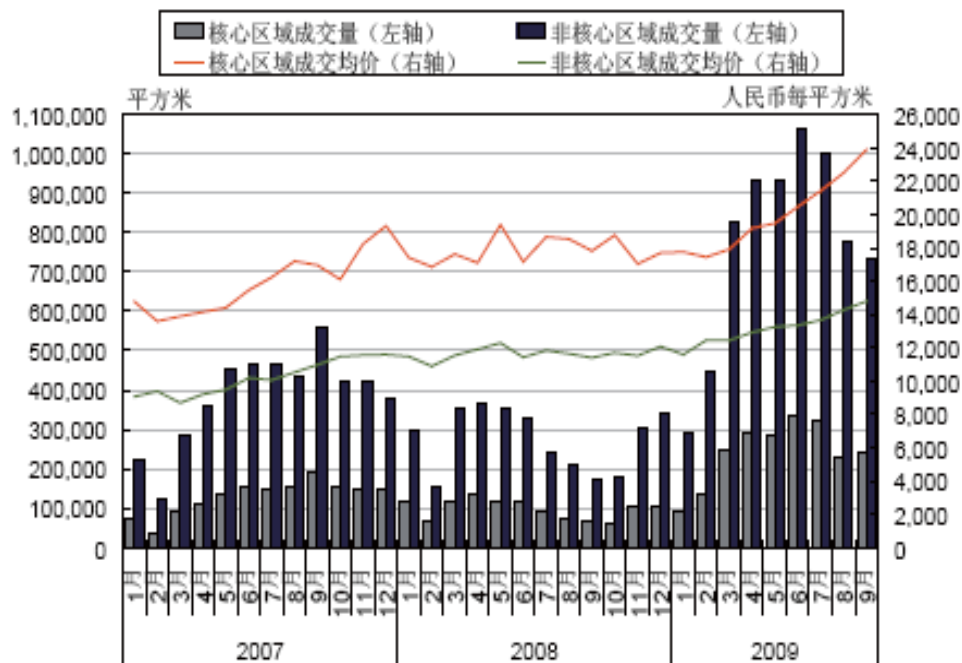
由下图可知,截止 2009 年 9 月,上海一手和二手住宅价格均超过 2007 年的高点,一手住宅成交量已经逼近 2007 年同期的成交量,而二手房成交量则大幅度高于 2007 年。

图表 4：上海一手住宅成交情况



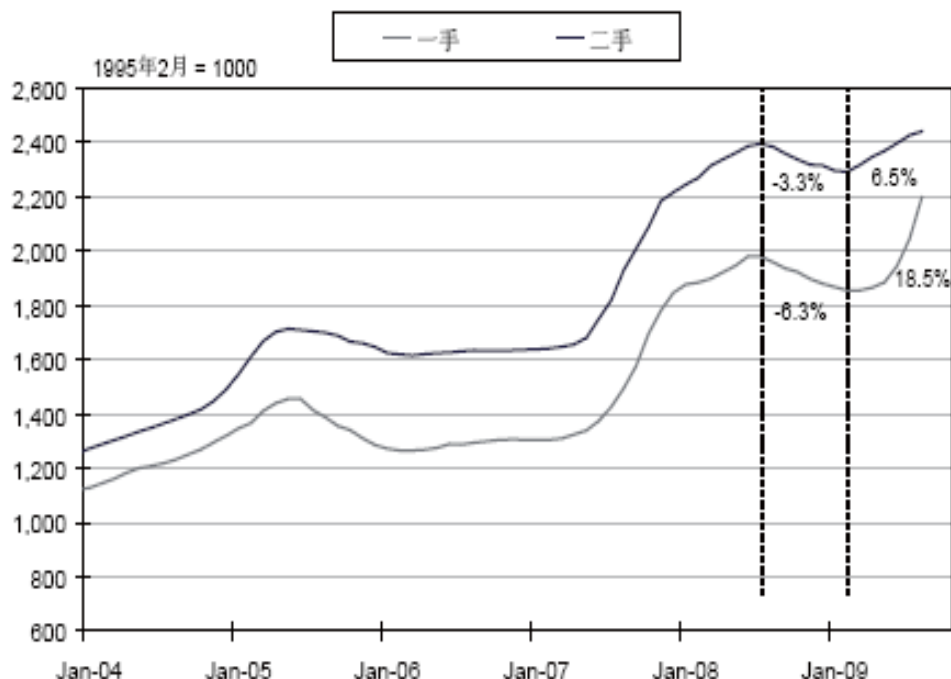
数据来源：第一太平戴维斯市场研究和开发顾问部

图表 5：上海二手住宅成交情况



数据来源：第一太平戴维斯市场研究和开发顾问部

图表 6：上海一手二手房价指数



数据来源：第一太平戴维斯市场研究和开发顾问部

由于住宅价格的持续上涨，催生了上海地区的又一批新“地王”，开发商的土地成本大幅度的提高，如果未来房价难以继续大幅度的上涨，开发商的盈利能力将不可避免的受到侵蚀。

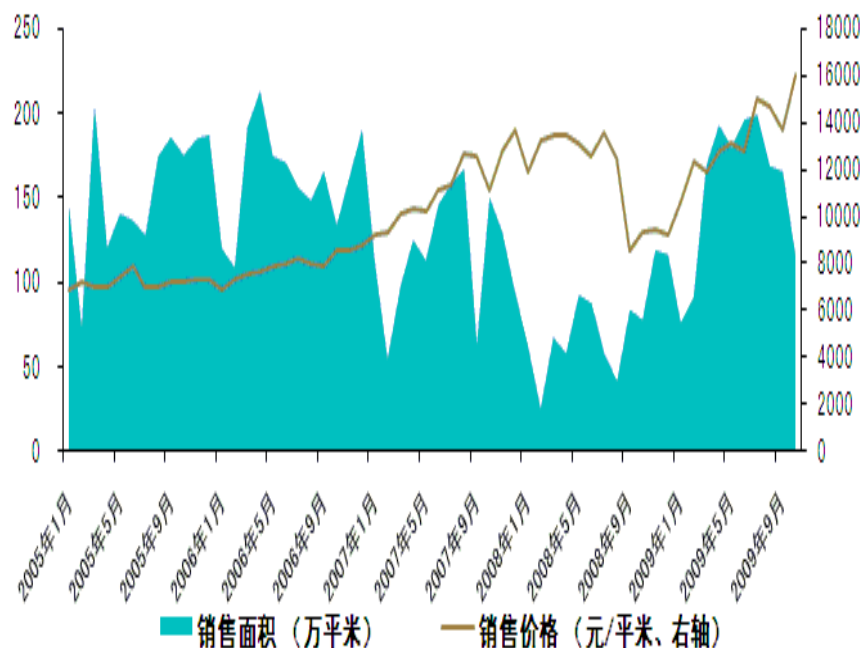
表格 1：2009 上海“地王”交易

区域	可建筑 面积 (平方米)	总价 (人民币 百万元)	单价 (人民币每 平方米)	开发商
长风公园	312,600	7,006	22,409	中海地产
外高桥	160,000	2,600	16,115	仁恒
龙华路	266,000	7,250	27,231	绿地

数据来源：第一太平戴维斯市场研究和开发顾问部

2009 年前 10 月，北京市商品房销售价格大幅上涨，并于 7 月达到最高，为 14649 元/平米，而 2007 年最高也不过在 12 月份达到 13756 元/平米的高点。

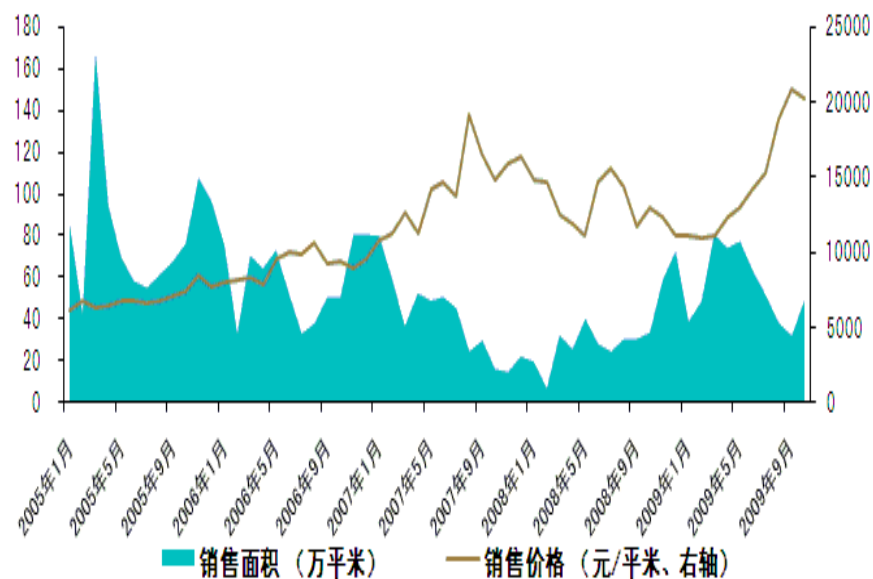
图表 7：北京 2009 年 1-10 月住宅销售量价情况



资料来源：国家统计局

2009 年 1 月，深圳住宅销售均价为 11034 元/平米，从 5 月开始急剧上涨，9 月均价为 20817 元/平米，涨幅为 84.16%，均价已超过 2007 年 8 月的高点 19170 元/平米。2009 年前 10 月的成交量为 556 万平米，2007 年同期为 447 万平米，深圳楼市呈现量价齐升的特点。

