

本轮反弹到底能走多远？

——对地产反弹的一些认识

行业适度估值修复

自 2010 年 12 月 31 日以来，地产板块开始反弹，并引领金融板块上攻，大盘止跌回升。截至 12 日，地产板块已经上涨 8%，位居所有行业之首，个股呈普涨态势，其中金地集团因销售业绩好转上涨幅度达到 20%，保利地产紧随其后为 18%。行业估值水平得到适度修复，主流地产股 2011 年 PE 为 10-12 倍，NAV 普遍折价 15-20%，总体而言，行业估值水平仍处历史低位。

本轮反弹驱动力

2011 年 01 月 4 日，我们在《交投活跃，抢反弹最佳时点——2010 年 12 月份房地产行业月报》中率先指出，看好地产近期反弹行情，原因有三：第一，1 月份起，地产公司年报将依次披露，龙头企业的业绩有超预期可能，年报行情将就此展开；第二，行业政策面进入真空期，部分城市政策如北京、上海在二套房认定方面存在偏暖迹象；第三，目前行业估值底部已经市场探明，股价具有很高的安全边际。

本轮反弹能走多远

2010 年地产股走势表明，每次反弹均因房产税传闻而告终，8-10 倍 PE 条件下地产每轮反弹都上涨了 25%。本轮反弹到底能走多远，将取决于 2011 年政策出台的时间节点和调控力度，考虑到时间窗口多发生在每年 3-4 月、9-10 月，我们认为本轮反弹有望持续，反弹幅度有望突破 20%。

房产税试点或将引发下一轮反弹

2011 年 1 月，重庆市长黄奇帆在市政府工作报告中提出，“十二五”期间，重庆将加强财税调节，开征高档商品房房产税。预计房产税会被当做调控措施推出，2011 年三、四月份推出可能性很大。由于房产税法理基础不牢、涉嫌重复征税等问题，我们认为政府首次推出应以偏宽松为主，征收范围与力度低于预期的可能性较大。

逢低买入，建议投资者“标配”地产

受宏观经济因素扰动，地产股可能会出现适度小幅回调，但近期反弹有望延续，建议投资者逢低买入。目前地产股 2011 年业绩高度锁定，市销率约为 1 仅高于家用电器行业，股价至少还有 10% 的修复空间。个股方面，我们重点推荐万科、保利地产、首开股份、苏宁环球、中南建设、中天城投、滨江集团。

房地产

维持

标配

分析师：桂长元

投资咨询执业证书编号：

S0630208020059

联系信息：

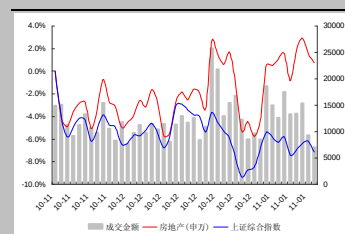
021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 01 月 14 日

行业表现



相关研究报告

- 1.《08 下半年房地产行业投资策略报告》2008/6/27
- 2.《把握低利率时代行业投资机会——09 年房地产行业投资策略报告》2008/12/13
- 3.《通胀预期之下成交或将延续高速增长——09 年下半年房地产行业投资策略报告》2009/6/22
- 4.《一半是海水，一半是火焰——房地产行业 10 年投资策略》2009/12/8
- 5.《风雨过后总是晴——房地产行业 2010 年下半年投资策略》2010/7/9
- 6.《调控市道也有投资机会——2011 年投资策略》2010/12/8

正文目录

一、地产缘何反弹？	3
1、估值适度修复	3
2、上涨符合预期	3
二、本轮反弹能走多远？	4
1、政策面决定反弹高度	4
2、力度与房价高度正相关	5
3、政策时间节点	7
4、政策选择空间	7

