

风雨过后总是晴

——房地产行业 2010 年下半年投资策略

深度报告

房地产行业

2010 年 7 月 9 日 星期五

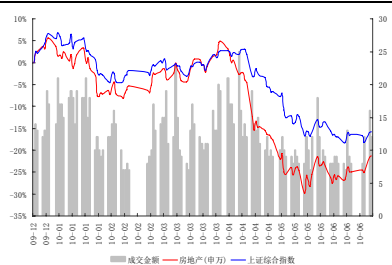
桂长元
021-50586660-8623
gcy@longone.com.cn
执业证书编号: S0630208020059

联系人: 顾颖
021-50586660-8646
dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	6.4	4.9
3 个月	-21.7	-7.8
6 个月	-20.1	-7.7

行业最近 6 个月相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《2008 年下半年房地产行业投资策略报告》2008/6/27
2. 《2008 年房地产行业中期综述》2008/9/17
3. 《把握低利率时代行业投资机会——2009 年房地产行业投资策略报告》2008/12/13
4. 《通胀预期之下成交或将延续高速增长——2009 年下半年房地产行业投资策略报告》2009/6/22
5. 《2009 年房地产行业中期综述》2009/9/10
6. 《一半是海水，一半是火焰——房地产行业 2010 年投资策略》2009/12/8

投资要点

- **房产税成最大悬念，若出台，预计力度较为温和。**2009 年底以来，房地产调控政策之严，创史上之最，直指高房价，房价不跌，政策将不会罢休。目前房产税成最大悬念，不排除下半年出台的可能性，预计力度较温和。若狙击战失败，政府可能会从预售账款、开发贷款入手进行调控，尽管失败是一个小概率事件。
- **悲观预期下，房屋销量同比下滑 17%，房价下跌 20%-30%。**土地调控政策效果开始显现，开发企业拿地的心理预期受到影响，重点城市住宅用地溢价水平在 4 月明显降低。悲观预期下，预计 2010 年房屋销量同比下滑 17%；初步估计房价下跌空间 20%-30%。按照上一轮地产销售、投资增速的滞后规律，我们预计房地产投资增速将在 8-9 月出现拐点。
- **中长期而言，仍看好房地产业。**“十二五”期间，我国住宅仍将处于数量型发展阶段。2005 年我国城镇居民家庭住房套户比为 1.04，成套住房套户比为 0.8。2005 年城镇居民家庭达到“人均一间房”的比例仅为 48.6% (0.92)。2010 年预测值为 64.6%。我们认为，2010-2020 年，我国将经历发达国家 1960-1980 年房地产业发展历程。
- **地产公司估值现洼地，短期风险已逐步得到释放。**无论静态 PE、动态 PE 还是 PB，地产公司估值水平已降为近 5 年来的较低水平。经验表明，政策出台后 1-3 个月股价跌幅在 20%-40%，年初至今板块跌幅 38%，主流地产股是 NAV 反映房价下跌 10%-20%，短期风险已逐步得到释放。
- **给予行业第三季度“中性”、第四季度“推荐”评级。**第三季度，房价处下行通道，交易持续低迷，此时不存在趋势性反转行情，但阶段性反弹行情一定存在，这一阶段，我们给予行业“中性”评级。第四季度，房价的下跌逐渐趋于充分，压抑的刚需将逐渐得到释放，此时地产股将迎来较好的系统性投资机会，这一阶段，我们给予行业“推荐”评级。
- **下半年，看好以下二类公司投资机会。**看好重点在二、三线甚至四线城市布局，土储丰富，业绩锁定性高公司：荣盛发展、苏宁环球、中天城投、中南建设、云南城投、冠城大通、鲁商置业、广宇集团、华业地产、天地源、st 东源；我们还看好全国和区域龙头、具有高成长性的公司：保利地产、招商地产、金地集团、滨江集团、福星股份、嘉凯城。

目 录

1.	史上最严调控政策	1
1.1	不合理需求助推房价失范	1
1.2	为遏制高房价中央密集调控	1
1.3	地方相继出台调控细则	2
1.4	房价不跌政策难安	3
1.5	房产税成最大悬念	4
1.6	后续政策猜想	6
2.	2010 下半年市场推演	6
2.1	预计房屋销量同比下滑 17%	6
2.2	预计房价下跌 20-30%	9
2.3	投资与新开工增速 8-9 月份将现拐点	11
2.4	土地市场大幅降温	12
2.5	行业景气度连续回落	14
3.	中长期而言，仍看好房地产业	15
3.1	我国住宅仍处数量型发展阶段	15
4.	地产公司估值洼地	16
4.1	横向比较，估值具有明显优势	16
4.2	纵向比较，估值优势同样显著	17
4.3	短期风险已基本释放	17
4.4	NAV 反映房价下跌 10%-20%	18
5.	2010 下半年行业投资评级	19

图表目录

图 1: 全国商品房销售面积同比增速急剧下滑	7
图 2: 全国商品房单月销售首现负增长 (单位: 万平)	7
图 3: 北京住宅销售量同比下滑 63% (单位: 套)	7
图 4: 上海商品房销售量同比下滑 59% (单位: 套)	7
图 5: 广州商品房签约量同比下滑 26% (单位: 套)	8
图 6: 深圳一手房成交量同比下滑 84% (单位: 套)	8
图 7: 天津住宅成交量同比下滑 50% (单位: 套)	8
图 8: 杭州商品房成交量同比下滑 83% (单位: 套)	8
图 9: 武汉商品房销售量同比下滑 10% (单位: 套)	8
图 10: 长沙住宅成交量同比下滑 47% (单位: 套)	8
图 11: 1999-2008 年我国城市化率每年提高 1.1 个百分点	9
图 12: 悲观预期下房屋销量同比下滑 17% (单位: 亿平米)	9
图 13: 全国商品房销售均价增速加速下滑 (单位: 元/平)	10
图 14: 全国房地产销售价格指数将回落	10
图 15: 天津住宅成交均价环比下降 13% (单位: 元/平)	10
图 16: 苏州住宅成交均价环比下降 8% (单位: 元/平)	10
图 17: 深圳一手房均价环比下跌 6% (单位: 元/平)	10
图 18: 长沙期房成交均价环比下跌 6% (单位: 元/平)	10
图 19: 厦门住宅均价环比下跌 9% (单位: 元/平)	11
图 20: 武汉商品房成交均价环比下跌 6% (单位: 元/平)	11
图 21: 房地产投资增速继续保持上扬态势	12
图 22: 房屋新开工面积继续大幅增长	12
图 23: 预计房地产投资增速将在 8-9 月出现拐点	12
图 24: 2010 年全国住宅用地供应计划同比增长 138%	13
图 25: 全国土地供应情况	13
图 26: 2010 年 1-4 月 70 城市住宅用地平均楼面地价呈下行趋势 (单位: 元/平米)	14
图 27: 2010 年 1-4 月 70 城市住宅用地供应量同比增势明显 (单位: 万公顷)	14
图 28: 2010 年 1-4 月主要城市住宅用地溢价水平回归理性	14
图 29: 招标方式下北京住宅用地价格涨幅较缓	14
图 30: 国房景气指数连续 2 个月出现下滑	15
图 31: 房地产业企业家信心指数 09 年底出现高位回落	15
图 32: 中国未来 10 年将经历发达国家 1960-1980 年历程	15
图 33: 2005 年城镇居民“人均一间房”比例 48.6%	15
图 34: 地产静态 PE 在 23 个行业中处较低水平	16
图 35: 地产动态 PE 在 23 个行业中处较低水平	16
图 36: 房地产 PB 在 23 个行业中处偏低水平	16
图 37: 2006-2010 年房地产板块静态 PE 走势	17
图 38: 2006-2010 年房地产板块 PB 走势	17
图 39: 地产板块跌幅明显	17

表 1: 房地产调控史上最严.....	2
表 2: 地方政府调控政策一览.....	3
表 3: 各国政府物业税征收一览表.....	4
表 4: 物业税对各国政府财政贡献.....	5
表 5: 后续可能政策猜想.....	6
表 6: 重点跟踪公司盈利预测.....	20
表 7: 2010 下半年重点跟踪公司股份解禁时间表	20

1. 史上最严调控政策

1.1 不合理需求助推房价失范

2008 年金融危机全球蔓延，我国房地产市场进入冰点，市场完全由自住性需求所主导，投资/投机性需求基本销声匿迹。随着 4 万亿经济刺激计划和一系列房地产优惠政策的出台，2009 年中，房地产市场销售变得十分畅旺，交投活跃助推房价大幅回升，这是吸引投资/投机性需求进入市场的原因之一。原因之二是 2009 年上半年央行扩大货币供给，超预期的货币投放形成社会一致的通胀预期，为规避货币贬值，社会资本大举进入房地产。原因之三是，低利率的政策环境，鼓励居民借贷。这三大因素促使投资/投机性需求量空前扩张，在这种不合理需求的刺激下，房地产价量齐升，但迄今为止，官方尚没有提供此类需求的详尽数据与比例关系。

根据楼盘草根调研、地产企业高管交流、媒体报道等信息来源，我们发现，从 2009 年中起，投资/投机性需求比例开始显著提高。到 2009 年底，许多一线城市和部分二线城市投资/投机性需求比例超过 30%。

央行营业管理部公布的 2010 年第一季度对北京市城镇居民购房状况进行的调查显示，投资/投机性购房居民占比创近两年以来新高，达到 23.1%。北京中原三级市场研究部最新发布的调查数据显示，今年 3 月份购房者中投资/投机比例首次达到了 41.2%。

北京大学房地产金融研究中心主任冯科认为，国际的经验数据显示，当一个国家或地区的投资/投机性购房的比例超过百分之 25% 时，意味着该国家或地区的住宅市场可能存在泡沫。中国房地产市场在 2007 年底，大城市如北京、上海、广州、天津、深圳的投资性购房的比例均超过 25%，而到了 2009 年底，这一比例上升到 40% 左右。

2010 年 3 月上证报与新浪财经的联合调查中，受访者中投资房产的比例已经接近自住，分别达到了 36.2% 和 44.3%，而表示在自住的同时也兼顾投资的受访者也占到了近两成。

