

增持（维持）

预期逐步稳定，投资价值显现

——2010 年四季度地产行业投资策略

市场数据

房地产行业指数	1437.32
三个月涨跌幅	12.36%
上证综合指数	2806.94
沪深 300 指数	3132.90

相对股价表现



相关研究

报告摘要:

我们认为第四季度地产股将逐步显现出投资机会:

- **政策或将逐渐明朗，市场预期将逐步得到稳定。**地产低估值和高成交的困境，就是因为对政策调控预期的不确定造成的。市场预期的稳定，会使得估值恢复。我们认为今年发起的房地产调控政策会依旧从紧，但是可以看出，中央的调控目标、方针以及手段正逐步清晰。在本轮调控政策中，甚至连房产税的试点开征都给了市场较为确定的预期。因此我们认为后续的政策可能更多的在于细化和落实，超出市场预期的调控政策可能性不大。而对于房产税我们认为征收初期的税率可能较为适中，不会对市场价格产生较大的影响，以震慑房价上涨预期为主。
- **供应增加，需求的暂时遏制，房价将会出现小幅下跌。**房价下跌的意义：1、从万科的销售业绩来看，8 月份单月销售达 120 亿以来，9 月份达到 142 亿，再次创历史新高。表明了房价和销量之间较为明显的反向关系。2、从地产股票投资的角度来看，上半年房价和股价形成了反向的关系，主要是因为房价的上涨更强化调控的预期。如果房价下跌，能够稳定政策调控的预期，有利于估值的恢复。
- **第四季度的流动性将保持充裕，加上目前机构对地产的配置较低，地产股的价值洼地，或将重新获得市场的关注。**

投资策略：我们认为未来整体住宅开发可能受到长期调控的影响，住宅开发商的周转率会下降，利润空间也会受到压制。我们长期看好有品牌、资金实力、管理实力以及独特开发模式的企业。**第四季度对地产的投资策略围绕“十二五”规划的重点，我们认为，产业结构调整与区域发展将成为未来一两年的发展重点。**我们看好：（1）受益于区域发展的龙头企业，看好川渝地区、海西经济区等区域发展过程中所带动的地产需求，如渝开发、金融街、冠城大通。（2）产业结构调整过程中，消费和服务等行业将从中受益，同时会带动国内商业地产规模和内涵的提升，看好世贸股份。（3）由于重组，公司内在价值将得到大幅提升的公司，如 ST 东源，广宇发展。

房地产行业研究小组

黄玉梅 李项峰

8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

目录

1.调控政策再次频出，政策逐渐明朗.....	2
2.房价有望小幅下跌.....	4
3.流动性充裕，低估值或将重获青睐.....	5
4.投资策略	6

图表目录

图表 1 各地的限购令	2
图表 2 国庆期间的成交情况	3
图表 3 北京限购令之后的成交情况	3
图表 4 投资（机）性需求抛售房屋对市场供应的影响	3
图表 5 重点城市的可售面积逐周增加	4
图表 6 销竣比降低，供求关系变化	4
图表 7 房价下跌有利于估值恢复	4
图表 8 基金地产行业投资比重	5
图表 9 房地产行业的估值历史低位	5
图表 10 重点公司财务数据及评级	6

1.调控政策再次频出，政策逐渐明朗

9月28日，财政部出台公租房税收优惠政策。9月30日，国家有关部委分别出台措施遏制部分城市房价过快上涨的政策，标志着第二轮调控政策的开始。国庆期间上海出台相应细则，提出了每户家庭限购政策，加快房产税试点。期间深圳厦门宁波福州也出台了限购政策。

