

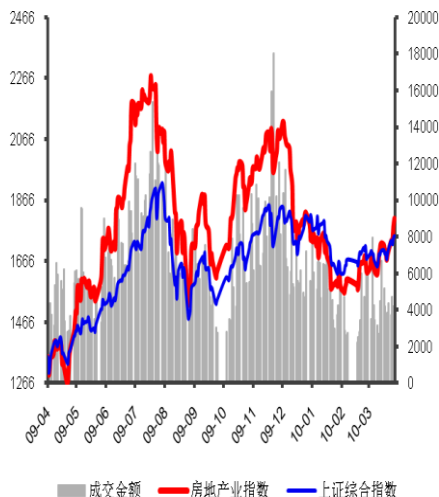
中性

下跌空间有限，
等待一触即发的反弹

市场数据

房地产行业指数	1728.46
三个月涨跌幅	-1.5%
上证综合指数	3145.35
沪深 300 指数	3379.17

相对股价表现



相关研究

房地产行业研究小组

郑庆平 证书编号: S0120208060039

黄玉梅

8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

报告摘要:

3 月开始, 实体成交超预期。从跟踪的重点城市来看, 上周商品住宅周成交量基本恢复到 09 年全年的周平均水平, 武汉重庆等二线城市的周成交量已超过 09 年的周平均水平。恐慌性抢购的现象再次出现。而房价并没有受到政策调控的影响, 继续上升。

成交回暖或在二季度继续。4、5 月份销售旺季, 开发商积极备战五一销售, 预计二季度供应会相对增加。在人民币升值、通货膨胀的预期下, 购房者对房价的预期短期内不会改变, 二季度成交量还将继续上升。

市场与政策的博弈继续。我们认为, 在中国经济“调结构”的大背景下, 房地产行业面临的政策环境将长期偏紧。短期来看, 09 年底以来调控政策的效果甚微, 实体基本面回暖的同时, 调控政策的预期还将继续。新的政策预期主要聚焦在房地产税制改革和征收上。

物业税近期推出的可能性较小, 与之功能类似的房产税可能将取而代之先行推出。从重庆的特别消费税和上海的住宅保有税提案来看, 先行征收房产税的可能性较大。我们认为如果征收房产税(假设仅对二套房), 短期内的影响可能有二种, 一种是投资房释放供应, 价格小幅下跌, 成交量放大; 一种是不影响交易市场, 税负转嫁到租赁市场, 使得住房租金大幅提高。在住房刚性需求旺盛的背景下, 其影响并非完全悲观的。

房地产股估值基本反映了对新的调控政策的负面影响, 由于业绩增长确定, 下跌空间有限。房地产股在过去几个月的盘整中, 一直在寻找估值提升的理由。在市场与政策的较量中, 股价在猜测政策面前还是显得较为脆弱。市场或许就在等待一个明朗的政策环境。

投资策略: 我们认为二季度地产股存在反弹行情。看好三类公司: (1) 随着行业调控趋紧, 行业集中度将逐步提升, 有充足资金、充足的低价土地储备, 管理和品牌能力强的房地产企业将长期获益。推荐保利地产, 福星股份; (2) 开发节奏把握较好, 未来两年业绩确定的公司。推荐冠城大通; (3) 由于土地的稀缺性, 以及地方财政制度问题, 受益于土地增值的公司。推荐云南城投, 中天城投, 关注黑牡丹。

目录

1. 楼市又开始火了	2
2. 二季度价量可否持续?	4
3. 与调控意图相悖, 可有政策担忧?	5
4. 二季度地产行业反弹可期.....	6
5. 重点公司推荐	8
5.1 冠城大通 (600067)	8
5.2 福星股份 (000926)	8
5.3 黑牡丹 (600510)	9

