



行业持续调整 机会或始于二季度

2010 年的房地产调控政策试图通过“增加供给、抑制需求”达到“遏制部分城市房价过快上涨”的目标，在短期供给无法释放的情况下，抑制需求实乃无奈之举，但并非长久之计。随着供应量，特别是保障房供应量的增加，预计调控政策将逐步过渡到“增加供给、分流需求”上。

2011 年 1000 万套的保障性安居工程建设任务大大超出了市场五、六百万套的一致预期，也加快了调控朝“增加供给、分流需求”方向迈进的步伐。保障房建设的快马加鞭，一来可解决中低收入阶层的居住问题，缓和房价引发的社会矛盾；二来可早日解除限购、限价等抑制商品房市场发展的行政手段，以借助商品房的发展为保障房建设提供资金支持，引导房地产行业发展的良性循环。保障房申请的公开透明是趋势，保障房的需求群体与商品房的销售群体存在差异，而房地产上市公司多以从事商品房开发为主，因此，保障房供给的加大不仅对房地产上市公司影响有限，还能加快对商品房调控的转向，长期来看，利好房地产上市公司。

2011 年商品房开发投资增速下滑，但 1000 万套的保障房已足以弥补。限购和停贷造成商品房成交量区域分化，绝对房价较低和政策缓和的三、四线城市商品房成交面积应能回补一、二线城市下降的缺口，但三、四线城市较低的房价导致销售额增速下降。高通胀压力带来 2011 年中性偏紧的货币信贷政策。加息增加了开发商的财务成本和拟购房者的还贷压力、吸引热钱流入，而信贷数量紧缩减少开发商的银行资金来源、迫使开发商以其他方式融资并增加融资成本，对开发商影响更大。商品房销售额增速下降和流动性收紧加重了房地产行业的资金压力，导致 2011 年行业持续调整，调整时间在一定程度上取决于房价的调整时间和幅度。

高通胀下，对高房价的容忍度被加大，只要不过快上涨，以时间换空间亦可。高通胀和资金压力下房价的高位盘整虽不会放松调控，但会放缓调控步伐，低估值为 2011 年行业的阶段性机会奠定了基础，而政策的明朗化和交易量的反弹为其创造了条件。一季度召开的两会预计又会将房价问题推到舆论的风口浪尖，政策压力尚不能释放；银行在一季度的集中放贷暂缓开发商的资金压力，开发商促销压力减弱；二级市场的停融资导致上市公司 2010 年释放业绩和高送转的动力不足，2011 年一季度整体性行情缺乏基础。两会后短期政策明朗化，库存和资金压力可能促使二季度房价的小幅调整，尽管在高通胀下，名义房价难有较大降幅，但出于货币贬值的担忧已足以吸引购房者入场，交易量反弹是大概率事件，对 2012 年的业绩形成支撑。一旦二级市场的融资审核放行，开发商释放业绩的动能会加大。集中度提高是行业发展趋势，行业调整中公司必然分化。资金是行业和公司发展的命脉，只有在销售市场、金融机构、二级市场等融资中胜出的公司才能借助本轮调控良机扩张，融资能力是 2011 年选股的主线。

房地产

调升

增持

陈莹

chenying@csc.com.cn

010-85130989

执业证书编号：S1440209070377

发布日期：2010 年 12 月 16 日

股价表现





目录

行业政策放缓 信贷紧缩登场	1
投资前高后低 保障房是关键	7
销量区域分化 库存压力渐显	9
资金压力加大 房价有望调整	12
公司分化明显 选时亦要选股	13
附:	16

图表目录

表 1: 加息对开发商财务费用影响分析	3
表 2: 加息对购房者的影响分析	3
表 3: 信贷收紧对开发贷的影响分析	5
表 4: 2010 年前三季度市值前 40 家房地产上市公司资金情况	6
表 5: 2011 年新增保障房对房地产开发投资增长的贡献	9
表 6: 121 家房地产上市公司 2010 年前三季度业绩情况	14
图 1: 房地产开发资金来源	1
图 2: 金融机构贷款占房地产开发资金的比重	2
图 3: 国内贷款和个人按揭贷款同比增长情况	2
图 4: 房地产开发资金利用外资情况	4
图 5: 新增贷款流入房地产行业的情况	5
图 6: 新增贷款增速与房地产开发资金来源中国内贷款、个人按揭贷款增速比较	5
图 7: 信贷数量与房价同比增速比较	6
图 8: 如 2011 年保障房 580 万套, 预计 2011 年房地产投资同比增长 13.5%	8
图 9: 如 2011 年保障房 1000 万套, 预计 2011 年房地产投资同比增长 25.2%	8
图 10: 预计 2011 年商品房新开工面积同比下降 10.3%	8
图 11: 预计 2011 年购置土地面积同比下降 11.5%	8
图 12: 16 个限购城市商品房销售在全国的占比	10
图 13: 4 个一线城市商品房销售在全国的占比	10
图 14: 预计 2011 年商品房销售面积同比增长 0.6%	10
图 15: 2010 年新开工面积和销售面积增速比较	11
图 16: 预计 2011 年施工面积的高峰出现在二季度	11
图 17: 北京、上海等 9 大城市的可售面积逐步上升	12
图 18: 金融机构新增人民币贷款一季度占比情况	13
图 19: 2010 年以来 CPI 增长情况	13



行业政策放缓 信贷紧缩登场

政策调控继续伴随着 2010 年中国房地产业的发展，并扭转了 2009 年放松调控、刺激发展的方向，回归严厉。2010 年的调控政策试图通过“增加供给、抑制需求”达到“遏制部分城市房价过快上涨”的目标：增加供给方面，主要手段是打击商品房开发的囤房囤地、增加保障性住房的开发等；抑制需求方面，主要手段是限制购房套数、提高首套房和第二套房的首付比例和利率、停止发放第三套房和外地人购房贷款等。我们认为，由于房屋建设周期的原因，新房市场的短期供应增长无弹性，而供应主体分散且以自然人为主等特点导致二手房供应调控受限，因此，增加供给难以在短期奏效。在短期供给无法释放的情况下，抑制需求实乃无奈之举，但并非长久之计。特别是目前对首次置业需求和改善需求的抑制将降低对装修、装饰、家具、家电等关联行业或产品的需求，对经济增长无益。随着供应量，特别是保障房供应量的逐步增加，预计调控政策将逐步过渡到“增加供给、分流需求”上，以实现房地产业的良性循环和健康发展。

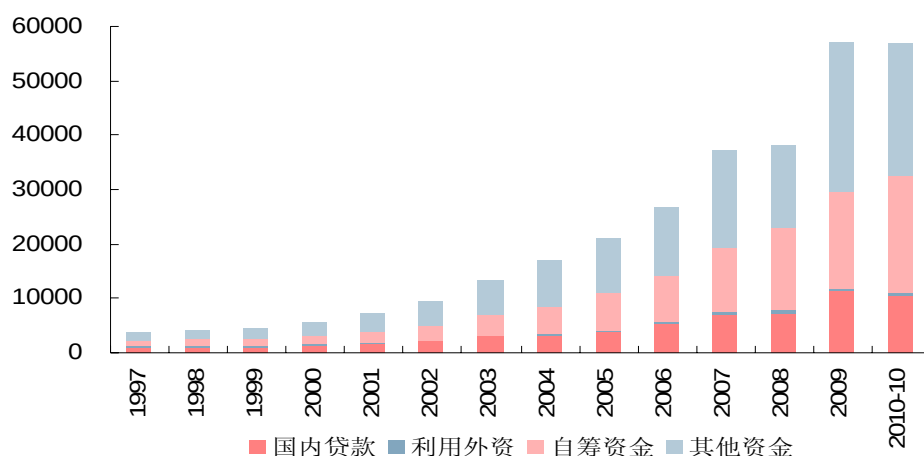
2010 年，国务院先后出台了 1 月 7 日的“国十一条”、4 月 17 日的“国十条”和 9 月 29 日的“国五条”，三轮调控一轮比一轮严厉，其密度之高、力度之大、问责面之广前所未有。尽管未来很长一段时期内，严厉的政策调控特别是对投机需求的抑制将成为常态，但政策密集出台后需要一定的时间来执行和消化，实施后的效果和效果的持续性需要时间来印证，2011 年将更注重行业政策的执行和效果观察。

虽然专门针对房地产行业的调控步伐在 2011 年会逐步放缓，但目前还不能为之窃喜。2010 年 10 月 CPI 同比上升至 4.4%，10 月 19 日，央行宣布近三年来的首次加息，11 月 19 日，央行宣布今年第五次上调存款准备金率。通货膨胀压力可能改变 2011 年的信贷环境，导致 2011 年中性偏紧的货币信贷政策。

