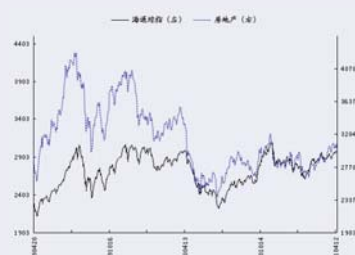


增持 调高

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

房地产行业分析师
涂力磊
SAC 执业证书编号：
S0850510120001
电话：021-23219747
Email: tll5535@htsec.com

房地产行业分析师
谢盐
SAC 执业证书编号：
S0850208120583
电话：021-23219436
Email: xiey@htsec.com

联系人
贾亚童
电话：021-23219421
Email: jiaty@htsec.com

房地产行业

2011 年 4 月 18 日

房地产行业 2011 年 2 季度投资策略： 寻找可能的超预期

- **房地产 1 季度投资同比增长 34%。**1 季度全国房地产累计开发投资达 8846 亿元，同比增长 34.1%。相比 2010 年同期同比增长 35.1%而言，2011 年增幅略有下降。1-3 月商品住宅投资 6253 亿元，同比增长 37.4%，占房地产开发投资的比重为 70.7%。住宅投资占比继续保持稳定。
- **二、三线城市支撑国内地产市场：**1-3 月，全国商品房销售面积 1.76 亿平方米，比去年同期增长 14.9%。其中 3 月当月的销售面积同比增长了 15.77%。在一季度全国商品房成交量在上升的同时，一线城市在下滑明显，主要是二线及以下城市支撑了全国成交量的上升。土地交易市场上亦存在着三四线城市受调控影响较小的情况。
- **评级从“中性”提高到“增持”（海通行业最高评级）的逻辑：**
 - **估值依旧较低：**在 1 季度销售超预期为行业全年运行做出良好开局。行业未来业绩的锁定性得到进一步提升。
 - **通胀有争议，但存在逻辑：**如果认同 3 季度末 CPI 回落，2 季度应该加大地产配置；如果认为全年通胀未必下滑，高通胀可能是持续现象。那么大盘地产股有可能因此具备相对收益。因为持续高通胀下整体市场面临系统性风险，而截止 4 月 17 日房地产板块 A 股市场中市值排名第 10。板块低估值、高增长预期使得行业下降幅度有限。而事实上，加息对地产板块杀伤力在减弱。
 - **2 季度行业可能出现良性循环：**按照历史规律 1 季度调控后，2 季度可能属于全年业绩最差预期形成阶段。在最差预期进入板块是相对安全的选择。但是由于受到去年基数数据影响（去年 5 月、7 月和 8 月属于全年最低点），2011 年 5、7、8 月有望出现同比增长，环比震荡的趋势（对应数据公布日在 6 月、8 月和 9 月）。此外受到调控影响，开发商上半年普遍推盘高峰集中在 5 月以后，市场成交量有望因为推盘数量增加而提升。此外目前“一房一价”形势下，高价楼盘入市存在困难。后期受监管部门颁发预售证影响，可能会有更多低价楼盘入市从而拉低房价。因此，不排除 2 季度出现房价下跌、成交上涨的良性循环。
- **个股选择：**择股方面应该侧重三条主线：1）产品符合调控政策、2010 和 2011 年开工量保持高速增长的地产业龙头企业。从上市地产公司 1 季度销售情况可以看到，产品立足普通中小户型和具备 2、3 线城市战略纵深的地产企业在调控中依旧具备优秀的增长潜力。在政策调控趋向于长期化的形势下，只有能迅速适应政策方向的企业才能得到更大程度发展。主要推荐万科 A、保利地产、首开股份、荣盛发展和保障房建设企业。2）受调控影响较小、未来具备成长空间的商业地产，推荐金融街和世茂股份 3）盈利模式在 A 股地产企业中具备独特优势的京投银泰。
- **风险提示：**一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

目 录

1. 2011 年 1 季度行业运行情况	5
1.1 房地产投资情况	5
1.2 房地产新开工、施工和竣工情况	6
1.2 土地购置和销售	7
1.3 行业龙头企业一季度销售强于 2010 年同期	8
2. 对后期通胀和成交的看法	9
2.1 二、三季度仍为通胀高点	9
2.2 二季度商品房销售有望好于预期	11
3. 看好二季度保障房开工建设	12
3.1 箭在弦上，不得不发	12
3.2 经济短显回落，保障房有望成为逆周期管理重要工具	13
4. 房地产板块的市场表现、估值水平	14
4.1 我们对行业 1 季度判断基本准确	14
4.2 为什么评级从“中性”提高到“增持”	14
4.2.1 板块整体估值水平依旧不高	14
4.2.2 通胀存在争议，但是可以找到逻辑	16
4.2.3 可能出现价格下跌成交上升的良性局面	17
5. 投资建议和择股思路	17
6. 风险提示	17

图目录

图 1 全国房地产开发投资累计完成情况	5
图 2 全国房地产开发投资当月完成情况	5
图 3 全国住宅投资累计完成情况	6
图 4 全国住宅投资当月完成情况	6
图 5 全国房地产新开工、施工和竣工面积情况	6
图 6 房屋新开工累计情况	7
图 7 当月新开工情况	7
图 8 房屋竣工面积累计情况	7
图 9 房屋竣工面积当月情况	7
图 10 全国商品房销售面积累计情况	7
图 11 全国商品房销售额累计情况	7
图 12 TOP30 地产企业 2010 年销售金额城市贡献度	9
图 13 TOP30 地产企业 2011 年一季度销售金额城市贡献度	9
图 14 TOP30 地产企业 2010 年销售面积城市贡献度	9
图 15 TOP30 地产企业 2011 年一季度销售面积城市贡献度	9
图 16 CPI 翘尾因素有望 3 季度见顶回落	10
图 17 央票到期收益率有见顶趋势	10
图 18 货币供求回落而公开市场到期资金量即将回落	10
图 19 热钱流入有初步见顶迹象	10
图 20 市场部分观点认为 2 季度末、3 季度初是通胀高点	11
图 21 土地购置绝对面积与 07 年大致一致	11
图 22 房地产调控 3 个月左右是商品房成交情况最差时期	12
图 23 2011 年 5、7、8 月有望出现同比增长，环比震荡的趋势	12
图 24 新增人民币贷款当月值和同比变化	13
图 25 银行同业拆借利率上升	13

图 26 二季度保障房建设至关重要	13
图 27 企业景气度和GDP	14
图 28 2011 年 1 月至今各板块收益情况（截止 2011 年 4 月 17 日）	14
图 29 板块和市场PE情况（截止 2011 年 4 月 17 日）	16
图 30 地产总市值排名A股第 10（截止 2011 年 4 月 17 日）	16
图 31 加息对地产走势的影响在减弱	17

表目录

表 1 全国商品房成交量情况（单位：万平）	8
表 2 全国土地成交面积与金额情况	8
表 3 全国土地成交价格情况	8
表 4 全国房地地前 30 强销售情况（单位：亿元）	9
表 5 A股重点覆盖地产企业估值情况（截止 2011 年 4 月 17 日）	15

