

日期：2009 年 12 月 10 日

行业：房地产行业



金融地产研究小组 沈莉
021-53519888-1922
Ch57261821@yahoo.com.cn

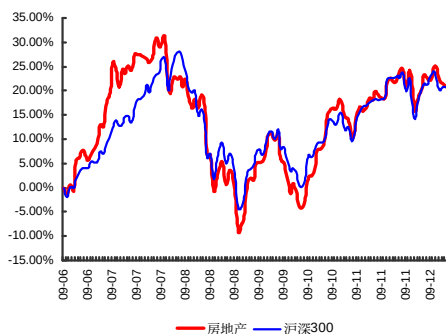
回归理性增长

——2010 年房地产行业年度策略报告

房地产类指数（11 月）

房地产开发综合景气指数	102.78
房地产开发投资指数	100.60
土地开发面积指数	95.36
销售价格指数（10 月）	114.88

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号：SL09-ALT01

相关报告：

主要观点：

人口红利和高储蓄为房地产保驾护航

目前我国由人口红利带来的 60% 的高储蓄率可为房地产保驾护航。

房价收入比将处于相对合理位置的上限，房价将在高位盘整

房价创新高，房价收入比位于合理位置上限，目前房地产市场供不应求，未来房价将在高位盘整。

政策回归“基本状态”

08 年底开始实行的宽松货币政策和财政政策使房地产市场泡沫隐现，随着经济的稳定和对房地产市场过热的担心，政策也将回归“基本状态”。

关注二线城市发展

随着一线城市城镇化率达到饱和值，二三线城市的城镇化进程将加快。

投资建议：

评级未来十二个月内，房地产业：有吸引力

未来十二个月，我们维持评级“有吸引力”。

目前房地产估值在合理位置，未来房地产增速也将回归理性。建议关注受益于二三线城市化进程的区域房地产龙头公司和全国龙头公司如福星股份、新潮实业、招商地产和受益于一线城市内涵式增长的物业持有型公司上海本地优质股浦东金桥、外高桥。

■ 数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
福星股份	000926	11.72	0.47	0.47	0.59	24.94	24.94	19.86	2.45	超强大市
招商地产	000024	31.09	0.71	1.00	1.20	43.79	31.09	25.91	3.64	超强大市
新潮实业	600777	6.87	0.03	0.09	0.30	229.00	76.33	22.90	3.55	超强大市
万科 A	000002	11.53	0.44	0.44	0.61	26.20	26.20	18.90	3.69	跑赢大市
外高桥	600648	17.58	0.24	0.21	0.78	73.25	83.71	22.54	4.56	超强大市
浦东金桥	600639	14.29	0.33	0.30	0.51	43.30	47.63	28.02	3.86	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为 2009 年 11 月 30 日收盘价

目 录

概论.....	4
一、人口红利对房地产有较大的支撑作用.....	4
1、人口红利、家庭数量不断增加阶段，房地产发展黄金期	4
(1) 日本.....	4
(2) 美国.....	5
(3) 台湾.....	6
(4) 中国大陆的人口红利情况	6
2、高储蓄率在人口红利时期对房地产市场有较强支撑作用	7
(1) 日本.....	7
(2) 我国储蓄情况	9
3、货币供应量和房地价正相关	10
(1) 美国和日本	10
(2) 我国目前货币情况	12
4、如货币供应量较为稳定，问题出在储蓄过多流向房贷上 ...	13
(1) 美国.....	13
(2) 我国目前房地产消费信贷情况	15
二、明年房地产行业进入正常调整期.....	15
1、房价绝对值和相对值高企，有调整压力	15
2、土地市场价格上涨过快	17
3、政策收紧趋势已现	18
4、房地产市场运行状况及展望	18
三、行业估值、投资策略及重点股票.....	20
1、房地产股人口红利期能够跑赢大盘	20
2、房地产股估值	21
3、投资策略及重点股票	21

图

图 1 日本住宅土地价格.....	5
图 2 美国家庭住宅销售量.....	5
图 3 人口出生率.....	6
图 4 日本 20-24 岁人口趋势	8
图 5 日本人口红利期高储蓄率.....	8
图 6 日本房地产价格.....	9
图 7 我国总储蓄情况.....	10
图 8 美国房地产价格指数.....	10
图 9 美国货币运行趋势.....	11
图 10 日本土地价格.....	11
图 11 日本货币运行趋势	12
图 12 我国货币运行趋势.....	13
图 13 美国旧屋销售量.....	14
图 14 美国中长期消费/居民储蓄.....	14
图 15 我国中长期消费性贷款/储蓄.....	15
图 16 上海房价走势.....	16
图 17 深圳房价走势.....	16
图 18 上海房价收入比情况.....	16
图 19 深圳房价收入比情况.....	16
图 20 上海土地交易价格趋势.....	17
图 21 北京土地交易价格趋势.....	17
图 22 商品房竣工面积、销售面积.....	18
图 23 商品房施工面积.....	18
图 24 新开工面积.....	19
图 25 商品住宅去化时间.....	19
图 26 1982 年 M2 增速上涨后美国龙头房地产股表现	20
图 27 万科历史市净率比较.....	21
图 28 房地产股 1 年以来的涨幅.....	23

表

表 1 适龄劳动人口比率.....	6
表 2 房地产公司 PB 比较.....	21
表 3 福星股份预测简表.....	22
表 4 新潮实业预测简表.....	22
表 5 招商地产预测简表.....	22
表 6 外高桥预测简表.....	23

概论

此轮房地产行业的调整和修复是一个需要几年完成的周期的缩小版，如我们去年年底的策略所料，货币的放松对房地产的支撑是强大的。本文主要讨论的问题是：在人口和高储蓄条件下，还能给中国房地产带来多大空间？经过大涨，房价处于什么位置？如果看待未来政府的调控措施？

一、人口红利对房地产有较大的支撑作用

1、人口红利、家庭数量不断增加阶段，房地产发展黄金期

被抚养人口与劳动力人口比率下降会拉动经济发展，这叫“人口红利”。仅 1982 年-2000 年，人口红利对我国人均 GDP 增长的贡献达到 26.8%。

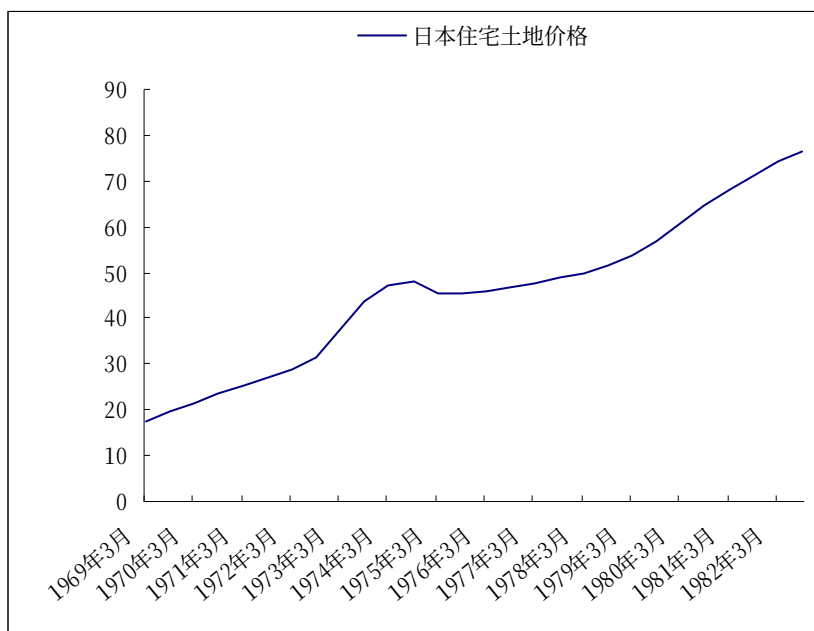
我国还将有 5-10 年的人口红利期。我国人口在建国之后有过两次生育高峰期：19 世纪 60 年代和 80 年代。在 2013 年前，这两次婴儿潮都是适龄劳动人口，是主要的生产者和储蓄者，也是处于首次置业和二次置业高峰期。根据中国人口和发展研究中心的预测，我国适龄劳动人口的比重一直维持到 2013-2015 年，2020 年会有明显的下降。

