



报告日期：2010年6月25日

行业低位震荡筑底 阶段性投资机会隐现

——2010年房地产行业下半年投资策略

行业评级：

房地产行业

同步大盘

重点公司评级：

格力地产	买入
合肥城建	买入
中天城投	买入
阳光城	买入
美都控股	增持
首开股份	增持
广宇发展	增持
中南建设	增持
西藏城投	增持

行业指数走势



相关报告

在防范风险的基础上，把握结构性投资机会 ——2010年二季度行业投资策略

2010.3.25

三月房价快速上涨引发严厉政策调控 ——房地产行业点评

2010.4.20

房地产市场初显回头 房地产股票低位盘整 ——房地产行业月度报告

2010.6.4

房地产行业研究员

姓名：蔡荣

执业证书编号：S0990210020001

Email：cairong@vsun.com

报告概要：

- ◇ 房地产市场观点：下半年，政策层面或将转入对已有政策实施效果的观察期，从目前国内外经济形势判断，暂时可能不会推出更为严厉的房地产调控政策。预期下半年，部分地区房地产市场将面临全面调整，房价会有所下降，预计总体房价水平可能在目前水平上下调15%-20%，不同城市房价表现将各异；商品房成交量可能将经历一段时期的低迷，但在观望期被压抑的刚性需求和改善型需求将随着房价的下调重新带动市场成交企稳回升。
- ◇ 房地产行业观点：目前的股价已基本反映出前期行业的负面因素，下半年，房地产行业下跌空间已经相对较小，但上行仍存在一定压力，因此整体将呈现反复筑底的过程，其间可能存在阶段性投资机会，这取决于刺激股价反弹的诱因的出现。因此，我们暂不调高行业评级，维持行业“同步大盘”的评级。
- ◇ 目前房地产行业处于历史低位。与其他行业相比，房地产行业的市盈率排名持续靠后。行业股价已脱离企业较高盈利能力的基本面。以个股来看，“万保招金”四大地产公司的市盈率和市净率也已降至历史低位。
- ◇ 与往年同期相比，上半年商品房销售量保持了较快的增长。由于房地产企业收入确认的滞后性，2009年下半年以来较好的销售情况为至少今后两年房地产企业良好的业绩做出了担保。
- ◇ 在出口下滑、经济放缓的预期背景下，对投资有重大影响的房地产行业的政策压力有望得到缓解。同时，政府并不愿看到房价出现大幅非正常下跌。下半年，房价下降趋势将越来越明显，前期政策效果逐步显现。因此，政府出台更严厉调控政策的概率偏小，行业政策环境将进入平静期。
- ◇ 房地产行业未来的发展前景依然值得期待。一、房地产行业依然是影响中国经济发展最重要的行业之一；二、刚性需求成为目前房地产行业发展的主要动力；三、行业定位的成功转型和企业发展路径的正确选择决定未来行业发展；四、目前房价的适度下跌对行业的长远发展未尝不是一件好事。
- ◇ 行业上行压力依然存在：一、如果下半年房价无明显下跌，行业仍然面临较大政策压力；二、如果商品房成交持续低迷，下半年房企资金链将面临考验；三、投资信心尚在恢复过程中，行业上涨缺乏有效催化剂。
- ◇ 在操作策略层面，建议：中长期投资者可适当配置基本面较好、具备成长潜力的行业个股；短线投资者可选择成长性较好而被严重低估的高弹性个股或具备题材概念的个股进行尝试性操作，但需注意行业风险。
- ◇ 选股思路：（一）资质较好、估值较低的成长型个股：格力地产、阳光城、荣盛发展、苏宁环球、新湖中宝、广宇发展等。（二）城建城投类个股：合肥城建、中天城投、云南城投、西藏城投等。

目 录

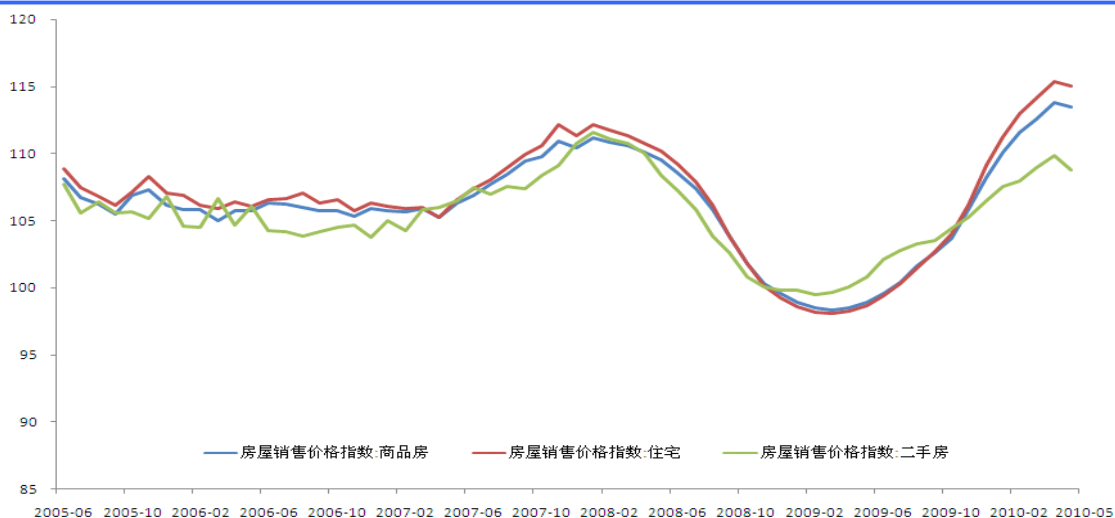
一、政策进入效果观察期，行业开启反复筑底过程	3
二、行业下行空间较为有限	4
（一）行业估值处于底部区域	
（二）企业业绩一定时期内仍有较好保障	
（三）国内外经济环境状况将影响新调控政策的出台	
（四）行业未来发展前景依然看好	
三、行业上行压力依然存在	10
（一）房价无明显下跌，政策面压力不减	
（二）商品房成交低迷，房企资金链面临考验	
（三）投资信心尚在恢复中，行业上涨缺乏有效催化剂	
四、投资策略及重点公司推荐	13

一、政策进入效果观察期，行业开启反复筑底过程

房地产市场：

今年上半年，中国房地产市场完全笼罩在政府严厉的宏观调控的恐慌之下。从1月7日“国十一条”开始，到4月17日“史上最严厉”房地产调控政策的出台，政府打出了一套迄今为止下手最重的政策组合拳。在此背景下，多数购房者抱持观望心态，房地产市场成交量大幅下降，市场氛围低迷，而房价在惯性延续去年涨势之后，终于在最近两月出现了调整苗头，越来越多的新盘开始采取或明或暗的调价促销手段。到目前为止，在房地产调控政策的作用下，内地主要城市房地产市场呈现出量跌价滞的态势。我们认为，下半年，政策层面或将转入对已有政策实施效果的观察期，从目前国内外经济形势判断，暂时可能不会推出更为严厉的房地产调控政策。预期下半年，部分地区房地产市场将面临全面调整，房价会有所下降，预计总体房价水平可能在目前水平上下调15%-20%，不同城市房价表现将各异；商品房成交量可能将经历一段时期的低迷，但在观望期被压抑的刚性需求和改善型需求将随着房价的下调重新带动市场成交企稳回升。

