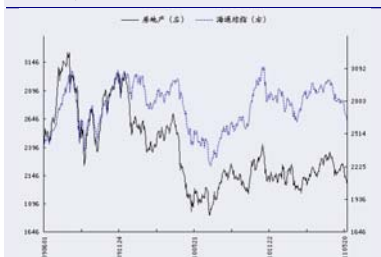


增 持 维持

房地产行业

2011 年 5 月 30 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 4 月月报: 板块震荡后重新回到估值优势区间 2011.05

房地产行业 2 季度投资策略: 寻找可能的超预期 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

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

谢盐

SAC 执业证书编号:

S0850208120583

电话: 021-23219436

Email: xiey@htsec.com

房地产行业 5 月月报: 调控政策下行业增速初现下行

- **紧缩政策压力下，经济整体增速有所放缓。**4 月 M2 同比增 12.9%，比上月回落了 2.1 个百分点；金融机构各项贷款余额 50.21 万亿，同比增 17.5%；受去年翘尾影响，4 月 CPI 同比涨 5.3%，比上月下降 0.1 个百分点；5 月 18 日央行再次上调存款准备金率以收紧流动性；4 月美元兑人民币汇价升至 6.499，远期升水 560 基点；4 月热钱流入有一定程度回落，达 1808 亿元；3 月 PMI 为 52.9%；1-4 月工业增加值同比升 13.4%。总体上，4 月我国经济运行增速放缓。
- **调控政策下，行业运行有下行趋势。**4 月完成房地产开发投资 4493.64 亿元，相比 3 月的 4595.63 亿元，环比微降 2.23%；当月商品房销售面积 7255 万平方米，环比下降 23.63%；当月全国土地购置面积 3789 万平方米，环比下降 13.89%。
- **4 月单月土地成交量有所下滑。**1-4 月，全国房地产企业购置土地面积 11970 万平方米，同比增 30.4%，比上月回落 2.3 个百分点；全国土地累计购置金额 2493.8 亿元，同比增 30.4%，比上月回升 1.1 个百分点。从单月情况看，4 月全国土地购置金额 938 亿元，同比增长 32.4%，比上月同比下降了 4.53 个百分点。4 月全国土地出让均价为 2476 元/平，同比和环比分别上升了 6.22%和 5.41%。
- **受销售增速下滑影响，开发商单月新开工面积放缓。**1-4 月，全国房屋新开工面积 5.68 亿平，同比增 24.4%；单月全国新开工面积 1.69 亿平方米，环比下降 18.12%。房屋竣工面积 1.71 亿平，同比增 14.0%，比上月回落 1.4 个百分点。1-3 月，全国商品房销售面积 2.48 亿平米，同比增 6.3%，比上月下降了 8.6 个百分点。
- **房地产资金来源同比增速平稳。**1-4 月全国房地资金来源 2.53 万亿，同比增长 17.4%。从资金来源构成看，国内贷款占 19%，利用外资占 1%，自筹资金占 37%，其他资金占 43%。数据显示，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。
- **调控政策下全国房价涨幅小幅回落。**4 月重点监测一线城市房价同比涨 1.96%（环比涨 0.38%）；其中，杭州房价同比为-1.2%，房价已经出现下降；4 月二、三线重点监测城市房价同比涨 3.69%（环比涨 0.24%）。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：**由于市场整体出现大幅度下跌，宏观基本面的利空影响需要时间消化。据统计，行业 5 月销售数据依旧低位徘徊，5 月降价城市增多，但暂还不具备普遍性。因此，在利好程度相对不大的形式下预计行业更多伴随大盘进行方向选择。截至 2011 年 5 月 28 日，房地产板块的整体估值 19.12 倍，维持行业“增持”评级。个股推荐万科 A、荣盛发展和保障房建设企业；受调控影响小且具备成长性的商业地产中的金融街和世茂股份；以及盈利模式具有独特优势的京投银泰。
- **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. 宏观经济总体良好，通胀稍显回落.....	6
1.1 货币供应增速放缓，通胀有所回落.....	6
1.2 人民币升值趋势不变，加息可能性仍存在.....	7
1.3 宏观经济短期回落，逆差状况有所缓解.....	8
2. 行业 4 月运行呈回落趋势.....	9
2.1 房地产投资运行仍较为稳定.....	9
2.2 调控政策对市场影响进入拉锯期.....	10
2.3 房地产资金来源增速平稳.....	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 本月央行再次上调存款准备金率.....	16
3.2 今年来万科等一线地产商的销售增长放缓.....	17
4. 房地产板块估值优势明显.....	17
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.....	17
4.2 房地产板块估值处于历史底部区域.....	18
5. 投资建议.....	19
6. 风险提示.....	20

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 1-4 月累计构成情况.....	14
图 34 全国 4 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 39 金融机构超额准备金率变化.....	16
图 40 上市地产公司累计月度销售面积 (万平方米).....	17
图 41 上市地产公司当月销售面积 (万平方米).....	17
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 5 月 27 日).....	17
图 43 去年以来各个单月房地产指数收益情况.....	18
图 44 今年以来各板块累计收益率情况.....	18
图 45 房地产板块和市场 PE 情况.....	19

表目录

表 1 近期准备金调整	16
表 2 贷款加权利率上行	16
表 3 A股重点覆盖地产企业估值指标（截至 5 月 28 日）	19

我们的观点：4月末关于地产调控的各种传闻在本月并没有兑现，倒是对资金面和宏观经济下滑的担忧造成了5月A股市场整体出现较大幅度下跌。截至5月29日，沪深300指数单月收益为-7.19%。房地产指数受系统性风险影响单月下滑5.31%；不过相对沪深300指数而言，单月相对收益在1.86%。估值较低使得行业在A股整体下滑时具备抗跌优势。

行业4月运行数据有下滑趋势；其中4月完成房地产开发投资4493.64亿元，相比3月的4595.63亿元，环比微降2.23%；当月商品房销售面积7255万平方米，环比下降23.63%；当月土地购置面积3789万平方米，环比下降13.89%。我们认为在行业运行初现下行趋势的背景下，中央对是否进一步加码地产调控将保持相对谨慎的态度。尤其是土地出让对地方财政影响较大，如果市场陷入中期低迷，地方政府对地产调控将有所顾忌。

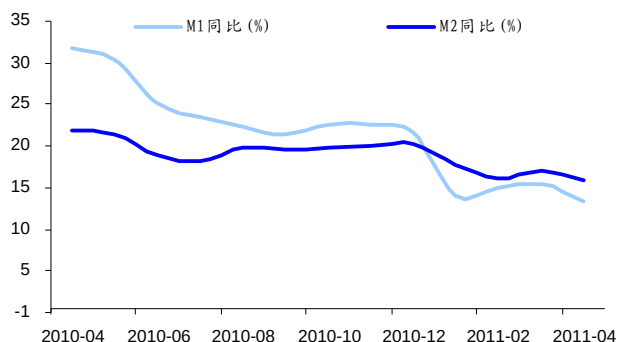
由于市场整体出现大幅度下跌，宏观基本面的利空影响需要时间消化。根据我们统计，行业5月销售数据依旧低位徘徊。销售受阻可能会带来5月降价城市增多，但暂时还不构成普遍性降价行为。因此，在利好程度相对不大的形式下预计行业更多伴随大盘进行方向选择。择股方面，战略性配置三条主线：1) 产品符合调控政策、产品立足普通中小户型的龙头企业。推荐万科A、保利地产、荣盛发展和保障房建设企业。2) 受调控影响较小、未来具备成长空间的商业地产，推荐金融街和世茂股份 3) 盈利模式在A股地产企业中具备独特优势的京投银泰。

