



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 8 月 3 日

房地产

研究部

白宏伟¹

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010012

baihw@cicc.com.cn

调整风险有限, 行业将进入下半场 存量视角下的住房价值量研究

投资提示:

货币供应和居民储蓄的高增长和高存量是中国住房增量价值和住房存量价值快速攀升的主要动因, 目前住房市场已经阶段性透支了未来需求, 需要适度调整; 但从发展角度看, 国际比较显示中国住房价值存量仍然合理。低杠杆意味着对房价下跌的承受力强, 而巨量存量资金也使行业调整或低于预期, 我们认为经过 1~2 年小幅度调整, 住宅行业将进入以改善性需求和中低价保障房同时发展的下一个十年。

理由:

住房价值量随货币供应量、居民储蓄的增长而增长: 过去十年中国名义 GDP、储蓄、M2 和住房价值存量的复合增速基本一致, 且货币供应增速近似于房价增速与 CPI 之和, 其他国家也表现同样特征, 表明房价上涨同样是货币现象。未来几年, 我国 M2 和居民储蓄有望保持 10% 以上增速, 住房价值量也将稳中上升。

中国房地产资产总体规模仍然合理: 2010 年末, 我们估算中国房地产资产总存量 97 万亿元, 其中城乡住房 74 万亿, 写字楼/商业/工业地产 14 万亿, 在建工程及储备土地 10 万亿, 与居民储蓄存款、GDP 和 M2 三项指标之比分别为 2.8 倍、2.1 倍和 1.2 倍, 与美国相当, 但显著低于日本; 房地产占国民净资产的 66%, 占居民净资产的 60%, 低于多数发达国家, 如果经济增长可以持续, 中国住房价值并未高估。

中国住房市场负债率低, 不怕调整: 中国住房金融市场起步较晚, 住房按揭贷款占 GDP 的比重均只有 16%, 占居民储蓄存款的 25%, 远低于发达国家平均水平, 意味着对房价下跌的承受力较高, 也意味着未来行业发展空间还很大。

调整后行业将进入下半场, 改善性需求为主: 房地产行业正在从“有房子住”的上半场向“住好房子”的下半场过渡, 未来市场将以改善性需求为主, 中高端房价继续看涨, 而中低端市场将受制于保障房的发展保持平稳向上, 对商品住宅的投资抑制将带来商业性地产的加速发展。

现阶段处于向下半场的过渡期: 目前住房需求已阶段性透支 (如一二线城市的价和三四线城市的量), 市场需要以时间换空间的方式完成调整, 目前市场风险来自于开发商手中较高的库存和地方政府手中大量的土地储备。

股票建议:

目前股价已经过度反映了房价调整预期, 我们认为随着市场的调整, 地产板块有望估值修复, 我们看多地产板块, 近期由于房价调整慢于预期, 三季度我们仍建议关注销售好同时负债率也低的公司, 两地龙头公司是首选, 如 A 股万科/招商/金地; H 股中国海外/华润置地/龙湖; 商业地产类如金融街/浦东金桥。中长期投资者可开始建仓资产价值高估值吸引力大的公司。

风险:

调控政策与行业调整叠加, 经济下滑超预期。

¹ 报告贡献人: 张宇 (zhangyu3@cicc.com.cn)

目录

住房市场阶段性透支，泡沫蔓延至三四线城市	4
货币供应激增是泡沫产生的主要原因	5
存量角度看，住房价值总量仍处于合理水平	8
中国房地产资产总价值量约为 97 万亿元	8
住房资产存量规模仍然合理	8
资产结构仍然合理	9
中国楼市的抗风险能力更强	10
中国家庭对金融杠杆的依赖度非常低	10
中国楼市对房价调整的承受能力更强	10
阶段性修整后，中国住房市场将进入下半场	11
我们为什么认为中国住房市场将进入下半场	11
下半场将呈现什么特点	15
现阶段正经历 U 型调整	18
逢低吸纳地产股	19

图表

图表 1: 全国住房市场——价格、交易量透支	4
图表 2: 一线城市住房市场——价格透支	4
图表 3: 二线城市住房市场——价格透支	4
图表 4: 三四线城市住房市场——价格、交易量透支	4
图表 5: 房价是一种货币现象——货币供应增速近似等于房价增速与 CPI 之和	5
图表 6: 房价跟随储蓄、GDP、货币供应量的增长而增长	5
图表 7: 国民资产结构	5
图表 8: 居民部门金融资产结构	6
图表 9: 各项资产收益率比较	6
图表 10: 负利率问题	7
图表 11: 中国房地产价值总量 97 万亿，其中城镇住宅 64 万亿、农村 9 万亿，在建	8
图表 12: 居民家庭储蓄存款余额、M2、GDP 与住房价值量	8
图表 13: 中日住房价值量占 GDP 比重比较	9
图表 14: 国民总资产构成	9
图表 15: 中国住房抵押贷款余额低	10
图表 16: 居民部门负债水平	10
图表 17: 历次地产泡沫或金融危机时房价变动情况	10
图表 18: 住房状况	11
图表 19: 城市化进程仍在加速	11
图表 20: 三四线城市是未来城市化进程的主体	12
图表 21: 经济指标增速假设	12
图表 22: 预计 120 座城市在未来 10 年进入人均 GDP3000-8000 美元区间	12
图表 23: 中国住房市场预测	13
图表 24: 日本每十年累计新房建设量与存量的比较	13
图表 25: 韩国历年新建量占存量的比例	14
图表 26: 中国历年新建量占存量的比例（含预测）	14
图表 27: 住房价值量与宏观指标比例趋势预测	14
图表 28: 中日住房抵押贷款占 GDP 比重	15
图表 29: 住房贷款余额占 GDP 比重	15
图表 30: 住宅用地实际供给量	16
图表 31: 新加坡组屋每 10 年建设量及占存量的比重	16
图表 32: 新加坡私人住宅价格远高于组屋	16
图表 33: 日本商业用地占房地产价值总量的 50%~70%	17
图表 34: 中国房地产价值量中 80%是住宅	17

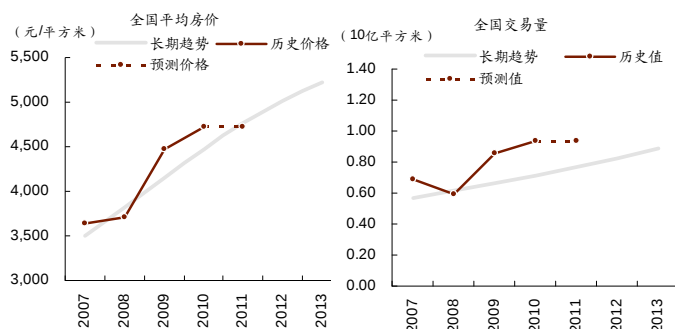
图表 35: 基于新开工的预测显示, 供给将于 9、10 月份迎来高峰.....	18
图表 36: 行业资金面较 2010 年趋紧, 但仍好于 2008 年.....	18
图表 37: 上市公司净负债率	19
图表 38: 2011 年 1-6 月地产公司销售情况	20
图表 39: 公司估值表.....	21

住房市场阶段性透支，泡沫蔓延至三四线城市

2009年和2010年住宅市场成交量和成交价明显超出了长期趋势范围，表面住房市场正在被透支。这种透支体现在一二线城市的价格，三四线城市的价格和交易量，与08年相比，透支已经蔓延至全国。

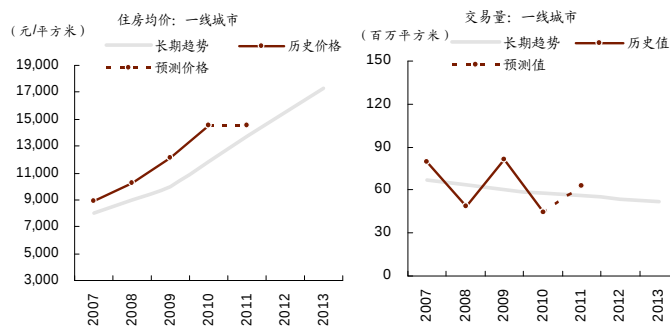
中长期来看，如果经济保持较高增速，经过合理调整后，住宅市场将继续增长，三四线市场将成为市场主力，我国住宅市场目前是阶段性透支。

图表1：全国住房市场——价格、交易量透支



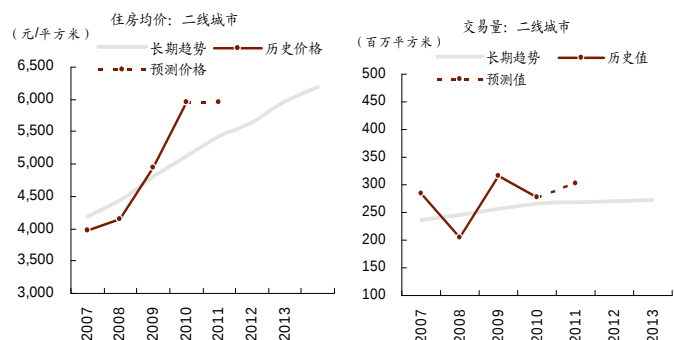
资料来源：CREIS，中金公司研究部

图表2：一线城市住房市场——价格透支



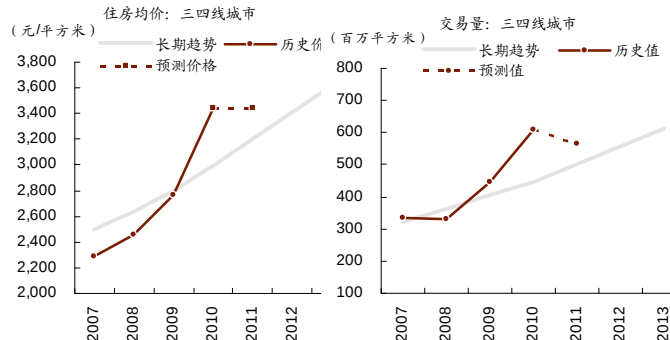
资料来源：CREIS，中金公司研究部

图表3：二线城市住房市场——价格透支



资料来源：CREIS，中金公司研究部

图表4：三四线城市住房市场——价格、交易量透支



资料来源：CREIS，中金公司研究部

货币供应激增是泡沫产生的主要原因

货币供应量增加是过去7年房价上涨的主要因素：中国房地产市场自2003年开始经历了快速发展，2010年底较2003年房价涨幅为2.1倍，而同期货币供应量3.3倍，GDP涨幅2.9倍，居民储蓄存款2.9倍，可支配收入涨幅2.3倍。（图仅用2010年底的增长倍数）

国际比较看，货币供应量增速近似等于房价增速和CPI之和：货币超发会导致价格上涨，而国内外CPI统计中均不包含住房销售价格，但家庭购房与购买其他商品本质上并无区别，因此如同CPI一样，房价上涨也是一种货币现象。

