



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

行业动态

2010 年 3 月 2 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

政策明朗，反弹在即

投资提示：

受政策调控影响和对未来地产泡沫破掉的担心，地产板块有了近八个月的调整期，累计跌幅达 30%~40%；我们认为当前地产板块股值已经反应了进一步政策调控以及房价下跌的预期，未来继续下跌的空间有限，随着两会后行业政策将告一段落，政策的明朗、四月份成交量的回升以及人民币升值会带来地产板块的反弹，建议买入地产股。

理由：

1、**市场担心什么？** 1) 后续还要出台严厉的政策，比如物业税；2) 信贷紧缩下 2010 年新屋成交量大幅度萎缩；3) 房地产公司盈利和 NAV 下调；我们的观点是：1) 地产行业泡沫主要是供给有限而货币供应量太高，未来供给释放需要时间而流动性仍充裕的情况下，泡沫的挤压是循序渐进的，行业不会出现大幅调整；2) 地产公司资金压力很小，过严的政策将抑制供给在先；3) 地方政府与中央政府的博弈下政策退出非一蹴而就；4) 2010 年公司盈利确定性较强。

2、**目前股价反应了多差的预期，还有多大下行空间？** 目前股价已反应了 2010 年房价跌幅 15%~20%，这是比较悲观的预期，2010 年经济发展和利率水平要优于 08 年，房价调整幅度不会达到 08 年 10%~15% 的水平；历史上看，08 年最低迷期间地产公司 NAV 折让 40%~50%，目前离这一水平还差 20%~30%，我们认为难以回到 08 年水平，主要原因在于 08 年地产公司面临破产压力，而目前地产公司资金很充裕，NAV 下降空间有限，地产板块估值基本见底。

3、**反弹的催化剂是什么？** 目前地产板块已经反映了较为悲观的政策的市场预期，目前阶段地产板块可获得一定的相对收益，而在未来通胀和人民币升值趋势下，地产板块将随着政策的明朗和企业销售数据的改善而实现绝对收益；投资者目前可以积极介入，建议超配；

4、**怎样选择股票？** 2010 年趋势有四：1) 行业集中度提高，看周转而非看利润率；2) 一线城市泡沫较大，二三线成为市场主力；3) 高档商品房受抑制，看好普通商品住宅销售；4) 资金压力大，重组并购活跃；对应的投资选择：1) 龙头地产估值低，增长潜力大；2) 区域优质地产公司；3) 大量廉价土地储备的公司；4) 重组类地产公司。

风险：

1) 经济二次调整与政策调控相重叠；2) 地产政策过于严厉导致超调；

目录

投资提示：政策明朗，反弹在即，建议超配地产股.....	3
2010年行业将进入整固期	5
政策日渐明朗.....	7
人民币升值有望助推地产板块	9
地产公司业绩确定、资金压力有限.....	11
估值已经具备安全边际	13

图表目录

图表 1：可比公司估值.....	3
图表 2：推荐公司一览.....	4
图表 3：2010年房地产市场将进入整固期	5
图表 4：2010年行业将进入补库存阶段	5
图表 5：商品住宅销售额中按揭贷款占比	6
图表 6：住宅市场结构性差异显著	6
图表 7：正在执行以及后续可能推出的房地产调控政策一览	7
图表 8：全国土地资源及城镇建设用地（建成区）构成（万平方公里）	8
图表 9：美、日城市用地（建成区）	8
图表 10：主流地产公司 2010 年业绩锁定程度平均达到 69%，确定性强	11
图表 11：目前A股上市公司资产负债情况明显好于 08 年初	11
图表 12：龙头地产公司现金流状况压力测试一览.....	12
图表 13：A/H股主要全国性地产公司目前估值与 08 年 9 月最低点比较	13
图表 14：主要公司历史NAV折让情况.....	13
图表 15：A股主要公司 2010 年底NAV对 2010 年房价涨幅的敏感性分析.....	14
图表 16：A股主要公司 2010 年底NAV对 2010 年房价涨幅的敏感程度排序.....	14

投资提示：政策明朗，反弹在即，建议超配地产股

受政策调控影响和对未来地产泡沫破掉的担心，地产板块有了近八个月的调整期，累计跌幅达30%~40%；我们认为当前地产板块股值已经反应了进一步政策调控以及房价下跌的预期，未来继续下跌的空间有限，建议买入地产股，我们认为未来一个季度地产股有30%的上涨空间。

目前地产板块已经反映了较为悲观的政策的市场预期，获得相对收益的机会已经出现，而未来的主要催化剂在于 1) 两会后政策明朗，2) 企业销售数据改善，3) 人民币升值趋势。我们对于2010年行业的主要判断是：1) 行业集中度提高，看周转而非看利润率；2) 一线城市泡沫较大，二三线成为市场主力；3) 高档商品房受抑制，看好普通商品住宅销售；4) 资金压力大，重组并购活跃；因此，落实到股票选择上，我们看好，1) 龙头地产估值低，增长潜力大；2) 区域优质地产公司；3) 大量廉价土地储备的公司；4) 重组类地产公司。

