

深度报告

房地产

2011 年投资策略

谨慎推荐

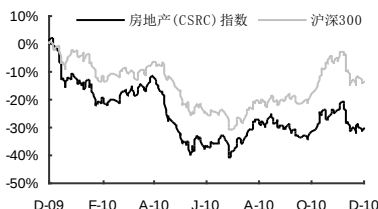
(维持评级)

2010 年 12 月 15 日

本报告的独到之处

- 对行业 2011 年政策及基本面趋势进行了深入分析
- 提出了四维选股原则和两条投资主线
- 测算了 59 家重点公司未来三年盈利及目前 NAV 估值

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《行业策略：区域龙头具有更好的成长性》——2009-4-06

《专题研究：增长仍是主基调》——2010-7-28

分析师：方焱

电话：0755-82130648

E-mail: fangyan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980206110188

分析师：区瑞明

电话：0755-82130833-1853

E-mail: ourm@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040014

联系人：黄道立

电话：0755-82130833-1830

E-mail: huangdl@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

进可攻，退可守

● 地产调控有阶段性适当松动可能

政策“靴子”已大部分落地，即使推出房产税也不会打击行业发展。“经济转型”之路漫长，地产支柱地位难撼。升值、通胀和行政管理物价对经济均有负面影响，经济不确定性使明年地产调控阶段性适当松动的概率加大。

● 即使再加息 125 基点，对地产影响也有限

若明年上半年前再加息 125 基点，对购买力影响轻微、对房企业绩和现金流影响很小。我们认为明年上半年仍处在加息周期前半段，上轮加息周期显示：这一阶段，加息对地产股超额收益无影响。

● 财务稳健、业绩锁定、机构低配、估值优

经历 08 年一劫，房企抗风险能力已提高，全行业资债情况仍然良好。明年业绩增长已被锁定（增长 30%、至少被锁定 35%）。主流品种 11 年动态 PE 不到 10 倍，无论横向还是纵向比较估值都很低，基本反映了最坏预期，若修复至动态 PE15 倍（2010 年反弹压力线水平），也远低于大部分板块。而且目前机构普遍低配、卖压轻，一旦预期略有改善即有望触发反弹。

● 2011 年销量上升是大概率事件

支持行业长期向好的深层因素依然坚实、制度缺陷也在短期内支撑房价向上、温和通胀和升值将促发资产配置需求、天量信贷短期难收仍对楼市构成支撑、新建商品住宅供不应求局面也将有所缓解，因此 2011 年销量增长是大概率事件，由于基数低，2011 年上半年增幅会更大（经测算约增长 12%），由于上有政策掣制、下有需求支撑，房价仍上涨，但涨幅将收窄。

● 建议左侧建仓、逢低买入，布局反弹

综上所述，我们认为地产股在 2011 年上半年有机会，建议左侧建仓、逢低买入、布局反弹，选股坚持“财务稳、估值低、成长好、业绩锁定性强”的四维原则，把握两条主线：①防守组合，优选估值低、财务稳、业绩增长被锁定的全国和区域龙头，如“保招万金”、华业、首开、滨江、亿城、荣盛发展、鲁商置业、浦东金桥、北京城建等；②进取组合，优选地产+X（新能源、资源品、大消费）品种，如福星（地产+新能源）、中天城投（地产+资源品）、西藏城投（地产+新能源）、中国宝安（地产+新能源）、华侨城（地产+旅游）、中弘地产（地产+旅游）、胜利股份（地产+医药）等。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘 (元)	EPS		PE	投资评级
			2010/12/02	2010E	2011E	2011E	
000002	万科	909	8.27	0.61	0.92	9.0	推荐
600240	华业地产	47	7.17	0.60	1.26	5.7	推荐
600048	保利地产	569	12.23	1.05	1.38	8.9	推荐
600223	鲁商置业	73	7.23	0.63	0.85	8.5	推荐
000376	首开股份	179	15.41	1.20	1.64	9.4	推荐
000926	福星股份	89	12.47	0.63	0.85	14.8	推荐
000540	中天城投	131	13.69	1.02	1.59	8.6	推荐

资料来源：国信证券预测

投资摘要

结论及投资建议

地产股在 2011 年上半年有机会，建议左侧建仓、逢低买入、布局反弹。选股原则：财务稳、估值低、成长好、业绩锁定性强。建议把握两条主线：①防守组合，优先选取估值低廉、财务稳健、业绩锁定性好的全国和区域龙头，如“保招万金”、华业地产、首开股份、滨江集团、荣盛发展、浦东金桥、亿城股份、鲁商置业、北京城建等；②进取组合，选取“地产+X（资源品、新能源、大消费）”的品种，如福星股份（地产+新能源）、中天城投（地产+资源品）、西藏城投（地产+新能源）、中国宝安（地产+新能源）、华侨城（地产+旅游）、中弘地产（地产+旅游）、胜利股份（地产+医药）等。

核心逻辑

1. 由于经济面临不确定性，2011 年地产调控有阶段性放松可能；
2. 即使再加息 125 个基点，对地产影响也有限
3. 当前地产股财务风险不大；
4. 明年业绩增长超过 30%，且基本被锁定；
5. 机构普遍低配，筹码分散，若预期略有改善，则有望成为做多的突破口，若大盘向下，则抛压也比其他板块要小；
6. 估值低廉，目前主流地产股 11 年动态 PE 不到 10 倍，而且股价对 NAV 有超过 10%以上的折让，已反映了最悲观的预期，向下调整空间已不大，一旦基本面没有大家预期得那么悲观、或政策略有松动，估值将获得修复。即使调控常态化导致估值受压，只能修复至动态 PE15 倍（暨 2010 年反弹压力线）水平，也仍远低于其他板块，若此，目前股价将有 50% 的上涨空间；
7. 明年销售增长是大概率事件，上半年增幅更明显。

与市场不同之处

市场认为 2011 年由于紧缩和转型，地产股全年难有机会，即使出现反弹也是在下半年。

我们认为地产股 2011 年上半年就有反弹机会，理由：①上半年温和通胀+升值，有利于促发潜在购房者的资产配置需求，居民由于投资渠道狭窄，将被迫选择购房作为对抗通胀的主要手段；②上半年销量同比基数低，且处于补库存前期，供应虽有所放大，但还难构成供大于求，因此上半年无论销量还是价格，数据都相对比较好看；③流动性收缩过程将是渐进的，即使上半年加息 125 基点，对行业影响也有限，与上轮加息周期相对照，应仍处在周期前半段，对地产股超额收益无影响，而且由于中央基于对经济担忧，对通胀容忍度提高，将慎用加息，不排除加息频率和幅度均低于预期；④为保民生，积极的财政政策仍将延续，将导致土地财政格局在中短期继续得到巩固，利好房地产。

股价变化的催化因素

- 1、土地频频流拍影响财政、或投资下滑影响经济增长，政策将松动；
- 2、楼市软着陆，价稳量升，投资地产股的政策及基本面预期改善。

风险提示

- 1、若通胀恶化，将导致紧缩及加息超预期；
- 2、政策超调导致量价齐跌。

内容目录

投资摘要.....	2
地产调控有阶段性松动可能.....	5
政策“靴子”已大部分落地.....	5
住宅保有税开征需依赖行业繁荣，若真正实施对行业影响中性.....	5
“经济转型”之路漫长，地产支柱地位难撼.....	5
“通胀”、“升值”是 2011 年宏观经济面临的确定事件.....	7
经济增长存在变数.....	7
2011 年地产调控以“巩固”为主，不排除阶段性放松可能.....	8
即使再加息 125 个基点，对地产影响也有限.....	9
对买房人购买力影响轻微.....	9
对房企业绩和现金流影响较小.....	9
历史数据表明：加息并不一定影响地产股超额收益.....	10
财务稳健、增长锁定、机构低配、估值优.....	11
行业当前财务状况仍然安全稳健.....	11
主流公司 2011 年业绩增长好、锁定性强.....	12
机构配置低.....	12
估值优势明显.....	13
2011 年销量上升是大概率事件.....	14
支持行业长期向好的深层因素依然坚实.....	14
温和通胀+升值将促发资产配置需求.....	15
天量信贷短期难收，仍对楼市构成支撑.....	16
新建商品住宅供不应求局面将有所缓解.....	16
2011 年上半年销量增长是大概率事件.....	17
建议左侧建仓、逢低买入，布局反弹.....	18
地产股 2011 年上半年有机会.....	18
选股原则：财务稳、估值低、成长好、业绩锁定性强.....	18
建议把握两条主线.....	19

