

2011 年 1 月 18 日

房地产业的 2011

沧海横流，方显英雄本色



田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

2011 年严厉的行业调控仍将继续，但制度性建设的开局使得行业向更健康的方向行进；供求比的快速上升将抑制房价涨幅，从而促使行业量价保持平稳态势；对客户、资金、土地资源的争夺使得行业整合加快，市场集中度进一步提高。维持中立评级，板块内的优质地产商有望在不同时间阶段展开估值修复和销售驱动行情。

支撑评级的要点

- 2011 年的地产板块相对收益无疑将强于 2010 年：估值再度下调空间有限，优质开发商成长性明确。今年的投资主线为阶段性的估值修复行情，以及由于业绩上调和销售增长带来的优质公司的盈利驱动行情。在 2011 年激烈的行业竞争面前，预销售的增长是优质公司超越板块平均表现的基石。
- 2011 年，宏观经济将经受高通胀的考验，信贷收紧、加息周期、持续的行政调控仍将考验持有地产板块的信心。但是调控超预期的几率减少，保障房、房产税、出租房新政等长期制度性建设的开局对于行业长期健康发展有利。
- 实体市场方面，供求比的快速上升将抑制房价上涨，促使商品房销量和开发投资增幅下降，行业量价走势为平稳小幅增长的概率较大。
- 2011 年可能成为真正的行业整合年，区域分化、竞争加剧、土地红利急降将导致品牌、销售、管理和融资能力带来的利润贡献占比加大，市场份额加速向龙头企业集中，城市综合体开发商继续崛起。

图表 1. 推荐股票池公司估值表

公司名称	代码	评级	收盘价 (人民币)	每股净资产 (人民币)	溢价比例 (%)
万科	000002.SZ	买入	8.42	13.41	(37.2)
金地集团	600383.SS	买入	6.73	10.41	(35.3)
保利地产	600048.SS	买入	13.60	16.55	(17.8)
华侨城	000069.SZ	买入	12.28	16.94	(27.5)
首开股份	600376.SS	买入	16.84	27.10	(37.9)
滨江集团	002244.SZ	买入	11.75	16.49	(28.8)
福星股份	000926.SZ	买入	11.60	16.90	(31.4)
荣盛发展	002146.SZ	买入	12.87	14.55	(11.6)
中南建设	000961.SZ	买入	11.20	15.97	(29.9)
世茂股份	600823.SS	买入	13.68	25.45	(46.2)

资料来源：彭博及中银国际研究预测
以 2011 年 1 月 17 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

评级的风险因素

- 通胀预期失控导致房地价格飙升，超预期的行业调控政策出台，房价下跌预期确立导致销售萎缩的风险。

首选买入

- 我们将看好的开发商模式分为四类，第一类是以万科为代表的规模扩张型行业龙头，第二类是以首开为代表的一线城市区域龙头，第三类是以福星为代表的土地拓展优势型公司，第四类是以金地为代表的产品领先优势型公司。从目前的估值水平、财务掌控能力和行业整合中的优势来看，我们更倾向于选择大型一线品牌开发商。
- 从全年中长线策略选择角度，我们首选推荐公司是第一类的万科、保利地产，第二类的首开股份、滨江集团，和第三类的福星股份、华侨城。

目录

地产板块 2011 年投资概要	3
宏观经济面临通胀考验	11
常态调控不改，制度建设开局	16
保障房大爆发成为行业焦点事件	24
市场供求的无形之手将真正起效	28
个体分化加剧，整合浪潮一触即发	33
投资评级的风险因素	42
研究报告中所提及的有关上市公司	43

地产板块 2011 年投资概要

2010：常态调控下的板块估值修正

政策高压下实体市场强势增长超过预期

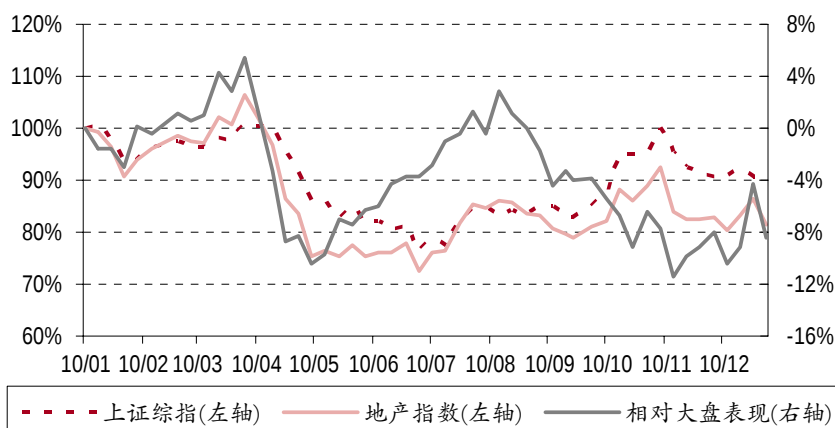
2010 年，房地产市场可谓经历了疾风骤雨，经过 1·7 “国十一条”、4·17 “新国十条”、9·29 “新国五条” 三轮高压调控，购房信贷规模持续收紧。但是，从 2010 年的实体市场运行走势来看，虽然经历了 4 月底至 6 月份的市场急冻，但全年的同比增长在 09 年的高基数上仍显得十分强劲。2010 年，商品房开发投资增速 33.2%，销售金额和销售均价的同比增速分别达到 18.3% 和 7.2%，实体市场的强劲走势远远超过 2010 年初的预期。

地产股跑输大盘，走势与房价涨跌成反比

从房地产业板块走势来看，全年地产板块除 3 月份和 5-7 月份以外，基本上都走势不佳，全年跑输上证综指 8.5 个百分点。2010 年政策常态调控、持续高压，即便实体市场中的投资和销售不为所动，但地产板块估值受到政策预期的强烈影响，成为房价涨跌反向指标。

3 月份到 4 月初房价加速上涨，政策预期升温，地产板块大幅下跌；4.17 新政后，市场迅速转冷，成交量萎靡，房价开始下跌，地产股则从 6 月份开始走出一波较大的反弹；8、9 月份房价再度上涨，地产股再次经历暴跌；9.29 新政后，地产股以利空出尽为契机再现一波反弹，但没有超越大盘指数的表现，四季度与大盘基本同步。

图表 2. 2010 年板块走势与大盘对比



资料来源：万得资讯，中银国际研究

2011：估值恢复和销售驱动主导行情

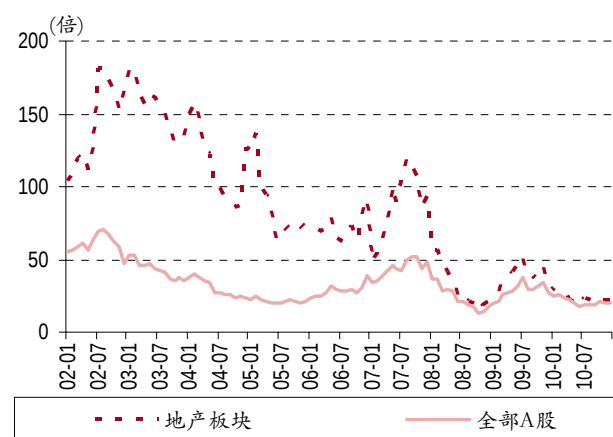
综合 TTM 市盈率和市净率水平来看，当前板块估值为仅高于 2008 年四季度的历史次低水平。经过 2010 年的调整，板块历史滚动市盈率从 2009 年最高 50 倍回落至 20 倍，市净率从 4.7 倍回落至 2.7 倍。

在房地产常态调控的政策环境不变的预期下，我们认为 2010 年的地产板块走势是一个估值修正行情，目前估值底部区间已经形成，政策导致的估值修正过程基本结束。板块已经无法再回复 2007 年及之前的高市盈率估值，但根据主流地产股的年增长速度，中银覆盖公司平均动态市盈率有望从最低点的 8 倍恢复至 12-15 倍区间，目标 PEG 在 0.5 倍左右。

2011 年地产板块的主要机会将是阶段性的估值修复行情，以及由于业绩上调和销售增长带来的优质公司的盈利驱动行情。

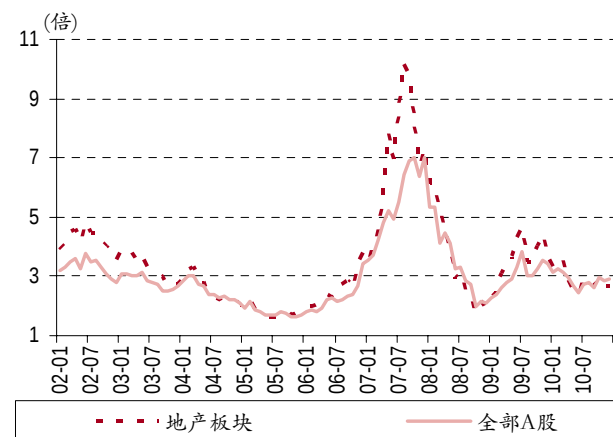
我们预计，2010 年的常态调控框架将延续至 2011 年；市场供求逆转的力量足以抑制房价不再出现暴涨行情；政策波动导致估值波动的效应会较 2011 年明显减小。

图表 3. 地产板块和全部 A 股的 TTM 市盈率估值



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 4. 地产板块和全部 A 股的市净率估值



资料来源：万得资讯，中银国际研究

从激励方案看板块估值底部和主流企业成长性

从 2010 年起至今，共有 9 家地产公司出台管理层股票期权激励计划，尤其是 12 月份以来，冠城大通、新潮中宝、苏宁环球、阳光城等 4 家公司接连公告激励计划，计划授予管理层股票期权。

中国的证券市场环境下,底部区域较少出现上市公司回购自己的股票现象;大股东积极增持股票,以及较多数量的公司出台股权激励方案通常是底部区域的标志之一。在低估值区域出台激励方案,对于公司业绩稳定释放、以及提高管理层积极性、稳定核心团队能起到较好作用,同时也能增强市场对地产公司的信心。

下列9家公司的激励方案显示,主流地产企业对未来3-5年的业绩增长抱有巨大信心,其中卧龙地产、荣盛发展、新湖中宝、苏宁环球等公司给自己的3-5年平均净利润增长目标都超过30%,万科、金地和冠城大通的年均净利润增长目标也达到20%以上。

图表 5.2010 年出台股票期权激励计划的地产公司及其方案简述

	当前股 价(元)	行权 价(元)	期权数量/占授 予时总股本	激励对象人数 /占总人数比	业绩增长目标	考核 年度	状态	授权日
荣盛发展	12.87	11.99	4,800 万份 /3.35%	72/不超过 10%	2009-2012 加权平均 ROE 每年不低于 15%, 净利润增长率每年不低于 35%	2009-2012	2010-7-12 董事会通过, 2010-7-28 股东大会通过	2010-8-6
金地集团	6.73	7.79	17,886.6 万份 /4%	224/4%左右	2011-2015 加权平均 ROE 每年不低于 10%, 净利润增长率每年不低于 20%, 销售收入增长率每年不低于 30%	2011-2015	2010-1-14 董事会通过, 2010-2-27 股东大会通过	2010-3-19
卧龙地产	6.10	9.32	2,201.4 万份 /3.04%	71	2010-2012 净利润(扣除非经常性损益前后孰低)较 2009 年增长率不低于 80%、150%、200%(CAGR 约 44.2%)	2010-2012	2010-3-8 董事会通过, 2010-6-23 股东大会通过	2010-6-23
世联地产	28.95	34.1	1,088 万份/5%	209/不超过 10%	2011-2014 净利润以及扣除非经常性损益的净利润均不能低于授予日前最近 3 个会计年度平均水平且不得为负; 加权平均净资产收益率不低于当年房地产行业上市公司中位数; 营业收入每年增长率不得低于 25%	2011-2014	2010-8-18 董事会通过	
万科	8.42	8.89	11,000 万份 /1.0004%	851/3.94%	2011-2013 加权平均 ROE 不低于 14%、14.5%、15%, 净利润较 2010 年增长率不低于 20%、45%、75%(CAGR 约 20.5%)	2011-2013	2010-10-25 董事会通过	
冠城大通	9.02	10.39	2,000 万份 /2.72%	36	(1)2010-2012 扣除非经常性损益后的净利润不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负; (2)2010-2012 加权平均 ROE 每年不低于 10%, 净利润较 2009 年增长率不低于 25%、55%、95%(CAGR 约 25%)	2010-2012	2010-12-1 董事会通过, 2010-12-17 股东大会通过	2010-12-21
新湖中宝	5.73	6.25	29,985 万份 /5.91%	851	(1)扣除非经常损益前: 2011-2013 加权平均 ROE 每年不低于 12%, 净利润不低于 15.6 亿元、23 亿元、35 亿元; (2) 扣除非经常损益后: 2011-2013 加权平均 ROE 每年不低于 10%, 净利润不低于 11 亿元、18 亿元、27 亿元	2011-2013	2010-12-19 董事会通过	
苏宁环球	9.06	9.45	6,693 万份 /3.93%	164/18.51%	2011-2014 加权平均 ROE 不低于 20%、20.5%、21%、21.5%, 净利润较 2010 年增长率不低于 35%、80%、145%、230%(CAGR 约 35%)	2011-2014	2010-12-27 董事会通过	
阳光城	8.78	8.97	3,165 万份 /5.90%	79/10.51%	T-T+4 年加权平均 ROE 分别不低于 15、15.5、16、16.5、17%, 净利润较前三年平均增长不低于 26、27、28、29、30%	2011-2014	2011-1-11 董事会通过	

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

2011 年地产板块阶段性投资机会预测

2011 年地产板块的相对收益预计将优于 2010 年。

2010 年，正如我们的预期，政策频繁调控导致的估值波动影响远远大于业绩波动的影响，甚至远远大于当期销售情况和房价对个股的影响。

2011 年，政策方面，行政调控仍将继续进行，但出现突破原有框架、超越市场预期的新政策的几率并不大。制度性建设方面的尝试，如房产税试点和保障房建设爆发，对于房地产行业的长期健康发展有利。

实体市场方面，我们预计市场供求的力量将帮助行业趋向平稳。在快速提高的供求比的制约下，2011 年房价涨幅明显回落，全年表现为不高于 CPI 指数的小幅上升；与此同时，在供应约束降低、二三线城市成交量贡献继续上升的支持下，成交量也将呈现小幅上升态势；房地产投资方面，商品房投资增速将回落至 20% 以下，但如果保障房新开工计划得以如期实施，房地产总投资增速仍能保持 30% 左右的高增长。

地产板块经常显示出选股不如选时的行业共性，2011 年选时对于板块投资仍然十分重要，我们认为地产股最富有吸引力的行情可能出现在以下三个阶段：

第一阶段：估值恢复性机会

正在进行中的一季度地产股行情，主要驱动力来自机构调整行业配置，以及地产股优秀年报出台有望促使动态市盈率估值恢复至 12-15 倍区间。

这一阶段，板块估值由底部反弹并稳定地上一个台阶，各类型地产公司都有上涨机会。

第二阶段：销售驱动型机会

2011 年中期，由于供应大幅增加，需求增长有限，市场走势将和当前供应约束下的房价上涨态势有较大区别，表现为销售价格结构性调整，成交量在促销行为增多的激发下理性放大，缺乏品牌和质量的商品房销售去化情况急转直下，品牌企业市场集中度进一步加强。