图表1：可比公司估值

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/折价		资产负债率 (%)		净负债率 (%)		总储备 (百万平米)	权益储备 (百万平米)		
			2010-3-1			2010-3-1			08A	09E	10E	11E	09-11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	09A	10E	09A	10E	08A	08A										
A股																																					
侧重开发：																																					
万科A	000002	推荐	9.4	n.a.	n.a.	101.1	0.37	0.48	0.67	0.83	31%	25.7	19.5	14.1	11.4	3.3	2.8	2.3	2.0	10.6	11.6	-11%	-18%	67%	33%	42.3	32.9										
金地集团	600383	推荐	12.7	n.a.	n.a.	31.5	0.34	0.65	0.96	1.19	36%	37.4	19.6	13.2	10.7	3.4	2.0	1.8	1.5	15.8	17.8	-20%	-29%	70%	81%	12.1	10.7										
招商地产	000024	推荐	23.1	n.a.	n.a.	36.6	0.71	0.93	1.24	1.64	33%	32.2	24.8	18.6	14.1	2.7	2.4	2.1	1.9	27.3	30.7	-16%	-25%	57%	30%	10.9	8.5										
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.	21.5	0.50	0.70	1.00	1.30	36%	37.7	26.5	18.7	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	19.8	n.a.	n.a.	69.8	0.64	1.00	1.25	1.40	18%	31.2	19.8	15.9	14.1	5.0	2.8	2.4	2.0	21.9	22.5	-9%	-12%	71%	109%	29.0	22.7										
冠城大通	600067	审慎推荐	12.7	n.a.	n.a.	7.8	0.28	0.40	0.93	1.40	87%	44.8	31.9	13.7	9.1	4.6	3.9	3.0	2.3	15.1	16.4	-16%	-23%	77%	210%	2.4	2.1										
华发股份	600325	审慎推荐	16.1	n.a.	n.a.	13.2	0.80	0.96	1.04	1.14	9%	20.2	16.8	15.5	14.1	2.9	2.5	2.2	2.0	21.5	23.3	-25%	-31%	64%	56%	6.2	5.3										
北京城建	600266	审慎推荐	16.4	n.a.	n.a.	12.1	0.43	0.62	0.81	0.90	21%	38.4	26.5	20.3	18.2	3.4	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%	43.5	27.5	18.9	13.7	7.7	4.3	3.7	3.0	12.4	16.0	45%	13%	68%	74%	9.3	9.2										
栖霞建设	600533	审慎推荐	6.3	n.a.	n.a.	6.6	0.18	0.21	0.33	0.42	41%	35.2	29.6	19.4	14.9	2.6	2.4	2.2	1.9	7.2	7.9	-12%	-20%	58%	78%	2.2	1.9										
中华企业	600675	中性	13.6	n.a.	n.a.	14.8	0.43	0.58	0.53	0.66	6%	31.8	23.2	25.5	20.6	4.6	4.0	3.4	3.0	11.9	13.1	14%	3%	64%	79%	2.4	2.1										
阳光股份	000608	中性	11.6	n.a.	n.a.	6.2	0.05	0.50	0.58	0.46	-4%	218.4	23.2	20.1	25.3	3.5	3.2	2.7	2.5	10.0	10.6	15%	9%	63%	47%	2.4	2.1										
亿城股份	000616	中性	7.3	n.a.	n.a.	6.5	0.30	0.32	0.38	0.48	22%	24.2	22.4	19.1	15.1	2.6	2.3	2.1	1.8	5.8	6.2	26%	17%	50%	24%	1.4	1.3										
大龙地产	600159	中性	15.4	n.a.	n.a.	6.4	0.01	0.82	0.96	1.32	27%	2,706.2	18.8	16.0	11.7	5.2	4.1	3.2	2.5	12.9	14.7	19%	5%	61%	80%	9.4	1.8										
平均值							28%					33.8				23.3				17.7				14.8				3.9				2.9		2.5		2.1	
中间值							27%					33.7				23.2				18.6				14.1				3.4				2.8		2.3		2.0	
开发和持有：																																					
浦东金桥	600639	推荐	12.6	n.a.	n.a.	9.1	0.33	0.40	0.46	0.54	16%	38.4	31.8	27.4	23.6	3.5	3.1	2.8	2.5	15.6	17.3	-19%	-27%	43%	43%	2.2	2.1										
陆家嘴	600663	中性	23.1	n.a.	n.a.	37.6	0.47	0.55	0.56	0.65	8%	49.1	41.8	41.4	35.8	5.1	4.6	4.1	3.7	18.4	18.8	26%	23%	47%	-26%	3.6	3.1										
中国国贸	600007	中性	11.3	n.a.	n.a.	11.4	0.35	0.30	0.32	0.43	20%	32.2	37.6	35.7	26.2	2.7	2.5	2.4	2.2	10.9	10.9	3%	4%	48%	74%	0.5	0.5										
平均值							15%					39.9				37.1				34.8				28.6				3.8				3.4		3.1		2.8	
中间值							16%					38.4				37.6				35.7				26.2				3.5				3.1		2.8		2.5	
B股																																					
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)												(HK\$)	(HK\$)														
万科B	200002	推荐	8.6	16.1	87%	117.6	0.43	0.55	0.78	1.01	35%	20.2	15.6	11.1	8.5	2.6	2.2	2.0	1.6	12.0	13.5	-29%	-36%	67%	33%	42.3	32.9										
金桥B	900911	推荐	7.2	14.1	96%	10.5	0.38	0.45	0.53	0.65	20%	18.8	16.0	13.4	11.0	1.7	1.6	1.5	1.3	17.7	20.1	-59%	-64%	43%	43%	2.2	2.1										
陆家B	900932	推荐	14.0	17.5	25%	43.7	0.55	0.63	0.65	0.79	12%	25.6	22.3	21.5	17.8	2.7	2.4	2.3	2.0	20.9	21.8	-33%	-36%	47%	-26%	3.6	3.1										
平均值							26%					21.2				17.4				14.4				11.4				2.1				1.9		1.8		1.6	
中间值							28%					20.2				15.9				12.5				9.8				2.1				1.9		1.7		1.5	
H股																																					
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)												(HK\$)	(HK\$)														
中国海外	688	推荐	16.5	22.9	39%	134.5	0.49	0.70	0.95	1.19	31%	33.8	23.6	17.3	13.9	4.0	3.3	3.0	2.5	14.4	17.6	14%	-6%	62%	47%	33.5	30.0										
华润置地	1109	推荐	16.7	24.0	43%	84.2	0.35	0.57	0.83	1.11	40%	47.8	29.4	20.2	15.1	2.5	2.3	2.1	1.8	18.4	20.0	-9%	-16%	49%	43%	27.7	26.4										
首创置业	2868	推荐	2.9	5.0	72%	5.9	0.22	0.30	0.39	0.55	35%	13.2	9.6	7.3	5.2	1.2	1.1	1.0	0.9	7.0	7.1	-59%	-59%	68%	76%	10.6	6.2										
绿城中国	3900	推荐	10.5	19.1	82%	17.2	0.52	0.63	1.00	1.73	66%	20.3	16.7	10.4	6.1	1.8	1.7	1.5	1.2	21.2	23.9	-51%	-56%	76%	140%	28.6	18.4										
远洋地产	3377	推荐	7.2	9.6	33%	40.5	0.27	0.31	0.45	0.63	42%	27.0	22.9	16.1	11.5	2.1	1.9	1.7	1.5	9.1	10.6	-21%	-32%	59%	33%	12.9	12.3										
方兴地产	817	推荐	2.6	3.7	45%	23.6	0.09	0.13	0.16	0.13	-2%	28.6	19.5	15.7	20.2	2.1	1.6	1.5	1.4	4.4	4.7	-41%	-45%	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	10.7	14.7	37%	38.4	0.42	0.66	0.94	1.23	37%	25.7	16.4	11.4	8.7	2.6	2.4	2.0	1.7	14.6	16.3	-27%	-34%	61%	35%	28.7	29.0										
龙湖地产	960	推荐	8.9	10.3	16%	45.7	0.04	0.30	0.51	0.71	53%	223.7	29.4	17.4	12.5	12.6	3.5	2.8	2.2	8.8	10.3	1%	-14%	88%	228%	23.5	20.0										
恒盛地产	845	推荐	3.2	4.3	36%	24.8	0.09	0.19	0.36	0.45	53%	33.6	16.4	9.0	7.1	23.2	2.3	1.8	1.4	4.7	5.4	-33%	-41%	93%	672%	16.9	16.4										
富力地产	2777	中性	12.4	16.4	33%	39.8	0.73	0.88	1.19	1.67	38%	16.8	14.1	10.4	7.4	2.3	2.1	1.8	1.4	18.1	20.5	-32%	-40%	73%	123%	27.1	26.7										
世茂地产	813	中性	13.5	17.3	28%	47.9	0.36	0.92	1.16	1.49	28%	37.4	14.8	11.7	9.1	2.2	2.0	1.7	1.4	17.4	19.2	-22%	-30%	59%	66%	30.4	27.9										
碧桂园	2007	中性	2.8	3.4	23%	45.9	0.10	0.15	0.20	0.27	32%	28.6	18.4	14.2	10.5	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	25%	19.8	0.51	0.33	0.32	0.35	4%	7.8	12.1	12.3	11.2	1.0	0.9	0.8	0.7	6.6	7.1	-40%	-44%	45%	36%	13.7	10.5										
恒大地产	3333	无评级	3.4	3.6	6%	50.9	0.01	0.03	0.32	0.38	246%	298.6	107.0	10.6	8.9	8.2	3.8	2.7	2.0	3.0	4.0	11%	-15%	80%	223%	50.5	47.1										
宝龙地产	1238	无评级	2.2	3.8	73%	9.0	0.09	0.26	0.36	0.40	23%	23.3	8.3	6.1	5.5	3.8	1.6	1.2	1.0	5.0	5.4	-56%	-60%	76%	84%	7.6	7.5										
平均值							35%					38.9				17.6				12.4				9.9				4.5				2.1		1.8		1.5	
中间值							37%					27.0				16.4				11.6				9.0				2.3				2.0		1.7		1.4	

