

房地产行业

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

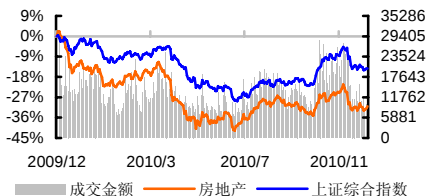
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	112
总市值(亿元)	9100
占A股比例(%)	3.17%
平均市盈率(倍)	119.15

行业表现

(%)	1M	3M	6M
房地产	-8.25	-0.40	11.47
上证综合指数	-6.22	7.04	11.35



相关报告

《房地产-部分一二线城市房价续涨, 调控加强在即--23个城市周交易报》2010-12-5

《房地产-1千万套保障房, 供应主体正在改变》2010-12-6

房地产行业 2011 年年度策略报告

中性

青山遮不住, 毕竟东流去

投资要点:

- 中国住房仍处于短缺时期, 未来10年需求压力巨大, 在卖方分析师中我们是首个提出实际城市化率被低估, 实际城市化率是64.7%的券商。若按官方预计2020年城市化率55%, 人均居住面积35平米, 10年内刚性需求+改善性需求=19.5亿平米/年。若按09年中国实际城市化率64.76%计算, 城镇人均居住面积仅20.5平米, 城市化率被低估是长期调控难以奏效的根源之一, 若2019年城市化率70.4%, 人均居住面积35平米, 10年内新增住宅刚需+改善需求=22亿平米/年。则基本住房保障供应难以分食商品住宅市场的大量需求。从中国住房长期需求和行业的盈利能力来看, 房地产行业并不是市场所认为的“制造业”。
- 土地供给不足是房价持续上涨的重要因素, 土地成本的上升最终将转嫁到房价上。在需求庞大、供给一定, 全民基本住房保障实现之前, 政策调控将是常态。当前楼市调控已进入攻坚阶段, 上海、重庆试点开征“房产税”调节供需已箭在弦上。我们预计本轮调控从严从紧维持至2011年中期左右。
- 中国住房供给制度正在纠偏。以政府主导的“保障房”+市场化“商品住宅”的供应模式正在建立, 政府将改变以往的自己全资投资变为政府贴息引入社会投资, 将有效地解决保障房的投资问题, 基本住房保障制度是“保证社会稳定和经济持续发展”的根本, 不要忽视政府的决心和能力。这是我们区别于其他卖方不同的观点。预计2015年将解决占城镇家庭23.5%的家庭住房问题, 2020年保障对象扩大到外来人口。“住有所居”的战略将为中国经济和行业持续发展铺平道路, 减少调控带来脉冲式的冲击。短期内, 住宅多元供应及巨量保障房的建设对市场有一定冲击。
- 调控已使行业资金杠杆缩小, 盈利增速放缓, 需注意因此带来的风险。10年12亿平米住宅新开工将在11年上半年集中释放, 加上580万套保障房的供应和1000万套保障房的建设, 行业将再度去库存, 预计11年房地产投资增速放缓至10%。面对住房供应制度的革新, 具有强大竞争力的全国性开发商正在谋求更长远的发展空间, 以更为灵活手段获得更多的市场份额和更多的发展资源。
- 当前板块正在构筑长期大底, 估值已反映了巨量保障房建设和可能出台的以房产税试点为核心的“第三轮”调控政策利空, 若房产税试点符合市场预期, 板块存在一轮价值修复的行情, 受制于调控上半年板块难有超额收益, 维持“中性”判断, 等待政策放松带来行业新的增长机遇。在调控常态下, 我们应关注变革和调控时期, 能及时作出合理战略布局、扩张与销售匹配, 调控中能获取更多优质资源, 销售更为突出, 财务更加稳健、实力更为雄厚的万科、招地、保利、滨江、首开和世茂等优质公司, 它们将在调控中获得更好的增长更多的市场份额, 建议买入。关注现金流充裕的持有类公司中国国贸, 和估值优势明显的环球、亿城、泛海等。

风险提示: 居民收入、企业盈利增长低于预期, 调控超出预期等的风险。

股票名称	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	PB	RNAV	P/RNAV	投资评级
万科A	0.48	0.65	1.05	17	13	8	2.34	8.74	0.95	推荐
招商地产	0.96	1.2	1.51	17	13	11	1.63	31.25	0.51	推荐
保利地产	0.77	1.08	1.39	16	11	9	2.23	16.40	0.75	推荐
滨江集团	0.48	0.78	1.05	22	13	10	4.16	16.00	0.65	推荐
首开股份	0.81	1.05	1.36	19	15	11	1.90	22.00	0.70	推荐
亿城股份	0.42	0.59	0.81	12	9	6	1.75	10.25	0.50	推荐
苏宁环球	0.42	0.65	0.96	21	13	9	5.15	15.00	0.58	推荐
世茂股份	0.18	0.74	1.01	74	18	13	2.47	21.50	0.61	推荐
泛海建设	0.18	0.09	0.3	51	99	30	2.40	20.00	0.45	推荐
金融街	0.45	0.58	0.67	15	11	10	1.30	13.11	0.51	推荐
中国国贸	0.29	0.19	0.32	38	59	35	2.58	17.5	0.64	推荐

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1、未来 10 年中国住宅需求依然旺盛	5
1.1 从城市化、更新改造、改善需求来看中国的住房需求	5
1.1.1 在相当长的时期内，住房供应需保持高增长才能满足需求	5
1.1.2 从城市化率低估的角度看近年住房需求旺盛现象	6
1.2 从人口角度看未来 10 年的住宅需求	8
1.2.1 2003-2019 年人口暴利期，住房消费力强劲	8
1.2.2 09 年实际城市化率为 64.8%，2020 年城镇劳动年龄人口达到高峰，2040 年后住房需求开始明显下降	8
1.2.3 2020 年首次置业需求达到高峰，2010-2015 年和 2030 年前后为二次置业的两个高峰	9
2、供给结构发生变化	11
2.1 土地供给不足是住宅供应不足的重要因素	11
2.1.1 主要城市土地供应跟不上需求，土地成本上升将转嫁给房价	11
2.1.2 受调控制约，10 年土地出让规模远低于计划，全年土地出让金约为 1.9 万亿元	14
2.1.3 受调控制约，开发商购地实力下降	15
2.2 住房体制改革正在进行，供应主体正在改变	19
2.2.1 “住有所居”的住房制度正在建立	19
2.2.2 住房的供应模式在改变，供应主体在增加	22
2.2.3 2011 年加快落实保障房建设目标	22
3、调控是常态，行业在调整中谋发展	25
3.1 长期供需矛盾使调控成常态，本轮调控从严从紧至 2011 年中期	25
3.1.1 09 年底政策开始收紧，我们率先调低 10 年行业评级至“中性”	25
3.1.2 流动性充裕、通胀预期提升保值需求，4 月全国房价快速上涨，开始“第一轮”严厉调控	25
3.1.3 7-9 月多数城市需求再次爆发，价量齐升，调控进入“第二轮”	26
3.1.4 四季度，人民币升值和物价大幅上涨预期下，主要城市房价依然明显上涨，预计以“房产税”试点为核心的“第三轮”调控即将登场	26
3.1.5 政府低估了市场强大的需求，长期调控成常态	29
3.2 行业资金来源渠道收窄、资金杠杆缩小	33
3.2.1 为促进开发商加快开发政府几乎掐断了所有资金来源渠道	33
3.2.2 调控近 1 年，行业经营性现金流净流出 800 多亿元，盈利增速开始放缓	33
3.2.3 低利率时代小幅加息对行业发展无碍	37
3.2.4 融资受限制约上市公司的经营持续高增长、业绩的释放以及估值的提升	38
3.3 在大量保障房建设和新增供应下 11 年房地产投资增速放缓至 10%	38
3.3.1 11 年上半年的供应较 10 年同期将明显缓解	38
3.3.2 2010 年房地产投资增速预计为 31.5%，超出年初我们预计的 29%	41
3.3.3 2010 年 1-10 月房地产投资增速 36.5%，2011 年将放缓至 10%	41
4、估值与投资建议	43
4.1 板块下有估值支撑，上有政策调控压力	43

图 表

图 1：过去 6 年商品房销售面积	7
图 2：过去 6 年商品房住宅销售面积	7

图 3: 过去 6 年商品住宅销售价格	8
图 4: 中国“人口红利”期	9
图 5: 法定退休年龄, 男 60, 女 55, 农民工 55 岁返乡, 考虑因素的人口红利	9
图 6: 我国实际城市化率的预测	10
图 7: 中国劳动年龄人口数量在 2015 年左右达到顶峰	10
图 8: 中国城镇劳动年龄人口	10
图 9: 中国置业人口分布情况	11
图 10: 2008-2009 年主要城市住宅需求与土地供应	13
图 11: 主要城市 2010 年住宅楼面地价	18
图 12: 主要城市 2010 年住宅楼面地价同比增速	18
图 13: 主要城市 2010 年住宅楼面地价环比增速	18
图 14: 日本当年公共住房被严重忽视, 经济长期不振	20
图 15: 住宅新增供应量*	24
图 16: 住宅新增供应量**	24
图 17: 营业收入与预收款项	35
图 18: 营业收入与预收款项变动情况	35
图 19: 毛利率与净利率	35
图 20: 毛利率与净利率变动情况	35
图 21: 净利率增长速度	35
图 22: 三项费用率	35
图 23: 近 4 年存货情况	35
图 24: 近 4 年存货变动情况	35
图 25: 近 4 年存货占资产的比率情况	36
图 26: 近 4 年存货周转率情况	36
图 27: 近 4 年账面货币资金情况	36
图 28: 货币资金、预收款项与总资产的比率	36
图 29: 近 4 年经营活动现金流情况	36
图 30: 近 4 年经营活动净现金流增速	36
图 31: 近 4 年短期偿债能力情况	36
图 32: 近 4 年长期偿债能力情况	36
图 33: 经济与利率走势	37
图 34: 房地产投资累计同比增速	42
图 35: 商品房销售数据累计同比增速	42
图 36: 住宅销售数据累计同比增速	42
图 37: 商品房开工建设指标累计同比增速	42
图 38: 土地购置和完成开发面积累计同比增速	42
图 39: 房地产开发资金来源单月与累计同比增速	42
图 40: 自筹资金单月与累计同比增速	43
图 41: 住宅累计销售均价与单月销售均价	43
图 42: 住宅销售价格同比增速	43
图 43: 全国房屋销售分类价格指数	43
图 44: 70 个大中城市销售价格指数当月同比增速	43
图 45: 全国二手房销售价格指数	43
图 46: 房地产板块估值 (基于 09 年年报数据)	45

图 47: 房地产板块近一年市场表现	45
图 48: 房地产板块 VS 市场指数	45
表格 1: 20 世纪 90 年代初发达国家人均居住面积	5
表格 2: 未来 10 年中国居住需求预测	6
表格 3: 我国城镇居民、农村居民人均居住面积	6
表格 4: 我们测算的实际城市化率和城镇人口情况	7
表格 5: 我们测算的实际城市化率下的人均居住面积和未来住宅需求	7
表格 6: 一线城市住宅用地供求比 单位: 万平米	12
表格 7: 2006-2010 年 1-10 月主要城市住宅用地供求比情况	12
表格 8: 08-10 年 1-10 月非一线城市住宅销售面积与土地出让面积情况	12
表格 9: 主要城市住宅售价与楼面地价情况 单位: 元/平米	13
表格 10: 63 个城市近 3 年住宅楼面地价及涨幅	14
表格 11: 2008-2010 年 (1-11 月) 全国 63 个主要城市土地成交情况	16
表格 12: 2008-2010 年 (1-11 月) 全国 63 个主要城市住宅用地成交情况	16
表格 13: 63 个城市 10 年 1-11 月住宅用地出让面积、建筑面积、出让金及楼面地价同比变化	16
表格 14: 2010 年 63 个城市住宅用地楼面地价变动情况	18
表格 15: 日本公共住房比例	20
表格 16: 基本住房保障的目标任务	21
表格 17: 2007 年-2010 年全国住宅销售面积和销售套数	23
表格 18: 2005 年-2011 年全国住宅新开工面积	24
表格 19: 2006 年-2011 年房地产开发投资额与增速	24
表格 20: 2010-2011 年保障性住房建设规模、投资额情况	24
表格 21: 2010 年 1-11 月一线城市房价及涨幅	27
表格 22: 2010 年 1-11 月二线城市房价及涨幅	28
表格 23: 2010 年 4-10 月一线城市房价及涨幅	28
表格 24: 2010 年 4-10 月二线城市房价及涨幅	29
表格 25: 2010 年房地产调控政策一览	30
表格 26: 地方房地产调控政策一览	30
表格 27: 各年度 10 月份商品住宅施工销售比情况	39
表格 28: 各城市商品住宅施工销售比情况	40
表格 29: 4 年来商品房新开工情况	42
表格 30: 中投证券房地产行业重点覆盖公司估值情况	46

1、未来 10 年中国住宅需求依然旺盛

1.1 从城市化、更新改造、改善需求来看中国的住房需求

1.1.1 在相当长的时期内，住房供应需保持高增长才能满足需求

据住建部统计的相关资料显示，上世纪 90 年代初，发达国家的人均住房建筑面积状况如下：美国 60 平方米，英国 38 平方米，法国 37 平方米，日本为 31 平方米。2003 年德国人均住房面积 40 平方米，小城镇人均 50 平方米以上，85% 的家庭拥有精巧别致的私人住宅庭院。

中国统计局数据显示，2006 年中国城镇居民人均居住面积 27.1 平米，2007-2009 年中国住宅销售面积 21.11 亿平米，2007-2009 年城镇新增户籍人口 4480 万人，2009 年城市户籍人口 62186 万人，这样测算下来 2009 年全国城镇居民人均居住面积为 28.5 平米/人，即截止到 2009 年，中国城镇住房存量建面约为 177.5 亿平米。

中国统计局的数据表明，2009 年中国城市化率 46.6%，到 2020 年中国 14.31 亿人（根据联合国的测算），中国城市化率将达到 55%（中国官方预测），则 2020 年城镇人口为 7.8705 亿人，按照人均居住面积 30 平米计算，到 2020 年城镇居住面积需要增加至 236.12 亿平米。相当于截止到 09 年 177.5 亿平米的 1.33 倍，即 未来 10 年城市化带来的新增住宅需求是建面 58.62 亿平米，即年新增刚性需求 5.862 亿平米。

由于我国的住房质量不高，很多城市 15-20 多年前建的住宅像建筑“垃圾”，此外，还存在住房功能不完善、配套不齐全、垃圾处理和污水排放等问题解决不好，自然环境和安全环境较差等问题。在未来 15-20 年里，现有的 160 亿平方米住宅（住建部数据）有大部分要拆了重建（相当于 2009 年人均居住面积 25.6 平米/人）。若考虑到过去 15-20 年近 160 亿平米 50% 成为建筑垃圾需要更新，则未来 20 年年均住宅更新需求建面 4 亿平米。

也即，未来 10 年年均刚性需求+更新需求量最少在 5.862+4=9.862 亿平米（2007-2009 年全国住宅销售面积分别为 6.91 亿平米、5.59 亿平米和 8.62 亿平米，3 年年均住宅销售面积为 7.04 亿平米）。

若按 2020 年中国城市化率 55% 来估算，考虑改善需求的适当增加，人均居住面积达到 35 平米，则未来 10 年新增改善性住宅需求建面 96.62 亿平米，即未来 10 年年均改善性住宅需求建面 9.66 亿平米。

若按官方预计 2020 年城市化率 55%，人均居住面积 35 平米，10 年内刚性需求+改善性需求=19.5 亿平米/年。

由此可见，中国在相当长的时期内，住房供应还需要保持较高的增长速度，才能满足城镇居民对住房的需求。

表格 1：20 世纪 90 年代初发达国家人均居住面积

国别	人均居住建筑面积（平米）
美国	60
英国	38

法国	37
日本	31
德国*	40
中国 2009	28.5

资料来源：住建部，中投证券研究所。*2003年，小城镇人均50平方米以上，85%的家庭拥有精巧别致的私人住宅庭院

表格 2：未来10年中国居住需求预测

单位：亿平米

	总需求	年新增需求	备注
城市化带来刚需	58.62	5.862	2020 年城市化率 55%，30 平米/人
更新刚需	80	4	80 亿平米建筑垃圾 20 年内更新
刚性需求合计	138.62	9.86	
改善性需求	96.62	9.66	城镇人均居住面积达到 35 平米
刚需+改善合计	235.24	19.52	城镇人均居住面积达到 35 平米

资料来源：中投证券研究所。

表格 3：我国城镇居民、农村居民人均居住面积

单位：平米

指标名称	城镇人均住宅建筑面积	农村人均住房面积
1989	13.50	17.20
1990	13.70	17.80
1997	17.80	22.50
2000	20.30	24.80
2002	22.79	26.50
2003	23.70	27.20
2004	25.00	27.90
2005	26.11	29.70
2006	27.10	30.70
2007	27.50	31.60
2008	27.84	32.40
2009	28.54	33.60

资料来源：CEIC，中投证券研究所 注：2009E城市人均住宅建筑面积是我们自己测算的，见上文。

1.1.2 从城市化率低估的角度看近年住房需求旺盛现象

根据我们的测算，2009年中国实际城市化率已达到64.76%，即实际城镇人口8.6783亿人（官方对城市化率的统计未将近2.45亿人口的乡镇企业人口及其家属列入计算，因此得出实际城市化率09年只有46.6%）。

根据联合国预测，2019年中国人口将达到14.24亿人，2010-2019年城市化率按年0.57%的增速计算，预计到2019年中国的城市化率将达到70.4%，届时的城镇人口约为10.25亿人。

若按人均居住面积30平米计算，那么到2019年城镇住宅建面需要达到307.5亿平米，是截止到2009年底177.5亿平米的1.732倍。1998年到2009年，全国商品住宅销售面积为45.6亿平米，未来10年城镇住宅面积建面需要增加130亿平米，相当于年需要新增住宅建面13亿平米/年（这里未考虑新增改善需求以及住宅更新需求）。

若按人均居住面积35平米计算，那么到2019年城镇住宅需新增刚需130亿平米，更新刚需40亿平米，改善需求51亿平米。**即未来10年内刚需+改善需求=22.1亿平米/年。**

根据国家统计局数据显示，截止到2006年城镇人均居住面积27.1平米，2007-2009年住宅销售面积21.11亿平米，也即是，截止到2009年我国城镇住宅面积177.5亿平米。**由于政府对实际城市化率的低估，截止到2009年实际城市化率为64.76%，即实际城镇人口8.6783亿人，目前中国城镇人均居住面积实际只有20.45平米/人。这个水平远低于发达国家人均居住面积水平。**

从官方对中国城市化率低估的角度，可以解释为什么这几年住房消费持续旺盛，房价持续暴涨，政策调控难以奏效，原因就是，政府低估了实际的城镇人口数量，从而低估了真实的住房需求。

