



吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

楼市十字路口的估值选择: 政策决定向下走

——房地产行业 2011 年第 4 季度投资策略

研究报告——行业策略

同步大市（维持）

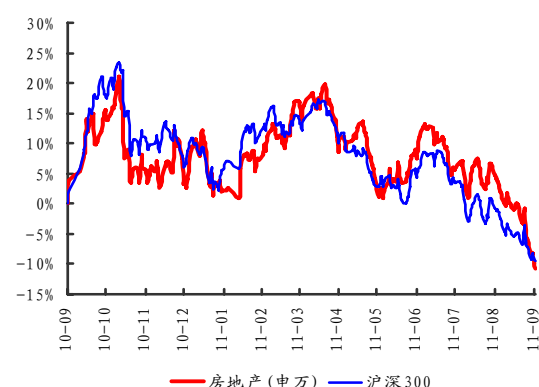
发布日期: 2011 年 9 月 30 日

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	8.23	买入
保利地产	1.08	1.32	8.33	买入
金地集团	0.60	0.81	6.07	增持
荣盛发展	0.71	0.81	8.90	增持
滨江集团	0.71	1.04	7.68	增持
福星股份	0.71	0.97	8.19	增持
中南建设	0.63	0.91	8.19	增持

注: 股价为 2011 年 9 月 28 日收盘价

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20110537 房地产行业下半年投资策略: 房贷政策决定成交量, 低估值决定反弹几乎2011 年 5 月 31 日

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

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:

楼市、土地市场关键指标都显示, 房地产行业已经到了向上或者向下的十字路口, 政策将是决定向上或向下的关键, 年内调控政策放松的可能性很小, 行业年内销售将会惨淡, 2011 年业绩增速将明显下滑。我们维持行业“同步大市”评级。

投资要点:

● **楼市到了向上或者向下的十字路口。**成交量: 国家统计局数据显示, 全国 7、8 月份销售增速停滞, 全国主要城市成交数据显示, “金九”已经落空。土地市场: 今年 1-8 月及近 2 个月土地市场供求、价格走势都表明, 土地市场已经先于楼市进入衰退期, 房地产企业对未来投资态度十分谨慎。存货: 根据 2011 年中报统计, 房地产行业真实存货为 6684 亿元, 创出历史新高, 比年初增加 13%, 比去年同期增加 29%。资金压力: 从国家统计局公布的行业资金来源分析, 随着银行收缩贷款和销售放缓, 行业国内贷款和定金及预付款一直在萎缩。房价: 从一块坚冰到局部松动, 是调控效果质的飞跃, 也是楼市到了变局的十字路口的标志。

● **政策不放松导致行业向下走的可能性更大。**目前, 国外金融稳定风险继续上升, 世界经济二次探底的风险加大, 国内货币政策和楼市调控政策面临的外部压力变大, 外部形势越来越考验政策治理楼市的决心和智慧。根据对调控政策放开的条件与结果假设分析, 我们认为年内放开楼市调控政策的可能性很小。政策打压下 2011 年行业业绩增速将减缓。

● **行业估值。**相对估值底部本身并不能成为估值低的判断依据, 相对估值的基础依旧是行业基本面和业绩, 地产行业估值具有十分显著的“政策情绪”特征, 即使在估值已经很低的情况, 估值对于调控政策的恐惧依旧十分敏感。

● **维持行业“同步大市”的投资评级。**(1) 今年年底前楼市调控政策放松的可能性很小; (2) 地产估值对政策的恐惧依旧十分敏感。基于这两个基本判断, 第四季度行业投资难有好的投资机会。在投资评级上, 我们维持房地产行业“同步大市”, 建议对地产行业进行标配。

● **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; 大盘股指系统性风险。

目 录

1. 楼市到了向上或向下的十字路口	4
1.1 楼市销售数据	4
1.2 土地市场数据	6
1.3 行业中报数据	8
1.4 房地产到了十字路口表现	9
2. 楼市向上还是向下	10
2.1 地产行业政策：调控政策会放松甚至会转向吗	10
2.2 调控政策放松甚至会转向的后果设想	11
2.3 政策不放松下的年前楼市会很惨淡	11
2.4 房企 2011 年业绩增速将下滑	12
3. 弱势下的行业估值有没有坚实的底部	12
3.1 相对估值底部本身并不能成为估值低的判断依据	12
3.2 相对估值的基础依旧是行业基本面和业绩	14
3.3 地产行业估值具有十分显著的“政策情绪”特征	14
4. 2011 年第四季度投资策略	15
4.1 政策不放松决定行业没有好的投资机会	15
4.2 行业投资评级：同步大市	15
5. 行业风险提示	15
6. 重点公司	15

图 目 录

图 1: 全国近 3 年商品房累计销售面积及增速图	4
图 2: 全国近 3 年商品房累计销售金额及增速图	4
图 3: 全国房地产近 3 年累计投资及增速	6
图 4: 全国房地产近 3 年月度投资及增速	6
图 5: 2011 年 1-8 月全国 133 个城市住宅用地月度供应量	7
图 6: 2011 年 1-8 月全国 133 个城市住宅用地月度成交量	7
图 7: 11 年 1-8 月全国 133 个城市住宅用地成交楼面均价	8
图 8: 2011 年 1-8 月全国 133 个城市月度住宅用地溢价率	8
图 9: 近 3 年房地产行业资金来源	9
图 10: 近 3 年房地产行业资金来源构成	9
图 11: 全国房价走势	10
图 12: 国房景气指数走势	10
图 13: 房地产行业静态市盈率	13
图 14: 申万房地产指数近 1 年走势	13
图 15: 申万房地产指数近 1 个月走势	13
图 16: 万科近 1 年股价走势	14
图 17: 万科近 2 个月股价走势	14

