



房地产

2010.12.03

从“延安”到“西柏坡”

——2011 年房地产行业投资策略

	孙建平	张伟明	李品科
	021-38676316	02138674672	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	zhangweiming008304@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
	S0880209040413		S0880109074434

本报告导读：

基于行业中长期制度政策、量价基本面和香港、美国成熟阶段行业估值的考量，提出行业中长期销售额平均增速和合理估值区间；预期 11 年实体行业和股票板块将经历两段论，即基本面与政策面相持阶段下的超跌反弹阶段性投资机会，基本面调整达到政策目标下的趋势性投资机会。

摘要：

- 中长期看，制度和政策将变得超预期重要。如果不增加制度性需求约束条件，增加土地供给和商品房供给只是个伪命题，实际上解决不了可以不断自我强化、自我复制的需求问题。
- 如果没有约束条件，预测 11-20 年住房刚性、改善性基本需求约为每年 9-11 亿平米建筑面积，假设其 60-80% 由商品住宅市场解决（20-40% 由保障房市场解决），则需要每年提供 6.4-7.3 亿平米商品住宅。
- 每年 10 亿平米建面基本需求要求每年 6-8 亿平米土地供应量，这是客观上很难实现的土地供给数据。而且可供出让土地大幅下降和土地财政模式，一二线城市土地供应量下降。
- 没有制度性约束条件下的需求在供给上难以满足的矛盾将意味着压制需求的政策和制度将越来越成为共识，压制投资投机的不合理需求的政策将越来越成为主流、也必将越来越严厉。长期化的基本制度框架必将完善，主要将集中于细分需求和需求约束、土地财政和新开工到可供销售的供给端，将涵盖税收、信贷等手段。
- 在长期化的基本制度没有完善之前，房价上涨成为必然，基于短期目标的政策调控只能一段时期内有效，而且容易严收就死、松放就乱。
- 中长期看，销售额基本面未来 15 年平均增速 15%，且将前高后低。无论低估与否中国目前城市化率与经济所处阶段尚不匹配。城市化（或城镇化）虽不能保持行业高速增长历史，但能提供增长底线。
- 行业基本面发展更重要的是结构：行业发展趋势转向二三四线区域。
- 基于制度政策、行业基本面和美国、香港成熟阶段行业估值，中长期看，地产股板块估值预期 10-25 倍 PE，中枢 16 倍。虽地产股板块平均 PE 高点不断走低，但目前估值安全边际很强。
- 11 年行业预测：总体判断 11-12 年回归常态，处于销量、房价下降—盘整—恢复的阶段。
- 2011 年行业投资策略：两段论，目前维持中性和标配建议。即在上半年甚至更长时间基本面与政策面处于相持阶段，板块存在超跌反弹阶段性投资机会，行业中性；下半年甚至更晚时间基本面向下调整且逐渐恢复，板块存在趋势性投资机会，行业可以增持。
- 个股选择策略：政策面与基本面相持阶段和阶段性行情下，建议选择 X+ 地产股组合（中国宝安、新湖中宝、深天健、胜利股份等），周转快和业绩保障性强的行业龙头组合（万科、保利地产、首开股份等）。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

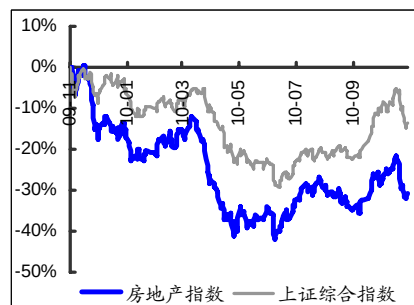
评级：

中性

上次评级：中性

细分行业评级

房地产经营	中性
房地产开发	中性



相关报告

《加息将加快行业基本面调整速度》，2011.10.20
 《靴子即将全部落地——9 月 29 日有关部委房地产调控政策措施点评》，2010.9.29
 《新版房地产行业周报第 95 期（9.20-9.26）密切关注二次调控政策预期及其兑现》，2010.9.27
 《带刺的玫瑰——重庆主城区首套按揭购房财政补助政策点评》，2010.9.17
 《8 月 26-27 日深圳房地产行业专题策略会议纪要》，2010.8.30
 行业深度研究报告《中国房地产行业和商业模式的前景和出路》，2010.8.26
 行业专题研究报告《高度关注深圳前海开发和城市更新进程》，2010.08.25
 《首开股份：10 年销售超预期 高速增长 晋身一线龙头》，2010.8.17
 《万科：疾风知劲草，淡市显龙头》，2010.8.9
 《中国商业地产系列研究报告之一：保险资金投资不动产对商业地产影响分析》，2010.3.30
 《房地产 2010 年下半年投资策略——静待水落石出》2010.06.27
 《新版房地产行业周报第 90 期（8.16-8.22）销量周环比回升，关注部分房价止跌略涨》，2010.8.23
 《房地产行业周报第 82 期（6.20-6.27）：部分新盘房价低开 10% 后销量去化显著提升》2010.06.27
 《新版房地产行业周报第 72 期（4.4-4.10）上周销量下滑，房价维持上涨，政策趋势趋严》2010.04.11
 《房地产行业周报第 71 期（3.28-4.4）二线城市房价涨幅追随北京，政策风险上升》2010.04.04
 《保障房开发对房地产投资和 GDP 的影响——政策系列研究之一》，2010.5.21
 《地产近期观点和一二三线城市调研概况》，2010.5.19
 《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.05

1. 中长期看，制度和政策将变得超预期重要

最近 3 年来，我们密切关注和跟踪行业发展趋势和政策制度变化，刻苦研究国外房地产行业和基本制度的历史变迁、利弊得失，和资本市场、开发商、综合服务商、政府、外资等等各方面朋友进行了广泛深入的交流探讨。

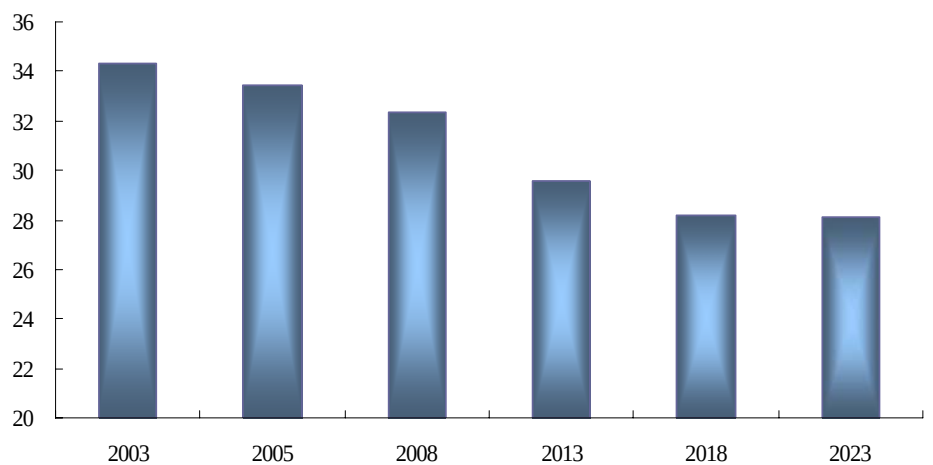
我们日益感觉到，以前在决策中容易被漠视、或者曾经不重要的制度和政策变得越来越重要。政策制度和政策的规范完善将是行业发展趋势必由之路，将是解决供求矛盾的必然之举；将越来越成为共识。

行业将在新的制度和政策环境下，对供求、商业模式、盈利模式、前景等做重新定位，获得新的均衡和起点。

1.1. 如果没有约束条件，行业需求虽增速下滑但绝对量很大

我们以 25-29、30-34、35-39、40-44 岁四组人口为购房适龄人口，根据人口统计数据，购房适龄人口占比将从 2003 年的 34% 强下降到 2013 年的不足 30%，2018 年将下降到 28%。因总人口 13.4 亿，一个百分点的变动相当于 1.3 亿人口量的变动。因此，从行业长期需求影响最大的人口看，需求增速将下滑。

图 1: 中国内地 25-44 岁购房适龄人口在总人口中占比逐渐下降（单位：%）



数据来源：国家统计局，国泰君安证券房地产行业。

我们将住房需求分为城镇常住人口增加带来的刚性需求、人均居住面积增加带来的改善性需求、旧房拆迁新增带来的刚性需求三部分构成。

城镇常住人口增加带来的刚性需求：假设总人口增长率 0.5%、城市化率增速为 0.74%，城镇人均居住面积维持 09 年人均 30.1 平米，得到 2011-2020 年年均新增住房需求为 3.96-4.29 亿平米之间。具体测算请参见附表 1。