上述分析表明，未来10年，甚至更长时间，市场对住房的需求压力巨大。

表格 4：我们测算的实际城市化率和城镇人口情况

	实际城市化率	实际城镇人口
2009年	64.76%	8.6783亿人
2019年	70.4%	10.25亿人

资料来源：中投证券研究所。注：官方对城市化率的统计未将近2亿人口的乡镇企业人口列入计算，因此得出实际城市化率09年只有46.6%。联合国预测，2019年中国人口将达到14.24亿人。

表格 5：我们测算的实际城市化率下的人均居住面积和未来住宅需求

	城镇住宅总建筑面积	实际城镇人均居住面积
2009年	177.5亿平米	20.45平米/人
2019年	307.5亿平米	30平米/人
2019年城市化带来刚需	130亿平米	30平米/人
2019年更新刚需	80亿平米/年	30平米/人
2019年改善性需求	51亿平米/年	35平米/人
未来10年内刚需+改善需求合计	22.1亿平米/年	35平米/人

资料来源：中投证券研究所。

图 1：过去 6 年商品房销售面积

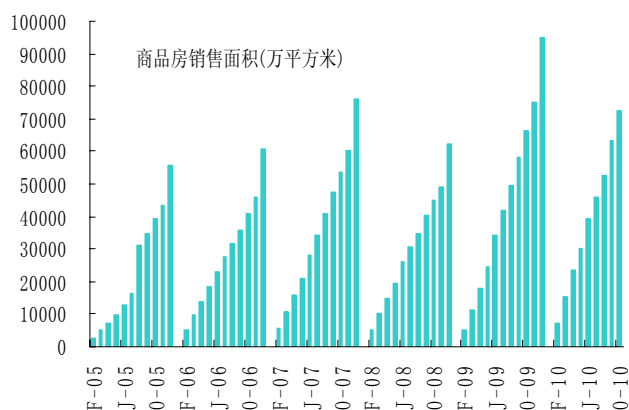
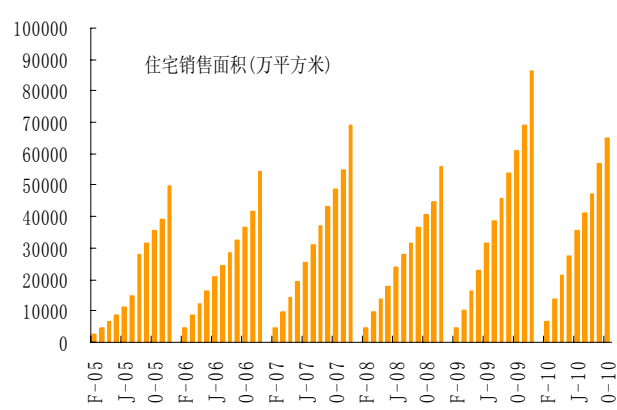
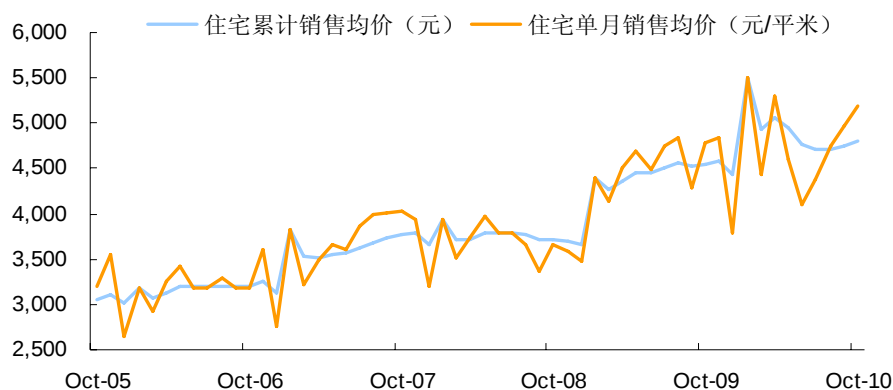


图 2：过去 6 年商品房住宅销售面积



资料来源：国家统计局，中投证券研究所。

图 3: 过去 6 年商品住宅销售价格



资料来源：国家统计局，中投证券研究所。

1.2 从人口角度看未来 10 年的住宅需求

1.2.1 2003-2019 年人口暴利期，住房消费力强劲

通常，在劳动年龄人口比重高，人口抚养负担轻，人口生产性强，社会储蓄率高的阶段，经济增长快，社会的购买力强，这一人口年龄结构最富生产性的阶段通常被称为“人口红利”期，人口年龄结构对经济增长的这种潜在贡献就是“人口红利”。

根据联合国的预测（根据劳动年龄人口 15-64 岁计算），中国总抚养比在 2010 年达到最低点，为 39%，此后不断上升，大约在 2034 年超过 53% 的临界水平。一般认为，总抚养比在 53% 以下均有人口红利，在 44% 以下存在人口暴利。依据抚养比标准，我国的人口红利期大致为 1988-2034 年，持续约 47 年。这一时期我国总抚养比较低，在 53% 以下；劳动年龄人口比重较高，始终保持在 65% 以上，按照法定退休年龄修正的劳动年龄人口比重保持在 55% 以上。我国人口暴利期为 2003 至 2019 年。也就是说，**2003-2019 年这段人口暴利期，经济持续高增长，储蓄率高，购买力强，住房消费力强劲。**

1.2.2 09 年实际城市化率为 64.8%，2020 年城镇劳动年龄人口达到高峰，2040 年后住房需求开始明显下降

官方统计数据严重低估了中国的城市化水平。乡镇企业就业人员及其家属未被纳入城镇人口中，进城农民工家属也未被完全统计，被低估的人数约为 2.46 亿人，经调整的城镇人口总数为 8.68 亿，2009 年我国实际的城市化率约为 64.76%。

2009 年版的 World Urbanization Prospects 数据库预测，2035 年至 2045 年，中国城市化率将从 64.95% 提升到 70.61%，平均每年提升约 0.566 个百分点。而我们估计的中国 2009 年的实际城市化率为 64.76%，正好处于这一阶段。因此我们认为从 2010 年起，中国城市化率将每年提升 0.566 个百分点，直至 2019 年突破 70%，达到 70.42%，此后进入城市化后期阶段，城市化进程将减速。参考与中国国情相近的日本，World Urbanization Prospects 数据库预测 2020 至 2050 年，日本城市化率将从 69.42% 提升至 80.08%，平均每年提升约 0.355 个百分点。若中国与日本城市化后期进程相同，那么中国的城市化率将从 2019 的 70.42% 提升至 2050 年的 81.43%。

按照法定退休年龄修正的劳动年龄人口数量在 2015 年达到高峰，修正后的城镇劳动年龄人口数量在 2020 年达到高峰，在 2020-2040 年形成一个高峰平台，此后才呈现明显的下降趋势。

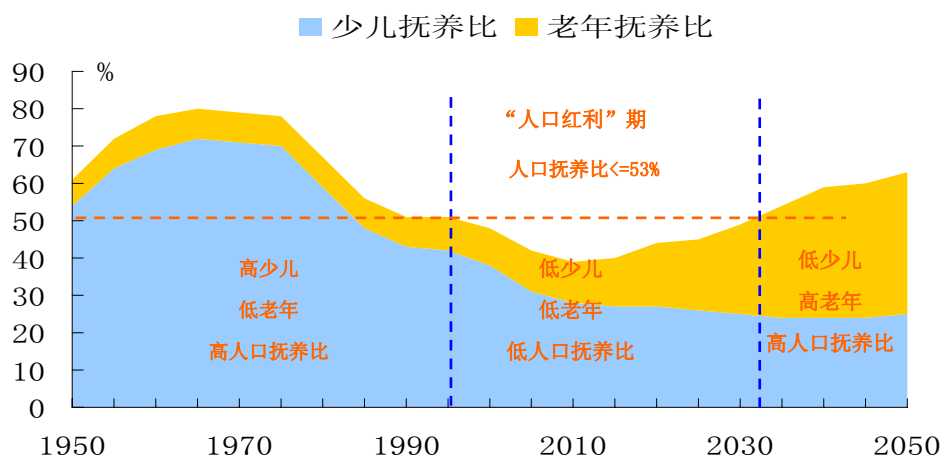
城镇劳动年龄人口数量对住房的消费性需求起决定性作用。1995 年后，日本城镇劳动年龄人口开始下降，住房需求下降。我们预计未来 10 年内，中国住房的刚性需求将继续增加，2020-2040 年稳定在高位水平，此后才会明显下降。

1.2.3 2020 年首次置业需求达到高峰，2010-2015 年和 2030 年前后为二次置业的两个高峰

人们往往选择在特定的年龄进行置业，中国首次置业年龄在 29 岁前后，二次置业年龄在 42 岁前后，1962 至 1971 年和 1985 至 1991 年两次出生高峰带来的置业需求，将使首次置业需求在未来 10 年内持续上升，并在 2020 年前后达到高峰，首次人口高峰带来的二次置业高峰将在 2010-2015 年出现，第二次人口高峰带来的二次置业高峰将在 2030 年出现。

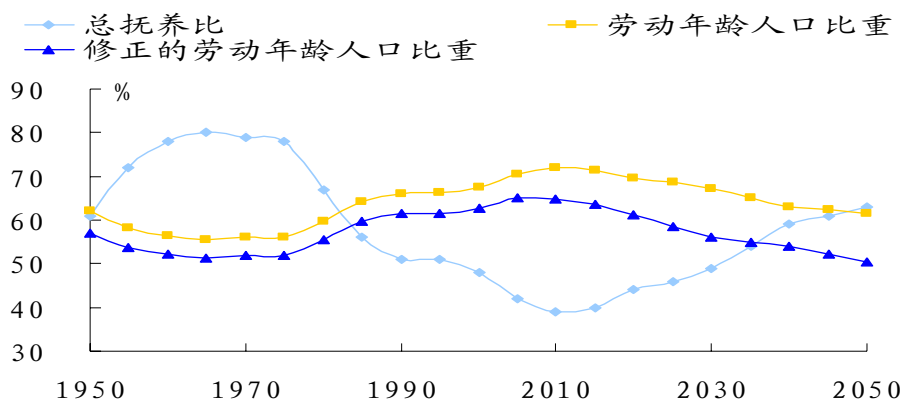
综上，从人口的角度对住房的需求分析，我们认为未来 10 年内中国房地产需求仍将保持平稳增长。

图 4：中国“人口红利”期



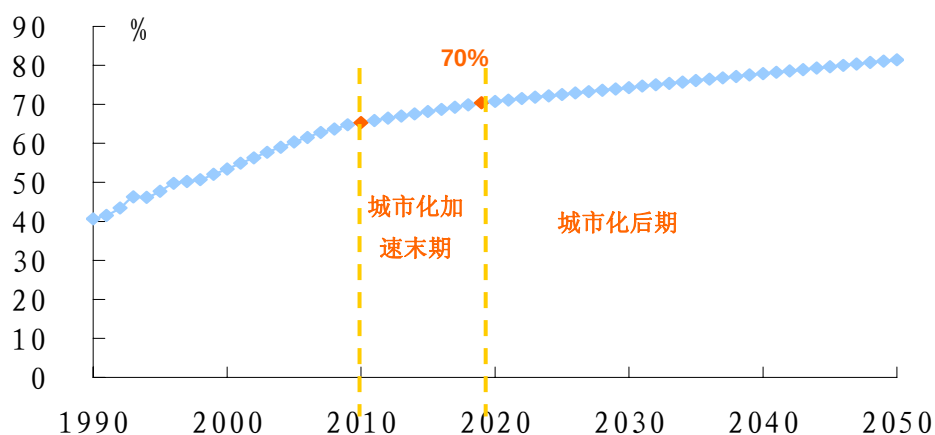
数据来源：联合国人口署、中投证券研究所

图 5：法定退休年龄，男 60，女 55，农民工 55 岁返乡，考虑因素的人口红利



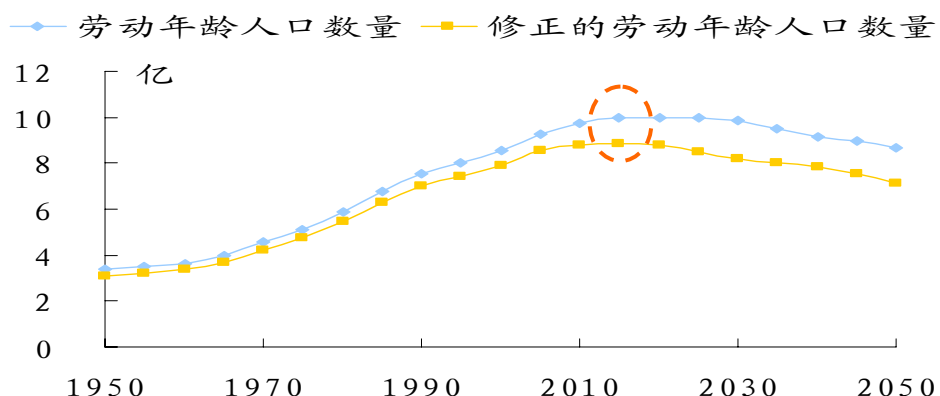
数据来源：联合国人口署、中投证券研究所

图 6：我国实际城市化率的预测



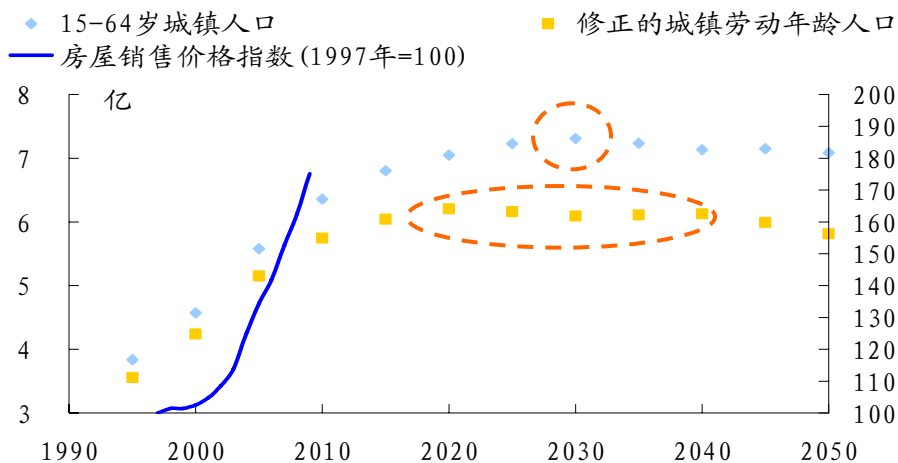
数据来源：中国国家统计局、联合国人口署、中投证券研究所 注：城市化率提升速度预测：参考联合国人口署预测情况；实际城市化率突破70%之后，参考联合国人口署对日本的预测情况。

图 7：中国劳动年龄人口数量在 2015 年左右达到顶峰



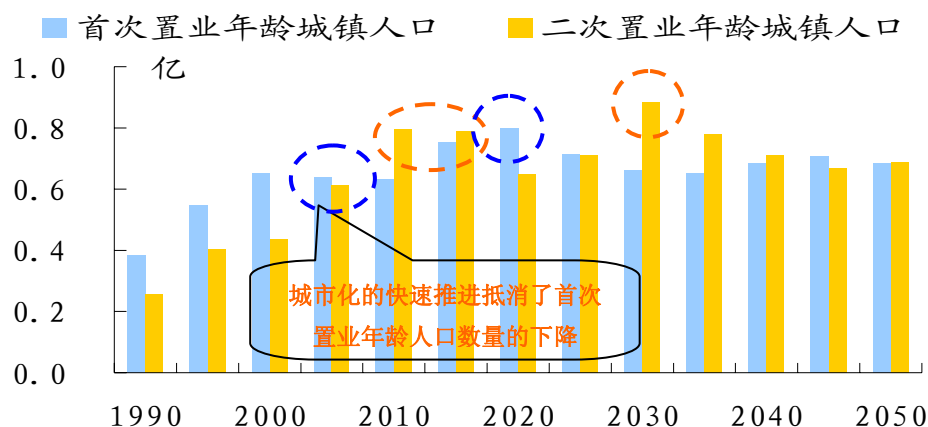
数据来源：联合国人口署、中投证券研究所

图 8：中国城镇劳动年龄人口



数据来源：联合国人口署，世界银行，中国国家统计局。

图 9：中国置业人口分布情况



数据来源：联合国人口署、中投证券研究所

2、供给不足背景下供给制度正在纠偏

2.1 土地供给不足是住宅供应不足的重要因素

2.1.1 主要城市土地供应跟不上需求，土地成本上升将转嫁给房价

中国住宅用地长期不足的问题这里不再阐述。

过去 5 年，全国主要城市住宅土地供应不足问题突出，其中，一线城市除杭州出让住宅土地建筑面积略高于住宅销售面积外，其余一线城市城市住宅销售面积远大于住宅用地供应面积，深圳、上海尤为突出。深圳和上海的住宅用地“求供比”近 3 倍，供需严重失衡。我们统计的 22 个一二线城市中，有深圳、上海、福州、苏州、北京、广州、重庆、合肥、南昌和青岛等 10 个城市住宅用地“求供比”也大于 1，供应跟不上需求。这是近年来上述城市房价上涨过快的重要原因。

从 2008-2010 年 1-11 月 63 个城市住宅地价情况可见，楼价和地价轮番上涨推升了房价和地价。这期间，一线城市楼面地价上涨 91%，楼价上涨 81%，非一线城市地价上涨 43%，楼价上涨 82%。其中，09 年楼价地价涨幅最大。09 年 63 个城市楼面地价较全年调控、土地出让屡次流标的 08 年大幅上涨 61%，主要是受 08 年压抑的需求在 09 年集中释放、主要城市房价大幅上涨、企业资金回笼迅速、企业库存大幅下降以及企业投资意愿增强带动。

而 2010 年受土地供应量大幅增加、行业政策调控、大幅提高土地出让金比例缩小开发商拿地杠杆、在房价涨幅过快的城市实行土地招标方式取代拍卖方式以及开发商资金回笼速度放缓等制约，10 年全国主要城市楼面地价的涨幅远低于 09 年。63 个城市楼面地价较 09 年仅上涨 11%，其中一线城市上涨 15%，非一线城市上涨 21%（非一线城市调控政策较松，销售回落幅度较小）。

在下表，我们看到一线城市和部分二线城市楼面地价远低于相应城市房价，主要原因是城市郊区化或远郊化拉低了楼面地价。

（2010 年全国计划住宅供地量为 18.5 亿平米，同比增 1.38 倍，远超 2009

年实际供应量的 7.65 万公顷，创下住宅用地计划供应量的历史新高。其中，2010 年保障房用地计划供应 2.45 万公顷，棚改房用地为 3.66 万公顷，中小套型商品房用地为 8.04 万公顷，三类用地供应合计占到了 2010 年全国总供地计划的 76.6%。）

