

推荐 (维持)

7月房地产行业投资与新开工环比有所回落

2010年8月11日

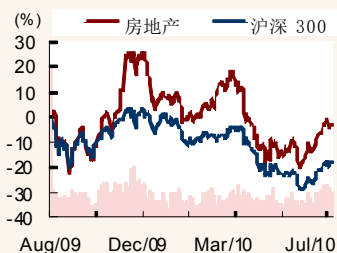
上证指数 2595

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	118	7.2
总市值 (亿元)	8868	4.1
流通市值 (亿元)	7009	5.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	12.3	-0.9	-3.7
相对表现	2.0	7.0	14.2



相关报告

- 1、《6月房地产行业15个月来房价首次出现下跌》2010/07/12
- 2、《5月房地产行业新开工创新高，房价涨幅趋缓》2010/06/10

贾祖国

010-57601862
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

研究助理

洪俊骅
021-68407139
hongjh@cmschina.com.cn

- **投资环比回落、新开工环比下滑较多：**2010年7月份完成投资为4117.65亿元，环比下跌29.37%，同比上涨32.96%，前7个月投资累计同比增速达到37.2%，维持在高位。2010年7月份完成新开工面积11749.06万平方米，环比下跌38.12%，同比上涨66.46%。单月新开工数据同比已经连续13个月为正。2010年前7月份新开工面积同比增长为67.7%，为历史累计同比增速的第三高；
- **销售面积环比回落、房价与6月持平：**2010年7月份全国完成商品房销售面积6466.08万平方米，环比下跌29.43%，同比下跌15.44%，在单月连续14月同比为正后，连续三个月出现负增长，我们认为政策调控已经引起了购房者的观望，而价格相对跌幅较慢也导致大家近期更多选择了持币观望；7月全国房价与6月持平。一线城市普遍下跌，而部分二三线城市房价还略有上涨，我们要小心政策调控进一步加强的可能；
- **房地产投资增速展望：**尽管前7个月年房地产投资增速不错，但我们仍然相对谨慎看待全年房地产投资增速走势，我们认为自09年6月到今年年底其走势总体会形成一个“倒U”型。我们预计全年房地产投资增速在18%左右；
- **开发商资金来源于银行贷款比例不断缩小：**开发商资金来源于国内贷款的比例连续7个月减小，显示出了国内银行对开发商贷款的监管不断加强，开发商融资继续受到限制。近期银监会对银信产品的规范也必然会影响很多中小开发商的融资渠道，未来房地产开发企业资金来源于其他资金的比例将会下降；
- **投资建议：**房地产板块经历了前期的较大幅度上涨后，目前估值已经相对合理。建议投资者关注商业地产类股票（如中国国贸）的投资机会。维持行业推荐的投资评级。

1、投资环比回落、新开工环比下滑较多

2010 年 7 月份完成投资为 4117.65 亿元，环比下跌 29.37%，同比上涨 32.96%，前 7 月投资累计同比增速达到 37.2%，维持在高位。

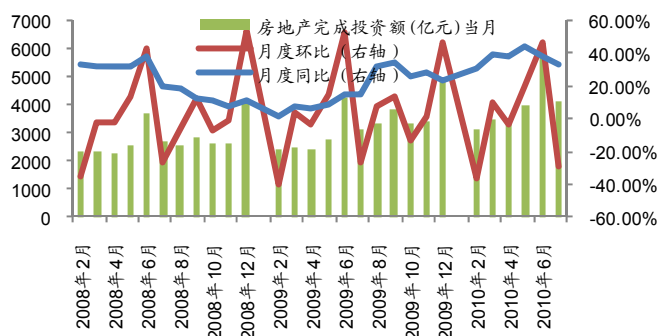
2010 年 7 月份完成新开工面积 11749.06 万平方米，环比下跌 38.12%，同比上涨 66.46%。单月新开工数据同比已经连续 13 个月为正。2010 年前 7 月份新开工面积同比增长为 67.7%，为历史累计同比增速的第三高。

7 月单月投资与新开工数据的环比回落，主要是因为今年 6 月单月投资与新开工均为历史高位，基数较高，另外新开工数据往往呈现前高后低的走势，历史上 7 月环比 6 月均为回落。其实单纯从 7 月份单月投资与新开工数据的绝对数量来看，并不比往年逊色。

