

推荐 (维持)

在低估值中寻求高增长

2010 年 12 月 2 日

房地产行业 2011 年度投资策略

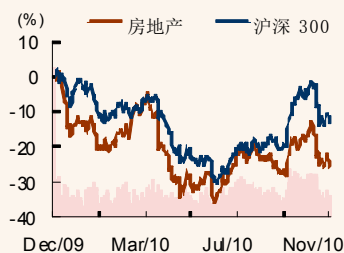
上证指数 2823

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	147	9.0
总市值 (亿元)	9901	4.2
流通市值 (亿元)	7444	4.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9.2	4.2	-23.0
相对表现	-2.0	-5.9	-12.3



相关报告

- 1、《房地产行业 2010 年四季度投资策略—房价下降是一个大概率事件》2010/09/30
- 2、《房地产行业 2010 年中期投资策略—莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行》2010/06/06
- 3、《房地产行业 2010 年度投资策略—市场总体难有惊喜，商业地产机会显现》2009/12/06

贾祖国

010-57601862
jiazg@cmschina.com.cn
S1090205070135

孟群 0755-25310921

mengqun@cmschina.com.cn
S1090210090011

洪俊骅 021-68407139

hongjh@cmschina.com.cn
S1090210090015

与 2010 年完全不同，2011 年地产股走势总体将温和向上。行业成交总体平稳，房价会略有下跌，调控舆论将较温和，估值会恢复到 15 倍动态 PE 的估值中枢，地产公司业绩总体有所增长。

- **2011 年房价总体略有调整：** 09 年 6 月份至今，全国月均开工 1.23 亿平米，据此测算，未来一年半每月新增销售面积约为 1 亿平米。而最近几个月全国成交量月均在 7000-8000 万方。随着调控的深入、开发商资金的吃紧以及城市新房库存的不断攀升，房价总体将略有调整；
- **2011 年成交量相较 2010 年总体平稳：** 在严厉调控等外在因素影响下，对住宅成交影响最大的是通胀预期以及名义利率水平。这两者是相随的。但前者导致房屋成交量上升，如 2010 年的情况，后者导致房屋成交量下降。2011 年无疑是通胀水平总体较高的一年。因为目前通胀压力在逐步加大，加息刚开始，所以判断明年的成交量总体平稳。除非加息频率特别密集，例如半年内就加到很高的水平，那样才会导致成交量的明显下降；
- **目前估值偏低，未来将会修复：** 从历史来看，1997 年以后，万科地产业务做成一定规模来，万科的季度静态 PB 估值的底部一直在 2 附近。目前在货币政策收紧的预期下，万科的股票跌倒 2 倍 PB，也即股价 7.3 元附近就达到了估值底部。目前很多公司 2011 年的动态 PE 也就 10 倍左右，估值存在修复的要求。随着房价在未来的下跌，调控舆论届时将趋于温和，估值那时应该可以修复；
- **地产业绩总体平稳增长：** 房地产行业独特的先预售再结算制度使得从销售房屋到最终结算，有 1 年半左右的滞后期。目前房屋销售比较旺盛，预计 2011 年也不会有明显的下降。因此，2012 年半年报以前房地产业绩增长无忧。建议投资者关注高增长公司；
- **风险提示：** 政策调控加码，央行持续回收流动性

重点公司主要财务指标

	股价	RNAV	10EPS	11EPS	10PE	11PE	P/RNAV	评级
万科 A	8.2	8.9	0.60	0.75	13.7	11.0	0.92	强烈推荐—A
金地集团	5.9	7.5	0.52	0.63	11.3	9.3	0.79	强烈推荐—A
中国国贸	11.9	14.1	0.17	0.58	69.8	20.5	0.84	强烈推荐—A
北京城建	11.6	20.3	1.19	1.41	9.8	8.2	0.57	强烈推荐—A
华业地产	7.0	10.6	0.49	0.88	14.2	7.9	0.66	强烈推荐—A
荣盛发展	11.4	11.8	0.65	0.98	17.5	11.6	0.97	强烈推荐—A
首开股份	15.4	18.5	1.21	1.50	12.7	10.2	0.83	强烈推荐—A
福星股份	12.9	11.9	0.64	0.89	20.1	14.5	1.08	强烈推荐—A
保利地产	12.2	13	0.97	1.25	12.6	9.8	0.94	审慎推荐—A

资料来源：招商证券

正文目录

一、2010 年市场回顾.....	3
1、宏观经济.....	3
2 行业政策.....	3
3、市场成交.....	4
4、股票走势.....	4
二、2011 年行业判断.....	6
1、宏观经济.....	6
2、住宅价格或略有下降.....	7
3、住宅成交量预计总体平稳.....	7
4、房地产投资增速有望保持在 25%以上.....	8
5、政策.....	9
三、2011 年股票投资.....	10
1、估值底部.....	10
2、业绩增长.....	10
(1) 一线城市还是二、三线城市.....	12
(2) 业绩预计应偏谨慎.....	11
3、估值修复.....	12
4、重点公司推荐.....	13

图表目录

图 1: 货币投放与物价攀升.....	3
图 2: 商品住宅月度销售额及月度同比.....	4
图 3: 营业用房月度销售额及月度同比.....	4
图 4: 房地产板块 2010 年走势.....	5
图 5: 2003 年以来加息和上调存款准备金情况.....	6
图 6: 北京月度成交均价与可售面积.....	7
图 7: 上海月度成交均价与可售面积.....	7
图 8: 广州月度成交均价与可售面积.....	7
图 9: 深圳月度成交均价与可售面积.....	7
图 10: 美国新房成交量和 CPI.....	8
图 11: 美国新房成交量和 30 年固定房贷利率.....	8
图 12: 万科历史 PB.....	10
图 13: 一二三线城市累计房地产开发投资增速.....	12
图 14: 一二三线城市新开工面积增速.....	12
图 15: 一二三线城市累计竣工面积增速.....	12
图 16: 一二三线城市累计销售面积增速.....	12
图 17: 房地产行业历史PEBand.....	14
图 18: 房地产行业历史PBBand.....	14
表 1: 今年主要房地产主要调控政策.....	3
表 2: 房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况.....	11
表 3: 重点公司核心观点.....	13

