

一半是海水，一半是火焰

——房地产行业 2010 年投资策略

房地产行业

评级: 推荐 (调高)

深度报告

2009 年 12 月 8 日 星期二

桂长元

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

联系人: 白雅莹

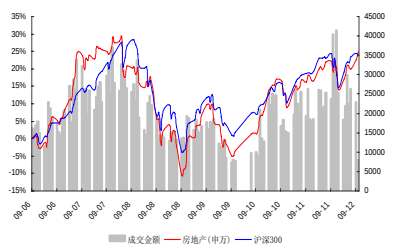
021-50586660-8646

dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	5.6	-0.3
3 个月	23.5	6.5
6 个月	24.3	-0.5

行业最近 6 个月相对沪深 300 走势图



相关报告:

1. 《2008 年下半年房地产行业投资策略报告》2008/6/27
2. 《2008 年房地产行业中期综述》2008/9/17
3. 《把握低利率时代行业投资机会——2009 年房地产行业投资策略报告》2008/12/13
4. 《通胀预期之下成交或将延续高速增长——2009 年下半年房地产行业投资策略报告》2009/6/22
5. 《2009 年房地产行业中期综述》2009/9/10

投资要点

- 一线城市自住型需求日渐式微，二、三线城市将随房价的快速攀升而逐渐受到抑制。目前，北京、上海、深圳等一线城市房地产市场已明显恶化，居民对房价的负担能力已经接近或超过 07 年的水平，预计 2010 年一线城市自住型需求将难以为继。二、三线城市房价尚在居民可承受范围以内，但一线城市的高房价正逐渐向二、三线城市蔓延，2010 年二、三线城市房价将继续快速攀升，自住型需求必将因此而逐渐受到抑制。
- 通胀压力下，房价上涨预期促使投资/投机性需求活跃。资金成本方面，明年上半年房贷利率预计仍将维持低位。一、二线主要城市住宅租金收益率多处 3-4%，且租赁价格指数处下行通道，而国际上正常收益率为 5% 左右，投资需求空间非常有限。房价上涨预期方面，明年将继续实行适度宽松的货币政策，资产价格将进一步上涨，从而促使投资/投机气氛活跃。
- 商品住宅短期静态供应明显不足，中长期供应有望跟上。10 月份一、二线城市商品住宅短期静态库存去化周期明显下降，一些城市甚至呈现出供不应求的局面，上海去化周期已降到 1.6 个月。针对短期供应不足的现状，开发商加大了房地产开发投资，09 年 1-10 月同比增幅达到 18.9%，预计全年增速可突破 20%。长期供应方面，1-10 月全国土地购置、开发面积同比降幅分别为 18.7%、4.6%，降幅较前期已有较大程度的缩小，后期供应有望逐渐跟上。
- 2010 年政府对房地产支持意图明显，但下半年将会适度收紧。目前，房地产业已成为中国经济的“直接命脉”。12 月中央经济工作会议再次定调，2010 年继续实行适度宽松的货币政策，这对行业利好。上半年多数优惠政策仍将延续，下半年将会适度收紧，但仍以宽松基调为主。明年政府将大力推进城镇化建设，放宽中小城市、城镇户籍限制，这必然会带来巨大的住房需求。
- 上半年行业“推荐”评级，下半年“中性”评级。明年上半年，我们看好以下三类公司的投资机会：重点在二、三线城市布局，土储十分丰富，可坐享资产升值的公司，如万科、保利地产、金地集团、苏宁环球、名流置业；区域优势明显、具有高成长性的公司，如滨江集团、广宇集团、福星股份、亿城股份、大连友谊、华发股份；资产重组预期强烈、具有发展潜力的公司，如湖南投资、友好集团。

目 录

1.	2010 年房地产市场需求分析.....	1
1.1	2009 年房地产超预期回暖.....	1
1.2	2009 年房价大幅上涨.....	2
1.3	一线城市自住型需求将日渐式微.....	4
1.4	投资/投机需求支持高房价.....	6
2.	2010 年市场供给分析.....	7
2.1	商品住宅短期供应明显不足.....	7
2.2	中长期供应有望跟上.....	8
3.	2010 年房地产政策走向.....	9
3.1	房地产已成为中国经济直接“命脉”.....	9
3.2	继续实行适度宽松的货币政策.....	9
3.3	2010 年多数优惠政策仍将延续.....	10
3.4	政府将大力推进城镇化建设.....	10
3.5	2010 年加息预期强烈.....	10
4.	长期而言，仍看好房地产业.....	11
4.1	中国仍处在城市化过程中.....	11
5.	房地产上市公司估值情况.....	12
5.1	横向比较，不具明显估值优势.....	12
5.2	纵向比较，估值还有上升空间.....	12
6.	2010 年行业投资评级.....	13
7.	风险提示.....	14
8.	重点推荐公司.....	15
8.1	保利地产（600048）.....	15
8.2	金地集团（600383）.....	15
8.3	苏宁环球（000718）.....	16

图 表 目 录

图 1: 全国商品住宅销售量同比增幅达 50% (单位: 万平)	1
图 2: 全国商品住宅销售量增速比较	1
图 3: 北京住宅累计销售量同比增长 99% (单位: 套)	1
图 4: 上海商品房累计销售量同比增长 63% (单位: 套)	1
图 5: 深圳一手房累计销售量同比增长 125% (单位: 套)	2
图 6: 杭州商品房累计销售量同比增长 253% (单位: 套)	2
图 7: 天津住宅累计销售量同比增长 175% (单位: 套)	2
图 8: 南京住宅累计销售量同比增长 123% (单位: 套)	2
图 9: 武汉商品房累计销售量同比增长 168% (单位: 套)	2
图 10: 福州住宅累计销售量同比增长 166% (单位: 套)	2
图 11: 全国商品住宅累计销售均价同比上涨 23% (单位: 元/平)	3
图 12: 全国商品住宅销售价格指数一季度触底回升	3
图 13: 天津住宅成交均价同比上涨 25% (单位: 元/平)	3
图 14: 深圳一手房成交均价同比上涨 55% (单位: 元/平)	3
图 15: 苏州住宅成交均价同比上涨 13% (单位: 元/平)	3
图 16: 福州住宅成交均价同比上涨 16% (单位: 元/平)	3
图 17: 厦门住宅成交均价同比上涨 12% (单位: 元/平)	4
图 18: 长沙期房成交均价同比上涨 16% (单位: 元/平)	4
图 19: 房贷利率处历史最低水平	4
图 20: 全国及一线城市住宅租赁价格指数变化 (上年同期=100)	7
图 21: M1、M2、贷款余额增速创历史新高	7
图 22: 明年CPI将由负转正	7
图 23: 通胀压力支持高房价	7
图 24: 全国房地产投资同比增速预计可突破 20%	8
图 25: 全国商品住宅新开工面积同比增速由负转正	8
图 26: 全国商品住宅施工面积同比增速逐月回升	9
图 27: 全国土地开发、购置面积同比增速比较	9
图 28: 城市化率 1996 年以来有加快趋势 (单位: 百万)	11
图 29: 房地产静态PE处中等水平	12
图 30: 房地产动态PE处中下游水平	12
图 31: 房地产PB略微偏高	12
图 32: 房地产板块静态PE走势	13
图 33: 房地产板块PB走势	13
表 1: 全国平均房价的负担能力同比下降 12.5%	5
表 2: 北京平均房价负担能力变化	5
表 3: 上海平均房价负担能力变化	5
表 4: 深圳平均房价负担能力变化	6
表 5: 广州平均房价负担能力变化	6
表 6: 商品住宅短期供应明显不足	8
表 7: 重点跟踪公司盈利预测	14
表 8: 2010 年重点跟踪公司股份解禁时间表	14

