

政策转向时期的楼市与股市

——2010 年房地产行业投资策略报告

市场数据 2009-12-15

房地产行业平均市盈率E	29.62
上证指数	3274.46
深圳成指	6807.6

行业指数与上证指数对比：



行业重点公司

	08EPS	09EPS	10EPS	评级
华发股份	0.79	0.94	1.09	增持
*ST 华控	-0.35	0.36	0.47	增持
福星股份	0.47	0.52	0.66	增持

研究员：黄鹏

电话：020-37865150

EMAIL: huangpeng@wlzq.cn

投资要点：

09 年房地产市场运行特征：国房景气指数重返景气区域；房屋销售量创历史新高；房价总体上平稳增长，但部分城市涨幅过大；资金来源保持快速增长，行业资金面迅速改善；先行指标滞后于市场复苏。

调控政策开始转向。我们认为，宏观调控政策已处于从扩张型向收缩型转换的阶段，预期未来调控政策将逐渐收紧。综合来看，目前房地产市场并未整体过热，只是局部地区涨幅过大，但也未超出 07 年的最高涨幅。我们认为，扩张性政策转为收缩性政策要经历一个较长的过程，宽松性政策尚未到全面退出的时候。

供求关系仍是决定未来房地产市场走势的关键因素。从短期来看，随着房价持续上涨，部分地区有效需求有所下降，但由于当期供应量仍处于较低水平，短期内房价大跌可能性不大。由于二、三线城市需求比较旺盛，房地产市场整体上成交量仍将维持在较高水平。由于先行指标快速上升，中期供应将会增加，且政策调控将抑制投资需求过快增长，中期供应可能趋于均衡。从长期来看，部分城市供应量逐渐减少，尤其是一线城市供应不足成为常态，长期房价仍呈上升趋势。虽然需求维持增长趋势，但由于居民收入增长幅度有限，将导致有效需求降低。在大量需求无法满足的情况下，必须依靠行政手段，通过制度变革来减小供求缺口，保障中低收入者的住房权益。

盈利预测与估值。09 年前三季度，房地产行业营业收入同比增长 17.01%，预收款较 08 年同期增长了 46.55%，较年初增加了 86.92%。预收款增速远远高于营业收入增速，显示今明两年房地产上市公司业绩增长确定性较高。通过横向及纵向比较，我们认为目前房地产行业估值水平相对不高。

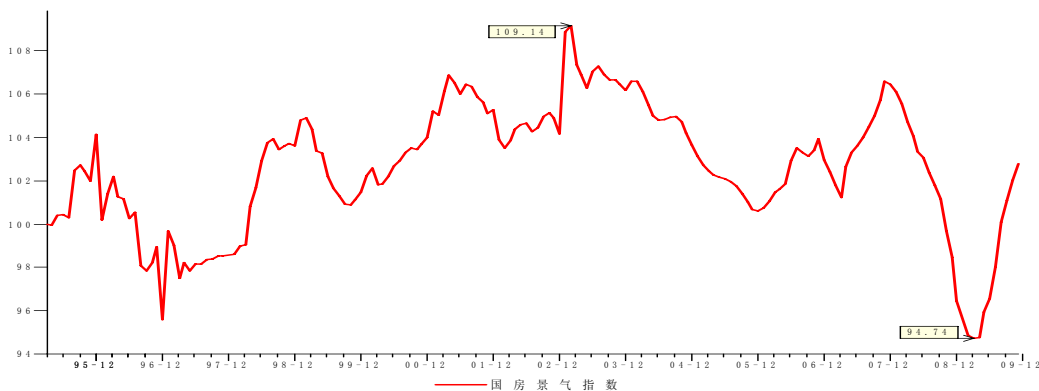
我们给予房地产行业“看好”评级，在明年一季度之前仍可超配。受政策转向影响，09 年四季度房地产股股价出现明显回调，为中线介入提供了机会。三个选股思路：关注业绩增长确定性较高的股票，如浙江广厦、金地集团、昆百大及万科 A 等；关注二、三线城市龙头，如华发股份、苏州高新、福星股份；关注未来有资产整合预期的上市公司，如张江高科、中华企业、ST 东源、香江控股等。

