

房地产行业

2011年房地产板块投资策略

评级：看好

房地产研究组

联系人：房地产研究组

010-88086830-720

qiusy@rxzq.com.cn

房地产指数与上证综指对比：



五力推动——地产板块否极泰来迎来趋势机会

- 房屋居住的基本属性决定了房价涨幅同收入增速保持高度正相关关系，房改后至2009年的11年，中国城镇居民家庭的人均收入增加了2.93倍，而房价上涨了2.4倍，全国房价整体处于合理区间，东部沿海城市的房价涨幅快于收入增长，政府更担心的是一线城市房价发展趋势向二三线城市蔓延以形成全国性的房地产泡沫，中长期在经济维持稳定快速发展的背景下，收入的增长使房价不具备单独的下跌的基础，未来全国房价每年保持9%左右的涨幅应属于可接受的合理范围。
- 全国8个重点城市的成交面积及成交金额在全国房地产市场所占比重逐渐减小，成交面积占全国成交面积的比例从2004年的27.2%下降至2010年的15.2%，成交金额占比从2004年的46.3%下降至32.1%，二三线城市成为未来增长的重点，积累的刚性需求数量庞大。北京、上海已高度城市化但新房成交还处于主导地位，全国的城市建设还远远没有结束。
- 回顾历史，政策调控实际上一直处于常态，只有金融危机2008年例外，未来的常态调控应将延续，政策调控效果已逐渐显现，2011上半年政策进入平稳期的概率较大，这对房地产板块起到积极的推动作用，如果房产税试运行出台，将会在政策层面出现预期全部释放结果，对地产板块的表现反而会起到正面的影响。
- 行业集中度的稳步增长及现有土地储备的开发推动上市房企快速增长。2009年营业收入前十位的房企营业收入占全部上市开发房企的53.6%，同2008年的51.6%与2007年的49.2%相比，显现了行业集中度的逐渐增加；2009年底土地储备同其当年销售面积比看，重点上市房企平均可供开发年限为9.34年，我们预计未来5年房企净利润平均增速将保持在30%左右的快速增长。
- 以地产板块现在价格看2011的PE估值在11.76倍左右。换言之，如果地产板块维持现在价格至2011年1月，11.76倍的PE估值将成为2000年以来的最低，甚至低于2008年形成的13.4倍，这明显同2008年金融危机时期行业实际销售情况形成背离，现有地产板块的估值优势明显。当前重点上市地产公司2011年PE估值均值在9.9倍，明年地产板块存在50%-100%的上涨空间。
- 5方面对地产板块形成最佳的共振点将主要集中在明年上半年，预计房地产板块有望在明年上半年走出阶段性趋势行情，下半年逐渐回落。重点关注一线公司如万科、保利地产、首开股份，其次关注区域性的地产公司有望出现业绩爆发性增长的，如华业地产、格力地产、苏宁环球、宁波联合等中小地产公司。

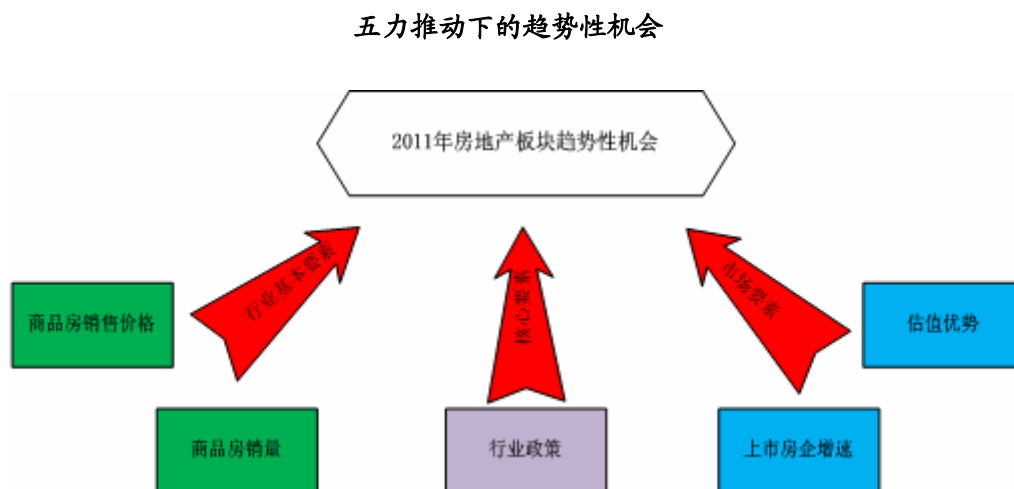
目 录

2011 年行业观点综述:	4
对房价走势的判断.....	5
1、 中长期房价的涨幅同收入增幅高度相关.....	5
2、 中国房改以来收入涨幅快于房价上涨.....	6
3、 2011 年全国商品房价格涨幅在 9%左右.....	7
销售维持稳步增长, 二三线城市成为增长重心	9
1、 累积的刚性需求数量庞大.....	9
2、 市场增长重心转移至二三线城市	10
2011 年行业政策趋稳—未来调控成为常态.....	11
上市公司保持快速增长.....	13
估值优势明显.....	14
2011 年房地产板块走势研判	16
1、 70 城市房价同比明年 4 月触及最低点.....	16
2、 房地产板块走势先于房价.....	17
关注个股:	18

图表及表格目录

图表 1: 美国房价与收入增长关系	5
图表 2: 美国GDP与收入增长	5
图表 3: 其他国家房价走势	6
图表 4: 中国居民收入增长与房价增长	7
图表 5: 05-09 年主要城市收入与房价上涨对比	7
图表 6: 香港住宅价格与GDP增速	8
图表 7: 商品房月均新开工面积与销售面积	9
图表 8: 全国商品房销售情况	10
图表 9: 8 个重点城市成交情况	11
图表 10: 近 10 年房地产上市公司营业收入	13
图表 11: 09 年末主要上市地产公司的土地储备	14
图表 12: 开发类地产公司净利润情况	14
图表 13: 房地产板块静态PE估值	15
图表 14: 70 个大中城市房价走势	16
图表 15: 商品房售价同比与地产指数	17
表格 1: 历年房地产政策汇总	12
表格 2: 主要地产公司 2010 年 2011 年PE估值	15

2011 年行业观点综述



在巴菲特的投资理念中，市场原则起到了关键作用。巴菲特认为，股票市场上情绪的力量经常大于理性的力量，在潜意识里，投资人不喜欢拥有那些股价下跌的股票，而对一路上涨的股票情有独钟，但是证券的价格会受到各种因素的影响，多数股票会在其实质价值附近上下波动，市场原则就是发现那些股票价格严重下跌时企业价值远大于市场股票价格的公司，果断买入并持有。

地产板块自 2009 年 7 月见顶后经历了一年半的熊市，伴随着房价与政策博弈，地产板块的价格充分体现市场对板块逐渐形成的流行性偏见，即实际房价一定要下跌，否则地产板块永远是抛弃的对象。我们认为这已过度表现出了市场对该板块悲观预期，而 2011 年在多重作用下，该板块将出现阶段性转折性机会，