图表目录

图 1：地产股上涨两个星期，涨幅 8%.	4
图 2：全国房价走势总体平稳（单位：元/平米）	5
图 3：全国房价同比涨幅趋缓	5
图 2：北京商品住宅成交均价（单位：元/平米）	5
图 3：天津商品住宅成交均价（单位：元/平米）	5
图 4：上海商品住宅成交均价（单位：元/平米）	6
图 5：杭州商品住宅成交均价（单位：元/平米）	6
图 6：苏州商品住宅成交均价（单位：元/平米）	6
图 7：宁波商品房成交均价（单位：元/平米）	6
图 8：深圳商品住宅成交均价（单位：元/平米）	6
图 9：广州商品房成交均价（单位：元/平米）	6
图 10：武汉商品住宅成交均价（单位：元/平米）	7
图 11：长沙商品房成交均价（单位：元/平米）	7
表 1：地产涨幅居申万 23 个行业之首	3
表 2：金地、保利等标杆企业表现抢眼	3
表 3：主流地产公司估值仍处历史低位	3
表 4：重庆、上海两地房产税传闻汇总	8

一、地产缘何反弹？

1、估值适度修复

自 2010 年 12 月 31 日以来，地产板块开始反弹，并引领金融板块上攻，大盘开始止跌回升。截至 1 月 12 日，地产板块已经上涨 8%，位居所有行业之首，个股呈普涨态势，其中金地集团因销售业绩好转上涨幅度达到 20%，保利地产紧随其后为 18%。行业估值水平得到适度修复，主流地产股 2011 年 PE 为 10-12 倍，NAV 普遍折价 15-20%，总体而言，行业估值水平仍处历史低位。

表 1：地产涨幅居申万 23 个行业之首

	地产	金融	钢铁	有色金属	采掘	信息设备	交通运输	化工	食品饮料	医药
年初以来涨幅	6.22%	2.18%	3.03%	-4.87%	-1.00%	-2.95%	1.29%	-0.99%	-3.21%	-4.41%

数据来源：WIND

表 2：金地、保利等标杆企业表现抢眼

	金地集团	保利地产	鲁商置业	深振业	招商地产	首开股份	滨江集团	中南建设	万科	亿城股份	荣盛发展
年初以来涨幅	19.4%	18.0%	16.0%	13.9%	12.9%	11.9%	11.7%	11.0%	9.1%	6.4%	6.2%

数据来源：WIND

表 3：主流地产公司估值仍处历史低位

证券代码	公司简称	股价 2011-1-12	EPS 09A	EPS 10E	EPS 11E	PE 09A	PE 10E	PE 11E	PB	NAV 元/股	折价率	投资评级
000002	万科A	9.03	0.48	0.64	0.81	19	14	11	2.3	11.0	-18%	买入
000024	招商地产	18.01	0.96	1.29	1.60	19	14	11	1.6	22.5	-20%	买入
600048	保利地产	14.75	1.06	1.06	1.35	14	14	11	2.1	14.9	-1%	买入
002146	荣盛发展	15.25	0.73	0.66	0.92	21	23	17	3.9	16.6	-8%	买入
000961	中南建设	13.33	0.89	0.75	0.96	15	18	14	2.7	14.9	-11%	买入
000540	中天城投	14.88	0.81	0.81	1.48	18	18	10	9.4	16.5	-10%	买入
600376	首开股份	18.69	0.95	1.18	1.61	20	16	12	1.7	22.0	-15%	买入
600240	华业地产	8.03	0.18	0.41	0.92	45	20	9	2.1	11.5	-30%	买入
600266	北京城建	13.26	1.15	1.13	1.19	12	12	11	2.2	17.5	-24%	买入
002244	滨江集团	12.73	0.48	0.81	1.08	27	16	12	3.9	11.7	9%	买入
000926	福星股份	12.95	0.48	0.63	0.85	27	21	15	1.7	14.3	-9%	买入
600383	金地集团	7.43	0.78	0.60	0.76	10	12	10	1.7	8.4	-12%	买入
002208	合肥城建	12.14	0.69	0.59	0.89	18	21	14	4.1	13.5	-10%	增持
000918	嘉凯城	8.31	0.83	0.75	0.98	10	11	8	4.0	10.1	-18%	增持
000616	亿城股份	5.40	0.47	0.52	0.66	11	10	8	1.7	7.9	-32%	增持
002133	广宇集团	6.62	0.33	0.55	0.79	20	12	8	2.6	8.8	-25%	增持
000718	苏宁环球	10.47	0.42	0.66	0.95	25	16	11	4.4	12.5	-16%	增持
600533	栖霞建设	5.29	0.36	0.48	0.50	15	11	11	1.9	6.0	-12%	增持
平均						19	15	11	3.0		-15%	

