

日期: 2010 年 1 月 4 日

行业: 房地产行业



沈莉
021-53519888-1922
shenli@sigchina.com

调控政策的影响将日益显现

——2010 年 1 月房地产业投资策略

主要观点:

房价收入比超过合理位置上限, 市场有自身调整需求

房价收入比过高, 抑制了自住需求, 房地产市场有调整压力。

政策调整, 对房地产市场产生影响

针对房价过快上涨带来的负面影响, 政府采取多项调控措施。这些措施加速了房地产行业的调整。

房市将以缓慢调整为主

此次房地产调整的特征将以缓慢调整为主, 由于供应量在增加, 需求量在减少, 房地产市场已经产生了变化, 但由于库存量较少, 此次房地产市场的调整将是一个缓慢的周期。

估值在历史平均水平

目前估值在历史平均水平。由于房地产市场房价和交易量已到阶段性高位, 估值上升空间有限。

投资建议:

评级未来十二个月内, 房地产业: 中性

我们 12 月已经下调房地产行业的投资评级, 目前维持评级“中性”。且 1 月份的交易量将明显受到新实行的政策影响, 因此总体应该较为谨慎。我们看好受益于产业转移的城市的房地产市场以及相关上市公司, 即受益于投资增速加快二、三线城市的房地产龙头股和一线城市的持有型物业类公司。

数据预测与估值:

房地产行业重点关注股票业绩预测和市盈率

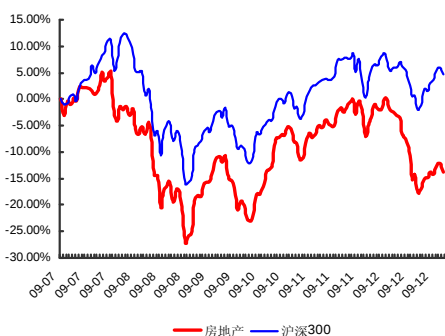
公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
万科 A	000002	10.81	0.37	0.44	0.61	29.22	24.57	17.72	3.40	大市同步
招商地产	000024	26.63	1.00	1.20	1.00	37.51	26.63	22.19	2.92	跑赢大市
收租类										
外高桥	600648	16.20	0.24	0.30	0.78	67.50	54.00	20.77	4.18	跑赢大市
陆家嘴	600663	25.28	0.47	0.62	0.62	53.79	40.77	40.77	5.10	大市同步
浦东金桥	600639	13.68	0.33	0.39	0.43	41.45	45.60	26.82	3.84	大市同步

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 12 月 31 日收盘价

房地产类 11 月价格指数

房地产开发综合景气指数	102.78
房地产开发投资指数	100.60
土地开发面积指数	95.36
销售价格指数	115.12

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号:

SL10-MIT01

相关报告:

一、12 月份行业市场动态概述

1、房价收入比超过合理位置上限，市场有自身调整需求

房价 11、12 月受政策到期的影响，呈现价升量涨的态势。

根据国家统计局公布的数据，11 月份全国 70 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；环比上涨 1.2%，涨幅比 10 月份扩大 0.5 个百分点。新建住宅销售价格同比上涨 6.2%，涨幅比 10 月份扩大 2.2 个百分点；环比上涨 1.5%，涨幅比 10 月份扩大 0.6 个百分点。房价同比和环比涨幅均创年内新高。

图 1 上海房价走势

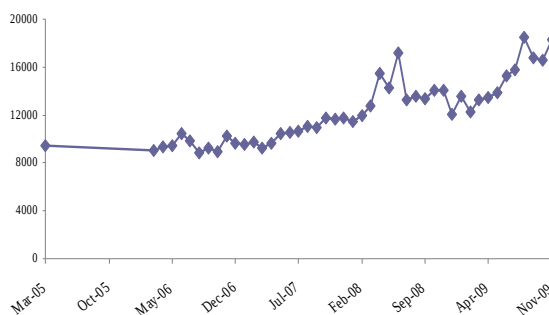
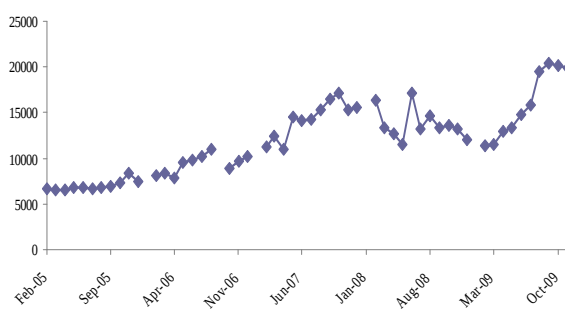


