

房地产行业

政策或逐步收缩，上半年好于下半年 ——2010 年房地产行业投资策略

投资要点:

- **2010 年的房地产政策将呈现结构性调整。**回顾了现有政策，分析了 2010 年的政策走向。2010 年房地产政策的结构性调整主要体现在两个方面：一是 2008 年下半年以来出台的刺激政策将分类别、分阶段采取不同程度的收缩或延续；二是针对不同区域房地产发展的不同状态给与区别对待。
- **2009 年房地产行业的特点。**2009 年房地产行业处在最宽松的政策环境下，楼市逆势超预期回暖，房地产开发商资金充裕，在土地市场上频频制造地王。年底在政策猜测期中，板块估值有所回归，目前基本处于正常区间。
- **2010 年房地产行业趋势判断。**2010 年房地产开发投资、行业景气度仍将上升。随着城镇化进程的推进，行业潜在需求仍然旺盛，但由于房价收入比偏高，可能抑制潜在需求的有效释放。行业短期供给依然不足，但明年下半年可能会有所缓解。随着经济的回升，政策的调整，明年下半年，行业可能会面临收缩，但幅度不会太大。
- **投资策略。**2010 年房地产市场整体呈现先松后紧的态势。因此，上半年可能存在结构性的交易型机会。在行业评级上，上半年给与“强于大势”的评级，下半年给与“中性”评级。个股选择上，我们遵循以下三条投资主线：**政策线：**鉴于房地产和经济发展的区域不均衡性，对于房价相对合理或涨幅不大的地区，房地产政策可能会适度放宽。中央经济工作会议提出放宽中小城市和城镇户籍限制，稳步推进城镇化，这同样有利于二三线地产龙头。基于上述原因，我们推荐云南城投、中南建设、福星股份；**资源、业绩线：**包括两类公司一类是 2009 年预售帐款多，全年业绩有保障的公司，如招商地产、滨江集团。另一类是可售可结资源多，2010 年、2011 年业绩会有大幅增长的公司，如卧龙地产、冠城大通；**估值线：**寻找在行业中具备估值优势的公司，如万通地产，公司质地优良，目前在板块内相对估值偏低。

请务必阅读正文之后的重要声明



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

行业评级 强于大势 (调高)

静态市盈率: 48.92

动态市盈率: 31.19

行业表现 2009.12.10



评价周期 1 个月 6 个月 12 个月

绝对表现 (%) 1.05 19.03 101.46

相对表现 (%) (1.58) (2.91) 24.18

资料来源: 爱建证券研究部

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
招商地产	推荐	0.71	1.06	1.56
滨江集团	推荐	0.58	0.59	0.82
万通地产	推荐	0.52	0.49	0.58
云南城投	推荐	0.20	1.86	2.62
中南建设	推荐	0.09	0.77	1.27
福星股份	推荐	0.55	0.53	0.67
冠城大通	推荐	0.30	0.55	1.02
卧龙地产	推荐	0.31	0.45	0.89

资料来源: 公司数据

左红英 张欣

电话

邮箱

行业研究员

021-32229888*3506

zuohongying@ajzq.com

相关报告

- 《房地产行业月报》 每月初
- 《房地产行业 2008 年 4 季度投资策略》20080923
- 《2009 年房地产行业投资策略》 20091217
- 《2009 年 2 季度房地产行业投资策略》 20090323
- 《2009 年下半年房地产行业投资策略》 20090615

内容目录

一、2009 年主要观点的回顾.....	4
二、延续或更新的观点：关于政策	4
三、2009 年房地产行业的特点.....	7
■ 政策面达到历史最宽松状态	7
■ 楼市超预期地回暖	7
■ 资金充裕，地王频现	11
■ 板块估值	14
四、2010 年行业趋势判断.....	15
■ 房地产开发投资、行业景气度仍将上升.....	15
■ 潜在需求依然旺盛	16
■ 偏高的房价收入比制约了潜在需求的有效释放.....	17
■ 短期供给依然不足，明年下半年将有所缓解.....	18
■ 2010 年下半年可能会有收缩，但深幅调整概率较低.....	19
五、投资策略	24
六、重点推荐公司：	24
■ 招商地产 (000024)	24
■ 滨江集团 (002244)	26
■ 万通地产 (600246)	27

图表目录

图表 1：2008 年以来房地产相关刺激政策及其变动可能性.....	5
图表 2：各地房屋销售价格指数（当月同比%）	6
图表 3：各地房地产开发投资额累计同比 I（%）	6
图表 4：各地房地产开发投资额累计同比 II（%）	7
图表 5：上海商品房销售面积（万平方米）和住宅成交均价（元/平方米）	8
图表 6：北京期房和现房网上签约面积（万平方米）	8
图表 7：深圳一手房销售面积（万平方米）和均价（元/平方米）	8
图表 8：天津商品房成交面积（万平方米）和均价（元/平方米）	9
图表 9：杭州商品房成交面积（万平方米）和均价（元/平方米）	9
图表 10：南京住宅成交面积（万平方米）	9
图表 11：武汉商品房销售面积（万平方米）和均价（元/平方米）	10
图表 12：西安商品房销售面积（万平方米）和均价（元/平方米）	10
图表 13：厦门住宅成交面积（万平方米）和均价（元/平方米）	10

图表 14: A 股房地产上市公司货币资金 (合计) (单位: 亿元)	11
图表 15: A 股房地产上市公司预收帐款 (合计) (单位: 亿元)	11
图表 16: A 股房地产板块现金流 (单位: 元)	12
图表 17: A 股房地产上市公司实施增发概况.....	12
图表 18: 2009 年 A 股房地产上市公司增发概况.....	12
图表 19: 全国重点城市平均地价水平 I (单位: 元/平方米)	12
图表 20: 全国重点城市平均地价水平 II (单位: 元/平方米)	13
图表 21: 万科新增土地建筑面积及楼面地价 (当月值) (单位: 元/平方米)	13
图表 22: 保利地产新增建筑面积 (万平方米) 及楼面地价 (元/平方米)	13
图表 23: 静态市盈率	14
图表 24: 动态市盈率	14
图表 25: 市净率	14
图表 26: 全国房地产开发投资额累计同比 (%)	15
图表 27: 国房景气指数	15
图表 28: 全国城镇人口比重 (%)	16
图表 29: 因城镇化而增加的住房需求和商品房销售面积对比 (万平方米)	16
图表 30: 房价收入比 I	17
图表 31: 房价收入比 II	17
图表 32: 房价收入比 III	18
图表 33: 本年购置土地面积 (万平方米)	18
图表 34: 房屋新开工面积 (万平方米)	19
图表 35: 房屋竣工面积 (万平方米)	19
图表 36: 国内生产总值	20
图表 37: 固定资产投资	20
图表 38: 社会消费品零售总额	20
图表 39: 进出口	21
图表 40: 金融机构新增人民币贷款.....	21
图表 41: 上半年金融机构新增人民币贷款占全年的比重.....	22
图表 42: 居民消费价格指数	22
图表 43: 全国房屋销售价格指数	23
图表 44: 四大一线城市成交均价	23
图表 45: 招商地产股价走势和 PE Bands.....	25
图表 46: 滨江集团股价走势和 PE Bands.....	26
图表 47: 万通地产股价走势和 PE Bands.....	27

一、2009 年主要观点的回顾

在2009年房地产行业投资策略报告中，我们将焦点放在了政策上。我们主要提出了以下观点：

- 房地产行业景气周期与经济周期具有紧密关联性，而国家政策干预能在一定程度上改变房地产行业的景气周期。
- 为了保增长，政府短期内会采取特别手段，刺激投资、刺激房产；从长期来看，国家产业结构调整之后，房地产行业“绑架”经济的格局将被打破。
- 保障性住房市场和商品房市场的二元市场结构亟待完善。保障性住房市场和商品房市场的二元市场结构的完善，既可解决民生问题，又可扭转舆论对房地产行业和开发商的看法，从而保证房地产市场长期健康、可持续发展。
- 成熟的房地产市场应该是一个具有较高行业进入壁垒的寡头垄断的市场。国家出台的一系列政策将引导房地产行业向着更加理性和健康的方向发展。

在2009年即将结束的时候，我们再次回顾一年前的观点。

预料之中，国家政策的干预的确改变了房地产行业的景气周期。但是，出乎我们预料的是其影响的速度和力度远远超出了我们当时的预期。在2008年低迷的经济形势下，我们提出为了保增长，政府短期内会采取特别手段、刺激投资。我们曾预测了2009年可能出台的房地产相关政策。除了降息以外，其余政策基本都在2009年全国或部分地区的房地产市场推出了。2009年住房和城乡建设部继续加大保障性住房的建设和支持力度。保障性住房市场的建设是大势所趋。诚如之前所述，保障性住房市场的完善，既可解决民生问题，又可扭转舆论对房地产行业和开发商的看法，从而保证房地产市场长期健康、可持续发展。2009年的房地产市场并没有出现明显的收购兼并现象，但是大型开发商的市场份额在逐步提升。银行在信贷方面依然倾向于大型优质开发商。优胜劣汰下的行业整合将是一个漫长的过程。

二、延续或更新的观点：关于政策

正如市场所验证的，国家政策的干预可以改变行业的景气周期。但是我们认为，随着市场的日趋成熟，政策干预的力度和频率会逐渐降低。政策会更灵活，弹性会更大。而2010年的房地产政策将呈现结构性调整，主要体现在两个方面：一是2008年下半年以来出台的刺激政策将分类别、分阶段采取不同程度的收缩或延续；二是针对不同区域房地产发展的不同状态给与区别对待。

回顾2008年以来出台的房地产刺激政策，部分政策在出台的时候已经有时时间限制，如改善型住房贷款比照首套房优惠政策执行、出售普通住房的营业税减免从原来的5年减少至2年。这两项政策均明文指出“暂定执行至2009年12月

31日”。而其余优惠政策均只有“自某年某月某日起”，而并无截止日期。因此，对于这些政策的收缩在时间上也会有所区别。我们判断，最早收缩的将是营业税的减免和改善型住房的房贷优惠。原因除了这两项政策本身有执行期限外，最主要的还是这两项政策最易刺激投资和投机型需求。基准利率的调整则对宏观经济形势的依赖度更大，其过程也将更为漫长。居民首套住房未来仍将是政策支持的对象。但在实际操作过程中，其贷款审批的难易度、首付成数以及贷款优惠程度将受到贷款银行信贷规模、信贷结构等因素的影响。其他交易税费在房地产交易中所占比例并不大，对房地产市场的心理影响大于实质影响。对于房地产开发资本金比例，我们认为短期内不会有大的变动。一则该政策出台至今不到半年，从政策的连续性和稳定性来讲，不会这么快的有所变动；二则房地产开发投资虽然有所回升，但仍未恢复至历史平均水平，且经济的复苏仍需要房地产开发投资及其对上下游行业的拉动作用。

除了上述明文规定的全国性的优惠政策之外，在房地产市场低迷期，各地也纷纷出台房地产刺激政策。由于各地经济基础及其发展水平的差异，今年以来房地产市场的复苏，各地也冷暖不一，对经济的带动作用也有很大差异。因此，我们认为，如果房地产政策有所调整，也将考虑这一差异。根据各地的不同情况，在房地产投资仍未明显复苏的地区，对于已经推出的优惠政策给与延期或变相优惠措施。近期吉林、湖南等地宣布将房地产优惠政策延期一年也部分印证了这一判断。而对于北京、上海、深圳等房地产恢复迅速的地区可能会提前实施部分收缩政策。

