

房地产开发 II

行业角色转移重构房地产行业价值链

要点

目前，对中国经济和资本市场前景，持短期谨慎甚至长期悲观态度的投资者关注的焦点是：房地产泡沫是否会促使决策者采取更严厉的调控政策，从而增大经济在下半“硬着陆”的风险？新一轮调控是否意味着房地产行业角色转移与价值链重构的开始？我们将对相关问题展开分析：

中国的房地产市场是否存在全国性泡沫？

- 虽然房价的上涨一定程度上恶化了城市家庭的住宅可承受能力，但整体上观察，如果考虑到区域差异以及迅速上升的收入水平，中国二、三线城市的相对较为缓慢的涨幅使得全国总体的城市家庭的住宅承受能力仍然处在大致合理的范围内。
- 2009 年北京和上海的房价收入比分别是 18 和 15，而全国水平仅为 9.5。特别是今年一季度商品住宅价格出现亢奋式上涨，这些城市的局部性泡沫已经较为明显。

新一轮调控是否已取得阶段性成果？

- 新一轮地产调控的目标是通过抑制投机性需求和扩大供给来抑制局部性泡沫，整体上稳定房价预期而不是打压整个房地产行业，在更为关键的意义上是调整整个房地产行业的结构。
- 从成交量上看，北京、上海、深圳成交量分别下滑 57%、68%、62%，这说明投机性需求正在离场，调控的阶段性成果在局部一线城市开始显现。
- 从开发周期看，09 年四季度新开工住宅 3.4 亿平米，占全年总量的 37%，10 年一季度新开工 3.2 亿平米。5.6 亿平米的新开工住宅会在今年 8 月之后不断形成供给量。因此考虑到调控政策的效果，加上供应放量的叠加，即使不出台或者放松目前的房地产调控政策，可以预计房地产价格的回落已成定局，目前只是需要关注回落的程度而已。

后续还会不会出台更严厉的调控政策？

- 短期在落实：政策重点仍将是进一步细化和落实新国十条。随着调控的阶段性成果不断出现，政府暂时不会出台进一步更为严厉的调控措施，而是进入政策效果的观察期，一刀切式地在全国范围内开征物业税短期看面临很高的操作成本。

研究员：巴曙松
联系人：杨现领
Tel：010-59370833
Email：yangxianling@hczq.com

行业评级

行业评级：不评级
评级变动：不评级

推荐公司及评级

公司名称及代码 评级

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

房地产行业回调，谁将承受最大的冲击？

- 2009 年，35 个大中城市、特别是房价上涨最快的一线核心在整个房地产行业中的占比仅为 15%、3%。核心城市的住宅投资减少不会给房地产固定资产投资带来明显影响。
- 2009 年，土地出让收入占地方政府收入的比重为 18.6%，商品住宅供地收入仅占新增建设供地出让收入的 15%，因此，商品住宅土地出让收入的减少对地方政府的冲击有限，直接影响的只是新开工的投资项目。从这个意义上说，在房地产商、地方政府、消费者和商业银行的多方博弈中，房地产商、特别是中小房地产商经受调控的能力最弱，地方政府的承担能力实际较强，无非减缓或者减少投资项目。
- 目前，商业银行开始对大多数中小房地产企业的开发贷款采取严格的控制措施，许多中小房地产企业的开发贷款到期之后不能续借，如果没有新的融资渠道，中小房地产企业或者降价来维持现金流，或者通过整合来提高竞争力。

长远看，房地产行业的角色和投资价值将发生变化

- 1998 年房改，房地产被正式定位成“新的经济增长点”，2003 年调控，房地产被首次定位成“国民经济支柱产业”，2010 年新政，房地产的增长功能与民生功能被等量齐观
- 政策基调的转变意味着房地产在中国经济中的角色正在发生结构性的变化，对民生功能的强调就意味着“防止房价过快上涨”将成为地产调控政策的长期考虑。
- 对房地产开发企业而言，过去那种依赖高地价、高房价的粗放式赢利模式将难以持续，试图从土地价格的快速上涨中获取高利润将变得更加困难，房地产行业从一个资产特性强烈的行业，正在转变成为一个类似加工制造的行业，估值面临显著调整。

目 录

一、新一轮地产调控是否已经取得阶段性成果？	4
1、 中国的房地产市场仍然是一个局部性泡沫	4
2、 新一轮调控的阶段性成果在局部核心城市已经显现	5
二、后续调控政策，短期基调依然是继续落实政策	7
三、房地产行业回调：谁将承受最大的冲击？	8
四、长远看，行业角色转移将重构房地产行业价值链	11
1、 房地产行业角色转换：历史定位与突出作用	12
2、 房地产行业角色转移将决定未来投资价值的变化	13

图表目录

图表 1 房价收入比	5
图表 2 不同层次家庭的房价收入比	5
图表 3 截至 5 月份核心城市成交量同比与环比变化	6
图表 4 2009 年各季度住宅新开工面积及占比	7
图表 5 各地保障性住房建设目标及建设模式	8
图表 6 房地产市场的梯次分类	9
图表 7 2009 年土地出让收入占地方总收入的比重	9
图表 8 地价水平（元）	10
图表 9 2009 年地方政府土地收入安排的支出	11
图表 10 房改后地产投资持续高增长	13
图表 11 平均房价与人均可支配收入同比增长率	14
图表 12 房地产销售毛利率	15