我们的观点： 我们将 2 季度行业评级从“中性”提高到“增持”（海通行业最高评级）。上调评级主要基于以下几点逻辑；1）板块估值优势明显。在 1 季度销售超预期为行业全年运行做出良好开局。行业未来业绩的锁定性得到进一步提升。2）通胀问题存在争议。如果认同 3 季度末 CPI 回落，2 季度应该加大地产配置；如果认为全年通胀未必下滑，高通胀可能是持续现象。那么大盘地产股有可能因此具备相对收益。因为持续高通胀下整体市场面临系统性风险，而截止 4 月 17 日房地产板块 A 股市场中市值排名第 10。板块低估值、高增长预期使得行业下降幅度有限。而事实上，加息对地产板块杀伤力在减弱。3）按照历史惯例，政策出现后 3 个月属于成交低点。按照这一规律 2 季度可能属于全年业绩最差预期形成阶段。在最差预期进入板块是相对安全的选择。但是由于受到去年基数数据影响（去年 5 月、7 月和 8 月属于全年最低点），2011 年 5、7、8 月有望出现同比增长，环比震荡的趋势（对应数据公布日在 6 月、8 月和 9 月）。此外受到调控影响，开发商上半年普遍推盘高峰集中在 5 月以后，市场成交量有望因为推盘数量增加而提升。此外目前“一房一价”形势下，高价楼盘入市存在困难。后期受监管部门颁发预售证影响，可能会有更多低价楼盘入市从而拉低房价。因此，不排除 2 季度出现房价下跌、成交上涨的良性循环。4）最后，我们不排除 2 季度继续调控的可能，但是调控政策的实际杀伤力在逐步减弱。（2 套房首付提高到 70%，所挤出的购买人群大部分在提高到 60%时已经被限制，新增加的挤出需求有限。）目前有可能已经属于行业最差阶段。

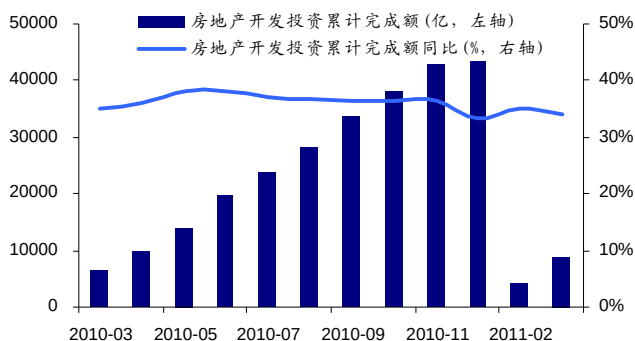
基于以上逻辑和调控的长期性，我们在个股上做出以下推荐：1）产品符合调控政策、2010 和 2011 年开工量保持高速增长的地产业龙头企业。从上市地产公司 1 季度销售情况可以看到，产品立足普通中小户型和具备 2、3 线城市战略纵深的地产企业在调控中依旧具备优秀的增长潜力。在政策调控趋向于长期化的形势下，只有能迅速适应政策方向的企业才能得到更大程度发展。主要推荐万科 A、保利地产、首开股份、荣盛发展和保障房建设企业。2）受调控影响较小、未来具备成长空间的商业地产，推荐金融街和世茂股份 3）盈利模式在 A 股地产企业中具备独特优势的京投银泰。

1. 2011 年 1 季度行业运行情况

1.1 房地产投资情况

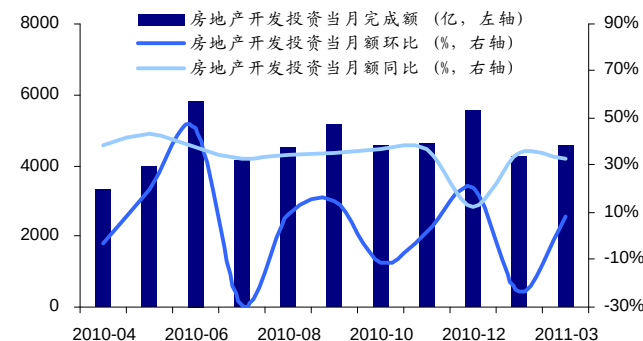
1 季度全国房地产累计开发投资达 8846 亿元，同比增长 34.1%。相比 2010 年同期同比增长 35.1%而言，2011 年增幅略有下降。1-3 月商品住宅投资 6253 亿元，同比增长 37.4%，占房地产开发投资的比重为 70.7%。住宅投资占比继续保持稳定。

图 1 全国房地产开发投资累计完成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 2 全国房地产开发投资当月完成情况

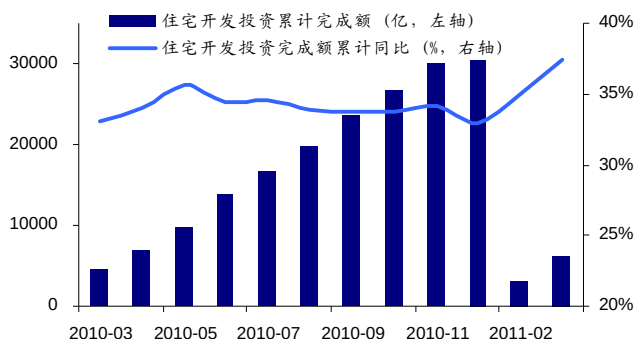


资料来源：CEIC、海通证券研究所

从单月情况来看，3 月完成房地产开发投资 4595.63 亿，相比 1-2 月的 4250.37 亿，环比上升 8.12%，同比去年增涨 33%。3 月完成住宅投资 3239.3 亿，环比上涨 7.48%，

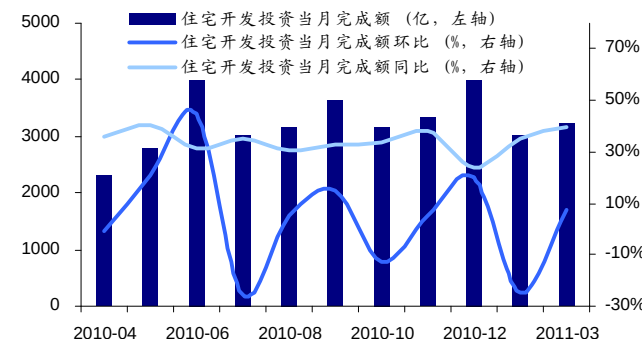
同比增长 39.7%。房地产投资保持增大的原因在与 2010 年新开工增加较大，本年开始进入持续投资阶段。其次 2011 年 1 季度新开工面积仍保持增长。

图 3 全国住宅投资累计完成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 4 全国住宅投资当月完成情况

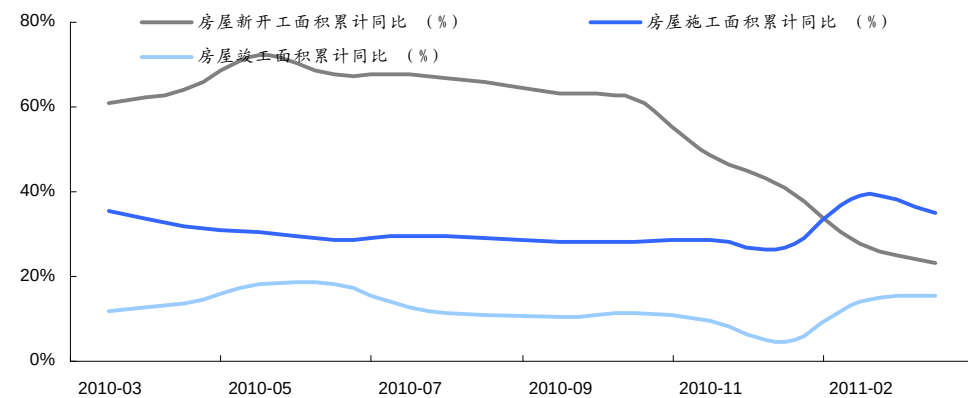


资料来源：CEIC、海通证券研究所

1.2 房地产新开工、施工和竣工情况

1-3 月，全国房地产开发企业房屋新开工面积 3.98 亿平方米，同比增长 23.4%；相比于去年 60%的高增速有所下滑。2010 年高增长的主要原因在于基数较低。本季度房屋竣工面积 1.28 亿平方米，同比增长 15.4%。此外施工面积与竣工面积同比增速从 2010 年底开始出现了上行。