09 年房地产市场运行特征

国房景气指数重返景气区域

2009 年 8 月，国房景气指数重返 100 之上，11 月份回升到 102.78 点，但离历史高点 109 还有一定距离。

国房景气指数

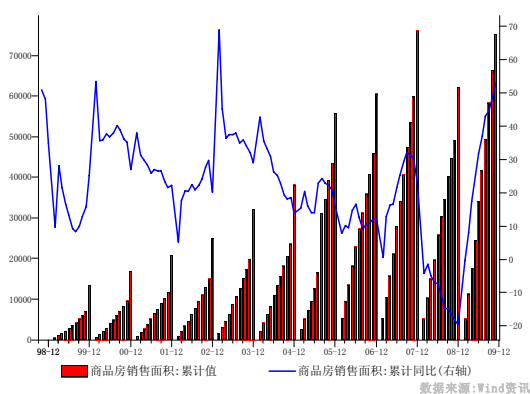


资料来源: 国家统计局 万联证券

房屋销售量创历史新高

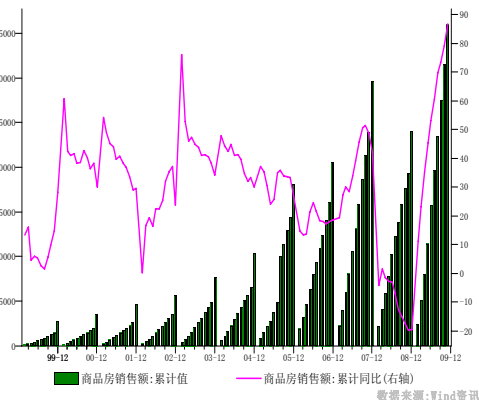
1-11 月份，商品房销售面积 7.52 亿平方米，同比增长 53%，接近 2007 年历史最高纪录的 7.62，全年有望再创新的纪录；销售额 3.60 万亿元，同比增长 86.8%，超过 2007 年的 2.96 亿元，达到历史最高水平。

商品房销售面积及同比增速



资料来源: 国家统计局 万联证券

商品房销售金额及同比增速



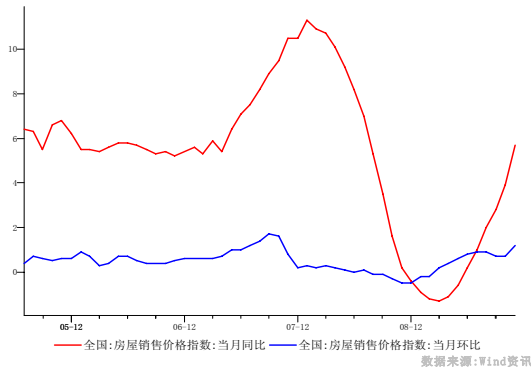
资料来源: 国家统计局 万联证券

房价总体上平稳增长，但部分城市涨幅过大

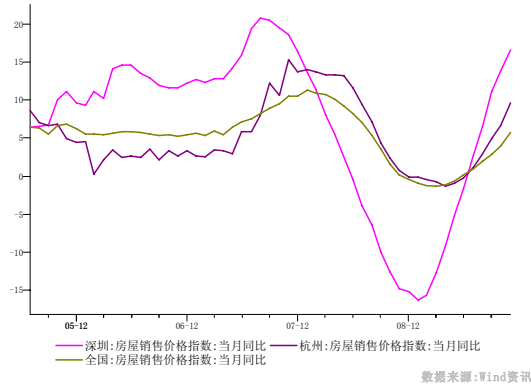
全国 70 个大中城市房屋销售价格指数，环比从今年 3 月份开始转正，同比从今年 6 月份开始由负转正，并持续走高，11 月份同比涨幅达到 5.70%。

11 月份，深圳同比涨幅高达 16.6%，杭州同比涨幅为 9.6%，均高于全国平均水平，并逼近 07 年最高涨幅。

全国 70 大中城市房屋销售价格指数同比及环比 深圳、杭州房屋销售价格指数同比



资料来源:国家统计局 万联证券



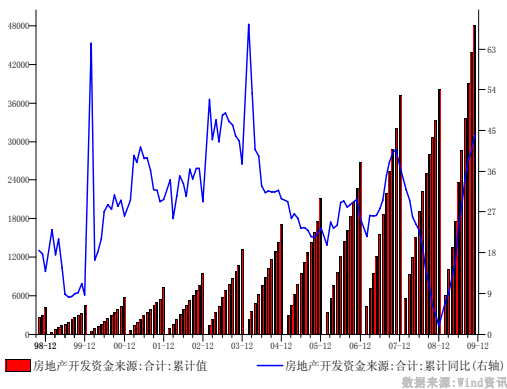
资料来源:国家统计局 万联证券

资金来源保持快速增长，行业资金面迅速改善

1-11 月份，房地产开发资金来源累计 4.82 万亿元，较去年同期增长了 44.20%，远远超过了 08 年甚至 07 年全年的合计数，

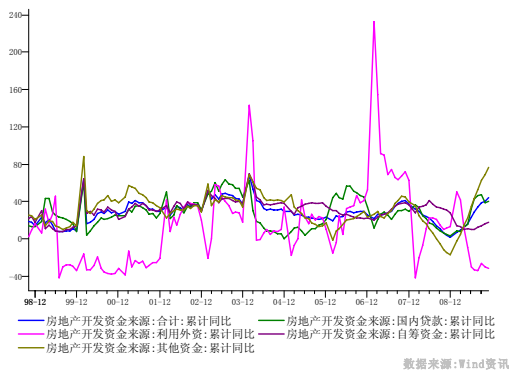
其中，国内贷款、以定金及预收款为主的其它资金增速超过了平均增速，显示由于贷款增加以及销售情况良好导致房地产企业资金面非常宽松。

