研究报告

行业策略报告

房地产行业

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

政策从紧，把握阶段性投资机会
——房地产行业 2011 年度投资策略

投资要点：

●**行业要素：量缩价滞政策从紧。**预计在未来的 **3** 个月以内，房地产成交量仍将有所萎缩。而在政策观望期及楼市成交淡季，价格仍将相对坚挺，下跌的概率和幅度都较小。到明年三四月份的小阳春，积蓄的需求或将释放，房地产成交量将出现波动，而在偏紧的政策环境下，价格或有松动，但降幅不会太大。

●**外部因素：可抑制，却不能消除。**在当前的经济环境下， 无论是人民币升值、通货膨胀，还是充裕的流动性，保值增值是人们最需要做的选择。在这样一个资产配置过程中，对房产的需求刺激是非常大的。尽管有关部门已经出台了一系列措施，这些措施会对外部因素刺激带来的房产需求产生一定的抑制作用，但绝不能消除。

●**行业展望：仍有潜力有机会。**人口红利窗口仍然向我们开启，城镇化的道路仍然漫长，区域经济发展的不均衡仍难消弥，资产配置品种的缺乏仍是现实，房地产仍然有巨大的发展潜力。如何有效平滑波动实现行业的平稳健康发展，这才是我们需要考虑的重点。

●**投资策略。**政策压制及其带来的销售下滑是行业的短期不利因素。短期有利因素包括人民币升值、通胀预期、流动性泛滥热钱涌入等带来的资产配置及投机需求。两方面因素的共同作用下，行业难有出色的表现，但也不至于过于清淡，给与行业“中性”评级，可把握阶段性投资机会。我们的投资策略遵循以下三条主线：**行业龙头。**政策调控将加速行业的兼并重组，行业集中度提升，强者恒强，正是行业龙头扩张的良机。推荐万科、招商地产。**区域龙头。**区域龙头长期深耕区域市场，在当地具有相当的品牌影响力，推荐福星股份、滨江集团。**商业地产。**商业地产的投资价值来自于两个方面。一是在行业调整期，商业地产有望实现价值重估；二是在资金寻求投资渠道的时候，商业地产高于住宅的投资收益率受到市场关注，商业地产的投资价值凸现。重点推荐世茂股份和阳光股份。

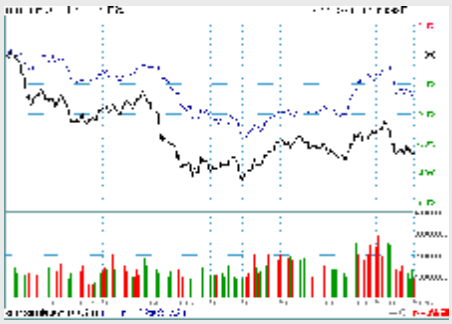
●**风险提示：资金风险；政策风险**

请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级 中性 （维持）

静态市盈率：	24.14
动态市盈率：	15.77

行业表现 **2010.12.01**



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现（%）	（9.54）	10.32	(30.82)
相对表现（%）	（1.9）	（2.06）	（22.58）

资料来源:wind，爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
招商地产	推荐	1.06	1.46	1.82
滨江集团	推荐	0.48	0.85	1.16
阳光股份	推荐	0.50	0.65	0.86
云南城投	推荐	0.35	1.98	2.62
中南建设	推荐	0.719	1.2	1.65
福星股份	推荐	0.47	0.65	0.92
冠城大通	推荐	0.46	1.02	1.38
卧龙地产	推荐	0.34	0.82	1.11

资料来源：公司数据

左红英 执业证书编号：S0820209120023

电话 021-32229888*3506

邮箱 zuohongying@ajzq.com

相关报告

《房地产行业月报》 **每月初**

《2009 年房地产行业投资策略》 **20081217**

《2009 年 2 季度房地产行业投资策略》**20090323**

《2009 年下半年房地产行业投资策略》**20090615**

《2010 年房地产行业投资策略》**20091217**

《2010 年中期房地产行业投资策略》 **20100602**

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

内容目录

一、前言 4
二、行业要素——量缩价滞政策从紧 5
n 销量 5
n 价格 6
n 政策 7
n 小结 8
三、外部因素——可抑制，却不能消除 9
n 人民币升值 9
n 通货膨胀 10
n 充裕的流动性 11
n 小结 12
四、行业展望——仍有潜力有机会 12
n 人口红利 12
n 城镇化 13
n 区域发展的不均衡 14
n 传统观念的根深蒂固 15
n 资产配置的品种 15
n 小结 15
五、投资策略——龙头加商业 16
六、重点推荐公司： 17
n 招商地产(000024) 17
n 滨江集团(002244) 18
n 世茂股份(600823) 19

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

图表目录

图表 1 美国 M2
图表 2 欧元区 M2 4
图表 3 全国商品房（住宅）月度销售面积
图表 4 全国商品房（住宅）累计销售面积....5
图表 5 房屋新开工面积（累计值）
图表 6 房屋新开工面积（当月值）....6
图表 7 房地产开发投资（累计值）
图表 8 本年购置土地面积（累计值）....6
图表 9 全国商品房（住宅）销售均价
图表 10 全国商品房（住宅）销售均价（2009 年以来）....7
图表 11 房屋销售价格指数（商品房）
图表 12 国房景气指数....7
图表 13 2010 年以来出台的房地产相关政策....8
图表 14 房地产成交量价及政策趋势....9
图表 15 美元兑人民币平均汇率（2004 年以来）
图表 16 美元兑人民币平均汇率（2009 年以来）....9
图表 17 欧元兑人民币平均汇率（1990 年以来）
图表 18 欧元兑人民币平均汇率（2009 年以来）....10
图表 19 CPI 当月同比（1990 年以来）
图表 20 CPI 当月同比（2009 年以来）....10
图表 21 生产资料价格指数（2007 年以来）
图表 22 生产资料价格指数（2009 年以来）....10
图表 23 新增人民币贷款（当月值）
图表 24 新增人民币贷款（年度）....11
图表 25 M2
图表 26 M2 ：季调....11
图表 27 抚养比
图表 28 人口结构....13
图表 29 总人口（万人）和自然增长率
图表 30 出生率和死亡率....13
图表 31 城镇化比重（%）
图表 32 城镇化与房地产....14
图表 33 典型区域的 GDP（亿元）
图表 34 典型区域商品房销售面积（万平方米）....14
图表 35 招商地产股价走势和 PE Bands....18
图表 36 滨江集团股价走势和 PE Bands....19
图表 37 世茂股份股价走势....20

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

一、前言

2010年的房地产市场始终笼罩在政策调控的阴影之中。从4月份调控政策的出台，到之后的徘徊、观望、回暖，再到9月份二次调控政策的如期而至，再到各地细则的出台，再到加息，再到预收帐款监管、房产税传言……政策如影随形。

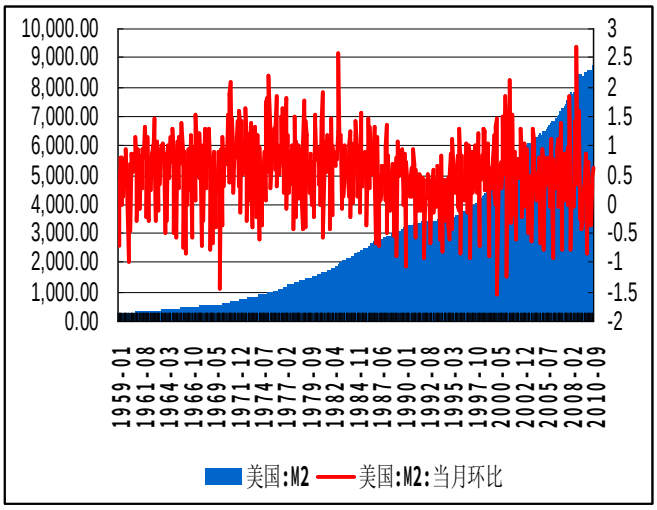
如果说，2010年4月份及其之前的楼市调控，考虑的是民生、和谐以及经济的可持续增长，那么，我们认为，9月份以来的调控则更多考虑的是防止热钱流入引发的资产泡沫的膨胀。

在以美国为首的发达体提出的量化宽松货币政策环境下，热钱涌入以中国为代表的新兴经济体是显而易见的。欧洲、日本、四小龙房地产市场在美国印钞机的“攻击”下的历史经验，在今天的环境下我们将如何抉择？从之前的上调存款准备金率、加息，以及限购、限贷、限外等一系列政策来看，将热钱对房地产行业的冲击降低到最低是政策调控的重要目标。

