

吴剑雄

执业证书编号: S0730209100118

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

房地产 2011: 高增长低估值下的投资机会

——房地产行业 2011 年投资策略

研究报告——行业策略

同步大市（维持）

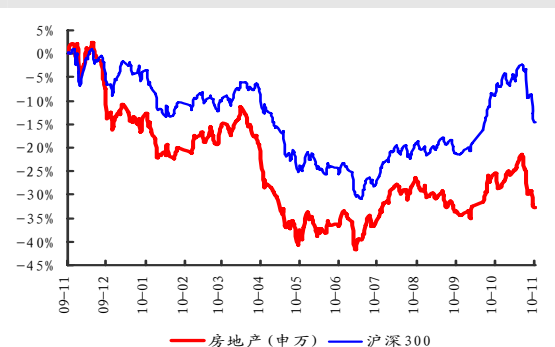
发布日期: 2011 年 11 月 12 日

盈利预测和投资评级

公司简称	10EPS	11EPS	11PE	评级
保利地产	0.98	1.30	9.94	增持
金地集团	0.52	0.68	9.03	增持
华发股份	0.95	1.21	8.83	增持
荣盛发展	0.62	0.81	14.38	买入
滨江集团	0.80	1.11	9.86	增持
福星股份	0.70	0.92	10.32	买入
华业地产	0.48	0.63	8.42	增持

注: 股价为 2010 年 11 月 12 日收盘价

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20100934 房地产行业 2010 年第三季度投资策略: 股价在房价和政策纠结中艰难潜行... 2010 年 9 月 9 日

20100531 房地产行业 2010 年下半年投资策略: 政策高压和业绩下调将是下半年的行业主题... 2010 年 5 月 31 日

20100367 房地产行业 2010 年二季度投资策略: 政策两难中寻找行业反弹性投资机会... 2010 年 3 月 30 日

联系人: 马钦琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

2011 年仍将是地产政策年, 物业税将成为行业大事件。房地产市场将在温和通胀下供销两旺, 行业业绩确定性增长。我们维持行业“同步大市”的投资评级, 建议投资者标配。

投资要点:

- **2011 年仍将是地产政策年。**房地产行业地位将在“十二五”规划中逐渐失去支柱产业地位, 而物业税将可能出台, 并深刻影响行业发展, “新国 X 条”也将继续出台, 但诸多的政策必以不逆转行业发展为底线, 促进产业长期健康发展为目标, 如果行业出现衰退, 政策必将会或明或暗地放松。
- **通货膨胀是 2011 年购房决定因素之一。**通货膨胀将是明年经济生活的主要特征, 理性居民在投资渠道和产品有限的条件下选择购房作为对抗通胀的主要手段。
- **2011 年楼市有望实现供需两旺。**当前的购房需求犹如被装在瓶子里的魔鬼, 只等政策这个瓶盖打开。而楼市供给同样充足, 稳定的房价有望使得市场供求两旺。
- **2011 年行业业绩确定性高增长。**行业业绩增速将在 30% 以上, 行业毛利率将保持在 35% 以上。由于明年的政策具有较大不确定性, 企业资金量将取决于销售状况, 但行业资金链断裂的风险很小。
- **行业成估值洼地。**无论横向比较还是纵向比较, 房地产行业的估值都处于低位, 虽然行业依然面临政策的打压, 但是业绩确定性使得行业估值具有安全性。
- **维持行业“同步大市”的投资评级。**低估值和业绩确定性增长构成大胆配置地产股的基石。我们维持房地产行业“同步大市”的行业投资评级, 建议对地产行业进行标配。
- **风险提示。**宏观经济紧缩的风险; 房地产行业调控政策进一步紧缩的风险; 房地产企业因为销售不畅而资金链断裂的经营风险。

目 录

1. 地产政策：2011 年依然是地产政策年	4
1.1 “十二五”规划对于房地产行业的具体表述	4
1.2 “十二五”规划对房地产行业在国民经济中的定位	5
1.3 物业税将是 2011 年房地产行业的重大事件	5
1.4 既有政策的持续性	6
1.5 “新国 X 条”政策	6
2. 房地产市场：价格平稳下的供求两旺	7
2.1 市场需求：通胀熏烤下的购房需求更加旺盛	7
2.2 市场供给：确定性高增长	11
2.3 供求关系：由供不应求走向更趋平衡	12
2.4 房价：政策和市场供求双重规范下的稳定	14
4. 2011 行业财务：业绩确定性高增长	15
4.1 2011 年行业业绩确定性增长超过 30%	15
4.2 2011 年行业毛利率将继续保持高位稳定	16
4.3 2011 年行业资金压力取决于销售状况	16
5. 行业估值	18
5.1 房地产板块相对估值具有较大优势	18
5.2 房地产行业历史估值接近最低	19
6. 2011 年投资策略	21
6.1 低估值和业绩确定性增长构成大胆配置地产股的基石	21
6.2 行业投资评级：同步大市	21
7. 限售股解禁情况	22
8. 行业风险提示	22
9. 重点公司	22

图目录

图 1: 最近两年 M1 供应及增速	8
图 2: 最近两年 M2 供应及增速	8
图 3: 最近两年 CPI 同比增长率	9
图 4: 最近两年 PPI 同比增长率	9
图 5: COMEX 黄金价格走势	9
图 6: 郑州棉花期货价格走势	9
图 7: 全国商品房累计销售面积增速及预测图	10
图 8: 全国商品房累计销售金额增速及预测图	10
图 9: 北京期房销售面积、增速及预测图	10
图 10: 上海住宅销售面积、增速及预测图	10
图 11: 深圳住宅销售面积、增速及预测图	11
图 12: 广州住宅销售面积、增速及预测图	11
图 13: 过去近两年全国土地购置面积及增速图	12
图 14: 过去近两年全国完成土地开发面积及增速图	12
图 15: 过去近 2 年全国新开工面积及增速图	12
图 16: 过去近 2 年全国商品房施工面积及增速图	12
图 17: 竣工面积/销售面积走势及预测图	13
图 18: 北京 2010 年来住宅去化周期走势图	13
图 19: 上海 2010 年来住宅去化周期走势图	13
图 20: 深圳 2010 年住宅来去化周期走势图	14
图 21: 广州 2010 年来住宅去化周期走势图	14
图 22: 北京近 2 年房价走势图	15
图 23: 上海近 2 年房价走势图	15
图 24: 深圳近 2 年房价走势图	15
图 25: 广州近 2 年房价走势图	15
图 26: 房地产行业毛利率走势及预期	16
图 27: 房地产与其他板块 TTM 静态市盈率比较	19
图 28: 房地产与其他板块预测动态市盈率比较	19
图 29: 房地产与其他板块市净率比较	19
图 30: 房地产与其他板块 PEG 比较	19
图 31: 房地产板块 TTM 静态市盈率近 3 年走势图	20
图 32: 房地产板块静态市净率近 3 年走势图	20

表目录

表 1: 行业龙头业绩保障情况表	16
表 2: 重点关注房地产企业第 3 季度资金状况列表	17
表 3: 重点公司估值	20
表 4: 重点公司股份解禁时间表及解禁比例	22

房地产行业从来没有像 2010 年那样成为政策和社会舆论持续打压和指责的焦点，房地产行业也从来没有像今天这么纠结，地方 GDP 增长和土地财政要求支持它，而社会和谐稳定又要求打压它。对于房地产，社会各利益阶层既爱之，又恨之。在当前既要强调经济增长，又要强调社会和谐的特殊时期，房地产行业更是各种利益和爱恨纠缠争斗的焦点。地产行业既牵扯着社会经济的方方面面，又受社会方方面面的影响。要对房地产行业有清晰的认识，无疑是件非常艰难的事情。我们本着简单而重要的原则，力求在千头万绪中理出最主要的那一缕，在盘根错节的利益关系中理出最根本的决定因素。

1. 地产政策：2011 年依然是地产政策年

1.1 “十二五”规划对于房地产行业的具体表述

毫无疑问，房地产行业未来较长时期的发展趋势在很大程度上取决于“十二五”规划。通过对《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》（以下简称《建议》）的解读，我们可以总结出以下几点结论。

1、《建议》坚定确定了城镇化的方向，为房地产行业规划长远的发展空间。坚持城镇化是十二规划的主题之一，“要把符合落户条件的农业转移人口逐步转为城镇居民作为推进城镇化的重要任务。”

2、规划了城市发展结构问题。《建议》明确指出，“按照统筹规划、合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展。”由此可见，未来 5 年，中小城市的发展速度将有望快于大城市及特大城市。

3、抑制投资和投机需求将是未来调控的主线。《建议》明确指出，“完善符合国情的住房体制机制和政策体系，合理引导住房需求。……加强市场监管，规范房地产市场秩序，抑制投机需求，促进房地产业平稳健康发展。”

4、保障性住房地位在调控体系中地位将进一步提高。《建议》明确规定，“强化各级政府职责，加大保障性安居工程建设力度，加快棚户区改造，发展公共租赁住房，增加中低收入居民住房供给。”

5、房产税时间表依然没有确定。《建议》明确规定，“研究推进房地产税改革。逐步健全地方税体系，赋予省级政府适当税政管理权限。”

1.2 “十二五”规划对房地产行业在国民经济中的定位

房地产行业是否会继续在“十二五”中享有支柱产业的行业地位至关重要。通过对“十二五”规划的解读，我们认为：**房地产业的行业地位有所降低，不再享有支柱地位，但是地位降低将是个渐进的过程。**

“十一五”期间，房地产行业在国民经济中享受支柱产业的地位，因此在其间经历了大发展，但是也正因为其地位过高，造成了国内经济结构失衡，地方经济过分依赖房地产行业，房价难以遏制等现实亟待解决重大问题。

“十二五”规划对于地产的地位定位问题将关系地产行业的长期发展方向和速度。《建议》并没有明确给出地产行业的定位，但从《建议》中我们可以解读出：**房地产业的地位在下降，不再享有行业支柱的地位。**《建议》最着重强调的是**“加快转变经济发展方式”**，《建议》明确规定，“以加快转变经济发展方式为主线，是推动科学发展的必由之路，符合我国基本国情和发展阶段性新特征。加快转变经济发展方式是我国经济社会领域的一场深刻变革，必须贯穿经济社会发展全过程和各领域。”

