

销售回升是否可以持续？

房地产

上次评级

领先大市-A

领先大市-A

报告日期

2009-02-09

报告关键点：

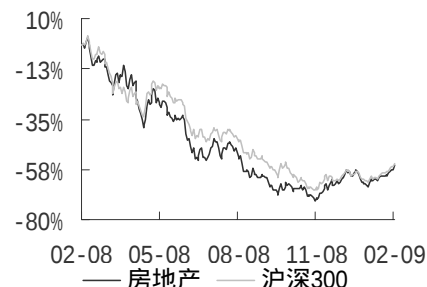
- 价格在09年将在全国范围内继续调整。
- 房价调整具有去概念化、联动的特征。
- 部分区域房价调整已经接近底部，较多区域还需要进一步调整。
- 政策趋势没有改变、开发商对降价达成共识，因此2009年销售持续回升的概率比较大。

报告摘要：

- 本文试图讨论并预计：未来、或者2009年，房价走势将是如何走向、成交量将会呈现什么样的变化趋势？
- 观察各主要城市的具体地产项目成交的历史数据，我们认为：
 - 房价的调整具有去概念化的特征。
 - 同时，本文基于发改委每月公布的70个城市的房价同比与环比涨幅数据、通过对全国和70个主要城市的房地产市场（在2005至2008年间）景气度上升和下降过程中的价格变化分析，发现：全国房地产价格的具有区域联动蔓延的特征。
 - 价格调整，从地域范围的蔓延上讲，已覆盖全国；从下降所处的阶段上讲，对于下降幅度已经较大的地区，可能已到后期，但对于大多数地区可能还在中期和初期。
 - 对2009年的基本判断是：房价依然会继续调整，也就是全国的价格将处于下降通道中应该是大概率事件。
- 然而，也正是因为货币政策放松、地产新政的出台，使得投资者购房成本降低、开发商融资成本与难度大幅下降，因此我们判断：2009年房价调整的程度预计将较为缓和。
- 虽然从去年11月以来全国地产市场销售有一定回暖，但回暖的力度仍然较弱。在市场降价的同时，我们认为政策进一步的支持仍然是需要的和可预期的，尽管近期媒体对重庆购房退税失实报导在一定程度上可能误导了投资者对政策趋势的判断，但我们认为有利于地产的政策趋势在可预见的未来不会转向。同时，开发商就降价销售已经基本达到共识。因此，我们认为09年销售持续回升的概率应该还是比较大的。
- 投资建议
 - 维持行业领先大市—A的投资评级。
- 开发商，尤其是上市优质地产公司，融资环境大大改善；春节后地产板块上升幅度较大，但估值仍有相对优势；对我们从9月份以来持续推荐的8家地产公司组合维持“增持-A”的投资评级。

首选股票	目标价	评级
000002 万科 A	9.5	增持-A
000024 招商地产	18	增持-A
000402 金融街	11	增持-A
600048 保利地产	23	增持-A
600663 陆家嘴	18	增持-A
600675 中华企业	12	增持-A
600895 张江高科	20	增持-A
000069 华侨城 A	12	增持-A

12 个月行业表现



研究员

陶学明 CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essences.com.cn

徐胜利 行业分析师

010-66581636

李孔逸 助理行业分析师

0755-82558026 liky@essences.com.cn

前期研究成果

- 房地产：地产政策不存在转向趋势 2009-02-05
- 房地产：重庆开始实施购房退税 2009-02-01
- 房地产：行业翘楚不负投资者期待 2009-01-06
- 释放改善性需求，放松 90/70 政策可期 2008-12-18
- 重庆拟购房退税 加大后市政策想象空间 2008-12-10
- 房地产 2009 年度策略：乘风而起 2008-12-5
- 深度报告：保障房对商品房市场的负面影响极其有限 2008-12-02
- 政府大幅降息救经济，优质地产公司继续受惠 2008-11-27
- 救市如期而至，强度超出预期 2008-10-23
- 深度报告：金秋渐至，开发商转机是否到来？ 2008-09-23

前言

随着开发商降价、政府拯救经济和激活地产市场的政策在去年 4 季度期间频繁出台以后，全国几十个主要城市的房地产市场成交量走出去年 9、10 月份的极度低迷态势，在 11 月后明显转暖，一直持续至今。未来、或者 2009 年，房价走势将是如何走向、成交量将会呈现什么样的变化趋势？

观察各主要城市的具体地产项目成交的历史数据，我们认为：**房价的调整具有去概念化的特征**。同时，本文基于发改委每月公布的 70 个城市的房价同比与环比涨幅数据、通过对全国和 70 个主要城市的房地产市场（在 2005 至 2008 年间）景气度上升和下降过程中的价格变化分析，发现：**全国房地产价格的具有区域联动蔓延的特征**。对 2009 年的基本判断是：**房价依然会继续调整，也就是全国的价格将处于下降通道中应该是大概率事件**。

然而，也正是因为货币政策放松、地产新政的出台，使得投资者购房成本降低、开发商融资成本与难度大幅下降，因此我们判断：**2009 年房价调整的程度预计将较为缓和**。

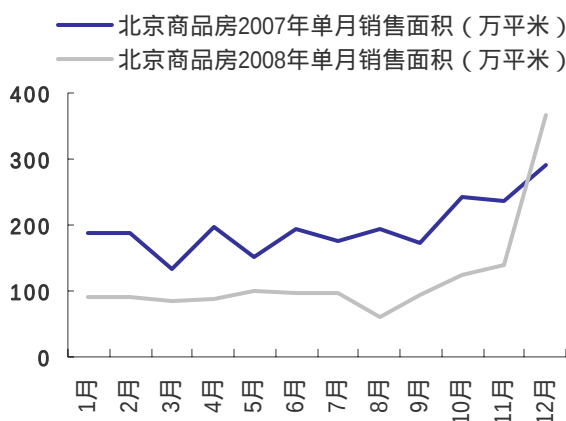
虽然从去年 11 月以来全国地产市场销售有一定回暖，但回暖的力度仍然较弱。在市场降价的同时，我们认为政策进一步的支持仍然是需要的和可预期的，尽管近期媒体对重庆购房退税失实报导在一定程度上可能误导了投资者对政策趋势的判断，但我们认为有利于地产的政策趋势在可预见的未来还不会转向。同时，开发商就降价销售已经基本达到共识。因此，我们认为 09 年销售持续回升的概率应该还是比较大的。

1. 政策和降价的双重作用下，市场成交逐渐走出低迷

显然，政策在使市场逐渐走出低迷状态方面起到了举足轻重的作用，我们关注的 20 个主要城市的成交量从 08 年 11 月份后明显回升（17 个城市的 07-09 年或 08-09 年的周成交数据见附图 1 - 附图 28）。

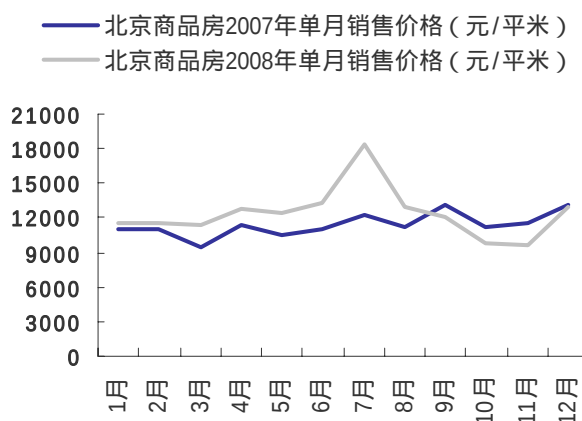
从 5 个城市的月度数据看，其中，深圳、北京（图 1 至图 4）等城市，08 年中以后成交量就开始上升。深圳随着价格较大幅度下降，成交量在 08 年 3 季度就开始回升，08 年 4 季度随着政策的推出，成交量进一步提升；而上海、天津、重庆（图 5 至图 10）等城市基本上是在去年 11 月份市场成交量开始回升，更多的是政策刺激因素。

图 1：北京 07、08 年商品房单月销售面积



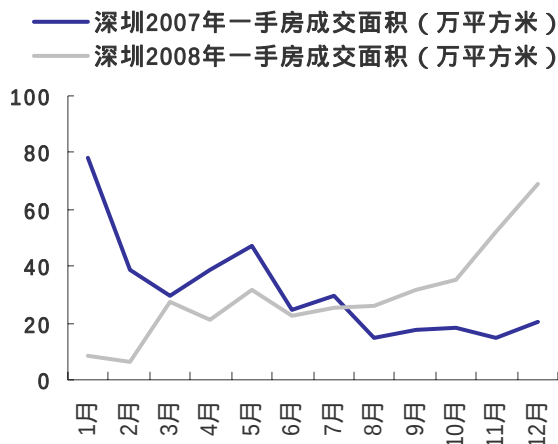
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2：北京 07、08 年商品房单月销售价格



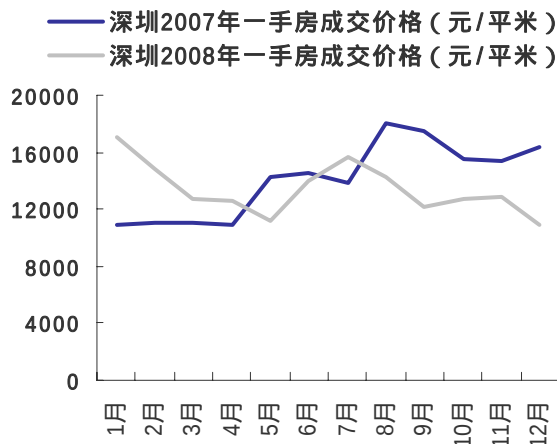
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3：深圳 07、08 年商品房单月销售面积



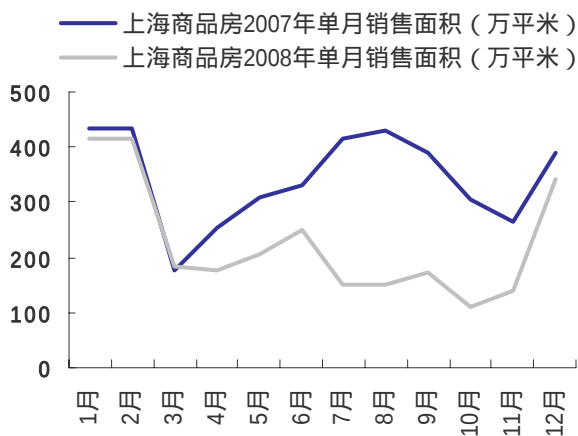
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 4：深圳 07、08 年商品房单月销售价格



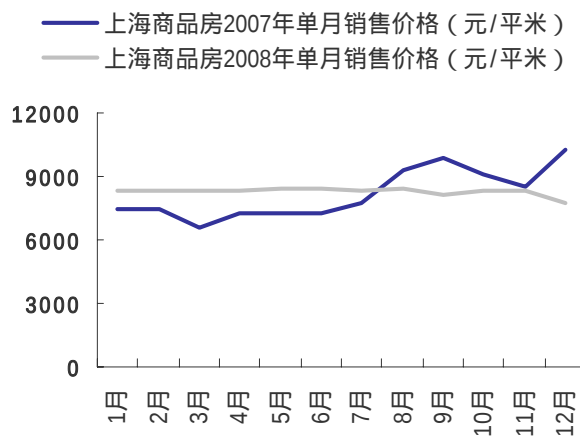
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 5：上海 07、08 年商品房单月销售面积



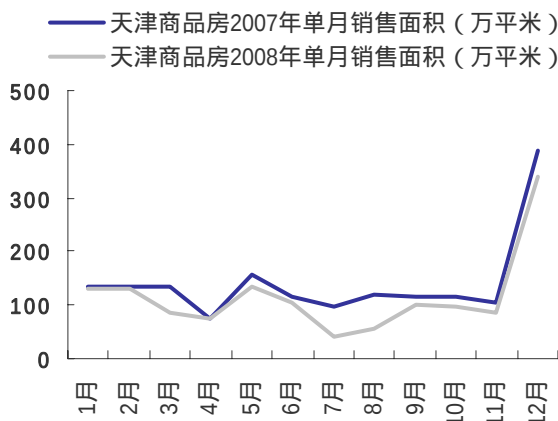
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6：上海 07、08 年商品房单月销售价格



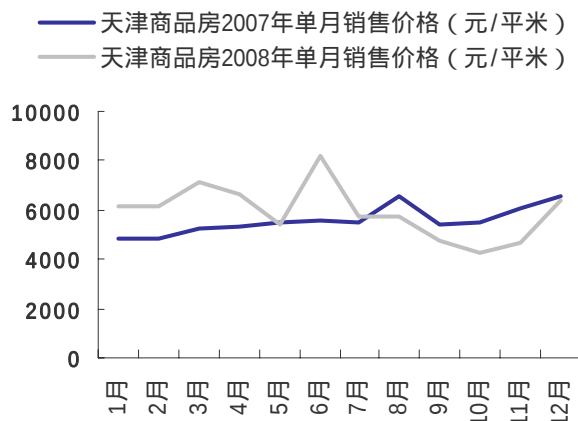
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 7：天津 07、08 年商品房单月销售面积



