

房地产板块：淘尽狂沙始得金

房地产行业

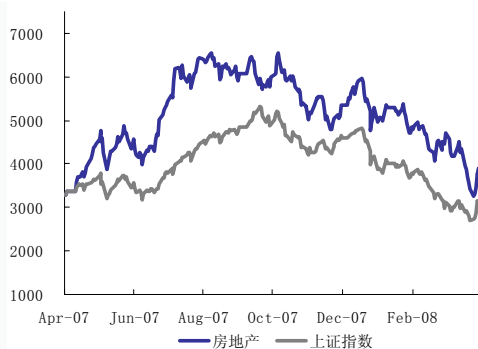
增持（维持）

报告日期：2008年4月29日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅(%)
天相行业指数	3817.76	-18.92%
天相流通指数	3793.63	-5.43%
上证指数	3523.41	-1.58%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《房地产行业：二季度房价上涨压力加大》

2008年4月23日

《房地产行业：二三线城市房价坚挺，寻找确定性机会》

2008年1月18日

《房地产板块：土地调控有利于资源优化配置》

2008年1月08日

天相宏观金融地产小组

分析师—张旭明（执笔）

021-58824282*829 zhangxm@txsec.com

分析师—周炯（执笔）

010-66045564 zhoujiong@txsec.com

组长—石磊

010-66045557 shil@txsec.com

联系人—郭静

010-66045556 guoj@txsec.com

- **行业总体运行状况分析。**从目前房地产行业整体运行情况来看，虽然固定资产投资增速有所减缓，但房地产开发投资反弹强劲，表明未来供给或有加速的可能；行业并未出现明显拐点，房价仍有持续上涨的动力；08年1-2月国内贷款增幅明显，自筹资金和其他资金来源增速有所下降，利用外资增速降幅明显。
- **房地产行业发展前景分析。**基于下述原因，我们看好房地产行业的发展前景：房地产行业支柱地位较难改变；房地产需求强劲；集中度的提高有利于行业的健康发展；负利率为房价提供支撑；通胀预期下的不动产保值功能将刺激投资性需求。
- **前期房地产板块走势原因分析。**首先，07年11月之前房地产板块的涨幅过大，自身有调整的需要；其次，政策调控力度的加大使得对行业未来发展的预期变得很不明确；第三，“拐点论”盛行，担心盈利预期的下降使得机构也纷纷调低房地产公司的评级和降低房地产板块的配置比重；最后，在众多利空传言的侵扰下，地产板块的市场表现为剧烈波动。
- **我们对房地产行业及板块的观点。**1) 巨大的市场需求是房地产行业长期稳步发展的坚实支撑；2) 政策调控是为了保证行业的健康平稳发展；3) 地价不降则房价下降的空间不大；4) 房企的资金紧张状况被媒体放大；5) 二季度市场成交量的变化将是决定行业和板块短中期趋势的关键；6) 维持行业“增持”评级，部分个股价值凸显。
- **行业投资策略。**持续的政策调控压缩了中小公司的生存空间，行业整合一触即发，因此一线龙头公司值得重点关注，如万科A、保利地产；确定性较强的资产注入类公司在外延式增长推动下有望突破估值瓶颈，从来带来超额收益，如中航地产、中粮地产；此外，二三线的优质地产公司和主要项目集中于购买能力较强区域的公司由于良好的成长性和业绩增长的确定性同样值得关注，如华发股份、上实发展、名流置业、广宇集团以及即将上市的滨江房产等。



目录

1. 全国房地产市场运行情况	3
1.1 房地产开发投资热情依然高涨	3
1.2 未来房地产市场供给有加速的可能，但房价仍继续上涨	4
1.3 资金来源	6
2. 房地产行业发展前景分析	7
2.1 房地产行业支柱地位很难改变	7
2.2 房地产需求强劲	8
2.3 行业面临洗牌，集中度将提高	9
2.4 负利率为房价提供支撑	10
2.5 通胀预期下的不动产保值功能刺激投资性需求	10
3. 前期房地产板块走势的原因分析	10
4. 我们对房地产行业及板块的看法	12
4.1 供求关系是决定房地产行业长期趋势和房价的根本	12
4.2 政策调控是为了保证行业的健康平稳发展	12
4.3 地价不降则房价下降的空间不大	12
4.4 房企的资金紧张状况被媒体放大	12
4.5 二季度市场成交量的变化将是决定行业和板块短中期趋势的关键	14
4.6 维持行业“增持”评级，部分个股价值凸显	14
5. 行业投资策略及重点公司评述	14
5.1 行业龙头公司	14
5.2 确定性较强的资产注入类地产公司	14
5.3 二、三线优质地产公司	15
5.4 项目集中于购买能力较强区域的公司	15
5.5 部分重点公司简要分析	15

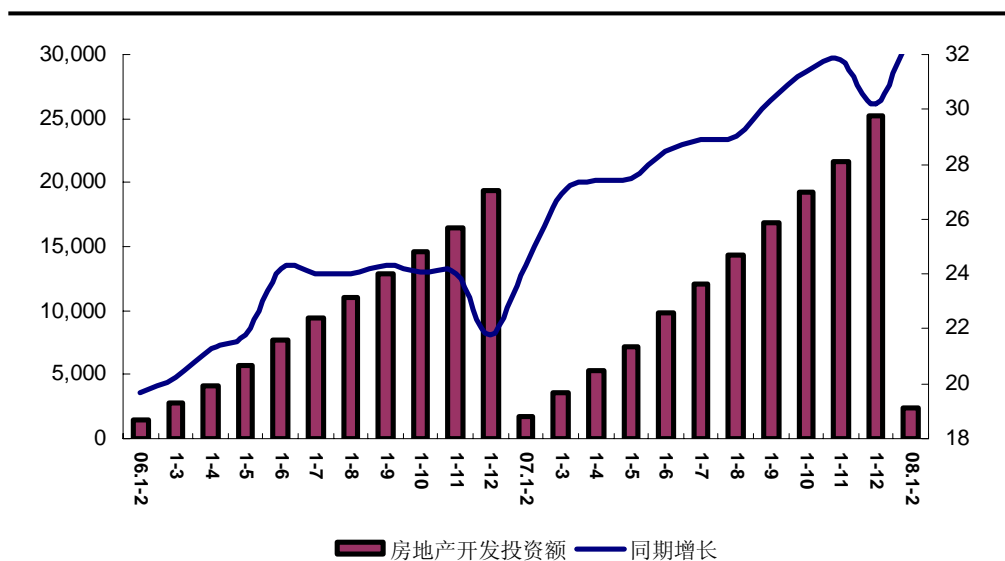
1. 全国房地产市场运行情况

1.1 房地产开发投资热情依然高涨

08年1-2月，房地产开发投资同比增速及占固定资产投资比重皆创近2年新高。全国城镇固定资产投资完成8,121亿元，同比增加24.3%；其中，房地产开发投资完成2,373亿元，占固定资产投资总额29.23%，同比增加32.9%，同比增速和占固定资产投资比重皆创近2年来新高。在固定资产投资依旧高位运行的背景下，房地产开发投资也保持较快增长，且占固定资产投资比重接近3成。这说明，在国家对地产行业宏观调控加强的同时，房地产开发投资热情仍然高涨。

