

房地产行业 2011 年 2 季度报告

评级：持有 维持评级

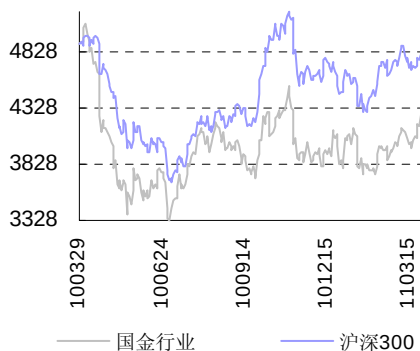
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

低估值提供安全边际 保障房提升估值水平

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	48.15
市场优化平均市盈率	29.70
国金房地产指数	4261.70
沪深 300 指数	3264.93
上证指数	2948.48
深证成指	12845.53
中小板指数	7457.37



相关报告

- 1.《各地方房价控制目标即将公布》，2011.3.21
- 2.《如果房价下跌 25%会激发多少需求？》，2011.3.15
- 3.《龙头加主题的投资组合》，2011.3.8

低估值终将体现其吸引力

- 地产+X 型公司的股价表现在一季度明显强于市场指数，因为投资者在做投资决策时，会发现这类公司估值相当便宜，是地产业务低估值带来的安全边际和其他业务带来的成长预期使其表现强于指数，究其根本，估值的吸引力是帮助这类公司跑赢市场的重要因素。
- 四大地产公司 10 年静态市盈率为 12.8 倍，我们保守对 11 年净利润按增长 15% 计算，目前动态市盈率也仅为 11.1 倍，安全边际足够。

目前测算的低估值是否可靠？

- 之所以给了地产股目前较低的估值水平，是因为市场怀疑目前地产板块的低估值是否可靠。我们按照历史最低的去化水平和估算的可售量计算，全国销售面积会基本与去年持平。
- 而上市公司的经营不应跑输全国平均水平，全年实现 10% 以上增速可能性较大，并且考虑目前上市公司已经实现了较高的业绩锁定率，全年业绩低于预期可能性不大，也即目前测算的地产板块的低估值是可靠的。

保障房建设提升估值水平

- 按照我们的测算，今年为完成一千万套保障房的建设目标，会存在 2724 亿元资金缺口，虽然仅占全国财政收入的 3.3%，但目前大多地方政府实际出现财政赤字，所以保障房的真正落实离不开企业的参与。
- 而保障房利润率较低，为实现这一建设目标，政府可能会针对保障房建设的企业实施定向的政策松动，将会带来相关公司估值水平的提升，并且由于承担了一定社会职能，参与保障房建设的企业也会有更过获取商品房开发的机会。

投资策略

- 目前地产股处于估值底部，而保障房建设资金缺口的存在可能引发政府对相关公司的定向政策松动，有利于地产股估值水平的提升。并且目前地产板块的流通市值占 A 股的流动市值比例已经下降至 3.1%，等待地产股投资逻辑比较完美再增仓的可操作性也较差，建议提高地产股配置，等待投资逻辑理顺和估值水平回归。
- 推荐一线龙头中的保利地产、万科、金地集团、招商地产；以未来受益保障房建设的中天城投、北京城建、首开股份；重估高折价率高的华业地产、冠城大通。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号：S1130511030006
 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

图表1：行业内重点公司投资评级（人民币）

股票名称	收盘价	已上市流通A股 (百万股)	10EPS	EPS	11EPS	10PE	11PE	投资	上期
	(元)		(元)	11%10	(元)			评级	评级
万科A	8.72	9660.89	0.66	28.37%	0.85	13.2	10.3	买入	买入
深振业	7.90	742.48	0.38	19.92%	0.45	21.1	17.6	买入	买入
招商地产	17.98	684.27	1.17	34.60%	1.58	15.4	11.4	买入	买入
深天健	11.28	456.63	0.20	120.10%	0.44	56.3	25.6	买入	买入
金融街	6.83	3026.44	0.60	34.20%	0.80	11.4	8.5	买入	买入
渝开发	9.01	694.40	0.19	32.62%	0.26	46.5	35.1	持有	持有
广宇发展	9.90	512.71	0.21	95.26%	0.41	47.1	24.1	买入	买入
中天城投	17.55	912.99	0.79	61.04%	1.27	21.5	13.4	买入	买入
昆百大A	10.71	134.40	0.21	263.55%	0.77	50.6	13.9	买入	买入
海德股份	9.37	131.69	0.23	21.74%	0.28	40.7	33.5	买入	买入
大连友谊	15.09	237.53	1.05	23.80%	1.30	14.4	11.6	买入	买入
荣盛发展	14.11	1248.72	0.71	54.93%	1.10	19.9	12.8	买入	买入
合肥城建	11.85	308.75	1.03	16.83%	1.21	11.5	9.8	买入	买入
世联地产	29.35	68.79	1.11	17.27%	1.30	26.4	22.5	买入	买入
保利地产	13.80	4494.79	1.08	29.56%	1.40	12.8	9.9	买入	买入
冠城大通	9.92	727.05	0.70	61.04%	1.13	14.2	8.8	买入	买入
海泰发展	6.97	628.21	0.10	130.00%	0.23	69.7	30.3	买入	买入
建发股份	8.65	2237.75	0.53	17.55%	0.63	16.2	13.8	买入	买入
华业地产	7.40	645.00	0.43	103.55%	0.88	17.2	8.4	买入	买入
北京城建	15.13	889.20	1.35	11.11%	1.50	11.2	10.1	买入	买入
华发股份	12.29	817.05	0.92	22.18%	1.12	13.4	10.9	买入	买入
金地集团	6.97	4471.51	0.60	28.36%	0.77	11.6	9.1	买入	买入
安徽水利	18.05	223.08	0.20	315.61%	0.84	89.0	21.4	买入	买入
外高桥	14.32	127.29	0.66	21.21%	0.80	21.7	17.9	持有	持有
信达地产	6.82	497.03	0.27	162.96%	0.71	25.3	9.6	买入	买入
陆家嘴	18.43	1358.08	0.64	28.51%	0.82	28.9	22.5	买入	买入
天地源	5.40	720.10	0.26	17.78%	0.31	20.5	17.4	买入	买入
中华企业	8.04	1414.44	0.50	84.00%	0.92	16.1	8.7	买入	买入
上实发展	8.69	870.94	0.30	83.33%	0.55	29.0	15.8	买入	买入
南通科技	13.38	238.44	0.61	31.15%	0.80	21.9	16.7	买入	买入
张江高科	11.85	1548.69	0.58	20.69%	0.70	20.4	16.9	买入	买入