图1： 2005年6月-2010年5月房屋销售价格指数走势



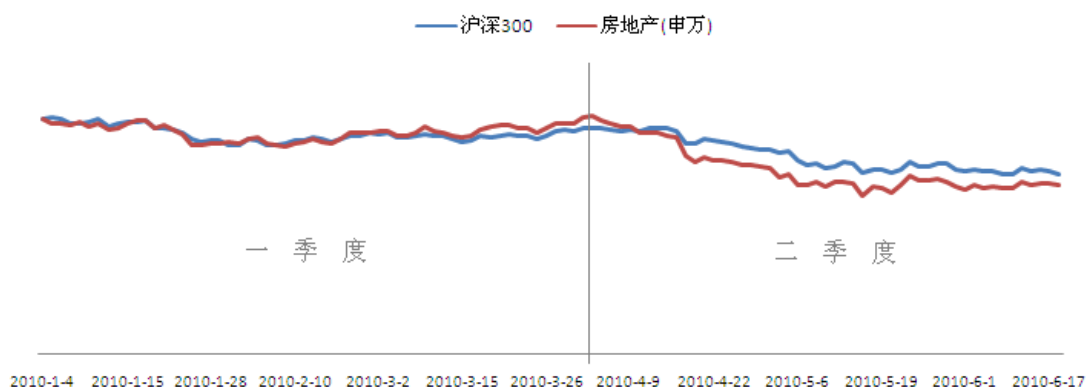
数据来源：WIND, 英大证券

房地产行业股票：

今年前两个季度，房地产行业股票也同样承受着巨大的政策调控压力。一季度，在新“国十一条”的影响下，房地产行业股票普遍低迷，季度内行业股价累计跌幅一度达到12.42%。但三月份，以上市房地产企业再融资重新开闸传闻为导火索，行业出现了一波幅度为8.22%的短期反弹。然而，受到四月中旬国务院出台的最严厉新政的影响，行业投资信心受到重创，股价一泻千里，上半年行业最大累计跌幅达到了38.09%。二季度行业指数持续跑输大盘。我们认为，下半年，在政策层面相对平静的背景下，房地产行业下跌空间已经相对较小，但行业上行仍存在一定压力。因此，预计三、四季度行业将呈现持续筑底的走势，在筑底的过程中可能出现反复震荡，其中将存在阶段性投资机会。在此判断的基础上，我们维持行

业“同步大盘”评级，暂不调高行业评级。

图 2： 2010 年上半年房地产行业指数走势



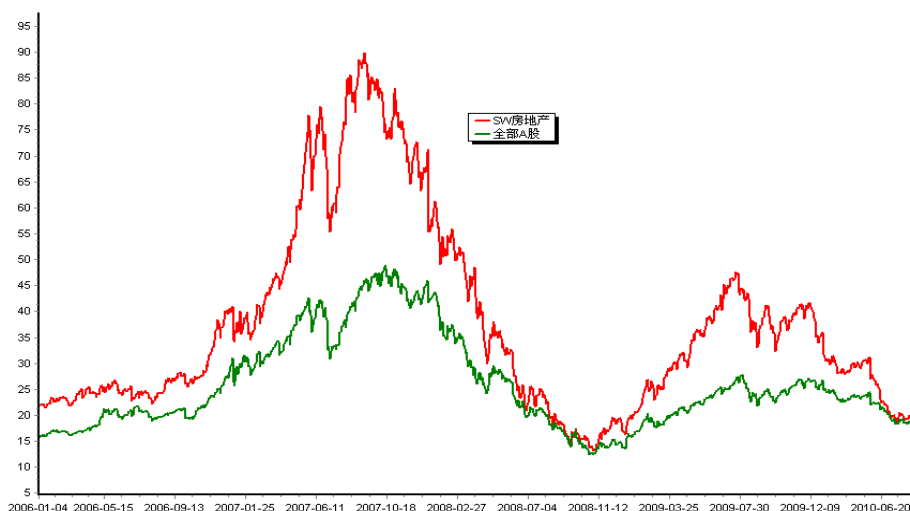
数据来源：WIND, 英大证券

二、行业下行空间较为有限

(一) 行业估值处于底部区域

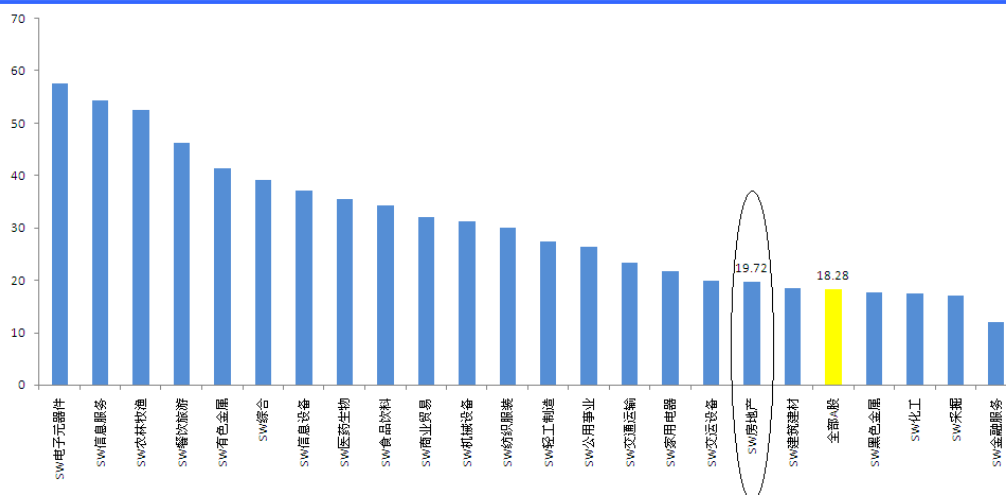
近 10 年，房地产行业的平均市盈率为 44.98，近 5 年的平均市盈率为 34.46，近 3 年的平均市盈率为 40.63，而目前的市盈率仅为 19.72，处于历史低位，且与全部 A 股的平均市盈率水平基本持平。历史数据告诉我们，除了在 2008 年的底部，房地产行业股票的市盈率始终较多地高于市场均值水平。与其他行业相比，今年上半年，房地产行业的市盈率排名持续靠后。经过了这半年的下跌，行业股价已脱离行业企业较高盈利能力的基本面。以 35 倍市盈率为合理估值水平考量，目前 20 倍的市盈率可以解释为：在目前业绩水平下，市场价格提前反映了行业业绩下滑 75% 的预期。如果未来行业业绩下滑到目前水平的 75%，则行业市盈率回归 35 倍的合理水平。而 75% 的业绩下滑预期显然属于市场过于悲观的预期，随着市场的理性修正，行业估值终将逐步回归合理水平。

图 3：近年房地产行业市盈率趋势



数据来源：WIND, 英大证券

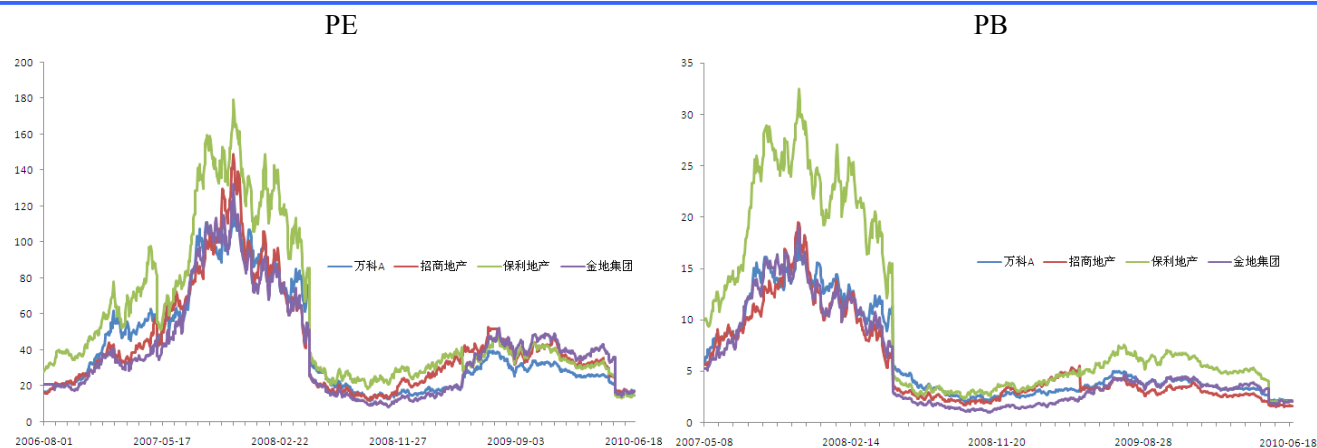
图 4：2010 年二季度末（6 月 18 日）全部行业市盈率排名



数据来源：WIND, 英大证券

以个股来看，具有行业代表性的“万保招金”四大地产公司的市盈率和市净率也已降至历史低位，接近 2008 年水平。而从当前这些公司的盈利情况、资金情况、存货情况等诸方面来看，都明显好于 2008 年。由此也表明目前行业的股价水平具有较高的安全边际，进一步下行的空间较小。

