

2011-10-20

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

房地产

中性/维持评级

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000510120035

(0755)8249 2232

yujinhua@mail.htlhsc.com.cn

周雅婷

SAC 执业证书编号:S1000511090011

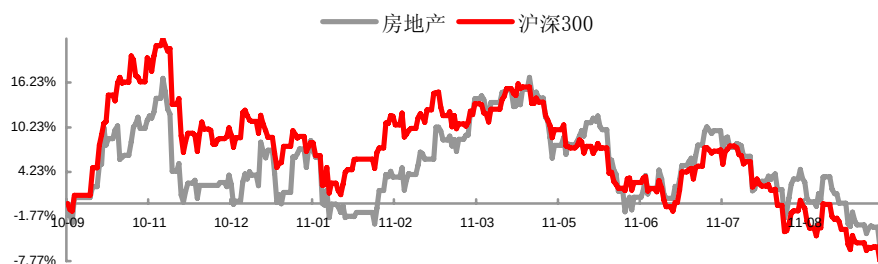
(0755)8212 5148

zhouyt@mail.htlhsc.com.cn

房地产销售及投资增速预测

- 房地产投资在今年 2 月触顶 35.2% 的增速后，已进入下降通道。不过，无论是新开工面积增速的下滑速度，还是房地产投资增速的下滑速度都较慢，低于市场预期，或者说市场所断言的“断崖式下跌”尚未出现。
- 其原因在于：一，保障性住房带来的新开工数据持续维持高增速；二，作为影响房地产开发投资各项因素先行指标的商品房销售面积增速尽管环比略有下降，但尚未出现明显减速的势头。与重点城市 9 月份销售环比无增长，且同比剧降不同的是，全国商品房今年前 9 个月销售面积 7.1 亿平方米，同比依然增长 12.9%，这一增速环比 8 月仅下降了 0.68 个百分点，比去年同期增速还高出 4.7 个百分点。更值得关注的是，9 月单月全国销售面积 1.14 亿平方米，环比 8 月暴增 46%。从这个数据来看，尽管一线，及二、三线城市受调控影响较大，“金九”不在，但调控的压力还没有完全传导到更多的四线及五线城市。
- 我们判断，在调控政策不放松的情景下，9 月所出现的全国销售面积累计增速的下降趋势会持续。基于占比较大的非限购的中小城市成交的稳定表现，我们预计今年全国商品房住宅销售同比仍然能实现正增长，预计全年商品房住宅销售增速为 8%。基于政策暂不会放松，行业去化压力持续加大的假设前提，我们预测 2012 年的销售增速为 2%，其中一线城市下滑 25.5%，二三线城市下滑 27.1%，其余城市则增幅略微收窄至 15.6%。
- 我们使用历史数据对房地产开发投资额进行回归分析。根据回归公式，我们预测 2011 年的房地产开发投资增速为 23.3%，剔除保障性住房贡献后房地产开发投资全年增速为 17.3%。敏感性分析表明在悲观假设条件下，今年的房地产开发投资增速为 19%，而乐观假设下，可达到 26.6%。
- 基于我们对政策难以放松，明年商品房销售持续收缩的前提假设，我们预测 2012 年的房地产开发投资增速为 13.9%。敏感性分析表明 2012 年房地产开发投资增速的低端区域值范围为 4.8%-7.1%，低点将有可能出现在 2012 年的 1、2 季度之交。在乐观假设下，明年的房地产开发投资增速可达到 20.8%。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

投资增速断崖式下跌尚未出现.....	3
原因在于全国房地产销售数据好过预期	3
今明两年房地产投资增速预测.....	7
房地产开发投资额因素回归分析	7
商品住宅销售面积趋势及增速预测	4
房地产开发投资增速预测及敏感性分析	8
风险提示	11

