

房地产

2010年3月29日

调控初见成效 估值有望回升

投资要点:

- 我们看好地产股将在2季度有所表现，主要理由有三：
- 第一，最新数据显示，行业调控政策初现成效。今年前两个月全国商品房新开工保持高增长，新开工面积1.49亿平米，同比增长37.5%，表明未来商品房的有效供给将不断增长；住房需求受到一定的抑制，商品房销售增幅有所下滑，全国商品房销售面积为7155万平米，同比增长38.2%；房价的过快上涨趋势也得到了了一定程度的抑制，2月份70个大中城市房价指数环比上涨0.9%，涨幅由12月份的环比高点1.5%之后连续减小，其中一线城市涨幅明显回落。因此短期内很可能不会有新的政策出台，地产股处于相对良好的政策环境中；
- 第二，房地产上市公司普遍财务状况良好，现金流量和资产负债水平有很大改善，高预收款和毛利率有望反弹使得地产股2010年业绩高速增长有较大可能，而经过前期的下跌，地产股股价已经对利空政策有了比较充分的反映，目前估值水平偏低；
- 第三，从我们跟踪的部分城市来看，3月份市场成交已经出现了较大反弹，每年4、5月份为房地产传统销售旺季的开始，如果成交有进一步的成长，将推动行业估值水平回升。
- 如果政策面保持中性状态，从估值水平来看，地产股还有约20-30%的空间，因此我们维持对行业的“增持”评级。

研究员：张驰飞, CFA

执业证书编号：S0570207060129

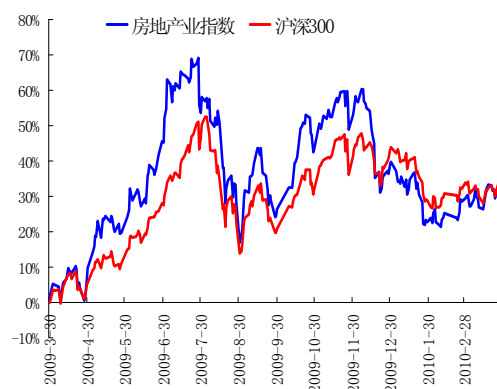
电话：025-83290892

E-mail: zhangchifei@hotmail.com

地址：南京市中山东路90号

行业评级：增持

市场走势



相关研究

地产股估值已经基本反映市场悲观预期
2010年1月28日

一年之计在于春
2009年12月18日

投资进一步复苏 销售将出现量缩价升
2009年9月30日

行业复苏趋势未变 估值回落带来投资吸引力
2009年8月31日

新开工反弹 短期供给仍不足
2009年7月28日

重点公司

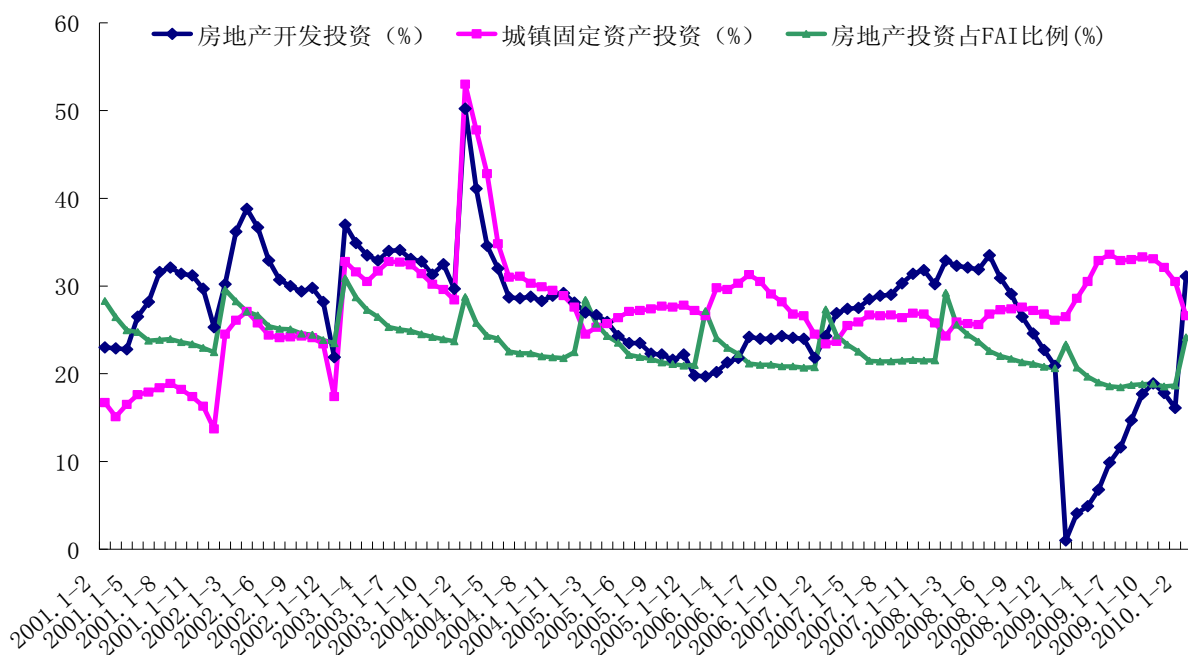
股票名称	3/29 收盘价	EPS(元)			P/E			投资评级
		09A	10E	11E	09A	10E	11E	
万科A	9.54	0.48	0.65	0.76	19.9	14.7	12.6	买入
金地集团	14.22	0.72	0.88	1.12	19.9	16.2	12.7	买入
保利地产	20.83	1.00	1.31	1.75	20.8	15.9	11.9	买入
世茂股份	15.51	0.18	1.05	1.35	88.1	14.8	11.5	买入
滨江集团	13.50	0.48	0.71	1.08	28.4	19.0	12.5	推荐