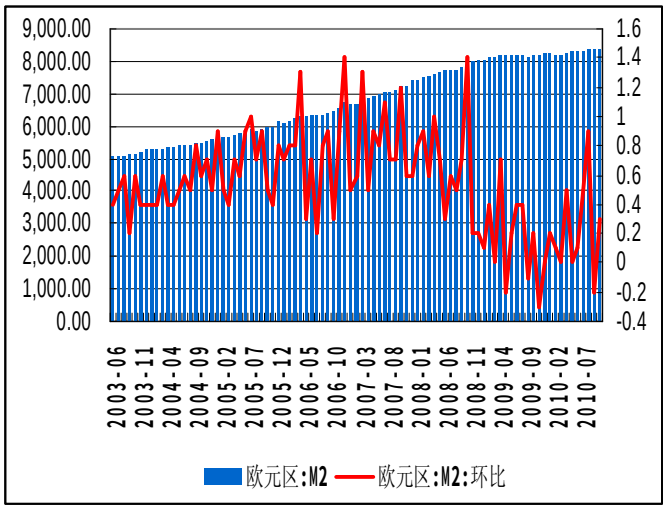
在政策调控下，房地产销量已经有所下滑，价格依然在高位徘徊。在房价调控目标尚未达成，防止热钱涌入引发资产泡沫的情况下，政策放松的概率极低。纵然长期来看，支撑行业发展的有利因素依然存在，短期的政策压制使得行业难有出色的表现。在行业调控期，行业面临调整，大公司有大机会。

本文将从行业内部要素：房地产销量、价格、政策；行业外部因素：人民币升值、通货膨胀、流动性泛滥；以及支撑行业长期发展的有利因素：人口红利、城镇化、区域发展的不均衡、传统观念的根深蒂固等方面，分析行业的投资价值。

图表 1 美国 M2



图表 2 欧元区 M2



数据来源：wind，爱建证券研发部

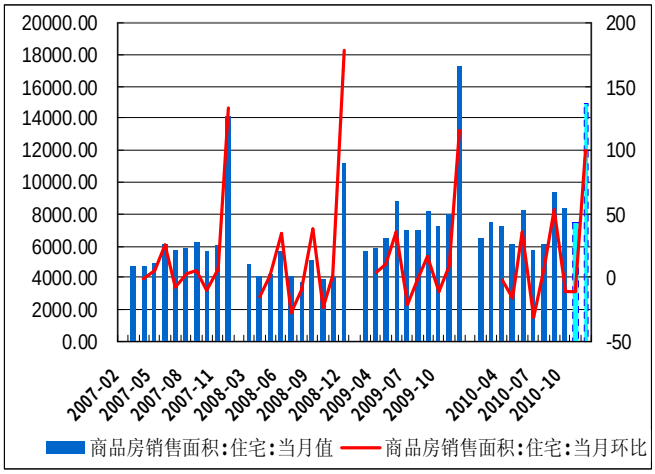
PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

二、行业要素——量缩价滞政策从紧

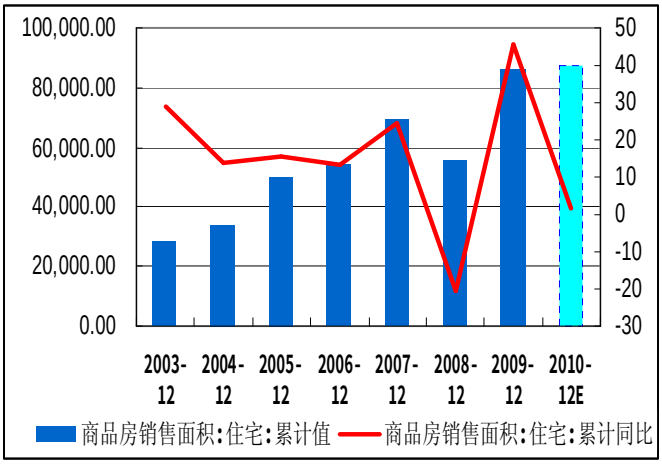
n 销量

截止今年10月份，全国商品房（住宅）销售面积累计同比增长6.80%。2003年以来全国商品房（住宅）销售面积累计同比增速平均值为16.03%，历年增速基本在此数值周边浮动。其中偏差较大的年份出现在2008年和2009年。2008年的累计同比增速为-20.30%，主要受政策调控和金融危机的影响，导致了成交的极度低迷。但随后的2009年，在政策刺激及2008年被压抑的需求集中释放的影响下，其累计同比增速达到45.40%。今年全国商品房（住宅）销售面积月度数据波动较大。其间经历了6月份和9月份的两个小高峰，在二次调控政策出台后，10月份环比出现下滑。预计在季节性因素、持续的调控政策以及加息等紧缩性政策的影响下，11月份的销售面积仍将有所萎缩。12月份由于统计原因，预计环比增幅仍将在100%左右。预计2010全年商品住宅销售面积累计同比增幅约为5%。在经过了2010年的政策消化和对2009年数据的修复之后，由于2010年新开工面积的大幅增长，2011年供应量将明显增加。若现有政策环境维持不变，则2011年销量较2010年约有5%左右增幅。

