

# 房地产行业 2011 年下半年投资策略

——等待下跌带来的中、长线买入机会

## 金融/房地产行业

### 投资要点：

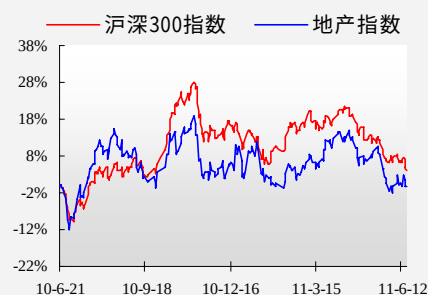
- 商品房成交量波动加大，政策效果初现，但似乎有弱化之势；
- 商品房成交价格虽有所松动，但表现依然较为抗跌；
- 中、西部地区房价上涨成为拉动中国房价上涨的主要力量；
- 国房景气指数短期有所反弹，但仍在景气下行阶段；
- 下半年将进入和面临重要的政策观望期和时间之窗；
- 房地产行业上市公司短期偿债能力无忧，但潜在风险高于 2008 年；
- 2011 年下半年房地产行业投资策略：不宜过分看空地产股，是调整而不会是崩盘；
- 行业估值仍在底部区域，大幅下跌空间不大；
- 投资策略：地产股在下半年仍然是在构筑一个长期的底部区域，可能会有短期估值修复机会，但很难会有趋势性的上涨机会。其次，股市可能继续面临一定的系统性风险，因此，不排除地产股在短期反弹后继续下行的可能。总体上，我们认为，下半年地产股如有下跌走势将会提供较好的长期买入机会，投资者可以耐心等待合适的买进时机；
- 维持对房地产行业同步大势的投资评级。建议投资者优先关注具有资金、规模、品牌和融资优势的快速周转类个股。我们推荐万科、保利地产、金地集团、荣盛发展、北京城建等个股作为优先配置。

# 同步大势

维持评级

发布时间：2011 年 6 月 21 日

走势图



| 重要公司 | 评级   |
|------|------|
| 万科 A | 推荐   |
| 保利地产 | 推荐   |
| 金地集团 | 谨慎推荐 |
| 荣盛发展 | 谨慎推荐 |
| 信达地产 | 谨慎推荐 |
| 北京城建 | 谨慎推荐 |

分析师: 高建

执业证书编号: S0550511020011

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: gaoj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

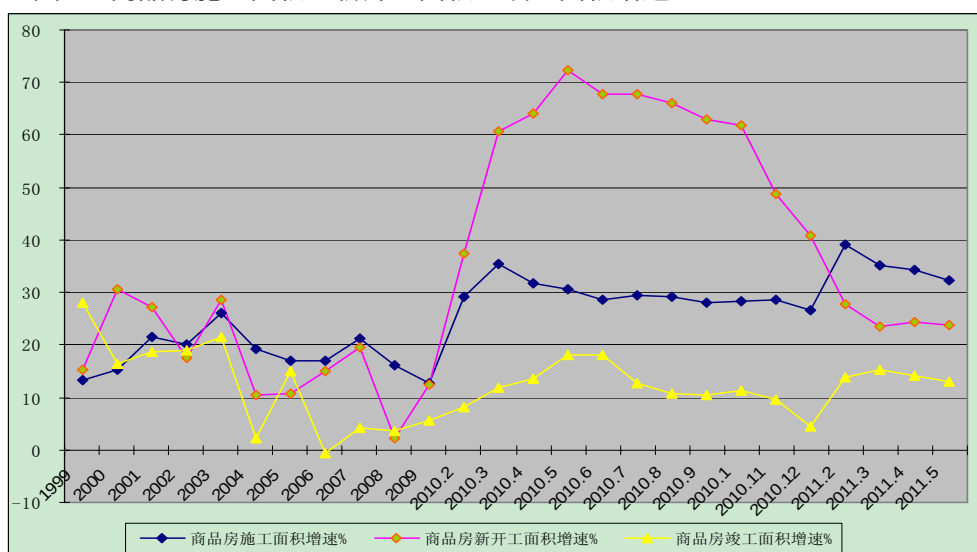
## 一、房地产市场走势跌宕起伏，下半年面临政策变动的时点之窗

### 1、房地产市场走势波动加大，政策效果初步显现

#### 1.1 房地产新开工面积增速仍有下行空间

1-5月，全国房地产开发企业房屋施工面积 377516 万平方米，同比增长 32.4%，增幅较上月下降 1.9 个百分点；房屋新开工面积 76118 万平方米，增长 23.8%。增幅较上月下降 0.6 个百分点；房屋竣工面积 21621 万平方米，增长 12.9%，增幅较上月下降了 1.1 个百分点。全国房屋新开工面积增速在 4 月出现短暂反弹后继续下行。面对长期和持续的宏观调控政策，开发商对未来房地产市场预判已经趋于谨慎，预计下半年房地产新开工面积增速仍然会有一个探底的过程。

