

钟爱“平衡木冠军”

——房地产行业 2011 年二季度投资策略报告——

跟随大市

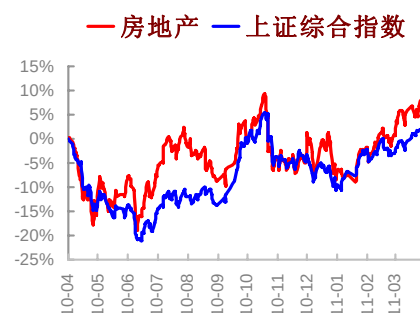
内容摘要:

- **需求抑制效果明显，二季度成交量低位徘徊。**3 月销售数据环比有所回升，其增长主要来源于三四线城市的销售增长。三四线城市限购令尚实施，消费者在限购令出台之前，提前购房行为有所增加。但是这种消费行为是没有可持续性的。从最近两周度数据可以看出，住宅成交量还处于较低的位置。在需求充分抑制后，预计未来 2011 年二季度，住宅销售面积仍将保持在低位徘徊。
- **住宅价格整体高位震荡，二季度新房价格有望松动。**从数据上看，住宅价格依然在增长。但是实际的情况是，部分楼盘已经开始变相降价促销。所以从总体来看，价格指数的快速上扬很难出现，随着政策的深入进行，住宅价格指数的适度下行已是必然。
- **货币政策不会转向，地产调控持续进行。**三月份，央行再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，也是自 2010 年 1 月起的第九次存款准备金率上调。此次调整后，大型存款类金融机构存款准备金率达 20%，再创新高。预计 3 月份 CPI 增速将在 5% 以上，通胀形势依然严峻，反通胀任务仍然艰巨，货币紧缩将会持续，存准率还将上调 2-3 次。货币政策不会转向，地产调控持续进行。
- **给予“跟随大市”的投资评级。**房地产板块近期出现较大反弹，目前处于阶段性盘整态势。截止 4 月 21 日，地产板块静态 PE 为 20.24 倍、动态 PE 为 16 倍，市净率为 1.5 倍。地产板块过去十年静态市盈率平均值为 32 倍，中值为 25 倍，历史低位区间在 15—18 倍左右。与之相比，目前地产板块的估值区间处于较低位置。但历史低位并不等于地产板块已经见底。两个方面决定着地产板块估值水平。第一、对新的政策调控出台的预期正在减弱，有利于板块在短期内形成一定幅度的反弹。第二、前期调控政策的效果将在二三季度显现。从而对公司业绩预期产生较大影响。一季度地产行业经历了一次较大反弹，对于二季度而言，我们持谨慎态度，给予地产板块“跟随大市”的投资评级。

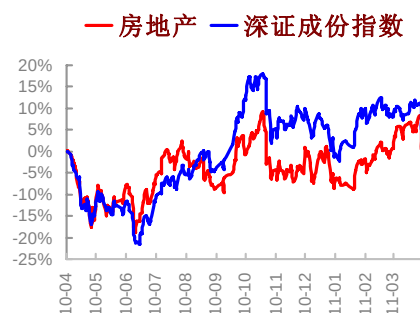
分析师

肖剑
执业证号: S1250511020001
电话: 010-57631178
邮箱: xj@swsc.com.cn

地产板块与沪深 300 对比



地产投资组合与地产板块对比



板块基本数据

流通市值(亿元)	9003.50
总市值(亿元)	11844.89
总股本(亿股)	1267.26
流通股本(亿股)	1000.15
年度最高/最低(元)	2407.32/1764.64

目 录

调控政策效果以及二季度趋势展望.....	1
需求抑制效果明显，二季度成交量低位徘徊	1
相关贷款控制到位，地产行业资金结构发生变化	2
投资增速放缓已成定局，土地市场逐渐遇冷	3
住宅价格整体高位震荡，二季度新房价格有望松动	5
货币政策不会转向，地产调控持续进行	6
地产板块二季度投资策略.....	8
估值优势并不稳定，震荡格局依然延续	8
选股策略：寻找现金与存货的平衡点	9
推荐公司介绍.....	11

插图目录

图 1: 地产行业商品房销售面积与增速对比	2
图 2: 地产行业商品房销售金额与增速对比	2
图 3: 地产企业资金来源结构	2
图 4: 地产行业各种资金增速对比	2
图 5: 地产板块负债率与沪深 300 对比	3
图 6: 地产板块经营现金净流量/营业收入与沪深 300 对比	3
图 7: 投资额与投资增速对比	4
图 8: 新开工面积与增速对比	4
图 9: 全国土地计划推出面积与推出面积对比	4
图 10: 全国土地推出均价与楼面价的对比	4
图 11: 全国各项住宅价格指数变化情况对比	5
图 12: 全国住宅价格与住宅用地价格的对比	5
图 13: 2010.3—2011.4 地产板块静态市盈率对比	9
图 14: 2010.3—2011.4 地产板块换手率对比	9
图 15: 地产与上证综指股价的对比情况	9
图 16: 地产与沪深 300BETA 值变化的对比情况	9

表格目录

表 1: 调控政策内容主要概述	1
表 2: 近期楼市成交快报数据	6
表 3: 关于商品房明码标价的相关政策文件	7
表 4: 土地增值税相关政策文件	8
表 5: 重点关注公司经营性现金净流量/营业收入的对比情况	10
表 6: 重点关注公司资本支出/折旧摊销的对比情况	10
表 7: 重点关注公司存货周转率的对比情况	11
表 8: 金融街 (000402) 盈利预测	12
表 9: 华发股份 (600325) 盈利预测	12
表 10: 天房发展 (600322) 盈利预测	13
表 11: 中南建设 (000961) 盈利预测	13
表 12: 重点关注公司每股收益预测与投资评级	14

2011 年一季度，地产调控再次加码。随着 1 月底“新国八条”、各地限购令，以及沪渝房产税及各地细则的陆续出台。商品房交易量在 2010 年最后两个月有所回暖的格局有所改变，再次出现急速下跌，房价总体依然保持高位震荡，但一季度末期，部分城市非核心地区住宅新开盘有所松动。一方面，由于宏观货币政策的基调不会改变，地产调控政策还将继续进行，地产行业各项指标性因素，预期并不乐观。另一方面，由于地产行业对国家经济具有较大拉动作用，若地产行业受到较大冲击，对我国整体经济的具有很大影响。地产调控逐渐陷入胶着状态。本报告以各项地产调控政策为线索，从执行效果，以及对未来行业格局两个方面入手。对 2011 年第二季度，地产行业可能出现的走势进行分析。另外，结合目前地产行业基本因素，以及目前地产板块的估值情况，对第二季度地产板块的投资策略进行深入分析。

