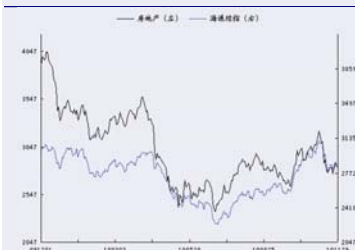


中 性 维持

房地产行业

2010 年 12 月 21 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

商业地产,下一价值重估的主战场
2010.10
央行上调存贷款基准利率对房地产行业的影响
2010.10
关于住建部上调住房公积金贷款利率的简评
2010.10
房地产行业前三季度情况总结:预收帐款大幅提升,板块延续“脉冲行情”
2010.11

房地产行业分析师

涂力磊

SAC 执业证书编号:

S0740210020003

电话: 021-23219747

Email: tll5535@htsec.com

房地产行业分析师

谢盐

SAC 执业证书编号:

S0850208120583

电话: 021-23219436

Email: xiey@htsec.com

联系人

贾亚童

电话: 021-23219421

Email: jiaiy@htsec.com

房地产行业 2011 年年度策略报告:

重定位, 行业 2011 年投资机会将好于 2010 年

- **尴尬的市场调控。**1-11 月全国商品房累计销售额 4.23 万亿元, 较去年同期增长 17.5%; 全国房价指数除 6 月出现负增长外, 其余各月均保持上升或持平。在出台严厉调控政策的背景下, 行业全年销售热度未减、房价未见下滑、部分城市地价创新高。不得不说, 原有调控手段在 2010 并不奏效。
- **对 2011 年行业景气度保持乐观。**2011 年国内经济增长和流动性对行业销售依旧构成支持。预计今年行业土地购置面积在 4 亿平方米, 处于正常水平。同比大幅增长是因为 07 年开始土地购置面积逐年下滑。土地购置总量没有放大的前提下, 市场供应难言实质增加。此外行业销售额不断创新高, 开发商在 2011 年定价和推盘上占有主动性。以上原因使得我们对行业 2011 年景气度保持谨慎乐观。
- **行业进入“完全市场化陷阱”。**2003 年我国将房地产行业从“半市场化”定位到“市场化”。定位的变化造成目前行业存在三大矛盾, 即非市场化的土地供给和市场化的产品需求之间的矛盾; 市场化供给和非市场化调控之间的矛盾; 不同质购买力和同质化产品之间的矛盾。以上三点矛盾造成当前调控难奏效; 房价过高冲击民生发展。行业“完全市场化陷阱”已经清晰显现。
- **行业重定位: 对适度市场化的思考。**行业从本质属性而言存在商品、金融和社会属性三个类型。前两属性可以通过市场化途径体现, 而后一属性依赖于半市场化市场, 即政府投资来完成。因此从行业属性看, 完全市场化从本质不能体现行业发展的正常趋势。这也是目前我国房地产行业需要进行重新定位的原因。
- **重定位是后期趋势, 有利于行业健康发展。**通过对美国、香港房地产适度市场化过程的分析, 我们发现定位改变不但没有冲击经济增长和原有的商品房市场; 反而使得行业社会属性得到体现, 政府调控压力有所减弱, 当地居民不同层次需求都能找到对应的产品。12 月中央经济会议提出“逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系”。行业先前的完全市场化定位已经在逐步发生改变。
- **行业 2011 年投资机会好于 2010 年。**当前重定位过程对商品房市场冲击有限, 且有望弥补行业缺失的非市场化部分, 从而减轻政府的调控压力。2010 年政策出台的强度和频率已经达到历史最高水平。2011 年再出台先前类似政策时, 市场杀伤力要小于先前。此外, 2009、2010 年行业销售保持增长, 上市公司后期业绩释放能力加强。与此对应的是行业估值较 2010 年初大幅下降, 处于历史低位。后期如果政策兑现时, 板块反弹概率更大。
- **时点恰当, 标配地产。**9 月 29 日至 12 月 17 日大盘反弹期间, 板块累计涨幅只有 2.2%, 而上证指数是 9.6%。; 从目前时点而言如果相关调控传言落实, 行业利空兑现而呈现反弹的可能性更大。如果政策真空, 行业本身也有望走出估值修复行情。从目前时点而言, 标配地产正当时。同时认为在行业定位面临转变时以下类型公司可以获得持续发展 (1) 改善型住宅, 如万科 A (000002); (2) 城镇化趋势受益者, 如荣盛发展 (002146); (3) 商业服务性地产, 如金融街 (000402)。

目 录

1. 调控效果不理想.....	5
1.1 难道真是“中央空调”?	5
1.2 对行业 2011 年景气度保持乐观.....	9
1.3 小结：风险依旧来自政策	11
2. 行业重定位：适度市场化将成为行业趋势.....	11
2.1 非市场化成分是地产属性的要求.....	12
2.2 我国房地产市场定位：从非市场化到完全市场化	12
2.3 当前定位造成行业面临矛盾	14
2.4 小结：适度市场化将成为趋势	16
3. 定位变化将使 2011 年地产投资好于 2010 年.....	17
3.1 重定位有利于行业健康发展.....	17
3.2 板块 2011 年估值起点低于 2010 年.....	17
3.3 时点恰当，标配地产	19
3.4. 选股思路：重新定位过程中受影响较小的个股.....	19
4. 风险提示	20
附录	21
1. 历史经验看地产定位	21
1.1 美国、香港房地产行业适度市场化过程回顾	21
1.2 适度市场化没有影响经济和商品房市场.....	22
1.3 小结	24

图目录

图 1	09 年 8 月到 2010 年 4 月全国房价呈快速上升趋势	5
图 2	09 年 8 月到 2010 年 4 月房地产当月销售面积同比扩大	5
图 3	2009 年 8 月到 2010 年 4 月全国房地产单月投资和同比	6
图 4	2009 年 8 月到 2010 年 4 月全国房地产单月开工和同比	6
图 5	第二轮调控之初房价有下滑趋势	6
图 6	第二轮调控之初行业销售开始下滑	6
图 7	2009 年 10 月到 2010 年 9 月全国房地产单月投资和同比	7
图 8	2009 年 10 月到 2010 年 9 月全国房地产单月开工和同比	7
图 9	一线城市房价环比变化	7
图 10	深圳商品房各月销售量和环比	8
图 11	广州商品房各月销售量和环比	8
图 12	北京商品房各月销售量和环比	8
图 13	上海商品房各月销售量和环比	8
图 14	2010 年房价基本没有明显下滑	8
图 15	2010 年全年销售面积接近 2009 年	8
图 16	GDP 保持良好增速对房地产销售构成支撑	9
图 17	M2 增速对房地产销售额构成刺激	9
图 18	抗通胀成为购房的刺激因素	10
图 19	CPI 上涨情况下房价难有明显回落	10
图 20	2002-2011E 行业土地购置面积情况	10
图 21	2002-2011E 行业新开工面积情况	10
图 22	2005-2010E 全国房地产销售面积	11
图 23	2005-2010E 全国房地产销售金额	11
图 24	房地产行业的三大属性	12
图 25	03-08 年我国经济适用房体系在不断减小	13

图 26	03-08 年我国经济适用房投资额占比不断减小	13
图 27	土地供给的非市场化和产品需求的市场化之间的矛盾	14
图 28	1998-2009 年我国土地和房价保持上涨	15
图 29	东西部地区人均可支配收入存在较大差异	15
图 30	从人均汽车拥有量可以看出东西部地区购买力差异较大	15
图 31	完全市场化后政府投资建房的开工面积很小	16
图 32	中国房地产行业发展阶段	16
图 33	板块 2010 年走势大幅跑输市场	17
图 34	板块和市场 PE 情况说明行业估值处于底部	18
图 35	万科历史 PE	18
图 36	保利地产历史 PE	18
图 37	招商地产历史 PE	18
图 38	金地集团历史 PE	18
图 39	9 月 29 日后板块和上涨指数收益对比	19
图 40	适度市场化未抑制美国改善型住房	20
图 41	适度市场化使香港中低档房受到欢迎	20
图 42	美国房地产适度市场化进程	21
图 43	香港房地产适度市场化进程	22
图 44	适度市场化没有影响经济	22
图 45	适度市场化没有冲击商品房市场	22
图 46	适度市场化过程中美国房价和房屋租金保持合理上涨	23
图 47	适度市场化政策出台后香港 GDP 增速健康	23
图 48	适度市场化后香港私人住房支出上升	23
图 49	适度市场化没有降低商品房开发商的利润	23

我们的观点：2003 年国家将房地产行业定位从先前的“建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系”改为“逐步实现多数家庭购买或承租普通商品住房”后，行业开始了近 10 年的完全市场化发展。

回顾过去完全市场化的 10 年，调控、争议之声始终如影随形。2010 年在政策压力远超过往的情况下，房价、销量却依旧我行我素。面对新形势，12 月中央经济会议提出“逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系”。行业正在经历重新定位的过程。从完全市场化转变为适度市场化将是未来发展的重点方向。

通过研究我们发现重定位过程对商品房市场冲击有限，且有望弥补行业缺失的非市场化部分，从而减轻政府的调控压力。2010 年政策出台的力度和频率已经到达历史最高水平。2011 年再出台先前类似政策时，市场杀伤力要小于先前。此外，2009、2010 年行业销售保持增长，上市公司后期业绩释放和应对调控能力加强。此外，行业估值较 2010 年初大幅下降，处于历史低位。后期如果政策兑现时，板块反弹概率更大。

综合以上因素，我们认为当前的重定位趋势和行业本身的估值优势将使得房地产 2011 年投资机会好于 2010 年。

1. 尴尬的 2010 年

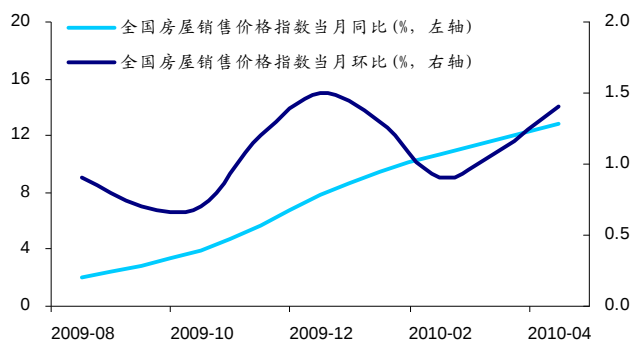
1.1 调控效果不理想

2010 年是中国房地产行业进入市场化以来调控频率最高、力度最强的一年。可以说从年头到年尾，行业运行始终未离“调控”二字。如果将重要政策的出台时间作为行业走势的划分依据，2010 年房地产行业走势大致可以分成三个区间。

第一区间从年初开始到 2010 年 4 月，相关政策主要以地产优惠政策退出、提高购买门槛和打击土地闲置为主。严格意义上说，本轮调控的开始点是 2009 年 12 月国务院常务会议将个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复至 5 年。此后国家出台了遏制房价过快上涨的 4 点措施，主要从监（政府监管）、土（土地供应）、信（差别化信贷政策）、税（个人住房消费税）等 4 个方面制定了 2010 年的整体调控思想。后期与此有关的调控政策陆续出台，其中比较重要的是二套房首付比例提高到 40%。