图 5：近年四大地产公司市盈率和市净率趋势



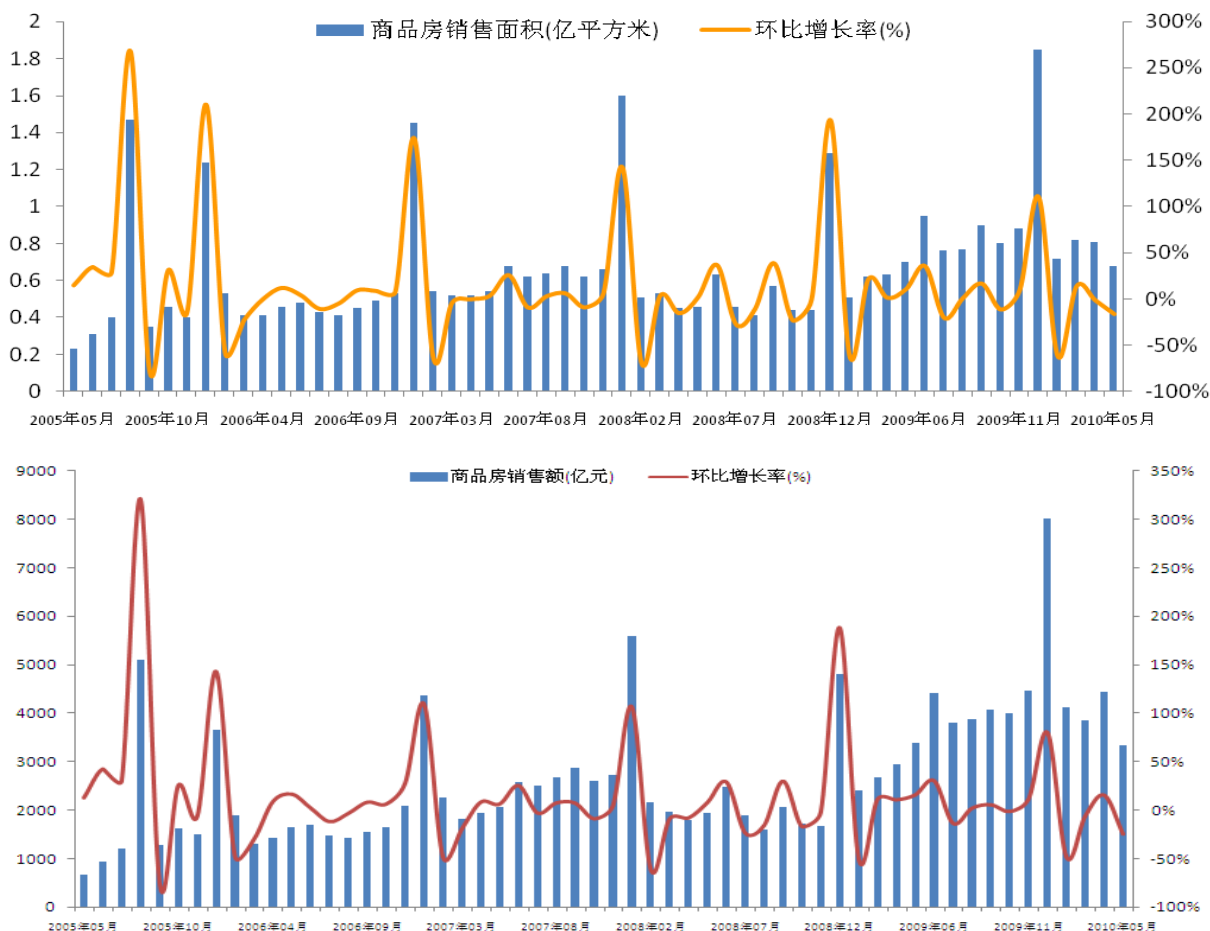
数据来源：WIND, 英大证券

（二）企业业绩一定时期内仍有较好保障

今年前 5 个月，全国商品房销售面积 3.02 亿平方米，同比增长 22.5%，商品房销售额 1.58 万亿元，同比增长 38.4%。其中，商品住宅销售面积增长 19.9%，销售额增长 33.6%。与往年相比，上半年商品房销售仍然保持了较快的增长，虽然 5、6 月份的销量呈现了明显下滑趋势，但是，高水平的房价保证了销售总额的大幅增长。在今后一段时期内，商品房销售量仍将有较旺盛的刚性住房需求和改善性住房需求作为支撑。

另外，由于房地产企业收入确认的滞后性，2009年下半年以来较好的销售情况为至少今后两年房地产企业良好的业绩做出了担保。2009年末，房地产企业账上预收账款高达2075.48亿元，2010年一季度末又达到2268.07亿元。

图6：2005年5月-2010年5月全国商品房销售面积和销售额



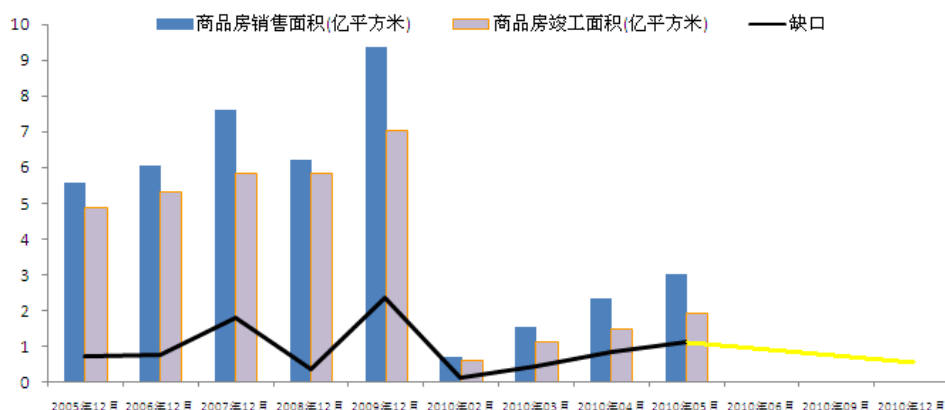
数据来源：WIND, 英大证券

（三）国内外经济环境状况将影响新调控政策的出台

债务危机为欧洲经济复苏蒙上一层阴影，而美国的经济复苏也不是一帆风顺的，下半年中国出口受到国际经济情况的影响或将会显现。不仅外部经济环境越来越复杂多变，国内经济形势同时也问题丛生。经济发展面临滞胀担忧、内生增长动力不足、货币供应量增速回落、解决地方政府债务问题、人民币升值压力等等，下半年经济增速放缓已经成为业界共识。在出口下滑、经济放缓的预期背景下，对投资有重大影响的房地产行业所面临的政策压力有望得到缓解。另一方面，政府本次房地产调控措施的重点是抑制部份城市房价过快上涨，希望房地产市场健康发展，并不愿看到房价出现大幅的非正常下跌，而引发经济发展产生剧烈震荡。下半年，随着商品房竣工面积的持续增加，商品房销售的低迷回落，商品房供求缺口将不断缩小，房地产企业去库存速度逐步减缓，企业资金压力将增大，房价下降的趋势将越来越明显，前期政策效果逐步显现。因此，我们判断：在这种情况下，相机施政的政府出台更严厉调控政策的概率偏小，房地产行业的政策环境将

进入平静期。

图 7：2005 年-2010 年商品房供求缺口



数据来源：WIND, 英大证券

对于房产税问题，基于合理的税制标准难定、新税收审批过程漫长、执行存在问题较多、税收效果仍存疑问等因素，我们认为，房地产税的出台将是个漫长而复杂的过程，在短期内推出的可能性较低，虽然不能排除部份城市有可能试点推行。长期来看，房地产保有环节上的税收是房地产税制体系里不可或缺的部分，它的开征是我国房地产税制改革的必然趋势。