调控政策效果以及二季度趋势展望

表 1：调控政策内容主要概述

调控方面	主要内容	政策特点	政策意义
抑制需要	90 平方米以上首套房贷款首付比例不得低于 30%		严加抑制投资投机型购房需求
	二套房贷款首付款比例不得低于 50%，利率不得低于 1.1 倍		
	三套房贷款大幅提高贷款比例与利率	未对首套自住、二套改善型需求群体	
	可暂停发放购买第三套及以上住房贷款	做出特别考虑变相采用行政手段封	
	暂停不能提供 5 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民购房贷款	死投资型购房空间	
	可采取临时性措施，限定购房套数		
加大供给	增加居住用地供应，加快闲置房地产用地处理 调整住房供应结构，三类用地总占比不低于 70%	加大保障，兼顾市场：保障类型用地供给比重 24%；商品房用地供给比重 67%（中小套型 43.5%）	多渠道增加住房有效供给减少供需矛盾
完善土地出让	探索土地出让新方式 完善土地出让合同内容		
加强市场监管	清算与稽查土地增值税 严管企业购地和融资问题 加大交易秩序与价格行为监管	严惩企业经营违法违规行	规范市场秩序引导合

资料来源：西南证券研发中心

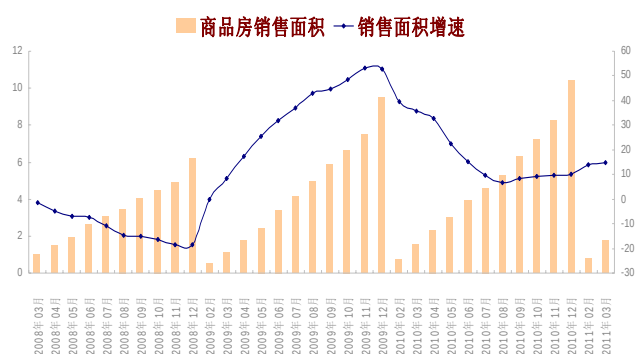
需求抑制效果明显，二季度成交量低位徘徊

受新政影响，多数重点城市的成交量再次大幅下降。随着 3 月以来超过 40 个城市实施限购令，全国商品房成交量继续环比下滑 35%。和 2010 年 5 月低迷的成交量基本持平。以北京为例，截止到 3 月 30 日，北京新房成交 5385 套，同比下降 36%；二手房住宅交易总套数为 10493 套，虽然环比 2 月有一定上涨，但是与 2009 年、2010 年同期相比，成交量明显下降近六成。随着成交量的大幅下挫，说明地产调控政策在抑制需求方面，效果明显。通过利用利率等金融手段，以及限购等相关行政命令的方式，对地产行业成交量产生了较大抑制。

从国家统计局公布的数据看，一季度，全国商品房销售面积 17643 万平方米，增长 14.9%。较去年同期 35% 的增速，出现较大回落。其中，住宅销售面积增长 14.3%，办公楼增长 15.6%，

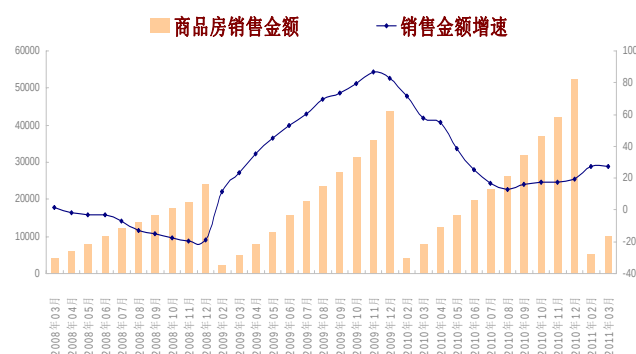
商业营业用房增长 14.1%，商品房销售额 10152 亿元，同比增长 27.3%。其中,住宅销售额增长 25.9%，办公楼和商业营业用房分别增长 42.7%和 28.4%。除办公楼以外，住宅和商业用房销量同比增速均上行。3 月销量超预期,环比有所回升。当月销售面积 9500 万平，同比增长 15.77%;当月销售额 4910 亿元，同比增长 27.17%。销售数据环比有所回升，其增长主要来源于三四线城市销售增长。三四线城市限购令尚实施，消费者在限购令出台之前，提前购房行为有所增加。但是这种消费行为是没有可持续性的。从最近两周度数据可以看出，住宅成交量还处于较低的位置。在需求充分抑制后，预计未来 2011 年二季度，住宅销售面积仍将保持在低位徘徊。

图 1：地产行业商品房销售面积与增速对比



数据来源：西南证券研发中心

图 2：地产行业商品房销售金额与增速对比

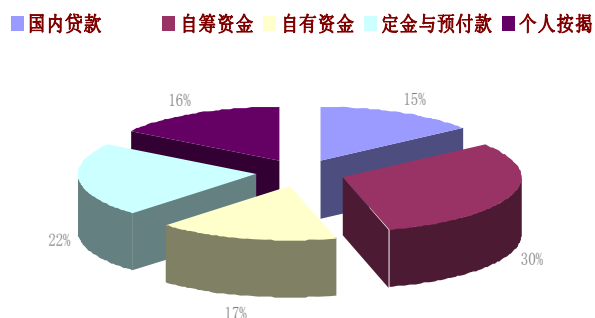


相关贷款控制到位，地产行业资金结构发生变化

1 季度房地产开发企业本年资金来源 19268 亿元，同比增长 18.6%，增速略有回升。

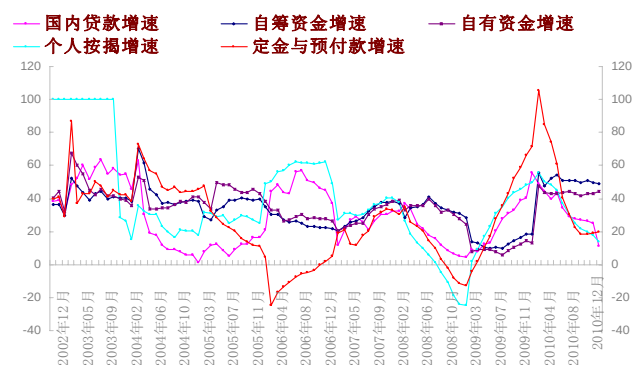
其中，调控之下外部融资增速显著回落(国内贷款 3837 亿元,累计增速 4.4%，增速回落 3.3 个百分点；个人按揭贷款 2076 亿元,下降 5.3%，依然负增长；利用外资增长 45.2%，增速回落显著)；而定金和预收账款增速依然上行显著，同比增长 28.7%；自筹资金增长 27.2%，增速回升 5.8 个百分点，占资金来源 36.98%，占比显著上升超过 08 年水平。