图 2 深圳房价走势



资料来源：上海证券研究所

而居民可支配收入上涨较为稳定，不支持房价的连续飙升，房价收入比已超过合理位置上限。

图 3 上海房价收入比情况

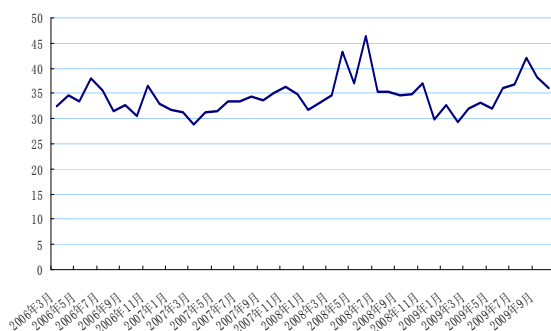
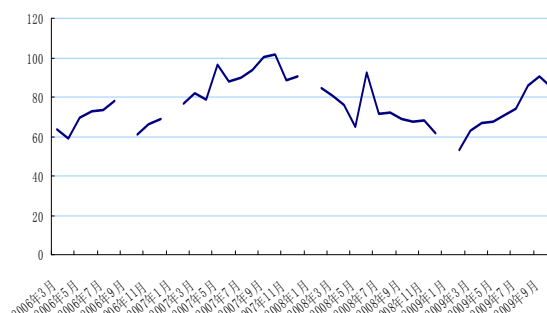


图 2 深圳房价收入比情况



资料来源：上海证券研究所

收入情况并不支持房价的持续上涨，具体来看：1）根据上海统计局上半年统计数据城市居民人均可支配收入 14965 元，同比增长 7.6%。其中，工资性收入 10290 元，增长 3.8%；转移性收入 3638 元，增长 20.3%。这说明消费品上涨的基础并不牢固，以政府转移性支出为主导的收入增长的持续性不强，房价上涨的基础也不稳固。2）上半年，上海市居民家庭人均财产性收入 263 元，比去年同期增长 30.4%，增幅为四大收入来源中最高。无疑受到了上半年宽松货币政策和股市上涨的影响，但这种财富效应在明年收紧货币的条件下的持续性存在很大的不确定性。

2、政策调整对房地产市场产生负面影响

2008 年银行信贷的天量投放，宽松的货币政策已经促使高储蓄流向了房地产领域，房地产交易量爆发式增长，房价的上涨速度可与 07 年高峰期媲美。如果不再采取措施，会使高储蓄加速流向房地产，如 1990 年前后的香港，炒作房地产，楼价飙升，庞大的资产泡沫迅速推高当地的成本水平，使得香港平均同比通胀率高达 10%，房地产市场的泡沫化是政府不愿见到的。

在过去的一个月中，政府出台了一系列遏制房价过快上涨的政策，12 月 9 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究完善促进消费的若干政策措施，其中关于房地产的政策措施为：个人住房转让营业税免时限由 2 年恢复到 5 年。12 月 17 日，五部委联合下发《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》，明确开发商“首付比例不得低于全部土地出让款的 50%”。

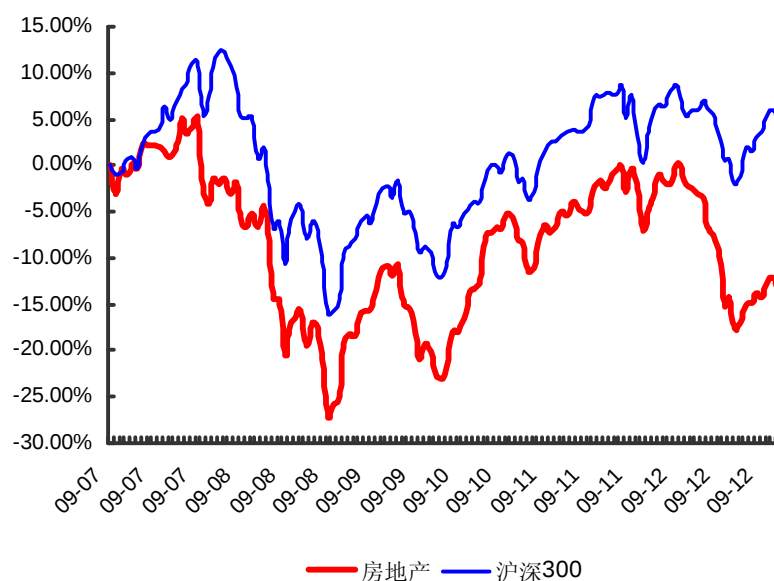
这些措施对房地产市场已经产生了一定的影响，根据我们的草根调研，最近中介较为冷清，买房者观望情绪较为浓重，交易量也有较大回落。我们认为此次调控的影响将日益显现。