人均居住面积增加带来的改善性需求：与国际趋势一致，我国城镇居民人均居住面积一直在增加，09 年 30 平米。假设未来十年城镇人均居住面积将按照每年 0.9-0.4 平米速度提升，则 2011-2020 年新增住房需求为 5.69-3.08 亿平米。具体测算请参见附表 2。

旧房拆迁带来的刚性需求测算：据 2005 年人口普查数据，在全国城镇存量住房中 1980 年之前建成的住宅户数占比约 16.9%，总计约 2730 万套，假设这部分住宅的 60% 在 2011 年-2020 年间拆除新建，按原户均面积 80 平米计算（为避免与改善需求重叠，不考虑拆迁后提高容积率增加的新房面积），此部分十年内共新增需求约 13.1 亿平米。假设随着时间推移该部分需求释放速度加快。

加总以上三类需求，预测 2011 年-2020 年住房基本需求约为每年 9-11 亿平米建筑面积，假设基本需求的 60-80% 由商品住宅市场解决（20-40% 由保障房市场解决），则需要每年提供 6.4-7.3 亿平米商品住宅。

从表 1 和附表 2 可知：随着时间的推移，虽然改善性需求也逐年下降，但在未来 10 年内依然将占据和新增城镇人口刚性需求旗鼓相当的地位。

由于投资性购房需求难以定量测算，且受政策、金融市场完善、投资渠道拓宽影响较大，暂时不考虑该部分需求。

表 1：未来 10 年商品住宅市场总需求测算

（单位：万平方米）

年份	新增城镇人口需求	改善性需求	旧房拆迁需求	需求加总	60%商品房	70%商品房	80%商品房
2011	39634	58125	8650	106409	63845	74486	85127
2012	39983	52729	9650	102362	61417	71653	81889
2013	40334	53801	10650	104785	62871	73349	83828
2014	40688	48022	11650	100360	60216	70252	80288
2015	41044	48976	12650	102670	61602	71869	82136
2016	41403	42805	13650	97858	58715	68501	78287
2017	41764	43637	14650	100051	60031	70036	80041
2018	42128	37065	15650	94843	56906	66390	75874
2019	42495	37771	16650	96916	58149	67841	77532
2020	42864	30786	17650	91300	54780	63910	73040

数据来源：国家统计局，国泰君安证券房地产行业。

1.2. 存在既定约束条件和适应性预期，行业供给短缺

1.2.1. 每年 10 亿平米建面需求要求每年 6-8 亿平米土地供应量，难以实现
 根据前述结论，每年新增建面 11.2-12.6 亿平米住宅需求，假设平均容积率是 2，则每年需新增住宅用地供应 5.6-6.3 亿平米；如平均容积率 1.5，则每年住宅用地需求为 7.5-8.4 亿平米。这里我们不区分商品房和保障房，因为他们都需要土地。

为了满足未来平均每年 10 亿平米建面的住宅需求，需要每年新增 6-8 亿平米占地面积的土地（1.5-2 的容积率）。1999-2010 年 1-10 月累计土地购置面积 37.2 亿平米，每年 6-8 亿平米土地供应需要量相当于过去 12 年全行业累计土地购置面积的 16-21%！相当于 18 亿亩耕地每年减少 5-6.7%（商品住宅用地属于可建设用地，可建设用地大多来自于耕地）！可见，仅仅为了满足基本需求，土地供给都存在突出的短缺矛盾。

表 2: 基于每年新增 10 亿平米建面住宅需求条件下的每年新增土地供应量测算

每年新增土地面积需求 (占地面积 百万平方米)	600	700	800
占 99-10 年土地购置面积总和之比	5.0%	5.8%	6.7%
占 18 亿亩耕地面积之比	16%	19%	21%
每年新增土地面积需求 (占地面积 万亩)	89.96	104.95	119.94
每年新增土地面积需求 (占地面积 平方公里)	600	700	800

注: 假设容积率 1.5-2, 99-10 年 1-10 月全国累计土地购置面积为 37.2 亿平米。数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券房地产行业。

1.2.2. 因可供出让土地大幅下降和土地财政, 一线城市土地供应量下降

2004-2009 年期间, 四个一线城市 (北京、上海、深圳、广州) 公开出让住宅用地建筑面积仅占同期商品住房销售面积 30% 左右 (图 2)。同时, 绝大多数城市未能完成其每年土地供应计划, 2006-2009 年四个热点城市 (北京、上海、深圳、杭州) 的完成率均在 50% 或以下 (图 3)。为什么?

图 2: 一线城市 04-09 年住宅用地出让占商品住宅销售面积比例

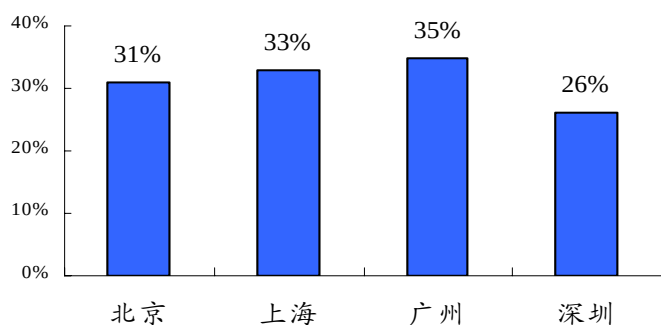
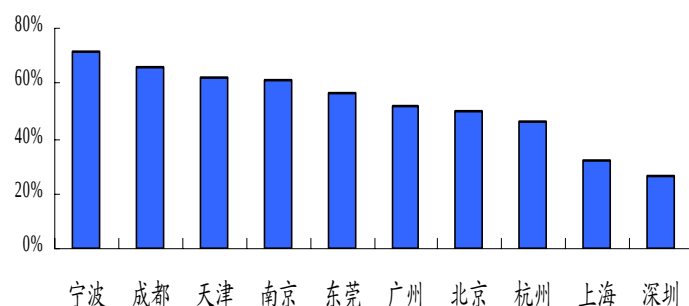
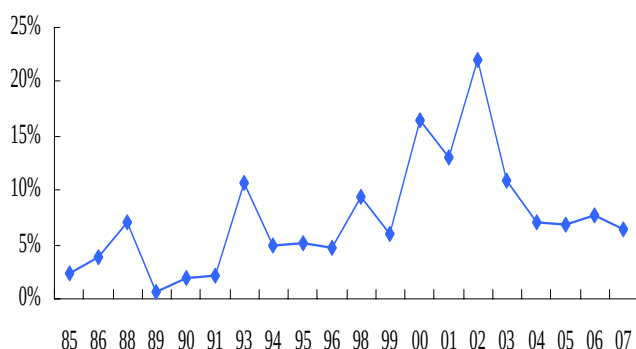


图 3: 一二线重点城市 06-09 年供地计划累计完成率



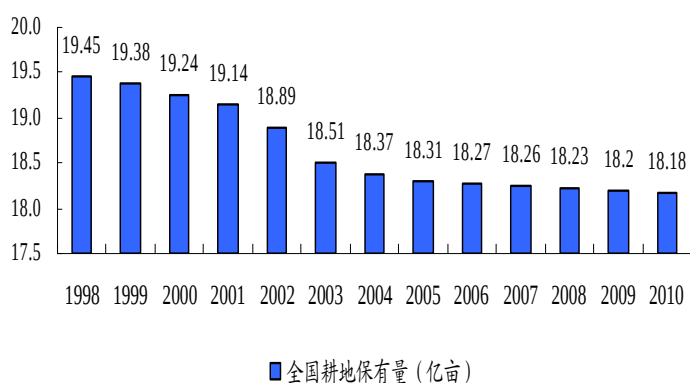
数据来源: 国泰君安证券房地产行业。

图 4: 中国 14 个一二线重点城市建成区面积增速



数据来源: 国泰君安证券房地产行业。

图 5: 全国耕地面积保有量



■ 全国耕地保有量 (亿亩)

我们认为, 因为: (1) 一二线重点城市地方政府手中可供出让的土地大幅减少, 尤其是用于房地产开发的土地。一二线重点城市建成区扩张速度呈放缓趋势 (图 4)。99-04 年 15 个一二线重点城市建成区面积是扩张速度最快的阶段, 自 04 年起, 国内大多数主要城市基本完成了改县为区、撤区合并、新建或扩建开发区, 拉大了城区骨架, 扩大了城区面积, 也即完成了城市化的地理布局。这段时间也恰恰是国内耕地面积下降最多的阶段, 99-04 年全国耕地

面积保有量整整减少 1 亿亩（图 5，相当于 667 亿平米占地面积），中央要求地方占用耕地的同时必须通过新垦、复耕等方式弥补同等数量的耕地，但实际上耕地保有量是净下降的。