图表 8：深圳 2009 年 1-10 月住宅销售量价情况



资料来源：国家统计局



1.3 政策面对于房地产行业的影响

房价的快速上涨,使得政府与房地产开发商面临着越来越大的压力,已然在 2009 年年末招致了一轮政策组合拳的袭击。

表格 2: 政策调整情况一览

日期	会议/部门	主要内容
12 月 7 日	中央经济工作会议	提出增加普通商品住房供给,支持居民自住和改善性购房需求。要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务,放宽中小城市和城镇户籍限制。
12 月 9 日	国务院常务会议	会议决定个人住房转让营业税免征时限由 2 年恢复到 5 年,其他住房消费政策继续实施。(契税仍按 1%征收,印花税、土地增值税暂免;住房贷款优惠延续)
12 月 17 日	财政部及国土部等五部门	出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》,明确开发商以后拿地时,“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年,特殊项目可以约定在两年内全部缴清,首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%”。如果开发商拖欠价款,不得参与新的土地出让交易。
12 月 23 日	财政部及国税总局	财政部与国税总局发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》,自 2010 年 1 月 1 日起,个人将购买不足 5 年的非普通住房对外销售的,全额征收营业税;个人将购买超过 5 年(含 5 年)的非普通住房或者不足 5 年的普通住房对外销售的,按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税;个人将购买超过 5 年(含 5 年)的普通住房对外销售的,免征营业税。

资料来源: 国家各部门公告 天相投顾整理

二手房营业税政策的收紧程度低于预期,将免征的时间由 2 年调整为 5 年,不足五年的普通房屋销售,按照差额征收 5.5%营业税,这依然比 08 年以前按照全额征收营业税的政策略微宽松。

我们认为,二手房营业税政策调整对于房地产行业的趋势影响甚小,基于如下理由:

- 其一,在 2008 年金融危机期间,一线城市房价呈现大幅下降的态势,而大部分的二三线城市,房价则略有上涨,这表明一线城市的投资性和投机性需求受到了金融危机的冲击,而二三线城市由于自住和改善性需求庞大,同时又受政策的刺激,其房价表现与一线城市截然不同。二手房营业税政策,不会对二三线城市的需求构成影响。在一线城市房价高企,需求渐趋饱和的情况下,二三线城市的自住和改善性需求依然旺盛;

- 其二，由于 2008 年二季度新开工减少，导致各大城市商品房供应紧张，这一局面预计在 2010 年 5 月左右可以得到缓解，而在这之前，房价将在高位运行；
- 其三，一手房市场与二手房市场，是两个既分离又统一的市场。分离，是指由于时间的原因所导致的二手房折价和营业税；统一，是指需求可以在这两个市场之间流动。在一线城市，位于城市中心区的二手房具有不可替代性，非中心区的二手房则可以被一手房代替，购房者会谨慎的考虑地理位置、二手房折旧与折价、一手房与二手房价差、营业税等多方面因素，对于没有强烈的地理位置偏好的购房者，在一二手房价差缩小，营业税转嫁的情况下，将转向一手房市场。
- 其四，人民币升值预期及通胀预期的逐步加强，这将使部分投资者和投机者无视营业税政策调整带来的未来可能支出的成本增加量，使得该政策在抑制投资和投机需求方面效果大打折扣；

二手房营业税政策与土地出让金管理的通知出台之后，市场反应激烈，房地产行业个股均遭到抛售，保利地产等龙头跌幅更超过 20%，主要是由于市场忧虑政府会进一步运用金融、土地和税收等一系列手段，抑制房价过快的上涨。我们认为 2010 年房地产行业可能呈现如下特点：第一，一线城市二手房市场，由于年末的持续井喷透支了部分需求，预计明年上半年会出现价格高位运行，成交量环比下降的特点；而一手房市场，则由于供应面偏紧，同样呈现出价格高位盘整，成交量萎缩的情况。第二，在一线城市，随着供应量的增加，下半年成交量将会增加，而房价不排除有所回落。第三，新开工面积会延续此前的趋势，继续逐步增加。

经过前期持续大跌，房地产行业个股价值凸显，我们依然坚定看好二三线城市的住宅类地产公司，建议投资者重点关注在城乡二元经济结构逐渐弱化、人口密集且能够提供较多就业机会的全国二三四线城市拥有较多土地资源的地产公司，选择合适时机介入，如荣盛发展、苏州高新、建发股份、信达地产、嘉凯城、ST 鲁置业、合肥城建、福星股份、中南建设、ST 东源、浙江广厦、卧龙地产、阳光城、滨江集团、安徽水利、苏宁环球、华发股份，以及在全国分散布局的地产龙头万科。

总体而言，我们对房地产行业持谨慎的乐观，我们的谨慎，依然是对政策面的担忧，如果再次出现如 2007 年开发商捂盘惜售，房价继续过快上涨的情况，不排除进一步出台政策打击捂盘惜售、严厉打击囤地以增加供给，或者提高房贷首付比例，打击投资需求，或通过税收政策进行调控。政策的调整不仅仅会实时的影响房地产行业的业绩和发展趋势，也会实时的体现在股市上，因而，我们预计 2010 年房地产板块会受到政策的影响而呈现震荡走势，投资机会更多的来源于政策风险的释放与房价和销售量的超预期。

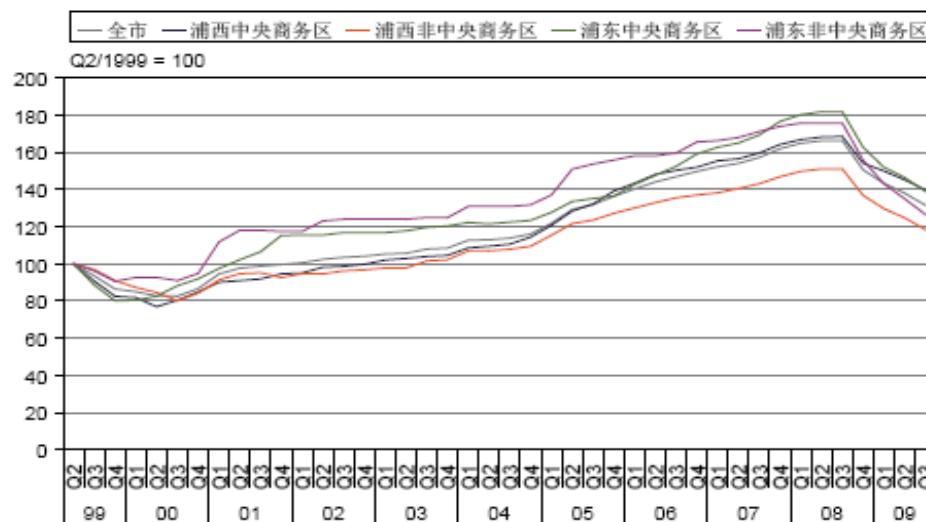
2. 商业地产“绿芽”已现

经济复苏存在着对办公楼、商业等物业的巨大需求，商业类地产受到调控的影响较小，具有稳定的成长性和回报。因而，在商业地产“绿芽”初现之时，我们预计商业地产蕴藏着较大机会。

