

冬天已经来了，春天还会远吗

——2011 年度房地产行业投资策略 投资要点：

1. 房地产市场运行及房地产板块情况

1-11 月，全国房屋销售面积，房屋销售额同比增加，土地购置费用显著增加。主要城市房地产价格高位波动。最近一年以来，由于调控预期强烈，房地产板块跌幅超过大盘跌幅。

2. 政策面总结及展望：房价不跌，调控不止

本年度，号称史上最严厉的房地产调控政策于 4 月出台，虽然短期内起到了效果，但之后交易量和房价都发生了反弹，因此 9 月 30 日政府又推出了本年第二波房地产调控政策，目前来看，调控效果并不明显，我们推测政府的意图为，房价不跌，调控不止。

3. 行业估值情况

我们分别从市盈率、市净率两个角度，对房地产板块在上证综指的两个阶段性底部（上证综指 998 点和 1664 点）、顶部 6124 点以及当前点位的估值进行对比，发现目前房地产板块的估值较低。

4. 11 年预测：房价略有下降

我们重申我们在四季度投资策略中的观点，房价将小幅下跌。下跌到低谷的时间根据上次调控开发商资金面的推测，将在 11 年 11 月份左右。

5. 春天何时到来：二季度可能性很大

根据我们前面的预测，房价下跌到低谷的时间在 2011 年 11 月份，那么根据 08 年、09 年房价下跌的情况，我们前推 4-5 个月，就是股价触底反弹的时候，即 6-7 月份，再考虑到由于上次调控的经验，市场对反弹可能早就有预期，所以房地产板块将会在二季度提前反弹。2011 年全年，房地产板块相对大盘，将会前低后高，先“否极”，后“泰来”，房地产板块相对大盘将会走出“√”型的走势。以上的分析没有考虑房产税的情况，如果考虑到房产税，则什么时候房产税细则或试点确定，什么时候就是否极泰来的时刻。

6. 商业地产

行业目前整体较好，但上市公司的盈利模式及能力需要详细评估，目前 A 股里面，谁能成为大连万达类的公司，还有待考察。

7. 重点关注公司

上季度我们推荐的股票为首开股份和福星股份。福星股份取得了较好的收益，而首开股份表现一般。本年度因为我们认为股价将会否极泰来，在“否极”的阶段我们建议配置积极参与金融投资的新潮中宝以及北京城建。至于“泰来”的阶段，我们建议持续关注那些销售策略好、盈利能力高、土地储备多的公司，如首开股份，等到房地产行业行情真正到来，我们再推荐类似的公司。

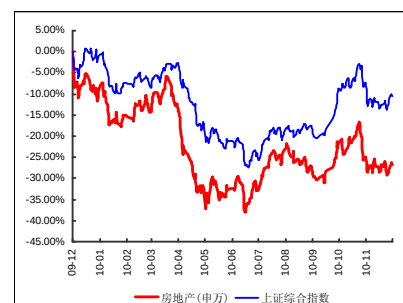
8. 投资风险

房地产政策风险以及银行风险。

本次评级：增持

上次评级：中性

图：一年以来行业走势



资料来源：wind、大通证券研发中心

研究员：黄鹤

电 话：0411-39673358

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：huanghe1@daton.com.cn

相关报告：

《最后一只靴子尚未落下 言“利空出尽”为时尚早——2010 年四季度房地产行业投资策略》

一、房地产市场及房地产板块走势回顾

(一) 1-11 月全国房地产行业运行情况

1. 房地产开发投资完成情况

1-11 月，全国房地产开发投资 42697 亿元，同比增长 36.5%，其中，商品住宅投资 30022 亿元，增长 34.2%，占房地产开发投资的比重为 70.3%。11 月当月，房地产开发投资 4628 亿元，增长 36.7%。

1-11 月，全国房地产开发企业房屋施工面积 38.43 亿平方米，同比增长 28.6%；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%，其中，住宅竣工面积 3.93 亿平方米，增长 7.1%。

1-11 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 3.61 亿平方米，同比增长 33.2%，土地购置费 8931 亿元，增长 77.9%。

11 月当月，房屋新开工面积 1.34 亿平方米，同比下降 17.4%；房屋竣工面积 6531 万平方米，下降 0.7%，其中，住宅竣工面积 5350 万平方米，下降 3.5%；土地购置面积 3302 万平方米，增长 9.3%，土地购置费 924 亿元，增长 67.4%。

总体来看，今年 1-11 月，全国房地产开发投资同比增长较快，值得注意的是，土地购置费用大幅增长，而土地购置面积增长较少，这说明，土地价格飙升。

2. 商品房销售情况

1-11 月，全国商品房销售面积 8.25 亿平方米，同比增长 9.8%，增幅比 1-10 月提高 0.7 个百分点。其中，商品住宅销售面积增长 7.4%，办公楼增长 25.9%，商业营业用房增长 35.2%。1-11 月，商品房销售额 4.23 万亿元，同比增长 17.5%，增幅比 1-10 月提高 0.2 个百分点。其中，商品住宅销售额增长 12.8%，办公楼和商业营业用房分别增长 48.4% 和 50.2%。

11 月当月，全国商品房销售面积 10113 万平方米，同比增长 14.5%，绝对量比 10 月份增加 834 万平方米，增长 9.0%；全国商品房销售额 5286 亿元，同比增长 18.6%，绝对额比 10 月份增加 210 亿元，增长 4.1%。

11 月份的全国商品房销售面积和销售额显示，商品房交易量同比仍在上涨。

3. 房地产开发企业资金来源情况

1-11 月，房地产开发企业本年资金来源 63220 亿元，同比增长 31.2%。其中，国内贷款 11245 亿元，增长 25.0%；利用外资 656 亿元，增长 59.0%；自筹资金 23806 亿元，增长 49.6%；其他资金 27513 亿元，增长 20.4%。在其他资金中，定金及预收款 15935 亿元，增长 19.4%；个人按揭贷款 7937 亿元，增长 13.2%。