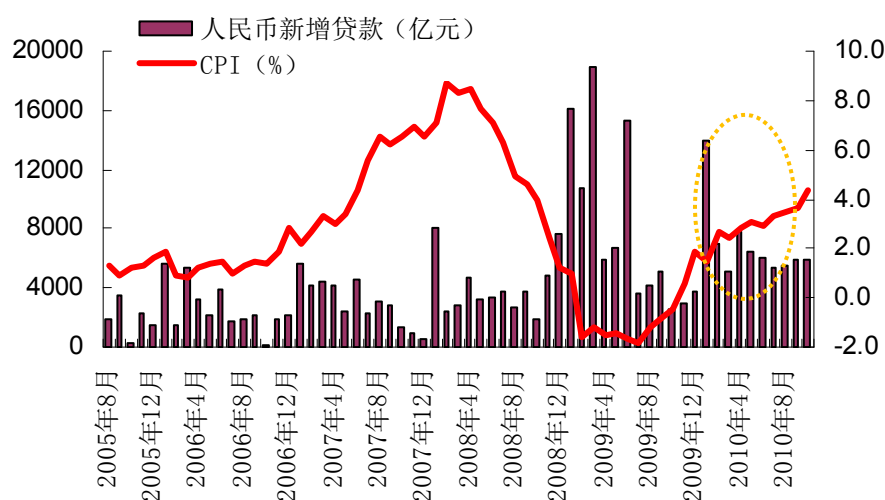
一、2010 年市场回顾

1、宏观经济

在 09 年大幅投放人民币 9.5 万亿新增贷款之后，由于考虑到经济尚不稳固，2010 年继续投放了大量的货币，预计全年新增人民币信贷超过 7.5 万亿，再加上 2010 年新增约 1 万亿左右的银信合作，整个 2010 年，中国经济体依然被注入了充分的流动性。

超发的货币必然带来通胀。食品类价格率先大幅上涨。由于食品类商品在 CPI 中所占比重超过 30%，粮食价格的波动直接影响当期 CPI 的走势。

图 1：货币投放与物价攀升



数据来源：CEIC，招商证券研发中心

2 行业政策

随着房价的高企，今年迎接来了史上最严厉的调控。1 月 10 日国务院国十一条出台后，房价依然快速上涨，国务院又在 4 月 17 日出台了国十条。国十条出台后，房价有过短暂的一个月的略微下跌和两个月的观望期，但随着 9 月份房价的再度上涨，国五条也随之出台。另外今年还 5 次提高了存款准备金以及实施了一次加息政策。存款准备金和加息不是针对房地产行业，但是客观来说，还是对房地产行业产生了影响。

表 1：今年主要房地产主要调控政策

日期	主要政策
2009/12/14	将个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，遏制炒房现象。
2009/12/17	国务院常务会议研究完善促进房地产市场健康发展的政策措施，明确提出：“加强市场监管，稳定市场预期，遏制部分城市房价过快上涨的势头”，同时强调“地方政府要切实负起责任”。为保持房地产市场的平稳健康发展，会议要求，增加有效供给、加强市场监管、完善相关制度的原则，继续综合运用土地、金融、税收等手段，加强和改善对房地产市场的调控。
2009/12/18	《关于进一步加强土地出让
	开发商拿地首付款比例提高到五成，且分期缴纳全部价款的期限原则上不超过一年。

收支管理
的通知》

2010/01/10	国十一条	严格二套房贷款管理，首付不得低于 40% 对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。另外，对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。通知指出，商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010/04/17	国十条	对贷款购买商品住房，首付款比例调整到 30% 及以上。同时，各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款，要加强对消费性贷款的管理，禁止用于购买住房。
2010/09/29	国五条	

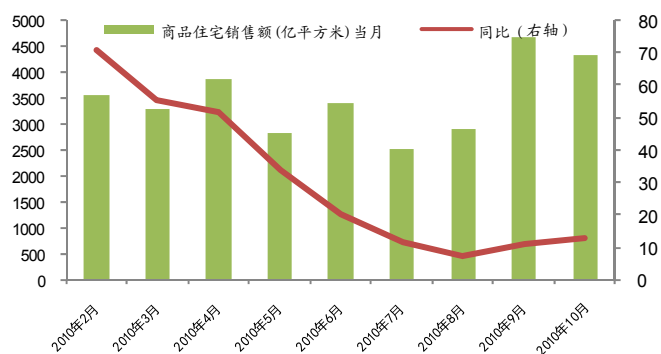
资料来源：招商证券研发中心

随着国五条的出台，全国很多城市纷纷出台限购令，目前已经有 16 个城市出台了限购令。限购令在具体的细节方面各个城市有所不同，甚至厦门、福州、海口的截止时间仅仅是到今年年底，但我们认为未来不排除限购令有效期延长的可能。

