

推荐 (维持)

等待房价的全面下降

2011年6月8日

房地产行业2011年中期投资策略

上证指数

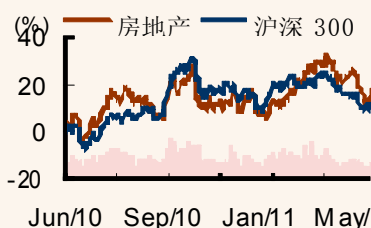
2750

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	146	7.6
总市值 (亿元)	9925	4.0
流通市值 (亿元)	7940	4.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.8	1.1	14.7
相对表现	-2.1	7.2	3.3



相关报告

1、《房地产行业 2010 年四季度投资策略——房价下降是一个大概率事件》2010/09/30

2、《房地产行业 2011 年度投资策略——在低估值中寻求高增长》2010/12/01

全球货币政策的逐步收紧、国内房地产调控政策及其执行的空前严厉都将导致房价的全面下降。而由于政府的换届影响，这些政策都不会松动。鉴于地产股估值很低，建议配置防御性能好的公司，我们推荐北京城建和金融街。

- **房价会不会降？**：房地产是一种资产，也受到货币政策周期的左右，全球货币政策的收紧导致房价的下跌，中国已经快速收紧，欧洲已于 4 月份加息，美元宽松即将结束而将步入加息；空前严厉的行业调控政策导致房价下跌。调控政策的执行力度和银行的态度决定了调控将产生实质性的效果；
- **政策会不会放？**：我们认为政府换届导致政策偏于稳健，中央政府不会放松房地产调控政策。地方政府虽不愿房价下降，但其也只能采取督促开工、少拍地、甚至鼓励购房的方式来应对房地产调控。但地方政府的这些做法对房价的影响力与中央政府的政策相比，不在一个数量级；
- **房地产投资和新开工面积的增速的下降要到 2012 年中期前后才能体现**：房地产投资和房地产投资及新开工目前主要集中在 2、3 线及其以下城市。我们预计这些地方房地产市场销量的萎缩和房价的下降将在明年年初出现。而房地产投资和新开工将略滞后于销售的变化 1-个季度；
- **维持房地产行业推荐投资评级**：不管是纵向比较还是横向比较，地产股估值都很低。因此，在全球货币政策陆续收紧的背景下，地产股票总体上具备较好的防御性能。考虑到房地产市场调整的深入，我们还是建议投资者关注地产股中防御性更好的品种，例如北京城建和金融街。这都是今年以来我们一直在推荐的品种。

重点公司主要财务指标

	股价	每股净资产	PB	RNAV	P/RNAV	11EPS	11PE	评级
金融街	7.1	5.81	1.2	18.2	0.39	0.84	8.5	强烈推荐—A
北京城建	13.9	6.03	2.3	18.7	0.74	1.42	10.6	强烈推荐—A
华业地产	9.7	3.71	2.6	14.1	0.69	0.70	10.7	强烈推荐—A
万科 A	8.1	4.14	2.0	10.6	0.76	0.91	9.2	强烈推荐—A
荣盛发展	9.0	2.65	3.4	8.3	1.09	0.74	13.3	审慎推荐—A
中国国贸	9.1	4.32	2.1	20.0	0.46	0.30	34.8	审慎推荐—A
首开股份	11.8	7.10	1.7	14.6	0.80	0.88	10.4	审慎推荐—A
金地集团	5.9	4.00	1.5	7.8	0.76	0.74	9.0	审慎推荐—A
福星股份	10.8	7.32	1.5	16.7	0.65	1.93	8.0	审慎推荐—A
苏宁环球	7.8	2.21	3.5	11.8	0.66	0.50	13.6	审慎推荐—A

资料来源：Wind 资讯，招商证券

贾祖国

010-57601862

jiazg@cmschina.com.cn

S1090511040045

正文目录

一、房价会不会下降？	3
1、货币政策的收紧导致房价的下跌	3
2、空前严厉的行业调控政策导致房价下跌	5
二、政策会不会放松？	6
1、中央政府不会放松房地产调控政策	6
2、如何看待地方政府想放松	6
三、房价下降的路径及影响	7
1、房价下跌的路径	7
2、房价下跌的影响	8
四、股票投资策略	9
1、股票估值处于底部	9
2、地产行业股票投资策略	9

