

这个冬天不太冷

——2010年四季度房地产行业投资策略

投资要点：

- 与被称为“房地产市场寒冬”的08年相比，今年的冬天似乎不太冷。自去年12月份以来，进入了一轮新的政策周期：收缩周期。受调控政策影响，今年房价涨幅及销售增速已明显下降，但下降幅度远远低于08年；今年房地产销售量有望再创历史新高，房地产开发投资完成额及增速也将再创新高。
- 未来业绩增长有保障。截止今年6月底，房地产行业预收款高达2529亿元，创下了历史新高，较去年同期增长了近70%。虽然目前业绩保障系数较去年底有所下降，但仍高达1.7倍，显示今年甚至明年房地产上市公司业绩增长仍有保障。
- 房地产上市公司资金状况良好，但未雨绸缪。从短期看，仍具有较强的短期偿债能力，暂时还不必为资金问题担忧。但是，长期偿债能力已逐渐趋于前几年的平均水平。
- 目前开征物业税有较大难度。即使为抑制房价上涨勉强征收房产税，也不可能在全国范围之内全面推广；即使在部分城市试点，也不可能一步到位。我们认为，征收物业税对房价上涨有一定限制作用，但房价最终仍取决于供求关系，长期上升趋势不会改变。
- 目前房地产行业估值水平相对不高。在23个一级行业的PE排序中，房地产行业从年中的第五位提升至第三位。PE(TTM)为20倍，静态PE为23倍，PB为2.51倍，均处于历史低位。
- 给予房地产行业“谨慎看好”评级。在没有新的调控政策出台的前提下，房地产板块仍存在着估值修复行情的可能性。选股思路：关注销售量超出市场平均水平的上市公司：如万科A等；关注部分商业地产股：如世茂股份等；关注发展前景良好的区域板块：如深圳“前海板块”等。

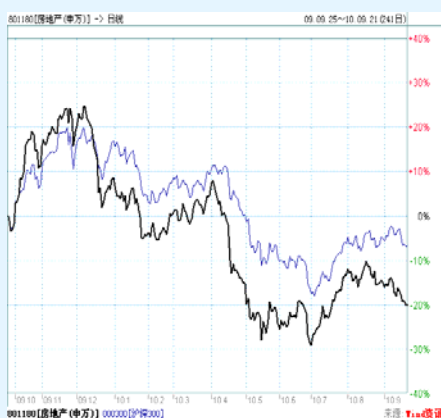
市场数据

2010-09-21

房地产行业平均市盈率E 15.86

沪深300 2857.48

行业指数与沪深300指数对比：



行业重点关注公司

股票名称	09EPS	10EPS (E)	11EPS (E)
福星股份	0.48	0.65	0.85
华联控股	0.25	0.32	0.50
滨江集团	0.48	0.80	1.07
苏州高新	0.24	0.43	0.54
世茂股份	0.18	0.60	1.30
万科A	0.48	0.62	0.75
保利地产	1.06	1.06	1.38
亿城股份	0.47	0.48	0.60
首开股份	0.95	1.15	1.50
荣盛发展	0.73	0.65	0.90
招商地产	0.96	1.25	1.60

研究员：黄鹏

电话：020-37865150

EMAIL: huangpeng@wlzq.cn

房地产市场回顾：今年的冬天不太冷

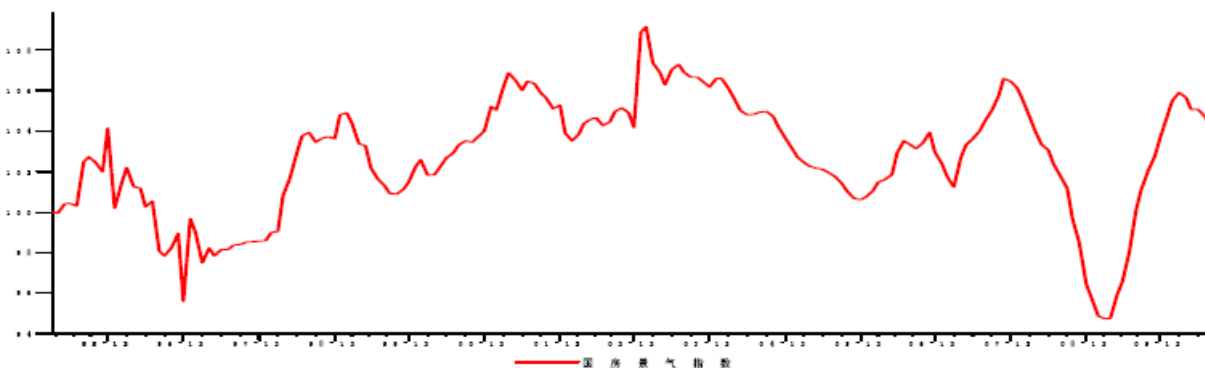
今年 4 月 17 日，国务院出台《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（新“国 10 条”），有人称之为有史以来针对房地产市场最严厉的调控政策。受此影响，房价涨幅很快见顶回落，房地产市场成交量增速迅速下降，反映房地产市场综合运行情况的“国房景气指数”出现拐点，掉头向下。

1、国房景气指数连续五个月回落

8 月份，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 104.11，比 7 月份回落 0.60 点，比去年同期提高 4.03 点。

分类指数全面回落：房地产开发投资分类指数为 104.89，比 7 月份回落 0.34 点；本年资金来源分类指数为 109.74，比 7 月份回落 1.48 点；土地开发面积分类指数为 94.42，比 7 月份回落 0.45 点；商品房待售面积分类指数为 104.23，比 7 月份回落 0.54 点；房屋施工面积分类指数为 109.00，比 7 月份回落 0.44 点。

国房景气指数继续下降



资料来源：国家统计局 万联证券

2、房价涨幅连续四个月下降，政策调控效果明显

房屋销售价格同比继续上涨，但涨幅回落。2010 年 8 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 9.3%，涨幅比 7 月份缩小 1.0 个百分点，较 4 月份减少了 3.5 个百分点；环比与上月持平。

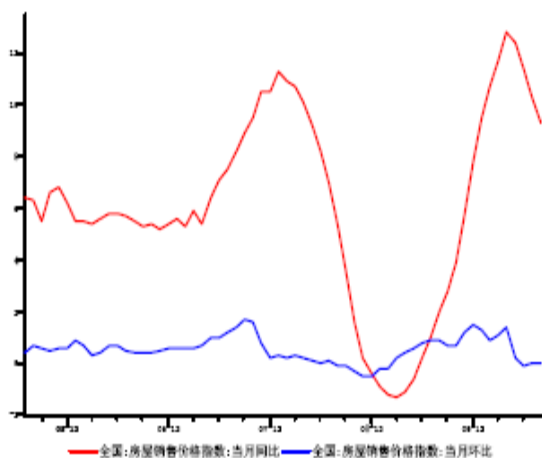
根据国家统计局数据测算的商品房销售均价 8 月份为 5013 元/平方米，与上月基本持平，同比涨幅仅 5.57%。

值得注意的是，五个一线城市环比涨幅，除北京与上月持平外，其它城市均为负增长。其中，杭州环比下降了 1.4%，居 70 个大中城市环比跌幅首位。

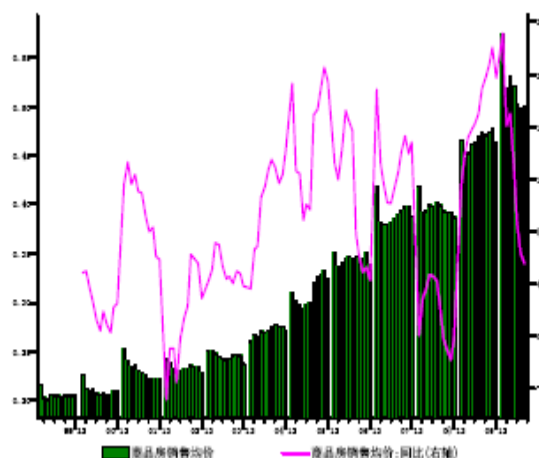
8 月份，二手住宅销售价格同比上涨 6.2%，涨幅比 7 月份缩小 0.5 个百分点；环比上涨 0.1%，7 月份则是下降 0.1%。