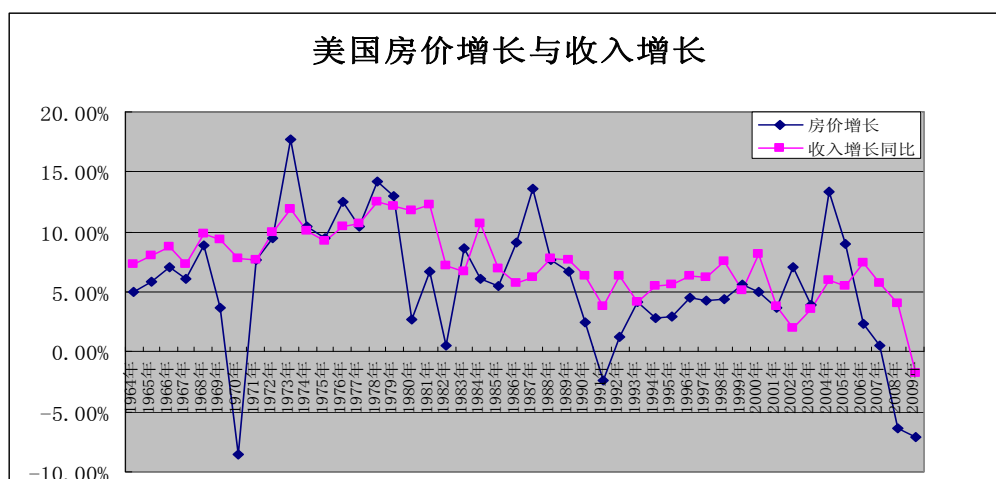
在对 2011 年地产板块的走势判断中，我们将房地产板块的五个基础：房价、销量、行业政策、房企增速与估值分别进行分析，我们认为房价在经济高速增长阶段不会出现下跌，收入的快速增长对房屋住宅的基本属性起到决定性的支撑作用，因此中国在不出现经济危机的情况下房价只有涨多涨少的区别而不可能存在下跌。政策的调控未来将保持常态，但在明年上半年房价逐渐同比回落过程中区域平稳，地产公司充沛的土地储备以及行业集中度的提高，上市公司的利润增速可保持在 30% 左右，同时，在快速增长的背后行业 PE 估值在明年年初会出现与 2008 年金融危机时期的背离。综合这五种基础力量，我们认为 2011 年上半年产生共振的概率较大，并推动地产板块出现阶段性的趋势行情，注明阶段性则更多的体现了我们一方面对政府趋向改变行业原有规律的谨慎，例如保障性住房能否持续快速的开发以及房产税的快速推广对土地财政的颠覆，另外需要谨慎对待明年下半年房价的快速反弹回引发的政策反应。

对房价走势的判断

1、中长期房价的涨幅同收入增幅高度相关

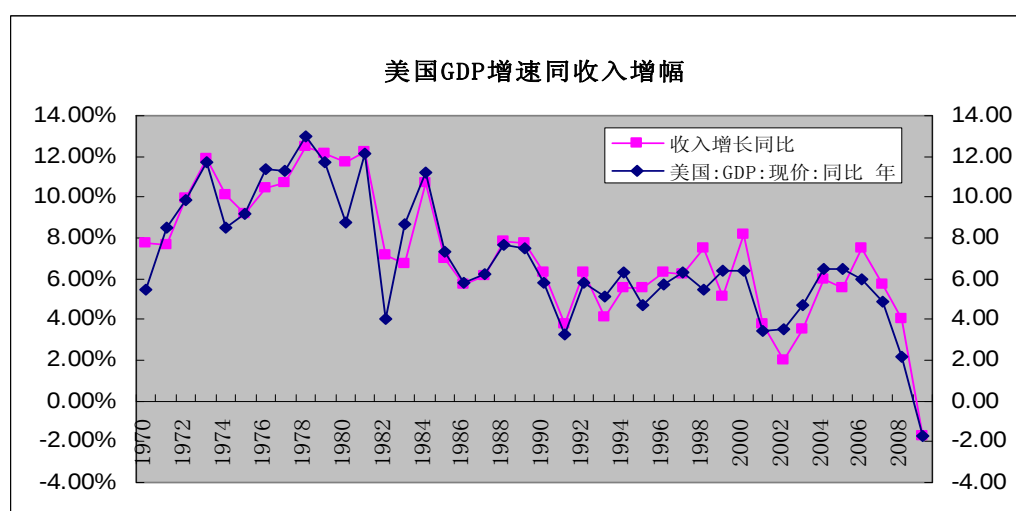
从长期看，如果将住房回归其基本属性，房屋价格的上涨同收入的增长呈现出高度的正相关关系，以美国为例，我们将其自 1970 年至 2007 年的发展分为两个阶段，一个是 1970 年至 1989 年的快速增长期，GDP 年均增速为 9%，1990 年-2007 年为转型后的增长期，GDP 年均增速为 5.37%。在两个阶段中，第一阶段的快速增长过程中美国的个人收入增长了 5.04 倍，同期新建住房价格增长了 4.76 倍，两者的增幅差在 20 年中只有 28%。在后一阶段中美国的个人收入增长了 2.45 倍，同期的房价增长了 2.02 倍，两者的增幅差也只有 44%。如果将两个阶段中的重大金融危机年造成的房价下跌或零增长与收入同年任保持着正增长的冲抵后，房价在中长期的过程中基本同收入的增幅一致。而房屋的投资属性会会在短期内由于流动性充裕与高通胀年份造成房价涨幅过快，这主要体现在美国房价涨幅快于个人收入年份主要集中在石油危机引发的美国高通胀阶段。