图表目录

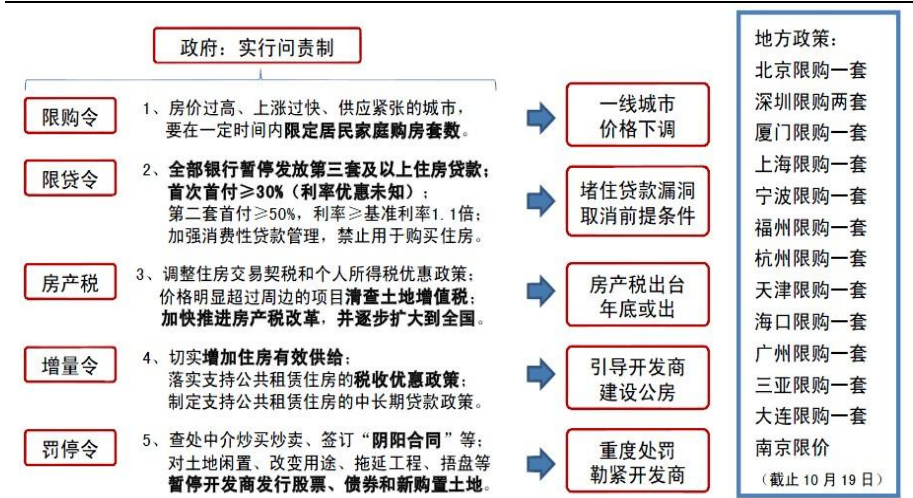
图 1: 新国五条及各地细则	5
图 2: 城镇固定资产投资累计值及同比增速	6
图 3: 各地区居民消费支出在 GDP 中占比及基尼系数	6
图 4: 全国房地产增加值及占 GDP 情况	6
图 5: 北京、上海房地产增加值及占 GDP 比	6
图 6: 中、美新房销售额占 GDP 比重对比	6
图 7: 销售低迷将导致投资急剧下挫	6
图 8: 五城市 2010 年 1-11 月财政收入与土地出让金收入	7
图 9: CPI 同比	7
图 10: 美元兑人民币中间价	7
图 11: 消费者信心指数	8
图 12: 对日常生活必需品价格管制的负面影响	8
图 13: 供给缺乏弹性时限价过度的影响	8
图 14: 全国房地产投资及同比增速	9
图 15: 全国新开工面积及同比增速	9
表 1: 假设 2011 年初一次加息 100 个基点对月供的影响	9
表 2: 加息 100 个基点对重点公司 2011 年业绩和当前现金流影响	10
图 16: 加息周期与房地产板块超额收益	11
图 17: 板块扣除预收款后的资产负债率	11
图 18: 板块净负债率	11
图 19: 板块短期偿债能力	11
表 3: 主流地产股业绩锁定性排名	12
图 20: 07 年以来全部基金对地产股配置比例的变化	13
图 21: 板块 11 年动态 PE 比较	13
图 22: 主流地产股平均动态 PE 历史变化趋势	14
图 23: 保招万金等龙头的平均动态 PE 历史变化趋势	14
图 24: 2010 年 4 月以来地产板块估值水平与股价	14
图 25: 2010 年 4 月以来地产龙头股估值水平与股价	14
图 26: 重点城市 2010 年 1-10 月新建商品房销售额同比增速	15
图 27: 美国 1966 年以来 CPI 在 3-5% 之间的房价超额收益率	15
图 28: 人民币升值与房价正相关	15
图 29: 新增贷款 1 万元能拉动 1-2 平方米新建商品房销售	16
图 30: 北京商品住宅可售套数	16
图 31: 深圳商品住宅可售套数	16
图 32: 上海商品住宅可售套数	16
图 33: 南京商品住宅可售套数	16
图 34: 北京住宅新开工与累计同比增速	17
图 35: 广东省住宅新开工与累计同比增速	17
图 36: 重庆住宅新开工与累计同比增速	17
图 37: 浙江住宅新开工与累计同比增速	17
图 38: 重点城市 2010 上半年销量同比增速	17
图 39: 龙头公司 2010 年前 5 月销量同比增速	17
表 4: 财务稳健地产股 TOP20	18
表 5: 估值低廉的地产股 TOP20	19
表 6: “业绩锁定性×收入增速”TOP20	19
表 7: 国信证券重点地产股盈利预测及估值	20

地产调控有阶段性松动可能

政策“靴子”已大部分落地

随着新 9.29 “新国五条”及各地细则陆续出台，除了房产税外，政策靴子已大部分落地。

图 1：新国五条及各地细则



资料来源：分析师整理

住宅保有税开征需依赖行业繁荣，若真正实施对行业影响中性

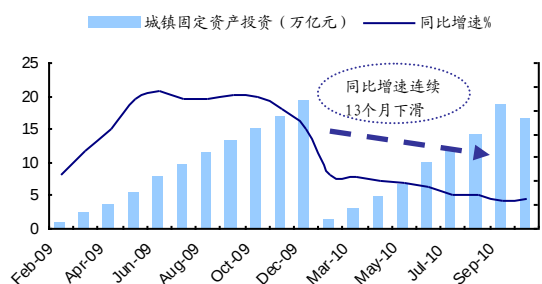
从日本、香港情况看，征收住宅保有税有赖于房地产的繁荣，在行业萧条时难以征收，基于此，我们认为开征房产税表面上是增加房屋持有者负担的利空，但实质上对行业影响中性，若国内真的开征住宅保有税也不会对行业造成打击。2010 年关于房产税试点的传闻纷纷扬扬，一直处于“引而不发”状态，反而能对市场起到一定的阻吓作用，犹如“一直叫喊狼来了，狼却总不来，但挺吓人”。

以香港情为例：香港物业税（也称差餉制度）早在 1845 年就开始实施，税基是应收差餉物业的租金价值（由政府评估），05~06 财政年度征收率为 5%。在亚洲金融危机对香港房地产造成沉重打击期间，政府对差餉进行了多次减免：98 年退还当年第二季差餉、99 年免除第三季差餉、02 年免收五千港元以下低额差餉（该政策使得 230 万左右约 85% 的缴纳人在该年不需缴纳差餉）、03 年在 SARS 期间免除了约 90% 缴纳人的差餉，并延长其余 10% 缴纳人 3 个月的交款日期。

“经济转型”之路漫长，地产支柱地位难撼

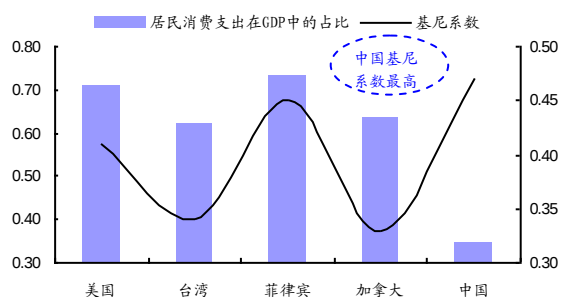
中国经济增长的三大驱动引擎当前均面临着一定压力：①欧美日仍未完全摆脱危机、通胀、升值、劳动力成本上升等，均对出口构成负面影响；②固定资产投资增速已连续十三个月放缓；③贫富差距大导致大部分人口消费能力不足，一直是中国经济的“软肋”，消费迅速提升不现实。

图 2: 城镇固定资产投资累计值及同比增速



资料来源: 国家统计局, 分析师整理

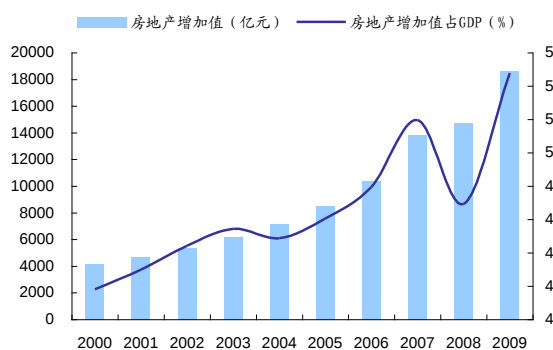
图 3: 各地区居民消费支出在 GDP 中占比及基尼系数



数据来源: 分析师整理

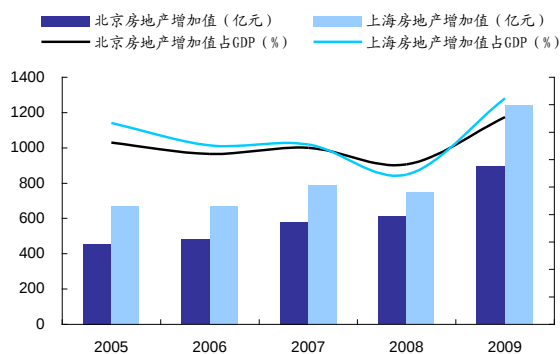
中国国情决定了房地产兴衰直接关系到国民经济的发展, 如图: ①09 年全国房地产增加值占 GDP 超过 5.48%、主要城市比值更高, 10 年 1-9 月商品房销售占 GDP 的比重超过 11.8%; ②销售下滑将导致投资下滑 (图 7); ③土地财政格局短期难改: 北京、上海、大连、天津、杭州等地 10 年 1-11 月土地出让总额与财政收入之比分别超过了 44%、48.9%、84%、94%、133%。

图 4: 全国房地产增加值及占 GDP 情况



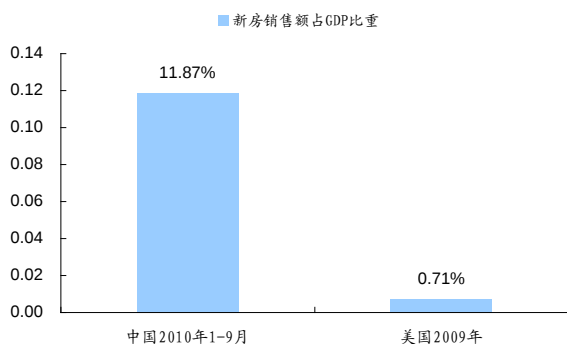
资料来源: 国家统计局, 分析师整理

图 5: 北京、上海房地产增加值及占 GDP 比



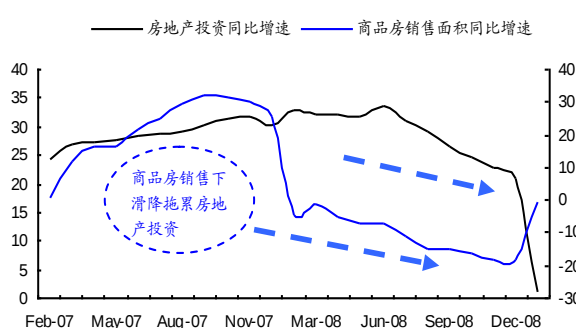
资料来源: 国家统计局, 分析师整理

图 6: 中、美新房销售额占 GDP 比重对比



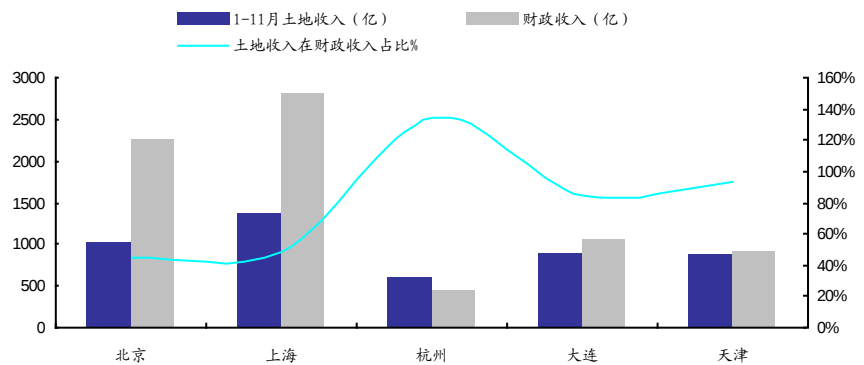
资料来源: WIND, 分析师整理

图 7: 销售低迷将导致投资急剧下挫



数据来源: WIND, 分析师整理

图 8：五城市 2010 年 1-11 月财政收入与土地出让金收入



资料来源：分析师据搜房网整理

虽然十二五规划没有明确将房地产表述为“支柱产业”，但其作为支柱产业的地位在相当长时间内仍难动摇，特别是 2011 年，在宽松货币政策渐进退出过程中，为保增长、更为保民生，中央仍不得不延续扩张性的财政政策，各级财政将面临巨大压力，**经济增长和财政增收仍需地产支持！**