图 3：地产企业资金来源结构



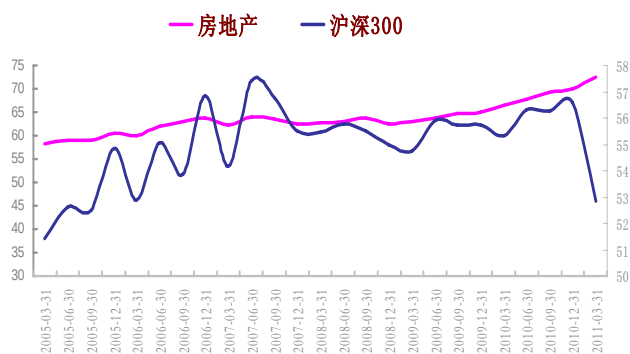
数据来源：西南证券研发中心

图 4：地产行业各种资金增速对比



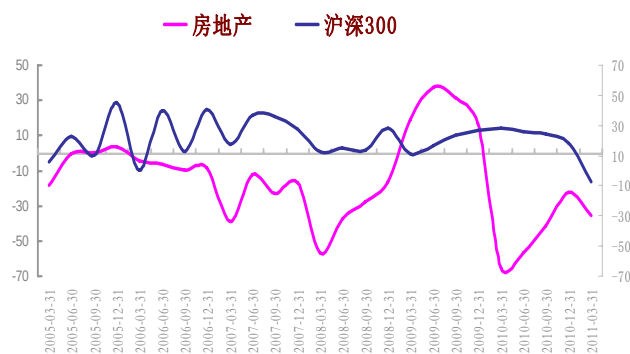
数据表明,相关贷款控制到位,地产行业资金结构发生变化。资金来源方面,地产开发贷款和个人按揭贷款均出现大幅回落,并有降幅逐步扩大的趋势。而企业自筹资金的增速开始有所增加,然后在高位保持稳定。但从目前的情况来看,开发商资金成本压力日渐升高。在最新一周的数据统计来看,地产信托产品的预期收益率均在10%以上。值得注意的是,百瑞信托发行的“百瑞宝盈113号集合资金信托计划(建业地产信托基金2号)”产品,其预期年华收益率可达到12.5%~23.6%/年,达到该类产品历史高位,资金成本压力已经非常显著。

图5: 地产板块负债率与沪深300对比



数据来源: 西南证券研发中心

图6: 地产板块经营现金净流量/营业收入与沪深300对比

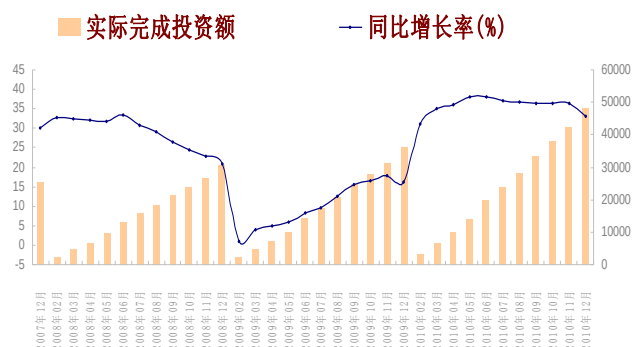


从上市房企披露的2010年年报来看,负债合计总额高达6435.31亿元,较2009年末增长55.12%,而另一方面,经营性现金净流量均为负值。资金链趋紧加大了开发商融资需求。2010年,A股有49家地产公司披露增发预案,预计募集资金共约1114.63亿元,但整个2010年仅仅有中弘地产、凤凰股份两家地产公司顺利成功实施增发,再融资金额同比2009年减少近九成。两市合计有12家房地产板块公司增发方案流产。假如货币政策持续紧缩,融资成本进一步上升,预计第二季度,开发商资金来源结构将进一步分化,而由于商品房成交量还处于低位徘徊。另一方面,公司库存压力进一步显现。资金压力将进一步扩大。

投资增速放缓已成定局,土地市场逐渐遇冷

一季度全国房地产开发投资8846亿元,同比增长34.1%,同比增速回落1.1个百分点,但仍维持相对高位;施工面积同比增长35.2%,增速回落3.8个百分点;房屋新开工面积增长23.4%,增速进一步下滑4.5个百分点;房屋竣工面积增长15.4%,增速进一步提升1.5个百分点。1-3月,全国房地产开发企业完成土地购置面积4742万平方米,同比下降40.1%,而去年同期则是增长29.7%;完成土地开发面积5223万平方米,同比下降11.3%,而去年同期则是增长11.0%。

图 7: 投资额与投资增速对比



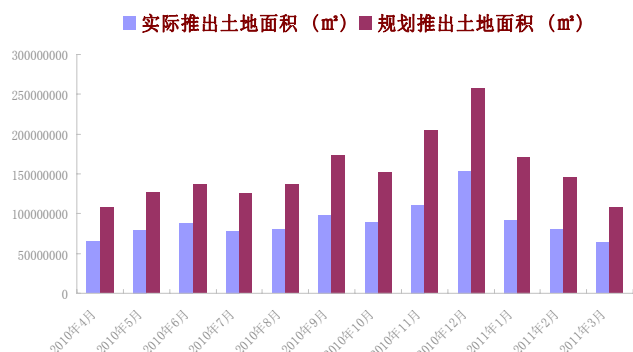
数据来源: 西南证券研发中心

由于 2010 年下半年, 房地产行业投资增速居于历史高位, 2011 年由于地产调控政策的影响, 开发商对于商品房的投资能力受到一定限制, 因此地产行业投资增速将出现前高后低走势。由于统计数据较为滞后, 在投资增速数据上的体现要有所延迟。所以在数据出现明显回落之前, 真实的投资增速已经出现下行。预期 2011 年四月以后, 房屋新开工面积以及房地产开发投资增速将有所下降, 呈现出前高后低的走势。另外, 保障性住房建设方面的投资有望加大, 从而缓冲商品房投资有所下滑的影响, 使得总体投资增速出现稳步下降的格局。我们预计 2011 年我国房地产投资同比增长 17%—21% 之间。

另一方面, 由于调控政策影响, 土地市场开始遇冷。

供应方面, 2011 年一季度, 全国 120 个城市共推出土地 5267 宗, 环比减少 22%, 同比增加 9%; 推出土地积 23488 万平方米, 环比减少 34%, 同比减少 6%。其中, 推出住宅类用地 1718 宗, 环比减少 28%, 同比减少 5%; 推出住宅用地面积 9661 万平方米, 环比减少 37%, 同比减少 23%。