资金来源总体同比增长，但国内贷款增长较少，自筹资金增加较多，说明国家收紧了银行对房地产商的信贷之后，房地产商只能更多地依靠自筹资金发展。

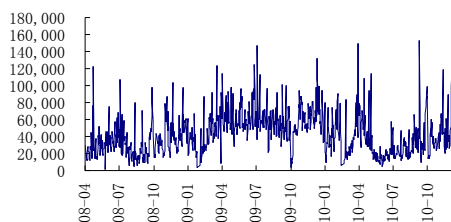
(二) 主要城市房地产市场交易情况

1. 北京：可售期房减少

图 1：北京期房网上签约面积

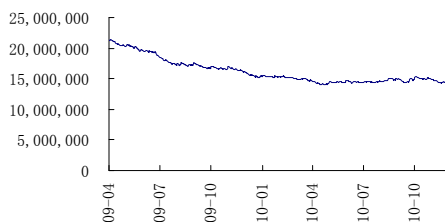
图 2：北京期房可售房屋面积

北京:期房网上签约面积



资料来源: wind 资讯

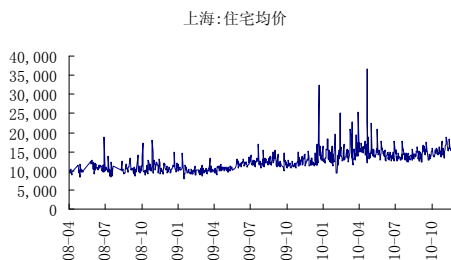
北京:期房可售房屋面积



资料来源: wind 资讯

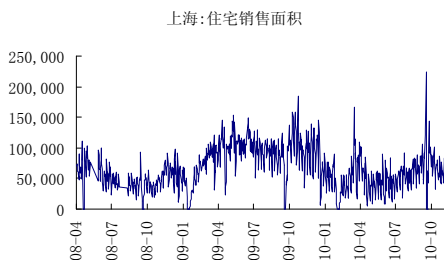
2. 上海: 住宅价格高位波动

图 3: 上海住宅均价



资料来源: wind 资讯

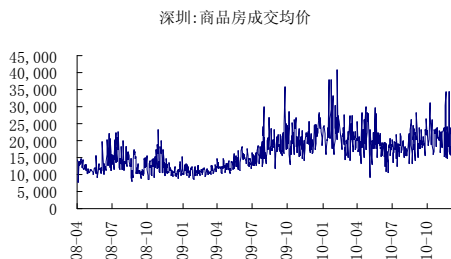
图 4: 上海住宅销售面积



资料来源: wind 资讯

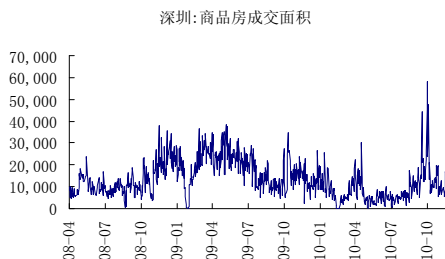
3. 深圳: 价格高位波动, 交易量萎缩

图 5: 深圳商品房成交均价



资料来源: wind 资讯

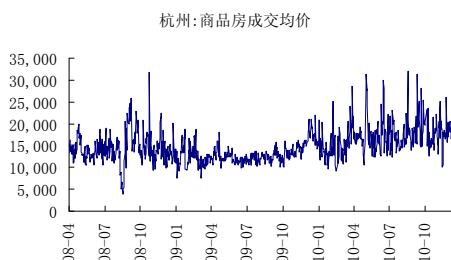
图 6: 深圳商品房成交面积



资料来源: wind 资讯

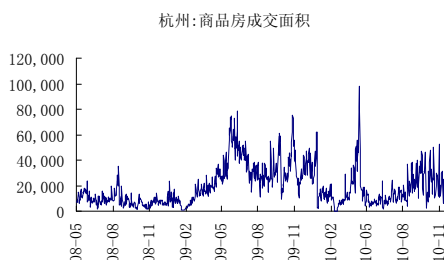
4. 杭州: 价格高位, 成交量一般

图 7: 杭州商品房成交均价



资料来源: wind 资讯

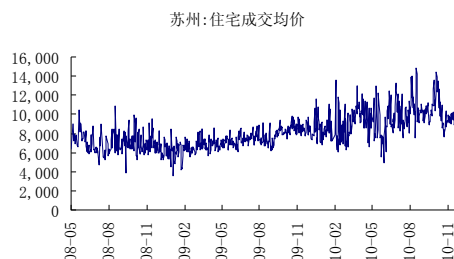
图 8: 杭州商品房成交面积



资料来源: wind 资讯

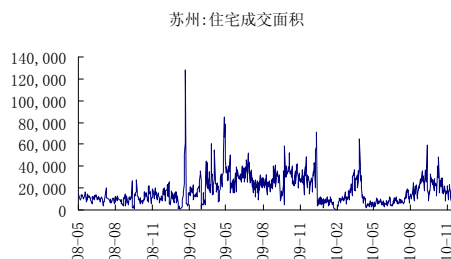
5. 苏州: 价高量缩

图 9：苏州住宅成交均价



资料来源: wind 资讯

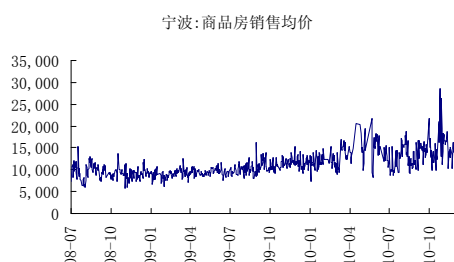
图 10：苏州住宅成交面积



资料来源: wind 资讯

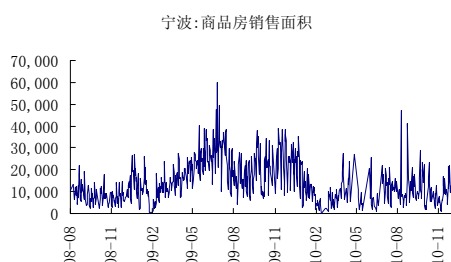
6. 宁波：价格高位，交易量下降

图 11：宁波商品房成交均价



资料来源: wind 资讯

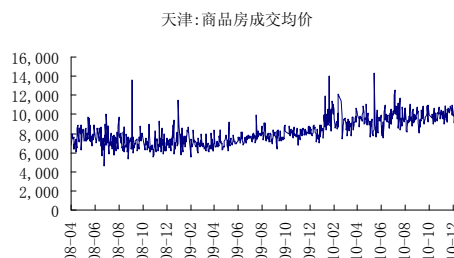
图 12：宁波商品房成交面积



资料来源: wind 资讯

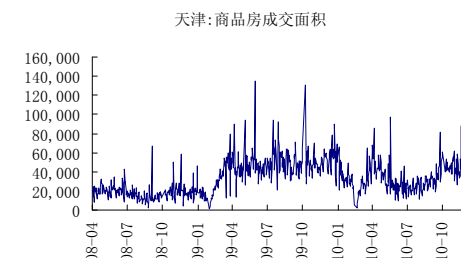
7. 天津：价格直线上升，交易量放大

图 13：天津商品房成交均价



资料来源: wind 资讯

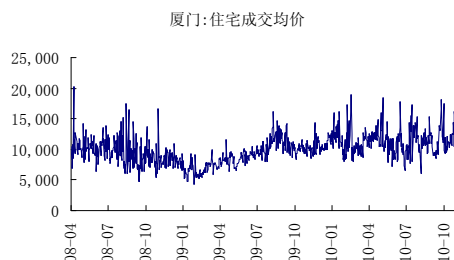
图 14：天津商品房成交面积



资料来源: wind 资讯

8. 厦门：价高量缩

图 15：厦门住宅成交均价



资料来源: wind 资讯

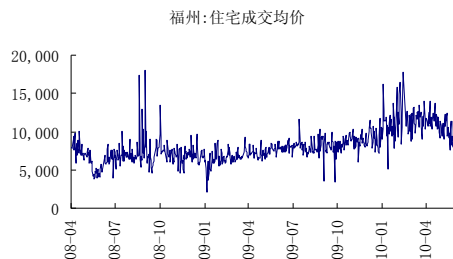
图 16：厦门住宅成交面积



资料来源: wind 资讯

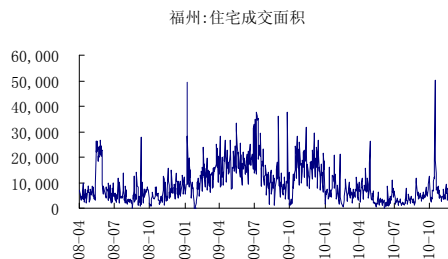
9. 福州：价跌量缩

图 17：福州住宅成交均价



资料来源：wind 资讯

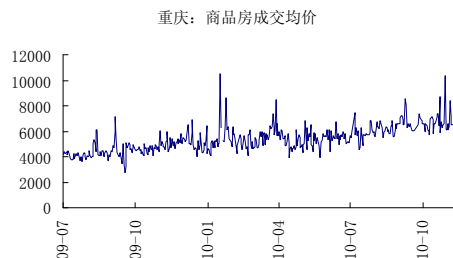
图 18：福州住宅成交面积



资料来源：wind 资讯，09.1.5 成交量异常，被剔除

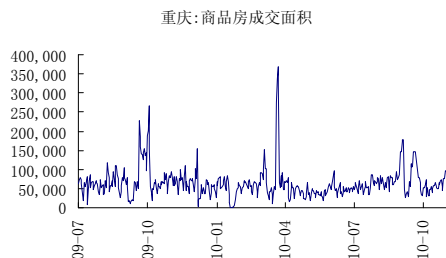
10. 重庆：价格上涨，交易量较低

图 19：重庆商品房成交均价



资料来源：wind 资讯，价格经过计算，
10.2.24 数据异常，被剔除

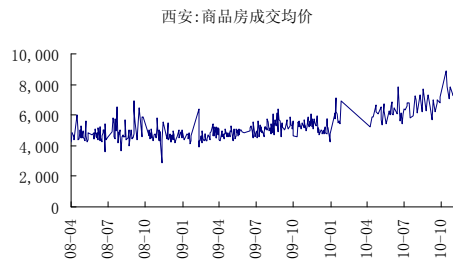
图 20：重庆商品房成交面积



资料来源：wind 资讯

11. 西安：价格上涨，交易量较大

