

房地产

2009 年 12 月 29 日

行业研究

行业专题

跟踪评级_维持: 短期_中性, 长期_A

政策转向, 等待投资良机

——2010 年房地产行业投资策略

核心观点:

1、房价的涨幅已经消耗掉利率及税费优惠提升的相对购买力。在抑制投资与投机性住房需求情况下, 新增自住需求与新增供给之间关系的逆转将不再支持房价非理性上涨。根据我们的测算, 2010 年新开工面积规模将超过城市化及拆迁产生的自住性需求, 即意味着新增供给开始能够满足新增需求, 也就是说, 在抑制投资与投机需求的前提下, 新增自住需求与新增供给之间的平衡将不再支持房价非理性上涨。

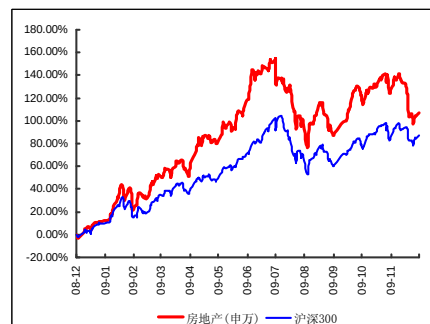
2、政策已经转向, 房价上涨压力越大, 相应的政策调控力度也将越大。12 月房地产政策密集出台, 其中对投资与投机性需求的抑制政策将对楼市产生较大的影响。明年上半年大部分城市可售房源仍将处于历史低位, 这将支撑房价处于高位; 另一方面, 抑制投资与投机性需求将缓解房价上涨的压力。房价上涨压力越大, 相应的政策调控力度也将越大。

3、在严格抑制投资与投机性购房需求情况下, 应当警惕部分城市房地产市场量价调整的风险。自 2009 年第四季度大幅提升的新开工项目将在 2010 年下半年形成有效供给, 2010 年上半年, 二三线城市新开工面积仍将继续保持高增长, 有效新增供给将保持持续性。目前, 二三线城市的房价均出现了大幅上涨, 房价与成交量的波动风险已与一线城市趋同; 房地产市场调整从一线城市向二三线城市传导的时间也正在缩短; 如果严厉政策实施, 则应当警惕部分城市房地产市场量价调整的风险。

4、投资建议: 政策调控可能前紧后松, 等待投资良机。市场条件下供需关系决定的房价高点将在 2010 年上半年; 为了遏制部分城市房价过快上涨的势头, 对投资与投机性需求抑制也将是比较严厉的时候。由于可售房源的减少与房价高位盘整, 银行信贷偏紧, 成交量将出现萎缩。政策压力下, 成交量萎缩将可能再次引发市场悲观, 同时, 出于对房价和销量预期的向下修正, 估值重心可能有所下移。明年二季度末, 由于有效供给开始大量形成, 房价过快上涨压力减小, 信贷政策可能将再次放松, 成交量将再次放大, 悲观情绪释放。因此, 我们判断, 明年上半年第二季度将可能是中长线投资地产股的良机。我们认为: 2010 年 15~20 倍动态市盈率, 可以作为地产板块的合理估值区间, 如果股价对政策过度反应, 2010 年 15 倍动态市盈率以下, 建议买入。

5、投资风险。中央政府有可能视经济回暖程度而调整相应房地产政策, 最终是否对投资性与投机性住房需求严格抑制及其执行效果具有很大的不确定性。

房地产行业最近一年走势:



(截至 2009-12-28)

重点推荐公司:

公司	评级
首开股份	推荐、A
滨江集团	推荐、A
北京城建	推荐、A
金融街	推荐、A
中华企业	推荐、A
福星股份	推荐、A
保利地产	推荐、A
万科 A	推荐、A
招商地产	推荐、A
华侨城	推荐、A

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

E-mail: zouwenjun@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

目 录

1、2009 年房地产市场回顾	4
1.1 商品房销售量价齐升	4
1.2 房地产投资增速明显回升	5
1.3 土地市场竞争异常激烈	6
1.4 重点城市房地产市场跟踪	7
2、政策转向拐点确立	8
2.1 政策超预期密集出台，政策转向拐点确立	8
2.2 政策调控的背景与意图	9
2.3 政策评价与后续政策展望	10
3 2010 年房地产市场判断	10
3.1 供需关系：短期供不应求，中长期趋于缓和	10
3.2 房价涨幅已经抵消利率及政策优惠幅度	12
3.3 2010 年房价可能形成阶段性顶部	14
3.4 信贷增速下降将带来商品房成交量增速正相关	15
3.5 预计 2010 年成交量增速明显放缓	16
3.6 土地资源争夺就仍将激烈	17
4 投资策略：政策转向拐点确立，等待投资良机	17
4.1 投资思路：自上而下看行业，自下而上选个股	17
4.2 投资时机的把握	18
4.3 重点跟踪公司盈利预测与投资评级	19
5 风险分析	19

图表目录

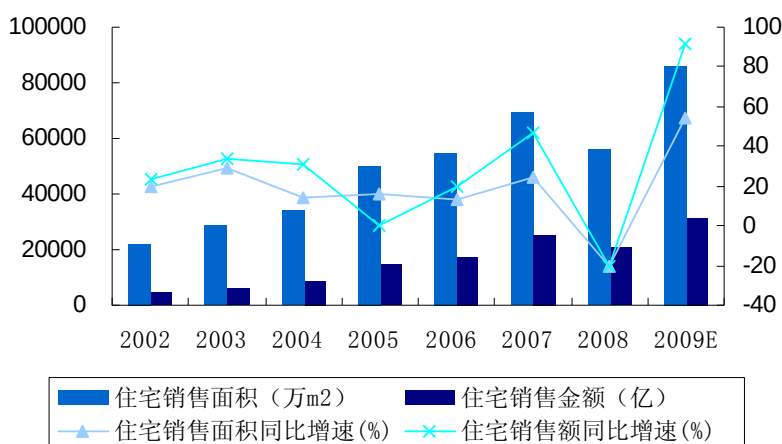
图表 1: 我国住宅销售面积、销售金额及增速	4
图表 2: 住宅销售均价 (住宅销售额/销售面积) 及增速	4
图表 3: 商品房 (住宅) 新开工面积/销售面积、竣工面积/销售面积	5
图表 4: 我国住宅新开工面积、竣工面积及增速	5
图表 5: 商品房 (住宅) 当月新开工面积及增速	6
图表 6: 房地产开发投资完成额与本年购置土地面积及增速	6
图表 7: 北京市期房与现房可售套数	7
图表 8: 上海市商品房 (住宅) 可售套数与住宅均价	7
图表 9: 深圳市一手房可售套数与成交均价	7
图表 10: 南京市住宅可售套数	7
图表 11: 成都市商品房可售套数	8
图表 12: 西安市商品房可售套数	8
图表 13: 重庆市商品房可售套数	8
图表 14: 苏州市商品房 (住宅) 可售套数	8
图表 15: 房地产板块走势与政策调控	9
图表 16: 当月新开工面积在第四季度大幅提升	11
图表 17: 五年期以上商贷和个人住房公积金贷款利率	12
图表 18: 重点城市二手房价格	13
图表 19: 重点城市二手房价格最大涨幅	14
图表 20: 美国新建住房房价水平变化	15
图表 21: M1 同比增速与商品房销售额 (住宅) 同比增速 (%)	16
图表 22: 未来三年住宅销售面积与销售金额预测	16
图表 23: 我国未来城市化进程将加速推进	18
图表 24: 重点跟踪公司盈利预测与投资评级	19
 表格 1: 商品房 (住宅) 销售面积、竣工面积与新开工面积	 11
表格 2: 商品住宅刚性需求量化分析	12
表格 3: 住房按揭贷款利率变化引起月供变化量化分析	13
表格 4: 不同执行利率下实际月供比较	13