“通胀”、“升值”是 2011 年宏观经济面临的确定事件

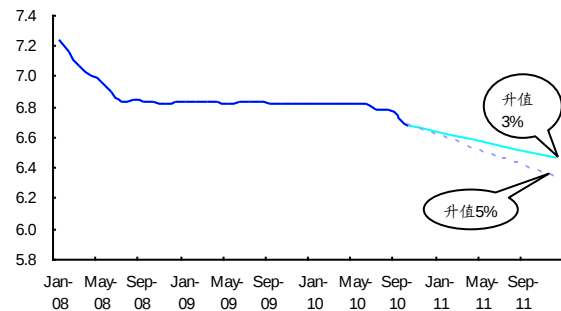
据国信宏观小组预测，2011 年通胀水平将提升，上半年 6 月份 CPI 同比将达到 5.1%，CPI 同比增长呈前高后低态势；人民币将延续 2010 年的升值趋势，预计 2011 年升值 3-5%。

图 9：CPI 同比



资料来源：WIND，国信证宏观小组预测

图 10：美元兑人民币中间价



数据来源：WIND，国信宏观小组预测

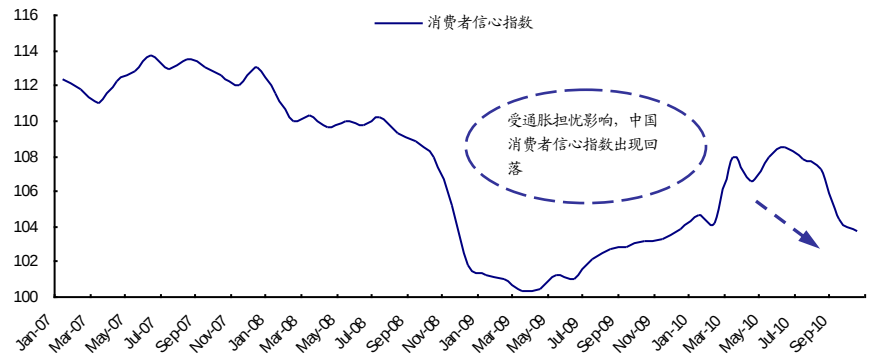
经济增长存在变数

升值对出口有负面影响：据国信宏观小组预测，2011 年人民币将升值 3-5%，10-11 年累计升值 6-8%。对那些附加值比较低，或主要靠价格优势出口的企业来说，任何一个边际的改变都会带来重大的影响。由于各国间还存在竞争，使得一些出口企业未必能随升值提价以保收益。有降价空间的企业可以通过降价和减少利润保出口，但对没有边际调整能力的企业，生存空间将收窄。

通胀对消费有负面影响：国家统计局中国经济景气监测中心数据显示：2010 年三季度中国消费者信心指数为 104，比二季度下降 5 点，在连续上升五个季度后首次出现回落，下降原因为通胀担忧。其中，中等收入和低收入消费者信心分别比二

季度下降了 5 和 8 点，为 109 和 96，物价上涨尤其是食品价格上涨以及持续提升的通胀预期导致低收入群体消费者信心明显滑落。

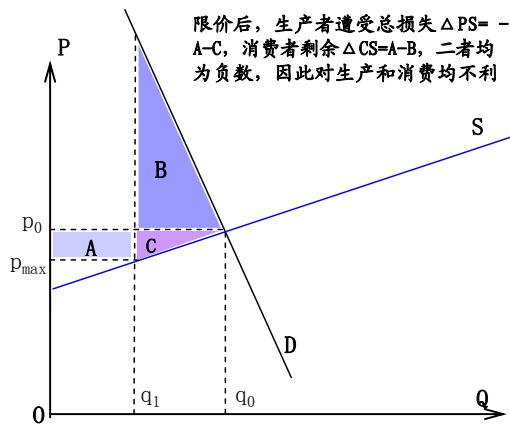
图 11: 消费者信心指数



资料来源: WIND, 分析师计算

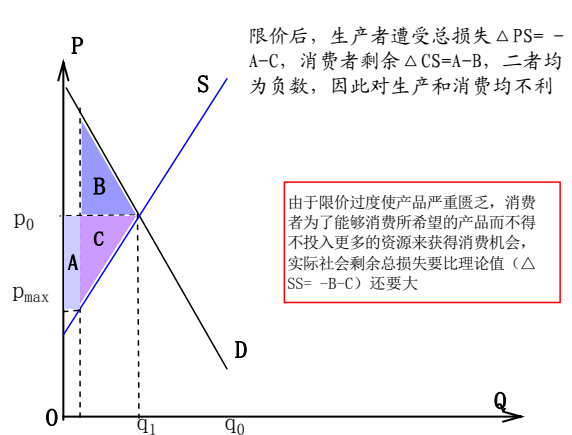
行政手段管理物价对经济也有负面影响: 11 月 30 日，国务院颁发《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》，特别强调“必要时对重要的生活必需品和生产资料可以实行价格临时干预措施”，我们可以从微观经济学角度来观察价格管制政策的损益。

图 12: 对日常生活必需品价格管制的负面影响



资料来源: 分析师整理

图 13: 供给缺乏弹性时限价过度的影响



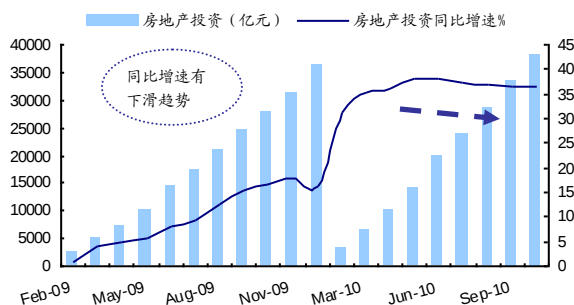
数据来源: 分析师整理

2011 年地产调控以“巩固”为主，不排除阶段性放松可能

我们判断，从本轮调控发生的时代背景及方式上看，不排除政府希望借助此轮调控来实现经济结构调整的可能，但最终仍是为了使行业更好发展。为巩固调控成果，2011 年仍将是政策之年，但有阶段性放松可能，理由：①宏观经济面临诸多不确定性、经济增长和财政增收仍需地产支持（如前所述），因此地产调控的底线是“不能伤及经济”，一旦影响经济，政策必将松动，目前已有这种迹象（除前述城镇固定资产投资增速已连续 13 个月逐月放缓外，房地产投资、新开工增速已连续六个月逐月放缓，目前增速虽然还较高，但主要是去年基数较低所致）；②由于

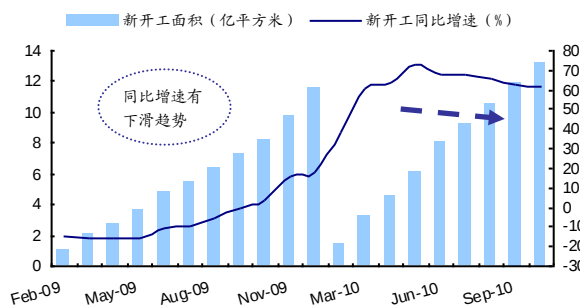
“限购”、“90/70”等行政调控手段与市场经济法则并不相容，是在保障性住房尚未形成规模供应、一线城市土地供应计划完成量严重滞后、通胀和“升值”有可能能进一步推高房价的情况下推出的，若上述情况变化，再执行这些政策显然不合理。

图 14: 全国房地产投资及同比增速



资料来源：国家统计局，分析师整理

图 15: 全国新开工面积及同比增速



数据来源：国家统计局，分析师整理

即使再加息 125 个基点，对地产影响也有限

据国信宏观小组判断：2010 年 4 季度会加息 2 次，除已发生在 10 月 19 日的一次外，另一次可能发生在中央经济工作会议闭幕后，或加 25 个基点；2011 年上半年再分步骤加息 100 个基点（暨累计再加 125 基点）。

对买房人购买力影响轻微

对买房人，假设房屋总价 150 万、首付比例按政策底线执行，加息按最坏情况假设（在 2011 年年初一次加 100 个基点）：①对首次置业者，20 年按揭的月供仅增加 7.2%约 524 元；②对二套房，20 年按揭的月供仅增加 8.7%约 514 元。相对“4.15”和“9.29”新政中的首付门槛提高及限购、限贷等政策，加息 100 基点影响轻微。

表 1: 假设 2011 年初一次加息 100 个基点对月供的影响

套均价格（万元）							150 月供分析（元）							
贷款年限（年）			10				20				30			
			基准利 率	加 100 基点	增加	幅度	基准利 率	加 100 基点	增加	幅度	基准利 率	加 100 基点	增加	幅度
首付	利 率 优惠		6.39%	7.39%			6.39%	7.39%			6.39%	7.39%		
首套	30%	0.85	11570	12048	477	4.12%	7280	7804	524	7.19%	5975	6549	574	9.61%
二套	50%	1.1	8911	9369	458	5.14%	5913	6427	514	8.70%	5051	5619	568	11.25%

