



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2010 年 1 月 24 日

房地产

研究部

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

再议 12 月份新开工面积

行业近况：

12 月份单月新开工面积 1.78 亿平米，同比下滑 2.5%，环比上升仅 10%，单月数据低于市场预期，市场担心调控政策抑制了新开工面积的增长，我们的看法如下：

评论：

12 月份新开工数据是正常的，政策影响不会这么快，开发商对 2010 年仍保持谨慎乐观，10 年计划还在制定当中，我们维持预计全年新开工面积增速 15%~20%。

- **12 月份新开工面积偏低是基数原因。**我们注意到，今年全国的 11 月单月数据基数达到 1.62 亿平米，同比增长 193.6%，环比增速 98.7%，远超过历史同期平均 5000~6000 万平米的开工量以及 09 年 7-10 月 8000 万平米左右的开工量，与往年不同，09 年 9-10 月份二线城市市场需求极为旺盛，推动了地产公司在 11 月份开始加快开工节奏，而部分二线城市如重庆、武汉、石家庄、西安等城市 11 月单月表观新开工同比上升幅度都在 300%以上，因此我们推测在 11 月份月报统计时，可能出现地产公司将 11-12 月份数据提前上报的情况，如果 11 月的真实新开工量是前期 8000 万平米左右的正常开工量，12 月份的表观新开工量同比增长可能就在 30%~40%左右。而从另一角度来看，地产公司从开工计划制定，到项目公司层面拿到施工许可证，实际动工（此时纳入房地产新开工面积统计范畴）之间一般有 2~3 个月左右的时滞，从季度数据来判断行业实际的情况会更为清晰，整个四季度的新开工数据同比上升了 45.2%，环比较三季度上升了 66.7%，显示需求旺盛推动的新开工增加依然在持续，而 4 季度较高的新开工，基本上在两个季度后将形成可售资源，10 年下半年供求形势可能略微趋缓。
- **地产公司 12 月份并未实际缩减新开工，但对 10 年普遍谨慎乐观：**从我们与上市公司沟通的结果来看，A/H 股龙头公司 12 月的施工/开工情况并未出现明显波动，项目公司层面，热点地区断货后加快开工现象依然较常见，12 月政策打压并未如此立竿见影，短期内对于开竣工计划调整并未出现，预期一季度的新开工面积依然将维持较好的增长，市场对于 12 月政策调控带来新开工面积缩减担忧可能过度，但放长远来看，密集政策出台也肯定影响到上市公司对 10 年的整体预期，使其在 10 年销售/新开工增长计划上也保持相对谨慎乐观态度，我们预期大部分公司 10 年目标销售将有一个 30%~40%的增长，对应的是全年新开工目标相应的在去年基础上提升 20%~30%左右。

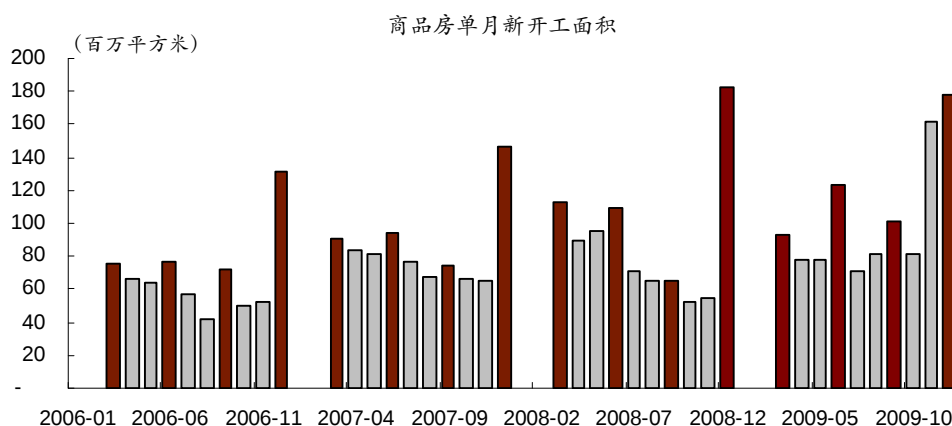
综合来看我们依然维持新开工面积 10 年同比增长 15%~20%的判断，但受政策影响其增幅仍存在一定的不确定性，同时结构上会有转移，主要增量预计将来自于三、四线城市。