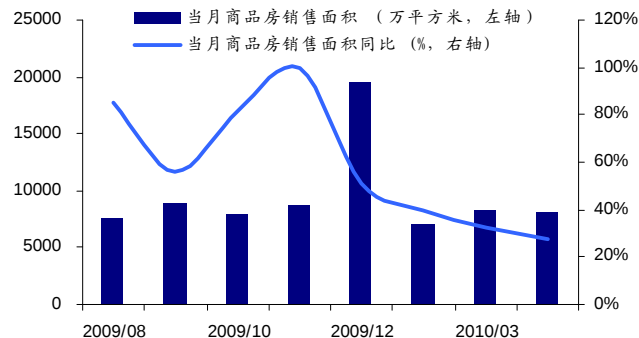
本阶段行业政策相对温和，并没有超过以往调控力度。因此市场在短暂平静之后重新过热。2010 年 3、4 月全国房价再次出现普涨，前期政策压力对行业基本失效。

图 1 09 年 8 月到 2010 年 4 月全国房价呈快速上升趋势



资料来源：CEIC、海通证券研究所

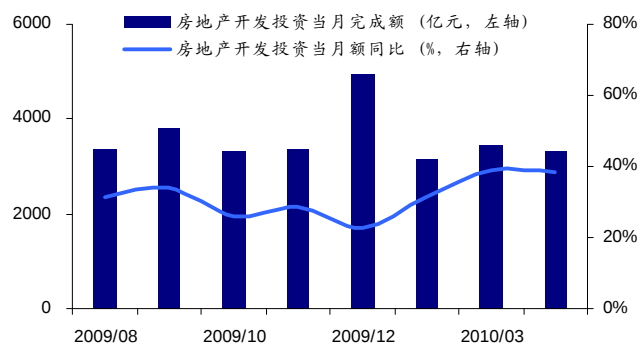
图 2 09 年 8 月到 2010 年 4 月房地产当月销售面积同比扩大



资料来源：CEIC、海通证券研究所

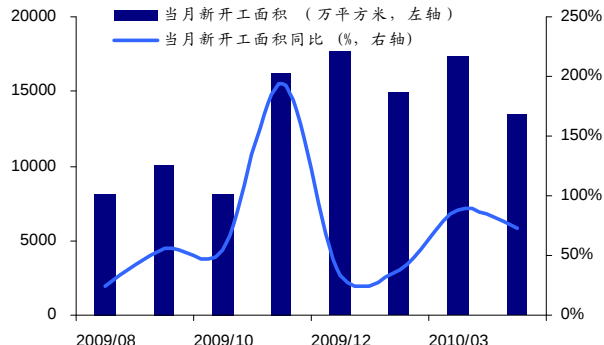
由于受到国家打击闲置土地和 2009 年市场销售超预期的影响，行业这一阶段新开工和当月投资保持高位运行。

图 3 2009 年 8 月到 2010 年 4 月全国房地产单月投资和同比



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 4 2009 年 8 月到 2010 年 4 月全国房地产单月开工和同比

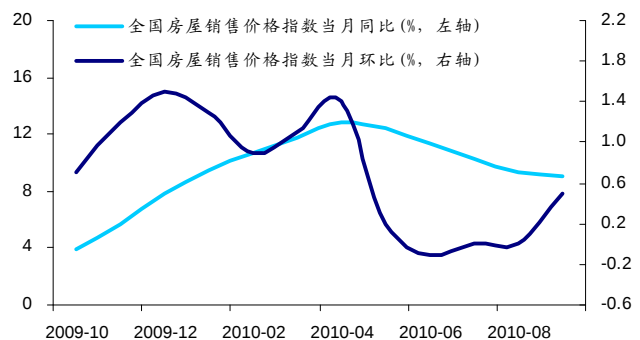


资料来源：CEIC、海通证券研究所

第二区间从本年 4 月到 9 月，相关政策主要集中在差别化信贷手段和落实保障性住房。较先前而言，本阶段调控力度更大。4 月 15 日，国务院正式规定将二套房首付比例从 1 月的 40%，上调到 50%，同时规定二套房贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。同时规定对于购买首套住房面积大于 90 平方米的家庭，贷款首付比例不得低于 30%。在住房保障方面，住建部提出年内完成 580 万套保障性住房建设任务的目标。

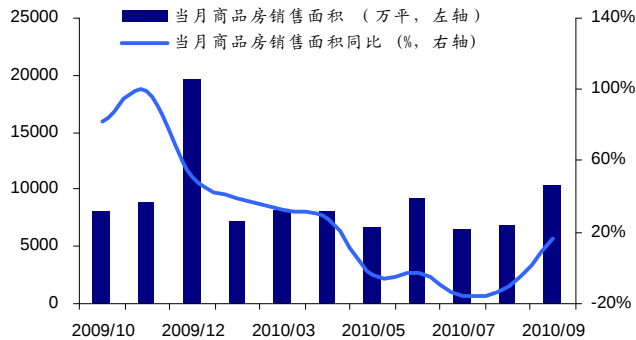
按照以往经验，提高二套房首付比例和贷款利率对抑制房价和行业过热有明显的效果。从本轮调控看，政策出台后市场初期反应和历史情况类似。5 月、6 月全国房地产不仅单月销售量为全年最低水平，而且房价趋向稳定甚至小幅下滑。

图 5 第二轮调控之初房价有下滑趋势



资料来源：CEIC、海通证券研究所

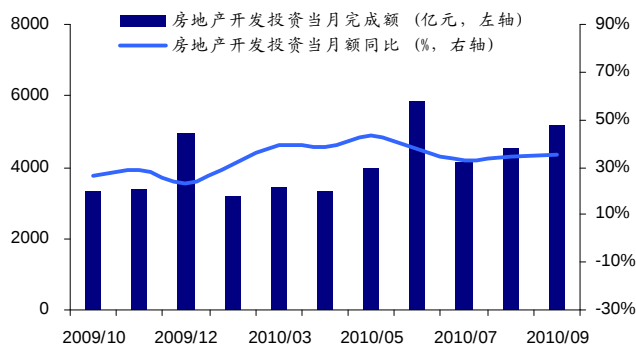
图 6 第二轮调控之初行业销售开始下滑



资料来源：CEIC、海通证券研究所

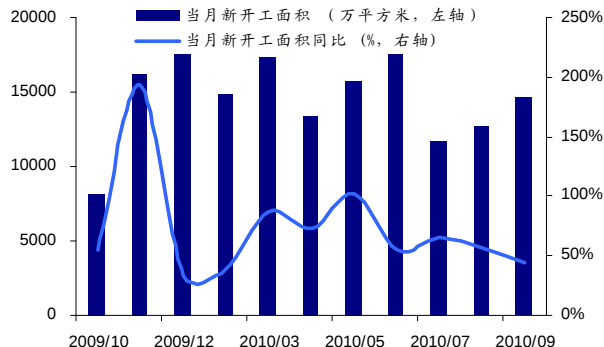
由于担心市场后期下滑，4 月后当月新开工面积和当月投资额出现本年最低点。此后，伴随市场销量上升而逐步提高。

图 7 2009 年 10 月到 2010 年 9 月全国房地产单月投资和同比



资料来源：CEIC、海通证券研究所

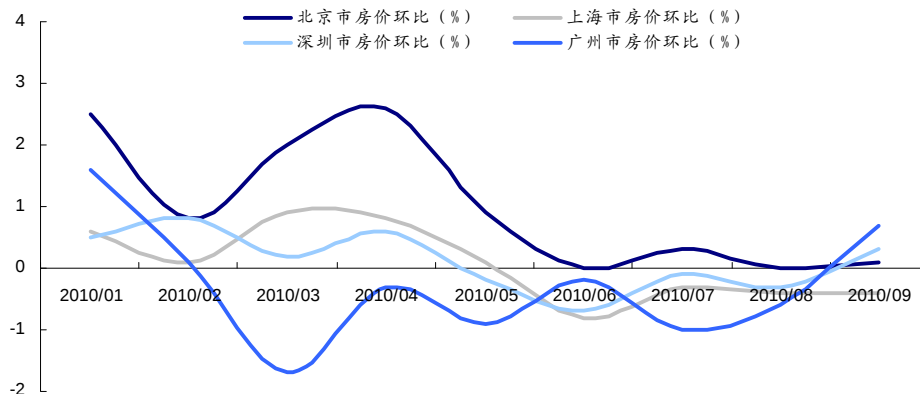
图 8 2009 年 10 月到 2010 年 9 月全国房地产单月开工和同比



资料来源：CEIC、海通证券研究所

但是政策对购买需求的抑制效果并未能持续太久,行业销售在 5 月创出年内最低后,8、9 月开始反弹。与此对应的是全国房价在短暂回调之后,重新回归上涨通道。部分一线城市房价水平甚至高于调控之前。因此从实际效果而言,过往对房价有抑制作用的二套房政策并未奏效。

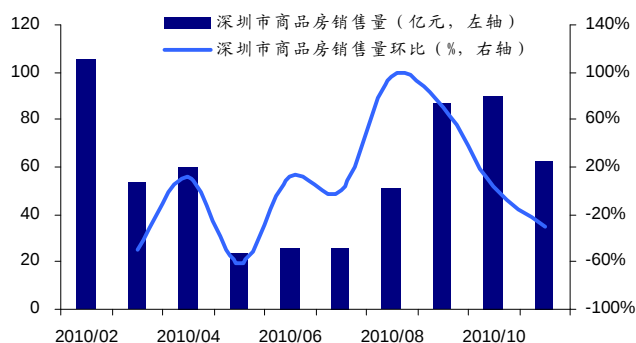
图 9 一线城市房价环比变化



资料来源：CEIC、海通证券研究所

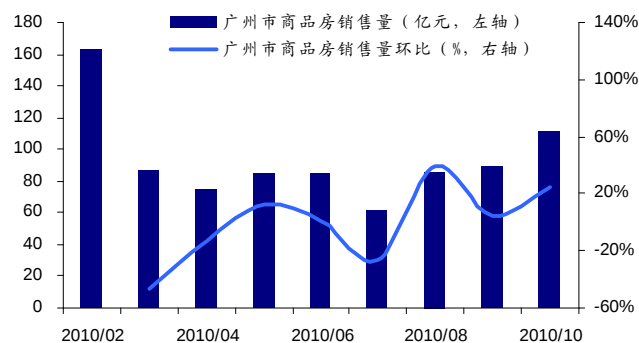
第三区间从本年 9 月 29 日至今,调控从抑制需求、引导市场自行调节,转变为行政干预。其中最为突出的就是“限购”政策。要求在一定时间内限定居民购房数量、对非本地居民购房设定相关条件、同时规定暂停发放第三套房贷款。虽然“限购”政策在我国房地产调控中尚属首次,但从目前来看对市场没有明显效果。

