

房地产行业 2011 年年度报告

评级：持有 维持评级

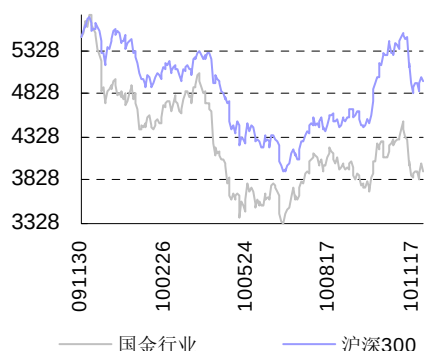
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

从产业资本视角看投资机会

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	48.15
市场优化平均市盈率	29.70
国金房地产指数	3939.20
沪深 300 指数	3223.48
上证指数	2898.26
深证成指	12604.08
中小板指数	7716.14



相关报告

1. 《关注重估折价率高的相关公司》，2010.11.23
2. 《政策预期压制进一步提升估值优势》，2010.11.16
3. 《相对估值优势上升》，2010.11.8

曹旭特 分析师 SAC 执业编号：S1130208060236
 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

■ 我们认为 2011 年行业的基本面不会出现明显波动：

一、存量货币过剩。通胀压力下货币政策调整趋势不可避免，但分析货币政策的角度我们认为不能仅局限在流量分析。M2 与 GDP 的比值已由 98 年的 124% 上升至 09 年的 178%，两者增速的差额在 09 年也达到了 19.2 个百分点，而在 04-08 年，这一差额都为负值。目前国家用不断升级的行政手段抑制资金流入房地产，房地产对资金的吸纳能力明显下降，但由于已经发行的存量货币过剩，未来货币政策调整对行业基本面的影响并没有在货币供求平衡时产生环比影响明显。

二、市场预期并不悲观。购房者和开发商对市场的预期很难量化，但却是影响销量和价格的最重要因素。从定性和草根的感受，目前各界对市场的预期并不悲观。适应性预期用来解释购房行为最为合适，因为人们会基于历史而产生判断。而从房价演绎的历史，恐怕正是各界对市场并不悲观预期产生的最直接原因。房价经过 09 年的 V 型反转，10 年 1 季度房价的再次失控和 10 年 3 季度房价的反弹，购房者对房价难再出现十分悲观预期，而这种预期的自我实现也将使实际房价难出现明显松动，因为在降低了对房价下跌空间的预期后，房地产的价格弹性会变得较大，在适度价格回调后会有需求入场，所以市场销售也并不会出现明显萎缩。

■ **行业长期供求拐点尚未到来。**短期调控会压制行业估值水平，但我们不认为行业长期供求关系的拐点已到来。因为决定长期供求的两点要素短期不会改变。一是从供给层面分析，在分税制制度下，掌握土地供给源泉的地方政府会控制土地供给节奏，因为地方政府为了解决财政压力，不会让市场存在供大于求的预期；二是需求层面存在高房价和低收入不匹配的悖论是收入结构所决定的，贫富差距的不断导致剩余财富流入到房地产市场中，所以要实质挤出这部分需求，从根本上需要调整收入分配结构。目前国家出台的限购政策，从中期的角度会抑制这部分资金的流入，弱化行业需求，但如果相关行政性政策不会在长期得到执行，行业长期需求也不会受到明显影响。

■ **政策面：底部短期仍难出现。**对行业的基本面我们并不过分担心，但政策面的缓和短期也难出现。我们在三季度策略报告中提出“找估值底不如找政策底”，因为没有政策底部出现，行业难有趋势性投资机会。而政策底出现至少需要两个条件，一是房价出现一定程度回落，二是房地产投资的明显下滑。但短期内我们认为上述两点条件仍较难出现。

■ **投资策略：从产业资本视角看地产股价值。**由于政策底部短期不会出现，所以地产股的估值水平受到抑制，尤其市盈率水平容易受市场情绪的影响。但从产业资本的角度，也即地产股约 30% 折价水平目前已经能产生足够吸引力，存量货币过剩和并不悲观的市场预期可保证目前测算的 NAV 水平不会发生明显波动，而未来土地市场的理性回归将为有拿地能力的上市公司重估水平的继续提升提供空间，从产业资本的本性分析，上市公司实际价值和市值间的明显价差不会长期存在，地产股已值得买入。

重点推荐现金充裕有快速扩张能力，从而不断提升 NAV 水平的万科、保利地产、招商地产、金地集团，以及受二次调控影响较小的北京地产股，推荐冠城大通、华业地产、北京城建、首开股份、金融街。