估值与建议：

地产板块近期受市场预期下调而走势较疲弱，我们认为明年行业波动性加大，优选个股将更为重要，在政策调控及信贷收缩中具有品牌优势的全国、区域龙头地产公司和具有低廉土地储备的公司有望脱颖而出，同时也提示投资者关注于大股东有优质资产的重组地产公司及受经济复苏及消费推动的商业物业地产公司。

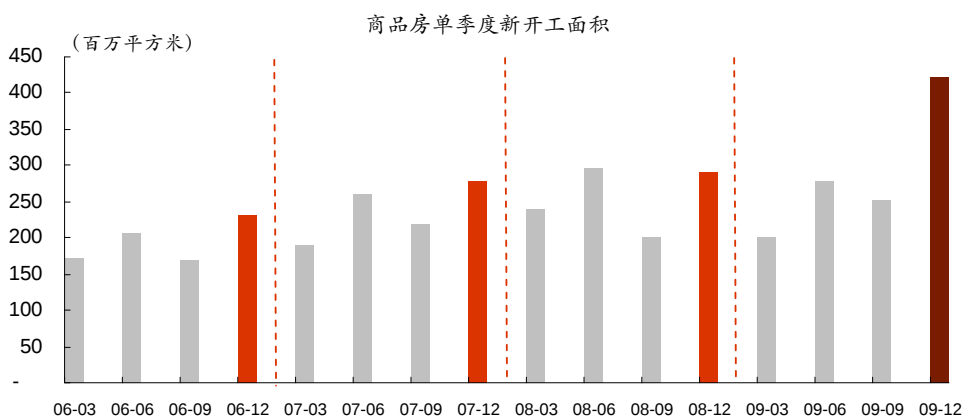
新开工面积数据呈季末性高增长

图表 1：商品房月度新开工面积



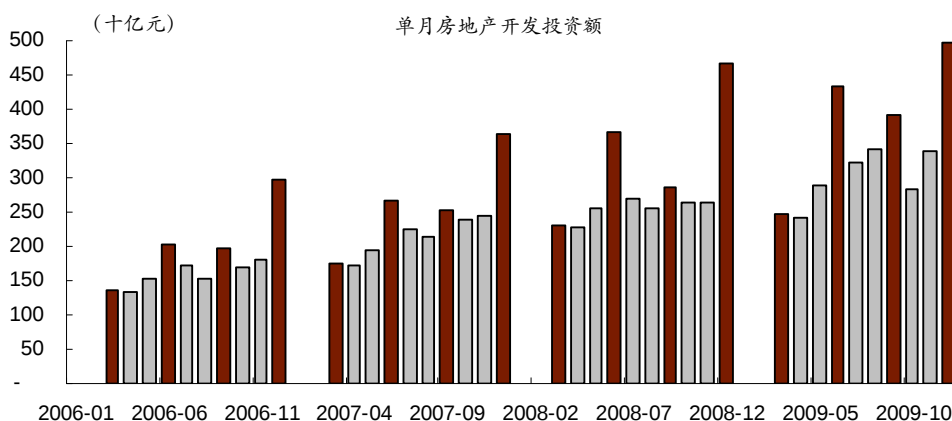
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 2：商品房新开工面积单季数据依然不错



