

房地产行业

政策不放松，震荡寻筑底 ——房地产行业下半年投资策略

投资要点：

●**行业基本面。**成交量持续萎缩，在低谷徘徊；价格略有松动，降幅不明显；新开工增速仍处高位，可能会因势调整；房企购置土地意愿仍然较强，但稍显谨慎，关键在于价格；全年的投资增速可能出现前高后低的走势；市场的供给依赖于楼市量价变化趋势和开发商的资金实力及其对后市的判断；目前潜在购房需求仍然旺盛，只是受制于偏离支付能力的高房价，潜在需求未能有效释放。

●**政策分析。**今年以来，相关部门从金融、土地、税收等方面提出了多项政策。调控频度和力度均超出市场预期。从已出台政策来看，政策的力度已经足够强。只要政策持续并得到有力执行，调控的效果应该非常明显。

●**估值分析。**当前房地产板块估值处于历史较低水平。但当前的房地产市场，政策调控仍在继续，行业基本面仍未好转，企业盈利水平也将随之下调，从而使得现有的动态估值指标面临下调风险。

●**行业趋势。**房地产市场具有明显的政策市特征。在政策效力仍未完全释放，后续政策预期仍然存在的情况下，行业难以走出低迷。成交量在持续萎缩、降至冰点之后，短期可能会有小幅反弹，但较低的成交量仍将持续一段时间，之后价格开始明显下调。

●**投资策略。**行业在下半年仍将低迷，地产股也难有起色。但由于前期累积的较大跌幅，使得行业估值处于历史较低水平，预计板块下跌的空间亦有限。因此，下半年地产股仍将维持震荡格局。在连续超跌之后，可能会出现阶段性的短期小幅反弹行情，但板块弱势格局不变。给与行业“中性”评级。建议耐心等待行业基本面出现转机之后的行业整体性投资机会。个股方面，维持 2 季度投资策略的思路，建议关注三类公司，包括受益于城镇化进程的名流置业、万科；预收帐款占比高、业绩有保障的滨江集团；拥有优质商业地产项目，可适度平衡收益规避风险的阳光股份、世茂股份。

●**风险提示：**宏观经济的不确定性和政策超预期紧缩的风险。

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级 中性 (维持)

静态市盈率： 22.27

动态市盈率： 14.64

行业表现 2010.06.08



评价周期 1个月 6个月 12个月

绝对表现 (%) (1.5) (38.53) (23.53)

相对表现 (%) 4.37 (16.83) (22.44)

资料来源：爱建证券研究部

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
招商地产	推荐	1.06	1.46	1.82
滨江集团	推荐	0.48	0.85	1.16
阳光股份	推荐	0.50	0.65	0.86
云南城投	推荐	0.35	1.98	2.62
中南建设	推荐	0.719	1.2	1.65
福星股份	推荐	0.47	0.65	0.92
冠城大通	推荐	0.46	1.02	1.38
卧龙地产	推荐	0.34	0.82	1.11

资料来源：公司数据

左红英 执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

《房地产行业月报》	每月初
《房地产行业 2008 年 4 季度投资策略》	20080923
《2009 年房地产行业投资策略》	20091217
《2009 年 2 季度房地产行业投资策略》	20090323
《2009 年下半年房地产行业投资策略》	20090615
《2010 年房地产行业投资策略》	20091217

内容目录

一、行业现状——量缩价未跌，供求两观望	4
楼市成交量持续萎缩、低位徘徊	4
楼价略有松动，未见明显下降	4
新开工仍处高位，可能调整	6
土地购置意愿尤强，关键在价格	7
投资增速，前高后低	7
供给：开发商谨慎观望，推盘量价取决于资金实力	8
需求：潜在需求旺盛，受制于高房价，依然观望	8
二、政策分析——力度足，实效取决于执行力和持续性	9
已出台政策	9
传闻中的政策	10
三、估值分析——随时可能下移	10
当前估值水平定位	10
估值的不确定性	12
四、行业趋势——震荡盘整	12
政策短期难放松	12
行业仍将震荡	13
五、投资策略——维持中性，耐心等待	13
六、重点推荐公司：	13
名流置业(000667)	13
滨江集团(002244)	14
世茂股份(600823)	15

图表目录

图表 1 北京商品房成交量	图表 2 天津商品房成交	4
图表 3 上海商品房成交量	图表 4 杭州商品房成交	4
图表 5 南京商品住宅成交量	图表 6 武汉商品房成交	5
图表 7 重庆商品房成交	图表 8 西安商品住宅成交量.....	5
图表 9 深圳商品房成交	图表 10 厦门商品住宅成交量.....	5
图表 11 房屋新开工面积（当月值）	图表 12 房屋新开工面积及增速（累计值）	6
图表 13 房屋新开工面积当月环比	图表 14 房屋新开工面积历年 4 月份的环比数据.....	6
图表 15 本年购置土地面积累计同比	图表 16 本年购置土地面积（当月值）	7
图表 17 本年购置土地面积历年 4 月份的环比数据	图表 18 购置土地单价	7
图表 19 房地产开发投资完成额及其增速		8
图表 20 北京、深圳可售面积	图表 21 上海商品住宅可售面积.....	8
图表 22 我国历年人口出生率和自然增长率		9
图表 23 2010 年已出台政策一览		9
图表 24 传闻中可能出台的政策一览		10
图表 25 房地产板块静态估值定位	图表 26 房地产板块动态估值定位.....	11
图表 27 房地产板块静态估值相对于上证 A 股溢价百分比	图表 28 房地产板块动态估值对上证 A 股溢价百分比..	11
图表 29 房地产板块静态 PE	图表 30 房地产板块动态 PE	11
图表 31 名流置业股价走势和 PE Bands		14
图表 32 滨江集团股价走势和 PE Bands		15
图表 33 世茂股份股价走势.....		16

一、行业现状——量缩价未跌，供求两观望

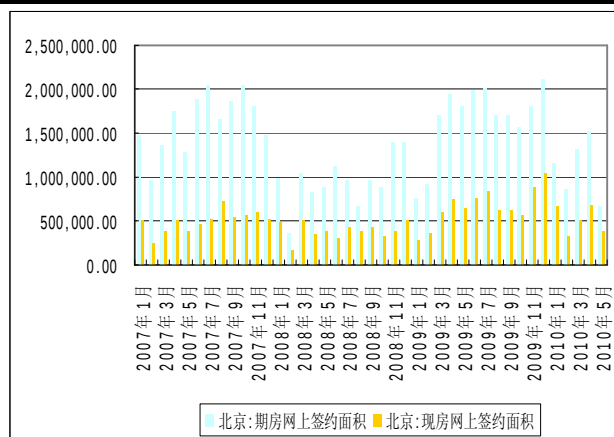
n 楼市成交量持续萎缩、低位徘徊

我们分析了北京、上海等16座重点城市2008年以来每年5月份的成交套数，结果显示，2010年5月份16座城市累计成交套数较2009年同期减少了55%，较2008年同期减少了5.39%，较2010年4月份减少了45.95%。成交量持续萎缩，并持续在低位徘徊。