图表 1 全国房地产开发投资额增速创新高

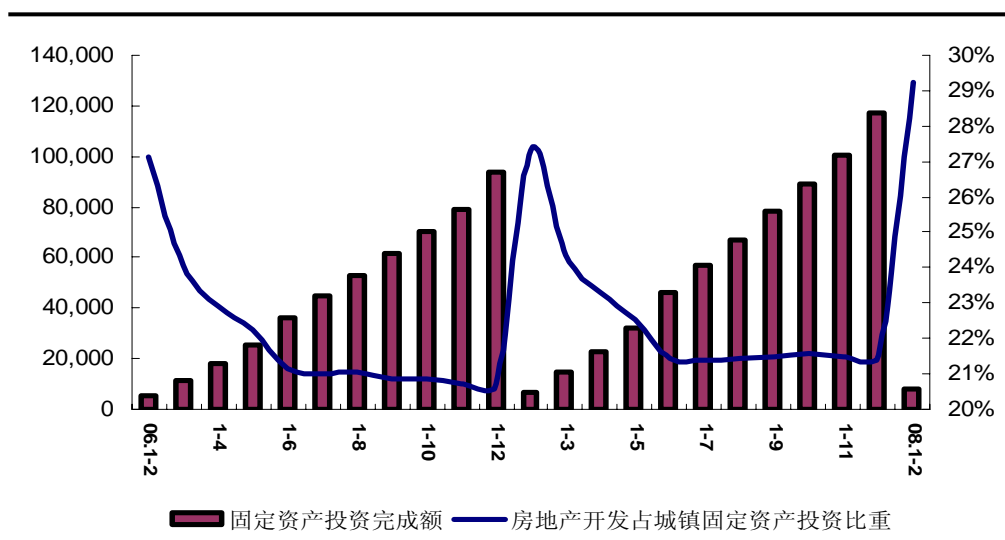
单位（亿元、%）



资料来源：国家统计局 天相投顾整理

图表 2 房地产投资占城镇固定资产投资比重创新高

（单位：亿元）



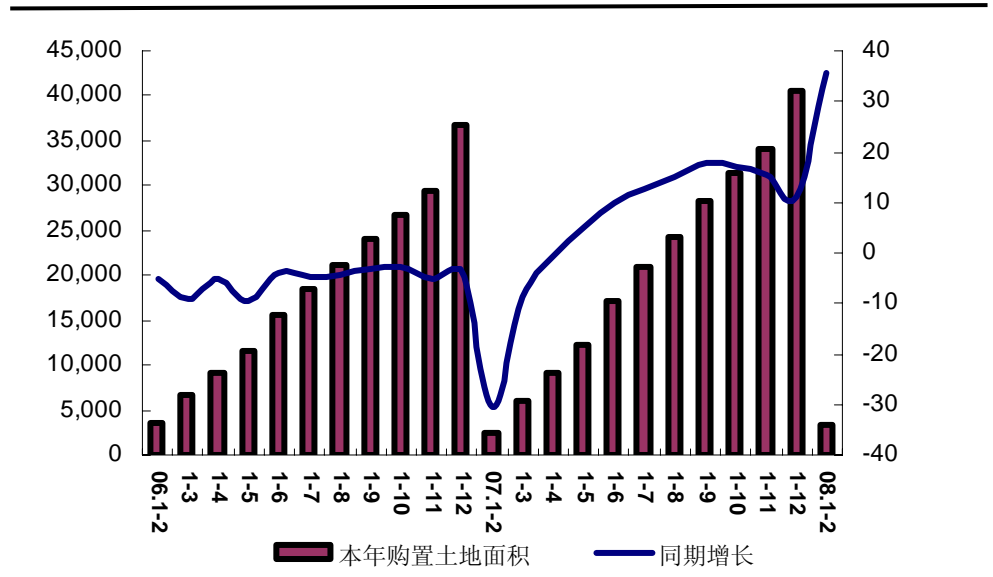
资料来源：国家统计局 天相投顾整理

1.2 未来房地产市场供给有加速的可能，但房价仍存在上涨的动力

从土地购置面积和土地开发面积这两个房地产市场先行指标来看，两指标均出现大幅反弹，表明房地产市场供给有加速释放的趋势。

图表 3 土地购置面积增速反弹明显

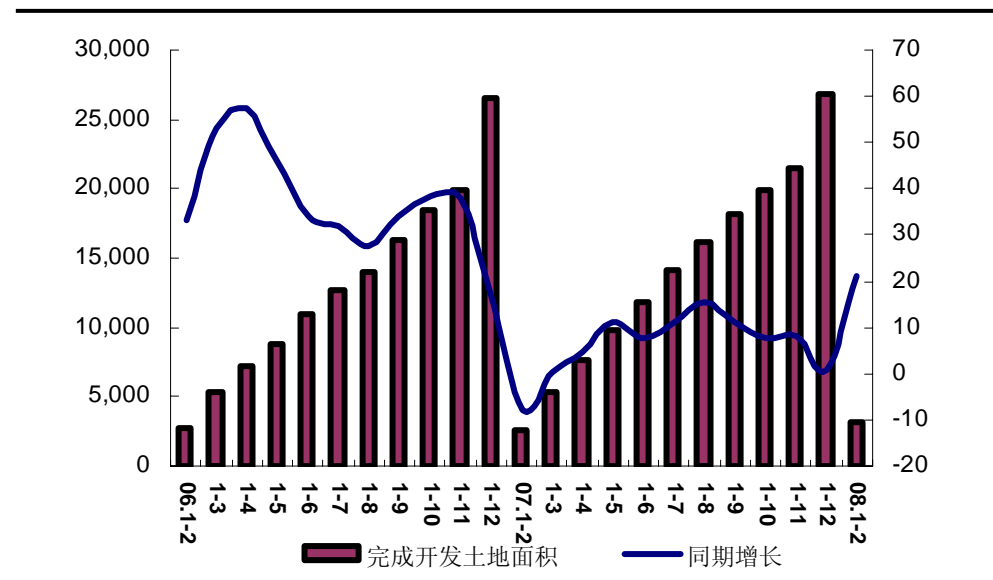
(单位：万平方米，%)



资料来源：中经网 中国统计年鉴 天相投顾整理

图表 4 完成开发土地面积大幅反弹

(单位：万平方米，%)



资料来源：中经网 中国统计年鉴 天相投顾整理

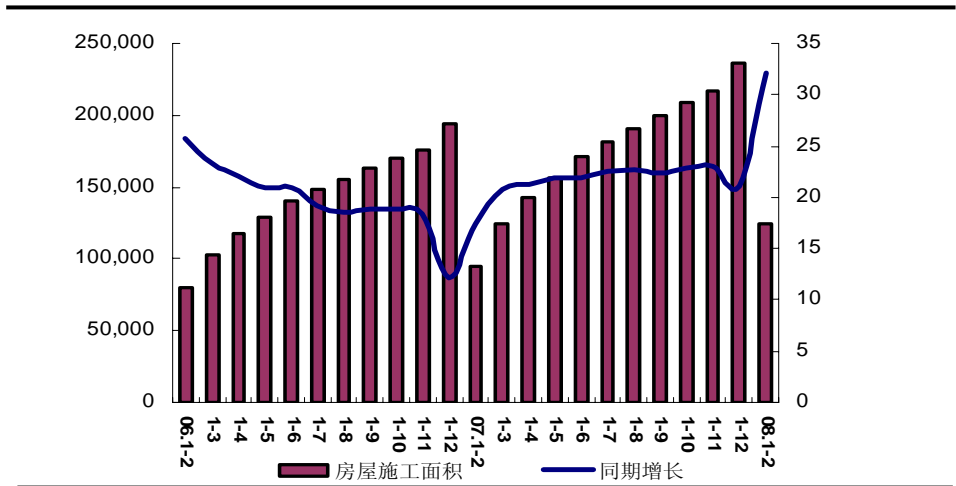
08年1-2月，商品房施工面积同比增速达32.1%，同比增加了14.4个百分点；竣工面积同比增速达31.6%，同比增加了32.7个百分点；商品房竣工面积占销售面积比重也大幅上升至85%。这也表明未来房地产市场供给有加速的可能。

商品房竣工面积虽然上升幅度较大，但仍然小于销售面积，供不应求的趋势比较明显，房价仍存在上涨的动力。根据国家发展改革委、国家统计局调查显示，08年

一季度，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 11%，涨幅比上年同期高 5.4 个百分点，比上季度高 0.8 个百分点。

图表 5 全国商品房施工面积及增速

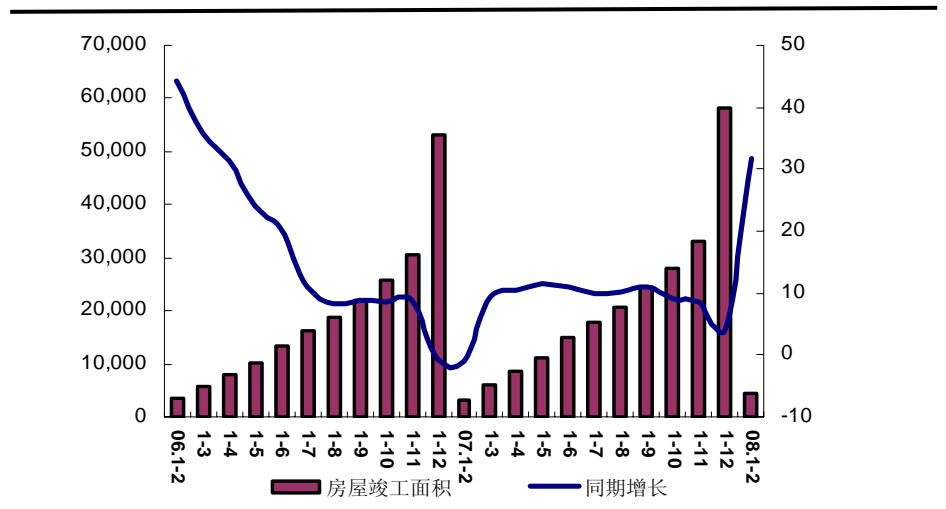
(单位：万平方米，%)



资料来源：中经网 中国统计年鉴 天相投顾整理

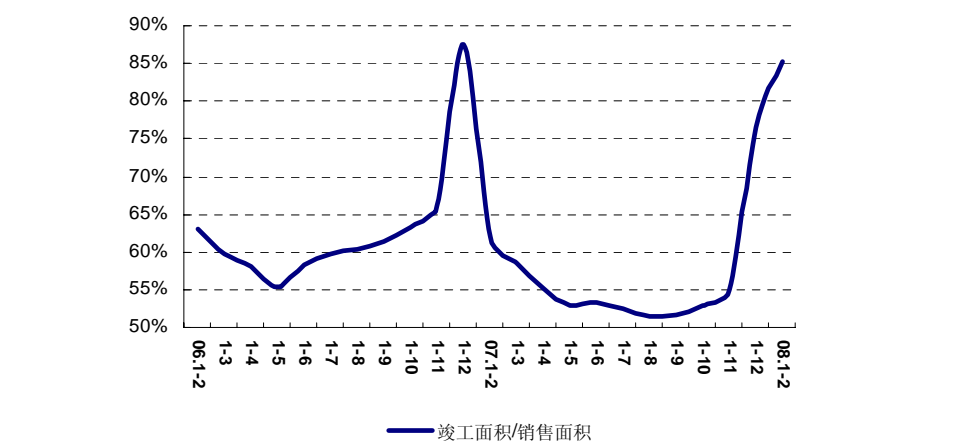
图表 6 全国商品房竣工面积及增速

(单位：万平方米，%)