3、市场成交

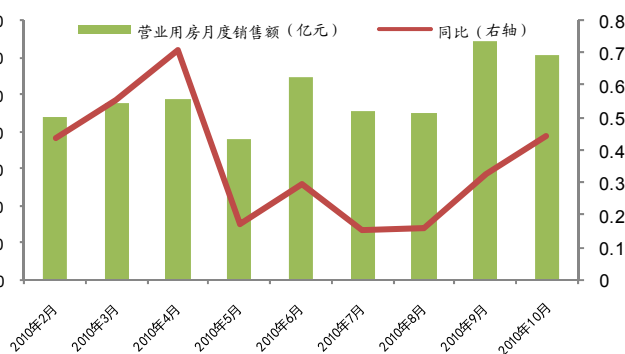
2010 年商品住宅即使在调控下，前 10 个月累计销售额同比增长达到 12.8%；商业地产则由于受调控相对较少，前 10 个月累计销售额同比增长达到 47.1%。

图 2：商品住宅月度销售额及月度同比



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

图 3：营业用房月度销售额及月度同比



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

4、股票走势

房地产板块的走势受政策调控影响较为显著。

图 4：房地产板块2010年走势



资料来源：Wind、招商证券研发中心（截止2010年11月29日）

二、2011 年行业判断

1、宏观经济

招商证券研发中心宏观研究认为：

(1) 央行下一阶段的货币政策思路重点则将着力流动性管理，同时特别强调货币政策的前瞻性和有效性。央行在三季度《货币政策执行报告》中进一步强调了货币条件要回归常态，实际上是进一步突出 M2 作为中间目标的重要性。基于当前整体通胀压力较高和流动性管理的要求，从货币政策执行目标来看，2010 年货币供给增速应该控制在 17.5% 左右；2011 年货币政策应该会将货币供给增速定于进一步趋近 16.3% 的长期平均值附近。

(2) 美国不太可能出台 QE3 和 QE4。2011 年美国经济政策的基调将是“宽货币、紧财政”。2011 年联储全年不加息仍是大概率事件。即使下半年通胀超过 2% 的政策目标，联储也可能会考虑通过提高通胀容忍水平，而继续维持现有的低利率政策。但宽松货币政策的增量空间已经不多，并很可能将低于市场预期。实际上，QE2 已经面临越来越强的内外部阻力（包括联储内部、共和党和 G20）很有可能不会如市场此前预期的那样顺利出台 QE3 和 QE4。即使出台，规模也很可能会大打折扣。

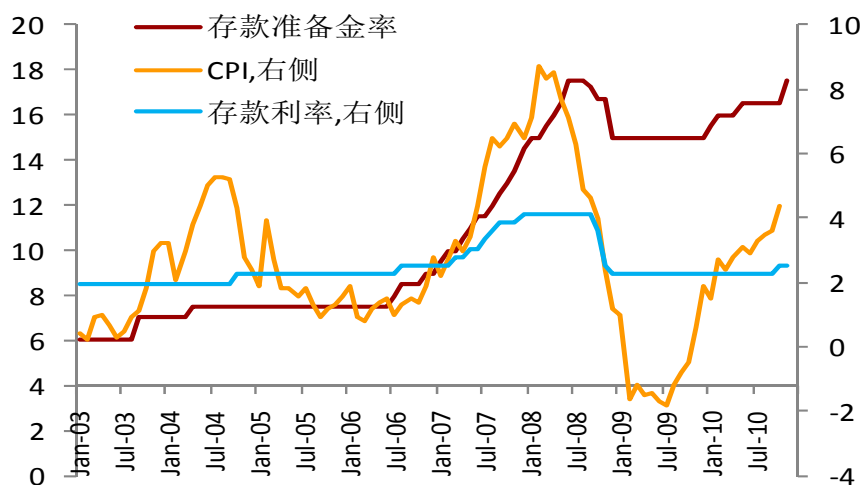
(3) 通胀背景下 2011 年货币政策趋于稳健

从管理层的态度来看，保增长、调结构和管理通胀预期仍然是稳健货币政策的重要前提。基于这样的判断，2011 年货币政策如下：

首先，我们认为 2011 年信贷规模将控制在 6.5-7 万亿左右，M2 增速将控制在 16.5% 左右。继续采取 6.5-7 万亿左右的信贷规模控制；

其次，为了应对通胀，应该有 2-3 次加息。存款准备金率政策则需要考虑外汇占款和商业银行放贷情况。

图 5：2003 年以来加息和上调存款准备金情况



数据来源：CEIC，中国人民银行，招商证券研发中心

2、住宅价格或略有下降

2011 年影响住宅价格的主要因素有：

- 供给因素：房地产的供应量，开发商资金情况；
- 需求因素：（预期）通胀水平，遏制需求的调控政策。

全国 09 年 6 月份至今，全国新开工面积合计高达 18.5 亿平米，月均开工 1.23 亿平米，据此测算，未来一年半每月新增销售面积约为 1 亿平米。而最近几个月全国成交量月均在 7000-8000 万方。

新房库存和房价走势往往相悖。当库存从高位掉头向下时，房价走强；当库存从底部回升时，房价走弱。目前即使在一线城市，新房库存也已经见底回升。这表明未来房价总体将走弱。

