

把握结构性机遇

--2010 年策略报告

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

- 从人口构成角度,我国房地产市场目前仍出在由婴儿潮所推动的大的上升周期内。预期 2010 年楼市的变动,更多的将是由政策等短期因素所推动。
- 由于经济增长中仍存在不稳定因素,我们判断房地产优惠政策的基调尚难以发生根本性转变,更大概率的应该是对原先优惠政策做出部分调整,从而使对房地产的政策逐渐转变为较为温和和中性的基调。此外明年针对开发商新增政策调控的空间不大。
- 我们判断 2010 年的房价,尤其是一线城市的豪宅价格仍将会继续泡沫化的趋势,但是一线城市新建商品房的成交量未必能有增长。这主要是基于一线城市土地的供给难以增长、08 年被压抑的需求已基本释放,高房价对刚性需求的释放将形成的抑制,2010 年下半年或将加息的判断。
- 我们同时判断明年楼市成交量的构成将出现结构性变化,即一线城市新房交易占比将下降,取而代之将是二、三线城市成交量的增长。这是由于二、三线城市处于城市化进程加速发展阶段,城市化将向都市圈形态发展,以及产业转移都将给二三线城市带来导入型人口红利,从而使将这些城市将呈现多种购房需求释放的局面。我们判断二、三城市房价仍具一定上升空间,但市场风险将日渐趋同于一线城市。
- 我们较为看好的二线城市主要是辐射能力强的区域中心城市,其房地产市场经过前期充分培育,已进入快速增长期。包括天津、沈阳、武汉和成都。
- 由于资本金不足,中国的商业银行信贷投放能力将远不如 2009 年。加之银行间相互持有次级债补充附属资本的手段会逐步被取消,银行体系要么将面向资本市场再融资以补充资本金,要么只能放缓信贷资产的扩张。判断流动性极度宽松局面将在 2010 年第二季度终结。从流动性角度,我们认为 2010 年对地产股的投资,上半年的机会将大于下半年。从策略的角度,明年下半年对于地产股的投资可相对保守。

最近 52 周股价表现

分析师

鱼晋华

(0755) 8249 2232

yujinhua@lhqz.com

胡栋亮

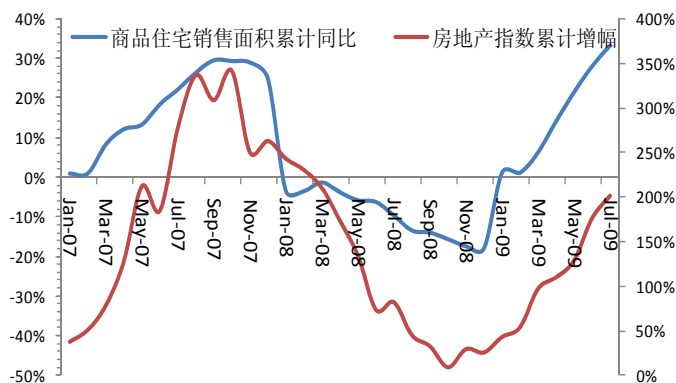
(021) 6849 8606

hudl@lhqz.com

地产股走向由楼市基本面决定

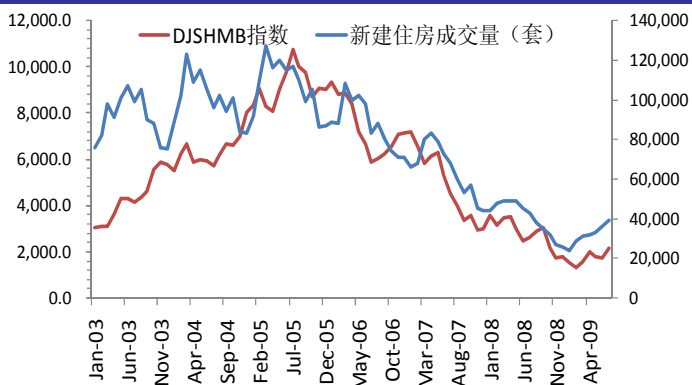
从中美房地产市场的表现和地产股走势对比来看，楼市基本面的表现，尤其是新房销量的变化是决定地产股走向的最重要的原因。因此在本报告中我们试图对 2010 楼市的价格表现做出预判。

图 1、中国商品房销量与地产指数对比



数据来源：彭博，联合证券研究所

图 2、美国新房销量与地产指数对比



数据来源：彭博，联合证券研究所

从人口角度推断我国房地产市场仍处上升周期

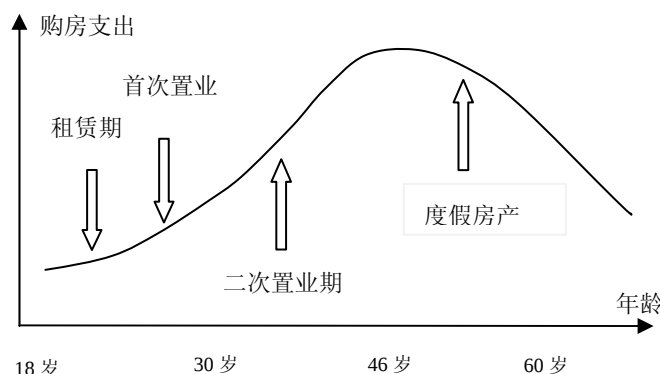
根据美国生命消费周期的研究,对大多数美国人来说,18岁进入大学,22岁开始工作。26岁为平均结婚年龄,并且大多数人在30岁前有小孩。因此美国人的租赁住房期基本在30岁之前。而首次置业则基本从26岁左右开始,并且到30岁左右开始趋近高峰。随着小孩的逐渐长大,美国人开始换购更大一些的房子,从而开始二次置业的高峰。这个年龄段基本在33岁到46岁之间。在50岁左右,随着小孩开始外出读大学,家庭进入空巢期,富裕的美国家庭喜欢在度假和旅游的地区第三次置业,以吸引成年子女回家探访。

二次大战后婴儿潮的出现,助推和放大了美国家庭首次置业和二次置业的高峰。美国的婴儿潮爆发期是在1946年到1964年,根据美国的一般家庭的置业生命周期计算,由此带来的首次置业高峰期和改善性置业的高峰期应该分别是1976年到1994年,以及1986年到2004年。事实上,美国的房地产繁荣基本是从70年代中后期开始,并且一直维持到2004年。在此期间,催生了诸如LENNAR、CENTEX、PULTE HOMES等多家全国性大型房地产企业。由于婴儿潮的二次置业高峰叠加了长期的低利率,过去十几年美国房地产市场过度繁荣,透支了未来的购买力,而当加息和婴儿潮二次置业高峰结束同时发生,则催发了美国历史上最大的一次房地产市场的衰退。

中国的婴儿潮爆发期是1962年到1975年。而这一代人又恰恰是受益于文革后恢复高考制度的一代人。其中的高素质者基本都接受了较好的教育,毕业后又碰到因文革动乱而造成的许多岗位缺少合适人才的机遇。基本上婴儿潮期间的大学生目前都成长为各行各业的骨干和精英,具有比上一代人更好的购买力。