目前，国内外投资者对中国经济和资本市场前景的判断存在很大分歧，无论是持短期谨慎还是长期悲观态度的投资者所关注的焦点问题是：房地产泡沫是否会促使决策者采取更为严厉甚至紧缩的宏观经济政策，从而增大经济在下半年“硬着陆”或者“二次探底”风险？新一轮调控是否意味着房地产行业角色转移与价值链重构的开始？

一、新一轮地产调控是否已经取得阶段性成果？

历史经验表明决策者通常会在房地产市场的局部性泡沫演变成全国性泡沫之前采取临时性的调控措施。新一轮地产调控的政策核心即是通过扩大供给、抑制投机、引入市场监管和问责三条线同步推进，从而控制房价上涨过快的核心城市的局部性泡沫。

1、中国的房地产市场仍然是一个局部性泡沫

- 从全国整体来看，考虑到快速上涨的收入水平，二、三线城市家庭的住宅承受能力仍然处在合理的范围内

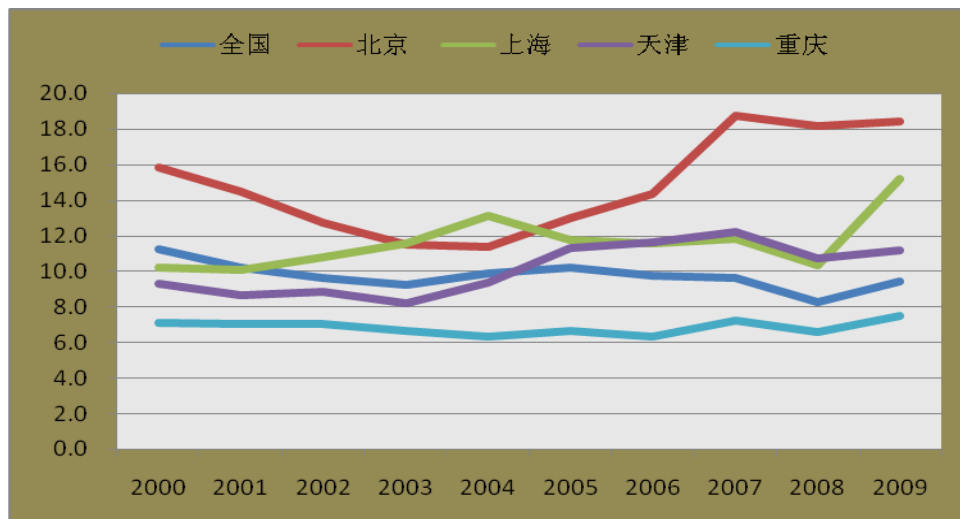
虽然最近房价的过快上涨一定程度上恶化了城市家庭的住宅可承受能力，但是考虑到居民收入水平的快速增长以及房价过快上涨的情况主要集中在少数几个一线核心城市，因此整体上观察，中国二、三线城市房价相对较为缓慢的涨幅使得城市家庭的住宅承受能力仍然处在大致合理的范围内。事实上，2008 年之前，中国城市家庭的房价收入比一直是持续下降的，这说明随着收入的强劲增长，住房成本变得相对而言可承受了。

如果考虑到不同家庭收入水平之间存在的巨大差距，最高收入家庭平均年可支配收入分别是中等偏上、中等偏下、低收入家庭平均年可支配收入的 2.3、4.3、6.0 倍，收入差距十分明显，而且高收入家庭的收入增长速度也远远快于中低收入家庭。因此，如果分别计算房价收入比，那么高收入家庭的住房负担能力远远高于其他层次的家庭：最高、中高、中等偏上、中等偏下、低收入家庭的房价收入比分别是 2.5、5.8、11、15。因此基于不同层次家庭收入水平的巨大差距，我们不能一刀切式地得出全国性泡沫的判断。

- 从局部来看，一线核心城市的泡沫明显

然而在几个一线核心城市中，在新政之前房价出现非理性的亢奋式上涨，房价上涨速度明显超出了可承受范围。2009 年北京和上海的房价收入比分别是 18 和 15，而全国水平仅为 9.5。2010 年一季度北京、上海、深圳的商品房平均销售价格分别同比上涨了 64%、39%、50%，因此，这些城市的局部性泡沫已经较为明显。