图表目录

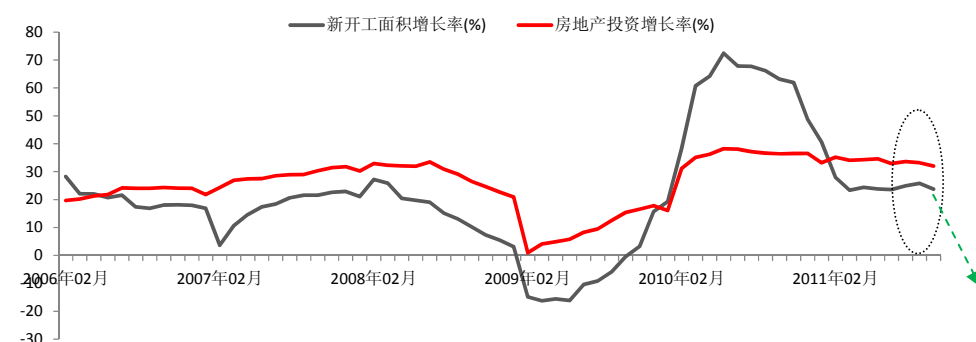
图 1: 房地产投资增速及新开工面积增速尚未出现断崖式下降.....	3
图 2: 9 月单月销售面积	3
图 3: 销售面积增速是新开工面积增速的领先指标.....	4
图 4: 07-10 年一线城市销售面积占比下降趋势明显.....	4
图 5: 2011 年各梯度城市销售面积占比情况	5
图 6: 08-10 年各梯度城市增速比较, 一线城市波幅显著高于其余城市	5
图 7: 2011 年 6 月后各梯度城市单月同比销售增速普遍放缓.....	6
图 8: 2011 年 10-12 月销售面积单月同比增速预测	7
图 9: 预计全国 2012 年商品住宅销售面积同比增速为 2%	7
表格 1: 预计全国 2011 年商品住宅销售面积同比增速为 8%	6
表格 2: 房地产开发投资额回归统计分析拟合参数	8
表格 3: 2011 年主要投资增速指标 (%)	8
表格 4: 2011 年房地产开发投资增速预测为 25.6%	9
表格 5: 2011 年房地产开发投资增速敏感性分析	9
表格 6: 2011 年剔除保障房影响的房地产开发投资增速预测为 17.3%	10
表格 7: 2012 年房地产开发投资增速预测为 8.6%	10
表格 8: 2011 年房地产开发投资增速敏感性分析	11

投资增速断崖式下跌尚未出现

根据国家统计局刚刚公布的 9 月房地产开发投资数据，1-9 月份，全国房地产开发投资 4.4 万亿元，同比增长 32%。这一增速环比 8 月下降 1.2 个百分点，比去年同期下降 4.4 个百分点。同期全国商品房新开工面积 14.78 亿平方米，同比增长 23.72%，这一增速环比 8 月下降 2.06 个百分点，比去年同期剧降 39.4 个百分点。

以上两项数据的同向变动显示出，房地产投资在今年 2 月触顶 35.2% 的增速后，已进入下降通道。不过，无论是新开工面积增速的下滑速度，还是房地产投资增速的下滑速度都较慢，低于市场预期，或者说市场所断言的“断崖式下跌”尚未出现。