二、上月房地产行业股票市场表现分析

1、房地产板块下跌 8.62%，沪深 300 指数上涨 1.82%

12 月份房地产板块下跌 8.62%，沪深 300 指数上涨 1.82%，符合我们的预期，我们已于 14 日下调评级，房地产板块投资评级为“中性”。在我们年度策略中也早已指出房地产已进入调整期。

图 5 房地产股 12 月份市场表现

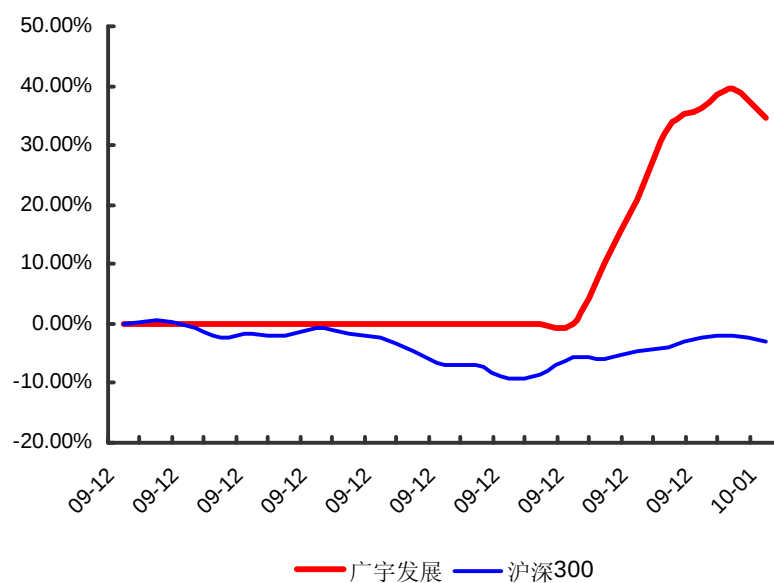


数据来源: wind 上海证券研究所

2、重组股表现较好

在 12 月的涨幅中，涨幅前列的集中在重组地产股、概念股。主要的原因是房地产板块上涨已到一定高度，需要调整，而某些受益于实质性重组的地产股具有真实的上涨需求，如广宇发展。另外，一些概念股受到概念炒作的支撑，如期货概念股新黄浦。

图 6 广宇发展 12 月份市场表现



数据来源: wind 上海证券研究所

表 1 12 月份涨幅靠前的股票

证券代码	证券简称	月度涨幅%
000537.SZ	广宇发展	39.45
000628.SZ	高新发展	30.36
600175.SH	美都控股	23.46
600615.SH	丰华股份	21.07
600696.SH	多伦股份	16.42
600638.SH	新黄浦	15.46
600734.SH	实达集团	13.02
600393.SH	东华实业	9.89
000505.SZ	*ST 珠江	7.16
600133.SH	东湖高新	6.69

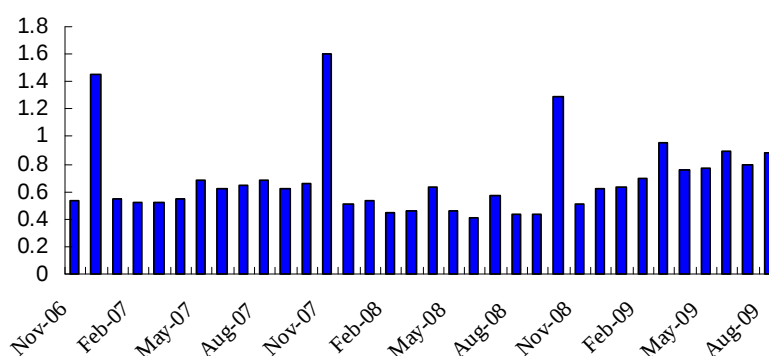
数据来源: wind, 上海证券研究所

三、行业中期趋势的展望

1、交易量将小幅下降

如我们上文分析,居民的收入和货币因素并不支持房价的进一步快速上涨,经过一年交易量的连续上升,目前部分城市的日均交易量已达到 07 年高峰水平后有所回落,进入 1 月份后,价格将到阶段高位,投机需求将有所减弱,成交量将小幅下降。