来源：国金证券研究所

内容目录

为何地产+X 型公司能跑赢指数？	4
低估值存在的基础是否可靠？	4
一、可售量	4
二、去化率	6
保障房建设资金缺口可能带来的定向政策松动	9

投资策略	12
(一) 开发商资金链的测算	13
(二) 地产投资增速的判断	14

图表目录

图表 1: 行业内重点公司投资评级 (人民币)	2
图表 2: 四大地产公司估值比较	4
图表 3: 商品房新开工面积增速	6
图表 4: 商品住宅新开工面积增速	6
图表 5: 商品房和商品住宅新开工中可售部分测算 单位: 万平方米	6
图表 6: 商品房去化率	6
图表 7: 商品住宅去化率	6
图表 8: M2 和名义 GDP 增速对比	7
图表 9: M2 与名义 GDP 增速差额	7
图表 10: M2 与名义 GDP 比值	7
图表 11: M2 与 GDP 差额	7
图表 12: 根据实际可售新开工推算的商品房销售面积	8
图表 13: 根据实际可售新开工推算的商品住宅销售面积	8
图表 14: 招商地产销售额判断	9
图表 15: 万科销售额判断	9
图表 16: 金地集团销售额判断	9
图表 17: 保利地产销售额判断	9
图表 18: 保障性住房模式及前景分析	10
图表 19: 各省市 2011 年保障性住房计划汇总 (单位: 万套)	11
图表 20: 政府需承担资金缺口测算	12
图表 21: 全行业企业货币资金余额的测算 单位: 亿元	13
图表 22: 测算开发商资金链所需指标	14
图表 23: 开发商资金缺口的情景分析	14
图表 24: 房地产投资模型	15

为何地产+X 型公司能跑赢指数？

- 在一季度，地产+X 型的公司，也即以地产为主业，但同时涉足其他行业公司的股价表现明显强于市场指数。因为这类公司所涉足多为国家支持行业或者新兴产业，更容易受到投资者的青睐。并且投资者在做投资决策时，会发现这类公司估值相当便宜，也即相比单纯意义的新兴产业公司，这类公司的价格非常有吸引力。
- 但仔细分析这类公司的利润来源，非地产业务对利润贡献占比非常低。是地产业务低估值带来的安全边际和其他业务带来的成长预期使其表现强于指数，究其根本，估值的吸引力是帮助这类公司跑赢市场的重要因素。
- 目前已公布年报的四大地产公司 10 年静态市盈率为 12.8 倍，我们保守对 11 年净利润按增长 15% 计算，目前动态市盈率也仅为 11.1 倍，安全边际足够。

图表2：四大地产公司估值比较

	股价	eps10	eps11E (假设净利润同比增长 15%)	pe10	pe11
万科	8.49	0.66	0.76	12.86	11.19
招商地产	17.15	1.17	1.35	14.64	12.73
保利地产	13.21	1.08	1.24	12.23	10.64
金地集团	6.82	0.60	0.69	11.37	9.88
平均				12.78	11.11

来源：国金证券研究所

低估值存在的基础是否可靠？

- 市场怀疑目前地产板块的低估值是否可靠，我们认为未来市场发生明显调整的可能性不大，全年销售面积会基本持平或者微降，而上市公司的经营能力不应跑输全国平均水平，所以目前按 15% 净利润增长测算上市公司的估值水平较为可靠。
- 首先我们对全国成交量做一判断：
 房地产成交量主要取决于两个因素，一是可售量，二是去化率。
 也即销量=可售量*去化率
 我们分别对上述两项指标做出判断

一、可售量

- 行业的可售量是市场中可推出的实际有效供给，在此我们用施工面积来近似替代这一指标。
- 而施工面积=上年度施工面积-上年度竣工面积+本年度新开工面积，公式中前两项为已公布数据，因此对 2011 年可售面积判断的重点实际在于对新开工面积的预测。
- 新开工由商品房和保障房的两部分新开工合计构成，我们分别给出判断。

1、保障房新开工

- 住建部公布 2011 年保障房的开工计划是 1000 万套。为完成这一目标，中央将采取与地方的问责制来保障，要求 11 年 10 月底之前各地方保障房必须全部开工，我们认为这一开工计划可以全部完成。
- 但保障房并非全部可售，因为政府制定的保障房包括五大类，即限价房、经济适用房、廉租房、公共租赁房、棚户区改造，其中的廉租房、公共租赁房和棚户区改造即属于不可售部分。

- 上述数据尚无官方的详细分类，而根据 2010 年已完成的保障房建设，在 590 万套总量中，棚户区改造完成 280 万套，即占总量的 48%，而廉租房和公租房我们预计占总量的 15%，所以在 2010 年经济适用房和限价房这部分真正可售量占保障房总量的比例是 37%，约为 222 万套。
- 本年的可售量比例我们预计会低于上一年度，因为据媒体报导“2011 年保障房将在上年度完成 590 万套的基础上新增 410 万套，公租房将占主要部分”。我们假设 410 万套中 60% 为公租房，剩余部分中，可售的经济适用房和限价房所占比例仍为 37%，也即 73 万套，所以预计 2011 年可售房合计为 295 万套，每套按 60 平米计算，本年度实际可售的保障房新开工面积为 1.77 亿平方米。
- 此外，保障房合计 1000 万套全部开工和每套户均 60 平米前提下，这部分新开工量将达到 6 亿平方米

2、商品房新开工

- 影响商品房新开工的是开发商对市场的预期和资金支付能力。在“国八条”和上海重庆房产税细则出台后，上市公司普遍表示可能应对新市场形势调整新开工计划；而通胀引发的从紧货币政策也显然会降低开发商的扩张能力。
- 所以本年度商品房新开工增速会出现明显下滑，但我们也根据历史数据对下滑的底线做一判断，我们认为出现大幅负增长的可能性并不大。
- 因为从 04 年至今，商品房新开工的最低增速出现在 08 年，但当年也增长了 2%。08 年市场与 11 年会较为相似，同样是在较高基数的情况下行政调控政策叠加紧缩货币环境。
- 即使 11 年开发商预期和信贷环境都比 08 年更差，我们认为本年度商品房新开工下滑幅度也难超过 5%，按此下限计算，2011 年商品房新开工面积为 12.3 亿平方米。

