

销量下滑，价格下降，市场过虑

行业分类：房地产

2011. 10. 24

研究员：吴伟
(执业证书编号：S0640511030001)
电话：0755-83688511
Email: mwu0330@gmail.com

联系人：全
电话：0755-82893795
Email: rquan@avicsec.com

投资要点：

- **住宅市场价格下跌，开发商销售分化。**9月住宅价格环比下滑城市继续增加，各主要的开发商2011年1-9月份的合同销售情况亦出现了较大的分化，其中雅居乐、恒大、龙湖同比取得较好的销售业绩，万科、保利、碧桂园和中国海外发展1-9月份累计同比仍然有30%以上的增长，而绿城和富力地产则表现较差。
- **人口结构因素导致中小城市住宅和旅游地产销售良好，长期看好。**人口结构进入旅游地产的消费期，且劳动力供给增长放缓、人工工资上涨激活中小城市住宅市场。由于劳动力供应到达峰值开始下降，从而倒逼中国转型，企业生产效率的提升，居民收入水平提高仍有较大的空间，从而支持中小城镇住宅和旅游地产等住宅的发展。
- **住房投资属性较强，投资者心理周期导致价格下滑，但长期信心未变。**目前的市场降价仅仅是开发商缓解资金链压力的结果，投资者心理周期是促成销量下滑、开发商资金链紧张的原因，但长期资产配置者信心源自更长的信贷周期，未走到尽头，中国“金融为发展服务”的政策未发生改变，中国政府负债比率为17%，仍较低，央企整体净资产收益率为12%，高于银行贷款利率，银行坏账率仍较低，而地方债由于土地价值并未高估，实际月供收入比仍较合理，仅面临短期流动性风险。
- **市场过于担心行业风险。**长期资产配置投资者信心不发生转变，房地产市场出现大幅度下滑的风险较小，且信贷、投资者心理均处于周期低谷，有重新向上的可能，但政府对房地产市场价格的影响将长期存在，将加大项目型公司的经营风险，有利于龙头公司和能抓住机会的中型公司成长。市场龙头公司的估值水平市净率平均为1.45倍，1-9月合同销售额同比增长20%-40%，市场过于担忧行业的风险，给予行业增持评级。

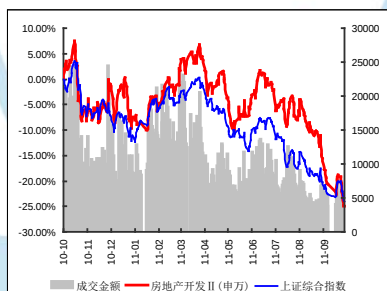
行业投资评级

增持

基础数据

上证指数	2368
行业指数	2544
总市值(亿元)	8858
流通A股市值(亿元)	6873
PE	15.41
PB	1.98
ROE(2011Q2)	4.28%
净负债/股东权益	77%

近一年股价表现



目录

一、房价环比下降及销售分化	4
二、房地产周期的演变及表现	6
2.1, 人口结构的变化以及影响	6
2.2, 更长的信贷周期决定行业前景, 短期信贷波动加大行业风险	8
2.3, 消费者心理波动周期导致 2011 年住宅销量下滑, 价格调整	11
2.4, 政府政策是把双刃剑	12
三、总结分析	13
3.1, 目前的市场降价仅仅是开发商缓解资金链压力的结果	13
3.2, 消费者心理周期是促成销量下滑, 开发商资金链紧张的原因	13
3.3, 投资者信心源自更长的信贷周期, 未走到尽头	14



图表目录

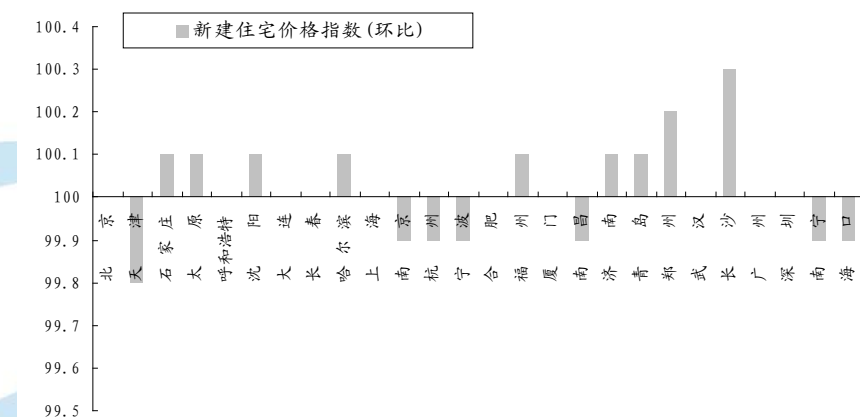
图表 1 2011 年 9 月份部分城市新建住宅价格指数环比	4
图表 2 2011 年 10.1-10.9 各城市销售量同比	4
图表 3 主要开发商 2011 年销售表现	5
图表 4 平均土地出让溢价率	5
图表 5 历年全国商品房销售额销售面积同比情况	6
图表 6 恒大地产历年销售额	7
图表 7 固定资产投资增速放缓	7
图表 8 雅居乐历年累计销售额	7
图表 9 中国式信贷周期示意图 (M2 同比增长率)	8
图表 10 政府负债占 GDP 比例	9
图表 11 国有资产净利润及收益率	9
图表 12 国有资产分板块 2010 年增值保值率	10
图表 13 出口金额累计同比增速 对美国出口放缓	10
图表 14 短期信贷波动与 CPI	11
图表 15 美国房屋成交量与价格变动	11
图表 16 上海市房屋成交量与价格变动	12
图表 17 北京市房屋成交量与价格变动	12
图表 18 美国历年住宅价格波动	13
图表 19 各公司市净率	14