图表目录

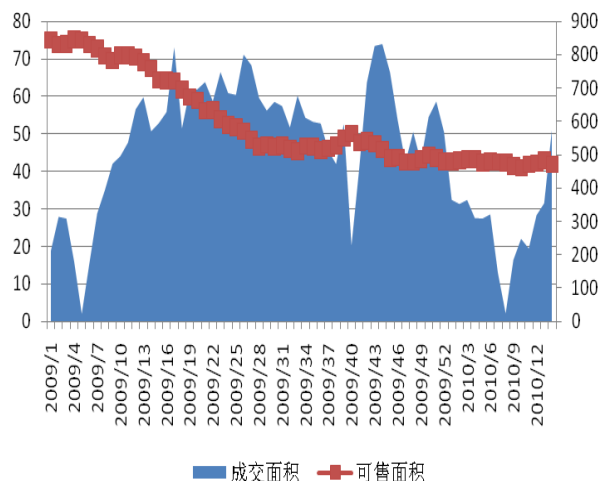
图表 1 上海商品住宅周成交面积和可售面积	2
图表 2 北京商品住宅周成交面积和可售面积	2
图表 3 深圳商品住宅周成交面积和可售面积	2
图表 4 天津商品住宅周成交数据	2
图表 5 重庆商品房周成交面积和可售面积	3
图表 6 武汉商品房周成交数据	3
图表 7 全国商品房价格大幅攀升	3
图表 8 新开工面积加快增长	4
图表 9 春节后新推楼盘增加	4
图表 10 09 年底以来地产调控政策一览	5
图表 12 房地产行业盈利和估值都具有优势	7
图表 13 行业整体盈利风险不大	7
图表 14 重点公司财务数据及评级	10

1.楼市又开始火了

从 09 年 12 月 7 日中央经济工作会议开始，房地产的调控拉开了序幕。由于政策的密集出台以及春节因素，2010 年 1-2 月房地产市场成交低迷。从 2 月底开始，成交量逐周放大（图表 1-图表 6）。从跟踪的重点城市来看，目前商品住宅周成交量基本恢复到 09 年全年的周平均水平，武汉重庆等二线城市最近的周成交量已超过 09 年的周平均成交量。

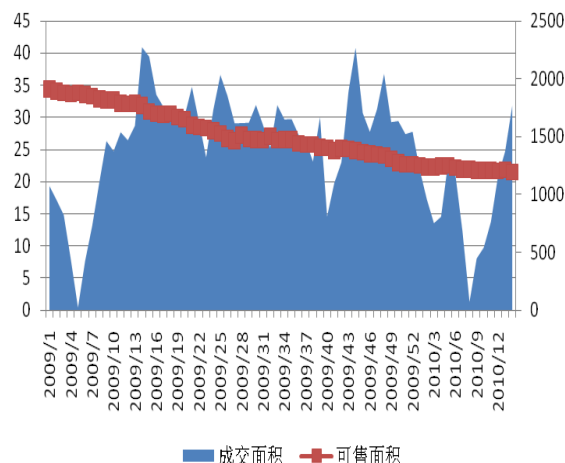
以上海为例，3 月份全市商品住宅成交面积为 80 万平方米，相比 2 月上升 150%，3 月 29 日单日成交 1801 套，成 31 个月以来单日成交最高记录。清明节假期里，全市多处新盘出现“日光盘”现象，如新城西尚海、保利林语溪等。

图表 1 上海商品住宅周成交面积和可售面积



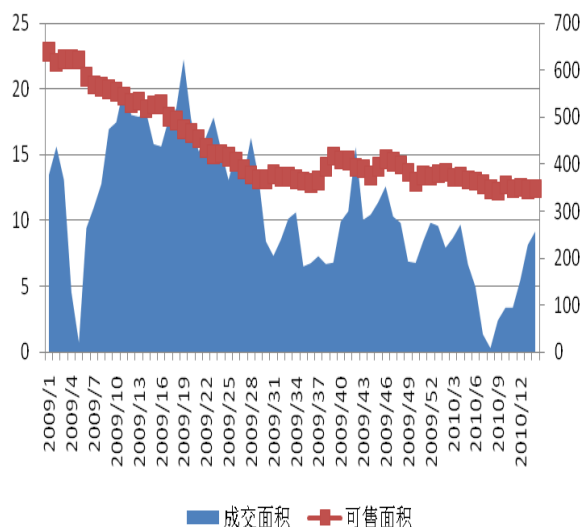
数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