对于保障房建设问题，我们认为，数量巨大的保障房入市有利于解决中低收入者的住房问题，可以缓解我国房地产市场供需失衡的情况，因而可以有效平抑过高的房价。但是，保障房计划是否能够按计划落实？筹建和后续管理的配套资金从何而来？住房分配和退出机制是否能够合理制定？等等一系列问题仍需要解答。另外，由于前几年保障房建设规模不足，目前保障房的供应还无法产生平衡房地产市场供求的效果，因此，我们判断，近两年内保障房的供应尚无法显著影响商品房的销售。

表 1：各地保障房计划汇总

南宁	今年经济适用房建设项目计划投资 8.31 亿元，计划开工 43 万平方米，计划竣工 23 万平方米，今年经济适用房在建项目有 2 万套左右。
石家庄	计划新建廉租住房 5100 套，完成 640 万平方米的旧小区改善。
唐山	2010 年至 2012 年，计划建设保障性住房 2.3 万套，建筑面积 140 万平方米，其中，经济适用房 1.9 万套，建筑面积 120 万平方米，廉租住房 4000 万套，建筑面积 20 万平方米。
武汉	2010 年至 2012 年，新建经济适用房 330 万平方米，总计 41250 套。平均每年新建 110 万平方米，13750 套。计划新建和配租廉租住房 1 万套，新增廉租住房租金补贴 17645 户。
广州	今年拟建设经适房、经租房和廉租房共 282 万平方米，限价房 93 万平方米，计划新开工建设约 370 万平方米保障性住房。预计可提供保障性住房约 4 万套，包括 2.3 万套廉租房及 1.7 万套经适房和经租房。
深圳	计划建设保障性住房 5 万套，建筑面积 280 万平方米。保障性住房年内则计划新供应 37.2 公顷用地。
贵阳	保障性住房用地计划供应量为 1010 公顷（含廉租房用地 27 公顷、经济适用房用地 212 公顷、棚户区改造用地 151 公顷、限价房及 90 平方米以下中小套普通商品房用地 620 公顷）。
郑州	市（含县区）住房计划供地 960 公顷，其中，保障性住房、棚改房和自住性中小套型普通商品房用地比例占 88.9%；市本级住房计划供地 577 公顷，其中，保障性住房用地占 14%，棚改房用地占 61%，自住性中小套型普通商品房用地占 15%。
济南	计划供应 3 块廉租房建设用地，面积分别为 1.2、2.5、11.52 公顷。另有 342.75 公顷的划拨用地，用于定

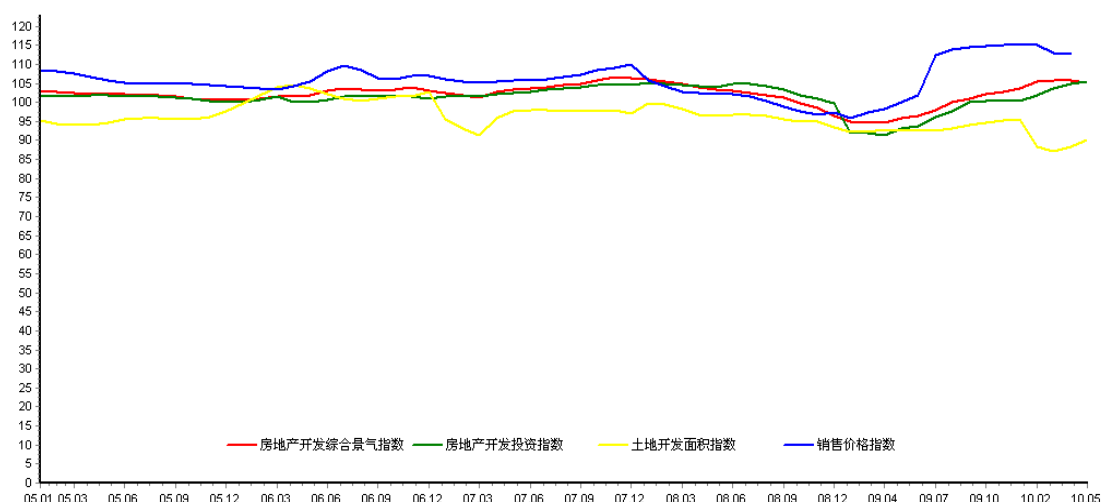
回安直房建设。

青岛	拟配租配售的保障性住房共 8000 套（廉租住房 3000 套，经济适用住房 5000 套），分属于 25 个项目，包括 11 个廉租住房项目、14 个经济适用住房项目。
成都	中心城区保障性住房用地计划供地 642 亩；郊区县保障性住房用地计划供地 3349 亩。
昆明	今年将投资 21.5 亿元，新建 22055 套保障性住房。从 2010 年起到 2012 年，全市建设保障性住房 16 万余套，其中，城镇保障性住房 6 万套以上，农村保障性安居工程 10 万套以上。
海南	保障性住房计划供地达 1.21 万亩，计划建保障性住房 10.09 万套，总建筑面积 714.5 万平方米。
苏州	2010 年市区住房供地总量在 500 万方，其中有 350 万方用于保障性住房和普通商品房的建设。
福建	开工建设廉租住房 2.7 万套，新增租赁补贴 1 万户；建设经济适用住房 1 万套；启动城市棚户区改造 1200 万平方米。其中，福州、厦门两市保障性住房建设规模约占全省总量的 50%。
宁波	开工建设保障性住房 40 万平方米以上，限价房 40 万平方米以上。
南昌	保障性住房用地 660 亩（廉租房 450 亩、经济适用房 210 亩），棚改用地 200 亩（棚改保障房 159 亩、中小套型 41 亩），中小套型商品房 2208 亩。
海口	2010 年将建设保障性住房 16208 套，面积 137.04 万平方米。
上海	启动以保障房为主的大型居住社区的规划选址工作，新选址基地共 23 块，可建设住宅约 8000 万平方米，预计到 2011 年将基本完成土地储备工作。年内将有 330 万平方米经适房可望达到预售条件。

资料来源：英大证券

（四）行业未来发展前景依然看好

图8： 2005年-2010年5月房地产开发景气指数



数据来源：WIND, 英大证券

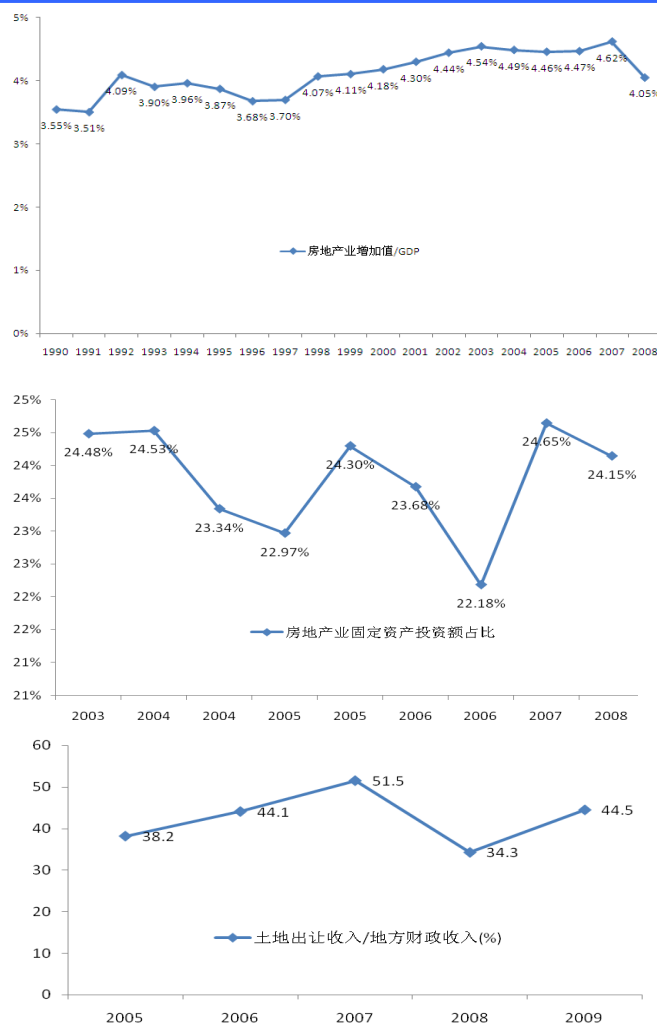
虽然，短期来看，中国的房地产业进入了繁荣期后的调整期，而中央政府对于房地产行业在国民经济发展中的定位也似乎有所调低，但是，长远来看，我们认为，房地产行业未来的发展前景依然值得期待。

