

贾祖国 86-755-82940792
 jiazg@cmschina.com.cn
 孟群 86-755-82940647
 mengqun@cmschina.com.cn

2008年1月5日

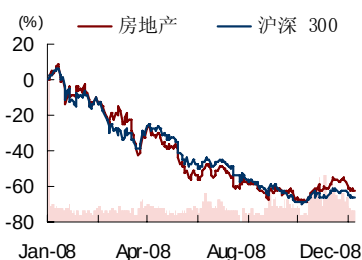
政策“放松”力度加大，重点城市成交回升

房地产行业月报（2008年12月）

房地产行业

行业评级: **推荐**
 评级调整: **维持**

行业指数



相关报告

《房地产行业2008年11月月报—政策继续“放松”，重点城市成交回升》
 2008/12/02

《房地产行业2008年10月月报—放松性政策出台，深圳成交量连续第三月回升》
 2008/11/03

《房地产行业2008年9月月报—政策调整，重点城市成交未显“金九”效应》
 2008/10/06

《房地产行业2008年8月月报—政策调控不改，重点城市成交总体继续下滑》
 2008/09/02

《房地产行业2008年7月月报—成交总体继续下滑》
 2008/08/05

《房地产行业2008年6月月报—6月成交总体下滑，“旺季不旺”》
 2008/07/02

《房地产重点公司 RNAV 敏感性分析》
 2008/06/17

内容摘要:

- **全国住宅开工面积和在建面积增速连续九月下降，销售同比继续下降：**1-11月份，房地产固定资产投资为3.1万亿元，同比增长25.4%；开工面积为8.4亿平方米，同比增长5.4%，住宅在建面积为20.2亿平方米，同比增长18.2%，增速连续九个月下降；住宅销售面积为4.5亿平方米，同比下降18.8%，住宅销售金额为1.65万亿元，同比下降20.6%；
- **中央再度降息，并降低二手房税费，地方政府“救市”力度加大：**公积金贷款利率分别下降18个基点，减免二手房转让税费最高可达5.5%，加大对中低价位，中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持，对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组提供融资和相关金融服务；**湖南，温州，江苏，南京，上海和成都等地先后加大了“救市”力度**，除中央统一公布的政策外，值得关注的政策包括：1）购房入户；2）加大危旧房改造力度，并实行货币化补偿，以便将被动性需求引导到住房市场；3）以采购商品房的方式增加保障性住房房源，同时帮助市场消化库存；
- **重点城市成交显著回升：**12月份重点城市成交显示：重点城市成交量继续回升，除北京成交环比下降2.9%以外，其他城市成交环比上升15%到35%不等；2008年1-12月，重点城市累计成交量同比下降幅度在11%-45%；
- **重点公司动态：**万科11月实现销售面积42.1万平米，销售金额35.7亿元，分别同比增长3.4%和同比下降15.6%，分别环比下降9.3%和环比增长6.6%；**保利地产**11月份实现销售面积为24.1万平米，实现销售金额为20.1亿元，分别同比增长72.5%和46.1%，分别环比下降30.1%和22.3%；**招商地产**以人民币16.25亿元转让子公司，并已收到首付款7.25亿元；以5.87亿元取得漳州开发区4宗地块，总建筑面积67.9万平米；另外蛇口工业区下调拟转让给公司的六地块价格20%，合计5.2亿元；**金地集团**11月实现销售面积为13.2万平，环比增长12.5%；实现销售金额为12.7亿元，环比增长10.7%；
- **成交短期回暖，但不改房市调整格局：**目前中国城市化率不足46%，决定了此轮房地产调整只是阶段性的。但参照国内外历史经验，此轮调整可能要持续到2010年前后，一线城市房价还有约30%的跌幅（参见拙著：中国当代房地产专题研究系列（七篇），《中国房地产调控政策分析》）；
- **投资建议：**维持房地产行业2009年年度策略报告中的行业“推荐”评级，建议地产股至少标配，建议波段操作：尽管行业最差情况还未到来，但股票底部已现。参照国内外历史数据，在房价再次上涨前龙头地产股的估值应该在2-4倍PB左右，地产股总体将呈现震荡走势。地产股将因较好的相对收益而优于大盘。对于招商地产、华发股份、万科A，保利地产等龙头公司而言，2倍PB以下的股价从长期看应该是一个比较好的买点。

正文目录

一、全国房地产总体运行情况.....	4
二、行业政策动向.....	6
1、国务院及相关部委再次出台政策稳定楼市	6
2、基准利率下调 27 个基点，住房公积金贷款利率下调 18 个基点	6
3、地方政府“救市”步伐加快.....	6
三、重点城市成交情况.....	8
1、北京量跌价升	9
2、上海量升价平	10
3、深圳量升价跌	11
4、广州量升价平	12
5、珠海量价齐跌	12
6、天津量价齐升	13
7、杭州量升价跌	13
四、重点公司动向.....	14
1、万科	14
2、保利地产	15
3、招商地产	16
4、金地集团	16
五、行业分析及投资建议.....	17
1、从行业来看，这次调整只是阶段性的	17
2、在未来 2 年仍将价跌量缩	17
3、房地产调控政策：总体以放松为主，但是还会有些利空政策.....	18
4、房地产股票估值：在房价没有大幅上涨之前，国内龙头公司的 PB 会在 2-4 倍间波动.....	18
5、投资建议：09 年地产标配+波段操作，龙头公司 2 倍 PB 以下的股价从长期看应该是一个比较好的买点	18

图表目录

图 1: 全国房地产累计固定资产投资总额.....	4
图 2: 全国房地产累计固定资产投资总额同比增速	4
图 3: 全国开工面积.....	4
图 4: 开工面积同比增速.....	4
图 5: 全国住宅在建面积.....	5
图 6: 全国住宅在建面积同比增速	5
图 7: 全国住宅累计销售面积.....	5
图 8: 住宅累计销售面积同比增速	5
图 9: 商品住宅累计销售金额.....	5
图 10: 商品住宅累计销售金额同比增速	5
图 11: 北京一手住宅成交面积情况.....	9
图 12: 北京一手住宅成交均价情况	9
图 13: 北京一手住宅可售面积情况	9
图 14: 北京一手住宅历月可售面积与 07 年成交面积比.....	9
图 15: 上海一手住宅成交面积情况	10
图 16: 上海一手住宅成交均价情况	10
图 17: 上海一手住宅可售面积情况	10
图 18: 上海一手住宅历月可售面积与 07 年成交面积比.....	10
图 19: 深圳一手商品房成交面积情况.....	11
图 20: 深圳一手商品房成交均价情况.....	11
图 21: 深圳一手商品房可售面积情况.....	11
图 22: 深圳一手商品房历月可售面积与 07 年成交面积比	11
图 23: 广州一手住宅成交面积情况	12
图 24: 广州一手住宅成交均价情况	12
图 25: 珠海一手住宅成交面积情况	12
图 26: 珠海一手住宅成交均价情况	12
图 27: 天津一手住宅成交面积情况	13
图 28: 天津一手住宅成交均价情况	13
图 29: 杭州一手商品房成交面积情况.....	13
图 30: 杭州一手商品房成交均价情况.....	13
图 31: 万科历月销售面积和金额	14
图 32: 万科历月销售均价.....	14
图 33: 万科历月新增权益土地储备和权益地价.....	14
图 34: 万科历月销售额和支付的地价.....	14
图 35: 保利历月销售面积和金额	15
图 36: 保利历月销售均价.....	15
图 37: 保利历月新增权益土地储备和权益地价.....	15
图 38: 保利历月销售额和支付的地价.....	15
图 39: 金地历月销售面积和金额	16
图 40: 金地历月销售均价.....	16
表 1: 12 月份部分城市房地产政策调整	7
表 2: 重点城市 12 月成交情况	8
表 3: 重点城市 1-12 月累计成交情况	8
表 4: 12 月 31 日重点公司投资评级	19
表 5: 重点公司 RNAV 敏感性分析.....	19

