



双去化进程下的结构性机会

——房地产行业 2011 年四季度投资策略

要点:

- **政策进入观察期，行业景气度下滑：**基于以下 3 点，我们依然不认为调控政策会在年内放松，还将继续维持现有的紧缩力度：1. 在外围经济持续恶化的情况下，央行虽要“保增长”，但“抗通胀”仍将是首要目标；2. 楼市在相持阶段初现拐点，但调控效果全面显现仍需时间；3. 若放松则房价报复性反弹，艰难而漫长的调控之路将功亏一篑。但调控政策将在四季度进入相对审慎的观察期，强力政策出台的概率不大，未来地产调控政策取向更着眼于长期制度建设。政策的滞后效应正在逐步发挥威力，从房地产投资、新开工面积、销售、价格等各项指标来看，整个房地产行业景气度呈现逐步回落趋势。在现行的限购及信贷政策下，有效需求不足和供求关系逆转将成为主要矛盾。
- **双去化进程开始：**2011 年二季度，A 股上市地产公司存货位于历史最高点，存货消化周期接近历史高位；银行对房地产开发贷款的严格控制、限购政策、房地产信托监管以及上市公司再融资的关闭，将加速开发企业去杠杆化进程。在货币政策紧缩、地产调控不放松的情况下，行业景气度进入下行周期，房地产开始进入去库存、去杠杆的双去化进程。
- **投资策略：**维持行业“中性”评级。当行业景气度向下时，板块只会有超跌反弹的机会而无趋势性行情。四季度政策虽然进入观察期，但行业基本面的恶化尚在进行，销售难以放量。板块缺乏催化剂，我们仍然认为只有超跌反弹的机会而无趋势性行情。维持行业“中性”评级。
- **选股策略：**调控的常态化意味着，过去 10 年的地产黄金期已逝，未来房地产市场将进入短周期时代。高周转首先意味着，在地产项目 1~3 年的生命周期中，总能赶上市场短周期的至少一个波峰；其次，高周转提速规模扩张；再次，熨平拿地节奏和经济周期所导致的土地建材成本变化的干扰；最后，现金流的需要。我们长期看好万科 A、保利地产、招商地产、荣盛发展等高周转、全国布局的龙头地产股。

- **风险提示：**楼市硬着陆；系统性风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011 年 9 月 21 日

分析师

刘 昆

☎ (86-755) 83516214

✉ liuk@cgws.com

执业证书编号：S1070209040312

联系人

苏绪盛

☎ (86-755) 83511405

✉ suxs@cgws.com

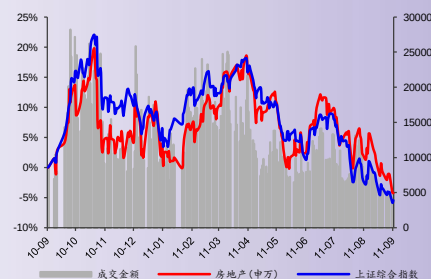
从业证书编号：S1070111010021

投资评级：中性(维持)

重点公司盈利预测及评级

股票简称	11EPS	12EPS	11PE	12PE	投资评级
万科 A	0.98	1.27	8.0	6.2	推荐
保利地产	1.18	1.52	8.8	6.8	推荐
招商地产	1.52	2.07	11.9	8.7	推荐
金地集团	0.78	1.06	7.3	5.4	推荐
首开股份	1.12	1.36	9.0	7.4	推荐
荣盛发展	0.75	0.98	10.7	8.2	推荐
滨江集团	0.78	1.13	12.0	8.3	推荐
世茂股份	0.88	1.25	15.9	11.2	推荐
华侨城 A	0.65	0.87	11.4	8.5	推荐
城投控股	0.45	0.58	15.3	11.9	推荐

