

房地产业(0110)

冰冻期有多久

赵强 分析师 电话: 021-68829698
eMail: zhaoq@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260210030007

沈爱卿 分析师 020-87555888-637
saq@gf.com.cn
S0260209080530

徐军平 分析师 021-68829441
xjp@gf.com.cn
S0260210040021

近期,我们对 2007 年以来历次重大房地产调控政策出台前后的经济环境及楼市的表现进行了梳理,主要从“房地产调控政策的力度和范围、货币政策、我国经济环境、外围经济环境”四个维度进行比较,并且分析了政策出台后楼市的冰冻期、成交量和成交价格的变化。通过比较分析,我们有如下观点:

本轮政策不同之处

首先,本次房地产调控政策为史上最严、影响面最广、力度最大。受其直接影响的的城市超过 40 个,这些被直接影响的城市的成交量和成交金额占全国的比重在 50%上下,而其中,直接受到严重打击的需求占比超过 25%。

其次,货币政策由“适度宽松”转向“稳健”。通胀压力下加息等收紧流动性的政策频出,更使得购房者月供压力和开发商资金压力大增。首次购房者在三次加息后月供增加幅度高达 31%。在房地产开发资金来源中,国内贷款资金占比已经跌落至 17.3%,创历史新低。

再次,我国经济工作重点发生变化,从“保增长、调结构”转变为“加快转变经济发展方式”,稳定价格总水平成为首要任务。这将使得房地产的地位受到弱化,中央调控房地产的决心大,更会加大地方执行力度。

主要结论

本轮调整的时间和力度将明显超过“国五条”、“国十条”等政策出台后市场的调整时间和力度。预计冰冻期将持续 6 个月以上,今年上半年各大城市的成交量将有明显的下降,而在下半年,若行业调控政策继续落实、流动性继续收紧,则房价很有可能松动。

风险提示: 政策风险、行业风险

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
万科	8.16	0.48	0.63	0.80	16.83	12.87	10.23	0.42	10.5	买入
保利地产	12.37	0.77	1.08	1.64	16.08	11.50	7.56	0.30	17.0	买入
金地集团	6.47	0.40	0.62	0.82	16.29	10.50	7.92	0.28	8.0	持有
招商地产	16.38	0.96	1.26	1.59	17.11	13.03	10.29	0.45	19.0	持有
金融街	6.51	0.45	0.55	0.72	14.43	11.94	9.06	0.39	7.5	持有
中天城投	13.45	0.50	0.76	1.23	26.68	17.75	10.90	0.31	17.0	买入
福星股份	11.74	0.47	0.74	0.83	24.86	15.81	14.10	0.39	16.0	买入
凤凰股份	8.00	0.40	0.25	0.56	20.17	31.41	14.26	1.23	9.5	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业评级

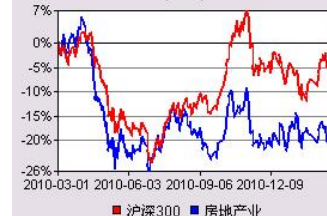
持有

前次评级

持有

行业走势

房地产业(0110)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-1.73%	0.46%	-19.5%
沪深 300	5.66%	0.09%	-2.56%

目录索引

一、总体观点	3
二、冰冻期有多久	3
(一) 行业调控政策: 最严厉调控政策, 严重打击需求	3
(二) 货币政策: “适度宽松”转为“稳健”、流动性持续收紧	4
(三) 经济工作重点转变, 房地地位弱化	5
(四) 总结	5
三、2007 年以来历次重大房地产调控政策出台前后的经济环境及楼市的表现	6
(一) 2007 年 9 月 27 日“二套房政策”	6
(二) 2010 年 1 月 7 日“国五条”	7
(三) 2010 年 4 月 17 日“国十条”	8
(四) 2010 年 9 月 29 日“二次调控政策”	9
(五) 2011 年 1 月 26 日“新国八条”	10

图表索引

图 1: 40 大城市商品住宅销售面积占比	4
图 2: 40 大城市商品住宅销售金额占比	4
图 3: 房地产股相对于市场的表现及影响因素	12
表 1: 07 年来重要房地产调控政策及其影响比较	5
表 2: 2007 年 9 月 27 日国十条出台后楼市表现	7
表 3: 2010 年 1 月 7 号“国五条政策”出台后楼市表现	8
表 4: 2010 年 4 月 17 日国十条出台后楼市表现	9
表 5: 2010 年 9 月 29 日“二次调控政策”出台后楼市表现	10
表 6: 各地限购细则比较	11
表 7: 重点跟踪公司一览	12