数据来源：WIND、东海证券研究所

2、上涨符合预期

2011 年 01 月 4 日，我们在《交投活跃，抢反弹最佳时点——2010 年 12 月份房地产行业月报》中业内率先指出，看好地产近期反弹行情，原因有三：第一，1 月份起，地产公司年报将依次披露，龙头企业的业绩有超预期可能，年报行情将就此展开；第二，行业政策面进入真空期，部分城市政策如北京、上海在二套房

认定方面存在偏暖的迹象，这将为地产股反弹提供契机；第三，目前行业估值底部已经市场探明，股价具有很高的安全边际。之后的一个星期内，地产股的表现基本符合我们的预期，我们是卖方研究所里最先吹响“抢反弹”号角的券商。对近期地产行情的准确判断再次印证了我们对行业与股市本质的深刻认识。我们认为，一位优秀的房地产行业研究员，不应当仅仅停留在对行业基本面、上市公司价值的分析与判断上，更重要的首先是对行业本质即事物本原的认识，其次是对股市作为众多交易对手交易结果的认识，属于社会科学范畴，研究对象是人而不是物。上游选时、中游顺势、下游选股，对地产行业投资时点的准确判断才是地产研究员的核心价值所在。

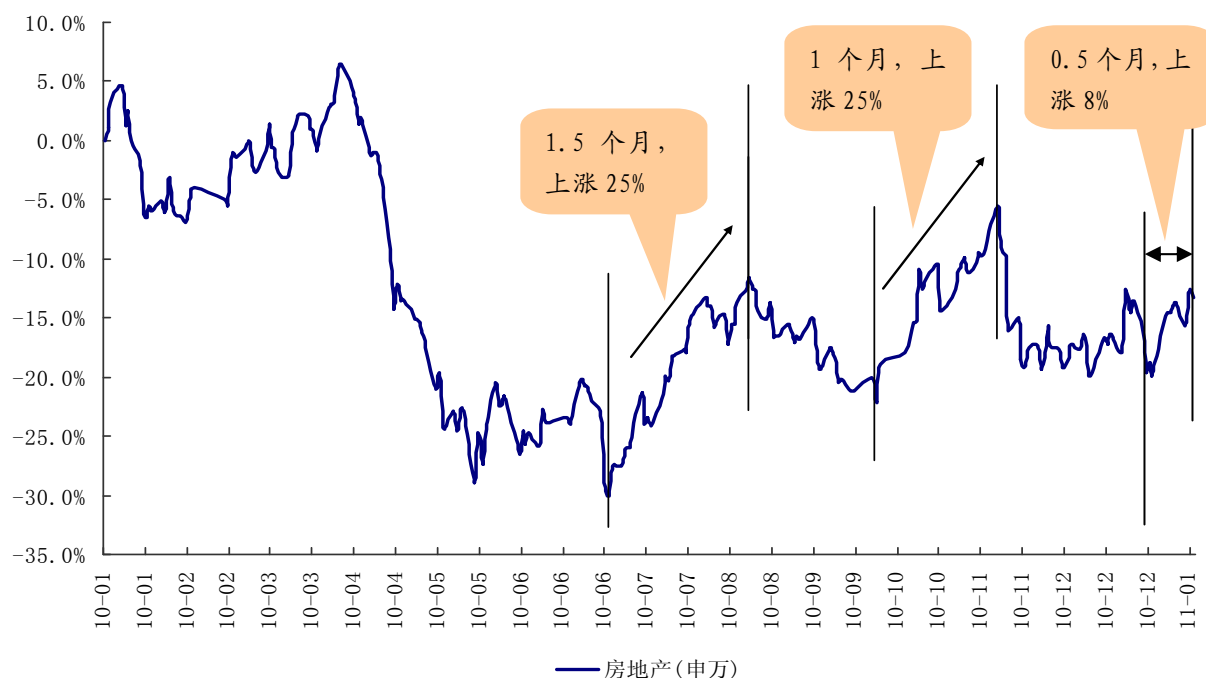
二、本轮反弹能走多远？

1、政策面决定反弹高度

有人认为，2011年地产股的合理PE仅12倍，目前一些主流地产股市盈率已经得到或者超过阈值，所以得出结论本轮地产反弹已经结束。PE作为衡量公司投资价值工具发源于一二百年前的华尔街，使用起来极为方便，但也伴有致命的缺点，那就是主观性过强，当人们乐观亢奋时如2007年，60-80倍PE被视为合理，当人们悲观低迷时，8-10倍也被视为合理，其实，在某个特定阶段多少倍PE合理似乎只有上帝知道。

