

把握政策微调下的阶段性投资机会

——房地产行业 2012 年投资策略

民生精品---深度研究报告/房地产行业

2011 年 11 月 20 日

报告摘要:

- **限购2012年前三季度不会取消，四季度进入讨论期，信贷政策结构性宽松，房企资本市场再融资望年内松动**

已出台政策为史上最严，二次调控的定位决定调控将维持较长时间，2012年彻底转向的概率较小，中央层面大概率维持观望。目前较严的信贷政策2012年将可能出现结构性宽松，限购在本届政府任期内难以取消，未来2-3年内有望渐进式退出。

- **2012年楼市将呈现量价齐降态势，销售面积同比下降2.5%，均价同比微降2%，销量呈“V”型走势，二三季度之间，销售小阳春可期**

2012年将是房价缓慢回落新一轮衰退期的起始，持续期将贯穿2012年。考虑到较严的限购政策，中性预期下预计全年商品房销售面积同比下降2.5%，均价整体走势将呈现缓慢回落态势，销售均价预计同比将微降2%。

- **2012年新开工面积同比增速约8%，房地产开发投资同比增长约15%**

新开工和领先5个月的销售面积存在显著正相关，我们预计2012年新开工面积累计同比增速为8%。考虑到2012年的楼市与2008年的楼市有一定可比性，单季度房地产开发投资额同比增速预计将呈现逐季度下滑态势，一至四季度房地产开发投资增速预计分别为18%、16%、13%、13%，全年房地产开发投资额增速预计在15%左右。

- **2012年土地市场持续降温，预计持续1年以上时间**

土地出让溢价率持续走低，10月百城住宅用地溢价率已降至两年内低点，土地市场共振程度显著大于商品房市场。2011年前10月住宅用地成交面积同比下滑超过10%，但是下跌幅度远不及2008年同期的同比降幅，10月为土地市场立冬日，2012年土地出让面积同比将出现显著下滑。地价环比增速持续回落，环比下降的城市个数逐步增多，最迟2012年二季度将出现地价整体环比下降。地价回落是楼市去杠杆化过程的关键一环，土地出让环节的政策微调将早于商品房调控政策的微调。

- **2012年房企资金链持续收紧，行业整合将更多以企业并购形式出现**

开发投资资金单月同比连续4个月回落至近3年以来低点，国内贷款累计同比增速创近6年来新低，商品房销售的回落将使得2012年开发投资资金更趋紧张。信托已成为开发商外部融资的唯一渠道。我们预计房地产信托的预期收益率仍将进一步攀升，明年一季度末，将可能突破2008年的高点12.10%。

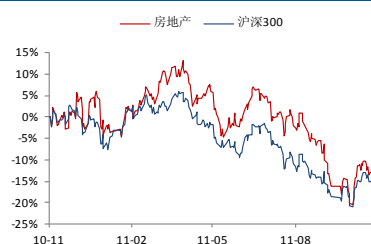
- **给予2012年A股房地产板块“中性评级”，重点推荐南国置业、招商地产、电子城、保利地产、万科、华业地产、新都酒店。**

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2011-11-18	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
保利地产	9.54	1.08	1.15	1.50	8.83	8.30	6.36	强烈推荐
万科	8.10	0.66	0.90	1.15	12.27	9.00	7.04	强烈推荐
荣盛发展	9.02	0.71	0.75	0.98	12.70	12.03	9.20	强烈推荐
招商地产	16.70	1.17	1.56	1.94	14.26	10.71	8.61	强烈推荐
南国置业	5.85	0.40	0.40	0.54	14.63	14.63	10.83	强烈推荐
电子城	9.66	0.63	0.82	0.96	15.33	11.78	10.06	谨慎推荐
华业地产	9.68	0.45	0.70	1.10	21.37	13.83	8.80	强烈推荐
滨江集团	11.50	0.71	0.81	1.38	16.20	14.20	8.33	谨慎推荐

中性 维持评级

行业与沪深300走势比较



分析师

分析师: 肖肖
执业证书编号: S1000510120050
电话: (86755) 2266 2097
Email: xiaoxiao@mszq.com

分析师: 赵若琼
执业证书编号: S0100511010006
电话: (8610)8512 7648
Email: zhaoruqiong@mszq.com

相关研究

目录

结论 1: 限购前三季度不会取消, 四季度进入讨论期, 信贷政策结构性宽松, 房企资本市场再融资望年内松动4	
结论 3: 量价双降和库存提升, 促使 2012 年新开工面积增速回落至 8%, 房地产开发投资增速回落至 15%.....6	
结论 4: 销售、开工放缓和库存上升, 导致 2012 年土地市场将持续降温, 持续时间 1 年以上.....7	
结论 5: 库存上升和销售放缓导致 2012 年开发商资金链持续偏紧, 行业整合更多以企业并购形式出现.....8	
结论 6: 给予 2012 年房地产板块“中性评级”.....9	
一、房地产行业五因素模型分析框架..... 10	
(一) 人口红利和城市移民所带动的城市化进程推动需求平稳释放..... 10	
(二) 经济增长及收入水平的持续提升促使整体购买力逐步提升..... 13	
(三) 信贷货币等流动性因素对商品房量价变化的解释力较强..... 14	
(四) 家庭资产配置需要所带来的住房需求仍将长期延续..... 22	
(五) 住房调控相关政策以及住房双轨制的逐步完善是保证行业健康发展的重要基石..... 23	
房地产行业各项指标逻辑分析框架图..... 30	
二、政策微调预调将是 2012 年地产调控主旋律..... 31	
(一) 现有政策为史上最严, 2012 年彻底转向的概率较小..... 31	
(二) 限购在本届政府任期内不会取消, 四季度进入政策微调的讨论期, 渐进式微调是未来 2-3 年的重要方向..... 34	
(三) 2012 年信贷政策结构性宽松, 对刚需投资需求的差别化对待不会改变..... 38	
(四) 通过对历次调控的梳理来推断政策可能出现松动的情景分析..... 39	
(五) 2012 年地方政府存在政策执行的放松预期..... 42	
(六) 资本市场房企再融资可能会略有松动..... 42	
三、政策维持高压和房价预期的转向, 使得行业在 2012 年步入新一轮衰退期..... 43	
(一) 楼市处于新一轮衰退期的起始阶段, 持续期将贯穿 2012 年..... 43	
(二) 目前基本面格局: 量价齐跌, 观望气氛加重..... 45	
(三) 推盘高峰临近和销售放缓促使明年一季度库存水平超过 2008 年高点..... 48	
(四) 较严的限购政策致 2012 年商品房销量呈 $\searrow$ 型走势, 销售面积同比下降 2.5%..... 51	
(五) 销售放缓致 2012 年房价呈缓慢回落态势, 销售均价预计同比下降 2%..... 53	
(六) 销售放缓和库存上升, 致 2012 年新开工面积增速回落至 8%..... 54	
(七) 开工放缓致 2012 年房地产开发投资增速回落至 15%..... 55	
四、2012 年土地市场持续降温, 预计持续 1 年以上时间..... 57	
(一) 10 月溢价率持续下跌创两年内新低, 土地市场共振程度显著强于商品房市场..... 57	
(二) 10 月为土地市场立冬月, 商品房开工放缓导致明年土地出让面积同比将明显下滑..... 60	
(三) 开发商拿地热情降低致地价环比增速持续回落, 最迟明年二季度环比下降..... 62	
(四) 土地销售回暖滞后商品房销售回暖 6 个月, 销售放缓致使明年一季度末土地市场可能出现骤冷..... 64	
(五) 地价回落是楼市去杠杆化的关键一环, 土地出让环节的政策微调将早于商品房调控政策的微调..... 65	
五、2012 年开发商资金链持续趋紧, 行业整合将更多以企业并购形式出现..... 66	
(一) 国内贷款的收紧和商品房销售的回落致使 2012 年开发投资资金更趋紧张..... 66	
(二) 收紧银行开发贷, 使信托几乎成为房企外部融资的唯一渠道..... 68	
(三) 2012 年部分房企资金链可能断裂, 行业整合将更多以企业并购形式出现..... 70	

六、维持 2012 年房地产板块“中性”评级	71
(一) 2012 年房价下行中板块难有大行情，给予“中性”评级	71
(二) 投资策略：景气下行中把握超预期因素带来的结构性机会	73
(三) 普通住宅+高周转是弱市格局中强者恒强的本质原因	75
(四) 选股策略：盈利模式是决定公司成长的重要内生变量	76
七、八大金股推荐要点	77
(一) 万科——弱市中的王者	77
(二) 保利地产——坚守普通住宅高周转的央企龙头	78
(三) 南国置业——处于跨越式发展初期的商业地产翘楚	79
(四) 华业地产——向多元化迈进，地产业务高安全边际	80
(五) 滨江集团——区域龙头，可售资源丰富	81
(六) 电子城——另类工业区改造的领航者	82
(八) 招商地产——销售策略转变下的升级版国企龙头，卖的好才是真的好	83
(七) 新都酒店——惠州地产龙头入主，进一步整合值得期待	84
插图目录	85
表格目录	88

结论 1: 限购前三季度不会取消, 四季度进入讨论期, 信贷政策结构性宽松, 房企资本市场再融资望年内松动

已出台政策为史上最严, 二次调控的定位决定调控的持续期将维持较长时间, 2012 年彻底转向的概率较小。景气已经处于显著下行的通道中, 中央层面政策的最优选择是维持目前偏紧的调控政策, 并保持密切的观望, 短期内继续大幅加码或给市场释放放松信号都难以出现。限购政策对投资投机需求的抑制作用显著, 在本届政府任期内不会取消, 四季度将进入政策讨论期, 其渐进式退出是未来 2-3 年的重要政策方向, 取代或规避限购令的两种途径: 对存量房差额征收房产税和 REITS 推出以促进资金跨区流动。

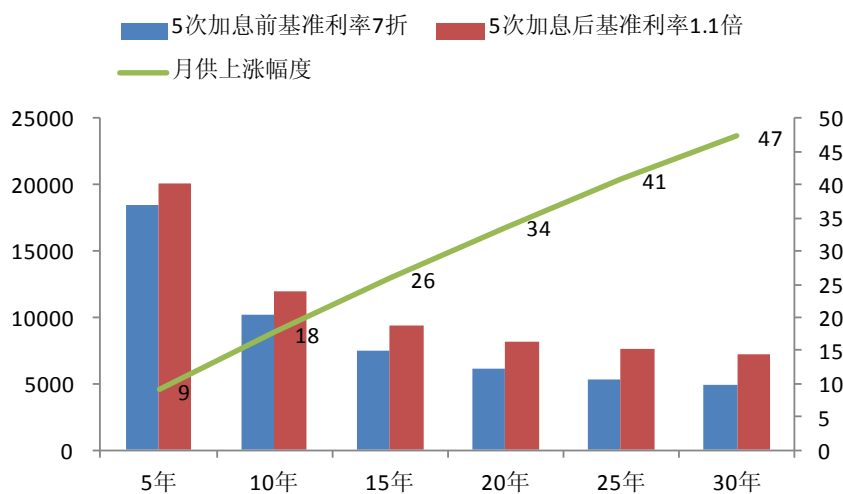
表 1: 限购和限贷的对比分析

调控类别	特点	作用
限购	主要限制更具购买力的阶层, 体现出公平	作用显著, 限与不限之间存在天壤之别, 取消限购较难。
限贷	主要限制更不具购买力的阶层, 容易造成住房拥有上的两极分化	难以改变住房的投资品的自我加强的特性, 但是力度可以在略松和略紧之间调节。

资料来源: 民生证券研究所

2012 年信贷政策可能结构性宽松, 对首次置业需求和投资投机需求的差异化对待不会改变。我们对比目前首次置业的实际月供和 7 折优惠利率时的月供, 贷款 100 万元 30 年期的月供已经由 4866 元/月上升至 7168 元/月, 涨幅高达 47%。如果假设房价相对 2008 年底上升 50%, 居民购买同样一套房子的实际月供支出涨幅已达 71%。我们认为目前的信贷和利率政策对刚需的支持作用并不显著, 2012 年存在对首次置业的购房优惠政策进行微调的可能, 但是对投资投机需求的抑制不会放松, 结构行宽松的概率较大。

图 1: 贷款 100 万元 30 年期贷款的月供较优惠利率时涨幅高达 47%



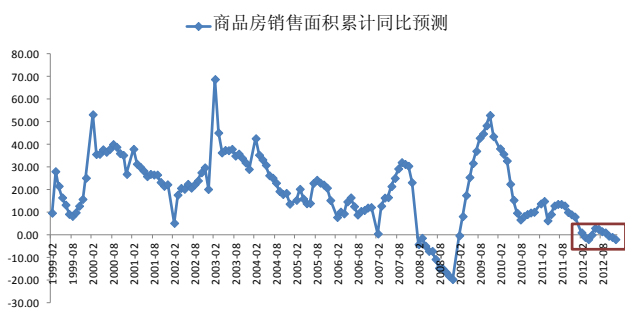
资料来源: 民生证券研究所

结论 2: 通胀预期放缓和较严的限购政策, 促使 2012 年销售面积同比下降 2.5%, 房价同比下降 2%

2012 年将是房价缓慢回落下新一轮衰退期的起始, 持续期将贯穿 2012 年。根据我们的预测, 2012 年 M1、M2 增速分别为 12%、14%, 2011、2012 年全年新增信贷分别为 7.5 和 8 万亿, GDP 增长 8.7%, CPI 全年同比增长 3.2%, 呈逐月走低趋势, 考虑到较严的限购政策, 中性预期下预计全年商品房销售面积同比下降 2.5%, 在悲观假设下同比下降 5%, 乐观假设下同比增长 2%。

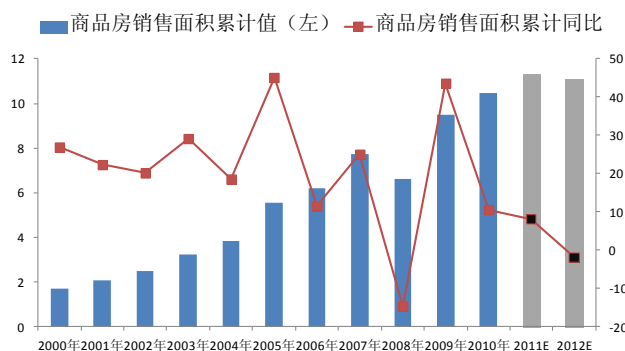
我们用 M1 增速、CPI、5 年期以上真实贷款利率以及平均首付比例对商品房销售面积累计同比增速进行多元线性回归, 考虑到已在 40 个城市执行的较严的限购政策, 中性预期下预计全年商品房销售面积同比下降 2.5%, 在悲观假设下同比下降 5%, 乐观假设下同比增长 2%。

图 2: 2012 年商品房销售面积累计同比增速呈 $\searrow$ 型走势



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 3: 2012 年商品房销售面积同比增速仍将进一步下滑



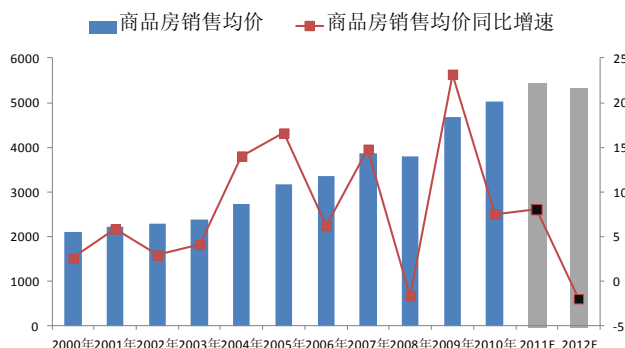
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 4: 10 年 6 月至今百城及十大城市价格环比增速持续回落



资料来源: CREIS 中国房地产指数系统、民生证券研究所

图 5: 商品房销售均价及同比增速预测



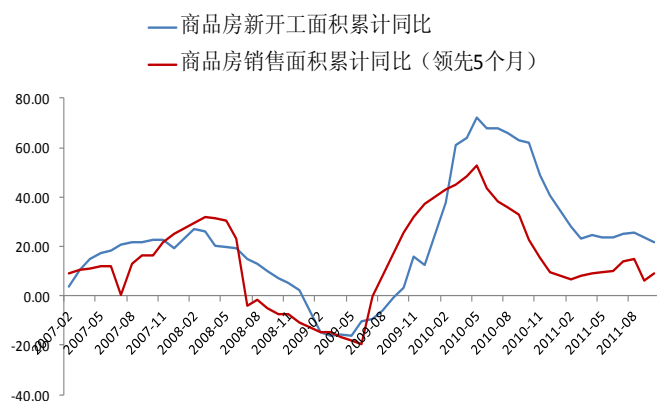
资料来源: WIND、民生证券研究所

结论 3: 量价双降和库存提升, 促使 2012 年新开工面积增速回落至 8%, 房地产开发投资增速回落至 15%

我们通过对 2007 年至今的月度数据研究发现, 商品房新开工面积累计同比增速基本和领先 5 个月的销售面积累计同比增速存在显著正相关, 我们预计 2012 年新开工面积累计同比增速预计为 8%。我们通过对比房地产开发投资额累计同比增速和施工面积累计同比增速以及 PPI 累计同比增速发现, 房地产开发投资额累计同比增速与后两者存在显著的正相关性。

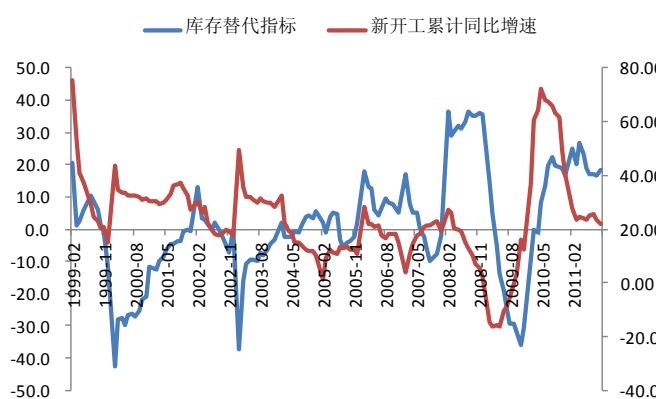
我们认为 2012 年的楼市为量价震荡缓跌的走势, 与 2008 年的楼市演变趋势有可比性, 但是下跌的幅度远不会像 2008 年一样剧烈, 单季度房地产开发投资额同比增速预计将呈现逐季度下滑态势, 一至四季度房地产开发投资增速预计分别为 18%、16%、13%、13%, 全年房地产开发投资额增速预计为 15%。

图 6: 销售面积累计同比增速领先新开工面积增速约 5 个月



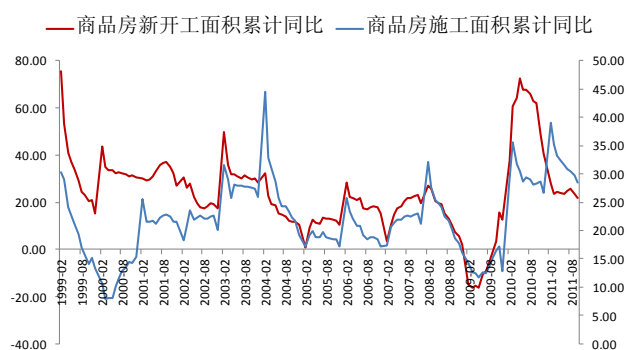
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 7: 民生地产库存替代指标领先新开工约 12 个月



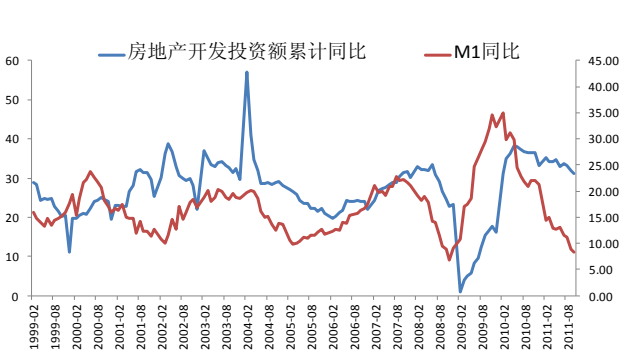
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 8: 新开工累计同比领先施工累计同比约 9 个月



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 9: M1 同比领先房地产开发投资累计同比增速约 8 个月

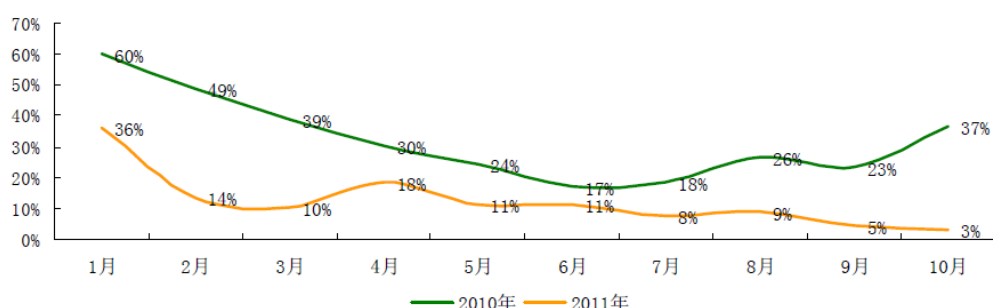


资料来源: WIND、民生证券研究所

结论 4: 销售、开工放缓和库存上升, 导致 2012 年土地市场将持续降温, 持续时间 1 年以上

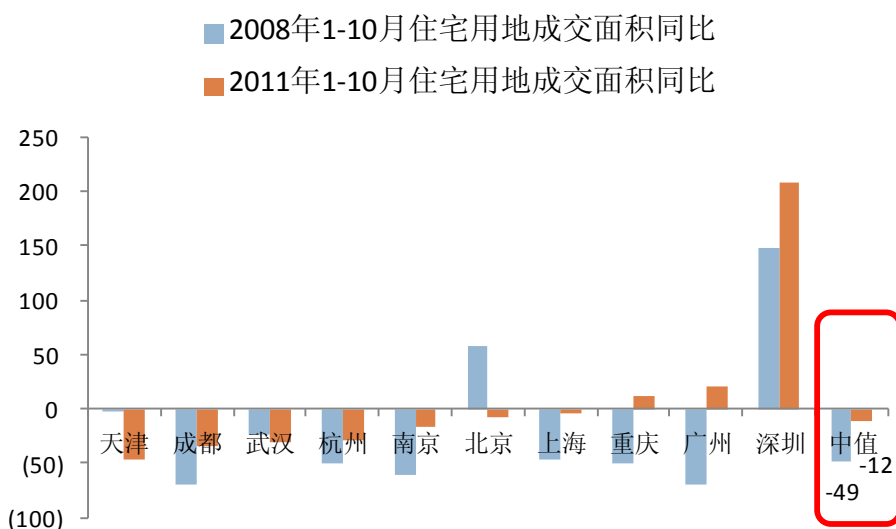
土地出让溢价率持续走低, 10 月百城住宅用地溢价率已降至两年内低点, 土地市场共振程度显著大于商品房市场。2011 年前 10 月住宅用地成交面积同比下滑超过 10%, 但是下跌幅度远不及 2008 年同期的同比降幅, 10 月为土地市场立冬月, 2012 年土地出让面积同比将出现显著下滑。地价环比增速持续回落, 环比下降的城市个数逐步增多, 最迟 2012 年二季度将出现地价整体环比下降。地价回落是楼市去杠杆化过程的关键一环, 土地出让环节的政策微调将早于商品房调控政策的微调, 博弈的天平将更倾向于开发商。

图 10: 2010 年至今全国 133 个城市月度住宅用地溢价率持续走低



资料来源: CREIS, 民生证券研究所

图 11: 十大城市 2011 年前 10 月住宅用地成交面积同比降幅远小于 2008 年同期水平

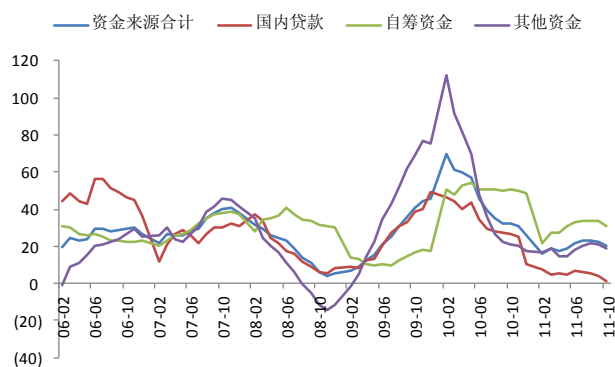


资料来源: CREIS, 民生证券研究所

结论 5: 库存上升和销售放缓导致 2012 年开发商资金链持续偏紧，行业整合更多以企业并购形式出现

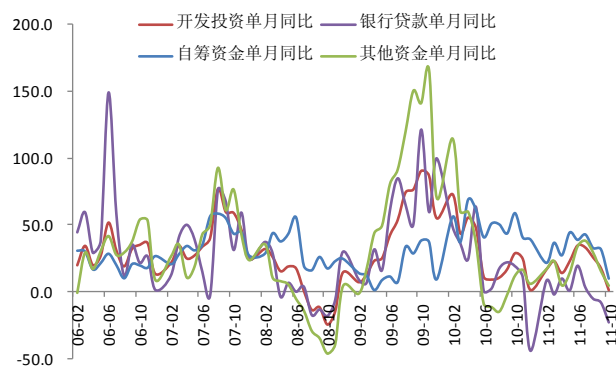
开发投资资金单月同比连续 4 个月回落至近 3 年以来低点，国内贷款累计同比增速创近 6 年来新低，商品房销售的回落将使得 2012 年开发投资资金更趋紧张。信托已成为开发商外部融资的唯一渠道。由于加息以及银行信贷的持续收紧，信托融资的资金成本也显著升高，已经由 2009 年 1 月时的低点 7.43%，逐步攀升至 10 月份的 10.72%，升至近 4 年的历史次高值。考虑到明年商品房销售量的震荡回落以及明年一二季度末即将到来的兑付高峰，我们预计房地产信托的预期收益率仍将进一步攀升，明年一季度末，将可能突破 2008 年的高点 12.10%。

图 12: 国内贷款累计同比增速已降至近 6 年来低点



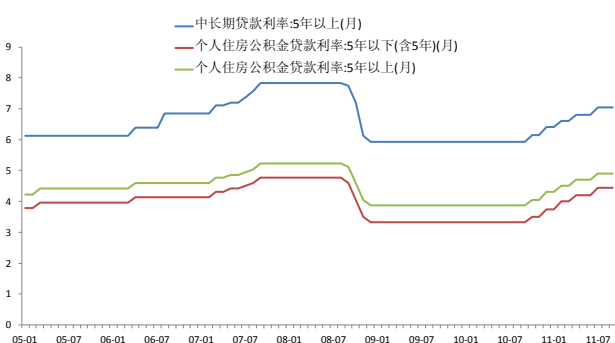
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 13: 开发投资、贷款、自筹及其他资金单月同比增速下滑



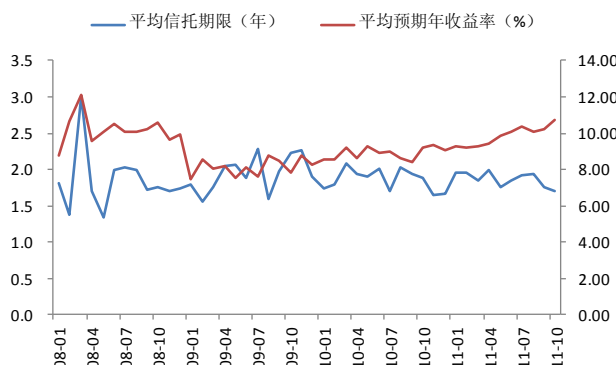
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 14: 公积金贷款及 5 年期以上中长期贷款利率持续攀升



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 15: 房地产信托平均预期年化收益率持续攀升



资料来源: 用益信托网、民生证券研究所

结论 6：给予 2012 年房地产板块“中性评级”

从国外的数据中我们可以发现，在房价的整个下行时期，地产板块整体呈现震荡向下走势。我们认为 2012 年量价齐跌下的景气下行趋势中，地产难有大行情，给予“中性”评级。

预期改善是买入股票的唯一理由，政策趋稳确保反弹的幅度和高度。动态 PE 是未来盈利增速预期的镜像。估值低从来就不是股票买入的理由，所谓的估值修复也只是预期改善的一个镜像。地产一直是市场中预期分歧最大的板块，目前市场对未来成交的预期仍较差，如 2012 年二、三季度之间，楼市真如我们所预判的出现小阳春行情，便已超多数投资者预期。我们看好政策趋稳且销售超预期下部分地产股的投资机会。

目前市场对地产板块及股票的负面预期主要有：1、调控常态化，2012 年销售难以好于 2011 年。2、按揭政策严格，偏紧的货币政策。3、限购政策维持或更紧，限购范围扩大化。4、房价持续下跌。5、开发商资金断裂与地方政府偿债危机。

我们认为：销售回暖，限购政策微调，房价止跌企稳以及按揭政策微调等，将对促成地产板块阶段性交易机会起到重要的推动作用。

2012 年地产股合理动态 PE 为 7-10 倍，合理 PB 为 1.7-2 倍。

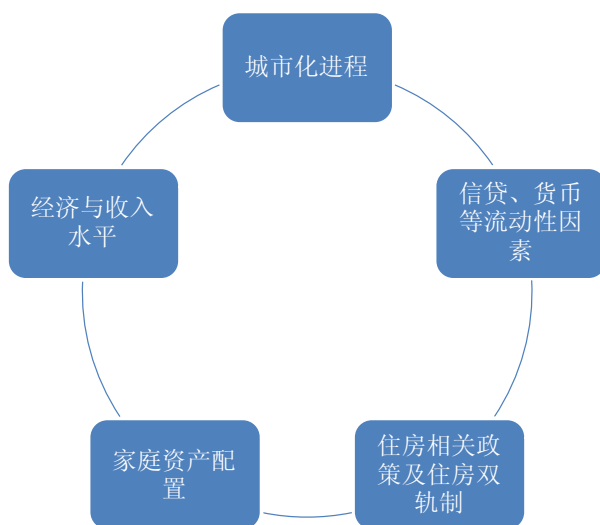
考虑到市场目前仍处于缓慢下行的态势，我们认为地产股的合理动态 PE 应在 7-10 倍之间，合理的 PB 水平应在 1.7-2 倍之间，目前的估值水平基本处于我们给出合理估值区间的上限位置，整体估值基本合理。

重点推荐普通住宅高周转模式的保利、万科、荣盛发展，以及盈利模式多元化和差异化的南国置业、电子城、华业地产，和销售策略更为积极的老牌国企招商地产，提示关注光耀集团入主并有进一步整合预期的新都酒店。