■ **风险提示：货币政策紧缩程度超预期。**

图表1：重点上市公司盈利预测

股票名称	收盘价 (元)	总股本	已上市 流通A股 (百万)	09EPS (元)	10EPS (元)	11EPS (元)	EPS 09%08	EPS 10%09	EPS 11%10	09PE	10PE	11PE	投资 评级	上期 评级	每股净 资产09	NAV	溢价率
万科A	8.24	10995.2	8320.7	0.48	0.62	82.0%	28.8%	28.8%	32.7%	17.2	13.3	10.0	买入	买入	3.9	9.0	-8.5%
深振业	7.09	760.8	462.6	0.43	0.60	102.1%	39.8%	39.8%	71.2%	16.6	11.9	6.9	买入	买入	2.8	8.3	-14.5%
招商地产	16.41	1717.3	646.4	1.02	1.20	151.4%	33.9%	17.9%	26.2%	16.1	13.7	10.8	买入	买入	8.3	26.1	-37.1%
深天健	12.09	456.6	149.0	0.13	0.20	44.1%	58.4%	58.4%	120.1%	95.7	60.4	27.4	买入	买入	5.9	11.7	3.3%
金融街	6.69	3027.1	1706.7	0.45	0.53	77.8%	17.7%	17.7%	46.9%	14.9	12.6	8.6	买入	买入	5.6	12.7	-47.4%
渝开发	9.75	697.3	226.5	0.18	0.25	25.7%	38.2%	38.2%	0.9%	53.0	38.3	38.0	持有	持有	3.4	4.6	114.0%
广宇发展	9.86	512.7	430.6	0.23	0.31	41.0%	36.6%	36.6%	32.0%	43.4	31.7	24.0	买入	买入	1.1		
中天城投	12.83	913.4	300.9	0.51	0.79	106.9%	56.4%	56.4%	35.0%	25.3	16.2	12.0	买入	买入	2.4	8.9	44.9%
昆百大A	10.65	134.4	93.9	0.29	0.45	77.0%	55.2%	55.2%	71.1%	36.7	23.7	13.8	买入	买入	5.4	7.5	41.5%
海德股份	9.94	151.2	107.7	0.21	0.23	28.0%	9.5%	9.5%	21.7%	47.3	43.2	35.5	买入	买入	1.2		
大连友谊	14.28	237.6	177.9	0.76	1.04	130.9%	37.3%	37.3%	25.4%	18.8	13.7	10.9	买入	买入	4.8	19.6	-27.0%
荣盛发展	10.68	1433.6	140.0	0.61	0.82	110.0%	35.0%	35.0%	33.9%	17.6	13.0	9.7	买入	买入	4.2		
合肥城建	11.18	320.1	21.4	0.69	1.03	120.7%	49.7%	49.7%	16.8%	16.2	10.8	9.3	买入	买入	5.3	12.0	-6.6%
世联地产	30.22	217.6	25.6	1.41	1.10	130.2%	-21.9%	-21.9%	18.2%	21.4	27.4	23.2	买入	买入	8.6		
保利地产	12.40	4575.6	1051.9	0.77	1.06	148.2%	37.5%	37.5%	40.1%	16.1	11.7	8.4	买入	买入	6.5	18.7	-33.6%
冠城大通	8.87	735.5	503.3	0.46	0.76	114.8%	65.5%	65.5%	50.9%	19.3	11.7	7.7	买入	买入	3.0	14.0	-36.8%
海泰发展	5.47	646.1	248.3	0.14	0.20	23.0%	42.9%	42.9%	15.0%	39.1	27.4	23.8	买入	买入	5.6	7.3	-25.2%
建发股份	6.90	2237.8	781.2	0.48	0.53	62.9%	11.9%	11.9%	17.6%	14.4	12.9	11.0	买入	买入	3.1	6.8	1.8%
华业地产	6.82	645.0	471.1	0.18	0.43	87.8%	139.7%	139.7%	103.6%	37.9	15.8	7.8	买入	买入	3.6	12.6	-46.1%
北京城建	11.89	889.2	389.5	0.96	1.06	126.5%	10.4%	10.4%	19.6%	12.4	11.2	9.4	买入	买入	6.4	12.5	-4.7%
华发股份	10.44	817.0	618.4	0.83	0.96	112.0%	15.6%	15.6%	16.7%	12.6	10.9	9.3	买入	买入	7.1	12.5	-16.5%
金地集团	6.03	4471.5	3926.9	0.43	0.51	73.5%	17.6%	17.6%	44.2%	13.9	11.8	8.2	买入	买入	5.6	9.0	-32.6%
安徽水利	10.43	223.1	185.2	0.20	0.69	89.9%	244.9%	244.9%	30.3%	52.2	15.1	11.6	买入	买入	3.3	11.7	-11.1%
外高桥	15.29	1010.8	127.3	0.35	0.40	50.0%	14.3%	14.3%	25.0%	43.7	38.2	30.6	持有	持有	3.6	13.1	16.3%
信达地产	6.55	1524.3	483.2	0.42	0.55	71.0%	31.0%	31.0%	29.1%	15.6	11.9	9.2	买入	买入	3.4	8.0	-18.3%
陆家嘴	19.00	1867.7	1358.1	0.61	0.69	82.0%	13.1%	13.1%	18.8%	31.1	27.5	23.2	买入	买入	5.4	10.0	89.5%
天地源	5.27	720.1	349.0	0.19	0.24	31.0%	26.3%	26.3%	29.2%	27.7	22.0	17.0	买入	买入	2.3	4.3	23.2%
中华企业	7.18	1414.4	748.9	0.59	0.71	92.0%	20.3%	20.3%	29.6%	12.2	10.1	7.8	买入	买入	2.7	8.0	-10.2%
上实发展	8.50	1083.4	870.9	0.23	0.42	55.0%	82.6%	82.6%	31.0%	37.0	20.2	15.5	买入	买入	2.3	8.5	0.3%
南通科技	11.76	319.0	134.0	0.85	0.95	110.0%	11.8%	11.8%	15.8%	13.8	12.4	10.7	买入	买入	3.6		
张江高科	10.19	1548.7	582.5	0.46	0.58	70.0%	26.1%	26.1%	20.7%	22.2	17.6	14.6	买入	买入	63.7	12.3	-17.4%

来源：国金证券研究所

内容目录

基本面：存量货币过剩和并不悲观的市场预期	4
存量货币过剩	4
并不悲观的市场预期	4
对未来销量的判断	5
行业长期供求关系分析	6
政策面：底部短期仍难出现	9
投资策略：从产业资本角度看投资机会	11

图表目录

图表 2：M2 和名义 GDP 增速对比	4
图表 3：M2 与名义 GDP 增速差额	4
图表 4：M2 与名义 GDP 比值	4
图表 5：M2 与 GDP 差额的增速	4
图表 6：商品房销售面积与施工面积比值	6
图表 7：商品房新开工面积增速	6
图表 8：销售面积预测模型	6
图表 9：中央及地方财政收入比例 单位：%	6
图表 10：中央及地方财政支出比例 单位：%	6
图表 11：地方财政收入中营业税和所得税的占比	7
图表 12：土地购置面积增速	7
图表 13：各阶层家庭收入比例	8
图表 14：最高收入家庭收入占全部收入比重（占人口比重的 10%）	8
图表 15：低收入家庭收入占全部收入比重（占人口比重的 40%）	8
图表 16：各阶层家庭房价收入比	9
图表 17：各城市按面积计算的去化周期	9
图表 18：各城市按套数计算的去化周期	9
图表 19：北京住宅按最近一月移动平均计算去化周期	10
图表 20：上海住宅按最近一月移动平均计算去化周期	10
图表 21：深圳住宅按最近一月移动平均计算去化周期	10
图表 22：重庆住宅按最近一月移动平均计算去化周期	10
图表 23：杭州商品房按最近一月移动平均计算去化期	10
图表 24：南京住宅按最近一月移动平均计算去化期	10
图表 25：商品房施工面积	11
图表 26：房地产投资模型	11