日本、西欧、美国、台湾地区都出现过人口红利期，我们下面通过国际比较近距离地观察人口红利时期的房地产市场。

(1) 日本

日本的人口红利时期开始于 1930-1935 年，结束于 1990 年-1995 年。我国目前的情况和日本 70 年代较为相似：还处于人口红利中，70 年代日本贸易顺差不断积累，本币开始升值。日本抚养率在 68 年开始下降，不断增加的家庭数量促进了对住宅的需求。日本的住宅用地价格从 1969 年开始，到 90 年代红利期结束之前土地价格一直处于上涨过程中。

图 1 日本住宅土地价格

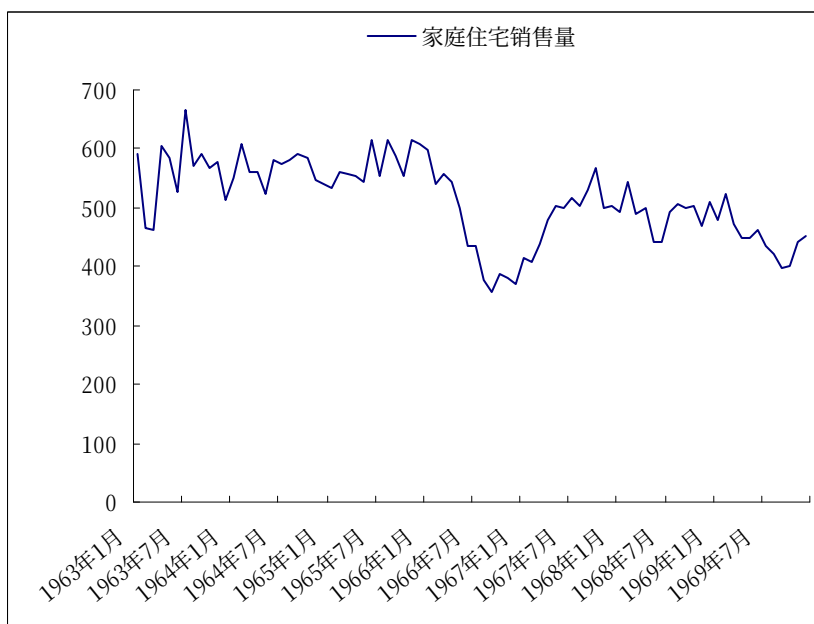


数据来源：CEIC，上海证券研究所

(2) 美国

美国的住宅刚性需求和婴儿潮影响的最典型年代在 19 世纪 60 年代。60 年代除了短期调整之外，住宅销售量一直处于较高的位置。

图 2 美国家庭住宅销售量



数据来源：CEIC，上海证券研究所

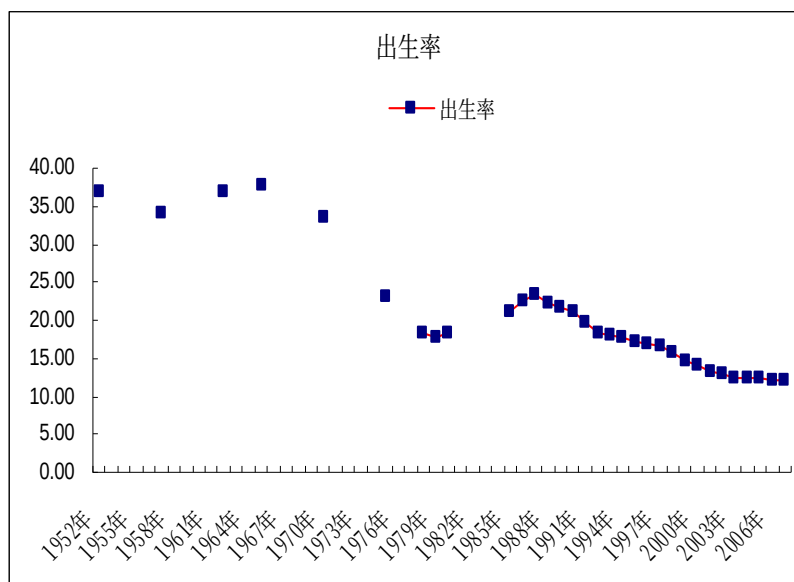
(3) 台湾

台湾人口红利、新增家庭数量增加的时期是 1970-1980 年间。1972-1973 年，大台北地区房价分别上涨了 24.24%和 26.83%。只有在 1973 年始于石油危机的房地产调整，持续了 3 年时间。其中两年负增长，名义房价下跌 25%左右。

(4) 中国大陆的人口红利情况

中国人口红利和高储蓄还将维持 5 年。统计表明，中国人口在 2030 年左右到达最高点，为 14.06 亿；劳动人口在 2020 年左右达到顶点，为 9.23 亿；而劳动年龄人口增长率，现在已经开始下降，并将一直下降到 2013 年，劳动人口数量可能在 2013 年从增长变为稳定，然后从 2015 年逐渐下降，“人口红利”即将消失。这将改变高储蓄低消费现象。但在 2013 年之前，高储蓄率依然可以维持。

图 3 人口出生率



数据来源：CEIC，上海证券研究所

表 1 适龄劳动人口比率

年度	总人口 亿人	劳动年龄人 口 亿人	60 岁以上 老人 亿人	平均期望寿命 岁		自然增长 率 ‰	适龄劳 动人口 比例 ‰
1999	12.59	8.52	1.28	69.33	74.06	8.93	0.68
2000	12.69	8.61	1.32	69.48	74.26	8.56	0.68
2001	12.8	8.74	1.34	69.62	74.46	8.22	0.68
2002	12.91	8.88	1.36	69.76	74.65	7.96	0.69
2003	13.01	9.01	1.4	70.68	75.61	8.11	0.69
2004	13.12	9.13	1.43	70.87	75.86	7.97	0.70
2005	13.22	9.25	1.46	71.07	76.1	7.89	0.70
2006	13.32	9.36	1.51	71.26	76.34	7.89	0.70
2007	13.43	9.46	1.55	71.45	76.58	7.95	0.70
2008	13.54	9.55	1.6	71.64	76.83	8.06	0.71
2009	13.65	9.65	1.66	71.84	77.07	8.21	0.71
2010	13.77	9.73	1.73	71.99	77.24	8.17	0.71
2015	14.3	9.99	2.15	72.74	78.05	6.97	0.70
2020	14.72	10.04	2.45	73.43	78.83	5.21	0.68
2025	15.04	10.18	2.97	74.07	79.56	3.54	0.68
2030	15.25	10.09	3.55	74.69	80.08	2.34	0.66
2035	15.38	9.38	3.96	75.27	80.53	1.41	0.61
2040	15.44	9.58	4.1	75.75	80.97	0.13	0.62
2045	15.38	9.5	4.19	76.19	81.4	-1.3	0.62
2050	15.22	9.39	4.38	76.63	81.83	-2.56	0.62