我们仍然维持 2 月份就持有的观点，随着新春后房地产企业的施工复工，我们维持房地产投资数据将在一段时间内保持同比较高增长的判断，新开工面积的同比数据也仍然会保持高位。随着 2009 年下半年新开工的大幅度增加，我们预计今年下半年和明年的新盘供应量将会显著加大，下半年和明年的房价将更加多的体现为买方市场。

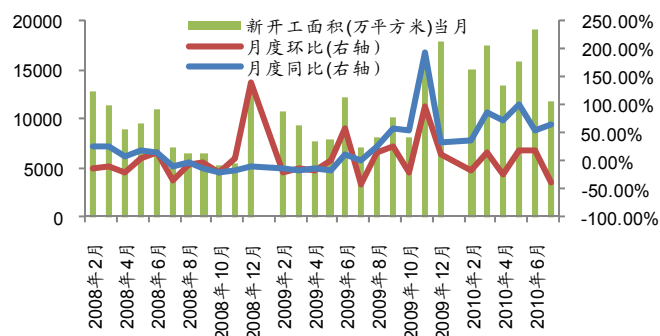
对于下半年的开工数据，市场在 5 月份的时候一度分歧较大。在前期政府出台了保障性住房供应政策之后，市场的情绪趋向乐观，其实我们在 3 月份的点评报告中就率先提出以下观点：政府的政策是开源节流，抑制房价上涨仅仅靠抑制需求远远不够，还需要加大供应量。目前来看，今年下半年的供应量问题不大。关键是明后年的供应量是需要目前的新开工来支持。政府一定会千方百计的促成土地供应和未来几年的新盘供应，政府的近期政策（如清理存量土地等）更加印证了我们的观点。

图 1：房地产月度投资额及同环比



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

图 2：房地产月度新开工面积及同环比



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

2、销售面积环比回落、房价与 6 月持平

2010 年 7 月份全国完成商品房销售面积 6466.08 万平方米，环比下跌 29.43%，同比下跌 15.44%，在单月连续 14 月同比为正后，连续三个月出现负增长，可以认为政策调控已经引起了购房者的观望，而价格相对跌幅较慢也导致大家近期较多选择了持币观望。

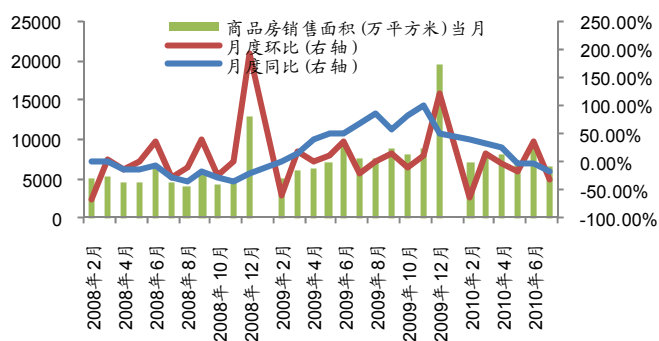
2010 年 7 月份全国完成商品房销售额 3065.84 亿元，环比下跌 24.48%，同比下跌 19.32%。主要是销售下滑导致的销售额回落。

结合发改委的数据来看，2010 年 7 月份，全国新建住宅销售价格同比上涨 12.9%，涨

幅比 6 月份缩小 1.2%；环比则与上月持平。2010 年 7 月，全国 70 个大中城市中代表一线城市的北京、深圳、广州、杭州、上海五大城市中，北京价格没有下跌，上海、深圳、广州和杭州的房价下跌了 6%、4%、5%和 5%；部分二三线城市的房价反而有略微上涨。