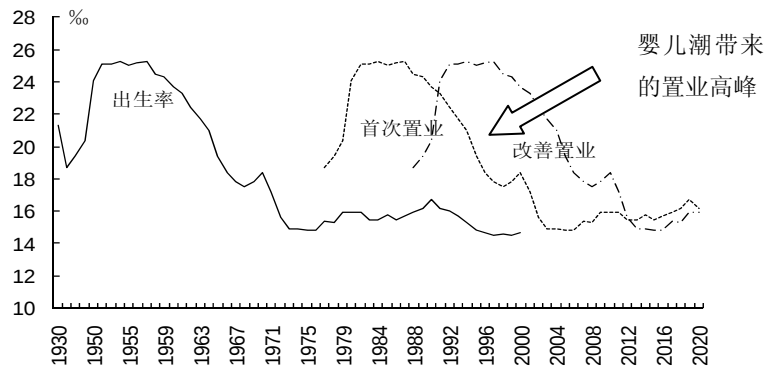
根据国家统计局的统计,1962年到1975年婴儿潮期间出生的人口目前占到我国总人口比重的25.82%,也即我国目前总人口当中每4个人就有1个是婴儿潮期间出生的人口。而这一批人目前的年龄又是在46岁至33岁之间。如果简单套用美国家庭的置业生命周期的规律,目前正是我国婴儿潮的二次置业高峰期,而这个高峰期的结束时间应该是在2015年左右。也即从人口构成的角度,我国房地产市场目前仍出在由婴儿潮所推动的大的上升周期内。2010年楼市的变动,更多的将是由政策等短期因素所推动。

图3、美国家庭置业生命周期



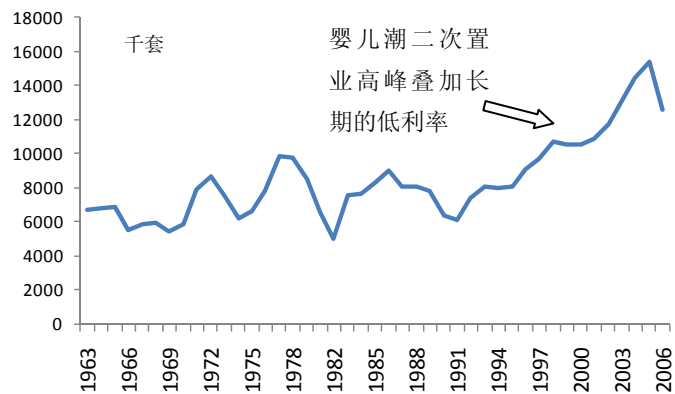
数据来源：联合证券研究所

图 4、美国婴儿潮与模拟置业高峰



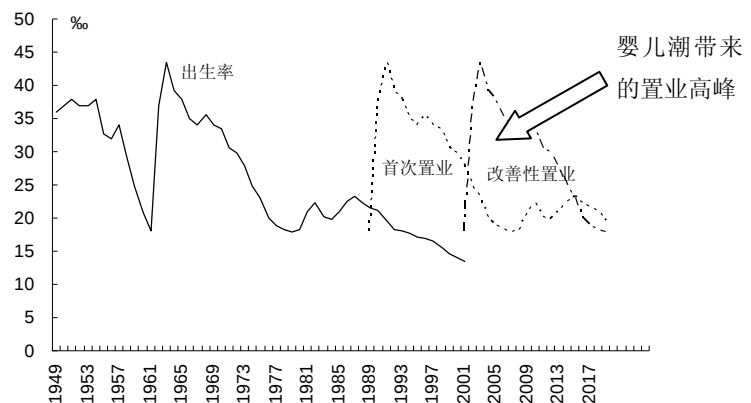
数据来源：彭博，联合证券研究所

图 5、美国新房销售套数



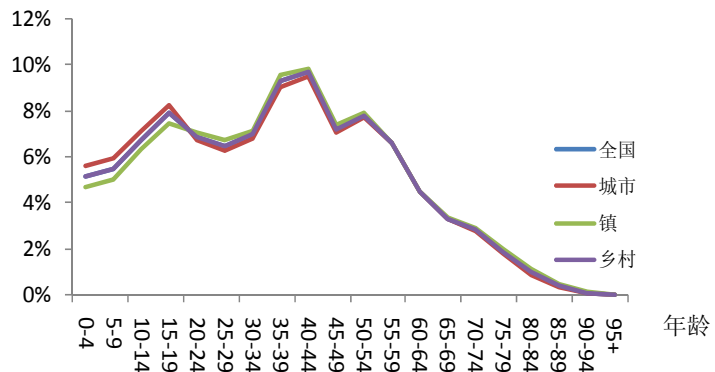
数据来源：彭博，联合证券研究所

图 6、中国婴儿潮与模拟置业高峰



数据来源：彭博，联合证券研究所

图 7、中国人口结构



数据来源：彭博，联合证券研究所

2010 年的政策预期基调温和

2005 年以来国内楼市的重大量价调整均与政策的变动相关，充分显现出国内房地产市场所具有的政策市特征。推动政策变化的则是楼市与宏观经济的紧密关系，也即政策希望调控的并非仅仅是楼市，更是与楼市唇齿相依的宏观经济。反过来宏观经济的变化，也将影响到针对房地产的政策。在国内，政策与楼市、宏观经济三者互动的格局已日益清晰。

我们判断在 GDP 保 8 无忧，而房价与地价飞涨的背景下，2008 年底出台的房地产刺激政策基调或将发生一定改变。但由于经济增长中仍存在不稳定因素，如出口同比下降仍然超过 20%，经济增长依然主要依赖于投资。而房地产开发投资作为全社会固定资产投资中重要组成部分，作用仍然重要。房地产优惠政策的基调尚难以发生根本性转变，更大概率的应该是对原先优惠政策做出部分调整，从而使对房地产的政策逐渐转变为较为温和和中性的基调。明年针对开发商新增政策调控的空间不大，主要在于各地细则的制定和执行力度的宽松。

针对购房者的政策：

购房首付调整。此项政策对于房地产市场购买力的影响巨大，预计明年针对首次购房的首付政策将维持不变，仍保持为两成首付。为了达到控制投资性需求的目的针对二套房及大面积住房的首付比例将采取更严格的认定标准，如使用家庭为单位认定二套住房等。但由于此项政策执行灵活度主要由银行掌握，在信贷规模受限的情况下银行更倾向于给购买豪宅的客户进行放贷以保证贷款质量，因而此项政策对房产需求的结构调整作用有限。

利率优惠调整。此项政策的调整预计将与购房首付调整的方向一致，保持对首套住房的优惠而加强对二套及高档住宅的认定标准。我们认为，购房需求对首付比例调整的敏感度高于利率调整，因此，此项政策调整对购房需求的抑制作用不会比购房首付比例调整带来的影响大。

营业税政策。有可能由现在的 5 年优惠调整为原先的 2 年优惠，此项政策主要对二手房市场产生影响，恢复到优惠前的状态客观上有助于将二手房市场

的成交量转移到一手市场，推动一手市场的需求上升。

物业税开征。我们预计物业税政策明年在重点城市开展试点仍然具有不确定性，最重要的一个制约因素在于国内目前还没有权威的房屋估价公司，物业税的征收标的无法进入一个全国统一的、市场能够接受的合理评估体系进行价值评估。另外政策细则仍然存在很大的争议空间，如新征物业税与原有税收的关系，税率的合理性界定以及已购房屋和新购房屋如何区分征税等。

针对开发商的政策：

打击土地囤积。我们预计明年政府将加大针对土地囤积的治理的政策执行力度，一方面由于今年众多地王的拍出引起社会的极大关注，另一方面今年市场供应紧张的状况由一线城市蔓延到二线城市，成为房价上涨的主要理由。政府明年针对市场供应的调控力度将会加大。虽然此项政策也存在一定的空间给开发商通过例如简单开工等方式进行调整的余地，但政府明年有可能通过执行更为严格的开工认定标准和对整体完工日期进行控制来加大此项政策的执行力度。若此项政策严格执行，对增加市场供应的影响将十分显著

打击捂盘，严格控制分批推售。此项政策主要导向也在于推动供给，但政策漏洞较大，开发商可以通过对不同批次的单位实行分级定价以灵活避开政策的监管，而政府在细化此项政策的执行上没有更为有效的手段，因而在政策效果上很难达到预期的效果。