图表 1：美国房价与收入增长关系



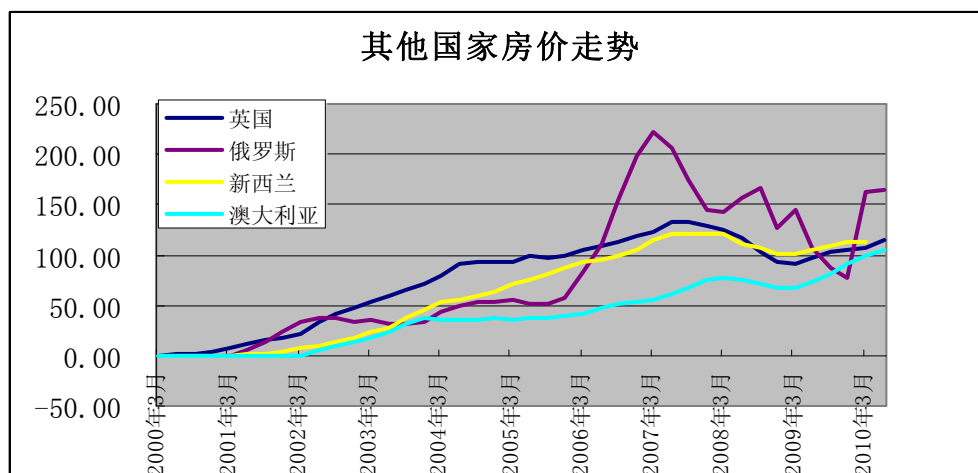
数据来源：日信证券

图表 2：美国 GDP 与收入增长



数据来源：日信证券

图表 3: 其他国家房价走势



数据来源: 日信证券

2、中国房改以来收入涨幅快于房价上涨

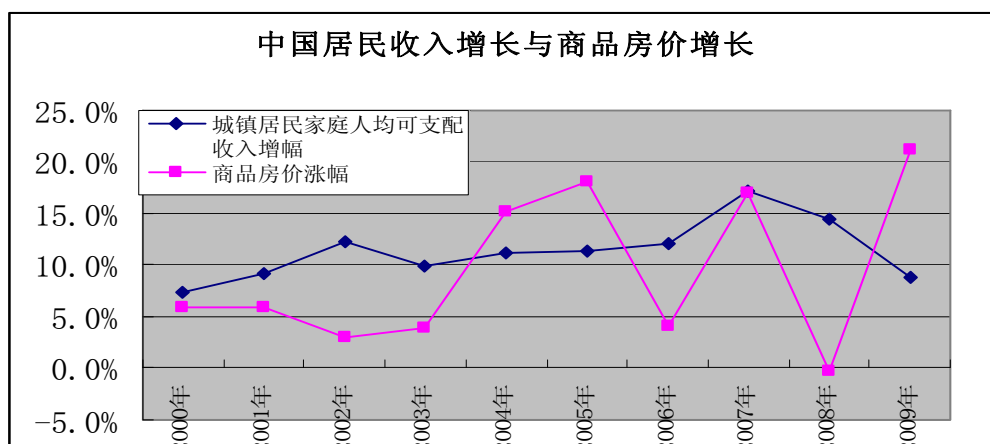
回到中国 1999 年房改后至 2009 年的 11 年, 我们发现 2009 年中国城镇居民家庭的人均收入是 1999 年的 2.93 倍, 而房价是 1999 年的 2.4 倍, 这说明我们在房改后的 11 年中, 中国城镇家庭收入的涨幅要快于房价的涨幅, 整体表现合理, 但从趋势看, 房价的上涨经历了两个比较明显的阶段:

第一阶段: 1999 年-2003 年的低速增长期, 这主要是由于房改后, 城镇居民的住房观念还严重局限在单位分房的制度中, 自己花钱买房的刚刚起步, 在此期间主要表现出在收入年均 9.7% 的快速增长下房价的年均涨幅只有 4.7%。

第二阶段: 2004 年-2010 年的快速增长期, 当人们逐渐接受了以购买商品房取代单位分房的机制后, 庞大的刚性需求在供给不足的背景下出现了快速上涨, 商品房年均增幅达到 13%, 其中还包括了 2008 年房价出现的负增长。同时住房的投资性属性在后几年起到了推波助澜的作用导致了沿海一线城市房价涨幅过快。

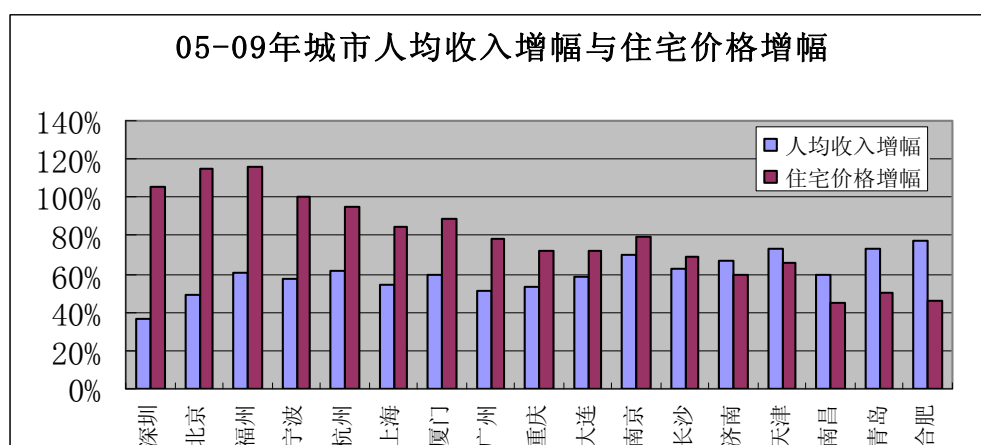
因此从全国整体看, 房地产市场处于健康发展中, 但沿海发达地区城市表现出房价上涨过快, 在第二阶段的 2005 年-2009 年中, 我们观测的 17 个城市的收入与住宅价格涨幅情况, 其中东部沿海地区的 11 个城市房价涨幅要快于收入的上涨, 其中深圳与北京的房价涨幅与收入的涨幅差排在前两位, 分别达到 70% 与 66%, 但同时还是有 5 个城市的房价涨幅要小于收入的增幅, 比如合肥、青岛等二三线城市, 这种区域性的房价表现差异引发了政府对房地产市场的态度, 遏制部分一线城市的房价快速上涨。在二三线城市还处于健康状况, 我们认为政府更担心的是一线城市房价发展趋势向二三线城市蔓延以形成全国性的房地产泡沫, 在政府的一系列调控政策下, 当前住宅的投资性属性被极度压缩, 这个去除投资属性过程将有利于房地产市场步入平稳发展阶段, 换言之, 房价的涨幅会回归其中长期增长基础及收入的稳步增长。

图表 4：中国居民收入增长与房价增长



数据来源：日信证券

图表 5：05-09 年主要城市收入与房价上涨对比



数据来源：日信证券

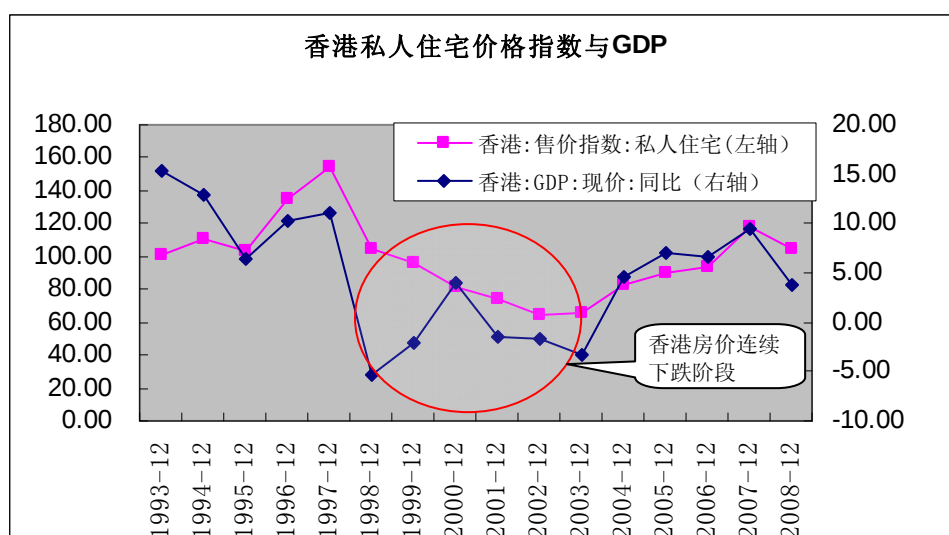
3、2011 年全国商品房价格涨幅在 9%左右

中长期看，房屋的基本属性决定了在收入持续增长的背景下，价格将会稳步上涨，当前中国的调控政策起到了压制造成房价弹性过大的投资属性部分，在挤压投资需求回归基本属性的过程中并不能改变房价在经济稳步增长长期的长期上涨趋势。从其他国家房价走势可以看到，房价在当年出现同比下降的现象比较罕见，事实上只有该国在经济上出现重大危机时（GDP 出现大幅下滑或负增长）该国的房价会出现明显的下跌。历史上美国的新建房价价格出现明显下跌的年份只有 1970 年（房价跌 8.59%）、1991 年（房价跌 2.36%）与 2008 年 2009 年（房价下跌 6.37%与 7.11%），而同期美国都伴随着当年爆发的经济危机。此外，香港的房价自 1998 年起出现了连续 5 年的房价下跌，而香港的 GDP 也在 1998 年亚洲金融危机的之后的 5 年中 GDP 基本都维持在负增长状态（仅在 2000 年 GDP 增速反弹至正增长）。

从以上美国及香港的房价走势与 GDP 增速看，在没有遇到重大经济危机的情况下，房价很难出现单独年份的下跌情况，我们认为在整体经济稳步增长的大环境下，良好的就业水平及收入的稳定