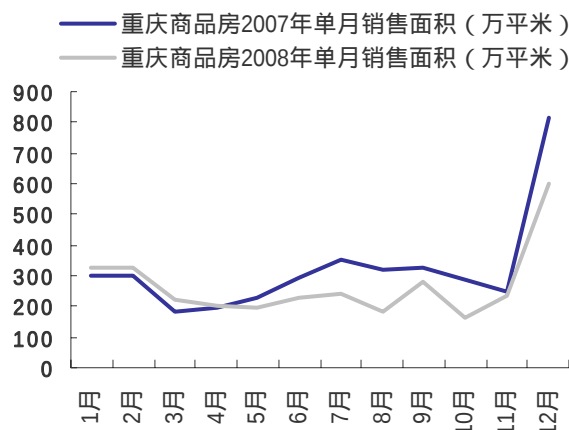
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 8：天津 07、08 年商品房单月销售价格



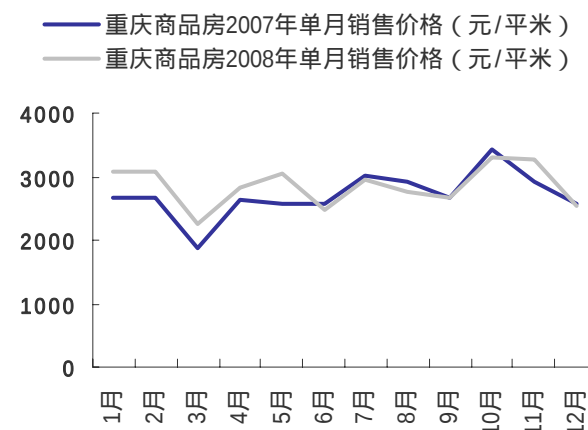
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 9：重庆 07、08 年商品房单月销售面积



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 10：重庆 07、08 年商品房单月销售价格



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2. 市场调整中，具体项目的价格具有去概念化的特征

在这波市场调整过程中，房地产市场价格呈现明显的“去概念化”特征，即一线城市中心区房价相对坚挺，而一些前期通过概念把房价炒上去的一线城市外环区域、投资客较多的二三线的城市则下降明显，典型楼盘比最高点时的价格平均都有 30 - 40 % 的下降。

从我们观察到的北京、上海、深圳、天津、成都、武汉等城市一些典型楼盘价格来看，自 2008 年以来下降幅度较大的楼盘集中在城市远郊，像北京的六环外、上海的外环、郊环、深圳的关外等，某些投资概念炒作较强的二三线城市如武汉等城市的房价整体也都呈现比较明显的下降。

我们分别来看一下北京、上海和深圳等地的情况。

2.1. 北京典型楼盘

位于北京二三环间的世界城二期 2007 年 11 月 15 日开盘，均价 36000 元/平米，进入 08 年后，作为 CBD 核心区的物业，世界城并未降价，价格反而小幅上升至 37000 元/平米。而位于五六环之间的富力桃园、公园 2008 以及顺义的万科四季花城、通州的金地格林小镇 08 年均经历了 30% 左右的跌幅。

表 1 北京典型楼盘价格

	世界城	珠江帝景	中海城	北京华侨城	泛海国际居住区	富力又一城	中体奥林匹克花园	富力桃园	公园 2008	万科四季花城	金地格林小镇
	二、三环	东三、四环间	南三、四环间	东四环	东四、五环间	东五环	五、六环间	五、六环间	五、六环间	顺义	通州
2005		9500	7000	6500		5800	4300				
2006	30000	12500	7500	9500	14500	6800	6800	7500	7600	5000	
2007.2~4	30000	15500	8450	10000	16200	7800	9000	8200	9000	6300	6500
2007.9~12	36000	25000	12000	17500	28600	12300	15000	13000	15800	8100	9500
2008.2~4	37000	23000	13000	18500	31500	11800	15000	14000	13000	8000	9500
2008.9~12	37000	24000	10000	14200	32600	10500	12000	11000	12000	7100	7500

数据来源：焦点房产网、安信证券研究中心

2.2. 上海典型楼盘

上海内环的房价也是相当坚挺，位于黄浦区建国新路 77 弄的公馆 77 自 2008 年 5

月推出了新的房源后，均价一直维持在 42500 元/平米左右，同样位于内环的上海滩花园的房价自 2007 年底也没有太大的变化。而位于郊环以外的保利海上五月花、金地格林世界在 2008 年的下降幅度超过了 30%。

表 2 上海典型楼盘价格

	公馆 77	上海滩 花园	尚东国 际名园	万科新 里程	招商海 德花园	万科花 园小城	金地格 林郡	保利海 上五月 花	金地格 林世界
	内环内	内环	内环 - 中环	内环 - 中环	外环 - 郊环	外环 - 郊环	外环 - 郊环	郊环以 外	郊环以 外
2005		19000		8100	10000				11000
2006		22000	9000	8500	11000		6600		6800
2007.2 ~ 4	25000	22000	10276	10000	13000	6300	6500		7500
2007.9 ~ 12	29000	32000	18500	19000	18000	8500	7500	12000	18000
2008.2 ~ 4	42500	33000	18000	18000	10000	8500	9000	9500	21500
2008.9 ~ 12	42500	31500	22000	15000	12000	9000	8500	7600	11500

数据来源：焦点房地产网、安信证券研究中心

2.3. 深圳典型楼盘

深圳关内的房价明显要比深圳关外的房价更抗跌，位于盐田区大梅沙的万科东海岸从 07 年底的 45000 下调到了 35000 左右，而同样是万科的楼盘，位于龙岗区的万科第五园和深圳万科城均经历了 40% 以上的跌幅，而位于宝安的金地梅陇镇去年最高时曾达到 17500 元/平米，而最新的价格是带装修的只要 8500 元/平米。

表 3 深圳典型楼盘价格

	万科东 海岸	中海半 山溪谷	雷圳 0755	万科第 五园	深圳万 科城	金地梅 陇镇	富通城
	盐田区 大梅沙	盐田港 梧桐山	南山区 前海	龙岗区	龙岗区	宝安区	宝安区
2005	15000		5000	7700	5500	7300	4000
2006	19000		5700	13000	10500	7500	6000
2007.2 ~ 4	15000	18000		27000	11000	10000	12000
2007.9 ~ 12	45000	16500		18038	25000	17500	14000
2008.2 ~ 4	50000	14800	12500	15000	12500	12000	12000
2008.9 ~ 12	35000	15500	9000	10000	12000	8500	8500

数据来源：焦点房地产网、安信证券研究中心

2.4. 其他城市典型楼盘

此外，像天津、成都、武汉等城市虽然也表现出相似的特征，但可能没有那么显著。天津的富力城、万科金域蓝湾所在的区域都是天津目前房地产开发的重点区域，房价 2008 年以来的跌幅在 15% 左右，而金地格林世界、金厦水语花城位置相对偏远，跌幅在 20% 以上。

成都、武汉属于 2007 年房价涨幅比较大的中西部城市，整体炒作的迹象非常明显，它们房价的回调显得更平均一些，差异化更加不明显。

表 4 天津典型楼盘价格

天津富 力城	万科金 域蓝湾	万科假 日风景	金厦水 语花城	金地格 林世界
南开区	开发区	西青区	西青区	津南区

2005	6800		4200		
2006	7800		5000	4500	5600
2007.2~4	9300	7500	5500	5000	5000
2007.9~12	13000	11000	7500	7500	8000
2008.2~4	12800	11500	7300	6500	7000
2008.9~12	11000	10500	7000	6100	6000

数据来源：焦点房地产网、安信证券研究中心

表 5 成都典型楼盘价格

	万科金域蓝湾	花样年花郡	万科魅力之城	中海国际社区
	一、二环	二、三环	三环外	三环外
2005				5000
2006		4000		5000
2007.2~4		5500	4300	5000
2007.9~12	7200	7000	5600	5000
2008.2~4	8981	6800	6500	5500
2008.9~12	6600	5864	4900	7000

数据来源：焦点房地产网、安信证券研究中心

表 6 武汉典型楼盘价格

	万科金色家园	金地格林小城	都市经典	融侨锦城
	江岸区 一环	洪山区 一、二环	武昌区 一、二环	硚口区 二、三环
2006		4000	3700	4000
2007.2~4	8000	4200	3800	4100
2007.9~12	13000	6600	7400	7000
2008.2~4	13000	7000	7400	6500
2008.9~12	10000	5600	6100	5600

数据来源：焦点房地产网、安信证券研究中心

3. 房地产价格调整存在全国联动特征

3.1. 全国各地住宅价格变化特征

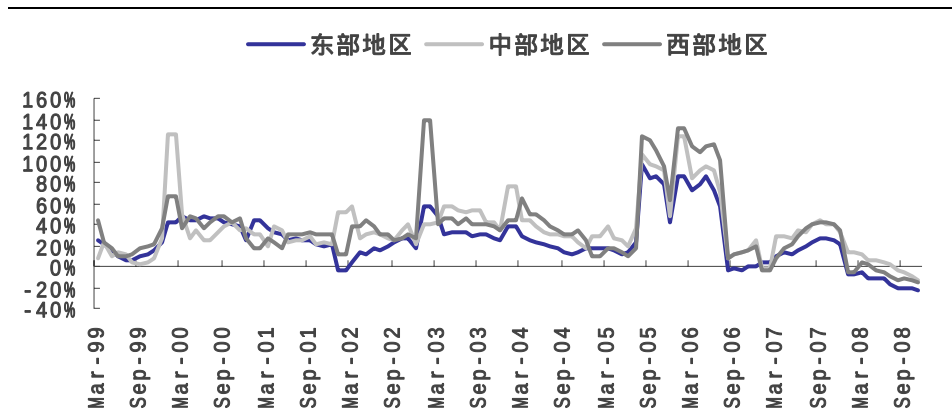
1. 东中西三大区域成交量同比增幅的变化方向一致性较强。
2. 总体上看，每次价格调整趋势传播的时间及趋势持续的时间较长。从先行城市价格开始形成趋势，到全国平均价格形成趋势，需要一年至一年半的时间；再到滞后的地区形成趋势，还需要半年时间；到最滞后的地区形成趋势，可能还需要半年到一年时间。
3. 趋势一旦形成，后续的走向往往比较稳定，而且价格的较为一致的变化趋势具有扩散性。不论是在价格下降通道还是在价格上升通道中，都是从部分区域蔓延到各个区域；在省内城市间也普遍存在逐渐扩散的现象。
4. 各地价格涨跌持续的时间跨度不同。一些地方价格早涨早跌，如深圳广州；一些地方价格涨得较早，跌的较晚，如东北、华北的部分城市；一些地方涨得晚，跌得早，如华东、华中、西南的部分城市；一些地方晚涨晚跌，如西北的一些城市。另外，一些价格变化明显滞后的城市可能来不及充分展开上一轮趋势就转入下一轮变化。如上海，07 年刚开始补涨，08 年又再次下跌。
5. 相对而言，价格上升通道中，一开始时就快速上涨的地区较多；价格下降通道中，

刚开始时降价涉及的范围较小，后来才扩散到较大范围。简单地可以说是在价格趋势的起始阶段，“要涨价哗啦一片，要降价左顾右盼”。

3.2. 全国三大地区销售量增速特征：趋势变化一致

自 2003 年以来，全国东中西部三大地区住宅销售面积同比增速变化方向较为一致。具体地说，虽然三个地区销售面积同比增速的高低不同（多数时间里东部地区增速较低，中西部较高），但增速加快时都加快，增速放慢时都放慢，08 年中则全部逐渐由正增长转为负增长。（见图 11）

图 11 东中西部地区新建住宅销售面积同比增速

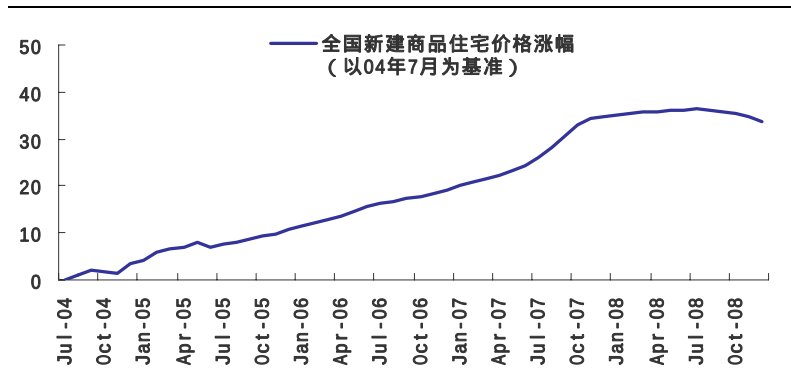


数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

3.3. 全国住宅价格变化趋势

本文基于国家发改委每月公布的新建商品住宅价格指数同比和环比数据，以 2004 年 7 月为基期（选择这一基期是因为发改委的数据从 2005 年 7 月开始），推算出以 04 年 7 月为基期的各月价格指数，以便反映商品住宅价格的变化趋势。（见图 12，全国新建商品住宅价格变化趋势。为便于表述，图中指标值 = 各月价格指数 - 100）