1.2 为遏制高房价中央密集调控

2009 年下半年以来，我国投资/投机性购房十分活跃，部分城市房价、地价出现过快上涨势头，房价收入比与租售比进一步恶化。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。房价过高、上涨过快，加大了居民通过市场解决住房问题的难度，增加了金融风险，不利于经济社会协调发展。为此，中央政府 2009 年底开始密集调控，先后出台“国四条”、“国十一条”、“新国四条”、“新国十条”，

扩大供给、鼓励自住型需求同时抑制投资/投机不合理需求。

表 1：房地产调控史上最严

时间	2002-2004	2005-2007	2008	2010
政策	招拍挂出让土地、央行 121 条	国八条、国六条、六次加息、央行二套房贷政策	五次降息、中央与地方联手救市	国四条、国十一条、新国四条、新国十条
政策效果	减少供给 金融政策干预	收紧信贷、提高利率、加大税率来抑制需求	自中央到地方全面扩大需求	扩大供给、抑制需求、地产政策达到历史最严厉水平
信贷	房贷利率	实行差异化贷款利率，取消一刀切的优惠利率，引入利率下限 房贷利率由之前的 9 折下降为 85 折 二套房贷利率提高为基准利率的 1.1 倍	房贷利率由之前的 85 折下降到 7 折 改善型二套房按首次购房优惠政策	房价过高地区可暂停第三套房贷款；停止为非本地居民发放贷款；地方政府可限定购房套数 房贷利率由 7 折提高到 8 折以上 二套房贷利率不得低于基准利率的 1.1 倍
	房贷首付	第一套房首付 20%，二套房适度提高 首套 90 平以下，首付 2 成，其他首付由 2 成提高到 3 成 二套房首付 4 成	改善型二套房按首次购房优惠政策	首套 90 平以下，首付提高到 3 成 二套房首付不得低于 5 成
	二套房认定	以家庭为单位认定房贷次数，但改善型二套房仍按首次购房享受优惠	是否利用贷款买房，且贷款是否已还清	既认房又认贷
	开发商	对土地储备和流动资金贷款严格管理 自有资金不低于开发项目总投资的 30%	支持开发商融资；放宽开工期限 普通住房最低资本金比例下降到 20%	不得为土地闲置及炒地的开发商发放新开发项目贷款
金融	利率调整	央行六次加息	央行五次降息	
税收	土地增值税	清缴销售 85% 以上的竣工项目和取得预售证满 3 年的项目		细化土地增值税的征收法规、加强征管力度、各地上调预征比率
	营业税	购买住房 2 年内转让，全额征收营业税，2 年以上不征税 2007 年，该时限由 2 年变更为 5 年	减免营业税期限由 5 年降为 2 年	营业税免征时限由 2 年恢复到 5 年
	其他税种		各地减免契税、营业税、印花税、土地增值税、所得税等	各地税收优惠政策终止执行
住房保障	中小户型	90/70 政策		保障性住房、棚户区改造和中小户型不低于住房用地供应总量 70% 2010 年建设保障性住房 300 万套、改造各类棚户区 280 万套
	廉租房	明确廉租房保障资金来源的八大渠道 明确廉租房的保障对象和保障方式	今后三年，全国建成 400 万套经济适用房	
	经济适用房	明确经济适用房的面向对象和面积		
土地	土地出让	土地出让实行“收支两条线”管理	放宽地价款支付期限和比例	开发商支付土地款首次缴纳比例不得低于全部价款的 50%
	打击囤地	以招拍挂方式来公开出让土地使用权 1 年未动工征收土地闲置费； 2 年未动工无偿收回土地使用权 “净地”出让		对开发贷款和土地储备贷款实行“三不贷”、“三挂钩”政策
	土地适用费	新增土地使用权征收标准提高一倍		

资料来源：各大部委网站、东海证券研究所

此次调控政策的严厉程度超过之前任何一个调控期，不仅房贷利率和首付款比例上调（如房贷优惠利率由 7 折提高至 8 折以上，首套房首付提高至三成，二套房贷款利率高于 1.1 倍、首付比例不低于五成），更要求了暂停发放第三套房贷款，以及停止为非本地居民发放房贷，地方政府可限定购房套数等针对性强、可操作性强的严厉措施。我们认为，单独一个房贷政策不放松，足可以将市场销售量限制在较低水平。

1.3 地方相继出台调控细则

为遏制部分城市房价过快上涨的势头，继中央出台“新国四条”、“新国十条”等

一系列调控房价措施之后，各地方政府在住建部的督导下相继出台房价调控政策，但考虑到地域性差别，各地政策因地制宜，有急有缓，有轻有重。

表 2：地方政府调控政策一览

	时间	问责制	住房信贷	税收	用地供应	保障性住房	市场监管
青岛	2010-4-23	建立考核问责制度	限制三套及以上住房贷款和异地购房	一般商品房计税毛利率由现行15%调至20%；土地增值税预征率上调至2%	2010年1500公顷以上，市区500公顷以上	2010年新开工保障性住房不少于8000套，新“两改”项目18个	开展房地产市场专项整治活动
北京	2010-4-30		限制三套及以上住房贷款和异地购房；1个家庭只能新购1套	做好土地增值税的征收管理工作，对定价过高、涨幅过快的房地产开发项目进行重点清算和稽查		2010年新开工政策性住房13.6万套，竣工4.6万套	5月底之前，组织开展房地产开发企业经营行为联合专项检查
深圳	2010-5-6	成立市住房与房地产发展领导小组	限制三套及以上住房贷款和异地购房；严格境外购房支出	加强对定价过高、涨幅过快的房地产开发项目进行重点清算和稽查，严格土地增值税的征收	城市更新	2010年内完成开工保障性住房及人才安居5万套，分配供应1万套	6月底前，在全市开展一次房地产市场秩序专项整治工作
福州	2010-5-24	建立考核问责机制	暂停发放购买第三套及以上住房贷款	做好土地增值税的征收管理，对定价过高、涨幅过快的房地产开发项目进行重点清算和稽查		2010年廉租住房9750套、公共租赁住房3000套、经济适用住房3000套、限价商品住房1万套	建立由多部门参加的房地产市场秩序联合监管和执法工作机制
广州	2010-5-18	市国土房管局牵头制订工作责任制	研究采取一定时期内限制购房套数等临时性措施	加强土地增值税的征收、管理，对定价过高、涨幅过快的房地产开发项目进行重点清算和稽查	2010年10区商品住房用地5平方公里，中心城区2平方公里	2010年新开工面积300万平方米、4万套保障性住房，落实12亿元廉租住房保障资金	整顿和规范房地产市场秩序、加强商品住房价格和市场监管
西安	2010-5-7			调整个人住房转让营业税		2010年及“十二五”期间，每年新增廉租住房150万平，解决3万户低收入家庭住房困难	全面实施新建商品房预售资金监管制度
重庆	2010-5-22			高档住房交易契税3%，土地增值税预征率上调到2%；研究制定引导个人合理住房消费和调节个人房产收益的税收政策		2010年主城区危旧房拆迁362万平，“城中村”拆迁420万平，棚户区拆迁70万平，建成廉租住房220万平，开工建设公共租赁住房500万平	整顿房地产市场秩序，完善商品房预售管理制度

资料来源：各地方政府网站、东海证券研究所

1.4 房价不跌政策难安

近一年来房价持续高涨、地王频现直接导致了 2010 上半年政府对地产行业实行的历史上最强调控。此次政策出台时间之密集、涉及范围之广、调控手段之严厉是前所未有的。

本次调控的原因：2008 年以来各国政府为应对全球金融危机而大幅度降息、增加信贷投放以及优惠购房政策，这直接导致了购房需求的大幅增长，与此同时，开发商紧缩资金下的土地购置及新开工不足导致了供给的短缺，市场供不应求导致房价涨幅巨大；另外，在投资渠道不足、投资环境恶化的情况下，面对严重的通胀预期，民间资本最佳投资方式之一便是炒房，严重时许多城市投资/投机需求占比甚至超过 30%，个别甚至达到 50%，火山式爆发的需求使得房价接近失控边缘。此时，政策不严厉不足以控制房价。

本次调控与以往的区别：与以前三次大规模调控政策对比，此次调控更加全面，从对不合理需求的抑制，到促进供给的增加，以及保障房的提升都全面超过了 2007 年，其中土地供给计划的大幅度提升是此次最大的不同。如果土地供给计划能够顺利

实施，且地方政府严格执行国土部的土地开发政策，那么这一轮调控将进入良性运行轨道。

本次调控的目的：本次政策调控目的十分明确，那就是降低目前过高的房价。当前房价调控已成政治任务，要求短期效果明显，房价不跌，政策不会罢休。当前信贷紧缩政策已经达到历史上最严厉水平，如果各商业银行能够严格执行的话，仅此一项足可以将交易量降至冰点。若政策持续下去，2010 下半年房价下行已无任何悬念。

1.5 房产税成最大悬念

物业税又称财产税或地产税，主要是针对土地、房屋等不动产，要求其承租人或所有者每年都要缴纳一定税款，而应缴纳的税值会随着不动产市场价值的升高而提高。

表 3：各国政府物业税征收一览表

	具体税种	税率	计税依据	备注
美国	不动产税	1%-3%	房地产评估值的一定比例	除马里兰州将征税权上收到政府之外，其它49个州都归地方政府征收
德国	不动产税	1%-1.5%	评估价值	
法国	不动产税	3%	公平市场价值	公司将房产出租，按税基的84%缴纳15%-30%营业税
奥地利	不动产税	1%	评估价值	如果土地没有建造房屋，土地持有人根据土地的评估价值再缴纳1%不动产税
瑞典	不动产税	1%	税务评估价值（市价的75%）	自2001年起，独栋独立家庭住房和商业地产
意大利	不动产税	0.4%-0.7%	税务评估价值	
西班牙	不动产税	3%	税务评估价值（市价的50%）	
澳大利亚	不动产税	0.3%-1%	评估价值	每年3月报税，如果对获利隐瞒不报，处罚很严甚至坐牢
新加坡	物业税	4%-10%	评估价值	自住房产4%，其他类型房产10%
台湾	物业税	0.8%-1.5%	房屋总价	144平方米以上的房源
香港	物业税	15%	租金收入	
日本	固定资产税	14%	市场评估价	固定资产税采用免征额制度，免征额为土地30万日元、房屋20万日元、折旧资产150万日元
韩国	财产税和综合土地税	30%	评估价值	未来可能被整合为资本收益税，税率将增加为：第二套房产50%，而第三套房产60%