一、行业调控政策初见成效

2009 年底国务院发布《研究完善促进房地产市场健康发展的政策措施》（“国四条”），开始了对房地产行业的政策收紧，此后《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（“国 11 条”）、《国土资源部关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》等相继出台，从土地、税收、信贷等各个方面加大调控力度，部分城市地方政府则收紧了公积金放贷。从今年前 3 个月的数据来看，调控政策的目标——加大普通商品房供应、抑制投资投机性购房需求——取得了一定成效。

2010 年前两个月，全国房地产投资保持了增幅加大的趋势，累计投资额 3144 亿元，同比增长 31.1%，2008 年 8 月份以来的第一次超过了全国城镇固定资产投资的同比增速。我们认为，这一方面与 09 年 1-2 月份基数较低有关，当时同比仅 1%，另一方面，由于房地产投资额占 FDI 比重已经达到了 24.16%，恢复至历史平均水平之上，表明房地产投资确实明显加大。

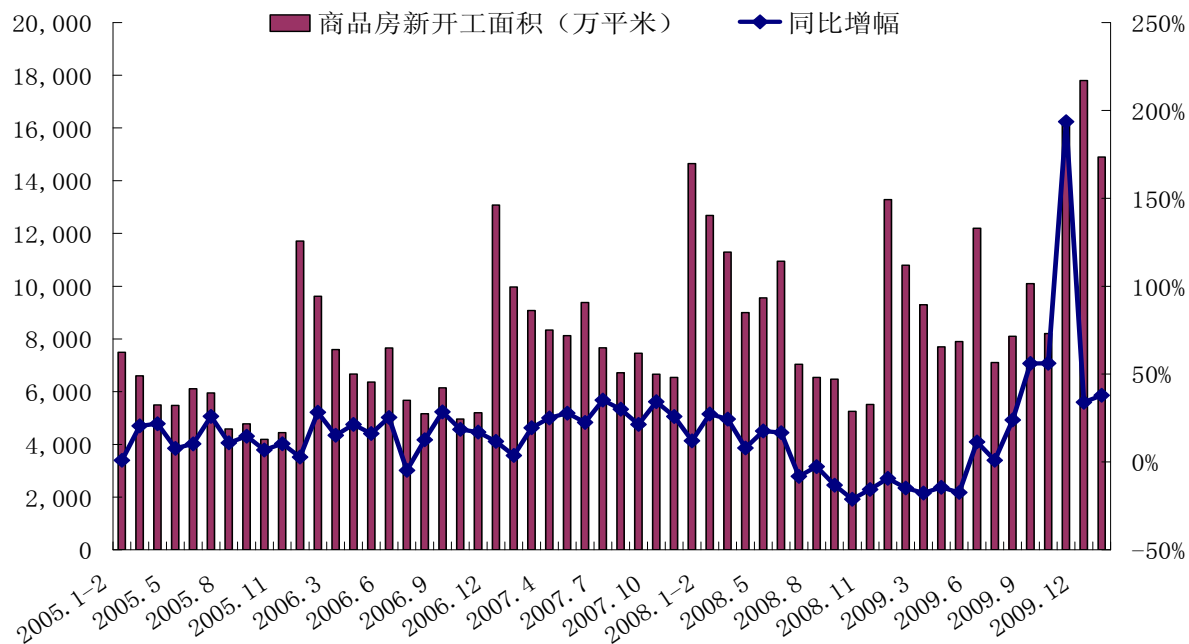
图 1 房地产开发投资增幅加大



数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

商品房新开工面积增速也保持在较高水平。今年前两个月，全国商品房新开工面积 1.49 亿平方米，同比增长 37.5%，新开工量规模超过 08 年同期 1.27 亿平方米的水平。新开工保持高增长表明未来商品房的有效供给将不断增长。

