

回归正常化

——海通证券2010年投资策略报告会

2010 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD

2009年12月16日-17日 上海 DEC. 16-17 2009 SHANGHAI

V形的2010年 ——政策退出后看居民收入

帅虎（房地产行业分析师）

2009年12月16日

概要

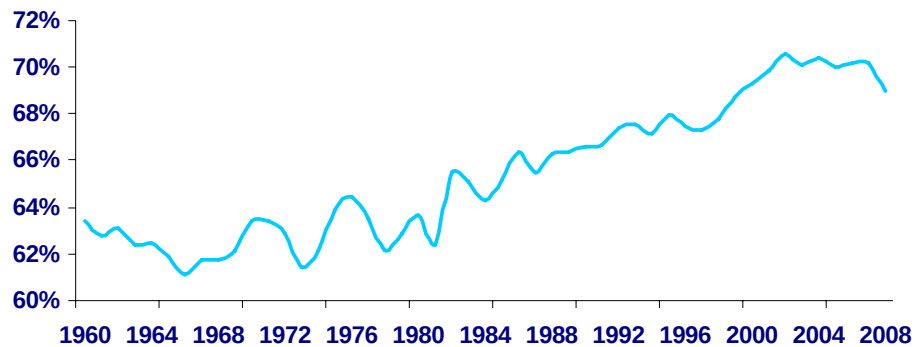
1. 全球经济再平衡与中国房地产
2. 销售盛宴难再，推动估值调整
3. 生产周期、人口周期与城市化
4. V形的2010年：政策退出后看居民收入
5. 投资策略与重点公司

1. 全球经济再平衡与中国房地产

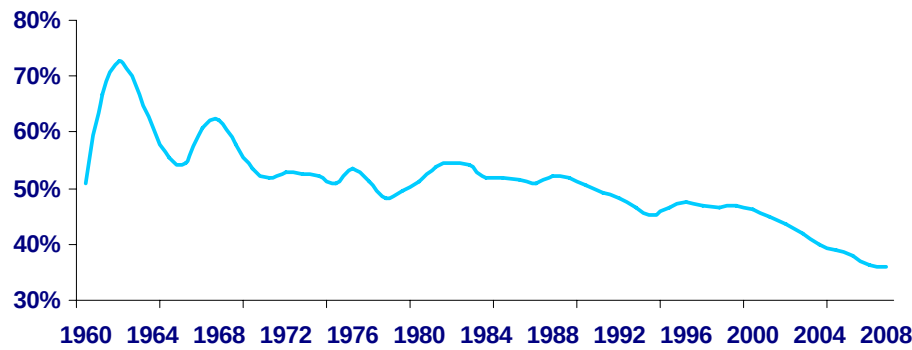
全球经济过往的“中国生产、美国消费”这一模式极端化，是此次金融危机的根源；美国过度消费、中国消费不足