1、2009 年房地产市场回顾

1.1 商品房销售量价齐升

销售面积及销售额及其增速均创下历史最高水平。2009 年 1-11 月，全国商品房销售面积 75203 万平方米，同比增长 53.0%。其中，商品住宅销售面积增长 54.4%。1-11 月，商品房销售额 35987 亿元，同比增长 86.8%。其中，商品住宅销售额增长 91.5%。

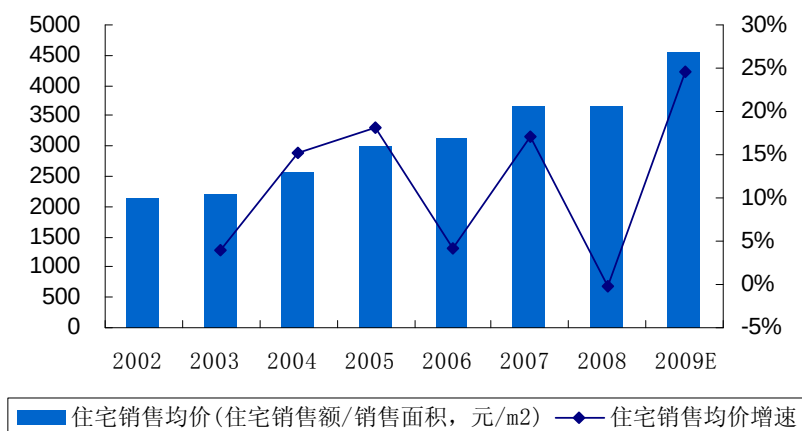
图表 1：我国住宅销售面积、销售金额及增速



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

商品房销售均价与增速均创下历史新高。截至 2009 年 11 月，我国商品住宅销售均价（住宅销售额/销售面积）为 4587 元/平方米，同比增速 24%。从月度成交均价环比看，下半年房价呈现加速上涨势头。

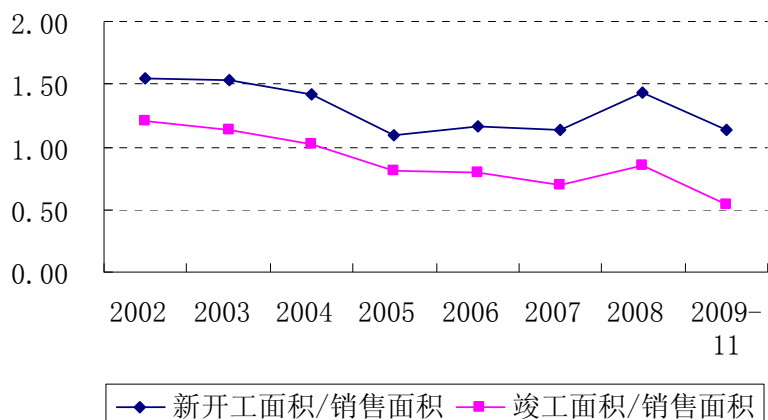
图表 2：住宅销售均价（住宅销售额/销售面积）及增速



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

商品房（住宅）市场严重供不应求。截至 2009 年 11 月份，新开工面积/销售面积值达到 1.14，而竣工面积/销售面积值仅为 0.53，均为历史低点，商品房（住宅）市场严重供不应求。

图表 3：商品房（住宅）新开工面积/销售面积、竣工面积/销售面积

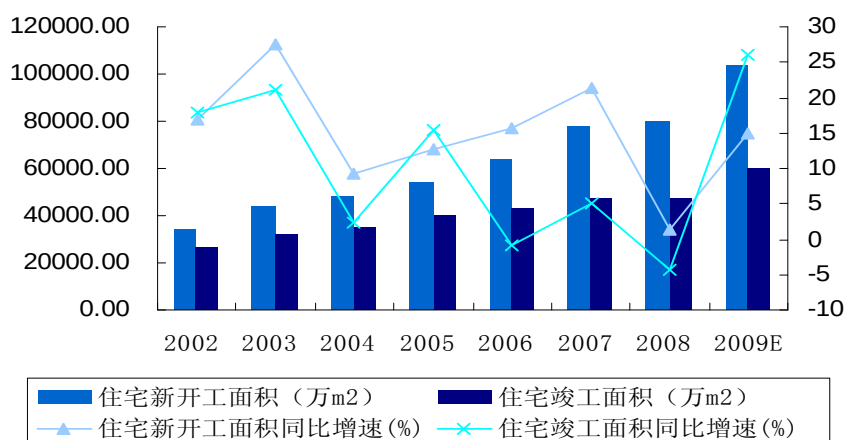


数据来源：国都证券研究所

1.2 房地产投资增速明显回升

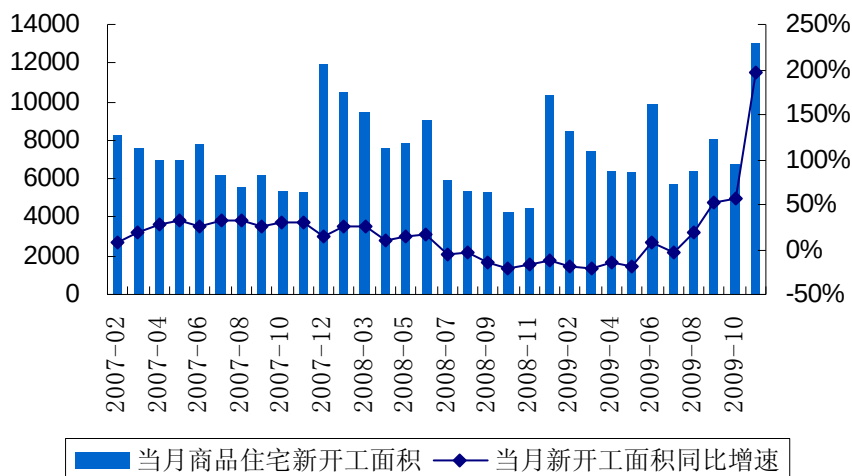
2009 年 1-11 月，全国完成房地产开发投资 31271 亿元，同比增长 17.8%，商品住宅完成投资 22369 亿元，同比增长 15.7%，占房地产开发投资的比重为 71.5%。全国房地产开发企业房屋施工面积 29.88 亿平方米，同比增长 17.2%，房屋新开工面积 9.76 亿平方米，同比增长 15.8%；房屋竣工面积 4.42 亿平方米，同比增长 26.1%。其中，住宅竣工面积 3.67 亿平方米，增长 28.2%。