过去我国的经济过于依赖房地产行业，在以强调“转变”为核心的“十二五”期间，地产行业的行业地位自然会降低，可以预见，“十二五”期间，房地产行业在经历了过去的政策支持大繁荣后，其在国民经济中的行业地位将会逐渐降低。

2011年房地产业的地位不会因为“十二五”规划立即降低。发展方式和结构调整的转变绝不会一蹴而就，地产土地财政在税收体制没有更变革之前不可能立即改观，因此，房地产行业地位的降低必然是个渐进的过程，明年突然降低的可能性很小。

1.3 物业税将是 2011 年房地产行业的重大事件

物业税出台已经不存在市场上讨论的技术或者法理上的障碍。对于市场上讨论的物业税存在房屋价值市场化评估、税收征管的成本问题等技术环节上的障碍，由于物业税已经在全国大多数城市经历了长时间的空转试验，因此，在技术层面上几乎没有什么大的障碍。

市场还在讨论物业税的开征存在法理上的障碍，主要认为，由于土地私人所有制是征收不动产税（物业税）的法理基础，显然，我国房屋只是租赁 70 年的公有土地使用权，因此征收物业税有悖法理。另外，由于住宅土地招拍挂已经一次性收取了 70 年的土地使用费，因此物业税的开征属于重复征税。对此，我们认为法理障碍在一定程度上确实存在，但是却并不是不可克服的障碍，由于政府有开征税收和解释税收的权力，因此，可以通过变更税种名称多种方法克服法理上的问题。

物业税在明年出台是大概率事件。物业税的时间表是关键问题，但也一直是悬而未决的问题。上海的“沪十二条”明确表述，“按照国家加快推

进房产税改革试点的工作要求，本市（上海市）将积极做好房产税改革试点的各项准备工作。”而根据“十二五”规划的《建议》，尽管没有明确的物业税时间表的表述，但可以看出，物业税不但是大势所趋，而且出台的时间窗口已经打开。

物业税是政府调控房地产工具箱中仅剩的大杀伤力工具。物业税被市场及政策制定者给予了调控楼价的重大期望。然后，物业税的影响将因为物业税的具体规定内容不同而差距巨大。目前关于物业税的具体内容的传闻有很多版本，关于税基和税率的差别也很大，因此对于其政策效果的预测也难以判断。我们认为，由于物业税出台冲击力较大，根据以往出台政策原则，物业税的出台也将会遵循由简入难，由点到面的原则，尽量减少物业税对于房地产行业及整体经济的出现重大负面冲击。由此，我们认为，物业税不会在短期内改变房价的走势，出现房价因物业税而大跌的可能性也很小。

1.4 既有政策的持续性

“新国五条”及各地新政构成了当前调控政策的主体，其内容涉及地产行业的多个领域和环节，按性质大致可以分为两类，一类是贷款首付比例及利率等金融类政策，一类是“限购”（本市居民只能新购一套或者两套）“限外”（限制外省市居民购房）等行政性政策。这些政策的持续性将成为明年地产政策的另外一个焦点。

高首付和差别化利率的市场化金融政策仍将构成明年的政策主体。这类金融政策是市场化调整需求最直接有效的政策，能较好地地区别刚性需求和投资投机需求，更能精准抑制投资和投机需求。由于房价上涨的压力将长期存在，因此高首付低折扣的金融政策仍将继续，而根据市场情况灵活地调整首付比例和利率折扣则成为政策的主要常规手段。

“限购”“限外”类行政政策。在特定时期的房价上涨压力过大情况下“限购”和“限外”可以起到立竿见影的作用，但是这类政策因为其行政强制性而只能在特定时间短时间存在，在房屋买卖市场已经高度市场化的条件下，不能作为常规的调控政策手段。行政式地压制需求将会造成市场价格的扭曲，从根本上破坏房地产行业健康持续发展的基础。在各地的“限购”“限外”政策中，也都加上了“在特定时期”的条件。因此，我们认为，当2011年市场条件成熟时放开此类行政式强制政策将成为必然。

1.5 “新国X条”政策

2010年，楼市调控经历从“新国十条”到“新国五条”，从“国X条”到“地方X条”的演进。尽管政策不断，但房价上涨的压力依然巨大。在供需不平衡和通胀大宏观背景下，房价上涨的压力将长期存在，我们可以预见，2011年，“新国X条”以及“地方X条”仍将继续出台，政策与房价的纠缠和博弈将会贯穿全年。

“新国 X 条”的政策底线。无论是“新国十条”还是到“新国五条”，其目的都在于遏制房价的过快上涨，而非逆转房地产行业的发展趋势，更无意导致行业衰退。由于房地产行业承载着地方 GDP 增长及土地财政的重任，地方经济对房地产的依赖的弱化绝非短期内能实现。因此我们认为，未来一年的“新国 X 条”无论出台什么内容，其政策底线仍将是保持当地房地产行业的持续健康发展，一旦房地产拖累了 GDP 增长和土地财政收入，调控政策将不可避免会或明或暗地放松。

“新国 X 条”的政策效果预期。被市场寄予无限希望的“新国十条”以失败而被“新国五条”取代，我们在前期的报告中认为，“新国十条”失败的根本原因在于，在既有的以房地产为支柱产业的发展模式下，以房产和土地为中心的利益关系极其复杂，运动式的调控注定只能在短期内取得效果，在缺乏系统性制度建设情况下，其长期作用的结果都只能是使得房地产市场资源出现错配，不但不能解决房价问题，反而加剧楼市深层次的矛盾，楼价被越调越高即是佐证。

号称史上最严厉的“新国十条”失效也加剧了未来“新国 X 条”的政策成本。“新国十条”失效强化了社会公众的“调控最终会失败”和“房价越调越涨”的预期。这种强化的预期增加了“新国 X 条”政策成本，使得“新国 X 条”政策发生效果的难度越来越大。

我们的核心观点：根据“十二五”规划的《建议》，房地产行业在国民经济体系中的重要性将降低，但是这将是渐进的过程。物业税在明年出台将是大概率事件，但其对房地产行业的影响将可能比消费者期望的小。过去的调控政策将在 2011 年做出调整，而“限购”“限外”等政策最可能将松动。明年将极有可能出现新的“国 X 条”，但其政策底线也将以不损害地产的健康长期发展为底线，政策效果也将有限。

2. 房地产市场：价格平稳下的供求两旺

2.1 市场需求：通胀熏烤下的购房需求更加旺盛

此轮房地产调控政策的核心思想之一就是严格压制需求（包括刚性和投资、投机），弱化房地产的金融属性，回归其居住基本消费品本性。但是当前房地产行业所处的宏观环境决定了这样的调控目标难以真正实现。

2008 年末到 2009 年末的房地产调控清楚地表明，房地产的金融属性决定了储蓄高而投资渠道有限的国情条件下，宽松的货币、信贷政策和通胀环境对需求膨胀和房价的上涨有直接的影响。当前，房地产的“有效需求”在差别化贷款政策及“限外”“限购”等政策压制下被暂时性地强行压制，但是其“潜在需求”并没有因为政策压制而减少，相反，潜在购房需求在通货膨胀和资产价格上涨的烈火烘烤下日益膨胀。

一、决定 2011 年购房需求的关键因素

1、刚性需求的决定因素短期内没有发生大的变化，由此决定的刚性需求稳定增长。

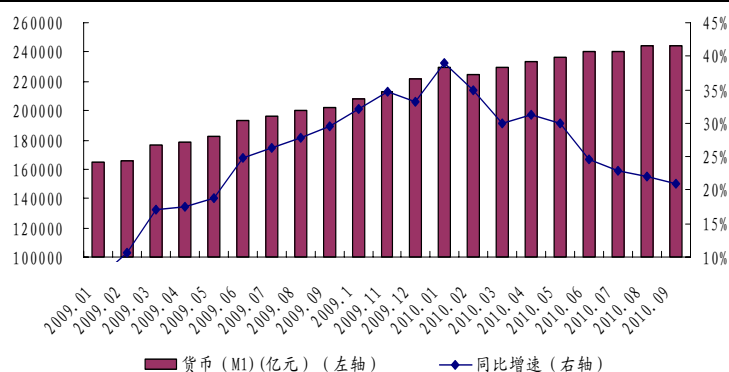
刚性需求的数量关系我们在以前的多个报告中详细论述过。刚性需求主要由适龄购房人群的自然增长和城镇化催生的需求组成。房地产的刚性需求由国家的宏观经济增长速度、居民可支配收入增长、城市化及人口结构等客观经济因素决定的，这些客观经济及人口因素在短期内并不会因为房地产政策的压制而改变。另外，由于“新国十条”和“新国五条”，部分刚性需求因为支付能力削弱而被迫推延，这部分需求并不会因为政策压制而自然消灭。

2、通货膨胀与资产价格上涨压力将成为 2011 年购房需求的决定性因素之一。

通货膨胀及资产价格泡沫压力将是 2011 年的主要经济特征之一。根据货币主义理论，通货膨胀根本上是一种货币现象，货币供应过量必然会引起通货膨胀和资产价格泡沫。根源于国家应对危机的经济刺激计划，国内实行极其宽松的货币政策和积极的财政政策，天量货币的投放导致了国内流动性泛滥。另外，美国启动新一轮量化宽松政策，在全球输出通货膨胀。通货膨胀和资产价格泡沫已经成为经济生活的主要现象，也将成为决定居民投资与消费的主要决定因素之一。

