

中性 维持

房地产行业

2011 年 1 月 17 日

对央行上调存款准备金率的简评： 利用市场调整，布局地产年报行情

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

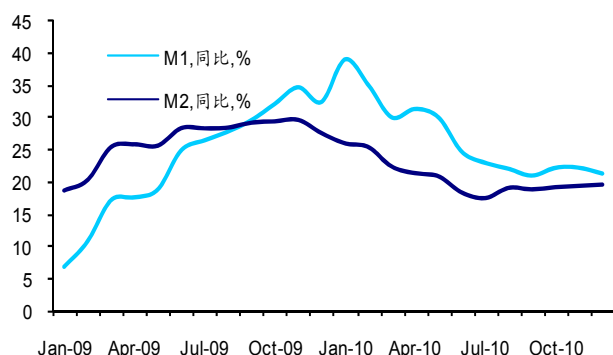
事件：

中国人民银行决定，从 2011 年 1 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。调整后大型金融机构存款准备金率变为 19%，中小金融机构为 15%。本次调整是 2011 年央行首次上调人民币存款准备金率，上调幅度和过往一致。从 2010 年 1 月 18 日首次提高存款准备金率以来，央行至今已累计 7 次调高存款准备金率。

主要内容：

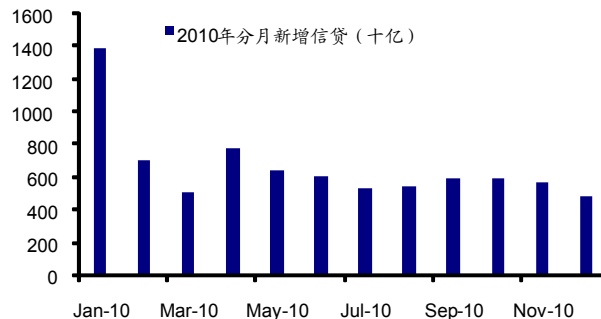
1. 旨在紧缩流动性、防止 CPI 后期失控：央行 12 月金融数据显示，当月人民币信贷新增 4807 亿，M2 月末增长 19.7%，相比上月提高 0.2%；M1 全年增长 21.2%，相比上月低 0.6%。信贷与货币供应仍在较高水平，之前货币政策紧缩效应并不明显。此外，当前国家正处在调控通胀的重要时期。如果国内流动性过高，后期通胀压力将继续上行。因此，本次调整准备金率的主要目的在于继续收紧流动性，防止后期 CPI 失控。

图 1 2010 年 M1,M2 同比增速 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

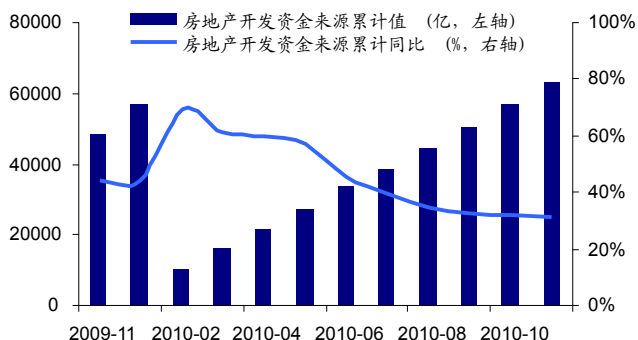
图 2 2010 年分月新增贷款 (十亿元)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