一、房地产行业五因素模型分析框架

为了阐述中国房地产市场中长期的发展走势,我们首次构建了具有中国特色的五因素模型分析框架,主要包含了城市化进程、经济及收入水平、信贷货币等流动性因素、家庭资产配置及住房相关政策及住房供应的双轨制。

图 16: 房地产行业五因素模型分析框架图

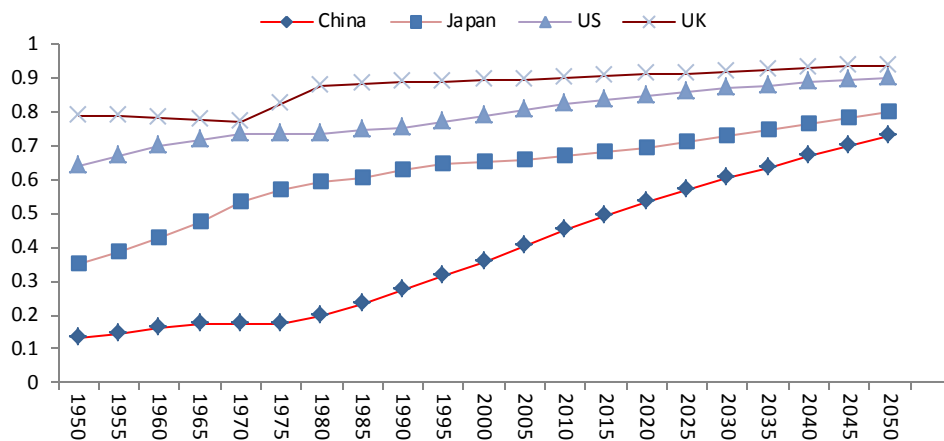


资料来源: 民生证券研究所

(一) 人口红利和城市移民所带动的城市化进程推动需求平稳释放

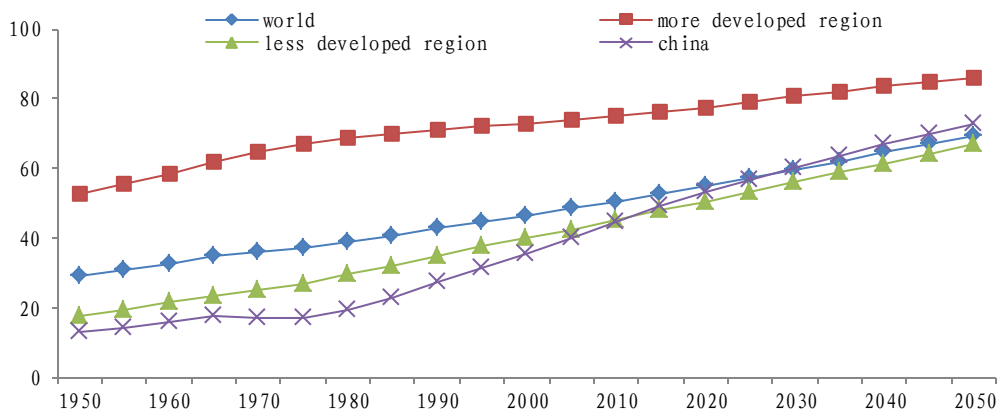
中国改革开放三十年来年均城市化率为 1%，2009 年中国城市化率为 46.6%，与美国、英国、日本的国家城市化率比较情况看，我国正处于城市化进程加速阶段，按照目前的城市化进程速度，至少还需要 30 年左右的时间才能实现与发达国家相近的城市化率。这意味着城市化进程带来的住房需求将在未来较长一段时间内存在，商品房需求上升空间极大。

图 17: 我国城市化水平与主要发达国家相比仍有距离



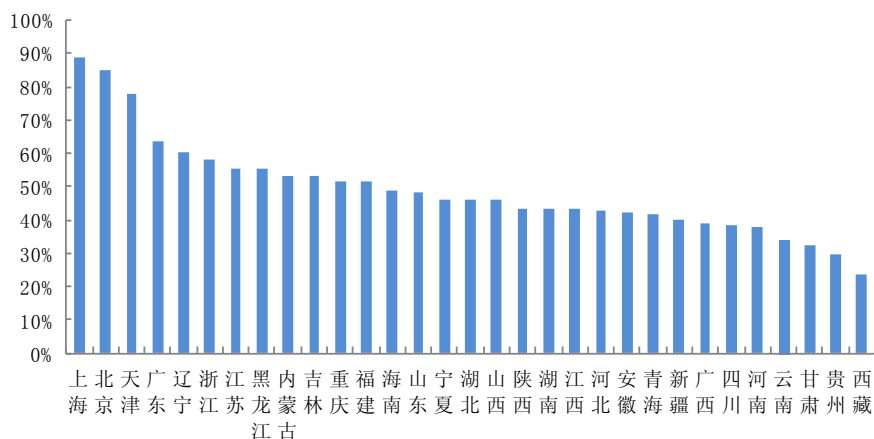
资料来源: 联合国经济与社会发展部, 民生证券研究所

图 18: 我国城市化水平与发达国家相比仍有较大增长空间



资料来源: 联合国经济与社会发展部, 民生证券研究所

图 19: 19 个省份的城市化率水平依然不足 50%，未来城市化率提升空间广阔

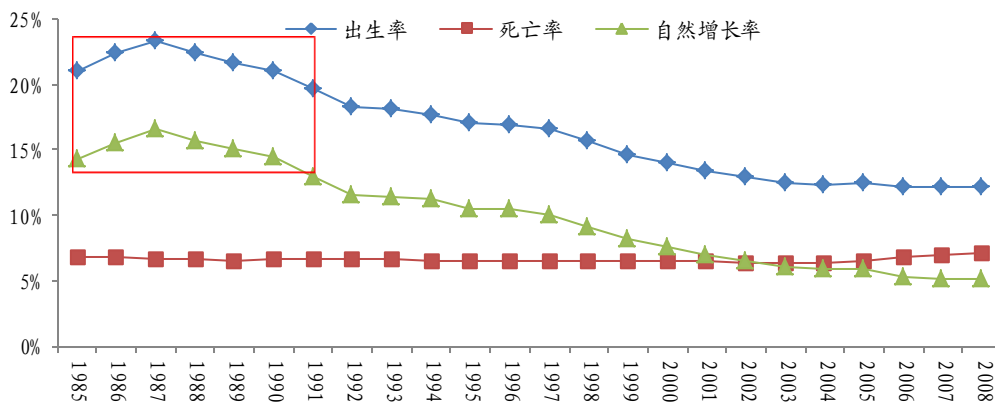


资料来源：民生证券研究所

人口的持续增长构成商品房需求的根本动力。我国 45 岁以下人群占比为 66.01%，人口结构和比例决定了未来 10 年住房的刚性需求和改善性需求的旺盛。

1985-1995 年我国人口自然增长率均处于 10% 以上水平，这个时间段出生的人群对应年龄为 15-25 岁，占总人口比重为 32.80%，他们将是未来 10-30 年刚性需求的释放者。1975-1985 年之间，我国的人口增长率也保持 10% 以上水平，这阶段出生群体对应年龄为 25-35 岁，占比为 13.75%，35-45 岁之间的人口占比为 19.45%，二者之和 33.21%，这两个年龄阶段的人口正是目前刚性需求和改善性需求的高峰期。

图 20: 20 世纪 80 年代中周期高出生率转化为当前自住购房需求主体

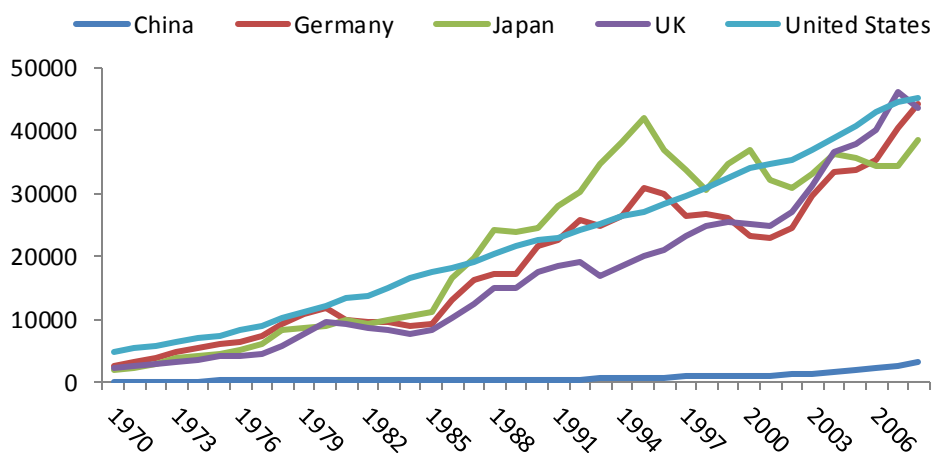


资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）经济增长及收入水平的持续提升促使整体购买力逐步提升

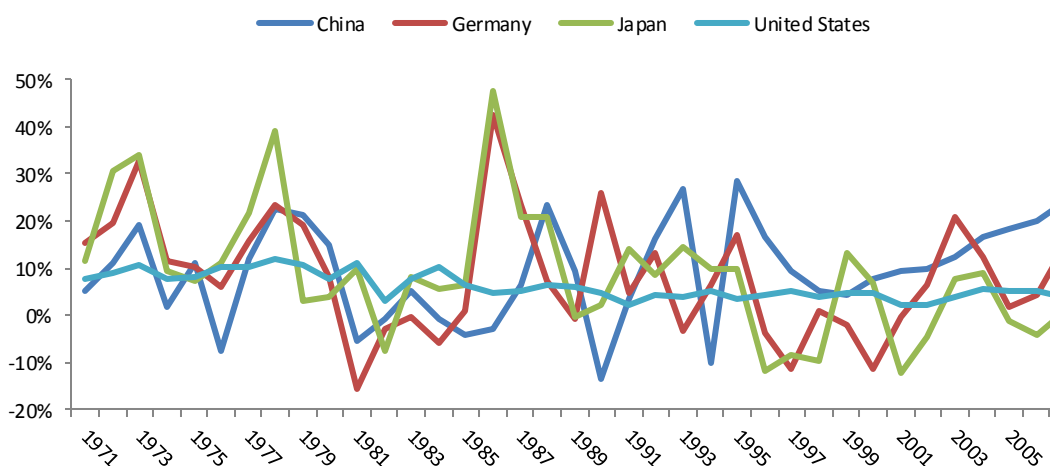
1970 年以来，世界主要国家人均 GDP 不断增长，居民可支配收入不断增加，这是造成房价上涨的根本动力之一。美国人均 GDP 从 1970 年 4893 美元上升到 2009 年 45230 美元，上涨了 9.24 倍。日本从 1970 年 143 美元上升到 2009 年 38577 美元，上涨了 19.85 倍。我国从 1970 年的 114 美元上升到 2009 年 3292 美元，上涨了 28.9 倍，年均涨幅为 16.75%，涨幅明显高于欧美发达国家。

图 21：国内外人均国内生产总值变化情况（Per capita GDP at current prices - US dollars）



资料来源：UN data，民生证券研究所

图 22：2001 年以来中国人均 GDP 平均增幅为 16.75%

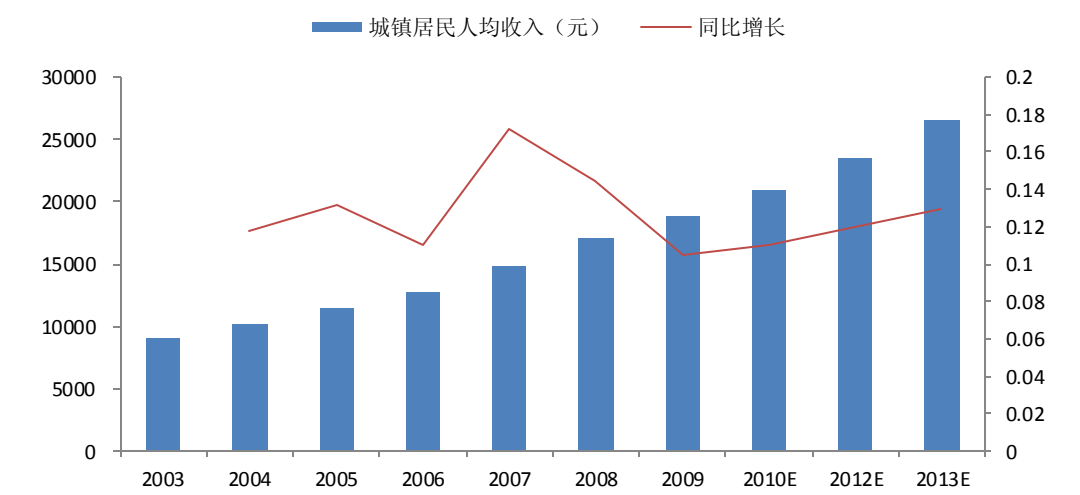


资料来源：UN data，民生证券研究所

改革开放以来，我国城镇居民家庭人均可支配收入平均年增速为 13.68%，高于同期 GDP10.01%的增速。随着工资水平的逐步提高、居民素质的逐步提升及居民投资渠道的逐步拓展，预计未来居民可支配收入仍会保持较快增速，即便伴随经济结构调整 GDP 增速减缓，未来经济增长潜力仍可以保证居民可支配收入以 10%的年均水平递增。

居民人均可支配收入水平的提升直接增强居民购房支付能力，在投资渠道匮乏、流动性过剩及 CPI 高企的背景下，房地产金融属性日益突出。由于土地稀缺及房地产供给缺乏弹性，促使投资性住房需求持续高涨。

图 23：居民家庭可支配收入持续上升，提升购房支付能力



资料来源：Wind，民生证券研究所

（三）信贷货币等流动性因素对商品房量价变化的解释力较强

货币无锚是近 40 年来全球房价持续上涨的重要原因

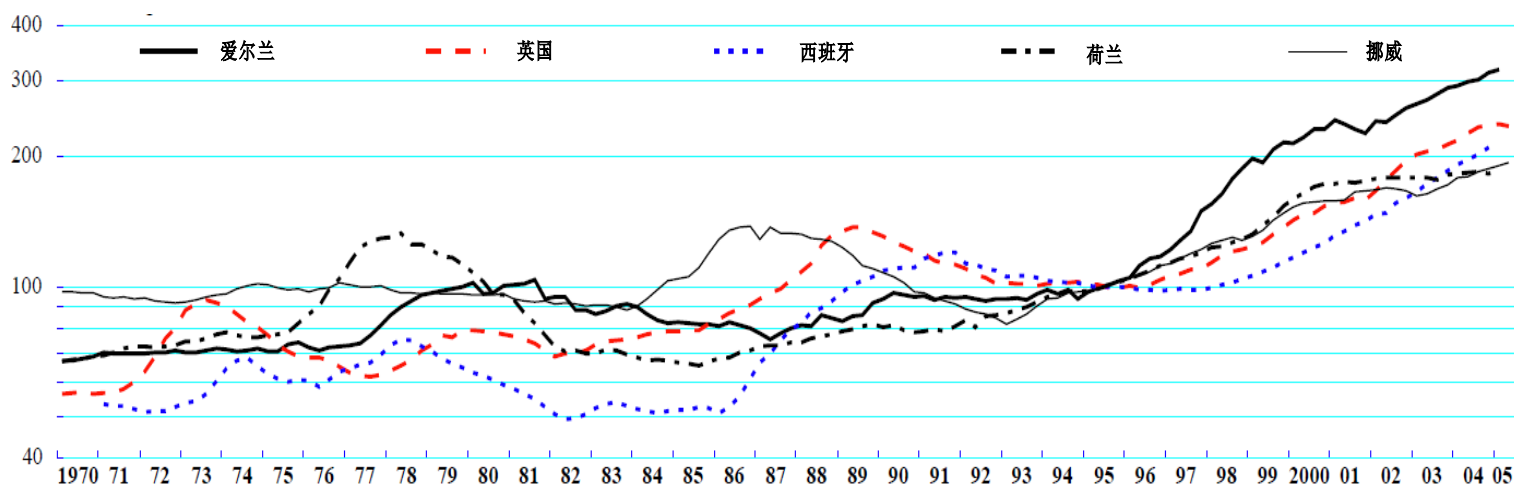
自 1973 年布雷顿森林体系解体以来，全球货币体系整体处于一种无锚的状态，此后欧美国家的货币贬值便一直持续不断，我们通过研究 18 个国家自 1970 年后的房价数据发现，剔除通胀后的实际房价在近 30 多年呈现震荡向上走势，我们接下来将会阐述，货币无锚所导致的货币超发是房价变动的重要解释变量。

图 24: 相对黄金, 近 50 年来无锚美元已大幅贬值



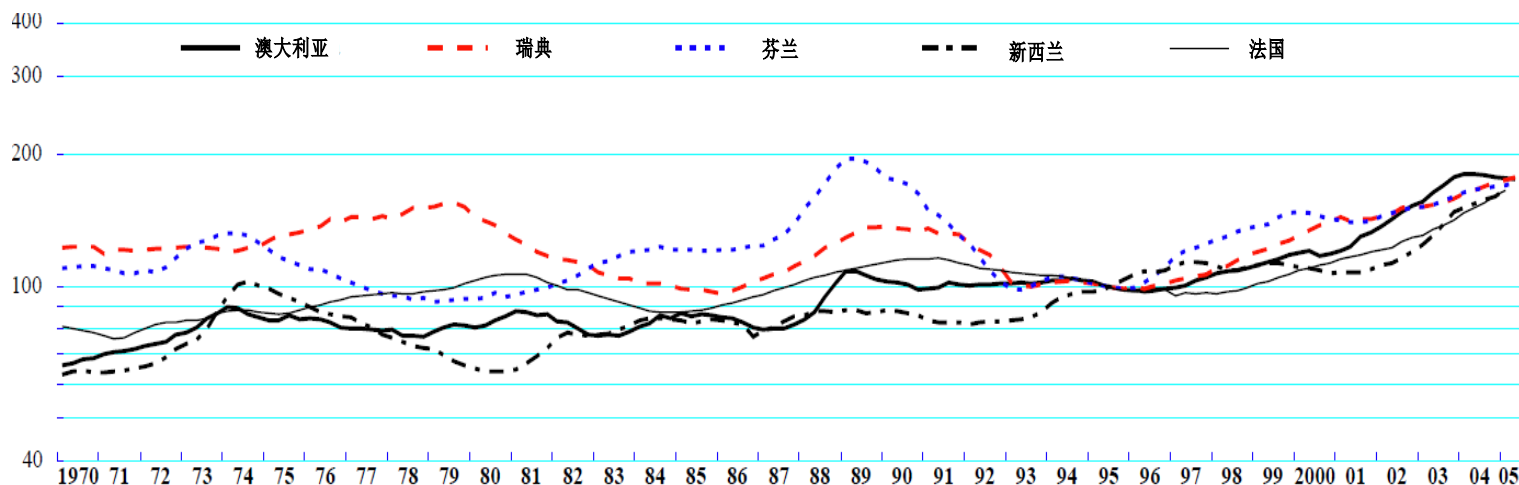
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 25: 1973 年布雷顿森林体系解体后, 欧美主要国家的剔除通胀后的房地产实际价格均呈现显著上升



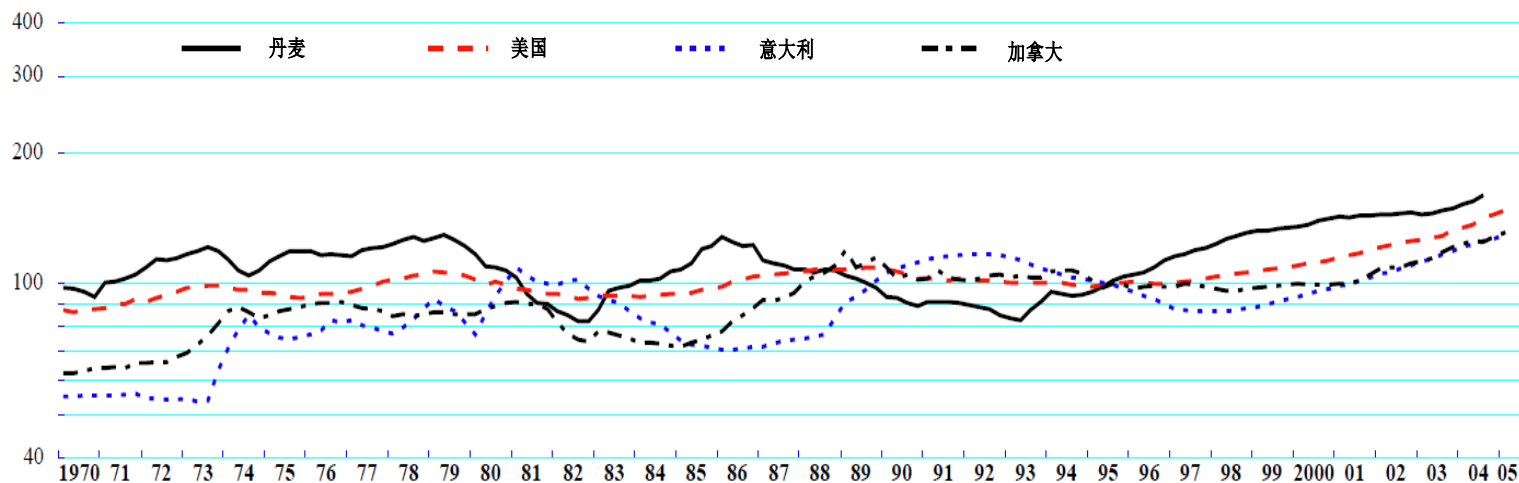
资料来源: OECD, 民生证券研究所

图 26: 1973 年布雷顿森林体系解体后，欧美主要国家的剔除通胀后的房地产实际价格均呈现显著上升



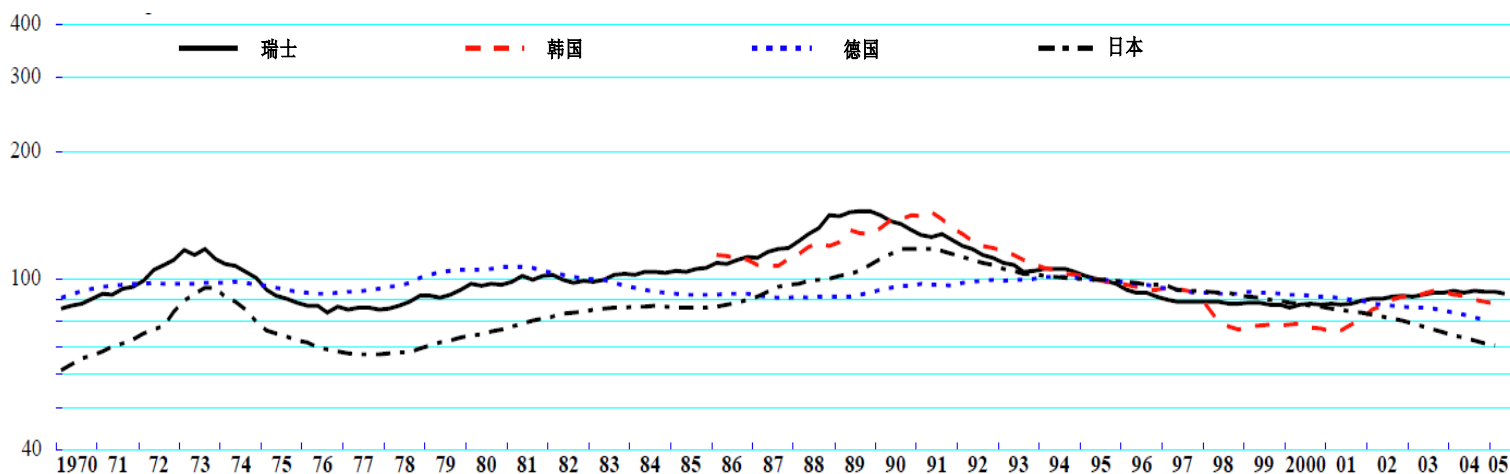
资料来源：OECD，民生证券研究所

图 27: 1973 年布雷顿森林体系解体后，欧美主要国家的剔除通胀后的房地产实际价格均呈现显著上升



资料来源：OECD，民生证券研究所

图 28：1973 年布雷顿森林体系解体后，欧美主要国家的剔除通胀后的房地产实际价格均呈现显著上升



资料来源：OECD，民生证券研究所

信贷及货币政策对房价的影响更为显著

信贷及货币政策通过货币供应量和利率工具影响商品房销售的量价

货币政策对房价的影响主要体现在两个方面：利率和信贷投放。我们分别从两个方面来分析货币政策对房价影响的传导机制。

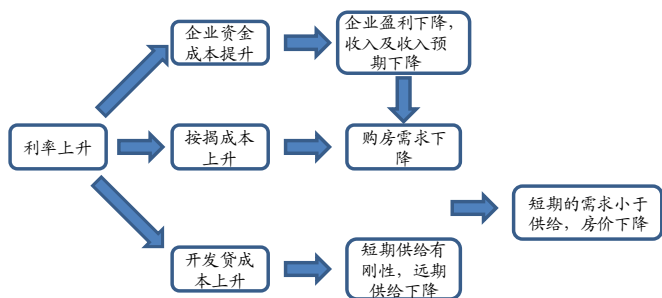
提高利率

提高利率从供需两个途径来影响房地产价格。首先利率上升，使得按揭成本提升，从而直接影响购房需求；此外企业资金成本也上升，使得企业的盈利下降，居民的收入及收入预期下降，也导致购房需求的下降。利率上升影响开发贷成本，从而使得远期的供给存在下降预期，而短期的供给存在一定刚性，这共同导致了房价出现阶段性的下行。

收缩货币供应量

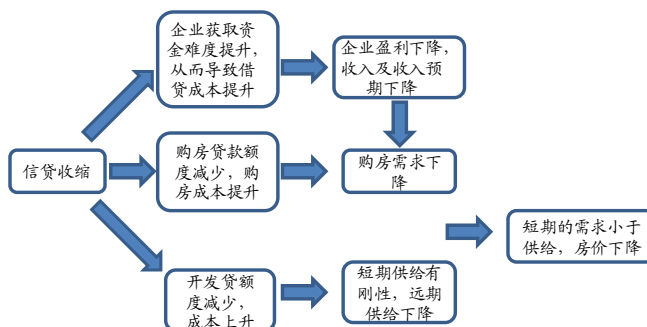
在对房价进行调控的过程中，央行也会通过提高存款准备金率等方法来改变货币供应量，从而提高开发商及购房者在贷款获取方面的获取难度，主要是通过抑制购房需求的手段，使得房价下降。

图 29: 提高利率对房价的影响路径



资料来源: 民生证券研究所

图 30: 收缩信贷对房价的影响路径

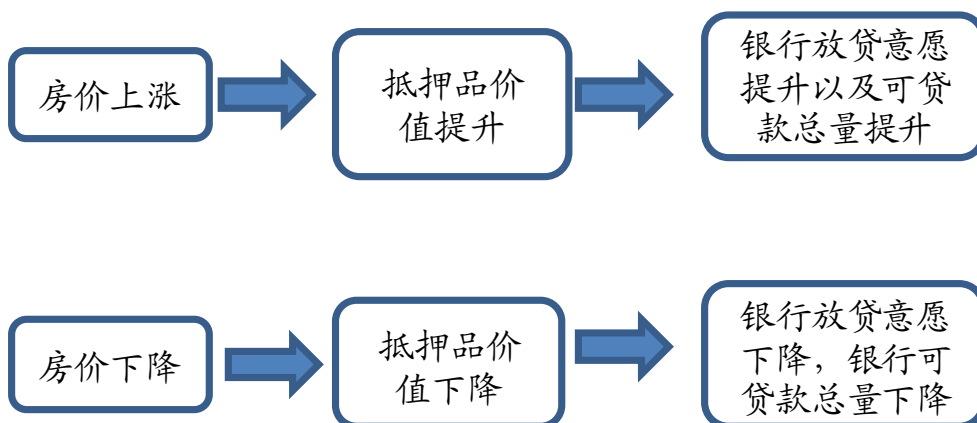


资料来源: 民生证券研究所

房价对信贷的反向影响路径分析

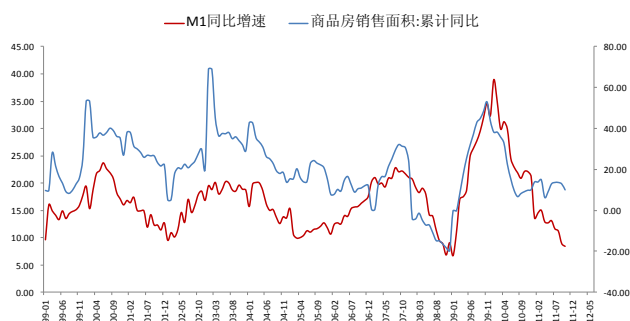
而房价对信贷的反向影响主要是通过抵押品价值的变化, 来影响银行的放贷意愿以及放贷总量。房价上升, 提高了全社会抵押品的价值, 从而进一步提高了银行的放贷意愿, 另一方面抵押品价值的提升也提高了银行的放贷额度, 从而促使了信贷进一步扩张。

