



房地产

2011.10.26

房地产估值已达 08 年最底部

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读：

地产股估值已处 08 年最差时期，为战略性建仓的良好机会。受宏观等政策面预期支持，预判地产股的近期反弹可以持续。

摘要：

- 地方房地产调控在自主范围内出现政策微调，预计地方资金压力持续增大使得微调行为将不断出现。（1）南京公积金贷款政策上调贷款额度达 50%、对出售首套后再买、低于平均人均建面且贷款结清再买有条件开放二次申请；（2）宁波住建委下发文件，用商业贷款的购房者，可转公积金贷款，使贷款利率从基准 7.05% 以上降到 4.9%。
- 根据我们各区域调研的情况，地方资金压力明显增加，地方的政策微调欲望也不断增强。除去到期债务等压力，一方面是土地市场持续冷清，使得平均达财政收入 75% 的土地收入迅速下滑；另外，地铁等大量基础设施建设的高额投入、保障房的建设也给政府明显压力；从调研情况看，地方对于房地产市场的依赖和期盼仍相当高。
- 货币政策可能的预调微调，将给目前资金来源匮乏、资金成本高昂的房地产行业带来较大契机。温家宝总理天津调研表态要准确判断经济走势出现的趋势性变化，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量合理增长。3 季度 GDP 降至 9.1% 表明减速趋势已形成；而通胀也出现加速回落的趋势。预计政策预调微调可能是逐渐将目标由防通胀转向保增长，与之对应的是货币政策由偏紧转向中性。
- 基本面调整趋势不变，量价基本面调整将真正导致政策面局部放松：预计供应量仍将增加，11 月也将继续是推盘高峰，预计库存上升状况仍将持续至 2012 上半年。判断整体销售去化速度将继续下降、新开工增速将继续下滑。价格松动、小幅下降已在二线城市中蔓延。
- 未来地产股价变化最敏感的将是政策面预期及其变化，基本面探底预期及其变化居于其次。中央与地方在行业调控政策出现分歧表明目前地产股价处于底部。一旦中央与地方在调控政策修正上达成一致，地产股价将已走出底部。
- 地产股票折价幅度达 08 年最差时期。主流公司目前估值和股价已反映房价下降 35%、销量下降 55% 的预期。主流公司 12 年的业绩锁定性比 08 年高（08 年业绩锁定 20%，12 年业绩锁定 65%），而且现在 PE 估值普遍低于 08 年最底部，PB 估值低于或等于 08 年最底部，RNAV 估值和 08 年最底部相当。
- 受宏观等政策面预期支持，预判地产股的近期反弹可以持续，推荐估值大幅折价的高增长龙头、以及我们推荐的“地产+X”代表性优质公司。其中超跌的龙头优质代表公司保利地产、首开股份、中南建设、滨江集团、金地集团、招商地产、万科等，“地产+X”推荐华侨城、南湖中宝、华业地产、苏宁环球、中国宝安等。维持行业增持评级，建议持有并逢低战略性增仓。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

房地产经营	增持
房地产开发	增持

相关报告

房地产：《地方推地量大增，住宅土地量价齐跌》	2011.10.24
房地产：《基本面调整持续，南京公积金贷款政策有条件放松》	2011.10.24
房地产：《基本面调整趋势持续，政策面预期将转暖》	2011.10.19
房地产：《二线写字楼、一线零售和工业表现较好》	2011.10.19
房地产：《低估值、龙头公司业绩确定性优势明显》	2011.10.17

表 1: 1-9 月房地产开发投资数据一览 (单位: 亿元, 万平米, 元/平米)

	1-9 月累计	累计同比	9 月单月	9 月单月同比	8 月单月同比	9 月单月环比
房地产投资	44225	31.97%	6444	24.98%	31.57%	9.08%
住宅投资	31788	35.20%	4670	28.44%	36.66%	7.89%
商品房新开工面积	147775	23.72%	15894	8.91%	31.96%	-4.89%
住宅新开工面积	114480	21.26%	12391	10.99%	30.13%	-4.48%
商品房销售面积	71289	12.89%	11435	9.47%	13.52%	46.28%
住宅销售面积	63604	12.06%	10064	6.99%	13.89%	44.15%
商品房销售金额	39312	23.17%	6048	9.99%	24.90%	37.06%
住宅销售金额	32694	21.15%	4939	5.58%	24.07%	36.77%
商品房销售均价	5514	9.11%	5289	0.48%	10.02%	-6.30%
住宅销售均价	5140	8.11%	4907	-1.32%	8.94%	-5.12%