房地产是资金密集型行业，房地产开发资金主要来源于国内贷款、外资、自筹资金和其他资金（含定金、预收款和个人按揭贷款等销售回款），其中源于以银行为主的金融机构的贷款主要包括对开发商的开发贷款和对购房人的按揭贷款。2006 年以来，金融机构发放给开发商和购房者的贷款占房地产开发资金的比重一直在 30% 左右（2006 年之前缺个人按揭贷款的数据）；截至 2010 年 10 月，全年房地产开发资金为 5.69 万亿，其中国内贷款 1.044 万亿元，个人按揭贷款 0.71 万亿元；截至 2010 年 9 月，商业性房地产贷款余额高达 9.1 万亿元，占全部贷款余额的 19.66%。房地产行业对银行贷款的高度依赖性导致货币信贷政策对房地产行业影响较大。

图 1：房地产开发资金来源

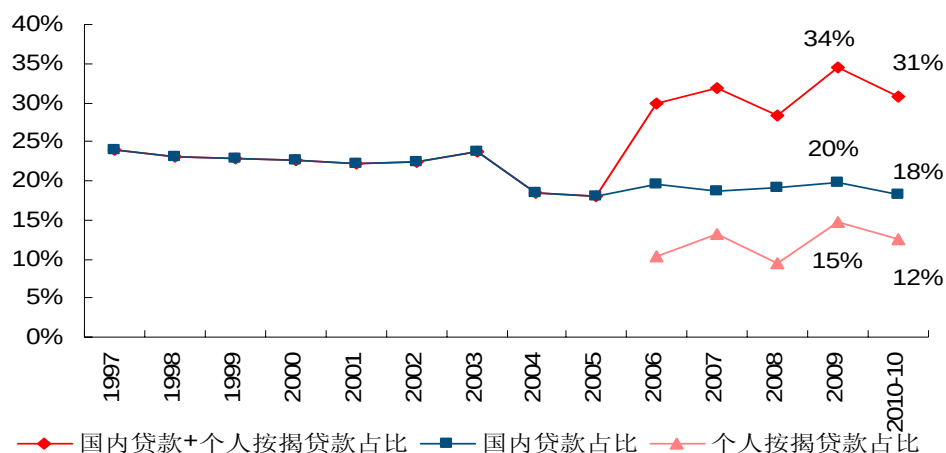
亿元



资料来源：wind 中信建投证券研发部

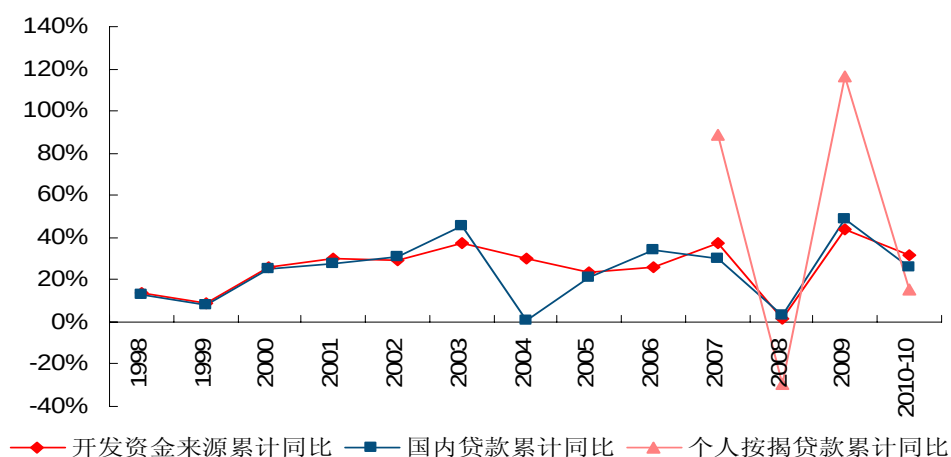


图 2：金融机构贷款占房地产开发资金的比重



资料来源：wind 中信建投证券研发部

图 3：国内贷款和个人按揭贷款同比增长情况



资料来源：wind 中信建投证券研发部

加息对房地产行业的影响主要表现为增加开发商财务成本、增加拟购房者的还贷压力和吸引热钱流入等几方面：

财务成本的增加是加息对开发商最直接的影响。截至 2010 年 9 月，全国商业性房地产贷款余额共计 9.1 万亿元，其中房地产开发贷款余额为 3.1281 万亿元。在现有利率水平上，一年期贷款利率每上调 0.25 个百分点，开发商每年需多支出约 78.2 亿元的利息。如房价不变，贷款利率每上调 0.25 个百分点相当于开发商的税前利润下降 1.26%。当然，开发商也可采取房价上涨 0.25% 的方式将此部分财务费用成本转嫁给购房者。由此可见，在房价上涨过程中，单纯的小幅加息对开发商的影响并不大，房价的涨幅完全可以覆盖住因加息而多支出的财务费用。目前商品房的平均毛利率在 35% 以上，尽管 1 个百分点以内的加息对房地产业的利润影响不大，但在房屋交易低迷、房价预期下跌、土地增值税严格清算、预售款严格监管等多重压力下，加息周期的到来将加剧房地产行业的资金压力。



表 1：加息对开发商财务费用影响分析

一年期贷款利率上调	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%
上调后一年期贷款利率	5.56%	5.81%	6.06%	6.31%	6.56%
利率上调每年增加的利息（亿元）	0.00	78.20	156.41	234.61	312.81
利率上调相当于房屋每平米加价（元）	0.00	12.38	24.77	37.15	49.53
利率上调相当于房价上涨幅度	0.00%	0.25%	0.49%	0.74%	0.98%
利率上调前税前利润率	19.49%	19.49%	19.49%	19.49%	19.49%
利率上调后税前利润率	19.49%	19.24%	19.00%	18.75%	18.51%
利率上调相当于税前利润下跌幅度	0.00%	1.26%	2.51%	3.77%	5.03%

假设条件：1、截至2010年9月，全国商业性房地产开发贷款余额为31281亿元；2、以2010年9月全国商品房销售额和销售面积估算商品房平均价格为5054元/平方米；3、2009年三季度市值前20家房地产上市公司毛利率为38.07%，营业税及附加为9.16%，三项费用率为9.42%，以此计算税前利润率为19.49%。

增加拟购房者的还贷压力从而影响房地产的销售。全国第三套房全面停贷的背景下，加息仅对拟首次置业和改善需求者有影响。假设贷款100万元、贷款年限20年、以等额本息方式还款，对拟首次置业者而言，目前5年以上贷款利率为6.14%，8.5折优惠利率为5.219%，每加息0.2个百分点，每月还款额度增加146.17元，增幅为1.66%，如加息1个百分点则每月多还款708.33元，增幅为8.32%；对拟购买二套房的购房者而言，目前5年以上贷款利率为6.14%，1.1倍利率为5.75%，每加息0.2个百分点，每月还款额度增加183.33元，增幅为1.87%，如加息1个百分点则每月多还款916.67元，增幅为9.86%。由于上述两类购房者以自住为主，因此加息的影响远不及提高首付比例的影响大。但在目前首付比例提高和房价预期下跌的叠加效应下，加息周期的到来可能造成上述两类购房者观望，从而影响房地产的销售，拉长开发商资金回笼周期。

表 2：加息对购房者的影响分析

	元					
五年以上贷款利率上调	0%	0.20%	0.40%	0.60%	0.80%	1.00%
上调后五年以上贷款利率	6.14%	6.34%	6.54%	6.74%	6.94%	7.14%
8.5折后五年以上贷款利率	5.22%	5.39%	5.56%	5.73%	5.90%	6.07%
贷款100万20年本息和	204.38	207.78	211.18	214.58	217.98	221.38
月还款额	8515.83	8657.5	8799.17	8940.83	9082.5	9224.17
加息后首次置业者每月需要多还的金额		141.67	283.33	425	566.67	708.33
1.1倍后五年以上贷款利率	6.75%	6.97%	7.19%	7.41%	7.63%	7.85%
贷款100万20年本息和	235.08	239.48	243.88	248.28	252.68	257.08
月还款额	9795	9978.33	10161.67	10345	10528.33	10711.67
加息后二次置业者每月需要多还的金额		183.33	366.67	550	733.33	916.67