70 个大中城市房屋销售价格指数继续回落

商品房销售均价同比增幅持续走低

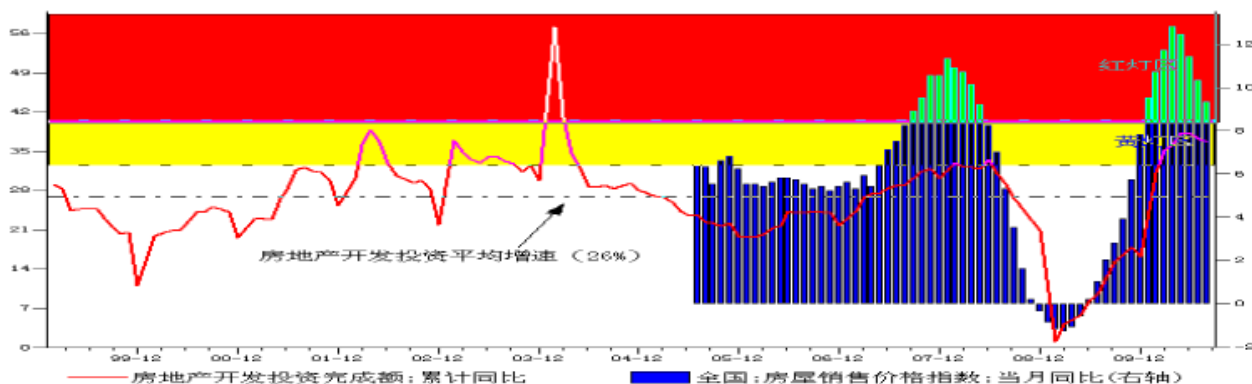


资料来源: Wind 资讯 万联证券



资料来源: Wind 资讯 万联证券

房价涨幅从红灯区向黄灯区回落



资料来源: 国家统计局 万联证券

3、竣工比继续回落

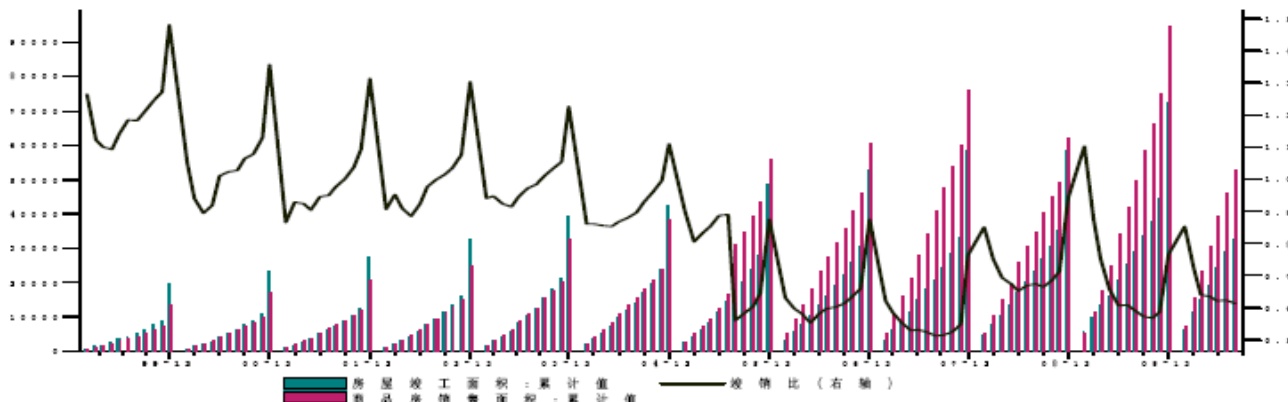
8 月当月, 全国商品房销售面积 6886 万平方米, 同比下降 10.1%。1-8 月, 全国商品房销售面积 5.27 亿平方米, 同比增长 6.7%, 增幅比 1-7 月回落 3.0 个百分点。由于去年 8 月份以后, 房地产市场成交量逐渐放大, 预计同比增长幅度将逐渐减少, 全年有可能零增长。

8 月份, 全国商品房销售额 3533 亿元, 同比下降 8.6%。1-8 月, 商品房销售额 2.64 万亿元, 同比增长 12.6%, 增幅比 1-7 月回落 4.2 个百分点。

在销售增速不断下滑的同时, 竣工面积也在下降。8 月, 房屋竣工面积 3744 万平方米, 同比下降 2.1%。1-8 月份, 房屋竣工面积 3.23 亿平方米, 同比增长 10.7%。

虽然竣工面积增幅大于销售面积, 但反映供求关系状况的竣工比仍在不断下降。竣工比从今年 1-2 月份的 0.85 下降至 1-8 月份的 0.61, 总体上看, 供求关系紧张的状况仍未改善。

竣工比继续回落



资料来源：国家统计局 万联证券

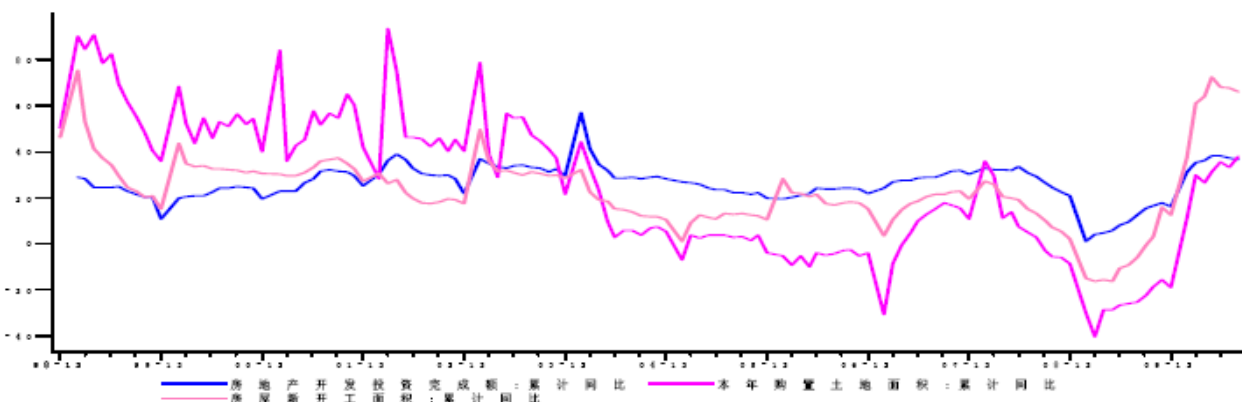
4、先行指标维持高速增长，但增速已开始回落

房地产开发投资增速在 1-5 月份达到 38.2% 的高点之后，开始小幅回落，但仍保持在较高水平。1-8 月，全国房地产开发投资 28355 亿元，同比增长 36.7%，其中，商品住宅投资 19876 亿元，同比增长 33.9%，占房地产开发投资的比重为 70.1%。8 月当月，房地产开发投资 4490 亿元，同比增长 34.1%。

土地购置面积方面，由于去年基数较低，今年以来一直维持着较高的增速。8 月当月，房地产开发企业完成土地购置面积 3944 万平方米，同比增长 69.8%，土地购置费 963 亿元，增长 66.2%。1-8 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 25691 万平方米，同比增 37.9%，土地购置费 6017 亿元，同比增长 84.3%。

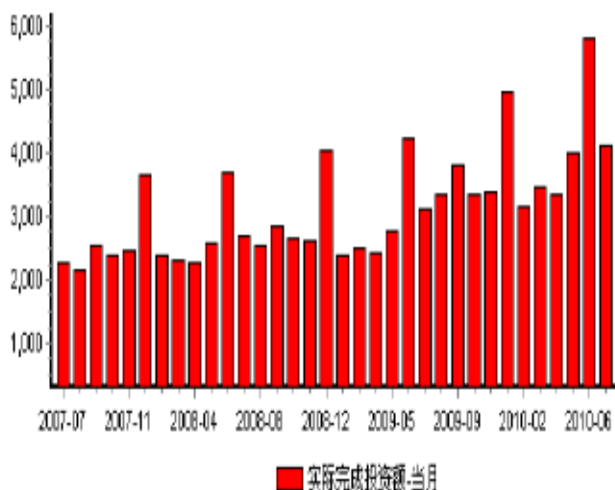
8 月当月，房屋新开工面积 1.27 亿平方米，同比增长 55.8%。1-8 月，房屋新开工面积 10.48 亿平方米，同比增长 66.1%。去年 9 月份以后，新开工面积迅速增加，预计未来新开工增速将回落。

先行指标保持较高增速



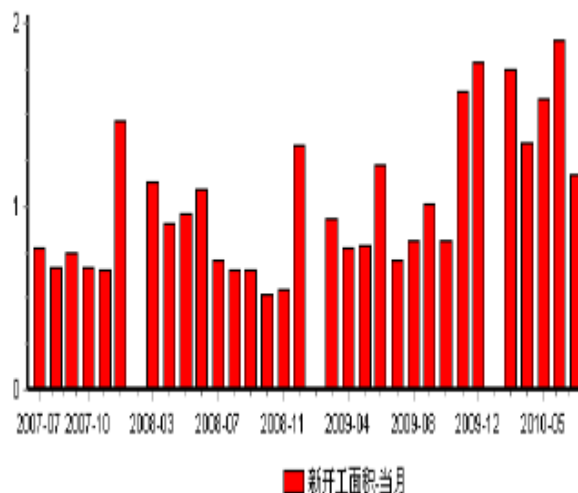
资料来源：国家统计局 万联证券

当月房地产开发投资额环比下降



资料来源: Wind 资讯 万联证券

当月新开工面积环比下降



资料来源: Wind 资讯 万联证券

总体来看, 房价涨幅已连续四个月回落, 并从从红灯区逐渐向黄灯区回落, 由于调控政策效果明显, 预计今年内调控政策将以稳定为主。竣工比持续下降表明目前供求关系紧张的状况仍未改善, 因此, 未来房价上涨的压力还比较大, 房地产调控仍将继续, 不能丝毫放松。先行指标保持着较高的增长速度, 明年供求紧张的状况有望缓解。

虽然本次调控力度大于以往, 但房地产市场不象以前那么低迷, 统一按 1-8 月份口径, 与 2008 年相比:

