

增持（维持）

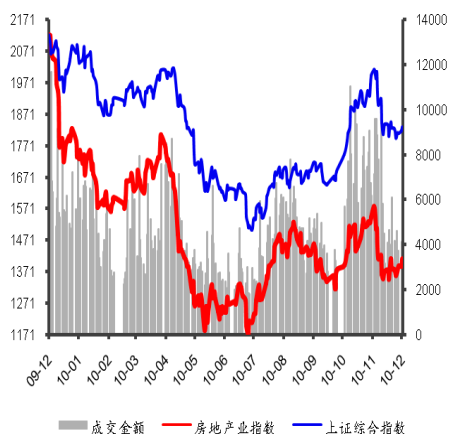
估值修复、行业分化、个股精选

——2011 年地产行业投资策略

市场数据

房地产行业指数	1413.57
三个月涨跌幅	1.53%
上证综合指数	2875.86
沪深 300 指数	3200.34

相对股价表现



相关研究

《2010 年四季度投资策略：预期逐步稳定，投资价值显现》2010-10

《2010 年中期策略把握中长线投资机会》2010-6

房地产行业研究小组

黄玉梅（联系人）

8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

报告摘要:

2010 年房地产行业，表现为股票板块和基本面背离。2010 年 1-10 月，商品房累计销售面积同比增长 9.1%，累计销售金额同比增长 17.3%，平均房价同比上涨 7.5%。但是房地产股指数最大跌幅达 35%，从公司来看，最大跌幅达 50%。

2011 年政策预期趋稳。地产调控的力度可能维持，但调控力度或将在预期范围之内，主要理由是：（1）据简单测算，土地出让金的 10%将占保障房建设资金来源的 30%。土地市场的冷热程度对保障房建设的影响较大。（2）明年 1000 万套保障房，如果按照平均每年 500 万套完工计算，尽管对当前城镇家庭的覆盖率还很低，但是相当于 09 年商品房销售的 50%，已经能够较大的影响市场供需关系。

2011 年价量稳定，估值修复。2011 年影响需求的主要因素是通胀。从 03-05 年的经验来看，在加息周期初期，尤其是在实际利率为负的情况下，对房地产的需求将保持稳定增长。随着商品房供应的增加（预计同比增加 30-40%），成交有望保持稳定。预计 2010-2011 年行业净利润平均增速能达到 30%，主流地产公司对应的 PE 分别为 15 倍和 12 倍。处于地产行业的历史低位，短期内存在估值修复。看好估值低，弹性大的公司：冠城大通、滨江集团。

但是对 2012 年以后，行业 ROE 整体水平可能面临下滑，房地产行业的估值将出现分化，一些能在较长期的发展中，脱颖而出的公司将成为我们的重点关注：

- 城镇化建设、产业转移，将是我国经济结构调整的主要方向。卫星城市和中西部核心城市将受益，看好布局全国，快速周转的企业。看好万科 A，广宇发展。
- 未来高端、改善性住宅的需求会成为稀缺和主流。看好南湖中宝、华侨城 A。
- 我国房地产行业已经从新兴市场向成熟市场转变，表现为开发基础设施和高附加值活动将加速。关注在转型过程中，商业模式有望突破的优质公司。看好金融街、世贸股份、京投银泰。

目录

1.2010 年回顾：地产股与基本面运行背离	2
1.1 地产调控政策压制地产股	2
1.2 货币超发、通胀压力使得行业实体成交旺盛	3
2.2011 年：政策预期趋稳下，估值修复	5
2.1 调控政策依旧，或将在预期之内	5
2.2 2011 年将价量稳定，估值低	5
2.3 中长期影响估值的因素：ROE	6
2.4 我们的结论：	7
3.投资思路	8
3.1 布局卫星城市和中西部核心城市，快速周转的公司	8
3.2 未来高端、改善性住宅的需求会成为稀缺和主流	8
3.3 商业模式将会有所突破	9
4.重点公司	10