行业表现



相关报告

静观其变——房地产行业 2011 年中期投资策略

2011 年 6 月

等待楼市破冰 把握结构机会——房地产行业 2011 年一季度投资策略

2011 年 3 月

需求回归理性，把握结构机会——2011 年房地产投资策略报告

2010 年 12 月

等待政策明朗后的投资良机——2010 年四季度房地产投资策略报告

2010 年 9 月



正文目录

1. 政策进入观察期，行业景气度下滑.....	1
1.1 政策：进入审慎观察期.....	1
1.2 行业：景气继续下行.....	2
2. 双去化进程开始.....	6
2.1 去库存.....	6
2.2 去杠杆.....	7
3. 投资策略：维持行业“中性”评级.....	8
3.1 维持行业“中性”评级.....	8
3.2 推荐高周转龙头.....	8

图表目录

图 1：CPI、PPI 同比走势及预测值(%)	1
图 2：全国房地产累计投资额及累计同比(预测)	3
图 3：07 年 7 月以来一、二线城市房价指数（07 年下半年均值=100）	4
图 4：07 年 7 月以来一、二线城市销量指数（07 年下半年均值=100）	4
图 5：房地产投资开发额累计值及累计同比	5
图 6：房屋新开工面积及增速	5
图 7：全国商品房累计销售面积及累计同比	5
图 8：国房景气指数	5
图 9：上市地产公司存货与环比增速	6
图 10：A 股地产公司与招保万金存货消化周期.....	6
图 11：08 年以来重点城市库存消化周期指数（07 年下半年均值=100）	7
图 12：房地产开发资金来源比重	7
图 13：房地产信托平均年收益率及比较	7
表 1：房地产投资额及增速敏感性测算	2
表 2：房地产投资增速敏感性测算	3
表 3：商品房新开工面积增速敏感性测算	3
表 4：全国房屋新开工面积增速敏感性测算	3
表 5：重点公司的盈利预测及投资评级	8



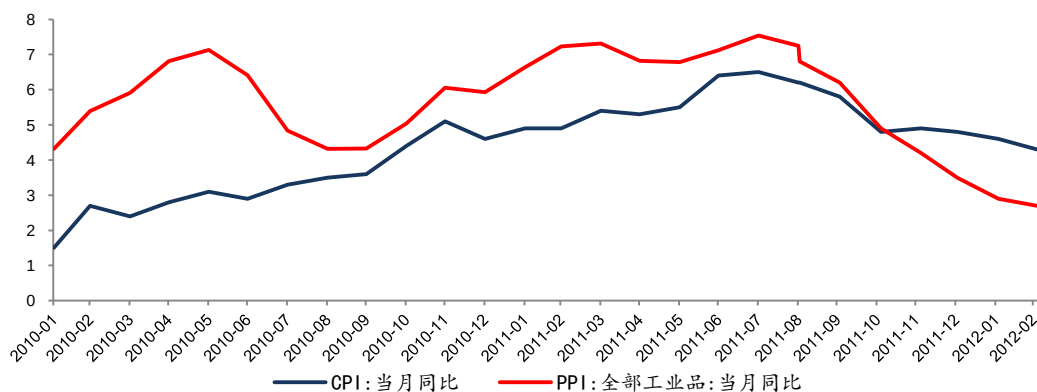
1. 政策进入观察期，行业景气度下滑

1.1 政策：进入审慎观察期

我们在中期策略报告中不建议投资者在下半年“博政策”，提出“静观其变”，时至今日我们依然不认为调控政策会在年内放松，这是基于以下3点：

1. 在外围经济持续恶化的情况下，央行虽要“保增长”，但“抗通胀”仍将是首要目标。从“稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变”来看，控通胀仍然是政府调控的主基调。在通胀水平居高难下、更存在反复可能（QE3 是否推出）的情况下，目前难以看到货币政策放松的迹象。我们的宏观策略组预计未来调准的概率较小，但为防止负利率情况持续恶化，未来仍然存在不对称加息的可能。

图 1：CPI、PPI 同比走势及预测值(%)



