

2010年6月11日

A

中立

田世欣

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300206110230

周路

(8621) 6860 4866 分机 8587

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300208040264

股票评级

公司名称	代码	评级	收盘价 (人民币)	每股净资产 (人民币)	溢(折)价 比例 (%)
万科	000002.SZ	买入	7.15	10.86	(34.2)
招商地产	000024.SZ	持有	15.45	22.32	(30.8)
华侨城	000069.SZ	持有	12.84	16.11	(20.3)
金融街	000402.SZ	买入	8.22	15.56	(47.2)
金地集团	600383.SS	买入	6.76	7.59	(10.9)
保利地产	600048.SS	持有	11.05	11.84	(6.7)
华发股份	600325.SS	买入	10.86	14.33	(24.2)
冠城大通	600067.SS	持有	8.46	9.71	(12.9)
深振业	000006.SZ	持有	5.43	6.22	(12.7)
中华企业	600675.SS	买入	7.18	10.24	(29.9)
中航地产	000043.SZ	持有	10.97	14.71	(25.4)
中国国贸	600007.SS	持有	10.00	17.46	(42.7)
张江高科	600895.SS	买入	9.38	14.72	(36.3)
浦东金桥	600639.SS	买入	9.40	16.76	(43.9)
京投银泰	600683.SS	持有	6.57	7.11	(7.6)
嘉凯城	000918.SZ	买入	8.23	10.39	(20.8)
世茂股份	600823.SS	买入	10.26	25.45	(59.7)
苏宁环球	000718.SZ	买入	9.54	13.47	(29.2)
鲁商置业	600223.SS	持有	7.38	10.79	(31.6)
中南建设	000961.SZ	买入	8.96	14.89	(39.8)
ST 东源	000656.SZ	买入	8.76	13.03	(32.8)
建发股份	600153.SS	买入	12.57	17.32	(27.4)
新湖中宝	600208.SS	买入	4.77	6.85	(30.3)
荣盛发展	002146.SZ	买入	9.97	12.72	(21.6)
阳光城	000671.SZ	持有	11.34	11.33	0.1
福星股份	000926.SZ	买入	9.40	12.78	(26.4)

资料来源：彭博及中银国际研究预测

以2010年6月10日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司

房地产开发投资数据点评

新政效果初现，量价拐点凸显

国家统计局公布的1-5月份房地产开发投资数据显示房价涨幅开始收窄，房地产开发投资、新开工面积、土地购置面积等供应先行指标进一步回升，销售面积增速进一步回落，行业资金面进一步趋紧。楼市新政密集出台后，在行业整体面临巨大调整压力的背景下，商办地产子板块却因政策风险有限、价值洼地效应凸显等因素表现持续优于大市，二三线城市的表现也相对较好。我们对房地产板块整体在房价全面松动前持谨慎态度，继续维持**中立**评级，但相对看好商业地产股和受益加速城市化的二三线城市区域龙头。

支撑评级的要点

- 5月全国房价的同比、环比涨幅均出现回落，特别是二手房指数开始环比走跌，显示调控初见成效。
- 国房景气指数连续两月回落，其中资金来源分类指数的下滑尤为明显。但房地产开发投资分类指数继续攀升。
- 由于同比基数较低和开发商补库存，房地产开发投资和新开工面积、土地购置面积等供应先行指标的同比增速继续上升，将导致未来供求局面进一步改善。但这些指标预计也将在年中开始见顶回落。
- 销售增速和单月销量继续回落，且产品间、区域间分化进一步显现，我们更看好商办物业和二三线城市住宅的销售后劲。
- 大部分的分类资金来源继续回落，其中定金及预收款和个人按揭贷款尤为明显。在行业资金面全面趋紧的格局下，开发商降价自救方为王道。

评级的风险因素

- 宏观经济二次探底；货币政策收缩速度快于预期；进一步行业调控政策出台；

首选买入品种

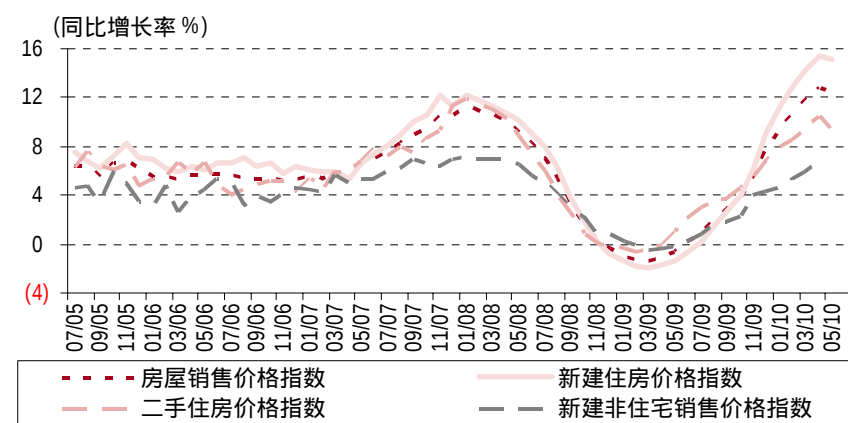
- 我们住宅开发商的首选为荣盛发展和福星股份，商业和园区地产类公司的首选为世茂股份。