增长，居民对住房的需求会保持乐观的态度，而只有在重大经济危机面前，居民对未来就业与收入状况的不确定性导致对以住房需求的趋于悲观，同时偏向对现金的持有以应对不确定性形成对住房需求大幅下降，造成短期的房价下跌。当经济走出危机后，人们对收入的预期逐渐改变，房屋需求再次恢复，导致房价回到中长期上涨的趋势中。

图表 6：香港住宅价格与 GDP 增速

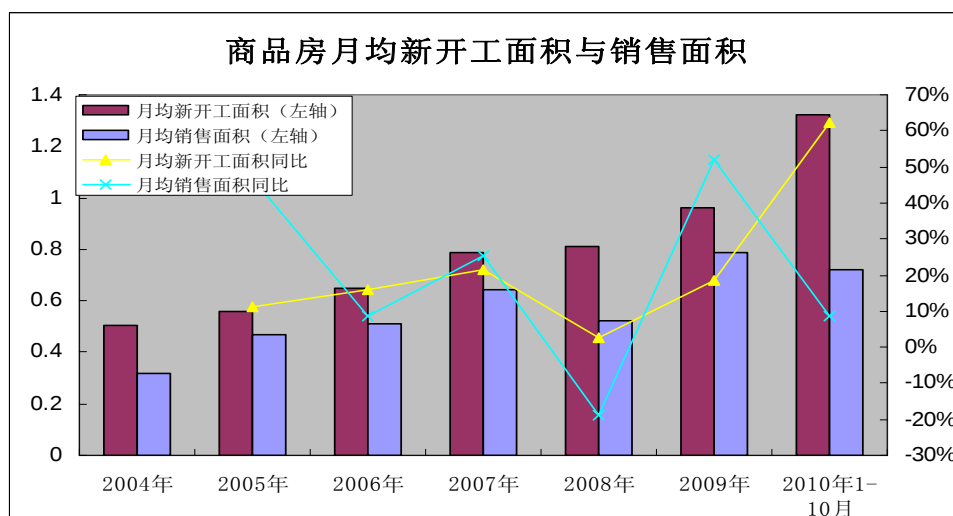


数据来源：日信证券

2011 年是中国在金融危机后，人为的经济小周期的结束并过度到新的中周期的过程，虽然有通胀压力但总体经济还将保持稳定发展，出现大幅波动的概率较低，预计 2011 年 GDP 增速还将保持在 9.5% 左右，从宏观面看，在这样的大环境下，我们认为房价不具备下跌的基础。

明年对房价预期下跌的主要冲击来源于行业微观层面的供给增加过快而需求被过度抑制，供需的短期不平衡对房价形成下行压力。我们用全国商品房月均新开工与月均销售面积可以发现，市场一直在重复着积累库存与消化库存的循环交替，当销售出现快速增长时会引发相对滞后 4-5 个月的新开工的大幅增加，而销售受到抑制时，新开工随后也会相应回落。2006 年 2008 年 2010 年的增速差显示当年新开工增速要快于销售的增长为积累库存年，而 2007 年 2009 年为消化库存年，我们循着这一轨迹可以判断 2011 年还会是一个消化库存的年份。在今年连续政策的打压下，预期销售的回落会使开发商在 2011 年初期基于对资金安全保障的基础上制定的 2011 年的新开工面积会比较保守，换言之今年出现的新开工增长高峰在明年不会出现，这会大量缓解未来市场供给快速增长对房价形成的下行压力，因此 2011 年在行业微观层面对房价下行预期将会是一个逐渐减弱的过程。

图表 7: 商品房月均新开工面积与销售面积



	月均新开工面积与销售面积同比增速差					
新开工增速减	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-10 月
销售面积增速	-36%	8%	-4%	21%	-33%	54%

数据来源: 日信证券

考虑到 9.29 政策调控的持续性以及行业销售的季节性变化, 在 2010 年的快速增长的新开工逐渐形成新增供应造成市场的供给增加的背景下, 我们认为房价在明年 5 月份之前会保持平稳, 随后在季节性销售旺季的推动下以及需求方对房价预期的逐渐改变, 房价会再次进入上升通道。从房价涨幅看, 2010 年在两轮政策的重压下今年的房价同比涨幅在 8.6% 左右, 低于收入 10% 左右的增幅 (收入增长基本同 GDP 增速一致), 房价的快速上涨在年底前基本得到了控制, 2011 年房价涨幅将呈现出前低后高的走势, 全年涨幅在 9%-10% 之间。

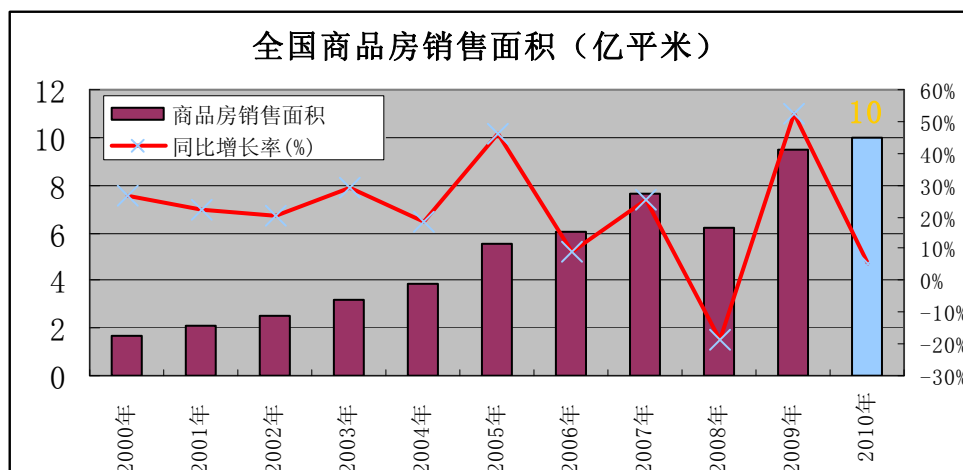
销售维持稳步增长, 二三线城市成为增长重心

1、累积的刚性需求数量庞大

全国商品房销售面积自 1999 年房改以来保持着稳定增长, 预计 2010 年商品房销售面积可达到 10 亿平方米左右, 同比增长 5.49%, 同 2000 年 1.7 亿平方米的销售面积相比增加了 5.88 倍, 年均增幅达到 23.7%, 但近 3 年的平均增幅为 13.2%, 出现明显回落。11 年合计销售商品房面积 58.27 亿平方米, 如果以 90 平米每套, 每户居住 3 口人, 已销售的商品房合计解决了 1.94 亿人口的居住。同期城镇人口从 2000 年的 4.59 亿增长至 2010 年约 6.29 亿, 增加了 1.7 亿, 从销售的商品房看基本解决了新增人口居住问题, 但是从实际购买人群分类, 商品房的改善型需求占到实际销售的 45% 左右, 投资投机性需求占 15%, 实际通过商品房解决新增居民首次购房的人数只占 40% 左右, 因此估计房改后积累的新增城镇居民的刚性需求达到近 3000 万套左右, 在房地产市场的供给没有出现大幅增加的情况下, 这部分积累的需求会对房地产市场产生持续的推动作用。

我们测算国内每年的住房需求大概在 12 亿平方米左右，包括每年 1% 的城镇化、改善型住房与结婚住房需求和商品房销售中 15% 的投资性需求。在前期积累的为满足购房需求的推动下，未来 5 年内我国商品房销售面积有望达到年销售 15 亿平方米左右，年复合增长率为 9%。