图 6：北京月度成交均价与可售面积

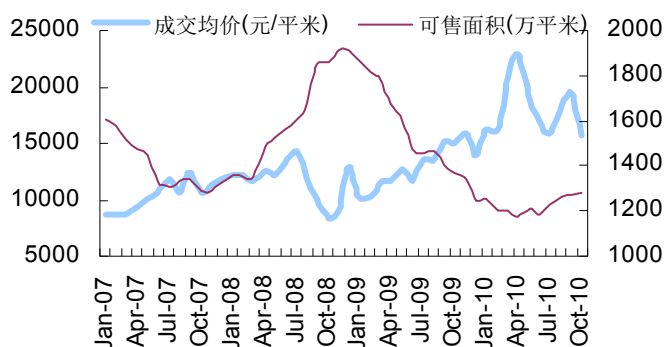


图 7：上海月度成交均价与可售面积

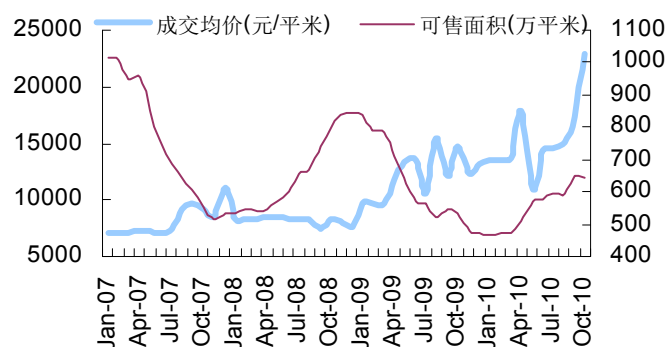


图 8：广州月度成交均价与可售面积

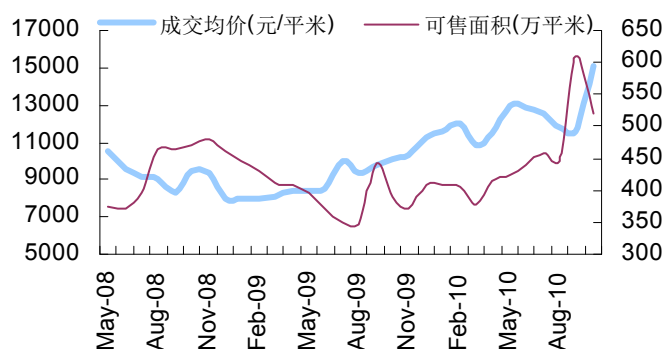
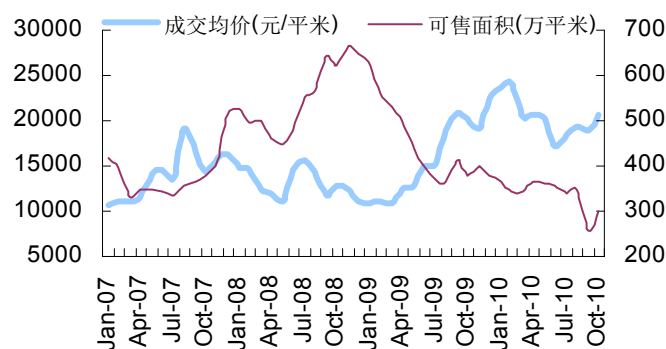


图 9：深圳月度成交均价与可售面积



资料来源：各房管局及互联网，招商证券研发中心

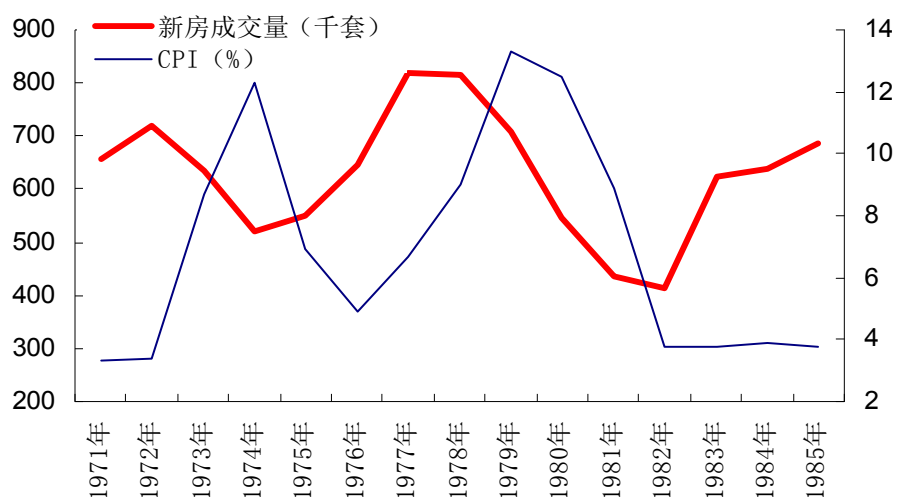
3、住宅成交量预计总体平稳

在严厉调控等外在因素影响下，对住宅成交影响最大的是通胀预期以及名义利率水平。这两者是相关的，当通胀上升时，利率水平会提高。但对住宅成交量的影响二者正好相反。通胀，尤其在通胀初期，民众买房抗通胀，因此房屋成交量是上升的。2010 年预计 8.8 亿平的全国商品房成交量就是一个很好的案例；但当通胀水平不断上升时，名义利率水平一直提高，这导致房屋成交量的下降。其中原因有二：连续加息导致民众对商品价格，包括房屋价格看跌；连续加息提高了按揭购房者的成本。