房地产开发资金来源及同比增速



资料来源:国家统计局 万联证券

房地产开发资金来源各组成部分同比增速



资料来源:国家统计局 万联证券

先行指标滞后于市场复苏

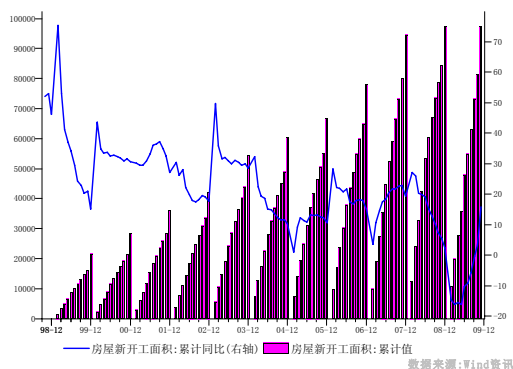
新开工面积累计直到 09 年 10 月份才由负转正，但到 11 月累计同比迅速提升至 15.8%，且新开工面积累计达到 9.76 亿平方米，已超过 07 年及 08 年全年水平；1-11 月份施工面积增速只有 17.2%，远远低于近年平均水平，但累计值达 29.88 亿平方米，已创历史新高。

虽然新开工面积及施工面积均落后于销售增速，但由于绝对值已创新高，因此，未来影响供求状况的决定因素还要看需求。如果 2010 年销售量能维持在今年水平的话，则潜在供应量增加并不难消化，若回落到过去三年平均水平，则施工/销售将达 4.5，接近 08 年 4.4 的水平，则未来有一定的供应压力。

除 2007 年外，近几年土地购置面积呈负增长，从长期来看，除非土地供应制度发生变化，供应很难维持增长。

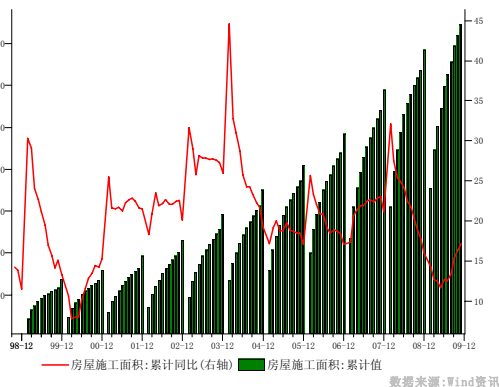
1-11 月，房地产开发投资完成额同比增速只有 17.8%，远远落后于销售增速。历史数据显示房地产开发投资变化落后于销售变化。