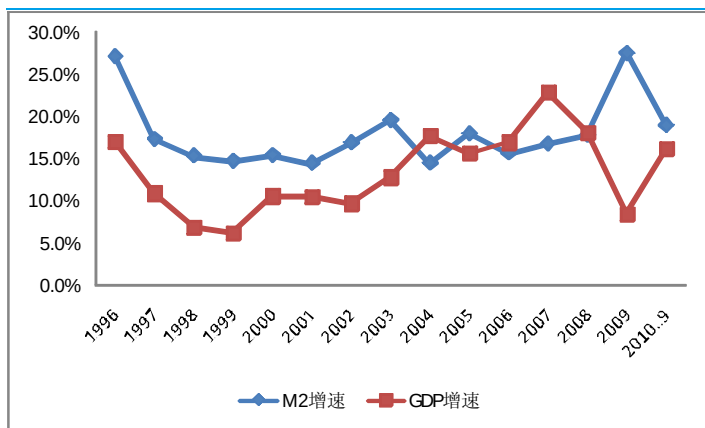
基本面：存量货币过剩和并不悲观的市场预期

- 我们认为 2011 年的房地产市场不会出现大幅度下滑，一是因为市场中存量货币过剩，二是各界的市场预期并不悲观。

存量货币过剩

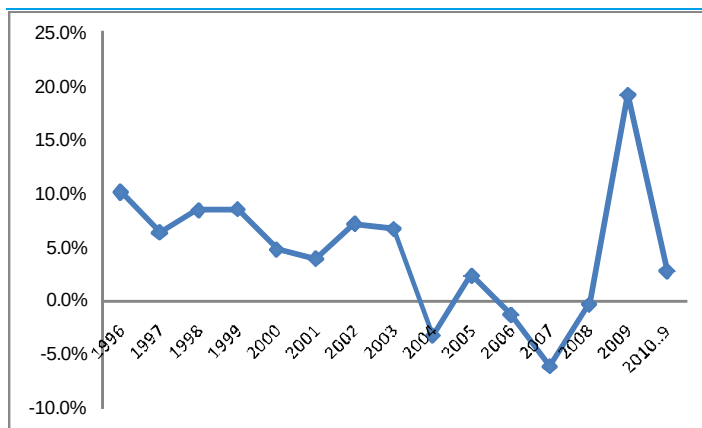
- 货币政策是影响房地产行业的最重要因素，在通胀压力下，货币政策调整趋势不可避免，但分析货币政策的角度我们认为不能仅局限在流量分析，例如如果仅从流量角度就很难解释在实行严厉调控政策下，房价仍得不到有效的控制这一现状。
- 我们认为是已实施的宽松货币政策所导致存量货币过剩加大了调控的难度。M2 与 GDP 的比值已由 98 年的 124% 上升至 09 年的 178%，两者增速的差额在 09 年也达到了 19.2 个百分点，而在 04-08 年，这一差额都为负值。
- 由于有大量过剩货币的存在，而房地产吸纳资金能力强，自然承担了资金的蓄水池功能，导致调控一直难达到理想效果，也引发了三季度末的二次调控。

图表1：M2 和名义 GDP 增速对比

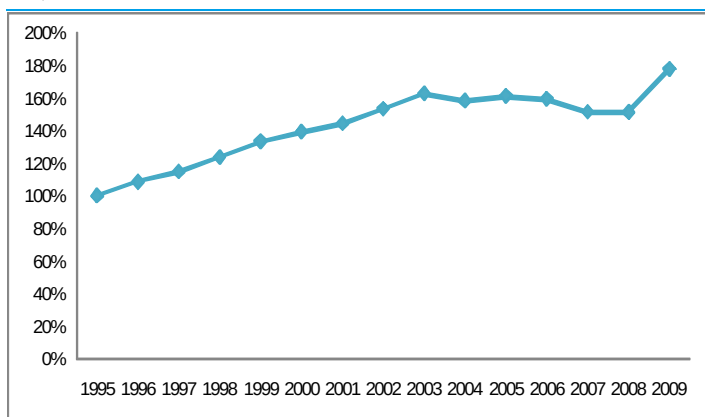


来源：国金证券研究所 国家统计局

图表2：M2 与名义 GDP 增速差额

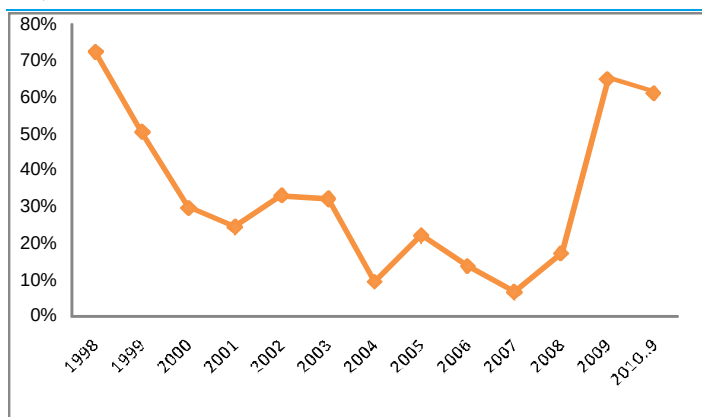


图表3：M2 与名义 GDP 比值



来源：国金证券研究所 国家统计局

图表4：M2 与 GDP 差额的增速



- 目前国家用不断升级的行政手段抑制资金流入房地产，对第三套房贷款的限制和异地购房提供纳税证明的范围扩大至全国范围，房地产对资金的吸纳能力明显下降，但由于已经发行的存量货币过剩，未来货币政策调整对行业基本面的影响并没有在货币供求平衡时产生环比影响明显。