图表目录

图 1：房地产周期与货币政策周期示意图	3
图 2：美国今年初以来通胀水平持续上升	4
图 3：20 世纪 70 年代初 OECD 国家房地产周期与名义政策利率	4
图 4：20 世纪 70 年代末 OECD 国家房地产周期与名义政策利率	4
图 5：20 世纪 90 年代初 OECD 国家房地产周期与名义政策利率	5
图 6：工业产出口与物价	6
图 7：北京住宅月度成交面积与可售面积	7
图 8：上海住宅月度成交面积与可售面积	7
图 9：广州住宅月度成交面积与可售面积	7
图 10：深圳商品房月度成交面积与可售面积	7
图 11：房地产投资——一二三线城市占比	8
图 12：房地产投资——一二三线城市增速	8
图 13：竣工面积——一二三线城市占比	8
图 14：竣工面积——一二三线城市增速	8
表 1：房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况	10

一、房价会不会下降？

房价下跌有两大因素：货币政策的收紧、空前严厉的行业调控政策及其执行力度。我们认为正是这两大因素主导了房价的下跌。

1、货币政策的收紧导致房价的下跌

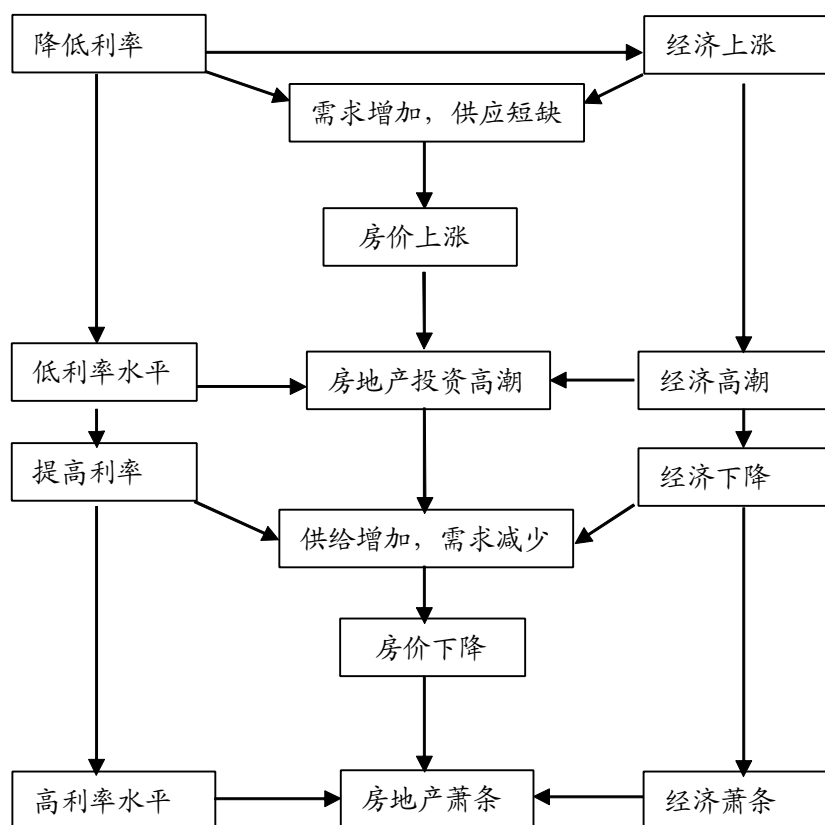
(1) 全球的货币政策陆续收紧

- 中国的货币政策在快速收紧。自 2010 年 10 月份以来，作为新兴市场经济的代表，中国已经连续加息和上调存款准备金率。民间利率总体不断攀升。招商证券宏观研究预计，2011 年还将继续上调存款准备金率，也有可能继续加息。
- 欧洲已于今年 4 月首次加息。
- 美国货币政策也将逐步收紧。美国的 QE2 到 6 月份就结束了，目前看来不会推出 QE3，市场普遍预测 2011 年底或 2012 年初美元开始加息。招商证券宏观研究认为：“当前全球通胀全球同治的背景下，美国货币政策将逐步退出宽松，带来美元的相对走强，未来美国联邦基金利率将可能步入上升通道。”见图 2。