首先，房地产行业依然是影响中国经济发展最重要的行业之一。

历史数据表明，房地产行业对我国经济的快速增长有着较强的支持作用。近十年来，房地产行业的增加值占 GDP 的比重都超过 4%，房地产投资在固定资产总投资中所占份额都超过 20%。另外，房地产行业的发展还带动了上下游数十个行业的发展。房地产业聚集了大量的资金和土地资源。近几年，房地产业对地方经济的发展也产生了至关重要的影响。据统计，2005 年以来，全国土地出让收入占到了地方财政收入的 30-50%。短期而言，房地产行业在中国经济中的地位 and 作

用较难发生大的转变。

图 9：房地产业增加值/GDP、房地产业固定资产投资额占比、土地出让收入占比



数据来源：WIND, 英大证券

第二，刚性需求成为目前房地产行业发展的主要动力。

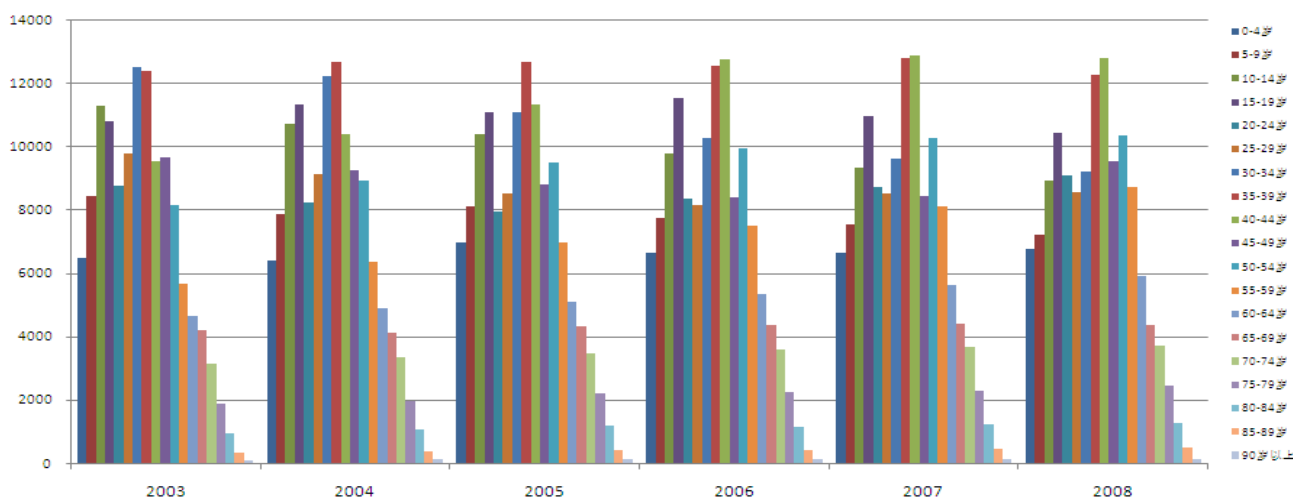
近几十年来我国经济高速增长，人口红利发挥了重要作用，房地产行业也从其中受益匪浅。自 1980 年我国推行住房商品化改革以来，住房需求开始逐步释放并在近十年内持续旺盛。其中，城镇化产生的刚性住房需求、新增适婚人口的刚性住房需求、对原住房条件不满的改善性住房需求等构成了主要的需求来源。

城镇化即农村人口向城镇人口转化的过程，其核心是人口就业结构和经济产业结构的转化过程以及城乡空间结构的变迁过程。新增加的城镇人口需要住房，新增加的城镇面积需要建设，因此，新增城市人口对住房的刚性需求成为重要的商品房购买力之一。1995 年我国城镇化率达到 29.04% 后，开始明显提速。到 2008 年底，我国城镇人口共计 6.07 亿，城镇化水平达到 45.68%。到 2009 年底，城镇化率达到 46.6%。从目前形势来看，我国城镇化进程处在快速发展的阶段，每年城镇化率的增幅约为 0.9%。所以说，城镇化将是未来推动中国房地产业的主引擎。

另一方面，因结婚而购买住房也是刚性住房需求的重要方面。根据国家人口统计，目前我国人口结构中比重最大的是 40-49 岁人群，其次是 30-39 岁人群，

接下来是 10-19 岁、20-29 岁人群。刚性需求主要来自 20-29 岁人群，而这类人群在目前我国人口结构中并不占多数。目前占比最大的 30-49 岁人群则主要是因为改善性需求和投资投机性需求而购房。值得注意的是，10-19 岁人群所占比重也较高，在未来十年内他们将产生较大的住房刚性需求，因此，可以预见未来 5 年-10 年内住房刚性需求仍将保持旺盛。

图 10：2003 年-2008 年我国人口年龄结构分布图



数据来源：WIND，英大证券

第三，行业定位的成功转型和企业发展路径的正确选择决定未来行业发展。

针对目前经济增长过于依赖房地产行业的状况，政府已察觉到问题重要性，并着手改变这种不均衡的经济增长结构问题，房地产行业的经济发展支柱地位或将在未来有所改变。对于房地产行业本身而言，过去简单依靠“低价拿地→标准化建房→高价卖房”的粗放式发展模式在新形势下需要发生转变。在绿色经济概念兴起的今天，如果房地产行业在提供节能环保的绿色居住空间上能够走出一条新的发展道路，行业未来发展将有望重新获得政府的大力支持，同时在绿色建筑技术领域走在前面的房地产企业也将成为行业发展的新生力。

第四，目前房价的适度下跌对行业的长远发展未尝不是一件好事。

国际经验告诉我们，房价的持续过快上涨将引发一系列的经济问题，特别是房地产泡沫的积聚和破裂会对国家经济发展产生极为负面的影响。同时，住房问题也是关系到民生政治的重要问题之一。目前，我国房地产行业的发展确实出现了一些问题，如房价收入比过高、住宅供应量结构性和阶段性不足、行业利润率过高、行业集中度过低等等，导致社会对行业不满情绪较重，政府调控压力较大，影响了行业的健康发展。如果房价出现适度调整可以减退社会不满情绪，降低政府调控压力，加速行业整合步伐，转变行业发展模式，这对于行业的长期发展也未尝不是一件好事。

三、行业上行压力依然存在

(一) 房价无明显下跌，政策面压力不减

虽然我们认为下半年新房地产调控政策的出台可能将暂告一段落，但是，这一判断是建立在宏观经济形势堪忧、房价出现下调等预期的基础上的。如果这些预期条件出现变化，那么房地产调控政策预期也将随之调整。尤其是，如果下半年房价未出现明显松动，或者说前期政策效果并不理想，那么更严厉的新调控政策将可能继续出台。并且，下半年，各种已出台政策的执行力度将更加强硬，要求更加严苛，监督更加紧密。其中，房地产保有环节税收将成为影响房地产行业股票上涨的最大政策不确定因素之一，同时，土地、税收、金融、行政等其他调控手段也有可能出现新政策。总体来看，下半年，房地产业消息层面仍将以负面为主。