资料来源：中经网 中国统计年鉴 天相投顾整理

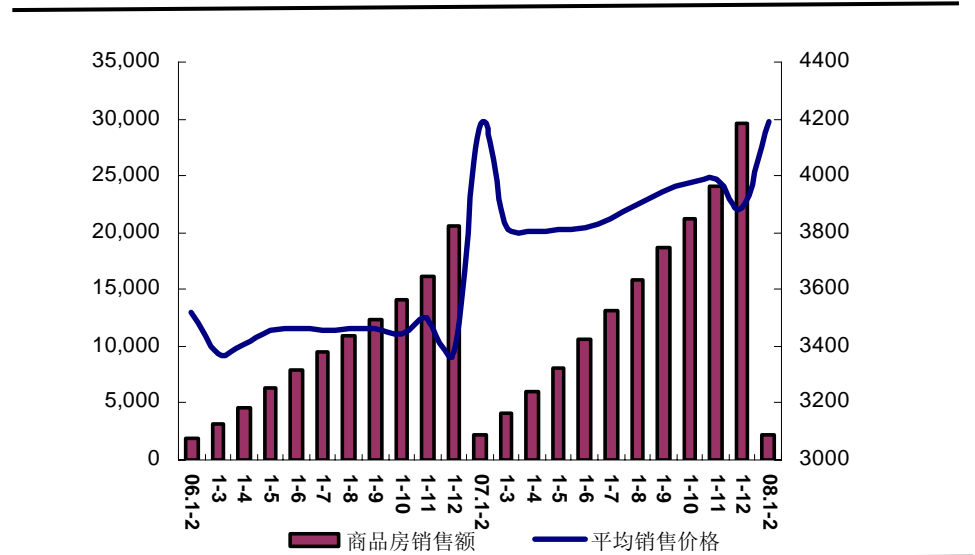
图表 7 竣工面积与销售面积之比



资料来源：中经网 中国统计年鉴 天相投顾整理

图表 8 商品房销售价格继续上涨

(单位：亿元，元)



资料来源：中经网 中国统计年鉴 天相投顾整理

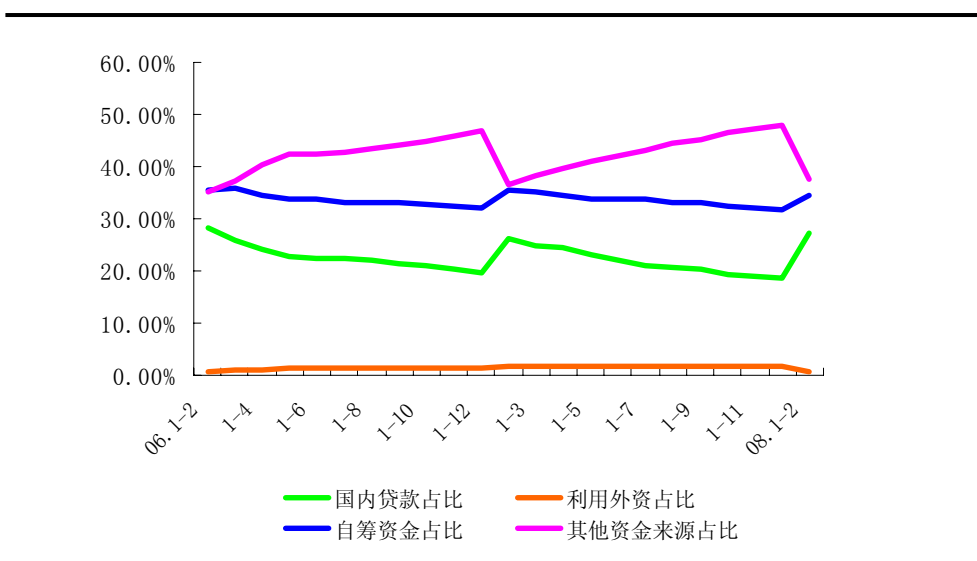
1.3 资金来源

我国房地产开发资金主要来源于国内贷款、企业自筹资金、包括定金及预收款的其他资金和利用外资。

从占比看，08年1-2月总资金来源中，包括定金和预收款的其他资金占比虽然有所下降，但仍保持最大，达到37.6%，自筹资金占34.4%，国内贷款占27.2%，利用外资占0.8%。从资金来源增速看，08年1-2月国内贷款增幅明显，自筹资金和其他资金来源增速有所下降，利用外资增速降幅明显。

图表 9 房地产开发资金来源占比

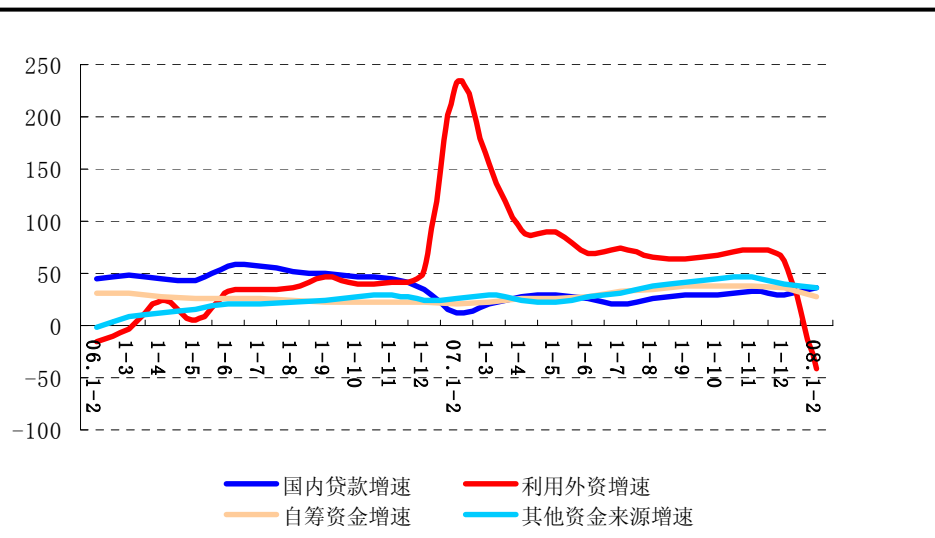
(单位：元，%)



资料来源：国家统计局 天相投顾整理

图表 10 房地产开发资金来源增速

(单位: %)



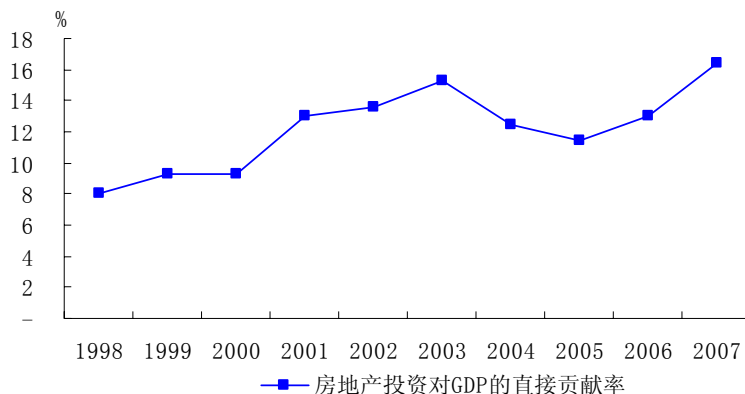
资料来源: 国家统计局 天相投顾整理

2. 房地产行业发展前景分析

2.1 房地产行业支柱地位很难改变

自 1998 年以来, 房地产行业作为国民经济的支柱产业的地位始终没有改变。作为需求市场, 房地产业可以拉动钢铁、建材、森林工业、机械、化工、陶瓷、纺织、家电等产业的发展。考虑到房地产开发投资通过关联产业和拉动消费对 GDP 的拉动, 当前房地产开发投资对经济增长的总贡献率超过 20%, 由于其产业关联度高, 房地产开发投资的大幅波动, 可以带动其它相关产业也出现波动, 最终必然会引起经济发展的波动。因此保持房地产开发投资的平稳增长, 对国民经济持续稳定发展具有重要意义。