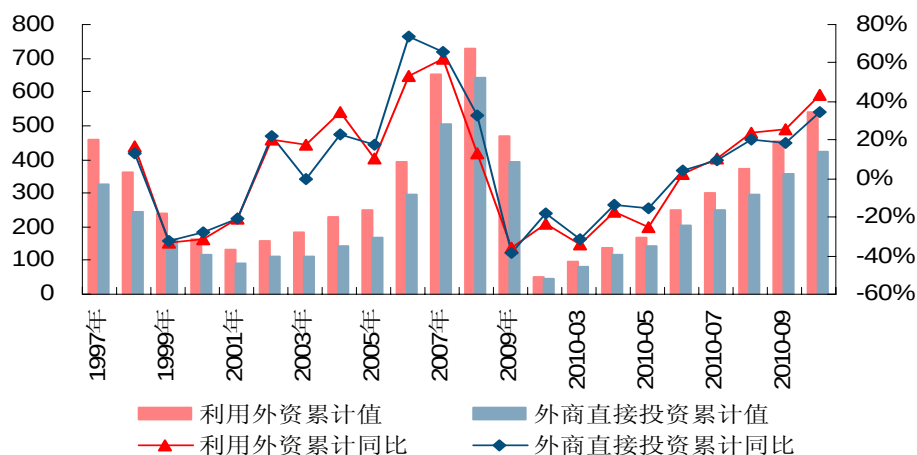
假设条件：贷款金额100万元，年限20年，等额本息还款方式。

吸引热钱流入房地产行业。加息并不是热钱流入的主要驱动因素，但在人民币升值预期下，加息周期的到来会加剧国外热钱涌入我国。对资金的大容量需求和高回报使得我国房地产行业一直是国际热钱青睐的对象。从2010年6月起，我国房地产开发资金来源中，利用外资同比增幅开始转正，且增长迅速，从6月的2.8%快速上升到10月的43.3%，其中外商直接投资的增速从6月的4%上升到10月的34.8%。除直接投资股权外，为降低风险，外资更倾向于向国内房地产企业放贷，以规避风险，获得稳定收益。此外，国内房地产企业大规模的海外融资也对热钱涌入推波助澜。当国内银根收紧时，外资的进入确实能缓解部分房地产企业的融资困难，但热钱过多的涌入会加速房地产泡沫的形成，一旦热钱大规模撤退，对国内房地产市场造成无法挽回的伤害。



图 4：房地产开发资金利用外资情况

亿元



资料来源：wind 中信建投证券研发部

信贷的数量紧缩政策一般伴随加息周期到来，信贷紧缩对房地产行业的影响主要体现在减少了开发商的银行资金来源、迫使开发商以其他方式融资并增加开发商融资成本、促使开发商降价促销等方面：

信贷紧缩减少了开发商的资金来源。房地产企业是银行的信贷大户。2006 年以来的新增人民币贷款中，约有 24.11% 以开发贷和个人按揭贷款形式流入房地产行业，其中 2007 年新增人民币贷款的 32.61% 流入房地产行业，即使在新增贷款创历史新高的 2009 年，也有 20.54% 的新增贷款流入房地产行业。由于保障性住房供应不足，为缓解供需矛盾，商品房的消费属性会得以政策强化，以停止银行贷款来限制投资投机性需求将是一项长期政策。在第三套住房贷款全面停止的情况下，按揭贷款客户主要以自住和改善性需求为主，首付比例的提高保证了贷款的安全性，此类贷款客户是银行争夺的对象，信贷的收紧对个人按揭贷款的影响不大。历史数据表明，个人按揭贷款与房价涨跌预期及房屋销售情况关系密切，信贷紧缩对开发贷款影响较大。2001 年以来的新增人民币贷款中，约有 14.26% 以开发贷形式流入房地产行业，以此为依据，假设 2011 年房地产开发资金来源总额为 7.41 万亿元，悲观预期下，如 2011 年新增贷款 6 万亿，则 2011 年的开发贷减少 4912 亿元，即 6.63% 的房地产开发资金需要以开发贷以外的形式补充；乐观预期下，如 2011 年新增贷款 8 万亿，则 2011 年的开发贷减少 2060 亿元，即 2.78% 的房地产开发资金需要以开发贷以外的形式补充。

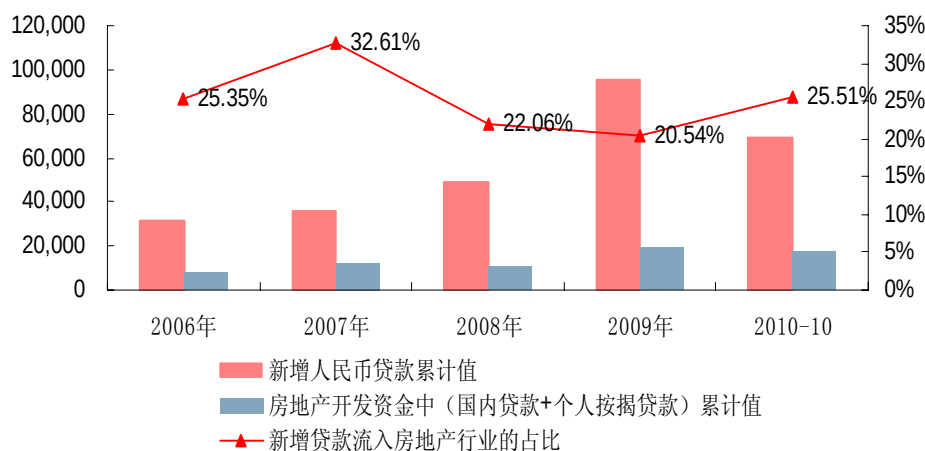
信贷紧缩增加了开发商的融资成本。信贷紧缩下，银行可贷资金的减少和贷款门槛的提高使得企业通过银行系统获得的资金下降，迫使企业寻求银行以外的融资途径。证监会对房地产企业上市和二级市场股权债权融资审核短期不会放开，而信托等其他融资途径无疑会增加房地产企业的融资成本，民间借贷利率可能大幅提升，起到二次加息的作用。

促使开发商降价促销。信贷紧缩和国家对外资进入房地产行业的严格限制促使开发商加快销售以回笼资金。历史数据表明，除 2004—2006 年外，开发贷的同比增速与商品房特别是商品住宅价格同比增速保持同向。（2004 年信贷大幅紧缩，人民币新增贷款同比下降 18.41%，同期开发贷同比增幅仅为 0.64%，而此时我国取消住房实物分配时间较短，商品房价格受需求推动同比上涨 15.02%。）



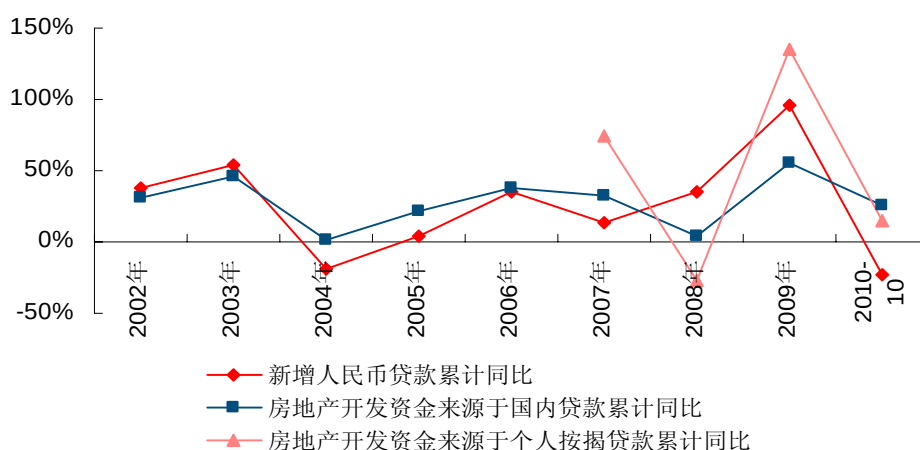
图 5：新增贷款流入房地产行业的情况

亿元



资料来源：wind 中信建投证券研发部

图 6：新增贷款增速与房地产开发资金来源中国内贷款、个人按揭贷款增速比较



资料来源：wind 中信建投证券研发部

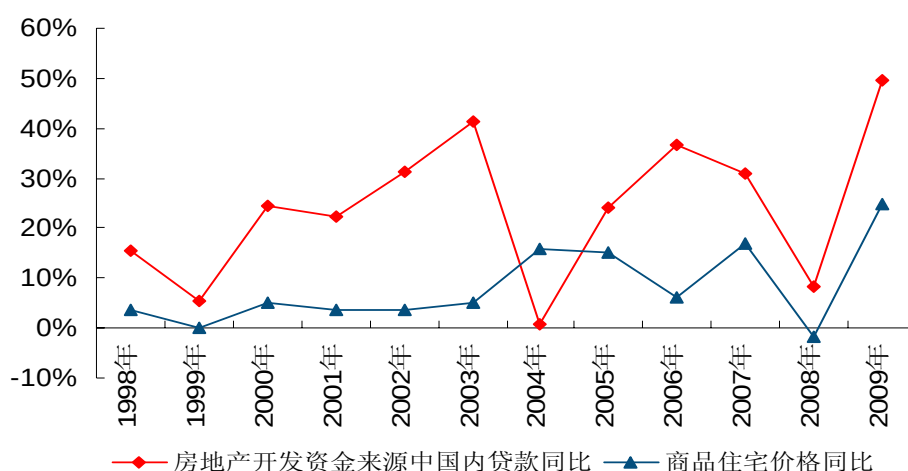
表 3：信贷收紧对开发贷的影响分析

2011 年新增贷款额（第一行数）	6 万亿	6.5 万亿	7 万亿	7.5 万亿	8 万亿
减少的开发贷/2011 年房地产开发资金（中间数）					
开发贷占新增贷款比重（左侧第一列数）					
13.26%	7.44%	6.54%	5.65%	4.75%	3.86%
14.26%（历史均值）	6.63%	5.66%	4.70%	3.74%	2.78%
15.26%	5.82%	4.79%	3.76%	2.73%	1.70%
16.26%	5.01%	3.91%	2.81%	1.72%	0.62%