近期金九银十销量下滑以及房价从8月来出现同比下跌，各房企销售业绩也出现了较大的分化，可以看到，房地产仍然是个周期性的行业，而投资属性亦超过了居住属性，周期的长短则受诸多因素的影响，我们从几个影响周期的主要因素的角度描述行业的变化趋势。

一、房价环比下降及销售分化

自8月份以来，部分城市开始出现新建住宅价格环比下降，8月份，70个大中城市中，价格下降的城市有16个，持平的城市有30个。与7月份相比，8月份环比价格下降和持平的城市增加了15个；而九月份，价格下降的城市有17个，持平的城市有29个。与8月份相比，9月份环比价格下降的城市增加了1个。

图表 1 2011 年 9 月份部分城市新建住宅价格指数环比



数据来源：国家统计局 中航证券金融研究所

而交易量方面，传统的金九银十不再，各城市商品房成交量在十一黄金周期间同比大幅下滑，跟踪的19个城市中仅天津、昆明、济南、佛山和惠州5个城市同比销量增长。

图表 2 2011 年 10.1-10.9 各城市销售量同比

	10.1-10.9 (套)	同比
上海	1792	-59%
北京	1606	-39%
深圳	540	-80%
广州	1237	-69%
南京	570	-56%
重庆	1433	-64%
成都	970	-24%
青岛	984	-56%
苏州	1089	-30%
长沙	487	-25%
南昌	206	-85%
石家庄	56	-85%

南宁	414	-49%
兰州	84	-50%
天津	1876	145%
昆明	687	63%
济南	394	102%
佛山	394	106%
惠州	977	22%

数据来源: wind 中航证券金融研究所

由于产品定位和策略的不同,各主要的开发商 2011 年 1-9 月份的销售情况亦出现了较大的分化,其中雅居乐、恒大、龙湖同比取得较好的销售业绩,由于销售提前,万科、保利、碧桂园和中国海外发展在 9 月份同比销售下滑的情况,1-9 月份累计同比仍然有 30%以上的增长,而绿城和富力地产则表现较差。

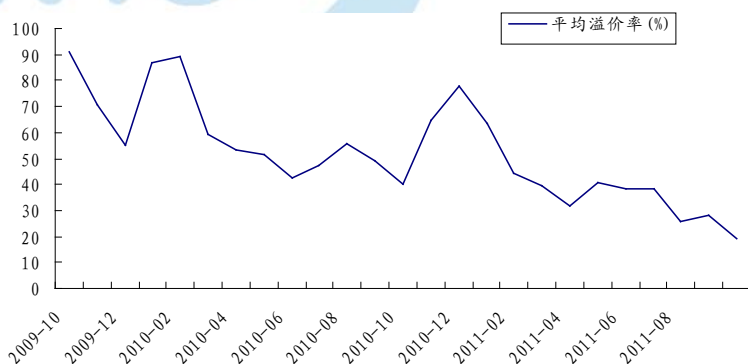
图表 3 主要开发商 2011 年销售表现

	9 月同比	1-9 月累计同比
万科	-12.0%	36.9%
保利	-26.2%	38.4%
碧桂园	-20.6%	49.1%
金地集团	-36.0%	19.5%
新城	-18.5%	5.1%
中国海外发展	-18.0%	54.7%
雅居乐	16.1%	37.8%
恒大	79.6%	94.6%
龙湖	15.0%	50.9%
绿城	-76.1%	-26.9%
富力地产	-17.2%	-4.5%

资料来源: wind 各公司公告 中航证券金融研究所

由于资金链相对紧张,加快销售,停止拿地成了开发商的一致选择,今年整体土地市场也较为冷清,土地出让溢价率大幅下降,而地方政府则承受了较大的财政压力。

图表 4 平均土地出让溢价率



资料来源: 巨灵

二、房地产周期的演变及表现

房地产受人口结构、信贷、购房者心理因素以及政府政策多因素的影响，呈现周期性的波动，同时结构性的演变也对地产有较大的影响，比如美国在经济结构由工业化阶段进入服务型经济后，原有的工业化进程和城市化进程带来的人口逐渐集中趋势发生转变，特别是互联网行业的发展，使人们工作地点亦发生较大改变，从而进一步改变人们的居住地点；以及汽车的出现和轨道公共交通的发展对美国居民居住郊区化起到了较大的促进作用，在此我们不进行深入分析，仅对 4 个主要周期因素的影响进行分析。