研究所谓合理PE还不如研究行业的政策面，真正决定本轮反弹高度的，我们认为是未来政策面的动态变化。房地产行业基本面与政策高度相关，地产股受政策影响尤甚。2010年4月份“国十条”出台，3个月的时间里地产股跌幅达到30-50%；7月1日反弹开始并持续了一个半月，地产涨幅达到25%，其后房产税传闻开始四起，地产应声而落；9月29日，新“国五条”出台，市场理解为短期政策出清，涨幅再次达到25%，房产税传闻再起，地产重新回落。以上事实表明，地产反弹常因房产税传闻而告终，8-10倍PE条件下地产每轮反弹都上涨了25%。

图1：地产股上涨两个星期，涨幅8%



数据来源：WIND、东海证券研究所

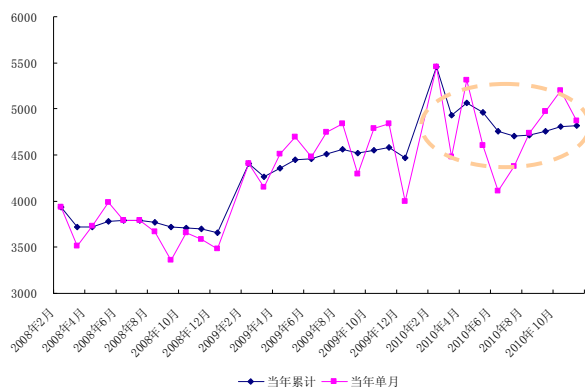
本轮反弹到底能走多远，将取决于 2011 年政策出台的时间节点和调控力度，考虑到政策时间窗口多发生在每年 3-4 月、9-10 月销售量井喷阶段，我们认为本轮反弹有望再持续 0.5-1 个月，反弹幅度有望突破 20%。

2、力度与房价高度正相关

为遏制房价过快上涨，2010 年国务院先后出台了“国十条”、“国五条”等地产调控政策，经济手段和行政手段并用，从抑制需求、增加供给、加强监管等方面对房地产市场进行了全方位的调控。政府的政策意图十分明显，即房价不降政策绝不放松，中期内调控将成为市场常态。经过一年的严厉调控，全国商品房价格涨幅明显放缓，2010 年 1-11 月商品房价格同比涨幅已经下降为 5.0%。但 9、10 月份以来，个别热点城市如北京、上海、长沙等地房价又开始重拾升势，2011 年政策调控预期即第三波调控开始升温。