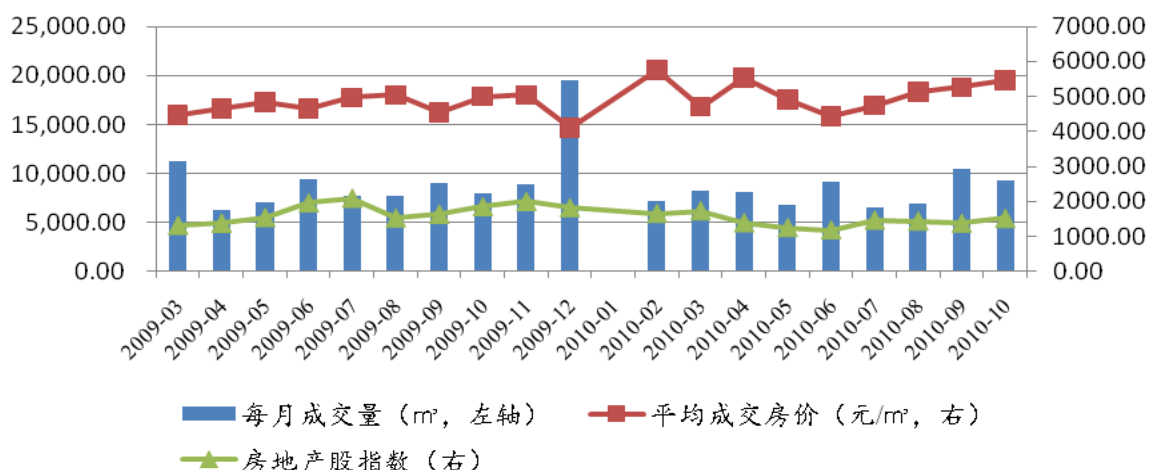
图表目录

图表 1 股价与基本面背离	2
图表 2 2010 年土地计划供应大幅增加	3
图表 3 2010 年 1-11 月土地实际供应同比增 43%	3
图表 4 4 月以后土地成交趋于理性	3
图表 5 万科楼盘全额付款的占比	3
图表 6 CPI 高企	4
图表 7 M1、M2 高速增长	4
图表 8 03-05 年实际利率与房地产成交	6
图表 9 2011 年供需平衡，成交稳定	6
图表 10 当前房地产企业的财务状况较好	7
图表 11 开发杠杆或降低	7
图表 12 2010 年 5 月以后商品住宅成交面积同比增速	8
图表 13 别墅、高档公寓完成投资额比重在下降	9
图表 14 进入 3000 美金消费阶段的人群增加	9
图表 15 恒隆上海两物业（恒隆广场+港汇广场）的租金收入	9
图表 16 重点公司财务数据及评级	10

1.2010 年回顾：地产股与基本面运行背离

2010 年地产板块的行情，总结起来表现为地产股和基本面的背离（图表 1）：2010 年 1-10 月，商品房累计销售面积同比增长 9.1%，累计销售金额同比增长 17.3%，平均房价同比上涨 7.5%。但是房地产股指数最大跌幅达 35%，当前指数与最高点的跌幅也有 25%。从公司来看，最大跌幅达 50%。

图表 1 股价与基本面背离



数据来源：wind，德邦证券研究所

1.1 地产调控政策压制地产股

地产调控政策是影响投资板块的重要因素。2009 年底个人住房转让营业税免征时限由 2 年恢复到 5 年，被认为是具有实质内容的第一道调控政策。随后 12 月 14 日“新国四条”，明确表态“遏制房价过快上涨”，从“抑制”到“遏制”，政府调控全面升级。2010 年 1 月 10 日，“国十一条”，正式确定了 2010 年中国房地产政策基调和架构。2010 年 4 月，“新国十条”，调控力度升级。2010 年 9 月 29 日，“二次调控”政策，多部委出台巩固房地产市场调控成果措施。