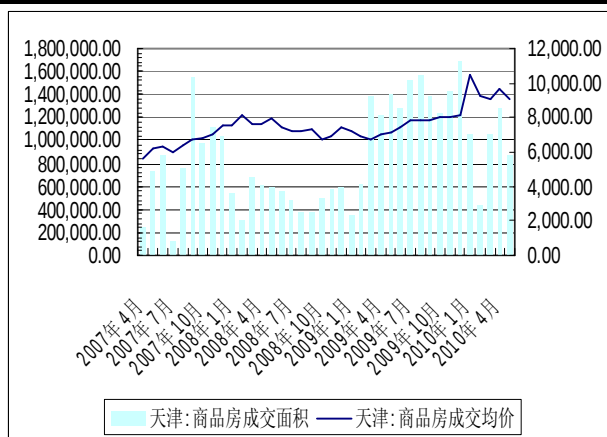
n 楼价略有松动，未见明显下降

我们分析了深圳、上海等11座重点城市2010年5月份的商品住宅成交均价。有6座城市的成交均价环比出现了下降，降幅均在10%以内；另有5座城市的成交均价环比仍出现上涨，涨幅从1%到13%不等。同比全部大幅上涨，涨幅在20%到70%不等。综合来看，楼价目前仅是略有松动，降幅并不明显。