图表 2 北京商品住宅周成交面积和可售面积



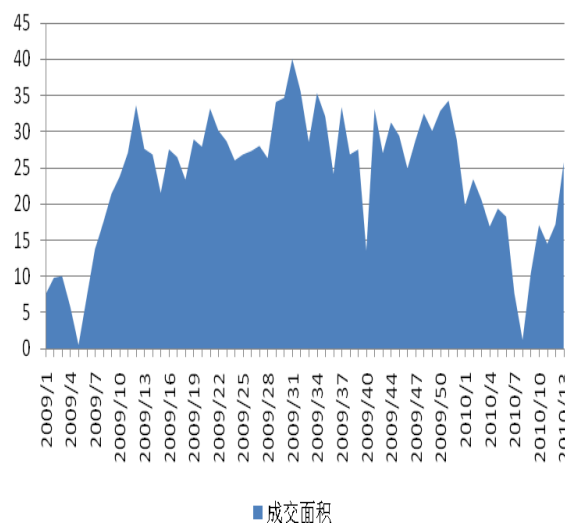
数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

图表 3 深圳商品住宅周成交面积和可售面积



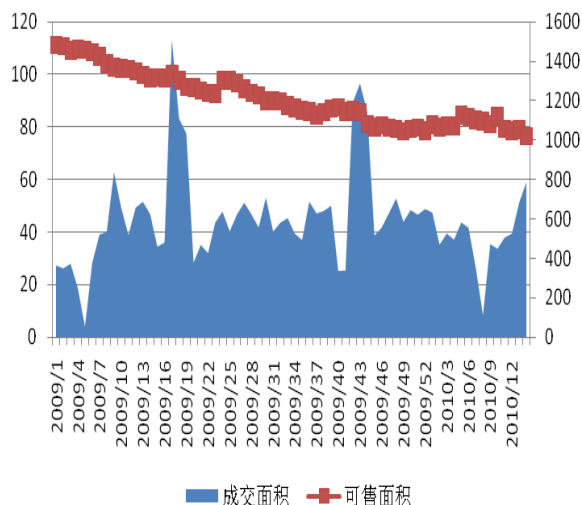
数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

图表 4 天津商品住宅周成交数据



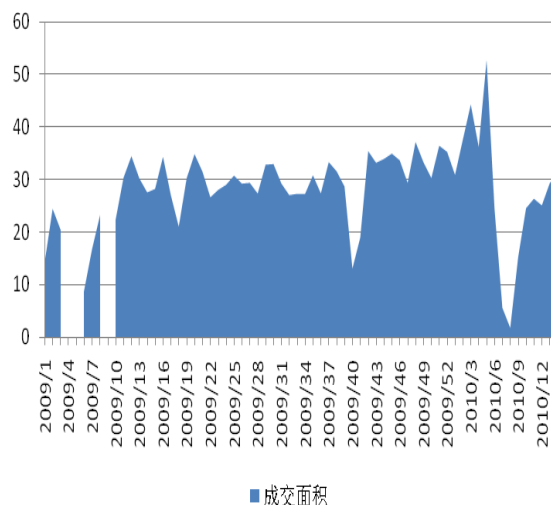
数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

图表 5 重庆商品房周成交面积和可售面积



数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

图表 6 武汉商品房周成交数据



数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

房价持续攀升（图表 7）。09 年底调控政策之后，尽管成交量出现一段时间的低迷，但是房价一直在高位盘整，像北京上海一线城市，由于房源的稀缺，价格还稳步上升。春节过后，部分城市的房价呈现了快速上升的态势。