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 3：房地产开发投资额呈半年末性高增长



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 4: 估值表

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)		目标价 (元)	上涨空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)					CAGR	市盈率				市净率				每股NAV (元)		溢价/折价		资产负债率 (%)	净负债率 (%)	总储备 (百万美元)	权益储备 (百万美元)
			2010-1-22	2010-1-22				08A	09E	10E	11E	09-11E		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	09A	10E	09A	10E				
A股																													
侧重开发:																													
万科A	000002	推荐	9.6	n.a.	n.a.	102.0	0.37	0.50	0.67	0.83	28%		26.0	18.9	14.3	11.5	3.3	2.8	2.4	2.0	10.6	11.6	-10%	-17%	67%	33%	42.3	32.9	
金地集团	600383	推荐	12.4	n.a.	n.a.	30.8	0.34	0.65	0.96	1.19	36%		36.6	19.2	12.9	10.4	3.3	2.0	1.7	1.5	15.8	17.8	-22%	-30%	70%	81%	12.1	10.7	
金融街	000402	推荐	10.8	n.a.	n.a.	26.8	0.42	0.55	0.66	0.75	17%		25.8	19.6	16.4	14.4	1.8	1.7	1.5	1.4	15.4	16.2	-30%	-33%	46%	10%	7.0	6.3	
首开股份	600376	推荐	18.7	n.a.	n.a.	21.4	0.50	0.70	1.00	1.30	36%		37.6	26.5	18.6	14.4	5.4	2.3	2.0	1.8	24.0	27.3	-22%	-32%	82%	180%	10.4	8.3	
保利地产	600048	审慎推荐	20.0	n.a.	n.a.	70.4	0.64	1.00	1.20	1.35	16%		31.4	20.0	16.6	14.8	5.0	3.8	3.1	2.5	21.0	23.8	-5%	-16%	71%	109%	29.0	22.1	
华发股份	600325	审慎推荐	16.3	n.a.	n.a.	13.3	0.80	0.96	1.04	1.14	9%		20.4	16.9	15.6	14.2	3.0	2.6	2.2	2.0	21.5	23.3	-24%	-30%	64%	56%	6.2	5.3	
北京城建	600266	审慎推荐	16.3	n.a.	n.a.	12.1	0.43	0.62	0.81	0.90	21%		38.2	26.4	20.2	18.1	3.3	3.0	2.5	2.1	19.0	20.4	-14%	-20%	66%	66%	3.8	3.3	
荣盛发展	002146	审慎推荐	18.0	n.a.	n.a.	16.1	0.41	0.65	0.95	1.31	41%		43.4	27.4	18.9	13.7	7.7	4.3	3.6	3.0	12.4	16.0	45%	13%	68%	74%	9.3	9.2	
栖霞建设	600533	审慎推荐	6.1	n.a.	n.a.	6.4	0.18	0.22	0.33	0.42	40%		34.0	28.0	18.7	14.4	2.5	2.3	2.0	1.8	6.4	7.2	-5%	-15%	58%	78%	2.8	2.3	
中华企业	600675	中性	14.6	n.a.	n.a.	15.9	0.43	0.59	0.68	0.73	12%		34.3	24.9	21.5	19.9	4.9	4.1	3.4	2.9	11.9	13.1	23%	12%	64%	79%	2.5	2.2	
阳光股份	000608	中性	12.5	n.a.	n.a.	6.7	0.05	0.47	0.49	0.44	-3%		236.9	26.8	25.7	28.3	3.8	3.3	2.9	2.7	9.8	10.6	28%	18%	63%	47%	2.4	2.1	