图表 4：我国住宅新开工面积、竣工面积及增速



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

图表 5: 商品房(住宅)当月新开工面积及增速

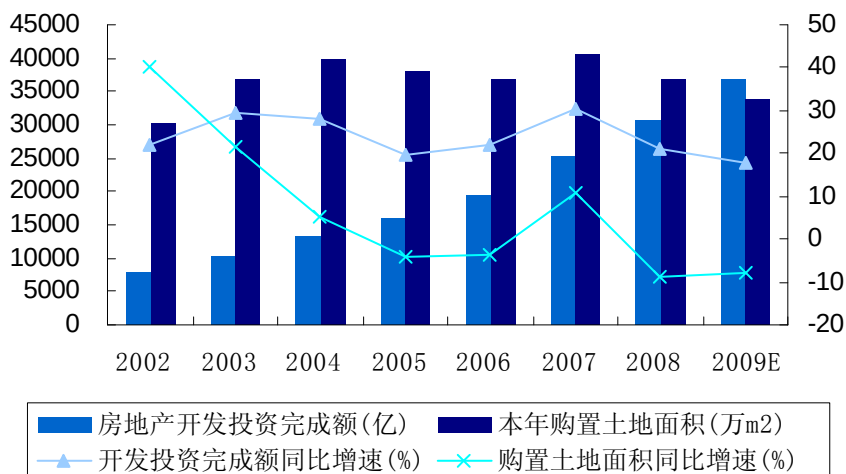


数据来源: 国家统计局, 国都证券研究所

1.3 土地市场竞争异常激烈

下半年地王频出, 土地资源越来越稀缺。2009 年下半年, 地王频出, 成交价屡创新高, 而 1-11 月, 全国房地产开发企业完成土地购置面积 27091 万平方米, 同比下降 15.4%; 完成土地开发面积 20338 万平方米, 同比下降 2.5%。一方面, 商品房供给不足, 另一方面, 土地资源供应紧缺, 供应速度仍呈现负增长。土地资源的稀缺性使得对土地资源的争夺大战仍将持续。

图表 6: 房地产开发投资完成额与本年购置土地面积及增速



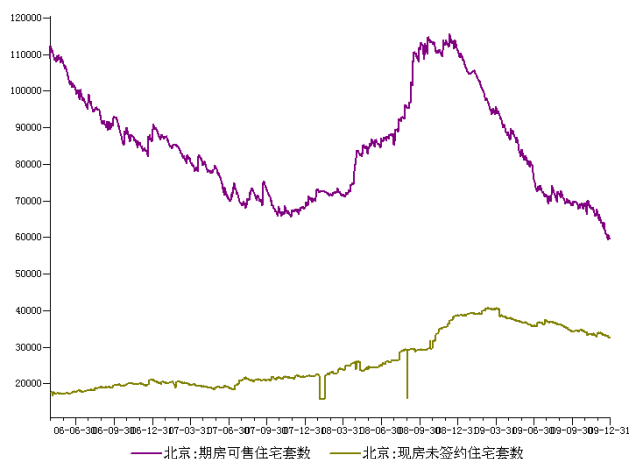
数据来源: 国家统计局, 国都证券研究所

1.4 重点城市房地产市场跟踪

在我们重点跟踪的八个城市中，从库存变化特征看，北京、上海、深圳、南京、重庆、成都、苏州商品住宅可售楼盘总量持续下降，西安商品住宅可售楼盘持续上升。从库存量来看，上海、北京、深圳库存量均出于历史低位，同时，由于三大城市土地资源稀缺，未来供给仍然很难迅速提升，预计明年上半年仍将维持低位；苏州、南京库存量也较低；而成都、西安库存量绝对值较高。

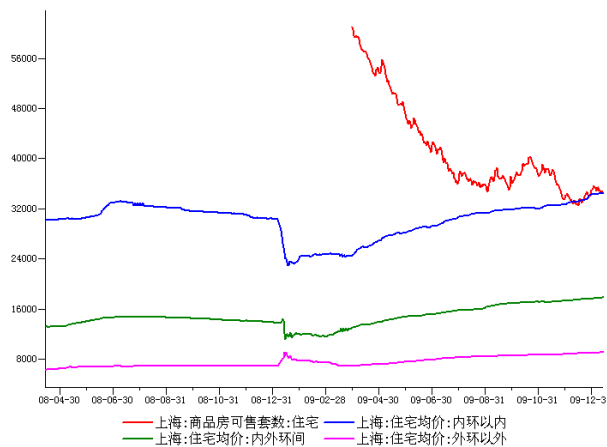
2010年一线城市与二、三线城市房地产市场可能出现较大差异。主要的原因是一线城市的可售楼盘总量仍然很难提升，成交量将有所萎缩，房价仍将坚挺；部分二三线城市可售楼盘处于高位，成交量仍将较大，而房价涨幅趋缓。