图表 2：推荐公司一览

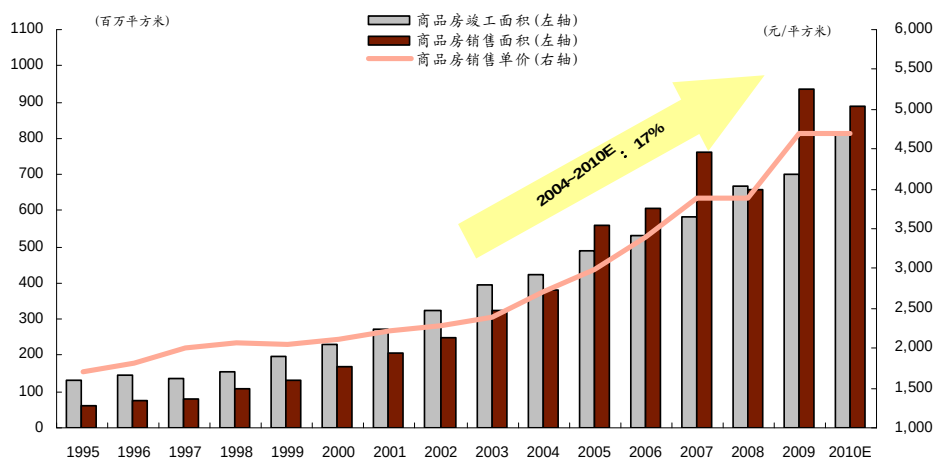
分类	公司	当前评级	每股收益		CAGR		市盈率			每股NAV (元)		溢/折价		10年股价推动因素
			09E	10E	11E	08-10E	09E	10E	11E	09A	10E	09A	10E	
龙头地产	万科A	推荐	0.48	0.67	0.83	31%	19.5	14.1	11.4	10.6	11.6	-11%	-18%	1) 行业龙头享有估值溢价; 2) 10年可售资源相对丰富
	金地集团	推荐	0.65	0.96	1.19	36%	19.6	13.2	10.7	15.8	17.8	-20%	-29%	1) 相对便宜的估值; 2) 09年上半年核心城市补地, 后续供应充足; 3) 项目布局合理, 对房价上涨敏感性更高
	保利地产	审慎推荐	1.00	1.25	1.40	18%	19.8	15.9	14.1	21.9	22.5	-9%	-12%	1) 销售继续维持快速增长; 2) 继续保持快速拿地扩张趋势; 3) 获得三大城市优质土地资源
区域龙头	首开股份	推荐	0.70	1.00	1.30	36%	26.5	18.7	14.4	24.0	27.3	-22%	-32%	1) 北京地区储备丰富, 有望受益于房价上涨; 2) 京外地区销量增长加快
	栖霞建设	审慎推荐	0.21	0.33	0.42	41%	29.6	19.4	14.9	7.2	7.9	-12%	-20%	1) 良好的销售将维持, 10年业绩确定性高; 2) 无锡市场持续向好 3) 公司回归南京获得优质土地资源
	冠城大通	审慎推荐	0.40	0.93	1.40	87%	31.9	13.7	9.1	15.1	16.4	-16%	-23%	1) 公司10年业绩确定性高, 销售持续增长 2) 将受益于北京市场持续向好 3) 土地储备扩张提升业绩可持续性
商业地产	金融街	推荐	0.55	0.66	0.75	17%	19.6	16.4	14.4	15.4	16.2	-30%	-33%	1) 相对便宜的估值; 2) 北京商业物业市场触底回升; 3) 北京、天津项目持续旺销
	浦东金桥	推荐	0.40	0.46	0.54	16%	31.8	27.4	23.6	15.6	17.3	-19%	-27%	1) 相对便宜的估值; 2) 上海商业物业市场触底回升; 3) REITs推出

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

2010 年行业将进入整固期

行业 2010 年将进入整固期，调整空间有限：回顾 2009 年，房地产市场异常火爆主要原因在于在供给有限的情况下，超额的货币投放以及信贷放松，我们认为，2010 年将是行业整体补库存以减少供需缺口的一年，短期内供给的增加、释放有难度，而信贷投放存在一定的惯性，在流动性依然充裕的情况下，泡沫的挤压是循序渐进的，行业不会出现大幅调整，整体上，行业将进入一个整固期，供需缺口将缩小，但结构性会更加明显，2010 年二、三线城市将成为市场主力。

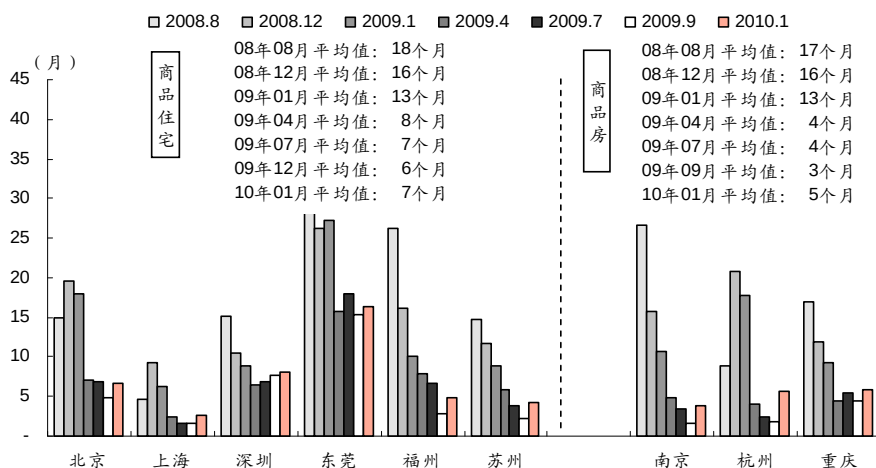
图表 3：2010 年房地产市场将进入整固期



资料来源：CEIC，中金公司研究部

行业整体将再库存，但供求平衡要等到下半年：我们主要观察的可售面积去化指标显示，自 08 年以来，随着房地产市场火爆，库存的去化速度呈加快态势，按目前的水平，商品住宅去化需要 7 个月，而商品房仅需要 5 个月。我们认为 2010 年行业整体上将再库存，但新开工到形成供应一般有 6 个月左右的时滞，因此，要达到供求平衡状态需要等到下半年。