因此，房屋成交量高点比利率高点的年份要提前，从美国上世纪 70 年代的数据看，往往要提前 2-3 年。

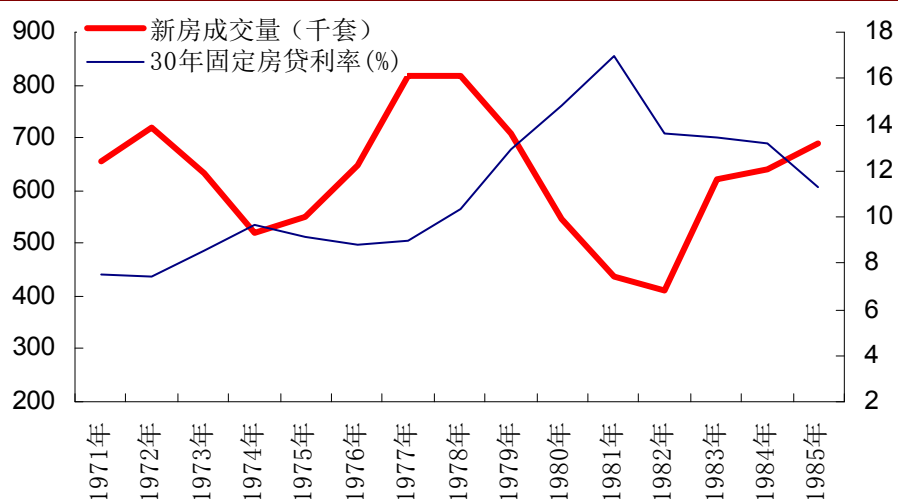
2011 年，无疑是通胀水平总体较高的一年。因为目前通胀压力在逐步加大，加息刚开始，所以可以判断明年的成交量总体与 2010 年相比变化不大，很难判断出一点是高很多或跌很多。除非加息加得特别密集，例如半年内就加到很高的水平，那样才导致成交量的明显下降。

图 10：美国新房成交量和CPI



资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

图 11：美国新房成交量和30年固定房贷利率



资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

4、房地产投资增速有望保持在 25%以上

至于明年房地产投资增速，我们认为增速可能会比今年有所下降，但仍然将保持在 25% 以上。

理由是：今年在调控政策如此严厉的情况下，前 10 个月商品房仍然销售了 7.2 亿平方米，预计全年销售面积约 8.8 亿平方米左右，这是在 4 月中旬严厉的房地产调控政策下的数据。而去年全年，在没有调控政策的情况下，商品房销售面积是 9.48 亿平方米。我

们认为归根结底还是流动性过剩，考虑到目前政府还不敢过度回收流动性，而流动性不收，必然会有一部分资金流向房地产市场，从而保证了房地产市场的销售不会特别差，从而开发商仍然有信心去购置土地，加大加快项目开工施工，从而也保证了房地产投资增速保持在较高的水平。

5、政策

行业调控政策将继续严厉。在房价没有下跌之前行业调控政策继续保持严厉，但以贯彻和落实为主，基本上不会再加码新的大政策，例如房地产税，但明年有可能会在更多的城市推广房产税试点。

另外从宏观看，货币政策在收紧，这也在一定程度上有助于房地产行业调控。

三、2011 年股票投资

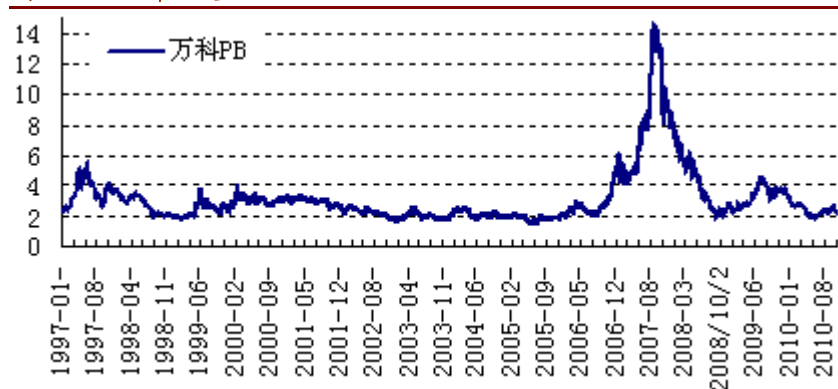
1、估值底部

从历史来看，1997 年以后，万科地产业务做成一定规模来，万科的 PB 估值的底部一直在 2 附近。

08 年以来，

- 2008 年 9 月 1 日，股票最收盘最低点时，万科的 PB 为 1.89；此前和此后各交易日都高于 2；
- 2010 年 5 月 17 日，股票最收盘最低点时，万科的 PB 为 1.93；此前和此后各交易日都高于 2；
- 2010 年 6 月 18 日，股票最收盘最低点时，万科的 PB 为 1.99；此前和此后各交易日都高于 2；
- 2010 年 6 月 29 日到 7 月 8 日，万科的 PB 区间为 1.84 到 1.95；此前和此后各交易日都高于 2。

图 12：万科历史 PB



资料来源：WIND，招商证券研发中心

目前在货币政策收紧的预期下，万科的股票跌倒 2 倍 PB，也即股价 7.3 元附近就达到了估值底部。

2、业绩增长

(1) 2012 年半年报以前房地产公司业绩增长无忧

2012 年半年报以前房地产公司业绩增长无忧。房地产行业独特的先预售再结算制度使得从销售房屋到最终结算，有 1 年半左右的滞后期。目前房屋销售比较旺盛，预计 2011 年也不会有明显的下降；2012 年半年报前，上市公司的土地成本总体偏低。

但 2012 年下半年结算的收入中，不少的项目会来自于目前获取的土地储备，在房价略微下跌的情况下，这些项目的毛利率会有一个较明显的下滑。

因此就目前而言，上市公司业绩来自于销售方面的困扰不大。

(2) 业绩预计应偏谨慎

未来可预见的 2 年里，房地产再融资放开可能很小，包括股权融资和债券融资。（最多 2011 年会批复今年国土部审核通过的 4 家企业的融资。）这就在很大程度上影响了上市公司释放业绩的动力，因此，对于 2010 年和 2011 年上市公司的业绩预测应偏谨慎。我们在此下调了部分公司 2010 年和 2011 年的业绩。部分公司相应下调了投资评级。