但总体来看，过去两年主要城市的土地成本上升近 80%，在土地供应不足的背景下，土地成本的上涨最终会转嫁到消费者的房价中。

表格 6：一线城市住宅用地供求比 单位：万平方米

	住宅销售建积	住宅用地成交建面	供求比
2007	7835	/	
2008	4971	2928	1.70
2009	8080	5202	1.55
2010 年 1-10 月	3953	3436	1.15

资料来源：易居、中投研究所 注：一线城市：北京、上海、杭州、广州、深圳。

表格 7：2006-2010 年 1-10 月主要城市住宅用地供求比情况 单位：万平方米

	住宅成交 面积	住宅用地 成交面积	供求比		住宅成交 面积	住宅用地成 交面积	住宅用地 供求比
北京	5027	7566	1.51	宁波	2465	1964	0.80
天津	12545	6132	0.49	合肥	3814	4178	1.10
西安	4096	3678	0.90	深圳	880	2599	2.95
青岛	3688	4018	1.09	广州	3566	5324	1.49
大连	6903	3141	0.46	福州	1257	2497	1.99
哈尔滨	3875	2866	0.74	厦门	2046	1439	0.70
沈阳	10922	6177	0.57	长沙	4407	4160	0.94
上海	4488	12037	2.68	南昌	1419	1567	1.10
杭州	4662	4163	0.89	武汉	4516	4433	0.98
苏州	3264	4945	1.52	重庆	10870	14232	1.31
南京	3493	3330	0.95	成都	17309	8644	0.50

来源：中指数据，中投研究所 注：大连、苏州、南京、长沙、南昌等城市的数据为 2007-2010 年 1-10 月数据。

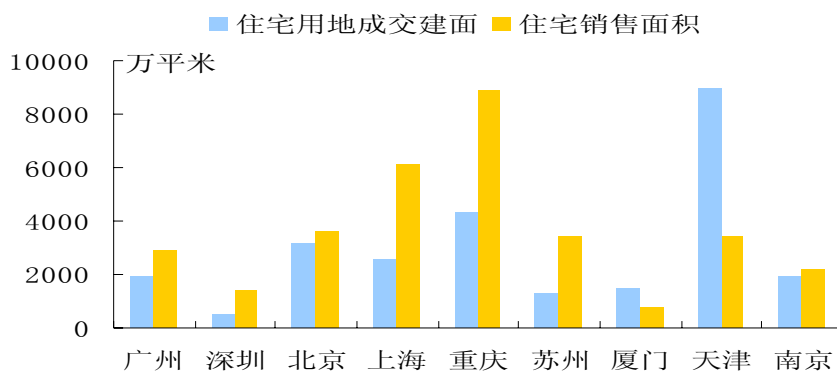
表格 8：08-10 年 1-10 月非一线城市住宅销售面积与土地出让面积情况 单位：万平方米

区域	城市	住宅销售面积	住宅用地累计出让建面	供求比
华北、西北 及东北地区	天津	3527	9203	0.38
	西安	3040	2795	1.09
	太原	347	1077	0.32
	石家庄	660	95	6.97
	郑州	1954	1676	1.17
	西宁	318	466	0.68
	兰州	511	569	0.90
	济南	759	1937	0.39
	青岛	2699	2689	1.00
	大连	2479	5756	0.43
	哈尔滨	1682	3159	0.53
	长春	1141	1771	0.64
	沈阳	3779	6610	0.57

华东地区	苏州	3572	1271	2.81
	南京	2344	2110	1.11
	无锡	1504	1645	0.91
	宁波	1363	1784	0.76
	温州	418	25	16.95
	合肥	2735	2064	1.33
华南地区	福州	1338	667	2.01
	厦门	777	1256	0.62
	海口	329	305	1.08
	三亚	211	34	6.15
	长沙	3407	2038	1.67
中南及西南地区	南昌	1146	1176	0.97
	武汉	2527	2588	0.98
	昆明	1440	1138	1.27
	南宁	1122	1361	0.82
	贵阳	1308	1766	0.74
	重庆	9283	4401	2.11
	成都	5357	11056	0.48
	合计	63078	74486	0.85

数据来源：CRIC、中投证券研究所。注：太原、石家庄、郑州、西宁、济南、长春、无锡、温州、海口、三亚、昆明、南宁、贵阳上述城市缺08年的数据。

图 10：2008-2009 年主要城市住宅需求与土地供应



数据来源：CRIC、中投证券研究所。

表格 9：63个城市住宅售价与楼面地价情况 单位：元/平米

	2008	2009	09 年涨幅	2010	10 年涨幅	09-10 年涨幅
一线城市楼面地价	3351	5571	66%	6399	15%	91%
一线城市住宅售价	8314	11930	43%	15012	26%	81%
非一线城市住宅售价	3939	4695	19%	5642	20%	43%
非一线城市楼面地价	979	1474	51%	1777	21%	82%

数据来源：CRIC、中投证券研究所。

表格 10: 63个城市近3年住宅楼面地价及涨幅

	2008 年 楼面地价	2009 年 楼面地价	09/08 涨幅	2010 年 楼面地价	10/09 涨幅	累计 涨幅		2008 年 楼面地价	2009 年 楼面地价	09/08 涨幅	2010 年 楼面地价	10/09 涨幅	累计 涨幅
北京	3757	5549	48%	7988	44%	113%	嘉兴	690	2397	247%	2082	-13%	202%
天津	891	1418	59%	1907	34%	114%	宁波	1945	5089	162%	3035	-40%	56%
西安	687	786	14%	1038	32%	51%	温州	5473	13930	154%	16113	16%	194%
太原	805	682	-15%	1093	60%	36%	扬州	901	1593	77%	1615	1%	79%
呼市	560	515	-8%	453	-12%	-19%	常州	876	1284	47%	1869	46%	113%
郑州	716	678	-5%	714	5%	0%	合肥	785	2141	173%	1852	-13%	136%
洛阳	299	546	83%	719	32%	140%	深圳	1525	4901	221%	2245	-54%	47%
兰州	824	532	-35%	1616	204%	96%	广州	1552	3527	127%	4729	34%	205%
银川	468	554	18%	773	40%	65%	东莞	1581	1573	0%	1722	9%	9%
济南	1627	1631	0%	1461	-10%	-10%	福州	3839	4382	14%	4429	1%	15%
青岛	1830	2543	39%	2030	-20%	11%	厦门	4033	4332	7%	3831	-12%	-5%
大连	1636	1620	-1%	2196	36%	34%	泉州	1141	2087	83%	1376	-34%	21%
哈尔滨	560	892	59%	1030	15%	84%	佛山	816	2906	256%	4105	41%	403%
长春	829	1506	82%	1203	-20%	45%	海口	1083	1590	47%	1824	15%	68%
沈阳	787	813	3%	1062	31%	35%	珠海	7700	4673	-39%	2730	-42%	-65%
上海	3393	7400	118%	6493	-12%	91%	三亚	3710	2430	-35%	7802	221%	110%
杭州	4353	6699	54%	6114	-9%	40%	长沙	867	1019	17%	1543	51%	78%
苏州	2635	5030	91%	3900	-22%	48%	南昌	940	1495	59%	1817	22%	93%
南京	2001	2991	50%	4721	58%	136%	武汉	1870	1926	3%	1997	4%	7%
镇江	1559	767	-51%	1332	74%	-15%	昆明	531	1081	104%	1929	78%	263%
江阴	826	1210	47%	1558	29%	89%	南宁	863	948	10%	1879	98%	118%
宜兴	735	1964	167%	1678	-15%	128%	北海	313	596	91%	662	11%	112%
连云港	272	252	-7%	592	135%	118%	贵阳	324	208	-36%	697	235%	115%
徐州	713	1110	56%	1441	30%	102%	重庆	927	1706	84%	1639	-4%	77%
泰州	628	1076	71%	671	-38%	7%	成都	634	996	57%	1029	3%	62%
无锡	1501	2551	70%	2771	9%	85%							
63 个城市	1226	1969	61%	2189	11%	79%							
一线城市	3351	5571	66%	6399	15%	91%							
非一线城市	958	1477	54%	1789	21%	87%							

数据来源: CRIC、中投证券研究所。注: 上表我们删除了部分代表性不强的城市的数据。表中, 我们看到一线城市和部分二线城市楼面地价远低于相应城市房价, 主要原因是城市郊区化或远郊区化所致。

2.1.2 受调控制约, 10 年土地出让规模远低于计划, 全年土地出让金约为 1.9 万亿元

2010 年 1-11 月, 全国 63 个城市土地 (包含工业用地在内的各种用地) 成交金额为 1.2752 万亿元, 同比增长 55%, 出让土地面积 4.232 亿平米, 同比增长 33%; 出让土地建筑面积 7.5258 亿平米, 同比增长 38%。受调控影响, 销售回落, 开发商融资受限、经营性现金流同比 2 倍以上的大幅流出, 地方政府土地财政意愿强烈的背景下, 土地出让底价上调意愿较强, 全国各种土地 (含工业用地) 实际成交面积远低于 2010 年全年 18.5 亿平米的住宅供应计划。

2010 年 1-11 月全国 63 个主要城市土地成交金额为 1.275 万亿元，较 09 年全年增长 11%，其中，一线城市下降 9%，其他非一线城市上升 22%。成交建面 7.53 亿平米，较 09 年上升 9.6%，其中非一线城市上升 11%。成交楼面地价为 1694 元/平米，其中一线城市楼面地价 3321 元/平米，非一线城市 1416 元/平米。这 63 个城市楼面地价较 09 年全年提升 13%，其中一线城市下降 11%，非一线城市上升 10%。

1-11 月住宅用地成交金额 9860 亿元，其中一线城市为 2503 亿元，非一线城市为 7357 亿元，63 个城市住宅成交金额较 09 年全年上升 15.6%，其中一线城市下降 14%，非一线城市上升 30%。住宅用地成交建面 4.5 亿平米，其中一线城市为 3912 万平米，非一线城市为 4.11 亿平米，63 个城市住宅成交建面较 09 年全年上升 7%，其中一线城市下降 25%，非一线城市上升 8%。住宅用地楼面地价 2189 元/平米，其中一线城市为 6399 元/平米，非一线城市为 1789 元/平米，63 个城市住宅楼面地价较 09 年全年上升 11%，其中一线城市上升 15%，非一线城市上升 21%。

根据 2010 年 1-11 月 63 个主要城市已完成的土地出让情况，往年年末土地出让状况，以及考虑到在调控背景下年末开发商资金链普遍紧张、资金成本上升、囤地空间杠杆缩小等因素，我们预测 2010 年全年全国土地成交金额约为 1.9 万亿元，较 09 年增长 19%。

2010 年 1.9 万亿元的土地成交金额为保障房建设资金来源提供较强的保障。

2.1.3 受调控制约，开发商购地实力下降

尽管 10 年供地量远高于 09 年，但 10 年 1-11 月全国土地实际成交面积和成交金额较 09 年全年增长 10% 左右，土地成交均价涨幅也远小于 09 年的涨幅。政策调控带来的土地价格回落非常明显，4 月和 9 月的两次严厉政策出台后对当月或接下来的两个月成交地价的回落效果明显。但在 7、8 月份成交大幅回升后，企业得到回笼资金后的 9 月份，地价又大幅回升。直到 11 月因一线城市土地稀缺、受推出多个优质地块的影响，一线城市的地价又大幅回升。

从非一线城市年末大幅增加土地供应而地价持续回落的情况可见，企业开发资金吃紧的情况显露无遗。甚至出现部分城市开发商退地的情况。如上海嘉定出现退地现象，这与 10 年出台的严厉的土地出让金政策直接相关。

长期来看，中国主要城市住宅用地不足会持续推升商品住宅的地价和房价的持续上涨。每次调控均出现短暂的土地价格和土地需求的大幅的回落，不代表开发商看淡市场，更多的是，回避风险安全度过难关，等待资金充裕后再备粮草。

我们看到在 10 年资金回笼迅速的万科、龙湖等实力开发商，正在择机买入一二线城市中的优质地块，这都显示实力开发商对未来市场强大的需求信心。

综上，土地供给不足，土地成本持续上升是房价持续上升的重要因素。在未来土地供给难以大幅释放，住房供应量一定的背景下，土地成本的上升最终将转嫁到房价上。

表格 11: 2008-2010 年 (1-11 月) 全国 63 个主要城市土地成交情况

	土地成交总额 (亿元)			成交建筑面积 (万平方米)			成交楼面地价 (元/平方米)		
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
63 个城市	4568	11484	12752	44435	68669	75257	1028	1672	1694
5 个一线城市	1478	4025	3651	7555	10819	10996	1957	3721	3321
非一线城市汇总	3090	7459	9100	36880	57851	64261	838	1289	1416

资料来源: 易居、中投研究所 注: 表中的 2010 年数据为 2010 年 1-11 月份的数据

表格 12: 2008-2010 年 (1-11 月) 全国 63 个主要城市住宅用地成交情况

	土地成交总额 (亿元)			成交建筑面积 (万平方米)			成交楼面地价 (元/平方米)		
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
63 个城市	3203	8528	9860	26126	43311	45044	1226	1969	2189
5 个一线城市	981	2898	2503	2928	5202	3912	3351	5571	6399
非一线城市汇总	2222	5630	7357	23198	38109	41132	958	1477	1789

资料来源: 易居、中投研究所 注: 表中的 2010 年数据为 2010 年 1-11 月份的数据

表格 13: 63 个城市 10 年 1-11 月住宅用地出让面积、建筑面积、出让金及楼面地价同比变化

	出让面积 (万平方米)			出让建筑面积 (万平方米)			土地出让金 (亿元)			10 年 1-11 月	09 年 1-11 月	同比变化
	10 年	09 年	同比	10 年	09 年	同比	10 年	09 年	同比	楼面地价 (元	楼面地价	
	1-11 月	1-11 月	变化	1-11 月	1-11 月	变化	1-11 月	1-11 月	变化	/平方米)	(元/平方米)	
北京	807	742	9%	7,988	4,741	-3%	789	480	64%	7,988	4,741	69%
天津	2,372	2,045	16%	1,907	1,327	20%	701	407	72%	1,907	1,327	44%
西安	380	226	68%	1,038	851	49%	111	61	81%	1,038	851	22%
太原	201	231	-13%	1,093	587	-31%	48	37	28%	1,093	587	86%
石家庄		25			3,905			37	-		3,905	
呼市	212	240	-12%	453	501	-10%	21	27	-19%	453	501	-10%
郑州	181	238	-24%	714	571	-16%	57	54	5%	714	571	25%
洛阳	48	50	-4%	719	546	38%	14	8	82%	719	546	32%
西宁	27	58	-54%	937	856	-51%	11	20	-46%	937	856	9%
兰州	18	94	-81%	1,616	436	-79%	10	13	-21%	1,616	436	271%
银川	350	225	55%	773	554	60%	59	27	123%	773	554	40%
济南	230	366	-37%	1,461	1,507	-5%	86	94	-8%	1,461	1,507	-3%
青岛	766	412	86%	2,030	2,120	57%	262	174	51%	2,030	2,120	-4%
大连	1,764	799	121%	2,196	1,642	172%	817	225	264%	2,196	1,642	34%
哈尔滨	403	401	0%	1,030	723	28%	147	81	82%	1,030	723	42%
长春	665	224	198%	1,203	1,445	249%	177	61	190%	1,203	1,445	-17%
沈阳	851	1,009	-16%	1,062	817	-6%	228	185	23%	1,062	817	30%
上海	918	533	72%	6,493	6,824	71%	880	542	62%	6,493	6,824	-5%
杭州	415	444	-7%	6,114	6,637	-6%	552	640	-14%	6,114	6,637	-8%
苏州	412	342	20%	3,900	5,030	51%	254	216	17%	3,900	5,030	-22%
南京	374	329	14%	4,721	2,771	71%	441	151	191%	4,721	2,771	70%
镇江	221	160	39%	1,332	767	46%	58	23	154%	1,332	767	74%
江阴	216	278	-22%	1,558	1,207	-22%	61	60	1%	1,558	1,207	29%
宜兴	50	124	-59%	1,678	2,022	-49%	10	25	-58%	1,678	2,022	-17%
连云港	424	509	-17%	592	234	-32%	49	29	71%	592	234	153%

徐州	161	119	36%	1,441	1,088	23%	44	27	62%	1,441	1,088	32%
泰州	13	72	-82%	671	1,076	-80%	1	10	-87%	671	1,076	-38%
无锡	543	226	140%	2,771	2,484	131%	308	120	158%	2,771	2,484	12%
嘉兴	95	75	28%	2,082	2,454	69%	38	26	43%	2,082	2,454	-15%
宁波	532	225	137%	3,035	5,106	159%	297	192	54%	3,035	5,106	-41%
温州	2	2	-15%	16113	13801	-21%	5	6	-8%	16,113	13,801	17%
扬州	160	126	27%	1,615	1,237	17%	42	28	53%	1,615	1,237	31%
常州	475	213	123%	1,869	1,248	83%	200	73	175%	1,869	1,248	50%
合肥	265	329	-19%	1,852	2,229	10%	154	168	-8%	1,852	2,229	-17%
深圳	52	62	-17%	2,245	4,901	-18%	30	79	-63%	2,245	4,901	-54%
广州	269	410	-34%	4,729	2,253	-28%	253	167	52%	4,729	2,253	110%
东莞	175	41	330%	1,722	2,232	414%	70	18	297%	1,722	2,232	-23%
福州	163	60	171%	4,429	3,367	285%	246	49	406%	4,429	3,367	32%
厦门	284	150	89%	3,831	4,911	83%	240	168	43%	3,831	4,911	-22%
泉州	21	21	2%	1,376	1,553	-11%	8	10	-21%	1,376	1,553	-11%
佛山	320	357	-10%	4,105	2,262	-10%	388	239	63%	4,105	2,262	81%
海口	38	98	-62%	1,824	1,914	-27%	21	30	-31%	1,824	1,914	-5%
珠海	31	73	-58%	2,730	3,843	-57%	22	72	-70%	2,730	3,843	-29%
三亚	18	22	-19%	7,802	2,430	81%	17	3	482%	7,802	2,430	221%
琼海	17	20	-13%	670	450	30%	2	1	94%	670	450	49%
陵水	17						11					
万宁	38	362	-90%	2,108	399	-88%	8	13	-38%	2,108	399	428%
文昌	23	29	-22%	353	350	-11%	2	2	-11%	353	350	1%
定安	48	17	176%	845	266	73%	4	1	450%	845	266	218%
儋州	87	63	38%	441	190	98%	7	2	358%	441	190	132%
澄迈	32			605	301		3			605	301	101%
五指山					569						569	
长沙	193	101	90%	1,543	1,032	136%	103	29	253%	1,543	1,032	50%
南昌	224	81	176%	1,817	1,140	196%	87	18	372%	1,817	1,140	59%
武汉	826	299	176%	1,997	1,903	244%	410	114	261%	1,997	1,903	5%
黄石		3			259						259	
昆明	129	208	-38%	1,929	1,082	-30%	91	73	25%	1,929	1,082	78%
南宁	165	162	2%	1,879	1,127	8%	104	58	80%	1,879	1,127	67%
北海	49	30	66%	662	519	75%	12	5	123%	662	519	27%
贵阳	581	237	145%	697	204	-4%	63	19	230%	697	204	242%
重庆	545	590	-8%	1,639	1,672	-31%	202	299	-32%	1,639	1,672	-2%
成都	1,565	864	81%	1,029	899	72%	522	265	97%	1,029	899	14%
合计	20,463	15,854	29%	2,189	1,782	32%	9,860	6,059	63%	2,189	1,782	23%
一线城市	2,461	2,192	12%	6,399	5,195	6%	2,503	1,909	31%	6,399	5,195	23%
非一线城市	18,002	13,661	32%	1,789	1,368	36%	7,357	4,150	77%	1,789	1,368	31%