数据来源：中国人口和发展研究中心

2、高储蓄率在人口红利时期对房地产市场有较强支撑作用

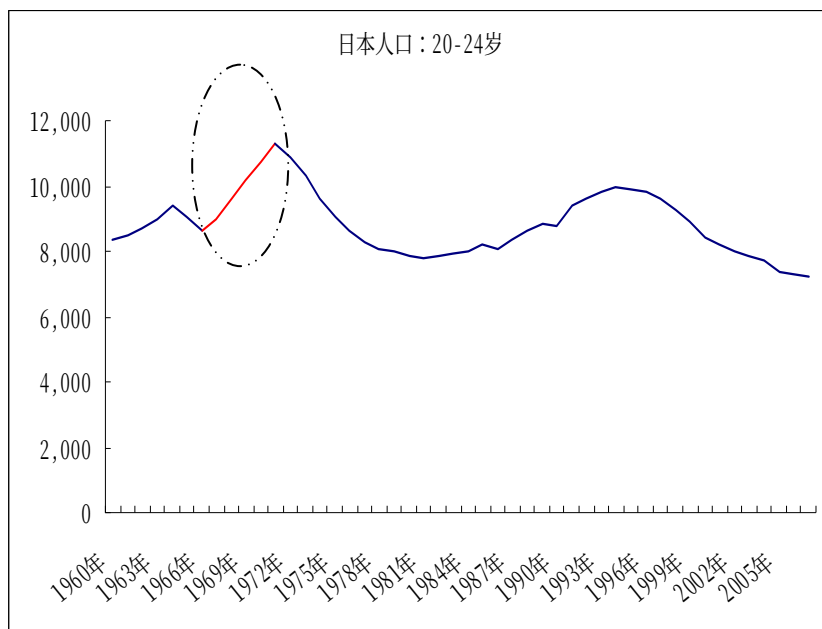
人口红利时期一对房地产市场有较大的支撑作用的原因在于其收入总额较大和储蓄率较高。不管是二战后实现经济腾飞的西欧、美国、后期的日本的房地产价格的景气受益于人口红利高储蓄带来的流动性。但当高储蓄结束后，除了美国利用金融创新手段降低购房成本，人为增加流动性，德国和日本都进入了房地产市场长期的衰退。美国的储蓄率自上个世纪 70 年代中期的 22% 左右急剧下降至 14% 左右。而日本的衰退最为明显：在上个世纪 70 年代，日本的储蓄率和投资率高达 40% 左右；80 年代储蓄率和投资率分别下降 5 个百分点和 8 个百分点左右；90 年代末，储蓄率和投资率已经分别降至 27% 和 24% 左右。日本从 90 年开始经济衰退，进入“失去的十年”。

(1) 日本

从图形中直观看，日本房地产市场价格长期走势与主要储蓄率

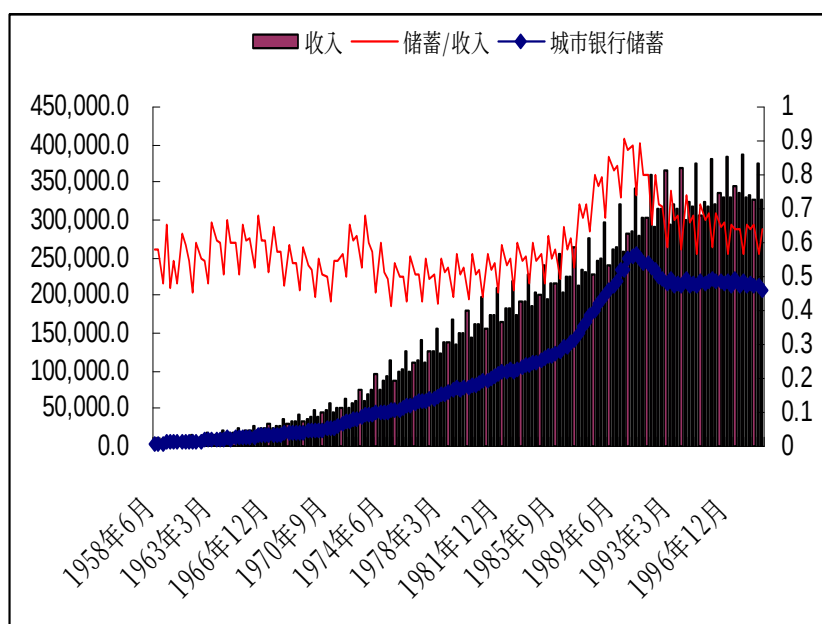
变动趋向一致，人口红利阶段，主要储蓄率上升，房地产价格上涨；当 90 年代红利阶段结束，储蓄率下降，房地产价格大幅下降，进而日本房地产市场长期低迷。

图 4 日本 20-24 岁人口趋势



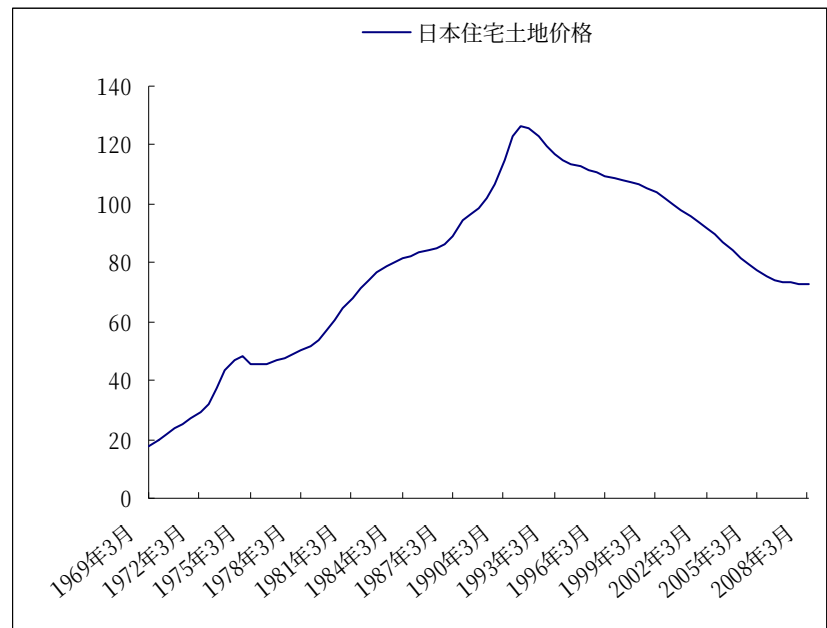
数据来源：CEIC，上海证券研究所

图 5 日本人口红利期高储蓄率



数据来源：CEIC，上海证券研究所

图 6 日本房地产价格



数据来源：CEIC，上海证券研究所

实证研究：

我们根据日本房地产价格和储蓄数据进行分析， $R > 0.9$ ，证明房地产价格和储蓄量高度正相关。

Model Summary

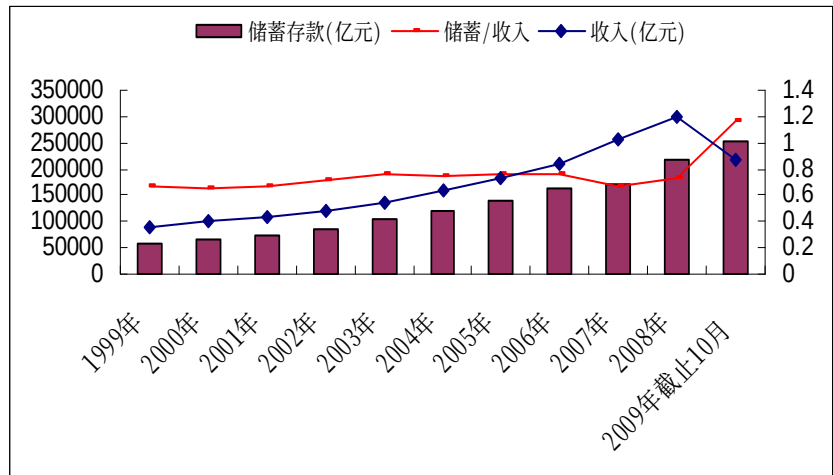
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.972(a)	.944	.942	7.82590