图表 8：全国商品房销售情况

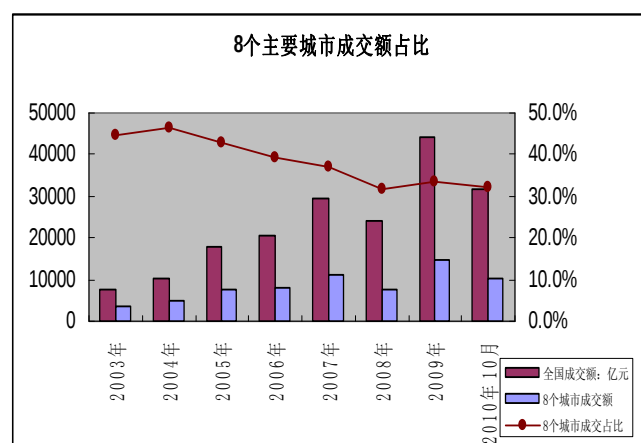
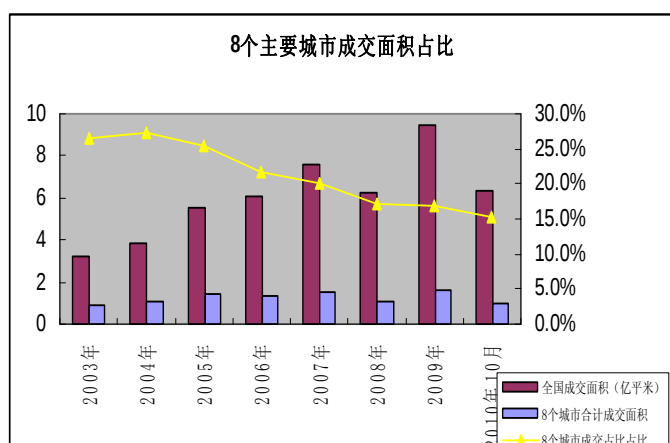


数据来源：日信证券

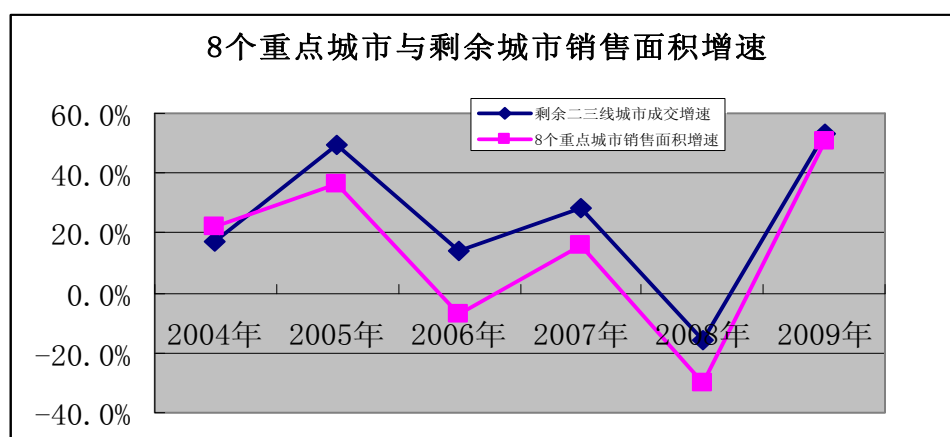
2、市场增长重心转移至二三线城市

对全国 8 个重点一二线城市成交跟踪，包括北京、上海、深圳、广州、南京、杭州、天津与重庆，8 个城市商品房成交面积占全国成交面积的比例从 2004 年的 27.2% 下降至 2010 年的 15.2%，成交金额占比也从 2004 年的 46.3% 下降至 32.1%，重点城市的销售情况对全国房产市场总量的影响在逐渐减小，此外 8 个重点城市的销售面积的增速也低于剩余二三线城市的增长，这主要受制于一线城市扩张速度的限制及土地的稀缺，而二三线城市正处于城镇化主要发展阶段，城市的外围扩张空间较大因此未来房地产市场的增长重心将主要集中在二三线城市的快速发展。

在高度城镇化后，房屋销售将会集中在二手房市场，美国的城镇化率已经超过 80%，其二手房交易占到全国房屋销售的 90% 左右，而我国最大的一线城市北京、上海也已经高度城镇化，但两个城市的二手房成交在 2009 年也分别只占到全部房屋销售面积的 51% 与 45%，这说明即使在我们最发达的两个城市中，其城市扩张的建设也远远没有完成，更何况其他二三线城市，因此从中长期看，或者未来 10 年，房地产市场还都处在不断增长的过程中。



图表 9：8 个重点城市成交情况



数据来源：日信证券

2011 年行业政策趋稳——未来调控成为常态

房改后，房地产行业始终处于政策的不断调控规范过程中，政策的高压监管已是不争的常态现象，而最大不同在于执行情况，地方政府出于对地方经济发展的需要，在面对土地财政的捆绑以及房地产对经济的巨大拉动作用下使得政策在基层的执行情况都不到位，这也造成了很多政策一直都在不断重复。

回顾行业调控的历史，只有在 2008 年经济危机最困难时期，国家对房地产行业推出了鼓励政策，包括首付比例下降至 2 成及 7 折利率优惠等，除此阶段之外都是政策的不断出台，因此我们认为 2011 年是中国经济步入新一轮周期的开始，经济再次进入稳步发展阶段，房地产行业也会步入另一个不断被调控规范的长周期过程，调控再次被常态化，预期政策的改变是不现实的，基于此，所有行业参与者都要适应现有政策，因为这些都会在未来一段较长时间内成为政策的底线，比如首次置业首付比例为 3 成，限制三套房贷款等。但是在现有政策中，我们认为过于明显的行政手段对行业的调控会在房价达到政府调控目标后逐渐被地方放松执行，例如限购手段，略微缓和的调控迹象都会催生地产板块出现趋势性的机会。

在保障性住房建设的大力开发，有利于满足不同阶层对住房的需求，平衡社会资源分配，但是在没有完善的管理体系和信用保障，我们认为他存在很大的依赖性，即中央政府对保障性住房从资金到政策的全面倾斜，尤其公租房与廉租房等存在大量资金沉淀部分，地方政府是没有动力和能力使其保持连续快速发展，因此对保障性住房我们维持谨慎观察的态度，2011 年 1000 万套的保障性住房应该还是在对冲商品房投资下滑对经济产生的影响，另外可以解决部分民生，平息社会对政府在房地产发展方面不作为的怨气。目前看，由于保障性住房开发的根源存在严重的弊端，阻碍了其发展的持续性，因此对商品房市场的影响是非常有限的，但是如果其根源弊端得以解决，对商品房市场的影响就另当别论了。

房产税经过长期探讨逐渐走向明朗，这是解决房地产市场 10 年来恶性发展的根源手段之一，有利于缓解土地财政的捆绑，但对房价影响有限，如果房产税从二套房起征，税率 0.6%，相比我们预计的房价保持 9% 左右的涨幅几乎可以忽略，我们认为政府对房产税的实施是解决根源的手段，必定会实施，但短期对商品房市场的影响或者房价的影响还只是心理层面上。

综上，我们认为从 2011 年起行业调控再次进入一个中长期的常态状，但在 2010 年的连续调控下，政策效果会在明年上半年逐渐显现，一个明显的标志是 2011 年 4 月份 70 个大中城市房价同比出现最低点，预计在 3% 左右，其后步入缓步上涨，因此政策在 2011 年上半年进入阶段性底部的概率较大，这对房地产板块起到积极的推动作用，如果房产税试运行出台，将会在政策层面出现预期全部释放结果，对地产板块的表现反而会起到正面的影响。

