

行业深度报告

房地产行业

房地产行业 2009 年投资策略

推荐

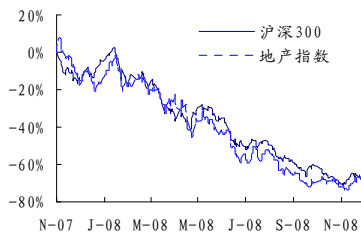
(维持评级)

2008 年 12 月 9 日

年度投资策略

政策松动提升地产股估值

近一年收益率比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告:

- 《度过“寒冬”仍需时日》 08/03/11
- 《回归理性，但景气仍居高位》 08/05/15
- 《严冬考验下的抉择》 08/09/05
- 《政策松动或带来交易性投资机会》 08/10/08
- 《景气持续回落，政策松动或超预期》 08/10/18
- 《政策松动超预期，高行业评级至推荐》 08/10/23

房地产行业首席分析师：方焱

注册房地产估价师，会计师，建筑工程师，12 年房地产开发管理经验，8 年证券研究经验，曾获首届(03 年)《新财富》房地产行业最佳分析师。

电话：0755-82130833
Email: fangyan@guosen.com.cn

房地产行业分析师：陈林

电话：0755-82130833-1843
Email: chenlin@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 房地产低迷状况已严重影响经济增长目标

房地产增加值占 GDP4.5%左右。目前行业形势非常严峻，预计 08 年销量下滑 34%左右，投资增长低于 20%。2009 年房地产投资增速负增长 5.9%，销量负增长 10%左右，新开工面积负增长 53%，销售价格下降 5.4%。

● 经济下滑不止，政策松动不止

预计未来一年为保经济增长，还有进一步松动政策出台，如基准利率下调，针对房地产领域的税费减免等措施，如购房退税政策。松动政策短期难有立竿见影的效果，但随着政策逐步深入，由量变到质变，会逐渐改变人们的消费预期。

● 政策累积效应将在 09 年下半年显现

预计 2009 年中期利率可能降至 5.5%左右，到时房贷实际利率可能在 3.7%左右，购房人负担累计减轻 21.66%，相当于房价下降了 21%以上；加上房地产供给结构改善，开发商主动调价，房地产购买力会显著增强，预计 09 年下半年房地产销售量会得到明显改善。

● 支持行业长期向好的深层因素依然坚实

国际经验来看，我国房地产市场与日本 60 年代至 70 年代初非常类似，行业长期繁荣毋庸置疑。调整有利于行业长期健康发展，支持行业长期向好的深层因素依然坚实，调整只是阶段性插曲，不可能改变行业整体的发展方向。调整的重点不仅仅是降价的问题，而是市场心态回归理性，行业集中的提高。

● 目前主流地产股严重低估

经过本轮调整，目前主流地产股动态估值水平非常低。“保招万金”和“四小龙”等龙头股 08 年动态 PE 平均在 12 倍左右，P/RNVA 大多数在 0.7 倍下，已经充分反映了未来房价和销售的悲观预期。

● 经济恶化越厉害对房地产投资越有利，维持行业推荐评级

经济恶化越厉害，针对房地产的扶持政策就会不断出台，从而可能会不断超出市场的预期，对房地产投资越有利；配合机构地产股配置普遍处于低位（占资产净值的 3%），或成为市场做多的突破口；以及地产板块流通比例较高（在 60%左右），大小非减持压力非常小，我们认为 2009 年地产股有整体性机会，建议超配地产股，重点配置地产龙头股，推荐品种：“保招万金”、云南城投、滨江集团、新城 B 股、中国海外。

证券简称	08/11/28 收盘价	EPS		PE		PB		P/NAV	投资 评级
		08E	09E	08E	09E	07A	08E		
万科 A	6.82	0.48	0.55	14.21	12.40	2.56	2.27	1.24	推荐
招商地产	13.20	0.71	0.97	18.59	13.61	2.12	1.96	0.60	推荐
保利地产	17.02	1.00	1.52	17.02	11.20	3.50	3.06	0.98	推荐
金地集团	7.04	0.65	0.75	10.83	9.39	1.40	1.28	0.61	推荐

资料来源：国信证券经济研究所

内容目录

摘要.....	4
房地产低迷状况已严重影响经济增长.....	5
房地产行业一片“愁云惨雾”.....	5
08年销量或下滑34%左右、价格下跌4.8%.....	7
预计09年房地产投资增长-5.9%、房价下降5.4%、新开工下降53%.....	7
行业低迷状况已严重影响经济增长目标.....	8
经济恶化越厉害对房地产越有利.....	9
政策松动短期难有立竿见影的效果.....	9
经济下滑不止，政策松动不止.....	10
保障性住房可能“雷声大雨点小”.....	10
政策累积效应将在09年下半年显现.....	11
导致房地产销售低迷的原因.....	11
宽松的货币政策正在改变人们消费预期.....	11
大幅降息有利于提振房地产消费信心.....	11
累积效应将在09年下半年显现.....	12
调整有利于行业长期健康发展.....	13
目前地产股估值较低.....	13
09年投资策略.....	14
08年策略回顾.....	14
09年配置策略.....	14
选股思路.....	15
重点推荐品种.....	16
国信关注地产股业绩预测及投资评级.....	17

图表目录

图 1: 近 4 年国房景气指数走势.....	5
图 2: 今年 3 月份以来房地产投资增速明显放缓.....	5
图 3: 近 8 年房企利用贷款及增长.....	5
图 4: 近 8 年房企自筹资金及增长.....	5
图 5: 近 8 年房企预收款及增长.....	6
图 6: 近 8 年累计利用外资及增长.....	6
图 7: 近 8 年前三季商品房竣工及销售情况.....	6
图 8: 近 8 年前三季商品房供求关系变化 ^P	6
图 9: 自去年底以来空置面积持续增长.....	7
图 10: 前三季度城市房屋销售价格涨幅逐月放缓 ^P	7
图 11: 近 8 年逐季销量及增长情况.....	7
图 12: 商品房销售价格走势及预计.....	8
图 13: 全国房地产增加值及占 GDP 情况.....	9
图 14: 主要城市房地产增加值及占 GDP 情况.....	9
图 15: 房地产板块存货及增长.....	13
图 16: 预收款及按季增长.....	13
图 17: 近几年基金地产股配比情况变化.....	14
图 18: 下半年保招万金与大盘收益率比较.....	14
表 1: 房地产行业主要指标预测.....	8
表 2: 贷款利率变化对减轻购房负担的敏感性分析.....	12
表 3: 主流地产公司估值比较.....	14
表 4: 地产板块流通比例与大盘的比较.....	15
表 5: 预收款较多的地产上市公司.....	15
表 6: 主流地产公司项目储备比较.....	16
表 7: 国信关注地产股盈利预测及评级.....	17

摘要

投资者关心问题:

- 房价走势如何? 特别是京沪穗深房价走势?
- 未来房地产销售怎样?
- 国内房地产市场是否会重蹈日本 90 年代的“覆辙”?
- 房地产行业是否有投资机会?