图表 7：北京市期房与现房可售套数



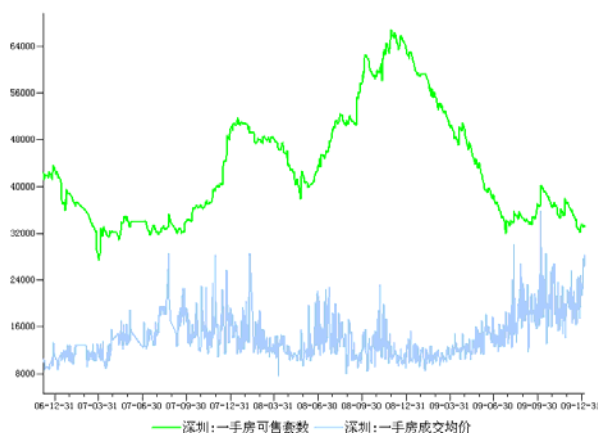
数据来源：wind，国都证券研究所

图表 8：上海市商品房（住宅）可售套数与住宅均价



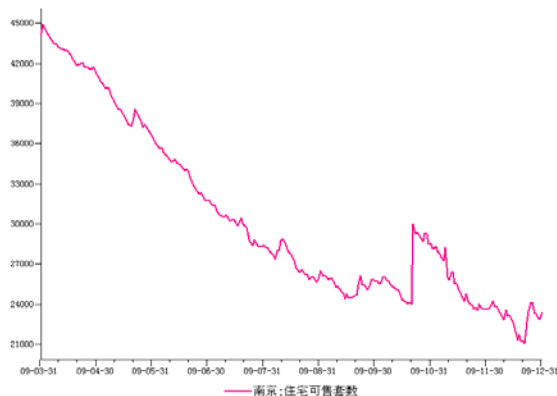
数据来源：wind，国都证券研究所

图表 9：深圳市一手房可售套数与成交均价



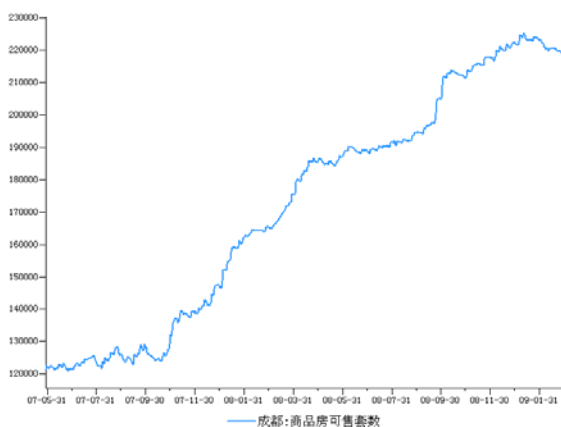
数据来源：wind，国都证券研究所

图表 10：南京市住宅可售套数



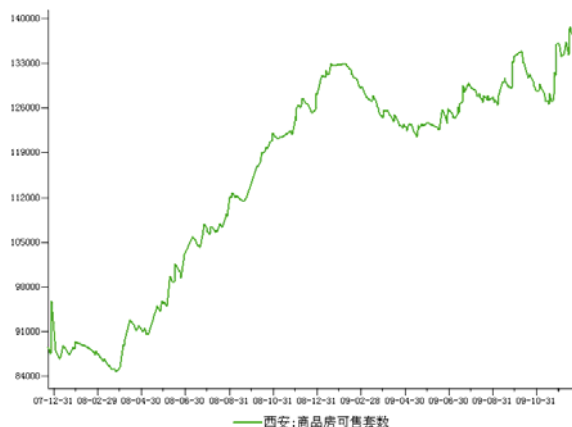
数据来源：wind，国都证券研究所

图表 11: 成都市商品房可售套数



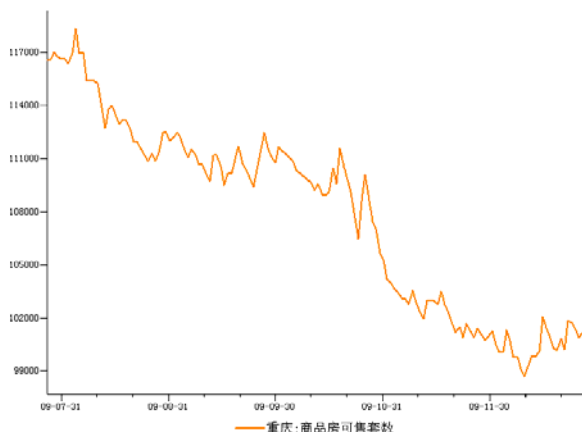
数据来源: wind, 国都证券研究所

图表 12: 西安市商品房可售套数



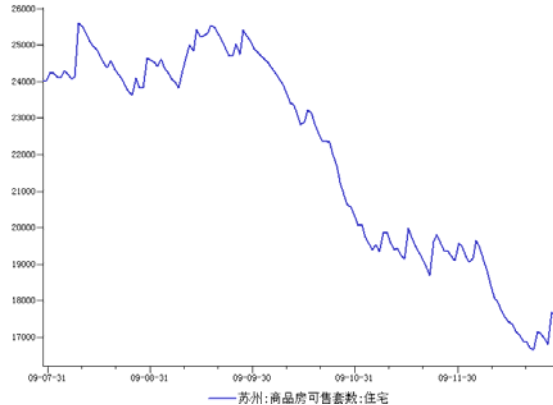
数据来源: wind, 国都证券研究所

图表 13: 重庆市商品房可售套数



数据来源: wind, 国都证券研究所

图表 14: 苏州市商品房(住宅)可售套数



数据来源: wind, 国都证券研究所

2、政策转向，调控趋严

2.1 政策超预期密集出台

12月9日，国务院常务会议取消二手房营业税优惠政策。

12月14日，“国四条”。重点是在保持政策连续性和稳定性的同时，加快保障性住房建设，加强市场监管，稳定市场预期，遏制部分城市房价过快上涨的势头。一要增加普通商品住房的有效供给。二是继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房。三要加强市场监管。四要继续大规模推进保障性安居工程建设。“国四条”将可能是2010年房地产调控的主要思想。

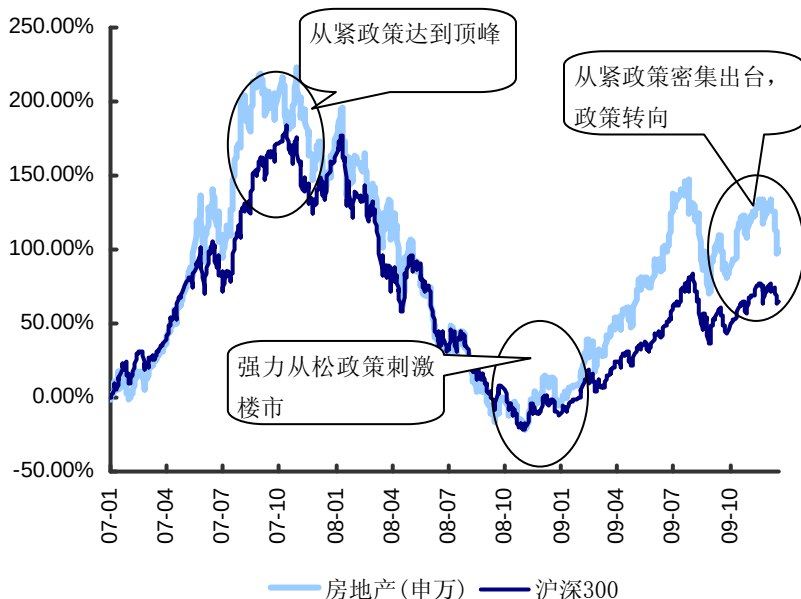
12月18日，《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》，规范土地出让

收入分期缴纳行为。分期缴纳全部土地出让价款的期限原则上不超过一年（特殊项目可以约定在两年内全部缴清）。首次缴纳比例不得低于全部土地出让价款的50%。

12月23日，财政部发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》。

12月房地产政策超预期密集出台表明，对房地产业的政策调控已经转向，其中，对投资与投机性需求的抑制政策将对楼市产生较大的影响。2010年上半年供不应求的现象将加强，支撑房价高位上涨，而同时，对投资与投机性需求的抑制将缓解房价上涨的压力。房价上涨压力越大，政策调整的力度也将越大。

图表 15： 房地产板块走势与政策调控



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

2.2 政策调控的背景与意图

政策调控的背景：供需关系加剧紧张，部分城市房价涨幅过快过高。

从2008年底的强力政策刺激楼市到2009年的政策转向拐点确立，我国房地产市场环境及经济环境已经发生了显著变化。2008年底中央政府强力政策刺激楼市，意在通过刺激房地产拉动经济，避免经济走入低谷，2009年上半年在实际操作中银行信贷过度鼓励购房（包括投机投资购房），导致成交量的井喷与房价的暴涨，全国大中城市一、二手房房价涨幅惊人；而新开工面积在2009年第四季度才开始迅速回升，2009年下半年供不应求现象明显加剧，在2010年上半年仍将比较明显。

政策调控的目的：价稳量增，拉动投资。

最重要的调控手段：货币政策（首付比、利率）、税收政策。产业调控政策调节需求与供给的释放，货币政策影响成交量的变化。银行信贷与执行利率将是调节需求释放的最重要的手段。

调控政策可能出现前紧后松。原因：2010 年上半年供给相当紧张，如果不对抑制投资与投机需求加以调控，房价仍有可能过快上涨；而下半年，供给将不断增加，如果房价出现明显调整或成交量明显下降，可能会适度放松调控。