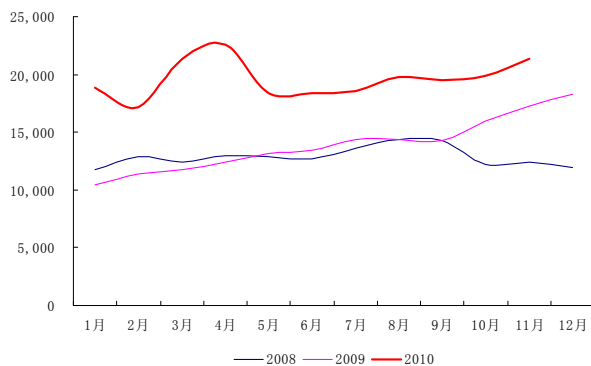
2010 年 12 月 26 日，国务院总理温家宝做客中央人民广播电台访谈节目时表示，有信心让房价回到合理价位，有能力控制物价。总理对房价的明确表态，强化了市场对第三波调控的预期。我们认为，政府调控的目标直指房价，第三波调控的力度将与房价涨幅高度正相关，即 2011 年 4 月份之前房价上涨幅度越大，调控的力度就可能越大，反之，则越小。

图 2：全国房价走势总体平稳（单位：元/平方米）



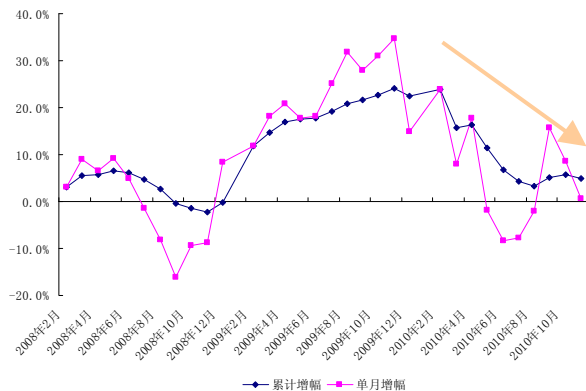
数据来源：国家统计局、东海证券研究所

图 4：北京商品住宅成交均价（单位：元/平方米）



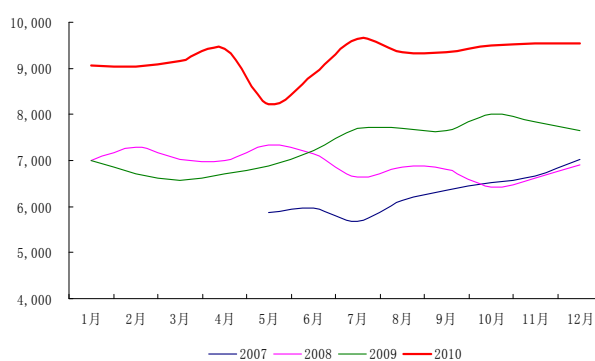
数据来源：WIND、东海证券研究所

图 3：全国房价同比涨幅趋缓



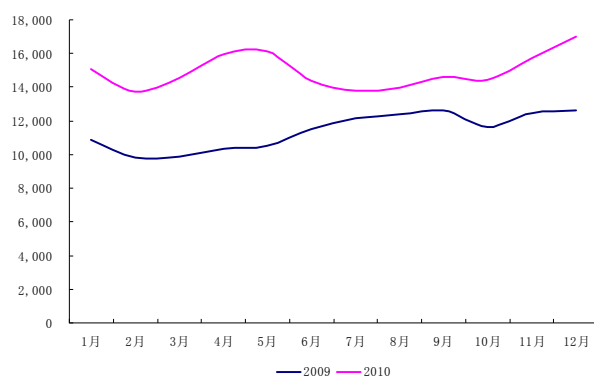
资料来源：国家统计局、东海证券研究所

图 5：天津商品住宅成交均价（单位：元/平方米）



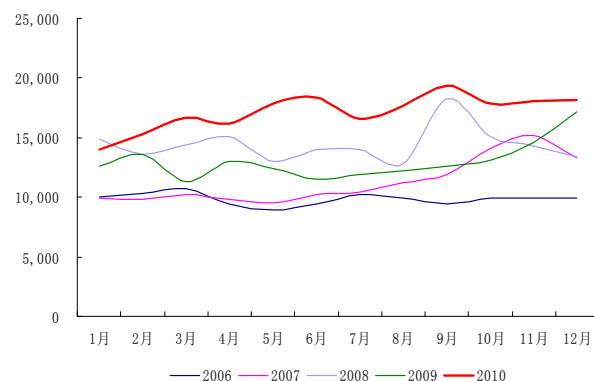
资料来源：WIND、东海证券研究所

图 6: 上海商品住宅成交均价 (单位: 元/平米)