图 10 深圳商品房各月销售量和环比



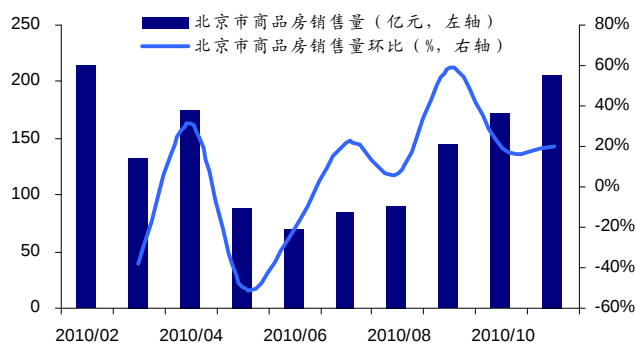
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 11 广州商品房各月销售量和环比



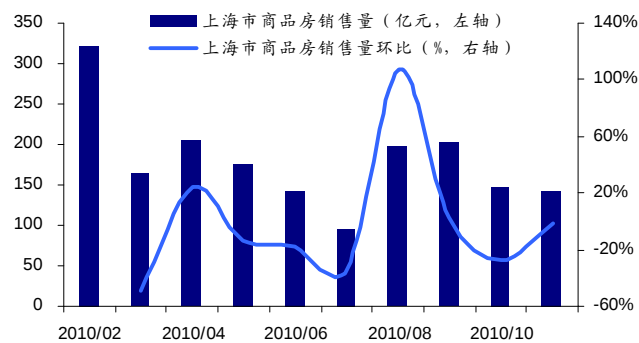
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 12 北京商品房各月销售量和环比



资料来源：CEIC、海通证券研究所

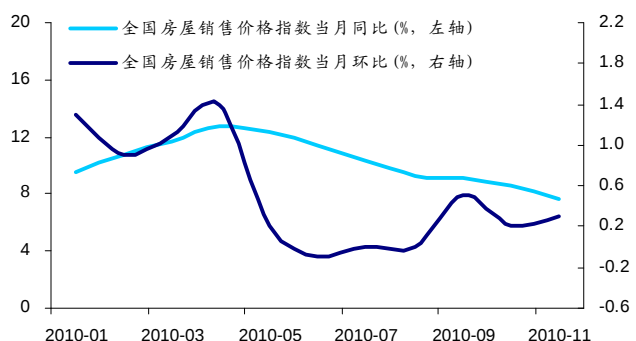
图 13 上海商品房各月销售量和环比



资料来源：CEIC、海通证券研究所

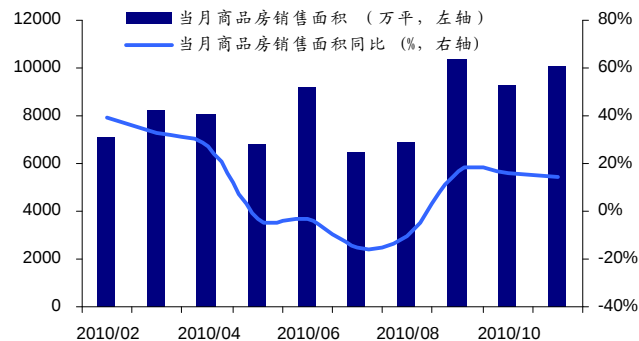
从以上已出台限购政策的部分一线城市可以看出，销售量在限购政策出台后没有出现明显回落。全国房价、房屋销售保持全年高位置。预计 2010 年全年商品房销售面积有望与 2009 年持平。

图 14 2010 年房价基本没有明显下滑



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 15 2010 年全年销售面积接近 2009 年



资料来源：CEIC、海通证券研究所

总结全年，虽然中央对房价进行连续调控，相关政策在频率和力度上均超历届水平。但政策效果并不理想，全年房价上涨趋势未见明显遏制。

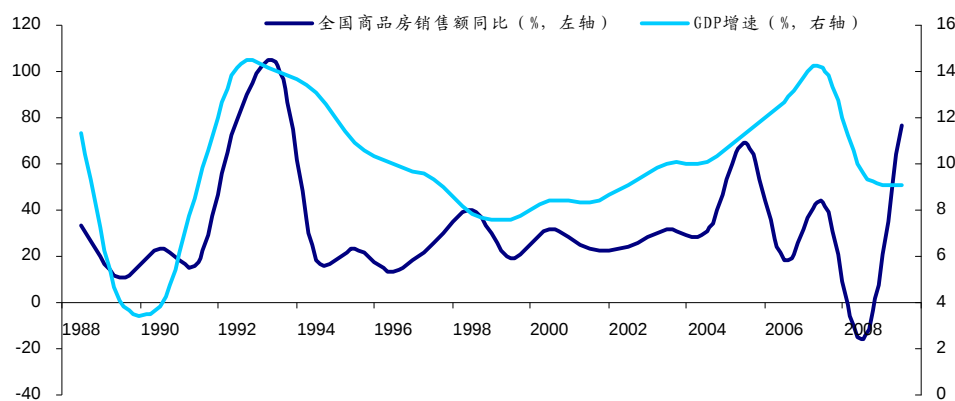
1.2 对行业 2011 年景气度保持乐观

对于即将到来的 2011 年，我们认为行业供应量难有实质改变，后期依旧面临涨价压力。因此从政策层面而言 2011 年调控难有放松。但是由于宏观经济和市场流动性对行业潜在购买力存在支撑；行业 2009、2010 年销售量连创新高，开发商在后期新开工和推盘节奏上具备主动性，以上原因使得行业景气度在 2011 年有望持续。

1.2.1 宏观基本面向好、市场资金依旧宽裕

根据海通宏观研究小组预测，预计 2011 年我国 GDP 增速保持在 9.3%到 9.6%之间。从历史情况看，宏观经济向好对房地产市场销售存在支撑。这一规律即使在行业面临调控时也依旧存在。

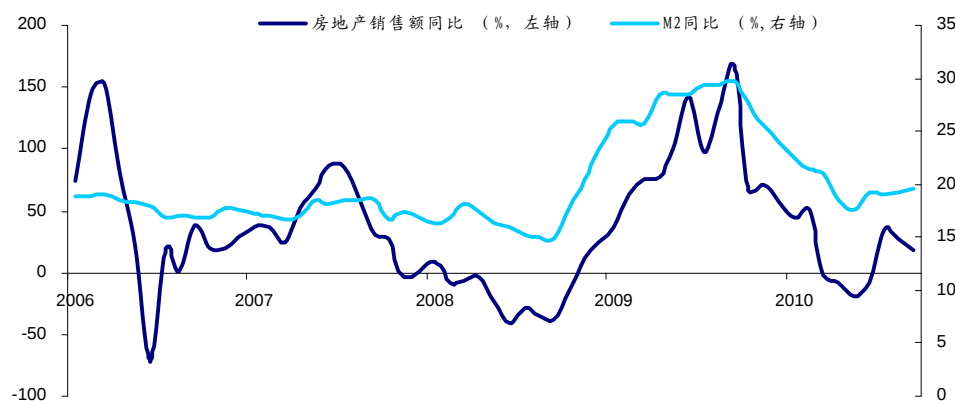
图 16 GDP 保持良好增速对房地产销售构成支撑



资料来源：CEIC、海通证券研究所

另一方面，2009 至 2010 年房地产市场持续高涨与国内流动性过剩不无关系。当前国家已经将货币政策从“适度宽松”转为“稳健”。“稳健”的提法是在国际环境存在不确定性，央行对政策保留余地的一种表态。但是在目前 CPI 上涨趋势明显的背景下，货币政策回归正常应该是大趋势。从历史规律来看，2006 年和 2007 年在政府执行稳健货币政策时，M2 增速目标为 16%。目前国家并未对 2011 年整体信贷目标做出规定，外界普遍认为在 7 万亿元上下。如果最后目标确实落在 6 到 7 万亿元，预计对应 2011 年 M2 增长速度大致为 15%到 16%。

图 17 M2 增速对房地产销售额构成刺激

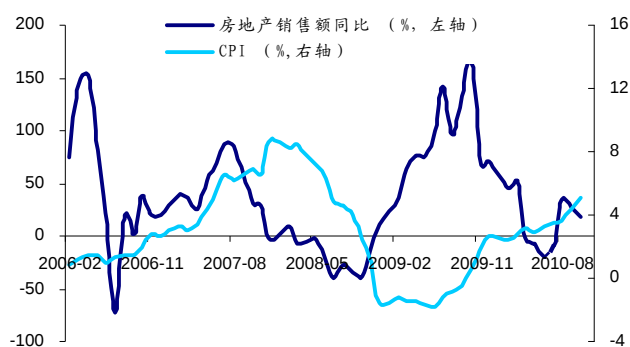


资料来源：CEIC、海通证券研究所

虽然 2011 年 M2 增速较前期有所回落，但考虑到数据近几年连续保持高增长。市场资金宽裕的局面依旧难有改变。

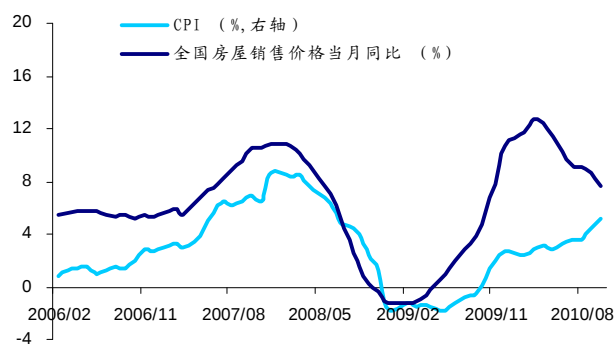
综上分析，预计 2010 年国内经济仍将保持增长、资金面处于收紧通道但依旧宽裕。由此将造成房地产需求存在支撑。此外，预计 2011 年通胀压力难有明显消除。这造成即便是存在调控，居民通过房地产抗通胀的投资需求也依旧存在。以上几点原因使得我们对于 2011 年房地产的市场需求保持谨慎乐观。而房价方面，在通胀情况下要求房地产的名义价格大幅下跌本身不符合客观规律。

图 18 抗通胀成为购房的刺激因素



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 19 CPI 上涨情况下房价难有明显回落



资料来源：CEIC、海通证券研究所

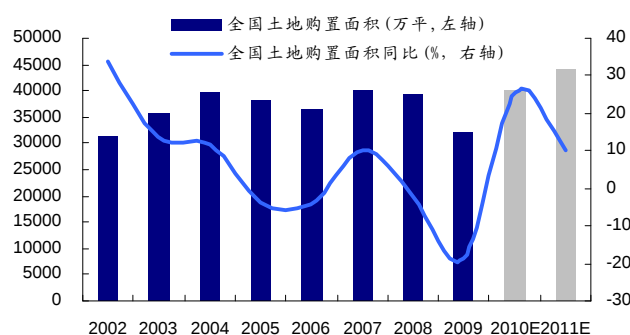
1.2.2 2011 年行业供应量未必大幅增长

土地购置面积和新开工面积在 09 年下半年均开始同比增大，但是 2011 年能否继续保持高位存在考验。

09 年全年土地购置面积仅 3.1 亿平方米，为 03 年以来最低值，仅接近 2002 年水平。预计 2010 年土地购置面积在 4 亿平方米左右，有望较 2009 年同比增长 30%。但是从绝对数量看仅和 07、08 年基本持平，属于市场正常情况下的购置水平。