全球经济再平衡的必然方向：对于美国而言，降低消费比例、振兴出口；对于中国而言，促进内需

美国个人消费占GDP的比重



中国个人消费占GDP的比重

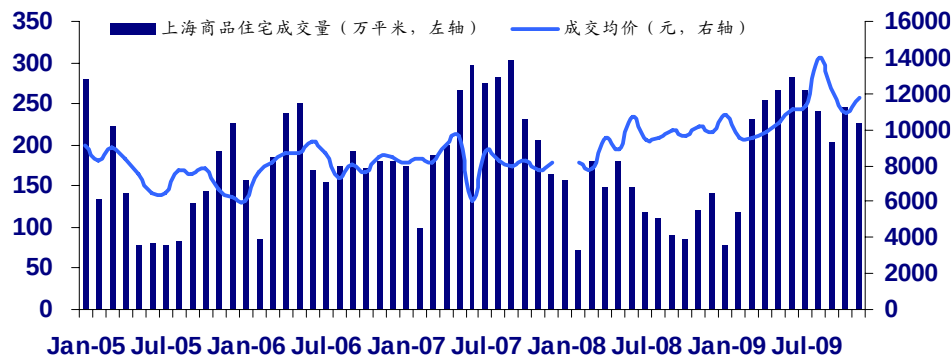


1. 全球经济再平衡与中国房地产

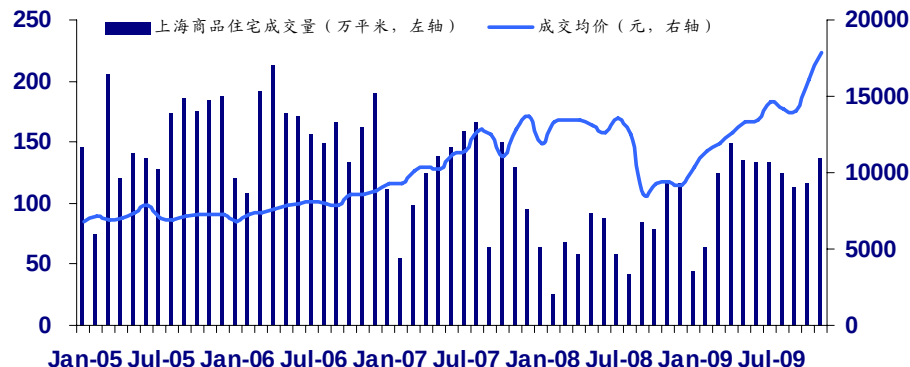
2009年的中国，短期仍以刺激投资和出口的方式，来应对危机。刺激投资的短期效果明显，但不具备可持续性

需求方面，刺激出口的效果甚微；当然，流动性推动房地产需求爆发；但房价高昂，购买力因此严重恶化

上海商品住宅成交情况



北京商品住宅成交情况



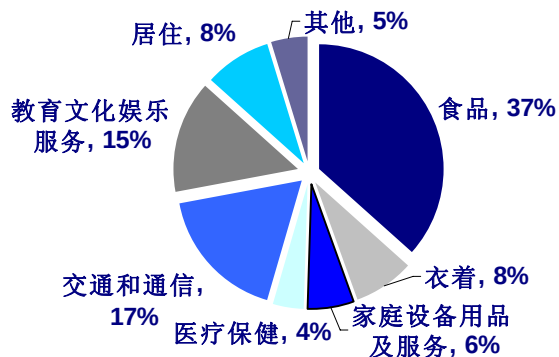
资料来源：WIND，海通证券研究所

1. 全球经济再平衡与中国房地产

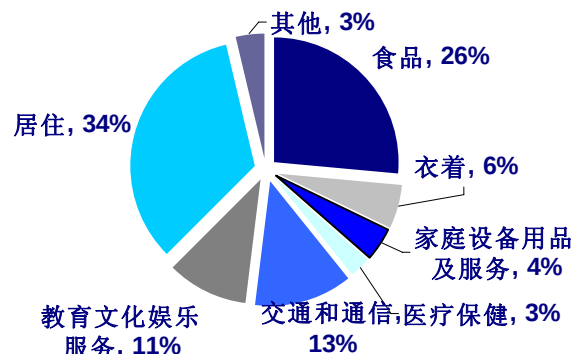
就长期而言，在美国消费占比长期将下降、力图振兴出口、贸易保护主义抬头的背景下，期望出口恢复到过去的黄金时代，已不现实。

内需成为未来唯一的选择；中国经济的最大挑战，就是内需的结构失衡问题，即住宅需求占居民支出的比重过高。高昂的房价，对于狭义的内需（除住宅需求之外）是根本性的抑制。

上海的居民支出构成（调整前）



上海的居民支出构成(调整后)