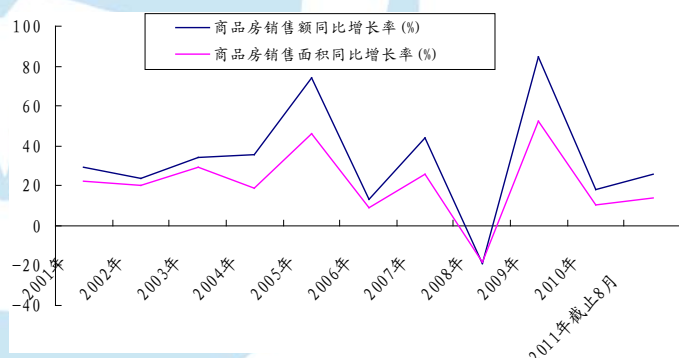
2.1、人口结构的变化以及影响

人口结构包括人的年龄组成、人的收入水平及分布以及人口的迁移等因素，人的年龄组成方面，中国劳动力人口占比仍然处于增长期，并且 65-75 年婴儿潮人口进入 40-50 岁左右的度假类住房的消费期；中国的工业化和城市化仍在进行当中，随着城市生活成本的增加，出现的一个变化是城市化的减速，从而使城市的工作岗位创造增速下降；而收入方面，整体仍然保持名义 10% 左右的增长，由于 09 年以来中国经济增长以投资拉动为主体，收入增长更多反映在基层工人工资的上升和收入差距的拉大上。

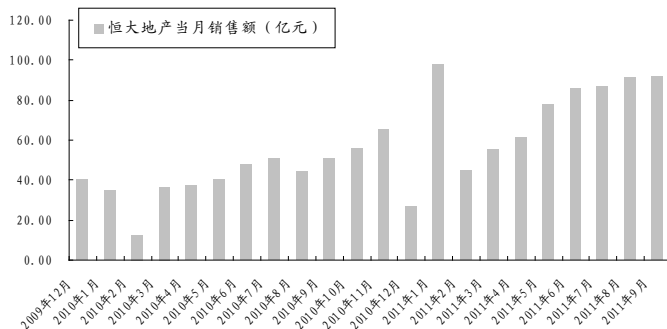
这些结构性的变化直接影响了房地产市场，1，基层工人工资上升，工厂工人收入从原来的 800-1000 元/月上升至 1500-2500 元/月，加上 85-89 年农村出生的孩子开始进入结婚高峰期，同时拉动了县城住宅市场的火爆，而工资水平的上升也相应提高购房者的购房承受力，从而使县城房价从 1500 元/平方米，上涨至 2500-3000 元/平方米，对应在县城购买 100 平米的商品房月供收入比 40%-48%，如果夫妻两个人均出外工作，则月供收入比为 20%-24%，处于较合理的区间。

表现在市场上就是城镇住宅地产的销售量上升，我们感受到各城市商品房销售额和销售量均在下滑，但全国商品房销售额同比却仍有 24% 的增长；另外，项目主要位于城镇的恒大地产今年销售额仍取得较好的增长，同比增长达到 94%。

图表 5 历年全国商品房销售额销售面积同比增长情况

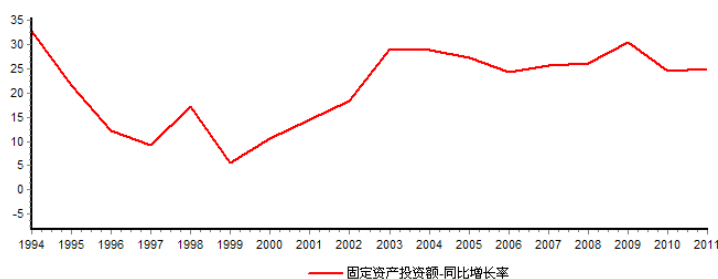


资料来源: wind

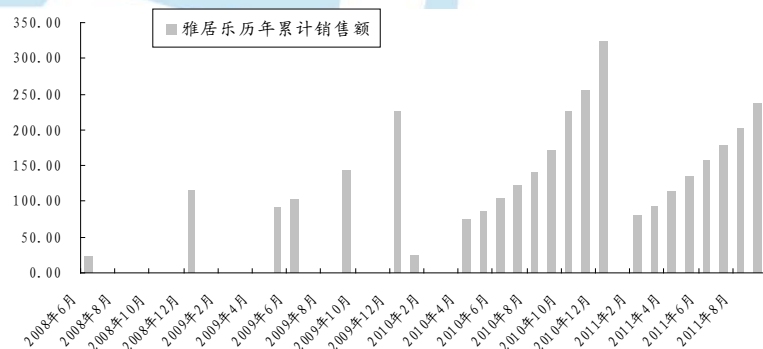
图表 6 恒大地产历年销售额


资料来源: wind

2, 原婴儿潮一代人口进入购买度假类住房的时期, 而 08 年底启动的四万亿固定资产投资则相应为社会提供了更多的财富, 使这一代人口的购买力较强。表现在市场上则是度假类地产的热卖, 也相应有雅居乐较好的销售表现出现, 2008 年来持续保持快速增长, 历年同比增长速度分别是 93%、43%和 38%。