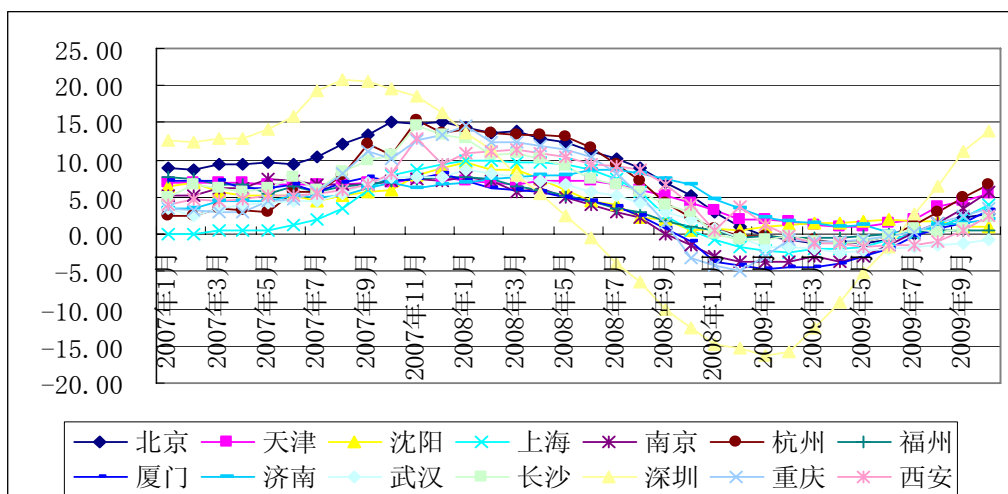
图表1：2008年以来房地产相关刺激政策及其变动可能性

序号	主要内容	变动可能性
1	央行先后数次下调贷款基准利率和住房公积金贷款利率	过程相对漫长
2	财政部、国家税务总局两部委明确，从2008年11月1日起，对个人首次购买90平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到1%；对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。地方政府可制定鼓励住房消费的收费减免政策。	心理影响大于实质影响
3	中国人民银行10月22日公告，从2008年10月27日起，个人住房公积金贷款利率下调0.27个百分点；居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房贷款利率的下限可扩大为贷款基准利率的0.7倍，最低首付款比例调整为20%。	未来仍将是政策支持的对象
4	国务院办公厅《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》： 加大对自住型和改善型住房消费的信贷支持力度。对已贷款购买一套住房，但人均住房面积低于当地平均水平，再申请贷款购买第二套用于改善居住条件的普通自住房的居民，可比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。对其他贷款购买第二套及以上住房的，贷款利率等由商业银行在基准利率基础上按风险合理确定。	最早收缩的将是营业税的减免（国务院常务会议已提出征免时限恢复到5年）和改善型住房的房贷优惠。

	将原个人购买普通住房超过 5 年（含 5 年）转让免征营业税，改为超过 2 年（含 2 年）转让免征营业税；将个人购买普通住房不足 2 年转让的，由按其转让收入全额征收营业税，改为按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税。将原个人购买非普通住房超过 5 年（含 5 年）转让按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税，改为超过 2 年（含 2 年）转让按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税；个人购买非普通住房不足 2 年转让的，仍按其转让收入全额征收营业税。 以上政策暂定执行至 2009 年 12 月 31 日。	
5	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》：自 2009 年 5 月 25 日起对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整，其中保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。其他项目的最低资本金比例为 20%。	短期内不会有大变动

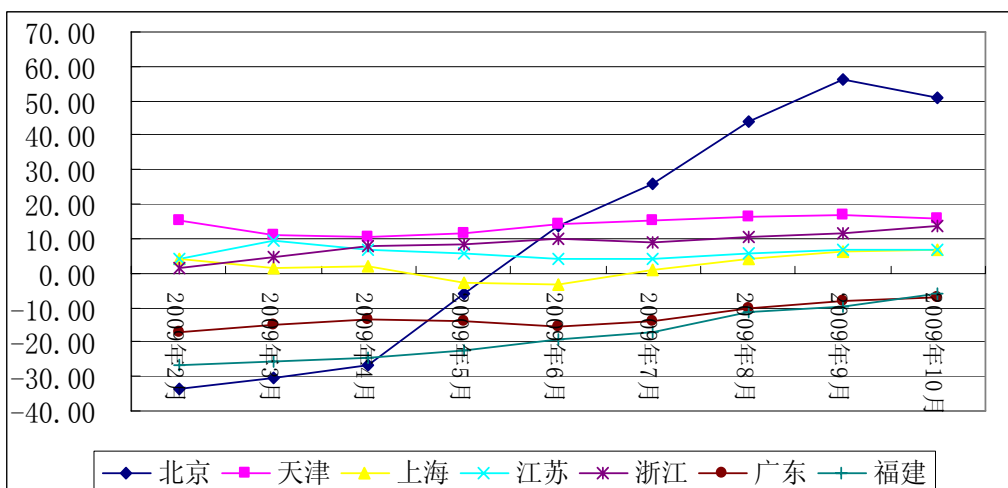
数据来源：爱建证券研发部整理

图表2：各地房屋销售价格指数（当月同比%）



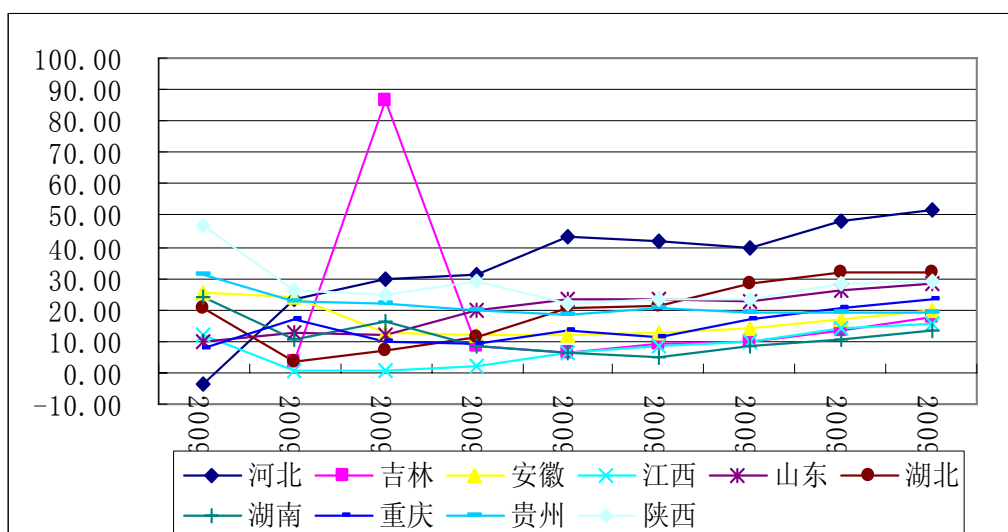
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表3：各地房地产开发投资额累计同比 I（%）



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表4：各地房地产开发投资额累计同比Ⅱ（%）



数据来源：wind，爱建证券研发部

三、2009 年房地产行业的特点

■ 政策面达到历史最宽松状态

在2008年底的一系列刺激楼市政策下，2009年的房地产市场迎来了堪称历史最宽松的政策环境。

在拿地环节，根据原来的土地出让政策，开发商必须在缴清全部土地出让金后才可以拿到土地使用权证。2008年由于楼市低迷导致土地市场不振，底价成交和流拍现象频现。为刺激土地市场，很多城市以不同的形式对开发商购地给予优惠。

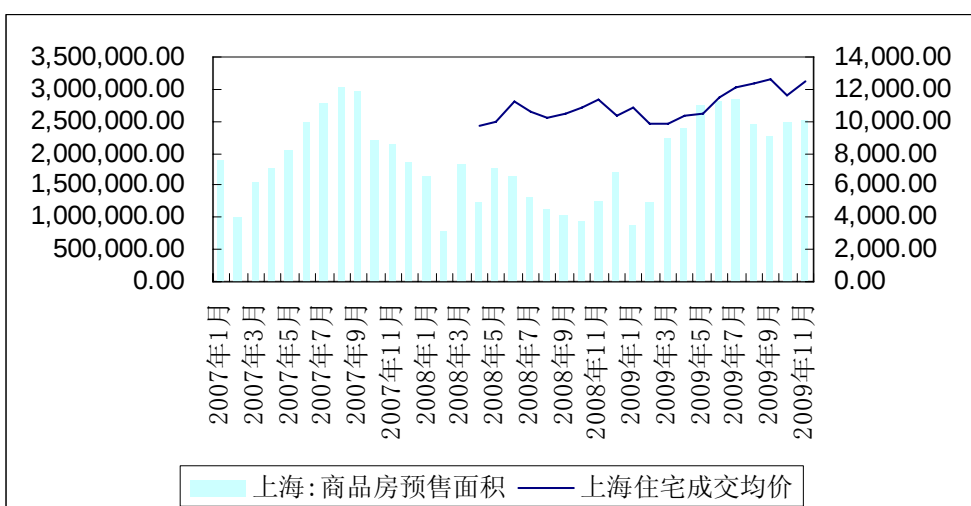
在开发环节，自2009年5月25日起对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整，其中保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%。其他项目的最低资本金比例为20%。

在交易环节，对房地产交易税费进行了减免，并给予地方制定鼓励住房消费的收费减免政策。加大对自住型和改善型住房消费的支持力度，下调贷款利率下限至基准利率的0.7倍，最低首付款比例调整至20%。大幅提高了居民的购买力。

■ 楼市超预期地回暖

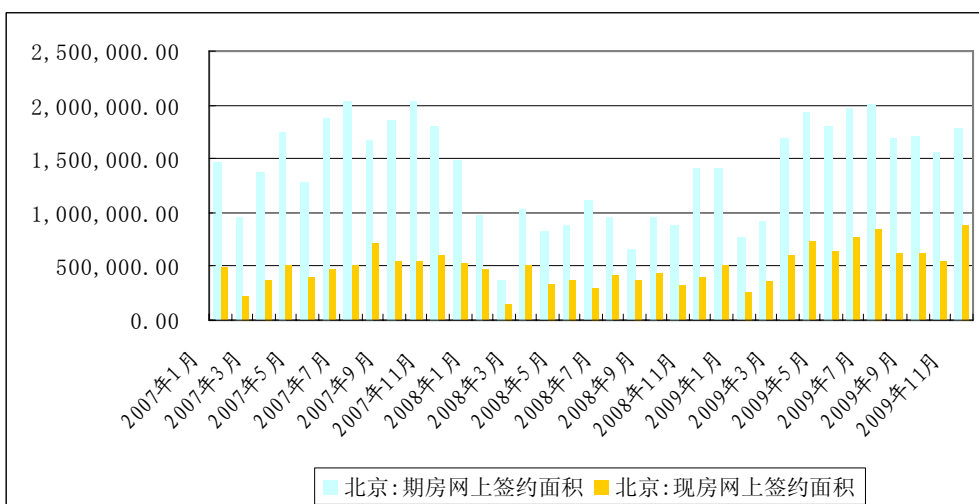
在超宽松的政策环境下，2009年春节过后，楼市超预期地迅速回暖，房地产销售量和销售价格大幅攀升。部分城市2009年的房屋销售量超过2007年已成定局，房屋销售价格也创下新高。

图表5：上海商品房销售面积（万平方米）和住宅成交均价（元/平方米）



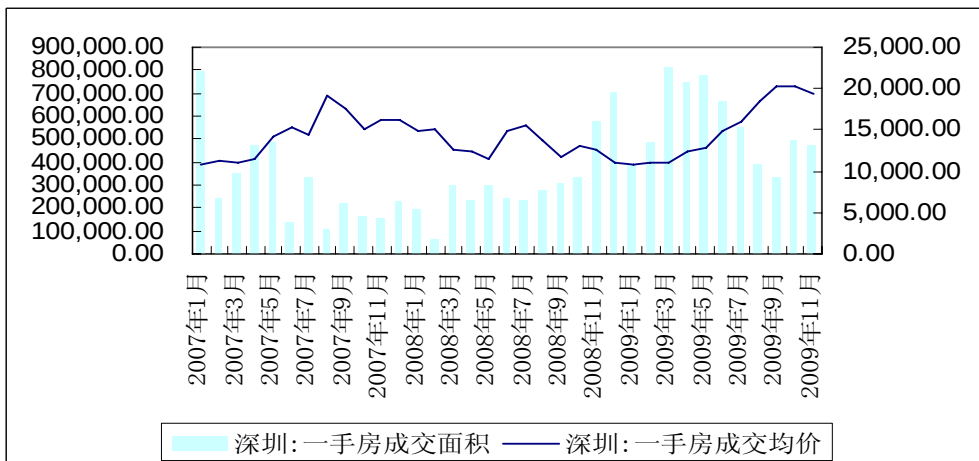
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表6：北京期房和现房网上签约面积（万平方米）