尽管旧城改造在绝大多数城市几乎都是一部血泪史，尽管野蛮拆迁、暴力拆迁等故事不绝于耳，但总体上，随着人权意识提高和社会进步，老城区存量土地改造进程放缓。以京沪穗深津汉 6 个一二线核心城市为例，2004 年至今城市中心区土地供应占比都呈趋势性减少（图 6）。

图 6：重点城市中心城区土地供应占全部土地供应比例

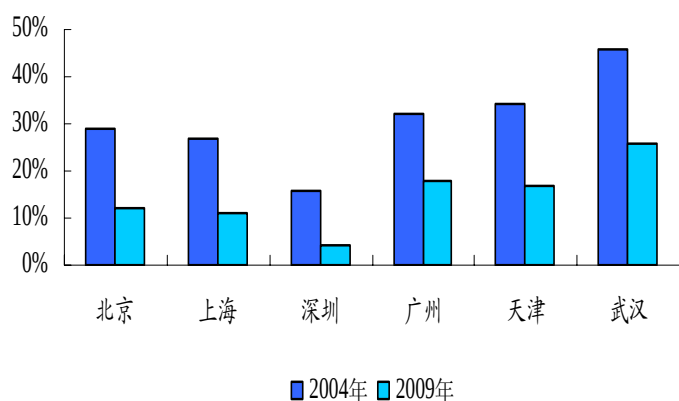
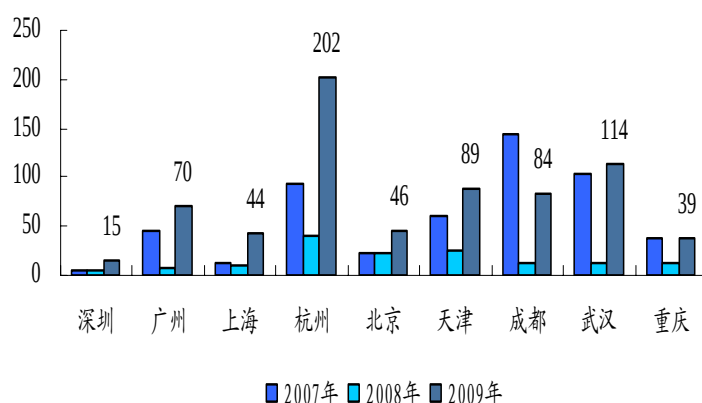


图 7：重点城市土地成交额与地方财政收入之比

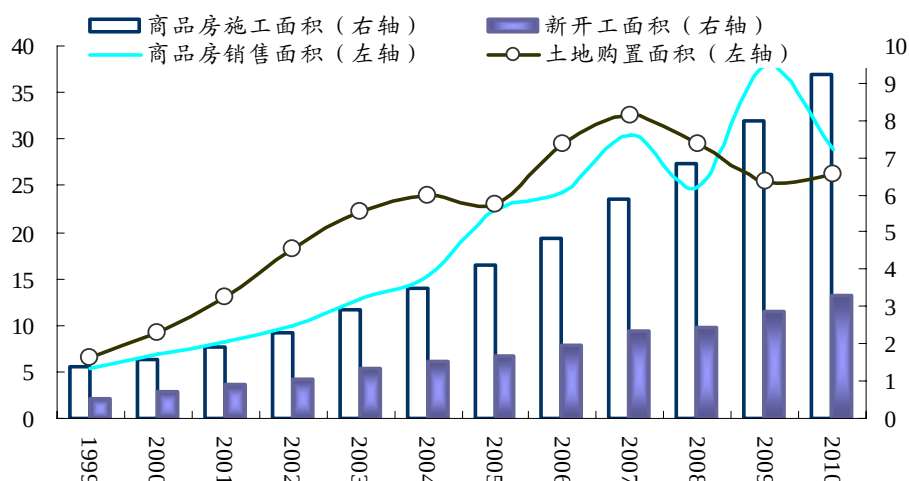


注：图 6 中中心城区定义为北京四环内、深圳、上海、天津、武汉外环内、广州城区。数据来源：国泰君安证券房地产行业。

（2）范围扩大、程度加深的土地财政模式。纵向看，每个城市的土地财政依赖性越来越强烈。横向看，越来越多的城市（从一线蔓延到四线甚至五线）正在享受土地财政的欢愉和激情。在土地财政模式下，地方 GDP 增长、财政收入、基础设施建设乃至就业和卖地收入密切挂钩，要获得更高的卖地收入，要么提高地价，要么出让更多的土地，但是，出让更多的土地与提高地价是矛盾的，而且，客观上行事时减少土地出让比增加土地出让更容易，提高地价比维持地价更容易。

1.2.3. 开发商：在建未销售面积越来越庞大，减少了可供出售商品房数量
即便地方政府如此行事和思考问题，如果作为开发主体的开发商没有效仿，供求矛盾和缺口将不至于非常严重。很简单易得的公开数据表明，1999-2010 年 1-10 月的每年土地购置建筑面积（99-05 年假设容积率 1.5，06-10 年 2）总体上略超过商品房销售面积。虽然新开工面积一直到 2007 年才完全超过土地购置建筑面积，但是新开工面积从 1999 年开始基本上每年都超过同期的销售面积，问题出在哪呢？从不断累积、快速增加的商品房施工面积可以看出端倪，1999-2010 年施工面积从 5.5 亿平米增加到 40 亿平米，不到 12 年增加了 7.3 倍。而这是在销售面积从 1.3 亿平米增加到最高 9.5 亿平米、全国房价从 2100 元上涨到 4700 元的几乎空前绝后的大牛市中发生的。

图 8: 全国全行业看, 开发商拿地面积与销售面积相当, 但开工多可售量少



注: 单位亿平米。数据来源: 国家统计局, wind 数据库, 国泰君安证券房地产行业。

1.3. 行业供求缺口分析的基本结论

通过上述对行业需求、为了满足需求而必须的土地供给的深入详尽分析, 可以得到如下基本结论 (很多结论不同于大众、专家等认识):

- 1、如果不增加需求约束条件, 增加土地供给和商品房供给只是个伪命题, 实际上解决不了可以不断自我强化、自我复制的需求问题。
- 2、压制需求的政策和制度将越来越成为共识, 压制投资投机的不合理需求的政策将越来越成为主流、也必将越来越严厉, 必要时也会压制改善性需求。如果没有约束条件, 土地供给满足不了商品住宅需求, 尤其是在投资需求盛行的情况下。从上表 1 和附表 2 可以看出改善性需求对基本需求中的影响。
- 3、在需求没有细分和约束的制度条件下, 在土地供给事实上没有跟上也不可能跟上的实际情况下, 房价上涨是解决供求矛盾和缺口几乎唯一合理的市场化方式。
- 4、长期化的基本制度框架必将完善, 主要将集中于细分需求和需求约束、土地财政和新开工到可供销售的供给端, 将涵盖税收、信贷等手段。细分需求和需求约束主要包括: 大力增加廉租房、经济适用房满足中低收入阶层 (达到一定规模的存量), 提高投资投机 (国际惯例以持有时间长短而定)、高档房 (国际惯例以总价高低而定)、多套房的税赋成本 (包括交易和持有)。
- 5、以经济结构和产业结构调整为契机, 相信 10 年内现有中央地方税赋框架、土地财政模式必将得到彻底改革。
- 6、在长期化的基本制度没有完善之前, 房价上涨成为必然, 基于短期目标的政策调控只能一段时期内有效, 而且容易严收就死、松放就乱。
- 7、短期性的调控政策将越来越与房价涨幅挂钩, 政策将变成为对资本市场、股价一个高度敏感的内生变量。在房价保持连续 11 年上涨后供求缺口矛盾一旦恶化, 政府很容易诉诸于短期政策。非常有可能的情况是: 行业基本面越好、房价越上涨, 政策压力越大, 股价越不上涨。
- 8、行业供求格局均逐渐从一二线重点城市、沿海区域向更为广阔的三四线、内地转移。