2.3 政策评价与后续政策展望

2008 年底密集出台的政策效果评价：毁誉参半。一方面，地产迅速爆发式复苏，避免了房地产行业步入低迷给经济带来的不利影响；另一方面，在全球经济未稳、各国房地产市场萎靡不振之时我国房地产市场异常火爆——成交量暴增、房价暴涨，供不应求异常紧张。

2010 年上半年，供不应求现象将进一步加剧，有效供给尚需在下半年才开始明显增加，为防范已经暴涨的房价进一步大幅上涨，政府选择在此时出台相关政策。

政策对房地产市场的影响之决定因素在于其执行力度。我们预计，政策执行的松紧度最终由银行信贷来掌控，银行的信贷政策实施将灵活机动，以达到价稳量增、拉动经济的目的。

后续政策展望：（1）抑制投资与投机性购房需求。对投资与投机性购房实行惩罚性利率、提高首付比等措施。（2）促进开发商增加供给，减少囤地等。（3）温和加息。温和加息初期，加息的累加效应不明显，对相对购买力的影响还不大，和温和通胀对应的对房价支撑作用基本平衡。

3 2010 年房地产市场判断

3.1 供需关系：短期供不应求，中长期趋于缓和

住宅需求分为：自住需求、改善性需求、投资与投机需求。当前的供需关系决定当前的房价水平，当前的房价水平反应的是当前的自住需求、改善性需求、投资与投机需求。

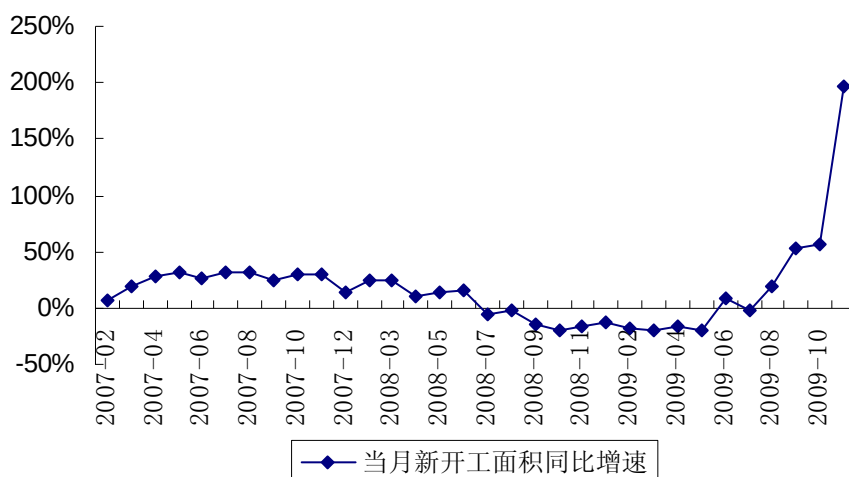
自住性需求是我们分析供需关系的基础。改善性需求、投资与投机需求是我们分析供需关系动态变化的变量。改善性的这部分需求，属于二次置业（或二次以上），需求释放有较大弹性，同时，改善性需求释放的同时，也会部分释放其自身对应的自住性住房供给。

如果在抑制投资需求与投机需求前提下，评估动态的供需关系对房价的影响，我们就只需要评估新增的自住性需求和新增的供给之间的平衡情况。如果新

增的自住需求与新增供应基本均衡，则供需关系与当前房价实现动态均衡。

新开工项目将在 6~12 个月后形成有效供给，我们可以大致依据当年的新开工面积初步评估次年的有效供给；我们看到 2009 年第四季度，新开工面积大幅提升，将在明年的下半年后形成有效供给，供需关系开始改善。我们对 2009-2011 年三年的商品住宅新开工面积、竣工面积、销售面积进行假设，预计 2009-2011 年商品住宅新开工面积分别为 9.02 亿平方米、10.82 亿平方米、12.99 亿平方米。由于金融风暴余波未了，地方政府仍会不遗余力的推进房地产业发展，新开工面积的增速可能比我们预期的要高。

图表 16：当月新开工面积在第四季度大幅提升



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

表格 1：商品房（住宅）销售面积、竣工面积与新开工面积

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	合计	09E	10E	11E
销售面积	1.19	1.51	1.85	2.21	2.85	3.38	4.98	5.44	6.91	5.59	35.91	8.62	9.50	11.00
竣工面积	1.62	1.89	2.25	2.66	3.22	3.47	4.00	4.32	4.78	4.77	32.99	6.02	7.20	8.64
新开工面积	1.88	2.44	3.05	3.47	4.39	4.79	5.52	6.44	7.88	7.99	47.85	9.02	10.82	12.99

数据来源：国家统计局，国都证券研究所

基于城市化与城市拆迁产生的自住性需求预测。

基本假设：

- (1) 城市化进程以每年 1.2% 的增幅推进。
- (2) 人口自然增长率由 2007 年的 5.17‰ 逐步过渡到 2030 年的零增长水平，2007 年我国总人口数 13.21 亿。
- (3) 城市化产生的住宅需求人均面积假设以 30 平方米。
- (4) 2006 年底城镇住宅建筑面积 112.02 亿平方米，2007、2008 年竣工面积分别 4.78、4.77 亿平方米，累计 121.57 亿平方米。假设这些存量房将在 70 年内逐步拆除，每年拆除约 1.74 亿平方米，以 1.5 倍的补偿面积计算，每年新增拆迁需求 2.61 亿平方米。

基于以上假设，计算出每年的自住性刚性需求增量约为 8.35 亿平方米。

表格 2：商品住宅刚性需求量化分析

	2009	2010	...	2015	...	2020	...	2025
城市化产生的刚性需求	5.74	5.74	...	5.73	...	5.54	...	5.28
城市拆迁产生的刚性需求	2.61	2.61	...	2.61	...	2.61	...	2.61
合计	8.35	8.35	...	8.34	...	8.15	...	7.89