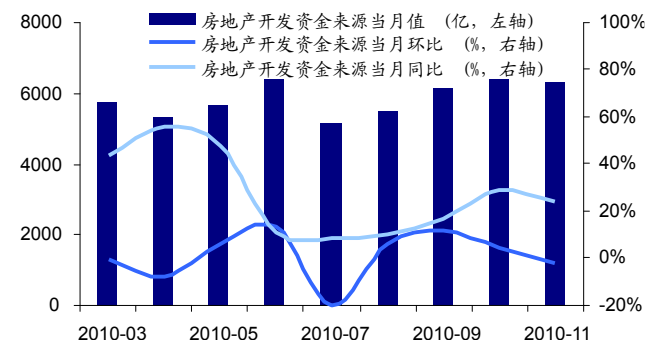
2. 调整存款准备金率短期内对行业影响有限：1-11 月全国房地资金来源总量达到 6.32 万亿元，较去年同期增长 31%。其中 11 月单月资金来源总量达到 6297 亿元，环比下降 1.9%，同比增长 24.42%。11 月单月资金来源减少，与年底信贷紧缩和叫停地产信托有关。预计全年资金总量将达到 7 万亿，较 09 年的 5.7 万亿明显扩大。虽然国家一直在对地产企业进行调控，但是从实际效果来看地产企业现金来源并不差。我们引入投资来源差来分析地产企业资金充裕程度。所谓投资来源差，指房地产资金来源减去房地产投资后剩余的部分。从分析行业投资来源差的同比数据可以看到，地产企业 2010 年资金富余程度较 2009 年增长 20% 左右。因此，短期来看收紧流动性对行业打击有限。

图3 全国房地产开发资金来源累计情况



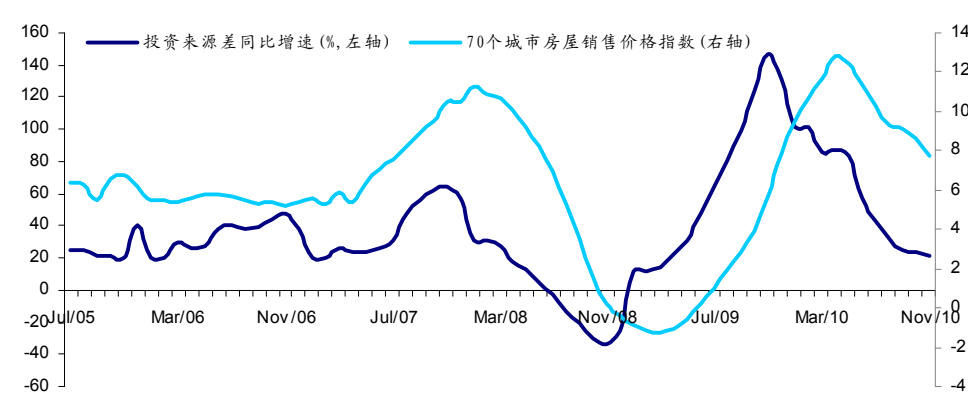
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图4 全国房地产单月开发资金来源情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