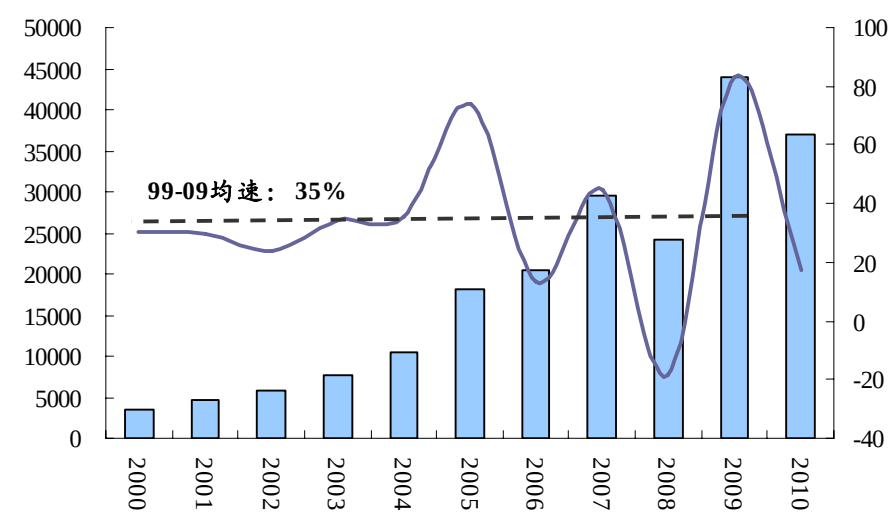
2. 中长期看，销售额基本面未来 15 年平均增速 15%，且前高后低

2.1. 城市化（或城镇化）能提供增长底线

我们在 9 月 1 日行业专题报告《中国房地产行业和商业模式的趋势与出路》中详细阐述了“最近 5-10 年来呈现出‘高成长、高利润、高杠杆’特征将呈趋势性下降”的结论，行业总体增速将下滑。本文第一部分亦可以视为从需求与供给矛盾的新视角的论述。

99-09 年商品房销售额平均增速 35%，从 99 年的 2750 亿增加到 09 年的 4.4 万亿。我们不是回归平均主义者，因为过去 10 年增速太高或者最近两年增速太高就认为要回归，而是驱动过去 35% 高速增长的驱动因素发生变化，例如：人口红利的长期驱动下降，城市化的长期驱动力量稳中下降，流动性的中短期下降。同时，受益于信贷杠杆提高、开发商高资金杠杆、需求和供给制度性约束力量薄弱、土地财政模式的制度或政策红利日益下降。

图 9：因为驱动因素和制度政策条件变化，内地商品房销售额增速将下滑



注：10 年为 1-10 月数据。数据来源：国家统计局，wind 数据库。

因此，我们不同于大众或专家等的结论，城市化或者城镇化不是维持过去 5-10 年高增长的趋势性力量，而是未来将为行业增长提供底线支撑的趋势因素。

表 3：世界主要国家人均 GDP 达到 3700 美元的年份和城市化率

国别/地区	年度	城市化率 (%)
中国	2009	47
日本	1973	55
意大利	1975	66
韩国	1987	68
法国	1972	72
美国	1965	72
德国	1972	72
英国	1974	82

香港

1978

91

注：一些学者认为中国 47%的城市化率有明显低估。例如：李迅雷在 2010 年 11 月《新财富》上刊文，认为应该按照（总人口-农村常住人口）/总人口计算，则 09 年中国城市化率应该为 50-55%。数据来源：世界银行、联合国，国泰君安证券房地产行业。

借鉴他国历史，可知在 47-60%的城市化率期间，大国的城市化率速度下降，持续时间较长，而小国的城市化率速度得到保持，持续时间较短。而中国，被城市化的农村人口基数史无前例地大（截至 09 年末高达 7.1 亿人），加上未来土地财政模式的改革。因此，综合表 3 和表 4 我们不同于大众或专家等的结论是：中国未来的城市化（或城镇化）将继续进行，其速度在再经历 5 年左右的快速阶段后，将进入增速下降阶段，总体上持续时间将较长。

表 4: 美国、日本、韩国从 47%（目前中国城市化率）到 60%分别经历了 32 年、17 年、7 年的时间

城市 化率	30%	47%	60%	70%	30%-47%年 均城市化进程	47%-60% 年均进程	60%-70% 年均进程	30%-47% 所用时间	47%-60% 所用时间	60%-70% 所用时间
美国	1883 年	1913 年	1945 年	1960 年	0.57%	0.41%	0.67%	30 年	32 年	15 年
日本	-	1965 年	1982 年	-	-	0.76%	-	-	17 年	-
法国	-	-	1958 年	1969 年	-	-	0.91%	-	-	11 年
韩国	1963 年	1975 年	1982 年	1988 年	-	1.86%	1.67%	-	7 年	6 年
中国	1996 年	2009 年	-	-	1.31%	?	?	13 年	?	?

数据来源：国泰君安证券房地产行业，下表 5 同。

2.2. 预测未来 15 年行业销售额平均增速 15%，且可能前高后低

表 5 总结了世界主要国家城市化率从 47-60%期间住宅销售额（日本为地价成交总额）增速情况。基本结论是：美国、日本、韩国年均增速基本保持在 10% 以上。综合上文关于“城市化未来经历先快速增长后下降阶段”的结论，尤其是表 3 中在人均 3700 美元 GDP 基础上，中国城市化率低于其他国家、与经济发展速度不匹配（估计其原因和中国的户籍制度、城乡二元有关），我们认为未来 15 年房地产行业销售额平均增速为 15%，且可能前高后低（表 1）。

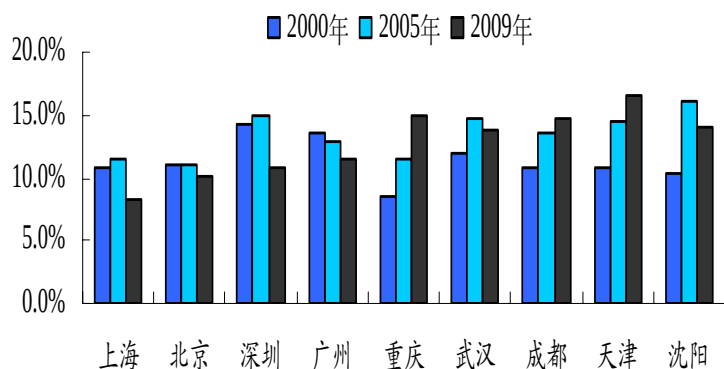
表 5: 世界主要国家不同城市化率阶段所对应的行业年平均增速

城市 化率	30%	47%	60%	70%	80%	30%-47%年 均行业增速	47%-60% 年均增速	60%-70% 年均增速	70%-80% 年均增速
美国	1883 年	1913 年	1945 年	1960 年	2003 年	-	-	-	8%
日本	-	1965 年	1982 年	-	-	-	11%	4%	-
法国	-	-	1958 年	1969 年	-	-	-	-	-
韩国	1963 年	1975 年	1982 年	1988 年	2002 年	-	10%	-	17%
中国	1996 年	2009 年	?	?	?	28%	?	?	?

2.3. 更重要的是结构：行业发展趋势转向二三四线区域

与美国的发展历程相类似，中国的区域经济发展正在经历由南向北、由东向西的梯次发展过程。区域经济发展的不平衡性既造成了不同城市发展水平的巨大差异，同时也为二三四线城市发展留出了广阔空间。

图 10: 05 年起一、二线城市 GDP 增速分化加剧



数据来源: 国泰君安证券房地产行业。

图 11: 02 年起一、二线城市建成区扩张增速开始分化

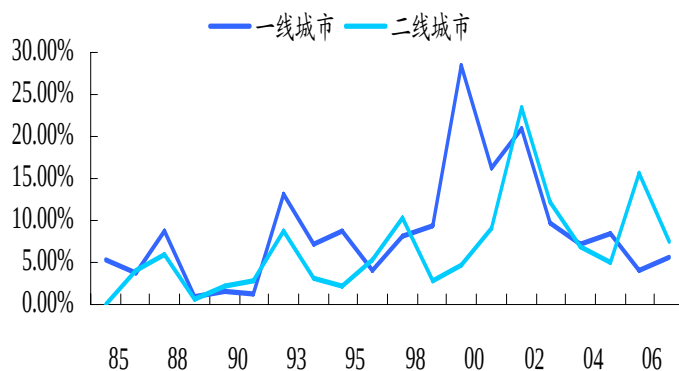


图 12: 北京、上海、深圳、广州住宅销售面积高点已经出现

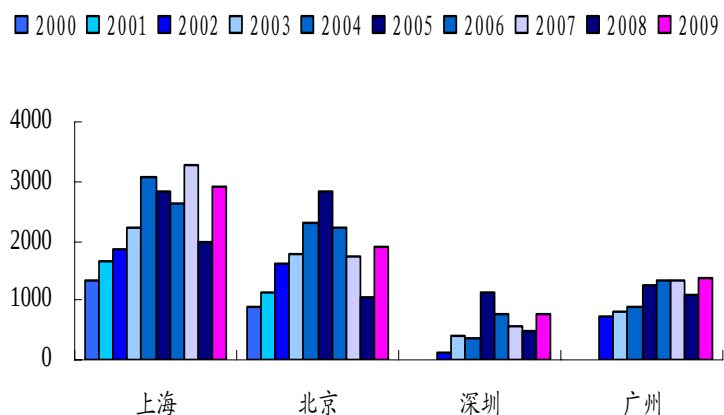
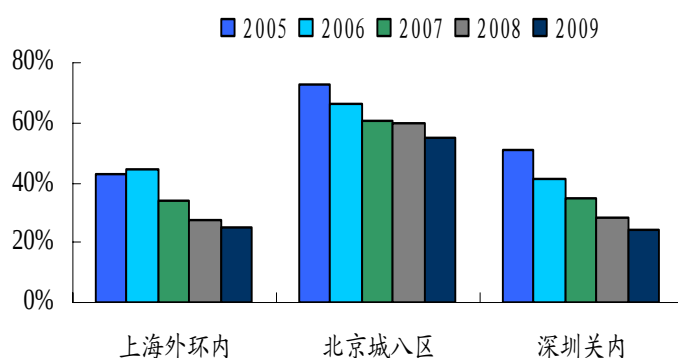