图表 3 全国商品房（住宅）月度销售面积



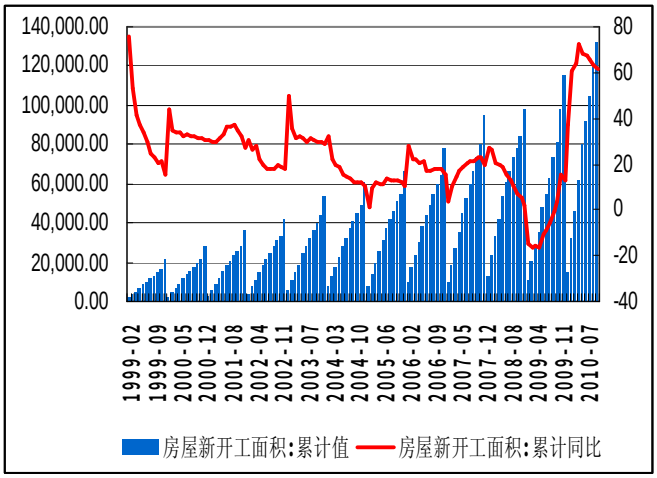
图表 4 全国商品房（住宅）累计销售面积



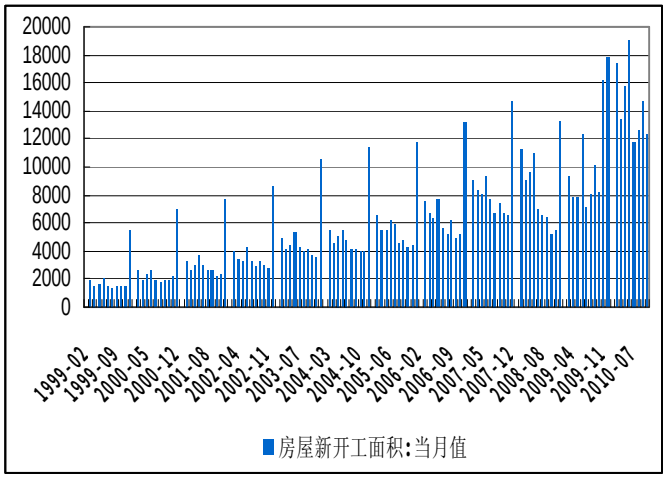
数据来源：wind，爱建证券研发部

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

图表 5 房屋新开工面积（累计值）

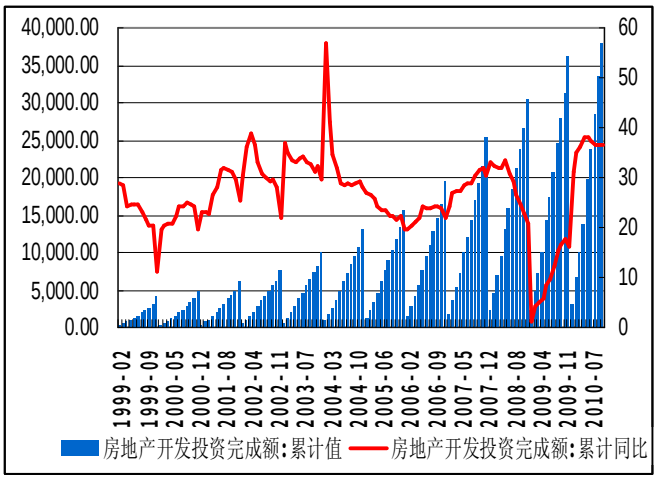


图表 6 房屋新开工面积（当月值）

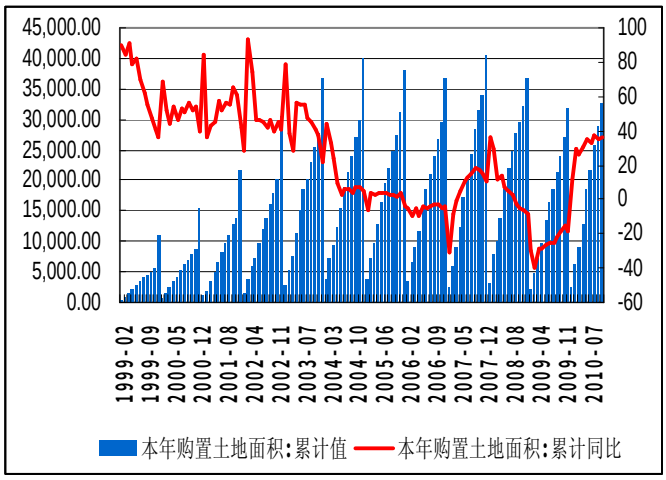


数据来源：wind，爱建证券研发部

图表 7 房地产开发投资（累计值）



图表 8 本年购置土地面积（累计值）



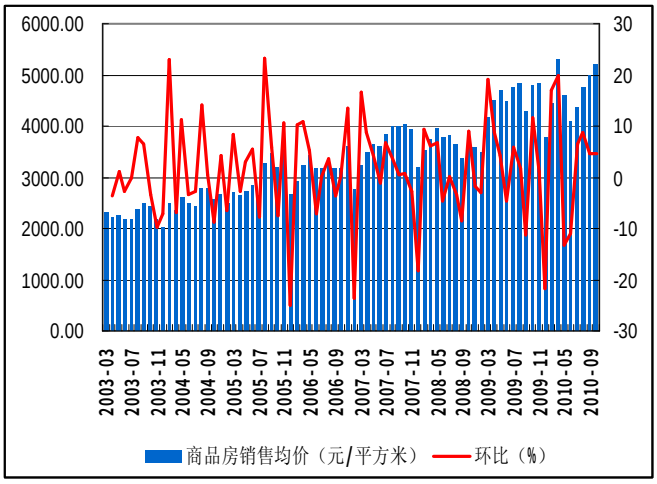
数据来源：wind，爱建证券研发部

n 价格

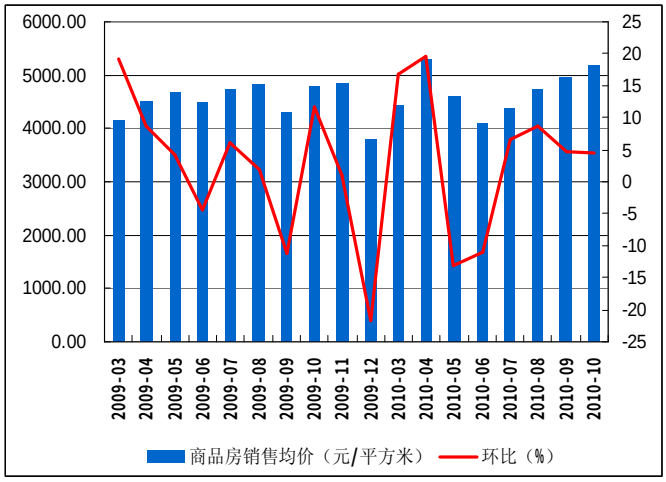
4月份的调控政策出台后，**5**月份和**6**月份的楼市有了积极的反应，全国商品房（住宅）销售均价（根据国家统计局公布的商品住宅销售面积和销售金额计算）分别环比下跌了**13.17%**和**10.90%**，之后的**7**月份和**8**月份有所反弹，成交均价分别环比上涨了**6.46%**和**8.63%**。**9**月份的二次调控并未如**4**月份的调控般立竿见影，价格并未出现下调，但环比增幅开始趋缓。鉴于大部分开发商全年的销售目标已经达成，短期还款压力也并不明显，年内大幅降价促销的概率较低。我们预计今年全年的价格增幅在**5%**左右。若现有调控政策不做大的变动，预计**2011**年的房价增幅在**2%**左右。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

图表 9 全国商品房（住宅）销售均价

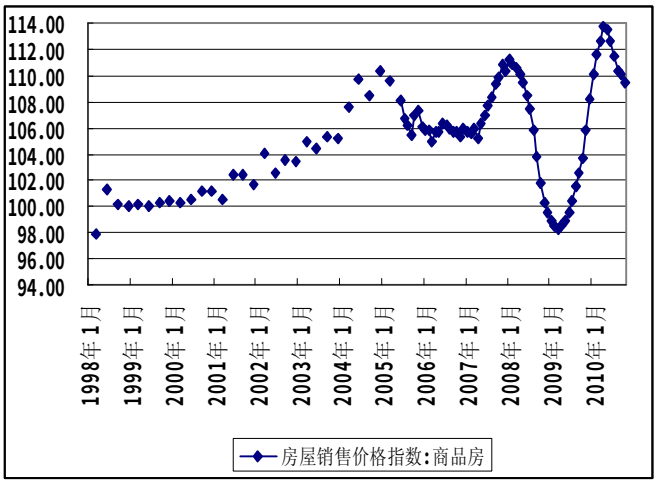


图表 10 全国商品房（住宅）销售均价（2009 年以来）

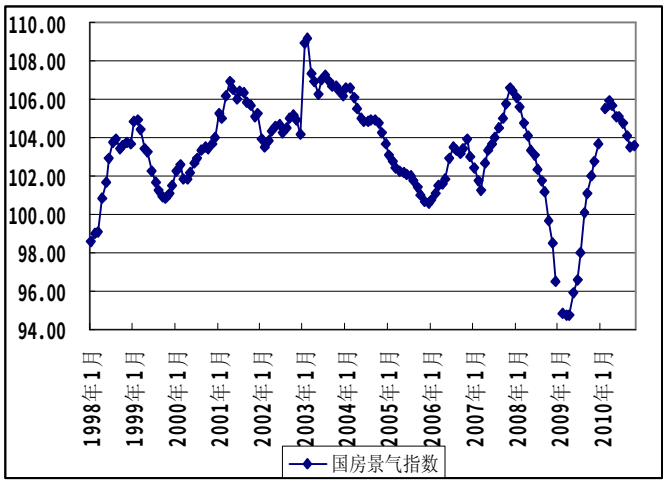


数据来源：wind，爱建证券研发部

图表 11 房屋销售价格指数（商品房）



图表 12 国房景气指数



数据来源：wind，爱建证券研发部

n 政策

从去年下半年开始，政策调控的预期始终弥漫在房地产行业。但真正对市场产生影响的政策始于今年4月份国务院出台的以限购、限贷为代表的一系列政策。由于充裕的流动性和旺盛的需求，市场在观望两个月之后再次反弹，量价齐升，并直接逼出了9月份的二次调控政策。鉴于当前的内外环境，避免热钱大量流入造成资产泡沫膨胀已成为政策调控的首要目标（对外部因素的分析详见下一章节）。因此，我们认为，在这样一个时点上，调控政策放松的概率很小。在兼顾经济增速和防止资产泡沫膨胀并破裂的前提下，政策调控将更趋常态化、长期化。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

图表 13 2010 年以来出台的房地产相关政策

时间	部门	主要内容
2010-3-10	国土资源部	《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，明确土地出让保证金不得低于地块底价的 20%；中低价位普通商品房用地房价由政府定，楼盘开工、竣工时间要提前申报等。
2010-4-14	国务院	对购买首套自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%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；对贷款购买第三套及以上住房的，大幅度提高首付款比例和利率水平；加快研究制定合理引导个人住房消费、调节个人房产收益的有关税收政策；对捂盘惜售、闲置土地的房企，限购土地，暂停批准上市、再融资和重大资产重组，不得发放新开发项目贷款。
2010-4-17	国务院	坚决抑制不合理住房需求。实行更为严格的差别化住房信贷政策。要严格限制各种名目的炒房和投机性购房。商品住房价格过高、价格上涨过快、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。地方人民政府可根据实际情况，采取临时性措施，在一定时期内限定购房套数。
2010-4-21	银监会	二套住房以家庭为单位进行认定，包括本人、配偶及未成年子女。
2010-5-26	国家税务总局	明确土地增值税清算过程中的若干计税问题。
2010-6-3	国家税务总局	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%，各地要根据不同类型房地产确定适当的预征率。为了规范核定工作,核定征收率原则上不得低于 5%,各省级税务机关要结合本地实际,区分不同房地产类型制定核定征收率。
2010-9-26	国土资源部、住房和城乡建设部	《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》明确规定：对企业因自身原因导致土地闲置一年以上的，将禁止企业及其控股股东参与土地竞买；没有完成保障性住房、棚户区改造住房、公共租赁住房和中小套型普通商品住房供地计划的地方，不得向大户型高档住房建设供地；不得将两宗以上地块捆绑出让，不得“毛地”出让；对于中小套型普通商品住房建设项目，要明确提出平均套型建筑面积的控制标准，要严格限制低密度大户型住宅项目的开发建设，住宅用地的容积率指标必须大于 1；要求严格划拨决定书和出让合同管理，各类住房建设项目应当在划拨决定书和出让合同中约定土地交付之日起一年内开工建设，自开工之日起三年内竣工。
2010-9-29	各相关部委	一是各地要加大贯彻落实房地产市场宏观调控政策措施的力度。严格实行问责制，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。二是完善差别化的住房信贷政策。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；对不能提供一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房贷款。对贷款购买商品住房，首付款比例调整到 30%及以上；对贷款购买第二套住房的家庭，严格执行首付款比例不低于 50%、贷款利率不低于基准利率 1.1 倍的规定。各商业银行要加强对消费性贷款的管理，禁止用于购买住房。三是调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策。加强对土地增值税征管情况的监督和检查，重点对定价明显超过周边房价水平的房地产开发项目进行土地增值税的清算和稽查。加快推进房产税改革试点工作，并逐步扩大到全国。四是切实增加住房有效供给。各地要加大对各地 2010 年住房建设计划和用地供应计划实际完成情况的督查考核力度，切实落实中小套型普通商品住房和保障性住房建设计划和供地计划。五是加大住房交易市场检查力度，依法查处经纪机构炒买炒卖、哄抬房价、怂恿客户签订“阴阳合同”等行为。对房地产开发企业土地闲置、改变土地用途和性质、拖延开竣工时间、捂盘惜售等违法违规行为，要继续加大曝光和处罚力度。
2010-10-19	中国人民银行	自 2010 年 10 月 20 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 2.25%提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 5.31%提高到 5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。
2010-11-14	住建部、外管局	《关于进一步规范境外机构和个人购房的通知》规定：境外个人只能在境内购买一套用于自住的住房，而境外机构只能在注册城市购买办公所需的非住宅房屋。