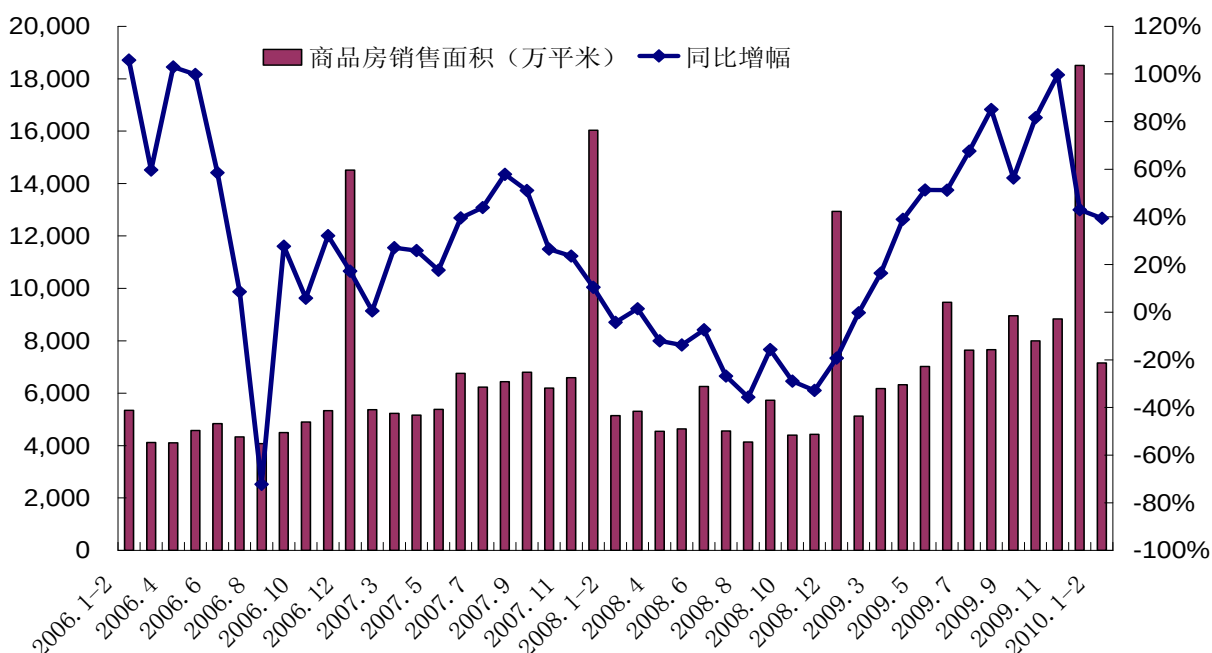
图2 商品房新开工面积持续高增长



数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

与房地产供给持续增长相反，在调控政策影响下，住房需求受到一定的抑制，商品房销售增幅有所下滑。1-2 月份全国商品房销售面积为 7155 万平方米，同比增长 38.2%，其中住宅销售增长 36.6%。

图3 全国商品房销售面积增幅下滑

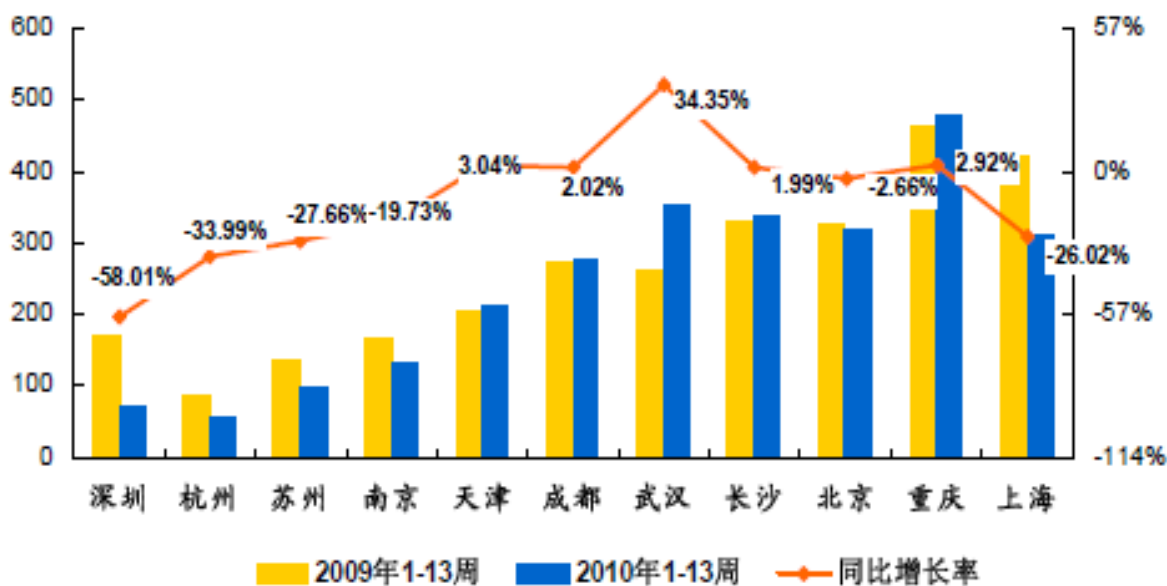


数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

从我们重点跟踪的城市成交量来看，今年前 13 周一线城市及部分东部沿海城市成交面积较 09 年同期有所下滑，显示这些城市的房地产热有所降温，而武汉、重庆、成都等中西

