

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

房贷政策决定成交量，低估值决定反弹机会

——房地产行业 2011 年下半年投资策略

研究报告——行业策略

同步大市（维持）

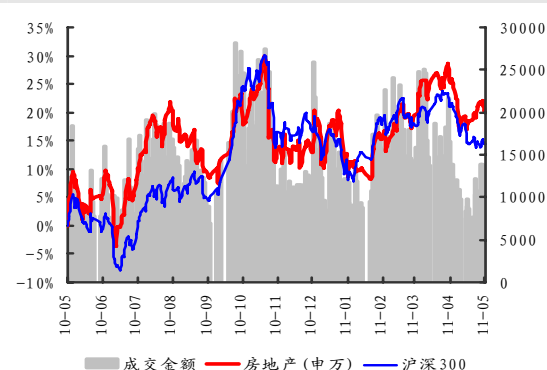
发布日期: 2011 年 5 月 31 日

盈利预测和投资评级

公司简称	10EPS	11EPS	11PE	评级
万科 A	0.86	1.10	9.58	买入
保利地产	1.08	1.40	7.20	买入
荣盛发展	0.71	0.94	13.59	买入
滨江集团	0.71	1.04	11.40	增持
福星股份	0.71	0.97	11.93	增持
中南建设	0.63	0.91	12.19	增持
华业地产	0.45	0.85	11.31	增持

注: 股价为 2011 年 5 月 20 日收盘价

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20101144 房地产行业 2010 年度投资策略: 房地产 2011: 高增长低估值下的投资机会...2010 年 11 月 12 日

20100934 房地产行业 2010 年第三季度投资策略: 股价在房价和政策纠结中艰难潜行...2010 年 9 月 9 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8013

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

1-4 月楼市开始显现生变迹象, 下半年紧缩的货币政策与调控政策使得我们对下半年楼市偏悲观。但低估值让我们对估值反弹具有信心。我们维持行业“同步大市”的投资评级, 建议投资者标配。

投资要点:

- **2011 年上半年房地产行业。**上半年全国楼市销售开始明显放缓, 但是房价依旧坚挺, 没有松动的迹象, 投资增速依然维持在历史高位。资金链压力随销售放缓和银行信贷收紧不断趋紧。全国土地市场无论供给和成交都显得较为冷清, 部分地区开始出现土地流拍现象, 土地成交价格 and 溢价率也明显走低。
- **适度紧缩的货币政策和行业调控政策。**根据下半年 GDP 增速不会超预期下滑（失业率不会超预期上升）的关键假设下, 我们认为下半年货币政策将会继续适度紧缩, 而地产调控政策在房价不出现合理下跌的情况下难以放松。保障房下半年将开始对楼市产生实际冲击。
- **2011 年下半年行业分析预测。**刚需是楼市需求绝对主体, 其需要房贷支持, 下半年楼市成交量关键取决于房贷政策变化。由于银行放贷能力不断被削弱, 成交量将会出现萎缩。而同时有效供给也会减少, 库存增加, 与此同时, 保障房将开始大规模入市。2011 年行业业绩增速依旧有较高的保障性, 增速大约在 22-28%, 毛利率仍旧能达到 35% 以上高水平。
- **行业估值。**无论横向比较还是纵向比较, 房地产行业的估值都处于历史低位, 尽管行业基本面偏悲观, 但是板块估值已经有了反映。
- **维持行业“同步大市”的投资评级。**低估值和业绩确定性增长使得下半年估值反弹行情值得期待。我们维持房地产行业“同步大市”的行业投资评级, 建议对地产行业进行标配。房价出现较大幅度下降, GDP 增速下滑超预期以及通货膨胀压力减轻将是行业投资机会。
- **风险提示。**通货膨胀继续恶化带来更多紧缩性货币政策风险; 房地产行业调控政策进一步紧缩的风险; 房地产企业因为销售不畅而资金链断裂的经营风险。

目 录

1. 2011 年 1-4 月份房地产市场回顾	5
1.1 2011 年 1-4 月房地产市场：销售明显放缓，资金压力加大	5
1.2 2011 年 1-4 月土地市场：成交清淡，价格走低	9
2. 政策分析	11
2.1 货币政策：适度从紧将是主基调	11
2.2 地产行业政策：下半年尚看不到松动希望	13
2.2 保障房对房地产行业的影响：供给端和需求端挤出效应大	16
3. 2011 年下半年楼市及对房企业绩影响分析	17
3.1 楼市需求：取决于银行房贷政策	17
3.2 供给量：原始供给增加和有效供给减少下的库存增加	20
3.3 房价：难以言状的糊涂账	23
3.4 行业业绩影响分析：高增长与高毛利	24
4. 行业估值	26
4.1 房地产板块相对估值具有较大优势	26
4.2 房地产行业历史估值接近最低	28
5. 2011 年下半年投资策略	29
5.1 低估值反应了行业基本面的恶化	29
5.2 行业投资评级：同步大市	30
6. 限售股解禁情况	31
7. 行业风险提示	32
8. 重点公司	32

图 目 录

图 1: 全国近 3 年商品房累计销售面积及增速图	5
图 2: 全国近 3 年商品房累计销售金额及增速图	5
图 3: 全国新增居民中长期贷款及增速图	6
图 4: 国内房地产贷款累计额及增速图	6
图 5: 全国房价走势图	6
图 6: 国房景气指数走势图	6
图 7: 北京楼市月度成交面积和房价走势图	7
图 8: 上海楼市月度成交面积和房价走势图	7
图 9: 广州楼市月度成交面积和房价走势图	7
图 10: 深圳楼市月度成交面积和房价走势图	7
图 11: 全国近 3 年房地产累计投资额及增速图	8
图 12: 全国近 3 年月度投资额及增速图	8
图 13: 全国近 3 年商品房累计施工面积及增速图	8
图 14: 全国近 3 年商品房累计新开工面积及增速图	8
图 15: 房地产行业累计资金构成图	9
图 16: 房地产行业累计资金来源及增速图	9
图 17: 2011 年 1-4 月 10 重点城市住宅用地累积供应情况	10
图 18: 2011 年 1-4 月 10 重点城市住宅用地累积成交情况	10
图 19: 2011 年 3 月 10 重点城市住宅用地溢价水平变化情况	10
图 20: 2011 年 4 月 10 重点城市住宅用地溢价水平变化情况	10
图 21: 国内 GDP 增速图	12
图 22: 国内工业加工值增速图	12
图 23: 全国社会消费品零售总额增速图	12
图 24: 全国进出口增速图	12
图 25: 政策演变逻辑路线图	13
图 26: 房地产与政策博弈关系示意图	14
图 27: 全国 2010 年土地分类供应情况	16
图 28: 全国 2011 年保障性住房资金来源预测表	16
图 29: 银行法定存款准备金率走势图	18
图 30: 银行贷存比走势图	18
图 31: 累计新增人民币贷款图	19
图 32: 累计新增居民中长期贷款图	19
图 33: 人民币贷款基准利率走势图	19
图 34: 人民币贷款各档利率走势图	19
图 35: 全国近 3 年商品房累计施工面积及增速图	21
图 36: 全国近 3 年商品房累计新开工面积及增速图	21
图 37: 房地产行业存货及增速图	22
图 38: 房地产行业存货周转率走势图	22
图 39: 北京可售商品房面积	22
图 40: 上海可售商品房面积	22
图 41: 杭州可售商品房面积	23

图 42: 武汉可售商品房面积	23
图 43: 房地产行业经营活动净现金流	24
图 44: 房地产行业存货与所有者权益对比图	24
图 45: 房地产行业近几年季度毛利率走势图	25
图 46: 房地产行业经营活动净现金流	25
图 47: 房地产行业存货与所有者权益对比图	25
图 48: 房地产与其他板块 TTM 静态市盈率比较	27
图 49: 房地产与其他板块预测动态市盈率比较	27
图 50: 房地产与其他板块市净率比较	27
图 51: 房地产与其他板块 PEG 比较	27
图 52: 房地产板块 TTM 静态市盈率近 4 年走势图	28
图 53: 房地产板块静态市净率近 4 年走势图	28

表目录

表 1: 房地产政策调控体系及未来调控空间	15
表 2: 银行贷款利率对购房者负担增加敏感分析表	20
表 3: 主要地产公司近几年营业收入与预售账款列表	25
表 4: 重点公司估值	28
表 5: 重点公司股份解禁时间表及解禁比例	31

房地产行业在严厉的限购等政策严刑拷打下，成交量开始出现了萎缩迹象，但房价依旧倔强地高昂着其永不服输的头。下半年货币紧缩政策是否会因经济下滑而松动？房地产政策是否会因土地财政困难而松动？处于历史最低的板块估值是否会有投资机会？我们认为，下半年，解答房地产市场一系列关键问题的钥匙在于房贷政策。

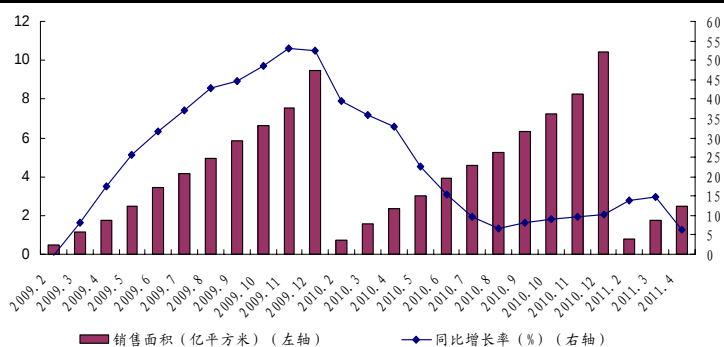
1. 2011 年 1-4 月份房地产市场回顾

1.1 2011 年 1-4 月房地产市场：销售明显放缓，资金压力加大

销售面积和销售金额：全国楼市销售开始明显放缓。1-4 月份，全国商品房销售面积 2.49 亿平方米，同比增长 6.3%，增速较上月和上年同期分别下降 8.6 和 26.5 个百分点。其中，住宅销售面积增长 5.8%，办公楼增长 4.4%，商业营业用房增长 7.7%。4 月，全国楼市单月销售 0.73 亿平方米，同比减少 9.88%，环比减少 23.16%，单月销售放缓迹象非常明显。1-4 月全国商品房销售额为 1.41 万亿元，同比增长 13.3%。其中，住宅销售额增长 11.0%，办公楼和商业营业用房分别增长 23.8%和 26.6%。

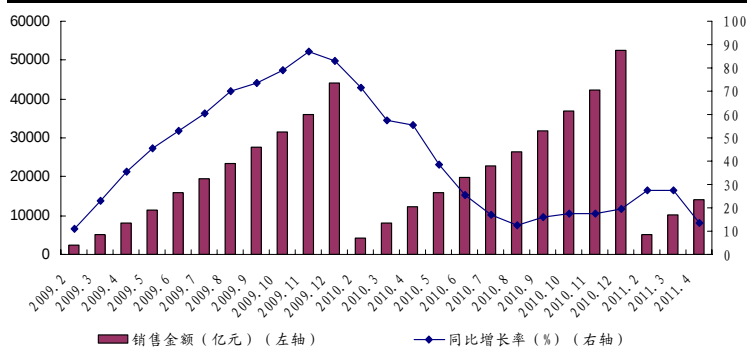
楼市销售明显放缓的原因：（1）“限购”、“限贷”等调控政策对有效购房需求形成了严重的抑制作用。由于全国省会城市实行严格的限购政策，具有强盛购买力的投资和投机购房需求被清扫出市场，行政性调控政策在短期内抑制投资和投机购房需求作用非常明显。而刚性购房需求强烈依赖于贷款等金融政策支持，而由于银行整体贷款额度限制等原因，即使对符合条件的优质刚需购房客户，银行也在首付款成数及贷款利率优惠方面不断收紧，对刚需购房的金融支持明显减弱。今年 1-4 月份，全国新增居民中长期贷款（主要是房贷）增速同比减少了 30%。（2）市场有效供给量减少。由于地方政府调控房价目标的硬性约束，开发商获取土地预售证（尤其是房价高于周边房价楼盘）难度加大。而市场销售放缓也使得开发商自身推盘的意愿减弱，这些原因导致市场有效的供给量减少。

图 1：全国近 3 年商品房累计销售面积及增速图



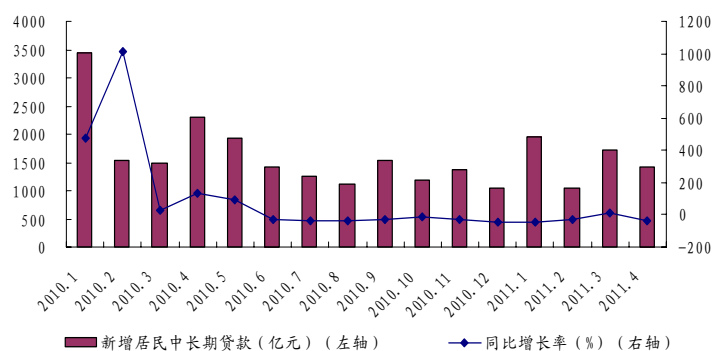
资料来源：中原证券，国家统计局

图 2：全国近 3 年商品房累计销售金额及增速图



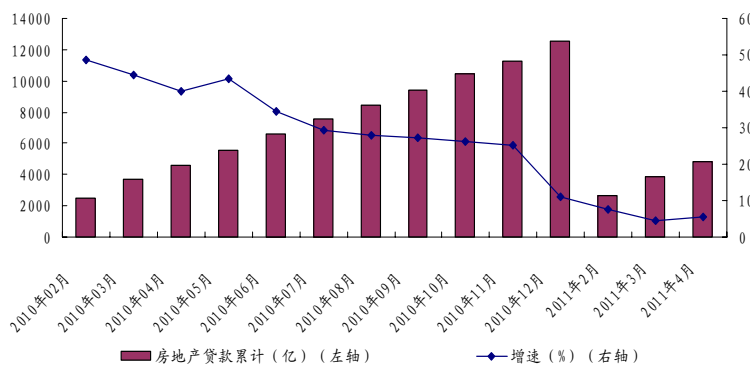
资料来源：中原证券，国家统计局

图 3: 全国新增居民中长期贷款及增速图



资料来源: 中原证券, 国家统计局

图 4: 国内房地产贷款累计额及增速图



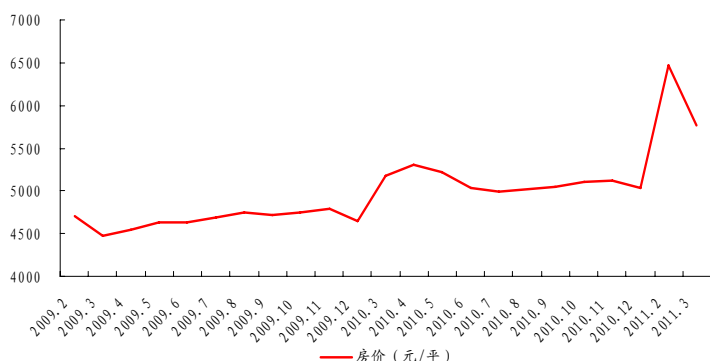
资料来源: 中原证券, 国家统计局

房价: 坚挺依旧。根据国家统计局的数据计算（房价=当月销售额/当月销售面积），前4个月，全国房价依旧稳定在历史高位。

从我们监控的重点城市房价来看，在全国具有标志意义的北京、上海、广州和深圳的房价1-4月仍然十分坚挺。

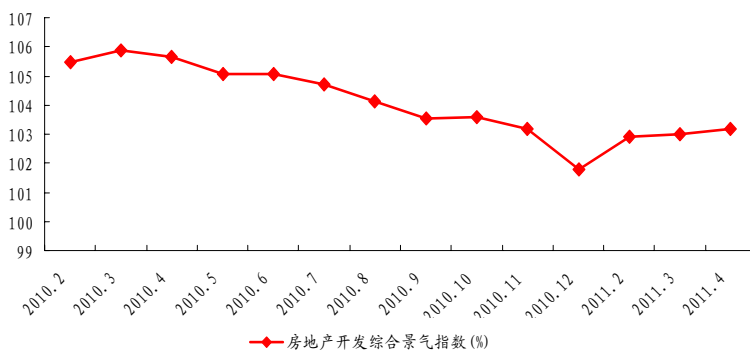
根据国家统计局的数据显示，与去年同月相比，4月，70个大中城市中，价格下降的城市有3个，比3月份增加了1个；价格涨幅回落的城市有52个，比3月份增加了6个。4月份，同比价格涨幅在5.0%以内的城市有29个，比3月份增加了3个。二手住宅方面，与上月相比，70个大中城市中，价格下降的城市有16个，持平的城市有13个。