资料来源：分析师测算

对房企业绩和现金流影响较小

对于房企，开发贷为 1-3 年期限，若在 2011 年上半年累计加息 100 个基点，利率将由 5.85% 上升至 6.85%，由于 10 年 4 季度银行停贷，且房企融资任务也基本完成，有息负债 10 年末再上升概率不大，按 10 年 3 季报有息负债规模并假设 11 年初一次加到 6.85%，影响——

1. 业绩：全行业新增利息约 43 亿元/年，11 年行业 EPS 平均下降约 0.028

元，降幅仅 4.1%；

2. **现金流:** 全行业新增利息仅相当于 10 年前三季房屋销售收到现金的 1.5%。

表 2: 加息 100 个基点对重点公司 2011 年业绩和当前现金流影响

类型	代码	名称	11 年 EPS 下降	变动百分比	新增利息	新增利息/10Q3 收到现金
"保招万金" 全国龙头	000002	万科 A	-0.03	-3.39%	4.50	0.83%
	000024	招商地产	-0.06	-3.64%	1.38	1.42%
	600048	保利地产	-0.09	-6.85%	5.58	1.62%
	000402	金融街	-0.06	-8.52%	1.99	3.51%
	600383	金地集团	-0.04	-6.04%	2.33	1.61%
	000069	华侨城 A	-0.04	-4.53%	1.70	1.60%
云天星球	600239	云南城投	-0.06	-4.13%	0.54	26.49%
	000540	中天城投	-0.04	-2.52%	0.48	1.30%
	000926	福星股份	-0.05	-6.07%	0.47	1.22%
	000718	苏宁环球	-0.02	-2.14%	0.36	1.30%
其他区域龙头	600325	华发股份	-0.06	-4.14%	0.66	1.20%
	600208	新湖中宝	-0.02	-3.52%	1.02	1.79%
	000616	亿城股份	-0.01	-1.91%	0.18	1.01%
	002244	滨江集团	-0.03	-3.35%	0.61	0.81%
	002146	荣盛发展	-0.03	-3.21%	0.55	0.91%
	900950	新城 B 股	-0.04	-4.77%	0.53	0.77%
	600675	中华企业	-0.07	-9.55%	1.25	3.06%
	600153	建发股份	-0.06	-7.87%	1.72	0.34%
	600533	栖霞建设	-0.03	-6.53%	0.42	2.98%
	600665	天地源	-0.02	-4.65%	0.22	1.19%
	600510	黑牡丹	-0.01	-1.98%	0.14	0.69%
	600376	首开股份	-0.12	-7.60%	1.84	2.75%
	600266	北京城建	-0.04	-2.19%	0.42	0.94%
整体上市及资产注入	000014	沙河股份	-0.02	-1.20%	0.06	1.61%
	000031	中粮地产	-0.03	-6.70%	0.69	5.48%
	000043	中航地产	-0.10	-17.79%	0.29	1.29%
	000514	渝开发	-0.01	-3.24%	0.13	4.96%
	000537	广宇发展	-0.00	-0.92%	0.03	0.48%
	000897	津滨发展	-0.02	-20.07%	0.49	3.91%
	600748	上实发展	-0.04	-9.24%	0.54	2.33%
其它	000006	深振业 A	-0.04	-6.02%	0.45	3.17%
	000042	深长城	-0.06	-2.97%	0.21	1.71%
	000046	泛海建设	-0.03	-8.50%	0.96	6.02%
	000090	深天健	-0.03	-3.19%	0.17	0.56%
	000671	阳光城	-0.03	-2.29%	0.14	0.92%
	000918	嘉凯城	-0.03	-2.16%	0.63	1.71%
	000961	中南建设	-0.03	-3.15%	0.54	1.04%
	002133	广宇集团	-0.03	-4.38%	0.17	1.08%
	600067	冠城大通	-0.03	-2.91%	0.28	0.57%
	600223	鲁商置业	-0.02	-1.82%	0.20	0.83%
	600240	华业地产	-0.04	-2.84%	0.31	1.51%
	600064	南京高科	-0.07	-11.23%	0.51	3.28%
	600246	万通地产	-0.02	-4.92%	0.34	1.25%

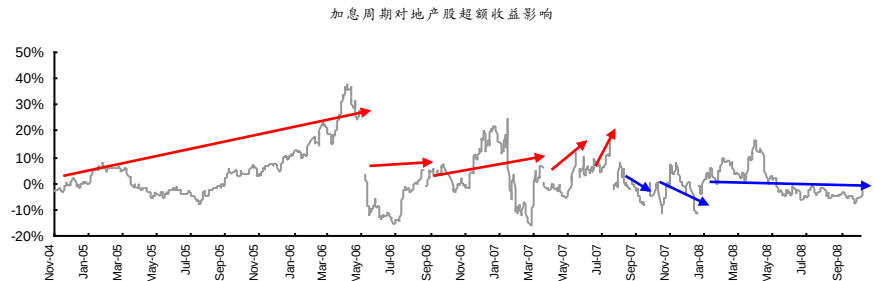
资料来源：国信经济研究所分析师测算

历史数据表明：加息并不一定影响地产股超额收益

纵观上一轮加息周期，从 2004 年 10 月到 07 年 8 月（前半段），1-3 年期的贷款利率从 5.49% 加到 7.20%（累计加了 171 个基点），地产股均有超额收益，在加息周期后半段（2007 年 8 月-08 年 9 月），地产股才显著跑输大盘（该阶段加了 36 个基

点)。我们认为,从10年10月19日至11年上半年,1-3年贷款利率若累计加145个基点至6.85%,应类似上轮加息周期的前半段。

图 16: 加息周期与房地产板块超额收益



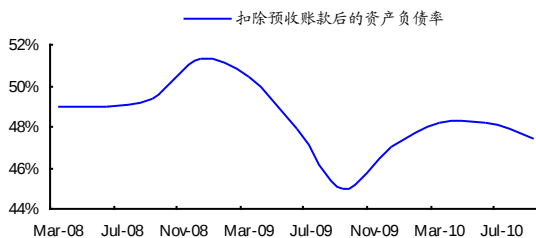
资料来源: WIND, 分析师计算

财务稳健、增长锁定、机构低配、估值优

行业当前财务状况仍然安全稳健

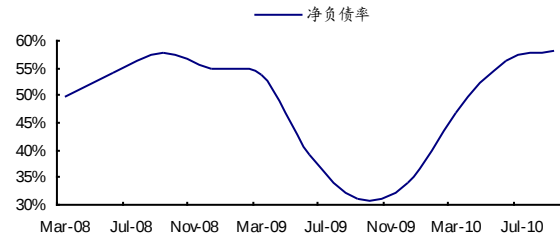
截止10年3Q末,全行业的资债情况仍然良好:扣除预收款后的资产负债率为47%,净负债率为58%;短期偿债能力好:货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为1.75。我们认为,经历了08年考验后,大多数房企对市场和自身判断更为理性,抵抗风险的能力已提高,行业资金链断裂风险很小。

图 17: 板块扣除预收款后的资产负债率



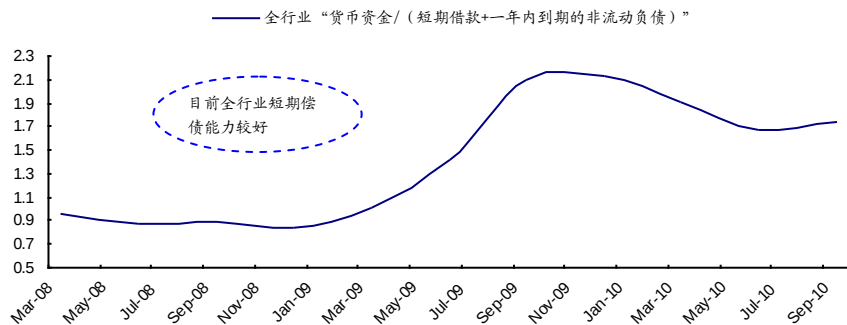
资料来源: WIND, 分析师整理

图 18: 板块净负债率



数据来源: WIND, 分析师整理

图 19: 板块短期偿债能力



资料来源: WIND, 分析师计算

主流公司 2011 年业绩增长好、锁定性强

根据机构对主流地产股业绩预测，11 年收入同比增长 31%。即使按最悲观的假设——10 年 4 季度无销售回款入账，10 年三季末的预售账款在冲抵 10 年收入预测值与前三季收入之间的缺口后，仍能锁定 11 年收入预测值的 32%。事实上对主流地产股而言，10 年 4 季度没有销售是不可能的，比如万科 4 季度至少还能再增加 350 亿的销售回款，因此主流地产股的实际业绩锁定性比表 3、表 4 结果更高。