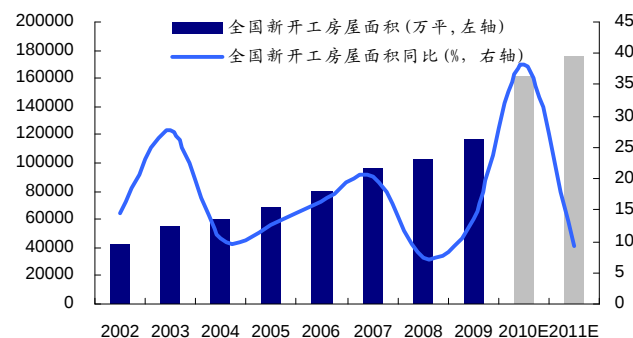
新开工数据方面，除 08 年金融危机造成新开工面积大幅下滑外，各年均保持 10% 以上的增长水平。预计 2010 年新开工面积为 16 亿平方米，较 09 年增长 43%。在 2010 年土地购置绝对数量没有明显放大的情况下，新开工大幅增长说明 2010 年开发商依旧在消耗之前所储备的土地。由于 2010 年土地购置面积将决定 2011 年新开工面积，因此预计 2011 年新开工面积大幅增长存在考验。

图 20 2002-2011E 行业土地购置面积情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

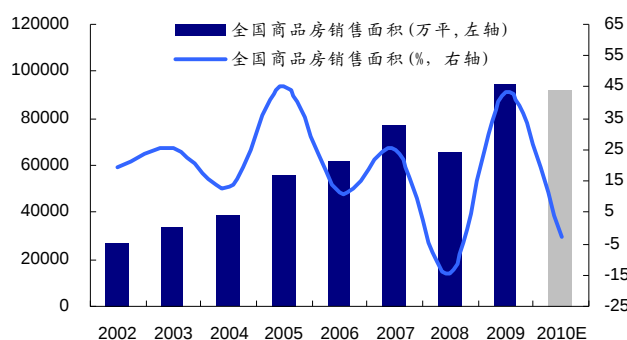
图 21 2002-2011E 行业新开工面积情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

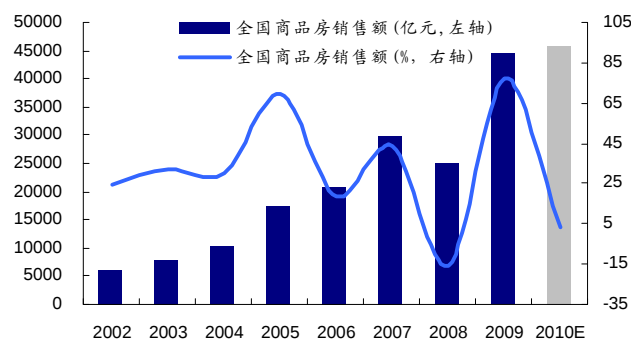
另一方面 2010 年市场需求依旧强劲。保守预计 2010 年全年销售面积在 9.2 亿平方米左右，与 2009 年基本持平，大幅高于 2007、2008 年的 7.7 和 6.5 亿平方米。市场调控并未缩减 2010 年的市场销售。预计 2010 年全年销售金额在 4.6 万亿元上下，较 2009 年增长 7%。由于销售良好，部分 2010 年新开工面积已在年内消化。后期供应量未必有市场预期的乐观。

图 22 2005-2010E 全国房地产销售面积



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 23 2005-2010E 全国房地产销售金额



资料来源：CEIC、海通证券研究所

在 2010 年市场调控频出的情况下，全年市场销售额依旧创历史新高，这使得后期开发商在 2011 年拿地和新开工方面资金相对充裕。如果市场出现销售不畅，开发商在调整供应速度上拥有主动权。由于目前需求压力不减，预计国家在 2011 年将继续打击土地闲置，逼迫开发商加大开工进度。以上原因使我们预计 2011 年全国土地购置和新开工面积将继续保持增长，但幅度不会太大。预计 2011 年土地购置在 4.4 亿平方米，开工面积在 17.5 亿平方米左右。由于基数效应，以上两项数据的月度同比指标预计将保持前低后高的走势。

综合以上数据可以看出，2011 年市场供给扩大有限。2010 年的销售新高将使得开发商在后期开工和销售进度上占有主动。因此我们对 2011 年房地产行业的景气度保持谨慎乐观的态度。

1.3 小结：风险依旧来自政策

回顾 2010，行业调控始终旋犹在耳，但市场销售、价格保持高位。在对 2011 年市场景气度保持乐观的同时，我们不禁要问，在行业依旧面临价格压力的背景下，原有的需求调控手段还能再严格到何种程度？是继续提高首付比例、提高购房贷款基准利率或加大限购力度来抑制需求，还是力推房产税或物业税打击不合理购房呢？或许行业更大的风险已经不是政策加码、而是现有的需求调控方式在逐步失效。

2. 行业重定位：适度市场化将成为行业趋势

之前我们分析了当前需求调控已面临失效。针对未来可能出现的市场情况、政府将出台什么政策、以及行业是否还有更多利空，相关研究已经非常丰富，在此我们不再赘述。但是行业之所以出现如此多难以解决、甚至类似死结的问题（如土地财政支撑房价、地产商反绑银行体系等）其根源到底来自哪里？

在此我们提出，中国众多房地产问题的根源来自行业定位。现有的“完全市场化”定位是造成众多问题的根源。

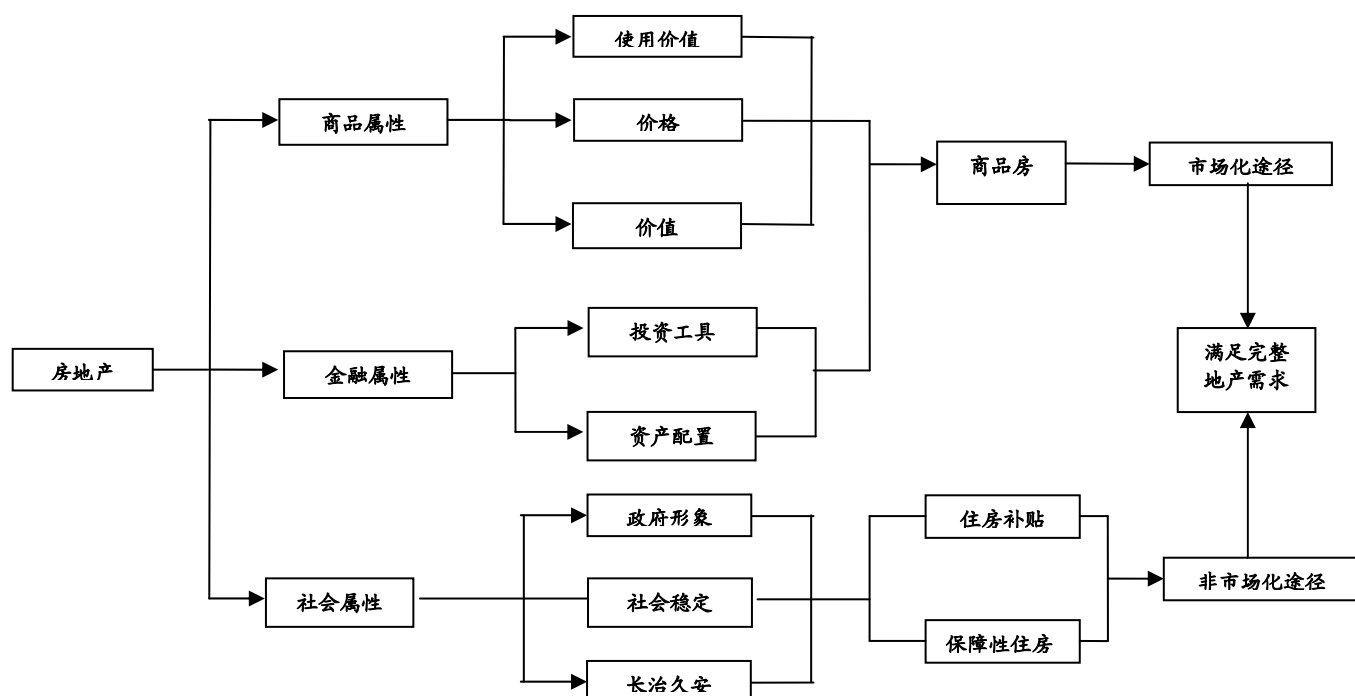
2.1 非市场化成分是地产属性的要求

在谈行业定位时，首先要关注地产行业的根本属性。行业属性决定行业合理定位。

经典经济学认为房地产具备两大属性，即商品属性和金融属性。所谓商品属性指房地产作为消费品的属性，即具备使用价值、价格与价值。在我国，房地产的商品属性主要满足普通消费者的首次置业和换房要求。

而金融属性指房地产可以作为投资品使用，具备保值和增值的价值。主要体现在利用金融杠杆进行投机的市场行为。通常情况，金融属性主要反映在三个不同的领域，即可作为融资工具、投资工具和资产配置品。目前我国境内房地产行业该属性主要体现在投机工具和资产配置方面。现实生活中表现为满足投资者的非自住要求，即购房主要目的在于投资和抵抗通胀。

图 24 房地产行业的三大属性



资料来源：海通证券研究所

除了具备以上两大属性之外，行业同时还具备社会属性。社会属性主要指解决社会温饱问题、维持政治稳定和保证国家长治久安的属性。通过国家手段进行住房补贴、统筹安排住房和购房交易以及保障性住房建设，是这一属性的直接现实表现。

从本质上而言，商品属性和金融属性可以通过市场化途径来体现，表现为按照市场价格买卖。但是社会属性因为其主要体现在社会生存权保障、人民福利和国家政权维护上，因此通常情况下需要通过非市场化途径来实现；表现为通过政府投资来提供低价住房或者是购房、租房补贴等。只有以上三种属性得到根本体现，地产市场的各种需求才能真正意义上得到满足。