图 5: 全国房价走势图



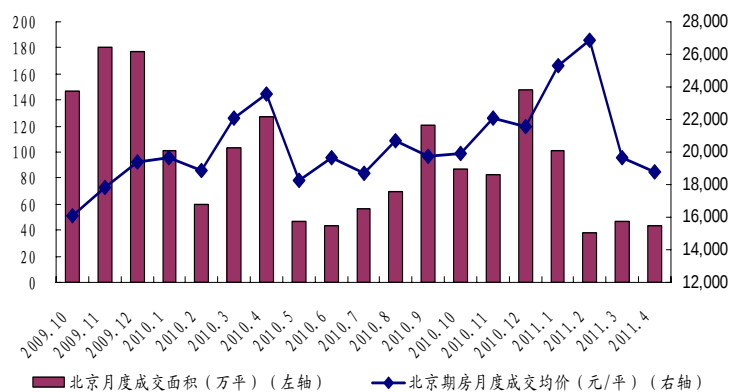
资料来源: 中原证券, 国家统计局

图 6: 国房景气指数走势图



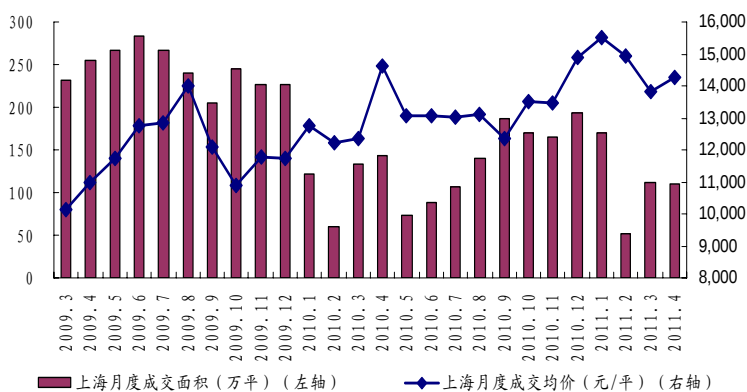
资料来源: 中原证券, 国家统计局

图 7：北京楼市月度成交面积和房价走势图



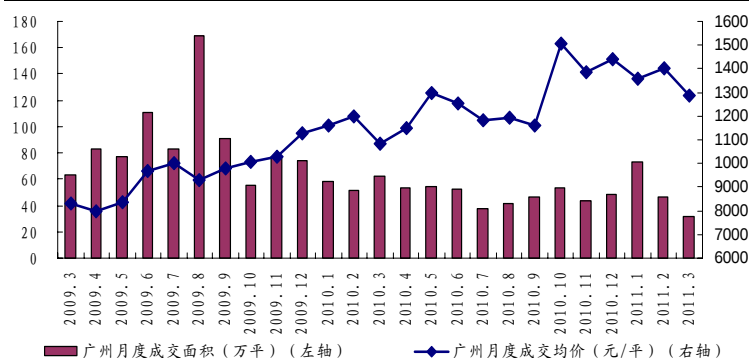
资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 8：上海楼市月度成交面积和房价走势图



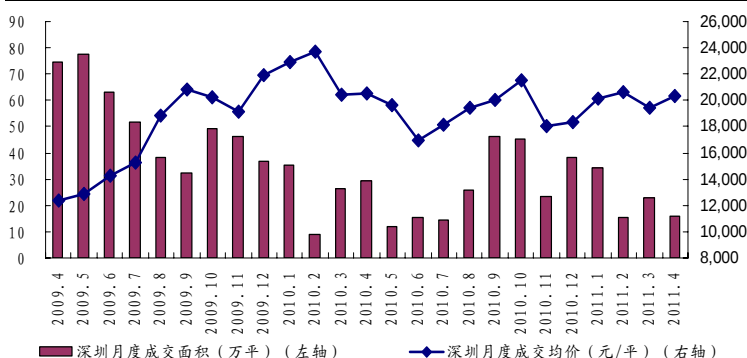
资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 9：广州楼市月度成交面积和房价走势图



资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 10：深圳楼市月度成交面积和房价走势图



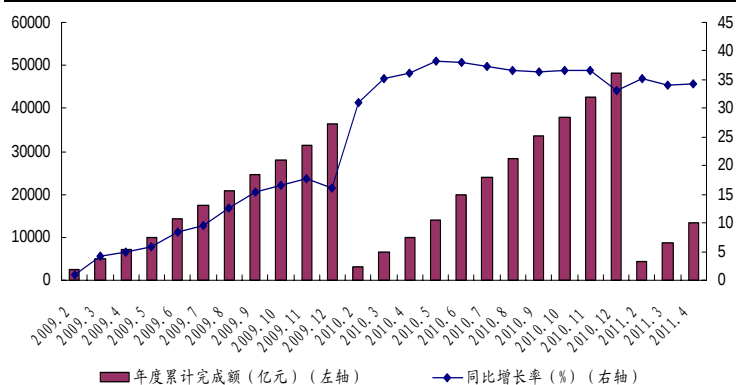
资料来源：中原证券，中国指数研究院

房地产投资：投资增速依然维持在历史高位。自 2010 年 2 月份以来，房地产投资增速平均维持在 35% 左右的高位，长达 15 个月的投资高增速是历史上从没有过的。2011 年 1-4 月份，全国房地产开发投资 1.33 万亿元，同比增长 34.3%，增速同比减少 1.9 个百分点。其中，住宅投资 9497 亿元，增长 38.6%。

楼市销售放缓而房地产投资依然保持高位主要原因在于：（1）房地产投资具有惯性。施工面积和新开工面积的投资是房地产投资的重要组成部分，对于已售而未达到结算条件的施工部分，房地产企业无疑会继续按原计划投资，不受销售市场影响。对于已经开工而未销售的施工面积，房地产企业最优的选择是继续投资，加快工程进度，抢在市场彻底逆转之前达到预售，快速滚动，2010 年全年增速超过 60% 的新开工面积使得投资高增速得

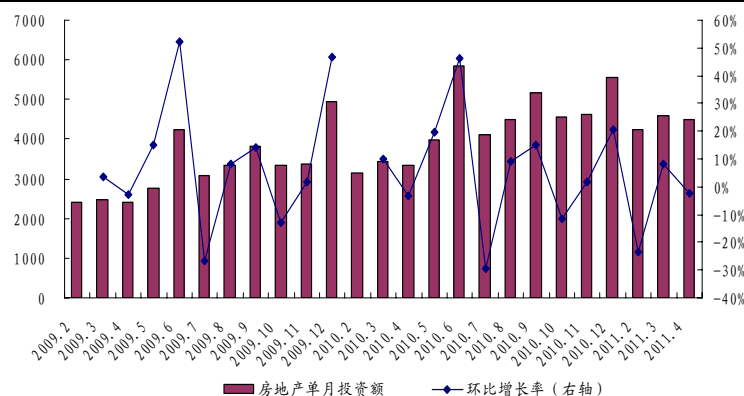
以保持。(2) 计划新开工面积减速由于时滞的原因尚需要一段时间反映在统计数据上。目前大多数房地产企业尚没有调低计划开工面积的打算, 即使企业缩减计划新开工面积, 也需要时间反映到统计数据上。(3) 保障性住房投资开始发力。按照中央规定, 今年保障房投资将达到 1.4 万亿元, 3 月份之后, 保障房投资陆续开始实施。

图 11: 全国近 3 年房地产累计投资额及增速图



资料来源: 中原证券, 国家统计局

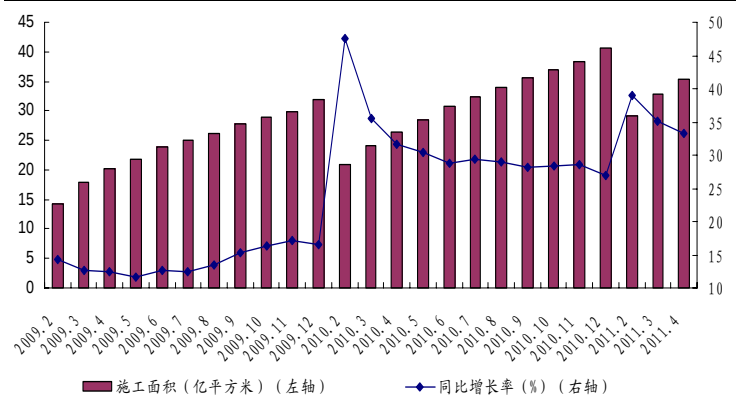
图 12: 全国近 3 年月度投资额及增速图



资料来源: 中原证券, 国家统计局

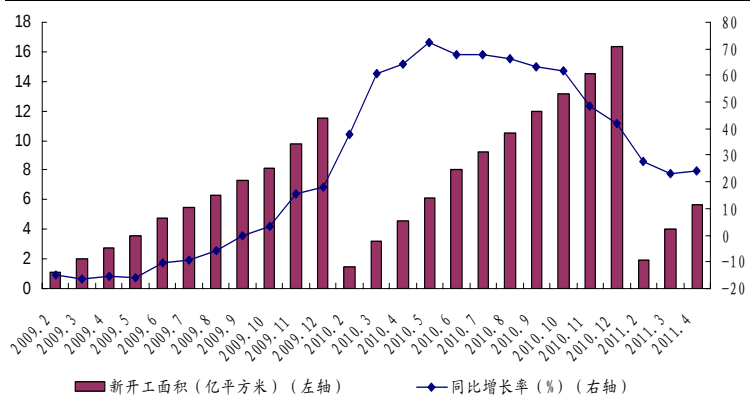
新开工面积和施工面积: 施工面积增速惯性维持高位, 新开工面积增速继续减缓。1-4 月份, 全国房地产开发企业房屋施工面积 35.25 亿平方米, 同比增长 33.2%; 房屋新开工面积 5.68 亿平方米, 增长 24.4%, 这一增速仅为去年同期同比增速的 38%。

图 13: 全国近 3 年商品房累计施工面积及增速图



资料来源: 中原证券, 国家统计局

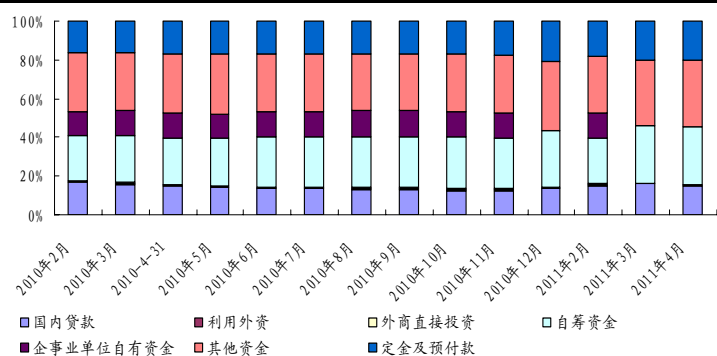
图 14: 全国近 3 年商品房累计新开工面积及增速图



资料来源: 中原证券, 国家统计局

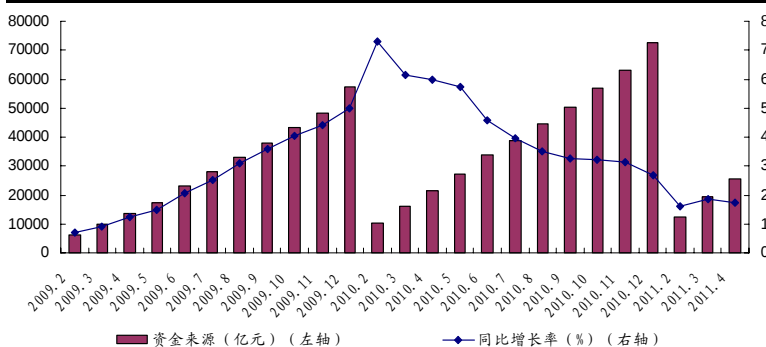
行业资金来源：资金链压力随销售放缓和银行信贷收紧不断趋紧。1-4 月全国房地产资金来源为 2.54 万亿元，增速为 17.4%，较 1-3 月增速下降 1.2 个百分点，其中，资金来源中的国内贷款 1-4 月增速仅 5.4%，占比 18.9%，增速与占比均在历史低位。1-4 月份，房地产开发企业本年资金来源 25362 亿元，同比增长 17.4%。其中，国内贷款 4800 亿元，增长 5.4%；利用外资 222 亿元，增长 62.3%；自筹资金 9486 亿元，增长 27.2%；其他资金 10853 亿元，增长 14.8%。在其他资金中，定金及预收款 6449 亿元，增长 23.1%；个人按揭贷款 2753 亿元，下降 6.8%。

图 15：房地产行业累计资金构成图



资料来源：中原证券，国家统计局

图 16：房地产行业累计资金来源及增速图



资料来源：中原证券，国家统计局

1.2 2011 年 1-4 月土地市场：成交清淡，价格走低

由于楼市成交开始萎缩，政策调控不断，开发商对土地市场预期变得悲观，获取土地时变得更加谨慎，同时由于销售回款速度减慢，银行信贷来源紧缩，开发商获取土地的资金实力也开始减弱。1-4 月份，全国土地市场无论供给和成交都显得较为冷清，部分地区开始出现土地流拍现象，土地成交价格 and 溢价率也明显走低。

