

2010 年 1 月 20 日

A
增持
田世欣

 +8621 6860 4866 (8519)
 shixin.tian@bocigroup.com

周路

 +8621 6860 4866 (8587)
 lu.zhou@bocigroup.com

股票评级

公司名称	代码	评级	09 年预 股价 (人民币)	溢 测 NAV (人民币)	溢价 (折让) (%)
万科	000002.SZ	买入	10.06	8.23	22.3
招商地产	000024.SZ	买入	24.39	25.13	(2.9)
华侨城	000069.SZ	买入	15.87	16.75	(5.2)
金融街	000402.SZ	买入	11.43	13.33	(14.2)
金地集团	600383.SS	买入	13.47	10.29	30.9
保利地产	600048.SS	买入	21.28	14.25	49.3
华发股份	600325.SS	买入	16.96	17.94	(5.5)
冠城大通	600067.SS	持有	13.44	11.58	16.0
深振业	000006.SZ	持有	11.17	7.39	51.2
中华企业	600675.SS	买入	14.13	12.76	10.7
中航地产	000043.SZ	持有	15.20	13.53	12.3
中国国贸	600007.SS	持有	11.30	14.66	(22.9)
张江高科	600895.SS	买入	12.92	12.26	5.4
浦东金桥	600639.SS	持有	13.93	14.93	(6.7)
京投银泰	600683.SS	买入	12.87	9.66	33.3
嘉凯城	000918.SZ	买入	15.16	12.37	22.6
世茂股份	600823.SS	买入	16.26	24.36	(33.2)

资料来源：彭博及中银国际研究预测
 以 2010 年 1 月 19 日当地货币收市价为标准
 本报告所有数字均四舍五入

房地产开发投资数据点评

回归平衡

09 年的楼市呈现单边失衡的格局：一方面销售量价齐创历史新高，行业资金面空前宽裕；另一方面投资和供应先行指标的增速处于历史低位，有效供应释放缓慢。我们认为 10 年地产行业将进入 09 年开始的新一轮景气中周期的中后段，供需指标增速的此消彼长将使得行业基本面回归平衡。维持对板块的**增持**评级。

支撑评级的要点

- 09 年 12 月全国房价同比上涨 7.8%，延续了惯性上涨的势头。预计 10 年环比涨幅将逐渐收窄，同比涨幅则前高后低。
- 国房景气指数连续 9 个月回升，超过历史中值和平均水平。分类指数出现分化，其中资金来源分类指数续创新高，而房屋施工面积分类指数和房地产开发投资分类指数却拐头下跌。
- 房地产开发投资和新开工面积 09 年分别同比增长 16.1% 和 12.5%，显著低于历史平均水平。我们预计两者 10 年增长率将分别回升至 22% 和 20%。
- 商品房销售面积和均价 09 年同比增速分别达 42.1% 和 23.5%，均创历史新高。10 年预计分别增长 0% 和 8%。
- 房地产开发企业 09 年合计资金来源同比增长 44.2%，达到历史高点。预计 10 年增速将回落至 20-30% 区间。