图 21：西安商品房成交均价



资料来源：wind 资讯

图 22：西安商品房成交面积

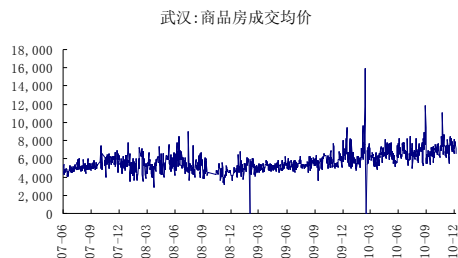


资料来源：wind 资讯

12. 武汉：价格上涨

图 23：武汉商品房成交均价

图 24：武汉商品房成交面积



资料来源: wind 资讯, 价格经过计算



资料来源: wind 资讯

从整体来看,今年 1-11 月份,各城市的价格相比去年来看,都有了一定的增长,交易量有的增加,有的跟去年相差不多。从 11 月单月的情况来看,价格走势较为平稳,大部分城市价格近期环比涨跌不大。重点城市除福州跌幅较为明显外,其余均高位波动。从以上城市的价格变动看来,调控政策仍未能使主要城市房价回落。

(三) 近期房地产板块表现

最近一年以来,大盘下跌 10.56%, 房地产板块下跌 26.78%, 由于调控预期强烈, 房地产板块跌幅超过大盘。

二、政策面总结及展望: 房价不跌, 调控不止, 房产税预期加深

4 月, 被称为史上最严厉的房地产调控政策出台。出台之后, 一些城市房地产交易量有了明显的下降, 但是到 8 月份左右, 市场显现出回暖的趋势。

(一) “新国十条出台”

表 1: 2010 年 4 月份房地产调控政策

五大问题	十项措施	详细内容
一、各地区、各有关部门要切实履行稳定房价和住房保障职责	(一) 统一思想, 提高认识	住房问题关系国计民生, 经济问题, 更是影响社会稳定的民生问题。房价过高、上涨过快, 加大了居民通过市场解决住房问题的难度, 增加了金融风险, 不利于经济社会协调发展。
	(二) 建立考核问责机制	住建部、监察部要对省人民政府的工作考核, 加强监督检查, 建约谈、巡查和问责制度。对稳定房价、推进保障房建设工作不力, 影响社会发展的, 要追责。

二、坚决抑制不合理住房需求	(三) 实行更为严格的差别化住房信贷政策	购首套房且套型建筑面积在 90 m ² 以上的家庭, 贷款首付款比例不得低于 30%; 对贷款购买第二套住房的家庭, 贷款首付款比例不得低于 50%, 贷款的利率不得低于基准利率的 1.1 倍;
	(四) 发挥税收政策对住房消费和房地产收益的调节作用	财政部、税务总局加快制定引导个人合理住房消费和调节个人房产收益的税收政策。税务部门要严格按照税法和政策, 认真做好土地增值税的征收管理工作。
三、增加住房有效供给	(五) 增加居住用地有效供应	房价上涨过快的城市, 要增加居住用地总量。依法加快处置闲置用地, 对收回的闲地, 优先安排用于普通住房建设。探索“综合评标”、“一次竞价”、“双向竞价”, 抑制居住地价非理性涨。
	(六) 调整住房供应结构	各地要尽快编制和公布住房的建设规划, 明确保障性住房、中小套型普通商品住房的建设数量和比例。住房城乡建设部门要加快对普通商品住房的规划、开工建设和预销售审批, 尽快形成有效供应。
四、加快保障性安居工程建设	(七) 确保完成 2010 年建设保障性住房 300 万套、各类棚户区改造住房 280 万套的工作	住建部、发展改革委、财政部尽快下达年度计划及中央补助金。住建部要与各省政府签订保障房工作目标责任书, 落实工作责任。地方要落实土地供应、资金投入和税费优惠政策。
五、加强市场监管	(八) 加强对房地产开发企业购地和融资的监管	严格依法查处土地闲置及炒地行为, 并限制有违法违规行为的企业新购置土地。房企在拍地和开发中, 股东不得违规提供借款、转贷、担保。禁地产主业的国业参与商业土地开发和地产经营。
	(九) 加大交易秩序监管力度	对取得预售许可或者办理现房销售备案的房地产开发项目, 要在规定时间内一次性公开全部销售房源, 并严格按照申报价格明码标价对外销售
	(十) 完善房地产市场信息披露制度	各地要及时向社会公布住房建设计划和住房用地年度供应计划。住房城乡建设部要加快个人住房信息系统的建设。统计部门要研究发布能够反映不同区位、不同类型住房价格变动的信息

(二) 本年调控第二波政策

9月29日，为进一步贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知精神，国家有关部委出台了本年度第二波调控政策，。

