

2011 年 11 月 10 日

房地产月度开发投资数据点评

各指标下行趋势延续



周路*

(8621) 2032 8519

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511100001

1-10 月房地产开发投资同比增速较前 9 月进一步回落,特别是 10 月单月的新开工面积增速继续创出年内低点,以及单月施工面积增速年内首现负增长,与我们此前判断的投资增速拐点开始凸显吻合。销售和资金来源增速也持续下滑,进一步印证基本面下行趋势将延续。目前行业的景气度尚处于下行的中期,我们判断此次调整将是一个相对平缓但曲折的过程,市场基本面还处在一个寻找新量价平衡点的下行轨道中。维持对板块的 **中立** 评级。

支撑评级的要点

- 前 10 月,房地产投资 4.99 万亿元,同比增速较前 9 月下降 0.9 个百分点至 31.1%;新开工面积 16.0 亿平方米,增速下降 2.0 个百分点至 21.7%。从单月数据来看,10 月投资同比增速达 25.0%,与 9 月持平;新开工面积增速继 9 月之后再创年内新低,达 1.5%;施工面积增速同比下滑 2.8%,年内首现负增长;预计年末开发投资增速将进一步放缓,全年落在 25-30% 区间。
- 前 10 月,商品房销售面积累计同比增速 10.0%,比上月下降 2.9 个百分点,销售额累计同比增速下降 4.7 个百分点至 18.5%。1-10 月均价同比上涨 7.7%,涨幅比上月回落 1.6 个百分点,涨势进一步趋缓。10 月单月的销售面积、销售额和销售均价则分别同比下降 9.1%、11.5% 和 2.6%。预计全年销售面积较去年增长 0-5%,销售均价同比上升 5% 左右。
- 1-10 月多项资金来源的同比增幅较前 9 月进一步回落。开发商的资金压力不断加大,按揭贷款及国内贷款等资金渠道持续被压缩。在融资环境和行业基本面进一步恶化的情况下,市场集中化态势将继续强化。

首选买入

- 我们短期建议投资者波段操作,并继续推荐受益于行业集中度提高的行业龙头公司(如:招商、保利和万科等)、受益于“低价走量”的新格局形成的低成本快周转区域公司(如:中南和首开等)以及享有调控避风港之称、景气度高企的商业地产公司(如:金融街和世茂股份等)。

中银国际推荐股票池

公司名称	代码	评级	收盘价 (人民币)	11 年预 测 NAV (人民币)	溢价比例 (%)
万科	000002.SZ	买入	7.67	14.80	(48.2)
保利地产	600048.SS	买入	9.83	15.80	(37.8)
招商地产	000024.SZ	买入	17.20	28.25	(39.1)
首开股份	600376.SS	买入	8.15	20.06	(59.4)
中南建设	000961.SZ	买入	7.71	16.37	(52.9)
金融街	000402.SZ	买入	6.35	13.86	(54.2)
浦东金桥	600639.SS	买入	8.26	20.08	(58.9)
世茂股份	600823.SS	买入	11.89	26.04	(54.3)

资料来源:彭博及中银国际研究预测
以 2011 年 11 月 9 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

*实习生姜天骄为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

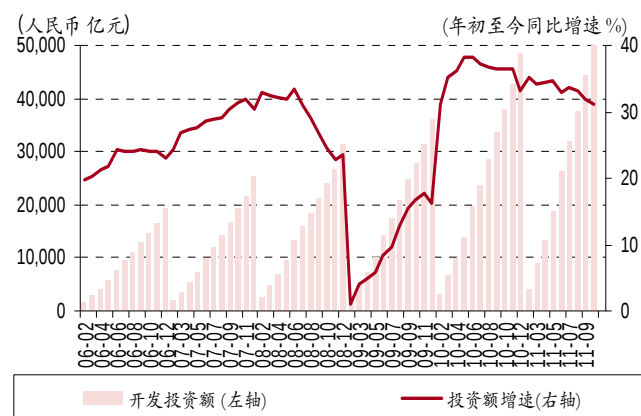
投资增速小幅回落，单月增速续创年内新低

1-10，全国完成房地产开发投资 49,923 亿元，同比增长 31.1%，增幅较前 9 个月下降 0.9 个百分点。其中，商品住宅完成投资 35,832 亿元，同比增长 34.3%，占房地产开发投资的比重为 72%。10 月单月的投资同比增速达 25.0%，与 9 月持平。