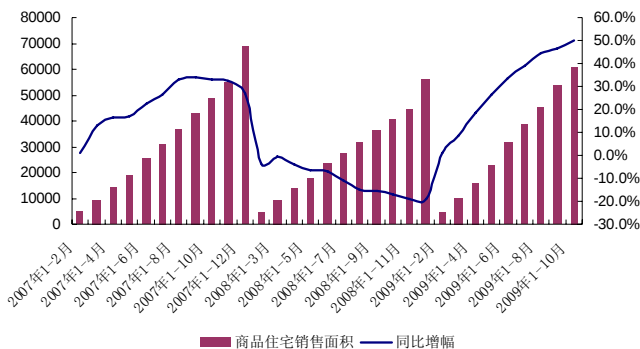
1. 2010 年房地产市场需求分析

1.1 2009 年房地产超预期回暖

08 年国内房地产市场交易极度萎靡，为改变有价无市的状况，去年底政府出台了减息降首付和降低交易环节税费等一系列救市政策，09 年全国商品房销售出现明显回暖，“井喷”行情完全超出了市场预期。09 年 1-10 月，全国商品房销售面积达到 6.6 亿平米，同比增幅达到 48.4%，较上年同期提高了 64.9 个百分点。其中，商品住宅销售面积 6.1 亿平米，同比增长 50.1%，较上年同期提高了 67.1 个百分点。09 年 1-10 月，全国商品房销售额 3.15 万亿元，同比增长 79.2%，其中，商品住宅销售额 2.78 万亿元，同比增长 84.3%。

从我们所跟踪的 15 个重点城市商品房成交数据看，天津、深圳、杭州、南京、武汉、福州等一、二线城市 09 年 1-10 月成交套数同比增幅均超过 100%。

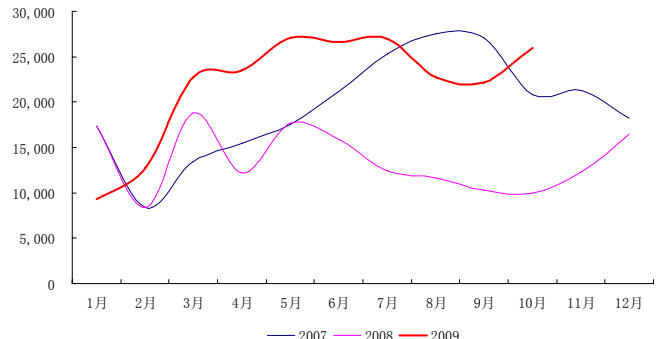
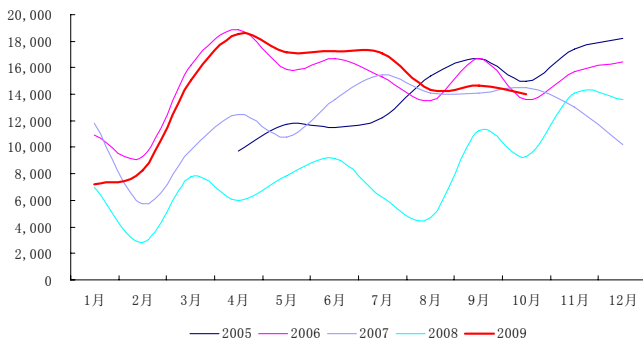
图 1: 全国商品住宅销售量同比增幅达 50% (单位: 万平) 图 2: 全国商品住宅销售量增速比较



数据来源: 国家统计局、东海证券研究所

图 3: 北京住宅累计销售量同比增长 99% (单位: 套)

图 4: 上海商品房累计销售量同比增长 63% (单位: 套)



数据来源: 城市房地产交易网、东海证券研究所

图 5: 深圳一手房累计销售量同比增长 125% (单位: 套)

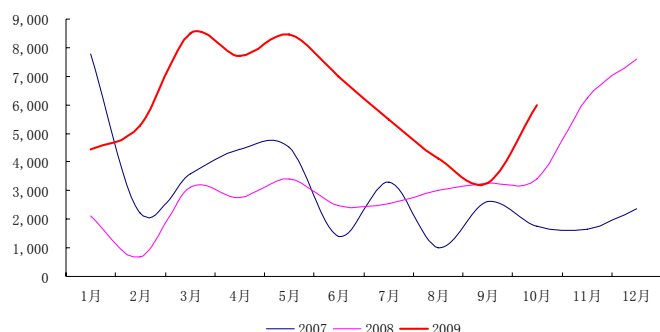
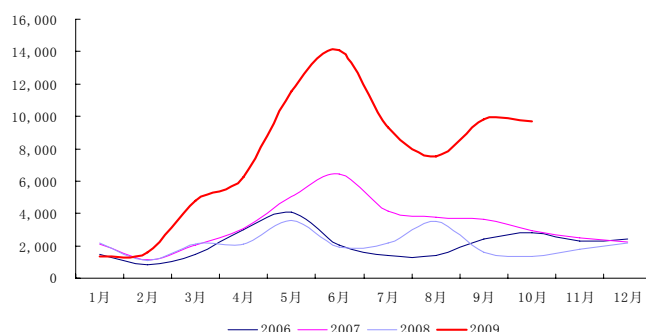


图 6: 杭州商品房累计销售量同比增长 253% (单位: 套)



数据来源: 城市房地产交易网、东海证券研究所

图 7: 天津住宅累计销售量同比增长 175% (单位: 套)

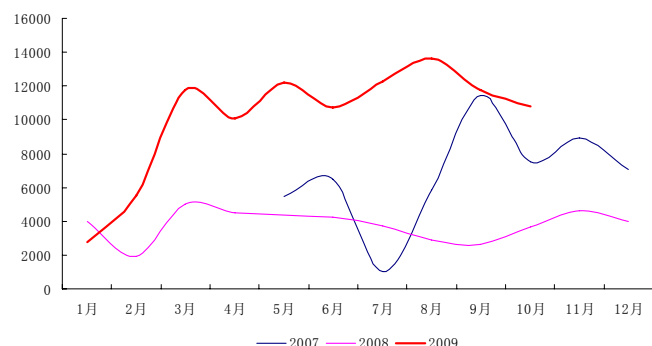
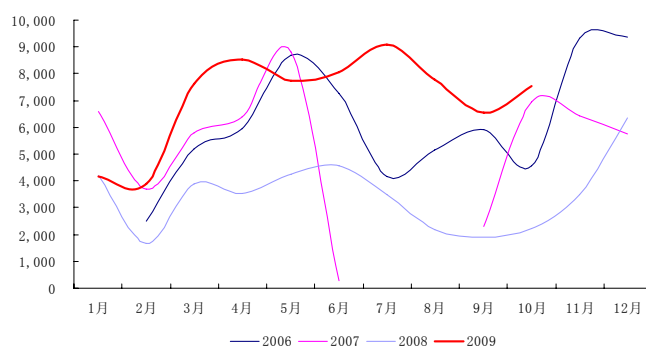


图 8: 南京住宅累计销售量同比增长 123% (单位: 套)



数据来源: 城市房地产交易网、东海证券研究所

图 9: 武汉商品房累计销售量同比增长 168% (单位: 套)

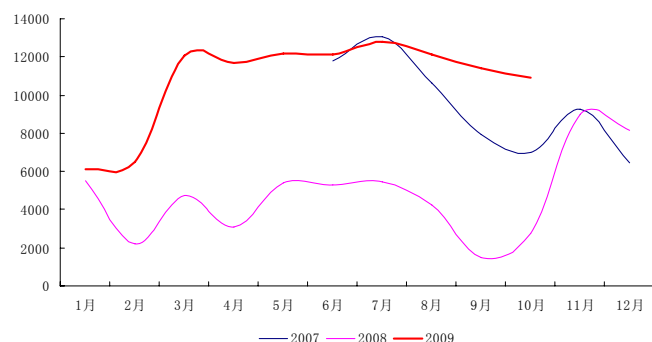
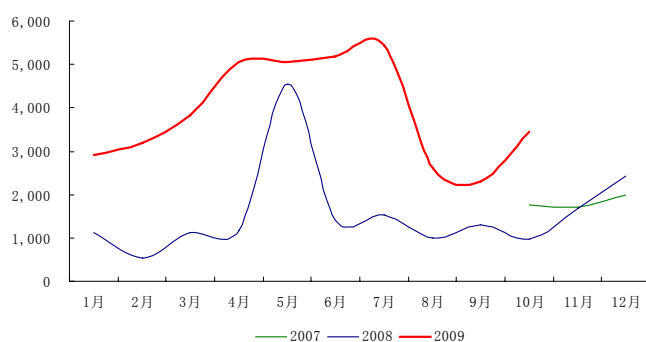