新开工面积及同比增速



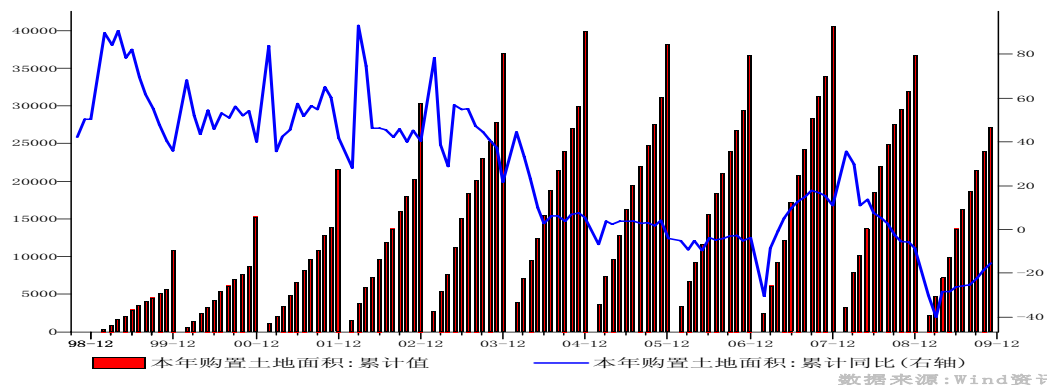
资料来源: 国家统计局 万联证券

施工面积及同比增速



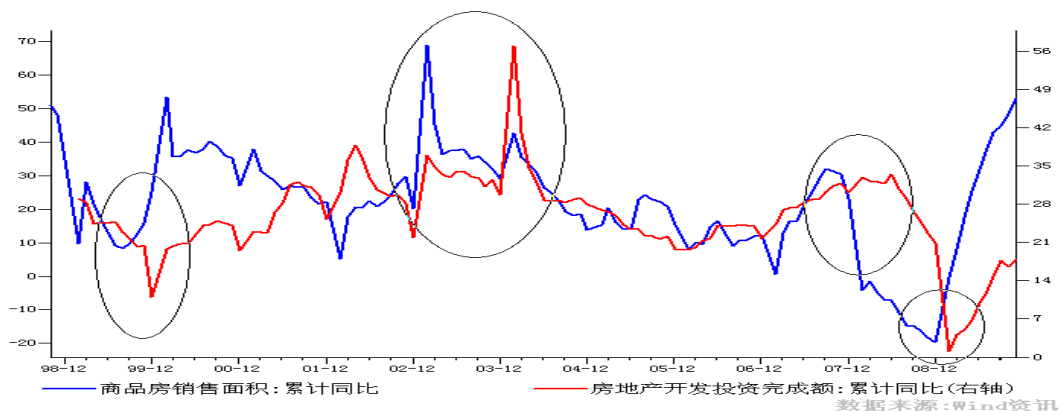
资料来源: 国家统计局 万联证券

本年购置土地面积及同比



资料来源: 国家统计局 万联证券

商品房销售面积与房地产开发投资完成额比较



资料来源: 国家统计局 万联证券

调控政策开始转向

政策周期

近十年来针对房地产市场出台的宏观调控政策可分为以下三个阶段:

1998-2003 上半年实施扩张型的宏观调控政策。主要原因是, 1997 年以来, 经济增速放缓, 出现通货紧缩。调控重点放在促进房地产发展、带动经济增长上。采用的手段有降低贷款利率、发展住房金融以拉动住房消费、放松信贷支持房地产企业扩大规模等。

2003 下半年-2008 年 8 月采取收缩型宏观调控政策。期间房地产投资过热, 房价上涨过快, 因此调控重点放在调控住房供需总量以及调控住房结构上。主要措施有提高利率、提高首付比率、限制外资、加强房地产信贷业务管理等。

2008 年 9 月以来实行扩张型的宏观调控政策。其背景是, 2008 年房地产市场成交量和房价大幅下降, 经济增速放缓, 物价持续下行。主要调控手段有放松信贷, 降低居民购房成本等。

2009 年 12 月以来, 新一轮政策周期开始了吗?

政策发生了变化

11 月 27 日召开中央政治局会议, 强调要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。针对房地产市场, 提出增加普通商品住房供给, 支持居民自住和改善性购房需求, 积极稳妥推进城镇化, 提升城镇发展质量和水平。

12 月 7 日闭幕的中央经济工作会议提出增加普通商品住房供给, 支持居民自住和改善性购房需求, 加强廉租住房等保障性住房建设。市场认为, 宏观经济政策的基调对于房地产业的影响中性偏多, 政策面上仍将给予

“自住和改善性购房”消费大力支持。但同时，由于去年中央经济工作会议有关“发挥房地产业支柱产业作用”的论调已然不见，引发市场对宏观调控政策转向的担心。

12 月 9 日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议决定，个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施。

国务院总理温家宝 12 月 14 日主持召开国务院常务会议，研究完善促进房地产市场健康发展的政策措施，明确提出，“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。”

不到半个月的时间，接连召开的几次会议，使中央针对房地产市场宏观调控的思路逐渐清晰了：一方面增加普通商品住房的有效供给，另一方面抑制投资投机性购房需求，从而达到稳定市场预期，遏制部分城市房价过快上涨的目标。我们认为，宏观调控政策已处于从扩张型向收缩转换的阶段，预期未来调控政策将逐渐收紧。

调控政策转换节奏

回顾近十年来调控政策演变，我们认为政府关注的关键变量应该是房价涨幅和房地产开发投资增速。前者关系到民生，房价涨幅过大，老百姓基本居住权无法满足，则影响到社会稳定；如果房地产投资过热，伴随而来的调整将波及金融体系的安全。

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 月份扩大 1.8 个百分点，涨幅有扩大趋势，且超过 2006 年的 5.5% 的平均涨幅，但与 2007 年过热时候的平均涨幅 7.5% 相比，仍有一定距离。或者说，目前房价幅度已进入黄色警戒区，但未进入红色过热区。

1-11 月，全国完成房地产开发投资 3.13 万亿元，同比增长 17.8%，增幅比去年同期回落 4.9 个百分点，同比增速远低于近十年来 26% 的平均增速，也落后于城镇固定资产投资 32.1% 的增速。