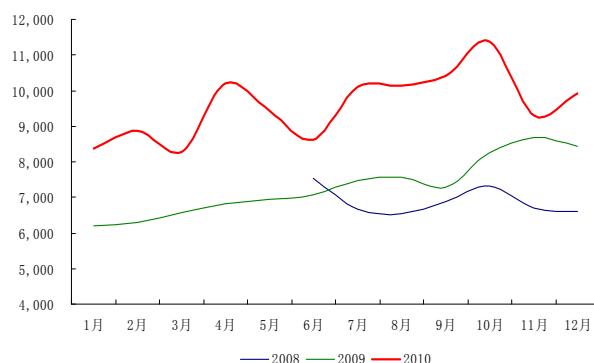
数据来源: WIND、东海证券研究所

图 7: 杭州商品住宅成交均价 (单位: 元/平米)



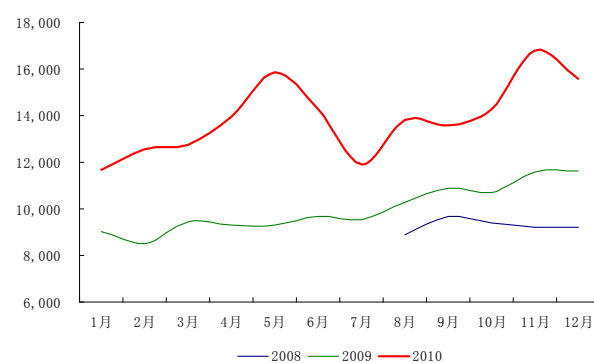
资料来源: WIND、东海证券研究所

图 8: 苏州商品住宅成交均价 (单位: 元/平米)



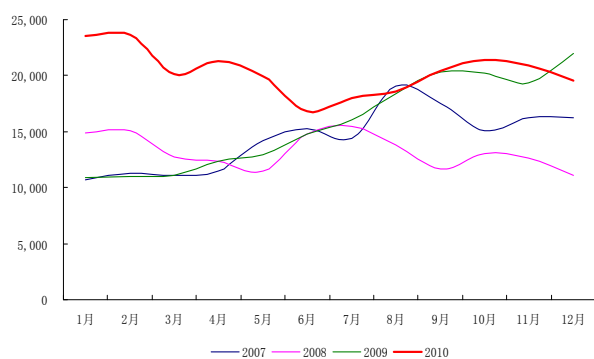
数据来源: WIND、东海证券研究所

图 9: 宁波商品房成交均价 (单位: 元/平米)



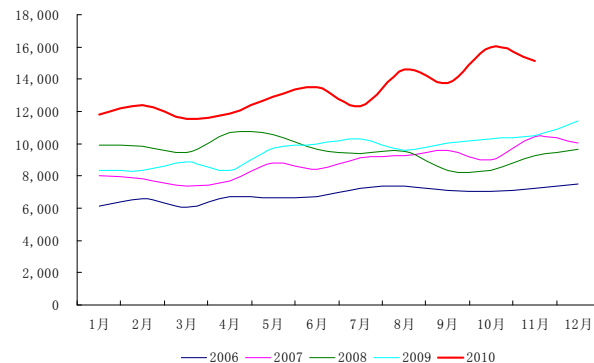
资料来源: WIND、东海证券研究所

图 10: 深圳商品住宅成交均价 (单位: 元/平米)