假设条件：2011 年房地产开发资金来源总额为 7.41 万亿元。



图 7：信贷数量与房价同比增速比较



资料来源：wind 中信建投证券研发部

表 4：2010 年前三季度市值前 40 家房地产上市公司资金情况

	2008 年	2009-3Q	2009 年	2010-1Q	2010H	2010-3Q
资产负债率	62.84%	64.53%	65.10%	66.80%	68.63%	70.42%
有息负债率	49.92%	44.72%	47.08%	48.57%	48.99%	47.96%
流动比率	1.87	1.95	1.98	2.02	1.99	1.93
速动比率	0.52	0.67	0.68	0.67	0.61	0.60
负债/净资产	186.91%	199.80%	205.97%	223.07%	243.29%	265.86%
现金/流动资产	17.31%	23.42%	21.80%	20.49%	18.04%	18.44%
存货/流动资产	72.12%	65.43%	65.84%	66.63%	69.44%	68.66%
流动资产/总资产	82.65%	84.34%	84.31%	85.41%	86.14%	86.45%
流动负债/总负债	70.21%	67.11%	65.32%	63.41%	63.16%	63.70%
短期借款/现金	51.56%	31.20%	30.02%	32.39%	37.28%	32.99%
预收帐款/流动负债	29.30%	45.76%	42.38%	43.03%	45.32%	50.07%
短期借款/流动负债	16.71%	14.23%	12.98%	13.38%	13.36%	11.73%
净资产收益率	10.74%	7.11%	45.75%	5.68%	7.33%	7.42%
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.42%	159.91%	132.30%	130.54%	137.81%	157.45%
销售商品提供劳务流出的现金/营业收入	-18.75%	26.97%	9.06%	-78.20%	-77.44%	-50.89%
销售商品提供劳务现金流入同比增长率			69.59%			21.13%
销售商品提供劳务现金流出同比增长率			32.70%			110.40%
筹资活动现金净流量同比增长率			2.06%			134.67%
预收帐款同比增长率			94.97%			54.40%
预收帐款+营业收入同比增长率			49.07%			41.05%
现金同比增长率			79.73%			9.94%
每股经营现金净流量	0.18	0.85	0.85	0.05	-0.07	0.17
每股现金净流量	0.18	0.85	0.85	0.05	-0.07	0.17

资料来源：wind 中信建投证券研发部



投资前高后低 保障房是关键

房地产开发投资额由新开工面积、土地购置面积等因素决定。区分房屋的居住属性和投资属性，对商品房和经济适用房实行分类指导、区别对待的调控方向将房地产开发投资分为两类，一类是商品房的投资，一类是保障性住房的投资：前者的主导者是开发商，以销定产，商品房的销售对其投资行为的影响较大，历史数据表明，土地购置滞后销售约 9 个月，新开工滞后销售约 8 个月，新开工滞后土地购置约 11 个月，竣工滞后新开工约 12 个月；后者的主导者是各级政府，产量事先计划，并以问责方式保障计划实施，除限价房销售略受商品房市场影响外，经济适用房、廉租房等其他品种不受商品房销售影响。

开发商资金压力和商品房销售的低迷导致 2011 年商品房开发投资额增速下滑，保障房（含棚户区改造）对房地产开发投资的拉动尤显重要。房地产投资额主要由建安费用、土地购置费和土地开发费组成，其中土地购置费的占比在 16%—20% 左右（2009 年为 16.67%，2010 年前 10 月为 21.03%）。保障性住房中，仅限价房需要开发商支付相应地价，但支付的地价远低于同一地段商品房的土地价格，而经济适用房和公租房等其他品种基本是零地价，这就导致保障性住房投资额的加大对土地购置费的增长影响不大。

2010 年全国城镇保障性住房和各类棚户区改造的计划是 580 万套，住建部 2010 年 10 月发布的消息显示，2010 年 1-9 月，全国城镇保障性住房和各类棚户区改造开工 520 万套，占年度计划 580 万套的 90%，以此速度，预计 2010 年新开工 580 万套保障性住房的任务基本可以完成。由于 2010 年保障房建设的基数较高，因此保障房对房地产投资的拉动作用受 2011 年保障房计划的影响较大。

假设 2011 年保障房计划与 2010 年持平：根据 2010 年 6 月住建部公布的保障房建设目标，到 2012 年末，基本解决 1540 万户低收入住房困难家庭的住房问题。如上述 1540 万套的保障房建设任务在 2012 年可以全部完成，则 2011 年保障房的新开工在 480 万套—720 万套之间，与 2010 年比较，同比下降 17.24% 或增长 24.14%。假设 2011 年保障房建设数量与 2010 年持平且结构相同，则保障房新开工面积和投资额对 2011 年房地产投资增速影响很小。2011 年商品房新开工面积同比下降 10.3%，即使按保障性住房新开工 720 万套的最高值计算，仅能填补 4.9% 的新开工面积缺口。在房地产投资额的构成中，保障性住房的贡献主要体现在建筑安装费用上，建筑安装费用占房地产开发投资额的比例在 70% 左右，以此计算，2011 年新增保障房投资对房地产开发投资增长的贡献有限。假设保障性住房投资与 2010 年持平，预计 2011 年房地产投资的总体特征是前高后低，全年同比增长约 13.5%。自 2009 年 11 月起，全年商品房累计销售面积增速开始回落，由于滞后因素影响，新开工面积同比增幅在 2010 年 5 月创自 2008 年以来的新高。2010 年 10 月开始实施的全国停止第三套住房和外地人购房贷款的政策将利用贷款炒房的投机者拒之门外，而北京、上海、深圳等商品房市场活跃、房价较高的十几个城市都实行了家庭限购政策，导致商品房交易量的低迷，从而减弱了开发商开工的积极性。预计 2011 年全国商品房新开工面积的增速会持续走低，全年同比下降 10.3%。由于建设周期原因，2010 年较高的房屋新开工面积会对 2011 年的上半年的施工面积起到强有力的支撑，随着竣工面积的增加和新开工面积的减少，施工面积会逐步回落，全年投资呈现前高后低趋势。

假设 2011 年保障房建设规模为 1000 万套：2010 年 12 月 3 日，有媒体报道，住建部目前正在向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，这相比 2010 年新增 420 万套，且公共租赁房将占主要部分。如消息属实，则 2011 年保障房同比增长 72.4%，占 2010 年新开工面积的 14.7%，完全能弥补商品房新开工面积的下滑。根据住建部统计，截至 2010 年 9 月，全国保障性安居工程已完成投资 4700 亿元，占全年计划的 60%，以此推算，每套保障房的投资额约 13.51 万元，不考虑公共租赁房的比例变化，2011 年 1000 万套房的投资总额约 1.35 万亿元，约占 2010 年房地产投资额的 28%，其中增加的 420 万套住房的投资额占 2010 年房地产投资额的 11.76%，即对 2011 年房地产投资增速的贡献为 11.76 个百分点，以此计算，2011 年房地产投资同比增速为 25.2%。