图 12 全国住宅价格变化趋势（图中指标值 = 各月价格指数 - 100）



数据来源：发改委，安信证券研究中心

下面将就 05 年 7 月至 08 年 12 月间，全国 70 个大中城市的住宅价格指数形成上升和下降通道中，各地间市场联动、价格走势逐渐扩散的特点进行分析。这些城市在本省市场份额中占突出地位，相关省市在全国市场份额中占有突出地位，相关省市 GDP 的份额也一样凸显其重要性（附表 1、2），因此该 70 个城市可以用来判断全国状况。

3.4. 价格上升时期，各地的先后顺序特征

04 年到 07 年之间，全国住宅价格处于上升通道，分析各地数据，可以看到明显的联动、蔓延趋势。

将 70 个城市每半年的价格指数上升值整理成表（为便于列表，70 个城市分成前 35 个和后 35 个两部分，其中前 35 个是 26 个省会城市，4 个直辖市和 5 个重要的沿海城市），具体见表 7a 和表 7b，各时间段中各个城市的价格指数上升值大的用黑体字标示出来。

表 7a 前 35 个城市每半年间价格指数上升值（半年期末价格指数 - 期初价格指数）

注 1	05 年 7 月 至 07 年 末上升	04 年 8 至 12 月上升	05 年 上半年 上升	05 年 下半年 上升	06 年 上半年 上升	06 年 下半年 上升	07 年 上半年 上升	07 年 下半年 上升	08 年 上半年 上升	08 年 下半年 上升
全国	27.8	3.3	3.5	3.79	4.84	3.75	5.22	10.15	1.62	-2.57
北京	32.3	2.0	2.4	5.11	7.89	5.01	3.84	10.44	4.43	-2.39
天津	23.3	3.0	3.0	3.66	4.12	5.46	4.36	5.67	3.93	-0.93
石家庄	32.5	1.9	2.0	4.54	4.85	2.74	9.32	11.03	5.54	-5.32
太原	7.7	9.3	1.1	3.63	-1.56	0.90	1.48	3.25	3.34	1.09
呼和浩特	7.7	2.6	8.8	6.14	2.48	-1.08	-0.95	1.06	1.43	-1.80
沈阳	23.6	1.8	2.4	3.91	4.05	3.06	7.55	5.08	-0.26	1.66
大连	34.7	-4.4	10.1	7.27	11.86	6.89	3.60	5.08	2.54	1.58
长春	27.5	11.2	-6.9	8.21	2.23	2.05	11.15	3.85	3.46	0.74
哈尔滨	18.3	1.2	4.2	1.80	1.94	1.86	8.09	4.59	1.48	1.00
上海	1.2	4.0	6.1	-8.33	0.00	0.00	1.02	8.49	0.33	-2.44
南京	15.0	1.6	4.9	-0.43	1.38	2.38	6.98	4.63	0.71	-7.88
杭州	24.2	1.2	7.2	-1.73	0.53	1.83	4.31	19.27	1.06	-0.27
宁波	36.4	6.2	1.4	3.93	3.04	3.95	8.79	16.72	2.17	1.76
合肥	6.6	-0.2	5.8	-4.99	1.81	-0.41	0.10	10.06	3.05	-2.63
福州	38.8	4.3	-1.0	5.70	9.69	8.91	8.24	6.22	0.28	-2.55
厦门	30.9	3.2	0.5	4.31	10.86	6.69	3.30	5.77	0.40	-6.39
南昌	29.1	2.8	4.6	1.84	7.63	7.06	7.10	5.45	1.07	0.96
济南	10.2	1.1	8.2	-0.66	1.42	1.10	1.79	6.59	4.98	-0.63
青岛	21.3	7.5	3.2	7.27	5.41	1.74	1.63	5.28	3.06	0.67
郑州	21.1	6.3	0.7	4.79	5.47	2.37	5.11	3.40	2.19	0.13
武汉	24.1	7.8	0.2	4.28	4.10	3.66	5.63	6.42	1.99	-2.14
长沙	38.4	4.9	-0.8	7.10	7.29	-0.50	12.93	11.62	2.58	-3.22
广州	28.4	7.9	-1.1	5.89	10.15	4.23	6.88	1.27	-0.68	-12.33
深圳	38.5	5.5	1.3	8.14	6.94	4.45	6.58	12.39	-12.19	-15.09
南宁	51.6	8.1	-3.5	10.56	7.56	3.97	13.88	15.64	3.93	-4.77
海口	23.5	5.5	-0.4	-0.70	4.35	4.86	0.89	14.12	6.13	-0.41
成都	22.9	4.0	6.1	1.88	6.29	3.23	4.56	6.94	-1.99	-1.95
贵阳	24.3	1.5	0.8	2.26	4.10	3.06	11.76	3.08	2.42	3.22
昆明	7.8	0.4	2.9	-1.96	0.90	1.02	3.76	4.07	3.71	-5.11
重庆	24.3	1.2	5.1	1.17	0.75	0.54	3.19	18.61	-5.82	-0.75
西安	20.1	2.3	1.2	3.03	2.68	3.09	5.73	5.57	6.93	-1.69
兰州	29.3	2.2	2.7	3.28	1.51	2.84	10.46	11.19	3.06	1.07
西宁	27.6	1.1	0.4	4.33	4.96	4.96	4.71	8.62	2.34	3.86
银川	9.7	1.1	1.6	0.31	0.62	1.88	1.17	5.76	5.03	5.01
乌鲁木齐	37.7	1.5	-3.5	0.72	1.79	8.19	9.08	17.95	6.63	0.71
注 12		12	8	10	12	7	19	27	5	1
	注 2	注 3	注 4	注 5	注 6	注 7	注 8	注 9	注 10	注 11

行业月度报告

注 1：表中列示的数据是各期的价格指数上升值，是百分点概念。

注 2：此列中价格指数累计上升超过 20 个百分点的用黑体字标示。

注 3：此列中价格指数上升超过 4.17 个百分点的用黑体字标示（自 04 年 8 月至 12 月 5 个月内上升 4.17 个百分点，相当于 6 个月时间上升 5 个百分点）。

注 4 - 11：此各列中价格指数上升超过 5 个百分点的用黑体字标示。

注 12：此行数据是各季度中价格指数上升较多的城市的个数。

注 13：由于数据处理本身的原因，本文主要关注 05 年下半年以后（含 05 年下半年）的数据。

数据来源：发改委，安信证券研究中心

表 7b 后 35 个城市每半年间价格指数上升值（半年期末价格指数 - 期初价格指数）

	05 年 7 月 至 07 年 末上升	04 年 下半年 上升	05 年 上半年 上升	05 年 下半年 上升	06 年 上半年 上升	06 年 下半年 上升	07 年 上半年 上升	07 年 下半年 上升	08 年 上半年 上升	08 年 下半年 上升
全国	27.8	3.3	3.5	3.79	4.84	3.75	5.22	10.15	1.62	-2.57
唐山	24.02	7.86	1.15	5.21	4.76	5.08	4.02	4.94	3.63	0.41
秦皇岛	15.41	3.26	3.10	2.68	0.76	5.48	2.20	4.29	1.59	-1.36
包头	21.54	11.20	0.29	6.72	3.82	1.59	6.00	3.40	1.87	0.00
锦州	10.87	0.57	-1.26	1.96	-0.93	2.84	1.95	5.03	1.22	2.81
吉林	22.22	-0.63	3.42	3.43	5.08	-0.56	3.01	11.25	2.14	-1.17
牡丹江	18.42	-1.13	4.44	-2.66	3.96	3.37	4.93	8.82	1.96	1.99
无锡	16.65	5.54	3.28	2.63	1.57	2.51	3.86	6.09	2.14	-1.53
徐州	26.90	2.77	4.12	3.79	5.07	3.04	10.45	4.55	0.39	-4.74
温州	17.05	13.88	0.00	-1.02	0.79	1.14	11.79	4.36	5.04	5.66
金华	1.33	1.27	1.32	-0.41	-1.02	0.30	0.30	2.15	7.69	-0.56
蚌埠	25.43	0.81	1.89	1.13	5.28	2.87	5.80	10.35	3.35	-1.57
安庆	18.30	3.13	5.11	2.62	7.62	4.08	1.97	2.00	3.84	2.49
泉州	21.89	2.57	2.73	1.27	2.47	6.35	7.57	4.24	2.17	-1.55
九江	22.10	4.52	-0.67	6.42	3.43	4.27	2.97	5.01	2.15	-0.90
赣州	23.81	15.07	-1.33	6.51	2.42	3.10	3.69	8.09	1.93	-0.84
烟台	47.27	10.25	-1.83	7.56	9.34	15.91	7.06	7.40	5.37	2.59
济宁	48.99	1.20	5.83	2.57	13.90	16.64	7.29	8.59	1.66	6.86
洛阳	16.18	3.74	-0.93	3.11	0.95	1.28	6.42	4.41	2.04	0.73
平顶山	10.42	2.76	2.35	0.74	2.02	0.97	2.19	4.50	3.97	0.36
宜昌	26.87	6.81	3.05	4.21	2.64	6.03	4.10	9.89	4.28	-1.12
襄樊	33.41	13.66	-3.01	6.99	3.63	9.22	7.61	5.96	4.67	-0.31
岳阳	27.86	0.27	7.48	-5.97	2.34	9.36	11.68	10.46	4.39	-8.20
常德	22.28	0.91	2.88	1.56	2.53	4.71	4.69	8.79	2.53	-3.09
惠州	52.49	2.51	0.40	2.37	6.13	10.03	27.32	6.64	-1.55	-0.77
湛江	27.17	6.18	5.01	0.41	5.76	3.18	10.18	7.64	2.22	0.90
韶关	12.16	5.13	3.46	0.32	3.50	2.25	2.42	3.67	5.26	-0.50
桂林	9.29	-0.60	4.25	-0.07	1.88	2.34	0.43	4.72	1.82	-7.38
北海	54.10	13.53	-9.04	15.85	-3.45	5.63	42.05	-5.99	9.00	2.52
三亚	30.86	10.16	-5.12	8.75	4.14	5.89	5.16	6.92	9.14	-1.16
泸州	27.17	4.71	1.34	6.83	11.38	4.53	2.20	2.24	3.63	-2.99
南充	31.24	3.44	6.38	2.21	7.70	8.11	4.80	8.42	-4.74	-2.17
遵义	24.29	15.62	-9.99	12.88	1.61	-0.99	3.81	6.98	-1.46	0.50
大理	14.83	-0.10	7.03	-5.63	2.64	1.76	4.29	11.76	2.82	-3.46
涨幅较快 城市个数		15	6	10	10	11	13	19	6	2

注：各行数据的含义请见表 7a 各注。数据来源：发改委，安信证券研究中心

为便于看到各城市快速上涨启动的时间，整理出下面表 8。

表 8 各城市价格快速上涨启动的先后顺序

区域	省份	2005 年 下半年	2006 年 上半年	2006 年 下半年	2007 年 上半年	2007 年 下半年
全国：					全国	
华北：	北京	北京		秦皇岛	石家庄	
	河北	唐山				
	内蒙古	包头				
	河南		郑州		洛阳	
	天津			天津		
东北：	辽宁	大连			沈阳	锦州
	吉林	长春	吉林			
	黑龙江				哈尔滨	牡丹江
华东：	福建	福州	厦门	泉州		
	山东	青岛	济宁			济南
		烟台				
	江西	九江	南昌			
	赣州					
	江苏		徐州		南京	无锡
	安徽		蚌埠			合肥
	浙江		安庆		宁波	
					温州	
华中：	上海					上海
	湖南	长沙		岳阳	常德	
	湖北	襄樊		宜昌	武汉	
华南：	广东	广州	惠州			
		深圳	湛江			
	广西	南宁				
		北海				
	海南	三亚				海口
西南：	四川	泸州	成都			
			南充			
	贵州	遵义			贵阳	
						重庆
西北：	云南					大理
	新疆			乌鲁木齐		
	陕西				西安	
	甘肃				兰州	
	青海					西宁
注 1		19	12	6	12	10

注 1：此行数据是各时间段中开始进入快速上涨的城市个数。

注 2：此表对各城市开始快速上涨时间的确定含有一定的主观判断因素。

数据来源：发改委，安信证券研究中心

根据上面表 7、8 的数据，可以看出全国各地房价在上升阶段的几个特点：

1. 价格上涨是全国性的，绝大多数城市出现了快速上涨

假定将每半年指数上升超过 5 个百分点称为快速上涨的话，那么，05 年快速上涨涉及到的区域至少有 15 个省，华北，东北，华东，华中，华南，西南六大地区。

前 35 个城市中有 26 个自 05 年 7 月至 07 年末价格指数累计上升值超过 20 个百分点，后 35 个城市中（实际是 33 个，删去了扬州和丹东，数据不适用）有 21 个自 05 年 7 月至 07 年末价格指数累计上升值超过 20 个百分点，我们将其称为连续较快上涨的城市。