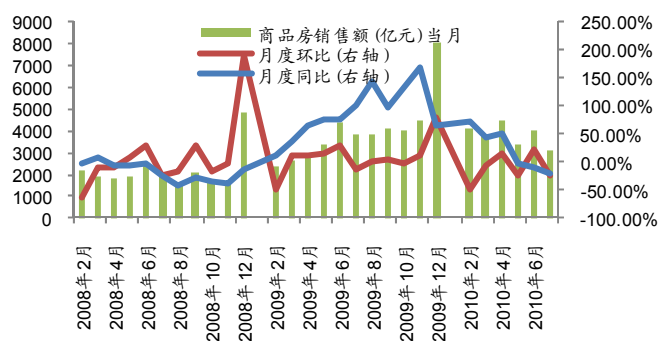
5、6 月份的房价数据已经呈现下跌，7 月份出现了僵持期。目前来看，政府的政策已经初现效果，接下来的政策真空期与观察期可能会很长，后期不太可能继续出台严厉政策。我们认为房价短时间内迅速大幅度下跌的可能性也不大，更加多的会是缓跌的形态，甚至会有个别月份的反复，目前来看，只要房价出现适度的下跌回落到合适的价位，那么实际上可以视为行业利好。短期内，由于房价没有出现政府预期中的下跌，未来政策调控可能会重新抬头。

图 3：商品房月度销售面积及同环比



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

图 4：商品房月度销售额及同环比



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

3、土地购置面积与购置额环比回落

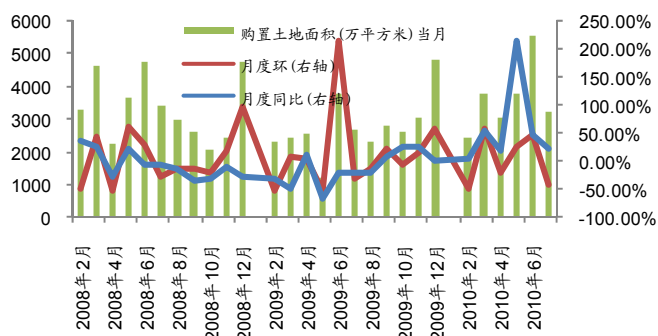
2010 年 7 月全国完成购置土地面积 3245.27 万平方米，环比下跌 41.61%，同比涨幅为 21.81%。

2010 年 7 月全国完成购置土地额 833.28 亿元，环比下跌 35.37%，同比涨幅为 112.94%。

受政策影响，4 月份下半月招拍挂市场相对冷清，这导致了单月土地购置面积环比回落。但是在 4 月 15 日国土资源部公布各地 2010 年供地计划后，5 月份各地政府开始大规模出让土地，部分质优价廉的土地还是获得了一部分地产公司的青睐。其实在 4 月份的月度点评中我们就提出在未来一段时间政府将继续加大土地供应面积，而开发商也会有动力去获取底价土地来弥补先前高价地带来的影响，未来土地购置数据不必过于悲观。

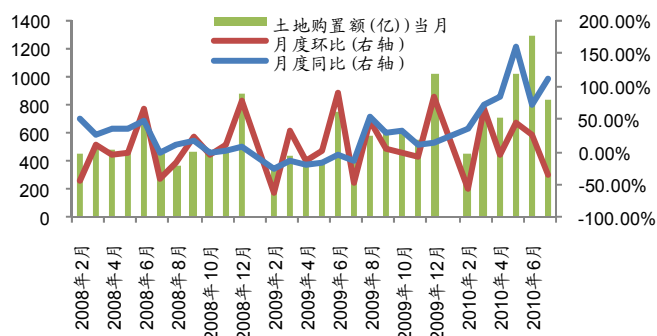
结合历史数据来看，历史上 7 月环比 6 月的土地购置面积与土地额均为回落，因此不必过于担心土地市场的萧条，目前来看，虽然部分城市出现了流拍的现象，但是还是有不少城市的招拍挂项目还是受到开发商青睐，近期上海和厦门两块土地创下了所属区域单价的新高。