评级的风险因素

- 宏观经济二次探底；行业调控政策进一步出台；货币、信贷政策收缩速度快于预期。

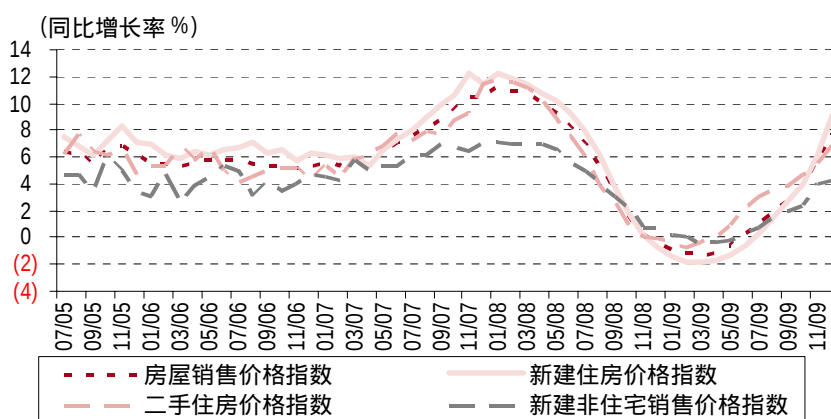
首选买入品种

- 我们的首选买入品种包括央企大型开发商代表保利地产和商业地产板块中的世茂股份。

房价惯性上涨

根据国家统计局的统计数据，09年12月，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨7.8%，涨幅比上月扩大2.1个百分点；环比上涨1.5%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。其中，新建住房销售价格同比上涨9.1%，涨幅比上月扩大2.9个百分点；环比上涨1.9%，涨幅比上月扩大0.4个百分点；二手住房销售价格同比上涨6.8%，涨幅比上月扩大1.3个百分点；环比上涨1.0%，涨幅比上月扩大0.4个百分点；新建非住宅销售价格同比上涨4.3%，涨幅比上月扩大0.3个百分点；环比上涨0.6%，涨幅比上月收窄0.3个百分点。总体而言全国房价延续了惯性上涨的势头，同比、环比涨幅进一步扩大。展望10年，随着销量增速的下滑和前期密集出台政策的调控效果逐渐显现，预计房价的环比涨幅将开始收窄，同比涨幅由于翘尾因素也将呈现前高后低的态势。

图表 1. 全国 70 个大中城市房价涨幅不断扩大

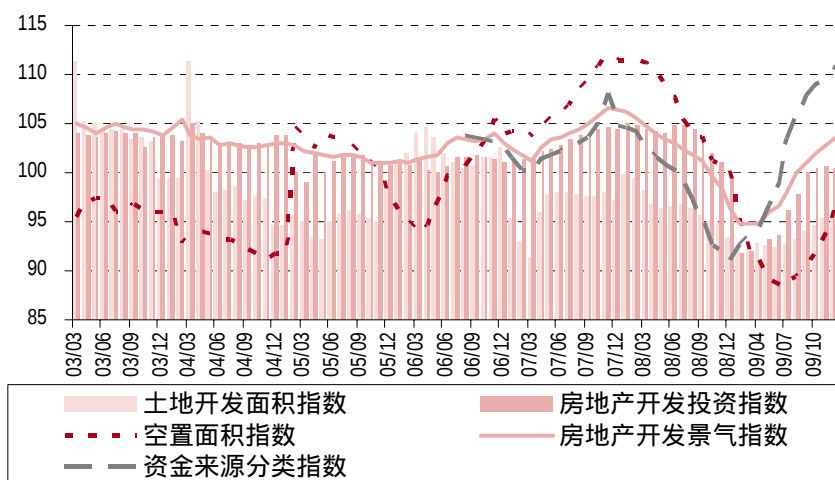


资料来源：国家统计局，发改委，中银国际研究

分类景气指数表现不一

国家统计局报告显示，09年12月份全国房地产开发景气指数为103.66，比11月份提高0.88点，该指数09年3月触底以来已经连续9个月回升，目前已高于历史中值和平均水平，显示行业已进入本轮景气周期的中后段。分类来看，商品房空置面积分类指数环比11月提高3.03点，上升最为明显；资金来源分类指数和土地开发面积分类指数也分别提高1.25点和0.33点，其中前者继续创出历史新高；但值得注意的是，房屋施工面积分类指数和房地产开发投资分类指数未能延续回升势头，分别环比下降0.50点和0.18点至102.51和100.42，显示投资回暖的基础尚不稳固。