数据来源：爱建证券研发部

n 小结

9月份的二次调控政策出台之后，10月份的房地产成交量明显下滑。预计在未来的3个月以内，房地产成交量仍将有所萎缩。而在政策观望期及楼市成交淡季，价格仍将相对坚挺，下跌的概率和幅度都较小。到明年三四月份的小阳春，积蓄的需求或将释放，房地产成交量将出现波动，而在偏紧的政策环境下，价格或有松动，但降幅不会太大。目前乃至未来一段时间内，政策基调仍将偏紧。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

图表 14 房地产成交量价及政策趋势

时间	销量	价格	政策
短期（3 个月以内）	下滑	不涨	偏紧
中期（3-6 个月）	波动	稳中略降	偏紧
长期（6 个月以上）	趋稳	稳中有升	偏中性（视调控效果）

数据来源：爱建证券研发部

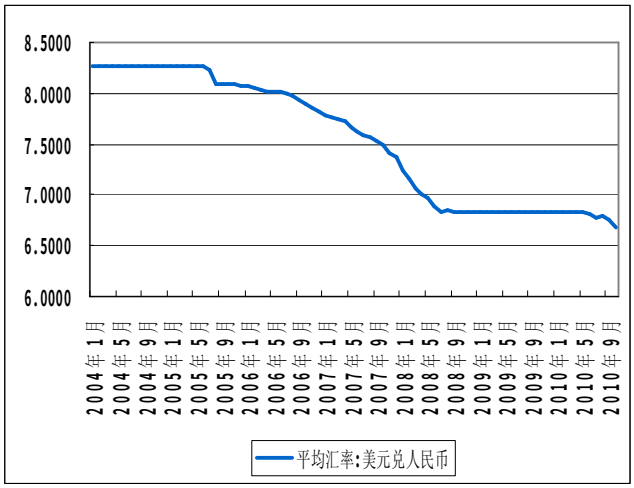
三、外部因素——可抑制，却不能消除

影响房地产板块走势的，除了行业本身的量价和政策因素外，外部宏观经济因素的影响也不可小觑。

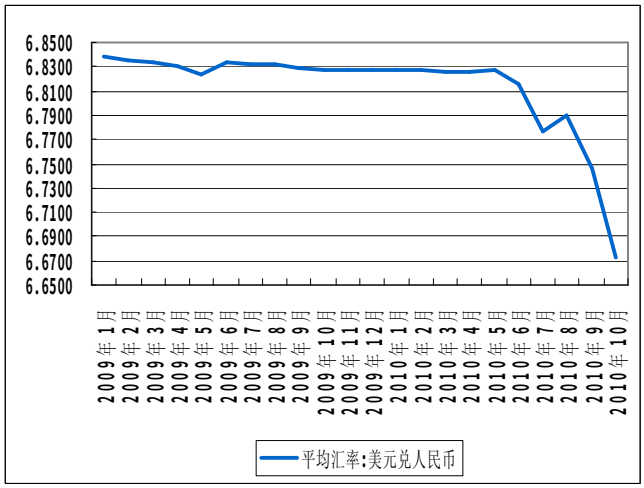
n 人民币升值

今年5月份以来，人民币兑美元汇率连创新高，人民币升值趋势明显。在人民币升值预期下，以人民币计价的资产具有明显的吸引力。大量热钱涌入，对房地产的量价将起到明显的推动作用。日本等国的前车之鉴不能不引起我们的警惕。在升值预期下，热钱迅速推高房价之后，热钱的退出将使得方产泡沫瞬间破灭。如何控制人民币升值的幅度和节奏是一个复杂的课题。但在人民币升值预期的前期，其对房地产市场的催化作用是毋庸置疑的。

图表 15 美元兑人民币平均汇率（2004 年以来）



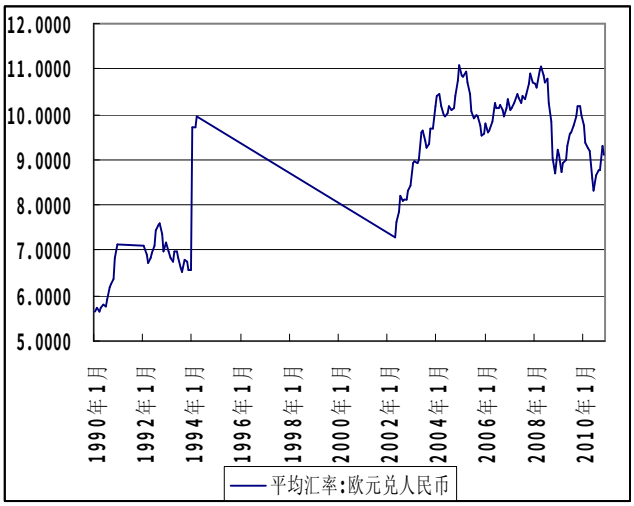
图表 16 美元兑人民币平均汇率（2009 年以来）



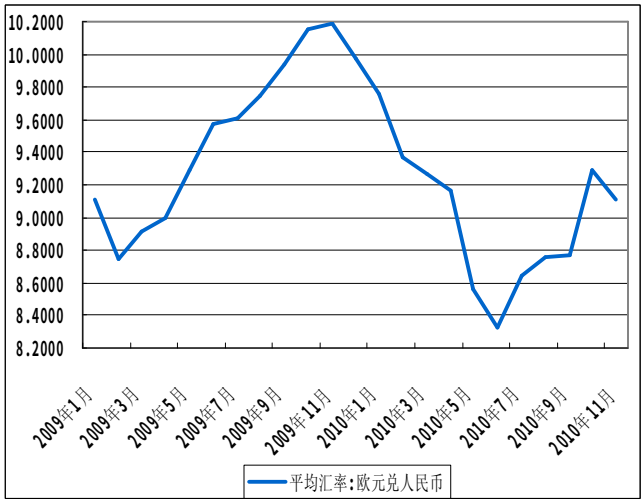
数据来源：wind，爱建证券研发部

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

图表 17 欧元兑人民币平均汇率（1990 年以来）



图表 18 欧元兑人民币平均汇率（2009 年以来）

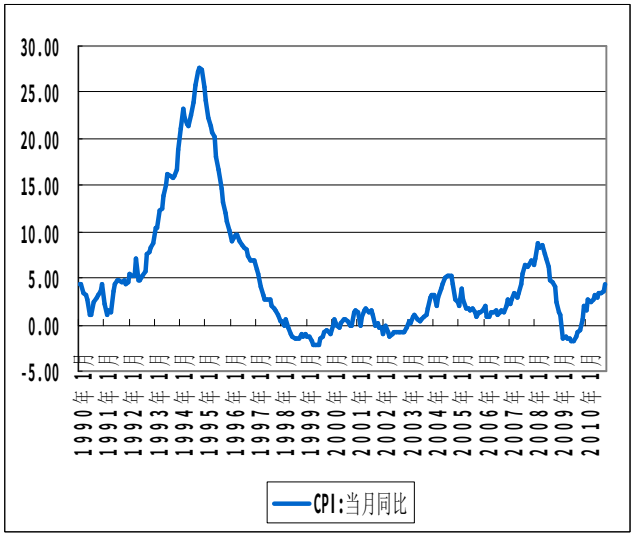


数据来源：wind，爱建证券研发部

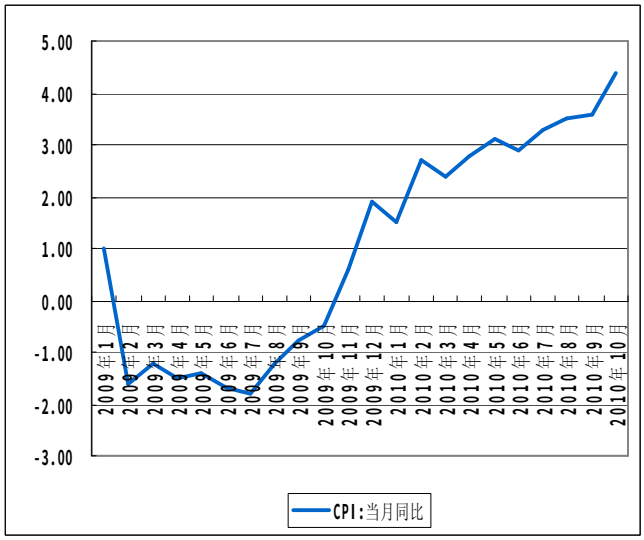
n 通货膨胀

2009年7月份以来，CPI持续上升，到今年10月份已升至4.4%，并且，业内预期CPI仍将继续攀升。抵御通胀，实现资产保值增值的愿望下，房地产的投资属性再次凸现。