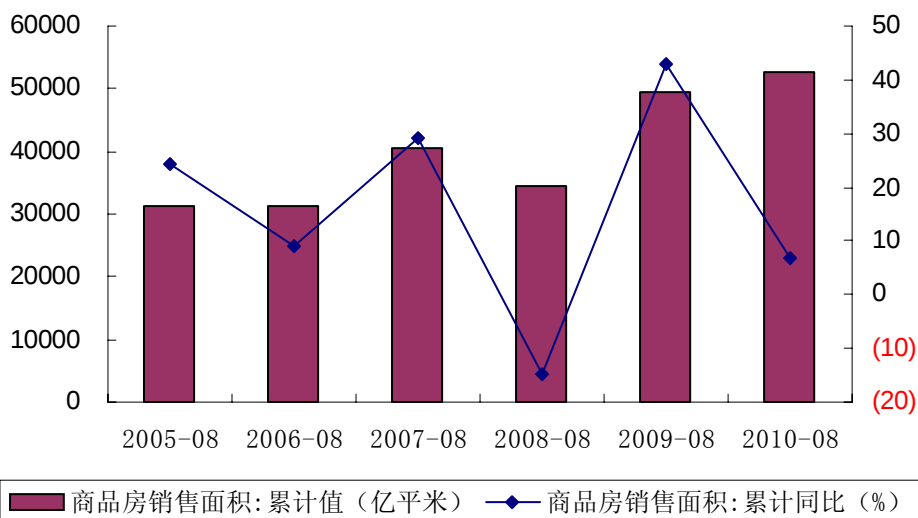
1、今年销售增速虽然大幅回落, 但销售量仍有可能再创新高

截止 8 月份, 今年累计销售面积 52704 亿平方米, 再创同期历史新高。虽然增速从去年的 42.9% 回落到 6.7%, 但仍远远高于 2008 年的 -14.7% 增速。

今年 1-8 月, 累计销售金额 26418 亿元, 创下同期历史新高。虽然增速从去年的 69.9% 回落到 12.6%, 但仍远远高于 2008 年的 -12.7% 增速。

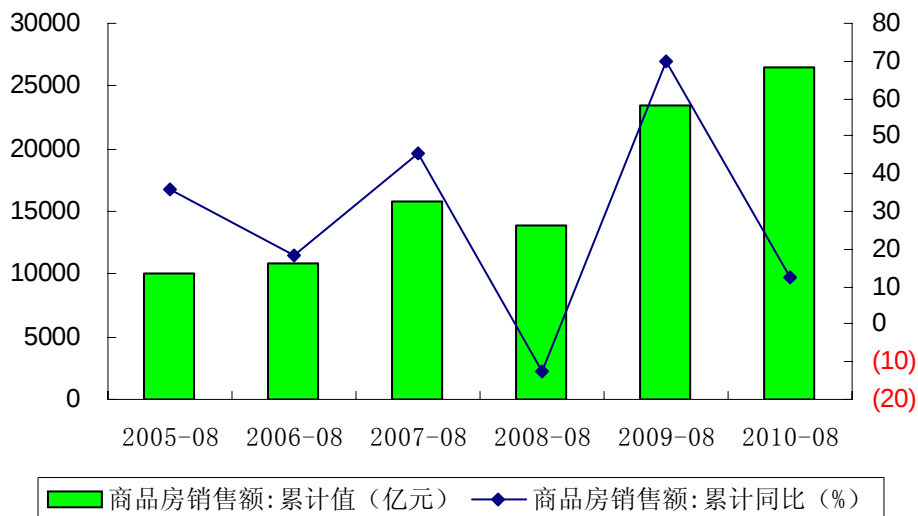
与 2008 年销售量下滑近 20% 相比, 今年全年销售量仍有可能保持正增长。

商品房销售面积同比增速



资料来源：国家统计局 万联证券

商品房销售金额同比增速

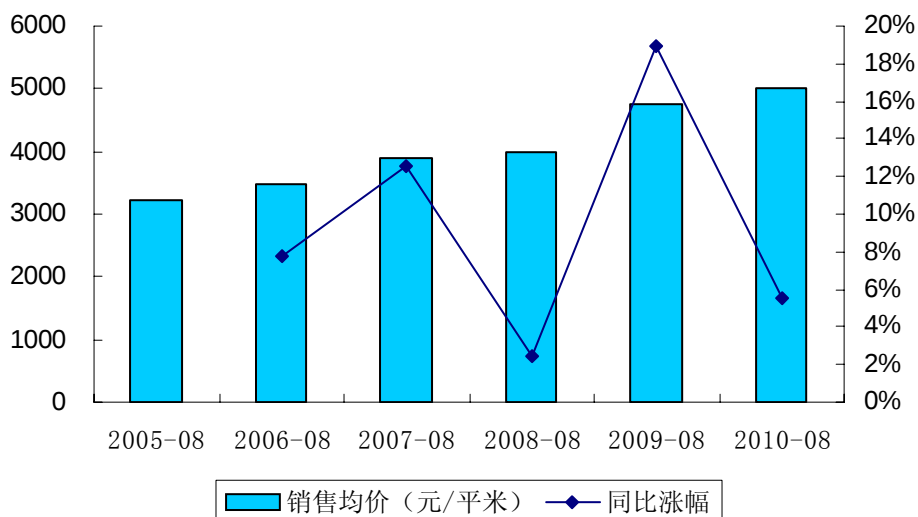


资料来源：国家统计局 万联证券

2、销售均价涨幅大幅回落，但仍高于 2008 年同期涨幅

截止今年 8 月份，根据国家统计局公布的数据计算的全国平均销售均价为 5013 元/平方米，继续保持上升趋势。涨幅从去年同期的 18.91%，回落到今年的 5.57%，但仍高于 2008 年 2.41% 的涨幅。

商品房销售均价同比涨幅

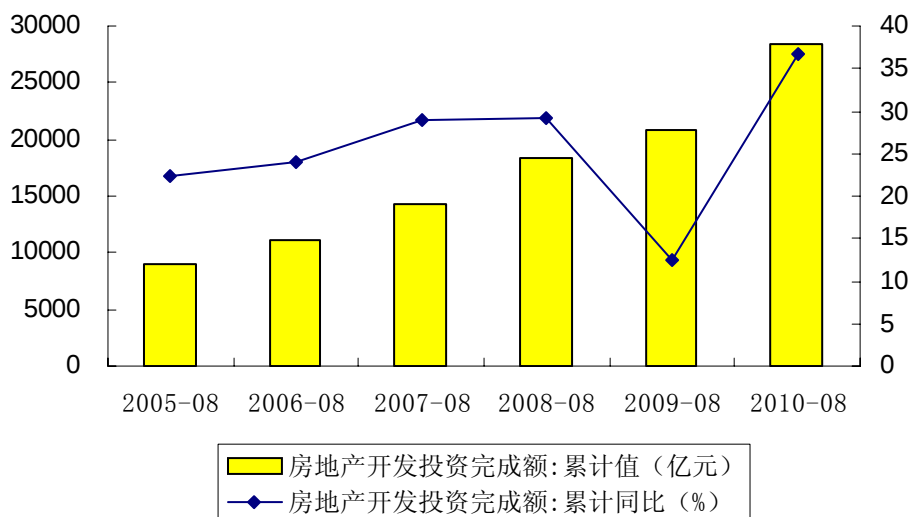


资料来源：国家统计局 万联证券

3、房地产开发投资完成额及增速均创下近五年来的新高

截止今年 8 月份，房地产开发投资累计完成额 28355 亿元，较去年同期增长了 36.70%，增速远远高于去年同期的 12.5%。该指标有一定的滞后性，落后于销售量的变化。随着销售增速的大幅下降，且去年 9 月份以后，基数明显提高，预计房地产开发投资额增速将见顶回落。我们认为，即使增速回落，底部也将抬高，不太可能如 2009 年上半年那样下降到个位数的增长。

房地产开发投资完成额同比增速



资料来源：国家统计局 万联证券

综上所述，今年房价涨幅及销售量已明显下降，但下降幅度远远低于 2008 年；今年房地产销售量有望再

创历史新高，房地产开发投资完成额及增速也将再创新高。与被称为“房地产市场寒冬”的 2008 年相比，今年的冬天似乎不太冷。

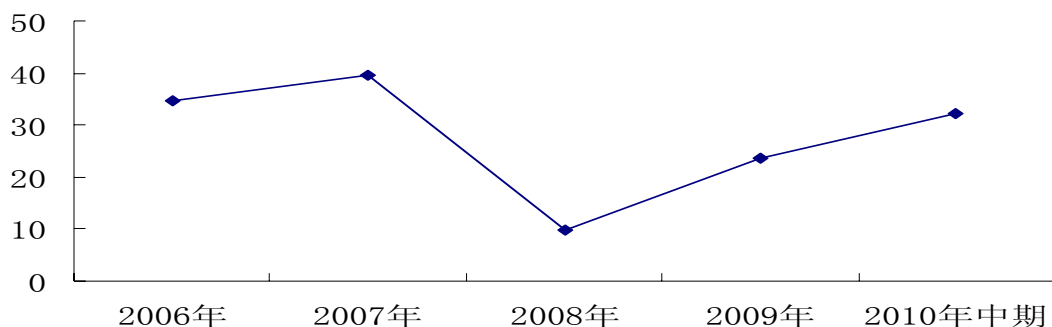
中期业绩分析：房地产上市公司业绩增长有保障

业绩稳步增长

在去年创下历史最高销售纪录、手中拥有大量预收款的情况下，今年上半年，房地产上市公司结算步伐并不快：房地产行业营业收入同比增长 32.28%，营业利润增长 28.48%，归属母公司股东的净利润增长 29.29%。

