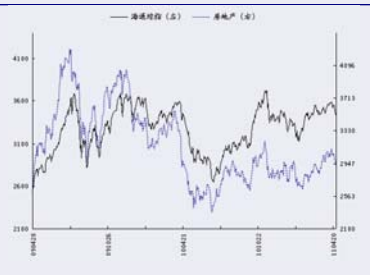


增 持 维持

房地产行业

2011 年 4 月 28 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

房地产行业 2 季度投资策略:寻找可能的超预期 2011.04

房地产行业 2010 年年报综述:继续反弹的刺激因素和后期择股思路 2011.04

谁来分享保障性住房的千亿利润蛋糕? 2011.03

房地产调控的延展路径和行业后期运行判断 2011.03

对地产央企扩编的简评:地产央企概念有望受到关注 2011.03

对北京出台地产调控工作细则的简评:各地调控细则后期将陆续出台 2011.02

对政府确认重庆、上海开征房产税的简评:政策组合将使房价上涨受到实质抑制 2011.01

房地产行业分析师

涂力磊

SAC 执业证书编号:

S0740210020003

电话: 021-23219747

Email: tll5535@htsec.com

房地产行业分析师

谢益

SAC 执业证书编号:

S0850208120583

电话: 021-23219436

Email: xiey@htsec.com

房地产行业 4 月月报:

板块振荡后重新回到估值优势区间

- **货币供应小幅反弹，通胀有所回升，经济运行良好。**受春节现金回流影响，3 月 M2 同比增 16.6%，比上月回升 0.9 个百分点；金融机构各项贷款余额 49.47 万亿，同比增 17.9%；受去年翘尾影响，3 月 CPI 同比涨 5.4%，比上月回升 0.5 个百分点；4 月 6 日央行第四次上调人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点；3 月美元兑人民币汇价升至 6.5560，远期升水 560 基点；3 月热钱流入量有所反弹，达 3248 亿元；3 月 PMI 为 53.4%；1-3 月工业增加值同比升 14.8%；随着外围经济向好，3 月我国进出口总额同比增长 31.42%。总体上，3 月我国经济继续良性运转。
- **1 季度行业投资好于预期。**1-3 月房地产累计开发投资 8846 亿元，同比增 34.1%，比上月回落 1.1 个百分点；1-3 月商品住宅投资 6253 亿元，同比增 37.4%，比上月扩大 2.5 个百分点。由于中国具备较为广阔的三、四线市场纵深，同时去年新开工和拿地数量明显增大，预计年内房地产投资仍将保持 20%以上增速。
- **一、二线城市土地成交量有所增加。**1-3 月，全国房地产企业购置土地面积 8181 万平方米，同比增 32.7%，比上月回落 24.4 个百分点；全国土地购置金额 1026 亿元，同比增 36.94%，比上月回升 20 个百分点。这是由于一、二线城市土地挂牌量的上升推动了该类地区土地成交面积的回升（地价也较高）。这导致 1-3 月全国土地出让均价 2331 元/平，同比和环比分别上升了 16.99%和 66.41%。
- **开发商加快竣工速度，新开工增速有所企稳。**1-3 月，全国房屋新开工面积 2.07 亿平，同比增 23.4%，增速下降有所企稳；房屋竣工面积 1.28 亿平，同比增 15.4%，比上月回升 1.5 个百分点。1-3 月，全国商品房销售面积 1.76 亿平米，同比增 14.9%，比上月提高了 1.1 个百分点。
- **房地产资金来源增速逐步企稳。**1-3 月全国房地资金来源 1.93 万亿，同比增长 18.6%，比上月提高了 2.3 个百分点。从资金来源构成看，国内贷款占资金来源的 20%，利用外资占 1%，自筹资金占 37%，其他资金占 42%。数据显示，房地产开发资金来源企稳主要是由于开发商自筹资金增速较快所致。
- **调控政策下全国房价涨幅小幅回落。**3 月重点监测一线城市房价同比涨 2.76%（环比涨 0.08%），比上月提高 0.14 个百分点；3 月二、三线重点监测城市房价同比涨 4.62%（环比涨 0.36%）。总体上，在当前调控政策下房价涨幅呈小幅回落态势。
- **估值和投资：**我们维持二季度投资策略观点，认为后期市场将从“限购”再次衍生到“限价”。在政策和基数影响下，市场有望出现“价跌量升”的良性局面。基于以上逻辑，我们认为在当前板块受调控传闻影响又回调至前期低点时应加大地产配置。截至 4 月 27 日，房地产板块的整体估值（PE-TTM）为 20.35 倍，维持前期对行业的“增持”评级；个股推荐万科 A、保利地产、金融街、京投银泰和有关保障房开发企业。
- **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。

目 录

1. 宏观经济良好，通胀高位运行.....	6
1.1 货币供应小幅反弹，通胀有所回升.....	6
1.2 人民币升值趋势不变，加息可能性仍存在.....	7
1.3 货币政策暂未影响宏观经济，逆差状况有所缓解.....	8
2. 行业一季度运行好于预期.....	9
2.1 房地产投资运行仍较为稳定.....	9
2.2 开发商加快竣工速度，调控政策对销售影响有所减弱.....	10
2.3 房地产资金来源增速有所企稳.....	13
2.4 全国房价涨幅有所回落.....	14
3. 行业政策和上市公司跟踪.....	16
3.1 本月年内第二次加息.....	16
3.2 今年来万科等优质地产商的销售继续保持较高增长.....	17
4. 房地产板块估值优势明显.....	18
4.1 今年来房地产板块初显超额收益率，估值修复潜力较大.....	18
4.2 房地产板块估值处于历史底部区域.....	19
5. 投资建议.....	20
6. 风险提示.....	21

图目录

图 1 M1 和 M2 月度同比变动情况.....	6
图 2 各项贷款余额及月度同比变动情况.....	6
图 3 新增人民币贷款和中长期月度贷款情况.....	7
图 4 CPI 和 CPI（翘尾因素）月度变动情况.....	7
图 5 人民币兑美元即期和 6 个月外汇远期月度变动情况.....	7
图 6 活期/三年期存款利率和 CPI 月度变动情况.....	7
图 7 热钱流入月度变动情况.....	8
图 8 3 个月/1 年期央票到期收益率月度变动情况.....	8
图 9 PMI 和工业增加值月度同比变动情况.....	8
图 10 发电量和运输量月度变动情况.....	8
图 11 进出口、贸易顺差月度同比变动情况.....	9
图 12 城镇固定资产投资完成额月度变动情况.....	9
图 13 全国房地产开发投资累计月度完成情况.....	9
图 14 全国房地产开发投资当月完成情况.....	9
图 15 全国住宅投资累计月度完成情况.....	10
图 16 全国住宅投资当月完成情况.....	10
图 17 全国土地购置面积累计月度情况.....	10
图 18 全国土地购置面积当月情况.....	10
图 19 全国土地购置金额累计月度情况.....	11
图 20 全国土地购置金额当月情况.....	11
图 21 12 个重点城市土地推出和成交月度情况.....	11
图 22 全国土地单价月度变动情况.....	11
图 23 全国房地产新开工、施工和竣工面积月度情况.....	12
图 24 房屋新开工面积累计月度情况.....	12

图 25 当月新开工面积月度情况.....	12
图 26 房屋竣工面积累计月度情况.....	12
图 27 房屋竣工面积当月情况.....	12
图 28 全国商品房销售面积累计月度情况.....	13
图 29 全国商品房销售额累计月度情况.....	13
图 30 主要城市商品住宅成交面积月度变动情况(万平方米).....	13
图 31 全国房地产开发资金来源累计月度情况.....	14
图 32 全国房地产当月开发资金来源情况.....	14
图 33 全国房地产开发资金 1-3 月累计构成情况.....	14
图 34 全国 3 月房地产开发资金构成情况.....	14
图 35 一线监测城市商品房房价月度同比情况(%).....	15
图 36 一线监测城市商品房房价月度环比情况(%).....	15
图 37 二、三线监测城市新建商品房房价月度同比情况 (%).....	15
图 38 二、三线监测城市新建商品房房价月度环比情况(%).....	15
图 40 上市地产公司累计月度销售面积 (万平方米).....	18
图 41 上市地产公司当月销售面积 (万平方米).....	18
图 42 今年以来房地产指数和沪深 300 指数收益情况 (截止 2011 年 4 月 27 日).....	18
图 43 去年以来各个单月房地产指数收益情况.....	19
图 44 今年以来各板块累计收益率情况.....	19
图 45 房地产板块和市场 PE 情况.....	20