图 1：商品房施工面积、新开工面积、竣工面积增速%



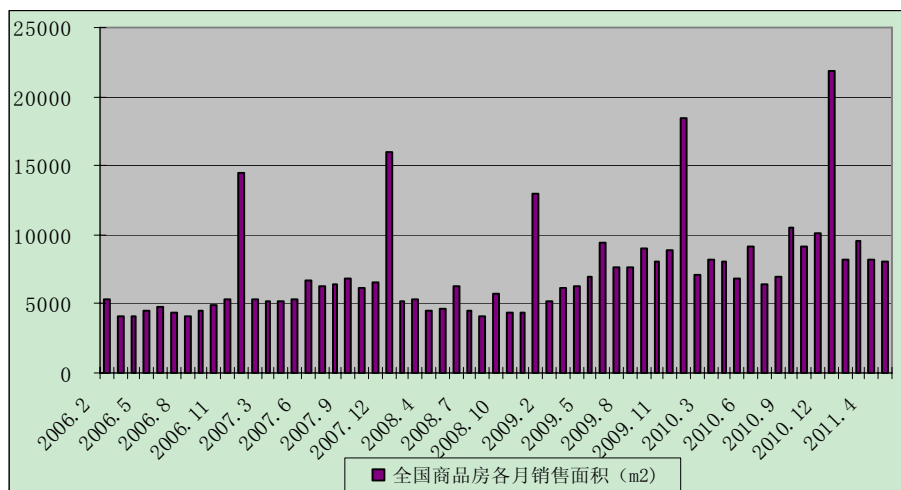
数据来源：国家统计局

#### 1.2.商品房成交量波动加大，政策效果初现，但似乎有弱化之势

今年前 5 个月，房地产市场走势可谓跌宕起伏。3 月份作为新政后第一个完整的春节后月份，市场销售表现之好超出预期；而正当大家担心本轮调控可能再度面临失效之时，4 月份的市场表现又再度低于预期。5 月份，房地产市场成交量又再次好于预期，1-5 月，全国商品房销售面积 32932 万平方米，同比增长 9.1%，增速比上月提升 2.8 个百分点。商品房销售额 18620 亿元，同比增长 18.1%，增速比上月提高了 4.8 个百分点。商品房的成交量增速继 4 月份出现了大幅下跌之后出现了回升。

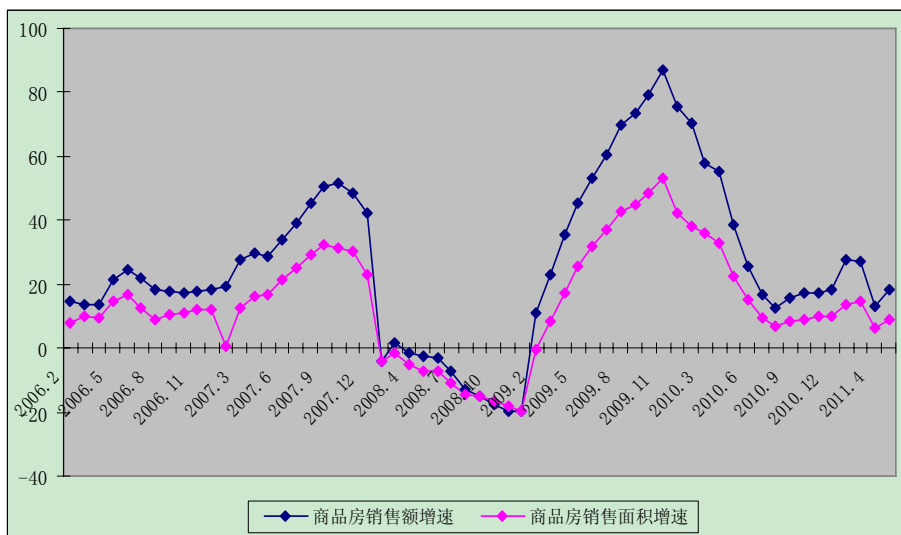
我们认为，市场的大幅波动表明政策确实已经产生了初步的调控效果。但从另一方面来看，5 月份月度房地产市场成交量环比虽较 4 月有所萎缩，但仅环比萎缩 1.4 个百分点，降幅不大，似乎显示出宏观调控的效果有弱化之势，仍然有待继续观察。另一方面，由于 2010 年 4 月 17 日出台了新的调控政策，使得 5 月和 7、8 几个月的房地产市场成交量大幅萎缩，6 月却是大幅增长的，因此，可以预计的是由于去年基数的原因，一定会造成接下来的 6、7、8 月份的房地产成交量数据波动较大。

图 2：全国商品房月销售面积



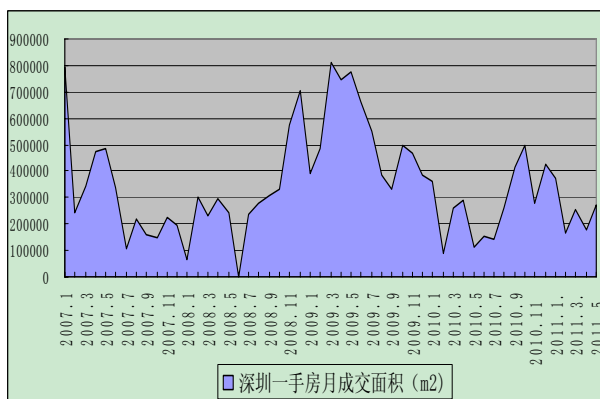
数据来源：统计局网站

图 3：全国商品房月度销售增速



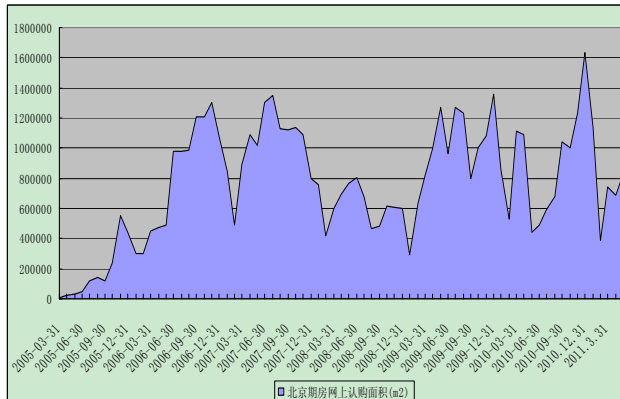
数据来源：统计局网站

图 4：深圳一手房月成交面积(m2)