a. Predictors: (Constant), 城市银行储蓄

(2) 我国储蓄情况

从 2015-2020 年左右人口红利消失，我国持续 60% 的储蓄率将不可避免下降。但在 2013-2015 年前，储蓄率依然维持在高位。

图 7 我国总储蓄情况



数据来源：CEIC，上海证券研究所

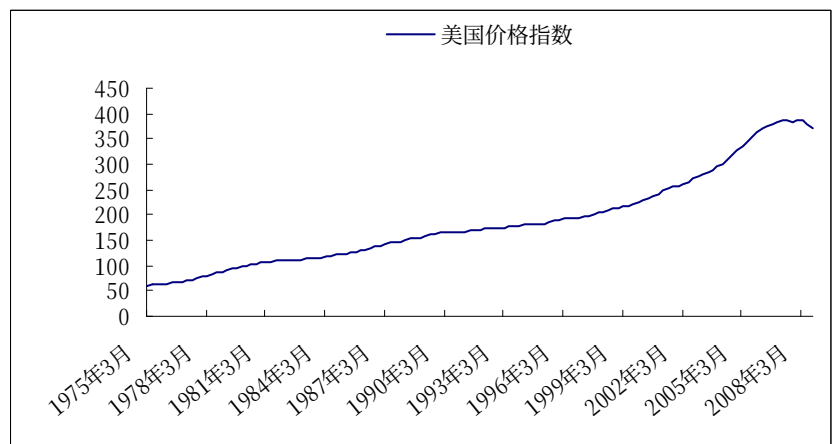
3、货币供应量和房地产价正相关

土地作为价值财富的最后载体，其资产价格的特性十分突出。要维持土地的价格，必须提供充足的流动性。然而，当储蓄下降，投资减少，流通中的货币量减少，土地价格必将下跌，财富流失，经济调整无法避免。

(1) 美国和日本

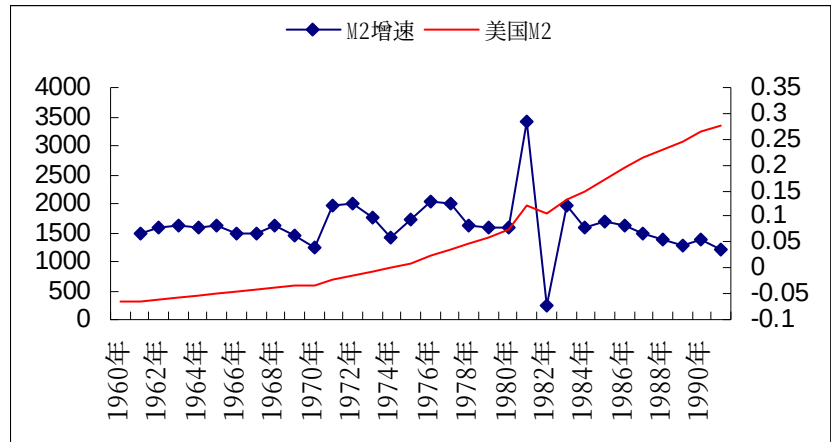
从 1970 年开始，美国政府通过金融创新手段为房地产市场注入流动性、降低购房成本，从而使得美国楼市保持了螺旋式上升，而未出现德国式或日本式衰退。（除了在 1980-1982 年世界性经济危机。）

图 8 美国房地产价格指数



数据来源：CEIC，上海证券研究所

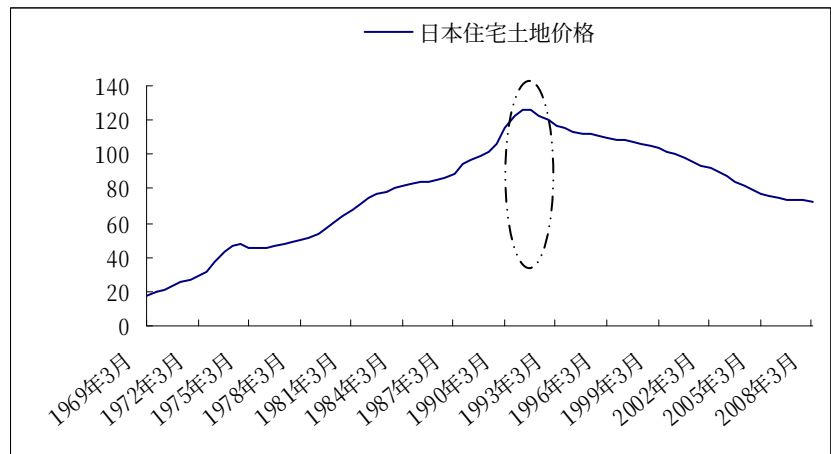
图 9 美国货币运行趋势



数据来源：CEIC，上海证券研究所

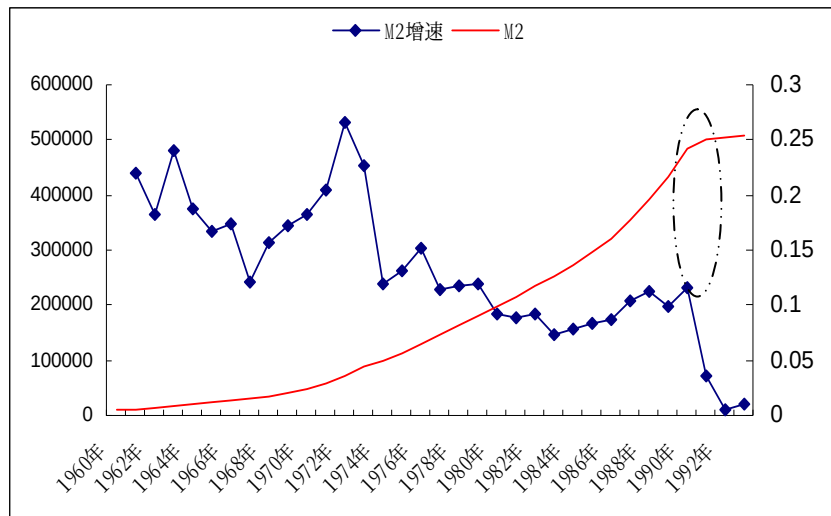
日本没有调解货币量，受储蓄的衰退影响较大。当人口红利彻底衰竭之后，储蓄率开始下降，流通的货币量也开始大幅下降，致使资产价格立即破裂，房地产价格深幅下跌，房地产市场一蹶不振。

图 10 日本土地价格



数据来源：CEIC，上海证券研究所

图 11 日本货币运行趋势



数据来源：CEIC，上海证券研究所

实证研究：

根据美国和日本数据，在统计上货币供应量与房价的相关系数皆 >0.7 ，高度相关。

Model Summary

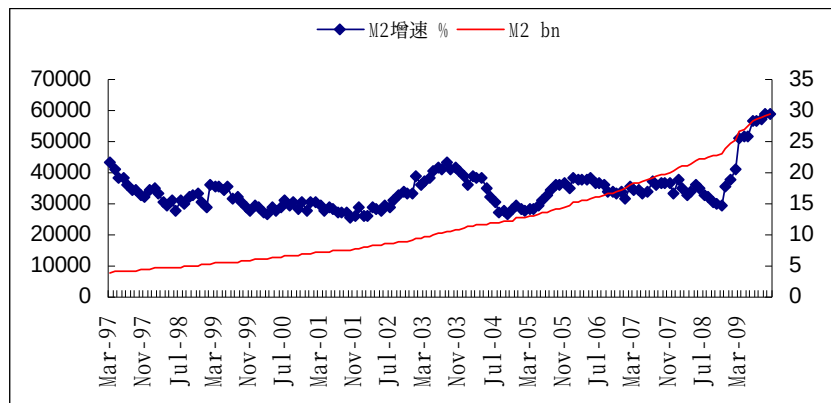
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.787(a)	.619	.602	20.47214

a Predictors: (Constant), M2增速

(2) 我国目前货币情况

按行业普遍估计，我国明年M2 增速依然维持在18%左右，符合人口红利时期的规律。我们认为，M2 增速从目前的位置29.42%下降到18%的会对房地产产生一定的负面影响，但是会被通胀预期和升值预期抵消一部分影响，而且，18%在历史位置中属于正常值，能够保障房地产正常发展的速度。