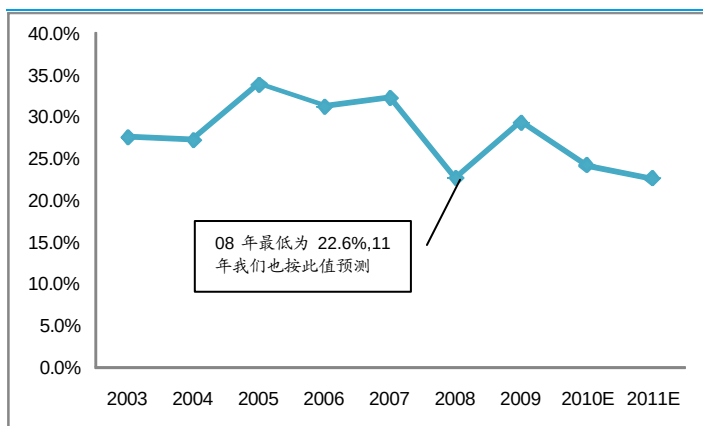
并不悲观的市场预期

- 购房者和开发商对市场的预期很难量化，但却是影响销量和价格的最重要因素。从定性和草根的感受，目前各界对市场的预期并不悲观。
- 我们首先介绍经济学对预期的定义，预期简单可分为两类，一是理性预期，二是适应性预期。
- 理性预期是指在有效地利用一切信息的前提下，对经济变量作出的在长期中平均最为准确的，而又与所使用的经济理论、模型相一致的预期。经济学对预期的定义比较拗口，简单的说，理性预期需要有较专业的知识背景和收集信息的能力，而对于购房这种大众化的行为，指望其中的参与者用专业的知识和工具去做分析是比较困难的，我们认为适应性预期来解释购房行为恐怕更有效。
- 适应性预期是指人们在对未来会发生的预期是基于历史而产生。而从房价演绎的历史，恐怕正是各界对市场并不悲观预期产生的最直接原因。房价的波动主要有三次：
 - 1、09 年房价的 V 型反转。
 - 2、10 年 1 季度房价的再次失控。
 - 3、10 年 3 季度房价的反弹。
- 在经历了调控所导致的 3 次市场波动和复苏，购房者对房价难再出现十分悲观预期，而这种预期的自我实现也将使实际房价难出现明显松动，因为在降低了对房价下跌空间的预期后，房价的价格弹性会变得较大，在适度价格回调后会有需求入场，所以市场销售也并不会出现明显萎缩。

对未来销量的判断

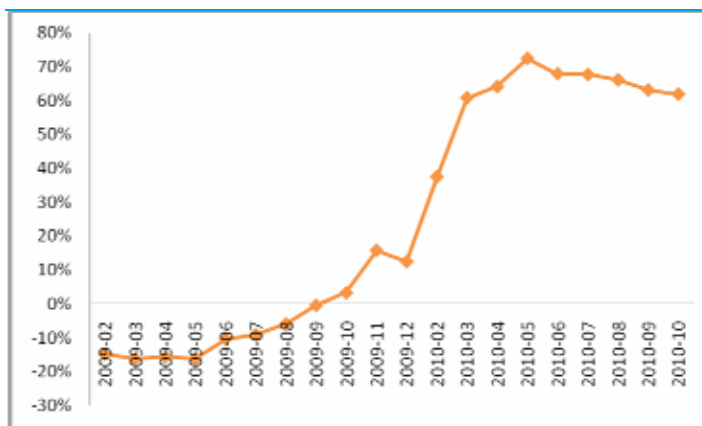
- 在此我们试图对明年销量做出判断。销量既取决于供给，也受购房者预期和购买能力的制约。
- 我们用销量与施工量比值的历史数据来做判断依据。因为施工量能一定程度代表市场供给，而销量是反映了购房者购买能力和预期的结果，这一比率的变化基本上能够反映出市场实际的销售情况。例如在市场繁荣的 07 年这一数值达到 32.3%，而在萧条的 08 年仅为 22.6%，在 09 年又恢复至 29.3%。
- 对于 2011 年销量与施工量的比值我们采取 08 年的数据，也即 22.6% 作为预测值。而施工量是相对容易计算的，当年施工量=上一年施工量+当年新开工量-上一年竣工量，2010 年的相关数据已经公布至 10 月份，我们的相关假设前提如下：
 - 2010 年新开工量同比增长 39.4%
 - 2010 年竣工量同比增长 13%
 - 2010 年销售面积同比增长 6%
 - 2011 年新开工量同比增长 8%
- 按此计算，2011 销售面积同比增长 14.8%。因为 10 年新开工量中保障性住房约为 580 万套，相比 09 年增长了 380 万套，保障房每套面积按 60 平米计算，相当于多出 2.28 亿平米，我们剔除这部分增量的影响，则商品房 2011 年销量增长 9.6%。
- 至于 2011 年的房价，我们认为不会发生明显波动，因为预期并不悲观，所以价格需求弹性会比较高。

图表5：商品房销售面积与施工面积比值



来源：国金证券研究所 国家统计局

图表6：商品房新开工面积增速



图表7：销售面积预测模型

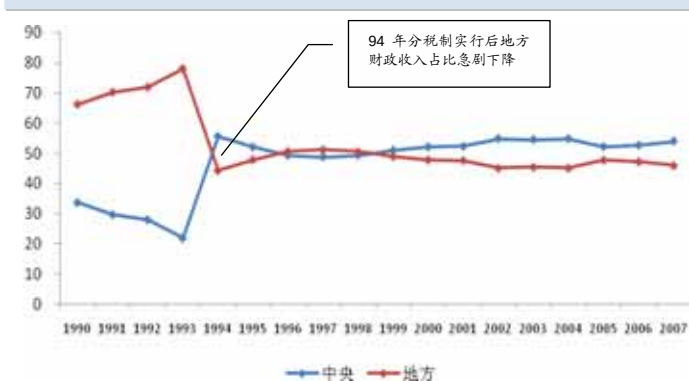
	销售面积	销售面积同比增速	施工面积	施工面积同比增速	销售面积/施工面积	竣工面积	新开工面积	按勾稽关系测算的 施工面积	测算的施工面积与 实际值误差率
2003	32247		116907		27.6%	39510	54319		
2004	38232	18.6%	140451	20.1%	27.2%	42465	60414	137812	-1.9%
2005	55769	45.9%	164445	17.1%	33.9%	48793	66840	164827	0.2%
2006	60628	8.7%	194090	18.0%	31.2%	53019	78131	193784	-0.2%
2007	76193	25.7%	235882	21.5%	32.3%	58236	94590	235661	-0.1%
2008	62089	-18.5%	274149	16.2%	22.6%	58502	97574	275220	0.4%
2009	93713	50.9%	319650	16.6%	29.3%	70219	115385	331032	3.6%
2010E	99336	6.0%	410278	28.4%	24.2%	79347	160847	410278	0.0%
2011E	114050	14.8%	504646	23.0%	22.6%		173715	504646	0.0%