表 目 录

表 1: 全国主要城市 9 月前 4 周成交量情况表	5
表 2: 近 7 个季度房地产行业存货	8
表 3: 房地产行业短期资金压力表	9

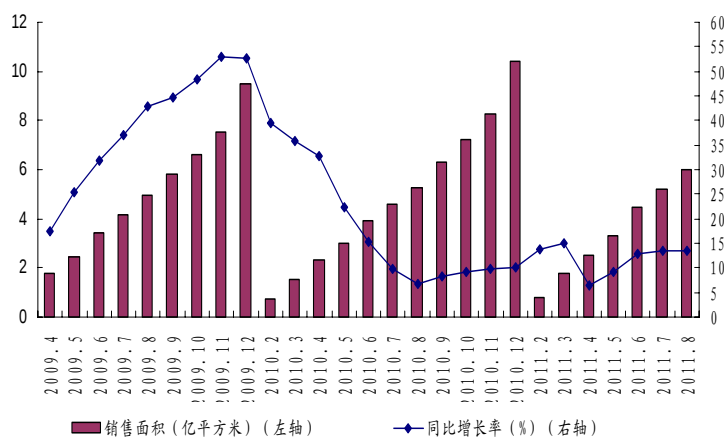
当前楼市和土地市场数据、房地产行业中期都显示，楼市已经处在向上或向下的关键十字路口，向上？还是向下？这都是个问题。年内，政策放松的可能性很小，由此决定了行业向下走的概率大于行业向上的概率。

1. 楼市到了向上或向下的十字路口

1.1 楼市销售数据

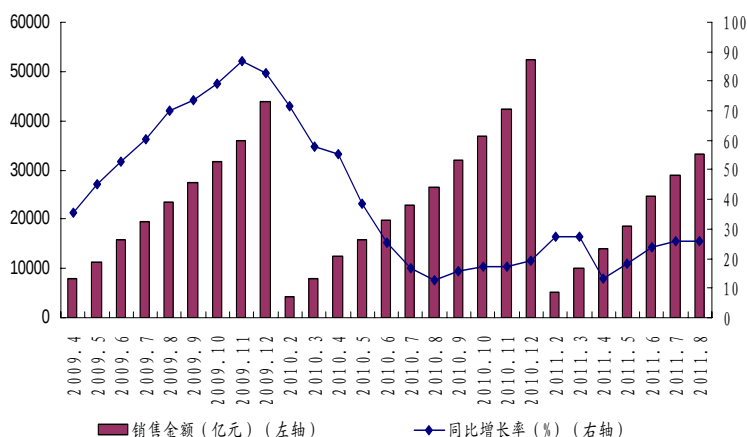
统计局销售数据：7、8月份销售增速停滞。4、5月份，全国楼市成交量增速出现明显下滑，增速分别只有6.35%和9.08%，6月份增速有所回升，同比增速为12.87%，7月增速开始转为停滞，8月份销售增速停滞更为明显。

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

网上房地产销售数据：9月前4周销售惨淡，“金九”无望。“金九银十”是房地产行业传统销售旺季，今年，房地产企业对“金九银十”寄予了更多的希望，9、10月份销售额对房地产企业能否度过政策压制导致的行业困境至关重要。然而，9月份前4周，主要城市的楼市成交量惨淡。以北上广深为例，北京、上海、深圳和广州9月前4周周平均成交量分别为14.05、25.68、3.37和15.53万平方米，分别是去年9月周平均成交量的52%、65%、35%和59%。

表 1: 全国主要城市 9 月前 4 周成交量情况表

城市	9 月周成交面积								月均成交面积		
	第 1 周		第 2 周		第 3 周		第 4 周		8 月周均成交面积	9 月周均成交面积	去年 9 月周均成交面积
	成交套数	成交面积	成交套数	成交面积	成交套数	成交面积	成交套数	成交面积			
北京	1300	16.12	1104	12.18	1031	11.85	1448	16.03	14.1	14.05	27.02
上海	2742	27.34	2718	27.05	2113	20.01	2998	28.31	25.48	25.68	39.26
天津	2055	23.4	1432	15.11	1883	20.07	1747	17.86	18.74	19.11	20.44
深圳	584	4.66	417	2.87	285	2.26	459	3.71	4.49	3.37	9.61
广州	1331	15.92	1303	13.82	1365	15.54	1442	16.83	15.63	15.53	26.16
南京*	767	8.08	762	7.98	696	6.55	824	8.1	5.97	7.68	12.62
成都*	1188	11.5	1101	10.44	1038	9.61	1096	10.61	11.09	10.54	17.99
福州*	318	3.5	218	2.44	166	1.86	211	2.24	2.95	2.51	3.89
长沙期房	1637	19.43	1152	12.61	987	10.72	1347	13.42	13.49	14.04	32.05
南昌*	444	4.87	257	2.78	317	3.64	427	4.76	3.7	4.01	
三亚	227	1.87	616	4.09	111	0.86	158	1.69	0.62	2.13	0.72
苏州	1770	19.81	1591	15.16	1548	16.13	1488	15.1	16.77	16.55	15.78
青岛*	2480	23.45	1691	16.01	1427	14.89	1761	17.9	14.89	18.06	19.94
厦门*	351	4.83	794	8.71	639	7.48	455	4.94	4.72	6.49	3.45
贵阳*	1252	14.56	1114	12.77	678	7.84	457	3.96	11.19	2.39	11.48
东莞	1050	11.63	953	9.89	990	10.6	1033	12.12	9.26	11.06	11.46
惠州*	548	7.27	555	5.93	384	4.35	411	4.84	6.28	5.6	5.93
温州*	65	0.91	685	8.18	82	1.12	30	0.43	3.91	0.73	0.9
泸州	322	3.44	156	1.59	189	1.93	104	1.05	4.62	2	
南充	838	7.6	351	3	332	2.92	332	3.46	3.41	4.25	
重庆*	3685	32.55	2722	23.39	2799	24.44	2588	23.07	21.05	25.86	52.95
杭州	931	8.74	1196	11.69	762	7.42	1845	14.67	7.33	10.63	
杭州	663	5.72	945	8.83	498	4.7	1522	11.18	4.8	7.61	13
武汉*	3982	36.51	3200	33.15	2947	29.62	2809	28.89	29.64	32.04	28.33
合肥*	1450	13.17	1460	12.99					15.11		19.66
海口*	207	2.52	253	3.07	177	1.82	284	3.04	2.44	2.61	1.5
昆明			1287	10.57	900	8.49	1818	12.37		9.93	
哈尔滨*	731	7.16	645	5.55	624	6.33	977	8.15	10.64	7.4	6.84
宁波	761	10.14	708	4.68	745	5.63	878	6.77	4.81	6.8	8.68
汕头	207	1.96	175	1.42	153	1.65	236	1.84	3.26	1.72	1.52
徐州*	898	9.85	841	10.17	710	8.35	934	9.71	8.95	9.52	13.87
扬州*	224	4.16	215	2.06	246	2.16	229	2.26	2.55	2.66	5.47
连云港*	825	8.98	791	8.18	650	6.01	824	7.9	9.53	7.77	8.03
舟山	298	3.3	450	4.58	307	2.51	86	0.81	2.3	2.8	3.41
蚌埠	285	2.88	215	2.12	190	1.81	267	3.31	2.32	2.53	2.25