图表 7 固定资产投资增速放缓


资料来源: wind

图表 8 雅居乐历年累计销售额


资料来源: wind

人口结构中人口的年龄组成相对确定, 对于住宅地产行业来说意味着长期潜在的需求较高, 但居民收入增长及分布受宏观经济的影响, 实质需求将随着经济状况而波动, 短期随着固定资产投资的下滑和出口的萎靡, 工人收入的增长和居民整体收入前景较差, 短期内城镇地产与度假类高端地产的表现将难以保持原有的增速, 但在更长的时间内, 由于劳动力供应到达峰值开始下降, 从而倒逼中国转型, 企业生产效率

的提升，居民收入水平仍有较大的前景，从而支持中小城镇住宅和旅游地产等住宅的发展。

2.2，更长的信贷周期决定行业前景，短期信贷波动加大行业风险

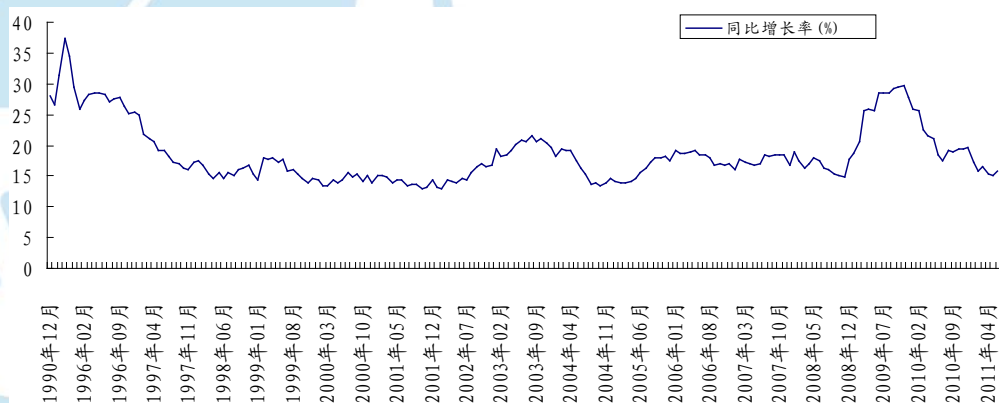
由于按揭贷款的介入，以及住宅公寓逐渐作为投资品为大家所接受，住宅行业的周期与金融系统也密切相关，美国 1989 年的 S&L 银行破产导致行业景气下滑，而 04-05 年激增的次贷则将美国住宅市场推向泡沫的巅峰，中国 93 年之后金融体系的调整使信贷增长大幅下滑，促发了海南地产泡沫的破灭，而 05-06 年外贸顺差带来的基础货币大量发行则制造了一个火热的房地产市场。

亚洲国家一般采取“金融为发展服务”的政策，金融资源更多地倾向支持基础建设、国有企业，导致金融资源的错配，结果是低效率的项目带来坏账增加，最终影响到金融体系的稳定，为拯救金融体系，往往政府通过发行债务来兜底，同时采取提高未来税收、高通胀和更低的利率等金融抑制手段来偿还债务，而最终通胀引发社会问题，银行技术性破产，政府过高的负债率引发资本外逃等因素导致信贷增长及经济进入衰退周期。

从目前中国的银行信贷走向来看，中国也存在类似的政策，2011 年 9 月各项贷款余额 52 万亿，根据 2011 年 7 月份国家审计局公布的数据，截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额超过 10.7 万亿元，同时随着近三年铁路投资的突飞猛进，根据《铁道部 2011 年上半年主要财务及经营数据报告》，2011 年上半年，铁道部负债总额已达到 2.09 万亿，地方政府债务和铁道部债务已占到中国各项贷款余额的 24.56%。因此我们认为这是中国更长的信贷周期，信贷扩张期，房地产业快速发展，信贷收缩期，房地产业行情转淡。

在这个周期中，我们值得关注的几个指标包括政府的整体负债率，银行贷向固定资产投资的贷款的占比，固定资产和国有企业的投资回报率与实际利率的关系，银行的坏账率和资本充足率。以此来监测是否已经到了类似 94 年的长周期拐点。