控制分期开发。如果明年二三线城市市场持续升温，此项政策有可能会在二三线城市开始执行，此项政策将会对开发商的开发资金提出更高的要求，并促使市场形成集中大批量供应。政策的效果取决于政府执行力度的强弱。

预售条件的提高。目前二三线城市普遍执行较为宽松的预售条件，使得开发商有更多的资金周转空间，如果政府出于控制市场风险的考虑提高预售条件的要求，由于此项政策在防范风险的同时会延缓当地市场的供应，客观上推动价格上涨，我们预计此项政策明年在二三线城市的推出的可能性不大。

土地增值税。国家目前规定土地增值税三年内进行清缴，预计明年仍将维持现行的制度，在清缴方式上借鉴深圳的做法增加从价认定以完善征收方式的漏洞。

对 2010 年楼市的预判

我们判断 2010 年的房价仍将会继续泡沫化的趋势，但是商品房的成交量相对 2009 年未必能有大的增长。这是由于房价过高反过来将对购房需求，尤其是刚性自住需求形成抑制。但我们同时判断明年楼市成交量的构成将出现结构性变化，即一线城市新房交易占比将下降，取而代之将是二、三线城市成交量的增长。

一线城市新房成交量难以增长

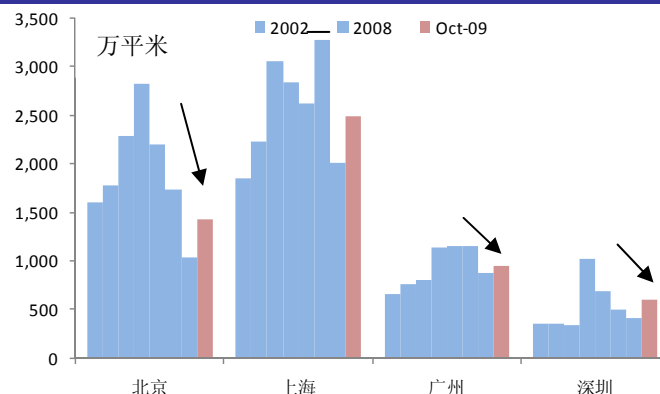
实际上从 2006 年开始，北京、上海等四个一线城市的新建住宅成交面积就已连续三年出现了不同程度的下降。我们认为这一现象与这些城市土地资源稀缺，供给连年下降有很大的关系。这些城市近几年二手房成交比例持续上升，并显著超过二线城市，也说明其需求仍较为旺盛，新房成交量的下降更多的是供给的原因所致。

展望 2010 年，我们认为一线城市土地资源紧张的局面仍难以突破。深圳将于 12 月 1 日开始实行的《城市更新办法》实质就是深圳城市发展转型的一个重要标志，意味着深圳的城市发展由过去的以增量土地开发为主向存量土地“再开发”为主的转变迈出重要一步。而深圳的这一步，也预示了其他一线城市未来的土地供给也将逐步转向存量土地的开发利用的方向。

除了土地供给紧张将抑制一线城市新房成交面积的上升外，我们也较为担心当前一线城市已较高的房价水平反过来将对这些城市刚性需求的释放形成抑制，尤其是在 2009 年已充分释放了 2008 年被压抑的需求之后。尽管一线城市目前平均的房价收入比指标还没有超过 2007 年楼市调整前的水平，但四个一线城市的租金收益率指标已全部大大低于 2007 年。显示这些城市的投资需求已处于过于活跃的状态。未来如果开始加息，将对一线城市过度活跃的投资需求产生较大影响。

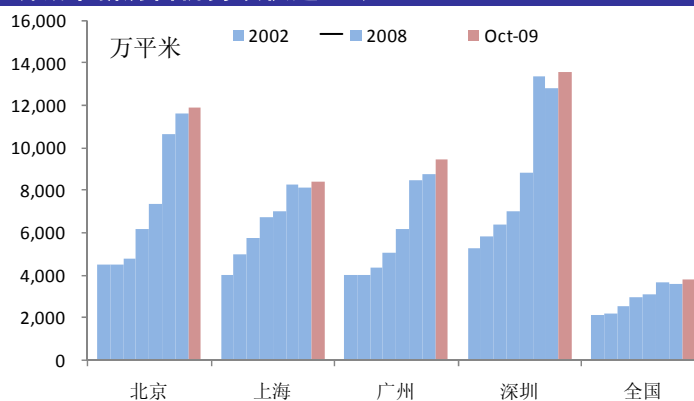
结合土地的供给难以增长、08 年被压抑的需求已基本释放，高房价对刚性需求将形成的抑制，2010 年下半年或将加息的判断，我们认为 2010 年一线城市的新房成交量同比将难以再出现较大增长，相比 2009 年甚至可能还会出现一定下降。