资料来源：中投证券研究所

图 11: 主要城市 2010 年住宅楼面地价

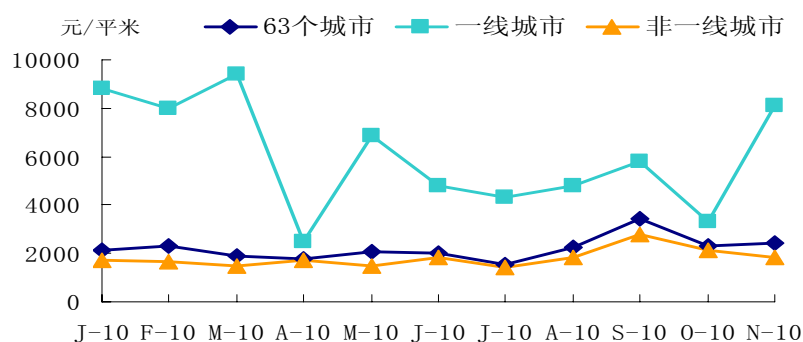


图 12: 主要城市 2010 年住宅楼面地价同比增速

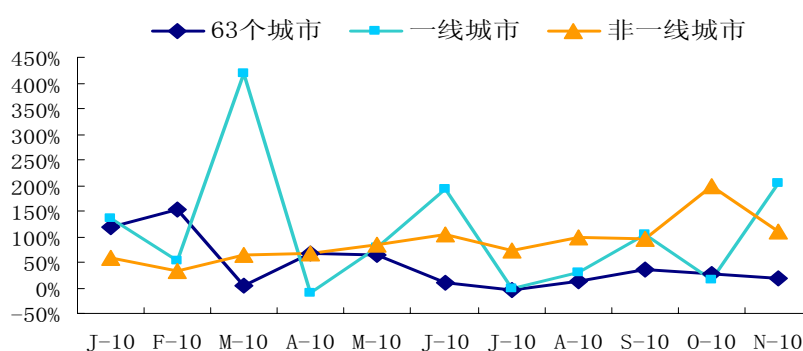
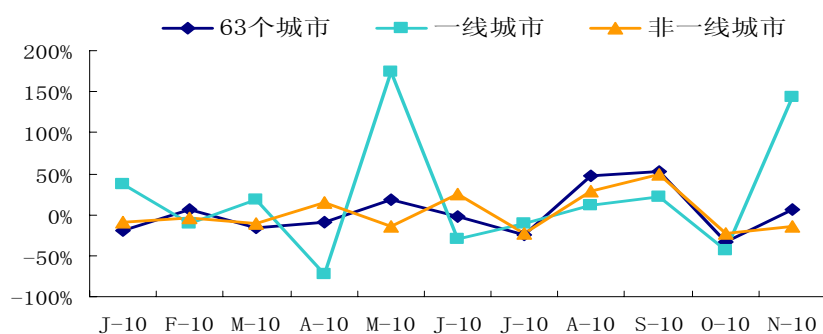


图 13: 主要城市 2010 年住宅楼面地价环比增速



数据来源: CRIC、中投证券研究所

表格 14: 2010年63个城市住宅用地楼面地价变动情况

单位: 元/平米

楼面地价	J-10	F-10	M-10	A-10	M-10	J-10	J-10	A-10	S-10	O-10	N-10	合计
63个城市	2125	2281	1911	1748	2075	2008	1523	2236	3411	2290	2451	2189
一线城市	8841	7966	9435	2501	6858	4769	4299	4814	5815	3329	8097	6399
非一线城市	1738	1677	1507	1733	1468	1857	1441	1853	2775	2139	1820	1789
同比增速(%)												
63个城市	118%	153%	4%	68%	63%	11%	-3%	14%	36%	28%	18%	11%
一线城市	135%	54%	419%	-10%	78%	192%	-1%	29%	105%	16%	204%	91%
非一线城市	58%	34%	65%	66%	84%	103%	74%	99%	97%	199%	110%	87%

环比增速(%)											
63个城市	-20%	7%	-16%	-9%	19%	-3%	-24%	47%	53%	-33%	7%
一线城市	37%	-10%	18%	-73%	174%	-30%	-10%	12%	21%	-43%	143%
非一线城市	-9%	-4%	-10%	15%	-15%	26%	-22%	29%	50%	-23%	-15%

数据来源：CRIC、中投证券研究所

结论：未来 10 年需求庞大、供给一定的背景下，政策调控将是常态。中国未来 10 年的住宅需求，无论从存量更新、城市化带来的增量需求、改善需求以及从城镇人口劳动力的增加带来的刚性与改善性需求都是庞大的。在供给瓶颈难以突破的情况下，行业适当的政策调控抑制不合理的需求大幅增长将是常态。

2.2 住房体制改革正在进行，供应主体正在改变

2.2.1 “住有所居”的住房制度正在建立

我们已经清楚地看到未来 10 年中国住房需求庞大，而中国住宅用地资源有限，难以满足城市化快速推进带来的巨量需求。近年主要城市房价过快上涨的事实已经暴露出过去 12 年来中国的住房制度存在诸多弊病。

可喜的是，当前中国政府正在纠偏 1998 年以来的中国住房制度。中国政府已意识到解决中低收入家庭、进城务工人员的住房保障是“保证社会稳定和经济持续发展”的根本。并确定了**未来 10 年中国住房制度的目标是，到 2020 年实现全民“住有所居”的基本住房保障战略，建立以政府主导的“保障房”供应+市场化“商品住宅”供应的模式来解决未来城镇庞大的住房供需矛盾，同时通过增加住房“保有环节税收”来抑制住房投资性需求的过度膨胀。**

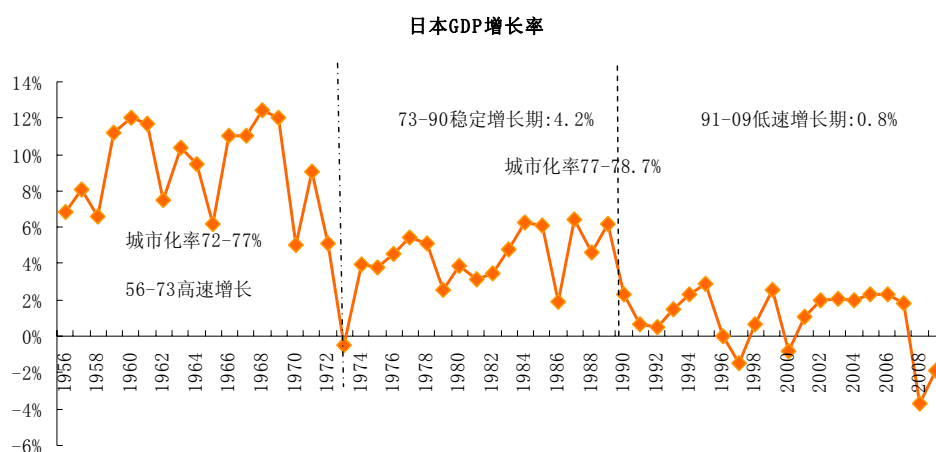
当前我国住房保障处于起步阶段，覆盖面小。我国城镇人均住房建筑面积近 30 平方米。截止 2008 年底，廉租房和经适房只解决了 800 多万户低收入家庭住房困难，覆盖率不到 2%，通过公积金帮助 4000 多万户家庭提高了住房支付能力。

我国正处于史上最大规模、速度较快的城镇化时期，从国外相同发展阶段以及当前我国住房状况看，我国总体上仍处于住房短缺时期，2008 年底尚有 4700 万户家庭，占城镇家庭户数的 23.5%的住房问题需要解决。其中 5 亿平方米棚户区，1200 万户家庭，占城镇家庭户数 6%；500 多万户低收入家庭，占城镇家庭户数 2.5%；中等偏下收入家庭住房负担较重，影响社会和谐稳定，“城中村”居民约 3000 多万户，占城镇家庭户数 15%。

以史为鉴，日本在上世纪 70 到 80 年代经济增长过于依赖房地产行业，公共住房被忽视，公共住房的比重明显偏低，导致之后严重的经济后果。

中国政府在当前中国住房短缺时期，已意识到解决中低收入家庭、进城务工人员的住房保障是“保证社会稳定和经济持续发展”的根本，如果能大幅提升公共住房的比例，到 2020 年实现全民“住有所居”的基本住房保障战略，那么中国经济维持未来 10-20 年较高的增长仍然可期。

图 14: 日本当年公共住房被严重忽视, 是经济长期不振的原因之一



数据来源: 中投证券研究所

表格 15: 日本公共住房比例

年份	自有住房 比例	公共租赁住房比 例 (地方)	公共租赁住房比 例 (国家)	私有租赁住 房比例	公司住房比 例
1963	64.3	4.6	0	24.1	7
1968	60.3	5.8	0	27	6.9
1973	59.2	4.9	2.1	27.5	6.4
1978	60.4	5.3	2.2	26.1	5.7
1983	62.4	5.4	2.2	24.5	5.2
1988	61.3	5.3	2.2	25.8	4.1
1993	59.8	5	2.1	26.4	5
1998	60.3	4.8	2	27.3	3.9

数据来源: 中投证券研究所

分层的保障模式

在住房总体短缺和财政支持能力总体不足的实际情况, 现阶段基本住房保障模式三个方面: 1、政府政策扶持、社会资金投入的投资机制。通过土地、税费减免引导社会资金投入, 大规模推进基本住房建设, 为“城中村”奠定基础。2、实行租售并举的供应机制, 解决“夹心层”难题。3、各级财政补贴、金融支持的消费机制, 对购买商业性住房贷款给予财政贴息或担保。

基本住房的建设标准和保障范围

基本住房建设标准: 控制在 50 平方米以内。

基本住房保障的范围: 廉租房和经适房解决城市户籍人口中的低收入住房困难家庭, 改善农民工居住条件; 中西部解决低收入户籍家庭; 东南沿海地区和大中城市以公租房解决新职工和进城务工人员非本地户籍家庭。

基本住房保障的目标任务

实现 2020 年全民“住有所居”的战略目标, 未来 10 年的保障任务迫切重大。将分阶段实现。

1、2012 年，初步形成基本住房保障的框架，解决城市低收入家庭的居住安全问题，747 万户低收入家庭和 1200 万户工矿棚户区等 1947 万户居民的居住问题。

2、到 2015 年，建立基本住房保障体系，重点扩大基本住房保障的范围至外来人口，并加快解决“城中村”问题。即 5 年解决 4700 万户家庭，占城镇家庭户数 23.5% 的家庭的住房问题。值得提醒的是，上述 4700 万户家庭的住房问题均是解决存量住房更新问题，而不是新增供应量。

3、到 2020 年，建立适应城镇化进程的基本住房保障体系。保障对象扩大到在城镇生活一定年限的外来人口，住有所居。

表格 16：基本住房保障的目标任务

	保障对象	解决户数
2012 年	城市低收入家庭和棚户	1947 万户
2015 年	范围扩大至外来人口，加快解决“城中村”问题	5 年 4700 万户，占城镇家庭户数 23.5%
2020 年	城镇生活一定年限的外来人口	

资料来源：住建部，中投证券研究所

基本住房保障的制度安排

- 1、尽快落实住房普查，目前正在进行。
- 2、建立基本住房建设用地的规划和有限保障制度，分散配建为主。
- 3、建立基本住房保障的财政支持制度。如，租赁住房补贴、贷款贴息和投资建设基本住房。中央和地方财政支出总额 GDP 的 1%，有条件的地区，建立基本住房保障基金。
- 4、健全基本住房保障税收政策。
- 5、完善政策性住房金融制度。以财政贴息为基础的基本住房建设和消费的低息贷款机制，以政府信用为基础的贷款担保机制引导社会资金投入基本住房建设，支持保障对象的基本住房消费。
- 6、条件成熟时，组建全国基本住房投资公司，吸收住房公积金闲置资金、养老金、社会保障基金以及申请商业银行贷款等，负责基本住房融资、建设和运营管理。

公租房建设的制度保障—政府贴息支持市场从商行融资发展公租房

发展公租房将是中国住房保障体系的发展趋势。

在《中国住房保障法》制定颁布之前，除之前已颁布的保障性生活建设资金来源的制度支持外，2010 年 10 月 16 日财政部、发改委和住建部等 3 部委又联合出台《关于保障性安居工程资金使用管理有关问题的通知》制度作为《中国住房保障法》出台之前的过渡性政策，以保障保障性安居工程资金到位支持公租房实物尽快到位。

《关于保障性安居工程资金使用管理有关问题的通知》为公租房的加快建设的资金来源提供制度保障。允许：1、土地出让净收益不低于 10% 用于发展公租房；

2、住房公积金增值收益中计提的廉租房保障金用于发展公租房；3、中央财政廉租房保障专项补助资金在满足租赁补贴的前提下，可用于购买、改建或租赁廉租住房支出；4、降低社会资金投资公共租赁住房的融资成本，公共租赁住房资金可采取贷款贴息方式，支持市场主体和社会机构从商业银行融资用于发展公共租赁住房，公共租赁住房租金收入用于偿还公租房贷款、维护和管理支出。

2.2.2 住房的供应模式在改变，供应主体在增加

以政府财政支持引入市场主体和社会机构为投资主体的保障房供应体系。目前正在进行的投资主体正在悄然发生改变，一改过往以政府单一投资主体的住房保障体系，为以政府财政支持引入市场主体和社会机构为投资主体的保障房供应体系。后者在中国城市化快速推进的背景下，政府财政又难以迅速支持过于庞大的住房保障需求的最佳模式。

政府利用有限的财政，主要采取贴息的方式支持市场主体和社会机构从商业银行融资用于发展公共租赁住房，租金收入用于偿还公租房贷款等。通过土地出让、社保基金、银行信贷、企业年金、保险资金等渠道筹集建设资金，政府通过财政贴息撬动社会资金参与的模式将起到事半功倍的效果，未来5年中国保障房的建设将因此提速。也将有效地减轻保障房建设过分依赖土地财政。

在过去12年里，住宅市场基本是由单一的住宅开发商提供住房，政府提供廉租房基本缺位。从2010年开始，政府再次担负起主导低收入和进城务工人员的住房建设，使市场单一供应主体向多元供应主体转变，**这种转变将有利益抑制房价过快上涨带来的一系列社会问题。**

据我们了解，保障房除政府主导市场和社会机构（各种资金）参与供应外，北京正在试点农村利用农村集体用地建设保障房自营出租，允许有地的企事业单位自建职工住房，其中一半将交给社会。天津也在为进城务工和开发区引进人才提供公租房的试点。

一线城市和沿海主要城市将以提供公租房为主，中西部地区将针对低收入阶层提供廉租房。公租房的供应将主要集中于一线城市和房价涨幅过快的计划单列市和二线城市。

2.2.3 2011年加快落实保障房建设目标

10年11月底，总书记胡锦涛再次强调：“加快保障性住房建设，加强房地产市场调控”，12月初，中央政府已决定**2011年拟投资1.4万亿建设1000万套保障房**。与2010年580万套相比，增长72.4%，新增的420万套住房公租房占主要部分，符合我们此前的预期（我们曾在1个月前提示过巨量保障房建设可能带来的板块风险）。根据2015年基本住房保障目标解决4700万户家庭住房问题以及沿海主要城市主要提供公租房的目标来看，未来5年全国保障性住房的年建设目标将不低于1000万套，每年建设规模不低于5亿平米。

上文提到的《关于保障性安居工程资金使用管理有关问题的通知》将为保障房建设资金来源提供了制度保障，2011年开始保障房的建设速度将大幅提升，社会问题也将逐步得到缓解。

住宅市场的多元供应主体以及巨量保障房的建设远超市场预期，对未来5-10

年房地产市场影响深远。

短期来看，2011 年 1000 万套（即 5 亿平米，09 年全国商品住宅销售面积 8.6 亿平米）的保障性的建设规模远超市场预期（政府原计划 11-12 年各建设 500 万套），将对本来商品住宅市场供应压力就很大的 2011 年构成较大的冲击。

2010 年 580 万套保障性住房计划投资额为 800 亿元，10 月份到位 7000 亿元。10 年底 100%投资完成，60%将竣工。580 万套*50 平米=2.9 亿平米。

2011 年 1000 万套*50 平米=5 亿平米，两年 7.9 亿平米。

1580 万套，约解决 4740 万人住房问题（按 3 人/套计算）。

2011 年 5 亿平米的建设规模相当于 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年各年全国住宅新开工面积的 67.6%、60%、64%和 42%。

2007、2008、2009 和 2010E 各年的商品住宅的销售套数分别为 864 万套、699 万套、1077 万套和 970 万套（按 80 平米 1 套计算）。

显然 2011 年 1000 万套保障性住房的建设规模对于 09 年年销售 1000 万套商品住宅的市场而言，将在短期内形成较大的供给压力，尽管这两个市场在很大程度上不能互相替代。

值得引起重视的是，北京试点农村集体用地建设保障房，企事业单位自建房职工住房的试点若全面铺开，将对市场的供应预期产生较大的负面作用，值得我们重视。

此外，沿海城市基本住房保障以发展公租房为主要目标，其供应对象为外来务工人员、新就业人员和引进人才为主，租赁期限最长可能为 10 年。上述住房的消费群体和商品住房的消费群体存在较大的重叠性，公租房的大量供应势必分流商品住房部分消费力。

综上，我们认为，在中国城市化进程中，基本住房保障是中国经济改革绕不开的槛。若中国政府再无视城市化带来住房庞大的需求、无视民生基本住房保障，未来中国的经济将重蹈日本的覆辙。可幸的是，中国政府从 2010 年开始已着手解决中国的基本住房保障，改变住房的供应模式，增加住房供应的主体，将大幅提升基本住房保障的覆盖率。这一系列的措施将减缓持续增长的住房需求压力和房价过快上涨带来的楼市风险和一系列社会问题，为中国经济持续较快发展铺平道路，同时也将给行业长期稳定的发展营造良好外部环境，减少脉冲式的政策调控给行业和股票市场带来的冲击。