表 2：2010 年已出台的主要房地产调控政策

类别	时间	发文部门	主要内容
行政管理	10-Jan-10	国务院	一、增加保障性住房和普通商品住房有效供给；二、合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求；三、加强风险防范和市场监管；四、加快推进保障性安居工程建设；五、落实地方各级人民政府责任。
	18-Mar-10	国资委	宣布 78 家不以房地产为主业的央企正在加快调整重组，在完成自有土地开发和已实施项目后退出房地产业务。
	13-Apr-10	住建部	要求各地切实负起责任，加大查处力度，强化房地产市场监管；进一步加强房地产市场监管；完善商品住房预售制度；加强预售商品住房交付和质量管理；健全房地产市场监督管理机制；在全国范围内开展预售商品住房项目清理。
	14-Apr-10	国务院	对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；对贷款购买第三套及以上住房的，大幅度提高首付款比例和利率水平；加快研究制定合理引导个人住房消费、调节个人房产收益的有关税收政策；对捂盘惜售、闲置土地的房企，限购土地，暂停批准上市、再融资和重大资产重组，不得发放新开发项目贷款。
	17-Apr-10	国务院	要严格限制各种名目的炒房和投机性购房。商品住房价格过高、价格上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施，在一定时期内限定购房套数。
	20-Apr-10	住建部	今后未取得预售许可的商品住房项目，房地产开发企业不得以认购、预订、排号、发放 VIP 卡等方式向买受人收取或变相收取定金、预定款等性质的费用。
土地	31-May-10	国务院	要深化财税体制改革，将出台资源税改革方案，统一内外资企业和个人城建税、教育费附加制度，逐步推进房产税改革，研究实施个人所得税制度改革，完善消费税制度，研究开征环境税的方案。
	04-Jun-10	住建部、人行、银监会	商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数，应依据拟购房家庭成员包括借款人、配偶及未成年子女名下实际拥有的成套住房数量进行认定。
	10-Jan-10	国务院	城市人民政府抓紧编制 2010-2012 年住房建设规划，重点明确中低价位、中小套型普通商品住房和限价商品住房、公共租赁住房、经济适用住房、廉租住房的建设规模，并分解到住房用地年度供应计划，落实到地块，明确各地块住房套型结构比例等控制性指标要求。房价过高、上涨过快、住房有效供应不足的城市，要切实扩大上述五类住房的建设用地供应量和比例。要加强商品住房项目的规划管理，提高规划审批效率。要及时向社会公布住房用地年度供应计划，对需要办理农用地征转用手续的，要加快审批工作，确保供地计划落到实处。
税收	10-Mar-10	国土部	明确土地出让保证金不得低于地块底价的 20%；中低价位普通商品房用地房价由政府定，楼盘开工、竣工时间要提前申报等。
	10-Jan-10	国务院	要严格执行国家有关个人购买普通住房与非普通住房、首次购房与非首次购房的差别化税收政策。对不符合规定条件的，一律不得给予相关税收优惠。同时，要加快研究完善住房税收政策，引导居民树立合理、节约的住房消费观念。
	26-May-10	国税局	明确土地增值税清算过程中的若干计税问题。

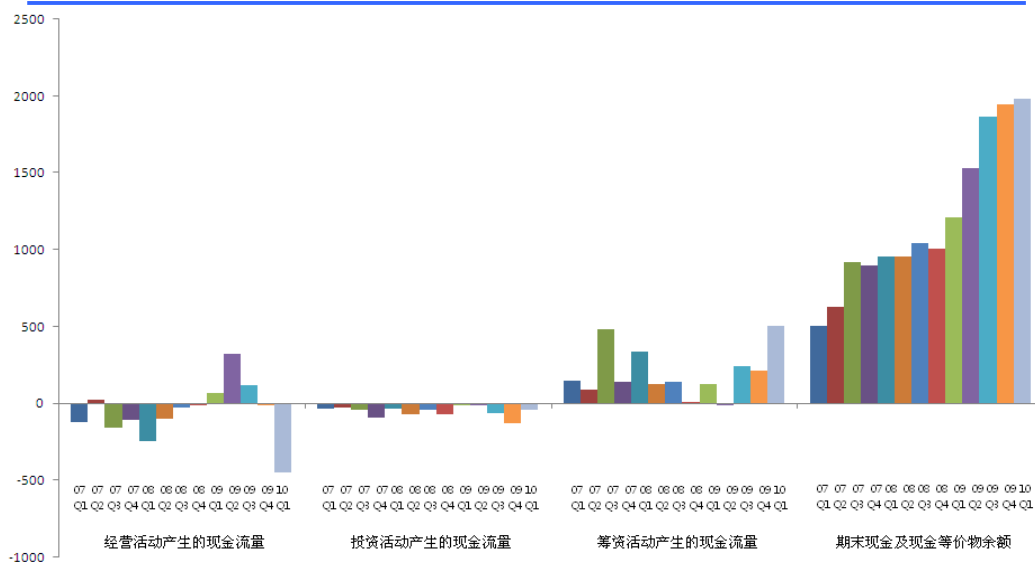
	03-Jun-10	国税局	除保障房外，东部地区省份预征率不得低于 2%，中部和东北地区省份不得低于 1.5%，西部地区省份不得低于 1%，各地要根据不同类型房地产确定适当的预征率。为了规范核定工作，核定征收率原则上不得低于 5%，各省级税务机关要结合本地实际，区分不同房地产类型制定核定征收率。
贷款	10-Jan-10	国务院	严格二套住房购房贷款管理，抑制投资投机性购房需求。对申请购买第二套（含）以上住房的家庭（包括借款人、配偶及未成年子女），首付款比例不得低于 40%，贷款利率严格按风险定价。
	14-Apr-10	国务院	首套自住住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；对贷款购买第三套及以上住房的，大幅度提高首付款比例和利率水平。
	11-Apr-10	银监会	银行业金融机构要增加风险意识，不对投机投资购房贷款，如无法判断，则应大幅度提高贷款的首付款比例和利率水平，加大差别化信贷政策执行力度。
	21-Apr-10	银监会	二套住房以家庭为单位进行认定，包括本人、配偶及未成年子女。

数据来源：WIND，英大证券

（二）商品房成交低迷，房企资金链面临考验

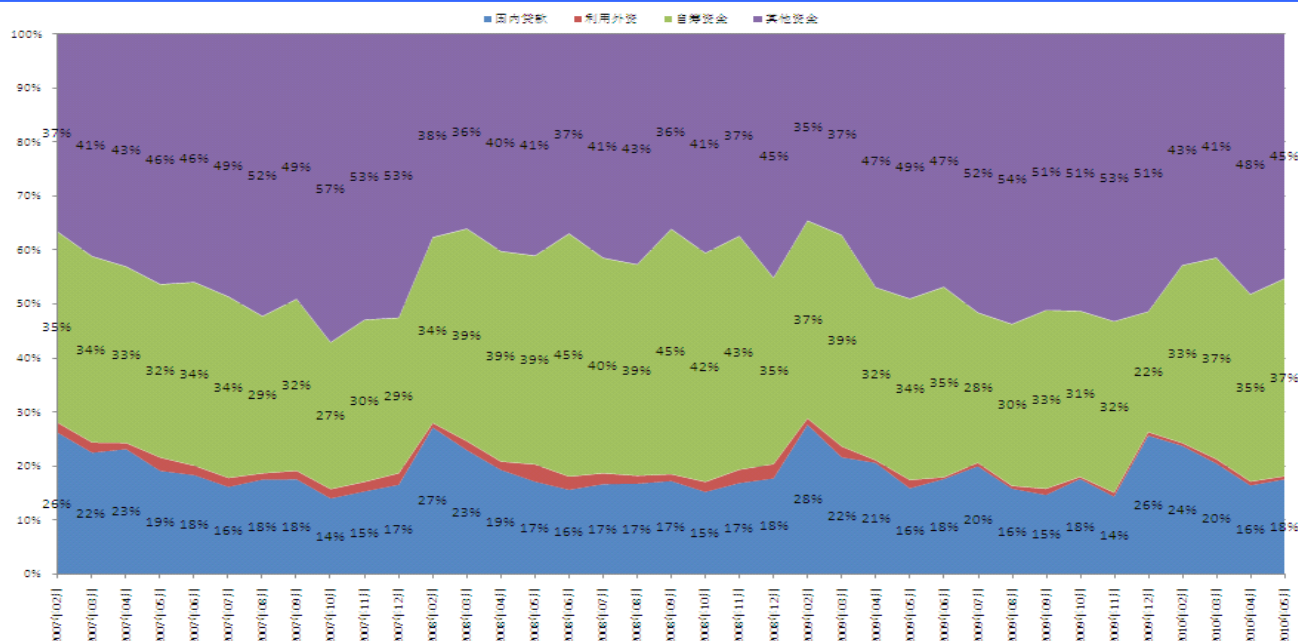
近几年房地产市场的繁荣发展使房地产行业企业积累了巨额资金。截止到 2010 年一季度末，行业总资产 12457.47 亿元，净资产 4175.73 亿元，期末现金及现金等价物余额达到 1982.52 亿元，创造历史新高，目前大部分房地产企业暂未出现资金链断裂问题。但是，从一季度上市房地产企业的现金流情况来看，经营活动产生现金流出现前所未有的高负值，说明企业在投入大量资金开发储备新项目。同时，筹资活动产生现金流也出现新高，其中销售回款比重仍然维持较高水平，贷款比重降低，自筹资金比重提高。这主要是因为，在证券市场融资受阻的情况下，房地产企业多通过信托融资等其他新途径融资，所以自筹资金比例增大。高融资也显示出了房地产企业在资金方面的紧迫感。随着在建项目投资的继续，下半年，特别是到四季度，在贷款收紧和再融资未放开的情况下，如果商品房销售持续低迷，那么，一些无法利用新融资途径的房地产企业将经历严峻资金考验，整个行业可能面临资金紧张的局面。