表 2：2010 年 9 月房地产调控第二波政策及点评

政策类别	政策细则	点评
一是各地要加大贯彻落实房地产市场宏观调控政策措施的力度。	要立即研究制定贯彻落实国发[2010]10号文件的实施细则。已印发实施细则的地区，要根据最近国家有关部委出台的政策措施进行调整和完善。房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数。严格实行问责制，对政策落实不到位、工作不得力的，要进行约谈，直至追究责任。	北京已经推出了5月份之后一个家庭只能新购买一套房的政策。“问责制”的强调，说明中央的决心很大，估计其他地方政府会根据中央精神，推出具体措施，限定居民家庭购房套数。
二是完善差别化的住房信贷政策。	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；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款。	这是上一波的政策，但是执行力度不够，本次强调了该政策的执行力度。
	对贷款购买商品住房，首付款比例调整到30%及以上；对贷款购买第二套住房的家庭，严格执行首付款比例不低于50%、贷款利率不低于基准利率1.1倍的规定。	首付款比例不低于50%、贷款利率不低于基准利率1.1倍的规定是上一波的政策，但执行力度不够，而首付款比例调整到30%及以上的政策影响较大。8月以来，主要城市房地产市场回暖，主要表现为成交量上升，价格小幅上涨。分析回暖的原因是，第一波政策出台后，投资需求基本被打压，而改善性需求也被部分打压，唯有刚性需求部分难以抑制。房价照比高峰时期略有下降，刚性需求按耐不住，纷纷入市。该政策针对了刚性需求，降低了刚性需求者的购房能力，同时也起到了降低银行风险的作用。
	各商业银行要加强对消费性贷款的管理，禁止用于购买住房。对不认真执行差别化信贷政策的商业银行，一经查实要严肃处理。继续支持房地产开发企业承担中低价位、中小套型商品住房项目和参与保障性安居工程的贷款需求。	该政策针对目前购房者利用消费性贷款购房的方式，堵住了这方面的资金渠道。
三是调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策。	加强对土地增值税征管情况的监督和检查，重点对定价明显超过周边房价水平的房地产开发项目进行土地增值税的清算和稽查。 加快推进房产税改革试点工作，并逐步扩大到全国。 自2010年10月1日起，对个人购买普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，减半征收契税。对个人购买90平方米及以下普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，减按1%税率征收契税。对出售自有住房并在1年内	业界普遍对房产税存有很高的期望，房产税的推出将能释放部分存量住房，增大市场供应，调节房屋分配。不过房产税到底能在多大程度上影响房价，取决于具体的细则，税收如何征收，对第几套房是否采取分别的税率。

	重新购房的纳税人不再减免个人所得税。	
四是切实增加住房有效供给。	各地要加大对各地 2010 年住房建设计划和用地供应计划实际完成情况的督查考核力度，切实落实中小套型普通商品住房和保障性住房建设计划和供地计划。房价上涨过快的城市，要增加居住用地的供应总量。认真落实支持公共租赁住房建设的税收优惠政策。鼓励金融机构支持保障性安居工程建设，抓紧制定支持公共租赁住房建设的中长期贷款政策。	目前大量建设的保障房越来越倾向于公租房，参照同样建设公屋的香港，截至目前，香港共有约 73 万套公屋住房，超过 200 万人租住其中，约占香港总人口的 1/3。香港的公屋覆盖面较广，可是房价仍然遥遥领先，所以保障房方面除重庆以外，对各地区房价的影响不大。
五是规范房地产市场及土地市场。	加大住房交易市场检查力度，依法查处经纪机构炒买炒卖、哄抬房价、怂恿客户签订“阴阳合同”等行为。对房地产开发企业土地闲置、改变土地用途和性质、拖延开竣工时间、捂盘惜售等违法违规行为，要继续加大曝光和处罚力度。对有上述违法违规记录的房地产开发企业，要暂停其发行股票、公司债券和新购置土地，各商业银行停止对其发放新开发项目贷款和贷款展期。	此举将有利于规范中介及土地市场，避免中介哄抬房价、开发商囤积土地。

资料来源：大通证券研发中心

调控第二波要求巩固第一波的政策，加大第一波政策的执行力度，并且强调推进房产税改革、对首套房一律执行首付 30% 及以上的信贷政策。我们推测政府的意图：房价不跌，调控不止。

房产税方面，根据我们的判断，即使政府推出房产税，在征税的初期，税率一定不高，而且也未必会对多套房实行累进税率，因此房产税这只靴子要落未落的时候，是真的起作用，而真的推出并且再过一段时间之后，大家会发现这个不过是虚张声势、唱空城计罢了，所以当税收征收时间确定、细则推出之际及之后的一段时间内，反而是房地产股票的利好。

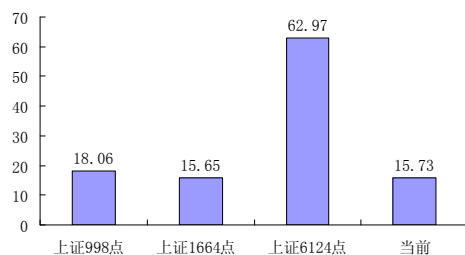
三、板块估值情况

为了考察板块的估值情况，我们分别从市盈率、市净率两个角度，对房地产板块在上证综指的两个阶段性底部（上证综指 998 点和 1664 点）、顶部 6124 点以及当前点位的估值进行对比。

（一）市盈率对比

当前房地产板块动态市盈率很低，数值为 15.73 倍，较上证综指 998 点时的板块市盈率低 12.9%，较上证综指 1664 点时板块市盈率高 0.5%，是上证综指 6124 点时板块市盈率的 25.0%。

图 25：房地产板块市盈率对比

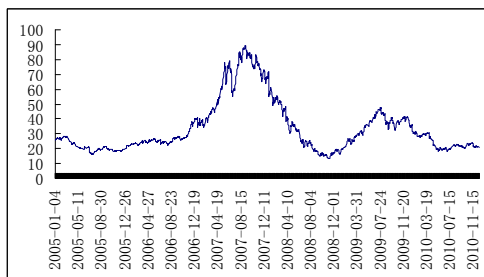


注：上证 998 点、1664 点及 6124 点板块市盈率所匹配的财务数据为所在年份的年报；当前价格数据选取 2010 年 12 月 10 日收盘价，当前的动态市盈率来自 wind 资讯的预测

资料来源：wind 资讯，大通证券研发中心

对比房地产板块历年的滚动市盈率，我们发现房地产板块的滚动市盈率也处于历史地位。

图 26：2005 年 1 月以来房地产板块滚动市盈率走势图



注：滚动市盈率即 TTM 市盈率，是根据最近四个季度的每股收益所计算出的市盈率，计算时剔除负值，截止日期 12 月 10 日

资料来源：wind 资讯，大通证券研发中心

之后我们来看行业内重点公司的市盈率。在计算两个阶段性底部（上证 998 点/1664 点）以及顶部 6124 点的市盈率时，采用的财务数据是最近四季度的年报。重点公司市盈率采用的是 2010 年的动态市盈率，并且结合行业内多家券商分析师对房地产业 2010 年的业绩预测，将 2010 年的业绩预测分为三种情况（最高、均值、最低），从而得出三种情况下对应的重点公司 2010 年动态市盈率（最低、均值、最高）。

从表 3 中可以看出，在均值情况下，大部分重点公司目前的动态市盈率和两次低谷的市盈率相差不算太大，荣盛发展、福星股份、中国国贸的估值高于历史低点，华侨城 A、金融街、张江高科的估值低于历史低点。

表 3：房地产板块重点公司市盈率对比（动态市盈率采用 2010 年 12 月 10 日收盘价计算）

	上证 998 点	上证 1664 点	上证 6124 点	2010 年动态市 盈率（最低）	2010 年动态市 盈率（均值）	2010 年动态市 盈率（最高）
万科A	10.2	12.2	76.6	11.44	12.68	15.04