这一阶段，地产股表现将出现分化，优质开发商可以凭借良好的融资能力、拿地能力、产品设计和销售能力，大幅提高可售量并获得高于行业平均的销售去化率，成为销售驱动行情的主要受益者。

第三阶段：政策放松预期驱动型机会

下半年，预计CPI见顶回落，房价经历调整后趋于稳定，由于2010年和11年上半年地产商积极投资补库存行为、以及总体去化率的下降使得库存明显回升，下半年土地购置和商品房投资增幅预计将快速回落。

2010年，土地财政进一步升温；2011年将实施的积极财政政策将导致地方政府对土地出让金的依赖度实质性增强，因此土地市场活跃度下降后，调控放松的预期将有所抬头。届时，地产股重组审批等搁置已久的进程也可能重新启动。

这一阶段，地产股将再度出现板块性的估值恢复动力，同时事件驱动型的个股机会将增加。

行业中性，精选优质个股

我们建议2011年对地产板块做中性配置，精选具备核心竞争优势公司作为投资组合。2011年行业竞争激烈，行业整合和优胜劣汰不可避免，销售业绩是优质公司超越板块平均表现的基石，他们在房产销售和土地市场的份额将进一步提高。在目前的低估值水平上，精选优质公司无论是相对收益或是绝对收益都是值得期待的。

我们将推荐的公司组合分为四类，第一类是以万科为代表的规模扩张型行业龙头，第二类是以首开股份为代表的一线城市区域龙头，第三类是以福星股份为代表的土地拓展优势型公司，第四类是以金地集团为代表的产品领先优势型公司。

从策略选择的长线角度，我们最为看好的首选推荐公司是第一类的万科、保利地产，第二类的首开股份、滨江集团，和第三类的福星股份、华侨城。

图表 6.中银国际推荐地产公司及核心竞争力

类型	规模扩张型行业龙头	一线城市区域龙头	土地拓展优势型	产品领先优势型
推荐公司	万科、保利地产、荣盛发展	首开股份、滨江集团	福星股份、华侨城、世贸股份、中南建设	金地集团
战略定位	中国城市化进程的受益者	掌握一线城市稀缺资源和优质客户	独特扩张模式，大规模和低成本的土储资源	精品战略，产品领先
盈利模式	快速周转，成本领先	核心区域利润最大化，以及合理的周转率	滚动开发，享受城市化土地红利	兼顾利润最大化和较高的周转速度
销售定价策略	合理灵活定价，开盘去化率要求较高	差别定价，追求较高附加值	低价入市，逐期抬升	优质优价，逐步提高对周转速度的重视
区域布局	提倡均衡配置，规模化拓展，对二三四线城市关注度尤高	优势一线城市为主，兼向周边二三线城市渗透	新拓展项目集中在二三四线城市	一二线城市均衡配置，重点城市重点拓展
拿地模式	市场化公开方式为主，逐步增加合作拿地及其他方式	以公开方式为主；其中首开具备良好的政府关系优势	通过城中村改造、承建商业综合体、城建工程、旅游主题公园等特殊模式拿地，一定范围内的可复制性，受地方政府支持	公开方式为主，兼顾其他方式
产品策略	大众主流住宅占绝对主导地位，产品可复制能力强，逐步开拓细分产品	高端豪宅型和中端精品型住宅相结合	大型综合性社区，混合住宅、商业、办公、酒店及其他公建配套	精品住宅，个性化定制型产品，低密度中高端住宅
财务状况	根据自身风格决定。万科稳健，保利和荣盛相对激进	根据自身风格决定	如处于扩张期，资金需求偏大	根据自身风格决定
管理格局	管理跨度大，严格的管控模式、强大的执行力，重视成本管理	地区集中化管理，处于对外扩张初期	偏重大规模社区的持续开发、营销和管理	管理跨度中等，区域扁平化管理，重视产品研发
抗周期优势	区域分散布局，地理战略纵深抚平市场波动	面向经济发达区域中高端人群，购买力受需求调控政策影响较小	以低地价成本对抗房价调整	中高端客户，较强购买力，品牌竞争优势突出

资料来源：中银国际研究

近期覆盖公司预测指标调整和最新估值情况

另外,我们近期根据最新的公司业绩预增公告和对公司的调研信息更新了我们的盈利预测模型,对下列 11 家覆盖公司的 2010-2012 年每股收益预测和 2010 年末评估净资产值进行了调整,总结情况如下图表 7:

图表 7.中银国际覆盖公司的预测指标调整

	调整前(元/股)				调整后(元/股)				调整幅度(%)			
	每股收益	每股收益	每股收益	净资产值	每股收益	每股收益	每股收益	净资产值	每股收益	每股收益	每股收益	净资产值
	2010E	2011E	2012E	2010	2010E	2011E	2012E	2010	2010E	2011E	2012E	2010
万科	0.68	0.90	1.24	12.62	0.65	0.95	1.28	13.41	(4)	6	3	6
保利地产	1.04	1.31	1.64	14.97	1.04	1.31	1.64	16.55	0	0	0	11
金地集团	0.54	0.68	0.88	9.09	0.60	0.74	0.89	10.41	11	9	1	15
华侨城	0.75	0.98	1.27	16.59	0.90	1.08	1.35	16.94	20	10	6	2
首开股份	1.25	1.63	2.04	26.61	1.16	1.63	2.04	27.10	(7)	0	0	2
滨江集团	0.63	0.90	1.58	14.80	0.76	1.09	1.65	16.49	21	21	4	11
荣盛发展	0.64	0.85	1.07	13.01	0.68	0.92	1.21	14.55	6	8	13	12
福星股份	0.68	0.95	1.34	12.89	0.68	0.97	1.28	16.90	0	2	(4)	31
深振业	0.76	0.94	1.34	9.33	0.63	0.82	1.12	9.37	(17)	(13)	(16)	0
苏宁环球	0.67	1.01	1.22	13.29	0.55	0.90	1.16	13.55	(18)	(11)	(5)	2
冠城大通	0.95	0.99	1.37	11.65	0.72	1.23	1.58	12.86	(24)	24	15	10

资料来源：万得资讯, 中银国际研究

图表 8 显示了我们关注的 A 股公司的估值情况，截至 2011 年 1 月 17 日，我们关注的 A 股全国性开发商平均 2010 年和 2011 年市盈率为 12.7 和 10.2 倍，NAV 折价率为 30.4%；区域性开发商平均 2010 年和 2011 年市盈率为 14.5 和 10.8 倍，NAV 折价率为 21.4%；投资类地产商平均 2010 年和 2011 年市盈率为 24.7 和 14.9 倍，NAV 折价率为 44.9%。

和全国性开发商相比，区域性开发商目前并无绝对的估值优势，而全国性开发商的品牌号召力、均衡布局和财务掌控能力都优于区域性开发商。因此，在 2011 年行业整合的浪潮中，我们更倾向于选择大型全国性品牌开发商。

图表 8. 中银国际关注的 A 股上市地产公司估值表

	代码	评级	股价	总市值 (人民币) (十亿元)	净资产 值 (元/股)	净资产 值溢 I(折)价	年均复合 增长率 (%)		市盈率 (倍)		股息率 (%)	净资产 产收 益率	每股 净资 产	市净率 (倍)	最后公 告日净 负债率
					2010E	2010E	09-11E	2009	2010E	2011E	2009	2009			
全国性开发商															
万科 A	000002.SZ	买入	8.42	926	13.41	(37.2)	32.8	15.7	12.9	8.9	0.8	17.0	3.66	2.3	41
保利地产	600048.SS	买入	13.60	622	16.55	(17.8)	31.8	18.0	13.1	10.4	0.7	17.6	5.92	2.3	133
招商地产	000024.SZ	买入	16.24	279	24.65	(34.1)	22.0	17.0	12.6	11.4	0.6	10.6	10.24	1.6	11
金地集团	600383.SS	买入	6.73	301	10.41	(35.3)	36.1	16.9	11.2	9.1	1.5	14.6	3.63	1.9	73
华侨城 A	000069.SZ	买入	12.28	382	16.94	(27.5)	40.2	22.4	13.7	11.4	n.a.	17.1	3.80	3.2	85
平均值						(30.4)	32.6	18.0	12.7	10.2	0.9	15.4		2.3	69
区域性开发商															
首开股份	600376.SS	买入	16.84	194	27.10	(37.9)	41.7	20.8	14.5	10.3	0.6	14.3	8.85	1.9	42
滨江集团	002244.SZ	买入	11.75	159	16.49	(28.8)	39.2	24.7	15.5	10.7	0.4	20.5	2.80	4.2	114
福星股份	000926.SZ	买入	11.60	83	16.90	(31.4)	43.3	24.5	17.0	11.9	0.9	8.9	7.38	1.6	47
荣盛发展	002146.SZ	买入	12.87	185	14.55	(11.6)	47.4	30.2	18.8	13.9	0.1	20.8	3.01	4.3	84
新湖中宝	600208.SS	买入	5.73	294	7.55	(24.1)	57.5	25.3	15.9	10.2	n.a.	21.3	1.44	4.0	28
苏宁环球	000718.SZ	买入	9.06	154	13.55	(33.1)	45.8	21.5	16.5	10.1	n.a.	29.8	2.02	4.5	40
中南建设	000961.SZ	买入	11.20	131	15.97	(29.9)	49.3	23.4	14.4	10.5	n.a.	22.1	3.76	3.0	60
建发股份	600153.SS	买入	6.22	139	9.70	(35.9)	21.7	12.3	10.0	8.3	4.0	23.2	2.41	2.6	122
华发股份	600325.SS	买入	10.27	84	14.33	(28.3)	13.1	12.3	11.7	9.6	1.0	14.2	6.51	1.6	47
嘉凯城	000918.SZ	买入	8.57	155	9.73	(12.0)	19.4	12.9	10.3	9.1	0.6	51.9	1.98	4.3	46
冠城大通	600067.SS	持有	9.02	66	12.86	(29.8)	78.8	28.1	15.0	8.8	0.6	18.1	2.57	3.5	59
深振业 A	000006.SZ	持有	7.15	54	9.37	(23.7)	37.9	16.7	11.3	8.8	1.7	17.6	2.75	2.6	155
中华企业	600675.SS	持有	6.96	98	7.42	(6.1)	15.0	20.1	19.9	15.2	n.a.	18.3	2.73	2.6	160
中航地产	000043.SZ	持有	12.10	27	14.71	(17.7)	86.3	42.8	19.3	12.3	n.a.	3.7	8.00	1.5	111
京投银泰	600683.SS	持有	6.65	49	7.11	(6.4)	99.7	45.4	12.5	11.4	0.8	10.1	2.09	3.2	32
鲁商置业	600223.SS	持有	7.85	79	10.71	(26.7)	53.0	17.8	11.0	7.6	n.a.	86.1	0.74	10.7	130
阳光城	000671.SZ	持有	8.78	47	15.10	(41.9)	93.7	16.2	5.6	4.3	0.7	23.3	2.33	3.8	43
名流置业	000667.SZ	未有评级	3.00	77	n.a.	n.a.	90.7	29.6	13.3	8.1	n.a.	5.8	1.92	1.6	10
上实发展	600748.SS	未有评级	7.78	84	n.a.	n.a.	26.3	24.9	21.2	15.6	0.4	9.5	2.33	3.3	108
泛海建设	000046.SZ	未有评级	8.81	201	n.a.	n.a.	41.5	48.4	38.3	24.2	1.1	4.8	3.43	2.6	69
阳光股份	000608.SZ	未有评级	7.15	54	n.a.	n.a.	26.5	17.9	10.2	11.2	0.8	14.3	3.23	2.2	2
栖霞建设	600533.SS	未有评级	4.90	51	n.a.	n.a.	41.5	20.5	14.0	10.2	3.1	8.4	2.66	1.8	63
广宇集团	002133.SZ	未有评级	6.23	31	n.a.	n.a.	49.7	19.2	12.0	8.5	1.8	14.2	2.65	2.4	48
北京城建	600266.SS	未有评级	12.22	109	n.a.	n.a.	16.4	13.9	10.8	10.3	0.8	20.5	5.42	2.3	47
亿城股份	000616.SZ	未有评级	5.07	50	n.a.	n.a.	24.3	12.0	10.0	7.8	n.a.	15.6	2.91	1.7	(22)
平均值						(21.4)	47.9	23.5	14.5	10.8	1.1	19.8		3.0	65
投资类地产商															
浦东金桥	600639.SS	买入	9.04	84	16.76	(46.1)	29.4	21.2	14.9	12.7	1.2	11.2	3.67	2.5	42
张江高科	600895.SS	买入	8.68	134	14.72	(41.0)	25.8	19.0	14.8	12.0	3.5	12.9	3.76	2.3	62
金融街	000402.SZ	买入	6.71	203	12.75	(47.4)	26.0	14.9	12.2	9.4	2.2	9.1	5.21	1.3	68
世茂股份	600823.SS	买入	13.68	160	25.45	(46.2)	178.4	77.7	12.7	10.0	n.a.	4.0	5.88	2.3	36
中国国贸	600007.SS	持有	9.81	99	17.46	(43.8)	23.4	34.1	79.5	22.4	1.4	6.7	4.32	2.3	93
陆家嘴	600663.SS	未有评级	16.38	306	n.a.	n.a.	11.6	28.7	25.3	23.1	0.9	12.6	5.43	3.0	22
外高桥	600648.SS	未有评级	12.15	123	n.a.	n.a.	83.1	60.9	n.a.	18.2	n.a.	9.0	4.19	2.9	154
苏州高新	600736.SS	未有评级	5.11	45	n.a.	n.a.	35.1	18.0	12.1	9.9	2.0	8.1	3.05	1.7	122
北辰实业	601588.SS	未有评级	3.44	116	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26.2	16.7	0.9	6.5	2.71	1.3	64
平均值						(44.9)	51.6	34.3	24.7	14.9	1.7	8.9		2.2	74
全部平均						(30.0)	46.3	25.4	16.9	11.9	1.3	15.9		2.7	68

资料来源：公司数据，中银国际研究

宏观经济面临通胀考验

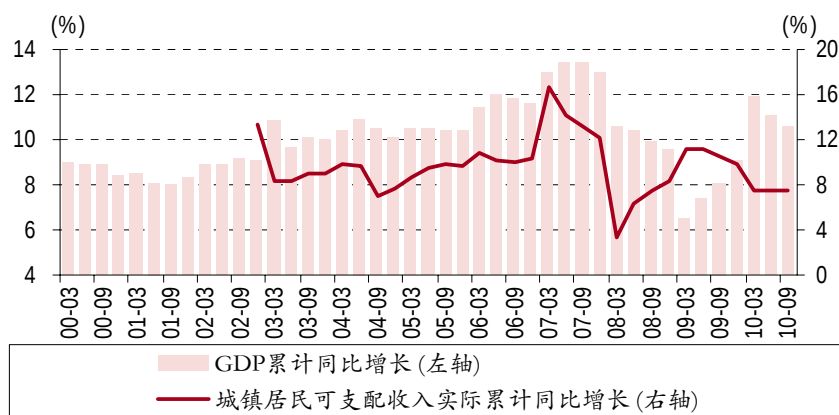
经济增长再次呈现整体过热态势

2010 年前三季度我国 GDP 增速逐季回落，一至三季度单季分别同比增长 11.9%、10.3%和 9.6%，预计全年 GDP 将同比增长 10%左右。前三季度城镇居民人均可支配收入实际同比增长 7.5%，增速明显下滑。尽管增速逐季回落，但是整体来看经济增长再次呈现出过热的态势。11 月份 CPI 同比增速已经从年初的 1.5%上涨至 5.1%，根据我们宏观团队的预测，2011 年 CPI 同比增速将进一步提高到 5%左右的水平，部分月份可能接近 6%。