(2) 货币政策的收紧将导致房价的下降

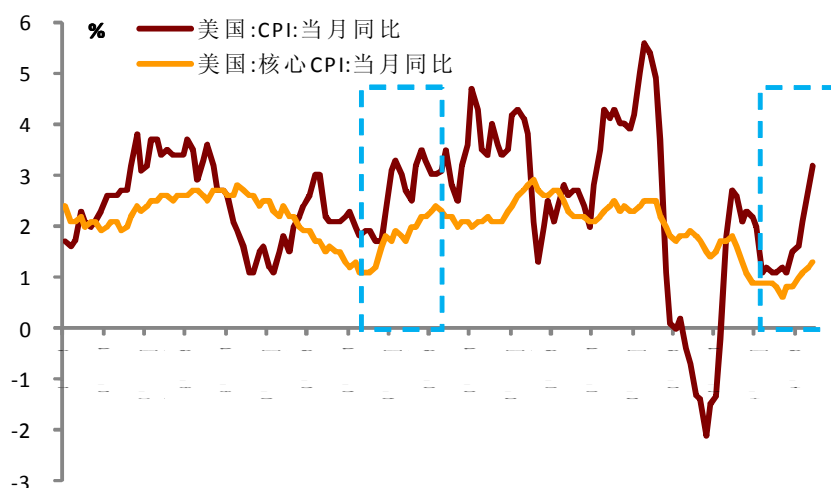
房地产是一种资产，也受到货币政策周期的左右。见图 1、图 3、图 4 和图 5。