未来货币供应量增速将回落，但仍足以支持房价稳中上涨：预计未来五年M2增速在12%左右，对仍将支撑房价。

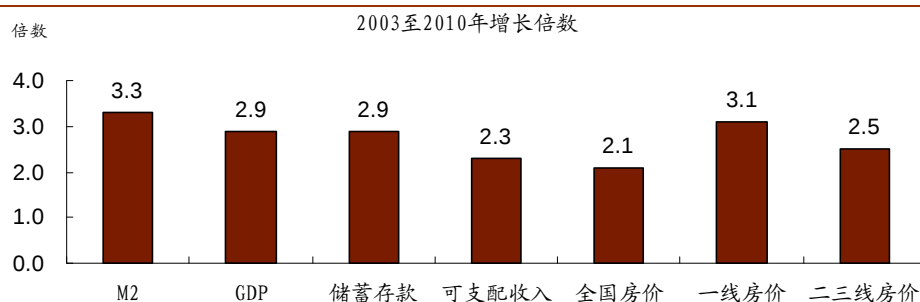
图表5：房价是一种货币现象——货币供应增速近似等于房价增速与CPI之和

	货币供应量年均涨幅 (2001-2010)	住房价格年均涨幅 (2001-2010)	年均CPI (2001-2010)
中国	18%	9%	2%
美国	6%	4%	2%
香港	7%	7%	1%
韩国	9%	5%	3%
英国	10%	7%	2%
德国	4%	1%	2%

注：上述增速为2000-2010年间的平均数

资料来源：各国统计局，OECD，中金公司研究部

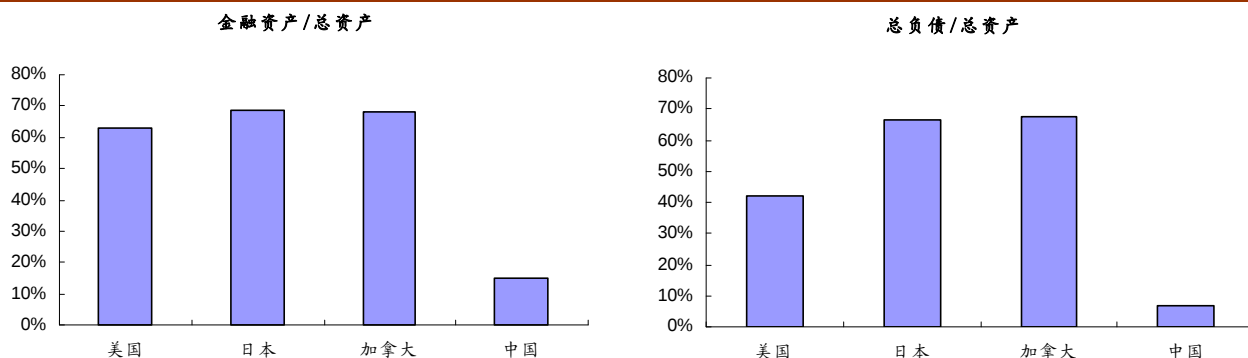
图表6：房价跟随储蓄、GDP、货币供应量的增长而增长



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

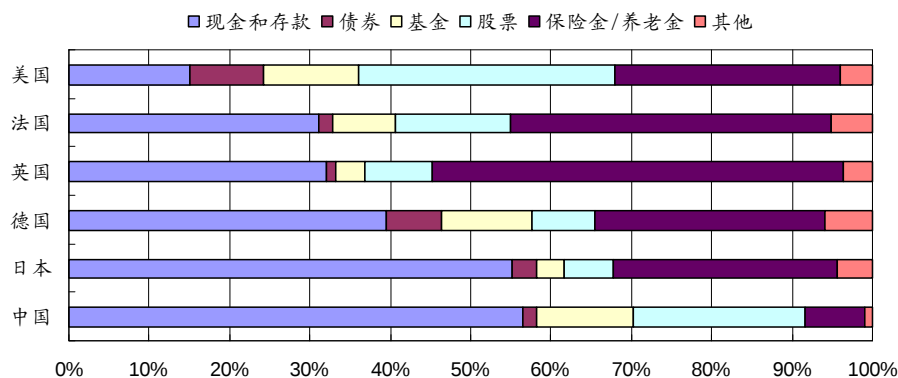
金融资产少，楼市成为资金蓄水池：因中国金融市场历史较短尚不发达，家庭金融资产配置低、负债亦低。较之投资金融产品，中国家庭更偏好储蓄或配置实体资产，促使中国实体资产收益率在过去十年显著跑赢股票。结合中国家庭高储蓄、低负债、低金融资产的特点，我们认为中国人买房除刚需外，主要是为了储蓄和配置资产，而楼市的投资/投机则通常以高贷款为特点。招商银行和贝恩公司在《2011中国私人财富报告》中统计显示中国投资性房地产为11.6万亿，仅占城镇房地产价值存量的15%，可从侧面印证我们的判断。

图表7：国民资产结构



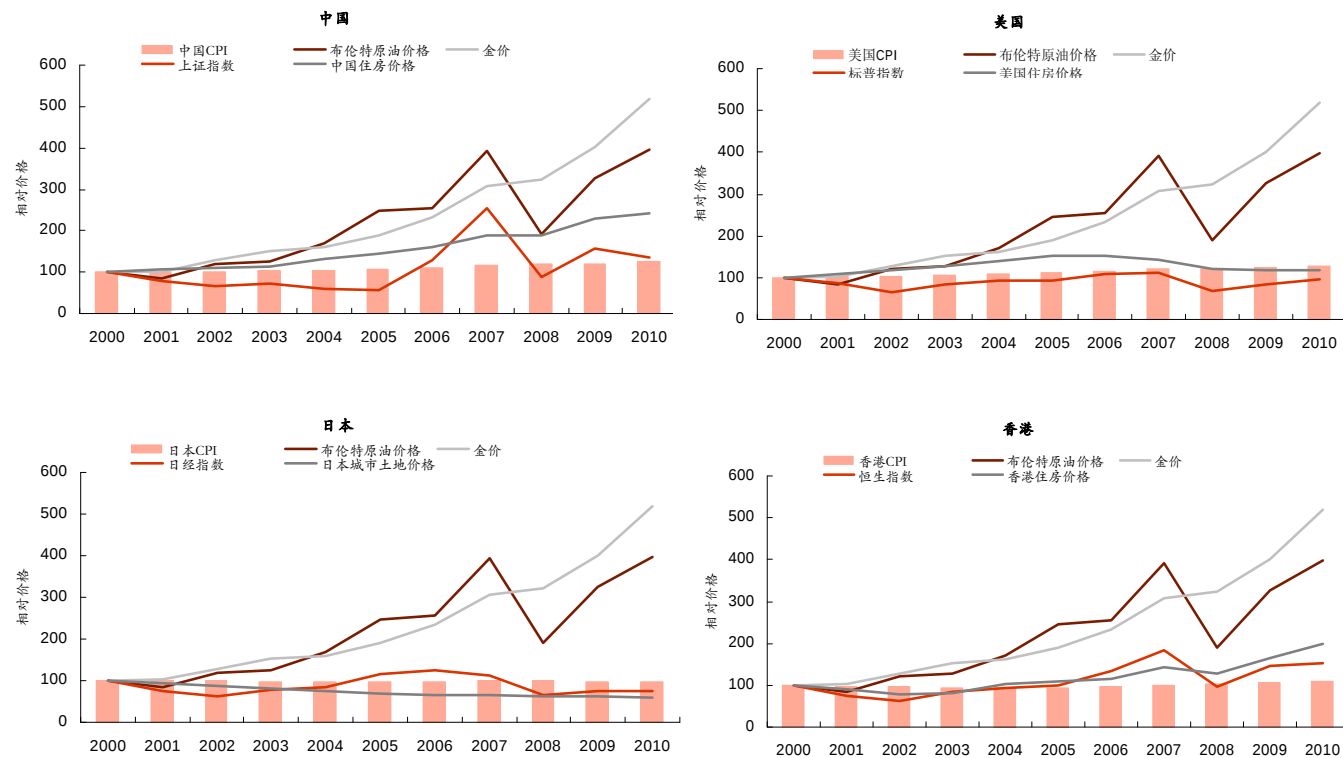
资料来源：各国统计局，中金公司研究部

图表8：居民部门金融资产结构



资料来源：各国统计局，OECD，中金公司研究部

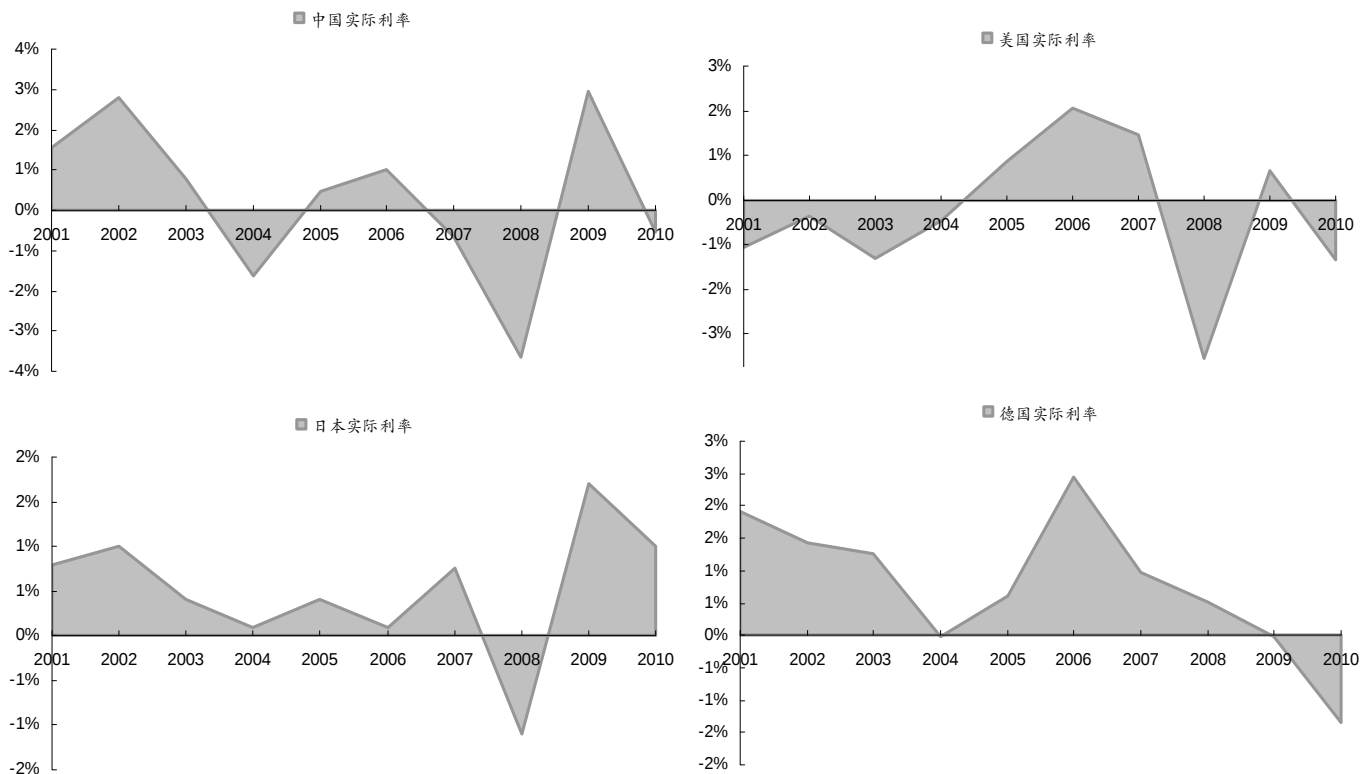
图表9：各项资产收益率比较



资料来源：彭博，中金公司研究部

负利率促进实体资产投资：我们认为负利率是诱发中国家庭偏好配置实体资产的重要因素。这一规律在其他国家也有所体现，例如美国 21 世纪初房地产价格快速上涨时就是负利率环境，而德国、日本过去十年房价较为稳定则发生在正利率环境下。