图 12 我国货币运行趋势



数据来源：CEIC，上海证券研究所

4、如货币供应量较为稳定，问题出在储蓄过多流向房贷上

在货币量没有大幅波动时，几乎每一次较大的房地产调整中，房贷/储蓄比例过分透支。这个比例透支说明储蓄过多地转向了房贷，或者说购买力有所透支，需要重新积累储蓄。

一般过程是这样的：由于经济增长，投资活动活跃，土地价格明显提高，随着价格的上涨，人们开始将住房作为投资工具，房地产价格加速上升，投资者不顾后果竞相出价，土地价格严重高估。但购买者认为价格还将上升，银行在土地价格上升的基础上扩大贷款，抵押贷款额也节节上升，使人们认为可以将资产再融资抵押赚取更多的钱，同时会掀起投机和消费热潮，从而个人储蓄迅速下降，此时，投资者购买力下降，当房地产价格超出一般阶层的购买力时，租金小于抵押借款利率时，人们开始犹豫，不愿购买土地和房产。

市场开始停滞，有效需求严重不足，价格开始下跌，人们预期价格还将下跌，在房地产繁荣期开工的大量物业竣工，面对供给上升，有效需求更加不足，当房产价值小于抵押额度，居民的资产负债表愈加恶化，房地产市场更加萧条。

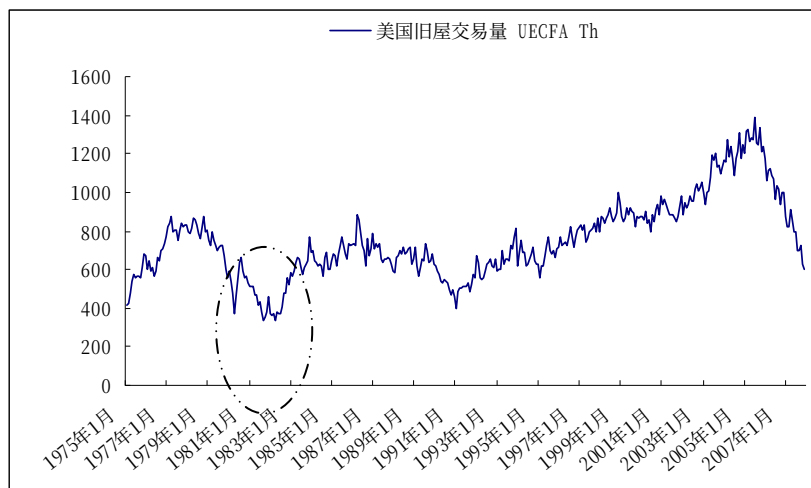
(1) 美国

美国 1975 年后的历史经验中，中期调整有 3 次，分别是 1976 年、1982 年和 1994 年左右。由于房贷占中长期消费贷款比例较大，我们用中长期消费信贷代替房贷。我们可以看到，三次都是消费信贷比到达一定高度后房地产行业开始调整，而这次美国的房地产大调整是在消费信贷比从 2003 年-2007 年连续 4 年居于高位，没有回调。

这是由于美国政府在格林斯潘年代持续银根放松、放贷款次贷、包

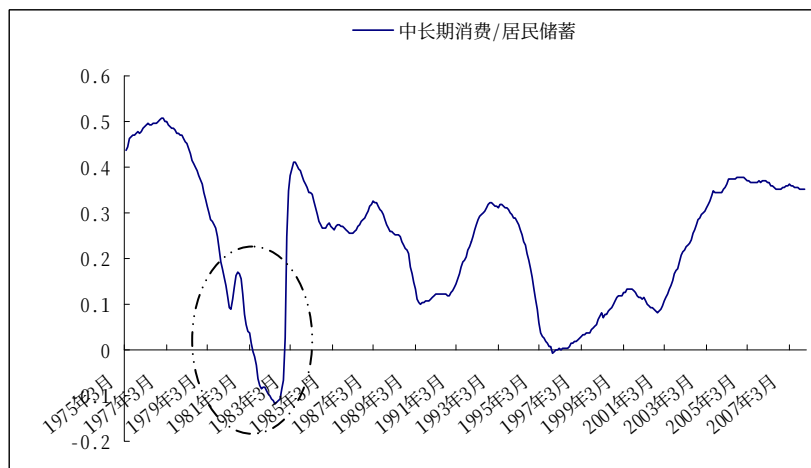
装资本化产品出售这个生产链条在华尔街的经营下使房地产消费连续四年处于高位，房贷耗尽储蓄，一旦收入小于按月度还款、租金收益率小于抵押贷款利率时，市场开始停滞。

图 13 美国旧屋销售量



数据来源：CEIC，上海证券研究所

图 14 美国中长期消费/居民储蓄



数据来源：CEIC，上海证券研究所

实证研究：

因为美国通过货币量的调控使房地产价格一直较为稳定，震荡上行。在数据表现上交易量数据更为敏感。美国是个二手房交易占主导的市场，我们利用美国二手房交易量和中长期贷款/储蓄做回归模型，发现两者高度相关。

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R	Std. Error of
-------	---	----------	------------	---------------

			Square	the Estimate
1	.811(a)	.657	.654	417663.107

a Predictors: (Constant), 中长期消费/居民储蓄

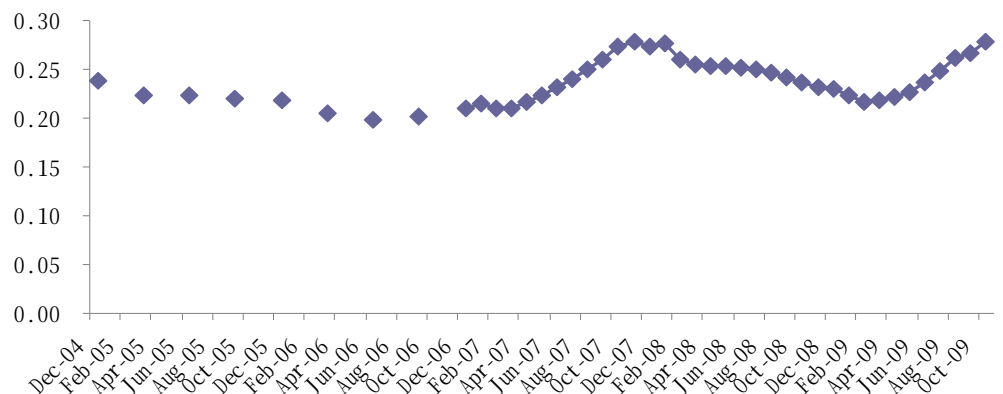
b Dependent Variable: Existing Home Sales: sa: Annual Rate: US

(2) 我国目前房地产消费信贷情况

回到国内，由于近几年房地产价格一直在上升，我国居民最大的支出就是房地产消费贷款。特别是 2007 年房地产价格直线上升，个别地方的涨幅远高于国家统计局的数据，达到 50%以上，房地产市场“追涨杀跌”，这极大地消耗了居民的购买力。从图中我们可以看到消费信贷比从 2004 年 12 月-2007 年 12 月一个周期，而此次从 2007 年 12 月到 2009 年 11 月就完成了—个周期。

此次消费信贷的加速是由于政府为了救市放松货币和出台支持房地产投资政策导致的，我们认为如果未来—年政府将实行退出政策，地产消费也将进入正常的调整阶段。

图 15 我国中长期消费性贷款/储蓄



资料来源：CEIC；上海证券研究所

二、明年房地产行业进入正常调整期

1、房价绝对值和相对值高企，有调整压力

根据国家统计局公布的数据，11 月份全国 70 大中城市房屋销售

价格同比上涨5.7%，涨幅比10月份扩大1.8个百分点；环比上涨1.2%，涨幅比10月份扩大0.5个百分点。新建住宅销售价格同比上涨6.2%，涨幅比10月份扩大2.2个百分点；环比上涨1.5%，涨幅比10月份扩大0.6个百分点。房价同比和环比涨幅均创年内新高。

分地区看，与上年同月相比，新建住宅销售价格上涨的城市有67个，其中涨幅最大的5个城市是：广州14.7%、深圳12.6%、金华11.8%、银川10.4%、海口9.6%；价格下降的城市有3个：吉林下降2.9%、唐山下降2.1%、徐州下降0.8%。与上月相比，新建住宅销售价格上涨的城市有67个，其中涨幅最大的5个城市是：海口4.7%、杭州3.1%、北京3.0%、徐州2.8%、银川2.6%；价格下降的城市有1个：锦州下降0.3%。