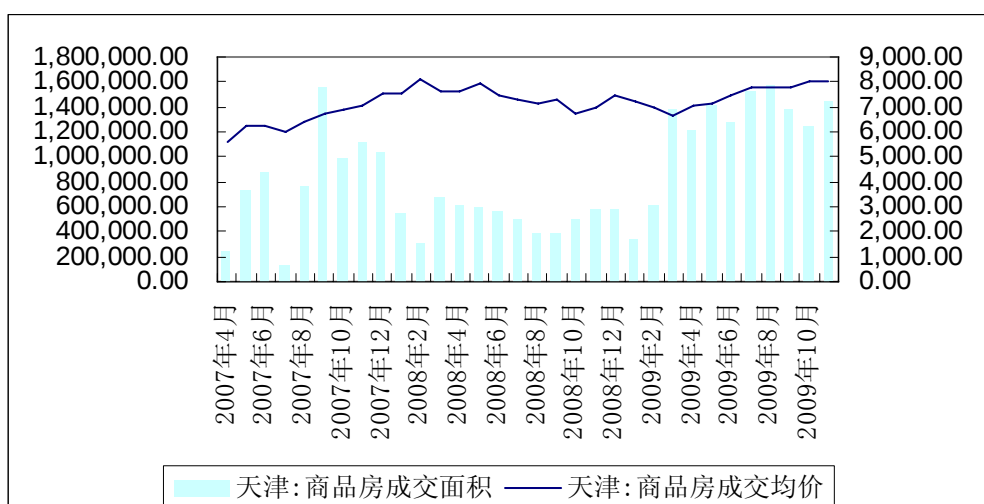
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表7：深圳一手房销售面积（万平方米）和均价（元/平方米）



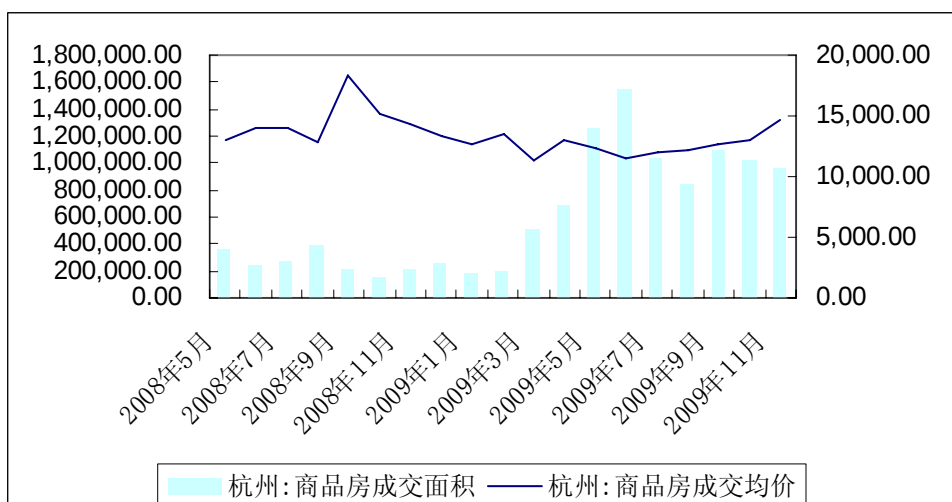
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表8：天津商品房成交面积（万平方米）和均价（元/平方米）



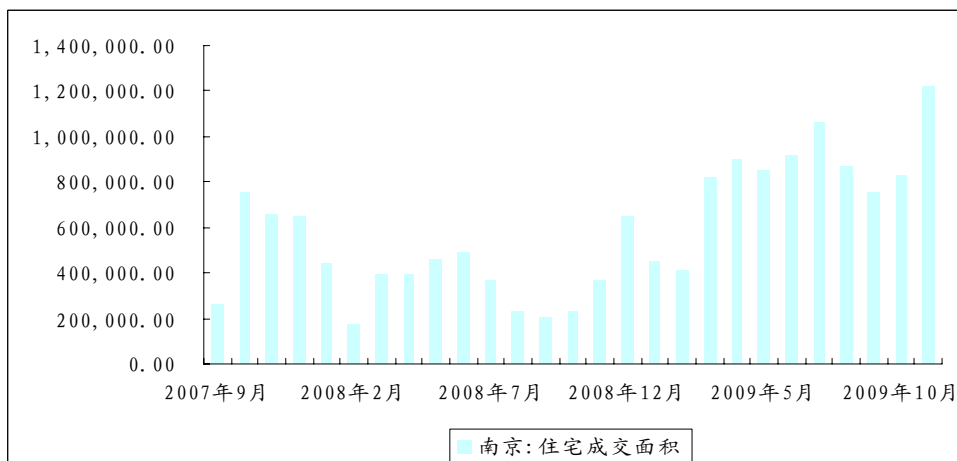
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表9：杭州商品房成交面积（万平方米）和均价（元/平方米）



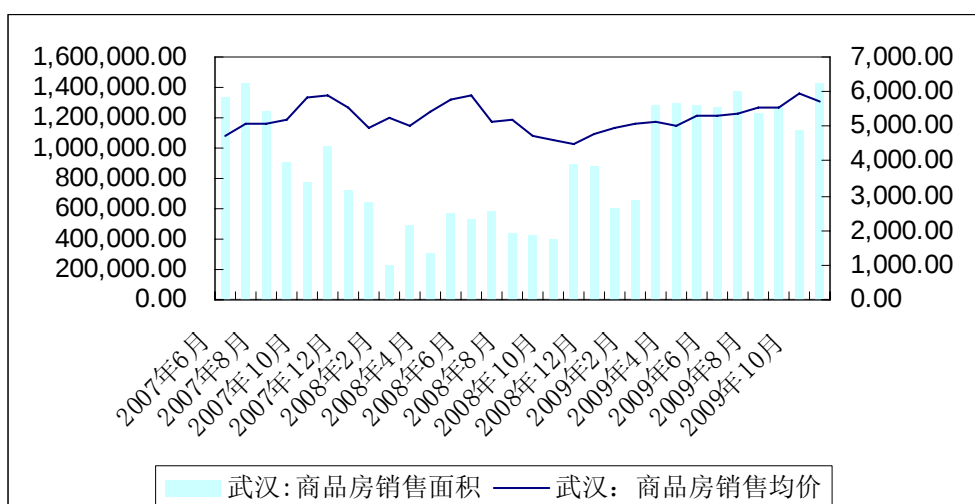
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表10：南京住宅成交面积（万平方米）



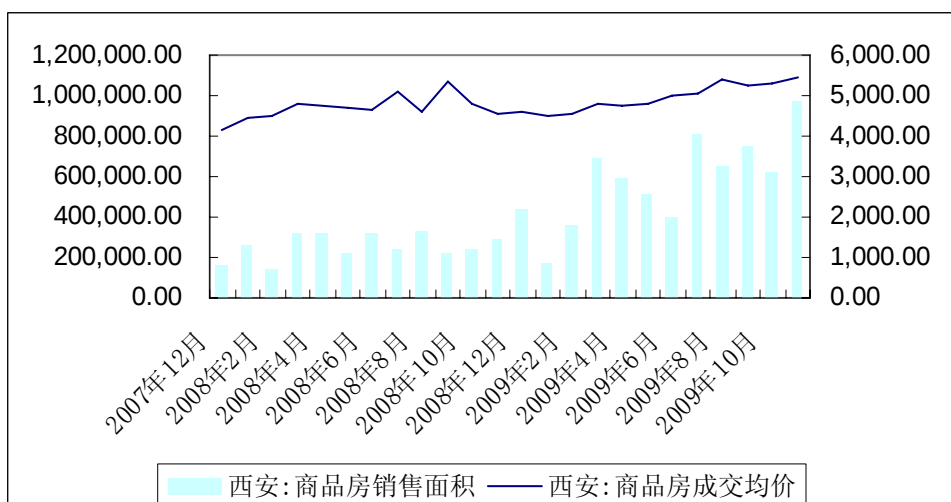
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表11: 武汉商品房销售面积(万平方米)和均价(元/平方米)



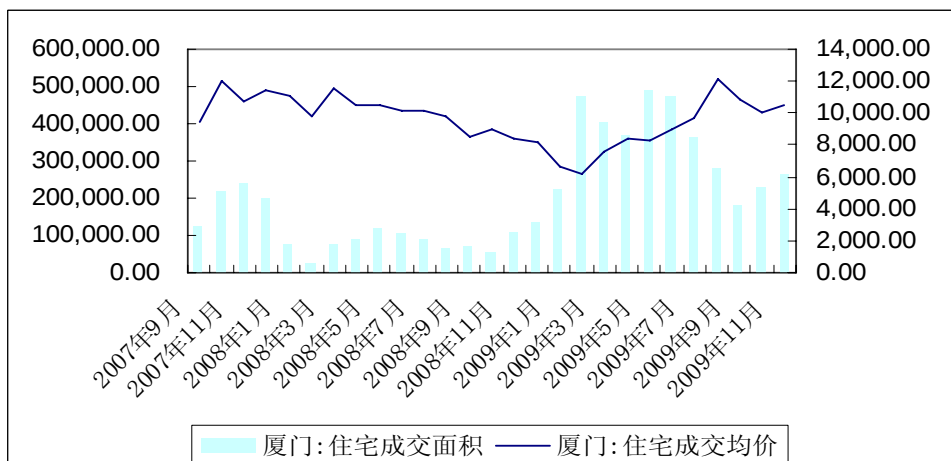
数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表12: 西安商品房销售面积(万平方米)和均价(元/平方米)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表13: 厦门住宅成交面积(万平方米)和均价(元/平方米)

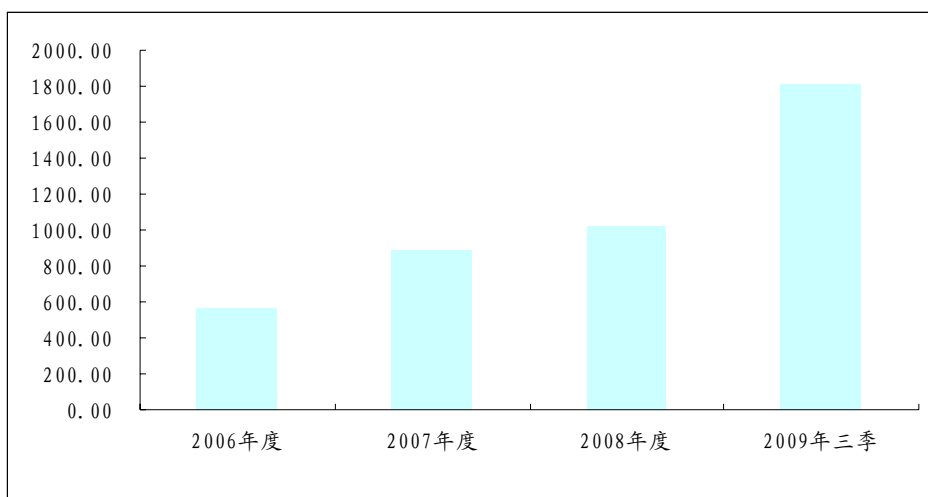


数据来源: wind, 爱建证券研发部

■ 资金充裕，地王频现

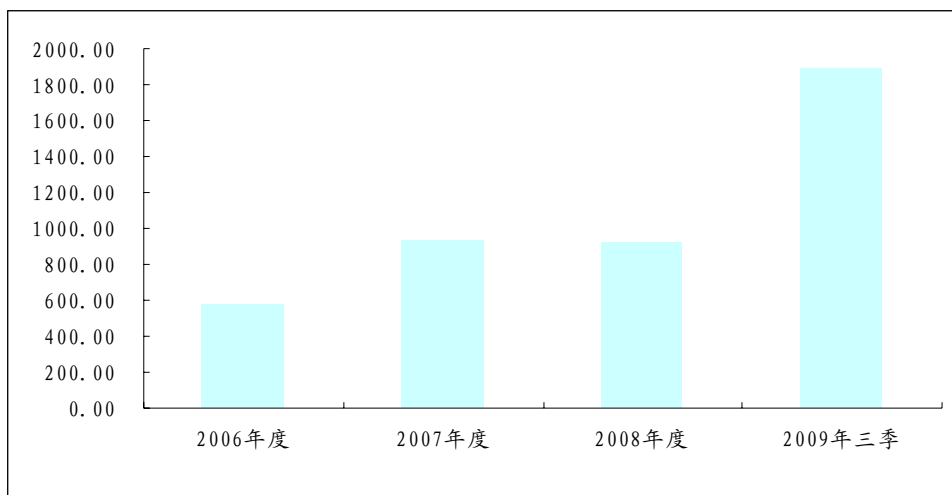
随着楼市的超预期回暖，房地产开发公司获得了大量的销售回款。同时，在天量信贷资金和政策支持下，房地产开发公司的资金状况迅速改善，从原来濒临资金链断裂的困境迅速转化为资金宽裕的好日子，可谓冰火两重天。除此之外，房地产公司IPO、增发、发债等融资不断。手握巨额资金的房企在土地市场上呼风唤雨，创造了一个又一个地王。