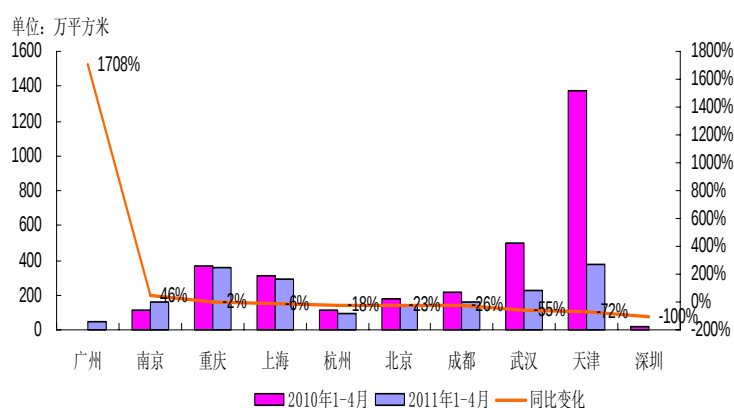
土地供给：1 季度供给锐减，4 月份有所增加。2011 年 1 季度，全国 120 个城市共推出土地 5267 宗，环比减少 22%，同比增加 9%；推出土地面积 23488 万平方米，环比减少 34%，同比减少 6%。其中，推出住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）1718 宗，环比减少 28%，同比减少 5%；推出住宅用地面积 9661 万平方米，环比减少 37%，同比减少 23%。4 月份，土地供给有所增加，全国 120 个城市共推出土地 1573 宗，环比增加 14%，同比增加 16%；推出土地面积 7840 万平方米，环比增加 21%，同比增加 20%。

土地成交量：成交清淡。4 月，全国 120 个城市共成交土地 1143 宗，环比减少 11%，同比增加 8%；成交土地面积 4673 万平方米，环比减少 27%，同

比减少 1%。其中，住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）成交 289 宗，环比减少 35%，同比减少 33%；成交土地面积 1716 万平方米，环比减少 36%，同比减少 28%。

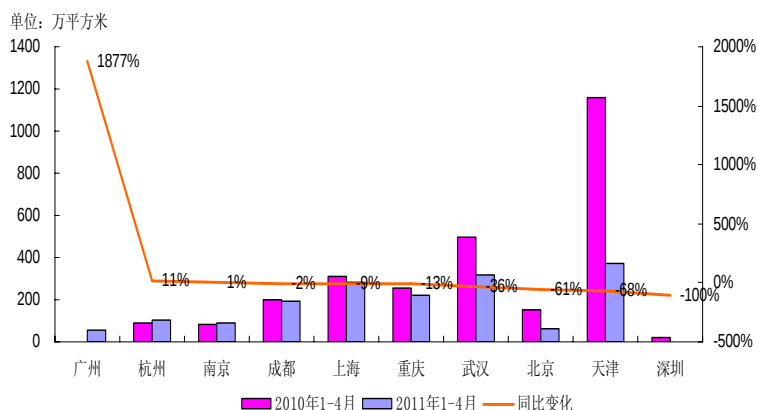
土地成交价格：成交价锐降。1 季度，全国 120 个城市平均楼面地价 1225 元/平方米，环比下跌 15%，同比下跌 14%；其中住宅用地平均楼面地价 1609 元/平方米，环比下跌 11%，同比下跌 8%。4 月份，土地成交价格再次大幅下挫。4 月，全国 120 个城市平均楼面地价 867 元/平方米，环比下跌 25%；其中住宅用地平均楼面地价 997 元/平方米，环比下跌 33%。

图 17：2011 年 1-4 月 10 重点城市住宅用地累积供应情况



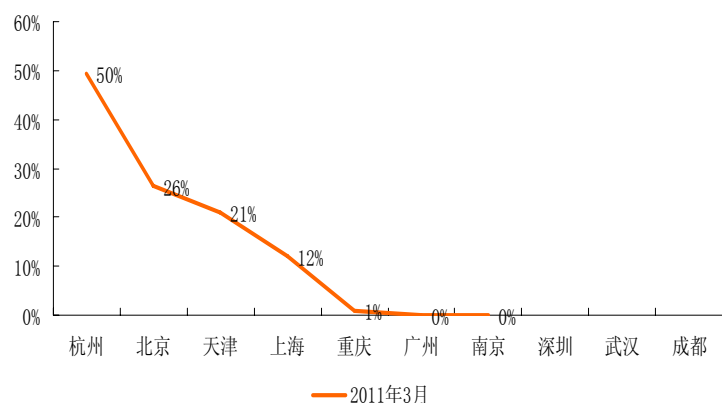
资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 18：2011 年 1-4 月 10 重点城市住宅用地累积成交情况



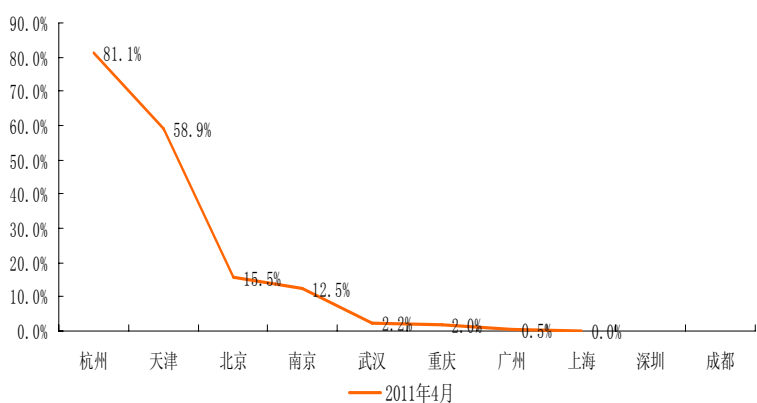
资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 19：11 年 3 月 10 重点城市住宅用地溢价水平变化情况



资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 20：11 年 4 月 10 重点城市住宅用地溢价水平变化情况



资料来源：中原证券，中国指数研究院

2. 政策分析

2.1 货币政策：适度从紧将是主基调

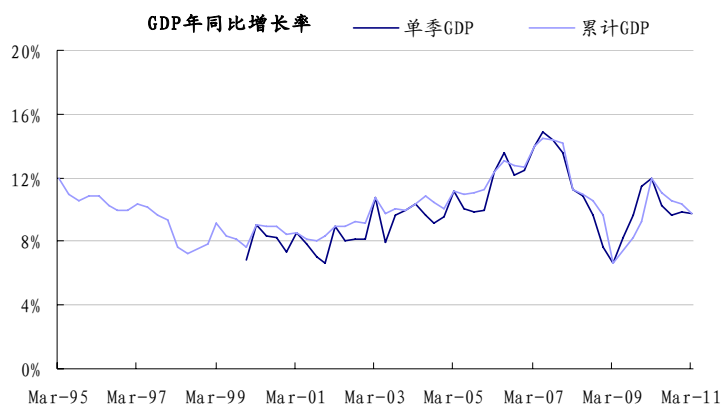
国内紧缩的货币政策与严厉的地产调控政策在下半年是否会放松？这是市场关注的焦点问题之一，也是决定下半年地产股走势关键政策因素。

与房地产行业紧密相关的货币政策取决于国内经济形势，但是对下半年国家宏观经济形势的判断是极其困难的事情，今年经济形势尤其具有高度不确定性。在众多具有高度不确定性的经济指标中，市场对于国内下半年的通胀形势的认识相对比较一致，市场普遍预期，下半年国内通胀压力依旧很大，实现 2011 年 4% 的通胀目标难度很大，治理通胀将是下半年货币政策的重要任务之一。我们的宏观研究对下半年通胀的判断与这一市场预期一致。

然而市场对于 GDP 增长形势的分歧开始加大，尤其对于下半年 GDP 增速减缓的担忧开始加大，对政策转向的预期也开始加大。高盛资产管理公司董事长(原高盛集团全球首席经济学家)吉姆·奥尼尔 5 月 12 日在香港接受中国证券报记者采访时表示，中国经济增长已明显放缓，通胀压力下半年就会回落，届时中国政府需要停止紧缩政策，奥尼尔的这一观点颇具代表性。

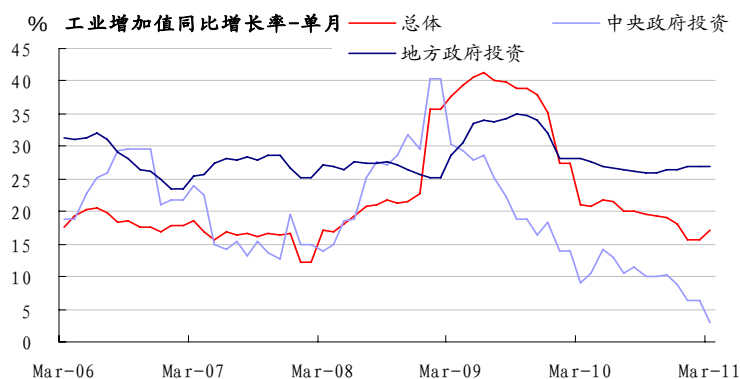
如果 GDP 增速出现放缓，则国内“滞涨”这一糟糕的经济形势将出现。我们宏观策略研究组对于下半年 GDP 增速的基本判断是：**下半年 GDP 增速放缓的压力将会出现，但是出现超预期大幅下滑的概率比较小。我们将这一判断作为我们对国内货币政策及房地产行业政策走向预期的关键假设。**如果这一关键假设出现较大偏差，正如吉姆·奥尼尔所言，“中国经济的一大优势是政策转向十分及时”，相应的货币政策及房地产行业政策将会做出调整。

图 21: 国内 GDP 增速图



资料来源：中原证券

图 22: 国内工业加工值增速图



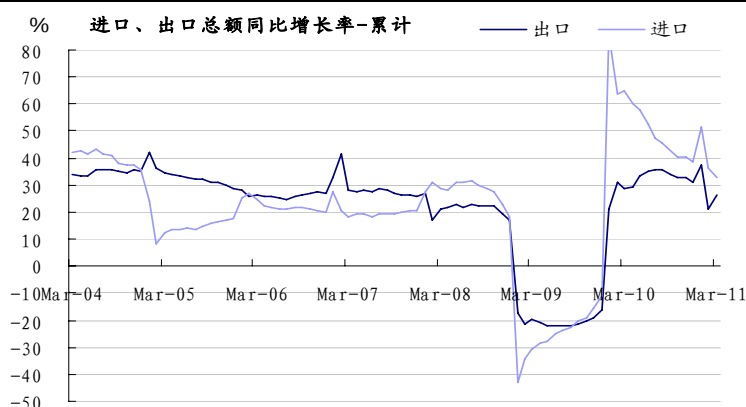
资料来源：中原证券

图 23: 全国社会消费品零售总额增速图



资料来源：中原证券

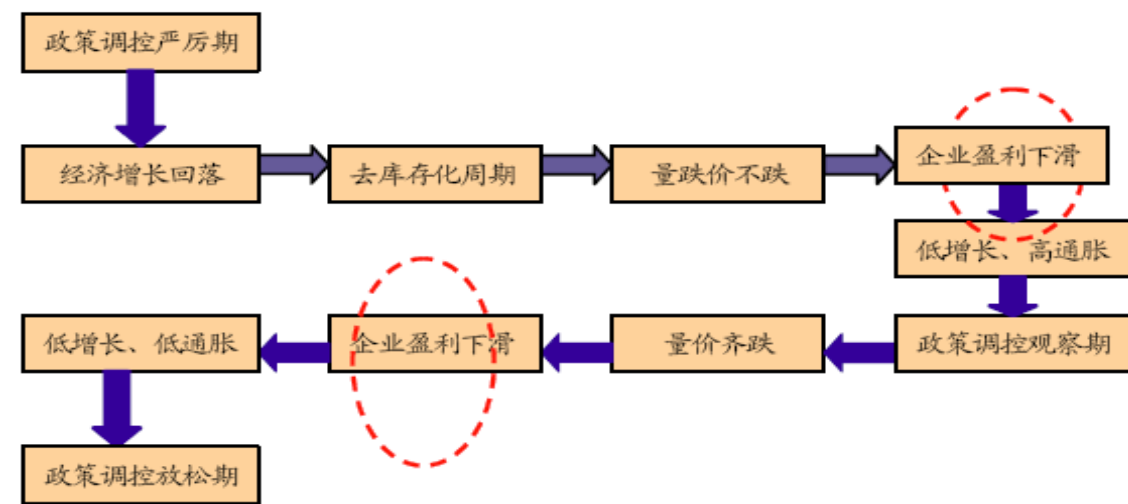
图 24: 全国进出口增速图



资料来源：中原证券

货币政策将继续以紧缩为主，也将视经济形势作出微调。国内下半年通胀压力大与 GDP 增速不会出现超预期放缓的双重关键假设下，我们认为下半年紧缩的货币政策难以出现方向性改变，我们预期，下半年央行将继续动用提高存准率与加息的货币政策工具。但是国内政策将视国内通胀与 GDP 形势作出微调。

图 25: 政策演变逻辑路线图



资料来源：中原证券
研究

2.2 地产行业政策：下半年尚看不到松动希望

毫无疑问，决定今年下半年房地产市场走势最为关键的还是调控政策。房地产调控政策是出现松动还是会进一步收紧？如果进一步收紧，还是出台哪些新的调控政策？

我国房地产调控政策具有明显的相机抉择的特点，政策的调整取决于国内 GDP 形势、房地产业发展情况等一系列关键因素，由于这些关键因素的不确定性，在政策出台的时点上难以把握。我们认为：房价下跌、GDP 增速超预期大幅下滑、地方财政出现大面积困难，这些是楼市调控政策松动的触发条件。

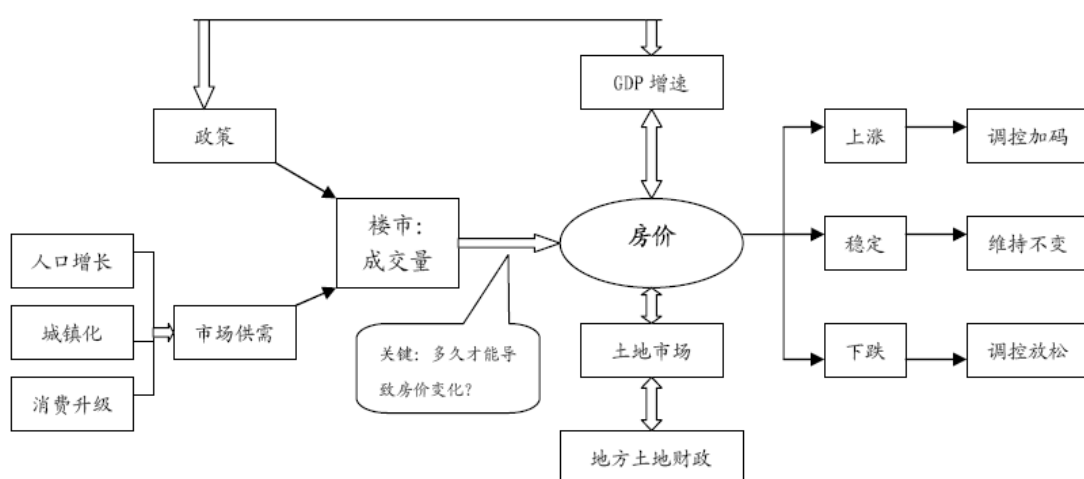
（1）GDP 增速出现超预期下滑是房地产调控政策放松的触发因素之一。尽管我国已经对房地产市场进行了史无前例的调控，以求减少其对经济增长的影响，经济增长转型与产业结构升级作为重要国家经济发展战略不断被强调，但是，无须论证的事实是，目前各地方经济增长依赖房地产行业的事实依然存在，地方政府过度依赖土地财政的事实也依然存在，中央政府和地方政府在调控房地产市场方面存在利益冲突的格局依然没有根本改变。房地产行业依旧是各方利益博弈的焦点，在国内经济局势具有高度不确定的 2011 年，由于经济增长目标的硬约束，一旦出现了 GDP 增速出现超预期下滑，货币政策、财政政策及房地产政策将会放松。但是，根据前述我们对于宏观经济的分析预测及关键假设，我们认为 GDP 增速超预期下滑的风险不大。