图表 1 北京商品房成交量



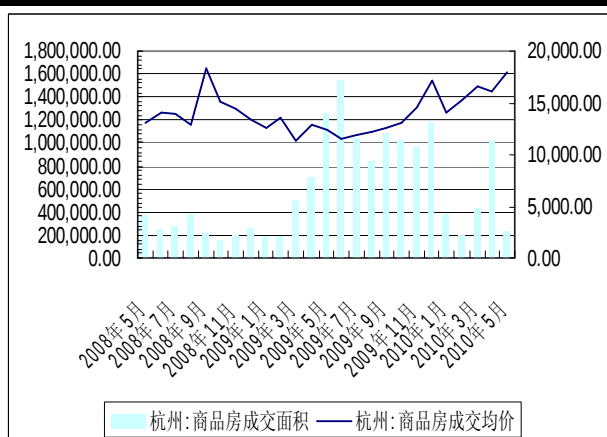
图表 2 天津商品房成交



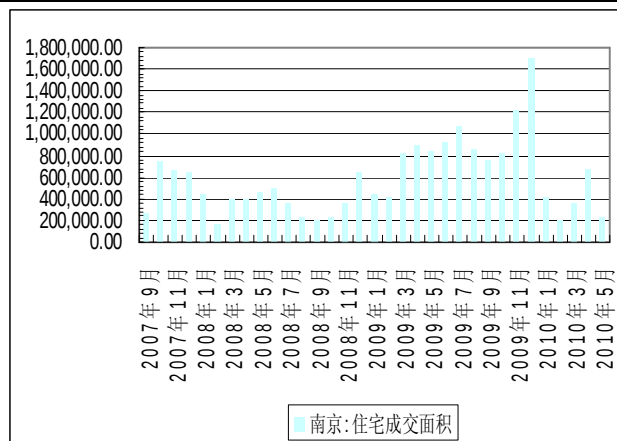
图表 3 上海商品房成交量



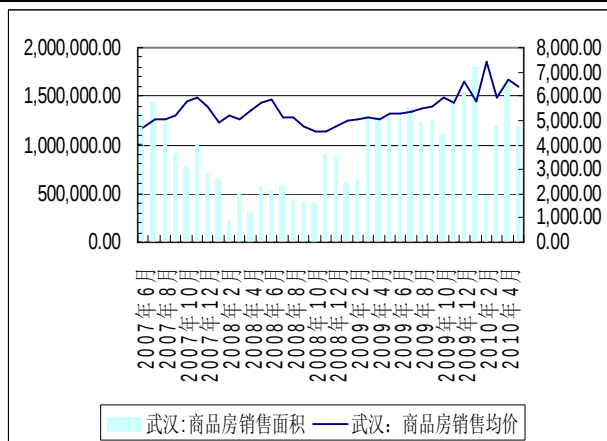
图表 4 杭州商品房成交



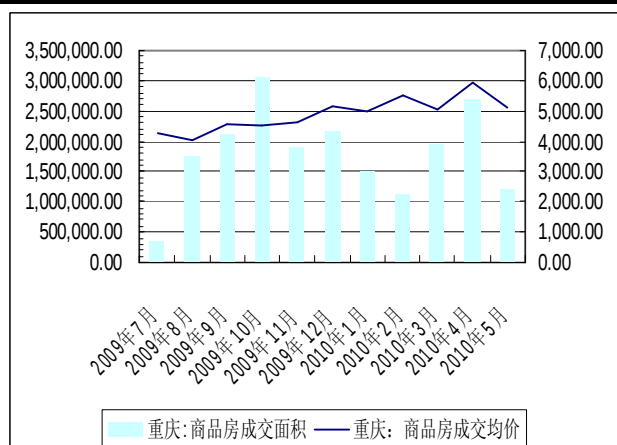
图表 5 南京商品住宅成交量



图表 6 武汉商品房成交



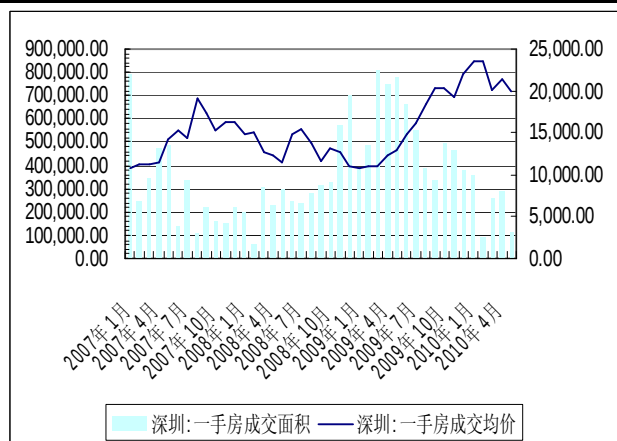
图表 7 重庆商品房成交



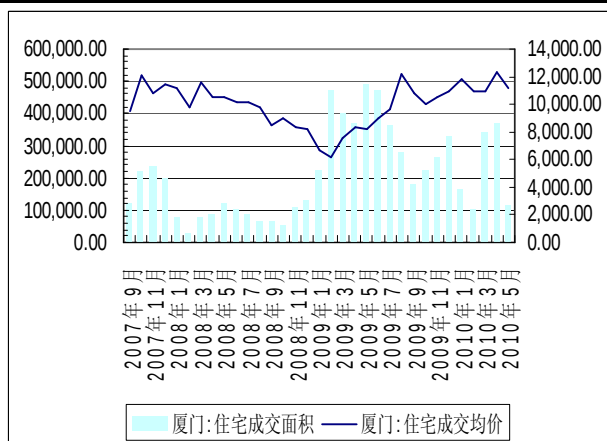
图表 8 西安商品住宅成交量



图表 9 深圳商品房成交



图表 10 厦门商品住宅成交量

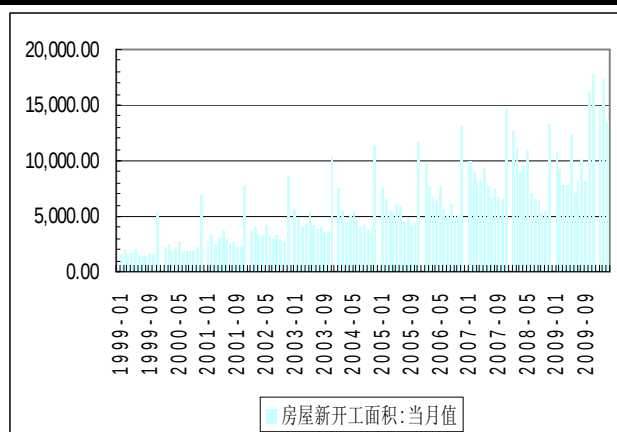


数据来源: wind, 爱建证券研发部

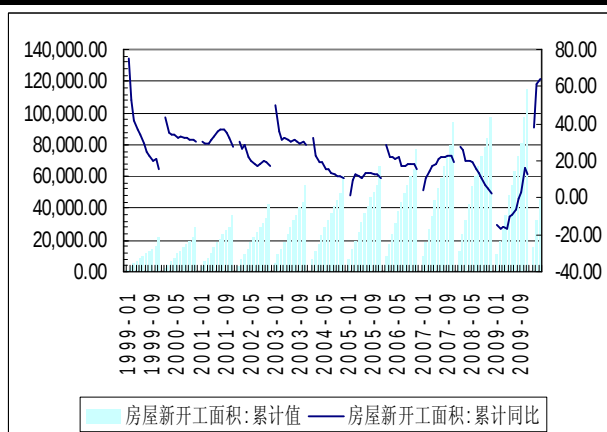
n 新开工仍处高位，可能调整

今年1-4月，全国房屋新开工面积累计达45687万平方米，同比增长64.10%，该增速为1999年以来的历史次高值（仅低于1999年2月的75.40%），除了09年下半年以来新开工的持续增长之外，去年同期相对较低的基数也是一个重要原因。4月份的全国房屋新开工面积（当月值）13398万平方米，环比下降了22.88%。该指标的下滑，很可能来自于季节性因素。根据我们对1999年以来数据的分析，历年4月份的新开工面积环比都会出现一定的下滑，有5个年份的环比下滑幅度超过了20%。整体来看，目前的新开工数据仍处在较高的位置。从我们调研反馈的情况来看，目前开发商仍处谨慎观望的态度。部分中小开发商可能会调整新开工计划。但对于一些中大型开发商来说，由于2008年调控期缩减了开工，2009年迅速的消化，目前库存处在较低的位置，从可持续发展的角度，仍有补充库存的需要。我们预计整体的新开工可能会有所调整，但调整幅度不会太大。从增速来讲，由于基数和新开工微调等原因，预计全年会出现前高后低的走势。