图表 1 房价收入比



数据来源: CEIC

图表 2 不同层次家庭的房价收入比



数据来源: 国研网及估算

2、新一轮调控是否已经取得阶段性成果？

➤ 新一轮调控的目标是局部抑制泡沫、整体稳定房价预期

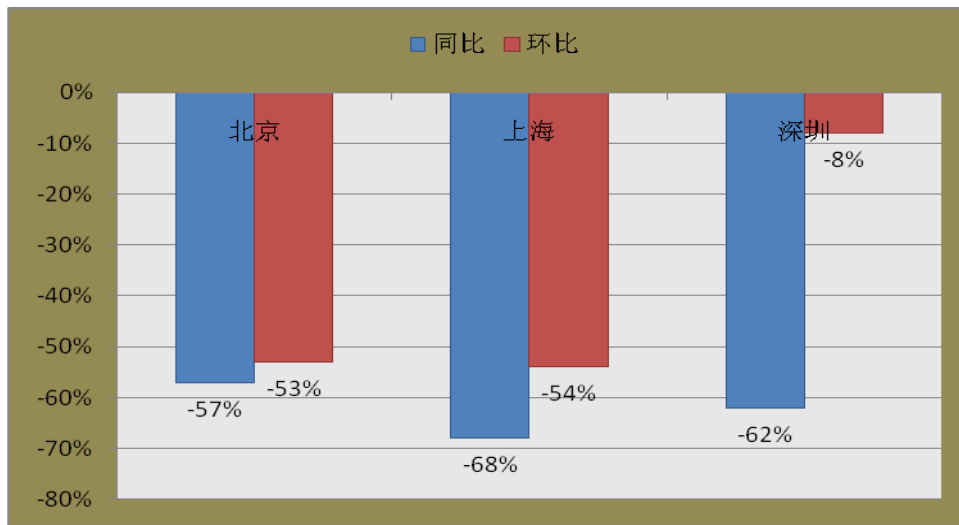
新一轮地产调控的目标是通过抑制投机性需求和扩大供给来打压局部性泡沫，并在整体上稳定房价预期。因此决策出发点是房价上涨过快的一线核心城市，而不是大幅度降低全国范围的房价，也不是打压整个房地产行业，在更为关键的意义上是调整房地产行业的结构。

➤ 新一轮调控的阶段性成果在局部核心城市已经显现

首先，从成交量上看，自新政出台以来，一线核心城市商品房成交量已大幅下滑。其中北京、

上海、深圳成交量环比分别下滑 53%、54%、8%，同比分别下滑 57%、68%、62%，这说明投机性需求正在离场，调控的阶段性成果在局部一线城市开始显现。

图表 3 截至 5 月份核心城市成交量同比与环比变化



数据来源: CEIC

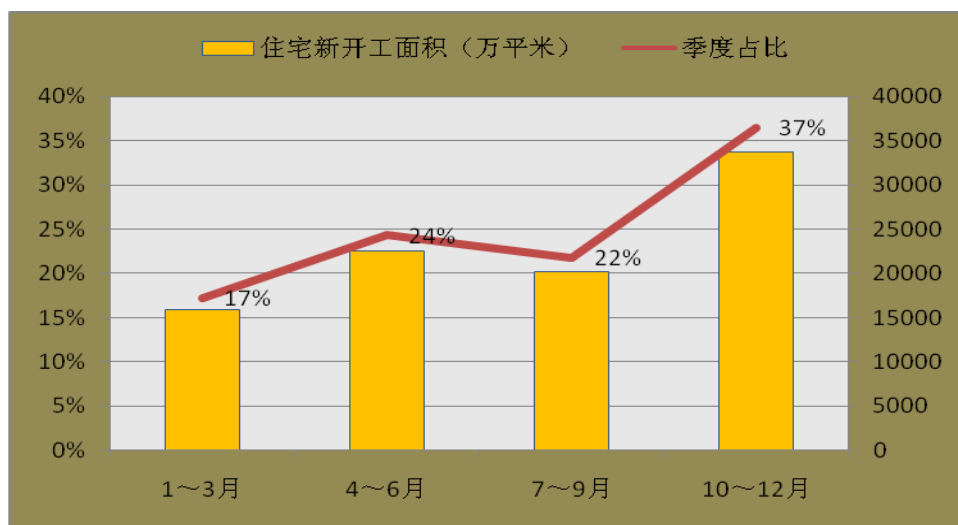
其次，从主要城市的成交批售比（指的是商品房市场新成交的面积与新增的可售面积之比，该系数大于 1 表明市场交易比较活跃）来看，该系数明显下降，表明商品房市场的交易活跃程度在不断降低。2009 年全年平均成交批售比为 1.52，2010 年 1—3 月份该系数保持在 1.2 左右。然而房地产新政出台后的前三个周，该系数分别为 2、1.25、1.17，这说明市场交易正在急剧萎缩。

再者，从价格上看，随着成交量的萎缩，价格下调的悬念将不会太大，关键的问题则在于价格下调的幅度会有多大？对于新政之前房价上涨过快的几个核心城市，我们认为未来房价将出现较大幅度的下调，并大致回落到 2009 年的平均水平。

最后，我们认为即使不出台或者放松目前的房地产调控政策，房价会出现下跌趋势。原因在于 2009 年全年的商品房住宅新开工面积有 37%集中在第四季度，如果我们把 2009 年第四季度住宅新开工的 3.4 亿平方米和 2010 年一季度新开工的 3.2 亿平方米加总，这个数字已经接近甚至超过以往全年的新开工量。按照开发周期，这个 5.6 亿平米的新开工面积会在今年 8 月份之后不断形成商品住宅供给量。我们预计，如果信贷投资规模保持不变或者市场宽松的流动性不像 2009 年那样大量增加，那么 2010 年 8 月份之后的平均房价必然出现一定幅度的下跌，而且此前涨幅度大的核心城市房价下跌也将最多。更为重要的是，届时一旦形成下跌的市场趋势，在原来投机性需求较多的城市，不排除恐慌性下跌的可能性，最终可能要到大幅下跌之后缩量盘整一段时间，才会见底。