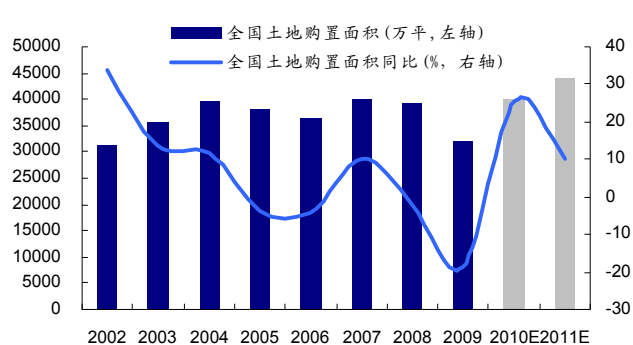
图5 行业2010年资金充裕程度优于2009年



资料来源：Wind、海通证券研究所

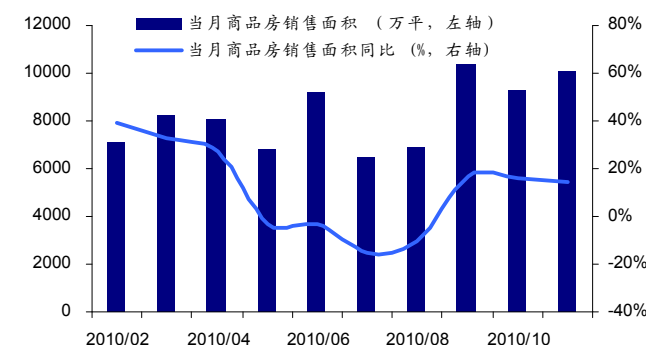
此外，行业土地购置总量从2007年开始逐年下滑，09年跌至3.1亿平方米，为03年以来最低水平。预计2010年行业土地购置面积在4亿平方米左右，仅处于历史正常水平。而销售方面，预计2010年销售面积在9.2亿平方米，与2009年基本持平。两数据说明2010年开发商土地储备属于正常水平，但销售却在连续放大。因此目前行业存货中很大部分是已经实现销售的产品，作为原材料的土地储备并没有大幅增大。因此，如果后期一旦市场销售因为银行信贷紧缩而下滑，地产企业可以通过放缓拿地、新开工和开盘节奏来保证自身的市场主动性。行业因为资金紧缺而出现景气下滑的局面在2011年不太可能出现。

图6 2010年土地购置面积处于正常年份水平



资料来源：CREIS、海通证券研究所

图7 2010年全年销售面积接近2009年



资料来源：CREIS、海通证券研究所

3. 建议更多关注加息对行业的影响：由于每次加息 0.25 个百分点，购房人月供将增加 0.91%到 2.23%之间。短期来看央行 2010 年内两次加息对购房者实质影响不大。但是按照目前幅度，再有 4 到 6 次连续加息将对购房者的还贷能力产生实质影响。

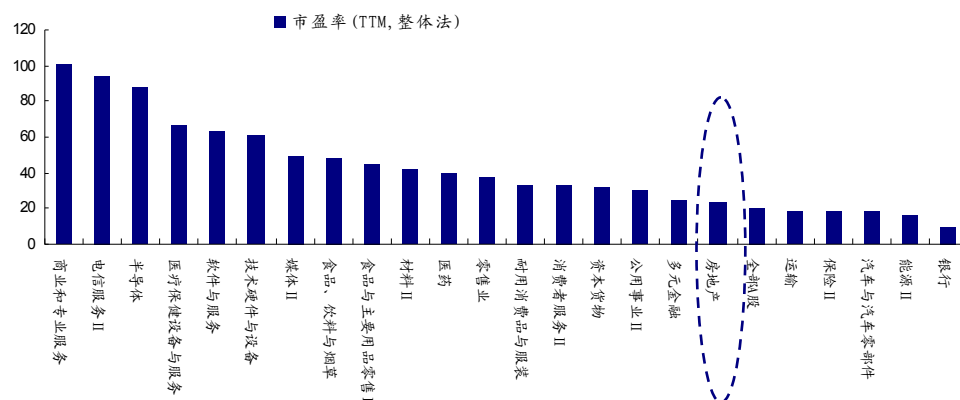
表 1 之前两次加息对购房人财务影响有限

假设前提		加息前首套房利率 5.22% (按 8.5 折计算)			加息后首套房利率为 5.44% (按 8.5 折计算)			静态分析					
总房价(万元)	首付 (30%)	月还款额 (元/月)			月还款额 (元/月)			单月还款增加额 (元)			增加额占原月供比例 (元)		
		贷 10 年	贷 20 年	贷 30 年	贷 10 年	贷 20 年	贷 30 年	贷 10 年	贷 20 年	贷 30 年	贷 10 年	贷 20 年	贷 30 年
100	30	7442	4639	3779	7576	4792	3948	134	152	169	1.81%	3.29%	4.47%
150	45	11163	6959	5669	11364	7187	5922	202	229	254	1.81%	3.29%	4.47%
200	60	14883	9278	7558	15152	9583	7896	269	305	338	1.81%	3.29%	4.47%