从拉动经济增长的三驾马车来看，投资方面，四万亿刺激计划仍能带来部分后续投资需求，而 11 年作为“十二五”规划开局之年可能有大量新项目开工，这些将支撑投资增速，但与此同时，出口增速回落、成本上涨压力以及货币政策收紧将抑制投资增速加快；促消费政策的进一步落实也将使居民消费继续保持平稳增长。

总体来看，2011 年中国经济增速将温和回落，但仍然保持较快增长。积极的财政政策将使得投资仍是 11 年经济增长的主要驱动力，尤其是保障房投资的大爆发更将对房地产行业造成突出影响。

图表 9. GDP 增速逐季回落，城镇居民收入实际增速明显下滑

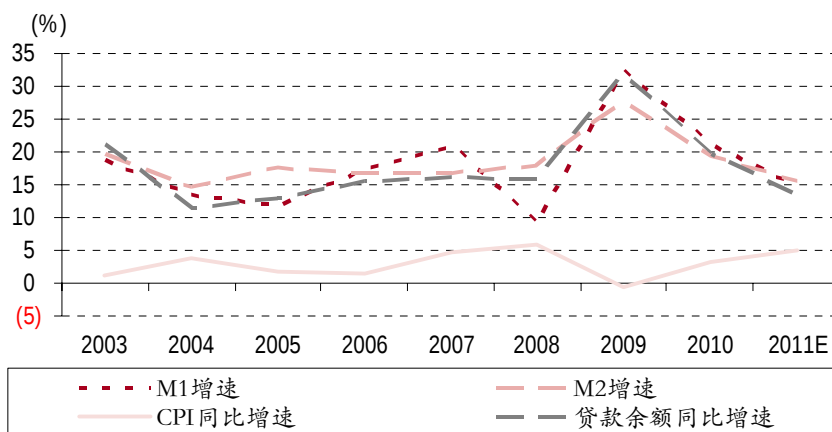


资料来源：国家统计局，中银国际研究

货币政策从宽松转为稳健偏紧

2010 年新增人民币贷款 7.95 万亿,超过年初预期 7.5 万亿水平,货币状况仍显宽松。M1 和 M2 预计将分别同比增长 21.2%和 19.5%,相比 09 年回落,但仍处于较高水平。面对国内通胀压力的高企,央行不得不转变货币政策方向,年内六次上调存款准备金率、两次加息,并将 2011 年宏观经济政策的基调定为“积极稳健、审慎灵活”。国内物价水平持续走高,加上国外输入性通胀冲击,2011 年的宏观政策基调毫无疑问将转向稳健的中性偏紧货币政策。

图表 10.货币供应、贷款余额及 CPI 增速



资料来源:中国人民银行, CEIC, 中银国际研究

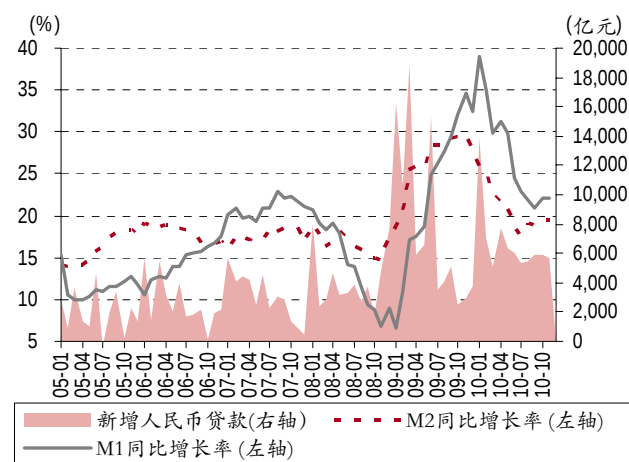
根据我们宏观团队的判断,在中性的情景下,11 年新增信贷规模约 6.5 万亿,较 10 年 7.8 万亿的增量下降约 18%,但仍远高于 07、08 年水平;M1、M2 增速也将分别回落至 14.8%和 15.5%,将低于 00-08 年的平均水平 15.2%和 16.5%;流动性将得到较为严格的控制。

通胀压力下加息周期仍将延续

由于 2010 年年初 M1、M2 增速在历史高位运行,新增人民币贷款相比 09 年末出现大幅飙升情形,决策层开始逐步调整货币政策,10 月份以来两次加息共 50 个基点标志着中国已经进入了加息周期。进入四季度以来央行密集调整货币政策,4 个月内连续 2 次加息、4 次上调存款准备金率,显示出政府收紧货币流动性、控制通胀预期的决心。根据中银宏观团队的判断,2011 年的通胀水平可能超出预期,CPI 同比增速将达到 5%左右,并在 1 月份和 4 月份达到年内峰值,分别为 5.7%和 5.4%,年末将会下降到 2.5%左右。

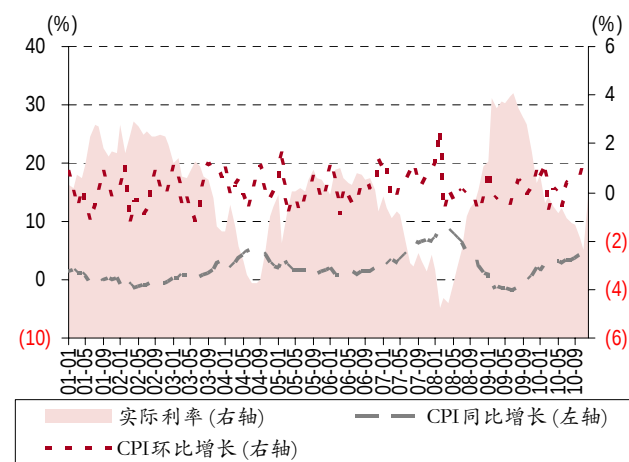
在连续两次加息之后，目前一年期存款利率上调至 2.75%，五年以上中长期贷款利率上调至 6.40%。中银宏观团队预测，11 年加息幅度在 100 个基点左右，一年期存款利率将达到 3.75%；假设以对称形式上调贷款利率，那么五年以上中长期贷款利率预计将达到 7.40%。

图表 11. 过快增长的货币供应开启了加息周期



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 12. CPI 高企之下，实际利率不断下行



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 13. 2010 年以来央行执行的九次货币政策调整

时间	政策内容
1 月 18 日	存款准备金率上调 0.5 个百分点
2 月 25 日	存款准备金率上调 0.5 个百分点
5 月 10 日	存款准备金率上调 0.5 个百分点
10 月 20 日	一年期存贷款利率分别上调 0.25 个百分点
11 月 16 日	存款准备金率上调 0.5 个百分点
11 月 29 日	存款准备金率上调 0.5 个百分点
12 月 20 日	存款准备金率上调 0.5 个百分点
12 月 26 日	一年期存贷款利率分别上调 0.25 个百分点
1 月 20 日	存款准备金率上调 0.5 个百分点

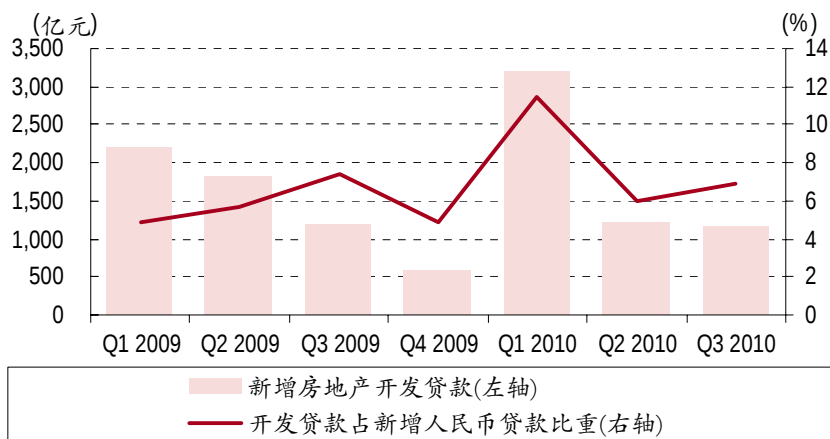
资料来源：中国人民银行，中银国际研究

根据历史经验，通常加息周期初期房地产市场量价齐升，后期房价开始下跌。本轮加息周期叠加了限购令和限贷令的政策影响，因而对供给方和需求方的影响有所放大。

对于需求方购房者而言，贷款利率的提高增加了购房者还款负担，以本轮加息周期至 2011 年内共加息 150 个基点计，预计将使月供提高 12.1%；存款和社会利率的提高也增加了购房的机会成本。

2010 年，开发贷对于供给方开发商而言起到了极大的支持作用，但逐季回落的态势依然明显。2011 年开发贷将成为继个贷后下一个严控对象，银行对开发商抵押品的估值折扣加大、违规企业黑名单向银行系统报备，而银行额度的收紧和加息也使得开发商实际融资成本提高。

图表 14. 房地产开发贷政策呈收紧趋势

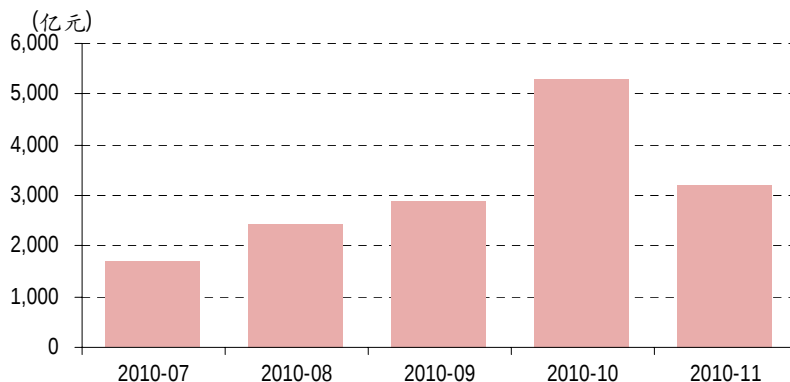


资料来源：中国人民银行，CEIC，中银国际研究

宽松的外部资金环境造成热钱涌入加剧通胀风险

在美国二次量化宽松政策实施之后，大量外汇热钱为了追逐利差套利空间而涌入新兴市场，包括中国在内的许多新兴经济体都遭受了输入性通货膨胀的冲击。2010 年下半年以来，中国外汇占款呈现快速增长态势，全年新增外汇占款 2.85 万亿，同比增长 15%。

图表 15. 外汇占款增长的背后“热钱”暗流涌动



资料来源：中国人民银行，中银国际研究

历史经验表明，外汇热钱涌入将推高流入国资本市场、房地产市场的价格，形成资产泡沫，增加中国的宏观调控难度。央行目前采取的主要手段是提高存款准备金率对冲和修订银行外汇业务方面的管理制度堵截流入漏洞。上述物业对地产行业的影响主要在于限制海外资金在国内购买物业，以及海外中资房企的资金进入国内市场。

常态调控不改，制度建设开局

从“十二五”规划看房地产调控方向

2011年是“十二五”开局之年，通过解读国家“十二五”规划建议不难发现，“经济结构调整和发展方式转变”将成为“十二五”期间的战略重点，供给面将大力发展新兴产业、推动制造业升级，需求面将把城镇化作为战略支撑点，加快国民收入分配改革，刺激国内需求。

解读“十二五”规划建议不难发现三个关键词“调结构、扩内需、保民生”，而房地产行业在“十二五”期间的调控方向也必然围绕着这三个关键词。

我们认为，对于房地产行业而言，“十二五”期间的政策机遇和挑战并存。挑战在于调结构导致的房地产行业支柱地位被削弱，以及保民生导致的商品房市场“去投资化”倾向；机遇则在于城镇化进程的加快不仅大幅增加城市居民的住房需求，也会通过基础设施建设来提升房地产资产价值；居民收入的提高将为购房需求提供更加充足的资金，而保障房体系的快速发展也将使得住房双轨制成为可能，减少频繁行政调控带来的过度波动。

政策框架基本建立，调控频繁但效果短期化

2010年是中国房地产市场当之无愧的“调控年”，行政性调控措施密集出台，主要的政策框架已经建立。我们在图表16中对2010年实施的房地产市场主要调控政策进行了汇总。主要政策可分为五大方面，其中信贷政策的反复收紧是2010年调控的主要起效手段：

第一，信贷政策。银行反复收紧二套房贷、暂停发放三套房贷；提高首套房贷优惠利率下限；收紧开发贷；时隔三年首次加息，并且连续两次共加息50个基点；暂停房地产企业再融资和资产重组等。

第二，税收政策。土地增值税加快清算，提高预征率；缩小契税所得税优惠范围；酝酿试点房产税，积极开展各项准备工作。

第三，市场管理政策。北京、杭州等城市加强预售款监管；严管阴阳合同行为；预售证不低于3万平米；北京、上海、深圳等16城市先后出台限购令措施。

第四，土地政策。土地出让金首付不低于 50%；付款期限不超过 1 年；大城市单次土地出让面积不超过 20 公顷；合同规定开工时间，严查囤地；禁止容积率小于 1 和毛地出让；地王必须上报等。

第五，保障房政策。全国范围内大力推进保障房建设，10 年 580 万套保障房任务完成；公租房税收优惠政策等。

图表 16. 2010 年房地产市场主要调控政策汇总

(一) 信贷政策

- 1 月 7 日 国务院颁发《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，即“国十一条”，要求严格二套房贷管理，不再区分改善型和非改善型需求，一律执行 40% 以上首付；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。
- 4 月 11 日 银监会指出，银行业金融机构要增加风险意识，不对投机投资购房贷款，如无法判断，则应大幅度提高贷款首付比例和利率水平。
- 4 月 14 日 国务院常务会议要求，对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，此前为 40%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍；对贷款购买第三套及以上住房的，要大幅度提高首付款比例和利率水平。
- 4 月 17 日 国务院发出《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出调控楼市的 10 项措施，被称为“新国十条”。其要点包括要求房价过高、上涨过快、供应紧张的地区，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 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。
- 6 月 4 日 住建部、央行和银监会联合发文《关于规范商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准的通知》，明确规定第二套住房的认定情况，二套房的认定在以家庭为单位的基础上，执行“认房又认贷”标准。
- 9 月 29 日 国务院有关部委出台“新国五条”，其中涉及信贷政策包括：将原针对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张地区的停贷政策扩大至全国，并不再给予各商业银行选择权；暂停发放三套及以上住房贷款，不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的停止放贷，首套房首付比例调整到 30% 及以上，二套房首付比不低于 50%，贷款利率不低于基准利率 1.1 倍；继续支持房地产开发企业承担中低价位、中小套型商品住房项目和参与保障性安居工程的贷款需求，对有土地闲置、改变土地用途和性质、拖延开工时间、捂盘惜售等违法违规行为的房地产开发企业，各商业银行则要停止对其发放新开发项目贷款和贷款展期。
- 10 月 15 日 证监会发布文件，表示已暂缓受理房地产开发企业重组申请。
- 11 月 3 日 住建部、财政部、央行和银监会联合发布《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》，将购买首套 90 平方米以上普通住房的首付比例从 20% 提高至 30%；二套房首付比提高至 50%，贷款利率按同期首套房公积金贷款利率 1.1 倍执行，不满足人均居住面积条件或购买非普通住房停止贷款；三套及以上房停止放贷。