本报告的独到之处

- 全面深刻分析目前房地产市场低迷的原因。
- 从国际视野分析得出, 调整有利于行业长期健康发展, 支持行业长期向好的深层因素依然坚实, 调整只是阶段性插曲, 不可能改变行业整体的发展方向。
- 明确提出“经济下滑不止, 政策松动不止”, “经济恶化越厉害对房地产投资越有利”。

我们的结论

- **经济下滑不止, 政策松动不止**

4 万亿投资、一次降息 108 个基点, 刺激经济增长力度之大前所未有的, 但全球经济面临的挑战不容忽视, 预计未来一年为保经济增长, 还有进一步松动政策出台, 如基准利率下调, 针对房地产领域的税费减免措施会进一步出台, 如购房退税政策。这些措施短期难有立竿见影的效果, 但随着政策逐步深入, 由量变到质变, 会逐渐改变人们消费预期。

- **政策累积效应将在 09 年下半年显现**

我们预计到 2009 年中期利率可能降至 5.5% 左右, 到时房贷利率很低, 按平均贷款 20 年算, 购房人负担累计减轻 21.66%, 相当于房价下降了 21% 以上; 其次, 房地产供给结构也在改善, 小户型增加, 单套价值下降; 再次, 开发商主动调价明显, 这些都会明显降低购房人负担、增强购买力、不断改变人们消费预期, 最后, 针对房地产的松动政策还有很多, 如上海曾经实行的购房退税政策等, 所以, 我们预计 09 年下半年房地产销售量会得到明显改善。

- **支持行业长期向好的深层因素依然坚实**

调整有利于行业长期健康发展, 我们认为支持行业长期向好的深层因素依然坚实, 调整只是阶段性插曲, 不可能改变行业整体的发展方向。调整的重点不仅仅是降价的问题, 而是市场心态回归理性, 行业集中的提高。从国际经验来看, 我国房地产市场与日本 60 年代至 70 年代初非常类似, 行业长期繁荣毋庸置疑。

- **经济恶化越厉害对房地产投资越有利, 维持行业推荐评级**

我们认为经济恶化越厉害, 针对房地产的扶持政策就会不断出台, 对房地产投资越有利, 其次机构地产股配置普遍处于低位, 占资产净值的 3%, 或成为市场做多的突破口, 另外, 地产板块流通比例较高(在 60% 左右), 大小非减持压力非常小, 所以, 我们认为 2009 年地产股有整体性机会, 建议超配地产股, 重点配置地产龙头股, 重点推荐品种: “保招万金”、云南城投、滨江集团、新城 B 股、中国海外。

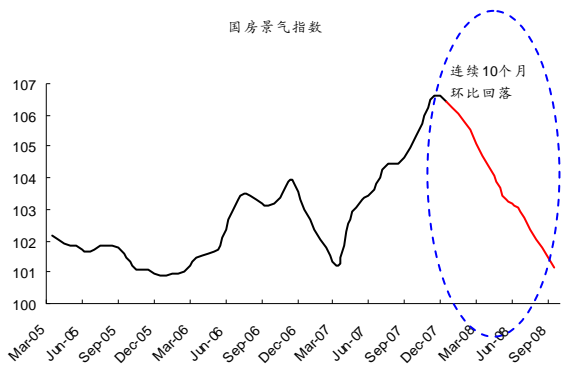
房地产低迷状况已严重影响经济增长

房地产行业一片“愁云惨雾”

前3季度房地产投资增长26.5%，增速继续放缓，占城镇固定资产投资比重为21.3%

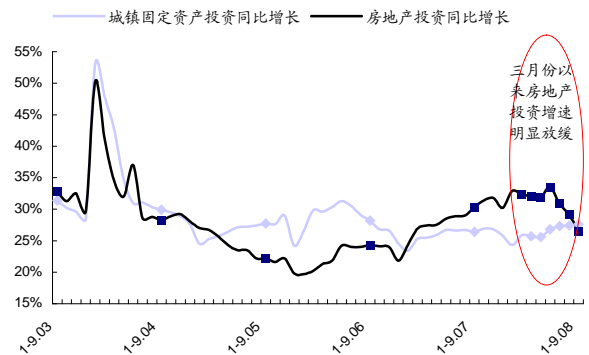
投资增速放缓，房地产景气持续回落。2008年前3季度，城镇固定资产投资完成99871亿元，同比增长27.6%。房地产开发投资完成21278亿元，同比增长26.5%，低于同期城镇固定资产投资同比增长率1.1个百分点。前三季度房地产投资占城镇投资的比重为21.3%，比去年同期低0.2个百分点。自今年三月份以来，全国房地产开发投资年度累计值的同比增速一直呈逐月放缓态势(如图2)。

图1：近4年国房景气指数走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图2：今年3月份以来房地产投资增速明显放缓



数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所

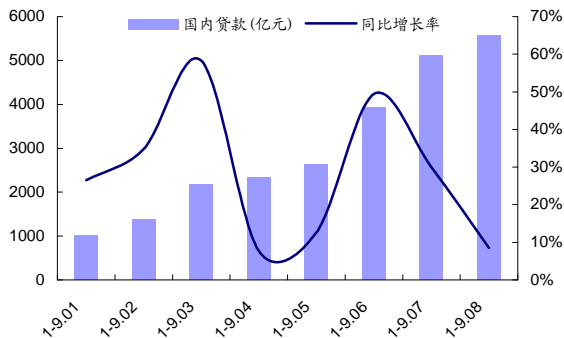
国房景气指数自去年12月份以来，连续10个月环比回落，至今年9月份更跌落至31个月以来的最低点。

各项资金来源增速均明显放缓或负增长，房企现金流紧张

前3季度，开发贷款和自筹资金增速回落21.5个和4.1个百分点

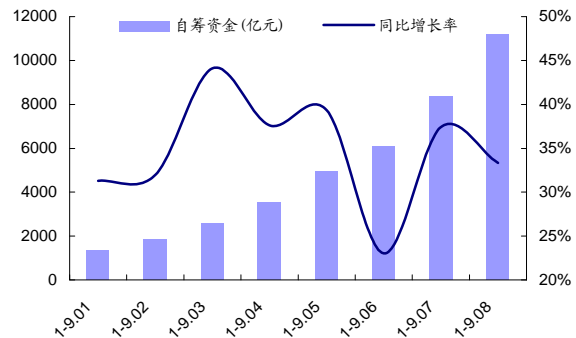
前3季度，全国房地产开发企业到位资金28083亿元，同比增长10.7%，增速同比回落27.3个百分点。包括国内贷款、自筹资金、预收款、利用外资等资金来源指标的增速均明显放缓。利用国内贷款5563亿元，同比增长8.6%，增速同比回落21.5个百分点。