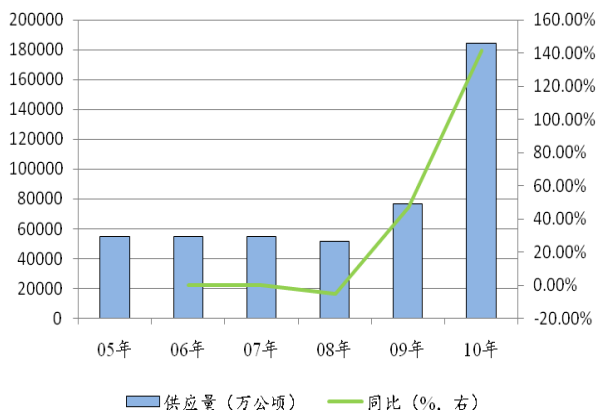
政策出台密集，贯穿全年，并且调控力度大。与以往调控相比，有以下几个特点：

➤ 着重抑制需求：与以往调控相比，出台更为严格的限制需求的政策，例如限制部分城市居民购房套数、全国范围暂停发放第三套房贷、对“纯外来需求”停止房贷等措施。

➤ 增加土地供应：今年以来，土地供应计划大幅提高（图表 2），根据计划，2010 年全国住宅建设用地供应量 18.47 万公顷，其中保障房和棚改房用地 6.11 万公顷。与 09 年全国住房实际供地 76461 公顷和前五年平均年度实际供地量 54650 公顷相比，有大幅

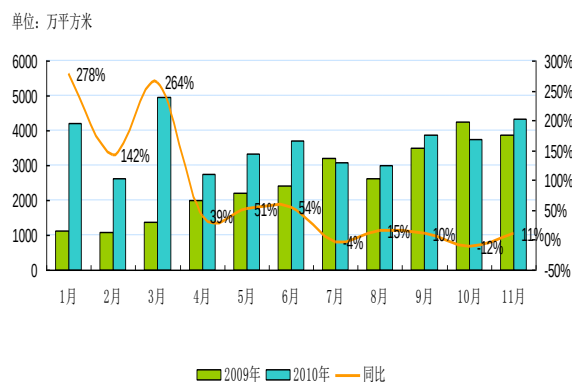
度增加。从实际供应来看，今年 1 至 11 月全国 120 个城市累计供应住宅用地 39591 万平方米，同比增加 43%（图表 3）。

图表 2 2010 年土地计划供应大幅增加



数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

图表 3 2010 年 1-11 月土地实际供应同比增 43%



数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

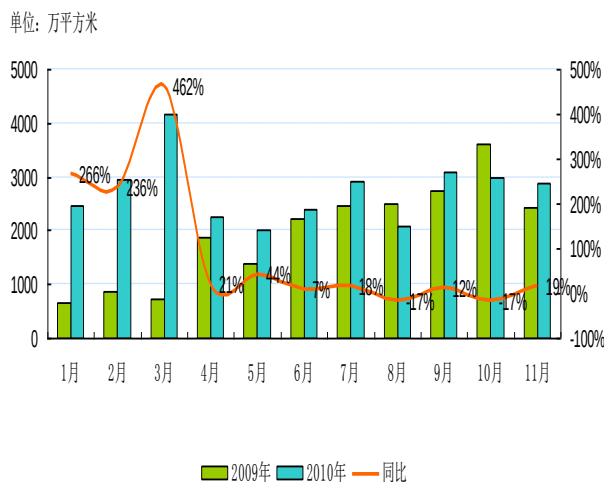
➤ 保障房建设的力度空前：2010 年计划完成 580 万套保障房建设，如果按照每套 60 m²，单位成本 1500 元/平方米计算，建设资金需求在 5200 亿左右，占 09 年开发投资的 14%。12 月 3 日报道，住房和城乡建设部于日前下发了《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，通知指出，明年计划安排建设保障性住房和各类棚户区改造住房 1000 万套，比 2010 年的 580 万套增长 72.4%。由此预计 2011 年，保障房投资将达到 9000 亿元。