3、预计 2011 年实际可售的新开工量：

=1.77（可售的保障房）+12.2（商品房）=13.97 亿平方米。

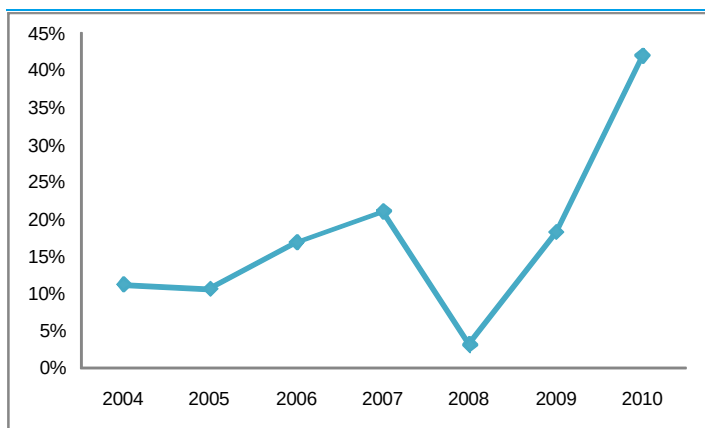
预计 2011 年施工量：

=40.55（10 年施工量）-7.6（10 年竣工量）+13.97（预计 11 年新开工量中可售部份）=46.92 亿平方米

4、预计 2011 年房地产整体新开工量

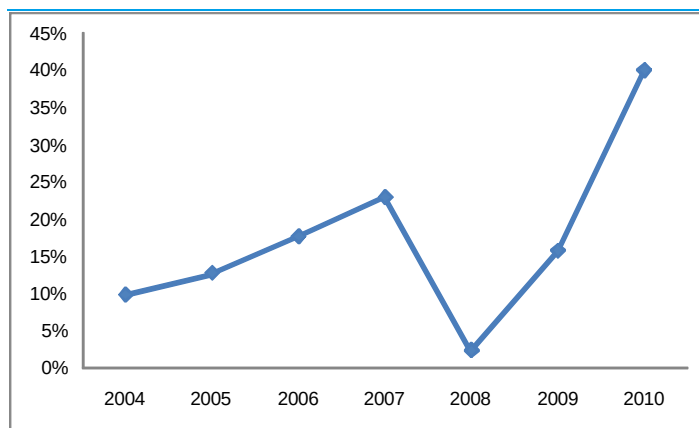
- 对于关联产业而言，无需考虑保障房中新开工部分是否属于可售，因为只要开工即会产生相应需求，在假设 1000 万套保障房全部开工和纯粹意义上商品房开工部分下降 5% 前提下，预计 2011 年整体房地产新开工量同比增长 11%。

图表3：商品房新开工面积增速



来源：国金证券研究所 国家统计局

■ 图表4：商品住宅新开工面积增速



图表5：商品房和商品住宅新开工中可售部分测算 单位：万平方米

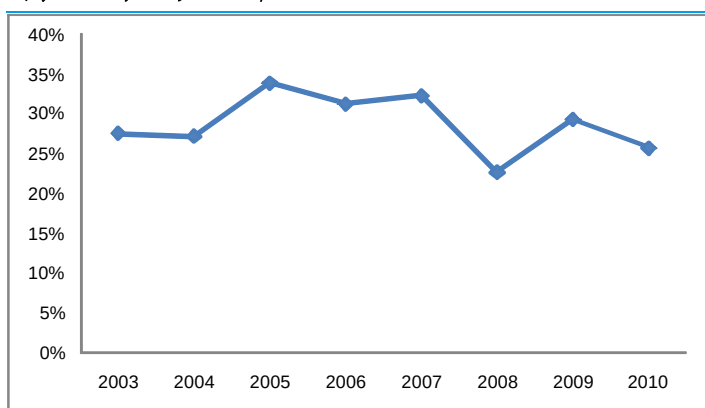
	商品房新开工面积	商品住宅新开工面积	商品房新开工面积增速	商品住宅新开工面积增速	保障房合计开工量(万套)	棚户区开工(万套)	预计廉租房和公租房新开工(万套)	保障房合计新开工面积	保障房中可售部分(万套)(扣除棚户、公租房和廉租房)	保障房中可售部分比例(万套)(扣除棚户、公租房和廉租房)	可售保障房新开工面积(每套面积按60平米计算)	预计纯商品房开工面积(11年按同比下降5%计算)	预计纯商品住宅开工面积(11年按同比下降5%计算)	商品房新开工面积可售部分	商品住宅新开工面积可售部分
2009	115385	92463			200										
2010	163800	129468	42%	40%	590	280	89	35400	222	37%	13290	128400	94068		
2011E	181980	149365	11%	15%	1000	371	335	60000	295	29%	17689	121980	89365	139669	107054

来源：国金证券研究所 国家统计局

二、去化率

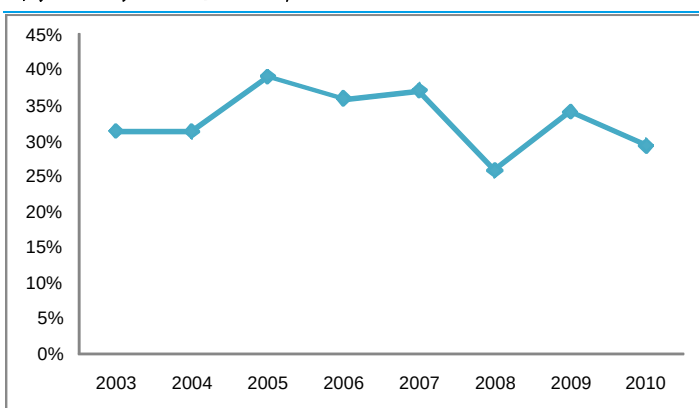
- 销量与当年施工量的比率即为去化率，因为这一比率是已经发生的销售所衍生出的数据，它反映了当年购房者的市场预期和购买能力，较为准确的体现了市场的实际销售情况。例如在市场繁荣的07年这一数值达到32.3%，而在萧条的08年仅为22.6%。