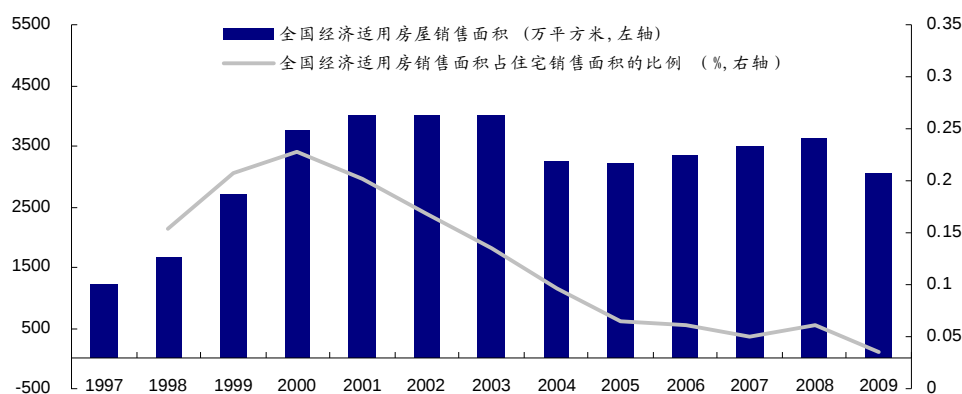
2.2 我国房地产市场定位：从非市场化到完全市场化

我国房地产行业的市场定位变化大致经历了三个阶段。1998 年房改以前，房地产行业基本属于非市场化状态。市场房源属于单位自建或者国家分配。当时我国城镇化水平、

人口红利和经济发达程度都属于起步阶段，对房地产市场的需求不如现在强烈。以上原因使得单位、国家建房基本满足了大部分人的住房需求。

1998 年我国开始住房改革，正式通过《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》。该文件指出我国住房改革的目标是“稳步推进住房商品化、社会化，逐步建立适应社会主义市场经济体制和我国国情的城镇住房新制度”；目标定位是“停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化；建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系。”从文件内容中不难看出，在住房改革之初，国家基本上将房地产定位于适度市场化阶段；要求建立经济适用房为主的多层次体系。对于市场化问题，并没有涉及，只是提到逐步推行住房商品化和社会化。因此，我们将 1998 年到 2003 年可以总结为我国房地产定位转变的第二个阶段，即完全非市场化到逐步市场化阶段。

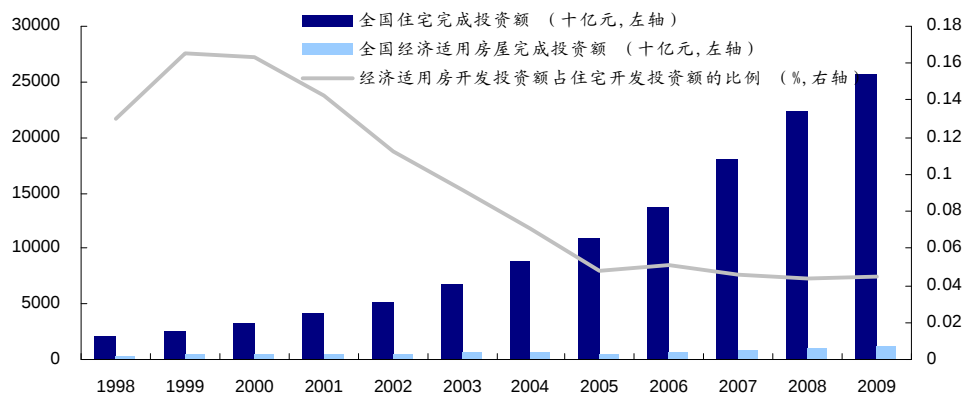
图 25 03-08 年我国经济适用房体系在不断减小



资料来源：CEIC、海通证券研究所

2003 年国务院颁布《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》。地产行业定位开始向完全市场化改变。在此后的《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》中房地产行业定位明确从 1998 年的“建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系”改为“逐步实现多数家庭购买或承租普通商品住房”。自此，房地产行业的市场化定位基本被广泛认可。而之前所提到的经济适用房体系，从其诞生之初就并未被严格执行；在房地产定位于完全市场化后，其发展速度更是缓慢。

图 26 03-08 年我国经济适用房投资额占比不断减小



资料来源：CEIC、海通证券研究所

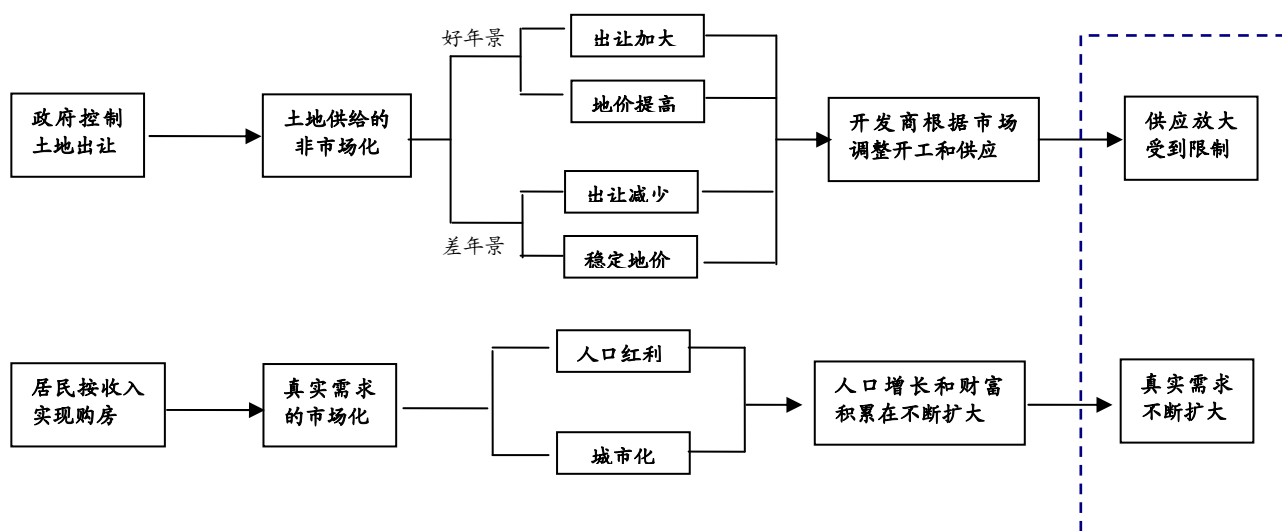
2.3 当前定位造成行业面临矛盾

从我们之前分析中可以看到,行业的社会属性决定了其必然存在部分非市场化特点。但是在目前我国将房地产行业完全定位于市场化后,这一属性得不到体现。这种不适当的定位造成了目前行业面临三个主要矛盾。

2.3.1 土地供给的非市场化和产品需求的市场化之间的矛盾

目前我国土地所有权属于国家,居民购买商品房享有的是土地使用权。土地供应由地方政府进行统一安排;另一方面,居民的商品房供应却完全依赖于开发商的市场推盘量。这使得决定商品房未来供应的土地市场处于非市场化阶段,即政府完全决定土地供应节奏、总量和类型。而居民对商品房购买却完全处于市场化阶段,即只要资金到位就可以实现商品房购买;此外开发商可以根据市场好坏来调控新开盘数量,从而决定市场供给大小。

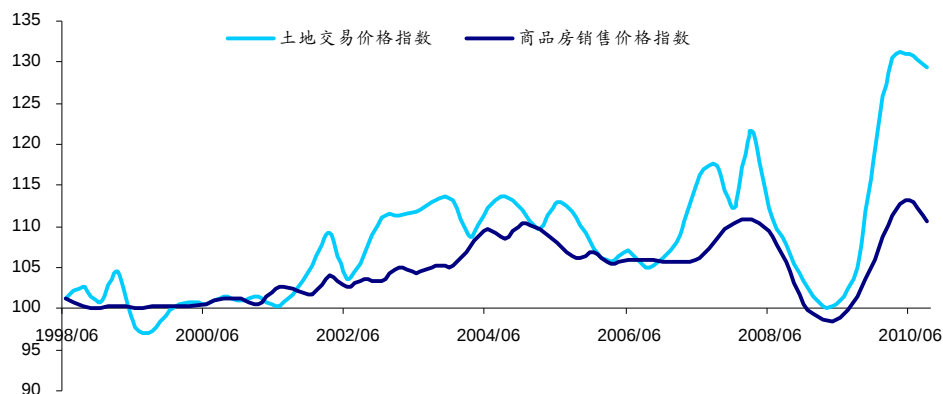
图 27 土地供给的非市场化和产品需求的市场化之间的矛盾



资料来源: CEIC、海通证券研究所

在市场差的年景,由于开发商拿地谨慎,政府土地出让总量也开始放缓,从而实现总量控制或者是稳定土地市场价格。在市场销售好的年景,地方政府为扩大财政收入,使得土地出让也相应增大。土地价格同时上涨。土地价格上涨造成后期商品房价格被无形抬高。这种供给端和需求端所面临的属性差异,使得市场供需长期无法实现平衡。其结果就是后期商品房市场又将出现供应不足。这是土地、房价在 98 年改革之后从未见下滑(除 08 年金融危机之外)的主要原因。

图 28 1998-2009 年我国土地和房价保持上涨

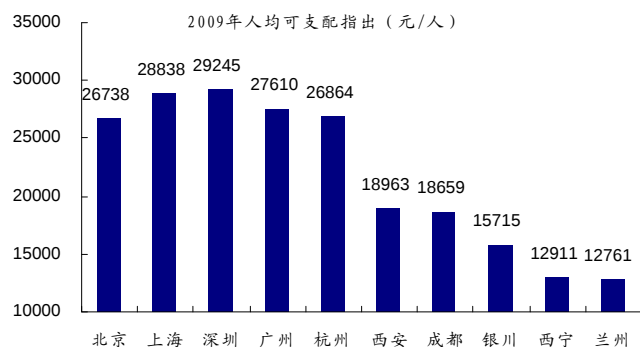


资料来源: CEIC、海通证券研究所

2.3.2 不同质购买力和同质化产品之间的矛盾

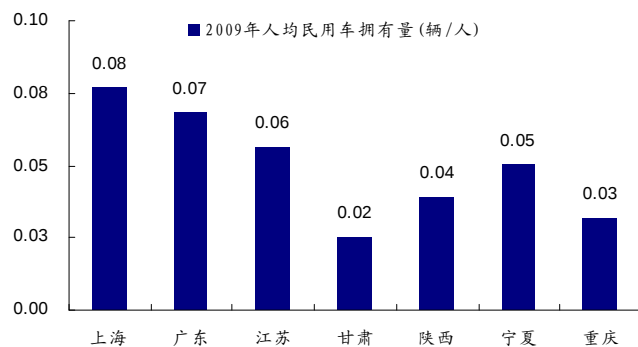
从居民可支配收入和人均汽车拥有量来看,在我国不同地区之间居民财富差异较大。此外,随着市场化经济的进一步推进,同一地区内部不同居民之间的购买力也存在较大差异。

图 29 东西部地区人均可支配收入存在较大差异



资料来源: CEIC、海通证券研究所

图 30 从人均汽车拥有量可以看出东西部地区购买力差异较大



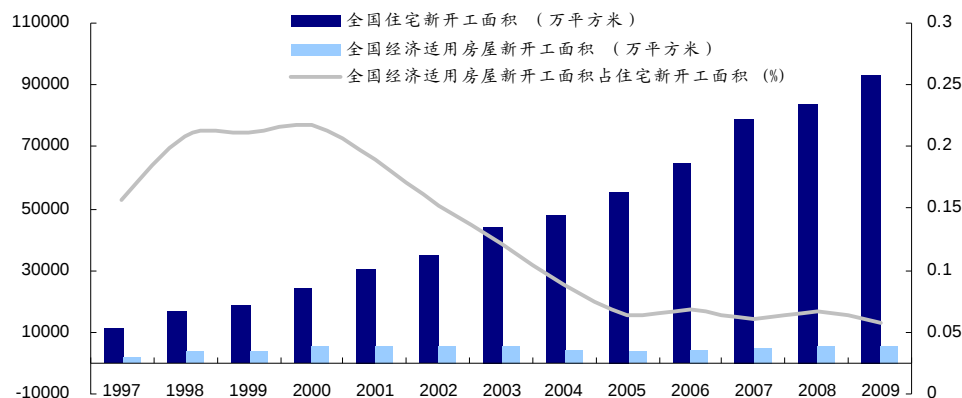
资料来源: CEIC、海通证券研究所

购买力差异必然造成不同的产品需求。但是在房地产完全市场化后,商品房基本上成为市场上唯一的产品。虽然商品房也存在位置差异、户型好坏、装修高低等不同的档次,但是从根本上而言开发商开发商品房的目的是为了盈利而不是解决所有人的住房需求。因此,对社会购买力较差的群体而言,基本上无法找到与之购买力向对应的住房市场。当全社会购买力只能面对单一的商品房市场后,其结果只能是商品房价格高居不下,同时大量中低层需求无法得到满足。这也使得行业的社会属性无法得到充分体现。行业成为社会过度关注的焦点。