一、全国房地产总体运行情况

1-11 月份，全国：

- 房地产固定资产投资为 3.1 万亿元，同比增长 25.4%；
- 开工面积为 8.4 亿平米，同比增长 5.4%，增速连续九个月下降；
- 住宅在建面积为 20.2 亿平米，同比增长 18.2%，增速连续九个月下降；
- 住宅销售面积为 4.5 亿平米，同比下降 18.8%，增速再创新低；
- 住宅销售金额为 1.65 万亿元，同比下降 20.6%，增速再创新低。

图 1：全国房地产累计固定资产投资总额

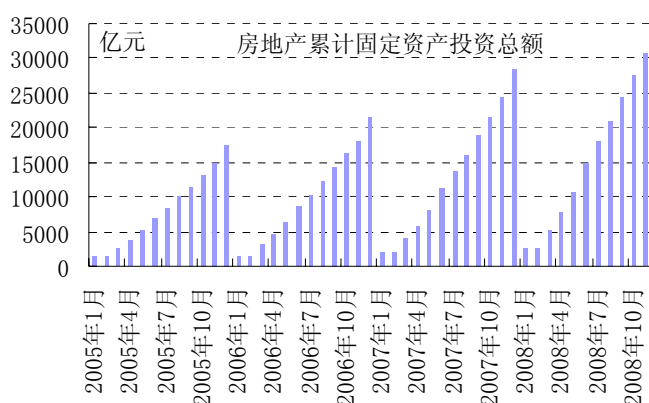


图 2：全国房地产累计固定资产投资总额同比增速

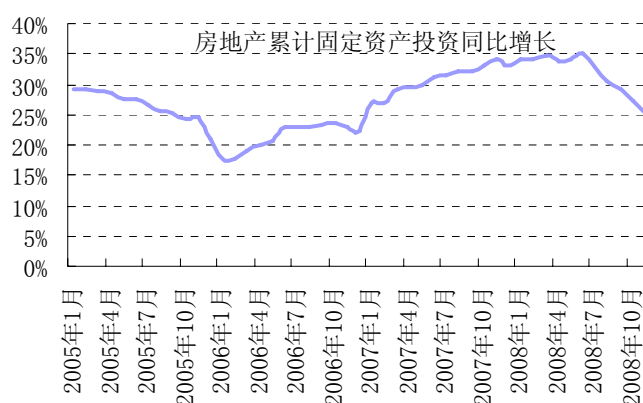


图 3：全国开工面积

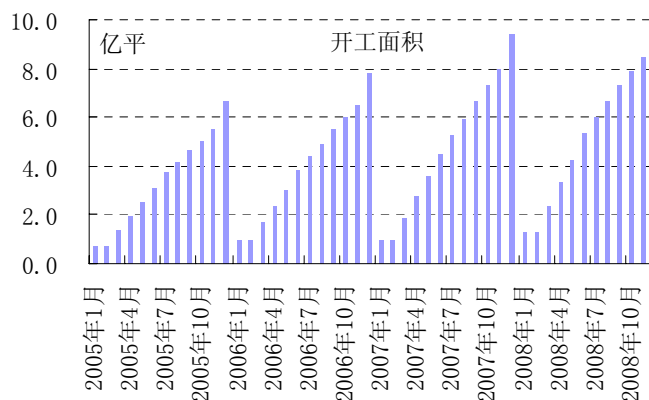
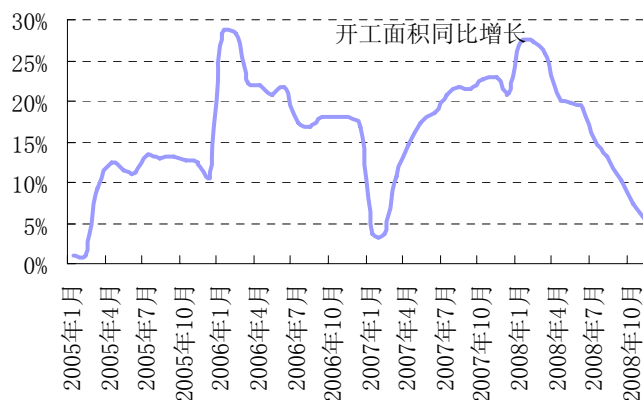