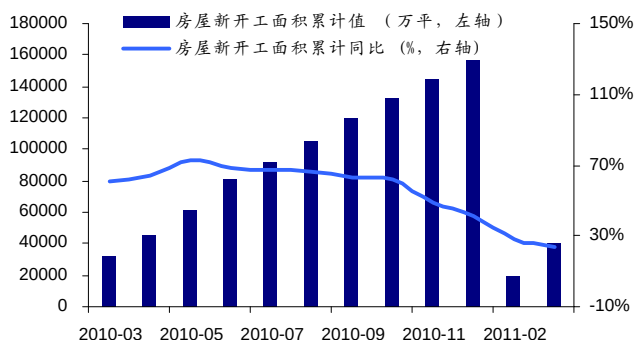
图 5 全国房地产新开工、施工和竣工面积情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

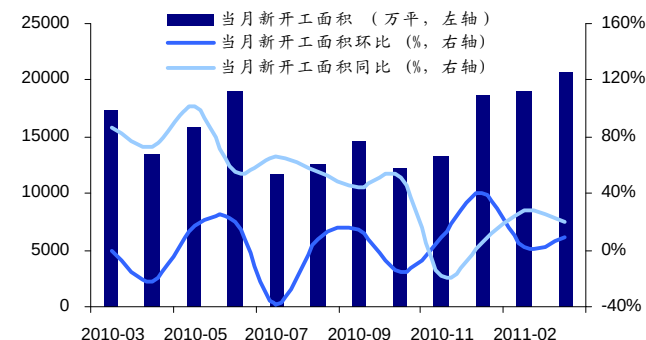
从单月值来看，3 月全国新开工面积达到 2.08 亿平，环比增加 8.79%，同比增长 19.48%。当月房屋竣工面积为 0.59 亿平，环比减少 15.41%，同比增长 17.23%。

图 6 房屋新开工累计情况



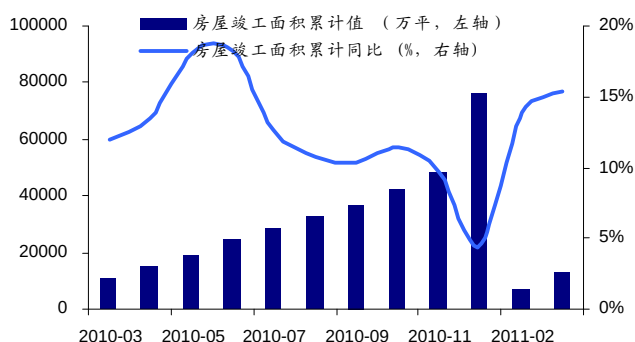
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 7 当月新开工情况



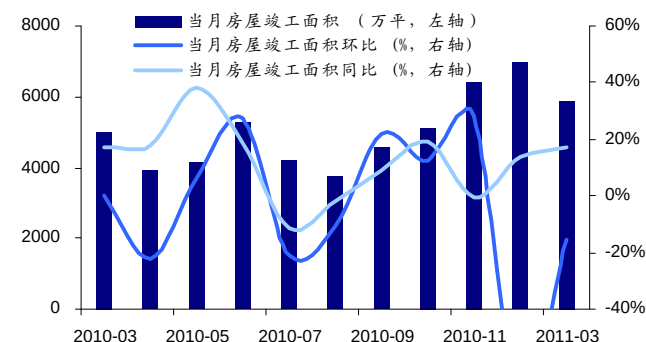
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 8 房屋竣工面积累计情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 9 房屋竣工面积当月情况



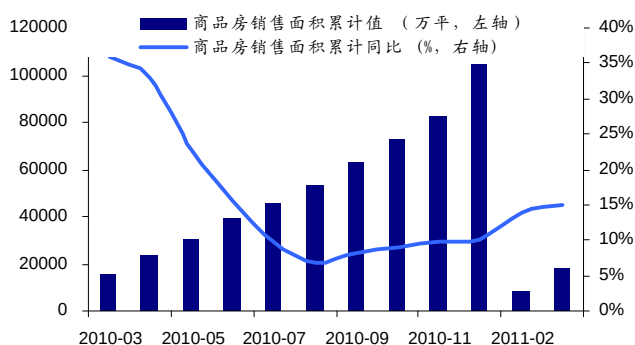
资料来源：CEIC、海通证券研究所

我们预计中性情况下 2011 年房地产投资同比增速将保持在 18.55%到 25.24%之间，新开工面积增速将保持在同比增长 2.03%到 16.60%之间。推算过程请参见 2011 年 3 月 10 日报告《房地产调控的延展路径和行业后期运行判断》。

1.2 土地购置和销售

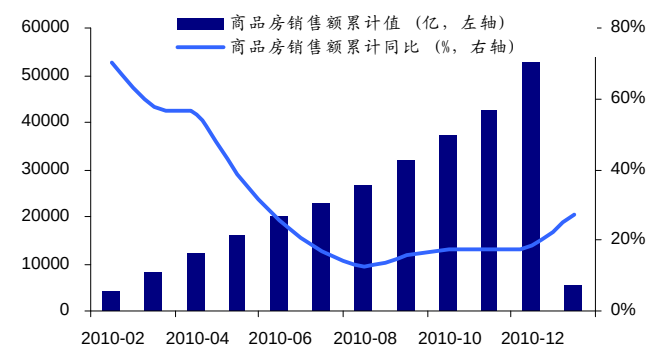
在房产税，限购等政策所带来的调控影响之下，中国的房地产市场呈现出分化格局。总体而已 1-3 月，全国商品房销售面积 1.76 亿平方米，比去年同期增长 14.9%。增速相对 2 月的数据进一步放大。其中 3 月当月的销售面积同比增长了 15.77%。1-3 月商品房累计销售额达到 1.02 万亿元，较去年同期增长 27.3%。与 2 月增长幅度相同。

图 10 全国商品房销售面积累计情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 11 全国商品房销售额累计情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

细分来看，在一季度全国商品房成交量在上升的同时，一线城市下滑明显，主要是二线及以下城市支撑了全国成交量的上升。

表 1 全国商品房成交量情况（单位：万平）

区域	2011 年 1 月		2011 年 2 月		2011 年 3 月		2011 年 1-3 月	
	成交量	同比	成交量	同比	成交量	同比	成交量	同比
全国			8142.95	13.80%	9500.05	15.77%	17643.00	14.86%
一线城市	432.86	25.00%	164.09	-18.20%	240.56	-32.08%	837.51	-7.06%
二线城市	1499.65	30.22%	854.21	48.33%	1022.86	-6.77%	3376.72	19.55%

注：共统计一线城市 5 个；二线城市 16 个；
资料来源：国家统计局、CREIS、海通证券研究所

在土地交易市场上亦存在着三四线城市受调控影响较小的情况。根据对 5 个一线城市，34 个二线城市，57 个三四线城市的一季度土地成交情况的比较分析，在土地成交面积和成交金额方面均是一线城市出现较大下滑，而三四线城市受影响较小。

表 2 全国土地成交面积与金额情况

区域	成交面积(万平)			成交金额(亿元)		
	2011 年 1-3 月合计	2010 年 1-3 月合计	同比	2011 年 1-3 月合计	2010 年 1-3 月合计	同比
汇总	16258	19403	-16.2%	2793	3598	-22.4%
一线城市	706	943	-25.2%	370	889	-58.4%
二线城市	9782	12627	-22.5%	1801	2090	-13.8%
三四线城市	5769	5833	-1.1%	622	619	0.5%