表 3: 主流地产股业绩锁定性排名

排名	证券代码	证券简称	10Q3 预收款 (亿元)	10Q3 收入	机构对 10 年收 入预测	机构预计 11 年收 入增幅	11 年收入 预测	11 年业绩 锁定性
1	000631.SZ	顺发恒业	54.63	5.14	13.73	70%	23.29	198%
2	002244.SZ	滨江集团	126.24	19.18	43.66	33%	58.05	175%
3	600173.SH	卧龙地产	10.42	13.46	10.73	17%	12.55	105%
4	600322.SH	天房发展	43.85	12.12	22.00	71%	37.60	90%
5	002133.SZ	广宇集团	28.85	7.31	16.07	41%	22.59	89%
6	600325.SH	华发股份	63.66	32.62	49.32	8%	53.46	88%
7	600048.SH	保利地产	468.28	172.87	314.26	32%	414.26	79%
8	600791.SH	京能置业	17.98	0.40	8.09	64%	13.29	77%
9	600665.SH	天地源	28.30	8.65	20.49	26%	25.73	64%
10	002146.SZ	荣盛发展	53.47	45.79	53.25	36%	72.61	63%
11	600376.SH	首开股份	75.44	44.58	68.94	27%	87.31	59%
12	600759.SH	正和股份	0.43	4.11	2.81	21%	3.40	51%
13	000002.SZ	万科 A	656.46	223.80	553.79	25%	692.63	47%
14	600639.SH	浦东金桥	15.54	5.93	13.26	33%	17.66	46%
15	600383.SH	金地集团	163.86	104.28	167.12	33%	222.81	45%
16	000043.SZ	中航地产	18.90	17.12	25.17	1%	25.53	42%
17	000024.SZ	招商地产	96.74	95.85	128.22	20%	154.04	42%
18	600675.SH	中华企业	33.80	19.44	34.22	34%	45.84	41%
19	600724.SH	宁波富达	31.61	14.08	29.70	30%	38.67	41%
20	600748.SH	上实发展	13.14	26.14	28.50	19%	33.82	32%
21	000979.SZ	中弘地产	24.97	1.39	18.00	49%	26.88	31%
22	600223.SH	鲁商置业	32.96	7.89	28.35	46%	41.28	30%
23	600246.SH	万通地产	26.33	23.21	34.76	44%	50.15	29%
24	000506.SZ	中润投资	14.53	5.98	14.33	47%	21.10	29%
25	600225.SH	天津松江	25.47	3.70	18.73	97%	36.85	28%
26	000718.SZ	苏宁环球	28.08	28.66	41.81	31%	54.73	27%
27	601588.SH	北辰实业	20.73	43.08	50.37	13%	56.86	24%
28	600736.SH	苏州高新	22.94	25.35	38.32	12%	43.01	23%
29	002208.SZ	合肥城建	5.76	7.27	10.06	41%	14.16	21%
30	000965.SZ	天保基建	11.98	6.01	13.91	51%	20.96	20%
31	600052.SH	浙江广厦	18.88	13.06	25.78	25%	32.31	19%
32	600240.SH	华业地产	16.91	11.01	22.39	42%	31.74	17%
33	600053.SH	中江地产	3.33	2.22	4.61	25%	5.76	16%
34	600185.SH	格力地产	12.27	8.73	16.79	62%	27.18	15%
35	000616.SZ	亿城股份	25.09	11.78	28.76	244%	98.84	8%
36	600208.SH	新潮中宝	46.64	40.49	83.31	32%	110.02	3%
37	000514.SZ	渝开发	0.05	6.24	5.97	119%	13.06	2%

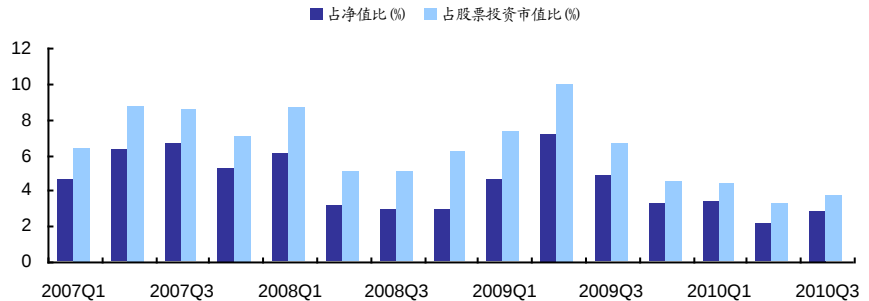
资料来源：分析师据 WIND 整理

机构配置低

09 年 2 季度末，全部基金对地产股的配置占股票投资市值的比例超过 10%，在政策阴霾下，机构从 09 年下半年开始至纷纷减持地产股，至 10 年 3 季度末，已降至 3.7%，比标配低 0.49 个百分点，居历史低位。我们认为，地产股被机构低配，筹码分散、卖压小，将成为布局地产股反弹行情的反向指标，当稍有催化因素

出现导致机构略微提高配置比例，即有望触发一波反弹行情

图 20: 07 年以来全部基金对地产股配置比例的变化



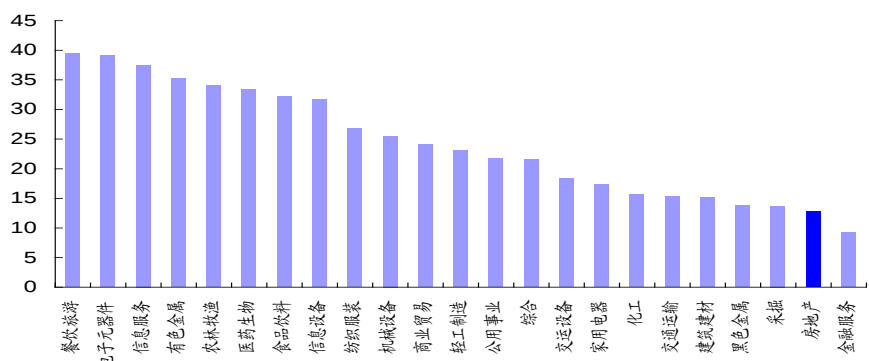
资料来源：国信证券经济研究所

估值优势明显

从 09 年 7 月至今，地产股走出了一波与其基本面相悖的行情——基本面不断超预期，股价却不断下跌！从 09 年 7 月 24 日至 10 年 12 月 1 日，地产指数暴跌了 37%，大量股票腰斩，无论横向还是纵向比较，估值优势都非常明显。如此低的估值，基本反映了未来所有可能出台的调控政策预期和这些政策对行业基本面能够产生的最坏影响。

横向比较：我们根据 WIND 数据进行分析，按 10 年 11 月 26 日收盘价，房地产开发类地产股块 11 年动态 PE 仅 11.95 倍，排名倒数第二，仅比银行略高，而排在前 10 的其他板块平均已达到 30 倍。由于银行流通市值占沪深 300 市值已近 24%，而地产仅占 5%，因此地产的估值提升空间还很大，一旦基本面没有大家预期得那么悲观、或政策略有松动，估值将容易获得修复，即使调控常态化导致估值受压，只能修复至 15 倍（这是 2010 年反弹的压力线），也仍远低于其他板块水平。

图 21: 板块 11 年动态 PE 比较

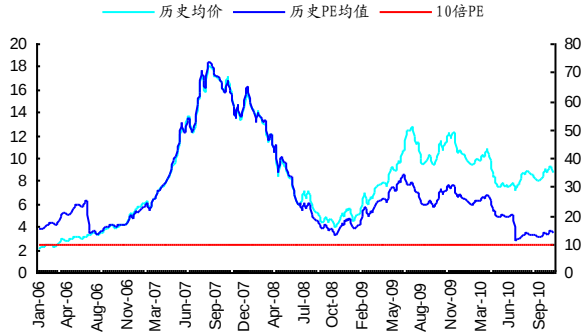


资料来源：WIND，分析师整理

纵向比较：我们选取过去 6 年行业内主业为房地产开发的 24 家上市公司作为样本计算动态 PE 变化，上半年用当年 EPS，下半年用下一年 EPS（10 年下半年用 11 年预测 EPS），结果显示目前地产股估值处于 06 年以来的底部，低于 08 年大熊市水平。而且每当全行业 PE 均值水平达 12 倍或龙头公司 PE 均值达 10 倍时，

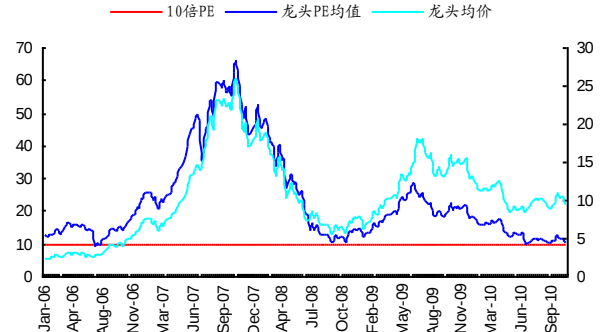
股价往往触底反弹、甚至反转！

图 22：主流地产股平均动态 PE 历史变化趋势



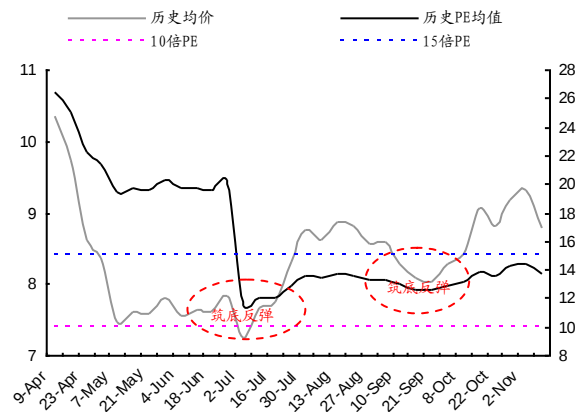
资料来源：WIND，分析师计算

图 23：保招万金等龙头的平均动态 PE 历史变化趋势



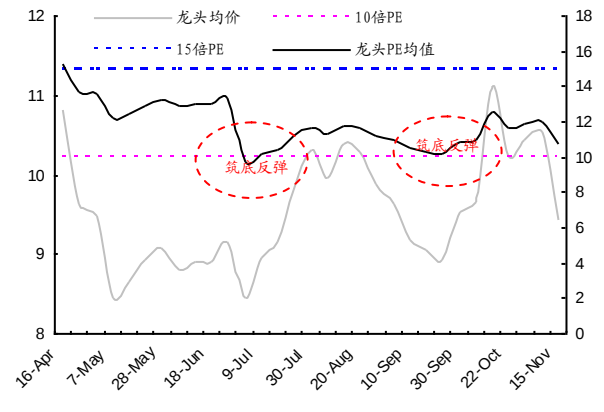
数据来源：WIND，分析师计算

图 24：2010 年 4 月以来地产板块估值水平与股价



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 25：2010 年 4 月以来地产龙头股估值水平与股价