数据来源：WIND，长城证券研究所

2. 楼市在相持阶段初现拐点，但调控效果全面显现仍需时间，决策层在此期间同时强化了“调控决心不能动摇、政策方向不能改变、力度不能放松”的态度。我们预计四季度调控出现方向性转变的可能几乎没有，还将继续维持现有的紧缩力度，直至经济增长过热压力消退。
3. 可以预见的是，在目前的情况下放松楼市调控，开发企业资金压力将得到缓和，重新加大房价向下调整的刚性，房价报复性反弹一触即发，艰难而漫长的调控之路将功亏一篑。我们甚至认为一线城市包括部分二线城市的限购令可能仍将继续持续一到两年，因为放松限购就意味着投资投机性需求重新得到承认。我们判断，未来的放松之路可能首先从二三线限购令不了了之到信贷的定向宽松，再到限购令松动。一线和部分二线城市的限购令反而是最难放松的政策之一。

与此同时，我们判断调控政策将在四季度进入相对审慎的观察期，强力政策出台



的概率不大，未来地产调控政策取向更着眼于长期制度建设，如保障房、房产税、土地、交易等方面，这是基于以下3点：

1. 从微观角度看，现有政策已初现效果，房地产投资热度正在逐渐消退，房价涨幅趋缓，部分热点城市房价停涨。统计局的数据显示，8月份70个大中城市中共有46个新建商品住宅价格实现停涨，比7月份增加了15个；即便是环比价格上涨的城市，整体看其涨幅也明显低于7月份。我们微观调研显示一线城市郊区房价已出现实质性下跌，二线城市楼盘促销力度在加大。楼市正朝着调控预期的方向发展，政策已无加强的必要。
2. 从宏观角度看，房地产政策的调控力度将对地方债务平台的风险暴露带来较大影响，政策超调或将导致地方融资平台风险爆发，进而引发市场对中国银行体系的担忧。
3. 8月底二三线限购令未能有效推进落地，预示着政策压力已到边际，我们认为，未来的房地产调控政策取向将更着眼于长期制度建设，如保障房、房产税、土地、交易等方面。

1.2 行业：景气继续下行

政策虽难放松，但短期已到顶；与此同时，政策的滞后效应正在逐步发挥威力，总体来看，房地产行业景气度已开始回落，我们认为四季度将继续下行：

1. 房地产投资：1-8月，全国房地产投资3.8万亿，同比增长33.2%，较1-7月回落0.4个百分点。我们认为，一方面商品房新开工面积增速不断下降，另一方面1000万套保障房开工率已达87%，未来对房地产投资提升有限。我们预计全年房地产投资约6.1万亿，同比增幅约26.6%，较10年增速回落6.6个百分点。

表1：房地产投资额及增速敏感性测算

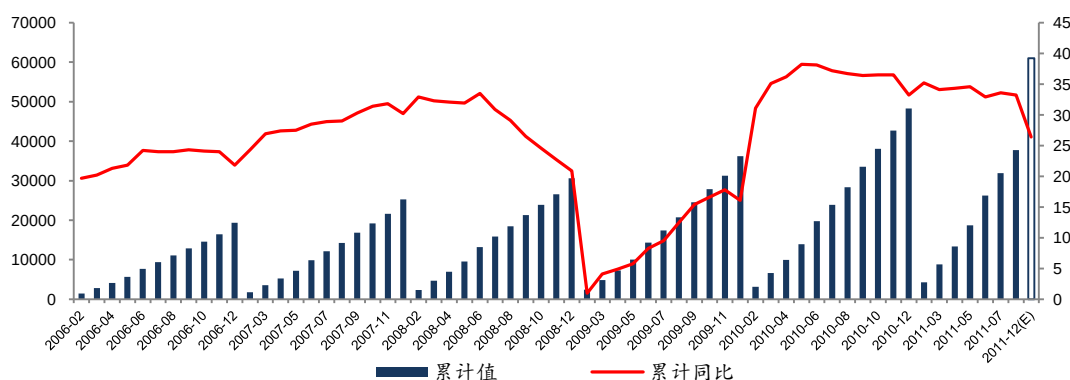
保障房投资	商品房投资增速				
	12%	15%	18%	20%	22%
12000	57659	58882	60105	60920	61736
12500	58159	59382	60605	61420	62236
13000	58659	59882	61105	61920	62736
13500	59159	60382	61605	62420	63236
14000	59659	60882	62105	62920	63736