资料来源：各国政府网站、东海证券研究所

目前，世界上大多数成熟市场经济国家都对房地产征收物业税，并以财产的持有作为课税前提、以财产的价值为计税依据。依据国际惯例，物业税多属于地方税，是国家财政稳定而重要的来源。

表 4：物业税对各国政府财政贡献

	对地方财政贡献	税种
日本	20%	2009年预算物业税
英国	4%-20%	物业税
印度孟买	22%	物业税
澳大利亚	10%	物业税
韩国	8%	2006年物业税
新加坡	7%	物业税
香港	4%	差饷和土地税
美国	1%-2%	物业税

资料来源：各国政府网站、东海证券研究所

长期而言，我国必将征收物业税

我国目前针对不动产的税收主要集中在交易环节，而在持有环节较少且税率低，不利于房地产流通；同时在缺乏稳定的收入来源情况下，地方政府对土地出让收入依赖增加，而其难以持续发展。物业税的征收可以实现房地产资源的优化配置、为地方政府的财政收入提供稳定长期的来源，同时可以增加房地产投机成本，起到抑制房价的作用。与其他国家相比，我国住宅的交易成本处于中等水平，但持有成本由于对住宅免征物业税而处于最低。长期来看，征收物业税是大势所趋。

短期而言，征收技术难度较大

物业税的开征是以理清产权关系，建立相关政府制度、市场制度以及完善税收各个环节为前提，任何一个方面都是一个复杂的过程需要经过反复讨论和验证，所以短期内开征物业税的难度很大。

产权法律基础方面，在开征物业税之前要理顺集体所有的宅基地、小产权房的所有权关系，否则二元的土地所有权制度将在物业税征收期间扭曲市场的供给需求，这无疑将是个长期的过程。

在制度制定方面，征收物业税的技术条件十分复杂。税基该如何确定？税率该如何界定？如何对于不同的房产实行税收优惠政策以及累进税制？这些都是绕不过的技术门槛。同时，各地方政府制定税率或税基的参考数据库还未建立起来，积累数据的过程也将是比较长期的。

在操作执行方面，银行虽然已经成立了个人征信系统，但是与房地产市场以及税收系统还不具有联动性。并且对不缴税的法律惩戒措施和执法力度还不够到位。

上海等城市可能率先试征房产税

根据政府官员公开讲话及媒体报道，上海等城市正酝酿开征物业税，为了避免全国人大正式立法程序，可能将持有多套住房定性为经营行为，以已有的房产税之名行保有环节税收之实。尽管目前市场成交量萎缩、房价出现回落，但为国家长治久安计，我们认为，不排除下半年上海等城市试征房产税。

1.6 后续政策猜想

后续政策出台条件

(1) 地王频出，房价居高不下或逆市上涨。这是房地产后续调控政策出台的必要条件。

(2) 世界经济步入正常复苏轨道，出口态势良好，GDP 保持高增长。这决定了政府调控地产的深度与广度。

(3) 中央政府决心彻底改变宏观经济过度依赖房地产的增长方式。

表 5：后续可能政策猜想

后续政策	预售账款	开发贷款	小产权房	房地产业中、长期政策
相关部门	住建部等有关部门	银监会	国土资源部	发改委、住建部、国土部、银监会等
具体内容	对房地产企业在售项目的预售账款实施监控，今后将存入监管部门指定的专门账户，并按照项目开发进度和工程所需资金“专款专用”	银行对施工企业贷款，条件是开发商和施工单位已经签订合同，且向施工单位支付30%工程款。银行贷款按照工程进度分批拨款	部分小产权房“转正”	涉及土地制度、商品房供应、保障性住房建设等
预计影响	2010年1-4月，（定金及预收款+个人按揭贷款）/房企资金来源=38%。若实施，开发商的运营资金将会受到很大的影响，部分开发商的现金流也会出问题	开发商的资金链将进一步紧张，可加速房价回调，土地市场将迅速降温	对普通中、低档住房市场造成很大的价格压力	改革解决房地产业发展的中、长期问题

资料来源：东海证券研究所

2. 2010 年下半年市场推演

2.1 预计房屋销量同比下滑 17%

1-5 月，房屋销售惨淡收场

2009 年底，为遏制部分城市房价过快上涨，国务院出台“国四条”，即增加市场有效供给、抑制投资/投机性购房需求、加强市场监管、推进保障性安居工程建设。受

此影响，全国商品房销售急转直下，2009年11月销售增速拐点开始显现。随着2010年调控政策的密集出台，销售增速出现大幅度下滑，5月单月销售同比增速-3.1%，为2009年3月以来首次出现的负增长。

1-5月，全国商品房销售面积3.02亿平米，比去年同期增长22.5%，增幅比1-4月回落10.3个百分点；商品房销售额1.58万亿，同比增长38.4%，增幅比1-4月回落17.0个百分点。5月份当月，商品房销售面积6777万平米，比上月减少1274万平米，下降15.8%；商品房销售额3335亿元，比上月减少1113亿元，下降25.0%。

1-5月，一、二线城市商品房累计成交量同比普成下降态势，北京、天津、上海、杭州、南京、苏州、深圳、长沙同比降幅分别为29%、11%、32%、27%、46%、37%、63%、32%。

图 1: 全国商品房销售面积同比增速急剧下滑

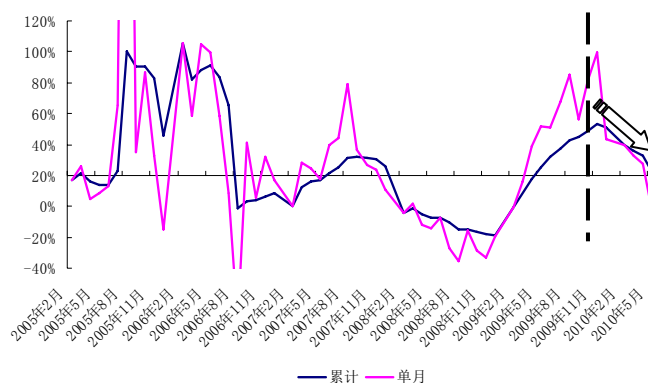
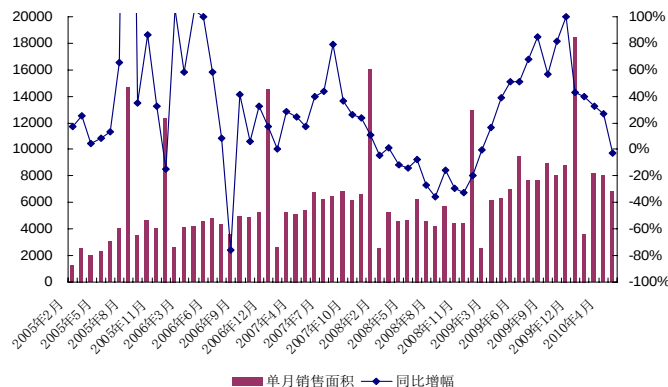


图 2: 全国商品房单月销售首现负增长 (单位: 万平)



数据来源: 国家统计局、东海证券研究所

图 3: 北京住宅销售量同比下滑 63% (单位: 套)

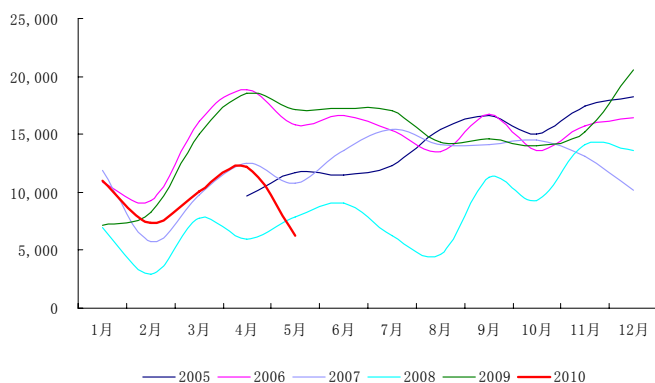
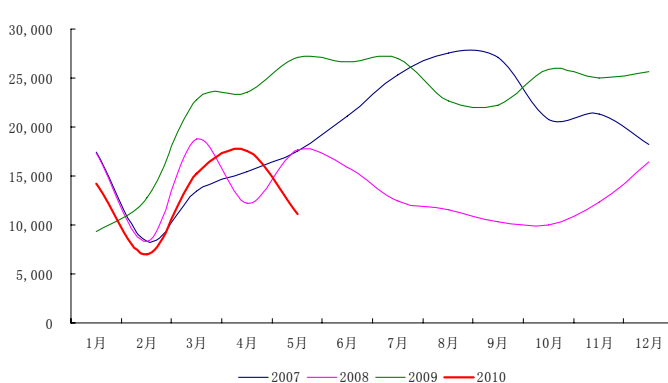


图 4: 上海商品房销售量同比下滑 59% (单位: 套)



数据来源: 各城市房管局、东海证券研究所

图 5: 广州商品房签约量同比下滑 26% (单位: 套)

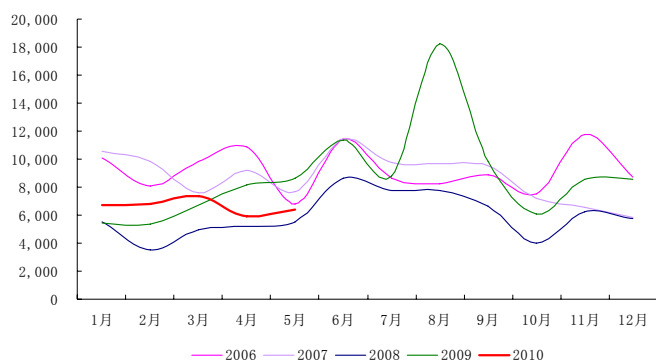
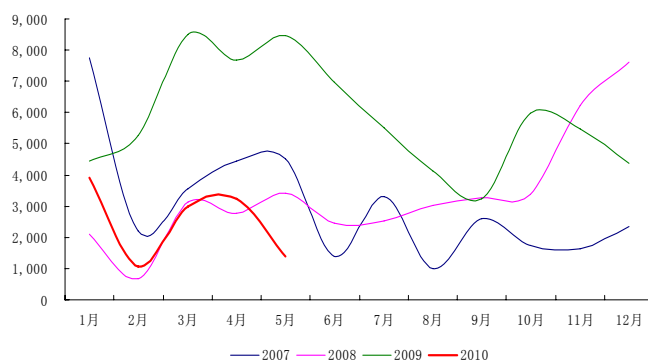