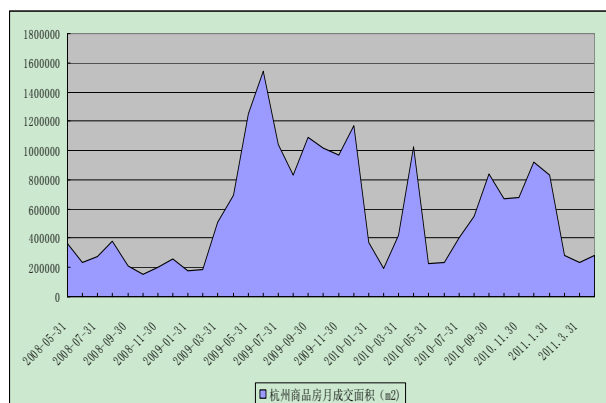
数据来源：wind

图 5：北京月度期房网上认购面积(m2)



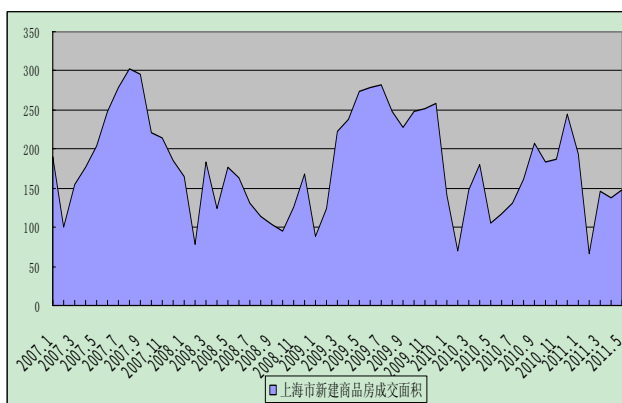
数据来源：wind

图 6：杭州市商品房月成交面积



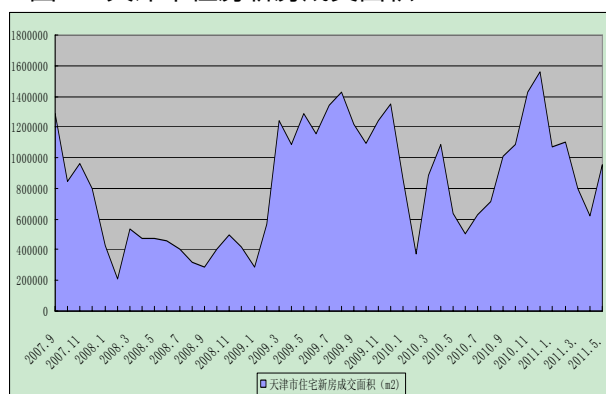
数据来源：wind

图 7：上海新建住宅月成交面积



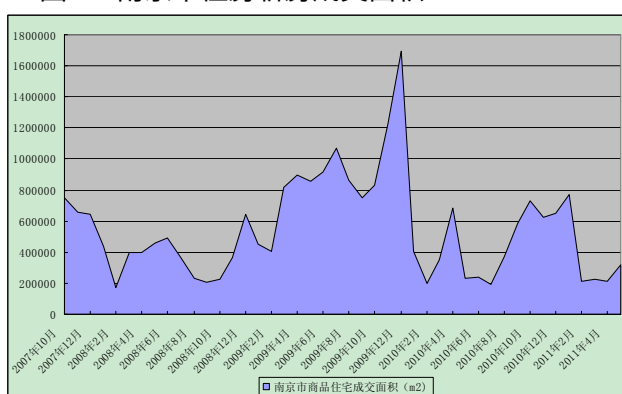
数据来源：wind

图 8：天津市住房新房成交面积



数据来源：wind

图 9：南京市住房新房成交面积

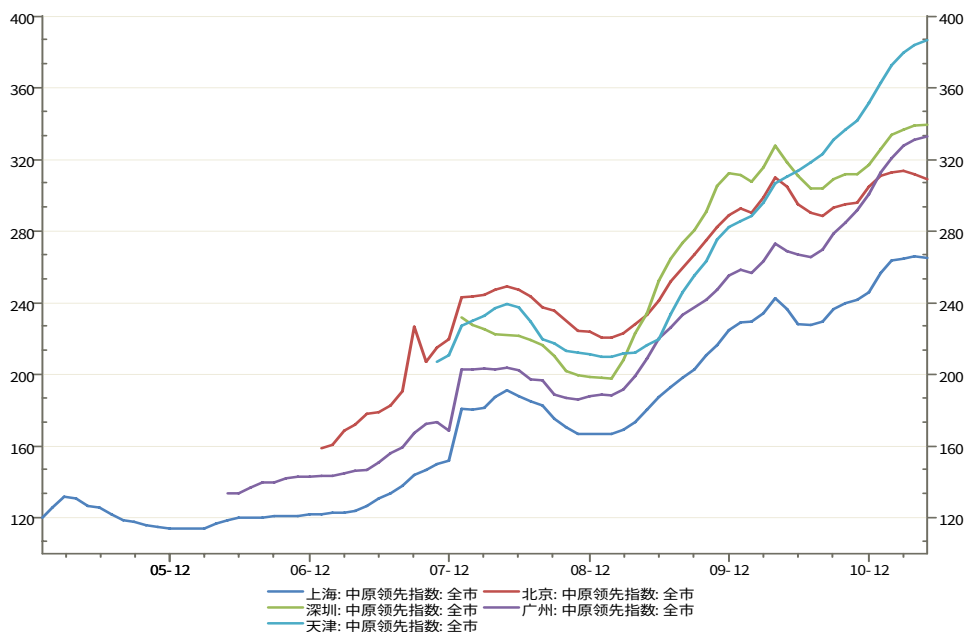


数据来源：wind

### 1.3.商品房成交价格表现依然较为抗跌

无论从今年 1-5 月份全国商品房平均成交单价上看,还是中原地产二手房价格指数上看,虽然房价在部分重点城市已经开始有所松动,但目前仍然是较为抗跌。在通货膨胀率居高不下,农产品、黄金、有色金属、油价等涨声一片的背景中,指望具有保值、增值作用的房地产下跌应该说的不太容易的事情。