1. 宏观经济总体良好，通胀稍显回落

1.1 货币供应增速放缓，通胀有所回落

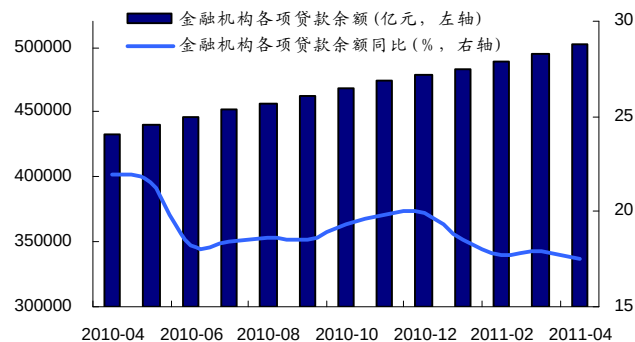
受春节后现金回流延续效应的影响，4月M1和M2增幅呈回落趋势，同比分别增长12.9%和15.3%（分别比上月小幅回落了2.1个百分点和1.3个百分点）。4月，金融机构各项贷款余额达50.21万亿，同比增17.5%，比上月小幅回落了0.4个百分点。

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

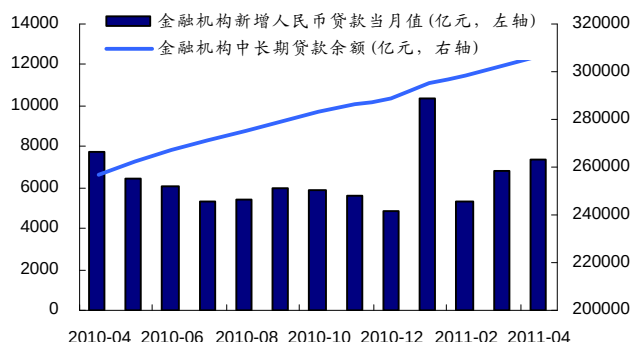
图2 各项贷款余额及月度同比变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

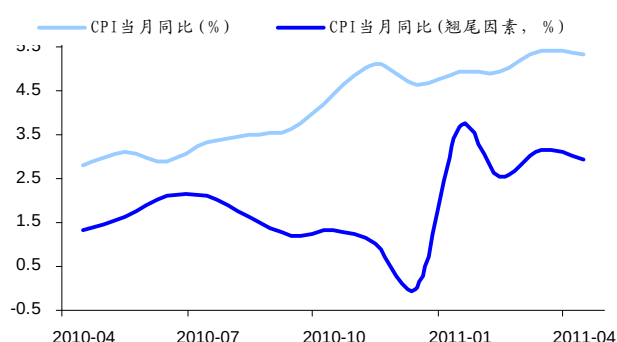
在国家严控信贷政策下，4月，我国金融机构新增人民币贷款7396亿元，同比上升4.44%。4月份CPI同比上涨5.3%，涨幅比上月下降了0.1个百分点（为防止通胀上行，央行5月18日宣布上调金融机构人民币存贷款基准利率0.5个百分点）。其中，2.93个百分点来自翘尾因素。目前全国各地出现不同程度旱情，市场普遍担心旱情有可能会加重后期物价上涨。

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

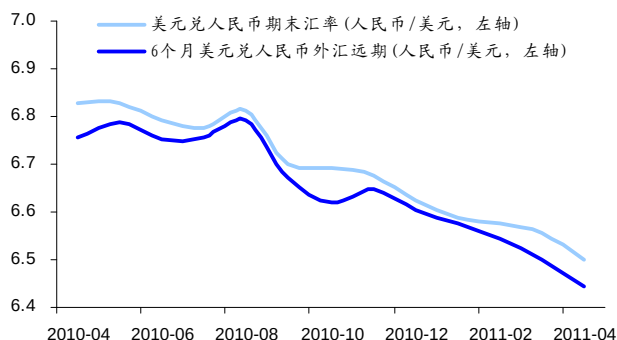


资料来源：CEIC、海通证券研究所

1.2 人民币升值趋势不变，加息可能性仍存在

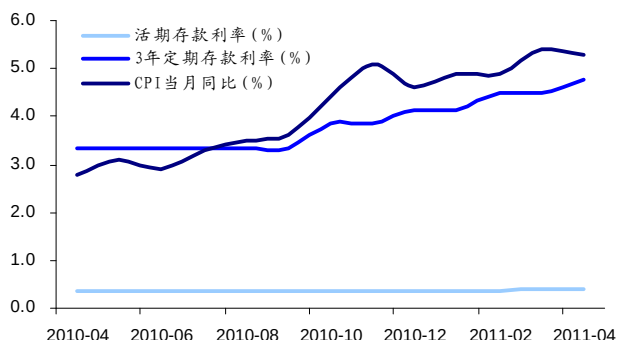
3 月，人民币汇率继续小幅升值，美元兑人民币汇价为 6.499，6 个月美元兑人民币外汇远期价格为 6.440，人民币汇率远期升水升高至 560 基点，依旧高于最近 12 个月 348 基点的均值。以上数据表明近期人民币升值压力有所扩大。尽管 4 月 6 日央行第三次上调金融机构人民币存贷款基准利率，其中三年期存款利率调升至 4.75%，但低于 4 月 CPI 的 5.3%，也小幅低于最近半年 CPI 的均值 5.03%，因此再加息一次的可能性仍存在。

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

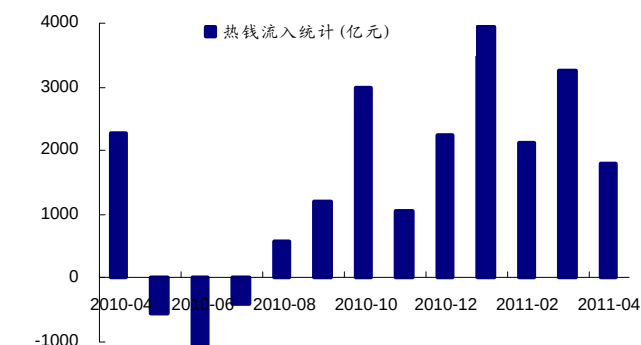
图 6 活期/三年期存款利率和 CPI 月度变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

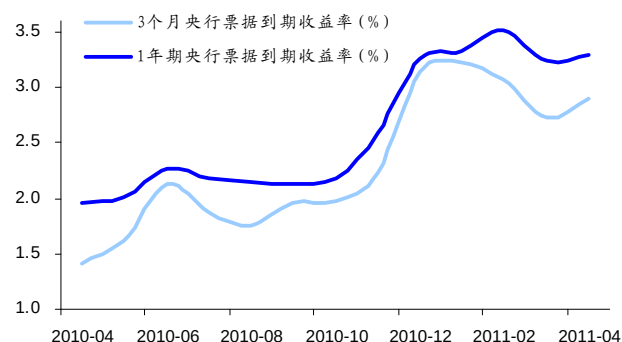
4 月热钱流入量较 3 月有一定程度回落，达 1808 亿元，比上月减少 1443 亿元，低于近 12 个月均值 1496 亿元。虽然热钱流入程度有所回落，但在人民币升值压力下，后期形式依旧不容忽视。4 月，3 个月和 1 年期央票到期收益率均出现拐头回落态势，分别回落至 2.9% 和 3.29%。