表 2：房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况

万平，元	土地储备	股价	RNAV	10EPS	11EPS	调整	10PE	11PE	评级	调整
服务类										
世联地产		31.1		1.01	1.33		30.8	23.4	审慎推荐—A	
商业地产										
中国国贸	110	11.9	14.1	0.17	0.58		69.8	20.5	强烈推荐—A	
开发加持有										
金融街	769	6.6	13.4	0.58	0.74		11.4	8.9	强烈推荐—A	
世茂股份	831	13.2	22.9	0.72	0.80	下调	16.5	12.7	审慎推荐—A	下调
张江高科	367	9.7	13.7	0.55	0.60	下调	16.2	14.3	审慎推荐—A	
浦东金桥	91	9.1	13.0	0.40	0.45	下调	19.7	17.5	审慎推荐—A	
开发类										
北京城建	186	11.6	20.3	1.19	1.41		9.8	8.2	强烈推荐—A	
冠城大通	215	8.8	11.3	0.80	1.15	下调	8.6	5.5	审慎推荐—A	下调
华业地产	122	7.0	10.6	0.49	0.88		14.2	7.9	强烈推荐—A	
荣盛发展	1604	11.4	11.8	0.65	0.98		17.5	11.6	强烈推荐—A	
格力地产	193	7.5	10.6	0.45	0.50	下调	13.2	10.3	审慎推荐—A	下调
首开股份	969	15.4	18.5	1.21	1.50		12.7	10.2	强烈推荐—A	
金地集团	1548	5.9	7.5	0.52	0.63		11.3	9.3	强烈推荐—A	
鲁商置业	274	7.2	8.8	0.50	0.60	下调	11.4	7.8	审慎推荐—A	下调
福星股份	315	12.9	11.9	0.64	0.89		20.1	14.5	强烈推荐—A	
苏宁环球	1451	8.7	11.8	0.60	0.90		14.5	9.7	强烈推荐—A	
万科 A	3447	8.2	8.9	0.60	0.75		13.7	11.0	强烈推荐—A	
招商地产	1051	16.0	28.4	1.21	1.60		13.2	10.0	审慎推荐—A	
保利地产	3869	12.2	13.0	0.97	1.25		12.6	9.8	审慎推荐—A	
华发股份	633	10.2	17.3	0.80	0.90	下调	10.6	9.4	审慎推荐—A	
天津松江	283	8.3	6.1	0.20	0.25	下调	20.7	10.9	审慎推荐—A	
南湖中宝	927	5.4	3.7	0.28	0.40	下调	14.6	9.3	审慎推荐—A	
龙元建设		12.0		0.50	0.80		24.0	15.0	审慎推荐—A	
浙江广厦	219	5.1	5.2	0.37	0.41	下调	11.8	10.6	审慎推荐—A	
滨江集团	329	10.4	12.6	0.75	0.90	下调	13.2	10.7	审慎推荐—A	
信达地产	465	6.2	8.0	0.45	0.50		13.8	12.5	审慎推荐—A	
苏州高新	309	5.3	6.9	0.30	0.40	下调	11.9	10.9	审慎推荐—A	
华丽家族	93	12.2	7.7	0.96	1.09		12.7	11.2	审慎推荐—A	
亿城股份	185	5.1	6.4	0.48	0.60		10.6	8.5	审慎推荐—A	
建发股份	545	6.5	6.5	0.60	0.68	上调	11.9	9.6	审慎推荐—A	
中南建设	1027	10.1	13.9	0.70	0.80	下调	12.8	11.6	审慎推荐—A	
中天城投	1027	13.4	7.8	0.59	0.98		22.7	13.7	审慎推荐—A	
凤凰股份	125	6.1	4.7	0.20	0.48	下调	20.9	12.6	审慎推荐—A	
上实发展	627	8.7	11.5	0.34	0.44		25.6	19.8	审慎推荐—A	
京投银泰	110	7.4	4.4	0.34	0.54		21.9	13.8	审慎推荐—A	
中大股份	180	17.3	18.3	1.13	1.46		15.3	11.9	审慎推荐—A	
嘉凯城	85	7.76	8.25	0.62	0.77		12.5	10.0	审慎推荐—A	

注明：公司每股净资产和 EPS 等数据会根据公司股票调整以及最新研究报告预测数进行不定期修正

资料来源：招商证券研发中心（数据截止 2010 年 12 月 1 日）

(3) 关注一线城市还是二、三线城市

我们将北京、上海、广州、深圳和杭州等 5 个城市列为一线城市，将其余 26 个省会城市和大连、青岛、宁波和厦门等城市列为二线城市，其他城市列为三线及以下城市。

房地产开发投资方面：三线城市投资增速从 2009 年 9 月份开始明显加速，年底增速达到 20%，二线城市则从 2009 年 6 月份开始明显加速。2010 年 10 月份，二线和三线城市房地产累计投资增速分别达到 36% 和 42%，分别比一线城市高 14 个点和 20 个点；

房地产新开工面积方面：二线城市和三线城市 2009 年新开工面积同比增速分别达到 15% 和 23%，而一线城市为 -9%；截至 2010 年 10 月份，一二三线城市的新开工面积同比增速分别达到 56%、60% 和 67%；

二、三线城市面临的压力更大：首先，二、三线城市新开工面积同比增幅在 70% 左右，一线城市约 60%；其次，目前几乎所有城市的新房库存已经见底回升；再次：二、三线城市刚性需求相对较弱；