图 10: 福州住宅累计销售量同比增长 166% (单位: 套)



数据来源: 城市房地产交易网、东海证券研究所

1.2 2009 年房价大幅上涨

由于销售行情十分火爆, 开发商开始加大推盘力度, 并逐渐取消 08 年以来的价格优惠措施, 房价止跌回升。09 年 1-10 月全国商品住宅累计销售均价达到 4554 元/平方米, 同比上涨 23%, 10 月份全国商品住宅成交均价 4791 元/平方米, 同比涨幅高达 31%, 超过 2007 年房价上涨幅度。

从我们跟踪的 15 个重点城市商品房成交均价看, 10 月, 国内一、二线城市商品

房成交均价普遍呈现上涨态势：深圳一手房成交均价同比涨幅超过 50%，达到 55%，上海新建商品住宅 1-10 月成交均价同比涨幅达到 50%；天津商品住宅成交均价同比涨幅达到 25%；苏州、福州、厦门、长沙等城市住宅成交均价同比涨幅均超过 10%。

图 11: 全国商品住宅累计销售均价同比上涨 23% (单位: 元/平)

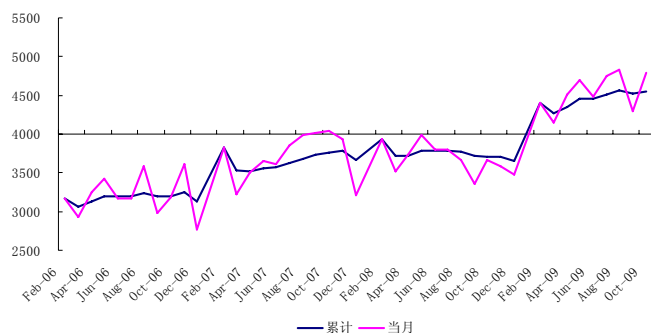
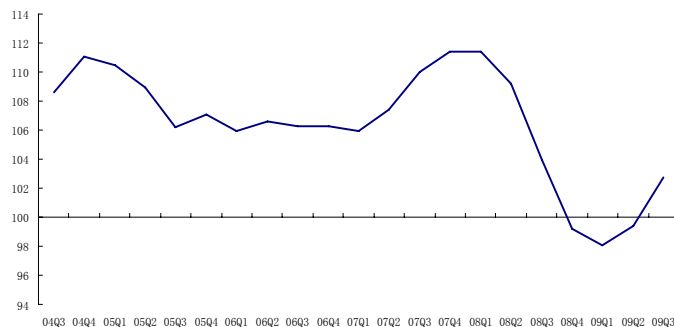


图 12: 全国商品住宅销售价格指数一季度触底回升



数据来源：国家统计局、东海证券研究所

图 13: 天津住宅成交均价同比上涨 25% (单位: 元/平)

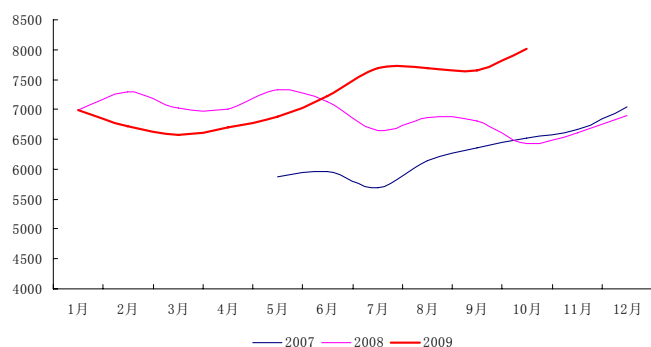
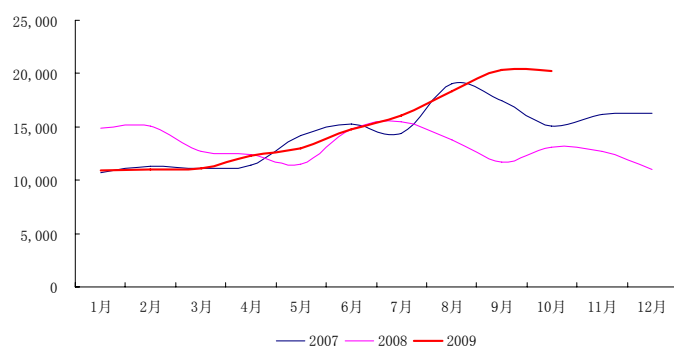


图 14: 深圳一手房成交均价同比上涨 55% (单位: 元/平)



数据来源：城市房地产交易网、东海证券研究所

图 15: 苏州住宅成交均价同比上涨 13% (单位: 元/平)

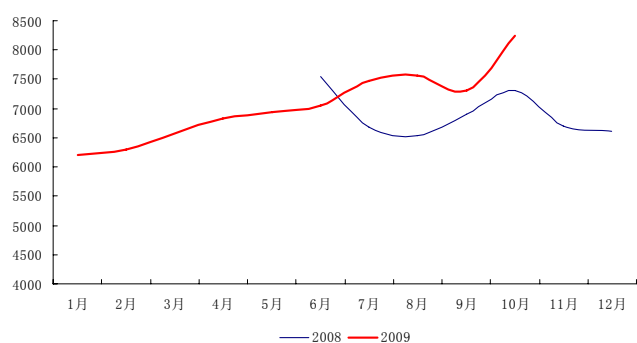
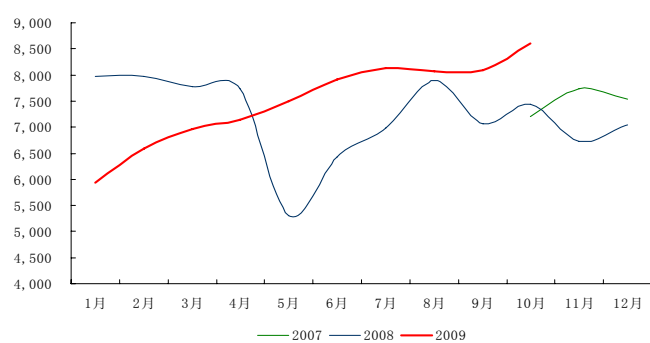


图 16: 福州住宅成交均价同比上涨 16% (单位: 元/平)



数据来源：城市房地产交易网、东海证券研究所

图 17: 厦门住宅成交均价同比上涨 12% (单位: 元/平)

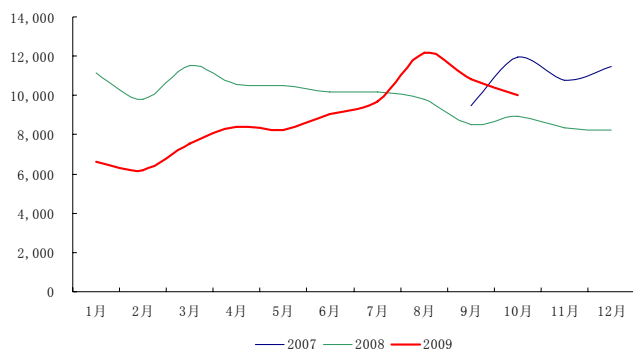
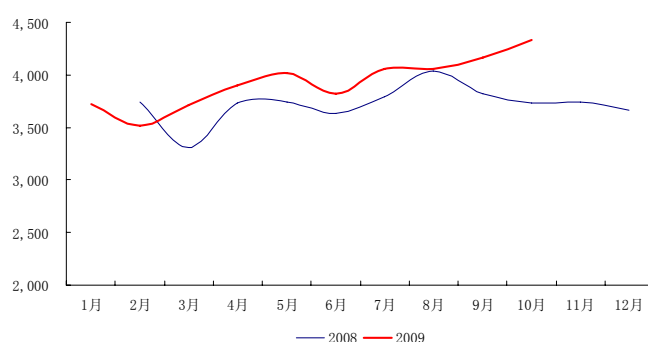