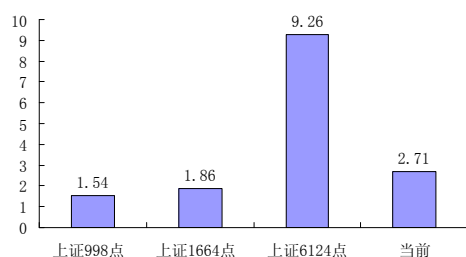
保利地产	---	15.6	97.7	9.70	11.51	12.47
金地集团	9.1	9.9	78.5	10.12	11.05	12.13
招商地产	11.1	14.5	78.6	11.33	12.95	14.90
中粮地产	23.6	32.0	80.9	22.55	22.55	22.55
首开股份	14.9	7.1	48.6	11.74	12.43	13.26
荣盛发展	---	7.0	73.9	14.68	16.38	18.18
福星股份	9.5	7.5	27.0	15.73	18.05	20.67
新湖中宝	404.1	11.6	223.8	15.03	16.38	19.82
华侨城A	27.4	19.4	141.2	14.15	15.70	17.82
金融街	22.1	25.8	43.9	10.16	11.70	12.69
陆家嘴	23.8	19.5	81.0	25.98	27.00	27.98
张江高科	27.2	23.5	87.9	15.21	16.20	17.96
中国国贸	17.4	19.0	68.4	54.86	59.43	70.44

资料来源：wind 资讯，大通证券研发中心

（二）市净率对比

从市净率上看，当前房地产板块估值，较两次低谷要高一些。目前房地产板块的市净率为 2.71，较上证综指 998 点时房地产板块市净率高 76.0%，较上证综指 1664 点位时房地产该板块市净率高 45.7%，是上证综指 6124 点时板块市净率的 29.3%。

图 27：房地产板块市净率对比

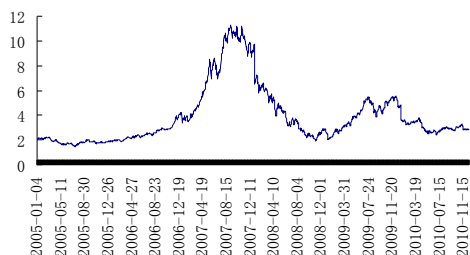


注：匹配数据为当年中报，当前为 2010 年 12 月 10 日

资料来源：wind 资讯，大通证券研发中心

然而，考虑到上证综指目前的点位为 2841.04 点（12 月 10 日收盘价），并且通过回顾房地产板块历史市净率近几年走势可以发现，房地产板块目前的市净率处于相对较低的位置。

图 28：2005 年 1 月以来房地产板块市净率走势图



注：匹配数据为上年年报

资料来源：wind 资讯，大通证券研发中心

通过市盈率和市净率的对比，我们发现：从市盈率角度，目前房地产板块的估值在历史上很低，而从市净率角度来看，目前房地产板块的估值相对较低。

四、2011 年展望：房价略有下降

（一）供需面

从供给面来看，目前市场上的开发商加大了供给的力度，由于资金回笼的需要以及政策方面的限制，捂盘的情况有所减少，根据我们对相关数据的分析，明年主要城市的商品房相对今年年末来讲，都会加大供给。

需求方面，目前由于二套房首付比例、贷款利率以及公积金二套房贷款的限制，如北京市二套房公积金贷款只能贷给首套人均面积低于 28.81 平的家庭，这些诸多的限制使得改善型需求被压抑。同时值得注意的是，目前一二线城市的新房低总价、小户型的越来越少，以北京为例，首套刚需多选择在 150 万以下的房屋，而新房里面满足他们要求的房子都集中在郊区，相比郊区的新房，这些首套刚需还可以选择市区内小的二手房作为替代。本年的政策推出之后，使得新房特别是大面积的新房全款比例大大提高，被用作投机或者投资保值的目的。总体来看，需求还是被抑制住了。

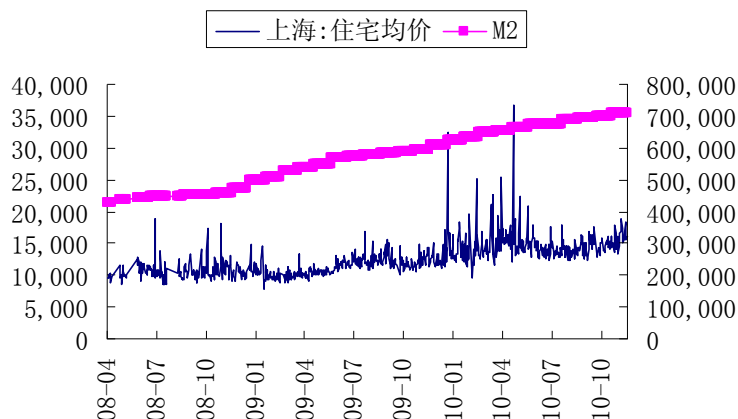
在供给增加，需求受到抑制，房价高企的情况下，房价上涨的动力不足，下跌或不涨的可能性进一步加大。

（二）M2、调控与房价

从 M2 与房价关系可以看出，上海市对调控反应比较明显。当没有调控的时候，上海市房价与 M2 基本上是同步上涨，有调控之后，从 08、09 年的情况看，是房价下跌。今年 4 月份政策推出后，上海市房价冲高的态势回落，房价上涨有

所停滞。

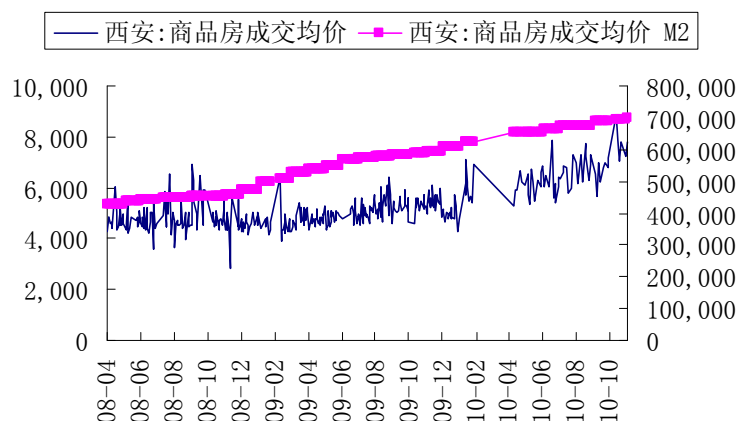
图 29：上海住宅均价与 M2 关系图



资料来源：wind 资讯，大通证券研发中心

我们认为，对一线城市和沿海二线城市而言，调控的作用将大于 M2 的作用，2011 年，这些城市的房价将下跌。

图 30：西安商品房均价与 M2 关系图



资料来源：wind 资讯，大通证券研发中心

而对于西安这样的城市而言，从 M2 和上次调控的关系可以看出，房价与政策关系不大、与 M2 关系较大，由于明年 M2 仍将上涨，所以我们认为，内陆二线城市以及三线城市价格比较平稳甚至可能微涨。