1.2 货币超发、通胀压力使得行业实体成交旺盛

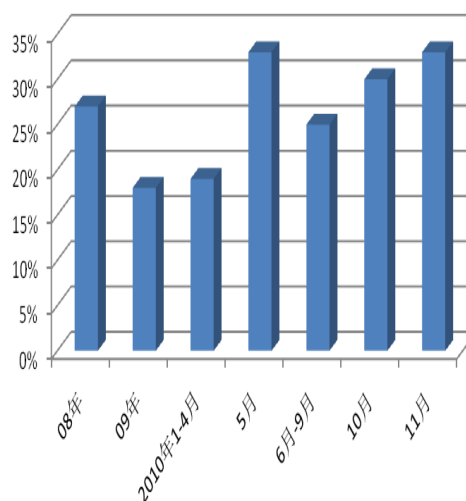
其实我们看到，调控政策的作用也是在逐步的显现，表现为：首先，信贷收紧对销售的影响还是在逐步显现，购房者全额付款的比例在增加。从万科楼盘的销售统计来看，4 月份新政之后，5 月份全额付款的比例就达到 33%，超过 08 年信贷收紧时期的该比例（图表 5）。其次，对开发商资金链的收紧，例如预售资金监管、收紧开发贷、停发信托产品，使得从 7 月以后，开发商拿地的进度在放缓。根据中国指数研究院统计，从月度分布来看，月度成交量从 4 月份开始持续走低，并基本维持在 2200 万平方米这一水平。从同比变化看，1 至 3 月同比增幅高位运行，分别为 266%、236%和 462%，自 4 月起，土地市场成交量同比增幅均保持在 50%以下，8、10 两个月更出现同比负增长的现象。11 月份，全国 120 个城市共成交住宅用地 2887 万平方米，同比增加 19%，环比则下降 4%（图表 4）。

图表 4 4 月以后土地成交趋于理性

图表 5 万科楼盘全额付款的占比



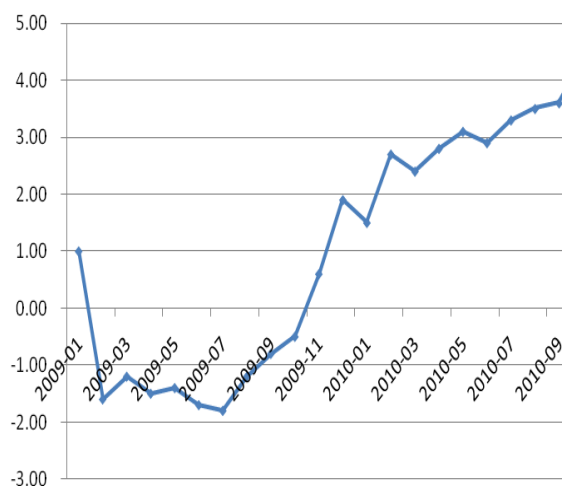
数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所



数据来源：万科销售统计，德邦证券研究所

但是实体基本面上，房价并没有下跌，成交旺盛。房地产公司销售达历史水平，截止到12月1日万科今年销售额超过1000亿。房价稳中有升。我们认为全球货币超发、CPI高企、实际负利率，抵消了地产调控政策的调控效果（图表6-7）。全球具有投资属性的商品都出现价量齐升。黄金现货价格从8月份到11月份期间涨幅17.5%。房地产仍然将是作为保值增值的重要商品。

图表 6 CPI 高企



数据来源：wind，德邦证券研究所

图表 7 M1、M2 高速增长



数据来源：wind，德邦证券研究所

数据来源：Wind资讯

2.2011 年：政策预期趋稳下，估值修复

2.1 调控政策依旧，或将在预期之内

12 月 3 日，中共中央政治局召开会议，研究明年经济工作，会议对地产的定调是：加快保障房建设，加强房地产调控。

未来一年地产调控政策仍将维持，保障房投资建设将担当“保增长”的重要角色。按照 2010 年保障房的投资计划，预计 2010 年的房地产开发投资增加约 12.55%，直接拉动 GDP 上升 1.5%。如果进一步考虑到对上、下游钢铁、水泥等的行业杠杆作用，那么保障性住房对 GDP 的贡献将会更大。如果 2011 年 1000 万套保障房严格执行开工建设，对 GDP 的拉动作用将更大。

在此背景下，地产调控的力度可能仍将维持。但调控力度或将在预期范围之内微调，主要理由是：（1）据简单测算，保障房建设的资金来源中，土地出让金的 10% 占资金来源的 30%。土地市场的成交情况对保障房建设的影响较大。（2）明年 1000 万套保障房，如果按照平均每年 500 万套完工计算，尽管对当前 2 亿个城镇家庭的覆盖率还很低，但是相当于 09 年商品房销售的 50%，已经能够较大的影响市场供需关系。

在预期之内的政策：房产税的试点推出、进一步加息收紧流动性。对于房产税的阐述，我们在第四季度的报告中，就有所提及：在 9 月 30 日的调控政策中，就基本对房产税的征收给予了较为明确的预期，在“十二五规划”中，也对此有所表述。我们认为房产税的开征是大势所趋，同时我们也预计征收初期超出市场预期可能性并不大。