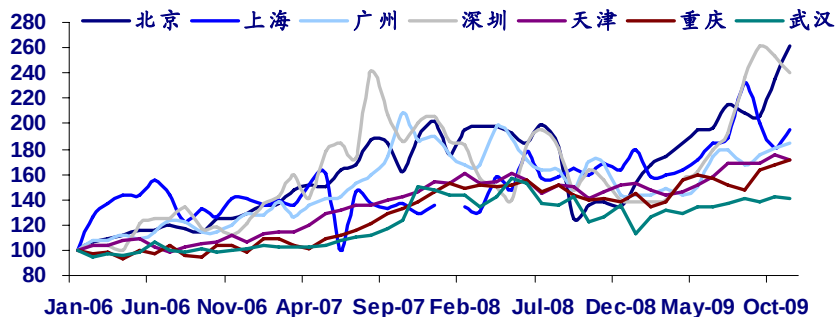


资料来源：WIND，海通证券研究所

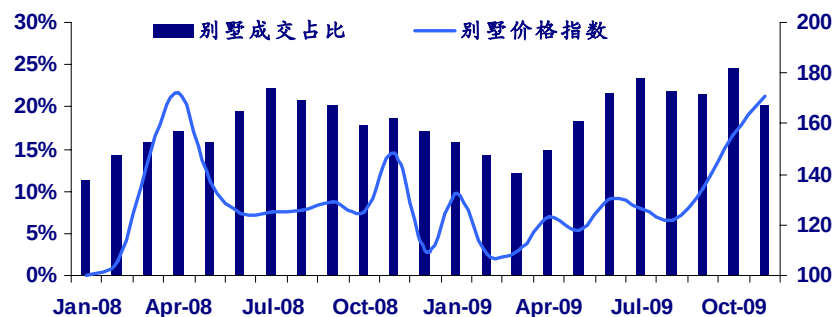
1. 全球经济再平衡与中国房地产

泡沫正向二三线城市蔓延，投资性需求急剧放大；在“泡沫拯救经济”成功之后，政策退出是合适选择，以实现行业和房价软着陆，进而刺激其它需求。

二三线城市房价上涨明显



投资性需求的坐标：上海别墅成交情况



资料来源：WIND，海通证券研究所



2. 销售盛宴难再，推动估值调整

在调结构、促内需的背景下：

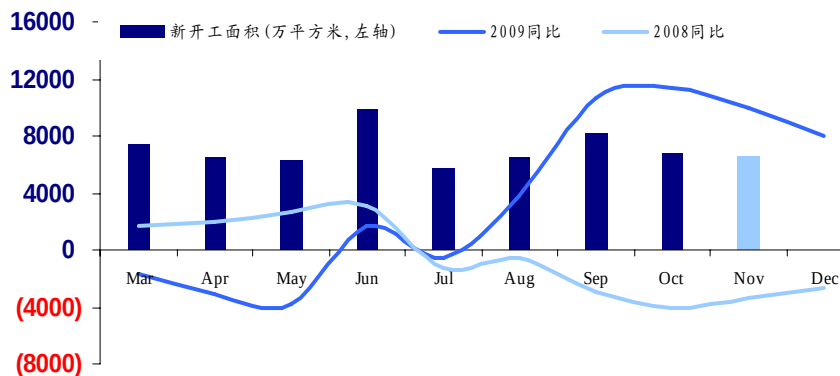
- 相机抉择的政策：政策退出是大趋势，只是对时点和方式的选择问题
- 在二手房营业税调整后，后续政策如取消房贷七折等
- 信贷：天量信贷投放之后，新增信贷规模下降已是共识
- 利率：加息的可能性、幅度、频次，与CPI上涨幅度正向相关
- 人民币升值：在出口没有完全复苏、贸易保护主义抬头的情况下，2010年升值空间不大
- 至于推动二三线城市的城镇化，是为三农改革配套的政策，意在长远，短期效果极其有限

2. 销售盛宴难再，推动估值调整

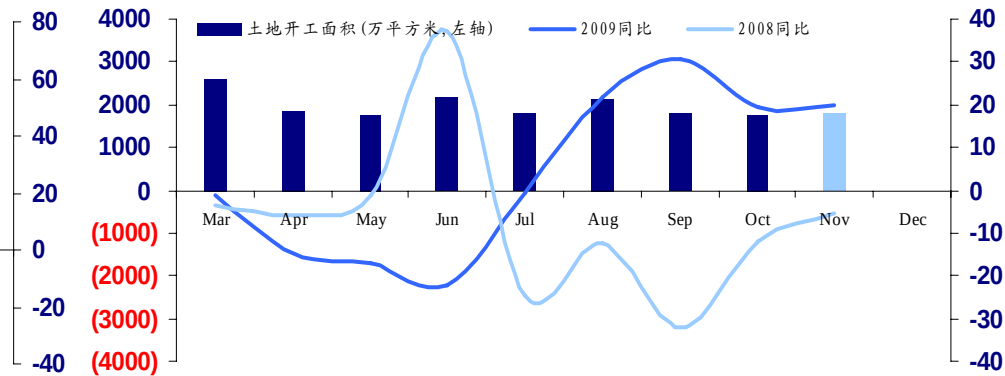
2009年的销售盛宴，导致新开工面积在2009年下半年增加；考虑到开工到预售的时滞一般为半年至一年，新开工增加之后，将在2010年上半年形成供应。