图3：近8年房企利用贷款及增长



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

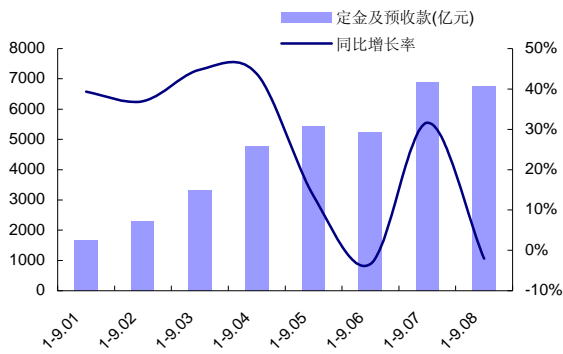
图4：近8年房企自筹资金及增长



数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所

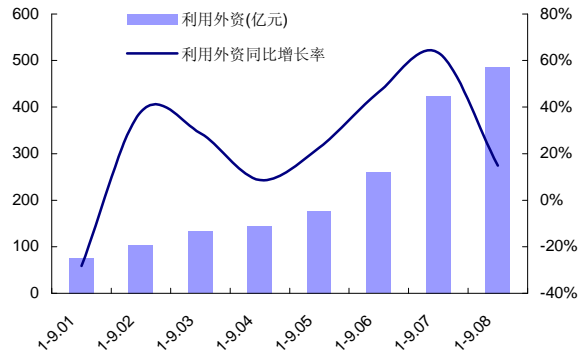
前3季度,定金及预收款总额为6754亿元,同比增长-2.1%,增速同比回落33.7个百分点,相当于前3季度商品房销售金额的43%。受到限外政策及全球金融海啸的影响,前3季度利用外资同比增速大幅放缓,全行业利用外资486亿元,同比增长14.9%,增速同比回落48个百分点。

图5:近8年房企预收款及增长



资料来源:国家统计局,国信证券经济研究所

图6:近8年累计利用外资及增长



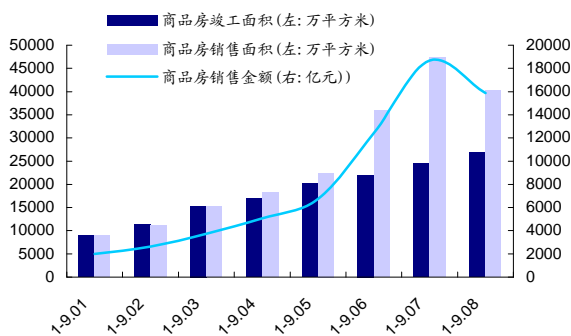
数据来源:国家统计局,国信证券经济研究所

销量下滑,多个城市房价下跌

前三季度竣工面积同比增长10%,销售面积下降15%

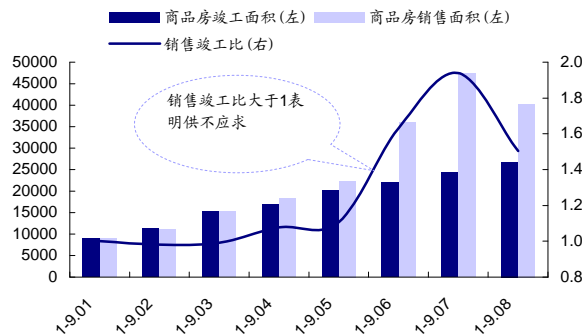
前三季度,全国商品房累计竣工面积26805万平方米,同比增长9.7%;销售面积和销售额分别是40321万平方米和1.59万亿元,分别同比下降14.9%和15%。

图7:近8年前三季商品房竣工及销售情况



资料来源:国家统计局,国信证券经济研究所

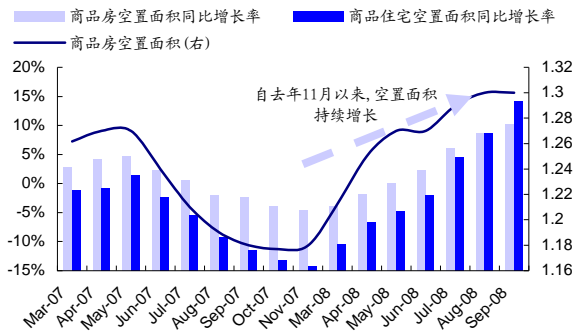
图8:近8年前三季商品房供求关系变化



资料来源:国家统计局,国信证券经济研究所

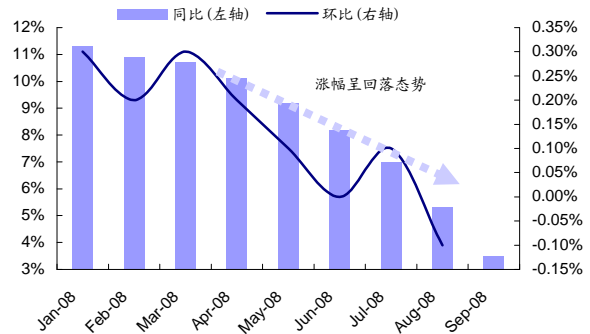
前三季度,销售面积与竣工面积比为1.5,远低于去年同期1.94的水平,表明供不应求的状况已有所缓解。截止9月末,商品房空置面积1.3亿平方米,与8月末数据并列历史最高位,同比增长10.2%,并从去年11月以来呈持续增长态势。

图 9: 自去年底以来空置面积持续增长



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图 10: 前三季度城市房屋销售价格涨幅逐月放缓



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

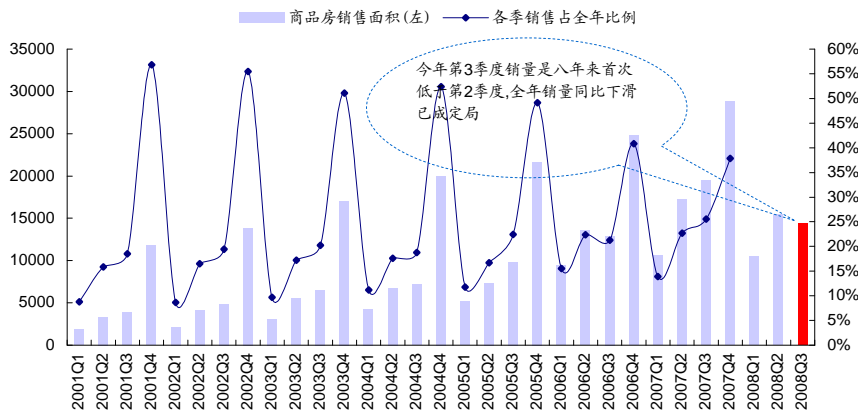
今年以来, 全国 70 个大中城市房屋销售价格同比涨幅呈逐月回落态势, 不同地区则出现同比和环比的涨跌互现, 广州、深圳等去年涨幅巨大的城市今年下跌明显。