其余在此期间上升值较低的城市，一类是上海、杭州、宁波等，主要是在 05 年以前涨幅较大，05 年不涨反跌（或涨幅较小），06 年涨幅也较小；另一类是部分偏远、不发达的城市，如昆明，银川，呼和浩特，大理；还有一类是不偏远但却不太发达的城市，如太原，济南，合肥，平顶山。

2. 有近 20 个城市价格连续地快速上涨，致使累计涨幅超过全国平均水平

典型的连续快速上涨的城市有：北京，石家庄，大连，宁波，福州，厦门，南昌，长沙，广州，深圳，南宁，乌鲁木齐，烟台，济宁，襄樊，惠州，北海，三亚，南充等。出现过连续（或几乎连续）三个季度以上的快速上涨，且 05 年 7 月至 07 年末的累计涨幅超过（或非常接近）30 个百分点，同一时期全国平均水平为 27.8 个百分点。

3. 价格上升一开始就涉及面广，趋势蔓延经历的时间长，价格上涨持续的时间也长

05 年下半年之内有 20 个城市价格快速上涨，占 68 个城市（删去了扬州和丹东）的 30%。经过一年多，到 07 年上半年，发展到全国价格指数开始快速上涨。整个价格上涨趋势自 04 年 7 月到 08 年中，持续时间超过四年。

4. 快速上涨在全国各大区域内表现为逐渐扩散的特征

前 35 个城市中，05 年下半年，快速上涨的城市有 10 个；06 年上半年，增加到 12 个；06 年下半年，有所减少，为 7 个；07 年上半年，增到 19 个；07 年下半年，增加到 27 个。后 35 个城市中，05 年下半年，快速上涨的城市有 10 个；06 年上半年，有 10 个；06 年下半年，为 11 个；07 年上半年，增到 13 个；07 年下半年，增加到 19 个。有一些城市，其快速上涨的趋势延续到 08 年，如海口，银川，烟台，三亚等；而上海，杭州，宁波，南京等城市，虽然 05 年价格负增长（或增幅很小），但自 07 年再次加入上涨行列，开始补涨。

按区域逐个来看，房价上涨在各个区域内也是逐步扩散的：

- 在华北，05 年下半年开始快速上涨的城市是北京/唐山/包头，05 年上半年增加了郑州，06 年下半年增加了天津/秦皇岛，07 年上半年增加了石家庄/洛阳；
- 在东北，05 年下半年是大连和长春，06 年上半年增加了吉林，07 年上半年增加了沈阳/哈尔滨；
- 在华东，05 年下半年是福州/青岛/烟台/九江/赣州，06 年上半年增加了厦门/济宁/南昌/蚌埠/安庆/徐州，06 年下半年增加了泉州，07 年上半年增加了宁波/温州/南京，07 年下半年增加了合肥/上海/济南；
- 在华中，05 年下半年是长沙/襄樊，06 年下半年增加了宜昌/岳阳；07 年上半年增加了武汉/常德；
- 在华南，05 年下半年是广州/深圳/南宁/北海/三亚，06 年上半年增加了惠州和湛江；
- 在西南，05 年下半年是泸州/遵义，06 年上半年增加了成都/南充，07 年上半年增加了贵阳，07 年下半年增加了重庆。
- 在西北，06 年下半年是乌鲁木齐，07 年上半年增加了西安/兰州，07 年下半年增加了西宁。等等。

3.5. 价格下降过程中，各地的先后顺序特征

本文选取 07 年 10 月至 08 年 12 月全国 70 个大中城市价格指数，对价格下降过程中各地的先后顺序特征进行分析（见表 9a 和表 9b）。

表 9a 前 35 个城市住宅价格指数较基期（假设 04 年 7 月价格 = 100）上升值及最高值出现时间

注 1	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	注 2	注 3
全国	32.9	34.2	34.6	35.0	35.3	35.7	35.8	36.1	36.2	36.4	36.2	35.8	35.4	34.6	33.7	-2.7	-2.0%
北京	33.0	35.2	36.7	38.1	38.5	40.0	40.3	41.0	41.2	41.3	41.6	41.1	41.0	40.3	38.8	-2.8	-2.0%
天津	27.7	28.9	29.3	29.5	29.8	30.9	31.7	32.9	33.2	33.2	33.2	33.4	33.1	33.0	32.3	-1.1	-0.8%
石家庄	39.0	39.0	36.3	37.3	38.7	39.2	40.8	40.9	41.9	41.3	40.3	39.8	39.8	39.1	36.6	-5.3	-3.7%
太原	16.7	17.5	18.1	18.2	18.2	18.5	19.5	20.1	21.4	22.5	22.7	23.1	23.0	23.0	22.5	-0.6	-0.5%
呼和浩特	18.9	18.9	19.1	19.1	19.7	19.8	20.0	20.6	20.5	20.3	20.4	20.4	20.1	19.2	18.7	-1.9	-1.6%
沈阳	29.3	29.4	27.9	26.9	27.5	27.5	27.6	27.4	27.6	28.1	28.1	29.7	29.7	29.5	29.3	-0.4	-0.3%
大连	38.1	39.3	40.4	41.6	42.0	42.1	42.4	42.8	43.0	43.3	44.6	44.7	44.7	44.6	44.6	-0.1	-0.1%
长春	33.7	33.5	31.8	32.0	31.9	33.1	34.4	35.2	35.2	36.0	37.5	38.9	40.0	39.6	36.0	-4.1	-2.9%
哈尔滨	23.7	23.7	23.7	24.7	25.3	24.6	25.0	24.8	25.2	25.7	26.4	26.8	27.1	26.8	26.2	-0.9	-0.7%
上海	10.3	11.1	11.3	11.6	11.4	11.4	11.6	11.6	11.7	11.4	11.3	10.3	10.0	9.6	9.2	-2.4	-2.2%
南京	20.7	21.2	21.4	21.3	21.8	20.8	22.8	22.5	22.2	21.9	21.8	18.3	17.3	14.7	14.3	-8.5	-6.9%
杭州	30.0	31.8	32.6	32.6	32.6	32.9	33.4	33.7	33.7	33.7	34.1	33.8	33.6	33.6	33.4	-0.7	-0.5%
宁波	39.6	43.6	44.0	44.2	44.2	44.3	44.9	45.8	46.2	46.5	46.5	48.0	48.1	48.1	48.0	-0.1	-0.1%
合肥	7.0	10.2	12.2	13.7	14.4	14.3	14.0	15.2	15.2	15.2	14.6	13.8	13.5	12.9	12.6	-2.1	-1.8%
福州	41.5	41.9	42.0	42.3	42.9	43.0	43.0	42.6	42.3	42.3	42.3	42.0	42.0	41.9	39.7	-3.3	-2.3%
厦门	33.4	34.1	34.6	34.6	34.2	34.3	34.6	34.7	35.0	34.9	34.6	34.3	32.7	28.9	28.6	-6.4	-4.7%
南昌	36.2	36.4	36.5	36.6	39.1	39.4	39.4	38.8	37.6	37.4	37.6	38.2	38.5	38.4	38.5	-0.8	-0.6%
济南	16.2	18.3	19.6	20.8	21.4	21.8	22.3	22.8	24.5	24.9	25.3	25.2	25.2	25.0	23.9	-1.4	-1.1%
青岛	29.0	30.5	32.0	33.2	34.3	34.6	34.8	35.1	35.1	35.2	35.2	36.0	36.0	35.9	35.8	-0.3	-0.2%
郑州	27.5	27.8	28.2	28.6	28.9	29.6	30.1	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4	30.6	30.5	-0.1	-0.1%
武汉	30.2	31.0	32.2	33.6	33.7	33.9	34.1	34.4	34.1	34.1	33.9	33.7	33.6	32.4	32.0	-2.4	-1.8%
长沙	41.2	42.9	42.5	43.4	42.8	43.8	44.6	45.1	45.1	45.4	47.3	47.0	46.7	43.0	41.9	-5.4	-3.7%
广州	38.4	39.2	35.2	34.5	34.2	34.6	34.3	34.6	34.5	35.2	31.6	29.8	27.5	26.1	22.1	-17.0	-12.2%
深圳	43.4	45.6	45.3	43.6	43.1	36.1	33.1	32.5	33.1	33.1	31.6	24.3	21.2	18.3	18.0	-27.6	-18.9%
南宁	56.3	56.4	56.1	58.0	58.2	57.5	57.8	58.6	60.1	59.9	59.7	60.2	59.4	58.3	55.3	-4.9	-3.1%
海口	18.9	23.3	28.7	29.7	33.3	33.2	34.8	34.5	34.8	34.4	34.9	34.9	34.7	34.5	34.4	-0.5	-0.4%
成都	31.4	32.9	33.0	33.4	32.9	32.5	32.5	31.9	31.0	30.8	30.5	30.4	29.7	29.5	29.1	-4.3	-3.3%
贵阳	28.1	28.7	26.6	26.2	26.3	26.7	27.3	28.6	29.0	29.7	31.2	32.8	33.8	34.5	32.2	-2.3	-1.7%
昆明	13.5	12.4	11.0	11.7	12.4	13.5	14.5	14.6	14.7	14.7	11.2	10.4	10.3	10.7	9.6	-5.1	-4.5%
重庆	29.9	30.3	30.6	26.8	24.6	25.0	25.1	25.0	24.7	25.1	24.9	24.9	25.5	24.5	24.0	-6.6	-5.0%
西安	23.1	28.3	23.6	26.4	27.5	29.2	30.1	30.7	30.5	30.4	30.5	29.3	28.7	28.8	28.8	-2.0	-1.5%
兰州	31.1	33.0	34.2	33.4	34.2	33.4	34.9	33.8	37.3	37.8	38.6	39.6	40.5	38.1	38.3	-2.1	-1.5%

西宁	27.7	29.1	29.1	29.3	29.4	29.5	30.1	30.8	31.5	32.4	33.2	34.1	35.2	35.3	35.3	0.0	0.0%
银川	11.2	12.1	12.4	12.5	12.7	14.5	15.8	16.9	17.5	19.2	20.3	21.7	22.0	22.5	22.5	0.0	0.0%
乌鲁木齐	33.8	34.7	35.8	36.9	37.1	39.7	40.0	42.3	42.4	43.7	43.7	43.5	43.5	43.2	43.1	-0.6	-0.4%
注 4	0	2	1	1	0	0	3	3	3	2	5	4	6	3	2		