2.3.3 市场化供给和非市场化调控之间的矛盾

通常而言,国家会参与具备社会属性商品的投资和开发。在相关商品出现市场供应短缺而造成价格上涨时,政府可以通过主动供给的方式减少因此产生的民生问题和社会压力。比如在粮食涨价过块时,政府可以通过向市场注入国有储备粮的方式实现稳定价格、减少通胀等目的。

图 31 完全市场化后政府投资建房的开工面积很小



资料来源：CEIC、海通证券研究所

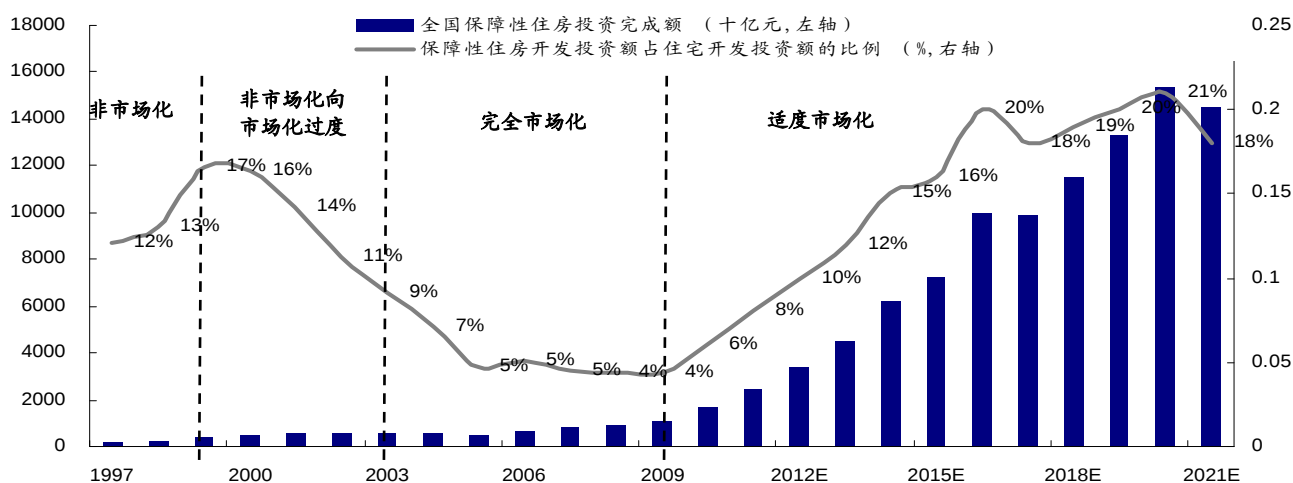
目前房地产行业完全市场化后，国家或者类似主体参与房地产二级开发的数量很少。大部分商品房只能通过开发商来实现供应。而当市场过热，国家希望通过非市场化的行政手段进行调控时，往往出现捉襟见肘的现象。如果将开发商资金、土地卡得太死，未来只能是供应继续减少；如果不进行调控，开发商逐利本质又使得其根本无动力降价。非市场化调控和市场化供给之间天生的矛盾，造成当今市场存在房价越调越高。

2.4 小结：适度市场化将成为趋势

从以上分析中不难看出，房地产行业“完全市场化陷阱”带来的种种问题已经是比比皆是。将行业定位从之前的完全市场化转移到“适度市场化”是行业本身发展的需要。

2010 年我国正式提出 560 万套保障性住房的建设计划、2011 该数字有望提高到 1000 万套。在刚刚闭幕的中央经济会议中，所涉及的房地产内容是“逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系”。应该说目前国家对行业的定位，已经朝我们所描述的“适度市场化”发展。预计在未来的 3 到 5 年间，政府参与房地产投资的比例将逐步提高。

图 32 中国房地产业发展阶段



注：2009 年之前保障性住房数据仅统计经济适用房投资量
资料来源：CEIC、海通证券研究所

3. 定位变化将使 2011 年地产投资好于 2010 年

3.1 重定位有利于行业健康发展

2010 年 10 月，中央在“十二五”规划建议中提出要“完善符合国情的住房体制和政策体系”。面对新形势变化，12 月中央经济会议提出“逐步形成符合国情的保障性住房体系和商品房体系”。行业先前的完全市场化定位已经在发生改变。

在保障性住房方面，2010 年的 560 万套和 2011 年预计的 1000 万套在后期将逐步进入市场。行业原本所缺失的非市场化部分有望在后期逐步体现。非市场化部分目前正在逐步弥补。

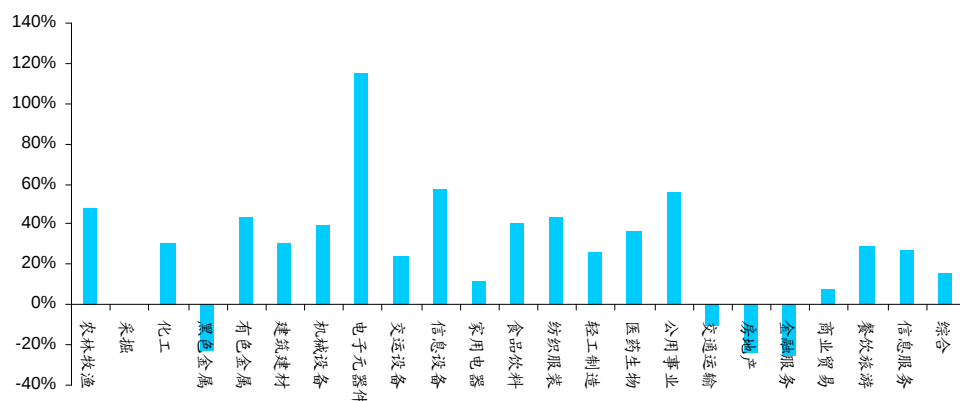
关于政府投资房地产对商品房销售和经济的影響，从附录案例分析中可以看出基本都是相对积极的效果。尤其香港地区在保障性住房占整体房地产供应 20% 的情况下，商品房销售和地产商利润并没有下滑。另一方面在目前国内土地供应总量相对有限，适度市场化在扩大保障性住房土地供应时，也在缩小商品房用地供应量。因此，商品房市场所受冲击会因为供给的减小而缓和。短期来看重定位过程中非市场部分的扩大，更多作用是减小了政府的民生保障压力。这有利于减少后期出台更强硬的政策调控。

如果政府能继续加大行业的非市场化建设，行业所面临的政策压力也将大幅减弱。这将对房地产板块后期走势构成利好。

3.2 板块 2011 年估值起点低于 2010 年

2010 年初行业处于估值高位，因此在不断出现政策利空时行业难有表现。截止 2010 年 12 月 17 日，全年累计收益率-23.57%，排名 A 股倒数第二。

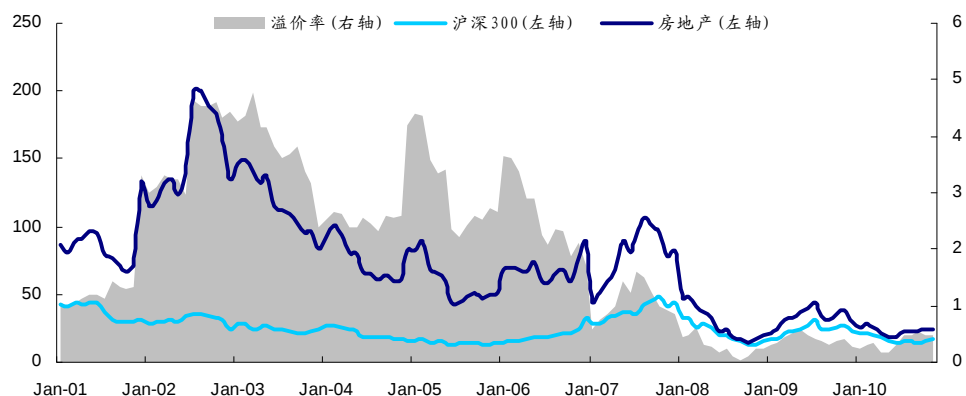
图 33 板块 2010 年走势大幅跑输市场



资料来源：CEIC、海通证券研究所

虽然板块跑输市场，但是 2010 年行业需求未减，上市公司盈利能力仍保持较好增长。从 PE 估值看，截至 12 月 17 日房地产板块的整体估值（PE-TTM）为 22.72 倍，低于行业近三年的历史平均水平（41.4 倍）。从溢价率指标看，房地产行业 22.72 倍的估值相对于沪深 300 指数 15.67 倍估值的溢价率为 0.45 倍，低于近三年 0.53 倍的历史平均溢价率水平。行业估值处于历史低位。

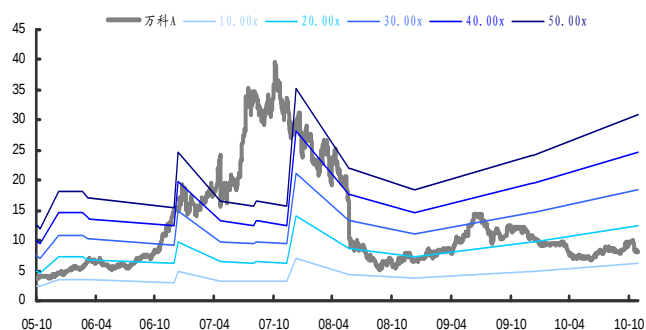
图 34 板块和市场 PE 情况说明行业估值处于底部



资料来源：Wind、海通证券研究所

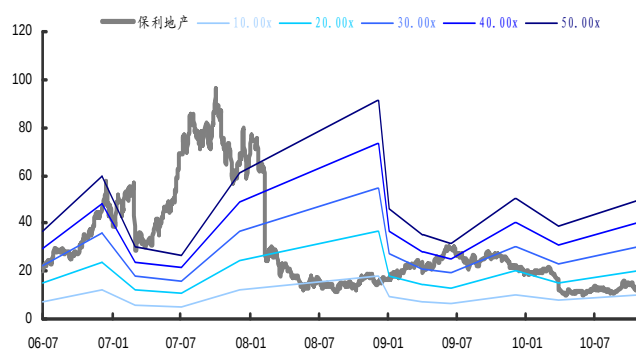
此外，目前重点上市公司动态估值水平基本在 10 倍左右，同样处于历史低位。

图 35 万科历史 PE



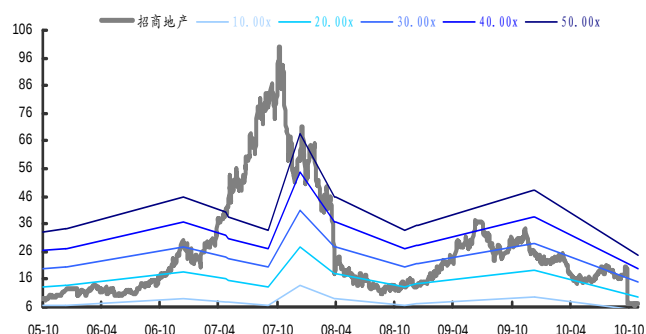
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 36 保利地产历史 PE