08 年销量或下滑 34%左右、价格下跌 4.8%

预计 08 年销量下滑 34%, 投资增长低于 20%, 销售价格下降 4.8%

今年前 3 季商品房销售明显下滑, 累计销售面积和销售额分别同比去年同期下降 14.9%和 15%, 重点城市的销售量普遍萎缩 40%-60%。回顾过去 7 年, 房地产销量一般逐季放大态势, 并且主要集中在下半年释放, 下半年的销售都显著好于上半年, 但今年第 3 季度销售面积却低于第 2 季度, 因此我们预计全年销量下滑 34%左右, 投资增长低于 20%, 新开工面积负增长 20%, 竣工增长 12.8%, 加快 3 个百分点, 销售价格下降 4.8%。

图 11: 近 8 年逐季销量及增长情况



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

预计 09 年房地产投资增长-5.9%、房价下降 5.4%、新开工下降 53%

预计 09 年投资负增长 5.9%, 新开工面积负增长 53%, 销售价格下降 5.4%

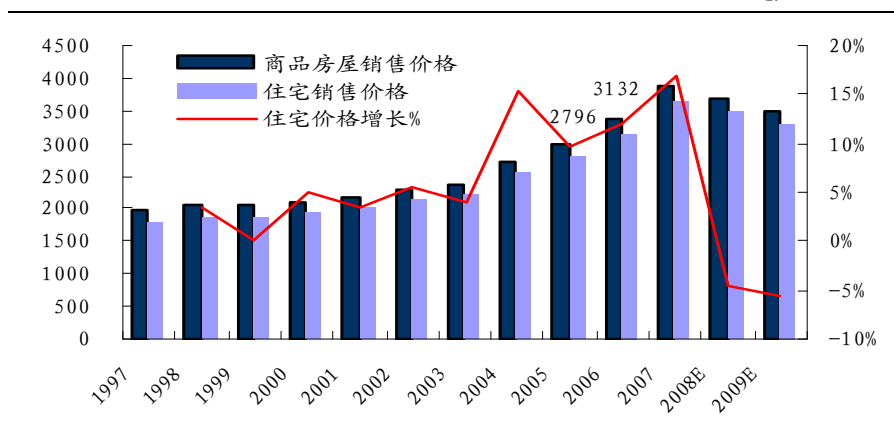
2009 年, 我们预计全年投资增速负增长 5.9%, 销量负增长 10%左右, 新开工面积负增长 53%, 竣工增长 14.2%, 加快 1.4 个百分点, 销售价格下降 5.4%。

表 1: 房地产行业主要指标预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
房地产投资额	13158	15759	19382	25280	29000	27299
YOY(%)	30.2%	19.8%	23.0%	30.4%	14.7%	-5.9%
施工面积	140451	164445	194090	235882	252646	221946
YOY(%)	20.1%	17.1%	18.0%	21.5%	7.1%	-12.2%
新开工面积	60414	66840	78131	94590	75000	35000
YOY(%)	11.2%	10.6%	16.9%	21.1%	-20.7%	-53.3%
竣工面积	42465	48793	53019	58236	65700	75000
YOY(%)	7.5%	14.9%	8.7%	9.8%	12.8%	14.2%
销售面积	38232	44064	60628	76193	50000	45000
YOY(%)	18.6%	15.3%	37.6%	25.7%	-34.4%	-10.0%
销售价格	2714	2997	3383	3885	3700	3500
YOY(%)	14.1%	10.4%	12.9%	14.9%	-4.8%	-5.4%

数据来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图 12: 商品房销售价格走势及预计



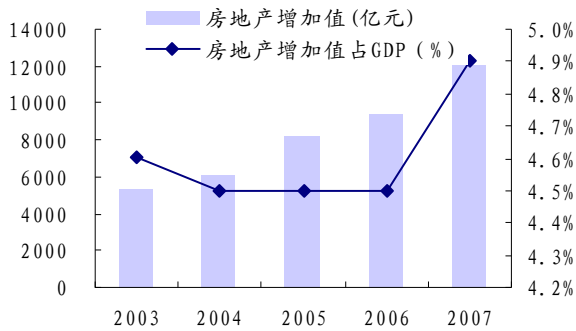
数据来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

行业低迷状况已严重影响经济增长目标

房地产增加值占 GDP 的 4.5%左右, 对 GDP 增长直接和间接贡献在 3 个百分点以上

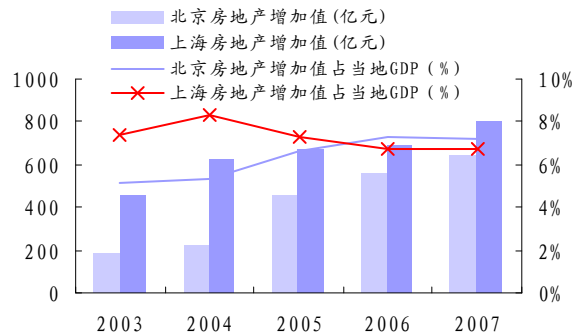
房地产业的兴衰与国民经济息息相关, 可以说房地产与国民经济的关系是“一损俱损, 一荣俱荣”。据统计, 房地产增加值占 GDP 的 4.5%左右 (主要城市该比值更高)、占 GDP 年增加额约 30%左右, 对 GDP 增长直接和间接贡献在 3 个百分点以上。有关研究显示房地产投资对固定资产投资拉动的弹性系数是 5, 对 GDP 拉动的弹性系数是 7.5。

图 13: 全国房地产增加值及占 GDP 情况



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图 14: 主要城市房地产增加值及占 GDP 情况



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

目前行业低迷状况已严重影响经济增长目标。从去年 4 季度开始的局部区域房地产价格下跌已演变成全国房地产销售低迷、价格下滑，导致许多城市土地流拍，地方政府年度土地出让目标无法完成，地方土地出让金收入锐减，数据显示，今年上半年，广州土地出让金收入仅相当于去年的 1/4；上海为去年的 1/10；重庆为去年的 1/5。地方土地出让金收入锐减直接导致地方财政收入下降，从而导致许多地方重点建设项目资金不济、停工或放慢建设速度，这样固定资产投资增速下降，GDP 增速也会下降。

经济恶化越厉害对房地产越有利

政策松动短期难有立竿见影的效果

松动政策出台的时机及力度符合我们的预期,但短期难有立竿见影的效果

政策松动在预期之中

10 月 22 日晚财政部公布《继续加大保障民生投入力度 切实解决低收入群众基本生活》、央行公布《扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度 支持居民首次购买普通住房》的通知，从中央层面吹响了扶持房地产市场的第一号角。**文件明确：**从 2008 年 11 月 1 日起，对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到 1%；对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税；允许地方政府制定鼓励住房消费的收费减免政策；人民银行决定自 2008 年 10 月 27 日起，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍；最低首付款比例调整为 20%；金融机构对客户的贷款利率、首付款比例，根据借款人是首次购房或非首次购房、自住房或非自住房、套型建筑面积等是否系普通住房，以及借款人信用记录和还款能力等风险因素在下限以上区别确定；对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求，金融机构可在贷款利率和首付款比例上按优惠条件给予支持；对非自住房、非普通住房的贷款条件，金融机构适当予以提高；下调个人住房公积金贷款利率 0.27 个百分点。