图 1： 房地产投资增速及新开工面积增速尚未出现断崖式下降

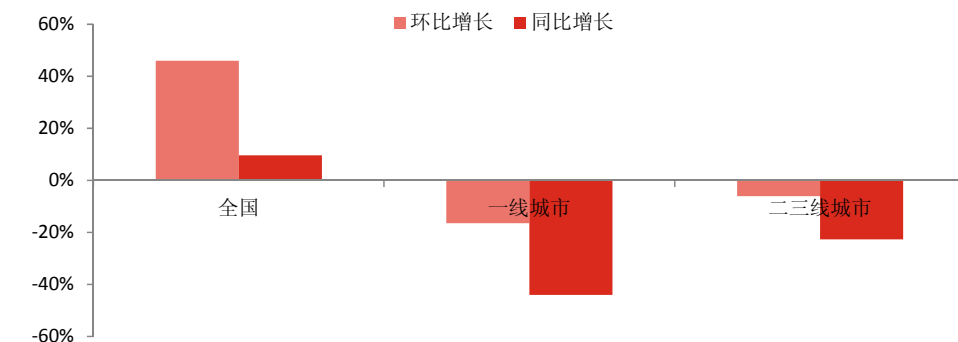


资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

原因在于全国房地产销售数据尚未出现明显减速

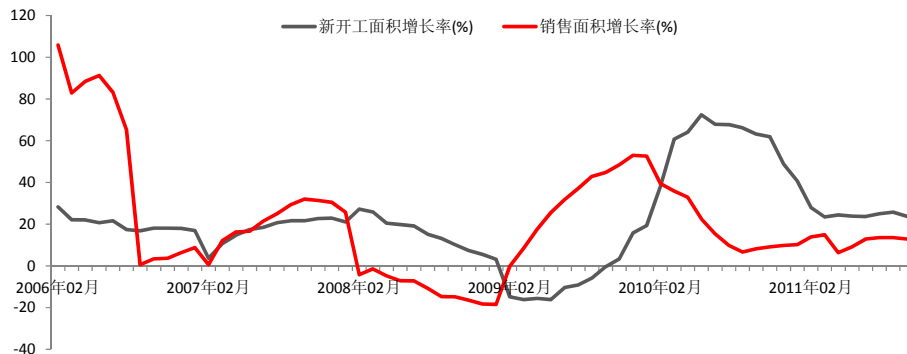
投资及新开工增速回落仍较慢的原因在于：一，保障性住房带来的新开工数据持续维持高增速；二，作为影响房地产开发投资各项因素先行指标的商品房销售面积增速尽管环比略有下降，但尚未出现明显减速的势头。与重点城市 9 月份销售环比无增长，且同比剧降不同的是，全国商品房今年前 9 个月销售面积 7.1 亿平方米，同比依然增长 12.9%，这一增速环比 8 月仅下降了 0.68 个百分点，比去年同期增速还高出 4.7 个百分点。更值得关注的是，9 月单月全国销售面积 1.14 亿平方米，环比 8 月暴增 46%。从这个数据来看，尽管一线，及二、三线城市受调控影响较大，“金九”不在，但调控的压力还没有完全传导到更多的四线及五线城市。

图 2： 9 月单月销售面积



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

图 3： 销售面积增速是新开工面积增速的领先指标



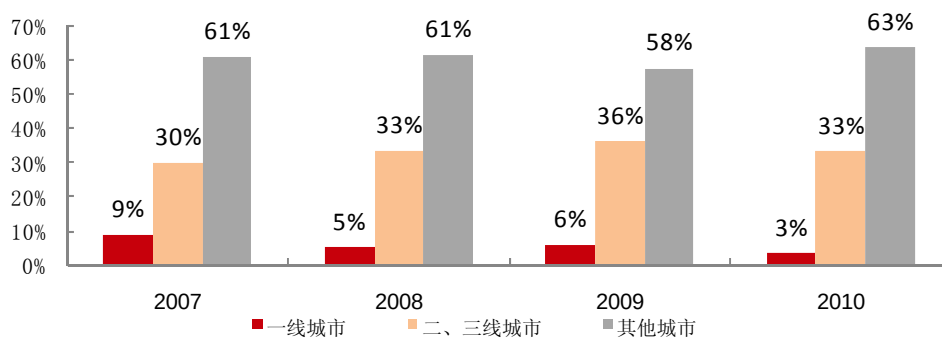
资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

商品住宅销售面积及增速预测

四线及五线城市已成为国内房地产市场成交量的主导

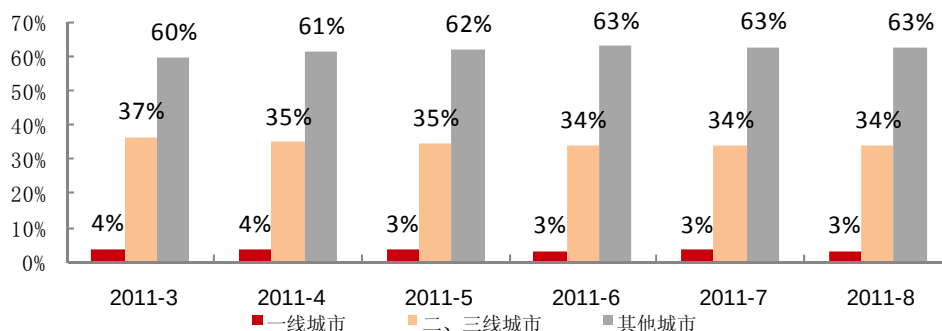
2007 以来，一线城市（北京、上海、深圳）占全国销售面积比重持续下降，到 2010 年仅为 3%。与此同时，二、三线城市的占比在经历了 2007-2009 的上升之后（30% 到 36%），也于 2010 年开始下降。四线及五线城市已成为国内房地产市场成交量的主导。我们认为这一结构变动体现了我国城市化进程正在逐步进入城镇化的发展阶段，以及住房消费升级向中小城市的梯度推进。