而且,即使在如此严厉的限购和限贷政策之下,全国商品房的成交量依然能够维持一定增长率,指望房价大幅下跌,应该是概率较小的事情。从这点上看,现在就预判政策底已经到来显得过于乐观。

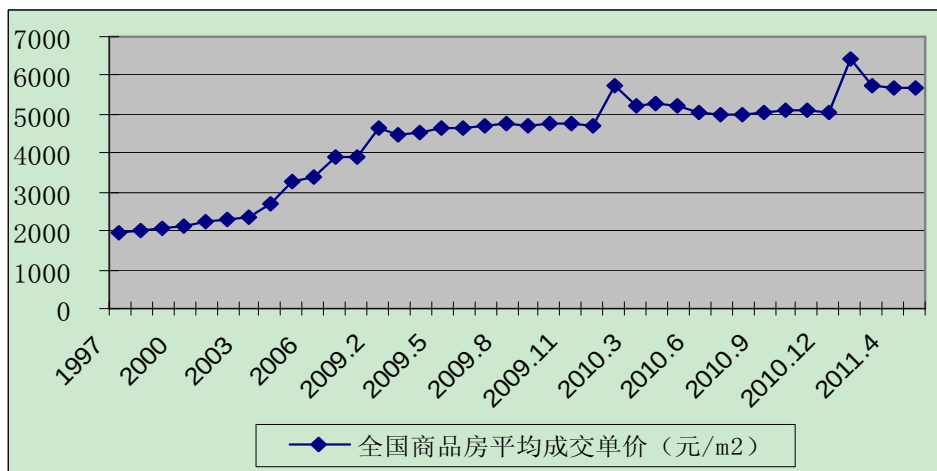
图 10： 中原二手房价格指数



数据来源：WIND

数据来源: Wind资讯

图 11：全国商品房平均成交单价走势

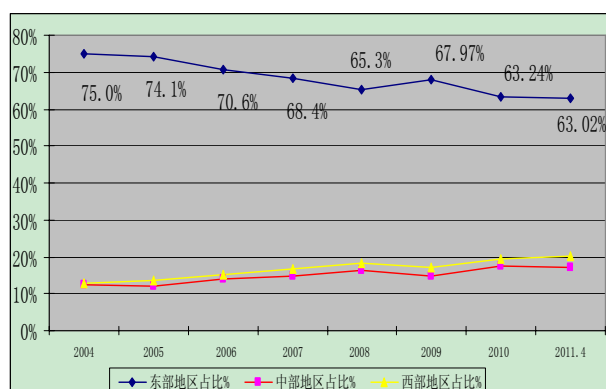


数据来源：统计局网站、东北证券整理

#### 1.4. 中、西部地区房价上涨成为拉动中国房价上涨的主要力量

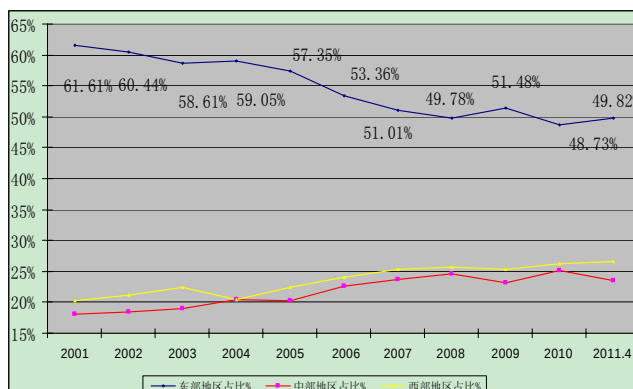
2011 年 1-4 月，东部地区的销售面积和销售金额占全国的比重由 2010 年的 48.7%和 63.2%变化为 49.82%和 63.02%，与 2010 年相比，一升一降，说明 2011 前 4 个月，中西部地区的房价上涨快于东部地区，并成为拉动中国房价上涨的主要力量。预计在一定时间内，随着中西部地区经济的快速发展，其房地产市场也将会获得更高的发展速度。但从长期来看，东部地区仍然是中国房地产市场的重心所在。