土地供应在2009年年中大幅增加，相应土地成本也随之高昂；根据各大城市的规划，各大城市的保障性住房供应，将自2010年大幅度增加

我国住宅月度新开工面积及变化



我国月度土地开工面积及变化

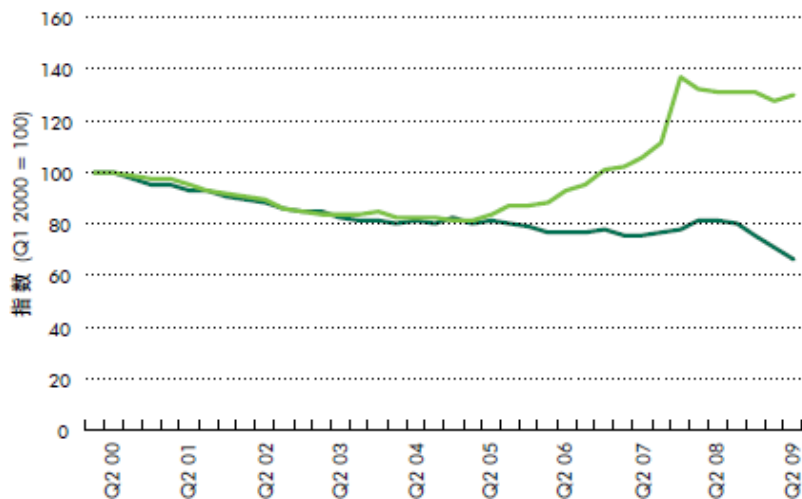


资料来源：WIND，海通证券研究所

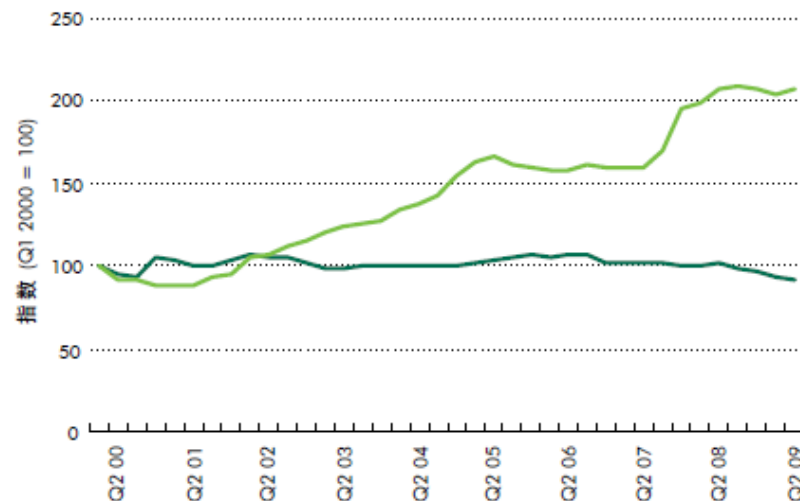
2. 销售盛宴难再，推动估值调整

在刚性需求间歇性释放、政策退出预期明朗的前提下，行业已经处于阶段性高点；具体表现为房价严重背离租金：房价创历史新高，租金创历史新低

北京高档住宅租金与价格指数



上海高档住宅租金与价格指数



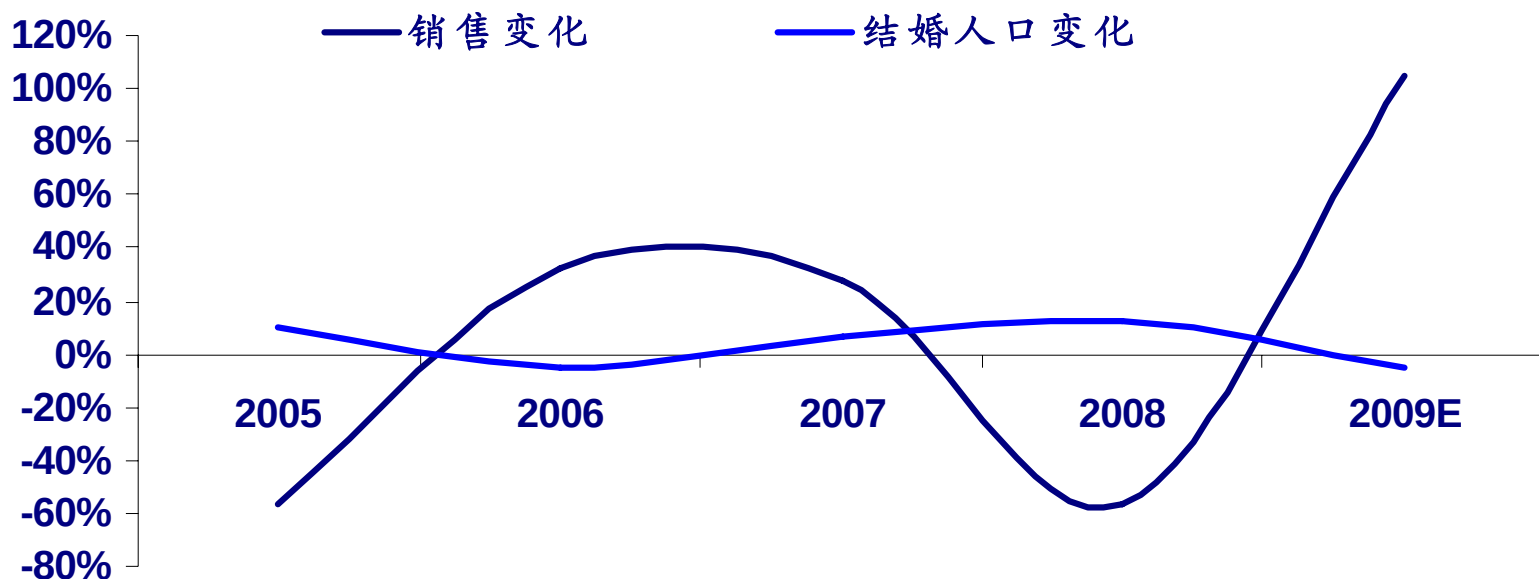
资料来源：CBRE，海通证券研究所

2. 销售盛宴难再，推动估值调整

2009年销售已严重偏离人口结构支撑的需求；以上海为例，销售变化严重偏离结婚人口数量的变化；政策退出与供应加大，将推动销售向回归理性

我们预计，2010年上市公司销售面积同比将下降**15%-25%**

