

房地产行业 2011 年投资策略

震荡调整是主流，机会和风险共存

金融/房地产行业

同步大势

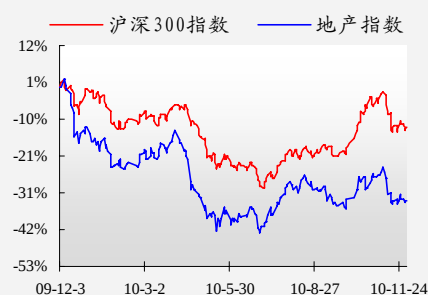
维持评级

发布时间：2010 年 12 月 3 日

投资要点：

- 2010 年房地产行业市场形势是层层压制下需求继续顽强释放。近期全国商品房销售增速连续下降，但继续保持正增长。房地产开发投资增速在高位保持平稳。房地产新开工面积连续 4 个月保持平稳中略有下降。土地一级市场的供给虽有增加，但增幅有限。供不应求仍然是商品房成交价格持续上涨的主要原因。
- 国房景气指数在 10 月有所反弹，但预计将会继续下行。东部地区的房地产市场成交占比依然较高，但中西部地区崛起速度开始加快。
- 我们认为，至少 2011 年上半年之前，政府依然会对房地产市场保持一定的政策压力，政策放松的可能性不大。房价将会以稳为主，上涨和下跌的空间都不大。一些影响房地产长期发展趋势的因素在悄然发生变化，但影响效果会是渐进的和长期、缓慢的。
- 2011 年房地产行业投资策略：我们认为，2011 年的房地产行业用“高位滞涨”或者说“高位横盘”来形容最为贴切。地产股在 2011 年不太会出现趋势性的上涨机会，获取超额收益的可能性不大，我们继续维持房地产行业同步大势的投资评级，建议标配地产股。
- 个股建议：我们认为，目前房地产行业的开发产品基本同质化，判断行业形势比选择公司更为重要，具有品牌优势、资金优势和持续开发能力较强的一线地产股仍然是投资的首选。其次，由于证监会目前已基本暂停了地产股借壳上市的审批，因此 2011 年房地产行业不会有“黑马”出现。重点推荐的股票有：万科 A、保利地产、金地集团、信达地产、华发股份、格力地产、滨江集团、ST 东源。

走势图



重要公司

评级

万科 A	推荐
保利地产	谨慎推荐
金地集团	谨慎推荐
信达地产	谨慎推荐
ST 东源	谨慎推荐

分析师：高建

执业证书编号：S0550108051099

TEL: (8621)6336 7000 – 259

FAX: (8621)6337 3209

Email: gaoj@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、2010 年房地产行业市场形势----层层压制下需求继续顽强释放

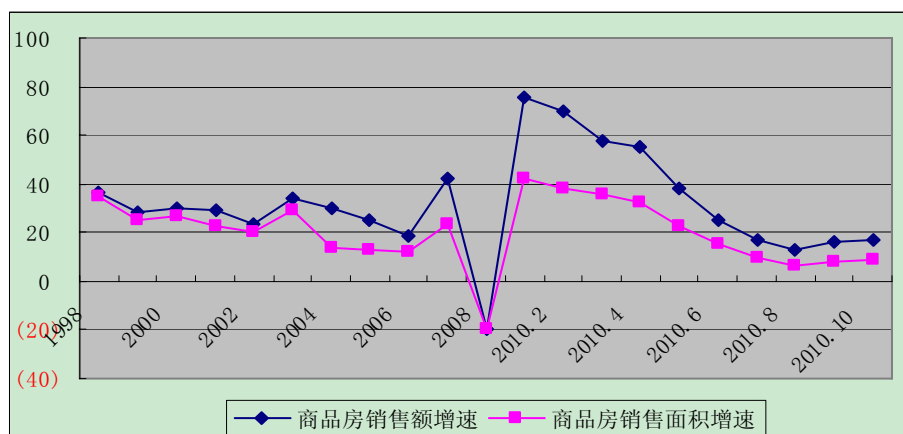
1.1、商品房需求仍然保持旺盛

1.1.1 全国商品房销售增速连续下降，但继续保持正增长

2009 年中国房地产市场实现了由冬到夏的快速反转，全国房地产市场的价和量都创出历史新高。在去年如此高的基数下，2010 年，中国房地产市场继续显示出其强大的需求力量，全国商品房的成交量和成交价格均继续实现了增长。

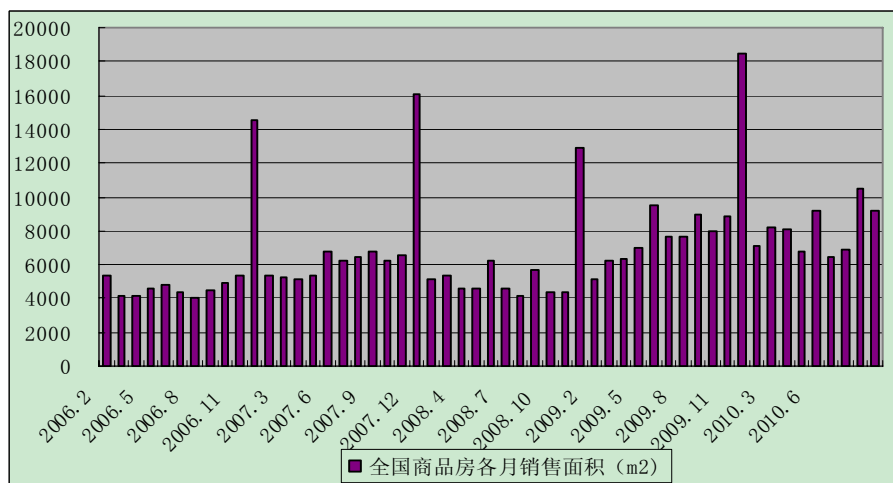
抛开政策调控因素不说，在 2009 年有利于购房需求释放的因素在 2010 年继续存在，一是全球资金流动性泛滥，再加上较低的利率环境，使得资产价格持续膨胀；再有就是对通货膨胀日益强化的担忧，出于资产保值和增值的要求，投资和投机购房需求也是持续增长。还有就是，经过了 2009 年踏空的教训后，越来越多的潜在购房者对宏观调控所能产生的效果开始怀疑，更加多的购房者甚至认为调控正好是买入的机会。这些因素，使得在面对史上最严厉和最密集的调控政策之下，2010 年的房地产市场形势表现并不差。