2.1 上海写字楼“绿芽”初现

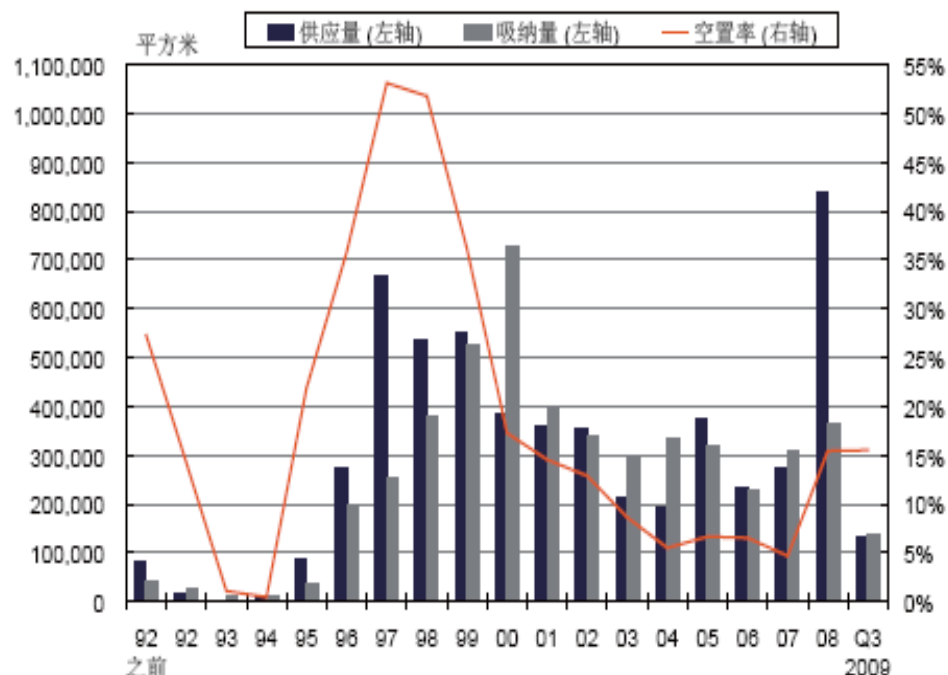
上海甲级写字楼租金虽然还在回落，但是新增供应量已经明显减少，空置率也已稳定。截至第三季度末，上海平均甲级写字楼租金为每天每平方米人民币 6.9 元（每月每平方米 30.5 美元），整体空置率下降到 15.5%。

图表 9：上海甲级写字楼租金指数



数据来源：第一太平戴维斯市场研究及开发顾问部

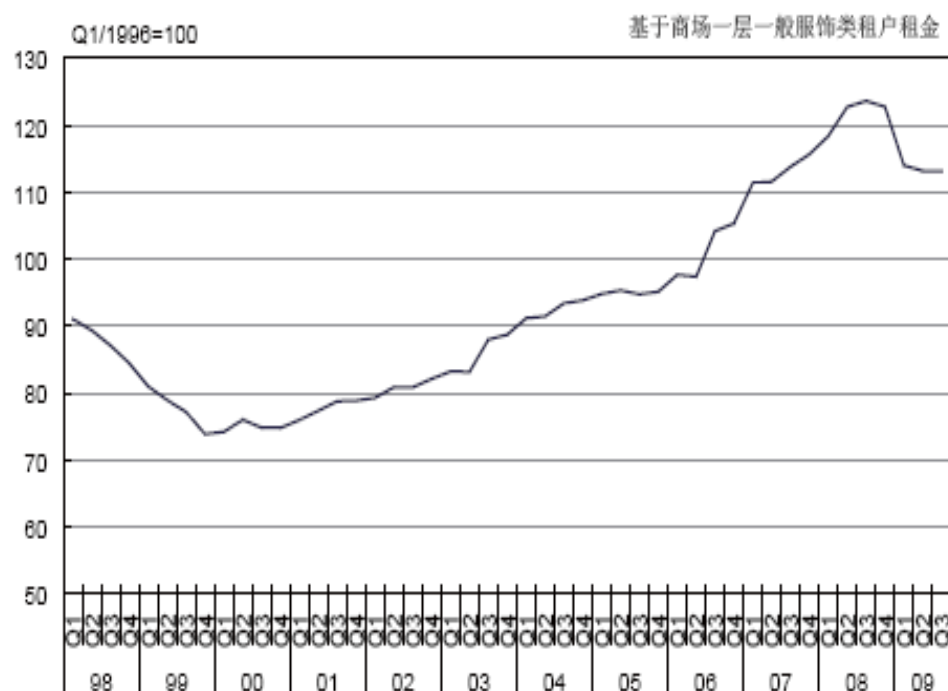
图表 10: 上海甲级写字楼供应量、吸纳率及空置率



数据来源: 第一太平戴维斯市场研究及开发顾问部

上海中心商圈主要购物中心租金指数自 2008 年年中见顶, 随金融危机爆发而逐步走低, 至 2009 年二季度趋于稳定, 三季度略有上扬。

图表 11: 上海中心商圈主要购物中心租金指数



数据来源: 第一太平戴维斯市场研究及开发顾问部

表格 3: 主要零售区域租金范围及空置率, 2009 年第三季度

区域	购物中心*	街铺	(%) 购物中心平均空置率
	(人民币/平方米/天)		
徐家汇	45 - 60	28 - 38	0.4
淮海中路西段	35 - 45	35 - 50	10.7
淮海中路东段	25 - 38	25 - 40	
南京西路	50 - 65	35 - 55	0.8
南京东路	40 - 65	40 - 80	3.5
浦东中心区域	25 - 35	20 - 30	2.4

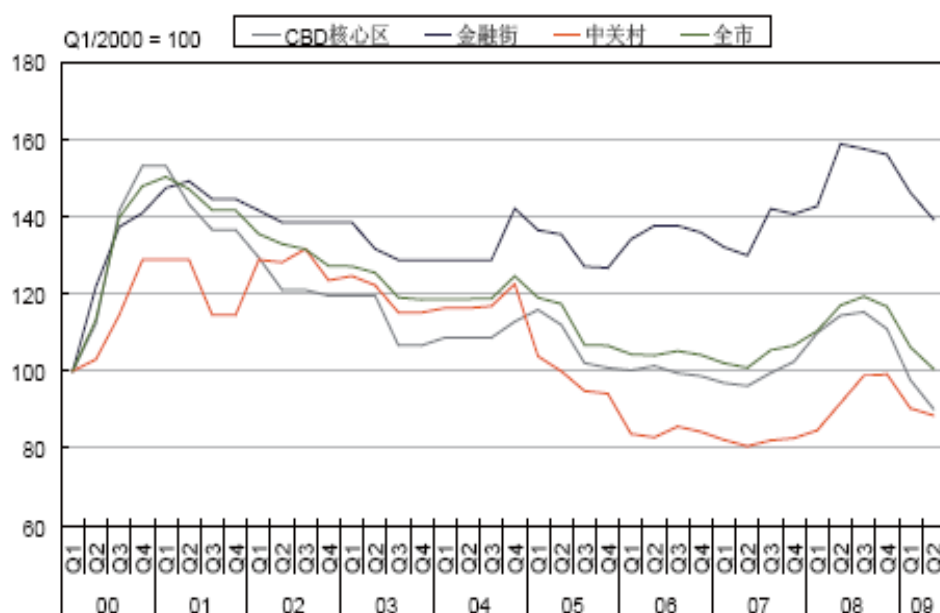
数据来源: 第一太平戴维斯市场研究及开发顾问部

* 购物中心租金指位于一楼的一般 (100至150平米) 服饰类店铺可成交租金

2.2 北京“绿芽”成色略有不足但仍有希望

尽管北京写字楼租金指数仍在回落, 且 09 年写字楼供应量还在上升, 空置率也在上升, 但是从三季度看, 甲级写字楼净吸纳量环比大幅上升 94.9%至 170,000 平方米, 为过去六个季度以来的高峰。尽管在第三季度将有超过 222,500 平方米的新增供应进入市场, 但在金融街与 CBD 强劲吸纳的支撑下, 市场平均空置率仅微增 0.1 个百分点至 21.9%。