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

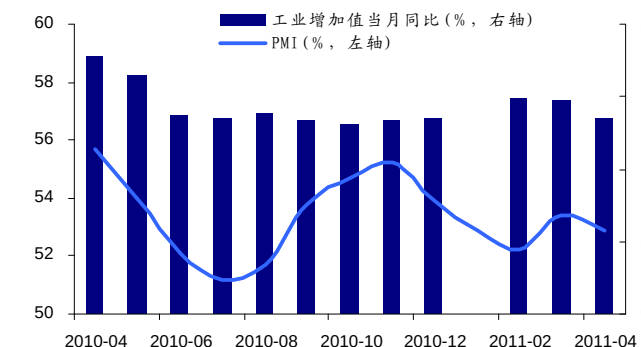


资料来源：CEIC、海通证券研究所

1.3 宏观经济短期回落，逆差状况有所缓解

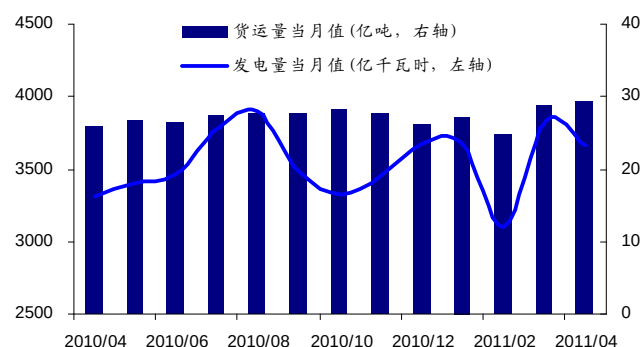
4 月 PMI 为 52.9%，比上月回落了 0.5 个百分点，且已连续 26 个月达 50% 以上。4 月，工业增加值同比 13.4%；发电量达 3663 亿千瓦时，同比上升 10.46%；4 月，货运量达 29.2 亿吨，同比上升 13.09%。以上数据表明，前期实施的相对偏紧的货币政策下，经济运行稍有回落。

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

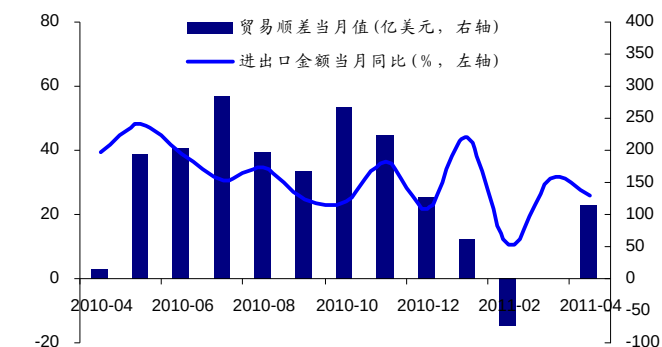
图 10 发电量和运输量月度变动情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

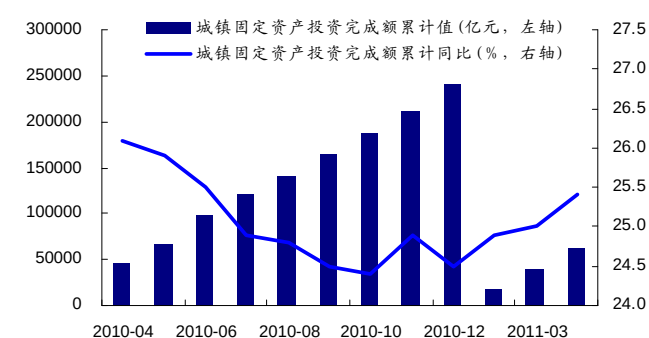
随着外围经济向好和产品价格上涨，4 月我国进出口总额同比增长 25.88%；同时，3 月 0.76 亿美元的贸易顺差额扩大至 4 月 114.21 亿美元。4 月，城镇固定资产投资累计完成额达 6.27 万亿，同比增长 25%，与上月增速基本持平。

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

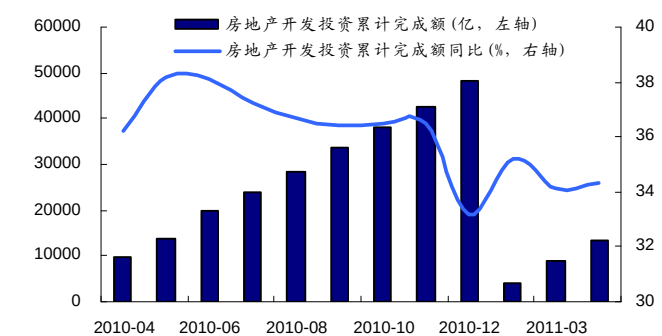
2. 行业 4 月运行呈回落趋势

2.1 房地产投资运行仍较为稳定

2.1.1 房地产投资单月增速下降

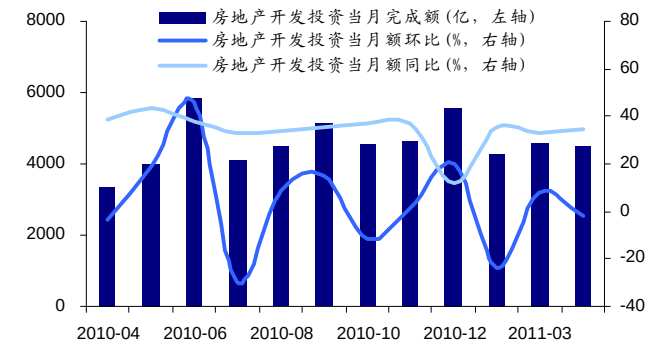
4 月全国房地产累计开发投资达 1.33 万亿元，同比增长 34.3%，比上月增加 0.2 个百分点。从单月情况看，4 月房地产开发投资完成额 4493 亿元，同比增长 34.64%，比上月小幅增长 1.46 个百分点，比上月环比减少 2.22%。

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

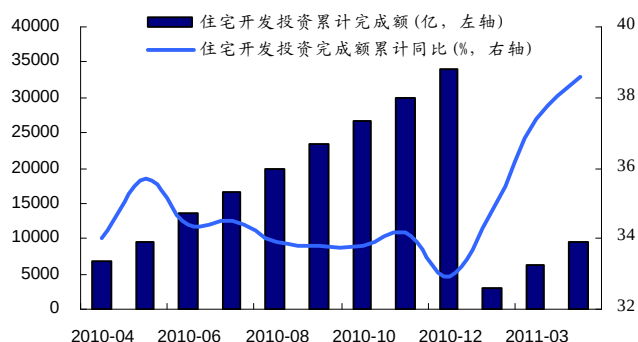
图 14 全国房地产开发投资当月完成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

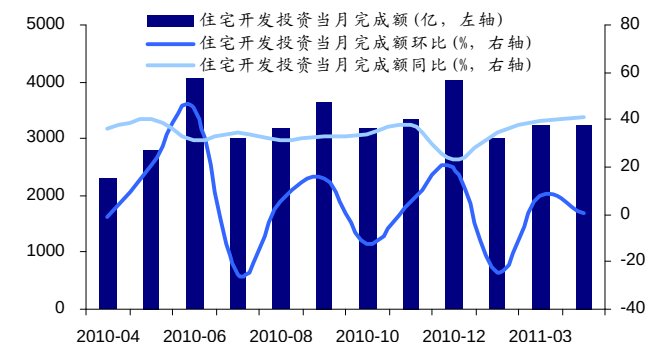
4 月，全国商品住宅投资 9497 亿元（占全部房地产开发投资的 71.19%），同比增长 38.6%，比上月增幅扩大了 1.2 个百分点。从单月情况看，4 月商品住宅投资完成额 3244 亿元，同比增长 40.88%，比上月增加了 1.16 个百分点，比上月环比则增长了 0.14%。

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4月房地产行业投资增速有放缓趋势。考虑到中国具备较为广阔的三、四线市场纵深，预计年内房地产投资仍有望保持20%以上增速。