数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券地产研究, 以下各图表同

图1: 9月新开工增速8.9%, 增速明显下降

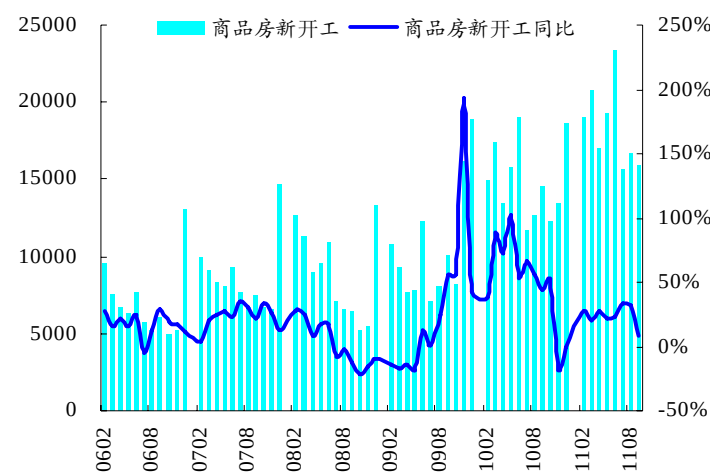


图2: 9月投资增速 25%，增速亦有下降

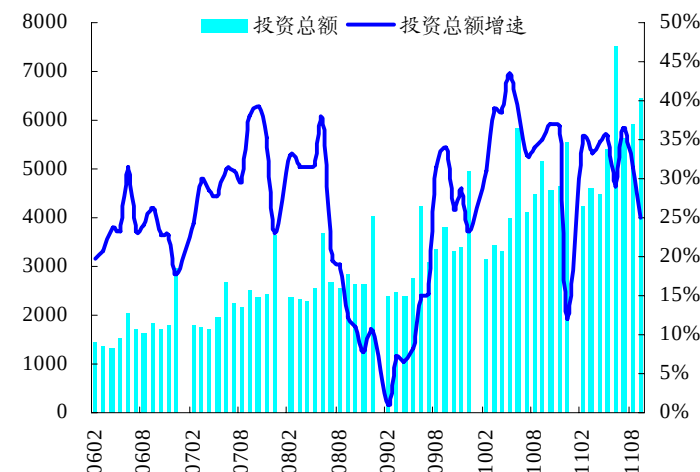


图3: 9月销售面积增速9.5%，增速下降

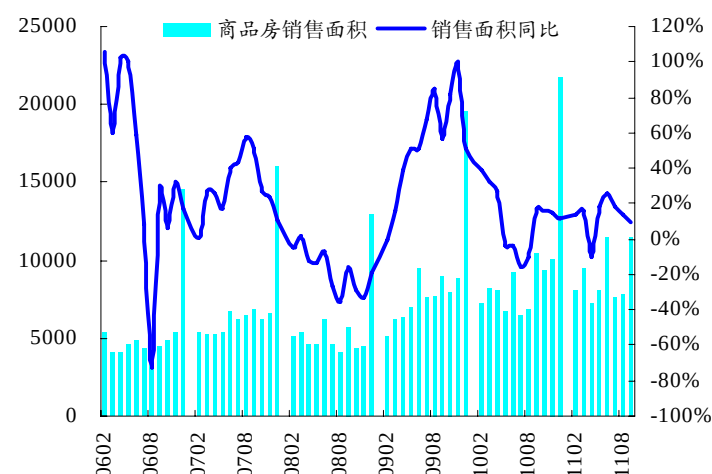
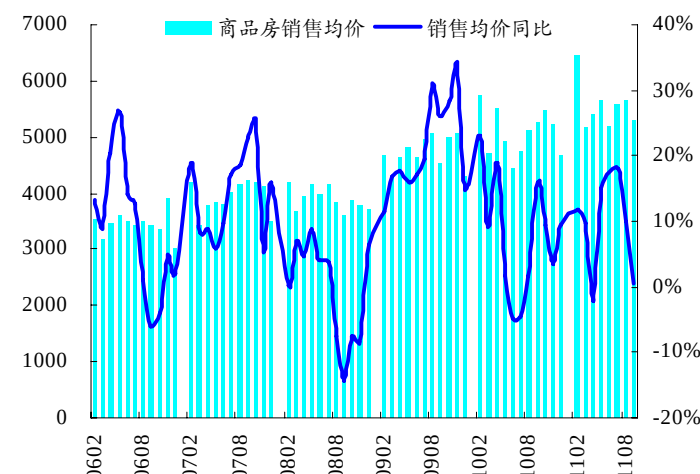


图4: 9月销售均价同比增速 0.5%，增速明显下降



附表 1: 行业重点公司和关注公司业绩预测及财务估值 (单位: 元, 亿股, 亿元)