图 11：2007 年 Q1-2010 年 Q1 上市房地产企业现金流情况



数据来源：WIND，英大证券

图 12：2007 年-2010 年房地产开发资金来源结构变化



数据来源：WIND，英大证券

（三）投资信心尚在恢复中，行业上涨缺乏有效催化剂

近期整个大盘走势萎靡，对于国际经济形势的担忧、下半年经济增长预期的降低、经济刺激计划的退出、房地产调控政策的恐慌等多种因素综合影响了投资者信心，尤其是对于房地产行业投资的信心。根据最新调查结果，房地产行业以 22.97% 的比例成为基金经理 2010 年下半年最不看好的行业。上半年强力度的行业调控政策大幅降低了投资者对于房地产行业发展前景的预期，下半年舆论压力和政策稳定性要求使得政府暂不会松口房地产调控政策，因此，对政策层面的担忧仍将在下半年持续影响投资者信心。

从行业现行趋势来看，行业上涨缺乏动力。只有出现有效的催化剂，行业才有可能形成上行趋势。下半年可能出现的催化剂有：（一）房价下跌，成交回复。如果下半年房价的下跌带来了商品房成交的回暖，房地产企业的总销售额未受房价下跌影响或仅产生较小影响，则市场可能重新修正前期过分悲观的预期，股价有望出现反弹行情；（二）政策层面明显松动。如果政策层面出现明显松动信号，如明确房产税今年不会出台等，则可能引起市场对房地产股票的重新青睐；（三）人民币升值。在当前的经济环境下，二次汇率改革可能引起一定程度的人民币升值，这将带动人民币资产价值的提升，对房地产行业是一个利好消息，因此，人民币升值也成为下半年房地产行业阶段性上涨的诱因之一。这些催化剂是否能够在下半年出现是行业下半年能否上行的关键。总体来看，三、四季度，这些催化剂的出现存在可能性，行业有望形成阶段性反弹，但行业大幅上涨的概率偏小。

四、投资策略及重点公司推荐

综合上述分析，我们认为目前的股价已基本反映出前期行业的负面因素，下半年，房地产行业下跌空间已经相对较小，但上行仍存在一定压力，因此行业将呈现反复筑底的过程，其间可能存在阶段性投资机会，这主要取决于刺激股价反弹的诱因的出现。因此，我们暂不调高行业评级，维持行业“同步大盘”评级。

在操作策略层面，我们建议：由于行业估值处于底部区域，行业业绩依然较好，且行业具备良好的发展前景，因此，中长期投资者可适当配置基本面较好、具备成长潜力的行业个股，如万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、中粮地产等；由于行业存在价值回归要求，同时预期行业调控政策进入观察期，因此，短线投资者可选择成长性较好而被严重低估的高弹性个股或者具备资产注入、区域概念的个股进行尝试性操作，但需密切注意行业政策风险和其他风险。

在选股思路上，我们提供两种思路：

（一）资质较好、估值较低的成长型个股

在选股标准上，我们主要考量上市企业是否拥有较强的资本实力、较高的竞争能力、稳定的销售盈利情况、健康的财务状况、合理的土地成本等方面，以此选出基本面和成长性较好的潜力股。经过筛选比对，我们推荐格力地产、阳光城、荣盛发展、苏宁环球、新潮中宝、广宇发展等。

（二）城建城投类个股

在房地产行业当前的形势下，拥有城建城投背景的个股具有一定发展优势。首先，依靠城建项目可以持续获得廉价的土地储备；其次，拥有自身的建筑队伍，项目成本、工程进度等方面易于控制；再次，在中国城镇化步伐加速以及固定资产投资高速增长背景下，建筑业务需求量相对较大，业务可持续发展性相对较强。因此，我们推荐合肥城建、中天城投、云南城投、西藏城投等中西部地区的城建个股。