图表14：A股房地产上市公司货币资金（合计）（单位：亿元）



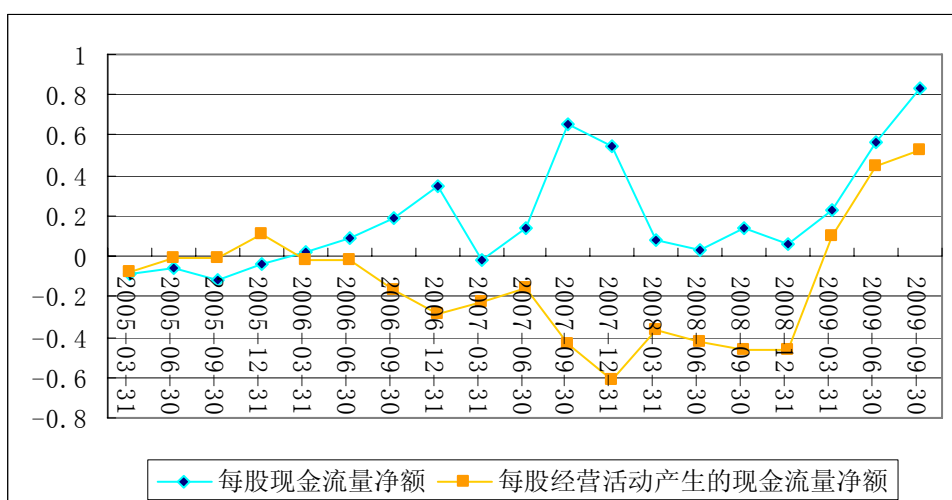
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表15：A股房地产上市公司预收帐款（合计）（单位：亿元）



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表16: A股房地产板块现金流(单位:元)



数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表17: A股房地产上市公司实施增发概况

	企业数(个)	募集金额(亿元)
2007年	27	431.35
2008年	19	584.75
2009年	12	439.5

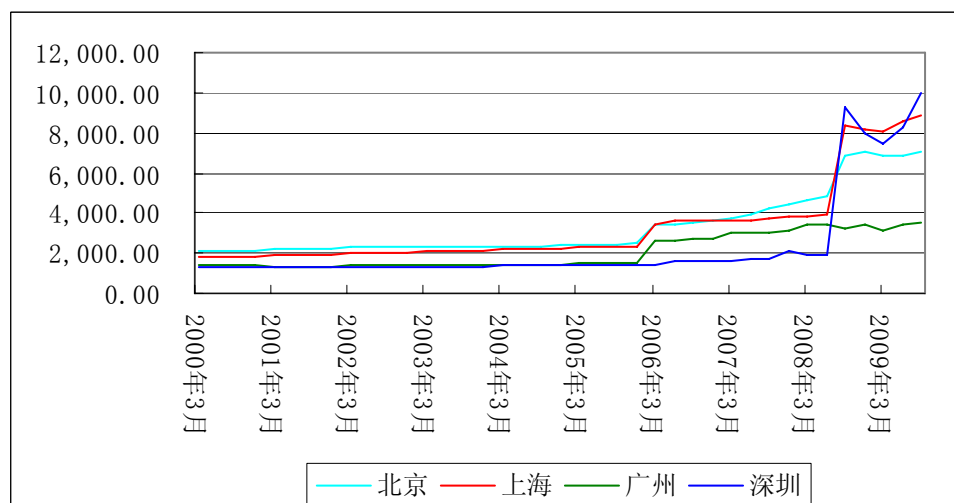
数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表18: 2009年A股房地产上市公司增发概况

增发进度	企业数(个)
董事会预案	4
股东大会通过	26
实施	12

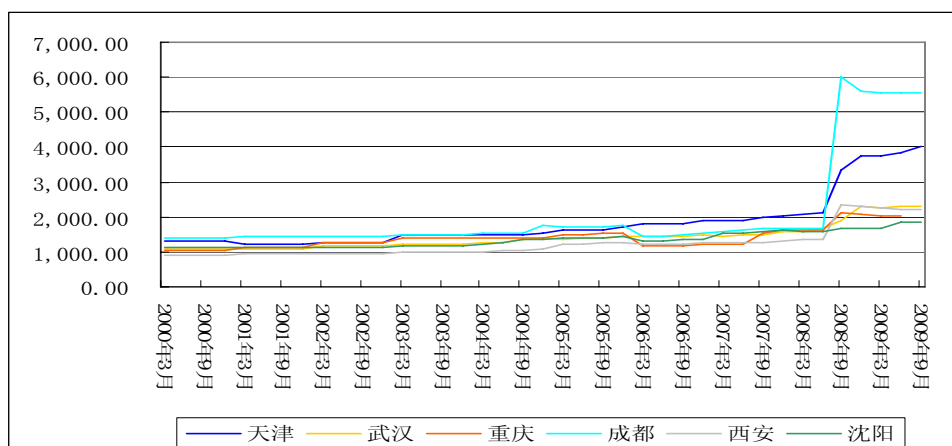
数据来源: wind, 爱建证券研发部

图表19: 全国重点城市平均地价水平 I (单位:元/平方米)

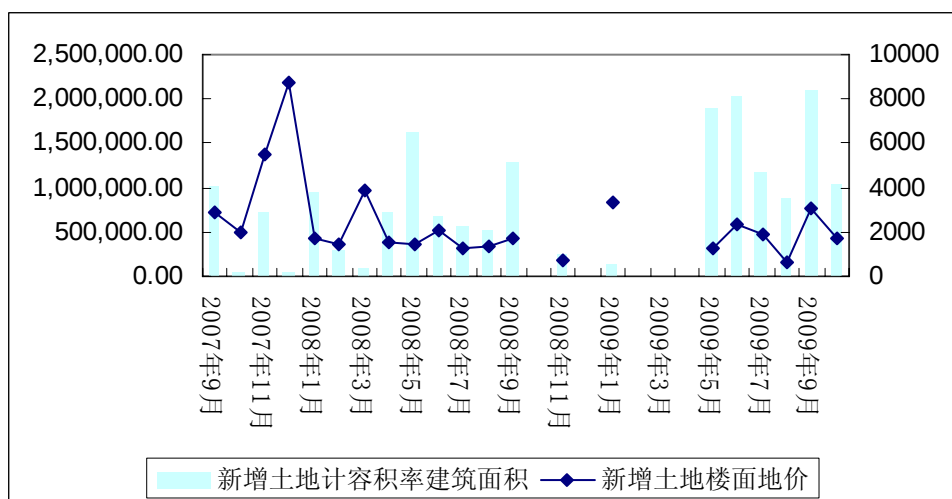


数据来源: wind, 爱建证券研发部

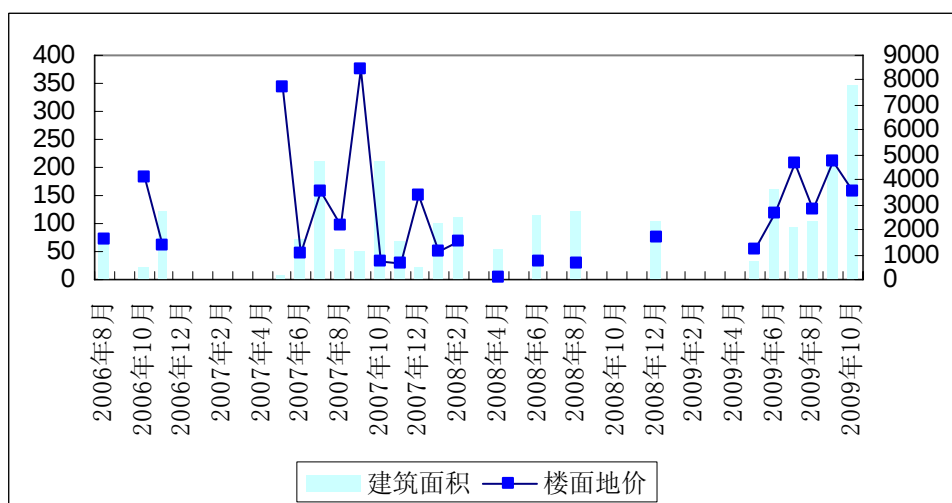
图表20：全国重点城市平均地价水平 II（单位：元/平方米）



图表21：万科新增土地建筑面积及楼面地价（当月值）（单位：元/平方米）



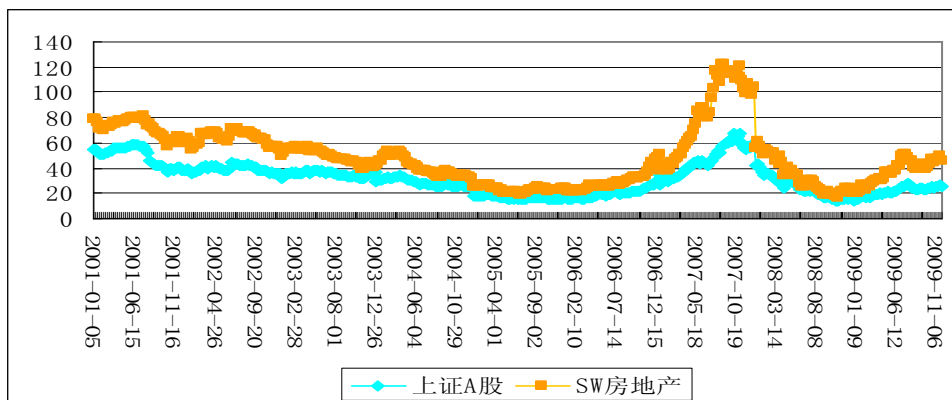
图表22：保利地产各月新增建筑面积（万平方米）及楼面地价（元/平方米）



■ 板块估值

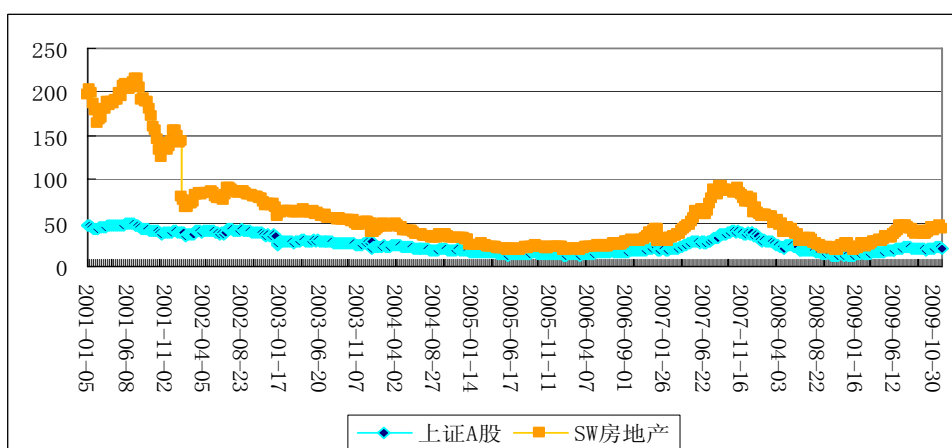
在楼市的热火朝天中，2009年房地产板块也一度领涨大盘，板块估值也随之提升。目前板块估值处于历史平均水平附近，估值处于合理区间。