图表 11 房屋新开工面积（当月值）

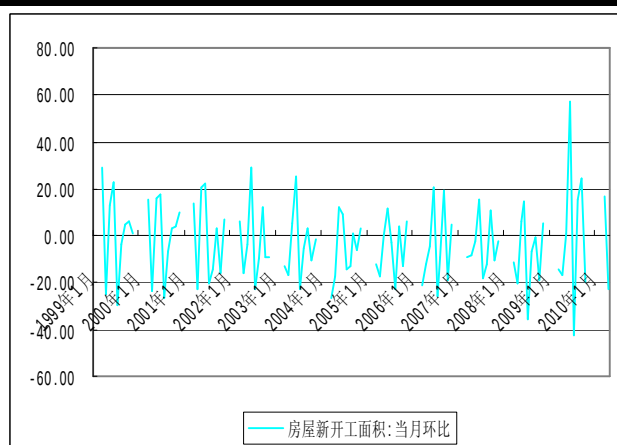


图表 12 房屋新开工面积及增速（累计值）

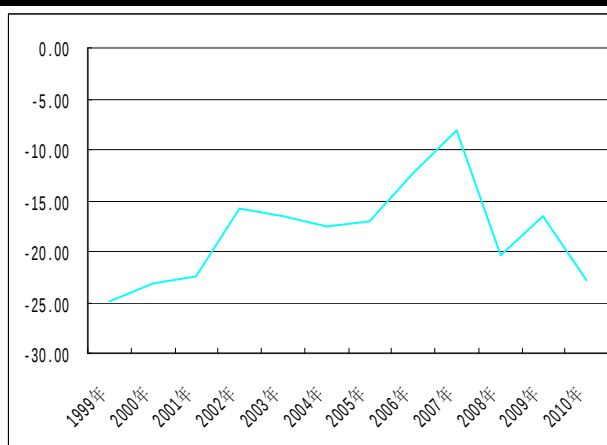


数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 13 房屋新开工面积当月环比



图表 14 房屋新开工面积历年4月份的环比数据



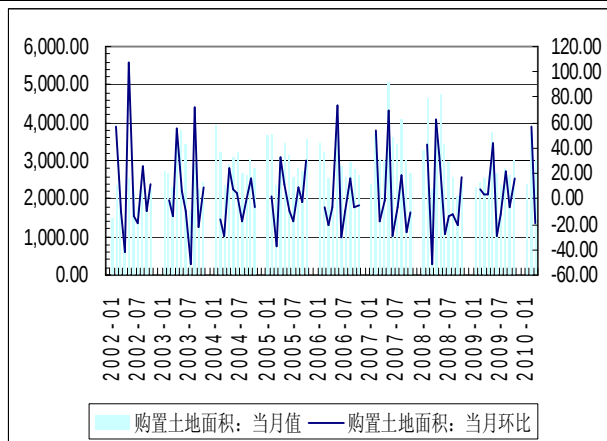
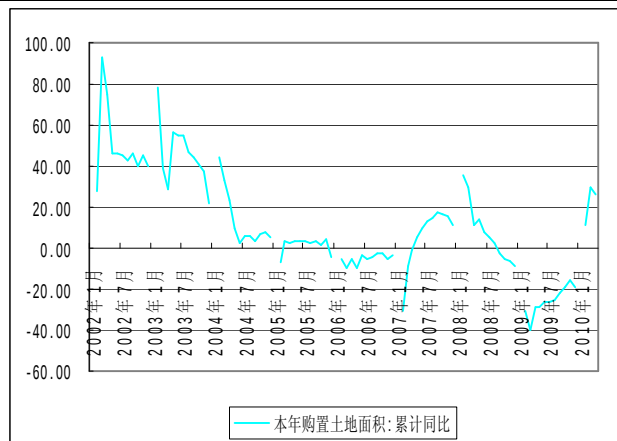
数据来源: wind, 爱建证券研发部

n 土地购置意愿尤强，关键在价格

今年1-4月份累计购置土地面积9183万平方米，同比增长26.40%。由于房地产开发周期较长，尽管目前楼市成交较为低迷，开发商拿地需求仍然较高。尤其是资金较为充裕的开发商更希望能在市场低迷期拿到较为廉价的土地，为下一轮的扩张准备粮草。影响土地市场的关键因素仍在价格，价格合理的土地，愿意出手的开发商仍不在少数。

图表 15 本年购置土地面积累计同比

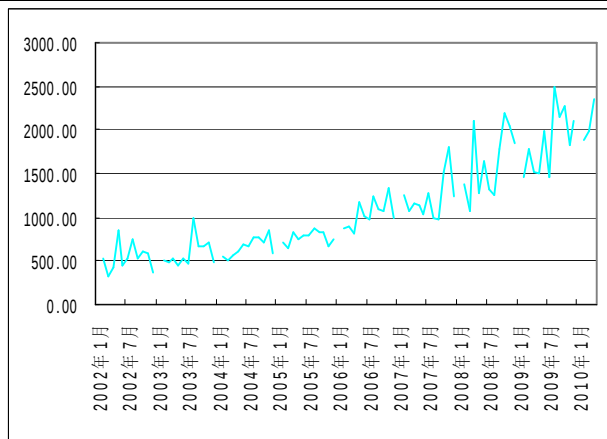
图表 16 本年购置土地面积（当月值）



数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 17 本年购置土地面积历年 4 月份的环比数据

图表 18 购置土地单价

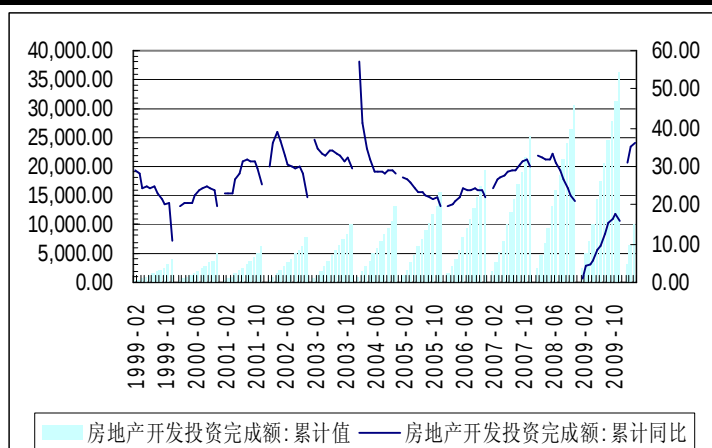


数据来源: wind, 爱建证券研发部

n 投资增速，前高后低

今年1-4月房地产开发投资完成额累计为9932亿元，同比增长36.20%。由于去年的房地产开发投资经历了由低到高逐步提升的过程，从而使得可比基数逐步抬高，因此，今年全年的投资增速可能出现前高后低的走势。

图表 19 房地产开发投资完成额及其增速

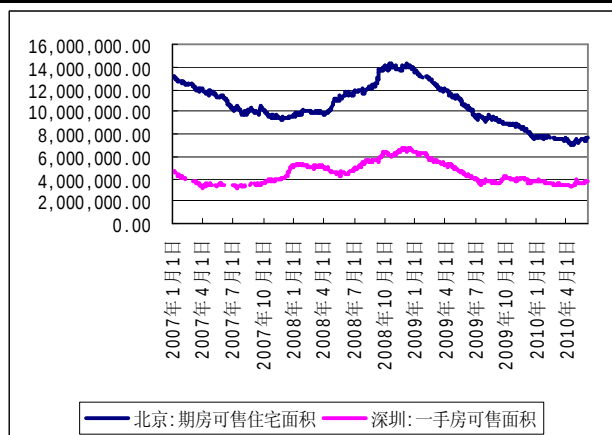


数据来源: wind, 爱建证券研发部

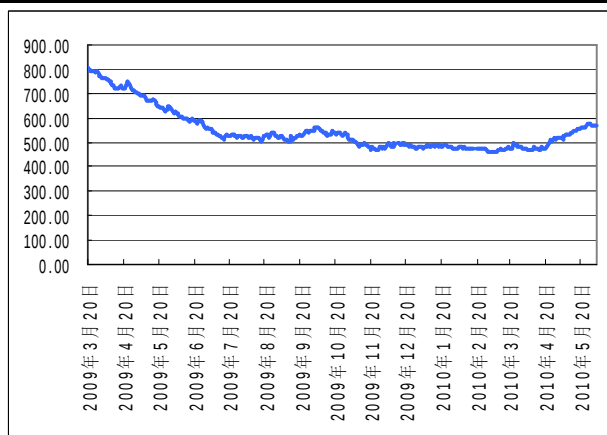
n 供给：开发商谨慎观望，推盘量价取决于资金实力

经过2009年快速消化之后，市场的库存处于较低水平。新政出台前后，开发商亦处于谨慎观望状态，推盘量明显减少。从北京、深圳、上海的数据来看，目前楼市的可售量亦处于较低水平。之后市场的供给依赖于楼市量价变化趋势和开发商的资金实力及其对后市的判断。