图表 10: 负利率问题



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

存量角度看，住房价值总量仍处于合理水平

中国房地产资产总价值量约为 97 万亿元

我们以存量房价格为新房价格的 70% 估算，2010 年末中国房地产价值总量共计 97 万亿元，其中城乡住房价值量 73 万亿元（城镇 64 万亿，农村 9 万亿），占比 76%，写字楼、商铺、工业地产等其他类物业共 14 万亿，占比 11%，其他为在建工程及储备土地等。在乐观假设下（存量房价格为新房价格的 90%），中国房地产价值总量为 120 万亿元。

图表 11：中国房地产价值总量 97 万亿，其中城镇住宅 64 万亿，农村 9 万亿，在建

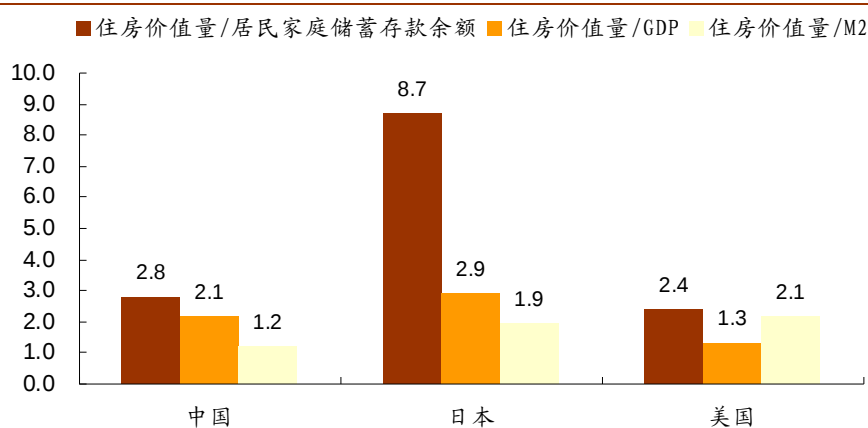
年份	房地产资产价值量（单位：万亿元人民币）							占比	
	城镇住房	农村住房	写字楼	商铺	其他	在建工程及储备土地	总计	住房占比	商业物业占比
1998	10.1	2.9	0.6	0.8	0.3	0.5	14.7	88%	10%
1999	11.0	3.4	0.8	0.9	0.3	0.5	16.4	88%	10%
2000	12.7	3.8	0.9	1.0	0.4	0.7	18.8	88%	10%
2001	14.5	4.0	1.1	1.2	0.5	0.9	21.2	87%	11%
2002	17.1	4.2	1.3	1.3	0.5	1.1	24.4	87%	11%
2003	19.2	4.5	1.5	1.5	0.6	1.4	27.3	87%	11%
2004	24.2	4.8	1.9	1.9	0.8	1.9	33.5	87%	11%
2005	28.7	5.9	2.2	2.2	0.9	2.4	40.1	86%	11%
2006	34.3	6.5	2.7	2.7	1.1	3.3	47.3	86%	11%
2007	42.2	7.2	3.5	3.3	1.4	4.6	57.6	86%	12%
2008	43.8	7.8	3.7	3.5	1.6	5.5	60.3	85%	12%
2009	56.5	8.8	4.9	4.5	2.0	7.5	76.8	85%	12%
2010	64.3	9.4	5.8	5.3	2.4	10.1	97.3	76%	11%

资料来源：CREIS，中金公司研究部

住房资产存量规模仍然合理

国际比较可以发现，中国城乡住房价值存量（含在建工程及储备土地）与居民储蓄存款、GDP 和 M2 三项指标之比分别为 2.8 倍、2.1 倍和 1.2 倍，与美国大体相当，但显著低于日本。以住房价值量/GDP 指标衡量，中国目前仅相当于日本 1960 年。这说明中国住房价值存量在总体上并未被高估。

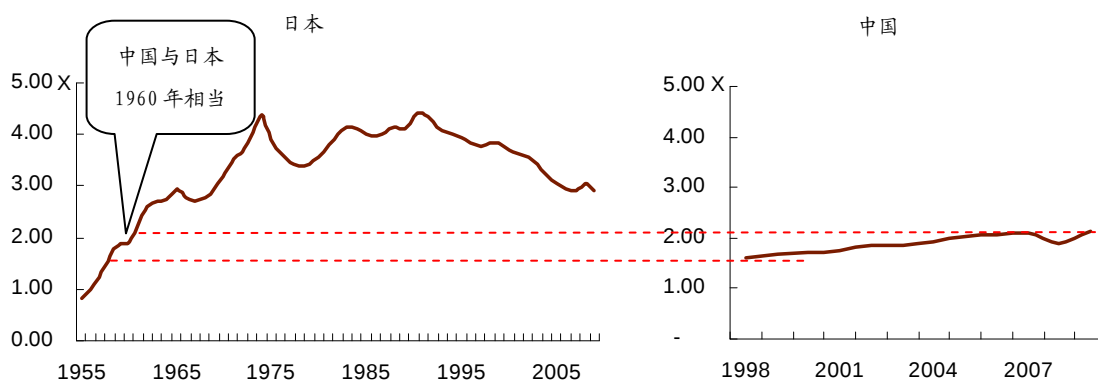
图表 12：居民家庭储蓄存款余额、M2、GDP 与住房价值量



注：日本无房价统计，日本住房价值量以住宅用地价值量代替

资料来源：各国统计局，中金公司研究部

图表 13: 中日住房价值量占 GDP 比重比较

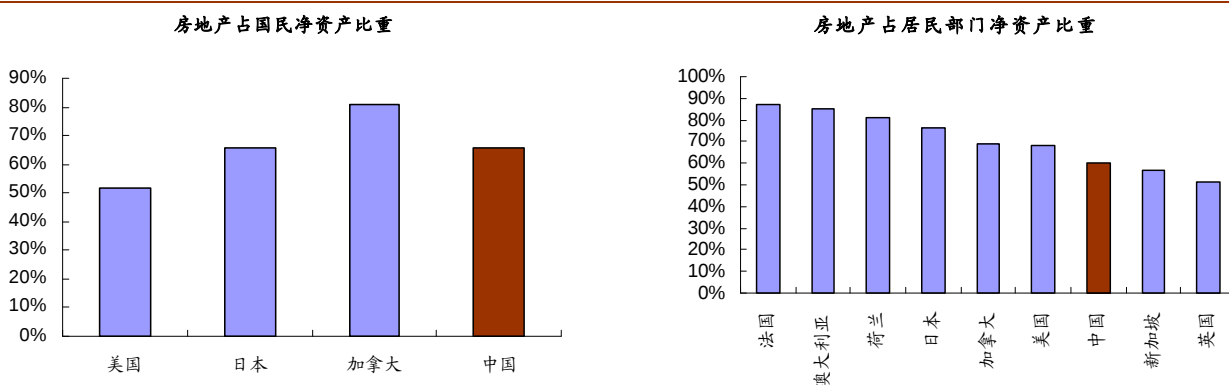


资料来源: Land Survey, Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism, 日本统计局, 中国国家统计局, CRED, 中金公司研究部

资产结构仍然合理

通过观察国民资产负债表 (National Balance Sheet) 和居民部门资产负债表 (Households Balance Sheet) 可以得到相同的结论。房地产占中国国民净资产的 66%，与发达国家相当；占居民净资产的 60%，低于大多数发达国家，从资产结构的角度印证了目前中国房地产价值量的合理性。

图表 14: 国民总资产构成



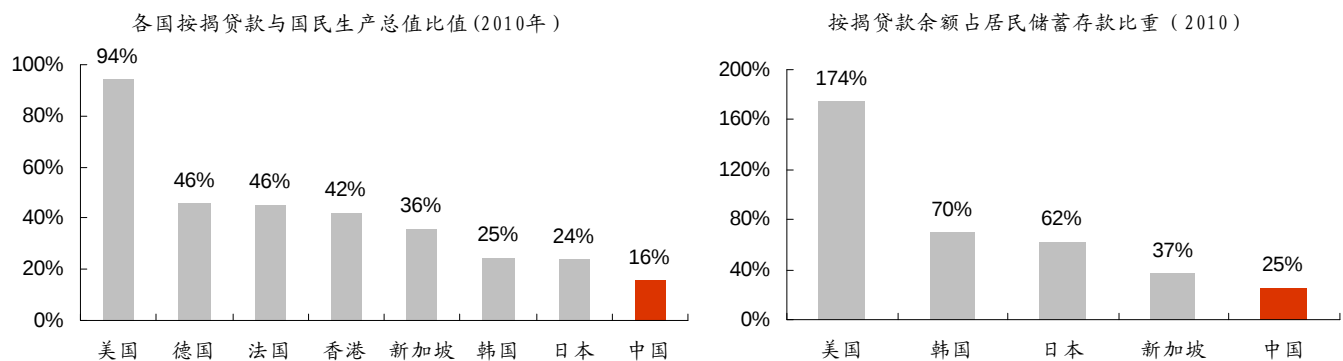
资料来源: 各国统计局, 中金公司研究部

中国楼市的抗风险能力更强

中国家庭对金融杠杆的依赖度非常低

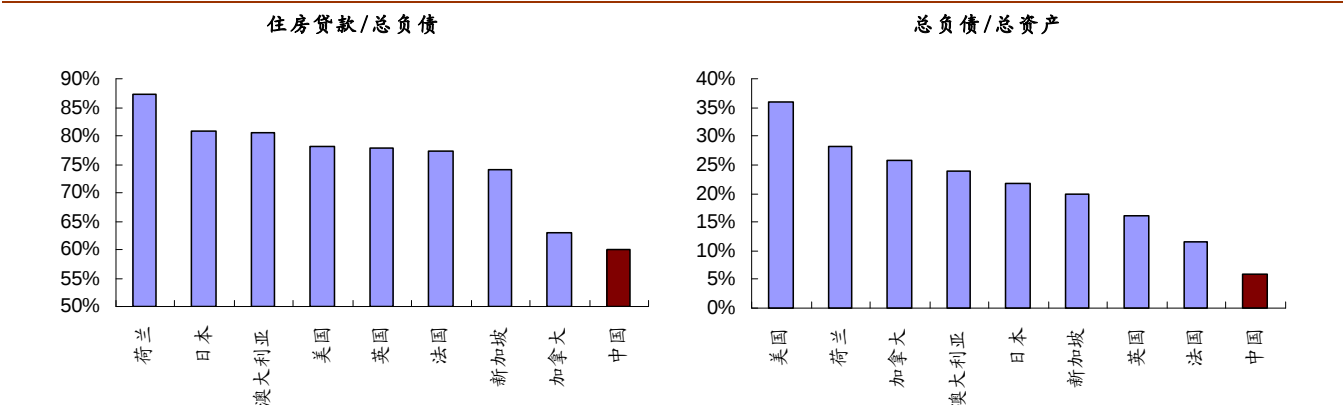
中国住房金融市场起步较晚，目前按揭贷款占 GDP 的比重只有 16%，而发达国家约 40%，按揭贷款占居民家庭储蓄存款余额的比重也仅为 25%，大幅低于新加坡、日本、韩国，更远远低于美国。这体现出中国家庭低负债的特点。