根据我们跟踪的网上交易中心的数据统计，全国大多数城市成交均价今年创下历史新高，如北京11月成交均价达到17813元/平米，创历史新高，深圳9月份创历史新高，均价为20482元/平米，上海9月份创历史新高，均价为18508元/平米。目前高企的房价有调整压力，上海和深圳皆在高位盘整。

图 16 上海房价走势

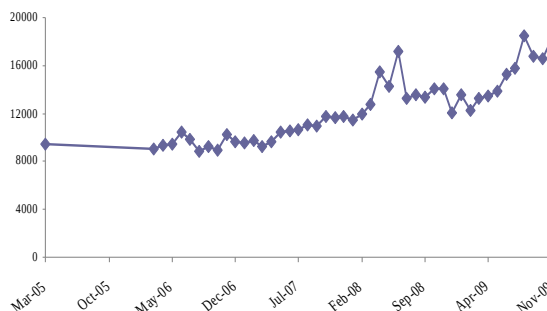
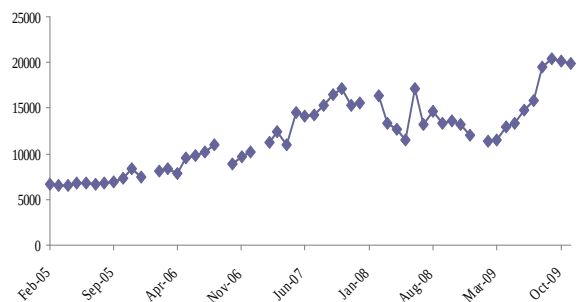


图 17 深圳房价走势

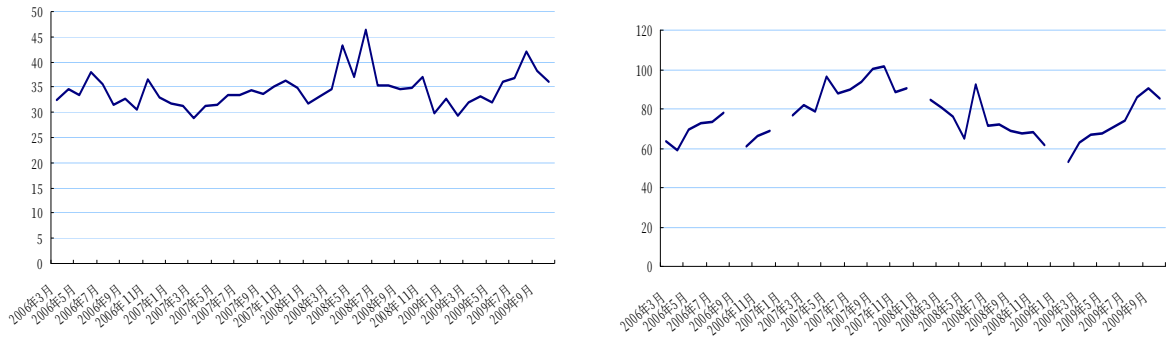


资料来源：上海证券研究所

从房价的相对值-房价收入比来看，目前的房价收入比超过历史合理区间。按收入的历史平均增幅和房价维持现价的假设，明年房价收入比将处于合理位置的上限。但历史经验表明仅靠市场力量使房价维持在合理的位置并不现实，在国家没有针对房地产出台较为有效的调控措施之前，房价依然会按惯性上涨，因此，对于政策调控的预期已经出现。

图 18 上海房价收入比情况

图 19 深圳房价收入比情况



资料来源：上海证券研究所

2、土地市场价格上涨过快

房地产市场的本质上是土地市场。房地产资产价值的魅力来自于土地的稀缺性。对土地市场而言，土地供应是政府垄断的，因此政府政策对土地的价格有决定性作用。

目前，土地价格在宽松的流动性下爆发性上涨，“地王”不断涌现，高企的土地价格对于房地产市场的健康发展是不利的。一方面，开发商由于土地成本的高企，没有动力快速开发，加速了房地产的价格的上涨，另一方面，由于房地产开发商开发信贷抵押的方式，土地价格过快上涨有可能导致的土地泡沫对商业银行的资产是个威胁。在前有日本地产危机和美国次贷危机的教训下，政府会一如既往地房地产进行调控。

图 20 上海土地交易价格趋势

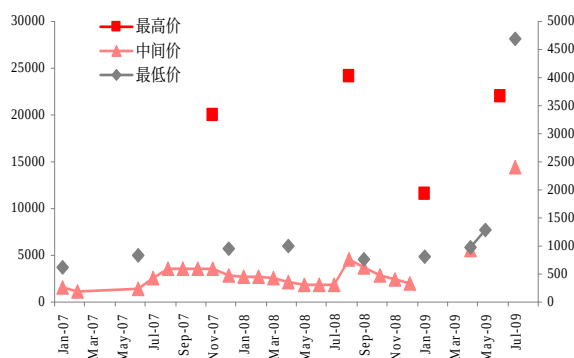
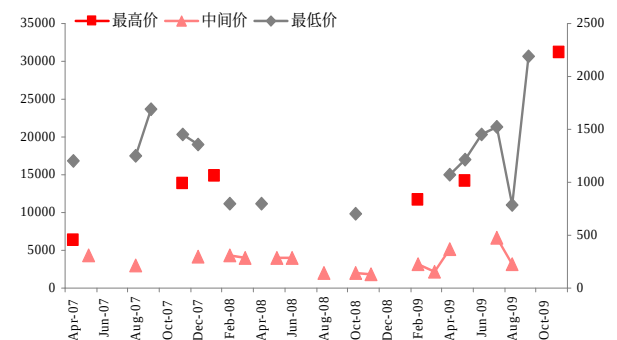


图 21 北京土地交易价格趋势



资料来源：上海证券研究所

3、政策收紧趋势已现

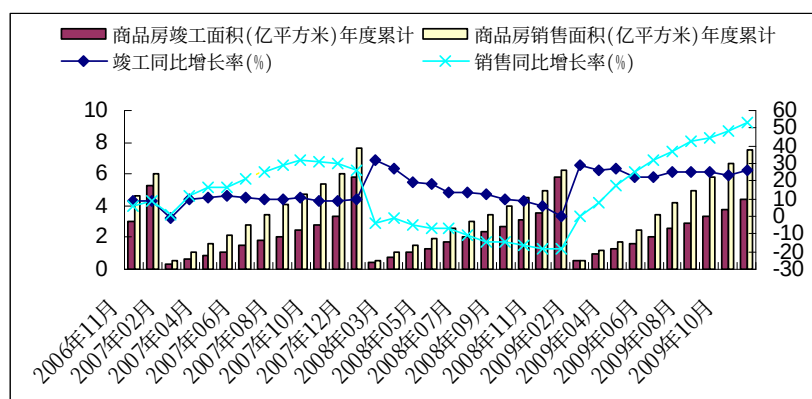
对于高企的土地价格和房价，政策的收紧是情理之中，我们在 12 月 3 日的报告中就指出随着经济的稳定和对房地产市场过热的担心，政策也将回归“基本状态”。12 月 9 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究完善促进消费的若干政策措施，其中关于房地产的政策措施为：个人住房转让营业税免时限由 2 年恢复到 5 年。这符合我们的预期，房地产政策将逐渐收紧，抑制投资需求。但这是个缓慢的过程，如前文分析，房价收入比明年在合理范围的上限，并未突破合理范围，只有当房价接续上涨，偏离过多，比较激烈的收紧政策才会出现，何况现在还处于经济危机的恢复期，经济复苏的基础并不牢固，因此上半年出台的都将是较为温和的调控措施。