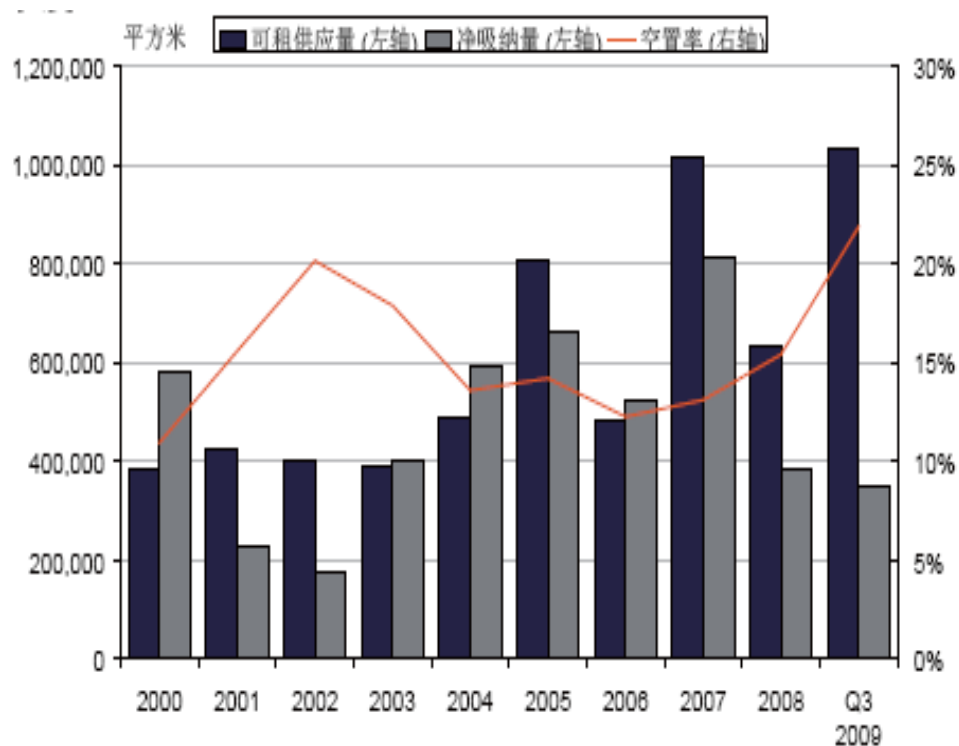
图表 12: 北京甲级写字楼租金指数



数据来源: 第一太平戴维斯研究及顾问咨询部



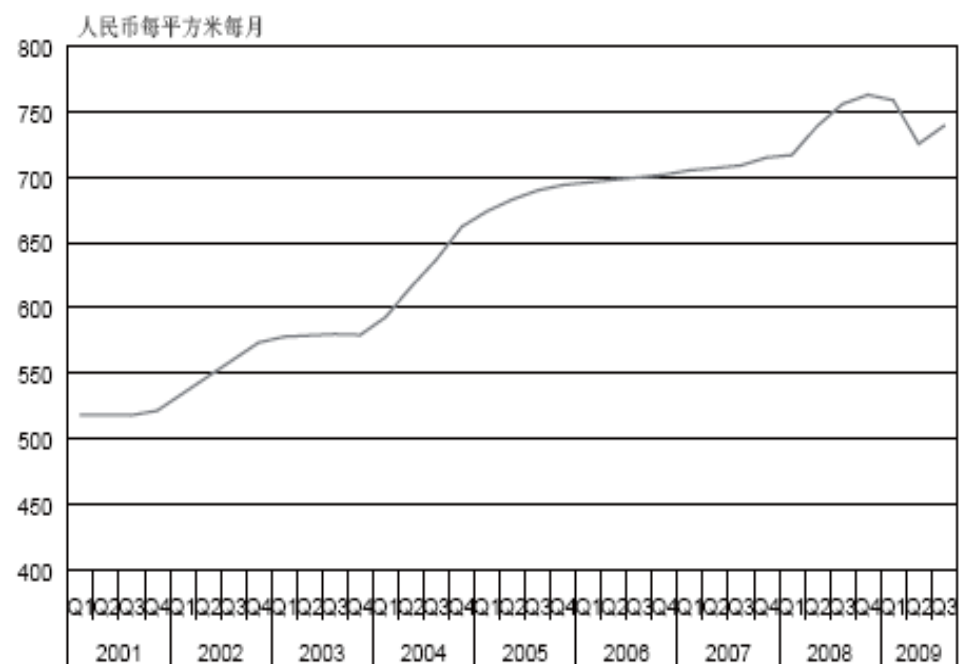
图表 13: 北京甲级写字楼供应量、吸纳率及空置率



数据来源: 第一太平戴维斯研究及顾问咨询部

金融危机爆发以来,北京商铺租金价格经历了短暂的调整,而自1季度末见底以来,已经实现“V”反转,逐渐上升。

图表 14: 北京购物中心首层租金



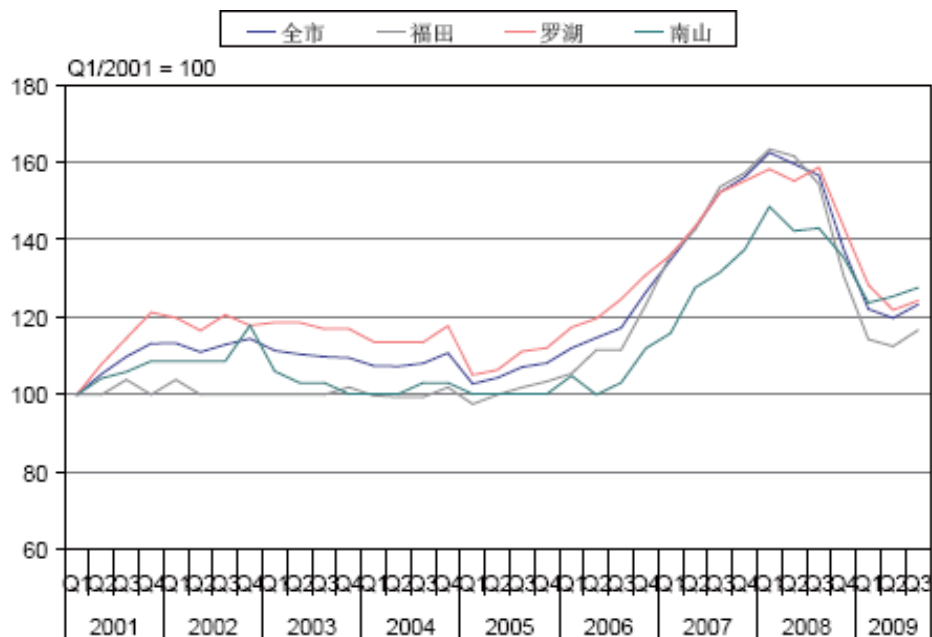
数据来源: 第一太平戴维斯研究及顾问咨询部



2.3 深圳“绿芽”最为明显

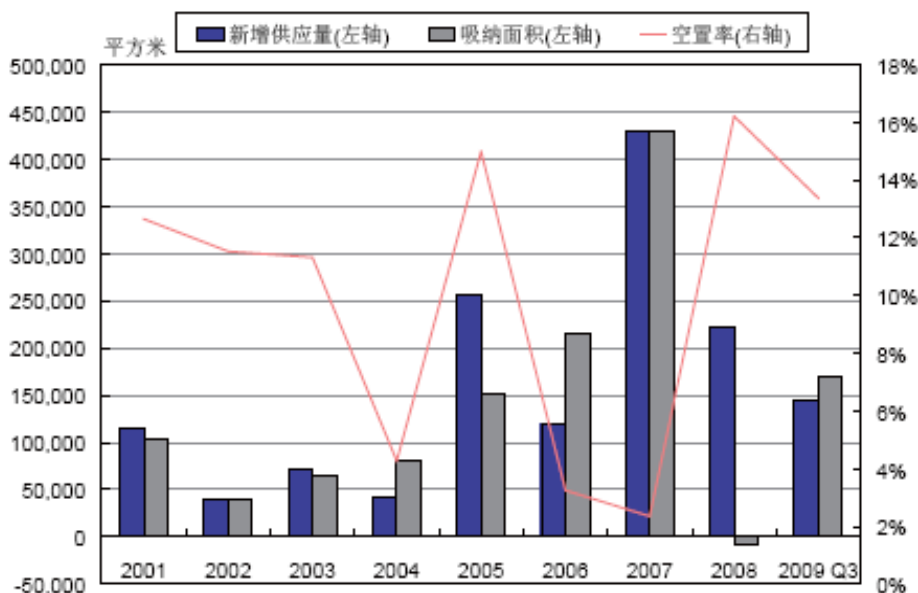
深圳甲级写字楼租金指数从2008年年中的160，随金融危机爆发而跌至2009年第二季度的低点120，跌幅达25%。二季度见底之后，目前已展开反弹，而空置率也自2008年来逐季下降，2009年三季度，写字楼吸纳面积更是超过了当季新增写字楼面积，形势喜人。