表 9b 后 35 个城市住宅价格指数较基期（假设 04 年 7 月价格 = 100）上升值及最高值出现时间

注 1	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	注 2	注 3
全国	32.9	34.2	34.6	35.0	35.3	35.7	35.8	36.1	36.2	36.4	36.2	35.8	35.4	34.6	33.7	-2.7	-2.0%
唐山	30.8	31.6	33.0	33.4	33.8	34.2	35.3	35.4	36.7	37.2	37.2	37.3	37.1	37.1	37.1	-0.27	-0.2%
秦皇岛	20.0	20.9	21.8	21.8	21.9	22.5	23.2	23.2	23.4	23.4	23.6	23.6	23.6	22.0	22.0	-1.61	-1.3%
包头	31.4	31.8	33.0	33.0	32.8	32.8	33.8	34.9	34.9	34.9	35.3	35.3	34.9	34.9	34.9	-0.41	-0.3%
锦州	8.0	9.2	10.2	10.4	10.7	10.8	11.2	11.4	11.4	12.3	12.7	13.3	13.6	13.9	14.2	0.00	0.0%
吉林	26.7	26.9	25.0	26.1	26.1	26.1	26.9	26.8	27.1	27.3	28.4	28.5	28.8	28.3	26.0	-2.82	-2.2%
牡丹江	17.3	20.9	21.7	21.9	22.0	23.0	23.1	23.2	23.7	24.9	24.9	25.6	25.7	25.7	25.7	0.00	0.0%
无锡	24.5	25.1	25.5	26.9	27.0	27.6	27.7	28.1	27.6	27.7	27.5	27.5	27.2	26.6	26.1	-2.04	-1.6%
徐州	35.4	35.7	33.8	32.3	32.5	33.0	33.7	33.9	34.2	34.2	34.2	35.3	35.5	35.1	29.5	-6.25	-4.6%
温州	30.5	30.5	30.9	30.9	32.0	32.0	32.5	34.4	36.0	37.5	38.4	40.2	41.6	41.6	41.6	0.00	0.0%
金华	3.1	3.7	3.9	4.4	4.8	7.3	8.7	10.5	11.6	11.6	11.7	11.7	11.4	11.4	11.1	-0.67	-0.6%
蚌埠	24.9	27.5	28.1	28.5	28.6	30.8	31.1	31.5	31.5	31.5	30.8	30.6	30.6	30.0	29.9	-1.57	-1.2%
安庆	26.0	26.3	26.5	27.2	27.9	28.7	29.5	30.0	30.4	31.0	31.6	32.5	32.8	32.9	32.9	0.00	0.0%
泉州	26.7	27.1	27.2	28.0	28.1	29.6	29.1	29.4	29.4	29.5	30.0	29.9	29.2	27.8	27.8	-2.20	-1.7%
九江	21.7	23.8	26.0	25.6	25.7	26.1	27.3	27.7	28.1	28.0	27.7	27.8	27.5	27.0	27.2	-0.90	-0.7%
赣州	35.6	37.3	37.6	37.8	37.8	37.8	37.8	38.8	39.5	39.5	39.2	39.1	38.8	38.9	38.6	-0.84	-0.6%
烟台	54.8	55.2	55.7	56.8	57.2	58.5	59.3	60.7	61.1	62.0	62.7	62.7	63.3	63.6	63.6	0.00	0.0%
济宁	55.7	55.9	56.0	52.8	52.6	53.5	53.8	55.4	57.7	58.2	62.1	63.7	64.9	64.9	64.6	-0.33	-0.2%
洛阳	17.0	18.8	19.0	19.3	19.7	20.2	20.3	20.7	21.0	21.0	21.4	21.6	21.8	21.8	21.8	0.00	0.0%
平顶山	12.2	14.4	15.5	15.9	17.5	17.5	18.9	19.1	19.5	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9	0.00	0.0%
宜昌	34.8	36.0	36.7	37.3	37.8	40.3	40.6	40.7	41.0	40.9	40.3	40.3	40.2	40.0	39.9	-1.12	-0.8%
襄樊	41.9	44.1	44.1	44.2	44.6	46.4	46.8	48.1	48.7	49.8	49.6	49.9	48.3	48.4	48.4	-1.50	-1.0%
岳阳	32.5	35.1	35.6	35.6	35.6	35.9	36.7	38.3	40.0	41.0	42.1	42.8	41.4	36.2	31.8	-11.0 ₂	-7.7%
常德	23.5	25.7	26.1	27.5	28.4	28.2	29.0	29.0	28.6	27.8	29.4	29.5	29.4	27.0	25.5	-3.98	-3.1%
惠州	61.3	57.9	55.4	55.1	54.8	53.7	54.0	53.8	53.8	53.8	53.5	53.5	53.5	53.5	53.1	-8.23	-5.1%
湛江	38.4	38.8	38.4	39.5	39.7	39.6	40.2	40.2	40.6	41.6	41.4	43.1	45.8	45.1	41.5	-0.08	-0.1%
韶关	21.4	21.4	20.7	22.4	25.3	26.0	26.4	26.4	26.0	25.8	25.9	25.8	25.6	25.5	25.5	-0.88	-0.7%
桂林	9.5	11.3	12.9	14.0	13.8	13.7	14.1	14.3	14.8	14.8	14.2	12.8	11.2	9.5	7.4	-7.38	-6.4%
北海	72.4	65.4	58.6	58.9	59.7	65.9	66.4	66.9	67.6	69.1	69.4	69.9	70.3	70.3	70.1	-2.32	-1.3%
三亚	38.1	37.8	35.9	38.1	42.8	45.5	44.8	45.0	45.0	45.3	45.2	44.5	44.5	44.6	43.9	-1.60	-1.1%
泸州	33.5	32.8	33.2	34.3	35.4	35.9	36.4	37.0	36.9	36.4	36.2	35.9	35.6	34.4	33.9	-3.12	-2.3%

南充	37.5	38.8	41.1	40.4	39.1	37.8	37.4	37.7	36.3	36.2	36.0	35.4	35.1	34.6	34.2	-6.90	-4.9%
遵义	31.5	32.0	29.9	29.5	26.7	27.4	28.0	28.3	28.5	28.6	30.0	30.7	30.3	30.1	29.0	-3.07	-2.3%
大理	24.3	25.4	21.8	21.8	21.8	21.8	22.2	23.7	24.6	23.3	21.9	21.9	21.0	21.7	21.1	-4.28	-3.4%
注 4	2	0	1	0	0	1	0	3	3	3	1	7	4	1	7		

注 1：表中每个城市的价格指数的最高值用黑体字标示（为控制表格宽度，表中数据是每月价格指数减去基期值 100 后的数字）。

注 2：此列数值为每个城市 08 年 12 月住宅价格指数与最高值的差（百分点）。

注 3：此列数值为 08 年 12 月住宅价格指数较最高点下降的幅度，（计算公式：08 年 12 月价格指数/最高点价格指数 - 1，例如全国的住宅价格指数降幅 = 08 年 12 月价格指数/08 年 7 月价格指数 - 1 = 133.7/136.4 - 1）。

注 4：此行数值为每月出现价格指数最高值的城市数量。

数据来源：发改委，安信证券研究中心

为便于看到各城市出现价格高点的时间，在表 9a、9b 的基础上整理出如下表 10。

表 10 70 个城市形成价格高点的先后顺序

	省份	07 年 4 季度	08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度
全国：					全国	
华南：	广东	广州 深圳 惠州		韶关		湛江
	广西	北海			南宁 桂林 泉州	
	福建			福州 厦门		
	海南	三亚			海口	
西南：	重庆	重庆	成都	泸州		
	四川	南充		大理	昆明	
	云南				遵义	贵阳
华东：	江苏			南京 无锡 南昌 九江 上海		徐州
	江西				赣州	
	上海					
	浙江				杭州 金华 济南	宁波 温州 青岛 烟台 济宁 安庆
	山东					
	安徽				合肥 蚌埠 襄樊	
华中：	湖北			武汉 宜昌		
	湖南				长沙 岳阳 常德	
华北：	内蒙古			呼和浩特	包头	
	河北			石家庄	唐山	秦皇岛
	北京				北京	
	天津				天津	

	山西			太原	
	河南				郑州
					洛阳
					平顶山
西北：	陕西		西安		
	新疆			乌鲁木齐	
	甘肃				兰州
	青海				西宁
	宁夏				银川
东北：	辽宁				沈阳
					大连
					锦州
	吉林				长春
					吉林
	黑龙江				哈尔滨
					牡丹江
注 1	7	1	15	22	23

注 1：此行数值是在各季度中出现价格高点的城市的个数。

数据来源：发改委，安信证券研究中心

根据上面表 9、10 的数据，可以看出全国各地房价在下降阶段的几个特点：

1. **降价已蔓延为全国性的。**至 08 年 12 月，70 个样本城市中已经没有一个价格继续上升的城市。截至 08 年 12 月末，前 35 个样本城市中 33 个或早或晚已经出现了价格指数的最高值，价格自最高点下降；后 33 个样本城市中 26 个或早或晚已经出现了价格指数的最高值，价格自最高点下降；另有 9 个城市 08 年 12 月份与 11 月份尚持平。
2. **降价范围是逐渐扩散的。**最早出现价格下降的是惠州、北海、广州，深圳，重庆，南充，成都，分别是在 2007 年四季度和 08 年一季度。08 年 4、5 月开始，每月出现价格高点的城市数量增多，08 年 8 月以后更多。
3. **绝大多数城市价格下降的趋势非常稳定，**一旦价格最高点形成，后续几乎均呈逐月下降态势，只有极少数城市出现过轻微的波动，如南昌，重庆，徐州。
4. **大多数地区价格下降幅度尚较小。**至 08 年 12 月为止，价格下降幅度最大的是广州深圳，超过了 10%；但大多数地区下降幅度较小，基本上都低于 5%；一些城市价格下降很不明显，低于 1%，如天津，太原，宁波，大连，哈尔滨，青岛，郑州，海口，乌鲁木齐，包头，金华，九江，湛江等；个别城市没有出现价格下降，降幅为 0，如西宁，银川，锦州，牡丹江，温州，安庆等。

从表 10 可以进一步看出：

5. **各城市价格开始下降的时间点不同。**从区域上来说，华南、西南最早；华东、华中、华北居中；东北、西北最晚。
6. **价格向下调整的趋势以部分区域为先导，向多个区域扩散，直至全部区域；**在各区域内不同省份以及省内不同城市间也普遍存在逐渐扩散的现象。
7. **价格下降刚开始时涉及的城市较少，**08 年二季度开始增加，08 年三、四季度继续增加。这一点与价格上升阶段涉及城市较多的局面截然相反。

4. 09 年价格将继续调整

4.1. 各地按照调整进程可分为三类

第一类，以深圳广州等为代表，有几个特点：一是成交量调整开始得早，07 年三季度开始成交萎缩，二是价格下降得早，07 年 4 季度开始价格下降，三是价格下降幅度较大，到目前为止，价格自最高点下降超过 20%，四是成交回升得早，自 08 年 3 季度开始回升。

第二类，以北京上海等为代表，特点是：一是价格调整时间居中，08 年年中左右开始下降，二是价格下降通道已经形成，但下降幅度还不小，三是成交量最近两三个月刚开始回升。

第三类，以西北、东北地区的多个城市为代表，特点是：一是价格调整晚，08 年 4 季度开始，二是价格下降通道尚未完全形成，三是成交量回升趋势不是很明显。

4.2. 09 年价格将继续调整

利用发改委指数及以上关于全国市场联动特点、各地实际降价情况的分析，基本上可以判断：68 个大中城市中，

- 约 23 个城市已经进入价格下降通道 2 个季度以上，其中一些城市已出现了较大幅度的价格下降；
- 约 22 个城市已经进入价格下降通道超过 1 个季度但不到 2 个季度；
- 约 23 个城市 08 年 4 季度内刚出现价格高点，尚未形成明确的价格下降通道。
- 共有近 30 个城市价格较最高点下降幅度小于 1%。

因此，价格调整，从地域范围的蔓延上讲，已覆盖全国；从下降所处的阶段上讲，对于下降幅度已经较大的地区，可能已到后期，但对于大多数地区可能还在中期和初期；从下降幅度上讲，对于为数不少的地区或许即将进入较大幅度的下降阶段。

因此，09 年价格将继续调整。

4.3. 降价促销效果显现对缓解存货压力意义重大，增强开发商降价意愿

4.3.1. 各城市“可售面积/销售面积”情况分化明显

可售面积与前期销售速度的对比指标可以较直观地反映开发商面对的市场处境。各地“可售面积/销售面积”数值的变化情况差别较大（见表 11）。但存货的消化短期之功，需要较长时间的成交回升才能出现根本性的好转。

表 11 可售面积消化所需时间的变化情况

	09 年 1 月中旬		08 年 4、5 月间	
	目前可售套数	近三个月销售速度（套/月）	消化需要月数	消化需要月数
深圳	59000	5750	10.0	15.0
广州	41440	4407	9.4	20.0
北京	105824	10975	9.6	16.9
上海	63389	11281	5.62	3.0
成都	221058	6601	33.5	28.0

数据来源：各城市国土局，WIND，安信证券研究中心

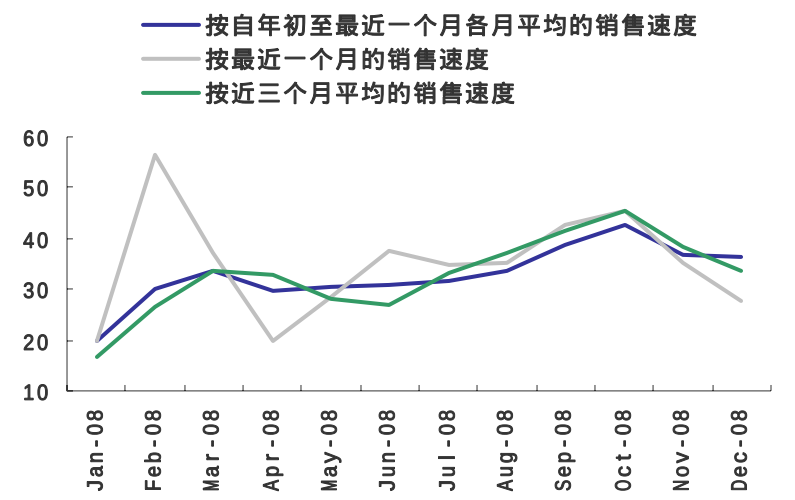
- 深圳的情况较 08 年上半年有所改善，销售回升；
- 广州的情况较 08 年上半年有明显改善，供给减少，销售增加；
- 北京的情况较 08 年上半年有明显改善，供给增加，销售回升；
- 上海的情况较 08 年上半年略有恶化，供给增加明显，销售谷底回升；但根

据易居的数据显示，09 年的供应量会比 08 年大幅提升，供给压力也不容乐观。

- 成都的情况较 08 年上半年恶化，供给增加较多。

不过，需要说明的是，用不同时间跨度的销售速度来计算消化可售面积需要的时间，结果差别很大。以成都为例，以 08 年 12 月当月的销售速度计算，可售/销售之比已经下降到仅高于 08 年 1 月和 4 月的水平；以 10 - 12 月平均的销售速度计算，该指标处于年内的中间水平；以年初至 12 月各月平均的销售速度计算，可售/销售指标尚处于年内的较高水平（图 13）。