(二) 税收政策

- 3 月 9 日 财政部、国税总局，进一步明确首次购买普通住房契税优惠政策，提出对两个或两个以上个人共同购买普通住房，其中有人有购房记录的，该套房产的共同购买人均不适用首次购买普通住房的契税优惠政策。
- 5 月 19 日 国税总局发布《关于土地增值税清算有关问题的通知》，明确了土地增值税清算过程中的若干计税问题。
- 5 月 31 日，《国务院批转发展改革委关于 2010 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》下发，通知明确提出要深化财税体制改革，逐步推进房产税改革。
- 6 月 3 日 国家税务总局发出《关于加强土地增值税征管工作的通知》，就各地土地增值税的预征、清算等工作提出严格要求，除保障性住房外，东部地区预征税率不得低于 2%，中部和东北地区不得低于 1.5%，西部地区不得低于 1%。核定征收率原则上不得低于 5%。
- 9 月 29 日 国务院有关部委出台“新国五条”，其中涉及税收政策包括：重点对定价明显超过周边房价水平的房地产开发项目进行土地增值税的清算和稽查；加快推进房产税改革试点工作，并逐步扩大到全国；明确对个人购买普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，减半征收契税；对个人购买 90 平方米及以下普通住房，且属于家庭唯一住房的，减按 1% 税率征收契税；对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税。
- 10 月 17 日 据媒体报道，财政部、国税总局、住建部联合启动的房产税会签工作接近尾声，上海和重庆的房产税试点已箭在弦上。

资料来源：中银国际研究

续...图表 16.2010 年房地产市场主要调控政策汇总

(三) 市场管理政策

- 3月18日 国资委发布“清退令”，要求78家非房地产主业的央企退市。
- 4月13日 住建部发出《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》，要求各地切实强化房地产市场监管，完善商品住房预售制度，加强预售商品住房交付和质量管理，健全房地产市场监督管理机制，并明确提出，全面开展预售商品住房项目清理，未获预售许可项目，开发商不得收取或变相定金、预收款等具体措施。
- 4月30日 北京市政府发布通知，启动“限购令”，规定同一购房家庭只能在北京市新购买一套商品住房。
- 9月29日 各地推出细则呼应“新国五条”，深圳、厦门、上海等16个城市相继推出“限购令”措施。
- 10月25日 北京发布《商品房预售资金监督管理暂行办法》，要求预售资金全部存入专用账户，禁止开发企业直接收存预售资金；预售资金严格按工程节点支取，包括地下结构完成、结构封顶、竣工验收等，自12月1日起执行。随后，浙江省和成都市的预售监管制度也相继出台。
- 11月4日 住建部和国家外汇管理局联合发布《关于进一步规范境外机构和个人购房管理的通知》，规定境外个人只能在境内购买一套用于自住的住房，而境外机构只能在注册城市购买办公所需的非住宅房屋。

(四) 土地政策

- 3月8日 国土部发出《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，明确了保障性住房用地供应、商品房用地出让、打击囤地等方面的具体要求。例如，通知要求确保保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建房用地不低于住房建设用地供应总量的70%。
- 4月17日 “新国十条”中第五条明确，房价上涨过快的城市，要增加居住用地供应总量；要依法加快处置闲置房地产用地，对收回的闲置土地，要优先安排用于普通住房建设；在坚持和完善土地招拍挂制度的同时，探索“综合评标”、“一次竞价”、“双向竞价”等出让方式，抑制居住用地出让价格非理性上涨；第六条再次强调“三类用地”占比不得低于70%，并要求优先供应。
- 6月26日 国土部发出《关于进一步做好征地管理工作的通知》，要求各地每2至3年对征地补偿标准进行调整，逐步提高征地补偿水平；应支付给被征地农民的补偿安置费，要直接支付给农民个人。
- 9月8日 国土部、住建部下发《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》，要求贯彻落实“新国十条”确定的工作任务，并明确提出因企业原因造成土地闲置一年以上的，禁止竞买人及其控股股东参加土地竞买活动；住宅用地的容积率指标必须大于1；土地交付之日起一年内开工建设，自开工之日起三年内竣工等措施。
- 12月19日 国土部发布《关于严格落实房地产用地调控政策促进土地市场健康发展有关问题的通知》，要求严格落实房地产监管和调控政策措施，打击囤地炒地闲置土地等违法违规行为，坚决抑制少数城市地价过快上涨趋势。通知明确，对招拍挂出让中溢价率超过50%、成交总价或单价创历史新高的地块要实行上报制。

(五) 保障房政策

- 1月7日 “国十一条”提出出要适当提高对中西部地区廉租住房建设的补助标准，改进和完善中央补助资金的下达方式，调动地方积极性，确保资金使用效果。
- 4月22日 住建部发布《关于加强经济适用住房管理有关问题的通知》，要求经济适用住房建设项目必须严格按照有关规划建设管理的规定程序报批、建设，单套建筑面积控制在60平方米左右；完善监督管理机制，违规出售经济适用房将被收回等。
- 5月4日 住建部发布《关于加强廉租住房管理有关问题的通知》，严格建设和准入管理，单套建筑面积控制在50平方米以内等。
- 6月12日 住建部等七部门联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，正式将“公共租赁住房”纳入我国住房保障政策体系中，倡导大力发展公租房，解决“夹心层”住房问题。
- 6月18日 住建部等七部委联合下发《关于做好住房保障规划编制工作的通知》，对2010-2012年保障性住房建设规划和“十二五”住房保障规划编制工作的指导思想、基本原则、规划重点、基本目标等均予以了明确规定。
- 8月6日 住建部在公布了28个城市为利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点城市之后，又与财政部等五部委联合印发《关于做好利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的通知》，从政府责任等四个方面对试点工作提出明确要求。
- 11月16日 财政部、发改委和住建部联合发出《关于保障性安居工程资金使用管理有关问题的通知》，规定各地政府可将现行从土地出让净收益中安排不低于10%的廉租住房保障资金，统筹用于发展公共租赁住房。
- 11月23日 住建部发布《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，2011年计划安排建设保障性住房和各类棚户区改造住房1,000万套，要求各地政府抓紧调整保障房规划，并上报计划汇总表。

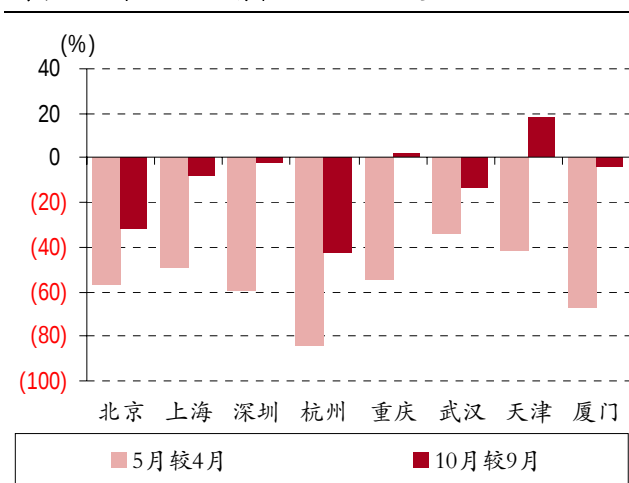
资料来源：中银国际研究

4月17日出台的“新国十条”和9月29日出台的“新国五条”，是2010年最重要的两次以按揭信贷为重头的调控政策。但是先后两次调控效果却大不相同。

4.17 新政大幅提高二套房首付比例至 50%，贷款利率也提高至基准利率的 1.1 倍，对此市场反应激烈，投资和刚性需求全部观望，一二线城市市场成交量均出现速冻局面；9.29 新政提高首套房首付比例至 30%，停止发放三套房贷，防止消费贷款进入楼市，16 个城市先后推出限购令措施，对此市场虽有反应，但程度明显小于上一轮新政，刚性需求受到的边际影响更大，对二三线城市的影响几乎可以忽略。

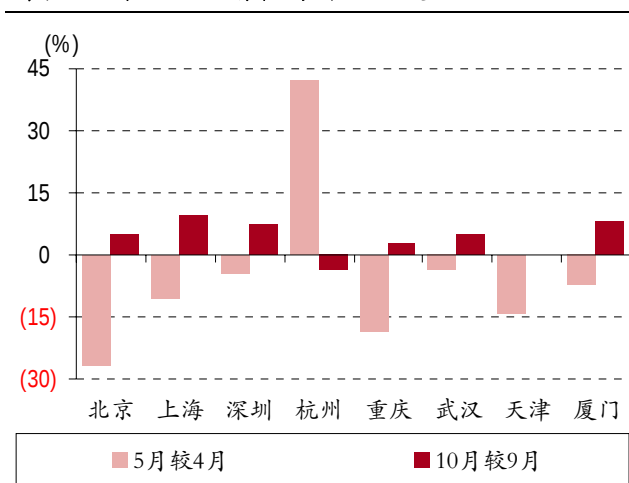
通过比较两次新政实施后一个月与出台当月商品住宅销售面积和销售价格的变化情况可见（见图表 17、18），9.29 新政的政策效果明显不如 4.17 新政。调控政策主要依赖于行政性手段，但是这种堵多于疏的方法却使调控效果呈短期化态势，调控的公信力也因此受到质疑。

图表 17. 商品住宅销售面积环比变动



资料来源：中房指数院，中银国际研究

图表 18. 商品住宅销售均价环比变动



资料来源：中房指数院，中银国际研究

常态调控将逐步减少对板块的影响

展望 2011 年，我们认为政策调控路径仍将延续，政府依然会采用行政性调控手段来稳定房价，但是这种常态化调控措施对房地产板块的影响将逐步减弱。尽管“十二五”期间保障房供应量将呈现井喷态势，但是在保障房存量尚未形成大规模气候之前，行政性措施很难淡出房地产市场。具体而言，11 年政策调控将在 10 年基础上继续加强和落实。

第一，信贷政策。房贷首付比例上升空间有限，但利率进一步上调；对开发贷和房地产信托的控制将严于 10 年，房地产企业资金链将继续面临严峻挑战。

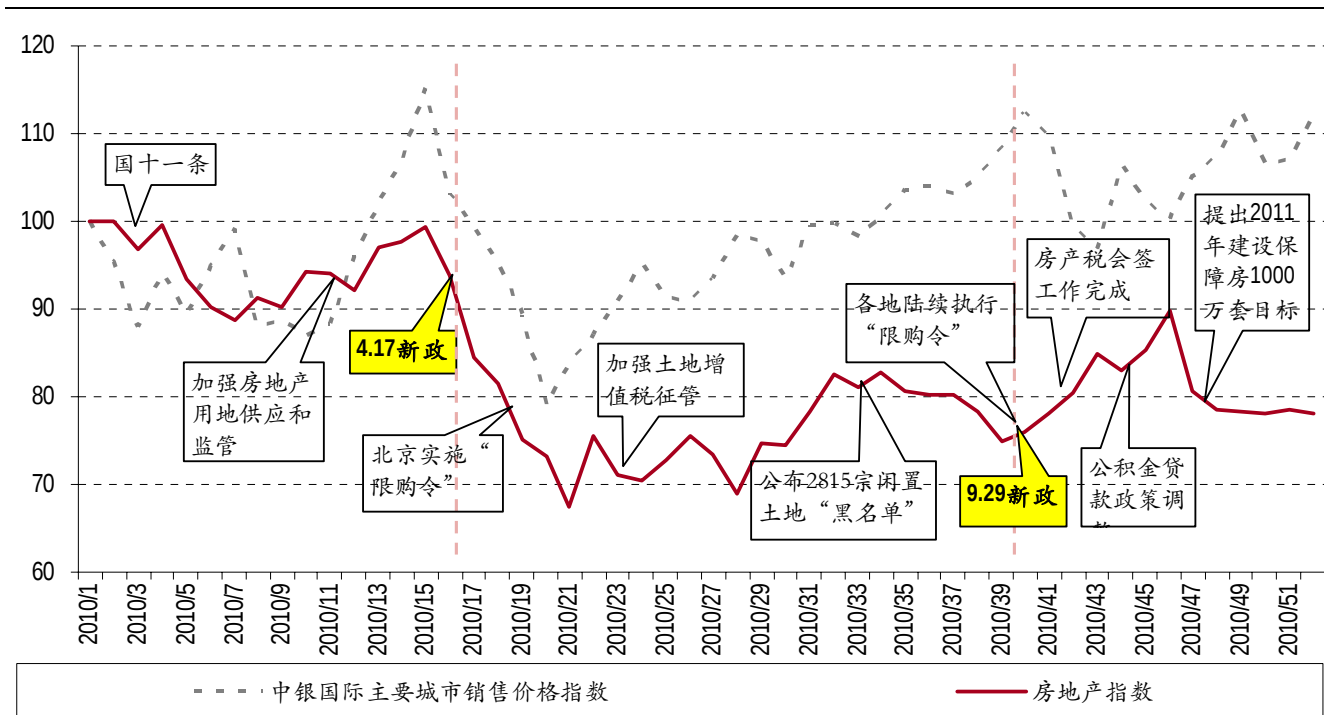
第二，税收政策。房产税试点落地，上海和重庆将成为首批试点城市，房产税由于试点初期税基和税率比较宽松，且上海可能采取新老划断方式，全国范围影响有限，甚至可能产生促进未试点城市高端房成交的反效果；二手房交易所得税和土地增值税清算也可能趋严。

第三，市场管理政策。延续 2010 年的预售款监管、限购令和限外令措施。

第四，土地政策。将延续 2010 年调控模式，在土地依赖惯性下，触动地方财政体制改革难度较大。

第五，保障房政策。2011 年 1,000 万套保障房建设目标将大力推进，相应的土地和资金保障政策和融资方式继续探讨中。

图表 19. 2010 年密集调控政策盘点



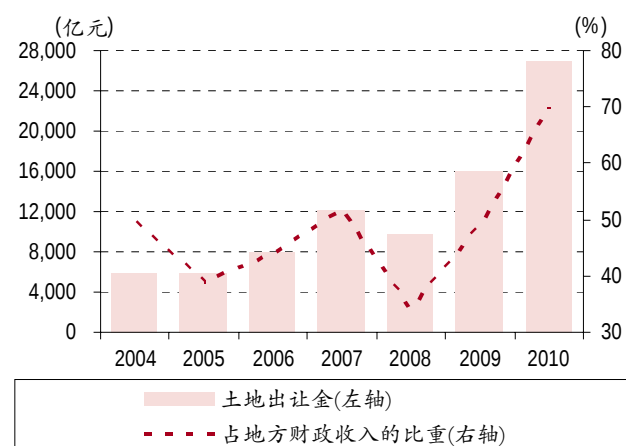
注：时间轴表示 2010 年 1-52 周，中银国际主要城市销售价格指数参考北京、上海、深圳、广州等 13 个城市的房价数据