上海结婚人口数量变化与商品房销售



资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 销售盛宴难再，推动估值调整

估值调整成为必然：

- 房地产公司业绩的滞后性，“今年销售决定明年业绩”，业绩可平滑程度较大
- 在2010年仍能延续2009年销售的前提下，2009年行业整体PE为30倍，2010年为20倍
- 若严格按照竣工即结算原则，则2011年业绩同比下降20%左右
- 在2010年销售同比下降20%的前提下，平滑业绩成为必然
- 相关上市公司2010年PE将上升至25倍左右，估值仍无优势

3. 生产周期、人口周期与城市化

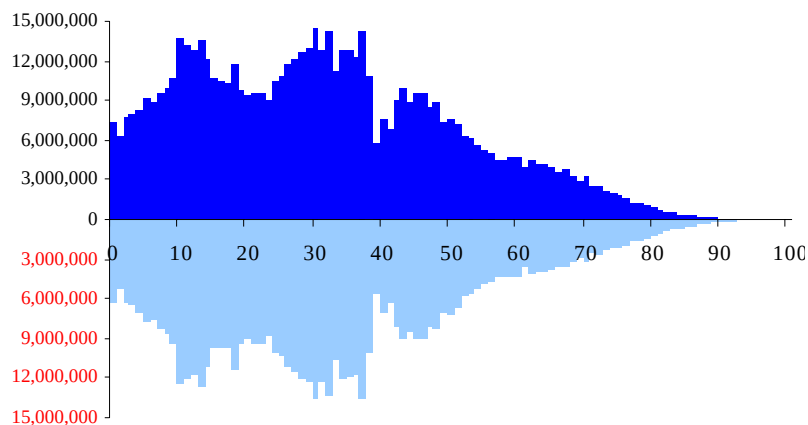
展望未来，生产周期、人口周期与城市化的关系值得关注：

- 房地产行业基本面在短期、中期、长期的不同，因生产周期与人口周期而产生
- 在短期内，供给基本保持不变；因此，市场的价格与销量由有效需求决定
- 就中期而言，长期需求基本保持稳定，市场由供应的变化所决定
- 就长期而言，则是需求决定供给，人口周期决定行业成长空间