注：共统计一线城市 5 个；二线城市 34 个；三四线城市 57 个。
资料来源：各地土地管理中心、海通证券研究所

在土地成交价格方面同样存在以上趋势。一季度一线城市土地溢价率出现 62% 的大幅下滑，而三四线城市则仅仅下滑了 0.67%。出现以上现象的主要原因在一方面是一线城市在调控后市场出现明显紧缩，政府推地意愿减弱；另外一方面，二、三线城市泡沫相对较小，受政策影响较小的刚性需求支撑当地市场。

表 3 全国土地成交价格情况

区域	平均楼面地价（加权）（万平）			溢价率(加权)		
	2011 年 1-3 月合计	2010 年 1-3 月合计	同比	2011 年 1-3 月合计	2010 年 1-3 月合计	变化百分比
汇总	1718	1854	-7.3%	22.3%	33.6%	-11.29%
一线城市	5246	9426	-44.3%	49.8%	111.8%	-62.06%
二线城市	1841	1655	11.3%	16.5%	27.5%	-10.95%
三四线城市	1078	1061	1.6%	24.4%	25.0%	-0.67%

注：共统计一线城市 5 个；二线城市 34 个；三四线城市 57 个
资料来源：各地土地管理中心、海通证券研究所

1.3 行业龙头企业一季度销售强于 2010 年同期

2011 年一季度重点龙头企业销售情况比 2010 年同期乐观。销售在 100 亿元以上企业较 2010 年 1 季度增长 5 家，且销售均值从去年的 145 亿提高到今年一季度的 193 亿。销售 50 到 100 亿企业与去年大致相同，但销售金额均值从去年 1 季度 68 亿提高到 77 亿。

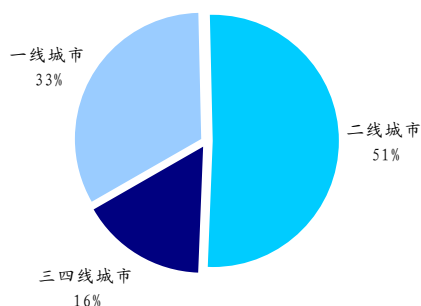
表 4 全国房地产前 30 强销售情况（单位：亿元）

2011 年一季度销售额前 30 强（亿元）			2010 年一季度销售额前 30 强（亿元）		
范围	企业个数	均值	范围	企业个数	均值
100 亿以上	6	193	100 亿以上	1	145
50-100 亿	9	77	50-100 亿	10	68
20-50 亿	15	30	20-50 亿	9	36

资料来源：CREIS、海通证券研究所

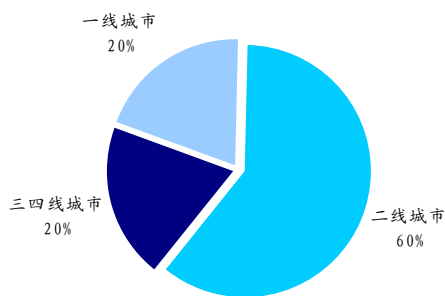
在主要的地产企业的成交城市贡献度方面，亦显示出向三四线城市倾斜的趋势。最新的 2011 年一季度 TOP30 地产企业的销售金额和销售面积的城市贡献率显示，一线城市分别在金额和面积的贡献度方面下滑 4%，而三四线城市则上升 6% 和 3%。

图 12 TOP30 地产企业 2010 年销售金额城市贡献度



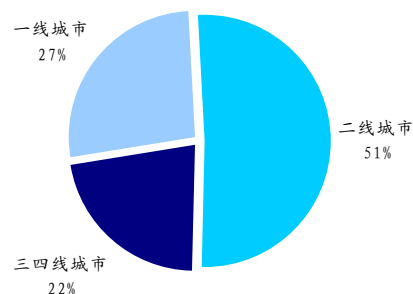
资料来源：CRIC、海通证券研究所

图 14 TOP30 地产企业 2010 年销售面积城市贡献度



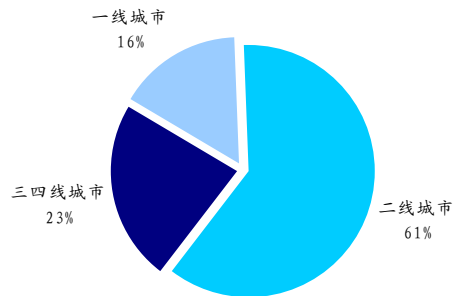
资料来源：CRIC、海通证券研究所

图 13 TOP30 地产企业 2011 年一季度销售金额城市贡献度



资料来源：CRIC、海通证券研究所

图 15 TOP30 地产企业 2011 年一季度销售面积城市贡献度



资料来源：CRIC、海通证券研究所

总体而言，虽然一季度行业调控形势严峻，但是各行业内部却在发生分化。这种变化表现为 1) 部分二线或者二线以下市场开始成为中国房地产市场重要支撑；2) 企业开始选择更加符合政策导向的产品，主要是满足刚性需求中小户型商品房。

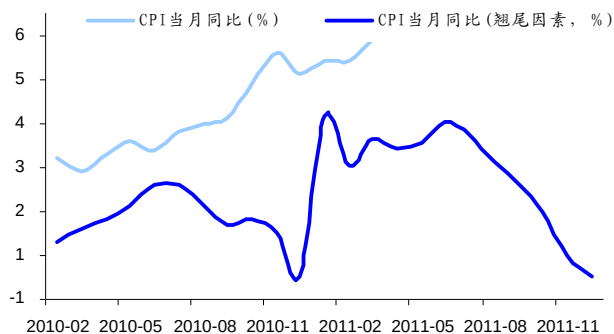
2. 对后期通胀和成交的看法

2.1 二、三季度仍为通胀高点

目前，市场普遍认为受翘尾因素回升及输入性通胀压力的影响，2 季度 CPI 仍将居高不下。相对于食品价格上涨因素，当前翘尾因素对 CPI 推动作用更为明显。

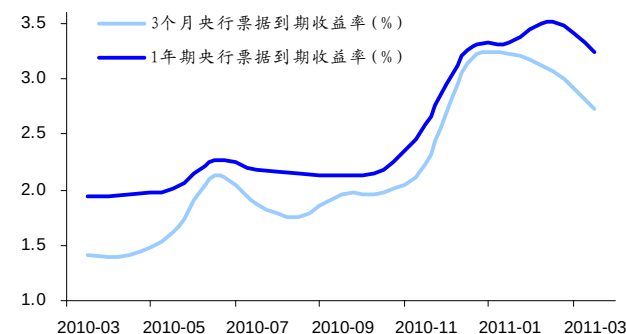
而实际上，下半年翘尾因素就将逐步见顶回落；而公开市场到期央票和正回购也将下半年呈大幅度降低，这使得央行前期为回收流动性而提高央票发行利率、恢复和增加央票发行的意愿正逐步减弱。因此，被视为基准利率的风向标的一年期央票利率的见顶持平甚至有所回落，这往往意味着央行加息预期正逐步走向缓解。

图 16 CPI 翘尾因素有望 3 季度见顶回落



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 17 央票到期收益率有见顶趋势

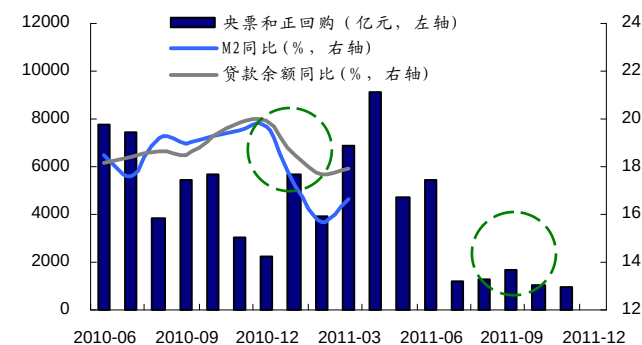


资料来源：CEIC、海通证券研究所

目前来看，4 月份央票和正回购到期资金量可能为年内最高值，达 9100 亿元，对冲压力仍然较大。这是促成 4 月提高存款准备金率的重要原因。但是，从 5 月份开始公开市场到期资金量将逐步下降，8 月份将骤降至 1000 多亿元。