因此，我们认为业绩主要来自于一线城市项目的地产公司，其业绩增长会更稳固。

图 13：一二三线城市累计房地产开发投资增速

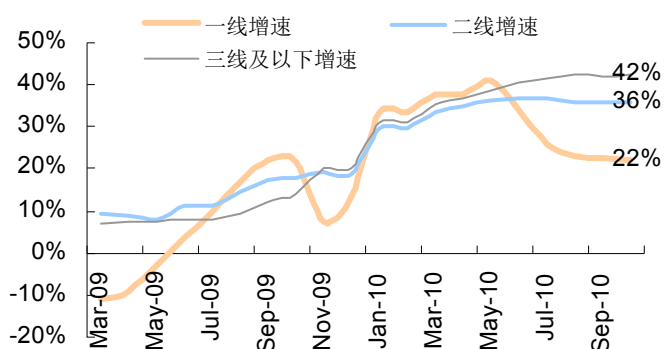


图 14：一二三线城市新开工面积增速

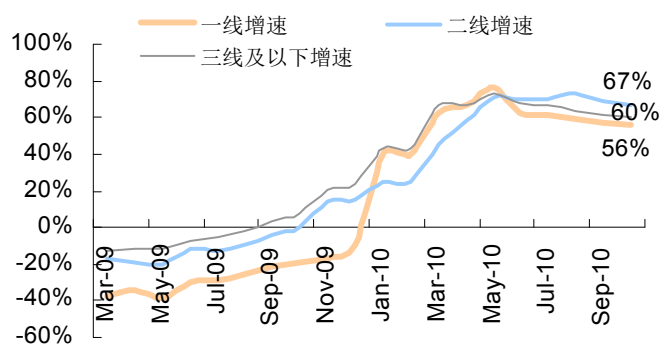


图 15：一二三线城市累计竣工面积增速

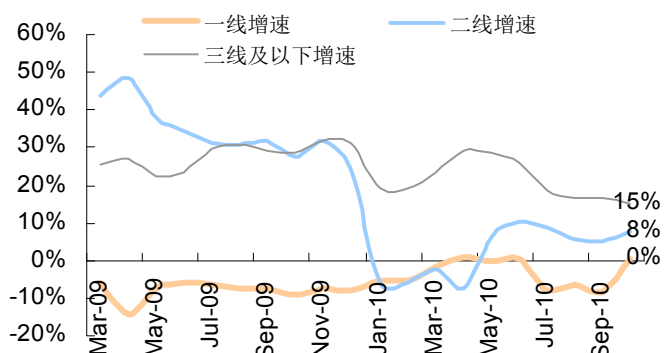
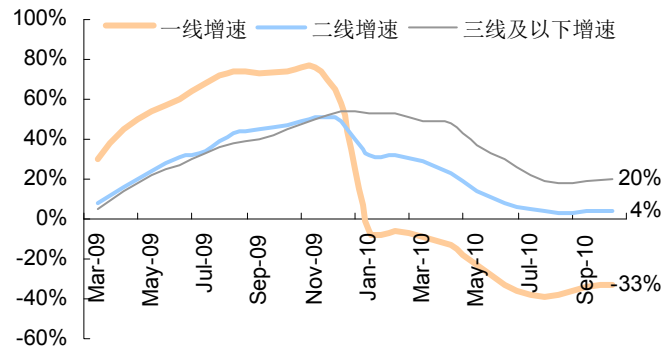


图 16：一二三线城市累计销售面积增速



资料来源：CEIC、招商证券研发中心

3、估值修复

我们一直认为，在房地产调控下，开发类地产公司的估值从动态 PE 看，估值中枢应在 15 倍。目前很多公司 2011 年的动态 PE 也就 10 倍左右，估值存在修复的要求。随着房价在未来的下跌，调控舆论届时将趋于温和，估值那时应该可以修复。