图 4：开工面积同比增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5: 全国住宅在建面积

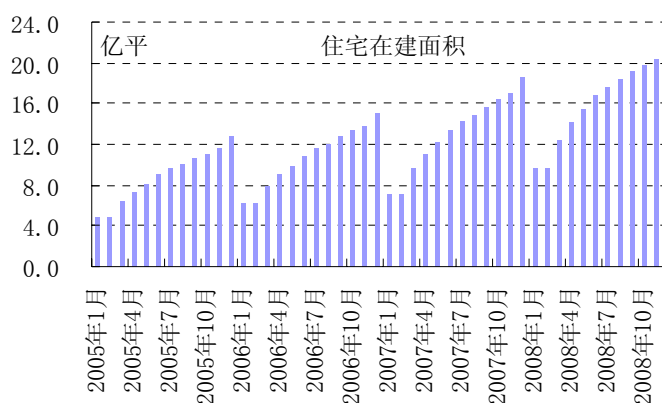


图 6: 全国住宅在建面积同比增速

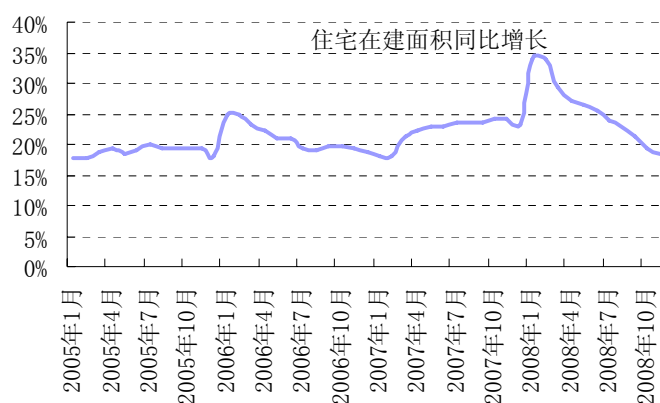


图 7: 全国住宅累计销售面积

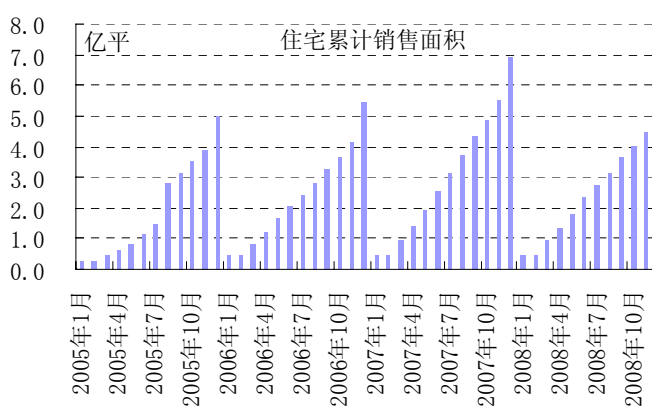


图 8: 住宅累计销售面积同比增速

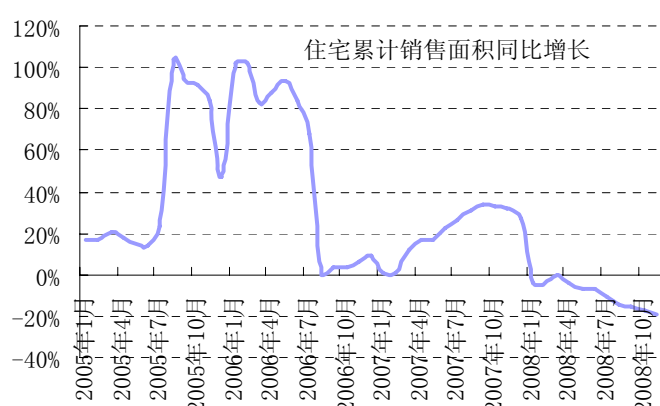


图 9: 商品住宅累计销售金额

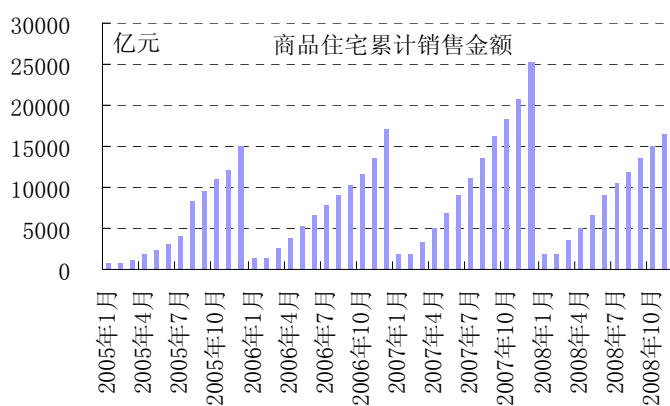
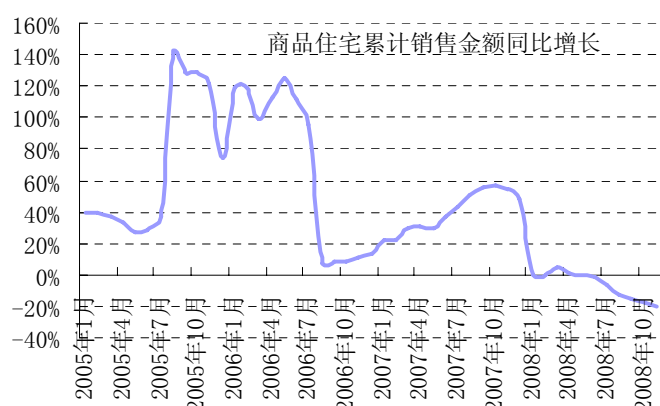


图 10: 商品住宅累计销售金额同比增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

二、行业政策动向

1、国务院及相关部委再次出台政策稳定楼市

中央再次强调强化地方政府稳定房地产市场的职责，指出各地区在执行中央统一政策的前提下，可以结合当地实际，进一步采取加大保障性住房建设力度，鼓励住房合理消费，促进房地产市场健康发展的政策措施；

加大保障性住房建设力度；

信贷支持改善性住房需求：购买改善性普通自住房，比照执行首套普通自住房的贷款优惠政策，最低首付 20%，最高贷款利率优惠 30%；

减免住房转让营业税（暂定一年）：对于普通住房，个人购买满 2 年转让的，免征营业税（原来要求满 5 年），不足 2 年转让的，按转让收入减去购房原价的差额征收营业税；对于非普通住房，个人购买满 2 年转让的，按转让收入减去购房原价的差额征收营业税，不足 2 年转让的，全额征收营业税；

信贷引导开发商适应市场变化：加大对中低价位，中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持，对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组提供融资和相关金融服务；

按法定程序取消城市房地产税；

廉租房建设贷款利率按央行同期同档次贷款基准利率下浮 10% 执行；

（说明：目前二手房交易须缴纳 6 个税种，其中卖房者缴纳营业税，个人所得税，城市建设维护税，印花税和土地增值税等 5 种；买方者缴纳契税和印花税等 2 种，印花税由买卖双方缴纳）

2、基准利率下调 27 个基点，住房公积金贷款利率下调 18 个基点

从 2008 年 12 月 23 日起，下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点，同时，下调中央银行再贷款和再贴现利率；从 2008 年 12 月 25 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；

上年结转的个人住房公积金存款利率下调 0.27 个百分点，由现行的 1.98% 调整为 1.71%，当年归集的个人住房公积金存款利率保持不变。

从 2008 年 12 月 23 日起，个人住房公积金贷款利率下调 0.18 个百分点，五年期以下（含五年）由现行的 3.51% 调整到 3.33%；五年期以上由现行的 4.05% 调整到 3.87%。

调整后，五年期以上住房公积金贷款利率比同期存款利率高 0.27 个百分点。

3、地方政府“救市”步伐加快

本月，湖南，温州，江苏，南京，上海和成都等地先后加大了“救市”力度。除中央统一规定的政策以外，比较有代表性的政策包括：

第一，购房入户；

第二，加大危旧房改造力度，并实行货币化补偿，以便将被动性需求引导到住房市场；

第三，以采购商品房的方式增加保障性住房房源，同时帮助市场消化库存；

表 1: 12 月份部分城市房地产政策调整

城市	主要房地产政策
湖南	对企业： 降低房地产企业土地增值税核定征收率（住房下调 50%，别墅，写字楼和营业用房保持不变），降低房地产企业所得税税收负担； 对个人： 出售二手房的个人所得税附征率按现行标准下调 50%，个人购房满 2 年转让的，减免营业税（同中央政策）；
温州	对企业：房地产开发企业所得税按下限预征，按季预缴，按年结算；对个人：住房公积金贷款最高额度提高到 60 万，首套房贷款首付降至 20%，市区二手房营业税实行分档补贴，对地方留存的营业税，最高补助 70%；落实购房入户政策；
江苏	在中央规定的统一政策以外，江苏提出： 全面实施城市危旧房（棚户区）改造，引导实行拆迁补偿货币化补偿安置，并可通过市场招标采购普通商品住房，用于安置被拆迁家庭。
南京	二手房转让所得税补贴： 个人转让 2 年以上住房缴纳个人所得税，政府返还 40%
上海	第二套普通住房的住房公积金贷款上限提高到 60 万元（按家庭计算）
成都	加大危旧房改造力度，并鼓励实行货币化安置；向社会采购小户型普通商品房（含二手住房）作为保障性住房房源；放宽购房入户政策；支持企业盘活存量土地，促进项目开发建设

资料来源：新浪，搜房网等，招商证券研发中心

三、重点城市成交情况

12 月份重点城市成交显示: 重点城市成交量继续回升, 除北京成交环比下降 2.9% 以外, 其他城市成交环比上升 15% 到 35% 不等;

2008 年 1-12 月, 重点城市累计成交量同比下降幅度在 11%-45%。

表 2: 重点城市 12 月成交情况

	城市	成交面积环比涨跌 (%)	城市	成交均价环比涨跌 (%)
一手住宅	北京 12 月	(2.9)	北京 11 月	7.9
一手住宅	上海 12 月	22.5	上海 11 月	(0.9)
一手商品房	深圳 12 月	23.1	深圳 12 月	(10.4)
一手住宅	广州 12 月	34.6	广州 11 月	(0.8)
一手住宅	珠海 10 月	(1.0)	珠海 10 月	(5.8)
一手住宅	天津 12 月	19.3	天津 12 月	14.8
一手商品房	杭州 12 月	15.3	杭州 12 月	(6.0)

资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

表 3: 重点城市 1-12 月累计成交情况

	城市	成交面积同比涨跌 (%)
一手住宅	北京 1-12 月	(42.0)
一手住宅	上海 1-12 月	(41.2)
一手商品房	深圳 1-12 月	(11.0)
一手住宅	广州 1-12 月	(21.7)
一手住宅	珠海 1-10 月	(18.7)
一手住宅	天津 1-12 月	(39.3)
一手商品房	杭州 1-12 月	(44.4)

资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

1、北京量跌价升

- 12 月份, 北京一手住宅成交 136.2 万平, 同比上升 9.4%, 环比下降 2.9%;
- 11 月份, 北京一手住宅成交均价为 9076 元/平, 同比下降 20.2%, 环比上升 7.9%;
- 12 月底, 北京一手住宅可售面积为 1908.8 万平, 同比上涨 44.5%, 环比下降 0.4%。
另外 12 月底一手住宅可售面积与 07 年一手住宅成交面积比例为 1.0。