图 4： 07-10 年一线城市销售面积占比下降趋势明显



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所整理；注：一线城市为北京、上海、深圳；二、三线城市为除北上深之外的第一批限购城市，其他为剩余城市。

图 5： 2011 年各梯度城市销售面积占比情况

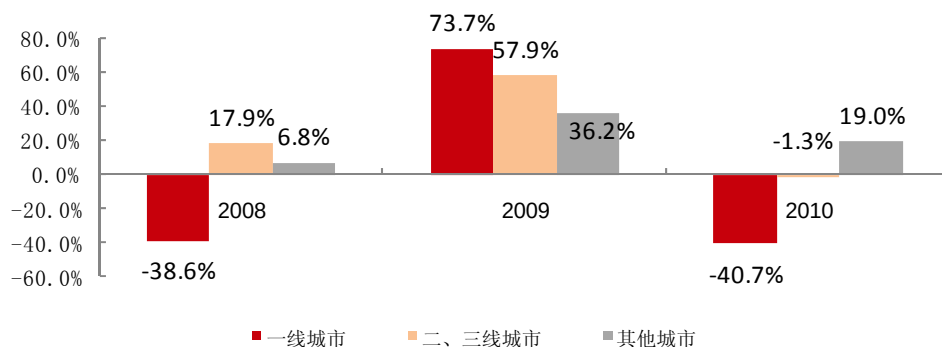


资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所整理；注：一线城市为北京、上海、深圳；二、三线城市为除北上深之外的第一批限购城市，其他为剩余城市。

由于一、二线城市房地产市场被大量投资和投机需求所充斥，因而在近几年的销售增速上表现得大起大落，三年内增速波峰和波谷之间相差 114%。而主要由刚性需求主导的非限购的中小城市则在最近三年都保持了正增长，增速波动幅度未超过 30%。

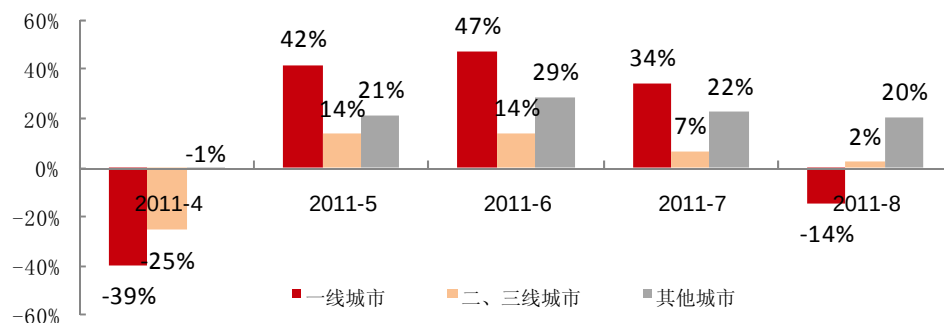
今年 6 月后，各重点城市当月的销售同比增速都出现了下滑，其中仍以一线城市波动最大，当月增速从 6 月份的 47% 下滑至 8 月的 -14%，二三线城市 6-8 月增速累计下降 12 个百分点，而其余非限购城市销售增速下滑最少，为 9 个百分点。

图 6： 08-10 年各梯度城市增速比较，一线城市波幅显著高于其余城市



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所整理；注：一线城市为北京、上海、深圳；二、三线城市为除北上深之外的第一批限购城市，其他为剩余城市。