图 13 成都“可售面积/销售面积”指标变化及用不同方法计算结果比较



数据来源：wind，安信证券研究中心

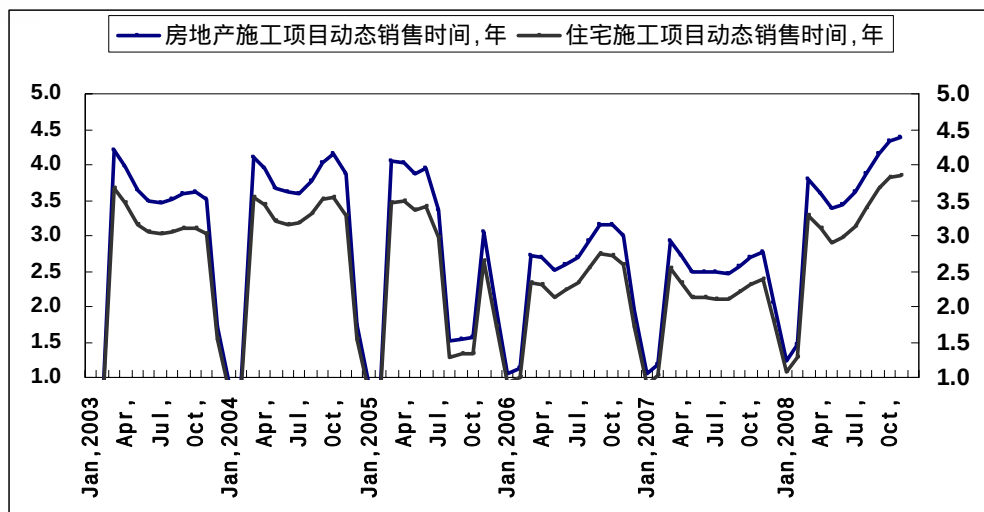
4.3.2. “施工面积/销售面积”指标仍居高位

开发商在 08 年 4 月以来降低了开工面积的同比增速，同时开发商从 08 年 8、9 月份后已经对降价销售形成共识。

但由于年初以来销售面积的增速下降更猛，而且开工面积增速向下调整持续的月份数相对较短，使得存货的压力越来越大（图 14，按照动态 3 个月的销售速度计，以每月动态“施工面积/销售面积”数据表示），因此全行业的存货消化掉所需要的时间逐步在增长，与 06、07 年已经不可同日而语，市场压力可想而知：08 年 11 月，该数值为 4.4 年，住宅为 3.8 年，而 06 年同期分别是 2.7 年和 2.3 年，07 年同期分别是 3.2 年和 2.7 年。显然短期内房地产行业的存货压力、销售压力比前期更大了。

但是，比较而言，目前的状况并不比 2004 年和 2005 年的上半年更严重。而且，自房贷新政发布以来，加之开发商加大降价力度，11 月份的市场销售已经表现出了阶段性回暖迹象（政策和促销推动下，消费者开始出手、观望心态似乎有些扭转）。因此，只要开发商加大降价促销力度、政策进一步支持，这将是有利于加快存货出清的。

图 14 施工项目动态销售时间（单位：年）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

4.3.3. 销售回升对于缓解存货压力意义重大

“可售量/销售量”、“施工面积/销售面积”指标都具有较大的弹性，销售面积一旦连续大幅上升，该指标就会快速下降，从而减轻开发商的销售压力，增强其信心，这些信息会传递给其他市场参与者，进而扭转市场的预期。

4.3.4. 降价促销见效打消开发商顾虑，近期降价促销意愿增强

08年上半年，一些开发商迟迟不愿降价，顾虑之一是担心降价效果不佳，陷入越降越没人买的恶性循环。但在看到越来越多的降价促销成功案例之后，开发商降价的主动性增强。从数据看，降价范围在逐渐扩大，就是这一趋势的反映。

4.3.5. 部分区域价格调整较多后成交量明显恢复，但较多区域仍存在下降空间

按照发改委的价格指数，从04年7月到08年7月（指数达到最高点的时间），全国价格上涨了36%，而从08年7月到08年12月，价格只下降了2%，显然，价格仍然处于高位。

深圳、广州等地区房地产价格从2007年4季度就开始调整，08年12月份指数分别比最高点下降12.2%、18.9%，其成交量的恢复也较为明显；其它区域成交恢复力度较弱，因此仍存在价格下降的空间。（见附图1-32）

5. 降息等政策降低购房成本，与降价叠加促使销售回升

从9月份以来陆续出台货币宽松政策和促进地产市场交易的政策之后，全国18个主要城市的房地产市场自11月份后已经呈现出一定的成交恢复态势（见图1-10，附图1至图28）。

以其中的降息政策来讲，08年9月以来连续降息（贷款利率从7.83%下降至5.94%），加之贷款利率的优惠幅度加大，降低了购房成本，与降价促销共同对销售回升发挥了正面影响。下面分两种情况测算其对购房成本的变化影响。

情景一：“4成首付、1.1倍利率”和“2成首付、7折利率”的比较（表12）

可见，在情景一的假设下，贷款30年、20年、10年者，购房总折现成本分别下降26.2%、20.2%、11.6%。

表 12 一假设下的购房成本变化

注 1	前	后	前	后	前	后
套型面积, 平米	120	120	120	120	120	120
价格, 元/平米	10000	10000	10000	10000	10000	10000
套房总价, 万元	120	120	120	120	120	120
首付成数	40%	20%	40%	20%	40%	20%
利率折数	110%	70%	110%	70%	110%	70%
首付金额, 万元	48	24	48	24	48	24
按揭金额, 万元	72	96	72	96	72	96
按揭贷款基准利率	7.83%	5.94%	7.83%	5.94%	7.83%	5.94%
实际贷款利率	8.61%	4.16%	8.61%	4.16%	8.61%	4.16%
贷款期限, 年	30	30	20	20	10	10
月供, 元	¥5,594	¥4,671	¥6,300	¥5,898	¥8,971	¥9,792
月供合计, 万元	201.4	168.2	151.2	141.5	107.6	117.5
其中: 利息合计	129.4	72.2	79.2	45.5	35.6	21.5
折现率	4%	4%	4%	4%	4%	4%
首付与月供总现值, 万元	165.2	121.8	152.0	121.3	136.6	120.7
购房总折现成本的降幅		26.2%		20.2%		11.6%

注 1: “前”表示 4 成首付、1.1 倍利率, “后”表示 “2 成首付、7 折利率”

数据来源: 人民银行, 安信证券研究中心

情景二: “3 成首付、85 折利率”和 “2 成首付、7 折利率”的比较 (表 13)

可见, 在情景二的假设下, 贷款 30 年、20 年、10 年者, 购房总折现成本分别下降 18.2%, 13.7%, 7.8%。

表 13 情景二假设下的购房成本变化

注 1	前	后	前	后	前	后
套型面积, 平米	120	120	120	120	120	120
价格, 元/平米	10000	10000	10000	10000	10000	10000
套房总价, 万元	120	120	120	120	120	120
首付成数	30%	20%	30%	20%	30%	20%
利率折数	85%	70%	85%	70%	85%	70%
首付金额, 万元	36	24	36	24	36	24
按揭金额, 万元	84	96	84	96	84	96
按揭贷款基准利率	7.83%	5.94%	7.83%	5.94%	7.83%	5.94%
实际贷款利率	6.66%	4.16%	6.66%	4.16%	6.66%	4.16%
贷款期限, 年	30	30	20	20	10	10
月供, 元	¥5,396	¥4,671	¥6,340	¥5,898	¥9,605	¥9,792
月供合计, 万元	194.2	168.2	152.2	141.5	115.3	117.5
其中: 利息合计	110.2	72.2	68.2	45.5	31.3	21.5
折现率	4%	4%	4%	4%	4%	4%
首付与月供总现值, 万元	149.0	121.8	140.6	121.3	130.9	120.7
购房总折现成本的降幅		18.2%		13.7%		7.8%

注 1: “前”表示 4 成首付、1.1 倍利率, “后”表示 “2 成首付、7 折利率”

数据来源: 人民银行, 安信证券研究中心

6. 成交量持续上升概率比较大

由于降价和政策刺激的双重影响, 目前总体上保持回升势头, 需求的释放会持续一段时间; 同时, 考虑到政策趋势没有改变、存货压力和经济环境使得开发商已经形成降价销售的共识。因此我们预期 09 年市场成交量将会持续回升的概率比较大。

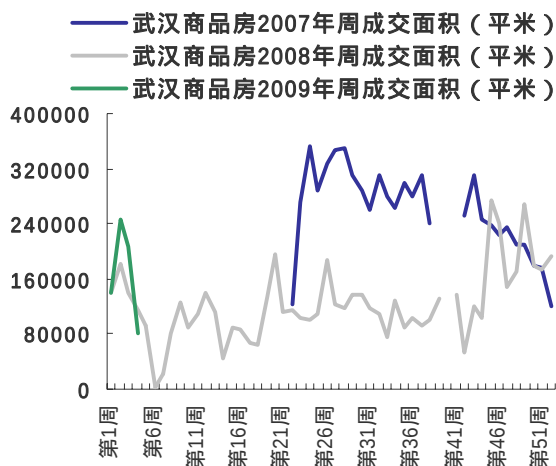
7. 投资建议

维持行业领先大市—A 的投资评级。

开发商，尤其是上市优质地产公司，融资环境大大改善；春节后地产板块上升幅度较大，但估值仍有相对优势；对我们从 9 月份以来持续推荐的 8 家地产公司组合维持“增持 - A”的投资评级。

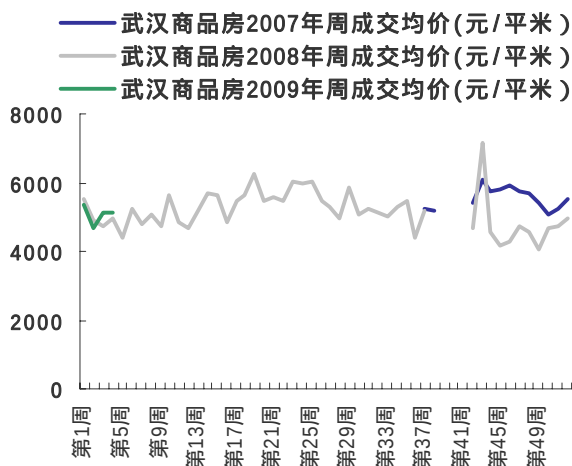
附图 1 - 28, 17 个主要城市 07 - 09 年或 08 - 09 年周成交数据

图 1 武汉 07-09 年商品房周成交面积



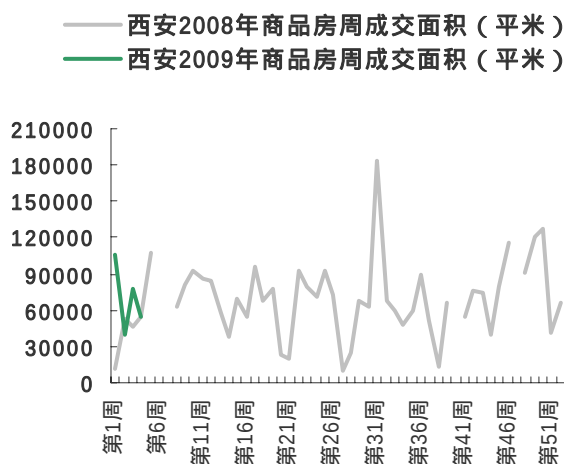
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 2 武汉 07-09 年商品房周成交价格



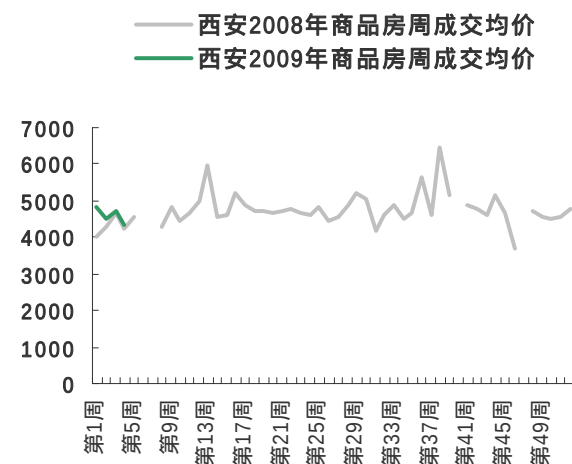
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 3 西安 08-09 年商品房周成交面积



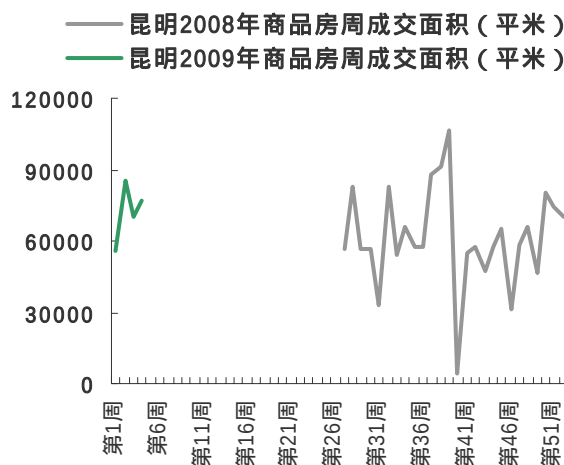
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 4 西安 08-09 年商品房周成交价格