4、房地产市场运行状况及展望

1、销售价格将高位盘整，销售面积与竣工面积依然维持供不应求的局面

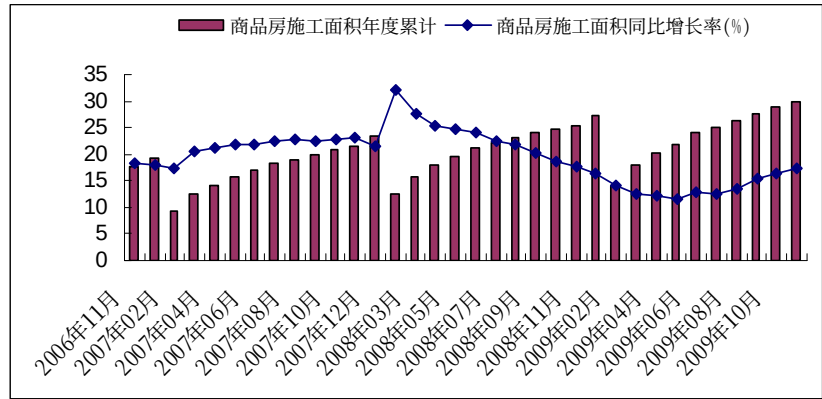
根据国家发展改革委、国家统计局调查显示，11 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 5.7%，涨幅比 10 月扩大 1.8 个百分点；环比上涨 1.2%。1-11 月竣工面积累计 4.42 亿平米，同比上升 25.98%。1-11 月销售面积累计 7.52 亿平米，同比上升 53.01%。在建施工面积同比增速为 17.21%，比较稳定，虽然房价有调整压力，但短期供不应求的情况对房价有支撑作用，销售价格将在高位盘整。

图 22 商品房竣工面积、销售面积



数据来源：wind 上海证券研究所

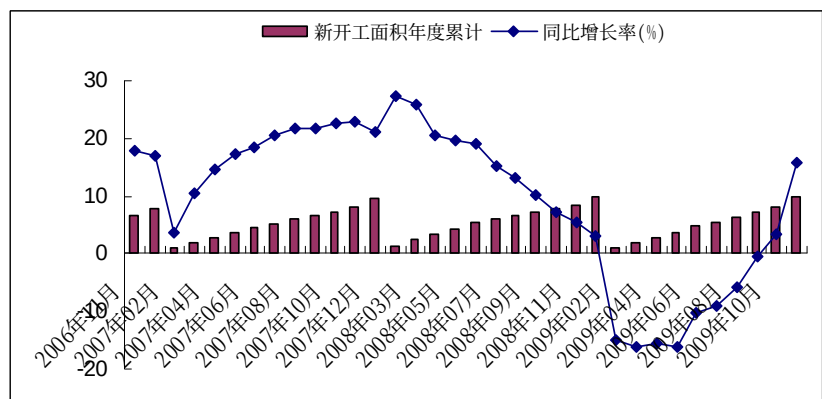
图 23 商品房施工面积



数据来源：wind 上海证券研究所

2、由于 09 年新开工面积慢慢恢复，2010 年供给也将逐渐增多
 新开工面积 2009 年累计同比增长率为 15.79%，增幅上升 12%。
 而当月新开工面积环比增长 100%，增速较快，因此我们预计供给将
 逐渐增加，到 2010 年中期供不应求的局面将有所缓解。

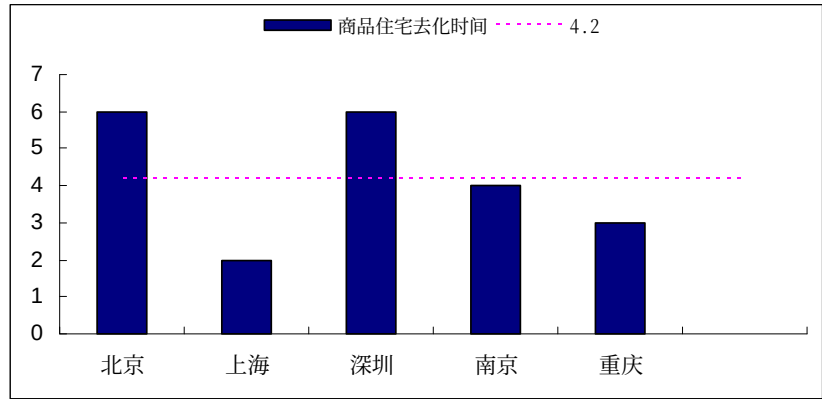
图 24 新开工面积



数据来源：wind 上海证券研究所

3、2010 年交易量回归正常化，去化库存
 存量商品住宅的平均去化时间在 4 个月附近，虽然房价的上涨对
 自住需求有所抑制，但 2010 年中期后供给的增加，这有利于市场恢
 复稳定发展，交易量回归正常。

图 25 商品住宅去化时间



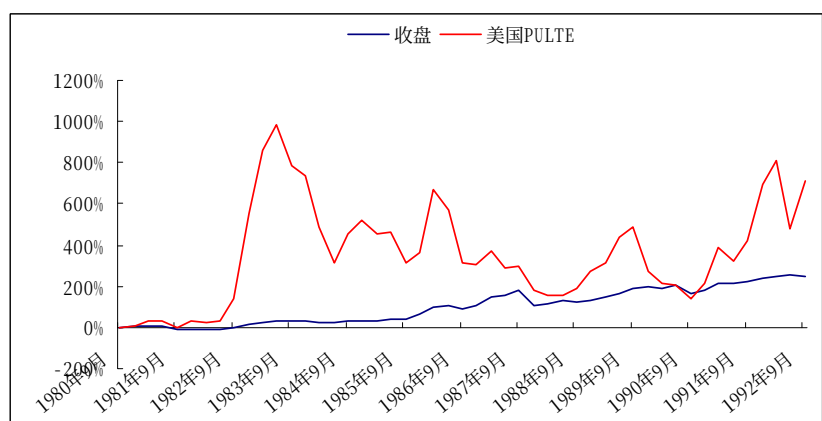
数据来源：上海证券研究所

三、行业估值、投资策略及重点股票

1、房地产股人口红利期能够跑赢大盘

2009 年我们提升行业评级为“有吸引力”，之后也验证了我们的判断的准确性，2010 年年度策略我们再次重申在人口红利期，我国 M2 保持在历史均值 18% 以上，房地产股能够跑赢大盘，只是强弱问题。虽然未来一年 M2 增速会下降，但业内普遍预期在 18% 左右，这就不会对房地产产生太大的冲击作用，前期流动性放松的效果将依然存在，未来一年通胀和人民币升值的预期都可能成为股价的催化剂。

图 26 1982 年 M2 增速上涨后美国龙头房地产股表现



数据来源：bloomberg 上海证券研究所

2、房地产股估值

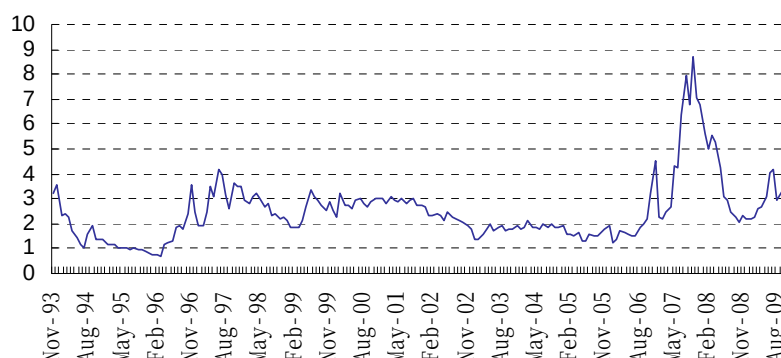
从市净率来看，目前 A 股龙头地产股在 3-4 倍，从历史来看，基本处于合理估值范围之内，但在上限位置。

表 2 房地产公司 PB 比较

公司名称	股票代码	股价	净资产	PBR
万科 A	000002	11.53	3.12	3.69
招商地产	000024	31.09	8.54	3.64
福星股份	000926	11.72	4.78	2.45
新潮实业	600777	6.87	1.94	3.55
收租类				
外高桥	600648	17.58	3.86	4.56
浦东金桥	600639	14.29	3.70	3.86