表格 17：2007 年-2010 年全国住宅销售面积和销售套数

	全国住宅销售面积 (万平方米)	套数 (万套) (100 平米/套)	套数 (万套) (90 平米/套)	套数 (万套) (80 平米/套)
2007	69104	691	768	864
2008	55886	559	621	699
2009	86185	862	958	1077
2010E	86000	860	956	1075

资料来源：国家统计局，中投证券研究所

表格 18: 2005 年-2011 年全国住宅新开工面积 单位: 万平方米

	住宅新开工面积*	同比增速	住宅新开工面积**	同比增速
2005	52879	12.9%	54034	12.7%
2006	61248	15.8%	63568	17.6%
2007	74169	21.1%	78136	22.9%
2008	83445	12.5%	79889	2.2%
2009	77746	-6.8%	92463	15.7%
2010 年 1-9 月	128175	64.9%	94408	36.4%
2010E			122731	33%

资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

注: *这部分的住宅新开工面积的计算周期是上一年的 8 月到次年的 9 月为一个计算年度; **这部分的住宅新开工面积的计算周期是当年的 1-12 月为一个计算年度。

表格 19: 2006 年-2011 年房地产开发投资额与增速 单位: 亿元

	房地产开发投资	房地产开发投资增速
2006	19382	23.0%
2007	25280	30.4%
2008	30580	21.0%
2009	36232	18.5%
2010E	47101	31.5%
2011E	52440	10%

资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

表格 20: 2010-2011 年保障性住房建设规模、投资额情况

	建设规模(万套)	建筑面积(万平方米)	投资额(亿元)
2010 年	580	29000	7250
2011 年	1000	50000	14000

资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

注: 2010 年 580 万套保障房, 总投资=580 万套*50 平米/套*0.28 万元/平米(土地+建安成本)=7250 亿元。2011 年 1000 万套保障房, 总投资=1000 万套*50 平米/套*0.28 万元/平米(土地+建安成本)=14000 亿元

图 15: 住宅新增供应量*

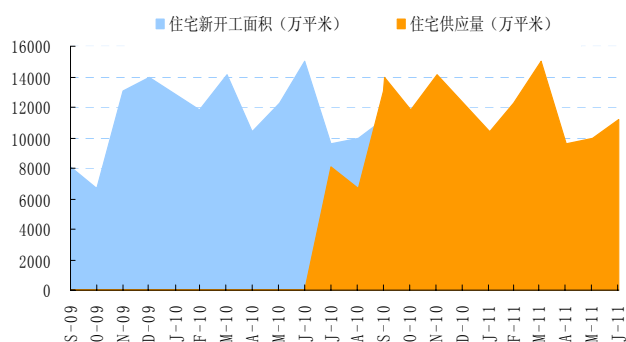
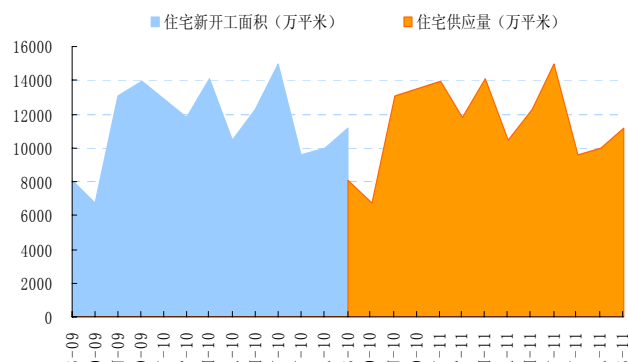


图 16: 住宅新增供应量**



资料来源: 国家统计局, 中投证券研究所

注: * (在新开工 3 个季度后形成供应, 10 年 9-11 月, 11 年 2-3 月两个供应高峰); ** (在新开工 3 个季度后形成供应, 10 年 11 月-11 年 3 月, 11 年 5-6 月两个供应高峰)

3、调控是常态，行业在调整中谋发展

3.1 长期供需矛盾使调控成常态，本轮调控从严从紧至 2011 年中期

3.1.1 09 年底政策开始收紧，我们率先调低 10 年行业评级至“中性”

经过 07 年底到 08 年底的调控，09 年房地产市场出现了调控后遗症，因调控期间新开工不足造成从 09 年下半年开始的供应吃紧，这种情况一直延续到 10 年的中期。09 年 12 月，迫使政府对房地产行业的政策调控再次从 08 年底的放松转向从紧，收紧信号非常明确，收紧的时间早于市场预期，09 年 12 月 14 日我们及时提示投资风险，将行业评级从“看好”下调至“中性”，并预期市场将会出现 2 个季度的调整，我们的预判最后得到市场的验证。

09 年 12 月下半个月的时间里中央在不同场合不同文件，通过税收、土地、金融等手段开始收紧 08 年底以来的宽松的住房消费政策，以遏制部分城市房价上涨过快的势头。如，加大差别化信贷政策执行力度，抑制投资投机性购房，地方政府结合具体情况采取针对性措施，促进房地产那市场健康发展；要求各地提高土地出让金首付比例到 50%，从严控制拿地行为，土地出让中有拖欠款的不得参与新的土地出让活动，有不良记录者限制参加土地招拍挂活动。

10 年 1 月在我们的年度策略报告中，我们明确提出，若 10 年上半年主要城市房价上涨过快势头仍未得到遏制，仍将有更严厉的紧缩性政策出台，并且提出，市场的适度调整更加有利于行业龙头公司在获取资源、增加市场份额上的加速发展。

3.1.2 流动性充裕、通胀预期提升保值需求，4 月全国房价快速上涨，开始“第一轮”严厉调控

10 年两会后，主要城市住宅价格在北京地王频现的引爆下普涨超过 10%-20%，以北京更是出现恐慌性刚性需求购房的场景。也印证了我们在 10 年年度策略报告中提出的如下判断：

“10 年上半年市场主要沿海城市和内陆重点城市仍处于补库存阶段，存货大幅提升要在 10 年下半年，主要城市需求旺盛，而供应依然吃紧。4 万亿投资带来的城市轨道交通建设、城际铁路和其他基础设施的建设，最受益的是居住交通环境的改善。受比价效应和供应量偏小的影响，一线城市将有一部分资金进入二三线城市投资购房。一线及沿海城市土地稀缺性突出，内陆城市刚性需求突出，在房源不足的背景下，若从紧政策实施不力，预期上半年一二三线城市房价仍将出现暴涨的可能。”

“政策从紧不会影响 10 年房地产的投资增速，预计 10 年房地产的投资增速为 29.5%，保障房、经适房的建设接力支持经济增长。……，遏制房价过快上涨是 10 年稳定楼市的第一要务，若 10 年上半年主要城市房价上涨过快势头仍未得到遏制，仍将有更严厉的紧缩性政策出台，将出台严控二套房贷等等政策。”

我们在“10 年二季度的策略报告”明确提出“当前房价过快上涨已引起高层重视，新华社也连发 6 篇评论批土地财政和腐败推高房价。我们认为，进一步的政策调控随时都可能发生，不会等到 6、7 月份。”事实证明我们的判断有得到验证。

从 2010 年 4 月份以来频繁出台的“第二轮”调控政策的情况来看，印证了我们上述判断。主要通过限制住房消费、紧缩“银根”、增加“地根”，抑制“囤地”以及规范市场秩序而进行。要求银行放贷“认房又认贷”、要求地方政府在当年的用地计划中，中小套型住宅不低于供地计划的 70%，强制建设保障性住房等，房价上涨过快的一线城市和部分二三线城市进行土地招拍挂制度改革试点。

3.1.3 7-9 月多数城市需求再次爆发，价量齐升，调控进入“第二轮”

在随后的 5 月份，受严控个贷、限购的威慑，一线城市成交量跌入谷底，6 月份，大部分二三线城市成交量跌入谷底，房价上涨势头得到短期遏制，房价出现明显回落。

但严厉政策出台后的 5 月，欧债危机爆发，放缓了中国调控楼市的步伐，在随后的 7-9 月，压抑半年的刚需和投资性需求的再次爆发，同时，各商业银行并没有严格执行二套及以上房贷，在供应没有完全上来之前，助推了房价的进一步上涨，主要城市再次出现价量齐升的局面，又出现大多数城市价升量增的局面。

9 月底，政府再次重拳出击打击不合理的住房需求，出台了一系列的增加供给，深化“国十条”调控政策。和“第一轮”调控政策不同的是，“第二轮”调控更严厉、更有针对性、更具威慑力。

尽管“二次调控”不少政策利空在市场预期之中，但对政府实行问责制、全面停止三套及以上房贷和异地房贷、加快推进房产税改革试点并扩大到全国、对违法违规的开发商暂定股权、债权融资等政策超出预期。

上述政策出台后我们及时提示“考虑到世博后沪渝可能同时试点房产税，对楼市的影响如何尚难定论，市场等待部分靴子陆续已落地，板块短期有反弹机会，反弹高度有限，建议更大量的资金等待最严厉的房产税试点最后靴子落地后介入更稳妥”。此后，房地产板块出现超过 30% 的涨幅，我们推荐的保利等公司更是反弹超过 60%。

3.1.4 四季度，人民币升值和物价大幅上涨预期下，主要城市房价依然明显上涨，预计以“房产税”试点为核心的“第三轮”调控即将登场

进入四季度，调控楼市的外围环境较上半年更加复杂，人民币持续升值带来大量的热钱，物价持续大幅攀升更强化了居民对通胀仍将持续攀升的预期，主要城市在供应增加的背景下，刚需和投资性购房的意愿仍未消减，一线城市房价依然小幅上涨，部分二三线城市房价出现持续大幅上涨。“二次调控”基本给“人民币升值预期和物价持续上涨预期”冲销掉了，我们并未见到房价的明显下跌。

上文我们已经分析了主要城市土地供应不足的问题难以缓解未来 10 年中国住房庞大的需求，用税收调节住房需求势在必行。部分城市如上海、重庆等具有代表性的一二线城市试点开征“房产税”已箭在弦上。

未来 10 年中国政府除了大量提供基本住房保障外，在主要城市土地日益减少的背景下，利用税收调节不动产保有环节的持有成本，具有三个明显的作用。一是调节居民收入分配；二是完善地方税收体系，替代土地财政成为地方政府重要而稳定的税源；三是规范土地税费金制度，完善房地产价格的形成机制。

不可否认的是，在流动性充裕、财富不断积累的经济发展阶段，房产税在调节

住房供求方面不能起到决定性作用，中长期看，开征房产税对房价的影响有限。

我们预期，上海、深圳和重庆等在一二线城市中具有很强代表性的城市首批试点房产税的可能性最大。

若，上述城市对居民房产实施新老划断，则政策出台对楼市的影响作用甚微，难以起到明显的调节作用，市场将视为利好，房地产板块可能出现大幅度的反弹。

若，上述城市对居民房产不实施新老划断，按人均居住面积超过一定水平后征收0.5%的税率，对房地产板块的影响为适中，市场将认为短期利空出尽，将出现一定的反弹。

若，上述城市对居民房产不实施新老划断，按人均居住面积超过一定水平后征收超过0.8%以上的税率，对房地产板块将构成较大的利空，市场将观望此后楼市的调控效果再做投资。

表格 21: 2010 年 1-11 月一线城市房价及涨幅 单位: 元/平米

日期/房价	北京	上海	杭州	深圳	广州
10-1	18856	12765	17263	22936	11577
10-2	17196	12239	22848	23718	11963
10-3	21345	12358	21303	20435	10858
10-4	22582	14603	19618	20567	11511
10-5	18342	13060	23722	19653	12955
10-6	18360	13076	21573	16978	12560
10-7	18601	13003	20386	18179	11829
10-8	19774	13090	20597	19442	11946
10-9	19532	12341	23121	20037	11610
10-10	19852	13506	23134	21513	11141
10-11	22022	14498	21286	18061	11238
1-2 月涨幅	-9%	-4%	32%	3%	3%
1-3 月涨幅	13%	-3%	23%	-11%	-6%
1-4 月涨幅	20%	14%	14%	-10%	-1%
1-5 月涨幅	-3%	2%	37%	-14%	12%
1-6 月涨幅	-3%	2%	25%	-26%	8%
1-7 月涨幅	-1%	2%	18%	-21%	2%
1-8 月涨幅	5%	3%	19%	-15%	3%
1-9 月涨幅	4%	-3%	34%	-13%	0%
1-10 月涨幅	5%	6%	34%	-6%	-4%
1-11 月涨幅	17%	14%	23%	-21%	-3%
2 月环比涨幅	-9%	-4%	32%	3%	3%
3 月环比涨幅	24%	1%	-7%	-14%	-9%
4 月环比涨幅	6%	18%	-8%	1%	6%
5 月环比涨幅	-19%	-11%	21%	-4%	13%
6 月环比涨幅	0%	0%	-9%	-14%	-3%
7 月环比涨幅	1%	-1%	-6%	7%	-6%
8 月环比涨幅	6%	1%	1%	7%	1%
9 月环比涨幅	-1%	-6%	12%	3%	-3%

10 月环比涨幅	2%	9%	0%	7%	-4%
11 月环比涨幅	11%	7%	-8%	-16%	1%

资料来源：中指，中投研究所

表格 22：2010 年 1-11 月二线城市房价及涨幅 单位：元/平米

日期/房价	天津	西安	大连	沈阳	苏州	无锡	东莞	厦门	长沙	南昌	武汉	重庆
10-1	9097	5975	9201	4087	8362	7056	8026	11579	4326	5069	5488	4843
10-2	8819	5324	9112	4110	8799	7240	7423	10348	4670	4455	6417	5435
10-3	9267	5481	9628	4323	8262	7560	8036	10771	4575	5438	5894	5011
10-4	9476	5868	11411	4964	10284	7650	7326	11812	4494	5135	6394	6114
10-5	8138	5749	11048	5220	9385	7980	7234	10935	4623	6730	6148	4982
10-6	8958	5398	10560	4561	9103	7278	7392	9647	4391	5321	6530	5444
10-7	9566	5930	12169	4735	10218	7672	7633	12247	4212	5903	6241	5554
10-8	9333	6010	13040	5042	10351	7478	6676	10983	4605	5831	5530	5843
10-9	9402	6015	12547	5588	10471	8035	7536	11158	4261	6189	6325	6436
10-10	9403	6366	12307	5319	11499	8161	8281	12081	4600	7070	6635	6621
10-11	9557	6484		5538	9298	8175	8042	12370	5543	7898	7170	6472
1-2 月涨幅	-3%	-11%	-1%	1%	5%	3%	-8%	-11%	8%	-12%	17%	12%
1-3 月涨幅	2%	-8%	5%	6%	-1%	7%	0%	-7%	6%	7%	7%	3%
1-4 月涨幅	4%	-2%	24%	21%	23%	8%	-9%	2%	4%	1%	17%	26%
1-5 月涨幅	-11%	-4%	20%	28%	12%	13%	-10%	-6%	7%	33%	12%	3%
1-6 月涨幅	-2%	-10%	15%	12%	9%	3%	-8%	-17%	2%	5%	19%	12%
1-7 月涨幅	5%	-1%	32%	16%	22%	9%	-5%	6%	-3%	16%	14%	15%
1-8 月涨幅	3%	1%	42%	23%	24%	6%	-17%	-5%	6%	15%	1%	21%
1-9 月涨幅	3%	1%	36%	37%	25%	14%	-6%	-4%	-2%	22%	15%	33%
1-10 月涨幅	3%	7%	34%	30%	38%	16%	3%	4%	6%	39%	21%	37%
1-11 月涨幅	5%	9%		36%	11%	16%	0%	7%	28%	56%	31%	34%
2 月环比涨幅	-3%	-11%	-1%	1%	5%	3%	-8%	-11%	8%	-12%	17%	12%
3 月环比涨幅	5%	3%	6%	5%	-6%	4%	8%	4%	-2%	22%	-8%	-8%
4 月环比涨幅	2%	7%	19%	15%	24%	1%	-9%	10%	-2%	-6%	8%	22%
5 月环比涨幅	-14%	-2%	-3%	5%	-9%	4%	-1%	-7%	3%	31%	-4%	-19%
6 月环比涨幅	10%	-6%	-4%	-13%	-3%	-9%	2%	-12%	-5%	-21%	6%	9%
7 月环比涨幅	7%	10%	15%	4%	12%	5%	3%	27%	-4%	11%	-4%	2%
8 月环比涨幅	-2%	1%	7%	6%	1%	-3%	-13%	-10%	9%	-1%	-11%	5%
9 月环比涨幅	1%	0%	-4%	11%	1%	7%	13%	2%	-7%	6%	14%	10%
10 月环比涨幅	0%	6%	-2%	-5%	10%	2%	10%	8%	8%	14%	5%	3%
11 月环比涨幅	2%	2%		4%	-19%	0%	-3%	2%	21%	12%	8%	-2%

资料来源：中指，中投研究所

表格 23：2010 年 4-10 月一线城市房价及涨幅 单位：元/平米

	10-4	10-5	10-6	10-7	10-8	10-9	10-10	5 月/4 月	6 月/4 月	7 月/4 月	8 月/4 月	9 月/4 月	10 月/4 月
北京	22582	18342	18360	18601	19774	19532	19852	-19%	0%	1%	6%	-1%	2%
上海	14603	13060	13076	13003	13090	12341	13506	-11%	0%	-1%	1%	-6%	9%
杭州	19618	23722	21573	20386	20597	23121	23134	21%	-9%	-6%	1%	12%	0%

深圳	20567	19653	16978	18179	19442	20037	21513	-4%	-14%	7%	7%	3%	7%
广州	11511	12955	12560	11829	11946	11610	11141	13%	-3%	-6%	1%	-3%	-4%

表格 24: 2010 年 4-10 月二线城市房价及涨幅 单位: 元/平米

	10-4	10-5	10-6	10-7	10-8	10-9	10-10	5 月/4 月	6 月/4 月	7 月/4 月	8 月/4 月	9 月/4 月	10 月/4 月
天津	9476	8138	8958	9566	9333	9402	9403	-14%	10%	7%	-2%	1%	0%
西安	5868	5749	5398	5930	6010	6015	6366	-2%	-6%	10%	1%	0%	6%
大连	11411	11048	10560	12169	13040	12547	12307	-3%	-4%	15%	7%	-4%	-2%
沈阳	4964	5220	4561	4735	5042	5588	5319	5%	-13%	4%	6%	11%	-5%
苏州	10284	9385	9103	10218	10351	10471	11499	-9%	-3%	12%	1%	1%	10%
无锡	7650	7980	7278	7672	7478	8035	8161	4%	-9%	5%	-3%	7%	2%
东莞	7326	7234	7392	7633	6676	7536	8281	-1%	2%	3%	-13%	13%	10%
厦门	11812	10935	9647	12247	10983	11158	12081	-7%	-12%	27%	-10%	2%	8%
长沙	4494	4623	4391	4212	4605	4261	4600	3%	-5%	-4%	9%	-7%	8%
南昌	5135	6730	5321	5903	5831	6189	7070	31%	-21%	11%	-1%	6%	14%
武汉	6394	6148	6530	6241	5530	6325	6635	-4%	6%	-4%	-11%	14%	5%
重庆	6114	4982	5444	5554	5843	6436	6621	-19%	9%	2%	5%	10%	3%