一、总体观点

近期,我们对2007年以来历次重大房地产调控政策出台前后的经济环境及楼市的表现进行了梳理,主要从“房地产调控政策的力度和范围、货币政策、我国经济环境、外围经济环境”四个维度进行比较,并且分析了政策出台后楼市的冰冻期、成交量和成交价格的变化。通过比较分析,我们有如下观点:

本轮调控政策在调控范围和力度、政策出台时的货币政策及经济环境等等,都与前几次重大调控政策出台时有明显不同。

首先,本次房地产调控政策为史上最严、影响面最广、力度最大。受其直接影响的的城市超过40个,这些被直接影响的城市的成交量和成交金额占全国的比重在50%上下,而其中,直接受到严重打击的需求占比超过25%。其次,货币政策由“适度宽松”转向“稳健”。通胀压力下加息等收紧流动性的政策频出,更使得购房者月供压力和开发商资金压力大增。首次购房者在三次加息后月供增加幅度高达31%。在房地产开发资金来源中,国内贷款资金占比已经跌落至17.3%,创历史新低。再次,我国经济工作重点发生变化,从“保增长、调结构”转变为“加快转变经济发展方式”,稳定价格总水平成为首要任务。这将使得房地产的地位受到弱化,中央调控房地产的决心大,更会加大地方执行力度。

我们的主要结论是,本轮调整的时间和力度将明显超过“国五条”、“国十条”等政策出台后市场的调整时间和力度。预计冰冻期将持续6个月以上,今年上半年各大城市的成交量将有明显的下降,而在下半年,若行业调控政策继续落实、流动性继续收紧,则房价很有可能松动。

二、冰冻期有多久

“新国八条”的出台,使得楼市迅速降温,而以北京“严厉版”限购令为首的地方“新国八条细则”的全面展开则为低迷的楼市再度撒上一层冰。楼市的冰冻期会有持续多久,是否会像“国五条”、“国十条”等调控政策出台后,寥寥数月就恢复正常并重拾涨势?这次是否真的不同?在回答这些问题之前,我们先回顾07年以来历次调控政策出台时的经济环境及楼市的表现。

为方便投资者阅读,我们将“对07年以来历次重大房地产调控政策出台前后的经济环境及楼市表现的对比分析”附后。而通过对比分析,我们认为,和1月“国五条”、4月“国十条”和9月“政策新闻稿”相比,“新国八条”出台时的行业及经济环境主要有如下几点不同。

(一) 行业调控政策: 最严厉调控政策, 严重打击需求

“新国八条”是自05年中央进行房地产调控以来最严厉的调控政策。除了通过金融手段,使得二套房贷首付比例达到60%的历史新高外。新国八条还通过行政手段要求地方政府出台严格限购措施、制定房价控制目标并进行问责。其中,中央把限购范围扩大到全部各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市,并要求制定“看存量”的限购政策:本地户籍家庭限购第三套、缴纳一定时限社保或

个税的非本地户籍家庭限购第二套、其它非本地户籍家庭限购第一套。

按此限购城市范围计算，预计未来出台限购令的城市将超过40个。目前，以省会城市为主体的40大城市的商品住宅成交量占全国商品住宅成交量的比重在40%附近，成交金额占比在50%以上。如果再把二手住宅的成交情况统计进来，限购城市的成交量占全国的比重有望超过50%、而成交金额的比重有望超过60%。而根据我们近期调研采访的贴近市场一线的房产中介专家的估算，因限购及房贷紧缩政策产生直接严重影响的购房群体占比约25%，而间接影响比例则更高。