图表 11 房地产投资对 GDP 的直接贡献



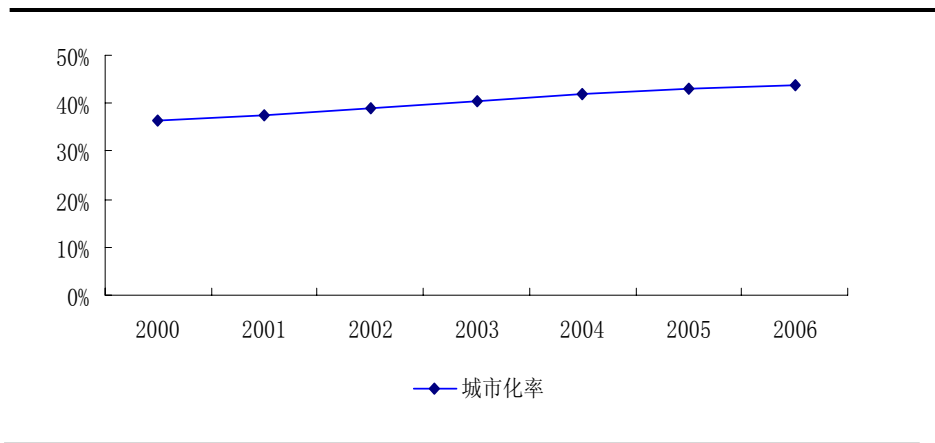
数据来源: 天相投资顾问有限公司整理

此外，房地产市场有不同的利益主体，一旦房地产成交量萎缩厉害，中央政府税收减少、GDP 增长的一个重要驱动力缺失；地方政府失去的是政绩和主要财政收入；银行失去的是重要的客户和利润来源；购房者住房需求以及居住条件的改善迟迟得不到满足等。因此，政策调控也并非为了打压房价和需求，而是为了行业的健康稳定发展。

2.2 房地产需求强劲

我们认为支持房价长期稳中有升的理由主要有两点：城市化进程的加快和有效需求的释放。据建设部的数据，中国近十多年城市化率的增速达到每年 1%，是改革开放前的十倍。按照统计局的数据，2006 年度我国城市化率逾 43.9%，而目前发达国家平均为 70%以上，因此未来我国城市化进程的空间还很大，速度还有望加快，而在此过程中释放出来的巨大需求将是房地产行业发展的契机。

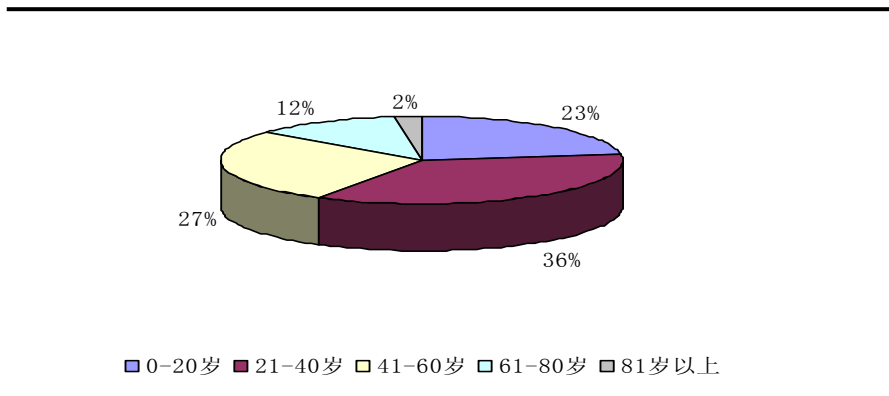
图表 12 我国城市化的发展状况



数据来源：中经网 天相投资顾问有限公司

我国目前人口的年龄结构中，20-40岁的人口仍然数量最多，基本保持一个较为稳定的比例，占人口比重约为36%，他们之中蕴藏着婚育、改善性等对于房屋的巨大刚性需求，同时这个年龄段的置业消费能力也最为强大。因此这是房价最为坚实的基础。

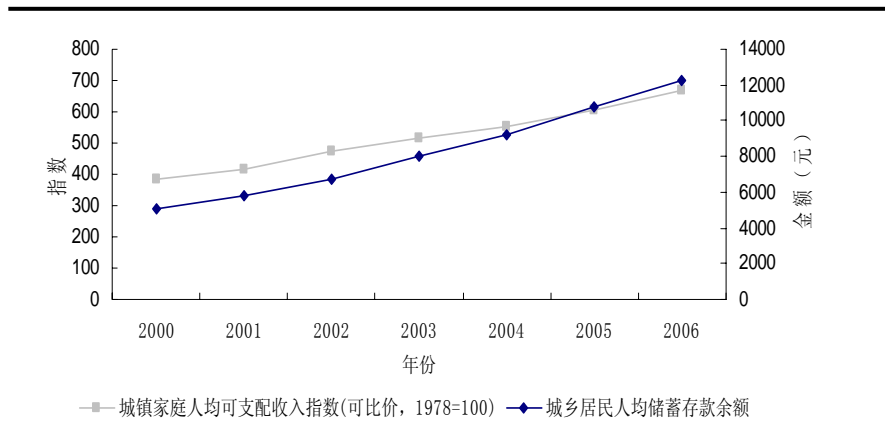
图表 13 我国人口年龄结构变化情况



资料来源：中国卫生部网站 天相投资顾问有限公司

近年来我国城镇家庭人均可支配收入和城乡居民人均储蓄都呈逐年上升趋势，基本上6年翻了一倍，尤其是人均储蓄余额有加速的迹象，国民购买力大大增强，这也是房价高位运行的另一个坚实的基础。

图表 14 我国居民收入增长情况



资料来源：中经网 天相投资顾问有限公司

房价的有效需求均衡点比较难以量化度量，因为我国人口众多和买房消费的偏好过强等原因，国外应用较为普遍的房价收入比也并不适用我们现在的国情和买房传统，因此有效需求的底线我们暂时用观测的市场放量成交的均价来替代。我们注意到，作为行业龙头的万科引领了市场这一轮调整的降价行动，在 07 年三季度量价齐跌的深圳市场中，万科的几处新盘以低于周边楼盘均价 20%-30% 的价格开盘，结果开盘即售罄，虽然至今为止深圳楼市还未完全回暖，但是当地房价从去年最高点下调幅度也几乎就在 30% 左右；08 年元宵万科在上海进行 95 折特卖，在约 8 个小时的销售活动中，上海万科推出的 240 多套优惠房源卖出了 170 多套，总销售额达 2.57 亿元。在这一轮调整中虽然上海的成交同样萎缩，但是房价并没有明显的下跌。所以，开发商通过降价促销能够触摸到市场可接受的价格底线，这也说明部分泡沫不大、购买力较强地区的有效需求非常强劲，这是房价的有力支撑。

此外，持续的快速经济增长、人民币升值、通货膨胀预期等也是房价长期走牛的动力。因此，从长期来看，随着经济的发展，房价稳中有升将是主旋律。

2.3 行业面临洗牌，集中度将提高

根据国务院发展研究中心企业研究所 2007 年有关研究结果，美国最大的房地产开发商市场占有率为 4.5%，美国前十强的市场占有率为百分之 27%。而目前，中国房地产企业接近六万家，但总体而言，规模偏小，行业集中度比较分散。内地市场占有率最高的万科，2007 年的全国市场占有率仍只有 2% 左右。目前，中国前十大房地产企业市场占有率仅约为 8%。即使考虑到房地产市场区域性较强的特点，单纯考察某一个地区，如，北京、上海、深圳、广州等房地产市场发展较快的城市，也没有一个城市前 10 名房地产开发商的市场份额超过 25%，即使集中度最高的深圳，也只有不到 20%。

政策对行业的调控将有利于优势企业提升行业集中度和竞争力，一些无品牌和规模优势的中小企业面临的竞争压力将会越来越大。经过 07 年大规模的高价

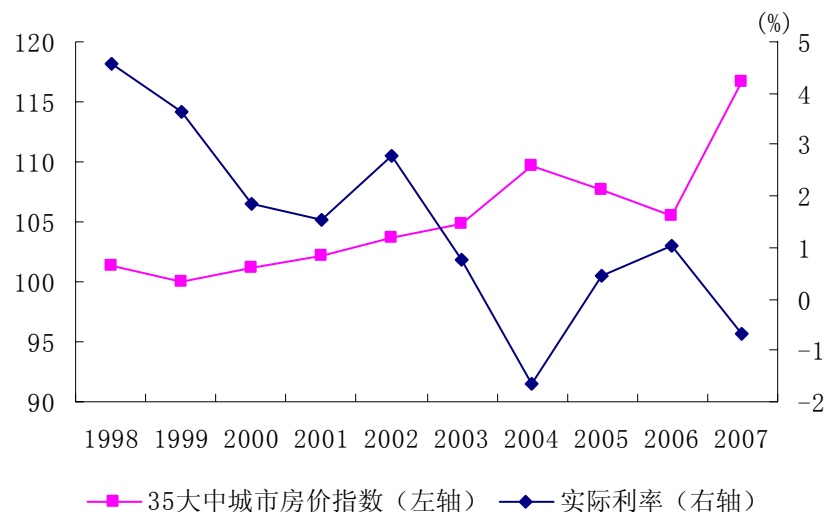
“跑马圈地”，08年房地产企业面临的重大问题将是缺钱而不是缺地，银行及二级市场融资困难将绷紧资金链，使得一些中小企业面临被市场淘汰，这同时给龙头公司提供了扩大市场和行业集中度的机会，尤其是融资渠道畅通、现金流充裕的公司将显现较大的优势，同时具有强大的外延式发展动力的企业也有望抓住行业洗牌的契机脱颖而出。

