

平稳发展年，紧跟主线重在择时

—房地产行业 2011 年度策略报告

民生精品---深度研究报告/房地产行业

2010 年 12 月 16 日

报告摘要:

● 短期模型及货币因素双重作用，房价有望稳中略降

短期模型决定房价短期调整，2011CPI 仍较高，真实贷款利率处历史低位，对房价形成支撑。两因素合力，预计房价稳中略降，悲观估计下跌幅度在 12%以内。

● 房地产行业调控政策2年内维持不变

本轮房地产调控政策至少还要持续两年。考虑调控效果及翘尾因素，2011 年上半年房地产价格同比涨幅将持续回落，环比会持平或者微跌，本轮地产调控已见成效。未来调控政策虽无放松迹象，但政策压力部分缓解。

● 2011年商品房供给充裕，成交面积小幅增长

2009 年以来土地供给明显增加，新开工面积大幅提升。2011 年商品房供应将明显增加，在预期分散及通胀背景下将促进成交量，预计 2011 年全国商品房销售面积增长 9.43% “十二五”规划明确要求加快保障性住房建设步伐，房地产开发投资增速达到 25.88%，非住宅投资下滑将影响一年后商品房供给。

● 把握宏观和行业面，择时布局2011年

2011 年上市类房地产公司净利润增幅为 16%，是房地产行业平稳发展年，投资机会优于 2010 年。行业的投资机会集中在 CPI 引致的货币政策变化及行业政策变化上，择时更为重要。CPI 高点回落，货币政策压力缓解之时是房地产股买入时机，看好 2011 年上半年房地产股表现。

● 把握三条投资主线，精选个股

三条投资主线：1、快周转类公司：万科 A、保利地产、荣盛发展；业绩进入释放期；2、资源优势，重估折价高的公司：北京城建、华业地产；3、新地产模式：万通地产、中弘地产。

盈利预测与财务指标

重点公司	EPS			净利润增长率 %		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
万科	0.48	0.68	0.77	-12.7	38.6	36.4
保利地产	1.06	1.05	1.48	31.7	41.0	40.6
华业地产	0.18	0.47	1.13	20.6	157.3	143.2
北京城建	1.15	1.18	1.29	160.6	23.7	8.8

资料来源：民生证券研究所

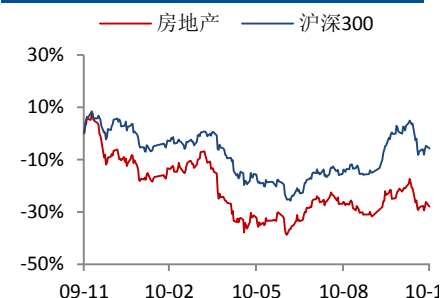
民生证券研究所

分析师：王新亮
执业证号：S0100210060003
电话：(8610)85127648
邮箱：wangxinliang@mszq.com

分析师：赵若琼
执业证书编号：S0100210090002
电话：(8610)8512 7648
Email: zhaoruqiong@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究

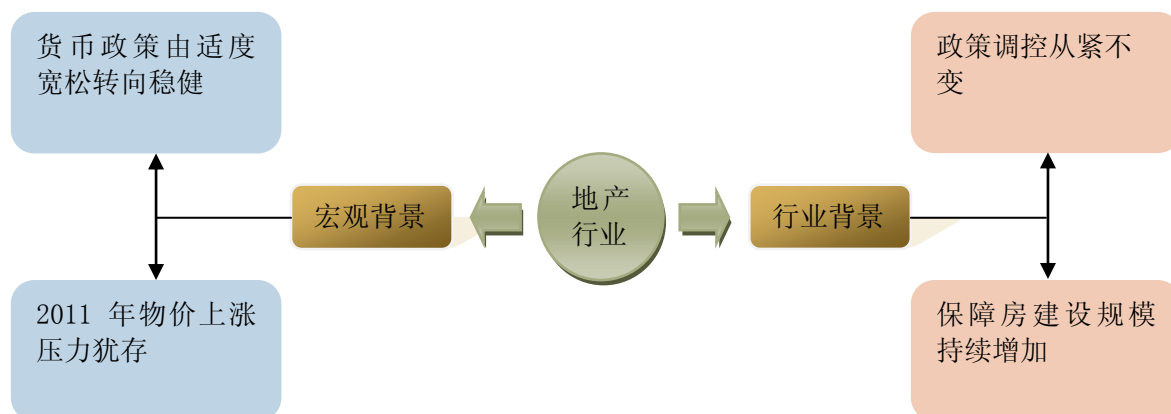
1. 《政策高压促房价短期调整，五因素支撑长期上涨—中国房地产价格分析报告》2010.10.18
2. 《2010 年中期投资策略报告：估值修复，静待趋势性机会》2010.8.4

投资要点:

➤ 投资逻辑

本报告试图从宏观面背景和行业背景两条线索来讨论地产行业明年的发展形势。首先，从宏观面来看，货币政策由适度宽松转向稳健，2011 年 CPI 涨幅预计为 3.5%，物价上涨将引起资产价格上涨；但加息幅度大于 CPI 上升幅度的可能性不大，负利率背景下，地产的资产配置功能凸显；从行业背景看，调控政策明年将延续，主要表现在增加供给，抑制需求，市场监管，增加保障性住房建设等方面，目前房价已逐步得到控制，政策调控压力部分缓解，而保障性住房短期内很难形成对商品房需求带来影响。

基于行业 and 宏观背景两方面的分析，我们认为 2011 年地产行业将平稳发展，投资机会优于 2010 年，建议在当前背景和房地产企业盈利模式下把握三条投资主线，精选个股。



➤ 有别于大众的认识

1、从宏观面背景和行业背景两条线索来讨论地产行业明年的发展形势。2011 年为行业平稳发展年，行业销售情况将略好于 2010 年。

2、行业的投资机会集中在 CPI 引致的货币政策变化及行业政策变化上，择时更为重要。CPI 高点回落，货币政策压力缓解之时是房地产股买入时机，看好 2011 年上半年房地产股表现。

3、关注新形势下房地产企业盈利模式的转变，把握三条投资主线，精选个股。

目 录

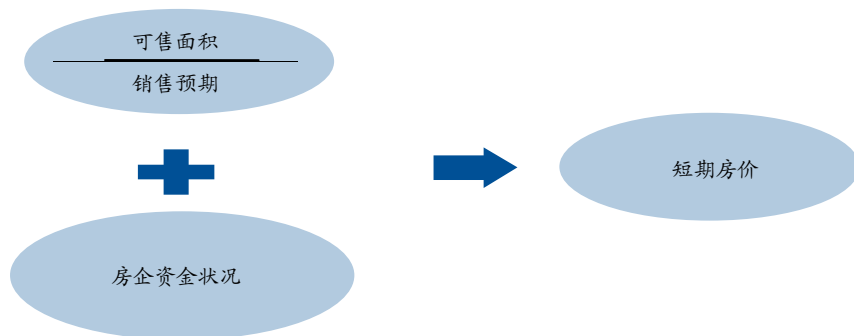
一、 短期模型及货币因素双重作用，房价有望稳中略降.....	4
(一) 短期三因素模型决定房价调整	4
(二) 货币政策转向， 2011 年 CPI 增速为 3.2%，房价获支撑	5
(三) 房价有望保持平稳，悲观估计下跌幅度在 12% 以内	7
二、 房地产行业调控政策 2 年内维持不变.....	7
(一) 本轮房地产调控政策将在 2 年内得以延续	7
(二) 随着房价的逐步回落，调控政策压力部分缓解	8
三、 2011 年商品房供给充裕，成交面积小幅增长.....	9
(一) 2011 年商品房供给充裕，将有利于保证行业成交面积	9
(二) 2011 年全国商品房销售面积增长 9.43%.....	9
(三) “十二五”规划明确要求加快保障性住房建设步伐	10
(四) 2011 年投资增速为 25.88%.....	11
四、 把握宏观和行业面，择时布局 2011 年.....	12
(一) 上市类房地产公司 2011 年业绩增速将有所下滑.....	12
(二) 2011 年是房地产行业平稳发展年，谨慎乐观对待.....	13
(三) 2011 年的投资机会优于 2010 年，择时更重要	14
(四) 关注房地产企业盈利模式的转变，把握三条投资主线	15
五、 重点公司推荐	17
(一) 万科 A：销售旺盛，资金无忧	17
(二) 保利地产：销售增长可持续，保持较强进取心.....	18
(三) 北京城建：多因素催化，业绩保障，重估优势明显.....	19
(四) 华业地产：低成本拿地策略，业绩释放期到来.....	20
插图目录	21
表格目录	21