图 6: 深圳一手房成交量同比下滑 84% (单位: 套)



数据来源: 各城市房管局、东海证券研究所

图 7: 天津住宅成交量同比下滑 50% (单位: 套)

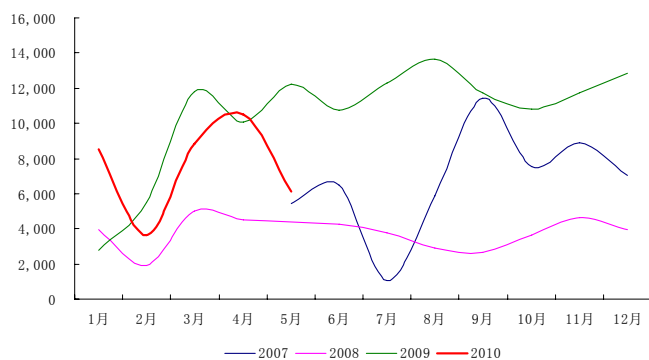
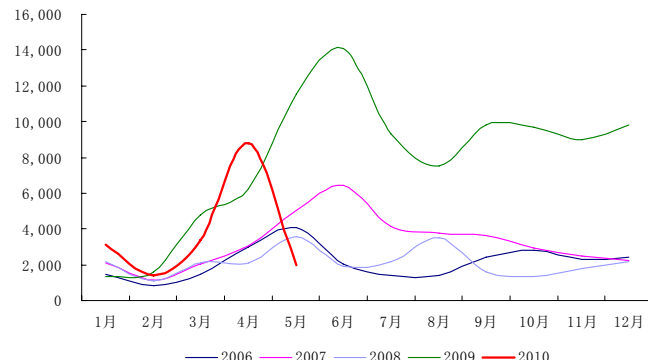


图 8: 杭州商品房成交量同比下滑 83% (单位: 套)



数据来源: 各城市房管局、东海证券研究所

图 9: 武汉商品房销售量同比下滑 10% (单位: 套)

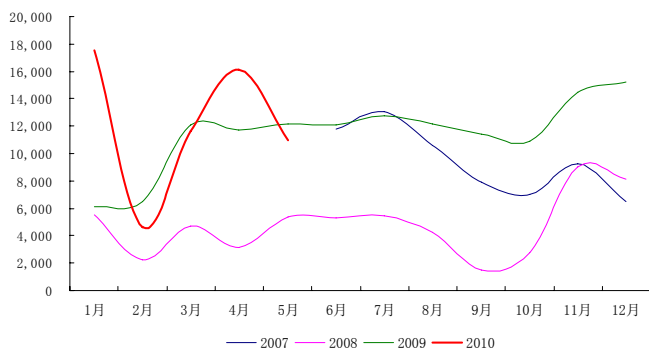
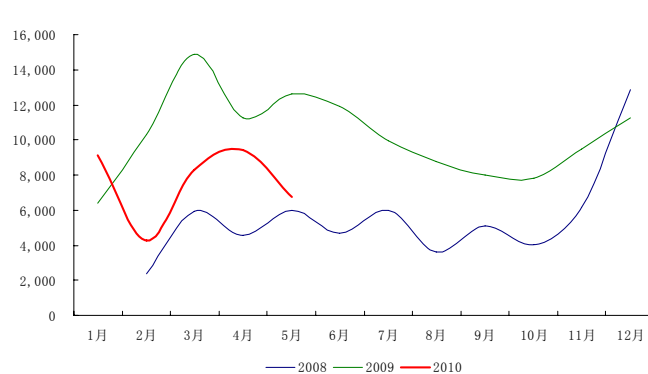


图 10: 长沙住宅成交量同比下滑 47% (单位: 套)



数据来源: 各城市房管局、东海证券研究所

悲观预期下, 2010 年商品房销售面积同比下降 17%

预测方法 (一)

在严厉的房地产政策调控之下, 投资/投机性需求将受到严重挤压, 支撑市场的将是自住型刚性需求。刚性需求主要由结婚和城镇化组成。预计 2010 年城镇结婚人口约 560 万对, 按 80%住房自有率计算, 将会增加结婚购房需求 448 万套, 若平均每套 90

平方米，则购房面积将达到 4.0 亿平方米。1999-2008 年，我国城市化率平均每年提高 1.1 个百分点，若按 13.28 亿人口总基数计，2010 年新增城市人口 1460 万人，若城镇人均住宅建筑面积 28 平方米，则潜在需求高达 4.0 亿平方米。

我们测算，结婚、城镇化在 2010 年将带来 8.0 亿平方米的有效需求，但由于政策的抑制，市场观望情绪可能会使得部分有效需求延迟释放。

预测方法（二）

4 月 15 日和 17 日，“新国四条”和“新国十条”先后出台，全国房屋销量应声而落，5 月份许多一、二线城市商品房销售量跌至近 3 年来最低水平，而该月全国商品房销售面积为 6800 万平米。假设 2010 年 6-12 月成交量都维持在 5 月份水平，则可销售 4.76 亿平方米。2010 年 1-5 月，商品房销售面积为 3.02 亿平方米。两者合计，2010 年全国商品房销售面积为 7.78 亿平方米。

综合以上两种预测方法，我们认为。2010 年全国商品房销售面积 7.78-8.0 亿平方米，悲观预期下，房屋销售面积为 7.78 亿平方米，相比于 2009 年 9.37 亿平方米销售量，同比降幅 17%。

图 11: 1999-2008 年我国城市化率每年提高 1.1 个百分点

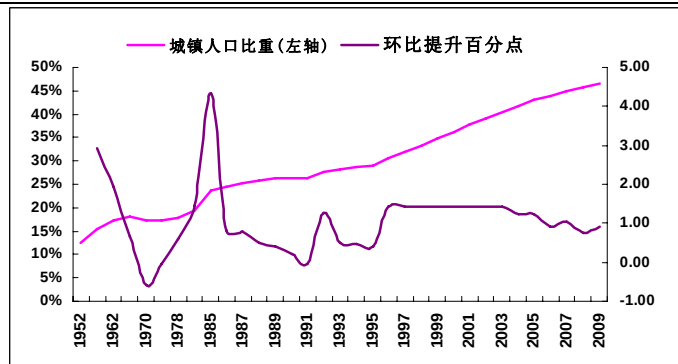
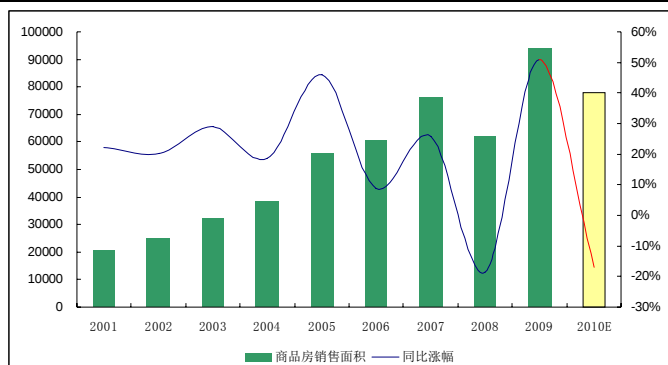


图 12: 悲观预期下房屋销量同比下滑 17% (单位: 亿平方米)



数据来源：国家统计局、东海证券研究所

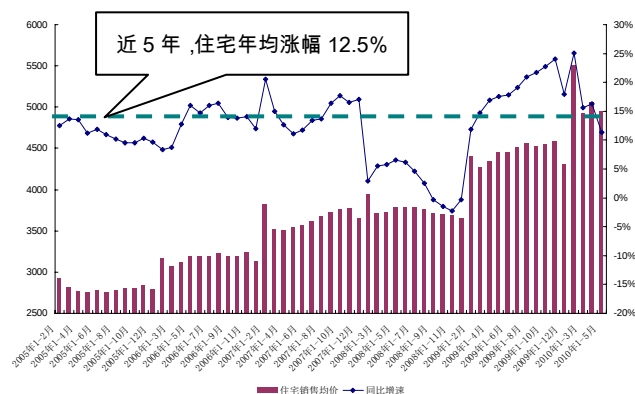
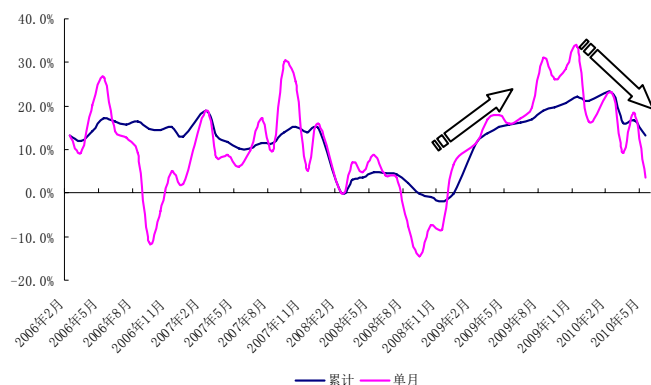
2.2 预计房价下跌 20-30%

受房地产调控政策的影响，全国商品房单月销售均价同比增幅在 2009 年 11 月达到 33.6% 后开始回落，截至 2010 年 5 月，增速已经降至 3.4%，月均下降 5.0 个百分点，预计 6-7 月，单月销售均价同比增速将降为负值，即全国住宅成交均价低于去年同期水平。

5 月，在我们跟踪的四个一线城市中，深圳一手房成交均价跌幅较大，环比下跌了 6%。作为国内一、二线城市房地产市场的先行指标，深圳房价的下跌往往领先于其他城市，我们预计，下半年其它一线城市的房价下跌将逐次跟进。

5月,在我们所跟踪的10个二线城市中,除昆明、杭州、宁波外,商品房成交均价普遍表现为下跌态势,其中,天津、厦门、苏州、武汉、长沙环比跌幅分别为13%、9%、8%、6%、6%。