图 1：40 大城市商品住宅销售面积占比

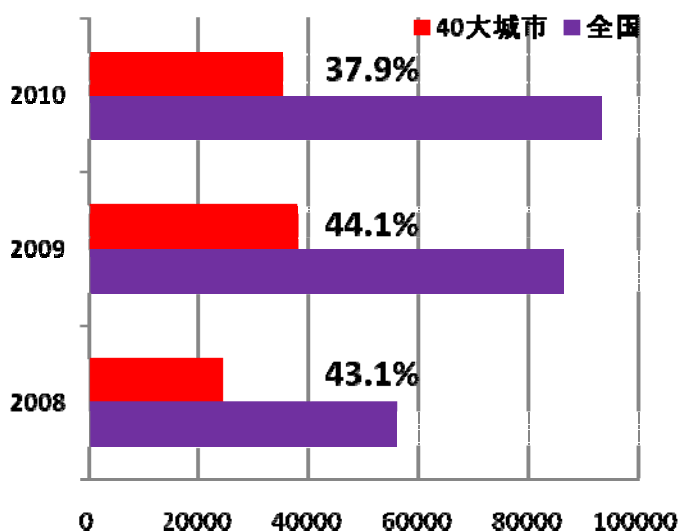
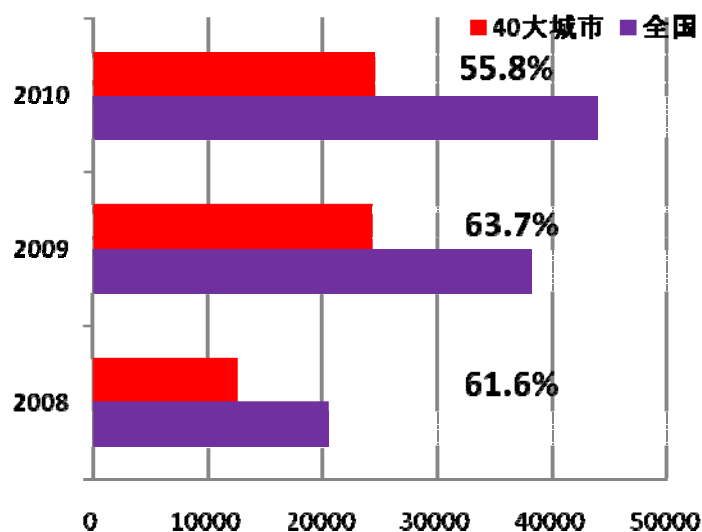


图 2：40 大城市商品住宅销售金额占比



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（二）货币政策：“适度宽松”转为“稳健”、流动性持续收紧

相对“国五条”、“国十条”出台时“适度宽松”的货币政策以及“历史低点”的基准利率，新国八条出台时，货币政策已经转向“稳健”。通胀压力已经凸显，稳定价格总水平成为首要任务。目前，央行已经三次上调基准利率、8次上调存款准备金率。

连续加息以及房贷优惠利率的取消，已经使得购房者月供支出大幅增加。以价值100万元房屋70万元等额本息房贷计算，首次购房者在三次加息后月供增加幅度高达31.3%。如果再加上不断上涨的房价的影响，相对国五条和国十条时的月供，现在的支出将增加更多。

房地产开发商在银行融资方面遭受双重打击，融资渠道非常狭窄。2010年以来，随着行业调控政策的出台，银行不断严格对房地产开发贷款的审批和管理，再加上央行通过加息和上调存款准备金率收紧流动性，使得房地产开发商在银行融资方面遭受双重打击。2010年底，在房地产开发资金来源中，国内贷款资金占比已经跌落至17.3%，创历史新低。除此之外，再加上增发股票、发行债券等融资阀门的关闭、信托利率的高企，房地产开发商融资渠道已经变得非常狭窄。与此同时，开发商土地支出创历史新高。2010年，房地产商品住宅销售面积9.3亿平米，销售金额4.4万亿，分别增长8.0%、15.2%。而同期土地出让总价款达2.7万亿，同比增长70.4%，占商品房销售金额的比重达到51.4%，比以往年份多出10个百分点以上。

（三）经济工作重点转变，房地地位弱化

相对国五条、国十条出台时“保增长、调结构”的经济工作主基调，新国八条出台时“加快转变经济发展方式”成为我国经济工作最重要的主线，稳定价格总水平成为首要任务。这也意味着房地产对经济的重要性开始弱化。中央调控房地产的决心加大，更会加大地方执行力度。

（四）总结

本轮调控政策在调控范围和力度、政策出台时的货币政策及经济环境等等，都与前几次重大调控政策出台时有明显不同。我们估计本轮调整的时间和力度将明显超过“国五条”、“国十条”等政策出台后市场的调整时间和力度。预计冰冻期将持续6个月以上，今年上半年各大城市的成交量将有明显的下降，而在下半年，若行业调控政策继续落实、流动性继续收紧，则房价很有可能松动。