图表 1 各地的限购令

地区	限购方式
北京	政策出台后每个家庭只允许新购一套住房
上海	暂定本市及外省居民家庭只能在本市新购一套商品住房
深圳	户籍居民限购两套住房，但拥有两套住房的户籍居民暂停购房资格；有纳税和社保证明的非户籍居民限购一套房，其他外地人禁止购房。
厦门	2010年4季度同一购房家庭只能在厦门新购一套商品住房。
宁波	本市户籍居民家庭、能提供1年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非户籍居民家庭，只能新购一套住房，限新购一套住房。暂停无法提供在宁波1年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非户籍居民购房。
福州	从即日起至2010年12月31日，户籍居民家庭、有纳税和社保证明的非户籍居民在五城区内限新购1套住房。暂停拥有2套以上（含2套）住房的本市户籍居民家庭、拥有1套以上（含1套）住房的非本市户籍居民家庭、无法提供在本市1年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民的购房资格。

数据来源：德邦证券研究所

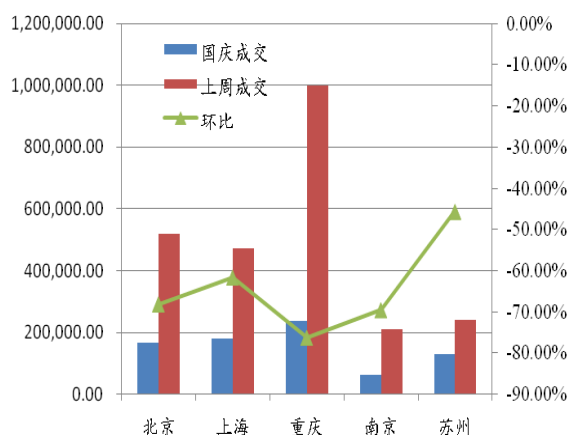
如何看待这第二轮调控政策？

敲打警示之意，力度弱于预期。与4月份的国十条相比，首付比例提高，全面停止三套房贷，限购政策是对国十条的加码，不过算不上是新政策。本次政策有敲打警示之意，主要是由于从9月份以来，包括中秋节火热的销售情况来看，市场有再度价量齐升的迹象。从力度上看，本次调控弱于4月份的调控政策。因为在未来6个月中，市场供应将有较大幅度的增长，届时房价下跌的可能性较大。正如我们之前报告中所分析的，在市场供应逐渐加大的情况下，政府也不愿看到重拳调控之后出现08年时的地产行业的惨状。

预计短期内会对需求形成一定的遏制：本次政策，政府采取更多的还是抑制消费的手段。效果上来看，国庆期间，成交面积明显回落。北京期房的网上成交面积环比下降了-68.13%，上海环比下降-61.6%，重庆环比下降-76.26%。而对于限购令的影响，我们认为可能短期的心理影响更大，比如北京限购令5月1日开始实行，成交量经过2个月的低迷之后，又逐步回升。此轮政策之后，各地可能陆续出台相应的细则，对购买者心理的冲击会大于实质，短期会对需求形成一定的遏制。

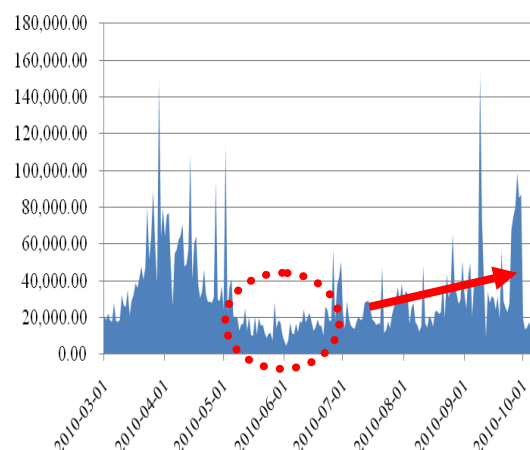
调控政策逐渐走向明朗：我们认为今年发起的房地产调控政策会依旧从紧，但是可以看出，中央的调控目标、方针以及手段正逐步清晰。在本轮调控政策中，甚至连房产税的试点开征都给了市场较为确定的预期。因此我们认为后续的政策可能更多的在于细化和落实，超出市场预期的调控政策可能性不大。唯独就是房产税实施的时间，实施的细则，还需等待进一步的明确。