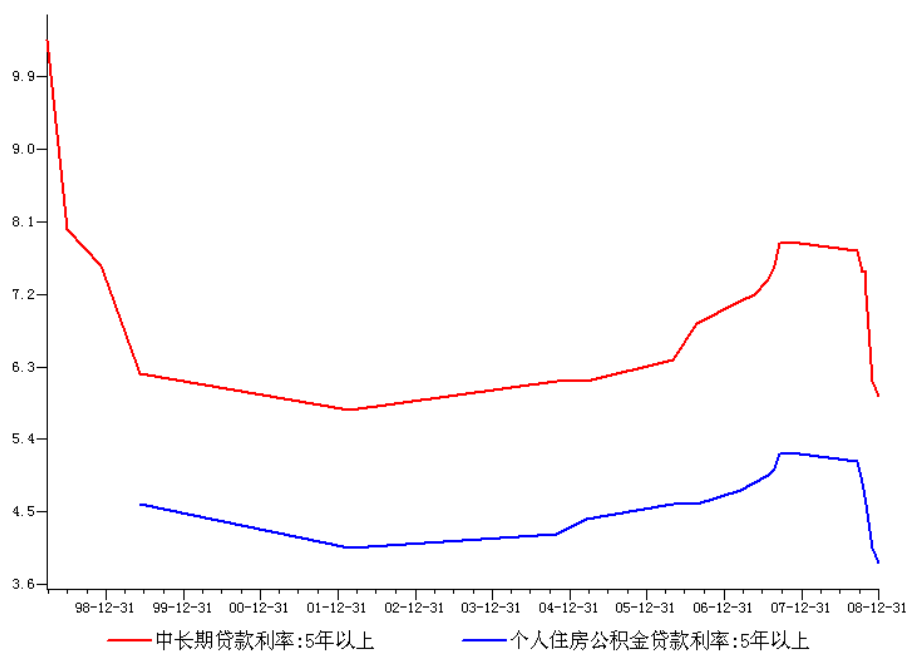
数据来源：国家统计局，国都证券研究所

2010 年后，新开工面积将超过我们的城市化及拆迁产生的自住性需求，即意味着：新增需求开始小于新增供给，也就是说，在抑制投资与投机需求的前提下，新增自住需求与新增供给之间关系的逆转将不再支持房价非理性增长。

3.2 房价涨幅已经抵消利率及政策优惠幅度

我们比较了在降息周期中，利率从 7.83% 下降至 5.94%，且执行利率从 1.1 被下降至 0.75 后，月供减少额的变动情况（表 3、表 4）。

图表 17：五年期以上商贷和个人住房公积金贷款利率



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

表格 3: 住房按揭贷款利率变化引起月供变化量化分析

五年期 贷款利率	7.83% (2007 年最高)			5.94% (当前利率)			不同利率折扣比较		
100 万贷款	1.1	0.85	0.7	1.1	0.85	0.7	5.94%,0.7- 7.83%,1.1	5.94%,0.7- 7.83%,0.85	5.94%,0.7- 5.94%,1.1
10 年期月供	12459	11434	10842	11372	10630	10200	-18%	-11%	11%
20 年期月供	8750	7548	6868	7476	6627	6143	-30%	-19%	22%
30 年期月供	7769	6423	5666	6343	5398	4866	-37%	-24%	30%

数据来源: 国都证券研究所

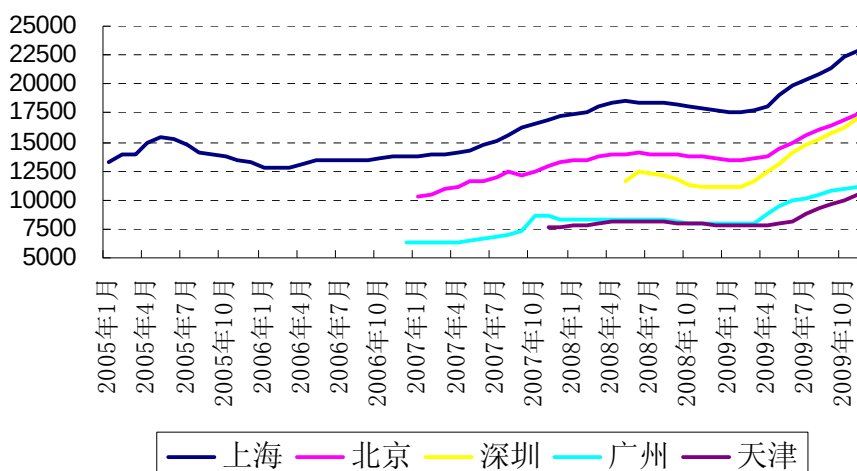
对于普通商品房, 首付比例 40%, 按揭 60%, 对应于 $0.6 \times 30\% = 18\%$, 及对应于商品房的实际支付上涨 18%。

表格 4: 不同执行利率下实际月供比较

不同执行利率及贷款期限		首付			
5.94%, 0.7/7.83%, 0.85		20%	30%	40%	50%
10 年期	-11%	-9%	-8%	-6%	-5%
20 年期	-19%	-15%	-13%	-11%	-9%
30 年期	-24%	-19%	-17%	-15%	-12%
5.94%, 0.7/7.83%, 1.1					
10 年期	-18%	-15%	-13%	-11%	-9%
20 年期	-30%	-24%	-21%	-18%	-15%
30 年期	-37%	-30%	-26%	-22%	-19%
5.94%, 0.7/5.94%, 1.1					
10 年期	11%	9%	8%	7%	6%
20 年期	22%	17%	15%	13%	11%
30 年期	30%	24%	21%	18%	15%

数据来源: 国都证券研究所

图表 18: 重点城市二手房价格



数据来源: wind, 国都证券研究所

图表 19：重点城市二手房价格最大涨幅

	上海	北京	深圳	广州	天津
最低点：2009-2	17529	13415	11061	7913	7744
目前高点：2009-11	22883	17435	17067	11162	10397
涨幅	31%	30%	54%	41%	34%

数据来源：wind，国都证券研究所

可以认为，利率优惠对购买力的提升早已完全被房价涨幅消耗。我们即将进入加息周期，即使短期之内不加息，利率优惠的利好因素早已消化。因此，利率优惠（即实际利率下降、相对购买力提升）对支持房价上涨的动力基本消失。由于房价的涨幅早已消化掉利率带来的优惠，实际房价也就是相对购买力再次回到优惠前，甚至更高。

如果加息周期自 2010 年下半年开始，利率因素对购买力开始形成负面因素，不过，温和加息初期，利率的累加效应还不大，对房价的负面影响稍弱于温和通胀对房价的支撑。

3. 32010 年房价可能形成阶段性顶部

我们对 2009 年房价暴涨的原因归结为：旺盛的需求、宽松的货币政策、优惠政策刺激。从以上的分析中我们知道：在抑制投资与投机性住房需求的前提下，新增供给与新增自住性需求之间的量化关系在 2010 年已经基本平衡，新增自住性需求不再支持房价非理性上涨；而 2009 年房价的大幅上涨早已经全部消耗掉利率优惠与政策优惠；。

从房价涨幅来讲，近十年来房价保持快速上涨，基本反应了我国对商品房的供需关系，尽管由于 2008 年底的强力政策刺激与 2009 年的天量信贷作用，2009 年房价出现大幅上涨，像上海、北京、深圳等城市局部地区房价从 2009 年 2 月份的低点至 11 月份高点，上涨幅度甚至在 1 倍以上，在短短一年的时间内，房价出现如此大的涨幅，已经透支未来房价。另一方面，开发商资金状况出于历史最佳状态，开发商降价动力较小，不支持新房价格出现明显下跌。

2009 年不论新房还是二手房，比往年最高水平也有大幅增长，这也提前释放了一部分自住与改善性需求，如果严厉抑制投资与投机性住房需求，那么市场可能再度形成观望氛围，再加部分城市可售房源总量处于历史低位，上半年成交量可能出现比较明显的下滑。