来源：国金证券研究所 国家统计局

行业长期供求拐点尚未到来

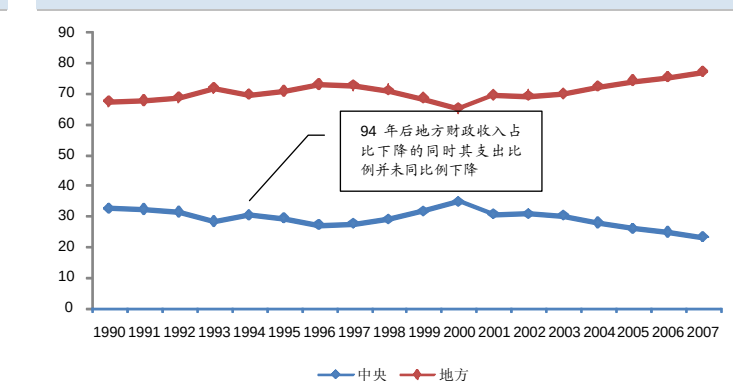
- 短期调控会压制行业估值水平，但我们不认为行业长期供求关系的拐点已到来。
- 关于行业长期发展前景分析已经有很多，我们在此仅想重点讨论决定长期供求最重要的两点要素。
- 一、供给层面：分税制决定地方政府对土地供给节奏的控制。
 - 行业的长期供给主要决定于土地供给，而对于供给分析的重点，我们认为不应放在土地自然供给层面，而是分析决定供给的机制。在分税制制度下，掌握土地供给源泉的地方政府会控制土地供给节奏，从中长期看，供给预期会与当期需求相匹配，但难以解决当期需求过剩的状态，因为地方政府为了解决财政压力，不会让市场存在供大于求的预期。

图表9：中央及地方财政收入比例 单位：%

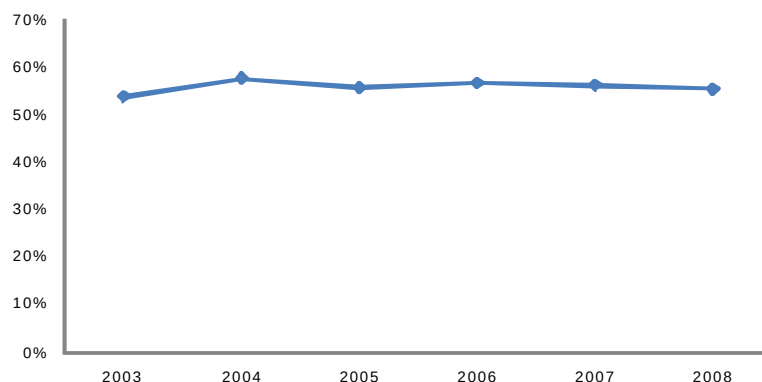


来源：国金证券研究所 国家统计局

图表10：中央及地方财政支出比例 单位：%



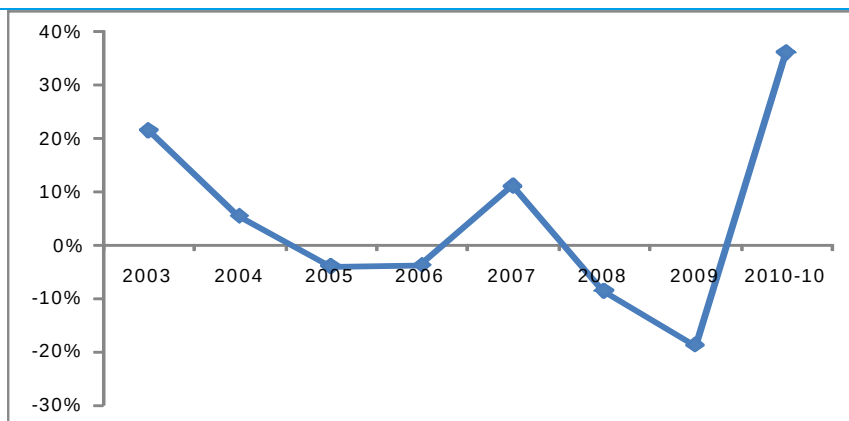
图表 11：地方财政收入中营业税和所得税的占比



来源：国金证券研究所 国家统计局

- 因为分税制改革造成了地方政府财权和事权不对称，在实行分税制后，地方财政收入占比由 78% 下滑至 44%，但其支出反而由 69% 上升至 72%。
- 尤其对于经济落后地区的地方政府，对土地财政的依赖程度更高。因为虽然地方财政收入约有 21 项，但起到主要贡献作用的是营业税、企业所得税和个人所得税，这三项合计占比一般都已经超过财政收入的 50%。但经济不发达地区的营业税和所得税的收入弹性会明显低于发达地区，这些地区政府为解决资金问题只能另辟蹊径，其增加预算外收入的动力更强，因为预算外收入不参与分成，土地出让金作为自然成为地方政府，尤其是经济落后地区政府创收的重要来源。
- 所以掌握了土地供给源泉的地方政府，会控制土地供给释放的节奏，以稳定市场预期来缓解财政资源紧张的压力。例如在 08 年，相当多的城市通过减少土地供应来缓解存量房的销售压力，只有在市场预期乐观且土地价格处于上升期时，地方政府才会大规模出让土地。所以中长期的供给会被政府所控制，供给过剩局面出现的可能性不大。

图表 12：土地购置面积增速



来源：国金证券研究所 国家统计局

■ 二、需求层面：收入结构何时能实质改变？

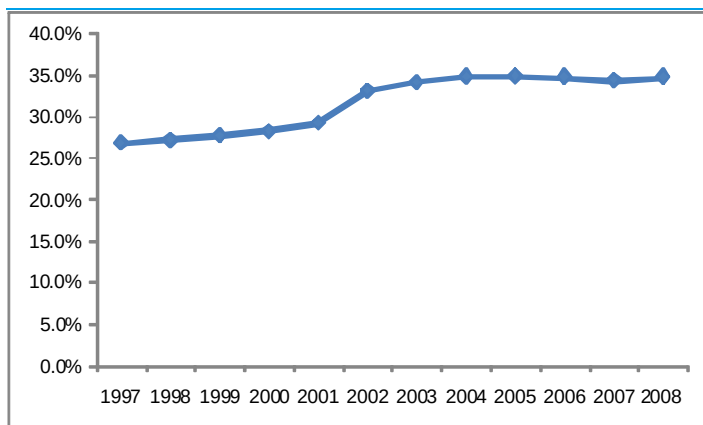
- 相比供给的短期无弹性，需求变动对行业的影响会起到立竿见影的作用。而需求层面一直存在高房价和低收入不匹配的悖论，这一现象的原因是由收入结构所决定。
- 贫富差距的不断扩大导致剩余财富流入到房地产市场中。目前我国最高收入家庭虽然人口仅占全部人口的 10%，但收入占到 34.8%，并且这一比例呈不断上升趋势。而低收入家庭人口虽然占到 40%，但仅占全部收入的 17.8%。