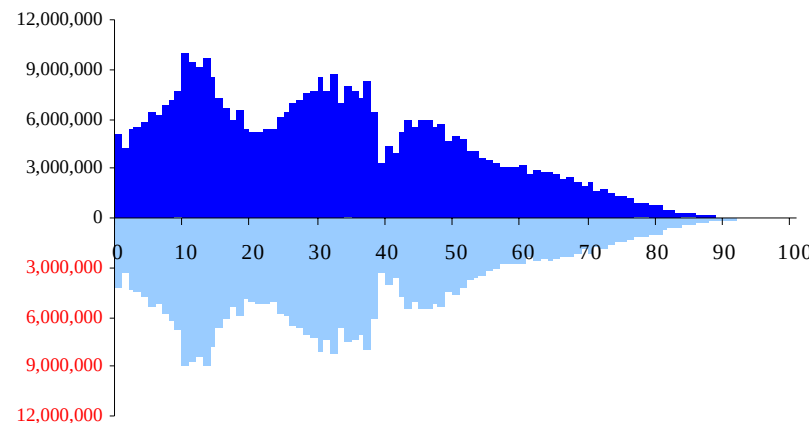
3. 生产周期、人口周期与城市化

回顾2000年人口普查数据，可以发现，中国最近的一个出生高峰出现在1986至1990年间，即所谓的“小婴儿潮”，这批人将在2011至2015年间进入25至29岁的区间

全国人口结构（2000年，每1岁为单位）



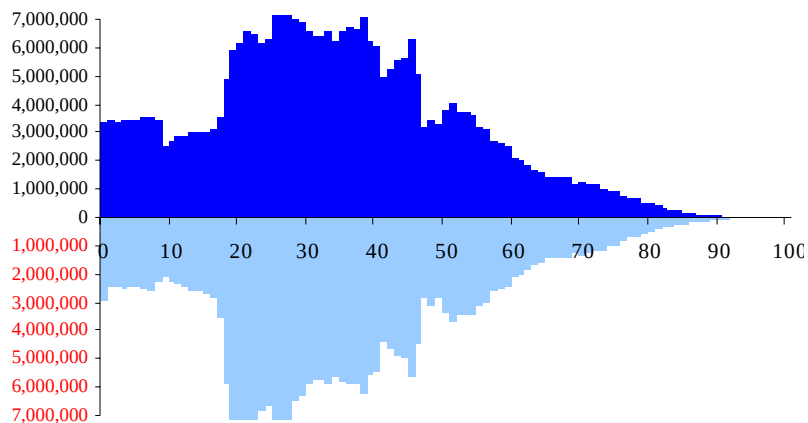
乡村人口结构（2000年，每1岁为单位）



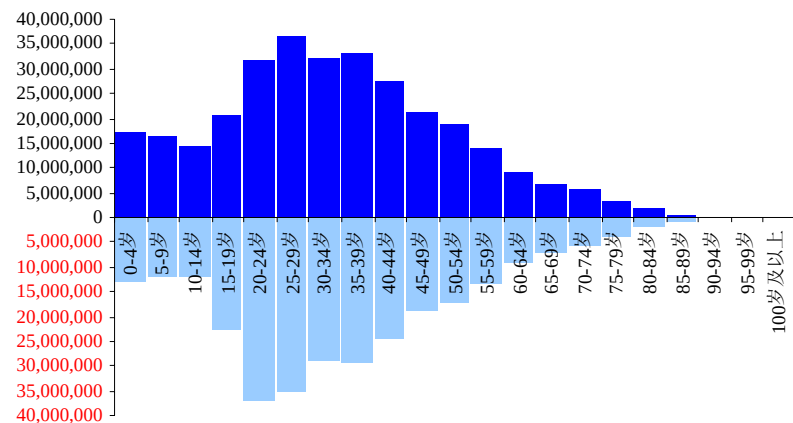
3. 生产周期、人口周期与城市化

“小婴儿潮”的幻觉：从当下开始，如果没有外来人口的迁入，中国城镇**25至29岁**间的人口，无论是其绝对数量，或是占总人口的比重，都将逐步下降，下降趋势在**2015年后**将加速