图 8、一线城市新房成交面积 06 年已开始下降



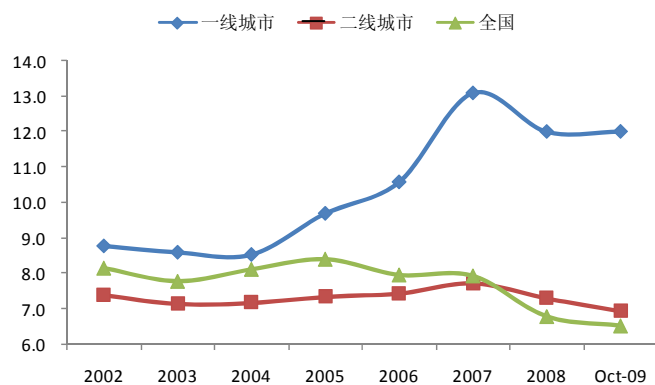
数据来源：中国指数研究院，联合证券研究所

图 9、一线城市新房售价持续快速上涨



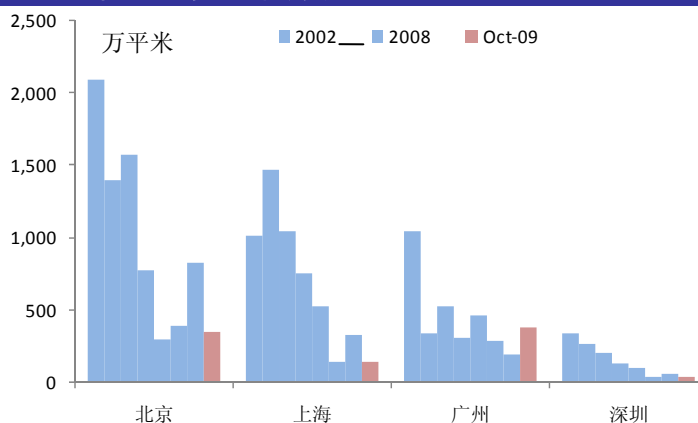
数据来源：中国指数研究院，联合证券研究所

图 10、一线城市房价收入比早已超出合理范围



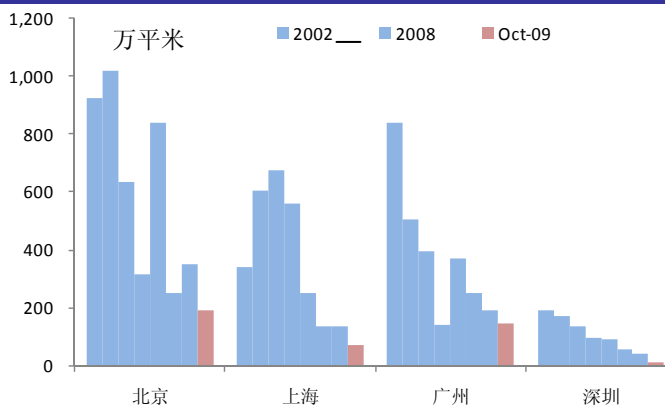
数据来源：中国指数研究院，联合证券研究所

图 11、一线城市土地购置面积持续下降



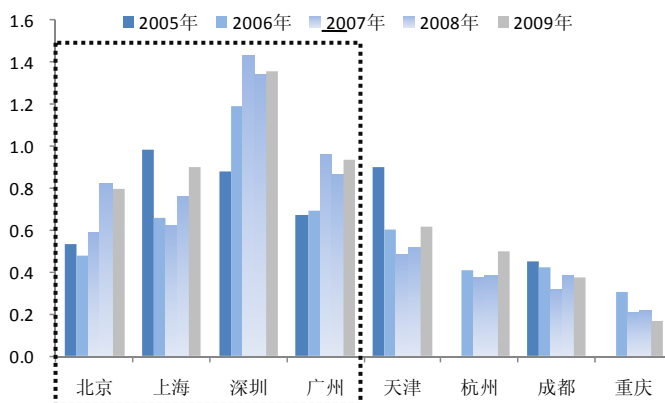
数据来源：中国指数研究院，联合证券研究所

图 12、一线城市土地开发面积持续下降



数据来源：中国指数研究院，联合证券研究所

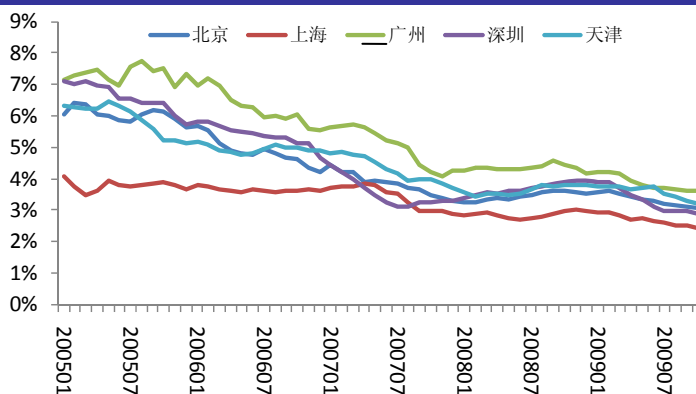
图 13、一线城市二手房成交比例显著超过二线城市



数据来源：联合证券研究所

注：一二手房成交比例=二手房成交面积/一手房成交面积

图 14、一线城市租金收益率持续走低



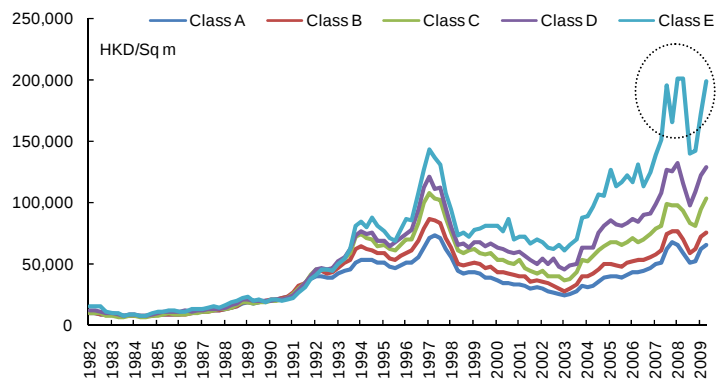
数据来源：中原地产，联合证券研究所

房价泡沫化趋势仍将持续，豪宅价格还将快速上涨

尽管一线城市房价收入比早已超出合理范围，同时租金收益率也创下历史最低水平，但由于土地供给的不足，我们判断这些城市的房价在 2010 年仍将持续泡沫化的过程。而房价的泡沫化趋势何时终结，将取决于货币/信贷政策何时以及如何调整。

此外，我们还判断一线城市的豪宅价格还将以远超过中低档房价的速度上涨。一个最好的借鉴案例是香港的住房市场。97 年亚洲金融风暴之后，香港各类住宅都经历了长达 6 年的房价调整期。但在整个房价调整期中，跌幅最小的是 E 类豪宅。而自 2004 年起，香港的住房价格进入新一轮的上升期，但是截止到今年 9 月，房价创出新高的仍然是 E 类豪宅，C 类以下普通住宅的价格仍未超越 97 年的高点。我们认为香港市场豪宅价格的抗跌不抗涨的特性，反映的是财富分配中富人越来越富的马太效应和核心地段土地资源稀缺性的矛盾。而这一矛盾，在国内的大多数城市，尤其是一线城市同样存在。

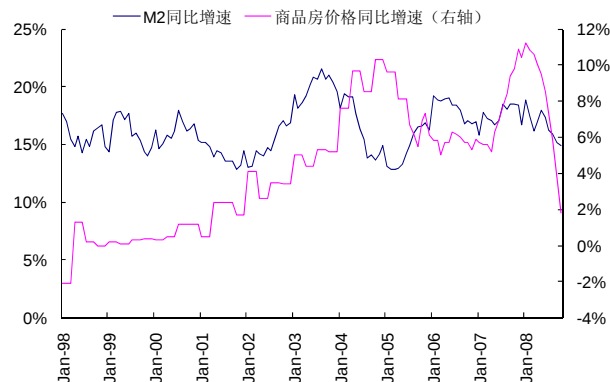
图 15、香港各类住宅价格历年走势



数据来源：CEIC，联合证券研究所

注：Class A 57 平米；Class B 57-99.9 平米；Class C 100-140 平米；Class D 141-229 平米；Class E 230 平米以上

图 16、货币信贷政策变动对房价有直接影响



数据来源：CEIC，联合证券研究所

地价过高，进入门槛及市场风险都极大抬高

相对于房价，一线城市的地价出现了更快速度的上升。以上海和北京为例，截至今年 10 月，住宅类用地成交平均楼面地价都创出历史新高。如果要在北京或上海想获得一块 10 万平方米以上建面的项目，资金门槛已从 2006 年的 5、6 万亿元，跃升至 10 亿元以上。

过高的地价，将大部分资金实力弱小的开发商挤出一线城市发展。但同时也意味着这些拿地的企业将面临较高的市场风险。

表 1、近几年北京和上海住宅类用地楼面地价和溢价水平情况

年份	北京		上海	
	平均楼面地价	平均溢价水平	平均楼面地价	平均溢价水平
2006	2629	23%	2867	19%
2007	3453	91%	4478	120%
2008	3790	55%	4317	10%
2009	4667	58%	6746	130%

数据来源：各城市国土局，联合证券研究所

注：09 年数据截至 10 月

表 2、10 万平米建面以上住宅类用地成交价格走势

年份	北京			上海		
	最低 (万元)	最高 (万元)	均值 (万元)	最低 (万元)	最高 (万元)	均值 (万元)
2006	2,339	260,000	67,151	11,100	220,000	51,678
2007	16,100	270,600	101,195	11,400	363,000	67,337
2008	8,251	300,880	94,445	8,497	130,000	56,932
2009	13,900	406,000	117,372	17,840	724,500	158,909