表目录

表 1 金融机构人民币存贷款基准利率调整表.....	16
表 2 累计四次加息对购房人财务影响.....	17
表 3 A股重点覆盖地产企业估值指标（截至 4 月 27 日）.....	20

我们的观点： 4月末，在市场调控传闻影响下行业整体估值有明显回调。我们认为房价调控是政府一贯坚持的原则，不排除在后期继续出台相关政策。由于目前板块对调控已经有所预期，如果后期传闻落实，板块因为短期利空出尽而阶段性反弹的可能性更大。

投资方面，我们坚持二季度投资策略报告（详见4月18日报告《房地产行业2季度投资策略：寻找可能的超预期》）观点，认为按照历史规律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。在最差预期时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，2季度出现房价下跌、成交上涨的良性循环。

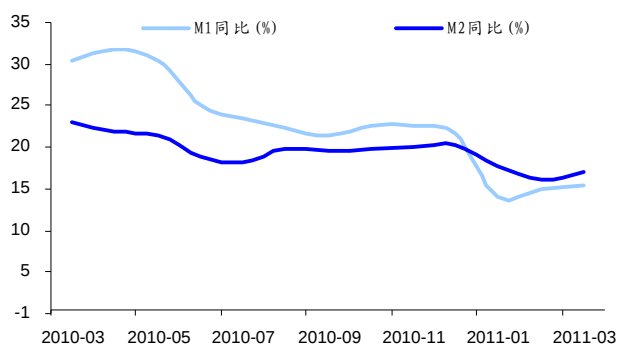
基于以上逻辑，我们认为2季度应该加大地产配置。选股方面应该侧重两条主线：1) 产品符合调控政策、产品立足普通中小户型的龙头企业。推荐万科A、保利地产、荣盛发展和保障房建设企业。2) 受调控影响较小、未来具备成长空间的商业地产，推荐金融街和世茂股份 3) 盈利模式在A股地产企业中具备独特优势的京投银泰。

1. 宏观经济良好，通胀高位运行

1.1 货币供应小幅反弹，通胀有所回升

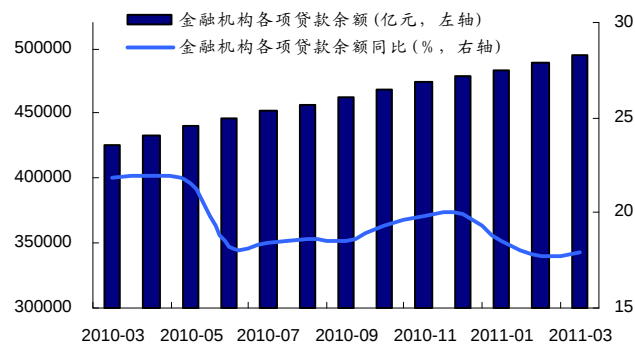
受春节后现金回流延续效应的影响，3月M1和M2双双小幅反弹，同比分别增长15%和16.6%（分别比上月小幅回升了0.5个百分点和0.9个百分点）。3月，金融机构各项贷款余额达49.47万亿，同比增17.9%，比上月小幅回升了0.2个百分点。

图1 M1和M2月度同比变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

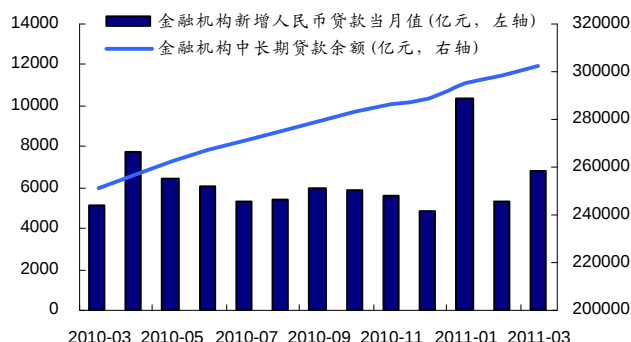
图2 各项贷款余额及月度同比变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

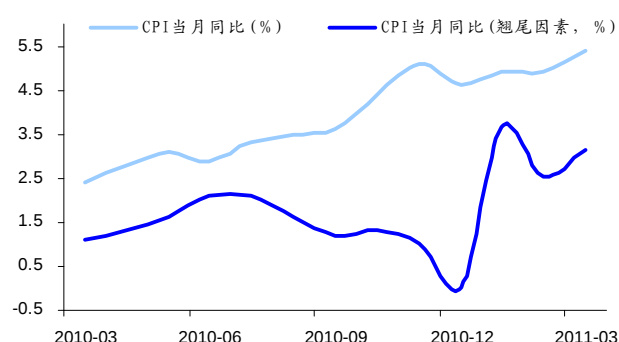
在国家严控信贷政策下，3月，我国金融机构新增人民币贷款6794亿元，同比上升33.03%。受去年翘尾等因素影响，3月份CPI同比上涨5.4%，涨幅比上月上升了0.5个百分点（为防止通胀上行，央行提前至4月6日宣布上调金融机构人民币存贷款基准利率0.25个百分点）。其中，3.2个百分点来自翘尾因素，而新涨价因素为2.2个百分点，数据显示新涨价因素比上月有所回落。

图 3 新增人民币贷款和中长期月度贷款情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 4 CPI 和 CPI（翘尾因素）月度变动情况

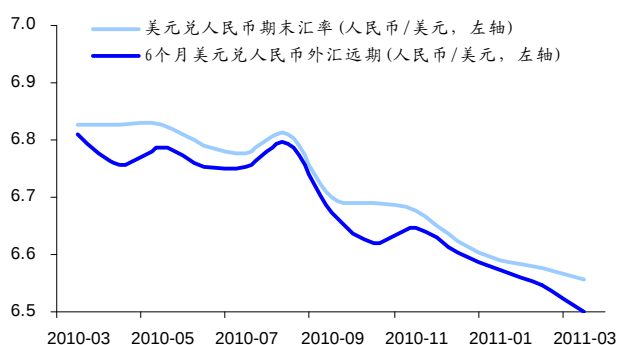


资料来源：CEIC、海通证券研究所

1.2 人民币升值趋势不变，加息可能性仍存在

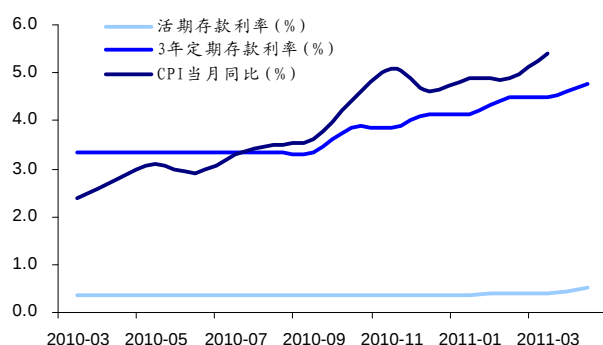
3 月，人民币汇率继续小幅升值，美元兑人民币汇价为 6.5560，6 个月美元兑人民币外汇远期价格为 6.5000，人民币汇率远期升水升高至 560 基点，高于最近 12 个月 348 基点的均值，显示近期人民币升值压力有所扩大。尽管 4 月 6 日央行第三次上调金融机构人民币存贷款基准利率，其中三年期存款利率调升至 4.75%，但低于 3 月 CPI 的 5.4%，也小幅低于最近半年 CPI 的均值 4.88%，因此再加息一次的可能性仍存在。

图 5 人民币兑美元即期和 6 个月外汇远期月度变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

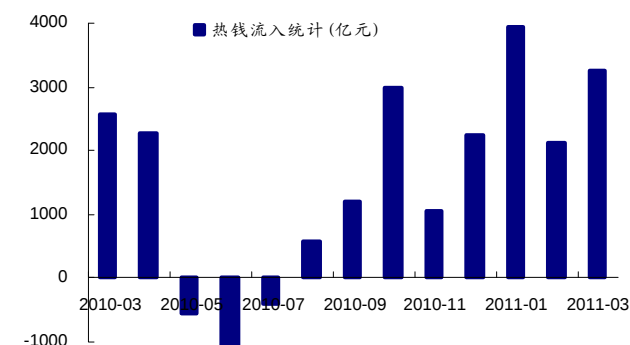
图 6 活期/三年期存款利率和 CPI 月度变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