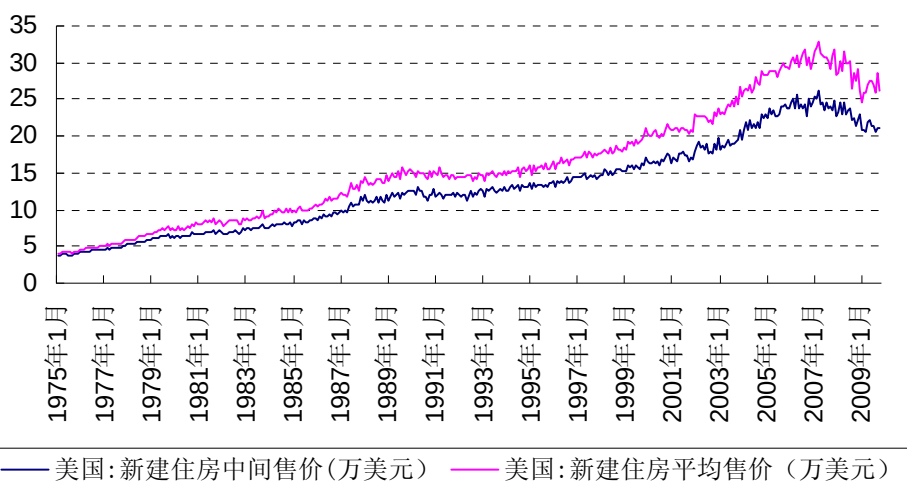
因此，基于以上判断，我们预计，2010 年房价将形成阶段性顶部，房价将实现理性增长，2010 年房价的波动范围为-5%~10%左右，房价将高位盘整，盘整的时间视政策的强弱，并逐步恢复理性上涨。

我们从美国新建住房售价历史水平变化情况来看，美国的新建住房平均售价

从 5 万美元（1977 年前后）增长到 10 万美元（1984 年前后）大约经历了 8 年，从 10 万美元（1984 年前后）增长到 20 万美元（2000 年前后）大约经历了 16 年，从 20 万美元增长到 30 万美元（2007 年前后）大约经历了 7 年，随后房地产泡沫破灭。美国新建住房平均售价在 15 万美元附近停滞了约 5 年（1990 年~1995 年）。

从美国新建住房售价发展历程看，此次次贷危机前，美国房价不断上涨，期间，出现过 5 年左右的高位盘整，并未出现过房价的显著下跌。

图表 20：美国新建住房售价水平变化

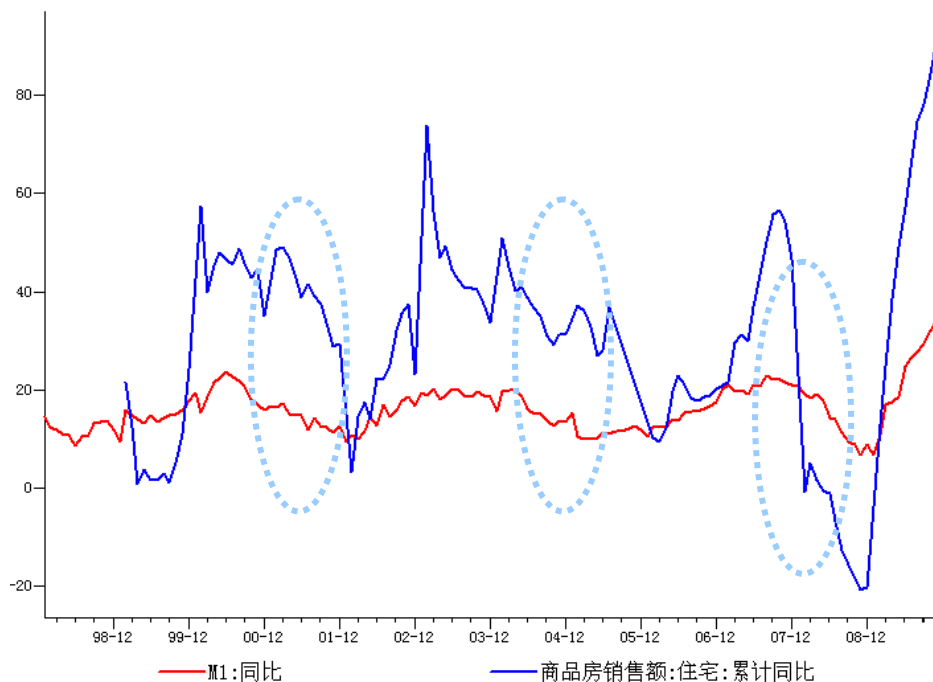


数据来源：国家统计局，国都证券研究所

3.4 信贷增速下降将带来商品房成交量增速正相关

楼市成交量与货币政策高度正相关。2009 年流动性泛滥形成通胀预期，资金投向保值增值的投资品，黄金与房地产成为最佳选择。在全球经济危机与通胀预期之下，2009 年我国商品房投资属性的明显放大，加剧了房地产市场的供不应求。反之，信贷适度收紧，楼市成交量增速将会下滑。

图表 21: M1 同比增速与商品房销售额(住宅)同比增速(%)

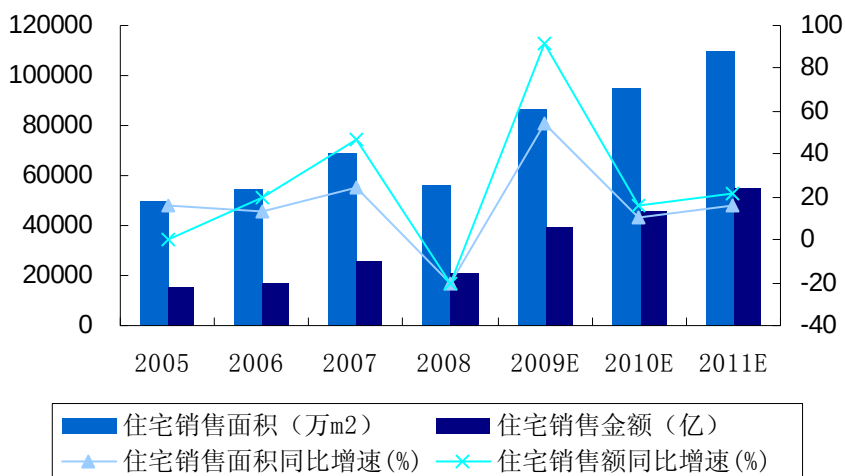


数据来源: 国家统计局, 国都证券研究所

3.5 预计 2010 年成交量增速明显放缓

我们预计 2009 年、2010 年、2011 年房价涨幅为 24%、5%、5%，成交面积增长 54%、10%、16%，预计销售额同比增长分别为 91.5%、16%、22%。

图表 22: 未来三年住宅销售面积与销售金额预测



数据来源: 国家统计局, 国都证券研究所

3.6 土地资源争夺就仍将激烈

12月18日财政部等五部委联合出台《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》，将会对我国土地市场短期长生比较明显的影响。

1、该政策的严格执行将显著影响土地市场。现将购地款首付比例提高至50%（之前各地的土地购置款首付比例及支付期限差异较大，许多地方首付比在20-30%左右），其对土地市场的影响类似于提高商品房首付比对商品房市场的影响。资金门槛显著提高，开发商购地能力下降，将对土地市场短期产生明显影响，土地市场短期将有所降温。同时分期缴纳时限不超过一年（分期付款期限此前许多地方由开发商与政府协商），同样加大开发商资金压力。