图 1：全国商品房月度销售增速



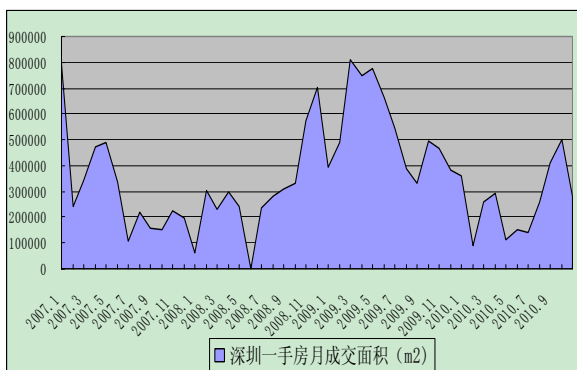
数据来源：国家统计局

图 2：全国商品房月度销售面积

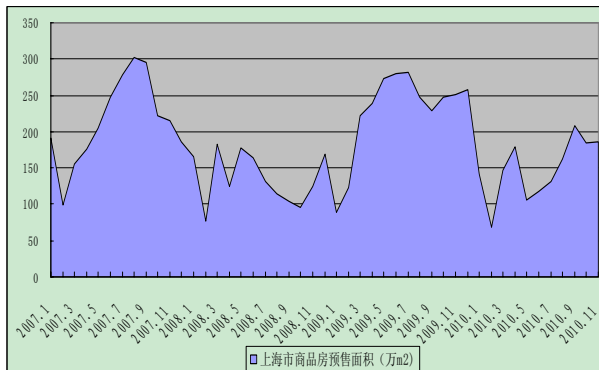


数据来源：国家统计局

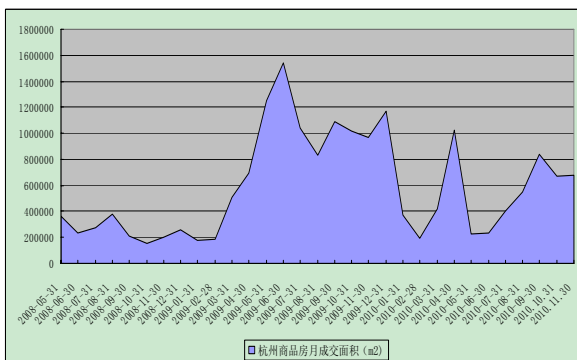
1.1.2 一线城市的成交量仍然是我们观测政策调控效果的前导性指标

图 3: 深圳商品房月成交面积(m²)

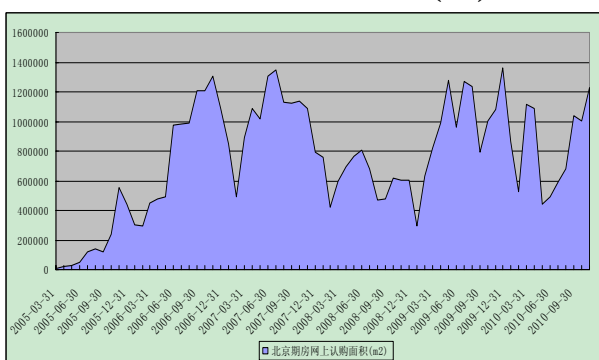
数据来源: WIND

图 4: 上海市月度商品房预售面积(m²)

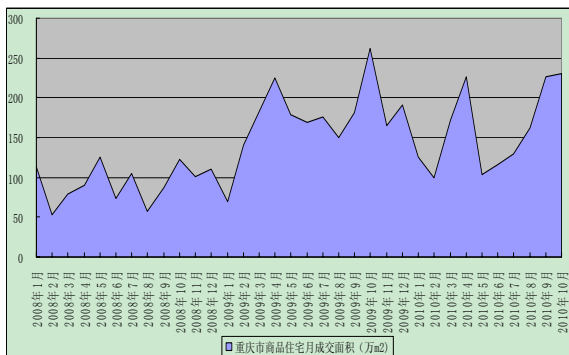
数据来源: WIND

图 5: 杭州市商品房月成交面积 (m²)

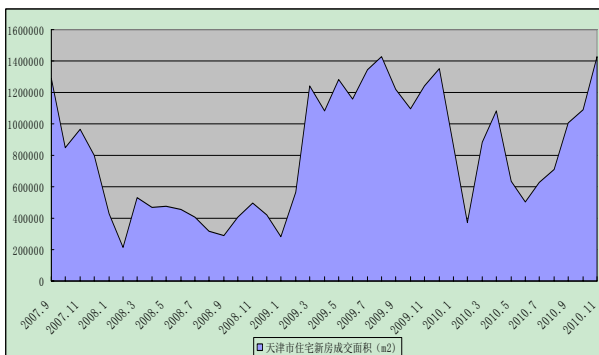
数据来源: WIND

图 6: 北京期房月度网上认购面积(m²)