“松动政策”出台的时机及力度符合我们的预期。我们在 9 月底推出的 2008 年

四季度投资策略报告《政策松动或带来交易性机会》判断未来3个月政策松动可期；在10月15日《地方掀“救市潮”，短期地产股表现将强于大盘》的报告中，我们判断中央层面出台政策松动利好将指日可待；在10月22日《景气持续回落，政策松动或超预期》的报告中，我们认为政策放松的空间和力度会非常大，将超出市场普遍预期。本次利好政策的出台，印证了我们前期的判断。

政策松动短期难有立竿见影的效果

政策松动是为了缓解经济下行的压力，而非救“房地产开发商”。自今年三月份以来，全国房地产开发投资年度累计值的同比增速一直呈逐月放缓态势，1-9月份的同比增速更是出低于去年同期。国房景气指数自去年12月份以来，连续10个月环比回落。房地产行业作为国民经济的支柱产业，上下产业链长、涉及产业众多，其兴衰直接关系到国民经济的发展，直接和间接拉动GDP在3个百分点以上，其相关行业也是吸纳城乡剩余劳动力的主要场所，然而当前的低迷的楼市已严重“威胁”到我国的经济增长目标。因此在经历一年调整、房价逐渐回归理性的背景下，取消抑制房产消费的政策、“激活”房地产，无疑是在当前形势下拉动内需、“保增长”的最有效手段。

政策松动措施短期对房地产消费影响有限，不会对房地产销售产生立竿见影的效果。随着政策逐步深入，由量变到质变，会逐渐改变消费者预期，预计2009年房地产销售量会超过目前市场普遍预期。

经济下滑不止，政策松动不止

预计未来一年为保经济增长，还有进一步松动政策出台

受金融“海啸”的影响，本次经济下滑超预期，未来仍不容乐观。温总理11月5日召开国务院常务会议提出实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台促进经济增长的十项措施。11月10日又召开省区人民政府和部门负责人会议，部署落实中央政策7项工作，对实施十项措施要求出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实，并重申房地产支柱产业地位。

十大措施、4万亿投资，刺激经济增长力度之大前所未有的，11月26日晚，央行又宣布降息108个基点。这些逆周期的举措必然有助于缓解经济衰退的程度，但全球经济面临的挑战不容忽视，预计未来一年为保经济增长，还有进一步松动政策出台，如基准利率还有50-100个基点的下调空间、针对房地产领域的松动政策也可期。

在27日举行的中国产业投资论坛上，住房和城乡建设部政策研究中心副主任秦虹表示，类似上海1998年曾经实行的购房退税政策已经在住建部研究范畴之中。可见未来只要房地产低迷状况未得到根本改变，对房地产的刺激政策会层出不穷。

保障性住房可能“雷声大雨点小”

建设部官员说，通过三年时间增加200万套廉租房、400万套经济适用房、200万多万户林业、农垦、矿区的棚屋区改造，总投资9000亿，3年解决747万户低收入家庭住房困难问题，每年保障性住房投资3000亿元；不久发改委主任张

平公布 4 万亿投资的投资结构，其中保障性住房投资 2800 亿元，与建设部官员所说的 9000 亿相差不大。

保障性住房投资资金来源主要靠地方政府，而在房地产市场持续低迷的情况下，地方政府财政收入普遍下降较大，其庞大的基建投资计划都面临资金不足的问题，哪里有动力投资保障性住房，不过面对中央强大的政策攻势，地方政府还是会做做样子的，但保障性住房投资难以按中央计划完成，可能是“雷声大雨点小”。

政策累积效应将在 09 年下半年显现

房地产销售低迷的原因有
消费预期变化、购买力下降
和需求过度释放

导致房地产销售低迷的原因

导致目前房地产销售低迷的原因主要有以下几个方面：

(1) 消费预期变化。房地产与每个人的生活息息相关，没有哪一个行业象房地产这样备受关注，而过去两年各种媒体对房地产行业的负面报道较多，加上行业房价近两年涨幅较大，以及受美国次贷影响，对房地产看空的人越来越多，导致消费者预期发生较大变化。

(2) 购买力下降。购买力下降主要由两个方面引起的，一是资本市场持续下跌导致居民财富缩水、购买力大幅下降；二是过去几年房价涨幅较大，超过居民收入增长，并且由于供应结构不合理，大户型偏多，单套住房价值量偏大，房价收入较高，导致购买力下降。

(3) 需求过度释放。06-07 年资本市场的火爆，人们赚钱较容易，又通过银行杠杆的放大，需求得到较充分的释放，并且透支了未来 2-3 年的需求，而新的有效需求的培育需要时间。

宽松的货币政策正在改变人们消费预期

目前宽松的财政政策和货币政策，力度之大前所未有的，这些逆周期的举措必然有助于缓解经济衰退的程度，正在逐步改变人们对未来经济的预期。4 万亿投资将在未来几年带动整个社会投资约 12 万亿，每年拉动 GDP 增长在 1 个百分点以上，这样宏观经济下滑不至于太悲观，有助于稳定人们的消费预期。

大幅降息有利于提振房地产消费信心

大幅降息有利于提振房地
产消费信心，减轻居民购
房负担，购房人负担累计
减轻 17.73%

11 月 26 日晚，中国人民银行决定下调人民币存贷款基准利率和金融机构存款准备金率：从 2008 年 11 月 27 日起，下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。

大幅度降息彰显政府“保增长”决心，这是人民银行在过去的 2 个月中第 4 次降息，降息直接降低开发商借贷成本，改善房企现金流。按照目前上市公司 2304 亿元有息负债测算，本次央行降低贷款利率 108 个基点后，上市公司一年可以节省利息开支 24.9 亿元，行业平均 EPS 提升 0.03 元。对于那些有息负债率较高的开发商和绩差公司提升作用尤其为明显。

大幅降息将显著减轻居民购房负担，刺激居民消费，提振房地产销售。本次降息 108 个基点，考虑 0.7 倍优惠利率下限，实际房贷利率已经很低，已经接近 2000 年以来最低水平，消费者购房负担减轻较显著，购买力得到增强。假设贷款 10 万元，按照平均 20 年按揭测算，相对于本次降息前，负担降低 6.24%；相对于本轮减息周期前利率，购房人负担累计减轻 17.73%。本次大幅度降息，无疑将对继续恢复购房者信心，改变消费者预期，进一步刺激楼市消费、提振销售具有显著的促进作用。