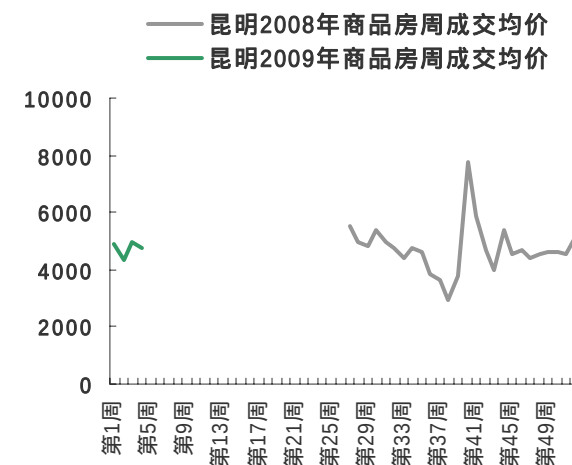
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5 昆明 08-09 年商品房周成交面积



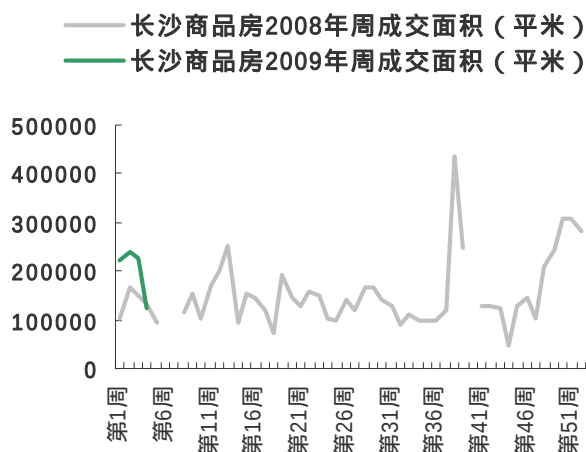
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6 昆明 08-09 年商品房周成交价格



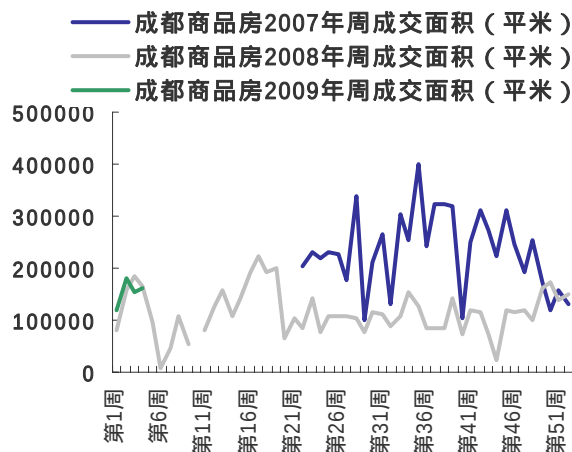
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7 长沙 08-09 年商品房周成交面积



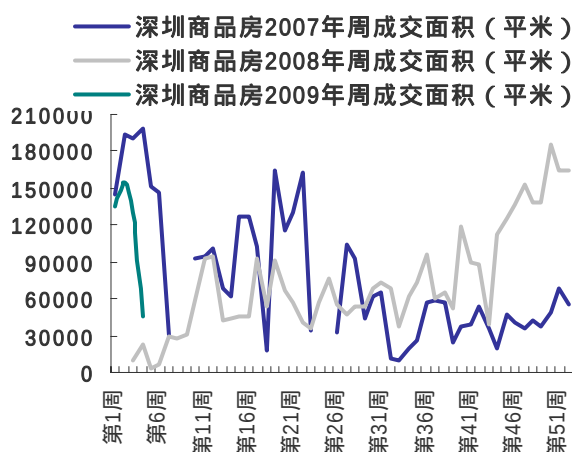
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8 成都 07-09 年商品房周成交面积



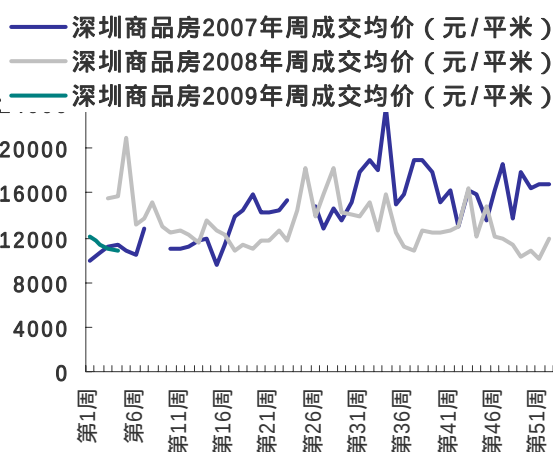
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 9 深圳 07-09 年商品房周成交面积



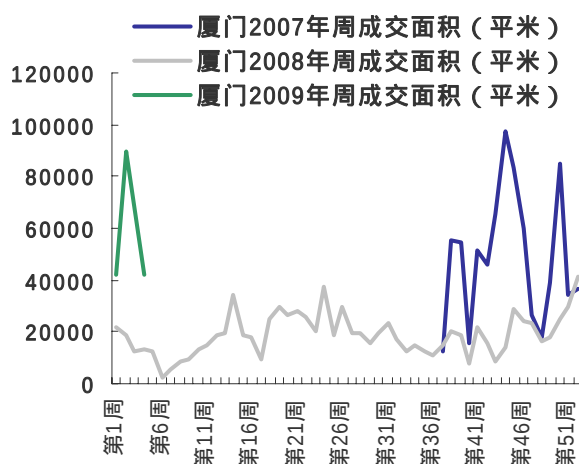
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 10 深圳 07-09 年商品房周成交价格



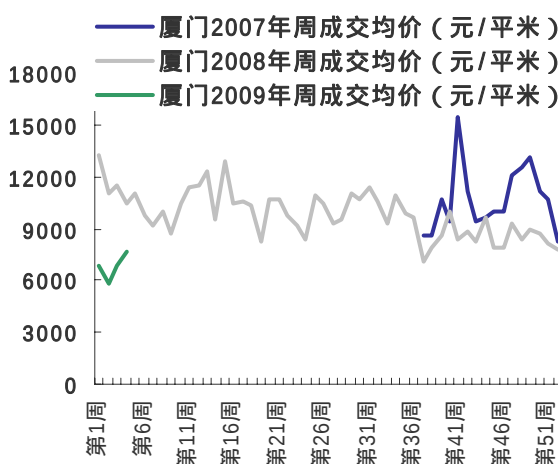
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 11 厦门 07-09 年住宅周成交面积



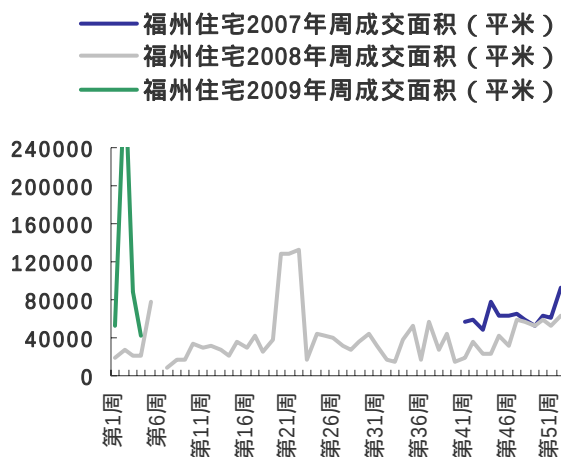
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 22 厦门 07-09 年住宅周成交价格



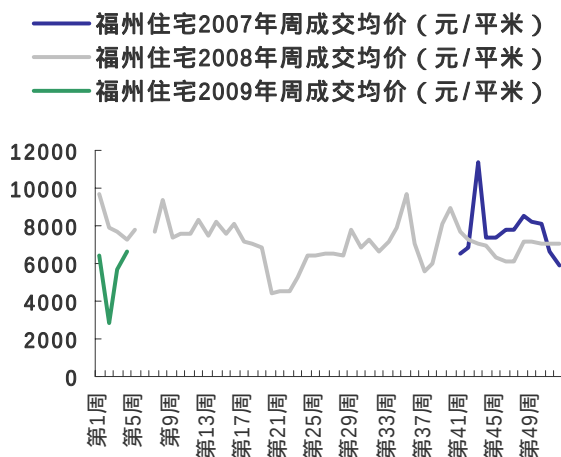
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：福州 07-09 年住宅周成交面积



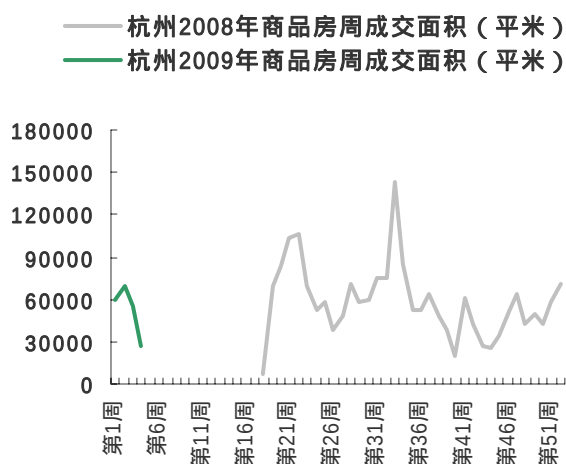
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 34：福州 07-09 年住宅周成交价格



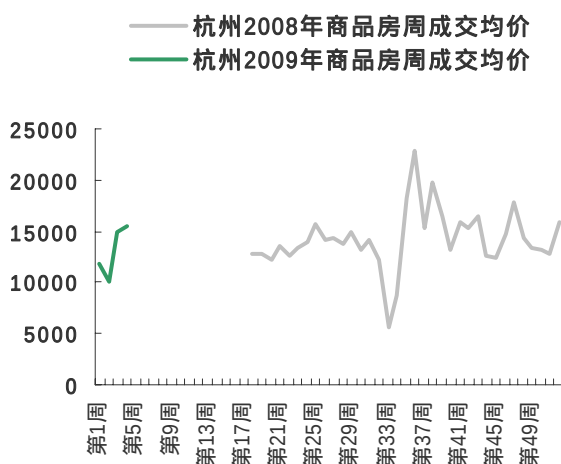
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 45：杭州 08-09 年商品房周成交面积



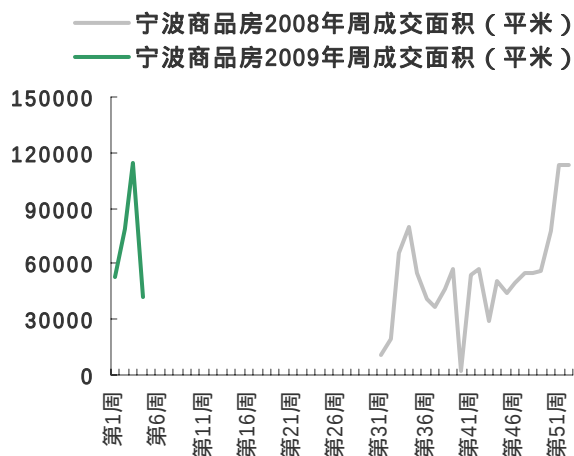
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：杭州 08-09 年商品房周成交价格



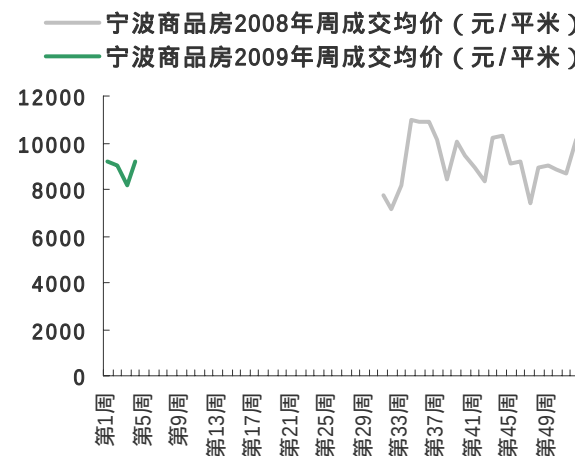
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 17：宁波 08-09 年商品房周成交面积



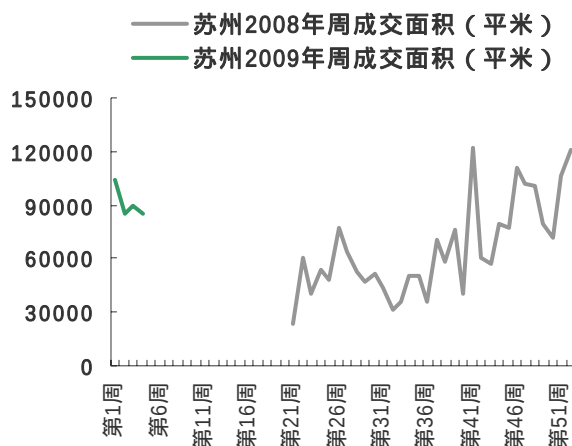
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：宁波 08-09 年商品房周成交价格