（2）地方财政出现严重困难是房地产调控政策松动触发条件之二。由于当前分税制体制的存在，地方政府对土地财政的依赖在较长时期内难以改

变。2010 年，全国国有土地使用权出让收入 2.91 万亿元，完成预算的 213.2%，国有土地使用权出让收入安排的支出 2.70 万亿元。如前述部分，1-4 月份，国内土地市场交易一直比较清淡，地方土地财政收入难免会缩减。在地方政府土地财政收入减少同时，地方财政支出不会随着减少，在众多地方投资中，保障房投资就是 2011 年新增的重大投资。2011 年，保障性住房投资约达到 1.3 万亿，其中中央财政投入仅 1300 亿元，其余需要地方政府投入，其中大部分融资渠道都与房地产行业及土地财政有关。由于地方融资平台的进一步清理，地方融资能力不断减弱，地方政府对于土地财政的依赖度不断在加强。一旦楼市的衰退导致土地市场长期低迷，地方土地财政收入长时间锐减，将会出现地方政府倒逼中央政府松动房地产调控政策。前期海口市可能取消限购政策的传闻得到业内广泛关注，尽管随后海口市政府官方辟谣，但从中可看出地方政府放松调控的意愿较强。

（3）房价下跌是房地产调控政策松动触发条件之三。4 月份，全国楼市成交量出现了一定程度的萎缩，市场对于调控政策放松的预期重起。成交量萎缩→经济增速下滑担忧→政策放松，这样的逻辑推演故事一直发生。然而，我们认为，今年下半年房地产调控政策是否会松动，不是取决于成交量的萎缩，而是房价是否会出现下跌。2011 年 5 月 1 日，温家宝总理在视察保障房建设时说“要把一些地区过高的房价降下来，使房价回归到合理水平的决心是坚定不移的”，这是从去年房地产调控以来，温家宝多次表态中“首次”提出“降房价”，一改以往“使房价保持合理水平”的模糊陈述，对房价走向给出了明确的方向，具有显著的标志性意义。如果楼市成交量一出现下滑，地方政府等相关利益主体就开始叫苦抱怨，迫使中央政策松动，那此轮调控的结果势必会和以往的调控一样以失败告终。

图 26：房地产与政策博弈关系示意图



资料来源：中原证券

如果政策进一步收紧，调控政策不乏工具。我国房地产调控政策体系复杂，已有的调控工具繁多，而且每项已有的调控政策都具有进一步收紧的空间。

我们认为，在众多调控政策工具中，金融政策工具收紧的可能性最大，而且收紧的空间很大。各个银行在各自具体业务中进一步提高首付比例以及提高房贷利率将是下半年调控最可能的表现形式。

表 1：房地产政策调控体系及未来调控空间

	政策类别		现 状	未来政策空间
调控政策	行政化调控政策	保障房建设	今年建设 1000 万套，“十二五”期间建设 3600 万套保障房，期末 20%城镇人口可以住保障房	保障房已经提高到了政治高度
		国 X 条	9 月 29 日“新国五条”	新国 X 条
		限购	省会城市限购	限购城市扩大到三线城市，甚至是四线城市
		限售	尚未明文规定	收紧预售证发放
	金融政策	房价调控目标	各地方房价调控都与 GDP 或者个人可支配收入增速挂钩，成了“房价上涨”目标	令地方政府修改“涨价目标”为“降价目标”
		首付成数	首套房首付 3 成，二套房首付 5 成	首套房、二套房首付比例都可以灵活提高
		利率优惠	首套房利率一般有 8.5 左右的折扣，二套房利率 1.1 倍	房贷利率可以做灵活上调
		利息及存准率	存准率 21%；一年期贷款基准利率 6.31%	预计今年还会加息 2 次共计 50 个基点，提高 1 次存准率 50 个基点
	税收政策	土地增值税	除保障性住房外，东部地区省份预征率不得低于 2%，中部和东北地区省份不得低于 1.5%，西部地区省份不得低于 1%，各地要根据不同类型房地产确定适当的预征率	进一步提高增值税，并加大征收力度
		契税	对个人购买普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，减半征收契税。对个人购买 90 平方米及以下普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，减按 1%税率征收契税	取消契税优惠，甚至提高契税

外资调控		境外个人在中国境内只能购买一套用于自住的住房。在境内设立分支、代表机构的境外机构只能在注册城市购买办公所需的非住宅房屋	
市场交易环节	明码标价	一房一价，明码标价	
土地政策		对企业因自身原因导致土地闲置一年以上的，将禁止企业及其控股股东参与土地竞买；各类住房建设项目应当在划拨决定书和出让合同中约定土地交付之日起一年内开工建设，自开工之日起三年内竣工	

数据来源：中原证券

2.2 保障房对房地产行业的影响：供给端和需求端挤出效应大

保障房建设是今年房地产行业头等大事，是调控政策体系中最重要的一部分，保障房建设在各地政府中已经成为头等政治任务。保障性住房将土地供给、投资、住房供给方面深刻改变国内房地产行业的格局。

保障性住房的范围包括经济适用房、廉租房、棚户区改造及限价房等几个方面。按照中央的目标要求，2010 年完成 580 万套，2011 年完成 1000 万套，计划在今后五年，新建保障性住房 3600 万套，到“十二五”末，保障性住房覆盖率达到 20%。

规模巨大的保障房建设将对普通商品房土地供给形成极大的挤占效应，并且由于保障房土地供给低成本，由此会大幅削减地方土地出让收入。2010 年保障性住房土地供应总共 1.59 万公顷，占有土地收入 12.68%，其中，棚户区 1.47 万公顷，占保障性住房土地供应的 11.72%，中小套型用地 6.51 万公顷，占比 51.95%。2011 年，如果 1000 万套如实开工新建，则大约需要 2.75 万公顷土地供应，这一规模是 2010 年全国土地开发面积的 1.28 倍，是 2010 年全国土地购置面积的 67%，意味着 2011 年 5 到 6 成的新开工面积将全部是保障性住房。

图 27：全国 2010 年土地分类供应情况

	数量（万公顷）	同比增长	完成计划比例	占比
全国总土地供应	12.54	64.10%	67.90%	
其中：保障性住房	1.59	124.50%	65.20%	12.68%
棚改房用地	1.47		40.20%	11.72%
中小套型房用地	6.51		80.90%	51.91%
“三类”用地合计	9.57			76.32%
其他住房用地	2.96		68.50%	23.60%

资料来源：中原证券

图 28：全国 2011 年保障性住房资金来源预测表

	预计数量	所需资金	资金缺口
中央财政投入	1300	13000	6500
地方土地出让金净收益的 10%	2300		
住房公积金增值净收益	400		
银行贷款	1000		
住房公积金贷款	1500		

资料来源：中原证券

保障房将对普通商品房具有较大的挤出效应。挤出效应指因为保障性住房的建设对普通商品房在土地、投资及销售方面的竞争与替代。2011 年保障房建设总投资将达到 1.3 万亿。假设今年完成今年保障房目标的 80%，则今年下半年要完成 800 万套，假如每套保障房 60 平方米，则施工面积将达到 4.5-4.8 亿平方米。假设竣工面积 400-450 万套，则竣工面积将达到 2.4-2.7 亿平方米。

对普通商品的挤出效应估算。保障房 2011 年新开工面积将占有所有开工面积的一半，意味着普通商品房的供应将减少 4-5 成，投资额约占 1/4 到 1/3，也基本意味着对普通商品房的挤出效应。如果竣工 400 万套，约占 2010 年销售面积的 30%。虽不能假设这些需求全部通过普通商品房解决，但是 400 万套保障房对于普通商品房的挤出是显而易见。

3. 2011 年下半年楼市及对房企业绩影响分析

3.1 楼市需求：取决于银行房贷政策

如前所述，1-4 月份，全国楼市成交量出现了较为明显的萎缩迹象，再如政策部分所述，成交量萎缩维持时间长短对于房价调整至关重要，但是楼市成交量涉及的利益主体众多，成交量萎缩给各地 GDP 增长和地方财政带来巨大压力，而决定成交量的主要因素包括政策和客观的市场因素，政策与成交量形成了相互决定的死循环。政策部分，我们已经对政策做了分析，下文我们重点分析决定下半年的成交量走势的市场决定因素。

（1）2011 年下半年楼市与以往一样的地方

人口增长、城镇化等有利宏观因素引致的刚性需求在下半年不会发生大的改变。适龄购房人群的自然增长，财富增长引致的购买力增长、城镇化催生的购房需求，这些都是决定近几年来中国房地产需求的最基本的因素。显然，关于这些决定因素的各种论述已经非常充分，而且结论非常一致，这些决定因素在 2011 年并没有发生根本变化，2011 年下半年更不会发生大的变化。在中期策略里，我们对楼市中与以往一样的地方不加过多论述。

（2）2011 年下半年与以往不一样的地方

2011 年楼市与以往市场最大的不同在于购房主体的不同。由于严格的限购政策基本上把投资和投机等需求清扫出了市场，首次置业与改善性需求成为刚性需求的绝对主体。投资与投机需求一般具有一次性付款的购买实力，对贷款等金融限制政策不敏感，而普通刚性需求的主体一般是普通工薪阶层，不具有支付的一次性购买能力，对房贷的依赖性很大，并且对贷款利率高度敏感。2011 年楼市的这一最大不同点和特性决定了**房贷政策是决定**

下半年楼市成交量的最关键因素。

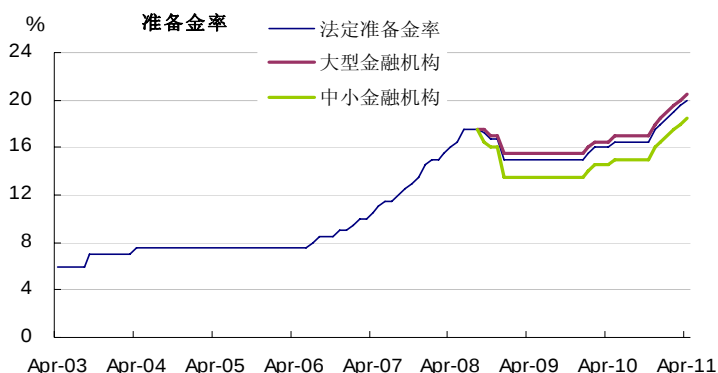
——下半年银行房贷能力有限

房贷取决于政策规定与银行贷款能力与意愿两个关键因素。根据前部分对政策的论述，我们认为，在宏观经济不出现超预期下滑的关键假设下，政策放开房贷政策可能性很小，相反，房贷政策进一步收紧的空间反而很大。银行贷款能力与意愿是决定下半年各个银行各自贷款政策的另一关键因素。

银行法定存准率不断提高将进一步削弱银行对房贷的支持能力。目前银行法定存准率已经达到创记录的 21%，而且，我们预期年内法定存准率还有可能提高 1 到 2 次，法定存准率有可能会达到 22%。法定存准率将进一步降低银行体系的信贷创造能力，银行体系的流动性进一步收紧，由此导致银行对房贷进一步收紧。

银行贷存比高企制约房贷增加空间。银行的存贷比是制约银行房贷的重要指标，该比例越高，银行进一步放开的空间越小。目前，国内商业银行的存贷比处于历史的较高位置，2011 年 3 月贷存比（不含票据）已经达到 66.8%，处于近 6 年的历史高位，部分银行贷存比超过 70%，逼近 75% 的极限值，进一步提高贷存比的空间有限，由此导致房贷进一步增长的空间受限。

图 29：银行法定存款准备金率走势图



资料来源：中原证券，央行网站

图 30：银行贷存比走势图

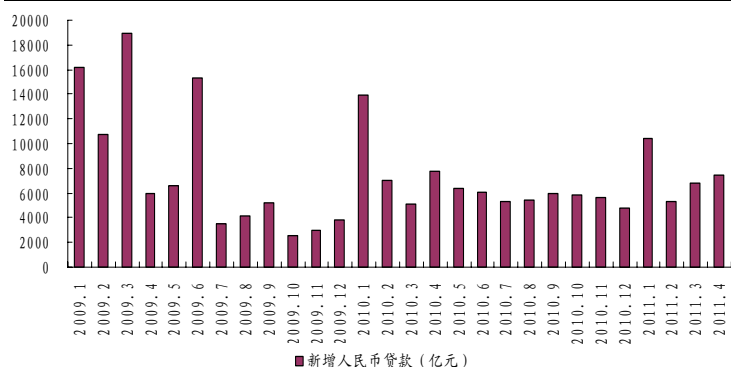


资料来源：中原证券，央行网站

银行的房贷季节规律决定下半年房贷更加有限。银行放贷高峰期一般在年初，下半年房贷增速较低，各银行的房贷额度将会进一步收紧。近期，媒体不停报道出浙江等地银行因为银行额度紧张而将首套房首付提高 4 成，虽然目前这些还只是个别现象，但是我们认为，这种现象将会在下半年越来越普遍，将可能会有越来越多银行在各自具体的房贷业务中收紧。不需要银监会的统一政策规定，各银行根据各自实际情况收紧房贷将是下半年

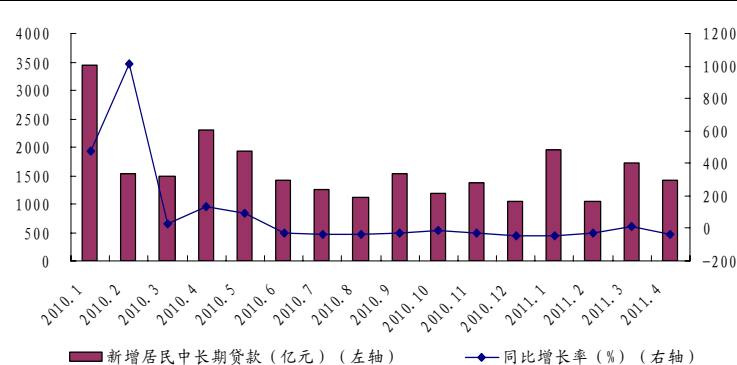
房贷收紧的最主要的表现形式。

图 31: 累计新增人民币贷款图



资料来源: 中原证券, 国家统计局

图 32: 累计新增居民中长期贷款图

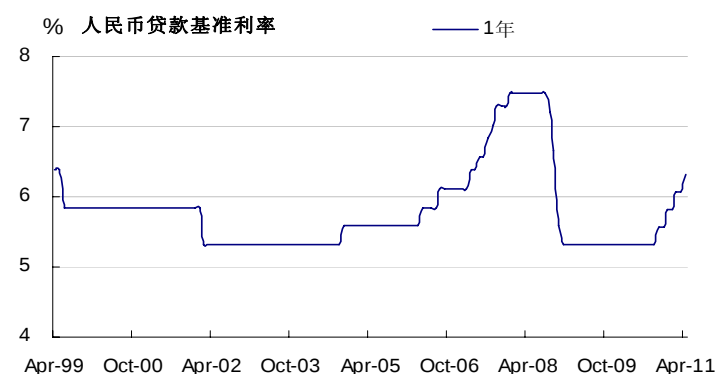


资料来源: 中原证券, 国家统计局

——加息对购房需求影响大

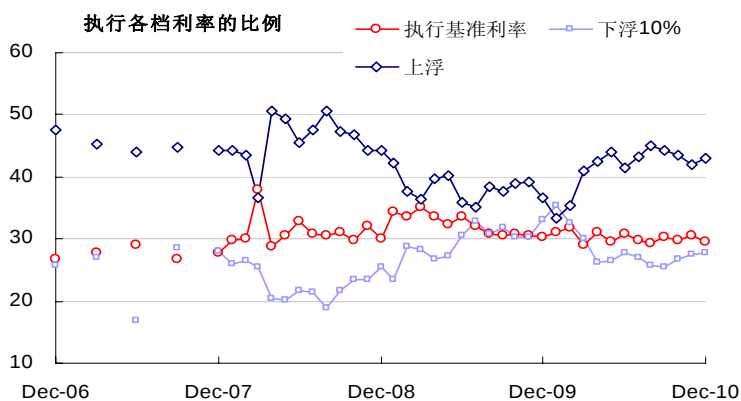
由于高通胀压力一直存在, 我国已经进入了加息周期已经取得了市场共识。自 2010 年后金融危机时代首次加息以来, 央行已经加息 4 次, 累计加息 100 个基点。市场的一致预期及我们的预期是年内央行可能加息 2 次, 累计加息 50 个基点。