图 7 2006 年-2009 年当月销售面积



数据来源: 国家统计局 上海证券研究所

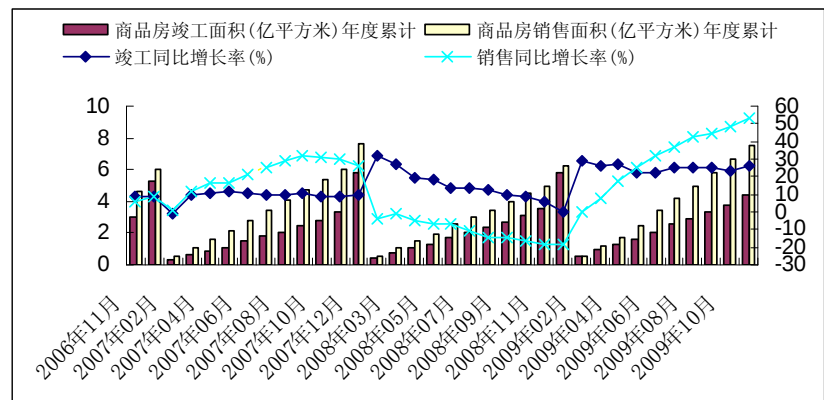
2、房价高位盘整

销售价格将高位盘整,即使向下调整,幅度也将较小,主要原因

是销售面积与竣工面积依然维持供不应求的局面。

根据国家发展改革委、国家统计局调查显示，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 月扩大 1.8 个百分点；环比上涨 1.2%。1-11 月竣工面积累计 4.42 亿平米，同比上升 25.98%。1-11 月销售面积累计 7.52 亿平米，同比上升 53.01%。在建筑施工面积同比增速为 17.21%，比较稳定，虽然房价有调整压力，但短期供不应求的情况对房价有支撑作用，销售价格将在高位盘整，或有小幅调整。

图 8 商品房竣工面积、销售面积

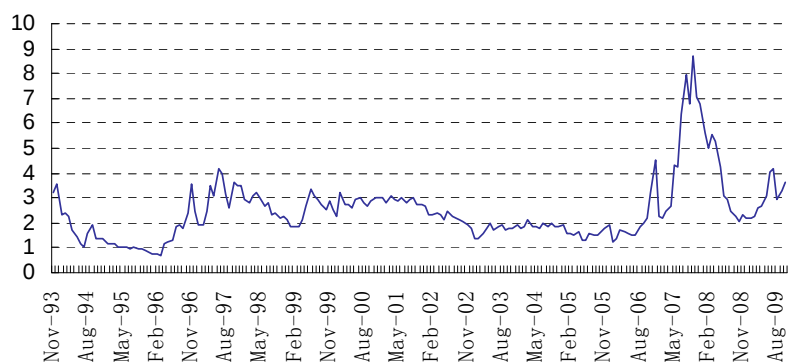


数据来源: wind 上海证券研究所

3、估值在历史均位，估值上升空间有限

目前估值在历史平均水平。由于房地产市场房价和交易量已到阶段性高位，估值上升空间有限。而且，房价或有调整，由此，对于 NAV 估值大幅上调的可能性较小。

图 9 万科历史市净率比较



数据来源: bloomberg 上海证券研究所

四、1 月行业评级、策略及重点股票

■ 评级未来十二个月内，房地产业：中性

我们认为随着市场的自行调整和政策力量的共同作用，房地产将进入正常调整期。我们之前在年度策略报告中已经指出，仅靠市场力量，房价无法自我调整进入理性区域，现在政策的出台已经早于我们的预期。我们对房地产行业的评级为“中性”。另外，我们认为 1 月份的交易量将受到政策的较大影响。

我们看好受益于产业转移的城市的房地产市场以及相关上市公司。即受益于投资增速加快二、三线城市的房地产龙头股和一线城市的持有型物业类公司。

附表 房地产业相对估值比较

公司名称	代码	股价	EPS			PER		
			08A	09E	10E	08X	09X	10X
万科 A	000002	10.81	0.37	0.44	0.61	29.22	24.57	17.72
招商地产	000024	26.63	0.71	1.00	1.20	33.80	26.63	22.19
保利地产	600048	22.40	0.70	0.77	1.16	32.00	29.09	19.31
冠城大通	600067	13.99	0.60	0.60	0.90	23.32	23.32	15.54
荣盛发展	002146	20.71	0.46	0.53	0.65	45.02	39.08	31.86
华发股份	600325	18.74	0.88	0.90	1.00	21.30	20.82	18.74
金地集团	600383	13.88	0.64	0.78	0.88	21.69	17.79	15.77
泛海建设	000046	14.33	0.09	0.34	0.58	159.22	42.15	24.71
苏宁环球	000718	13.71	0.34	0.44	0.60	40.32	31.16	22.85
样本均值						45.10	28.29	20.97
Public storage	美国	80.13		2.82	2.56		28.41	31.30
SPSB	马来西亚	3.98		0.16	0.17		24.88	23.41
mitsub	日本	1490		37.86	43.58		39.36	34.19

数据来源: bloomberg, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 沈莉

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。