城镇固定资产投资及房地产开发投资完成额



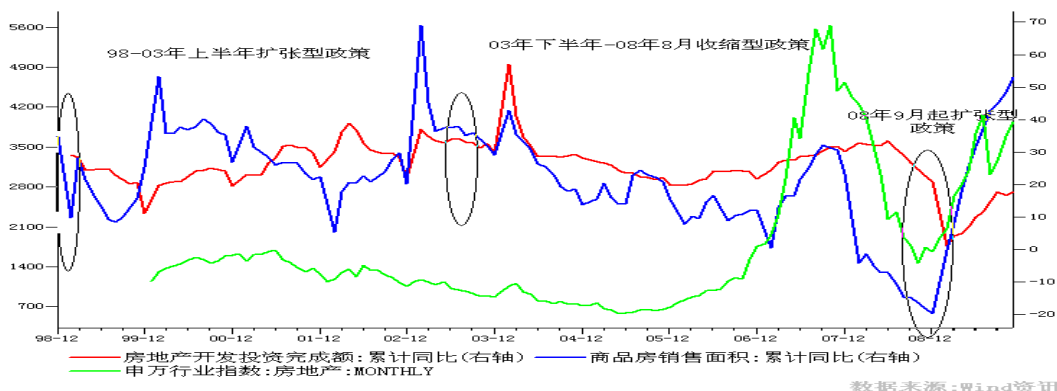
资料来源：国家统计局 万联证券

综合来看，目前房地产市场并未整体过热，只是局部地区涨幅较大，但也未超出 07 年的最高涨幅。我们认为，扩张性政策转为收缩性政策要经历一个较长的过程，宽松性政策未到全面退出的时候。

政策、楼市和股市三者之间的关系

当政策出现拐点时，楼市并不会马上出现拐点。98 年出台了一系列的扩张型政策，99 年房地产市场依旧维持低迷状态，直到 2000 年才逐步复苏；03 年中政策发生转向，04 年 2 月房地产市场才见顶回落；08 年 9 月开始进入新一轮政策周期，09 年初房地产市场才见底。由上可见，政策产生效果有一定的滞后性。

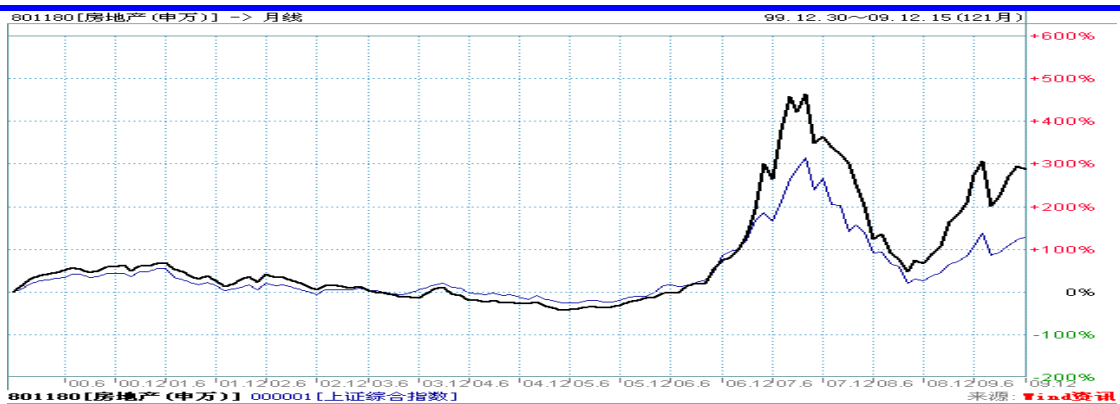
政策周期、房地产周期与股市周期



资料来源：万德资讯 万联证券

房地产股走势虽略领先于房地产市场，但受股指波动影响更大。2000 至 2003 年，当房地产市场仍处于上升周期的时候，受股市走熊影响，房地产股与房地产市场背道而驰；2006 以来的房地产市场走势与房地产股股价走势基本吻合，但与股指变化吻合度更高。

房地产指数与上证综合指数走势比较



资料来源：万德资讯 万联证券

目前扩张型的宏观调控政策虽然局部会有些调整，但不会全面发生转向。即使进入新一轮收缩周期，也并不意味着房地产市场要掉头向下了，决定未来房地产市场走势的关键因素还要看供求关系。