图 33: 人民币贷款基准利率走势图



资料来源: 中原证券, 央行网站

图 34: 人民贷款各档利率走势图



资料来源: 中原证券

如前所述, 下半年购房需求主体对利息具有高度敏感性, 加息对楼市具有购房成本增加效应、楼市金融属性减弱效应等效应。

购房成本增加效应。对于有贷款的购房者而言, 加息会切切实实地增加每月还贷成本。假设购房贷款 100 万, 采取等额本息还款方式, 还款期限为

20 年（240 个月）。我们以本轮加息前（2008 年 12 月 23 日）基准利率为比较基准考察加息对购房者成本增加程度。如表 2 所示，还款总额经过 4 次加息（累计 100 个基点）后总额增加 12 万元，增加幅度超过 7%，月均还款额增加 504 元，增加幅度超过 7%。

表 2：银行贷款利率对购房者负担增加敏感分析表

	还款利率	还款总额	月均还款	还款总额增加			月均还款额增加		
				累计增加额	累计增加幅度	单次加息增加额	单次加息月均增加额	累计还款增加额	累计增加幅度
11 年 4 月 5 日基准利率	6.80%	183.20	7633	12.09	7.06%	2.85	119	504	7.07%
11 年 2 月 2 日基准利率	6.60%	180.35	7514	9.24	5.40%	2.83	117	385	5.40%
10 年 12 月 26 日基准利率	6.40%	177.53	7397	6.41	3.75%	3.64	152	268	3.76%
10 年 10 月 20 日基准利率	6.14%	173.89	7245	2.77	1.62%	2.77	116	116	1.63%
08 年 12 月 23 日基准利率(比较基准)	5.94%	171.11	7129						

资料来源：中原证券

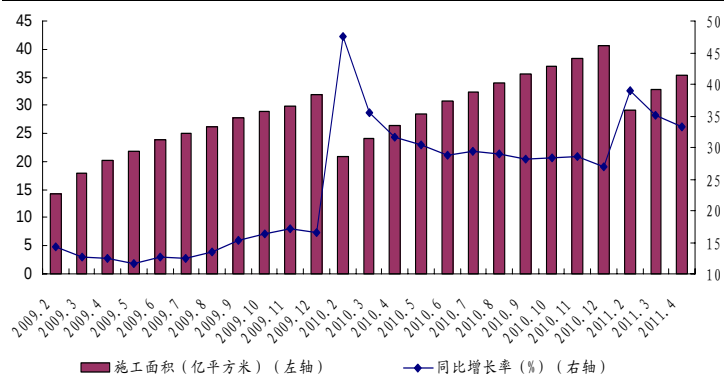
楼市金融属性减弱效益。我国楼市具有消费品和金融产品双重属性，其金融属性与利率成反比，在低利率和通胀的条件下，其金融属性强，随着利率的增加，投资和投机楼市的会计成本和机会成本增加，其金融属性减弱，减少楼市的成交量。

3.2 供给量：原始供给增加和有效供给减少下的库存增加

过去一年施工面积和新开工面积高增速决定下半年供给大增。2010 年全国

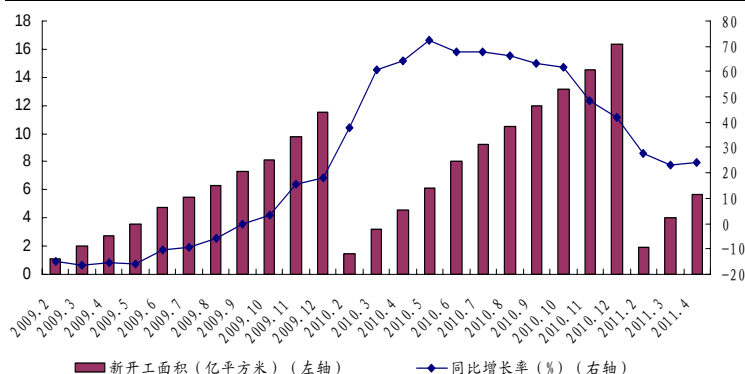
商品房累计新开工面积为 6.38 亿平方米，同比增速高达 42%；全国累计施工面积达到 40.55 亿平方米，同比增速也达到 27%。根据建设周期，这些新开工面积和施工面积下半年将会陆续入市，大规模的新开工及施工面积决定了下半年新增供给规模巨大。

图 35：全国近 3 年商品房累计施工面积及增速图



资料来源：中原证券，国家统计局

图 36：全国近 3 年商品房累计新开工面积及增速图

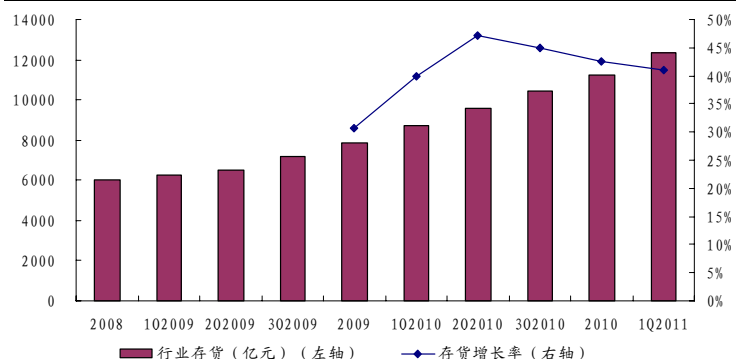


资料来源：中原证券，国家统计局

有效供给将减少，库存将大幅增加。在过去新开工面积与施工面积决定的供给（我们称之为原始供给）大量增加的同时，市场有效供给却并不会同步增加，市场有效供给规模及增速将小于原始供给。原因在于：（1）由于市场销售放缓，在房价下降的情况下，开发商推盘意愿减退，部分库存压力不大的开发商将会采取捂盘的销售策略。（2）由于各城市都有房价调控目标，主管部门担心新楼盘拉高楼市平均价格，有意放慢新楼盘预售证的发放，这一点在我们的草根实地调研得到支持。

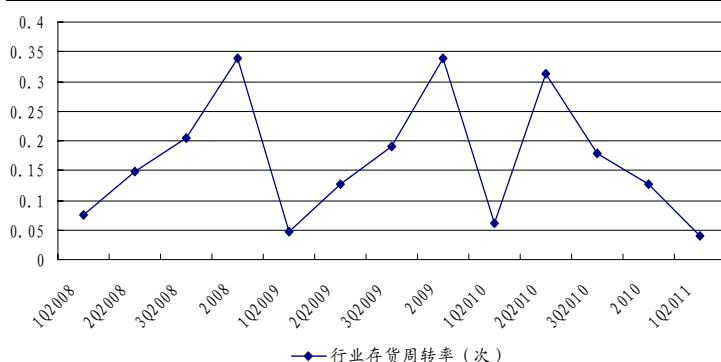
原始供给的增加与有效供给的减少的直接后果是导致开发商库存的增加。1 季度末，行业存货以 41% 的增长速度达到创纪录的 1.23 万亿，是金融危机 2008 年存货的 2 倍。行业存货周转率为 0.0393，这一缓慢的周转率甚至低于金融危机年代周转率，连续 3 个季度快速下降。截至 4 月底，北京、上海、杭州、重庆等城市的可售房源大量增加，去化周期拉长。

图 37: 房地产行业存货及增速图



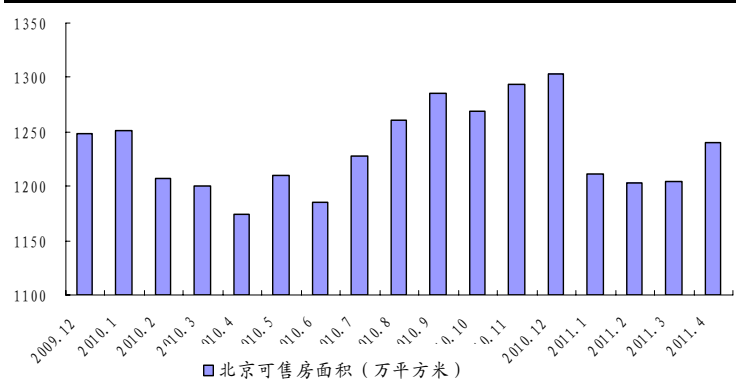
资料来源: 中原证券, Wind

图 38: 房地产行业存货周转率走势图



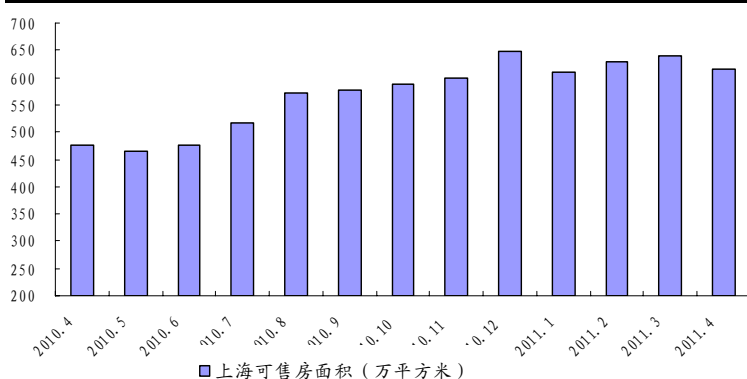
资料来源: 中原证券, Wind

图 39: 北京可售商品房面积



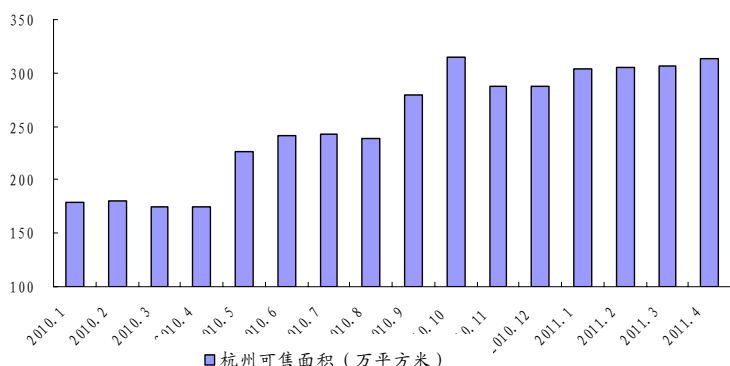
资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 40: 上海可售商品房面积



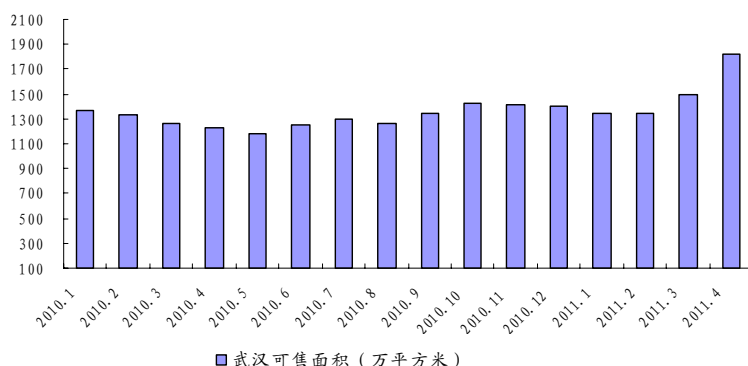
资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 41: 杭州可售商品房面积



资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 42: 武汉可售商品房面积



资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

保障房供给规模巨大。按照中央对保障房建设的硬性规定, 我们保守地假设今年保障房竣工面积 400-450 万套, 则竣工面积将达到 2.4-2.7 亿平方米, 这一规模约占 2010 年销售面积的 30%。

3.3 房价: 难以言状的糊涂账

房价历来是房地产行业及政策的核心问题, 2011 年房价核心地位将会更加凸显。调控政策目前处于最关键时刻, 唯有房价下跌才有可能看见政策松动的希望, 成交量已经出现了下滑, “量缩” 能否传导到 “价跌”, 今年下半年也至关重要。

但对于房价的判断与预测却历来是最困难和最不可信的事情。从房价历史来看, 房价无论是在调控时期还是正常时期都处于上涨之中, 即使出现诸如金融危机这样严重的特殊原因出现下跌, 房价的下跌也是短暂的, 房价每次 “假摔” 之后依旧是 “一路绝尘”。很显然, 如果以历史的方法预测未来房价, 房价上涨的预测很显然要比房价下跌的预测更加安全和正确, 对房价作出下跌的判断是极其困难的, 也需要极大的勇气。

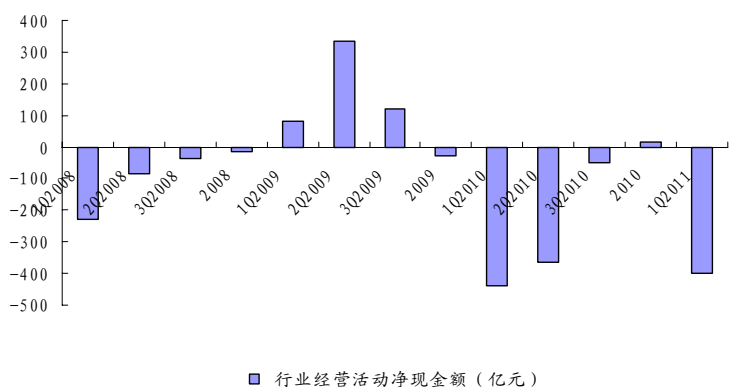
我国房价数据没有统一性和权威性。由于各种原因, 我国统计体系关于房价的数据本身很混乱, 并没有一个关于房价的报道全国性权威的统计数据, 由于统计标的不同, 媒体上关于房价的经常出现矛盾。另外, 我国的房价数据又分为统计意义上的房价和实际意义上的房价, 出于某种不可名状的目的和原因, 统计意义上的房价也经常与实际意义 (实际生活感受的房价) 相背离, 因此, 关于房价的数据本身就缺乏可信性。