部地区城市的成交面积则较 09 年同期有所增长。

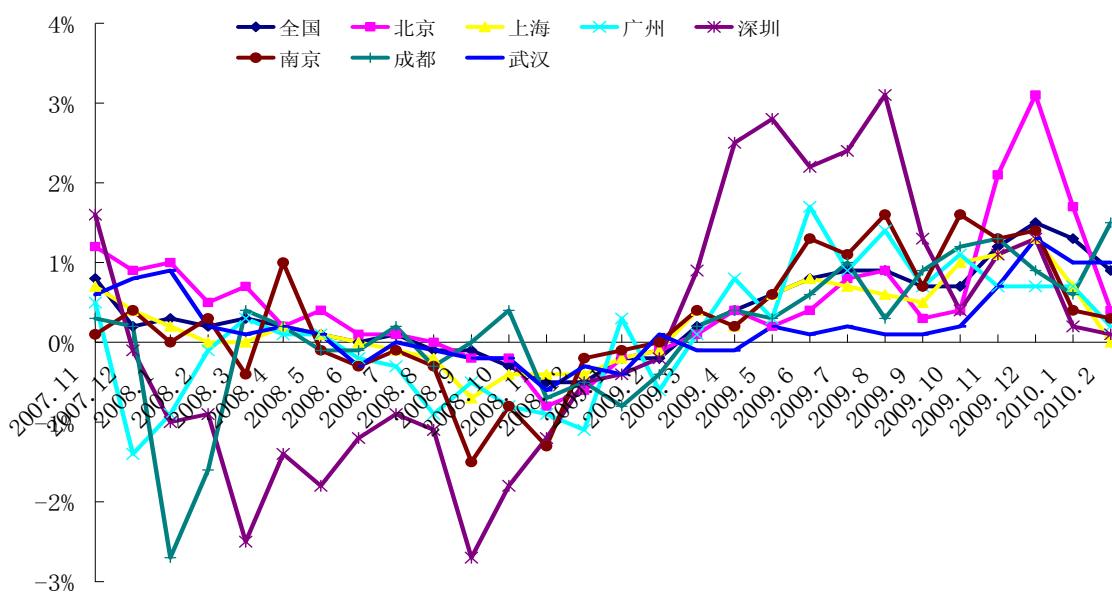
图 4 一线城市成交面积下滑，二线城市仍有增长



数据来源：CREIS 中指数据、qyb.soufun.com

从 70 个大中城市房价指数来看，房价的过快上涨趋势也得到了一定程度的抑制。2 月份 70 个大中城市房价指数同比上涨 10.7%，环比上涨 0.9%，涨幅由 12 月份的环比高点 1.5% 之后连续减小。从结构上来看，一线城市涨幅明显回落，其中北京、深圳环比涨幅分别为 0.8%，上海、广州的涨幅为 0.1%，而涨幅较大的主要是三线城市，包括海南的海口（17%）、三亚（19.3%）以及蚌埠（2.4%）、宜昌（3.9%）等中部城市。

图 5 全国及部分一二线城市房价指数环比涨幅回落



数据来源：国家发改委、华泰证券研究所

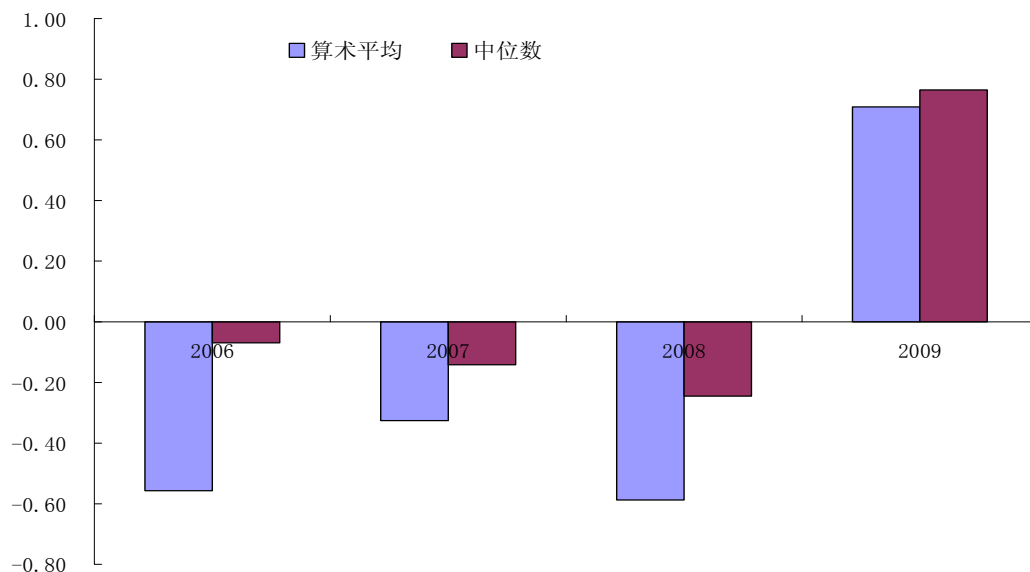
商品房供给持续增长、而房价上涨的势头受到控制，表明宏观调控政策初见成效。因此我们认为，政府会保持现有政策的延续性、继续观察政策效果，短期内不会出现 1 季度调控政策密集出炉的情况，政策面会保持相对真空的状态。

二、地产股财务状况良好，估值相对偏低

我们对已公布 2009 年年报的 48 家房地产上市公司财务数据分析后发现，地产公司财务状况正处于非常有利的地位。

2009 年房地产市场成交量大增，直接带来上市公司经营业绩的提升和现金流量的改善。09 年 48 家地产股扣除非经常性损益后的净利润平均同比增长率达到了 23.7%。而每股来自经营活动的现金流量净额也首度扭负为正，09 年 48 家公司算数平均数为 0.71 元，中位数为 0.77 元。