综合一二三线城市的情况，我们认为房价总体来看，会有所下降。

（三）开发商资金面

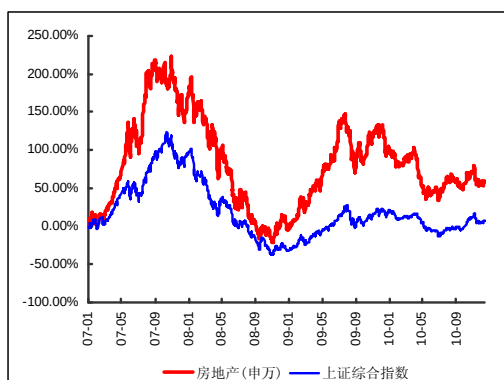
2007 年 9 月 27 日，中国人民银行下达了《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，根据通知，第二套（含）以上住房首付比例不得低于 40%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。这是 07 年房地产调控的重大政策，在此之后大约

15 个月左右即 08 年末，开发商的资金最紧张（账面上货币资金最少）。而这次，如果以今年 4 月份的调控为起点，那么后推 15 个月，房地产开发商资金最紧张的时间可能会出现在明年 7 月份左右，而根据上次调控房价跟开发商资金面的关系，房价到达低谷是开发商资金最紧张的 4-5 个月左右，所以据此推测，房价到达低谷是明年 11 月份左右。

五、从房价到房地产股票：房地产股票先“否极”，后“泰来”

股价先于房价，上次调控的时候就是这样，房价调控初见效果，股价跌入谷底，房价跌入谷底之前，股价已经上涨。上次房地产价格是 09 年 2、3 月份跌入谷底，而大盘以及房地产板块在 08 年 10 月份左右触底反弹，股价先于房价 4-5 个月。

图 31：07 年 1 月以来上证综指及房地产板块走势



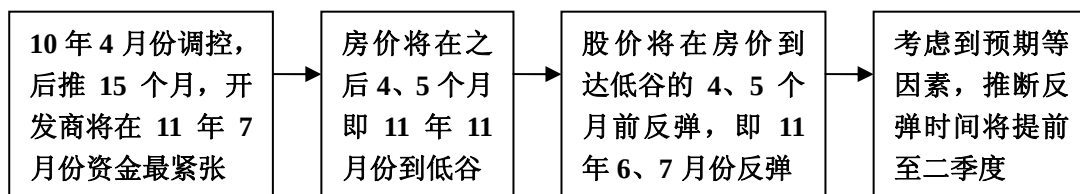
资料来源：wind 资讯，大通证券研发中心

根据我们前面的预测，房价下跌到低谷的时间在 2011 年 11 月份，那么根据 08 年、09 年房价下跌的情况，我们前推 4-5 个月，就是股价触底反弹的时候，即 6-7 月份，再考虑到由于上次调控的经验，市场对反弹可能早就有预期，所以房地产板块将会提前反弹，反弹在二季度就会出现。2011 年全年，房地产板块相对大盘，将会前低后高，房地产板块相对大盘将会走出“√”型的走势。以上的分析没有考虑房产税的情况，如果考虑到房产税，则什么时候房产税细则或试点确定，什么时候就是否极泰来的时刻。

因此从 12 月 8 日开始，展望 2011 年全年，我们将四季度投资策略的“中性”评级上调为“增持”的评级。我们认为房地产板块在 11 年将会经历否极泰来的

阶段，最终将会领涨大盘。

图 32：房价股价历史经验推断逻辑图



资料来源：大通证券研发中心

六、商业地产板块

商业地产方面，目前行业的整体景气度较高，行业整体表现会超过单纯进行房地产开发的企业。数据显示，今年 4 月 17 日“新政”之后的 5-10 月，北京市商业项目、写字楼项目价格、成交量均同比上涨。

在保监会 9 月初正式发布《保险资金投资不动产暂行办法》，业内预计将有逾 4500 亿元人民币的资金有望进入房地产领域。目前，虽然险资进入楼市尚处在前期筹备阶段，但明年开始，保险资金或将成为大宗交易的主要买家。不过险资多是持有为主，可能使价格有一定上涨，但不会炒买炒卖，商业地产的价格应该是平稳上升。

但是上市公司层面，有的公司项目集中在一线城市，但土地储备不足，有的公司正在往二三线城市拓展，但所获地块地段一般，可以说，目前 A 股上市公司里面还没有如大连万达那样具有品牌号召力、且在一二三线城市遍地开花，项目地址大多位于市中心成熟地段的商业地产企业，目前上市公司里面的商业地产企业正在寻求新的突破，找寻可供复制的盈利模式，但哪家的表现能够特别突出，还需要我们对此进行详细的考察。目前在难以判定哪家公司前景更加明朗的情况下，我们暂时不推荐商业地产类的公司。我们认为它们的整体表现长期来看，一定会超过房地产开发企业，但哪家更有优势，还有待时间的检验。

另外，真正意义上的 REITs 如能推出，将对行业产生一定的变革。目前，关于 REITs 的说法，业界认为天津版的 REITs 最有可能获批，作为提上议事日程的中国第一个 REITs 概念产品，天津“债权版”的 REITs 试点方案和审批流程情况，值得我们关注。天房集团将廉租住房委托给受托人设立房地产信托（债权 REITs），受托人将优先级受益权向银行间债券市场发行受益券，转让给机构投资

者（主要为国内商业银行）。受益券发行规模可达信托资产总规模的 80%，约 38 亿元。虽然天津版的 REITs 也不是真正意义上的 REITs，但如能获批，也标志着迈出了关键的一步。一旦将来 REITs 放开闸门，目前的商业地产企业如果哪家跟 REITs 联系到一起，哪家的吸引力就可能大增。

七、重点关注公司

四季度投资策略中我们建议关注国有背景开发公司如首开股份、内陆地区二三线房地产开发公司如福星股份。目前首开股份没有上涨，而福星股份表现不错。因为我们认为股价将会否极泰来，所以在“否极”的阶段我们重点推荐积极参与金融投资的新湖中宝以及北京城建。至于“泰来”的阶段，我们建议持续关注那些销售策略好、盈利能力高、土地储备多的公司，如首开股份。

八、重点公司分析

（一）新湖中宝

1. 土地储备地理位置好

目前土地储备多位于上海、江浙等沿海经济发达地区，公司权益土地储备超过 900 万平，土地大多为以前几年的储备，地价成本在 3000 元/平以下。公司房地产开发的战略布局侧重于具有经济成长活力和区域人口聚集效应的城市，除了继续寻找长三角区域的发展机遇外，还将在环渤海湾等区域寻找机会。

2. 金融股权价值高

公司目前的股权投资包括金洲管道、大智慧、吉林银行、盛京银行等。金洲管道已经上市，大智慧预计 11 年上市，投资 3.52 亿，我们认为上市之后，这部分股权价值将为 13.5 亿元左右。其他金融股权从长期来看也有上市的可能。根据我们在四季度投资策略中的观点展望了房地产公司的未来趋势，未来房地产公司将会转变为金融投资公司，新湖中宝在这方面明显领先同行，做了成功的尝试。