图 31: 房价对信贷的反向影响路径分析



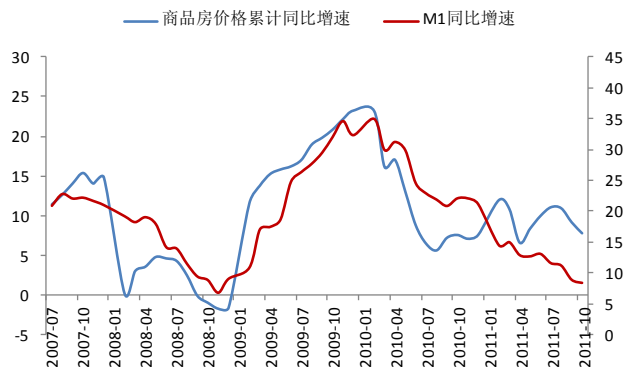
资料来源: 民生证券研究所

图 32: M1 同比增速与商品房销售面积有较强的正相关性



资料来源: 民生证券研究所

图 33: M1 同比增速与商品房销售均价有较强的正相关性

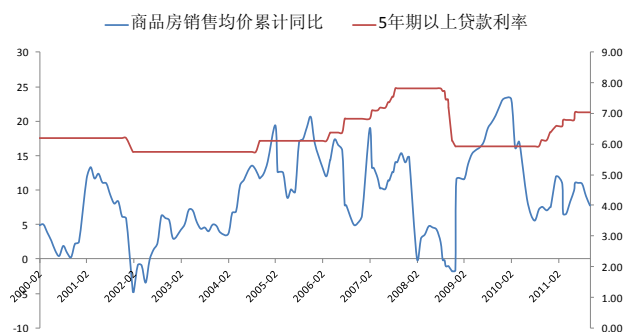


资料来源: 民生证券研究所

强制结售汇致外储持续增长, 并导致 M1 快速增长, 中国房价对利率的敏感性小于对外储增长的敏感性

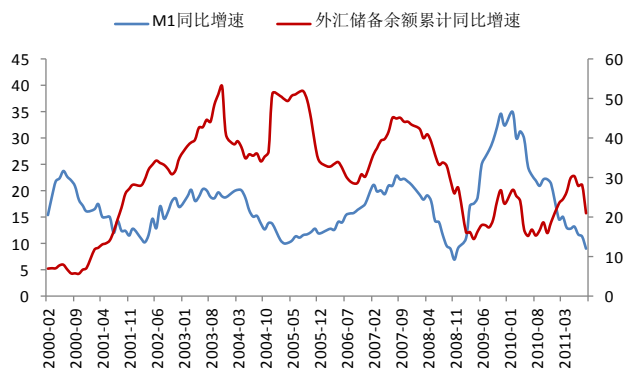
我们认为, 中国的利率环境仅是在 2008 年底政府救市时采取了购房 7 折优惠利率政策, 其余时间 5 年期以上贷款利率没有低于过 5.94%, 从利率的角度看, 似乎不太支持货币的超发这一推断, 但是从巨额外汇储备的形成过程来看, 这部分由于被动结汇而造成的货币超发已经相当严重, 我们对比外汇储备余额同比增速和 M1 同比增速发现, 前者与后者之间存在较强的正相关性, 作为对比, 我们将商品房价格累计同比增速分别同贷款利率以及外汇储备同比进行比较, 发现利率的解释力较弱, 而外汇储备余额的累计同比增速的解释力较强, 可以说, 不合理的汇率制度是造成房价持续上涨的重要原因之一。

图 34: 我国利率政策对商品房价格走势的解释力并不强



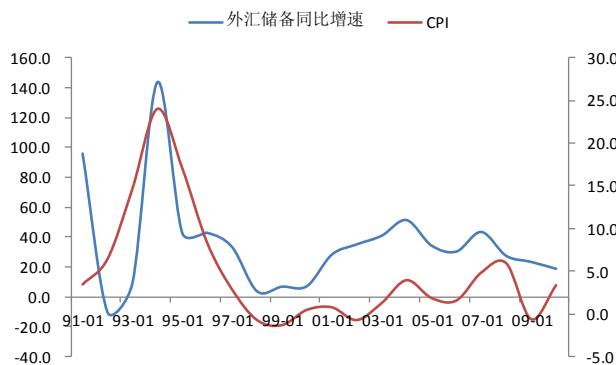
资料来源: 民生证券研究所

图 35: 外汇储备余额增速和 M1 同比相关性较强



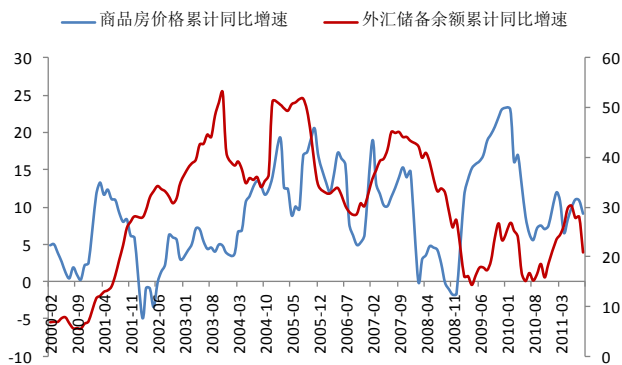
资料来源: 民生证券研究所

图 36: 外汇储备余额同比增速与 CPI



资料来源: 民生证券研究所

图 37: 外汇储备余额累计同比增速与商品房价格累计同比有较
较强的正相关性

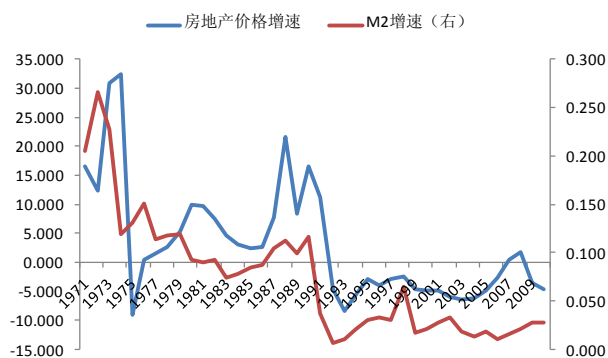


资料来源: 民生证券研究所

信贷与房价波动高度一致, 采用信贷手段调控资产价格极为有效

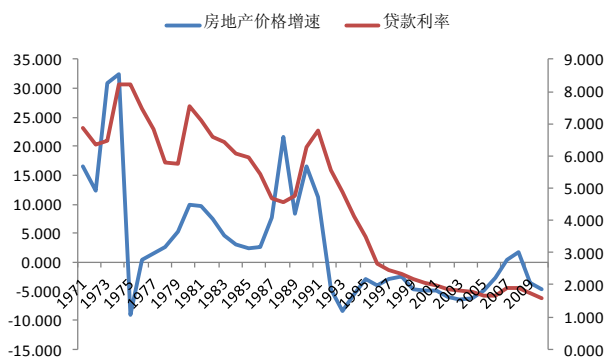
国内的数据已经可以验证我们的判断, 信贷与房价的变动呈现高度一致, 这也是世界上其他国家在治理房价快速上涨所采用的普遍工具, 也是最为有效的手段。美国、日本、英国、香港等国家, 在其经济发展的过程中都经历过房地产价格快速上涨的时期, 而各国政府普遍采取了利率、货币供应量等信贷调控手段, 其效果也非常显著。我们选取了 4 个国家房价和信贷及利率数据, 数据显示货币供应量工具对房价的影响较为显著。

图 38: 日本-M2 是解释房价变动的重要因素



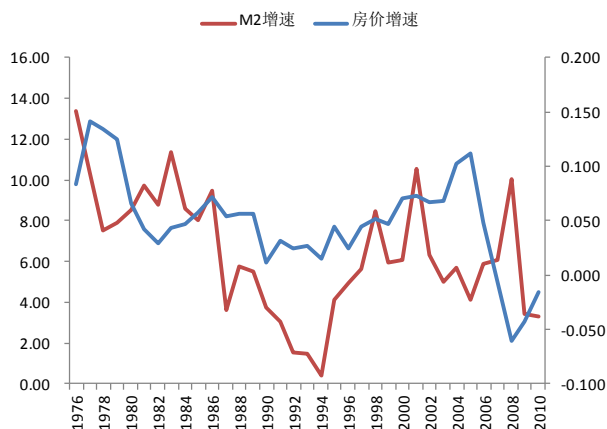
资料来源: 民生证券研究所

图 39: 日本-贷款利率对房价变动有一定解释力



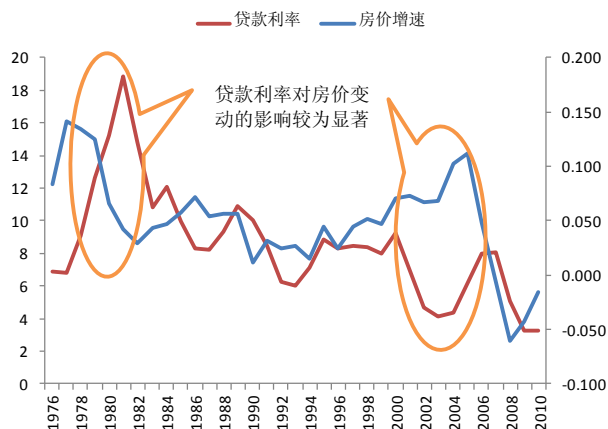
资料来源: 民生证券研究所

图 40: 美国-M2 是解释房价变动的重要因素



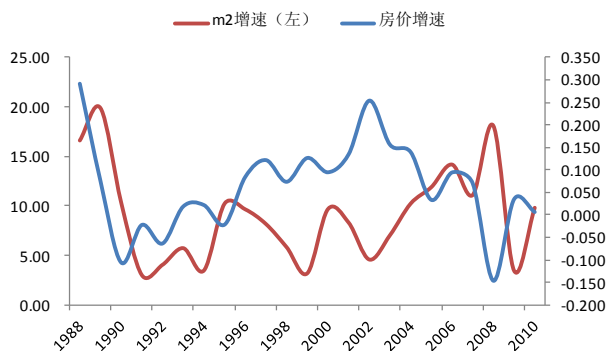
资料来源: 民生证券研究所

图 41: 美国-贷款利率对房价变动有一定的解释力



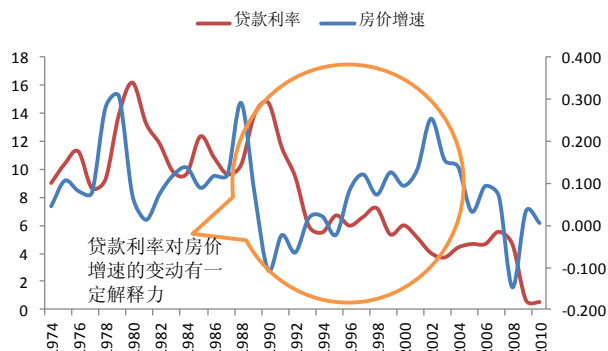
资料来源: 民生证券研究所

图 42: 英国-M2 是解释房价变动的重要因素



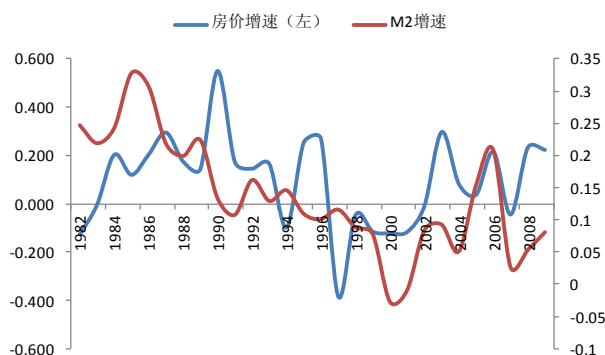
资料来源: 民生证券研究所

图 43: 英国-贷款利率对房价变动有一定的解释力



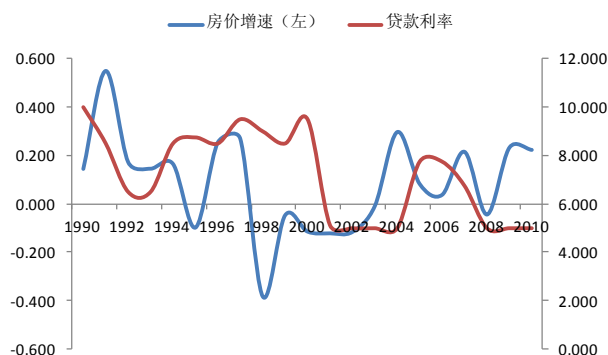
资料来源: 民生证券研究所

图 44: 香港-M2 是解释房价变动的重要因素



资料来源：民生证券研究所

图 45: 香港-贷款利率对房价变动的解释力较弱



资料来源：民生证券研究所

以银行按揭为主的购房金融杠杆是需求的放大器

在我国目前的房地产市场中，金融工具相对匮乏，目前最为普遍的便是银行按揭形式的金融工具，而国家为了控制银行贷款的风险，会根据市场状况变动这个最大的杠杆化率，对于首次置业者的最低首付比例为 30%，对应的杠杆化率为 3.3 倍，而对于二次置业者的首付比例限制为最低 60%，对应的杠杆化率 1.67 倍，购买三套及以上住房停止贷款，也即杠杆率为 1 倍，而由于购房套数认定以家庭为单位，这也在整体上降低了家庭住房的杠杆化率。

我们认为金融杠杆是购房需求的放大器，目前我国由于金融工具匮乏造成的金融杠杆化较低，短期内仍将因政策的持续调控而无法显著改变，未来随着银行业的逐步市场化以及购房贷款渠道的更加多元化，购房金融工具的种类也将显著增加，总体杠杆化率的水平也将逐步提升，而住房需求也将因此而放大。

（四）家庭资产配置需要所带来的住房需求仍将长期延续

随着投资渠道的拓展，家庭资产配置构成在近半个世纪以来发生巨大演变。20 世纪 50-70 年代，代表性的投资组合是股票、债券和现金等三种传统资产。20 世纪 80-90 年代代表性的投资组合除传统资产外，加入了海外资产和房地产、风险投资等非传统资产。家庭收入的 40% 用于购房及其他方面投资。

我国居民对房地产配置的旺盛需求将延续到 2020 年

1998 年中国房改以来，居民对房地产资产的配置逐步提高，保守估计这一旺盛势头仍将延续 10 年。改革开放 30 年以来居民储蓄存款迅速增长。2010 年 9 月份金融机构各项存款余额达到 70 万亿，储蓄存款为 30 万亿，二者以 20% 速度在逐步增长。首先，住房商品化以来居民被压抑的购房需求被释放出来，其次，居民收入增加及人口因素将支撑未来 10 年居民的房地产资产配置，只要拿出存款的一部分做房地产配置，就会释放出巨大需求空间。

房价上升预期加速投资性住房需求，提升住房在家庭资产配置中的比重

“清华-花旗中国消费金融与投资者教育调研”2010年在收集了来自全国24个城市约5200个家庭的样本数据的基础上，发布的第二年度调研结果显示我国2009年城镇家庭年均税后总收入为50997元，家庭总资产为406536元。其中房产仍然是家庭的最重要资产，约85%的受访者自有房产占家庭总资产比重的73.44%。而定期存款、活期和现金存款居于其次，股票、基金、保险、国债的份额较小。

在投资组合上，有大约17.68%的家庭持有股票。家庭通常持有的基金的比例约为13.25%，这个比例低于股票的持有率4个百分点。房产被多数家庭认为是风险值最低的投资方式。

天津大学的研究报告表明，若房价上涨5%，25-35岁年龄间的居民对房产配置的要求极大提升。以21-25岁为居民为例，房价每上涨1%，其家庭资产配置会通过减少消费、卖出金融资产及增加银行借款等方式转移到房产配置上44%。

表 2：房价若上涨5%，各年龄阶层家庭资产配置中的房产配置要求上升

年龄周期	消费	房产	金融资产	负债
21-25	-16%	220%	-88%	13%
26-30	-8%	158%	-69%	11%
31-35	-4%	111%	-42%	8%
36-40	-1%	80%	-18%	5%
41-45	1%	69%	-3%	3%
46-50	2%	66%	2%	4%
51-55	3%	66%	4%	6%
56-60	5%	62%	8%	3%
61-65	7%	61%	10%	4%
66-70	9%	62%	9%	11%
71-75	13%	61%	11%	7%
76-80	16%	27%	35%	-9%

资料来源：天津大学研究报告，民生证券研究所

（五）住房调控相关政策以及住房双轨制的逐步完善是保证行业健康发展的重要基石

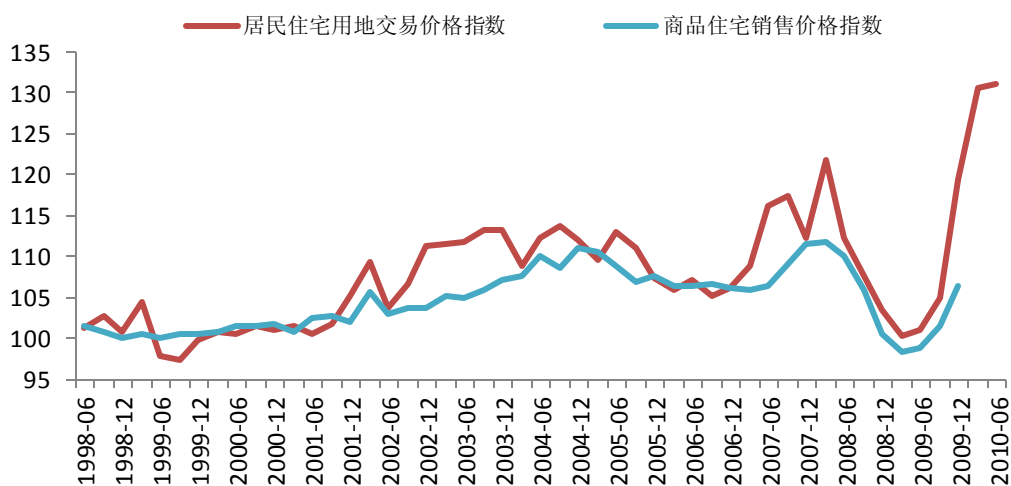
土地一级市场仍将长期为地方政府所垄断，地价推动房价的逻辑长期成立

土地供给的数量及价格对房价影响明显。1930年至1970年美国货币采用金本位制，土地价格变动不大，每英亩土地价格不超过200美元。二十世纪80年代则上升至600美元/英亩，90年代略有下降，到本世纪初上升至1000美元/英亩，在房地产鼎盛时期（2006年）则上升至2000美元/英亩。按历史最高价格折算，美国的每平方米土地价格仅为3.5元人民币。按照中国的土地价格相比美国要更贵。2009年10月，中国城镇平均楼面地价达到2000元/平方米，按照容积率为2计算，我国每平方米土地价格为1000元/平方米，是美国的286倍，差距巨大。

地价的上涨成为房价上涨的直接推动力

2009 年以来全国土地市场交易量及交易价格出现了明显的上升，全国各地的地王接连不断被拍出，部分一线城市地块楼面地价在 10000 元/平方米以上，土地价格的上升对房价高涨起到了推波助澜的作用。

图 46: 地价与房价交互推动

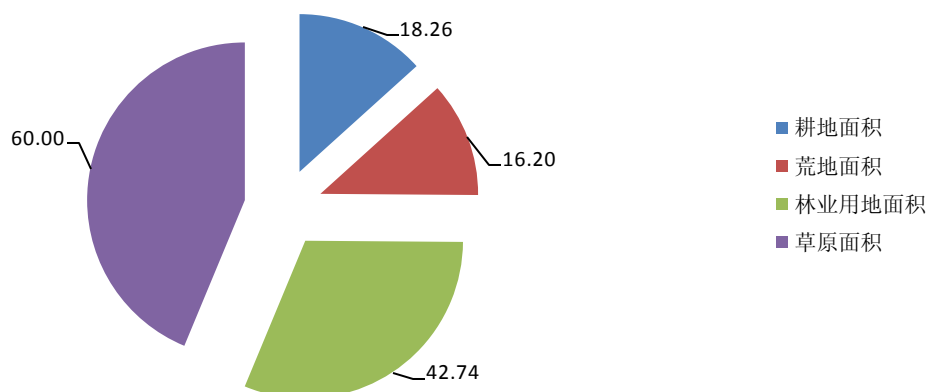


资料来源: Wind, 民生证券研究所

土地供给有限性决定了商品房供给能力受约束，进一步推升房价

尽管中国实行最严格的耕地保护制度，但受农业结构调整、生态退耕、自然灾害损毁、非农建设占用等因素影响，耕地数量仍逐年减少。目前人均耕地仅为 1.38 亩，约为世界平均水平的 40%。我国耕地面积仅有 18.26 亿亩，占四类用地面积的 13%，坚持最严格的耕地保护制度，坚决守住 18 亿亩耕地红线已成为当前对土地供给最强的硬约束。

图 47: 我国土地资源构成: 耕地面积 18 亿亩



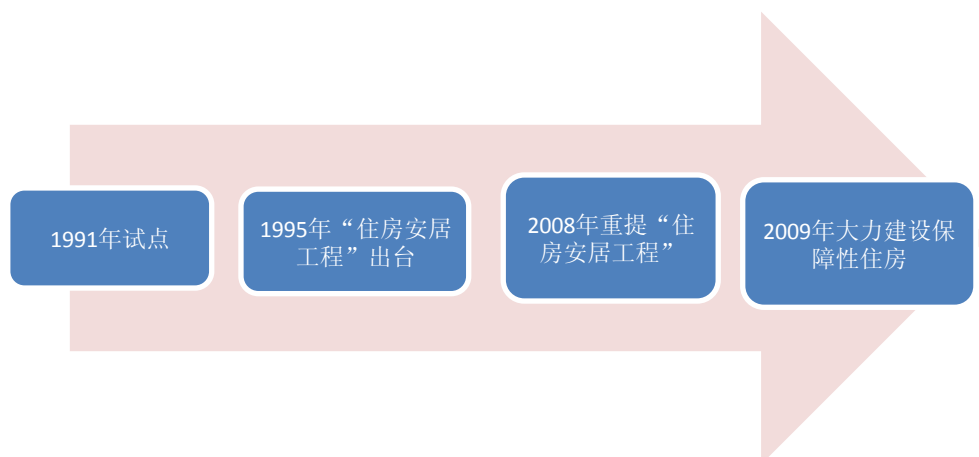
资料来源: Wind, 民生证券研究所

商品房-保障房的双轨供应机制是行业长期健康发展的基石

保障性住房建设规模会超预期

我国的保障性住房建设从 1991 年开始试点, 1995 年“住房安居工程”正式出台。1998 年房改之后经济适用房建设成为市场核心, 2008 年 11 月温总理重提“住房安居工程”。建设部的规划是 2009 年至 2011 年要新增加 200 万套廉租房、400 万套经济适用房, 并完成 100 多万户林业、农垦和矿区的棚户区改造工程, 总投资将达到 9000 亿元, 平均每年 3000 亿元。其中, 对廉租房投资 2150 亿; 棚户区改造投资 1015 亿元; 经济适用房投资 6000 亿元, 综合约 9000 亿元。通过 9000 亿元的住房保障投资, 政府预计将解决约 1300 万户低收入家庭的住房困难问题。

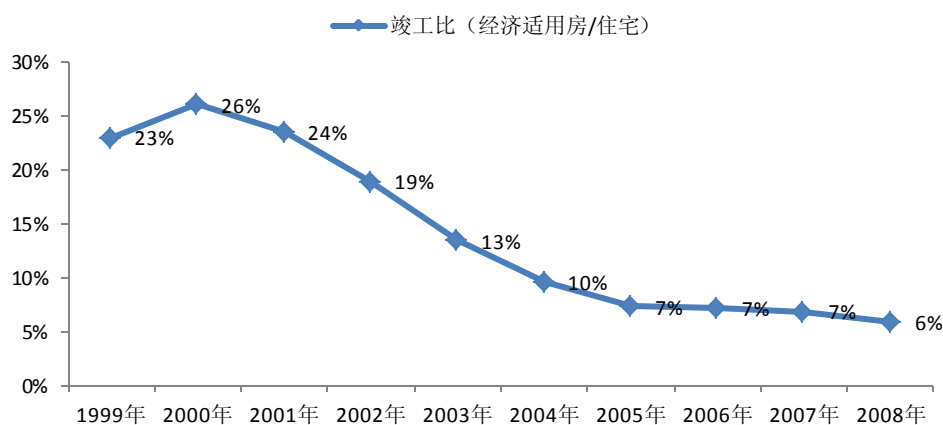
图 48: 国家对保障性住房的重视程度大大提高



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

从历史来看保障性住房建设的实际情况不容乐观。根据 1997 年-2008 年数据, 经济适用房竣工面积为 3.83 亿平方米, 占商品住宅总竣工面积的 11.79%。经济适用房竣工面积占住宅竣工总面积的比例逐年走低。

图 49：经济适用房竣工面积占比逐步下滑



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

2009 年以来保障性住房建设被提升到前所未有的高度

从历史来看保障性住房建设进程缓慢。2009 年 1 至 11 月，我国保障性住房用地供应 27.54 万亩，仅完成年度计划供应量的 46.66%。根据已有数据，截至 2009 年 8 月底地方保障性住房建设完成投资 394.9 亿元（计划投资额 1676 亿元），完成率仅为 23.6%。

2010 年以来保障性住房建设力度被提高到政治角度，国家从供地、资金投入方面做了相关规定。国土资源部 2010 年 4 月 15 日发布的 2010 年全国土地供应计划中，住房建设用地供应总量 184748.85 公顷，其中，保障性住房、棚户区改造和中小套型商品房用地计划供应量占住房用地计划供应总量的 77%，而保障性住房用地为 24454 公顷，与 2009 年相比增加一倍多。在政策推动下，北京、上海、深圳、天津等城市纷纷将推进保障性住房建设列为 2010 年政府工作的重心。

住房和城乡建设部 5 月 19 日与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书，要求把落实责任书明确的保障性安居工程任务列入政府重要的工作日程，加强对各市县的监督检查，切实落实资金、土地、税费政策，抓紧项目开工建设，保证工程进度和工程质量，确保完成 2010 年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户的任务。

我们预计未来保障性住房，尤其是重庆公租房模式有望得到推广，覆盖人群比率有望达到 30% 左右。

表 3：2010 年保障性住房供地计划大量增加（单位：公顷）

地区	供地总量	保障性住房 (经济适用房及廉租房)	棚户区改造	中小户型	政策性用地占比
全国	184749	24454	36606	80431	77%
北京	2500	210	820	720	70%
上海	1100	250	450	70	70%
广东	7504	411	124	4845	72%
江苏	13010	2046	2184	5288	73%
辽宁	12708	1081	1577	7730	82%
福建	4234	317	556	2485	79%
四川	8160	1384	683	4137	76%
湖北	5548	739	584	2821	75%
山东	18165	1226	3364	9234	76%
湖南	3180	741	584	1022	74%
陕西	3466	1093	513	1086	78%
河北	10826	720	3068	4105	73%
黑龙江	8753	899	3525	2591	80%
甘肃	2420	484	448	1011	80%
山西	4730	1032	1355	1274	77%
云南	4970	529	603	2409	71%
内蒙古	10489	1297	3447	3465	78%
吉林	5565	404	2537	1630	82%
浙江	8240	575	1920	3527	73%
安徽	10674	1424	2729	3970	76%
江西	4391	568	791	2030	77%
河南	7372	1624	1649	3177	88%
重庆	6449	1545	191	3033	74%
广西	5002	903	306	2431	73%
海南	1564	394	63	672	72%
贵州	4544	850	552	2087	77%

资料来源：国土资源部等相关网站，民生证券研究所

重庆保障性住房建设模式将得到大力推广

重庆保障性住房的探索走在各城市前列，大力发展公租房模式是重庆模式的核心，其建设模式有望在全国得到大力推广。重庆模式主要指构建“1+5”保障性住房体系：“1”代表公租房，覆盖人群包括新生代城市居民、大学毕业生、外来工作人员、新就业人群等“社会夹心层”群众占比 30%；“5”是指廉租房、经济适用房、危旧房和棚户区改造安置房、城中村改造安置房、农民工公寓 5 种保障房，覆盖了城市原住民和农民工。2010 年年初重庆市政府规划未来建设 4000 万平方米的公共租赁房，以求解决 30%左右的低收入群体住房问题。从 2010 年起的 3 年内每年建设 1000 万平方米，后几年视社会需求再建 1000 万平方米或更多面积的公租房按计划。

表 4: 重庆保障性住房模式的基本框架

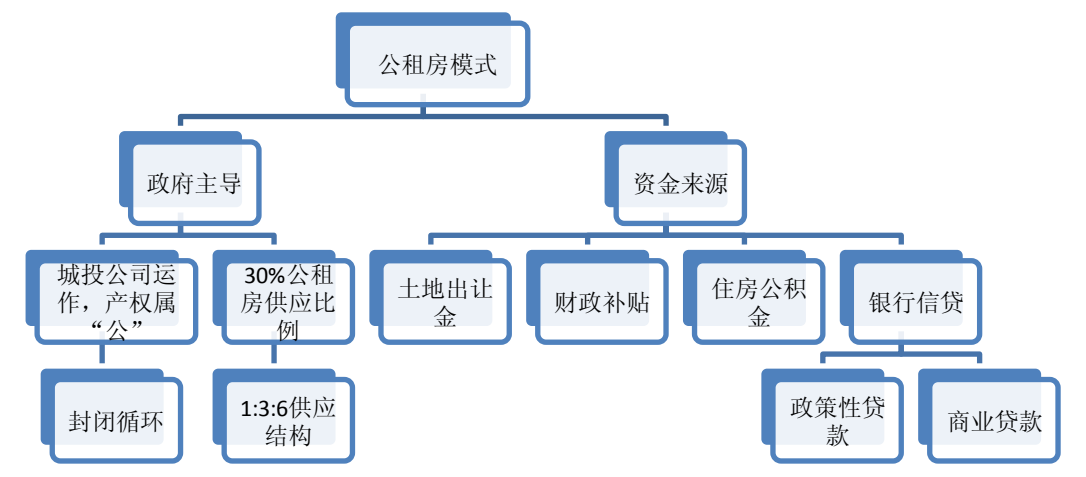
主导思想	双轨运行城市住房供给体系
发展规划	低端有保障、中端有市场、高端有约束
供应结构	60%-70%市场供应，30%-40%政府供应
保障方式	成立住房保障局，城投平台运作 公租房在“公”字前提下，内部循环
短期目标	2010 年起的 3 年内每年建设 1000 万平方米公租房
资金安排	2010 年开工的 500 万平方米公租房总投资约 150 亿元，先期投入 70 亿元，其中市财政安排土地出让收入 5 亿元，国家补贴 5 亿元；住房公积金贷款 30 亿元；政策性和商业性银行贷款 30 亿元，后续投入由租金收益，民间资本投资等多途径解决

资料来源：重庆晚报，民生证券研究所

重庆市规定公租房不得上市交易，购买人如需要转让，由政府回购，回购价格为原销售价格加同期银行活期存款利息，不会随房价的上涨而上涨。禁止公租房上市交易是规避制度漏洞的一个关键，退出的住房将保持在保障性住房系统之内循环。

重庆模式在我国房地产发展历史上取得了制度性突破，这一模式有望解决中低收入、“夹心层”的住房问题，有望在全国得到推广。

图 50: 重庆市实施的公租房建设，是我国的住房保障制度的有益探索



资料来源：民生证券研究所

保障性住房资金问题将得到解决

资金问题是保障性住房能否落实的主要问题。目前国家保障性住房建设资金来源包括：中央、地方财政投入，住房公积金，政策性贷款及商业贷款。除此之外，公积金增值净收益部分，土地出让净收益中不低于 10% 的比例，也将投入到保障性住房建设中来。

国家 2008 年底公布的规模达 4 万亿元的经济刺激计划中，保障性住房市场分到了超二成的 9000 亿元的“蛋糕”。9000 亿重点用于 747 万户低收入家庭住房和 220 万户棚户区改