图 9: 全国土地计划推出面积与推出面积对比



数据来源: 西南证券研发中心

成交方面, 1-3 月, 全国 120 个城市共成交土地 4372 宗, 环比减少 21%, 同比增加 13%; 成交土地面积 19891 万平方米, 环比减少 31%, 同比增加 2%。其中, 住宅类用地成交 1473 宗, 环比减少 26%, 同比增加 2%; 成交土地面积 8349 万平方米, 环比减少 36%, 同比减少 18%。成交价格: 一季度, 全国 120 个城市平均楼面地价 1225 元/平方米, 环比下跌 15%,

图 8: 新开工面积与增速对比

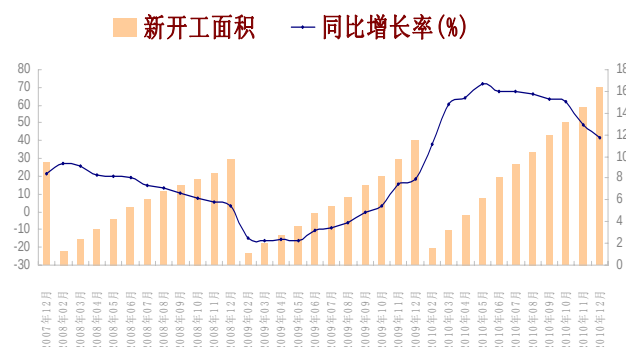
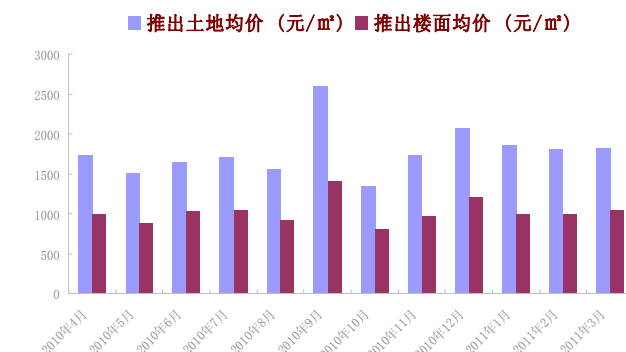


图 10: 全国土地推出均价与楼面价的对比



同比下跌 14%；其中住宅用地平均楼面地价 1609 元/平方米，环比下跌 11%，同比下跌 8%。

1-3 月并无土地新政推出，楼市调控已取得明显成效，对于土地市场的波及作用也显而易见。预期二季度土地市场的情况将依然保持相对冷清的局面。

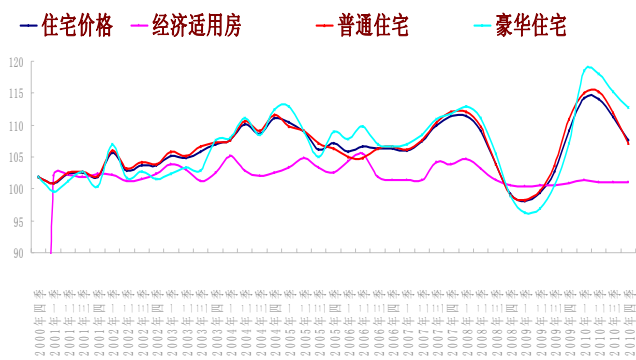
住宅价格整体高位震荡，二季度新房价格有望松动

3 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比下降 1.3%，比 2 月份降幅扩大 0.1 个百分点；环比上涨 0.2%。

新建住宅销售价格同比下降 1.9%，比 2 月份降幅扩大 0.1 个百分点；环比上涨 0.1%。分类型看，与上年同月相比，经济适用房销售价格上涨 0.4%，比 2 月份涨幅高 0.1 个百分点；商品住宅销售价格下降 2.2%，比 2 月份降幅扩大 0.1 个百分点，其中普通商品住宅销售价格下降 1.8%，高档住宅销售价格下降 3.7%。与上月相比，经济适用房销售价格持平；商品住宅销售价格上涨 0.2%，其中普通商品住宅销售价格上涨 0.2%，高档住宅销售价格持平。

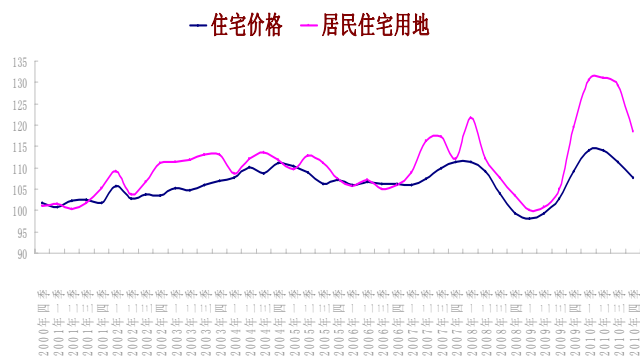
二手住宅销售价格同比下降 0.4%，比 2 月份降幅缩小 0.3 个百分点；环比上涨 0.3%。波动幅度显著小于新房价格波动。

图 11：全国各项住宅价格指数变化情况对比



数据来源：西南证券研发中心

图 12：全国住宅价格与住宅用地价格的对比



住宅价格高位震荡，增速下降已是必然趋势。从成交均价来看，地产调控政策对成交价格并未起到立竿见影的作用。由于 2011 年我国进入加息通道。开发商资金成本有所增加，资金链条将更加紧张。适度降低销售价格，快速回笼资金的需求增加。多地新推楼盘出现试探性打折促销。比如，北京东五环的新开楼盘“远洋一方”北润园二期传出每平方米平均售价直降 4000 元。随着调控政策的执行，这些促销行为的比例将会有进一步的增长。这些行为是不计入统计数据的。因此从数据上看，住宅价格依然在增长。但是实际的情况是，部分楼盘已经开始变相降价促销。所以从总体来看，价格指数的快速上扬很难出现，随着政策的深入进行，住宅价格指数的适度下行已是必然。