图表 7 全国商品房价格大幅攀升



数据来源：wind，德邦证券研究所

数据来源：Wind资讯

出现 3 月火爆情境的原因，我们认为有以下几点：（1）1-2 月在调控政策的密集出台的氛围下，加上春节因素，市场呈现观望情绪。春节以后，地产调控政策趋缓，刚性需求逐渐释放。（2）受 09 年上半年开工的影响，开发商在春节前基本没有推盘量。春节后随着各地的房展会的开办，推盘量相对增加。（3）房价经过 1-2 月的盘整，3 月又快速上涨，购房者对房价上涨的预期再次强化，恐慌性的刚性需求和投资性需求都有所

增加。

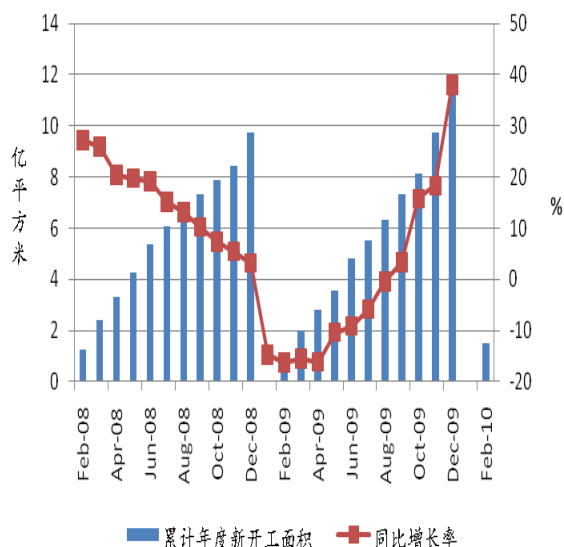
2. 二季度价量可否持续？

在 09 年度策略报告中，我们预计 10 年主要表现为通胀预期下的资产价格提升，预计房价整体提升 10-15%，房地产成交量将回归正常，预计在 7.5-8 万亿 m^2 。尽管我们不认为全年的成交面积能超越 09 年，但是二季度价量回升的趋势还能持续。

➤ 房价整体将稳步提升。首先，从重点城市的可售库存来看，由于 09 年上半年开工减少的影响，目前供应还将继续偏紧。09 年下半年开发商加快开工（图表 8），但是大量的供应将主要在下半年。其次，供应不足，资金相对充裕，开发商主动降价的动力不足。第三，由于 1 季度房价上涨过快，在政策的高压下，二季度整体房价增速或将放缓。从部分新盘的开盘价格来看，例如南京万科金色城品(2 期)，09 年 10 月开盘价 9000 元/ m^2 ，09 年 12 月底新推楼盘的价格为 14000 元/ m^2 ，当前最新开盘价 16000 元/ m^2 ，比年底上涨 14%。

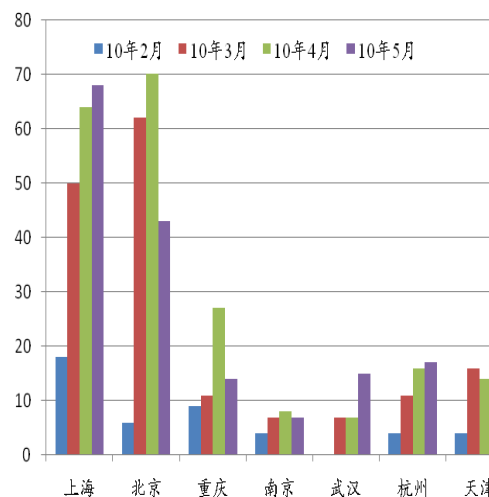
➤ 4、5 月份为传统的销售旺季，开发商积极备战五一销售，随着各地房展会的举办，预计二季度供应会相对增加（图表 9）。在人民币升值、通货膨胀的预期下，购房者对房价的预期短期内不会改变，二季度成交量还将继续上升。