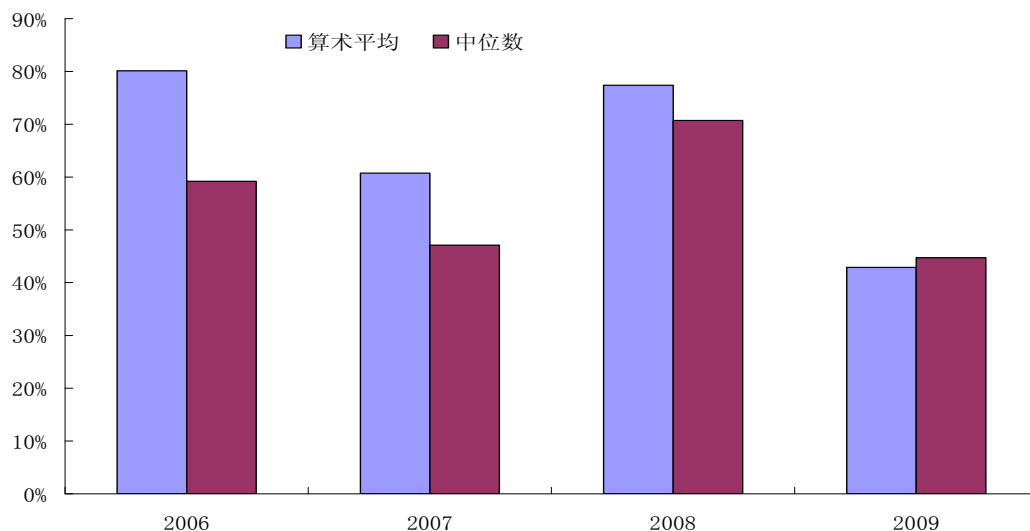
图 6 上市公司每股来自经营活动的现金流量净额大增



数据来源：Wind、华泰证券研究所

现金流的改善也降低了上市公司负债水平，09 年底 48 家公司的净负债率的算数平均数和中位数分别为 42.9%和 44.7%，均低于 07 年底时的水平。从这些数据来看，即使目前对于开发商的信贷有所紧缩，但良好的财务状况使得开发商在市场成交下降的环境下仍不会出现现金流紧张的问题。

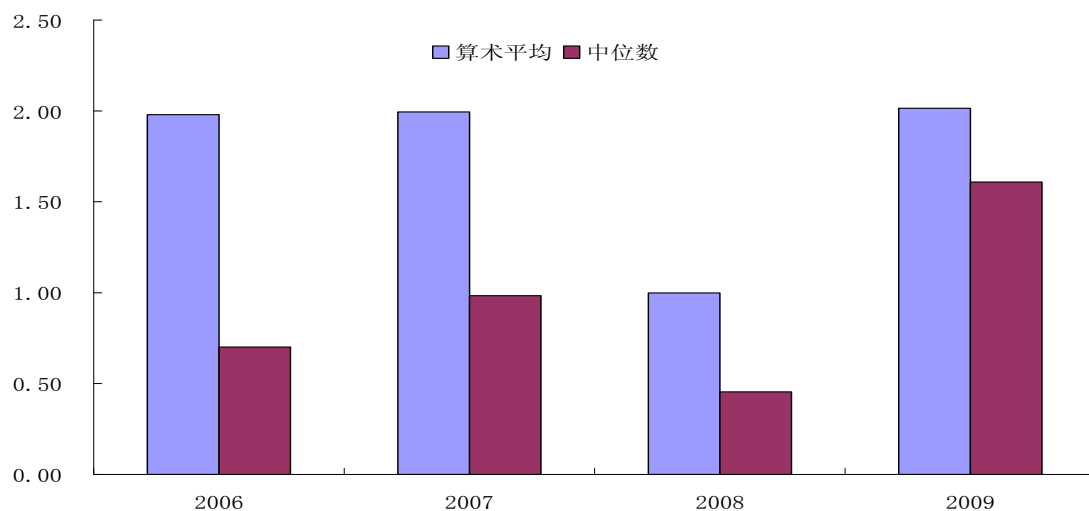
图 7 上市公司净负债率降至低点



数据来源：Wind、华泰证券研究所

由于房地产公司销售与确认收入并不在同一个时间点,因此上市公司的未结转预收款对于判断未来的业绩增长有一定指示作用。我们计算了 48 家公司的每股预收款,其 09 年算数平均数为 2.01 元,中位数为 1.61 元,均创下新高,而中位数值的大幅提高表明地产股整体预收款有明显增长。大额预收款意味着地产股今年结算收入的增长具有很高的确定性。