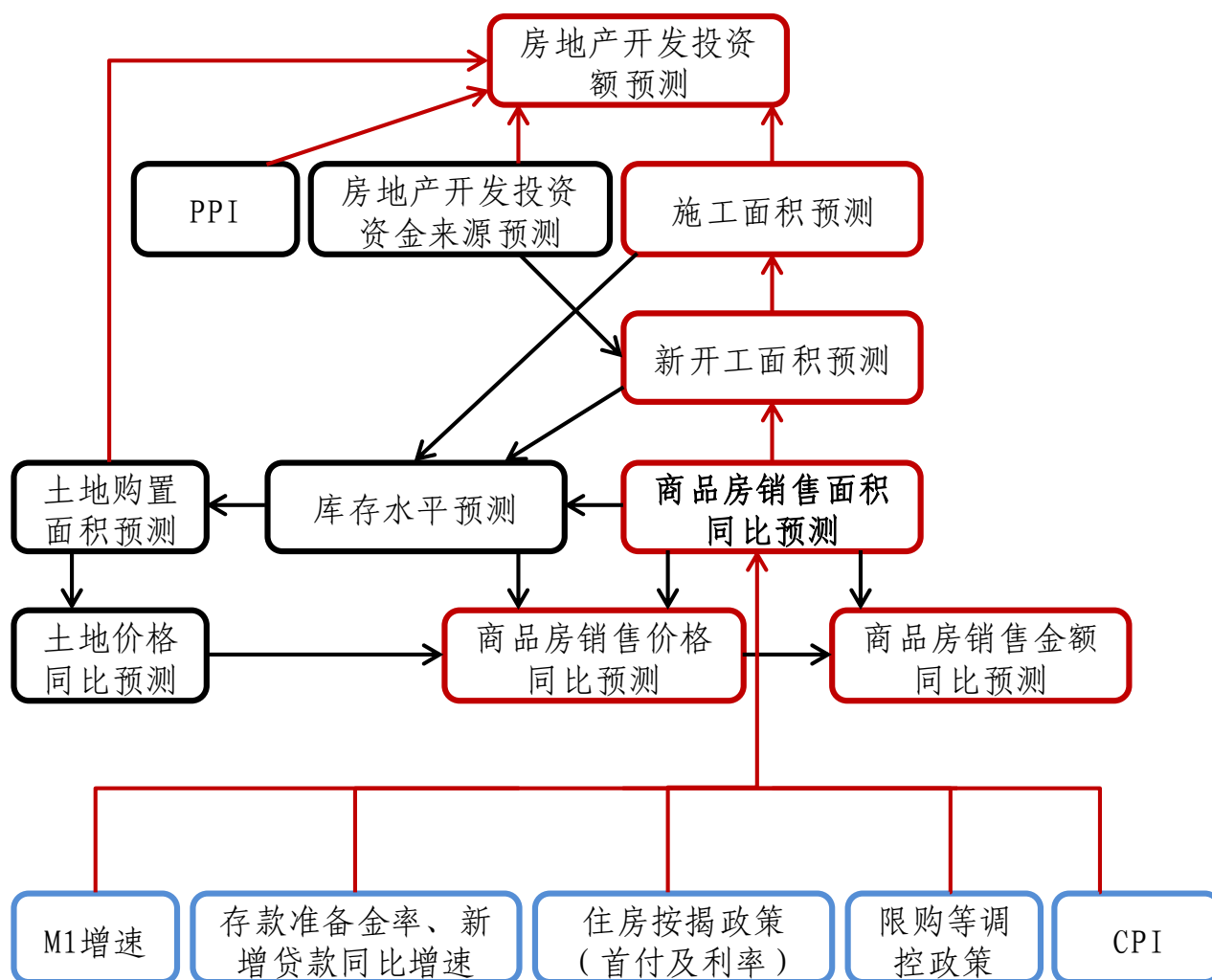
造家庭，以货币补贴为主（60%货币补贴，40%实物分配），所以对拉动租房市场需求有帮助；而另外 287 万套的廉租房需要通过建设或购买来实现。

保障性住房的考核将与地方政府绩效考核挂钩，将有利于解决保障房建设资金问题。2010 年 4 月 17 日国务院“新国十条”规定：“建立考核问责机制。稳定房价和住房保障工作实行省级人民政府负总责、城市人民政府抓落实的工作责任制。住房城乡建设部、监察部等部门要对省级人民政府的相关工作进行考核，加强监督检查，建立约谈、巡查和问责制度。对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。”

预计保障性住房建设将成为地方政府绩效考核的重要组成部分，这将促使地方政府有足够动力多方面筹措资金，推动保障性住房建设。

房地产行业各项指标逻辑分析框架图

图 51：房地产行业各项指标逻辑分析框架图



资料来源：民生证券研究所

二、政策微调预调将是 2012 年地产调控主旋律

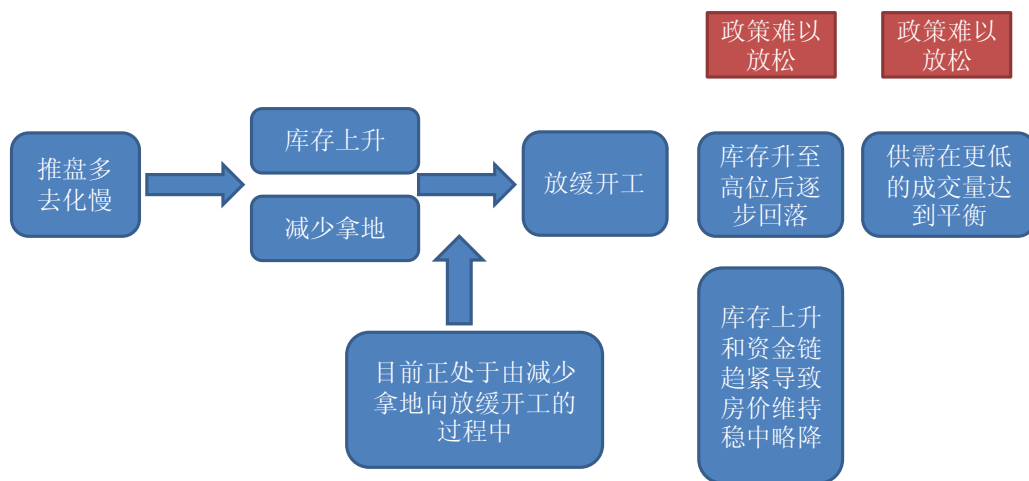
（一）现有政策为史上最严，2012 年彻底转向的概率较小

景气已经处于显著下行的通道中，中央层面政策的最优选择是维持目前偏紧的调控政策，并保持密切的观望，短期内继续大幅加码或给市场释放放松信号的概率均相对较小。

量价走势符合调控目标，政策大概率将保持观望

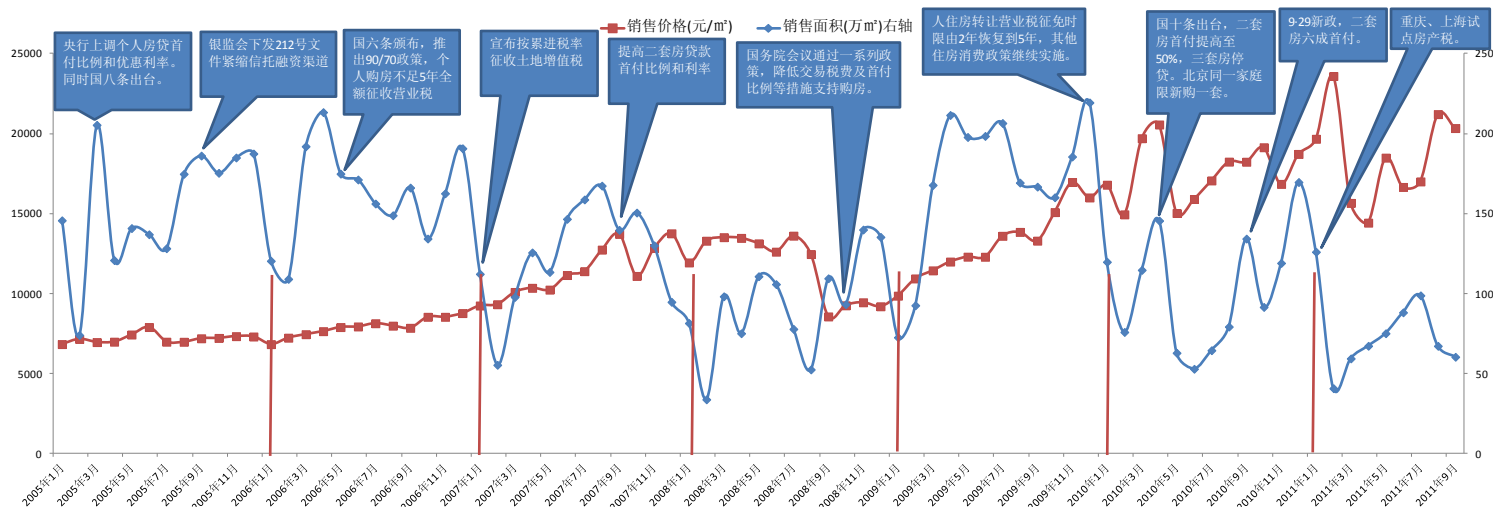
从住建部官员的公开表述看，现有政策对投资/投机需求的抑制作用显著，6 月份以来我们跟踪的 37 个重点城市成交量处于震荡回落的走势，房价整体涨幅趋缓，而库存持续上升，10 月份公布的房价环比首次出现负增长，房价拐点显现，目前的楼市量价走势基本符合政策的调控预期，考虑到楼市已经进入库存攀升、量价齐跌的景气下行周期，中央层面进一步加码调控的概率较小，但是鉴于房价的绝对水平仍处高位，调控政策退出将导致房价反弹的预期依然强烈，故政策面大概率将维持观望。

图 52：在外围经济不出现大幅恶化的背景下，年内恐难现 2008 年底反转式的政策转向



资料来源：民生证券研究所

图 53：以北京为例阐述 2005 年以来各项房地产政策对楼市销售量价的影响



资料来源：CREIS，民生证券研究所

表 5：自 2009 年底本轮调控以来重要政策一览

时间	措施	要点
2011.9.23	银监会调查绿城信托	银监会确于日前通过邮件下发了一份《关于信托公司与绿城集团及关联企业开展房地产信托业务调查的通知》，银监会称此为日常监管行为，不止针对绿城一家。
2011.7.12	国务院常务会议	继续严格实施现有调控政策，对房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施
2011.3.6	发改委：2011 年建 1000 万套保障房	未来五年，要建设城镇保障性安居工程 3600 万套，今年 1000 万套，明年 1000 万套，后面三年还有 1600 万套，使保障性住房的覆盖率达到 20%。
2011.1.27	重庆房产税细则出台	重庆市颁布《重庆市个人住房房产税征收管理实施细则》。
2011.1.27	上海房产税细则出台	上海出台《上海市开展对部分个人住房征收房产税试点的暂行办法》。
2011.1.9	重庆将出高档住宅房产税征收试点	据新华网消息，重庆市市长黄奇帆在政府工作报告中提出重庆将完善“双轨制”住房供应体系，今年新开工公租房 1350 万平米，“十二五”期间，重庆将加强财税调节，开征高档商品房房产税。
2010.09.29	中国出台措施巩固房地产市场调控成果	国家出台巩固楼市调控成果措施，暂停发放第三套及以上房贷；首套房首付比例不低于 30%；房价过高上涨过快城市将限定家庭购房套数。房价过高上涨过快城市要限定居民购房套数，调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策。
2010.09.27	国土部住建部：闲置土地一年以上禁拿地	国土部、住房和城乡建设部联合下发《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》，要求贯彻落实“国 10 号文”确定的工作任务，进一步加强房地产用地和建设的管理调控。
2010.09.18	李克强：加快公租房建设 坚决抑制投机性需求	加快保障性安居工程建设工作座谈会 17 日在北京召开，副总理李克强强调，要坚持以人为本、执政为民，着力推进保障性安居工程，加快发展公共租赁住房。
2010.08.02	国土部发 1457 宗闲置土地黑名单	国土资源部已将一份涉及全国 1457 宗闲置土地的统计表交予银监会，银监会将根据这份“黑名单”做一次全面的风险排查。其中 80% 的闲置土地可能被收回。
2010.07.12	银监会：严格执行差别化房贷政策不能动摇	针对近日有媒体关于个别地区全面放松第三套房贷的报道，银监会有关负责人表示，差别化房贷政策的要求和标准没有任何变化，商业银行要继续严格执行二套及以上房贷政策。
2010.06.12	住建部等七部门发文 加快发展公租房	由住房和城乡建设部等 7 部门联合制定的《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》12 日正式对外发布，旨在解决中国城市中等偏低收入家庭住房困难。
2010.06.04	三部委发文明确个人房贷二套房认定标准	住房和城乡建设部、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发出通知规定，商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数，应依据拟购房家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）成员名下实际拥有的成套住房数量进行认定。

2010.04.30	北京出台楼市新政	同一购房家庭只能新购买一套商品住房；金融机构和税务部门可以根据本市房屋权属交易系统中个人住房记录，实施差别化的信贷和税收政策。暂停对购买第三套及以上住房，以及不能提供1年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市居民发放贷款。
2010.04.21	二套房以住房套数界定以家庭为单位	银监会银行业监管一部主任杨家才21日在接受记者采访时，解读了最新出台的房贷新政。他强调，新的房贷政策是以房屋数量来认定是否为第二套、第三套，同时，认定范围以家庭为单位。这与此前执行的二套房认定标准出现了根本性的变化。
2010.04.19	住建部出台加强预售制度相关文件	住房和城乡建设部发出《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》，要求商品住房严格实行购房实名制，认购后不得擅自更改购房者姓名。今后未取得预售许可的商品住房项目，房地产开发企业不得以认购、预订、排号、发放VIP卡等方式向买受人收取或变相收取定金、预定款等性质的费用。
2010.04.17	国务院：房价过高地区可暂停发放第三套房贷	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010.04.15	国务院常务会：贷款买二套房首付不得低于50%	14日召开的国务院常务会议要求，对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于30%。
2010.04.13	住建部：加快保障房建设遏制房价过快上涨	住房和城乡建设部13日召开电视电话会议，要求加快保障性住房建设，其中，公共租赁住房建设是下一阶段工作的重点，同时遏制部分城市房价过快上涨。
2010.04.11	银监会：银行不得对投机投资购房贷款	中国银监会11日指出，银行业金融机构要增加风险意识，不对投机投资购房贷款，如无法判断，则应大幅度提高贷款的首付款比例和利率水平，加大差别化信贷政策执行力度。
2010.03.18	国资委要求78家非地产业央企剥离房地产业务	按照国资委要求，除已确定的16家以房地产为主业的央企外，78家不以房地产为主业的央企正在加快调整重组，在完成自有土地开发和已实施项目后要退出房地产业务。
2009.12.23	财政部：五年内住房转让全额征收营业税	自2010年1月1日，个人购买不足5年的非普通住房对外销售的，全额征收营业税；购买超过5年(含5年)的非普通住房或者不足5年的普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过5年(含5年)的普通住房对外销售的，免征营业税。
2009.12.17	5部委新政打击囤地炒地：拿地首付不低于50%	财政部、国土部等五部委出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》，明确开发商以后拿地时，“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%”。
2009.12.14	国务院提四措施遏制部分城市房价过快上涨	国务院提四措施遏制房价：一要增加普通商品住房的有效供给；二是继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三要加强市场监管；四要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009.12.09	个人住房转让营业税征免时限由2年恢复到5年	国务院决定个人住房转让营业税征免时限由2年恢复到5年，其他住房消费政策继续实施。
2009.12.07	中央经济工作会议：增加普通商品住房供给	中央经济工作会议指出，增加普通商品房供给，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度。

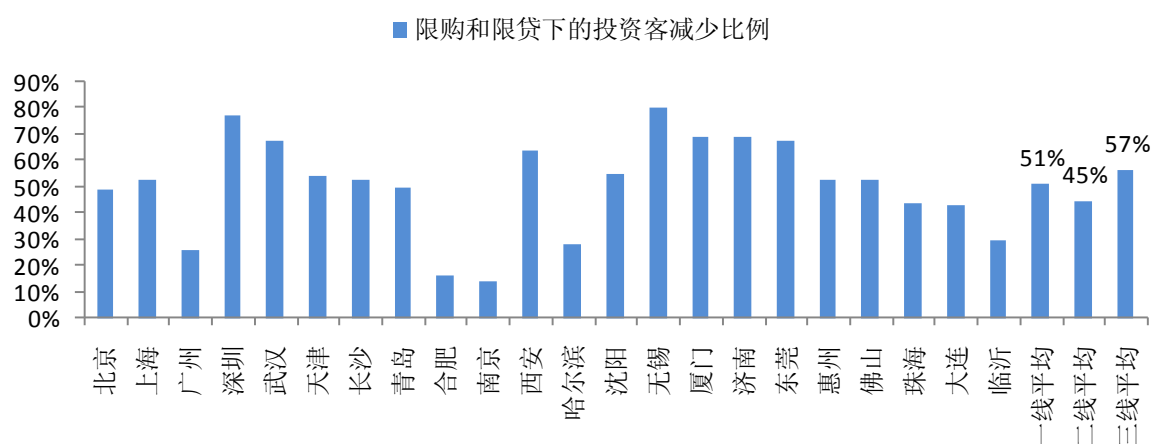
资料来源：民生证券研究所

（二）限购在本届政府任期内不会取消，四季度进入政策微调的讨论期，渐进式微调是未来 2-3 年的重要方向

限购政策对投资投机需求的抑制作用显著，2012 年前三季度不会取消

所谓黑猫白猫，抓住老鼠就是好猫，对于调控政策也是一样，能达到调控目标的政策就是合适的政策。目前的政策确实是达到了预期的调控目标，在限购和限贷的双重高压下，投资和投机需求受到显著的抑制，据我们测算，投资需求较限购令出台前减少一半以上，房价整体已经出现回落，而整体销量处于震荡回落的态势。

图 54：在限购和限贷的双重抑制下，购房需求中投资客占比显著下降



资料来源：民生证券研究所

从“限购”到“房产税”、“交易税”是未来渐进式退出的重要路径

我们通过对限购和限贷两种调控的特点，发现限购更大程度偏向于保证购房投资的公平，而限贷则容易造成住房拥有上的两极分化，而且无法控制货币严重超发所造成的资产价格通胀，而限购则可以通过采取一刀切的方式，即二套房就是投资，三套及以上就是投机的基本判断来遏制投资和投机需求，这是政策发挥作用的内在逻辑。

表 6：限购和限贷的对比分析

调控类别	特点	作用
限购	主要限制更具购买力的阶层，体现出公平	作用显著，限与不限之间存在天壤之别，取消限购较难。
限贷	主要限制更不具购买力的阶层，容易造成住房拥有上的两极分化	难以改变住房的投资品的自我加强的特性，但是力度可以在略松和略紧之间调节。

资料来源：民生证券研究所

但是限购政策完全无视投资投机需求对于活跃不动产市场的重要作用，其长期的负面影响也是非常明显的。成熟的房地产二级市场，一般是投资投机需求先进入，推动房屋建设和配套成型，随后逐步通过三级市场将刚需与投资投资需求置换，成熟的市场经济制度保证的是资金的最优配置，而目前的政策却无法保证资金自动实现最优配置，其一旦长期执行下去，将不可避免的导致投资投机需求的持续压制，我们可以想象，这部分需求被压制的时间越长，其在限购取消后所产生的爆发力也越强，无疑将带来房价的飙涨。但是正如限购令的出台由于担心效用过猛而采取渐进式的推进方式一样，限购在未来的逐步退出也将是一个渐进式的过程。

取代或限购令的两种途径：对存量房差额征收房产税和推出 REITS 以促进资金跨区流动

我们早在佛山午令夕改政策事件发生时就明确提出，限购政策渐进式退出是未来的重要政策方向，而房产税是取代限购令的不二工具。（具体请参见《【民生证券肖肖】12 小时大逆转的背后——佛山限购政策由放宽到暂缓执行点评》，我们提出的时间还要早于住建部姜部长提出的时间），而未来能取代或规避限购的政策大概率有两种：

A、房产税

采取对存量房征收房产税作为替代，同样是对投资投机需求进行抑制，价格手段是优选。我们不可一概而论对存量房征收房产税一定会导致房价跌或不跌，这其中涉及到税率及征税细节的影响，总体思路可以考虑以下几种策略：1、逐步放宽购房套数同时对新增房产征收较高房产税，也即惩罚性房产税：比如从上限 2 套变更至上限 3 套，但是同时对新购入的第 3 套房要求全款支付并追加更高的房产税。2、由新增住房征收房产税逐步扩大到对存量房征收房产税，并将所有房产税专款专用于保障性住房尤其是公租房的建设和分配。

房产税的实行将是大势所趋，目前国际上大多数国家出台了房产税政策。如果税率厘定的合适，房产税在中长期对投资性需求影响明显。按照 0.8%-1.2% 的征收标准，100 万的商品房每年税收为 8000 元-1.2 万元，累计效应会使得投资性住房持有成本明显上升，投资回收期延长。如果这种压力不能有效转嫁，则会增加对存量房的抛售量，增加市场供给，平抑房价。

表 7：世界各国的房产税（物业税）征收标准

国家	税基	税率
美国	评估物业价值	50 个州都征收这项税收，大约平均 1% 到 3%
新加坡	评估物业价值	自住房产的物业税率是 4%，其他类型房产的物业税率是 10%
日本	评估物业成本	房屋固定资产税的税率为 1.4%
瑞典	评估物业价值	对于独栋独立家庭住房（相当于国内别墅）税率为 1%，商业物产不动产税率为 1%
意大利	评估物业价值	按照税务评估价值的 0.4%-0.7%
西班牙	评估物业价值	按照税务评估价值征收（一般低于市场价值的 50%），税率在 3%
德国	评估物业价值	根据评估价值的 1%-1.5% 征收
法国	评估物业价值	持有不动产者每年按 3% 的公平市场价值纳税

资料来源：国际在线-《世界新闻报》，民生证券研究所

B、REITS 等房地产金融工具的完善，以促进资金跨区流动

REITS 制度的完善将解决两个重要的问题：作为大额房地产投资的流动性不足问题和进行专业的跨区域投资问题。美国的房地产信托已取代养老金成为房地产市场最重要的机构投资者。澳大利亚房地产信托上市公司控制约整个国家三分之一的商用房地产。这两个问题的一旦解决，则可以将资金更有效的配置到各个城市各个地区，这个政策的前提是限购对以 REITS 为购房主体的商品房交易有更宽松的政策，算是为限购开了个口子，同时也促进了 REITS 的发展。

我们从国外案例中发现，欧美发达国家多建立了成熟的房地产金融体系，比如英国房地产资产证券化率 70% 以上，美国有 MBS, CDS, CDO 等衍生金融产品，德国成立了专门的住房储蓄银行，承担 60% 以上的购房融资。房地产金融上，中国只有按揭贷款，没有 REITS 等创新产品，如果中国房地产金融稍有创新，释放的需求空间会很大。

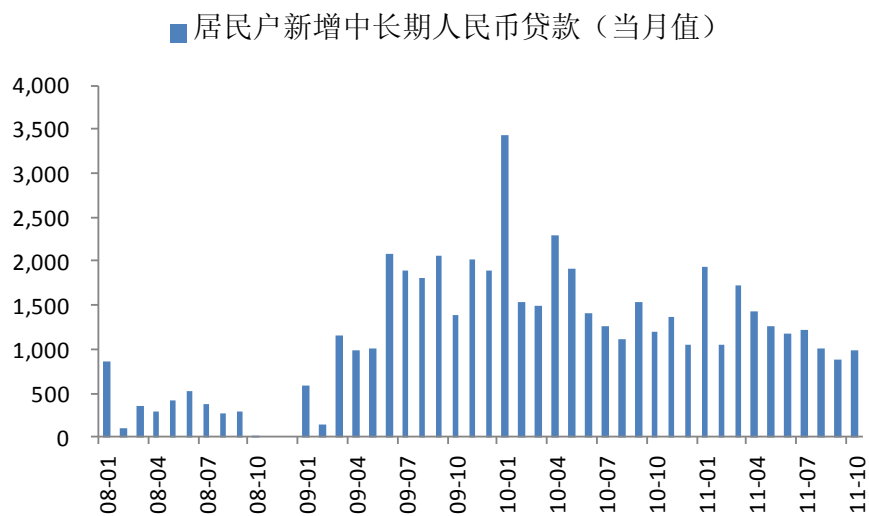
表 8：各国房地产金融模式比较

国家	房地产金融模式	创新性
中国	银行信贷	资产证券化（初期）
美国	抵押贷款专门机构及抵押资产证券化	住房抵押证券化（MBS, CDS, CDO 等衍生产品）高度发达，证券融资主导
英国	住房抵押贷款	70% 以上证券化
德国	专门住房储蓄银行	封闭运作，住房储蓄银行融资的比重由 80 年代的 40% 上升到 90 年代的 62%，而承担抵押贷款的银行的融资比重从 1970 年的 33% 降到 90 年代的 3% 以下
新加坡	强制公积金制度	公积金发展公屋，社会福利基金化
日本	住宅金融公库	信托及寿险资金，邮政储蓄用于住宅贷款

资料来源：Wind，民生证券研究所

单纯依靠居民工资性收入远不能满足其购房需求。房地产金融为购房者提供了杠杆化融资途径，提升购房者支付能力。从我国与主要发达国家房地产金融模式比较看，我国房地产金融仍处于起步阶段，与英美等国高度证券化水平仍有较大差距，银行信贷几乎是我国房地产金融的唯一模式。从金融发展的角度看，我国房地产金融从起步到发展，具有广阔的空间，必将成为推动居民购房需求的重要推动力。

图 55: 我国房地产金融存在巨大的创新空间

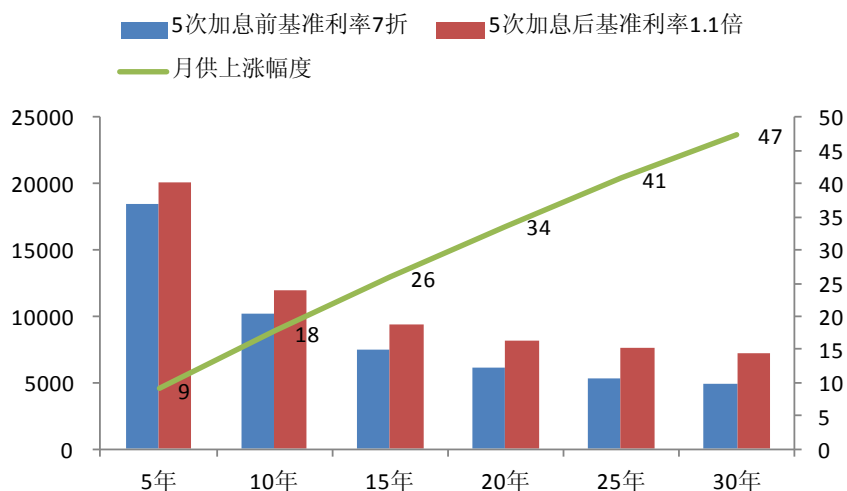


资料来源：WIND，民生证券研究所

（三）2012 年信贷政策结构性宽松，对刚需投资需求的差别化对待不会改变

自 2010 年 10 月 20 日以来央行已经五次上调人民币贷款基准利率，目前 5 年期以上中长期贷款的基准利率已经由此前的 5.94% 升至目前的 7.05%，如果考虑到利率优惠政策的逐步取消，实际利率的涨幅已经由 7 折时的 4.16% 升至目前 1.1 倍的 7.76%，5 年期以上购房贷款的年利率涨幅高达 86.5%，我们对比目前首次置业的实际月供和 7 折优惠利率时的月供，贷款 100 万元 30 年期的月供已经由 4866 元/月上升至 7168 元/月，涨幅高达 47%。如果假设房价相对 2008 年底上升 50%，居民购买同样一套房子的实际月供支出涨幅已达 71%。我们认为目前的信贷和利率政策对刚需的支持作用并不显著，2012 年存在对首次置业的购房优惠政策进行微调的可能，但是对投资投机需求的抑制不会放松，结构性宽松的概率较大。

图 56：贷款 100 万元 30 年期贷款的月供较优惠利率时涨幅高达 47%



资料来源：民生证券研究所

图 57：各档次贷款基准利率下贷款 100 万的月供对比

		5 年	10 年	15 年	20 年	25 年	30 年
假设 贷款 100w 1.1 倍利率		7168	60	120	180	240	300
	5.94%	19582	11372	8730	7476	6773	6343
	6.14%	19685	11484	8851	7606	6912	6489
	6.40%	19820	11631	9011	7777	7093	6680
	6.60%	19924	11745	9134	7910	7235	6829
	6.80%	20028	11860	9259	8044	7377	6978
	7.05%	20159	12004	9416	8213	7557	7168
	7.25%	20264	12120	9542	8349	7702	7320
	7.45%	20370	12236	9669	8486	7848	7474
	7.65%	20476	12353	9798	8625	7995	7629
	7.85%	20582	12471	9927	8764	8143	7785
	8.05%	20688	12589	10057	8904	8293	7942

资料来源：民生证券研究所

（四）通过对历次调控的梳理来推断政策可能出现松动的情景分析

首先来回顾我国短暂的房地产行业所经历过的几次重要的调控，进而来探寻政策是否可能救市，以及可能救市的时间点和可能采取的方式。

第一次调控：90 年代初期的海南、北海区域泡沫，泡沫瞬间破灭的影响巨大

海南、北海的区域性地产泡沫，其特点如下：1、投资增幅过大；2、土地供应量增长过快，并大量出现土地的炒买炒卖；3、银行资金的大量介入；4、商品房价格和土地价格畸形上涨（据《中国房地产市场年鉴（1996）》统计，1988 年，海南商品房平均价格为 1350 元/平方米，1991 年为 1400 元/平方米，1992 年猛涨至 5000 元/平方米，1993 年达到 7500 元/平方米的顶峰。短短三年，增长超过 4 倍）。当时主要是集团消费，91/92 年的个人购房比例仅为 34% 和 36%。当时的银行贷款主要是开发贷款为主，2001 年时已转向个人消费信贷为主，住房信贷安全性明显提高。

调控标志性政策：1993 年 6 月，中共中央、国务院印发《关于当前经济情况和加强宏观调控意见》。区域性泡沫最终导致大量烂尾楼出现，政府对区域性资产泡沫监控不到位也是导致资产价格快速膨胀的重要原因。最终化解这些三角坏账用去了 10 几年的时间，海南的房价在这 10 多年中始终没有超过泡沫时期的高点。这一次其实没有救市政策，只是在烂摊子最终形成后政府才着手去处理。