图表 2 国庆期间的成交情况



数据来源：wind，德邦证券研究所

图表 3 北京限购令之后的成交情况



数据来源：wind，德邦证券研究所

注：数据为北京期房网签约面积

如何看待房产税的影响？

房产税的开征是必然，是改变我国财政过度依赖土地、增加财政收入的重要途径。国外房产税占财政收入的比重约 25-30%，而我国房产保有环节税收（房产税和土地使用税）占财政总收入（5.95 万亿）的比重为 2.9%（09 年财政部数据）。从 98 年房产商品化改革以来，我国共出售商品房面积约 55 亿㎡，如果按现价重估约 28 万亿，按照 1% 房产税征收，将增加收入 2800 亿，能提升保有税比重 4.7%。

征收房产税是否必然会降低房价？我们认为不一定，关键是要看市场对房价上涨的预期，如果购买者预期未来房价上涨的幅度快于每年的持有成本，那么征收房产税也不会减少投资和投机的需求。还有就是房产税的税率设置，如果税率设置过高，可能造成市场供应增加。我们以已售出的 55 亿㎡商品房为存量房，分别假设 1%，5%，10%，30% 为投资（机）性房产。如果当前投资（机）性房产占比 10%，即使不考虑新增供应，他们抛售房屋也能满足近 80% 的销售供应。由此，税率的设置对投资（机）者的行为影响较大，进而会对房价产生较大的影响。

图表 4 投资（机）性需求抛售房屋对市场供应的影响

投资（机）性需求的占比	1%	5%	10%	30%
增加市场供应（亿㎡）	0.55	2.55	5.5	16.5
占过去 5 年平均销售面积（7 亿㎡）	7.8%	36.4%	78%	235%

综合来看，我们认为征收初期的税率可能较为适中，不会对市场价格产生较大的影

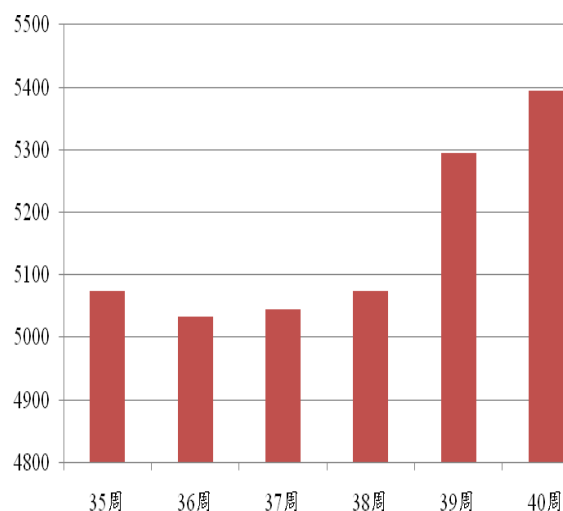
响，以震慑房价上涨预期为主。试点之后再视房价走势，调节税率。

2. 房价有望小幅下跌

中央的政策会立竿见影的使得需求得到遏制，同时，随着供应的逐渐增加，从9月份开始，我们就注意到商品房供应的增幅在加速。正如我们中期策略中所提到的，预计到年底，全国新增商品房供应将同比增长30-40%。在这种情况下，销竣比将降低，供求关系将发生变化。房价有望小幅下跌。

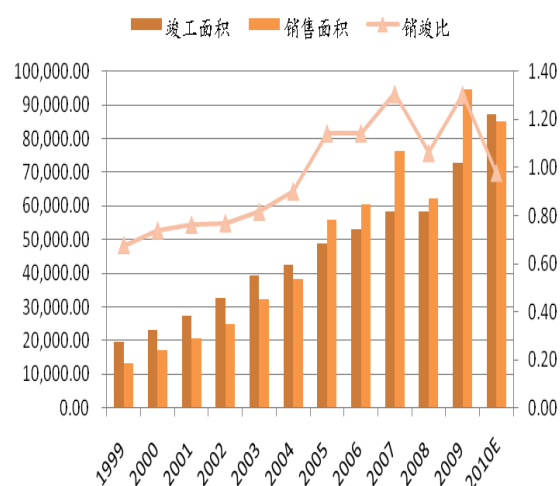
在上海调控细则中提到，以去年房价的平均水平作为土地增值税预征税率的基准。上海去年内环/中环/外环的平均价格分别为2.94万元/m²，1.52万元/m²，0.81万元/m²，低于当前房价水平30-50%。我们认为政府对房价的期望大约是20-30%的跌幅。