数据来源: CREIS 中指数据、fdc.soufun.com

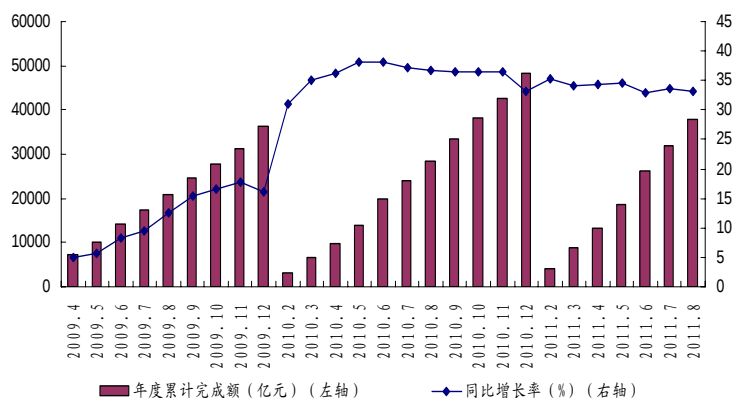
注释: 1 黄色填充部分为商品住宅交易数据, 其他城市为商品房交易数据。

2 其中杭州不含萧山和余杭

3 以星号“*”批注城市的价格为通过报价计算, 仅供参考

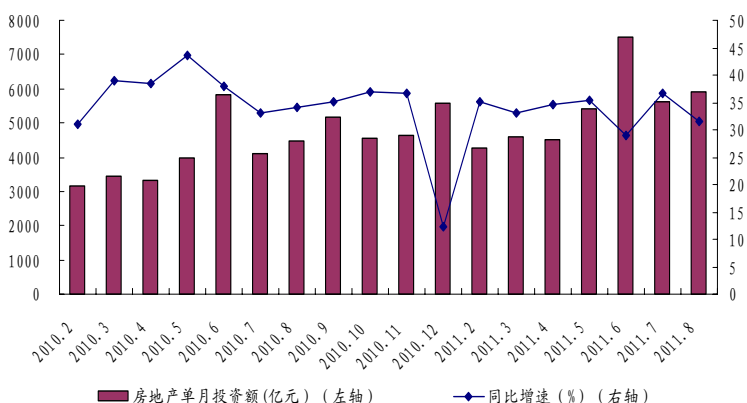
房地产投资: 全国房地产投资增速自 2010 年 5 月达到近年来 38.2% 高点之后开始一路走低, 2011 年 6—8 月, 尽管保障房投资对房地产投资增速拉动作用明显, 但是房地产投资增速放缓的势头依旧十分明显。

图 3: 全国房地产近 3 年累计投资及增速



资料来源: 中原证券, 国家统计局

图 4: 全国房地产近 3 年月度投资及增速



资料来源: 中原证券, 国家统计局

1.2 土地市场数据

土地市场: 早已经开始衰退。土地市场景气度是房地产行业景气度重要体现, 土地成交量和金额既关系到房地产企业的资金链松紧程度, 也关系到地方土地财政, 进而影响到房地产调控政策变化, 土地市场是楼市利益核心。今年 1-8 月及近 2 个月土地市场供求、价格走势都表明, 土地市场已经先于楼市进入衰退期, 房地产企业对未来投资态度十分谨慎。

供应情况: 1-8 月, 全国 133 个城市单月住宅类用地 (含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地) 推出量仅 1 月、2 月、6 月超过去年同期, 在 6 月放量供应后, 推出量持续减少, 预计在 10-12 月将迎来年度土地供应的高峰。

8 月土地供应量持续减少, 全国 133 个城市共推出土地 2371 宗, 推出面积 9455 万平方米, 环比减少 6%, 同比增加 12%; 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) 629 宗, 推出面积 2896 万平方米, 环比减少 14%, 同比减少 9%。

成交情况: 土地流拍现象在 8 月依然持续, 土地市场愁云惨淡, 成交量持续下滑, 全国 133 个城市共成交土地 1514 宗, 成交面积 6198 万平方米, 环比减少 22%, 同比减少 5%; 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) 371 宗, 成交面积 1918 万平方米, 环比减少 21%, 同比减少 19%。

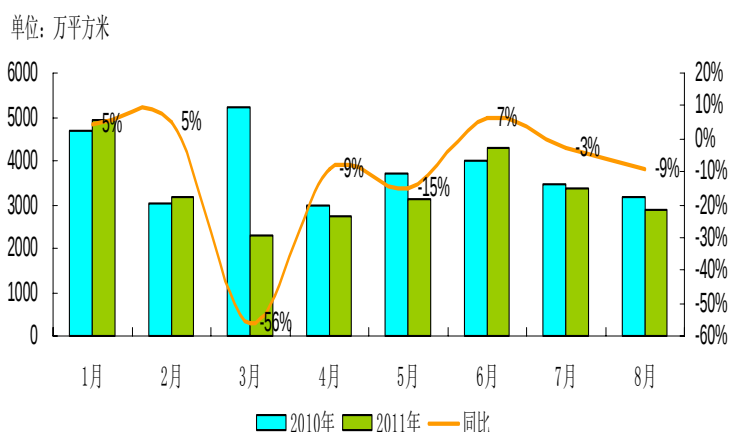
今年全国 133 个城市单月住宅类用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)成交量在 8 月达到最低,成交面积 1918 万平方米,较去年同期减少 19%。本来就冷清的土地市场在二三线城市“限购”消息的席卷下显得更加脆弱。因此,不排除第四季度或明年初调整政策的可能性。

成交价格: 1-8 月,全国 133 个城市住宅类用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)成交均价整体水平较为平稳,仅 7、8 月高于去年同期,在 7 月达到顶峰后开始回落,预计后期将持续保持低价位成交水平。

8 月,底价成交主宰了整个土地市场,成交价较上月有所回落。全国 133 个城市成交楼面均价为 1204 元/平方米,环比下降 7%,同比上涨 12%;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)成交楼面均价为 1602 元/平方米,环比下降 10%,同比上涨 5%。