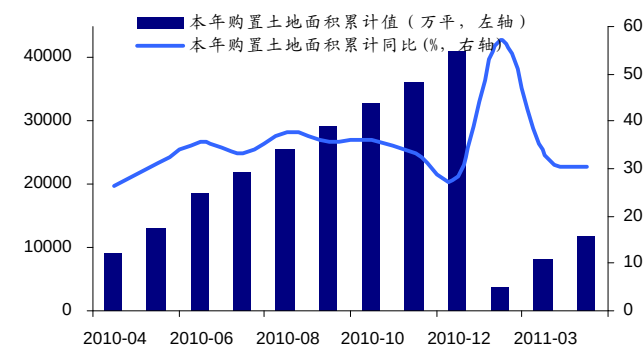
2.2 调控政策对市场影响进入拉锯期

2.2.1 一、二线城市土地成交量保持低位

4月，全国房地产开发企业完成购置土地面积累计达11970万平方米，同比增长30.4%，比上月回落了2.3个百分点。从单月情况看，4月，全国房地产开发企业完成土地购置面积3789万平方米，同比增长25.61%，比上月上升了8.56个百分点。由于4月房地产销售情况一般，加上限购后市场未来走势并不明确，因为大部分开发商在此时的拿地策略上相对谨慎。

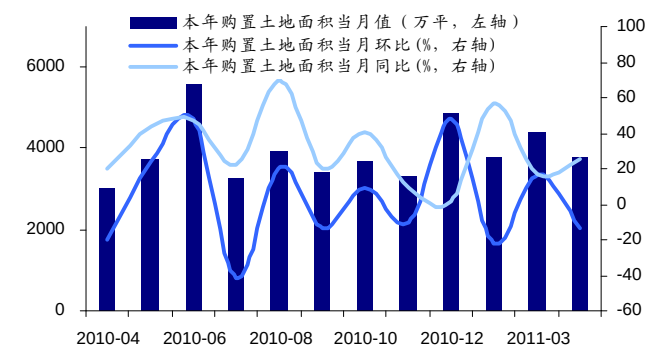
4月，全国累计土地购置金额2493.8亿元，同比增长30.4%，比上月回升了1.1个百分点；从单月情况看，4月全国土地购置金额938亿元，同比增长32.4%，比上月同比下降了4.53个百分点。

图 17 全国土地购置面积累计月度情况



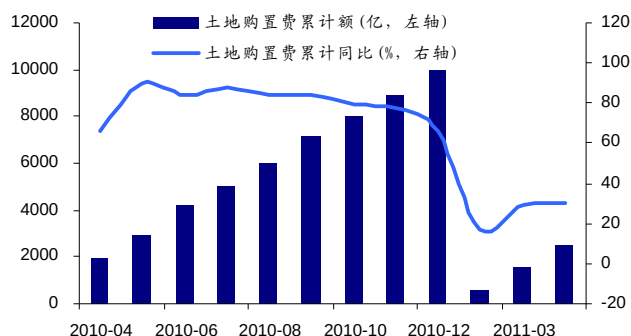
资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 18 全国土地购置面积当月情况



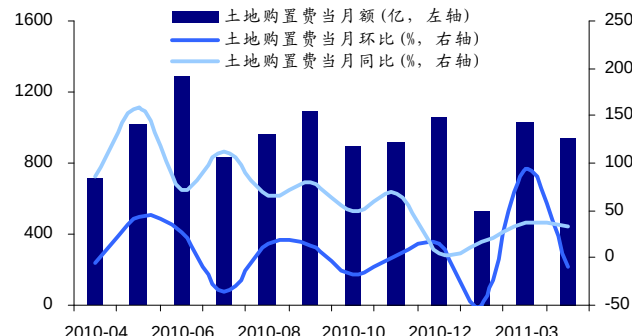
资料来源：CEIC、海通证券研究所

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

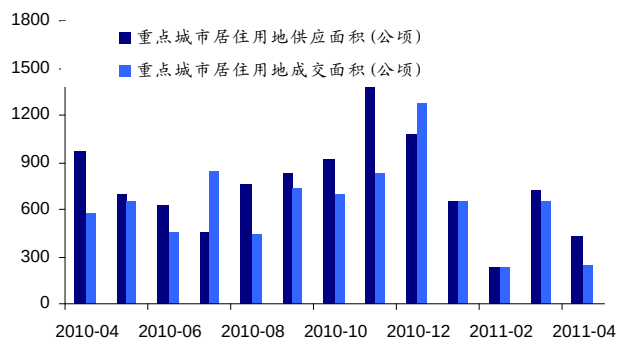
图 20 全国土地购置金额当月情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

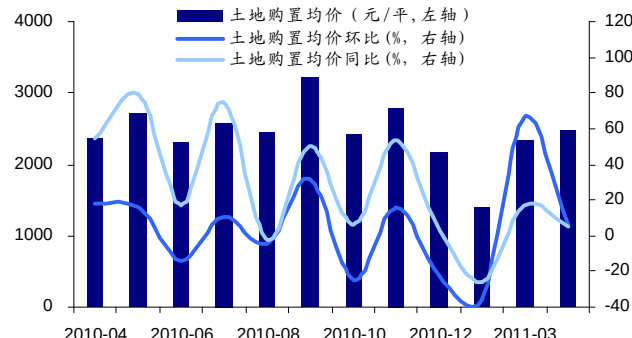
4月，代表一、二线城市的12个重点城市土地供应面积和成交面积均有所下滑。从当月土地购置金额和购置面积进行推算，4月全国土地出让均价为2476元/平，同比和环比分别上升了6.22%和5.41%。一、二线城市土地成交较前期成交回落是4月全国土地出让价格回落的原因之一。

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

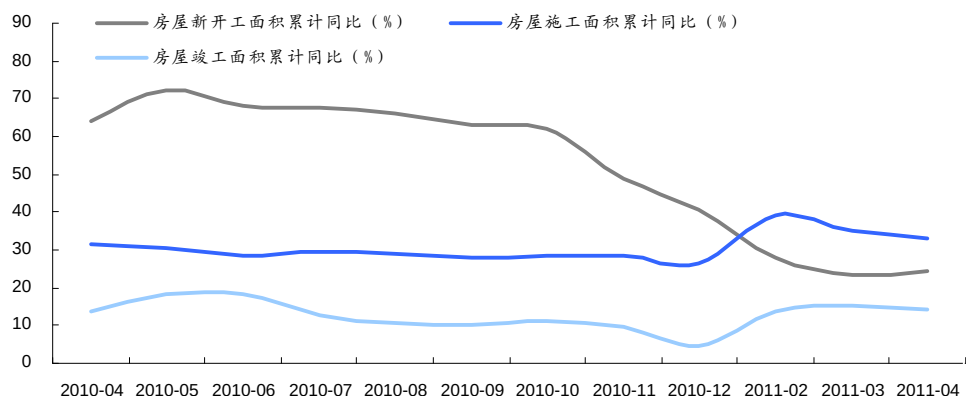


资料来源：CEIC、海通证券研究所

2.2.2 新开工增速出现震荡

4月，全国房地产开发企业房屋新开工面积累计5.68亿平，同比增长24.4%，比上月上升1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1.71亿平方米，同比增长14.0%，比上月回落1.4个百分点。由于基数效应影响，预计后期新开工增速将在现有基础上保持震荡趋势。

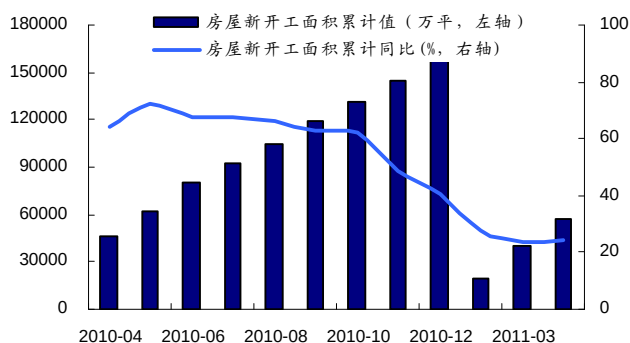
图 23 全国房地产新开工、施工和竣工面积月度情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