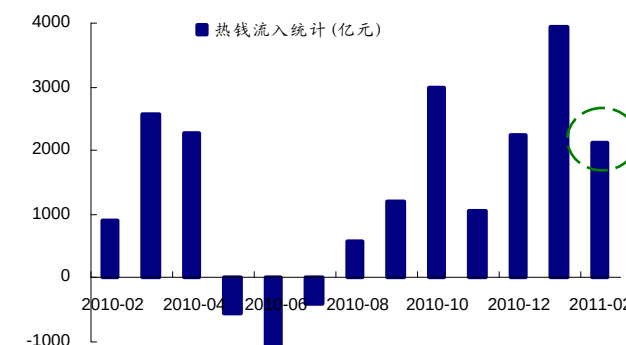
货币供求方面，鉴于央行对信贷控制的有效性，3 月份货币供应 M2 同比增 16.6%，比上年同期降低 5.9 个百分点；金融机构贷款余额同比增 17.9%，比上年同期分别低 3.91 个百分点。即使从外部输入型通胀因素看，我们测算的热钱流入量在 1 月摸高后也开始有见顶回落迹象。

图 18 货币供求回落而公开市场到期资金量即将回落



资料来源：CEIC、海通证券研究所

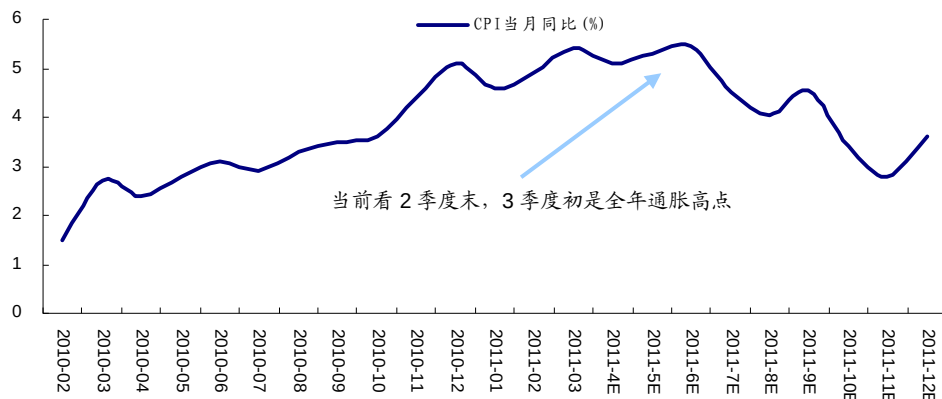
图 19 热钱流入有初步见顶迹象



注：热钱不完全替代指标=当月新增外汇占款-贸易顺差-FDI
资料来源：CEIC、海通证券研究所

综合以上分析，下半年 CPI 翘尾因素的回落、公开市场到期资金量的对冲压力下降、M2 维持低位增长、以及热钱流入有所缓解，这些、预示着在 2 季度高点后，3 季度末通胀可能进入中后期，密集加息和存款准备金率调整的必要性下降。

图 20 市场部分观点认为 2 季度末、3 季度初是通胀高点

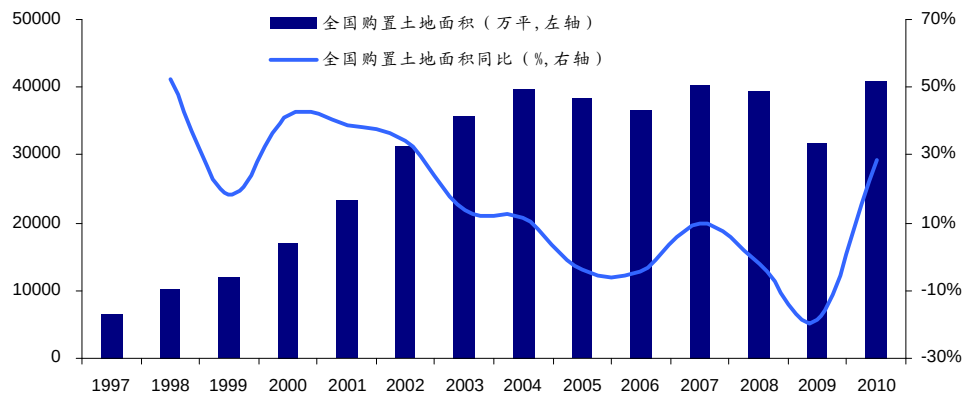


资料来源: Wind、海通证券研究所

2.2 二季度商品房销售有望好于预期

由于 2010 年土地购置绝对数量仅与正常年份持平, 因此我们认为市场供需关系在当前形势下仍然不太可能发生逆转。因此, 当前政策调控所带来的需求抑制在短期压抑成交之后, 市场真实需求将随着时间推移和观望情绪减弱而再次逐步释放。

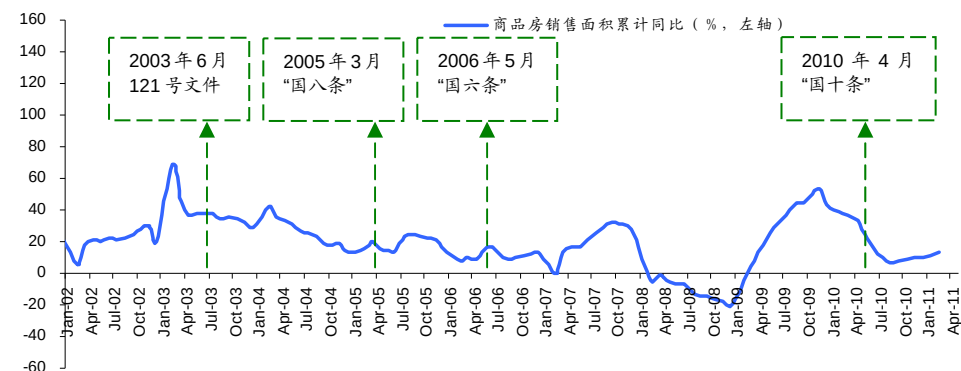
图 21 土地购置绝对面积与 07 年大致一致



资料来源: Wind、海通证券研究所

按照过往经验, 成交量通常在政策出台的 3 个月内出现明显下滑。此后, 伴随观望情绪减弱后成交开始出现复苏。

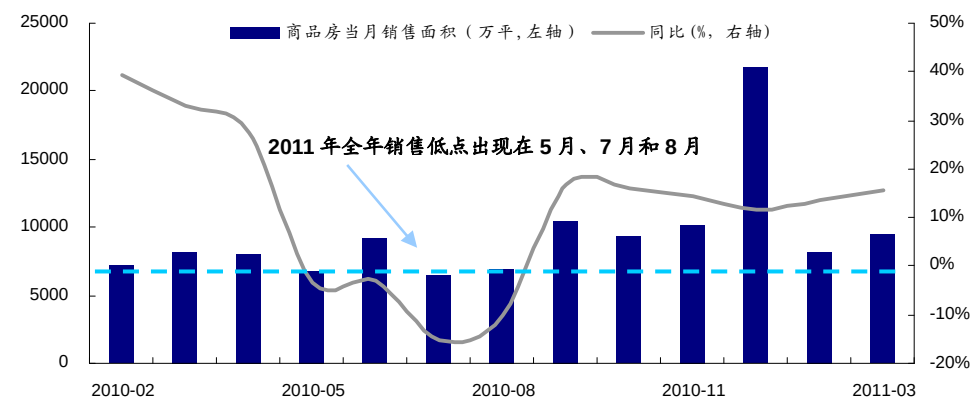
图 22 房地产调控 3 个月左右是商品房成交情况最差时期



资料来源：Wind、海通证券研究所

综合以上分析，2010 年 4 月 2 套房首付比例提高 50%，此后的 5 月、7 月和 8 月为全年最低点。如果认为政策出现的当月或者次月全国房价销售有可能出现全年最低点。从 2011 年来看，1 月底再次将 2 套房首付比例提高到 60%，对应全年最低点可能是 3、4 月。因此从销售来看，2011 年 5、7、8 月有望出现同比增长，环比震荡的趋势（对应数据公布日在 6 月、8 月和 9 月）。