图表 15：深圳甲级写字楼租金指数



数据来源：第一太平戴维斯研究及顾问咨询部

图表 16：深圳甲级写字楼供应量、吸纳率及空置率



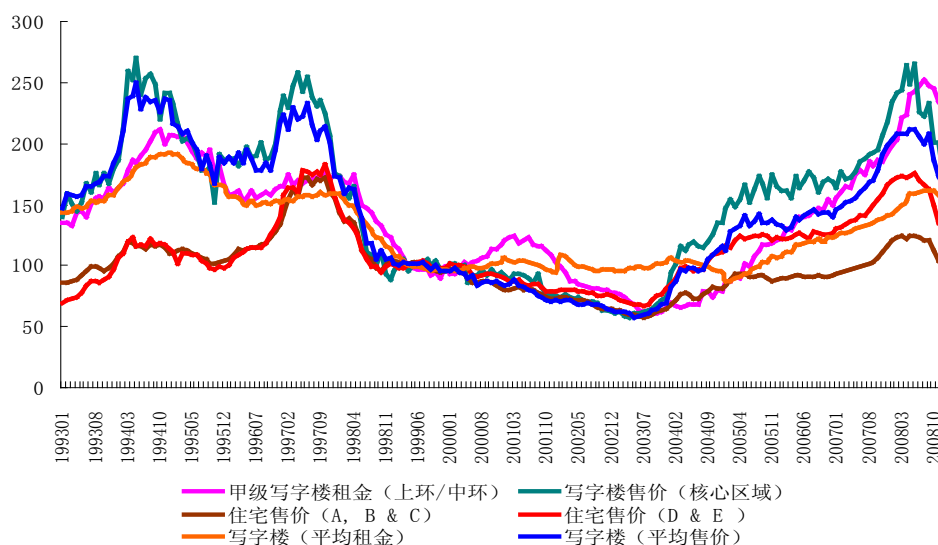
数据来源：第一太平戴维斯研究及顾问咨询部



2.4 香港经验带给我们的启示

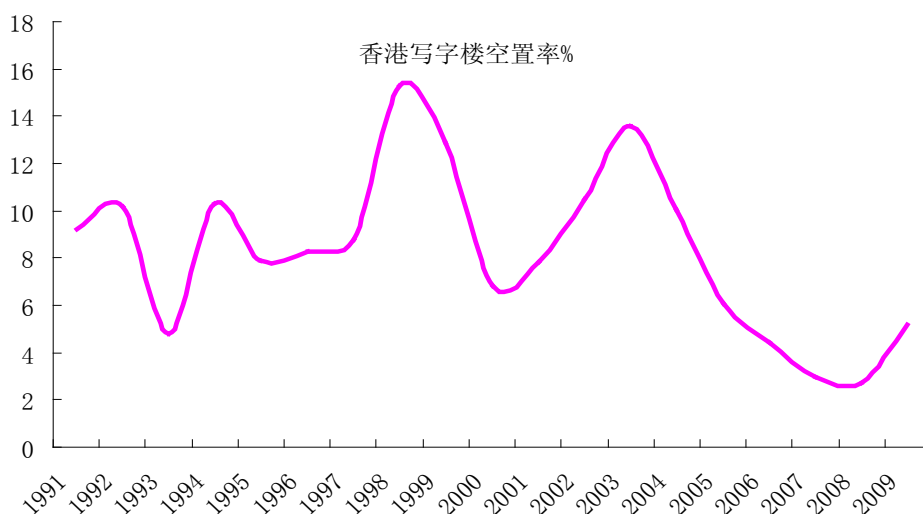
香港写字楼租金价格、写字楼售价等均在 1997 年达到高点，此后受到亚洲金融危机及 2001 年美国科技股泡沫破灭冲击，各项价格指数于 2003 年 7 月见底，之后受益于本港经济形势好转及内地经济增长势头强劲，各项价格指数开始逐级回升，其中，甲级写字楼租金涨幅相对滞后，但持续涨幅更大，即使是写字楼租金均价也能逐渐赶上大面积住宅售价涨幅，而高档写字楼售价涨幅则更高，写字楼平均售价涨幅也高于大面积的住宅。香港楼市在经济持续复苏中的表现，给我们提供了良好的经验借鉴。

图表 17：香港写字楼和租金价格指数（1999=100）



资料来源：香港统计署，戴德梁行。注：住宅标准：A：40 平米以下，B：40-69.9 平米，C：70-99.9 平米，D：100-159.9 平米，E：160 平米以上

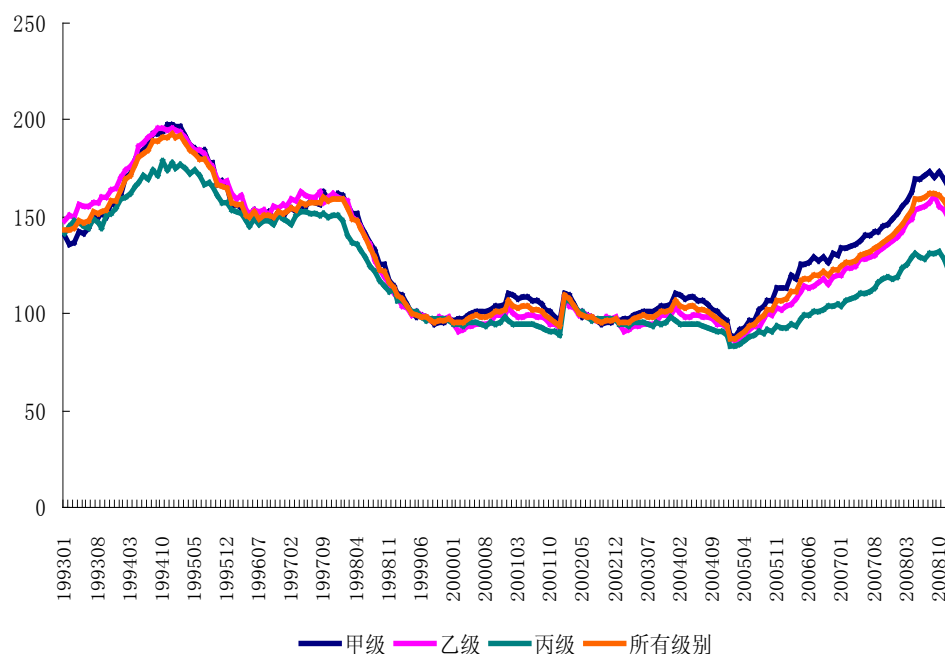
图表 18：香港写字楼空置率



资料来源：香港统计署，戴德梁行

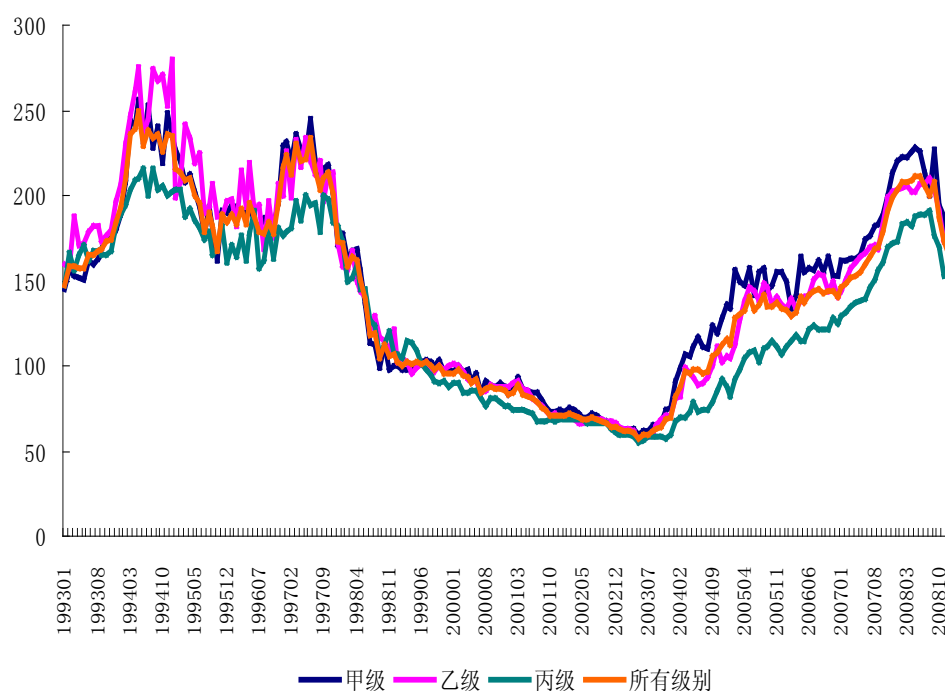
而在经济复苏过程中，不同等级的写字楼租金和售价的表现不同，经济回落中写字楼租售价格不分等级同样回落，但在复苏中，等级越高的写字楼，租售价格指数涨幅越大。