数据来源：上海证券研究所

图 27 万科历史市净率比较



数据来源：bloomberg 上海证券研究所

3、投资策略及重点股票

1、一线城市城市化率基本饱和，中小城市城镇化进程将加快。无论是经济规律和政策都在朝这个方向走，因此我们需要投资受益的二三线城市龙头股和有实力对二线城市进行渗透的全国龙头公司。中央会议提出促进大中小城市和小城镇协调发展，把重点放在加强中小城市和小城镇发展上，放宽中小城市和城镇户籍限制，将会有利于农业转移人口逐步在中小城镇就业和落户，有利于提高中西部地区的吸引力，缓解一线城市土地供给紧张和房价持续上涨的压力。可关注的股票：福星股份、新潮实业、华业地产、st 鲁置业、荣盛发展、招商

地产、万科 A。

1.1 福星股份（000926）受益于武汉城中村改造

公司是武汉地区市场占有率较高的房地产公司。公司着力于武汉城区的城中村改造项目。一般在项目的前期就一直跟踪培育，直到拿地开发，开发也是成熟一块，拿一块，付地款。福星国际城最快今年开始贡献业绩，三角路项目也有重大进展，标志着公司这种独特的拿地发展模式越来越成熟。公司的房地产项目布局，以武汉为中心，周边三线城市为辅，目前的项目足够公司未来四年的发展。未来两年主要贡献利润的水岸星城销售顺利，福星国际城一期也将开盘，建设也在如期进行。

表 3 福星股份预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3338	3201	4038	5185
年增长率 (%)	35	-4	26	28
归属于母公司的净利润	317	330	334	417
年增长率 (%)	20	4	1	25
每股收益 (元)	0.60	0.47	0.47	0.59
PER (X)	14	18	18	15

注：有关指标按最新总股本计算

1.2 新潮实业（600777）烟台龙头公司

新潮实业是烟台地区龙头公司，土地储备成本低廉；公司追求品质，品牌效应突出；未来两年可售面积大幅增长；公司经营稳健，管理层执行力较强。

表 4 新潮实业预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	995	1210	685	2283
年增长率 (%)	-24	22	-43	233
归属于母公司的净利润	-113	17	56	188
年增长率 (%)	-	-	228	233
每股收益 (元)	-0.18	0.03	0.09	0.30
PER (X)	-	229.00	76.33	22.90

注：有关指标按最新总股本计算

1.3 招商地产（000024）积极扩大规模的全国龙头公司

招商地产作为一家全国性龙头公司，从 2009 年开发销售规模进入一个新台阶，目前销售情况良好。公司经营稳健，土地储备不但价格低廉，平均楼面价为 2764 元/平米，而且土地资源都较为优质。公司受益于深圳市政府对前海的土地规划。

表 5 招商地产预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4111	3573	8654	10413
年增长率 (%)	46	-13	142	20
归属于母公司的净利润	1157	1227	1711	2059
年增长率 (%)	83	6	39	20
每股收益 (元)	1.62	0.71	1.00	1.20
PER (X)	19.19	43.79	31.09	25.91

注：有关指标按最新总股本计算

2、因此我们需要投资一线城市持有类地产公司。目前一线城市城市化水平已到达饱和值，北京、上海、广州、深圳皆已超过 80%，城市化的外延式增长基本结束，未来发展主要依靠内涵式增长，核心城市的服务业将得到进一步的发展，商务地产未来将保持高速发展。这四个一线城市 2002-2008 年商务地产价格的年均增长率均值低于 5%，同期住宅价格均值高于 10%，在上海个别地区甚至出现了倒挂现象，住宅价格高于商务地产价格。因此，商业地产的空间较大，观察日本等发达国家，当一线城市服务业发展进入发展期，同时房地产行业进入成熟发展阶段，商业地产进入高速发展期。可关注：外高桥等公司。

2.1 外高桥 (600648) 资源需要重估

公司在高桥有 500 万平米的权益土地储备，在启东工业园区，公司拥有 60%的股权，工业园区规划 5 平方公里，长江隧桥的开通，公司的土地储备有重估的必要，未来 2012 年崇启大桥启动，公司将进一步获益。

我们预计外高桥 10 年 EPS 至 0.78 元，对应市盈率为 23 倍，RNAV 为 21 元/股，目前估值较为低估，维持“超强大市”评级。

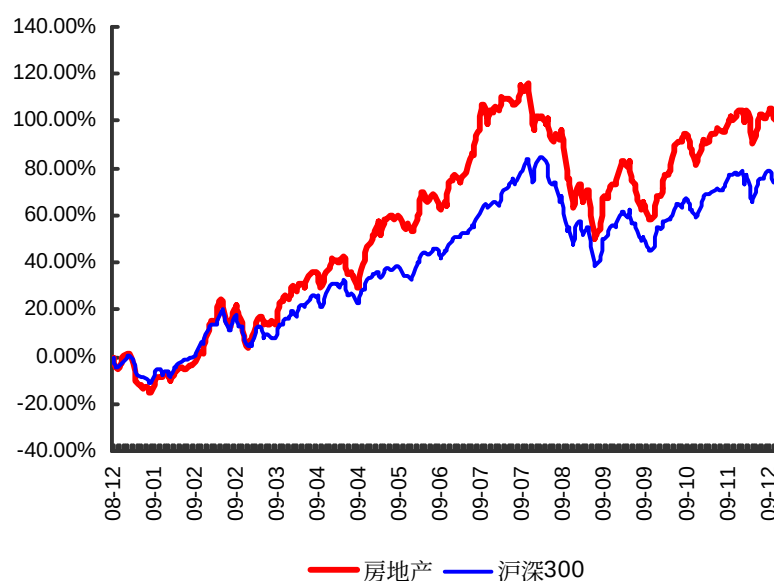
表 6 外高桥预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	985	8553	7229	11229
年增长率 (%)	106	768	-15	55
归属于母公司的净利润	11	242	218	778
年增长率 (%)	-15	2300	-10	257
每股收益 (元)	0.01	0.24	0.21	0.78
PER (X)	1758	73.25	83.71	22.54

注：有关指标按最新总股本计算

3、目前 A 股房地产股 2010 年 NAV 溢价在 20%左右。估值在合理范围内。我们认为明年房地产股的表现将回归历史平均水平。

图 28 房地产股 1 年以来的涨幅



数据来源: wind 上海证券研究所

表 7 房地产行业相对估值比较

公司名称	代码	股价	EPS				PER	
			08A	09E	10E	08X	09X	10X
万科 A	000002	11.53	0.37	0.44	0.61	31.16	26.20	18.90
招商地产	000024	31.09	0.71	1	1.2	33.80	31.09	25.91
保利地产	600048	24.90	0.7	0.77	1.16	35.57	32.34	21.47
冠城大通	600067	16.52	0.6	0.6	0.9	27.53	27.53	18.36
荣盛发展	002146	20.28	0.46	0.53	0.65	44.09	38.26	31.20
华发股份	600325	22.00	0.88	0.9	1	25.00	24.44	22.00
金地集团	600383	15.48	0.64	0.78	0.88	24.19	19.85	17.59
泛海建设	000046	16.19	0.09	0.34	0.58	179.89	47.62	27.91
苏宁环球	000718	17.35	0.34	0.44	0.6	51.03	39.43	28.92
样本均值						50.25	31.86	23.58
public storge	美国	76.81		2.82	2.56		27.24	30.00
SPSB	马来西亚	3.60		0.16	0.17		22.50	21.18
mitsub	日本	1446.00		37.86	43.58		38.19	33.18

数据来源: bloomberg, 上海证券研究所

风险

通胀预期和人民币升值预期使房地产进入非理性上涨 ; 政府政策没有及时收紧, 泡沫加速扩大。

分析师承诺

分析师 郭昌盛 沈莉 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。