图 13: 一线城市住宅销售面积日益郊区化



数据来源: 国泰君安证券研究

3. 地产股板块估值预期: 中长期 10-25 倍, 中枢 16 倍

3.1. 国别比较: 进入成熟期的美国、香港地产行业平均 15-20 倍 PE

香港、美国房地产行业进入成熟期, 简单说城市化已彻底完成。表 6、表 7 分别总结了他们的行业、龙头公司 PE 估值区间、中枢以及对应的商品房销售额增速。无论香港还是美国, 均出现过 4-5 倍 PE 的时候(美国 08Q4-09Q1、香港 97-98 年、08Q4), 但这种时期往往对应的是: 股市熊市、行业或公司销售额增速很低(尤其是超预期的低甚至负增长)。同样, 估值高达 30 倍以上时, 往往对应股市大牛市、行业或公司销售增速很高。

表 6: 美国、香港、中国房地产行业历史 PE 区间和中枢、商品房销售额、城市化率对比

国别	样本期	PE			销售额			城市化率对应区间
		区间	算术均值	中位数	增速区间	算术均值	中位数	
美国	2001-2010	(13,74)	33	20	(-41%, 20%)	-4%	7%	(79%, 82%)
香港	1993-2010	(5,28)	13	13	(-61%, 194%)	10%	0%	100%
中国	1996-2010	(10,81)	40	41	(-17%, 83%)	27%	31%	(32%, 47%)

注：美国、香港 PE 采用连续滚动 4 个季度 EPS 测算。数据来源：bloomberg，国泰君安证券房地产行业。

美国、香港行业龙头公司平均 15-20 倍 PE，对应的商品房销售额增速中位数分别 17%和 13%。

表 7：美国、香港行业龙头公司历史 PE 区间、商品房销售额对比

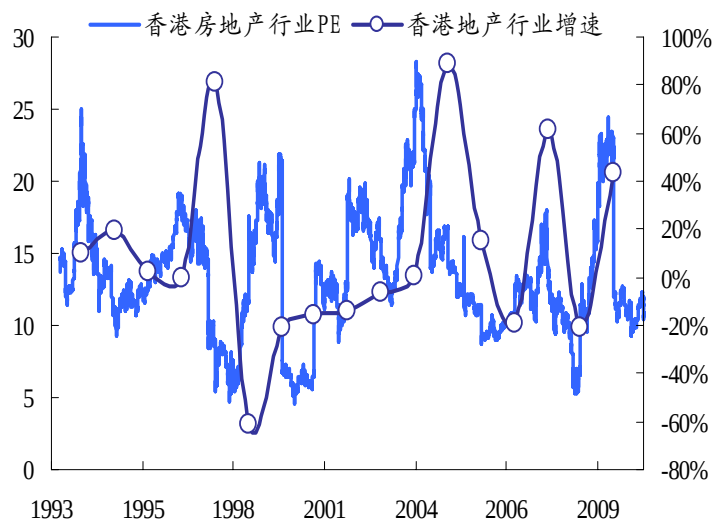
国别/地区	公司简称	样本期	PE			商品房销售额		
			区间	算术均值	中位数	增速区间	算术均值	中位数
香港	新鸿基地产	2002-2010	(5, 35)	16	14	(-21%, 40%)	5%	1%
	长江实业	1995-2010	(3, 31)	14	13	(-57%, 246%)	18%	-1%
	恒基地产	2002-2010	(3, 34)	14	12	(-37%, 61%)	9%	16%
	恒隆地产	2002-2010	(4, 42)	15	12	(-59%, 189%)	48%	37%
美国	Toll Brothers	1990-2010	(4, 1070)	29	11	(-44%, 57%)	15%	21%
	KB Homes	1990-2007	(4, 31)	12	11	(-32%, 57%)	11%	10%
	Pulte Homes	1995-2008	(4, 61)	12	9	(-35%, 39%)	11%	14%
	Horton	1992-2010	(4, 160)	12	9	(-45%, 188%)	25%	24%

注：美国、香港 PE 采用连续滚动 4 个季度 EPS 测算。公司销售额数据可能与实际有出入。数据来源：同表 6。

图 14：美国房地产行业历史 PE 及销售额增速对比



图 15：香港房地产行业历史 PE 及销售额增速对比



数

数据来源：bloomberg，国泰君安证券房地产行业。

3.2. 地产股板块平均未来 PE 估值区间 10-25 倍之间，中枢 16 倍

首先我们认为：如果说因为政策和制度的持续压制，地产股存在估值天花板。但是同时土地作为一种资源，尤其是在房价很难大幅下跌的条件下，地产公司的土地储备是存在着真正意义上的可变现价值的，这奠定了地产股的价值底部和空间。

我们认为，未来地产股板块的 PE 估值区间在 10-25 倍之间，中枢 17 倍，考虑以下因素：

(1) 考虑了制度与政策的变化趋势与重要性。中长期的制度框架逐渐完善，

基于短期目标的政策逐渐回归常态和平静。

(2) 基于人口、城市化等行业驱动因素变化趋势, 考虑了以销售额衡量的行业基本面成长速度下降, 预期未来 15 年平均增速 15%。

(3) 考虑了美国、香港等行业成熟区域的地产股板块平均 15-20 倍 PE, 对应 7-10% 的商品房销售额增速。

3.3. 虽地产股板块平均 PE 高点不断走低, 但目前估值安全边际很强

其实资本市场是有效的, 对行业趋势早已从估值高点上给出了明确的答案。板块 PE 高点从 2001 年的 80 倍下降到 07 年的 60 倍, 再下降到 09 年 7 月的 30 倍 (对应的估值高点都是股价高点, 也是 EPS 预期和实际值高峰)。

但是, 在现阶段, 板块 PE 估值都处于安全边际很强区域。2011 年板块估值是否就能恢复到我们预期的 16 倍中长期估值中枢, 取决于 2011 年的政策面与行业基本面走势。

图 16: 内地房地产板块 PE 波动高点下降、低点基本稳定

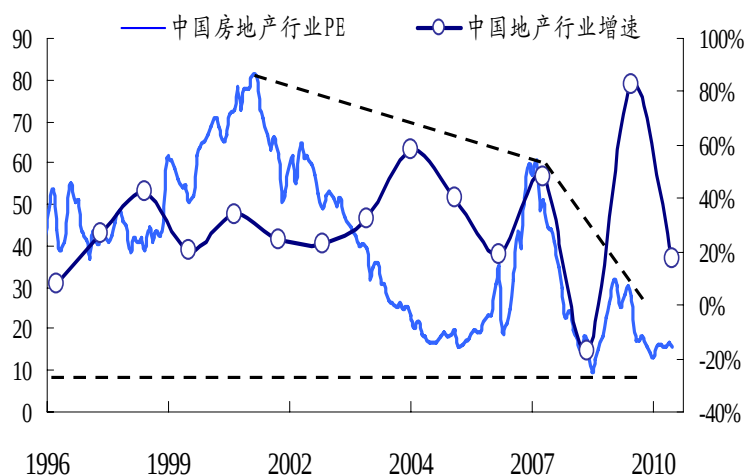
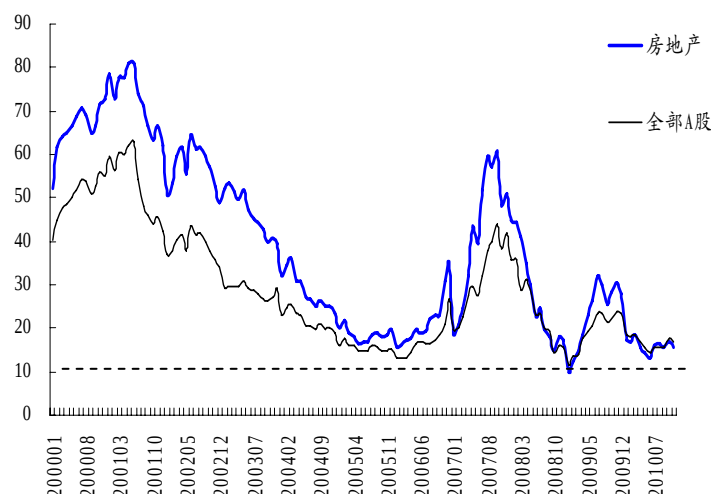