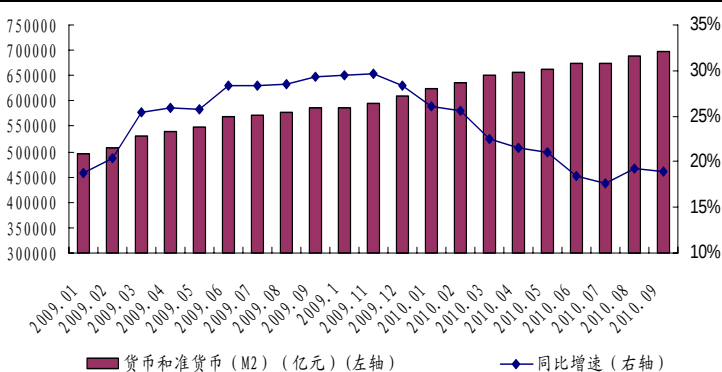
政府对待通胀的态度至关重要。控制通货膨胀无疑是政府的主要货币政策目标之一，货币政策无疑不会容忍过高的通货膨胀。面对通胀和资产价格上涨，加息无疑是最好的货币政策工具。但是是否采取紧缩性的货币和财政政策除了取决于通胀水平外，还取决于 GDP 增速等经济增速问题。由于国内处于多个两难的经济困局中，在利用加息等政策工具上政府将会十分谨慎，由于国内 CPI 所反映的通货膨胀水平一直在可控和可容忍的范围内，不存在恶性的通货膨胀，这也就意味着政策偏向于为了保证经济增长而必须容忍一定的通胀和资产价格泡沫。

图 1: 最近两年 M1 供应及增速



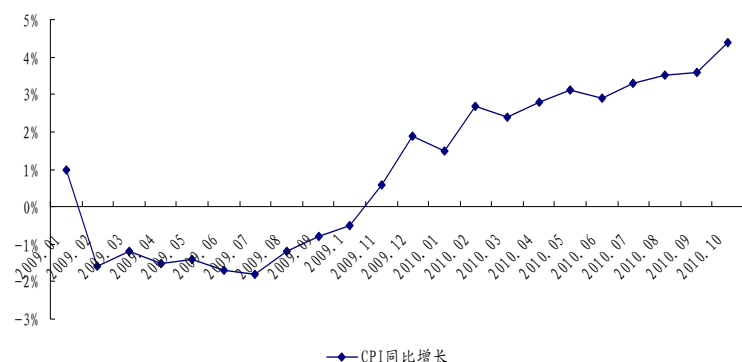
资料来源：中原证券，中国人民银行网站

图 2: 最近两年 M2 供应及增速



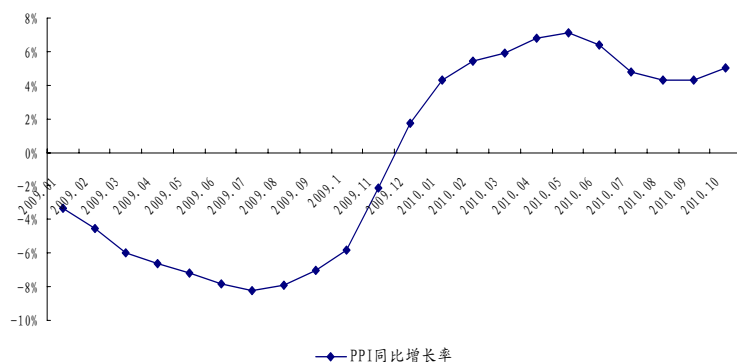
资料来源：中原证券，中国人民银行网站

图 3：最近两年 CPI 同比增长率



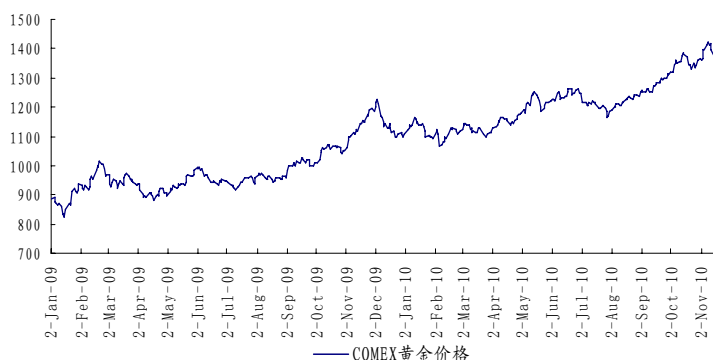
资料来源：中原证券，Wind

图 4：最近两年 PPI 同比增长率



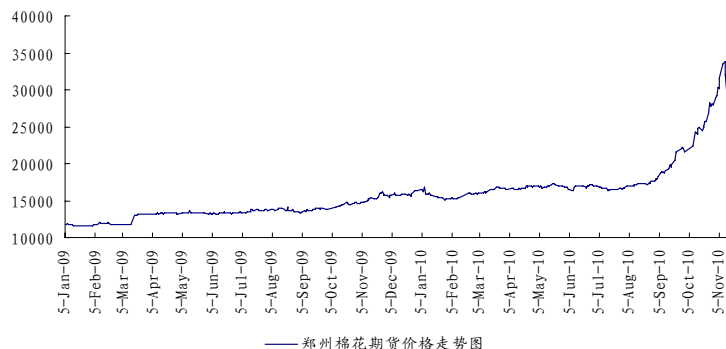
资料来源：中原证券，Wind

图 5：COMEX 黄金价格走势图



资料来源：中原证券，Wind

图 6：郑州棉花期货价格走势图



资料来源：中原证券，Wind

3、通胀环境下居民的理性行为。理性经济人是经济学的最基本的假设，在通胀的环境下，资产保值增值是每个经济人必须面对的问题，而目前居民可以投资的品种和市场狭窄，房地产一直以来都是普通居民最为青睐的投资品种。因此，在通胀的环境下，刚性需求唯恐房价更高而会提前入市，加上房价几乎从来都是上涨的历史以及公众不断强化的“房价越调越高”的预期，无论是出于自住需求还是出于资产的保值增值，居民都会将主要的目标投向房地产。

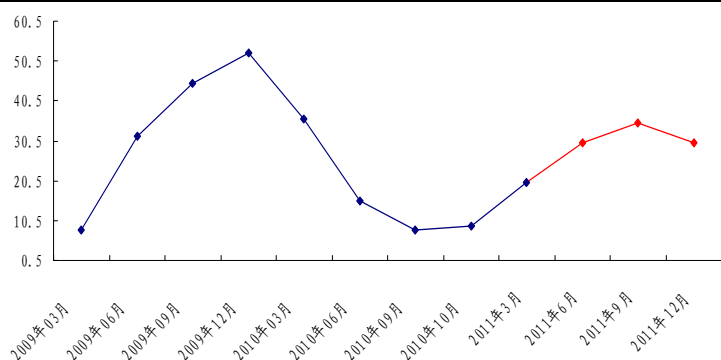
4、房地产将成为潜在的炒作目标。资本具有逐利的天性，只要有足够的回报，资金就会毫不犹豫进行炒作。自新一轮地产调控后，由于炒房渠道被堵死，过剩的货币转向疯狂炒作农产品，由此出现了诸如绿豆、生姜、糖、棉花、苹果等农产品的疯狂，也出现了黄金等贵金属的持续大涨。长期以来，房地产一直是投资和投机资金炒作的首选标的。当前由于政策限制，投资和投机需求被政策暂时性地压制，但是这种需求在通胀的温床下不断发酵。投资、投机等炒作需求如同被关在瓶子里的魔鬼，只等政策这

个瓶盖被打开。

二、需求的数量化分析

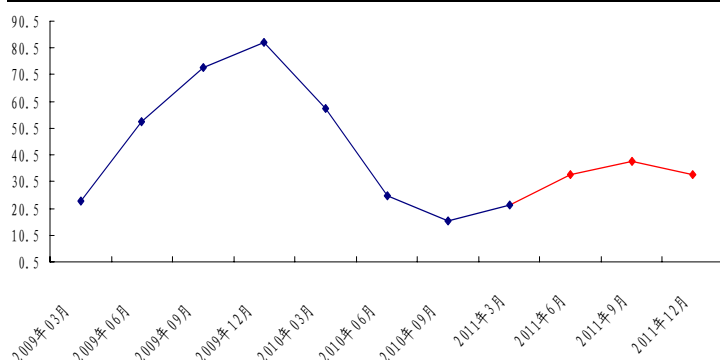
基于上述购房需求驱动因素的分析，我们根据自己的模型测算 2011 年的需求增长率，在我们的模型中，由于刚性需求增长具有平稳的特点，刚性需求的自然增长率构成预测购房需求增长率的主要权重，而因通货膨胀催生的投资和投机需求给予较小权重。由此我们预计全国商品房销售面积增速在 22%-35% 之间。

图 7：全国商品房累计销售面积增速及预测图



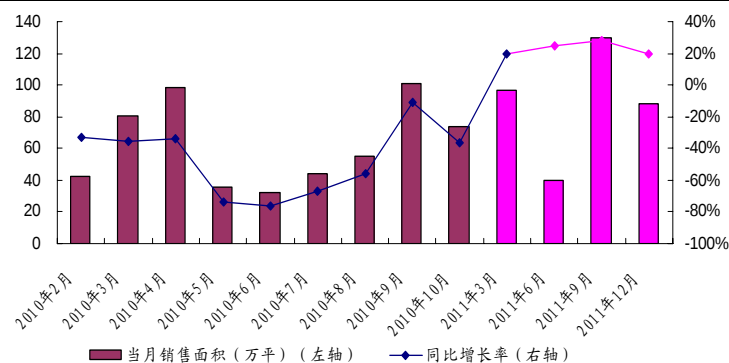
资料来源：中原证券，Wind

图 8：全国商品房累计销售金额增速及预测图



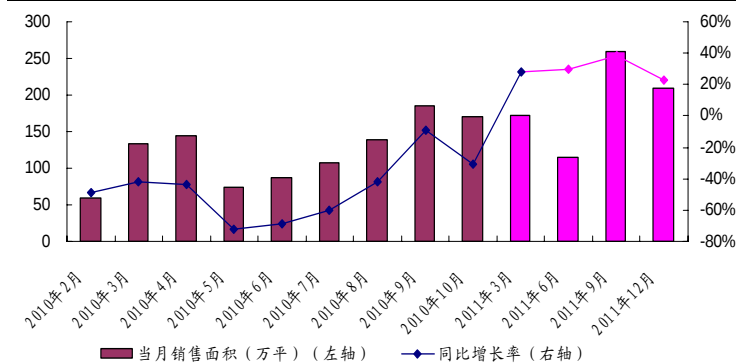
资料来源：中原证券，Wind

图 9：北京期房销售面积、增速及预测图



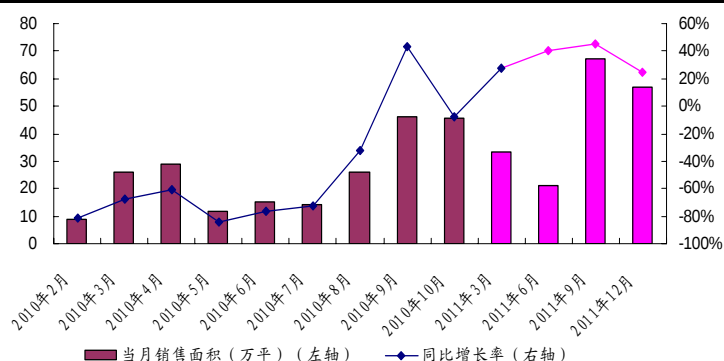
资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 10：上海住宅销售面积、增速及预测图