图 23 2011 年 5、7、8 月有望出现同比增长，环比震荡的趋势



资料来源：Wind、海通证券研究所

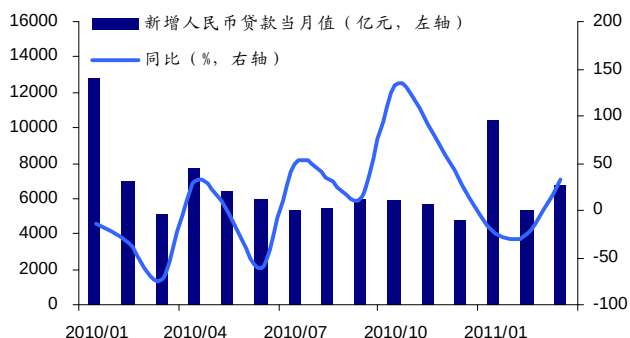
3. 看好二季度保障房开工建设

3.1 箭在弦上，不得不发

自保障房建设提上日程以来，该类型房屋的建设目标越来越清晰。2011 年国家制定了年内保证 1000 万套保障房建设开工的重要指标。按照目前国家要求，在 2011 年 10 月 31 日之前，当年指标的 60% 要求实现竣工。

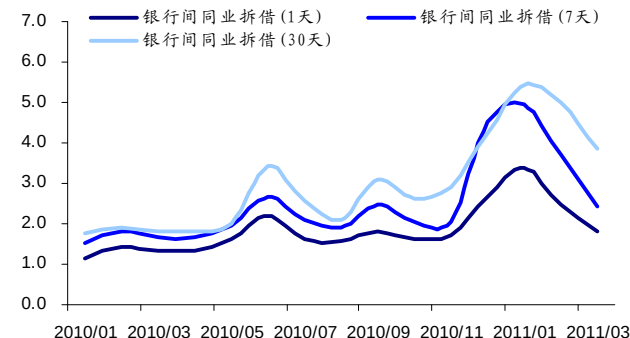
按照我们调研情况，目前银行对保障房贷款主要通过 2 个途径：1）政府融资平台贷款、2）房地产开发贷款。以上两种形式贷款目前都存在一定程度限制。此外，由于一季度央行采取紧缩货币政策。因此，银行贷款普遍比较紧俏。在这种形式下，银行存在一定程度惜贷或者愿意投入其他利率更高的项目的倾向。

图 24 新增人民币贷款当月值和同比变化



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 25 银行同业拆借利率上升

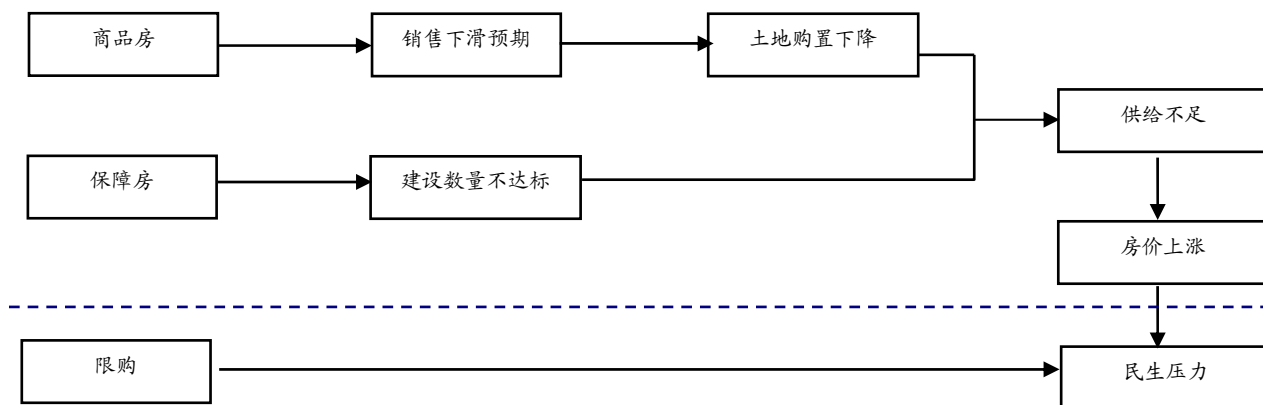


资料来源：CEIC、海通证券研究所

以上原因使得 1 季度保障房建设开工受到一定限制。我们在此前分析中提到过，在当前形势下供需矛盾很难得到逆转。由于受到政策调控影响，1 季度部分城市土地成交量已经出现下滑。这将直接影响行业后期有效供给。如果在此时保障房建设也无法达标的话，未来只能带来新一轮价格上涨。

而相比限购之前的价格上涨而言，限购后的价格上涨将给政府带来更大的民生压力。因此，就目前情况而言政府在继续保持需求抑制的同时，加大保障房建设是后期工作重点。此外从时间点来看，如果要完成 2011 年 10 月 31 日前竣工 600 套保障房建设任务的话，二季度也将是全年建设任务的关键时间。

图 26 二季度保障房建设至关重要



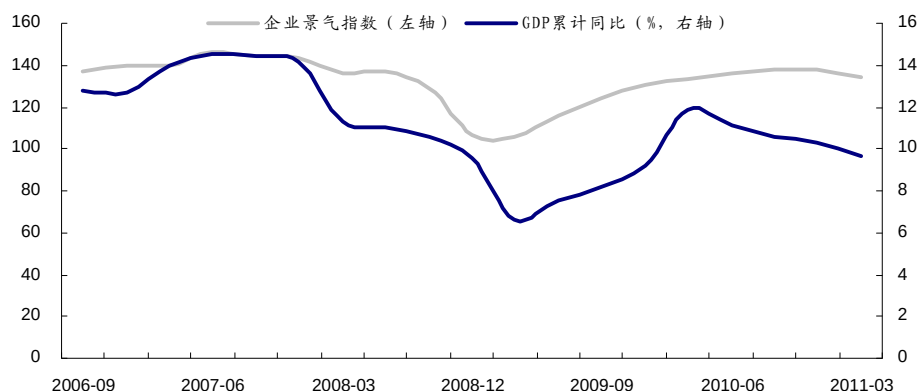
资料来源：海通证券研究所

3.2 经济短显回落，保障房有望成为逆周期管理重要工具

2011 年 1 季度货币政策从稳健转为适度紧缩之后经济增长趋势有所回落。1 季度 GDP 增速为 9.7%，企业景气指数为 133.8，较前期分别有所下滑。长期以来，我国一直采取逆周期调控手段。这使得调控过程难免影响经济发展。比较明显的表现是地产调控导致行业增速下滑，从而制约整个地产上游企业发展。