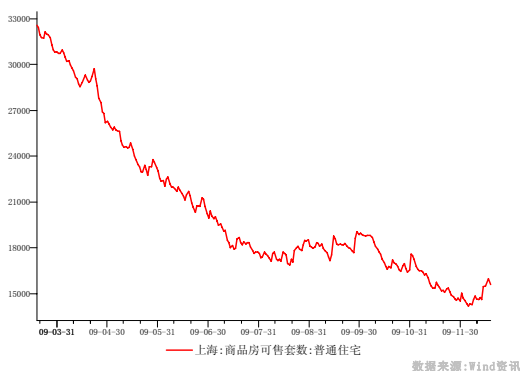
供求关系

供应方面

反映即期供应情况的各主要城市的可售量持续下降，目前普遍处于近年较低水平。

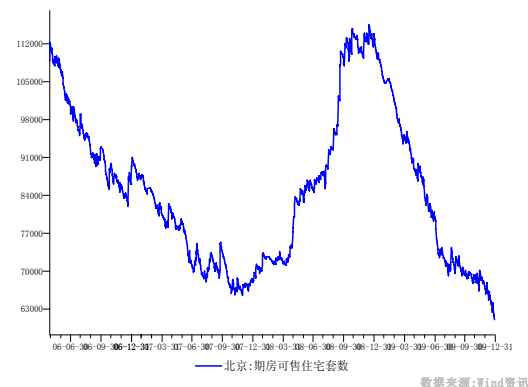
3 月份上海市可售套数超过 3 万套，目前只有 1.5 万套左右；北京期房可售套数有 6 万多套，而去年底曾一度超过 11 万套；与去年底近 7 万套的历史高峰相比，深圳目前可售套数只有 3 万多套；今年 7 月份苏州可售套数还超过 5 万，目前只有 4 万多些。

上海可售套数



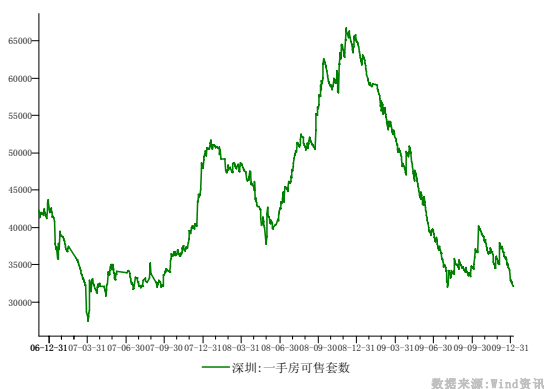
资料来源: 万德资讯 万联证券

北京可售套数



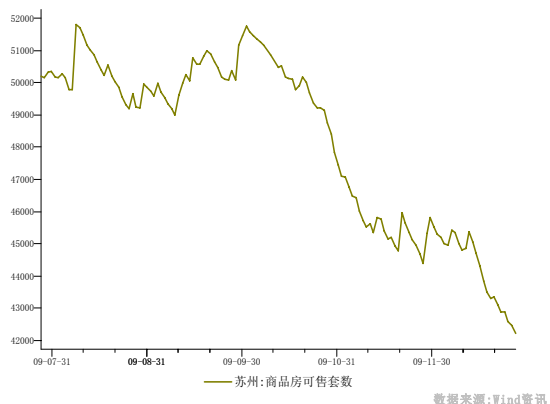
资料来源: 万德资讯 万联证券

深圳可售套数



资料来源: 万德资讯 万联证券

苏州可售套数

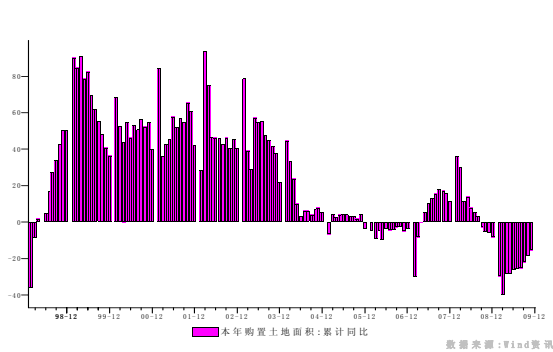


资料来源: 万德资讯 万联证券

决定中长期供应水平的购置土地面积近年增速有正有负，我们预计未来较难持续增长。北京、上海等一线城市购置土地面积近年下跌趋势非常明显，从长期来看，这些城市供应量将逐步减少。