来源: 中指数据, 中投研究所。表中的成交价格存在交易结构的问题, 不能完全真实反映真实情况。

3.1.5 政府低估了市场强大的需求, 长期调控成常态

在历次的房地产市场调控中, 本轮调控可称是史上最严厉的。

全面出击, 限制住房消费的同时迫使开发商尽快开发。最后基本掐死了开发商各种可获得的资金源头、降低购置土地的杠杆比例、缩短土地款的支付期限, 大幅提高首付比和利率倍数、限制家庭购房套数、限制异地购房、提高二手房交易环节税收, 打击市场不规范行为, 增加土地供给, 要求土地限期开发, 甚至动用了市场价格干预机制。但都没有完全遏制住主要城市房价的过快上涨。

这里除了消费者对政府历次调控失败失去信心、对投资途径缺乏、物价持续上涨带来储蓄存款不段缩水的担忧外, 最根本的还是政府低估了市场强大的消费和投资需求。

从上文我们对中国住房长期存在强大需求而供应难以满足的需求的趋势看, 在没有实现全民基本住房保障之前, 中国房地产市场调控将成为常态。

考虑到保障制度的完善有个过程, 考虑到长时期的调控可能抑制开发商的投资积极性, 因此, 我们认为, 短期内调控仍将持续以往的情况, 收紧后适度放松, 再收紧再放松的循环。预计本轮政策从严从紧将持续至 2011 年中期或市场出现较明显的调整后才会适度放松。

表格 25: 2010 年房地产调控政策一览

时间	政策	主要内容
2010-1-10	国办:《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》“国十一条”	<u>二套房贷首付不得低于 40%</u> ;要求央行及银监会加大对金融机构房地产贷款业务的监督管理和窗口指导;加强监控跨境投融资活动,防境外“热钱”冲击中国市场
2010-1-21	国土资源部:《关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》	申报住宅用地的,经济适用住房、廉租住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地占住宅用地的比例不得低于 70%
2010-3-10	国土资源部:《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》	该通知明确规定开发商竞买保证金最少两成、1 月内付清地价款 的 50%、囤地的开发商将被“冻结”等 19 条内容
2010-3-18	国资委要求“不以房地产为主业的中央企业加快退出房地产市场”	要求 78 户不以房地产为主业的中央企业加快进行调整重组退出房地产市场
2010-4-14	国务院常务会议提出:二套房首付不得低于 50%	<u>第二套房贷家庭,首付款不得低于 50%,贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。</u> <u>首套房贷购买建面 90 平方米以上的家庭,首付款不得低于 30%。</u>
2010-4-15	国土部:公布 2010 年住宅供地计划	拟计划供应住房用地总量同比增长逾 130%,其中中小套型商品房将占四成多,超过 09 年实际住房用地总量。
2010-4-17	国务院:《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区,商业银行可根据风险状况, <u>暂停发放购买第三套及以上住房贷款</u> ;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买住房贷款。
2010-5-25	国税局:《关于加强土地增值税征管工作的通知》	首次硬性规定了土地增值税的预征率和清算时的核定征收率,各地方必须在当地对涨价特别快的楼盘或者高价楼盘进行严格清算。
2010-6-4	住建部等三部委:要求商贷认房	<u>商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数,应以拟购房家庭(含借款人、配偶及未成年子女)成员名下实际拥有的成套住房数量进行认定,即“认房又认贷”。</u>
2010-9-29	住建部等:关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知	住房在 90 平方米(包括 90 平方米)以上的减半征收契税,在 90 平方米以下的减按 1%征收契税。对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税。
2010-9-30	住建部:《关于进一步贯彻落实国发〔2010〕10 号文件的通知》	要求在房价过高、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。完善差别化的住房信贷政策, <u>对贷款购买商品住房,首付款比例调整到 30%及以上</u> ;各商业银行全面暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款,要加强对消费性贷款的管理,禁止用于购买住房;切实增加住房有效供给。
2010-10-19	央行:提高存贷款利率	金融机构一年期存款利率由 2.25%提高到 2.50%;一年期贷款利率由现行的 5.31%提高到 5.56%;其他各档次存贷款基准利率相应调整。
2010-10-20	住建部:调整住房公积金贷款利率	从 2010/10/20 起,上调个人住房公积金贷款利率。五年期以下(含五年)及五年期以上个人住房公积金贷款利率分别上调 0.17 和 0.18 个百分点。五年期以下(含五年)从 3.33%调整为 3.50%,五年期以上从 3.87%调整为 4.05%。
2010-11-3	住建部、财政部、人民银行:《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》	<u>第二套住房公积金个人住房贷款利率不得低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍,首付款比例不得低于 50%,</u> 严禁使用住房公积金个人住房贷款进行投机性购房,并停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。

资料来源:中投研究所

表格 26: 地方房地产调控政策一览

北京		
2010-2-21	《关于促进北京市房地产市场平稳健康发展的实施意见》	<u>二套住房贷款首付款比例不得低于 40%</u> ;不足 5 年的非普通住房全额征收营业税;超过 5 年按照差额征收营业税;超过 5 年普通住房免征营业税。单宗土地出让面积原则上不超过 20 公顷; <u>土地出让价款首次缴纳比例不得低于全部土地出让价款的 50%</u> ;取得商品房预售许可证后三日内一次性公开全部房源明码标价

2010-4-30	限购令	自 2010 年 5 月 1 日起, 同一购房家庭 (包括购房人、配偶及未成年子女, 下同) 只能在本市新购买一套商品住房。
2010-4-30	北京新国十条	对购买首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭 (包括借款人、配偶及未成年子女, 下同), <u>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%, 贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍; 二套住房严格执行认房标准。</u>
2010-10-22	《北京市商品房预售资金监督管理暂行办法》	商品房预售资金应当全部存入商品房预售资金监管专用账户, 严禁房地产开发企业直接收存商品房预售资金。
深圳		
2010-5-5	深圳新国十条	执行差别化信贷政策; 禁止向不能提供 1 年以上本市纳税证明或社保证明的非本地居民发放购房贷款; 开工建设 5 万套保障性住房; 对低收入户籍家庭发放住房补贴等
2010-6-8	《深圳市保障性住房条例》	规定了保障对象: 本市户籍家庭、单身居民、各类专业人才; 保障房资金来源: 财政预算安排、土地出让净收益的 10% 以上资金、住房公积金等; 保障住房来源: 政府投资建设、政府购买、政府执法收回、企业等和政府约定建设的住房
2010-7-22	《深圳市房地产市场监管办法》	将严厉打击阴阳合同、捂盘惜售等行为
2010-9-30	《关于进一步贯彻落实国务院文件精神坚决遏制房价过快上涨的补充通知》	出台限购, <u>户籍家庭限购 2 套住房</u> ; 有 1 年以上纳税证明或社保证明的非户籍家庭限购 1 套。暂停在 2 套及以上户籍家庭、1 套及以上非户籍家庭、无法提供 1 年以上纳税或社保证明的非户籍居民购房。
上海		
2010-9-2	《关于进一步加强本市房地产市场监管规范商品住房预销售行为的通知》	建筑面积小于 3 万平方米的住房项目必须一次性申请预售; 房地产开发企业应当按照申报价格对外销售, 调价周期、幅度应当符合已备案的销售方案。
2010-10-8	《关于进一步加强本市房地产市场调控加快推进住房保障工作的若干意见》	本市及外省市居民家庭只能在本市新购一套商品住房(含二手存量住房); <u>做好房产税试点准备; 加强土地增值税征管</u> , 住房销售均价低于项目所在区域(区域按外环内、外环外划分)上一年度新建商品住房平均价格的, 预征率为 2%; 高于但不超过 1 倍的, 预征率为 3.5%; 超过 1 倍的, 预征率为 5%。
杭州		
2010-10-11	《关于进一步加强我市房地产市场调控加快保障性住房建设的实施意见》	<u>首套首付不低于 30%; 二套首付不得低于 50%, 利率 1.1 倍以上; 禁止三套贷款</u> ; 非本市居民贷款需提供 1 年以上纳税或社保证明; <u>三套房停止公积金贷款</u> ; 90 平方米以下自住首套按 1% 征收契税; 出售后 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税; 按价格情况预征土地增值税; 本市家庭限购一套房; <u>停止购房补贴</u>
广州		
2010-5-18	《关于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努力实现住有所居的意见》	执行差别化信贷政策; 开工建设 300 万平米保障性住房; 供应 5 平方公里商品住宅用地; 储备 40 万平米用地发展限价房; 加强楼市监管和信息披露
2010-10-15	《关于贯彻住建部等部委宏观调控政策促进我市房地产市场持续健康发展的意见》	<u>本市及能提供 1 年以上纳税或社保证明的限新购 1 套</u> ; 未满 18 岁不得单独购买商品房; 差别化信贷等政策
天津		
2010-6-13	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》	差别化信贷政策; 增加普通商品住房有效供给; 加快保障性住房建设; 增加住房建设用地的有效供应, 中小套型普通商品住房、保障性住房和“城中村”还迁安置用地不得低于住房建设用地供应总量的 70%。

2010-8-9	《关于加强房地产项目开发监管八项措施的通知》	对闲置 1 年以上的必须收取闲置费，闲置 2 年以上的必须收回土地使用权等
2010-10-13	天津限购令	天津市及外省市居民家庭在天津市内六区范围内只能新购一套商品住房
厦门		
2010-5-7	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的意见》	差别化信贷政策；增加普通商品房用地规模；加快保障性住房建设；推荐保障性住房配租配售进度
2010-9-30	厦门限购令	同一购房家庭只能在本市新购一套商品房；新盘涨价 10% 以上重新报备，差别化信贷，交易环节税调整等
苏州		
2010-5-12	《关于批转进一步加强市区商品房预售管理意见的通知》	3 万平方米以下商品房项目一次性办理预售证，楼盘售价需公示，公示 3 个月内不得涨价
2010-5-21	《房地产开发项目货币资本金管理办法》	货币资本金占项目工程建设总投资的比例不得低于 20 % 等
2010-11-3	苏州限购令	居民家庭在市区只能新购一套住房；对个人购买不属于家庭唯一住房的，无论属于普通住宅还是非普通住宅，一律按 3% 税率征收契税。对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税。
重庆		
2010-6-8	公共租赁住房管理暂行办法	规定财政、公积金贷款、年度土地出让收益的 5% 用于公租房建设等资金用于公租房建设；规定土地来源；申请标准（个人月收入 2000 元以下；家庭月入 3000 元以下）
合肥		
2010-9-21	关于促进房地产市场平稳健康发展的若干意见	调整土地出让金支付方式，限定土地出让金分期付款时间，5 千万-2 亿，分期不超过 9 个月；2 亿元以上分期最长 12 个月，成交款首付最低 30%；受让人支付土地出让金达 70% 以上，可办理开工建设前期手续等
南京		
2010-10-9	关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知	购买 90 平方米及以下且属于家庭唯一住房的普通住宅，契税税率 1%；90 平方米以上，144 平方米以下，且属于家庭唯一住房的普通住宅，契税税率 1.5%；非家庭唯一住房，契税 3%
2010-10-12	南京限购令	家庭限制购买第三套房
三亚		
2010-5-5	关于促进三亚房地产市场平稳健康发展的实施意见	加大保障性住房和普通商品房供给；加强土地出让收入征收管理，土地出让金分期缴纳期限不得超过 1 年，首次缴纳比例不低于 50% 等
2010-10-12	关于贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨通知的意见	限新购一套房；差别化信贷；明确二套房认定标准
武汉		
2010-10-19	关于大力推进保障性住房建设促进房地产市场健康发展的意见	差别化信贷；严格执行契税、个人所得税等政策等
大连		
2010-10-11	关于贯彻落实房地产调控政策促进我市房地产市场平稳健康发展的意见	同一家庭在本市新购一套住房、差别化信贷、严格执行房地产税收政策等
宁波		

2010-7-5	关于坚决遏制房价过快上涨促进房地产市场平稳健康发展的实施意见	差别化信贷、严控非本地非自主购房需求等
2010-10-9	关于进一步贯彻落实国务院坚决遏制房价过快上涨文件精神的通知	本市或能提供社保、纳税证明的限购一套；无社保、纳税的非户籍居民禁止购房
温州		
2010-10-16	关于进一步加强我市房地产市场调控和住房保障工作的补充意见	本市户籍居民家庭及能够提供 1 年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭限购 1 套；商品房一房一价
福州		
2010-10-10	关于进一步贯彻落实国务院文件精神坚决遏制房价过快上涨的补充通知	本市户籍或能提供 1 年社保、纳税证明的非本地居民限购 1 套；本市持有 2 套及以上住宅居民或不能提供 1 年以上社保、纳税证明的非本地居民禁止购房；严格执行交易环节契税、个税等政策；差别化信贷；暂停三套房贷
海口		
2010-10-12	限购令	本市及外地居民家庭限新购 1 套商品住宅

资料来源：中投证券研究所

3.2 行业资金来源渠道收窄、资金杠杆缩小

3.2.1 为促进开发商加快开发政府几乎掐断了所有资金来源渠道

为实现调控目标，遏制主要城市房价过快上涨，本轮调控政策几乎堵死了开发商各种可能的资金来源渠道。

- 年初，国内上市公司的股权融资、债权融资全面停止；限制海外热钱流入；
- 4 月份，土地出让金首付比例从 20-30% 提高至 50%，2 年付清缩短 1 年。大幅压缩了土地出让金的杠杆；
- 年中，开始收紧开发贷，4 季度，停止部分循环贷；
- 7 月，全面清理房地产信托产品；
- 从年初至今，全面收紧三套房贷，9 月停止 3 套房贷；4 季度开始全面收紧二套房贷；
- 12 月，北京开始对预收款实行严格监管；
- 通过公开市场操作、多次提高存款准备金率，1 次提高利率，回收流动性，使信贷稳步向常态回归；
- 4 季度房地产私募基金的融资成本已达到 15-20%。

3.2.2 调控近 1 年，行业经营性现金流净流出 800 多亿元，盈利增速开始放缓

盈利能力提升，盈利增速下降。行业（113 家国内房地产上市公司）10 年 1-3 季度营业收入 1976 亿元，同比增长 29%，净利润 290 亿元，同比增长 19.5%，但营业收入和净利润的增速较 10 年 1 季度大幅下降超过 50%。受结算滞后反映的影响行业毛利率 36.5%，较 08、09 年同期持平和高出 1.1 个百分点。净利率 14.7%，

较 08、09 年提升 1.2 和下降 1.2 个百分点，经营成本的提升已开始反映。净资产收益率 7.2%，较 08、09 年同期提升 0.3 和 0.1 个百分点。42% 的公司的净资产收益率超过行业水平，16% 的公司出现负收益。三项费用率同比上升 0.3 个百分点，主要是管理费用提升所致。

未来半年业绩锁定性强，之后业绩锁定性明显下降。截止到 2010 年 3 季度，行业预收款项 2937 亿元，同比增长 48%，是 09 年全年营业收入的 1.04 倍，说明 10 年和 11 年上半年的业绩锁定性强。但预收款的增速已从 09 年的 111% 下降至 48%，11 年下半年盈利的锁定性在下降。其中，40% 的公司预收款远高于 09 年同期，30% 的公司的预收款明显低于 09 年同期水平。

资金来源收窄，经营性现金流出 3 年来最高，调控影响显现。10 年 3 季末，行业经营性净现金流为负 814 亿元，同比负增长 262%，而 08、09 年同期为负 390 亿元和正 501 亿元。调控在对土地出让金、开发贷和个贷的严控，经营性资金净流出大幅提升，企业靠自筹资金支持业务发展明显，经营资金压力较 08 年明显增大，其中，60% 的公司经营性现金流为负值。

无短期偿债风险，26% 的公司存在短期偿债风险。从短期偿债能力来看，10 年 3 季末，行业账面货币资金 2088 亿元，较 09 年同期增加 235 亿元，货币资金占总资产的 15.7%，较 08、09 年提升 1.9 和 0.7 个百分点。货币资金是短期借款和一年到期的长期负债的 1.63 倍，总体看行业短期无偿债风险，但约有 26% 的公司存在短期偿债能力不足的问题。

从长期偿债能力来看，10 年 3 季末，行业资产负债率 70%，创 3 年来新高。能真实反映负债水平的扣除预收款项后的负债率为 47.6%，高于 09 年同期 2.3 个百分点，低于 08 年 0.8 个百分点。净负债率从年初的 17% 提升到 36.6%，但较 08 年低 1.4 个百分点。行业总体负债水平仍较 08 年安全，但需提防调控持续可能带来销售持续下滑，负债上升的风险。其中，16% 的公司净负债率超过 80%，13% 的公司扣除预收款项后的负债率超过 60%。

行业存货占总资产的 60%，创 3 年来新高。存货周转率较 08、09 年下降 3 和 1.5 个百分点，

综上分析，行业目前财务状况仍然处于可控范围内，如果明年销售同比保持不变，那么行业资金周转可以维持 10 个月。如果明年销售额下降 10%，粗略估算货币资金减少 10%，扣除了短期负债货币资金余额不到 600 亿元，行业资金存在一定的风险。若明年融资渠道仍趋紧，开发型企业现金流出较多，加上销售不佳将使行业财务状况迅速恶化。

我们认为，行业紧缩性政策至少将维持到明年中期，或在明显的调控效果出来后会适当放松，但仍将维持适度调控。10 年建设的 580 万套保障房供应占比将迅速上升，我们预计 10 年 12 亿平米的住宅新开工量将在 11 年上半年集中释放，未来半年内行业去库存的压力相当大。

因此，对于快速扩张、库存量过大而回笼资金不迅速的公司，可能存在短期偿债风险。而扩张与销售匹配，资金充裕的公司则能行业调控中获取更多低廉优质的发展资源，这类公司如**万科、保利、滨江集团**更值得我们重视。