图 12：各区域市场销售金额占比



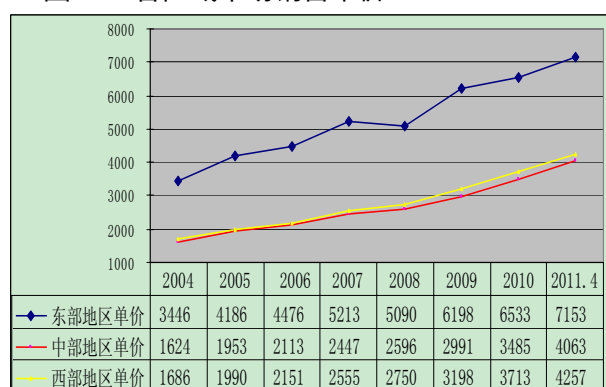
数据来源：国家统计局

图 13：各区域市场销售面积占比



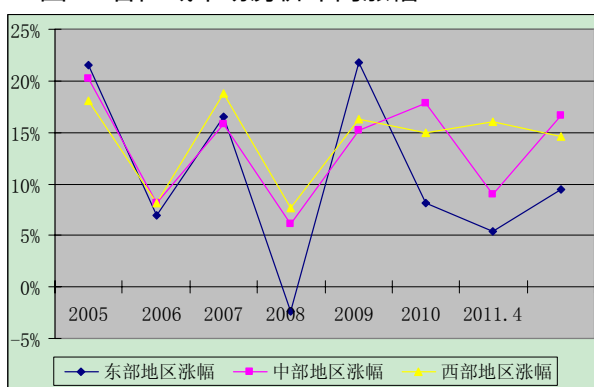
数据来源：国家统计局

图 14：各区域市场销售单价



数据来源：国家统计局

图 15:各区域市场房价年内涨幅

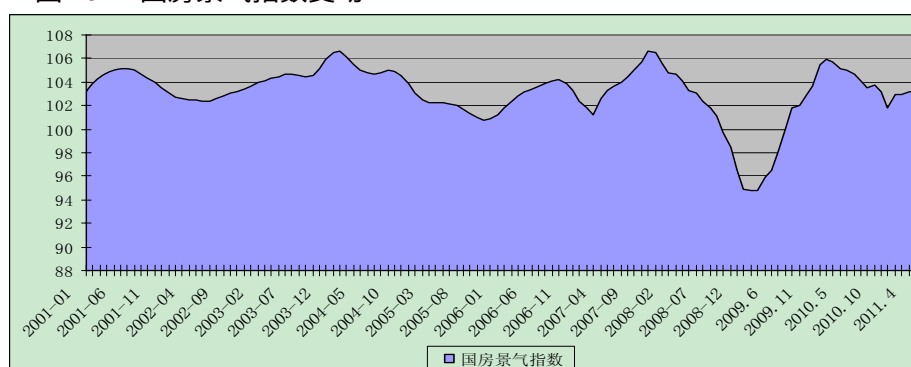


数据来源：国家统计局

### 1.5.国房景气指数短期有所反弹，但仍在景气下行阶段

5 月份，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 103.20，比 4 月份提高 0.01 点，比去年同期下降 1.93 点。国房景气指数高于 100，显示出中国的房地产业仍然在景气区间运行。由于去年房地产市场在 7、8 月的成交量大幅萎缩，因此，由于基数的原因，我们预计国房景气指数在接下来的 2、3 个月可能会有所反复。但我们认为在持续的宏观调控政策影响下，房地产市场持续景气上行的可能不大，国房景气指数在短暂反弹后依然会继续探底下行。

图 16：国房景气指数变动



数据来源：统计局网站

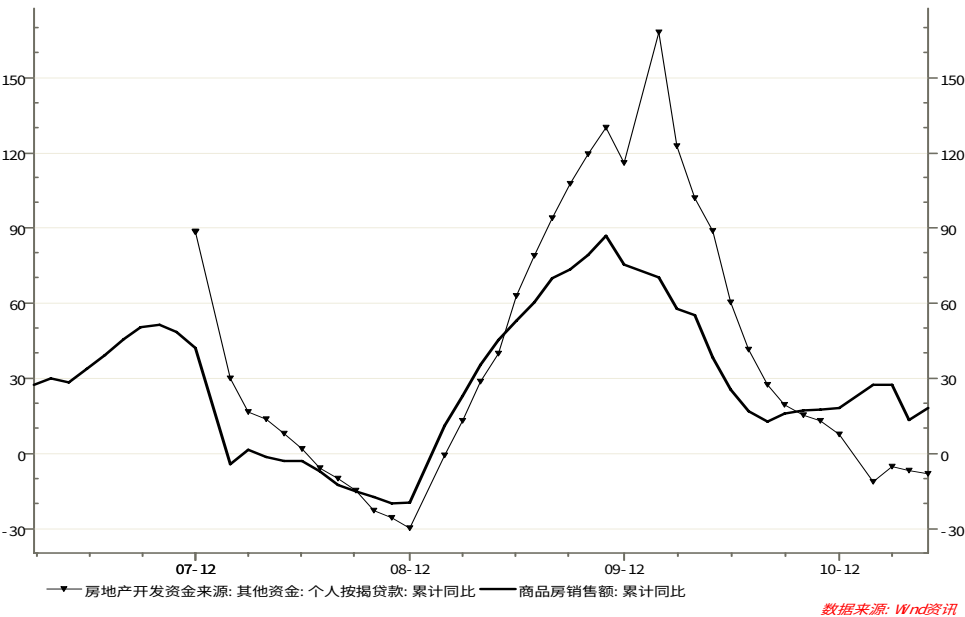


2. 下半年将进入和面临重要的政策观望期和时间之窗

2.1 政策回顾

今年上半年最重要的政策就是1月26日国务院通过的“新国八条”以及重庆和上海房产税试点政策。尤其是限购和限贷政策，对一线城市的成交量产生了立竿见影的影响。从各重点城市对政策的执行力度上看，应该说是限贷对市场的影响更大。由于银行信贷额度较紧，资金价格上涨较快，金融机构对个人住房贷款的兴趣减弱，因此，即使是首套房贷款，能够以基准利率获得贷款已是不太容易，更别说享受利率折扣了，可以说信贷对房地产市场的支持力度为近年来最低。