一、短期模型及货币因素双重作用，房价有望稳中略降

（一）短期三因素模型决定房价调整

短期内房价走势主要看销售情况，企业资金变化。短期内决定房价三要素分别为：商品房可售面积、房地产企业资金状况及销售预期。

图 1：房价短期内由三要素决定

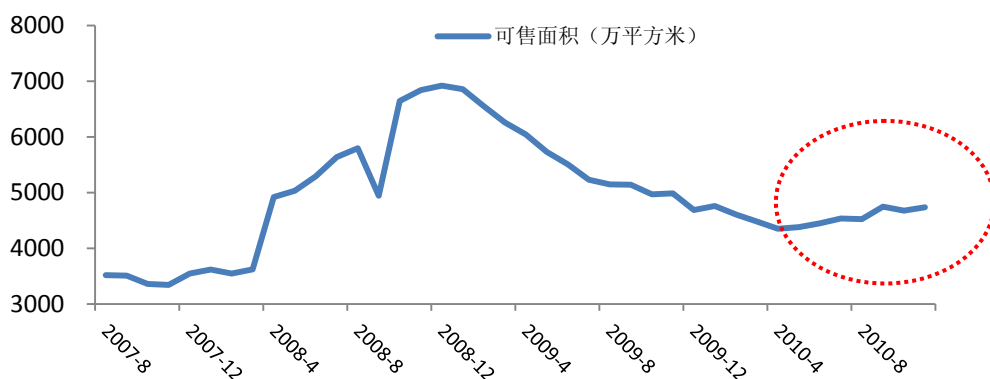


资料来源：Wind，民生证券研究所

1、各大城市可售面积呈现缓慢上升的趋势，仍处于较低水平

2010 年 11 月份重点城市（北京、上海、深圳、杭州、重庆、武汉新建商品住宅可售面积为 4735.25 万平方米，比 4 月份 4350 万平方米上升了 8.1%，近八个月保持缓慢上升的态势。随着 2009 年中期以来大量新开工面积转化为有效供给，商品房的可售面积有望进一步上升。新建商品住宅可售面积的提升短期内将抑制房价上涨的势头。

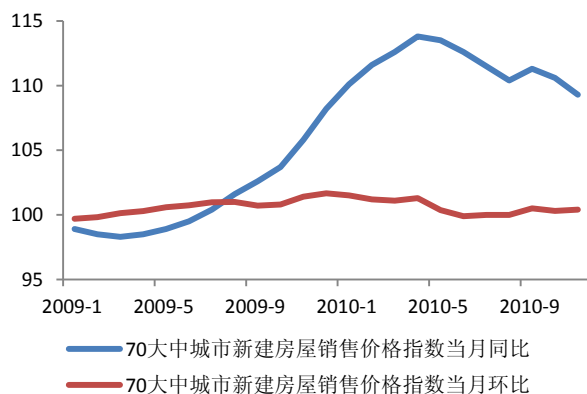
图 2：重点城市可售面积连续五个月上升



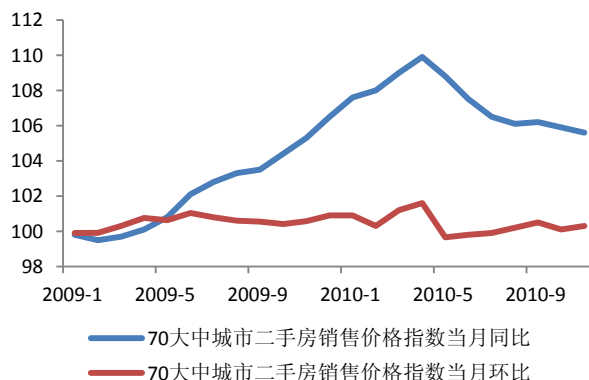
资料来源：中指数据，民生证券研究所

2、一系列房地产调控政策正不断扭转公众购房预期

2010 年以来，国家出台了一系列房地产调控政策，为重塑调控的决心，防止房价在政策作用下出现反弹，行业调控政策有不断加码的态势，从土地增值税清缴到限购令，严厉程度不断加大。从房价环比涨幅来看，国家的政策正在逐步奏效，购房者预期也在随着调控政策的频出而不断变化，投资性需求减少，刚性需求者主导价格走势。

图 1: 11 月 70 大中城市新建商品房销售价格环比涨 0.3%


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

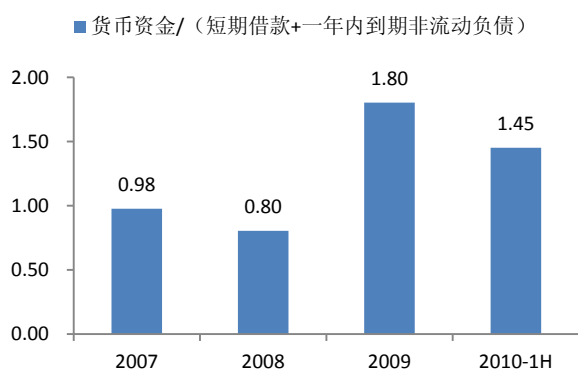
图 2: 11 月 70 大中城市二手住宅销售价格环比上涨 0.4%


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

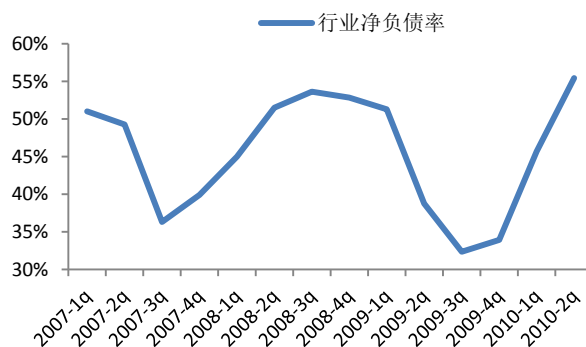
3、企业资金压力逐步增大，内部降价动力在逐步形成

目前房地产企业在银行信贷、信托、资本市场再融资方面受到抑制。从上市公司来看，通过信托等模式贷款的公司逐步增多，信托成本普遍高于同期贷款利率两倍以上，部分开发企业确实遭遇资金难题。在房贷和开发贷门槛日趋严厉，预收款监管，严查银信合作等多种政策作用下，房地产企业资金状况在房地产企业。

根据 2010 年中报数据，年内房地产企业资金保障性较高，但保障性较年初有所下降，行业净负债率达到 55.4%，比 2008 年底的 53.6% 还高。明后年房地产企业的资金压力会逐步显现。

图 5: 房企年内资金无忧，明年受考验


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

图 6: 上市类地产公司净负债率创出历史新高


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

(二) 货币政策转向，2011 年 CPI 增速为 3.2%，房价获支撑

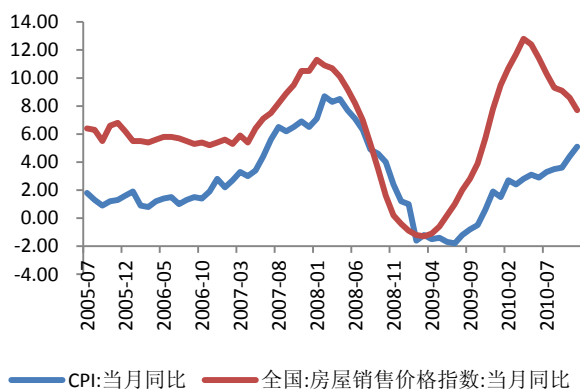
12 月 4 日中央会议决定，我国货币政策将由此前的“适度宽松”调整为“稳健”，货币政策基调发生重大转变。政策转向之际，无论数量化工具还是价格工具均会提高房地产企业的融资成本，在当前融资渠道不畅前提下，货币政策收紧非行业之福。按照 2010 年三季度地产公司财务数据，加息 25 个 BP，财务费用增加 8.43 亿，单次加息影响有限，但累计效应应对房地产企业产生明显负面影响。