根据前面的分析, 下半年决定房价的最关键因素包括政策因素、成交量 (供需因素) 和行业资金压力等因素。通过我们前面的分析, 房地产调控政策下半年难以放松, 成交量在需求和有效供给都萎缩的情况下减少的风险增

大，而行业日益增加的库存和恶化的资金链状况将会使得房企主动降价。

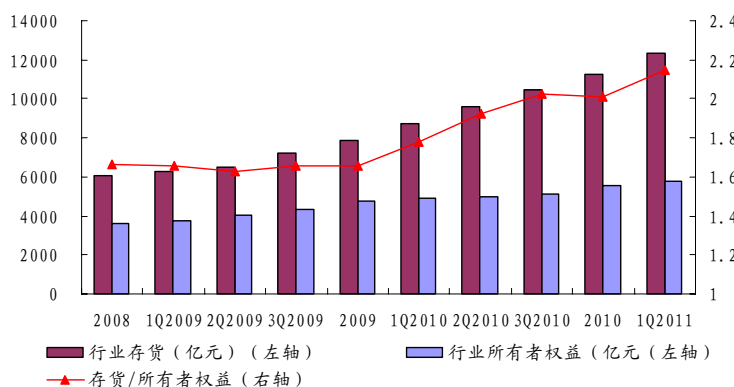
房价是政策的调控的终极目标，但是房价下跌却又是各方不能承受之重。由于房价是各方利益的核心，其下跌将会引起各主要经济变量一系列连锁反应，最终将会对金融安全和 GDP 增长产生重要影响，其下跌的难度可想而知。

图 43: 房地产行业经营活动净现金流



资料来源：中原证券，Wind

图 44: 房地产行业存货与所有者权益对比图

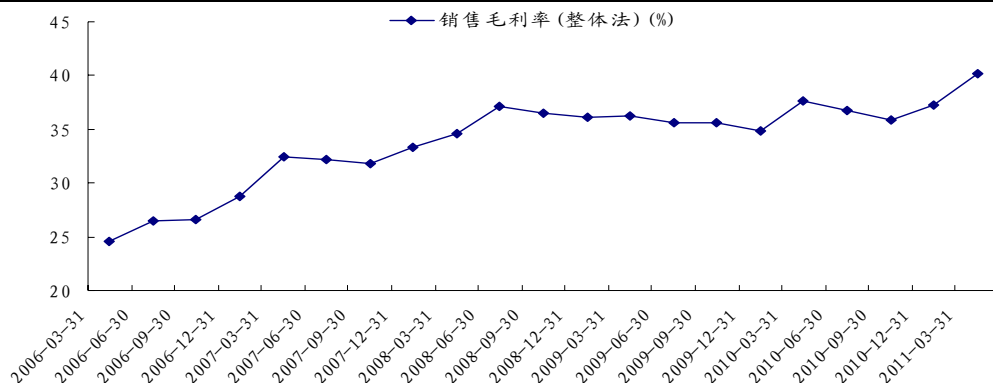


资料来源：中原证券，Wind

3.4 行业业绩影响分析：高成长与高毛利

毛利率将维持在 35% 以上高位。虽经历 2008 年那样的历史罕见经济危机冲击，也不断经历严厉的政策调控，更是经历了土地市场的疯狂，但是房地产行业毛利自 2008 年第 1 季度来稳定维持在 35% 以上高位，2011 年 1 季度行业毛利率更是达到了 40.14% 的历史高点。由于 2011 年房地产企业的结算资源大多来自 2010 年的已售未结算资源，2010 年的销售价格处于不断上涨之中，土地成本也较低，因此，今年下半年房地产行业的毛利率依旧会维持在 35% 以上的高位。

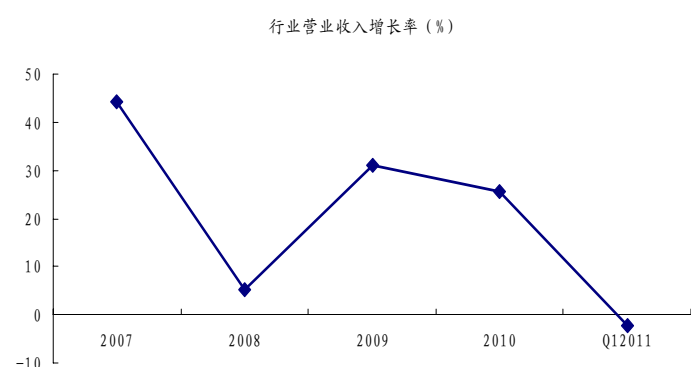
图 45: 房地产行业近几年季度毛利率走势图



资料来源: 中原证券, Wind

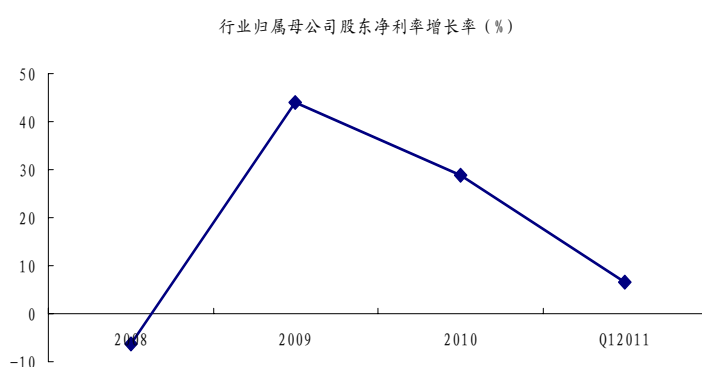
业绩增速将维持在 25%左右。房地产行业业绩增速在过去四年除了 2008 年（增速为 5.32%）外，平均增速为 33%，高增长是行业过去典型特征。今年第 1 季度行业业绩增幅仅为-2.3%，但由于房地产行业业绩结算的季度之间极不均匀，第 1 季度的业绩增速对全年不具有参考意义，1 季度预售账款是业绩增速最主要的保障性指标。行业业绩保障系数（1 季度预售账款/2010 年营业收入）高达 100%，这意味着 2011 年业绩增长有了充分的保障。由于 2011 年销售增速将可能比 2010 年低，结算具有一定的主观性，根据过去结算的规律，我们认为 2011 年行业增速在 22%-28%。

图 46: 房地产行业营业收入增长率图



资料来源: 中原证券, Wind

图 47: 房地产行业归属母公司股东净利润增长率图



资料来源: 中原证券, Wind

表 3: 主要地产公司近几年营业收入与预售账款列表 (单位: 亿元)

	营业总收入	预收账款	存货	1 季度预售账
--	-------	------	----	---------

	2009	2010	2009	2010	1Q2011	2010	1Q2011	款/2010 年营业收入
万科 A	488.81	507.14	317.35	744.05	929.41	1333.33	1508.52	183.27%
保利地产	229.87	358.94	298.30	515.44	619.93	1098.98	1270.61	172.71%
金地集团	120.98	195.93	123.60	188.70	223.61	454.56	522.45	114.13%
滨江集团	28.34	62.18	71.60	124.44	141.09	133.41	172.96	226.91%
招商地产	101.38	137.82	94.98	112.69	128.55	386.99	407.79	93.27%
金融街	62.31	81.10	28.11	89.58	122.55	284.52	298.11	151.10%
首开股份	51.94	77.65	52.27	74.52	97.09	250.65	286.24	125.02%
中南建设	56.84	91.38	51.02	68.99	75.88	118.58	135.26	83.04%
荣盛发展	32.89	65.27	39.03	70.60	74.92	132.58	144.34	114.77%
北京城建	34.38	46.46	31.40	49.61	56.16	115.01	114.59	120.87%
华发股份	40.07	58.75	40.95	54.40	51.41	140.95	139.62	87.50%
冠城大通	43.93	84.23	42.45	38.71	38.86	59.20	61.97	46.14%
苏宁环球	27.93	34.73	29.36	37.18	38.85	129.79	132.68	111.83%
鲁商置业	25.00	30.18	18.66	33.74	37.05	68.73	77.83	122.75%
万通地产	24.64	35.68	22.22	32.63	35.90	60.00	64.72	100.61%
华远地产	11.60	17.79	13.64	26.51	28.27	54.28	65.00	158.93%
新湖中宝	63.79	81.40	32.59	22.76	28.21	135.16	162.80	34.66%
中华企业	41.23	30.30	13.60	27.04	26.48	154.08	165.39	87.38%
格力地产	5.13	11.57	4.20	13.34	17.15	64.60	64.87	148.18%
福星股份	40.97	56.26	9.42	12.51	16.45	67.43	70.91	29.24%
凤凰股份	11.34	11.10	8.67	8.84	12.71	41.40	43.09	114.50%
栖霞建设	22.02	31.41	20.55	10.69	12.16	57.86	58.74	38.70%
亿城股份	34.22	30.74	18.63	11.28	11.43	64.38	71.16	37.18%
深振业 A	18.49	23.39	3.43	8.42	11.26	58.77	60.67	48.13%
华业地产	12.10	22.49	13.29	9.70	10.26	65.98	67.77	45.62%

资料来源：中原证券，Wind

4. 行业估值

4.1 房地产板块相对估值具有较大优势

以 2011 年 5 月 20 日的收盘价计算市盈率、市净率等估值指标。通过与其他板块市盈率、市净率及 PEG 等相对估值指标比较，我们可以得出如下结论：**无论静态市盈率还是动态市盈率，房地产板块相对估值具有较大优势，如果考虑到房地产板块 2011 年确定性的增长，房地产板块估值优势更大。**

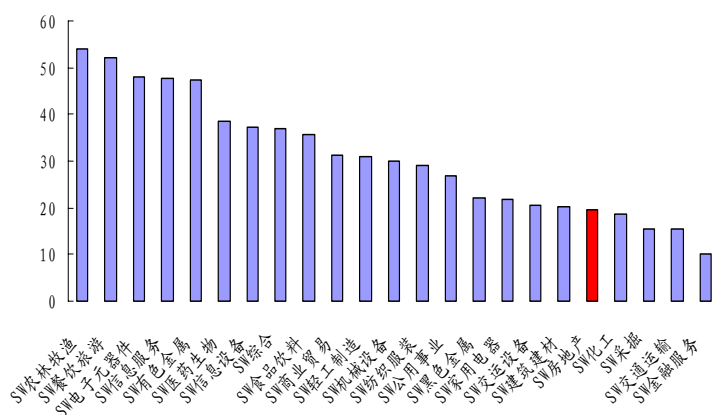
TTM 静态市盈率。房地产板块 TTM 静态市盈率为 19.60 倍，在申万分类所有 23 个板块中仅处于第 19 位。

预测市盈率（整体法）。房地产板块预测动态市盈率仅为 12.80 倍，在中万分类所有 23 个板块中处于第 22 位，仅略高于金融板块。

市净率。国内 A 股 2011 年 1 季度匹配计算的市净率为 2.22 倍，房地产板块市净率为 2.63 倍，略高于 A 股平均市净率估值水平，处于所有板块的第 17 位。

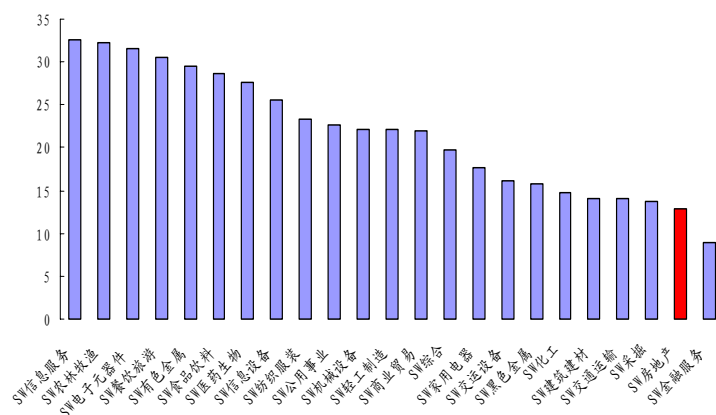
PEG。国内 A 股的 PEG 为 0.96，房地产板块 PEG 仅为 0.39，是所有板块中最低的。

图 48：房地产与其他板块 TTM 静态市盈率比较



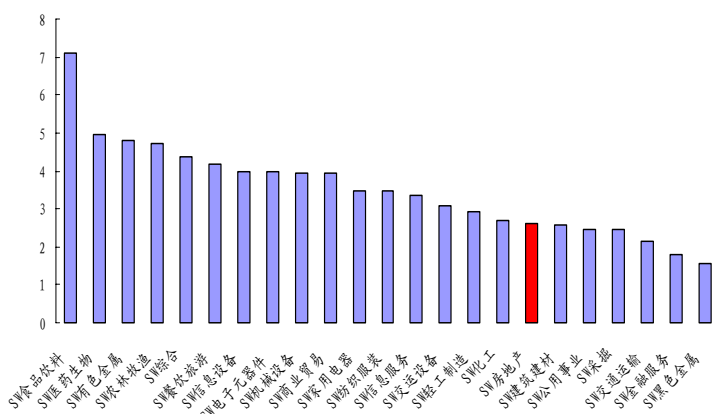
资料来源：中原证券，Wind

图 49：房地产与其他板块预测动态市盈率比较



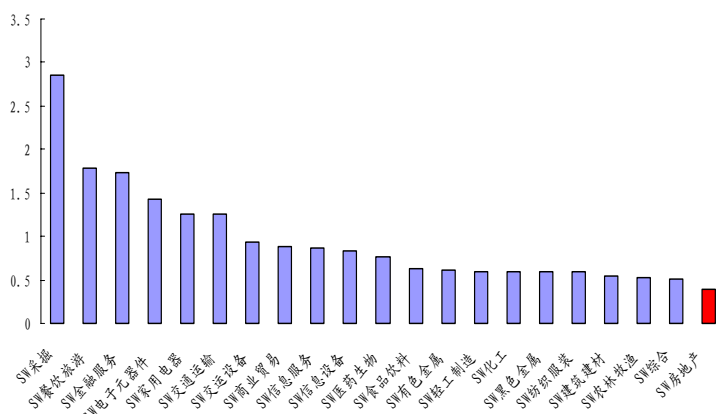
资料来源：中原证券，Wind

图 50：房地产与其他板块市净率比较



资料来源：中原证券，Wind

图 51：房地产与其他板块 PEG 比较



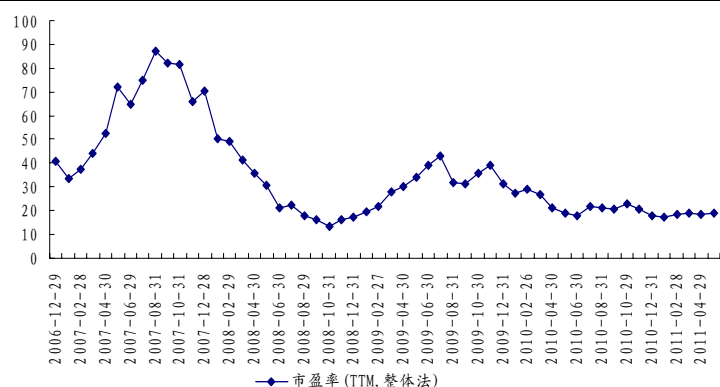
资料来源：中原证券，Wind

4.2 房地产行业历史估值接近最低

板块市盈率。近4年，房地产板块 TTM 市盈率最高出现在 2007 年 12 月，TTM 市盈率高达 69 倍，最低出现 2008 年 10 月，TTM 市盈率仅为 15 倍，当前 TTM 市盈率为 19 倍，仅比历史上最糟糕的 2008 年高出一点。