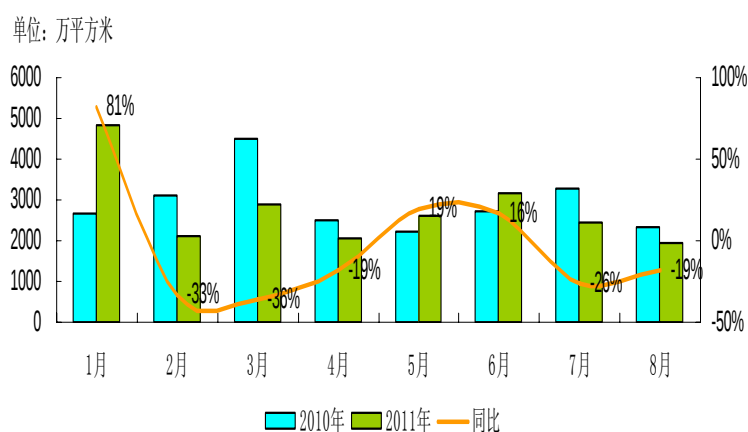
溢价率: 8 月,全国 133 个城市土地平均溢价率持续维持在低位水平,为 8%,较上月减少 5 个百分点,较去年同期减少 13 个百分点;其中住宅类用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)平均溢价率 10%,与上月持平,较去年同期减少 17 个百分点。1-8 月,一直处于底价与低价成交为主流的状态,在 5 月后,平均溢价率始终维持在 10%左右,与去年相比,市场表现非常理性。

图 5: 2011 年 1-8 月全国 133 个城市住宅用地月度供应量



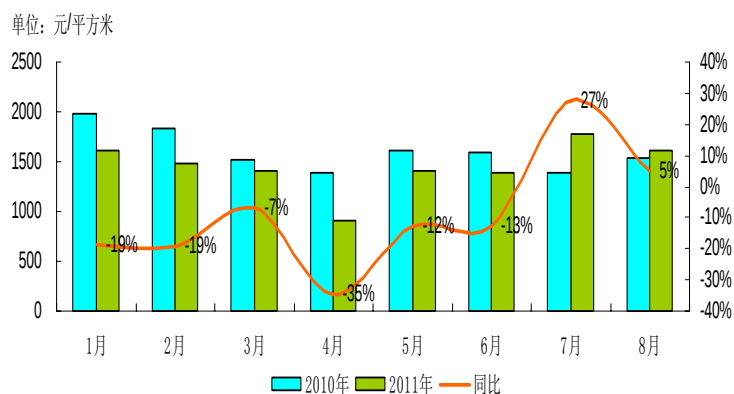
资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 6: 2011 年 1-8 月全国 133 个城市住宅用地月度成交量



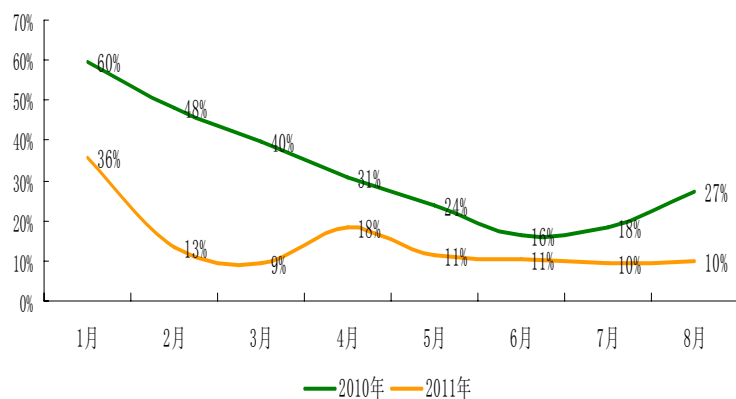
资料来源: 中原证券, 中国指数研究院

图 7：11 年 1-8 月全国 133 个城市住宅用地成交楼面均价



资料来源：中原证券，中国指数研究院

图 8：2011 年 1-8 月全国 133 个城市月度住宅用地溢价率



资料来源：中原证券，中国指数研究院

1.3 行业中报数据

存货：存货创历史新高。根据 2011 年中报统计，房地产行业（以申银万国行业分类法分类）真实存货（真实存货=名义存货-预售账款）为 6684 亿元，创出历史新高，比年初增加 13%，比去年同期增加 29%。

表 2：近 7 个季度房地产行业存货

（单位：亿元）

	2008 年中期	2008 年末	2009 年中期	2009 年末	2010 年中期	2010 年末	2011 年中期
名义存货	4213.07	4894.18	5273.32	6414.75	7744.62	9044.78	10711.00
预售账款	1056.70	955.81	1500.62	2075.59	2536.99	3120.52	4026.59
真实存货	3156.37	3938.37	3772.70	4339.16	5207.63	5924.26	6684.42

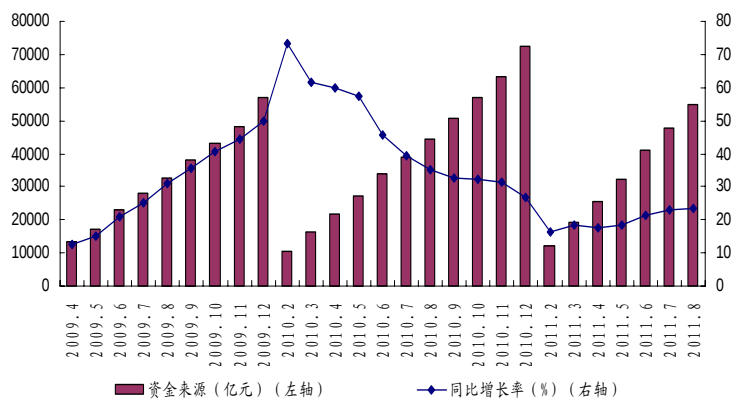
数据来源：中原证券、Wind

注：统计以申银万国行业分类法统计

资金压力：一直在增大。作为典型的资金密集型行业，资金对房地产企业至关重要，尤其是在调控时代，资金链安全成为企业能否挺过行业困境的关键。从国家统计局公布的行业资金来源分析，随着银行收缩贷款和销售放缓，行业国内贷款和定金及预付款一直在萎缩。