表 2：贷款利率变化对减轻购房负担的敏感性分析

不同年限、不同利率下月供(元)(假设贷款 10 万)		10 年	15 年	20 年	25 年	30 年
2009 年中期房贷利率(预期)	3.72%	999	726	591	512	461
本次降 108 个基点后 0.7 倍利率	4.28%	1026	754	621	543	494
本次降息前优惠房贷利率(0.7 倍)	5.04%	1063	793	662	587	539
07 年 10 月优惠房贷利率(基准利率 0.85 倍)	6.65%	1143	880	755	685	642
购房人负担减轻						
本次降息相对于上一次减息购房负担减轻	还款减少(元)	37	39	41	44	46
	减轻幅度(%)	3.46%	4.93%	6.24%	7.41%	8.45%
本次降息相对于本轮减息周期前购房负担减轻	还款减少(元)	117	126	134	141	148
	减轻幅度(%)	10.27%	14.30%	17.73%	20.65%	23.12%
2009 年中期后购房人负担累积减轻(相对于 2008 年 10 月房贷优惠利率)	还款减少(元)	144	154	163	172	181
	减轻幅度(%)	12.61%	17.50%	21.66%	25.18%	28.17%

数据来源：国信证券经济研究所

累积效应将在 09 年下半年显现

明年中房贷优惠利率可能降至 3.7% 左右，购房人负担累计减轻 21% 以上

我们预计未来一年未来一年为保经济增长，还有 54-108 个基点的降息空间，到 2009 年中基准利率可能降至 5.5% 左右的水平，考虑 0.7 倍的优惠利率，到时房贷实际利率可能在 3.7% 左右的水平，按平均贷款 20 年计算，贷款 100 万元，月供减少 1630 元，购房负担累计减轻 21.66%（相对于 2008 年 10 月房贷优惠利率），相当于房价下降了 21% 以上。

其次，房地产供给结构也在改善，市场上小户型比例增长，据我们测算，目前深圳户均面积在 100 平米，其他城市户均面积也呈下降趋势，即使房价维持不变，单套房总价也在降低。

第三，房地产开发商对未来预期也发生较大变化，看淡 2009 年楼市的发展商越来越多，所以，发展商近期对在售楼盘的调价幅度可观；有的采取暗降方式，同样的价格原来是毛坯房，现在是装修房，对购房人负担减轻实实在在。

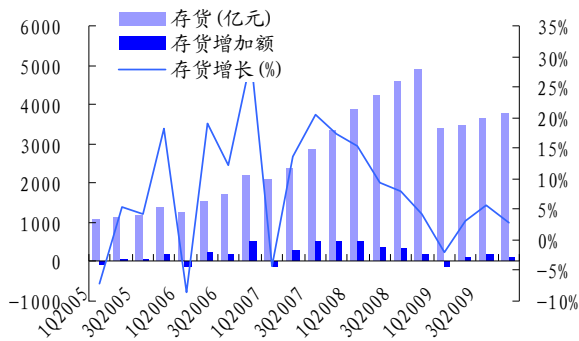
最后，针对房地产领域的松动政策还会有很多，如类似上海 1998 年曾经实行的购房退税政策已经在住建部研究范畴之中。

所有这些措施将不断改变人们消费预期，明显降低购房人负担，所以，我们预计明年下半年房地产销量会得到明显改善。

我们统计了近 3 年房地产存货季度变化情况，除每年一季度体现业绩结转导致存

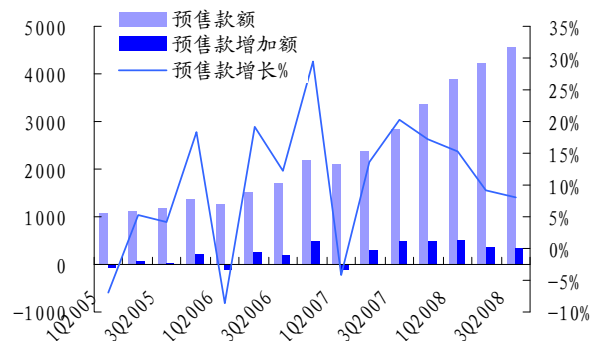
货负增长外，其余季度存货增长态势与房价涨幅走势接近。

图 15: 房地产板块存货及增长



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 16: 预收款及按季增长



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

调整有利于行业长期健康发展

支持行业长期向好的深层因素依然坚实，调整只是阶段性插曲

本轮房地产调整是对过去 10 年房地产牛市的调整，预计时间跨度在 2-3 年，调整有利于行业长期健康发展，我们认为支持行业长期向好的深层因素依然坚实，调整只是阶段性插曲，不可能改变行业整体的发展方向。调整的重点不仅仅是降价的问题，而是市场心态回归理性，行业集中的提高。

未来 15 年中国将加速城市化。目前我国城市化水平较低，只有 44.9%，根据西方国家走过的历程，未来 15 年我国仍将加速城市化，每年城市化率在 1% 左右，随着城市化、工业化进程加快，新增住房需求巨大，每年约 6-8 亿新增住房需求。

从国际经验来看，我国房地产市场与日本 60 年代至 70 年代初非常类似，城市住房需求还将大量增加，供给不足矛盾长期存在，收入增长和住宅小型化将有效支撑主流家庭购买能力，行业长期繁荣毋庸置疑。

未来 2 年行业洗牌加速，行业集中度将显著提高，龙头公司将获得更多的发展机会，价值进一步凸现。优势房地产企业凭借资金、人才优势，充分利用行业整合的机会，扩大市场占有率，提高品牌渗透率，其盈利增长将大大超过行业平均水平。目前近 200 家房地产上市公司中，相当部分是全国或地方龙头企业，还有相当部分是实力地产企业借壳而来，盈利能力较强。所以，房地产板块整体盈利增长超过行业平均，板块投资价值随调控政策松动的深入将得到提升。

目前地产股估值较低

地产股过去一年回调较大，基本反应了行业基本面利空，目前估值低

地产股过去一年回调较大，基本反应了行业基本面利空。过去一年地产股普遍回调在 70% 左右，目前主流地产股动态估值水平较低。“保招万金”等龙头 08 年动态 PE 平均在 10-15 倍，许多二线地产股 09 动态 PE 比“保招万金”等龙头估值还要低，价值凸显。

表 3: 主流地产公司估值比较

证券简称	08/11/28 收盘价	EPS			PE		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E
万科 A	6.82	0.48	0.55	0.70	14.21	12.40	9.74
招商地产	13.20	0.71	0.97	1.21	18.59	13.61	10.91
保利地产	17.02	1.00	1.52	2.28	17.02	11.20	7.46
金地集团	8.01	0.41	0.47	0.57	19.44	16.91	14.09
金融街	7.04	0.65	0.75	0.89	10.83	9.39	7.91
泛海建设	7.65	0.27	0.30	0.35	28.86	25.50	21.86
苏宁环球	6.11	0.63	0.76	1.02	9.67	8.06	5.97
华侨城 A	9.40	0.36	0.46	0.56	26.28	20.22	16.82
北京城建	7.81	0.64	0.80	0.92	12.14	9.76	8.49
首开股份	7.68	0.72	0.80	0.92	10.60	9.64	8.38