表格 1: 历年房地产政策汇总

时间	政策	内容
2002 年 4 月	国土部 11 号文件	要求 7 月 1 日后经营性土地招拍挂
2004 年 3 月	71 号令	要求 8 月 31 日一律要公开招拍挂
2005 年 3 月	新、旧国八条	控制住房需求，改善供给结构、增加保障住房，限制房地产交易
2005 年 5 月	人行提高贷款首付比例	对房地产价格上涨过快地区个人贷款首付款比例从 20% 提高至 30%
2005 年 6 月	关于稳定住房价格工作意见	购房两年内交易全额征收 5% 营业税、房贷开发资本金不低于 35%、
2006 年 5 月	国六条	调整新建住房结构，控制拆迁进度，加快保障房建设
2006 年 5 月	7 部委落实国六条	70/90 政策，土地闲置两年收回
2006 年 5 月	国家税务总局配套政策	营业税免征期延长至 5 年，5 年内二手房盈利部分征收 20% 个税
2007 年 2 月	土增税清算通知	明确土地增值税清算方法与缴纳
2007 年 3 月	耕地保护	18 亿亩耕地红线的目标
2007 年 5 月	规范外商投资房地产业审批	规定外商投资内地房地产项目必须通过商务部审批
2007 年 9 月	银监会加强房贷管理	第二套房首付款比例不低于 40%，利率 1.1 倍
2007 年 10 月	土地使用权出让规定	土地出让金全部付清才能领取土地证
2007 年 10 月	外商投资产业调整	外商对房地产行业投资被列入限制产业
2008 年 1 月	关于促进节约用地	土地闲置两年无偿收回，1-2 年征收 20% 闲置费，施工进度缓慢者审慎核准开发贷
2008 年 10 月	支持居民首次购房	首次购房首付 2 成，贷款 7 折优惠政策及契税优惠政策
2008 年 12 月	促进房地产健康发展意见	二手房营业税优惠政策及改善性购房贷款优惠政策
2009 年 5 月	支持房企融资开发	普通住房开发贷款最低资本金比例由 35% 下调至 20%
2009 年 6 月	严控二套房贷	严格执行二套房贷政策，40% 首付及利率上浮 10%
2009 年 9 月	严禁囤地	国土资源部发布通知严格建设用地管理促进批而未用土地利用
2009 年 11 月	限制宗地出让面积	商品住宅用地出让面积限制，大城市 20 万平米、中等城市 14 万、小城市 7 万
2009 年 12 月	中央经济会议	支持首次和改善型购房需求，加大中小城镇建设，放宽中小城镇户口限制
2009 年 12 月	国四条	“国四条”增加供给、支持自主和改善型住房消费，抑制投机，加强市场监管、大规模推进保障安居房
2009 年 12 月	配合国四条	财政部等五部门发文通知，土地出让中首次缴纳比例不得低于 50%
2009 年 12 月	调整个人住房转让营业税政策	不足 5 年差额征收，超过 5 年免征
2010 年 1 月	国十一条	强调二套房首付 40%，抑制投资投机需求
2010 年 3 月	土地出让金缴纳细则	土地招拍挂保证金不低于 20%，成交 10 日内缴纳 50% 首付，余款 1 年内支付
2010 年 4 月	国十条	遏制城市房价上涨，二套首付 50%，利率 1.1 倍，10 年计划供地 18 万公顷，房价上涨过快地区暂停三套房贷，无 1 年以上当地纳税证明停止放贷，存在闲置土地企业暂停再融资及新贷款发放
2010 年 6 月	加强土增税征管	东部地区预征率调高至 2%，中部和东北地区 1.5%，西部地区 1%。
2010 年 6 月	二套房认定	认房又认贷

2010年9月	国五条	首付比例调整至30%，二套房严格执行首付不低于50%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍，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。
2010年11月	各地限购	限购城市达到16个

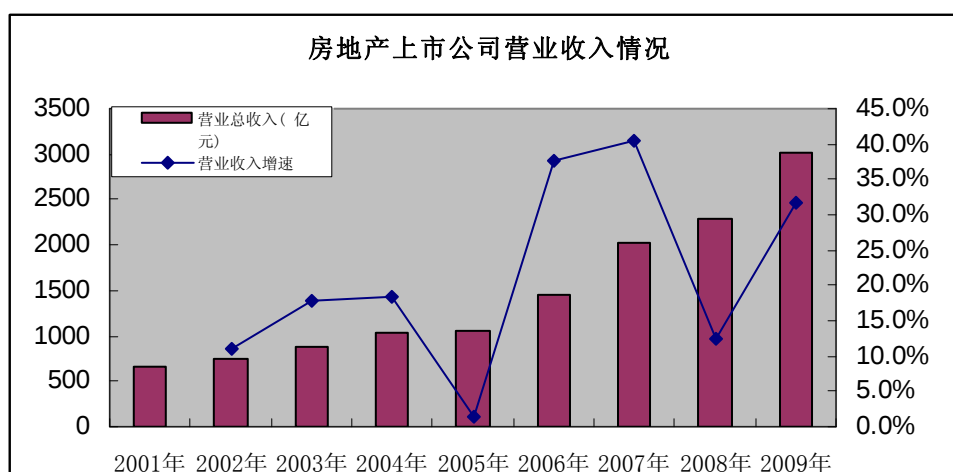
数据来源：日信证券

上市公司保持快速增长

2010年中国商品房销售额有望达到5万亿水平，在商品房价格上，我们预计下一个经济周期中国在经济保持稳定增长的背景下（GDP增速未来5年保持平均9%左右）房价的年涨幅维持在8.5%左右略低于收入的增长，高通胀期涨幅会略高；在销售面积上会保持稳步增长，未来5年复合增速约9%，低于前10年23.7%的平均增速及近3年13.2%的平均增速，增速的逐步下降是符合行业经过快速增长后逐渐步入成熟期的特征。因此在2010年约5万亿的市场销售额基础上，未来5年行业规模将会保持每年约18.3%的增速。