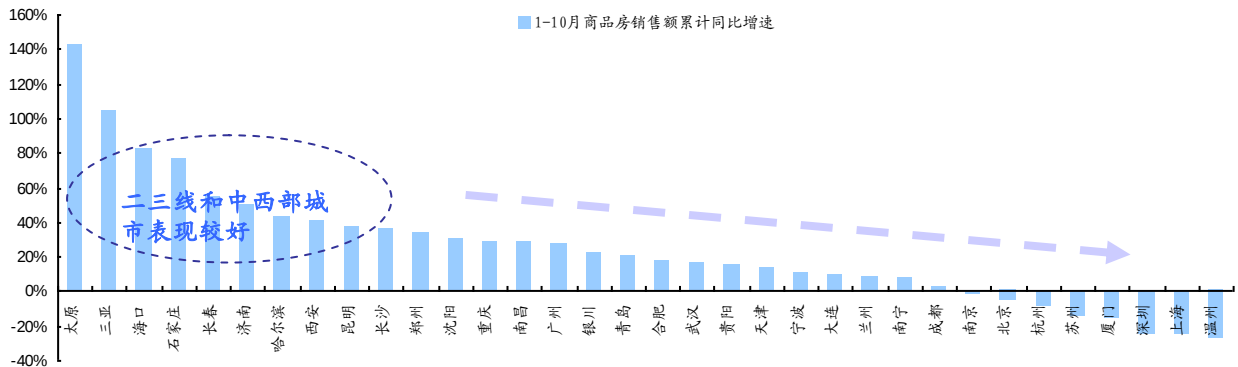
数据来源：WIND，国信证券经济研究所

2011 年销量上升是大概率事件

支持行业长期向好的深层因素依然坚实

城市化、工业化导致的新增住房需求巨大：①目前我国城市化水平较低，只有 44.9%，根据诺瑟姆曲线，未来 15 年我国仍将加速城市化，每年在 1%左右，仅此每年约新增 5-6 亿平米住房需求，算上改善性需求、拆迁等因素导致的刚性需求，中国城镇每年新增约 8-10 亿住房需求；②十二五规划提出大力推进城镇化，规划了城市发展结构问题，提出“要把符合落户条件的农业转移人口逐步转为城镇居民”、“以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展”。我们判断，未来中小城市房地产的发展速度将有望快于大城市，2010 年二、三线及中西部城市楼市表现较好并成为开发商主战场，就反映了这种趋势。

图 26: 重点城市 2010 年 1-10 月新建商品房销售额同比增速



资料来源: 根据搜房网数据整理

经济长期增长: 十二五期间, 中国经济增长中枢将保持在 7% 以上, 房价与 GDP 增速高度正相关, 经济增长房价难跌!

人口红利: 婴儿潮出生人口在 3 亿左右, 其目前大多在 30—45 岁之间, 正处于住房消费较强时期;

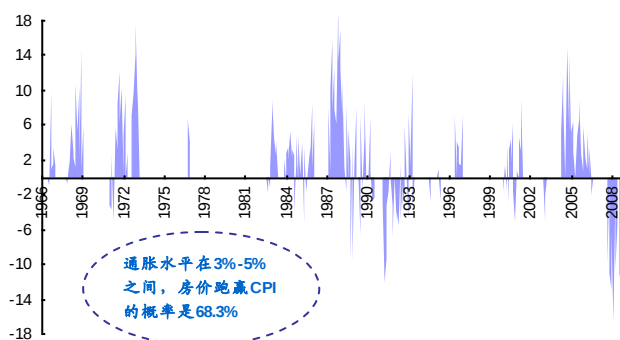
另外, 体制和制度上的缺陷也在短期内支撑房价向上——

- a) **全社会福利水平低下:** 导致买房养老成必然;
- b) **收入分配结构不合理、投资渠道狭窄:** 灰色收入庞大并大量流入楼市;
- c) **房地产二元结构和分税制:** 土地是政府最核心的资产, 其供应被垄断, 无法及时反应楼市变化; 房价温和上涨符合政府利益; 分税制更强化了推高地价动力。

温和通胀+升值将促发资产配置需求

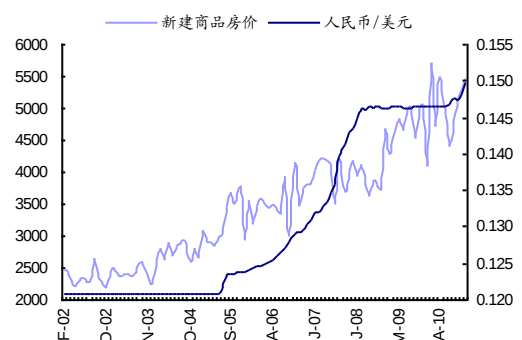
观察美国历史数据, 在温和通胀 (CPI 3-5%) 情况下, 房价跑赢通胀的概率接近 70%。由于中国投资渠道狭窄, 加上国人千百年来形成的不动产情结, 在通胀背景下, 更易倾向选择购房作为抗通胀的主要手段。人民币升值预期下, 会导致资本对中国房地产上的配置, 从而推高房价。

图 27: 美国 1966 年以来 CPI 在 3-5% 之间的房价超额收益率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 28: 人民币升值与房价正相关

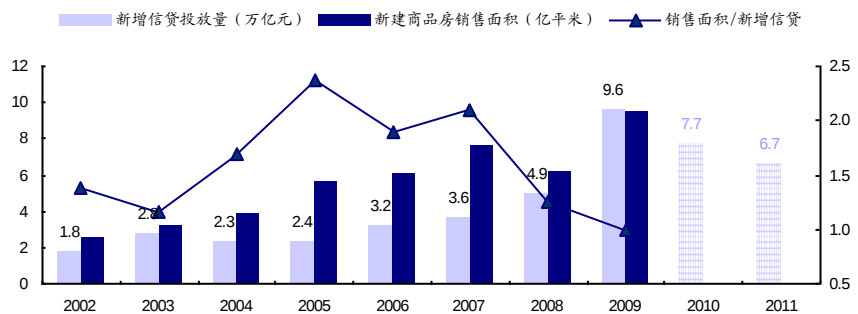


数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

天量信贷短期难收，仍对楼市构成支撑

自 06 年开始，信贷投放量开始大幅走高，09 年达到天量，01-05 年累计新增信贷只有 10.48 万亿，而到 09 年就达 9.59 万亿。在经济复苏后，面对资产价格膨胀和通胀，流动性收缩成必然，2010 年新开始下降，但预计仍高达 7.68 万亿，据国信宏观组预测，明年新增信贷为 6.66 万亿，仍远超 06、07 年水平，并呈前高后低态势。纵观历史数据，新增贷款一万元能够拉动 1-2.5 平方米新建商品房销售！

图 29：新增贷款 1 万元能拉动 1-2 平方米新建商品房销售

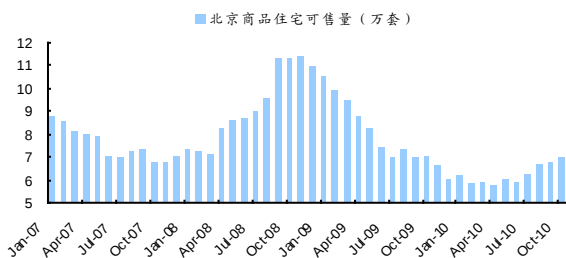


资料来源：WIND，国信宏观小组预测、分析师整理

新建商品住宅供不应求局面将有所缓解

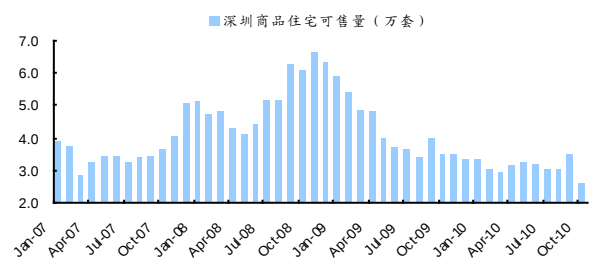
2010 年，新建住宅供应一直较为紧张，这也是 2010 年以来房价越调控越涨的重要原因，截至 2010 年 11 月 30 日，主要城市新建商品住宅可售量仍处在历史低位。

图 30：北京商品住宅可售套数



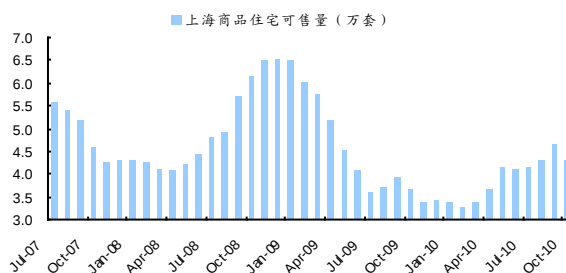
资料来源：搜房网，分析师整理

图 31：深圳商品住宅可售套数



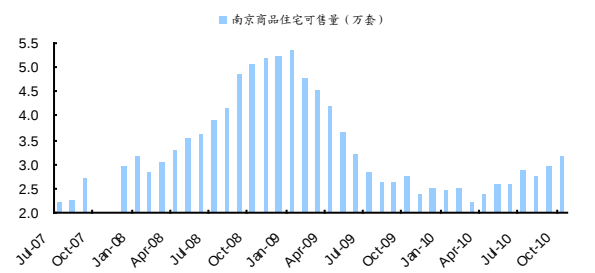
数据来源：搜房网，分析师整理

图 32：上海商品住宅可售套数



资料来源：搜房网，分析师整理

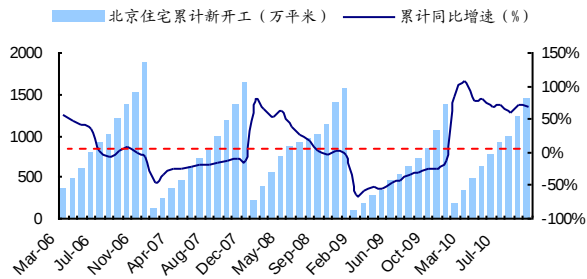
图 33：南京商品住宅可售套数



数据来源：搜房网，分析师整理

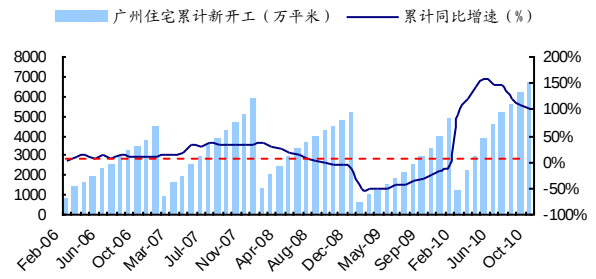
可售量低的原因是 08 年行业低迷导致新开工下滑较大, 09 年销售回暖后又由于调控预期等原因, 新开工恢复缓慢, 以至于供应一直起不来。随着 10 年新开工的恢复性增长, 11 年二季度以后供应会有所放大, 届时新建商品房供不应求格局将会有所缓解, 但这种供应放大只是对过去两年供应缺失的弥补, 在 11 年上半年不会造成供应过剩, 最多是将处于历史低位的可售量提升到历史平均水平而已。