图表6：商品房去化率



来源：国金证券研究所

■ 图表7：商品住宅去化率

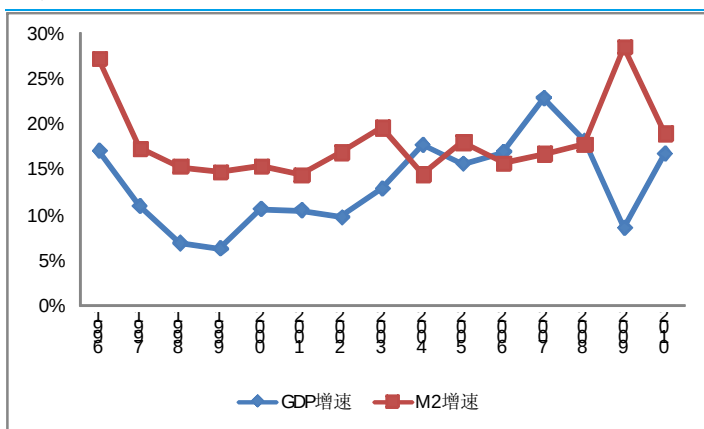


- 去化率水平的高低取决于货币环境和购房者的预期，因为货币环境决定购买力，而购房者预期决定购买力能否释放。

1、货币环境

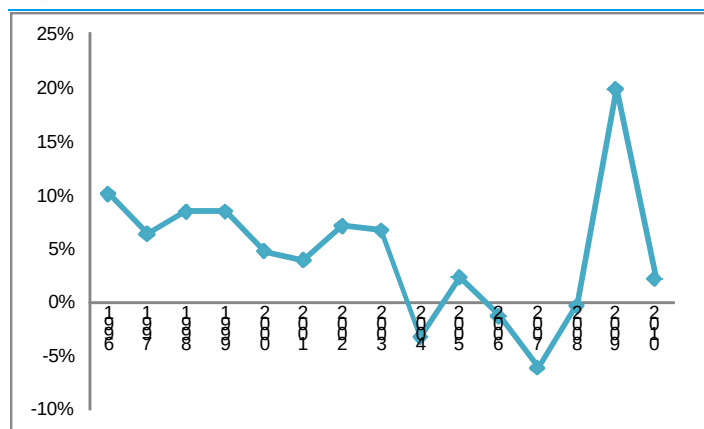
- 货币环境需要从增量和存量两个角度分析才比较全面。
 - **增量角度。**11 年市场预期新增贷款 7.5 万亿，将会比 10 年发放的 7.95 万亿下降 6%，而信贷环境较差的 08 年虽然开始对信贷实行季度调控，但由于经济下滑后又重开货币闸门，全年新增贷款仍上升了 35%，所以从增量的角度，11 年的信贷环境会比 08 年更差。此外，对二套房首付比例提升至 60%以及限购政策都明显削弱了购买力。
 - **存量角度。**而从存量的角度分析，我国目前货币是明显过剩的，因为 M2 与名义 GDP 的比例由 08 年的 152% 上升到 182%，其差值也由 16.1 万亿元快速上升至 32.8 万亿元。由于有大量过剩货币的存在，从存量的角度分析，未来货币环境会好于 08 年。

图表8：M2 和名义 GDP 增速对比

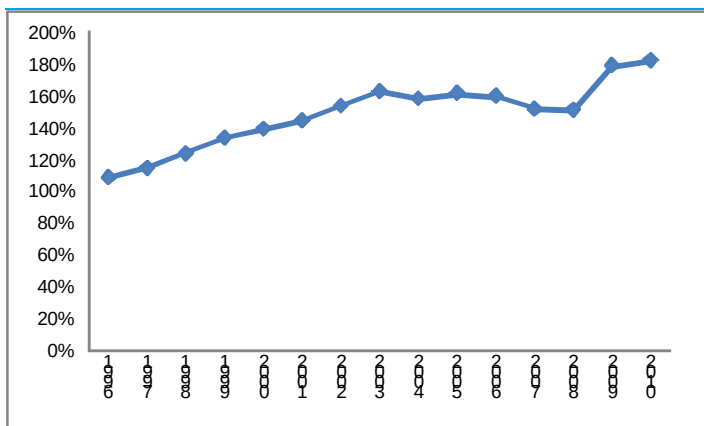


来源：国金证券研究所 国家统计局

图表9：M2 与名义 GDP 增速差额

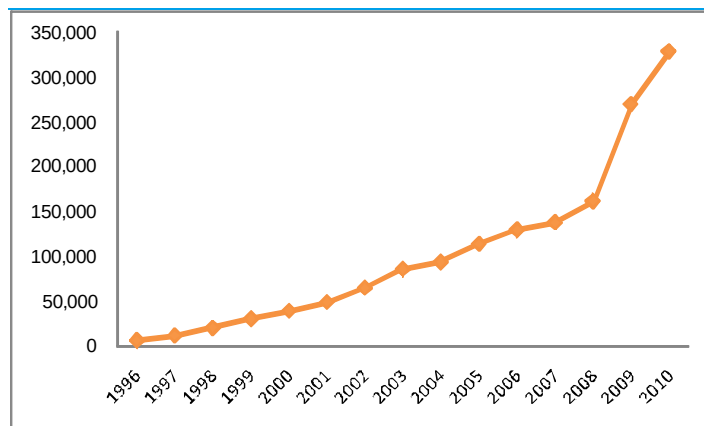


图表10：M2 与名义 GDP 比值



来源：国金证券研究所

图表11：M2 与 GDP 差额



2、市场预期

- 购房者和开发商对市场的预期很难量化，但却是影响销量和价格的最重要因素。从定性和草根的感受，目前各界对市场的预期没有 08 年悲观。
- 我们首先介绍经济学对预期的定义，预期简单可分为两类，一是理性预期，二是适应性预期。