图表23：静态市盈率



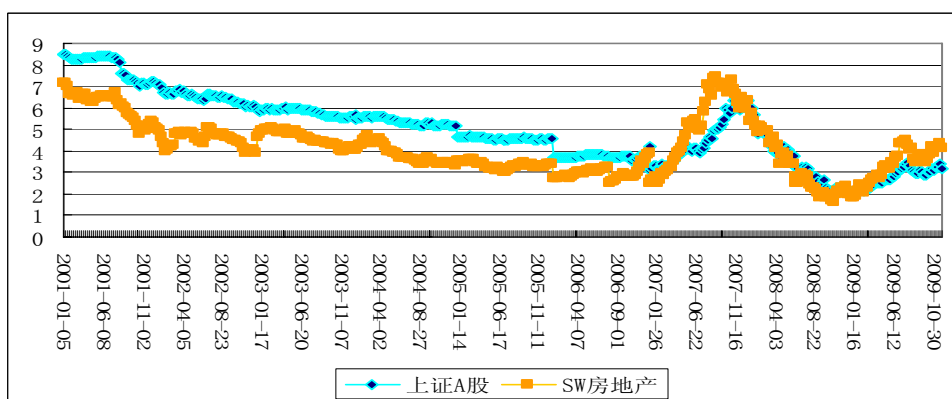
数据来源：wind

图表24：动态市盈率



数据来源：wind

图表25：市净率



数据来源：wind

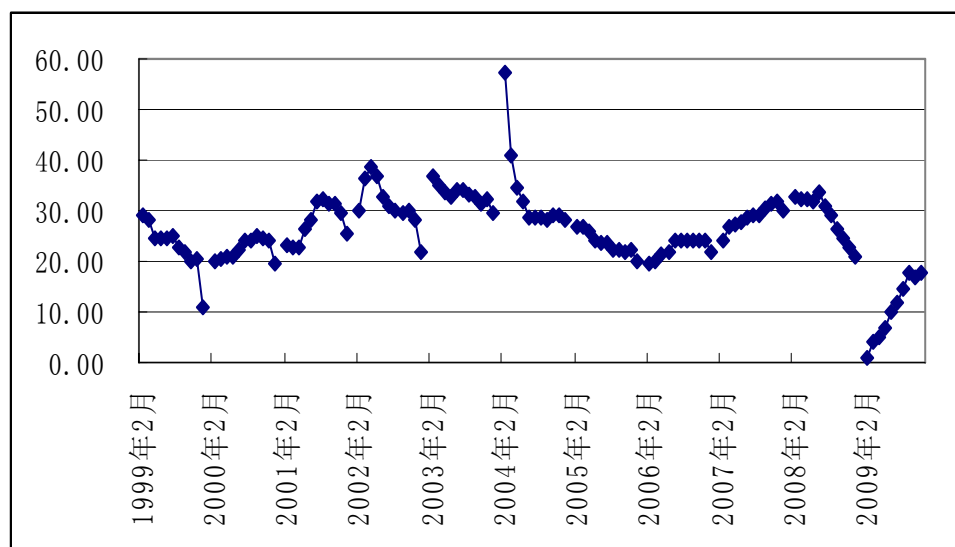
四、2010 年行业趋势判断

■ 房地产开发投资、行业景气度仍将上升

全国房地产开发投资增速从2008年7月开始下滑，2009年2月跌至1999年以来的最低点，增速仅为1%。虽然之后一直处于复苏通道，但截至2009年11月，该增速也仅为17.8%，仍低于历史平均增速，预计2010年该指标仍将攀升。

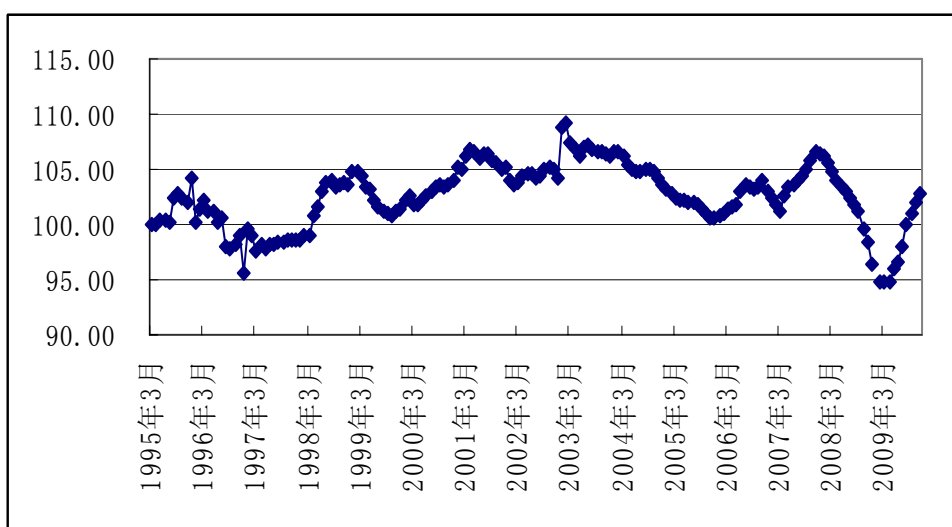
国房景气指数从2007年12月份开始回落，直至2009年3月降至1998年以来的最低点，之后开始回升，截至2009年11月，该指标已连续4个月回升至景气临界点之上。预计2010年该指标仍将回升。

图表26：全国房地产开发投资额累计同比（%）



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表27：国房景气指数

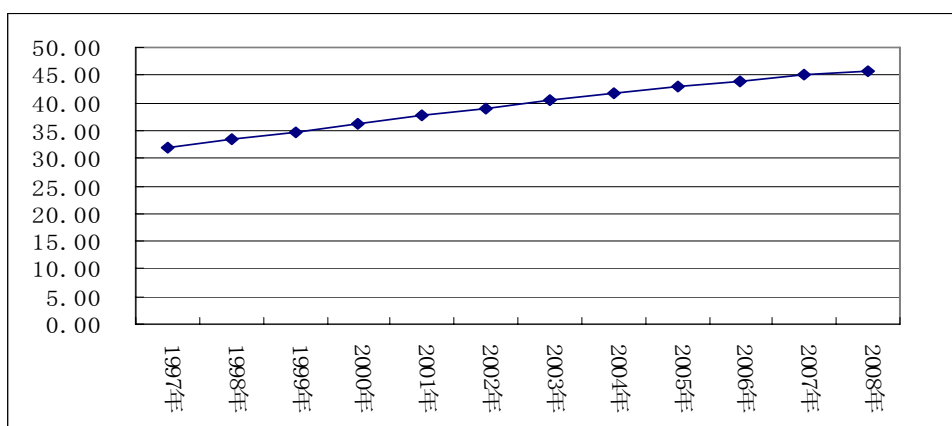


数据来源：wind，爱建证券研发部

■ 潜在需求依然旺盛

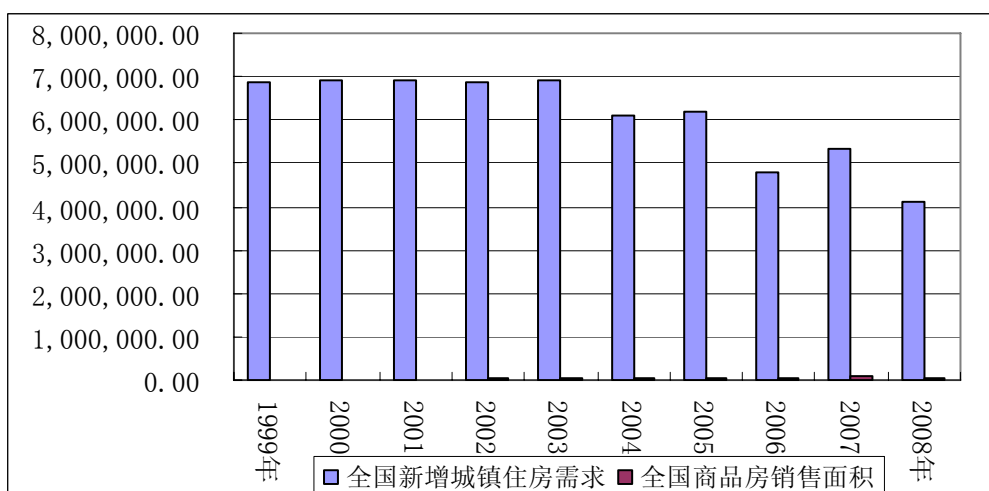
我国目前仍处于城市化进程中。1997年以来，我国的城镇化比重平均每年提升1个百分点。根据国家统计局的数据，2008年我国的城镇化比重为45.68%。较发达国家75%左右的城镇化水平还有较大差距。未来20年，我国的城镇化进程仍将继续。我们根据每年的全国总人口数和城镇化比重，计算出每年由城镇化带来的新增住房需求面积。1999年至2008年，我国因城镇化带来的住房需求累计达60,979,712万平方米（包括改善性需求）。而1999年至2008年我国商品房累计销售面积为401,271万平方米。住房缺口达60,578,441万平方米。即使考虑到从上个世纪七十年代末开始实行的计划生育政策对人口结构的影响，由于大面积出现“421”家庭（4个老人，1对夫妻，1个孩子）而导致住房供给过剩的情况也至少要到2020年以后。因此，从中长期来看，由城镇化带来的旺盛的住房需求仍将支撑中国房地产市场的繁荣。

图表28：全国城镇人口比重（%）



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表29：因城镇化而增加的住房需求和商品房销售面积对比（万平方米）



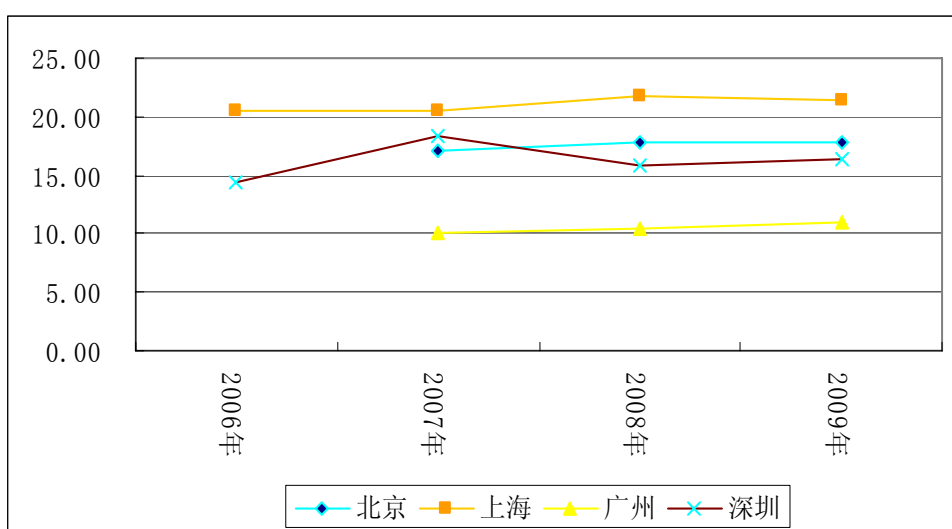
数据来源：wind，爱建证券研发部

■ 偏高的房价收入比制约了潜在需求的有效释放

在城镇化带来大量潜在住房需求的同时，长期的供给不足导致房价迅速飙升，房价收入比大幅超出居民正常的承受范围。这在很大程度上抑制了潜在需求的有效释放。

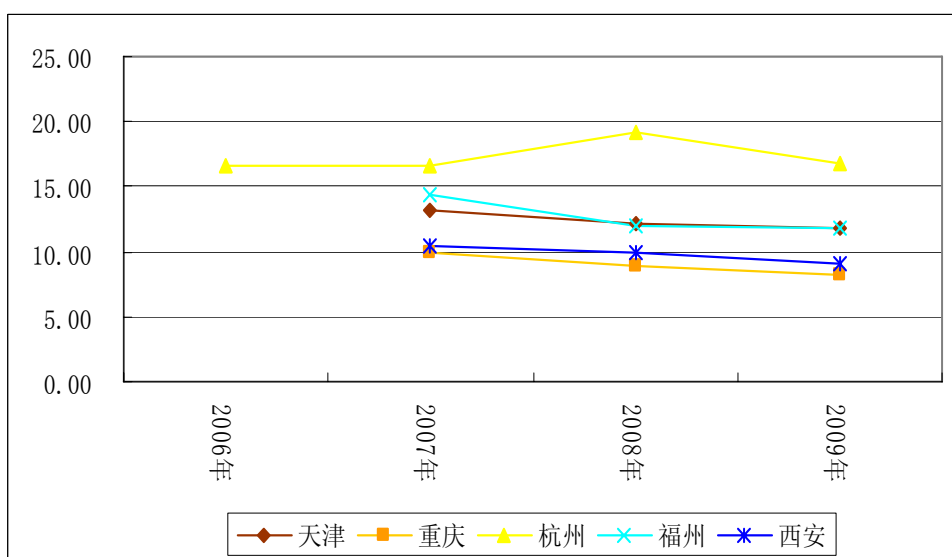
我们统计了全国14座重点城市的房价收入比。截至2009年，除了重庆、西安和佛山的房价收入比在10以下，其余11座城市的房价收入比都超过了10。房价收入比最高的城市是上海，其房价收入比达到了21。其次是北京，房价收入比为18。