城镇人口结构（2008年，每1岁为单位）



城镇人口结构（2008年，每5岁为单位）

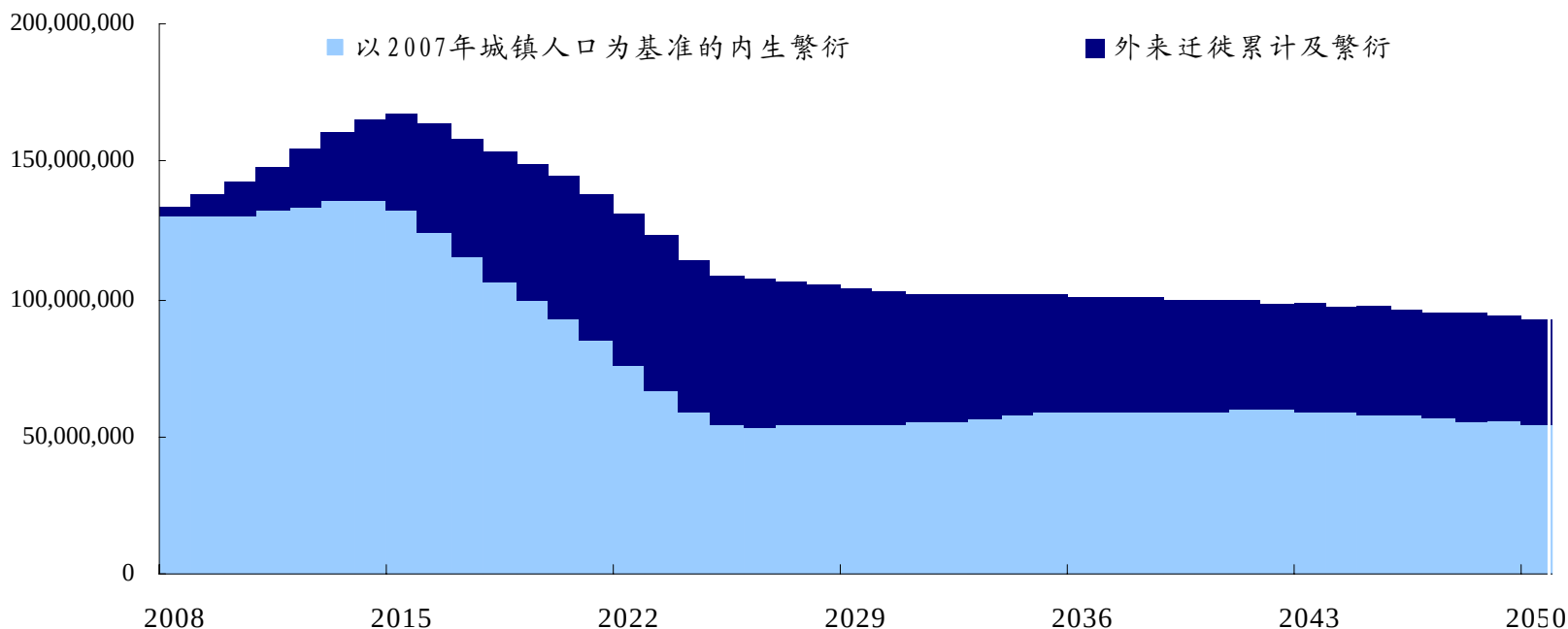


3. 生产周期、人口周期与城市化

但是，“小婴儿潮”的幻觉，将由城市化加以弥补。城市化的存在，对上述下降趋势有明显改善作用，城镇**25至29岁**人口数量见顶的时间延缓至**2015年**

从长期需求的变化看，中国房地产行业在理论上仍有**6年**左右的黄金时代

2008-2050年中国城镇人口的内生增长与外来迁徙



资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 生产周期、人口周期与城市化

中国城市化水平达到**44.9%**，城市化步入新阶段：

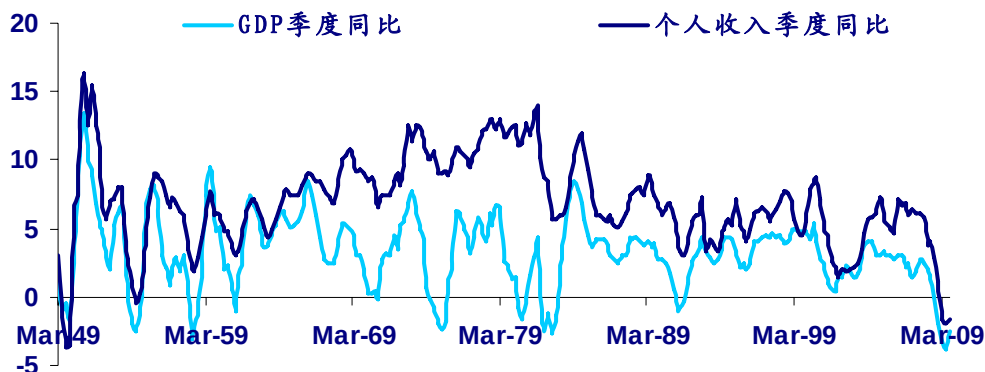
- 根据国际经验，城市化水平达到**40%-50%**左右时，城市化速度将开始由增变减
- 一线城市的城市化水平已超过**80%**，将近饱和；而二三线城市则普遍在**50%**以下
- 住宅：在一线城市，普通住宅空间有限，豪宅或是例外；住宅市场的空间，在于广大的二三线城市
- 商务地产：不同的城市化水平对应着不同的工业化阶段；服务业从传统向现代的过度，远未完成；另外，商务地产的租金收益率远高于住宅；因此，商务地产仍有长足空间