而保障房建设既可以市场对上游企业的拉动效果，还可以有效解决民生问题。因此，如果后期经济继续回落，保障房有望成为逆周期管理的重要工具。

图 27 企业景气度和 GDP



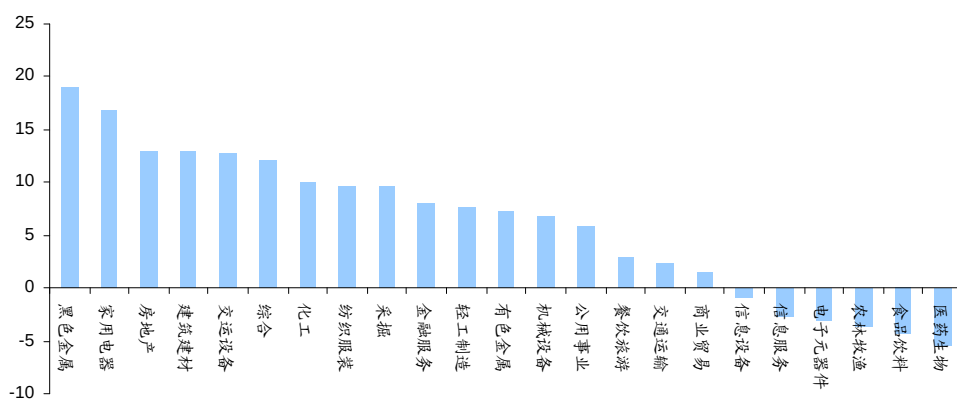
资料来源：Wind、海通证券研究所

4. 房地产板块的市场表现、估值水平

4.1 我们对行业 1 季度判断基本准确

我们在 2010 年 12 月 21 日发布的年度策略报告中《重定位，行业 2011 年投资机会将好于 2010 年》指出“当前时点合适，建议标配地产，超配个股”。2011 年 1 月至今份房地产板块在同期各板块中收益排名第三，排在黑色金属和家用电器之后。总体而言，我们对 1 季度行情判断基本准确。

图 28 2011 年 1 月至今各板块收益情况（截止 2011 年 4 月 17 日）



资料来源：Wind、海通证券研究所

4.2 为什么评级从“中性”提高到“增持”

4.2.1 板块整体估值水平依旧不高

对于我们重点跟踪的 24 家地产上市企业而言，目前对应 2010 年平均静态市盈率在 19.58 倍，对应 2011 年平均动态市盈率在 12.86 倍。对于地产 1 线企业而言 2011 年动态平均 PE 在 10 倍上下，整体估值水平依旧不高。

表 5 A 股重点覆盖地产企业估值情况（截止 2011 年 4 月 17 日）

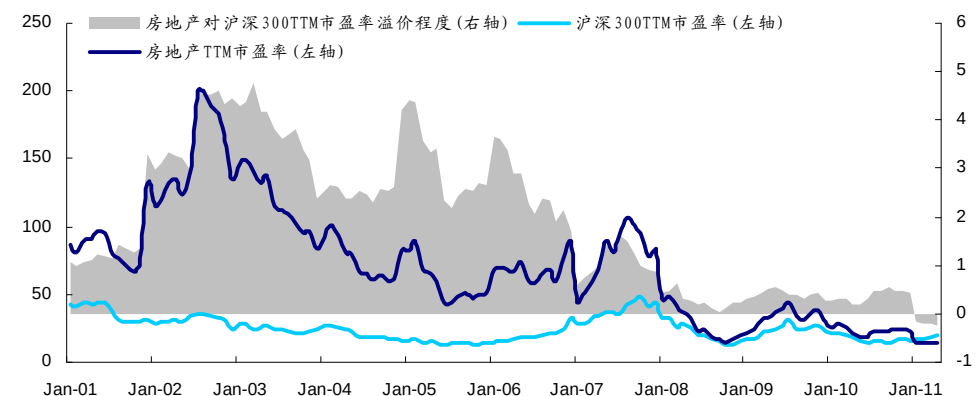
证券简称	收盘价	总股本	总市值	所有者权益	净利润	每股预收	市净率	EPS（元/股）			PE		
	元	亿股	亿元	亿元	亿元	（元/股）	倍	10	11E	12E	10	11E	12E
万科 A	8.90	110	979	545.86	88.40	6.77	2.27	0.66	0.92	1.23	13.48	9.67	7.24
保利地产	14.15	46	647	320.20	55.05	11.26	2.22	1.08	1.38	1.82	13.10	10.25	7.77
招商地产	18.50	17	318	211.46	24.84	6.56	1.84	1.17	1.49	1.87	15.81	12.42	9.89
金地集团	6.80	45	304	210.06	31.33	4.22	1.77	0.60	0.75	0.92	11.33	9.07	7.39
金融街	7.46	30	226	172.43	18.34	2.96	1.27	0.59	0.68	0.92	12.64	10.97	8.11
华侨城 A	8.40	31	261	147.10	33.29	1.13	3.59	0.98	1.3	1.76	8.59	6.46	4.77
首开股份	17.70	11	0	108.01	13.37	6.48	2.00	1.17	1.53	2.03	15.14	11.57	8.72
苏宁环球*	9.17	17	156	0.00	0.00	0.00	4.64	0.50	0.72	1.15	18.34	12.74	7.97
新湖中宝*	6.15	51	316	0.00	0.00	0.00	4.10	0.30	0.43	0.61	20.50	14.30	10.08
万通地产	6.30	12	77	36.26	5.54	2.68	2.36	0.34	0.54	0.78	18.53	11.67	8.08
华发股份	11.81	8	96	65.49	7.66	6.66	1.80	0.92	1.08	1.25	12.84	10.94	9.45
世茂股份	14.97	12	175	101.80	10.27	2.46	2.31	0.75	0.95	1.23	19.96	15.76	12.17
滨江集团	11.89	14	161	59.84	14.32	9.20	3.78	0.71	1.08	1.53	16.75	11.01	7.77
荣盛发展	13.74	14	197	53.17	10.22	4.92	4.31	0.71	0.97	1.34	19.35	14.16	10.25
京投银泰	9.06	7	67	21.23	2.57	1.11	4.00	0.36	0.43	0.77	25.17	21.07	11.77
冠城大通	10.20	7	75	25.27	5.73	5.26	3.35	0.70	0.97	1.23	14.57	10.52	8.29
华业地产	8.33	6	54	23.69	2.79	1.50	2.06	0.45	0.85	1.25	18.39	9.80	6.66
广宇集团*	6.95	5	35	0.00	0.00	0.00	2.60	0.44	0.72	0.95	15.80	9.65	7.32
天房发展	6.06	11	67	43.79	2.86	4.37	1.72	0.20	0.32	0.46	30.30	18.94	13.17
中国国贸	10.22	10	103	43.41	1.21	0.05	2.39	0.12	0.35	0.47	85.17	29.20	21.74
北京城建	15.70	9	140	55.35	14.15	5.58	2.69	1.35	1.43	1.68	11.63	10.98	9.35
福星股份	13.23	7	94	53.65	5.15	1.76	2.14	0.71	0.93	1.25	18.63	14.23	10.58
鲁商置业	9.09	10	91	11.51	4.43	3.37	8.46	0.44	0.72	0.98	20.61	12.63	9.28
嘉凯城	8.26	18	149	62.34	11.86	0.79	3.84	0.62	0.77	0.92	13.32	10.73	8.98
平均值						3.71	2.98				19.58	12.86	9.45

注：广宇集团、苏宁环球年报暂时未出，2010 年每股收益为预测数据

资料来源：wind、海通证券研究所

从 PE 估值看，截至 4 月 17 日房地产板块的整体估值（PE-TTM）为 19.26 倍。该市盈率水平较 1 月最低时的 16.5 倍有所上升，但依旧低于行业近三年的历史平均水平（40 倍）。从溢价率指标看，房地产行业 24.42 倍的估值相对于沪深 300 指数 16.48 倍估值的溢价率为 0.48 倍，低于近三年 0.53 倍的历史平均溢价率水平。

图 29 板块和市场 PE 情况 (截止 2011 年 4 月 17 日)