图 1：房地产周期与货币政策周期示意图



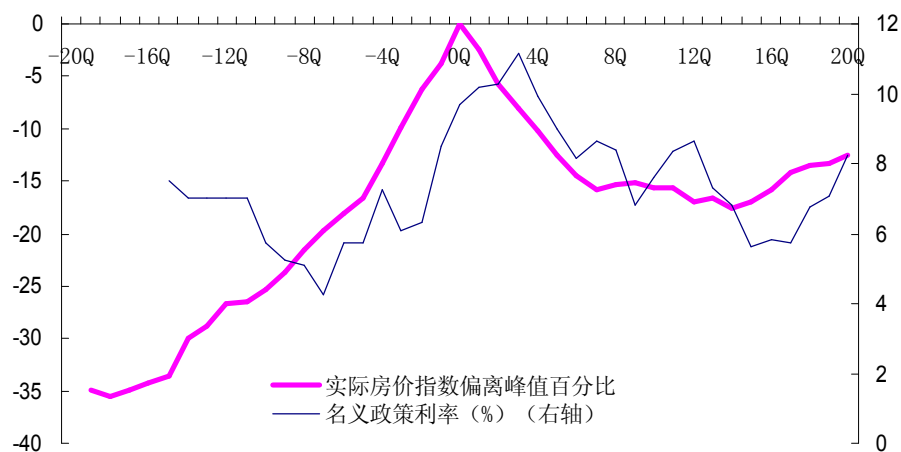
资料来源：招商证券研发中心

图 2：美国今年初以来通胀水平持续上升



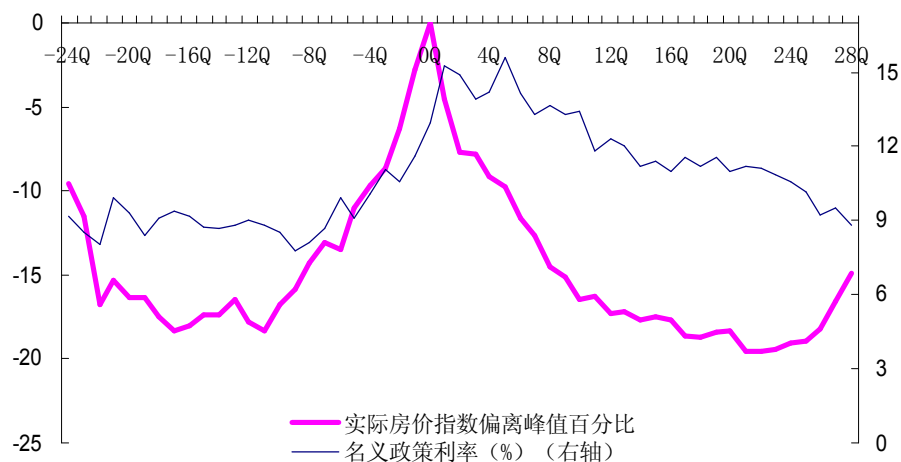
资料来源：wind，招商证券宏观经济研究

图 3：20世纪70年代初OECD国家房地产周期与名义政策利率



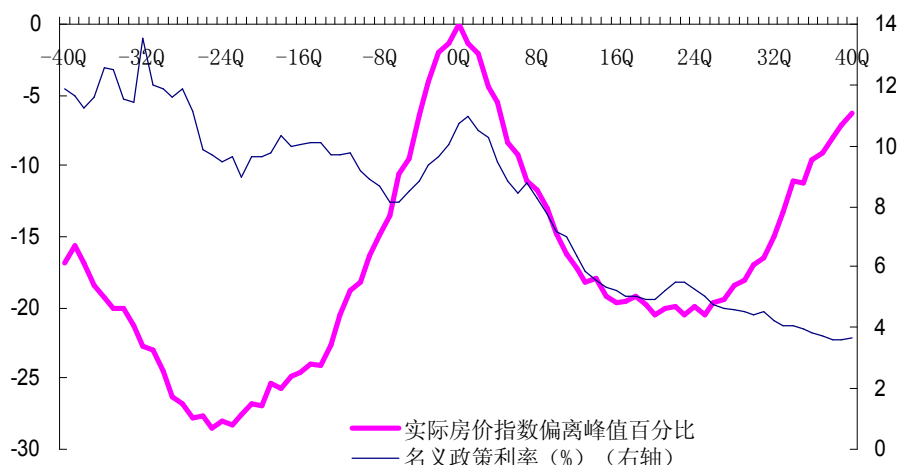
资料来源：CEIC，BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 4：20世纪70年代末OECD国家房地产周期与名义政策利率



资料来源：CEIC，BLOOMBERG，招商证券研发中心

图 5：20世纪90年代初OECD国家房地产周期与名义政策利率



资料来源：CEIC，BLOOMBERG，招商证券研发中心

2、空前严厉的行业调控政策导致房价下跌

自 2010 年 4 月份起，空前严厉的房地产调控政策出台，但出台后房价继续上涨。

目前很多人还有幻想，认为 2011 年还会像 2010 年一样。孰不知，这是**形似而非神似**，**此调控非彼调控**。

最大的区别在于：调控政策的执行力度和银行的态度。

（1）调控政策的执行力度

在 2010 年还可以通过伪造收入证明和社保证明的方式买房。这说明当时的调控政策没有得到有效的执行，结果是房价还在继续上涨。

目前，在风向标城市，如北京，基本上已经杜绝了通过伪造收入证明及社保证明买房的方式。

（2）银行的态度

在 2010 年银行对房地产抵押贷款的发放还是比较偏爱的，同时在房地产抵押贷款的发放中也尽量给予客户方便。但这次已经不同了：

- 对于客户资格和收入的严格审查；
- 二套房 6 成严格执行首付；
- 首套房 3 成首付，在部分地区已经达到 4 成首付；
- 首套房贷利率不但没有优惠，大部分都有所上浮。二套房贷利率 1.1 倍。

二、政策会不会放松？

1、中央政府不会放松房地产调控政策

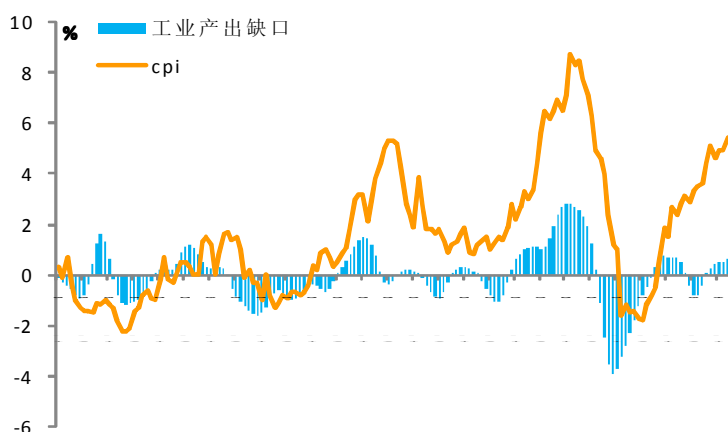
我们认为政府换届导致政策偏于稳健，中央政府不会放松房地产调控政策。

近年来历次政府换届与政策放松一览：

- 1998 年的连任：亚洲金融危机、98 年的洪水与政策放松；
- 2001 和 2002 年换届：股市的下跌、美国 NASDAQ 的崩盘及 9.11 与政策的稳健；
- 2004 年新一届政府的上台：03 年的 SARS 与政策放松；
- 2008 年的连任：美国次贷危机、国内股市的崩盘与政策的放松；
- 2013 年的换届：**2011 年和 2012 年的稳健 OR 放松？**