图表 20 北京、深圳可售面积



图表 21 上海商品住宅可售面积

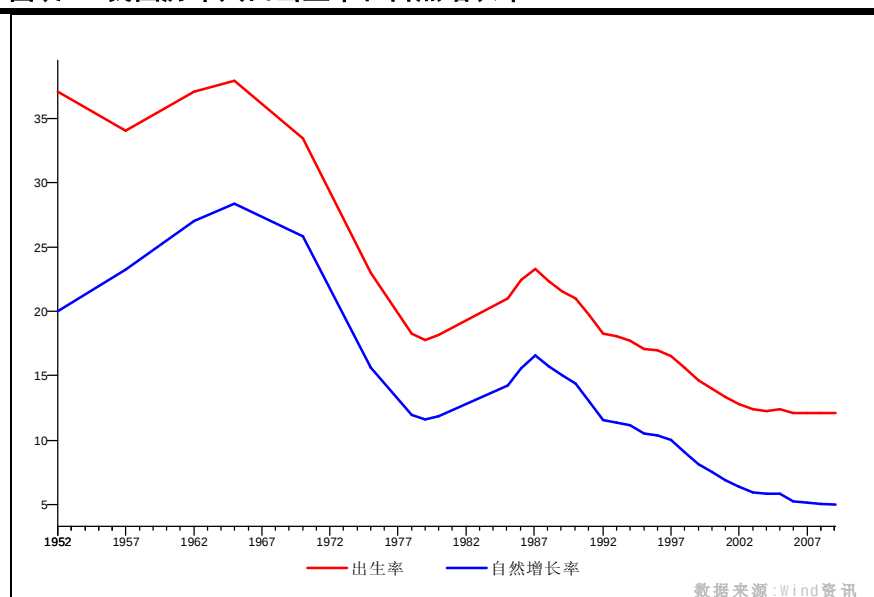


数据来源: wind, 爱建证券研发部

n 需求：潜在需求旺盛，受制于高房价，依然观望

从人口结构分析，我国的人口出生率和自然增长率在1987年达到1977年以来的峰值（分别为23.33%和16.61%），随后一路下滑，近几年分别稳定在12%左右和5%左右。据此测算，若假设平均首次购房年龄为30岁，则购房需求的峰值将在2017年出现。此外，从我们草根调研的情况来看，目前各大中城市潜在购房需求仍然旺盛。只是受制于偏离支付能力的高房价，潜在需求未能有效释放。

图表 22 我国历年人口出生率和自然增长率



数据来源: wind, 爱建证券研发部

二、政策分析——力度足，实效取决于执行力和持续性

n 已出台政策

今年以来，相关部门从金融、土地、税收等方面提出了多项政策。调控频度和力度均超出市场预期。金融政策方面，提高了二套和多套房贷首付比例和贷款利率，部分地区暂停发放第三套及以上住房贷款、暂停异地购房贷款，二套（多套）房从严认定；土地政策方面，提高了开发商拿地门槛；税收政策方面，加强土地增值税征管，提高预征比例。

从已出台政策来看，政策的力度已经足够强。如果各地、各部门严格执行，只要政策持续，调控的效果应该非常明显。

图表 23 2010 年已出台政策一览

时间	名称	相关部门	主要内容	影响
1.10	《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	国务院	从增加保障性住房和普通商品住房有效供给、合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求、加强风险防范和市场监管、加快推进保障性安居工程建设、落实地方各级人民政府责任等 5 个方面，共提出了 11 条措施。	提出了此轮调控的整体框架，针对性和力度一般
3.10	《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》	国土资源部	开发商今后在拿地时一律按照底价的 20% 缴纳保证金，成交后，需在一个月内缴清成交额 50% 的首付款。	提高了开发商拿地门槛
4.14	《研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施》	国务院	实行更为严格的差别化住房信贷政策，提高了购买首套自住但建筑面积大于 90 平方米的家庭的首付比例（3 成），并提高了购买第二套住房家庭的首付比例（5 成）和贷款利率（1.1 倍）。对贷款购买第三套及以上住房的，大幅度提高首付款比例和利率水平。	力度较大
4.17	《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	国务院	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施，在一定时期内限定购房套数。	政策力度大超预期，对行业产生明显影响

5.26	《关于增值税清算有关问题的通知》	国家税务总局	要求各地规范土地增值税清算,对土地增值税清算的各种情况,在技术上进行明确。	技术规定,心理影响大于实质影响
5.31	《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》	国务院	逐步推进房产税改革	强化了市场对房产税的预期
6.3	《关于加强土地增值税征管工作的通知》	国家税务总局	除保障性住房外,东部地区省份预征率不得低于 2%,中部和东北地区省份不得低于 1.5%,西部地区省份不得低于 1%,各地要根据不同类型房地产确定适当的预征率。对确需核定征收土地增值税的,国税总局规定,要严格按照税收法律法规的要求,从严、从高确定核定征收率。为了规范核定工作,核定征收率原则上不得低于 5%,各省级税务机关要结合本地实际,区分不同房地产类型制定核定征收率。	如严格执行,对房地产企业利润有直接影响
6.4	《关于规范商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准的通知》	住房和城乡建设部、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会	对商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准进行了规范,认房又认贷	较为严格,抑制(依赖贷款的)投资、投机性需求

数据来源:爱建证券研发部

n 传闻中的政策

除了已出台政策之外,市场对于未来可能出台的政策也充满了担忧,屡屡传出诸如房产税之类的消息。从目前情况来看,市场传言较多的政策还包括房产税、监控房企预售款等。这两项政策对行业都具有比较重要的影响。

图表 24 传闻中可能出台的政策一览

名称	主要内容	影响
房产税	传言将在上海试点征收房地产保有环节的房产税。具体征收办法市场流传的版本较多,税基和税率差异也较大	改变市场预期,影响较大
监控房企预售款	住房和城乡建设部正会同人民银行、银监会等相关部门拟对房地产企业在售项目的预售账款实施监控。根据拟定的方案,今后房地产企业的预售账款将存入监管部门指定的专门账户,并按照项目开发进度和工程资金所需“专款专用”。房地产企业只有在项目竣工交付及结算时,才能支配使用项目此前的预售账款。	对房地产开发企业的资金链影响较大