图表30：房价收入比 I



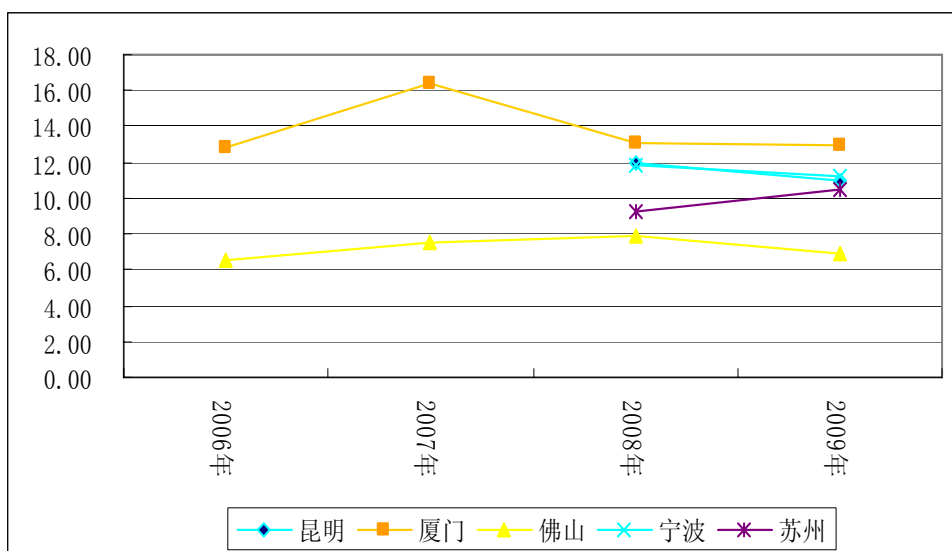
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表31：房价收入比 II



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表32：房价收入比III

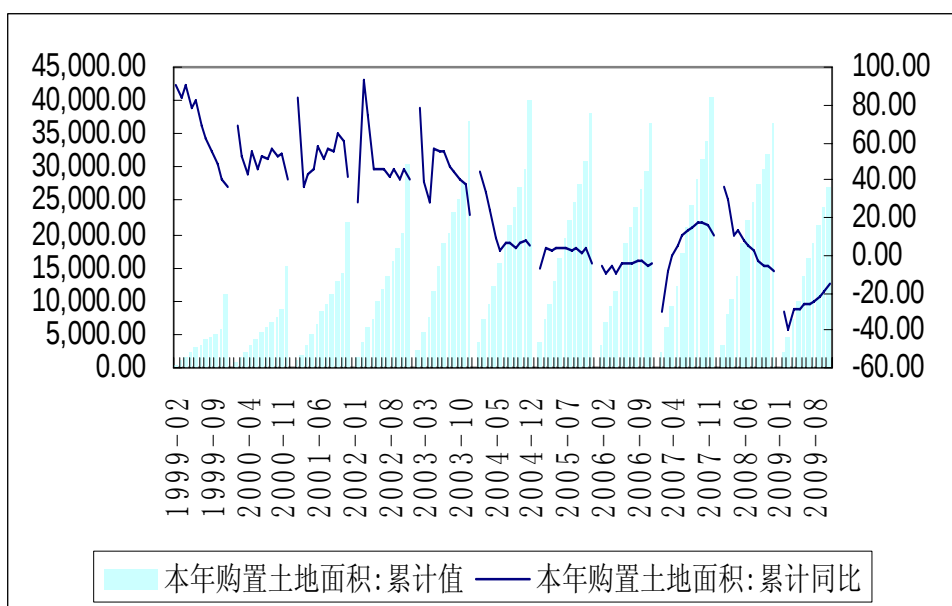


数据来源：wind，爱建证券研发部

■ 短期供给依然不足，明年下半年将有所缓解

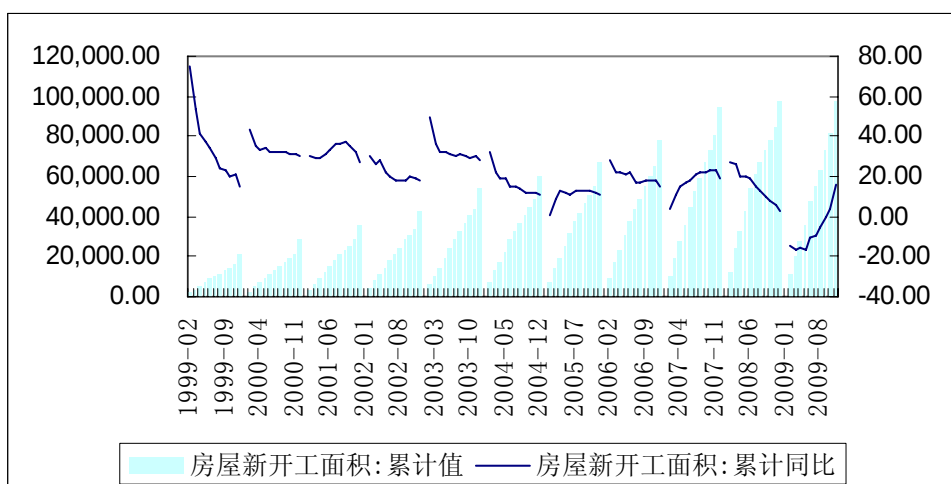
2008年9月份以来，土地购置面积出现同比下降。2009年3月同比降幅达到40.10%。2009年5月份以来，降幅有所收窄，但截至2009年11月份，同比降幅仍然高达15.4%；房屋新开工面积今年以来一直处于同比下降的状态，直到今年10月份才转为同比增长的状态，11月份的同比增速大幅提升至15.8%。预计2010年土地购置面积和新开工面积增速将继续提升。到2010年下半年，短期供给不足的矛盾将有所缓解。

图表33：本年购置土地面积（万平方米）



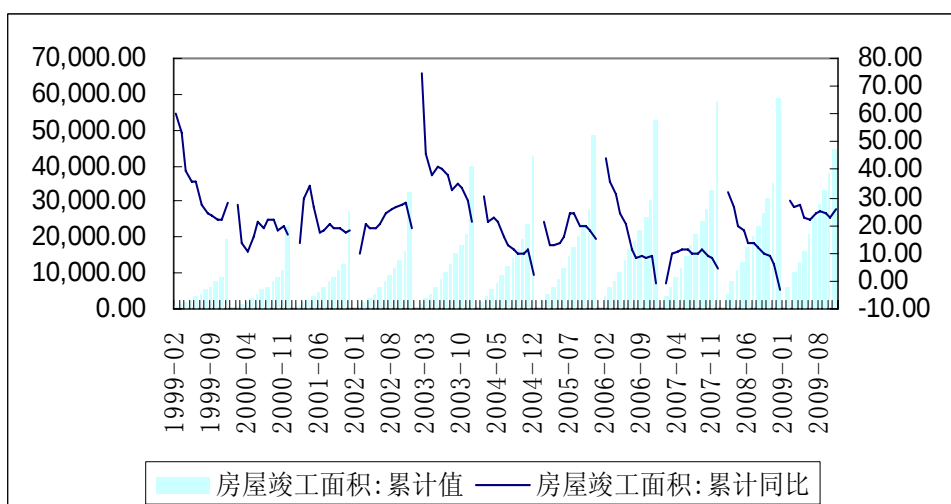
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表34：房屋新开工面积（万平方米）



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表35：房屋竣工面积（万平方米）



数据来源：wind，爱建证券研发部

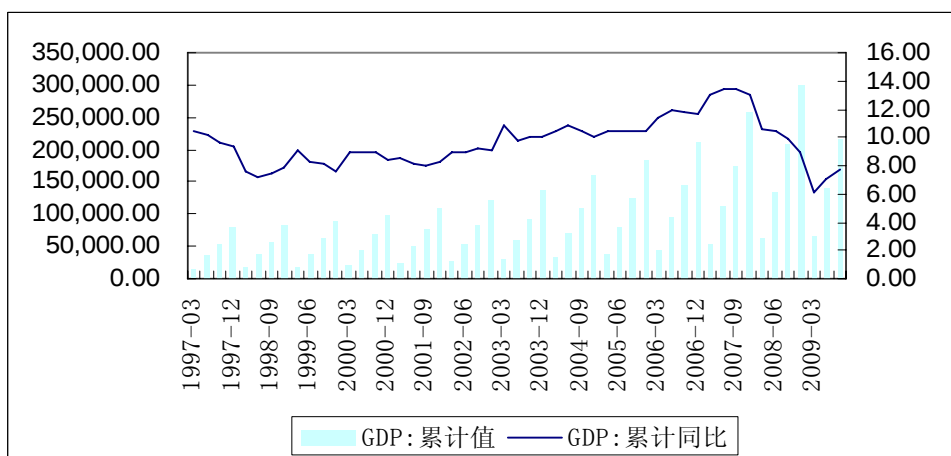
■ 2010年下半年可能会有收缩，但深幅调整概率较低

● 经济虽已回升，但基础仍不牢固，短期仍需房地产行业的拉动

受全球金融危机的影响，2008年我国GDP增速出现了明显下滑。今年1季度，下滑至6.1%，随后逐月有所回升。截至今年3季度，GDP增速为7.7%。虽然各界对于今年GDP达到或超过8%已基本形成共识，但经济回升的基础仍不牢靠，经济结构仍有待调整。从今年3季度的数据来看，虽然在一系列刺激消费政策推动下，社会消费品零售总额保持了同比15%的增速，但相较城镇固定资产投资同比33%的增速仍显逊色。出口仍是萎靡不振。今年以来的出口增速一直为负增长，3季度末仍同比下降21.33%。因此，今年GDP增速的成功保8主要归功于投资。在4万亿经济刺激计划之后，基础设施建设投资增速的动能明显减弱。而房地产投

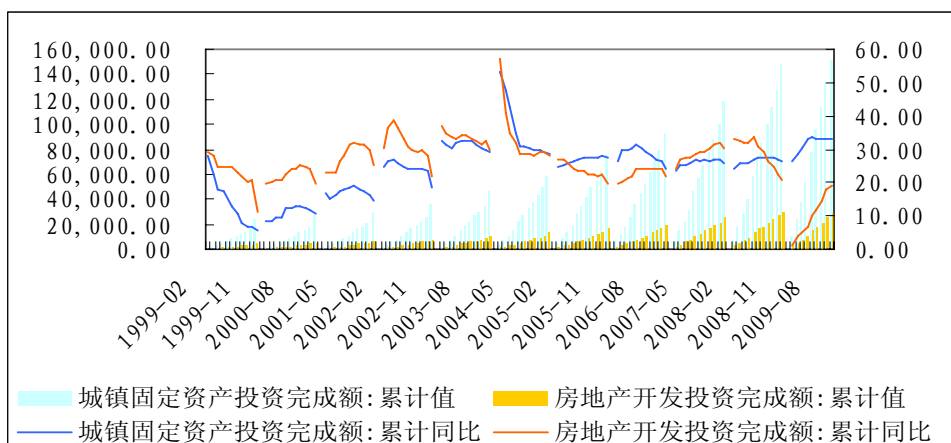
资增速仍处上升通道。短期内，在经济结构难有大幅改善的前提下，保持经济的平稳发展仍有赖于房地产行业的拉动。