表 2: 房地产投资增速敏感性测算

保障房投资	商品房投资增速				
	12%	15%	18%	20%	22%
12000	19.5%	22.0%	24.5%	26.2%	27.9%
12500	20.5%	23.0%	25.6%	27.3%	28.9%
13000	21.5%	24.1%	26.6%	28.3%	30.0%
13500	22.6%	25.1%	27.6%	29.3%	31.0%
14000	23.6%	26.1%	28.7%	30.4%	32.0%

图 2: 全国房地产累计投资额及累计同比(预测)



数据来源: WIND, 长城证券研究所

2. 新开工面积: 由于保障房对新开工面积的补充作用, 1-8 月全国房屋新开工面积 13.2 亿平米, 同比增长 25.8%, 较 1-7 月增长 0.9 个百分点。但若扣除保障房, 仅计算商品房新开工面积, 1-8 月同比增速或已为负, 我们测算同比下降或达 0.6%。我们预计全年房屋新开工面积同比增速在 20~25%。

表 3: 商品房新开工面积增速敏感性测算

	全国房屋	保障房		商品房	11 年 1-8 月同比
	新开工面积	新开工套数	面积(60 平米/套)	新开工面积	
2010 年 1-8 月	104887	410	24600	80287	
2011 年 1-8 月	131881	868	52080	79801	-0.61%

数据来源: WIND, 长城证券研究所

表 4: 全国房屋新开工面积增速敏感性测算

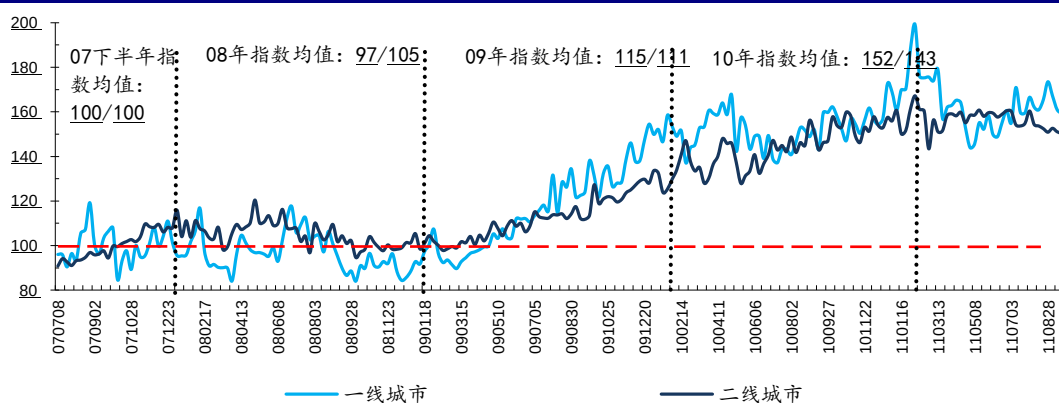
	新开工增长	新开工面积	其中:保障房 (60 平米/套)	其中:商品房	商品房增长
2010 年		163777	34800	128977	
	25%	204721	63000	141721	9.9%
	20%	196532	63000	133532	-5.8%
2011 年	15%	188344	63000	125344	-6.1%
	10%	180155	63000	117155	-6.5%
	5%	171966	63000	108966	-7.0%
	0%	163777	63000	100777	-7.5%