图 11: 北京一手住宅成交面积情况

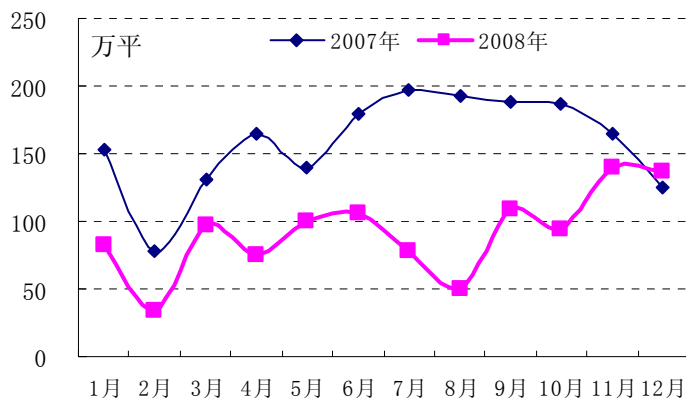


图 12: 北京一手住宅成交均价情况

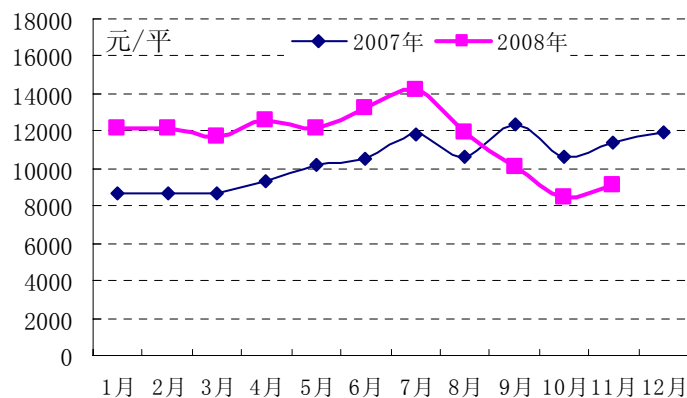


图 13: 北京一手住宅可售面积情况

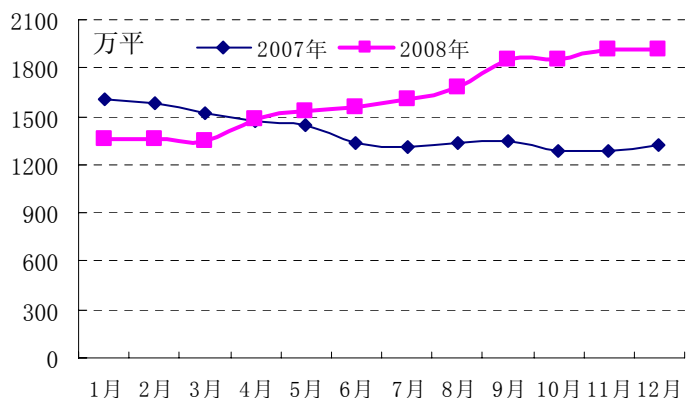
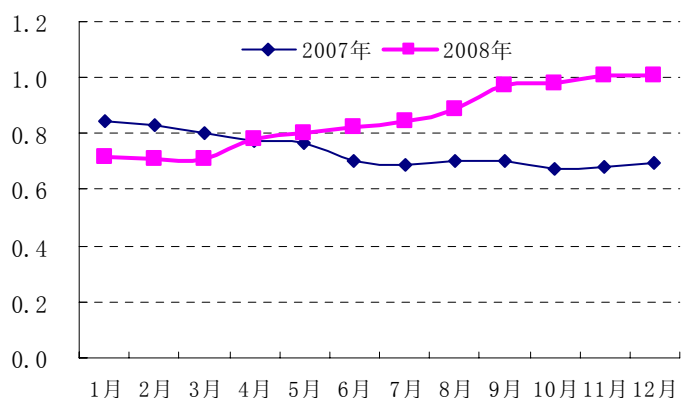


图 14: 北京一手住宅历月可售面积与 07 年成交面积比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2、上海量升价平

- 12 月份，上海一手住宅成交 142.8 万平，同比下降 10.3%，环比上升 22.5%；
- 11 月份，上海一手住宅成交均价为 8150 元/平，同比下降 3.6%，环比下降 0.9%；
- 12 月底，上海一手住宅可售面积为 847.0 万平，同比上升 58.8%，环比上涨 0.7%。
另外 12 月底一手住宅可售面积与 07 年一手住宅成交面积比例为 0.32。

图 15：上海一手住宅成交面积情况

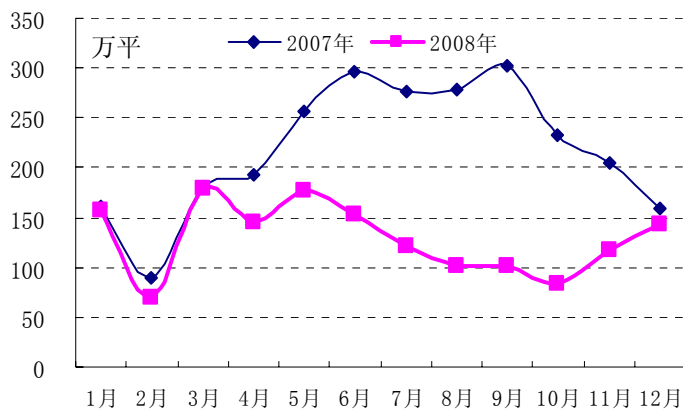


图 16：上海一手住宅成交均价情况

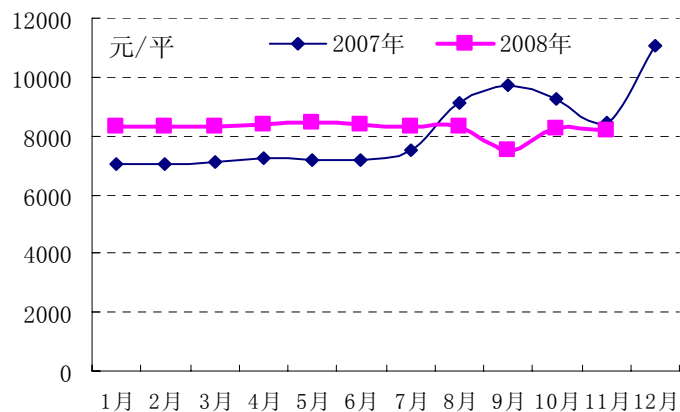


图 17：上海一手住宅可售面积情况

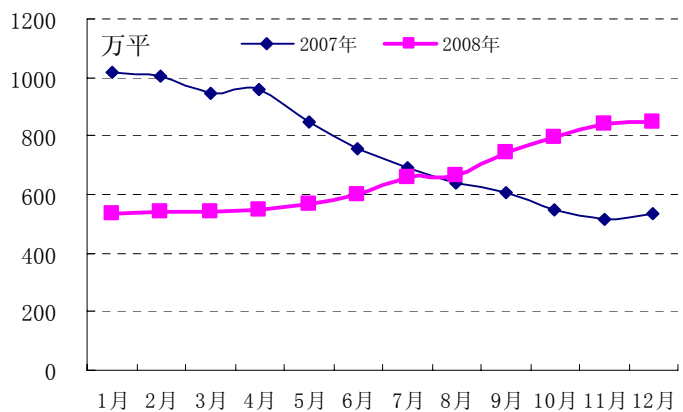
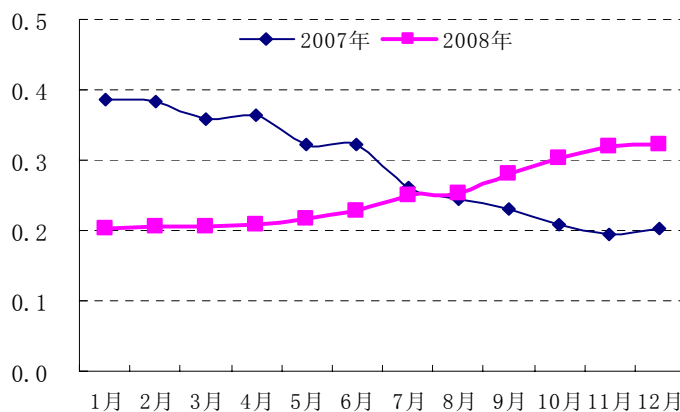


图 18：上海一手住宅历年可售面积与 07 年成交面积比



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

3、深圳量升价跌

- 12 月份，深圳一手商品房成交 72.9 万平，同比上升 225%，环比上升 23.1%；
- 12 月份，深圳一手商品房成交均价为 11084 元/平，同比下降 32.1%，环比下降 10.4%；
- 12 月底，深圳一手商品房可售面积为 648.0 万平，同比上涨 26.8%，环比下降 2.7%。
另外 12 月底一手商品房可售面积与 07 年一手住宅成交面积比例为 1.43。