图表 19 CPI 当月同比（1990 年以来）



图表 20 CPI 当月同比（2009 年以来）

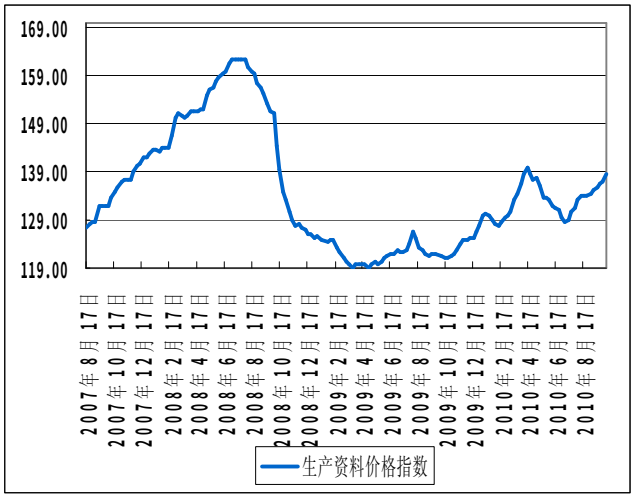


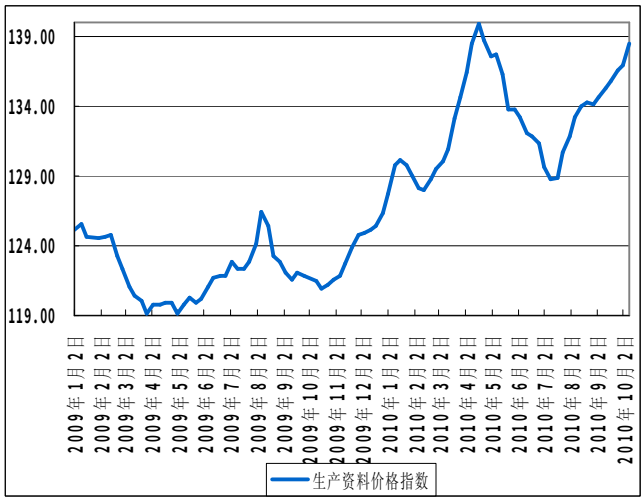
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表 21 生产资料价格指数（2007 年以来）

图表 22 生产资料价格指数（2009 年以来）

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn



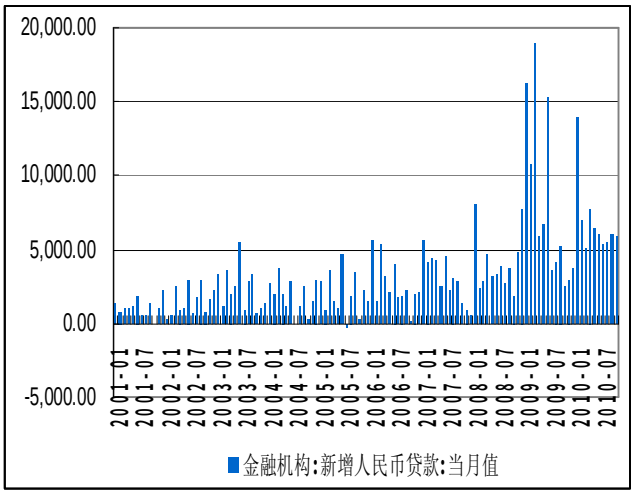


数据来源：wind，爱建证券研发部

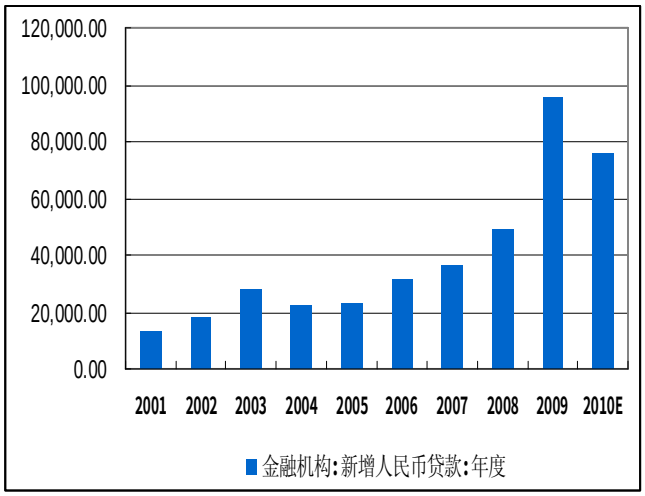
n 充裕的流动性

2009年在刺激经济的目标下，全年金融机构新增贷款达95769亿元，超过了2007年和2008年的总和。截止10月份，今年的金融机构新增贷款累计为68788亿元，预计全年可达76000亿元左右，虽然较2009年有所下降，但也位居历史次高水平。在2009年巨量信贷的溢出效应和今年大量信贷的共同作用下，国内流动性极其充裕。再加上以美国为首的发达经济体数次开启印钞机导致全球范围内的流动性泛滥，内外叠加，流动性近乎泛滥。资金总要寻求出路，作为全球重要投资渠道之一的房地产必然也在资金的关注范围之内。

图表 23 新增人民币贷款（当月值）



图表 24 新增人民币贷款（年度）

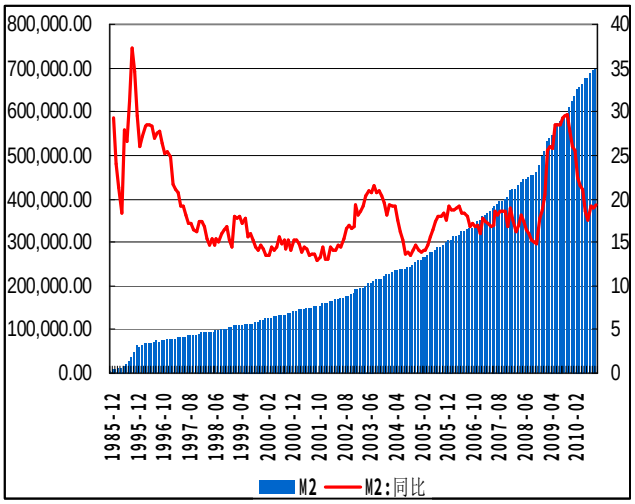


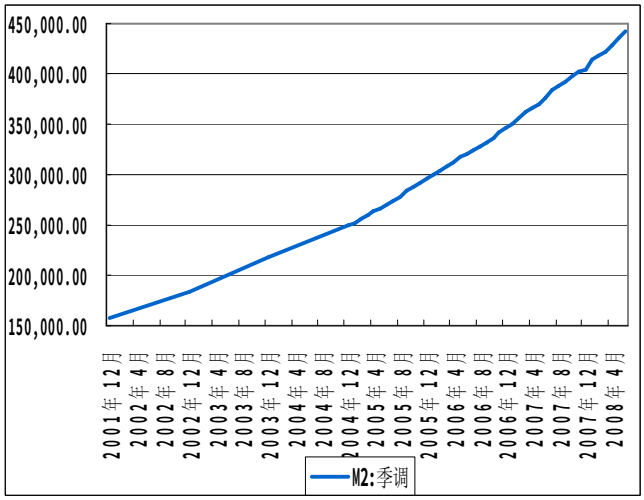
数据来源：wind，爱建证券研发部

图表 25 M2

图表 26 M2 ：季调

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn





数据来源：wind，爱建证券研发部

n 小结

房地产行业在国民经济中占有重要地位，不仅因其有着众多的关联行业，还与房地产本身的特殊属性有关。房地产价值不菲，在居民财产构成中占据最大的比重。它兼具使用功能和投资功能，自古以来就为人们所喜爱。在当前的经济环境下， 无论是人民币升值、通货膨胀，还是充裕的流动性，为了保值增值，把手里的钱放到能生钱的地方，是人们最需要做的选择。常见的投资渠道包括股票、基金、房产、黄金、艺术品等。在这样一个资产配置过程中，对房产的需求刺激是非常大的。尽管有关部门已经出台了一系列措施，包括限外、限贷、限购，以及加息、调准备金等，这些措施会对因外部因素刺激而带来的房产需求产生一定的抑制作用，但绝不能消除。