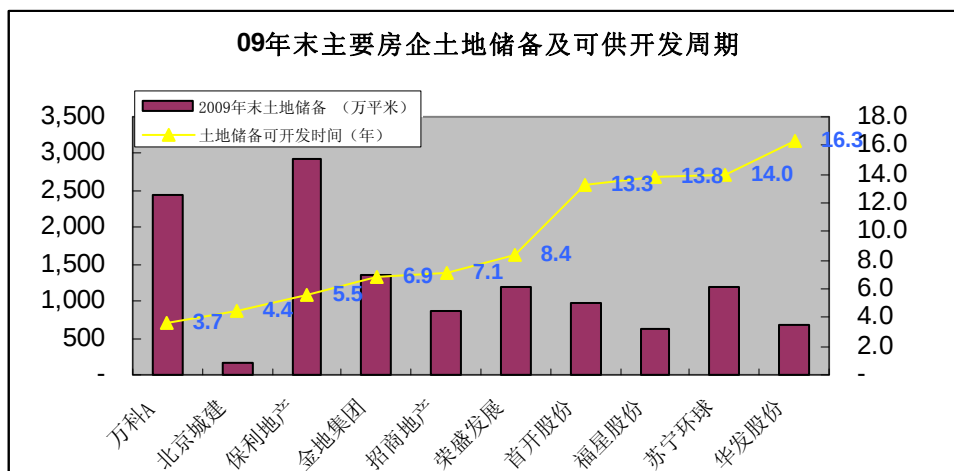
行业集中度的稳步增长及现有土地储备的开发推动上市房企快速增长。上市房地产开发企业，2009年整体营业收入2536亿元，同比增长33%，营业收入超百亿企业达到5家，除了万科A、保利，新增3家超百亿营业收入的分别为金地集团、华侨城A与招商地产，而2007年仅万科一家是超百亿的上市房企。09年营业收入前十位的房企营业收入占全部上市开发房企的53.6%，同2008年的51.6%与2007年的49.2%相比，显现了行业集中度的逐渐增加。我们预计未来房地产市场规模每年将保持18.3%的增长，换言之，上市房企如果每年的增速低于行业整体规模的增长，将会在行业整合中逐渐被淘汰。同非上市房企相比，上市房企在品牌、资金实力以及管理方面都具有较高竞争优势，在政策逐渐规范市场的过程中，行业整合给上市房企带来的更多是快速发展与提高市场份额的机会，因此整体增速要高于行业规模的增长，2006年-2009年开发性上市房企的营业收入年均增速为31.5%高于行业整体规模30.4%的平均增速，预计未来5年上市房企有望保持23%的年均增长。在盈利能力方面，上市房企土地储备充裕，以10家主要开发企业为例，2009年底土地储备同其当年销售面积比，平均可供开发年限为9.34年，其中万科最低3.7年，华发最高16.3年，这些土地储备将主要在未来5年开发销售，在房价持续稳步上涨的背景下，现存大量的土地储备给上市公司带来的是未来净利润的快速增长，我们预计未来5年房企净利润平均增速将保持在30%左右。

图表 10：近 10 年房地产上市公司营业收入



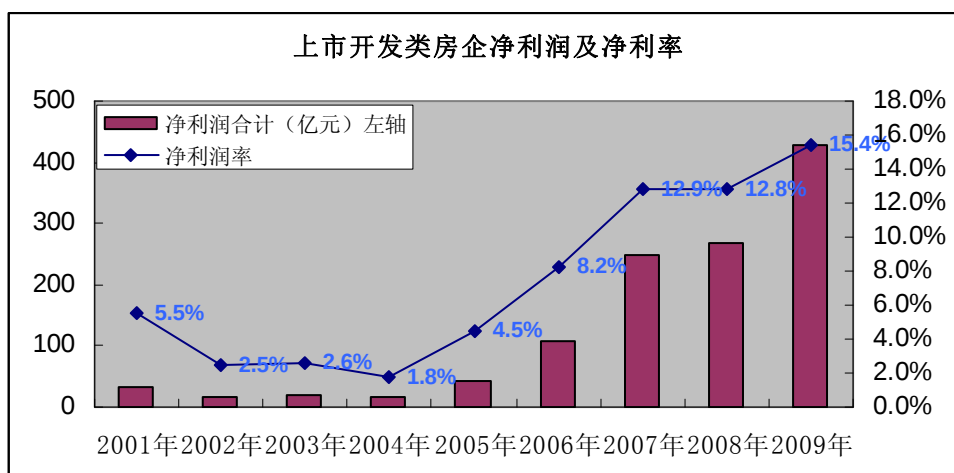
数据来源：日信证券

图表 11: 09 年末主要上市地产公司的土地储备



数据来源: 日信证券

图表 12: 开发类地产公司净利润情况

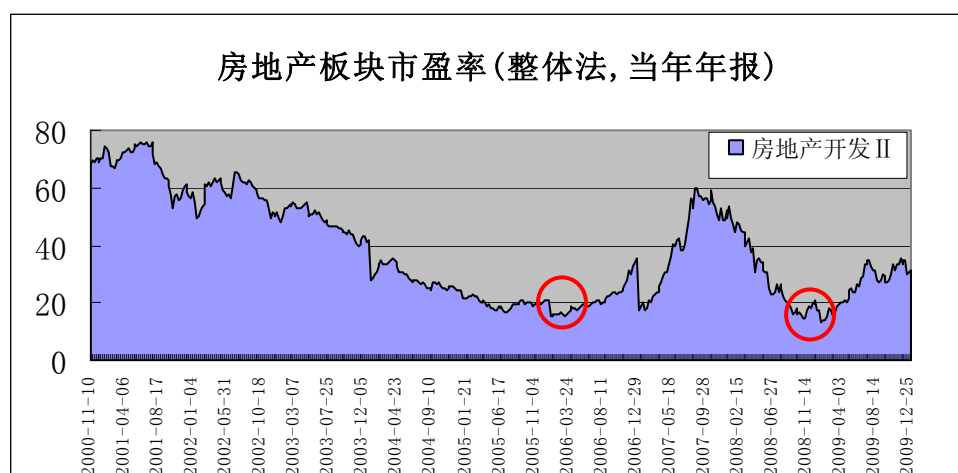


数据来源: 日信证券

估值优势明显

自 2000 年起, 上市开发类地产公司当年静态 PE 出现过两次明显低点, 分别在 2005 年底与 2008 年底, 当时 PE 最低水平分别为 15.6 倍与 13.4 倍。从时间点看, 2005 年的低点位于 4 年大熊市的尾声, PE 估值从 2001 年最高的 75 倍的单边回落; 2008 年金融危机的冲击更胜于 4 年熊市的结果, PE 最低跌至 13.4 倍。

图表 13: 房地产板块静态 PE 估值



数据来源: 日信证券

根据预测 2010 年地产公司业绩, 目前房地产板块的 2010 年整体静态 PE 估值为 15.3 倍, 预期 2011 年房地产板块净利润 30% 的增速, 以现在价格看 2011 的 PE 估值在 11.76 倍左右。换言之, 如果地产板块维持现在价格至 2011 年 1 月, 地产板块的 11.76 倍的 PE 估值将会出现 2000 年以来的最低点。

同前两次的最低估值相比, 地产板块本次主要受到政策导向给予了市场对行业不断的悲观预期重叠的结果, 例如预期房价与销量大幅下跌等, 但从行业自身发展规律看, 这种悲观的预期在中国经济快速发展的背景下及现存行业体制下是不可能出现的, 而预期结果越是不出现, 市场的负面预期反而更加强烈, 这种周而复始的恶性循环自 2009 年下半年起到现在得到了充分的发挥。在步入 2011 年前夕, 我们认为, 房地产的 PE 估值即将出现历史性低点, 甚至要低于金融危机下地产行业的估值水平, 而未来几年内房地产行业将在常态调控中继续在增长期中运行, 房地产公司也不会出现 2008 年面临资金链断裂倒闭的情况, 因此现有的房地产估值在净利润稳步增长的背景下已充分显现了估值优势, 我们预计 2011 合理的 PE 估值在 15-20 倍之间, 而目前重点上市公司 2011 年 PE 估值均值在 9.9 倍, 明年地产板块存在的上涨空间在 50%-100%, 绝对收益空间显著。

表格 2: 主要地产公司 2010 年 2011 年 PE 估值

重点上市公司 2010、2011 年 PE 估值			
证券代码	证券简称	2010PE 估值	2011PE 估值
000002.SZ	万科 A	12.7	10.1
600048.SH	保利地产	11.5	9.0
600383.SH	金地集团	11.1	9.0
000024.SZ	招商地产	13.0	10.7
600376.SH	首开股份	12.4	9.4
600240.SH	华业地产	15.4	7.9
002146.SZ	荣盛发展	16.4	11.7
600325.SH	华发股份	10.3	8.4
600266.SH	北京城建	10.3	9.9