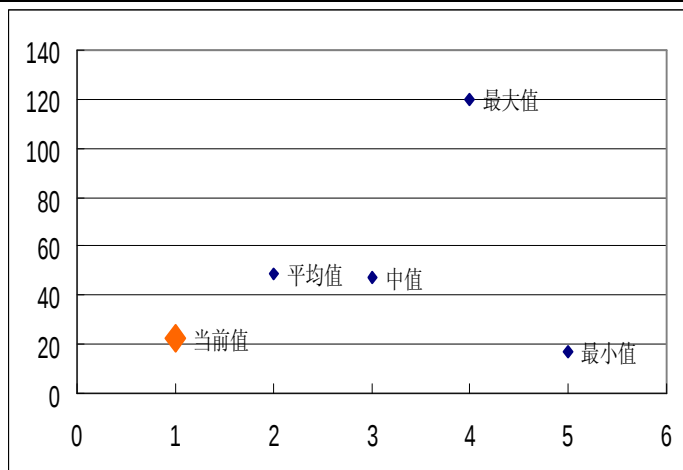
数据来源:爱建证券研发部

三、估值分析——随时可能下移

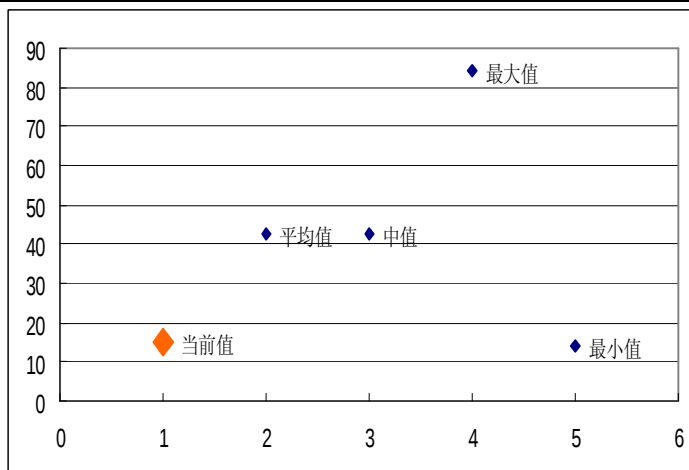
n 当前估值水平定位

根据wind数据,当前房地产板块静态PE、动态PE,以及二者相对于上证A股的溢价百分比,均略高于相应指标的历史最低值,明显低于历史平均值和历史中值。从历史数据分析,当前估值处于较低水平,与历史估值水平较低的2005年和2008年基本相当。

图表 25 房地产板块静态估值定位

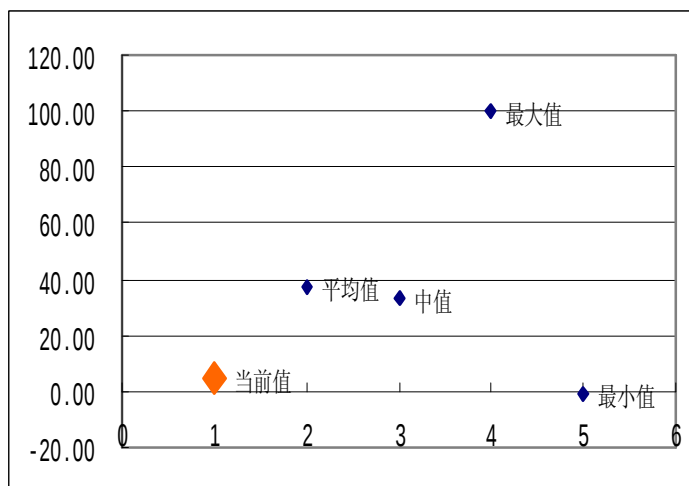
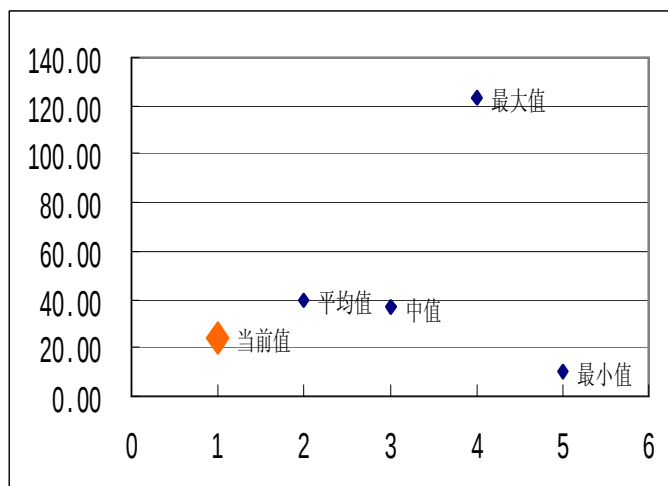


图表 26 房地产板块动态估值定位



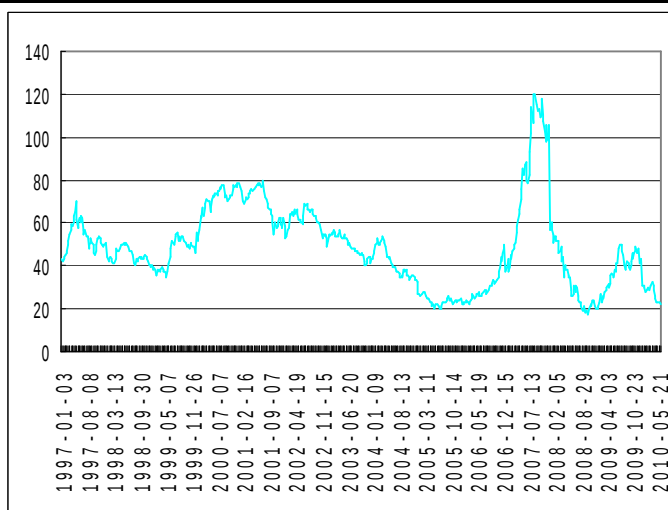
数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 27 房地产板块静态估值相对于上证 A 股溢价百分比 图表 28 房地产板块动态估值相对于上证 A 股溢价百分比