- 理性预期是指在有效地利用一切信息的前提下，对经济变量作出的在长期中平均最为准确的，而又与所使用的经济理论、模型相一致的预期。经济学对预期的定义比较拗口，简单的说，理性预期需要有较专业的知识背景和收集信息的能力，而对于购房这种大众化的行为，指望其中的参与者用专业的知识和工具去做分析是比较困难的，我们认为适应性预期来解释购房行为恐怕更有效。
- 适应性预期是指人们在对未来会发生的预期是基于历史而产生。而从房价演绎的历史，恐怕正是各界对市场并不悲观预期产生的最直接原因。房价的波动主要有三次：
 - 1、09年房价的V型反转。
 - 2、10年1季度房价的再次失控。
 - 3、10年3季度房价的反弹。
- 在经历了调控所导致的3次市场波动和复苏，购房者对房价难再出现十分悲观预期，而这种预期的自我实现也将使实际房价难出现大幅下跌，因为在降低了对房价下跌空间的预期后，房价的价格弹性会变得较大，在适度价格回调后会有需求入场。
- 所以购房者预期没有08年悲观，目前与08年最大的区别是购房者想买房但被限购政策行政性的压制。

结论：我们综合考虑目前货币环境和市场预期与08年同期的对比情况，在08年去化率基础上下调一个百分点，作为11年去化率，也即取值22%，前面我们分析可售的商品房施工量为46.92亿平米，所以11年商品房销售面积=46.92*22%=10.3亿平米，同比下降1%。

图表12：根据实际可售新开工推算的商品房销售面积

日期	商品房销售面积-累计值(万平方米)		房地产新开工施工面积-累计值(万平方米)		房地产竣工面积-累计值(万平方米)	房地产施工面积-累计值(万平方米)	去化率
2003	32247		54319		39510	116907	28%
2004	38232	19%	60414	11%	42465	140451	27%
2005	55769	46%	66840	11%	48793	164445	34%
2006	60628	9%	78131	17%	53019	194090	31%
2007	76193	26%	94590	21%	58236	235882	32%
2008	62089	-19%	97574	3%	58502	274149	23%
2009	93713	51%	115385	18%	70219	319650	29%
2010	104300	11%	163800	42%	76000	405500	26%
2011E	103217	-1%	139669			469169	22%

来源：国金证券研究所

图表13：根据实际可售新开工推算的商品住宅销售面积

日期	住宅销售面积-累计值(万平方米)		住宅新开工施工面积-累计值(万平方米)		住宅竣工面积-累计值(万平方米)	住宅施工面积-累计值(万平方米)	去化率
2003	28502		43676		32200	91018	31%
2004	33820	19%	47949	10%	34677	108197	31%
2005	49795	47%	54034	13%	40004	127748	39%
2006	54392	9%	63568	18%	43247	151499	36%
2007	69104	27%	78136	23%	47767	186455	37%
2008	55886	-19%	79889	2%	47750	216671	26%
2009	85294	53%	92463	16%	57694	250804	34%
2010	92118	8%	129468	40%	61200	314943	29%
2011E	90199	-2%	107054			360796	25%

- 对上市公司销售增速的判断依据同样是可售量和去化水平，根据各公司已经公布开工计划和销售均价可以判断其2011年的可售金额，我们仍旧按照08年最差的去化水平来推断，上市公司销售额可以实现4-8%的增长。并且我们认为经历08年市场的调整，上市公司的销售策略将更加灵活，实际销售额增速可能会更高，在目前已经实现业绩高锁定率情况下，销售额依然能保证增长，上市公司业绩增速低于预期可能性并不大，所以我们认为目前测算的估值水平是比较可靠的。

图表14：招商地产销售额判断

年份	开工面积	销售面积	销售金额	销售金额增速	销售均价	年底已开工未售	可售面积	可售金额	去化率 (销售金额/可售金额)
2005	50	12	8		6919	38			
2006	42	24	19	129%	8000	56	59	41	
2007	84	22	27	40%	12176	118	98	78	34%
2008	112	45	64	141%	14409	186	174	212	30%
2009	85	121	148	131%	12247	150	228	329	45%
2010	142	95	146	-1%	15367	197	221	270	54%
2011E	277	120	155	6%			335	515	

来源：国金证券研究所

图表15：万科销售额判断

年份	开工面积	销售面积	销售金额	销售金额增速	销售均价	年底已开工未售	可售面积	可售金额	去化率 (销售金额/可售金额)
2005	259	232	140		6018	248			
2006	501	323	212	52%	6577	426			
2007	777	614	524	147%	8532	589	814	536	98%
2008	523	557	479	-9%	8594	555	851	726	66%
2009	561	664	634	32%	9557	453	836	718	88%
2010	1248	898	1082	71%	12049	803	1077	1029	105%
2011E	1329		1166	8%			1468	1768	

图表16：金地集团销售额判断

年份	开工面积	销售面积	销售金额	销售金额增速	销售均价	年底已开工未售	可售面积	可售金额	去化率 (销售金额/可售金额)
2005	53	39	23		5860	14			
2006	71	73	51	122%	6983	12			
2007	243	108	98	91%	9014	147	134	93	104%
2008	138	110	114	17%	10364	175	216	195	59%
2009	142	197	211	85%	10719	120	246	255	83%
2010	380	229	283	34%	12372	271	310	332	85%
2011E	284		299	5%			412	510	

来源：国金证券研究所

图表17：保利地产销售额判断

年份	开工面积	销售面积	销售金额	销售金额增速	销售均价	年底已开工未售	可售面积	可售金额	去化率 (销售金额/可售金额)
2005	90	69	43		6157				
2006	238	123	84	96%	6779				
2007	411	200	170	104%	8537	234	205	139	122%
2008	456	258	205	20%	7935	432	462	394	52%
2009	564	527	434	112%	8237	469	714	566	77%
2010	1000	688	662	53%	9612	780	969	798	83%
2011E	1200		690	4%			1380	1327	

保障房建设资金缺口可能带来的定向政策松动

- 按照我们的测算，今年为完成一千万套保障房的建设目标，会存在 2724 亿元资金缺口，所以保障房建设离不开企业的参与，但保障房利润率水平较低，为实现这一建设目标，政府可能会针对保障房建设的企业实施一定程度的政策松动，这可能会带来相关公司估值水平的提升，也可能由于参与保障房建设，相关公司会有更过获取商品房开发的机会。