图表 5 重点城市的可售面积逐周增加



数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

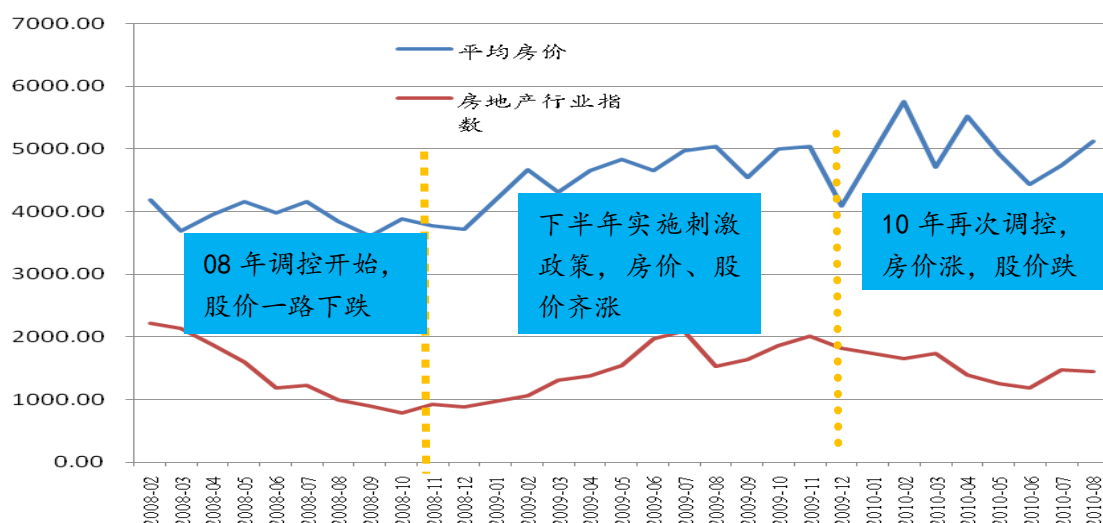
图表 6 销竣比降低，供求关系变化



数据来源：wind，德邦证券研究所

房价下跌的意义：1、从万科的销售业绩来看，8月份单月销售达120亿以来，9月份达到142亿，再次创历史新高。表明了房价和销量之间较为明显的反向关系。2、从地产股票投资的角度来看，上半年房价和股价形成了反向的关系，主要是因为房价的上涨更强化调控的预期。如果房价下跌，能够稳定政策调控的预期，有利于估值的恢复。

图表 7 房价下跌有利于估值恢复



数据来源: wind, 德邦证券研究所

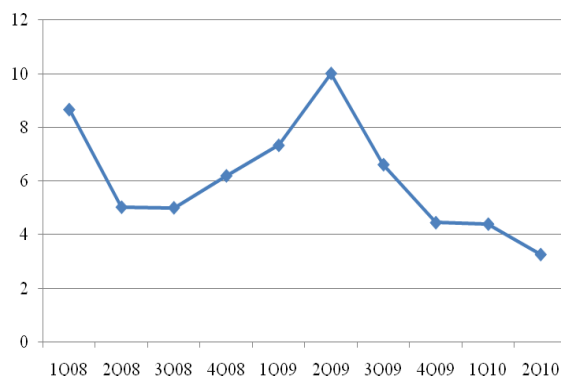
3.流动性充裕，低估值或将重获青睐

根据宏观研究，认为在目前情况下央行货币政策将维持中性，第四季度加息的可能性较小，另外信贷需求企稳回升，热钱由于人民币升值恢复流入，总体而言，四季度流动性依然充裕。