图 18: 长沙期房成交均价同比上涨 16% (单位: 元/平)



数据来源: 城市房地产交易网、东海证券研究所

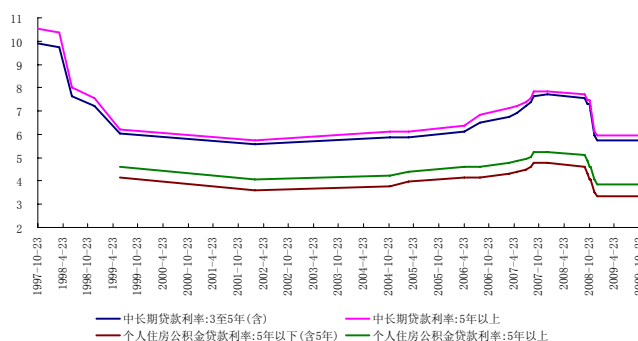
1.3 一线城市自住型需求将日渐式微

自住型需求特点是受房贷利率的影响较大, 08 年底政府大幅降息将 5 年以上的中长期贷款利率降到 5.94%, 09 年上半年自住型需求集中爆发, 这直接促成了 09 年“井喷式”的销售行情。

随着 09 年房价的大幅上涨, 1-10 月全国房价收入比重新上升到 8.8, 月供/收入达到 45%, 这十分接近 07 年的水平。与此同时, 今年一线城市(北京、上海、深圳等)的房价收入比、月供/收入连创新高, 北京、上海、深圳等城市居民对房价的负担能力已经接近或超过 07 年的水平。随着房价的上涨, 现在一线城市已超出本地居民的承受能力, 市场状况已明显恶化, 预计 2010 年一线城市自住型需求将难以为继。

根据所跟踪的二、三线城市房价收入比与月供收入比数据, 我们发现二、三线城市房价尚在居民可承受范围以内, 但目前一线城市的高房价正逐渐向二、三线城市蔓延, 2010 年二、三线城市房价将继续攀升, 自住型需求将逐渐受到抑制。

图 19: 房贷利率处历史最低水平



数据来源: 中国人民银行、东海证券研究所

表 1: 全国平均房价的负担能力同比下降 12.5%

年份	商品住宅销售均价 (元/平米)	房价同比涨幅	城镇居民人均可支配收入 (元/年)	收入同比增幅	房价收入比	最新按揭贷款利率	家庭月供支出 (元/月)	月供同比增幅	月供/收入
1998	1854		5425		11.4	7.56%	1050		77%
1999	1857	0%	5854	8%	10.6	6.21%	947	-10%	65%
2000	1952	5%	6280	7%	10.4	6.21%	996	5%	63%
2001	2068	6%	6860	9%	10.0	6.21%	1055	6%	62%
2002	2130	3%	7703	12%	9.2	5.04%	987	-6%	51%
2003	2212	4%	8472	10%	8.7	5.04%	1025	4%	48%
2004	2549	15%	9422	11%	9.0	5.51%	1228	20%	52%
2005	2796	10%	10493	11%	8.9	5.51%	1347	10%	51%
2006	3132	12%	11759	12%	8.9	5.81%	1547	15%	53%
2007	3665	17%	13786	17%	8.9	6.65%	1787	16%	52%
2008	3655	0%	15781	14%	7.7	4.16%	1572	-12%	40%
2009年1-10月	4554	23%	17297	10%	8.8	4.16%	1959	25%	45%

数据来源: 国家统计局、中国人民银行、东海证券研究所

注: 假设三口之家, 购买 100 平米住宅, 首付三成, 最低利率, 等额本息还款法, 20 年 240 期分期付款, 下同

表 2: 北京平均房价负担能力变化

年份	商品住宅销售均价 (元/平米)	房价同比涨幅	城镇居民人均可支配收入 (元/年)	收入同比增幅	房价收入比	最新按揭贷款利率	家庭月供支出 (元/月)	月供同比增幅	月供/收入
1999	4787		9183		17.4	6.21%	2441		106%
2000	4557	-5%	10350	13%	14.7	6.21%	2324	-5%	90%
2001	4716	3%	11578	12%	13.6	6.21%	2405	3%	83%
2002	4466	-5%	12464	8%	11.9	5.04%	2070	-14%	66%
2003	4456	0%	13883	11%	10.7	5.04%	2065	0%	59%
2004	4747	7%	15638	13%	10.1	5.51%	2288	11%	59%
2005	6162	30%	17653	13%	11.6	5.51%	2970	30%	67%
2006	7375	20%	19978	13%	12.3	5.81%	3642	23%	73%
2007	10661	45%	21989	10%	16.2	6.65%	5630	55%	102%
2008	11648	9%	24725	12%	15.7	4.16%	5010	-11%	81%
2009年1-10月	12714	9%	26721	8%	15.9	4.16%	5468	9%	82%

数据来源: 国家统计局、中国人民银行、东海证券研究所

表 3: 上海平均房价负担能力变化

年份	商品住宅销售均价 (元/平米)	房价同比涨幅	城镇居民人均可支配收入 (元/年)	收入同比增幅	房价收入比	最新按揭贷款利率	家庭月供支出 (元/月)	月供同比增幅	月供/收入
1998	3026		9657		10.4	7.56%	1553		64%
1999	3102	3%	10932	13%	9.5	6.21%	1469	-5%	54%
2000	3326	7%	11718	7%	9.5	6.21%	1575	7%	54%
2001	3658	10%	12883	10%	9.5	6.21%	1732	10%	54%
2002	4007	10%	13250	3%	10.1	5.04%	1760	2%	53%
2003	4989	25%	14867	12%	11.2	5.04%	2192	25%	59%
2004	5761	15%	16683	12%	11.5	5.51%	2610	19%	63%
2005	6698	16%	18645	12%	12.0	5.51%	3034	16%	65%
2006	7039	5%	20668	11%	11.4	5.81%	3251	7%	63%
2007	8253	17%	23623	14%	11.6	6.65%	4015	24%	68%
2008	8182	-1%	26675	13%	10.2	4.16%	3383	-16%	51%
2009年1-10月	12289	50%	28809	8%	14.2	4.16%	5286	56%	73%

数据来源: 国家统计局、中国人民银行、东海证券研究所

表 4: 深圳平均房价负担能力变化

年份	商品住宅销售均价 (元/平米)	房价同比涨幅	城镇居民人均可支配收入 (元/年)	收入同比增幅	房价收入比	最新按揭贷款利率	家庭月供支出 (元/月)	月供同比增幅	月供/收入
2000	5255		10350		16.9	6.21%	2680		104%
2001	5510	5%	11578	12%	15.9	6.21%	2810	5%	97%
2002	5267	-4%	12464	8%	14.1	5.04%	2441	-13%	78%
2003	5793	10%	13883	11%	13.9	5.04%	2685	10%	77%
2004	6385	10%	15638	13%	13.6	5.51%	3077	15%	79%
2005	6996	10%	17653	13%	13.2	5.51%	3371	10%	76%
2006	8830	26%	19978	13%	14.7	5.81%	4361	29%	87%
2007	13370	51%	21989	10%	20.3	6.65%	7061	62%	128%
2008	12823	-4%	24725	12%	17.3	4.16%	5515	-22%	89%
2009年1-10月	14339	12%	29511	19%	16.2	4.16%	6167	12%	84%