4. V形的2010年：政策退出后看居民收入

远至**2015年**的长期仍有空间，短期因政策退出预期而压力加大；在此期间，居民收入的成长性成为关键。

考虑到收入的滞后性，**2009**的经济刺激计划，对于居民收入的影响将在**2010**年有所体现，并改善前期恶化的房价收入比。

1949-2009美国GDP与居民收入的季度同比增速（%）



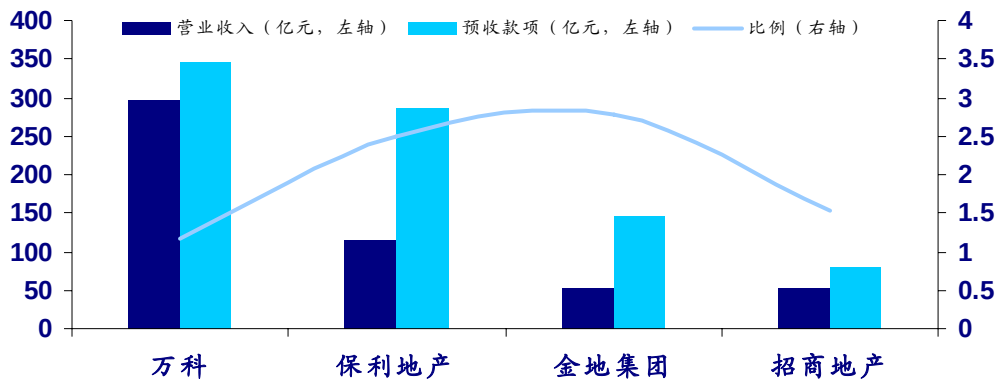
资料来源：WIND，海通证券研究所

4. V形的2010年：政策退出后看居民收入

另外，2009年的销售高峰，意味着2010年及2011年结算收入较为确定；唯一的不确定性，是2009年的销售收入在2010年及2011年之间如何分配。

从一线企业2009年第3季度报告看，因为2009年初以来的销售狂潮，各大公司的预收款项都较为充足。

一线企业营业收入与预收款项



资料来源：WIND，海通证券研究所

4. V形的2010年：政策退出后看居民收入

我们对**2010**年行业的判断：

- 行业已处高点，估值仍无优势
- 销售盛宴难再，推动估值调整
- 上半年关注政策退出预期带来的负面影响，下半年关注居民收入增长预期推动的行业反弹
- 对于行业相关上市公司而言,近年业绩整体较为确定；经济步入上升轨道后，居民收入的增长，将改善其对于住宅的购买力

5. 投资策略与重点公司

我们建议关注：

- 行业的周期性较强，战略稳健、业绩明确的公司
- 考虑到二三线城市泡沫相对较小，城市化空间远超一线城市；因此，我们推荐在二三线城市土地储备较多的公司
- 商务地产公司，受行业调控影响较小；商务地产行业投资收益率远超住宅

5. 投资策略与重点公司

重点上市公司盈利预测与投资评级

代码	股票名称	EPS (元)				投资评级	
		2008	2009E	2010E	2011E	上期	本期
000402	金融街	0.43	0.53	0.71	0.89	买入	买入
000002	万科A	0.37	0.48	0.67	0.81	增持	增持
600048	保利地产	0.91	0.92	1.21	1.56	增持	增持
000024	招商地产	0.94	0.88	1.30	1.61	增持	增持
600895	张江高科	0.38	0.50	0.64	0.82	增持	增持
600383	金地集团	0.50	0.58	0.81	0.98	增持	增持

资料来源：WIND，海通证券研究所

谢谢!

欢迎交流!

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券研究所 房地产行业分析师

帅 虎

电 话：021-23219401

Email: shuaih@htsec.com