从供应先行指标来看，1-10 月的新开工面积、施工面积分别同比增长 21.7% 和 28.4%，较 1-9 月分别回落 2.0 个和 1.3 个百分点。单月新开工面积 1.26 亿平米，同比增速由 7-8 月间的 30% 以上和 9 月的 8.9% 进一步下降至 1.5%，是今年来的最低水平。

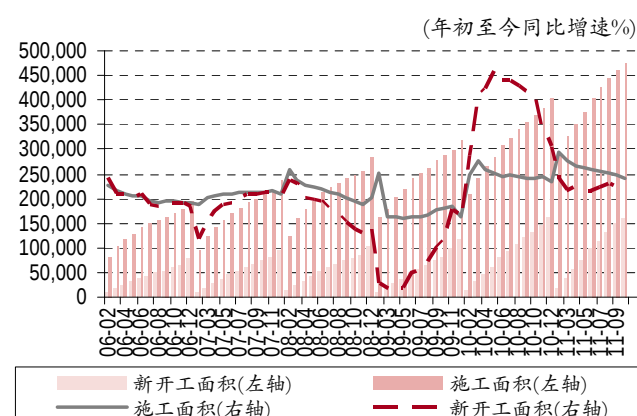
由于开发投资数据的滞后性，同时也因为今年保障房建设的大力推进，因此前 10 月的同比增速仍然处于高位。但值得注意的是，10 月单月施工面积同比下滑 2.8%，年内首度出现负增长，新开工面积增速也持续显著回落，进一步印证投资增速的拐点已经确立。随着市场环境的恶化，开发商将继续收缩战线，放缓投资节奏。此外，再考虑到去年同期开发投资额的高基数和保障房投资增量效应的递减，11-12 月的投资增速将进一步回落，我们预计开发投资全年增速将回落在 25-30% 的区间内。

图表 1. 商品房地产开发投资额及增速



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 2. 商品房新开工和施工面积及增速



资料来源：国家统计局，中银国际研究

销量和价格涨幅继续回落

2011年1-10月，商品房销售面积79,653万平方米，同比增速为10.0%，较1-9月回落2.9个百分点，商品房销售额43,826亿元，同比增长18.5%，较1-9月下降4.7个百分点。

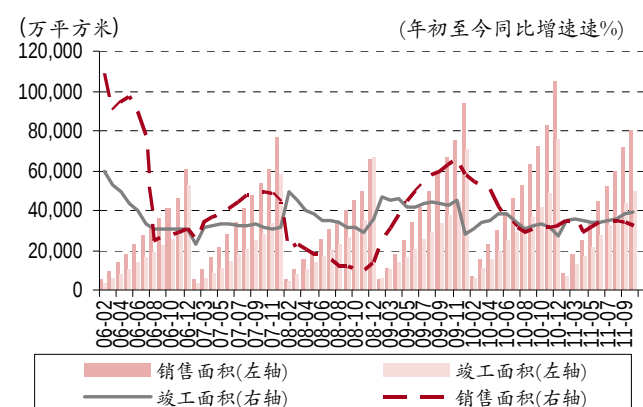
1-10月销售均价5,502元/平方米，绝对值较1-9月的5,514元/平方米小幅下跌0.2%；同比涨幅为7.7%，较前9月回落1.6个百分点。

10月单月的销售面积、销售额和销售均价则分别同比下降9.1%、11.5%和2.6%，年内继4月后第二次出现负增长。这与之前龙头上市房企公布的10月销售数据和我们持续跟踪的一二线城市的楼市表现吻合，但调整幅度明显为低，显示不受限购影响、总量占比较大的三四线城市仍然大幅跑赢大市。

我们预计11-12月销售面积仍有较大的可能出现同比负增长，回落幅度在0-20%之间，由此我们判断全年销售面积将同比增长0-5%。

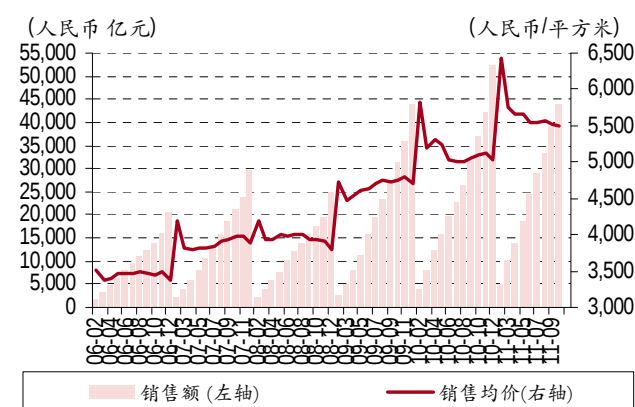
鉴于中短期内限购限贷等核心调控政策不会放松，目前库存已经累积至历史高位，市场观望气氛日渐浓厚，主要一二线城市房价已经出现明显松动，我们预计价格涨幅回落的态势将进一步明确，全年均价涨幅将进一步回落至5%左右。