数据来源: 国家统计局、中国人民银行、东海证券研究所

表 5: 广州平均房价负担能力变化

年份	商品住宅销售均价 (元/平米)	房价同比涨幅	城镇居民人均可支配收入 (元/年)	收入同比增幅	房价收入比	最新按揭贷款利率	家庭月供支出 (元/月)	月供同比增幅	月供/收入
2000	3978		10350		12.8	6.21%	2029		78%
2001	4047	2%	11578	12%	11.7	6.21%	2064	2%	71%
2002	3995	-1%	12464	8%	10.7	5.04%	1852	-10%	59%
2003	3983	0%	13883	11%	9.6	5.04%	1847	0%	53%
2004	4356	9%	15638	13%	9.3	5.51%	2099	14%	54%
2005	4915	13%	17653	13%	9.3	5.51%	2369	13%	54%
2006	6149	25%	19978	13%	10.3	5.81%	3037	28%	61%
2007	7993	30%	21989	10%	12.1	6.65%	4221	39%	77%
2008	8502	6%	24725	12%	11.5	4.16%	3657	-13%	59%
2009年1-10月	8251	-3%	28024	13%	9.8	4.16%	3549	-3%	51%

数据来源: 国家统计局、中国人民银行、东海证券研究所

1.4 投资/投机需求支持高房价

商品房的投资需求取决于资金成本与租金收益率的对比关系, 投机需求则取决于资金成本与房价上涨预期的比较关系。资金成本方面, 房贷利率仍将维持低位。我国目前一、二线主要城市住宅租金收益率多处处在 3-4%, 且住宅租赁价格指数还处在下行通道, 而国际上通行的正常收益率为 5% 左右, 比较而言, 国内商品房投资需求的空间已经变得非常有限。房价上涨预期方面, 由于明年将继续实行宽松的货币政策 (预计 2010 年银行信贷 7-8 万亿元人民币), 国内投资者担心通货膨胀导致货币贬值, 另外国际游资豪赌人民币升值从而流入国内房地产市场, 这将进一步推动房地产市场的投机性需求。

通过实证研究, 国际上房价是抵御通货膨胀很好的手段, 对我国而言, 我国的房地产价格跟通货膨胀之间存在长期稳定的关系, 这是财富效应的关系, 而不是替代效应的关系, 如果房地产价格和通货膨胀之间存在财富的关系, 意味着通货膨胀会带动房地产的价格的上升, 反过来房地产价格的上升对宏观经济有很大的拉动, 会导致物

价的上升，因此中国的通货膨胀和房地产价格是正相关的关系，一荣俱荣，一损俱损。

图 20: 全国及一线城市住宅租赁价格指数变化 (上年同期=100)

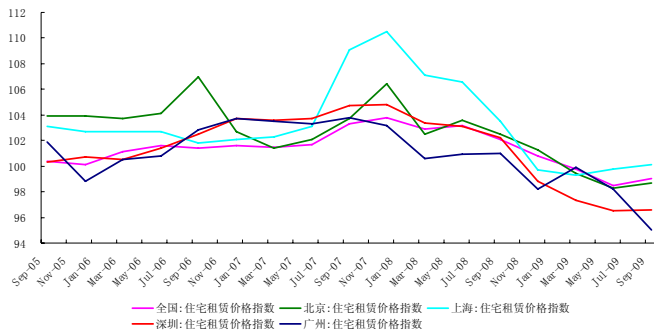
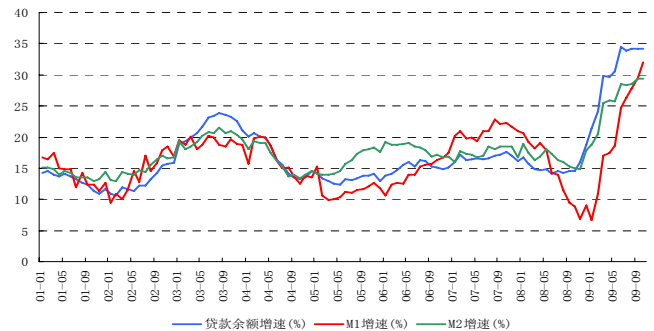


图 21: M1、M2、贷款余额增速创历史新高



数据来源：国家统计局、中国人民银行、东海证券研究所

图 22: 明年 CPI 将由负转正

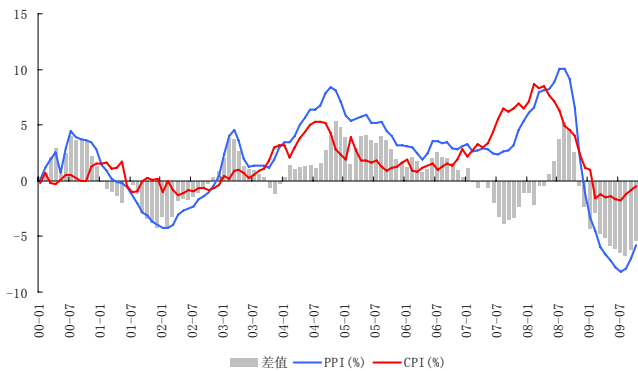
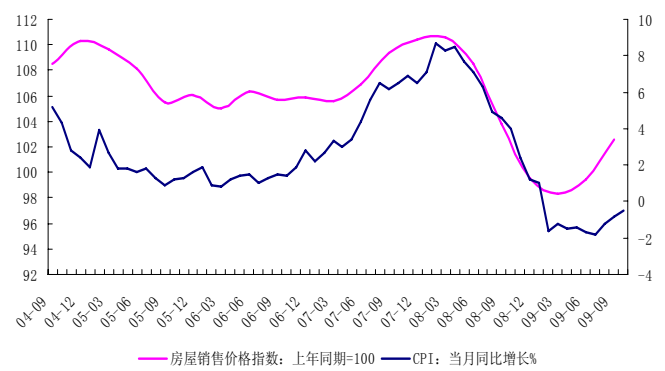


图 23: 通胀压力支持高房价



数据来源：国家统计局、东海证券研究所

2. 2010 年市场供给分析

2.1 商品住宅短期供应明显不足

由于 08 年市场开工不足，而 09 年房地产市场销售畅旺，经过上半年迅速去库存化之后，10 月份一、二线城市商品住宅短期静态库存去化周期明显下降，一些城市甚至呈现出供不应求的局面，例如上海的去化周期已经下降到 1.6 个月，创历史最低纪录。

表 6: 商品住宅短期供应明显不足

	北京	上海	深圳	杭州	南京	武汉
2008年3月	12.7	2.5	23.7	11.3	5.6	14.4
2008年6月	19.1	3.1	15.4	11.7	9.5	21.4
2008年9月	21.3	4.4	31.6	16.6	14.3	24.1
2008年12月	17.4	6	18.2	23.5	15.9	33.9
2009年3月	14.9	4.6	5.7	14.5	9.6	26.4
2009年6月	11.3	2.1	5.4	4	4.7	17.1
2009年10月	9.6	1.6	6.3	3	3.5	12.9

数据来源: 城市房地产交易网、东海证券研究所

(注: 去化周期=可售套数/六个月移动平均销售套数, 单位为月)

2.2 中长期供应有望跟上

为应对短期供应不足的状况, 开发商加大了房地产投资规模, 09 年 1-10 月全国房地产开发投资额达到 2.8 万亿, 同比增幅 18.9%, 预计 09 年全年增速可突破 20%。去库存化过程上半年基本宣告结束, 09 年 5 月全国新开工面积同比增速开始触底反弹, 10 月同比增速已经达到 56.7%, 预计 2010 年中市场供应将会释放出来。

长期供应方面, 09 年 1-10 月全国土地购置、开发面积分别达到 2.4 亿平米、1.8 亿平米, 同比降幅分别为 18.7%、4.6%, 降幅较前期已有较大程度的缩小, 后期供应有望逐渐跟上。