分类	证券简称	10.25 股价	10A EPS	11E EPS	12E EPS	10A PE	11E PE	12E PE	PB	RNAV	溢价率	总市值	总股本	涨幅	投资评级
一线	万科 A	7.4	0.66	0.9	1.27	11.2	8.2	5.8	1.74	11.00	-33%	813.65	109.95	-8.8%	增持
	保利地产	9.28	0.83	1.14	1.54	11.2	8.1	6.0	1.75	18.50	-50%	552.00	59.48	-3.5%	增持
	招商地产	16.72	1.17	1.48	1.89	14.3	11.3	8.8	1.42	25.00	-33%	287.13	17.17	5.6%	增持
	金地集团	4.83	0.6	0.74	0.91	8.1	6.5	5.3	1.19	8.10	-40%	215.97	44.72	-21.0%	增持
	首开股份	8.03	0.9	1.01	1.31	8.9	8.0	6.1	1.14	17.20	-53%	120.02	14.95	-37.3%	增持
一线均值		9.25	0.83	1.05	1.38	11.1	8.8	6.7	1.45	15.96	-42%	397.76	49.25	——	——
二线	荣盛发展	7.18	0.55	0.77	1.08	13.1	9.3	6.6	2.41	12.79	-44%	133.81	18.64	-30.7%	增持
	滨江集团	7.51	0.71	0.82	1.14	10.6	9.2	6.6	2.34	17.20	-56%	101.54	13.52	-33.0%	增持
	泛海建设	3.49	0.03	0.11	0.20	139.6	31.7	17.5	2.01	10.02	-65%	159.05	45.57	-21.9%	中性
	苏宁环球	6	0.38	0.52	0.76	16.0	11.5	7.9	3.32	11.57	-48%	122.59	20.43	-21.8%	谨慎增持
	嘉凯城	4.5	0.62	0.28	0.60	7.3	16.1	7.5	2.02	9.38	-52%	81.19	18.04	-42.0%	谨慎增持
	中南建设	7.09	0.63	0.89	1.16	11.3	8.0	6.1	1.61	15.31	-54%	82.80	11.68	-37.4%	增持
	中粮地产	4.82	0.26	0.28	0.35	18.5	17.2	13.8	1.91	7.43	-35%	87.42	18.14	-22.3%	谨慎增持
	中华企业	4.91	0.50	0.56	0.61	9.8	8.8	8.0	1.57	8.50	-42%	69.45	14.14	-28.2%	谨慎增持
	信达地产	4.69	0.27	0.32	0.39	17.4	14.7	12.0	1.23	10.17	-54%	71.49	15.24	-23.4%	谨慎增持
	上实发展	5.97	0.30	0.37	0.44	19.9	16.1	13.6	1.91	10.73	-44%	64.68	10.83	-25.7%	谨慎增持
	华发股份	8	0.92	1.09	1.40	8.7	7.3	5.7	1.14	15.56	-49%	65.36	8.17	-20.3%	增持
	鲁商置业	5.58	0.44	0.55	0.76	12.7	10.1	7.3	5.04	14.20	-61%	55.85	10.01	-25.0%	增持
	名流置业	2.37	0.08	0.10	0.13	29.6	23.7	18.2	1.18	5.82	-59%	60.66	25.60	-21.3%	中性
	苏州高新	5.35	0.30	0.30	0.36	17.8	17.8	14.9	1.88	8.13	-34%	56.60	10.58	22.7%	谨慎增持
	华业地产	8.77	0.45	0.71	1.14	19.5	12.4	7.7	2.22	16.30	-46%	56.57	6.45	17.7%	增持
	京投银泰	5.88	0.36	0.45	0.52	16.3	13.1	11.3	2.36	5.62	5%	43.56	7.41	-17.6%	谨慎增持
	天房发展	3.78	0.20	0.29	0.35	18.9	13.0	10.8	1.02	4.67	-19%	41.80	11.06	-15.7%	谨慎增持
二线均值		5.64	0.41	0.49	0.67	13.7	11.4	8.4	2.07	10.79	-45%	79.67	15.62	——	——
三线	深振业 A	5.16	0.63	0.75	0.85	8.2	6.9	6.1	2.00	7.10	-27%	51.03	9.89	-3.0%	谨慎增持
	深长城	16.59	1.51	1.71	1.88	11.0	9.7	8.8	1.63	29.74	-44%	39.73	2.39	-1.5%	谨慎增持
	华联控股	3.04	0.21	0.23	0.28	14.5	13.2	10.9	1.98	8.10	-62%	34.17	11.24	-22.6%	中性
	卧龙地产	4.08	0.37	0.48	0.56	11.0	8.5	7.3	2.01	8.12	-50%	29.59	7.25	-33.7%	谨慎增持
	香江控股	5.81	0.19	0.23	0.26	30.6	25.3	22.3	3.33	10.51	-45%	44.61	7.68	17.8%	中性