1、2011 年 CPI 水平及较低的真实利率水平对商品房价格形成支撑

从历史数据看，CPI 走势与房屋价格走势明显正相关。2009 年以来的 CPI 上涨与流动性过剩紧密相关，这是支撑房价上涨的主要原因；另一方面，CPI 上涨、负利率条件下购买房屋等固定资产是保值增值的重要方式，增加了房地产的投资性需求。预计 2011 年 CPI 为 3.5%，对房地产价格形成支撑。

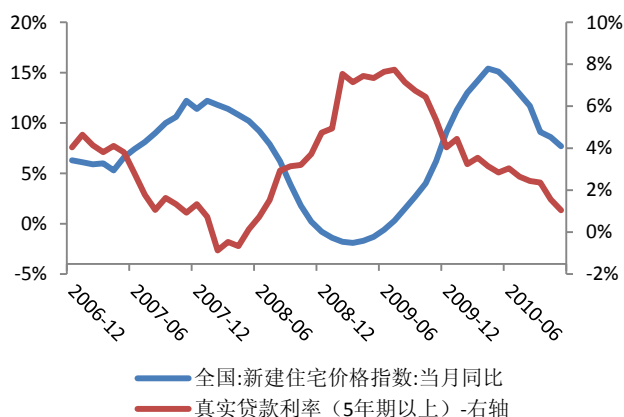
考虑加息，真实贷款利率水平仍较低，房地产资产配置属性凸显，当前五年期以上贷款利率为 6.14%，若明年 CPI 维持 3% 以上增速，即使加息 1 个百分点，真实利率在 3-4% 之间波动，仍处于历史较低水平。真实贷款利率能够反应居民购房成本，当利率较低时，人们仍将倾向于购置房地产作为保值增值的配置。

图 7: CPI 指数不断上升对房价形成支撑



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 8: 五年期以上贷款真实利率与房价反向波动

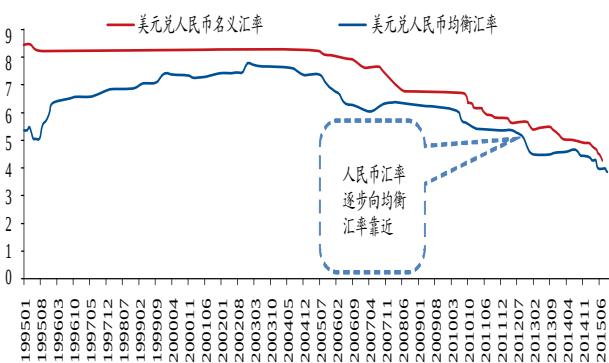


资料来源：国家统计局，民生证券研究所

2、人民币升值或加速热钱涌入楼市

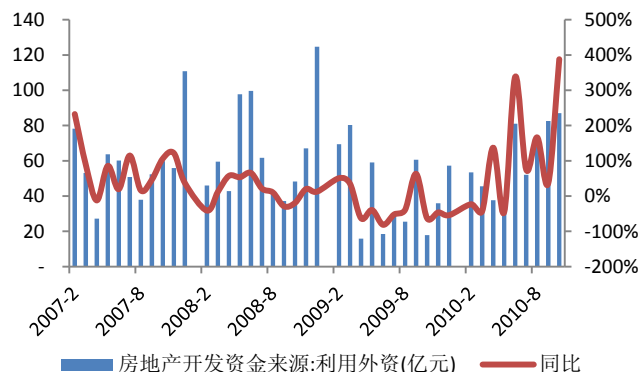
我们认为 2010 年人民币兑美元将升至 1:6.5，2011 年人民币将升值 7.7%，达到 1:6。人民币升值预期下，热钱加速流入国内，部分资金进入楼市。近几年来，我国房地产利用外资不断增加，2009 年开发企业资金来源中利用外资 470 亿元，2010 年 1-10 月达到 540 亿元，同比增长 43%，尤其是 2010 年 10 月份同比增长了近 4 倍。外资不断流入楼市，对房地产行业资金形成支撑。

图 9: 美元兑人民币汇率走势预测



资料来源：民生证券研究所

图 10: 房地产行业利用外资水平不断创出新高



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

（三）房价有望保持平稳，悲观估计下跌幅度在 12% 以内

我们根据各城市新建房屋成交价格数据，设计了一线城市和二线城市房屋成交价格指数，一线城市包括北京、上海、深圳和杭州四个城市，二线城市样本选择了重庆、武汉、长沙、天津、西安，苏州和厦门。以 2008 年 1 月为基期，基期值设定为 100。

由一线城市与二线城市房屋成交价格指数我们可以看到，在四月底五月初调控政策密集出台导致房价调整的过程中，房价最低跌至 2009 年底的水平后便开始反弹。这与我们中期策略的判断相一致，我们认为此轮房价调控的底线是 2009 年年底的房屋价格水平。

以目前价格计算，房价若调整至 2009 年年底水平（政策频出期），则一线城市将下跌 9.79%，二线城市将下跌 11.77%。而从我们对地产企业的调研情况看，二线城市目前房屋成交情况较好，购买热情较积极，预计未来调整幅度将小于 11.77%。在 2011 年 CPI 3.5%，真实贷款利率较低的前提下，房地产价格保持稳定的可能性更大。

图 11：今年以来一线城市成交价格指数得到有效抑制



资料来源：中指数据，民生证券研究所

图 12：二线城市成交价格受政策影响小，但涨幅较去年缩小



资料来源：中指数据，民生证券研究所

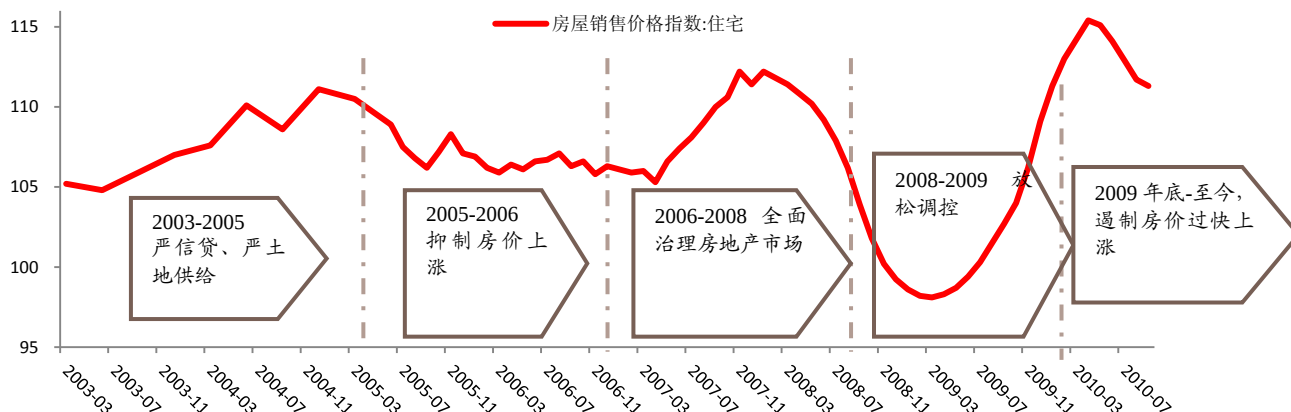
二、房地产行业调控政策 2 年内维持不变

2010 年地产行业是受政策调控压力最大的一年，从年初开始，调控政策不断出台，严厉程度逐渐增加。调控措施主要包括增加房屋和土地供给，抑制需求，市场监管，增加保障房建设等等。

（一）本轮房地产调控政策将在 2 年内得以延续

2009 年底-至今这一轮房地产调控政策的目标是“遏制房价过快上涨”。一方面保障性住房建设上需要时间；另一方面，扭转公众预期也需要政策的稳定性；最后，要谨防前几次房地产调控政策松动后房价的大幅反弹。预计这一轮房地产调控政策至少还要持续两年。因为保障性住房在 2009 年开始建设，2010 年规模扩大，真正见到成效，扩大覆盖范围也需要 2 年左右的时间。从历史上房地产行业政策调整周期看，政策调整都在两年以上。我国土地财政体制没有改变，民间投资渠道狭窄，城市化过程中住房需求旺盛，房地产行业的调控政策短期见效，中长期内仍难改变房价上行的趋势。