总体上，考虑到调控政府的效果正在出现，加上供应量的叠加，可以预计房地产价格的回落已成定局，目前只是需要关注回落的程度而已。

图表 4 2009 年各季度住宅新开工面积及占比



数据来源: CEIC

二、后续调控政策，短期基调依然是继续落实政策

随着调控政策取得阶段性成果，我们判断政府短期内不会进一步出台更加严厉的调控措施，政府、开发商和购房者都将进入政策效果观察期，后续调控政策的基调依然是继续落实政策。

➤ 继续严厉打击投机性需求

短期内调控政策的一个侧重点仍将是继续通过差别化的信贷政策严厉打击投机性购房行为。具体而言：1) 进一步落实差别化信贷政策如提高非自首次购房的首付金比例、提高贷款利率、设置贷款门槛进一步抑制投机性需求；2) 加大对销售环节的监管力度，防止投机性需求以其它面目出现，例如住房预售必须实行实名制；3) 专门出台政策抑制对经济适用房的投机行为，要求已经享受经适房的家庭，必须办理退出手续或补交差额价款后才能再购买其它住房，并对补交价款的具体方式做出更加详细的规定¹。

➤ 继续落实扩大商品房供给的政策

新一轮调控政策的另一条主线是扩大商品房供给，而不是单一抑制投机性需求，短期内，这一政策会得到进一步的落实，具体而言：1) 加快处置闲置商品房用地，并优先供给普通商品房建设用地，同时加快对普通商品房的规划、开工和预售审批，从而形成商品住房的有效供应；2) 对于已取得预售许可的开发项目，要求在规定时间内一次性化开出售全部房源；3) 严厉处置捂盘惜售、囤积房源的开发企业，要求加大曝光和处罚力度，问题严重的要取消经营资格；4) 通过收紧开发商资金链，迫使其尽快出售房源。

➤ 通过问责机制，落实保障性住房建设计划

新国十条的一个重大不同在于这次调控动用了个别行政性的措施，引入政府问责机制，甚至要求各方政府签订保障性住房建设的目标责任书。根据中央下达的目标任务，2010 年保障

¹ 具体请参见 2010 年 4 月 27 日住建部《关于加强经济适用房管理有关问题的通知》。

性住房建设目标为 300 万套，棚户区改造 280 万套，目前各地方政府已经编制了住房性住房建设的细化政策，对建设目标、建设方式和资金来源等方面均做了详细安排。

图表 5 各地保障性住房建设目标及建设模式

政策模式 省份和城市	建设目标	建设模式
北京	今年北京将完成政策性住房 4.6 万套。一季度完成约 5000 万套，而且政策性新开工面积 71.6 万平方米，增长 85.3%，增幅大大高于上年全年 11.3% 的水平。	地产开发商建设，政府回购，配租或配售给低收入家庭
广州	广州市拟建保障性住房 4 万套，同时推出限价房用地，计划至少供应用地 40 万平方米，建成后可供应限价房约 1 万套。 此外广州市本级政府性住房基金支出为 8.1 亿元，用于廉租房基金支出 6.7 亿元，比去年多出 2.8 亿元，增幅为七成。	探索政府主导的建设模式，鼓励企业利用存量土地开发建设，探索“三旧”改造中配建限价房
上海	上海市今年计划完成经适房 400 万平方米，约 6.7 万套，同时计划未来两年共建 30 万套经适房，30 万套拆迁安置房以及 10 万套廉租房	政府主导、鼓励开发商建设
深圳	全年计划建设保障性住房已从 2.23 万套增至约 5 万套，比 2009 年翻一番，建筑面积 280 万平方米。	市区两级政府投资、鼓励企业参与
天津	将建设 650 万平方米、8.5 万套保障性住房，经济适用住房 500 万平方米、6.5 万套，限价商品住房 150 万平方米、2 万套	

资料来源：华创证券

总之，我们认为政府暂时不会出台进一步更为严厉的调控措施，而是将采取静观其变的态度，近期欧洲主权债务危机恶化，以及主要宏观指标的逐步回落，强化了这一观望基调。从这个角度讲，针对近期争议较多的房产税，我们认为一刀切地在全国范围内开征房地产税或物业税短期看面临很高的操作成本。

三、房地产行业回调：谁将承受最大的冲击？

房地产行业回调产生冲击的渠道主要有三：一是房地产投资减少直接对固定资产投资产生冲击；二是房地产行业回调会对地方政府土地收入产生冲击，从而减少地方政府投资；三是将引发行业产业链重构。