资料来源：中房指数院，万得资讯，中银国际研究

土地财政不改，中央地方博弈格局不变

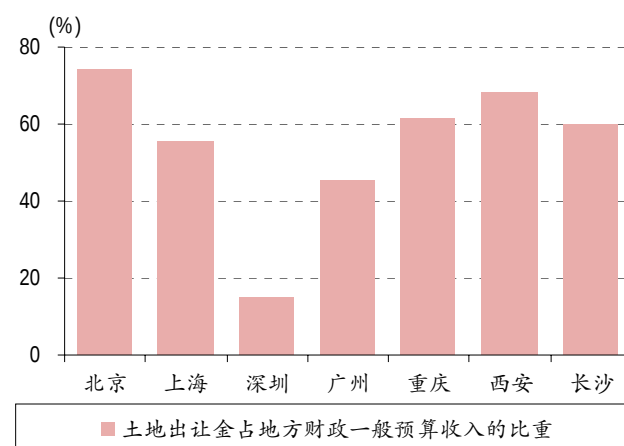
自商品房市场改革以来，房地产市场的迅猛发展也掀起了土地交易的狂潮，土地出让金收入在地方财政收入中的比重逐渐提高，地方政府的土地财政依赖程度不断加大。2010年全国土地出让金收入达2.7万亿元，同比增长70%，估计占全年地方财政收入的比重达到七成。2010年前11月上海土地出让金收入占地方财政一般预算收入的比重为55.6%，北京的比重则是74.0%。地方政府追求GDP增长、大幅增加财政投入在“十一五”开局之年不可能出现实质变化，土地财政造成地价刚性走高、推动房价骑虎难下的情形将持续。限购令、预售资金监管、预售证控制等政策出台以来效果欠佳，调控政策在地方层面难以真正执行到位的博弈格局也难以真正改变。

图表 20. 土地出让金在地方财政收入中的占比激增



资料来源：中房指数院，万得资讯，财政部，中银国际研究

图表 21. 土地收入占据地方财政收入半壁江山



资料来源：中房指数院，地方财政局，中银国际研究

2011 年是制度性建设的开局之年

如果说 2010 年是行政性干预密集的“调控之年”，那么 2011 年应该是制度性建设启动的“开局之年”。

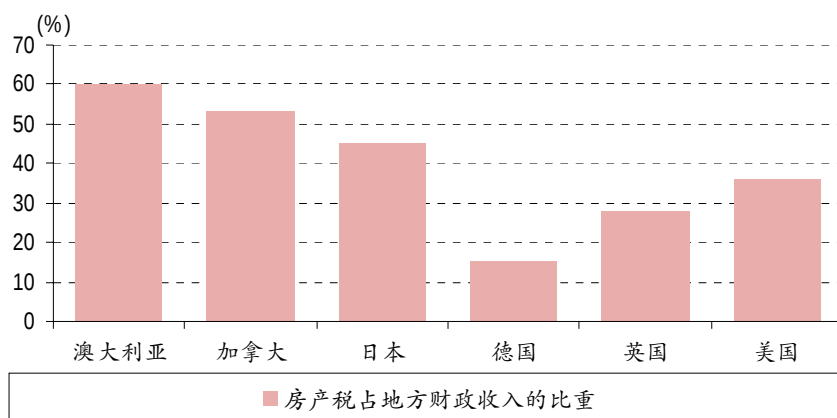
保障房建设爆发

保障房建设的大举推进将彻底改变中国房地产市场格局,促进商品房保障房双轨制的真正形成:商品房主要用于满足改善性住房需求,面向中高端收入群体;而保障房主要为了满足基本住房需求,面向中低端收入群体。近年来,中国房地产市场价格居高不下的根本原因在于市场供需严重不平衡;而民众怨声载道的根本原因则在于社会保障缺失。2010年以来,全国各地加快保障房建设进度,全年完成保障房建设580万套目标,11年计划开工建设1,000万套,随着新增保障房的投放市场,社会福利和供需环境都会有所改善。

房产税试点开局

房产税试点工作的开展将为未来房产税在全国范围内的推行做好准备工作。房产税是对房屋所有人在房屋持有环节进行征税,增加房屋持有成本,长期来看有望促进资源重新配置,有利于房地产市场的健康发展。房产税更大的意义在于改变当前地方政府财权和事权不对等的状况,降低对土地出让金的依赖。经验表明房产税在西方发达国家构成地方财政收入的主要来源。

图表 22. 房产税是发达国家地方财政收入的重要来源



资料来源: 中银国际研究

出租房新政开局

2010年12月1日，住建部出台了《商品房屋租赁管理办法》，将于2011年2月起实施。出租房新政的实施也标志着租房市场将迎来新一轮改革。发达国家经验表明，成熟的租房市场将成为房地产行业的稳定器。当前我国的租房市场仍然存在很多问题，如一些大城市群租现象普遍，租房面积小、环境差，出租人随意收回房屋或提高租金价格等，这些问题都导致许多人不愿意租房，使购房需求被动增加，增添了房价上涨的压力。事实上，在一些发达国家，居民平均住房自有率也仅为50%左右，美国是65.5%，瑞士是42%，英国是46%。而我国的住房自有率高居世界首位，城镇家庭是80%，农村达100%，如此高的住房自有率不仅跟中国人的传统观念有关，与我国租房市场尚未成熟也有很大的关系。我们相信，随着租房市场的制度逐步建立和完善，大部分年轻群体和中低收入群体会乐意选择租房，从而从需求面缓解房价上涨的压力。

事实上，自2010年四季度以来，中国政府在以上这些制度性建设方面所做出的努力是有目共睹的，我们认为房地产市场的问题宜疏不宜堵，只有建立完善的市场规则和体系，通过市场手段自动调节供需矛盾，辅之以宏观政策的管理和支持，才能使房地产市场朝着健康有序的方向发展。

保障房大爆发成为行业焦点事件

2010 岁尾和 2011 年初，大力发展保障房成为中央在房地产领域发出的最强音。

2010 年可以称得上是“保障房元年”，住房保障开始有了比较完善的体系和规划，并且建设进程全面提速。年初制定的保障房开工任务圆满完成，供地方面，多个城市今年保障房的供地比例在一半以上，较高的甚至达到六七成；建设规模方面，全国完成各类保障性住房和棚户区改造住房开工 590 万套，基本建成 370 万套；农村危房改造开工 136 万户，基本竣工 108 万户，超额完成年初国务院部署的任务。

2011 年，上一年度开工和基本建成的保障房正式投放市场，首次对供应结构造成冲击；新一年度计划保障房开工量倍增至 1,000 万套，预计投资额将达到 1.5 万亿，呈井喷态势。各地政府纷纷上报新的建设规划，部分省市公布了 2011 年以及“十二五”期间的保障房建设计划见图表 23。

图表 23.部分省市公布的保障房建设计划

省市	2011 年保障房建设计划
河南省	新建 2,521 万平方米、34 万套保障房，投资 300 亿资金
广东省	新建 40 万套保障房
海南省	新建 91,576 套保障房
上海	新建 1,500 万平方米、18.5 万套保障房，其中经济适用房 500 万平方米，动迁安置房 800 万平方米，公租房 200 万平方米
天津	新建 1,200 万平方米、19 万套保障房
合肥	新建 121 万平方米、23,580 套保障房，其中公租房 100 万平方米，廉租住房 9 万平方米，经济适用房 12 万平方米
省市	“十二五”期间保障房建设计划
南京	新建 1,800 万平方米、29 万套保障房
深圳	新建 1,616 万平方米、24 万套保障房
北京	建设和收购各类保障房 100 万套
南昌	新建廉租住房 50 万平方米、公租房 1 万套，经济适用房补贴家庭 7500 户，棚户区改造 199.5 万平方米
上海	新建各类保障房 6,300 万平方米，其中经济适用房 2,300 万平方米、廉租住房 2,000 万平方米、拆迁安居房 2,000 万平方米
西安	新建 1,598 万平方米、31.7 万套保障房

资料来源：中银国际研究

多层次住房供应体系雏形渐成

“十二五”期间，中国保障房建设将迎来发展的黄金期，多层次的住房保障体系基本形成：对低保家庭等城市最低收入的住房困难家庭，通过低租金的廉租房予以保障；向低收入住房困难家庭出售经济适用房；向中低收入和中等收入家庭出售限价商品房。在此基础上，对所有中低收入家庭提供公共租赁房，实现对各种：“夹心层”的全覆盖。

保障房市场的崛起将对房地产市场产生深远影响,在政策设计和市场演变中,“市场”和“保障”两条腿走路的住房双轨制格局愈来愈明晰。事实上,2010年的中央经济工作会议上首次将“保障性住房体系”和“商品房体系”并列,已经表达了中央在调控思路上的转变。

由于保障房的目标群体是数量庞大的中低收入人群,大规模供应量的释放将大大改善市场供需状况。因此保障房体系的建立将有利于商品房市场逐步脱离过度调控,重新回归市场化轨道。

保障房投资对房地产行业投资增速的拉动作用明显

2010年,在良好的销售额支持和开发商补库存的需求推动下,商品房开发投资高歌猛进,10年前11月新开工面积14.5亿平米,同比增长48.7%,累计投资额达42,697亿元,同比增长36.5%,我们预计2010年全年商品房新开工面积和开发投资额增速分别在43%和34%左右。2011年,由于补库存需求基本结束,销售量增速下滑,我们预计当年商品房新开工面积和投资增速将分别回落至8%和18.8%。

考虑棚户区改造和除经济适用房和限价房外的保障房建设并未纳入商品房开发投资统计范围,我们计算了包括保障房在内的房地产投资增速,按照2010年我们估算的保障房投资额7,997亿元,计入保障房后的10年房地产行业总投资将达54,816亿元,同比增长51.3%。

2011年,由于保障房建设目标相比10年增长了72.4%,保障房投资也将拉动房地产行业的投资增速。根据我们的估算,计入保障房投资之后,11年总投资预计达到72,509亿元,房地产投资增速也将从18.8%提高至32.3%。

图表 24. 保障房建设对房地产开发投资的影响

	商品房				保障房					保障房的影响			
	商品房 开工面 积	单位造 价	商品房 开发投 资额	其中:经 适房	计划套 数	单套面 积	开工面 积	单位造 价	计划投 资	房地 产开 发投 资额	保障房占 房地 产投 资比 重	商品房 开发投 资增 速	计入保障 房后开 发投 资增 速
	万平方米	元/平米	亿元	亿元	万套	平米/套	平方米	元/平米	亿元	亿元	%	%	%
2009	115,385		36,232	1,134	330	55	18,150	2,300		36,232	3.1		
2010	163,800	2,947	48,267	1,448	580	55	31,900	2,507	7,997	54,816	14.6	33.2	51.3
2011E	176,904	3,241	57,341		1,000	55	55,000	2,758	15,167	72,509	20.9	18.8	32.3
2012E	194,594	3,533	68,752		1,100	55	60,500	3,006	18,186	86,938	20.9	19.9	19.9

资料来源: 中银国际研究

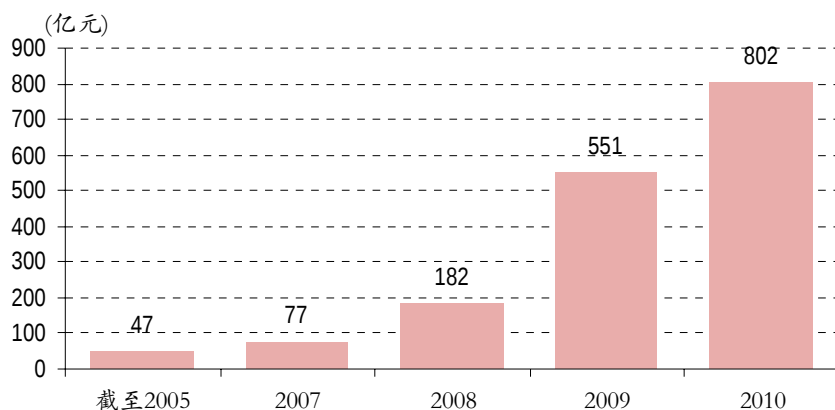
保障房建设任务仍将面临重重考验

但是，我们也必须看到，保障房体系的建设任重而道远。资金来源、退出机制、监管漏洞等都可能导致保障房体系的建设推进受到阻碍，不能真正发挥效用。

资金来源长期保障问题尚未解决

数据显示，进入“十一五”，中央安排的保障住房资金大规模提速，截至 2005 年底，全国累计用于最低收入家庭住房保障的资金仅为 47.4 亿元，32.9 万户最低收入家庭被纳入廉租住房保障范围。2008 年政府工作报告提出加快保障性安居工程建设，中央财政安排保障性安居工程支出大规模增加，2010 年达到 802 亿元。“十一五”期间，我国通过各类保障性住房建设，解决了 1,140 万户城镇低收入家庭和 360 万户中低收入家庭住房困难问题。

图表 25. 中央财政安排的保障房支出



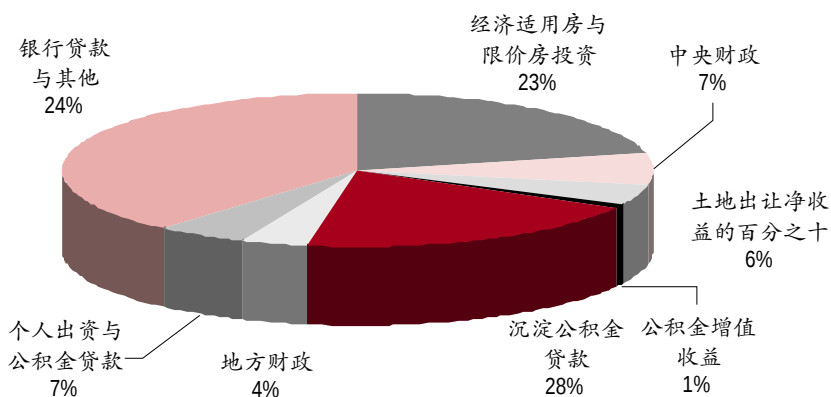
资料来源：住房和城乡建设部，中银国际研究

注：截至 2005 年数据为全国累计用于最低收入家庭住房保障的资金，2007 年数据全国廉租住房总资金

2010 年，802 亿元的中央财政拨款约占全部保障房建设资金的 10%，2011 年保障房投资资金中预计中央财政的占比将下降至 7%，地方财政投入占比 4% 左右，土地出让净收益的 10% 投入占比为 6% 左右，而通过地方融资平台贷款等方式获得的银行贷款与公积金贷款占比将达到一半以上，还有起码 30% 的资金缺口需要通过各种渠道的社会资金来解决。

这仅是 2011 年的资金来源分析，保障房作为长期制度性建设需要吸引银行和社会各方源源不断地参与和支持，怎样建立长效机制，吸引资金解决融资问题还有很大的不确定性。