图表 15：中国住房抵押贷款余额低



资料来源：各国统计局，OECD，中金公司研究部

图表 16：居民部门负债水平



资料来源：各国统计局，OECD，中金公司研究部

中国楼市对房价调整的承受能力更强

贷款杠杆相对较高的国家和地区，房价的小幅下跌就很容易引起大范围的违约行为。例如美国次贷危机之初房价季度环比下跌仅为 7.4%。而较高的储蓄以及负利率环境下对贷款的低依赖，决定了中国楼市更强的抗风险能力。

图表 17：历次地产泡沫或金融危机时房价变动情况

美国		香港		日本	
日期	房价环比变化	日期	房价环比变化	日期	地价同比变化
2007-09	-7.4%	1997-12	-4.0%	1992	-1.8%
2007-12	-4.2%	1998-03	-14.2%	1993	-5.5%
2008-03	7.9%	1998-06	-10.7%	1994	-4.6%
2008-06	-2.8%	1998-09	-16.9%	1995	-3.7%
2008-09	-8.4%	1998-12	-3.4%	1996	-4.4%
2008-12	-5.6%	1999-03	2.3%	1997	-4.1%

资料来源：各国统计局，中金公司研究部

阶段性调整后，中国住房市场将进入下半场

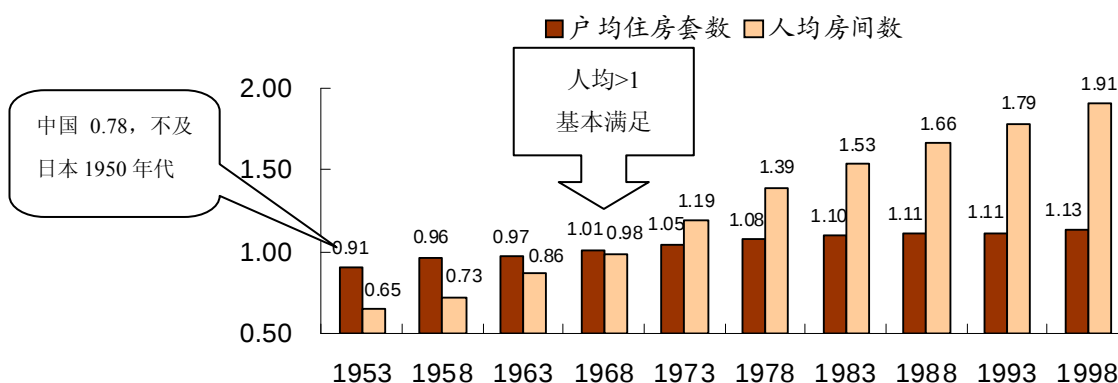
虽然中国住房市场已部分透支未来需求，但我们认为这部分透支将通过以时间换空间的方式完成去泡沫过程（详见下节），而住房需求、宏观经济增长仍将作为核心驱动力助推中国住房市场的长期上升趋势，未来十年将是中国住房市场的下半场，其主要特征是：1）改善型需求增长，高端房价格看涨；2）保障房供应增长，中低端市场价格平稳向上；3）商业地产增值加速。

我们为什么认为中国住房市场将进入下半场

理由一：看长期驱动因素

- **住房需求：**目前中国城镇家庭户均住房仅 0.78 套。国际经验表明，住房市场在户均达到 1 套房之前均为持续上升趋势，而房价出现明显的周期性变化则出现在户均 1.1 套房之后。

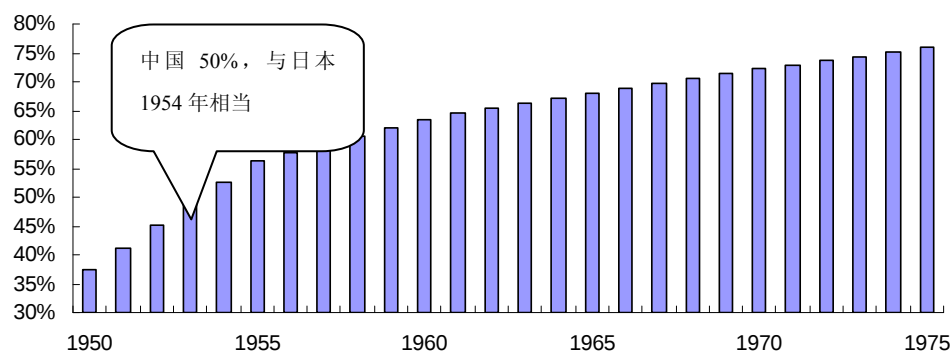
图表 18：住房状况



资料来源：Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism，中金公司研究部

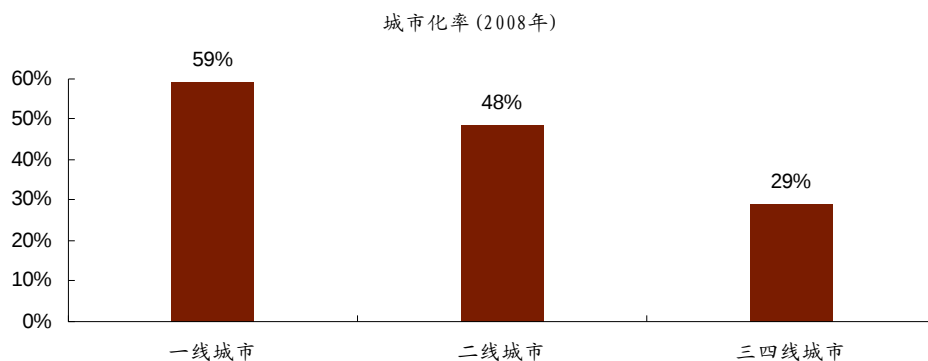
- **城市化进程：**目前中国城市化率 50%，仅相当于日本 1954 年，未来十年城市化率仍将快速提高。目前有一种观点认为实际居住在城镇的人口已远超过统计局所公布的 6.2 亿，我们同样认为统计局的数字偏低，但这并不影响我们对未来住房市场的判断，原因在于超出统计范畴的那部分“城镇人口”并未真正意义上在城镇定居，他们大多是在城市打工的农民，将来还是会回到家乡的三四线城市买房。目前三四线城市化率 29%，远低于一二线城市，长期上我们更看好三四线城市的城市化进程。

图表 19：城市化进程仍在加速



资料来源：日本统计局，中金公司研究部

图表 20: 三四线城市是未来城市化进程的主体



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

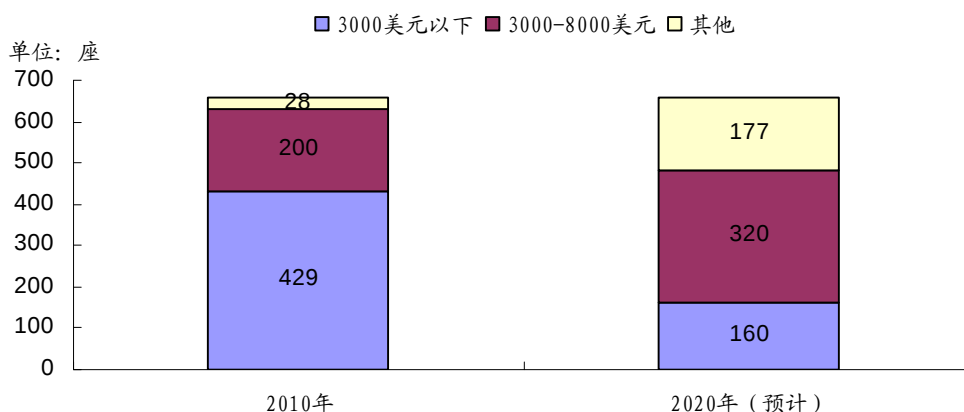
- **经济增长:** 以往中国经济的高增长是房价和成交量不断上涨的宏观驱动力, 未来经济增速虽然将逐渐放缓, 但绝对水平仍然较高, 货币供应、储蓄等宏观指标趋势相似, 这意味着住房市场上升的宏观驱动因素不改。国际经验表明人均 GDP3000-8000 美元是住房消费的快速提升期, 我们预计将有 120 座城市在未来 10 年进入这一区间, 使这部分城市数量增至 320 座, 相当于全国城市数量的一半, 这其中绝大部分是三四线城市。

图表 21: 经济指标增速假设

年份	GDP增速	M2增速	储蓄增速	同期人均GDP水平 (美元)
2011E	6.0%	12.0%	12.0%	5,000
2012E	5.8%	11.6%	11.6%	5,500
2013E	5.6%	11.2%	11.2%	6,000
2014E	5.4%	10.8%	10.8%	6,500
2015E	5.2%	10.4%	10.4%	7,000
2016E	5.0%	10.0%	10.0%	7,600
2017E	4.8%	9.6%	9.6%	8,200
2018E	4.6%	9.2%	9.2%	8,800
2019E	4.4%	8.8%	8.8%	9,400
2020E	4.2%	8.4%	8.4%	10,000
2021E	4.0%	8.0%	8.0%	11,000
2022E	3.8%	7.6%	7.6%	12,000
2023E	3.6%	7.2%	7.2%	13,000
2024E	3.4%	6.8%	6.8%	14,000
2025E	3.2%	6.4%	6.4%	15,000