数据来源: WIND, 长城证券研究所



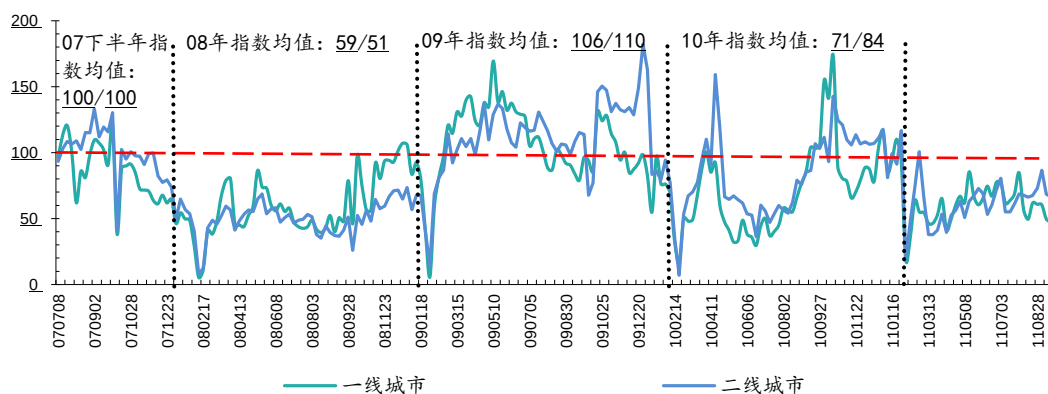
3. 销售和房价：在政策保持紧缩的情况下，我们认为四季度楼市成交放量的可能性不大。一是需求方面，房地产“买涨不买跌”的主观心态较为严重；二是政策方面，信贷未放松，二三线城市限购令要求8月底出台，也反映出政策对于三季度房价反弹的警惕；三是过去的统计数据显示，楼市成交更多地取决于宏观经济、政策环境及市场情绪，季节性因素并不明显。房价方面，全国商品房均价近3个月以来基本保持稳定，我们跟踪的重点城市房价指数今年以来基本保持稳定并开始有下降趋势。

图 3：07 年 7 月以来一、二线城市房价指数（07 年下半年均值=100）



数据来源：中指研究院，长城证券研究所(一线取上海、北京、深圳；二线取天津、重庆、武汉、苏州、长沙)

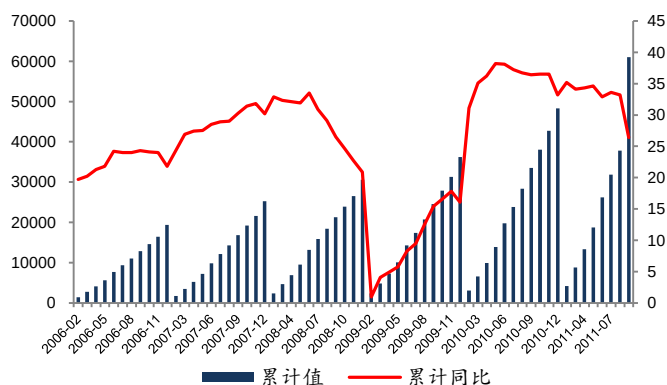
图 4：07 年 7 月以来一、二线城市销量指数（07 年下半年均值=100）



数据来源：中指研究院，长城证券研究所(一线取上海、北京、深圳；二线取天津、重庆、武汉、苏州、长沙)

4. 综合来看，整个房地产行业景气度呈现逐步回落趋势。我们在二季度策略报告中就提出，在现行的限购及信贷政策下，有效需求不足和供求关系逆转将成为房地产市场销量的最大制约因素。