表 1：07 年来重要房地产调控政策及其影响比较

事件	调控政策及经济环境				冰 冻 期	楼市表现	
	调控政策要点	经济工作要点	货币政策	外围经济		成交量	房价
2007 年 9 月“二套房政策”	二套房贷首付不低于 40%，利率不低于 1.1 倍。以借款人家庭为单位认定房贷次数	防经济增长由偏快转向过热，防物价由结构性上涨变为明显通胀。3 月后转变为“既要防经济由偏快转为过热，抑制通货膨胀，又要防经济下滑，避免大起落”	由“稳健”转为“从紧”。06 年 4 月至 07 年 12 月加息周期，累积 8 次加息，幅度达 189 个基点	美国次贷危机愈演愈烈、并引发全球金融危机	13 个月	全国成交量同比平均月降幅达 20%。其中房价一线城市同比平均月降幅为 40%，二三线城市同比平均降幅为 22%	全国销售均价跌幅在 10%左右，房价一线城市销售均价跌幅在 20%附近
2010 年 1 月“国五条”	二套房贷首付不低于 40%，贷款利率严格按照风险定价	既要保持足够的政策力度、巩固经济回升向好势头，又要加快经济结构调整、推动经济发展方式转变取得实质性进展	继续实施适度宽松的货币政策。基准利率维持在 08 年 12 月来的历史低点	世界经济复苏基础并不稳固，国际金融危机影响仍然存在	小于 1 个月	2 月 8 大城市成交量同比下滑 38%，环比下滑 36%。由于 2 月是春节楼市淡季，因此国五条实质影响比较小	无影响，8 大城市房价环比反而上涨 4%
2010 年 4 月“国十条”	90 平首套首付不低于 30%。二套房首付不低于 50%，利率不低	要坚持把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心，把加	继续实施适度宽松的货币政策。基准利率维持在 08 年 12 月来的	金融危机影响仍在持续，一	3-4 个月	首月深度调整，3-4 个月之后恢复正常。冰冻期间，全国成交量同比	短暂轻微下调。全国商品住宅销售均价环比下

	于 1.1 倍。房价过高、上涨过快地区，可考虑暂停三套房贷及外地人房贷。地方可采取限购措施。随后北京出台限购令	快转变经济发展方式、提高经济增长的质量和效益摆到突出位置	历史低点。继 1 月央行自 08 年来首次上调存款准备金率，2 月再次上调存款准备金率	些国家主权债务风险凸显，世界经济复苏存在不确定性	平均降幅为 10.6%。房价一线城市同比平均降幅达 57%，二三线城市同比平均降幅为 13%	跌 5.9%，房价一线城市成交均价环比下跌 6.9%
2010 年 9 月“二次调控”	全面暂停第三套房贷。90 平方米以下首套房首付比例也提高至 30%。随后，深沪等 22 个城市出台限购令	处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系。维护价格总水平稳定	适度宽松的货币政策。基准利率维持在 08 年 12 月来的历史低点。央行分别于 1 月、2 月和 5 月三次上调存款准备金率	受欧债危机、就业不足等影响，全球经济增长出现放缓	1-2 个月 全国成交量出现轻微调整，环比下滑 11.4%，而同比并未出现下滑。房价一线城市环比平均降幅为 11%；房价二三线城市环比下降 9%	无影响，全国商品住宅销售均价环比上涨 4.5%
2011 年 1 月“新国八条”	二套房贷首付不低于 60%、确定房价控制目标并公布、各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快城市，制定限购措施	以加快转变经济发展方式为主线，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性，加快推进经济结构调整。把稳定价格总水平放在更加突出的位置，切实增强经济发展的协调性、可持续性和内生动力	“适度宽松”货币政策转向“稳健”货币政策。央行三度加息、8 次上调准备金率	世界经济继续恢复增长，但不稳定不确定因素仍然较多	?	

数据来源：广发证券发展研究中心

三、2007 年以来历次重大房地产调控政策出台前后的经济环境及楼市的表现

(一) 2007 年 9 月 27 日“二套房政策”

行业调控政策及要点：央行、银监会出台《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，通知规定，二套房贷款首付款比例不得低于 40%，贷款利率不得低于同期同档次基准利率的 1.1 倍，而且贷款首付款比例和利率水平应随套数增加而大幅度提高。其后，补充通知“以借款人家庭(包括借款人、配偶及未成年子女)为单位认定房贷次数”。

经济工作重点：防止经济增长由偏快转向过热，防止物价由结构性上涨演变为明显的通货膨胀。按照控总量、稳物价、调结构、促平衡的基调做好宏观调控工作。实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。08 年 3 月后，经济工作重点转为“既要防止经济由偏快转为过热，抑制通货膨胀，又要防止经济下滑，避免大的起落”。

货币政策：由“稳健”转为“从紧”。06 年 4 月至 07 年 12 月，为央行加息周期，一

年期贷款基准利率累积8次加息，累积加息幅度达189个基点。

外围经济环境：美国次贷危机愈演愈烈，并引发全球金融危机。

楼市表现

楼市冰冻时间：13个月。楼市进入自房改以来至今最长时间、最大幅度的调整。

成交量：政策出台后成交量同比增速持续下降，到2008年，同比开始负增长。楼市冰冻期持续13个月以上，同比平均月降幅达20%，最大月降幅达36.6%。其中房价一线城市同比平均月降幅为39.6%、最大同比月降幅达58.3%，房价二三线城市同比平均降幅为21.5%。