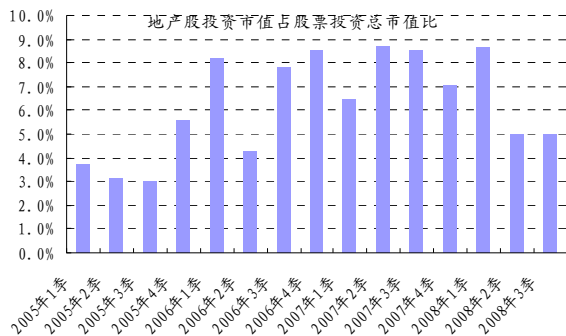
数据来源: 国信证券经济研究所预测

09 年投资策略

08 年策略回顾

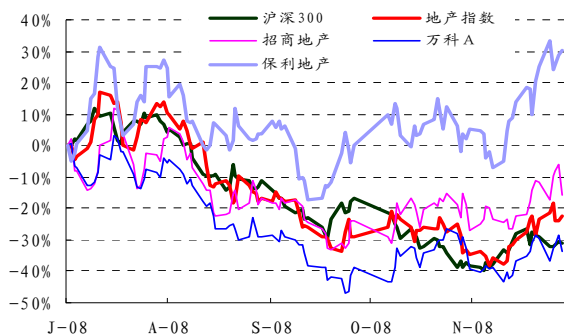
2008 年下半年我们对房地产行业投资评级为“谨慎推荐”，10 月 22 日“房地产新政”后我们调高了行业评级至推荐，从 7 月份开始地产板块表现强于大盘，板块指数比大盘指数领先约 8 个百分点，基本符合我们的判断，而我们重点推荐的“保招万金”、“四小龙”等个股表现也普遍强于大盘，其中，保利地产领先大盘约 15 个百分点。

图 17: 近几年基金地产股配比情况变化



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图 18: 下半年保招万金与大盘收益率比较



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

09 年配置策略

配置比例: 建议超配地产股

品种策略: 重点配置一、二线龙头股, 如万科、华发股份、福星股份、云南城投等, 占地产配置的 80%左右, 兼顾概念。

理由:

除前几部分讲述的理由外, 下面几个方面也不应忽视:

地产板块实际流通量权重较大。按国信证券行业分类, 目前地产板块实际流通量权重在 10.3%, 在所有板块中仅次于金融板块, 超过石化、钢铁、公用事业、

交通运输和化工等板块

基金地产股配置处于低位，或成为市场做多的反向指标。前期市场普遍预计到行业增速下降、销售放缓、房价下跌等不利因素，所以，基金纷纷抛售地产股，目前地产股配置少（占净值的3%左右，占股票投资市值的5%），一旦政策松动导致房地产实业好于预期，机构会争先恐后配置地产股。

地产股“大小非”减持压力非常小。目前地产板块，流通比例较高，在60%左右，远比沪深300板块20.4%的流通量高，而且前30家地产股基本上是有国有控股上市公司，其持有的股份不仅不会卖，而且由于控股比例低，还有可能在二级市场上增持。

表 4：地产板块流通比例与大盘的比较

	总股本 (亿股)	占总股本 的比例(%)	流通股本 (亿股)	占流通股 本的比例%	流通比例 (%)
深沪 A 股	23608	100.0%	5780	100.0%	24.5%
深沪 300	16212	68.7%	3306	57.2%	20.4%
房地产板块(国信分类)	1358	5.8%	799	13.8%	58.8%
房地产(证监会分类)	613	2.6%	377	6.5%	61.5%
地产股前 30 家	457	1.9%	274	4.7%	60.0%

资料来源：国信证券经济研究所

选股思路

目前市道下，应重点关注回款速度快、现金流状况较好、NAV 折价较大的地产股，并非项目储备越多越好。预收款较多的公司现金流状况相对要好一些，从3季报看，预收款相对较多的有以下公司：

表 5：预收款较多的地产上市公司

证券简称	08/11/28 收盘价	总股本	07 收入	07EPS	08 三季度 业总收入	08 三季 预收账款	预收款/ 07 收入
香江控股	3.26	76781	7.63	0.18	10.23	12.63	300%
轻纺城	3.58	61878	8.54	0.22	2.51	22.11	288%
陆家嘴	15.04	186768	20.51	0.40	15.89	39.83	272%
苏宁环球	6.11	141888	12.78	0.15	24.09	10.34	269%
华发股份	10.30	81705	21.66	0.44	16.33	40.65	263%
保利地产	17.02	245234	81.15	0.61	66.93	138.30	253%
浙江广厦	3.29	87179	27.78	0.21	15.05	51.46	239%
小商品城	37.32	34020	29.06	1.07	17.67	47.71	225%
北京城建	7.81	74100	15.80	0.36	23.15	10.34	212%
新城 B 股	2.37	106212	34.38	0.40	14.16	57.92	210%
滨江集团	7.63	104000	26.30	0.44	22.69	30.24	201%
华侨城 A	9.40	262109	17.29	0.29	16.89	14.37	181%
北辰实业	3.12	336702	43.54	0.10	24.48	50.56	172%
金地集团	7.04	167815	74.87	0.58	43.51	72.69	155%
万科 A	6.82	1099521	355.27	0.44	225.42	310.80	151%
中华企业	6.01	108803	23.99	0.56	20.18	13.28	139%
荣盛发展	5.04	80000	17.44	0.36	13.73	10.16	137%

数据来源：国信证券经济研究所，每股指标按最新股本摊薄

表 6: 主流地产公司项目储备比较

NAME	MV	GFA	SU	GFAPS	SUPS	SUPMV	LAND DISTRIBUTION
万科 A	750	2450	2450	22	22	3.27	北京、深圳、上海等近 30 个城市
招商地产	167	725	1750	57	138	10.46	北京、上海、广州等 9 个城市
保利地产	417	2136	2600	87	106	6.23	北京、上海、广州等 12 个城市
金地集团	118	1025	1025	61	61	8.68	北京、上海、深圳等 13 个城市
金融街	199	450	890	18	36	4.48	北京、天津、重庆、南昌、惠州
栖霞建设	39	450	430	43	41	10.98	南京、苏州、无锡
华发股份	84	430	510	53	62	6.06	珠海、中山
亿城股份	26	300	410	50	68	15.48	北京、苏州、天津\秦皇岛
福星股份	34	180	200	26	28	5.87	武汉及周边城市
苏宁环球	87	1100	840	78	59	9.69	南京、北京、吉林\无锡\沈阳
泛海建设	138	850	2000	38	88	14.46	北京、武汉\青岛\杭州\深圳\上海
华侨城 A	275	600	2600	21	89	9.47	深圳、北京、上海、成都
北京城建	58	300	390	40	53	6.74	北京、浙江、重庆
首开股份	62	800	1200	99	148	19.29	北京、重庆、武汉、烟台、天津
上实发展	79	183	329	17	30	4.17	上海、青岛、成都、湖州、北京
COLI	619	2176	2176	28	28	3.51	北京、深圳、上海等 21 个城市
R&F	108	2701	2971	84	92	27.53	广州、北京、天津等城市
BCL	14	700	840	35	41	59.17	北京、成都等
CRL	281	1580	2370	39	59	8.42	北京、无锡\杭州等地
Agile	88	2450	2450	65	65	27.83	广州、番禺、长沙等城市
Greentown	34	1362	1634	89	107	47.93	北京、杭州、上海等 10 个城市