房价涨幅 14 月以来首度下降

根据国家统计局的统计数据，2010 年 5 月，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 12.4%，涨幅比 4 月份缩窄 0.4 个百分点，为去年 3 月增速见底回升以来的首次下降；环比上涨 0.2%，涨幅比 4 月份缩小 1.2 个百分点。其中，新建住房销售价格同比上涨 15.1%，涨幅比 4 月份缩小 0.3 个百分点；环比上涨 0.4%，涨幅比 4 月份缩小 1.0 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 9.2%，涨幅比 4 月份缩小 1.3 个百分点；环比下降 0.4%，比 4 月份涨幅低 2.1 个百分点；总体来看，房价的环比及同比涨幅皆出现回落，尽管一手房仍出现微幅的环比上涨，但领先指标二手房价格已经开始回调，此轮楼市调控初见成效。

分城市看，70 个大中城市新建商品住宅价格均出现同比上涨，其中海口、三亚和温州分别以 52.8%、50.8% 和 19.2% 的涨幅居前。但与 4 月相比，12 个城市的房价出现了环比下降，下跌数量较 4 月有所上升，但跌幅均在 1% 以内。下跌城市包括北京、深圳、广州、杭州、南京、厦门、宁波等热点一二线城市。

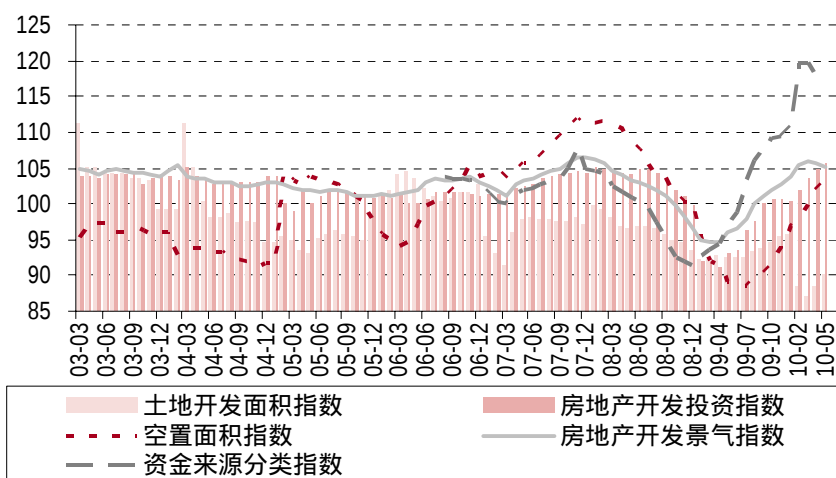
图表 1. 全国 70 个大中城市房价指数涨幅开始回落



资料来源：国家统计局，发改委，中银国际研究

国家统计局报告显示,2010年5月份全国房地产开发景气指数为105.07,比4月份回落0.59点,比去年同期提高9.13点,该指数延续了3月份下降的趋势。分类指数方面,资金来源分类指数较4月份下降1.46点,连续两月下滑;房屋施工面积分类指数下降0.49点,而房地产开发投资指数上涨0.62点,空置面积指数和土地开发面积指数均上涨1.70点。