图 13: 中国房地产调控政策演进过程



资料来源: Wind, 民生证券研究所

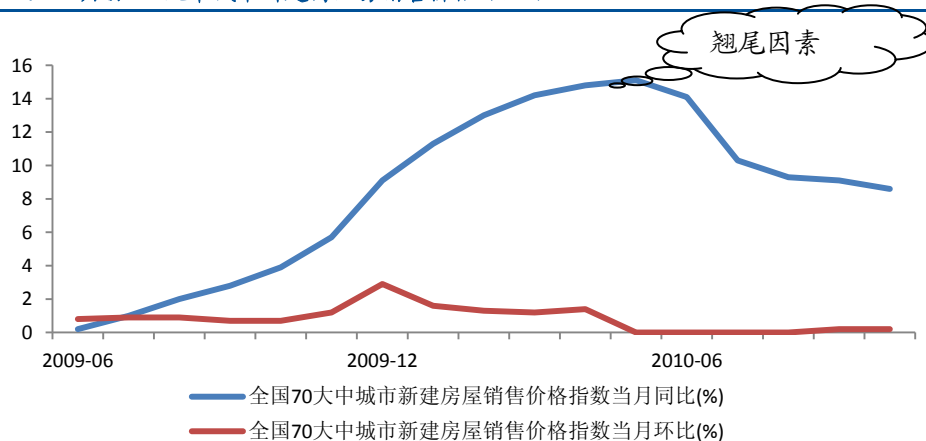
(二) 随着房价的逐步回落, 调控政策压力部分缓解

考虑 CPI 因素, 房价其实已经微跌。2010 年 10 月份全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 8.6%, 涨幅比 9 月份缩小 0.5 个百分点; 环比上涨 0.2%, 基本与上月持平。10 月份居民消费价格(CPI)同比上涨 4.4% (25 个月来新高), 涨幅比上月扩大了 0.8 个百分点, 环比上涨 0.7%, 如果考虑到 CPI 上涨因素, 房价实际下跌 0.5%。这说明房价上涨的势头已经得到初步遏制, 房地产调控初见成效。

2010 年一季度房价上涨迅速, 考虑翘尾因素影响, 2011 年上半年 70 大中城市房地产价格指数同比涨幅将持续回落。从数据上看房价回落, 环比可能出现平稳或者下跌态势。政策目标针对房价过快上涨, 因此随着房价的调整, 房地产行业调控政策压力已经部分缓解, 不确定性主要来自货币政策的变化。

通过一、二线城市房屋成交价格指数变动可以看出, 政策调控下房价已得到有效控制。本轮地产调控的重要目标就是抑制房价过快上涨, 因此, 未来调控政策虽无放松迹象, 但调控压力部分缓解。

图 14: 11 月份 70 大中城市新建商品房销售价格环比涨 0.3%



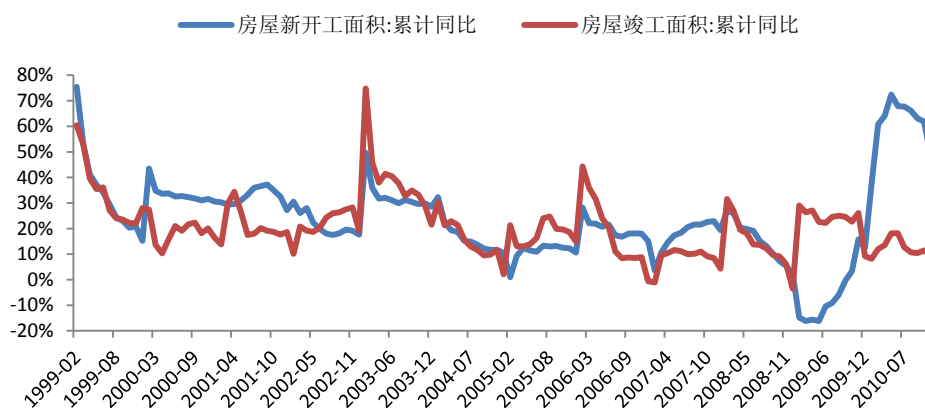
资料来源: Wind, 民生证券研究所

三、2011 年商品房供给充裕，成交面积小幅增长

（一）2011 年商品房供给充裕，将有利于保证行业成交面积

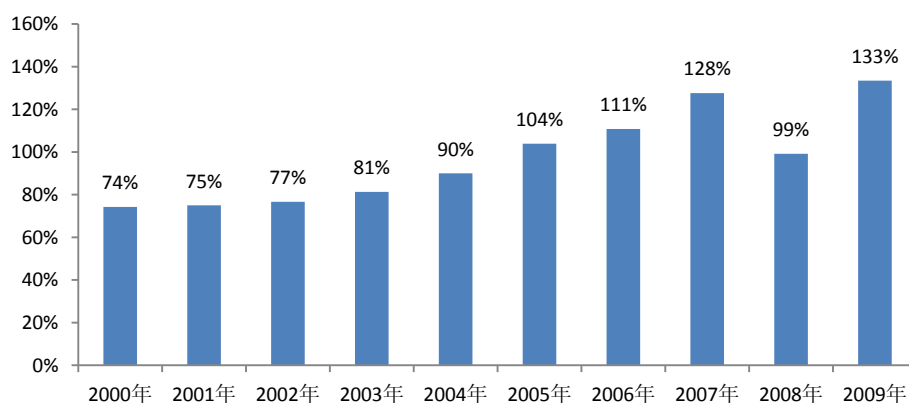
2009 年以来土地供给明显增加，新开工面积大幅提升。2011 年商品房供应将明显增加，在预期分散及通胀背景下将促进成交量。根据房地产市场 1 年半-两年左右的开发周期，当年供地将决定明后年的供给。2010 年 1-11 月，全国房地产开发投资 42697 亿元，同比增长 36.5%，房屋新开工面积 14.51 亿平方米，增长 48.7%；房屋竣工面积 4.85 亿平方米，增长 9.6%，完成土地购置面积 3.61 亿平方米，同比增长 33.2%。新开工及施工面积的增长将为商品房供给提供条件，根据历年来销售竣工比来看，2011 年商品房成交面积有保障。

图 15：2009 年以来新开工面积的大幅增加将保证 2011 年商品房供给



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 16：销售面积与竣工面积的比值



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

（二）2011 年全国商品房销售面积增长 9.43%

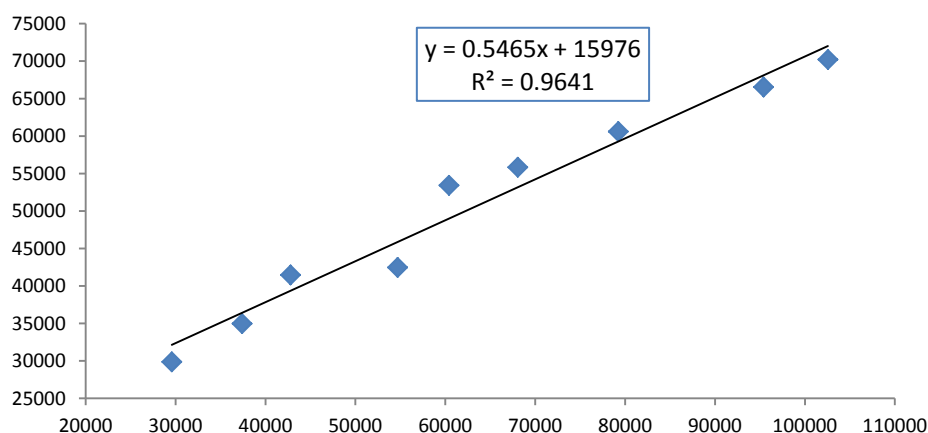
从历史数据看，每年销售面积与竣工面积的比值在 100%左右变动，2008 年房地产市场销售不景气，比值降至 99%，2007-2009 年在 130%左右。因此，我们通过竣工面积的变化来预

测明年销售面积。

根据房地产行业 1 年左右的建设期，T 年的新开工面积与 T+1 年的竣工面积数据拟合度较高。我们将 2000 年至 2008 年的新开工面积与 2001 年至 2009 年的竣工面积做线性回归，相关系数为 0.96，线性回归方程为 $y=0.546x+15976$ ，其中 y 为 T+1 年竣工面积，x 为 T 年新开工面积。