图 24: 全国房地产投资同比增速预计可突破 20%

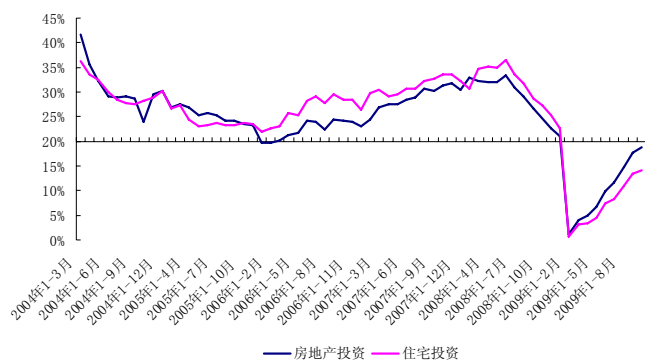
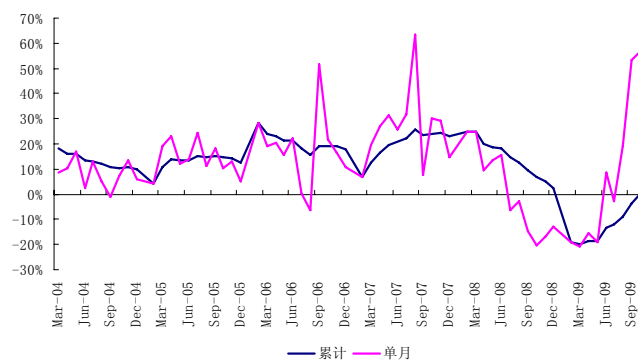


图 25: 全国商品住宅新开工面积同比增速由负转正



数据来源: 国家统计局、东海证券研究所

图 26: 全国商品住宅施工面积同比增速逐月回升

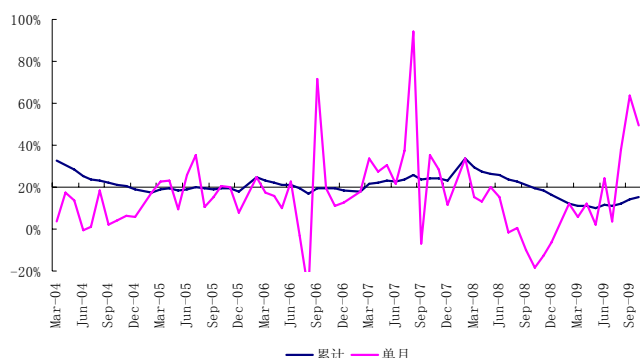
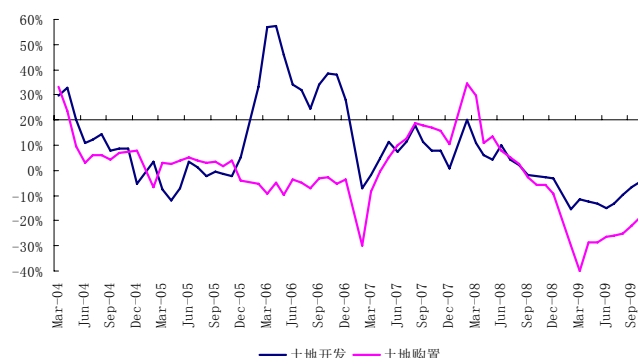


图 27: 全国土地开发、购置面积同比增速比较



数据来源: 国家统计局、东海证券研究所

3. 2010 年房地产政策走向

3.1 房地产已成为中国经济直接“命脉”

在中国,房地产行业是与国民经济高度关联的产业,占 GDP 的 6.6%和四分之一投资,与房地产直接相关的产业达到 60 个。事实上,房地产行业已经成为中国经济的直接“命脉”。追溯历史,房地产之所以成为中国经济直接“命脉”,跟政策不同寻常的支持有莫大的关系。1998 年《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》,和 2003 年出台的国务院 18 号文件,前者首次将房地产业列为国民经济支柱产业,取消了住房计划政策和保障政策,后者再次确立了房地产作为中国国民经济的重要支柱产业产业的地位。

2008 年底,为应对次贷危机给中国带来的负面影响,政府出台了一系列刺激房地产市场消费的政策,2009 年由房地产投资带动中国经济率先全球走向复苏。2010 年中国房地产业能否保持稳定发展,将对中国经济产生直接的影响。

3.2 继续实行适度宽松的货币政策

中共中央政治局 09 年 11 月 27 日召开会议,分析研究明年经济工作。中共中央总书记胡锦涛主持会议。会议强调,明年是实施“十一五”规划的最后一年,做好经济工作,对于进一步有效应对国际金融危机冲击、巩固经济回升基础,为“十二五”规划启动实施创造良好条件至关重要。

会议明确,明年政府要“保持宏观经济政策的连续性和稳定性,继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性。”会议还主张,“明年要进一步加强和改善宏观调控,保持宏观政策的基本取向,把

把握好政策实施的力度、节奏、重点，落实和丰富完善应对国际金融危机冲击的一揽子计划，提高经济发展的稳定性、协调性、可持续性。”

12 月份中央经济工作会议重申，“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，这表明 2010 年支撑房地产市场发展的大背景仍然存在。

3.3 2010 年多数优惠政策仍将延续

楼市今年快速回升，主要是刺激经济回升的措施使然，带有明显“政策市”的特征，因此楼市对政策的这种敏感性将在一定时期内存在。鉴于今年房地产行业对经济回升和发展的拉动作用的特殊贡献，对于自住型需求，中央经济工作会议态度明确表示支持，“增加普通住房供给，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度”。

随着宏观经济增长趋势明朗，通货膨胀压力增强以及房价上涨过快，预计 2010 年下半年房地产优惠政策将逐渐有所收紧。而在 2010 年上半年，由于宏观经济增长尚不稳固，仍存在反复的可能，为避免经济的大起大落，政策面仍将以偏宽松基调为主。

3.4 2010 年政府将大力推进城镇化建设

12 月，中央经济工作会议指出，“要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展。”其中，“以稳步推进城镇化为依托”彰显出房地产对 2010 年实施“经济结构调整”的重要意义。这表明了 2010 年政府对房地产业的基本态度：将继续大力支持中国的城市化运动，继续支持房地产行业的健康发展。

值得关注的是，会议还传递出将“放宽中小城市和城镇户籍限制”的重要信息。我们认为，这是房地产业中长期发展的重大利好！大量农民将成为中小城市和城镇的新居民，必然会带来巨大的住房需求。

3.5 2010 年加息预期强烈

11 月份以来，澳大利亚、以色列、挪威、印度等外围国家改变 08 年以来所实行的低利率货币政策，开始相继收紧货币宽松政策先后加息，这无疑会给中国调整货币政策的理由和压力。美国多位经济学家表示，明年美国加息周期预计发生在第三季度，由于人民币实行与美元挂钩的联系汇率制，所以中国央行加息发生在明年三季度是个大概率事件。

加息的一个目的是抑制通胀。09 年前三季度，中国经济增速逐步加快，经济社会

发展情况好于年初的预期，回升向好趋势得到巩固。中国国家统计局上月发布的数据显示，前三季度中国居民消费价格(CPI)同比下降 1.1%，工业品出厂价格(PPI)同比下降 6.5%，二者均呈现环比由降转升，同比降幅收窄态势。2010 年中国物价可能重回上升轨道，预计全年 CPI 同比涨幅在 4% 左右。

加息的另一个意图，便是抑制资产价格的过度膨胀，而平抑房价正是其中的重要部分。从楼市供给来看，银行收紧银根将给房地产企业带来资金压力和融资成本上升，这对房地产此类资金依赖度高的行业冲击无疑比较大。

4. 长期而言，仍看好房地产业

4.1 中国仍处在城市化过程中

短期而言，中国的房地产市场会受到社会经济发展中的诸多因素的影响，但行业长期发展趋势仍取决于城市化的演进、经济的增长、人口结构以及居住模式变迁等基本要素，只要上述因素不发生根本变化，行业发展的基本趋势就不会动摇。