图表 13：各阶层家庭收入比例

	城镇家庭平均每人可支配收入	城镇居民最低收入户人均全年可支配收入	低收入户城镇家庭平均每人可支配收入	较低收入户城镇家庭平均每人可支配收入	中等收入户城镇家庭平均每人可支配收入	困难户城镇家庭平均每人可支配收入	较高收入户城镇家庭平均每人可支配收入	高收入户城镇家庭平均每人可支配收入	最高收入户城镇家庭平均每人可支配收入
	(元)	(元)	(元)	(元)	(元)	(元)	(元)	(元)	(元)
1997	5160	2430	3223	3966	4895	2161	6074	7461	10251
1998	5425	2477	3303	4107	5119	2199	6405	7878	10962
1999	5854	2618	3492	4364	5512	2326	6905	8632	12084
2000	6280	2653	3634	4624	5898	2325	7487	9434	13311
2001	6860	2803	3856	4947	6366	2465	8164	10375	15115
2002	7703	2409	3649	4932	6657	1957	8870	11773	18996
2003	8472	2590	3970	5377	7279	2099	9763	13123	21837
2004	9422	2862	4429	6024	8167	2313	11051	14970	25377
2005	10493	3135	4885	6711	9190	2496	12603	17203	28773
2006	11759	3569	5541	7554	10270	2839	14049	19069	31967
2007	13786	4210	6505	8901	12042	3358	16386	22234	36785
2008	15781	4754	7363	10196	13984	3734	19254	26250	43614

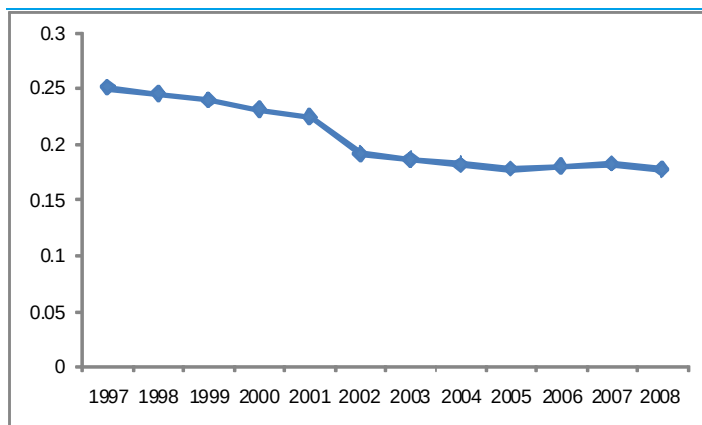
来源：国金证券研究所

图表 14：最高收入家庭收入占全部收入比重（占人口比重 10%）



来源：国金证券研究所

图表 15：低收入家庭收入占全部收入比重（占人口比重 40%）



- 由于没有投资渠道可以疏导富裕阶层的剩余财富，房地产成为这部分资金的蓄水池。其实从房价收入比的变化也可以看出，不同收入结构家庭的购房能力是在反趋势变化的。例如 99 年最高收入家庭的房价收入比为 4.4，08 年减少至 2.6；而最低收入家庭 99 年房价收入比为 20.2，08 年上升至 23.8。
- 所以要实质挤出由于收入结构导致的剩余财富流入，从根本上需要调整收入分配结构。但目前民营经济是经济的主导力量，社会财富的再分配结构出现重大调整也是比较困难的。

- 目前国家出台的限购政策，从中期的角度会抑制这部分资金的流入，弱化行业需求，但如果相关行政性政策不会在长期得到执行，行业长期需求也不会受到明显影响。
- 所以我们认为中期层面由于限购令将会发生作用，行业供求关系会得到缓和，但实质影响供给和需求的要素短期不会发生变化，行业的长期拐点也尚未到来。

图表 16：各阶层家庭房价收入比

年份	房价	家庭人口系数	城镇家庭平均	困难户城镇家庭	城镇居民最低收入家庭	低收入户城镇家庭	较低收入户城镇家庭	中等收入户城镇家庭	较高收入户城镇家庭	高收入户城镇家庭	最高收入户城镇家庭
1999	1843	3.14	9.0	22.7	20.2	15.1	12.1	9.6	7.6	6.1	4.4
2000	1952	3.13	8.9	24.1	21.2	15.4	12.1	9.5	7.5	5.9	4.2
2001	2068	3.1	8.8	24.4	21.4	15.6	12.1	9.4	7.4	5.8	4.0
2002	2130	3.04	8.2	32.2	26.2	17.3	12.8	9.5	7.1	5.4	3.3
2003	2212	3.01	7.8	31.5	25.5	16.7	12.3	9.1	6.8	5.0	3.0
2004	2549	2.98	8.2	33.3	26.9	17.4	12.8	9.4	7.0	5.1	3.0
2005	3010	2.96	8.7	36.7	29.2	18.7	13.6	10.0	7.3	5.3	3.2
2006	3132	2.95	8.1	33.7	26.8	17.2	12.7	9.3	6.8	5.0	3.0
2007	3665	2.91	8.2	33.8	26.9	17.4	12.7	9.4	6.9	5.1	3.1
2008	3655	2.91	7.2	30.3	23.8	15.4	11.1	8.1	5.9	4.3	2.6

来源：国金证券研究所 国家统计局

政策面：底部短期仍难出现

- 对行业的基本面我们并不过分担心，但政策面的缓和我们认为短期也难出现。我们在三季度策略报告中提出“找估值底不如找政策底”，因为没有政策底部出现，行业难有趋势性投资机会。而政策底出现至少需要两个条件，一是房价出现一定程度回落，二是房地产投资的明显下滑。但短期内我们认为上述两点条件仍较难出现：
- 一、房价的明显松动。目前各城市的去化周期仍处于历史较低水平，作为供求关系和价格最直观的指标，在去化周期不持续上升至一定水平，说明供求关系也没有恶化至房价将出现明显松动的程度。
- 以北京上海为例，两个城市目前的去化周期分别为 8.7 和 4 个月，但在 08 年的高点是 32.8 和 9 个月，供求关系短期也较难恶化至历史峰值。