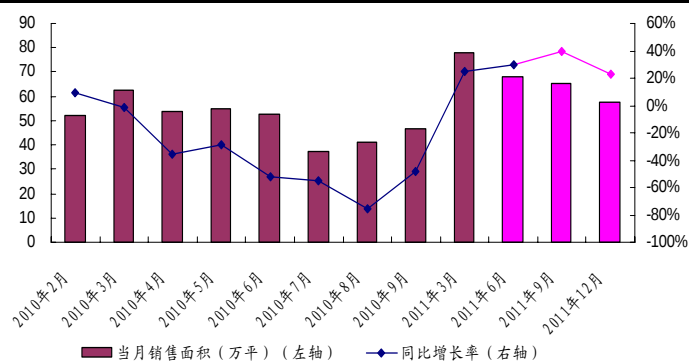
资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 11: 深圳住宅销售面积、增速及预测图



资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 12: 广州住宅销售面积、增速及预测图



资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

2.2 市场供给: 确定性高增长

目前控制需求的政策已经非常清晰, 落实调控政策中的增大住房有效供应成为本轮调控成败的关键, 也是未来市场走势的关键。

1、全国计划土地供应和实际成交都大幅增长。根据中国指数研究院检测的数据, 2010 年 1-9 月, 全国 105 个城市累计成交住宅用地 22989.40 万平方米, 同比增加 49%。2010 年住宅用地供应量增加, 增强了开发企业拿地的可能。1-9 月, 10 个重点城市中有 6 个城市的住宅用地累计成交量超过去年同期, 其中成都、上海成交量同比增幅超过 40%, 南京和天津超过 30%, 但是十个重点城市土地成交量增幅全部低于全国平均水平。一线城市处上海外, 其他城市累计成交量出现下滑, 深圳今年仅成交 1 宗住宅用地, 成交面积 20 万平方米, 同比减少 65%。

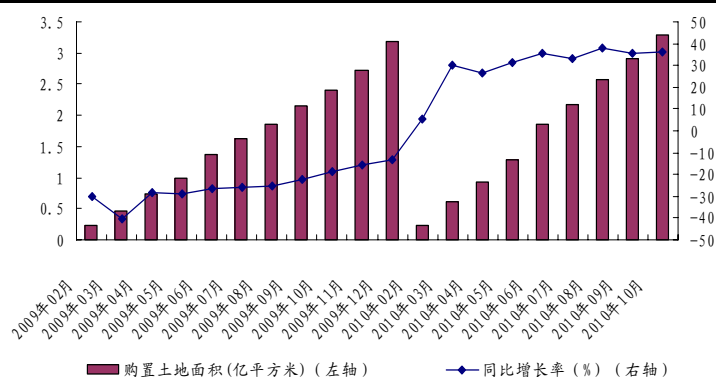
2、全国土地购置面积和土地开发面积同比快速增长。由于禁止开发商囤地禁令的存在, 土地从购置到形成有效供给一般大约需要 2 年到 1 年半左右时间。过去 10 个月, 全国土地购置面积从负增长猛然提高到超过 30% 的增长, 这就意味着明年下半年开始的有效供给将放大。

3、全国商品房新开工面积高速增长。房屋从新开工到形成有效供给大约需要半年至 1 年时间。过去 8 个月, 新开工面积一直保持超过 60% 的高速增长。由此可以推算, 2011 年从年初开始有效供给即将大幅度增加。

4、全国商品房施工面积快速增长。房屋从施工大约只需半年到半年即可形成有效的供给。过去 10 个月, 施工面积一直保持接近平均 30% 的速度增长。由此指标可以见, 2011 年开始, 楼市的供给有望大幅增加。

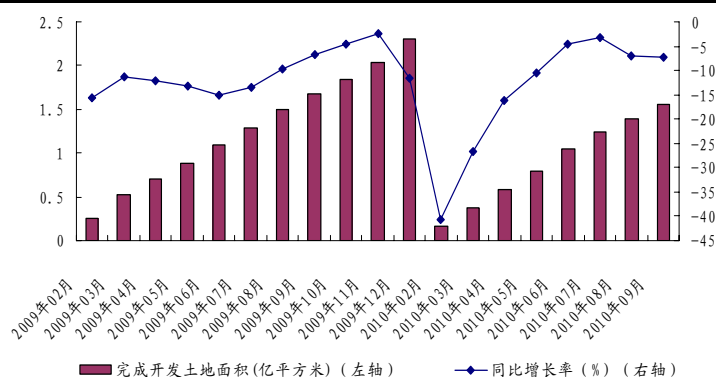
结论: 从土地购置面积增速、新开工面积增速和施工面积增速等供给先验性指标分析可以比较确定地看出, 2011 年全年房屋的有效供给都将在保持在 30% 增速之上。

图 13: 过去近两年全国土地购置面积及增速图



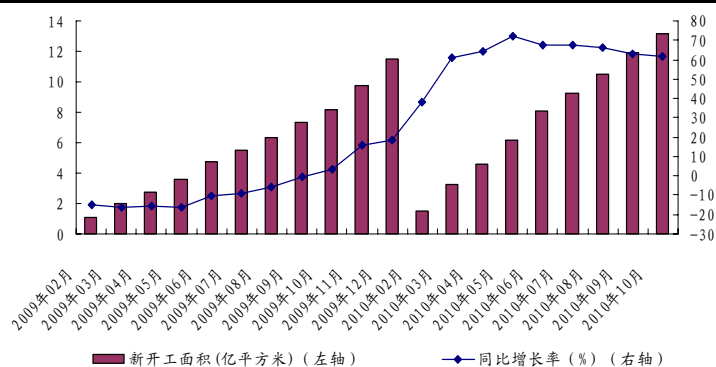
资料来源: 中原证券, Wind

图 14: 过去近两年全国完成土地开发面积及增速图



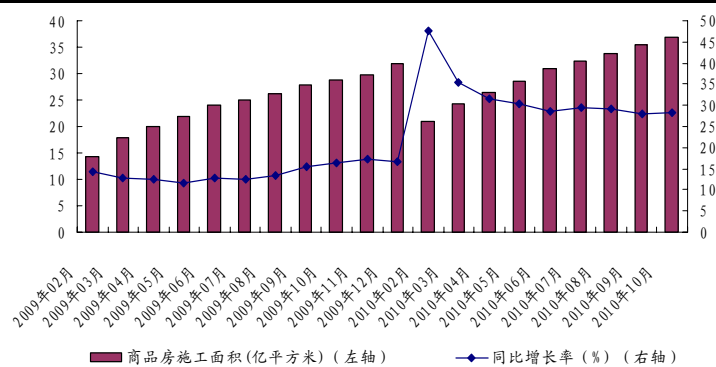
资料来源: 中原证券, Wind

图 15: 过去近 2 年全国新开工面积及增速图



资料来源: 中原证券, Wind

图 16: 过去近 2 年全国商品房施工面积及增速图



资料来源: 中原证券, Wind

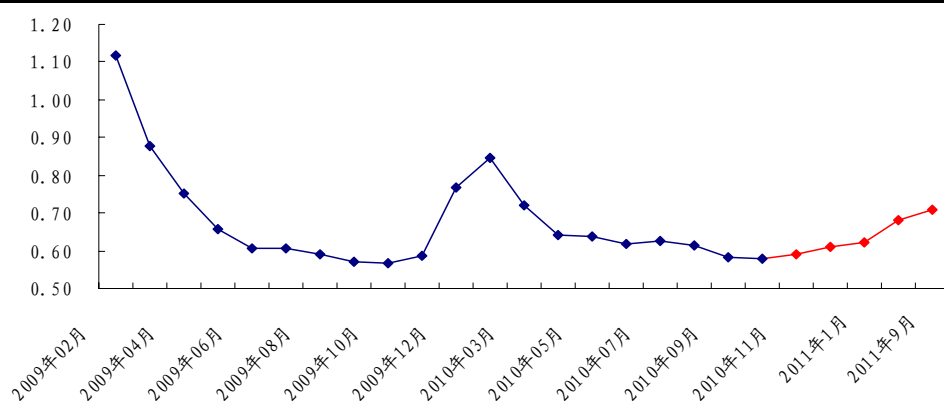
2.3 供求关系: 由供不应求走向更趋平衡

供求关系取决于供给和销售, 由于两者都处于动态变化之中, 精确计量供求关系不是件容易的事情, 我们通过市场常用的两个指标来评估住宅市场的供求关系。

1、供求关系指标之一 (竣工面积/销售面积: 如果该数值小于 1, 则表明供不应求, 该指标数值越小, 表明越是供不应求; 相反, 如果该数值大于 1, 则表明供过于求)。该指标从 2010 年 2 月份的 0.85 一路下滑到 10 月份 0.58。该指标显示供求关系 2010 年以来供不应求局面一直越来越严重。

高速增长的销售面积和新开工面积意味着高速增长的竣工面积, 而由于调控政策效果的持续显现, 销售面积增速将有所减缓, 我们预计该指标将会在明年开始出现较为明显的好转。