房价：08年初以深圳为代表的珠三角楼市房价率先开始下跌，7月全国销售均价开始下跌，一直持续到08年年底。在此期间，全国销售均价跌幅在10%左右，房价一线城市销售均价跌幅在20%附近，而以深圳为代表的珠三角城市由于调整时间较长，房价跌幅普遍在20% - 30%之间。

表 2：2007 年 9 月 27 日国十条出台后楼市表现

	同比来看				环比来看			
	全国	21 大城市	7 大房价一线城市	14 大房价二三线城市	全国	21 大城市	7 大房价一线城市	14 大房价二三线城市
市场冰冻期（月）	15	15	15	15	13	13	13	13
平均降幅	-20.0%	-29.7%	-39.6%	-21.5%	-2.7%	-0.4%	-0.8%	0.5%
最高月降幅	-36.6%	-50.1%	-58.3%	-43.4%	-27.4%	-27.5%	-33.4%	-35.6%
最低月降幅	-7.9%	-12.8%	-1.7%	-9.2%	-9.4%	-0.8%	-4.0%	-15.5%
冰冻期房价表现								
	19 大城市上涨城市占比	19 大城市平均涨幅	6 大房价一线城市上涨城市占比	6 大房价一线城市平均涨幅	13 大房价二三线城市上涨城市占比	13 大房价二三线城市平均涨幅	全国平均涨幅	
同比数据	36.8%	-2.4%	16.7%	-11.6%	46.2%	9.2%	-16.2%	
环比数据	36.8%	-10.1%	0.0%	-23.7%	53.8%	13.6%	-8.4%	

数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（二）2010 年 1 月 7 日“国五条”

行业调控政策及要点：国务院办公厅出台《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，**通知规定：**加大差别化信贷政策执行力度。金融机构在继续支持居民首次贷款购买普通自住房的同时，要严格二套住房购房贷款管理，合理引导住房消费，抑制投资投机性购房需求。对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套（含）以上住房的家庭（包括借款人、配偶及未成年子女），贷款首付比例不得低于40%，贷款利率严格按照风险定价。

经济工作重点：2009年我国有效遏止了经济增长明显下滑态势，率先实现经济形势总体回升向好。但是当前我国经济回升的基础还不牢固。要继续实施积极的

财政政策和适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，根据新形势新情况不断提高政策的针对性和灵活性，把握好政策实施的力度、节奏、重点，处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系，**既要保持足够的政策力度、巩固经济回升向好势头，又要加快经济结构调整、推动经济发展方式转变取得实质性进展。**

货币政策：继续实施适度宽松的货币政策。基准利率维持在08年12月来的历史低点。1月央行自08年来首次上调存款准备金率。

外围经济环境：世界经济复苏基础并不稳固，国际金融危机影响仍然存在。

楼市表现

楼市冰冻时间：小于1月

成交量：2010年2月，8大城市成交量同比下滑38%，环比下滑36%。由于2月是春节楼市淡季，因此国五条对楼市成交量实质影响比较小。（注：由于统计局并不单独公布1月和2月数据，因此，这里我们仅选取中原地产统计的8大城市成交量为样本）。

房价：无影响，8大城市房价环比反而上涨4%。

表 3: 2010 年 1 月 7 号“国五条政策”出台后楼市表现

8 大城市成交量表现		
	同比来看	环比来看
市场冰冻期（月）	小于 1	小于 1
平均降幅	-38.1%	-35.8%
最高月降幅	-38.1%	-35.8%
最低月降幅	-38.1%	-35.8%
8 大城市房价		
	上涨城市占比	平均涨幅
同比来看	100%	57%
环比来看	50%	4%

数据来源：中原地产、广发证券发展研究中心

（三）2010 年 4 月 17 日“国十条”

行业调控政策及要点：国务院出台《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，该通知要求：（1）对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。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%。（2）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，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。地方政府可根据实际情况，采取临时措施，在一定时期内限定购房套数。“国十条”出台后，北京出台限购令。

经济工作重点：2010年来国民经济运行开局良好，继续朝着宏观调控的预期方向发展，回升向好势头更加巩固。经济增速继续回升，经济效益明显好转；内需保持较快增长，对外贸易加快恢复；抗旱救灾全力推进，农业生产形势总体平稳；结构调整和节能减排力度加大，区域协调发展势头良好；财政金融平稳运行，物价

总水平基本稳定。要坚持把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心，把**加快转变经济发展方式、提高经济增长的质量和效益**摆到突出位置，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，着力增强宏观经济政策的针对性和灵活性。