图 19：深圳一手商品房成交面积情况

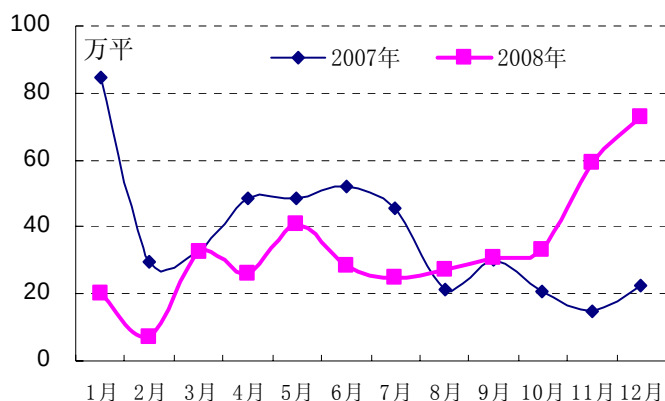


图 20：深圳一手商品房成交均价情况

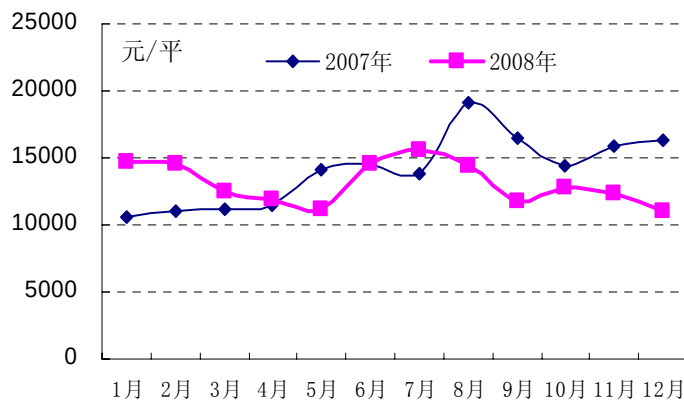


图 21：深圳一手商品房可售面积情况

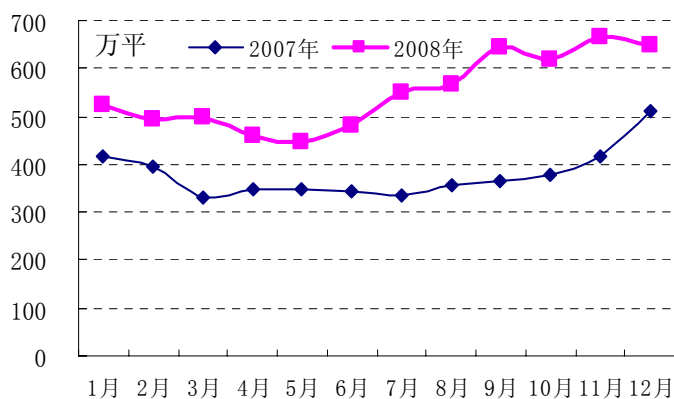
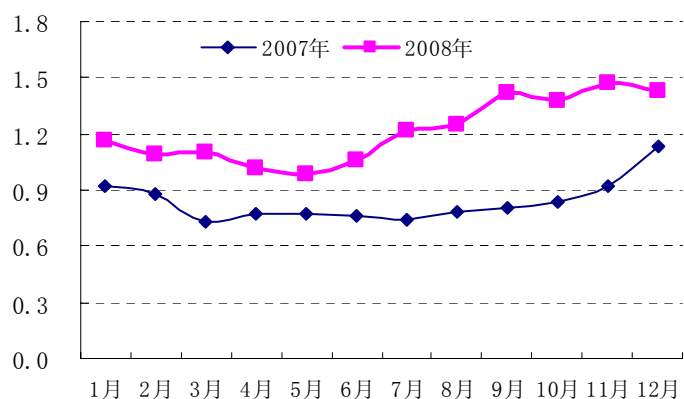


图 22：深圳一手商品房历月可售面积与 07 年成交面积比

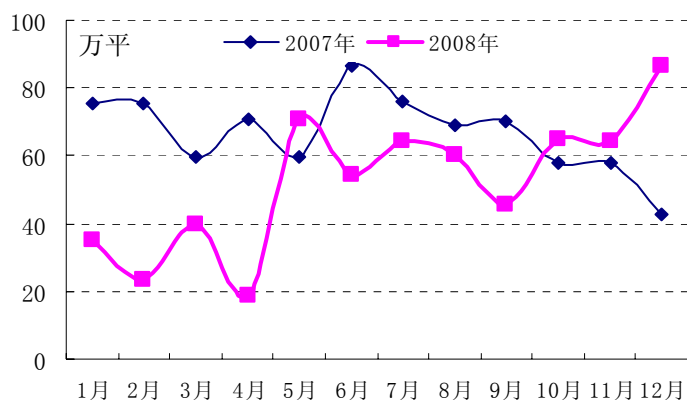


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

4、广州量升价平

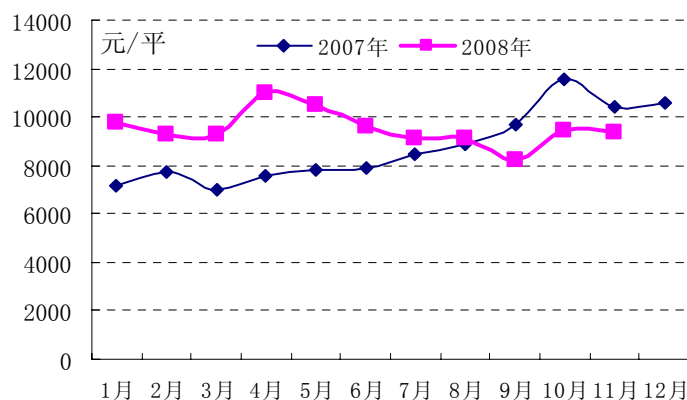
- 12 月份，广州一手住宅成交 86.6 万平，同比上升 102%，环比上升 34.6%；
- 11 月份，广州一手住宅成交均价 9394 元/平，同比下降 10.0%，环比下降 0.8%；
- 12 月底，广州一手住宅可售面积为 462 万平。12 月底一手商品房可售面积与 07 年一手住宅成交面积比例为 0.58。

图 23：广州一手住宅成交面积情况



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 24：广州一手住宅成交均价情况

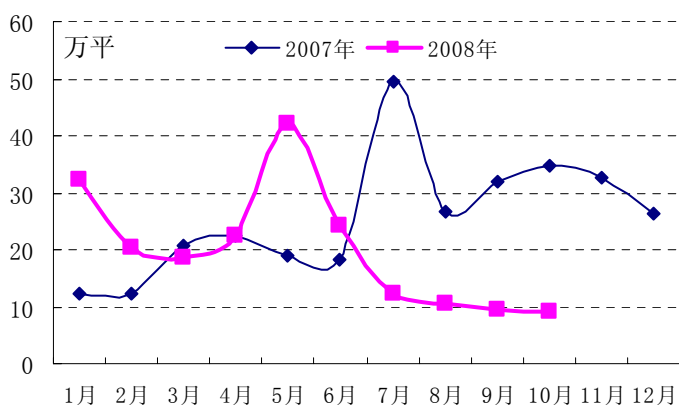


5、珠海量价齐跌

珠海 11 月份成交数据尚未公布，10 月份成交数据如下：

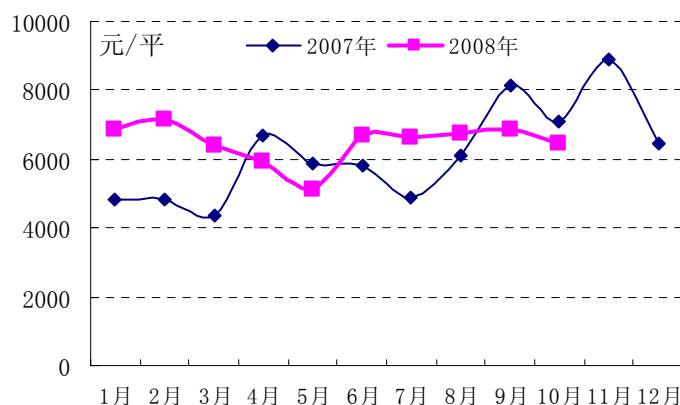
- 10 月份，珠海一手住宅成交 9.3 万平，同比下降 73.4%，环比下降 1.0%；
- 10 月份，珠海一手住宅成交均价为 6469 元/平，同比下降 8.5%，环比下降 5.8%。