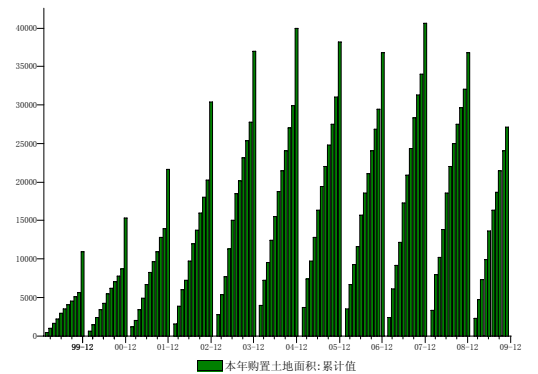
本年购置土地面积累计同比变化

本年购置土地面积累计值变化



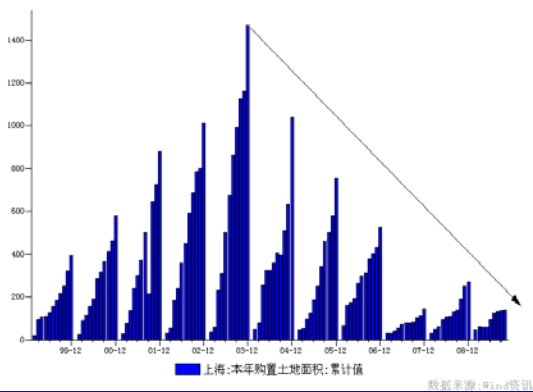
资料来源： 万联证券

上海历年购置土地面积变化情况

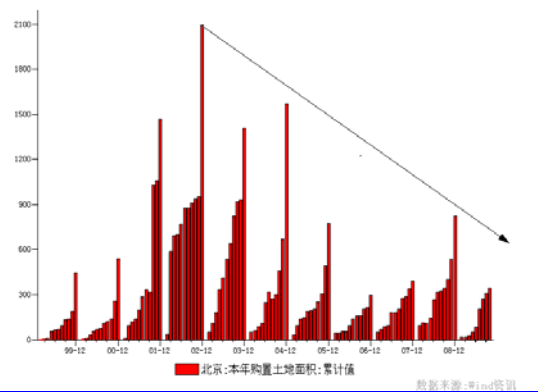


资料来源：万德资讯 万联证券

北京历年购置土地面积变化情况



资料来源：万德资讯 万联证券



资料来源：万德资讯 万联证券

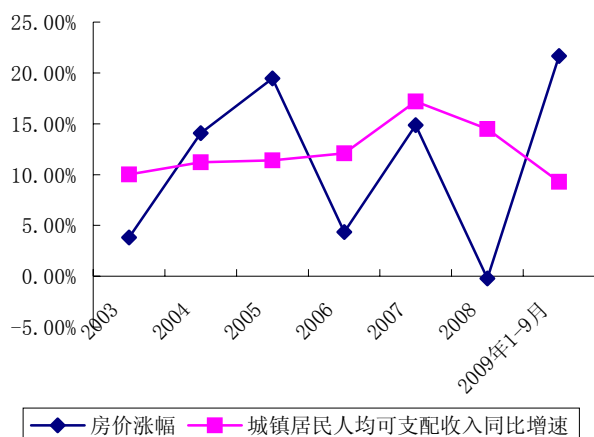
需求方面

有效需求取决于收入增幅及购房成本（房价与房贷政策）。

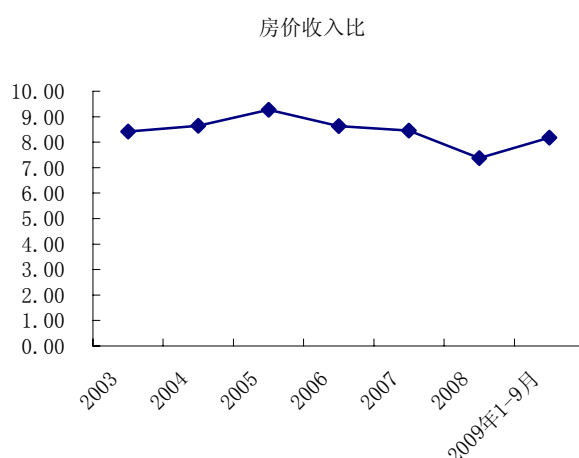
由于部分地区收入增长速度赶不上房价涨幅，且房贷优惠政策未来趋势是收缩而非更加优惠，因此，短期内有效需求呈减少趋势。

房价涨幅与收入涨幅比较

房价收入比



资料来源：国家统计局 万联证券



资料来源：国家统计局 万联证券

我们根据统计局数据进行测算，今年 1-9 月份，全国商品房平均售价上涨了 21.66%，但居民可支配收入涨幅仅 9.3%，商品房价格上涨幅度远远高于收入上涨幅度。整体上房价收入比回升至 8.18，但仍低于近年平均水平。部分一线城市，如北京、上海房价收入比超过 20，创历史新高，这些城市房价已超出当地居民购买能力。

经济增长、人口红利及城市化进程决定了中国住房需求从长期来看将保持增长趋势。政府提出要把符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制，上述政策有利于加快二、三线城市城市化进程。由于二、三线城市房价收入比仍处于相对合理区间，且二、三线城市物理发展空间远远大于一线城市。在供求均保持较快增长的情况下，未来二、三线城市的发展潜力更大，一线城市在全国房地产市场中的占比将逐步降低。

总结

从短期来看，随着房价持续上涨，部分地区有效需求有所下降，但由于当期供应量仍处于较低水平，短期内房价大跌可能性不大。由于二、三线城市需求仍比较旺盛，房地产市场整体上成交量仍将维持在较高水平，

由于先行指标快速上升，中期供应将会增加，且政策调控将抑制投资需求过快增长，供应可能趋于均衡。

从长期来看，部分城市供应量逐渐减少，尤其是一线城市供应不足成为常态，未来房价仍呈上涨趋势。虽然需求维持增长趋势，但由于居民收入增长幅度有限，将导致有效需求不断降低，在大量需求无法满足的情况下，必须依靠行政手段，通过制度变革来减小供求缺口，保障中低收入者的住房权益。