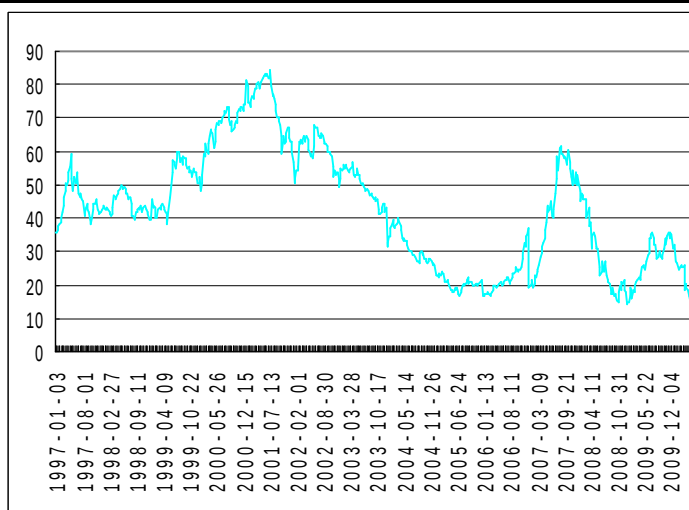


数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表 29 房地产板块静态 PE



图表 30 房地产板块动态 PE



数据来源: wind, 爱建证券研发部

n 估值的不确定性

从估值角度判断板块投资价值有两类指标。一类是静态指标，如静态市盈率。用静态市盈率分析的好处是估值较为确定，因为股价和每股收益都是已知的实际值。但其缺点却是致命的，它用的是过去年度已经实现的收益值，反映的是板块过去的估值水平。股市投资看重的却是股票的未来收益水平。另一类是动态指标，如动态市盈率。动态指标反映的是股票未来的估值水平，相比静态指标更有参考意义。但是动态估值的不足在于其不确定性。动态市盈率的每股收益取自市场的预测，而这个预测值随时可能因行业基本面的改变而发生改变。当前的房地产市场，政策调控仍在继续，行业基本面仍未好转，企业盈利水平也将随之下调，从而使得现有的动态估值指标面临下调风险。下调之后的估值水平是否仍然处于历史较低水平则仍有疑问。

估值的不确定性还在于较低估值状态持续时间的不确定。在2005年的楼市调控期，房地产板块估值在低位徘徊了约9个月时间，方才回升；而在2008年的楼市调控期，房地产板块估值则在低位徘徊了约4个月时间。

综上所述，我们认为，估值水平可以作为判断板块长期投资价值的参考指标，而在评判短期投资价值时，则需要更多的参考其它指标。

四、行业趋势——震荡盘整

n 政策短期难放松

从此次调控的力度来看，已达到历史最严厉的程度。政策效力的显现取决于各层面的执行力度。除了传闻中的政策有可能会顺势而出之外，现有政策的不断细化和执行，对行业的影响也不可小觑。从调控的效果来看，目前已经在成交量上有所反映，各大中城市的成交量在新政出台后明显萎缩。但离房价调控目标仍有差距。目前政策在房价上的反映仅仅是部分区域有所松动，大面积、较大幅度的明显降价仍未出现。

此外，由于市场潜在需求仍然旺盛，而有效供给依然不足。如果此轮调控未见明显成效，而政策放松，则势必引发房价新一轮报复式上涨，从而将整个行业推向一个难以收拾的境地。

因此，除非经济二次探底，否则，政策在短期内仍然较难放松。

我们认为，此轮调控除了严厉的临时性政策之外，更需要顺势推出可以改变行业结构和预期的长效政策，如房产税、土地制度改革等。开征住房保有税，可能重要意义不在于其征收了多少税，而是能将房地产综合税种从流转环节转向持有环节，进而引导居民合理住房消费。一旦住房保有税征收，它将改变市场的预期，使得住房的消费功能得到进一步体现，而弱化其投资功能。目前房地产市场的供不应求很大程度上来自于投资和投机性需求。一旦投资功能弱化，

改变全民炒房的现状，则需求将大大减少，并将有大量的存量房涌入市场，供求渐趋平衡。对房地产长期预期的改变，也将引导房价理性回归。

但是，诸如住房保有税之类涉及制度变革的政策牵涉到众多利益群体，必将引发各方力量的角逐。最终其出台的时间、方式也将取决于各方博弈的结果。

n 行业仍将震荡

房地产市场具有明显的政策市特征。在政策效力仍未完全释放，后续政策预期仍然存在的情况下，行业难以走出低迷。成交量在持续萎缩、降至冰点之后，短期可能会有小幅反弹，但较低成交量仍将持续一段时间，之后价格开始明显下调。

五、投资策略——维持中性，耐心等待

由于估值的不确定性，房地产板块的走势更依赖于行业基本面。在我们判断行业在下半年仍将低迷的前提下，地产股也难有起色。但由于前期累积的较大跌幅，使得行业估值处于历史较低水平，预计板块下跌的空间亦有限。因此，下半年地产股仍将维持震荡格局。在连续超跌之后，可能会出现阶段性的短期小幅反弹行情，但板块弱势格局不变。给与行业“中性”评级。建议耐心等待行业基本面出现转机之后的行业整体性投资机会。

个股方面，建议关注三类公司。第一，受益于城镇化进程、发展空间大、业绩弹性大的二三线城市龙头地产企业，以及在二三线城市拥有较多土地储备的全国性龙头，如名流置业、万科；第二，预收账款占比高、业绩有保障的企业，如滨江集团；第三，随着经济的逐步复苏，后于住宅复苏的商业地产也逐步复苏，建议关注拥有优质商业地产项目，可适度平衡收益规避风险的公司，如阳光股份、世茂股份。

风险提示：宏观经济的不确定性和政策超预期紧缩的风险。

六、重点推荐公司：

n 名流置业(000667)

l 武汉城市规划和城中村改造的机遇

《武汉市城市总体规划》通过国务院正式批复，武汉城市发展上升到了国家高度。城中村改造蕴藏着巨大的商机。公司的邓甲村项目和鹦鹉村项目位于汉阳核心区域，地理位置优越，具有广阔的发展空间。

l 2010-2011年业绩大幅增长是大概率时间。

根据公司经营计划，2010年公司计划总施工面积191万平方米，同比提高了96.2%；计划开工面积110万平方米，同比提高了332.9%；计划竣工面积71万平

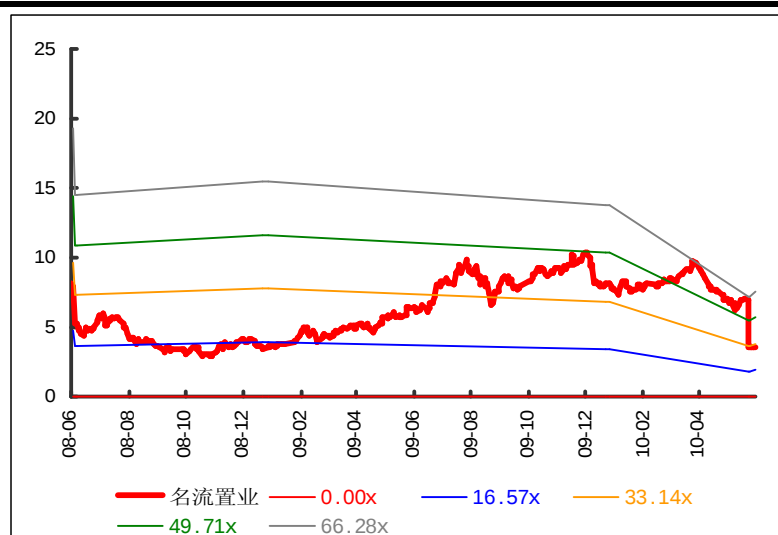
方米，同比增长118%。

尽管在新国十条的调控下，2010年的房地产市场面临极大的不确定性。部分城市可能出现量价齐跌的现象。但由于公司主要项目均位于武汉、惠州、沈阳等二三线城市，房地产市场发展相对较为稳健，预计受调控影响的程度相对较小。此外，2010年作为公司实施股权激励计划的开局年，股权激励计划也为公司业绩释放提供了契机。综上所述，我们认为，公司2010-2011年业绩大幅增长应该是可以预期的大概率事件。