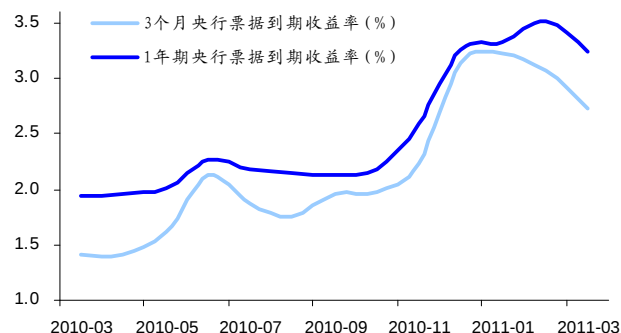
3 月热钱流入量在 2 月回落的基础上出现一定反弹，达 3248 亿元，比上月增加 1125 亿元，是近 12 个月均值 1552 亿元的 2 倍。这说明在人民币升值压力下，热钱流入量仍高位运行。3 月，3 个月和 1 年期央票到期收益率均出现拐头回落态势，分别回落至 2.73% 和 3.23%。

图 7 热钱流入月度变动情况



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

图 8 3 个月/1 年期央票到期收益率月度变动情况

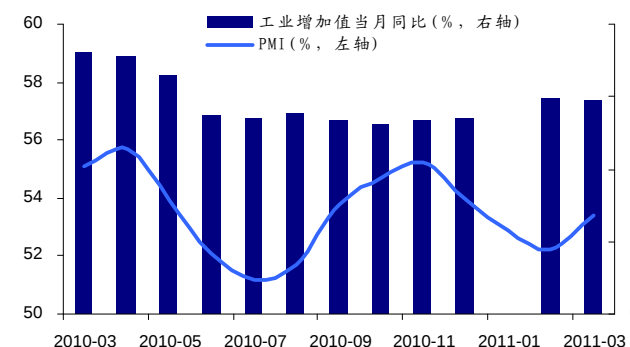


资料来源：CEIC、海通证券研究所

1.3 货币政策暂未影响宏观经济，逆差状况有所缓解

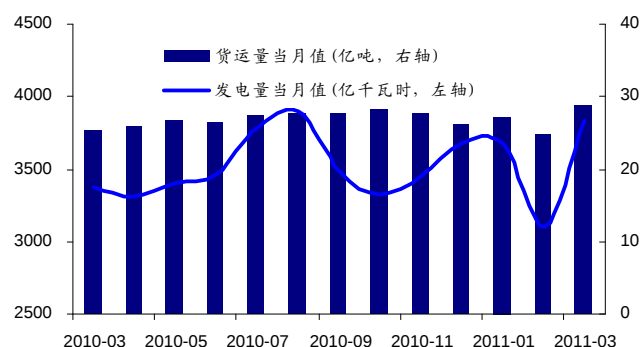
3 月 PMI 为 53.4%，比上月回升了 1.2 个百分点，且已连续 25 个月达 50% 以上。3 月，工业增加值同比 14.8%；发电量达 3830 亿千瓦时，同比上升 13.66%；3 月，货运量达 28.82 亿吨，同比上升 14.14%。以上数据表明，前期实施的相对偏紧的货币政策暂时未对宏观经济产生负面影响。

图 9 PMI 和工业增加值月度同比变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

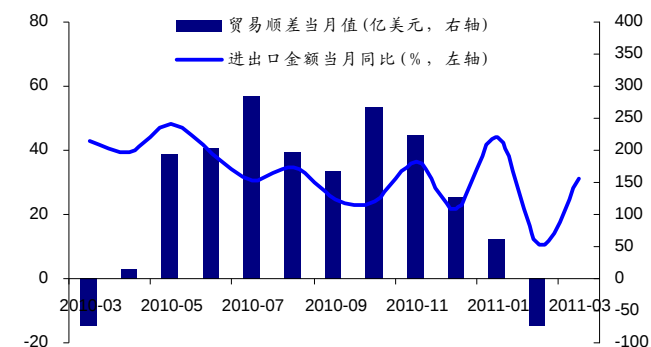
图 10 发电量和运输量月度变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

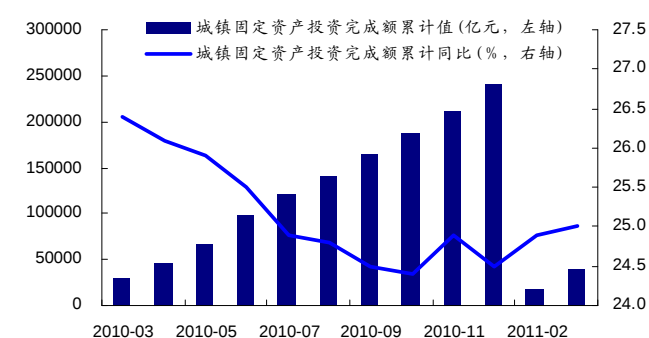
随着外围经济向好和产品价格上涨，3 月我国进出口总额同比增长 31.42%；同时，上月 73.28 亿美元的贸易逆差额也扭转至 3 月 1.39 亿美元的微弱贸易顺差。3 月，城镇固定资产投资累计完成额达 3.95 万亿，同比增长 25%，与上月增速基本持平。

图 11 进出口、贸易顺差月度同比变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 12 城镇固定资产投资完成额月度变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

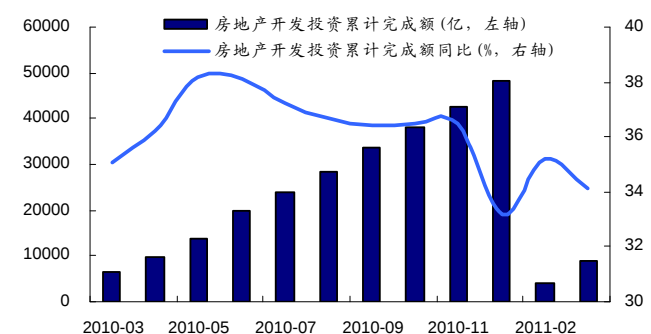
2. 行业一季度运行好于预期

2.1 房地产投资运行仍较为稳定

2.1.1 房地产投资平稳增长

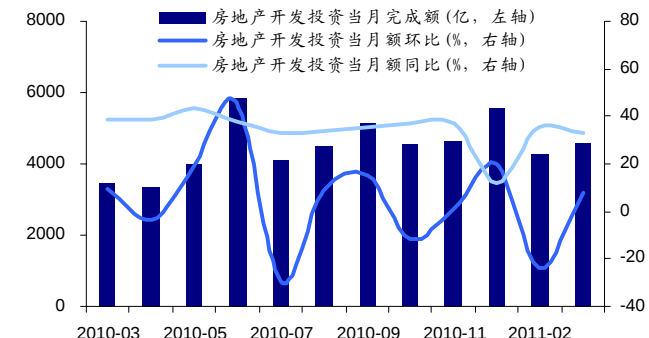
3 月全国房地产累计开发投资达 8846 亿元，同比增长 34.1%，比上月小幅回落 1.1 个百分点。从单月情况看，3 月，房地产开发投资完成额 4596 亿元，同比增长 33.18%，比上月小幅回落 2 个百分点，比上月环比则增长了 8.13%。

图 13 全国房地产开发投资累计月度完成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

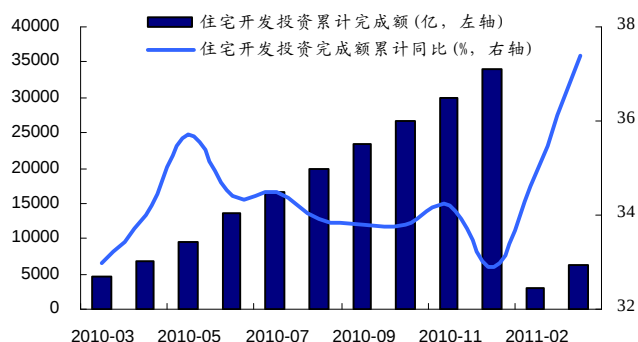
图 14 全国房地产开发投资当月完成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

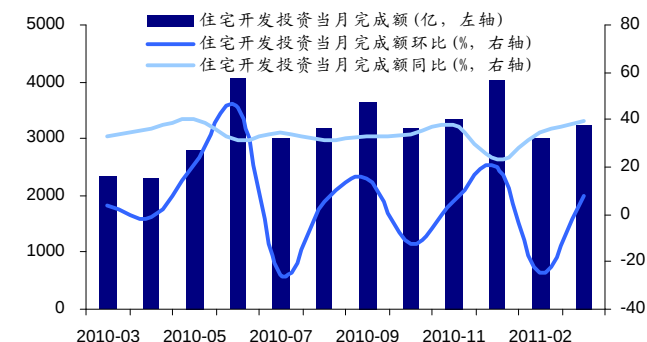
3 月，全国商品住宅投资 6253 亿元（占全部房地产开发投资的 70.69%），同比增长 37.4%，比上月增幅扩大了 2.5 个百分点。从单月情况看，3 月商品住宅投资完成额 3239 亿元，同比增长 39.73%，比上月增加了 4.79 个百分点，比上月环比则增长了 7.49%。