资料来源: 中金公司研究部

图表 22: 预计 120 座城市在未来 10 年进入人均 GDP3000-8000 美元区间



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

理由二：看客观发展规律

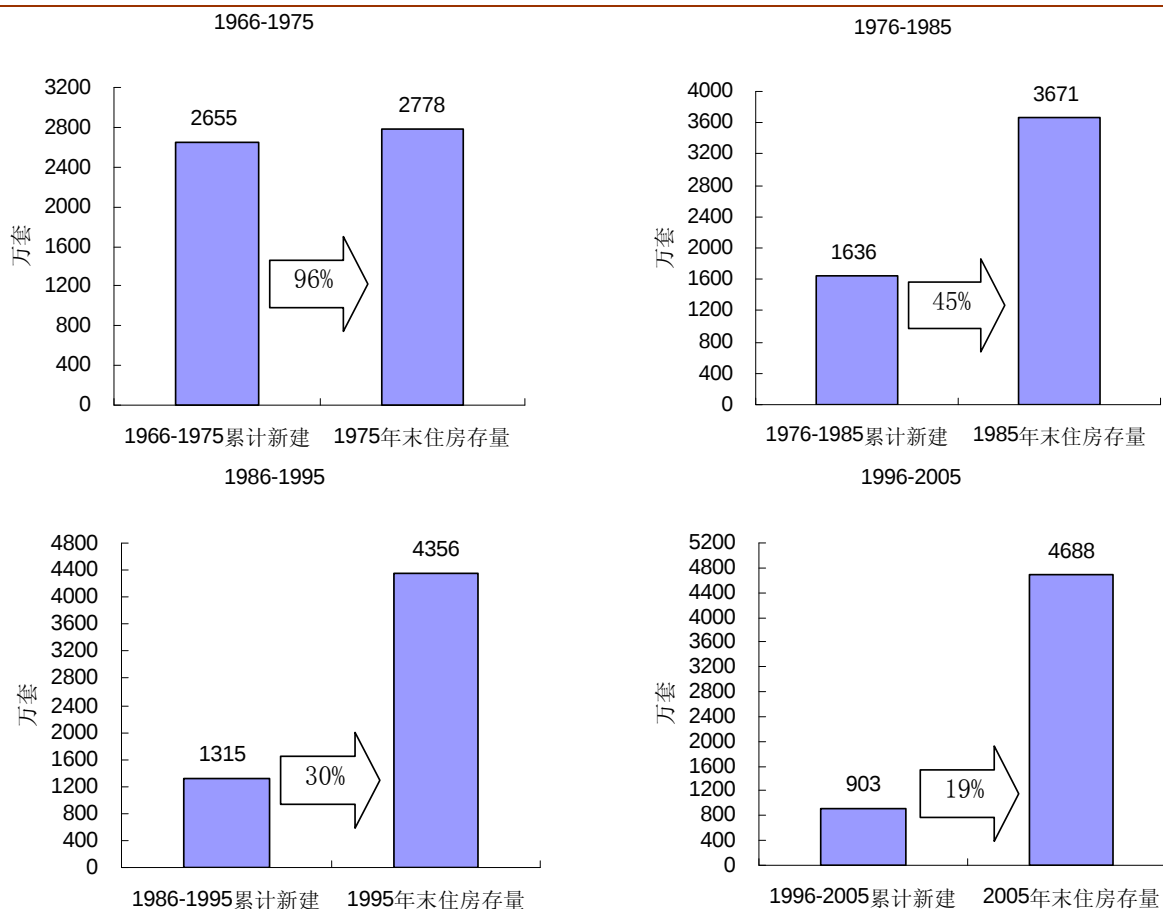
日韩经验显示，住宅每十年建设量占存量的比重呈现阶段性规律。我们认为中国也将经历同样的过程。我们预计2011-2020年将新建100亿平方米，2020年末存量260亿平方米，城镇人均住房面积33平方米，户均住房0.95套。届时住房价值存量占GDP的比重预计上升至2.3倍。

图表 23：中国住房市场预测

年份	城市化率	城镇人口 (万人)	新建住房面积 (亿平方米)	存量住房面积 (亿平方米)	存量住房套数 (万套)	城镇平均每户拥有 住房套数(套)	人均住房面积 (平方米)	户均住房面积 (平方米)
2010A	50%	66,558	9.3	180	18,000	0.78	27	78
2011E	51%	68,001	8.4	187	18,670	0.80	27	80
2012E	51%	69,456	8.7	194	19,370	0.81	28	81
2013E	52%	70,921	9.1	201	20,101	0.82	28	82
2014E	53%	72,398	9.5	209	20,865	0.83	29	83
2015E	54%	73,886	10.0	217	21,663	0.85	29	85
2016E	55%	74,961	10.3	225	22,486	0.87	30	87
2017E	55%	76,043	10.6	233	23,333	0.89	31	89
2018E	56%	77,131	10.9	242	24,206	0.91	31	91
2019E	56%	78,225	11.2	251	25,106	0.92	32	92
2020E	57%	79,326	11.6	260	26,034	0.95	33	95
2021E	57%	80,108	11.3	269	26,937	0.97	34	97
2022E	58%	80,894	11.0	278	27,818	0.99	34	99
2023E	58%	81,684	10.7	287	28,675	1.01	35	101
2024E	59%	82,477	10.4	295	29,509	1.03	36	103
2025E	59%	83,274	10.1	303	30,319	1.04	36	104

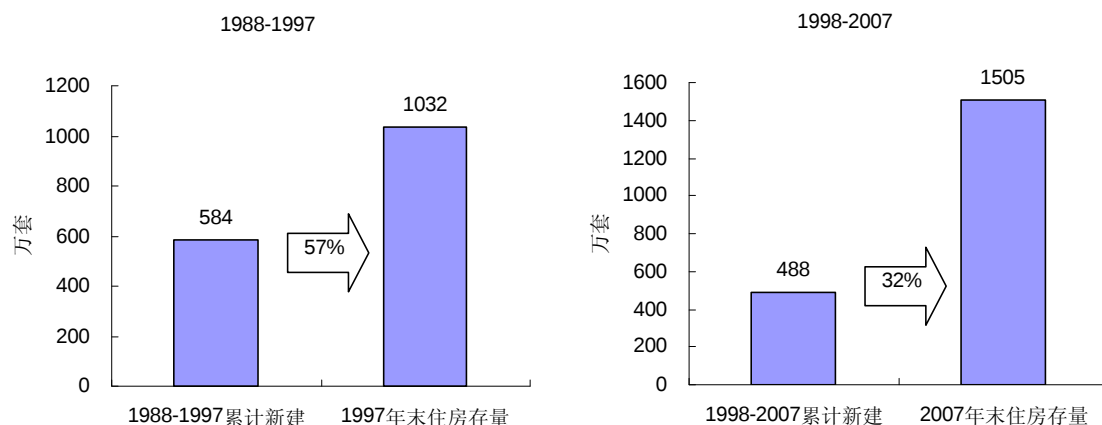
资料来源：中金公司研究部

图表 24：日本每十年累计新房建设量与存量的比较



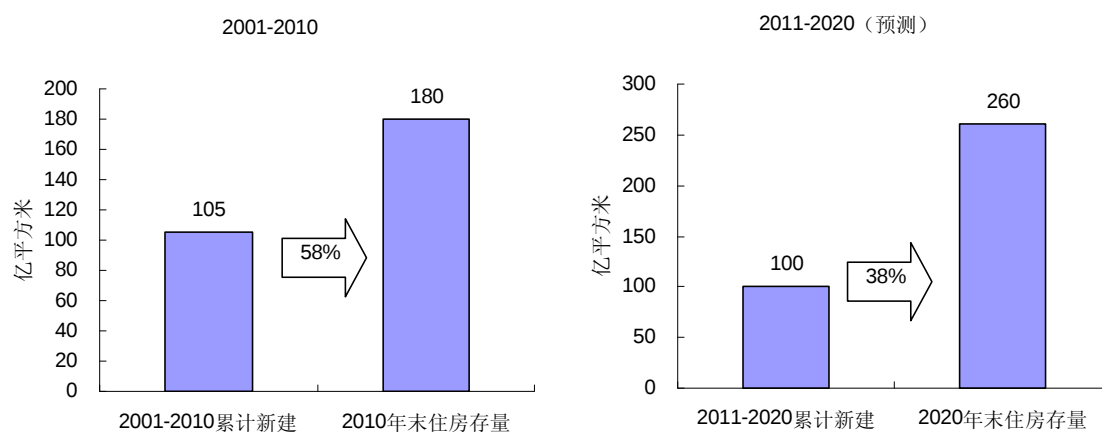
资料来源：中金公司研究部

图表 25: 韩国历年新建量占存量的比例



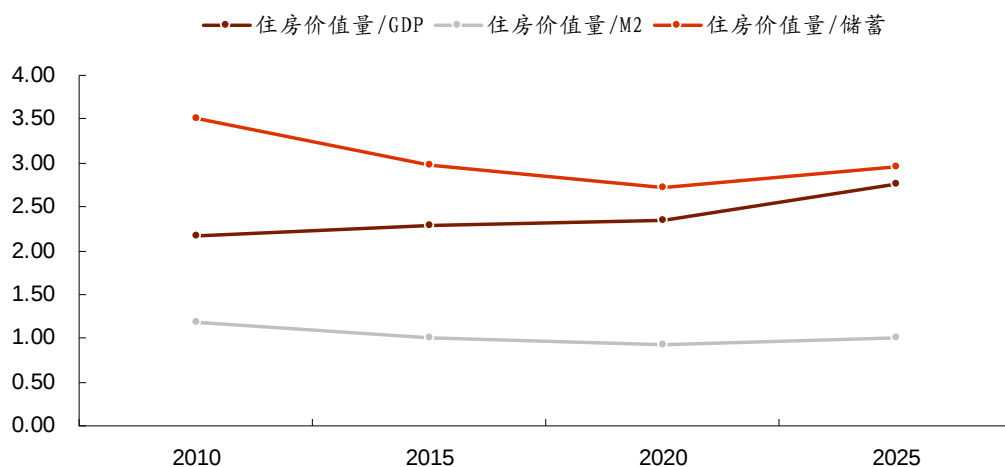
资料来源：韩国统计局，中金公司研究部

图表 26: 中国历年新建量占存量的比例（含预测）



资料来源：CREIS，中金公司研究部

图表 27: 住房价值量与宏观指标比例趋势预测

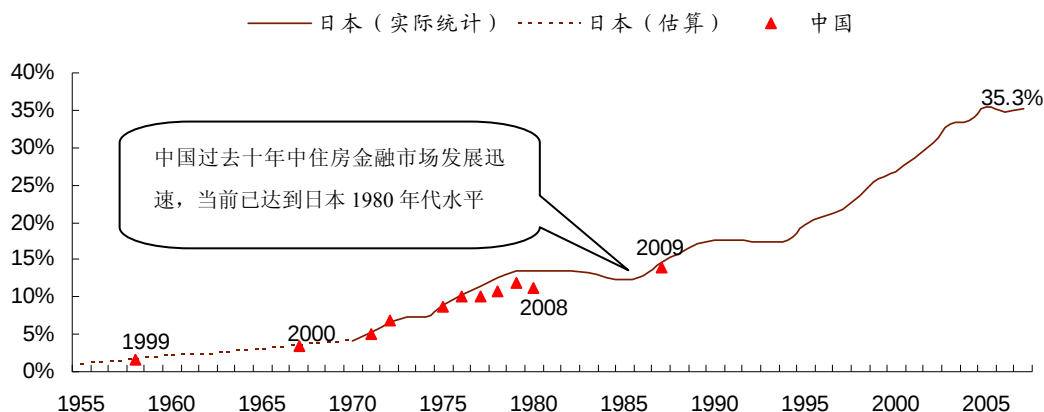


资料来源：中金公司研究部

理由三：看住房金融支持

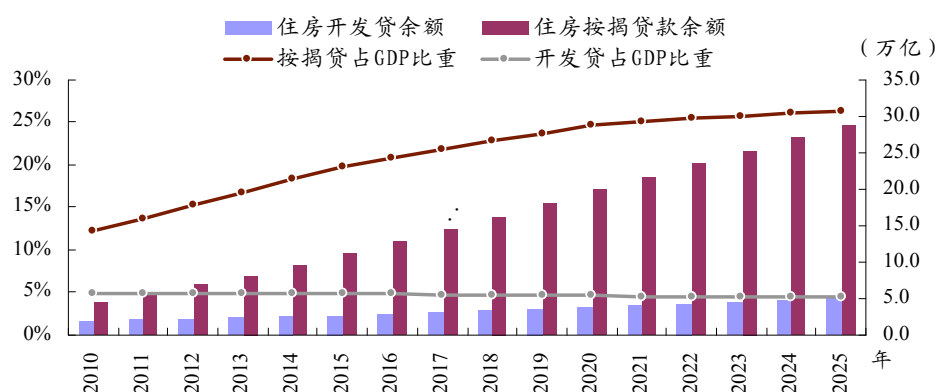
中国在 1998 年住房市场化改革之后引入了按揭贷款的住房金融模式，并且在过去十余年中得以迅速发展，但绝对水平仍然不高。我们认为住房金融支持的深化将是大势所趋，未来 10 年住房按揭贷款占 GDP 的比重将经历一个显著上升的过程，预计 2020 年达到 25%，达到目前日本、韩国的水平，但仍低于新加坡、香港。