图表 2. 国房景气指数连续 9 个月回升

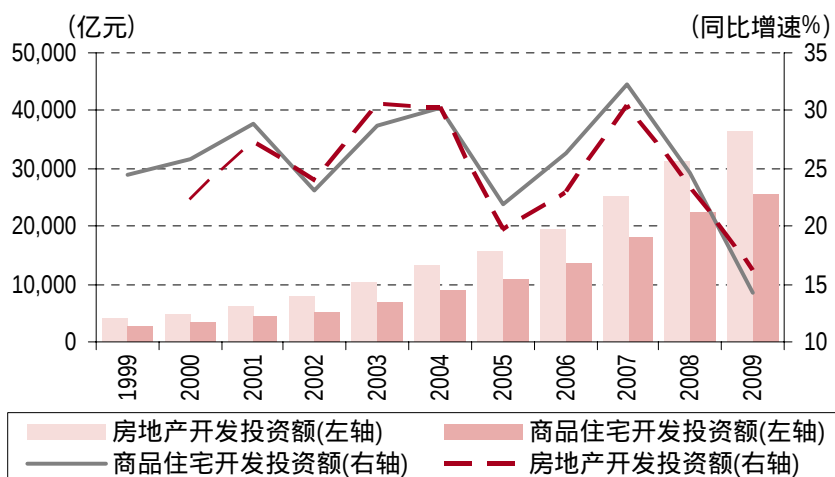


资料来源：国家统计局，中银国际研究

开发投资和供应先行指标增速处于历史低位

2009 年，全国完成房地产开发投资 36,232 亿元，比上年增长 16.1%¹。其中，商品住宅完成投资 25,619 亿元，增长 14.2%，占房地产开发投资的比重为 70.7%。尽管开发投资增速在 09 年一季度以后逐季回升，但全年增速仍处于十年来的最低点，距 00-08 年间 25.7% 的平均水平差距明显。

图表 3. 历年房地产开发投资额及增速

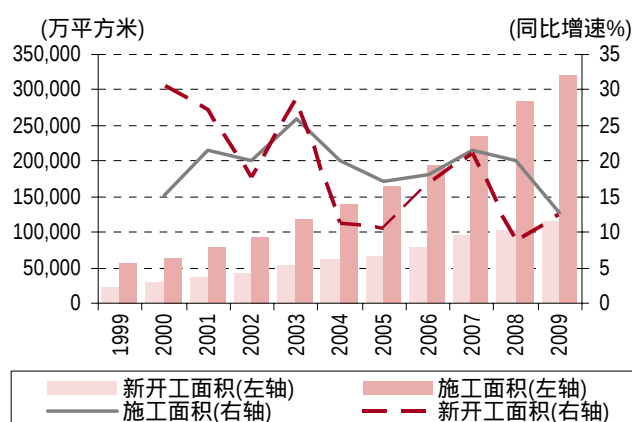


资料来源：国家统计局，中银国际研究

¹ 国家统计局本次发布的统计结果将各项指标的 08 年同比基数均向上修正。若无特殊说明，我们在本报告中使用的 08 年各项指标均按 09 年对应的全年数据和同比增速追溯调整。

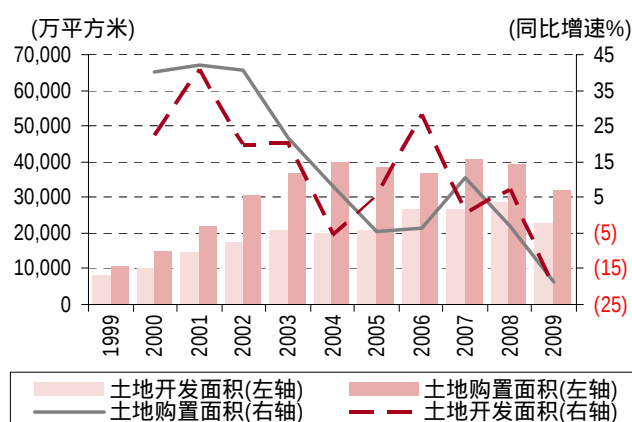
供应先行指标方面，全年施工面积达 31.96 亿平方米，比 08 年增长 12.8%；新开工面积 11.54 亿平方米，增长 12.5%；完成土地购置面积 31,906 万平方米，同比下降 18.9%；完成土地开发面积 23,006 万平方米，下降 19.9%。与开发投资增速类似，这些指标也均处于 00 年以来的低位，其中施工面积、土地开发面积和土地购置面积增速均创出历史新低，与 00-08 年期间 20.0%、15.4%和 16.8%的平均增速差距巨大；而新开工面积的全年增速也显著低于 19.1%的平均水平。