在调控时期，我们可以更多关注战略合理、财务稳健、实力雄厚的公司，例如

万科、首开股份、招商地产和世茂股份等优质公司。同时，我们也可以持续关注持有类公司例如中国国贸，它们应对房地产调控的风险能力较强。

图 17: 营业收入与预收款项

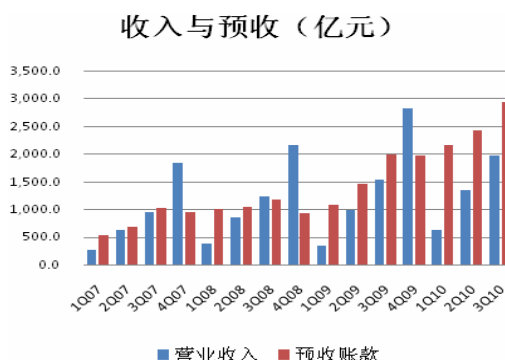


图 18: 营业收入与预收款项变动情况

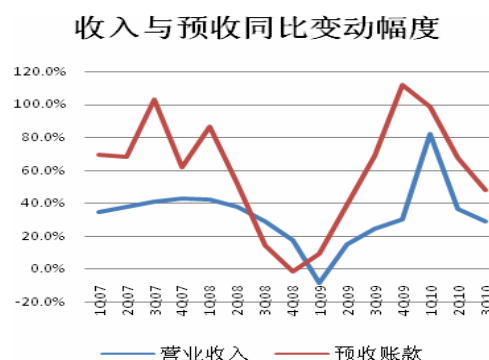


图 19: 毛利率与净利率

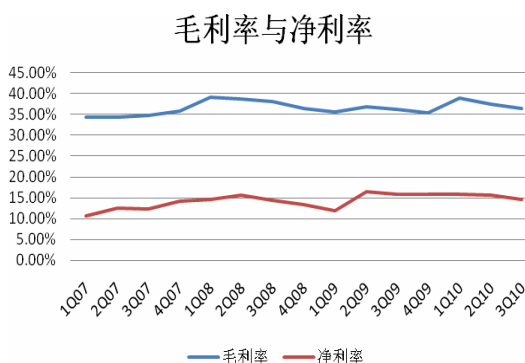


图 20: 毛利率与净利率变动情况

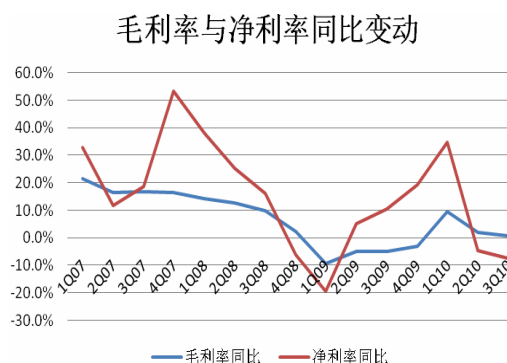


图 21: 净利润率增长速度



图 22: 三项费用率

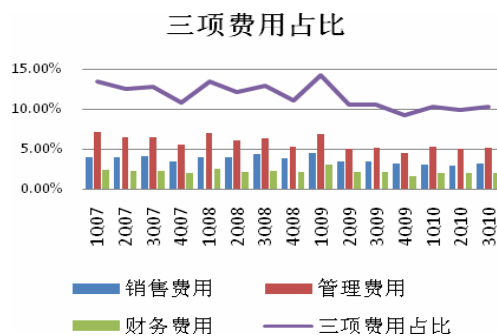


图 23: 近 4 年存货情况

图 24: 近 4 年存货变动情况

存货（亿元）

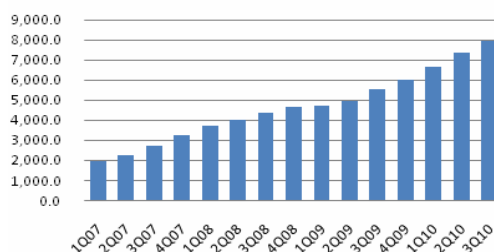


图 25: 近 4 年存货占资产的比率情况

存货资产比

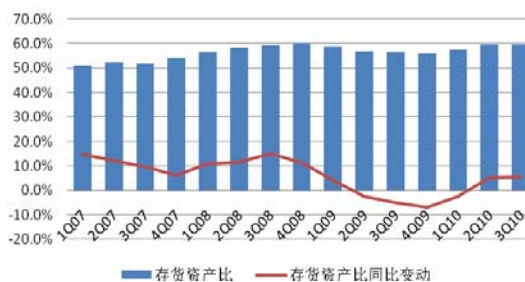


图 27: 近 4 年账面货币资金情况

货币资金（亿元）

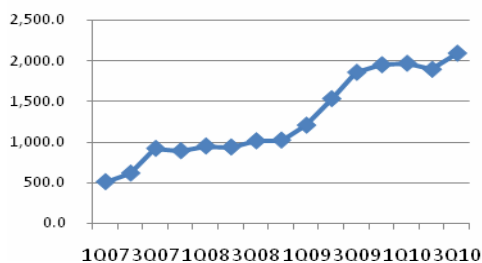


图 29: 近 4 年经营活动现金流情况

经营活动净现金流（亿元）

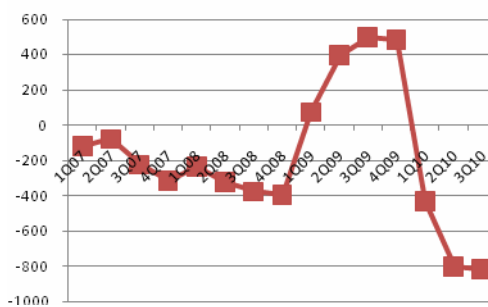


图 31: 近 4 年短期偿债能力情况

存货变动

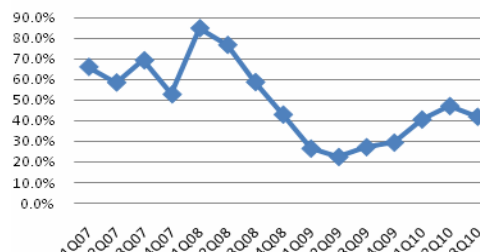


图 26: 近 4 年存货周转率情况

存货周转率

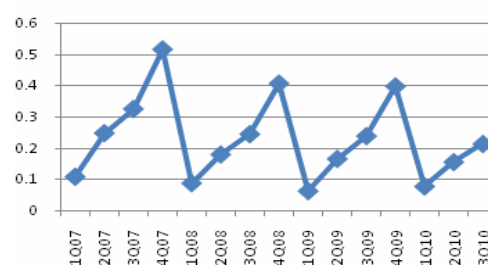


图 28: 货币资金、预收款项与总资产的比率

资金状况

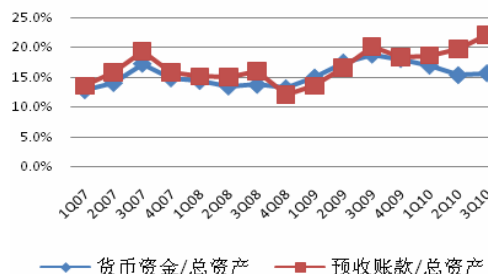


图 30: 近 4 年经营活动净现金流增速

经营活动净现金流变动

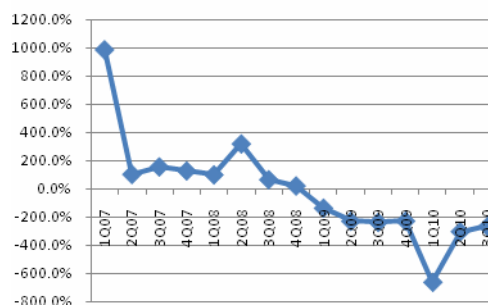
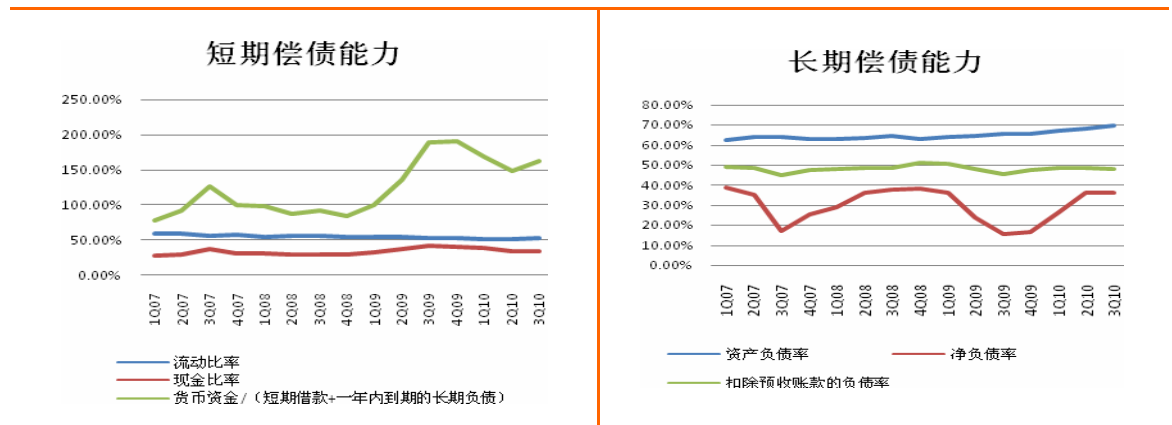


图 32: 近 4 年长期偿债能力情况



数据来源：WIND、中投证券研究所

3.2.3 低利率时代小幅加息对行业发展无碍

房地产的金融属性特征明显，利率的波动直接影响开发成本。

10年10月央行针对CPI的持续上升、流动性泛滥可能引发更高的通胀而加息0.25个基点，市场预期2011H CPI将见顶，达到5.3%左右，仍0.5个基点的加息空间。就是1年期存款利率达到3%，对应2011年国家控制通胀预期4%的目标显然还是偏低的，今后加息的幅度赶不上通胀速度，不足以弥补通胀的侵蚀。

我们认为中国已经进入资本过剩的时代，低利率会在较长时间内保持，10年10月开始的加息不是加息周期的开始，中国已进入低利率时代，小幅的加息不会对行业经营构成威胁，通胀对资产价格的影响更重要。

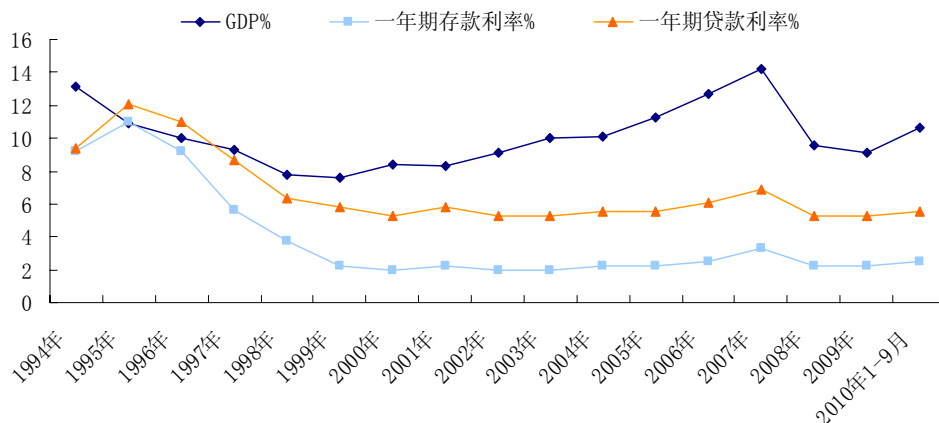
从过往经验来看，利率水平是和经济增速正相关的，当经济增长时期，利率也是不断提高的，当经济进入衰退期时，利率也是不断下行的（下图可见）。1998年前中国是资本短缺的，表现为储蓄率小于投资率，在这种背景下，资本是稀缺的，资金的价格就高，利率处在高位。但在1998年之后，中国的储蓄率大于投资率，中国开始进入资本过剩的时代，因此资金价格偏低，表现为低利率。

未来中国政府压低资金价格应该是长期的政策。即会在在较长时间内保持低利率。中国政府10万多亿元负债加上居民6万多亿元的按揭贷款，遏制了未来利率的大幅提升。即使今后实施利率市场化，利率也没有很大的提升空间。

中国目前的M2是GDP的两倍，M2的增速持续高于GDP的增速，导致货币总量与经济总量间的差距越来越大。预计2010年底，M2的总量将是GDP总量的2倍。在宽松的流动性背景下利率上升空间有限，低利率将是长期趋势，无论是政府的选择还是市场的选择结果都是如此。

假设从2010年10月的加息开始计算，到2011H再加息0.5个基点，则行业的资金成本约提升0.75个基点，相对于目前行业的净负债1465.18亿元，资金成本将提升10.99亿元，约占营业收入的0.56%，净利润率约下降0.4%。而我们预期，2011年的房价与CPI持平或超越CPI的可能性更大，因此，在真实利率为负的背景下，利率小幅提升对行业经营不会有明显的影响。

图 33：经济与利率走势



资料来源：WIND、中投证券研究所

3.2.4 融资受限制约上市公司的经营持续高增长、业绩的释放以及估值的提升

当前行业调控处于攻坚阶段，我们认为，到明年中期政策的强压状态都难以放缓。我们预计 11 年行业股权债券融资难以乐观，将在一定程度上将影响上市公司的业绩释放。

从目前资本市场股权债券融资的情况来看，凡业务中带有房地产业务的公司融资管理部门都不给予审批，并且主业非房地产业务的公司带有少量房地产业务的公司，目前纷纷剥离房地产业务以期实现股权债权融资。

国内房地产业的融资已经暂停 1 年了，即使 11 年中期放开房地产业的融资，11 年内业难以完成融资到位，并且我们预计融资开发后能拿到融资资格的房地产公司将是凤毛麟角。

我们认为，在本轮调控中，主动降价、快速销售、不囤地、不捂盘、按规定支付土地款、无违规，并且主动参与保障房建设的上市公司将优先获得股权债权的融资资格。依此判断，万科、保利、招地、首开、滨江、天房、世茂、环球、荣盛发展等公司获得融资的可能性更大。

受融资放缓的影响，明年行业存在业绩释放缓低于预期的可能，这将制约板块估值水平的持续提升。

因行业结算的滞后性，2010 年的销售将主要集中在 11 年结算，加上行业龙头公司明年业绩增长 30-50% 的可能性大，据此，我们预计，明年行业的营业收入仍将有 20% 以上的增长，净利润可望有 25% 左右的增长。

3.3 在大量保障房建设和新增供应下 11 年房地产投资增速放缓至 10%

3.3.1 11 年上半年的供应较 10 年同期将明显缓解

我们常用住宅施工销售比指标来衡量当年库存与当年销售的关系，施工销售比倍数越大，说明库存越多，未来去花的时间要更长，反之则更短。

截止到 10 年 10 月，全国住宅施工销售比为 4.4 倍，与 09 年相比有较大的增长，但与 08 年相比有小幅的下降，说明当前全国住宅库存对应于今年的销售面积而言，压力较 08 年小，但比 09 年大。

有数据的 38 个城市中，31 个城市的施工销售比高于 09 年同期，7 个城市低于 09 年同期，这些城市分别是武汉、长沙、昆明、太原、郑州、济南。其中施工销售比低于 09 年的城市如武汉、长沙、昆明、济南等今年房价涨幅普遍高于其他城市，这些城市正是 09 年去化速度较慢的城市，由于 09 年去化较慢因此 09、10 年补库存较慢，以致今年库存下降明显，带动房价快速上升。

有数据的 38 个城市中，有 21 个城市的施工销售比低于 08 年，这主要益于 10 年这些城市的销售情况好于市场预期，库存去化快。此外，一线城市和非一线城市的施工销售比较 08 年略低，其中，一线城市均上海的施工销售比高于 08 年，估计是大量保障房建设所致。

从 10 年 10 月主要城市的施工销售比的情况来看，预计未来，厦门、大连、沈阳、福州、苏州、太原、杭州、北京、深圳、宁波的等城市的供应会有所缓解，其中北京、深圳的库存中保障房的比例估计占比较大。

表格 27：各年度 10 月份商品住宅施工销售比情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
全国	5.0	3.1	3.6	3.4	4.8	3.7	4.4
北京	5.2	2.9	3.5	4.0	8.1	3.5	6.4
天津	3.3	2.2	2.5	3.0	3.9	3.3	4.0
青岛	5.6	4.8	4.6	4.2	5.3	3.7	3.9
上海	3.7	3.8	3.6	2.6	4.1	2.4	5.0
深圳	7.5	2.9	4.1	4.5	9.3	3.4	5.9
广州	6.0	4.2	4.3	3.9	5.8	3.3	4.6
武汉	4.1	2.6	3.7	3.3	5.4	4.5	4.2
重庆	6.8	4.3	4.9	3.0	4.3	3.4	4.3
成都	4.3	2.9	3.2	2.9	6.1	3.2	4.1
沈阳		5.8	3.3	3.6	4.2	4.5	5.9
杭州		4.2	7.1	4.4	6.8	3.4	6.5
福州			3.7	4.7	8.9	4.4	6.8
厦门			5.3	6.6	16.4	5.7	8.8
西安				4.1	5.4	4.7	4.8
大连				3.3	4.9	3.6	5.8
苏州				3.6	7.3	3.3	6.3
南京				3.2	6.4	3.8	5.0
宁波				3.2	7.6	3.7	5.8
长沙				3.4	5.3	4.2	4.0
南昌				3.3	7.3	3.7	4.6
兰州					9.8	4.7	6.5
昆明						3.6	3.6
南宁						3.4	5.0
北海						2.6	4.7
贵阳						4.1	4.9
太原						11.4	9.6
石家庄						8.4	9.6
呼和浩特						6.7	6.5

乌鲁木齐					2.5	3.9
郑州					4.9	4.6
西宁					5.1	5.4
银川					2.9	4.1
济南					5.7	4.5
长春					4.8	4.8
无锡					3.2	4.9
温州					7.7	11.7
合肥					3.8	5.6
海口					3.8	4.1
一线城市	3.5	4.0	3.5	5.8	3.0	5.5
非一线城市	3.1	3.5	3.3	4.7	3.8	4.3

资料来源：中指、中投证券研究所 注：施工销售比=当年施工面积/当年销售面积。

表格 28: 各城市商品住宅施工销售比情况

年 市	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
北京	3.31	3.86	3.36	3.59	2.96	2.58	2.86	3.42	5.37	2.95
上海	2.95	2.88	3.10	3.05	2.49		3.05	2.33	3.53	2.24
天津	4.19	3.09	3.25	2.71	2.96	2.24	2.55	2.67	3.79	3.09
重庆	3.86	3.95	3.54	3.31	3.94	3.08	3.31	2.47	3.43	2.74
深圳	4.73	5.22	6.12	5.79	7.25	2.11	3.14	4.35	5.34	2.91
广州	5.20	5.79	4.84	4.18	4.17	3.03	2.96	3.10	4.20	2.73
杭州			3.86	4.04	/	5.35	5.13	3.47	5.36	2.81
南京	3.48	3.13	2.67	3.13	0.00	2.42	2.79	2.68	4.82	2.86
武汉	3.04	3.18	3.53	3.16	3.28	2.75	2.68	2.49	4.72	3.44
成都	3.11	2.51	2.42	2.49	3.29	2.33	2.67	2.56	4.44	2.64
苏州	1.89	1.60	2.58							2.67
大连	3.29	2.60	2.72	2.40		2.06	2.85	2.73	3.43	2.57
厦门	3.48	3.29	4.10	3.75		3.83	4.19	5.24	14.17	4.85
西安	3.06	3.02	4.03	4.10		3.85	3.24	3.04	4.28	4.08
长沙	3.55	3.34	3.14	3.16		2.47	3.10	2.80	4.46	3.76
宁波	2.77	2.81	3.46	3.52		5.03	3.80	2.97	5.62	2.93
无锡	1.87	2.23	3.00							2.72
福州	4.24	3.74	3.93	3.87		2.15	2.91	3.52	6.32	3.46
沈阳	3.45	4.21	5.46			2.62	2.31	2.96	3.37	3.70
青岛	3.22	3.03	2.93	3.47		2.26	3.37	3.20	4.07	2.66
济南	3.84	5.09	3.19	2.79		3.06	3.49	3.60	4.07	4.37
南昌	3.25	2.14	3.83	5.05		2.60	2.95	2.81	4.73	3.20
合肥	2.84	4.51	2.76	2.93		2.50	3.54	2.69	3.71	3.12
郑州	3.27	4.18	4.79	4.40		2.55	2.74	2.80	5.71	3.63
太原	6.61	5.00	4.01			3.41	6.33	5.87	6.50	8.76
石家庄	4.09	3.78	3.00			2.81	2.94	2.16	3.70	5.90
长春	2.68	4.60	2.89	2.34		2.21	3.01	3.36	3.48	2.90
哈尔滨	2.85	2.84	2.12	2.10		1.93	2.02	1.73	2.56	2.56