图表 8 新开工面积加快增长



数据来源：wind，德邦证券研究所

图表 9 春节后新推楼盘增加



数据来源：搜房网，德邦证券研究所
注：新推楼盘个数，不代表新推面积

3.与调控意图相悖，可有政策担忧？

我们认为，从我国经济未来发展的趋势来看，“调结构”成为必然。从中长期来看，房地产调控政策将长期趋紧。

当前房地产市场所表现出来的火爆，使得短期内政策调控的压力又一次显现。我们认为，由于现行政策调控效果并不明显，未来新的调控政策是必然的，政府还是希望地产行业能平稳发展，避免行业对整个经济的冲击。关键的问题在于：（1）政府还将有什么新招？（2）什么时间出招？（3）出招的力度？

从 09 年底国家调控政策来看（图表 10），首先，政策走走看看，根据市场变化而变化，可见政策其实是希望地产行业能软着陆。其次，对于传统的调控政策市场已基本预期，例如收紧房贷，降低利率优惠，打击开发商囤地，限制地产公司的融资，土地供应审批控制等。但是实际效果甚微。而新的调控政策的预期主要还是聚焦在房地产税制改革和征收上。4 月 8 日，上海发布拟征收住宅保有税的消息后，我们认为房产征税的政策已逐渐清晰。物业税近期推出的可能性较小，与之功能类似的房产税可能将取而代之先行推出。关键就是要看政策推出的时间了。

目前住宅保有税的实施细则还没有出来。我们认为短期内对房地产市场的价量影响有限。如果征收房产税（假设仅对二套房），短期内的影响可能有二种，一种是投资房释放供应，价格小幅下跌，成交量放大；一种是不影响商品房交易市场，住房持有者则将税负转嫁到租赁市场，使得住房租金大幅提高。总体来说，在住房刚性需求旺盛的背景下，对房价和成交量的影响未必完全悲观。

图表 10 09 年底以来地产调控政策一览

09 年 12 月-10 年 1 月 政策密集期	09 年 12 月 9 日，国务院常务会议研究完善促进消费的若干政策措施,将个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年,遏制炒房现象。国办发〔2008〕131 号文件中的四大税种的优惠措施,只有营业税优惠取消,契税、个人买卖印花税、个人转让出售的土地增值税还继续维持。
	12 月 14 日，国务院常务会议研究完善促进房地产市场健康发展的政策措施(国四 条),明确提出:“加强市场监管,稳定市场预期,遏制部分城市房价过快上涨的势头”。
	12 月 17 日，财政部、国土资源部、央行、监察部等五部委公布《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》(财综〔2009〕74 号),将开发商拿地首付款比例提高到五成,且分期缴纳全部价款的期限原则上不超过一年。
	2010 年 1 月 10 日，国办发布《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设、落实地方政府责任。这个被业界俗称为“国十一条”的通知,成为了“本轮房地产调控政策的纲领性文件”。

	2010 年 1 月 21 日，国土部《关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》，对于“批而未征”、“征而未供”等问题，提出了明确的申报流程，从源头上控制了房地产商囤地和炒地现象。
地方对中央政策的落实阶段和观察效果阶段，例如，广州市积极增加限价房等保障性住房的供应，北京国土局暂停了 8 家发展商的拿地资格，南宁更将成为取消商品房预售制度的试点，南京市也在近日将个人住房公积金最高可贷额度由 30 万元降至 20 万元。	
春节后， 调控政策聚焦税收	春节后，央企地王频出。3 月 22 日，国资委表示除 16 家以房地产为主业的央企外，还有 78 家不以房地产为主业，在完成企业自有土地开发和已实施项目等工作后要退出房地产业务。
	3 月 26 日，重庆提出“特别房产消费税”。
	报道称，从 4 月 1 日起，中国农业银行将首套房贷款利率由 7 折调高至 8 折。其余的三大国有银行中行、工行和建行也已经取消首套房首付 2 成利率 7 折的优惠政策。工行和中行目前对首付 2 成的首套房贷款客户仅给予 8.5 折的利率优惠，建行则为 8 折优惠。
	财政部 4 月 6 日公布 2010 年工作要点，在改革税制方面，明确指出要进一步完善房产税制度。
	4 月 8 日，上海提出“住房保有税”。