2.4 负利率为房价提供支撑

我国07年虽然六次上调利率，但银行存款回报率仍低于通货膨胀率。目前中国商业银行基准1年期存款利率为4.14%，而我国07年全年CPI同比上升了4.8%，70个大中型城市07年房地产价格同比上升10.5%。

通胀实际是货币价格的反映。当实际利率为负时，资产的价格就会上涨，房价也就会上涨。于是为了防止通胀就不得不调整货币的价值，就可能出台各种措施（包括宏观的与微观的），打压通胀和资产价格就可能产生预期的变化。从历史来看，利率与房价产生明显的负相关作用：当利率为正时，房价稳定并上涨缓慢；当实际利率为负时，房价就高涨。

图表 15 近年来我国房价和实际利率的关系



资料来源：中经网 天相投资顾问有限公司

2.5 通胀预期下的不动产保值功能刺激投资性需求

2007年我国的CPI增速为4.8%，由于食品、原材料持续上涨和雪灾等因素的影响，08年二月份的数据甚至冲高到8.7%的近年来最高水平，通胀预期开始普遍存在并困扰社会大众。众所周知，在通胀的过程中，实物资产和不动产的保值功能将凸显。因此，房地产作为不动产的典型代表，在较强的通胀预期下，必将激发投资性需求，尽管政策调控对投资性需求的抑制较严，但是在目前股市低迷、投资对象较少的情况下，这部分需求不可小视。

3. 前期房地产板块走势的原因分析

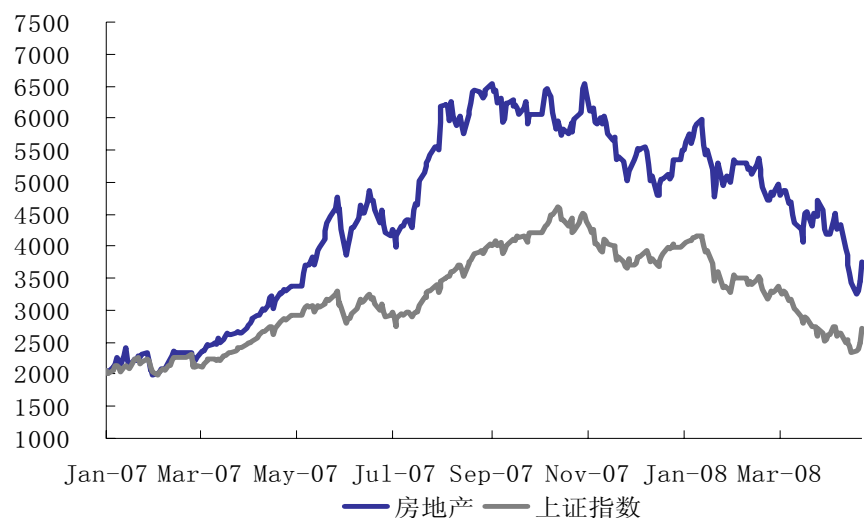
不容置疑，房地产板块是这一轮大牛市的主线之一，但是从07年11月初开

始先于大盘展开剧烈的调整，大部分公司的股价甚至跌去 50%。而从 08 年 3 月中旬开始，经过四个多月的充分调整之后，房地产板块又先于大盘企稳，并在指数快速下跌频创调整新低的情况下展开反弹，之后在利空传言的影响下波动幅度较大。

我们认为主要原因有：

首先，07 年 11 月之前房地产板块的涨幅过大，自身有调整的需要。根据天相投资分析系统的统计，07 年前十个月，上证指数的涨幅为 122.57%，而天相房地产指数的同期涨幅为 234.51%，几乎是指数的两倍。因此，涨幅过大使得板块自身具有调整的需要。

图表 16 07 年以来房地产板块和上证指数的走势



资料来源：天相投资分析系统

其次，政策调控力度的加大使得对行业未来发展的预期变得很不明确。07 年 9 月底，央行、银监会发布了《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，规定对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的，贷款首付款比例不得低于 40%，贷款利率不得低于同期同档基准利率的 1.1 倍；07 年 12 月，央行、银监会发布《关于加强商业性房地产信贷管理的补充通知》，明确了第二套房的界定及相关问题，对市场影响很大；2008 年 1 月，国务院发布《关于促进节约集约用地的通知》，通知要求土地闲置满两年、依法应当无偿收回的，坚决无偿收回，重新安排使用，土地闲置满一年不满两年的，按出让或划拨土地价款的 20%征收土地闲置费。这一系列的政策调控加上之前政策的累积效用使得市场对整个房地产行业未来的发展与其变得很不确定，持股信心开始动摇。

第三，07 年三季度开始，深圳、广东楼市开始出现量价齐跌，楼市“拐点论”盛行。自 11 月中旬开始，广州、深圳的楼盘降价消息开始不绝于耳，部分楼盘降价相比最高价达 20%以上。在重点城市都出现成交量骤减的状况之下，市场开始担心“南风北吹”，房价大跌会不会成为普遍现象。市场开始担心楼市将真的步入“拐点”，从而房地产公司的业绩也步入“拐点”，盈利预期的下降使得机构也纷纷调低房地产公司的评级和降低房地产板块的配置比重。

最后，4 月初央行上海分行下发通知，并对上海市房地产企业资金情况

进行一次抽样调查，目的是“为密切跟踪房地产信贷政策效应，掌握房地产开发企业资金情况”，由此引来了各方的猜想；近期各种媒体对房地产企业的资金状况分外关注，不时有房企资金链紧张甚至断裂的报道；还有传闻将出台针对房地产行业更加严厉的调控措施。因此，在众多传言的侵扰下，地产板块的市场表现为剧烈波动。

4. 我们对房地产行业及板块的看法

4.1 供求关系是决定房地产行业长期趋势和房价的根本

我们可以对未来的市场趋势作一个判断，从需求来看，人均 GDP 在不断上升，房地产消费人口数量也在持续增加，消费者的购买能力也在不断提高，需求趋势整体向上；而从供给来看，土地资源的稀缺性、设计标准的提高、土地价格和原材料价格提高等，这些都会导致供给成本的提升。单从供给和需求的关系来看，需求在增加，供给成本也在增加，长期供应趋于减少，必然导致房地产价格的长期上扬。

4.2 政策调控是为了保证行业的健康平稳发展

不难看出，政府对房地产行业的政策调控都是为了行业的长期健康发展，并不是一味地打压房价。因为从我国前几年的情况来看，房价的涨幅过快过大，给人们的生活带来了较大的压力，采取调控措施是非常有必要的。虽然部分地区的房价确实存在着泡沫，但是房价更大程度上还是市场供求关系的体现，再加上房地产行业在整体经济中的重要地位和影响，因此政策调控的基调主要是为了抑制房价的过快过猛上涨和调整优化供需的结构，这样一方面化解了行业的长期风险，另一方面也引导了需求，能够保证行业的长期健康发展。

4.3 地价不降则房价下降的空间不大

由于房屋市场与土地市场有着类似于面包与面粉的关系，因此地价和房价同样关系密切，特别是从长远和整体上看，地价高低对长远房价变动有很大影响。我国目前实行的土地“招拍挂”制度多数情况下实行的是价高者得的竞价方式，在这样的制度之下，土地作为稀缺资源，其价格被推高是长期趋势。而一般来看，房价中地价要占到 40%-50% 的比重，是房屋成本中的绝对大头，因此在建安成本持续上升和各项税费没有减少的情况下，如果地价不降，则房价下降的空间实在有限。

4.4 房企的资金紧张状况被媒体放大

不可否认，在持续的宏观调控和信贷紧缩的政策之下，同时楼市成交的大幅萎缩都给房地产企业的资金状况带来了很大的压力，近期媒体关于房企资金链紧张甚至断裂的报道也不绝于耳。我们认为，在市场资金供应情况偏紧的大环境下，对于房地产这样资本密集型的行业，资金趋于紧张属于正常现象。我们根据重点上市房地产公司的年报进行了统计，选取了反映公司资金状况的一些指标，发现情况并不至于像媒体报到的那么夸张。

整体来看，我们统计的 30 家重点上市公司中，陆家嘴、香江控股等以商业



地产为主的公司现金流非常充裕，基本看不到资金压力；经营较为稳健的住宅开发类企业万通地产、华发股份的资金状况也非常优秀。虽然保利地产、金地集团的每股经营现金流都超过了-7元，但是在项目集中开发和销售不均衡的行业中并不鲜见，并且他们的其余指标都显示公司的资金状况还是不错的。而资金状况较紧可能对经营造成较大压力的比较明显的是冠城大通，尽管07年实行了再融资，但是长、短期债务压力仍比较重。