图表3. 商品房竣工面积及销售面积



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表4. 商品房销售额和均价走势



资料来源：国家统计局，中银国际研究

资金压力加剧，市场集中化将持续提升

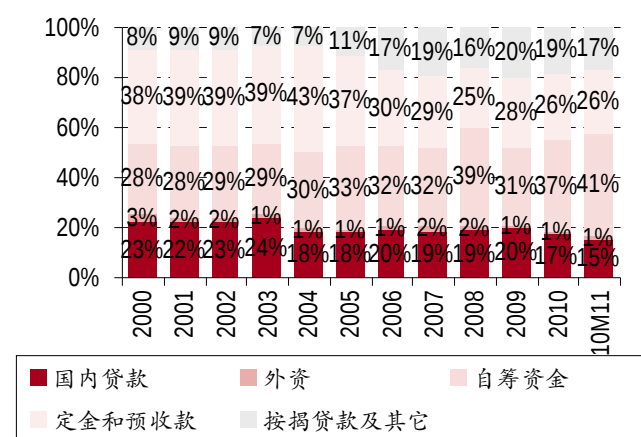
2011年1-10月，房地产开发企业合计资金来源68,429亿元，同比增长20.2%，增速较去年全年回落5.2个百分点，较1-9月回落2.5个百分点，开发商的资金压力进一步加大。

总体来看，1-10月国内贷款、利用外资、自筹资金以及个人按揭贷款同比增幅均较去年全年出现明显回落。在2011年房地产信贷整体收紧情况下，1-10月个人按揭贷款同比跌幅达到4.9%；国内贷款同比增速较1-9月下跌2.7个百分点至1.0%，处于5年来的历史最低位。

在银行贷款、销售回款等多项资金来源趋紧的情况下，开发商越来越依赖自筹方式来补充资金来源，1-10月自筹资金占比与1-9持平，达41%，明显高于2009年的31%和2010年的37%。

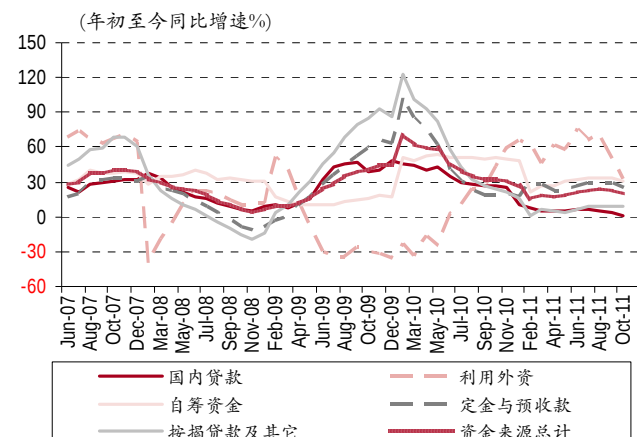
在四季度行业核心调控政策不放松的大背景下，加之限购限贷累积效应导致的实际购买能力下降和日益浓厚的市场观望气氛，开发商继续面临回款放缓、资金收紧的巨大压力。目前，市场基本面还处在一个寻找新量价平衡点的下行轨道中，但地产板块的操作性随着政策面的微调和流动性的缓解有所上升。在市场量价持续走弱、流动性略有改善、政策紧中有松的格局下，我们短期建议投资者波段操作，并继续推荐受益于行业集中度提高的行业龙头公司（如：招商、保利和万科等）、受益于“低价走量”的新格局形成的低成本快周转区域公司（如：中南和首开等）以及享有调控避风港之称、景气度高企的商业地产公司（如：金融街和世茂股份等）。

图表 5. 房地产企业资金来源构成



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 6. 各资金来源同比增长率



资料来源：国家统计局，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371