第二次调控：2002 年下半年-2007 年的预防全国的固定资产投资过热

1998-2003 年，住房消费需求释放，市场整体较为健康。1996 年 7 月，朱镕基时任副总理分管房改，1996 是 1993 年以来的宏观经济形势最好时期，国企经营不好，产销不对路，朱提出将住房培育成新的消费热点和经济增长点。1997 年 5 月，人民银行公布《住宅担保贷款管理试行办法》，为按揭业务提供了法律依据。1997 年 12 月朱镕基听取专项汇报，意识到无房户实际较少，真正的刚需主体为改善需型需求，之前的公房出售 5 年后才可转让，这一条就极大限制了二级市场的流动，从而影响到一级市场最主要的改善性需求。1998 年，正式出台房改纲领性政策。1999 年 2 月中国人民银行下发《关于开展个人消费信贷的指导意见》。2001 年下半年也出现了过热迹象，但主要是需求推动的。2002 年，总体市场仍较为理性，但是下半年房价涨幅明显高于上半年。

市场的特点如下：1、1998-2003 年商品住宅价格年均涨幅 3.6%，投资增幅合理，2004 年为 14.4%。2、银行信贷已转向个人消费信贷，信贷安全性较高。3、宏观经济形势严峻，各行业均呈现出投资过热，当时抑制投资过快增长是国家主要矛盾，地产要服从大局，由于房开投资占全社会固定资产的比重为 25.8%，控制地产增幅则可控制全国增幅。

2002-2004 年的调控政策：

1、2002 年 8 月 27 日，经国务院原则同意，建设部、计委（现发改委）、财政部、国土资源部、人行、国税总局六部委联合发文，指出局部地区出现投资增幅过大、土地供应过量、市场结构不合理、价格增长过快。2、2003 年 6 月 13 日，人行 121 号文，控信贷。3、2003 年 8 月 12 日，国务院 18 号文。4、2004 年 4 月下旬，国务院召开会议，全面部署宏观调控，

把住信贷投放和土地供给两道闸门。之后的一系列配套调控政策：5、治理整顿土地市场秩序。国务院办公厅4月29日《关于深入开展土地市场治理整顿严格土地管理的紧急通知》，明确在治理整顿期间，全国暂停农用地转非农建设用地（半年）。6、加强金融调控和信贷管理。4月28日中央决定，适当提高存款准备金率与实行差别存款准备金率制度。商业银行要严格执行产业政策和信贷条件发放贷款，各级政府不得干预严格执行项目贷款资本金比例的规定，严禁企业将银行贷款转给关联企业作为项目资本金。7、清理固定资产投资项，着力解决投资膨胀的问题。8、提高项目资本金比例。4月26日国发13号文，对钢铁、电解铝、水泥、房地产开发建设项目资本金比例进行调整，钢铁调高到40%以上，水泥、电解铝、房开（不含经适房）资本金比例提高到35%及以上。

市场对2004年调控政策的反应：商品住宅价格同比上涨14.4%，远超之前5年的年均3.6%。原因如下：

1、供求结构矛盾导致平均房价上涨。从住房供应的产品线来看，市场倾向供应高价房，低价房产品供不应求，在快速消化之后使得成交结构发生变化。（二线城市的改善需求，住房面积肯定要比之前住的要大，大户型其实也是有一定市场的）2、总量上的供不应求。3、开发成本增加推动房价上涨：一、地价上涨明显。2002年以前，土地获取以协议出让和划拨为主，地价极低。2002年实行招拍挂之后，地价有较大攀升。二、建材价格上涨。占比较小，但也不可忽视。三、拆迁成本增加。四、商品住宅品质提高带来的成本增加。五、农民工工资水平的不断提高也增加了开发成本。4、过高的心理预期一定程度推动了房价上涨。调控政策给市场的预期是收紧供给，致使房价上涨。5、市场中存在的少量投机炒作行为对房价非正常上涨有一定影响。6、部分城市区域空间发展战略调整导致商品房价格重心上移。

2005年的调控政策：

1、2005年的两会，房价成为焦点，2005年3月27日，国务院发国八条《关于切实稳定住房价格的通知》。2、2005年5月9日，国务院办公厅转发建设部、发改委、财政部、国土部、人行、税务总局、银监会七部委的《关于做好稳定住房价格工作的意见》，简称七部委文件。调整供应、重点是改善供应结构，调控需求，遏制投机、控制投资、合理引导改善型住房需求，控制拆迁带来的被动住房需求，整顿规范市场秩序。

市场对调控政策的反应：2005年5月各地二手房挂牌量明显增加，挂牌一段时间未能成交后，挂牌价开始下调。5-8月初，观望气氛较浓，部分城市房价月度环比略有下跌，部分城市下跌更为明显。

当时开发商的资金储备，好的企业可以坚持半年，一般企业坚持2-3个月。出于保护市场、引导合理住房消费等种种原因：3、2005年8月13日，曾培炎副总理的新闻稿下发后，市场预期开始转变，成交明显回升。4、2006年5月24日，国务院转发建设部、发改委、监察部、财政部、国土部、人行、税务总局、统计局、银监会《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》，九部委文件，其内容主要包括1切实调整住房供应结构，90/70政策。2进一步发挥税收、信贷、土地政策的调节作用。从2006年6月1日起，个人住房按揭首付不得低于30%。3合理控制城市房屋拆迁规模和进度。减缓被动型住房需求的过快增长。4进一步规范、整顿

房地产市场秩序。

市场对调控政策的反应：2006 年 5 月的 90/70 政策，所占比重计算政策在几个月后才得到明确，致使很多城市半年多没有新批项目，直接影响市场供应和预期，加上之前政策对土地供给的收紧，使得房价仍进一步上涨。

随着 2007 年开始的逐步加息，政策影响逐步累积，再加上全球的金融危机，使得 2008 年的销量和均价都有一定幅度的下调。即使在 2008 年金融危机情形下，商品住宅房价同比下跌的也仅有上海、南京、南昌、长沙、青岛、深圳，且跌幅均较小。

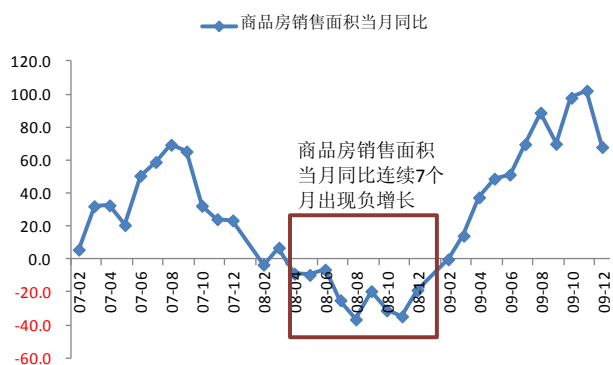
第三次调控：2009 年底至今，为上一轮未完成调控的延续，政策严厉程度强于以往

（详细内容已在前文阐述，请参考第四章第一节）

我们通过以上三次大的调控周期来看，**真正意义上的救市就只有 2008 年 10 月一次**，当时微观市场有以下特点：

1、市场观望情绪过浓导致销售出现大幅萎缩，销售持续几个月的同比负增长，践行高周转的房企 2008 年二季度时的部分项目推盘首日去化率不足 5%，基本处于滞销状况。2、部分城市连续数日仅有零星成交。3、实体经济层面出现大面积裁员降薪，单季度 GDP 增速降到 10% 以下，仍有进一步下行风险。4、地方政府普遍出台自发性的扶持政策。我们认为，2012 年商品房销售量价都将处于缓慢下行的通道中，只要外围经济不出现大的动荡，上述 4 点情形在 2012 年将很难发生，全年调控政策将保持微调预调的态势。

图 58：全国商品房销售面积当月同比连续 7 个月负增长



资料来源：WIND、民生证券研究所

图 59：GDP 增速连续 5 季度回落，未来继续下滑风险加剧



资料来源：WIND、民生证券研究所

（五）2012 年地方政府存在政策执行的放松预期

2012 年还款压力凸显和土地流拍日益增多将导致下半年地方政府政策存在放松预期

部分城市的地方融资平台贷款将会自 2011 年下半年逐步开始归还本金，而 2012 年开始则进入归还本金的高峰期，还款压力的凸显和土地流拍率的持续回升，将进一步收紧地方政府的资金链，摆在地方政府面前有两条路：1、略微放松目前的商品房调控政策执行力度，促使成交显著回升，从而改变开发商对楼市的预期进而提高开发商拿地热情；2、适当降低土地底价，从而促使开发商拿地。然而房价在 8 月份之后已经开始出现回落，且中央已通过各种方式明确告知地方政府楼市调控政策的执行不能打半点折扣，留给地方政府的就只有一条路，选择降低土地价格，以促进成交，我们通过近期与各个开发商的交流也发现，近 1 个月部分城市如北京等，土地市场均出现比较难得的投资机会，地方政府对于土地成交变得更为积极。

地方政府债属稳定市场信心行为，大规模、大面积推广尚需时日

上海市 11 月 15 日率先以自行招标的方式发行总额为 71 亿元的地方政府债券，成为中国首个自行发行地方债的城市。昨日招标结果显示，上海政府债 3 年期最终中标利率 3.10%，认购倍数 3.5，5 年期最终中标利率 3.30%，认购倍数 3.1。广东省财政厅 11 月 19 日公布，规模 69 亿元的广东地方债招标工作于 18 日完成，其中 3 年期与 5 年期品种票面利率分别落在 3.08% 和 3.29%，较上海地方债低了 1-2 个基点，并且显著低于当日同期限的国债收益率；与此同时，这两个品种均获得了超过 6 倍的认购。

地方政府债着实为地方政府筹措了资金，较高的认购倍数和较低的中标利率稳定市场的意图非常明显，可以作为验证的是，自 20 日财政部公布《2011 年地方政府自行发债试点办法》后，城投债收益率已出现较大幅度下行。地方政府债的发行总体是为了对冲 2012 年即将开始的平台还款的本金兑付风险，大规模、大面积推广尚需时日。

（六）资本市场房企再融资可能会略有松动

11 月 17 日，金融街的大股东北京金融街投资（集团）有限公司发行了 5 年期 40 亿的中期票据，主要用于偿还银行贷款和补充营运资金，集团虽然承诺不会用于房地产开发、金融、土地一级开发等业务，但是补充营运资金的举动还是在一定程度上缓解了开发商的资金紧张问题，与此同时我们也了解到有部分房企谋求发行企业债的过程已有实质性进展，综合来看，2012 年资本市场对房企维持了 2 年多的停止再融资政策可能出现一定程度的松动。

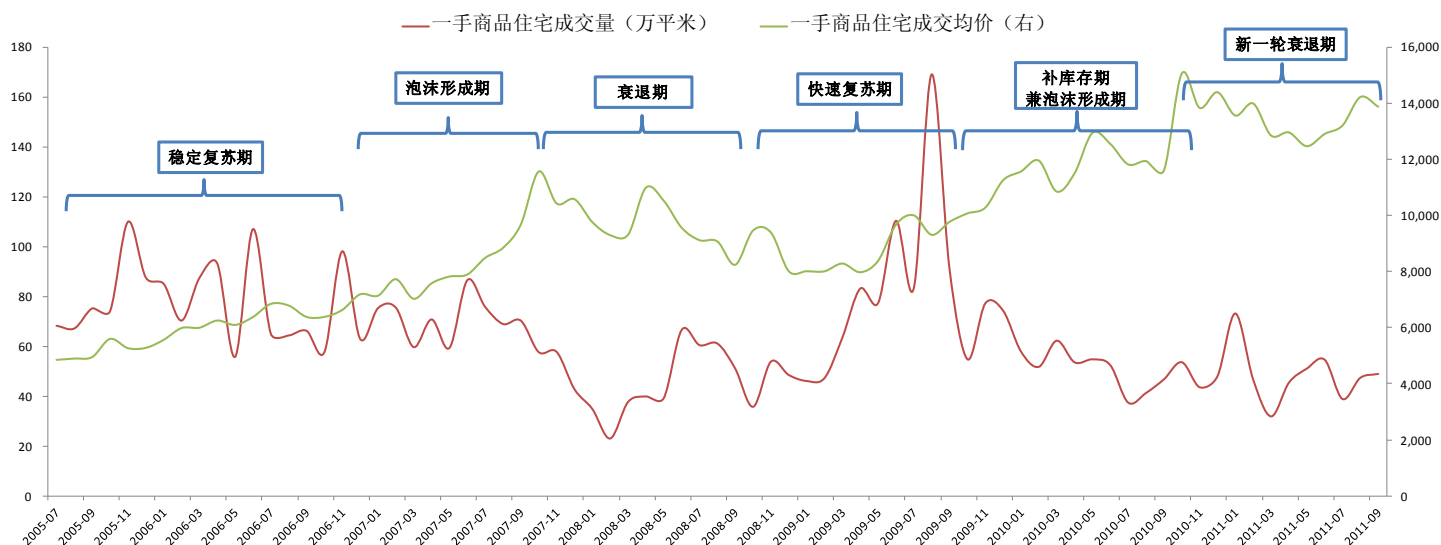
三、政策维持高压和房价预期的转向，使得行业在 2012 年步入新一轮衰退期

（一）楼市处于新一轮衰退期的起始阶段，持续期将贯穿 2012 年

楼市周期变化一般分三个主要阶段：复苏期、泡沫形成期、衰退期，对于每一期的时间划分又有稳定（缓慢）及快速两种，我们以广州 2005 年至今的商品住宅量价数据作为案例，来阐述目前的楼市正处于新一轮衰退期的起始阶段。

当基本面处于衰退期时，商品房销售的量价均呈现不同程度的下跌，而衰退期的持续时间，与泡沫形成期的房价上涨幅度有关，也与楼市基本面的供需有关，上一轮衰退期起始于 2007 年 11 月，终止于 2008 年 10 月，终结的客观刺激因素主要是由于中央对房地产行业的态度发生了惊天逆转，开始大力支持居民购房，信贷以及一系列的购房优惠政策促使楼市迅速从衰退期中走出，并完成了一轮快速复苏。

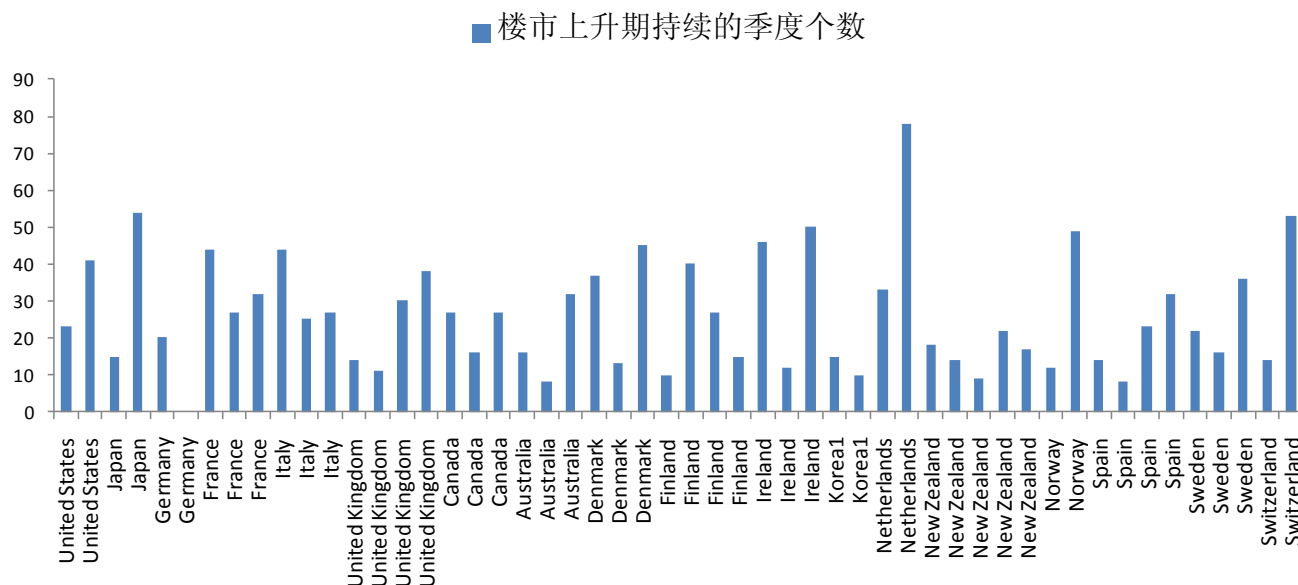
图 60：以广州为例——目前楼市基本面处于新一轮衰退期的初始阶段



资料来源：CREIS，民生证券研究所

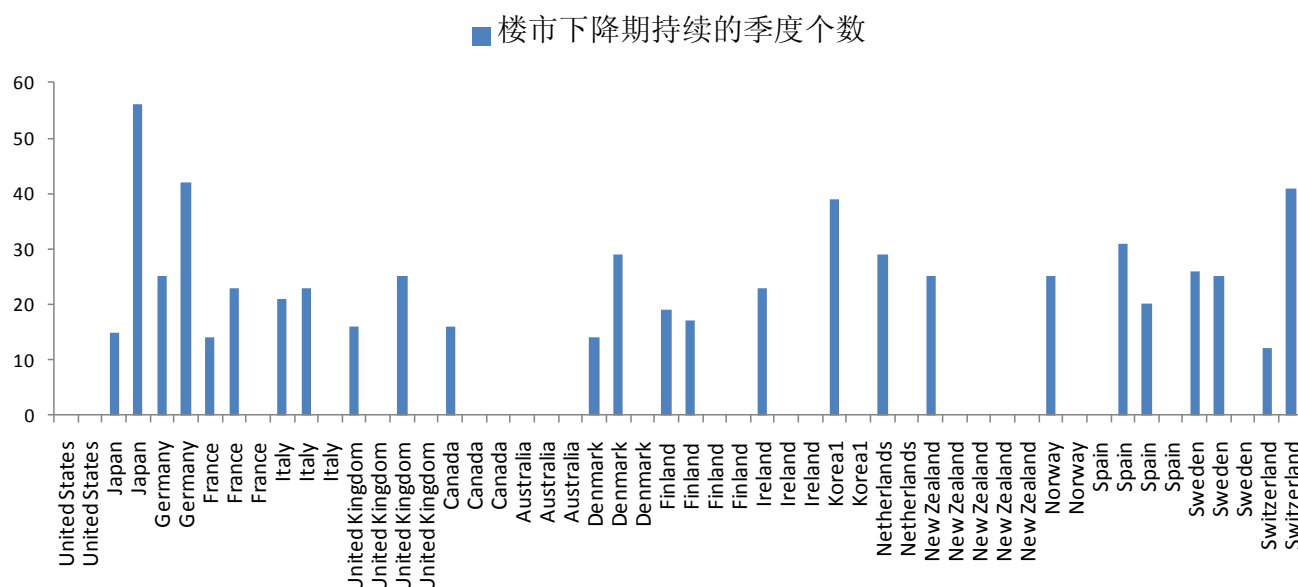
我们通过对 18 个国家的房地产行业周期研究发现，对于处于衰退期的房地产行业来说，一般的持续周期都至少在 12 个季度以上，18 个国家衰退期的平均持续时间约为 25 个季度，我们可以想象，如果没有 2008 年中央政府力挽狂澜式救市举措，楼市复苏的时间将会大大地向后推迟。考虑到 2008 年救市所带来的货币超发以及房价的快速飙升，我们预计政府此轮调控的持续时间及力度将会超越此前以往任何一次调控，而且基本面向下的持续时间也将至少持续 1 年以上。

图 61: 1970 年以后, 18 个国家房地产行业上升周期持续季度数, 最短 8 个季度, 平均 27 个季度



资料来源: OECD-IMF WORKSHOP, 民生证券研究所

图 62: 1970 年以后, 18 个国家房地产行业下降周期持续季度数, 最短 12 个季度, 平均 25 个季度

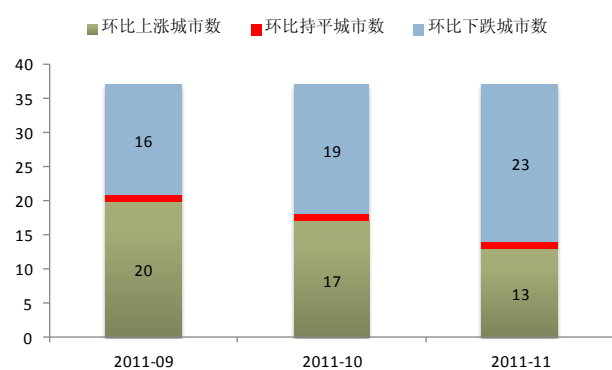


资料来源: OECD-IMF WORKSHOP, 民生证券研究所

（二）目前基本面格局：量价齐跌，观望气氛加重

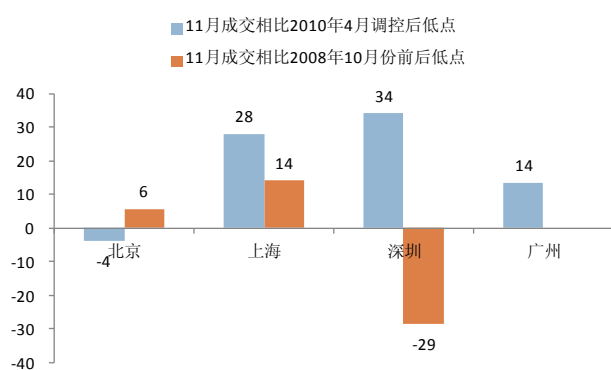
我们对 11 月份截止最新的 37 个重点跟踪城市的成交数据进行分析，结合我们 8-11 月对广州、深圳、东莞、佛山、惠州、贵阳等城市实地调研了解到的情况判断，目前的房价已实际步入下行通道，房价同比增速的回落以及环比的下跌，其范围正逐步扩大，在房价预期尚未改变前，推盘的上升将会带动市场整体成交的回升，但是在房价下降预期形成之后，推盘的回升对成交量的带动作用变得更弱，结合我们对楼市周期的研究结论，我们预计此次调整将持续 1 年以上时间，而全国商品房的整体销量将呈现震荡下行态势。

图 63: 9-11 月 37 个重点城市月均环比下跌城市数持续增加



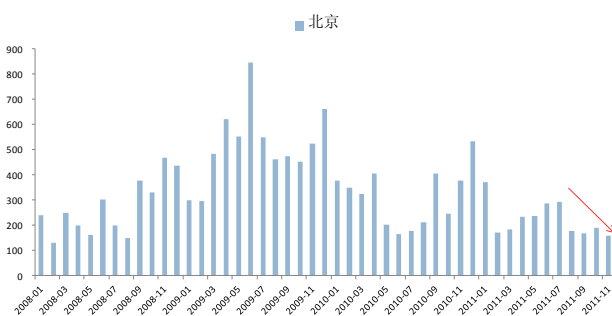
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 64: 京沪广深销量较之前两次调控销量低点降幅对比 (%)



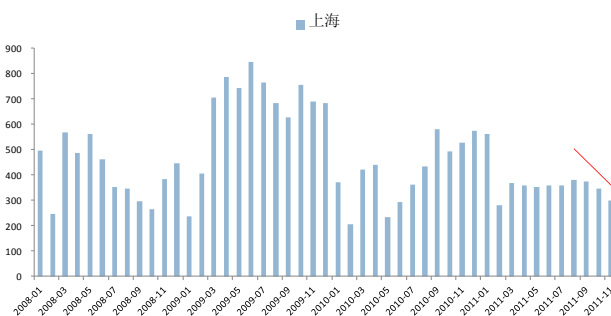
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 65: 北京 8-11 月商品住宅成交维持近 4 年低位



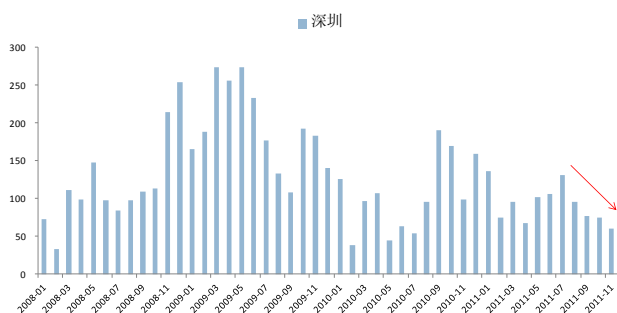
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 66: 上海商品住宅成交连续 3 个月下降



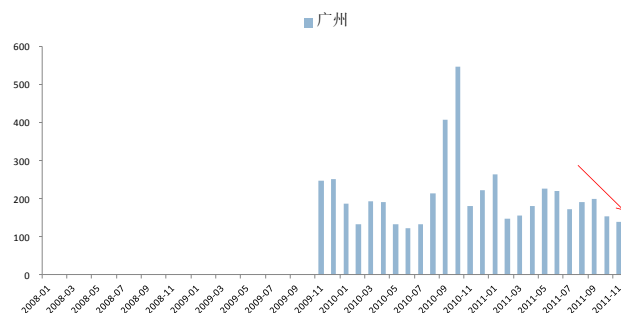
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 67: 深圳商品房成交连续 4 个月下降



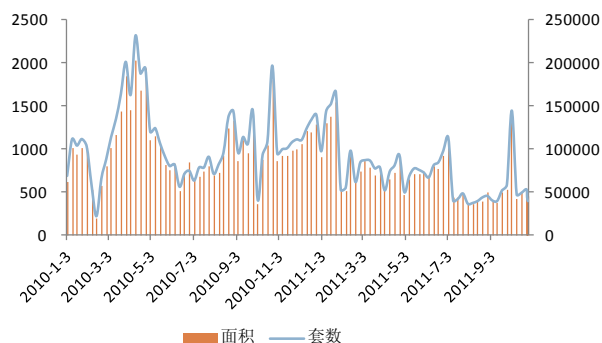
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 68: 广州商品房成交已接近 2010 年调控期低点



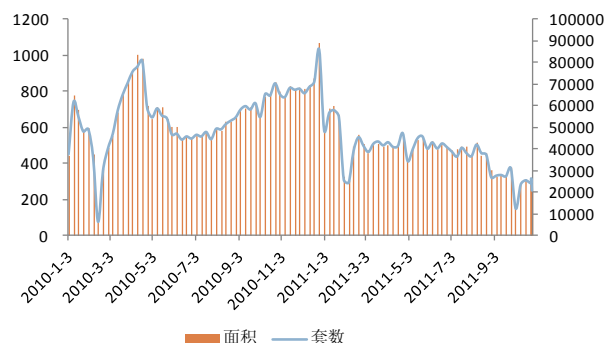
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 69: 一线城市二手房成交量处于近 2 年以来低位



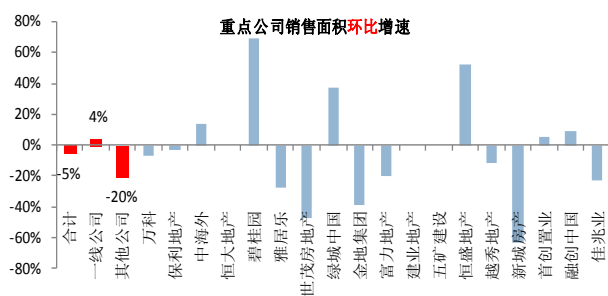
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 70: 二线城市二手房成交量处于近 2 年以来低位



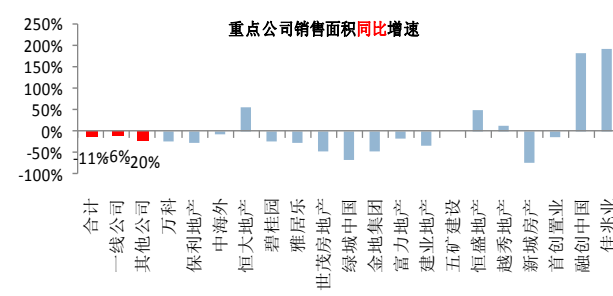
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 71: 2011 年 10 月重点公司销售面积环比增速



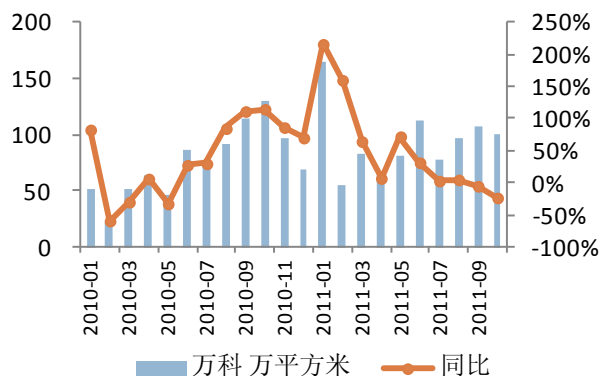
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 72: 2011 年 10 月重点公司销售面积同比增速



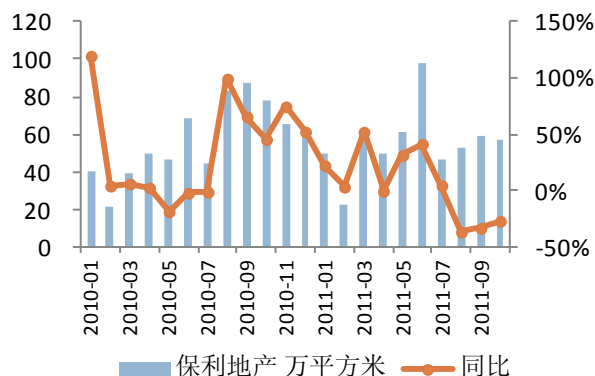
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 73: 万科销售面积单月同比增速持续下滑



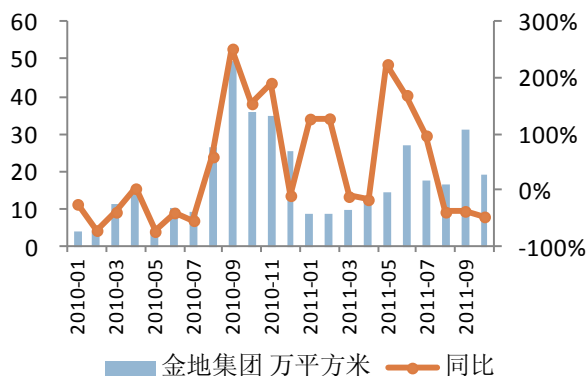
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 74: 保利地产连续 3 个月单月同比增速出现负增长



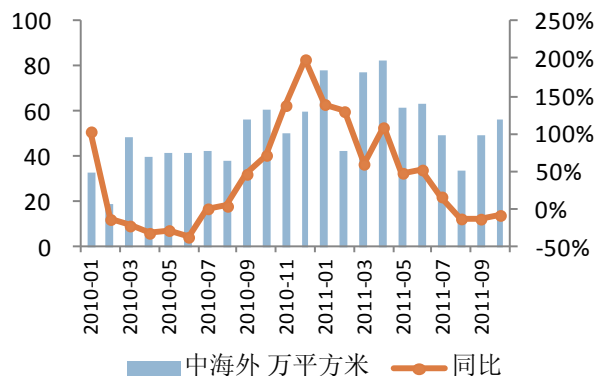
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 75: 金地集团连续 3 个月单月同比增速出现负增长