图 34: 北京住宅新开工与累计同比增速



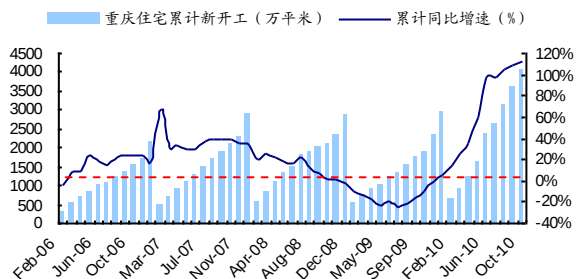
资料来源: WIND, 分析师整理

图 35: 广东省住宅新开工与累计同比增速



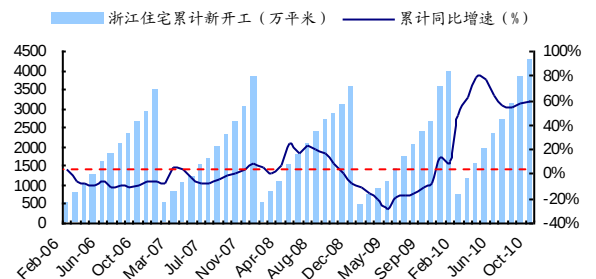
数据来源: WIND, 分析师整理

图 36: 重庆住宅新开工与累计同比增速



资料来源: WIND, 分析师整理

图 37: 浙江住宅新开工与累计同比增速

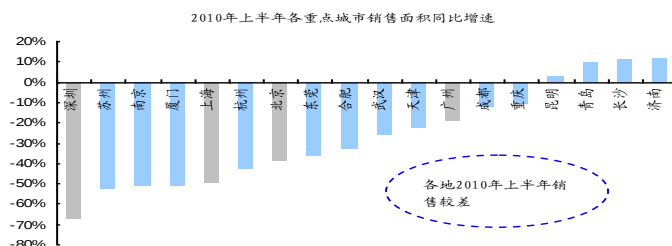


数据来源: WIND, 分析师整理

2011 年上半年销量增长是大概率事件

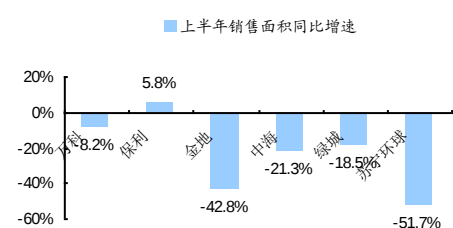
上述因素将导致明年销售增长, 由于基数低 (大部分重点城市 2010 年上半年销售面积是负增长、万科、金地、中海等龙头 2010 年前 5 个月累计销售面积也是负增长), 我们认为, 2011 年上半年增幅会更大。经测算, 2011 年上半年销售面积约增长 12%, 由于上有政策掣制、下有需求支撑, 房价将保持稳定。

图 38: 重点城市 2010 上半年销量同比增速



资料来源: 国家统计局, 分析师整理

图 39: 龙头公司 2010 年前 5 月销量同比增速



数据来源: 公司公告, 分析师整理

建议左侧建仓、逢低买入，布局反弹

地产股 2011 年上半年有机会

综上所述，我们认为地产股在 2011 年上半年有机会，建议左侧建仓、逢低买入、布局反弹。理由概括如下：①由于经济面临不确定性，2011 年地产调控有阶段性放松可能；②即使再加息 125 基点，对地产影响也有限；③当前地产股财务风险不大；④明年业绩增长超过 30%，且基本被锁定；⑤机构普遍低配，筹码分散，若预期略有改善，则有望成为做多的突破口，而若大盘向下，地产股面临的抛压也比其他板块要小；⑥估值低廉，目前主流地产股 11 年动态 PE 不到 10 倍，而且股价对 NAV 有超过 10%以上的折让，已反映了最悲观的预期，向下调整空间已不大，一旦基本面没有大家预期得那么悲观、或政策略有松动，估值将获得修复，即使调控常态化导致估值受压，只能修复至动态 PE15 倍（暨 2010 年反弹压力线水平），也仍远低于其他板块，若此，目前股价将有 50%的上涨空间；⑦明年销售增长是大概率事件，上半年增幅更明显。

选股原则：财务稳、估值低、成长好、业绩锁定性强

我们用货币资金/（一年内到期的非流动负债+短期借款）来判断地产股的短期偿债能力，用净负债率和扣除预收款后的资产负债率来衡量资本结构，短期偿债能力好、资债结构优兼具谓之“财务稳”。

表 4：财务稳健地产股 TOP20

排名	货币资金/（短期借款+一年内到期非流动负债）	扣除预收款后的资产负债率	净负债率
1	万方地产 27.21	ST 东源 1.65%	京能置业 -49.03%
2	亿城股份 25.46	万科 11.52%	卧龙地产 -41.12%
3	华联控股 24.69	海德股份 14.60%	亿城股份 -7.02%
4	广宇发展 13.59	世荣兆业 14.92%	万方地产 -4.14%
5	深物业 A 11.57	世联地产 15.07%	ST 重实 4.41%
6	中润投资 10.87	科学城 19.00%	丰华股份 5.62%
7	泛海建设 10.79	刚泰控股 20.32%	光华控股 7.45%
8	中体产业 9.00	多伦股份 21.22%	名流置业 10.93%
9	新黄浦 8.19	顺发恒业 24.78%	深长城 12.89%
10	渝开发 7.94	锦世股份 25.04%	招商地产 14.42%
11	卧龙地产 7.22	华联控股 25.47%	美都控股 14.71%
12	万业企业 6.44	云南旅游 26.40%	中润投资 16.62%
13	云南城投 6.03	ST 重实 26.52%	南国置业 17.81%
14	万通地产 5.93	道博股份 27.80%	阳光股份 18.49%
15	道博股份 5.83	宜华地产 28.48%	创兴置业 19.29%
16	实达集团 5.79	绿景地产 28.63%	刚泰控股 19.51%
17	深长城 5.78	卧龙地产 29.44%	万通地产 20.16%
18	华远地产 5.06	美都控股 29.58%	东方银星 22.20%
19	华丽家族 4.56	深鸿基 29.59%	深天健 22.44%
20	西藏城投 4.32	*ST 海鸟 29.71%	渝开发 22.80%
21	首开股份 4.27	ST 中房 30.35%	*ST 海鸟 24.65%
22	招商地产 4.12	万泽股份 30.38%	新黄浦 27.14%
23	名流置业 4.05	冠城大通 30.73%	中关村 27.22%
24	滨江集团 3.91	天房发展 30.85%	万科 A 27.29%
25	华发股份 3.80	大龙地产 31.45%	金宇车城 28.11%

注：“蓝色”代表两项指标重合，“紫色”代表三项指标重合

资料来源：WIND，分析师测算

按 11 月 26 日收盘价计，选取 2011 年动态 PE 低于 10 倍、股价对 NAV 折让的品种，动态 PE 越低、股价折让越大，谓之“估值低”。

我们用“2011 年预测收入的增速”×“2011 年业绩锁定性”，该值越大，表示该地产股业绩增长好且增长确定。

表 5: 估值低廉的地产股 TOP20

排名		PE		P/NAV
1	沙河股份	5.6	华发股份	0.5
2	华业地产	5.7	泛海建设	0.6
3	北京城建	5.9	苏宁环球	0.6
4	嘉凯城	6.5	首开股份	0.58
5	阳光城	6.7	华侨城 A	0.6
6	华发股份	6.8	沙河股份	0.6
7	亿城股份	7.0	深长城	0.6
8	深长城	7.9	金融街	0.7
9	鲁商置业	8.5	深振业 A	0.7
10	建发股份	8.6	招商地产	0.7
11	中天城投	8.6	鲁商置业	0.7
12	金地集团	8.8	金地集团	0.8
13	冠城大通	8.9	浦东金桥	0.8
14	保利地产	8.9	保利地产	0.8
15	万科 A	9.0	中华企业	0.8
16	金融街	9.1	北京城建	0.8
17	中南建设	9.1	万科 A	0.8
18	首开股份	9.4	广宇发展	0.8
19	招商地产	9.5	中天城投	0.9
20	深振业 A	9.6	中粮地产	0.9