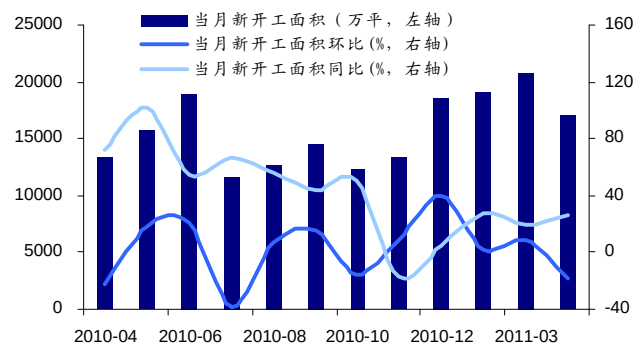
从单月环比数据看，4月全国新开工面积1.69亿平方米，同比增长26.86%（比上月上升9.38个百分点），环比下降18.12%。4月全国房屋新开工面积环比下降主要为受到调控影响所致。

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

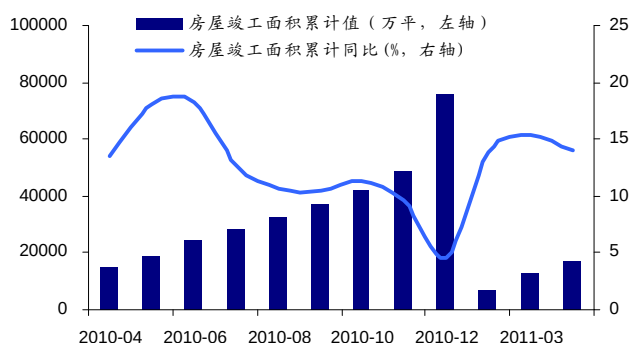
图 25 当月新开工面积月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

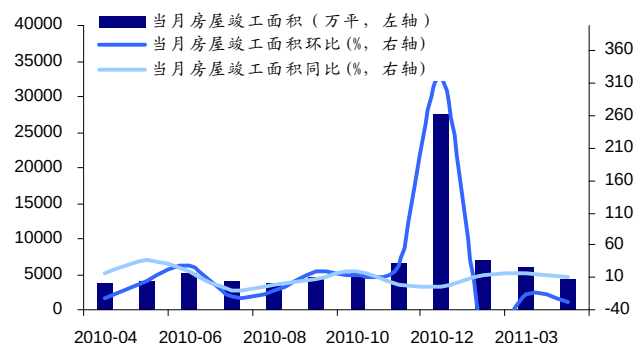
从单月环比数据看，4月，全国房屋竣工面积4295万平方米，同比增长10.05%（比上月下降7.17个百分点），环比下降26.95%。房地产调控政策下开发商普遍加快了项目竣工的速度。

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

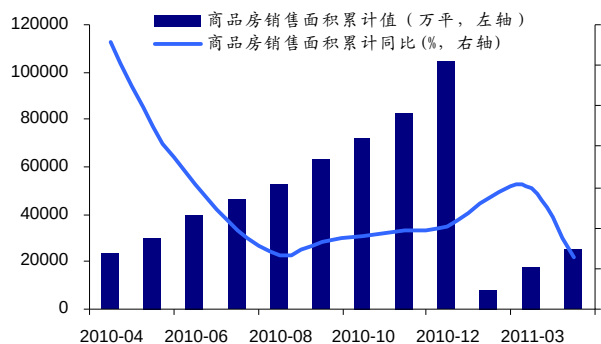


资料来源：CEIC、海通证券研究所

2.2.3 商品房销售增速回落

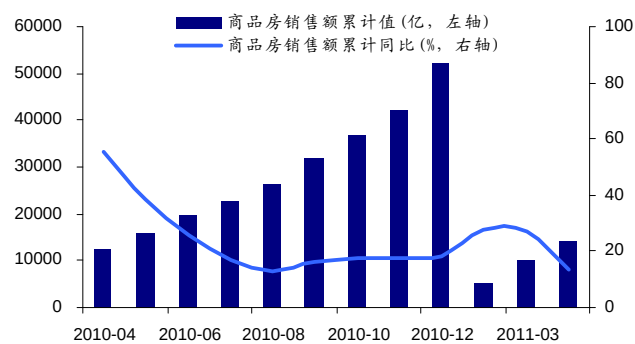
4 月，全国商品房销售面积累计为 2.48 亿平米，同比增长 6.3%，比上月下降 8.6 个百分点。4 月全国商品房销售额累计达 1.41 万亿元，同比增长 13.3%，增幅较上月下降 14 个百分点。

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

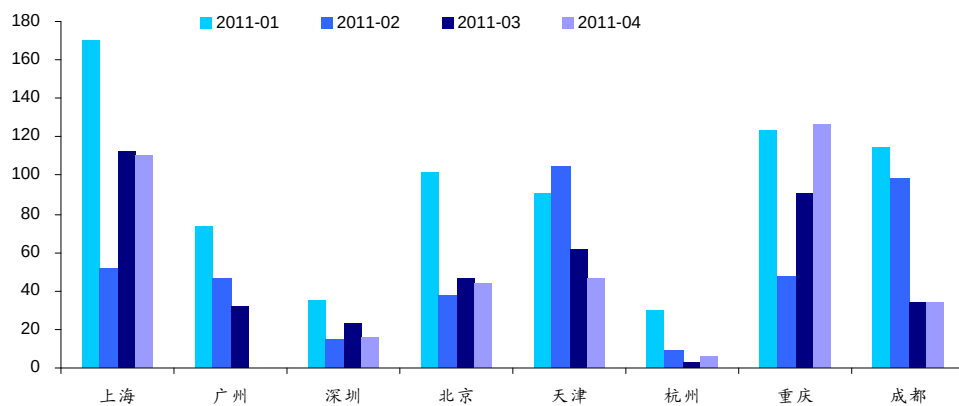
图 29 全国商品房销售额累计月度情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

4 月我们所监测的大部分一线城市成交情况依旧不理想。其中，实行房产税试点的上海和重庆商品房在连续前期低迷之后，近期成交有所反弹。

图 30 主要城市商品住宅成交面积月度变动情况(万平方米)



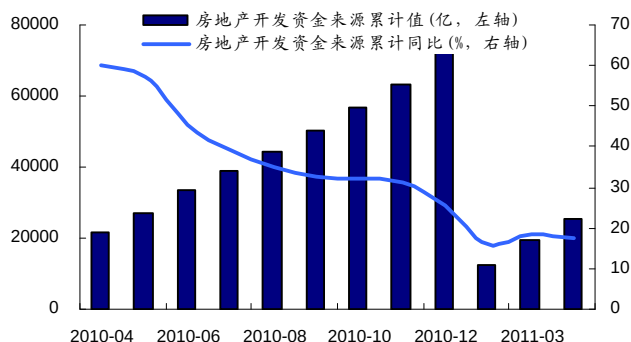
资料来源：Wind、海通证券研究所

2.3 房地产资金来源增速平稳

2.3.1 自筹资金占比上升

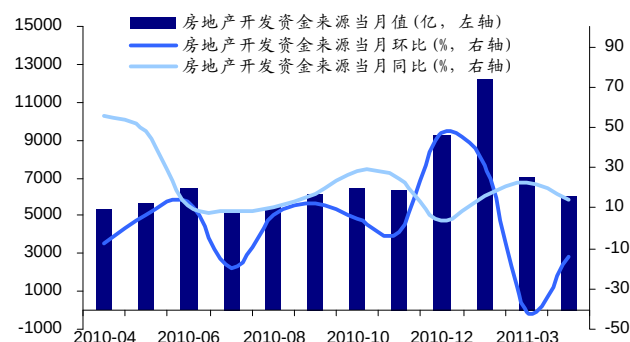
4 月全国房地产开发资金来源累计达 2.53 万亿，同比增长 17.4%，比上月下降了 1.2 个百分点。从当月值看，4 月全国房地产开发资金来源达 6093 亿元，同比增长 13.85%，比下降了 8.87 个百分点。这说明开发商资金供应面偏紧情况未有明显变化。