四、行业展望——仍有潜力有机会

n 人口红利

人口抚养比是指总人口中非劳动年龄人数与劳动年龄人数之比。一般以**15**岁至**64**岁为劳动年龄人口，**14**岁以下和**65**岁以上为非劳动年龄人口。

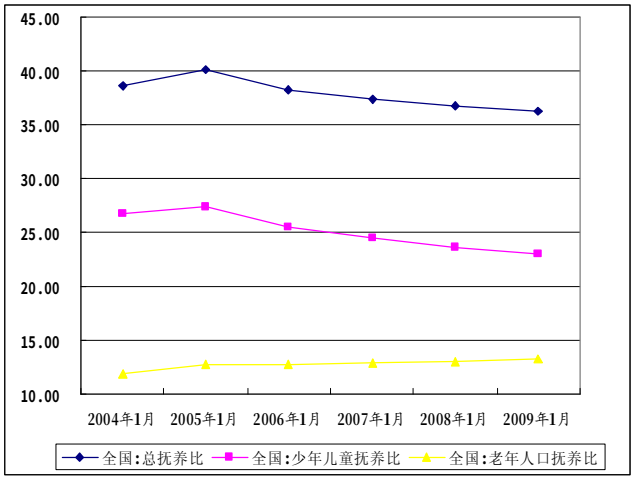
在出生率下降初期，出生率下降速度快于人口老化速度，形成一个有利于经济发展的人口年龄结构——少儿抚养比与老年抚养比在同一时期内都比较低，并会持续较长一段时间。总人口“中间大、两头小”的结构，使得劳动力供给充足，而且社会负担相对较轻。年龄结构的这种变化将带来劳动力增加、储蓄和投资增长、人力投资增加和妇女就业机会增加等，从而对社会经济发展有利，这段时期在人口学称为**“人口机会窗口”**或**“人口红利期”**。人口负担

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

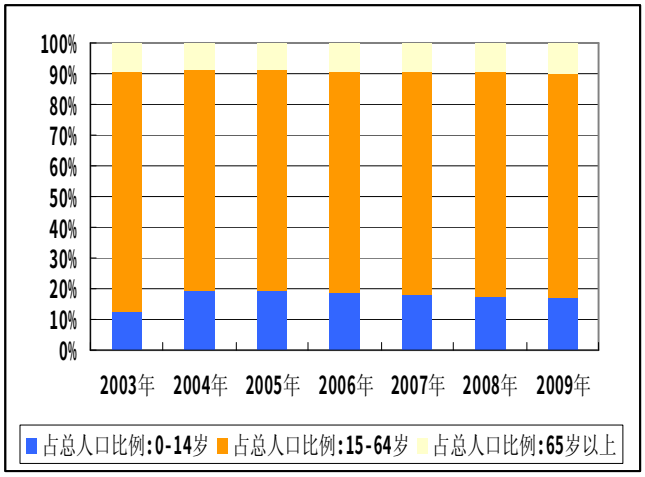
系数小于或等于50%称为人口机会窗口期，也可称为人口红利期。

截止2009年底，我国总抚养比为36.21%，根据相关概念界定，我国仍处于人口红利期。且2009年底我国的少年儿童抚养比为22.98%，高于老年人口抚养比（13.24%）。随着出生率的下降和人口老年化的加速，根据简单测算，预计我国人口机会窗口将在2023年左右关闭。也就是说，我国还可有10余年的人口红利期。在这个阶段，新生代青壮年的增加，将产生新的住房需求，成为支撑房地产市场繁荣的重要力量。

图表 27 抚养比

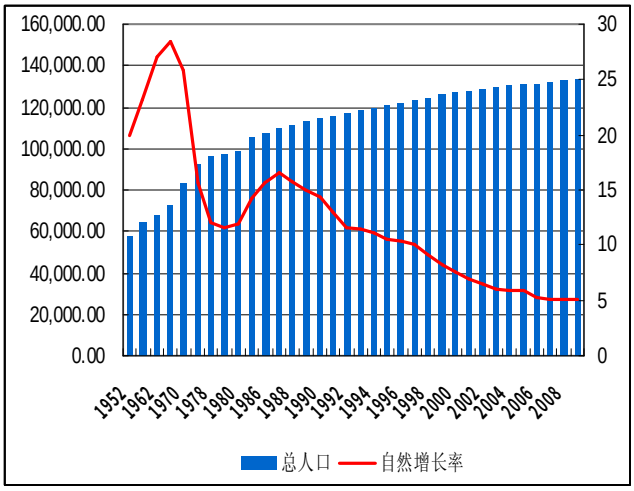


图表 28 人口结构

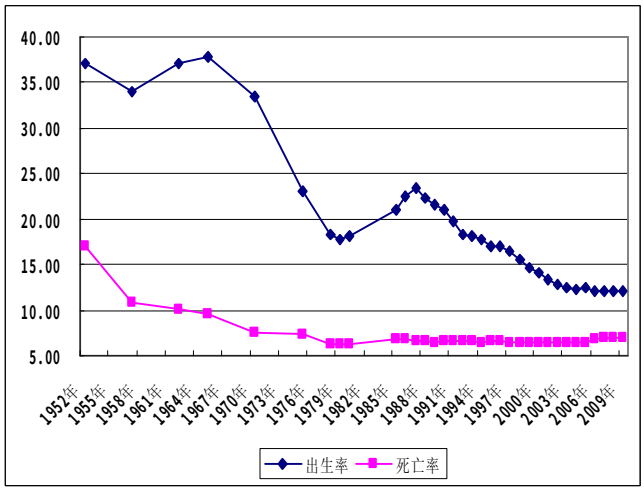


数据来源：wind，爱建证券研发部

图表 29 总人口（万人）和自然增长率



图表 30 出生率和死亡率



数据来源：wind，爱建证券研发部

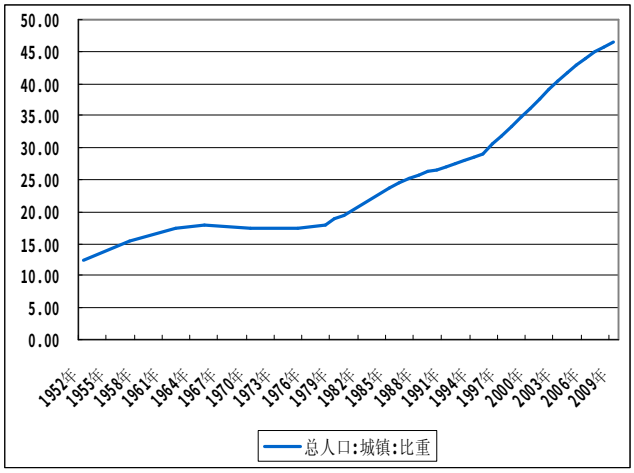
n 城镇化

截止2009年底，我国的城镇化比重为46.59%，与发达国家70%以上的城镇化

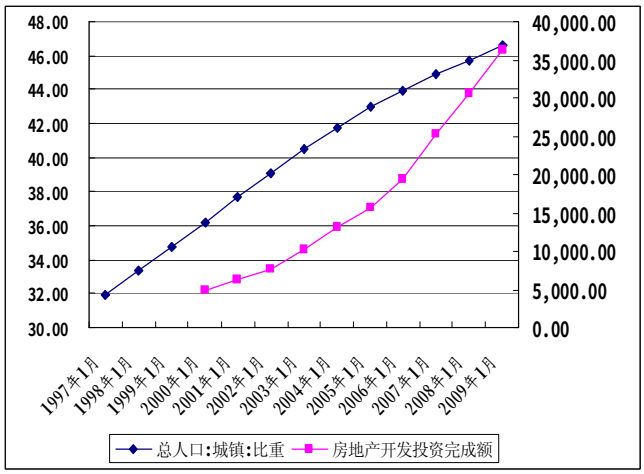
PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

比重仍有较大差距。从我国城镇化比重的趋势图来看，1997年至今的10余年时间是我国城镇化进程发展最迅速的时段，而这一段时间也正是我国房地产市场的黄金十年。城镇化进程对房地产行业的推动作用由此可见一斑。