亿城股份	000616	中性	7.0	n.a.	n.a.	6.3	0.30	0.32	0.38	0.48	22%		23.3	21.6	18.4	14.6	2.5	2.3	2.0	1.8	5.8	6.2	21%	13%	50%	24%	1.4	1.3	
大龙地产	600159	中性	20.0	n.a.	n.a.	8.3	0.01	0.72	0.96	1.32	35%		3,537.2	27.9	20.9	15.2	6.8	5.4	4.3	3.4	12.9	14.7	55%	36%	61%	80%	9.4	1.8	
冠城大通	600067	审慎推荐	12.1	n.a.	n.a.	7.4	0.28	0.40	0.93	1.40	87%		42.8	30.4	13.0	8.7	4.4	3.8	3.0	2.3	15.0	16.0	-19%	-24%	77%	210%	2.4	2.1	
平均值											29%		32.7	23.9	18.0	15.1	4.0	3.1	2.6	2.2			0%	-10%	64%	77%			
中间值											28%		34.0	24.9	18.4	14.4	3.3	2.8	2.4	2.0			-10%	-17%	64%	74%			
开发和持有:																													
浦东金桥	600639	推荐	14.1	n.a.	n.a.	10.1	0.33	0.40	0.46	0.54	16%		42.9	35.5	30.7	26.3	3.9	3.5	3.1	2.8	15.6	17.3	-10%	-18%	43%	43%	2.2	2.1	
陆家嘴	600663	中性	25.3	n.a.	n.a.	40.8	0.47	0.55	0.56	0.65	8%		53.6	45.7	45.2	39.1	5.6	5.0	4.5	4.0	18.4	18.8	37%	34%	47%	-26%	3.6	3.1	
中国国贸	600007	中性	10.5	n.a.	n.a.	10.6	0.35	0.30	0.32	0.43	20%		29.8	34.8	33.1	24.3	2.5	2.3	2.2	2.0	10.9	10.9	-4%	-4%	48%	74%	0.5	0.5	
平均值											15%		42.1	38.7	36.3	29.9	4.0	3.6	3.3	2.9			8%	4%	46%	30%			
中间值											16%		42.9	35.5	33.1	26.3	3.9	3.5	3.1	2.8			-4%	-4%	47%	43%			
B股																													
万科B	200002	推荐	(HK\$) 8.5	(HK\$) 16.1	(HK\$ bn) 90%	118.6	(HK\$) 0.43	(HK\$) 0.57	(HK\$) 0.78	(HK\$) 1.01	33%		19.9	14.8	10.9	8.4	2.5	2.2	1.9	1.6	12.1	13.4	-30%	-37%	67%	33%	42.3	32.9	
金桥B	900911	推荐	7.8	14.1	82%	11.7	0.38	0.45	0.53	0.65	20%		20.3	17.2	14.5	11.9	1.8	1.7	1.6	1.4	17.7	20.1	-56%	-61%	43%	43%	2.2	2.1	
陆家B	900932	推荐	14.8	17.5	18%	47.4	0.55	0.63	0.65	0.79	12%		26.9	23.5	22.7	18.8	2.8	2.6	2.4	2.1	20.9	21.8	-29%	-32%	47%	-26%	3.6	3.1	
平均值											26%		21.7	17.8	14.9	11.8	2.2	2.0	1.8	1.6			-41%	-46%	53%	20%			
中间值											26%		20.1	16.4	12.9	10.1	2.2	2.0	1.8	1.5			-38%	-45%	52%	31%			
H股																													
中国海外	688	推荐	(HK\$) 14.9	(HK\$) 22.9	(HK\$ bn) 53%	122.0	(HK\$) 0.49	(HK\$) 0.70	(HK\$) 0.95	(HK\$) 1.19	31%		30.7	21.5	15.7	12.6	3.7	3.0	2.7	2.3	14.4	17.6	4%	-15%	62%	47%	33.5	30.0	
华润置地	1109	推荐	15.0	24.0	60%	75.4	0.35	0.57	0.83	1.11	40%		42.9	26.3	18.1	13.5	2.2	2.1	1.8	1.6	18.4	20.0	-19%	-25%	49%	43%	27.7	26.4	