图表 19：香港不同等级写字楼租金指数（1999=100）



资料来源：香港统计署

图表 20：香港不同等级写字楼售价指数（1999=100）

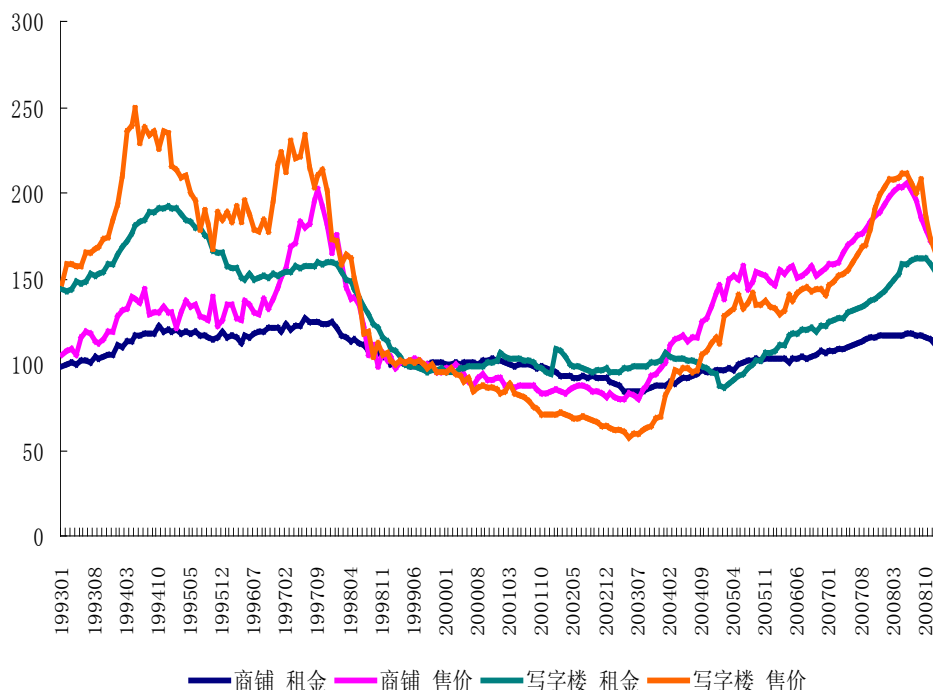


资料来源：香港统计署



在经济持续复苏的过程中，更为耀眼的明星则是商铺。尽管商铺的租金价格回升缓慢，但其售价回升更为明显，甚至超过了写字楼的售价。

图表 21：香港写字楼和商铺的租售价格指数（1999=100）



资料来源：香港统计署

2.5 商业地产有望享受黄金增长期

商业地产广义上通常指用于各种零售、批发、餐饮、娱乐、健身、休闲、办公等经营用途的房地产形式，从经营模式、功能和用途上区别于普通住宅、公寓、别墅等房地产形式。商业地产的形式多样，主要包括购物中心、大卖场、商业街、shoppingmall、主题商场、专业市场、批发市场、折扣店、工厂直销店、酒店旅馆(旅游地产)、娱乐类商业地产（如电影院）、写字楼和住宅的底层商铺等与住宅类有很大区别的建筑产品的统称。我们可以将其简单的划为商场类商业物业和写字楼类商业物业。

从需求角度而言，商业地产前景广阔，潜力巨大。

随着国民经济的不断发展，城镇居民可支配收入不断的增加，购买力不断的提升。面对汹涌而来的消费浪潮，各种商场和购物中心不断涌现，从而导致对于商场类商业地产的需求不断膨胀。商业地产的发展，符合国家大力推动消费内需增长的战略，庞大的消费内需的推动使得商场类商业地产能够尽享中国经济快速健康发展带来的黄金增长期，租售价格有望进一步上升。

目前，国内的优质写字楼的客户来源主要有两部分组成，一是来华投资的外商投资企业，另一部分是国内不断发展的服务业企业。从 1999 年开始，外国直接投资一直保持着较快的增长速度，从 1999 年的 404 亿美元到 2008 年的 924 亿美元，刺激了国内高级写字楼的需求。国内第三产业在经济结构逐步优化的背景下，发展迅速，对于国民经济的拉动率不断上升，服务业的迅速发展，也使得这部分企业对于写字楼需

求量大增。近年来，“总部经济”概念风生水起，北京、上海、深圳、杭州、广州及内陆地区一些城市纷纷出台了建设总部基地，吸引跨国企业各级总部入驻的总部经济规划，这使得写字楼类商业地产一定程度上得到了政策的支持，发展战略性新兴产业，培育新的经济增长点的战略的推出，更是给了高科技园区发展新的契机，写字楼租售价格未来上涨空间不可小觑。

从商业地产的投资角度考虑，商业地产是部分资金投资的首选。

2009年10月1日，新《保险法》实施，保险公司投资的不动产领域，包括购买自用办公楼、投资廉租房、养老实体和商业物业四类。在新规实施前，险资已经“曲线”入市，购买并持有商业物业，由于商业物业升值潜力巨大，租金收入稳定，深得保险资金的青睐。新规的出台，使得保险资金投资商业物业合法化，对于经营商业物业的地方开发商是极大的利好。

国务院在《关于当前金融促进经济发展的若干意见》中提出，通过开展房地产投资信托基金试点来拓宽房地产企业融资渠道的意见。房地产投资信托基金即为 REITs (Real Estate Investment Trusts)，REITs 通过证券化的形式，将流动性较差的房地产资产转化为流动性强的 REITs 份额，提高了房地产资产的变现能力。目前国内关于 REITs 的各项管理办法正在稳步推进中。REITs 的推进，将为商业地产公司带来收益，商业类地产公司业绩相对稳定，受调控的影响较小，优质的项目具有抵御经济风险的能力，也是 REITs 优先选择的对象。

从行业发展的角度看，依据发达国家的经验，目前城市化率接近 50%，已到了开发与持有核心城市物业并重的时候。当前房地产最佳的商业模式应为“开发+持有”模式——以开发为主、在依靠开发获得短期业绩的同时逐步持有优质的物业。

相比于开发住宅物业，在当前的经济环境和政策环境下，开发商业物业更有其优势。由于地方政府对于“土地财政”的依赖和央企资金雄厚、资金成本极低，住宅用土地的供应价格将会居高不下，而开发商与政府承受的房价压力较大，土地成本不一定能够完全通过高房价得以消化，住宅开发商的盈利能力会受到削弱；而地方政府出于推动总部经济发展，以及通过促进商业地产开发推动周边住宅地价，加强城市配套需要的目的，对于商业地产的土地供应，可能维持较低的价格，商业物业的开发在未来可能会获得比开发住宅更高的利润。

行业龙头万科于 2009 年 11 月 16 日发布了新的公司战略，在最新战略中，万科未来将加大持有型物业的储备，并在近期内陆续推出养老物业、酒店及商业配套等多种物业类型。其中，住宅产品仍占据 80% 比重，其余 20% 则将开发持有型物业。8 年前，万科曾不断砍掉与住宅不相干的业务，把万科引入专业化的房地产公司，而今重新进入商业地产领域，可以视为万科看好商业地产发展前景的征兆。而从香港的经验来看，香港置地拥有香港中环 42% 的写字楼；长江实业出租物业很少，但是它控股的和记黄埔却拥有大量物业；而新鸿基是介于两者之间，每年租金收入和开发利润各占一半。香港有实力的房地产公司发展 to 一定阶段均开始增加投资型物业，租金收入在其房地产收入中的比重越来越大，这既是一种保持稳定增长的手段，也是企业合理分配资源以增强对经济周期的抗跌性。



3. 重点公司推荐

3.1 重点公司推荐：世茂股份（600823）

世茂股份是 A 股商业地产的龙头企业，已完成对东部沿海重点城市的战略性布局（东部沿海重点城市的经济结构和收入水平更有利于商业地产的发展），并且具备丰富的价廉物美的土地储备（已有 634 万平方米土地权益储备面积，土地储备规模在商业地产公司中居于首位）；这些优势使得公司在 A 股地产板块显得较为“稀缺”。

表格 4：世茂股份区域布局、土地储备与成本

土地储备	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	权益比例 (%)	权益建面 (万平方米)	土地金额 (亿元)	楼面地价 (元/平米)
南京世茂滨江新城	55.3	165	50%	82.5	36.61	2219
昆山世茂华东商城	6.58	9.6	100%	9.6	1.05	1094
青岛世奥大厦	1.07	24.69	75%	18.5	9.39	3803
无锡地块	7.14	30	25%	7.5	10.26	3420
厦门地块	3.05	27.04	51%	13.8	7.09	2622
杭州地块	6.25	25.02	100%	25.0	6.01	2402
常熟世茂世纪中心	34.46	108	100%	108	4.87	451
苏州世茂运河城	9.25	46	100%	46	2.97	646
北京世茂国际中心	2.94	21.2	100%	21.2	10.05	4741
上海世茂新体验	42.82	37	100%	37	3.33	900
常州太湖东路项目	6.04	31	100%	31	1.69	545
徐州新都会商业广场	8.86	23	100%	23	1.65	717
嘉兴世茂新世纪项目	13.56	44	100%	44	1.27	289
昆山世茂国际城	12.68	26	100%	26	1.41	542
沈阳世茂五里河	6.1	95	100%	95	5.82	613
芜湖世茂滨江花园	8.03	12	100%	12	1.79	1492
绍兴迪荡新城项目	11.83	26.92	100%	26.92	3.20	1189
北京世茂大厦	0.72	7.22	100%	7.22	2.60	3607
合计	236.68	758.69	84%	634.3	111.1	1464