数据来源: WIND

图 7: 重庆市商品住宅月成交面积 (m²)

数据来源: WIND

图 8: 天津市商品房月成交面积 (m²)

数据来源: WIND

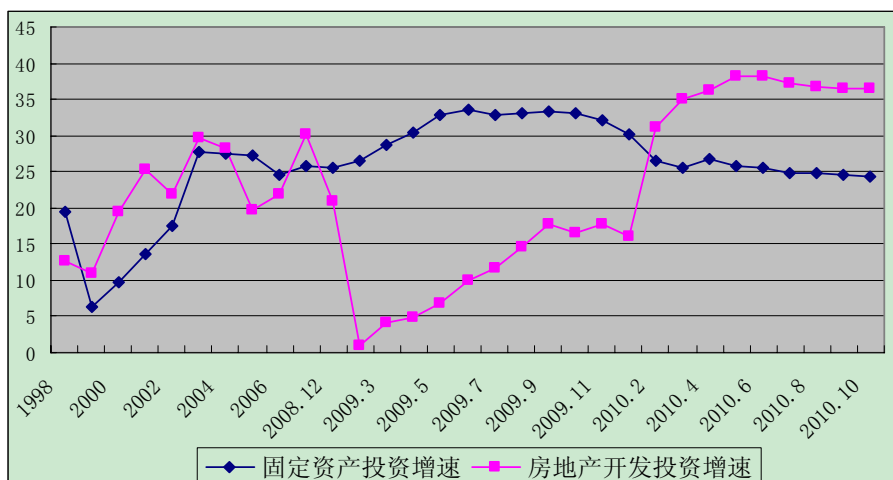
1.2、2010 年商品房供给有所增加

1.2.1. 房地产开发投资增速在高位保持平稳

2010 年 1-10 月，全国完成房地产开发投资 38070 亿元，同比增长 36.5%，增幅较上月微增了 0.1 个百分点。其中，商品住宅完成投资 26683 亿元，同比增长 33.8%，占房地产开发投资的比重为 70.1%。房地产开发投资增速在经过大幅上涨后已在高位有所企稳。从历史数据来看，中国房地产开发投资增速的长期值应该在 30% 以下，我们认为 2011 年，

房地产开发投资增速将会回到 20%-30% 的正常区间。

图 9: 固定资产投资与房地产开发投资增速%

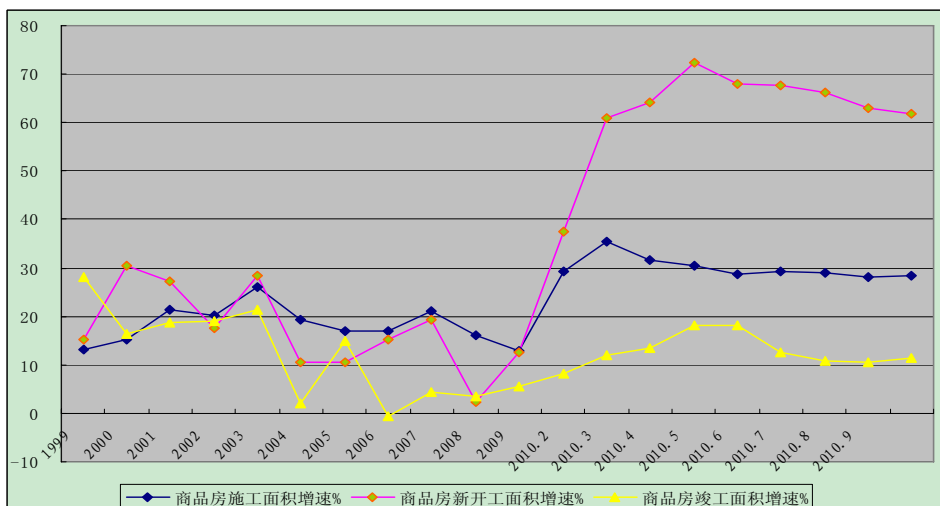


数据来源: 国家统计局

1.2.2. 房地产新开工面积连续 4 个月保持平稳中略有下降

1-10 月, 全国房地产开发企业房屋施工面积 36.98 亿平方米, 同比增长 28.3%; 房屋新开工面积 13.18 亿平方米, 同比增长 61.9%; 房屋竣工面积 4.20 亿平方米, 同比增长 11.4%。从环比数据来看, 房屋新开工面积已经连续 4 个月保持平稳中略有下降。这预示着开发商为了弥补库存不足而加大新开工项目的高峰已过, 预计房屋新开工面积增速在四季度及 2011 年将会向常态回归。