数据来源：德邦证券研究所

4. 二季度地产行业反弹可期

在地产调控政策之后，房地产指数整体最大跌幅达到 28%。我们认为，目前房地产股估值基本反映了对新的调控政策的负面影响，由于业绩增长确定，下跌空间有限。房地产股在过去 4 个月的调整中，一直在寻找估值提升的理由。在市场与政策的较量中，股价在对政策的猜测面前还是显得较为脆弱。上月小幅反弹之后，受到上海住房保有税的影响，股价再次回落。我们认为地产行业存在较大的反弹行情，市场或许就在等待一个明朗的政策环境。

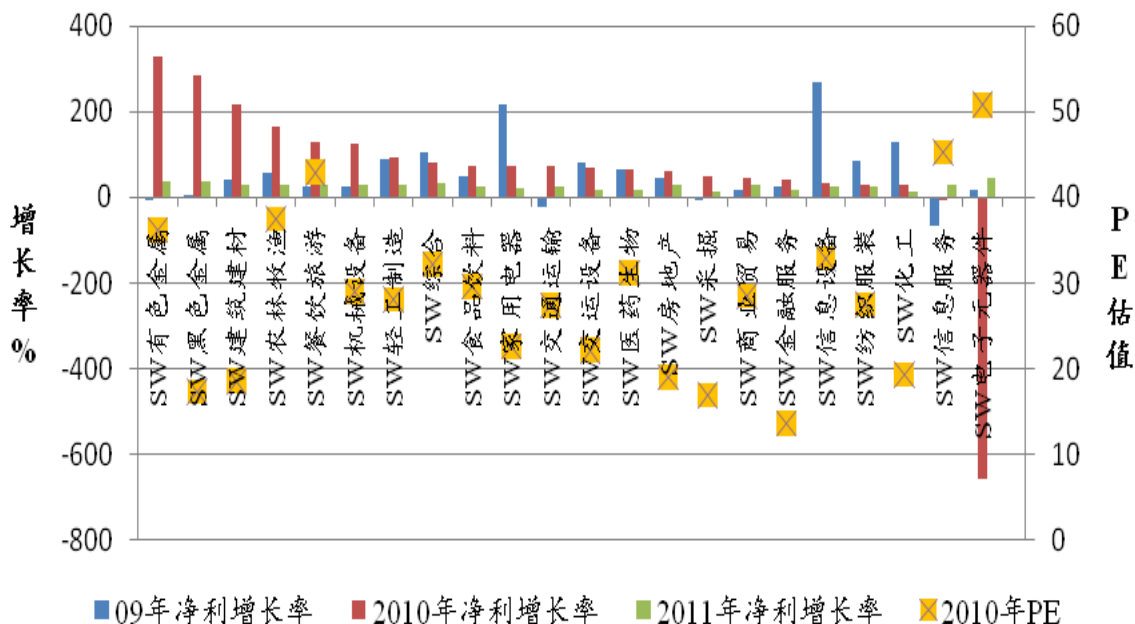
➤ **盈利和估值具有优势，下跌空间有限。**根据 wind 预测，2010-2011 年房地产行业（SW 房地产开发行业）的净利润同比增长分别为 61.78%和 30.11%。2010 年预测的 PE 为 18 倍，从盈利的确定性和估值水平来看，在 23 个行业中具有优势（图表 12）。

➤ **短期内财务风险不大。**我们列举了 06-09 年，房地产行业相关财务指标（图表 13）。目前经营性现金流状况为过去 4 年中最好的一年，扣除预收账款的资产负债表仅为 50%，另外，09 年预收账款锁定率达到 56%（根据 wind 预测的 10 年行业总收入）。尽管我们预计房地产企业股权融资放开的进度还会延后，但是短期内行业没有太大的财务风险。