图 17: A 股房地产板块 PE 已与历史低点非常接近



数据来源: bloomberg, 国泰君安证券房地产行业。

4. 2011 年行业预测: 总体处于调整和恢复阶段

总体判断: 我们认为 2011 年是行业整体景气下行, 从过热回归常态。行业在 2011-2012 年将经历销量、房价下降—盘整—恢复的过程。这也是 10 年 4 月一次调控政策以来我们对行业的中期观点。

全国销量预测: 全年增长 7%, 9.07 亿平米。一线、二线城市下降, 三四线城市保持增长。10 年基数预测是 8.34 亿平米, 同比增长-10%。

全国房价预测: 全年增长-2%, 5096 元/平米。一线、二线城市下降, 三四线城市略有增长。10 年基数预测是 5200 元/平米, 同比增长 9.6%。

全国销售额预测: 全年增长 5%, 4.62 万亿元。处于下降-盘整-略有恢复阶段。10 年基数预测是 4.34 万亿元, 同比增长-1.4%。

全国房地产投资额预测: 全年增长 21% 左右, 5.5 万亿元。开发商拿地和开工投资增速下降, 但政府保障房投资大规模快速增长。2011 年保障房将继续大规模建设, 开工规模很有可能超过 2010 年 580 万套的规模, 预计达到 900

万套，新开工面积约 5.5 亿平方米左右。10 年基数预测是 4.57 万亿元，同比增长 26%。

表 8: 全行业商品房各类城市销售面积 (单位: 百万平方米)

年份	一线	二线	三线及以下	一二三线比例	全国	增速
2004	70	75	228	18%:20%:62%	373	18.6%
2005	87	116	343	16%:21%:63%	546	46.4%
2006	77	128	388	13%:22%:65%	594	8.8%
2007	78	167	503	10%:22%:67%	747	25.8%
2008	52	141	411	9%:24%:67%	604	-19.1%
2009	79	225	623	8%:24%:68%	927	53.5%

注：一线城市为北京、上海、深圳、广州，二线城市为天津、青岛、南京、苏州、无锡、杭州、宁波、厦门、福州、武汉、重庆、成都、西安、沈阳、大连、长春、长沙。数据来源：国泰君安证券房地产行业。下表 9、10、11 同。

表 9: 全行业商品房各类城市销售均价 (单位: 元/平方米)

年份	一线城市	二线城市	三线及以下	全国	增速
2004	5458	3169	1826	2781	16.8%
2005	6702	3777	2297	3313	19.1%
2006	7665	4272	2350	3455	4.3%
2007	9715	4963	2738	3961	14.6%
2008	9875	5290	2796	3985	0.6%
2009	12690	6123	3242	4745	19.1%

表 10: 全行业商品房各类城市销售额 (单位: 亿元)

年份	一线	二线	三线及以下	一二三线比例	全国	增速
2004	3836	2381	4159	37%:23%:40%	10376	35%
2005	5816	4397	7867	32%:24%:44%	18080	74%
2006	5901	5477	9131	29%:27%:45%	20510	13%
2007	7556	8283	13765	26%:27%:46%	29604	44%
2008	5102	7472	11498	21%:31%:48%	24071	-19%
2009	9990	13805	20200	22%:31%:47%	43995	83%

表 10: 全行业房地产投资额 (单位: 亿元)

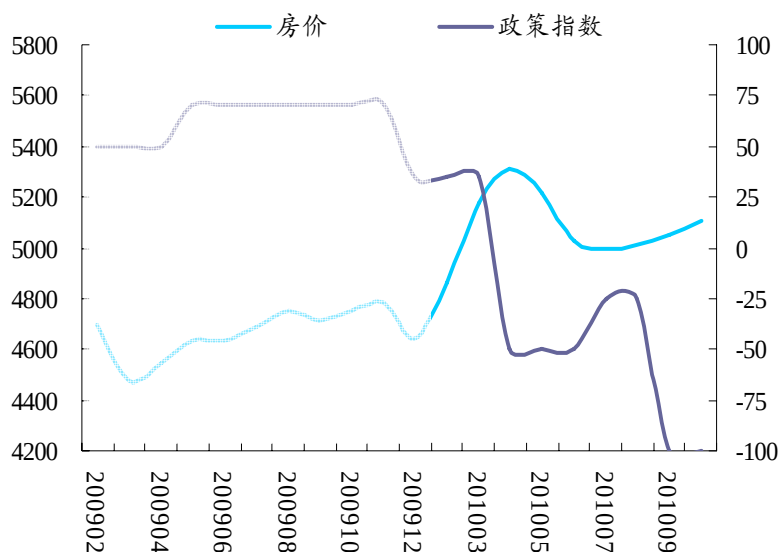
年份	一线	二线	三线及以下	一二三线比例	全国	增速
2004	3560	3508	6091	27%:27%:46%	13158	28.1%
2005	3704	4375	7681	24%:28%:49%	15759	19.8%
2006	4014	5535	9833	21%:29%:50%	19382	23.0%
2007	4468	7255	13557	18%:29%:53%	25280	30.4%
2008	4480	9648	16453	15%:31%:54%	30580	21.0%
2009	5055	11052	20125	14%:31%:55%	36232	18.5%

5. 2011 年行业投资策略：两段论，维持中性和标配建议

5.1. 行业投资策略：基本面与政策面相持阶段，超跌反弹阶段性投资机会；基本面向下调整且逐渐恢复，趋势性投资机会

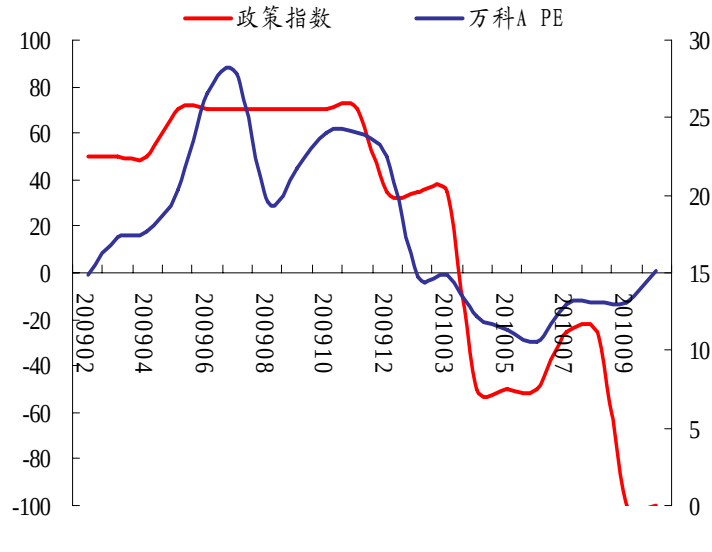
2010 年地产股股价走势纠结，整体向下，其根本原因在于我们 4 月初《政策决定论》报告中的结论“政策由好走向坏”。政策面压力既有来自于 09 年行业量价暴涨所引发的基本面压力，也有整个行业过去 5-10 年缺乏制度实质性改革和政策完善所带来的历史欠账，由此引发了严重向下的行业收入和利润增长预期。因此，我们看到，尽管行业龙头万科销售额突破 1000 亿，突破投资者之前的认识和预期极限，但资本市场给予的公司估值却一再被压低，从最高 28 倍下降到最低 11 倍。

图 18: 10 年房价代表的基本面与政策面矛盾而纠结



数据来源：国泰君安证券房地产行业。

图 19: 政策面压力压低了销售额突破 1000 亿的万科估值



因此，2011 年地产股投资机会主要来自于估值修复，即恢复到我们在前文所预测的中长期 16 倍估值中枢，而是否能否恢复，并不取决于基本面如何好，而是取决于政策面要求基本面调整的目标是否满足，而基本面是否调整取决于制度和政策是否被完善、11 年国家经济增长和产业结构调整成效。