图表 9 中国式信贷周期示意图（M2 同比增长率）



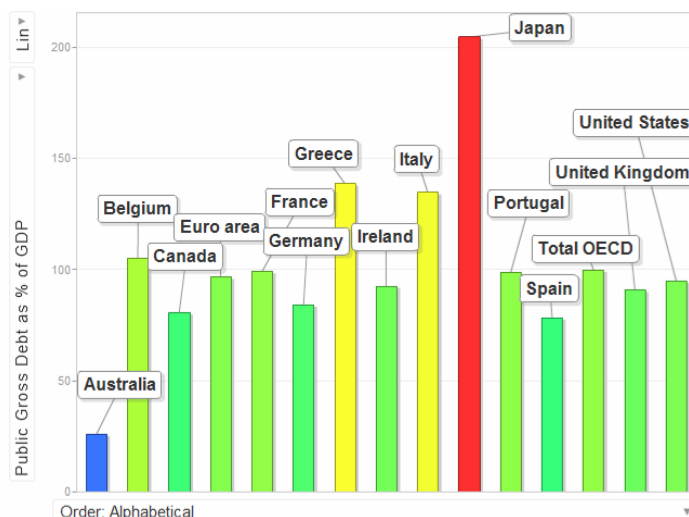
数据来源：wind 中航证券金融研究所

目前阶段，中国政府负债占 GDP 比例处于较低水平，截至 2010 年底，中国中央政府公开宣布的债务总额与国内生产总值(GDP)之比为 17%，而美国、日本及欧洲各国政府负债率均接近或超过 100%，其中以日本、希腊和意大利最高，超过警戒水平。

而同时，中国银行体系的坏账率仍较低，大家较担心 10 万亿地方债的风险对银行坏账的冲击，但地方政府及国有企业通过战略性的选择，拥有土地、资源、能源及金融等关键领域的话语权，仅目前以土地

价值来说，并没有出现太大的偏离，我们之前测算的中小城镇的月供收入比仍处于 30%以内较为合理的水平，而对于一二线城市的月供收入比较高的问题，则由于新增商品房仅占总城镇人口的 20%，相对于前 20% 人口的收入水平，新增商品房价格并没有统计数据显示的那么高。而国家对于房地产市场的调控，则完全是出于“社会公平”的考虑，因此，我们认为银行系统的稳定性问题并没想象的那么严重。

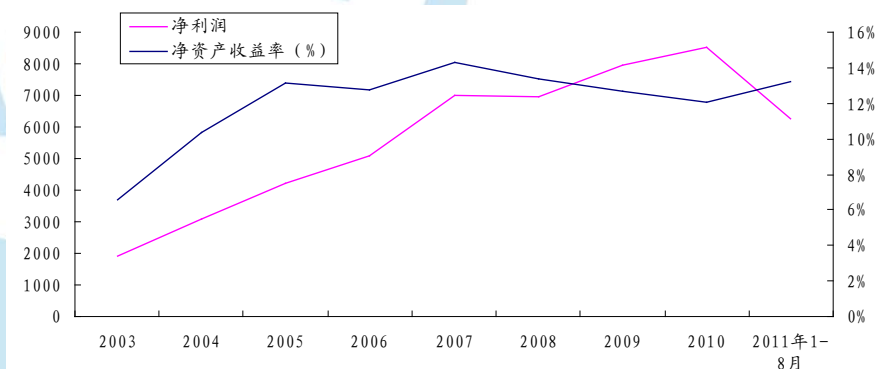
图表 10 政府负债占 GDP 比例



资料来源: <http://www.gfmag.com>

我们可以看到，由于国有资产大部分位于石油、电力、电信等垄断性行业，在进出口及基建对原材料及能源需求较旺盛的情况下，国有资产历年净资产收益率较高，相对目前的利率水平，仍有通过负债扩张盈利的空间，但各个板块企业差别较大，钢铁、电力、水运以及建筑施工行业经营状况较差，在面临较高的利息成本的情况下，如果继续负债扩张，将面临亏损的压力，间接将使金融系统受损。而建筑类企业，由于面临中国经济的转型压力，目前主要通过与进出口银行和开发银行合作开拓海外项目的方式求存，在未来较长的时间里将成为银行体系的负担。

图表 11 国有资产净利润及收益率

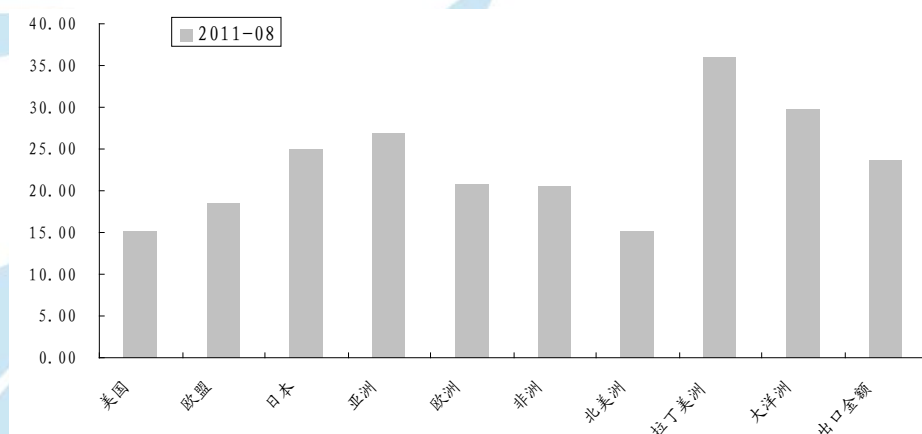


数据来源: 国资委 中航证券金融研究所

图表 12 国有资产分板块 2010 年增值保值率

	2010 年增值保值率
石化	110%
钢铁	105.70%
电力	104.10%
火电	-118 亿
电网	839 亿
机械设备制造企业	117.30%
通信企业	109.60%
航空运输企业	145.50%
水运企业	104.20%
建筑施工企业	107.90%
商贸企业	109.30%