图表 4. 商品房年度新开工和施工面积及增速



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 5. 年度土地购置面积、土地开发面积及增速



资料来源：国家统计局，中银国际研究

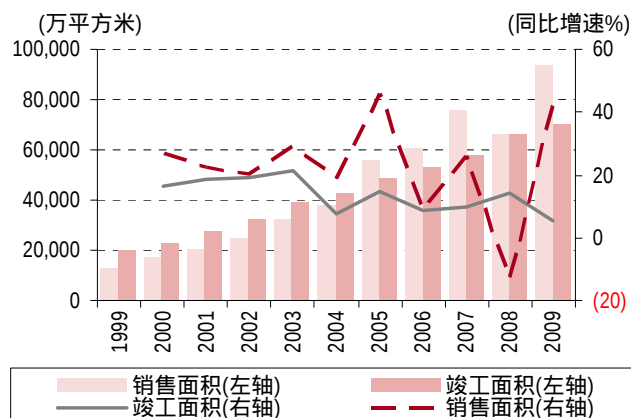
开发商在经历了 08 年销售惨淡、资金链紧绷的阵痛后保守度大为上升，使得房地产开发投资和新开工面积等供应先行指标直到年中方有所起色，供应释放的迟滞性导致这些指标的全年增速处于历史低位，与销售的迅速回暖形成了鲜明对比。但我们也注意到，全国土地市场下半年后显著回暖，开发商竞投欲望升温，多个一二线城市的全年土地出让收入创出历史新高，而新开工面积的单月增速和绝对增量在 3 季度以来也迅速攀升。由于目前主要城市的库存仍处谷底徘徊，回升拐点迟迟未现，10 年在补库存的要求下，开发投资和供应先行指标的增速预计仍将保持上升态势，这也吻合本轮调控所强调的增加普通商品住房有效供应的政策取向。我们预计 10 年新开工面积和房地产开发投资的增速将分别回升至 20%和 22%。预计今年年中至下半年，供应偏紧的局面将有所改观。

销售量价同创历史新高

09 年全国商品房销售面积达 93,713 万平方米，比上年增长 42.1%，其中商品住宅销售面积增长 43.9%；商品房销售额达 43,995 亿元，同比上升 75.5%，其中商品住宅销售额上升 80.0%。在商品房销售面积和销售额的绝对额均创历史天量的同时，增速也达到历史高点。另一方面，同期商品房竣工面积为 7.02 亿平方米，仅同比增长 5.5%。其中，住宅竣工面积 5.77 亿平方米，增长 6.2%。即期供求矛盾的突出推升了全年房价大涨 23.5%，增速和绝对值亦创历史新高。

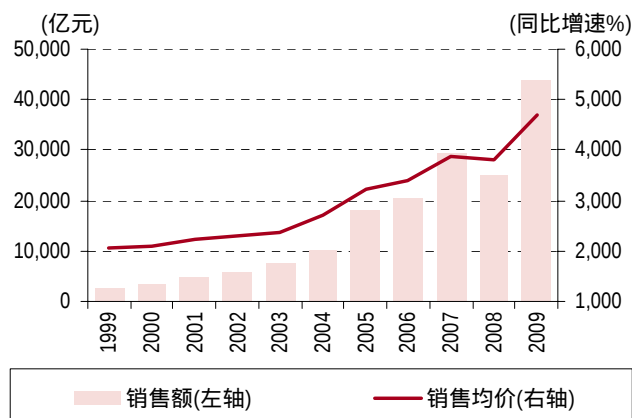
09 年量价齐升局面的形成有其特殊性，如流动性和房贷条件的极度宽松、08 年过度下跌后的自然修正、各地救市政策频出等等。这种过度亢奋的增长显然在政策和信贷环境都发生显著变化的 10 年不再具备持续性。但我们认为在宏观经济回暖、通胀预期上升、储蓄仍处高位的情况下，需求依然较为旺盛，即使 2010 年信贷杠杆有所收窄，预计销售量仍能与 09 年水平相当，增速在正负 10% 的区间波动。从年度运行态势来看，一季度由于同比基数较低，销量增长率仍能保持高位，二季度起销售增速回落，下半年增长压力将逐渐变大。取增速区间的中值，预计 2010 年全年销售面积同比增长率为 0%。