图 15 全国住宅投资累计月度完成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 16 全国住宅投资当月完成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

上述数据表明，从总体看今年 3 月房地产行业投资增速好于此前市场预期。由于中国具备较为广阔的三、四线市场纵深，同时去年新开工和拿地数量明显增大，预计年内房地产投资仍将保持 20% 以上增速。

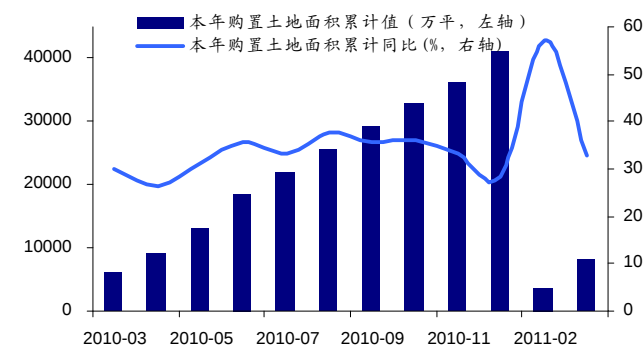
2.2 开发商加快竣工速度，调控政策对销售影响有所减弱

2.2.1 一、二线城市土地成交量有所增加

3 月，全国房地产开发企业完成购置土地面积累计达 8181 万平方米，同比增长 32.7%，比上月回落了 24.4 个百分点。从单月情况看，3 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 4400 万平方米，同比增长 17.05%，比上月大幅回落了 40 个百分点。由于 1-2 月春节前后是传统房地产开发企业的土地购置淡季，因此，3 月土地购置面积的环比增速上升意义不大；而 3 月土地购置面积同比增速的下滑却反映出当前房地产调控压力下，开发商的土地购置行为偏向谨慎。

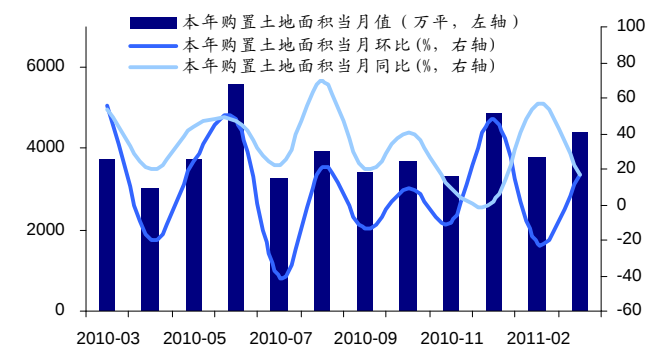
3 月，全国累计土地购置金额 1555.45 亿元，同比增长 29.3%，比上月回升了 12.6 个百分点；从单月情况看，3 月全国土地购置金额 1026 亿元，同比增长 36.94%，比上月回升了 20 个百分点。

图 17 全国土地购置面积累计月度情况



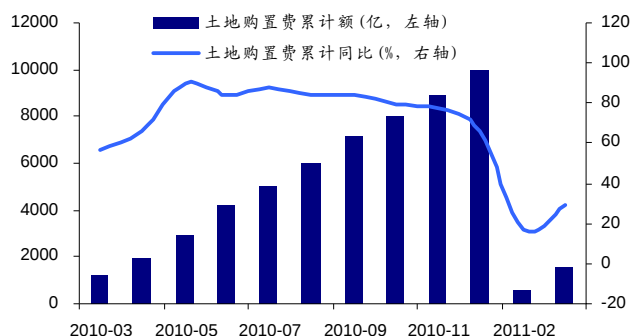
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 18 全国土地购置面积当月情况



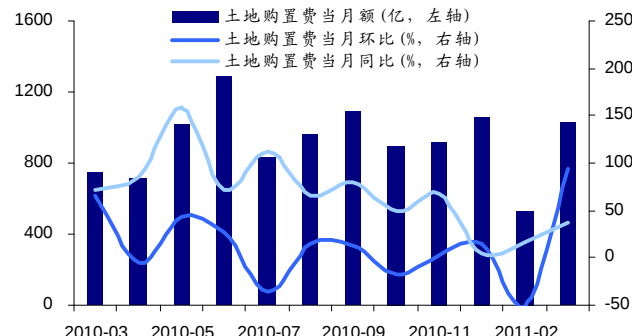
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 19 全国土地购置金额累计月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

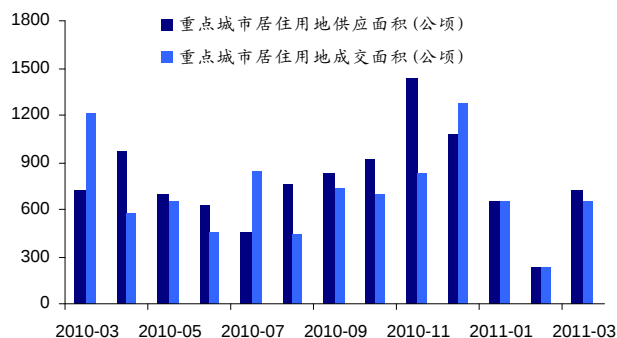
图 20 全国土地购置金额当月情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

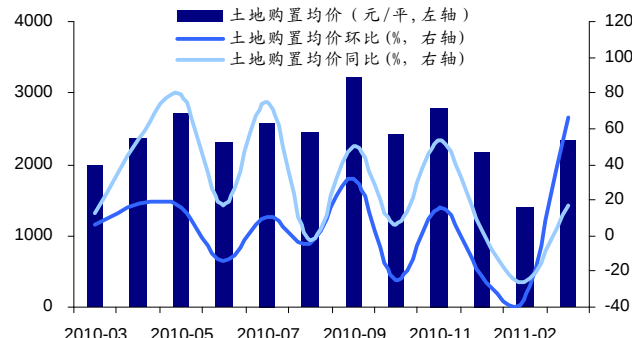
3月，代表一、二线城市的12个重点城市土地供应面积和成交面积有所回升。从当月土地购置金额和购置面积进行推算，3月全国土地出让均价为2331元/平，同比和环比分别上升了16.99%和66.41%。一、二线城市土地成交较前期上升是3月全国土地出让价格回升的原因之一。

图 21 12个重点城市土地推出和成交月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 22 全国土地单价月度变动情况

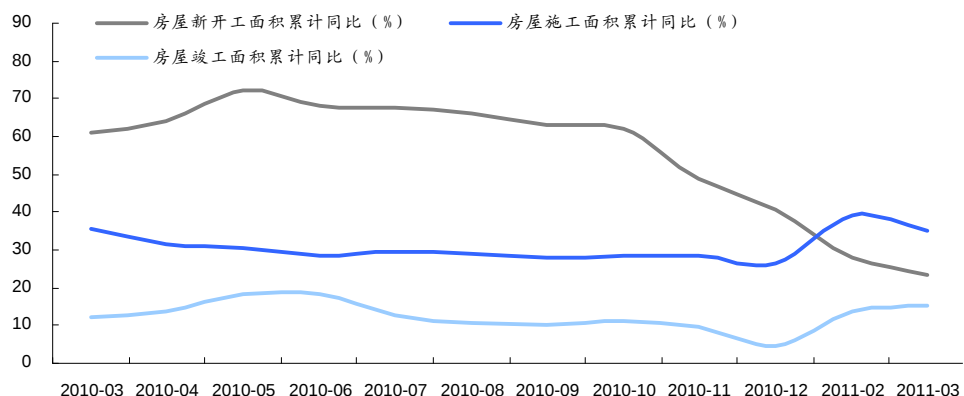


资料来源：CEIC、海通证券研究所

2.2.2 新开工增速有所企稳

3月，全国房地产开发企业房屋新开工面积累计2.07亿平，同比增长23.4%，比上月回落4.5个百分点；房屋施工面积32.74亿平，同比增长35.2%，比上月回落3.8个百分点；房屋竣工面积1.28亿平方米，同比增长15.4%，比上月回升1.5个百分点。新开工增速在持续回落后有所企稳，则反映出调控政策对开发商对未来预期的负面影响正逐步减弱。