I 盈利预测和投资建议

公司2009年的每股收益为0.21元，预计2010-2011年的每股收益（未摊薄）分别为0.58元和1.00元，估值合理。公司项目所在地大多位于经济发展潜力较大的二三线城市，受宏观调控的影响相对较小。股权激励计划有利于业绩释放。给与“推荐”评级。

图表 31 名流置业股价走势和 PE Bands



数据来源: wind

n 滨江集团(002244)

I 资源丰富，顺应时势调整节奏

公司拥有可售土地储备约150万平方米，折合按权益计算的建筑面积约249万平方米，其中，79%位于杭州，项目地理位置较为优越，项目含金量高。在房地产调控新政出台之后，公司略显谨慎。全年销售和开工计划将依市场形势适度微调。

I 今明两年业绩高度锁定

截止2010年1季度末公司的预收帐款为2009年全年营业收入的289%。即使1

季度以后，公司不再新增任何销售，只要已售项目进展顺利、正常交付，公司已经可以保证今明两年25%以上的业绩增速。

I 盈利预测和投资建议

公司2009年的每股收益为0.476元，我们预测，公司2010-2011年的每股收益分别为0.85元和1.04元，按照6月8日的收盘价9.27元计算，对应的市盈率分别为19.47倍、10.91倍和8.91倍，估值合理。

此外，公司目前土地储备资源充足，项目含金量较高。随着公司开发力度的加大，未来销售、结转面积也有较大的提升空间。一旦市场企稳，公司的价值能较快体现。短期内，公司股价表现或受制于中诚信托5000万股的抛压。但从中诚信托近期的表现来看，预计其相关信托产品展期的可能性较大。我们给与公司“推荐”评级。

图表 32 滨江集团股价走势和 PE Bands



数据来源: wind

n 世茂股份(600823)

I 转型商业地产，或成调控中的绿洲

目前公司的项目储备中，除了南京仍有住宅项目之外，其余均为商业项目。尽管在大的调控环境之下，身为房地产企业，公司可能也难于独善其身。但转型为商业地产之后，公司所受影响有可能相对较小。

I 标准化+连锁复制，形成正反馈

公司的商业地产项目统一称为“世茂广场”，这将成为公司的连锁商业地产品牌。世茂广场中的主力商场和业态主要包括超市、百货、影院、专业专卖和美食广场、儿童乐园等。这些主力业态和商家将与公司形成战略合作伙

伴关系。这样有助于公司商业地产的标准化，并可以实现异地复制、连锁扩张。另一方面，由于战略合作伙伴入驻新的商业地产项目确定时间较早，有利于缩短招商时间和装修时间。同时，早期成熟商业模式的异地复制既积累了运营经验、建立了品牌知名度，又可以缩短项目培育期，使项目的商业价值更快得到体现。对于公司来讲，可以提高出租项目的租金水平和出租率，也可以提高出售项目的售价和销售率。从而形成有效的正反馈机制，良性循环。

1 租售并举，兼顾长短期收益

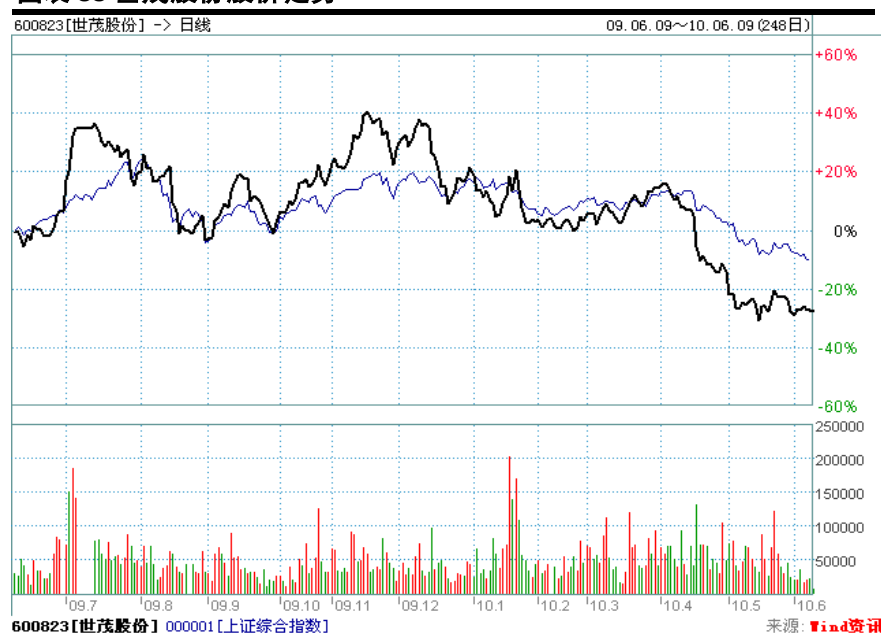
对于商业地产来说，最大的问题在于项目开发周期长、资金要求高。如果开发的商业地产纯粹用于出租或自营，更面临资金回笼慢的问题。基于此，公司采取租售并举的经营模式，较好的兼顾了长短期收益。

按照公司的总体规划，从所有待开发的商业地产项目来说，用于出售的比例总体上大致为60%—70%，用于出租和自持的比例大致为30%—40%（各个项目的比例并不一致，有些项目可能整体用于出售，有些项目可能整体用于出租和自营），此比例亦随着公司实力增强和市场形势的变化而动态调整。

1 盈利预测和投资建议

公司2009年的每股收益为0.18元。由于今明两年公司的租金收入在营业收入中的比重相对较低，公司的营业收入主要来自于销售商业和住宅地产项目，因此，我们主要依据公司的销售收入来估算公司今明两年的盈利情况，并按照销售收入的百分比简单测算公司的租金收入。我们预测，公司2010-2011年的每股收益分别为0.99元和1.51元，按照6月8日的收盘价10.00元计算，对应的市盈率分别为55.56倍、10.10倍和6.62倍，估值合理。给与“推荐”评级。

图表 33 世茂股份股价走势



数据来源: wind

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/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;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

I 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。