营业收入稳步增长

营业收入同比增长率（%）

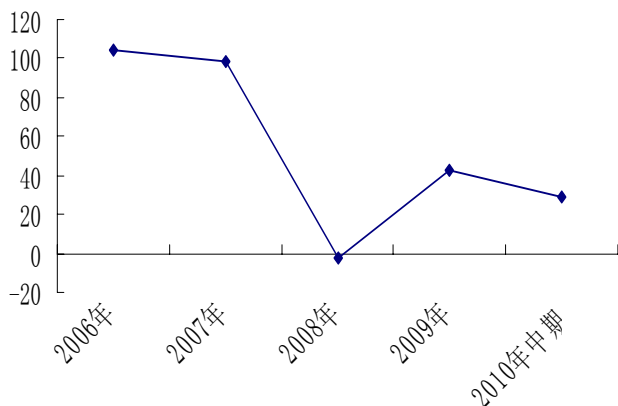


资料来源：Wind 资讯 万联证券

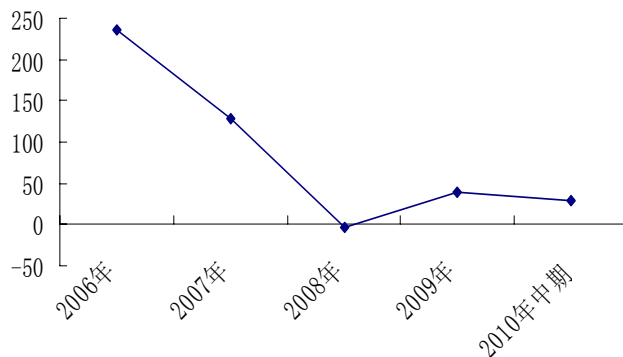
营业利润增速有所回落

净利润增速有所回落

营业利润同比增长率（%）



净利润同比增长率（%）



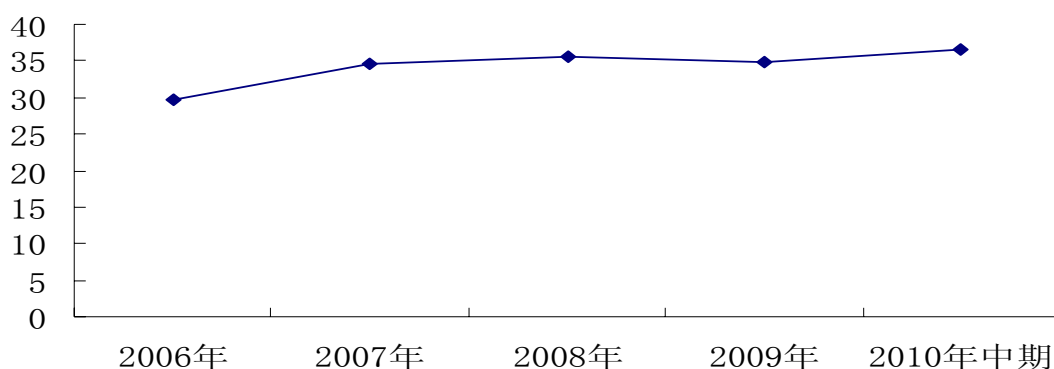
资料来源：上市公司 Wind 资讯 万联证券

盈利能力提升

今年中期房地产行业整体毛利率为 36.68%，较去年提高了 1.77 个百分点，亦为近年的新高。我们认为，毛利率持续走高，主要受益于房价大幅上涨。

毛利率有所提升

房地产行业销售毛利率（%）



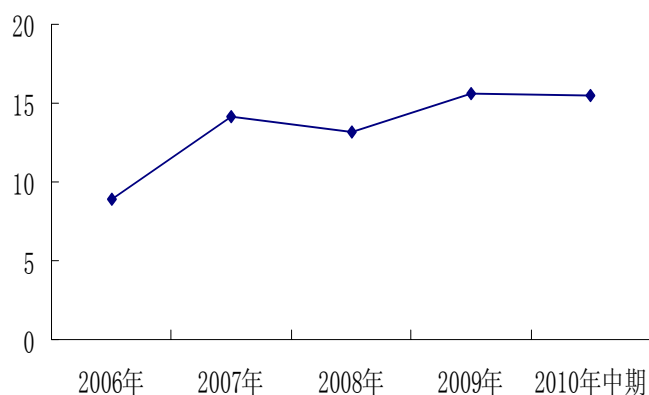
资料来源：Wind 资讯 万联证券

销售净利率较去年略有下降，但保持在较高水平。期间费用率仍处于较低水平，其中，管理费有所下降，而营业费用率及财务费用率小幅上升。

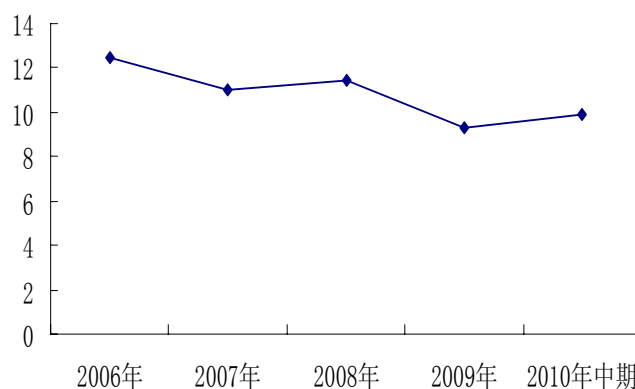
净利率维持高位

期间费用率保持在较低水平

房地产行业销售净利率（%）



期间费用率（%）



资料来源：上市公司 Wind 资讯 万联证券

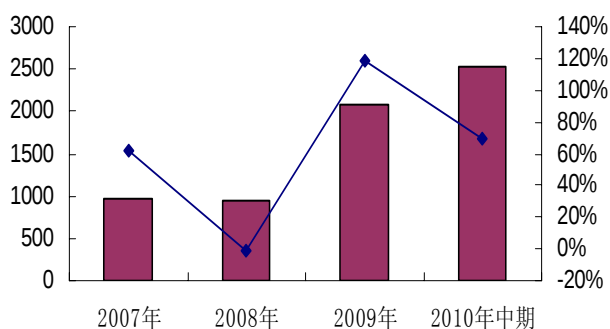
未来业绩增长有保障

截止今年 6 月底，房地产行业预收款高达 2529 亿元，创下了历史新高，较去年同期增长了近 70%。承接去年下半年的热销，今年上半年房地产行业保持着较好的销售形势。我们将“预收款+营业收入”与上期“营业收入”相比，以此作为业绩保障系数，虽然目前业绩保障系数较去年底有所下降，但高达 1.7 倍，显示今年甚至明年上半年业绩增长仍有保障。

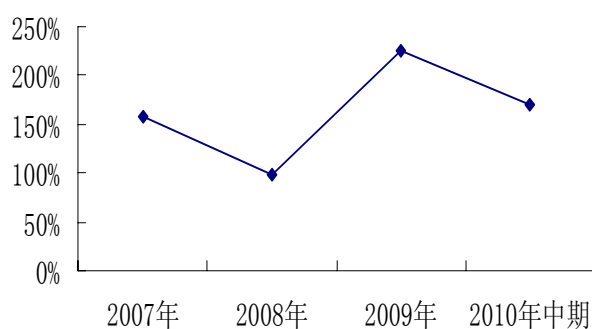
预收款再创新高

业绩保障程度较高

预收款及同比增长率



业绩保障系数



资料来源：上市公司 Wind 资讯 万联证券

新政对房企资金面的影响

去年房地产市场销售量创下了历史最高纪录，今年初房企普遍“不差钱”。新政实施四个多月之后，目前房企的资金状况又如何呢？

房地产开发资金来源增速迅速下降

去年良好的销售推动了房地产开发企业资金来源快速增长，于今年 2 月份达到了 69.50% 的高峰，随后增速开始下滑。1-8 月，房地产开发企业本年资金来源 44363 亿元，同比增长 35.0%，增速只有 1-2 月份的一半。其中，国内贷款 8460 亿元，增长 27.8%；利用外资 369 亿元，增长 23.9%；企业自筹资金 16628 亿元，增长 50.7%；其他资金 18906 亿元，增长 26.8%。在其他资金中，定金及预收款 10637 亿元，增长 22.1%；个人按揭贷款 5745 亿元，增长 27.5%。

自去年 4 月份以来，利用外资一直保持负增长，直到今年上半年才由负转正。虽然 1-7 月份利用外资增长速度不高，但能扭转下滑局面已经很不不容易了。今年企业自筹资金增速维持在 50% 左右，高于资金来源增速，而国内贷款及以预收款为主的其他资金增速均低于资金来源增速。