图表 26. 保障房建设资金依然存在较大缺口



资料来源：中银国际研究

全过程管理仍需加强社会监督

中国保障房建设体系中的违规分配、权力寻租问题一直是受到诟病的焦点,住房保障体系建设向公租房倾斜可以较好地避免这一问题发生。除此之外,保障房建设全过程的监管,包括选址的便利性、工程质量、资金安全、分配模式、后续管理,以及完善退出机制等都需要加以监管。

统计口径问题使实际有效供应低于表面数字

保障房数量井喷中可能存在的统计口径问题可能影响到实际供应和住房需求。由于 2010 年才将旧城改造和棚户区改造纳入保障房建设计算范畴,使得保障房统计口径扩大。2010 年的 580 万套保障房中有 280 万套属于棚户区改造房,而棚户区和旧城改造实际不能形成新增供应,反而有可能因为货币补贴增加了商品房需求。从部分城市公布的保障房建设“十二五”规划方案中,我们也看到属于改造性质的动迁安置房占保障房建设总量中的比重较大,例如,北京计划在“十二五”期间建设各类保障房 100 万套,其中 50% 属于动迁安置房;上海规划的 6,300 万平米保障房建设目标中也包括了 2,000 万平米的动迁安置房,占总量的 31.7%;福州未来三年保障房建设规划中,配套安置性住房的占比更是高达 80% 以上。从地方政府利益角度,推进旧改有助于增加城区内商品房土地供应,动力明显较划拨土地兴建保障房更强。

问题虽然存在,但保障房毕竟是迈出了重要的一大步,2011 年保障房双轨制的初现对中国商品房市场而言利大于弊。从短期看,保障房供应放量对于所处区域的低端住宅形成冲击,从中长期看,保障房体系的建立对于促进房地产行业整合,明确商品房服务于中高端人群的定位,减少行政调控政策波动有着重要的意义。

市场供求的无形之手将真正起效

房价涨幅与供求比反向变化

近年来,由于政策的频繁变动,市场对房地产行业的考量过度集中在政策层面,而忽视了市场本身。事实上,调控政策的有形之手只能导致投资和销售在时间轴上的不平衡分布,加剧短周期波动,难以改变行业的发展趋势,市场的供求关系变化才是决定行业走向的无形之手。

我们在本节致力于分析中国住宅房地产近年以来的供求关系和由此导致的价量波动。下图 27 显示了 2002 年以来中国住宅供求比的变化和同期价量变化的趋势。

在住宅商品化发展初期的 2002-2004 年,房价和供求比基本呈正相关,成交量持续大幅上升,房价平稳上涨,但销量增幅与房价涨幅变化呈反向相关。

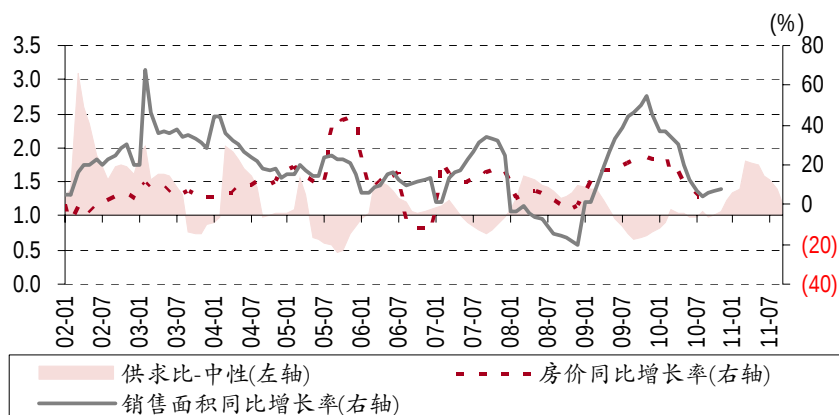
2005 年起,房价和供求比大体呈负相关关系,而销量增长基本与房价同向变动。

由于住宅房地产既有耐用消费品的属性,也有奢侈消费品和投资品的属性,因此房地产市场的供求比对价和量的影响也和普通商品有所不同,在耐用消费品属性占主导地位时,价量反向变化,在奢侈品和投资品属性占主导地位时,量价同向变动。2004 年及之前商品住宅市场以耐用消费品为主导特征,而从 2005 年起,房地产呈现鲜明的投资品特征。

2011 年,在需求不变的假设下,供求比将大幅上升,房价涨幅将受到明显压制,而销量能否增长和需求结构中的刚性需求及投资性需求的占比密切相关。

我们认为,经过多次信贷和税收调控,2010 年投机需求已经基本退出,目前以二三线城市为主的需求爆发以自住改善需求为主,也就是说,房地产市场的消费品特征将有所提升,价跌量增并非不可能完成的任务。

图表 27. 2002 年以来商品住宅供求比和价量的变化关系



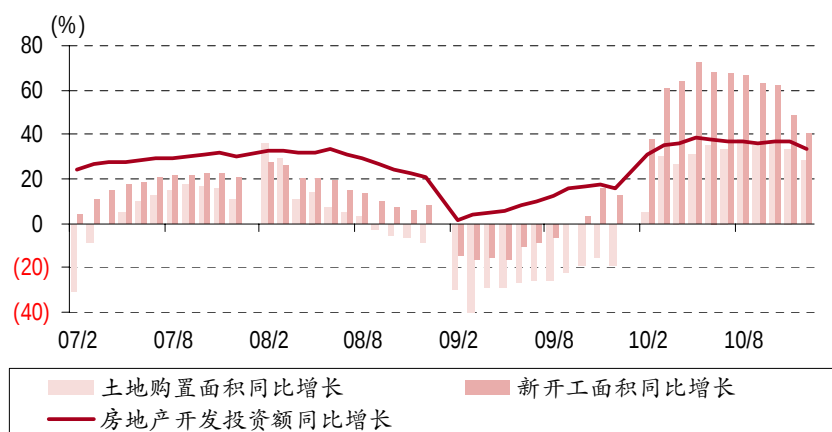
资料来源：中银国际研究

新增供应急剧攀升

自 2010 年 11 月以来, 单月新开工面积数字持续处于高位, 2011 年商品住宅的供应激增已经是毋庸置疑的事实。惯例来看, 新开工约于 12 个月后转化为供应, 因此 t-1 年的新开工面积即可以近似等于 t 年的新增供应。

2010 年开发商投资热情高涨, 全年土地购置、新开工面积和开发投资同比增速达到 28.4%、40.7%和 33.2%。由此推算, 2011 年的新增住宅供应将同比 2010 年增长约 40%。

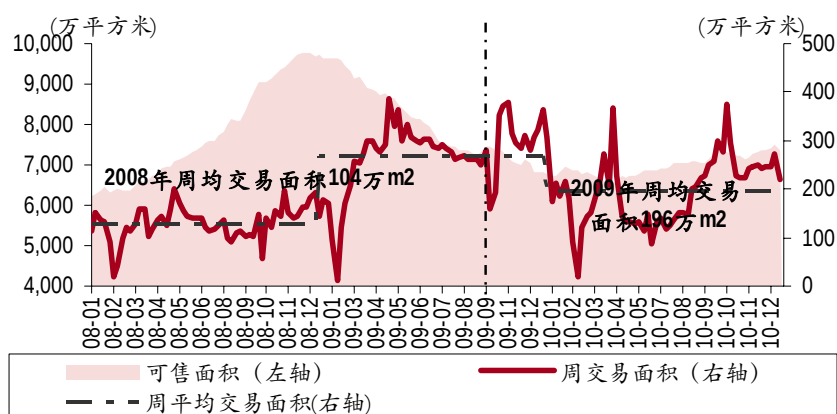
图表 28. 投资旺盛导致 2011 供应大幅增长



资料来源：中银国际研究

按照单月新开工面积简单推断,很容易得出新增供应量在2010年11-12月份出现首个小高峰的结论,但事实上年末供应增长并不明显,主要原因在于:1) 2010年销售供不应求,年末存量供应仅从地量上小幅上扬,绝对量仍然较低;2) 一些重点城市限购令和预售证限制发放对实际供应的释放造成限制;3) 年末销售旺盛导致开发商惜售。

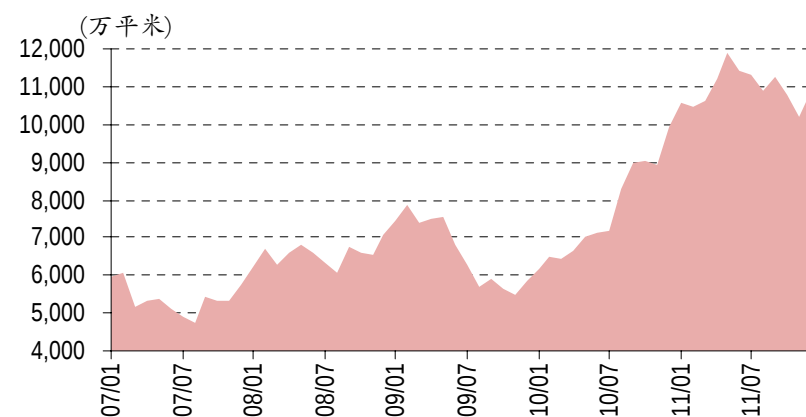
图表 29. 中银国际跟踪的十大城市周度交易面积和可售存量



资料来源: 中房指数院, 中银国际研究

2011年新增供应的最高峰将形成于中期,全国新增商品住宅供应面积超过1亿平米,届时存量将快速累积,使得开盘去化率大幅回落。

图表 30. 2011 年中期新增住宅供应形成高峰

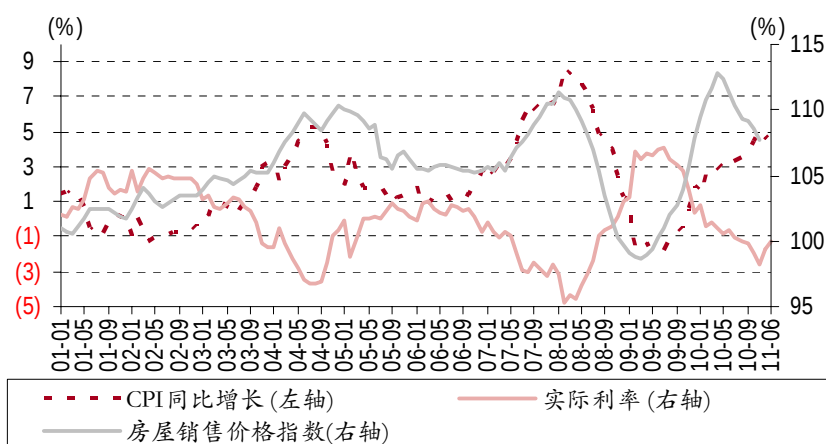


资料来源: 中银国际研究

房价涨幅预计略低于 CPI 增速

即使供求比大幅提高，但是我们对房价的预测也不是非常悲观，从历史上看，房价和物价走势是紧密正相关的。

图表 31. 房价走势和 CPI 紧密正相关



资料来源: CEIC, 中银国际研究

在 2011 年的高通胀压力下，即使政策反复挤压房地产的投资品属性，房地产作为传统的保值增值工具的吸引力还是会存在一段时间内继续存在。如果全年通胀率高达 5%，即使加息至基准存款利率 3.75%，负利率现象还是难以改变。

因此，我们认为房价大概率回调的方式将表现为送面积送车位送装修等多种类型的促销活动。价格的环比下跌现象预计主要发生在供应压力最大的年中，将有更多开发商以低价开盘和各种形式的促销达成较好的去化率水平，届时房价也将出现结构性的下跌。

2011 年全年房价涨幅预计将低于当年通胀率水平，以相对低于物价涨幅的方式逐步挤出房地产泡沫，这也是实现政府调控目标而又兼顾各方利益的理想状态。

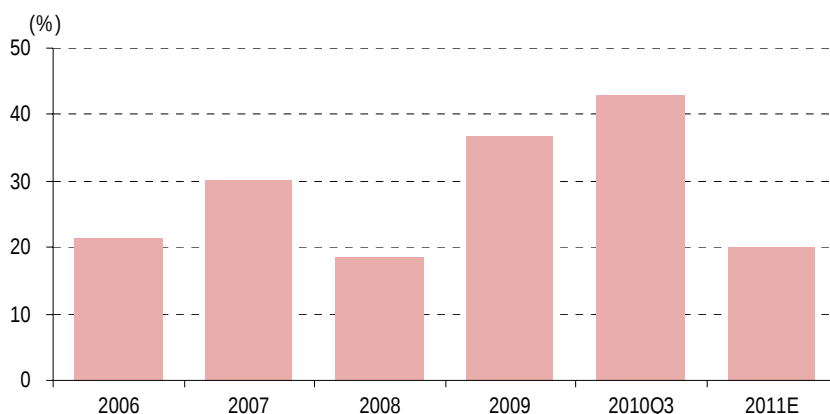
成交量预计将小幅上升

2011 年在需求方面，我们可以看到正负面影响因素同时存在：正面的刺激因素包括经济和收入增长、人口、中西部城市化进程加快等宏观环境，以及通货膨胀率上升导致的储蓄搬家和避险需求等。

负面的抑制因素包括银行房贷控制加强，房价、首付款、月供的上升导致的购买力下降，以及热点城市的限购令等。其中来自信贷紧缩方面的影响最值得关注，经过“4.17”和“9.29”两轮调控，目前执行的史上最严厉的个人房贷政策使得新增个贷量大幅萎缩，2010年一季度新增个人住房贷款5,227亿元达到高峰，其后二季和三季度新增个贷分别为4,096和2,277亿元，环比降幅分别达22%和44%，四季度无疑还将继续下滑。

如果2011年全年维持现有信贷政策不放松，预计全年新增个贷将仅为9,000-9,500亿元左右，而新增个贷占新房销售额的比重也将急跌至接近08年的20%左右水平，居民可利用的房贷杠杆将明显缩水。由此倒推，2011年全年住宅销售额约为4.5-4.75万亿，同比增幅在7-13%。假设全年房价涨幅为3%，略低于当年CPI的涨幅，销售面积的增长约为4-10%。

图表 32. 信贷杠杆下降将实质影响支付能力



资料来源：中国人民银行，中银国际研究

综合上述分析，我们预测2011年住房成交量和价格将呈小幅上升、总体平稳态势，房价在年中有望出现结构性的回调呈现，涨幅呈现先高后低再回稳的“√”型走势。

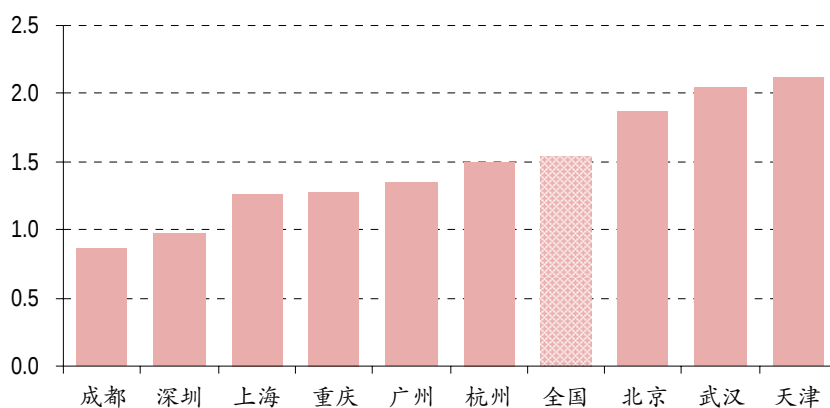
个体分化加剧，整合浪潮一触即发

一二线城市中心城市价量皆受约束

我们在上一年度的报告中以大篇幅指出，二三线城市的加速发展为未来中国房地产市场提供了巨大的空间，二三线城市充足的土地供应、基础设施的大幅改善、巨大的处于增速拐点的改善性需求爆发，以及地方政策对房地产业的扶持倾向，都使得二三线城市呈现出广阔的发展空间。