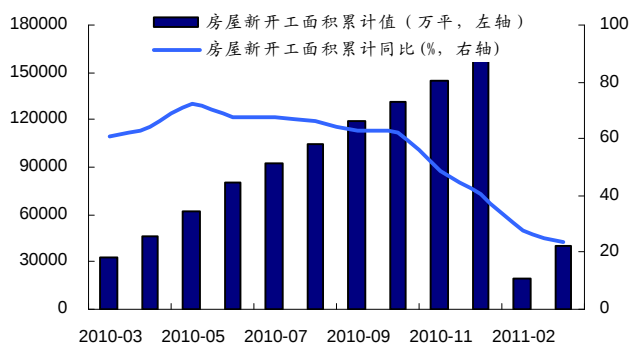
图 23 全国房地产新开工、施工和竣工面积月度情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

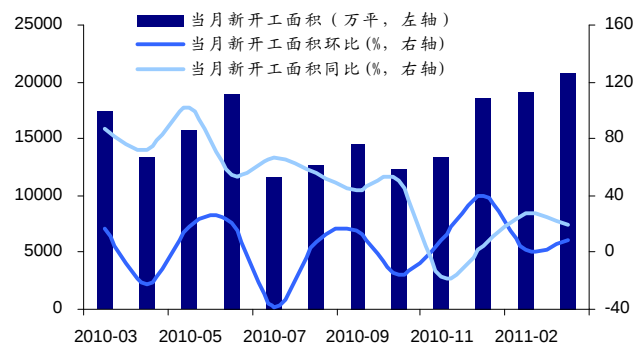
从单月环比数据看，3月全国新开工面积2.07亿平方米，同比增长19.48%（比上月回落8.46个百分点），环比增长8.79%。3月全国房屋新开工面积同比增速受调控影响有所回落。

图 24 房屋新开工面积累计月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

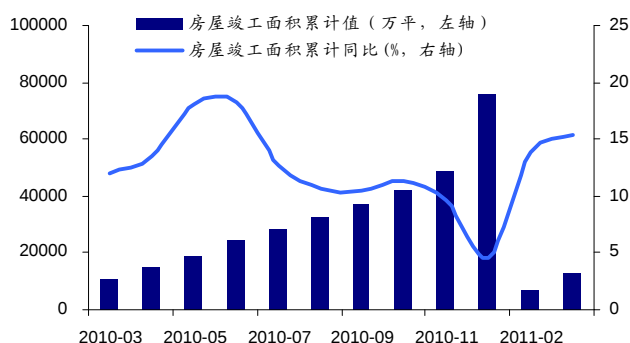
图 25 当月新开工面积月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

从单月环比数据看，3月，全国房屋竣工面积5880万平方米，同比增长17.22%（比上月加快3.28个百分点），环比下降15.41%。房地产调控政策下开发商普遍加快了项目竣工的速度。

图 26 房屋竣工面积累计月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 27 房屋竣工面积当月情况

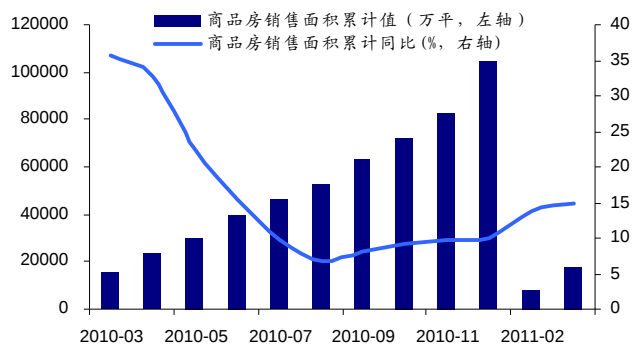


资料来源：CEIC、海通证券研究所

2.2.3 商品房销售增速小幅回升，调控影响正逐步消化

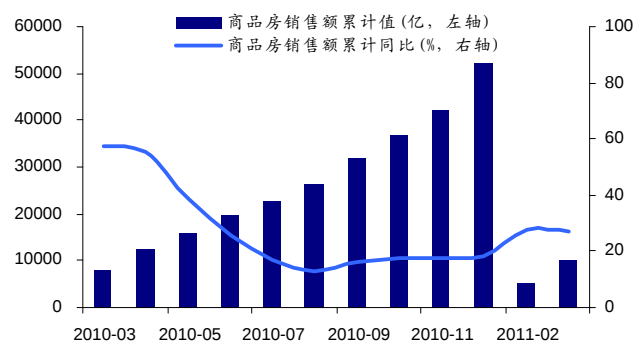
3月，全国商品房销售面积1.76亿平米，同比增长14.9%，比上月提高了1.1个百分点。3月全国商品房销售额累计达1.01万亿元，同比增长27.3%，增幅与上月基本持平。

图 28 全国商品房销售面积累计月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

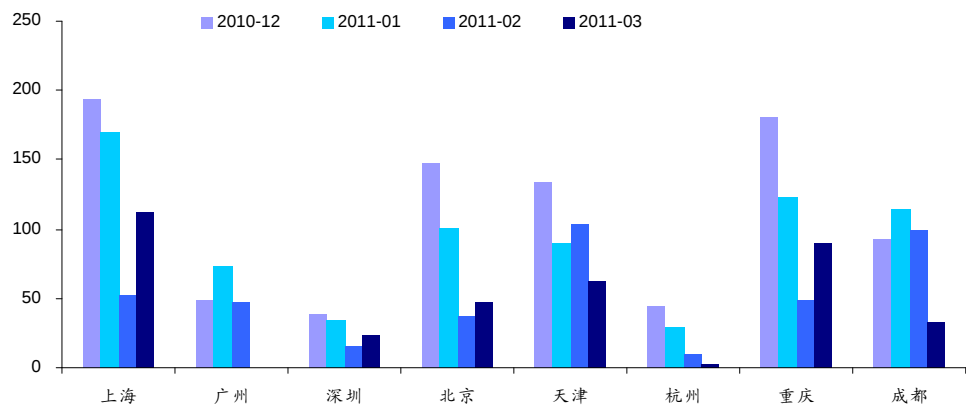
图 29 全国商品房销售额累计月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

在2月绝大多数重点监测城市商品房成交量均出现下滑后，3月这些城市商品房成交量大多数出现不同程度的反弹。其中，实行房产税试点的上海和重庆商品房成交反弹的幅度较大。调控政策对重点监测城市商品房需求的负面影响小于预期。

图 30 主要城市商品住宅成交面积月度变动情况(万平方米)



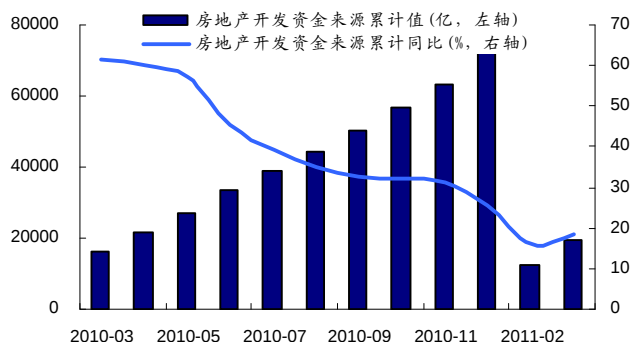
资料来源：Wind、海通证券研究所

2.3 房地产资金来源增速有所企稳

2.3.1 自筹资金占比上升使开发商资金趋紧状况有企稳迹象

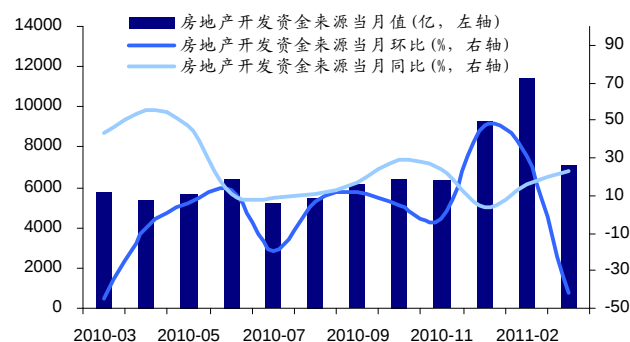
3月全国房地产开发资金来源累计达1.93万亿，同比增长18.6%，比上月提高了2.3个百分点。从当月值看，由此可见，3月全国房地产开发资金来源达7095亿元，同比增长22.72%，比上月提高了6.45个百分点。这说明开发商面临的持续一年多的货币趋紧环境有初步企稳的迹象。