注：蓝色部分为估算数据

资料来源：公司公告 天相投顾整理

公司具有突出的盈利能力，该能力主要来自“低成本、高售价”。其中，较低的土地成本（我们估算公司土地储备平均楼面地价在 1500 元/平米左右）主要来自“城市综合体”的开发模式；较高的销售价格（商业物业建成之后平均售价预计将达到 15000 元/平米以上）主要来自公司较高的项目开发水平、较好的地段和丰富的景观资源等。我们初步估计公司的综合毛利率在 50%-60%之间（扣除营业税金之前），大幅领先于行业平均水平（主流地产公司毛利率在 30%—45%之间），并且具备持续的提升空间（主要受益于物业增值导致的销售价格上涨）。

公司具有卓越的成长性。随着公司丰富的项目储备陆续进入结算周期，公司未来 3-5 年业绩将迎来较为强劲的业绩增长，我们初步预计公司 2009-2011 的 EPS 分别为 0.12 元、0.98 元和 1.39 元，2011 年净利润相较于 2010 年增长 41%。从二级市场估值来看，公司明显被低估：以目前股价 16.13 元计算，公司 2010PE 仅为 16 倍，明显低于大盘（21 倍左右）和行业的平均估值水平（主流地产公司 2010PE 在 22 倍左右），



2009 年 RNAV 约为 20-23 元/股，首次给予其“增持”评级。

表格 5：世茂股份盈利预测假设

指标名称	2009E	2010E	2011E	2012E
预计合约销售面积（万平方米）	21	46	72	90以上
预计合约销售金额（亿元）	32	73	98	100以上
预计竣工面积（a）（万平方米）	26	68	75	73
自持竣工面积（b）（万平方米）	13	28	15	0
待售竣工面积（a-b）（万平方米）	13	40	60	73
结算面积（万平方米）	9	40	55	70
结算均价（万元/平米）	1.3	1.5	1.6	1.7
结算收入（亿元）	11.7	59.0	89.6	119.0
累计经营性物业面积（万平方米）	12	51	59	74
出租率（%）	90	90	90	90
租金（元/平米/天）	2	1.5	1.5	1.5
出租收入（亿元）	0.8	2.5	2.9	3.6
营业收入（亿元）	12.5	61.5	92.5	122.6
毛利率（%）	55.2	56.1	58.4	59.5
费用率（%）	14.8	5.4	4.9	4.5
所得税率（%）	25.0	25.0	25.0	25.0

资料来源：公司公告、天相整理

表格 6：世茂股份盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	477	1250	6150	9250
营业收入增长率	-62%	162%	392%	50%
减：营业成本	265	560	2700	3850
综合毛利率	44%	55%	56%	58%
营业税金及附加	44	250	1353	2220
销售费用	17	70	120	165
管理费用	40	75	150	200
财务费用	24	40	65	90
期间费用率	16.9%	14.8%	5.4%	4.9%
二、营业利润	123	255	1762	2725
营业利润增长率	-50%	107%	591%	55%
三、利润总额	144	255	1762	2725
减：所得税费用	43	64	441	681
四、净利润	102	191	1322	2044
归属母公司净利润	61	136	1152	1624
归属母公司净利润增长率	-8%	123%	745%	41%
少数股东损益	40	55	170	420
EPS（摊薄、元/股）	0.05	0.12	0.98	1.39
每股净资产（元/股）	2.44	5.20	6.18	7.57
净资产收益率（%）	2.1%	2.2%	15.9%	18.3%

资料来源：天相整理

此外，公司有持续的融资需求。公司 2009 年非公开增发仅融资 20 亿元用于 4 个项目、还有 10 几个项目需要大量的资金投入，未来几年资金缺口较大。所以，我



们预计公司有持续的融资需求，公司未来几年努力经营、做好业绩的动力较强。2009年资产注入时的定价为 12.05 元，下次拟增发价格为 13.8 元/股。

整体而言，我们认为公司是一个值得长期配置的投资标的，保险公司投资商业地产开闸和 REITs 即将推出，对于商业地产龙头而言，更是利好，并将长期的受益。

3.2 重点公司推荐：张江高科（600895）

张江高科是浦东新区园区开发龙头，目前总项目储备面积 340 多万平米，在建物业面积 180 多万平米，集团公司还有可能注入中区地块面积 160 万平米。

表格 7：张江高科房地产项目

状态	项目	开发进度/竣工时间	总建筑面积	2009年		2010年		2011年	
				可租面积	可售面积	可租面积	可售面积	可租面积	可售面积
已竣工物业面积	集电港二期东块（科技领袖之都）	竣工	7.54	7.54	7.54	7.54	7.54	7.54	7.54
	集电港二期西块（科技领袖之都）	竣工	7.55	7.55	7.55	7.55	7.55	7.55	7.55
	集电港43号地	2009.7	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39
	伽利略公馆	08.9月收购	1.01	1.01		1.01		1.01	
	科苑大厦（德馨）	竣工	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	创新园北区	竣工	8.56	8.56		8.56		8.56	
	创业园	竣工	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88
	张江大厦	竣工	3.70	3.70		3.70		3.70	
	其他		43.37	43.37		43.37		43.37	
在建项目	集电港三期（南）天之骄子	2009.12	9.06			9.06	9.06	9.06	9.06
	集电港三期（北）天之骄子	2010.4	10.92			10.92	10.92	10.92	10.92
	集电港四期首期东块	2010.12	8.25					8.25	8.25
	集电港B区	2012	100.33	60.00		70.00		100.33	
	集电B区1-6北（北大）	2009.12	2.59			2.59	2.59	2.59	2.59
	集电B区1-7北（清华）	2009.12	3.09			3.09	3.09	3.09	3.09
	福尼克斯厂房及部分附着设备	09.11月收购	2.18					2.18	2.18
	创想北园	2009-2010	1.83			1.83	1.83	1.83	1.83
	创想南园	2009-2011	1.82					1.82	1.82
	993改建	2011	7.16					7.16	7.16
	中区（4块地块）	2010	8.55			8.55	8.55	8.55	8.55
	张江高科苑	2010.4	12.49			12.49	12.49	12.49	12.49
	川沙地块	2011	11.91					11.91	
土地储备	集电港B区		50.00						
	技术创新区回租项目（政府租赁用地）		22.84						
合计			341	148	31.36	206.53	79.89	268.18	99.30

注：公司对物业的经营采取“以租为主，租售结合”的模式，我们仅将主力在售物业面积看作可售面积。单位：万平方米

资料来源：公司公告 天相投顾整理

公司大量参与创投业务。公司的全资子公司浩成创投主要投资于生物医药行业，包括微创医疗、嘉世堂、康德莱医疗器械等。微创医疗为国内药物支架市场龙头，公司投资 4390 亿美元（约合人民币 3 亿元）持有其 12.2% 的股份。08 年度微创营业收入 4.88 亿元，净利润 2.08 亿，公司拟今明两年在 A 股或 H 股上市。对比今年 A 股上市的乐普医疗（300003）目前市盈率达 89 倍，我们给微创 80 倍的市盈率，上市后市值达 156 亿元，使张江高科持有的股权增值 17 亿元。嘉世堂 2008 年净利润 4000 多万元，张江高科持有 21% 股权，为公司第二大股东，目前公司正在准备 A 股中小板上市，按 50 倍市盈率计算，将使张江高科持有的股权增值 4 亿元。

张江汉世纪创投成立于 2007 年 5 月，股东包括张江集团（出资 3 亿）、张江高科（出资 3 亿）、上海市创投（5000 万）、浦东科技（5000 万）以及民营企业（出资 3 亿），



一共 10 亿元人民币。汉世纪基金已经投资了万得信息、超日太阳能、星飞冷却设备等 10 余家公司，涉及软件、电信、集成电路、新能源等高科技领域。投资公司盈利能力稳定，08 年净利润近 4 亿元，大部分处于上市进程中，若该部分公司上市后按 30 倍市盈率计算，可使张江高科持有的股权增值 33 亿元。