➤ **等待反弹的机会。**春节之后，地产调控趋缓，主要以落实和细化相关政策为主，

基本在市场预期之内。但是股价主要以盘整为主。市场出于对政策调控的猜疑，使得整个行业的估值都未能提升。从上月小幅反弹之后，受到上海住房保有税的影响，股价再次回落的表现来看，在政策高压下反弹较为脆弱。

图表 11 房地产行业盈利和估值都具有优势



数据来源：wind，德邦证券研究所

图表 12 行业整体盈利风险不大

时间	净资产收益率 (扣除) %	经营性现金流 净额合计 (亿)	资产负债率%	扣除预收账款的 资产负债率%	预收账款锁定比例%
06 年	8	-145	66.3	50.6	——
07 年	11.79	-348	64.34	58	——
08 年	9.87	-383	63.94	68.5	——
09 年	12.23	319	67.18	49	56

数据来源：wind，德邦证券研究所

我们认为二季度地产股存在反弹行情。看好三类公司：(1) 随着行业调控趋紧，行业集中度将逐步提升，有充足资金、充足的低价土地储备，管理和品牌能力强的房地产企业将长期获益。推荐保利地产，福星股份。(2) 开发节奏把握较好，未来两年业绩确定的公司。推荐冠城大通。(3) 由于土地的稀缺性，以及地方财政制度问题，受益于土地增值的公司。推荐云南城投，中天城投，黑牡丹。

5. 重点公司推荐

5.1 冠城大通（600067）

业绩增长确定，布局国家重点规划区域

投资亮点：

- 立足北京开发，太阳星城未来两年还将为公司带来丰厚的利润。公司从 03 年开始分区开发太阳星城，从当年的 7000 元/m²，到最新的 35000 元/m²，为公司带来了丰厚的利润。太阳星城目前可售面积还有 70 万 m²，还将继续成为公司的盈利支柱。
- 向经济发达区域扩张，已布局国家重点规划区域。公司目前的项目储备主要分布在环渤海、长三角等经济发达区域，并且在国家重点规划区域，如前海地区、海西经济区等布局。我们认为未来经济发达的一线区域将成为商品房供应的稀缺地带，部分区域还将受到国家政策重点扶持。公司目前的战略布局已经为未来的发展赢得了较大的竞争优势。
- 开发节奏较好，预计未来两年净利润平均增长率 21%，业绩确定性强。2010-2012 年 EPS1.37 元，1.75 元，当前股价对应的 PE10. 2X，7.99X。估值具有优势。不考虑海科健股权增值，当前 RNAV14.39 元。我们认为可以给予 10 年 PE13-15X，对应目标价 17—20 元。
- 股价催化剂：配股方案通过；海科健股权顺利增持；区域振兴规划

5.2 福星股份（000926）

独特的开发模式,具有持续的成长性

投资亮点：

- 我们认为武汉目前大量的城中村造成了房地产市场具有一定的独特性。主要表现为 60-80%的城区土地供应将来自于城中村，且城区城郊的房价呈现结构性分化。谁掌控了未来城中村改造的主动权，未来就掌握了城市中心的开发主导。公司具有较大的先发优势。
- 目前公司二级开发项目有 9 个，未结转的建筑面积为 397.34 万 m²。09 年下半年公司公告了 3 个协议城中村项目，总的规划建筑面积达 290 万 m²。如果这些项目在 2010