数据来源：各城市国土局，联合证券研究所

注：09 年数据截至 10 月

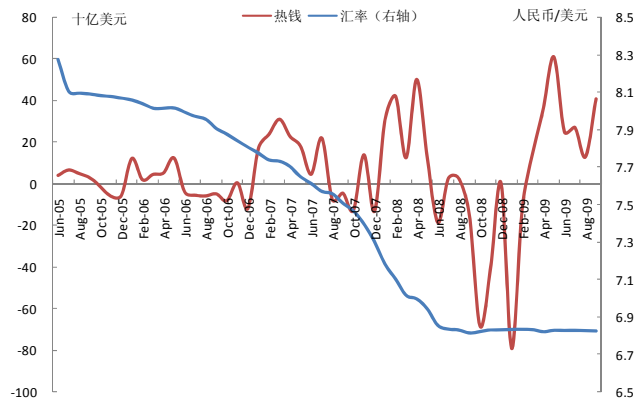
一线城市商业地产相对住宅市场会有“补涨”表现

实体经济复苏将带动商业地产需求增长。今年以来北京、深圳的甲级写字楼租金指数已从底部回升，尽管广州和上海租金指数仍在底部，但进一步下调的空间不大。当前核心城市的商业地产价格应该是处在周期性的底部。由于商业地产的周期滞后于住宅市场，也滞后于实体经济。随着实体经济开始企稳复苏，也将带动商业地产的需求逐步复苏和增长。

人民币升值预期再起。尽管市场对于本轮人民币是否将再度升值仍有分歧，但从目前已涌入的热钱规模来看，人民币升值预期已再起。我们认为其深层次的原因在于低利率的国际环境驱动资金流向新兴市场国家寻求更高回报。从历史来看，以资产升值预期收益套利为目的的热钱，更偏好投资于一线城市的高端住宅和商业地产。不过我们同时认为随着发达国家逐次退出宽松的货币政策，美元汇率将筑底反弹，届时热钱将重新寻找流向的概率将提高。从而减缓人民币升值和国内资产价格泡沫的压力。

新保险法允许险资投资商业地产。随着新《保险法》的正式实施，保险资金可投资于自用办公楼、廉租房、养老实体、商业物业等住宅以外的商业地产项目。根据测算，保险行业可投资于商业地产的资金将在 2000 亿元左右。

图 17、人民币升值预期再起



数据来源：CENSUS BUREAU USA，联合证券研究所

判断二、三线城市仍将价量齐增

二、三线城市处于城市化进程加速发展阶段

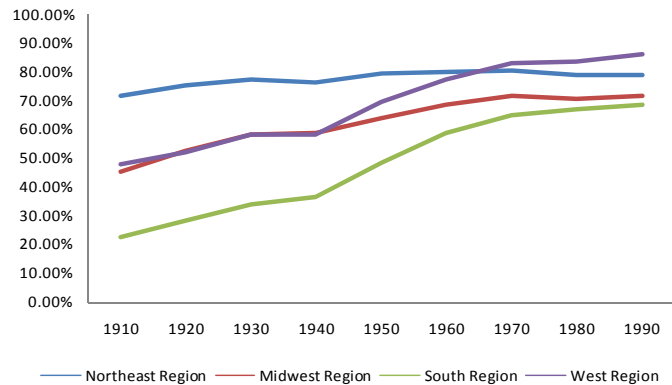
根据诺瑟姆曲线，当一国城市化率达到 30%后，城市人口快速增加，城市规模扩大，并且城市数量增多，工业在区域经济中占主导地位；当城市化率达到 60%以后城市人口增长速度将下降，城市规模进入稳定发展阶段。

1996 年我国城市化率进入 30%后开始出现加速上升态势，基本符合全球城市化发展规律。2008 年我国整体城市化率水平为 45.7%，从全国范围看仍处于城市化加速发展阶段。根据联合国的预测，大约在 2030 年我国城市化率将达到 60%的水平。在此之前我国都将处在城市化水平快速上升的阶段。

从美国城市化历程来看，各区域的城市化水平并非同步增长，而是呈现出依次从经济发达的东北地区向经济相对落后的西南逐步启动的过程。

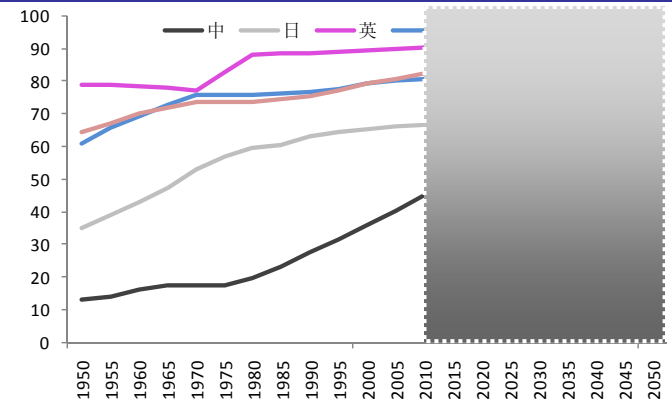
我国目前的城市化进程中，各区域省份也显现出与美国类似的特点。总体而言发达地区城市化率较高。单个省份来看，目前除广东、北京、上海、天津城市化率已经超过 70%外，其余 25 个省份均处于 30%到 60%之间（西藏、贵州低于 30%）。从单个城市对比来看，2007 年我国四大核心大城市（北京、上海、广州、深圳）城市化率为 88%左右，17 个二、三线中心城市抽样统计结果为 43%。也即我国大部分省份及主要二、三线中心城市仍处于城市化加速发展阶段。

图 18、美国城市化发展呈现从经济发达的东北到西南逐步启动的过程



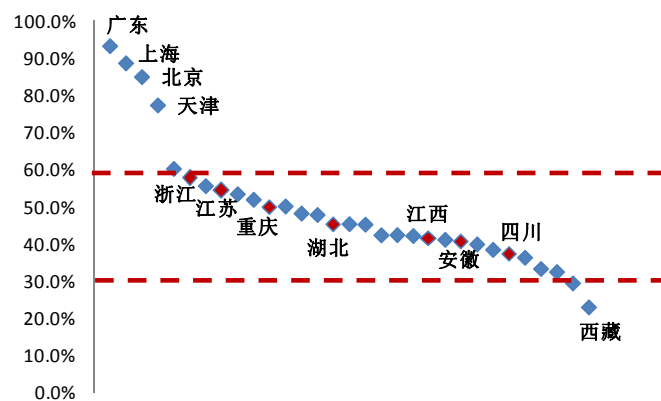
数据来源：CENSUS BUREAU USA，联合证券研究所

图 19、中国仍处在城市化加速阶段



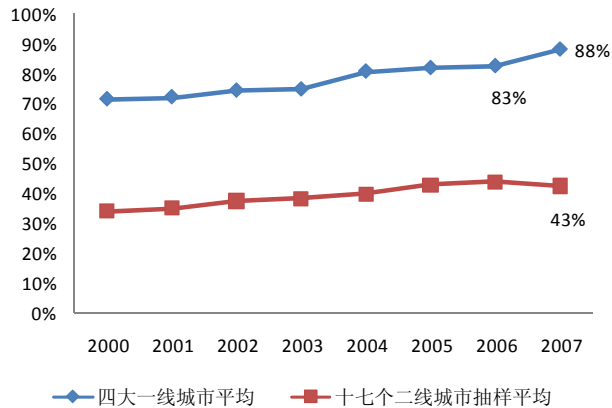
数据来源：联合国，联合证券研究所

图 20、我国大多数省份处于城市化加速发展阶段



数据来源：CEIC，联合证券研究所

图 21、二、三线城市处于城市化加速阶段



资料来源：CEIC，联合证券研究所

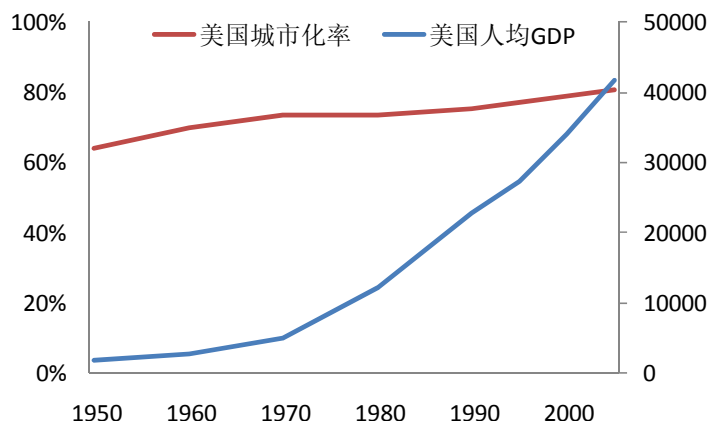
城市化将向都市圈形态发展，也将拉动二、三线城市的发展

从美国、日本及欧洲城市发展的进程来看，在城市化的后期基本形成了人口密集、产业互补配合都市圈层，这些都市圈层由密集的都市群组成，互相之间由快捷的交通连接在一起。同时国内外经验表明，经济发展对城市化的边际效应呈递减趋势。当经济发展水平达到一定高度后，人均 GDP 的增长不会带动城市化水平显著提高。