图表 17 30家重点上市地产公司的资金状况统计

序号	代码	名称	每股 现金流	每股 经营 现金流	每股 账面 货币 资金	负债率	扣除预 收账款 后的负 债率	一年内到 期的非流 动负债与 短期借款 之和占总 负债之比	07年至今 是否再融资
1	600663	陆家嘴	-0.21	0.18	2.24	35.34%	17.91%	0.00%	否
2	600162	香江控股	0.94	1.87	1.95	68.45%	53.23%	0.00%	实施
3	600246	万通地产	3.00	1.60	4.12	67.26%	27.93%	2.19%	实施
4	600325	华发股份	0.25	7.25	4.98	75.46%	39.00%	4.45%	待批
5	600007	中国国贸	0.07	0.44	0.32	43.69%	43.11%	5.45%	否
6	000667	名流置业	-0.40	0.25	0.08	41.78%	34.02%	8.25%	实施
7	000006	深振业A	1.08	-3.17	2.35	67.60%	54.00%	9.60%	否
8	600048	保利地产	3.02	-7.65	3.77	68.62%	41.86%	11.12%	实施
9	000002	万科A	0.92	-1.52	2.48	66.11%	44.51%	12.99%	实施
10	000718	苏宁环球	-0.58	-0.66	0.33	76.83%	40.60%	14.15%	已批未实施
11	600823	世茂股份	0.44	1.05	1.65	50.05%	38.86%	16.81%	待批
12	600383	金地集团	1.89	-7.52	2.99	63.65%	48.67%	18.89%	实施
13	000402	金融街	0.35	-0.75	2.12	64.63%	57.96%	19.15%	实施
14	000616	亿城股份	2.85	-0.59	3.45	56.85%	41.14%	19.61%	实施
15	600266	北京城建	0.60	-0.28	1.76	65.35%	47.09%	24.89%	实施
16	601588	北辰实业	-0.79	-1.74	0.69	58.41%	42.80%	25.42%	否
17	600641	万业企业	1.22	0.94	1.41	32.48%	19.01%	26.83%	待批
18	600675	中华企业	-0.05	-1.58	1.44	65.02%	54.12%	27.77%	待批
19	000042	深长城	1.83	-0.94	3.14	64.51%	52.07%	30.74%	否
20	600376	天鸿宝业	3.23	6.13	12.00	82.75%	63.65%	34.60%	实施
21	600895	张江高科	0.50	-0.43	1.02	62.12%	60.45%	37.16%	已批未实施
22	000024	招商地产	3.11	-4.74	4.25	63.58%	62.85%	37.41%	实施
23	600736	苏州高新	0.40	-0.81	1.69	72.02%	57.91%	37.58%	实施
24	000090	深天健	0.96	0.32	3.73	53.27%	47.78%	42.74%	实施
25	600533	栖霞建设	-0.25	-1.79	2.86	67.64%	58.43%	42.78%	待批
26	000031	中粮地产	1.51	-0.39	1.76	39.16%	35.73%	45.05%	实施
27	600748	上实发展	1.51	0.64	2.86	55.93%	50.40%	51.07%	实施
28	000043	中航地产	2.66	-1.19	3.61	56.02%	54.57%	60.64%	实施
29	600067	冠城大通	0.64	-0.95	2.33	82.19%	76.60%	63.35%	实施
30	000069	华侨城A	1.07	0.56	1.28	54.24%	51.88%	67.06%	否
-	-	均值	1.06	-0.52	2.62	60.70%	47.27%	26.59%	-

资料来源：公司年报、天相投顾整理

4.5 二季度市场成交量的变化将是决定行业和板块短中期趋势的关键

房地产行业自去年三季度调整至今，虽然一季度销售数据同比并不差，但是由于每年一季度是传统的淡季，相关数据代表意义不强，因此并不能判断市场就此回暖。更为关键的是二季度的市场数据，而相对于价格来说，成交量尤为重要，因为成交量是真实需求的表现形式。根据我们了解，今年五一前后将有大量新盘上市，供给的大量增加如果不能带来成交量的显著提升则市场将面临更加严峻的考验，而如果成交量能够有效放大，即使房价有一定的下跌也能够支持行业和市场的前景趋好。

4.6 维持行业“增持”评级，部分个股价值凸显

我们认为：首先，从宏观角度来看，人民币升值的步伐有加快的趋势，由于美国的持续减息，我国加息的空间有限；从微观的供求角度来看，在科学发展观的指导下我国将严守 18 亿亩耕地的红线，由于人多地少的国情，巨大的需求将构成房地产市场发展的源动力。

其次，从政策调控的导向来看，政府对房地产行业的持续调控，其目的加强梯级住房消费体系的建立，抑制房价过快增长，逐步建立并完善住房保障体系，最终促使房地产市场健康稳定的发展。这其实有利于提升行业的长期投资价值，但是，有些政策的出台，市场的反应往往会远大于政策自身对房地产公司的影响。

综上所述，由于我们预期未来房价仍将维持稳中有升的态势，加上受到人民币升值的推动，商业地产公司的租金水平有望持续攀升，这将对于提升相关上市公司业绩以及 NAV 估值水平起到积极的作用，但是由于对我国通胀高企和经济放缓将影响上市公司盈利前景的担忧，经过前期的大幅调整以后市场的整体估值水平已经整体下移。因此，我们认为在目前的市场情况下，行业内重点关注的主流地产公司 08 年平均合理动态 PE 25-30 倍，对于主要园区类和出租类上市公司则定位于 30-35 倍。经过前期的价值回归，一部分公司的中长期投资价值开始显现，尤其是行业龙头、业绩确定性较强以及具备明确外延式发展动力的公司值得重点关注。

5. 行业投资策略及重点公司评述

5.1 行业龙头公司

此类公司具备长期投资价值。因为宏观调控已成为常态，广大中小开发商面临着“银根”、“地根”收紧的严峻考验，尤其是“银根”的持续紧缩将使部分公司面临着生存压力，行业整合势在必行。以万科 A、保利地产等为代表的优质龙头股，其融资渠道畅通、经营管理水平较高、业绩能够持续稳定增长，此外，它们具有的强大资金实力、品牌价值将在行业整合中获益；此外，预期股指期货的出台，行业里的这些大盘蓝筹也必将受到机构投资者的青睐。

5.2 确定性较强的资产注入类地产公司

在整个行业面临困境、内生性增长不确定性较大的时候，那些具有明确外延式增长的公司将很有机会脱颖而出。这些公司的显著特点是“大集团、小公司、小市值”，即大股东或者实际控制人拥有大量优质的与上市公司存在同业竞争的

业务或者资产，并且有承诺未来将把这些业务或资产注入上市公司，同时上市公司股本和市值均不大，未来具有很好的规模扩张潜力。我们认为，中航地产、中粮地产就是典型代表，有望通过大股东优质资产注入迈入蓝筹地产的行列。

5.3 二、三线优质地产公司

我们建议投资者也应重点关注二、三线的区域龙头公司以及业绩有望迅猛增长的公司，这些公司质地优良，成长性好。并且从估值的角度来看，其估值水平相对于一线蓝筹股来说，有一定的优势。因此，我们认为以华发股份、上实发展、名流置业、深振业 A、深天健和栖霞建设等为代表的二、三线地产公司投资机会较好。

5.4 项目集中于购买能力较强区域的公司

我国目前各地房价差别比较大，主要原因是同当地的经济发展和人口状况相联系，经济发达的东部沿海、沿江地区，人口众多且每年有大量外来人口净流入，土地稀缺更加突出，再加上经济发达造就的强大购买力，房价高企也就成为常态。并且，在这样的区域由于需求和购买力都异常强大，房价的抗跌性也非常好，因此项目集中于这些区域的公司未来业绩增长较为确定，比如中华企业、广宇集团和即将上市的滨江房产等。

5.5 部分重点公司简要分析

图表 18 重点上市公司简要评述

代码	名称	简要分析
000002	万科 A	<p>国内房地产开发类上市公司绝对龙头。公司发展稳健，规划合理。公司及时调整销售策略，07 年销售情况良好，市场份额达到 2.07%，比 06 年增加 0.82 个百分点。表明在宏观调控下，公司在行业整合的过程中获得更大的发展机会。</p> <p>07 年，公司新增项目规划建筑面积合计 1142 万平方米，权益建筑面积 934 万平方米。07 年末，公司规划中项目权益建筑面积为 1821 万平方米，土地储备适度。08 年，公司计划 08 年开工面积和竣工面积分别达到 848 万平方米和 689 万平方米。公司项目分布较广，坚持以珠三角、长三角和环渤海区域为重点的城市经济圈聚焦战略。</p> <p>我们预计公司 08 和 09 年每股收益分别为 1.29 元和 1.97 元。考虑到公司行业龙头的地位，稳步上升的市场占有率，以及良好的项目开发和融资能力，我们维持公司的“买入”评级。</p>
000024	招商地产	<p>公司 07 年商品房销售结算面积 25.69 万平米，同比增长了 36.58%；实现销售收入 26.28 亿元，同比增长了 80.99%；房地产开发销售占到主营收入的 64.31%。由于 07 年房地产价格高涨以及前期拿地成本较低，公司的房地产开发销售毛利率达到 56.29%，较去年提高了 6 个百分点。</p> <p>投资性物业经营与房地产中介业务均有较快增长。07 年 9 月公司注入新时代广场后，增加可租面积 6.6 万平米，总可租赁面积增加到 54.46 万平米，总出租率达到 95%（较上年增加 4 个百分点），07 年公司的租金收入达到 3.83 亿元，同比增长 25%。此外，公司全资子公司招商置业借助母公司的资源优势成长迅速，2007 年末店铺总数已达 69 家，全年实现中介业务收入 1.03 亿元，同比增长 71.42%。</p> <p>08 年结算面积有望快速增长。我们认为两方面原因将推动公司 08 年的结算面积快速增长：一方面是除了深圳的兰溪谷 2 期、海月华庭、龙岗依山郡 2 期和曦城项目以外，北京公园 1872、天津西康路、重庆董家溪、苏州依水云岸等项目也陆续进入结算期，公司总结算面积在 08 年将大幅增加。另一方面公司预收帐款仅为 1.83 亿元，持有现金 35.45 亿元，这使得公司未来拿地的资金偏紧。这将促使公司加快结算来提高现金支配能力。</p>