表 2: 近期楼市成交快报数据

城市	供应情况		完成交易情况			成交价格	
	可售套数 (套)	可售面积 (万平方米)	成交套数 (套)	成交面积 (万平方米)	环比	成交均价 (元/平米)	环比
北京	96314	1229.48	1187	11.67	44.49%		
上海	46720	673.53	2319	22.88	12.27%	13937	1.63%
天津			1059	10.76	14.13%	9332	1.60%
深圳	20503	194.76	424	3.73	42.29%	19405	4.01%
广州	35058	471.15	1217	13.74	6.67%	12402	4.68%
南京*	31284	360.15	430	4.31	-18.71%	14886	0.68%
成都*			877	8.29	57.84%	7073	-1.41%
福州*	10483	141.91	313	3.31	34.16%	13689	-1.02%
长沙*			1257	13.76	41.91%	5898	-7.37%
南昌*			254	2.68	-29.13%	5347	0.38%
三亚			122	1.27	4.02%	25512	-7.65%
苏州	20168	301.98	784	8.40	76.07%	11217	8.14%
青岛*	61227	641.54	1353	15.56	123.21%	8817	-1.11%
厦门*	16179	206.69	304	3.32	126.78%	14275	-2.64%
大连*			151	1.32	750.18%	8765	-1.07%

数据来源: 指数研究院 西南证券研发中心

但是由于投资者对房价关注的焦点集中于新房价格指数。而对于大部分城市而言, 新开盘的商品房均处于城市的非核心地区。城市非核心地区房价波动性较高。因此, 从住宅价格数据上看, 波动性也将显著增加。但由于城市核心区土地的稀缺性, 二手房的价格波动小于新房的价格波动。而城市核心区存量房所占比重非常巨大, 虽然交易量不高, 对于价格影响重大。但由于各种原因, 在二手房价格指数的统计中, 这部分因素并没有全面的体现。因此我国房价统计有可能出现失真。一方面房价统计数据出现增速下滑, 城市非核心地区房价出现显著波动。而另一方面, 城市核心区的二手房价格增速并没有出现下降。从而使得包括新房和二手房在内的总体商品房价格并无显著下降。预期二季度真实的住宅价格依然将保持高位震荡。数据与现实差距的方面, 也值得我们给予重点的关注。

货币政策不会转向, 地产调控持续进行

我国房地产市场的重大调整均与政策的变动相关, 表明我国房地产市场对政策的敏感度较高。而引起政策变化的因素往往与宏观经济的紧密关系。也就是说, 政策通过调控楼市, 间接调控了投资与消费的总量, 从而实现宏观经济保持稳定的目标。反过来说, 因为其相关的行业较多, 且处于投资和消费两大领域之间, 每当宏观经济发生变化时, 房地产又是最先反应的。

三月份, 央行再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 也是自 2010 年 1 月起的第九次存款准备金率上调。此次调整后, 大型存款类金融机构存款准备金率达 20%, 再创新高。预计 3 月份 CPI 增速将在 5% 以上, 通胀形势依然严峻, 反通胀任务仍然

艰巨，货币紧缩将会持续，存准率还将上调 2-3 次。货币政策不会转向，地产调控持续进行。

其他相关政策分析及其影响

3 月 16 日，国家发改委发布《商品房销售明码标价规定》，规定已取得预售许可和销售现房的房地产经营者，要在公开房源时，实行明码标价一套一标。不得在标价之外加价销售商品房、收取任何未予标明的费用。政府要求商品房明码标价并非首次提出，2010 年 1 月的“国十一条”、4 月的“国十条”中都有提到，而且在此之前一些城市对当地房地产市场已经提出要求，上海 2001 年、深圳和广州 2007 年都曾出台过规定房地产市场明码标价的相关文件。此次国家发改委专门对商品房销售的明码标价问题做出规定，一方面配合之前出台的一系列政策，促进房地产企业对商品房合理定价，有利于政府房地产市场调控工作的顺利进行；另一方面《规定》明确并细化了价格监管部门的工作和责任，加大了对市场的监管力度，有利于抑制开发商“一日三价”、哄抬房价等不规范行为，保障消费者权益。

表 3：关于商品房明码标价的相关政策文件

时间	文件	相关内容
2010 年 1 月 7 日	国务院办公厅《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	价格等有关部门要强化商品住房价格监管，依法查处在房地产开发、销售和中介服务中的价格欺诈、哄抬房价以及违反明码标价规定等行为。 已取得预售许可的房地产开发企业，要在规定时间内一次性公开全部房源，严格按照申报价格，明码标价对外销售。
2010 年 4 月 13 日	住建部《关于进一步加强房地产市场监管完善商品房预售制度有关问题的通知》	取得预售许可的商品住房项目，房地产开发企业要在 10 日内一次性公开全部准售房源及每套房屋价格，并严格按照申报价格，明码标价对外销售。
2010 年 4 月 17 日	国务院《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	对取得预售许可或者办理现房销售备案的房地产开发项目，要在规定时间内一次性公开全部销售房源，并严格按照申报价格明码标价对外销售。
2011 年 3 月 16 日	发改委《商品房销售明码标价规定》	商品房销售明码标价实行一套一标。商品房经营者应当对每套商品房进行明码标价。按照建筑面积或者套内建筑面积计价的，还应当标示建筑面积单价或者套内建筑面积单价。 对取得预售许可或者办理现房销售备案的房地产开发项目，商品房经营者要在规定时间内一次性公开全部销售房源，并严格按照申报价格明码标价对外销售。

数据来源：指数研究院，西南证券研发中心

3 月 17 日，北京市地方税务局、北京市住房和城乡建设委员会《关于进一步加强房地产市场调控有关税收问题的公告》，指出容积率小于 1.0 的房地产开发项目最低按照销售收入的 3% 预征土地增值税，房地产开发企业销售新办理预售许可和现房销售确认的商品房取得的收入按照预计增值率实行 2% 至 5% 的幅度预征率。相比之前确定按照 3% 及 2% 的预征税率，这次调整将会提高预征税率。提高土地增值预征税率，一方面，促使房地产开发企业合理定价，否则定价过高开发企业将承受税收损失；另一方面，将有力打击房地产企业的囤地行为，如果开发企业囤地可能使土地增值更大，缴纳的税收就会更多。囤地行为的减少，将会增加市场的有效供应。

表 4: 土地增值税相关政策文件

	时间	文件	主要内容
全国	2010 年 5 月 25 日	国家税务总局《关于加强土地增值税征管工作的通知》	1、东部地区省份预征率不得低于 2% 2、中部和东北地区省份不得低于 1.5% 3、西部地区省份不得低于 1%
北京	2010 年 11 月 15 日	北京市住房和城乡建设委员会、北京市财政局、北京市地方税务局《关于贯彻落实国家有关部门房地产市场宏观调控政策有关问题的通知》	保障性住房暂不预征土地增值税
			1、容积率小于 1.0 的房地产开发项目按照销售收入的 3%预征土地增值税 2、其他房地产开发项目按照销售收入的 2%预征土地增值税
	2011 年 3 月 17 日	北京市地方税务局、北京市住房和城乡建设委员会《关于进一步加强房地产市场调控有关税收问题的公告》	1、容积率小于 1.0 的房地产开发项目最低按照销售收入的 3%预征土地增值税 2、房地产开发企业销售新办理预售许可和现房销售确认的商品房取得的收入按照预计增值率实行 2%至 5%预征率