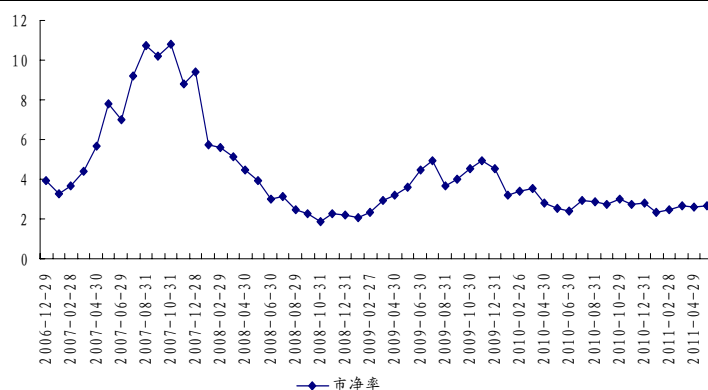
板块市净率。近4年，房地产板块市净率最高出现在 2007 年 12 月，市净率达到 9.56 倍，最低为 2008 年 10 月的 2.03 倍，当前 TTM 市净率为 2.64 倍。

图 52: 房地产板块 TTM 静态市盈率近 4 年走势图



资料来源：中原证券，Wind

图 53: 房地产板块静态市净率近 4 年走势图



资料来源：中原证券，Wind

表 4: 重点公司估值(单位: 元、倍)

		每股收益				每股净资产 产 1Q11	收盘价	市盈率				市净率
		2009A	2010A	2011E	2012E			2009A	2010A	2011E	2012E	
行业龙头	万科 A	0.48	0.66	0.86	1.10	4.14	8.24	17.17	12.48	9.58	7.49	1.99
	保利地产	1.06	1.08	1.40	1.72	4.95	10.08	9.51	9.33	7.20	5.86	2.04
	招商地产	0.96	1.17	1.60	1.96	10.93	18.17	18.98	15.51	11.36	9.27	1.66
	金地集团	0.78	0.60	0.81	1.02	4.00	6.22	7.97	10.37	7.68	6.10	1.56
	平均	0.82	0.88	1.17	1.45	6.00	10.68	13.41	11.92	9.15	7.36	1.81
区域龙头	北京城建	1.15	1.35	1.39	1.66	6.03	14.21	12.36	10.52	10.20	8.58	2.36
	华业地产	0.18	0.45	0.85	1.19	3.71	9.61	52.98	21.22	11.31	8.08	2.59
	万通地产	0.27	0.34	0.49	0.66	2.45	5.57	20.57	16.39	11.44	8.48	2.27
	首开股份	0.95	1.17	1.19	1.60	9.22	12.37	13.01	10.58	10.39	7.71	1.34
	苏宁环球	0.42	0.45	0.91	1.31	2.21	8.82	21.00	19.60	9.69	6.73	3.99
	凤凰股份	0.69	0.25	0.47	0.64	1.88	7.36	10.67	29.44	15.71	11.49	3.91
	栖霞建设	0.21	0.27	0.36	0.47	3.43	5.22	24.56	19.28	14.43	11.08	1.52
	新潮中宝	0.34	0.31	0.45	0.61	1.70	5.89	17.32	19.00	13.23	9.71	3.47

	滨江集团	0.48	0.71	1.04	1.38	3.33	11.80	24.58	16.62	11.35	8.55	3.54
	深振业 A	0.64	0.63	0.79	1.08	3.29	7.96	12.37	12.58	10.05	7.40	2.42
	华发股份	0.83	0.92	1.12	1.53	6.97	10.78	12.99	11.72	9.63	7.06	1.55
	格力地产	0.67	0.25	0.66	0.60	3.39	8.01	12.01	32.04	12.16	13.42	2.36
	荣盛发展	0.73	0.71	0.81	1.10	3.45	12.73	17.44	17.93	15.72	11.57	3.69
	平均	0.56	0.58	0.78	1.02	3.75	9.17	19.80	18.85	12.50	9.69	2.92
土地 开发	中天城投	0.81	0.61	1.31	1.82	2.00	14.80	18.35	24.37	11.34	8.15	7.40
	云南城投	0.36	0.52	2.37	3.35	5.12	15.79	44.13	30.39	6.66	4.72	3.08
	平均	0.58	0.56	1.84	2.58	3.56	15.30	31.24	27.38	9.00	6.43	5.24
地 产 + X	大连友谊	0.76	1.05	1.25	1.80	4.83	13.48	17.74	12.87	10.78	7.49	2.79
	昆百大 A	0.22	0.27	0.42	0.65	2.89	14.78	68.17	54.74	35.12	22.61	5.11
	福星股份	0.48	0.71	0.97	1.28	7.32	11.58	24.13	16.31	11.94	9.05	1.58
	中南建设	0.89	0.63	0.91	1.22	4.12	11.70	13.15	18.57	12.86	9.59	2.84
	华侨城 A	0.55	0.98	0.69	0.89	4.28	7.92	14.37	8.10	11.55	8.92	1.85
	冠城大通	0.46	0.70	1.10	1.37	3.28	9.45	20.54	13.50	8.63	6.87	2.88
	中国宝安	0.23	0.30	0.64	0.83	2.40	17.65	76.74	58.83	27.53	21.36	7.35
	平均	0.51	0.66	0.85	1.15	4.16	12.37	33.55	26.13	16.91	12.27	3.49
商 业 地 产	陆家嘴	0.61	0.64	0.71	0.80	5.56	15.59	25.72	24.43	21.92	19.47	2.80
	金融街	0.55	0.59	0.76	0.99	5.81	7.36	13.38	12.47	9.68	7.43	1.27
	世茂股份	0.18	0.75	1.05	1.39	7.20	14.20	78.89	18.93	13.52	10.22	1.97
	鲁商置业	0.44	0.44	0.85	1.16	1.10	7.92	18.00	17.96	9.34	6.81	7.23
	平均	0.44	0.60	0.84	1.09	4.92	11.27	34.00	18.45	13.62	10.98	3.32
工 业 园 区	张江高科	0.22	0.27	0.42	0.65	2.89	14.78	68.17	54.74	35.12	22.61	5.11
	苏州高新	0.24	0.36	0.37	0.47	3.28	7.30	30.65	20.56	19.94	15.64	2.22
	海泰发展	0.15	0.28	0.32	0.67	5.01	10.10	67.33	36.07	31.23	15.01	2.02
	南京高科	0.22	0.27	0.30	0.36	2.26	11.25	51.63	41.10	37.13	31.25	4.98
	平均	0.21	0.29	0.35	0.54	3.36	10.86	54.45	38.12	30.85	21.13	3.58

数据来源：中原证券，Wind 注：收盘价为 2011 年 5 月 20 日

5. 2011 年下半年投资策略

5.1 低估值反应了行业基本面的恶化

综合上述我们对房地产行业下半年的分析与预测，我们的判断较为悲观，众多悲观因素会同时出现，比如政策继续保持高压甚至进一步收紧、成交量下滑、房价出现小幅度调整等等，如果政策控制不当，行业出现拐点风险大增。由此我们认为，悲观的行业基本面决定了下半年行业难有趋势性机会。

与此同时，房地产板块估值近两年一直在历史低位徘徊，其间鲜有像样的反弹。尽管行业的调控政策一直存在，市场对于房地产行业周期性特点的

担忧也一直存在，但是不可否认的是，房地产行业销售自 2009 年来总体一直处于火爆状态，行业业绩也处于高速增长状态，行业毛利率基本稳定在超过 30% 的高位水平。这种鲜明的反差，只能说明估值已经充分反应了行业政策及行业周期性等消极因素。目前行业业绩高增长与高毛利率的基本因素短期内不会根本改变，其低估值给了行业投资安全边际。

市场情绪等外部冲击因素使得估值反弹难以持续。房地产行业这几年成为了人人喊打的过街老鼠，政策对房地产采取严厉打压态度，在政策手段上不遗余力，具有广泛影响力的媒体等对房地产的报道往往带有浓厚的偏激情绪，地产行业无论好坏都会成为媒体口诛笔伐的对象，媒体每天铺天盖地的情绪化报道往往渲染与夸大了对市场的担忧与恐慌情绪。对于政策的猜疑与情绪化的报道使得房地产行业估值反弹往往难有连续性。

5.2 行业投资评级：同步大市

综合上面所论述，我们给予房地产行业“同步大市”的行业投资评级，建议对地产行业进行标配。

下半年的投资机会将来自以下几个方面：

（1）经济下滑速度（失业率上升）超预期。前面我们根据决定 GDP 的基本驱动力和基本逻辑，认为国内经济增速下半年出现超预期大幅下滑的风险较小，并以此作为我们对房地产行业判断的一个关键基本假设。但是，对 GDP 的判断是件艰难的事情，近两年国内经济增长季度波动较大，今年下半年影响 GDP 增速的冲击因素较多，比如目前出现的 7 年来最大的电荒，以高铁投资为代表的投资增速减速等都会给经济增长带来较大风险。GDP 增速的季度波动将会使得政策转向或者微调。如果 GDP 增长出现了超预期下滑，国内失业率上升，则紧缩货币政策松动将成为必然，并由此带来整体 A 股估值的反弹。

（2）通货膨胀稳定。当前国内货币政策的最大目标之一就是对抗不断恶化的通货膨胀。一旦国内通货膨胀压力出现缓解（比如美国开始紧缩性政策、国际大宗商品价格开始回落），则紧缩的货币政策可能会做出微调，从而带来整体 A 股估值的反弹机会。

（3）房价出现大幅下跌。根据我们前面的分析，国内房价出现下跌的可能性较大，一旦房价真实地出现下跌，尤其是出现较大幅度的下跌，社会各利益主体并没有做好准备。房价超出控制的下跌将会带来一系列严重的后果，房地产企业出现大范围倒闭危机，土地市场低迷导致土地财政破产，并进而影响 GDP 增长。一旦这些情况出现，中央和地方政策松动的可能性都将大增，2008 年已经演绎过这一幕。

（4）楼市出现量增价稳的局面。由于存货增加，资金链压力增大，房地产企业有可能会主动降价，采取以价换量的策略，楼市出现量增价稳的政策所希望看到的局面，则政策将会保持稳定甚至会局部放松，而企业业绩得到保证。

投资思路:

(1) 行业龙头公司依旧是首选。行业龙头公司无论在行业向好还是行业逆转时候, 由于其全国布局, 规模优势及资金优势等原因总是处于行业有利地位。下半年, 限购的杀伤力大, 而行业龙头公司由于全国布局, 有相当大部分可售资源处于非限购城市, 从而能部分规避限购政策风险。即使行业出现调整, 由于行业龙头公司更容易获得银行的金融支持, 因此, 行业调整反而是行业龙头公司外延式扩张的时机。行业龙头公司我们建议关注万科和保利地产。

(2) 房地产+X 公司。地产板块公司毛利率高, 业绩增长有保障, 但是其估值主要因为受到政策打压而难有机会。地产+X 公司可以利用 X 业务规避政策对估值的打压。我们建议关注福星股份、大连友谊和华侨城等。

(3) 二三线龙头公司。二三线甚至四线城市处于城镇化加速周期中, 且没有限购政策, 地方政府大多或明或暗地大力支持房地产业发展。上市房地产企业在地一般处于较强势的地位, 能从政策及市场中获益。我们建议关注荣盛发展、中南建设等。

(4) 保障房概念公司。保障房是国家政策重点保障与支持部分, 在下半年将进入实质性大规模实施阶段, 与保障房有关的企业也开始进入实质性受益阶段。我们建议关注北京城建、福星股份等。

(5) “新三板”概念公司。“新三板”市场原来特指中关村科技园区非上市股份有限公司进入代办股份系统进行转让试点, 目前这个概念范围有所扩大, 已经扩展到武汉, 上海, 西安等全国各高新科技园区, 挂牌公司数量在不断的增长中。我们建议关注苏州高新和张江高科。

6. 限售股解禁情况

表 5: 重点公司股份解禁时间表及解禁比例 (单位: 百万股、%)

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
荣盛发展	2012-9-7	2.08	定向增发机构配售股	0.13%	0.11%
中南建设	2012-7-6	852.04	定向增发机构配售股 股权分置限售股份	269.81%	72.96%
万科			全流通		
福星股份			全流通		
滨江集团			全流通		

数据来源: 中原证券, Wind

7. 行业风险提示

紧缩的货币政策风险。通货膨胀超过政府预期而引发严厉的紧缩政策。温和的通货膨胀有利于自己价格的上涨，但是如果通货膨胀超过政府设定的目标，政策势必会采取紧缩的货币和财政政策，而这既不利于楼市，也不利于股市的表现。

行业调控政策风险。2011 年的楼市依旧是个政策年，政策依据楼市做出判决，具有多变性和不可预测性，对于楼市的影响极大，地产政策的风险依然极大。

企业经营风险。房地产企业因为销售不畅而资金链紧张是地产政策年最大的经营风险。

8. 重点公司

万科（000002）：千亿之后的发展之道：有质量的增长

买入（维持）

估值区间：8-11 元

市场数据（2011 年 5 月 20 日）

收盘价（元）	8.24
一年内最高/最低（元）	10.09/7.64
沪深300 指数	3121.60
市净率（倍）	2.05
流通市值（亿元）	795.65

报告关键要素：

万科 A 在 2010 年取得了历史性辉煌成绩，在销售额突破千亿历史大关后，公司将更加追求增长的质量与效益，公司未来业绩有较好的保障，未来两年在保证有质量增长的同时业绩也将保持 25-30% 的增速。我们维持公司“买入”投资评级。

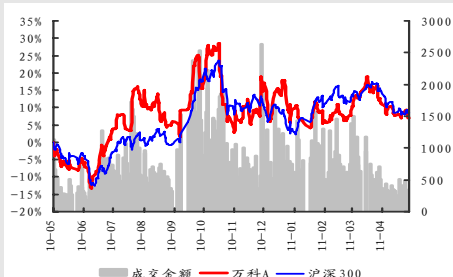
投资要点：

- 公司 2010 年销售历史性突破千亿，2011 年销售增速将会放缓。公司全年实现销售面积 897.7 万平方米，销售金额 1081.6 亿元，分别比

基础数据 (2010 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	4.02
每股经营现金流 (元)	0.20
毛利率 (%)	40.70
净资产收益率 (%)	16.47
资产负债率 (%)	74.69
总股本/流通股 (亿股)	109.95/96.56
B 股/H 股 (亿股)	13.14/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

中原证券研究所 20110314_点评-AA-万科 A (000002) 2010 年年报点评: 千亿之后的发展之道: 有质量的增长.....2011 年 3 月 9 日

中原证券研究所 20100309_点评-AA-万科 A (000002) 2009 年年报点评: 行业龙头全面发展.....2010 年 3 月 4 日

全年实现销售面积 897.7 万平方米, 销售金额 1081.6 亿元, 分别比 2009 年增长 35.3% 和 70.5%。公司销售额占全国商品房成交额的比例为 2.1%。公司 2011 年销售增速将会放缓, 一方面由于行业面临严厉调控压力, 销售压力大增; 另一方面, 公司在突破千亿之后, 在战略上有意放缓销售速度, 而将战略的重点放在提高增长效率上。