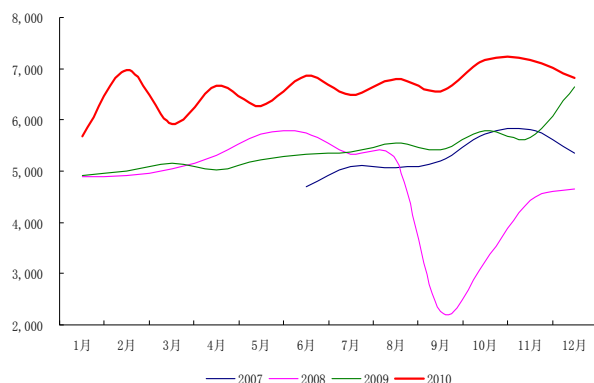
数据来源: WIND、东海证券研究所

图 11: 广州商品房成交均价 (单位: 元/平米)



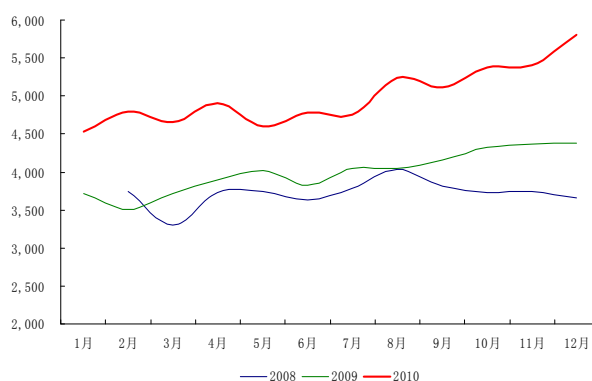
资料来源: WIND、东海证券研究所

图 12: 武汉商品住宅成交均价 (单位: 元/平米)



数据来源: WIND、东海证券研究所

图 13: 长沙商品房成交均价 (单位: 元/平米)



资料来源: WIND、东海证券研究所

3、政策出台时间节点

除了 2009 年金融危机阶段,历史上房地产调控政策出台时间,往往是销售畅旺交易井喷之际,此时房价跟随交易量大增而急速上涨。如前所述,我国调控政策表现为相机抉择,此时针对快速上涨的房价必须保持政策高压,那么新的措施必然应运而生。

根据 1998 年以来我国房地产市场成交的时间分布情况,可以得到如下规律,即:1-2 月为交易淡季,3-4 月出现销售小阳春,5-8 月成交稳定阶段,金九银十,11-12 月传统交易淡季。正因为行业的季节波动特性,每年 3-4 月,9-10 月都是政策出台的敏感期,我们认为 2011 年也不会例外,第三波调控的时间节点很可能出现在今年 3-4 月份。

4、政策选择空间

加大原有政策执行力度

2010 年 12 月 26 日,国务院总理温家宝做客中央人民广播电台访谈节目时,网友提问政府 2010 年采取了很大力度调控房价,您怎么评价目前的调控成果?总理表示,2010 年我们采取十条措施和五条措施,现在看落实的还不够好,我们将从两个方面继续加大力度,第一,就是加大保障性住房的建设力度,也就是说今年我们将开工的保障性住房大约为 580 万套,已经建成 370 万套,明年我们将开工的是 1000 万套,这也包括公租房、廉租房和棚户区改造。第二方面的努力,就是要抑制投机,这主要是利用信贷的杠杆,并且加强对土地的管理,土地要首先保障保障性用房,对于投机的土地使用我们要严加管理。

温家宝总理的态度非常明确,针对前期调控政策落实得还不够好,2011 年政府将加大调控的执行力度,有可能涉及到对地方政府官员的问责。

加息

加息本来是金融监管当局从宏观经济调控视角选择的一种政策工具,主要为抑制国内通货膨胀以及管理通胀预期,但同时对遏制快速上涨的房价效果显著。自 2010 年 10 月份以来我国经济重新进入加息通道,并在年内二次加息,我们预计 2011 年央行加息 50-100 个基点。