2010 年全年新开工面积有望达到 175385 万平方米，从而得出 2011 年竣工面积为 111736 万平方米。按照近五年以来销售/竣工最悲观比值 99%（2008 年）计算，2011 年销售面积为 110619 万平米，较 2010 年增长 9.43%。

图 17：新开工面积与竣工面积具有明显相关性



资料来源：民生证券研究所

（三）“十二五”规划明确要求加快保障性住房建设步伐

“十二五”期间房地产行业规划的指导思想是“强化各级政府职责，加大保障性安居工程建设力度，加快棚户区改造，发展公共租赁住房，增加中低收入居民住房的供给”。未来几年保障性住房建设将依然是政府工作的重点之一。

2010 年保障性住房供给大幅度提高。从历史上来看，2010 年是迄今保障性住房建设实施力度最大的一年，国家确定建设保障性住房和各类棚户区改造住房 580 万套。1999-2008 年我国累计竣工保障性住房仅为 600 万套。根据官方数据显示，截至 8 月底，全国保障性安居工程完成投资 4700 亿元，占年度投资计划的 60%。由此计算 2010 年全年保障性住房建设投资总额应达到 7833 亿元，约占全年房地产投资总额的 16%，较 2009 年计划投资额 1676 亿元增加 367%，而 2009 年实际完成投资额或不足 1676 亿元。

住建部近日下发通知指出，按照国务院关于大幅度增加保障性安居工程建设的要求，2011 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，较今年的 580 万套增加 72.42%，则 2011 年保障性住房建设投资额将增加到 13505 亿元。保障房建设投资增速继续保持较高水平。

表 1: 2011 年保障性住房建设投资额增长 17.24%

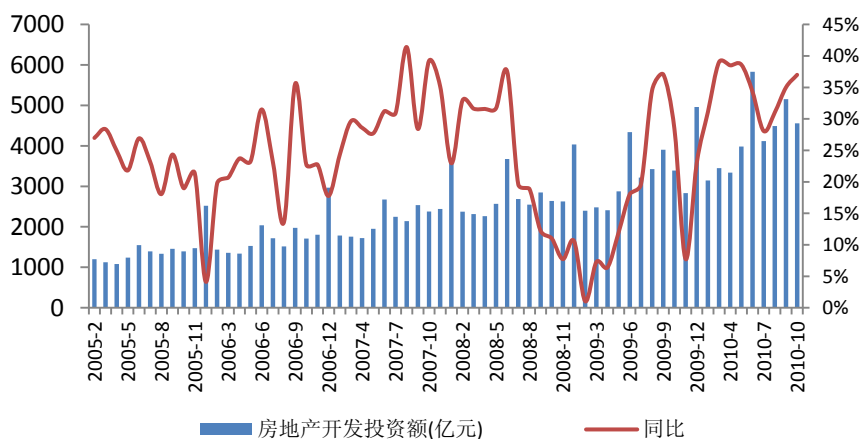
	保障性住房建设套数	保障性住房投资额	较前一年度增速
2010 年	580 万套	7833 亿元	367% (较 2009 年计划额)
2011 年	1000 万套	13505 亿元	72.42%

资料来源: 住建部, 民生证券研究所

保障性住房建设目的是为了满足不同收入者的住房需求, 从短期看对商品房需求影响有限。虽然保障性住房投资增速高, 但在整个存量房中占比较小。且保障性住房针对的客户收入较低, 大多数覆盖人群不是商品房的需求者, 需求分流有限。从土地来看保障性住房占新增供地越来越大, 商品住宅有更大溢价空间。

(四) 2011 年投资增速为 25.88%

2010 年 1-10 月全国房地产开发投资额累计完成为 38069.52 亿元, 同比增长 36.5%。我们预计全年增速可保持在 35% 左右, 与我们中期策略报告预测的 32% 相近, 远高于市场预期。今年拉动地产投资的一个重要动力是保障性住房建设投资。2011 年保障性住房建设力度再次加大。

图 18: 房地产开发投资额当月值增速较高


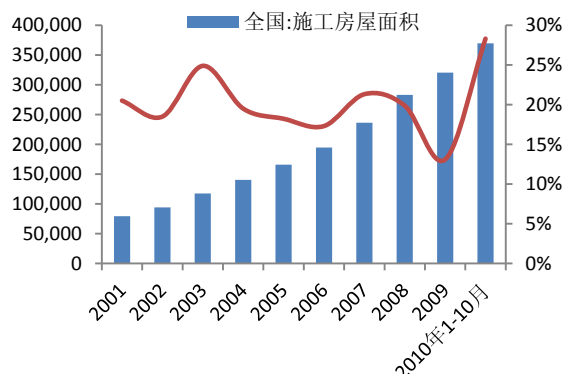
资料来源: Wind, 民生证券研究所

1、2011 年非保障性住房开发投资增速放缓

房地产开发投资由土地投资和工程建设投资两部分构成。土地投资受拿地周期影响波动较大, 工程建设投资增速波动相对较小。工程建设投资与房屋施工面积大小有关, 2001 年以后全国房屋施工面积增速一直稳定在 20% 左右 (2009 年较特殊, 由于 08 年地产业不景气新开工面积减小, 导致 2009 年和 2010 年施工面积增速波动稍大)。我们利用 2005-2009 年五年房屋施工面积的平均增速 17% 来预测非保障性住房开发投资额的增速。

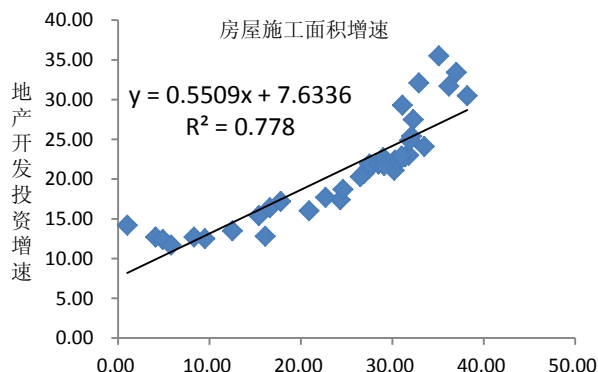
2005-2009 年房屋施工面积年均增速为 17%, 如果取 2011 年施工面积增速为 17% 得出 2011 年非保障性住房开发投资额约为 48064 亿元, 同比增速为 17.00%。

图 19：房屋施工面积历年来在 20% 左右波动



资料来源：民生证券研究所

图 20：房地产开发投资增速与施工面积增速有明显相关性高



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

2、2011 年房地产开发投资总额将增长 25.88%

按照 1000 万套保障性住房建设计算，2011 年保障房投资和非保障房投资将分别增加至 13505 亿元和 48064 亿元，合计 61569 亿元，较 2010 年增长 25.88%。

表 2：2011 年房地产开发投资总额将增长 25.88%

2010 年房地产投资总额（亿元）	48913
扣除：2010 年保障房建设投资（亿元）	7833
2010 年非保障性住房开发投资额（亿元）	41080
乘以：2011 年非保障性住房投资增速	17.00%
2011 年非保障性住房投资额（亿元）	48064
加：2011 年保障性住房投资（亿元）	13505
2011 年房地产开发投资总额（亿元）	61569
较 2010 年增长	25.88%

资料来源：民生证券研究所

四、把握宏观和行业面，择时布局 2011 年

（一）上市类房地产公司 2011 年业绩增速将有所下滑

2011 年房地产销售额将比 2010 年微增，上市类房地产公司销售额将好于行业平均表现。2010 年销售业绩已经锁定 2011 年净利润增长情况。

根据对重点公司利润增长及占比情况分析，我们预计 2010 年房地产上市公司净利润同比增长 30%，2011 年净利润增速回落至 16% 左右的水平。虽然房地产行业净利润增速下滑，但仍保持同比较高增长，基数原因是增速放缓主因。