货币政策：继续实施适度宽松的货币政策。基准利率维持在08年12月来的历史低点。继1月央行自08年来首次上调存款准备金率，2月再次上调存款准备金率。

外围经济环境：金融危机影响仍在持续，一些国家主权债务风险凸显，主要经济体失业率居高不下，国际大宗商品价格高位震荡，贸易保护主义明显抬头，世界经济复苏存在不确定性。

楼市表现

楼市冰冻时间：3-4个月

成交量：“国十条”出台后第一个月，成交量出现深度调整，以北京、深圳为主的房价一线城市成交量几乎腰斩，其后稳步回升，3-4个月之后恢复正常。冰冻期间，全国成交量同比平均降幅为10.6%，最大月降幅为18.2%。其中房价一线城市的同比平均降幅达57.4%，房价二三线城市的同比平均降幅为13.2%。

房价：房价短暂轻微下调。全国商品住宅销售均价环比下跌5.9%，房价一线城市成交均价环比下跌6.9%，房价二三线城市成交均价环比下跌2.2%。

表 4：2010 年 4 月 17 日国十条出台后楼市表现

	同比来看				环比来看			
	全国	40 大城市	10 大房价一线城市	30 大房价二三线城市	全国	40 大城市	房价一线城市	房价二三线城市
市场冰冻期（月）	4	4	4	4	3	3	3	3
平均降幅	-10.6%	-26.8%	-57.4%	-13.2%	-3.7%	-5.6%	-19.5%	-1.2%
最高月降幅	-18.2%	-30.0%	-70.0%	-16.0%	-30.8%	-23.1%	-36.5%	-25.6%
最低月降幅	-5.9%	-21.4%	-42.9%	-8.1%	-15.7%	-21.2%	-6.8%	-16.1%
冰冻期房价表现								
	四十大城市上涨城市占比	四十大城市平均涨幅	十大房价一线城市上涨城市占比	十大房价一线城市平均涨幅	三十大房价二三线城市上涨城市占比	三十大房价二三线城市平均涨幅	全国平均涨幅	
同比数据	80.6%	-3.2%	82.5%	14.3%	80.0%	9.7%	-5.0%	
环比数据	47.5%	-7.2%	40.0%	-6.9%	50.0%	-2.2%	-5.9%	

数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（四）2010 年 9 月 29 日“二次调控政策”

行业调控政策及要点：国务院办公厅政策新闻稿的主要内容是：（1）全面暂停第三套房贷。（2）90平米以下首套房首付比例也提高至30%。（3）消费性贷款禁止用于购房。（4）缩小契税和个人所得税减免范围。5、依法查处经纪机构炒买炒卖、哄抬房价、怂恿客户签订“阴阳合同”等行为。随后，深圳、上海等22个城市出台限

购令。

我国经济工作重点：国民经济继续朝着宏观调控的预期方向发展，经济平稳较快发展的势头进一步巩固。也要看到，经济社会发展中长期存在的深层次矛盾和短期问题交织在一起，国际环境十分复杂，外部挑战明显增加，对宏观调控提出了新的更高要求。处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系。维护价格总水平稳定。

货币政策：适度宽松的货币政策。基准利率维持在08年12月来的历史低点。央行分别于1月、2月和5月三次上调存款准备金率。

外围经济环境：全球经济在经历了一季度的快速反弹后，二季度受欧债危机、就业不足等因素影响，增速出现放缓。但出现二次探底的可能性不大。

楼市表现

楼市冰冻时间：1-2个月，较4月“国十条”出台后的市场冰冻期缩短一半。

成交量：全国商品住宅成交量出现轻微调整，环比下滑11.4%，而同比并未出现下滑。房价一线城市同比平均降幅为24.6%，环比平均降幅为11.3%；房价二三线城市环比下降9.8%，同比并未下降。

房价：无影响，全国商品住宅销售均价环比上涨4.5%，房价一线城市房价环比上涨5.6%，房价二三线城市环比上涨6.9%。

表 5：2010 年 9 月 29 日“二次调控政策”出台后楼市表现

	同比来看				环比来看			
	全国	40 大城市	10 大房价一线城市	30 大房价二三线城市	全国	40 大城市	10 大房价一线城市	30 大房价二三线城市
市场冰冻期（月）	小于 1	2	3	小于 1	1	1	2	1
平均降幅	n.a.	-4.2%	-24.6%	n.a.	-11.4%	-11.1%	-11.3%	-9.8%
最高月降幅	n.a.	-4.4%	-36.1%	n.a.	-11.4%	-11.1%	-15.9%	-9.8%
最低月降幅	n.a.	-4.1%	-16.2%	n.a.	-11.4%	-11.1%	-6.8%	-9.8%