图 17：商品房销售额增速和个人按揭贷款增速近期出现背离



2011 年房地产行业相关政策如下表：

表 1：2011 年房地产行业主要政策

| 时间        | 政策名称                                        | 发布部门  | 主要内容和评述                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------|---------------------------------------------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011.1.26 | 国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好房地产市场调控工作 | 国务院   | 调整个人转让住房营业税政策，对个人购买住房不足 5 年转手交易的，统一按销售收入全额征税；对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍；原则上对已有 1 套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，限购 1 套住房；对已拥有 2 套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，暂停在本行政区域内向其售房等等。 |
| 2011.1.27 | 国务院常务会议，同意在部分城市进行对个人住房征收房产税改革试点             | 国务院   | 国务院常务会议，同意在部分城市进行对个人住房征收房产税改革试点，具体征收办法由试点省(自治区、直辖市)人民政府从实际出发制定研究部署。                                                                                                                                                                                         |
| 2011.1.27 | 关于印发《上海市开展对部分个人住房征收房产税试                     | 上海市政府 | 对符合条件的新购住宅开征房产税，税率为 0.4% 和 0.6%，税基为成交价格。                                                                                                                                                                                                                    |

|           |                                                         |       |                                                                                                                                                      |
|-----------|---------------------------------------------------------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|           | 点的暂行办法》的通知：沪府发〔2011〕3号                                  |       |                                                                                                                                                      |
| 2011.1.27 | 《重庆市人民政府关于进行对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》和《重庆市个人住房房产税征收管理实施细则》 | 重庆市政府 | 对独栋商品住宅和新购高档住宅开征房产税。税率为0.5%、1%和1.2%，税基为成交价格。                                                                                                         |
| 2011.3.22 | 国家发展改革委发布《商品房销售明码标价规定》                                  | 发改委   | 商品房销售要实行一套一标价，并明确公示代收代办收费和物业服务收费，商品房经营者不得在标价之外加收任何未标明的费用。                                                                                            |
| 2011.3.23 | 国家发展改革委通知降低部分建设项目收费                                     | 发改委   | 明确取消及降低的住房交易手续费包括：取消住房抵押手续费；因继承、遗赠、夫妻共有等进行的住房转让免收转让手续费；依法进行的廉租住房、公共租赁住房等保障性住房租赁行为免收租赁手续费；限价商品住房、棚户区改造安置住房等保障性住房转让手续费在现行收费标准的基础上减半收取，执行与经济适用住房相同的收费标准 |
| 2011.3.31 | 各城市陆续公布年内房价调控目标                                         | 各城市   | 除北京市提到房价目标为降以外，其余所有城市的房价调控目标多数为涨幅控制目标。                                                                                                               |
| 2011.4.26 | 房地产借壳开始获批                                               | 证监会   | ST 圣方和 ST 兰光借壳陆续获批，引发政策放松的猜想                                                                                                                         |
| 2011.6.2  | 十家信托公司房地产信托业务被叫停                                        | 媒体报道  | 有关部门已经以口头通知和书面通知的形式通知了相关信托公司，要求“房地产信托余额不得超过 4 月底的规模。                                                                                                 |
| 2011.6.9  | 深圳二手房交易按核定价格征税                                          | 深圳地税局 | 税务机关将依据计税参考价格判断纳税人申报合同成交价格是否偏低，并作为核定计税价格的主要依据。                                                                                                       |

数据来源：东北证券整理

## 2.2 未来政策趋势的预判

随着 ST 兰光、ST 圣方和 ST 东源的资产重组获批和实施，给投资者以政策是否会放松的想象空间。再加上近几个月宏观经济走势下行，在保增长和抗通胀面前，前者的权重在逐步增加，“政策底”是否已经到来？

我们认为，从目前的市场情况看，还不能确定调控已经到达政府预期的效果。首先，房地产市场的成交量虽然有所萎缩，但仍然高于上年；其次，从月度成交量上看，5 月份的成交量似乎又有企稳之势。可以想象，即使在如此严格的限购和限贷背景下，房地产市场依然实现了增长，而且，房价依然在高位保持坚挺，如果一旦放松调控会是什么结果。因此，房地产调控至少在今年第 3 季度不太可能会放松。我们依然坚持本轮房地产调控长期化的观点，温水煮青蛙是其主要特点。

## 二、房地产行业上市公司短期偿债能力无忧，但潜在风险高于 2008 年

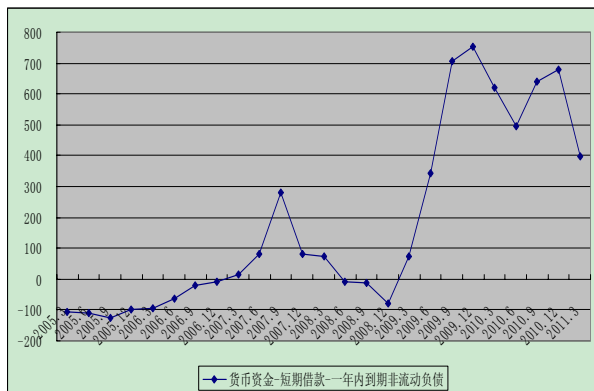
首先，虽然受到宏观调控的影响使得房地产市场的成交量有所萎缩，但仍然有所增长，因此，开发商的销售回款良好，房地产行业上市公司的预收账款持续大幅增加，货币资金余额也保持在较高的水平，在短期之内，房地产开发商还不会面临资金周转困难，短期偿债能力无忧。