图 3：房地产行业 2010-2011 年净利润增速将下滑

图 4：2010 年房地产业绩锁定性历史最好

资料来源：wind，民生证券研究所

资料来源：wind，民生证券研究所

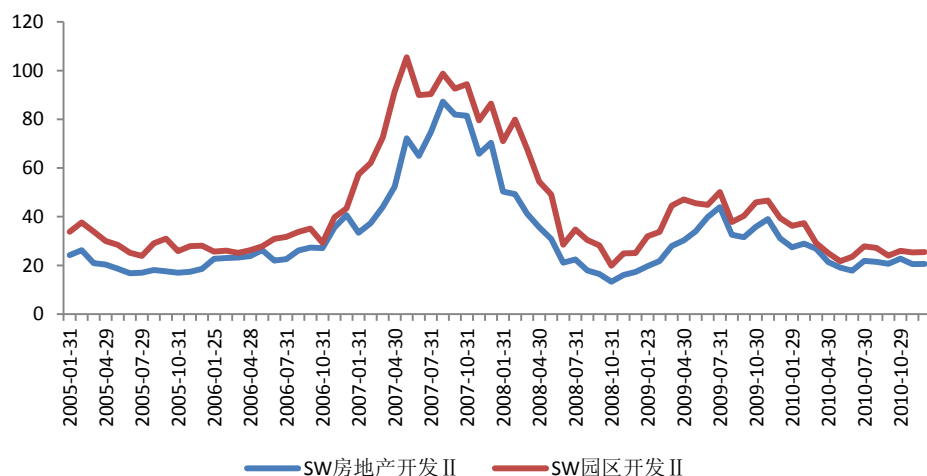
（二）2011 年是房地产行业平稳发展年，谨慎乐观对待

2011 年房地产行业将是一个平稳发展年，在房地产调控政策延续下行业景气度不会出现大幅波动。从房价、成交量等因素来看，2011 年商品房成交额有望较 2010 年持平或者微增。从行业基本面来看，房地产企业销售数据有望保持稳定或略好。但是货币政策变化、再融资、调控等三方面因素使得房地产行业的发展具有一定不确定性。比如说资本市场再融资暂停，导致房地产企业业绩做多动力不足，在一定程度上影响了房地产行业估值水平的提升。因此，我们对 2011 年房地产的发展持谨慎乐观态度，之所以谨慎，是考虑到房地产行业调控政策的不确定性。考虑到当前估值已经处于历史较低水平，我们维持行业的“推荐”评级。

图 5：2011 年房地产行业投资两条主线

资料来源：民生证券研究所

图 24: 地产板块滚动市盈率处于历史低位



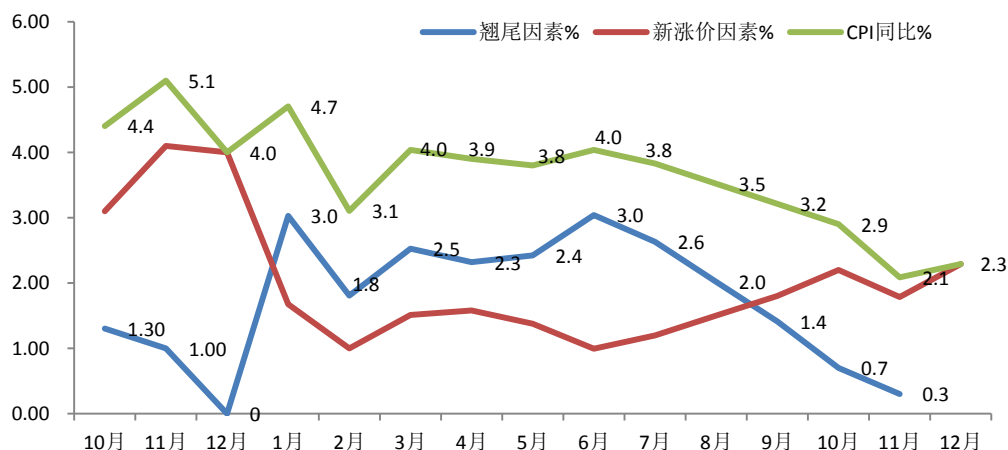
资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 2011 年的投资机会优于 2010 年, 择时更重要

2011 年的投资机会蕴含在在货币政策变与行业调控政策变动之间。因此行业投资机会及时机集中在这两个方面。相对于 2010 年政策不断恶化的状况来看, 2011 年房地产行业的投资机会将优于 2010 年。政策引致的估值偏低不可能长期与行业良好的基本面相悖离, 我们看好 2011 年房地产股的投资机会。鉴于货币政策及调控政策的不确定性, 如何选择时点更为重要。

1、在 CPI 回落的时点, 货币政策压力减小, 地产股或有阶段性机会

图 25: 2011 年 CPI 走势预测



资料来源: 民生证券研究所

从我们对 2011 年 CPI 的预测来看, 1 月份是高点, 达到 4.7%, 下半年走低。因此 1 月份之后随着通胀压力的不断缓解, 房地产行业估值有望不断修复。因此, 我们建议关注 CPI 变化。

2、房地产行业政策引致的投资机会

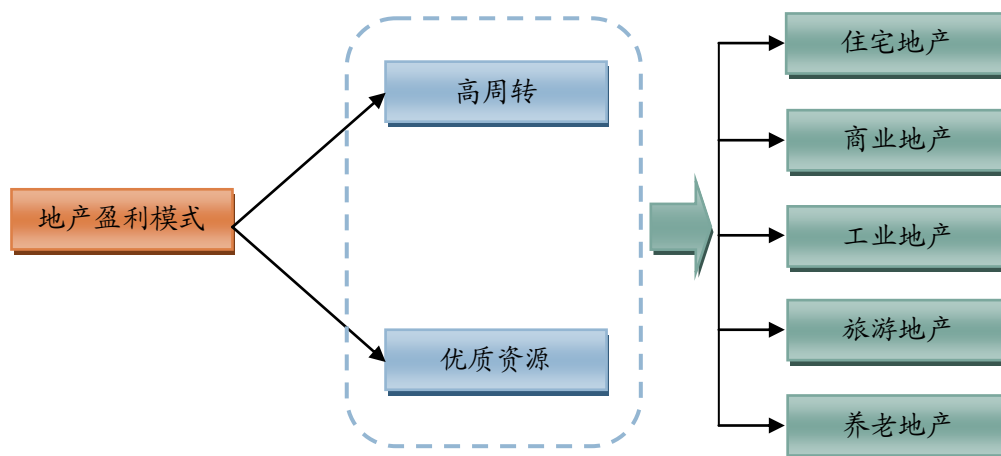
2009 年底以来出台的一系列房地产调控政策正在逐步发挥效力。每一次政策的变化都会引起房地产股估值的提升或者降低。如果房价达到调控预期，政策底部形成，政策底和行业基本面平稳将合力提升行业估值；反之，如果调控目标未如期达到，政策将促使行业基本面恶化，进而影响房地产股的估值变化。因此，有必要对房地产行业政策变化对基本面影响作深入分析，把握政策变化带来的投资机会，选择买入和卖出时点。

（四）关注房地产企业盈利模式的转变，把握三条投资主线

1、房地产行业盈利模式将逐步多元化

保守估计 2015 年之前我国房地产行业依然可以享受人口红利带来的刚性需求，快周转类公司，如万科、保利、恒大，业绩弹性相对较好，部分企业如龙湖地产、华侨城已经在尝试产品的差异化。商业地产类公司受经济增长影响较大，短期内业绩弹性相对较小。随着经济和社会的发展，房地产产品需求逐步多元化。部分企业比如万通地产、中弘地产，正逐步进军工业或者旅游地产。诸如工业地产、旅游地产、养老地产、制造类地产是房地产行业发展的朝阳产业，未来有广阔的发展空间。

图 26：地产企业盈利模式将发生改变



资料来源：民生证券研究所

2、把握三条投资主线，精选个股

2011 年房地产企业的盈利模式难以通过房价上涨得以提升，而是以销售面积及快速周转外延式的发展模式中得以体现，即以规模扩张为主。因此从选股思路上把握三条投资主线：

1) 快周转；2) 结算资源丰富，重估优势明显；3) 新盈利模式公司

投资组合推荐：

- 快周转的公司：万科 A、保利地产、荣盛发展
- 结算资源丰富，重估折价率高的公司：北京城建、华业地产

➤ 新盈利模式公司：万通地产、中弘地产

表 3：民生证券重点覆盖公司业绩预测及评级

公司	EPS		PE		NAV	评级
	2010E	2011E	2010E	2011E		
万科 A	0.68	0.89	12.49	9.55	10.01	推荐
保利地产	1.05	1.48	11.85	8.41	16.95	推荐
滨江集团	0.74	1.02	14.38	10.43	14.60	推荐
亿城股份	0.48	0.55	10.60	9.25	6.52	谨慎推荐
苏宁环球	0.66	1.04	13.30	8.44	18.5	推荐
世茂股份	0.62	0.92	20.91	14.13	19.93	推荐
格力地产	0.52	1.06	14.62	7.17	15.01	推荐
华业地产	0.47	1.13	15.51	6.45	10.47	推荐
鲁商置业	0.64	0.96	11.33	7.55	8.98	谨慎推荐
首开股份	1.18	1.82	13.19	8.55	23.13	推荐
北京城建	1.18	1.29	9.97	9.12	17.19	推荐
荣盛发展	0.68	0.95	17.32	12.40	11.93	推荐