对于流动性，中共中央政治局会议对 2011 年定调：宽松的财政政策配合稳健的货币政策。根据专家预测，2011 年的货币增量为 6.5-7 万亿，同比增长 15%。不是收紧而是稳健。另外 2011 年全年加息的步伐并不会太快太猛，由于全球都处于货币超发的状态，中国快速加息可能导致热钱的流入，对冲加息的效果。市场专家预测，全年加息后，实际利率也将仍然为负。

2.2 2011 年将价量稳定，估值低

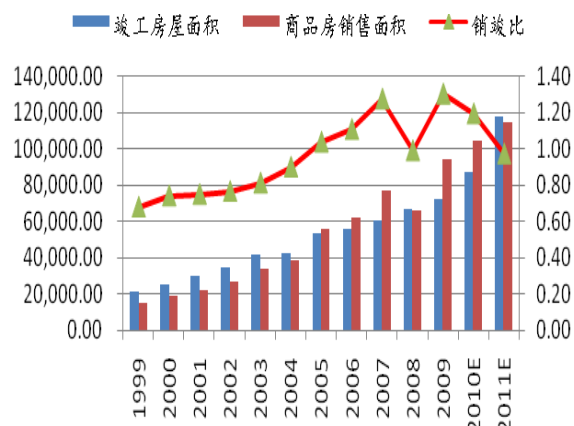
我们认为 2011 年影响需求的主要因素是通胀。从 03-05 年的经验来看，在加息周期初期，尤其是在实际利率为负的情况下，对房地产的需求将保持稳定（图表 8）。09 年下半年大规模开工的商品房，将在 2011 年上半年形成主要供应，预计商品房新增供应同比增加 30-40%。随着供应的增加，成交有望保持稳定，尤其是在房价出现小幅下跌之后（图表 9）。

图表 8 03-05 年实际利率与房地产成交



数据来源：wind，德邦证券研究所

图表 9 2011 年供需平衡，成交稳定



数据来源：wind，德邦证券研究所

从 2010 年三季报数据来看，行业预收账款 2994 亿，与去年同期相比增长了 50%。10 年三季报的结算收入和预收账款合计约 4966 亿元，相当于 09 年结算收入的 178%。考虑毛利率的同比回升，我们测算前三季度已售情况锁定了 09 年净利润的 193%。2010 年 10-11 月销售并不差，由此当前的销售情况对 2011 年业绩的锁定性较强。

我们认为 2010-2011 年行业净利润平均增速能达到 30%，主流地产公司对应的 PE 分别为 15 倍和 12 倍。处于地产行业的历史低位。而且当前房地产企业的财务状况较好（图表 10）。2011 年合理估值为 15 倍，短期内存在估值修复。

2.3 中长期影响估值的因素：ROE

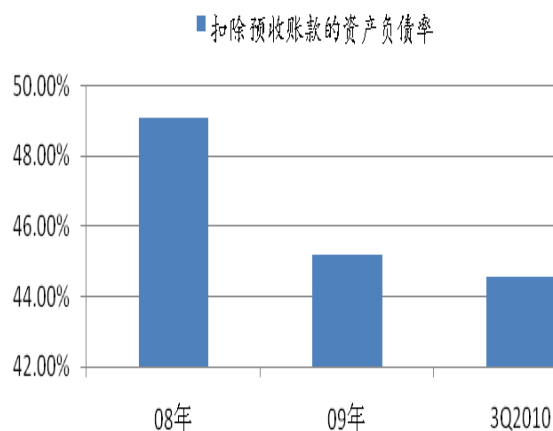
我们认为由于 09-10 年价量齐升的销售情况，基本保证了 2011 年的业绩。但是如果房地产调控政策连续 2-3 年以上，对于房地产企业来说，可能将面临 ROE 下滑的风险，由此可能会影响地产板块的估值进一步提升。这主要表现为：

➤ 开发杠杆将降低（图表 11）。从 09 年下半年开始，证监会就暂停了房地产上市企业的融资活动。2010 年 11 月开始，各银行对开发商的开发贷款也逐步收紧。同时，银监会对各家信托公司下发了《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》，要求各信托公司立即对房地产信托业务进行合规性风险自查，多家信托公司暂停了房地产信托业务。我们无法猜测地产融资的窗口开放的时间，但是持续紧缩，意味着开发商自有资金的比重将提高，杠杆率将降低。