图 31 全国房地产开发资金来源累计月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 32 全国房地产当月开发资金来源情况

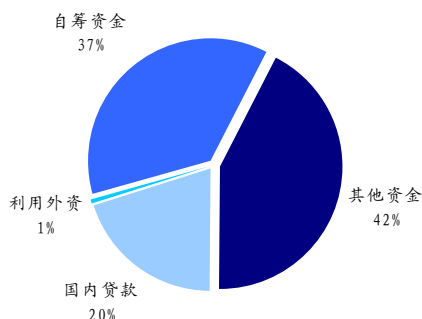


资料来源：CEIC、海通证券研究所

从 1-3 月房地产资金来源构成看，国内贷款占 20%，利用外资占 1%，自筹资金占 37%，其他资金占 42%。与 1-2 月相比，在国内贷款占比出现下降时，自筹资金占比出现较为明显的上升。

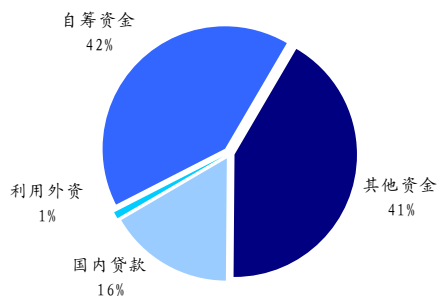
从细分数据看，房地产资金来源中的国内贷款在 1-3 月达到 3837 亿元，环比增加 43.21%，同比增加 4.44%；个人按揭贷款属于其他资金范畴，1-3 月个人按揭贷款达到 2076 亿元，环比减少 5.34%，同比减少 5.3%；1-3 月自筹资金 7126 亿元，环比增加 70.32%，同比增加 27.21%。从细分数据可见，房地产开发资金来源企稳主要是由于开发商自筹资金增速较快所致。

图 33 全国房地产开发资金 1-3 月累计构成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 34 全国 3 月房地产开发资金构成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

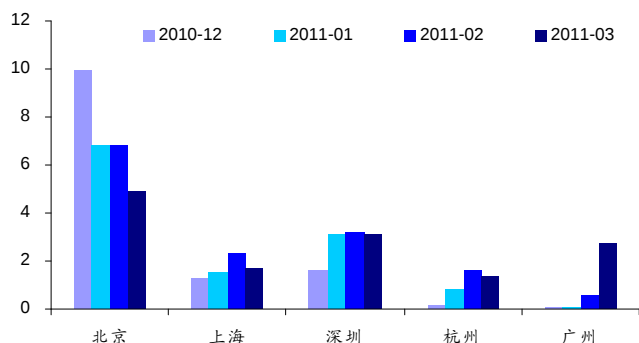
2.4 全国房价涨幅有所回落

2.4.1 代表性城市的房价涨幅小幅回落

根据统计局近期发布的《住宅销售价格统计调查方案》（以下简称《新方案》），国家统计局将重点发布各个城市不同对比基期的分类指数和总指数，不再计算和发布全国 70 个大中城市房价涨幅的平均数。

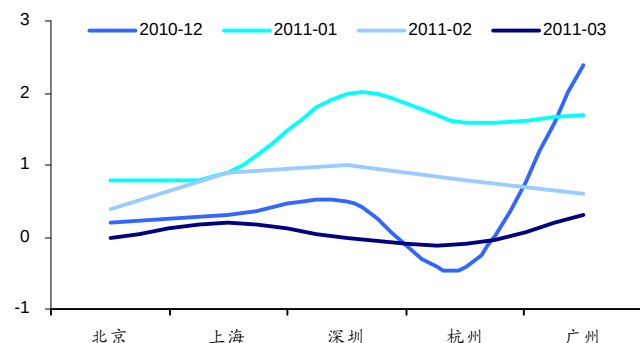
3 月，5 个重点监测一线城市的房价同比平均上涨 2.76%，比上月小幅回落了 0.14 个百分点。除广州外，其余 4 个城市的房价同比增幅均不同程度下降。其中，北京房价同比增幅最大为 4.9%，但涨幅回落幅度也最大。5 个重点监测一线城市房价环比平均上涨 0.08%（比上月回落 0.66 个百分点）。其中，杭州房价环比出现小幅 0.1% 的下跌。

图 35 一线监测城市商品房房价月度同比情况(%)



资料来源: CEIC、海通证券研究所

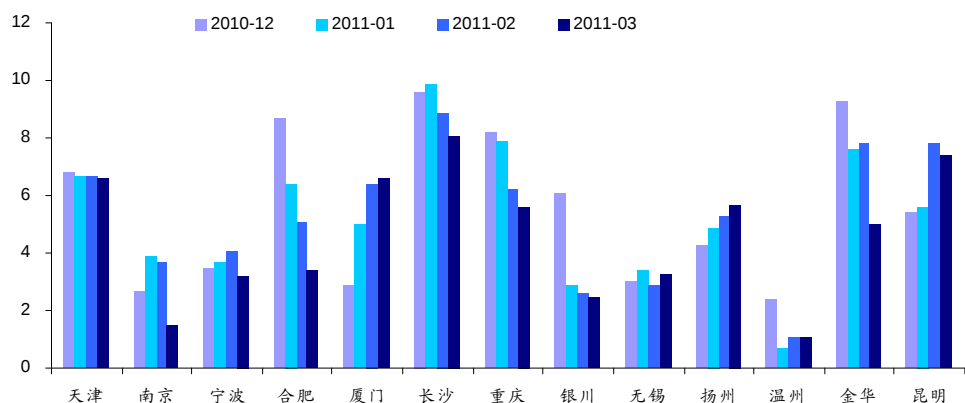
图 36 一线监测城市商品房房价月度环比情况(%)



资料来源: CEIC、海通证券研究所

3月,受调控政策影响较小的二、三线监测城市的房价同比上涨均值为4.62%。尽管该类城市的房价涨幅明显高于一线监测城市,但涨幅也比上月回落了0.66个百分点。

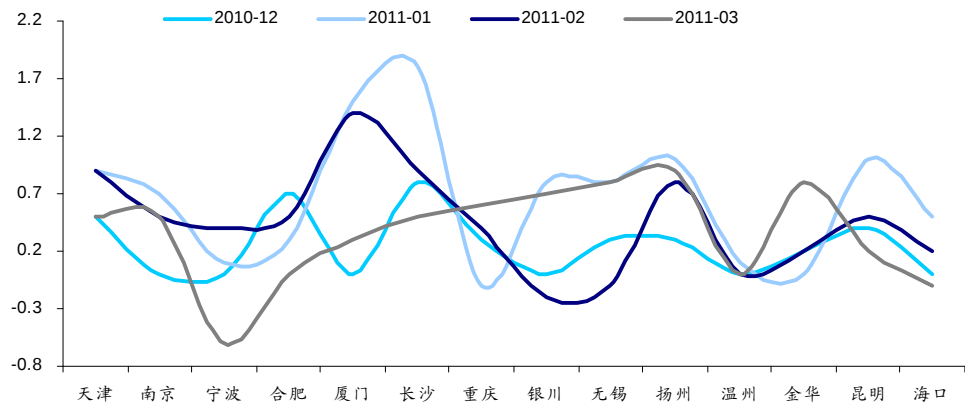
图 37 二、三线监测城市新建商品房房价月度同比情况 (%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

环比方面,3月二、三线重点监测城市的环比上涨幅度均值为0.36%。

图 38 二、三线监测城市新建商品房房价月度环比情况(%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

3. 行业政策和上市公司跟踪

3.1 本月年内第二次加息

中国人民银行决定，自 2011 年 4 月 6 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。

这是央行年内第二次，累计第四次加息：央行本次加息的幅度为 0.25 个百分点，在加息幅度方面与之前三次保持一致。考虑到之前还有三次加息，至今为止一年期存贷款基准利率的累计上涨幅度为 1 个百分点。