图 25：珠海一手住宅成交面积情况



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

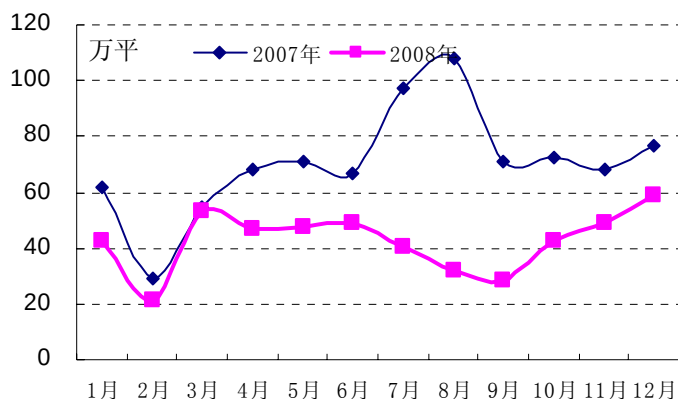
图 26：珠海一手住宅成交均价情况



6、天津量价齐升

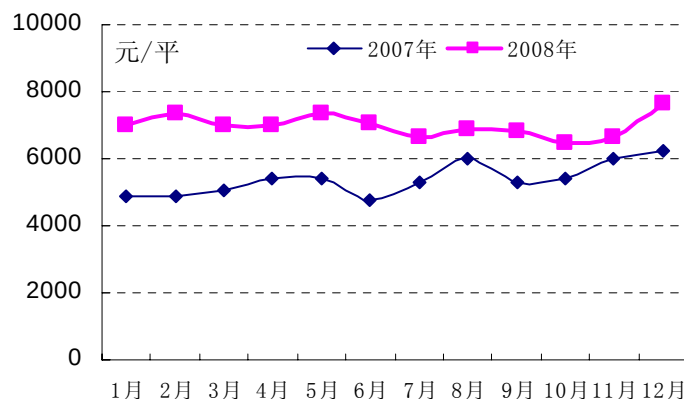
- 12 月份, 天津一手住宅成交 58.9 万平, 同比下降 22.9%, 环比上升 19.3%;
- 12 月份, 天津一手住宅成交均价为 7624 元/平, 同比上涨 22.3%, 环比上涨 14.8%。

图 27: 天津一手住宅成交面积情况



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

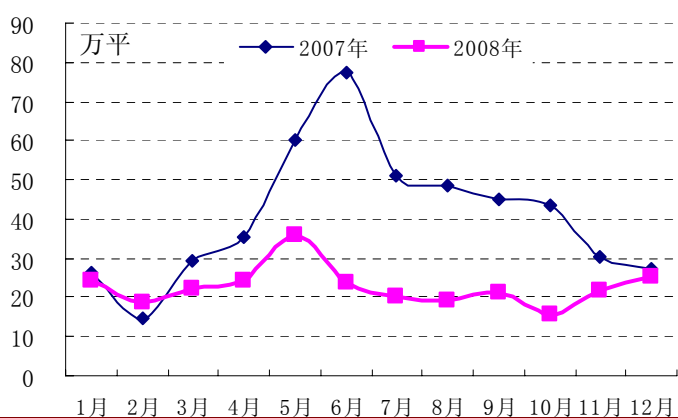
图 28: 天津一手住宅成交均价情况



7、杭州量升价跌

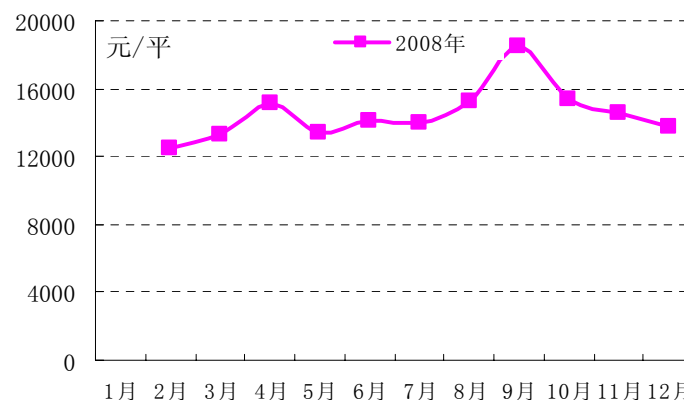
- 12 月份, 杭州一手商品房成交 25.3 万平, 同比下降 7.1%, 环比上升 15.3%;
- 12 月份, 杭州一手商品房成交均价为 13701 元/平, 环比下降 6.0%;
- 12 月底, 杭州一手商品房可售面积为 406.3 万平, 同比上涨 121%, 环比上升 1.0%。

图 29: 杭州一手商品房成交面积情况



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 30: 杭州一手商品房成交均价情况

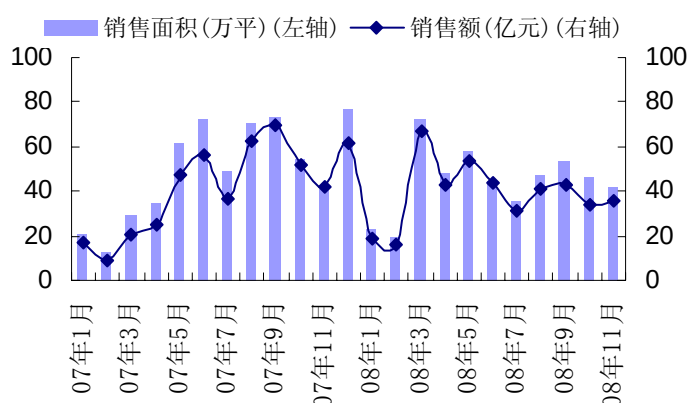


四、重点公司动向

1、万科

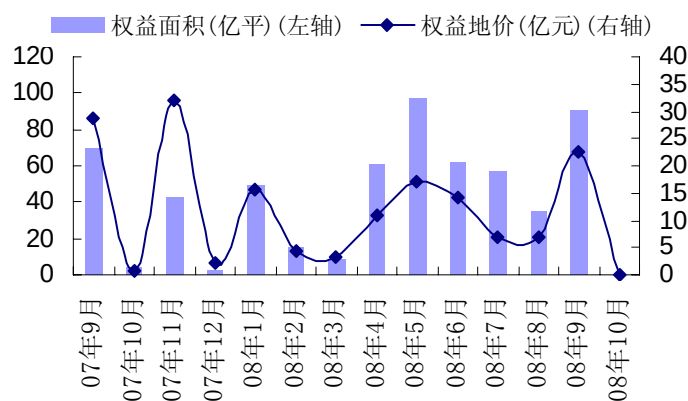
- 2008 年 11 月，实现销售面积 42.1 万平米，销售金额 35.7 亿元，分别同比增长 3.4%和同比下降 15.6%，分别环比下降 9.3%和环比增长 6.6%；
- 2008 年 1-11 月，累计销售面积 490.9 万平米，销售金额 425.3 亿元，分别同比下降 8.6%和 7.9%；
- 2008 年 11 月份公司新增项目 1 个，计容积率权益建筑面积 12.8 万平米。