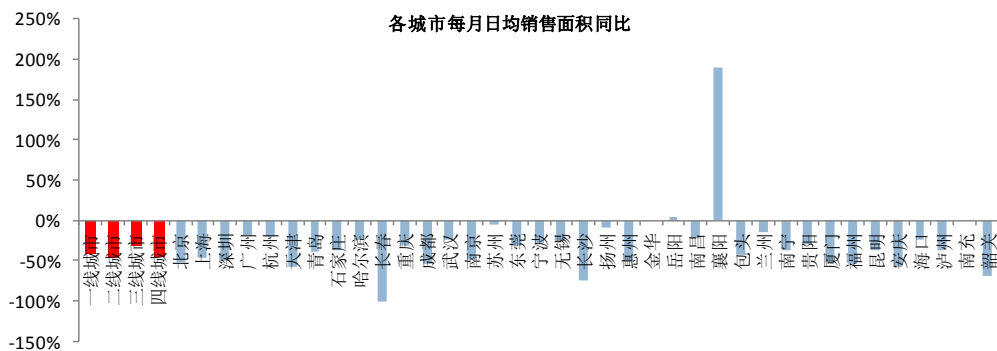
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 76: 中国海外发展连续 3 个月单月同比增速出现负增长



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 77: 11 月上旬 37 个城市新房日均销售面积同比几乎呈现全线下降态势



资料来源: CREIS、民生证券研究所

(三) 推盘高峰临近和销售放缓促使明年一季度库存水平超过 2008 年高点

结合我们对 40 个重点城市的推盘节点分析, 预计 2011 年四季度将是全年的推盘高峰, 重点城市的库存水平将在四季度出现快速上升, 我们编制的商品房库存替代指标也显示, 自 2008 年底市场经历一轮快速去库存以后, 楼市的相对库存水平呈现快速复苏态势, 但是库存水平的相对充足程度较 2008 年三季度时的高点仍有一定差距, 我们预计明年一季度的库存水平达到甚至超过 2008 年的峰值。

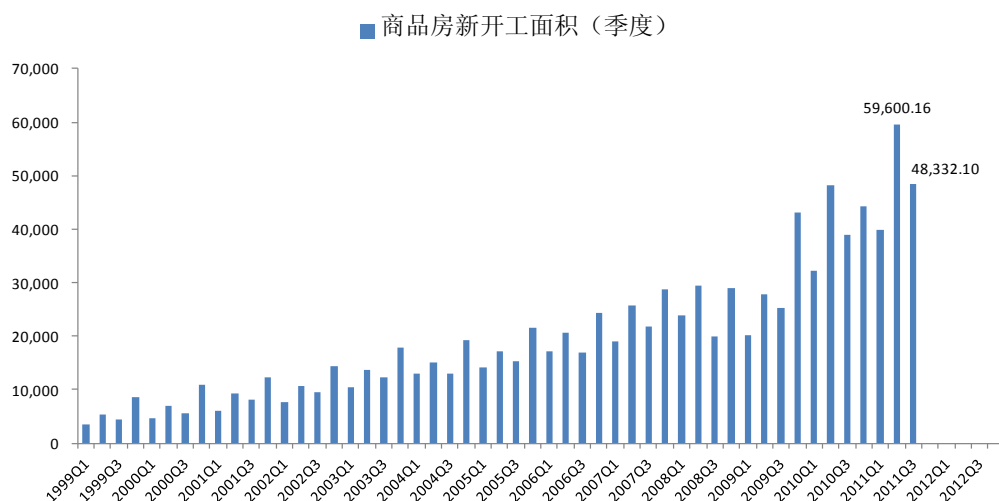
图 78: 2011 年四季度将是全年的推盘高峰, 库存水平预计在四季度快速上升

城市	11年潜在供应	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	城市	11年潜在供应	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
重庆	4608	低	平	高	高	平	平	长春	1264	平	平	低	高	平	平
沈阳	3311	高	平	平	高	高	平	贵阳	1207	平	平	高	高	高	平
上海	2504	低	高	高	高	平	平	福州	1035	高	低	高	高	高	高
长沙	2287	平	高	高	高	平	平	宁波	981	高	平	平	高	高	高
北京	2268	平	平	高	高	高	平	南宁	946	平	平	高	高	平	平
苏州	2249	平	平	高	高	高	高	昆明	940	低	平	平	低	平	高
成都	2152	低	低	平	平	平	平	呼和浩特	857	平	平	低	高	高	高
武汉	2054	平	高	平	高	高	平	济南	821	平	平	高	高	平	高
合肥	1907	高	高	高	高	高	高	银川	767	平	平	平	高	高	高
广州	1901	平	平	高	高	平	平	乌鲁木齐	599	平	高	低	高	高	平
天津	1860	平	高	高	高	平	平	西宁	594	平	高	高	高	平	平
西安	1850	平	高	平	平	平	平	温州	562	高	高	高	平	高	高
青岛	1801	平	平	高	平	平	平	太原	551	高	高	平	高	高	高
郑州	1687	低	高	平	平	平	高	深圳	471	平	平	低	平	平	平
石家庄	1602	平	高	平	高	高	高	南昌	459	平	平	低	平	平	平
无锡	1528	平	高	高	高	高	高	兰州	412	高	高	平	高	高	高
南京	1437	平	高	高	高	平	高	厦门	391	低	平	低	高	高	高
哈尔滨	1375	平	高	低	高	高	高	北海	386	平	平	高	高	平	平
杭州	1358	平	平	平	高	高	高	海口	230	平	高	平	平	平	高
大连	1283	平	平	低	平	平	高	三亚	151	平	平	高	低	平	高

资料来源: 世联地产、民生证券研究所

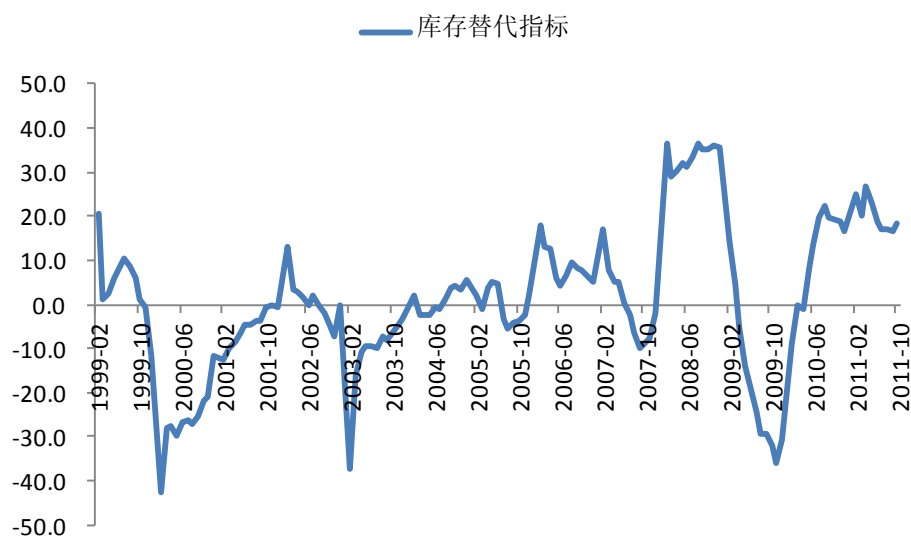
我们通过对销售面积及新开工面积的研究发现, 销售面积累计同比增速领先新开工面积累计同比增速约 5 个月时间, 而新开工面积领先预售全国平均在 10-12 个月左右, 由于 2011 年二、三季度商品房新开工面积分别为 5.96 亿平方米和 4.83 亿平方米, 分别为历史单季度的最高值和次高值, 我们据此判断 2012 年的第一个供应高峰将会出现在二季度末。

图 79：2011 年二、三季度商品房新开工面积分别为历史单季度第一第二高，预示 2012 年二季度将迎来新的推盘高峰



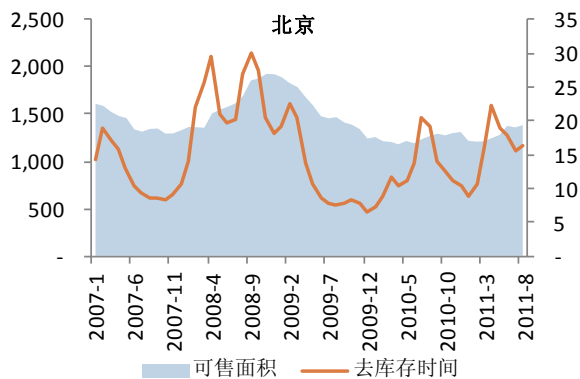
资料来源：CREIS，民生证券研究所

图 80：民生地产商品房库存替代指数维持高位，预计 2012 年一季度会达到并超过 2008 年峰值水平



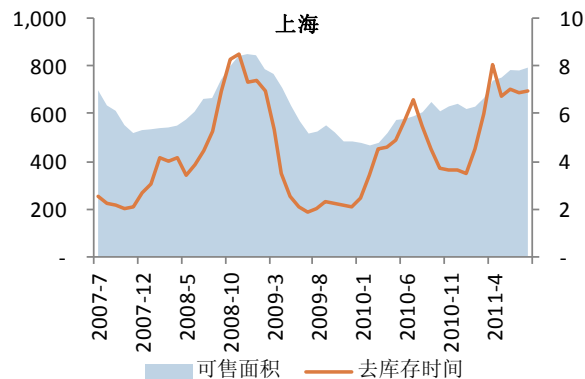
资料来源：CREIS，民生证券研究所

图 81: 北京商品住宅库存量稳步回升



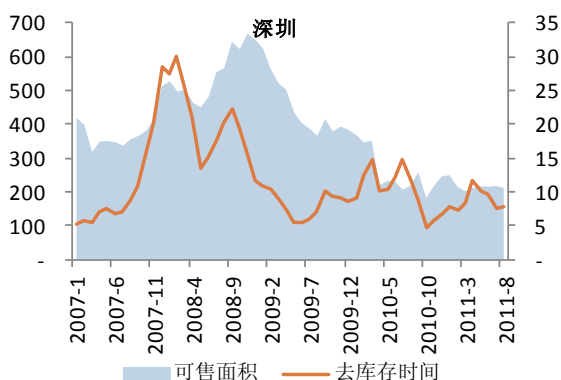
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 82: 上海商品住宅库存接近 2008 年高点



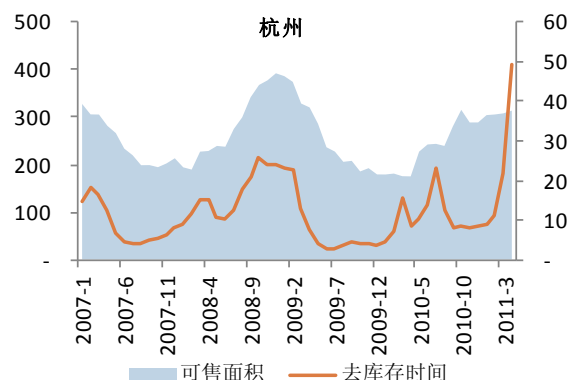
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 83: 深圳商品房库存低位攀升



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 84: 杭州商品房库存接近 2008 年高点



资料来源: WIND、民生证券研究所

（四）较严的限购政策致 2012 年商品房销量呈 $\searrow$ 型走势，销售面积同比下降 2.5%

流动性和通胀预期是影响商品房销售的重要变量

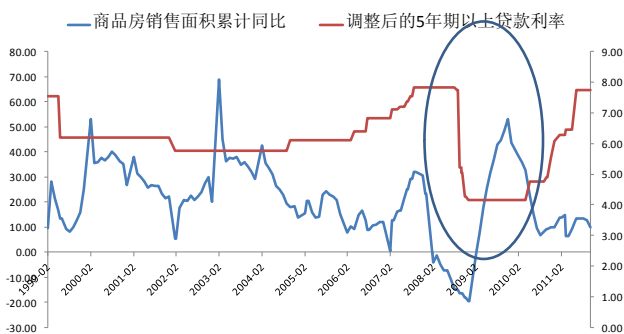
我们对比 M1 增速和商品房销售面积累计同比增速发现，两者具有显著的正相关性，而且在自 2007 年以后，M1 增速对商品房销售面积增速的拉动作用要显著强于 2007 年以前，这可以用在房价持续攀升时期，采用按揭的购房方式所占比重日益提升来解释。而经过调整后的 5 年期以上贷款利率在 2006 年后对商品房销售的影响较前期更为显著，CPI 与商品房销售面积累计同比增速的正相关性也更为明显。

图 85: M1 同比增速与商品房销售面积同比增速有较强的相关性，自 2007 年后 M1 对商品房销售影响更显著



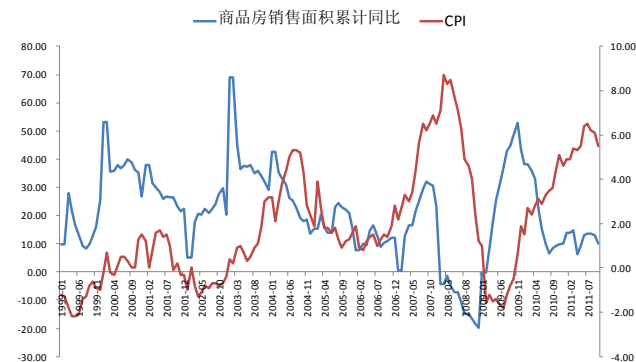
资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 86: 利率因素对商品房销售的影响自 2006 年后更为显著



资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 87: CPI 与商品房销售面积累计同比增速



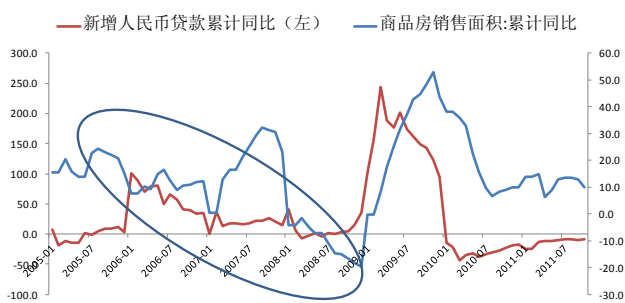
资料来源: WIND, 民生证券研究所

2012 年商品房销售面积同比变化范围在-5%至 2%之间，中性假设下预计同比微降 2.5%

我们预测 2012 年 M1、M2 增速分别为 12%、14%，2011、2012 年全年新增信贷分别为 7.5 万亿、8 万亿，2012 年 GDP 增长 8.7%，我们用 M1 增速、CPI、5 年期以上真实贷款利率以及平均首付比例对商品房销售面积累计同比增速进行多元线性回归，考虑到已在 40 个城市执行的较严的限购政策，中性预期下预计全年商品房销售面积同比下降 2.5%，在悲观假设下同比下降 5%，乐观假设下同比增长 2%。

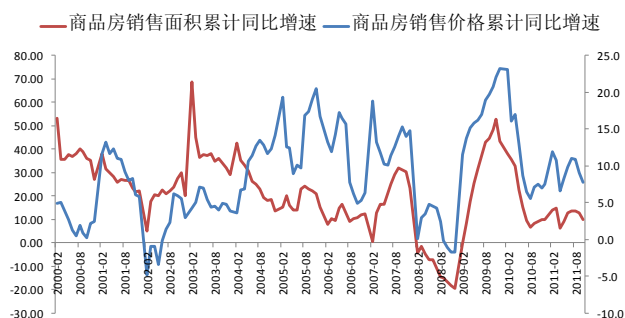
考虑到流动性释放的节奏以及开发商新盘入市的节奏，我们推测 2012 年商品房销售面积累计同比增速将呈现 $\searrow$ 型走势，二三季度之间，可能会出现一波小阳春行情，但是由于在较严的限购和限贷政策下，房价处于持续下行的通道中（下一节将详细阐述），而商品房销量的累计同比增速也将较 2011 年整体下一个台阶。

图 88: 新增人民币贷款累计同比增速领先商品房销售面积累计同比增速约 8 个月



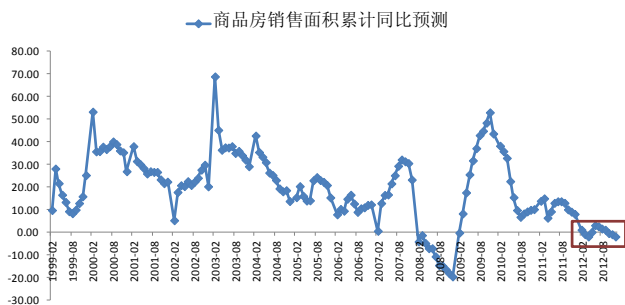
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 89: 商品房销售面积累计同比增速和商品房销售价格累计同比增速具有较强的正相关性



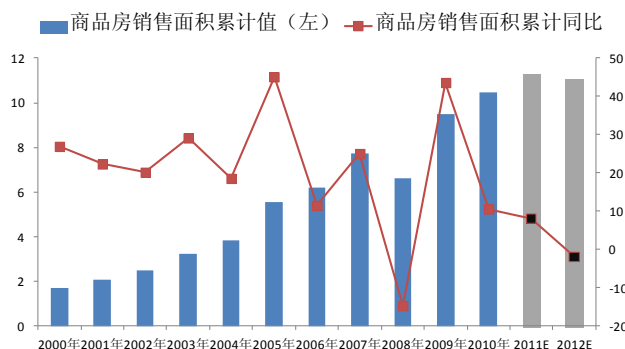
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 90: 2012 年商品房销售面积累计同比增速呈 $\searrow$ 型走势



资料来源：WIND、民生证券研究所

图 91: 2012 年商品房销售面积同比增速仍将进一步下滑

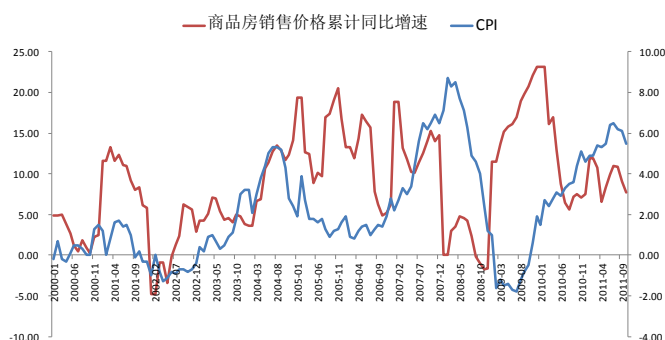


资料来源：WIND、民生证券研究所

（五）销售放缓致 2012 年房价呈缓慢回落态势，销售均价预计同比下降 2%

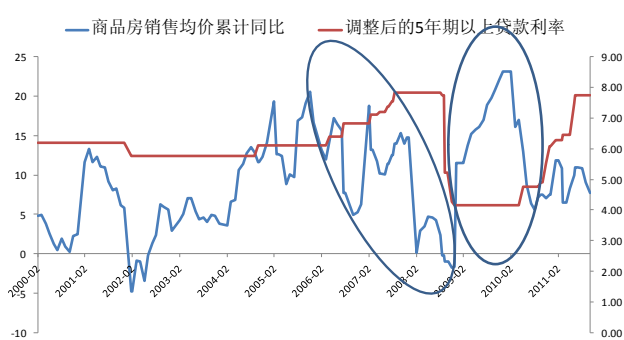
我们通过研究 CPI 和商品房销售均价累计同比增速的数据发现，CPI 领先商品房销售均价累计同比增速约 13 个月，再加上明年全国的商品房库存创新高，以及地价绝对值水平的整体回落是大概率事件（第三章将详细阐述），我们预计 2012 年全国商品房销售均价整体走势将呈现缓慢回落态势，销售均价预计同比将微降 2%。

图 92: CPI 领先商品房销售均价累计同比增速约 13 个月



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 93: 贷款利率领先商品房销售均价累计同比增速约 8 个月



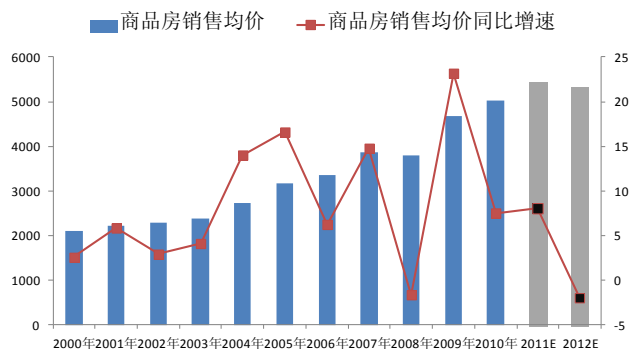
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 94: 10 年 6 月至今百城及十大城市价格环比增速持续回落



资料来源: CREIS 中国房地产指数系统、民生证券研究所

图 95: 商品房销售均价及同比增速预测

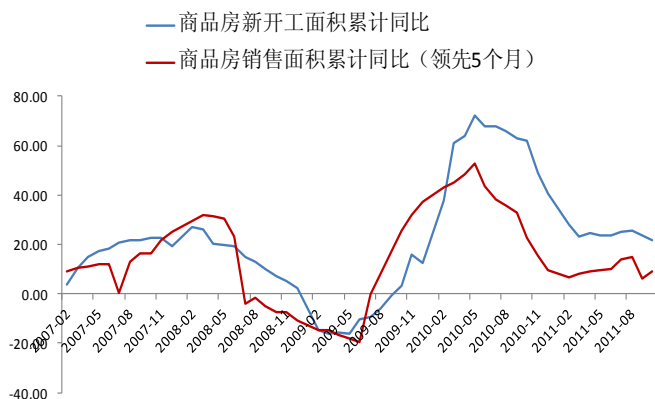


资料来源: WIND、民生证券研究所

（六）销售放缓和库存上升，致 2012 年新开工面积增速回落至 8%

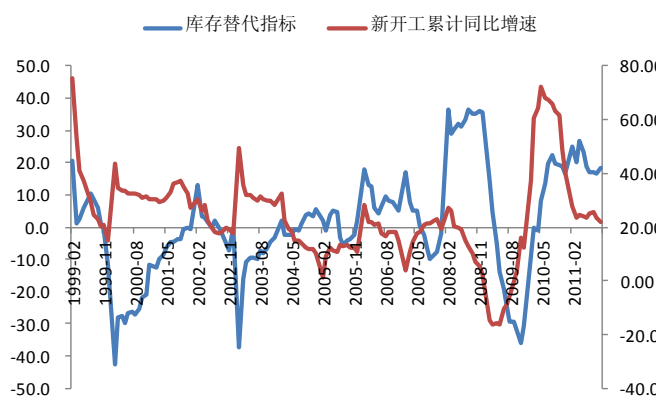
我们通过对 2007 年至今的月度数据研究发现，商品房新开工面积累计同比增速基本和领先 5 个月的销售面积累计同比增速存在显著正相关，这也基本上印证了持续一定时间的销售低迷会传导致新开工放缓，而在行业复苏期时，持续一段时间的销售回暖使得库存消化到一定程度之后，才会使得企业有补库存的动力，我们的库存替代指标显示，待库存上升的阶段高点之后，新开工面积累计同比增速便会出现快速回落，而在库存的堆积期，新开工面积累计同比增速会保持缓慢的攀升或维持稳定，在极端情况下（仅指 2008 年），新开工面积才会出现负增长，我们判断 2012 年新开工面积累计同比不会出现 2008 年时的负增长，而由于库存持续堆积的压力，超过 10% 的增速也将难以出现，2012 年商品房新开工面积累计同比增速预计为 8%。

图 96：销售面积累计同比增速领先新开工面积增速约 5 个月



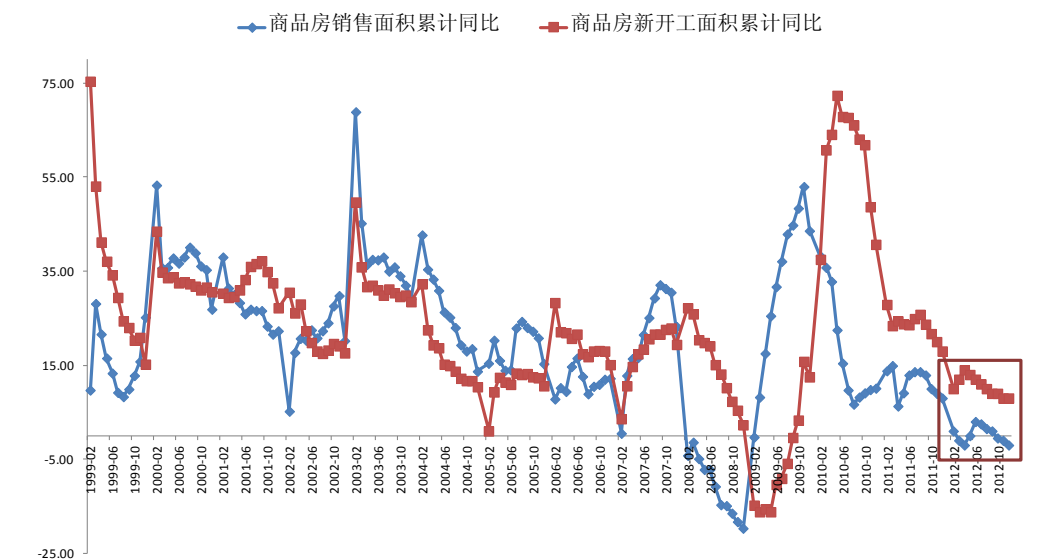
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 97：民生地产库存替代指标领先新开工约 12 个月



资料来源：WIND、民生证券研究所

图 98：2012 年新开工面积累计同比增速预测为 8%



资料来源：WIND、民生证券研究所

(七) 开工放缓致 2012 年房地产开发投资增速回落至 15%

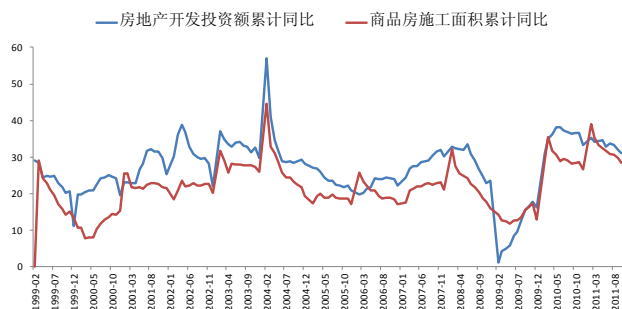
我们通过对比房地产开发投资额累计同比增速和施工面积累计同比增速以及 PPI 累计同比增速发现, 房地产开发投资额累计同比增速与后两者存在显著的正相关性, 用施工面积累计同比增速和 PPI 累计同比增速对房地产开发投资额累计同比增速做多元线性回归, 其与施工面积累计同比增速相关系数为 0.98, 与 PPI 累计同比的相关系数为 0.69, 回归方程为:

$$\text{房地产开发投资额累计同比增速} = 0.98 * \text{施工面积累计同比增速} + 0.69 * \text{PPI} + 1.96$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
施工面积累计同比	0.975132	0.068100	14.31915	0.0000
PPI	0.688728	0.126818	5.430839	0.0000
C	1.957449	1.507587	1.298399	0.1971
R-squared	0.804472	Mean dependent var	27.83585	
Adjusted R-squared	0.800676	S.D. dependent var	9.214091	
S.E. of regression	4.113701	Akaike info criterion	5.694417	
Sum squared resid	1743.021	Schwarz criterion	5.769797	
Log likelihood	-298.8041	Hannan-Quinn criter.	5.724969	
F-statistic	211.8897	Durbin-Watson stat	0.493671	
Prob(F-statistic)	0.000000			

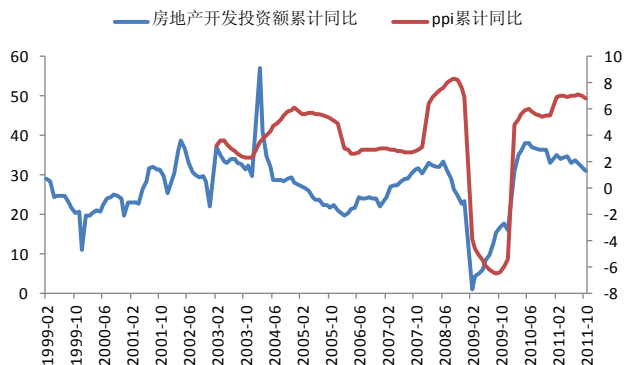
我们通过对比研究发现, 商品房施工面积累计同比增速在最近 10 年都没有出现低于 10% 的情况, 即使是 2008 年金融危机时, 其造成的施工面积累计同比增速的最小值也仅是在 2009 年 5 月份出现, 为 11.7%, 这也是自 2001 年以来的最低值, 由于我们预测 2012 年 PPI 同比增长 3.3%, 所以据此估算 2012 年房地产开发投资额同比增速区间预计为 12%-18%, 中性假设下预计为 15%。

图 99: 房地产开发投资额累计同比与施工面积累计同比有显著的正相关性



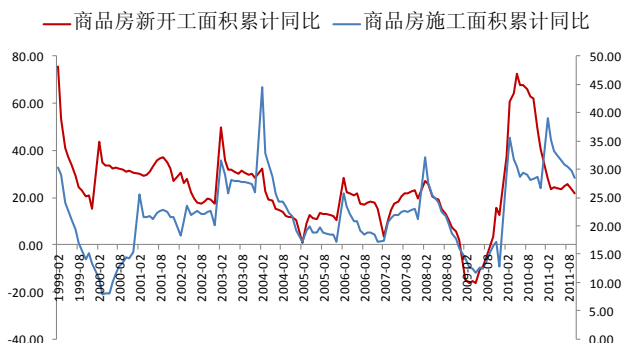
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 100: 房地产开发投资额累计同比与 PPI 累计同比有显著的正相关性



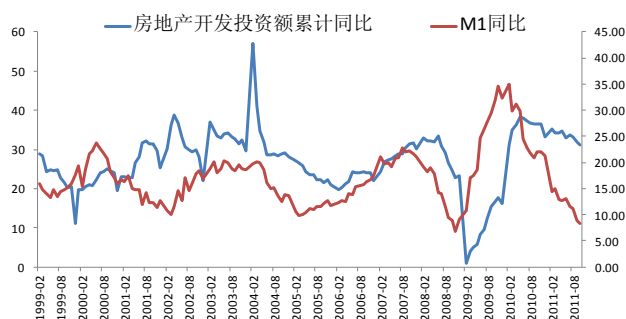
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 101: 新开工累计同比领先施工累计同比约 9 个月