图 10: 商品房施工面积、新开工面积、竣工面积增速%



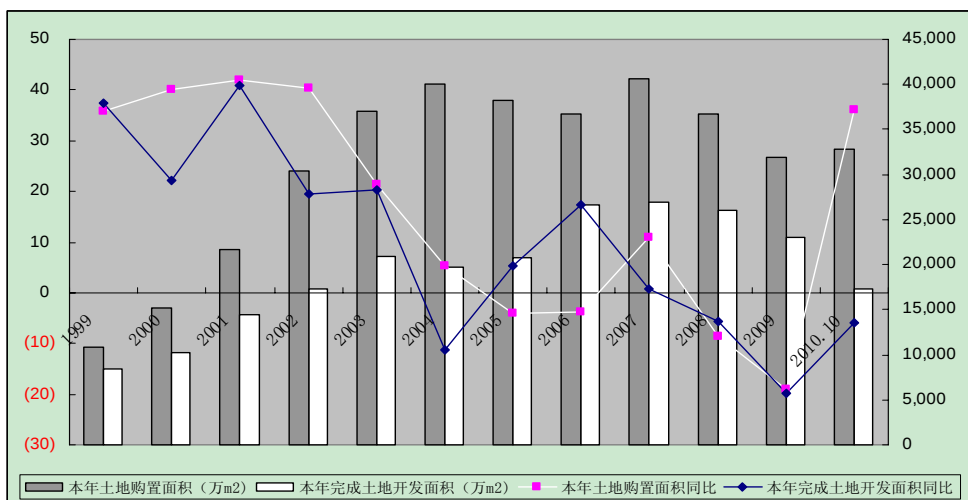
数据来源: 国家统计局

1.2.3. 土地一级市场的供给虽有增加, 但增幅有限

2010 年 1-10 月, 全国房地产开发企业完成土地购置面积 32800 万平方米, 同比增长 36.2%; 完成土地开发面积 17363 万平方米, 同比下降 5.9%。土地购置面积虽然经过连续

2 年的负增长后在 2010 年实现了正增长，但仍然未超出 2004 年和 2007 年的水平，土地瓶颈依然存在。由此可以预计的是，无论市场需求会发生多大的增长，未来几年房地产市场的新房供给仍然是平稳的。

图 11: 本年土地购置面积和完成土地开发面积增速

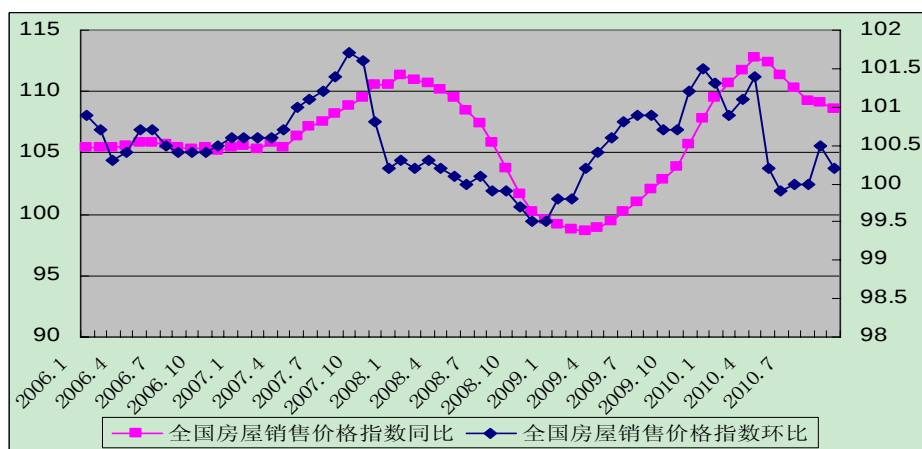


数据来源：国家统计局

1.3、供不应求仍然是商品房成交价格持续上涨的主要原因

2010 年 10 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 8.6%，涨幅比 9 月份缩小了 0.5 个百分点；环比则上涨了 0.2%，房地产市场价格已经连续 2 个月出现环比上涨。在经历了如此密集和如此严厉的调控政策之后，中国的房地产市场价格表现依然坚挺。我们认为，在土地供给增加持续受限的情况下，面对大幅波动的市场需求，以及房价“涨易跌难”的预期的日益强化，未来几年里这种“涨易跌难”的情形将会继续存在。

图 12: 全国商品房销售价格指数

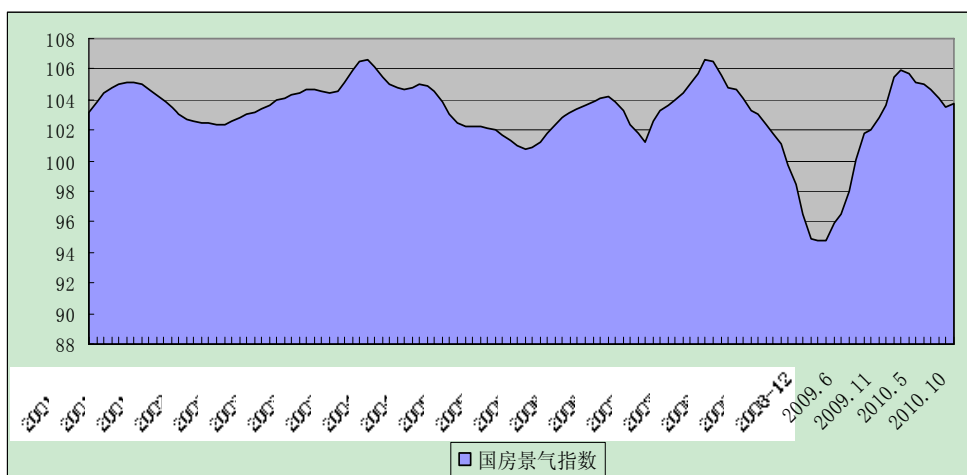


数据来源：国家统计局

1.4、国房景气指数在 10 月有所反弹，但预计将会继续下行

10 月份，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 103.57，比 9 月份提高了 0.05 点，房地产市场的景气值在连续下降 6 个月后有重新企稳上升的态势，但我们认为，这只是市场和政策持续博弈的表现，是本轮房地产调整中的一次反弹，国房景气指数在反弹后将会继续下行。