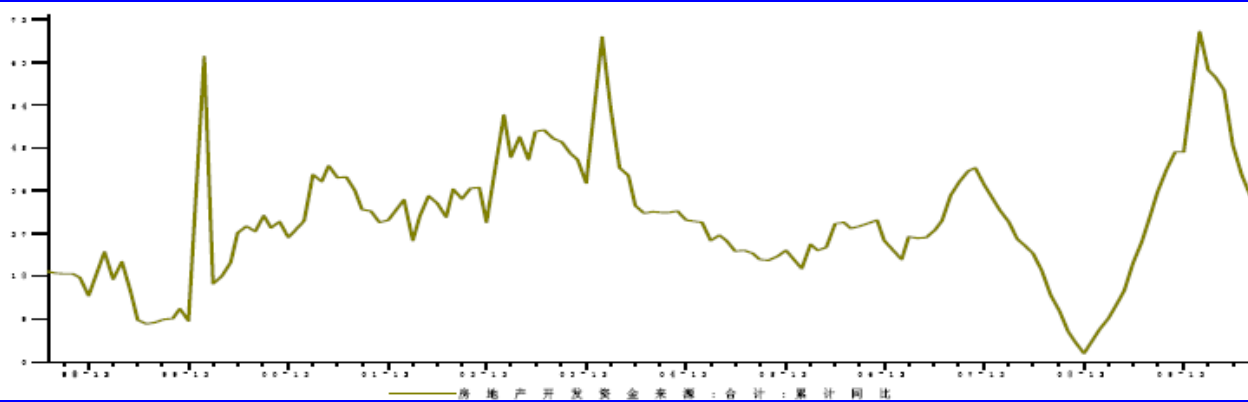
在四个组成部分中，外资增速在增加；自筹资金保持较高增速，占比在扩大；国内贷款及以预收款为主的其他资金来源增速持续下降。以上表明，房地产开发企业资金状况趋于紧张。

再结合各组成部分占比进行分析：

自去年下半年以来，国内贷款从去年1-7月份占比21%下降到今年1-7月份的19%，下降了2%；其他资金占比从去年的48%下降到今年1-7月份的43%；自筹资金占比则明显提升，从去年的31%上升到今年1-7月的37%；利用外资虽然呈正增长，但占比较小，对资金来源增长贡献不大。

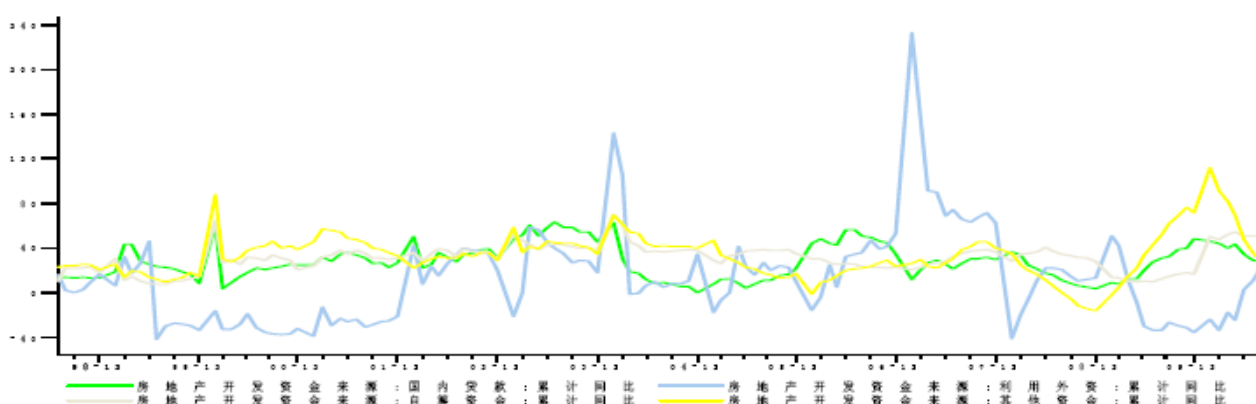
综上，房地产开发资金来源增速大幅下降，一方面，由于加强银行信贷的监管，国内贷款占比逐渐下降；另一方面，受销售下滑影响，其他资金增速贡献逐渐降低。在这种情况下，房企只能通过各种方式自筹资金以缓解资金来源增速下滑带来的压力。

房地产开发资金来源增速快速回落



资料来源：国家统计局 万联证券

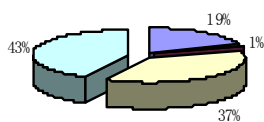
自筹资金增速跃居首位



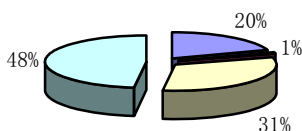
资料来源：国家统计局 万联证券

资金来源各组成部分占比

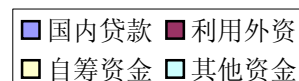
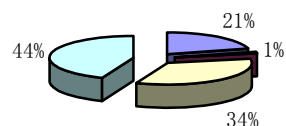
资金来源各部分占比
比2010年1-7月



资金来源各部分占比
2009年1-12月



资金来源各部分占比
比2009年1-7月



资料来源：国家统计局 万联证券

房地产销售量呈下滑趋势

目前，其他资金占比仍位居房地产开发资金来源各组成部分的首位。今年以来，国内房地产市场销售增速不断下滑：

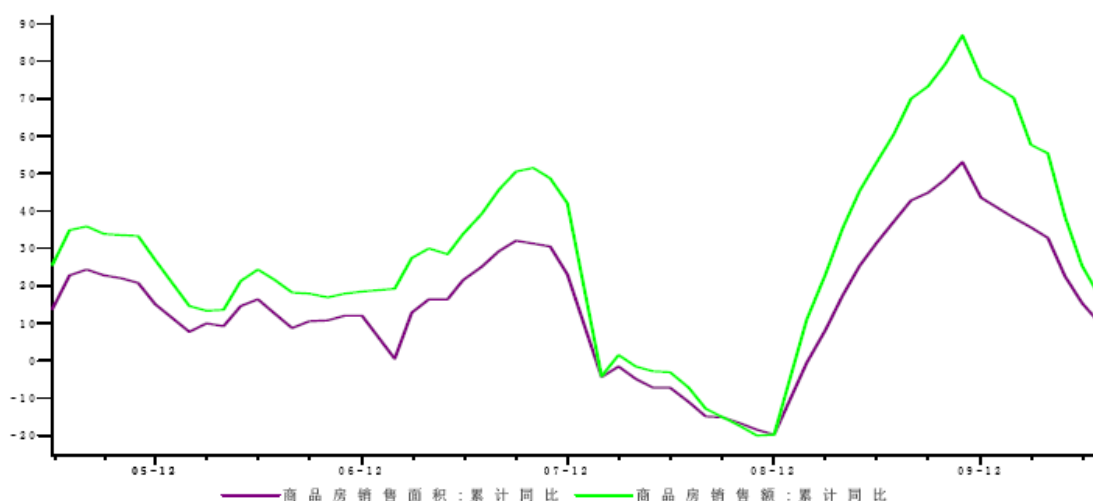
根据国家统计局公布的数据，今年上半年，全国商品房销售面积 3.94 亿平方米，比去年同期增长 15.4%，增幅比 1-5 月回落 7.1 个百分点。其中，商品住宅销售面积增长 12.7%。商品房销售额 1.98 万亿元，同比增长 25.4%，增幅比 1-5 月回落 13.0 个百分点。其中，商品住宅销售额增长 20.3%。

1-7 月，全国商品房销售面积 4.58 亿平方米，比去年同期增长 9.7%，增幅比上半年回落 5.7 个百分点。其中，商品住宅销售面积增长 7.1%。1-7 月，商品房销售额 2.29 万亿元，同比增长 16.8%，增幅比上半年回落 8.6 个百分点。其中，商品住宅销售额增长 11.7%。

根据中国指数研究院的统计，今年上半年，五个一线城市成交面积同比 09 年下跌近 50%，其中深圳以成交量下降 67%名列跌幅榜榜首。其余主要城市成交面积相比 09 年同期水平亦普遍下降。

由上可见，一、二线城市受政策调控影响非常明显，而三、四线城市相对较小，导致全国整体成交量仍保持增长。

商品房销售增速迅速下降



资料来源：国家统计局 万联证券

从部分公布销售数据的房企来看，由于推盘量及推盘节奏不同，各公司今年销售情况相差较大。其中，万科、中国海外等公司明显跑赢了大盘；由于上半年推盘量较少，金地今年1-7月份销售情况欠佳。

上市公司	销售面积(万平方米)			销售金额(亿元)		
	2009年1-7月	2010年1-7月	同比	2009年1-7月	2010年1-7月	同比
万科	456.6	487.5	6.77%	406.9	572.1	40.60%
保利地产	297.48	311.65	4.76%	244.63	254.25	3.93%
金地集团	67.75	57.21	-15.56%	66.59	64.5	-3.14%
中国海外	282.72	324.86	14.91%	262.67	330.51	25.83%
绿城	163.79	119.8	-26.86%	229	244	6.55%

注：万科系1-8月的数据。

房企应未雨绸缪

由于不少房企去年销售量创下了历史最好成绩，今年初房企的资金状况普遍良好：一是，现金充足。本文抽取17家有代表性的房地产上市公司进行统计（以下数据皆为此17家公司的平均值），09年底房地产上市公司现金占总资产的比例近20%，为历史上现金最宽松的时期。二是，偿债压力较轻。09年底房地产上市公司货币资金与短期借款比率高达453%，远远超过资金状况较好的07年的212%的水平，显示短期偿债压力很轻。净负债率为41.4%，也是近几年最低水平。以上显示房地产上市公司在年初时完全不用为资金状况担忧。