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

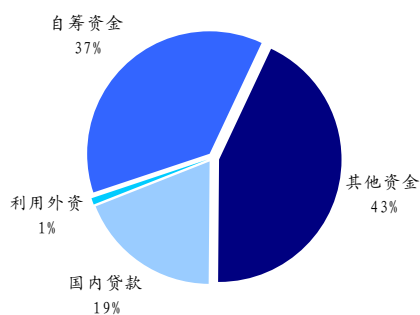


资料来源：CEIC、海通证券研究所

从1-4月房地产资金来源构成看，国内贷款占19%，利用外资占1%，自筹资金占37%，其他资金占43%。与1-3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。

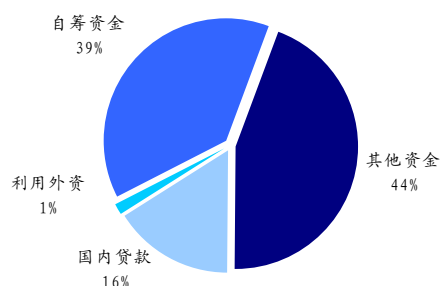
从细分数据看，房地产资金来源中的国内贷款在1-4月达到4800亿元，环比增加25.1%，同比增加5.44%；个人按揭贷款属于其他资金范畴，1-4月个人按揭贷款达到2752亿元，环比增加32.56%，同比减少6.8%；1-4月自筹资金9486亿元，环比增加33.12%，同比增加27.17%。从细分数据可见，房地产开发资金来源企稳主要是由于开发商自筹资金增速较快所致。此外，个人按揭贷款近期呈现减弱趋势。

图 33 全国房地产开发资金1-4月累计构成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 34 全国4月房地产开发资金构成情况



资料来源：CEIC、海通证券研究所

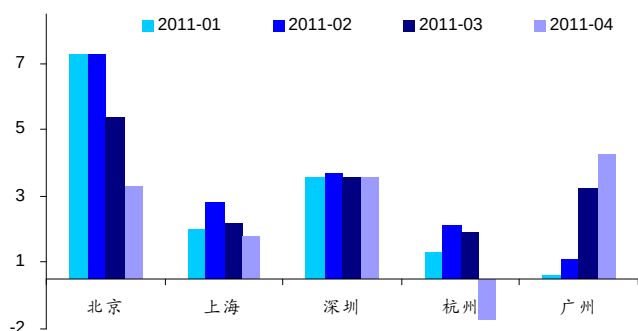
2.4 全国房价涨幅有所回落

2.4.1 部分代表性城市的房价下降

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。

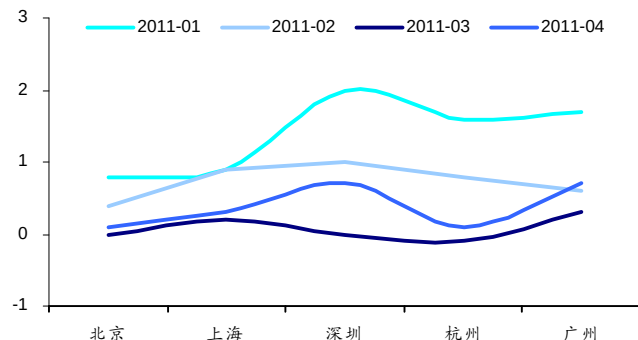
3月，5个重点监测一线城市的房价同比平均上涨1.96%，比上月小幅回落0.8个百分点。除广州外，其余4个城市的房价同比增幅均不同程度下降。其中，杭州房价同比为-1.2%，房价已经出现下降。5个重点监测一线城市房价环比平均上涨0.38%。其中，深圳房价环比0.7%的上涨。

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

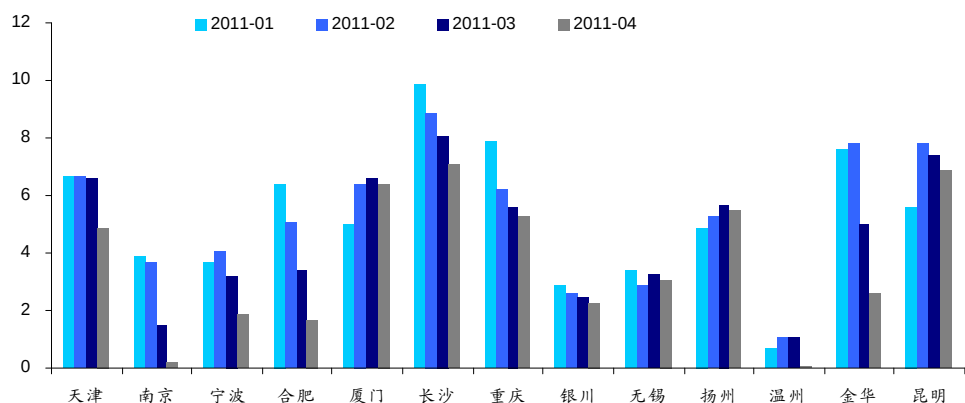
图 36 一线监测城市商品房房价月度环比情况(%)



资料来源: CEIC、海通证券研究所

4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3.69%。尽管该类城市的房价涨幅明显高于一线监测城市,但涨幅继续保持回落趋势。

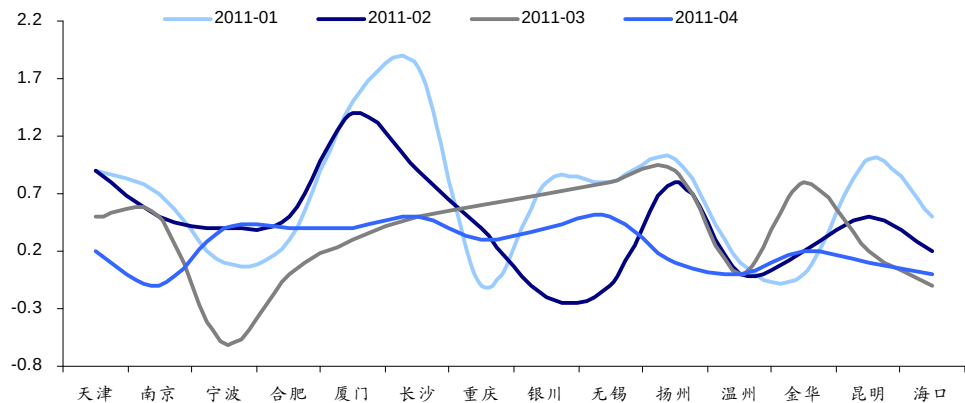
图 37 二、三线监测城市新建商品房房价月度同比情况 (%)



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0.24%。

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 本月央行再次上调存款准备金率

从 5 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是存准率去年以来第十一次上调，也是今年以来的第五次，同时央行也继续保持着今年以来每月一调的“惯例”。