图 5：房地产投资开发额累计值及累计同比



数据来源：WIND，长城证券研究所

图 6：房屋新开工面积及增速

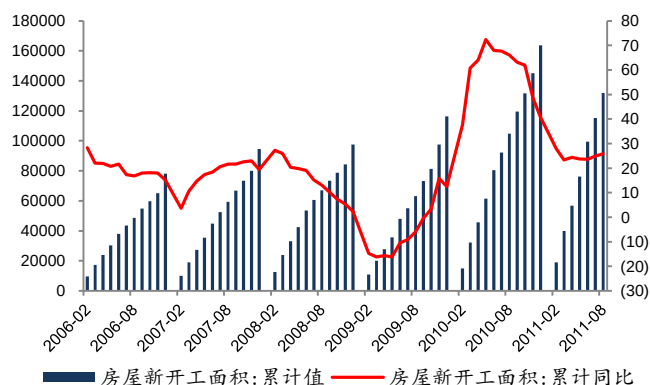
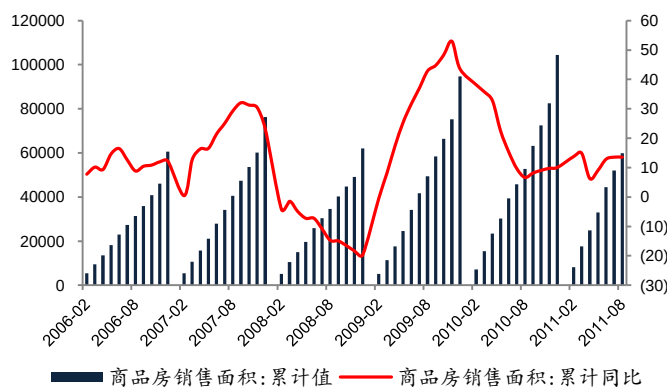


图 8：国房景气指数



图 7：全国商品房累计销售面积及累计同比



数据来源：WIND，长城证券研究所



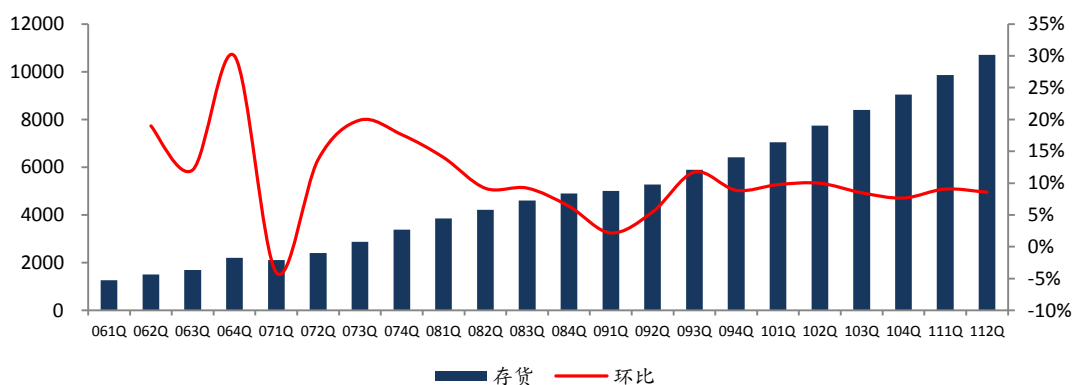
2. 双去化进程开始

上半年我们在市场中率先指出房地产已进入去库存时代，如今在货币政策紧缩、地产调控不放松的情况下，行业景气度进入下行周期，房地产开始进入去库存、去杠杆的双去化过程。

2.1 去库存

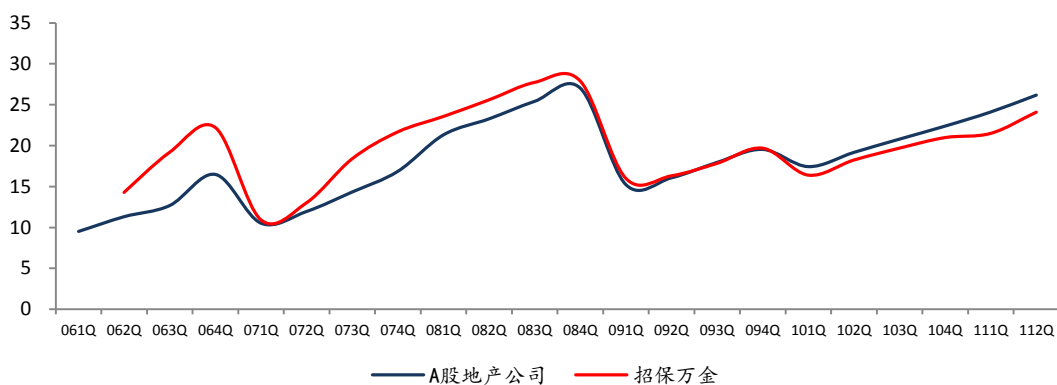
2011年二季度，A股上市地产公司存货环比增加8.6%、同比增加38.3%，绝对值10711亿元，位于历史最高点。高周转的龙头代表招保万金四大地产公司存货合计4157亿元，占上市地产公司存货总额的38.8%。以上市地产公司年度销售商品的金额除以12作为月平均销售金额，以存货/月平均销售金额来考量存货的去化周期，我们计算目前上市地产公司的存货消化周期为26.2个月，招保万金四大龙头存货消化周期24.1个月，均接近历史最高水平。