图表 6. 年度商品房竣工面积及销售面积



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 7. 年度商品房销售额和均价走势



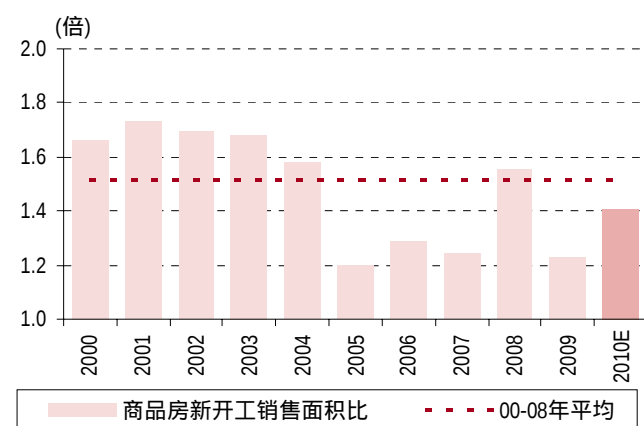
资料来源：国家统计局，中银国际研究

在供需逐渐平衡，同时“遏制房价过快上涨”成为政策主要着力点的局面下，10 年房价也将理性回归，涨幅将明显回落。鉴于目前商品房的定价权仍由开发商主导，在目前资金链普遍宽松的情况下主动降价的可能性较低，我们预计 10 年房价仍将保持一定的惯性上涨，涨幅在 5-10% 之间，取中值后我们预计全年均价上涨 8% 左右，结合销量持平的假设全年销售金额将增长 8%。

供需比率分析

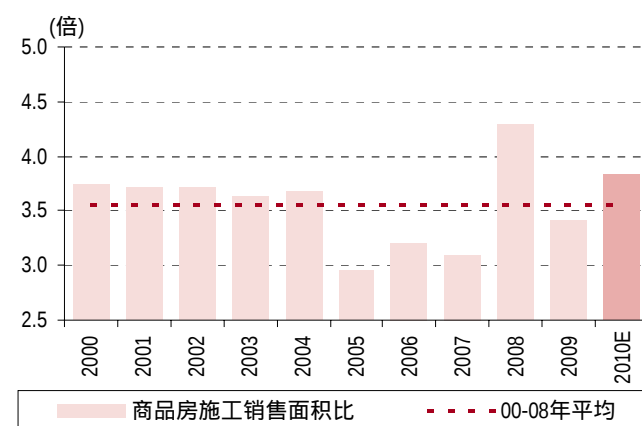
09 年迅速回暖的销售和低位增长的供应形成鲜明对比，导致行业的供求格局较 08 年有了天翻地覆的变化。分别反映市场中期和中短期供求水平的新开工面积/销售面积比施工面积/销售面积由 08 年的 1.56 和 4.30 大幅下降至 09 年的 1.23 和 3.41，重新回到 00-08 年间的历史平均水平之下；而分别反映即期供求水平和资金供求水平的销竣比和商品房销售额/开发投资额则由 08 年的 0.99 和 0.80 大幅攀升至 1.33 和 1.21，均创出历史新高。展望 10 年，在假设新开工面积、开发投资和竣工面积分别增长 20%、22%和 15%，销售面积和销售额分别增长 0%和 8%的情景下，新开工面积/销售面积和施工面积/销售面积将回升至 1.48 和 4.03，在历史平均水平附近；而销竣比和商品房销售额/开发投资额则下降至 1.16 和 1.07，09 年严重供不应求的局面将在 10 年随着销售增速的下滑和供应增速的提升而得以缓解。

图表 8. 年度商品房新开工销售面积比



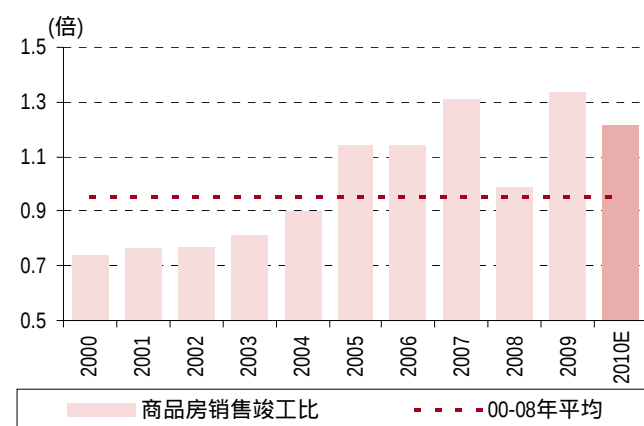
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 9. 年度商品房施工销售面积比