图 5: 土地月度购置面积及同环比



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

图 6: 土地月度购置费及同环比

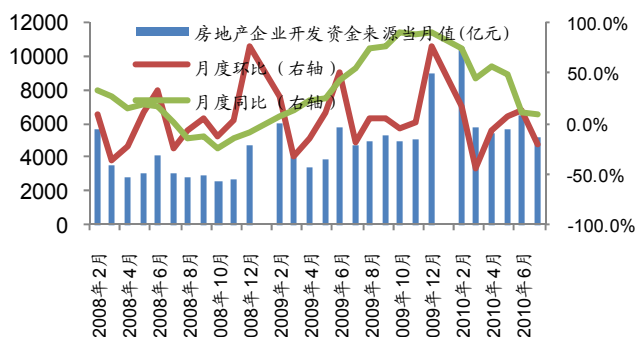


资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

4、开发企业资金来源情况

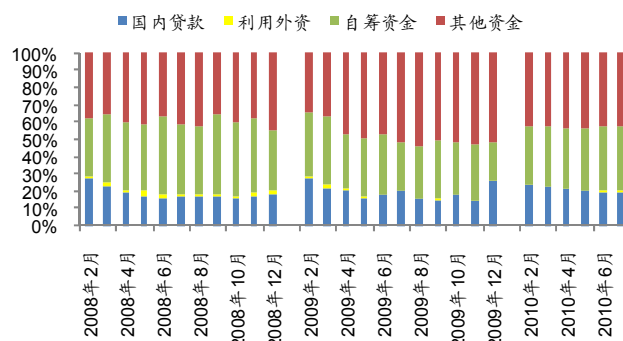
2010 年 7 月全国房地产开发企业资金来源达到 5157.04 亿元，同比涨幅为 8.9%。环比下跌 19.8%。相比前期，资金来源于国内贷款的比重连续 7 个月减小，显示出了国内银行对开发商贷款的监管不断加强，开发商融资继续受到限制。近期银监会对银信产品的规范也必然会影响很多中小开发商的融资渠道，未来房地产开发企业资金来源于其他资金的比例将会下降。

图 7: 月度房地产开发企业资金来源



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

图 8: 月度房地产开发企业资金来源构成



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

5、房地产投资增速展望

尽管前 7 个月房地产投资增速不错，但我们仍然相对谨慎看待全年房地产投资增速走势，我们认为自 09 年 6 月到今年年底其走势总体形成是一个“倒 U”型：

- 房地产投资在 09 年 6 月份后形成了一个“脉冲”走势：自 08 年 10 月份行业大力支持政策出台以来，房地产行业量价快速上涨，09 年 5 月份后出现了“房荒”，有效地消化了行业库存，降低了经济运行的风险，拉动了房地产投资，促进了经济增速的回升。就房地产投资而言，09 年上半年随着企业库存的告急，各企业基本都在 09 年 6 月份后普遍加大了房地产投资（以及土地购置），因而房地产投资形成了一个“脉冲”；
- 房地产企业“以销定产”策略将导致今年下半年后投资增速普遍下降：随着严厉的

房地产调控政策出台，新房成交总体将走向缩量阶段。而今年 6 月份后 09 年房地产企业集中加码的新房供应会集中出台。因此，一方面，新房供应增加，另一方面新房成交减少，市场总体将步入了观望阶段。房地产开发企业必将普遍大幅下调房地产投资，这正是所谓当前房地产企业流行的“以销定产”；

- 新房销售大幅萎缩，下半年供需有可能逆转，房地产投资增速在 8 月份后可能将大幅下降，极端情况下，不排除下半年个别月份出现个位数在增长。房地产投资增速从 09 年 9 月到今年底将形成一个“倒 U 型”走势。我们预计全年房地产投资增速在 18% 左右。