➤ 销售放缓，地产公司存货周转率面临下降。信贷对房地产消费的促进作用还是非常明显的。以万科为样本，09 年全额付款的比例仅 19%，而 11 月份全额付款的比例达到 35%。当前差别性的消费信贷，不仅挤压了投资和投机需求，同时也抑制了改善性需求。如果该政策持续，将出现销售放缓，周转率下降。同时可能意味着价格的下降和利

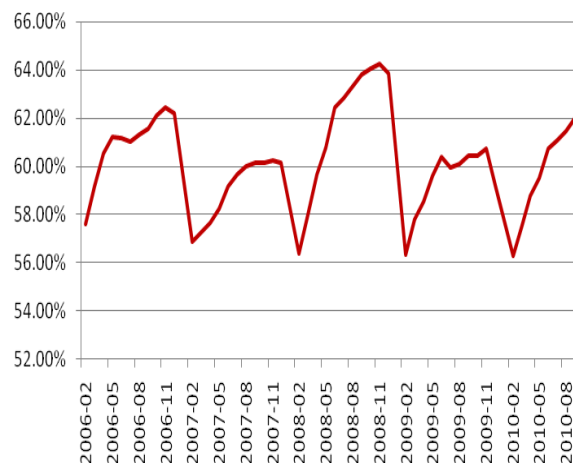
润率的降低。

图表 10 当前房地产企业的财务状况较好



数据来源: wind, 德邦证券研究所

图表 11 开发杠杆或降低



数据来源: wind, 德邦证券研究所

说明: 该指标为 (自有资金+定金+预售资金)/开发资金

2.4 我们的结论:

我们认为 2011 年房地产股的表现: 首先, 我们认为由于 2010 年旺盛的销售以及良好的业绩, 会使得在 2011 年房地产股票至少在估值上有所恢复。看好估值低, 弹性大的公司: 冠城大通、滨江集团。但是出于对 2012 年以后, 行业 ROE 整体水平下滑的担心, 房地产行业的估值将出现分化, 一些能在较为长期的发展中, 脱颖而出的公司将成为我们的重点关注:

➤ 城镇化建设、产业转移, 将是我国经济结构调整的主要方向。卫星城市和中西部核心城市将受益, 看好布局全国, 快速周转的企业。看好万科 A, 广宇发展。

➤ 未来高端、改善性住宅的需求会成为稀缺和主流。看好南湖中宝、华侨城 A。

➤ 我国房地产行业已经从新兴市场向成熟市场转变, 表现为开发基础设施和高附加值活动将加速。关注在转型过程中, 商业模式有望突破的优质公司。看好金融街、世贸股份、京投银泰。