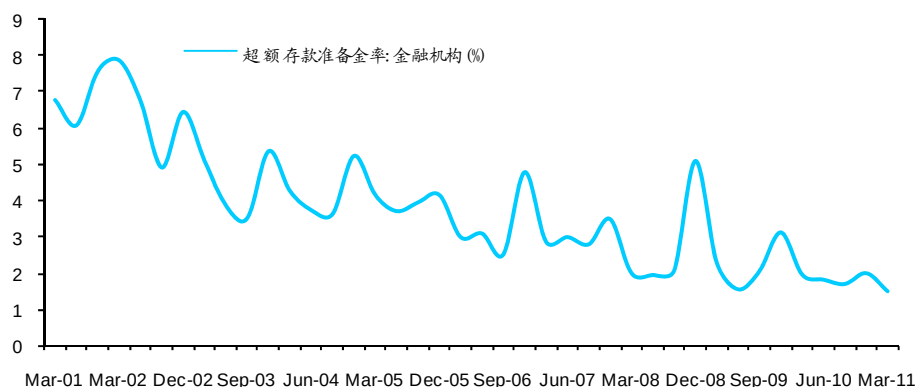
表 1 近期准备金调整

时间	调整前	调整后	幅度
2011 年 5 月 12 日	大型：20.5%，中小型：18.5% 农村信用社，村镇银行：17.5%	大型：21%，中小型：19% 农村信用社，村镇银行：18%	0.50% 0.50%
2011 年 4 月 17 日	大型：20%，中小型：18% 农村信用社，村镇银行：17%	大型：20.5%，中小型：18.5% 农村信用社，村镇银行：17.5%	0.50% 0.50%
2011 年 3 月 19 日	大型：19.5%，中小型：17.5% 农村信用社，村镇银行：16.5%	大型：20%，中小型：18% 农村信用社，村镇银行：17%	0.50% 0.50%

资料来源：WIND，海通证券研究所

另外央行连续的上调准备金率已经使得金融机构的超额准备金率压缩到 1.5%，为 2004 年以来的最低水平。因此目前每一次上调准备金率对于商业银行的冲击都会非常明显，表现为货币市场短期利率异动。

图 39 金融机构超额准备金率变化



资料来源：CEIC、海通证券研究所

海通宏观认为经过连续的存款准备金率上调，利率调整以及信贷偏紧的窗口控制，紧缩的效果已经开始显现。4 月份 M1 降至 12.9% 的水平。从抗通胀的角度看，CPI 已经失去了上涨的货币条件。市场利率与贷款加权利率不断上行，实体经济的资金使用成本显著上升。从目前的货币供应增速看，已经进入了抗通胀的区间，进一步紧缩可能伤害实体经济，加剧超调的风险。

表 2 贷款加权利率上行

项目	2010 四季度末 (%)	2011 一季度末 (%)	变化 (%)
金融机构人民币贷款加权平均利率	6.19	6.91	0.72
金融机构人民币贷款加权平均利率:一般贷款	6.34	7.10	0.76
金融机构人民币贷款加权平均利率:票据融资	5.49	6.26	0.77
金融机构人民币贷款加权平均利率:个人住房贷款	5.34	6.17	0.83

资料来源：海通证券研究所

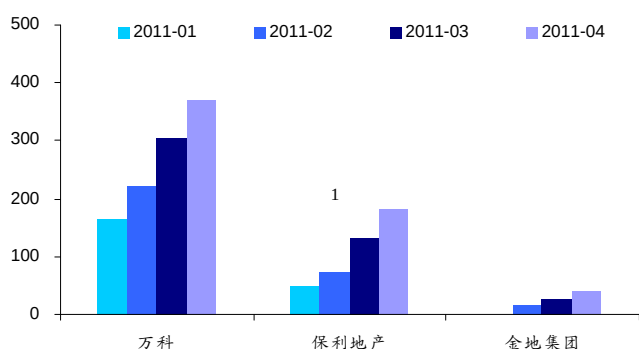
加息对上市公司影响并不完全相同，但是对于优质企业而言影响有限。此外，3个月和半年期整存整取利率的提高幅度依旧大于中长期贷款利率提高幅度。这使得部分预收账款高的地产上市公司反而间接获益。

3.2 今年来万科等一线地产商的销售增长放缓

由于三、四线城市商品房销量的上升推动，4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，1-4月万科住宅销售面积累计达371.6万平方米，同比大幅增加98%。

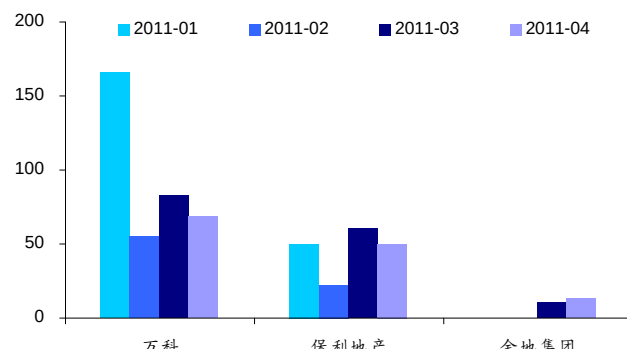
但是从单月销售面积看，万科、保利4月销售面积均有所下滑，仅金地保持上涨。

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）



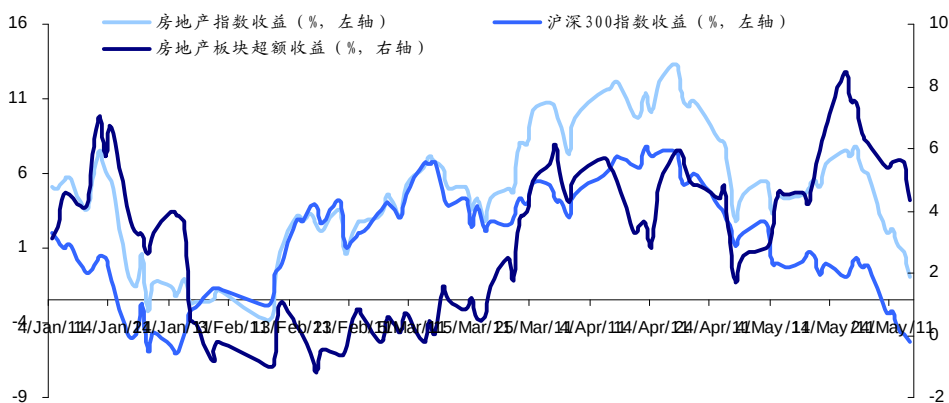
资料来源：CEIC、海通证券研究所

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5月27日，房地产行业指数的累积收益率为-0.93%，沪深300指数的累积收益率为-5.27%，板块对沪深300指数的超额收益率为4.33%。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。

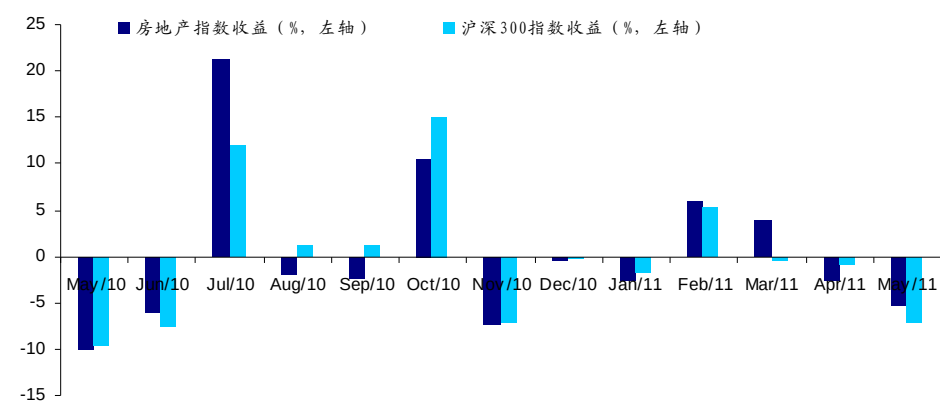
图 42 今年以来房地产指数和沪深300指数收益情况（截止2011年5月27日）



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2月、3月和5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。5月房地产指数收益率为-5.31%，相对收益为1.86%。