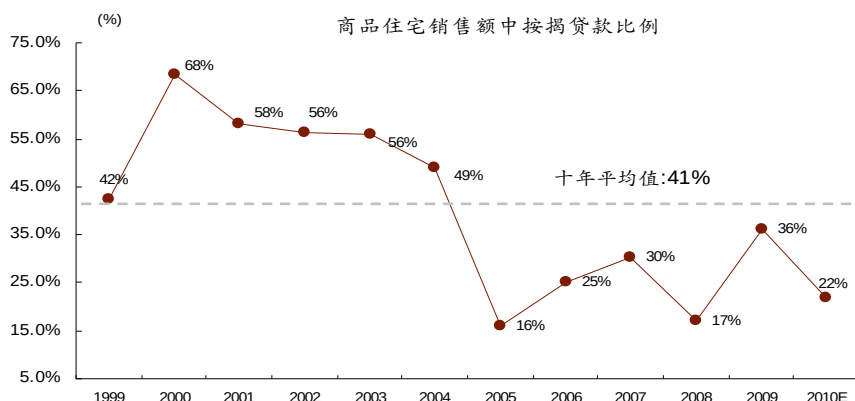
图表 4：2010 年行业将进入补库存阶段



资料来源：CRED，中金公司研究部

2010年信贷收缩将抑制部分需求：2009年9.59万亿元银行信贷投放推动商品住宅销售额中按揭贷款占比较08年提升了11个百分点至36%，为05年以来的历史高位。而进入2010年，我们看到两个方面的边际效用减少，一个是信贷投放总量的减少，二是银行对于按揭贷款的总体风险控制，因此，我们预计2010年信贷收缩将抑制部分购房需求，而按揭贷款占销售额比例将降低至22%左右。

图表5：商品住宅销售额中按揭贷款占比



资料来源：CRED，中金公司研究部 注：05年之前，商品住宅销售额只统计现房销售

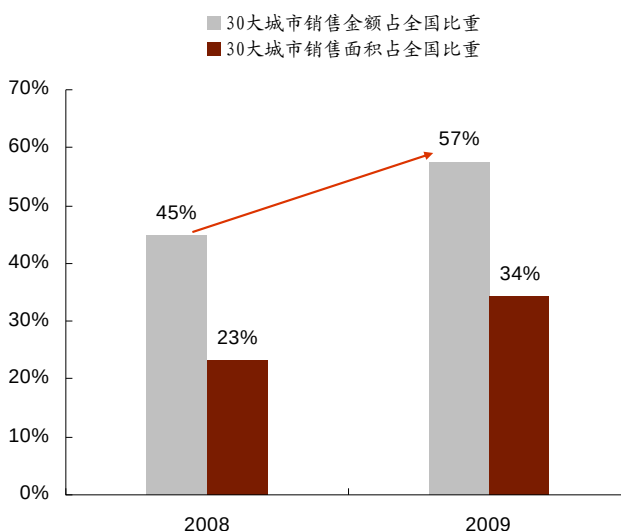
全国商品房均价有下调压力，行业将呈结构性调整：从我们统计的30个大中城市商品房成交数据来看，30大城市销售金额/面积占比分别从2008年的45%/23%提升至2009年的57%/34%，因此，2009年全国商品房均价23.5%的同比涨幅，更多来自于前30大城市成交量占比提升，我们认为，2010年，房地产市场结构性将更为明显，一线城市泡沫较大，二、三线城市成交量将提升并成为市场主力，而全国商品房均价将呈小幅下降趋势。

图表6：住宅市场结构性差异显著

商品房销售金额(亿元)			
	2009	2008	YoY
30大城市	25,208	11,214	125%
其他城市	18,692	13,801	35%
全国	43,900	25,014	76%

商品房销售面积(万平方米)			
	2009	2008	YoY
30大城市	32,151	15,282	110%
其他城市	61,562	50,667	22%
全国	93,713	65,949	42%

商品房均价(元/平米)			
	2009	2008	YoY
30大城市	7,841	7,338	6.9%
其他城市	3,036	2,724	11.5%
全国	4,685	3,793	23.5%



资料来源：CRIC，中金公司研究部

政策日渐明朗

行业政策框架已定，未来看执行效果，而2010年上半年政策将继续严格：按照目前的经济趋势，政策导向主要是抑制通胀，其中很重要的要抑制房地产泡沫，由于增加供给并调整结构难度大且见效慢，抑制需求也是成为短期内最重要的手段，政策的严厉程度将回到07年，我们认为政策目的是维持行业的稳定发展，房地产泡沫的挤压要逐步实现，由于目前利率水平较低，政策超调的概率不大。