图 8：如 2011 年保障房 580 万套，预计 2011 年房地产投资同比增长 13.5%

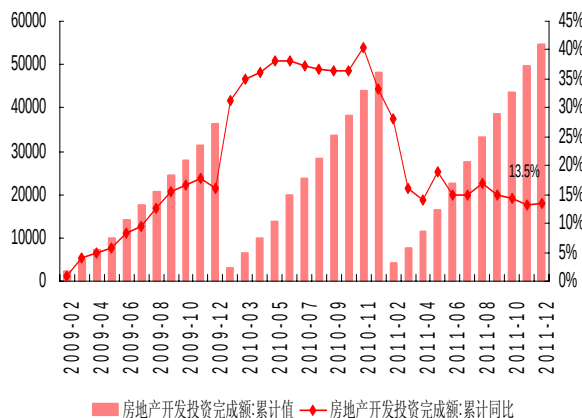


图 9：如 2011 年保障房 1000 万套，预计 2011 年房地产投资同比增长 25.2%

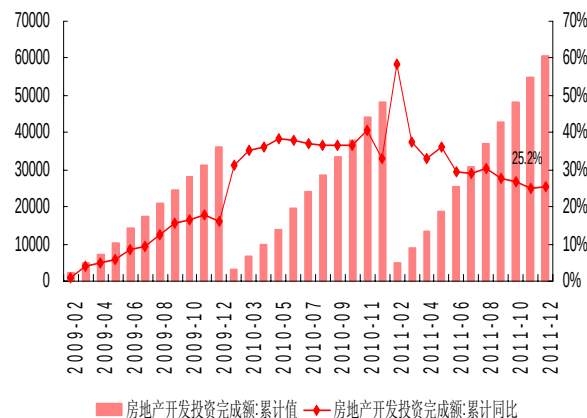


图 10：预计 2011 年商品房新开工面积同比下降 10.3%

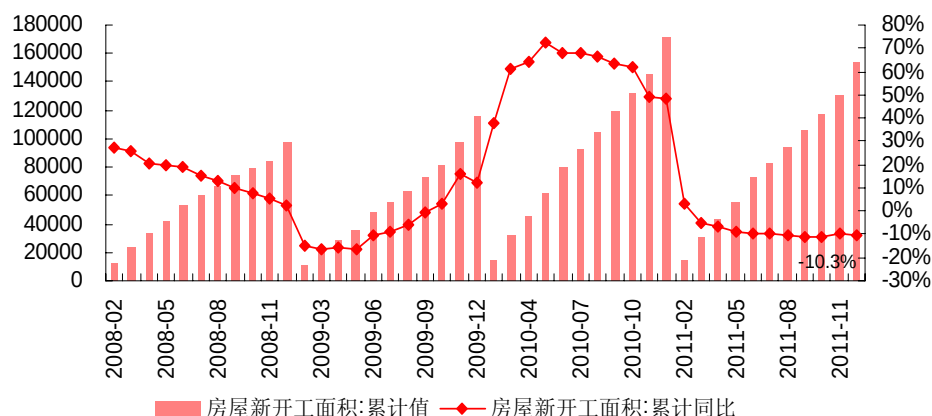


图 11：预计 2011 年购置土地面积同比下降 11.5%

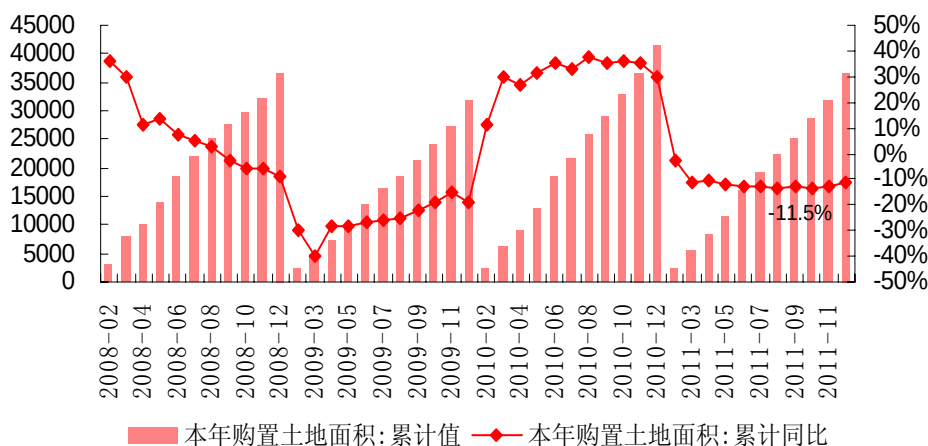




表 5：2011 年新增保障房对房地产开发投资增长的贡献

2011 年新开工保障性住房套数（万）	480	540	600	660	720	1000
2011 年新开工保障性住房面积（万）	28800	32400	36000	39600	43200	60000
比 2010 年保障房新开工面积增加	-17.24%	-6.90%	3.45%	13.79%	24.14%	72.41%
新增部分占 2010 年新开工面积比例	-3.50%	-1.40%	0.70%	2.80%	4.90%	14.70%
新增部分占 2010 年房地产开发投资的比例	-2.8%	-1.1%	0.6%	2.2%	3.9%	11.8%

假设条件：预计 2010 年新开工面积为 17.14 万平米，2010 年房地产投资额为 4.825 万亿元。

销量区域分化 库存压力渐显

受限购和停贷等政策的影响，2011 年的商品房成交量持续低迷，在信贷收紧和通货膨胀压力加大的双重作用下，房价短期快速上涨势头被遏制，房价高位盘整是大概率事件，交易量的回暖取决于房价调整的时间。调控不放松的中性预期下，预计 2011 年全国商品房成交量与 2010 年基本持平。尽管部分城市的限购政策将于 2010 年年底到期，但在保障性住房的供应没上来之前，2011 年还将延续限购政策。从打击投机性购房维护金融安全的角度出发，预计对第三套房的停贷政策将中长期存在。限购和停贷政策造成商品房成交量的区域分化，绝对房价较低和政策相对缓和的三、四线城市商品房成交面积应能回补一、二线城市下降的缺口，但三、四线城市较低的绝对房价导致商品房销售金额的增速下降。因销售低迷，2010 年新开工面积的高速增长导致 2011 年库存压力逐步加大。

限购政策导致商品房销售区域分化：限购政策即对一段期间内家庭购买住房的套数进行限制，因其严格抑制需求被称为史上最严厉的政策。限购政策使市场现有需求为一次性需求，导致一定时期内消费群体的减少，造成销售压力。截至目前，已有北京、上海、深圳、广州、厦门、杭州、宁波、南京、福州、三亚、天津、温州、海口、大连、苏州、兰州等 16 个城市加入到限购的行列中。大部分城市的限购政策是规定一户家庭只能在本市再购买一套住房，限购令中尤以深圳最为严厉，以家庭现持有房屋的套数作为是否可以继续购房的条件，规定 2 套及以上（本市户籍家庭）、1 套及以上（非本地户籍家庭）和无法提供在本市 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民暂停在深圳购房。据媒体报道，限购令远没有停止，范围可能扩大到 30 个城市。限购特别是对全款买房者的限购实属供应短期缺乏的无奈之举，随着供应量的上升，这一政策应该会逐步取消，但 2011 年还将持续。实行限购令的城市主要是绝对房价高的一线城市和房价上涨压力较大的城市，集中在经济比较发达的环渤海区域、长三角区域和珠三角区域。这些城市商品房市场相对发达，对全国商品房交易特别是交易额贡献较大。据 CRIC 统计数据，实行限购的 16 个城市 2009 年的商品房销售面积占全国商品房销售面积比重为 19.72%，但销售额占比高达 40.96%。土地资源的不可再生和高房价对需求的挤出效应等因素使得全国商品房销售面积的重心正从一线城市向二、三、四线城市下移。其中北京、上海、深圳和广州 4 个一线城市商品房销售面积占同期全国商品房销售面积的比重已从 2007 年的 10.21% 下降到 2010 年前 10 月的 5.55%，而上述 16 个限购城市商品房销售面积占比仅从 2007 年的 22.31% 下降到 2009 年的 19.72%。随着城市化进程的推进，这一趋势将持续。