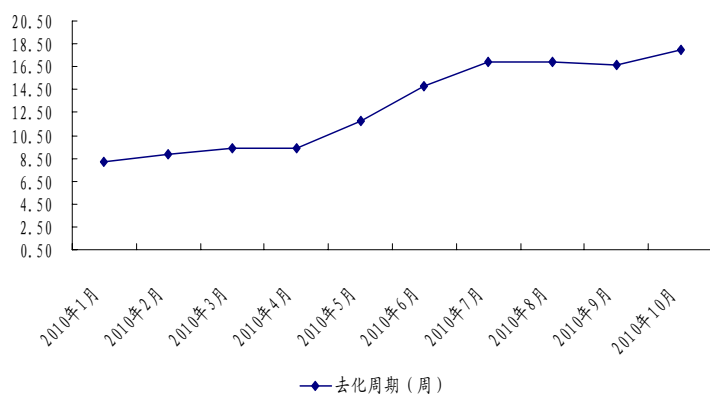
图 17: 竣工面积/销售面积走势及预测图



资料来源: 中原证券, Wind

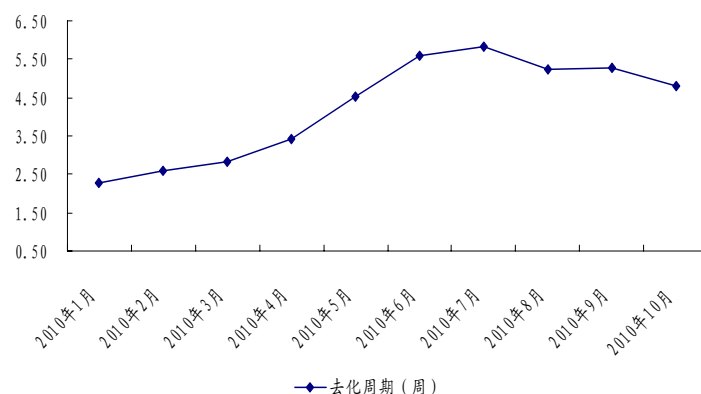
2、供求关系指标之二(住宅去化周期指标=可售面积/过去6个月平均销售面积,周期越长,表明销售速度越慢)。从北京、上海、深圳、广州四个核心城市的去化周期指标分析,随着2010年下半年入市楼盘增加以及新一轮调控开始,去化周期明显拉长,核心城市楼市供不应求关系有所改善。

图 18: 北京 2010 年来住宅去化周期走势图



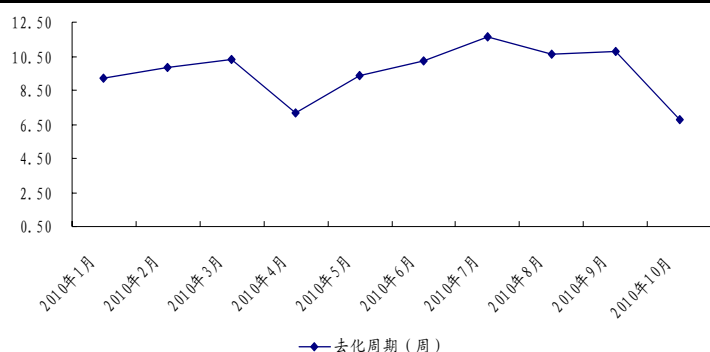
资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 19: 上海 2010 年来住宅去化周期走势图



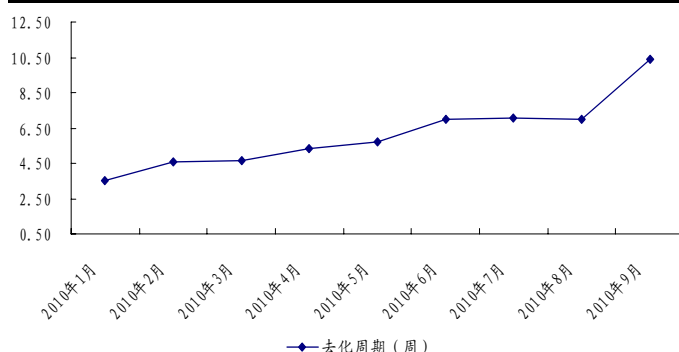
资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 20: 深圳 2010 年住宅来去化周期走势图



资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 21: 广州 2010 年来住宅去化周期走势图



资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

我们的结论: 从前面的需求和供给分析可以看出, 由于需求旺盛和供给高速增长同时存在, 其具体的相对数值关系难以准确预测, 而其趋势性的变化在很大程度上取决于未来一年政策的强弱程度, 从我们的指标预测来看, 未来楼市整体供求关系将趋向更加平衡。

2.4 房价: 政策和市场供求双重规范下的稳定

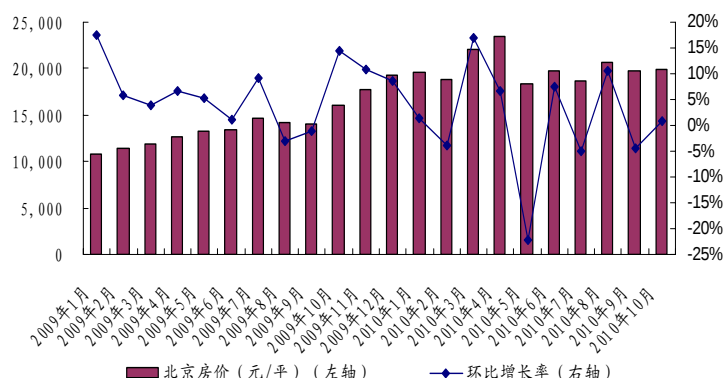
房价是市场和政策的核心问题。房价的走势主要决定于市场供求关系及政策, 但又反作用于市场供求关系和政策, 房价与政策将一直才处于动态博弈之中。

市场供求关系的更加平衡为 2011 年房价的稳定提供了市场基础。尽管购房需求在通胀的环境下将会继续快速增长, 但是由于 2011 年的供给已经确定性的高速增长, 供求关系将会进一步平衡, 这有利于价格的稳定。

政策的打压也将迫使房价在一定区间内保持稳定。房价作为调控政策治理的重要目标, 如果房价出现较大的上涨, 无疑会招致更多更严厉的政策打压, 会在短时间内改变局部的供求关系, 房价也会在短时期内做出调整。在政策和房价这对相互制约的关系中, 由于我们预计 2011 年楼市供求关系更趋平衡而使得房价具有稳定的基础, 因此, 相对稳定的房价将有助于政策的稳定。

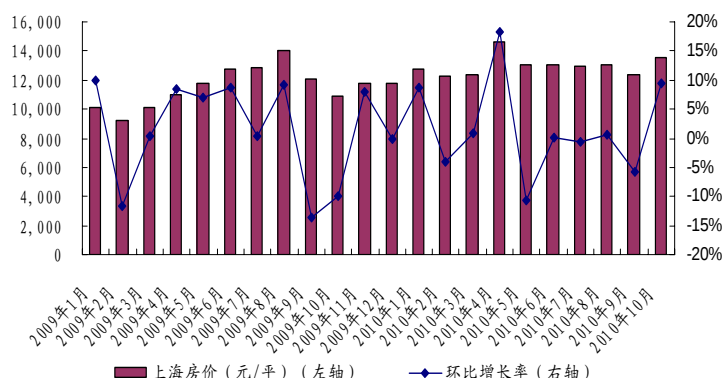
房价的稳定和随之而来的政策的相对稳定将使得行业销售业绩受益。对于房地产企业销售收入而言, 更重要不是房价的上涨, 而是稳定的政策和旺盛的销售需求。在毛利率高企的情况下, 由于政策随时因房价上涨而打压的情况下, 房价上涨与业绩上涨呈现相反关系。房价的稳定将使得行业销售业绩因为销售量增长而增长。

图 22: 北京近 2 年房价走势图



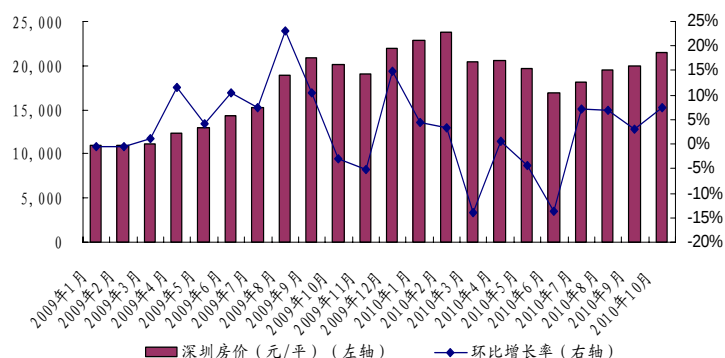
资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 23: 上海近 2 年房价走势图



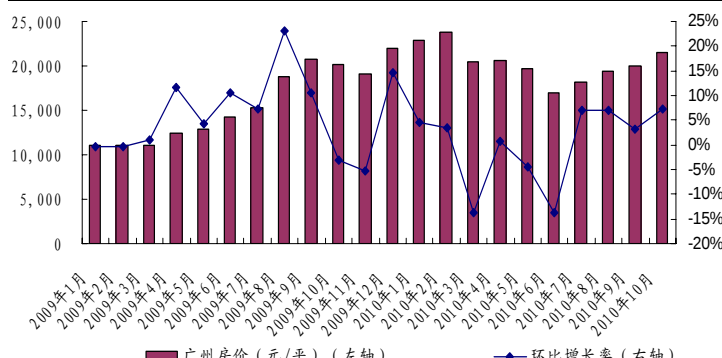
资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 24: 深圳近 2 年房价走势图



资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 25: 广州近 2 年房价走势图



资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

4. 2011 行业财务: 业绩确定性高增长

4.1 2011 年行业业绩确定性增长超过 30%

根据 2010 年 3 季度行业财务数据分析, 我们假定行业的预收账款以第三季度为基数不再增加 (极端假设), 2010 年行业营业收入同比增长 30%。根据行业 2011 年不同增速业绩完成程度情况假设, 我们可以得出以下结论。乐观情况下, 房地产行业 2011 年营业收入增长有望达到 50% 以上, 而一般假设情况下, 行业 2011 年营业收入增长将达到 30%。