图 7： 2011 年 6 月后各梯度城市单月同比销售增速普遍放缓



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所整理；注：一线城市为北京、上海、深圳；二、三线城市为除北上深之外的第一批限购城市，其他为剩余城市。

预测 2011/2012 年房地产商品住宅销售增速分别为 8%和 2%

在调控政策不放松的情景下，我们判断 9 月所出现的全国销售面积累计增速的下降趋势会持续。基于占比较大的非限购中小城市的成交表现稳定，我们预计今年全国商品房住宅销售同比仍然能实现正增长，预计全年商品房住宅销售增速为 8%，但全国数据的正增长并不能掩盖被限购的一二线及部分三线城市今年销售的颓势。我们预计在政策的持续高压下，今年一线城市整体住宅销售将下滑 11.8%，被限购的二、三线城市下滑 9.8%，而剩余城市将依旧保持 19.1%的增速，从而成为稳定全国住宅销售增速的主要贡献力量。

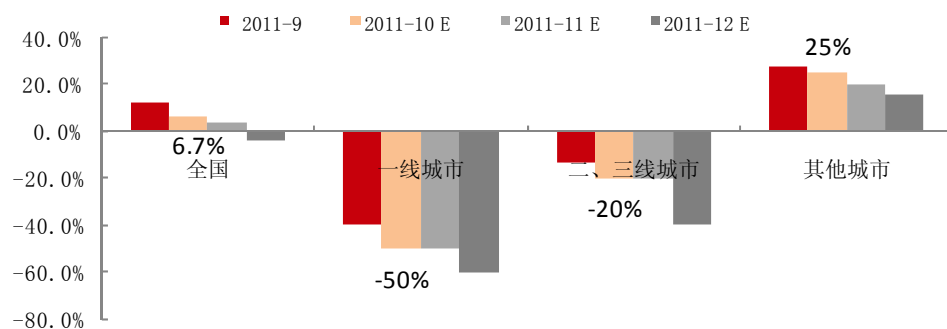
基于政策暂不会放松，行业去化压力持续加大的假设前提，我们预测 2012 年的销售增速为 2%，其中一线城市下滑 25.5%，二三线城市下滑 27.1%，其余城市则增幅略微收窄至 15.6%。

表格 1：预计全国 2011 年商品住宅销售面积同比增速为 8%

累计同比增速	全国	一线城市	二、三线城市	其他城市
2011-4	5.8%	10.0%	-0.1%	9.3%
2011-5	8.5%	7.3%	2.8%	12.1%
2011-6	12.1%	14.6%	5.2%	16.1%
2011-7	12.9%	21.7%	5.4%	17.0%
2011-8	13.1%	23.8%	5.0%	17.4%
2011-9	12.9%	18.7%	2.0%	19.2%
2011-10 E	12.1%	9.5%	-0.7%	19.9%
2011-11 E	11.1%	3.1%	-3.0%	19.9%
2011-12 E	8.0%	-11.8%	-9.8%	19.1%

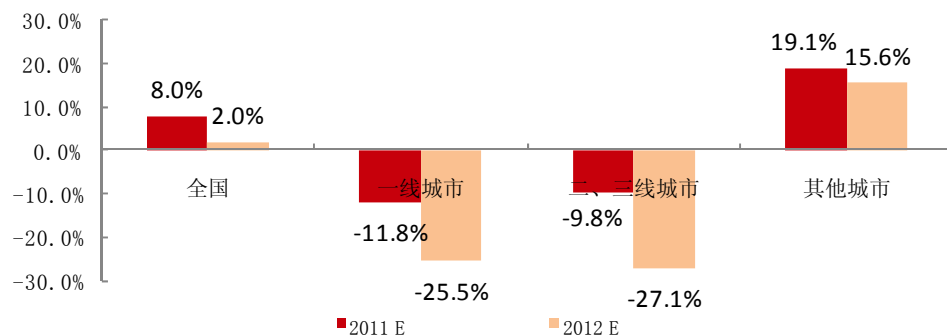
资料来源：国家统计局，华泰联合研究所；注：一线城市为北京、上海、深圳；二、三线城市为除北上深之外的第一批限购城市，其他为剩余城市。