招商证券2011年度下半年宏观报告中提供了一幅工业产出缺口与物价关系的图。投资者从其中也可大致看出中央政府换届及连任对于经济政策的不同施行情况。

图 6：工业产出与物价



资料来源：wind，招商证券研发中心

2、如何看待地方政府想放松

毫无疑问，绝大多数地方政府都不愿进行房地产调控。都希望：

- 房地产投资保持高速增长；
- 土地招拍挂价格叠创新高。

但我们认为这只能是地方政府的一厢情愿。**影响房价的政策主要在于中央政府。**地方政府也只能采取督促开工、少拍地、甚至鼓励购房的方式来应对房地产调控。但地方政府的这些做法对房价的影响力与中央政府的政策相比，**不在一个数量级。**

三、房价下降的路径及影响

1、房价下跌的路径

我们认为房价下跌的路径如下：

- 重点调控城市缩量；
- 重点调控城市跌价；
- 2、3、4线城市缩量；
- 2、3、4线城市的更大幅度跌价。

目前重点城市已经缩量。

随着销售的缩量，库存的不断攀升，重点城市房价已经开始下降。

图 7：北京一手住宅月度成交面积与可售面积（万平方米） 图 8：上海一手住宅月度成交面积与可售面积（万平方米）

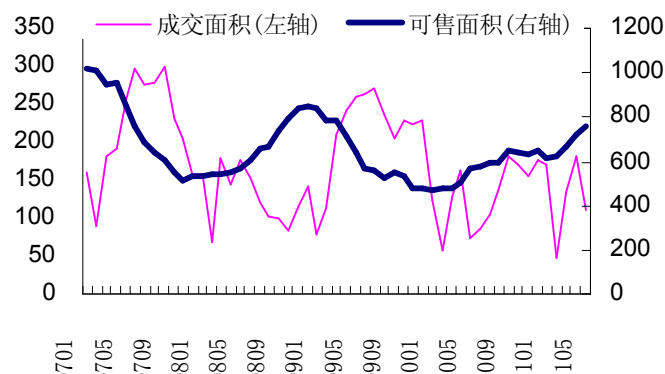
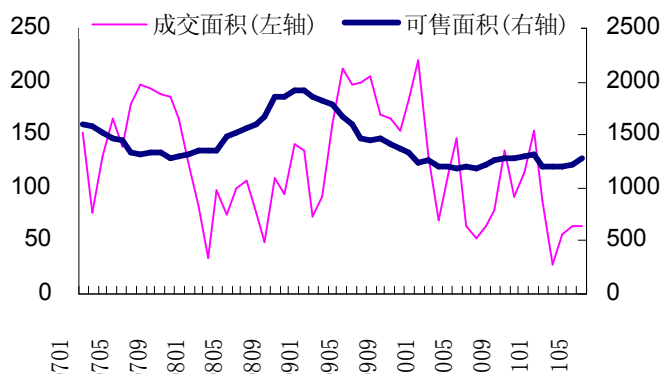
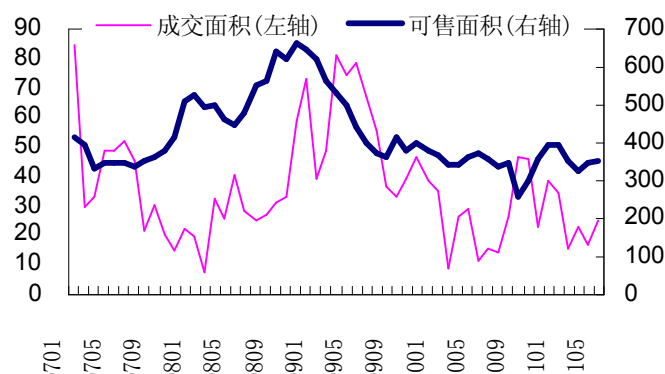
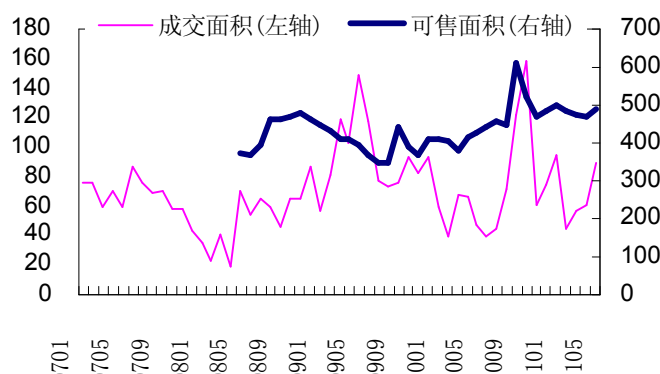