资料来源: WIND、民生证券研究所

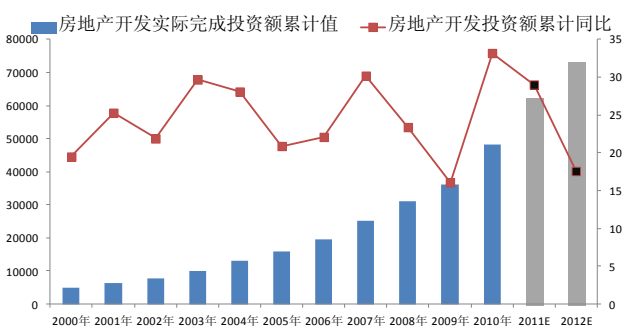
图 102: M1 同比领先房地产开发投资累计同比增速约 8 个月



资料来源: WIND、民生证券研究所

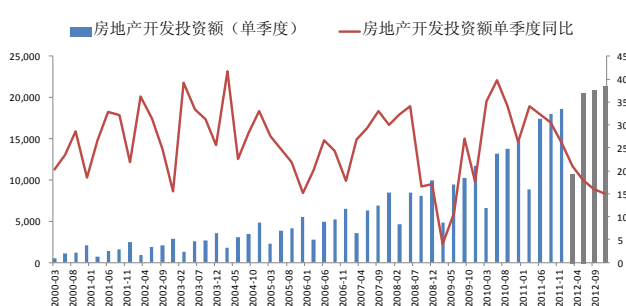
我们认为 2012 年的楼市为量价震荡缓跌的走势,与 2008 年的楼市演变趋势有可比性,但是下跌的幅度远不会像 2008 年一样剧烈,单季度房地产开发投资额同比增速预计将呈现逐季度下滑态势,一至四季度房地产开发投资增速预计分别为 18%、16%、13%、13%,全年房地产开发投资额增速预计为 15%。

图 103: 2012 年房地产开发投资额累计同比增速下一个台阶



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 104: 2012 年度房地产开发投资额单季度同比将逐季回落



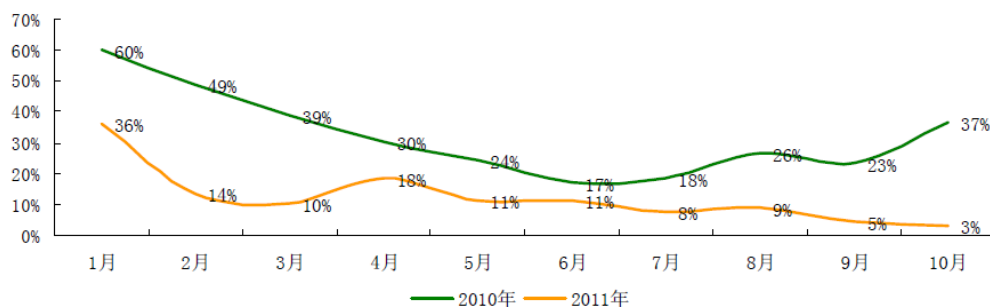
资料来源: WIND、民生证券研究所

四、2012 年土地市场持续降温，预计持续 1 年以上时间

（一）10 月溢价率持续下跌创两年内新低，土地市场共振程度显著强于商品房市场

从我们跟踪的溢价率数据看，自今年年初以来，土地一级市场处于缓慢地持续降温状态，全国 133 个城市的月度住宅用地溢价率由年初的 36%，下滑至目前的 3%，如果我们将时间区间拉长，住宅用地的溢价率水平已经从 2010 年 1 月的 60%逐步下滑至目前的 3%，土地市场格局呈现出缓慢趋冷的态势，而土地市场的溢价率基本降至低位，后续的调整将更多以土地成交面积同比和环比增速的回落以及地价的持续走低来体现。

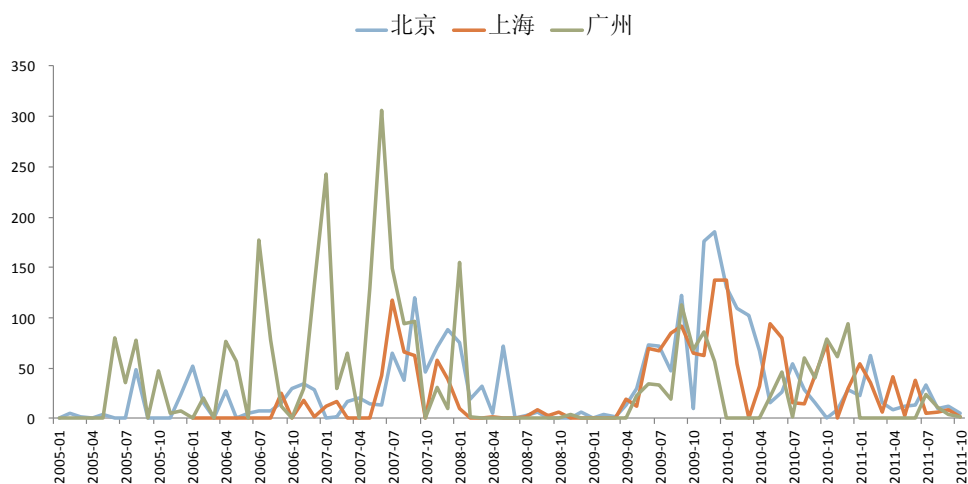
图 105：2010 年至今全国 133 个城市月度住宅用地溢价率持续走低



资料来源：CREIS，民生证券研究所

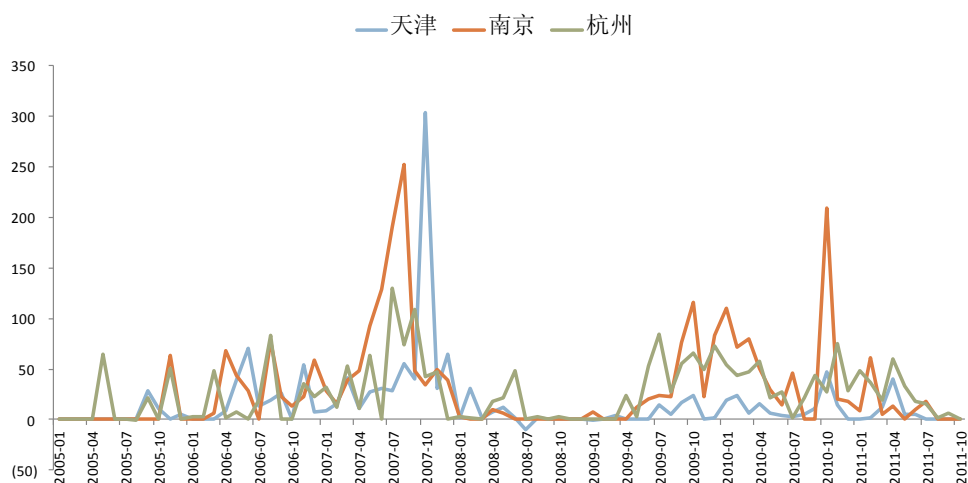
从我们跟踪的九大重点城市 2005 年以来的土地成交溢价率数据来看，2011 年以来，土地成交溢价率呈震荡下行态势，九大核心一二线城市和 133 个城市的土地溢价率均呈现持续走低的态势，表明各城市之间土地市场的共振程度显著强于商品房市场，由于商品房库存的堆积以及开发商对未来楼市相对悲观的预期，我们预计土地市场的最冷的时刻出现的时间将大概率早于商品房销售最低迷的时间，而与此相对应的是，土地市场回暖的时间也将晚于商品房回暖的时间，我们在后面章节将对此深入阐述，并判断土地回暖时间点将滞后商品房回暖约 6 个月时间。我们前篇中预测 2012 年商品房销售累计环比增速仍呈现震荡走低态势，我们据此推断土地市场的冬天将会更加漫长。

图 106: 北京、上海、广州 2005 年至今土地成交溢价率变化图，2011 年以来持续走低



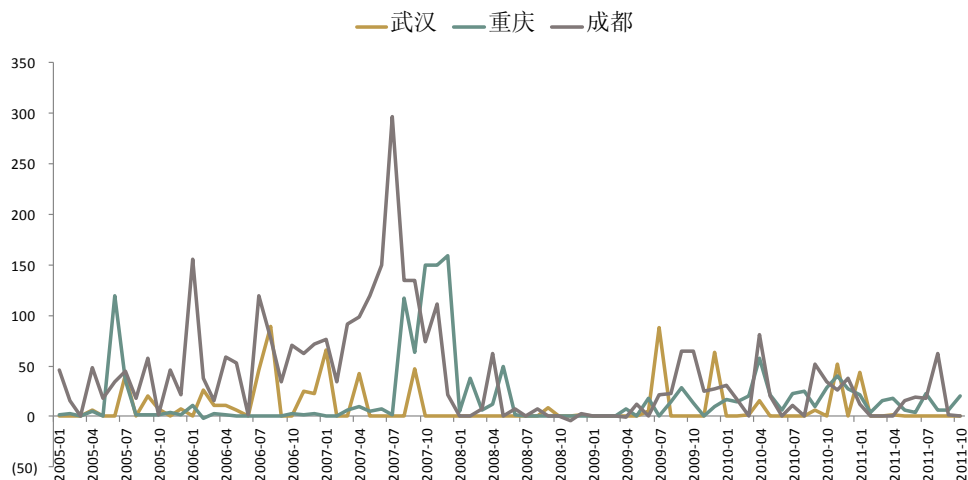
资料来源: CREIS, 民生证券研究所

图 107: 天津、南京、杭州 2005 年至今土地成交溢价率变化图，2011 年以来持续走低



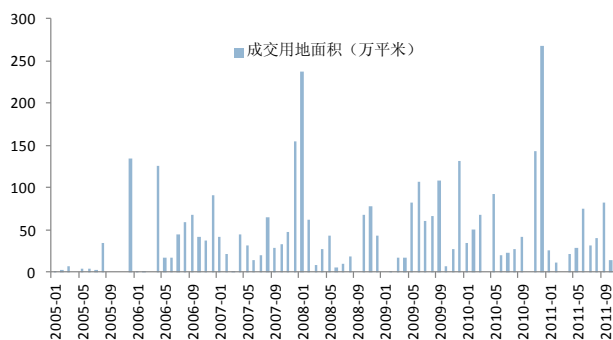
资料来源: CREIS, 民生证券研究所

图 108: 武汉、重庆、成都 2005 年至今土地成交溢价率变化图, 2011 年以来维持低位



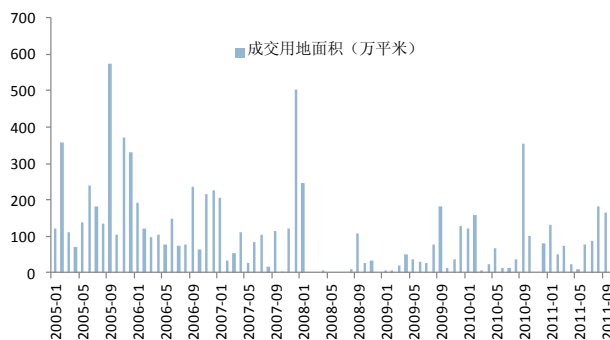
资料来源: CREIS, 民生证券研究所

图 109: 北京 2005 年至今住宅用地月度成交面积



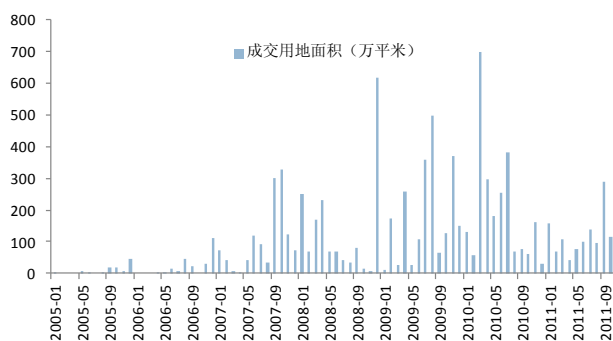
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 110: 上海 2005 年至今住宅用地月度成交面积



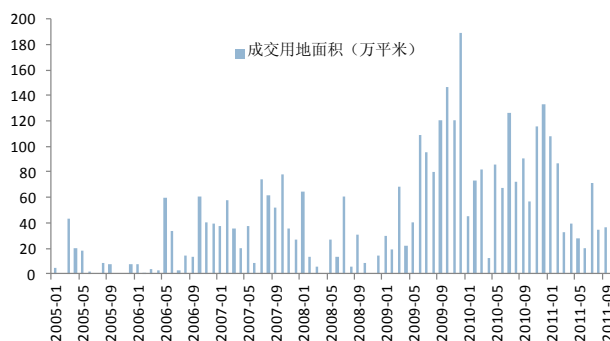
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 111: 天津 2005 年至今住宅用地月度成交面积



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 112: 杭州 2005 年至今住宅用地月度成交面积



资料来源: WIND、民生证券研究所

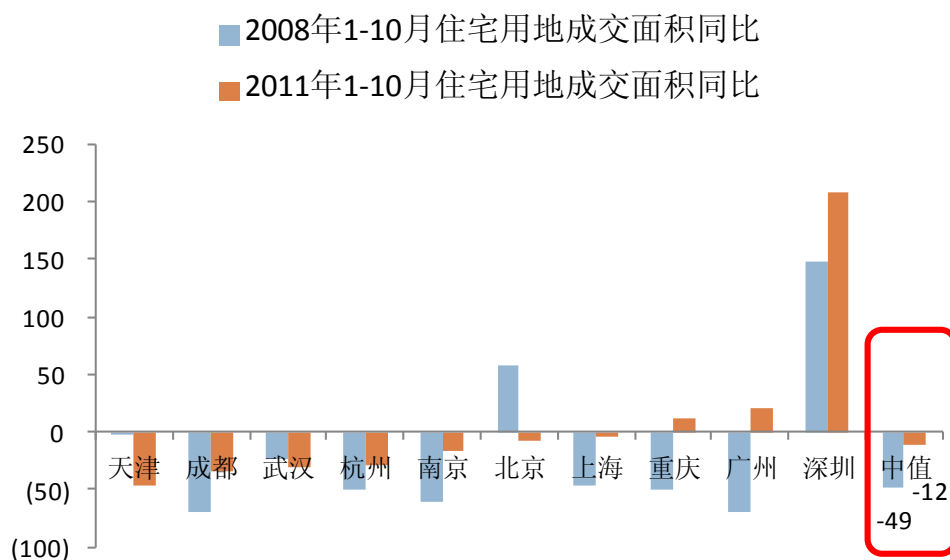
（二）10月为土地市场立冬月，商品房开工放缓导致明年土地出让面积同比将明显下滑

据中国指数研究院数据，今年前三季度，全国房地产住宅用地供应 8.83 万公顷，同比增加 13.4%，增幅与去年同期相比回落，但较上半年扩大 10.8 个百分点，商业、服务业用地供应有所增加。预计全年住宅用地供应总量将近 13 万公顷，同比增长超过 10%。与住宅用地市场供给上升对应的是前 10 月成交状况环比出现显著回落。

1-10 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）成交量仅在 1 月、5 月、6 月超过去年同期，**10 月住宅用地成交量更是不及去年同期的一半**。时至年底，开发商开始着眼回笼资金，结算贷款及各种工程开支，还款压力使其对于土地市场热情大大减退。

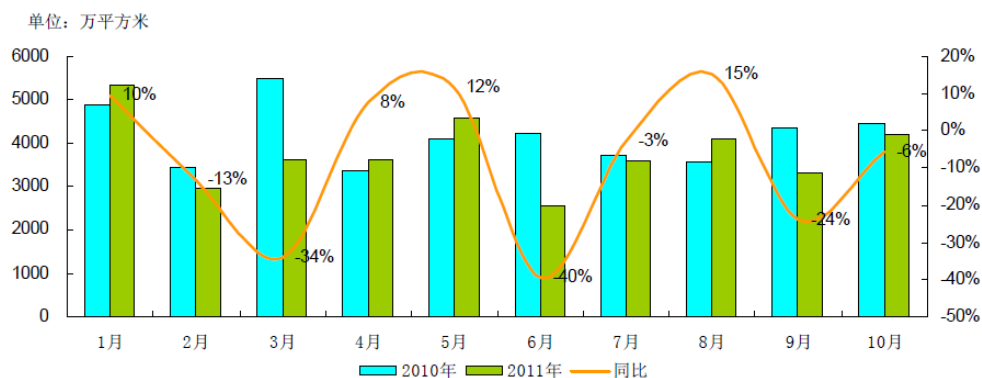
虽然从 2011 年年初以来，各个城市土地市场均出现不同程度的遇冷，但是从成交面积的同比降幅来看，这一波寒潮较 2008 年时的下滑幅度更小，我们择取的十大重点城市今年前 10 月住宅用地成交同比出现负增长的有 7 个城市，同比增速低于 2008 年同期同比增速的也有 7 个城市，如果选取降幅的中值水平作为参考，2011 年前 10 月住宅用地成交面积同比下降为 12%，而 2008 年前 10 月住宅用地成交面积同比降幅则为 49%，显示出目前这一轮土地市场的调整整体更为温和，而且如果从同比增速指标来看，10 月份才可以算是土地市场的正式立冬月。

图 113：十大城市 2011 年前 10 月住宅用地成交面积同比降幅远小于 2008 年同期水平



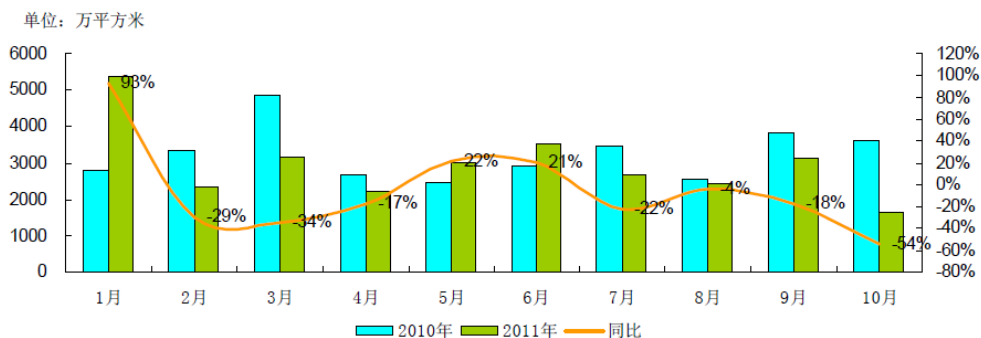
资料来源：CREIS，民生证券研究所

图 114: 2010-2011 年全国 133 个城市住宅用地月度供应量数据



资料来源: CREIS, 民生证券研究所

图 115: 2010-2011 年全国 133 个城市住宅用地月度成交量数据

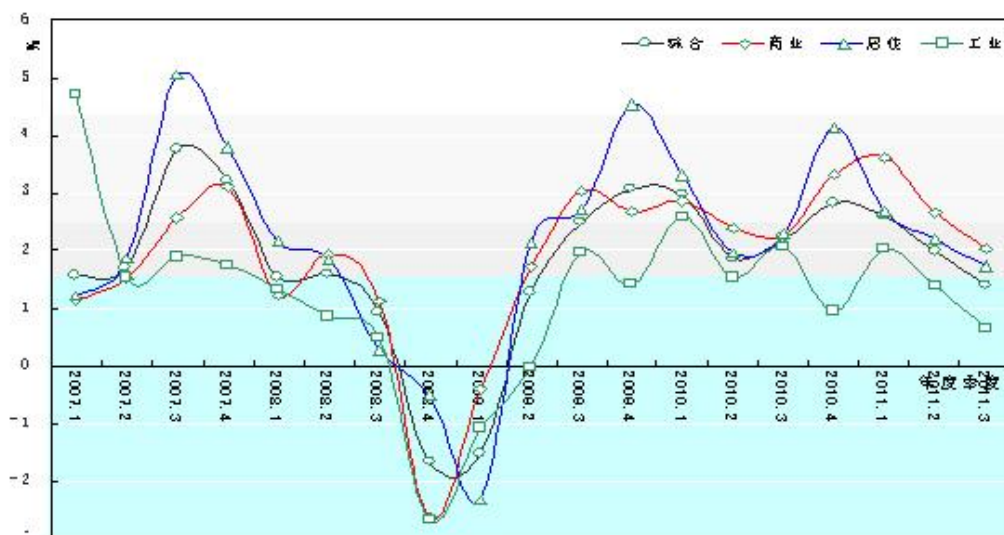


资料来源: CREIS, 民生证券研究所

（三）开发商拿地热情降低致地价环比增速持续回落，最迟明年二季度环比下降

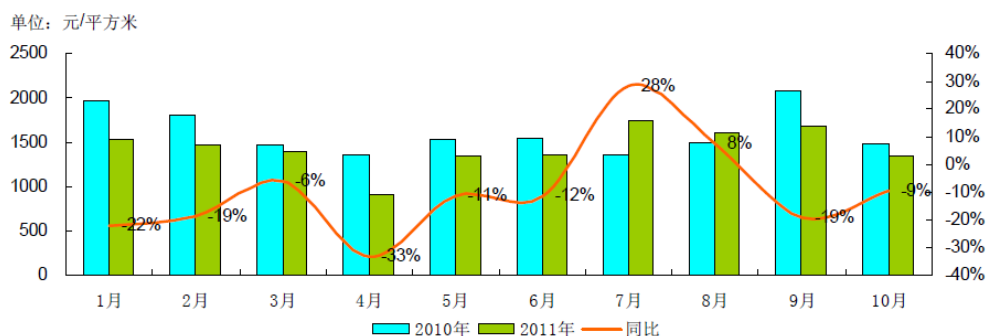
2011年第三季度,全国主要监测城市综合、商业、住宅和工业地价环比增长率分别为 1.33%、1.98%、1.69%、0.64%，较上一季度分别下降 0.54、0.79、0.48、0.49 个百分点；同比增长率较上一季度亦分别下降 0.48、0.22、0.25、0.84 个百分点。住宅地价环比负增长的城市从二季度的 6 个扩大到 12 个。预计在第四季度，重点监测城市的住宅用地地价增幅将进一步回落，地价水平下降的城市也将会进一步增多。

图 116：2007 年以来重点城市各用途地价环比增长率，其中居住用地价格增幅连续 3 个季度回落



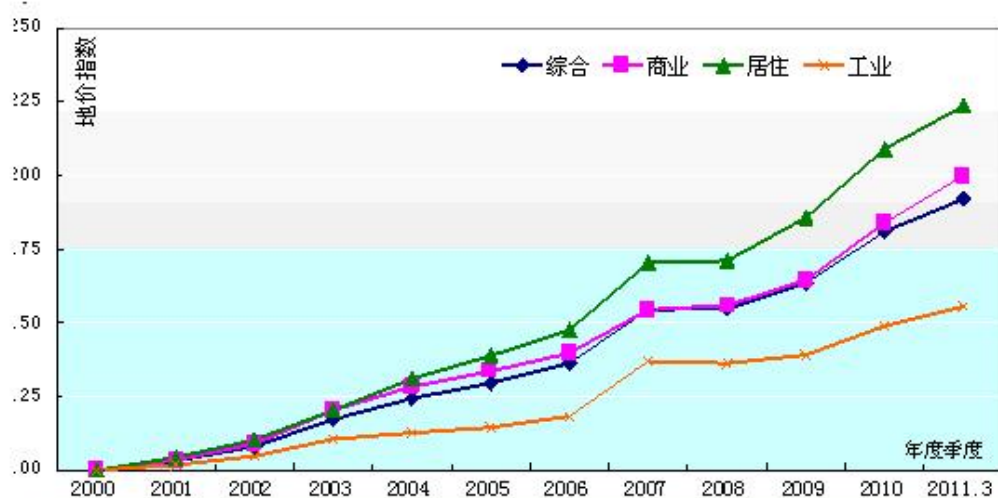
资料来源：CREIS，民生证券研究所

图 117：2011 年 1-10 月全国 133 个城市住宅用地成交楼面均价整体低于去年水平



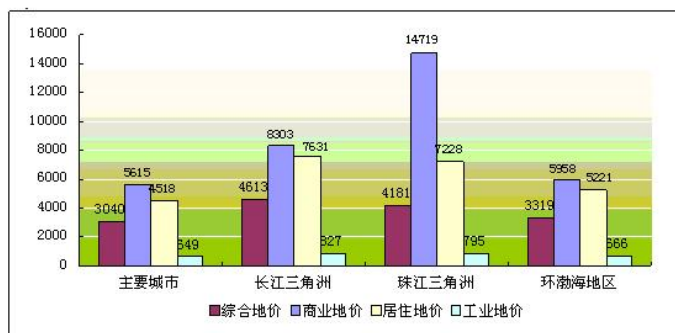
资料来源：CREIS，民生证券研究所

图 118: 2000-2011 年 3 季度重点城市平均地价指数呈现地价持续增长态势



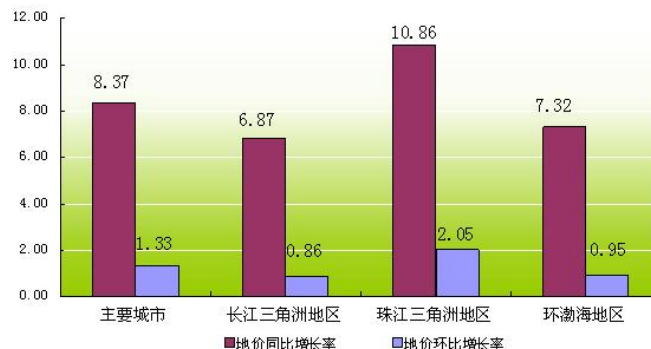
资料来源: CREIS, 民生证券研究所

图 119: 2011 年三季度主要城市及三大区域地价水平比较



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 120: 2011 年三季度主要城市及三大区域地价增速比较



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 121: 三大重点区域居住地价季度环比增长率显示珠三角区域涨幅显著



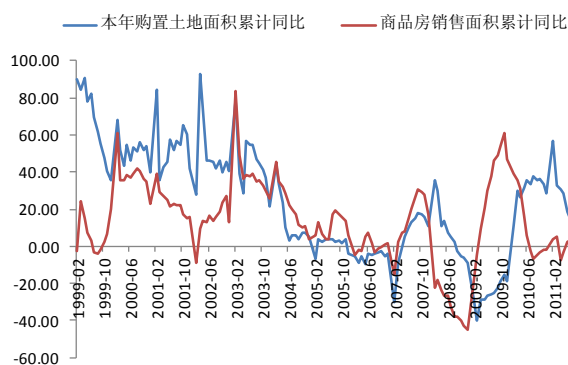
资料来源: CREIS, 民生证券研究所

(四) 土地销售回暖滞后商品房销售回暖 6 个月，销售放缓致使明年一季度末土地市场可能出现骤冷

即使 2008 年 9 月地产的调控政策出现重大转向，土地市场的低迷依旧持续到 2009 年 4 月才开始逐渐回暖，2009 年 1-4 月，保利没有拿一块地，自 5 月开始，当开发商发现库存出现不足，市场火热超出预期后，才开始新一轮的疯狂拿地。

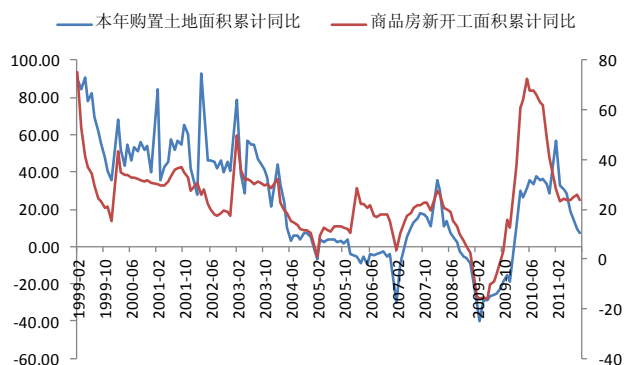
我们判断，未来 3-6 个月的地方政府在土地市场的策略，将大概率采取小幅降价的方式，与此同时加快城市基础设施等配套建设，通过提高地块所在区位的价值来使地块的地价变得相对更有吸引力，但是同时我们预计明年一季度末市场的库存水平达到甚至超过 2008 年的峰值水平，商品房市场可能出现一个短期的去库存，相对应的便是土地市场在明年一季度末可能出现骤冷。

图 122: 商品房销售面积累计同比领先土地购置面积累计同比约 6 个月



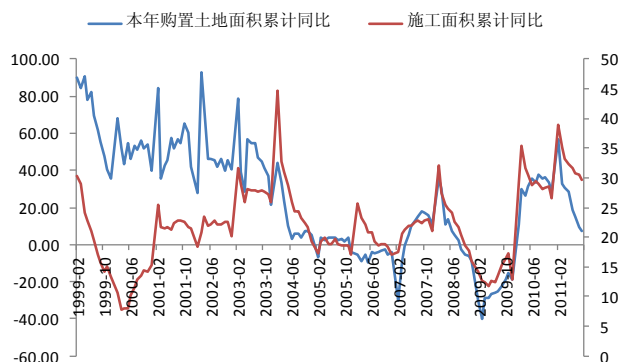
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 123: 商品房新开工面积累计同比与土地购置面积累计同比具有较强的正相关性



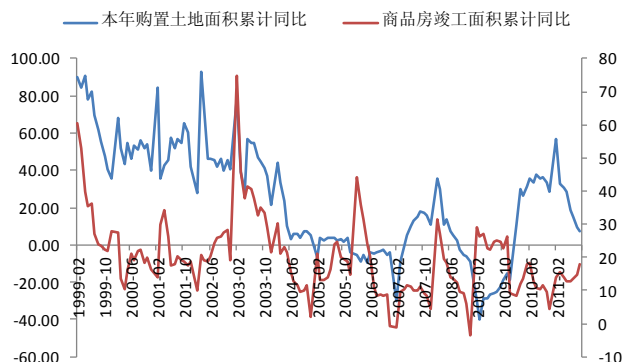
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 124: 商品房施工面积累计同比与土地购置面积累计同比



资料来源：WIND、民生证券研究所

图 125: 商品房竣工面积累计同比与土地购置面积累计同比



资料来源：WIND、民生证券研究所

（五）地价回落是楼市去杠杆化的关键一环，土地出让环节的政策微调将早于商品房调控政策的微调

地价的缓慢回落对地方政府来说是较为现实且可以接受的最佳选择，这种挤泡沫的过程不会使地方政府像 2008 年二三季度一样出现持续零成交的严重缺血状况，在土地及商品房市场调整的过程中，对逐步实现地方税源的多元化和经济增长的去地产化都有着重大意义。

土地出让环节的政策微调将会早于商品房调控的政策微调。10 月 27 日，北京市房地产发展情况及未来趋势判断报告会上指出北京拟根据当前市场情况下调土地竞买保证金，住宅至 20%，商服用地控制在 10%-15%，同时放宽交款时限，如遇市场过于冷清将考虑降价出让。作为土地市场风向标的北京，土地政策一旦出现松动，将引起全国范围内的土地政策改革，对目前低迷的土地市场也将起到促进作用。