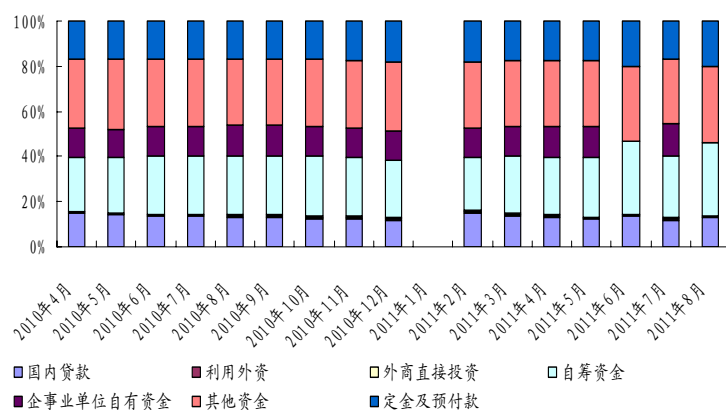
从行业短期偿债压力看，房地产行业短期资金盈亏（货币资金-短期借款-一年内到期长期贷款）为 327 亿元，比年初减少了 60%，比去年同期减少了 50%。

图 9: 近 3 年房地产行业资金来源



资料来源：中原证券，国家统计局

图 10: 近 3 年房地产行业资金来源构成



资料来源：中原证券，国家统计局

表 3: 房地产行业短期资金压力表

	2008 年中期	2008 年末	2009 年中期	2009 年末	2010 年中期	2010 年末	2011 年中期
货币资金	982.28	1087.89	1618.20	2070.58	2045.03	2434.34	2284.47
短期借款	756.02	732.53	712.42	669.49	830.60	857.39	889.69
一年内到期长期借款	398.28	613.69	535.59	430.80	567.24	756.22	1067.53
短期资金盈缺	-172.02	-258.33	370.19	970.29	647.19	820.72	327.25

数据来源：中原证券、Wind

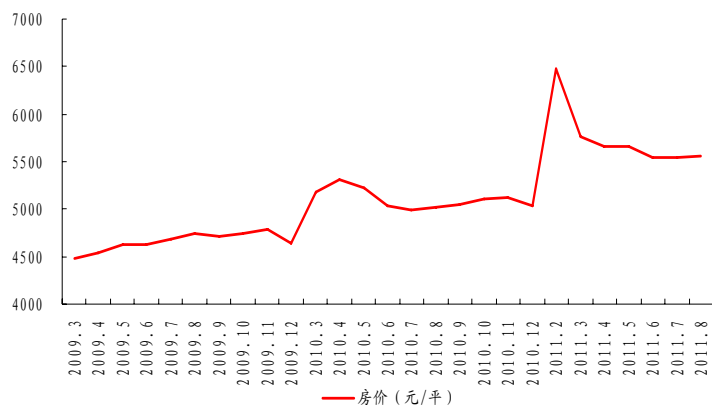
1.4 房地产到了十字路口

房价：从一块坚冰到局部松动，是调控效果质的飞跃，也是楼市到了变局的十字路口的标志。

根据国家统计局公布的销售金额和销售面积计算的全国平均房价，3-8 月份房价保持高度的稳定，尤其是最近两个月。政策打压后成交量下滑导致的房价整体趋势性下跌的局面并没有出现。

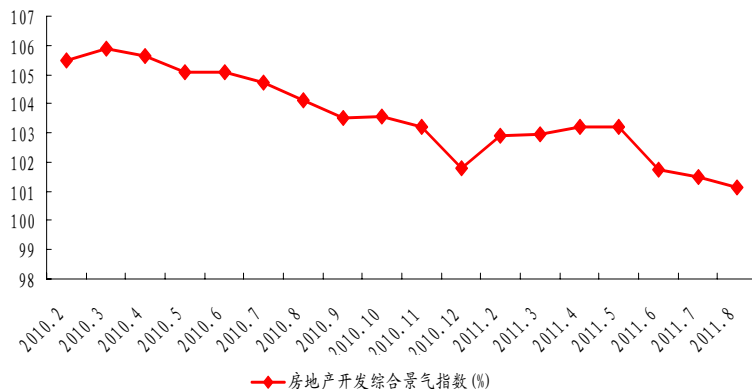
全国各城市房价也出现了明显的滞涨特征，部分城市出现了松动。根据国家统计局公布的 8 月房价数据，环比 7 月份，70 个大中城市 8 月份新建商品住宅价格下降的城市有 16 个，持平的城市有 30 个，即共有 46 个城市出现停涨，比 7 月份增加了 15 个。7 月份 70 个大中城市中价格下降的城市有 14 个，持平的城市有 17 个。

图 11: 全国房价走势



资料来源: 中原证券, 国家统计局

图 12: 国房景气指数走势



资料来源: 中原证券, Wind

结论: 楼市、土地市场和企业中报数据都表明: 房地产行业到了向上抑或是向下的十字路口。

2. 楼市向上? 还是向下?

房地产行业向上还是向下, 这取决于外部政策和市场本身内生力量, 在年内, 依旧取决于政策。

2.1 地产行业政策: 调控政策会放松甚至会转向吗

在我们中期策略报告中, 我们提出了“我国房地产调控政策具有明显的相机抉择特点而难以把握”的观点。并提出“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”。在第四季度策略报告中, 我们依旧坚持这样的观点。

(1) 调控政策目标远未实现。由于 2009-2010 年房价的再次暴涨, 本轮调控政策的政策目标已经不是“坚决遏制部分城市住房价格过快上涨”, 2011 年 5 月 1 日, 温家宝第一次明确提出了调控政策的目标是“降房价”。从目前各种可得的统计数据都可以表明, 全国房价主要还是以涨为主, 距离“降房价”的政策目标还十分遥远。在 GDP 经济增速尚未出现明显回落、全国范围内尚未出现房地产企业经营困难倒闭的情况下放松地产调控政策的可能性很小。

(2) 地方财政并没有出现因土地市场低迷而导致的财政困难。楼市的低迷确实已经导致了土地市场的低迷, 土地财政收入锐减, 但是全国财政收入并没有陷入困难。财政部公布的数据显示, 1-8 月全国财政收入 74286 亿

元，同比增长 31%，参照往年财政收入规模测算，今年全年财政收入超过 10 万亿元基本没有悬念。市场普遍存在的“楼市低迷——土地市场低迷——地方财政困难——调控政策松动”逻辑链条中最关键一环“地方财政困难”并不存在。

2.2 调控政策放松甚至会转向的后果设想

(1) 房价会再次失控式飙升的可能性很大。当前成交量萎缩、房价滞涨的主要原因还在于限购、限贷等这样强力行政手段。楼市需求虽然因为高房价和高通胀有所削弱，但是刚性需求并不会因为调控政策而有大的减少。投资和投机需求依旧旺盛，目前高利贷盛行、各种投资品价格飙升就是大量投资投机资金因为楼市投资渠道被堵塞之后寻找出路的表现。