图 13: 全国商品房销售均价增速加速下滑 (单位: 元/平) 图 14: 全国房地产销售价格指数将回落



数据来源: 国家统计局、天津房管局、东海证券研究所

图 15: 天津住宅成交均价环比下降 13% (单位: 元/平)

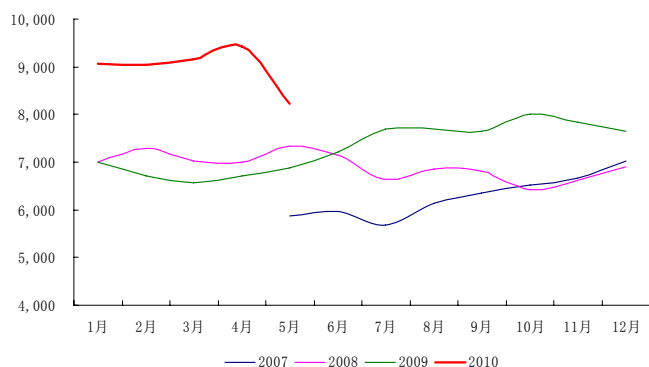
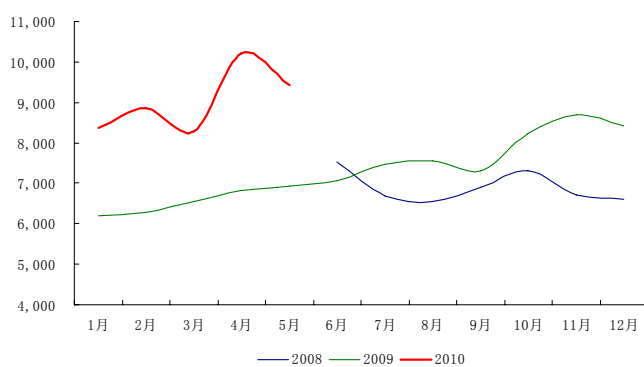


图 16: 苏州住宅成交均价环比下降 8% (单位: 元/平)



数据来源: 各地房管局、东海证券研究所

图 17: 深圳一手房均价环比下跌 6% (单位: 元/平)

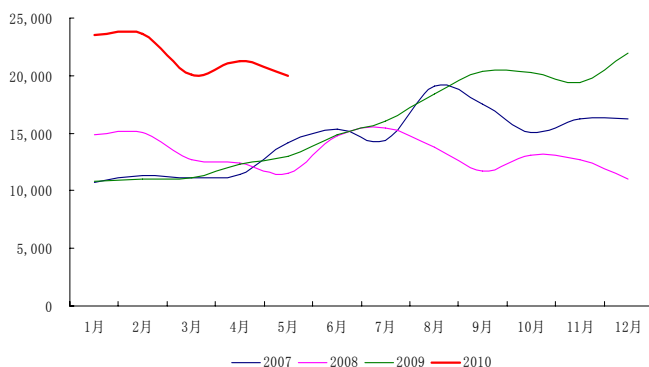
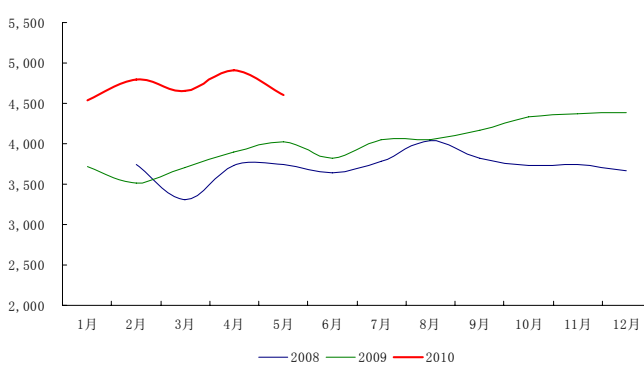


图 18: 长沙期房成交均价环比下跌 6% (单位: 元/平)



数据来源: 各地房管局、东海证券研究所

图 19: 厦门住宅均价环比下跌 9% (单位: 元/平)

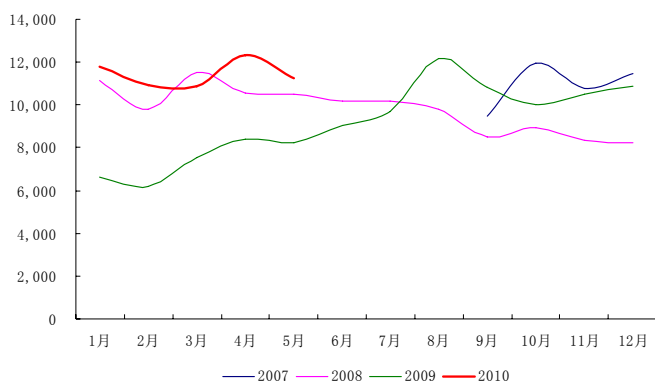
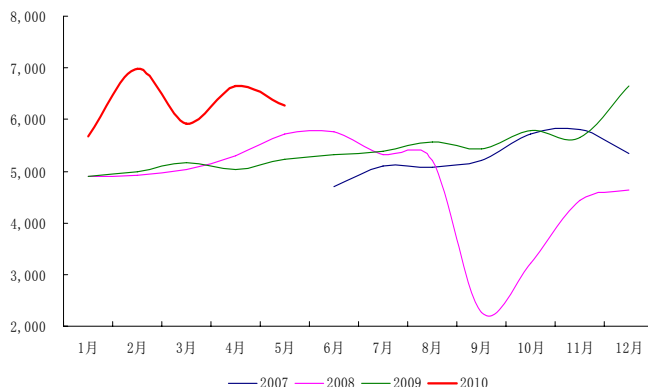


图 20: 武汉商品房成交均价环比下跌 6% (单位: 元/平)



数据来源: 各地房管局、东海证券研究所

本轮房地产调控中信贷政策史上最严, 官方态度十分明确, 目标直指高房价, 房价不降调控不息, 我们认为本次政策不会是一个短期政策, 应该不会半途而废、无疾而终。从 4 月 17 日“新国十条”出台, 一、二线城市交易量应声而落, 在我们跟踪的 14 个城市中, 其中 7 个惨遭“腰斩”, 但房价相对仍然坚挺。我们认为, 尽管目前多数开发商“不差钱”, 但严格信贷政策将把销售量限制在较低水平, 现金回流的大幅减缓将迫使开发商降价; 另外, 土地增值税的从严征收也将使得开发商的资金链进一步绷紧; 未来, 还存在开发贷、按揭贷的政策选择空间。我们认为, 下半年, 房价下行已势成必然, 初步估计下跌空间 20-30%。

2.3 投资与新开工增速 8-9 月份将现拐点

全国房地产开发投资与房屋新开工面积累计同比增速连续 15 个月保持环比增长态势。1-5 月, 全国房地产开发投资 13917 亿元, 同比增长 38.2%, 较 1-4 月提高了 2.0 个百分点。5 月份当月房地产开发完成投资 3985 亿元, 比上月增加 648 亿元, 增长 19.4%。1-5 月, 全国房屋新开工面积 6.15 亿平方米, 同比增长 72.4%, 较 1-4 月提高了 8.2 个百分点。5 月份当月全国房屋新开工面积 1.58 亿平米, 同比增长了 102.2%, 较上月提高了 29.4 个百分点。

图 21: 房地产投资增速继续保持上扬态势

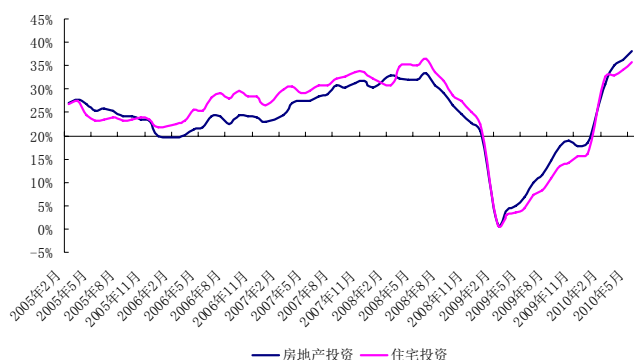
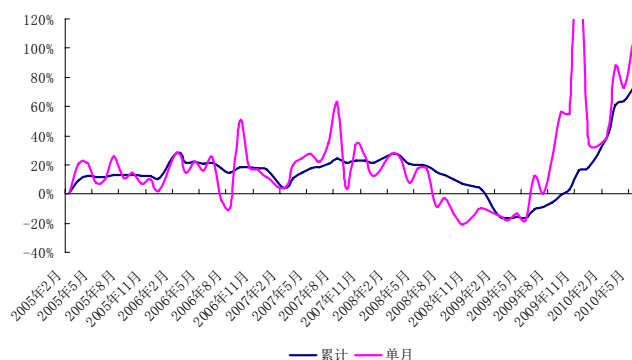


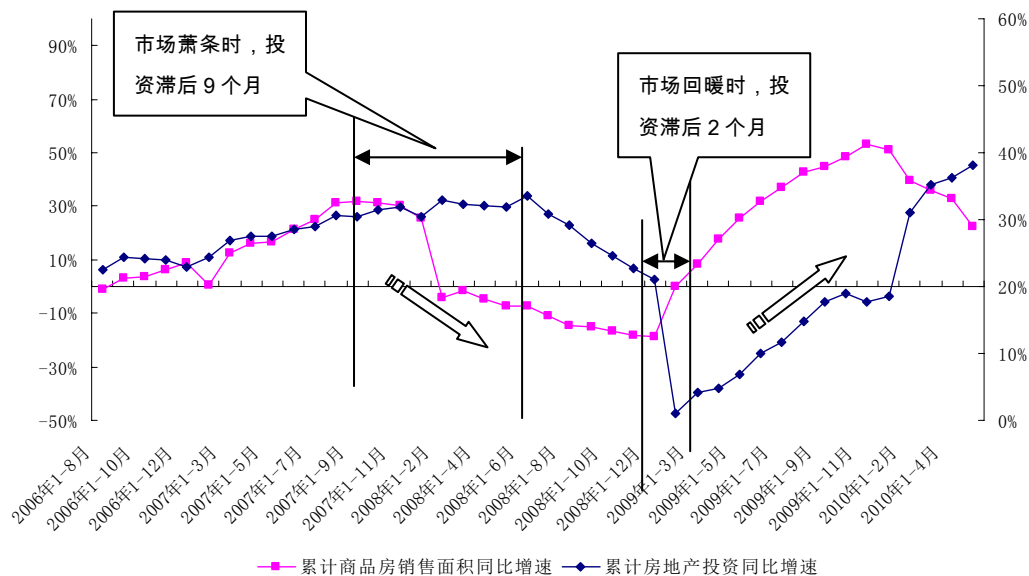
图 22: 房屋新开工面积继续大幅增长



数据来源：国家统计局、东海证券研究所

在房地产系列指标中，销售量对政策等因素非常敏感，是一个观察其他变量如房价、投资、新开工的先行指标。据观察，在上一轮周期中，当市场步入低迷时，房地产开发投资增速滞后销售大约 9 个月，而当市场回暖时，投资仅仅滞后销售 1 个月。按照上一轮地产销售、投资增速的滞后规律，我们预计房地产投资增速将在 8-9 月出现拐点。