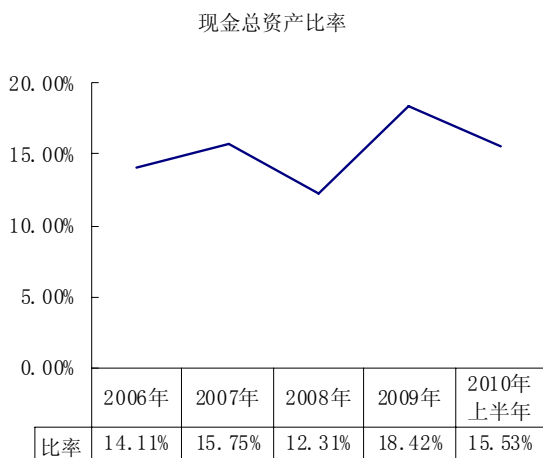
但我们注意到情况正发生变化：今年一季末，现金占总资产比率下降了1.9%；净负债率提高了13%，已接近07年水平；货币资金与短期借款比率虽处于高位，但较去年底下滑得非常迅速。在4月份“国10条”出台后，今年6月底，现金占总资产比率已从20%下降到了15.53%，已略低于07年的水平；净负债率上升到68.15%，已接近房企资金紧张的08年的水平；货币资金与短期借款比率从453%，下降到257%，虽仍略高于07年的水

平，但降幅较大。资产负债率创近几年新高，扣除预收帐款的资产负债率也高达 47.61%，接近 08 年的水平。

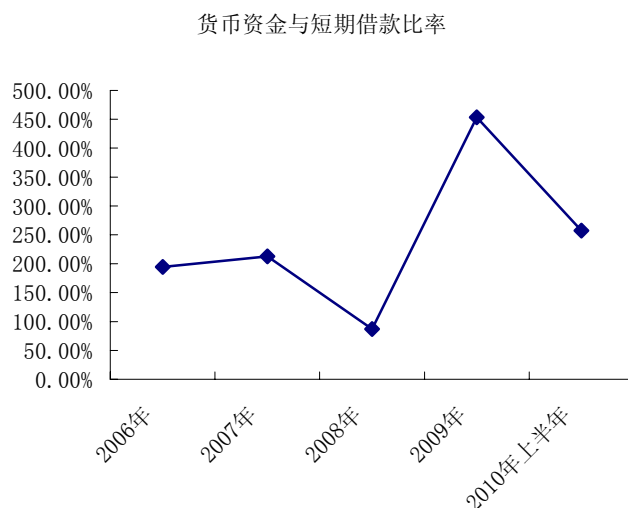
未来政策及市场走势不确定性较强，基于此，我们对开发商资金状况进行弹性测试。具体计算方法是，用“货币资金”加上“销售商品、提供劳务收到的现金”，以此估算在 1 年内能够提供的现金存量与流量的总和；然后，再计算短期内的刚性负债，即“短期借款”加上“1 年内到期的长期负债”；最后，将 1 年内能够提供的现金总和与短期内的刚性负债进行对比，从而衡量开发商的短期偿债能力。根据近年市场销售变化情况，我们按照销售收入下降 20%、30%、50%三种情况进行测算，发现即使市场成交量出现大幅下降，在开发商不大规模加大开发力度及增加土地支出的情况下，今年之内，开发商仍具备较强的偿债能力。

从短期看，房企仍具有较强的短期偿债能力，暂时还不必为资金问题担忧。但是，房企长期偿债能力已逐渐返回到前几年的平均水平。未来影响开发商资金状况的因素除了楼市销量以外，还有调控政策。国家已加大了对土地增值税的清算力度，国家有关部门正着手出台针对预收款的监管办法，等等，这些措施将增加开发商的资金压力。因此，从中长期看，对房企资金状况并不能过于乐观。我们认为，房企应充分认识本轮政策调控周期的长期性和政策措施的严厉性，及时改变发展思路，顺应市场变化，采取灵活的销售策略，积极回笼资金。只有粮草充足，才能经得起市场的大风大浪。

现金占总资产的比率



货币资金与短期借款比率

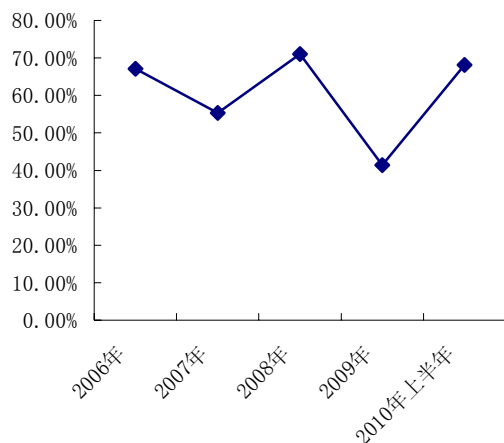


资料来源：上市公司 Wind 资讯 万联证券

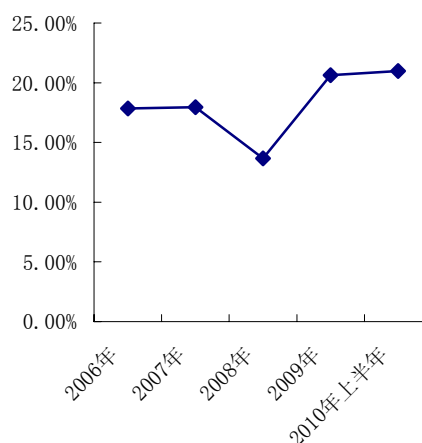
净负债率

预收帐款占总资产的比率

净负债率



预收账款比总资产比率

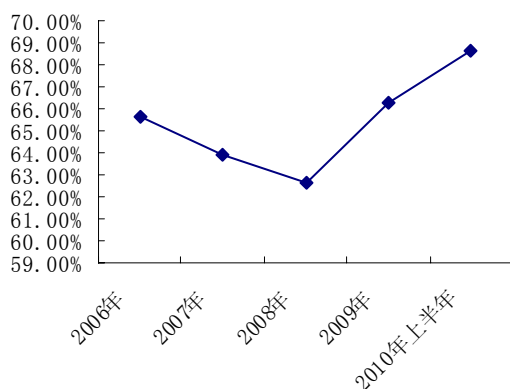


资料来源：上市公司 Wind 资讯 万联证券

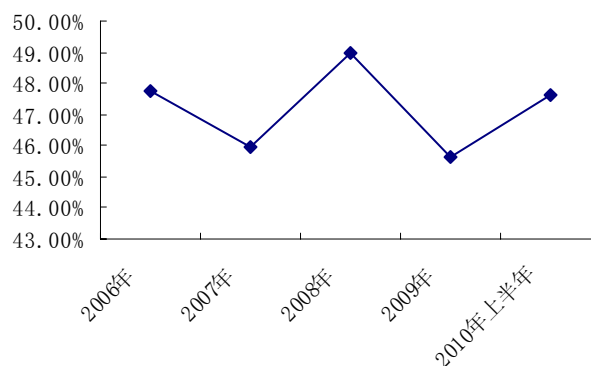
资产负债率

扣除预收帐款后的资产负债率

资产负债率



扣除预收款后的资产负债率



资料来源：上市公司 Wind 资讯 万联证券

现金总资产比率

证券代码	证券简称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
000002.SZ	万科 A	21.52%	17.03%	16.76%	16.72%	11.91%
000006.SZ	深振业 A	10.25%	10.72%	2.63%	10.47%	13.57%
000024.SZ	招商地产	8.05%	14.29%	19.74%	19.81%	20.06%
000042.SZ	深长城	7.14%	14.01%	6.56%	22.60%	22.42%
000402.SZ	金融街	16.63%	16.46%	26.54%	31.14%	20.67%
000616.SZ	亿城股份	6.37%	25.85%	13.12%	26.43%	27.62%
002133.SZ	广宇集团	8.65%	29.29%	2.50%	10.84%	12.57%

002146.SZ	荣盛发展	6.88%	10.59%	10.57%	14.08%	9.18%
002244.SZ	滨江集团	8.18%	5.16%	8.25%	8.72%	3.37%
600048.SH	保利地产	5.58%	11.31%	10.20%	16.95%	10.41%
600325.SH	华发股份	27.11%	17.01%	13.69%	16.65%	19.27%
600383.SH	金地集团	8.65%	9.92%	12.68%	17.36%	15.83%
600533.SH	栖霞建设	25.85%	18.10%	15.10%	17.13%	20.55%
600663.SH	陆家嘴	35.89%	29.29%	13.64%	3.49%	7.97%
600665.SH	天地源	7.06%	5.42%	6.70%	25.72%	13.14%
600675.SH	中华企业	17.51%	13.46%	15.40%	24.66%	17.48%
600684.SH	珠江实业	18.60%	19.85%	15.18%	30.30%	18.00%
平均		14.11%	15.75%	12.31%	18.42%	15.53%

货币资金与短期借款比率

证券代码	证券简称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
000002.SZ	万科 A	282.32%	198.36%	111.82%	266.58%	142.45%
000006.SZ	深振业 A	32.32%	164.98%	6.70%	190.35%	227.11%
000024.SZ	招商地产	54.27%	60.09%	136.23%	354.56%	336.56%
000042.SZ	深长城	214.73%	70.62%	41.08%	542.53%	285.95%
000402.SZ	金融街	125.41%	133.00%	210.51%	321.68%	154.92%
000616.SZ	亿城股份	48.91%	231.84%	111.75%		1521.63%
002133.SZ	广宇集团	46.93%	998.12%	13.99%	354.31%	252.55%
002146.SZ	荣盛发展	50.93%	98.14%	75.72%	212.01%	128.03%
002244.SZ	滨江集团	59.87%	324.22%	83.78%	3531.87%	112.51%
600048.SH	保利地产	72.42%	148.29%	126.79%	380.83%	226.81%
600325.SH	华发股份	1493.23%	507.15%	157.55%	167.20%	324.80%
600383.SH	金地集团	61.44%	82.50%	114.47%	296.27%	168.34%
600533.SH	栖霞建设	121.82%	62.54%	50.51%	130.66%	119.01%
600663.SH	陆家嘴				41.82%	42.35%
600665.SH	天地源	48.81%	25.60%	40.67%	180.11%	150.10%
600675.SH	中华企业	109.95%	74.57%	58.83%	133.25%	100.65%
600684.SH	珠江实业	294.12%	223.18%	55.51%	152.49%	81.59%
平均		194.84%	212.70%	87.24%	453.53%	257.37%