(2) 民生问题恶化。房价问题，早已经不是楼市本身问题，也不是只是简单的市场经济问题，从国家政策层的表态可以看到，房价问题是民生问题，是民心问题，尤其近两年已经是政治问题。最近一轮调控治理始于 2009 年底，到年底周期为 2 年，这一轮政策治理的结果，虽难有客观权威评价，但是依旧高企的房价和依旧与高房价做斗争的政策都表明，这一轮楼市治理并未达到效果。社会公众对于政策治理楼市已经失望过几次，如果这一轮调控治理再次因为外部不利因素而中止，则楼市这一民生问题激起的不满情绪并由此导致的社会和谐稳定问题可能再一次恶化。

结论：目前，国外金融风险继续上升，世界经济二次探底的风险加大，国内货币政策和楼市调控政策面临的外部压力变大，外部形势越来越考验政策治理楼市的决心和智慧。根据对调控政策放开的条件与结果假设分析，我们认为年内放开楼市调控政策的可能性很小。

2.3 政策不放松下的年前楼市会很惨淡

显而易见，楼市由火热状态走到当前的十字路口，其根本原因不在于产业本身内生驱动力减弱，而在于一系列严厉的调控政策，尤其是限购、限贷和限价等杀伤力极强的行政化措施。年内，我们基本看不到限购、限贷等政策放开的可能性，相反，限购已经开始向二三线城市铺开，尽管可能限购的二三线城市会以限价等方式变相抵制，但是只要政策不中途废止，那么楼市从当前十字路口向上的可能性就很小。

成交量继续低迷几乎已成定局。“金九”已经落空，对于“银十”，由于没有外部刺激因素，“银十”的成交量将会低于“金九”，开发商寄予厚望的“金九银十”落空几成定局。“金九银十”过后，将会进入楼市传统销售淡季，除非调控政策出现由限制到鼓励的逆转，销售量继续进一步低迷的可能性很大。

房价松动面将会扩大，但是房价实质性降价局面年前难以见到。统计局数据显示当前全国城市房价仅仅处于停涨城市数据增加状态，部分城市个体

楼盘出现下降，楼市房价出现“假摔”，但是全国大部分城市出现实质性房价下降将是个漫长缓慢的过程，年前实现的可能性很小。

2.4 房企 2011 年业绩增速将下滑

楼市销售萎缩将会体现在房地产企业 2011 年的业绩上，尽管许多房地产企业目前销售已经全部或部分实现了 2011 年的业绩，但是基于 2012 年业绩压力的考虑，2011 年结算速度会降低，2011 年和 2012 年业绩将会下滑。

表 4：近几个季度房地产行业营业收入、净利润、预收账款表 (单位：亿元)

	08 年中期	08 年末	09 年中期	09 年末	10 年中期	10 年末	11 年中期	11 年末 (预测)
营业收入	906.89	2288.01	1072.94	3013.27	1454.23	3922.22	1578.43	1973.03
同比增速			18.31%	31.70%	35.54%	30.17%	8.54%	25.00%
净利润	123.53	263.60	152.31	423.63	204.18	545.93	233.15	286.78
同比增速			23.30%	60.71%	34.05%	28.87%	14.19%	23.00%
预收账款	1056.70	954.35	1484.02	2030.41	2484.42	3070.30	3968.20	
预收账款/ 营业收入	117%	42%	138%	67%	171%	78%	251%	

资料来源：中原证券、Wind

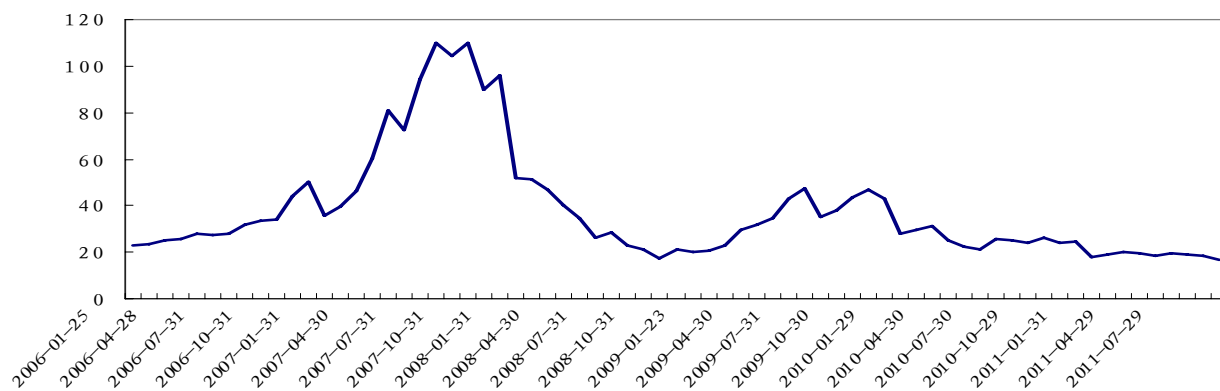
3. 弱势下的行业估值有没有坚实的底部？

3.1 相对估值底部本身并不能成为估值低的判断依据

从房地产行业相对估值 (PE) 本身纵向走势来看，其是一个不断创新低的过程，9 月 28 日，已经创出了 2006 年来最低点 (16 倍)。另外一个基本事实是，PE 是对未来的预期。在过去几个月内，地产行业研究业界一个普遍的观点是行业低估值已经充分反映了地产业绩最差的情况，相对估值已经到底。这种估值见底的判断，现在看来是基于相对估值本身走势来判断的，然而，这种判断显然是有偏差的，地产行业的相对估值实际上是一个不断创新低的过程。所谓“最差情况”根本不存在，对于相对估值来说，本身就只有“更低”，而没有“最低”。