我们推断，东部沿海地区今后经济增长的动力，不是来自农业人口非农化的量式扩张，而是来自产业内部调整的质变过程，产业结构的调整会推动更多的东部沿海的三线城市进入都市圈，形成绵延的城市带。目前我国内地如华中、西南地区目前仍处于核心大城市发展阶段，在城市化加速发展以及国家整体产业转移带来导入型人口红利的持续作用下，我们预计未来内地也将形成产业分工明确，交通连接便利的都市圈。从而使核心城市的发展辐射到这些区域内的二、三线城市。

从我国现行的行政体制角度，也更利于城市化向都市圈形态的发展。在绩效考核升迁体制下，各地方官员更倾向于做强做大自身城市，在都市圈中寻求自身优势定位，而不是并入核心城市成为一个区县。从我国近年珠三角、长三角区域城市发展历程来看，由于区域间在国际招商引资上的竞争日益增强，各区域在竞争中通常以区域性城市为主体，联合周边城市，共同形成一个城市网络，加强协作，以提升区域国际地位。我国现有的行政体制无形中也在推动二、三线城市实现更快的发展速度。

图 22、经济发展对城市化的边际效应呈递减趋势



资料来源：CEIC, CENSUS BUREAU USA, 联合证券研究所

产业转移给二三线城市带来导入型人口红利

从宏观及政策导向上看，产业结构再调整以及国内产业转移将是长期趋势。产业转移将为内地有产业承接力的中心城市带来大量新增产业从业人员，一方面会促进当地的第三产业繁荣，增加经济增长预期，另一方面产业带来的中高端管理人群将形成城市房地产市场新增购买力量，同时，新增外来购买力的加入将提升本地居民对房地产市场未来升值的预期，加速释放本地投资需求。在这一大背景下，我们预计，内地具有产业承接力的中心城市房地产市场将在经济增长以及新增加购买力的双重刺激下加速繁荣。

在产业转移的大背景下，我们认为具备以下一些城市特征的二三线城市将能更好的承接产业专业带来的房地产市场红利：

- 1) 处于未来新生都市圈的核心城市，具备一定的城市经济基础，属于产业转移的目标城市。
- 2) 拥有一定数量和质量的高校，能为转移产业提供高性价比新生劳动力。
- 3) 城市房地产价格仍具备一定的承接能力，房价收入比处于相对合理范围。

二三线城市将呈现多种购房需求释放的局面

本地居民呈现“改善+投资”复合需求。在二三线城市房地产市场中，目前本地居民仍然是的主要购买力量，由于大多数本地居民已经在当地拥有首套住宅，因此，当地居民购买新房产主要基于改善目前居住条件，房产购买需求呈现出“改善+投资”的复合型，反映在成交户型上体现出明显的大户型偏向。

外地投资客进入刺激本地投资性需求。沿海发达城市房地产市场繁荣催生了部分专业炒房客，炒房客的资金流动给内地二三线城市带来新的投资需求。此外，内地二三线城市大部分属于劳务输出大省，外地工作的本籍人员出于改善父母居住环境以及升值预期加入本地购房行列也推动了投资性需求的上升。

周边地区富裕人群进入带来刚性购房需求。随着城市化进程的加速，二三线城市周边区县的富裕人群一方面出于改善居住环境及为子女创造更好教育条件的需要，另一方面也出于升值预期，开始进入中心城市购买房产，带来新的刚性需求。

大学生就业分流构成当地新增刚性需求。由于我国近几年大学生就业环境出现恶化，沿海大城市吸纳大学生人数下降，促使大量毕业生前往内地中心城市就业，而内地中心城市本身拥有的高校学生大部分实现当地就业，我们预计，未来二三线城市新加入的大学毕业生将成为内地中心城市另一股刚性购房需求的来源。

图 23、两大外来因素刺激二三线城市房产需求释放



资料来源：联合证券研究所

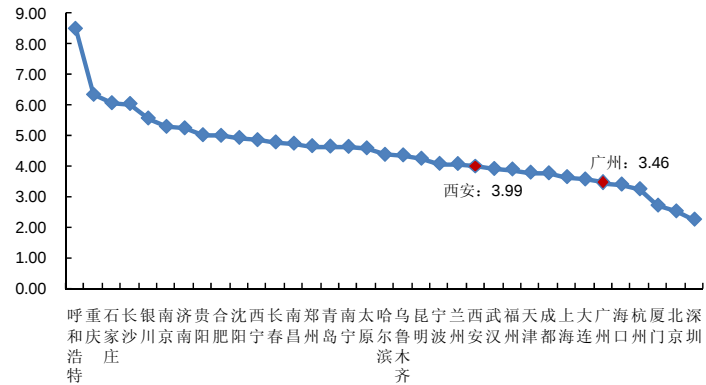
价格仍具一定上升空间，但市场风险日渐趋同于一线城市

我国主要二、三线城市平均房价收入比（=人均年收入/房屋均价）为 4.65，位于国际警戒线（4 倍）以上，而四大一线城市平均房价收入比仅为 2.96。此外主要二、三线城市人均收入增速近年均呈现出高于四大一线及全国平均水平的特征，预计未来随着产业转移和城市化加速，二三线城市人均收入仍将保持长期稳定的增长。从整体房价承受能力及居民收入长期增长预期上看，二三线城市价格仍有上升支撑力量。

相比较于一线城市，二、三线城市房地产市场呈现出一定的价格传导滞后性及相对窄幅的市场波动性。一方面，这是由于全国性的开发商对二三线城市价格调整主要基于一线城市的市场判断，往往是在一线城市出现确定的市场调整状况后才开始对二三线城市的销售项目进行价格调整，因而导致二三线城市房地产市场具有价格传导的滞后性。另一方面，则是由于二三线城市相比较于一线城市处于一个相对封闭的经济环境中，受全国及全球经济大环境变化的影响没有一线城市大，因而在近几年的市场波动幅度上显示出相对地稳定性。

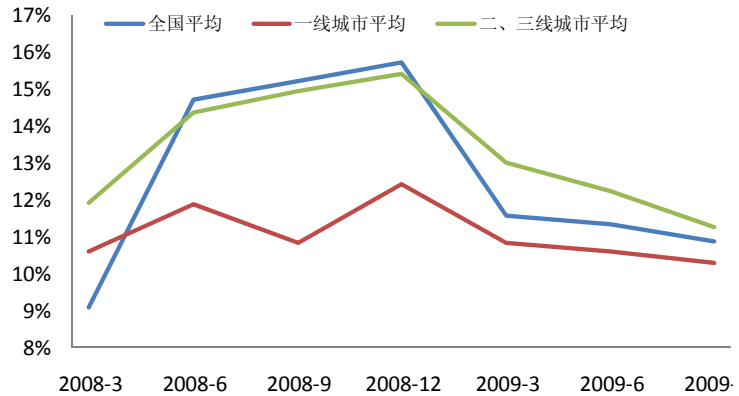
我们预计，随着全国性的产业转移逐步推进，二三线城市与全球及全国经济的关联度将逐步增加，当地居民对房市风险的承受能力将随收入的增加而有所提升，但房产市场的波动幅度将逐步趋同于一线城市，将对以往会呈现出较大的调整幅度。