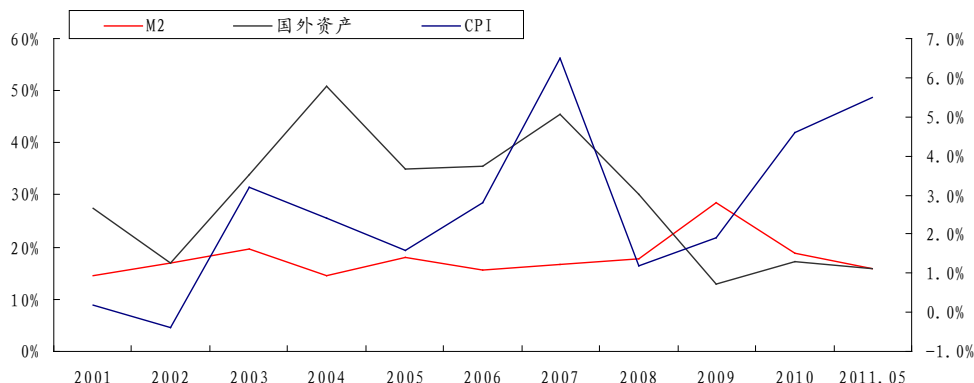
数据来源：国资委 中航证券金融研究所

图表 13 出口金额累计同比增速 对美国出口放缓


数据来源：wind 中航证券金融研究所

整体来说，目前较长的信贷周期仍然没有到结束的时候，对于房地产市场来说，仍然是只有好处，而没有坏处。正如我们在上一篇行业报告中所言，长期来看，房地产价格仍然只是货币现象。

而在这个较长的信贷增长周期中，政府往往在经济增长和控制通胀之间进行选择，进行短期的政策干预，从而对房地产市场造成短期的影响。比如 2004-2005 年、2010-2011 年宏观调控对住房市场销量的影响，比如 2009 年信贷大幅宽松和 2005 年后外汇储备增加带来的基础货币大量发行带来的商品住房市场的火爆。而对于房地产企业来说，目前的业绩处于短期政府调控的一个低谷期，政府信贷政策的转向将直接影响到市场的表现，CPI 的变化是政府信贷政策转变的先行指标。