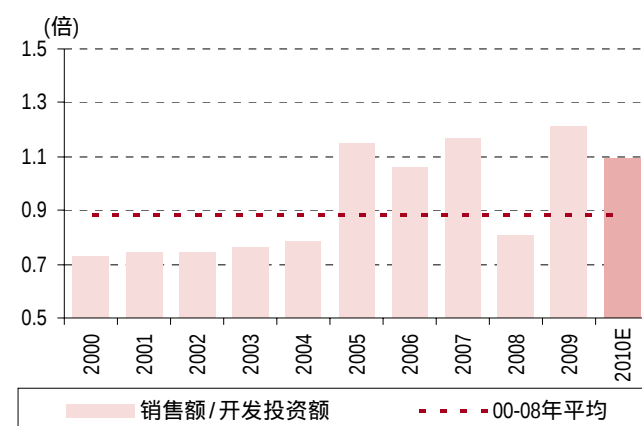
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 10. 年度商品房销售竣工面积比



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 11. 年度商品房销售额和开发投资额之比



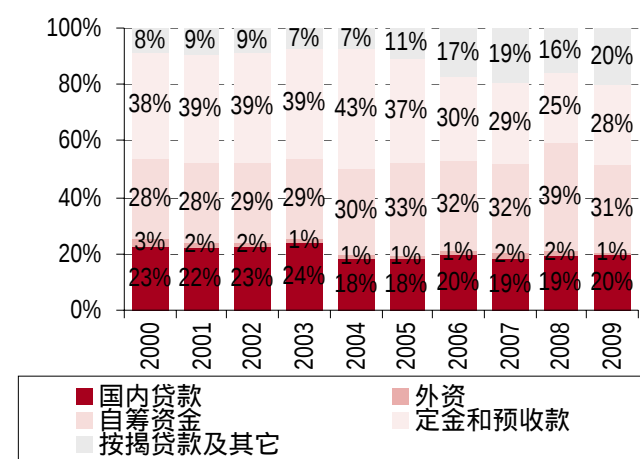
资料来源：国家统计局，中银国际研究

行业资金面空前宽裕

房地产开发企业 09 年资金来源合计 57,128 亿元，比上年增长 44.2%。其中，国内贷款 11,293 亿元，增长 48.5%；利用外资 470 亿元，下降 35.5%；企业自筹资金 17,906 亿元，增长 16.9%；其他资金 27,459 亿元，增长 71.9%。在其他资金中，定金及预收款 15,914 亿元，增长 63.1%；个人按揭贷款 8,403 亿元，增长 116.2%。总体来看，除利用外资出现同比下滑、企业自筹资金增速低于 00-08 年平均水平之外，各分类资金来源均呈现快速增长的态势，增速均创出或接近历史高点。

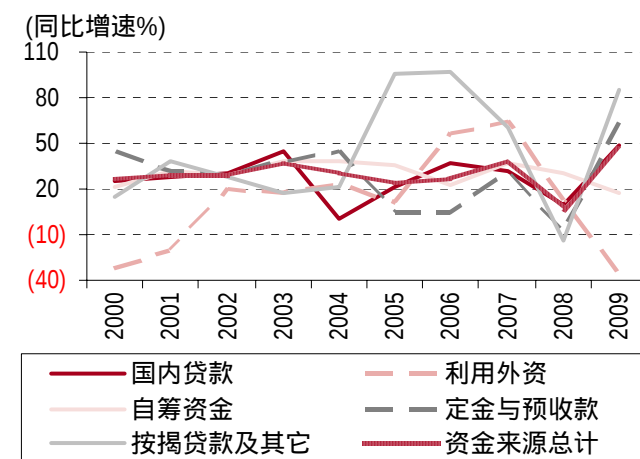
10 年随着银行总体信贷规模的缩小、按揭和开发贷款的结构收紧、销量增速的下降、以及资本市场再融资的难度加大，我们预计资金来源增速将从高位回落至 20-30% 的常态水平。

图表 12. 房地产企业资金来源构成



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 13. 各资金来源年度同比增长率



资料来源：国家统计局，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371