图 12：16 个限购城市商品房销售在全国的占比

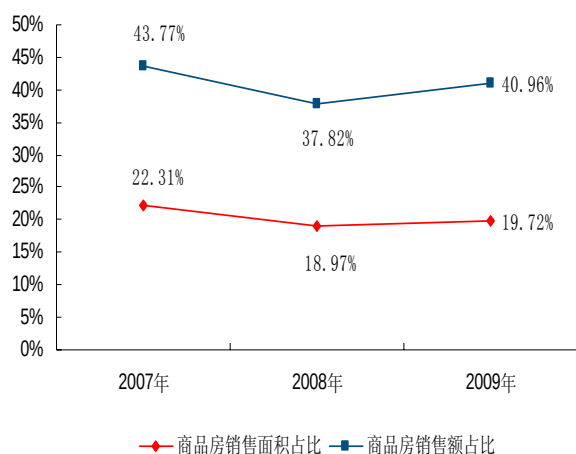
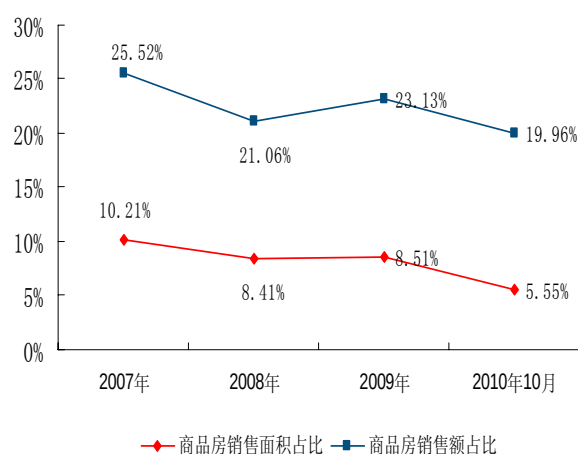


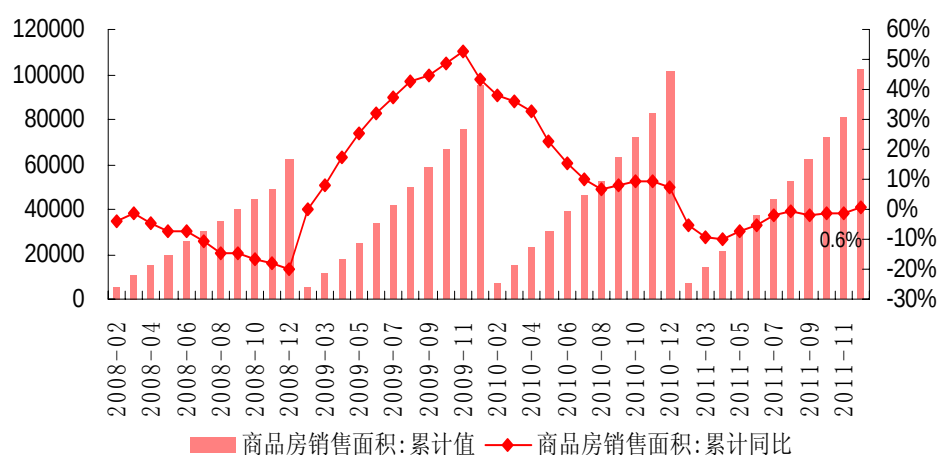
图 13：4 个一线城市商品房销售在全国的占比



资料来源：cric 中信建投证券研发部

图 14：预计 2011 年商品房销售面积同比增长 0.6%

万平方米



资料来源：wind 中信建投证券研发部

信贷政策对商品房销售的影响区域分化：对购房者影响较大的信贷政策主要体现在首套房首付比例提高、三套房和外地人购房停贷等方面，而加息的影响相对较弱。目前的需求以自住和改善需求为主，由于新的贷款政策以购房记录作为认定二套房的标准，因此以贷款购买首套房的比例会大大提高。首套房的购房群体主要以年轻人为主，首付比例的提高会带动销售量的下降，在房价较高的城市尤其明显。以北京为例，购买均价 2.5 万/平方米的房屋，90 平米需要 225 万，首付比例提高一成将使购房者首期多支出 22.5 万元，新增的一成首付可能导致购房者因无力筹集首付而选择放弃购房。相对而言，三、四线城市的房价较低，贷款购房的比例远低于一、二线城市，购房者对信贷政策的收紧特别是首付比例的提高并不敏感。

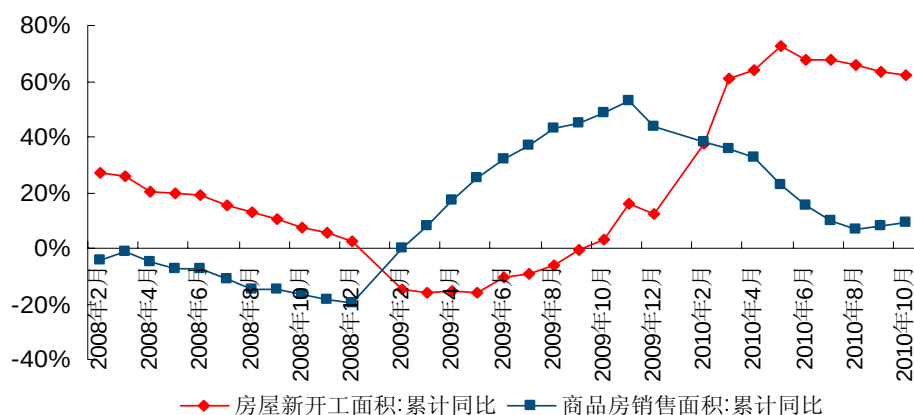
房产税对商品房销售的影响：我们在以前的报告中指出，开征房地产税是必然的，但由于技术和法律法规不完善等原因，全国范围内开征还有待时日，但在目前房价高企、民怨较大的情况下，不排除政府借调控房价为名在某些城市试点。由于各国房产税一般对一定面积的自有住房有减免，使税收负担在其可承受的范围内，且房产税的主要用途是交通、环境、医疗、教育等公共服务支出，能提高自住需求者的居住质量，因此，房产税



的征收对自住需求基本无影响。而投机需求以短期套利为目的，房产税的开征会使房价短期上涨预期落空，且增加了房屋持有环节的成本，因此，开征房产税短期会抑制投机性购房需求。房产税的征收与加息的作用相似，如税率为房款的 1%，设购房者首付比例为 30%，则 1% 的房产税税率相当于贷款利率增加 1.43 个百分点。历史经验表明，加息并非抑制房地产投机的有利手段，因此，只要房价的上涨幅度能覆盖并超过缴纳房产税所增加的投资成本，房产税对投机性需求的影响就有限。

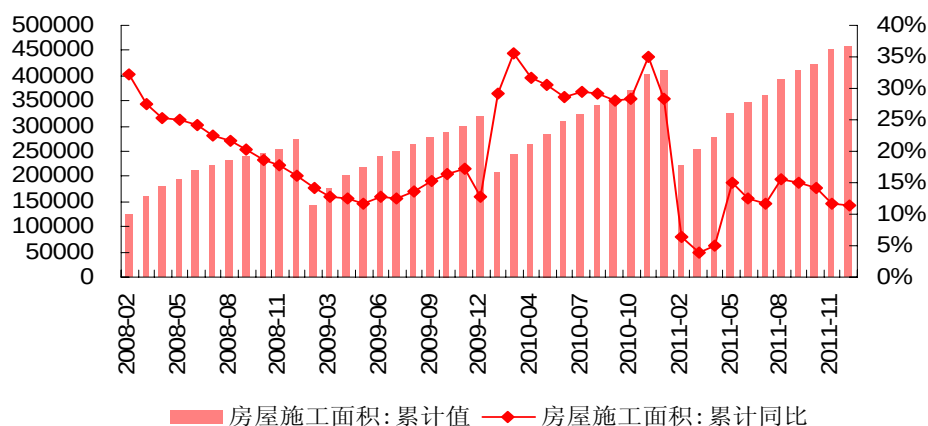
库存压力逐步加重：商品房预售制度下，房屋新开工面积是供应量的先行指标。2010 年前 10 月，全国房屋新开工面积同比 61.90%，而同期商品房销售面积同比仅增长 9.1%。高房价和政府需求的抑制将使 2011 年的销售持续低迷，新开工面积和销售面积增速之间巨大的剪刀差将加大 2011 年的库存压力。目前大部分城市在商品房在建工程达到正负零时就可申领预售证，不考虑政府部门因价格管制等原因对预售证发放的拖延，一般商品房新开工后 3—6 个月后就形成供应，预计 2011 年有效供应的高峰出现 5 月份。从北京、上海、广州、杭州、南京、福州、宁波、重庆、苏州等 9 个城市的库存情况来看，整体呈逐步上升趋势，至 2010 年 10 月，上述 9 城市的可售面积共约 9515 万平方米，接近 2009 年高峰时的 10600 万平方米的水平。