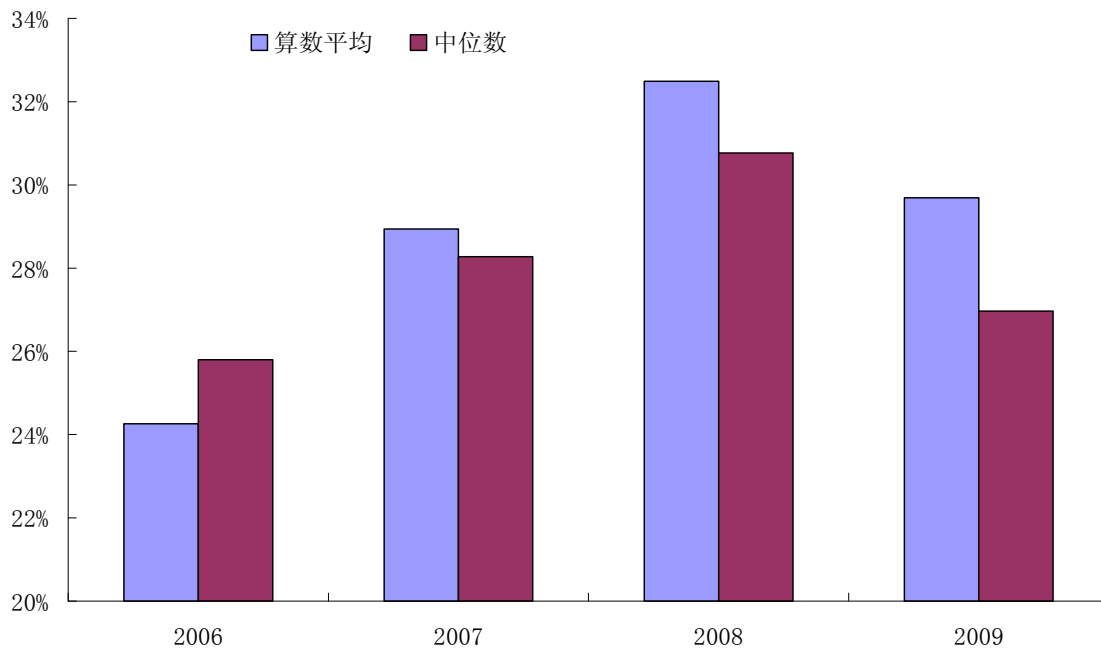
图 8 上市公司每股预收款创新高



数据来源：Wind、华泰证券研究所

由于 08 年市场低迷,上市公司普遍降价促销,成交均价有所下降,因此当这些预收款在 09 年确认收入时,使得当年毛利率有所下降。48 家上市公司 09 年税后毛利率的算数平均数为 29.7%,中位数为 27%,后者已经低于了 07 年的水平。而事实上,09 年全国房价大涨,上市公司的销售均价也有所提升,只是由于部分收入未能结转,使得地产股来自房价上涨的受益将在今年体现,10 年结算毛利率见底回升的可能性很大。