➤ 房地产投资的回调不会带来经济“硬着陆”风险

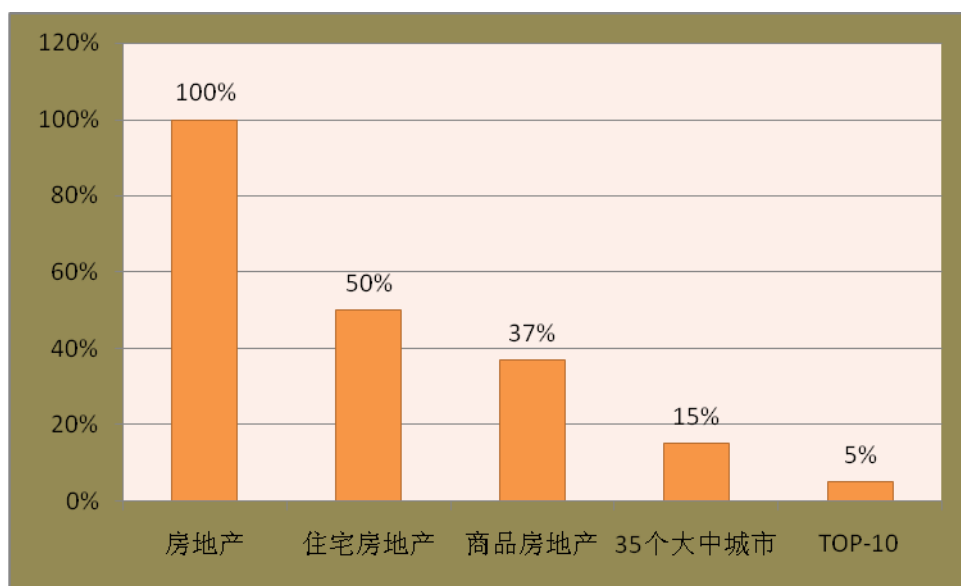
目前资本市场的一个担忧就是新一轮调控可能会引起经济“硬着陆”或“二次探底”风险，我们认为这种担忧一定程度上是过度的，原因在于以下的几个细节之中：

- 房地产行业是一个宽泛的称谓，它至少可以粗略地区分为住宅房地产和非住宅房地产两类，前者包括商品房住宅和非商品房住宅，后者则主要包括工、商业营用房屋。从 2009 年房屋竣工面积来看，房屋竣工面积总计 15.74 亿平米，其中住宅和非住宅分别为 7.9

亿、7.8 亿平米，约各占 50%的比重。因此，两者在整个房地产行业中的地位大致相同。

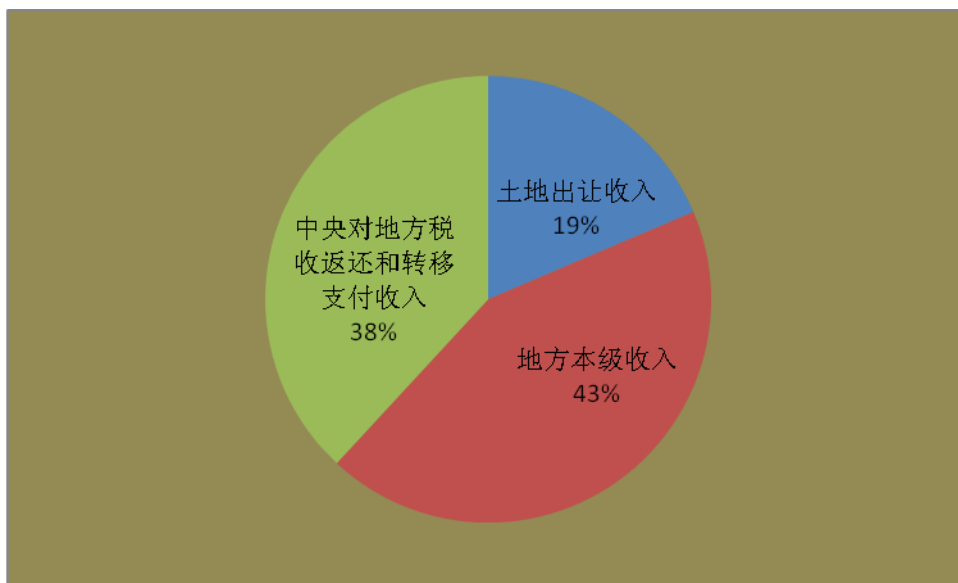
- b) 仅就住宅房地产而言，它又包括商品房住宅和非商品房住宅如保障性住房。从 2009 年的数据看，在 7.9 亿平米住宅中，有 5.8 亿平米为商品房住宅，其余 2.1 亿平米为非商品住宅，两者占比各为 74%、26%。换言之，商品房住宅在整个房地产行业中的占比约为 37%。
- c) 如果我们更进一步，按照同样的梯次分类，我们会发现 35 个大中城市、房价上涨最快的一线核心在整个房地产行业中的占比仅为 15%、3%。