2、商品房供给有望加速。该政策严格执行后的传导机制为：购地款首付比提高→购买力下降→资金压力加大→寻求释放资金压力路径（加速开发、加速销售回笼资金）→资金回笼→再购地。该传导机制表明，商品房供给有望加速，缓解当前白热化的供不应求。

3、房价上涨预期与土地稀缺程度决定土地价格及其竞争激烈程度。只要商品房销售价格保持上涨，对土地稀缺资源的争夺就仍将激烈。具有丰富廉价土地储备的公司，具有较高的投资价值与安全边际。

4 投资策略：政策转向，等待投资良机

4.1 投资思路：自上而下看行业，自下而上选个股

自上而下看行业。

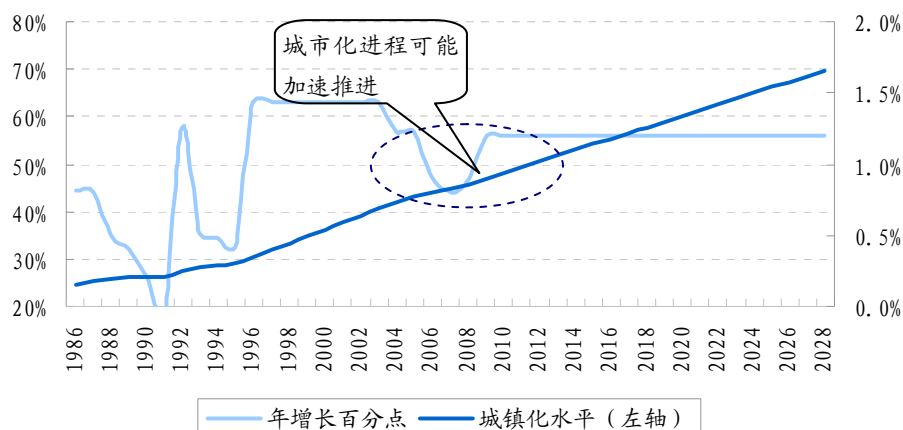
房地产仍然是我国现阶段经济发展的引擎之一，政策调控的目的是：价稳量增，促进房地产业健康发展。

我国的城镇化进程处于加速阶段，这是我国房地产发展具有较大发展空间的根本前提，房地产仍然是现阶段我国经济发展的引擎产业之一。

房地产业对于经济和地方财政的影响无需多言，完全没有必要对房地产业过分悲观，仍然十分看好行业的中长期发展空间。

由于经济增长中仍存在不稳定因素，我们判断房地产的调控政策还不会十分严厉，政策调控的目的还是促进产业健康发展。因此，没有必要的在我国加速推进城镇化的经济发展时期对房地产过分悲观。待不利政策因素明朗、行业重新步入健康发展轨道后，房地产板块仍然具有很大的投资机会。

图表 23：我国未来城市化进程将加速推进



数据来源：国家统计局，国都证券研究所

但 2009 年房价涨幅如此之高如此之快，如果在 2010 年对投资与投机性购房严格抑制（尽管我们无法量化投资与投机性购房的比例，但不可低估其对现阶段楼市价与量的影响），需要警惕短期政策风险以及由此带来的楼市价量波动的风险。

自下而上，精选个股。

重点建议关注具有城市区位优势与土地资源优势的公司（详见我们 2009 年中期策略报告：《聚焦城市区位优势与土地资源优势》）。

4.2 投资时机的把握

房地产市场消化在政策不利因素之后，供需、房价将再次均衡；政策调控带来的板块下跌同时酝酿着较大的投资机会

行业悲观时期可能在 2010 年上半年（初步判断在二季度）形成：

分析路径：

市场条件下，供需关系决定的房价高点将在 2010 年上半年，也正是这个时候，为了遏制部分城市房价过快上涨的势头，对投资与投机性需求抑制也将是最严厉的时候，由于可售房源的减少与房价高位盘整，银行信贷偏紧，成交量将出现萎缩。政策高压下，成交量萎缩将可能引发市场悲观，同时，可能出现对房价和销量预期的向下修正，估值重心可能有所下移。

下半年，由于有效供给开始大量释放，房价过快上涨压力减小，调控政策可能将再次放松，成交量将再次放大，悲观情绪释放。

因此，我们判断，明年上半年第二季度将可能是中长线投资地产股的良机。

我们认为：2010 年 15~20 倍动态市盈率，可以作为地产板块的合理估值区

间，如果股价对政策过度反应，跌至 2010 年 15 倍市盈率以下，建议买入，适度把握波段性交易机会。

4.3 重点跟踪公司盈利预测与投资评级

图表 24：重点跟踪公司盈利预测与投资评级

代码	简称	最新价格	每股收益				市盈率 PE			市净率 PB	投资评级
		12-24	09E	10E	11E	09E	10E	11E	(MRQ)		
600376	首开股份	19.55	0.72	1.01	1.50	27.2	19.4	13.0	2.6	推荐、A	
002244	滨江集团	14.11	0.52	0.8	1.05	27.1	17.6	13.4	6.1	推荐、A	
600266	北京城建	17.33	0.6	0.85	1.2	28.9	20.4	14.4	3.4	推荐、A	
000402	金融街	12.03	0.51	0.6	0.85	23.6	20.1	14.2	2.0	推荐、A	
600675	中华企业	14.47	0.48	0.75	0.85	30.1	19.3	17.0	4.6	推荐、A	
600048	保利地产	22.08	0.95	1.25	1.6	23.2	17.7	13.8	3.3	推荐、A	
000002	万科 A	10.53	0.5	0.6	0.75	21.1	17.6	14.0	3.3	推荐、A	
000926	福星股份	11.61	0.45	0.6	0.75	25.8	19.4	15.5	2.1	推荐、A	
000069	华侨城 A	16.61	0.5	0.65	0.8	33.2	25.6	20.8	8.8	推荐、A	
000024	招商地产	26.21	0.96	1.21	1.75	27.3	21.7	15.0	2.9	推荐、A	
000043	中航地产	14.37	0.31	0.4	0.65	46.4	35.9	22.1	1.9	中性、A	
000046	泛海建设	13.6	0.25	0.33	0.48	54.4	41.2	28.3	3.7	中性、A	
000616	亿城股份	6.8	0.35	0.42	0.58	19.4	16.2	11.7	2.3	中性、A	
600325	华发股份	18.52	0.9	0.95	1.25	20.6	19.5	14.8	3.2	中性、A	
600383	金地集团	13.43	0.65	0.75	0.91	20.7	17.9	14.8	2.4	中性、A	

数据来源：公司资料，国都证券研究所

5 风险分析

严厉调控下，楼市再次陷入量价齐跌的风险。在 2009 年天量信贷及相关政策刺激下，商品房市场量价均出现暴涨，房价处于高位，楼市自身积聚的风险将成为威胁行业健康发展的最大风险。而 2010 年如果再实行严厉的调控，楼市观望氛围加重，可能会加剧楼市再次陷入短期量价齐跌的风险。

具体政策及执行力具有较大不确定性。中央政府有可能视经济回暖程度而调整相应房地产政策，最终是否对投资性与投机性住房需求严格抑制及其执行效果具有很大的不确定性。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表 2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。