2011 年巨大的新增供应主要集中在这类城市，而一二线城市中心和广大中小城市相比，一直存在在程度不一的供应约束，在需求不变的假设下，主要一二线城市中心，除北京、武汉、天津外，供求比均小于全国平均水平。这些区域的成交量在供应约束下很难有良好表现。

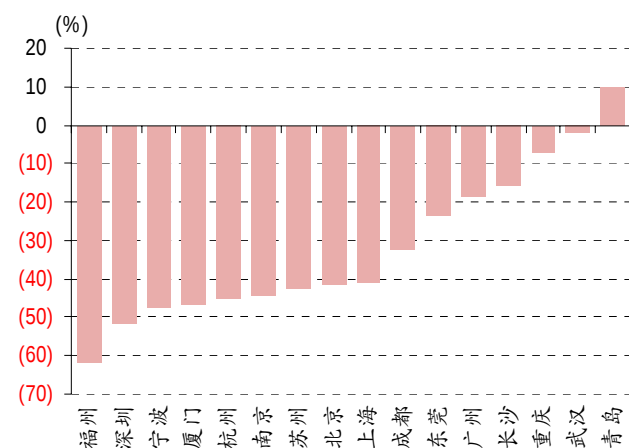
图表 33. 供求比数据显示一二线城市中心存在供求约束



资料来源：中房指数院，中银国际研究

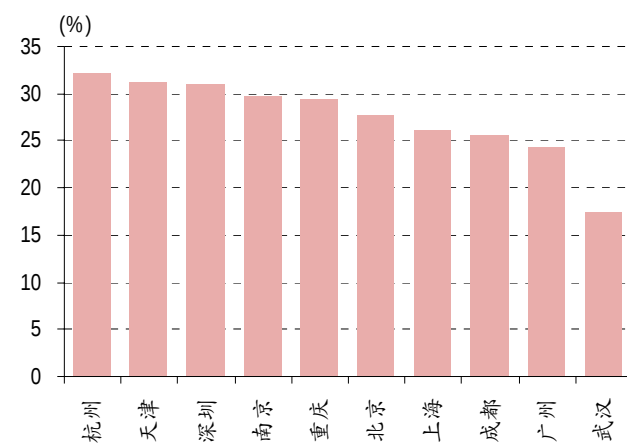
图表 34 显示，在 2010 年全国商品房成交面积同比上涨约 10% 的同时，一二线城市中心当年成交量基本上都是下跌的，而且不少城市跌幅超过 40%。

图表 34. 2010 年重点城市住宅成交面积同比变动



资料来源：中房指数院，中银国际研究

图表 35. 2010 年 12 月重点城市住宅价格指数同比变动



资料来源：中房指数院，中银国际研究

这些成交量萎缩的中心城市仍然是 2010 年房价上涨的主力军，中房指数院的房价指数报告揭示，在调控的阴影下，剔除成交结构拉低房价的因素，杭州、深圳、北京、上海等一线城市房价继续同比大幅上扬超过 25%（图表 35）。

由于供应约束和相对较慢的周转，开发商在这些区域的发展空间受到制约，惜售心理普遍较强，从而促使房价易涨难跌。这些城市对高端人群和资金的吸引力，仍然使得中高端房产获得良好的定价权和销售去化。目前一线城市项目仍然是很多开发商的利润中心。

中小城市发展提速，开发商经营将现分化

受益于经济发展、产业转移、高铁和其它城市基础设施大规模更新改造的影响，2010 年东部三四线城市和中西部二三线城市发展潜力凸现，非一线城市在中国房地产行业的重要性不断提升。从中房百城住宅价格指数可以看到，近期三线城市表现活跃，房价环比涨幅加大，中心城市的高房价和限购政策挤出的购买力也部分出现了向周边三四线城市流动的迹象。

图表 36.中房百城指数显示近期三线城市环比涨幅加大

9 月		10 月		11 月		12 月	
吴江	4.50%	宝鸡	3.48%	淄博	2.50%	泰州	2.56%
泰州	4.18%	呼和浩特	3.31%	芜湖	2.23%	马鞍山	2.56%
青岛	3.76%	徐州	3.12%	聊城	2.22%	洛阳	2.48%
湘潭	3.48%	常熟	3.11%	株洲	2.19%	湘潭	2.47%
呼和浩特	3.40%	郑州	2.97%	乌鲁木齐	2.13%	江阴	2.42%
西宁	3.30%	泰州	2.76%	昆明	2.13%	成都	2.32%
深圳	2.99%	德州	2.37%	赣州	2.10%	镇江	2.20%
杭州	2.90%	广州	2.31%	青岛	2.07%	昆明	2.17%
洛阳	2.89%	洛阳	2.27%	湛江	2.06%	东莞	2.16%
廊坊	2.69%	南昌	2.26%	呼和浩特	2.06%	宜昌	2.02%

资料来源：中房指数院，中银国际研究

二三四线城市的房地产市场需要区别看待,大部分城市的地理位置和经济活力还不足以吸引外来购房者,主要的客户群仍是来自于本地的以改善为目的刚性需求,由于杠杆购房尚不普遍,他们在 2010 年受到调控的影响较小。但是,四季度一些三四城市的房价加速上涨出现了蔓延迹象,房价的快速上升对购买力将产生不利的影响;而由于 2010 年供地量爆发和开发投资的加速,供应压力也主要集中在这些城市,从而可能使得这些城市出现结构性的分化,影响部分开发商的项目的销售速度。

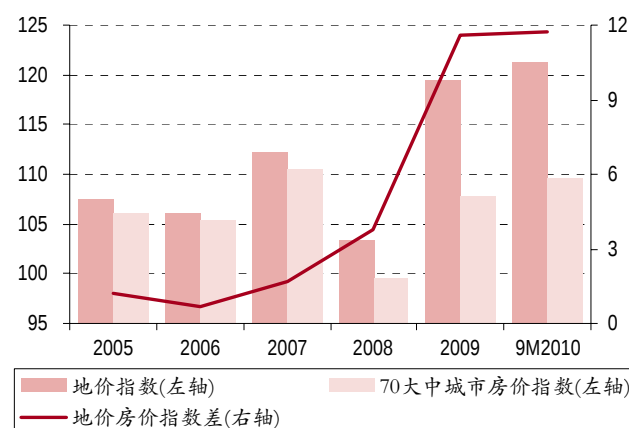
土地红利将近枯竭，行业整合即将真正开始

多年以来，中国房地产企业的最大利润来源一直是土地红利，随着多年存量开发建设以及土地开发转让规范化,新购置土地成本大幅提高,未来土地红利逐步枯竭。在城市化进程中,土地资源日渐紧缺,全国范围内地价涨幅持续高于房价,尤其是 2009 年开始,地价-房价指数差呈现加速上涨态势。

2010 年全国土地出让金收入达到 2.7 万亿,较 2009 年增长 70%,土地出让金在同期商品房销售额中的比重已经从 2008 年和 2009 年的 40%和 36%大幅提高至 51%,远远超过了业内所认同的地价、成本费用、利润各占 1/3 的均衡格局。而在可见的 2 年内,我们还看不到销售额出现如土地出让金般大幅提升的空间。

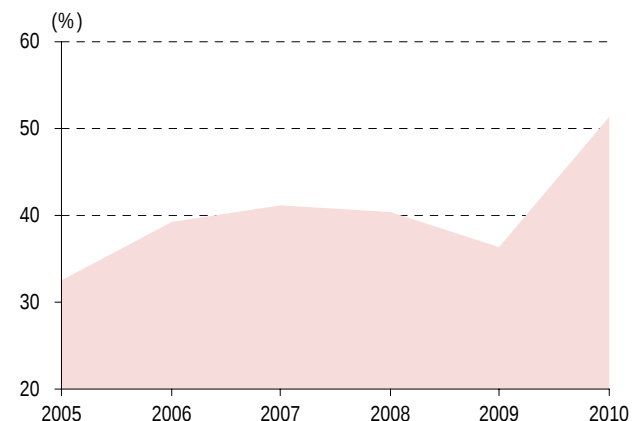
地价占比的大幅提高表明开发商的盈利空间越来越小,和土地红利相比,来自前瞻性布局、快速周转、产品设计和质量、营销和管理能力等方面的利润贡献占比将越来越大。高地价的挤压下,长期存在于房地产市场的低水平竞争状态将有所改变,大量仅仅依靠关系获得一些土地便进入房地产开发领域的企业,将面临不能持续经营的问题,最后也将大部分选择退出或者转和专业开发商合作。中国过度分散的房地产业竞争格局真正出现整合的时机已经到来。

图表 37. 2005-10 年全国地价-房价指数差



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

图表 38. 历年土地出让金占当年商品房销售额比重

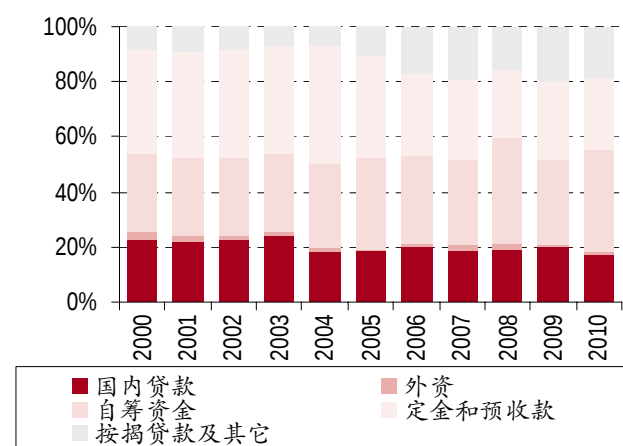


资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

融资优势促使市场份额加速向龙头企业集中

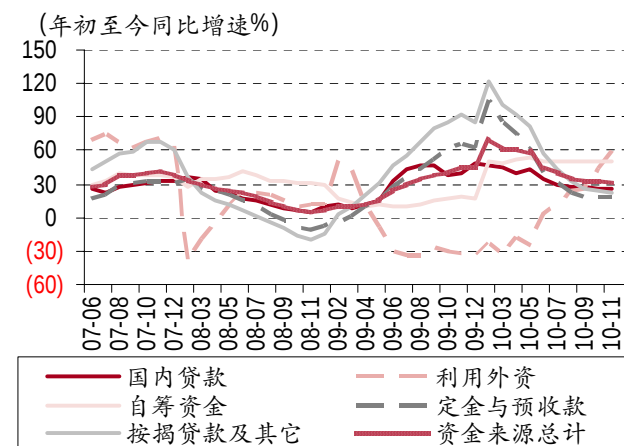
在 2010 年调控的疾风骤雨下,房地产行业资金来源合计增速呈现明显放缓态势,房地产类贷款在银行贷款总额和房地产资金来源中的比例仍然较 2009 年有所提高,银行资金对楼市的支持不言而喻。

图表 39. 历年房地产行业资金来源构成

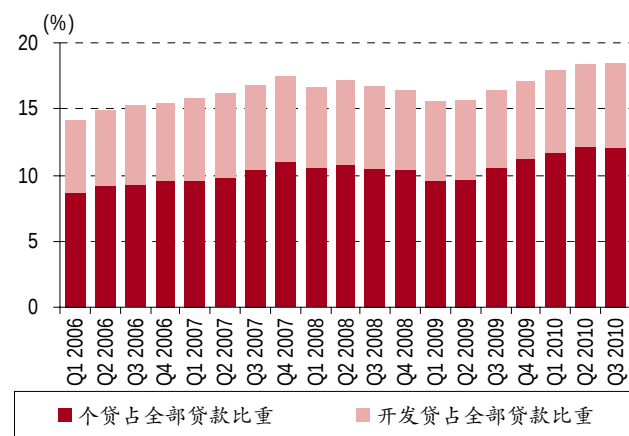


资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

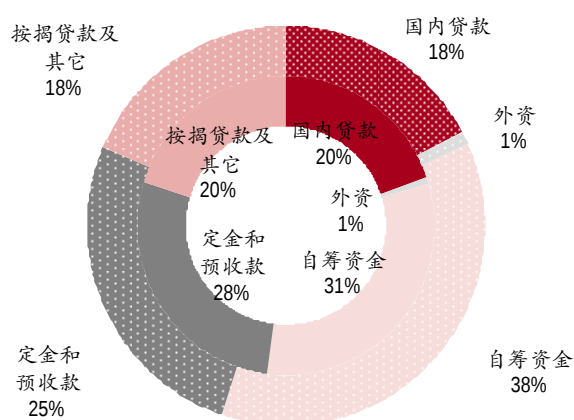
图表 40. 房地产行业各资金来源同比增长率



资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

图表 41. 2010 年房地产类贷款占银行贷款比上升


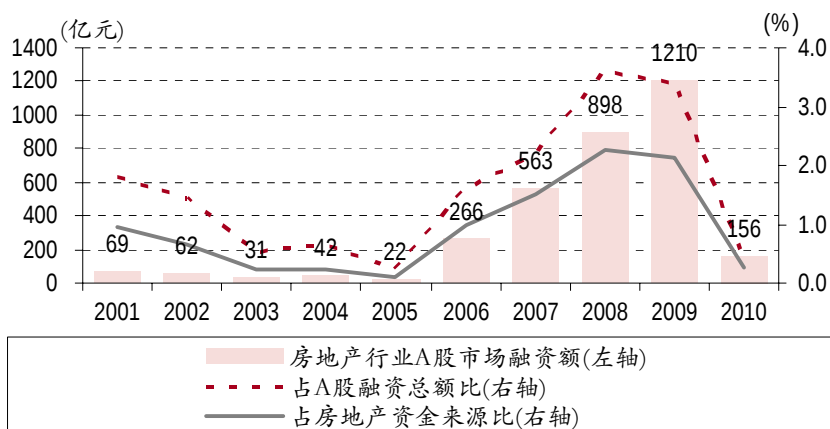
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 42. 2010 年地产资金来源中银行贷款占比提升


资料来源：万得资讯，中银国际研究

展望 2011 年，连续收紧个贷之后，商业银行在按揭方面可以腾挪的空间大大减少；而开发贷也将继个贷之后成为房地产调控的重点项目。2010 年四季度，在监管部门的额度控制和窗口指导下，国有大型商业银行对新增开发贷款持谨慎态度，可以预见未来开发商银行贷款融资的门槛将较 2010 年出现显著提高。