图 9：广州一手住宅月度成交面积与可售面积（万平方米） 图 10：深圳商品房月度成交面积与可售面积（万平方米）



资料来源：各房管局及互联网，招商证券研发中心

我们认为接下来的就是2、3、4线房地产市场销量的萎缩和房价的下降。预计这种情况将出现在明年1季度。

2、房价下跌的影响

房价下跌的影响最大体现在两点：

- 房地产投资和新开工的下降会影响对上游行业的需求；
- 房价的下跌以及土地市场的萧条会进一步加剧地方融资平台问题。

(1) 房地产投资的下滑

房地产投资及新开工目前主要集中在2、3线及其以下城市。

我们预计这些地方房地产市场销量的萎缩和房价的下降将在明年年初出现。投资和新开工将略滞后于销售的变化。因此房地产投资和新开工面积的增速的下降要到2012年中期前后才能体现。

图 11：房地产投资——一二三线城市占比

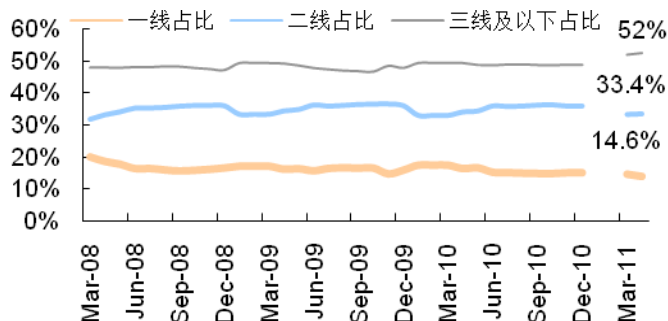


图 12：房地产投资——一二三线城市增速

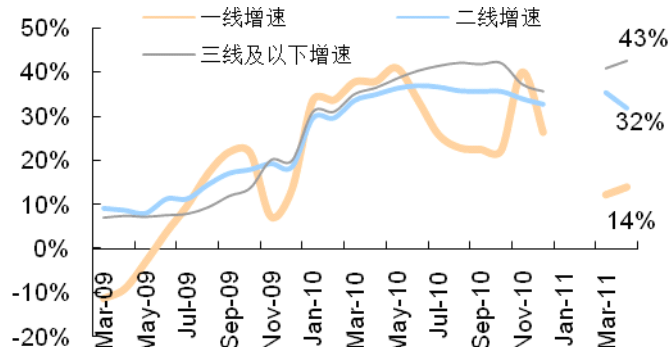


图 13：竣工面积——一二三线城市占比

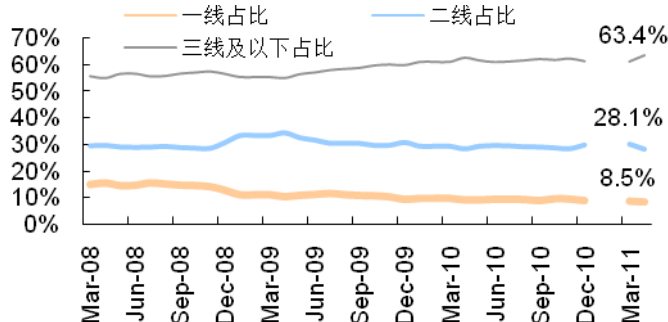
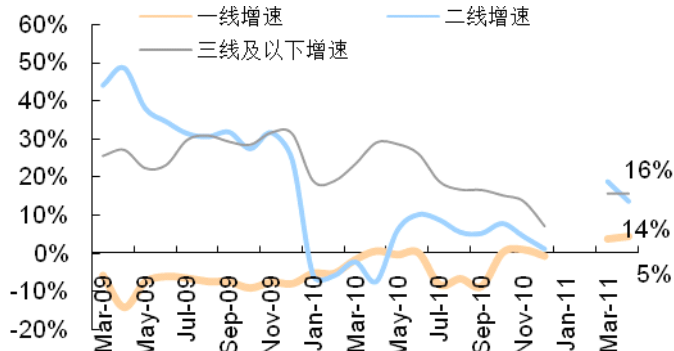