图9：上市地产公司存货与环比增速



数据来源：WIND，长城证券研究所

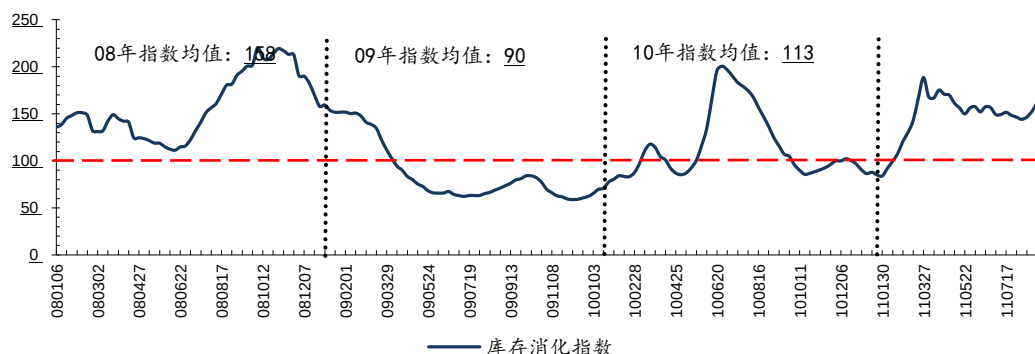
图10：A股地产公司与招保万金存货消化周期



数据来源：WIND，长城证券研究所



图 11：08 年以来重点城市库存消化周期指数（07 年下半年均值=100）

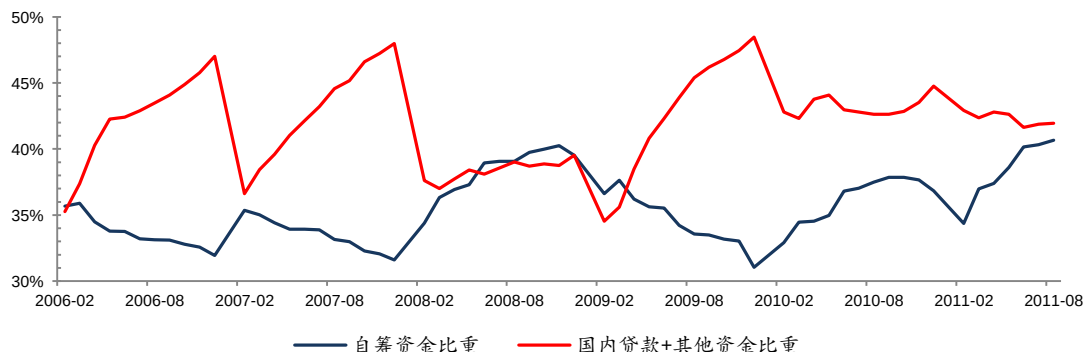


数据来源：WIND，长城证券研究所

2.2 去杠杆

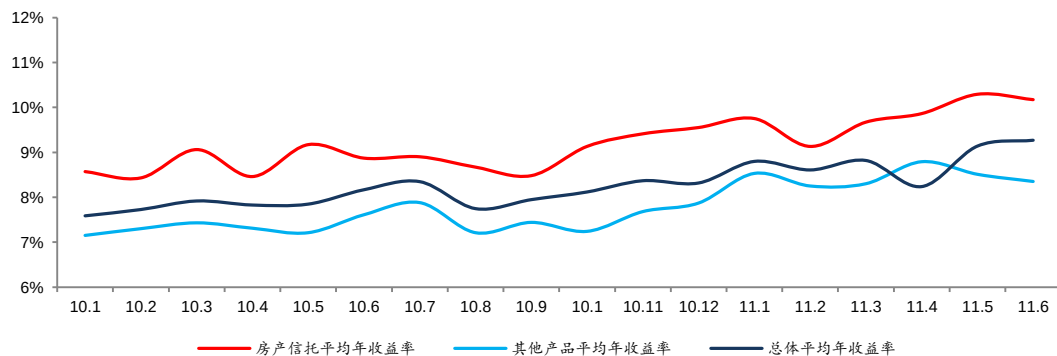
房地产的杠杆，对企业来说一是信贷杠杆，二是预售杠杆。银行对房地产开发贷款的严格控制、限购政策、房地产信托监管以及上市公司再融资的关闭，将加速开发企业去杠杆化进程。统计局公布的8月房地产开发资金来源显示，反映自筹资金比重为40.7%，达到历史最高水平，较09年的底部数据上升了9.6个百分点；而国内贷款及其他资金(主要是预付款)之和的比重为42.0%，较09年的峰值水平下降了6.5个百分点。开发企业通过高杠杆融资放大投资回报的时代或将一去不复返。

图 12：房地产开发资金来源比重



数据来源：WIND，长城证券研究所

图 13：房地产信托平均年收益率及比较



数据来源：用益信托工作室，长城证券研究所



3. 投资策略：维持行业“中性”评级

3.1 维持行业“中性”评级

我们在中期策略中提出：当行业景气度向下时，板块只会有超跌反弹的机会而无趋势性行情。目前来看，地产板块的走势符合我们前期判断。我们提出“三季度看销量，四季度看政策”，市场也正在印证我们的判断：三季度楼市销售并未放量，地产板块并无行情；同样的，四季度政策虽然进入观察期，但行业基本面的恶化还在进行，销售难以放量。板块缺乏催化剂，我们仍然认为只有超跌反弹的机会而无趋势性行情。

3.2 推荐高周转龙头

眺望行业的发展趋势，扩张与转型是未来行业的两大主题。一方面，当地价涨幅超过房价涨幅，地产行业的暴利时代已逝，行业门槛也愈来愈高，行业正在实现加速集中，虽然利润水平总体或有回落，但可以通过高周转保持超过行业平均水平的增速和扩张。另一方面，部分地产公司已开始选择华丽转身，通过副业的发展保证业绩增长。