图 23: 预计房地产投资增速将在 8-9 月出现拐点



数据来源：国家统计局、东海证券研究所

2.4 土地市场大幅降温

本轮调控大幅度增加土地供给

与以往调控不同，本轮调控将大幅度增加土地供应量，扩大商品房供给可以从根本上使得调控具有可持续性。根据 2010 年全国住宅用地供应计划，住宅用地供应量高

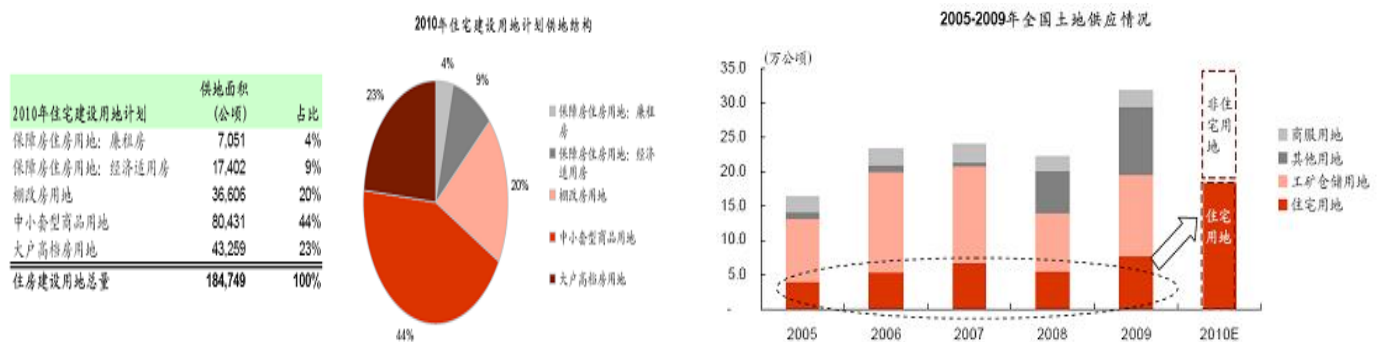
达 18.5 万公顷，同比激增 138%。

住房用地大幅增加，保障性住房用地大幅增加且并未影响商品住房用地的增加，其中，保障性住房用地为 2.45 万公顷，与去年相比增加一倍多，占总供应量约 13%。其中，经济适用房用地占 9%，与去年实际供地相比增加 79%；廉租房用地占 4%，与去年实际供地相比增加 472%。

中小套型商品住宅用地超过 8 万公顷，已超过 09 年全年所有住宅用地供应完成量（7.67 万公顷，2005-2008 年平均 5 万公顷）

图 24：2010 全国住宅用地供应计划同比增长 138%

图 25：全国土地供应情况



数据来源：住建部、网络媒体、东海证券研究所

重点城市：北京供应总量较大，上海增幅有限

北京：2010 年北京市供应住宅用地 2500 公顷，比 2009 年实际增加 968 公顷。其中除 1250 公顷用于建设各类政策性住房外，普通商品房 1250 公顷的计划供应量，也高于 2009 年商品房用地 700 公顷的供应量。

上海：供地计划相对需求偏紧。2010 年上海土地供应量为 1100 公顷，仅比去年增加约 3%。各类政策性住房占总量的 70%，纯粹的商业住宅类型用地仅为 330 公顷。

重庆：计划供应 6449 公顷（较 2009 年增长约 2 倍），其中中小套型普通商品房 3033 公顷，占比 47%（全国 44%），经济适用房用地占比 20%（全国 9%），大户型住房用地 1680 公顷，占 26%。2009 年重庆总计划用地 4500 公顷，但其中有超过 2000 公顷供工矿仓储和划拨用地，住宅用地约为 2000 公顷。

土地政策对地价的调控效果已显现

4 月受“计划出让前暂停出让”政策影响，供应量有所回落。随着出让计划的落实，土地市场必将出现供应高峰。

图 26: 2010 年 1-4 月 70 城市住宅用地平均楼面地价呈下行趋势 (单位: 元/平米)

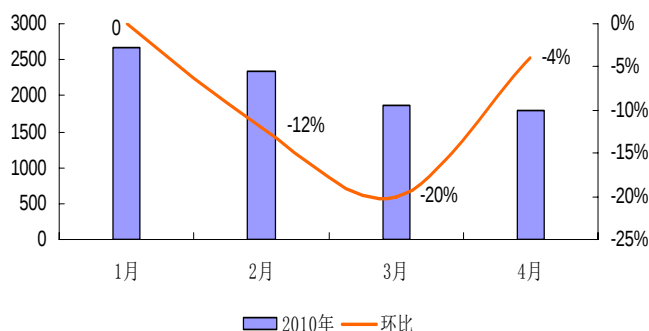
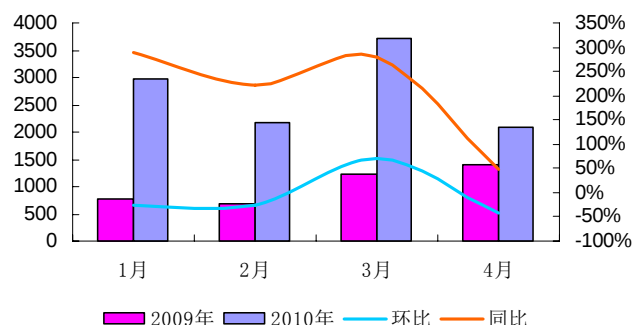


图 27: 2010 年 1-4 月 70 城市住宅用地供应量同比增势明显 (单位: 万公顷)

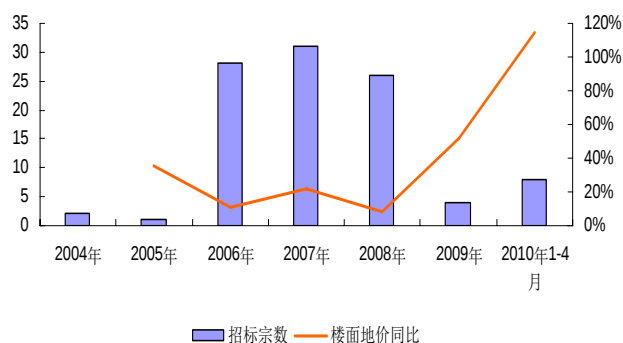
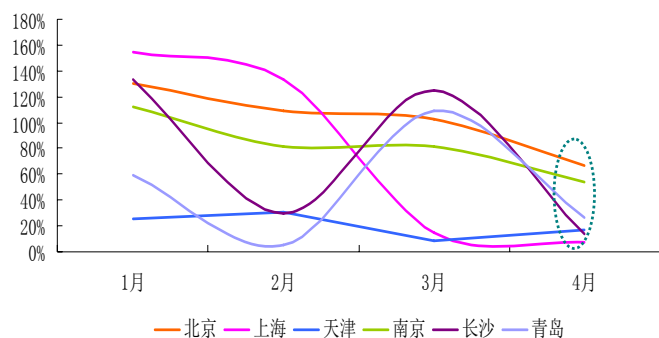


数据来源: 发改委、住建部、东海证券研究所

提高土地出让金的首付比例、增加住宅用地供应、打击囤地等土地调控政策随着“国十条”的出现, 产生了较大的连锁反应, 开发企业拿地的心理预期受到影响, 重点城市住宅用地溢价水平在 4 月明显降低。

土地出让方式的改革是此次土地市场调控的重点。采取招标的方式, 弱化价格在出让中的作用是出让方式改革的一个方向。以北京为例, 2004-2010 年 (2010 年 1-4 月) 7 年间, 采用招标出让方式较多的年份地价增长率相对较慢, 反之, 增长较快。2009 年, 北京仅 4 宗住宅用地采用招标的方式出让, 平均楼面地价同比增长 51%。

图 28: 2010 年 1-4 月主要城市住宅用地溢价水平回归理性 图 29: 招标方式下北京住宅用地价格涨幅较缓



数据来源: 网络媒体、东海证券研究所

2.5 行业景气度连续回落

国内 5 月份国房景气指数为 105.07, 比 4 月份回落 0.59 点, 已是连续第 2 个月环比回落, 这表明国内对房地产业进行的一系列调控措施开始显效。由于供需两旺、交投活跃是推升价格的直接动力, 房地产行业景气度回落将增大房价下行压力。

图 30: 国房景气指数连续 2 个月出现下滑

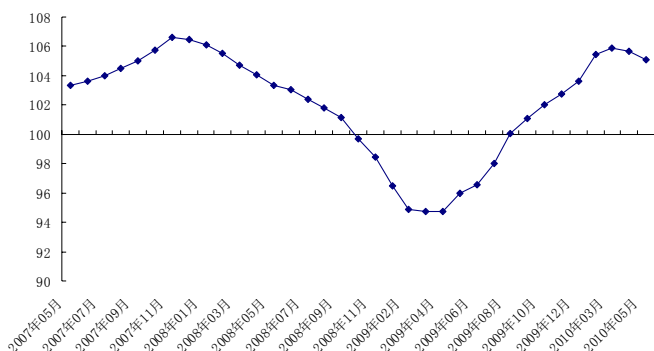
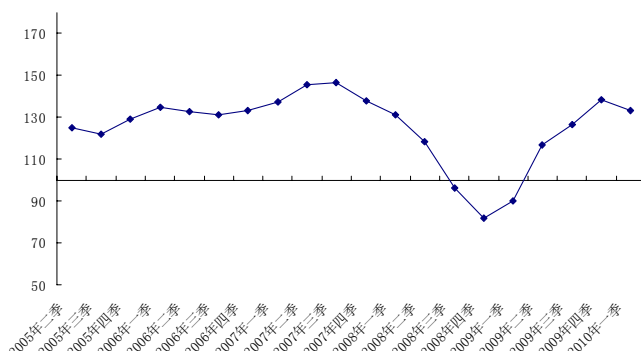