盈利预测与评级。暂时不考虑公司配股因素，我们预计公司 08、09 年度每股收益分别为 2.42 元、3.30 元。维持对公司“增持”评级。

600383 金地集团 公司合计可结转项目资源 1136 万平方米，其中公司权益部分约为 994 万平方米。公司已基本完成了珠江三角洲、长江三角洲、环渤海三大区域，以及武汉、西安、沈阳三大城市的“3+3”战略布局，并新进入杭州、南京两个重要城市。该战略布局有利于公司拓展收入渠道，规避区域性房价波动的风险。

公司始终坚持快速滚动开发、多元化及时融资的发展战略。2008 年，公司计划开工面积 261 万平方米，计划竣工面积 186 万平方米。在产品开发方面，公司注重中小户型、精装修房的研究，在产品标准化上力求突破，从而支持快速滚动开发策略。在融资方面，公司进行了约 45 亿元的非公开增发，并获得了 190 亿元的银行授信额度，为公司持续开发提供了资金保障。

我们预计公司 08、09 年度每股收益分别为 1.06、1.42 元，考虑到公司充足的土地储备和较好的项目布局，维持公司的“增持”评级。

600048 保利地产 土地储备丰富，区域分布广泛。公司在建拟建项目 60 个，规划总建筑面积 2045 万平方米，主要分布在广州、武汉、沈阳、包头等地。2007 年公司新开工 410.7 万平方米，竣工 171 万平方米，比 2006 年同期分别增长 72.87% 和 87.02%。按照开发进度，现有土地储备足以支撑公司未来 3 年以上快速发展。截止 2007 年底，公司拥有权益可结算资源 1579 万平方米，其中已售未结转面积 133 万平方米，已开工未售 234 万平方米，待开工面积 1212 万平方米。

07 年预售情况良好，为公司 08 年业绩高增长奠定良好基础。2007 年公司已售未结面积 133 万平方米（结算面积 110 万平米），已售未结金额共计 116 亿元，比 07 年结算收入高出 56.7%，而且未结部分均价达到 8500 多元/平米，比 2007 年的结算均价 6734 元提高了近 26%，为业绩高增长的实现奠定了良好基础。

盈利预测。考虑到公司较好的项目预售进展，在不考虑北京政泉项目补偿款的情况下，预测公司 08 和 09 年每股收益分别为 1.11 元和 1.75 元，净利润增速分别为 90.68% 和 51.02%。

000069 华侨城 A 07 年，公司旅游地产业务毛利率大幅提升至 70% 以上。我们认为，公司的高端地产受宏观调控的影响较小，08 年结算面积将有大幅增长。此外，随着东部华侨城的开业，公司的旅游业务稳定增长，开办费用的一次性影响消除后，也将提升公司的业绩。

公司控股股东华侨城集团将在 2008 年进行以公司为操作平台的主营业务整合上市工作。整体上市将使上市公司受益于集团房地产业务的发展。

暂不考虑公司股本变化，我们预计 08 和 09 年度每股收益分别为 1.36 元和 2.07 元。公司“旅游+地产”的模式有望使公司在享受高端地产带来的高额回报的同时，获得旅游业务稳定的现金流。再考虑集团整体上市预期，我们维持公司的“增持”评级。

000402 金融街 立足北京，面向全国。目前公司拥有 500 万平米的土地储备，主要分布在北京、天津、惠州、南昌、重庆。增发募集的资金、房产开发结算、以及物业经营现金流将帮助公司在紧缩货币调控下顺利完成开发项目，公司未来 3 年的业绩有望保持稳健增长。

结算面积增加推动业绩增长。07 年公司房产开发收入为 38.52 亿元，同比增长 35.70%；房产开发占营业收入较去年提高 6.63 个百分点，达到 91.86%。这主要是由于金融街 F1 和 A3 南等项目结算带来的销售收入。08 年，金融街 F3 项目（金祺大厦）（预计 08 年 12 月竣工）、A5 项目（预计 08 年 12 月竣工），以及南昌紫金园一期（07 年 12 月竣工）、二期（预计 08 年 10 月竣工）将成为公司主要收入来源。

公开增发缓解未来资金压力。07 年末，金融街资产负债率为 64.63%。08 年 1 月金融街公开发行人募集 82.83 亿元，不仅改善公司的财务结构（资产负债率降低至 50% 左右），还保证了公司在北京、天津、惠州开发项目上资金充沛。

盈利预测与评级。以增发后公司总股本计算，我们预计公司 08、09 年全面摊薄每股收益分别为 0.74 元、0.95 元。考虑到商务地产受国家对房地产行业宏观调控影响较小，以及奥运会给北京房产

板块带来的增值概念，我们维持对公司的“增持”评级。

002133 广宇集团 市场定位于二、三线城市，产品定位于中小户型普通住宅。公司目前的房地产市场开发战略是以杭州为基础，并逐渐布局于省内外其他二、三线城市。杭州 2 个项目近 10 亿元的销售收入是公司营业收入的主要来源。同时，公司已进入广东肇庆、安徽黄山等三线城市，项目开发销售顺利。公司开发产品以满足百姓自住型需求的普通住宅为主。公司的市场和产品定位符合市场需求，同时适应国家宏观调控的要求，在一定程度上能规避政策调控和市场波动风险。

土地储备适量。公司 07 年新增权益土地面积和建筑面积分别为 45.33 万和 66.14 万平方米，使公司在 07 年末权益土地面积和建筑面积达到 116.41 万和 143.84 万平方米，能基本保证公司未来几年的开发需要。新增土地项目共 7 个，其中 5 个位于杭州，2 个位于肇庆，杭州仍将是公司产品销售的主要市场。

08、09 年业绩增长较为确定。不考虑其他投产项目，单就现有 4 个项目的销售情况看，西城年华基本销售完毕，其他三个项目销售情况良好，且各项目售价逐步攀升，销售收入将在 07-09 年逐步确认，公司未来 2 年的业绩得以基本确定。

盈利预测和评级。不考虑股本变化，我们预计公司 08 年和 09 年的每股收益分别为 1.13 元和 1.47 元，考虑到公司的区域性竞争优势和合理的市场及产品定位，以及未来 2 年较为确定的业绩增长，维持公司的“增持”评级。

600325 华发股份 土地储备丰富、区域优势明显。目前，公司拥有的项目储备已超过 500 万平方米，足够公司未来几年的开发需要，且大部分土地取得成本极低，使公司可在较长时段内享受高于同行业的平均利润率；此外，近年来公司在珠海区域市场占有率在 14% 左右，处于绝对领先地位。

便利的交通助推珠海房地产投资价值。广珠城市轻轨将在 08 年完工，规划中的港珠澳大桥和横琴岛开发也在按计划进行，便利的交通将扩大珠海房地产市场的需求半径，引入购买力极强的港澳需求，比价效应将使得珠海房地产的投资价值与日俱增。

业绩增长确定性强。根据公司 07 年年报，07 年营业收入为 21.66 亿元，但预收账款达到 33.7 亿元，因此可以说公司目前的预售房款已经把 08 年的利润锁定。此外，公司配股计划已获证监会条件通过，预计募集资金 25~30 亿元，大股东承诺将全额现金参与，显示对公司未来发展的坚定信心。公司配股完成后，能够保证项目开发所需的资金，促进未来业绩增长。因此公司的业绩增长确定性非常强。

我们维持对公司 07、08 年的 EPS 预测 0.68 元、0.81 元的盈利预测，给予“增持”评级。

000667 名流置业 08 年开始公司业绩有望进入收获期。按照公司目前的销售计划和销售进度，08 年—09 年，公司主要项目开始进入结算回收期，其中规模较大的项目：武汉名流·人和天地项目及惠州项目将构成公司 08-09 年业绩增长的主要来源，08-09 年将成为公司业绩增长的爆发期。

土地储备充足。公司拥有充足的土地储备，拥有权益建筑面积约 356 万平米，即使不新增土地储备，也可供公司未来 3-5 年开发需要，为未来几年的产品供应奠定了坚实的基础，为公司可持续性发展提供保证。目前，公司的房地产项目主要分布在西安、武汉、惠州、安徽等低风险、高成长性的二线城市。