图表 31 城镇化比重（%）



图表 32 城镇化与房地产



数据来源：wind，爱建证券研发部

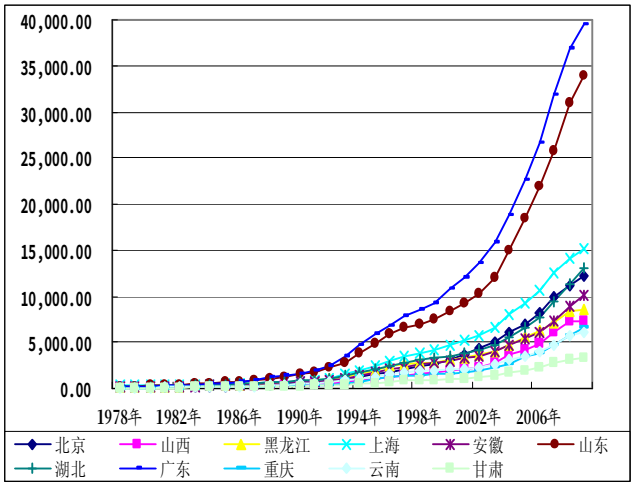
n 区域发展的不均衡

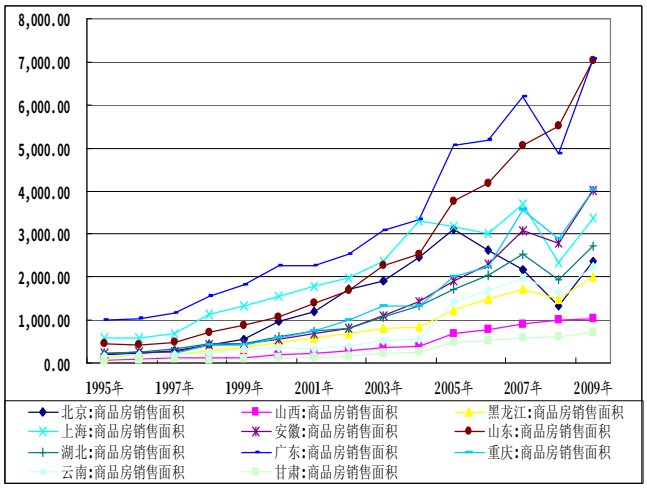
我国幅员辽阔，区域发展极不均衡。我们分析了11个代表性区域的GDP和商品房销售面积。以2009年的数据计算，GDP最高的广东省和最低的甘肃省差距超过10倍，同样，商品房年销售面积最高的广东省和最低的甘肃省差距也超过10倍。区域发展的不均衡也为房地产市场的发展提供了空间。在部分地区房地产市场已经发展到相当程度，房价已经有泡沫迹象的时候，还有很多地方的房地产市场甚至刚刚才起步。通过合理的区域布局，房地产企业仍然能够获得较高的成长性和较强的盈利能力。

图表 33 典型区域的 GDP（亿元）

图表 34 典型区域商品房销售面积（万平方米）

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn





数据来源：wind，爱建证券研发部

n 传统观念的根深蒂固

受根深蒂固的中国传统观念的影响，房子是家的象征，可以给人安全感。房子不仅仅是遮风挡雨、饮食起居的地方，更是人们精神的一种寄托，是心灵的避风港和归属地。有了房子，才算安了家，才算安定下来，“安居乐业”，安居才能乐业。这是中国几千年来的传统观念。虽然随着社会的发展，人们的观念也发生了很大的变化，但彻底颠覆传统观念却需要相当时日。

n 资产配置的品种

怎样为资金寻求安全高效的投资渠道是每个投资者都关心的话题。在当前的环境下，常见的资产配置品种包括股票、基金、债券、银行储蓄、房产、黄金、艺术品等。其中，艺术品投资需要有相当的鉴赏能力，非一般投资者能选择的。银行储蓄收益率太低，跑不过CPI。剩下的就是股票、基金、债券和房产了，可供选择的投资渠道有限。而房地产不仅可作为投资品，更具有使用价值；不仅可以收取租金收益，更有可能分享超额的增值收益。房地产也因此成为很多投资者情有独钟的资产配置品种。

n 小结

人口红利窗口仍然向我们开启，城镇化的道路仍然漫长，区域经济发展的不均衡仍难消弥，资产配置品种的缺乏仍是现实，房地产仍然充满了机遇，仍然有巨大的发展潜力。如何有效地平滑波动，如何实现行业的平稳健康发展，这才是我们需要考虑的重点。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

五、投资策略——龙头加商业

从长期来看，支撑房地产行业发展的有利因素依然存在，但为保证行业的长期平稳发展，调控将趋于长期化。但从中短期来看，由于之前的黄金十年，房价突飞猛进，远远超越了民众购买力，加之全球流动性泛滥、人民币升值预期下，热钱涌入国内房地产行业的风险日增，内外施压，使得房地产调控政策在中短期内都难以放松。政策压制及其带来的销售下滑是行业的短期不利因素。短期有利因素包括人民币升值、通胀预期、流动性泛滥热钱涌入等带来的资产配置及投机需求。两方面因素的共同作用下，行业难有出色的表现，但也不至于过于清淡，给与行业“中性”评级，可把握阶段性投资机会。在这样的背景下，我们的投资策略遵循以下三条主线：

1、行业龙头

在政策调控期，资金收紧、成交下滑，行业持续调整，必将加速行业的兼并重组，行业集中度提升，强者恒强，正是行业龙头扩张的良机。推荐万科、招商地产。

2、区域龙头

如前文所述，我国幅员辽阔，各地经济发展水平极不均衡，房地产市场的发展也存在很大差异。在部分区域房地产市场发展到一定阶段，空间有限的时候，还有些区域的房地产市场可能才刚刚起步，具有广阔的发展空间。此外，房地产凝聚了人们的梦想、文化和某些理念，具有比较明显的地域差异。加之房地产开发销售程序多、过程长，除了平衡各方关系之外，还必须考虑到各地的人文地理等因素，区域龙头长期深耕区域市场，在当地具有相当的品牌影响力，这些都给区域的龙头提供了得天独厚的发展良机。推荐福星股份、滨江集团。

3、商业地产

商业地产的投资价值来自于两个方面。一是房地产行业的黄金十年，住宅的发展速度远远高于商业地产，部分地区甚至出现商住价格倒挂的情况，在行业调整期，商业地产有望实现价值重估；二是在住宅市场频遭调控的时候，商业地产所受制约相对较少。在资金寻求投资渠道的时候，商业地产高于住宅的投资收益率受到市场关注，商业地产的投资价值凸现。地产龙头纷纷进军商业地产可为商业地产投资价值的一个明证。重点推荐世茂股份和阳光股份。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

六、重点推荐公司：

n 招商地产(000024)

l 大股东实力雄厚，潜在土地资源丰富

公司的大股东招商局集团实力雄厚，同时控股蛇口工业区和漳州开发区。作为招商局地产业务的平台，大股东对公司的发展给予了大力支持。目前大股东在蛇口地区还有约200 万平米的土地储备未来可以注入上市公司。

蛇口工业区潜在土地储备集中在海上世界片区和太子湾地区。其中，蛇口海上世界片区地面积为40 万平方米，总建筑面积80 万平方米；蛇口太子湾区域占地面积为77 万平方米，总建筑面积达130万平方米。漳州开发区总体规划面积达5600 万平方米，由招商局集团与福建省、漳州市等政府机构联合开发，招商局负责经营管理。招商局集团持有漳州开发区78%的股份，并在开发区拥有大量土地资源。目前，公司已经在漳州区域进行项目开发。

根据有关规划，由广东省政府主导，前海区域将建设为“东方曼哈顿”，辐射珠三角、澳门、台湾。目前大股东在前海区域拥有3.9平方公里的项目资源。

l 储备资源质地较好，项目毛利率高

公司现有土地储备1100 万平米，权益储备超过800 万平米，其中珠三角占43%，长三角占26%，环渤海12%。在深圳、广州、上海、北京、天津和重庆六大中心城市储备占比超过60%，项目储备资源优质。公司主要开发中高端产品，项目毛利率高，盈利能力强。深圳地区的高利润率项目，如兰溪谷二期、海月华庭、曦城等项目，目前仍为公司业绩主要来源；未来将有上海、北京、天津等地的项目陆续进入结算高峰，特别是广州金山谷、上海海德花园、北京公园1872、天津钻石山等项目，体量较大，毛利极高。

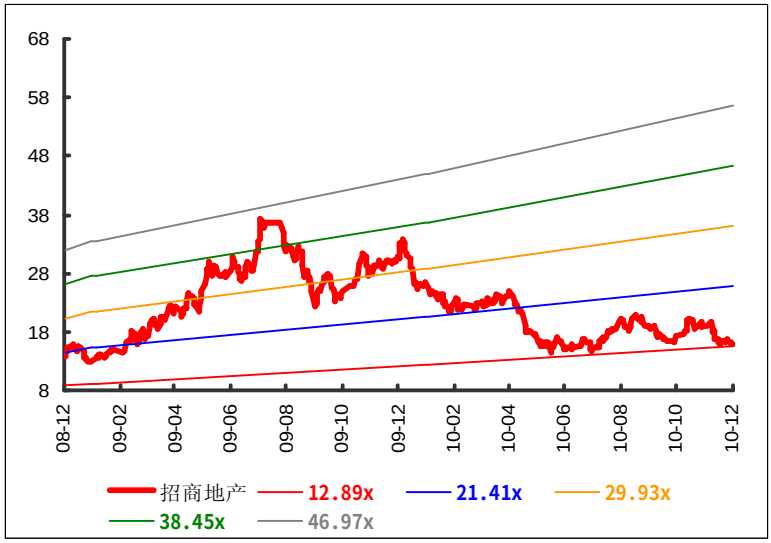
l 盈利预测和投资建议

2010年前3季度，公司实现营业收入95.85亿元，同比增长81%；实现归属于上市公司股东的净利润14.27亿元，同比增长48.49%。截止9月底，公司预收帐款已达96.74亿元，与2009年的营业收入比达95.43%。业绩增长具有较高的保障。