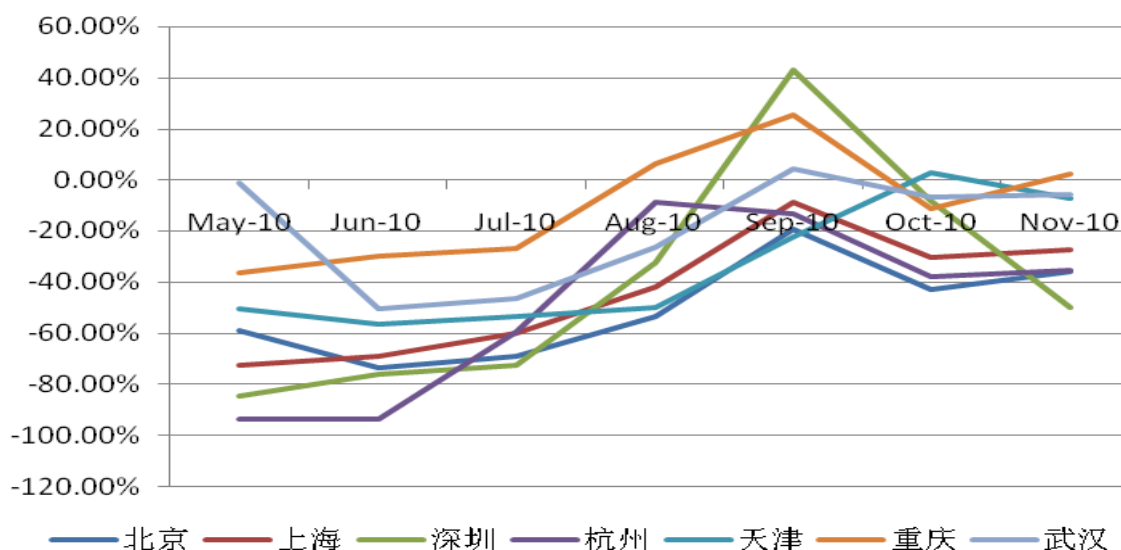
3. 投资思路

3.1 布局卫星城市和中西部核心城市，快速周转的公司

城镇化、产业转移，是我国未来经济结构调整的主要方向。由于当前一线城市的城市化基本完成，城市生活成本高，未来对于非城镇人口的吸纳，以及对传统产业的吸纳能力都比较有限。09 年国务院确立了十个区域规划，意味着未来大城市周边的卫星城市和中西部的核心城市将成为人口和产业的集中地。

这些地区的房地产需求，表现为需求巨大，首次置业，对价格较为敏感。下图统计了 2010 年 5 月以后，商品住宅成交面积同比增速，可以看出天津、重庆、武汉等城市的成交情况明显好于北京、上海、深圳等城市（图表 12）。我们认为定位于全国，快速周转、成本控制力强的房地产开发公司将受益。例如万科、荣盛发展、广宇发展。

图表 12 2010 年 5 月以后商品住宅成交面积同比增速



数据来源：中国指数研究院，德邦证券研究所

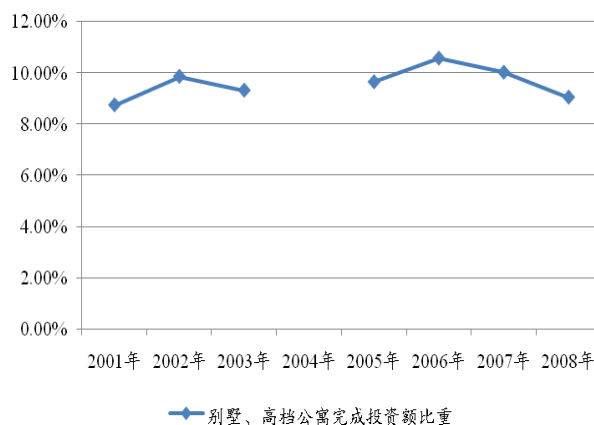
3.2 未来高端、改善性住宅的需求会成为稀缺和主流

根据中金消费行业研究表明，我国进入 3000 美金消费阶段的人群越来越多，对地产的消费而言，改善性需求也会逐年增加（图表 14）。另一方面，保障性住房从 2010 年大规模开工建设，2011 年更是提出 1000 万套保障房建设规模。如果按照平均每年 500 万套完工的速度计算，尽管对当前 2 亿个城镇家庭的覆盖率还很低，但是相当于 09 年商品房销售的 50%。中低端需求会受到挤压。

然而从供应商，从 06 年下半年提出“70/90”政策以后，商品住宅当年完成投资额中，别墅和高档住宅的比重就在逐年下降（图表 13）。2010 年供地计划中 70% 以上的部分也都用于保障房和 90 m² 以下的中小户型，意味着未来几年高端住宅的供应仍将趋紧。

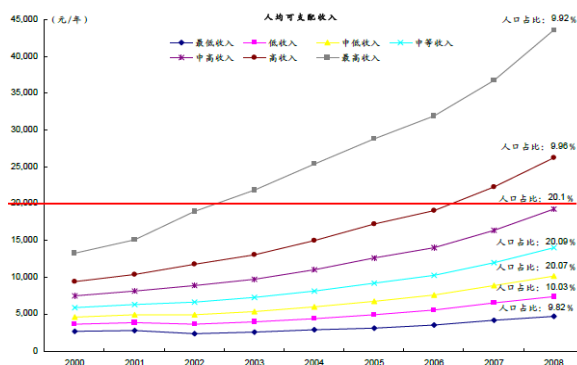
我们看好未来定位高端的、以改善性需求为导向的开发公司会受益。例如旅游地产、养老地产等。看好新湖中宝、华侨城 A。