000718.SZ	苏宁环球	13.2	9.2
000926.SZ	福星股份	18.0	13.9
均值		13.1	9.9

数据来源：日信证券

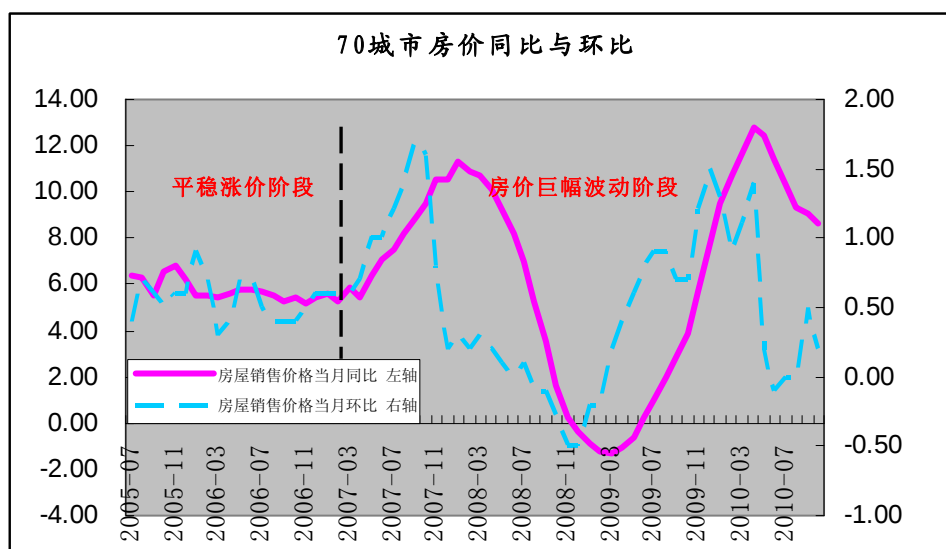
2011 年房地产板块走势研判

前面，我们分析了影响房地产板块走势的 5 个方面，包括基本要素（房价、销量），核心要素（政策）以及市场要素（企业增长、估值优势），综合看这 5 个力量在 2011 年可以形成共振显现，并推升房地产板块走出一波趋势性行情。从时间上看，房价将会是一季度平稳，二三季度逐渐加快，全年涨幅在 9%-10% 左右；全年销量同比稳步增长；政策调控将维持但随着房价的变化会出现上半年相对平稳，下半年在房价上涨加快的情况下有望出现另一波的调控政策；估值在一季度出现历史低点。综合这 5 个方面，对地产板块形成最佳的共振点将主要集中在明年上半年，换言之，房地产板块有望在明年上半年走出主要趋势性行情，下半年逐渐回落。

1、70 城市房价同比明年 4 月触及最低点

以全国 70 个大中城市房价作为标的，在近 4 年中出现了异常的大幅波动现象，如图所示 05 年 7 月至 07 年 4 月，平均月同比涨幅为 5.76%，涨幅平稳，但从 07 年 5 月房价开始出现大幅波动，两次高点同比涨幅分别为 2008 年 1 月的 11.3% 与 2010 年 4 月的 12.8%，最低点出现在金融危机影响下的 09 年 3 月达到 -1.3%。受到 2010 年 4 月 17 日开始的调控政策影响，本轮调控后出现的波底将在 2011 年 4 月，预计同比上涨在 3% 左右，随后会再次步入逐月攀升。

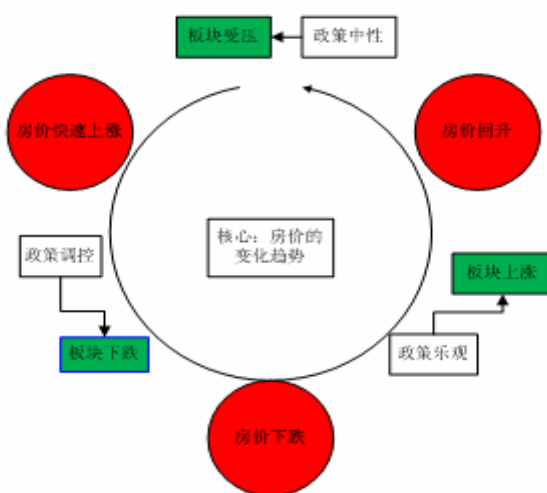
图表 14：70 个大中城市房价走势



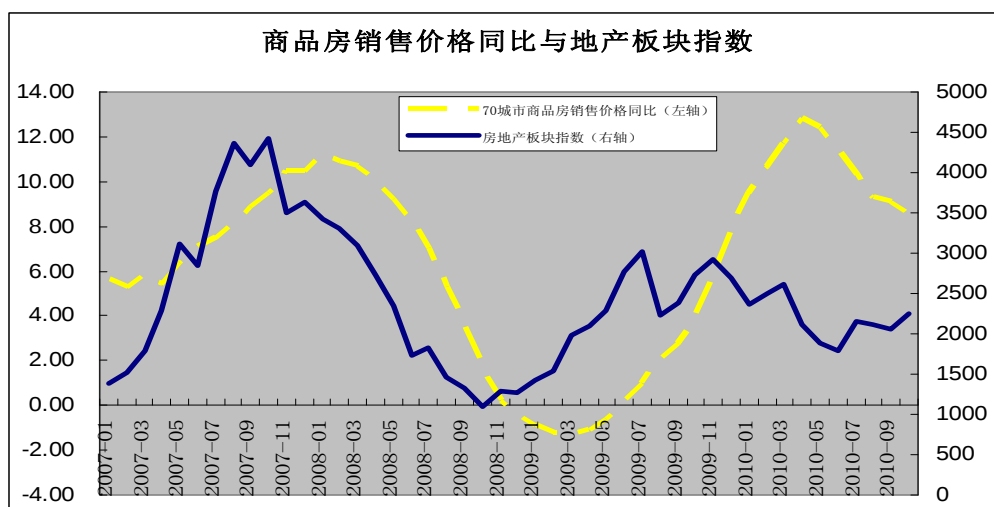
数据来源：日信证券

2、 房地产板块走势先于房价

近几年地产板块的走势出现了一种规律性的表现——超前于城市房价变动的提前反应，如下图所示其逻辑变化的关系，房价的波动作为两者变化的核心，而政策将房价与板块走势粘合。当房价快速上涨，政策调控逐渐出台，地产板块受压于政策的影响会率先见顶，房价在各种政策的累积影响下逐渐回落，随后市场预期政策步入平稳，乐观情绪回升推动板块进入上涨周期，当政策影响压制的需求再次爆发推动房价又一次快速上涨。这种循环是否在 2011 年再次出现，我们认为是大概率事件，因为现有调控还都在反复以前的压制需求增加供给的传统方式，并没有从根本上解决市场现在运行的基础，例如土地财政、供给不足等现象，虽然现在的保障性住房建设及房产税的推出有望改变这一轮回基础，但短期看，保障性住房存在资金短缺的天生瓶颈，是否具有持续性还有待观察，使用房产税解决土地财政问题上，我们认为这是大的趋势，但进展会是渐进的，从试点到全国普及由于牵扯到太多的利益群体，过程将会比较缓慢。由于这些有望改变现有行业基础的因素都还存在不确定性或不明朗现象，因此短期内这种循环还会保持他的有效性。



图表 15：商品房售价同比与地产指数



数据来源：日信证券

关注个股:

我们建议首先重点关注代表行业龙头的一线公司如万科、保利地产、首开股份，其次关注区域性的地产公司有望出现业绩爆发性增长的，如华业地产、格力地产、苏宁环球、宁波联合等中小地产公司。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。