盈利预测与估值

盈利预测

结算滞后的会计特性使我们比较容易判断未来房地产上市公司的业绩增长情况：

09 年前三季度，营业收入同比增长 17.01%；销售毛利率 35.9%，较 08 年略有回落，但高于 07 年水平。

截止今年三季度末，房地产行业预收款较去年同期增长了 46.55%，较年初增加了 86.92%。

预收款增速远远高于营业收入增速，显示今明两年房地产上市公司业绩增长确定性较高。

估值

1、横比

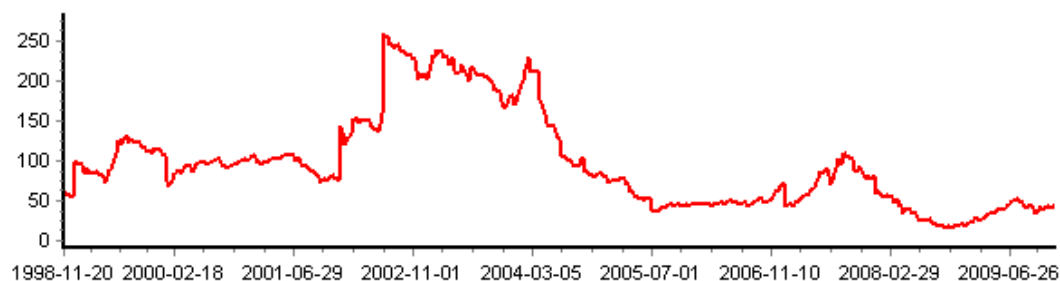
在 23 个一级行业中，根据 08 年、09 年（E）及 10 年（E）业绩测算的各行业 PE 的排序，房地产行业均排在第六位。

板块名称	市盈率(2008)	预测市盈率 (2009)	预测市盈率(2010)
SW 房地产	48.87	29.62	21.23
SW 农林牧渔	132.59	48.8	35.31
SW 采掘	23.61	22.65	18.27
SW 化工	69.43	24.2	19.53
SW 黑色金属	37.78	50.72	20.46
SW 有色金属	135.66	90.41	42.57
SW 建筑建材	48.21	25.64	19.1
SW 机械设备	51.13	33.4	27.06
SW 电子元器件	-259.77	81.76	46.82
SW 交运设备	58.65	29.98	23.66
SW 信息设备	129.55	36.85	31.27
SW 家用电器	61.05	30.53	23.88
SW 食品饮料	78.64	40.58	31.88
SW 纺织服装	68.93	30.01	26.58
SW 轻工制造	65.65	35.26	26.51
SW 医药生物	66.49	36.86	29.64
SW 公用事业	-1027.01	28.87	23.07
SW 交通运输	72.53	51.23	30.5
SW 金融服务	21.34	17.37	14.46
SW 商业贸易	50.28	37.15	28.16
SW 餐饮旅游	85.32	52.7	39.51
SW 信息服务	20.35	42.57	34.93
SW 综合	115.01	51.61	26.13

资料来源：万德资讯

2、纵比

PE(TTM) 为 41 倍，近十年平均 96 倍，目前行业估值水平仍处于相对较低区域。

房地产行业 PE (TTM) 变化

资料来源：万德资讯 万联证券

由上可见，目前房地产行业估值水平相对不高。

投资策略

我们给予房地产行业“看好”评级，在明年一季度之前仍可超配。受政策转向影响，09 年四季度房地产股股价出现明显回调，为中线介入提供了机会。看好理由如下：

一是，由于今年房地产市场销售量创下历史最好成绩，今明两年房地产行业业绩增长确定性较高；

二是，目前房地产行业估值水平相对不高，如果未来业绩增速超出预期，估值仍有提升空间；

三是，由于供应水平仍处于较低水平，我们认为明年上半年房价下跌空间有限；未来二、三线房地产市场存在补涨机会，整体成交量仍能维持在较高水平；

四是，政策已处于转换阶段，未来政策趋于收紧。然而，政策产生效果存在一定的滞后性，且目前房地产市场并未全面过热，因此，扩张型的宏观调控政策不会马上全部退出，最大可能性是局部做些调整。

五是，流动性宽松、人民币升值所引致的热钱流入、通胀预期等都有助于提升房地产行业估值水平。

三个选股思路：

关注业绩增长确定性较高的股票；如浙江广厦、金地集团、昆百大及万科 A 等。

关注二、三线龙头；如华发股份、苏州高新、福星股份。

关注未来有资产整合预期的上市公司：如张江高科、中华企业、ST 东源、香江控股等。