冰冻期房价表现

	四十大城市上涨城市占比	四十大城市平均涨幅	十大房价一线城市上涨城市占比	十大房价一线城市平均涨幅	三十大房价二三线城市上涨城市占比	三十大房价二三线城市平均涨幅	全国平均涨幅
同比数据	82.5%	6.8%	75.0%	8.1%	85.0%	19.9%	4.5%
环比数据	62.5%	4.8%	70.0%	5.6%	60.0%	6.9%	4.5%

数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（五）2011 年 1 月 26 日“新国八条”

行业调控政策及要点：1、2011年各城市要合理确定本地区年度新建住房价格控制目标，并于一季度向社会公布。2、各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。3、对

贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于60%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍。4、调整个人转让住房营业税政策，对个人购买住房不足5年转手交易的，统一按销售收入全额征税。新国八条出台后，北京等城市陆续出台以限购令为主的细则。

经济工作重点：以加快转变经济发展方式为主线，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性，加快推进经济结构调整，大力加强自主创新，切实抓好节能减排，不断深化改革开放，着力保障和改善民生，巩固和扩大应对国际金融危机冲击成果，保持经济平稳较快发展，促进社会和谐稳定。更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，加快推进经济结构战略性调整，把稳定价格总水平放在更加突出的位置，切实增强经济发展的协调性、可持续性和内生动力。

货币政策：实行长达两年的“适度宽松”货币政策转向“稳健”货币政策。2010年10月，央行2008年来首次加息。12月和2011年2月央行二度加息。央行于2011年1月和2月两度上调存款准备金率，大型金融机构存款准备金率已经达到19.5%的历史新高。

外围经济环境：世界经济继续恢复增长，但不稳定不确定因素仍然较多。

楼市表现

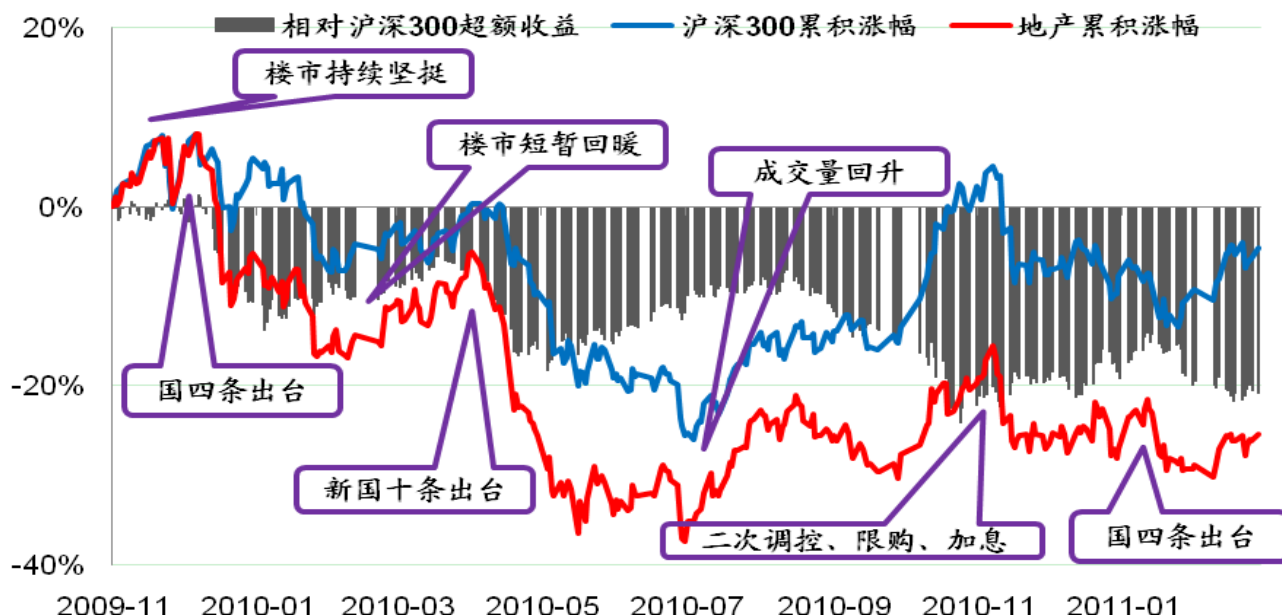
我们预计“冰冻期将超过6个月，今年上半年各大城市的成交量将有明显的下降，而在下半年，若行业调控政策继续落实、流动性继续收紧，则房价很有可能松动”。