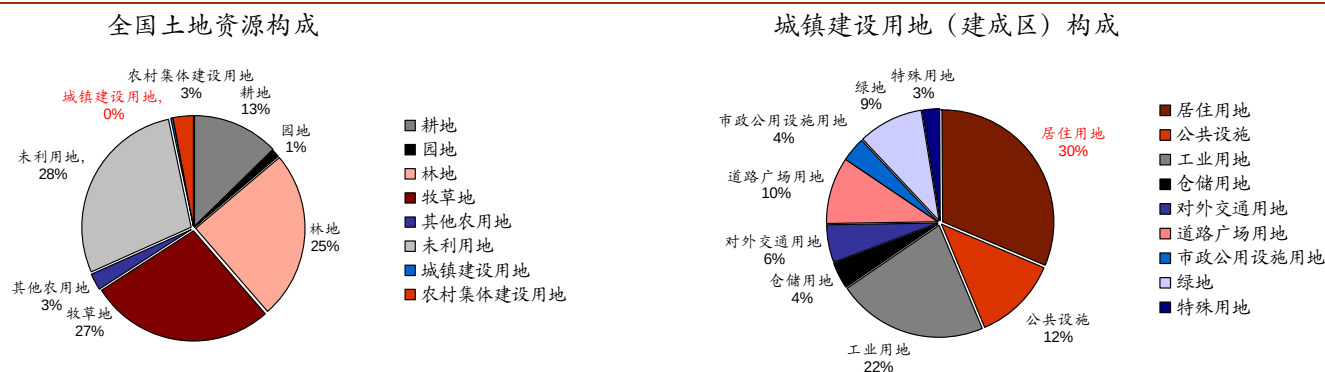
图表7：正在执行以及后续可能推出的房地产调控政策一览

政策方向	可能措施	实施可能性	中金评论
1 差异化的信贷政策	严格收紧二套房信贷至1.1倍利率	高	该政策将短期内抑制投资性需求，有利于房价涨幅趋缓，但效果如何还看执行力度。
	首次置业首付比例视客户质量上调至30%	低	对自住/改善型需求会有打击，有效需求将受到较大抑制。
	首次置业7折利率优惠由银行自行差异化调整	高	如上调至8.5折，隐含房价涨10%左右，但预期中小银行有动力抢占市场份额，低利率放贷。
2 促进有效供应	加快供地、推地速度	高	土地供应会增加，地价平抑之后将传导至房价，而政府先期的土地收储将以较好的形式退出，地产公司大量现金也将转化为土地进入下一轮再库存，但一线城市土地供应大幅增加有难度，供应依然会呈现结构性不平衡。
	提升土地供应容积率	高	城区体量加大意味着利好原有低密度资源较丰富的公司
	打击囤地，加大闲置土地处置力度	高	如果执行力度较大则会对市场供应量的释放起到明显加速作用，难度在于很难处置历史遗留问题。
3 区域化税收措施	契税、二手房土地增值税、印花税减免取消	中	对于交易成本影响在1%-2%之间，预计将由地方政府自行处理。
	出台物业税	低	我们判断短期内实施难度非常大，出台可能性较小，原因有二，1) 涉及面广，打击面大，将直接挤出需求，有悖政策稳定性的需求；2) 可执行性差，对于房屋价值的评估体系、人才储备尚未完善。
4 保障房建设提速	加快保障房供地速度	高	土地供应计划将可能向保障房建设倾斜，但预计经济适用房加速并不明显，廉租房建设将是重点。
	共建形式改造棚户区	高	意味着社会资金参与力度加大，在政府容许的情况下，土地供应及信贷会有更多操作余地。
5 加强市场监管	完善招拍挂制度	高	意味着可能会有招拍挂的补充制度在全国推广，如上海草拟的“勾地制”及深圳的城市更新制度。
	规范商品房预售制度	高	预售制度可能会更加严格，捂盘现象将受到打击。
6 开发商融资	限制资本市场融资	高	开发商资本市场融资难度将加大，再融资进程将拉长
7 开发商信贷	严查土地信贷	高	将有利于控制房地产信贷风险，抑制地价上涨
8 货币政策	加息	高	提高资金成本、抑制需求

资料来源：中金公司研究部

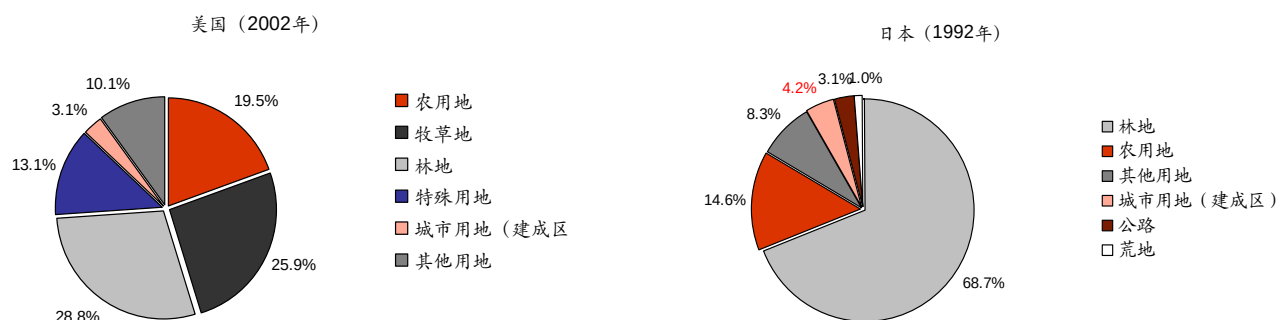
中长期土地供给增加是大趋势：参照美国、日本及英格兰土地利用结构，我国建设用地及居住用地有非常大的增长空间，美国、日本建成区城市用地分别占国土面积的3.1%和4.2%；而我国该指标为0.33%，其中居住用地占比仅为0.11%；我们城市居住用地至少有10倍以上的扩张空间。虽然短期内土地财政难以改变，但往中长期看，我国土地并不稀缺，未来政策导向将增加供给，土地资源属性将减弱。

图表8：全国土地资源及城镇建设用地（建成区）构成（万平方公里）



资料来源：《全国土地利用总体规划纲要（2006-2020年）》，《中国城市建设统计年鉴（2007年）》

图表9：美、日城市用地（建成区）

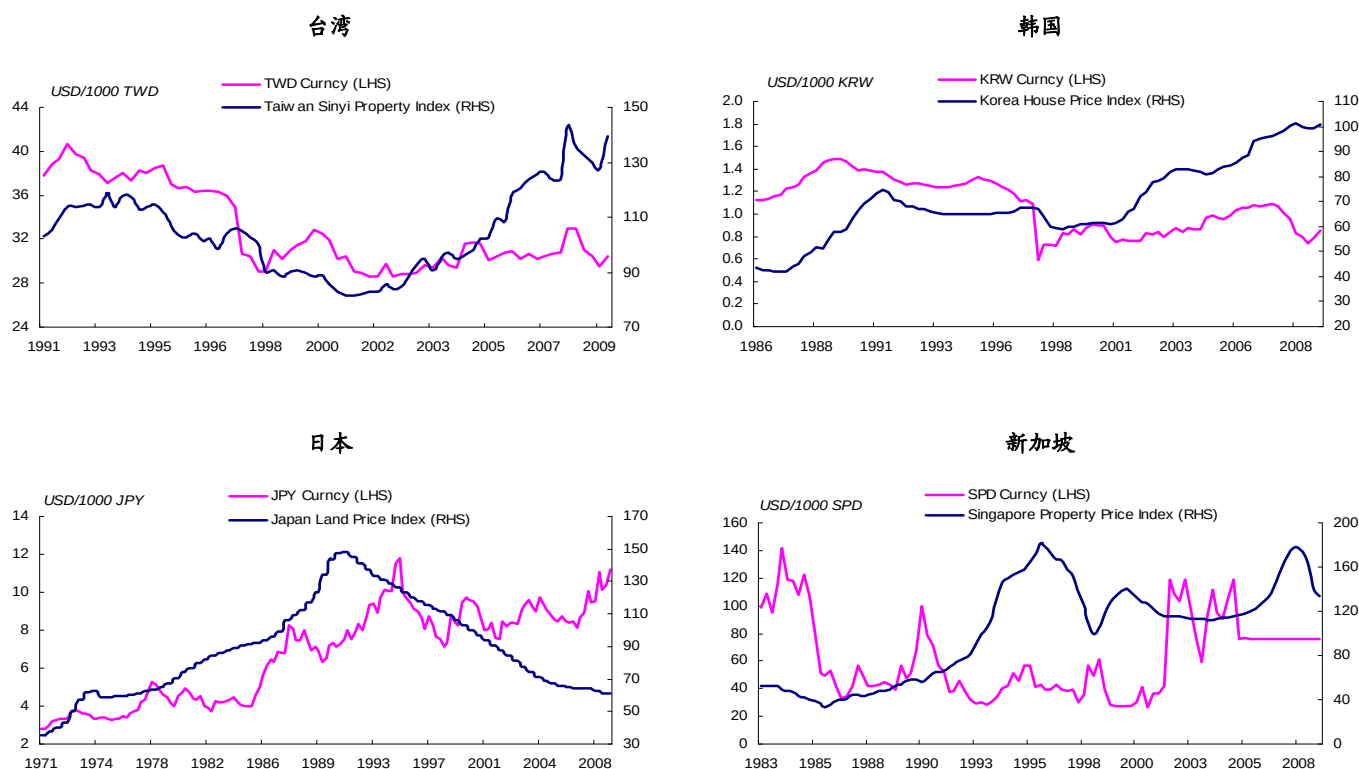


资料来源：美国：Ruben N. Lubowski .etc, Major Uses of Land in the United States, 2002；日本 www.internatioal.ucla.edu/eas/japan/geography/landuse2.htm。