- 在此首先介绍我们对保障房开发模式和资金缺口的测算过程：

开发模式和资金来源

- 目前保障性住房主要有棚户区改造住房、经济适用房、限价房、公租房和廉租房五类。通过分析各类保障性住房建设模式，我们认为棚户区改造、经济适用房和限价房基本可以满足自给自足，保障房计划的完成压力主要在于公租房和廉租房。
 - 因为棚户区改造住房的成本可最终由利用改造用地兴建商品房的收益满足，经济适用房、限价房以销售方式供给，销售额基本可以满足所需成本。
 - 保障性住房中由政府承担的投资主要包括经济适用房的土地成本，部分棚户区改造安置房、廉租房和公租房土地及建设成本。
- 公租房、廉租房的资金来源目前主要有以下三种：
 - 住房公积金增值收益扣除贷款风险准备金和管理费用后的全部余额；

- 从土地出让净收益中按照不低于 10%的比例安排用于廉租住房保障的资金；
- 住房保障专项补助资金。
- 此外公租房还在探索房地产信托、发行债券、贴息贷款等融资方式。

图表18：保障性住房模式及前景分析

保障性住房	对象和要求	开发模式	土地和资金	开发前景
经济适用房	经济适用房供应对象为城市低收入住房困难家庭，单套建筑面积标准控制在 60 平方米左右。	由房地产公司开发销售；用地一般采用行政划拨或招标投标方式，免收土地出让金；对各种经批准的收费减半征收，开发利润不超过 3%；销售价格实行政府指导价。	土地：免征土地出让金，地价整理费用由政府承担 建设资金：开发商承担	微利，但仍有开发商愿意参与，政府负担小，可行性高
限价房	面向城市中等收入以下住房困难家庭，其单位面积限制在 90 平方米以内。限价房的价格上限由地方政府在将土地售予开发商时确定，价格水平通常介于经济适用房和普通商品房之间。	土地一般以招拍挂方式出让，并由开发商主导开发。	土地：招拍挂，地价款由开发商承担 建设资金：开发商承担	微利，开发商愿意参与，政府负担小，可行性最高
公租房	单套建筑面积要严格控制在 60 平方米以下，主要面向城市中等偏下收入住房困难家庭，有条件可将新就业职工和有稳定职业并在城市居住一定年限的外来务工人员纳入供应范围。单套建筑面积要严格控制在 60 平方米以下。	4 种模式：1) 企业开发后持有经营（一般是配建或面向企业内部）；2) 商品房用地配建，企业开发后由政府回购；3) 土地作价入股，企业或专营机构出资开发，与政府合作经营，4) 政府投资开发并经营。	土地：招拍挂（配建）、行政划拨或作价入股，地价款由开发商承担、作价入股或由政府承担 建设资金：开发商承担、政府投资或设立专营机构融资运营	投资回收期长，企业参与热情低，除配建外主要由政府主导开发，可行性受到资金限制。
廉租房	主要面向城市低收入住房困难家庭，单套建筑面积控制在 50 平方米以内。	主要由政府主导开发分配，建设资金主要来自地方政府预算，中央政府的财政转拨等，所有权为国有。	土地：免除土地出让金，土地整理费用由政府承担 建设资金：政府承担	资金主要由政府负担，受到资金限制。
棚户改造	城市和国有工矿棚户区是指国有土地上集中连片简易结构房屋较多、建筑密度较大、基础设施简陋、房屋建成年限较长、使用功能不全、安全隐患突出的居住区域。城市棚户区为城市规划区内的棚户区，国有工矿棚户区为城市规划区外的独立工矿棚户区。	3 种模式：1) 政府安置，净地出让；2) 毛地出让，开放商负责安置；3) 棚户区单位组织，政府在税收、贷款和基础设施建设方面给以优惠。	土地：土地改造，成本计入一级开发，最终由竞得土地的开发商承担；安置房部分由政府承担。 建设资金：由开发商承担或企业承担，政府给以补助	净地出让可由后期招拍挂补偿成本，毛地出让主要由开发商承担成本，资金基本可自给自足，这一部分预计可以完成计划。部分工矿林区棚户区需要政策给以较多支持，受到政府资金限制。

来源：国金证券研究所

- 2011 年全国计划建设保障性住房和各类棚户区改造住房 1000 万套，虽然存在土地供应变数和筹集建设资金等难题，但我们预计这一目标能够完成，最重要原因在于有问责制来保障。
- 因为住建部要求各省市保障性住房计划必须在今年 10 月 31 日前全部开工，否则主要领导将遭到从约谈到行政处分乃至降级、免职的严厉处罚。从地方政府官员的政治利益来倒推，其完成建设计划的动力较强。

图表19：各省市 2011 年保障性住房计划汇总（单位：万套）

	城镇保障性住房							农村改造
		公租房	棚户改造	经济适用房	限价房	廉租房	发放补贴	
北京	20	6	10					
天津	35.5		4				8.5	
河北	30		15					
山西	28	2	14	3		5.6		2.8
内蒙古	42.16							
辽宁	34							
吉林	41.29							
黑龙江	69.197		53.92					
上海	22	4		8				
江苏	45	15	20	6			4	
浙江	8	5						
安徽	40							5
江西	24.7974	2.4	2.0686	0.4288		5.9	14	
山东	32.82	7.4	11.54	8.6	3.3	1.2	0.78	
河南	39	9	12.4	8		9.6		
湖北	30	9	13	3.5	1	3.5		6
湖南	39.72		25.12				1.1	
广东	31	9.28		3.08	11.5	4.79		
广西	29	5.12	8.29	2.69	3.5	5	4.4	
海南	9.3576	1.19	3.9042	2.2435	1.1197	0.7		
重庆	27	27						
四川	34	12.8	12					
贵州	23.62	2.22	5.84	3.01	0.1	6.88	3.62	
云南	40							30
西藏	0.62	0.12	0.3			0.2		
陕西	45							
甘肃	15.87	0.85	7.42	2.81	1.84	2.95		
青海	17.62							
宁夏	3.1							
新疆	5.6	5.6						
合计	863.272	123.98	218.8028	51.3623	22.3597	46.32	36.4	43.8