年整理挂牌，公司的项目储备将超过 600 万 m^2 。随着市政府城中村改造力度的加大，未来公司土地储备的进程还将加快。

- 09 年底获得的三角路 A 包项目，目前已完成了拆迁，正在做土地平整。预计近期将开工，2010 年底以前将入市。B 包项目 86 万 m^2 也于近期摘牌确认。目前周边的销售均价在 9000 元/ m^2 。公司目前加快了高毛利项目的开工计划，未来盈利具有可持续性。
- 公司 10-11 年的 EPS 分别为 0.7 元（16.86X）和 0.80 元（14.75X）。我们认为公司目前的开发模式，适合武汉市场的特点，在 2-3 年内具有持续获得优质土地的能力。我们看好公司持续的成长性。RNAV 为 17.94 元。给予推荐评级。

5.3 黑牡丹（600510）

打造常州城市资源的开发平台

投资亮点：

- **未来的城投新秀。**09 年 2 月，公司向实际控制人常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司发行股份购买其持有的常州高新城市建设投资有限公司（高新城投）100%的股权和常州火炬置业有限公司 100%的股权。重组后，主营业务将向城市资源的开发和建设方面发展，定位于常州高新区开发建设的投融资平台。
- **介入一级开发，未来发展空间广阔。**10 年 3 月 5 日发布非公开发行股票预案，公司拟向特定对象发行股票不超过 3 亿股，募集资金不超过 38 亿元，用于两个项目，分别为常州北部新城一级开发（一期）项目和常州市“万顷良田建设工程”。常州市北部新城高铁片区，总面积约 17.6 平方公里；第一阶段开发范围确定为高铁片区中紧邻高铁常州站的高铁核心区，总面积近 4.16 平方公里。此次增发项目如顺利发行，公司将正式介入常州新北区的一级开发，未来不仅能获得相应的土地收益，还为公司获取常州市二级土地打开了广阔的空间。
- **未来两年业绩的支撑来自于现有业务。**不考虑一级开发的收益，我们预测 2010-2011 年 EPS 为 0.58 和 0.72 元。安置房和基础道路建设业务为业绩支撑，随着北部新城的开发，预计未来两年将保持平稳的增长。业绩弹性来自商品房的结算。公司目前的土地储备合计 122 万 m^2 ，在建的楼盘有 3 个，从 2010 年开始结算。纺织业务扭亏，短期内业绩贡献较小。
- 我们看好公司的城投模式。但是一级开发的合作细节还未公布，无法估算投资收益。不考虑一级开发业务，2010-2011 年 EPS0.58，0.72 元。给予谨慎推荐评级。

图表 13 重点公司财务数据及评级

证券代码	证券简称	收盘价	评级	EPS			PE		
		2010-4-9		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600067.SH	冠城大通	13.98	推荐	0.46	1.37	1.75	30.39	10.20	7.99
600048.SH	保利地产	19.60	推荐	1.06	1.37	1.72	18.49	14.27	11.40
600383.SH	金地集团	13.61	推荐	0.78	0.93	1.18	17.45	14.59	11.52
000926.SZ	福星股份	11.80	推荐	0.46	0.70	0.80	25.65	16.86	14.75
000540.SZ	中天城投	12.03	推荐	0.81	0.81	1.46	14.91	14.78	8.22
600239.SH	云南城投	24.29	推荐	0.36	2.52	2.90	67.47	9.65	8.38
000402.SZ	金融街	10.99	推荐	0.55	0.67	0.81	19.98	16.47	13.63
600510.SH	黑牡丹	14.43	谨慎推荐	0.46	0.58	0.72	31.37	24.88	20.04
600736.SH	苏州高新	8.36	谨慎推荐	0.24	0.44	0.60	35.10	18.96	14.05
000671.SZ	阳光城	35.83	谨慎推荐	1.08	3.00	3.22	33.18	11.94	11.14
000918.SZ	嘉凯城	12.42	谨慎推荐	0.83	1.00	1.28	14.96	12.36	9.74
000537.SZ	广宇发展	14.90	谨慎推荐	0.16	0.18	0.20	93.13	83.94	73.47
000797.SZ	中国武夷	9.11	中性	0.19	0.33	0.51	47.95	27.72	18.03
行业平均							27.79	17.92	13.69

数据来源: wind, 德邦证券研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。