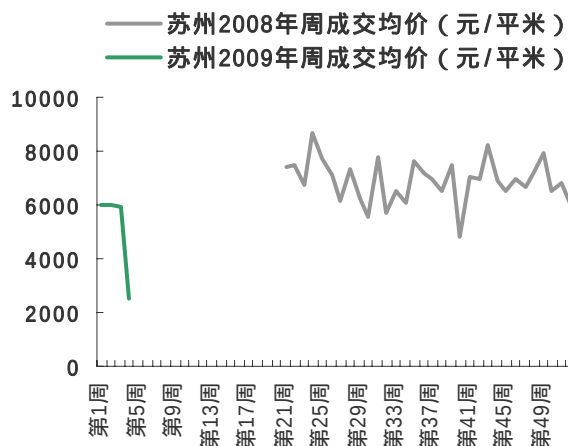
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：苏州 08-09 年住宅周成交面积



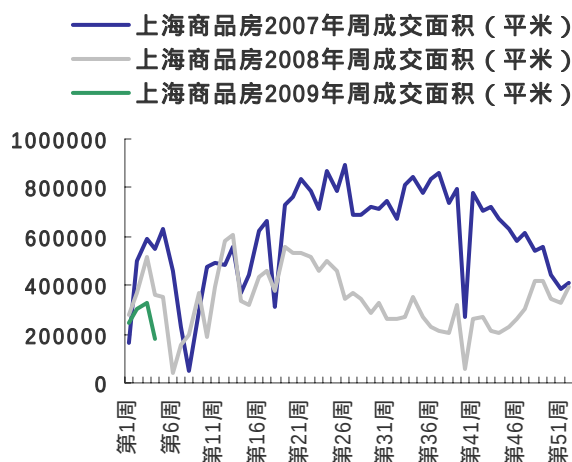
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 60：苏州 08-09 年住宅周成交价格



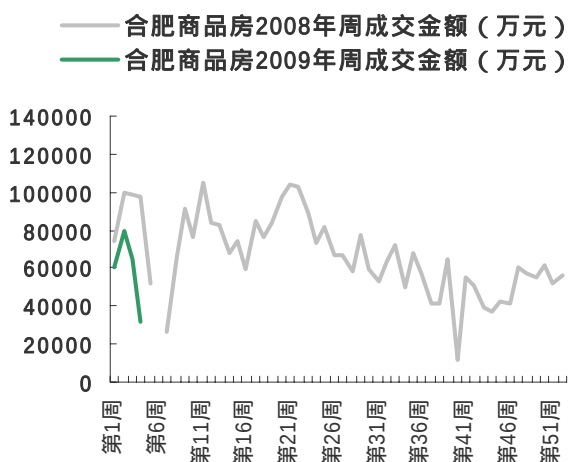
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 71：上海 07-09 年商品房周成交面积



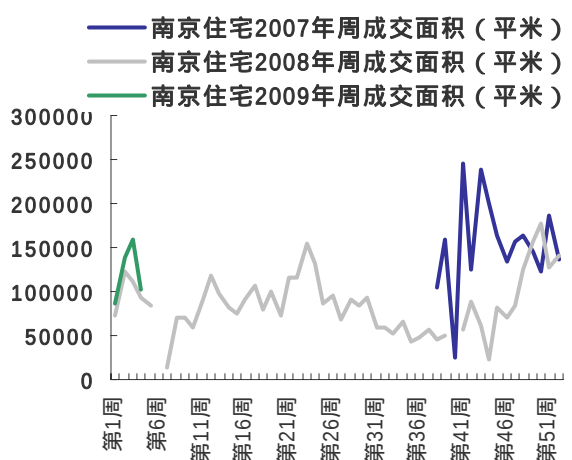
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 82：合肥 08-09 年商品房周成交金额



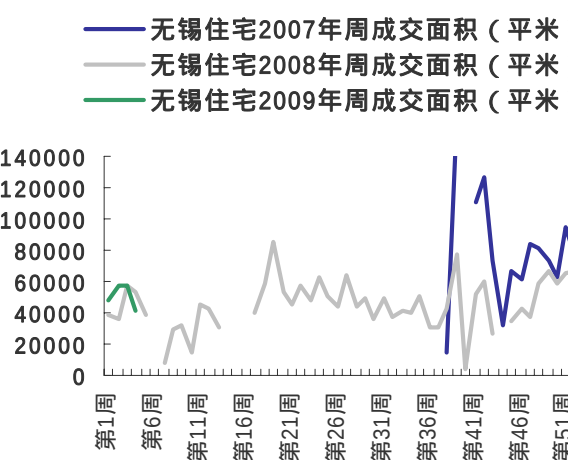
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 93：南京 07-09 年商品房周成交面积



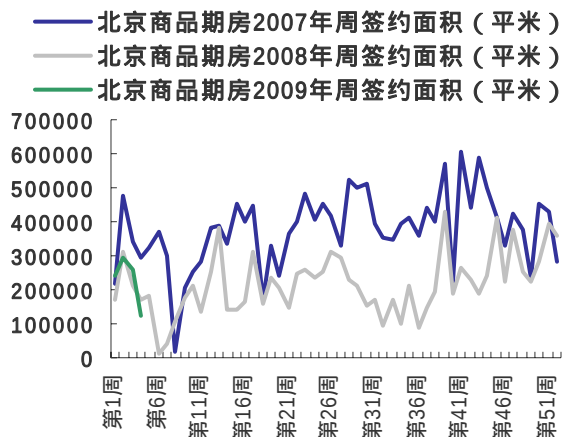
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 104：无锡 07-09 年住宅周成交面积



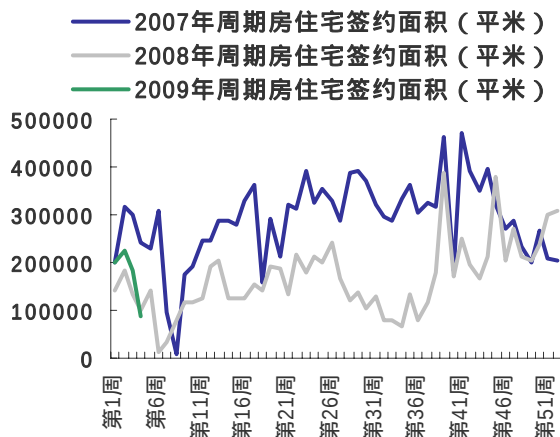
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 115：北京 07-09 年期房周签约面积



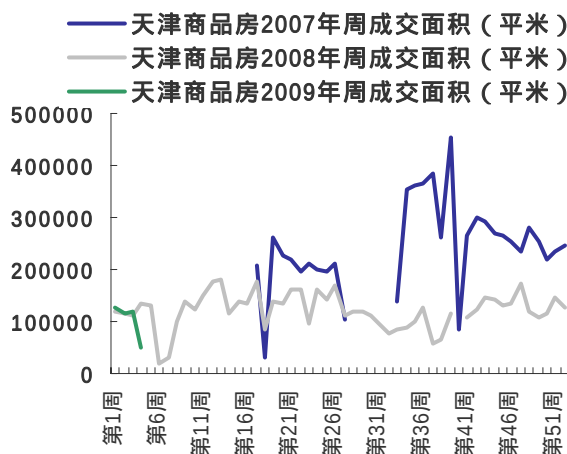
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：北京 07-09 年期房住宅周签约面积



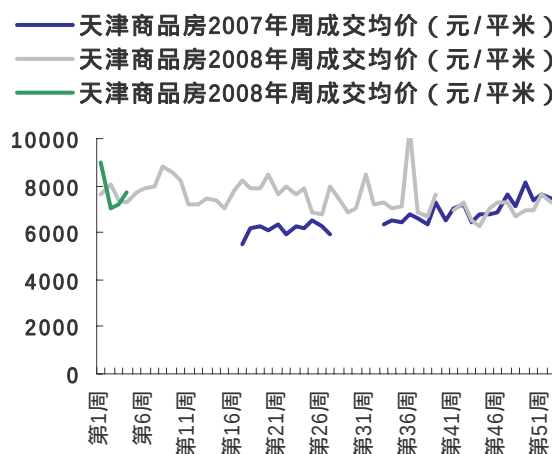
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：天津 07-09 年商品房周成交面积



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 28：天津 07-09 年商品房周成交价格



数据来源：Wind，安信证券研究中心

附表 1 前 35 个城市 GDP 占全国之比重

	2005 年	2006 年	2007 年
北京	3.65%	3.55%	3.42%
天津	1.96%	1.97%	1.91%
石家庄	0.95%	0.91%	0.91%
太原	0.47%	0.46%	0.47%
呼和浩特	0.39%	0.41%	0.42%
沈阳	1.10%	1.14%	1.17%
大连	1.14%	1.16%	1.19%
长春	0.89%	0.79%	0.79%
哈尔滨	0.97%	0.94%	0.93%
上海	4.85%	4.68%	4.56%
南京	1.28%	1.25%	1.24%
杭州	1.56%	1.55%	1.56%
宁波	1.30%	1.30%	1.30%
合肥	0.45%	0.48%	0.51%
福州	0.78%	0.75%	0.75%
厦门	0.53%	0.53%	0.52%
南昌	0.53%	0.53%	0.53%
济南	0.99%	0.99%	0.97%
青岛	1.43%	1.45%	1.44%
郑州	0.88%	0.91%	0.92%
武汉	1.19%	1.17%	1.19%
长沙	0.81%	0.81%	0.83%
广州	2.73%	2.74%	2.68%
深圳	2.62%	2.62%	2.34%
南宁	0.38%	0.39%	0.40%
海口	0.16%	0.16%	0.15%
成都	1.26%	1.24%	1.26%
贵阳	0.28%	0.27%	0.26%
昆明	0.56%	0.54%	0.53%
重庆	1.63%	1.58%	1.56%
西安	0.67%	0.66%	0.66%
兰州	0.30%	0.29%	0.28%
西宁	0.13%	0.13%	0.13%
银川	0.15%	0.15%	0.15%
乌鲁木齐	0.30%	0.29%	0.30%
合计	39.29%	38.79%	38.25%

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附表 2 后 35 个城市 GDP 占全国之比重

	2005 年	2006 年	2007 年
唐山	1.07%	1.07%	1.06%
秦皇岛	0.26%	0.25%	
包头	0.45%	0.46%	
丹东	0.17%	0.17%	0.18%
锦州	0.20%	0.21%	0.21%
吉林	0.33%	0.33%	0.38%
牡丹江	0.16%	0.16%	0.16%
无锡	1.49%	1.49%	1.47%
扬州	0.49%	0.50%	0.50%
徐州	0.64%	0.64%	0.64%
温州	0.85%	0.83%	0.82%
金华	0.56%	0.56%	0.56%
蚌埠	0.16%	0.16%	0.16%
安庆	0.23%	0.22%	0.23%
泉州	0.86%	0.86%	0.87%
九江	0.23%	0.23%	0.23%
赣州	0.27%	0.26%	0.27%
烟台	1.07%	1.09%	1.09%
济宁	0.67%	0.66%	0.66%
洛阳	0.59%	0.60%	0.61%
平顶山	0.30%	0.30%	0.31%
宜昌	0.32%	0.31%	0.31%
襄樊	0.30%	0.30%	0.30%
岳阳	0.34%	0.33%	0.35%
常德	0.34%	0.33%	0.33%
惠州	0.18%	0.18%	0.18%
湛江	0.35%	0.35%	0.34%
韶关	0.10%	0.09%	0.09%
桂林	0.28%	0.27%	0.28%
北海	0.43%	0.42%	
三亚	0.04%	0.05%	0.05%
泸州	0.15%	0.15%	0.15%
南充	0.18%	0.18%	0.19%
遵义	0.22%	0.21%	0.22%
大理			
合计	14.27%	14.21%	13.17%

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期：

2009-02-09

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E		
000002	万科 A	增持-A	增持-A	0.44	0.43	0.46	18	18	17	15.70%	13.80%	13.40%	7.82	9.5
600048	保利地产	增持-A	增持-A	0.61	0.83	1.56	30	22	12	12.70%	15.20%	22.60%	18.04	23
000024	招商地产	增持-A	增持-A	0.91	0.44	1.04	18	37	16	13.10%	5.40%	11.70%	16.29	18
600663	陆家嘴	增持-A	增持-A	0.4	0.48	0.5	47	39	37	9.30%	9.90%	10.20%	18.66	18
600675	中华企业	增持-A	增持-A	0.67	0.5	0.74	11	15	10	24.10%	14.50%	19.10%	7.27	12
000402	金融街	增持-A	增持-A	0.29	0.32	0.44	31	28	20	14.90%	5.30%	7.20%	8.96	11
600895	张江高科	增持-A	增持-A	0.31	0.37	0.55	43	36	24	14.00%	10.70%	15.10%	13.24	20
000069	华侨城	增持-A	增持-A	0.29	0.43	0.61	35	23	16	14.10%	10.80%	13.60%	10.03	12

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA(McGill University)，工学硕士。4-5 年证券研究及房地产行业工作经验，之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。
徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07 年加盟安信证券研究团队。

李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034