4、重点公司推荐

我们关注推荐的公司核心观点如下表所示。

表 3：重点公司核心观点

公司名称	重点公司核心观点
世联地产	公司一直致力于学习国际房地产业龙头世邦魏理仕，我们认为公司现在所处阶段与 1970 年前后的世邦魏理仕很像——正处于大幅全国扩张的前期，公司将的区域扩张和并购作为全国扩张的两个重要途径，公司价值长期看好。
中国国贸	我们看好北京写字楼价格的长期空间，预期明年底后租金将快速上涨，未来公司还有 3 期 B20 多万方储备，预计未来写字楼租金年均复合增长率将从过去 10 年的 4.1% 提高到 7% 左右。公司 RNAV16 元左右，现金流折现每股价值是 20 元。国贸 3 期即将开业构成了股价上涨的催化剂。
金融街	天津是中国未来房地产最有前景的地区，公司正在聚焦京津地区，大幅增加该区域的土地储备。公司在京津地区的持有物业达到 60 多万方，具有绝对的战略价值，未来 3 年公司将保持每年 30% 左右的高增长。经过 08 年的股权融资和 09 年的债券融资，目前公司手握 150 多亿的现金，是 100 多家地产 A 股公司中资金最充裕的公司。在未来的行业调整期里，公司有望在北京、天津等战略重点城市的土地储备有更实质性的增长。
世茂股份	公司资产重组完成后，公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州、武汉等地获得了优质的项目储备，目前公司的土地储备达到了 831.4 万平，权益土地储备为 689.3 万平。公司的核心竞争优势在于“拿便宜的土地，卖贵的房子”。目前公司的楼面地价仅为 1395 元/平。09 年许薇薇女士来到公司后，详细制定了公司的发展和经营计划，原有项目开始大规模动工，我们预计公司业绩也将随之大幅增长。
北京城建	地产项目主要集中在北京，由前期控量获利阶段进入后期放量获利阶段，长期股权投资由投入期转入收获期。管理层有动力释放业绩。当前股票估值较低。
冠城大通	公司这两年的业绩主要依靠北京的太阳星城项目和冠城名敦道，这两个项目都是 2004 年前拿的地，地价非常便宜。09 年底目前未结算面积分别为 73.1 万平和 8.3 万平。这两个项目主要在 2010 年到 2012 年结算。我们即使采用最保守的房价和结算条件，公司业绩依然能高速增长。我们认为公司未来还是有拿优质土地储备的能力，其来源目前主要有海西文化创意产业园项目、海科建股权以及太阳星城 D 区 20 多万建面的一级开发。前期市场一直担心公司放弃配股后是否还会释放业绩。7 月 29 日公司公告了股权激励，我们认为这使得公司管理层和投资者的利益更趋于一致。
华业地产	公司在通州有 67.4 万可售的土地储备，占公司当前土地储备的 55%。该项目楼面价仅 3000 元/平米左右。该项目大概在 2011 年达到结算条件，估计要结算 4 年左右的时间。这就充分锁定了公司在 2011-14 年的业绩。通州项目 2010 年 8 月份开盘。
荣盛发展	定位于全国二三线城市，目标清晰，项目周转快。未来成长性好，股权激励已经实施。缺点估值较高，目前已经接近 20 倍 PE。我们看好公司快速成长的潜力，公司有成为全国一线地产商的潜力。
格力地产	用工业化的标准要求来建造房子，公司背景较好，珠海市政府积极扶持，管理层实干型干部，忠诚度较高。缺点：今年业绩释放较慢。格力海岸项目将在 2012 年体现业绩，明年将会预售。投资格力，就像当初投资苏宁电器一样，需要长期持有。
首开股份	北京国资背景，在京土地储备最多，并且其拿地能力有望随着北京土地出让制度调整而强化；现金激励方案奖金延期提取，提供业绩持续增长动力；资金充足而具备较强的进攻潜力；2010 年公司达到考核目标已无悬念，公司必将积极推动第二期奖励计划，但由于集团公司与上市公司管理层不完全重合，可能会增加第二期奖励计划的阻力；2010 年业绩已无忧。
金地集团	渐渐掉队的一线地产商，上半年销售较差，下半年将会有 200 万平的货源，销售将会有明显起色。股权激励明年授权，业绩增长确定。管理层变动带来的负面影响已经在最近走势中反映。投资金地建议关注公司下半年上海青浦徐泾项目的销售情况，将具有代表性。
鲁商置业	山东人均可支配收入比全国高 3.3%，但房价比全国低 22%，销售额排全国第 5，但缺乏本土龙头；“鲁置业捆绑银座”堪比“万达捆绑沃尔玛”，最有实力成为本土龙头；各方动力推动公司做大做强，2010 年所有项目全部开工建设，为未来业绩增长奠定基础。青岛燕儿岛项目有望在第三季度预售。
福星股份	武汉将大幅受益于四面高铁网络的建设，是我们非常看好的为数不多的几个城市之一。公司市场领衔城中村改造，孕育巨大的机会；福星股份有望借助城中村改造实现土地储备翻番，并成为武汉房地产市场龙头；今年三四季度将获得 2 个城中村约 230 万平米土地，土地储备有望翻番。
苏宁环球	南京跨江战略进入实质性实施阶段，未来几年里江北交通将大幅改善，江北房价在快速上涨，公司在

江北项目的权益建面 728.8 万平米，占江北供应 2/3 左右，已成为南京跨江战略的最大受益者。经公司江北项目过江的地铁 3 号线 2014 年通车。在目前二套房政策下，因江北交通还不是很便利，公司楼盘销售不畅。

资料来源：招商证券研发中心

图 17: 房地产行业历史PEBand

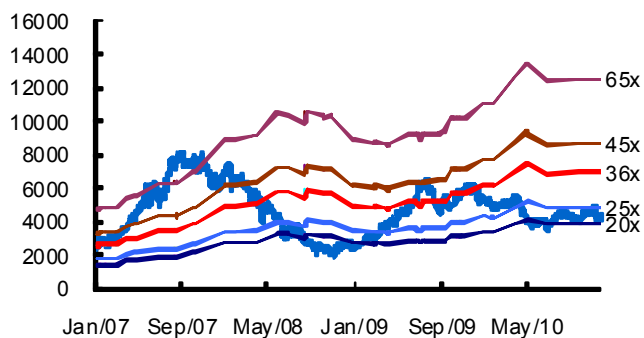
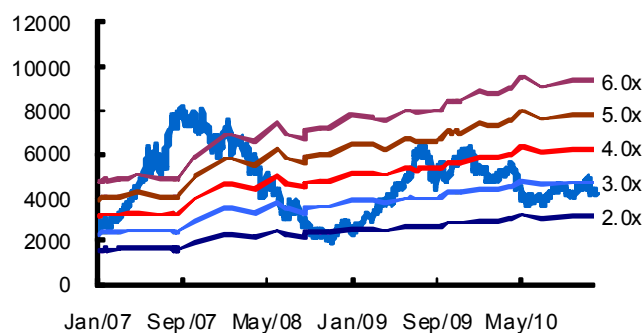


图 18: 房地产行业历史PBBand



专著:

《房地产投资原理》，贾祖国，孟群著，经济科学出版社出版，2010 年 9 月

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

《中国当代房地产研究专题之十四——土地制度研究》2010/10/20

《中国当代房地产研究专题之十五——国际核心城市的总结与展望》2010/10/22

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:

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、未来也将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。2010 年“水晶球”房地产行业最佳分析师，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。

孟群，经济学硕士，08 年加盟招商证券，任房地产行业分析师。

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，3 年保利房地产股份有限公司董事会秘书办公室工作经验，2 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 $\pm 5\%$ 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

免责条款

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。