图 8: 2011 年 10-12 月销售面积单月同比增速预测



资料来源: 国家统计局, 华泰联合证券研究所整理; 注: 一线城市为北京、上海、深圳; 二、三线城市为除北上深之外的第一批限购城市, 其他为剩余城市。

图 9: 预计全国 2012 年商品住宅销售面积同比增速为 2%



资料来源: 国家统计局, 华泰联合证券研究所整理; 注: 一线城市为北京、上海、深圳; 二、三线城市为除北上深之外的第一批限购城市, 其他为剩余城市。

今明两年房地产投资增速预测

房地产开发投资额因素回归分析

我们使用 2002 年 2 月-2011 年 6 月的土地购置费、土地购置面积、新开工面积和施工面积四项指标对房地产开发投资额进行回归分析, 回归结果表明这四项指标对房地产开发额的解释度和拟合度较好, 调整后的 R 方值达到了 98%。

$$Y = -903.3 + 4.23 * X1 + 0.02 * X2 + 0.05 * X3 + 0.01 * X4$$

其中: Y: 当年房地产开发投资额

X1: 当年土地购置费

X2: 当年新开工面积

X3: 当年购置土地面积

X4: 当年施工面积

表格 2: 房地产开发投资额回归统计分析拟合参数

回归统计			Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Multiple R	0.99	Intercept	-903.33	449.79	-2.01	0.05
R Square	0.98	X 1	4.23	0.67	6.28	0
Adjusted R Square	0.98	X 2	0.02	0.06	0.27	0.79
标准误差	1340	X 3	0.05	0.04	1.24	0.22
F	1364	X 4	0.01	0	2.26	0.03

资料来源: 华泰联合证券研究所

房地产开发投资增速预测及敏感性分析

年内投资增速承压有限

从历史来看, 商品房销售面积出现拐点下降后往往需要 4-6 个月的时间传导至房地产开发投资相关指。即使商品房销售在今年 4 季度出现调整, 由于传导的滞后性, 其对今年房地产开发投资的影响将比较有限。从时滞关系推测, 本轮房地产市场调整引发的投资增速的低点将极有可能出现在明年 1、2 季度之交。

表格 3: 2011 年主要投资增速指标 (%)

	房地产开发投资总额	新开工面积	土地购置费	土地购置面积	施工面积	商品房销售面积
201102	35.2	27.9	16.7	57.1	39.0	13.8
201103	34.1	23.4	29.3	32.7	35.2	14.9
201104	34.3	24.4	30.4	30.4	33.2	6.3
201105	34.6	23.8	21.8	28.6	32.4	9.1
201106	32.9	23.6	18.8	18.4	31.6	12.9
201107	33.6	24.9	19.6	15.4	30.8	13.6
201108	33.2	26.8	20.2	9.7	31.8	13.6
201109	32.0	23.7			29.7	12.9

资料来源: 国家统计局, 华泰联合研究所

2011 年房地产开发投资增速预测为 25.6%

根据上文的回归公式, 我们预测 2011 年的房地产开发投资增速为 23.3%。我们同时选取了两个主要的代表性指标新开工面积和土地购置费对投资增速进行敏感性分析, 在悲观假设条件下, 今年的房地产开发投资增速为 19%, 而乐观假设下, 可达到 26.6%。

表格 4：2011 年房地产开发投资增速预测为 25.6%

	2011 年增速假设	2011 年假设值
土地购置费（亿元）	19.5%	11941
房地产新开工面积（万平方米）	20.5%	197351
本年购置土地面积（万平方米）	8.6%	44493
房地产施工面积（万平方米）	27.8%	372502
预测值		
房地产开发投资总额（亿元）	59502	
房地产开发投资增速	23.3%	