图 31: 房地产业企业家信心指数 09 年底出现高位回落



数据来源: 国家统计局、发改委、东海证券研究所

3. 中长期而言, 仍看好房地产业

3.1 我国住宅仍处数量型发展阶段

20 世纪 60 年代到 70 年代初, 美国住宅政策目标改为“人均一间”。1985 年, 美国没有达到“人均一间房”标准的自有住房家庭只有 2%, 租赁住房家庭有 6%。

1971 年, 日本政府提出“一人一间房”的政策目标。日本居民家庭人均住房间数的变化为: 1963 年为 0.86 间/人, 1968 年为 0.97 间/人, 1973 年为 1.15 间/人, 1978 年为 1.30 间/人。

“十二五”期间, 我国住宅仍将处于数量型发展阶段。2005 年我国城镇居民家庭住房套户比为 1.04, 成套住房套户比为 0.8。2005 年城镇居民家庭达到“人均一间房”的比例仅为 48.6% (0.92)。2010 年预测值为 64.6%。显然, 2010-2020 年, 我国将经历发达国家 1960-1980 年的房地产业发展历程。

图 32: 中国未来 10 年将经历发达国家 1960-1980 年历程

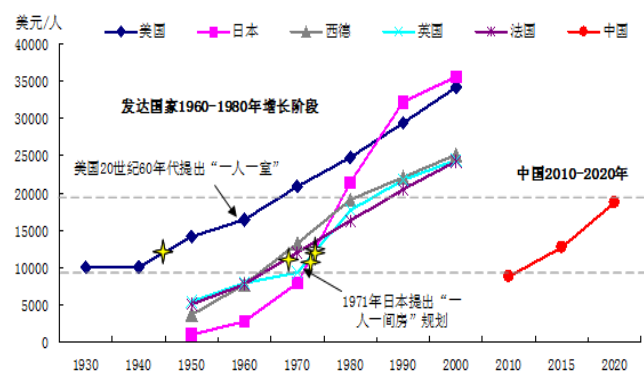
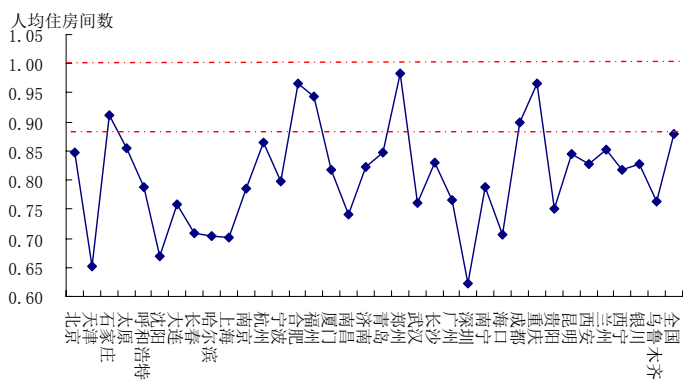


图 33: 2005 年城镇居民“人均一间房”比例 48.6%



数据来源: CEIC、国家统计局、东海证券研究所

4. 地产公司估值洼地

4.1 横向比较，估值具有明显优势

PE 估值比较：房地产板块静态 PE 为 23 倍，略高于全部 A 股 20 倍平均静态 PE，在申万 23 个行业分类中升序排列处于第 5 位，其静态 PE 显然具有优势；另外，房地产板块动态 PE 为 15 倍，与全部 A 股平均动态 PE 基本相若，在申万 23 个行业分类中升序排列处于第 6 位。（以上估值基于 2010 年 6 月 18 日收盘价）

图 34：地产静态 PE 在 23 个行业中处较低水平

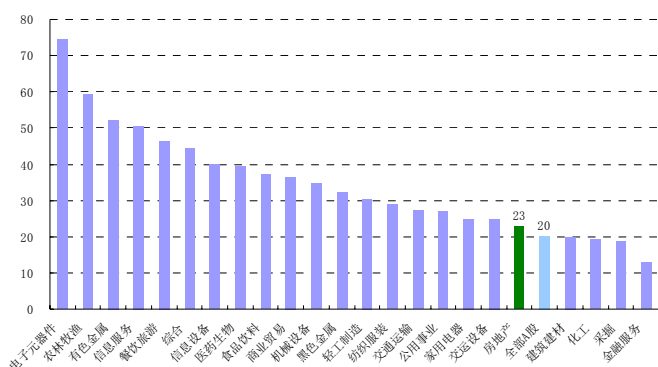
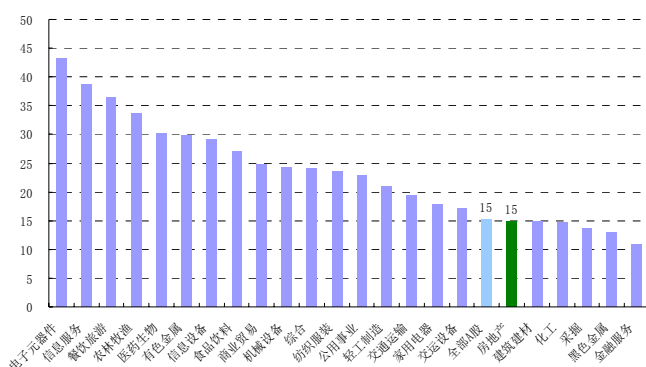


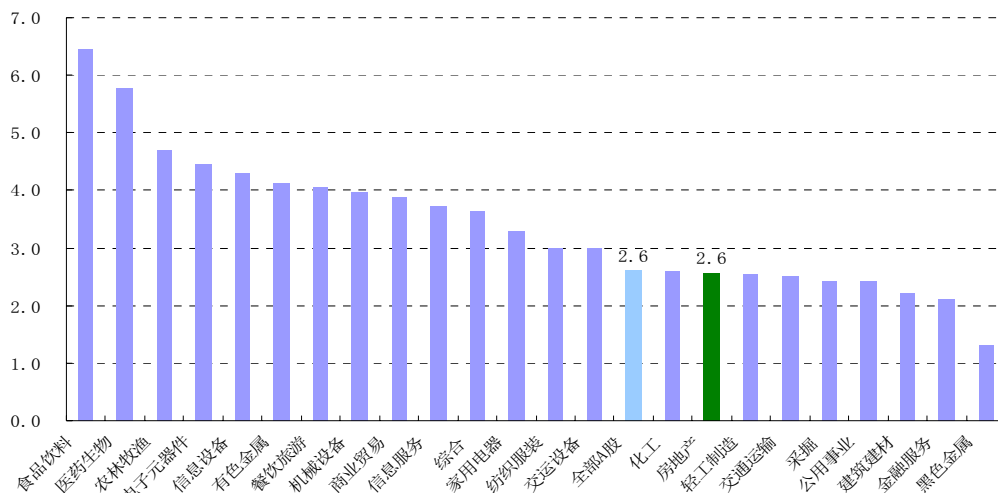
图 35：地产动态 PE 在 23 个行业中处较低水平



数据来源：WIND、东海证券研究所

PB 估值比较：房地产板块 PB 估值同样具有一定的优势，其与 2010 年一季报匹配的 PB 为 2.6 倍，与全部 A 股基本相若，在申万 23 个行业分类中升序排列处于第 8 位。（以上估值基于 2010 年 6 月 18 日收盘价）

图 36：房地产 PB 在 23 个行业中处偏低水平



数据来源：WIND、东海证券研究所

4.2 纵向比较，估值优势同样显著

我们计算了 2006 年 6 月 23 日以来房地产板块静态 PE 与 PB，其平均值分别为 45 倍和 4.8 倍，而 2010 年 6 月 18 日静态 PE 为 23 倍，PB 为 2.1 倍，行业估值水平尚不及均值的 1/2。我们认为，纵向比较，房地产板块估值未来存在较大的上升空间。

尽管目前房地产板块估值处近 5 年来的较低水平，但是与历史最低相比还存在一定的差距：静态 PE，23 倍，为近 5 年来的较低水平，最低水平是 2008 年 10 月的 16 倍，相比历史最低还有 30%溢价；动态 PE，15 倍，最低水平是 2009 年 1 月的 13 倍，相比历史最低存在 13%的溢价；PB，2.6 倍，最低水平是 2008 年 10 月的 2.1 倍，相比历史最低还有 19%的溢价。