图 31：万科历月销售面积和金额



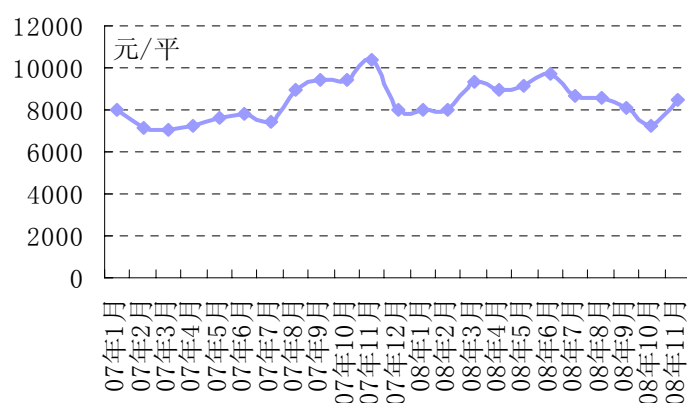
资料来源：公司公告

图 33：万科历月新增权益土地储备和权益地价



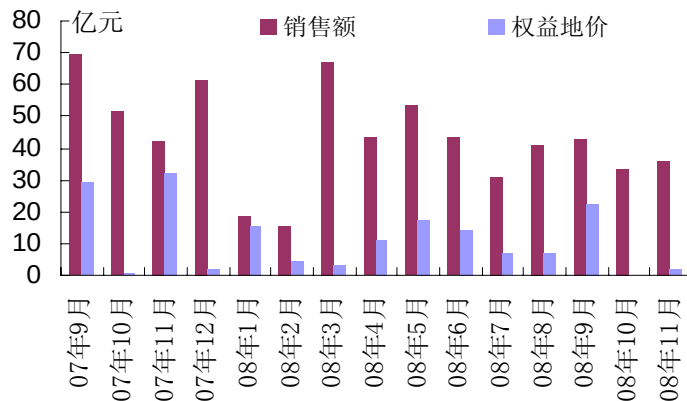
资料来源：公司公告

图 32：万科历月销售均价



资料来源：公司公告

图 34：万科历月销售额和支付的地价

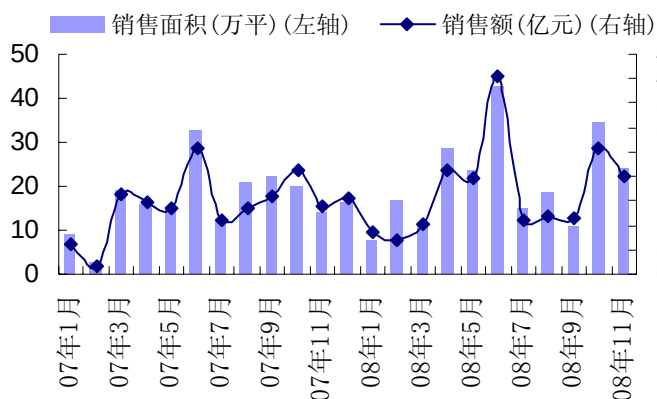


资料来源：公司公告

2、保利地产

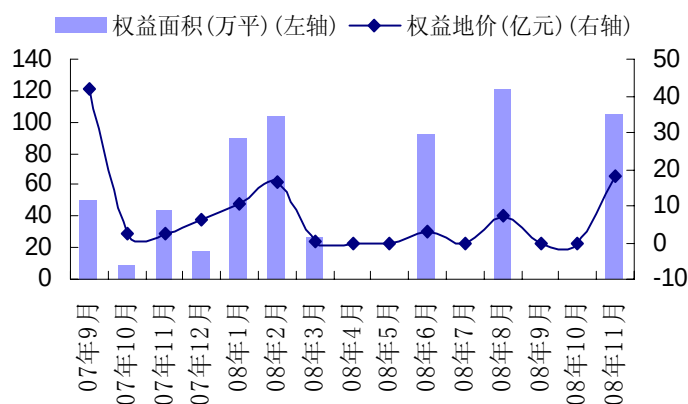
- 2008 年 11 月，实现销售面积为 24.1 万平米，实现销售金额为 20.1 亿元，分别同比增长 72.5%和 46.1%，分别环比下降 30.1%和 22.3%；
- 2008 年 1-11 月，保利实现销售面积 234.6 万平米，实现销售金额为 187.4 亿元，分别同比增长 28.0%和 20.0%；
- 2008 年 11 月份公司新增项目 3 个，计容积率权益建筑面积 105 万平米。

图 35：保利历月销售面积和金额



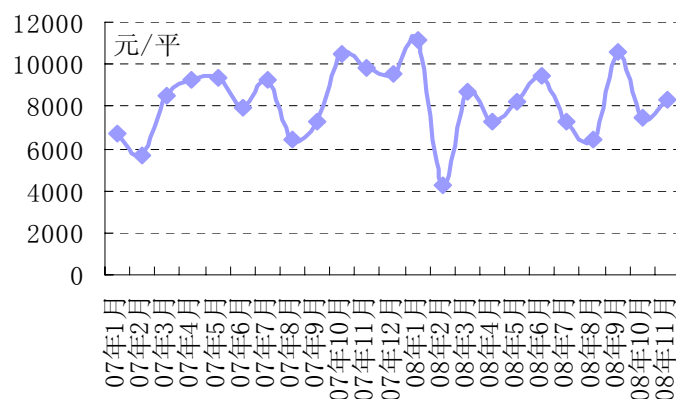
资料来源：公司公告

图 37：保利历月新增权益土地储备和权益地价



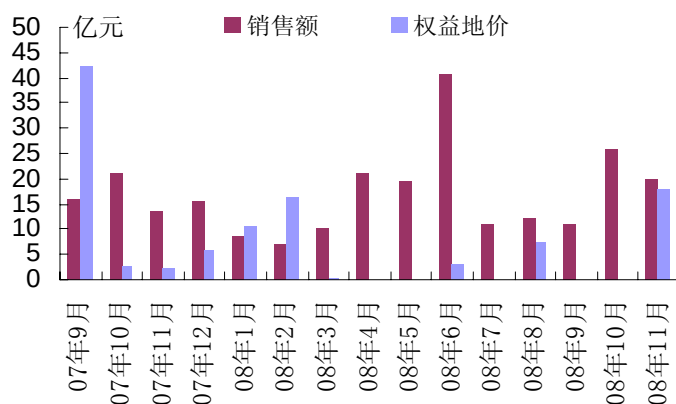
资料来源：公司公告

图 36：保利历月销售均价



资料来源：公司公告

图 38：保利历月销售额和支付的地价



资料来源：公司公告

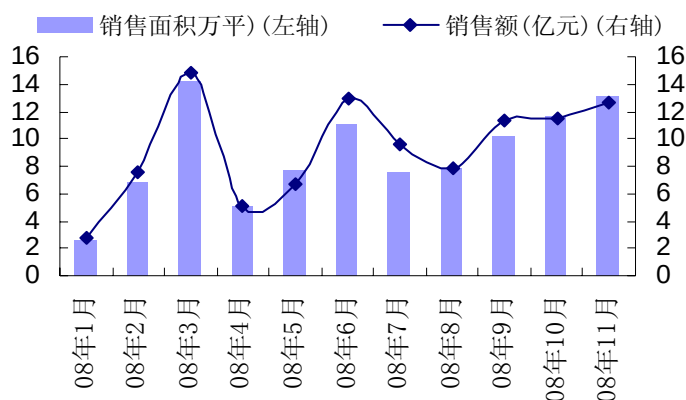
3、招商地产

- 公司以人民币 16.25 亿人民币转让子公司 ELITE TRADE INVESTMENTS LIMITED 100%的股权，该公司主要资产为南京国际金融中心。公司于 12 月 23 日收到股权转让首期款 7.25 亿元。余款（含股权转让余款 1.56 亿元和全部债权转让款 7.44 亿元）最长 4 年内付清；
- 公司于 12 月 22 日以 5.87 亿元取得漳州开发区 4 宗地块，总建筑面积 67.9 万平米；
- 蛇口工业区决定调减公司以募集资金购买其六块土地使用权的价格 5.2 亿元，降幅 20%，调整后的价格为 20.8 亿元；