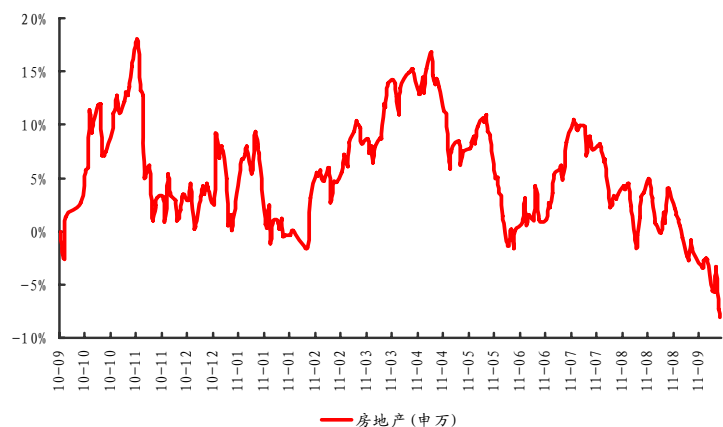
以行业最典型的万科为例，尽管行业环境不断恶化，但是万科今年本身的经营情况十分良好，最近 3 个月的销售情况领先行业，并且保持很好的增速。万科股价在 9 月 16 日之前，一直运行在 8 元以上，8 元似乎是万科坚不可破的价格底部。但 9 月 17 日开始的连续大跌，表明万科 8 元估计底部的判断是错误的。万科在基本面并没有发生大变化的情况下，其股价是一个不断从一个估值平台走向另一个更低的估值平台的过程。

图 13: 房地产行业静态市盈率



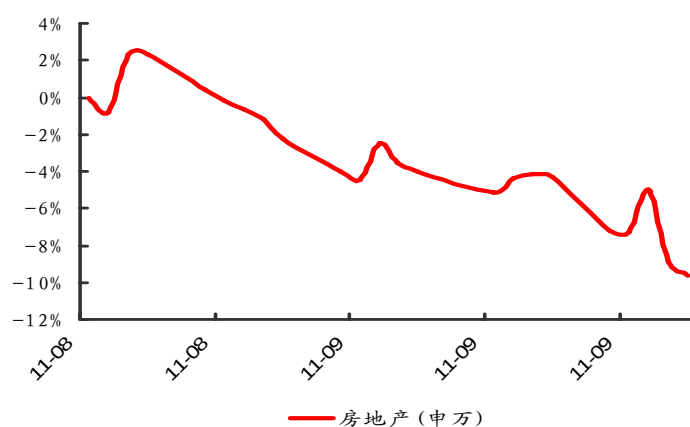
资料来源: 中原证券, Wind

图 14: 申万房地产指数近 1 年走势



资料来源: 中原证券, Wind

图 15: 申万房地产指数近 1 个月走势



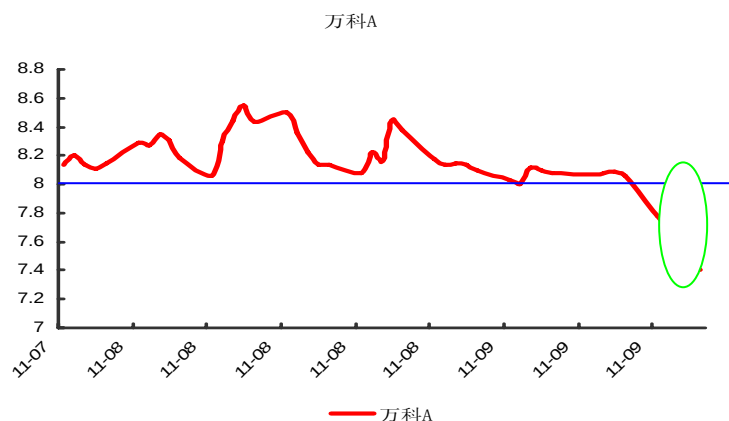
资料来源: 中原证券, Wind

图 16: 万科近 1 年股价走势



资料来源：中原证券， Wind

图 17: 万科近 2 个月股价走势



资料来源：中原证券， Wind

3.2 相对估值的基础依旧是行业基本面和业绩

估值本身走势不能作为行业低谷（或高估）的依据，无论是估值过分高估的牛市还是估值过分低谷的熊市，其估值还是有个基础，这个基础只能是行业基本面和业绩。尤其从长期来看，行业基本面及业绩情况（行业所处的发展周期阶段）从根本上决定了估值重心的水平。

对于地产行业估值，根据重要性原则，我们认为，地产估值=行业基本面+政策情绪。地产行业估值的不断寻底，其根本原因与行业所处的行业大周期阶段有关，对于我国房地产行业究竟处于一个产业生命周期的哪个阶段，国内争论激烈，没有形成比较一致的观点，主流观点认为中国房地产行业还有 5 到 10 年的发展机会。但是，如果从中周期来看，我们认为，目前房地产行业处于一个中周期的衰退阶段。这是决定行业估值重心不断下移的根本因素，政策压制只是外部干扰因素。

3.3 地产行业估值具有十分显著的“政策情绪”特征

由于我国股市还处于发展的初级阶段，市场有效程度尚未达到“弱势有效”，我国股市“政策市”特征一直以来十分明显。货币政策、财政政策以及相关的产业政策对股价的长期和短期影响巨大。房地产行业的“政策情绪”特征更为明显。就 2011 年地产估值而言，事实上，如果从判断一个行业好坏与否的最基础的盈利性和成长性指标来看，房地产行业具备毛利率高、确定性高增长的典型特征。然而其股价却是一路走低，非常明显，其原因在于调控政策的严厉压制。地产股“政策情绪”浓厚的特征短时期内难以改变，即使在估值已经很低的情况，估值对于调控政策的恐惧依旧十分敏感。

4. 2011 年第四季度投资策略

4.1 政策不放松决定行业没有好的投资机会

前文已经阐述了房地产行业两大基本特征：（1）今年年底前楼市调控政策放松的可能性很小；（2）地产估值对政策的恐惧依旧十分敏感。基于这两个基本判断，第四季度行业投资难有好的投资机会。

4.2 行业投资评级：同步大市

由于房地产和金融板块是整个 A 股估值的重心，而金融和地产又高度相关，因此，在投资评级上，我们维持房地产行业“同步大市”，建议对地产行业进行标配。

行业龙头公司是行业弱势中的投资机会。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。第四季度，如果行业出现较大范围的调整，将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。

5. 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。

估值系统风险。A 股估值目前面临着重大的系统性风险，地处板块也深受其影响。

6. 重点公司

万科（000002）：已是悬崖百丈冰，犹有花枝俏

买入（维持）

估值区间：8-10 元

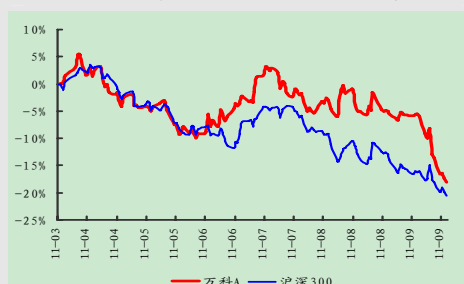
市场数据（2011 年 9 月 28 日）

收盘价（元）	7.08
一年内最高/最低（元）	10.09/7.08
沪深300 指数	2610.59
市净率（倍）	1.69
流通市值（亿元）	684

基础数据（2011 年 6 月 30 日）

每股净资产（元）	4.20
每股经营现金流（元）	0.35
毛利率（%）	45.01
净资产收益率（%）	6.59
资产负债率（%）	77.85
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