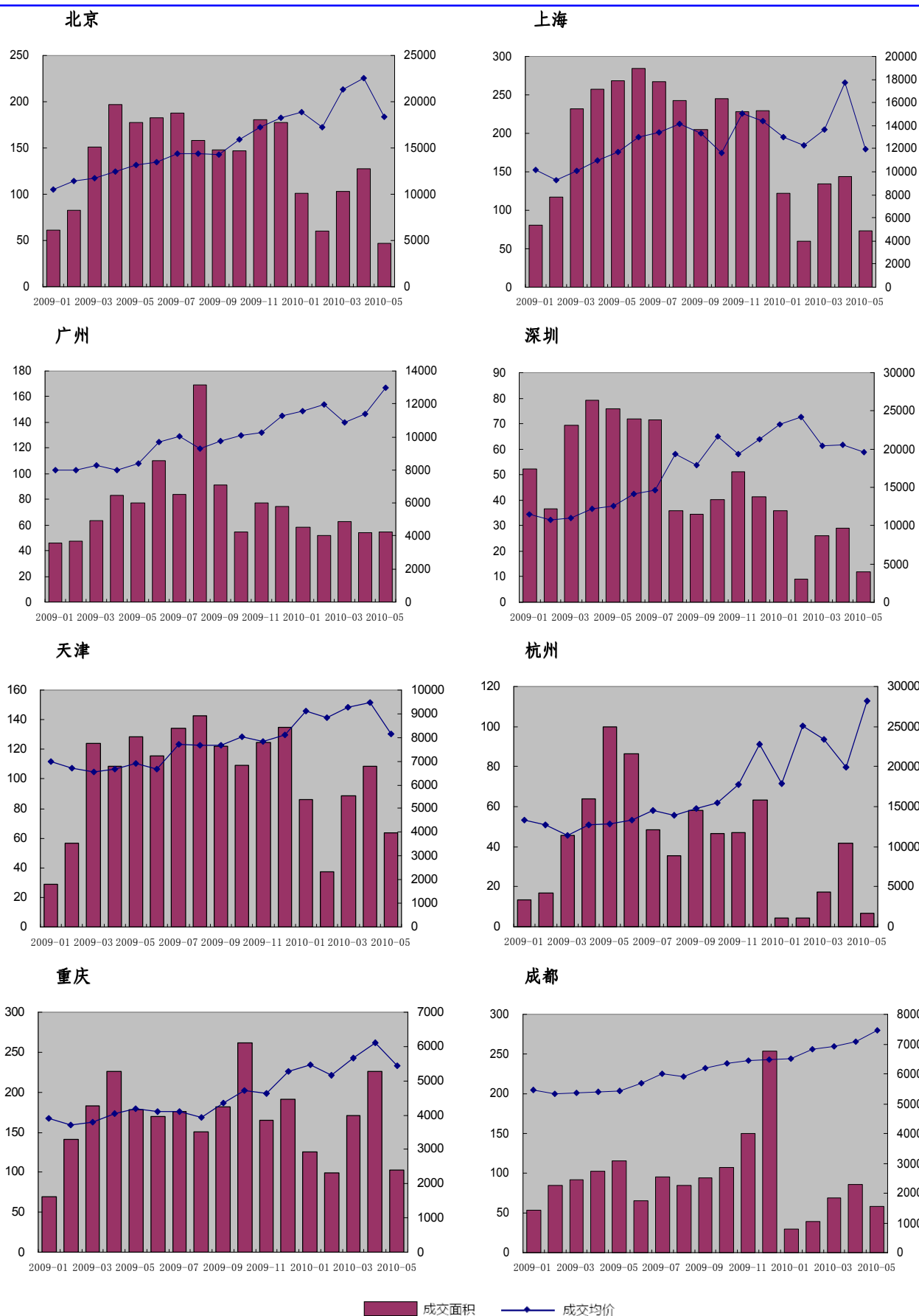
表 3：主要公司盈利预测与评级

证券简称	证券代码	收盘价 (6-18)	每股收益			市盈率			市净率	评级
			09	10E	11E	09	10E	11E		
住宅开发										
万科 A	000002	7.07	0.48	0.64	0.78	14.59	11.11	9.10	2.11	中性
招商地产	000024	15.70	0.96	1.29	1.61	16.40	12.15	9.74	1.74	中性
保利地产	600048	11.22	1.00	1.06	1.34	11.22	10.54	8.37	2.14	中性
中粮地产	000031	6.98	0.21	0.25	0.43	33.90	28.49	16.26	2.26	中性
金地集团	600383	6.82	0.72	0.53	0.68	9.54	12.86	10.07	2.01	增持
滨江集团	002244	9.71	0.48	0.80	1.07	20.39	12.09	9.07	3.86	中性
亿城股份	000616	4.50	0.47	0.54	0.66	9.67	8.38	6.78	1.69	中性
苏宁环球	000718	9.50	0.42	0.85	1.17	22.65	11.12	8.11	5.81	增持
荣盛发展	002146	10.14	0.68	0.65	0.90	14.91	15.56	11.24	3.95	增持
格力地产	600185	8.35	0.41	0.79	1.08	20.51	10.62	7.70	2.97	买入
鲁商置业	600223	7.42	0.44	0.76	1.10	16.91	9.77	6.75	12.00	中性
名流置业	000667	3.45	0.21	0.26	0.41	16.59	13.23	8.41	1.87	增持
华发股份	600325	11.10	0.83	1.08	1.33	13.34	10.30	8.35	1.88	中性
广宇发展	000537	11.47	0.16	0.18	0.20	71.87	64.62	56.56	10.79	增持
栖霞建设	600533	5.13	0.21	0.36	0.50	24.14	14.07	10.19	2.21	中性
信达地产	600657	7.25	0.42	0.68	0.89	17.10	10.71	8.17	2.23	中性
华业地产	600240	5.42	0.18	0.49	0.68	29.88	11.07	8.02	1.75	中性
万通地产	600246	5.74	0.27	0.44	0.58	21.20	13.09	9.92	2.51	中性
莱茵置业	000558	7.39	0.35	0.69	0.84	21.04	10.72	8.80	4.72	中性
嘉凯城	000918	8.56	0.83	1.00	1.28	10.32	8.57	6.71	5.31	中性
卧龙地产	600173	7.84	0.34	0.42	0.57	23.13	18.63	13.68	4.75	增持
阳光股份	000608	7.34	0.50	0.58	0.53	14.72	12.67	13.90	2.61	中性
顺发恒业	000631	6.76	0.27	0.28	0.52	24.71	24.13	12.90	5.28	中性
世荣兆业	002016	7.92	0.16	0.23	0.31	50.45	34.43	25.55	4.99	中性
浙江广厦	600052	5.18	0.50	0.35	0.53	10.34	15.00	9.69	2.48	中性
凤凰股份	600716	5.66	0.40	0.59	0.90	14.27	9.64	6.26	3.63	中性
综合经营										
华侨城 A	000069	12.70	0.55	0.71	0.92	23.14	17.87	13.84	4.01	中性
中国宝安	000009	9.65	0.23	0.39	0.53	41.52	24.66	18.08	4.80	中性
首开股份	600376	14.92	0.81	1.14	1.40	18.41	13.09	10.63	1.87	增持
阳光城	000671	11.74	1.08	1.50	1.66	10.84	7.84	7.08	5.00	买入
福星股份	000926	9.23	0.47	0.72	0.91	19.48	12.87	10.14	1.77	中性
冠城大通	600067	8.81	0.46	1.00	1.32	19.04	8.83	6.66	3.75	中性
美都控股	600175	4.23	0.24	0.19	0.27	17.65	21.70	15.90	2.79	增持
新湖中宝	600208	4.91	0.34	0.39	0.54	14.45	12.68	9.06	4.41	中性
津滨发展	000897	4.51	0.01	0.20	0.26	442.16	22.03	17.46	3.61	中性
中南建设	000961	9.83	0.72	0.83	1.05	13.67	11.84	9.36	2.93	增持
中国武夷	000797	6.25	0.17	0.29	0.44	36.70	21.88	14.21	2.40	中性
天保基建	000965	10.58	0.34	0.74	1.54	30.93	14.30	6.88	2.67	中性
合肥城建	002208	10.99	0.69	0.57	0.85	15.87	19.43	12.98	4.41	买入
云南城投	600239	17.63	0.33	2.01	2.24	52.94	8.79	7.87	3.90	增持
北京城建	600266	12.43	1.15	1.18	1.33	10.84	10.54	9.33	1.98	中性
西藏城投	600773	8.02	0.13	0.33	0.52	59.76	24.30	15.42	6.64	增持
城投控股	600649	9.03	0.33	0.39	1.07	27.26	23.21	8.42	1.85	中性
中天城投	000540	8.72	0.81	0.80	1.53	10.81	10.89	5.72	7.51	买入
上实发展	600748	8.27	0.23	0.45	0.66	36.64	18.21	12.49	3.72	中性

中润投资	000506	5.97	0.31	0.47	0.74	19.45	12.80	8.04	6.63	中性
中华企业	600675	7.18	0.58	0.55	0.66	12.28	13.05	10.95	2.65	中性
珠江实业	600684	8.55	0.33	0.45	0.89	25.66	18.82	9.63	2.12	中性
华丽家族	600503	9.02	0.18	0.97	1.11	50.22	9.34	8.12	4.46	中性
嘉宝集团	600622	8.99	0.54	0.71	0.95	16.65	12.66	9.46	2.42	中性
商业/工业地产										
金融街	000402	8.55	0.55	0.66	0.81	15.53	13.01	10.51	1.43	中性
陆家嘴	600663	18.27	0.61	0.60	0.66	30.14	30.44	27.60	3.39	中性
中国国贸	600007	9.93	0.29	0.18	0.44	34.54	56.10	22.34	2.45	增持
中关村	000931	7.65	0.07	0.12	0.18	103.38	65.67	43.22	8.09	增持
张江高科	600895	9.78	0.46	0.60	0.74	21.42	16.32	13.27	2.76	中性
苏州高新	600736	6.04	0.24	0.43	0.54	25.36	14.21	11.28	2.14	中性
浦东金桥	600639	9.45	0.43	0.55	0.62	22.16	17.05	15.30	2.50	中性
世茂股份	600823	11.47	0.18	1.03	1.33	65.17	11.18	8.64	2.30	买入

数据来源：WIND，英大证券

图13：2009年5月-2010年5月全国重点城市商品房成交面积和成交均价走势



数据来源：WIND，英大证券

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

超越大盘	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大盘	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大盘	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为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
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准