其次，我们注意到从 2009 年底以来，预收账款的增速高于货币资金余额的增速，并表现出与历史趋势有所不同的新现象。我们认为，这是在宏观调控背景下，开发商在利



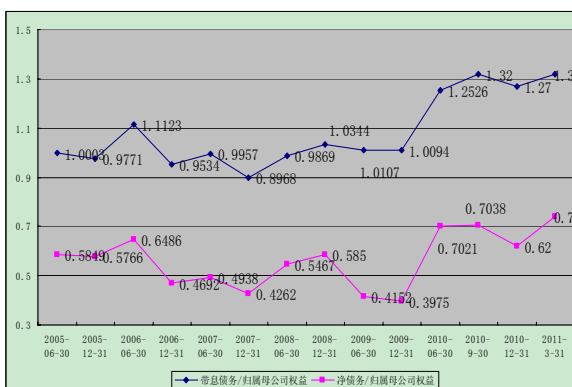
用预售房款回收的资金进行扩张和增加储备所造成的。由于 2010 年来房地产行业所有公司的再融资都已暂停，因此，通过预收账款进行扩张成了水到渠成和自然而然的事情。但是，如果宏观调控长期持续，一旦房地产市场销售受阻，则房地产开发商的潜在风险将会远远大于 2008 年。

图 18：货币资金与短期有息债务差



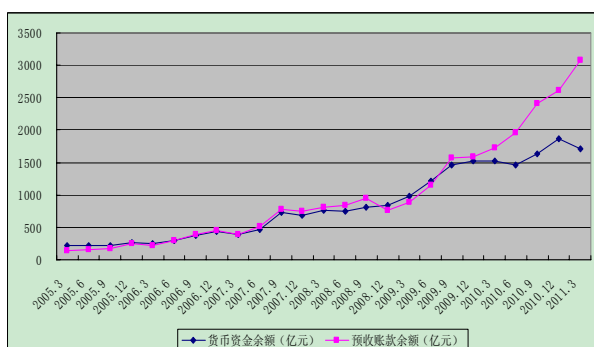
数据来源：WIND、东北证券

图 19：行业带息债务/权益比变动统计



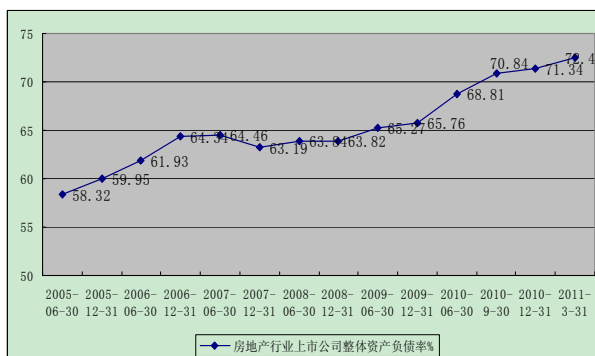
数据来源：WIND、东北证券

图 20：上市公司货币资金与预收账款余额变动



数据来源：WIND、东北证券

图 21：行业上市公司整体资产负债率变动



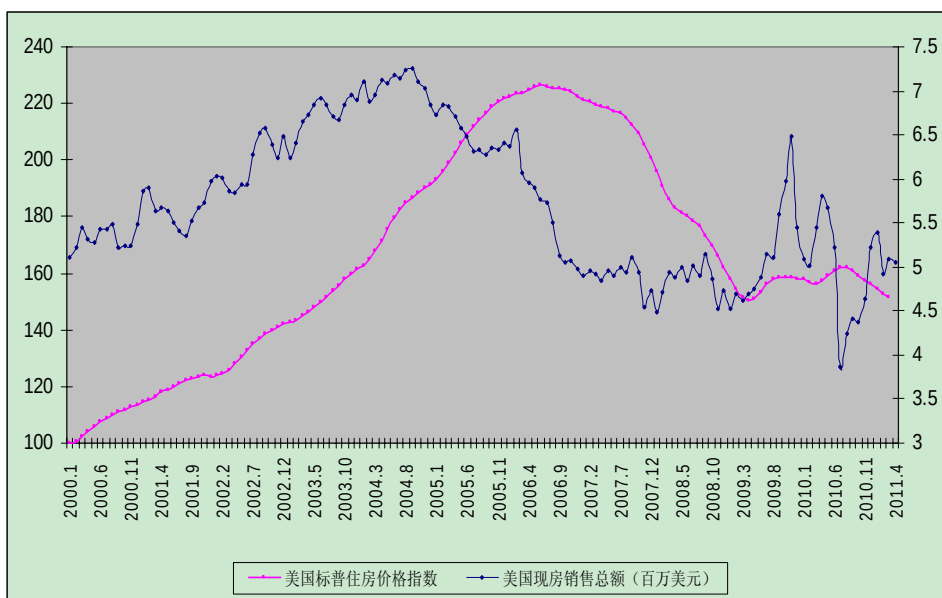
数据来源：WIND、东北证券

### 三、2011 年下半年房地产行业投资策略

#### 3.1.不宜过分看空地产股，是调整而不会是崩盘

首先，我们认为本轮房地产行业的调整是一轮政策主导的主动性调整，而不是市场过度疯狂之后的深度调整，由于中国的城镇化依然没有完成，房地产市场在中长期内仍然会有较大的发展空间。其次，中国房地产市场依然成交量保持一定的增速，并维持在长期增长率区间，而从美国等国家房地产泡沫破裂的历史来看，在泡沫破裂前夕，成交量已经提前 1 年左右就出现负增长。因此，我们至少对未来几年的房地产市场持乐观的态度。