图表 2. 国房景气指数连续两月回落



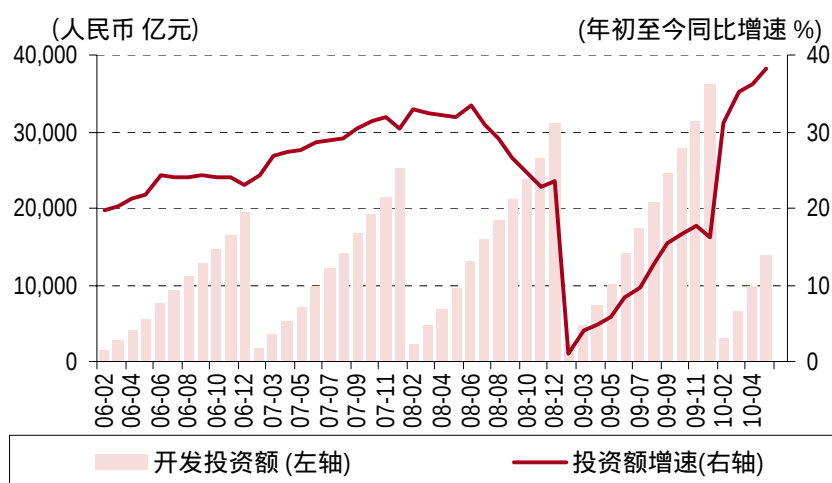
资料来源：国家统计局，中银国际研究

开发投资增速进一步提高

1-5月,全国完成房地产开发投资13,917亿元,同比增长38.2%,增幅比去年同期提高32.4个百分点,较去年全年提升22.1个百分点,比今年1-4月份也提高2.0个百分点。其中,商品住宅完成投资9,643亿元,同比增长35.7%,占房地产开发投资的比重为69.3%。5月当月房地产开发完成投资3,985亿元,比上月增加648亿元,增长19.4%。值得注意的是,商品住宅的投资增速已经连续多月低于商品房投资增速,这说明写字楼和商业用房期间的投资增速明显高于商品住宅。众多传统的住宅开发商面对住宅市场政策环境的不明朗,纷纷加大了商办市场的投资比重,旨在短期内通过创造稳定的现金流回报增强企业的财务稳健性及外部风险抵御力,分散整体经营风险,并在中长期受益于商办物业未来的升值潜力。我们认同这一行业发展模式的逐渐转型。

由于 09 年 1-5 月的开发投资增速接近历史谷底，仅 5.8%，因此今年前五个月的开发投资增速在低基数效应下跃升明显。从商品房销售额和房地产开发投资之比来看，今年 1-5 月该比率达 1.14，较 1-4 月的 1.25 有所下降，显示供需情况进一步趋于平衡。我们预计随着年中以后同比基数的迅速上升，开发投资增速在 2010 年将呈现前高后低的态势，维持全年增长 22% 的预测。

图表 3. 商品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

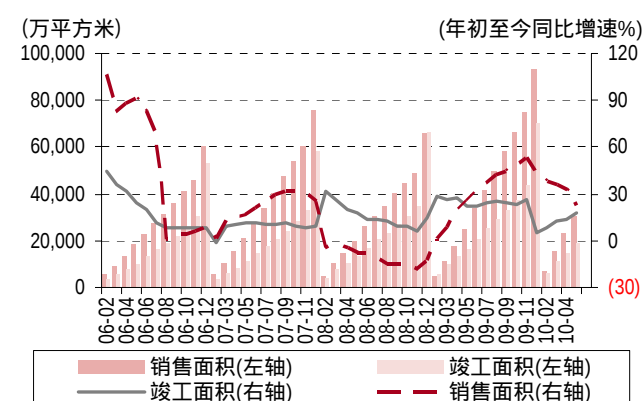
供应先行指标加速回升

从供应先行指标来看，1-5 月的新开工面积、施工面积、土地购置面积和土地购置费分别同比增长 72.4%、30.5%、31.1% 和 89.7%，除施工面积涨幅略有收窄以外，其他指标较 09 年同期和全年以及今年 1-4 月均有明显提升，且新开工面积增速继今年 1-4 月后再度创出近年来的新高。这一方面是去年同比基数较低的原因，另一方面也显示开发商补库存力度进一步加强，但下半年随着同比基数的快速上升和开发商可能因为销售不畅和资金链压力而调整开工进度，新开工增速预计将在年中见顶回落，我们维持 2010 年新开工面积同比增长 20% 的预测。随着去年年中以来的新开工楼盘逐渐满足预售条件入市，预计三季度开始供应偏紧的局面将有所改观，从而促成价格的进一步松动和成交量的见底回升。

分产品来看,1-5月商品住宅销售面积增长 19.9%,办公楼增长 74.5%,商业营业用房增长 45.7%;同期商品住宅销售额增长 33.6%,办公楼和商业营业用房分别增长 112.5%和 64.4%。自去年底以来办公楼和商业用房的当年累积销售面积和销售额同比增速逐月攀升,和住宅的高位逐月回落形成鲜明对比。自今年 2 月开始,办公楼和商业营业用房累积销售额增速持续超过商品住宅,显示去年异常火爆的住宅市场在巨大的政策压力下已经开始快速降温,而价格和成交量反应相对滞后的商办市场逐渐后来居上。事实上,由于商办市场的价值洼地效应,再加上本轮地产调控无论是信贷政策还是限购政策都未涉及商务地产,部分城市的确已经出现了投资资金从住宅市场流入商办地产市场的现象。在整体楼市和地产板块面临调整压力的局面下,我们相对看好商办地产和相关股票的表现。