注：“灰色”代表两项指标重合

资料来源：WIND，分析师测算

表 6: “业绩锁定性×收入增速” TOP20

排名	证券代码	证券简称	机构预计 11 年收入增幅	11 年业绩锁定性	收入增幅*业绩锁定性
1	000631.SZ	顺发恒业	70%	198%	138.60%
2	600322.SH	天房发展	71%	90%	63.90%
3	002244.SZ	滨江集团	33%	175%	57.75%
4	600791.SH	京能置业	64%	77%	49.28%
5	002133.SZ	广宇集团	41%	89%	36.49%
6	600048.SH	保利地产	32%	79%	25.28%
7	002146.SZ	荣盛发展	36%	63%	22.68%
8	600665.SH	天地源	26%	64%	16.64%
9	600376.SH	首开股份	27%	59%	15.93%
10	600639.SH	浦东金桥	33%	46%	15.18%
11	600383.SH	金地集团	33%	45%	14.85%
12	000002.SZ	万科 A	25%	47%	11.75%
13	600675.SH	中华企业	34%	41%	13.94%
14	600223.SH	鲁商置业	46%	30%	13.80%
15	000506.SZ	中润投资	47%	29%	13.63%
16	600246.SH	万通地产	44%	29%	12.76%
17	600724.SH	宁波富达	30%	41%	12.30%
18	600759.SH	正和股份	21%	51%	10.71%
19	000965.SZ	天保基建	51%	20%	10.20%
20	600185.SH	格力地产	62%	15%	9.30%

资料来源：WIND，分析师测算

建议把握两条主线

- 一、 防守组合， 优先选取估值低、财务稳健、业绩锁定性好的全国和区域龙头，如“保招万金”、华业地产、首开股份、滨江集团、荣盛发展、浦东金桥、亿城股份、鲁商置业、北京城建等；
- 二、 进取组合，选取地产+X（资源品、新能源、大消费）的品种，如福星股份（地产+新能源）、中天城投（地产+资源品）、西藏城投（地产+新能源）、中国宝安（地产+新能源）、华侨城（地产+旅游）、中弘地产（地产+旅游）、胜利股份（地产+医药）等。

表 7：国信证券重点地产股盈利预测及估值

	证券简称	12月2日	EPS			PE			PB	NAV	P/NAV	投资评级
		收盘价	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10Q3			
"保招万金"等全国龙头	万科 A	8.27	0.61	0.92	1.14	13.6	9.0	7.3	2.3	9.9	0.8	推荐
	招商地产	16.01	1.34	1.69	2.04	12.0	9.5	7.9	1.6	23.9	0.7	推荐
	保利地产	12.23	1.05	1.38	1.79	11.7	8.9	6.8	2.1	15.3	0.8	推荐
	金融街	6.64	0.57	0.73	0.88	11.7	9.1	7.6	1.3	10.2	0.7	推荐
	金地集团	5.86	0.51	0.67	0.85	11.5	8.8	6.9	1.6	7.7	0.8	推荐
	华侨城 A	11.72	0.73	0.93	1.16	16.0	12.6	10.1	3.1	19.6	0.6	推荐
云天星球	云南城投	15.78	0.49	1.58	2.37	32.2	10.0	6.7	3.4	50.9	0.3	谨慎推荐
	中天城投	13.69	1.02	1.59	2.50	13.4	8.6	5.5	8.9	16.1	0.9	推荐
	福星股份	12.47	0.63	0.85	1.30	19.7	14.8	9.6	1.7	14.3	0.9	推荐
	苏宁环球	8.70	0.56	0.75	0.99	15.6	11.6	8.8	4.3	15.1	0.6	推荐
其他区域龙头	华发股份	10.22	1.10	1.49	2.00	9.3	6.8	5.1	1.6	21.2	0.5	推荐
	新湖中宝	5.43	0.32	0.43	0.55	17.2	12.5	9.8	3.9	5.0	1.1	推荐
	亿城股份	5.08	0.58	0.72	0.96	8.7	7.0	5.3	1.7	4.9	1.0	推荐
	滨江集团	10.47	0.69	1.02	1.21	15.2	10.3	8.6	3.7	10.3	1.0	推荐
	荣盛发展	11.55	0.66	0.91	1.15	17.6	12.7	10.0	3.8	10.7	1.1	推荐
	新城 B 股	4.75	0.64	0.80	1.05	7.4	5.9	4.5	2.1	10.2	0.5	推荐
	中华企业	7.18	0.57	0.72	0.92	12.7	10.0	7.8	2.6	8.7	0.8	推荐
	建发股份	6.55	0.62	0.76	0.98	10.6	8.6	6.7	2.7	6.1	1.1	推荐
	栖霞建设	5.17	0.36	0.48	0.59	14.3	10.9	8.8	1.9	5.9	0.9	推荐
	天地源	5.28	0.39	0.50	0.62	13.6	10.6	8.4	2.4	5.5	1.0	推荐
	首开股份	15.41	1.20	1.64	2.17	12.8	9.4	7.1	1.7	26.6	0.58	推荐
	北京城建	11.62	1.41	1.97	2.56	8.3	5.9	4.5	2.1	14.1	0.8	推荐
整体上市或资产注入	沙河股份	9.77	1.29	1.74	2.03	7.6	5.6	4.8	3.9	16.0	0.6	推荐
	中粮地产	6.48	0.31	0.44	0.54	20.9	14.7	12.0	2.3	7.6	0.9	谨慎推荐
	中航地产	12.25	0.40	0.60	0.84	30.6	20.4	14.6	1.5	13.1	0.9	推荐
	渝开发	9.38	0.30	0.43	0.55	31.3	21.8	17.1	2.9	7.0	1.3	推荐
	广宇发展	9.34	0.40	0.50	0.90	23.4	18.7	10.4	7.8	11.0	0.8	推荐
	ST 东源	8.93	0.02	0.69	0.86	517.3	12.9	10.3	4.9	9.4	1.0	谨慎推荐
	津滨发展	5.72	0.06	0.12	0.25	93.4	46.3	23.1	4.3	2.5	2.3	谨慎推荐
	上实发展	8.67	0.35	0.42	0.55	24.7	20.4	15.7	3.7	8.8	1.0	谨慎推荐
其它	深振业 A	7.31	0.59	0.76	0.99	12.4	9.6	7.4	2.7	11.0	0.7	推荐
	深长城	17.49	1.71	2.21	2.51	10.2	7.9	7.0	1.9	28.0	0.6	推荐
	泛海建设	8.93	0.33	0.39	0.50	27.2	23.1	17.7	2.6	15.7	0.6	谨慎推荐
	深天健	12.35	0.66	0.88	1.09	18.8	14.1	11.3	1.6	9.0	1.4	谨慎推荐
	阳光城	9.03	1.08	1.34	1.68	8.3	6.7	5.4	3.9	7.5	1.2	谨慎推荐
	嘉凯城	7.88	0.94	1.22	1.55	8.4	6.5	5.1	4.0	8.9	0.9	谨慎推荐
	中南建设	10.12	0.81	1.11	1.54	12.4	9.1	6.6	2.7	9.8	1.0	推荐
	广宇集团	6.84	0.46	0.60	0.72	14.8	11.4	9.5	2.6	6.2	1.1	推荐
	冠城大通	8.81	0.79	0.99	1.20	11.2	8.9	7.4	3.4	9.0	1.0	推荐
	鲁商置业	7.23	0.63	0.85	1.05	11.5	8.5	6.9	9.8	10.0	0.7	推荐
	华业地产	7.17	0.60	1.26	1.86	12.0	5.7	3.9	2.1	7.0	1.0	推荐
	南京高科	14.03	0.58	0.70	0.99	24.1	20.1	14.2	1.5	8.0	1.8	推荐
	万通地产	6.13	0.39	0.44	0.56	15.5	14.1	11.0	2.4	6.0	1.0	谨慎推荐
	中国宝安	17.62	0.28	0.42	0.75	62.0	41.8	23.4	7.9	4.0	4.4	谨慎推荐
商业出租类	小商品城	34.39	0.88	1.10	1.32	39.0	31.2	26.0	6.7	26.5	1.3	推荐
	轻纺城	11.28	0.35	0.37	0.48	32.2	30.3	23.3	5.6	7.0	1.6	谨慎推荐
	世茂股份	13.08	0.46	0.73	1.15	28.7	18.0	11.3	2.2	9.5	1.4	谨慎推荐
	浦东金桥	9.11	0.50	0.59	0.70	18.4	15.4	13.0	2.5	11.6	0.8	谨慎推荐
	中国国贸	11.85	0.35	0.40	0.51	33.9	29.8	23.4	2.7	13.7	0.9	谨慎推荐
	陆家嘴	17.70	0.70	0.79	0.90	25.4	22.3	19.7	3.3	17.0	1.0	谨慎推荐
A 股平均			0.65	0.89	1.17	29.6	14.2	10.5	3.3	12.3	1.0	
H 地产股	中国海外	13.10	0.95	1.16	1.50	13.9	11.3	8.7	2.7	8.1	1.6	谨慎推荐
	合生创展	7.12	1.88	2.42	2.50	3.8	2.9	2.8	0.4	21.4	0.3	中性
	世茂房地	10.44	0.85	1.09	1.20	12.3	9.6	8.7	1.5	11.0	0.9	谨慎推荐
	龙湖地产	8.88	0.47	0.67	0.86	19.1	13.3	10.3	3.3	11.8	0.8	谨慎推荐
	碧桂园	2.56	0.21	0.26	0.28	12.2	9.7	9.1	2.0	3.4	0.8	中性
	富力地产	9.51	1.73	2.13	2.33	5.5	4.5	4.1	1.9	13.2	0.7	谨慎推荐
	恒大地产	3.38	0.22	0.33	0.40	15.6	10.2	8.5	3.4	4.4	0.8	中性
	雅居乐地	9.57	1.43	1.74	2.04	6.7	5.5	4.7	2.1	10.8	0.9	谨慎推荐
	绿城中国	7.54	1.66	2.85	3.14	4.5	2.6	2.4	1.4	19.0	0.4	谨慎推荐
H 股平均			1.04	1.41	1.58	10.4	7.7	6.6	2.1	11.5	0.8	

EPS 均按最新股本除权，H 股价按人民币折算

资料来源：分析师测算

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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。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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晚熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	