图 14：竣工面积——一二三线城市增速



资料来源：各房管局及互联网，招商证券研发中心

(2) 地方融资平台问题

房地产市场的调整无疑会进一步加剧地方融资平台问题。正如前文所述，地方政府左右不了房地产市场的趋势。因此，地方融资平台问题的凸现会在一定程度上影响地方经济增速和并促进地方融资平台方案的出台。

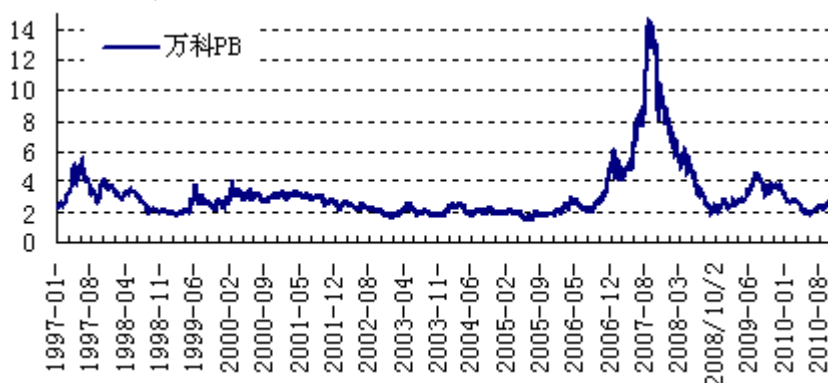
四、股票投资策略

1、股票估值处于底部

从历史来看，1997 年以后，万科地产业务做成一定规模来，万科的 PB 估值的底部一直在 2 附近。

6 月 2 日万科的 PB 仅为 1.91，截止 6 月 8 日日万科的 PB 仅为 1.99。

图 12：万科历史PB



资料来源：WIND，招商证券研发中心

2、地产行业股票投资策略

维持房地产行业推荐投资评级。不管是纵向比较还是横向比较，地产股估值都很低。因此，在全球货币政策陆续收紧的背景下，地产股票总体上具备较好的防御性能。这也是2010年10货币政策收紧以来我们一直的观点。

考虑到房地产市场调整的深入，我们还是建议投资者关注地产股中防御性更好的品种。今年以来，我们一直都在推荐北京城建和金融街。

- 北京城建推荐核心理由：估值便宜、国信上市、国企考核导致业绩将有增长；
- 金融街推荐核心理由：估值便宜、商业地产销售占比超过 50%受调控影响较小、国企考核导致业绩将有增长；