图表 28：中日住房抵押贷款占 GDP 比重



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 29：住房贷款余额占 GDP 比重



资料来源：中金公司研究部

下半场将呈现什么特点

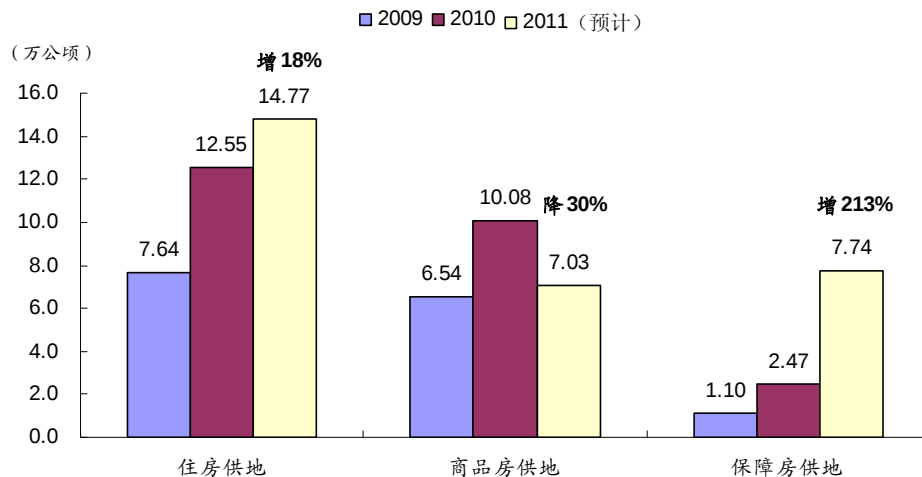
我们认为中国房地产下半场的主要特征是：1) 改善型需求增长，高端房价格看涨；2) 保障房供应增长，中低端市场价格平稳向上；3) 商业地产增值加速。

特点一：改善型需求增长，高端房价格看涨

► **理由一：供给减少。**五年 3600 万套保障房建设计划下，商品住房供地将大幅下降，其中高端商品房土地供应下降将尤为明显。2011 年全国住宅用地供应计划总量 21.8 万公顷，其中保障性住房用地供应量 7.7 万公顷，商品房用地供应量 14.1 万公顷（其中中小套型商品房用地 9.4 万公顷）。如保障房供地足额完成，商品房供地完成率预期降至 50%，住宅用地供应完成总量将至 14.8 万公顷（完成计划率 68%），较去年实际供应量增加 18%，其中保障房用地增 213%，商品房用地下降 30%，高端房供地降幅将更大。供给大幅减少情况下，高端房价格仍将上涨。

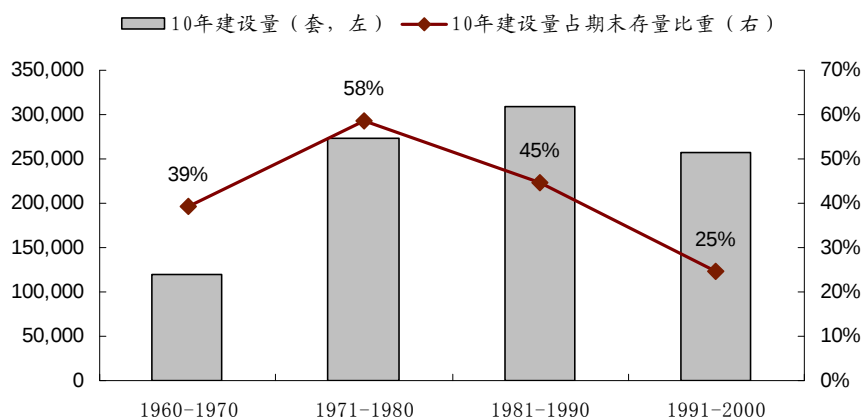
- **理由二：保障房供给达一定规模后，商品房价格将更加市场化。**新加坡 1960 年代开始兴建公共住房——组屋，1980 年组屋占住房存量比重已达 70%（目前占比超过 80%），伴随组屋规模的扩大，私人住宅（相当于中国的商品房）价格完全市场化，其价格约为组屋的 10 倍。

图表 30：住宅用地实际供给量



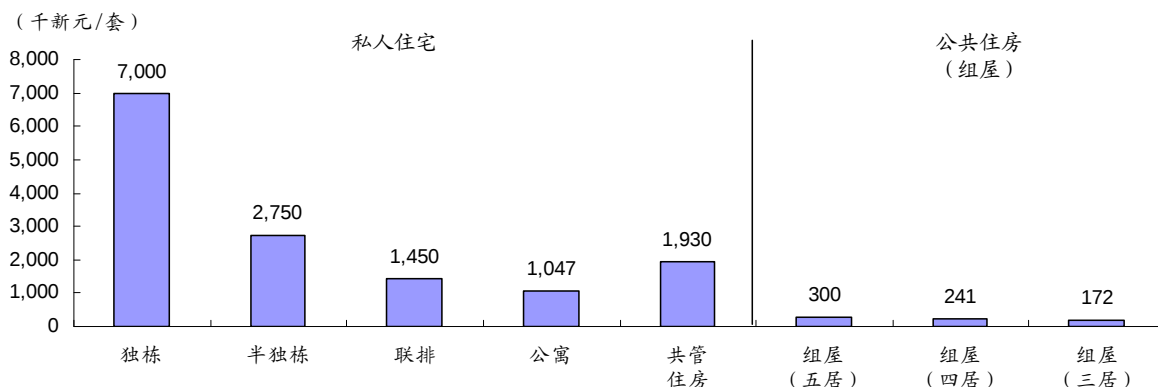
资料来源：国土资源部，中金公司研究部

图表 31：新加坡组屋每 10 年建设量及占存量的比重



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 32：新加坡私人住宅价格远高于组屋



资料来源：新加坡统计局，HDB，中金公司研究部

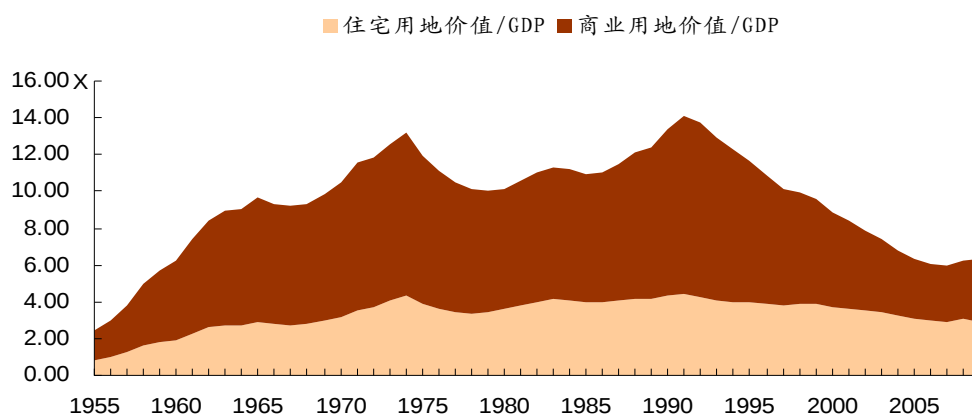
特点二：保障房供给增加，中低端市场价格平稳向上

过去十年，年 8~9% 的政府保障房供应明显欠缺，未来十年将是补课阶段，3600 万套保障房建设计划使得未来五年保障房供应大增。保障房价格除了低廉以外，还有稳定增长的特点（由于是政府定价），这一点可以从新加坡组屋价格的历史变化中看出。因此，保障房在缓解中低收入家庭住房问题的同时，还将支撑中低端市场价格平稳向上。

特点三：商业地产增值潜力大

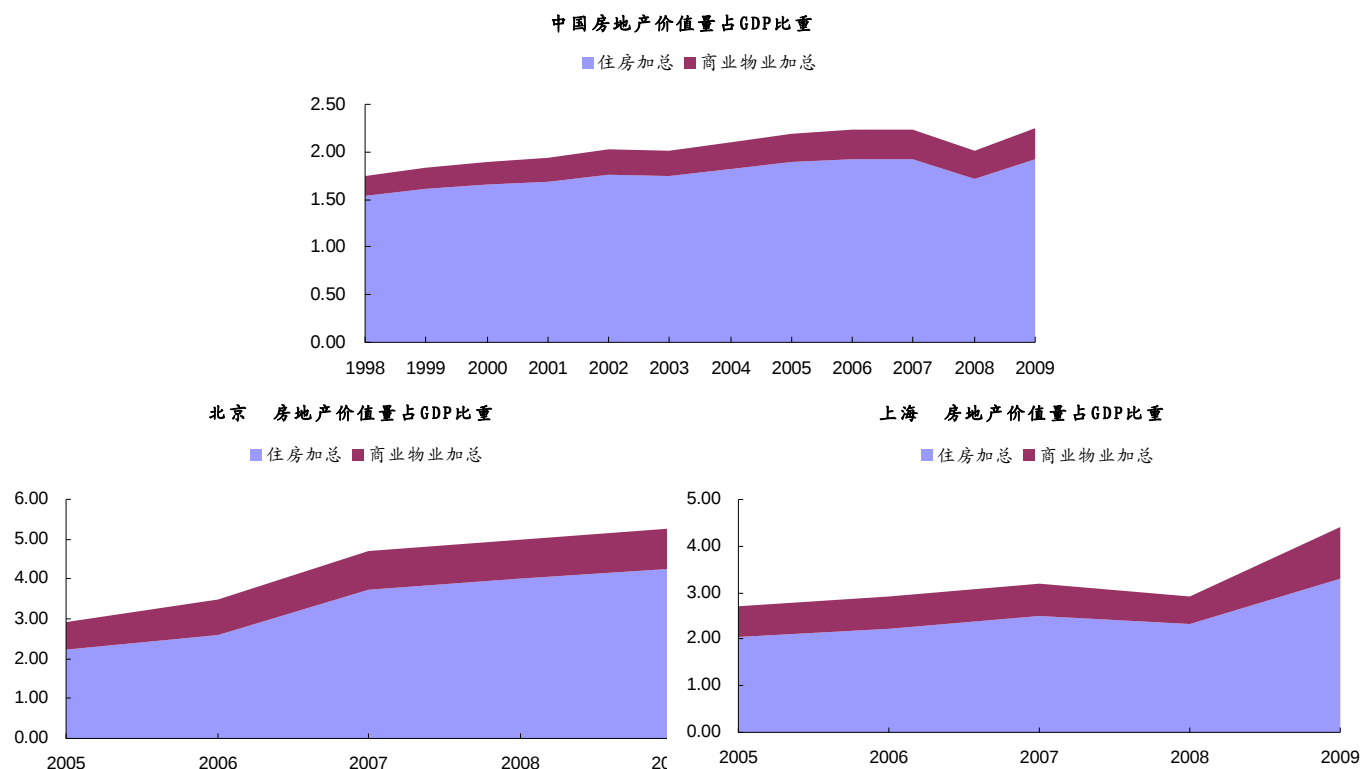
与其他国家房地产资产以商业地产为主不同，中国房地产资产中 80% 是住房资产，商业地产占比很低。主要是经济发展水平仍偏低，我们认为随着经济的发展，商业地产将是中国房地产下半场的主旋律之一。