图表 6 房地产市场的梯次分类



数据来源：CEIC

图表 7 2009 年土地出让收入占地方总收入的比重



数据来源：财政部预算报告、华创证券

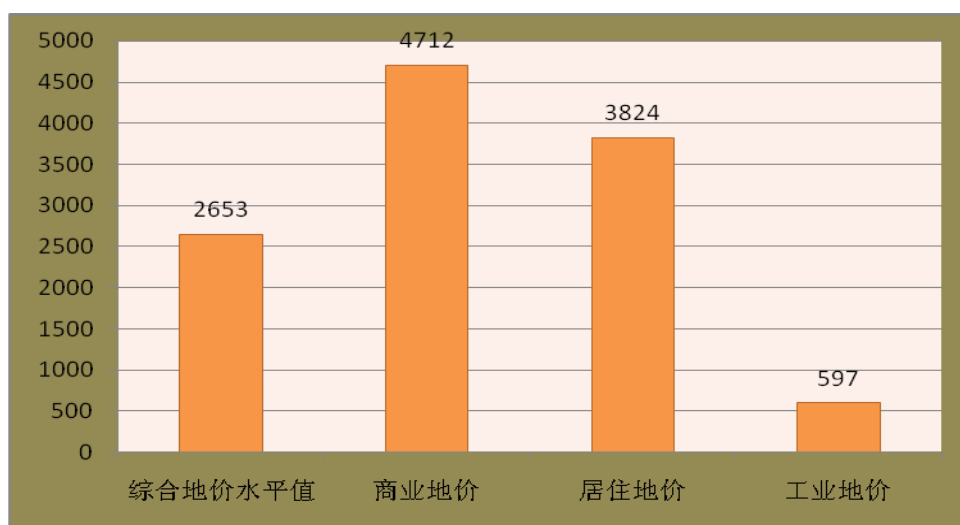
因此，局部城市的商品房住宅在整个房地产行业的影响力是较为有限的，即使在新政的冲击下，这些城市的商品住宅投资减少也不会给固定资产投资带来明显影响。

➤ 土地出让收入对地方政府投资有影响，但没有想象的大

另一条冲击渠道是地方政府的土地出让收入，冲击的具体程度则取决于地方政府对土地出让收入的依赖程度。

- a) 首先我们考察土地出让收入在地方政府收入的占比情况：地方政府的收入来源主要为两部分：地方一般预算内收入和地方预算外收入。地方本级收入、中央转移支付和税收返还构成预算内收入，土地出让收入则构成预算外收入的绝对来源。具体来讲，2009 年地方政府本级收入为 32520 亿元，中央对地方税收返还和转移支付 28621 亿元，土地出让收入 13964 亿元，三者占比分别为 18.6%、38.1%、18.6%。土地出让收入方面，相比于 2008 年的 16.7%，增加 2 个百分点。因此，总体而言，土地出让占比并不想象中那么高。

图表 8 地价水平（元）

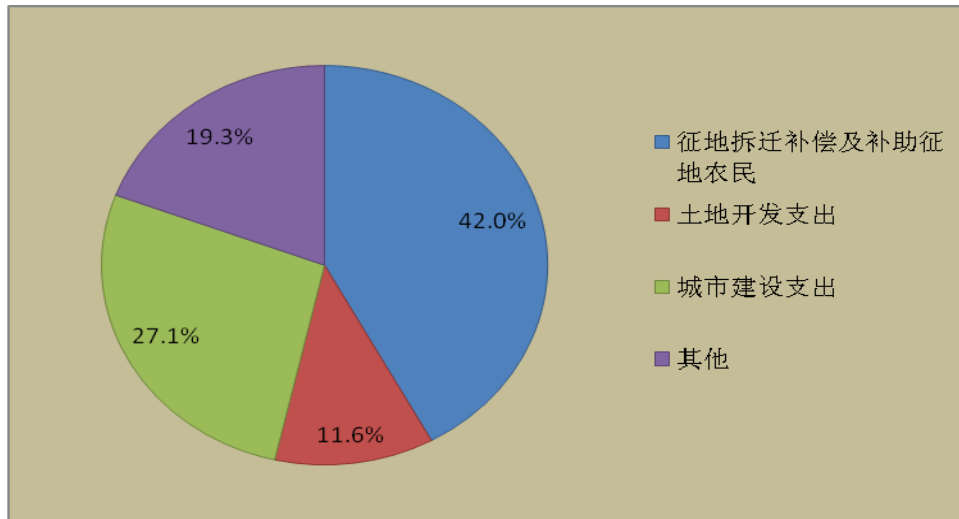


数据来源：公开资料整理

- b) 其次，从统计内容上看，土地出让收入包括国有土地使用权出让金收入、国有土地收益基金收入、农业土地开发资金收入和新增建设用地有偿使用费收入四部分。更进一步，新增建设用地部分又包括工业用地、商服用地、住宅用地及其他用地。2009 年新增建设用地 31.9 万公顷，其中真正用于商品住宅供应的土地为 5.6 万公顷（住宅用地共计 7.6 万公顷、保障性住宅用地为 1.1 万公顷）。公开资料显示，2009 年全国综合地价水平为 2653 元，商品住宅地价为 3824 元，那么新增建设供地与商品住宅供地收入分别为 8463 亿元、2140 亿元，两者占地方土地出让收入总量占比为 61%、15%。
- c) 从静态对比看，15%的收入占比对地方政府土地出让总收入的影响的确有限的。但是考虑到土地一直是地方政府从银行获得贷款的最重要的抵押品，如果土地抵押品的价值出现下