人民币升值有望助推地产板块

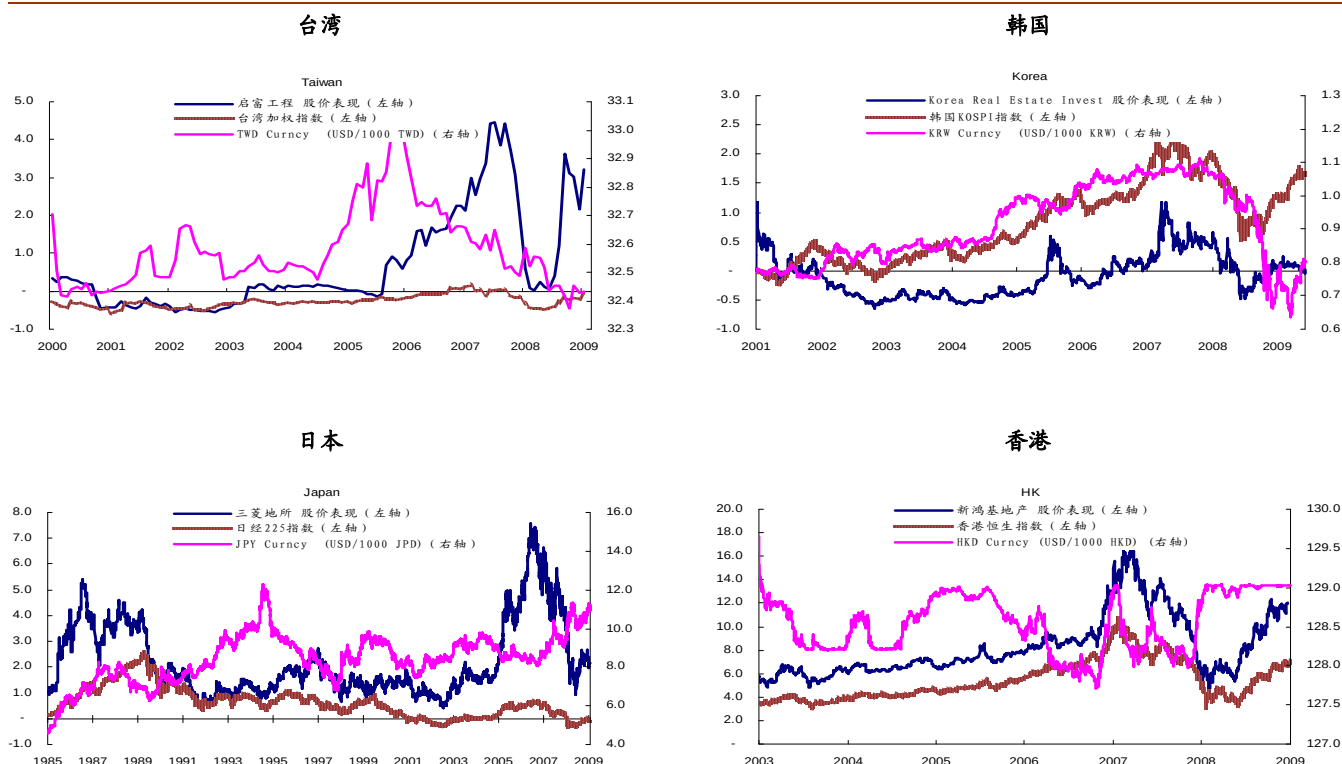
人民币升值将是地产股催化剂：2010 年宏观政策对房地产行业的影响主要在于人民币升值以及加息，中金公司宏观组认为，加息可能延后，1 季度加息可能性较低，而升值或提前，预期 3、4 月份人民币可能启动升值，全年对美元升值 3%~5%。国际经验表明，在本币升值周期中，地产股往往能够取得较好的收益，而从我国上一个升值周期的情况来看，人民币升值与 A 股股价存在较为明显的正相关关系，因此，随着人民币升值预期提升，未来一段时间 A 股地产板块有望表现强劲。

图表 1：房价走势与汇率变化正相关



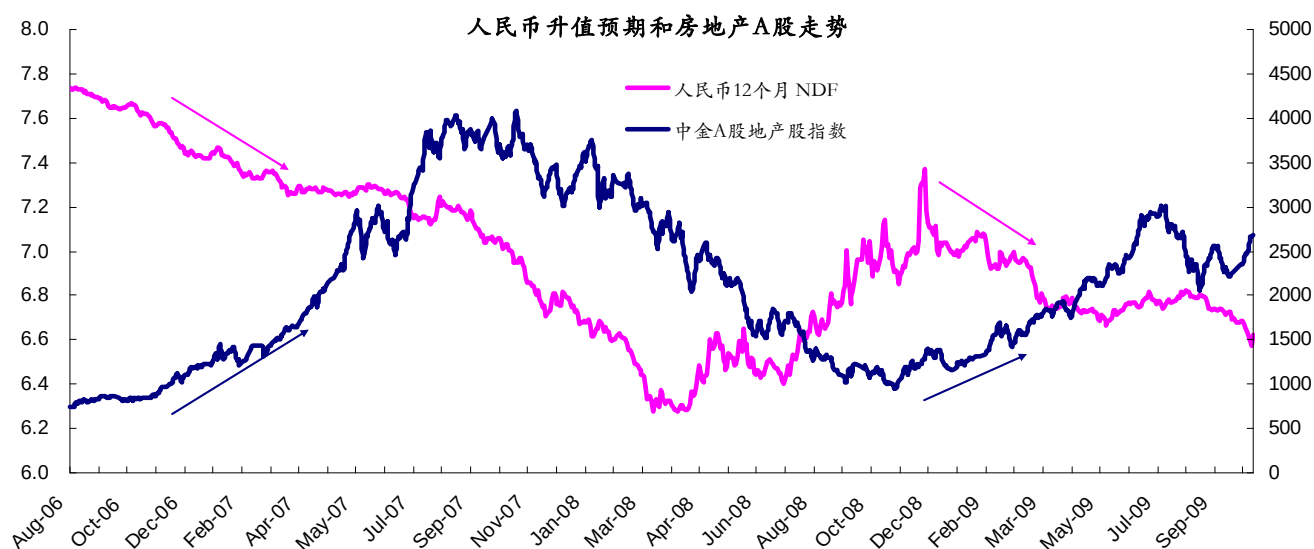
资料来源：CEIC, Bloomberg、中金公司研究部

图表 2: 地产股走势与汇率变化正相关



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 3: 人民币升值预期和房地产A股走势



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

地产公司业绩确定、资金压力有限

2010 年业绩确定性毋须担忧，资产负债情况也好于 08 年：我们汇总的主流地产公司数据显示，2009 年底已售未结收入占 2010 年预测收入的比重平均预计将达到 65%，而同时目前 A 股上市公司的资产负债状况也明显好于 07 年底 08 年初，以三季报数据来看，我们覆盖的 A 股公司平均净负债率仅 26%，较 07 年底降低 49 个百分点，而现金占总资产比例以及预付款占总资产比例都分别较 07 年底提升 5 个百分点和 8 个百分点。