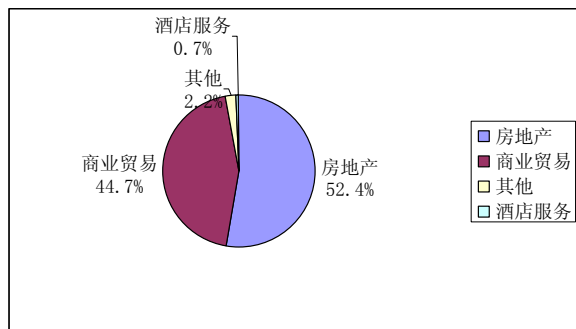
3. 公司对自身股价有信心

公司激励对象共 220 人以 6.61 元的行权价溢价行权 5688 万股，总额 3.76 亿元，溢价行权说明公司对自身股价极有信心，无疑是给投资者注射了一枚强心剂。

4. 盈利预测及投资评级

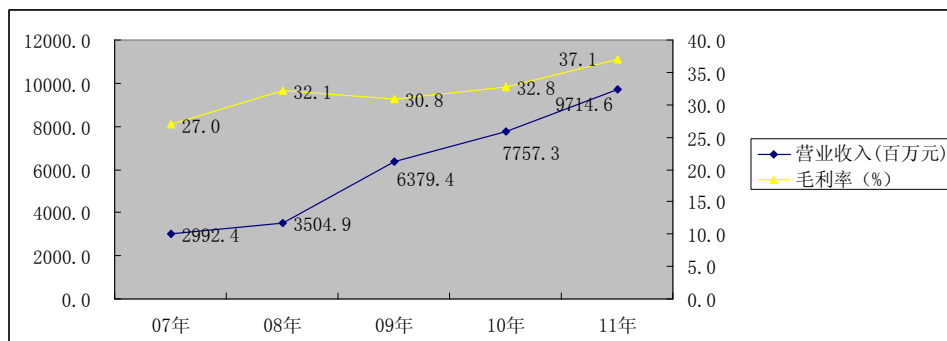
我们预测公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 0.29 和 0.40 元, 公司参股大智慧及多家金融企业, 投资收益前景可期, 给予“增持”评级。

图 33: 新湖中宝主营构成



资料来源: wind 资讯、大通证券研发中心

图 34: 新湖中宝营业收入及毛利率预测



资料来源: wind 资讯、大通证券研发中心

表 4: 新湖中宝盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	2992.4	3504.9	6379.4	7757.3	9714.6
营业收入	2992.4	3504.9	6379.4	7757.3	9714.6
二、营业总成本	2608.1	3025.5	5291.7	6335.2	7520.7
营业成本	2184.3	2379.1	4412.1	5210.4	6112.1
营业税金及附加	143.8	197.9	307.1	387.9	485.7
销售费用	52.1	102.9	150.0	193.9	242.9
管理费用	131.6	176.4	238.0	310.3	388.6
财务费用	40.4	120.4	181.4	232.7	291.4
资产减值损失	55.9	48.8	3.1	0.0	0.0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	(0.5)	(2.5)	2.0	0.0	0.0
投资净收益	232.1	562.9	487.0	720.0	700.0

四、营业利润	615.9	1039.8	1576.7	2142.1	2893.9
加：营业外收入	2.8	1.4	46.3	0.0	0.0
减：营业外支出	3.4	12.0	18.1	0.0	0.0
五、利润总额	615.3	1029.2	1604.9	2142.1	2893.9
减：所得税	181.4	164.5	378.7	535.5	723.5
加：未确认的投资损失					
六、净利润	434.0	864.7	1226.2	1606.6	2170.4
减：少数股东权益	19.4	24.2	76.1	120.0	152.0
归属于母公司所有者的净利润	414.6	840.6	1150.2	1486.6	2018.4
EPS（期末股本摊薄）	0.24	0.3	0.34	0.29	0.40

资料来源：wind 资讯、大通证券研发中心

（二）北京城建

1. 公司四大业务板块协调发展

房地产主业精细化管理程度进一步加强，产品品质位居同行业前列，对外投资收益率明显提高，物业经营规模稳步扩大，水务环保板块前景看好。

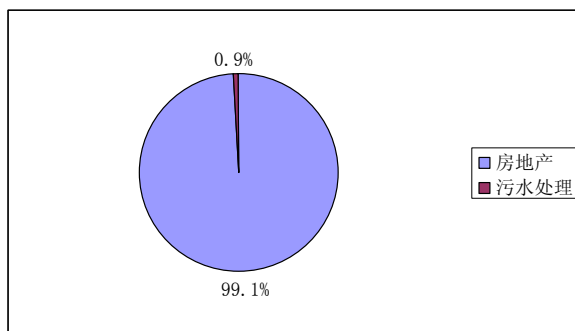
2. 金融股权中有国信证券的股权，国信证券 11 年上市可能性很大

按目前 8.89 亿股本计算，预计 10、11 年 EPS1.14、0.96 元，地产业务 RNAV 对应股价 10.0 元、国信股权估值 4.2-5.8 元、其他股权估值 1.0 元。若国信证券明年上市，则 2012 年可以出售国信证券的股份，这部分收益将使公司 2012 年至 2014 年 EPS 增厚约 0.61-0.85 元。（假设 12-14 三年每年卖出 20%，公司持有国信证券成本按 1.27 亿元计算，税率按 25% 计算）

3. 盈利预测及投资评级

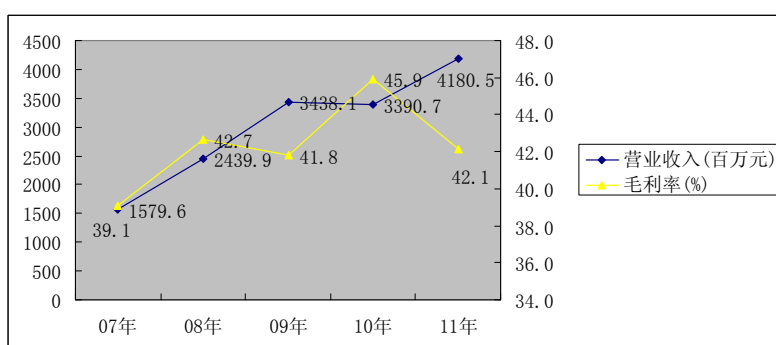
我们预测 10 年和 11 年公司的 EPS 为 1.28 和 0.98 元。国信证券如果能够上市，将大大增加公司的利润，上市相关消息将成为股价的催化剂。根据我们的判断，国信证券明年有望递交上市申请，最快将于明年年内上市，因此从长期来看，我们给予北京城建“增持”评级。

图 35：北京城建主营业务构成



资料来源: wind 资讯、大通证券研发中心

图 36: 北京城建营业收入及毛利率预测



资料来源: wind 资讯、大通证券研发中心

表 5: 北京城建盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	1579.6	2439.9	3438.1	3390.7	4180.5
营业收入	1579.6	2439.9	3438.1	3390.7	4180.5
二、营业总成本	1240.8	2001.3	2388.4	2400.6	3159.7
营业成本	961.8	1398.6	2000.7	1834.2	2419.8
营业税金及附加	93.9	405.5	197.4	305.2	376.2
销售费用	59.9	39.0	80.7	118.7	146.3
管理费用	115.5	131.5	156.5	152.6	179.8
财务费用	2.6	19.9	(27.4)	(10.0)	37.6
资产减值损失	7.2	6.8	(19.6)	0.0	0.0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	80.8	(7.3)	147.7	550.0	150.0
四、营业利润	419.6	431.4	1197.4	1540.1	1170.8
加: 营业外收入	1.3	0.5	0.5	0.0	0.0
减: 营业外支出	4.2	0.8	71.4	0.0	0.0
五、利润总额	416.8	431.1	1126.4	1540.1	1170.8
减: 所得税	103.4	119.7	292.6	385.0	292.7
加: 未确认的投资损失					