图表36：国内生产总值



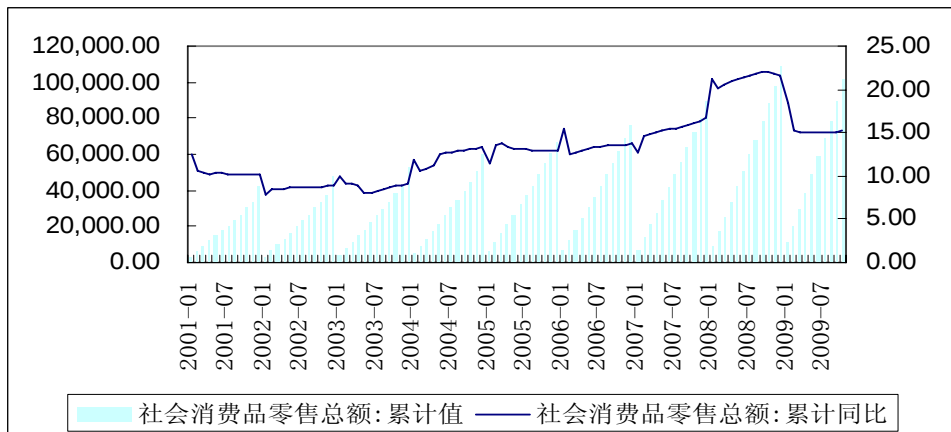
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表37：固定资产投资



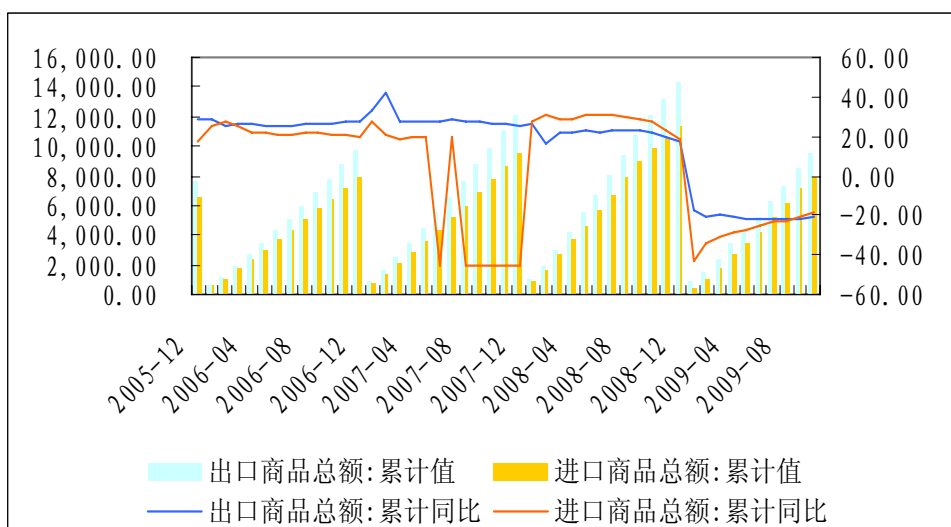
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表38：社会消费品零售总额



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表39：进出口

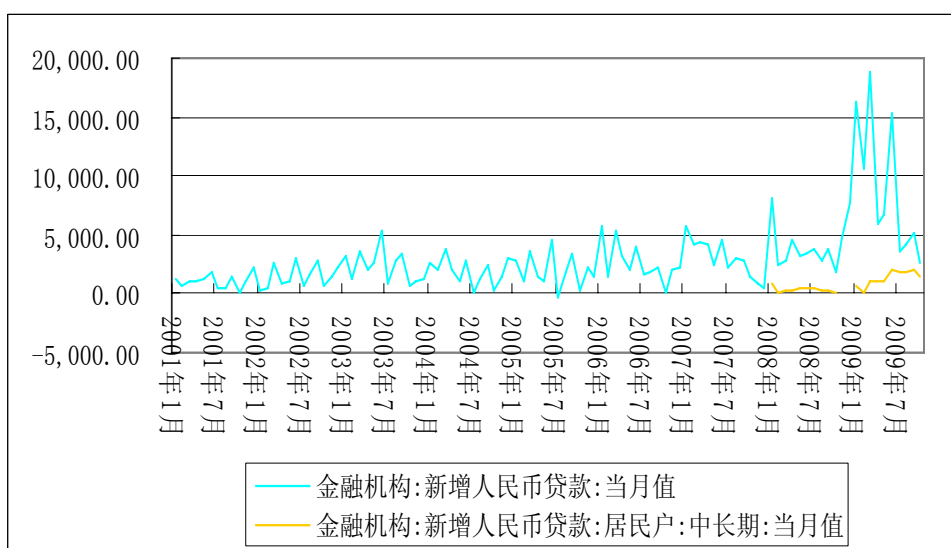


数据来源：wind，爱建证券研发部

● 货币政策相对宽松，信贷规模有所收缩

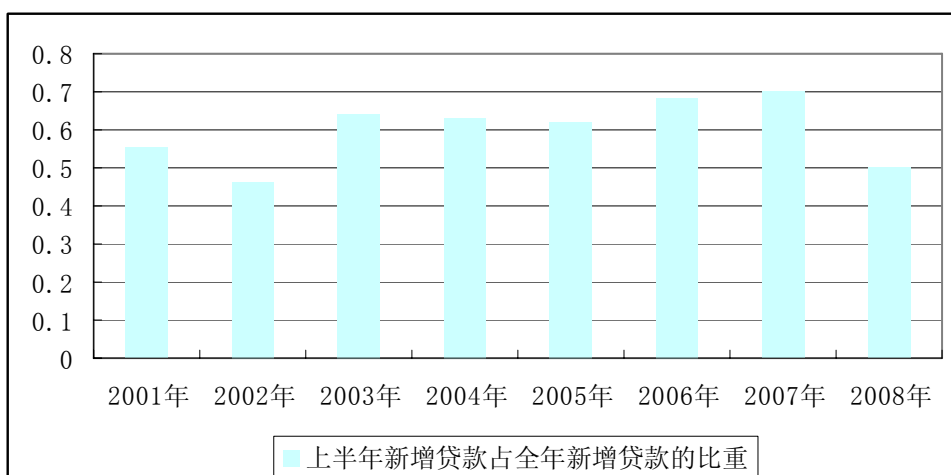
2009年房地产市场的火热与巨量的新增信贷投放密不可分。2009年的信贷投放历史罕见。如此巨量的信贷投放规模不具有可持续性。2010年收缩信贷规模是可预期的大概率事件。信贷的收缩，对于资金密集型的房地产行业来讲，既会对房地产开发产生制约，又会对居民住房贷款产生影响，因此也必将影响到房地产市场。但是，从历史经验来看，每年的信贷投放量都是上半年大于下半年。尤其是在预期信贷增量可能会有所收缩的情况下，银行在新年伊始通常具有较强的放贷冲动。因此，我们预计明年上半年的流动性仍然较为充裕，但从年中开始可能会有所收缩。

图表40：金融机构新增人民币贷款



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表41：上半年金融机构新增人民币贷款占全年的比重

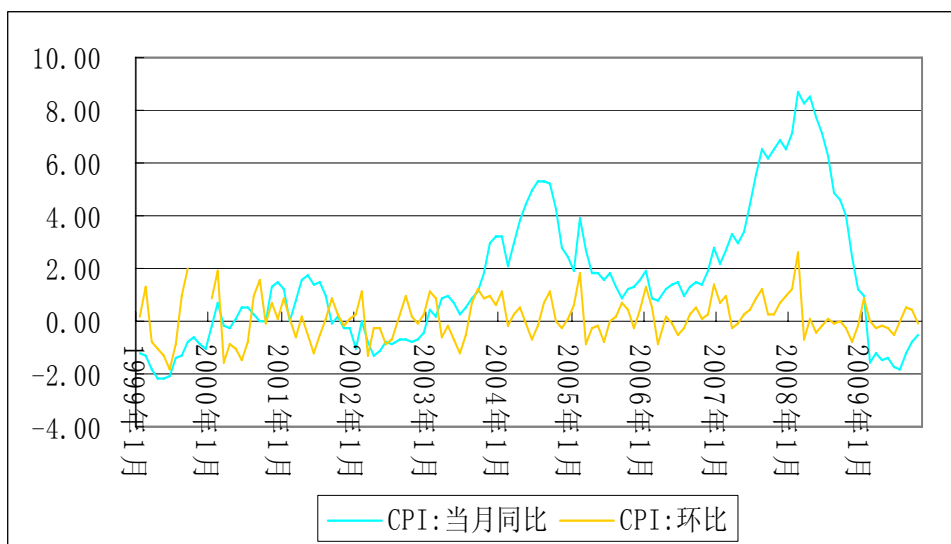


数据来源：wind，爱建证券研发部

● 明显通胀在2010年出现概率较低，通胀预期助长资产价格

在通胀预期下，房地产通常会成为抵御通胀必选的投资标的。而在通胀真实发生的时候，由于加息预期强烈，房地产投资成本增加，房地产投资亦会有所收缩。从目前情况来看，2010年我国出现明显通胀的概率较低。但受国际市场的影响，不排除明年下半年加息的可能性。因此，短期内，通胀预期仍会助长资产价格。但一旦明年下半年进入加息周期，资产价格可能会有所波动。

图表42：居民消费价格指数



数据来源：wind，爱建证券研发部

● 开发商资金充裕，缺乏降价动力

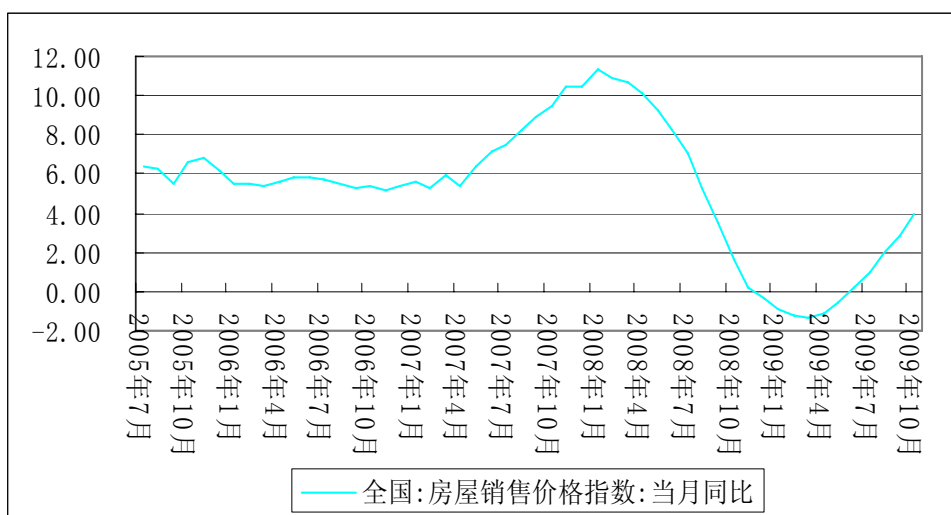
如前所述，大量的销售回款和信贷资金，以及增发、发债等融资下，目前开发商资金充裕。2010年开发商资金依然充裕，与2008年高库存、资金紧张的