图表 10：主流地产公司 2010 年业绩锁定程度平均达到 69%，确定性强

(百万)	2008年 已售未结	2009年 合同销售额	2009预计开发项目 销售收入	2010预计开发项目 销售收入	2010年已确定的销 售收入占比	币种
恒盛地产	3,743	6,705	5,721	8,531	55%	Rmb
龙湖地产	10,960	18,344	10,070	13,085	103%	Rmb
中国海外	14,250	42,055	22,624	33,720	70%	HK\$
华润置地	6,100	25,220	11,465	18,132	77%	HK\$
世茂地产	2,000	22,500	13,870	18,914	39%	Rmb
远洋地产	5,400	14,000	9,095	14,205	51%	Rmb
雅居乐	2,500	20,000	13,698	17,172	36%	Rmb
富力地产	6,100	24,200	17,104	21,584	43%	Rmb
绿城中国	2,520	33,400	8,731	12,991	147%	Rmb
碧桂园	9,200	23,200	15,133	18,417	66%	Rmb
首创股份	3,000	10,600	5,393	6,994	82%	Rmb
深圳控股	219	5,021	2,819	3,848	44%	HK\$
万科 A	27,340	63,430	48,316	59,990	50%	Rmb
金地集团	9,000	21,045	12,262	16,574	75%	Rmb
保利地产	13,885	43,380	22,343	29,987	82%	Rmb
				平均值	69%	

资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 11：目前 A 股上市公司资产负债情况明显好于 08 年初

公司	净负债率				现金/总资产				预付款/总资产			
	Dec-07	Dec-08	Jun-09	Sep-09	Dec-07	Dec-08	Jun-09	Sep-09	Dec-07	Dec-08	Jun-09	Sep-09
万科 A	23%	33%	11%	10%	17%	17%	22%	21%	22%	20%	24%	27%
金地集团	65%	81%	36%	25%	10%	13%	15%	21%	15%	15%	26%	29%
招商地产	66%	30%	12%	3%	14%	20%	21%	24%	1%	7%	16%	19%
金融街	40%	10%	21%	24%	15%	27%	27%	32%	6%	1%	3%	7%
首开股份	189%	180%	47%	21%	14%	13%	31%	31%	19%	16%	16%	16%
保利地产	59%	109%	72%	22%	11%	10%	15%	21%	27%	18%	30%	36%
华发股份	62%	56%	-77%	29%	17%	14%	24%	26%	35%	23%	27%	31%
北京城建	30%	66%	48%	29%	13%	11%	17%	20%	18%	11%	18%	24%
荣盛发展	50%	74%	57%	28%	11%	11%	14%	18%	18%	15%	24%	26%
栖霞建设	102%	78%	62%	52%	18%	15%	21%	18%	9%	3%	9%	18%
中华企业	88%	79%	44%	36%	13%	15%	23%	25%	11%	7%	8%	10%
阳光股份	25%	47%	-12%	-34%	14%	10%	20%	28%	18%	7%	21%	31%
亿城股份	12%	24%	-2%	-2%	26%	13%	20%	13%	16%	15%	32%	40%
大龙地产	32%	80%	57%	29%	29%	3%	5%	3%	0%	6%	11%	12%
冠城大通	278%	210%	131%	114%	17%	10%	7%	14%	6%	1%	25%	27%
平均值	75%	77%	34%	26%	16%	13%	19%	21%	15%	11%	19%	23%

资料来源：Wind，中金公司研究部

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。

龙头地产公司 2010 年现金支付压力并不大：我们的资金压力测试模型显示，在最严峻情况下（即 2010 年公司不新增银行贷款融资并按计划偿付负债、进行土地款支付和资本支出），龙头公司 2010 年只需要完成 25%~40% 的销售即可保证期末账面现金大于零；在比较中性的预期下（完成 70% 左右的销售），则龙头公司将普遍保持净现金状态，而净负债率基本会在 -50% 左右。

图表 12：龙头地产公司现金流状况压力测试一览

(百万元/百万平方米)	万科	金地	保利	中国海外	华润置地
估算预售面积	9.09	2.74	6.67	6.60	3.71
预售比例	70%	70%	70%	70%	70%
预售金额	69,763	24,947	52,093	50,411	28,974
现金流入	69,763	24,947	52,093	50,411	28,974
偿还本息负债	20,573	2,186	8,935	3,402	2,935
应付未付土地款	6,000	1,600	6,265	7,000	640
capex	24,433	8,993	18,673	19,800	8,892
现金流出	64,264	17,304	41,866	38,844	17,251
期初账面现金	31,265	9,135	10,739	9,987	1,222
期末账面现金	36,764	16,778	20,966	21,555	12,945
预计净负债率	-71%	-46%	-54%	-21%	-6%
现金临界点(预售比例)	28%	16%	38%	36%	35%