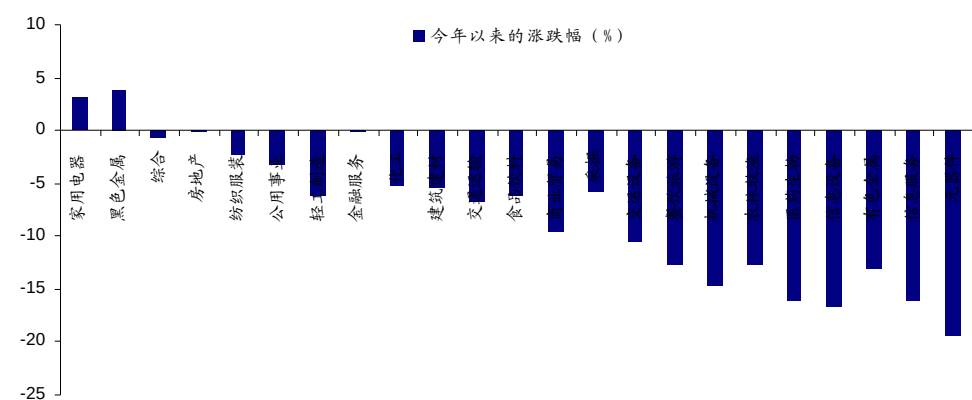
图 43 去年以来各个单月房地产指数收益情况



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4，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

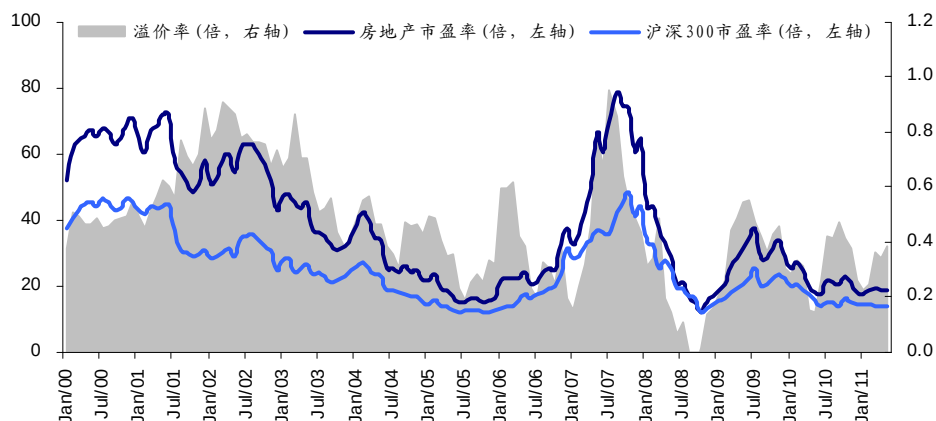


资料来源：Wind、海通证券研究所

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5月28日，房地产板块的整体估值(PE-TTM)为19.12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 5 月 28 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	7.90	109.95	868.62	442.33	72.83	744.05	1.91	0.66	0.91	1.15	11.97	8.66	6.85	买入
600048.SH	保利地产	9.83	59.48	584.72	297.09	49.20	515.44	1.99	1.08	1.14	1.47	9.10	8.61	6.70	买入
000024.SZ	招商地产	17.18	17.17	295.03	182.07	20.11	112.69	1.57	1.17	1.51	1.92	14.67	11.41	8.94	买入
600383.SH	金地集团	5.96	44.72	266.50	176.80	26.94	188.70	1.49	0.60	0.78	1.03	9.93	7.67	5.81	买入
000402.SZ	金融街	6.97	30.27	210.99	169.01	17.82	89.58	1.20	0.59	0.70	0.89	11.81	9.99	7.85	买入
000069.SZ	华侨城 A	7.19	55.93	402.17	132.16	30.39	35.23	3.03	0.98	0.69	0.89	7.35	10.49	8.10	买入
600376.SH	首开股份	11.21	14.95	167.55	104.73	13.45	74.52	1.62	1.17	1.19	1.60	9.59	9.41	6.99	买入
000718.SZ	苏宁环球	8.23	17.03	140.13	35.60	7.72	37.18	3.72	0.45	0.71	0.98	18.29	11.58	8.44	买入
600208.SH	新潮中宝	5.70	51.33	292.61	84.80	15.60	22.76	3.36	0.31	0.44	0.60	18.39	13.05	9.54	增持
600246.SH	万通地产	5.09	12.17	61.94	31.92	4.14	32.63	2.07	0.34	0.49	0.66	14.97	10.45	7.74	增持
600325.SH	华发股份	10.32	8.17	84.32	57.62	7.52	54.40	1.48	0.92	1.12	1.53	11.22	9.22	6.76	增持
600823.SH	世茂股份	13.02	11.71	152.41	82.41	8.74	28.85	1.81	0.75	1.04	1.38	17.36	12.50	9.43	增持
002244.SZ	滨江集团	11.10	13.52	150.07	43.02	9.66	124.44	3.41	0.71	0.99	1.52	15.63	11.26	7.29	增持
002146.SZ	荣盛发展	12.26	14.34	175.76	47.60	10.21	70.60	3.66	0.71	0.99	1.39	17.27	12.35	8.85	增持
600067.SH	冠城大通	8.90	7.36	65.46	21.76	5.19	38.71	2.71	0.70	1.08	1.34	12.71	8.23	6.65	增持
600240.SH	华业地产	8.69	6.45	56.05	23.62	2.92	9.70	2.34	0.45	0.79	1.18	19.19	11.03	7.35	增持
002133.SZ	广宇集团	5.63	4.99	28.07	14.00	2.19	22.64	1.96	0.44	0.61	0.82	12.80	9.24	6.88	增持
600683.SH	京投银泰	7.82	7.41	57.93	17.09	2.69	8.24	3.11	0.36	0.42	0.61	21.72	18.73	12.77	增持
平均												14.11	10.77	7.94	

资料来源：Wind、海通证券研究所

5. 投资建议

5 月，A 股市场整体出现较大幅度下跌。截至 5 月 29 日，沪深 300 指数单月收益为-7.19%。以下两点愿意是造成市场信心不足的主要因素：1）由于存款准备金率始终

保持每月上调一次的趋势，投资人担心后期市场存在流动性不足风险。此外，企业贷款困难加剧了市场对政策超调风险的担忧。2) 全国旱情加剧，不排除下半年 CPI 继续走高可能。房地产指数受系统性风险影响单月下滑 5.31%。不过相对沪深 300 指数而言，单月相对收益在 1.86%。估值较低使得行业在 A 股整体下滑是具备抗跌优势。

投资方面，行业 4 月运行数据有下滑趋势。房地产行业投资、销售和土地购置增速均出现不同程度下滑；其中 4 月完成房地产开发投资 4493.64 亿元，相比 3 月的 4595.63 亿元，环比微降 2.23%；当月商品房销售面积 7255 万平方米，环比下降 23.63%；当月土地购置面积 3789 万平方米，环比下降 13.89%。我们认为在行业运行初现下行趋势的背景下，中央对是否进一步加码地产调控将保持相对谨慎的态度。尤其是土地出让对地方财政影响较大，如果市场陷入中期低迷，地方政府对地产调控将有所顾忌。

由于市场整体出现大幅度下跌，宏观基本面的利空影响需要时间消化。根据我们统计，行业 5 月销售数据依旧低位徘徊。销售受阻可能会带来 5 月降价城市增多，但暂时还不构成普遍行降价行为。因此，在利好程度相对不大的形式下预计行业更多伴随大盘进行方向选择。截至 2011 年 5 月 28 日，房地产板块的整体估值 (PE-TTM) 为 19.12 倍，维持前期对行业的“增持”评级。择股方面，战略性配置三条主线：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 投资评级分为股票评级和行业评级 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;	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; 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
		中性	
		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。