目前机构对地产的配置较低。我们统计了 10 年中期，所有非货币型基金对地产行业的配置比重为 3.26%，低于 08 年底基金对地产行业的配置（4.5%）。我们认为当前地产行业的情况好于 08 年底。从中报数据来看，行业预收账款 2554 亿，与去年同期相比增长了 70%。10 年中报的结算收入和预收账款合计约 3959 亿元，考虑毛利率的同比回升，我们测算当前已售情况锁定了去年净利润的 152%-169%。

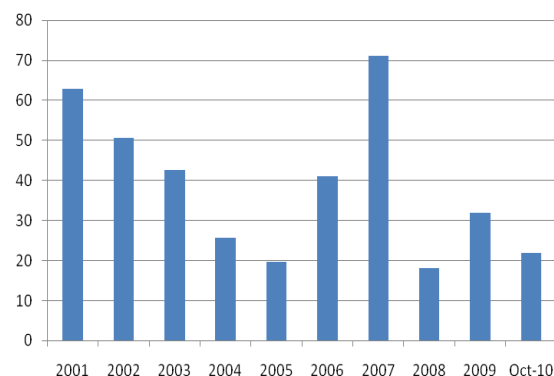
因此我们认为，当前机构对地产的态度太过悲观，随着政策预期的稳定，地产行业或将重获市场的青睐。

图表 8 基金地产行业投资比重



数据来源: 中国指数研究院, 德邦证券研究所

图表 9 房地产行业的估值历史低位



数据来源: wind, 德邦证券研究所

4.投资策略

我们认为未来整体住宅开发可能受到长期调控的影响，住宅开发商的周转率会下降，利润空间也会受到压制。我们长期看好有品牌、资金实力、管理实力以及独特开发模式的企业。第四季度对地产的投资策略围绕“十二五”规划的重点，我们认为，产业结构调整与区域发展将成为未来一两年的发展重点。我们看好：（1）受益于区域发展的龙头企业，看好川渝地区、海西经济区等区域发展过程中所带动的地产需求，如渝开发、金融街、冠城大通。（2）产业结构调整过程中，消费和服务等行业将从中受益，同时会带动国内商业地产规模和内涵的提升，看好世贸股份。（3）由于重组，公司内在价值将得到大幅提升的公司，如 ST 东源，广宇发展。

图表 10 重点公司财务数据及评级

证券代码	证券简称	收盘价	评级	EPS			PE		
		2010-10-11		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600067.SH	冠城大通	11.12	推荐	0.46	0.95	1.39	26.24	10.65	7.28
600048.SH	保利地产	13.42	推荐	0.77	1.05	1.30	17.45	12.83	10.34
600383.SH	金地集团	6.73	推荐	0.40	0.53	0.67	16.94	12.59	10.11
000926.SZ	福星股份	9.71	推荐	0.47	0.70	0.90	20.49	13.82	10.82
000537.SZ	广宇发展	24.29	推荐	0.16	0.18	0.20	67.47	9.65	8.38
000402.SZ	金融街	7.00	推荐	0.45	0.54	0.67	15.52	12.90	10.45
600823.SH	世茂股份	12.69	推荐	0.18	0.86	1.30	72.10	14.81	9.78
000656.SZ	ST 东源	9.77	推荐	0.07	0.52	0.58	146.92	18.79	16.84
600510.SH	黑牡丹	10.14	谨慎推荐	0.46	0.51	0.65	22.13	20.04	15.60
600736.SH	苏州高新	6.03	谨慎推荐	0.24	0.42	0.52	25.31	14.32	11.65
000671.SZ	阳光城	9.11	谨慎推荐	0.34	0.99	0.99	26.92	9.22	9.17

数据来源：wind，德邦证券研究所

投资评级

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 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。