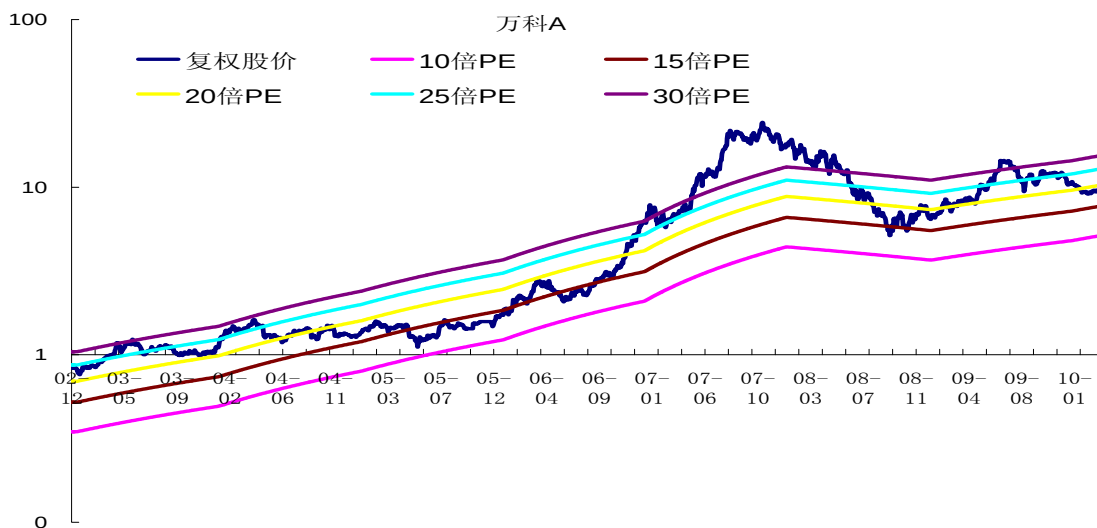
图9 09年上市公司税收毛利率见底

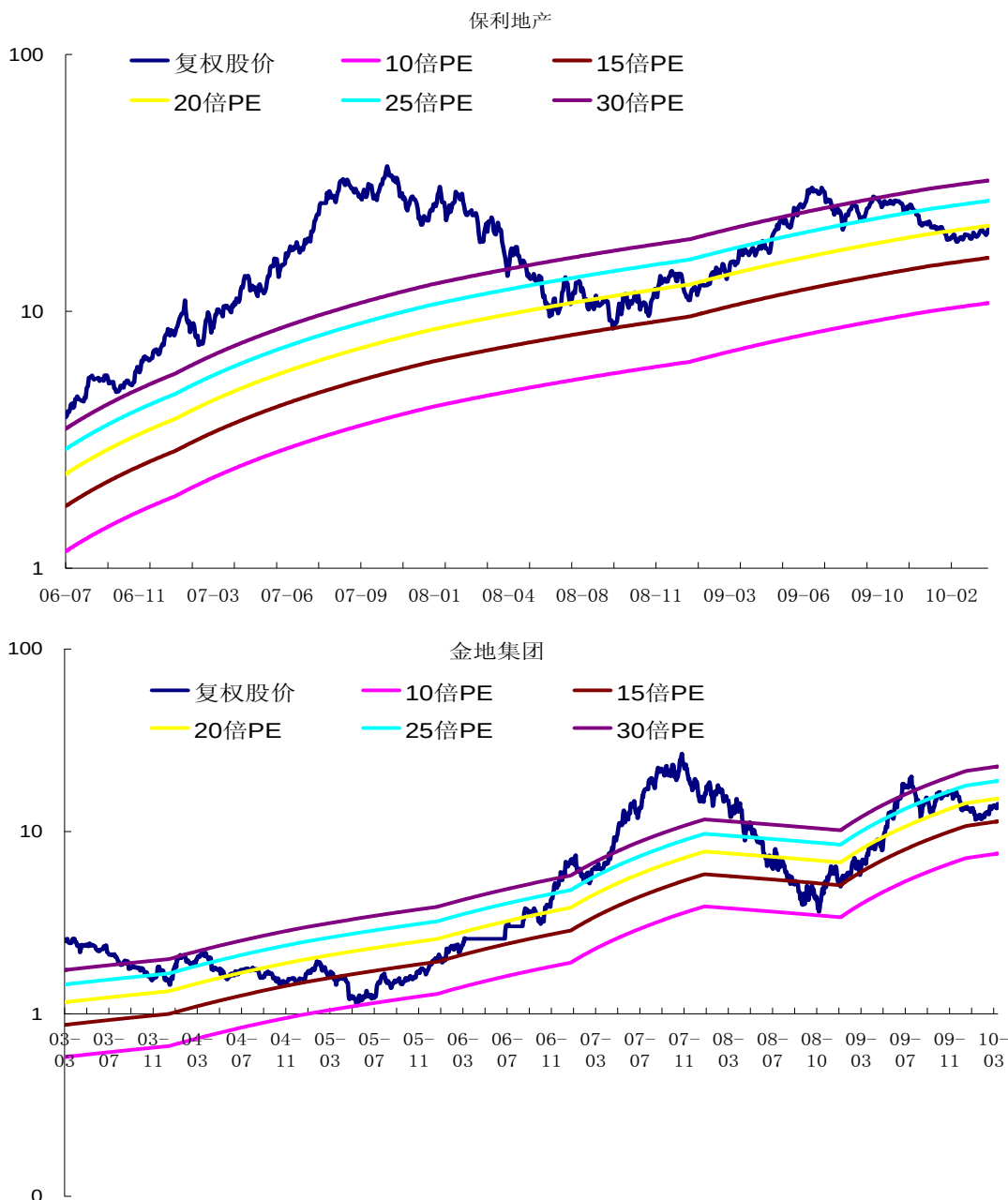


数据来源：Wind、华泰证券研究所

相对于房地产上市公司良好的财务状况，其估值则处于偏低的水平。按几家龙头公司的09年业绩计算，其市盈率仅20倍左右，处于历史中间水平，并且低于目前市场多数板块的估值水平。