- **公司未来两年业绩有保障。**截至 2010 年末, 合并报表范围内已售未结面积 680 万平方米, 合同金额 820 亿元, 是 2010 年结算收入的 1.6 倍。上述待结算资源大部分将在 2011 年参与结算, 为公司 2011 年实现良好的收益水平提供了有力的支撑, 甚至为 2012 年业绩提供了部分保障。
- **公司土地储备充足。**截至 2010 年末, 公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积为 3640 万平方米, 基本可满足未来二至三年的开发需要。
- **千亿之后的发展之道。**2011 年公司拟采取的战略包括: 销售方面, 继续坚持“不囤地、不捂盘”的快速周转策略, 以“新开盘当月认购率 60% 以上”为销售指导原则, 综合运用多种手段积极促销, 加速回款, 在确保经营安全的同时, 推动业绩跑赢大市。
- **盈利预测。**我们预计公司 2011-2012 年营业收入分别 707.20 亿元和 917.95 亿元, 每股收益分别为 0.86 元、1.10 元, 5 月 20 日股价对应的市盈率分别为 9.58 倍和 7.49 倍。作为继续保持稳健增长的行业龙头, 其估值低估。我们维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示。**房地产调控政策风险。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	488.81	507.14	707.20	917.95
增长比率 (%)	19.25	3.75	39.45	29.80
净利润 (亿元)	53.30	72.83	94.32	121.02
增长比率 (%)	32.16	36.65	29.51	28.30
每股收益 (元)	0.48	0.66	0.86	1.10
市盈率 (倍)	17.46	12.70	9.58	7.49

荣盛发展 (002146): 继续专注在二三线城市跑马圈地

买入 (维持)

估值区间: 12-15 元

市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

报告关键要素:

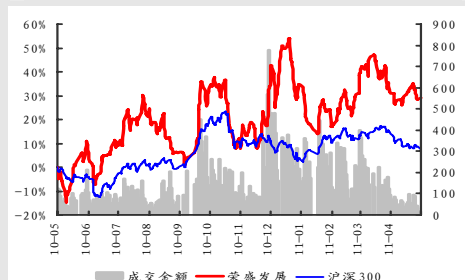
荣盛发展是专注于布局二三线城市, 以高周转、低成本高速扩张的典型地产公司。公司 2011 年业绩已经基本锁定, 我们也继续看好其未来

收盘价(元)	12.73
一年内最高/最低(元)	15.27/11.30
沪深300指数	3121.60
市净率(倍)	3.83
流通市值(亿元)	158.96

基础数据(2010年12月31日)

每股净资产(元)	3.32
每股经营现金流(元)	(1.35)
毛利率(%)	34.90
净资产收益率(%)	23.91
资产负债率(%)	74.98
总股本/流通股(亿股)	14.34
B股/H股(万股)	

个股相对沪深300指数走势



相关研究

中原证券研究所 20110332_点评-AA-荣盛发展(002146) 2010年年报点评: 继续专注在二三线城市跑马圈地... 2011年3月18日

中原证券研究所 20100348_点评-AA-荣盛发展(002146) 2009年年报点评: 特色鲜明、全国性房产公司雏形初现... 2010年3月19日

典型地产公司。公司2011年业绩已经基本锁定，我们也继续看好其未来成长。我们维持公司“增持”投资评级。

投资要点:

- **公司依旧在跑马圈地式快速扩张。**2010年，公司新取得土地建筑面积704万平米，新增项目平均楼面地价1,092元/平米。截至报告期末，公司土地储备建筑面积超过1,700万平米，可以满足公司未来三年开发需要。公司房地产开发业务已经伸展到15个城市，土地储备项目主要处于二三线城市。
- **2011年业绩保障性高。**报告期末公司还有132.18万平方米已销售资源未竣工结算，合同金额合计71.84亿元，占我们预测公司2011年收入的92%。上述待结算资源大部分将在2011年进行结算，为公司2011年经营业绩的实现提供了良好的保障。
- **公司继续高周转低成本式运营。**公司通过合理安排项目前期各项工作，快速实现开工，严格控制主要生产节点，缩短项目开发周期。另外公司一贯秉承“不囤地、不捂盘”的原则，快速去化，实现了较高的周转效率。此外，作为一家具有鲜明民营企业印记的公司，公司已经建立了有效的费用预算、跟踪、控制流程和标准，无论是管理费用还是销售费用的控制均非常得力。
- **盈利预测。**我们预计公司2011-2012年每股收益分别为0.94和1.22元，5月20日收盘价对应的市盈率分别为13.59倍和10.39倍，估值基本合理。我们维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示。**房地产调控政策风险；公司资金压力风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(亿元)	32.89	65.27	78.378	96.93
增长比率(%)	62.12	98.45	20.08	23.67
净利润(亿元)	6.10	10.21	13.43	17.56
增长比率(%)	64.43	67.56	31.49	30.75
每股收益(元)	0.73	0.71	0.94	1.22
市盈率(倍)	16.96	17.44	13.59	10.39

福星股份(000926): 城中村改造和多晶硅切割钢丝依旧值得期待

增持(维持)

估值区间: 12-15元

市场数据(2011年5月20日)

报告关键要素:

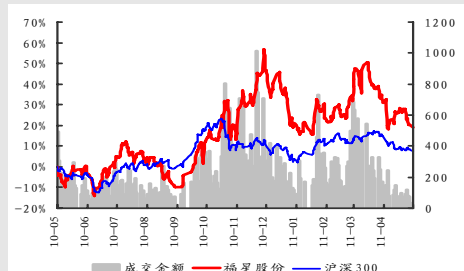
福星股份房地产与金属制品业务双轮驱动模式基本稳定，其房地产业务的城中村改造模式在武汉地区具有很强的竞争力，而金属制品业务将有

收盘价 (元)	11.58
一年内最高/最低 (元)	14.47/11.12
沪深300 指数	3121.60
市净率 (倍)	1.75
流通市值 (亿元)	60.72

基础数据 (2010 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	6.62
每股经营现金流 (元)	(3.00)
毛利率 (%)	26.21
净资产收益率 (%)	11.55
资产负债率 (%)	65.45
总股本/流通股 (亿股)	7.10/5.24
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

中原证券研究所 20110348_点评-AA-福星股份 (000926) 2010 年年报点评: 城中村改造和多晶硅切割钢丝仍然值得期待... 2011 年 3 月 28 日

务的城中村改造模式在武汉地区具有很强的竞争力，而金属制品业务将有望进入多晶硅切割钢丝的新能源领域，具有较大的发展前途。我们维持公司“增持”投资评级。

投资要点:

- **房地产业务稳步增长。**公司房地产业务全年实现签约销售面积 59.80 万平方米，比上年度增加 34.02%；实现签约销售收入 43.55 亿元，比上年度增加 57.30%。
- **金属制品业务利润贡献增加。**公司金属制品业 2010 年度实现营业收入 20.45 亿元，比上年度下降 1.58%；净利润 2.13 亿元，同比增长 500%，实现销售总量 275,845 吨，比上年度下降 13.07%。
- **土地储备充足。**公司拥有与控制的土地储备为 900 万平方米。其中已确权的项目建筑面积为 466 万平米，大多分布在武汉、咸宁、恩施、孝感等城市。
- **公司城中村改造发展模式和多晶硅切割钢丝业务依然值得期待。**公司处于武汉的土地储备大部分通过城中村改造模式取得，具有成本优势、政策支持等多方面的优势，已有土地储备除武汉外，其他都是发展迅速且没有限购的三四线城市，而且地产武汉的土地储备也因为城中村改造而获得政策支持，受益于保障性住房政策。新能源、节能环保等行业是国家“十二五”扶持的重点行业之一，太阳能光热首当其中，作为太阳能硅片厂易耗品的多晶硅切割钢丝的市场潜力巨大，这为公司进入切割钢丝领域提供了强大的市场支撑，公司多晶硅切割钢丝的潜力大。
- **盈利预测。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.97 和 1.28 元，5 月 50 日收盘价对应的市盈率分别为 11.93 倍和 9.05 倍。公司收益保障性住房与新能源支持政策，我们维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**房地产调控政策风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	40.97	56.26	72.12	92.18
增长比率 (%)	27.98	37.30	28.21	27.80
净利润 (亿元)	3.36	5.01	6.91	9.12
增长比率 (%)	1.82	48.88	38.01	31.89
每股收益 (元)	0.48	0.71	0.97	1.28
市盈率 (倍)	29.73	19.97	11.93	9.05

中南建设 (000961): 定位三四线城市“打包拿地”将是公司亮点

增持 (维持)

估值区间: 13-16 元

市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

报告关键要素:

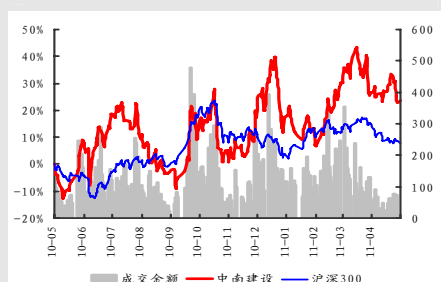
中南建设是一家专注于在三四线城市开发建设的地方性开发商，定位于三四线城市的历史和战略将在“限购年代”给公司带来销售的“政策红

收盘价 (元)	11.70
一年内最高/最低 (元)	13.66/10.18
沪深300 指数	3121.60
市净率 (倍)	2.96
流通市值 (亿元)	36.95

基础数据 (2010 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.95
每股经营现金流 (元)	(1.97)
毛利率 (%)	24.05
净资产收益率 (%)	17.46
资产负债率 (%)	78.15
总股本/流通股 (亿股)	11.68/3.16
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

中原证券 20110406 中南建设 2010 年报点评：定位于三四线城市“打包拿地”将是公司亮点……2011 年 4 月 6 日

于三四线城市的历史和战略将在“限购年代”给公司带来销售的“政策红利”，另外，公司兼备一级土地开发与建筑施工，在土地获取与成本控制方面具有一定优势。我们首次给予公司“增持”投资评级。

投资要点：

● **定位三四线城市将有助于公司“限购年代”销售。**2011 年，房地产计划新开工面积 150 万平方米，实现销售面积 100 万平方米，实现销售金额 70 亿元。尽管 2011 年整个行业将面临着较大的销售压力，但是，由于公司楼盘资源都处于非限购的三四线城市，城镇化带来的刚性需求正处于快速增长时期，限购等调控政策对这些城市的影响相对较小，公司一直以来深耕三四线城市将成为“限购时代”的重要竞争力之一。

● **建筑施工业务将平稳发展。**2010 年，建筑施工业务全年实现收入 66.60 亿元（内部关联交易抵消后 55.53 亿元），比上年增长 63.52%，净利润率 4.50%，比上年同期略有增长。我们认为，将 2011 年建筑施工业务划实现业务收入将有望实现 70 亿元，利润率保持过去水平。

● **“打包拿地”模式将继续在三四线城市实施。**2011 年，房地产新项目拓展继续执行“打包拿地为主、挂牌拍卖为辅”的策略。保证全年获取 4 个以上新项目，土地面积增加 4000 亩以上，其中通过打包拿地方式所获得项目占到 80%，城市综合体三分之一以上。

■ **盈利预测。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.91 和 1.20 元，5 月 20 日收盘价对应的市盈率分别为 12.19 倍和 9.75 倍，估值高于万科等龙头公司。我们首次给予公司“增持”投资评级。

■ **风险提示。**房地产调控政策风险；三四线城市销售下跌风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	56.84	91.38	113.32	134.42
增长比率 (%)	63.38%	60.75%	24.01%	18.62%
净利润 (亿元)	5.60	7.41	10.58	14.04
增长比率 (%)	1980.14	32.41	42.75	32.70
每股收益 (元)	0.89	0.63	0.91	1.20
市盈率 (倍)	15.28	21.59	12.19	9.75

滨江集团 (002244)：布局富裕长三角城市，业绩确定性增长

增持（维持）

估值区间：13-15 元

市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

报告关键要素：

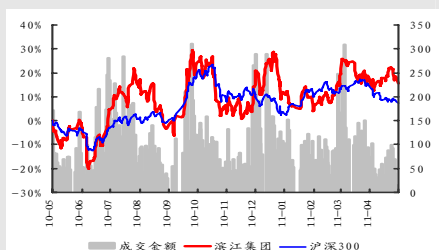
滨江集团布局富裕的长三角一线及三四线城市，公司资金实力雄厚，未来两年业绩保障性很高，同时估值处于历史底部。我们看好公司发展，

收盘价 (元)	11.80
一年内最高/最低 (元)	17.65/7.85
沪深300 指数	3121.60
市净率 (倍)	3.71
流通市值 (亿元)	34.62

基础数据 (2010 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.18
每股经营现金流 (元)	0.18
毛利率 (%)	44.83
净资产收益率 (%)	22.46
资产负债率 (%)	79.89
总股本/流通股 (亿股)	11.52/2.93
B 股/H 股 (万股)	3.18

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

未来两年业绩保障性很高，同时估值处于历史底部。我们看好公司发展，但是由于行业政策压制，我们维持公司“增持”投资评级。

投资要点:

- **公司重点布局杭州市场，品牌 + 品质保证高去化率以及高毛利。**公司是杭州本土民营房地产开发企业，目前 16 个在手项目中 12 个布局在杭州，2009 年杭州市场占有率 6.6%，市场地位仅次于绿城中国。公司主打产品为大户型高层，项目品质突出。精品大户型产品定位契合了杭州市场未来主流需求为改善性置业的发展方向，其品牌溢价也保证了公司近年来杭州地区项目一直保持高去化率及高毛利率。
- **公司土地储备充足，布局富裕城市。**截至 2010 年末，公司权益土地储备面积达到 138.37 万平方米，权益建筑面积 360.58 万平方米。公司已经成功走出杭州，开始布局富裕的长三角三、四线城市。
- **现金充裕，资金链安全。**公司目前手持现金 39.97 亿，而短期借款只有 2 亿元，一年内到期债务只有 5.27 亿元，短期偿债压力很小。报告期末公司的每股经营现金流量为 0.15 元，而行业大部分公司每股经营现金额都为负值。我们认为在行业资金紧张的 2011 年，公司充裕的资金将是度过行业难关，实现逆势发展的重要资本。
- **未来两年业绩保障性高。**报告期末，公司预收账款达到 124 亿元，是 2010 年营业收入的 2 倍，2011 年的业绩已经完全锁定，2012 年的业绩也已经大部分锁定。
- **盈利预测。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 1.04 元和 1.38 元，5 月 20 日收盘价对应的市盈率分别为 11.40 倍和 8.54 倍，相对于其确定性的增长，其估值低估。我们维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示。**宏观经济紧缩的系统性政策风险；土地增值税清算风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	18.23	62.18	74.52	92.41
增长比率 (%)	194.07	119.44	19.85	24.02
净利润 (亿元)	6.44	9.66	14.02	18.68
增长比率 (%)	50.23	50.11	44.84	33.49
每股收益 (元)	0.48	0.71	1.04	1.38
市盈率 (倍)	23.02	15.56	11.40	8.54

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。