净负债率

证券代码	证券简称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
000002.SZ	万科 A	14.41%	23.32%	33.05%	19.65%	40.76%
000006.SZ	深振业 A	57.17%	99.64%	205.00%	147.75%	155.28%
000024.SZ	招商地产	125.15%	65.93%	29.74%	-5.97%	11.04%
000042.SZ	深长城	66.82%	73.84%	113.64%	32.59%	34.31%
000402.SZ	金融街	20.23%	51.25%	10.01%	26.93%	68.04%
000616.SZ	亿城股份	106.13%	11.86%	24.10%	-17.85%	-22.06%
002133.SZ	广宇集团	147.89%	9.19%	151.56%	67.60%	48.20%
002146.SZ	荣盛发展	109.23%	49.95%	73.53%	39.16%	84.21%
002244.SZ	滨江集团	118.53%	128.55%	65.29%	59.12%	113.93%
600048.SH	保利地产	98.86%	58.68%	109.39%	49.26%	132.52%
600325.SH	华发股份	72.52%	62.31%	55.83%	73.82%	46.67%

600383.SH	金地集团	78.60%	64.52%	80.90%	45.81%	72.97%
600533.SH	栖霞建设	58.77%	101.68%	77.98%	51.08%	63.02%
600663.SH	陆家嘴	-56.61%	-45.30%	-25.87%	10.69%	21.91%
600665.SH	天地源	60.36%	94.52%	73.19%	-5.70%	63.41%
600675.SH	中华企业	42.36%	73.63%	79.14%	78.06%	159.89%
600684.SH	珠江实业	20.81%	16.75%	50.44%	31.72%	64.50%
	平均	67.13%	55.31%	70.99%	41.40%	68.15%

存货总资产比率

证券代码	证券简称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
000002.SZ	万科 A	68.44%	66.41%	72.04%	65.46%	69.48%
000006.SZ	深振业 A	63.21%	63.73%	83.17%	74.47%	73.68%
000024.SZ	招商地产	67.48%	68.38%	63.76%	63.60%	65.38%
000042.SZ	深长城	38.54%	45.66%	60.91%	49.46%	50.83%
000402.SZ	金融街	50.72%	46.10%	39.73%	43.80%	58.74%
000616.SZ	亿城股份	62.50%	47.65%	70.50%	61.60%	66.65%
002133.SZ	广宇集团	76.19%	61.21%	89.69%	80.87%	76.13%
002146.SZ	荣盛发展	81.51%	83.47%	69.13%	62.21%	62.42%
002244.SZ	滨江集团	64.12%	66.67%	42.09%	56.92%	51.15%
600048.SH	保利地产	68.24%	68.67%	74.95%	66.90%	77.77%
600325.SH	华发股份	53.69%	57.12%	70.28%	64.42%	72.55%
600383.SH	金地集团	78.90%	73.57%	81.02%	73.03%	76.31%
600533.SH	栖霞建设	61.77%	77.30%	78.31%	68.42%	68.92%
600663.SH	陆家嘴	41.13%	42.48%	53.65%	48.24%	41.77%
600665.SH	天地源	79.27%	71.21%	72.83%	57.96%	51.27%
600675.SH	中华企业	53.07%	52.89%	65.30%	58.43%	63.72%
600684.SH	珠江实业	56.60%	62.83%	71.33%	60.61%	71.75%
	平均	62.67%	62.08%	68.16%	62.14%	64.62%

预收账款比总资产比率

证券代码	证券简称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
000002.SZ	万科 A	17.70%	21.60%	20.08%	23.06%	28.27%
000006.SZ	深振业 A	2.49%	13.63%	1.39%	4.71%	6.70%
000024.SZ	招商地产	4.37%	0.73%	7.30%	19.83%	16.02%
000042.SZ	深长城	11.04%	12.44%	14.37%	18.27%	18.85%
000402.SZ	金融街	11.24%	6.67%	1.26%	6.64%	8.83%
000616.SZ	亿城股份	21.78%	15.72%	14.85%	24.68%	25.54%
002133.SZ	广宇集团	33.86%	26.63%	15.93%	31.13%	36.67%
002146.SZ	荣盛发展	17.72%	17.89%	15.47%	28.59%	27.79%
002244.SZ	滨江集团	54.81%	47.73%	30.57%	37.66%	36.44%
600048.SH	保利地产	29.82%	26.75%	18.27%	33.21%	32.07%
600325.SH	华发股份	25.25%	36.46%	23.13%	23.45%	33.05%
600383.SH	金地集团	14.80%	14.98%	15.33%	22.26%	17.59%
600533.SH	栖霞建设	11.08%	9.21%	2.85%	22.83%	10.78%
600663.SH	陆家嘴	17.55%	17.43%	25.10%	10.37%	2.58%
600665.SH	天地源	9.34%	22.88%	19.80%	29.77%	33.68%

600675.SH	中华企业	20.22%	10.90%	6.74%	9.86%	18.53%
600684.SH	珠江实业	0.19%	3.42%	0.08%	4.34%	3.35%
平均		17.84%	17.95%	13.68%	20.63%	20.98%

资产负债率

证券代码	证券简称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
000002.SZ	万科 A	65.04%	66.11%	67.44%	67.00%	69.83%
000006.SZ	深振业 A	51.37%	67.74%	71.67%	69.86%	72.15%
000024.SZ	招商地产	70.54%	63.58%	56.51%	61.79%	61.30%
000042.SZ	深长城	59.61%	64.51%	68.62%	68.03%	67.54%
000402.SZ	金融街	63.61%	64.63%	46.11%	62.36%	65.09%
000616.SZ	亿城股份	77.87%	56.85%	50.26%	61.12%	65.94%
002133.SZ	广宇集团	80.07%	68.70%	71.43%	72.64%	73.70%
002146.SZ	荣盛发展	74.43%	63.66%	67.98%	71.69%	74.47%
002244.SZ	滨江集团	90.11%	83.92%	75.21%	77.93%	80.49%
600048.SH	保利地产	75.66%	68.62%	70.78%	69.99%	76.77%
600325.SH	华发股份	78.26%	75.46%	64.49%	68.34%	71.71%
600383.SH	金地集团	66.61%	63.65%	70.34%	69.65%	69.85%
600533.SH	栖霞建设	63.01%	67.64%	57.92%	64.75%	61.21%
600663.SH	陆家嘴	36.60%	35.34%	47.28%	42.40%	45.07%
600665.SH	天地源	58.32%	69.23%	67.50%	73.53%	76.04%
600675.SH	中华企业	65.88%	65.02%	63.67%	69.59%	77.70%
600684.SH	珠江实业	38.44%	41.52%	48.14%	56.27%	57.21%
平均		65.61%	63.89%	62.67%	66.29%	68.59%

扣除预收款后的资产负债率

证券代码	证券简称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
000002.SZ	万科 A	47.34%	44.51%	47.36%	43.94%	41.56%
000006.SZ	深振业 A	48.88%	54.11%	70.28%	65.14%	65.45%
000024.SZ	招商地产	66.16%	62.85%	49.22%	41.96%	45.27%
000042.SZ	深长城	48.58%	52.07%	54.25%	49.77%	48.69%
000402.SZ	金融街	52.37%	57.96%	44.84%	55.72%	56.26%
000616.SZ	亿城股份	56.09%	41.14%	35.40%	36.43%	40.40%
002133.SZ	广宇集团	46.21%	42.07%	55.49%	41.51%	37.03%
002146.SZ	荣盛发展	56.71%	45.77%	52.51%	43.10%	46.69%
002244.SZ	滨江集团	35.30%	36.19%	44.63%	40.27%	44.05%
600048.SH	保利地产	45.84%	41.86%	52.51%	36.78%	44.70%
600325.SH	华发股份	53.01%	39.00%	41.36%	44.90%	38.67%
600383.SH	金地集团	51.81%	48.67%	55.01%	47.38%	52.26%
600533.SH	栖霞建设	51.93%	58.43%	55.07%	41.92%	50.44%
600663.SH	陆家嘴	19.05%	17.91%	22.18%	32.03%	42.49%
600665.SH	天地源	48.98%	46.35%	47.70%	43.76%	42.37%
600675.SH	中华企业	45.66%	54.12%	56.94%	59.72%	59.17%
600684.SH	珠江实业	38.24%	38.10%	48.06%	51.93%	53.86%

平均	47.77%	45.95%	48.99%	45.66%	47.61%
----	--------	--------	--------	--------	--------