六：净利润	313.4	311.4	833.8	1155.1	878.1
减：少数股东权益	48.5	(4.8)	(16.2)	15.5	10.5
归属于母公司所有者的净利润	264.9	316.2	850.0	1139.6	867.6
EPS（期末股本摊薄）	0.36	0.43	1.15	1.28	0.98

资料来源：wind 资讯、大通证券研发中心

（三）首开股份

1. 公司储备土地非常多，且多位于北京

公司目前在北京有 25 个项目，今年重点项目销售良好。首开股份的大部分项目地段较好，公司的采取“皇帝的女儿不愁嫁”的销售策略，不同于万科那种快进快出的销售模式。位于南三环附近的璞瑅目前售价可达 4.8 万元/平，楼盘品质较高，售价较同地段楼盘高万元以上。新盘首开铂郡位于黄金地段，预计销售均价可达 5 万元/平以上。

2. 现金充裕

公司目前资金充裕，根据三季报披露，公司货币资金 127 亿元，仅次于万科，保利地产和金地集团。充裕的资金为公司提供了扩张的可能，也使公司的流动性比较充裕，采取降价促销的方式回笼资金的可能性较小。

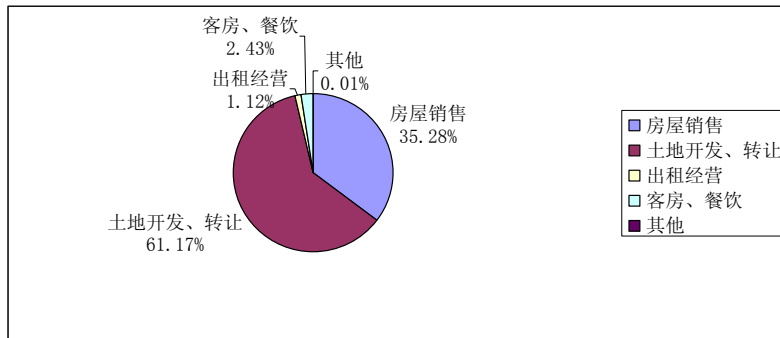
3. 拿地具有优势

随着上半年房地产新政的出台以及各地土地供应制度的改变，国内土地市场的竞争趋于理性，公司充分利用自身较为充裕的现金储备，积极参与土地市场招拍挂，获取新的土地储备。北京市的土地招拍挂目前采取综合评分方法，公司由于在保障房等建设方面口碑较好，在加上是北京市国资委直属企业，在拿地方面具有优势，本年度公司在北京房山区等地低价拿地，前景可期。

4. 盈利预测及投资评级

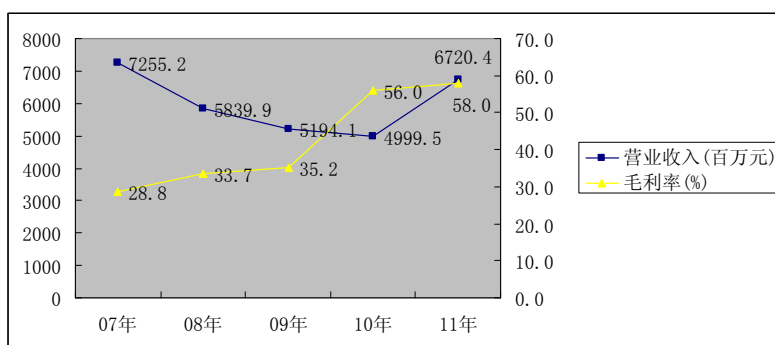
公司具有北京市内拿地优势，国企背景，10-11 年业绩确定性强，预计 10 年、11 年 EPS 分别为 1.29、1.72 元，给予“增持”评级。

图 37：首开股份主营业务构成



资料来源：wind 资讯、大通证券研发中心

图 38：首开股份营业收入及毛利率预测



资料来源：wind 资讯、大通证券研发中心

表 6：首开股份盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	7255.2	5839.9	5194.1	4999.5	6720.4
营业收入	7255.2	5839.9	5194.1	4999.5	6720.4
二、营业总成本	6676.5	5108.8	4683.9	3501.3	4639.7
营业成本	5166.2	3873.5	3363.3	2201.3	2825.3
营业税金及附加	717.5	213.9	443.5	450.0	672.0
销售费用	209.5	225.1	169.9	175.0	235.2
管理费用	373.9	372.6	407.4	350.0	470.4
财务费用	209.6	335.1	365.4	325.0	436.8
资产减值损失	(0.2)	88.5	(65.5)	0.0	0.0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	(29.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	60.3	53.4	671.3	350.5	450.0
四、营业利润	609.9	784.5	1181.5	1848.8	2530.6
加：营业外收入	17.7	44.1	2.0	0.0	0.0
减：营业外支出	2.9	7.1	10.8	0.0	0.0
五、利润总额	624.7	821.5	1172.7	1848.8	2530.6
减：所得税	286.1	247.9	267.2	369.8	506.1
加：未确认的投资损失					
六：净利润	338.6	573.6	905.5	1479.0	2024.5

减：少数股东权益	21.4	2.9	(26.2)	(0.5)	50.5
归属于母公司所有者的净利润	317.2	570.7	931.7	1479.5	1974.0
EPS（期末股本摊薄）	0.39	0.70	0.81	1.29	1.72

资料来源：wind 资讯、大通证券研发中心

八、投资风险

1. 房地产政策风险。
2. 银行风险。

表 7：行业部分公司盈利预测及投资评级

股票名称	股票代码	收盘价 12 月 15 日	EPS（摊薄）			PE			投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	
新湖中宝	600208	6.22	0.34	0.29	0.40	18.3	21.4	15.6	增持
北京城建	600266	12.43	1.15	1.28	0.98	10.8	9.7	12.7	增持
首开股份	600376	15.35	0.81	1.29	1.72	19.0	11.9	8.9	增持
万科A	000002	8.35	0.48	0.64	0.82	17.4	13.0	10.2	中性
金地集团	600383	5.92	0.72	0.52	0.65	8.2	11.4	9.1	中性
招商地产	000024	16.22	0.96	1.23	1.50	16.9	13.2	10.8	中性
泛海建设	000046	8.92	0.18	0.23	0.39	49.6	38.8	22.9	中性
中铁二局	600528	9.78	0.47	0.71	0.88	20.8	13.8	11.1	中性
华侨城A	000069	11.99	0.55	0.75	1.00	21.8	16.0	12.0	中性
中国武夷	000797	6.46	0.17	0.23	0.33	38.0	28.1	19.6	中性
卧龙地产	600173	6.71	0.34	0.32	0.42	19.7	21.0	16.0	中性
天房发展	600322	4.75	0.14	0.26	0.43	33.9	18.3	11.0	中性
陆家嘴	600663	18.09	0.61	0.64	0.69	29.7	28.3	26.2	中性

资料来源：wind、大通证券研发中心

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 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征价。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司