资料来源: Wind、海通证券研究所

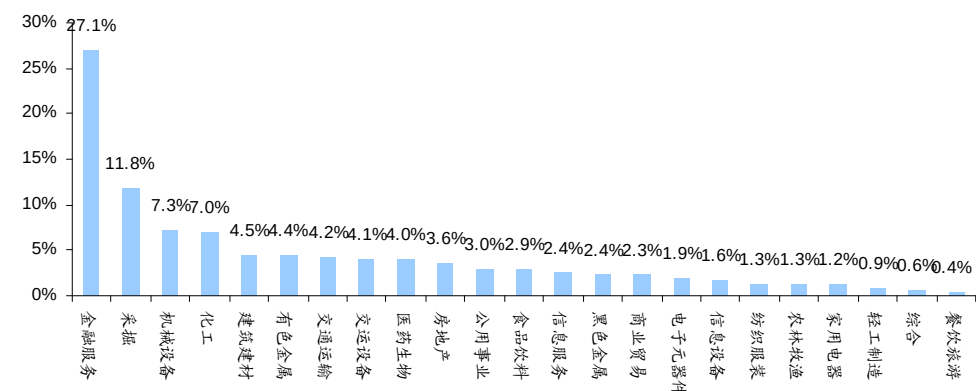
目前行业业绩锁定性强。一季度良好的销售开局又将使得行业后期增长趋势得更加明确。

4.2.2 通胀存在争议，但是可以找到逻辑

目前而言，2 季度末、3 季度初通胀是否见顶是市场争议的焦点，也是制约地产行业能否走出更高点的关键。如果认为 3 季度通胀见顶，紧缩进入阶段性高点，那么地产有望因此在 3 季度走出阶段性行情。就此种情况而言应该在 2 季度进行重点布局。

如果认为全年通胀未必下滑，高通胀可能是持续现象。那么大盘地产股有可能因此具备相对收益。因为持续高通胀下整体市场面临系统性风险，而截止 4 月 17 日房地产板块 A 股市场中市值排名第 10。板块低估值、高增长预期使得行业下降幅度有限。

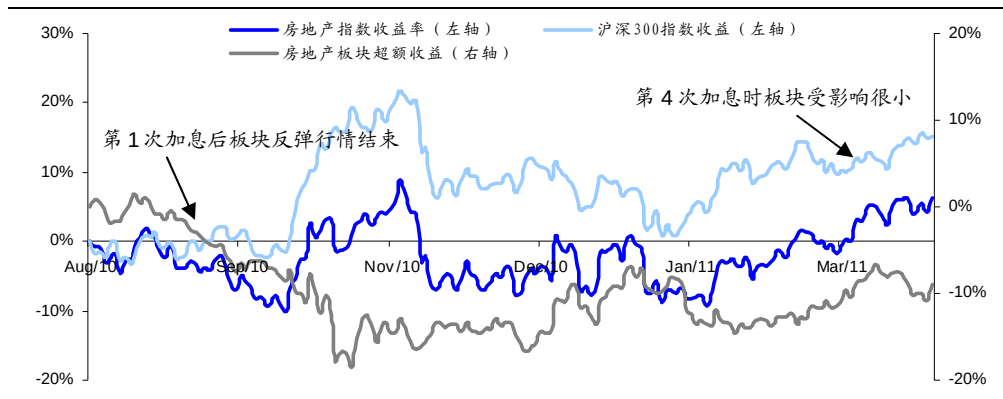
图 30 地产总市值排名 A 股第 10 (截止 2011 年 4 月 17 日)



资料来源: Wind、海通证券研究所

此外，自去年开始，央行已经连续加息 4 次。对后期加息长期存在的市场预期，使得加息对行业的杀伤力在逐步减弱。市场更多理解为阶段性利空出尽。

图 31 加息对地产走势的影响在减弱



资料来源：Wind、海通证券研究所

4.2.3 可能出现价格下跌成交上升的良性局面

按照过往经验，1 季度调控后，2 季度前半段有可能是全年成交低谷。由于 2 季度通胀高、成交预期低，在市场最差预期时进入行业是相对安全的考虑。而事实上我们认为 2 季度中后段市场有可能出现价格下跌、成交上升的良性局面。主要原因是 1) 目前“一房一价”形势下，高价楼盘入市存在困难。后期受监管部门颁发预售证影响，可能会有更多低价楼盘入市从而拉低房价。2) 前文已经分析，由于受到去年基数数据影响（去年 5 月、7 月和 8 月属于全年最低点），2011 年 5、7、8 月有望出现同比增长，环比震荡的趋势（对应数据公布日在 6 月、8 月和 9 月）。此外受到调控影响，开发商上半年普遍推盘高峰集中在 5 月以后，市场成交量有望因为推盘数量增加而提升。

5. 投资建议和择股思路

截至 4 月 17 日，A 股市场 TTM 市盈率在 20.02 倍，房地产板块 TTM 市盈率在 21.56 倍。基于以上逻辑我们将行业评级从“中性”提高到“增持”。认为 2 季度应该提高行业配置比例。

择股方面应该侧重两条主线：

1) 产品符合调控政策、2010 和 2011 年开工量保持高速增长的地产业龙头企业。从上市地产公司 1 季度销售情况可以看到，产品立足普通中小户型和具备 2、3 线城市战略纵深的地产企业在调控中依旧具备优秀的增长潜力。在政策调控趋向于长期化的形势下，只有能迅速适应政策方向的企业才能得到更大程度发展。主要推荐万科 A、保利地产、首开股份、荣盛发展和保障房建设企业。

2) 受调控影响较小、未来具备成长空间的商业地产，推荐金融街和世茂股份

3) 盈利模式在 A 股地产企业中具备独特优势的京投银泰。

6. 风险提示

房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

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。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人
高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428
联系人
荀玉根 (021) 23219658
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com
xyg6052@htsec.com
wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

基金研究团队
娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605
罗震 (021) 23219326
联系人
唐洋运 (021) 23219004
徐益望 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068
联系人
郑雅斌 (021) 23219395
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
袁兵兵 (021) 23219454
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
刘惠莹 (021) 23219441

liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业
邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业
龙华 (021) 23219411
舒灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

tangss@htsec.com

非银行金融行业
董乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业
王茹远 (010) 58067935
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业
赵勇 (0755) 82775282
卢媛媛 (021) 23219610
联系人
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
lyy5991@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业
杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业
陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业
蒲世林 (021) 23219054

pysl@htsec.com

电力设备及新能源行业
张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业		银行业		社会服务业	
陆凤鸣 (021) 23219415	lufm@htsec.com	联系人		罗少平 (021) 23219390	luosp@htsec.com
白瑜 (021) 23219430	baiy@htsec.com	冯梓钦 (021) 23219402	fengzq@htsec.com		

房地产业		造纸印刷行业	
涂力磊 (021) 23219747	tl5535@htsec.com	联系人	
谢盐 (021) 23219436	xiey@htsec.com	徐琳 (021) 23219767	xl6048@htsec.com
联系人			
贾亚童 (021) 23219421	jiayt@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
蔡铁清 (0755) 82775962	caitq@htsec.com	高溱 (021) 23219386	gaoq@htsec.com	孙俊 (010) 58067988	sunj@htsec.com
刘晶晶 (0755) 83255933	liujj4900@htsec.com	季唯佳 (021) 23219384	jiwj@htsec.com	张广宇 (010) 58067931	zgy5863@htsec.com
辜丽娟 (0755) 83253022	gulj@htsec.com	胡雪梅 (021) 23219385	huxm@htsec.com	殷怡琦 (010) 58067944	yinyq@htsec.com
		黄毓 (021) 23219410	huangyu@htsec.com		
		朱健 (021) 23219592	zhuj@htsec.com		
		肖文宇 (021) 23219442	xiaowu@htsec.com		