降，那么地方政府贷款或融资能力将会受到一定的限制。但是，除非土地价值出现明显下降，这一影响渠道才会变得显著。

图表 9 2009 年地方政府土地收入安排的支出



数据来源：财政部预算报告、华创证券

➤ 中小房地产商最有可能是新政冲击的最大承担者

每一次调控都会产生相应的成本，而成本的分担却又每次不尽相同。从这一次的调控来看，我们的分析已经表明，基于商品住宅供地收入对地方政府的有限影响、家庭收入的较快增长，其实在这一次房地产商、地方政府、购房者和商业银行的多方博弈中，房地产商，特别是中小房地产商经受调控的能力是最弱的，地方政府的承担能力实际上较强，无非是减缓或减少投资项目而已。因此，中小房地产商很可能是这次调控成本和风险的最大承担方，同时也是承担能力最弱的一方。

- 房地产商的承担能力分化明显，中小房地产商则是最弱的一方。从地产上市企业公布的最新财务报表看，2009 年以及 2010 年前两个季度的销售主要集中在大公司，前十大上市企业的营业收入占比约为 70%左右，其余的 30%则非均匀地分布在中小企业。这种明显分化决定了中小房地产商最有可能是新政冲击的最大承担者。
- 中小房地产商的开发贷款也将受到更为严格的控制。目前，商业银行已经开始对大多数中小房地产企业的开发贷款采取更为严格的控制措施，许多中小房地产企业的开发贷款到期之后将不能续借。如果没有新的融资渠道，中小房地产企业只有两个选择：要么通过降价来维持现金流，这样房价的下跌可能会提前到来；要么通过行业的重新整合来提高抗风险能力，这样房地产行业的新一轮调整难以避免。

四、长远看，行业角色转移将重构房地产行业价值链

过去的十多年，房地产在中国经济中一直发挥着“新的经济增长点”甚至“支柱产业”的作用。历史表明，房地产行业对中国经济的高速增长有很强的拉动作用，它的发展带动了上、

敬请阅读正文之后的免责声明

下游数十年行业的发展。

然而，以新国十条为代表的新一轮调控将使房地产的“支柱地位”和“增长功能”发生大的变化，未来民生功能将被放到至少同等重要的位置，这意味着房地产行业的角色将发生转移。

1、房地产行业角色转换：历史定位与突出作用

➤ 1998 年房改，房地产被正式定位成“新的经济增长点”

1998 年 23 号文件是中国房地产史上具有正式调控意义的一个政策，该文件的最大意义在于启动了住房货币化改革，中国才有了真正的商品房。当时之所以推出这项重大改革，其中一个重要原因就是为了解决东亚金融危机，所以文件对房地产的定位是“促使住宅业成为新的经济增长点”。

这次改革，既释放了中国被压抑多年的商品住宅需求，也启动了房地产投资的高速增长，从 1998 到 2008 年 10 年间，住宅投资平均增速在 25% 以上，房地产成为经济增长的一支重要引擎。

➤ 2003 年调控，房地产被首次定位成“国民经济支柱产业”

2003 年 18 号文件则开启了地产调控的一个新起点，该文件首次明确指出“房地产业关联度高，带动力强，已经成为国民经济的支柱产业”。

基于房地产对上、下游行业带动作用所产生的产业杠杆效应，这种定位实质上是将 1998 年所确立的“新的经济增长点”的升级，房地产不仅是一个经济增长点，而且成为带动多个行业发展的支柱产业。

应该说，直到 2008~09 年危机应对期间，房地产的“支柱地位”实质上被强化了，一定程度上，正是房地产投资的反弹才促使中国经济实现强劲复苏。

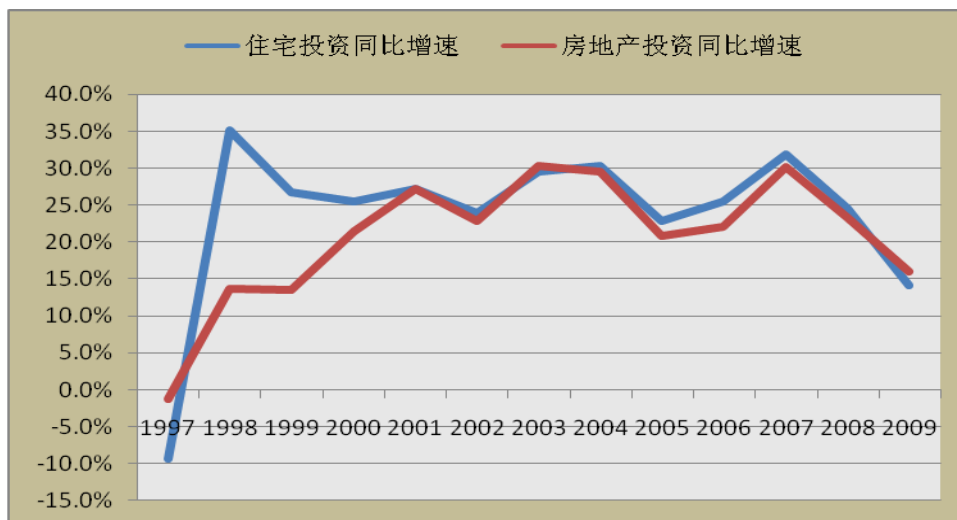
➤ 2010 年新政，房地产的增长功能与民生功能被等量齐观

新国十条在第一条就开宗明义地指出“住房问题关系国计民生，既是经济问题，更是影响社会稳定的重要民生问题”，这是 1998 年中国开启房地产调控以来第一次将房地产作为经济问题和民生问题而相提并论。