资料来源：民生证券研究所

五、重点公司推荐

(一) 万科 A：销售旺盛，资金无忧

1、公司销售旺盛，战绩不菲

公司跨越千亿销售大关。截止 2010 年 12 月 1 日，公司累计实现销售面积 830.7 万平方米，销售金额 1000.6 亿元，八月以来连续四个月创出当月销售面积及销售金额的历史新高。

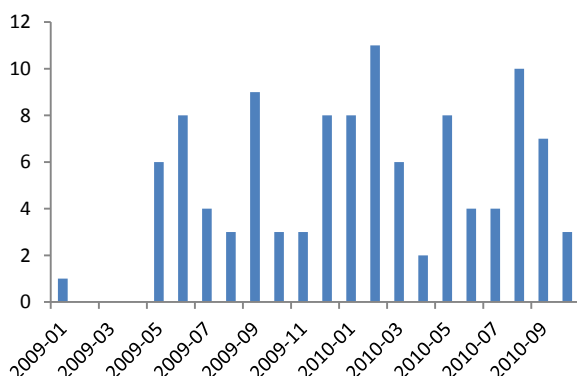
2、手握现金 315 亿，未来竞争优势凸显

三季报显示，截止三季度末公司所持有的货币资金大幅增长至 315.4 亿元，远高于短期借款和一年内到期长期借款的总和 158.3 亿元，公司的净负债率为 27.2%，较中期的 40.8% 下降 13.6 个百分点，扣除预收账款后的真实资产负债率为 38.82%。公司在土地低潮期拿地，扩大市场占有率提供了良机，在行业调整期的竞争优势将得以充分体现。

3、拿地提速，重点布局二、三线

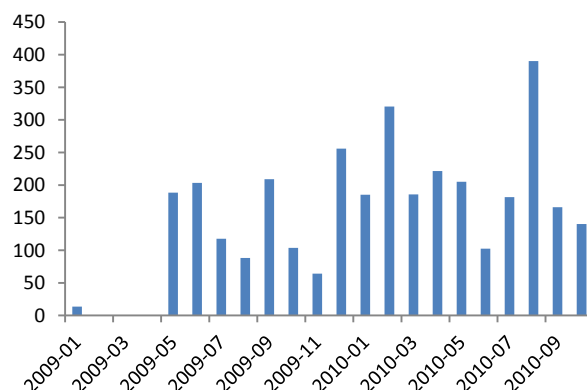
今年公司新增项目大多位于房价、地价上涨较少的二、三线城市。公司继续坚持“宁可错过，绝不拿错”的谨慎投资策略。1-10 月份新增权益规划建筑面积合计 1509 万平方米，新增项目平均楼面地价在 2400 元左右，比 2009 年增加 100 元左右，仍处于较低水平。

图 27：万科今年新增项目个数维持较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 6：万科今年 1-10 月新增项目建筑面积 1509 万平方米



资料来源：Wind，民生证券研究所

4、突破规模限制，股权激励或为未来三年业绩催化剂

公司拟向中层以上干部 851 人次授予总量 11,000 万份的股票期权，占授予时公司股本总额的 1%，的行权价格为 8.89 元，基本指标一个是 ROE，另一个为净利润增长率。股权激励将对未来三年公司的盈利能力及利润增长水平产生积极作用。预计股权激励政策将调动管理团队的积极性，激发公司业绩不断提升。

5、提升公司 2010 年 EPS 至 0.68 元，NAV 值 10.01 元，维持“推荐”评级

公司 8-10 月销售额超出预期，提升公司 2010 年和 2011 年 EPS 至 0.68 元和 0.77 元，维持 NAV 值 10.01 元，按照 2010 年 15 倍 PE 并结合 NAV 值，公司合理估值为 10 元，维持“推荐”评级。

（二）保利地产：销售增长可持续，保持较强进取心

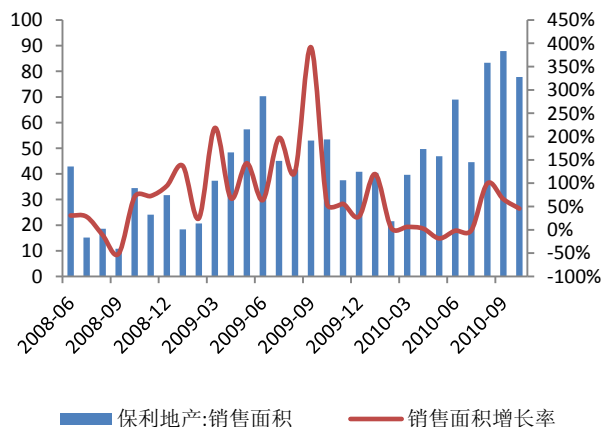
1、预计今年销售额 600 亿左右，新开工面积增长 40%以上，拿地积极

面对房地产行业调控现状，公司有足够的应对行业周期变动经验，短期不乐观，中期不悲观，全年销售额有望在 600 亿左右。保守预计公司全年新开工面积 800 万平方米，若进展顺利有可能达到 900-1000 万平方米，较 2009 年增加 40%以上。土地拓展速度依然较快，拿地方式更加多元化，股权收购方式占比不断提高。

2、2011 年推盘量将增长 40%，销售额将增长 30%

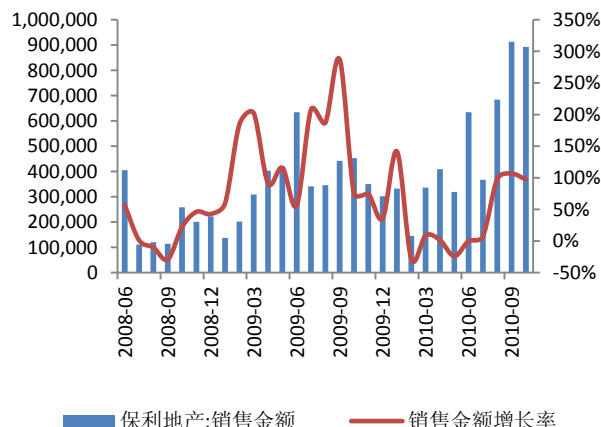
公司高成长性可持续。今年 8-9 月公司销售面积与销售金额连创新高，预计明年推盘量继续增长 40%，推盘结构上，二、三线城市占比更高，对销售额会有一定影响，预计销售额可达到 800 亿元，增长 30%以上。公司近几年注重在二三线城市拿地，通过区域结构的调整，降低房地产行业调控带来的风险。

图 7：保利地产今年下半年销售面积保持较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 30：保利地产今年下半年销售金额保持较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究所

3、股权激励有待于进一步突破，管理体系不断优化，干劲十足

公司股权激励取得部分突破值得期待，我们认为出台股权激励措施对国资背景公司业绩的提升有重要催化作用。公司管理模式主将逐步探索由两级管理转向三级管理，在长三角、珠三角、环渤海区域有必要加一个区域中心，管理的效率更高，在公司规模过大的情况下，能使公司管理效率不断提高。公司带有军旅文化血脉，干劲十足，多元化发展使公司走在地产行业前列。公司持有型物业规模不断扩大，未来规划为持有型物业面积占到 30%左右。

4、公司合理估值在 16.95-22.20 元，给予“推荐”评级

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.05 元，1.48 元和 1.83 元。结合 PE 估值与 RNAV 估值，公司合理价值为 16.95 元-22.20 元，维持“推荐”评级。

（三）北京城建：多因素催化，业绩保障，重估优势明显

1、公司销售进度较快，锁定 2011 年我们预测收入的 102%

公司目前在售项目 3 个，销售情况良好。北苑南区下半年开盘两栋，均价 25000 元/平方米，已售完，并且全部为全额付款，说明京内房屋需求旺盛。世华水岸目前售价 27800 元/平方米，仅剩 2 万平方米左右的大户型。首城国际目前销售情况也非常好。