数据来源: 中国房地产动态政策设计研究组综合整理

观点总结

“新国十条”将成为未来一段时间内房地产政策的纲领性文件,加上住建部、国土部等政策的叠加效应,将对市场短期走势继续产生显著影响。

- 预计未来 2011 年二季度,住宅销售面积仍将保持在低位徘徊。
- 预计第二季度,开发商资金来源结构将继续分化,资金压力将进一步扩大。
- 随着政策的深入进行,住宅价格指数的适度下行已是必然。

货币紧缩将会持续,存准率还将上调 2-3 次。货币政策不会转向,地产调控持续进行。

地产板块二季度投资策略

估值优势并不稳定,震荡格局依然延续

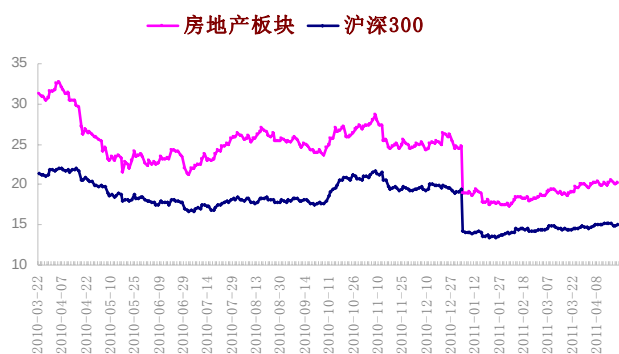
房地产板块近期出现较大反弹。目前处于阶段性盘整态势。截止 4 月 21 日,地产板块静态 PE 为 20.24 倍、动态 PE 为 16 倍,市净率为 2.72 倍。地产板块过去十年静态市盈率平均值为 46 倍,中值为 25 倍,历史低位区间在 18—20 倍左右。与之相比,目前地产板块的估值区间处于较低位置。尤其目前估值状态,处于近一年相对低位。但是值得强调的是,由于宏观经济与调控政策出现重大变化,地产板块历史数据对比只能起到参考作用。地产板块估值必须根据具体环境分析。

目前,地产板块静态 PE 为 20.24 倍、动态 PE 为 16 倍。我们可以测算出,支撑板块价格的必要增长预期为 10%—15%。而地产板块的历史平均增长率为 20%,由于地产调控空前剧烈,预期随着地产调控的逐步进行,对未来我国地产行业的整体格局将会产生较大影响。未来 10 年的长期增长预期将有所下降,经过各种条件约束性的测算,我们认为未来地产行

业长期增长率将降至 12%—16%。经过分析对比,我们认为,在 2011 年地产行业将继续受到调控,房地产板块的估值水平很有可能围绕着 15-20 倍的水平来回波动,从而形成来回震荡的走势。因此在这样的市场环境中,策略性的选股和科学的仓位管理模式就变得非常重要。

在目前的情况下,有两个方面决定着地产板块估值水平。第一、对新的政策调控出台的预期正在减弱,有利于板块在短期内形成一定幅度的反弹。第二、前期调控政策的效果将在二三季度显现。从而对公司业绩预期产生较大影响。一季度地产行业经历了一次较大反弹,对于二季度而言,我们持谨慎态度,给予地产板块“跟随大市”的投资评级。

图 13: 2010.3—2011.4 地产板块静态市盈率对比



数据来源: 中国指数研究院, 西南证券研发中心

图 14: 2010.3—2011.4 地产板块换手率对比

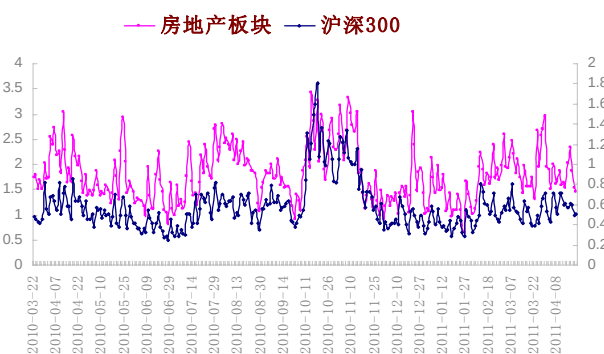
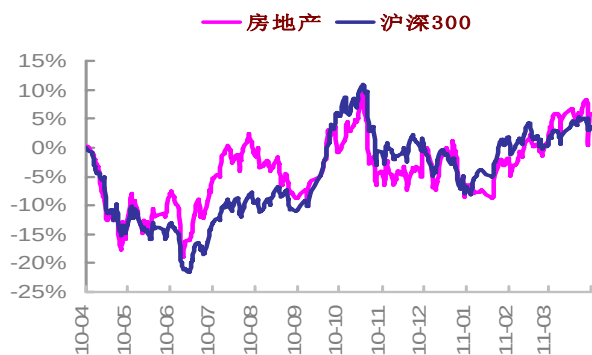
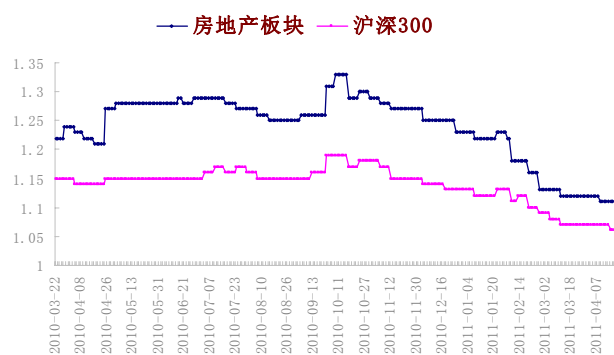


图 15: 地产与上证综指股价的对比情况



数据来源: 中国指数研究院, 西南证券研发中心

图 16: 地产与沪深 300BETA 值变化的对比情况



选股策略: 寻找现金与存货的平衡点

在选股策略上,我们依然保持前期的观点,以低估值,2011 年业绩增长具有确定性的为主要第一因素。除此之外,由于地产调控政策对地产上市公司造成越来越严重的资金压力,而且由于对住房消费的抑制,使得上市公司存货有较大幅度的增加。一方面,销售出现放缓,另一方面,由于土地储备增加并没有减少,地产公司多数项目依然按照计划开工。因此,存货的增加或者相应的变化,和现金流状况能否达到一种相对的平衡点。公司能否再保证一定销售量和项目开工率的同时,现金方面的压力也不会大幅增加。这决定着公司在 2011 年能否顺利发展的关键。因此,在二季度投资策略中,我们更加钟爱现金流量与存货周转的“平