图 22：美国住房价格指数及现房销售总额情况

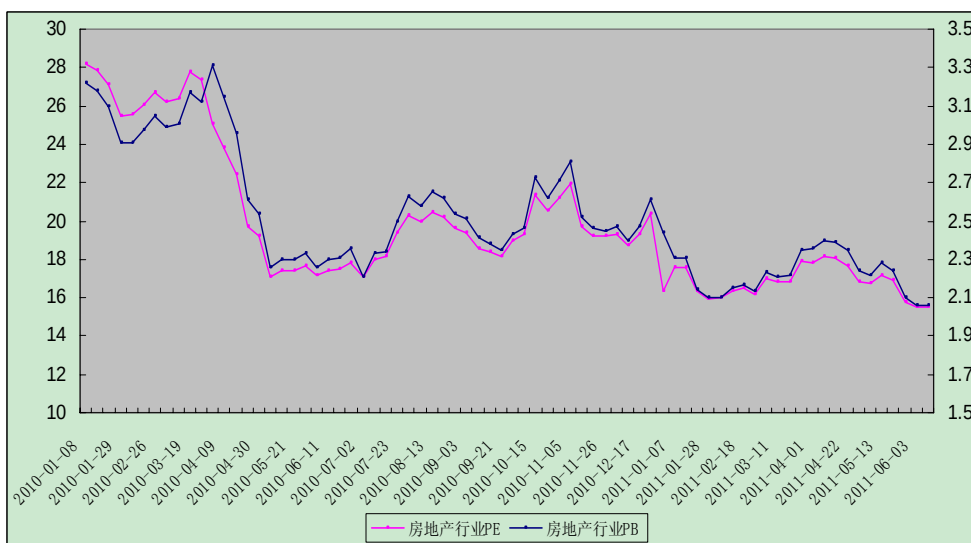


数据来源：彭博资讯

### 3.2.行业估值仍在底部区域，大幅下跌空间不大

目前，房地产行业股价在历史最低估值区域已经运行了一年多的时间，期间，即使在面临历史上最严厉的调控政策情况下以及重庆和上海宣布开征房产税的政策都没有使得地产股股价创出新低，反倒是随着投资者预期的变化，地产股曾经有过 3 次估值修复机会。因此，我们认为，地产股目前的投资价值已经得到投资者的认可，地产股的下跌空间有限。

图 23：房地产行业股票估值变动



数据来源：wind

### 3.3.投资策略

首先，我们维持前期对于房地产调控长期性的判断，因此，地产股在下半年仍然是在构筑一个长期的底部区域，可能会有短期估值修复机会，但很难会有趋势性的上涨机会。其次，我们认为，由于中国经济在三季度下行的概率很大，而且股市可能继续面临一定的系统性风险，因此，不排除地产股在短期反弹后继续下行的可能。总体上，我们认为，下半年地产股如有下跌走势将会提供较好的长期买入机会，投资者可以耐心等待合适的买进时机。

我们维持对房地产行业同步大势的投资评级。建议投资者优先关注具有资金、规模、品牌和融资优势的快速周转类个股。我们推荐万科、保利地产、金地集团、荣盛发展、北京城建等个股作为优先配置。

表 2：重点公司盈利(EPS)预测及估值表（2011 年 6 月 21 日）：

| 公司简称  | 2011EPS | 2012EPS | 2011PE | 2012PE | PB  | 投资评级 |
|-------|---------|---------|--------|--------|-----|------|
| 保利地产  | 1.10    | 1.48    | 9.6    | 7.1    | 2.1 | 推荐   |
| 万科股份  | 0.79    | 1.01    | 10.5   | 8.2    | 2.0 | 推荐   |
| 金地集团  | 0.77    | 0.93    | 8.1    | 6.7    | 1.6 | 谨慎推荐 |
| 信达地产  | 0.27    | 0.3     | 22.8   | 20.5   | 1.6 | 谨慎推荐 |
| 北京城建  | 1.42    | 1.66    | 10.5   | 8.9    | 2.5 | 谨慎推荐 |
| 滨江集团  | 0.86    | 1.1     | 13.9   | 10.9   | 3.6 | 谨慎推荐 |
| 首开股份  | 1.04    | 1.32    | 12.3   | 9.7    | 1.8 | 谨慎推荐 |
| 荣盛发展  | 0.71    | 0.90    | 13.1   | 10.3   | 3.5 | 谨慎推荐 |
| 华发股份  | 0.95    | 1.03    | 11.1   | 10.2   | 1.5 | 谨慎推荐 |
| 栖霞建设  | 0.28    | 0.3     | 17.6   | 16.4   | 1.4 | 谨慎推荐 |
| ST 东源 | --      | --      | --     | --     | --  | 谨慎推荐 |

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中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。本报告版权归我公司所有。