图 12： 国房景气指数变动

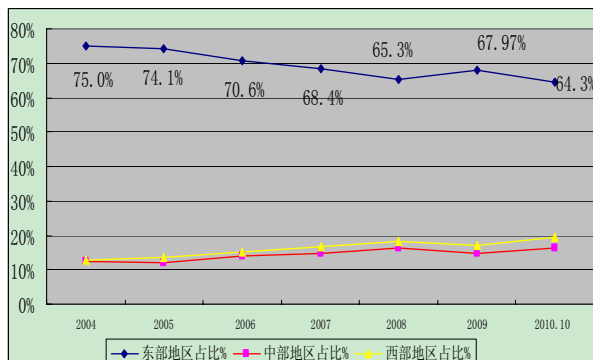


数据来源：国家统计局

1.5、东部地区的房地产市场成交占比依然较高，但中西部地区崛起速度开始加快

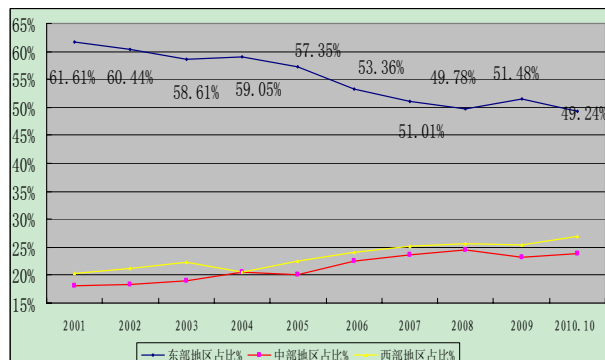
2010 年，东部地区的销售面积和销售金额占比为 49.24%和 64.3%，较 2009 年明显下降，延续了之前多年连续下降的态势。由于 2009 年房地产市场出现了快速反转，而东部地区由于经济较发达，市场对经济的变化更为敏感，因此，东部地区的房地产市场率先复苏，使得 2009 年东部地区的销售占比相对提高。我们认为，在一段时间内，东部地区的销售比重持续下降应是可以预期的，而中西部地区随着经济结构的调整，城镇化率的提高以及人均可支配收入的提高，其房地产市场将会获得更高的发展速度。

图 13： 各区域市场销售金额占比



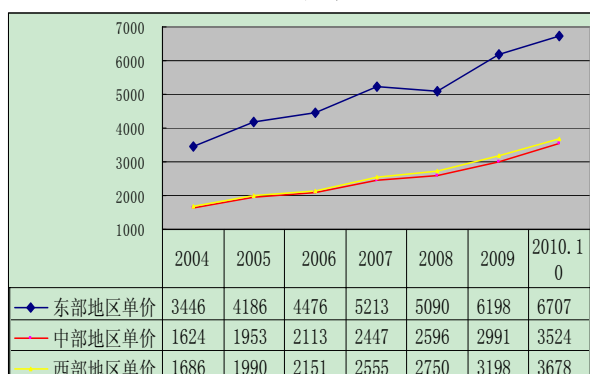
数据来源：国家统计局

图 14： 各区域市场销售面积占比



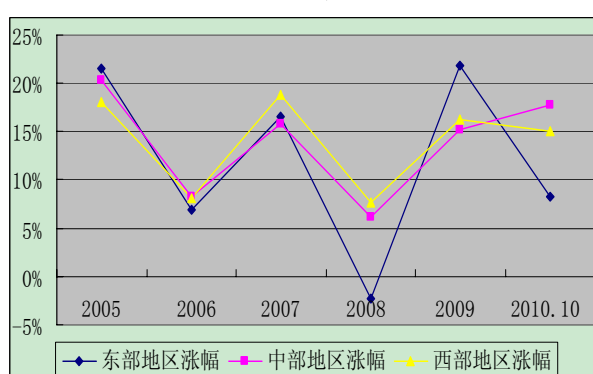
数据来源：国家统计局

图 15: 各区域市场销售单价



数据来源: 国家统计局

图 16: 各区域市场房价年内涨幅



数据来源: 国家统计局

二、2010 年房地产行业主要政策回顾及未来政策的可能变动方向

2010 年可以说是中国出台房地产政策最为严厉的一年,也是政策出台密度最高的一年。在 4 月份出台了号称史上最严厉的调控政策--即“新国 10 条”以后,仅仅过了 3 个月中国的房地产市场就已经完全消化了政策的影响,房地产市场再度走出价升量增的态势。于是,自 8 月份起,一直持续到目前,每月都有相应的调控政策出台,期间甚至有 16 个城市出台了居民购房限购政策,开始以行政手段来抑制房地产需求。但从目前政策出台的效果来看,依然是收效不明显。我们认为,至少 2011 年上半年之前,政府依然会对房地产市场保持一定的政策压力,政策放松的可能性不大。同时我们认为,市场有其自身的运行规律,虽然目前房价并未受政策调整的影响而下跌,但至少疯狂上涨的房价已经被遏制,在农产品等价格纷纷大幅走高, CPI 预期也会持续走高的背景下,房价平稳运行其实就是下跌,政府应该也是可以接受的。

表 1: 年内出台的房地产调控政策汇总

时间	政策名称	发布部门	主要内容和评述
2010.4.17	国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知	国务院	实行更为严格的差别化住房信贷政策: 严格二套房贷标准, 首次提出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; 提出加快研究制定引导个人合理住房消费和调节个人房产收益的税收政策等。
2010.5.31	发改委【关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见】	发改委	首次提出逐步推进房产税改革, 未提及物业税
2010.6.4	关于土地增值税清算有关问题的通知	国税总局	要求各地对目前的预征率进行调整。除保障性住房外, 东部地区省份预征率不得低于 2%, 中部和东北地区省份不得低于 1.5%, 西部地区省份不得低于 1%
2010.6.7	关于规范商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准的通知	住建部	商业性住房贷款认房、认贷又认调查, 此举会抑制大部分的投资和改善型需求
2010.6.17	关于加快发展公共租赁住房的指导意见	住建部等 7 部门	满足中等偏下收入住房困难家庭, 提出发展公共租赁住房的指导意见