图 15：2010 年新开工面积和销售面积增速比较



资料来源: wind 中信建投证券研发部

图 16：预计 2011 年施工面积的高峰出现在二季度

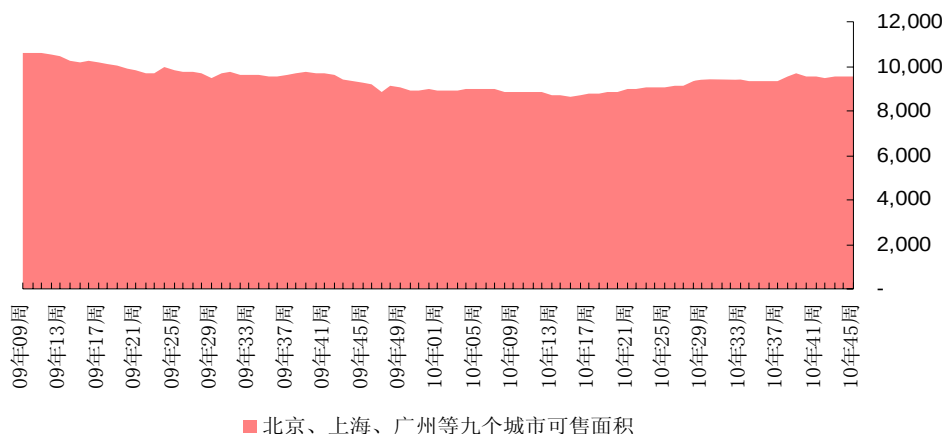


资料来源: wind 中信建投证券研发部



图 17：北京、上海等 9 大城市的可售面积逐步上升

万平方米



资料来源：cric 中信建投证券研发部

资金压力加大 房价有望调整

房屋是存续时间较长的不动产，所占用土地具有稀缺性，随着货币贬值、人们收入水平的提高和周边配套设施的不断完善，房价的温和上涨是符合经济规律的，但其居住属性和金融属性导致房价过快上涨会引发社会风险和金融风险。2010 年对房地产的严厉调控对房价的影响并不明显，主要原因之一就是 2009 年的流动性泛滥和超额销售带给开发商足够的资金来延长对此轮调控的博弈。同时，地价的居高不下也增加了开发商的惜售心理。政策高压和销售低迷正在不断消耗开发商持久战的能量。销售不畅带来的库存压力、融资渠道缺乏带来的资金压力有望迫使房价松动，时间窗口大约在 2011 年二季度。但在货币供应量加大和通货膨胀预期强化的背景下，名义房价难以大幅下降。

资金压力将在 2011 年二季度加大：房地产是资金密集型行业，资金是行业的命脉。房地产的开发资金来源主要包括：国内贷款（主要是开发贷）、自筹资金（包括企业自有资金及二级市场的股权、债权融资）、外资、销售回款（包括按揭贷款），其中国内贷款占比约 19%，销售回款占比约 42%。目前的政策环境下，高房价挤压自住和改善需求、限购限贷政策抑制投资投机需求，未来一段时间内销售还将持续低迷，开发商通过销售回款能力有限；在调控无明显效果之前，证监会对房地产企业融资的审核短期不会开闸，房地产企业二级市场的股权债权融资受阻；外资的利用由于国家限制而解决不了实际问题；2011 年一季度开发商唯一可以指望的就是银行贷款。历史数据表明，一季度是每年信贷集中释放的时候，近 9 年一季度新增人民币贷款占全年的平均值为 32%。以 2011 年新增贷款 7 万亿元计算，按照 32% 的历史均值计算，一季度银行能给房地产行业提供约 2.24 亿元的资金。随着二季度传统开工高峰的到来，如果销售状况不能改观，房地产行业的资金压力进一步加大。

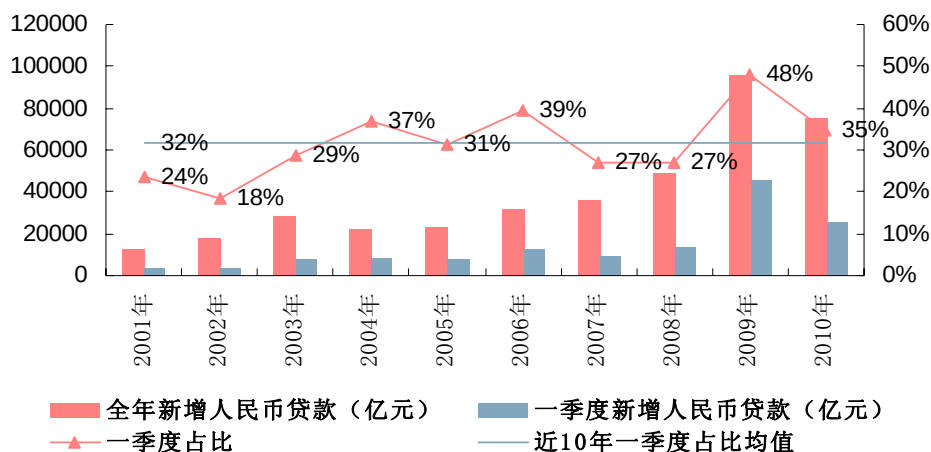
2011 年房价有望调整，但幅度有限：在房地产调控 2011 年不可能转向的情况下，只有价格调整才能吸引购房者重新入场，才能缓解开发商的资金压力。目前商品房库存缓慢上行，其中北京、上海、广州等 9 个主要大中城市的可销售商品房（新房）面积已接近 2009 年的最高点。价格调整是去库存的先决条件，不管是名义房价的下跌，还是高通胀下以时间换空间的实际房价的下跌，本轮调控中房价调整是必然。一方面货币大量超发，一方面抑制能容纳大量资金的房地产需求，这可能推动其他物价的上涨，加剧通胀压力。在劳动力成本、原材料成本、土地价格居高不下，各种税费负担有增无减的背景下，2011 年名义房价的大幅下跌不可能，而且，在



投资途径缺乏的背景下，房屋依然是抵御通货膨胀的重要途径，这将推动绝对房价较低和政策较为缓和的三、四线城市的房价。

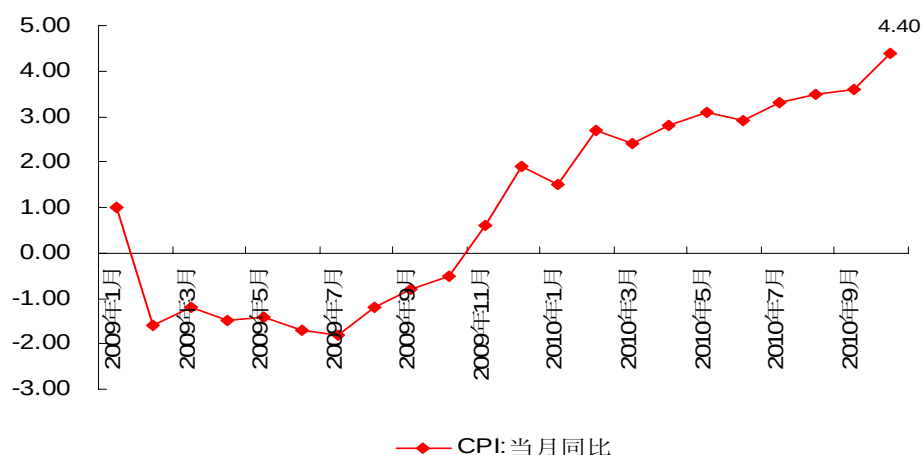
图 18：金融机构新增人民币贷款一季度占比情况

亿元



资料来源：wind 中信建投证券研发部

图 19：2010 年以来 CPI 增长情况



资料来源：wind 中信建投证券研发部

公司分化明显 选时亦要选股

房地产发展的上一个黄金十年中，在强大需求的推动下，房地产行业的高收益和低风险吸引大量的资金入场。土地资源掌握在政府手中，和政府的关系及股东的活动能力成为房地产企业获得土地资源的重要条件。在土地使用权出让招拍挂的强制执行下，房地产行业的地域门槛逐步被打破，随着房地产特别是商品房市场化的进一步推广，行业集中度的提高是行业发展趋势。2011 年房地产行业持续调整，调整时间在一定程度上取决于房价的调整时间和幅度。在此背景下，房地产企业分化日益明显，顺应市场并提前应对的公司将借助市场调整良机扩大市场份额，而融资不畅导致部分企业摆脱不了被收购的命运。



行业阶段性机会可能在二季度出现：在房价高企的背景下，预计商品房交易量在一季度还将持续低迷。尽管目前房地产行业估值较低，但交易量的低迷会影响上市公司的业绩增长，缺乏业绩支撑的反弹高度有限。而一季度召开的两会预计又会将房价问题推到舆论的风口浪尖，政策压力尚不能释放；银行在一季度的集中放贷会暂缓开发商的资金压力，开发商促销的压力减弱；二级市场的停融资导致上市公司 2010 年释放业绩和高送转的动力不足，2011 年一季度整体性行情缺乏基础。两会后短期政策明朗化，不断加重的库存和资金压力可能促使二季度房价的小幅调整，尽管在高通胀下，名义房价难有较大降幅，但出于货币贬值的担忧已足以吸引购房者入场，交易量的反弹是大概率事件，这会对 2012 年的业绩形成支撑。而且，一旦二级市场的融资审核放行，开发商释放业绩的动能会加大。