衡木冠军”。

我们对重点关注公司的经营现金流量、资本支出、存货周转等因素进行了详细的比对。下表列出上市公司相关的财务对比数据。（但具体分析时，还应该深入到公司具体的存货项目、销售情况和现金状况。但由于本报告篇幅有限，且分析较为复杂。具体分析过程暂不展开讨论。）

表 5: 重点关注公司经营性现金净流量/营业收入的对比情况

证券简称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
金融街	-0.93	-0.02	-0.18	-0.01	0.05	-0.19	-0.92	-0.25	-0.31
万通地产	-0.30	0.04	0.18	0.86	-1.35	0.37	-0.13	0.38	0.24
保利地产		-0.92	-0.75	-0.36	-1.00	-1.16	-0.49	-0.05	-0.62
南国置业					-0.07	0.06	-0.03	-0.26	-0.78
合肥城建			-0.07	0.54	0.14	-0.23	-0.40	0.19	-1.02
世茂股份	41.51	-305.58	0.07	0.41	0.06	0.41	-1.39	-0.98	-0.38
滨江集团				0.23	0.28	-0.41	-0.78	-0.04	0.03
招商地产	0.21	-0.04	-0.35	-0.51	-0.56	-0.97	-1.10	0.70	-0.32
华发股份		0.32	0.22	0.39	0.90	1.06	0.13	0.45	0.53
亿城股份	-5.09	0.06	0.06	-0.01	-0.22	-0.11	-0.43	0.49	-0.37
苏州高新	0.67	-0.22	-0.71	-0.48	0.26	-0.15	-0.18	0.35	-0.24
华侨城 A	0.36	0.27	-0.09	0.84	0.10	0.42	0.32	0.66	-0.31
冠城大通	0.03	-0.27	-0.29	0.21	-0.15	-0.10	-0.07	0.69	-0.01
南京高科	-0.01	0.28	0.15	0.22	0.14	-1.16	-0.98	0.29	-0.49
福星股份	-0.47	-0.30	0.24	0.09	-0.06	0.01	0.01	-0.14	-0.38
天房发展	-0.31	0.12	-0.22	-0.21	-0.19	-0.87	-1.23	0.49	0.50
中南建设	0.06	0.05	0.02	0.01	-0.01	-0.01	0.09	0.02	-0.25

资料来源：西南证券研发中心。

表 6: 重点关注公司资本支出/折旧摊销的对比情况

证券简称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
金融街	3.99	2.34	2.37	189.23	106.75	3.89	3.86	1.98	1.47
万通地产	2.67	5.16	0.28	2.98	0.14	1.56	10.70	10.21	2.34
保利地产		3.44	2.73	1.72	1.50	1.59	1.00	0.73	0.33
南国置业					0.74	2.18	0.77	0.78	1.11
合肥城建			4.36	0.45	1.85	3.03	1.00	1.06	0.92
世茂股份	1.55	0.52	0.31	0.23	0.07	0.02	0.03	17.90	23.77
滨江集团				0.46	1.09	1.11	1.08	1.19	2.76
招商地产	1.79	0.83	0.87	1.92	0.94	7.57	0.52	1.35	0.23
华发股份		2.51	659.56	37.64	195.81	120.61	79.18	78.34	73.11
亿城股份	1.81	1.79	0.91	1.34	0.99	1.28	0.55	0.24	5.48
苏州高新	1.48	3.63	2.51	5.66		3.53	2.69	3.33	2.23
华侨城 A	2.52	3.94	4.21	9.46	11.43	5.24	5.26	3.24	2.91

证券简称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
冠城大通	2.99	2.08	7.39	5.49	1.37	1.30	0.91	0.44	1.60
南京高科	1.57	1.76	1.12	0.88	0.40	0.36	0.45	1.10	1.07
福星股份	4.03	4.42	5.06	4.52	1.39	1.27	1.51	3.52	3.02
天房发展	0.94	0.38	1.62	0.33			0.08	0.48	0.09
中南建设	4.76	4.92	1.00	0.36	0.42	1.11	0.15	0.38	0.61

资料来源：西南证券研发中心。

表 7：重点关注公司存货周转率的对比情况

证券简称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
金融街	0.45	0.42	0.38	0.32	0.43	0.39	0.32	0.26	0.19
万通地产	0.48	0.57	0.57	0.61	0.07	0.32	0.57	0.27	0.36
保利地产		0.38	0.47	0.30	0.30	0.25	0.27	0.29	0.28
南国置业					0.31	0.28	0.19	0.24	0.16
合肥城建			0.63	0.46	0.61	0.50	0.33	0.55	0.43
世茂股份	0.53	0.00	0.48	0.22	0.68	0.45	0.22	0.11	0.22
滨江集团				0.28	0.31	0.34	0.23	0.20	0.28
招商地产	1.58	1.63	0.69	0.36	0.25	0.17	0.10	0.22	0.24
华发股份	0.38	0.39	0.38	0.27	0.20	0.33	0.29	0.24	0.31
亿城股份	0.04	0.34	1.29	0.36	0.49	0.50	0.20	0.53	0.29
苏州高新	0.45	0.34	0.45	0.34	0.40	0.38	0.39	0.33	0.40
华侨城 A	53.18	28.74	1.51	0.64	1.67	1.00	1.35	1.10	0.59
冠城大通	2.91	1.91	1.56	1.66	1.58	1.15	0.86	0.66	1.16
南京高科	0.63	0.85	1.17	1.42	1.79	0.50	0.26	0.27	0.29
福星股份	0.90	1.05	1.26	1.78	1.21	1.22	0.85	0.87	0.79
天房发展	0.17	0.25	0.18	0.17	0.22	0.36	0.17	0.10	0.14
中南建设	2.83	4.39	6.00	4.84	4.17	5.32	4.81	0.91	0.68

资料来源：西南证券研发中心。

通过对重点关注公司进行详细对比，我们认为在现金流量与存货周转方面配置较为平衡，且业绩与估值相对而言具有一定优势的公司，分别有：**金融街、华发股份、天房发展、中南建设**。我们认为这四家公司值得重点关注。

推荐公司介绍

金融街（000402）

报告期内，实现房产销售合同金额约 162 亿元，好于预期。公司业绩增长的主要原因系，前期销售房产开发项目中满足收入确认条件的项目较多，本期结转收入增加；另外，金融街购物中心二期计入投资性房地产采用公允价值计量，导致营业利润、净利润增加。土地储备方面，通过项目收购、招拍挂等多种方式积极开展项目储备工作，获取新项目约 202 万平方米。总体土地储备达到 800 万平方米。在土地储备不在增加的基础上，丰厚的土地储备也能