根据前面的分析, 尽管出台物业税等政策并可能会对市场造成较大的冲击, 但是整体政策将保持稳定, 而需求端和供给端都将保持旺盛的增长, 房价的相对稳定都将有利于全年销售业绩的平稳增长。

表 1: 行业龙头业绩保障情况表

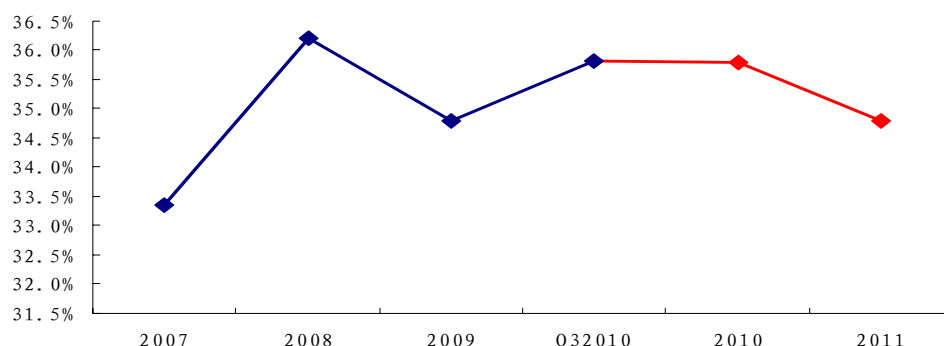
证券简称	预收账款 (今年三季)	2009 年营业 总收入	营业总收 入(2010 年 3 季度)	2010 年营业收 入(假设增长 30%)	2011 年业绩完成度	
					假设 1: 增长 30%	假设 1: 增长 50%
万科 A	656.46	488.81	223.80	635.45	30%	26%
保利地产	468.28	229.87	172.87	298.83	88%	76%
招商地产	96.74	101.38	95.85	131.79	35%	31%
金地集团	163.86	120.98	104.28	157.28	54%	47%

资料来源: 中原证券、Wind

4.2 2011 年行业毛利率将继续保持高位稳定

受益于 2009 年房价的快速上涨, 2010 年第 3 季毛利率较 2009 年底有所上升。随着 2009 年房地产企业可结算资源结算完毕, 2010 年的销售资源将成为 2011 年的主要结算资源, 2010 年房价增速相对 2009 年较平稳, 因此, 我们可以确定性地预见, 2011 年行业毛利率将比 2010 年略有降低, 但全年的行业毛利率将有望保持在 35% 以上。

图 26: 房地产行业毛利率走势及预期



资料来源: 中原证券, Wind

4.3 2011 年行业资金压力取决于销售状况

资金压力指标一直是房地产行业非常重要的指标, 尤其在行业可能面临金融紧缩、行业调控和销售萎缩等非常时期, 资金安全尤其重要。

行业资金链断裂风险很小。房地产企业最大的资金支出为土地购置款项, 资金链断裂的最大风险也来自于此土地购置款项一方面取决于土地市场的溢价状况, 但也取决于企业自身的土地储备状况和对于未来市场的判断, 在当前国内大多数房地产企业土地储备可供未来 2-5 年开发的充足土地储备情况下, 房企的土地购置款项支出具有较强的可控性。因此, 从资金支

出角度来看,理性的房地产企业大多将会理性做出土地购置计划,因激进扩张而造成资金断裂的企业将只会是少数企业,就行业而言,经历了2008年的房地产行业的极端萎缩的考验之后大多对市场 and 自身判断更为理性,抵抗资金风险的能力提高。

短期资金压力并不大。从反映短期资金压力指标(现金-(短期借款+一年内到期长期借款))的指标来看,行业内近7成企业的该指标大于零(短期内无偿债压力),即使小于零(短期偿债压力大)的企业,其资金短期绝对金额也较小。考虑到行业第四季的销售,该指标反应的短期资金压力更小。

融资渠道缩窄导致的资金风险放大,但销售收入将有望弥补。面对国内的高通胀,明年的货币政策和财政政策将可能适当收紧,而作为地产重点调控的行业,地产再融资放开的可能性也很小,由此房地产企业的资金来源将主要依靠企业的销售收入,银行借款和再融资的资金来源比例将缩小。有前面的分析可知,尽管2011的销售将面临着各个方面的压力,但是总体来看,销售业绩将会平稳增长,由此可以应对企业融资渠道缩窄带来的资金压力风险。

表 2: 重点关注房地产企业第 3 季度资金状况列表 (单位: 亿元、%)

证券简称	货币资金	短期借款	预收账款	一年内到 期非流动 负债	经营活动产 生的现金流 量净额	现金-(短期 借款+一年内 到期借款)	资产负债 率	扣除预收 账款资产 负债率
万科 A	315.43	20.00	656.46	138.31	-12.07	157.12	73.75%	38.82%
首开股份	127.20	3.10	75.44	26.70	-39.60	97.40	74.52%	56.27%
保利地产	136.87	3.80	468.28	39.55	-261.08	93.52	78.92%	44.68%
金地集团	129.67	1.53	163.86	49.70	-14.15	78.44	72.26%	47.27%
金融街	87.28	35.00	51.52	31.82	-60.25	20.46	65.32%	54.31%
中华企业	38.44	21.30	33.80	13.95	-45.65	3.19	79.40%	63.56%
招商地产	108.88	11.85	96.74	14.58	-22.38	82.44	62.31%	44.52%
华发股份	38.27	2.00	63.66	8.07	27.55	28.20	70.96%	38.92%
栖霞建设	21.34	3.95	6.50	13.67	1.43	3.72	61.79%	54.35%
万通地产	26.97	-	26.33	4.55	5.49	22.42	67.48%	42.85%
荣盛发展	18.44	3.17	53.47	12.20	-13.52	3.07	75.05%	44.91%
南湖中宝	69.83	31.51	46.64	6.93	-10.42	31.39	72.90%	55.87%
中天城投	19.24	-	27.96	6.91	-5.77	12.33	85.67%	57.76%
深振业 A	12.92	-	7.00	22.50	2.01	-9.58	72.98%	64.29%
苏宁环球	10.96	6.22	28.08	6.03	-11.74	-1.28	70.82%	48.47%
天地源	7.35	0.20	28.30	3.61	-13.96	3.54	78.59%	41.39%
卧龙地产	14.07	1.45	10.42	0.50	5.62	12.12	55.70%	29.44%
中国武夷	8.27	10.66	6.48	1.95	-4.54	-4.34	71.30%	57.87%
中国宝安	21.23	6.65	10.94	1.90	-6.28	12.68	61.68%	50.48%
名流置业	25.67	1.80	10.44	4.54	-1.92	19.33	50.01%	39.36%

泛海建设	24.61	0.15	4.37	2.13	-25.98	22.33	57.91%	55.93%
大龙地产	0.80	-	0.62	-	3.09	0.80	34.01%	31.45%
华侨城 A	49.59	74.58	67.02	1.98	-59.33	-26.97	70.54%	55.52%
中南建设	23.50	16.90	58.59	1.50	-9.90	5.10	77.60%	49.89%
华业地产	4.43	-	16.91	-	-8.85	4.43	71.96%	50.30%
万业企业	16.50	2.00	6.24	0.56	-13.38	13.94	54.88%	45.25%
华远地产	23.16	-	19.72	4.58	-5.33	18.58	75.78%	51.80%
渝开发	7.31	-	0.05	0.92	-2.47	6.39	42.95%	42.83%
福星股份	26.48	11.21	8.29	-	-8.65	15.27	47.55%	41.50%
云南城投	14.59	-	0.24	2.42	-22.45	12.17	68.18%	67.96%
滨江集团	34.67	2.00	126.24	6.87	2.13	25.80	83.33%	37.56%
格力地产	12.55	0.80	12.27	3.00	-9.99	8.75	79.83%	64.95%
北京城建	21.53	5.30	57.16	15.00	-5.19	1.23	71.94%	39.52%
凤凰股份	1.46	4.00	10.62	-	-5.95	-2.54	71.99%	50.83%

数据来源：中原证券、Wind

5. 行业估值

5.1 房地产板块相对估值具有较大优势

以 2010 年 11 月 12 日的收盘价计算市盈率、市净率等估值指标。通过与其他板块及国内 A 股平均市盈率、市净率及 PEG 等相对估值指标比较，我们可以得出如下结论：无论静态市盈率还是动态市盈率，房地产板块相对估值具有较大优势，如果考虑到房地产板块 2011 年确定性的高增长，房地产板块估值优势更大。

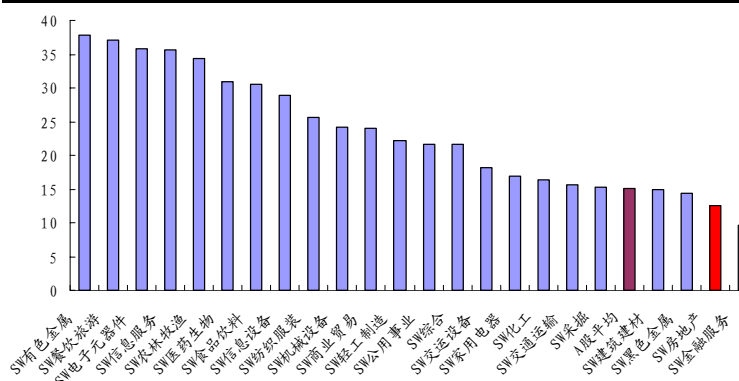
TTM 静态市盈率。A 股整体法计算的 TTM 静态市盈率为 19.65 倍，房地产板块 TTM 静态市盈率为 21.73 倍，略高于市场整体市盈率水平。但是在申万分类所有 23 个板块中仅处于第 17 位。

预测市盈率（整体法）。A 股整体法计算的预测动态市盈率为 15.12 倍，而房地产板块预测动态市盈率仅为 12.62 倍，低于市场整体市盈率水平，在申万分类所有 23 个板块中处于第 22 位，仅略高于金融板块。

市净率。国内 A 股 2010 年 3 季度匹配计算的市净率为 2.95 倍，房地产板块市净率为 2.75 倍，低于 A 股平均市净率估值水平，处于所有板块的第 18 位。