图表 33：日本商业用地占房地产价值总量的 50%~70%



资料来源：各国统计局，OECD，中金公司研究部

图表 34：中国房地产价值量中 80% 是住宅



资料来源：CREIS，中金公司研究部

现阶段正经历 U 型调整

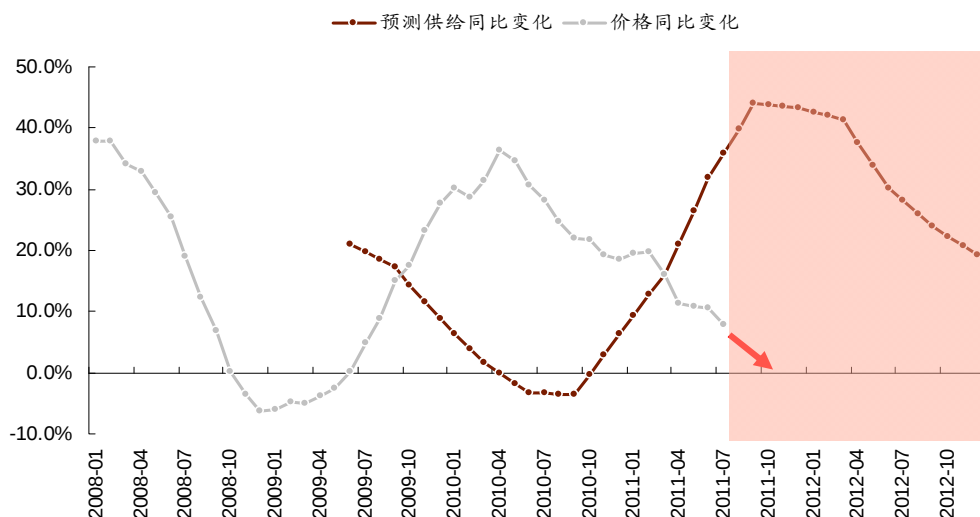
现阶段市场调整的压力来自政策和库存：

- **房价不降，政策不休：**抑制房地产泡沫非常重要，此次调控将持续较长期。
- **库存加大，价格难涨：**我们认为供给将于今年 9、10 月份迎来高峰，预期将进一步加大开发商库存压力。然而由于目前行业及企业资金面情况均好于 2008 年，开发商仍可支撑两个季度以上，这将使其降价行为慢于市场预期。

风险藏在储备土地和在建工程之中：目前房地产施工面积逾 40 亿平方米，开发商手上储备的土地折合楼面面积应有 20 亿平方米，二者之和相当于住房存量面积的 1/3。正常情况下，需要 5-6 年时间消化（隐含每年 10-12 亿平方米），而地方政府在过去几年较大的固定资产投资后手中也储备了大量的土地储备，这些储备的释放也会较大供给风险。

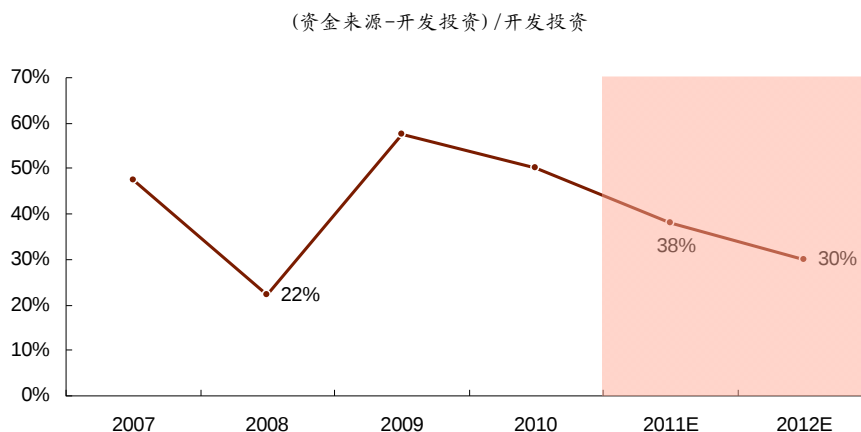
根据中央、地方政府与开发商的博弈来看，我们判断房价年内将延续增速下降趋势，四季度有望出现房价环比下降，但整个调整将是慢而浅的 U 型过程，或者说是通过以时间换空间的方式完成，保障房建设将是市场调整的润滑剂。

图表 35：基于新开工的预测显示，供给将于 9、10 月份迎来高峰



资料来源：CREIS，中金公司研究部；注：粉色阴影部分为预测数据

图表 36：行业资金面较 2010 年趋紧，但仍好于 2008 年



资料来源：CREIS，中金公司研究部；注：粉色阴影部分为预测数据。

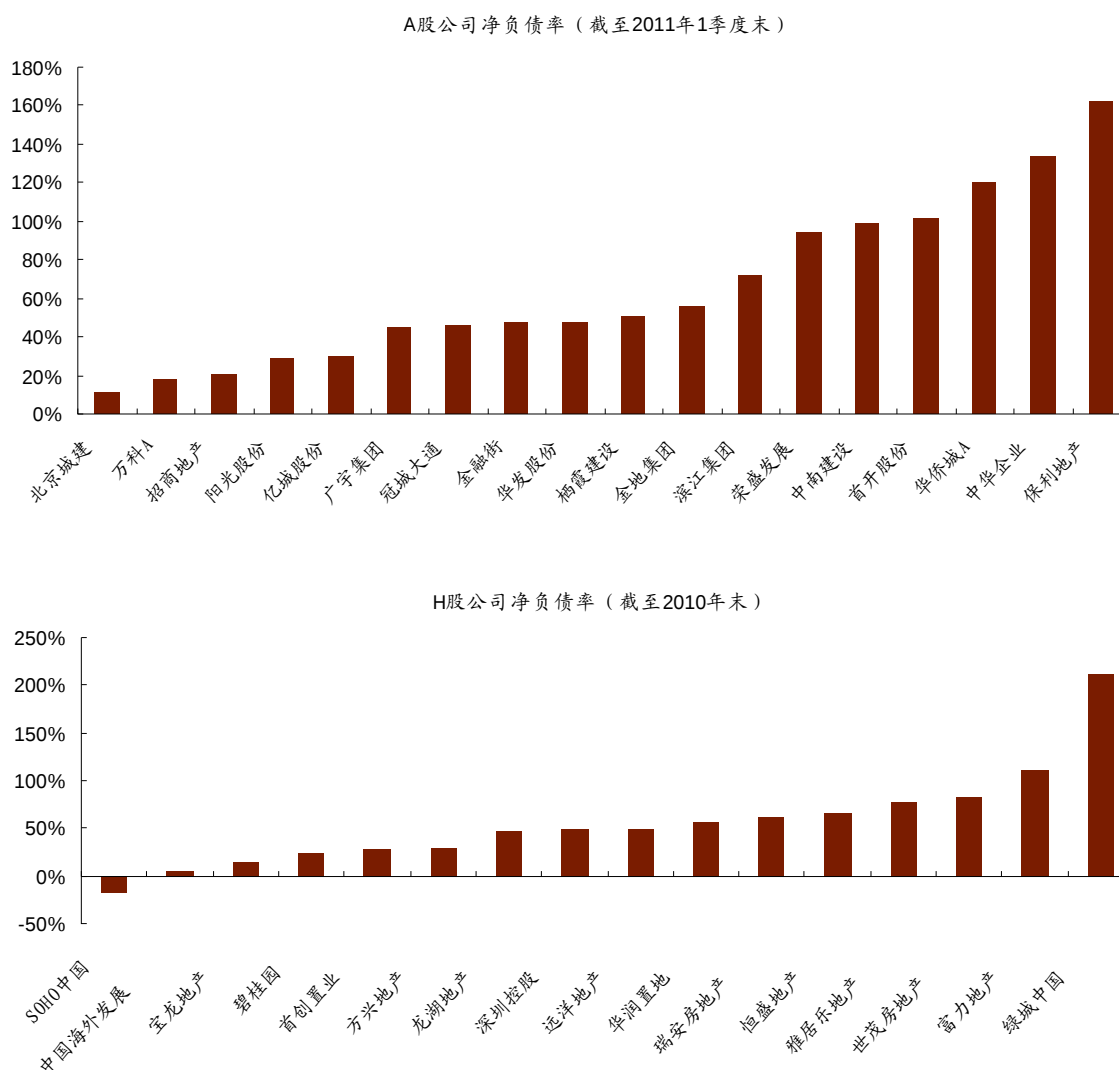
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

逢低吸纳地产股

中长期建仓机会来临，逢低吸纳地产股，耐心持有：

目前股价已经过度反映了行业悲观预期，随着行业的调整地产板块将震荡上行，我们看多地产板块，近期由于房价调整慢于预期，三季度我们仍以防守为主，建议兼顾销售好和负债率低的公司，两地龙头公司是首选，如 A 股万科/招商/金地；H 股中国海外/华润置地/龙湖；商业地产类如金融街/浦东金桥。对于中长期投资者，目前可以开始介入估值吸引力明显的地产股，如土地储备价值高，NAV 折让大，P/E 低。

图表 37：中金覆盖上市公司净负债率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 38: 2011 年 1-6 月地产公司销售情况

公司	2011 YTD			同比增长			截至日期
	销售面积 (万平方米)	销售金额 (亿元)	销售单价 (元/平方米)	销售 面积	销售 金额	销售 均价	
A股							
万科	566	657	11,609	77%	79%	1%	2011.1-6
金地集团	81	113	13,889	68%	109%	25%	2011.1-6
保利地产	341	395	11,575	28%	81%	42%	2011.1-6
H股							
中国海外	307	522	17,002	38%	86%	33%	2011.1-6
富力地产	86	134	15,522	-18%	7%	31%	2011.1-6
绿城中国	131	203	24,167	-23%	-7%	21%	2011.1-6
首创置业	50	51	10,241	31%	15%	-12%	2011.1-6
华润置地	114	135	11,863	52%	84%	n/a	2011.1-6
碧桂园	343	215	6,268	42%	64%	n.a	2011.1-6
远洋地产	81	120	14,780	n/a	45%	n/a	2011.1-6
世茂房地产	109	143	13,039	8%	26%	16%	2011.1-6
雅居乐	142	157	11,040	38%	50%	8%	2011.1-6
深圳控股	25	20	7,982	25%	-3%	-23%	2011.1-6
恒盛地产	77	71	9,209	172%	151%	-8%	2011.1-6
恒大地产	612	423	6,918	83%	102%	10%	2011.1-6
龙湖地产	146	183	12,491	98%	74%	n/a	2011.1-6
宝龙地产	35	23	6,746	117%	86%	-14%	2011.1-6
房地产业	44419	24589	5536	13%	24%	10%	2011.1-6