呼市	3.07	3.33	2.42	1.99	1.94	3.96	5.90	4.75	4.70
海口	2.92	3.11	3.04	3.72	3.09	4.17	3.33	3.14	3.05
南宁	5.15	2.80	3.59	3.41	2.68	3.16	2.77	3.75	2.85
兰州	4.80	3.85	4.41	6.10	3.11	3.55	2.92	6.46	4.37
昆明	2.16	3.10	2.46	2.26	1.80	1.56	1.84	3.51	2.87
贵阳	3.70	3.19	3.20	3.74	3.13	3.34	3.78	5.14	3.10
西宁				5.14	3.02	3.51	3.53	5.03	4.09
银川				3.27	2.34	2.58	2.02	2.74	2.05
乌市				1.72	1.50	1.29	1.65	3.28	2.18
温州									6.11
北海									2.25
三亚									4.05

数据来源：中投证券研究所

3.3.2 2010 年房地产投资增速预计为 31.5%，超出年初我们预计的 29%

2010 年年初我们预测 2010 年全国房地产投资增速为 29%，1-10 月份房地产投资增速实际数为 36.5%，预计全年房地产投资增速在 31.5%左右（投资额约 4.76 万亿元），远超我们年初的预期。主要原因是，2010 年保障性住房实际投资在 7000-8000 亿元，我们年初的预测数为 4500 亿元，3500 亿元的差异主要是财政将土地投入计算进统计口径中，从而出现了我们预测数与实际数的差异。

3.3.3 2010 年 1-10 月房地产投资增速 36.5%，2011 年将放缓至 10%

投资：1-10 月房地产投资增速、住宅投资增速为 36.5%、33.8%。受市场需求依然旺盛和 580 万套保障房的投资刺激下投资增速远超市场预期。

建设：1-10 月商品房施工面积、新开工面积、竣工面积增速为 28.3%、61.9%、11.4%。我们预期，2010 年全国商品房和住宅新开工增速将分别达到 43%和 33%，实现 16.48 亿平米和 12.27 亿平米的新开工面积，扣除保障房 2.9 亿平米后，商品住宅新开工面积为 9.37 亿平米。

销售：1-10 月商品房销售面积、销售金额增长 9.1%和 17.3%，商品住宅销售面积和销售金额分别增长 6.8%和 12.8%。受人民币升值预期加强、流动性充裕、通胀预期的提升、刚性和投资性需求的强劲拉动，销售增速远超市场预期。

房价：1-10 月商品房、住宅均价同比上涨 7.5%和 5.6%。70 个大中城市销售价格指数显示，10 月住宅价格同比涨 10.6%。尽管 9 月底政策二次调控，但在人民币升值和通胀预期持续加强的背景下，一二线城市的房价并没有如我们和市场预期的那样，出现明显的下跌，一线城市房价坚挺，部分二三线城市房价持续大幅上升。

土地：1-10 月土地购置面积增长 36.3%。10 年政府加大推地规模，全国土地供应量成倍增长，并集中于下半年供应，此外，受 3 季度商品房销售大幅回升企业资金再现宽裕的带动，开发商购地动力仍强。年末主要城市土地供地将维持高位，但企业支付压力下降，预计年末地价将趋于平稳。

资金：1-10 月房地产开发资金来源增速 32%，增速继续回落，其中个人按揭贷款增速连续 2 个月大幅下滑。随着调控的深入，企业开发贷受限、销售减缓、个贷

的收紧，融资渠道的收窄，企业经营性现金流较 09 年同期大幅下降超过 2 倍。

下半年开发商投资增速明显放缓，而政府保障房投资继续加码，带动投资增速依然维持高位。受调控影响，4 季度融资渠道大幅收窄，影响企业投资增长，我们判断，11、12 月的投资增速将出现明显的下降。预计 2010 年全年投资增速为 31.5%。

2011 年商品房的投资在 2010 年大量新开工释放的大量商品住宅供应量和 1000 万套保障性住房的建设压力下，商品房的投资规模将略高于 09 年 3.6 万亿元，预计为 3.8 万亿元，加上 1.4 万亿元保障性住房的投资，预计 2011 年房地产的投资增速将放缓至 10%。

表格 29: 4 年来商品房新开工情况

单位: 万平方米

	商品住宅新开工面积	增速	商品房新开工面积	增速
2007 年	78136	23%	94590	21%
2008 年	79889	2%	97574	3%
2009 年	92463	16%	115385	18%
2010E	122731	33%	164750	43%

数据来源: WIND、中投证券研究所

图 34: 房地产投资累计同比增速

错误! 链接无效。

图 35: 商品房销售数据累计同比增速

错误! 链接无效。

图 36: 住宅销售数据累计同比增速

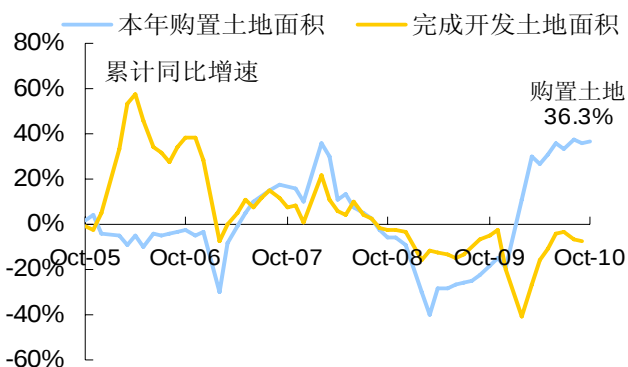
错误! 链接无效。

图 37: 商品房开工建设指标累计同比增速

错误! 链接无效。

图 38: 土地购置和完成开发面积累计同比增速

图 39: 房地产开发资金来源单月与累计同比增速



错误！链接无效。

图 40: 自筹资金单月与累计同比增速

错误！链接无效。

图 41: 住宅累计销售均价与单月销售均价

错误！链接无效。

图 42: 住宅销售价格同比增速

错误！链接无效。

图 43: 全国房屋销售分类价格指数

错误！链接无效。

图 44: 70 个大中城市销售价格指数当月同比增速

错误！链接无效。

图 45: 全国二手房销售价格指数

错误！链接无效。

数据来源: WIND、中投证券研究所

4、结论、估值与投资建议

4.1 结论

- 在城市化过程中,我国住房总体上仍处于短缺时期。未来10年,甚至更长时间,市场对住房需求压力巨大。从城市化、更新改造、改善需求、城镇劳动力人口高峰来看,中国住房供应需保持高增长才能满足需求。
- 09年城镇人均居住面积28.5平米,若2020年城市化率55%,人均居住面积30

平米，10年年均刚性需求+更新需求最少9.86亿平米，若人均居住面积35平米，10年年均改善性需求将增加9.66亿平米。据我们测算09年中国实际城市化率64.76%，城镇人均居住面积20.45平米/人，城市化率被低估是近年住房需求旺盛调控难以奏效的根源。若2019年城市化率70.4%，人均居住面积30平米，则10年年新增住宅刚需13亿平米。可见，中国在相当长的时期内，住房供应还需要保持较高的增长速度，才能满足城镇居民对住房的需求，基本住房保障制度的落实难以分食商品住宅市场大量需求。

- 过去5年，主要城市土地供给不足是房价持续上涨的重要因素。未来土地供给难以大幅释放，土地成本上升最终仍将转嫁到房价上。受调控制约，10年土地出让规模远低于计划，地价涨幅缩小，预计全年土地出让金约1.9万亿元，同比增长19%。受制于调控，开发商购地能力减弱，但实力开发商仍看好市场一直在择机吸纳优质地块。因此，在需求庞大、供给一定的背景下，在全民基本住房保障实现之前，政策调控将是常态。当前楼市调控已进入攻坚阶段，上海、重庆试点开征“房产税”用税收来调节供需已箭在弦上。我们预计本轮调控从严从紧维持至2011年中期左右。
- 供给不足背景下供给制度正在纠偏。中国正着手解决基本住房保障，改变住房的供应模式，增加住房供应的主体，大幅提升基本住房保障的覆盖率。到2020年将实现全民“住有所居”的基本住房保障战略正在进行，以政府主导的分层“保障房”+市场化“商品住宅”的供应模式正在形成，以政府贴息引入社会投资的供应主体正在形成。预计到2012年将解决1947万户低收入及棚户居住问题；到2015年解决占城镇家庭23.5%的家庭4700万户住房问题；到2020年保障对象扩大到外来人口。这种供给制度的转变有利益抑制房价过快上涨带来的一系列社会问题、减缓房价过快上涨带来风险，为中国经济持续较快发展铺平道路，同时也给行业长期稳定发展营造良好的外部环境，减少脉冲式的政策调控给行业和股市带来的冲击。
- 短期内，住宅市场的多元供应主体以及巨量保障房的建设远超市场预期，对未来5-10年的房地产市场影响深远。值得引起重视的是，沿海城市和国内大城市将以发展公租房为主，面向外来务工人员和新就业人员，势必分流部分商品住房的消费力；未来农村集体用地和企事业单位也可能被允许参加到保障房的供应主体中来，需跟踪以此带来的市场冲击。
- 面对中国住房供应制度的革新，具有强大竞争力的全国性开发商正在谋求更长远的发展空间，万科、龙湖、万达、保利、碧桂园、富力等等行业领跑者正根据自身情况，在专注于以前的开发业态上，谋求在综合体、商业地产、旅游地产、城市运营和高端住宅地产等业态方面的更新更深入的拓展。面对调控，它们采取更为灵活的市场手段获得更多的市场份额，更多的自有资金以备不测之需。
- 10年3季度，行业资金来源渠道收窄、资金杠杆缩小，盈利增速放缓，经营性现金流流出创3年来最高，调控影响已经显现。若11年销售保持不变，行业资金可维持10个月；若销售额下降10%，行业资金存在一定的风险；若11年融资渠道仍趋紧，经营性现金流流出较多，加上销售不佳将使行业财务状况迅速恶化。

- 10 年 12 亿平米住宅新开工将在 11 年上半年集中释放，加上 1000 万套保障房的建设，行业将再度去库存。上半年，在多重政策调控下，房价上涨过快的城市房价可能出现小幅回调，在近两年需求快速释放后，全年行业销售增速可能与 10 年持平，行业增长动力会受到一定的抑制，11 年房地产投资增速将放缓至 10%。因结算的滞后性以及行业龙头优质公司 11 年业绩普遍有 30-50% 的增长，据此预计，11 年行业营业收入仍将有 20% 以上的增长，净利润可望增长 25%。

4.2 估值

- 当前板块正在构筑长期大底，板块估值略高于上一轮底部估值 20%，但当前内外经济环境好于上一轮，板块估值基本反映了巨量保障性住房建设和可能进一步出台以房产税试点为核心的“第三轮”调控政策利空，若房产税等符合市场预期，则板块在短期内可能酝酿一轮价值修复行情。鉴于 11 年行业股权等融资受限，11 年行业业绩释放存在低于预期的可能，将制约板块估值的持续提升。综上，我们认为未来半年内，板块难以有超额收益，维持“中性”判断，等待政策放松带来行业新的增长机遇。

图 46：房地产板块估值（基于 09 年年报数据）

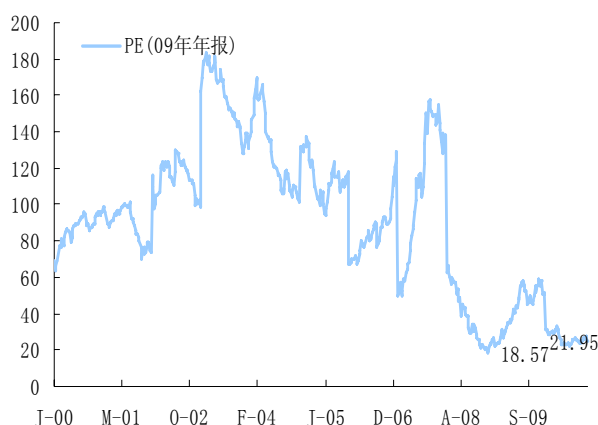


图 47：房地产板块近一年市场表现

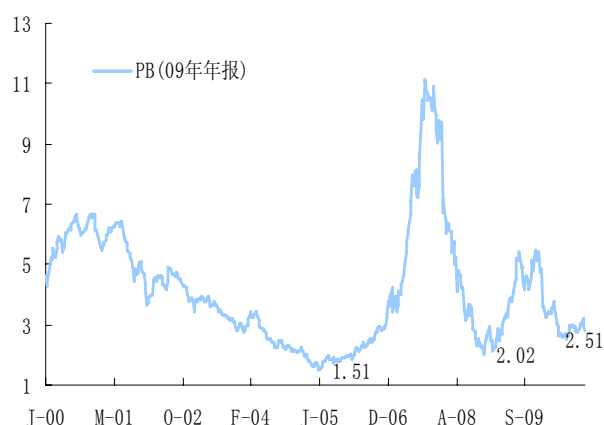
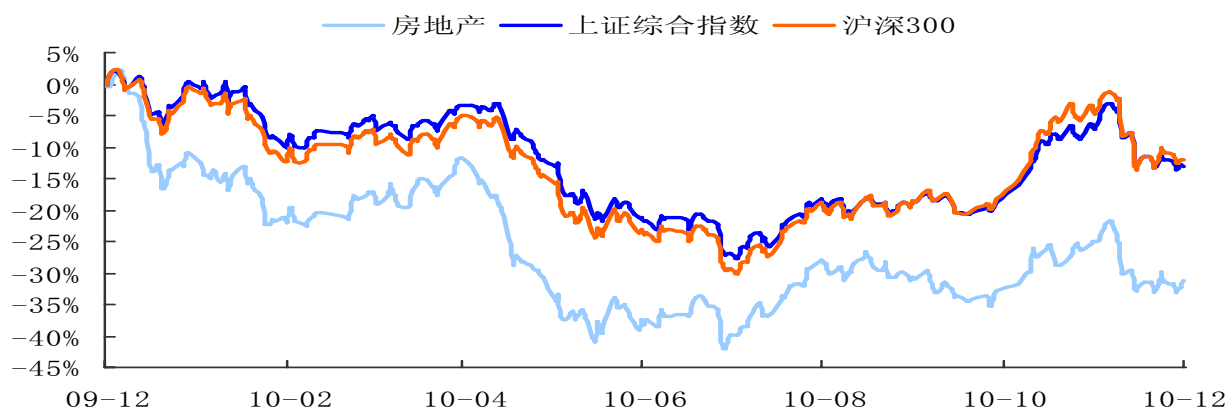


图 48：房地产板块 VS 市场指数



数据来源：WIND、中投证券研究所

4.3 投资建议

- 当前板块正在构筑长期大底，估值已反映了巨量保障房建设和可能出台的以房

产税试点为核心的“第三轮”调控政策利空，若房产税等符合市场预期，板块存在一轮价值修复的行情，受制于调控上半年板块难有超额收益，维持“中性”判断，等待政策放松带来行业新的增长机遇。在调控常态下，我们应关注变革和调控时期，能及时作出合理战略布局、扩张与销售匹配，调控中能获取更多优质资源，销售更为突出，财务更加稳健、实力更为雄厚的**万科、招商地产、保利、滨江集团、首开股份和世茂股份**等优质公司，它们将在调控中获得更好的增长更多的市场份额，建议买入。它们将在调控中获得更好的增长更多的市场份额，建议买入。关注现金流充裕的持有类公司**中国国贸**，和估值优势明显的**环球、亿城、泛海**等。

表格 30：中投证券房地产行业重点覆盖公司估值情况 2010/12/03

	总市值	股价	EPS				PE				PB	PNAV	D/PNAV	评级	评级变动
			eps_ya	eps_ye	eps_ye	eps_ye	pe_ya	pe_ye	pe_ye	pe_ye					
万科 A	909	8.27	0.48	0.65	1.05	1.29	17	13	8	6	2.34	8.74	0.95	推荐	↑
招商地产	275	16.01	0.96	1.2	1.51	1.9	17	13	11	8	1.63	31.25	0.51	推荐	↑
保利地产	560	12.23	0.77	1.08	1.39	1.75	16	11	9	7	2.23	16.40	0.75	推荐	↑
滨江集团	142	10.47	0.48	0.78	1.05	1.59	22	13	10	7	4.16	16.00	0.65	推荐	↑
首开股份	177	15.41	0.81	1.05	1.36	1.36	19	15	11	15	1.90	22.00	0.70	推荐	↑
亿城股份	50	5.08	0.42	0.59	0.81	1.15	12	9	6	4	1.75	10.25	0.50	推荐	↑
苏宁环球	148	8.7	0.42	0.65	0.96	1.12	21	13	9	8	5.15	15.00	0.58	推荐	↑
世茂股份	153	13.08	0.18	0.74	1.01	1.31	74	18	13	10	2.47	21.50	0.61	推荐	↑
泛海建设	203	8.93	0.18	0.09	0.3	0.5	51	99	30	18	2.40	20.00	0.45	推荐	↑
金融街	201	6.64	0.45	0.58	0.67	0.82	15	11	10	14	1.30	13.11	0.51	推荐	↑
中国国贸	120	11.13	0.29	0.19	0.32	0.46	38	59	35	24	2.58	17.5	0.64	推荐	首次

数据来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
 推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
 中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
 回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
 中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
 看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李少明：中投证券房地产行业首席分析师，工商管理硕士，14 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、泛海建设、苏宁环球、滨江集团、广宇发展、中华企业、冠城大通、亿城股份、金融街、世茂股份、首开股份、中国国贸、上实发展、华发股份、大龙地产、沙河地产、胜利股份、香江控股。

周 强：中投证券房地产行业助理分析师，管理学硕士，2010 年 7 月加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434