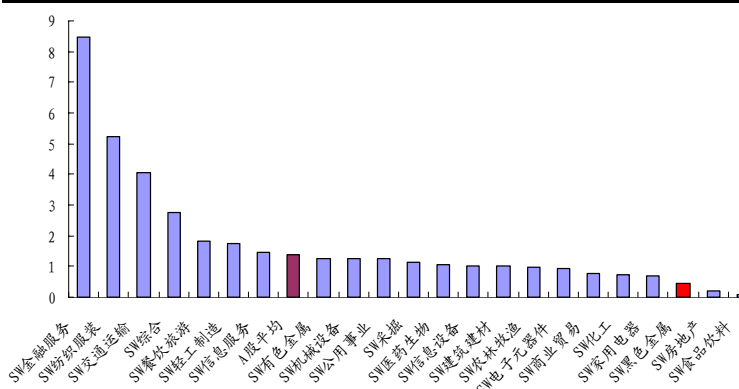
PEG。国内 A 股的 PEG 为 1.38，而与此同时房地产板块 PEG 仅为 0.20，远低于 A 股平均市净率估值水平，处于所有板块的倒数第 3 位。

图 28: 房地产与其他板块预测动态市盈率比较



资料来源：中原证券，Wind

图 30: 房地产与其他板块 PEG 比较



资料来源：中原证券，Wind

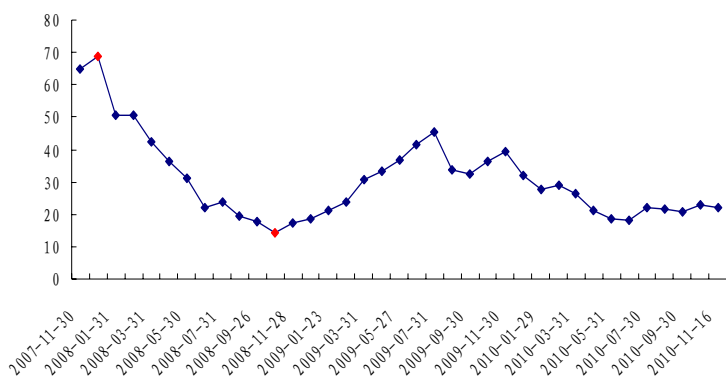
5.2 房地产行业历史估值接近最低

2010 年来，由于一直受到政策打压，行业整体估值基本稳定在 20-27 倍之间，全年的上涨机会主要集中在 7-8 月间，9 月份在政策打击下走低，而在 10 月之后的 A 股整体估值快速上涨的过程中，房地产板块并没有跟随大幅上涨。

板块市盈率。近三年，房地产板块 TTM 市盈率最高出现在 2007 年 12 月，TTM 市盈率高达 69 倍，最低出现 2008 年 10 月，TTM 市盈率仅为 15 倍，当前 TTM 市盈率为 22 倍。

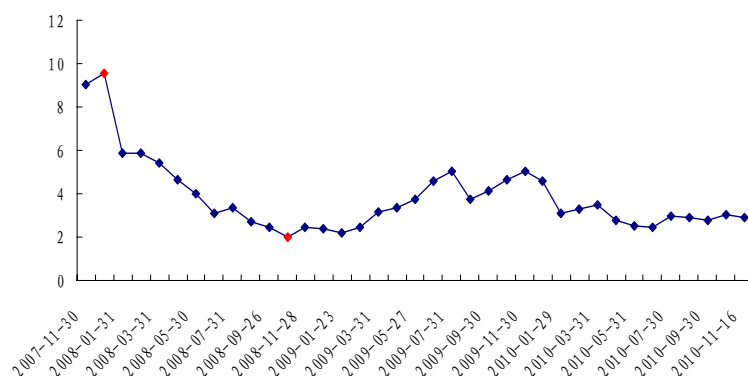
板块市净率。近三年，房地产板块市净率最高出现在 2007 年 12 月，市净率达到 9.56 倍，最低为 2008 年 10 月的 2.03 倍。当前 TTM 市盈率为 2.91 倍。

图 31: 房地产板块 TTM 静态市盈率近 3 年走势图



资料来源: 中原证券, Wind

图 32: 房地产板块静态市净率近 3 年走势图



资料来源: 中原证券, Wind

表 3: 重点公司估值(单位: 元、倍)

	每股净资产			收盘价	市盈率			市净率		投资评级
	10E	11E	12E		10E	11E	12E	3Q10		
保利地产	0.98	1.30	1.75	5.92	12.92	13.18	9.94	7.38	2.18	增持
金地集团	0.52	0.68	0.86	3.63	6.14	11.81	9.03	7.14	1.69	增持
荣盛发展	0.62	0.81	1.10	3.01	11.65	18.79	14.38	10.59	3.87	增持
福星股份	0.70	0.92	1.28	7.39	12.25	17.50	13.32	9.57	1.66	买入
滨江集团	0.80	1.11	1.70	2.80	10.90	13.57	9.86	6.42	3.89	增持
苏宁环球	0.62	0.91	1.31	2.02	8.68	14.00	9.54	6.63	4.30	增持
新湖中宝	0.35	0.48	0.62	1.38	5.53	15.80	11.52	8.92	4.01	增持
首开股份	1.18	1.56	2.08	8.85	15.40	13.05	9.87	7.40	1.74	增持
中南建设	0.75	0.98	1.26	3.76	10.11	13.48	10.32	8.02	2.69	增持
中国宝安	0.48	0.63	0.85	2.22	16.54	34.46	26.25	19.46	7.45	增持
金融街	0.52	0.65	0.90	5.21	6.75	12.98	10.38	7.50	1.30	增持
华业地产	0.48	0.85	1.19	3.38	7.16	14.92	8.42	6.02	2.12	增持
大连友谊	1.05	1.25	1.80	4.46	13.74	13.09	10.99	7.63	3.08	增持
陆家嘴	0.64	0.69	0.65	5.43	19.44	30.38	28.17	29.91	3.58	增持
华侨城 A	0.73	0.95	1.19	3.81	11.94	16.36	12.57	10.03	3.13	增持
张江高科	0.58	0.75	0.95	3.76	9.92	17.10	13.23	10.44	2.64	增持
万通地产	0.38	0.58	0.75	2.56	6.46	17.00	11.14	8.61	2.52	增持
华发股份	0.98	1.21	1.82	6.51	10.69	10.91	8.83	5.87	1.64	增持
北京城建	1.15	1.22	1.42	5.42	11.57	10.06	9.48	8.15	2.13	增持
平均	0.75	0.98	1.27	4.54		15.64	11.94	9.55	2.84	

数据来源: 中原证券, Wind 注: 收盘价为 2011 年 11 月 12 日

6. 2011 年投资策略

6.1 低估值和业绩确定性增长构成大胆配置地产股的基石

政策调控无疑是决定地产股价走势的最关键因素，地产股价对于政策的敏感度很高，这在过去一年得到了充分的验证。调控政策因素仍将是决定 2011 年房地产行业投资策略的最关键因素。从我们前面的论述中可知，2011 年地产行业仍将是“政策年”：“十二五”规划、物业税、新国 X 条、地方 X 条等等，国家对抗通胀的紧缩的宏观政策也构成重大利空，每一项政策的出台都将对短期内股价造成重大波动，由此决定了 2011 年的地产估值将是曲折反复的一年。

但是，地产股股价对 2011 年政策的敏感度将降低。首先，地产行业已经经历了各种政策的密集调控，身处其中的投资者对于地产调控政策的敏感度在降低，对于政策的密集调控基本已经习以为常。其次，市场对于各种政策已经早有预期。尤其对于物业税，市场对于各种版本的物业税都有长时间的充分预期。第三，地产股估值对政策有充分体现。地产板块整体估值无论从横向比较还是纵向比较来看，都处于估值偏低状态，已经对各种政策预期有所反应。

业绩支撑和低估值构成地产股的安全边际和上涨驱动力。温和的通胀有利于楼市的销售，而市场供给充足，在政策的规范下，房价的相对稳定有利于企业销售收入的增长。在业绩确定性增长的情况下，当前的板块估值无论纵向还是横向比较，都处于很低的状态，估值安全性很高。

6.2 行业投资评级：同步大市

综合上面所论述，我们给予房地产行业“同步大市”的行业投资评级，建议对地产行业进行标配。

2011 年地产的主要的投资机会主要来自以下几个方面：

1、政策的严厉程度低于预期。由于市场对于各种调控政策都有充分的预期，如果实际政策的严厉程度（尤其是物业税）低于市场的预期，则会对板块构成利好，由于地方政府依然会倚重房地产，而过度调控地产有导致经济萎缩的风险，政策低于预期的可能性很大。

2、市场销售在通胀的刺激下火爆。强劲旺盛的购房需求如同被装在政策瓶子里的魔鬼，一旦“限外”“限购”等行政式命令的瓶盖被放开，旺盛的购房需求就会短期内大量释放，这无疑会成为股价上涨的催化剂。

3、估值修复机会。无论横向还是纵向比较，地产股已经处于估值洼地，本身具有估值修复的需要，一旦整体市场趋好，地产板块估值修复将有望展开。

我们首选行业龙头公司。如果 2011 年行业繁荣，则同时在核心城市和

二三线城市布局的行业龙头最为受益，相反，如果行业出现衰退，则在行业兼并整合中行业龙头公司无疑也是受益者。行业龙头公司我们推荐保利地产等。

其次，我们推荐二三线城市龙头公司。由于二三线城市是“十二五”规划重点发展区域，城镇化受益程度更高，而且房地产市场泡沫相对一线城市较小，仍然处于房地产行业加速发展阶段，该区域龙头公司最为受益。我们推荐福星股份、滨江集团、华业地产、荣盛发展。

7. 限售股解禁情况

表 4：重点公司股份解禁时间表及解禁比例（单位：百万股、%）

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
保利地产	2012-7-16	62.19	定向增发机构配售股份	1.95	1.77
华侨城 A	2011-1-6	368.55	股权分置限售股份	27.87	14.06
苏宁环球	2011-6-24	439.21	定向增发机构配售股份	47.71	25.80
滨江集团	2011-5-30	958.34	首发原始股东限售股份	326.62	70.88