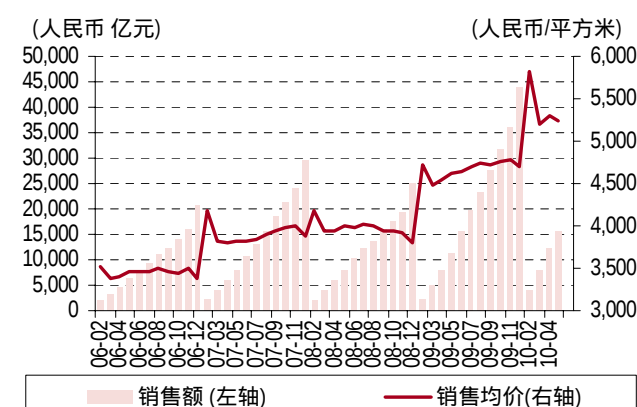
区域方面,2009 年楼市率先复苏的东部地区今年 1-5 月的商品房销售面积和销售额增速分别达 15.1%和 31.6%,低于全国整体水平;而反应相对滞后的中部和西部地区逐渐后来居上,销售面积的同比增速分别达 37.8%和 26.7%,销售额的同比增速分别达 62.7%和 48.7%,均高于全国水平。由于东部一二线城市供应不足,价格涨幅过快,同时也是调控政策的打击重点,而中西部的二三线乃至四线城市供应充足,房价的涨幅和绝对值相对理性,地方政府对地产行业的依赖度更大,预计这种销量的区域分化格局将在今年表现的相当明显,这也与我们相对看好受益于加速城市化的二三线城市的观点不谋而合。

图表 6. 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. 商品房销售额和均价走势

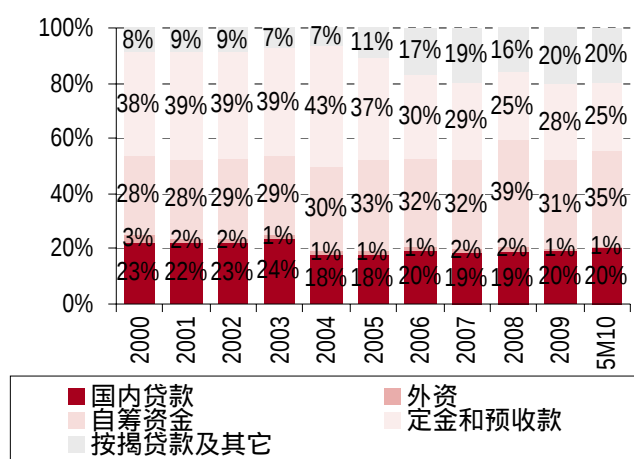


资料来源：国家统计局，中银国际研究

资金来源分类指数高位回落

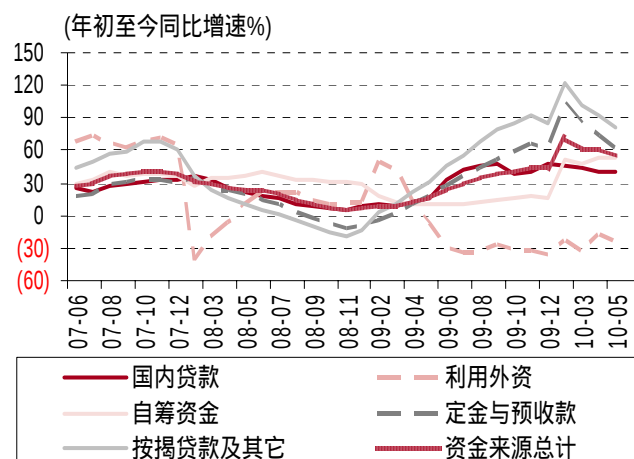
2010年1-5月，房地产开发企业本年资金来源27,288亿元，同比增长57.2% 较1-4月回落2.7个百分点。其中，国内贷款5,550亿元，同比增长43.6%，较1-4月提高3.7个百分点；利用外资169亿元，同比下降24.8%，较1-4月回落7.4个百分点；企业自筹资金9,541亿元，同比增长54.3%，较1-4月提高1.8个百分点；其他资金12,029亿元，同比增长69.6%，较1-4月回落12.1个百分点。在其他资金中，定金及预收款6,697亿元，同比增长61.1% 较1-4月回落12.8个百分点；个人按揭贷款3,744亿元，同比增长88.8%，较1-4月回落13.3个百分点。总体来看，除国内贷款和企业自筹资金同比增幅略有提高以外，各分类资金来源的同比增速均出现了不同程度的回落，其中受楼市降温 and 购房贷款收紧影响最为直接的定金及预收款和个人按揭贷款增速尤为明显。此外，目前海内外资本市场房企的直接融资基本无望，银行开发贷也大有收紧的态势。在各资金来源全面趋紧的局面下，开发商唯有顺应政策导向和市场环境，调整价格、加快资金回笼才是占据主动、应对危机的唯一出路。五月率先降价，单月环比销售业绩在众多开发商中独树一帜的恒大地产便是很好的例证。

图表 8. 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 9. 各资金来源同比增长率



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 2010 年 6 月 9 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，豁免批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 2010 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