对于还处在成长阶段的中国房地产行业来说，增长的历程显然远未步入尾声。2008 年我国的城市化率 45.7%，相当于日本 60 年代初期的水平，而且自 1996 年以来我国的城市化率有加快的趋势，1999-2008 年城市化率平均每年提高 1.1 个百分点，这意味着每年将有 1500 万人口成为城市人口，即相对于每年在中国再造一个类似北京、上海一样的超级大城市。发达国家目前的城市化率水平多处在 70-80%，我们认为，未来 15-20 年中国仍将处在城市化的过程中。

图 28: 城市化率 1996 年以来有加快趋势 (单位: 百万)



数据来源: CEIC、东海证券研究所

5. 房地产上市公司估值情况

5.1 横向比较，不具明显估值优势

PE 估值比较：房地产板块静态 PE 为 45 倍，高于全部 A 股 25 倍的平均静态 PE，在申万 23 个行业分类中处于第 9 位，显然其静态 PE 不具优势。相比之下，房地产动态 PE 略具优势，为 32 倍，而全部 A 股平均动态 PE 为 24 倍，在申万 23 个行业分类中处于第 14 位。（以上估值基于 2009 年 11 月 27 日收盘价）

图 29：房地产静态 PE 处中等水平

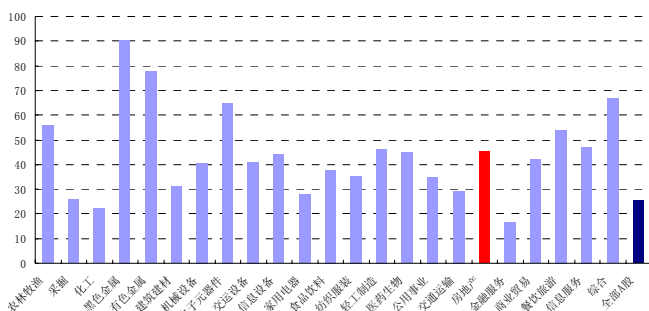
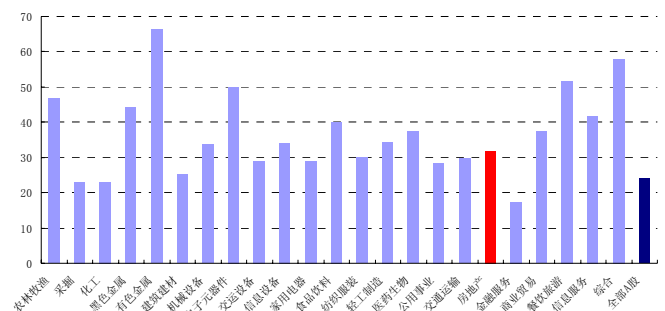


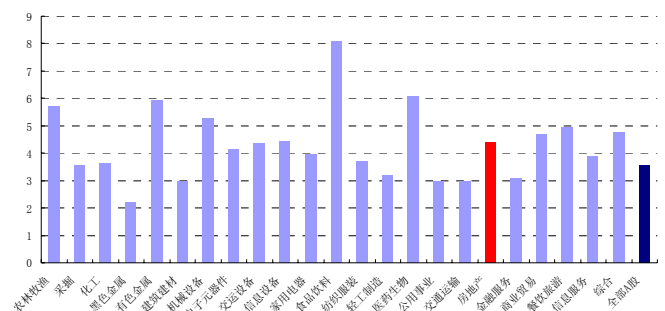
图 30：房地产动态 PE 处中下游水平



数据来源：WIND、东海证券研究所

PB 估值比较：房地产板块 PB 估值同样不具备优势，其与 09 年三季报匹配的 PB 为 4.4 倍，而全部 A 股 PB 为 3.6 倍，在申万 23 个行业分类中处于第 10 位。（以上估值基于 2009 年 11 月 27 日收盘价）

图 31：房地产 PB 略微偏高



数据来源：WIND、东海证券研究所

5.2 纵向比较，估值还有上升空间

我们计算了 2000 年 11 月 27 日以来房地产板块静态 PE 与 PB，其平均值分别为 48 倍和 4.7 倍，而 2009 年 11 月 27 日静态 PE 为 45 倍，PB 为 4.4 倍，行业估值水平略低于 9 年以来的均值。我们认为，纵向比较，房地产板块估值未来还有上升空间。

图 32: 房地产板块静态 PE 走势

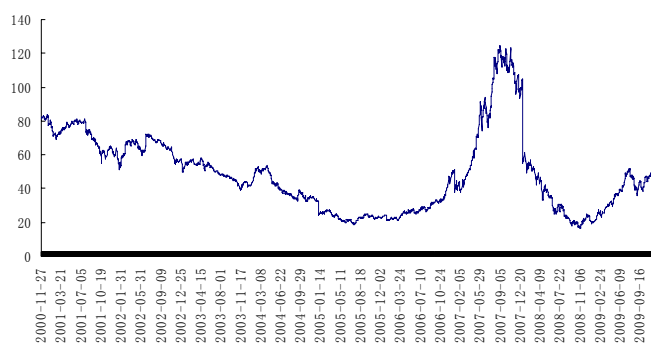
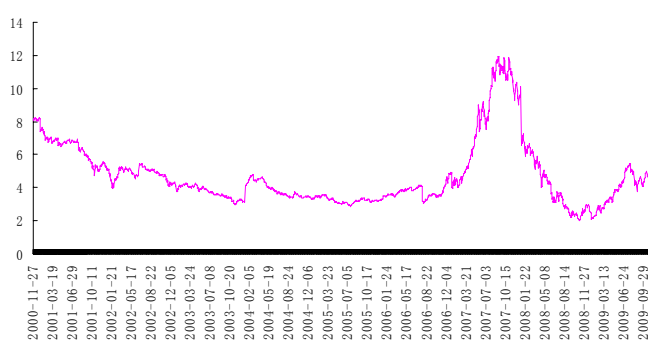


图 33: 房地产板块 PB 走势



数据来源: WIND、东海证券研究所

6. 2010 年行业投资评级

上半年行业“推荐”评级

明年上半年, 宏观经济复苏还没有稳固, 银行信贷持续宽松, 资产价格上升, 房价继续走高, 国际热钱流入, 二三线城市房产销量持续高位, 房地产政策仍偏宽松, 地产股会走出一波行情。

下半年行业“中性”评级

明年下半年, 宏观经济完全企稳, 政府开始平抑高房价, 抑制潜在通胀压力, 回收流动性, 经济进入加息周期, 经济刺激政策逐步退出, 资金成本上升, 房地产市场供需双方受政策挤压, 地产板块在高估值下将回归理性。

看好以下三类公司的投资机会

我们看好重点在二、三线城市布局, 土储十分丰富, 可坐享资产升值的公司: 万科、保利地产、金地集团、苏宁环球、名流置业;

我们看好区域优势明显、具有高成长性的公司: 滨江集团、广宇集团、福星股份、亿城股份、大连友谊、华发股份、天地源;