更为重要的是，这也是 2003 年来第一次在中央的调控政策中对房地产的所谓“支柱地位”避而不谈，只是笼统地将它说成一个“经济问题”。这意味着房地产的经济增长功能将被弱化，而且考虑到未来中国宏观经济的一个重要主题将会是结构调整，房地产的增长功能也将从属于经济结构调整的需要。

从民生功能的角度看，这种政策基调的转变意味着房地产在中国经济中的角色将发生大的变化，对民生功能的强调就意味着“防止房价过快上涨”将成为地产调控政策的长期考虑和常态化目标。

图表 10 房改后地产投资持续高增长



数据来源: CEIC

2、房地产行业角色转移将决定未来投资价值的变化

➤ 平均房价与城市家庭人均可支配收入将不会偏离太远

从未来房价的变化趋势看,对民生功能的强调将意味着全国平均房价水平将不能与城市家庭人均可支配收入偏离太远,如果房价上涨速度超过收入增长速度太多,甚至长期偏离,那么将会受到今年类似的严厉调控。2009 年全国房价平均涨幅超过 20%,而城市家庭人均可支配收入增长为 8%左右,这种较大的房价—收入差距使今年严厉的调控成为必然。

从商品房供应结构看,未来高价的高档房供给仍然会受到严格的约束,中低价位、中小套型等普通商品住房供应将成为商品房供给主体,也将受到国家调控政策的相关支持,从而满足不同层次的住房需求。

从非商品房的供给看,未来政府将不断加大保障性安居工程、廉租房、经济适用房的供应,这将满足中低收入家庭的住房需求。

因此,从供给—需求基本面以及政府地产调控的出发点来判断,未来的房价水平将会在合理的区间内变化。从趋势上来看,我们认为未来房价的平均增长速度将与收入的平均增长速度大致持平,即为 10%左右,超过这一幅度意味着将受到政府的关注。

图表 11 平均房价与人均可支配收入同比增长率



数据来源：中宏观专家数据库

➤ 投资价值将取决于将稳定、可持续的赢利模式

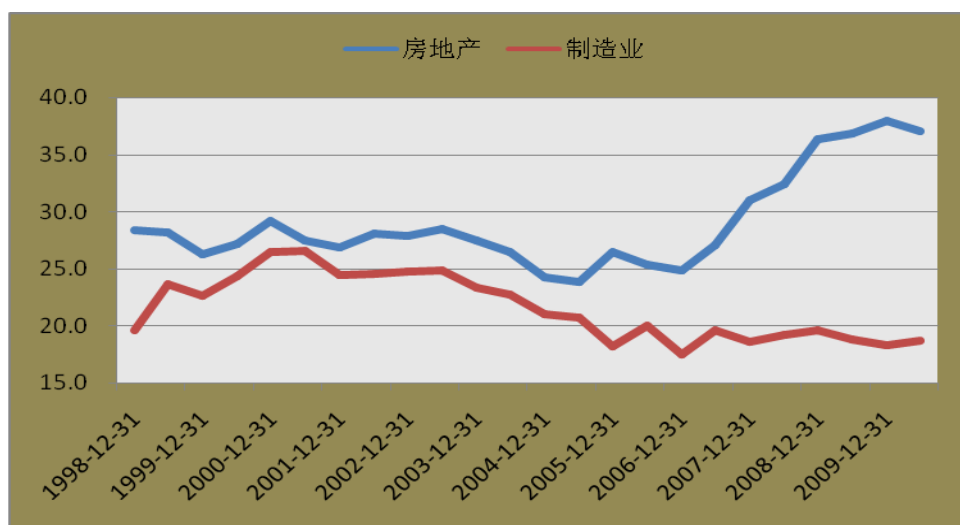
从企业赢利模式看，过去那种依赖高地价、高房价的粗放式赢利模式将难以持续，试图从土地和房价的快速上涨中获取高利润将变得更加困难，而且也将受到政府调控的密切注视。

从销售毛利率的变化趋势上观察，从 1998 到 2005 年，房地产投资与开发企业与制造业的平均利率保持了非常一致的变化趋势，两者之间的毛利率差距仅为 2 个百分点左右。然而从 2006 年开始，这个差距开始拉大，房地产行业毛利率急剧上升，突破 30%，并且近两年来一直维持在 35% 以上，与此相反，制造业毛利率则稳步下降，2009 年仅为 18.7，与房地产的毛利率差距扩大至 18 个百分点。

通过这种简单的对比，这一方面说明房地产的高增长、高赢利模式是不正常的，主要来源于土地价格相对低估带来的超额收益难以长期持续，另一方面也说明相对其他行业而言，房地产的确成为高赢利行业。

从企业可持续发展的角度看，房地产的这种高增长模式是难以长期维持的。2010 年可能是房地产行业毛利率趋于下降的一个起点，未来将回落到 25% 左右的历史平均水平。

图表 12 房地产销售毛利率



数据来源: WIND

综合而言，房地产行业试图从土地和房价的快速上涨中获取高利润将变得更加困难，房地产行业将由一个资产特性强烈的行业，不断转变成为一个类似加工制造的行业，因此，行业估值将面临显著调整。

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801