数据来源：中原证券，Wind

8. 行业风险提示

1、通货膨胀超过政府预期而引发严厉的紧缩政策。温和的通货膨胀有利于自己价格的上涨，但是如果通货膨胀超过政府设定的目标，政策势必会采取紧缩的货币和财政政策，而这既不利于楼市，也不利于股市的表现。

2、2011 年的楼市依旧是个政策年，政策依据楼市做出判决，具有多变性和不可预测性，对于楼市的影响极大，地产政策的风险依然极大；

3、房地产企业因为销售不畅而资金链紧张是地产政策年最大的经营风险。

9. 重点公司

荣盛发展 (002146): 专注二三线城市发展, 进入快速增长通道

买入 (调升)

估值区间: 12-14 元

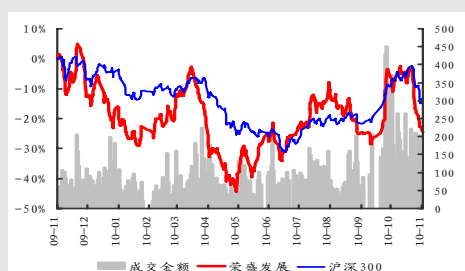
市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

收盘价 (元)	11.65
一年内最高/最低 (元)	14.26/9.75
沪深300 指数	3291.83
市净率 (倍)	3.87
流通市值 (亿元)	145.50

基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	3.01
每股经营现金流 (元)	-0.94
毛利率 (%)	31.33
净资产收益率 (%)	14.07
资产负债率 (%)	75.05
总股本/流通股 (亿股)	14.34/2.50
B 股/H 股 (万股)	

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

中原证券研究所 20100348_点评-AA-荣盛发展 (002146) 2009 年年报点评: 特色鲜明、全国性房产公司雏形初现... 2010 年 3 月 19 日

报告关键要素:

荣盛发展是典型的专注于二三线城市的开发商。公司目前的土地储备资源保证了公司未来 3 到 4 年将保持高增长。我们维持公司“增持”投资评级。

投资要点:

- 公司是典型的二三线城市房地产行业发展受益者。公司是一个致力于二三线城市甚至更低一级城市区域发展的公司，二三线甚至三四线城市未来将成为我国商品住宅成交的主力区域。从我国经济发展趋势和国家政策导向来看，受到二三线城市城市化率的推进和住宅品质提升的需求，未来公司布局的重点区域将会同时面临量和价的双重提升机遇。
- 公司目前土地储备充足，分布合理。公司目前拥有未结权益建面1428万平方米，其中33%分布在河北各地，24%分布在沈阳，31%分布在江苏，按2010年新开工297万平方米计算，公司目前储备量足够支撑4年以上的发展。公司项目储备重点分布的三大区域GDP量在全国均属于前十名，几大重点储备区域的城市化率分布呈阶梯状，整体来看都有较大增长空间，且处于城市化加速阶段。
- 公司近两年进入快速增长通道。公司股权激励方案实施加上良好的管理能力使得公司开竣工及收房结算都能有序、快速进行，未来业绩释放将较有保障，预期2009-2011年结算收入将维持50%的复合增长。
- 提高公司投资评级至“买入”。我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.62元、0.81元和1.10元，目前对应的市盈率分别为18.79倍、14.38倍和10.59倍，目前的估值已经反映了公司的确定性高增长预期，但由于公司正在经历从地方性二线房企向全国性一线房企的重大质变，因此我们维持公司“增持”评级。
- 风险提示。宏观经济紧缩政策的风险；大规模快速扩张管理水平跟不上的风险。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	32.89	53.51	69.95	96.45
增长比率 (%)	62.1	62.69	30.72	37.88
净利润 (亿元)	6.10	8.94	11.58	15.77
增长比率 (%)	64.42	46.56	29.53	36.22
每股收益 (元)	0.43	0.62	0.81	1.10
市盈率 (倍)	27.09	18.79	14.38	10.59

福星股份（000926）：双轮驱动武汉地产龙头

增持（维持）

估值区间：12-15 元

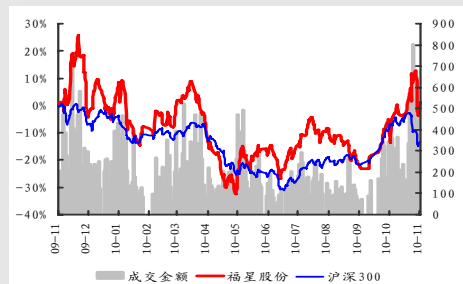
市场数据（2010 年 11 月 12 日）

收盘价（元）	12.25
一年内最高/最低（元）	14.56/7.53
沪深300 指数	3291.83
市净率（倍）	1.66
流通市值（亿元）	64.17

基础数据（2010 年 09 月 30 日）

每股净资产（元）	7.39
每股经营现金流（元）	-1.22
毛利率（%）	28.04
净资产收益率（%）	6.67
资产负债率（%）	47.55
总股本/流通股（亿股）	7.10/5.24
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素：

福星股份是武汉区域龙头地产公司，收益于中部崛起，公司业绩未来业绩将会出现快速增长。我们维持公司“增持”投资评级。

投资要点：

- **武汉房地产市场前景广阔。**由于武汉经济快速发展，城市化进程，中部崛起的政策刺激以及近年来大规模的市场基础设施建设，武汉房地产市场广阔。而武汉房地产市场相对更加健康，政策调控的压力小。
- **公司是武汉房地产市场区域龙头企业。**在武汉经营地产长达 10 年，口碑良好，当地品牌优势突出，市场占有率在武汉所有地产开发商中处于第二名，独具优势的城中村改造拿地模式。
- **公司城中村改造模式独具优势。**公司城中村改造获取土地储备具有本土优势、资源壁垒高、政府让利、成本低、金压力小等优势。
- **土地储备充足。**公司拥有与控制的土地储备为 900 万平方米。其中已确权的项目建筑面积为 466 万平米，大多分布在武汉、咸宁、恩施、孝感等城市。
- **金属制品业务利润贡献稳定。**2009 年 31.7 万吨，预计 2010 年达到 35 万吨产能。2010 年毛利率有望维持在 17-18%，净利润约为 4000-5000 万元。
- **公司股权激励到位。**股权激励将企业将经营者收益和股东利益结合起来，有利于充分调动公司高级管理人员的积极性，同时还有助于稳定出色的经营者
- **维持公司“增持”投资评级。**我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.70 元、0.92 元和 1.28 元，目前对应的市盈率分别为 17.50 倍、13.32 倍和 9.57 倍。我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**政策调控矫枉过正，导致行业深度衰退的风险；公司业务区域过于集中的风险；城中村改造模式相关风险。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（亿元）	40.97	48.15	58.19	68.95
增长比率（%）	27.99	17.53	20.85	18.49
净利润（亿元）	3.34	4.99	6.55	9.08
增长比率（%）	-1.18	49.40	31.26	38.63
每股收益（元）	0.47	0.70	0.92	1.28
市盈率（倍）	26.06	17.50	13.32	9.57

滨江集团 (002244): 杭州本土优秀民营地产企业

增持 (首次)

估值区间: 11-14 元

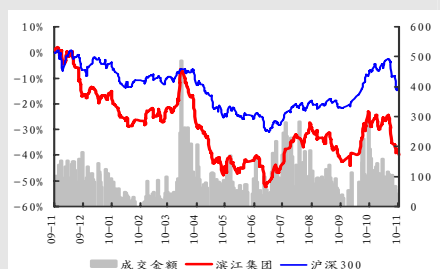
市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

收盘价 (元)	10.90
一年内最高/最低 (元)	17.65/7.85
沪深 300 指数	3291.83
市净率 (倍)	3.89
流通市值 (亿元)	31.98

基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	2.80
每股经营现金流 (元)	0.16
毛利率 (%)	45.09
净资产收益率 (%)	11.82
资产负债率 (%)	83.33
总股本/流通股 (亿股)	13.52/2.93
B 股/H 股 (万股)	

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素:

公司杭州专注于高端楼盘的民营地产企业, 熟悉杭州似乎长, 在杭州品牌知名度高。未来两年公司业绩确定性高增长。我们给予公司“增持”投资评级。

投资要点:

- **公司重点布局杭州市场, 品牌 + 品质保证高去化率以及高毛利。**公司是杭州本土民营房地产开发企业, 目前 16 个在手项目中 12 个布局在杭州, 2009 年杭州市场占有率 6.6%, 市场地位仅次于绿城中国。公司主打产品为大户型高层, 项目品质突出。精品大户型产品定位契合了杭州市场未来主流需求为改善性置业的发展方向, 其品牌溢价也保证了公司近年来杭州地区项目一直保持高去化率及高毛利率。
- **熟悉本地市场、逆周期拿地能力强。**公司对杭州本地市场非常熟悉, 拿地时对政府规划导向把握较为精准, 公司在城东新城的提前布局也将成为公司未来业绩增长的关键支撑; 而公司在市场下行期间低位拿地能力突出。
- **现有土地储备较为充足, 含金量高。**公司现有土地储备为 365 万平米 (其中权益土地面积达 280 万平米), 80% 位于杭州。平均土地成本 5436 元/平米, 占到我们预测售价的 29.5%, 相对较为合理。
- **公司未来 2 业绩确定性高速增长。**未来两年业绩 90% 已经锁定, 盈利维持年增速 48% 高成长: 公司目前已售未结资源达到 89 亿元, 2010~2011 年两年预测收入的 92% 已经被锁定。
- **给予公司“增持”的投资评级。**我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.25 元、1.60 元和 1.96 元, 目前对应的市盈率分别为 13.39 倍、10.46 和 8.54 倍, 我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**宏观经济紧缩的系统性政策风险; 土地增值税清算风险。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	28.34	44.63	58.79	82.86
增长比率 (%)	21.84	57.48	31.73	40.94
净利润 (亿元)	6.44	10.86	14.95	22.95
增长比率 (%)	6.62	68.63	37.66	53.51
每股收益 (元)	0.48	0.80	1.11	1.70
市盈率 (倍)	22.88	13.57	9.86	6.42

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。