资料来源：国家统计局，华泰联合研究所整理

表格 5：2011 年房地产开发投资增速敏感性分析

		新开工面积增速						
		16.0%	18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%	24.0%
土地购置费增速	15.0%	19.0%	19.2%	19.2%	19.3%	19.4%	19.4%	19.6%
	16.5%	20.3%	20.5%	20.5%	20.6%	20.7%	20.8%	20.9%
	18.0%	21.7%	21.8%	21.9%	21.9%	22.0%	22.1%	22.2%
	19.0%	22.5%	22.7%	22.7%	22.8%	22.9%	22.9%	23.1%
	20.0%	23.4%	23.5%	23.6%	23.7%	23.7%	23.8%	24.0%
	21.0%	24.3%	24.4%	24.5%	24.6%	24.6%	24.7%	24.8%
	22.0%	25.2%	25.3%	25.4%	25.4%	25.5%	25.6%	25.7%
	23.0%	26.0%	26.2%	26.2%	26.3%	26.4%	26.4%	26.6%

资料来源：国家统计局，华泰联合研究所整理

剔除保障性住房影响后房地产开发投资增速为 17.3%

我们对今年保障性住房投资对整体房地产开发投资的影响进行了拆分，剔除保障性住房贡献后房地产开发投资全年增速为 17.3%。在分析中我们谨慎预测今年全年 1000 万套保障性住房实际新开工率为 80%，而由于保障性住房建设周期在 1 年半到 2 年间，投资将分期计入开发投资统计，且根据住建部发布的跟踪情况，大部分的地方保障性住房建设都在 8 月后开始大规模开工，因此我们假设其本年计入开发投资的比重为 30%。

表格 6：2011 年剔除保障房影响的房地产开发投资增速预测为 17.3%

指标	假设值	指标	假设值
保障房建设套数（万套）	1000	实际投资率	24%
单位建安	2200	开工率	80%
建面（平米）	55	转投资率	30%
总建面（万平米）	13200	年内统计总投资(亿元)	2904
房地产开发投资总额(剔除保障房)(亿元)	56598		
房地产开发投资增速（剔除保障房）	17.3%		

资料来源：国家统计局，住建部，华泰联合研究所

预测 2012 年房地产开发投资增速为 8.6%，低点有可能出现在 1、2 季度之交

基于我们对政策难以放松，以及明年商品房销售持续收缩的前提假设，我们预测 2012 年的房地产开发投资增速为 13.9%。我们同时选取了两个主要的代表性指标新开工面积和土地购置费对投资增速进行敏感性分析，2012 年房地产开发投资增速的低端区域值范围为 4.8%-7.1%。依据我们上面对增速传导路径的分析，房地产投资的低点将有可能出现在 2012 年的 1、2 季度之交。在乐观假设下，明年的房地产开发投资增速可达到 20.8%。

表格 7：2012 年房地产开发投资增速预测为 8.6%

	2012 年增速假设	2012 年假设值
土地购置费（亿元）	8.9%	13003
房地产新开工面积（万平米）	-7.4%	182747
本年购置土地面积（万平米）	10.8%	49298
房地产施工面积（万平米）	18.4%	441043
预测值		
房地产开发投资总额（亿元）	64631	
房地产开发投资增速	8.6%	

资料来源：国家统计局，华泰联合研究所整理

表格 8：2011 年房地产开发投资增速敏感性分析

		新开工面积增速						
土地购置费增速		3.0%	6.0%	9.0%	12.0%	15.0%	18.0%	21.0%
	2.0%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%
	4.0%	6.9%	7.1%	7.3%	7.5%	7.7%	7.9%	8.1%
	6.0%	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%	9.8%	10.0%	10.3%
	8.0%	11.1%	11.3%	11.5%	11.7%	12.0%	12.2%	12.4%
	10.0%	13.2%	13.4%	13.6%	13.9%	14.1%	14.3%	14.5%
	12.0%	15.3%	15.5%	15.8%	16.0%	16.2%	16.4%	16.6%
	13.0%	17.5%	17.7%	17.9%	18.1%	18.3%	18.5%	18.7%
	14.0%	19.6%	19.8%	20.0%	20.2%	20.4%	20.6%	20.8%

资料来源：国家统计局，华泰联合研究所整理

风险提示

国家调控政策的变化会对商品房销售产生显著影响，从而使整个地产因素传导链条产生环环相扣的变化，因而需要提示投资者关注政策面的显著变动。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。