资料来源：Wind，中金公司研究部

估值已经具备安全边际

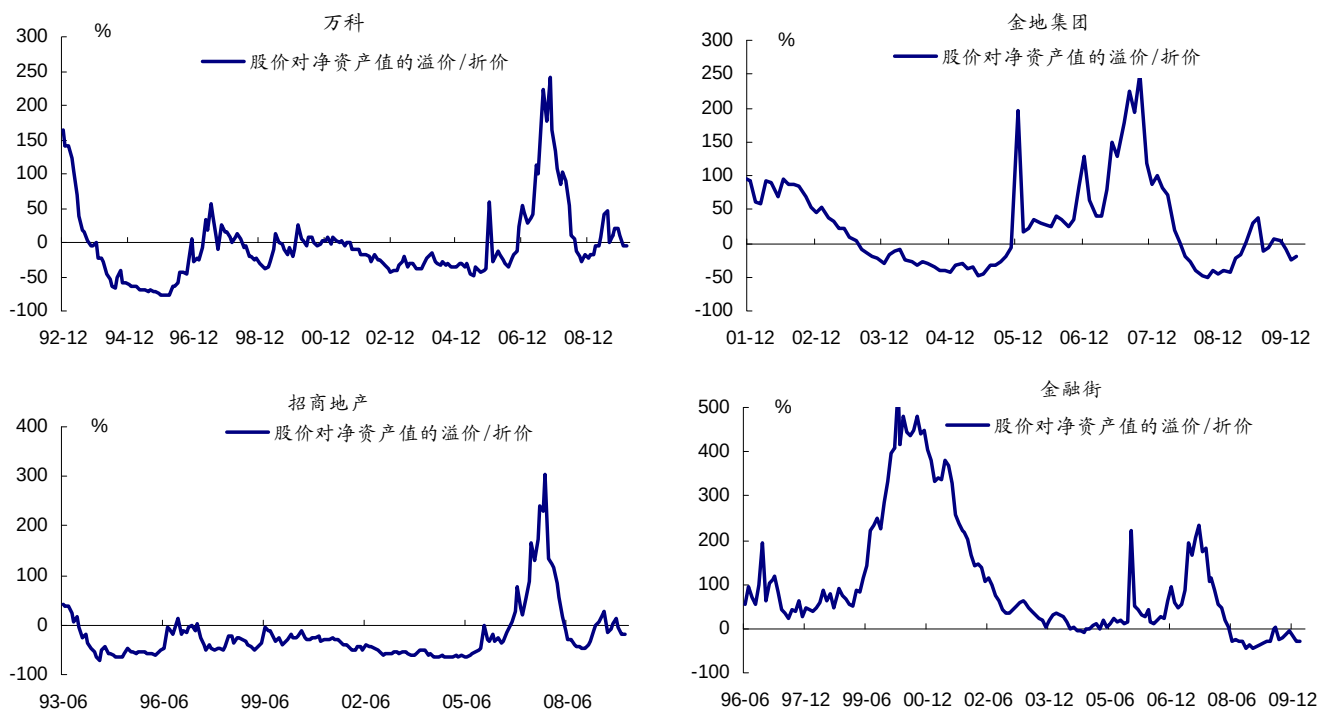
估值离历史底部还差 20%~30%，但已经具备安全边际：从历史数据来看，地产股票的估值底部出现在 08 年 9 月，市值/当年净利润在 11 倍~15 倍之间，股价较 Forward NAV 折让约 40%~50%，而龙头公司每平方米权益储备的市值在 2000 元/平米左右，目前的估值离历史最低水平还差 20%~30% 左右，我们认为地产公司的估值难以回到 08 年水平，主要原因在于 08 年地产公司面临破产压力，而目前地产公司资金很充裕，NAV 下降空间有限，地产板块估值已经基本见底。

图表 13: A/H 股主要全国性地产公司目前估值与 08 年 9 月最低点比较

(百万元)	市值/收入		市值/净利润		市值/销售		市值/净资产		市值/权益土地储备		净负债率	
	2008	2010	2008	2010	2008	2010	2008	2010	2008	2009	2008	2009E
万科A	1.50	1.66	15.21	13.67	1.28	1.32	1.92	2.30	2,272	3,061	33%	20%
金地集团	0.95	1.66	11.06	13.19	0.82	1.15	1.00	1.76	958	2,948	81%	17%
保利地产	1.86	2.41	12.93	16.56	1.41	1.24	2.06	3.06	1,955	3,174	109%	49%
中国海外	3.09	3.17	13.89	16.52	2.08	1.75	1.66	2.86	2,085	3,689	47%	15%
华润置地	4.94	3.37	19.50	19.46	3.74	2.41	1.02	1.99	1,413	2,650	43%	44%
富力地产	1.61	1.38	12.19	9.67	1.55	1.10	1.43	1.41	936	1,197	123%	107%
YoY												
万科A		11%		-10%		3%		20%		35%		-13ppt.
金地集团		74%		19%		42%		76%		208%		-64ppt.
保利地产		29%		28%		-12%		49%		62%		-60ppt.
中国海外		3%		19%		-16%		72%		77%		-33ppt.
华润置地		-32%		0%		-35%		96%		88%		1ppt.
富力地产		-15%		-21%		-29%		-1%		28%		-16ppt.

资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部

图表 14: 主要公司历史 NAV 折让情况



资料来源: 彭博, 中金公司研究部

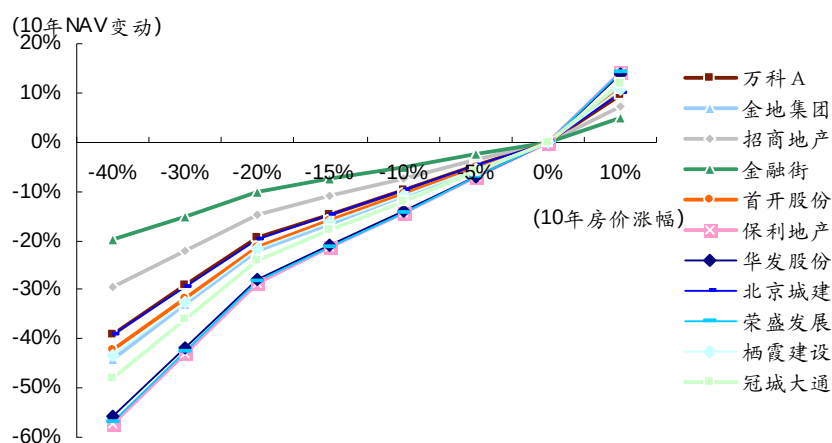
目前估值隐含 2010 年房价下跌 15%~20%：我们的敏感性分析结果显示，市场已经反映的 2010 年房价下跌幅度在 15%~20%，这已经是一个比较悲观的情景，2010 年经济发展和利率水平要优于 08 年，实际上的房价调整幅度不会达到 08 年 10%~15%的水平。

图表 15: A 股主要公司 2010 年底 NAV 对 2010 年房价涨幅的敏感性分析

10年房价涨幅假设	10E NAV 变动幅度							
	-40%	-30%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	10%
万科A	-39%	-29%	-19%	-15%	-10%	-5%	0%	10%
金地集团	-44%	-33%	-22%	-17%	-11%	-6%	0%	11%
招商地产	-29%	-22%	-15%	-11%	-7%	-4%	0%	7%
金融街	-20%	-15%	-10%	-7%	-5%	-2%	0%	5%
首开股份	-42%	-32%	-21%	-16%	-11%	-5%	0%	11%
保利地产	-57%	-43%	-29%	-22%	-14%	-7%	0%	14%
华发股份	-56%	-42%	-28%	-21%	-14%	-7%	0%	14%
北京城建	-39%	-29%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	10%
荣盛发展	-57%	-43%	-28%	-21%	-14%	-7%	0%	14%
栖霞建设	-44%	-33%	-22%	-16%	-11%	-5%	0%	11%
冠城大通	-48%	-36%	-24%	-18%	-12%	-6%	0%	12%
A股平均变动幅度	-43%	-32%	-22%	-16%	-11%	-5%	0%	11%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 16: A 股主要公司 2010 年底 NAV 对 2010 年房价涨幅的敏感程度排序



资料来源：公司资料，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼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。