报告关键要素：

万科 A 继 2010 年取得历史性辉煌成绩后，11 年上半年继续逆势扩张，领跑行业，地产行业弱势中“强者愈强”规律再现。维持公司“买入”评级。

投资要点：

● 公司上半年销售领先行业，市场占有率持续上升。尽管今年上半年行业销售面临诸多困难，但公司销售可谓是逆势扩张，公司 1-7 月份实现销售面积 637.20 万平方米，销售金额 740.90 亿元，分别比 2010 年同期增长 60.01% 和 63.88%。公司市场占有率进一步提升至历史新高的 2.67%。

● 公司未来两年业绩有保障。截至 11 年中期末，公司合并报表范围内共有 1022 万平方米已销售资源尚未结算，合同金额合计约 1187 亿元，不仅完全覆盖了我们对于公司 2011 年的预测业绩，也部分保障了 2012 年预测的业绩。

● 公司土地储备充足，土地储备投资机会来临。今年上半年公司新增加开发项目 22 个，按万科权益计算的占地面积约 222 万平方米，平均楼面地价约 2823 元/平方米。截至 11 年中期末，按万科权益计算的规划建筑面积 3585 万平方米。由于全国土地市场处于低潮，而公司资金实力雄厚，面临着低价拿地或者并购的扩张机会。

● 安全的财务状况将给公司带来更多的扩张机会。得益于此前的谨慎投资策略以及优于市场整体的销售情况，公司的财务状况更加安全健康。中期末，公司持有货币资金 407.8 亿元，相比一季度末提高 9.7%，远高于短期借款和一年内到期的长期借款 230.4 亿元。公司剔除预收账款后的各项负债占总资产的比例为 36.8%，净负债率 20.8%，继续保持在较低的水平。在房地产行业出现困难情况下，雄厚而宽裕的资金将给公司带来更多的市场投资机会。

● 盈利预测及投资评级。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，9 月 28 日

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... 2010 年 3 月 4 日

日股价对应的市盈率分别为 8.23 倍和 6.44 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)	14.75	10.73	8.23	6.44

保利地产 (600048): 行业逆境中稳健增长

买入 (维持)

估值区间: 9-11 元

市场数据 (2011 年 9 月 28 日)

报告关键要素:

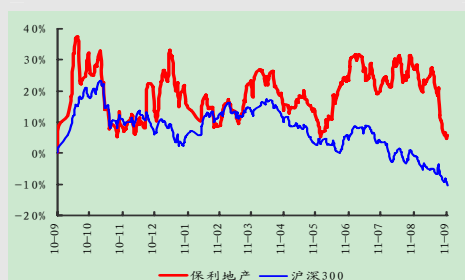
保利地产上半年销售业绩快速增长, 市场占有率进一步提升, 财务稳健平
衡。随着调控的深入, 地产行业弱势中“强者愈强”规律再现, 公司将受

收盘价 (元)	9.00
一年内最高/最低 (元)	15.27/9.00
沪深300 指数	2610.59
市净率 (倍)	1.69
流通市值 (亿元)	526.32

基础数据 (2011 年 6 月 30 日)

每股净资产 (元)	5.30
每股经营现金流 (元)	(1.39)
毛利率 (%)	42.51
净资产收益率 (%)	9.13
资产负债率 (%)	81.09
总股本/流通股 (亿股)	59.48/58.48
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 20110349_点评-AA-保利地产 (600048) 调研简报: 对于调控, 保利已经准备好了... 2011 年 3 月 25 日

中原证券研究所 20110302_点评-AA-保利地产 (600048) 2010 年年报点评: 收获 2010 年, 积极应对行业调控调整... 2011 年 3 月 19 日

衡。随着调控的深入, 地产行业弱势中“强者愈强”规律再现, 公司将受益于此。我们维持公司“买入”投资评级。

投资要点:

- **公司上半年销售快速增长。**公司 1-7 月份实现销售面积 387.59 万平方米, 销售金额 445.18 亿元, 分别比 2010 年同期增长 24.37% 和 75.10%。公司市场占有率进一步提升至历史新高的 1.60%。同时, 公司主动加大写字楼、公寓、商铺等商用物业的推售力度, 实现签约销售金额 109 亿元。随着限购令范围的扩大及房贷政策收紧, 公司下半年销售增速将可能放缓, 但全年销售有望取得优秀业绩。
- **公司销售毛利率大幅提升 7.5 个百分点。**中期末, 公司房地产业务结算毛利率 40.70%, 较 2010 年度提升了 7.5 个百分点。公司期间费用率依旧维持在很低的 4.84% 水平。
- **低成本吸纳地块, 土地储备总量充足。**上半年, 公司拓展了 13 个房地产项目, 其中 12 个以底价获取, 新增建筑面积 456 万平方米, 平均楼面地价 2269 元/平方米, 较 2010 年下降了 27%。截至中期末, 公司已进入城市 38 个, 共有在建拟建项目 148 个, 占地面积 3203 万平方米, 建筑面积 5808 万平方米。
- **财务稳健平衡。**上半年公司实现房地产直接投资 349 亿元, 其中支付土地费用 229 亿元, 实现房地产销售回笼 319 亿元, 新增银行贷款 216 亿元 (净增银行贷款 88 亿元), 期末公司账面货币资金余额 176 亿元, 公司财务稳健平衡。
- **盈利预测及投资评级。**维持公司 2011-2012 年每股收益分别为 1.08 元和 1.32 元预测不变, 8 月 26 日股价对应的市盈率分别为 10.49 倍和 8.57 倍。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)	229.86	358.94	469.62	582.60
增长比率 (%)	48.11	56.16	30.84	24.06
净利润 (亿元)	35.19	49.20	64.14	78.50
增长比率 (%)	57.17	39.81	30.36	22.39
每股收益 (元)	1.06	1.08	1.08	1.32
市盈率 (倍)	8.49	8.33	8.33	6.82

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。

免责条款

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。