来源：国金证券研究所（1 缺少福建数据，重庆仅为公租房数据，2 个别省市未公布分类计划，分类项目合计数为有公布分类计划省市的合计数）

- 首先我们从建设资金角度测算了 2010-2012 年建设保障性住房政府需承担的投资额和资金缺口，主要假设条件为：
 - 土地整理成本每平米 500 元，建安成本每平米 2000 元；
 - 11、12 年全国土地出让金环比分别下降 15%和上升 20%；
- 我们测算 11 年、12 年资金缺口分别为 2724 和 2703 亿元。
 - 11、12 年资金缺口分别为 10 年政府财政收入 8.3 万亿的 3.3%和 3.26%。
 - 11、12 年资金缺口约等于 10 年 2 千亿地方政府债券的发行规模，是 10 年新增贷款 7.95 万亿的 3.4%。
- 虽然资金缺口占地方政府财政收入比例并不大，但目前大多政府实际出现财政赤字，所以落实建设资金仍有较大困难，但由于有问责制的压力存在，预计各地方会更过考虑将社会资金引入保障房建设。

- 而保障房毕竟利润空间有限，为吸引更多企业参与保障房建设，预计政府会对相关公司在土地付款方式和融资层面实行一定程度的政策松动，这有利于相关公司估值水平的提升，也有利于获得更多可供开发资源。

图表20：政府需承担资金缺口测算

	计划建设套数（万套）				政府需承担资金测算（亿元）				资金来源（亿元）		政府投资 资金缺口 （亿元）
	总计				土地整理	建安成本	现金补贴	需要资金 合计	10%土地 出让收益	中央拨款	
	棚户区改 造	经济适用 房、限价 房	公租房、 廉租房		少量棚 改、全部 经适和廉 租、部分 公租	部分公 租、全部 廉租	棚改、公 租、廉租 等				
2010	590	280	222	89	825	885	144	1854	945	811	98
2011E	1000	371	295	335	1481	3011	180	4672	918	1030	2724
2012E	1000	300	350	350	1574	3045	216	4835	1102	1030	2703

来源：国金证券研究所

投资策略

- 目前地产股处于估值底部，而由于存量货币过剩和并不悲观预期存在，行业发生深度调整可能性不大，目前测算的估值水平仍较为可靠。而保障房建设资金缺口的存在可能引发政府对相关公司的定向政策松动，有利于地产股估值水平的提升。
- 并且目前地产板块的流通市值占 A 股的流动市值比例已经下降至 3.1%，等待投资逻辑比较完美再增仓的可操作性也较差，建议提高地产股配置，等待投资逻辑理顺和估值水平回归。
- 推荐一线龙头中的保利地产、万科、金地集团、招商地产，以未来受益保障房建设的中天城投、北京城建、首开股份。

附录：房地产开发投资的判断

- 由于房地产开发投资对经济和相关产业影响较大，我们对全年房地产投资增速做了判断，而投资离不开资金支持，在此我们首先对全行业资金链做一测算，我们认为销售回款和银行贷款同时下降 15% 情况下，企业会存在明显降价促销压力，如未达到上述情形，开发商出现名义开工实际停工的现象不会普遍出现。

（一）开发商资金链的测算

- 我们从全行业角度，分别列出开发商资金支出和流入项

资金支出项=房地产投资中实际发生现金流+营业税+土地增值税+所得税+土地购置费用+贷款利息

资金流入项=国内贷款+自筹资金+利用外资+外商直接投资+其他资金来源

资金缺口=支出项-流入项+期初货币余额

- 由于没有全行业企业货币资金余额的数据，因此我们按上市公司销售额与行业销售额比例和上市公司现金余额来估算行业现金余额，例如 10 年非上市公司与上市公司销售比例为 11.7:1，而上市公司现金余额为 1981 亿元，按同比例计算，非上市公司现金余额为 4.83 万亿，但非上市公司资金营运状况应不如上市公司，我们假设非上市现金余额为上市公司的 50%，按此估算非上市公司现金 2.41 亿元。

图表21：全行业企业货币资金余额的测算 单位：亿元

年份	全行业销售额	上市公司销售额	非上市公司销售额	非上市公司销售额/上市公司销售额	上市公司现金余额	非上市公司现金余额	估算的全行业资金余额
2006	20510	1415	19094	13.5	545	9547	10093
2007	29604	2170	27434	12.6	834	13717	14551
2008	24071	1909	22162	11.6	996	11081	12077
2009	43995	3437	40557	11.8	1886	20279	22165
2010E	52500	4125	48375	11.7	1981	24188	26169

来源：国金证券研究所

- 资金支出的各项较为刚性，其中最大变数为土地购置费用，我们预期开发商今年会压缩购置费用，并且 10 年基数较高，已经实现了 66% 增速，所以假设 11 年该项指标下降 15%，预计全行业资金支出 7.13 万亿元。
- 资金流入项的主要变数在于银行贷款和其他资金来源中的定金和预收款，这两部分资金来源占 43%。

结论：通过模型测算，我们认为开发商资金完全断裂需要预收款和银行贷款都下降 35% 之下，当然，地产企业为维持正常运转，必须保证一定的现金余额以维持周转，比较 08 年同期水平，我们认为预收款和银行贷款同比下降 15% 就会迫使开发商降价促销以改善资金运营状况。

图表22：测算开发商资金链所需指标

测算流动性所需基本指标	商品房销售额		经营总收入		资产负债率	营业税率	土地增值税率	营业利润	新开工面积	新开工面积同比增长	土地购置面积	土地购置面积同比增长	土地购置单价	土地购置楼面价	房地产开发投资	房地产开发投资同比增长	房地产开发投资中的地价款	土地增值税	贷款利率
2006	20510		18047		74.1%	6.2%	0.7%	1669	78131		36791		1028	343	19382			134	6.04%
2007	29604	44%	23397	30%	74.4%	7.1%	1.6%	2437	94590	21.1%	40609	10.4%	1198	399	25280	30.4%	3242	373	6.89%
2008	24071	-19%	26697	14%	72.3%	6.9%	1.4%	3432	97574	3.2%	36785	-9.4%	1575	525	30580	21.0%	3897	361	7.28%
2009	43995	83%	33905	27%	72.3%	7.0%	1.5%	3945	115385	18.3%	31906	-13.3%	1893	631	36232	18.5%	6059	499	5.40%
2010	52500	19%	38991	15%	72.3%	10.5%	5.0%	5264	163800	42.0%	41000	28.5%	2437	812	48267	33.2%	10335	1950	5.40%
2011E情景1	47250	-10%	40940	5%	72.3%	10.5%	5.0%	5527	180180	10.0%	34850	-15.0%	2437	812	60816	26.0%	14637	1865	5.85%
2011E情景2	42000	-20%	40940	5%	72.3%	10.5%	5.0%	5527	180180	10.0%	34850	-15.0%	2437	812	60816	26.0%	14637	1865	5.85%
2011E情景3	36750	-30%	40940	5%	72.3%	10.5%	5.0%	5527	180180	10.0%	34850	-15.0%	2437	812	60816	26.0%	14637	1865	5.85%