资料来源：海通证券研究所

4. 估值优势带来相对收益，建议利用市场调整布局年报行情：板块底部反弹至今累计涨幅仅 5.57%左右，从估值情况来看板块市盈率依旧处于市场底部。在流动性紧缩预期下，市场存在整体回调压力。高估值板块在回调中受冲击相对较大，因此当前地产板块因为估值较低从而出现相对收益。从行业盈利能力和业绩释放能力来看，地产行业是 A 股未来业绩有望保持高增长的板块之一。因此板块后期依旧有较强的年报行情预期。综合以上原因，我们维持先前报告观点（详见 1 月 5 日《1 月 4 日房地产板块异动简评：板块反弹逻辑和后期选股思路》），认为当前情况下应该“标配地产行业，超配优质地产个股”。市场因为政策影响出现波动时是建仓优质地产企业、布局后期年报行情的良机。

图 8 地产板块的估值优势依旧明显（截至 2011 年 1 月 16 日）



资料来源：Wind、海通证券研究所

表 2 截至 2011 年 1 月 16 日已经公布业绩预增的地产企业

公司名称	预计 2010 年净利润		EPS (元)		
	金额 (万元)	增幅	2010E	2011E	2012E
华侨城	256,000-340,000	50%-100%	0.82	1.21	1.55
金地集团	266435	50%	0.6	0.8	1.2
阳光城	48,200	165.76%	0.89	1.2	1.6

资料来源：Wind、海通证券研究所

5. 除传统白马股外，后期考虑双线选股思路。投资方面，除传统的地产绩优股如万科 A (00002)、保利地产 (600048)、

荣盛发展（002146）、首开股份（600376）和滨江集团（002244）外看好以下两条配置思路：1）具备“股权激励”方案的企业，如苏宁环球（000718）、冠城大通（600067）；2）我们继续看好 2011 年销售，因此看好 2010 年新开工量大幅增长的企业。因为其预收账款后期将有较大增长弹性，推荐金地集团（600383）和世茂股份（600823）。

表 3 近期出台股权激励方案的房地产企业

公司名称	股权激励数量（万股）	占方案推出时总股本比例	行权价格（元）	行权条件	行权时间	股价 1 月 14 日（元）	EPS（元）		
							2010E	2011E	2012E
苏宁环球	6693	3.93%	9.45	要求 ROE≥20%；要求行权期间的每一年的净利润增长率≥35%	5 年，一年的等待期之后分四次行权，比例分别为 30%、25%、25%、20%，	9.93	0.5	0.71	1.03
荣盛发展	4800	3.35%	19.3	要求 ROE≥15%；要求行权期间的每一年的净利润增长率≥35%	从 09 年开始分 5 年行权，2010 行权 15%，2011 行权 20%，2012 行权 30%，2013 行权 35%。	14.30	0.69	0.97	1.34
万科 A	11000	1.00%	8.89	ROE≥14%，2011、2012 和 2013 年各年净利润增长率≥20%	4 年，一年的等待期之后分三次行权，比例为 40%、30%、30%	9.05	0.65	0.83	0.96
冠城大通	2000	2.72%	10.4	要求 ROE≥10%；2010、2011、2011 各年净利润增长率≥25%	自股票期权授予日起六年，行权比例 40%、30%、30%	9.72	0.82	1.21	1.55
华侨城 A	5000	4.50%	7	要求 ROE≥12%；要求以 2005 年为基数，每年的净利润增长率≥20%，主营业务收入增长率≥20%。	从 06 年开始 2 年限售，6 年匀速解禁	13.26	0.68	0.85	1.03
新潮中宝	10033	3.56%	9.98	要求 ROE≥8%，同时要求 08 年净利润≥6 亿，09 年净利润≥9 亿，10 年净利润≥15 亿	4 年，2008 年等待期之后分三次行权，2009 年行权 40%，2010 年行权 30%，2011 年行权 30%。	6.08	0.35	0.49	0.68
阳光城	3165	5.90%	8.97	要求 ROE≥14%；要求行权期间的每一年的净利润增长率≥25%	6 年，第一、第二、第三、第四、第五个行权期分别有 20%、20%、20%、20%、20%	9.28	0.89	1.2	1.6

资料来源：Wind、海通证券研究所

6. 风险提示：房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内采取更加严厉的调控措施将直接影响行业发展。

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。