状况不可同日而语。在此情势下，2010年开发商缺乏降价动力，房价下调的概率较低。

● 部分区域短期房价涨幅过高，或有调控隐忧

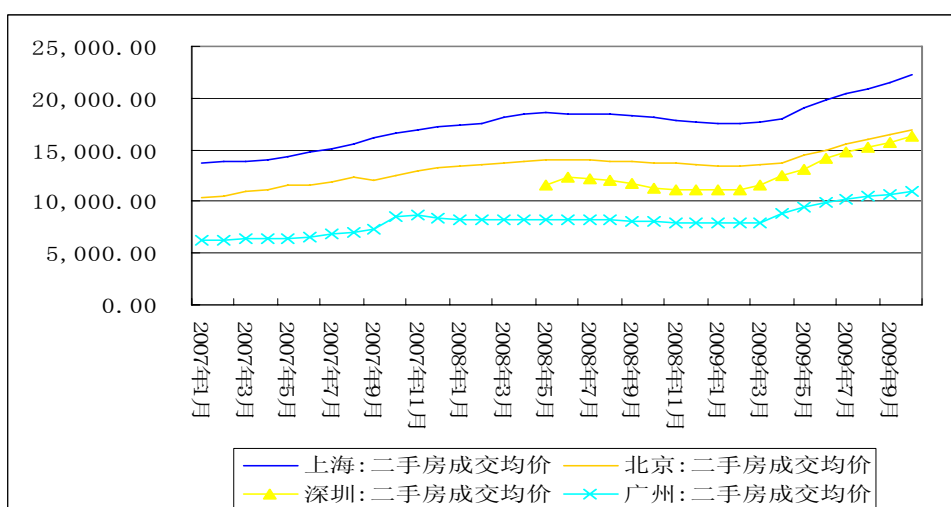
尽管截止2009年10月，全国房屋销售价格指数仅同比上升了3.9%。但部分区域，特别是一线城市今年以来的房价涨幅惊人。根据中原二手房价格指数，2009年10月，上海、北京、深圳、广州的二手房成交均价分别较年初上涨了26.34%、25.32%、46.26%和37.06%。房价的急速飙升或有调控隐忧。尽管中央经济工作会议提出要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，但是同时也提出要“根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性”。如前所述，尽管政策基调可能不变，但局部调整的结构性价调控可能性较大。

图表43：全国房屋销售价格指数



数据来源：wind，爱建证券研发部

图表44：四大一线城市成交均价



数据来源：wind，爱建证券研发部

五、投资策略

综上所述，我们认为，2010年房地产市场整体呈现先松后紧的态势。因此，在上半年可能会出现结构性的交易型机会。在行业评级上，上半年给与“强于大势”的评级，下半年给与“中性”评级。

个股选择上，我们遵循以下三条投资主线：

- **政策线：**尽管2009年房地产市场超预期的回暖，引发了各界对高房价的担忧，但由于房地产行业对经济的拉动作用，在经济回升基础仍不牢固的前提下，对房地产行业实施全面调控的可能性不大。鉴于房地产和经济发展的区域不均衡性，未来房地产政策可能会更加灵活更加具有针对性。对于部分房价相对合理或涨幅不大的地区，房地产政策可能会适度放宽。今年以来，房价涨幅最大的是北京上海等一线城市，因此，未来从政策层面来讲，布局二三线城市的房地产公司可能会有更多的机会。

此外，近日召开的中央经济工作会议提出放宽中小城市和城镇户籍限制，稳步推进城镇化，并将其作为启动内需的重要抓手。城市化是我国房地产行业繁荣发展的重要基础。目前我国大批中小城市的城镇化比率依然偏低，放宽中小城市和城镇户籍限制，推进城镇化为房地产行业拓展了发展空间。这同样有利于二三线地产龙头。

基于上述原因，我们推荐云南城投、中南建设、福星股份。

- **资源、业绩线：**包括两类公司。

一类是2009年预售帐款多，全年业绩有保障的公司，如招商地产、滨江集团。

另一类是可售可结资源多，2010年、2011年业绩会有大幅增长的公司，如卧龙地产、冠城大通。

- **估值线：**寻找在行业中具备估值优势的公司，如万通地产，公司质地优良，目前在板块内相对估值偏低。

六、重点推荐公司：

■ 招商地产(000024)

- **预收帐款多，业绩有保障**

截止3季度末，公司预收帐款已达81.74亿元，与2008年的营业收入比达229%。公司1-9月累计销售金额为107亿元。公司4季度的推盘量仍然充裕，预计4季度至少可以实现40亿元的销售，09年全年的销售收入在140-150亿元，同比增幅约150%。我们预测09年结算70亿元，还有约80亿元已售未结

资源可以在10 年结算，业绩增长具有较高的保障。

● 大股东实力雄厚，潜在土地资源丰富

公司的大股东招商局集团实力雄厚，同时控股蛇口工业区和漳州开发区。作为招商局地产业务的平台，大股东对公司的发展给予了大力支持。目前大股东在蛇口地区还有约200 万平方米的土地储备未来可以注入上市公司。

蛇口工业区潜在土地储备集中在海上世界片区和太子湾地区。其中，蛇口海上世界片区地面积为40 万平方米，总建筑面积80 万平方米；蛇口太子湾区域占地面积为77 万平方米，总建筑面积达130万平方米。漳州开发区总体规划面积达5600 万平方米，由招商局集团与福建省、漳州市等政府机构联合开发，招商局负责经营管理。招商局集团持有漳州开发区78%的股份，并在开发区拥有大量土地资源。目前，公司已经在漳州区域进行项目开发。

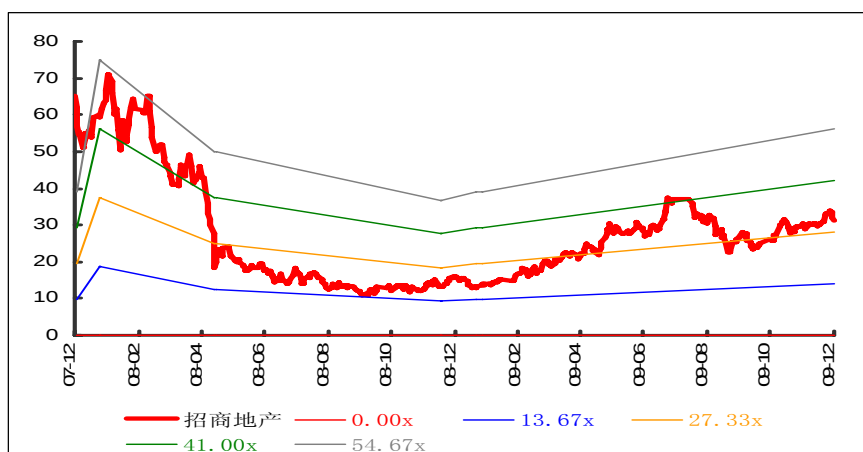
● 储备资源质地较好，项目毛利率高

公司现有土地储备1100 万平米，权益储备超过800 万平米，其中珠三角占43%，长三角占26%，环渤海12%。在深圳、广州、上海、北京、天津和重庆六大中心城市储备占比超过60%，项目储备资源优质。公司主要开发中高端产品，项目毛利率高，盈利能力强。深圳地区的高利润率项目，如兰溪谷二期、海月华庭、曦城等项目，目前仍为公司业绩主要来源；未来将有上海、北京、天津等地的项目陆续进入结算高峰，特别是广州金山谷、上海海德花园、北京公园1872、天津钻石山等项目，体量较大，毛利极高。

● 盈利预测和投资建议

公司08年全面摊薄每股收益为0.7149元，预计09-10年每股收益分别为1.06元和1.56元（不考虑增发摊薄），以12月9日收盘价32元计算，对应市盈率分别为44.76倍、30.19倍和20.51倍，给与“推荐”评级。

图表45：招商地产股价走势和PE Bands



数据来源：wind

■ 滨江集团(002244)

● 杭州区域龙头，土地储备含金量高

公司在杭州市具有明显的品牌优势，目前已确立了区域龙头地位，在杭州中高端市场具有很强的影响力。

截至目前，滨江集团拥有的在建和拟建项目的可售建筑面积约为280 万平方米，权益可售建筑面积约230万平方米。其中93%的项目储备集中在杭州，近三成储备定位高端。项目储备含金量较高，土地成本不高，平均地价只有4000元/平米。主要集中在杭州的核心地段，土地附加值较高。

● 预收帐款占比高，明后两年业绩有保障

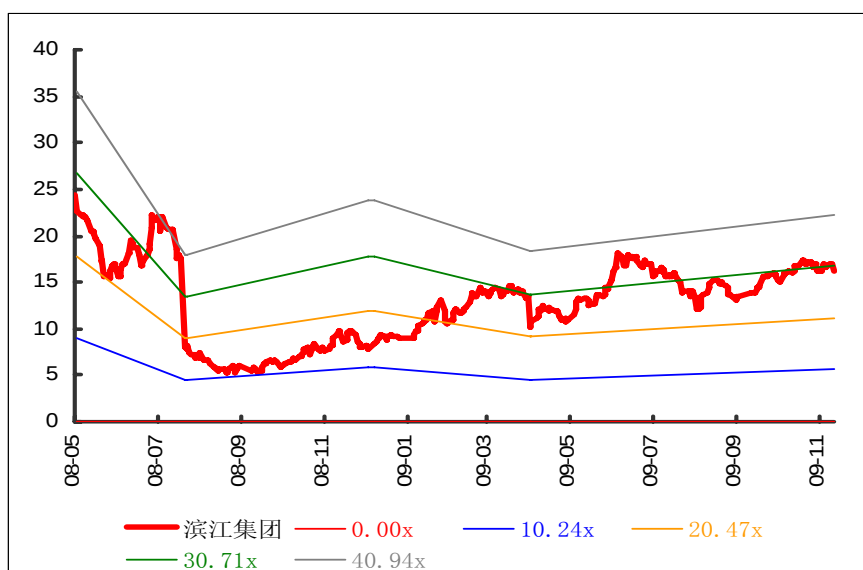
公司帐面的预收款较多，截止三季报预收账款有64亿，相当于去年收入的276%。

公司预计于09 年结算的项目万家花城一期和二期目前已经预售了98%以上。阳光海岸和金色蓝庭项目计划竣工时间是11 年1 月和10 年的12月，目前的预售率也在98%以上，公司2010 年另外两个结算项目新城时代广场和千岛湖湖滨花园09 年上半年的销售率在32%以上。公司2010 年和2011 年的业绩具有较高的保障。

● 盈利预测和投资建议

公司08年每股收益为0.58元，预计09-10年每股收益分别为0.59元和0.82元，以12月9日收盘价16.25元计算，对应市盈率分别为28.02倍、27.54倍和19.82倍，给与“推荐”评级。

图表46：滨江集团股价走势和PE Bands



数据来源：wind

■ 万通地产(600246)

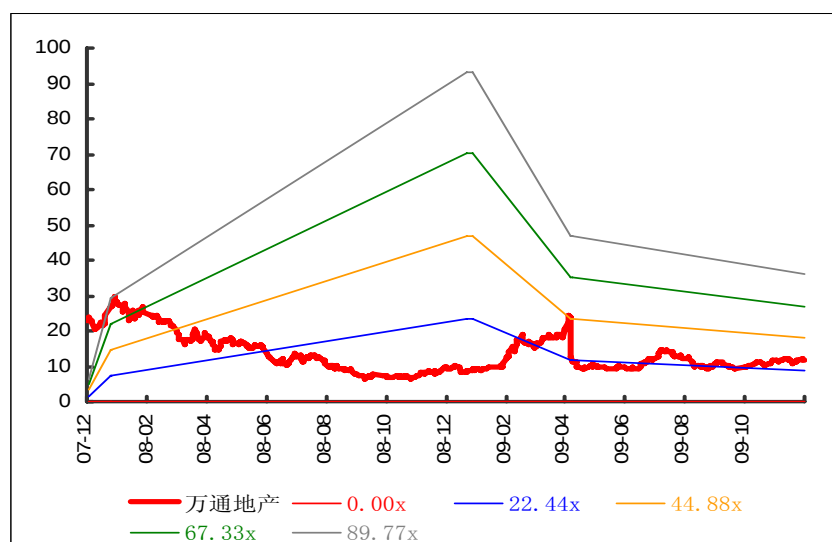
● 未来业绩可能超预期

公司目前未结算项目资源约为450万平方米。项目分布于北京、天津、成都、杭州和海南。在建项目中，北京和天津占比超过60%。公司近年业绩主要依赖天津的新城国际、万通华府、上北新新家园、上游国际等项目。未来随着成都、河北等地项目进入结算，以及天津生态城等项目的开发，公司业绩可能超出市场预期。此外，公司参与开发三亚奥林匹克国际村项目，或将间接受益于海南国际旅游岛的建设。

● 盈利预测和投资建议

公司08年每股收益为0.52元（按最新股本摊薄），预计09-10年每股收益分别为0.49元和0.58元，以12月9日收盘价11.57元计算，对应市盈率分别为22.25倍、23.61倍和19.95倍，给与“推荐”评级。

图表47：万通地产股价走势和PE Bands



数据来源：wind

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。