图 24、大部分二三线城市房价收入比位于合理范围



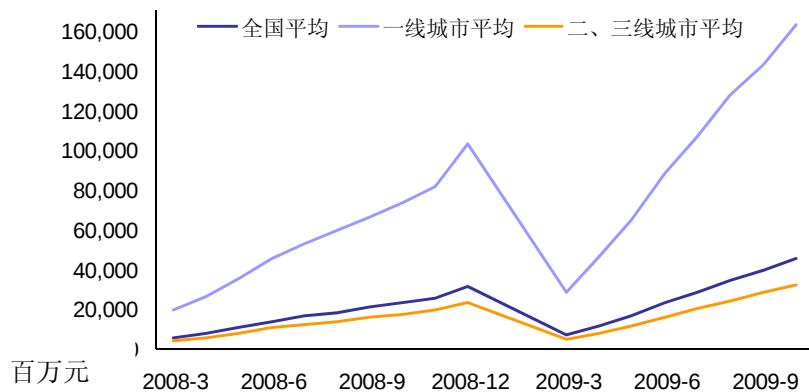
资料来源：CEIC，联合证券研究所
注：收入房价比=人均年收入/房屋均价

图 25、二三线城市人均收入增速高于一线城市及全国平均水平



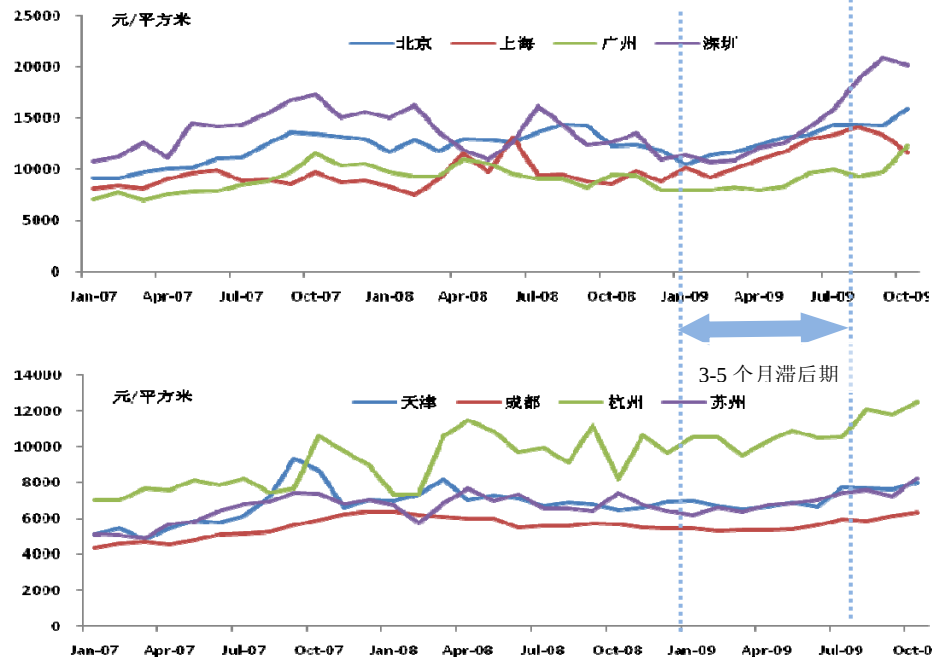
资料来源：CEIC，联合证券研究所

图 26、二三线城市市场波动幅度小于一线城市及全国平均水平



资料来源：CEIC，联合证券研究所

图 27、一、二梯队主要城市价格效应传导图



数据来源：各地交易中心，联合证券研究所

我们较为看好的二线城市

我们较为看好的二线城市包括天津、沈阳、武汉和成都。

区域中心城市，辐射能力强

在今后相当长的一段时期内，中心城市将是区域社会经济发展的主要推动力量。天津、沈阳、武汉和成都则分别是华北、东北、华中和西南的区域中心城市，通常是外资企业以及国内大型房企的战略布点城市。

衡量中心城市辐射及聚集能力的指标通常有中心城市 GDP 占区域 GDP 的比重，城市首位度等。从四个城市的 GDP 占各自所在区域的 GDP 比重来看，比重均达到 10%以上，中心城市经济辐射能力较强。从城市的首位度来看，首位度均小于 2，表明区域结构正常、集中适当，未出现过度集中，结构严重失衡情况。

表 3：中心城市辐射能力衡量

城市	2008 年 GDP 占区域 GDP 比重	城市首位度
天津	17%	1.27
沈阳	14%	0.78
武汉	10%	1.13
成都	18%	1.51

数据来源：CEIC，联合证券研究所

注：首位度=中心城市人口数/区域第二位城市人口数

房地产市场前期培育充分，进入快速增长期

房地产市场进入快速增长期通常要经历 5-10 年的培育期。房地产市场的前期培育需要政府投入大量的人力、物力和财力，如基础设施的建设、重点产业的导入以及区域规划的支持。天津、沈阳、武汉和成都是国家重点建设城市，无论在经济的积累上还是城市基础设施的投入上都在地级市中处于上游水平，早期的人力、物力和财力的积淀最终将体现在城市土地和物业的价格上，城市土地和物业的价格将出现明显增长。

1) 基础设施的建设

表 4: 基础设施投入力度大

城市	主要基础设施投入
天津	城市轨道交通网远期规划为 9 条线路，其中地铁 8 条，轻轨 1 条、京津高铁
沈阳	地铁 1 号线、五爱隧道、三好跨浑河桥、沈康高速公路
武汉	地铁规划 13 条线，全面贯通武汉三镇
成都	快速轨道交通网由 7 条线路组成，线路总长度 274.15km，其中地下线长度 144.24km，地上线 129.91km

资料来源：联合证券研究所

2) 重点产业的导入

表 5: 国际知名企业纷纷落户

城市	重点产业导入
天津	空客落户天津滨海新区
沈阳	通用集团、上汽集团建厂
武汉	TNT 武汉兴建分拨中心、西门子建设设备制造基地
成都	IBM 落户天府软件园、富士康生产基地转移

资料来源：联合证券研究所

3) 区域规划的支持

表 6: 区域性重点规划奠定城市快速发展基础

城市	区域规划
天津	滨海新区
沈阳	沈北新区、振兴东北战略
武汉	“1+8”城市圈规划 ¹
成都	南部天府新城、川渝经济一体化

资料来源：联合证券研究所

¹以武汉为圆心，以 100 公里为半径，黄石、鄂州、孝感、黄冈、咸宁、仙桃、潜江、天门围成一圈。

投资策略:

根据我们宏观经济研究团队的判断, 2010 年可能发生以下两个场景:

1、全球经济加速复苏将导致 2010 年第二季度全球中央银行宽松政策退出将成为潮流, 中国亦面临通货膨胀转为正值所形成的紧缩货币压力。

2、全球经济增长不如人所愿, 政策仍然宽松, 但中国的商业银行信贷投放能力将远不如 2009 年。这是由于银行资本金不足所带来的。假设 2009-2010 年每年新增贷款 10 万亿元, 则需要消耗 1-1.5 万亿元资本金。问题是, 上述资本从何处筹集? 由于银行间相互持有次级债补充附属资本的手段会逐步被取消, 因此银行体系将要么面向资本市场再融资以补充资本金, 要么放缓信贷资产的扩张。