与上述分析结论对应，我们在 2011 年行业投资策略上提出两阶段论，即：

- ✓ 预判 2011 年上半年甚至更长时间：政策面与基本面继续处于相持阶段，房地产板块超跌反弹、先涨先跌的阶段性的投资机会。行业中性，标配。
- ✓ 预判 2011 年：下半年或更晚时间基本面有望达到政策面目标，行业估值有望修复和盈利预期有望改善，房地产股票板块有重大的趋势性的投资机会。行业可以增持和超配。
- ✓ 转折时间点取决于：房价、销量的调整时间和速度、行业政策预期兑现程度、货币政策和经济增长宏观风险。

行业目前维持中性评级，标配建议。

5.2. 个股选择策略：政策面与基本面相持阶段，建议选择 X+地产股组合，周转快业绩保障性强的行业龙头组合

在 2011 年行业政策面与基本面相持阶段、或基本面盘整和调整阶段，对应地产股超跌反弹、先涨先跌投资机会下，我们侧重两种选股策略：一是 X+地产组合，一是周转快、业绩保障性强的行业龙头组合。

5.2.1. 推荐 X+地产组合

X+地产组合是我们 09 年在行业内首创、10 年通过重点挖掘和推荐中国宝安、建发股份、深天健而逐渐获得投资者朋友认可的选股思路。我们相信，11 年上半年这种选股思路还将继续获得资本市场的认可，X+地产组合的代表性公司股价将在阶段性行情中获得更好的收益。其根本原因是房地产估值具有很强的安全边际，而 X 又具有高成长性，能够享受高估值。

X+地产组合，重点推荐：中国宝安、新湖中宝、建发股份、胜利股份、深天健，推荐安徽水利、福星股份、中天城投等。

表 11: X+地产模式下代表性股票组合

(单位: 万平方米)

股票简称	项目储备	一线城市	二线城市	三线城市	地产 RNAV	1202 股价	地产 RNAV	X 主业	X 是否高估值	X 成长性
中国宝安	571.34	1%	59%	40%	13.44	17.62	131%	新能源汽车/生物医药/创投	是	高
新湖中宝	1024.61	13%	44%	43%	7.15	5.43	76%	金融/有色金属	是	待定
建发股份	632.55	4%	66%	30%	4.43	6.55	148%	供应链	是	稳定增长
胜利股份	283.64	0%	100%	0%	9.36	8.69	93%	生物兽药/农药	是	高
深天健	140.00	35%	50%	14%	14.60	12.35	85%	莱宝高科股权/基础设施施工	是	是
安徽水利	269.64	0%	37%	63%	12.50	12.30	98%	水利施工	是	待定
福星股份	626.38	1%	77%	23%	13.78	12.47	90%	汽车钢帘线	否	一般
中天城投	535.49	0%	100%	0%	12.42	13.69	110%	锰矿/煤矿	待定	待定
嘉宝集团	165.26	100%	0%	0%	15.2	10.91	72%	核能	是	高
万业企业	109.72	47%	49%	4%	5.45	7.37	135%	铁矿	待定	待定
冠城大通	303.47	36%	63%	1%	10.58	8.90	84%	漆包线	否	一般

数据来源：国泰君安证券房地产行业。

5.2.2. 推荐周转快、业绩保障性强的行业龙头组合

在基本面与政策面相持阶段、地产股阶段性投资机会下，主流的纯开发类地产股将出现分化，仓位轻、周转快、产品定位偏中端、业绩保障性强的龙头公司将是很好的个股选择，在下半年或者更晚时间的趋势性投资机会中，更将是非常好的进攻性品种。

主要理由是：（1）土地市场必将结束火爆局面，行业将出现并购整合机会，现金比土地重要，相对安全的资产负债表也将增加开发商抵御市场波动、从容安排经营节奏的空间。（2）房价上升幅度将不断遭遇政策天花板，高毛利、慢开发模式越来越难以为继，未来房地产公司 ROE 提升只能依赖周转率的提高。高周转的“万科类”模式的优势将越来越明显。（3）信贷、税收（房产税、资本利得税）等政策将持续打压房地产投资需求，住宅将日益回归其自住功能。特别是在市场波动期，改善型、偏高端产品的去化速度会明显放缓。（4）周转快的公司更有条件抵御 11 年的现金流压力，更有能力和条件获得在调整后的土地市场补充低成本土地库存的机会。（5）销售超越行业，业绩保障性强。

重点推荐万科 A、保利地产、首开股份，推荐金地集团、招商地产和荣盛发

展。

商业地产因为行业估值相对住宅安全、行业量价空间相对住宅更大更确定，建议 2011 年适当关注。重点关注中国国贸、张江高科，关注世茂股份、金融街。

表 12: 纯开发类公司中周转快、业绩保障性强的行业龙头公司组合 (单位: 万平米)

证券简称	11.26 股价	2010E EPS	2011E EPS	2010 PE	2011 PE	PB	RNAV	溢价幅度	权益项目 建筑面积	11 年业绩 锁定性
万科 A	8.2	0.64	0.95	12.9	8.7	2.2	10.46	-21.4	4285	58%
保利地产	12.5	1.05	1.38	11.9	9.0	2.1	14.22	-12.3	3294	89%
首开股份	15.6	1.18	1.63	13.2	9.5	1.8	21.01	-25.9	1026	80%
招商地产	16.4	1.23	1.59	13.3	10.3	1.6	24.02	-31.9	1023	50%
荣盛发展	11.5	0.60	0.85	19.1	13.5	3.8	12.41	-5.9	1403	38%
金地集团	6.0	0.53	0.71	11.3	8.4	1.6	8.03	-25.5	1237	37%

数据来源: 国泰君安证券房地产行业。

附表 1: 2010-2020 年全国城镇新增人口所需住宅需求的理论测算 (单位: 万人, 平米, 万平米)

年份	全国总人数	城市化率	城镇总人口	新增城镇人口	人均居住面积	刚性需求住宅面积
2000	126,743	36.22%	45,906		20.3	
2001	127,627	37.66%	48,064	2158	20.8	
2002	128,453	39.09%	50,212	2148	22.8	
2003	129,227	40.53%	52,376	2164	23.7	
2004	129,988	41.76%	54,283	1907	24.8	
2005	130,756	42.99%	56,212	1929	26.1	
2006	131,448	43.90%	57,706	1494	27.1	
2007	132,129	44.94%	59,379	1673	28.1	
2008	132,802	45.68%	60,667	1288	29.1	
2009	133,466	46.42%	61,961	1293.8	30.1	
2010	134,133	47.17%	63,266	1305.2	30.1	
2011	134,804	47.91%	64,583	1316.7	30.1	39634
2012	135,478	48.65%	65,911	1328.3	30.1	39983
2013	136,155	49.39%	67,251	1340	30.1	40334
2014	136,836	50.14%	68,603	1351.7	30.1	40688
2015	137,520	50.88%	69,966	1363.6	30.1	41044
2016	138,208	51.62%	71,342	1375.5	30.1	41403
2017	138,899	52.36%	72,729	1387.5	30.1	41764
2018	139,594	53.10%	74,129	1399.6	30.1	42128
2019	140,291	53.85%	75,541	1411.8	30.1	42495
2020	140,993	54.59%	76,965	1424	30.1	42864

数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券房地产行业。以下附表 2、3 同。

附表 2：2010-2020 年全国城镇改善性需求的理论测算 (单位：万人，平米，万平米)

年份	全国总人数	城市化率	城市总人口	人均住在面积增幅	人均居住面积	改善需求住宅面积
2000	126,743	36.22%	45,906		20.3	
2001	127,627	37.66%	48,064	0.5	20.8	
2002	128,453	39.09%	50,212	2	22.8	
2003	129,227	40.53%	52,376	0.9	23.7	
2004	129,988	41.76%	54,283	1.1	24.8	
2005	130,756	42.99%	56,212	1.3	26.1	
2006	131,448	43.90%	57,706	1	27.1	
2007	132,129	44.94%	59,379	1	28.1	
2008	132,802	45.68%	60,667	1	29.1	
2009	133,466	46.42%	61,961	1	30.1	
2010	134,133	47.17%	63,266	0.9	31	56939
2011	134,804	47.91%	64,583	0.9	31.9	58125
2012	135,478	48.65%	65,911	0.8	32.7	52729
2013	136,155	49.39%	67,251	0.8	33.5	53801
2014	136,836	50.14%	68,603	0.7	34.2	48022
2015	137,520	50.88%	69,966	0.7	34.9	48976
2016	138,208	51.62%	71,342	0.6	35.5	42805
2017	138,899	52.36%	72,729	0.6	36.1	43637
2018	139,594	53.10%	74,129	0.5	36.6	37065
2019	140,291	53.85%	75,541	0.5	37.1	37771
2020	140,993	54.59%	76,965	0.4	37.5	30786