2010.8.6	银监会建议各家银行暂停北京、杭州、上海、深圳四个城市的第三套房贷	银监会	银监会建议各家银行暂停北京、杭州、上海、深圳四个城市的第三套房贷。此举会抑制不少投资和改善型需求。
2010.8.19	披露全国违法违规用地的宗数、面积及明细清单	国土部	国土部披露：截至 5 月底，全国共上报房地产违法违规用地宗数 3070 宗，面积约 18.84 万亩。其中，闲置土地宗数 2815 宗，面积 16.95 万亩。此举旨在打击开发商囤地，间接增加供给。
2010.8.23	李克强副总理 3 谈保障房和坚决抑制投机炒作行为	国务院副总理讲话	国务院副总理重申调控不放松。
2010.9.20	上海市转发财政部等关于首次购买普通住房有关契税政策的通知”沪财税[2010]43 号	上海市财政局	收紧普通商品房契税优惠政策。
2010.9.26	媒体报道	住建部、银监会	联合调查二套房贷执行情况
2010.9.27	媒体报道	国土部、住建部	力推保障房建设落实、严格土地出让管理。通知明确,企业违约开发土地、因自身原因土地闲置一年的,都将禁止竞买资格
2010.9.28	公共租赁住房税收优惠的政策通知	财政部	鼓励保障房的建设,降低保障房建设及运营的税负
2010.9.29	三部门调整调整房地产交易环节契税、个税的通知	财政部、国税局、住建部	减少对房地产交易契税、个税优惠范围
2010.9.29	关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知	银监会、人民银行	商品房首付比例调高到 30%; 全国范围内暂停三套房贷
2010.9.30	深圳市调控细则补充	深圳市政府	深圳市实行限定居民家庭购房套数政策
2010.10.7	上海市调控细则	上海市政府	暂停三套房贷, 限制居民家庭购房套数, 房产税试点等。
2010.10.11	杭州市调控细则	杭州市政府	限制居民家庭购房套数等。
2010.10.11	住建部等三部委提出要求, 进一步加强房地产市场调控	住建部、监察部、国土部	房价过高、上涨过快、供应紧张的城市, 要在一定时间内限定居民家庭购房套数。将对省级人民政府稳定房价和住房保障工作进行考核与问责, 对政策落实不到位、工作不得力的, 要进行约谈, 直至追究责任; 要加快房地产市场和个人住房信息系统建设等。
2010.10.30	媒体报道	银监会	多家银行接到银监会窗口指导, 7 折房贷利率基本取消, 最低折扣恢复至 85 折。
2010.11.3	“关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知”	住建部、财政部、人民银行、银监会	二套住房公积金个人住房贷款的发放对象, 仅限于现有人均住房建筑面积低于当地平均水平的缴存职工家庭, 且贷款用途仅限于购买改善居住条件的普通自住房。二套住房公积金个人首付款比例不得低于 50%, 贷款利率不得低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍。停止向三套及以上住房发放住房公积金个人住房贷款。
2010.11.15	“关于进一步规范境外机构和境外个人购房管理的通知”	住建部、外管局	境外个人在境内只能购买一套用于自住的住房。在境内设立分支、代表机构的境外机构只能在注册城市购买办公所需的非住宅房屋。
2010.11.29	北京收紧公积金贷款	北京公积金管理中心	原人均住宅面积不低于 28.81 平方米的, 申请公积金二套房贷将被拒贷。并且规定首套房面积在 90 平方米以上的, 公积金首付不得低于 30%。

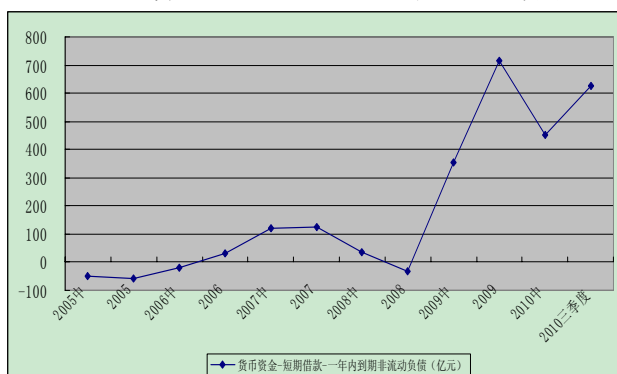
数据来源：东北证券整理

三、房地产行业上市公司财务状况及股价走势表现

3.1 房地产行业资金状况整体好于 2008 年

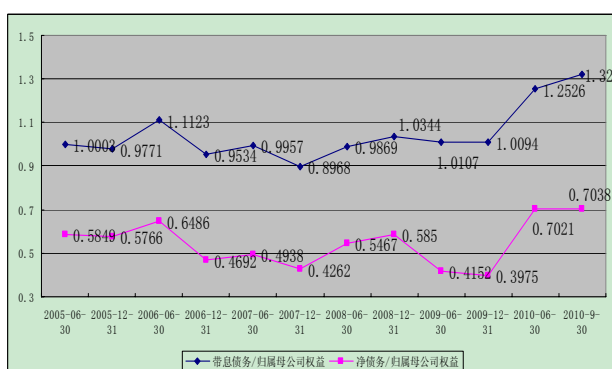
受宏观调控的影响,2010 年房地产行业上市依然面临着和 2008 年类似的情况,即融资能力受限。无论从二级市场增发和转债融资,以及房地产信托融资,甚至包括 IPO 及房地产公司借壳上市等等渠道基本都受到了严格的限制,可以说房地产公司目前对资金的渴求依然是非常强烈的。但我们认为,现在就判断房地产公司资金链断裂依然尚早。毕竟,目前房地产公司经过 2009 和 2010 年较好的市场销售后,现金储备依然较多,而且,目前的房地产市场也不太可能出现 2008 年那种有房卖不出去的情况,只要房价略有下调,开发商就不担心房屋卖不出去。但同时,我们也应该看到,目前,房地产行业上市公司的整体偿债能力在继续弱化,无论从资产负债率上,还是净债务/母公司权益等偿债能力指标上看,今年房地产行业上市公司的扩张力度都超出了历史最高的水平,房地产行业上市公司的整体偿债能力已经低于 2008 年时的水平,行业整体资产负债率已创出历史新高达到 70.84%,2011 年应该是房地产行业休养生息的一年。