够保障公司未来 3—5 年带来 25%-35% 的增长。另外，公司持有商业地产项目主要集中在京津地区核心地段，拥有较大升值空间，为公司业绩提升奠定了较好的基础。

公司预收账款达 89.58 亿元，超过 2010 年收入水平，2011 年业绩基本锁定。预计公司 2011 至 2013 年的 EPS 分别为 0.77 元、1.01 元和 1.27 元，对应动态市盈率为 12 倍、9 倍和 6 倍，给予“**增持**”的投资评级。

表 8：金融街（000402）盈利预测

项目	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	10543.38	13917.26	17396.57
净利润(百万元)	2317.17	3058.67	3823.33
每股收益(元)	0.77	1.01	1.27
市盈率	12	9	6

资料来源：西南证券研发中心。

华发股份（600325）

2010 年公司共销售楼宇面积 51.47 万平米，销售金额 73.04 亿元，创下历史新高。但公司净利润增长并未随着销售的增长而提高。公司拥有在建项目及拟建项目的可建筑面积合计超过 700 万平方米，成熟的在建项目、充足的土地储备及合理的土地成本为公司未来的市场竞争中保持稳定、健康的发展奠定了坚实的基础。另外，公司已成功进入包头、大连、中山、沈阳、南宁等房地产潜力巨大的二三线城市，增加了大量的土地储备。公司运营战略已经从区域发展逐渐向全国性地产开发商迈进。从长期来看，公司在保持高效运营的基础上，逐渐走出地域限制，向全国二三线城市延伸，发展潜力十分巨大。

预计公司 2011 至 2013 年的 EPS 分别为 1.05 元、1.28 元和 1.69 元，对应动态市盈率为 13 倍、10 倍和 8 倍，给予“**增持**”的投资评级。

表 9：华发股份（600325）盈利预测

项目	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	6697.63	8104.13	10778.49
净利润(百万元)	872.94	1056.26	1404.83
每股收益(元)	1.05	1.27	1.69
市盈率	13	10	8

资料来源：西南证券研发中心。

天房发展（600322）

2010 年，公司实现商品房合同销售面积 58.07 万平方米，同比增长 29.94%；实现商品房合同销售额 40.59 亿元，同比增长 26.69%。其中，华明新家园全年完成合同销售面积 7.84 万平方米，合同额 3.03 亿元；天房彩郡全年完成合同销售面积 17.15 万平方米，合同额 9.40 亿元；天房雅韵海景雅苑完成合同销售面积 3.93 万平方米，合同额 6.64 亿元。全年完成合同销售面积 19.81 万平方米，合同额 11.12 亿元。总体看来，公司销售较好。另外，公司地产业务毛利率 36.34%，较 09 年略有增长。公司运营情况较为理想。2011 年，计划实现营业

收入 30 亿元；计划完成商品房销售面积 44 万平方米；全年计划施工面积 280 万平方米，竣工面积 68 万平方米。从公司在建项目的结算进度来推测，预计公司实现计划业绩的可能性比较大。

预计公司 2011 至 2013 年的 EPS 分别为 0.30 元、0.43 元和 0.57 元，对应动态市盈率为 25 倍、20 倍和 15 倍，给予“**增持**”的投资评级。

表 10：天房发展（600322）盈利预测

项目	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	3019.07	4226.70	5706.04
净利润(百万元)	343.79	481.31	649.77
每股收益(元)	0.30	0.43	0.57
市盈率	25	20	15

资料来源：西南证券研发中心。

中南建设（000961）

报告期内，实现预售面积 71.74 万平方米，实现预售金额 53.35 亿元，分别比上年增长了 3.81%和 23.31%；房地产业务营业收入 35.58 亿元，结转面积 62.49 万平方米，比上年增长了 31.08%和 37.79%。土地储备方面，公司 2010 年获取盐城中南世纪城项目、海门圩角河“南部新城一二级联动”项目，海南儋州土地开发也取得了进展，获得了首期 800 亩土地。另一方面，公司通过挂牌竞拍方式，以起拍价格成功竞得苏州吴江、镇江两宗地块。从公司整体的表现来看，公司销售情况较为一般，但是土地储备增加情况较为理想。为将来公司实现业绩提供了一定的基本保证。

从未来的发展看，公司项目发展的重点还依然在三四线城市。而在宏观地产调控的背景下，三四线城市房价受到的影响较小。另外，“建筑+地产”模式在未来土地的一二级联动方面具有一定优势，公司增长潜力依然较大。

预计公司 2011 至 2013 年的 EPS 分别为 0.98 元、1.29 元和 1.66 元，对应动态市盈率为 16 倍、12 倍和 9 倍，给予“**增持**”的投资评级。

表 11：中南建设（000961）盈利预测

项目	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	3019.07	4226.70	5706.04
净利润(百万元)	343.79	481.31	649.77
每股收益(元)	0.30	0.43	0.57
市盈率	25	20	15

资料来源：西南证券研发中心。

表 12: 重点关注公司每股收益预测与投资评级

简称	每股收益 EPS			市盈率 PE			投资评级
	11E	12E	13E	11E	12E	13E	
保利地产	1.40	1.89	2.36	11	8	5	增持
华 侨 城	1.22	1.53	1.91	15	12	9	增持
华发股份	1.05	1.27	1.69	13	10	8	增持
招商地产	1.40	1.76	2.11	13	10	8	增持
冠城大通	0.86	1.08	1.34	12	9	6	增持
金 融 街	0.77	1.01	1.27	12	9	6	增持
万通地产	0.42	0.53	0.66	15	12	10	中性
南国置业	0.70	0.95	1.28	22	18	15	增持
世茂股份	0.94	1.17	1.46	20	15	11	增持
滨江集团	0.99	1.29	1.62	14	11	9	增持
中南建设	0.98	1.29	1.66	16	12	9	增持
合肥城建	0.56	0.75	0.94	22	19	16	增持
天房发展	0.30	0.43	0.57	25	20	15	增持
南京高科	0.80	1.01	1.24	22	19	16	增持
金丰投资	0.55	0.63	0.73	16	14	12	中性
苏州高新	0.49	0.63	0.79	17	14	11	中性
天 地 源	0.30	0.36	0.43	0.99	1.29	1.62	中性
福星股份	0.85	1.07	1.31	18	14	11	中性
亿城股份	0.74	0.99	1.26	60	56	52	中性
深 天 健	0.43	0.56	0.72	29	25	21	中性
华远地产	0.64	0.87	1.17	13	11	9	中性

资料来源: 西南证券研发中心。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：（010）57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：http://yf.swsc.com.cn/