首创置业	2868	推荐	3.0	4.9	62%	6.1	0.22	0.25	0.31	0.44	33%		13.8	12.4	9.8	6.9	1.2	1.2	1.1	1.0	6.0	6.5	-50%	-54%	68%	71%	8.5	4.9	
绿城中国	3900	推荐	10.4	19.1	84%	17.0	0.52	0.63	1.00	1.73	66%		20.1	16.5	10.3	6.0	1.8	1.7	1.5	1.2	21.2	23.9	-51%	-57%	76%	140%	28.6	18.4	
远洋地产	3377	推荐	7.0	9.6	37%	39.4	0.27	0.31	0.45	0.63	42%		26.2	22.3	15.7	11.2	2.0	1.8	1.7	1.4	9.1	10.6	-23%	-34%	59%	33%	12.9	12.3	
方兴地产	817	推荐	2.6	3.7	42%	24.1	0.09	0.13	0.16	0.13	-2%		29.2	19.9	16.0	20.6	2.2	1.6	1.5	1.4	4.4	4.7	-40%	-44%	60%	40%	1.8	1.5	
深控股	604	推荐	3.0	4.8	59%	10.6	0.20	0.25	0.35	0.51	43%		15.1	12.2	8.6	5.9	1.0	0.9	0.8	0.7	6.4	6.8	-53%	-56%	58%	66%	22.5	13.6	
雅居乐	3383	推荐	10.6	14.7	38%	38.0	0.42	0.66	0.94	1.23	37%		25.4	16.2	11.3	8.6	2.5	2.3	2.0	1.6	14.6	16.3	-28%	-35%	61%	35%	28.7	29.0	
富力地产	2777	中性	11.9	16.4	38%	38.4	0.73	0.88	1.19	1.67	38%		16.2	13.6	10.0	7.1	2.2	2.0	1.7	1.4	18.1	20.5	-34%	-42%	73%	123%	27.1	26.7	
世茂地产	813	中性	12.5	17.3	38%	44.3	0.36	0.92	1.16	1.49	28%		34.6	13.7	10.8	8.4	2.0	1.9	1.6	1.3	17.4	19.2	-28%	-35%	59%	66%	30.4	27.9	
碧桂园	2007	中性	2.8	3.4	22%	46.1	0.10	0.15	0.20	0.27	32%		28.7	18.5	14.2	10.6	2.1	2.0	1.8	1.6	3.6	4.3	-23%	-35%	61%	32%	45.2	45.0	
瑞安地产	272	中性	4.0	4.9	24%	20.1	0.51	0.33	0.32	0.35	4%		7.9	12.2	12.4	11.4	1.0	0.9	0.8	0.7	6.6	7.1	-40%	-43%	45%	36%	13.7	10.5	
龙湖地产	960	无评级	7.7	8.2	6%	38.7	0.04	0.22	0.50	0.76	84%		189.5	34.4	15.3	10.1	10.7	3.2	2.6	2.0	7.7	9.1	0%	-15%	88%	231%	18.3	15.3	
恒大地产	3333	无评级	3.8	3.6	-4%	56.3	0.01	0.03	0.32	0.38	246%		330.3	118.3	11.7	9.9	9.1	4.2	3.0	2.2	3.0	4.0	23%	-6%	80%	223%	50.5	47.1	
宝龙地产	1238	无评级	2.3	3.8	64%	9.4	0.09	0.26	0.36	0.40	23%		24.6	8.8	6.4	5.8	4.0	1.6	1.3	1.0	5.0	5.4	-53%	-57%	76%	84%	7.6	7.5	
恒盛地产	845	无评级	3.1	4.5	45%	24.2	0.09	0.20	0.31	0.36	35%		33.7	15.5	10.1	8.5	22.6	1.9	1.6	1.3	4.6	5.3	-33%	-41%	93%	671%	13.5	13.5	
平均值											36%		24.9	17.6	12.3	9.8	3.2	2.0	1.7	1.4			-28%	-37%	67%	85%			
中间值											35%		25.8	16.2	11.5	9.2	2.2	1.9	1.6	1.4			-30%	-38%	61%	66%			

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。