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 39: 可比公司估值表

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (Rmb)				P/E(x)				P/B (x)				每股NAV (元)		溢/折价		资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
			2011-8-2			2011-8-2	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	10E	11E	10E	11E	10A	
A股																								
侧重开发:																								
万科A	000002	推荐	8.3	n.a.	n.a.	91.8	0.48	0.66	0.89	1.07	17.1	12.5	9.3	7.7	2.4	2.1	1.7	1.4	10.3	11.5	-19%	-28%	75%	57.6
金地集团	600383	推荐	6.2	n.a.	n.a.	27.9	0.40	0.60	0.75	0.90	15.7	10.4	8.3	6.9	1.9	1.6	1.3	1.1	9.7	10.9	-36%	-43%	71%	15.9
招商地产	000024	推荐	18.3	n.a.	n.a.	28.9	0.96	1.17	1.48	1.80	19.1	15.6	12.4	10.2	1.9	1.7	1.5	1.3	25.3	26.2	-28%	-30%	65%	10.4
金融街	000402	推荐	7.0	n.a.	n.a.	21.2	0.45	0.59	0.68	0.85	15.5	11.9	10.2	8.2	1.4	1.3	1.1	1.0	12.4	13.4	-43%	-48%	68%	8.5
首开股份	600376	推荐	11.5	n.a.	n.a.	17.2	0.62	0.90	1.18	1.52	18.5	12.8	9.8	7.6	1.4	1.2	1.1	0.9	17.8	18.5	-35%	-38%	75%	10.7
滨江集团	002244	推荐	10.7	n.a.	n.a.	14.4	0.48	0.71	0.75	1.45	22.4	14.9	14.3	7.4	3.4	2.4	2.1	1.6	13.30	14.93	-20%	-29%	80%	5.0
保利地产	600048	推荐	10.6	n.a.	n.a.	63.1	0.59	0.83	1.11	1.35	17.9	12.8	9.5	7.8	2.5	2.1	1.7	1.4	13.6	14.1	-22%	-25%	79%	44.0
华侨城A	000069	推荐	7.8	n.a.	n.a.	43.8	0.30	0.54	0.66	0.85	25.7	14.4	11.9	9.2	4.2	3.3	2.3	1.9	13.6	14.5	-42%	-46%	70%	10.0
中南建设	000961	推荐	9.6	n.a.	n.a.	11.2	0.48	0.63	0.96	1.43	20.0	15.1	10.0	6.7	2.8	2.1	1.8	1.4	14.8	17.8	-35%	-46%	78%	10.2
冠城大通	600067	审慎推荐	8.7	n.a.	n.a.	6.4	0.39	0.70	0.98	1.13	22.5	12.3	8.9	7.7	3.1	2.5	1.9	1.6	14.8	15.4	-42%	-44%	74%	2.2
华发股份	600325	审慎推荐	11.2	n.a.	n.a.	9.2	0.83	0.95	1.02	1.03	13.5	11.8	11.0	10.9	1.8	1.6	1.4	1.3	18.7	20.0	-40%	-44%	67%	7.1
北京城建	600266	审慎推荐	13.7	n.a.	n.a.	12.2	0.96	0.97	1.22	1.41	14.3	14.1	11.3	9.7	2.5	2.2	1.8	1.5	18.8	19.7	-27%	-31%	69%	4.0
荣盛发展	002146	审慎推荐	8.6	n.a.	n.a.	15.9	0.33	0.55	0.73	0.95	26.1	15.6	11.7	9.0	3.2	2.3	1.8	1.4	6.6	9.2	30%	-7%	75%	19.1
广宇集团	002133	审慎推荐	5.2	n.a.	n.a.	2.6	0.33	0.44	0.60	0.71	15.7	11.9	8.8	7.3	1.5	1.3	1.2	1.0	7.8	8.5	-33%	-39%	72%	1.1
栖霞建设	600533	中性	4.7	n.a.	n.a.	4.9	0.21	0.27	0.31	0.37	22.0	17.2	15.0	12.6	1.8	1.3	1.2	1.1	6.2	6.7	-25%	-30%	56%	2.4
中华企业	600675	中性	6.1	n.a.	n.a.	8.6	0.45	0.50	0.48	0.50	13.6	12.3	12.9	12.3	2.3	2.0	1.7	1.5	7.9	8.7	-22%	-30%	77%	2.3
阳光股份	000608	中性	4.9	n.a.	n.a.	3.7	0.36	0.58	0.57	0.50	13.9	8.5	8.7	9.9	1.9	1.6	1.3	1.2	7.3	8.1	-33%	-39%	56%	2.2
亿城股份	000616	中性	4.0	n.a.	n.a.	4.8	0.35	0.46	0.50	0.56	11.5	8.8	8.1	7.2	1.4	1.2	1.0	0.8	5.1	5.7	-20%	-29%	62%	2.2
平均值											18.1	12.9	10.7	8.8	2.3	1.9	1.5	1.3			-27%	-35%	70%	
中间值											17.5	12.7	10.1	8.0	2.1	1.8	1.6	1.4			-30%	-34%	72%	
开发和持有:																								
浦东金桥	600639	推荐	9.4	n.a.	n.a.	7.7	0.39	0.57	0.65	0.57	24.3	16.5	14.5	16.5	2.4	2.4	2.0	1.8	13.5	15.0	-30%	-37%	52%	1.7
陆家嘴	600663	中性	13.2	n.a.	n.a.	22.0	0.63	0.64	0.68	0.69	20.9	20.7	19.5	19.1	2.4	2.4	2.1	1.9	17.2	19.1	-23%	-31%	49%	2.0
中国国贸	600007	中性	9.6	n.a.	n.a.	9.7	0.29	0.12	0.27	0.37	33.4	80.0	35.5	25.7	2.2	2.2	2.1	1.9	11.5	12.2	-16%	-21%	54%	0.5
平均值											26.2	39.1	23.2	20.4	2.3	2.3	2.1	1.9			-23%	-30%	52%	
中间值											24.3	20.7	19.5	19.1	2.4	2.4	2.1	1.9			-23%	-31%	52%	
B股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)	(HK\$)				
万科B	200002	推荐	10.4	14.0	35%	106.8	0.55	0.77	1.09	1.30	18.9	13.5	9.6	8.0	2.7	2.2	1.8	1.4	11.9	14.0	-13%	-26%	75%	57.6
招商局B	200024	推荐	12.6	22.4	77%	33.6	1.09	1.36	1.81	2.19	11.6	9.3	7.0	5.8	1.2	1.0	0.9	0.8	29.5	32.0	-57%	-60%	65%	10.4
金桥B	900911	推荐	6.5	12.8	96%	9.0	0.44	0.66	0.79	0.70	14.8	9.8	8.2	9.4	1.4	1.4	1.2	1.0	15.6	18.3	-58%	-64%	52%	1.7
陆家B	900932	推荐	9.4	18.6	99%	25.6	0.72	0.74	0.82	0.84	13.1	12.6	11.4	11.1	1.5	1.5	1.2	1.1	19.9	23.3	-53%	-60%	49%	2.0
平均值											14.6	11.3	9.0	8.5	1.7	1.5	1.3	1.1			-45%	-53%	60%	
中间值											13.9	11.2	8.9	8.7	1.5	1.4	1.2	1.1			-55%	-60%	58%	
H股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)									(HK\$)	(HK\$)				
中国海外	688	推荐	17.6	20.4	16%	143.7	0.79	1.20	1.54	1.85	22.2	14.6	11.4	9.5	3.4	2.6	2.2	1.9	17.0	18.5	3%	-5%	64%	33.9
龙湖地产	960	推荐	12.3	16.0	30%	63.4	0.33	0.51	0.83	1.14	36.7	24.1	14.9	10.8	4.6	3.4	2.7	2.2	14.9	16.0	-17%	-23%	76%	31.6
华润置地	1109	推荐	15.0	18.7	24%	80.8	0.48	0.67	0.93	1.36	31.4	22.4	16.1	11.0	2.0	1.6	1.5	1.2	18.4	20.7	-19%	-28%	61%	26.7
雅居乐	3383	推荐	12.5	16.0	28%	43.4	0.61	1.20	1.41	1.56	20.5	10.4	8.9	8.0	2.7	2.0	1.7	1.4	18.5	20.0	-32%	-37%	71%	32.1
首创置业	2868	推荐	2.4	4.1	67%	4.9	0.30	0.53	0.69	0.84	8.1	4.6	3.5	2.9	0.9	0.8	0.7	0.6	6.0	6.2	-59%	-61%	75%	9.3
宝龙地产	1238	推荐	2.2	3.3	50%	8.9	0.34	0.30	0.46	0.55	6.4	7.4	4.8	4.0	1.0	0.7	0.6	0.5	3.8	4.7	-43%	-53%	54%	7.0
融创中国	1918	推荐	2.6	4.2	63%	7.8	0.30	0.60	0.93	1.46	8.8	4.4	2.8	1.8	5.0	1.4	1.0	0.7	8.5	9.0	-69%	-71%	70%	6.8
远洋地产	3377	审慎推荐	4.3	5.7	33%	24.2	0.21	0.41	0.57	0.74	20.3	10.3	7.6	5.8	0.9	0.7	0.6	0.6	9.4	9.5	-55%	-55%	64%	23.3
恒盛地产	845	审慎推荐	2.4	3.0	23%	18.7	0.21	0.27	0.36	0.45	11.4	9.0	6.7	5.4	1.4	1.1	0.9	0.8	5.0	5.9	-52%	-59%	64%	19.2
碧桂园	2007	审慎推荐	4.0	3.7	-6%	66.1	0.14	0.19	0.24	0.26	28.0	20.7	16.8	15.4	2.7	2.5	2.2	2.0	4.2	4.6	-6%	-15%	68%	40.1
绿城中国	3900	中性	6.9	10.2	48%	11.3	0.54	0.83	1.29	1.63	12.7	8.3	5.4	4.2	1.0	1.0	0.8	0.7	19.8	20.5	-65%	-66%	88%	33.8
深控股	604	中性	2.2	3.1	38%	7.9	0.22	0.23	0.27	0.32	10.0	9.9	8.3	7.0	0.6	0.6	0.6	0.5	5.8	6.2	-61%	-64%	57%	22.5
方兴地产	817	中性	2.2	2.6	22%	19.8	0.11	0.12	0.11	0.13	18.9	18.5	19.1	16.6	1.2	0.9	0.8	0.8	4.1	4.3	-47%	-50%	48%	2.4
SOHO中国	410	中性	7.1	6.6	-7%	37.0	0.37	0.78	0.35	0.56	19.4	9.1	20.3	12.7	1.9	1.7	1.5	1.4	6.9	7.4	3%	-3%	58%	1.9
富力地产	2777	中性	10.1	14.2	40%	32.6	0.95	1.32	1.60	1.93	10.7	7.7	6.3	5.2	1.7	1.4	1.1	1.0	17.5	18.9	-42%	-46%	74%	24.5
世茂地产	813	中性	10.4	13.7	32%	36.8	0.77	0.96	1.28	1.57	13.4	10.9	8.1	6.6	1.4	1.2	1.0	0.9	19.4	21.1	-47%	-51%	69%	34.3
瑞安地产	272	中性	3.4	4.5	32%	17.8	0.50	0.17	0.23	0.28	6.9	20.2	15.1	12.3	0.7	0.6	0.5	0.5	9.0	9.6	-62%	-64%	54%	14.1
平均值											16.8	12.5	10.4	8.2	2.0	1.4	1.2	1.0			-39%	-44%	66%	
中间值						43%					13.4	10.3	8.3	7.0	1.4	1.2	1.0	0.8			-47%	-51%	64%	

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