低估值为 2011 年的阶段性机会奠定了基础：以中信建投大智慧统计的房地产行业指数为依据，自 2009 年 12 月的高点到 2010 年 11 月 30 日，房地产板块已下跌了 30%，远高于 A 股 21% 的整体跌幅。截至 2010 年 11 月 30 日收盘，以 2011 年房地产上市公司业绩整体增长 15% 计算，全部 121 家房地产上市公司（以中信建投行业分类为准，剔除全部 ST 公司，下同）对应 2011 年业绩的加权平均 PE 为 16.3 倍，PB 为 1.35 倍，其中市值前 20 位房地产上市公司静态 PE 为 12.31 倍，PB 为 1.21 倍。以我们所关注的 30 余家上市公司为例，目前股价一般是 RNAV 折价 20% 左右，即反映了房价下跌 15% 的水平。通过对房地产板块 PE、PB 和 RNAV 三种估值水平的历史比较，房地产板块的估值已接近近四年底部。目前房地产行业所处的国内外宏观经济背景、开发商的资产结构和资金状况、以及投资者对我国经济和行业发展的预期等与 2008 年比较均有改善，而房地产的整体估值尤其是市值较大的公司的估值已经和近四年的低点相当，估值触底为 2011 年房地产板块的阶段性机会奠定了基础。

预计 2011 年上市公司整体业绩增速约 15%：2010 年前 10 月全国商品房销售金额同比增长 17.3%，远高于销售面积 9.1% 的增幅，与此同时，北上广深四个一线城市商品房销售面积占全国的比重从 2009 年的 8.51% 下降到 5.55%，而商品房销售额的占比从 23.13% 下降到 19.96%，这就说明，在 2010 年商品房销量相对低迷的同时，房价反而上涨，二、三、四线城市不仅在销量上占比不断扩大，且房价上涨幅度也大于一线城市，随着全国整体城市化率的提高，这一趋势将持续。房地产行业结算滞后于销售的特性使预售款项成为判断下一年度业绩的重要指标。上市公司 2010 年三季报显示，截至 2010 年 9 月 30 日，121 家房地产上市公司的预收款项同比增长 47.37%。尽管预售款项充裕，但上市公司 2010 年释放业绩的动力不大，其一在于房地产上市公司要储备业绩等待二级市场停融资的放行，其二在于提前确认收入会引发土地增值税等税费的清算，从而导致大量现金的流出。尽管 2010 年商品房销售低迷，但截留的预售款项足以支撑 2011 年房地产上市公司业绩的增长，而在成本锁定的前提下，2010 年房价的上涨推动了 2011 年上市公司整体毛利率的提升。预计 2011 年房地产上市公司整体业绩增长约 15%。

表 6：121 家房地产上市公司 2010 年前三季度业绩情况

	2008 年	2009-3Q	2009 年	2010-1Q	2010H	2010-3Q
净资产收益率	9.79%	6.65%	42.96%	5.07%	6.81%	6.93%
总资产净利率	3.33%	2.16%	3.45%	0.78%	1.49%	1.92%
毛利率	34.98%	35.16%	33.77%	37.20%	35.36%	34.24%
净利率	11.84%	13.73%	13.64%	14.37%	13.63%	12.76%
营业总成本/营业总收入	83.62%	83.37%	83.80%	81.26%	82.65%	83.96%
营业税及附加/营业总收入	7.98%	7.87%	8.29%	8.38%	8.32%	8.09%
销售费用/营业总收入	3.47%	3.37%	3.00%	2.95%	2.84%	3.08%
管理费用/营业总收入	5.14%	5.08%	4.55%	4.98%	4.71%	4.80%



财务费用/营业总收入	2.02%	2.21%	1.73%	2.15%	2.14%	2.23%
所得税/营业总收入	4.45%	5.29%	5.01%	5.25%	5.09%	4.78%
预收帐款/营业收入	42.50%	121.93%	69.95%	334.12%	176.93%	143.93%
营业收入同比增长率			21.20%			24.85%
营业利润同比增长率			42.88%			16.63%
净利润同比增长率			39.62%			16.01%
预收帐款同比增长率			99.49%			47.37%
预收帐款+营业收入同比增长率			44.55%			37.22%

资料来源: wind 中信建投证券研发部

投资思路: 融资能力是保障公司成长性的关键。

在保障房的供应没有起来之前, 以平抑房价来缓和社会矛盾和预防金融危机的调控政策特别是限购等抑制需求的行政调控手段不会放松, 中性偏紧的信贷政策加重了房地产开发商的资金压力, 2011 年房地产行业持续调整。集中度的提高是行业发展的趋势, 调整中公司分化是必然的。作为资金密集型行业, 不管是加息、降低信贷规模等货币政策还是限购、土地增值税严格清算、预售款严格监管等行业政策, 着眼点都房地产行业的资金上, 资金是行业和公司发展的命脉, 只有在销售市场、金融机构、二级市场等融资中胜出的公司才能借助本轮调控良机扩张, 融资能力是 2011 年选股的主线:

1、 灵活应对调整, 在销售市场融资能力强的公司。在商品房预售制度下, 此类公司由于良好的品牌和较强的实力会吸引购房者, 且此类公司定价能力强, 产品的附加值高, 房价相对周边产品有一定溢价, 即使价格调整也能保证公司的盈利能力。如万科、保利地产等。

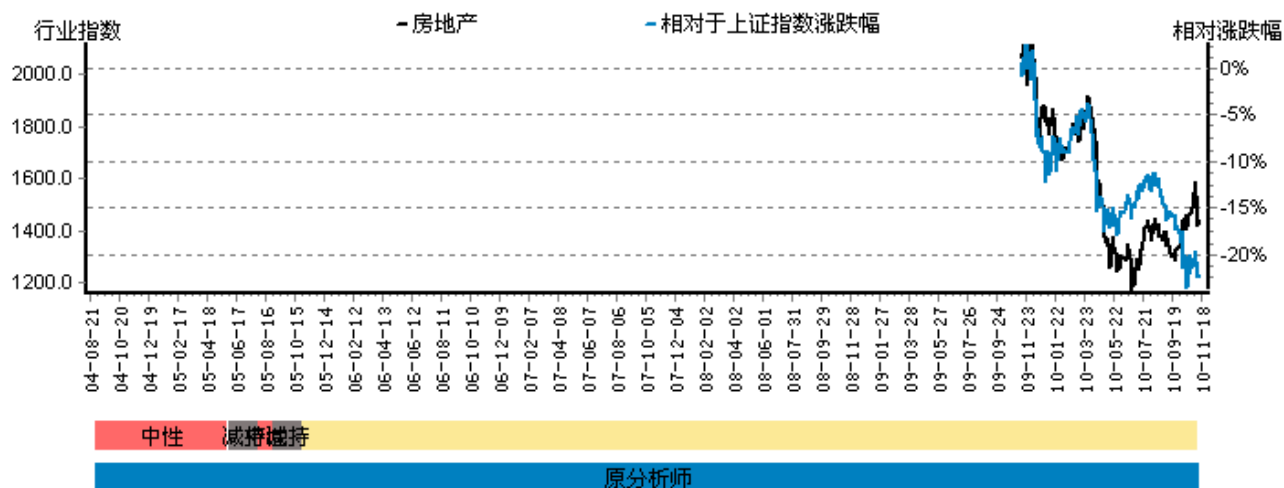
2、 股东背景雄厚, 不仅能通过委托贷款等方式提供给公司资金支持, 亦可为公司从银行、信托等渠道争取更多的资金来源。如鲁商置业、格力地产、华发股份、海泰发展等。

3、 公司实行多元化经营, 其他业务能给房地产业务提供资金等支持的公司。如建发股份、新潮中宝等。

4、 二级市场融资一旦放行能从中受益的公司。2010 年 10 月, 证监会宣布已暂缓受理房地产开发企业重组申请, 对已受理的房地产类重组申请征求国土资源部意见。而在此之前约一年时间, 上市房地产企业的再融资审核早已暂停, 已经受理的公司目前正在国土资源部排队待审。一旦二级市场融资放行, 对已进入国土资源部审核程序的公司形成利好。如天保基建等。



附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

陈莹：中国政法大学经济法学硕士，房地产行业分析师。从事房地产行业研究 3 年，曾连续 4 年担任某国土资源管理部门法律顾问。结合中国特色的经济和政治环境对我国房地产行业进行宏观和微观研究，力求提供有价值的投资建议。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。