	浙江广厦	3.68	0.15	0.17	0.19	24.5	21.6	19.4	1.45	6.50	-43%	32.08	8.72	-23.6%	中性
	中航地产	7.05	0.81	0.84	0.87	8.8	8.4	8.1	1.19	7.99	-12%	23.51	3.33	-13.2%	中性
	亿城股份	3.48	0.46	0.48	0.52	7.6	7.2	6.7	1.24	5.42	-36%	41.48	11.92	-16.8%	中性
	中国武夷	4.59	0.19	0.20	0.21	24.2	23.0	21.9	1.53	5.77	-20%	17.88	3.89	-24.6%	中性
	三线均值	5.94	0.50	0.57	0.62	11.9	10.5	9.5	1.82	9.92	-38%	34.90	7.37	——	——
地产+X	华侨城 A	6.5	0.54	0.80	1.04	12.0	8.1	6.3	2.50	18.91	-66%	363.57	55.93	-3.3%	增持
	新湖中宝	3.81	0.25	0.31	0.40	15.4	12.3	9.5	2.66	11.89	-68%	236.63	62.11	-23.5%	增持
	建发股份	6.95	0.78	1.00	1.33	8.9	7.0	5.2	2.21	11.00	-37%	155.52	22.38	7.3%	增持
	中国宝安	14.97	0.30	0.38	0.50	49.9	39.4	29.9	6.20	21.20	-29%	163.29	10.91	-10.6%	增持
	城投控股	6.64	0.37	0.41	0.52	17.9	16.2	12.8	1.24	9.25	-28%	152.59	22.98	-15.3%	中性
	中天城投	7.57	0.61	0.78	1.01	12.4	9.7	7.5	4.95	13.83	-45%	96.81	12.79	-22.3%	增持
	北京城建	11.27	1.35	1.40	1.65	8.4	8.1	6.8	1.77	21.20	-47%	100.21	8.89	-6.7%	增持
	福星股份	7.46	0.70	0.83	1.00	10.7	9.0	7.5	0.97	14.45	-48%	53.14	7.12	-44.7%	增持
	万业企业	5.58	0.30	0.25	0.30	18.6	22.3	18.6	1.53	7.77	-28%	44.98	8.06	-23.5%	中性
	冠城大通	6.63	0.70	0.89	1.03	9.5	7.4	6.4	1.75	12.03	-45%	48.76	7.36	-23.3%	谨慎增持
	深天健	8.59	0.24	0.50	0.61	35.8	17.2	14.1	1.12	17.07	-50%	39.23	4.57	-27.2%	谨慎中性
	中铁二局	6.7	0.67	0.80	0.89	10.0	8.4	7.5	1.90	10.99	-39%	97.77	14.59	-25.3%	中性
	华业地产	8.77	0.45	0.71	1.14	19.5	12.4	7.7	2.22	16.30	-46%	56.57	6.45	17.7%	增持
	地产+X 均值	7.80	0.56	0.70	0.88	14.0	11.2	8.9	2.39	14.30	-44%	123.77	18.78	——	——
商业地产	金融街	6.1	0.59	0.75	0.96	10.3	8.1	6.4	1.11	9.99	-39%	184.65	30.27	-4.6%	增持
	中国国贸	9.84	0.12	0.25	0.39	82.0	39.4	25.2	2.30	17.89	-45%	99.12	10.07	-1.4%	谨慎增持
	北辰实业	2.99	0.06	0.11	0.20	49.8	27.2	15.0	1.07	6.16	-51%	100.67	33.67	-14.1%	中性
	阳光股份	4.17	0.58	0.20	0.35	7.2	20.9	11.9	1.32	7.50	-44%	31.27	7.50	-41.8%	中性
	世茂股份	10.95	0.75	0.90	1.09	14.6	12.2	10.0	1.31	22.60	-52%	128.18	11.71	-18.9%	增持
	陆家嘴	14.08	0.64	0.71	0.82	22.0	19.8	17.2	2.42	18.79	-25%	262.97	18.68	-15.3%	中性
	浦东金桥	7.78	0.57	0.62	0.75	13.6	12.5	10.4	1.93	12.47	-38%	72.26	9.29	-13.8%	谨慎增持
	张江高科	9	0.31	0.39	0.48	29.0	23.1	18.8	2.33	13.26	-32%	139.38	15.49	3.5%	谨慎增持
	外高桥	11.16	0.66	0.63	0.80	16.9	17.7	14.0	2.50	11.85	-6%	112.80	10.11	-19.1%	中性
	商业地产均值	8.45	0.48	0.51	0.65	17.8	16.7	13.0	1.81	13.39	-37%	125.70	16.31	——	——
	整体均值	7.18	0.52	0.62	0.79	13.7	11.5	9.1	2.04	12.67	-43%	123.03	18.63	——	——

作者简介:

孙建平:

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		