附表：行业重点公司和关注公司业绩预测及财务估值（单位：百万元，亿元）

证券简称	12.2 股价	2010E EPS	2011E EPS	2010 PE	2011 PE	PB	RNAV	溢价 比例	总 市值	总 股本	投资评级	年初以来 涨幅
万科 A	8.3	0.64	0.95	13.0	8.7	2.3	10.46	-21.0	909.30	10995.21	增持	-22.72
深振业 A	7.3	0.37	0.45	19.9	16.3	2.7	7.10	3.0	55.61	760.77	谨慎增持	-1.95
中国宝安	17.6	0.41	0.57	43.2	31.0	7.9	14.70	19.9	192.19	1090.75	增持	60.93
招商地产	16.0	1.23	1.59	13.0	10.1	1.6	24.02	-33.3	274.94	1717.30	增持	-39.53
中粮地产	6.5	0.26	0.36	24.9	17.8	2.3	7.43	-12.8	117.53	1813.73	谨慎增持	-42.14
华联控股	4.1	0.32	0.46	12.8	8.9	3.1	8.10	-49.6	45.85	1123.89	增持	-37.61
深长城	17.5	1.24	1.47	14.1	11.9	1.9	17.30	1.1	41.88	239.46	谨慎增持	-20.83
中航地产	12.3	0.35	0.45	35.0	27.3	1.5	7.99	53.3	27.23	222.32	中性	-19.04
泛海建设	8.9	0.22	0.35	40.6	25.4	2.6	16.55	-46.0	203.48	2278.66	中性	-37.00
华侨城 A	11.7	0.72	0.97	16.3	12.1	3.1	14.80	-20.8	364.20	3107.48	增持	-31.21
深天健	12.4	0.78	1.46	15.8	8.5	1.6	17.06	-27.6	56.39	456.64	增持	3.60
中天城投	13.7	0.85	1.15	16.2	11.9	8.9	11.50	19.0	125.05	913.44	增持	18.67
亿城股份	5.1	0.52	0.69	9.8	7.3	1.7	6.50	-21.8	50.46	993.22	谨慎增持	-17.16
名流置业	3.1	0.26	0.37	12.1	8.4	1.6	5.82	-46.0	80.37	2559.59	增持	-26.59
苏宁环球	8.7	0.62	0.90	14.0	9.7	4.3	8.84	-1.6	148.13	1702.66	谨慎增持	-36.18
中国武夷	6.4	0.21	0.26	30.4	24.2	2.2	5.78	10.6	24.89	389.45	中性	-19.01
嘉凯城	7.9	0.94	1.29	8.4	6.1	4.0	9.38	-16.0	142.17	1804.19	增持	-38.45
中南建设	10.1	0.71	0.98	14.3	10.3	2.7	11.67	-13.3	118.19	1167.84	增持	-32.23
荣盛发展	11.6	0.60	0.85	19.3	13.6	3.8	12.17	-5.1	165.58	1433.60	增持	-10.22
滨江集团	10.5	0.70	0.97	15.0	10.8	3.7	12.04	-13.0	141.55	1352.00	增持	-27.34
保利地产	12.2	1.05	1.38	11.6	8.9	2.1	14.22	-14.0	559.60	4575.64	增持	-28.61
浙江广厦	5.1	0.58	0.63	8.8	8.0	2.2	5.80	-12.2	44.37	871.79	谨慎增持	-38.67
冠城大通	8.8	0.83	1.10	10.6	8.0	3.4	7.62	15.6	64.80	735.50	增持	-24.18
建发股份	6.6	0.61	0.70	10.8	9.4	2.7	6.07	7.9	146.57	2237.75	增持	-7.19
香江控股	5.6	0.41	0.59	13.7	9.5	3.4	6.51	-13.9	43.07	767.81	谨慎增持	-35.84
卧龙地产	6.7	0.40	0.60	16.8	11.2	3.6	8.12	-17.4	48.66	725.15	增持	-9.52
新湖中宝	5.4	0.41	0.54	13.2	10.1	3.9	8.39	-35.3	275.66	5076.60	增持	-17.51
鲁商置业	7.2	0.65	0.92	11.1	7.8	9.8	11.70	-38.2	72.37	1000.97	增持	-41.83
华业地产	7.2	0.44	0.75	16.3	9.6	2.1	8.97	-20.0	46.25	645.00	增持	-11.92
北京城建	11.6	1.02	1.25	11.4	9.3	2.1	15.50	-25.0	103.33	889.20	增持	-21.48
天房发展	4.6	0.22	0.32	21.1	14.6	1.3	4.67	-0.6	51.30	1105.70	中性	-26.07
华发股份	10.2	1.11	1.36	9.2	7.5	1.6	15.56	-34.3	83.50	817.05	增持	-44.97
首开股份	15.4	1.18	1.63	13.1	9.4	1.7	21.01	-26.7	177.18	1149.75	增持	-20.93
金地集团	5.9	0.53	0.71	11.1	8.3	1.6	8.03	-27.0	262.03	4471.51	增持	-23.32
中铁二局	9.0	0.61	0.93	14.8	9.7	2.8	10.99	-18.0	131.47	1459.20	中性	-30.24
万业企业	7.4	0.43	0.56	17.1	13.1	2.1	7.77	-5.1	59.41	806.16	谨慎增持	-22.58
城投控股	8.4	0.40	0.72	21.0	11.7	1.7	9.25	-9.0	193.50	2298.10	谨慎增持	-32.59
信达地产	6.3	0.56	0.78	11.3	8.1	1.8	10.17	-37.8	96.49	1524.26	增持	-43.58

中华企业	7.2	0.57	0.73	12.6	9.8	2.6	7.58	-5.3	101.56	1414.44	增持	-36.66
京投银泰	7.9	0.39	0.49	20.2	16.1	3.8	5.42	45.2	58.30	740.78	谨慎增持	-3.52
苏州高新	5.4	0.38	0.51	14.2	10.6	1.8	7.59	-29.1	47.43	881.57	谨慎增持	-35.00
上实发展	8.7	0.35	0.51	24.8	17.1	3.7	10.73	-19.2	93.93	1083.37	谨慎增持	-37.65
开发类均值	8.87	0.60	0.82	14.1	9.9	2.99	10.50	-15.5	143.95	1699.99	---	-23.09
金融街	6.6	0.57	0.72	11.7	9.2	1.3	9.99	-33.5	201.00	3027.08	增持	-32.06
阳光股份	7.4	0.61	0.72	12.2	10.3	2.3	7.50	-1.1	55.64	749.91	增持	-6.45
中国国贸	11.9	0.19	0.42	62.8	28.5	2.8	17.90	-33.7	119.36	1007.28	增持	-2.13
外高桥	14.6	0.43	0.59	34.0	24.8	3.5	11.85	23.5	147.98	1010.78	中性	-9.63
浦东金桥	9.1	0.49	0.54	18.6	16.8	2.5	12.47	-27.0	84.62	928.83	谨慎增持	-26.05
陆家嘴	17.7	0.67	0.65	26.4	27.4	3.3	18.79	-5.8	330.58	1867.68	中性	-29.46
世茂股份	13.1	0.44	1.19	29.7	11.0	2.2	15.10	-13.4	153.11	1170.60	谨慎增持	-21.49
张江高科	9.7	0.59	0.85	16.5	11.5	2.6	13.26	-26.6	150.69	1548.69	增持	-21.98
北辰实业	3.7	0.20	0.22	18.6	17.3	1.4	6.16	-39.6	125.25	3367.02	中性	-36.79
出租类均值	10.43	0.47	0.65	18.6	16.8	2.42	12.56	-16.9	152.03	1630.87	---	-20.67
整体均值	9.14	0.57	0.79	14.8	10.3	2.89	10.86	-15.8	145.37	1687.79	---	-22.67

数据来源：WIND、国泰君安证券房地产研究

作者简介:

孙建平:

经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004年1月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名（团队），2008年、2009年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名（团队）。

张伟明:

双学士，毕业于天津大学电子工程系、南开大学金融学系，2004年7月至2010年2月就职于万科企业股份有限公司，曾先后在天津分公司、上海分公司、总部董事会办公室、总部战略投资部工作，2010年2月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。

李品科:

工学硕士，毕业于清华大学土木工程系，2008年3月进入国泰君安证券研究所，从事地产行业研究。2010年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名（团队）。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		