图表 17：各城市按面积计算的去化周期

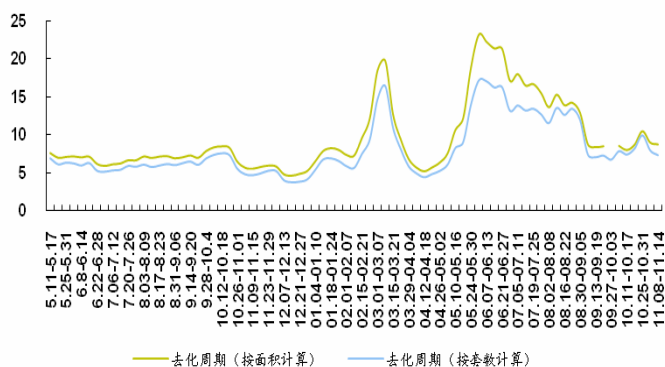
去化周期 (按面积计算)	08年最高	09年最高	10年最高	10年最新
北京	32.8	37.4	23.1	8.7
上海	9.0	8.3	8.1	4.0
深圳	27.4	14.1	45.0	6.7
广州	10.9	5.7	11.5	6.2
惠州	31.8	29.9	14.1	3.2
重庆	21.1	15.6	10.1	4.2
成都	36.9	28.4	0.0	0.0
杭州	25.2	26.5	26.4	8.8
南京	0.0	5.1	20.2	6.7
苏州	23.3	15.9	16.2	4.2
温州	0.0	14.2	5.9	5.9
宁波	32.3	28.6	58.5	26.9
福州	22.9	11.1	21.8	7.4
厦门	68.0	25.5	27.6	11.0
哈尔滨	41.2	50.8	67.5	13.9
青岛	0.0	31.3	17.9	4.2

来源：国金证券研究所 中指研究院

图表 18：各城市按套数计算的去化周期

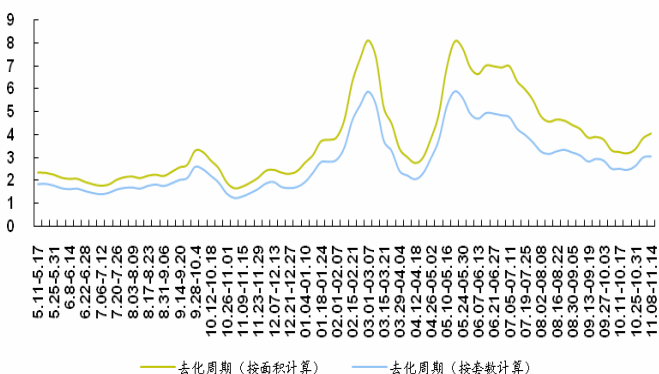
去化周期 (按套数计算)	08年最高	09年最高	10年最高	10年最新
北京	28.8	30.3	17.1	7.2
上海	7.0	6.6	5.9	3.0
深圳	23.7	14.5	33.6	6.3
广州	10.7	5.5	9.7	5.4
东莞	36.0	37.4	63.9	16.3
惠州	31.0	27.9	11.2	3.0
重庆	19.2	13.3	9.2	3.8
杭州	22.1	24.9	22.9	8.7
南京	30.1	14.2	20.2	6.4
苏州	19.4	14.4	13.8	3.7
温州	0.0	14.0	5.7	5.7
宁波	41.1	33.8	67.2	28.8
福州	36.8	18.0	19.1	6.3
厦门	64.2	23.8	24.7	9.8
哈尔滨	42.1	45.6	67.1	3.4
青岛	0.0	29.0	16.5	4.3