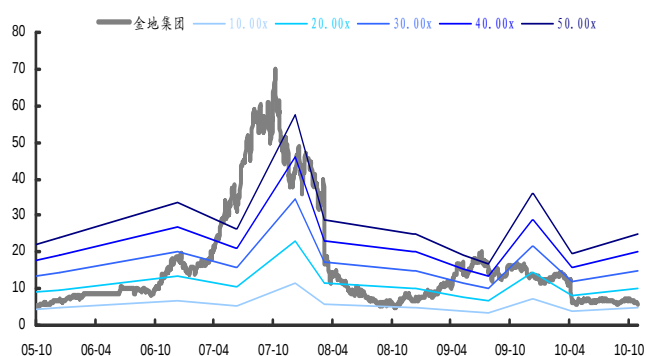
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 37 招商地产历史 PE



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 38 金地集团历史 PE



资料来源：CEIC、海通证券研究所

因此，对比 2010 年板块 2011 年的估值起点处于历史低位。后期如果出现相关政策利空，板块反弹概率更大。

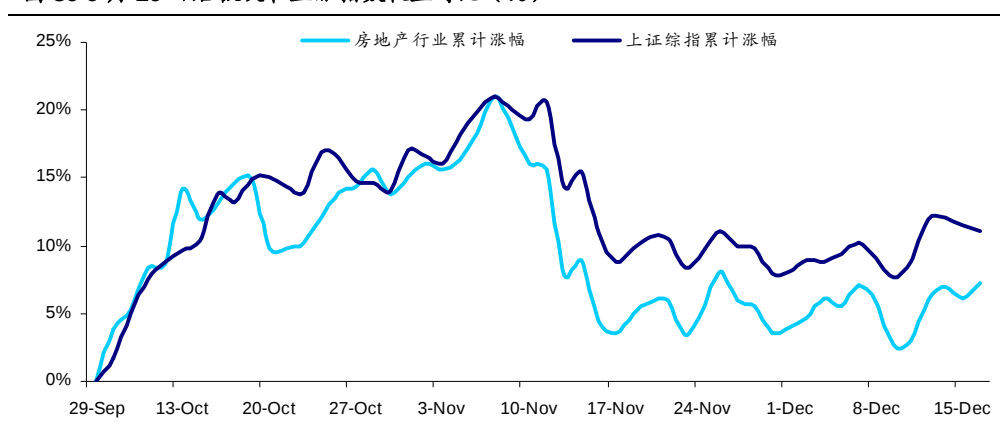
此外，2010 年政策出台的力度和频率已经达到历史最高水平。2011 年再出台先前类似政策时，其市场杀伤力要小于先前。目前最大的不确定性在于加息时间和房产税。对于加息影响我们之前报告已做过研究（详见 10 月 20 日报告，《央行上调存贷款基准

利率对房地产行业的影响》)。除非是连续加息到 100 个基点左右, 否则对购房者还贷压力和行业财务成本影响不大。而房产税如果落地, 由于行业估值优势明显, 因此消息出现后反弹概率更大。

3.3 时点恰当, 标配地产

在 9 月 29 日后, 行业曾经因政策兑现而出现短期上涨。但是后期由于各种政策传闻使得行业大幅回调。如果统计 9 月 29 日至 12 月 17 日板块和上证指数涨幅的话, 板块累计涨幅只有 2.2%, 而上证指数是 9.6%。因此, 从目前时点而言如果相关调控传言落实, 行业出现因短期利空出尽而呈现反弹的可能性更大。如果政策真空, 行业本身也有望走出估值修复行情。

图 39 9 月 29 日后板块和上证指数收益对比 (%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

综合以上因素, 从目前时点而言, 标配地产正当时。

3.4. 选股思路: 重新定位过程中受影响较小的个股

行业重新定位将对行业未来发展产生深远影响。在变化中我们认为以下三类型公司在行业定位变化过程中能够继续保持优势。

3.4.1 城镇化受益企业

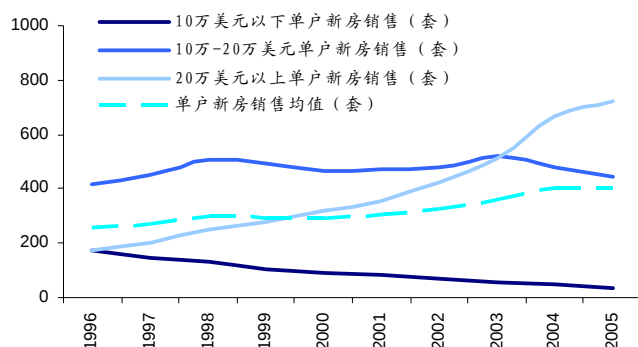
目前我国城市化进程仅完成了 45%。大量二、三线城市依旧处在城镇化发展的重要阶段。而房价方面, 二、三线城市较一线城市更为健康。在行业开始重新定位的大背景下, 二、三线城市一方面可以继续享受城市化到来的人口扩大、基础设施改善所带来的房地产市场价值提升; 另一方面, 二三线城市的房价泡沫较小, 市场在行业重新定位过程中所受到的冲击也相对较小。相关公司中我们看好荣盛发展 (002146)。

3.4.2 改善性需求不会因为定位变化而减少

在房地产市场适度市场化的背景下, 低端市场需求将逐步由政府投资的非市场化住宅来满足。而相应的高端市场和改善性需求将通过商品房市场解决。因此, 从长远趋势来看, 立足改善型需求的开发商在未来的发展中依旧占有优势。

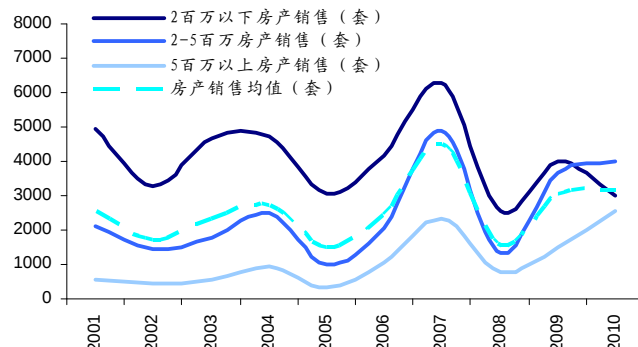
从美国和香港的案例也可以看出, 适度市场化并没有影响中高端市场的后期销售。

图 40 适度市场化未抑制美国改善型住房



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 41 适度市场化使香港中低档房受欢迎



资料来源：CEIC、海通证券研究所

相关公司中我们看好万科 A（000002）。

3.4.3 商业地产行业定位变化影响小

我们前期报告（2010 年 10 月 19 日，《商业地产，下一价值重估的主战场》）曾对房地产价值增值模式进行对比研究，目前传统住宅市场通过囤地、购买稀缺优质土地资源的盈利模式已经开始出现瓶颈；未来更大的利润来自快速周转和产品差异化。而商业地产具备“市场培育”这一先天的价值增长链，这使得商业地产在未来的发展中受行业定位变化影响较小，可以继续保持价值增长。

相关公司中我们看好金融街（000402）。

4. 风险提示

房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

附录

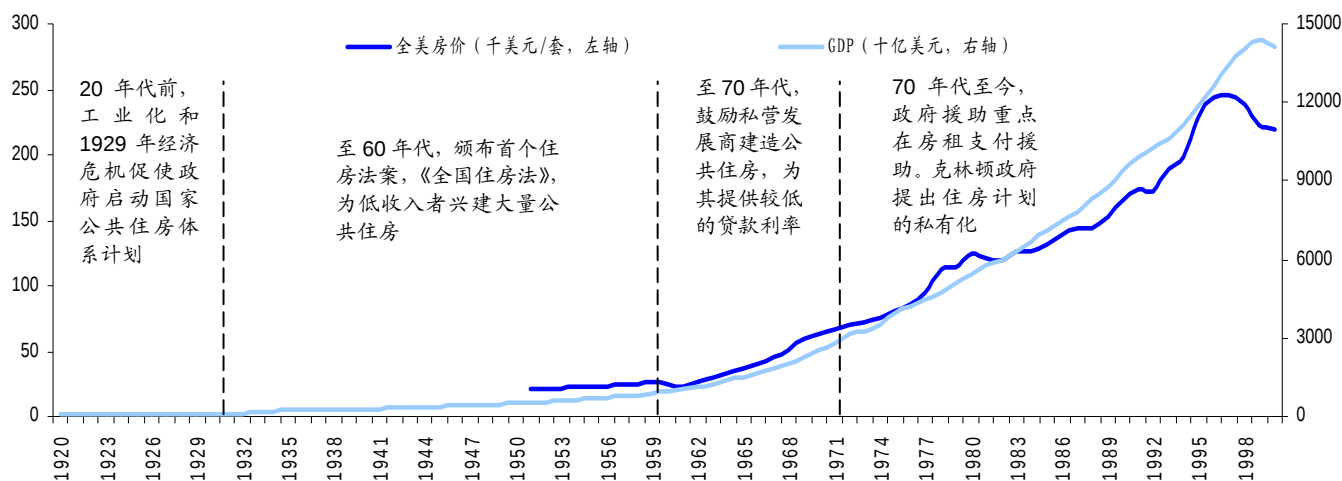
1. 历史经验看地产定位

1.1 美国、香港房地产行业适度市场化过程回顾

所谓房地产业的适度市场化，是指政府根据本国经济和自然条件，在确保房地产业中的商品房供求关系顺利实现自发调节的基础上，针对不能或难以由市场自发解决的住房保障部分，通过政府投资或者补贴的方式来实现供应。

美国房地产的适度市场化进程起步较早，且相伴房地产行业的自由化进程而不断完善。美国房地产行业的适度市场化进程从 1928 年大萧条后起步，经历了初步启动公共住房计划（1934 年至 1937 年间，政府兴建了 0.22 万套公共住房，占当时全部住宅单元不足 0.1%）、制定首个住房法案并大量兴建公共住房（至 60 年代初，美国已拥有约 47.8 万套公共住房，占当时全部住宅单元约 0.8%）、鼓励私营发展商介入公共住房（至 70 年代初，美国已拥有约 115 万套公共住房，占当时全部住宅单元约 1.6%）、房租支付援助和住房计划私有化四个阶段（目前，美国已拥有约 210 万套公共住房，占全部住宅单元约 1.6%）。