来源：国金证券研究所

图表23：开发商资金缺口的情景分析

资金支出项目	房地产投资中的实际发生现金流	营业税	营业利润率	所得税	土地购置费用	土地购置同比增长	贷款本金	贷款利息	资金支出合计	国内贷款房地产开发投资总额-累计值(亿元)	贷款同比变化	利用外资房地产开发投资总额-累计值(亿元)	外商直接投资房地产开发投资总额-累计值(亿元)	自筹资金房地产开发投资总额-累计值(亿元)	自筹资金占资金来源比例	其他资金房地产开发投资总额-累计值(亿元)	资金流入合计	企业原有现金余额	资金盈余	其他资金定金及预收款房地产开发投资总额-累计值(亿元)	定金及预收款同比变化
2006	19382	1127	9.2%	551	3783				24843	5263		394	297	8587	31.6%	12635	27178		2335	8136	
2007	22038	1660	10.4%	804	4866	28.6%			29368	6961	32.3%	650	503	11772	31.2%	17874	37759	10093	18484	10628	30.6%
2008	26683	1829	12.9%	1133	5795	19.1%			35439	7257	4.2%	726	644	15081	38.9%	15082	38790	14551	17902	9286	-12.6%
2009	30173	2364	11.6%	986	6039	4.2%	6494	351	46407	11293	55.6%	470	392	17906	31.1%	27459	57519	12077	23189	15914	71.4%
2010	37932	4094	13.5%	1316	9992	65.5%	8503	459	62297	12540	11.0%	796	677	26705	36.5%	32454	73172	22165	33040	19020	19.5%
2011E情景1	46179	4299	13.5%	1382	8493	-15.0%	10363	606	71322	10659	-15.0%	796	677	26705	39.0%	29601	68438	26169	23284	16167	-15.0%
2011E情景2	46179	4299	13.5%	1382	8493	-15.0%	10363	606	71322	11286	-10.0%	796	677	26705	38.1%	30552	70016	26169	24862	17118	-10.0%
2011E情景3	46179	4299	13.5%	1382	8493	-15.0%	10363	606	71322	12540	0.0%	796	677	26705	36.5%	32454	73172	26169	28018	19020	0.0%

来源：国金证券研究所

(二) 地产投资增速的判断

- 对房地产开发投资可以通过施工面积和每平米施工面积需要投资额的来计算，也即房地产投资=施工面积*每平米施工面积对应投资额
- 前面我们已经分析，施工面积实际需要判断的是新开工面积，我们前面的结论是商品房新开工面积同比增长 11%。
- 而每平米施工面积需要投资额可以通过在历史数据的基础上修正估算，其修正需要考虑两点因素：
 - 一是施工所需原材料的价格变化，如工人工资，钢铁、水泥等建筑材料的价格波动；
 - 二是开发商自己主动控制的投资进度，在资金正常情况下开发商一般会使项目尽快达到销售和竣工状态，但在信贷紧张时可能会导致资金无法正常流转而减少投资额。11 年建材和土地价格我们判断会基本持平或略有上涨，而由于信贷的收紧，开发商投资的速度可能有所减缓，并且 11 年保障房建设比例会明显上升，这部分产品所需投资单价会低于商品房，所以 11 年每平米投资额同比下降 1%，在此基础预测 2011 年房地产投资同比增长 24.8%。

房地产投资额=1178 元/平方米*51.1 亿平方米=6.03 万亿元

图表24：房地产投资模型

年份	商品房本年新开工面积（万平方米）	商品房本年新开工面积增速	商品房本年竣工面积（万平方米）	商品房本年竣工面积增速	竣工率	商品房本年施工面积（万平方米）	商品房本年施工面积增速	每平方米施工面积对应投资额（元/平方米）	每平方米施工面积对应投资额增长率	房地产开发投资总额（亿元）	房地产开发投资总额增速
1998	18751	46.3%	15393	11.6%	31.75%	48473	11.5%	738	3.33%	3580	12.6%
1999	21633	15.2%	19784	28.0%	35.90%	55105	13.3%	728	-1.45%	4010	11.0%
2000	28259	30.6%	23028	16.4%	36.25%	63529	15.3%	772	6.02%	4902	19.5%
2001	35946	27.2%	27303	18.6%	35.36%	77213	21.5%	809	4.83%	6245	25.3%
2002	42260	17.6%	32523	19.1%	35.06%	92757	20.1%	834	3.11%	7736	21.9%
2003	54319	28.5%	39510	21.5%	33.80%	116907	26.0%	864	3.65%	10106	29.7%
2004	60414	10.4%	42465	2.1%	30.23%	140451	19.2%	937	8.38%	13158	28.1%
2005	66840	10.6%	48793	14.9%	29.67%	164445	17.1%	958	2.29%	15759	19.8%
2006	78131	15.1%	53019	-0.6%	27.32%	194090	17.1%	999	4.21%	19382	21.8%
2007	94590	19.4%	58236	4.3%	24.69%	235882	21.1%	1072	7.32%	25280	30.2%
2008	97574	3.2%	58502	0.5%	21.34%	274149	16.2%	1115	4.08%	30580	21.0%
2009	115385	18.3%	70219	20.0%	21.97%	319650	16.6%	1133	1.62%	36232	18.5%
2010	163800	42.0%	76000	8.2%	18.74%	405500	26.9%	1190	5.01%	48267	33.2%
2011E	181818	11.0%	95833	26.1%	18.74%	511318	26.1%	1178	-1.00%	60254	24.8%

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室