图表 19：北京住宅按最近一月移动平均计算去化周期

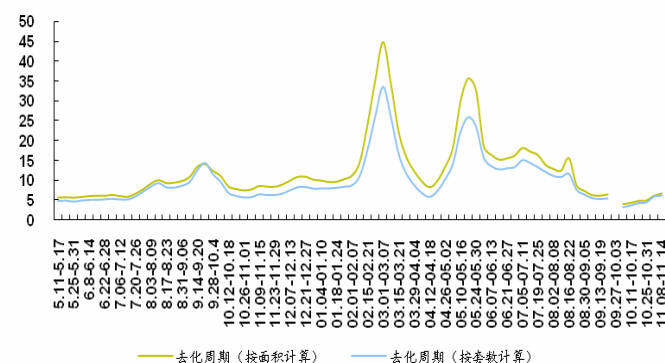


来源：国金证券研究所

图表 20：上海住宅按最近一月移动平均计算去化周期

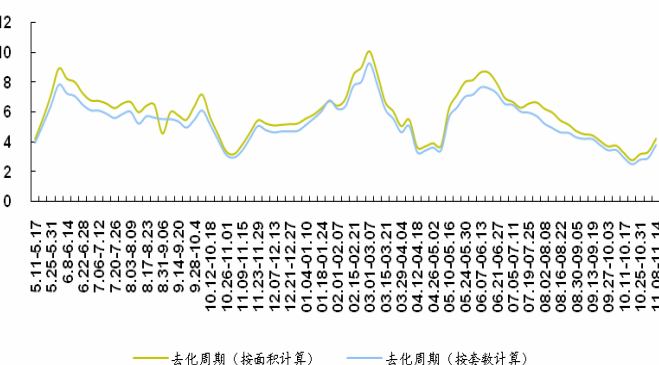


图表 21：深圳住宅按最近一月移动平均计算去化周期

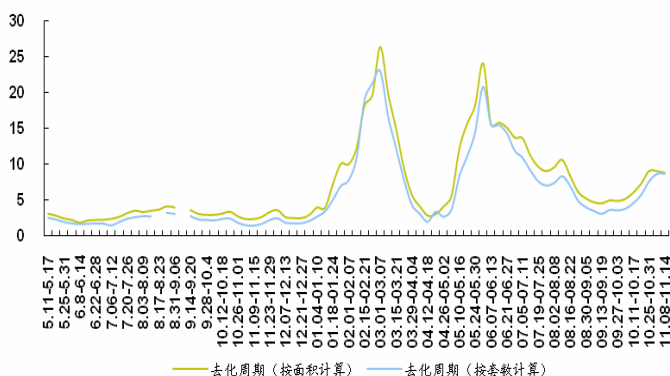


来源：国金证券研究所

图表 22：重庆住宅按最近一月移动平均计算去化周期

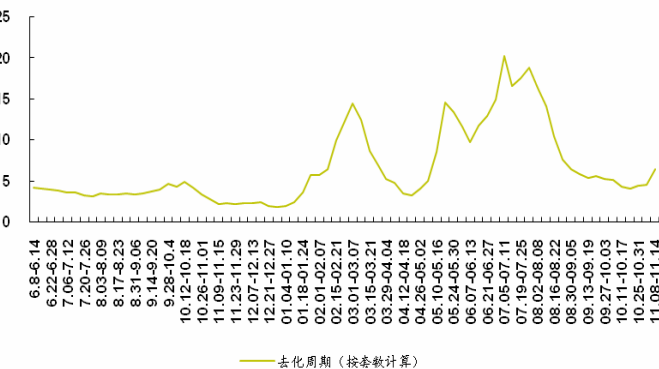


图表 23：杭州商品房按最近一月移动平均计算去化期



来源：国金证券研究所

图表 24：南京住宅按最近一月移动平均计算去化期

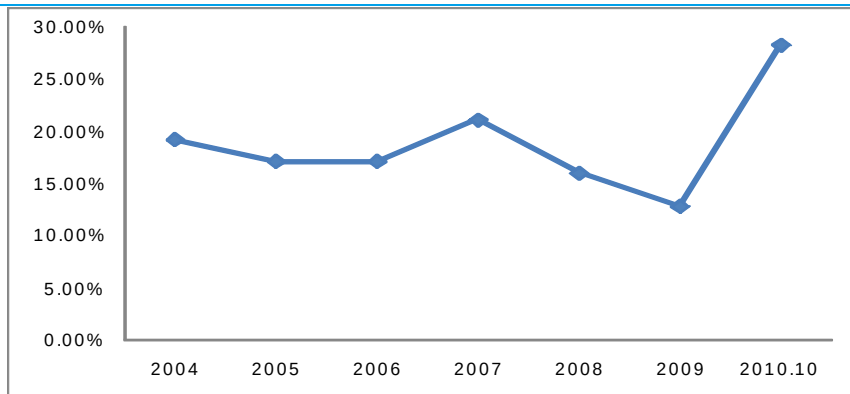


■ 二、房地产投资的明显回落。房地产投资主要由两部分构成，一是在建量，二是新开工，我们认为这两大要素短期都不会明显下滑。

■ 在建量。1-10 月份在建的施工面积同比增长 28.3%，处于历史较高水平，这部分投资是有惯性的，只要资金链不断，开发商就会继续投资。

- 新开工。新开工由于政府对保障性住房重视度的提升，能一定程度消除商品房新开工增速的下滑，例如 10 年 1-9 月份新开工同比增长 63%，如果没有保障性住房的大幅增长，这一增速将变为 30% 左右。11 年媒体报导了保障性住房将开工 1000 万套，按此计算将同比增长 72%，虽然这一数字没有得到官方证实，但政府对提高保障性住房比例的态度是坚定的，这部分新开工的增长能够使整体新开工不至于明显回落。
- 另外开发商对市场预期也并不悲观，担心如果目前缩减新开工，而未来市场回暖时再次出现无盘可卖的情况，所以主动性大幅缩减新开工的意愿也不强。

图表 25：商品房施工面积



来源：国金证券研究所 国家统计局

- 我们判断 10 年新开工和房地产投资增速分别为 39.4% 和 34.8%，11 年为 8% 和 22.8%。这是一个正常水平，短期政府没有必要去干预和刺激。
- 所以在房价和投资都不会出现明显回落的前提下，政策底部也较难出现，市场不会给地产股过高的估值水平。

图表 26：房地产投资模型

年份	商品房本年新开工面积 (万平方米)	商品房本年新开工面积增速	商品房本年竣工面积 (万平方米)	商品房本年竣工面积增速	竣工率	商品房本年施工面积 (万平方米)	商品房本年施工面积增速	积对应投资	每平方米施工面积对应投资额增长率	房地产开发投资总额 (亿元)	房地产开发投资总额增速
1998	18751	46.3%	15393	11.6%	31.75%	48473	11.5%	738	3.33%	3580	12.6%
1999	21633	15.2%	19784	28.0%	35.90%	55105	13.3%	728	-1.45%	4010	11.0%
2000	28259	30.6%	23028	16.4%	36.25%	63529	15.3%	772	6.02%	4902	19.5%
2001	35946	27.2%	27303	18.6%	35.36%	77213	21.5%	809	4.83%	6245	25.3%
2002	42260	17.6%	32523	19.1%	35.06%	92757	20.1%	834	3.11%	7736	21.9%
2003	54319	28.5%	39510	21.5%	33.80%	116907	26.0%	864	3.65%	10106	29.7%
2004	60414	10.4%	42465	2.1%	30.23%	140451	19.2%	937	8.38%	13158	28.1%
2005	66840	10.6%	48793	14.9%	29.67%	164445	17.1%	958	2.29%	15759	19.8%
2006	78131	15.1%	53019	-0.6%	27.32%	194090	17.1%	999	4.21%	19382	21.8%
2007	94590	19.4%	58236	4.3%	24.69%	235882	21.1%	1072	7.32%	25280	30.2%
2008	97574	3.2%	58502	0.5%	21.34%	274149	16.2%	1115	5.76%	30580	21.0%
2009	115385	18.3%	70219	20.0%	21.97%	319650	16.6%	1133	6.54%	36232	18.5%
2010E	160847	39.4%	90127	28.4%	21.97%	410278	28.4%	1190	5.00%	48829	34.8%
2011E	173715	8.0%	108489	20.4%	21.97%	493865	20.4%	1214	2.00%	59953	22.8%

来源：国金证券研究所

投资策略：从产业资本角度看投资机会

- 我们前面分析短期政策底部短期不会出现，所以地产股的估值水平受到抑制，尤其市盈率水平容易受市场情绪的影响。但从产业资本的角度，也即地产股约 20%-30% 折价水平目前已经能产生足够吸引力，存量货币过剩和并不悲观的市场预期可保证目前测算的 NAV 水平不会发生明显波动。

而未来土地市场的理性回归将为有拿地能力的上市公司重估水平的继续提升提供空间，所以从产业资本的角度，地产股已经值得买入。

- 重点推荐现金充裕有快速扩张能力，从而不断提升 NAV 水平的万科、保利地产、招商地产、金地集团，以及受二次调控影响较小的北京地产股，推荐冠城大通、华业地产、北京城建、首开股份、金融街。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室