图 17: 货币资金与短期借款、一年内到期债务差



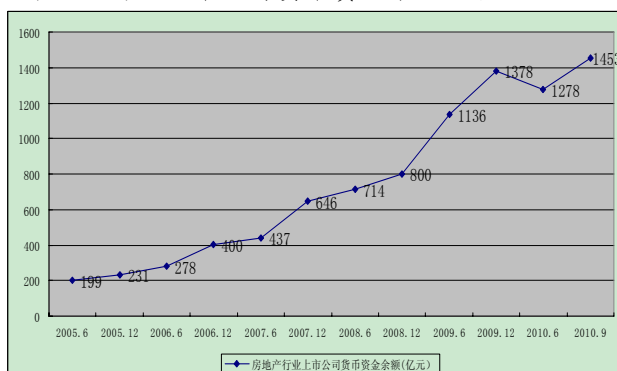
数据来源: WIND、东北证券

图 18: 行业带息债务/权益比变动统计



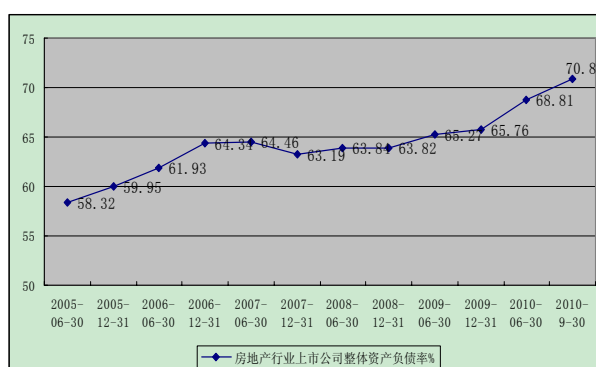
数据来源: WIND、东北证券

图 19: 行业上市公司货币资金余额变动



数据来源: WIND、东北证券

图 20: 行业上市公司整体资产负债率变动

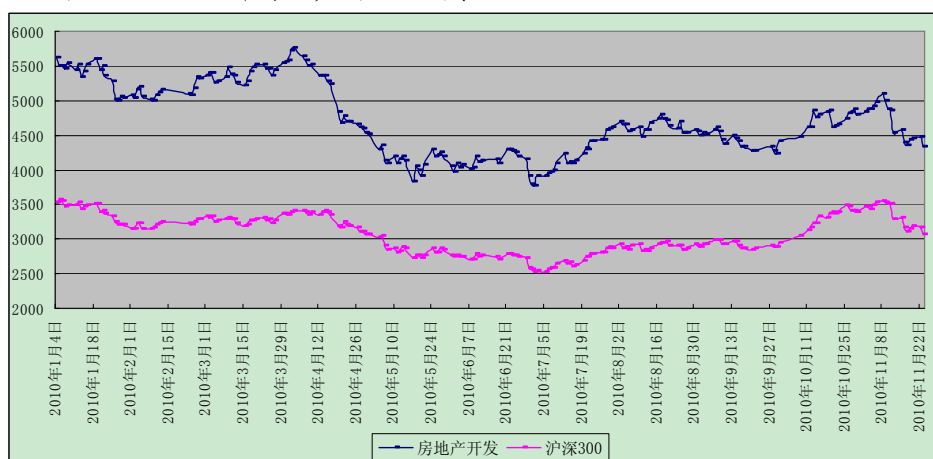


数据来源: WIND、东北证券

3.2. 2010 年房地产行业股价表现落后于大势

下图为统计自 2010 年 1 月 1 日至 2010 年 11 月 25 日的行业走势。天相地产行业指数从年初至 2010 年 11 月 25 日的涨幅为-22.85%，同期的沪深 300 指数的涨幅为-13.3%，房地产行业指数表现落后于大盘。这表明，我们年内一直坚持提醒投资者注意房地产行业股票的投资风险，并坚持给予房地产行业同步大势的投资评级不上调是正确的。