明年除今年在售项目继续销售外，计划新开盘 3 个项目。因预售资金监管措施将要实行，公司正在抓紧预售证的办理。销售进度的提速保证了未来几年的收入增长。

2、开工进度提速，加快资金回笼，用以拓展土地储备

公司加快开工速度，原因有二，一是抓紧开工抓紧销售，快速回笼资金，抓住目前拿地成本较低的时机，拓展土地储备。二是新的预售资金监管制度实行后，公司预售资金被监管的比例随开工进度的增加而释放，开工进程提速利于公司节约财务成本。

公司一二级土地开发联动，项目储备有保障。公司国资委背景为其得到以及土地开发带来优势，公司目前拥有一级土地开发项目 4 个，其中小营项目的一级开发工作已接近尾声，今年 9 月公司竞得小营一期居住及商业金融用地，二期土地也将参与竞拍。

表 4：北京城建一级土地开发储备丰富

项目名称	项目位置	规划用途	占地 (万平)	规划建筑面积(万平)
小营项目	北京海淀区清河镇小营地区	居住及配套	32.7	51.3
动感花园项目	北京朝阳区 来广营乡	居住及配套	10.6	12.4
望坛危改项目	北京崇文区永外地区,南二环外	居住及配套	46.6	98.6
东坝项目	北京朝阳区 东坝三岔河村南	居住	8.1	14

资料来源：公司公告，民生证券研究所

3、股权激励计划有望适时出台

公司近几年经营策略较为保守，相比之下与公司同为北京市国资委旗下的首开股份由于实行股权激励计划，近几年发展更快。公司推出激励计划已得到大股东支持，出台只是时间问题。

4、长期股权投资收益逐步显现，污水处理业务渐入正轨

公司持有国信证券 4.9%的股权，北京科技园 21.54%的股权，此外还持有锦州银行，中科招商等公司股权，国信证券上市工作正稳步进行，其他持股子公司也将陆续实现上市目标，公司股权投资将进入收获期。水务环保业务目前规模达到日处理污水 58 吨，未来计划达到 100 吨，并最终实现上市。目前旗下 5 个污水处理厂已逐渐步入正轨。

5、公司合理价值为 18.27 元，给予“推荐”评级

预计公司未来三年每股收益分别为 1.18 元,1.29 元和 1.64 元,保守给予 2011 年 15 倍 PE,则股价为 19.35 元。RNAV 估值得出公司合理股价为 17.19 元。我们给予两者中值 18.27 元为公司合理价值，给予“推荐”评级。

（四）华业地产：低成本拿地策略，业绩释放期到来

1、公司房地产项目逐步进入业绩释放期

公司在售和拟售项目共计 5 个。北京通州东方玫瑰一期年底有望推出 6 万平方米，目前在办理销售许可证阶段，预计销售均价为 1.6 万元/平方米。大连项目有 7 万平方米可售，销售均价为 1.5 万元/平方米。

随着通州 82 万平方米大盘陆续进入销售阶段，公司进入快速成长期。通州项目定位于 90 平方米以下的中小户型，80%以上为刚性需求，受政策调控影响较小。按照假设开发法计算，仅该项目就能给公司带来权益净利润 25.6 亿元，公司业绩进入释放期。

表 5：公司房地产项目重估价值表

项目名称	权益比例	未结算面积	楼面地价（元/㎡）	权益净利润现值（MRMB）
通州东方玫瑰	100%	61.96	3200.00	2560.30
北京华业玫瑰郡	100%	0.20	2200.00	5.62
深圳华业玫瑰郡	100%	2.10	2800.00	25.33
大连玫瑰东方	100%	10.49	5200.00	359.01
大连 马栏项目	100%	9.91	6036.29	197.55
长春华业玫瑰谷	100%	15.00	670.00	85.54
通州运河 IV-02 地块	100%	6.60	8740.00	131.91
通州运河 IV-03 地块	100%	12.23	8739.88	0.00
武汉荷叶山庄-一级	70%	42.19	1300.00	634.97
深圳爱莲片区旧改项目	50%	3.78	4649.29	112.37
房地产项目权益净利润现值 百万元				4112.61

资料来源：民生证券研究所

2、拿地方式多元化，成本低廉

公司拥有土地储备 139 万平方米，未结算权益建筑面积 164.44 平方米，项目平均土地成本在 4000 元左右，而楼盘销售均价已在 13000 元之上。三方式拿地让公司优势更明显：1、一二级开发联动，项目储备有保障；2、股权低价收购二三线城市股权，成就高盈利能力；3、大股东 23 万平方米优质土地储备即将注入上市公司。

3、持有型物业比例不断提高

公司持有型物业主要集中在北京和深圳两地，总权益建筑面积为 4.7 万平方米，持有型物业对营业收入的贡献较为稳定。公司未来持有型物业增长点主要在通州及武汉，尤其是通州运河 IV-02、03 地块，将建成通州地标性建筑，两地块合计规划建筑面积为 25 万平方米。

4、公司合理估值为 10.76 元，给予“推荐”评级

公司未来三年每股收益分别为 0.47 元，1.13 元和 1.63 元，对应 2010 年 PE15 倍，2011 年 PE6 倍。公司 RNAV 值为 10.76 元，目前股价相对 RNAV 值折让 35%左右，给予“推荐”评级。

插图目录

图 1: 房价短期内由三要素决定.....	4
图 2: 重点城市可售面积连续五个月上升.....	4
图 3: 11 月 70 大中城市新建商品房销售价格环比涨 0.3%.....	5
图 4: 11 月 70 大中城市二手住宅销售价格环比上涨 0.4%.....	5
图 5: 房企年内资金无忧, 明年受考验.....	5
图 6: 上市类地产公司净负债率创出历史新高.....	5
图 7: CPI 指数不断上升对房价形成支撑.....	6
图 8: 五年期以上贷款真实利率与房价反向波动.....	6
图 9: 美元兑人民币汇率走势预测.....	6
图 10: 房地产行业利用外资水平不断创出新高.....	6
图 11: 今年以来一线城市成交价格指数得到有效抑制.....	7
图 12: 二线城市成交价格受政策影响小, 但涨幅较去年缩小.....	7
图 13: 中国房地产调控政策演进过程.....	8
图 14: 11 月份 70 大中城市新建商品房销售价格环比涨 0.3%.....	8
图 15: 2009 年以来新开工面积的大幅增加将保证 2011 年商品房供给.....	9
图 16: 销售面积与竣工面积的比值.....	9
图 17: 新开工面积与竣工面积具有明显相关性.....	10
图 18: 房地产开发投资额当月值增速较高.....	11
图 19: 房屋施工面积历年来在 20%左右波动.....	12
图 20: 房地产开发投资增速与施工面积增速有明显相关性高.....	12
图 21: 房地产行业 2010-2011 年净利润增速将下滑.....	13
图 22: 2010 年房地产业绩锁定性历史最好.....	13
图 23: 2011 年房地产行业投资两条主线.....	13
图 24: 地产板块滚动市盈率处于历史低位.....	14
图 25: 2011 年 CPI 走势预测.....	14
图 26: 地产企业盈利模式将发生改变.....	15
图 27: 万科今年新增项目个数维持较高水平.....	17
图 28: 万科今年 1-10 月新增项目建筑面积 1509 万平方米.....	17
图 29: 保利地产今年下半年销售面积保持较高水平.....	18
图 30: 保利地产今年下半年销售金额保持较高水平.....	18

表格目录

表 1: 2011 年保障性住房建设投资额增长 17.24%.....	11
表 2: 2011 年房地产开发投资额将增长 25.88%.....	12
表 3: 民生证券重点覆盖公司业绩预测及评级.....	16
表 4: 北京城建一级土地开发储备丰富.....	19
表 5: 公司房地产项目重估价值表.....	20

分析师简介

王新亮，房地产行业分析师，经济学硕士，曾在房地产公司从事投资管理工作 2 年，熟悉房地产项目运作流程，对房地产实务有深入了解。2008 年 6 月加入民生证券，从事房地产行业研究工作。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008 年加入民生证券。擅长估值模型建立，从数据出发对行业与公司基本面分析，负责地产行业与公司研究，估值模型建立与更新。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	13401098997	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	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%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。