图 37: 2006-2010 年房地产板块静态 PE 走势



图 38: 2006-2010 年房地产板块 PB 走势

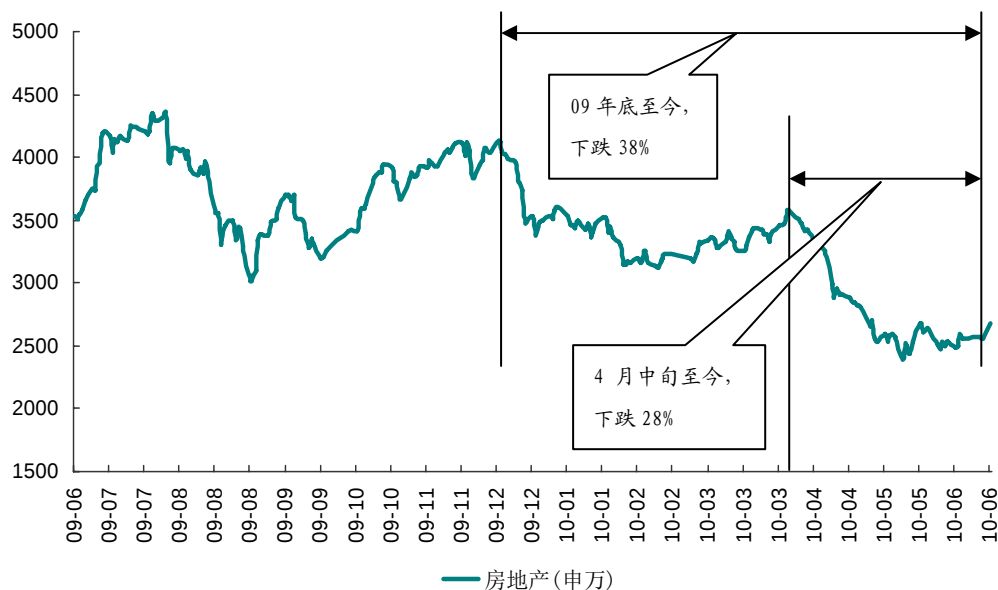


数据来源：WIND、东海证券研究所

4.3 短期风险已基本释放

地产政策有利于行业长期发展，所以从大周期看由于政策出台带来的房价和股价下跌都是买入机会。政策短期打压股价的效果非常明显，历史经验表明，政策出台后 1-3 个月股价跌幅在 20%-40%，2008 年经济压力之下，跌幅超过 50%。此次政策程度较以往更为严厉，近期跌幅也较大：从 2009 年底“国四条”、“国十一条”至今，地产板块跌幅达到 38%；从 4 月中旬“新国四条”、“新国四条”至今，地产板块跌幅达到 28%。我们认为，随着宏观政策陆续推出，压制地产板块向上的政策风险将完全释放。

图 39: 地产板块跌幅明显



数据来源: WIND、东海证券研究所

4.4 NAV 反映房价下跌 10%-20%

根据我们对主流地产公司万科、保利、金地等的 NAV 测算, 若贴现率=10%, 上述公司目前股价基本上反映了房价下降 10%-20%后的公司价值。

万科NAV敏感性测试		房价涨跌幅								
贴现率		-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
	6%	4.35	5.87	7.23	7.87	8.48	9.07	9.66	10.78	11.86
	7%	4.34	5.82	7.14	7.76	8.36	8.94	9.50	10.60	11.65
	8%	4.33	5.77	7.06	7.66	8.24	8.80	9.35	10.42	11.44
	9%	4.33	5.72	6.98	7.57	8.13	8.68	9.21	10.25	11.24
	10%	4.32	5.68	6.90	7.47	8.02	8.55	9.07	10.08	11.05
	11%	4.31	5.64	6.83	7.38	7.92	8.44	8.94	9.92	10.87
	12%	4.31	5.60	6.76	7.30	7.82	8.32	8.82	9.77	10.69
	13%	4.30	5.56	6.69	7.21	7.72	8.21	8.69	9.63	10.52
	14%	4.30	5.52	6.62	7.14	7.63	8.11	8.58	9.49	10.36

保利地产NAV敏感性测试		房价涨跌幅								
贴现率		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
	6%	9.75	11.10	12.36	13.54	14.68	15.78	16.85	17.90	18.95
	7%	9.69	11.00	12.23	13.38	14.48	15.56	16.60	17.62	18.63
	8%	9.64	10.91	12.10	13.22	14.30	15.34	16.35	17.35	18.34
	9%	9.58	10.82	11.98	13.07	14.12	15.13	16.12	17.09	18.05
	10%	9.53	10.74	11.87	12.93	13.94	14.94	15.89	16.84	17.78
	11%	9.48	10.65	11.75	12.79	13.78	14.74	15.68	16.60	17.51
	12%	9.43	10.57	11.65	12.65	13.62	14.56	15.47	16.37	17.26
	13%	9.39	10.50	11.54	12.52	13.47	14.38	15.27	16.15	17.02
	14%	9.34	10.43	11.44	12.40	13.32	14.21	15.08	15.94	16.78

金地集团NAV敏感性测试		房价涨跌幅								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
解	6%	6.02	6.62	7.19	7.76	8.32	8.86	9.38	9.90	10.40
	7%	5.95	6.54	7.09	7.65	8.19	8.72	9.23	9.73	10.22
	8%	5.89	6.46	7.00	7.54	8.07	8.58	9.08	9.56	10.04
	9%	5.83	6.38	6.91	7.44	7.95	8.45	8.93	9.40	9.87
	10%	5.77	6.31	6.83	7.34	7.84	8.32	8.79	9.25	9.70
	11%	5.72	6.24	6.74	7.24	7.73	8.20	8.66	9.10	9.55
	12%	5.67	6.18	6.67	7.15	7.63	8.09	8.53	8.96	9.39
	13%	5.62	6.12	6.59	7.06	7.53	7.97	8.41	8.83	9.25
	14%	5.57	6.05	6.52	6.98	7.43	7.87	8.29	8.70	9.11

5. 2010 下半年行业投资评级

第三季度“中性”、第四季度“推荐”

目前地产公司估值具有优势，横向而言，无论 PE 还是 PB 在 23 个行业中均处于偏低水平；纵向而言，估值水平处于近 5 年来的较低水平，尽管与 2008 年 10 月份相比尚存在一定的溢价。

根据历史经验，政策出台后 1-3 个月股价跌幅在 20%-40%，2008 年经济压力下（当时市场预期地产公司将大量倒闭），跌幅超过 50%。此次政策程度较以往更为严厉，近期跌幅也较大，2009 年底至今已跌去 38%，2010 年 4 月至今也已经跌去 28%。我们认为，后续更严厉政策出台概率较低，若房产税出台，应该以温和为主不大可能过于严厉，压制地产板块向上的政策风险已经逐步得到释放。

2010 年第三季度，由于房价处在下行通道，买涨不买跌的心理导致交易持续低迷，此时地产板块不存在趋势性反转行情，但阶段性反弹行情一定存在，这一阶段，我们给予行业“中性”评级。

2010 年第四季度，随着房价的下跌逐渐趋于充分，达到市场预期水平时，压抑的刚需将逐渐得到释放，房屋销售量势必回暖并出现交投活跃，不排除“井喷”的可能性，此时地产股将迎来较好的系统性投资机会，这一阶段，我们给予行业“推荐”评级。

看好以下二类公司的投资机会

我们看好重点在二、三线甚至四线城市布局，土储丰富，业绩锁定性高，反弹爆发力强的公司：荣盛发展、苏宁环球、中天城投、中南建设、云南城投、冠城大通、鲁商置业、广宇集团、华业地产、天地源、st 东源；

我们还看好全国和区域龙头、具有高成长性的公司：保利地产、招商地产、金地集团、滨江集团、福星股份、嘉凯城。

表 6：重点跟踪公司盈利预测

证券	公司	股价	EPS			PE			PB	NAV	折价率	投资评级
代码	简称	2010-6-21	09A	10E	11E	09A	10E	11E		元/股		
000002	万科A	7.35	0.48	0.63	0.78	15	12	9	2.1	8.0	-8%	增持
000024	招商地产	16.85	0.96	1.29	1.60	18	13	11	1.7	22.5	-25%	增持
600048	保利地产	11.80	1.06	1.06	1.33	15	11	9	2.1	13.9	-15%	增持
600383	金地集团	7.16	0.78	0.54	0.68	18	13	10	2.0	7.8	-9%	买入
002146	荣盛发展	10.55	0.73	0.66	0.92	25	16	11	3.9	16.6	-37%	买入
000961	中南建设	10.18	0.89	0.83	1.11	21	12	9	2.9	14.9	-32%	买入
000540	中天城投	9.59	0.81	0.81	1.48	19	12	6	6.8	16.5	-42%	买入
600239	云南城投	18.39	0.36	1.95	2.32	55	9	8	3.9	29.2	-37%	买入
000616	亿城股份	4.76	0.47	0.52	0.66	11	9	7	1.6	5.7	-17%	增持
002244	滨江集团	10.06	0.48	0.81	1.08	21	12	9	3.8	11.7	-14%	买入
002133	广宇集团	6.63	0.33	0.62	0.79	20	11	8	2.8	8.8	-24%	买入
000718	苏宁环球	10.13	0.42	0.85	1.16	24	12	9	5.6	12.5	-19%	买入
600533	栖霞建设	5.36	0.21	0.37	0.50	25	15	11	2.1	5.4	-1%	增持
000926	福星股份	9.63	0.48	0.72	0.91	20	13	11	1.7	9.8	-2%	增持
000667	名流置业	3.57	0.21	0.26	0.41	33	14	9	1.9	7.7	-54%	增持
002208	合肥城建	12.09	0.69	0.59	0.89	35	21	14	4.4	13.5	-10%	增持
000918	嘉凯城	8.99	0.83	1.00	1.28	14	9	7	5.2	12.1	-26%	买入
平均						23	13	9	3.2		-22%	

资料来源：东海证券研究所

表 7：2010 年下半年重点跟踪公司股份解禁时间表

证券简称	解禁时间	解禁股数 (万股)	占流通股比例	占总股本比例	解禁股类型
保利地产	2010-07-14	26,949	8.45%	7.66%	定向增发机构配售股份
招商地产	2010-09-24	45,195	69.91%	26.32%	定向增发机构配售股份, 股权分置限售股份
金地集团	2010-08-17	30,257	13.87%	12.18%	定向增发机构配售股份
荣盛发展	2010-08-09	101,430	406.28%	70.75%	首发原股东限售股份
荣盛发展	2010-09-07	15,200	60.88%	10.60%	定向增发机构配售股份
云南城投	2010-11-30	6,334	14.81%	10.00%	股权分置限售股份, 定向增发机构配售股份
云南城投	2010-04-12	19,763	46.22%	31.20%	定向增发机构配售股份
中华企业	2010-12-19	28,471	38.02%	26.17%	股权分置限售股份
福星股份	2010-11-09	18,036	34.43%	25.57%	股权分置限售股份
嘉凯城	2010-10-20	46,869	325.48%	25.98%	定向增发机构配售股份, 股权分置限售股份
亿城股份	2010-07-19	10,827	13.62%	11.99%	股权分置限售股份

数据来源：WIND、东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

桂长元: 经济学硕士, 房地产行业 4 年相关从业经历。2006 年 7 月毕业于中国人民大学, 2007 年 12 月起就职于东海证券研究所, 从事房地产行业研究。

重点跟踪公司: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中华企业、亿城股份、福星股份、名流置业、万业企业等

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122