限购推广、甚至禁购

2010 年 10 月份以来,面对上涨的房价,中央政府调控加码,同时督促地方政府出台细则,一时限购措施盛行。据不完全统计,截至日前,已有 16 个城市出台了限购令。房地产调控在市场手段效果不明显之后,开始采取行政手段遏制房价。受政策影响,10 月份限购城市交易量出现较大幅度下滑,与此同时,全国 70 个大中城市房屋销售价格同比环比涨幅也出现双双回落。短期内,行政措施对遏制房价成效显著,通胀压力

下为对付高涨的房价其他地方政府很可能复制这一经验。

2011年1月6日，建设部政策研究中心主任陈淮在广州举办的“城市观点论坛中国行2010年度论坛”上表示，限购令是限制一些过多过渡占用资源的需求，明确说部分城市房价上涨过快地方政府有权根据需要在一段时间内决定限购甚至禁购，这只是一个调整供求管理的政策，也是一个长期政策。2011年，一些热点城市很可能推出商品房禁购措施。

房产税试点

《十二五规划建议》提出，十二五期间中央将“研究推进房地产税改革”，这从中央层面肯定了这一极具争议性的税种。不动产税主要功能有三个：第一是调动闲置资源，提高利用率；第二是调整社会公平尺度，任何税都有此功能；第三是解决地方政府承担建设任务的长期稳定收入来源问题。

2011年1月，重庆市长黄奇帆在市政府工作报告中提出，“十二五”期间，重庆将加强财税调节，开征高档商品房房产税。另外据媒体报道，财政部已经原则同意重庆开征商品房房产税，具体实施方案由地方政府制定，报财政部备案，重庆市正抓紧完善相关方案，有望在今年一季度出台文件开征高档商品房房产税。这与我们在2010年12月8日《调控市道也有投资机会——2011年房地产行业投资策略报告》中对房地产税试点城市的预测相吻合。在这里，我们再次重申年度策略报告中的观点，即房产税会被当做调控措施推出，2011年三、四月份推出可能性很大。由于房产税法理基础不牢、涉嫌重复征税等问题，我们认为政府首次推出应以偏宽松为主，征收范围与力度低于预期的可能性较大。房产税的推出，可能会引发地产股的一波反弹。

表 4：重庆、上海两地房产税传闻汇总

重庆		上海		
征收对象	版本1	多套房、别墅面积在200平米以上、评估单价达到上年度商品房均价3倍以上的高档商品房均为征税范围	版本1	对新购房（包括一手和二手）后，家庭人均面积超过70平米部分征收房产税
	版本2	高端商品房的起征面积220-230平米	版本2	1月8日，市政府法制办副主任顾长浩透露，针对新购买的房产征税，可能第二套才征税；对于起征点是人均60平米还是70平米，目前还没有定论；对于之前购买的房产，不论多少，可能都按第一套计算
	版本3	计入征收房产税商品房建筑面积为144平米以上，多套房建筑面积实施累加制，超过200平米也可能被征收房产税	版本3	对新增购房者名下所有房产面积进行统计，超过200平米以上征税
	版本4	对别墅将不论面积和价格一律征收房产税；高档大户型商品房须其评估值达到一定价格以上才征收房产税，可能为上年重庆主城区商品房销售均价的2-2.5倍。同时为打击炒房投机行为、遏制房地产泡沫，重庆还将对个人拥有的多套商品房征收房产税	版本4	无论增量、存量都要征税，按人均面积征收，设定一定的起征点对超过起征点的面积征税
税率	版本1	1%	版本1	0.80%
	版本2	1%-3%	版本2	0.4%-0.8%
	版本3	0.5%-1.5%	版本3	采用分段累进税率，年税率0.8%-20%

资料来源：网络媒体

作者简介

桂长元：经济学硕士，房地产行业5年相关从业经历。2006年7月毕业于中国人民大学，2007年12月起就职于东海证券研究所，从事房地产行业研究。

重点跟踪公司——万科、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897