图表 13 别墅、高档公寓完成投资额比重在下降



数据来源：wind，德邦证券研究所

图表 14 进入 3000 美金消费阶段的人群增加



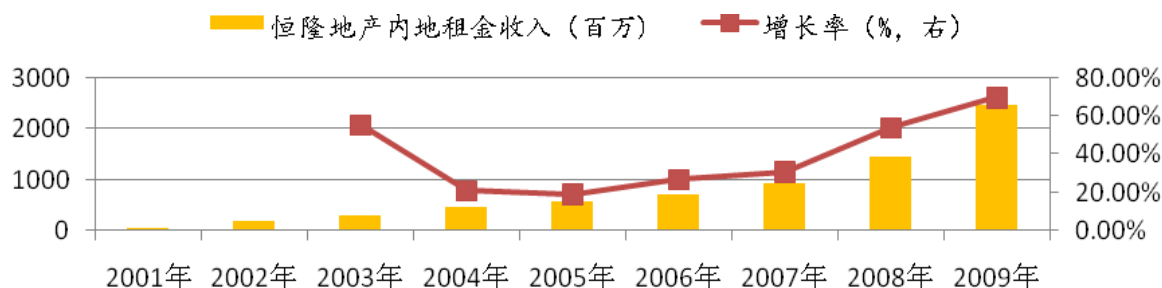
数据来源：中金研究，德邦证券研究所

3.3 商业模式将会有所突破

仲量联行近期研究表明，我国房地产行业已经从新兴市场向成熟市场转变。表现为开发基础设施和高附加值活动将加速。从国内外房地产行业以及房地产公司发展的经验来看，具有稳定增长的现金流是成熟地产公司的主要特征。（例如香港恒隆地产从 90 年进入内地，上海恒隆广场和港汇广场每年的租金增长显著，图表 15）。

当前国内商业地产具有一定的存量规模，但是整体收益率都不高，关键差异是在于商业地段的选择和商业运营的能力。关注在转型过程中，商业模式有望突破的优质公司。看好金融街、世贸股份、京投银泰。

图表 15 恒隆上海两物业（恒隆广场+港汇广场）的租金收入



数据来源：wind，德邦证券研究所

4.重点公司

图表 16 重点公司财务数据及评级

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			RNAV	推荐理由
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
600208.SH	新潮中宝	5.94	0.34	0.48	0.64	17.31	12.26	9.26	7.5	1、管理层以溢价 20% 的价格行权，奠定估值的安全低价；2、房地产开发定位长三角地区的高端和改善性需求，现有土地储备中 70% 为 05 年前拿地，盈利能力强；3、金融全牌照业务，在收紧的宏观环境下，将有助于公司快速成长。
002244.SZ	滨江集团	10.64	0.75	1.08	1.65	14.25	9.86	6.46	16	杭州区域龙头，年销售额约 100 亿。当前预售金额已经锁定了未来两年的高增长业绩。估值低，弹性大。
000402.SZ	金融街	6.71	0.56	0.67	0.96	11.99	9.96	7.01	10	商业地产龙头，持有物业位于北京、重庆等核心位置，将受益经济增长和高附加值活动。近期引入法国老佛爷百货，彰显了公司品牌管理和商业经营的优质能力。未来两年公司持有型物业的比例将大幅提高，公司的成长性将逐步显现。
600067.SH	冠城大通	8.98	0.80	1.15	1.35	11.23	7.81	6.65	14	业绩锁定性强，股权激励的行权价奠定安全边际。福州海西文化创意园有望再造一个“太阳星城”。关注海科健股权收购进程。
000069.SZ	华侨城 A	11.98	0.75	1.00	1.31	15.93	12.03	9.15	17	旅游+地产模式，受益于经济增长和消费升级。模式发展相对成熟，产品具有稀缺性，当前估值具有吸引力。
600823.SH	世茂股份	13.37	0.85	1.24	1.54	15.79	10.75	8.68	18	专注二三线商业地产，09 年完成重组，未来两年业绩弹性大。
600683.SH	京投银泰	7.8	0.33	0.45	0.66	23.69	17.20	11.89	9	大股东为北京市基础设施投资公司，二股东中国银泰，“轨道物业”的模式将得到大力的发展和推广。

数据来源：wind，德邦证券研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。