表 6：各地限购细则比较

限购城市	缴纳社保或个税有效期	缴纳社保或个税最低年限	限购范围	限购截止时间	限购是否含二手房
贵阳	暂无	一年	一环内	2011.12.30	包含
银川	不需要	不需要	全市	无	包含
成都	暂无	无要求	主城区	无	包含
石家庄	暂无	一年	市区	2011.12.31	包含
南宁	暂无	一年	市区	2012.2.29	包含
哈尔滨	暂无	一年	市区	无	包含
无锡	暂无	一年	市区	无	包含
太原	暂无	一年	市区	无	包含
广州	两年内	一年	市区	无	包含
青岛	两年内	一年	市区	无	包含
天津	暂无	一年	全市	无	包含
宁波	两年	一年	全市	无	包含
海口	暂无	一年	全市	无	包含
南京	暂无	一年	全市	无	包含
武汉	暂无	一年	全市	无	包含
长春	暂无	一年	全市	2011.12.31	包含
厦门	两年内	一年	全市	2011.12.31	包含
上海	两年内	一年	全市	无	包含
北京	暂无	连续五年	全市	无	包含

数据来源：广发证券发展研究中心

图 3：房地产股相对于市场的表现及影响因素



数据来源：广发证券发展研究中心

表 7：重点跟踪公司一览

公司名称	总市值 (亿元)	总股本 (亿元)	EPS (元)			PE			PB	RNAV PS(元/股)	折价率	最新 股价 元/股	最新 评级
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E					

住宅开发

万科 A	897	110	0.48	0.63	0.80	16.8	12.9	10.2	2.2	12.4	-34%	8.2	买入
保利地产	566	46	0.77	1.08	1.64	16.1	11.5	7.6	2.1	20.4	-39%	12.4	买入
金地集团	289	45	0.40	0.62	0.82	16.3	10.5	7.9	1.8	9.6	-33%	6.5	持有
苏宁环球	147	17	0.42	0.67	0.94	20.5	12.8	9.1	4.3	13.4	-36%	8.6	买入
荣盛发展	170	14	0.43	0.70	0.95	27.9	16.9	12.4	3.9	17.3	-32%	11.9	买入
滨江集团	146	14	0.48	0.76	1.17	22.6	14.2	9.2	3.9	14.9	-28%	10.8	买入
华发股份	82	8	0.83	0.95	1.37	12.1	10.6	7.4	1.6	17.9	-44%	10.1	持有
格力地产	48	6	0.41	0.29	0.85	20.5	28.4	9.9	2.9	13.5	-38%	8.4	持有
栖霞建设	54	11	0.21	0.32	0.48	24.4	16.3	10.8	1.9	6.7	-23%	5.2	持有
亿城股份	48	10	0.42	0.54	0.64	11.3	8.8	7.5	1.6	7.7	-38%	4.8	买入
华丽家族	102	5	0.18	0.96	1.25	107.8	20.1	15.5	9.0	12.0	62%	19.4	持有

综合经营

华侨城 A	397	31	0.55	0.80	1.12	23.3	16.0	11.4	3.4	18.9	-32%	12.8	持有
招商地产	281	17	0.96	1.26	1.59	17.1	13.0	10.3	1.6	25.6	-36%	16.4	持有
新湖中宝	271	51	0.22	0.41	0.53	23.5	13.0	10.0	3.9	7.5	-30%	5.3	买入
嘉凯城	144	18	0.66	0.66	0.90	12.0	12.0	8.9	4.0	10.3	-22%	8.0	买入
建发股份	179	22	0.48	0.65	0.82	16.8	12.3	9.8	3.3	9.1	-12%	8.0	持有
中南建设	123	12	0.48	0.78	1.11	21.9	13.5	9.4	2.8	16.4	-36%	10.5	持有
中天城投	123	9	0.50	0.76	1.23	26.7	17.8	10.9	8.8	19.2	-30%	13.5	买入
福星股份	84	7	0.47	0.74	0.83	24.9	15.8	14.1	1.6	23.2	-49%	11.7	买入

商业地产

金融街	197	30	0.45	0.55	0.72	14.4	11.9	9.1	1.2	10.7	-39%	6.5	持有
中国国贸	110	10	0.29	0.14	0.55	38.1	76.0	19.7	2.5	16.3	-33%	10.9	买入
浦东金桥	90	9	0.39	0.48	0.59	24.9	20.1	16.3	2.6	15.3	-37%	9.6	买入
凤凰股份	59	7	0.40	0.25	0.56	20.2	31.4	14.3	4.9	6.6	21%	8.0	买入

数据来源：广发证券发展研究中心

广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

房地产周报_行业跟踪分析报告	沈爱卿	2011-02-20
房地产周报_行业跟踪分析报告	沈爱卿	2011-02-13
房地产月报_行业跟踪分析报告	沈爱卿	2011-01-30

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。