盈利预测及评级。以公司 08 年 1 月公开增发后的股本计算，我们预计公司 08 年、09 年可实现 EPS0.49 元和 1.23 元，未来高成长性明显，维持公司评级为“买入”。

600675 中华企业 公司土地资源丰富、项目含金量高。目前公司拥有项目权益建筑面积约 170 万平方米，足够未来三年开发需要，并且大部分位于上海黄金地段，由于早期拿地成本较低，升值巨大，项目含金量非常高。公司项目储备多为别墅项目，在目前别墅用地停供的政策调控下，公司这类项目作为稀缺资源的价值正日渐增长。

高毛利率显示强大盈利能力。公司产品定位于中高端住宅，受益于 07 年以来上海市场房地产价格的重新上涨，尤其是中高档住宅的涨幅更大，公司毛利率提升明显，07 年毛利率达到 59.51%，显示出公司强大的盈利能力。同时公司对土地增值的计提也较为充分。



业绩高增长较为明确。按照公司目前项目的销售计划和销售进度,在未来三年内,顾村项目二期、古北西郊别墅二期、上海国际客运中心、苏州太湖古北雅园、南郊中华园等项目将陆续进入结算回收期。我们认为上海房地产市场仍以自住性需求为主,相对泡沫不大,并有强大的购买力支撑,房价调整空间有限,而这些项目大部分盈利能力比较强,未来公司业绩高增长态势较为确定。

我们维持公司 08 年、09 年 EPS 分别为 0.80 元、0.98 元的盈利预测,维持公司“增持”评级。

600748 上实发展

上实地产整体上市,未来资产持续注入明确。公司大股东目前采用托管的形式将暂时未能注入上市公司的房地产资产交付上市公司管理,并且签订转让意向协议承诺未来均将转让给上市公司(包括汇贤雅居、青浦朱家角及青岛项目等),还承诺重组方案通过之后立即启动整体上市。整体上市后权益储备建筑面积有望超过 700 万平方米,直逼一线地产商。

布局全国的战略日益明确。公司一边致力于成为上实地产的平台,一边加紧布局全国。在政策调控的威慑之下,许多开发企业都在收缩战线,但是公司利用规模和品牌的优势先后通过股权收购和与政府议价的方式在天津、哈尔滨、泉州增加了超过 300 万平方米建筑面积的项目储备,布局全国的战略日渐清晰。

打造房地产业务的产业链。公司具有土地一级开发资质和经验,目前参与的土地一级开发项目主要是泉州东海滩涂整理项目。由于一级开发不仅能够分享土地增值的收益,还有利于获得土地进行二级开发,从而具有较低成本获得土地的能力。一级土地开发相当于向房地产开发的上游拓展,增强控制土地成本的能力。同时,公司向房地产行业的下游整合,公司 2007 年向上海远东国际桥梁建设有限公司增资 2.3 亿元,持有该公司 76.67% 股权,成为该公司控股股东。远东桥梁作为拥有众多一级资质和众多国家一级项目经理的建筑工程单位,具备满足公司快速发展的实力,今后公司大量的房地产开发项目将会由远东桥梁公司施工建设,这种开发与建设的有效结合将完善公司房地产业务的产业链,在很大程度上提高公司的工程质量、资金使用和项目开发效率。向行业的上下游拓展将有利于公司控制成本,增强抵御风险的能力。

我们预计公司 08、09 年每股收益分别为 0.71 元、1.06 元,维持公司“增持”的投资评级。

000043 中航地产

公司 07 年毛利率较高的房地产业务和酒店经营业务增长较快,同比分别增长 133.76% 和 43.65%,而毛利率较低的自行车业务基本保持平稳并有望在 08 年完成剥离。未来两年,公司的坪地、昆山、新疆等项目陆续进入销售结算期,未来几年业绩高增长非常值得期待。公司目前拥有 4 家酒店,计划到 2010 年发展到 13-15 家,随着商业物业持有量的增加,未来酒店经营和物业管理对整体业绩的贡献将提升,公司的现金流和盈利能力都将得到改善。

公司作为中国航空技术进出口公司旗下地产业务的唯一平台的战略更加明晰,外延式的增长将为公司快速发展注入强大的动力。目前公司总市值不到 40 亿,“大集团、小公司、小市值”的特征十分明显,相对于拥有的和未来自有整合预期的资产投资价值明显。此外,加大投资工业地产和股权收购力度,积极增加新的利润点。

我们维持公司 08、09 年 EPS 的盈利预测为 1.21 元、1.42 元,继续维持对公司“买入”的投资评级。

000006 深振业 A

部分项目土地成本较低,主营业务毛利率较高。公司的部分项目由于拿地时间较早,成本较低,使得在高房价的背景之下房地产业务的盈利能力较强,毛利率约 58%,尤其是星海名城六期的毛利率达到 68%,这在行业内也不多见。强劲的盈利能力将保证公司快速发展。

公司土地储备充足、项目充裕,业绩增长可期。公司目前土地储备约为 300 万平方米建筑面积,在建和拟建项目 14 个,未来三年将陆续进入回收结算期,公司的产品在同等地段和价位竞争者较少,定位合适的价格市场认可度较高,只要房地产市场不出现趋势性的变化,未来业绩高速增长仍然可以期待。

股权激励计划已经实行,有利于公司稳定发展。公司已经通过了《关于实施第二期股权激励计划的议案》,此计划实施的对象为公司高管和业务骨干。由于激励股份来源于公司原有股东,公司未来的业绩不会被摊薄。股权激励将使管理层的利益与股东保持一致,有利于公司长期稳定发展。

我们维持公司 07 年、08 年 EPS 分别为 0.66 元、0.80 元,维持公司“增持”评级。



600266 北京城建 土地储备较为充足，且位置优良，盈利前景较好。公司拥有丰富的土地储备，涉及的业态涵盖商业、住宅等产品，其中，在建的二级开发项目约200万平方米（包括奥运项目），大多位于轨道交通附近或中心区域，地段优良，且前期获得成本较低，开发盈利前景较好；一级开发项目土地储备约1600万平方米，未来一级向二级的联动将确保公司长期稳定的发展。

奥运项目预期收益良好。公司参股20%的国奥公司项目（36万m²）和25%的五棵松体育中心项目（20万m²），预计将在09年开始贡献收益。其中，国奥村已经开盘销售，销售状况良好，单价从开盘时的16000元/m²上涨到25000元/m²以上。

预收款项充足，08年业绩有所保障。07年公司实现销售签约30万m²，签约金额36亿元，同比增长89%，由于部分项目收入确认的限制，使得公司预收款项达18.6亿元，公司08年业绩将有所保障。

大股东实力雄厚，关注是否有优良资产注入。公司大股东为北京城建集团，是全国三家同时具有双特级资质的大型建筑企业集团公司之一，实力雄厚。公司是集团内唯一一家上市公司，我们关注集团对公司是否有资产注入等实质性支持。

盈利预测及评级。我们预测公司08年、09年的每股收益为0.87元和1.09元。考虑到公司奥运项目等项目储备的优良性及较好的盈利前景，维持“增持”评级。

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 19 重点上市公司 EPS 预测和投资建议

公司代码	公司简称	每股收益			市盈率（倍）			最新 PB	07 ROE	投资评级
		2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E			
万科 A	000002	0.73	1.29	1.97	32	18	12	5.45	16.55	买入
深振业 A	000006	0.51	0.66	0.80	24	19	16	1.82	14.88	增持
招商地产	000024	1.08	1.61	2.20	20	13	10	2.30	14.65	增持
中粮地产	000031	0.61	0.51	0.65	29	35	27	4.64	13.54	增持
中航地产	000043	0.68	1.21	1.42	20	11	10	2.01	10.03	买入
泛海建设	000046	0.29	0.56	0.96	43	22	13	2.30	16.16	增持
华侨城 A	000069	0.33	0.68	1.03	46	22	15	4.04	15.2	增持
深天健	000090	0.57	1.59	1.87	23	8	7	1.27	5.48	买入
金融街	000402	0.53	0.74	0.95	35	25	20	4.30	15.5	增持
亿城股份	000616	0.86	0.88	1.15	16	16	12	2.45	13.13	增持
名流置业	000667	0.31	0.50	1.25	33	20	8	5.43	20.54	买入
保利地产	600048	0.65	1.11	1.75	33	20	12	2.23	12.49	增持
北京城建	600266	0.36	0.86	1.09	44	19	15	3.53	7.88	增持
华发股份	600325	0.61	0.68	0.81	32	29	24	3.18	18.42	增持
金地集团	600383	0.66	1.06	1.42	21	13	10	1.35	11.43	增持
栖霞建设	600533	0.85	1.20	1.50	16	11	9	3.42	21.09	增持
中华企业	600675	0.56	0.79	0.98	21	15	12	3.68	20.89	增持
上实发展	600748	0.2	0.59	0.89	118	40	27	9.68	10.35	增持
张江高科	600895	0.31	0.73	0.88	40	17	14	5.76	14.46	增持

资料来源：天相投资顾问有限公司

注：市盈率、市净率按照 2008 年 4 月 29 日股价计算得到

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014