6、投资建议

房地产板块经历了前期的较大幅度上涨后，目前估值已经相对合理。建议投资者关注商业地产类股票（如中国国贸）的投资机会。维持行业推荐的投资评级。

表 1: 重点公司估值一览表

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	房价下跌 30% 后 RNAV	P/调整后 RNAV	10EPS	10PE	11EPS	11PE	评级
服务类												
世联地产	30.70	4.74	6.47					1.02	30.10	1.26	24.37	强烈推荐—A
商业地产												
中国国贸	11.38	4.24	2.68	14.10	0.81			0.17	66.94	0.58	19.62	强烈推荐—A
开发类												
金融街	7.44	5.03	1.48	13.40	0.56	10.00	0.74	0.57	13.05	0.74	10.05	强烈推荐—A
世茂股份	13.02	5.33	2.44	22.90	0.57	11.40	1.14	0.80	16.28	1.00	13.02	强烈推荐—A
张江高科	9.82	3.64	2.70	14.20	0.69	13.50	0.73	0.60	16.37	0.68	14.44	审慎推荐—A
浦东金桥	10.85	3.92	2.77	13.00	0.83	12.40	0.88	0.46	23.59	0.52	20.87	审慎推荐—A
开发类												
荣盛发展	11.89	2.86	4.16	9.80	1.21	3.70	3.21	0.65	18.29	0.98	12.13	强烈推荐—A
冠城大通	10.00	2.50	4.01	8.60	1.16	4.40	2.27	1.02	9.80	1.59	6.29	强烈推荐—A
格力地产	9.55	2.98	3.21	10.60	0.90	8.00	1.19	0.57	16.75	0.73	13.08	强烈推荐—A
首开股份	16.23	8.41	1.93	18.50	0.88	11.80	1.38	1.18	13.75	1.60	10.14	强烈推荐—A
金地集团	6.76	3.59	1.88	7.46	0.91	3.60	1.88	0.52	13.00	0.63	10.73	强烈推荐—A
鲁商置业	8.62	0.65	13.24	7.90	1.09	4.20	2.05	0.81	10.64	1.15	7.50	强烈推荐—A
福星股份	9.75	6.22	1.57	11.90	0.82	7.30	1.34	0.64	15.23	0.89	10.96	强烈推荐—A
苏宁环球	9.50	1.74	5.45	12.00	0.79	7.00	1.36	0.70	13.57	0.90	10.56	强烈推荐—A
华业地产	7.51	3.25	2.31	10.60	0.71	9.40	0.80	0.50	15.02	0.80	9.39	强烈推荐—A
招商地产	18.22	10.00	1.82	28.40	0.64	16.30	1.12	1.21	15.06	1.60	11.39	审慎推荐—A
万科 A	7.96	3.62	2.20	8.90	0.89	5.70	1.40	0.60	13.27	0.74	10.76	审慎推荐—A
保利地产	12.27	5.76	2.13	12.95	0.95	8.20	1.50	0.97	12.65	1.25	9.82	审慎推荐—A
中天城投	10.70	1.48	7.23	11.24	0.95	9.50	1.13	0.59	18.14	0.98	10.92	审慎推荐—A
北京城建	10.91	5.42	2.01	20.90	0.52	16.80	0.65	1.00	10.91	1.20	9.09	审慎推荐—B
天津松江	7.89	1.13	6.97	7.82	1.01	5.32	1.48	0.38	20.76	0.81	9.74	审慎推荐—A
新湖中宝	5.47	1.20	4.55	3.70	1.48	2.30	2.38	0.37	14.78	0.58	9.43	审慎推荐—A
龙元建设	10.05	4.84	2.08					0.50	20.10	0.80	12.56	审慎推荐—A
浙江广厦	5.42	2.17	2.50	5.10	1.06	4.10	1.32	0.43	12.60	0.48	11.29	审慎推荐—A
滨江集团	10.60	2.61	4.07	12.70	0.83	9.60	1.10	0.79	13.42	0.97	10.93	审慎推荐—A
信达地产	7.57	3.45	2.19	8.00	0.95	5.40	1.40	0.45	16.82	0.50	15.14	审慎推荐—A
苏州高新	6.29	2.96	2.12	6.20	1.01	5.70	1.10	0.45	13.98	0.49	12.84	审慎推荐—A
华丽家族	10.03	2.12	4.73	7.70	1.30	4.20	2.39	0.96	10.45	1.09	9.20	审慎推荐—A
亿城股份	5.14	2.82	1.82	6.40	0.80	3.90	1.32	0.49	10.49	0.58	8.86	审慎推荐—A
建发股份	7.16	2.14	3.35	7.70	0.93	4.70	1.52	0.49	14.61	0.61	11.74	审慎推荐—A
中南建设	11.04	3.47	3.18	13.90	0.79	6.70	1.65	0.79	13.97	0.87	12.69	审慎推荐—A
平均	10.31	3.69	3.52	11.61	0.90	7.68	1.44	0.67	16.92	0.89	11.92	

资料来源: Wind、招商证券研发中心 注: 股价为 8 月 10 日收盘价。

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》 2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》 2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》 2009/05/05
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》 2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》 2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》 2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》 2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》 2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》 2009/11/10
- 《全球房地产行业 2009 年 11 月月报》 2009/12/10
- 《全球房地产行业 2009 年 12 月月报》 2010/01/2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，7 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

洪俊骅，上海交通大学经济学与工学双学士，复旦大学管理学硕士，2006 年 7 月-2009 年 3 月在保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作，1 年证券从业经验，2010 年 1 月加盟招商证券，任房地产行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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和完整性不作任何保证。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征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。