弹性测试

证券代码	证券简称	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年全	2010年全	2010年全
						年 减	年 减	年 减
						20%测试	30%测试	50%测试
000002.SZ	万科 A	7.83	7.19	3.51	9.34	8.01	7.34	6.00
000006.SZ	深振业 A	1.50	6.33	0.23	7.17	6.12	5.59	4.54
000024.SZ	招商地产	2.32	1.23	2.50	9.50	8.31	7.71	6.52
000042.SZ	深长城	10.31	2.00	1.79	12.75	11.29	10.56	9.09
000402.SZ	金融街	3.71	3.68	3.01	5.04	4.68	4.50	4.13
000616.SZ	亿城股份	3.04	5.80	2.74				
002133.SZ	广宇集团	2.50	22.69	0.82	15.86	13.40	12.17	9.70
002146.SZ	荣盛发展	5.75	5.17	3.10	8.72	7.40	6.74	5.42
002244.SZ	滨江集团	4.00	31.70	2.79	157.45	133.02	120.81	96.38
600048.SH	保利地产	6.16	5.96	5.06	14.36	12.25	11.19	9.08
600325.SH	华发股份	32.07	18.34	4.27	4.48	3.92	3.64	3.08
600383.SH	金地集团	3.52	4.00	4.06	8.82	7.65	7.06	5.89
600533.SH	栖霞建设	3.25	2.20	1.06	4.71	4.03	3.69	3.01
600663.SH	陆家嘴				1.06	0.93	0.87	0.74
600665.SH	天地源	2.88	1.93	2.08	4.94	4.31	4.00	3.37
600675.SH	中华企业	3.05	1.83	1.73	3.17	2.80	2.62	2.25
600684.SH	珠江实业	6.08	5.80	1.13	3.23	2.89	2.72	2.38
	平均	6.12	7.87	2.49	16.91	14.44	13.20	10.72

房地产行业投资策略

征收房产税/物业税的影响

自 2009 年 12 月以来，进入了新一轮政策周期，即政策收缩周期。我们认为，该周期至少持续到明年，也就是说，在该周期中，以收缩为主的政策基调不会改变，政策调控成为常态。在一系列政策出台之后，未来对市场影响最大的普遍认为是征收房产税（实质上等同于物业税）。

通常认为，征收房产税/物业税有以下作用：一是有利于地方政府获得稳定的财政收入；二是有利于抑制消费投机行为；三是抑制开发商的囤房行为。

征收物业税，意味着购房者持有物业的成本在增加，从而影响投资收益。一部分投资者有可能选择将手中的物业转让，一部分准备购房的投资者可能选择暂观望。将部分投资性购房需求挤出房地产市场，有助于消减需求泡沫，从而促进房地产市场平稳健康发展。

现有文献大部分认为开征物业税将导致房价下降。也有研究者认为，对住房开征物业税，将对房价上涨有一定限制作用，但不能有效抑制房价上涨。为控制房价上涨，政策制定者更应注重市场结构对房价的影响，减少住房市场垄断性，增加住房市场竞争性。

但目前开征房产税具有较大难度，如，缺乏完善的财产登记管理制度，尚未建立统一的房地产评估制度，开征成本较高，开征房产税不能取代土地出让金而导致长期持有成本上升等等。

因此，即使目前为抑制房价上涨而勉强征收房产税，也不可能在全国范围之内全面推广；即使在部分城市试点，也不可能一步到位。我们认为，征收物业税对房价上涨有一定限制作用，但最终房价取决于供求关系，长期上升趋势仍不会改变。

估值

1、横比

在 23 个一级行业中，根据 10 年（E）业绩测算的各行业 PE 的排序，目前房地产行业从年中的第五位提升至第三位。

板块名称	市盈率(整体法) [财务数据匹配规则] 上年年报 [剔除规则] 剔除负值	市盈率(TTM, 整体法) [剔除规则] 剔除负值	预测市盈率(整体法) [年度]2010[剔除规则] 剔除负值
SW 金融服务	12.5	10.96	10.23
SW 采掘	18.05	15.71	13.46
SW 房地产	23.59	20.42	15.86
SW 化工	21.09	19.82	16.94
SW 建筑建材	22.63	19.3	16.95
SW 黑色金属	34.65	15.2	17.03
SW 交通运输	28.69	23.6	17.5
SW 家用电器	28.26	22.51	19.43
SW 交运设备	31.15	21.74	20.14
SW 公用事业	27.73	26.81	24.79
SW 轻工制造	35.38	29.64	25.66
SW 机械设备	39.74	31.84	26.35
SW 纺织服装	34.84	36.4	29.47
SW 综合	52.32	44.13	29.77
SW 商业贸易	43.6	35.7	30.26
SW 信息设备	44.06	40.15	33.07
SW 食品饮料	47.25	40.64	34.88
SW 医药生物	46.12	38.85	35.09
SW 有色金属	59.68	42.15	37.17
SW 农林牧渔	69.19	59.88	39.11
SW 信息服务	54.22	58.08	43.48
SW 餐饮旅游	55.74	50.63	44.93

SW 电子元器件

81.09

55.63

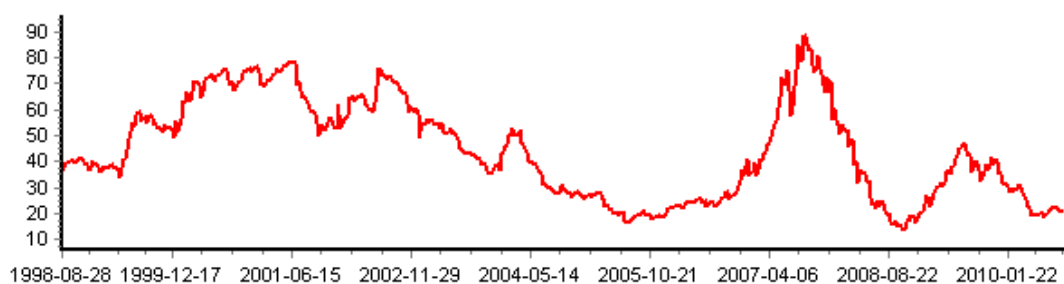
46.64

数据来源：Wind 资讯

2、纵比

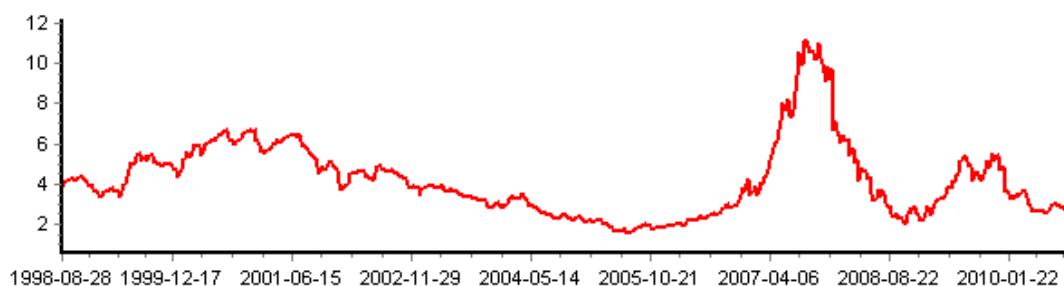
PE(TTM)为20倍，按09年业绩计算的静态PE为23倍，均处于历史低位；PB为2.51倍，亦处于历史低位。目前行业估值水平已处于历史最低区域。

房地产行业 PE (TTM) 变化



资料来源：Wind 资讯 万联证券

房地产行业 PB 变化



资料来源：Wind 资讯 万联证券

由上可见，目前房地产行业估值水平相对不高。

投资评级

我们给予房地产行业“谨慎看好”评级。

一是，我们注意到 7 月份以来，商品房销售量环比逐渐增加，随着开发商在下半年加大推盘力度，预计下半年销售量将继续放大；

二是，受调控政策收紧预期影响，前期房地产股出现下调，目前 PE 只有 16 倍左右，仅高于金融服务和采掘业，房地产板块估值水平较低；

三是，据统计，截止 6 月底，房地产上市公司预收账款占总资产比率仍高达 21%，处于近五年来的最高水平，预示今明两年房地产上市公司业绩增长确定性较高。

四是，流动性宽松、人民币升值所引致的热钱流入、通胀预期等都有助于提升房地产行业估值水平。

在没有新的调控政策出台的前提下，房地产板块存在着继续估值修复行情的可能性。

投资思路

选股思路：

一是，关注销售量超出市场平均水平的上市公司：如万科 A 等。

二是，关注部分商业地产股：如世茂股份等。

三是，关注发展前景良好的区域板块：如深圳“前海板块”等。

行业重点关注公司

单位：元/股

股票代码	股票名称	股价	09EPS	PE	10EPS(E)	PE	11EPS(E)	PE	评级
000926	福星股份	8.66	0.48	18	0.65	13	0.85	10	增持
000036	华联控股	4.48	0.25	18	0.32	14	0.50	9	谨慎增持
002244	滨江集团	9.68	0.48	20	0.80	12	1.07	9	增持
600736	苏州高新	6.10	0.24	26	0.43	14	0.54	11	增持
600823	世茂股份	11.93	0.18	66	0.60	20	1.30	9	增持
000002	万科 A	8.15	0.48	17	0.62	13	0.75	11	增持
600048	保利地产	10.78	1.06	10	1.06	10	1.38	8	增持
000616	亿城股份	5.10	0.47	11	0.48	11	0.60	9	谨慎增持
600376	首开股份	14.69	0.95	15	1.15	13	1.50	10	增持
002146	荣盛发展	10.49	0.73	14	0.65	16	0.90	12	谨慎增持
000024	招商地产	16.45	0.96	17	1.25	13	1.60	10	增持

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归万联证券所有，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。