表 1: 房地产行业覆盖公司基本面和股票表现情况

元,亿元,万平	总市值	每股净资产	土地储备	股价	RNAV	11EPS	12EPS	11PE	12PE	评级
商业地产										
中国国贸	92.0	4.32	110	9.1	20.0	0.30	0.48	34.8	21.6	审慎推荐—A
开发加持有										
金融街	215.8	5.81	617	7.1	18.2	0.84	1.25	8.5	5.7	强烈推荐—A
世茂股份	165.6	7.20	698	14.2	22.9	1.04	1.60	13.6	8.9	审慎推荐—A
张江高科	146.7	4.10	362	9.5	13.7	0.68	0.76	14.8	13.3	审慎推荐—A
浦东金桥	99.3	4.12	91	10.7	13.0	0.52	0.64	18.0	14.8	审慎推荐—A
开发类										
北京城建	123.4	6.03	228	13.9	18.7	1.42	1.69	10.6	8.9	强烈推荐—A
华业地产	62.4	3.71	217	9.7	14.1	0.70	0.94	10.7	8.0	强烈推荐—A
万科 A	890.6	4.14	4060	8.1	10.6	0.91	1.05	9.2	8.0	强烈推荐—A
招商地产	286.8	10.93	717	16.7	28.7	1.60	1.84	10.7	9.3	审慎推荐—A
保利地产	567.5	4.90	4132	9.5	13.0	1.05	1.30	9.0	7.3	审慎推荐—A
金地集团	263.8	4.00	1608	5.9	7.8	0.74	0.88	9.0	7.5	强烈推荐—A
荣盛发展	129.3	2.65	1754	9.0	8.3	0.74	1.00	13.3	9.8	强烈推荐—A
首开股份	175.8	7.10	908	11.8	14.6	0.88	1.10	10.4	8.4	审慎推荐—A
福星股份	77.2	7.32	768	10.8	16.7	1.93	1.90	8.0	8.1	审慎推荐—A
苏宁环球	133.5	2.21	1451	7.8	11.8	0.50	0.55	13.6	8.9	审慎推荐—A
鲁商置业	81.0	1.10	509	8.1	8.5	0.73	1.04	11.4	8.0	审慎推荐—A
冠城大通	64.6	3.28	156	8.8	7.6	0.90	1.10	7.9	6.4	审慎推荐—A
格力地产	43.6	3.39	183	7.6	11.5	0.52	0.62	17.4	14.4	审慎推荐—A
华发股份	84.1	6.97	592	10.3	19.2	1.06	1.27	10.9	9.2	审慎推荐—A
天津松江	45.9	1.38	319	7.3	5.8	0.44	0.52	18.1	15.3	审慎推荐—A
新湖中宝	314.7	1.70	740	6.1	3.9	0.49	0.62	11.3	9.0	审慎推荐—A
龙元建设	27.1	2.60		5.7		0.25	0.30	12.5	0.0	审慎推荐—A
浙江广厦	39.2	2.32	212	4.5	4.8	0.43	0.29	12.6	18.6	审慎推荐—A
滨江集团	155.5	3.33	307	11.5	11.5	0.85	1.03	13.1	10.8	审慎推荐—A
信达地产	97.2	3.82	368	6.4	6.5	0.39	0.65	15.7	9.6	审慎推荐—A
苏州高新	67.9	2.70	226	6.4	5.7	0.33	0.42	19.5	15.7	审慎推荐—A
华丽家族	155.2	2.70	81	21.8	7.2	0.65	0.67	19.3	18.8	审慎推荐—A
亿城股份	49.7	2.82	168	4.2	5.2	0.40	0.56	9.8	6.9	审慎推荐—A
建发股份	185.1	2.94	545	8.3	6.5	0.68	0.84	10.4	8.4	审慎推荐—A
中南建设	115.5	4.12	1135	9.9	13.0	0.85	1.11	15.2	11.7	审慎推荐—A
中天城投	135.4	2.00	1708	14.8	13.4	0.73	0.81	24.2	21.6	审慎推荐—A
凤凰股份	56.1	1.88	111	7.6	5.4	0.35	0.45	21.4	16.6	审慎推荐—A
上实发展	83.4	2.43	627	7.7	11.5	0.44	0.56	20.1	15.9	审慎推荐—A
京投银泰	62.1	2.51	98	8.4	5.3	0.46	0.61	14.8	11.2	审慎推荐—A
物产中大	75.3	7.42	180	17.2	18.3	1.46	1.93	13.1	9.9	审慎推荐—A

专著:

《房地产投资原理》，贾祖国、孟群著，经济科学出版社出版，2010年9月。

中国当代房地产研究专题系列:

《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18

《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21

《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08

《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17

《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28

《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06

《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10

《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08

《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》2009/05/12

《中国当代房地产研究专题之十——城市兴衰的总结与展望》2009/06/03

《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》2009/07/14

《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》2009/08/18

《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》2009/09/16

《中国当代房地产研究专题之十四——土地制度研究》2010/10/20

《中国当代房地产研究专题之十五——国际核心城市的总结与展望》2010/10/22

海外房地产企业研究专题系列:

《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产：美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14

《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕：全球房地产服务业龙头》2009/09/04

《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪：全球房地产开发业龙头》2009/09/22

全球房地产月报系列:

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，8年证券从业经验。05年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。2010年“水晶球”房地产行业最佳分析师，08年《新财富》房地产行业最佳分析师，07年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。