数据来源：国信证券经济研究所预测，SUPMV 为单位项目储备标准单位

重点推荐品种

地产股整体联动性越来越强，也是带动人气的板块，我们认为地产股明年仍有整体性投资机会，看好龙头、资产注入和积极介入一级开发并有收益分成等三类地产股。龙头地产股（包括全国性地产龙头和区域性地产龙头）仍是投资首选，如“保招万金”、“四小龙”及 H 地产股中国海外、绿城等。

我们重点推荐品种：“保招万金”、云南城投、滨江集团、新城 B 股、中国海外

国信关注地产股业绩预测及投资评级

表 7: 国信关注地产股盈利预测及评级

	证券简称	08/11/28 收盘价	EPS				PE				PB		P/NAV	本期投资 评级
			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E		
保招万金	万科 A	6.82	0.44	0.48	0.55	0.70	15.48	14.21	12.40	9.74	2.56	2.27	1.24	推荐
	招商地产	13.20	0.91	0.71	0.97	1.21	14.45	18.59	13.61	10.91	2.12	1.96	0.60	推荐
	保利地产	17.02	0.61	1.00	1.52	2.28	28.03	17.02	11.20	7.46	3.50	3.06	0.98	推荐
	金融街	8.01	0.29	0.41	0.47	0.57	27.22	19.44	16.91	14.09	4.22	3.66	0.58	推荐
	金地集团	7.04	0.58	0.65	0.75	0.89	12.24	10.83	9.39	7.91	1.40	1.28	0.61	推荐
区域龙头	华发股份	10.30	0.44	0.72	0.75	0.98	23.19	14.31	13.73	10.51	4.28	3.54	0.86	推荐
	栖霞建设	3.73	0.33	0.20	0.15	0.23	11.40	18.65	24.87	16.22	2.41	2.21	0.83	中性
	福星股份	4.83	0.45	0.55	0.58	0.75	10.73	8.78	8.36	6.43	1.62	1.43	0.44	谨慎推荐
	亿城股份	4.40	0.49	0.45	0.45	0.59	8.90	9.78	9.78	7.52	1.17	1.08	0.63	推荐
	滨江集团	7.63	0.44	0.60	0.81	1.13	17.40	12.72	9.42	6.73	2.75	2.39	0.69	推荐
	荣盛发展	5.04	0.36	0.50	0.55	0.60	14.18	10.08	9.16	8.40	2.30	1.98	0.61	谨慎推荐
	新城 B 股	2.37	0.40	0.50	0.61	0.82	5.85	4.07	3.88	2.87	1.74	1.38	0.27	推荐
	中华企业	6.01	0.56	0.70	0.65	0.88	10.80	8.59	9.25	6.83	2.26	1.91	0.65	谨慎推荐
	中天城投	4.85	0.29	0.68	1.00	1.50	16.89	7.13	4.85	3.23	4.64	3.19	0.43	谨慎推荐
云南城投	12.91	0.16	0.31	3.10	5.80	78.85	41.67	4.16	2.23	5.25	4.82	0.30	推荐	
民营四大金刚	泛海建设	7.65	0.29	0.27	0.30	0.35	26.51	28.86	25.50	21.86	4.28	3.88	0.81	谨慎推荐
	苏宁环球	6.11	0.15	0.50	0.60	0.81	40.71	12.22	10.18	7.54	11.11	6.79	0.58	推荐
	新湖中宝	3.56	0.15	0.21	0.27	0.35	24.23	16.74	13.39	10.05	2.67	2.41	0.76	中性
	香江控股	3.26	0.18	0.40	0.48	0.60	18.21	8.15	6.79	5.43	4.87	3.44	0.42	谨慎推荐
国有整体上市	华侨城 A	9.40	0.29	0.36	0.46	0.56	32.83	26.28	20.22	16.82	4.99	4.40	0.64	谨慎推荐
	北京城建	7.81	0.36	0.72	0.80	0.92	21.85	10.85	9.76	8.49	1.72	1.55	0.60	推荐
	首开股份	7.68	0.39	0.72	0.80	0.92	19.61	10.60	9.64	8.38	5.37	3.96	0.35	推荐
	上实发展	7.30	0.14	0.55	0.65	0.78	53.19	13.18	11.30	9.42	5.52	4.27	0.83	谨慎推荐
	中粮地产	5.88	0.26	0.10	0.20	0.31	22.89	58.80	29.40	18.97	3.10	2.99	0.78	谨慎推荐
	中航地产	4.76	0.68	0.51	0.50	0.73	7.04	9.33	9.52	6.52	0.71	0.67	0.36	谨慎推荐
其它	广宇集团	3.52	0.31	0.45	0.50	0.62	11.53	7.82	7.04	5.68	1.56	1.37	0.57	中性
	深振业 A	4.98	0.51	0.60	0.50	0.65	9.80	8.30	9.96	7.66	1.46	1.30	0.63	中性
	华业地产	3.19	0.22	0.43	0.35	0.50	14.31	7.42	9.11	6.38	1.09	0.99	0.46	谨慎推荐
	万通地产	8.03	0.33	0.85	0.70	0.72	24.68	9.45	11.47	11.15	1.67	1.49	0.73	谨慎推荐
出租类	小商品城	37.32	1.07	1.65	2.39	3.35	35.02	22.62	15.60	11.14	8.35	6.63	0.59	谨慎推荐
	浦东金桥	7.77	0.24	0.30	0.28	0.30	31.74	25.90	27.75	25.90	2.23	2.11	0.67	谨慎推荐
	中国国贸	6.80	0.29	0.30	0.35	0.40	23.68	22.67	19.43	17.00	1.70	1.62	0.50	谨慎推荐
	陆家嘴	15.04	0.40	0.50	0.55	0.60	37.25	30.08	27.35	25.07	3.42	3.17	0.88	谨慎推荐

资料来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 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。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
基础化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严平	电力行业高级分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 王军清
房地产行业分析师 陈林	银行业分析师 谈焯	银行业分析师 黄飙
保险行业分析师 武建刚	证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平
IT行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄茂	策略分析师 崔嵘
纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉
房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张如
基金分析师 杨涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘壘 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456