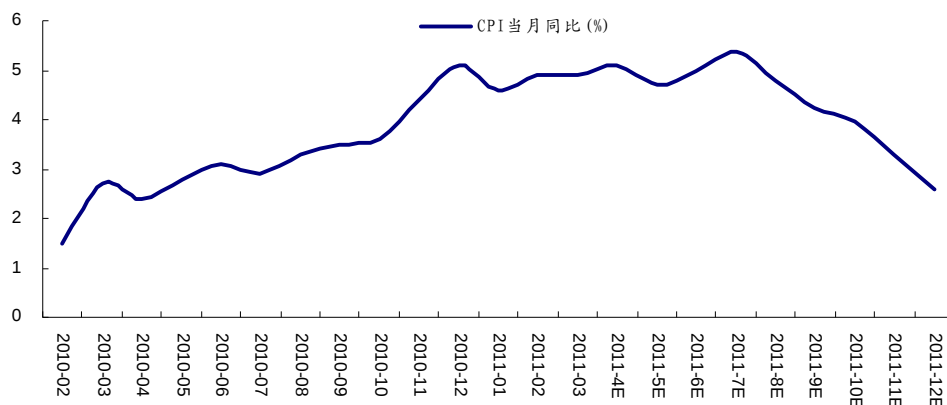
表 1 金融机构人民币存贷款基准利率调整表

项目	调整前利率	调整后利率	利率变化
	(%)	(%)	(Ppt)
一、城乡居民和单位存款			
(一)活期存款	0.40	0.50	0.10
(二)整存整取定期存款			
三个月	2.60	2.85	0.25
半年	2.80	3.05	0.25
一年	3.00	3.25	0.25
二年	3.90	4.15	0.25
三年	4.50	4.75	0.25
五年	5.00	5.25	0.25
二、各项贷款			
六个月	5.60	5.85	0.25
一年	6.06	6.31	0.25
一至三年	6.10	6.40	0.30
三至五年	6.45	6.65	0.20
五年以上	6.60	6.80	0.20

资料来源：海通证券研究所

按照外界预期 CPI 在 3 月到 6 月都将保持在 5% 以上。在相对中性情况下，CPI 在 3 季度见顶回落。因此市场普遍认为在宏观数据发布日前后会有加息。本次加息在时点上略微提前，但整体符合市场预期。此外本次加息幅度延续了此前央行一贯每次加息 25 个基点的风格。按照二套房 1.1 倍计算，对应 5 年期以上房贷利率是 7.48%。还有 1 次加息将使得二套房贷款利率与 07 年顶点时一致。

图 39 CPI 预测



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

本次加息幅度只有 25 个基点，单次加息的影响不算太大。按照测算四次加息对购房者月供累计增加幅度在 3.39%到 8.45%之间。我们维持之前判断认为按照目前幅度，再有 2 到 4 次连续加息将对购房者的还贷能力产生实质影响。具体测算请参见下表。

表 2 累计四次加息对购房人财务影响

假设前提		本轮加息周期前首套房利率 (按 85 折计算)			四次加息后 (按 85 折计算)			静态分析					
总房价 (万元)	首付 (30%)	月还款额 (元/月)			月还款额 (元/月)			单月还款增加额 (元)			增加额占原月供比例		
		10 年	20 年	30 年	10 年	20 年	30 年	10 年	20 年	30 年	10 年	20 年	30 年
100	30	7442	4639	3779	7694	4927	4098	253	288	319	3.39%	6.20%	8.45%
150	45	11163	6959	5669	11541	7390	6148	379	431	479	3.39%	6.20%	8.45%
200	60	14883	9278	7558	15389	9853	8197	505	575	638	3.39%	6.20%	8.45%

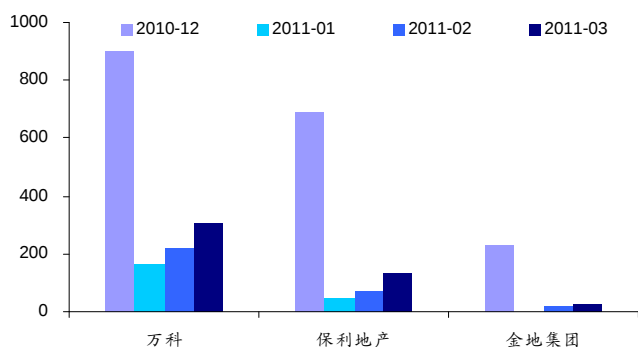
资料来源：海通证券研究所

加息对上市公司影响并不完全相同，但是对于优质企业而言影响有限。此外，3 个月和半年期整存整取利率的提高幅度依旧大于中长期贷款利率提高幅度。这使得部分预收账款高的地产上市公司反而间接获益。

3.2 今年来万科等优质地产商的销售继续保持较高增长

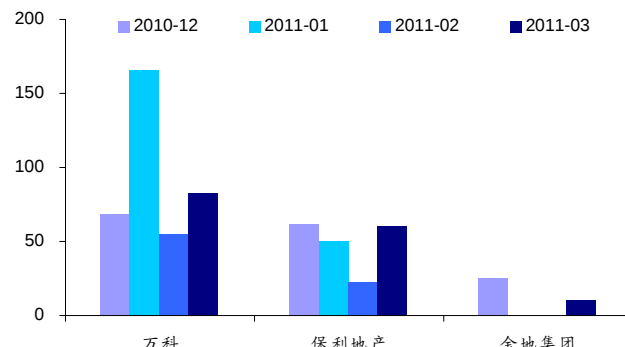
由于三、四线城市的商品房销量的上升推动，3 月万科、保利等上市地产公司的住宅销售面积环比和同比均出现较大幅度的上升。其中，1-3 月万科住宅销售面积累计达 304 万平米，同比大幅增加 1.45 倍。

图 40 上市地产公司累计月度销售面积（万平方米）



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 41 上市地产公司当月销售面积（万平方米）



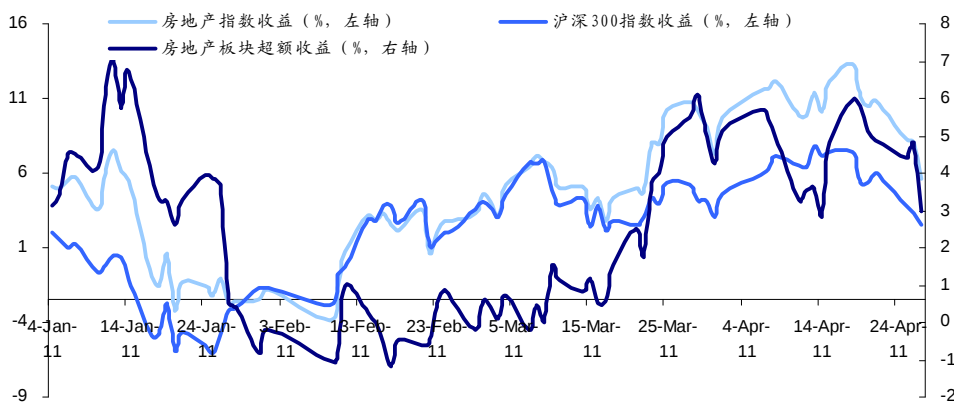
资料来源：CEIC、海通证券研究所

4. 房地产板块估值优势明显

4.1 今年来房地产板块初显超额收益率，估值修复潜力较大

2010 年全年房地产行业指数收益率为 -20.31%，跑输沪深 300 约 8.8 个百分点。从 2011 年初至 2011 年 4 月 27 日，房地产行业指数的累积收益率为 5.58%，沪深 300 指数的累积收益率为 2.60%，板块对沪深 300 指数的超额收益率为 2.98%。尽管房地产板块今年出现了小幅的相对收益，但从去年至今房地产行业指数仍跑输沪深 300 指数。

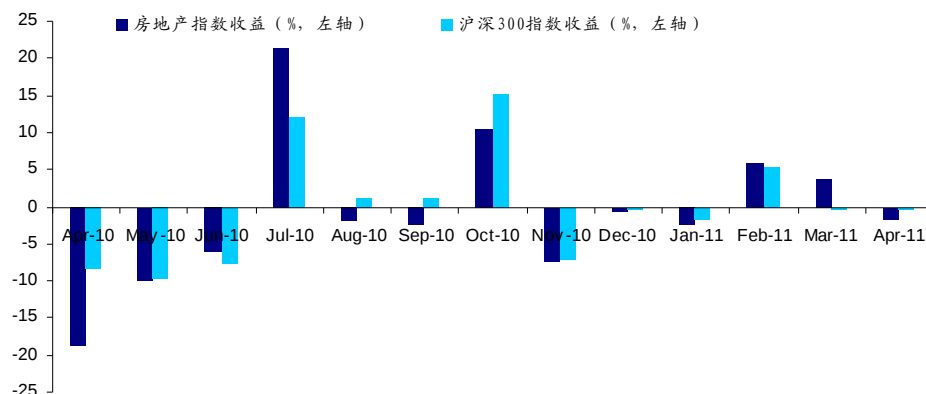
图 42 今年以来房地产指数和沪深 300 指数收益情况（截止 2011 年 4 月 27 日）