图表 14 短期信贷波动与 CPI


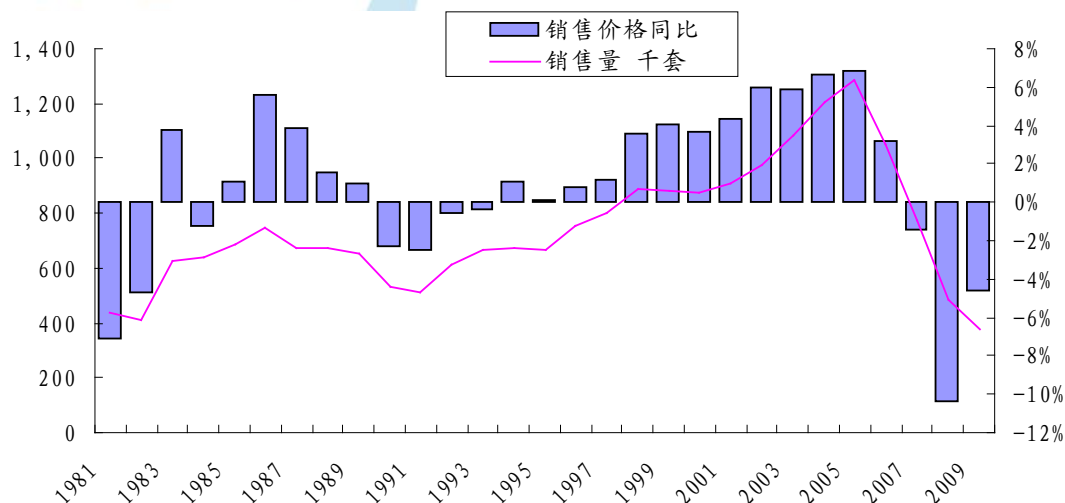
数据来源：中国人民银行 wind 中航证券金融研究所

2.3, 消费者心理波动周期导致 2011 年住宅销量下滑，价格调整

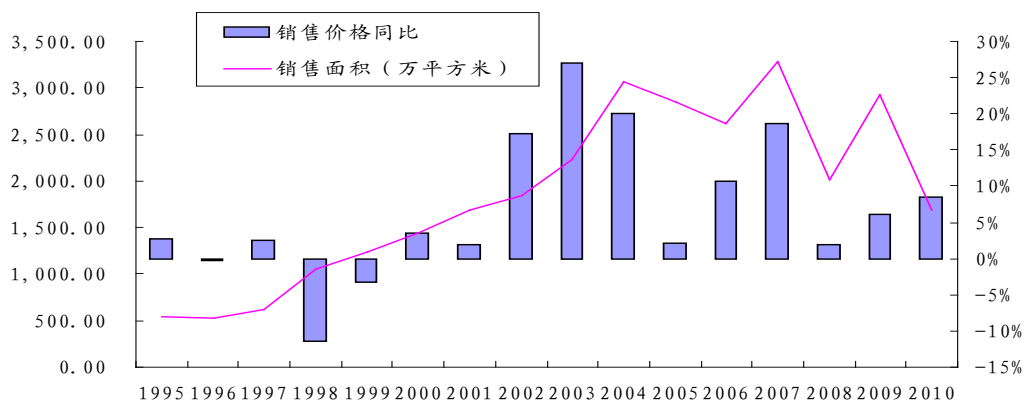
我们认为房地产的投资属性目前远大于使用属性，因此同股票市场一样，在影响房地产市场的诸多因素中，消费者心理的波动周期亦是一个主要因素。当房价上涨时，投资者需求快速增长，而供应则滞后于需求的变化，从而造成供小于需，从而导致价格上涨，交易火爆；而随着房价上涨到一定程度，受居民收入影响，房价收入比，当房价上涨速度放缓或者停止上涨时，投资者需求下滑，从而造成成交清淡，最后由于开发商资金链压力而被迫降价回笼现金流。

该周期遵循需求上升-成交上升-供不应求-价格上升-需求上升-价格加速上升-价格上涨放缓-需求下降-成交清淡-价格下降-需求下降-价格加速下降的路径，在上升期和下降期均会存在加速阶段。而目前处于价格下降初期阶段，如果没有信贷政策调整等外力因素的作用，购房者信心指数转变，需求下降-成交清淡-价格下降的负循环将持续并加速。

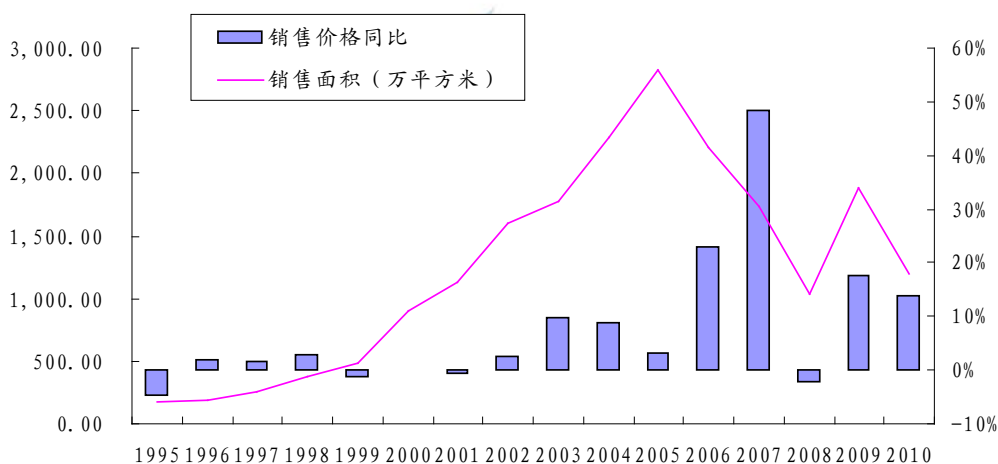
从美国历年的房地产成交量和价格变动的走势来看，我们可以很清晰的看到价格变动与成交量的正向关系。