公司09年全面摊薄每股收益为0.96元，预计10-11年每股收益分别为1.23元和1.63元，以12月1日收盘价15.99元计算，对应市盈率分别为16.66倍、13倍和9.81倍，给与“推荐”评级。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

图表 35 招商地产股价走势和 PE Bands



数据来源：wind

n 滨江集团(002244)

l 资源丰富，顺应时势调整节奏

公司拥有可售土地储备约150万平方米，折合按权益计算的建筑面积约249万平方米，其中，79%位于杭州，项目地理位置较为优越，项目含金量高。在房地产调控新政出台之后，公司略显谨慎。全年销售和开工计划将依市场形势适度微调。

l 销售业绩好，资金充裕

2010年3季度，因万家星城、城市之星项目销售良好，公司销售商品、提供劳务收到的现金达到55亿元，同比增长1013%，环比大幅增长1118.5%，创单季度历史新高。优异的销售业绩为公司回笼了大量资金。截至3季度末，公司货币资金34.67亿元，同比增长287.17%，较年初增长109.12%，同样创下历史新高。

截至3季度末，公司资产负债率达83.33%，较今年中期提高了2.8个百分点，较去年同期提高了4.4个百分点。扣除预收帐款后的净负债率为37.56%，较今年中期降低了6.48个百分点，较去年同期下降了4.57个百分点，净负债率处于较低水平。截止3季度末，公司拥有货币资金3467百万元，短期借款200百万元，应付利息9.27百万元，一年内到期的非流动负债686.9百万元，长期借款5171百万元，财务杠杆运用较好，短期资金充裕，无短期还债压力。

l 今明两年业绩高度锁定

公司第3季度实现营业收入10.42亿元，同比下降35.85%，环比增长150%；

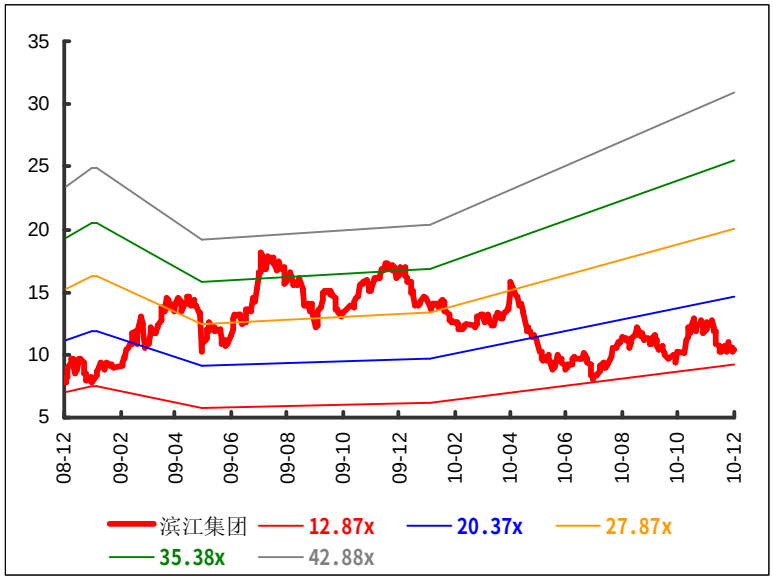
PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

实现归属于上市公司股东的净利润**1.97**亿元，同比下降**42.83%**，环比增长**179%**。根据实际的工程进度，公司预计在四季度有千岛湖湖滨花园的剩余部分以及金色蓝庭和阳光海岸项目部分将陆续交付业主，相关预售收入转入营业收入，预计**2010**年度净利润较上年同期增长幅度为**50.00%—70%**。

l 盈利预测和投资建议

公司**2009**年的每股收益为**0.476**元，我们预测，公司**2010-2011**年的每股收益分别为**0.77**元和**1.04**元，按照**12**月**1**日的收盘价**10.39**元计算，对应的市盈率分别为**21.83**倍、**13.49**倍和**9.99**倍，估值合理。我们给与公司“推荐”评级。

图表 36 滨江集团股价走势和 PE Bands



数据来源：**wind**

n 世茂股份(600823)

l 转型商业地产，或成调控中的绿洲

目前公司的项目储备中，除了南京仍有住宅项目之外，其余均为商业项目。尽管在大的调控环境之下，身为房地产企业，公司可能也难于独善其身。但转型为商业地产之后，公司所受影响有可能相对较小。

l 标准化+连锁复制，形成正反馈

公司的商业地产项目统一称为“世茂广场”，这将成为公司的连锁商业地产品牌。世茂广场中的主力商场和业态主要包括超市、百货、影院、专业专卖和美食广场、儿童乐园等。这些主力业态和商家将与公司形成战略发展合作伙

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

伴关系。这样有助于公司商业地产的标准化，并可以实现异地复制、连锁扩张。另一方面，由于战略合作伙伴入驻新的商业地产项目确定时间较早，有利于缩短招商时间和装修时间。同时，早期成熟商业模式的异地复制既积累了运营经验、建立了品牌知名度，又可以缩短项目培育期，使项目的商业价值更快得到体现。对于公司来讲，可以提高出租项目的租金水平和出租率，也可以提高出售项目的售价和销售率。从而形成有效的正反馈机制，良性循环。

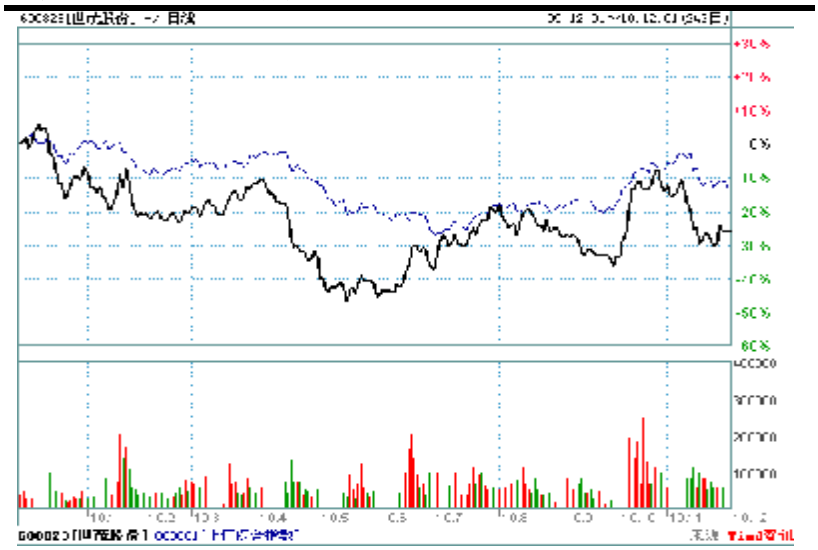
- 租售并举，兼顾长短期收益

按照公司的总体规划，从所有待开发的商业地产项目来说，用于出售的比例总体上大致为**60**％－**70**％，用于出租和自持的比例大致为**30**％－**40**％（各个项目的比例并不一致，有些项目可能整体用于出售，有些项目可能整体用于出租和自营），此比例亦随着公司实力增强和市场形势的变化而动态调整，较好的兼顾长短期收益。

- 盈利预测和投资建议

公司**2009**年的每股收益为**0.18**元。由于今明两年公司的租金收入在营业收入中的比重相对较低，公司的营业收入主要来自于销售商业和住宅地产项目，因此，我们主要依据公司的销售收入来估算公司今明两年的盈利情况，并按照销售收入的百分比简单测算公司的租金收入。我们预测，公司**2010-2011**年的每股收益分别为**0.99**元和**1.51**元，按照**12**月**1**日的收盘价**13.22**元计算，对应的市盈率分别为**73.44**倍、**13.35**倍和**8.75**倍，估值合理。给与“推荐”评级。

图表 37 世茂股份股价走势



数据来源：wind

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn

投资评级说明

报告发布日后的6～12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

l 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内， 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐： 预期未来 6 个月内，个股相对大盘升幅 5%～20％

中 性： 预期未来 6 个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来 6 个月内，个股相对大盘跌幅 5%以上

l 行业评级：

强于大市：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间；

弱于大市：预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅 5%以上；

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

PDF 文件使用 "pdfFactory Pro" 试用版本创建 www.fineprint.com.cn