我们还看好资产重组预期强烈、具有发展潜力的公司: 湖南投资、友好集团。

表 7：重点跟踪公司盈利预测

证券	公司	股价		EPS			PE		PB	RNAV	折溢价率	投资评级
代码	简称	2009-12-1	08A	09E	10E	08A	09E	10E		元/股		
000002	万科A	11.50	0.37	0.50	0.65	31.1	23.0	17.7	3.6	7.3	58%	增持
000024	招商地产	30.76	0.94	1.05	1.46	32.7	29.3	21.1	3.4	24.5	26%	买入
600048	保利地产	24.90	0.64	0.92	1.33	38.9	27.1	18.7	3.8	15.5	61%	买入
600383	金地集团	15.47	0.38	0.55	0.74	40.7	28.1	20.9	2.7	11.2	38%	买入
000069	华侨城	20.64	0.30	0.55	0.72	70.0	37.5	28.7	10.9	17.3	19%	增持
600325	华发股份	22.48	0.88	1.12	1.44	25.5	20.1	15.6	3.8	15.6	44%	增持
600675	中华企业	16.46	0.43	0.56	0.78	38.5	29.4	21.1	5.3	11.3	45%	买入
600641	万业企业	11.08	0.46	0.52	0.58	24.1	21.3	19.1	3.5	-	-	买入
000616	亿城股份	7.67	0.30	0.36	0.41	25.6	21.3	18.7	2.7	5.7	34%	买入
002244	滨江集团	16.36	0.47	0.58	0.82	34.9	28.2	20.0	7.1	11.7	40%	买入
002133	广宇集团	11.35	0.24	0.37	0.52	47.3	30.7	21.8	4.6	8.8	29%	买入
000718	苏宁环球	17.35	0.33	0.53	0.74	52.6	32.7	23.4	10.9	12.5	39%	买入
600533	栖霞建设	7.31	0.19	0.35	0.48	38.1	20.9	15.2	2.9	5.4	35%	增持
000926	福星股份	12.89	0.47	0.51	0.72	27.5	25.3	17.9	4.6	9.8	32%	买入
000667	名流置业	9.64	0.24	0.36	0.48	40.2	26.8	20.1	2.7	7.7	25%	增持
600153	建发股份	14.91	0.50	0.64	0.81	29.8	23.3	18.4	4.4	10.4	44%	增持
600528	中铁二局	13.18	0.32	0.50	0.79	41.7	26.4	16.7	4.9	-	-	增持
600665	天地源	7.32	0.18	0.24	0.35	41.5	30.5	20.9	3.5	4.9	49%	增持
000679	大连友谊	17.34	0.56	0.97	1.19	31.2	17.9	14.6	4.8	-	-	增持
平均						37.5	26.3	19.5	4.7		39%	

资料来源：东海证券研究所

表 8：2010 年重点跟踪公司股份解禁时间表

证券简称	解禁时间	解禁股数 (万股)	占流通股比例	占总股本比例	解禁股类型
保利地产	2010-07-14	26,949	8.45%	7.66%	定向增发机构配售股份
招商地产	2010-09-24	45,195	69.91%	26.32%	定向增发机构配售股份, 股权分置限售股份
金地集团	2010-08-17	30,257	13.87%	12.18%	定向增发机构配售股份
苏宁环球	2010-04-30	18,724	20.34%	11.00%	定向增发机构配售股份
中华企业	2010-12-19	28,471	38.02%	26.17%	股权分置限售股份
福星股份	2010-11-09	18,036	34.43%	25.57%	股权分置限售股份
亿城股份	2010-07-19	10,827	13.62%	11.99%	股权分置限售股份

数据来源：WIND、东海证券研究所

7. 风险提示

(1) 2010 年，二、三线城市房价大幅飙升，房价收入比、月供/收入开始恶化并直逼一线城市，这势必引发政策的超预期调控。

(2) 2010 年，房价大幅上扬抑制市场需求，市场重回 2008 年的有价无市状态。

8. 重点推荐公司

8.1 保利地产（600048）

销售业绩远超行业平均水平。前3季度公司累计实现签约面积392.24万平米、金额323.35亿元，同比分别增长163.16%、165.20%，而同期全国商品房销售面积与销售额同比增速分别为44.80%、73.40%，公司销售业绩远超行业平均水平。

公司土地储备十分充裕，正处明显的扩张发展期。三季度末，公司在建拟建项目83个，总占地面积1784.59万平米，规划容积率面积2897.99万平米。1-9月份公司新增权益储备面积589万平米，平均楼面地价3623元/平米。新增储备面积明显高于销售面积392.24万平方米，公司仍处于明显的扩张发展期。今年第三季度公司新开工面积120.58万平米，竣工面积49.73万平米。今年1-9月份在建面积1049.77万平米，比去年同期增长7.53%。与新增的项目储备比较，新开工面积增速并没有明显提升。

三项费用率处行业低位。由于结算滞后，前3季度扣除税金的毛利率同比下降12个百分点，我们认为2009年全年会有所提升；前3季度公司期间费用率为5.5%，同比下降了2.4个百分点，期间费用率在行业中处于低位。

公司财务状况已大为改善。公司三季报显示，目前拥有货币资金166.5亿元，较年初数增长了204%。公司财务状况已经大为改善，目前净负债率21.97%，较2008年底下降了109个百分点；现拥有预收账款285.8亿元，公司真实资产负债率32.7%，较2008年底下降了19.8个百分点。

给予公司“买入”投资评级。我们维持公司09/10/11年EPS 0.92元、1.33元和1.60元的盈利预测，我们给予公司“买入”的投资评级。

8.2 金地集团（600383）

09年前三季度，公司基本每股收益0.35元。09年前三季度，公司实现营业收入52.1亿元，较去年同期增长19.7%；营业利润11.7亿元，归属母公司净利润7.7亿元，分别较去年同期增长64%和82%，前三季度基本每股收益0.35元。

前三季，公司销售领先全国水平。2009年前三季度，公司累计实现销售面积134.5万平米，同比增长83.9%；累计销售金额149.6亿元，同比增长90.6%。前三季全国商品房销售额同比增长73%，公司销售领先全国水平。我们预计全年完成170亿元的销售目标已无悬念，并有望逼近200亿元。

09年土地款116亿元，新增土地储备多位于一线城市。截至目前，公司今年已新增

项目9个，新增权益建面201万平米，土地总价款高达116亿元，已超额完成公司年初制定的拿地投入100亿的计划。从拿地城市来看，虽然一线城市争夺激烈，但公司还是基本按年初计划（优先扩张深圳、上海、北京和武汉）进行，9个项目中有7个项目位于上述的四个城市，另外两个项目分别位于宁波和佛山，土地款合计12.8亿，仅占全年拿地支出的11%。

给予公司“买入”评级。预计公司09/10/11年EPS分别为0.55元、0.74元和0.93元，给予公司“买入”的投资评级。

8.3 苏宁环球（000718）

销售继续保持良好增长态势，同比增幅将近100%。前三季度，公司累计销售68.62万平米，预售金额28.61亿元，分别比上年同期增长97.43%和96.77%。第三季度，成交面积和金额较去年同期分别上升69.9%和118.5%，比二季度分别上升4.7%和6.0%。

财务状况持续改善，三项费用率仅4.4%。公司财务状况维持改善趋势，前三季度净负债率4.2%，较年初下降了46.0个百分点，真实资产负债率34.5%，较年初下降了5.0个百分点，公司在手现金11.3亿元，较年初增长42.9%。公司费用率控制能力突出，前三季度三项费用率仅4.4%，较年初下降了1.6个百分点，在地产行业中处于低位。

土储权益总建面1258万平米，平均土地成本仅472元/平米！前三季度，公司土地储备权益总建面达1258万平米，平均土地成本仅472元/平米！土储可供五年以上发展。第三季度，公司新增土地储备23万平米，其中57%来自于南京。

目前浦口已设计好江北新城建设“路线图”，实施“三步走”战略，规划中的地铁三号线将大幅提升江北楼盘价值。根据南京市政府规划，自09年始的三年内，浦口区将着力实施重大基础设施启动、推进和完善。目前浦口已设计好江北新城建设的“路线图”，实施“三步走”战略，即“三年打基础、五年拉框架、十年立新城”。南京地铁三号线（建设周期3年）预计明年4月动工建设，过江后依次在威尼斯水城、天润城、天华硅谷设立站点，保守估计，建成后房价至少可提高2000元/平米。

预计全年开工面积将达到250万平米，较年初计划提高108%。随着09年以来房地产行业政策和市场的转暖，公司踏准市场脉搏，及时调增了年初制定的120万平米开工计划。截止报告期末，公司已开工180万平米，四季度开工面积将达70万平米，全年开工面积将达到约250万平米。开发面积的增大，将有利于保证公司净利润的快速增长。

给予公司“买入”评级。预计公司09/10/11年EPS分别为0.53元、0.74元和1.17元，给予公司“买入”的投资评级。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 2 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中华企业、亿城股份、福星股份、名流置业、万业企业等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