4、金地集团

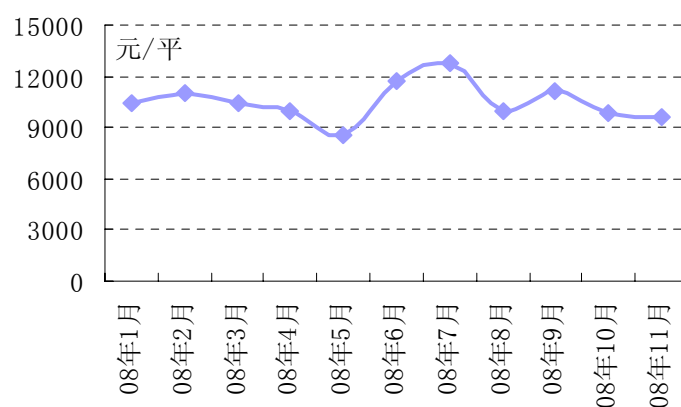
- 2008 年 11 月，实现销售面积为 13.2 万平，环比增长 12.5%；实现销售金额为 12.7 亿元，环比增长 10.7%；
- 2008 年 1-11 月，实现销售面积 98.0 万平方米，同比下降 3.9%，实现销售金额为 102.7 亿元，同比增长 12.9%；

图 39：金地历月销售面积和金额



资料来源：公司公告

图 40：金地历月销售均价



资料来源：公司公告

五、行业分析及投资建议

本月我们发布研究报告《房地产行业 2009 年度投资策略—房市依旧调整，股市业已企稳》，核心观点是：

中国房地产的调整只是阶段性的，尽管行业最差情况还未到来，但股票底部已现。参照国内外历史数据，我们认为，在房价再次上涨前龙头地产股的估值应该在 2-4 倍 PB 左右，地产股总体将呈现震荡走势。地产股将因较好的相对收益而优于大势，我们上调行业评级至“推荐”。

详细内容包括：

1、从行业来看，这次调整只是阶段性的

➤ 第一，中国城市化进程还处于加速阶段

从国外经验来看，城市化率接近 50% 时，人口流动的主导方向由以农村进入城市为主，转变为以小城市进入大城市为主；城市化率超过 50% 后，人口流动的主导方向是由城市的城区进入郊区。北京和上海主要处于第二阶段。

参考纽约，日本和韩国城市化进程中的人口流动情况，当城市化率达到 70% 时，人口流动将以由城区进入郊区为主。

➤ 第二，中国房地产不会发生日本 90 年代式的崩溃

主要原因是城市化进程不同，85 年日本的城市化率已经达到 77%，接近尾声。在日本城市化加速的时候，47 年到 75 年，日本的地价除了在 74 年下跌以外，在其它年度都在快速增长。

2、在未来 2 年仍将价跌量缩

➤ 第一，行业要调整到 2010 年前后

从 70 年代以来全球发生的三次半地产周期来看，房地产指数与利率水平高度相关，房地产周期略微提前于利率周期，在利率下降的初期和中期不会改变房价下跌的格局。自利率高点，利率往往要下降 3-5 年，实际房价才会上涨。

名义利率要下降 11 个季度，实际房价才会上涨，考虑到未来通胀水平可能低一些，名义房价可能要调整 8 个季度，也就是说，行业要调整到 2010 年底前后。

➤ 第二，房价还有 30% 左右的跌幅

1998 年全球 50% 的城市的“房价收入比”在 2-6 之间，70% 以上的城市“房价收入比”在 10 以下，当家庭可支配收入低于 5000 美元的时候，“房价收入比”比较离散，比较高，但是高于 5000 美元的时候，一般都在 10 以下。

07 年一线城市家庭可支配收入在 8000-10000 美元之间，“房价收入比”大概在 14-18，但考虑到城市化进程，将会有较多人口从中小城市迁入这些大城市，因此一线城市“房价收入比”在 10 是比较合理，那么一线城市房价还有约 30% 的跌幅。

➤ 第三，就成交与房价的关系而言

美国历次房地产周期经验表明，房价上涨，成交上涨，房价下跌，成交萎缩。如果这轮调整 2 年，那么明后年成交量将很差。在房价的底部往往是成交的底部。

北京，上海，广州和深圳的存货消化时间可能也需要 2 年。

3、房地产调控政策：总体以放松为主，但是还会有些利空政策

房地产调整政策也是有周期的，在房价上涨的时候，会不断出台紧缩性政策，在房价下跌的过程，会不断出台放松性政策，但是都没有改变既有趋势。

➤ 展望未来，可能出台的放松的政策包括

二套房政策和二手房交易政策；

放松针对房地产商的调控政策；

一些地方政府会出台力度较大的鼓励购房的政策，如购房退个人所得税，购房入户。

➤ 就购房退税而言，总体上会有利于增加购房需求，但不会改变行业调整的格局

上海曾在 1998 年出台这一政策。但效果并不明显，上海房价在 2001 年才开始上涨；

个人所得税 60%交中央，40%给地方，个人所得税占财政收入比重最高的是北京，在 9%左右。有些重点城市可能出台购房退税政策，但可能会与二手房和改善性住房挂钩。

但是这一政策对富人有利，舆论压力较大，很难在全国大面积展开。买房退税总体上会有利于增加购房需求，但不会改变行业调整的格局。

4、房地产股票估值：在房价没有大幅上涨之前，国内龙头公司的 PB 会在 2-4 倍间波动

在房地产下跌过程中，PB 估值相对比较有效。

➤ 日本 73 年到 85 年，房价再次大规模上涨之前，日本房地产指数和个股围绕 PB 估值，在 2-3 倍之间波动，持续了 11 年左右；

➤ 日本 90 年代，在房地产跌了 14 年，房价跌了 70%的情况下，日本房地产 PB 估值在 1-3 倍之间波动；

➤ 万科：PB 低点是在 96 年，0.71 倍。从 97 年到 06 年，万科 A 的 PB 估值在 2-4 倍波动，持续了 9 年时间；

➤ 在房市和股市双重泡沫的情况下，PB8 到 10 倍就意味着地产股的泡沫，在房价下跌或小幅上涨的过程中，结合国内外数据，PB 估值 2-4 倍。预计国内龙头公司（如保利，招地等）的 PB 会在 2-4 倍间波动。

5、投资建议：09 年地产标配+波段操作，龙头公司 2 倍 PB 以下的股价从长期看应该是一个比较好的买点

建议地产股至少标配，建议波段操作。对于招商地产、华发股份、万科 A，保利地产等龙头公司而言，我们认为 2 倍 PB 以下的股价从长期看应该是一个比较好的买点。理由

有三:

- 第一, 股票估值的 PB 的底部已现, 未来总体呈现增长走势;
- 第二, 前期这些股票股价下跌, 已反映房价还要下跌 30% 的预期;
- 第三, 房地产行业股票会有比较好的相对收益。实体可能还会恶化, 大多数行业还会恶化, 这些股票底部还会出现, 相对这些行业而言, 地产股将会表现不错。

表 4: 12 月 31 日重点公司投资评级

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	08EPS	08PE	评级
招商地产	13.1	6.48	2.02	20.3	0.65	0.66	19.9	强烈推荐-A
万科 A	6.5	2.74	2.35	6.00	1.08	0.41	15.7	审慎推荐-A
保利地产	14.4	5.34	2.70	17.4	0.83	1.00	14.4	审慎推荐-A
华发股份	9.3	5.67	1.64	17.8	0.52	0.82	11.3	审慎推荐-A
金融街	7.6	5.55	1.37	11.7	0.65	0.33	23.1	审慎推荐-A
金地集团	6.5	5.26	1.24	12.1	0.54	0.65	10.0	审慎推荐-A
中航地产	4.9	6.43	0.76	17.6	0.28	0.88	5.6	审慎推荐-B

资料来源: 招商证券研发中心

表 5: 重点公司 RNAV 敏感性分析

	房价下跌幅度						
	0%	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
招商地产	20.3	18.8	17.3	15.8	14.3	12.7	11.0
保利地产	17.4	15.7	13.9	12.7	10.6	8.5	6.3
金地集团	11.2	10.4	9.5	8.3	7.1	5.9	4.6
华发股份	15.1	14.5	13.3	12.3	11.0	9.6	8.3
金融街	11.7	11.1	10.5	10.0	9.3	8.7	8.1

资料来源: 招商证券研发中心

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，5 年证券从业经验，目前为招商证券房地产行业高级分析师。

孟群，中南财经政法大学经济学硕士，2008 年加盟招商证券，任房地产行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。