从 2009 年四季度开始，地产股在国内资本市场的再融资功能基本丧失，各项涉及融资的审批都处于暂停状态，资产重组类审批也全部停滞，而 2011 年再融资功能能否恢复仍存在巨大的不确定性。

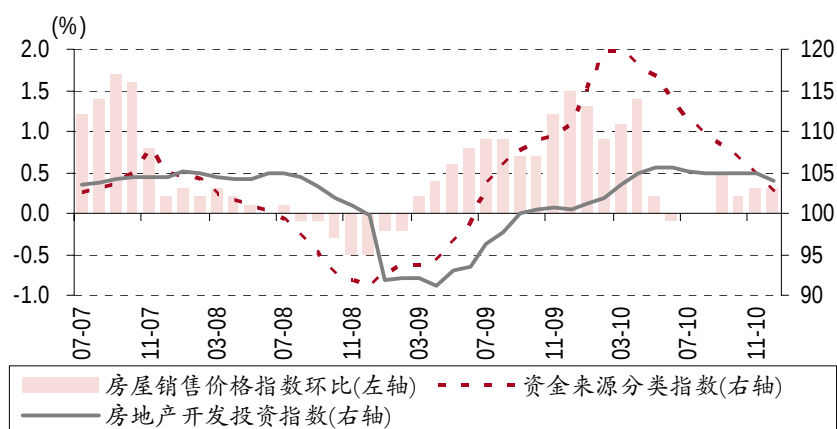
图表 43. 房地产行业资本市场融资资金来源占比


资料来源：万得资讯，中银国际研究

作为资金密集型产业，A股市场再融资虽然在整个房地产行业中占比并不大，但是对上市公司个体的规模扩张意义重大。经过2010年一整年的大规模拿地和加快开发后，如果2011年缺乏银行贷款和再融资的支持，开发商的资金链对滚动销售依赖度将明显加大，一旦项目去化率出现问题，资金链紧张问题将再度显现。

经过09、10两年的连续热销，虽然2010年下半年起银行贷款有所收紧，但开发商当前资金状态仍然充裕。由于2011年新增可售量急剧放大，地产项目竞争加剧，销售去化率在不同区域、不同品牌和不同项目间的分化将变得十分突出。和行业中大量存在的小型房地产项目公司相比，一旦项目销售去化率普遍下降，这些大公司的多渠道融资能力将保障其拥有较好的抗风险能力，并且做好逆周期扩大土地储备的准备。

图表 44. 开发商资金来源状况



资料来源：万得资讯，中银国际研究

2010年大型品牌开发商销售优势凸现，在全国商品房销售额同比增长不到20%的情况下，销售额排名前十位的住宅开发商除了绿城中国外，同比增长均超过30%，其中绿地、龙湖、恒大、万科等同比增长超过60%。2009年住宅销售前10强的市场占有率9.4%，2010年提高至12.4%，龙头企业万科与其他开发商的差距被快速拉大，和第二梯队的保利地产、绿地集团销售额差距达到400亿。作为行业的领导者和当之无愧的龙头企业，万科过去几年前瞻性地在大众主流产品、三四线城市、以及精装修产品方面的战略布局的优势正在凸显出来。

图表 45.2010 年度中国房地产企业住宅销售前十名

2010 年				2009 年		
排名	公司名称	销售额(亿元)	同比增长	排名	公司名称	销售额(亿元)
1	万科	1,026	63%	1	万科	630
2	保利地产	660	53%	2	绿城	510
3	绿地集团	650	81%	3	保利地产	430
4	中海外	578	40%	4	中海外	413
5	恒大地产	527	72%	5	绿地	360
6	绿城中国	522	2%	6	恒大	307
7	万达集团	369	N/A	7	华润置地	249
8	龙湖集团	336	80%	8	富力	241
9	碧桂园	330	56%	9	世纪金源	236
10	富力地产	321	33%	10	碧桂园	212

资料来源：新浪地产，中银国际研究

城市综合体开发商异军突起

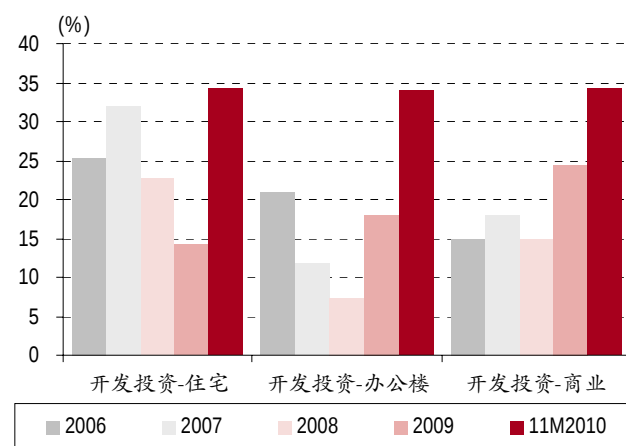
目前，我国的房地产市场仍以住宅开发为主，由于行业集中度低、行业竞争技术含量小、回报率仍然富有吸引力，大量开发商和其他行业的投资者纷纷挤入这一市场，导致 2010 年房地产投资热度升温、地价飙升、房地产开工速度加快，其直接结果就是 2011 年行业竞争将趋白热化。

然而从国际上看，随着区域经济水平提高、房地产市场逐步走向成熟，住宅需求增长率将放缓，商业地产的核心价值也将日渐体现。发达国家以及我国香港地区的上市房企均以商业持有类公司为主，其中 REITs（房地产投资信托基金）在美、英、澳等国全部上市房企中的市值占比高达 80% 以上。

随着东部城市土地资源日渐稀缺，很多有远见的开发商已经开始主动发展商业持有类物业；与此同时，一些二三线城市由于经济和居民收入的快速发展，商业地产配比不足，相关需求也进入了发展提速时期。

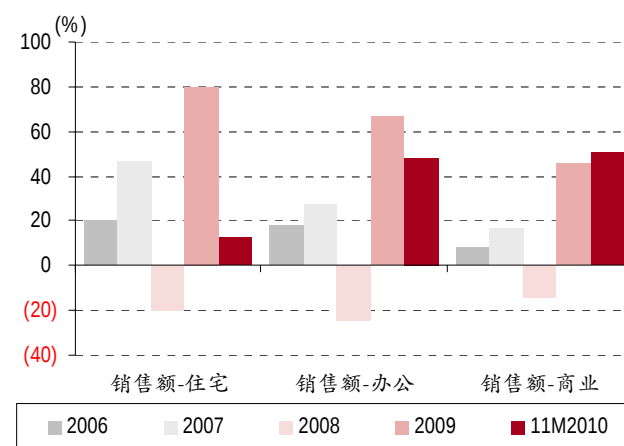
2010 年国家对于住宅房地产前所未有的严厉信贷调控，对商业地产也有一定的促进作用，目前我国商业地产和住宅地产之间的按揭贷款条件优劣势发生逆转，商业地产的投资和销售相对稳定，在房地产行业中的占比也出现了提升。下图 46、47 可见，2009 年以来商办类房地产的投资增长率稳定程度超过住宅房地产，而 2010 年以来，商办类地产的销售也出现了明显起色。2011 年对民生直接相关的住宅行业的调控继续形成常态，而商办类房地产的抗调控冲击的优势也将进一步显现。

图表 46. 不同类型商品房的开发投资增长率



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 47. 不同类型商品房的销售额增长率

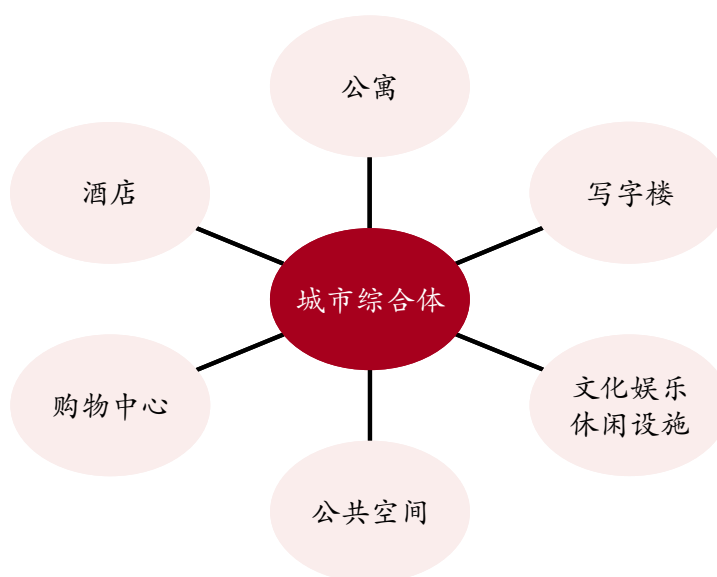


资料来源：万得资讯，中银国际研究

当前商业地产方面最为成功的模式是以大连万达为代表的城市综合体开发和经营模式。2010 年大连万达首次公布销售金额上半年为 362 亿，已经接近万科同期 368 亿的销售金额。以万达集团为代表的城市商业综合体模式，通过快速复制、大举扩张，在 2010 年异军突起。

由于城市商业综合体模式有机整合了多种城市商业功能，形成业态间的良性互动，构成了现代城市商业地产的主导方向；这种模式对于打造新的城市商业中心，拉动内需、促进就业方面起到了积极作用。

图表 48. 城市综合体商业模式



资料来源：中银国际研究

城市综合体商业模式和其他开发业态相比有着自己的特征：

土地价格合宜、区位优势突出

随着城市建设用地的资源稀缺性日益凸显,作为土地使用权出让方的地方政府希望通过合理的城市规划与设计,发展城市基础设施,实现社会效益及经济效益的最大化。因此城市综合体的建设由于其良好的社会效益广受地方政府欢迎,也愿意给予多种优惠,其土地区位通常位于城市中心或副中心区,土地成交价格较低,盈利空间丰厚。

现金流平衡、融资渠道多样化

持有类商业地产由于必须沉淀大量资金,对资金门槛的要求远远高于周转型的住宅开发商,导致企业周转放慢、降低资产回报率。但是,与纯商业持有类相比,城市综合体开发销售持有混合的业态,既摆脱了单一的住宅开发模式,参与到投资性物业的持有以享受物业升值收益,又可以在较短周期内保证投资回收,保持现金流的平衡,更为适合当前的地产融资环境。同时,持有类物业完工后能为企业创造稳定的现金流回报,增强企业的财务稳健性和抗风险能力,同时开辟其他多样化的融资方式,如物业抵押贷款、持有类房地产信托、以及商业流通业融资等,改善融资渠道过于单一的缺点。

商业综合管理门槛较高,核心竞争优势不易抄袭

城市综合体地产项目在选址、设计、规划、开发、运营方面的要求远远高于普通住宅开发项目,项目后期的物业增值和租金提升依赖于项目区位、更依赖于投资商的客户储备和团队的运营管理能力。因此,在中国现阶段,城市综合体的参与竞争主体较少,优秀团队的核心竞争能力不易被抄袭。只有那些资金实力雄厚、品牌影响广泛、具有较强综合能力的房地产企业才能进入这一行业,而且也只有具备成功的商业综合体运营经验的开发商才具有持续性,在行业大发展和整合中受益。

城市综合体是最适合中国地产发展现阶段的商业综合发展模式,世茂股份、海印股份等该类型已上市公司的长线投资价值值得重视。

投资评级的风险因素

通胀预期失控导致房地价格飙升

我们在报告中预测 2011 年房地产总体走势平稳，价格和成交量小幅上升，但是如果出现较为严重的通货膨胀、通胀预期管理失控等问题，可能导致房地产价格飙升，使得泡沫风险快速累积，对于行业健康运行极为不利，也会因此影响到板块的估值水平。

超预期的行业调控政策出台

在 2010 年的严厉调控过后，市场对于下一步将出台的房产税等调控政策已有比较明确的预期，我们的报告中也相信 2011 年将出台的地产调控不太会突破现有土地、税收、信贷等框架。但是，如果房价失控，超预期行业调控政策出台，对于已经趋向稳定的地产股估值可能产生威胁，从而使得板块发生较大幅度的调整风险。

房价下跌导致销售萎缩的风险

作为一个行业整体，开发商的盈利主要受到地价、房价、销售进度、税收等综合因素的影响，2011 年，大型主流地产商的盈利锁定情况良好，预期调整的风险不大。因此市场对于板块的关注更多地集中在销售上。我们认为年中的房价主动性促销调整是有利于销售去化的，但如果房价形成下跌预期，成交量超预期萎缩，对板块亦会形成不利影响。

研究报告中所提及的有关上市公司

万科 (000002.SZ/人民币 8.42; 200002.SZ/港币 10.00, 买入)

保利地产 (600048.SS/人民币 13.85, 买入)

招商地产 (000024.SZ/人民币 16.24, 买入)

金地集团 (600383.SS/人民币 6.73, 买入)

华侨城 A (000069.SZ/人民币 12.28, 买入)

华发股份 (600325.SS/人民币 10.27, 买入)

荣盛发展 (002146.SZ/人民币 12.87, 买入)

首开股份 (600376.SS/人民币 16.84, 买入)

福星股份 (000926.SZ/人民币 11.60, 买入)

滨江集团 (002244.SZ/人民币 11.75, 买入)

苏宁环球 (000718.SZ/人民币 9.06, 买入)

中南建设 (000961.SZ/人民币 11.20, 买入)

鲁商置业 (600223.SS/人民币 7.85, 持有)

冠城大通 (600067.SS/人民币 9.02, 持有)

深振业 A (000006.SZ/人民币 7.15, 持有)

中华企业 (600675.SS/人民币 6.96, 持有)

中航地产 (000043.SZ/人民币 12.10, 持有)

京投银泰 (600683.SS/人民币 6.65, 持有)

嘉凯城 (000918.SZ/人民币 8.57, 买入)

建发股份 (600153.SS/人民币 6.22, 买入)

新湖中宝 (600208.SS/人民币 5.73, 买入)

阳光城 (002146.SZ/人民币 8.78, 持有)

浦东金桥 (600639.SS/人民币 9.04, 买入)

张江高科 (600895.SS/人民币 8.68, 买入)

金融街 (000402.SZ/人民币 6.71, 买入)

世茂股份 (600823.SS/人民币 13.68, 买入)

中国国贸 (600007.SS/人民币 9.71, 持有)
上实发展 (600748.SS/人民币 7.78, 未有评级)
泛海建设 (000046.SZ/人民币 8.81, 未有评级)
阳光股份 (000608.SZ/人民币 7.19, 未有评级)
栖霞建设 (600533.SS/人民币 4.90, 未有评级)
广宇集团 (002133.SZ/人民币 6.23, 未有评级)
北京城建 (600266.SS/人民币 12.22, 未有评级)
亿城股份 (000616.SZ/人民币 5.07, 未有评级)
陆家嘴 (600663.SS/人民币 16.38, 未有评级)
外高桥 (600648.SS/人民币 12.15, 未有评级)
苏州高新 (600736.SS/人民币 5.11, 未有评级)
北辰实业 (601588.SS/人民币 3.44, 未有评级)

以 2011 年 1 月 17 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

增持(OVERWEIGHT)/买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数升幅多于 10%；减持(UNDERWEIGHT)/卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对该指数降幅多于 10%。未有评级(NR)。中立(NEUTRAL)/持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对该指数在下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371