资料来源：Wind、海通证券研究所

由于房地产板块估值有较大的优势，因此尽管今年年初房地产调控不断加码，但也仅使得 1 月和 4 月房地产指数微幅跑输沪深 300 指数，而 2 月和 3 月房地产指数收益率分别为 5.95% 和 3.84%，均分别跑赢沪深 300 指数 0.65 个百分点和 4.35 个百分点。

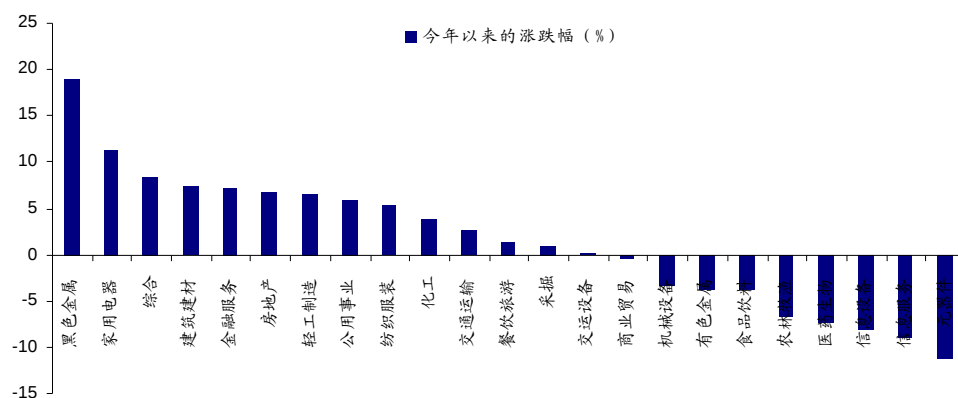
图 43 去年以来各个单月房地产指数收益情况



资料来源: Wind、海通证券研究所

今年以来房地产板块在同期 23 个行业板块中收益排名第 5, 排名上升至前 1/4 分位。

图 44 今年以来各板块累计收益率情况

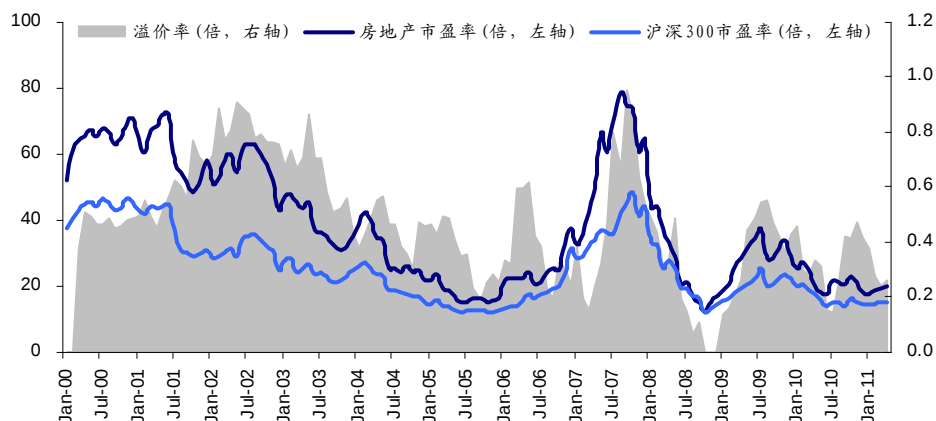


资料来源: Wind、海通证券研究所

4.2 房地产板块估值处于历史底部区域

从 PE 估值看, 截至 2011 年 4 月 27 日, 房地产板块的整体估值 (PE-TTM) 为 20.35 倍。该市盈率水平较 6 月最低时的 17.81 倍有明显上升, 但依旧低于行业近 3 年的历史平均水平 (32.72 倍)。因此, 房地产板块仍有较强的估值修复需求。

图 45 房地产板块和市场 PE 情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

对于我们重点跟踪 17 家地产上市公司而言，目前对应 2010 年平均静态市盈率 14.67 倍，对应 2011 年平均动态市盈率 10.92 倍；对应 2012 年平均动态市盈率 8.10 倍。

表 3 A 股重点覆盖地产企业估值指标（截至 4 月 27 日）

证券代码	证券简称	收盘价 元	总股本 亿股	总市值 亿元	所有者 权益 亿元	净利润 亿元	预收账 款 亿元	市净 率	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
									2010	2011 E	2012 E	2010	2011 E	2012 E	
000002.SZ	万科 A	8.40	109.95	923.60	442.33	72.83	744.05	2.03	0.66	0.89	1.13	12.73	9.39	7.45	买入
600048.SH	保利地产	13.28	45.76	607.64	297.09	49.20	515.44	2.06	1.08	1.48	1.89	12.30	9.00	7.02	买入
000024.SZ	招商地产	17.87	17.17	306.88	182.07	20.11	112.69	1.63	1.17	1.51	1.92	15.26	11.87	9.32	买入
600383.SH	金地集团	6.41	44.72	286.62	176.80	26.94	188.70	1.60	0.60	0.78	1.03	10.68	8.23	6.24	买入
000402.SZ	金融街	7.26	30.27	219.77	169.01	17.82	89.58	1.30	0.59	0.69	0.88	12.31	10.56	8.25	买入
000069.SZ	华侨城 A	8.06	55.93	450.83	132.16	30.39	35.23	3.46	0.98	0.68	0.87	8.24	11.90	9.25	买入
002146.SZ	荣盛发展	12.69	14.34	181.92	47.60	10.21	70.60	3.68	0.71	0.99	1.38	17.87	12.83	9.22	买入
600823.SH	世茂股份	14.59	11.71	170.79	82.41	8.74	28.85	2.07	0.75	1.11	1.46	19.45	13.19	10.00	买入
600376.SH	首开股份	12.78	14.95	191.02	104.73	13.45	74.52	1.84	1.17	1.21	1.63	10.93	10.56	7.85	买入
000718.SZ	苏宁环球	8.58	17.03	146.09	35.60	7.72	37.18	4.10	0.45	0.75	1.04	19.07	11.36	8.27	买入
600208.SH	新潮中宝	5.76	51.33	295.69	84.80	15.60	22.76	3.40	0.31	0.45	0.62	18.58	12.80	9.34	增持
600246.SH	万通地产	5.69	12.17	69.24	31.92	4.14	32.63	2.32	0.34	0.49	0.66	16.74	11.69	8.66	增持
600325.SH	华发股份	11.15	8.17	91.10	57.62	7.52	54.40	1.60	0.92	1.12	1.53	12.12	9.96	7.30	增持
600683.SH	京投银泰	8.57	7.41	63.48	17.09	2.69	8.24	3.41	0.36	0.42	0.61	23.81	20.52	13.99	增持
002244.SZ	滨江集团	11.42	13.52	154.40	43.02	9.66	124.44	3.51	0.71	1.00	1.55	16.08	11.38	7.35	增持
600067.SH	冠城大通	9.36	7.36	68.84	21.76	5.19	38.71	2.85	0.70	1.10	1.37	13.37	8.54	6.81	增持
600240.SH	华业地产	8.65	6.45	55.79	23.62	2.92	9.70	2.36	0.45	0.72	1.10	19.10	11.96	7.86	增持
002133.SZ	广宇集团	6.39	4.99	31.86	14.00	2.19	22.64	2.22	0.44	0.62	0.84	14.52	10.33	7.59	增持
平均												15.18	11.45	8.43	

资料来源：Wind、海通证券研究所

5. 投资建议

4 月末，在市场调控传闻影响下行业整体估值有明显回调。我们认为房价调控是政府一贯坚持的原则，不排除在后期继续出台相关政策。由于目前板块对调控已经有所预

期，如果后期传闻落实，板块因为短期利空出尽而阶段性反弹的可能性更大。

投资方面，我们坚持二季度投资策略报告（详见4月18日报告《房地产行业2季度投资策略：寻找可能的超预期》）观点，认为按照历史规律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。在最差预期时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，2季度出现房价下跌、成交上涨的良性循环。

基于以上逻辑，我们认为2季度应该加大地产配置。选股方面应该侧重两条主线：1) 产品符合调控政策、产品立足普通中小户型的龙头企业。推荐万科A、保利地产、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
谢 盐：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（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、天津松江（600225.SH）、天房发展（600322.SH）和广宇发展（000537.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		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%。
2. 投资建议的评级标准	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；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		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。