图 21: 2010 年房地产行业股价表现



数据来源：天相投资、东北证券

四、未来房地产市场趋势的判断

4.1. 2011 年，房价将会以稳为主，上涨和下跌的空间都不大

4.1.1 房价向下调整空间有限

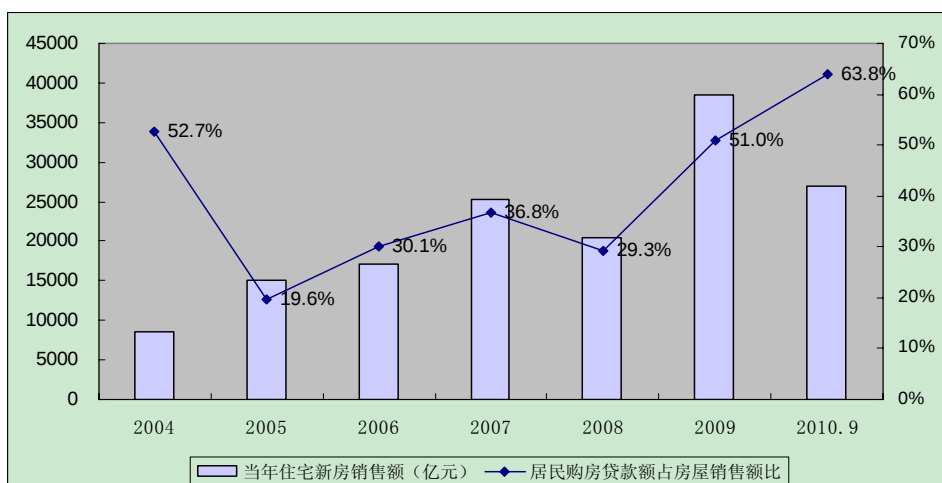
首先，支撑资产价格上涨的因素在短期内依然存在。以美元贬值所带来的全球流动性泛滥的情况依然没有改变；人民币渐进升值的预期也会使得人民币资产在 2011 年依然具有投资吸引力；国内近期较高的通胀率水平一定程度上加深了人们对通胀的预期和担忧，房地产对投资和投机性需求依然具有较强的吸引力。

4.1.2. 房价大幅上涨的可能性也不大

首先，我们认为，政府对房价大幅波动带来的危害的认识已经上升到一定的高度，十二五期间政府对房地产行业的调控将会常态化，也就是说再度幻想会有 2008 年那种政府主动托房地产的底的好事是不现实的，政策压力将会始终存在。

其次，我们的统计显示，随着近期房价的大幅上涨，包括新房和二手住房，截止到今年前 10 月份，居民购买住房的贷款额（包括公积金贷款和商业银行贷款）已经占到当年住宅成交额的 64%，这显示出，从理论上说居民的购买力或者说贷款能力已经快要接近上限，房价短期内再度大幅上涨的基础逐渐弱化。

图 22: 居民购房贷款占比统计



数据来源: WIND 东北证券

4.2. 一些影响房地产长期发展趋势的因素在悄然发生变化,但影响效果会是渐进的和长期、缓慢的。

我们注意到,近期一些影响房地产长期发展趋势的因素在悄然发生变化。这些因素包括:财税体制改革预计在十二五期间将会有所加快,预计分税制的改革将会深化,中央和地方政府在事权和税权的分配上将会有更加合理的调整,原先支撑地方政府把更多兴奋点放在办企业、搞建设项目、抬高地价增加土地批租收入等短期行为的因素将会逐步淡化,地方政府对“土地财政”的依赖将会逐步减小。

第二,预计,在十二五期间,政府会鼓励像上海、重庆这样有积极性、有战略全局思考的地方决策层,先行先试搞房产税,经过一段时间实验,再考虑扩大覆盖面。届时,房产税收入将会成为地方财政收入的重要收入来源。

第三,目前经济界的共识是,中国经济的高速增长阶段已经过去,未来几年的经济潜在增长率应该是个位数,中国经济增长的动力将会更多的由消费来拉动,而不再是投资和出口,这样,过去多年来长期依靠较高的货币供应量来推动经济增长的模式将会渐渐发生变化,而货币供应量逐步回归将会在长期上对房地产市场产生深远的影响。

我们认为,虽然以上这些因素会对房地产市场的长期发展产生重要的影响,但其变化是微小的、渐进的、缓慢的,但已经值得投资密切关注和跟踪。

五、2011 年房地产行业选股策略

5.1. 如何配置房地产行业股票

我们认为,2011 年的房地产行业“高位滞涨”或者说“高位横盘”来形容最为贴切。地产股在 2011 年不太会出现趋势性的上涨机会,获取超额收益的可能性不大,我们继续维持房地产行业同步大势的投资评级,建议**标配**地产股。

5.2.投资哪些股票

虽然，目前一些投资者将地产进行分类，比如一线地产股、定位为二、三线城市的地产股、纯住宅开发类地产股、商业地产股、快速周转类地产股等等，但我们认为，目前房地产行业的开发产品基本同质化，判断行业形势比选择公司更为重要。地产股在经过了大幅调整后，估值多数在底部区域，因此那些具有品牌优势、资金优势和持续开发能力较强的一线地产股仍然是投资的首选。其次，由于宏观调控的需要，证监会目前已基本暂停了地产股借壳上市的审批，因此，除非证监会放行地产股的借壳审批，否则 2011 年房地产行业不会有“黑马”出现，但我们认为，那些已经通过了并购重组委的审核，但尚未拿到正是批文的优质借壳地产公司可能存在阶段性投资机会。

2011 年我们重点推荐的股票有：万科 A、保利地产、金地集团、信达地产、华发股份、格力地产、滨江集团、ST 东源。

表 2: 重点公司盈利(EPS)预测表:

公司简称	2010EPS	2011EPS	10PE	11PE	10PB	投资评级
万科股份	0.65	0.79	13	11	2.22	推荐
保利地产	1.02	1.43	12	9	2.05	谨慎推荐
金地集团	0.50	0.60	12	10	1.6	谨慎推荐
信达地产	0.38	0.39	16	16	1.77	谨慎推荐
华发股份	0.72	0.78	14	13	1.6	谨慎推荐
格力地产	0.50	0.70	15	11	2.6	谨慎推荐
滨江集团	0.70	0.95	15	11	3.65	谨慎推荐
St 东源	--	--	--	--	4.84	谨慎推荐

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。