图10 龙头地产股估值处于较低水平





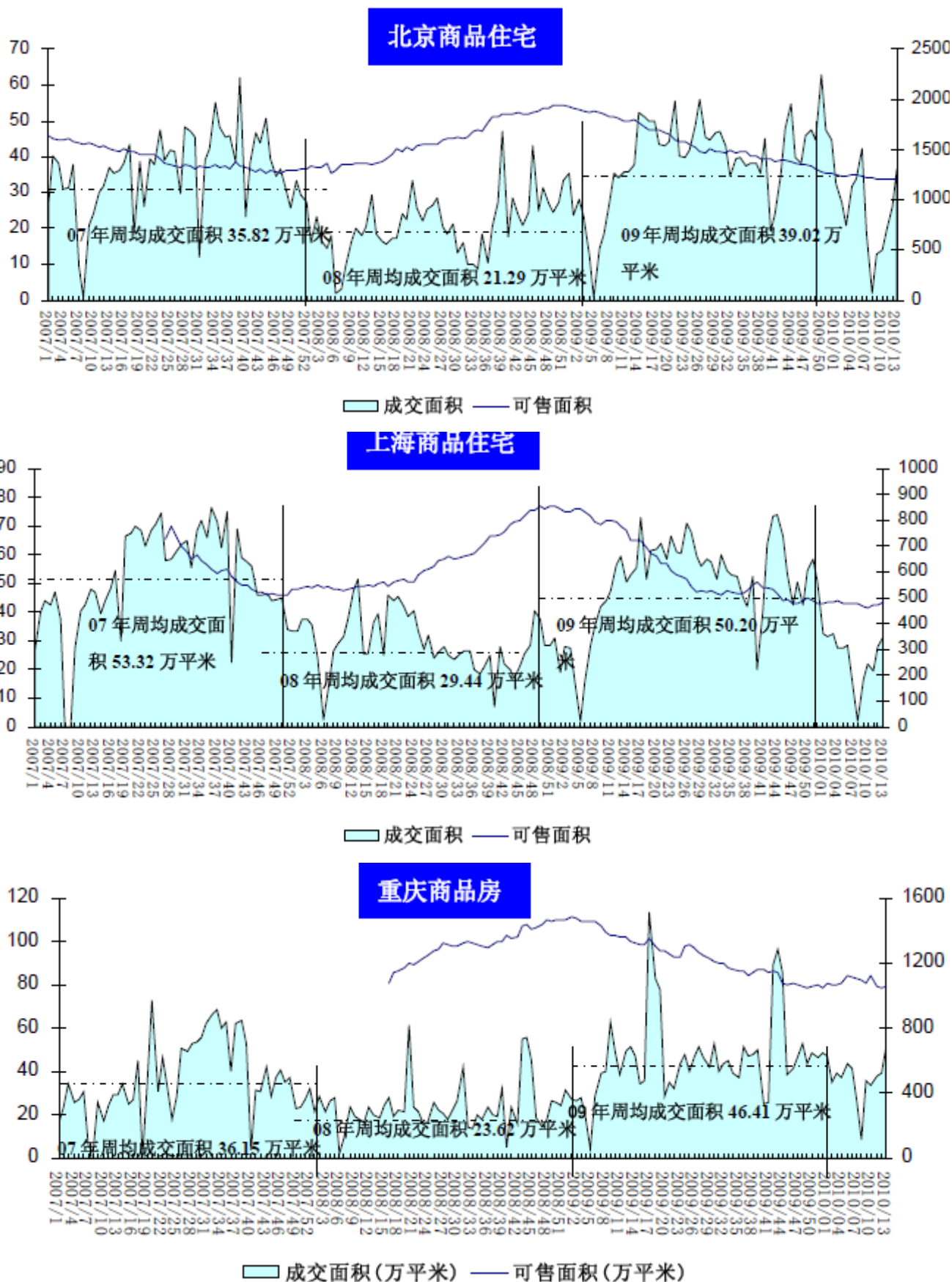
数据来源：Wind、华泰证券研究所

说明：由于近几年地产股股价波动较大，图中纵坐标采用对数坐标。

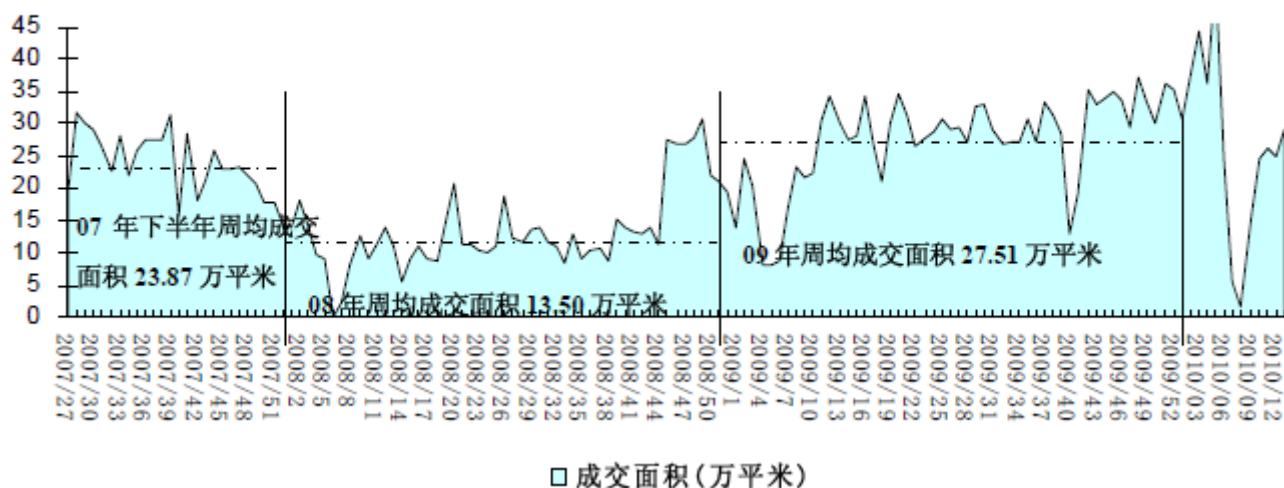
三、看好地产股，维持“增持”评级

我们看好地产股将在2季度有所表现，主要理由有三：第一，由于宏观调控政策已经初见成效，短期内很可能不会有新的政策出台，因此地产股处于相对良好的政策环境中；第二，经过前期的下跌，地产股股价已经对利空政策有了比较充分的反映，在上市公司财务状况良好、2010年业绩高速增长有较大可能的情况下，目前估值水平偏低；第三，每年4、5月份为房地产传统销售旺季的开始，从我们跟踪的部分城市来看，3月份市场成交已经出现了较大反弹，如果4、5月份成交有进一步的回升，将推动行业估值水平回升。

图 11 3 月份部分城市成交量反弹



武汉商品房



数据来源：CREIS 中指数据、qyb.soufun.com

如果政策面保持中性状态，从估值水平来看，地产股还有约 20-30%的空间，因此我们维持对行业的“增持”评级。

表 1 重点关注公司盈利预测与评级

股票名称	3/29 收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)			P/E			投资评级	目标价
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
万科 A	9.54	1,048.94	0.48	0.65	0.76	19.9	14.7	12.6	买入	13.00
金地集团	14.22	353.25	0.72	0.88	1.12	19.9	16.2	12.7	买入	20.00
保利地产	20.83	733.16	1.00	1.31	1.75	20.8	15.9	11.9	买入	28.00
世茂股份	15.51	181.56	0.18	1.05	1.35	88.1	14.8	11.5	买入	21.00
浙江广厦	7.85	68.44	0.50	0.60	0.72	15.7	13.1	10.9	买入	12.00
滨江集团	13.50	182.52	0.48	0.71	1.08	28.4	19.0	12.5	推荐	16.30
华发股份	16.30	133.18	0.83	1.04	1.20	19.6	15.7	13.6	推荐	20.80
深振业	12.09	61.32	0.64	0.79	1.01	18.8	15.3	12.0	推荐	14.20
栖霞建设	6.32	66.36	0.21	0.34	0.52	29.7	18.6	12.2	推荐	7.50

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。