图表 15 美国房屋成交量与价格变动


数据来源：中航证券金融研究所 wind 中国人民银行

图表 16 上海市房屋成交量与价格变动


数据来源：中航证券金融研究所 wind

图表 17 北京市房屋成交量与价格变动


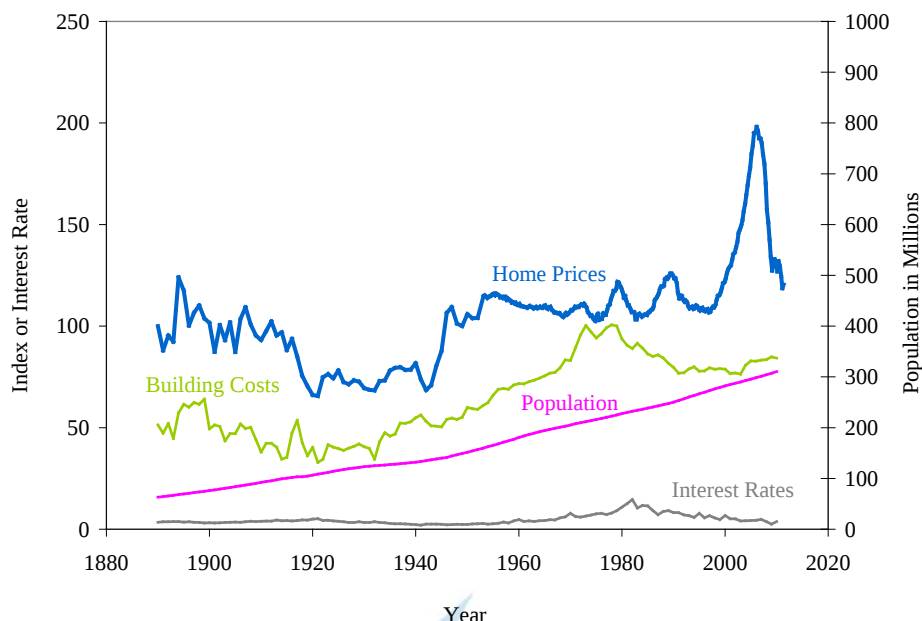
数据来源：中航证券金融研究所 wind

2.4, 政府政策是把双刃剑

由于住宅相关的房产税、营业税以及土地出售与评估相关的收入和税收，向来是各国政府的主要收入来源，因此，政府对于住宅行业的介入也较深，往往通过各类政策来影响房地产市场的发展。政府的政策对行业发展是把双刃剑，在稳定房地产市场，减缓房地产市场波动的同时，亦可以加大房地产市场的波动。由于政府政策的不可预见性，因此加大了行业参与者和投资者的风险。

比如美国联邦住房管理局提供的抵押贷款担保服务就能较为有效的缓解房地产向下的波动，而 2000 年后，美国政府推行的提高低收入家庭住房自有率的施政目标，则加大了美国住宅市场的波动。具体政策的变化对于行业的影响均要进行相应的具体分析。

图表 18 美国历年住宅价格波动



数据来源: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

而中国政府控制土地和金融系统,通过土地政策、税收政策、信贷政策和城市规划均可以对房地产市场供需有更强的影响力,但由于政府更多地关注“和谐社会”的构建,以此为出发点,国内的住房价格将会受到长期的调控压力。

除了以上一些因素的影响,随着全球金融市场一体化的发展,国际资本流动,和作为投资标杆的美元利率的变动都将影响住房市场,而国内城市的规划的改变,创新的金融环境都将影响住房市场发展。

三、总结分析

3.1, 目前的市场降价仅仅是开发商缓解资金链压力的结果

我们可以看到,目前市场最大的一个变化是价格增长放缓后,销量下滑给开发商带来资金链压力,从而造成了市场的价格下降,如果价格继续下降,则开发商面临更大的降价压力。

经过持续两年的政策打压,特别是银行信贷的紧缩,短期通过虚假交易套取银行资金的投资客早已退出市场,价格短期波动对资产配置型的长期投资者行为整体并无太大影响,除非长期投资者对中国的信心发生转变。

3.2, 消费者心理周期是促成销量下滑,开发商资金链紧张的原因

由于住房的投资属性,消费者买涨不买跌,在房价上涨速度下滑后,市场销量萎缩,从而造成开发商资金回笼出现困难,随着年底工程款、银行贷款、土地款、各项税收各项费用结算期的临近,部分中小开发商不得不降价销售以回笼资金。

由于目前长期投资者的信心并未转变，未出现大量抛售存量房现象，在限购及价格上涨乏力的情况下，持币待购或者转投商业成为长期投资者主要选择。如同在价格停滞期，购房需求大量下降，上涨期消费者需求亦将大量上涨，“价——消费者心理——量——价”的周期性变动随着信贷环境的变化将向好的方向发展。

3.3，投资者信心源自更长的信贷周期，未走到尽头

中国金融业仍归政府管理，“金融为发展服务”的政策未发生改变，中国政府负债比率为 17%，仍较低，央企整体净资产收益率为 12%，高于银行贷款利率，银行坏账率仍较低，而地方债由于土地价值并未高估，实际月供收入比仍较合理，仅面临短期流动性风险，地方债试点将能够解决这个问题，实际金融系统风险并不太大，该长周期信贷扩张尚未走到拐点。

而短期信贷已经没有继续紧缩的必要，对于住宅开发行业是个好消息。

长期资产配置投资者信心不发生转变，房地产市场出现大幅度下滑的风险较小，且信贷、消费者心理均处于周期低谷，有重新向上的可能，但政府对房地产市场价格的影响将长期存在，将加大项目型公司的经营风险，有利于龙头公司和能抓住机会的中型公司成长。市场龙头公司的估值水平市净率平均为 1.45 倍，1-9 月合同销售额同比增长 20%-40%，市场过于担忧行业的风险，给予行业增持评级。

图表 19 各公司市净率

公司名称	市净率 (2011 年中报)
万科 A	1.7
招商地产	1.4
保利地产	1.6
格力地产	1.5
华发股份	1.1
金融街	1.0
金地集团	1.1
北辰实业	1.0
华侨城 A	2.4
陆家嘴	2.2
中国国贸	2.1

数据来源：wind

风险提示：消费者周期的下行周期继续加速影响经济发展，从而影响到投资者的长期信心，带动住宅行业大幅波动

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

吴伟，SAC 执业证书号：S0640511030001

清华大学会计系毕业，2009年1月加入中航证券金融研究所，从事房地产行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。