调控的常态化意味着，过去 10 年的地产黄金期已逝，未来房地产市场将进入短周期时代。高周转首先意味着，在地产项目 1~3 年的生命周期中，总能赶上市场短周期的至少一个波峰；其次，高周转提速规模扩张；再次，熨平拿地节奏和经济周期所导致的土地建材成本变化的干扰；最后，现金流的需要。我们长期看好万科 A、保利地产、招商地产、荣盛发展等高周转、全国布局的龙头地产股，从长期来看，目前股价或许正处于底部。

表 5：重点公司的盈利预测及投资评级

股票简称	最新股价	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	投资评级
万科 A	7.87	0.98	1.27	8.0	6.2	推荐
保利地产	10.37	1.18	1.52	8.8	6.8	推荐
招商地产	18.10	1.52	2.07	11.9	8.7	推荐
金地集团	5.69	0.78	1.06	7.3	5.4	推荐
首开股份	10.12	1.12	1.36	9.0	7.4	推荐
荣盛发展	8.06	0.75	0.98	10.7	8.2	推荐
滨江集团	9.34	0.78	1.13	12.0	8.3	推荐
世茂股份	14.00	0.88	1.25	15.9	11.2	推荐
华侨城 A	7.38	0.65	0.87	11.4	8.5	推荐
城投控股	6.88	0.45	0.58	15.3	11.9	推荐

数据来源：WIND，长城证券研究所；数据截至 9 月 21 日收盘价。

研究员介绍:

刘 昆: 管理学硕士, 六年证券研究工作经验, 2006 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

苏绪盛: 经济学硕士, 2010 年加入长城证券, 任房地产行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>