中芯国际的负面影响已经基本结束，创投公司的投资对象有望陆续上市，如果创投公司投资对象全部上市，以张江高科总股本折算的每股市值将达到约 3-4 元。

表格 8：张江高科创投业务一览

投资标的	持股比例	上市进程
由公司全资控股的浩成创业投资持有--生物医药		
嘉世堂药业	20.96%	上市进程中
康德莱医疗器械	16.50%	辅导期
微创医疗	12.20%	将在A股或H股上市
山东步长制药	0.40%	
由公司参股30%的张江汉世纪持有---高科技电子、信息、新能源等		
万得信息	7%	辅导期
超日太阳能	6%	辅导期
四维约翰逊	6%	辅导期
儒竞电子	20%	拟09-10年创业板
星飞冷却设备	10%	09年创业板
鼎识科技	6.50%	拟09-10年上市
华亚微电子	2.90%	拟08-09年上市
鼎衡船务	8%	辅导期
品傲光电	25%	辅导期
吉联软件	16.76%	辅导期
星马游艇	22.50%	辅导期
上市公司直接持有		
上海数讯信息技术有限公司	58.47%	
中芯国际	2.76%	04年3月在香港和美国上市
张江生物医药股份有限公司	14.92%	02年在香港创业板上市
展讯通讯	0.06%	已在NASDAQ上市

资料来源：公司公告 天相投顾整理

公司房地产业务快速发展，07 年房地产销售收入开始大幅增长，由 06 年上半年的 0.61 亿元增长至 09 年上半年的 6.86 亿元；房地产租赁业务增长较为平稳，由 06 年上半年的 0.76 亿元增长至 09 年上半年的 6.86 亿元，毛利率在 60%以上。从历史情况看，除了 08 年四季度受金融危机影响，下半年地产销售和租赁收入均好于上半年；预计 09 年地产销售收入将超过 13.7 亿元。

我们的盈利预测假设如下：

1、2009 年、2010 年、2011 年可供出租物业面积分别达 125 万、160 万、200 万平方米，出租率 92%、87%、87%（保守估计）；出售物业面积分别是 9 万、12 万、14 万平方米。

2、投资收益来自参股 49.5%的微电子港，因目前创投公司贡献的投资收益有限，暂不考虑产业投资带来的影响。

3、毛利率维持在 60%左右。

4、实际所得税率 25%。



预计公司 2009-2011 年每股收益分别是 0.48 元、0.68 元、0.85 元，按最近收盘价 12.39 元，对应的市盈率分别是 26 倍、18 倍、15 倍，维持“增持”评级。

表格 9：张江高科（600895）盈利预测表

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	175,723	245,859	347,925	429,185
营业收入增长 (%)	46.39%	39.91%	41.51%	23.36%
营业成本	65,208	95,885	135,691	163,090
毛利率 (%)	62.89%	61.00%	61.00%	62.00%
减：营业税金及附加	10,246	13,276	19,537	23,638
资产减值损失	116	0	0	0
期间费用	33,174	31,558	46,627	56,303
期间费用率 (%)	18.88%	12.84%	13.40%	13.12%
投资净收益	10,588	8,300	15,600	15,600
二、营业利润	77,210	113,439	161,670	201,753
营业利润增长 (%)	62.09%	46.92%	42.52%	24.79%
营业利润率 (%)	43.94%	46.14%	46.47%	47.01%
三、利润总额	77,707	113,439	161,670	201,753
减：所得税	12,554	28,360	40,418	50,438
四、净利润	65,153	85,080	121,253	151,315
其中：归属母公司所有者净利润	52,828	74,019	104,884	131,266
母公司净利润增长 (%)	39.18%	40.11%	41.70%	25.15%
净利润率 (%)	30.06%	30.11%	30.15%	30.58%
基本每股收益 (元/股)	0.38	0.48	0.68	0.85
每股净资产 (元/股)	3.35	3.83	4.51	5.35
净资产收益率 (%)	10.17	12.49	15.03	15.83

资料来源：天相投顾整理



3.3 重点公司推荐：金融街（000402）

金融街扎根于京津地区，主要从事北京金融街区域的写字楼开发，同时辅之以高档酒店、公寓、购物中心、餐饮等配套，公司业务区域主要分布于北京、天津、重庆、南昌、惠州，土地储备约 700 万平米，其中持有北京核心商圈约 70 万平米，升值潜力较大。

2007 年 10 月 北京市市长办公会讨论通过《关于对金融街区域拓展和功能完善的意见》，提出要将金融街核心区从原规划的 1.18 平方公里拓展到 2.59 平方公里。并将月坛南街项目、华嘉小区、新兴盛、月坛北街、复兴门、阜成门六个项目纳入金融街拓展一期工程的意见。随着第一阶段开发资金的陆续到位，西城区金融街西扩工程正式启动。截至 2009 年 8 月，金融街西扩项目累计完成 1.3 亿元拆迁投资，公司具有商业地产多年的开发经验，同时作为西城区国资委直属的房地产企业，将会受益于金融街西扩进程。

表格 10：金融街项目储备情况

地区	项目	租/售面积（平米）	权益比例	权益建筑面积（平米）
	出售型			
北京	金色漫香林	500,000	100%	500,000
	衙门口项目	430,603	50%	215,302
	孙村项目	257,000	100%	257,000
	复兴门项目	160,000	100%	160,000
	德胜国际中心	99,944	100%	99,944
	德胜凯旋项目	83,300	100%	83,300
	北京其它	150,015	100%	150,015
	北京合计	1,680,862	87%	1,465,561
天津	津门项目	175,700	100%	175,700
	津塔项目	57,800	100%	57,800
惠州	惠州项目	2,469,459	70%	1,738,746
其它	其它项目	809,043		654,680
全国	全国合计	5,192,864	79%	4,092,487
	持有型			
北京	金融街	538,707	100%	538,707
	德胜国际中心	33,700	100%	33,700
	西单美晨广场	111,201	100%	111,201
天津	津门项目	69,000	100%	69,000
	津塔项目	286,400	100%	286,400
其它	京津以外项目	739,618	89%	656,697
全国	全国合计	1,778,626	95%	1,695,705
	出售与持有合计	6,971,490	83%	5,788,192

资料来源：公司公告 天相投顾整理

预计 2009-2011 年 EPS 为 0.52、0.62 和 0.78 元，以 12.04 元收盘价计，对应 PE 分别为 23 倍、19 和 15 倍。公司 2010 年 RNAV 约为 15-19 元，目前股价相对仍有折价。

表格 11: 金融街盈利预测假设

项目	权益比例	结算面积 (万平方米)			结算收入 (百万元)		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
德胜国际中心	100%	3	3	3	780	810	840
德胜凯旋	100%	3	3	2	660	690	480
金色漫香林	100%*	15	20	15	1,875	2,500	1,875
大屯路	100%		4	4		760	800
衙门口	50%		5	10		600	1,500
津门	100%	2	4	5	440	900	1,150
津塔	100%	2	2	2	380	390	400
合计		25	41	41	4,135	6,650	7,045

资料来源: 公司公告 天相投顾整理

表格 12: 金融街盈利预测表

单位: 万元	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	559,508	444,129	729,652	797,032
营业收入增长 (%)	32.76%	-20.62%	64.29%	9.23%
营业成本	279,969	244,176	373,758	378,604
毛利率 (%)	49.96%	45.02%	48.78%	52.50%
减: 营业税金及附加	75,541	55,516	91,207	99,629
资产减值损失	22,311	6,095	0	0
期间费用	45,488	62,114	96,248	95,274
期间费用率 (%)	8.13%	13.99%	13.19%	11.95%
加: 公允价值变动净收益	(6,522)	79,085	17,030	17,541
投资净收益	7,423	19,386	25,202	30,243
二、营业利润	137,100	174,700	210,672	271,309
营业利润增长 (%)	-51.32%	27.43%	20.59%	28.78%
营业利润率 (%)	24.50%	39.34%	28.87%	34.04%
三、利润总额	141,710	177,962	210,672	271,309
减: 所得税	37,826	48,050	52,668	67,827
四、净利润	103,884	129,912	158,004	203,482
其中: 归属母公司所有者净利润	103,938	128,613	153,264	193,308
母公司净利润增长 (%)	-48.10%	23.74%	19.17%	26.13%
净利润率 (%)	18.58%	28.96%	21.01%	24.25%
基本每股收益 (元/股)	0.42	0.52	0.62	0.78
每股净资产 (元/股)	5.87	6.38	7.00	7.78
净资产收益率 (%)	7.14	8.12	8.82	10.01

资料来源: 天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002