无论发生以上哪种情况, 都预示着流动性极度宽松局面将在 2010 年第二季度终结。从流动性角度, 我们判断 2010 年对地产股的投资, 上半年的机会将大于下半年。从策略的角度, 明年下半年对于地产股的投资可相对保守。

我们较为看好以下四类公司的结构性投资机会:

以一线城市豪宅开发为主的公司, 如华侨城。我们看好公司以时间换利润空间的开发策略。香港豪宅价格的独立走势, 印证了该开发模式的可行性。

基于我们对一线城市的商业地产将出现“补涨”的判断, 我们看好: 中国国贸; 陆家嘴, 中华企业。

成长性突出的公司, 以及定位在二三线城市发展的公司: 保利地产\招商地产\深长城\深振业\中南建设

重组及资产注入类: 中航地产

表 7、重点地产公司估值

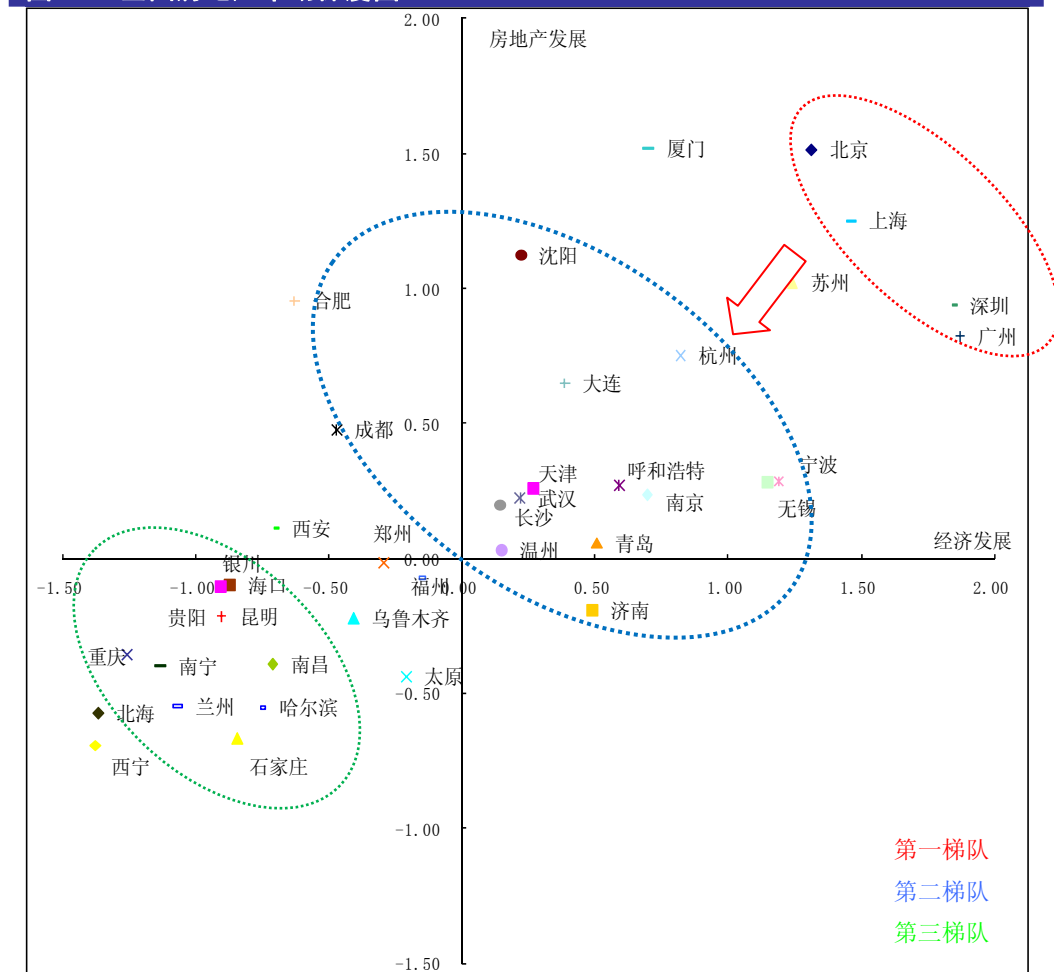
公司	股价 (元)	市值 (百万)	EPS		PE		NAV (元 / 股)	P/NAV	资产 负债率	评级
			09E	10E	09E	10E				
中国大陆										
万科	11.27	123,916	0.52	0.60	21.7	18.8	5.60	2.0	66%	增持
保利地产	24.37	85,776	1.02	1.27	23.9	19.2	14.00	1.7	73%	增持
招商地产	30.20	51,862	1.04	1.20	29.0	25.2	18.10	1.7	59%	增持
金地集团	15.08	37,461	0.65	0.78	23.2	19.3	9.50	1.6	72%	增持
金融街	13.45	33,372	0.54	0.58	24.9	23.2	11.70	1.1	51%	增持
苏宁环球	16.49	28,077	0.46	0.54	35.8	30.5	4.70	3.5	69%	增持
滨江集团	16.10	21,767	0.60	0.84	26.8	19.2	8.00	2.0	80%	增持
上实发展	16.41	17,778	0.43	0.51	38.2	32.2	7.70	2.1	78%	增持
华发股份	21.50	17,566	0.85	1.10	25.3	19.5	12.60	1.7	69%	增持
万通地产	10.93	11,083	0.48	0.55	22.8	19.9	5.70	1.9	61%	增持
北京城建	20.24	14,998	0.65	0.69	31.1	29.3	7.40	2.7	68%	增持
深振业	12.48	6,330	0.61	0.83	20.5	15.0	9.80	1.3	74%	增持
京投银泰	12.72	6,282	0.38	0.53	33.5	24.0	4.30	3.0	54%	增持
深长城	25.74	6,164	0.89	1.16	28.9	22.2	16.80	1.5	69%	增持
中航地产	17.59	3,911	0.14	0.34	125	51.7	12.80	1.4	65%	增持
中国国贸	12.32	12,410	0.26	0.42	47.4	29.3	12.60	1.0	50%	增持
华侨城	20.68	64,263	0.58	0.91	35.7	22.7	13.90	1.5	54%	中性
浙江广厦	8.66	7,550	0.58	0.47	14.9	18.4	7.30	1.2	83%	中性
天房发展	6.62	7,320	0.08	0.09	82.8	73.6	4.40	1.5	59%	中性
栖霞建设	6.93	7,277	0.25	0.30	27.7	23.1	4.10	1.7	62%	增持
亿城股份	7.25	6,546	0.35	0.43	20.7	16.9	4.30	1.7	58%	增持
卧龙地产	13.95	5,620	0.43	0.89	32.4	15.7	7.48	1.9	68%	增持
中南建设	20.64	16,069	0.84	1.36	24.6	15.2	16.07	1.3	76%	增持

数据来源：联合证券研究所

附件一：房地产市场梯度化明显

我们选取了 38 个重点城市 2008 年的经济发展指标（人均 GDP、人均可支配收入和人均社会消费品零售总额）以及房地产发展指标（人均住宅销售面积、人均房地产开发投资额和住宅销售均价），通过衡量城市经济发展和房地产发展程度，将 38 个城市分为三个梯队。从图 3 可以明显看出，处于第一梯队的是一线城市北京、上海、广州和深圳；处于第二梯队的城市大部分位于华中、西南、东北和华北区域的省会城市及重点城市；第三梯队的城市则主要位于青海、广西、贵州和海南等省。

图 28、全国房地产市场梯度图



数据来源：CEIC、各城市统计局，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。