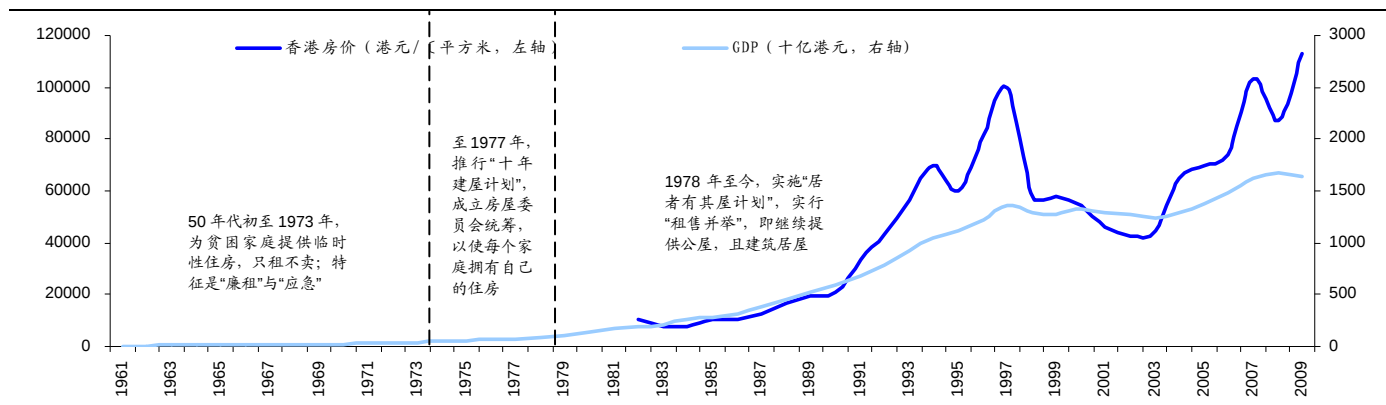
图 42 美国房地产适度市场化进程



资料来源：CEIC、海通证券研究所

香港房地产的适度市场化进程起步较晚，且受制于香港地少人多的现实。香港房地产业的适度市场化进程从 1954 年实施公共房屋计划起，大致经历三个阶段，即提供只租不卖的临时性住房（1954 至 1973 年建有公屋 25 万个，占当时全部住宅单元的 14%）、推行“十年建房计划”（即建造公屋，相当于廉租房；从 1973 年开始的十年中，共建造公屋 22 万个，占当时全部居住单位的 12%），到实施“租售并举”的“居者有其屋计划”（即建造居屋，截至 2002 年，售出居屋 32 万个，占当时全部居住单位的 23%）。

图 43 香港房地产适度市场化进程



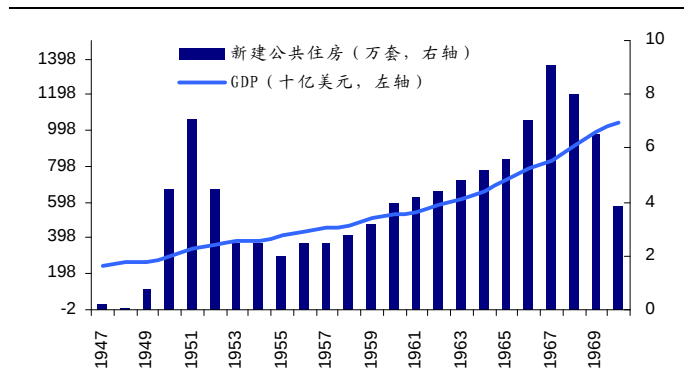
注：香港公屋是由政府修建并出租给低收入人群居住的房屋，又称为“廉租房”；居屋是指政府协助中等偏下收入的家庭自置的房屋。
资料来源：CEIC、海通证券研究所

1.2 适度市场化没有影响经济和商品房市场

美国房地产发展时间较长，我们重点选取了1950年到1970年这一阶段进行分析，主要原因是这一阶段属于美国公共住房建设的高峰期。这20年间的公共住房建设量与后30年基本持平。

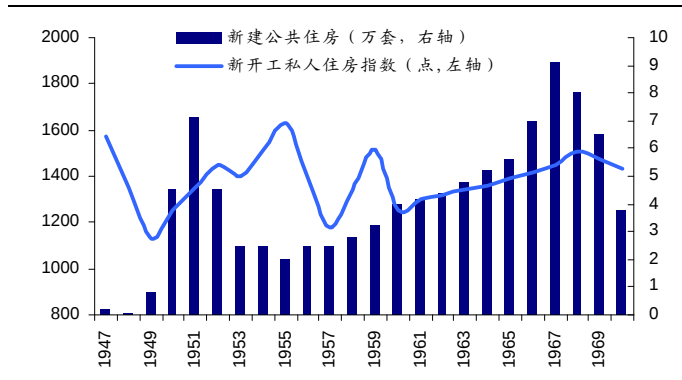
可以比较清晰的看到，在行业适度市场化过程中，美国国内经济增长依旧保持了良好的增长趋势。另外一方面，代表商品住房的私人住房新开工指数在这一期间也有良好表现。

图 44 适度市场化没有影响经济



资料来源：CEIC、海通证券研究所

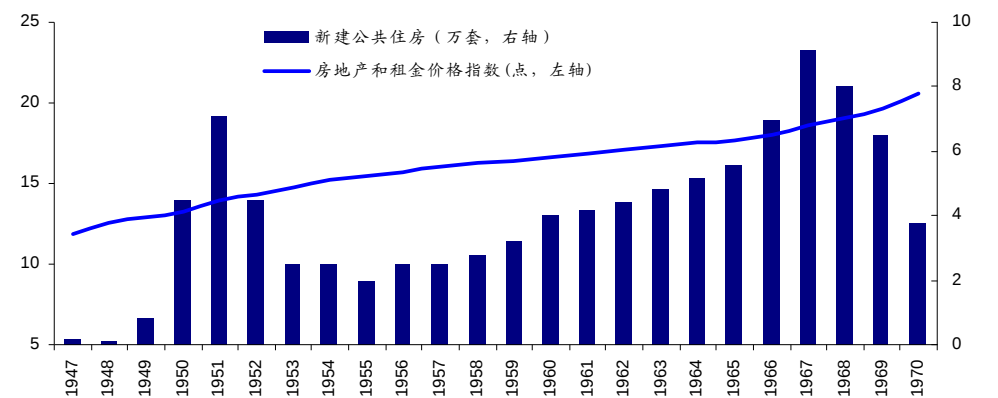
图 45 适度市场化没有冲击商品房市场



资料来源：CEIC、海通证券研究所

另一方面，商品房价格和租金指数在适度市场化过程中没有出现较大波动，基本上与GDP增速保持同步。房价增长幅度处于相对合理的区间。

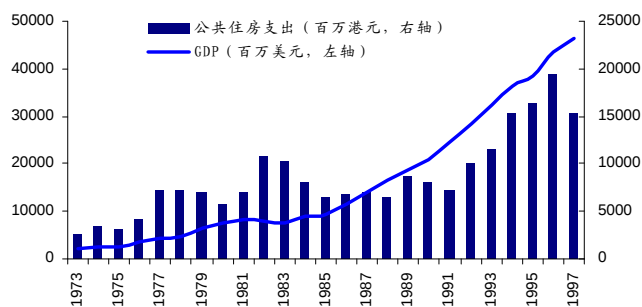
图 46 适度市场化过程中美国房价和房屋租金保持合理上涨



资料来源：CEIC、海通证券研究所

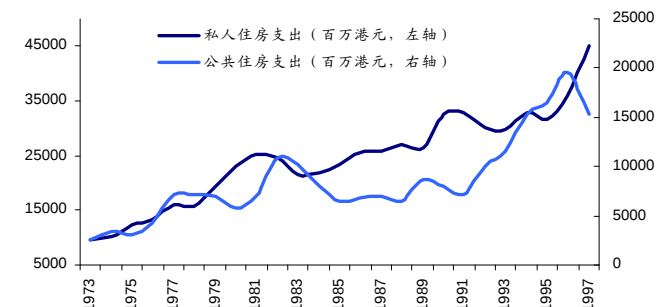
在香港房地产业推行适度市场化后，政府在公共住房支出上的投资不断增大。近几年公共住房投资占房地产开发整体投资量的比例保持在 25% 以上，最高曾经达到 35%。在大量公共住房进入市场后，GDP 和原有的商品房市场同样没有受到明显冲击。

图 47 适度市场化政策出台后香港 GDP 增速健康



资料来源：CEIC、海通证券研究所

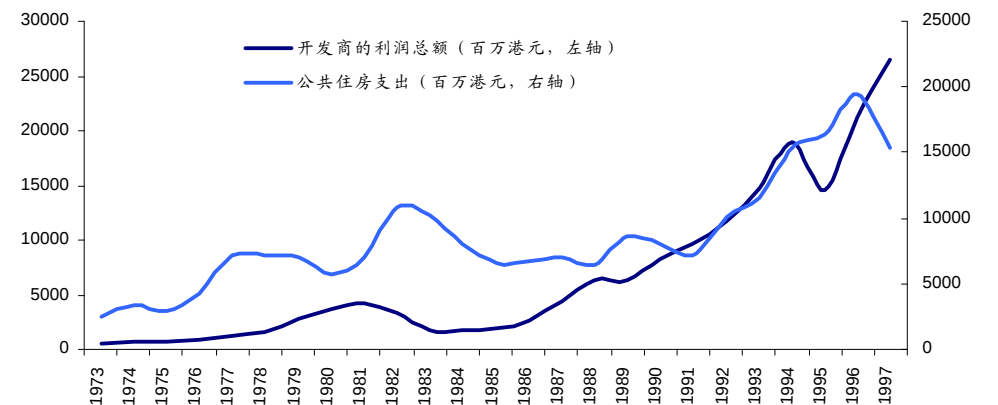
图 48 适度市场化后香港私人住房支出上升



资料来源：CEIC、海通证券研究所

在公共住房高速增长阶段，开发商依旧保持了利润的正常增长速度。

图 49 适度市场化没有降低商品房开发商的利润



资料来源：CEIC、海通证券研究所

1.3 小结

从以上美国和香港的案例不难看出，适度市场化并没有使得原有的商品房市场或者是国民经济发生严重下滑。在香港公共住房投资比例达到房地产投资总额的 35%后，商品房市场依旧保持了健康发展。

造成以上现象的原因一方面是政府投资弥补了公共住房对低端房的挤出效用；另一方面，公共住房和商品房的适度配比保证了房地产行业三大属性可以得到充分体现，行业各层次需求可以得到健康发展。这将降低政府对行业的政策压力。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

涂力磊：房地产行业

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、招商地产、金地集团、华侨城 A、金融街、首开股份、北京城建、苏宁环球、万通地产、荣盛发展、滨江集团、广宇集团、亿城股份和新潮实业。

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。每一种评级的含义分别为:

公司评级

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%。

行业评级

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。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。