我们判断土地市场的政策调整将会是渐进式逐步推进的，土地市场的触底回暖必然要有两个条件：1、商品房销售的回暖和库存停止上升；2、地价的环比回落以激起开发商的拿地意愿。

地价的回落是房地产市场去杠杆化的重要一环，考虑到开发商的资金链虽将维持较紧但仍难以出现整体断裂（后文将会进一步阐述），而地方政府的资金状况已然持续令人担心，个别城市的地方政府债的发行总体来说是稳定市场预期，向全国 600 多个县级以上城市推广开来在短期内绝无可能，地方政府在与开发商的博弈中，已处于下风，天平目前更加倾向于开发商这一边。

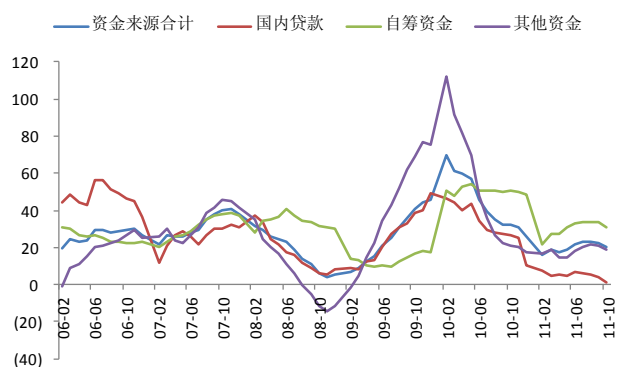
五、2012 年开发商资金链持续趋紧，行业整合将更多以企业并购形式出现

（一）国内贷款的收紧和商品房销售的回落致使 2012 年开发投资资金更趋紧张

1-10 月全国房地产开发投资资金来源累计 6.84 万亿，同比增长 20.2%，累计同比增速连续 2 个月下滑，单月同比增速则出现了连续 4 个月下滑，10 月单月资金合计同比增速仅 1%，距 2008 年三季度出现的负增长仅一步之遥。

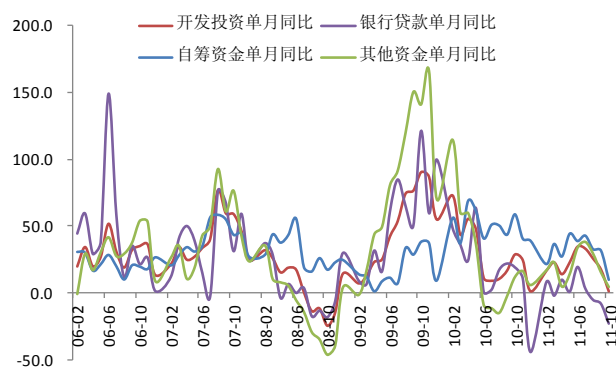
2006 年以来，开发投资资金来源中国内贷款占比震荡下行，而自筹资金和其他资金则稳步上行，地产开发投资资金来源与其中占比最大三项的累计同比增速发现，国内贷款累计同比增速已经降至近 6 年来最低点，资金呈持续收紧态势，预计 2012 年开发贷仍将维持较紧态势。

图 126：国内贷款累计同比增速已降至近 6 年来低点



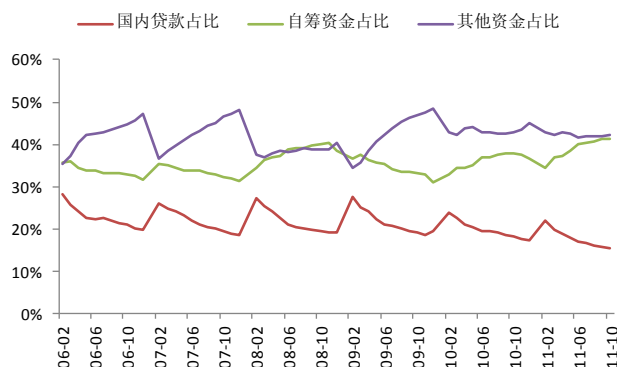
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 127：开发投资、贷款、自筹及其他资金单月同比增速下滑



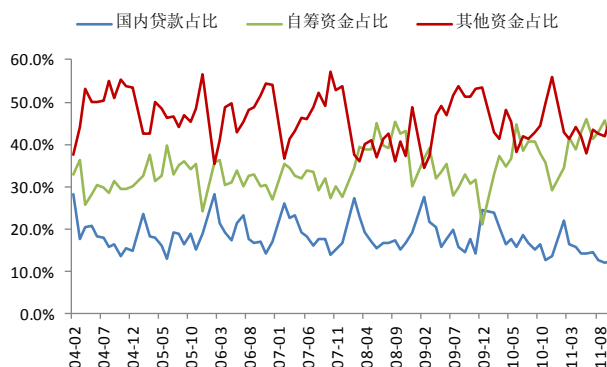
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 128：其他资金和自筹资金 1-10 月累计占比已超过 40%



资料来源：WIND、民生证券研究所

图 129：9 月单月银行贷款占比仅 11.9%，创 04 年以来最低

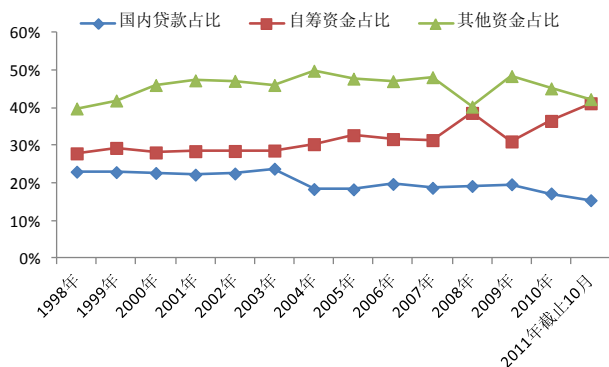


资料来源：WIND、民生证券研究所

我们研究 2006 年至今的数据发现，商品房销售额累计同比增速与其他资金累计同比增速有较强的正相关性，且前者领先后者约 2 个月，由于我们对明年的商品房销售预判偏谨慎，我们推测其他资金项也会出现累计同比增速的持续回落，进而使得资金来源三大项的占比中，自筹资金占比进一步提升，而银行信贷和其他资金的同比增速则呈现稳步回落态势。

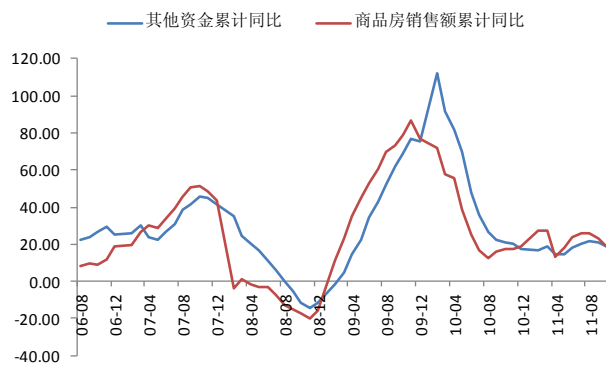
从 2008 年的三大项占比的变化我们也可以发现，由于商品房销售的大幅下滑，导致了其他资金来源累计同比增速大幅回落，其波动性显著高于其他两项。

图 130：1998 年至今三大项资金来源占比



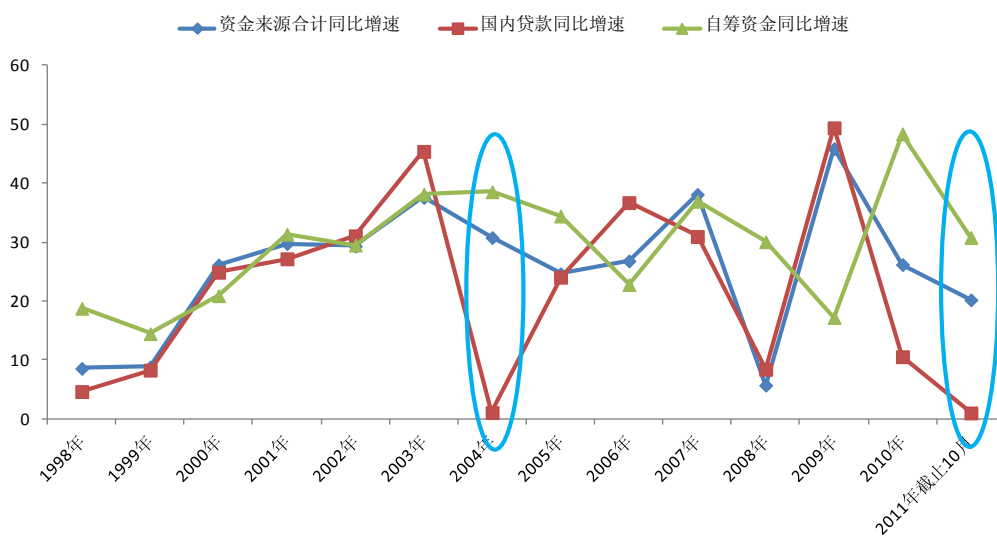
资料来源：WIND、民生证券研究所

图 131：商品房销售额累计同比领先其他资金累计同比 2 个月



资料来源：WIND、民生证券研究所

图 132：截止 10 月的开发投资资金来源状况与 2004 年 12 月底情况十分相似



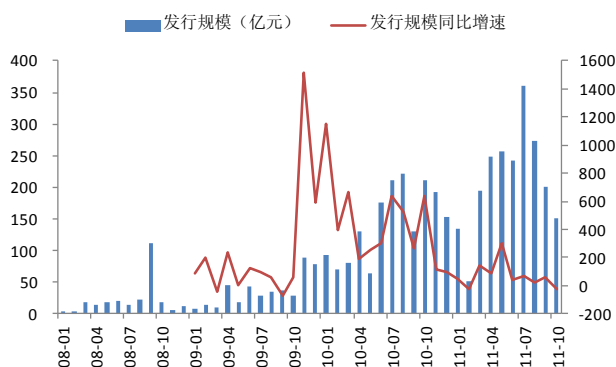
资料来源：民生证券研究所

(二) 收紧银行开发贷，使信托几乎成为房企外部融资的唯一渠道

根据中国信托业协会公布的 2011 年 3 季度末信托公司主要业务数据，1-9 月全国投向房地产的累计新增集合信托 2097 亿，累计新增单一信托 1120 亿，合计 3217 亿，截止三季度末，所有资金信托合计 3.94 万亿，其中按资金投向划分计入房地产的余额为 6798 亿，占比 17.24%，而我们通过对用益信托网的数据研究发现，今年 1-10 月新增的集合信托产品中，投向房地产的资金占比为 41.5%，可以说开发商借道信托进行融资的行为已经相当普遍，信托几乎成为开发商外部融资的唯一渠道。

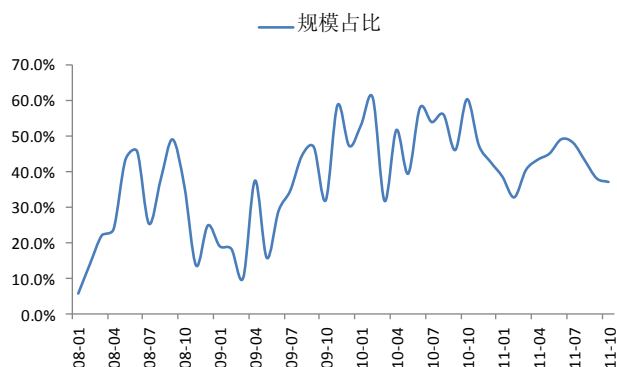
6 月银监会要求将房地产信托从“事后报备”改为“事前报备”，又对项目立项进行“窗口指导”，10 月银监会叫停渤海信托、方正东亚信托、四川信托、五矿信托四家公司的地产信托业务，为期 3 个月。由于证监会对地产借道信托保持了偏紧的监控措施，同时 2012 年的一、二季度末将陆续迎来两个小的本金兑付高峰，我们预计信托的发行规模明年将会有所萎缩。

图 133: 发行规模逐月连续下滑，单月同比负增长



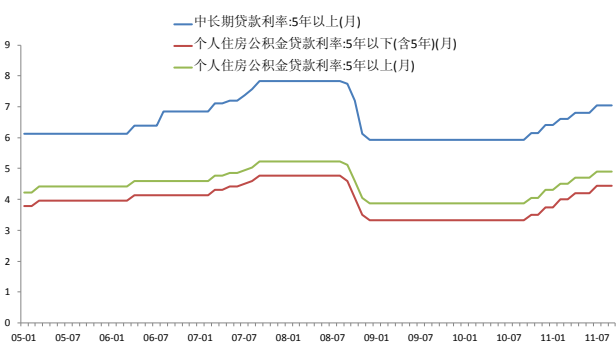
资料来源：用益信托网、民生证券研究所

图 134: 单月房地产信托规模占比略有回落



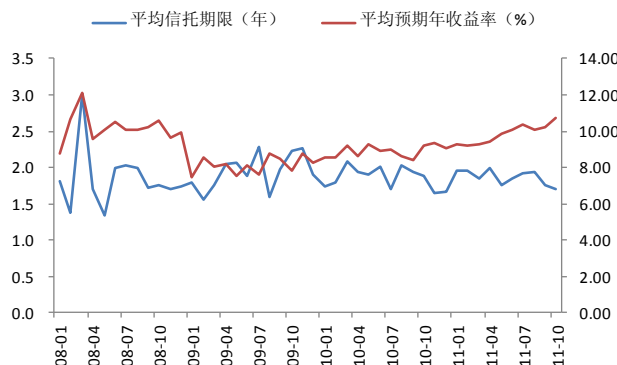
资料来源：用益信托网、民生证券研究所

图 135: 公积金贷款利率及 5 年期以上中长期贷款利率持续攀升



资料来源：WIND、民生证券研究所

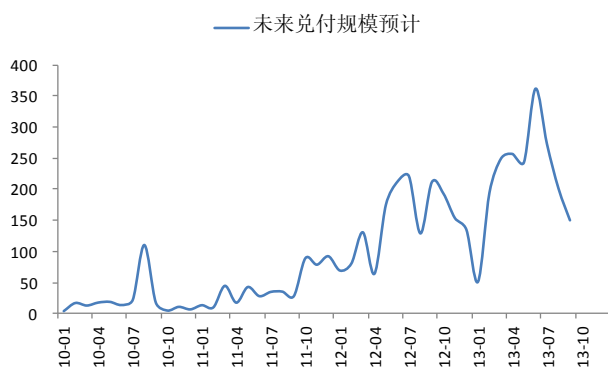
图 136: 房地产信托平均预期年收益率持续攀升阶段性新高



资料来源：用益信托网、民生证券研究所

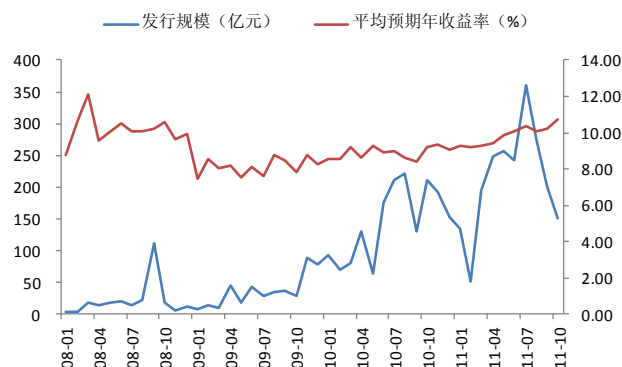
由于加息以及银行信贷的持续收紧，信托融资的资金成本也显著升高，已经由 2009 年 1 月时的低点 7.43%，逐步攀升至 10 月份的 10.72%，升至近 4 年的历史次高值。考虑到明年商品房销售量的震荡回落以及明年一二季度末即将到来的兑付高峰，我们预计房地产信托的预期收益率仍将进一步攀升，明年一季度末，将可能突破 2008 年的高点 12.10%。

图 137: 2012 年一、二季度末将迎来本金兑付高峰期



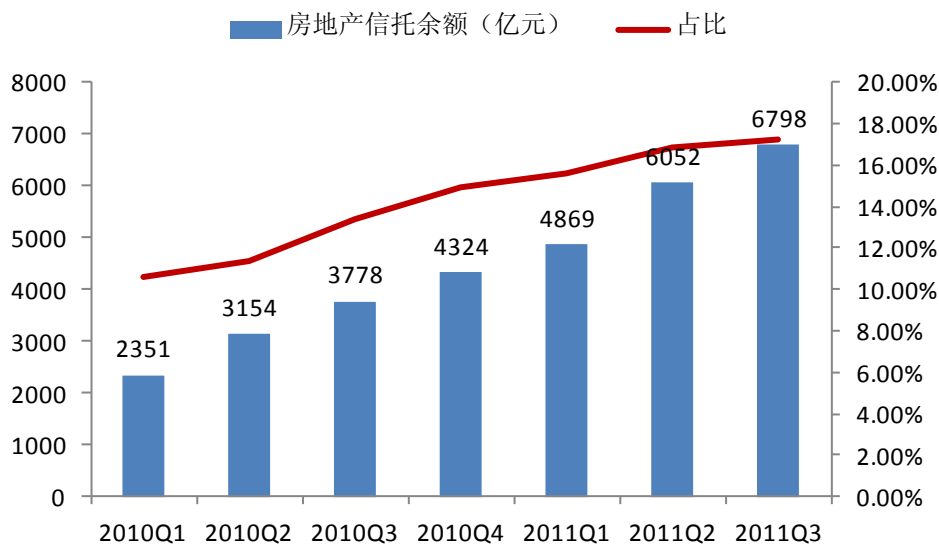
资料来源：用益信托网、民生证券研究所

图 138: 房地产信托平均预期年收益率持续攀升



资料来源：用益信托网、民生证券研究所

图 139: 三季度末房地产信托余额较年初增长 57.2%，房地产信托余额占信托资金比重持续提升



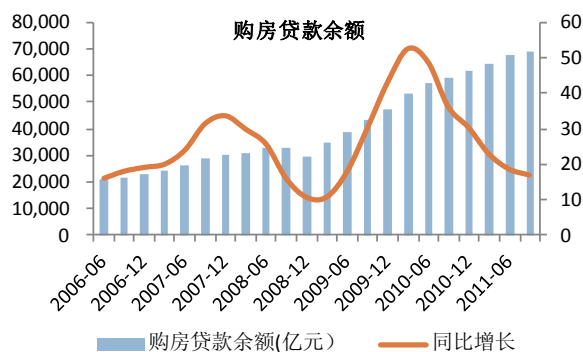
资料来源：中国信托业协会、民生证券研究所

（三）2012 年部分房企资金链可能断裂，行业整合将更多以企业并购形式出现

通过对各类型开发商调研发现，房企目前借道银行贷款的难度非常大，仅有部分国企背景的开发商能够以高于基准利率 10-30% 的资金成本获得贷款，部分知名房企已无法获得新增贷款，更多的中小型房企则只能以极高的成本借道信托融资。

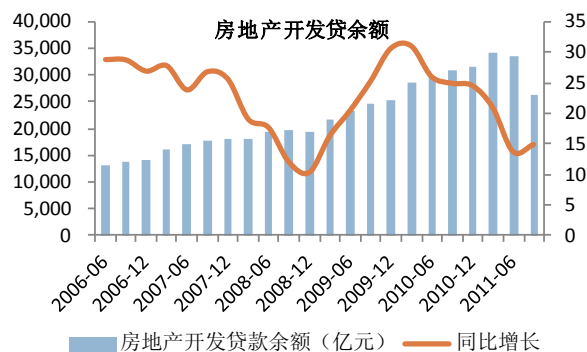
开发投资资金来源项中，贷款、及自筹资金在 2012 年都可能出现同比下滑，如果信托渠道再持续收紧，势必对开发商的现金流产生重要影响。我们判断，政府对于信托融资的公开口径将是规范市场为主并严加监管，完全禁止开发商通过信托融资将会非常危险，信托渠道不会完全堵死，信托成本也将持续走高。另外房企在本轮景气衰退中总体表现的极为理性，自今年 3 月份以来，以万科、保利为代表的高周转房企便大幅缩减土地市场的支出，并秉持现金为王的积极销售策略，房企整体出现资金链断裂的可能性不大，小部分房企资金链可能断裂，行业整合将更多以企业并购而非破产的形式出现

图 140：购房贷款余额同比增速持续下滑



资料来源：WIND、民生证券研究所

图 141：房地产开发贷余额陡降，同比增速维持低位



资料来源：WIND、民生证券研究所

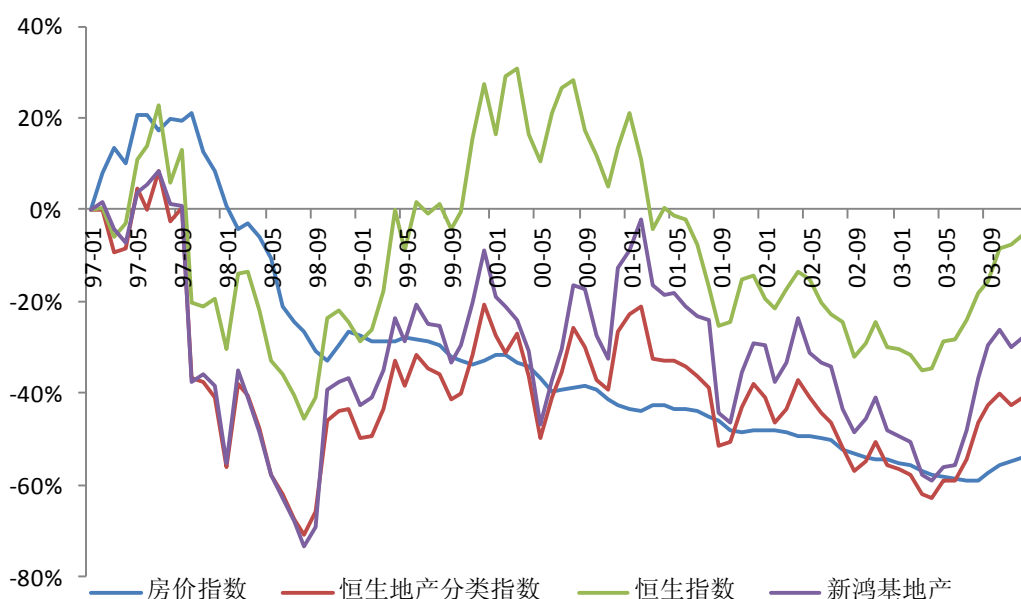
六、维持 2012 年房地产板块“中性”评级

（一）2012 年房价下行中板块难有大行情，给予“中性”评级

综合我们以上的分析，土地溢价率持续走低以及流拍比例的逐步升高，伴随着房价下跌所带来的更加浓重的观望情绪，商品房库存的逐步攀升以及商品房成交下一个台阶都极有可能发生，2012 年的房地产市场将大概率出现持续衰退的局面。

从国外的数据中我们可以发现，在房价的整个下行时期，地产板块整体呈现震荡下行走势。香港自 1997 年 10 月房价见顶后，到 1998 年 10 月，房价下降了约 45%，地产股及地产指数最大跌幅均超过 70%，1998 年 10 月至 1999 年 10 月，房价维持将近一年时间止跌企稳，地产股在这个阶段也有显著的正收益，但是伴随着房价持续回落，地产股及地产指数的走势便呈现出与房价走势相同的下跌趋势，房价对于地产股走势的指示作用非常显著。

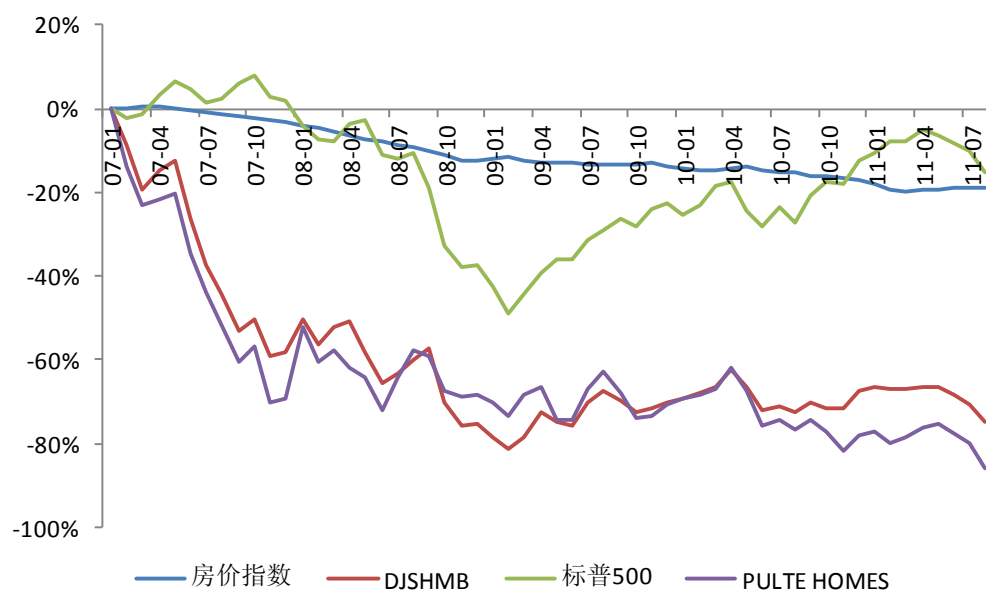
图 142：香港 97-03 年房价下跌时期地产指数走势，房价下跌初期，跌速较快，板块亦处于快速下跌态势



资料来源：BLOOMBERG，民生证券研究所

美国自 2007 年 1 月的房价高点，持续下跌了约 20%，而同期地产股的跌幅大大超越房价跌幅，截止目前的跌幅已超过 80%。可见伴随着挤泡沫过程的持续，地产股和地产板块都难有大行情。

图 143: 美国 07 年初房价开始下跌至今，地产指数跌幅远超过房价跌幅



资料来源: BLOOMBERG, 民生证券研究所

（二）投资策略：景气下行中把握超预期因素带来的结构性机会

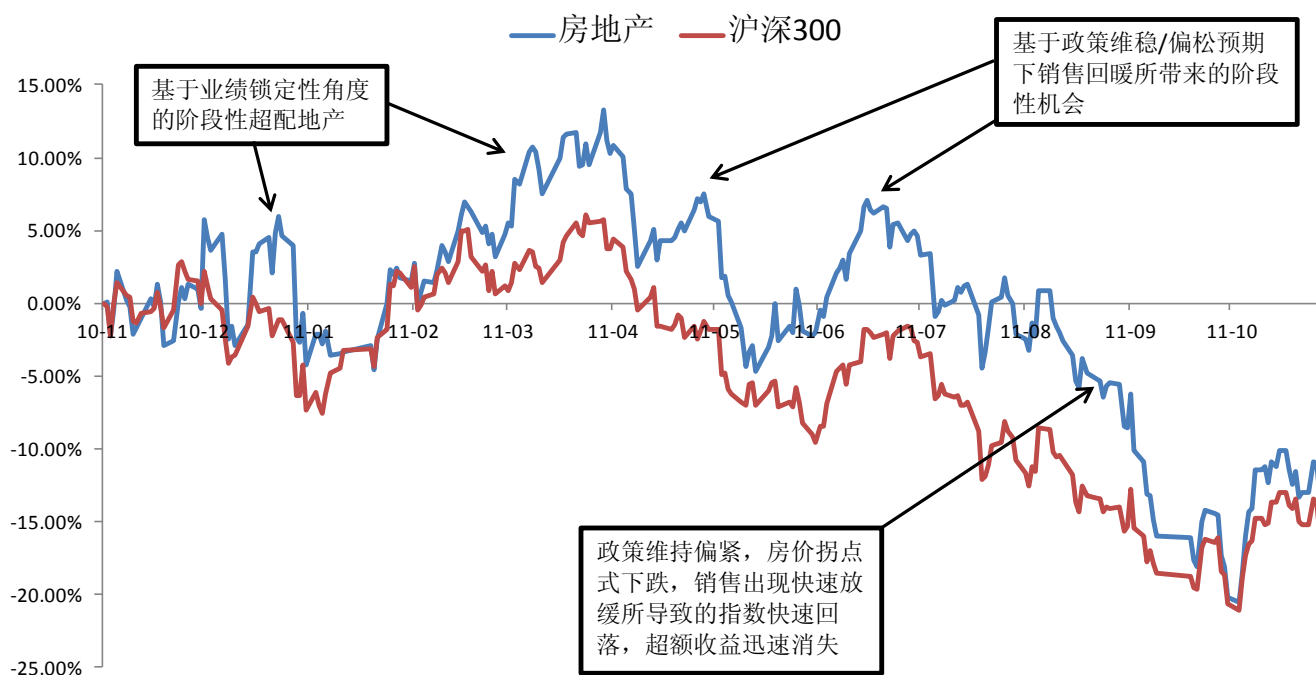
预期改善是买入股票的唯一理由，政策趋稳确保反弹的幅度和高度

动态 PE 是未来盈利增速预期的镜像。估值低从来就不是股票买入的理由，所谓的估值修复也只是预期改善的一个镜像。地产一直是市场中预期分歧最大的板块，目前市场对未来成交的预期仍较差，如 2012 年二季度楼市真如我们所预判的出现小阳春行情，便已超多数投资者预期。我们看好政策趋稳且销售超预期下部分地产股的投资机会。

目前市场对地产板块及股票的负面预期主要有：1、调控常态化，2012 年销售难以好于 2011 年。2、按揭政策严格，偏紧的货币政策。3、限购政策维持或更紧，限购范围扩大化。4、房价持续下跌。5、开发商资金断裂与地方政府偿债危机。

我们认为：销售回暖，限购政策微调，房价止跌企稳以及按揭政策微调等，都将对促成地产板块的阶段性交易机会起到重要的推动作用。

图 144：2011 年地产板块投资机会呈阶段性脉冲式行情，2012 年随着房价的持续下行，难有大行情

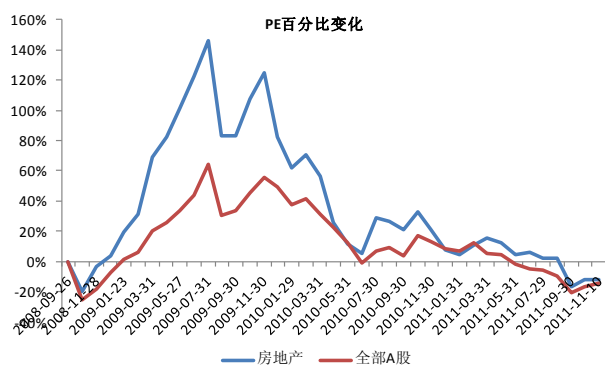


资料来源：WIND，民生证券研究所

2012 年地产股合理动态 PE 为 7-10 倍，合理 PB 为 1.7-2 倍

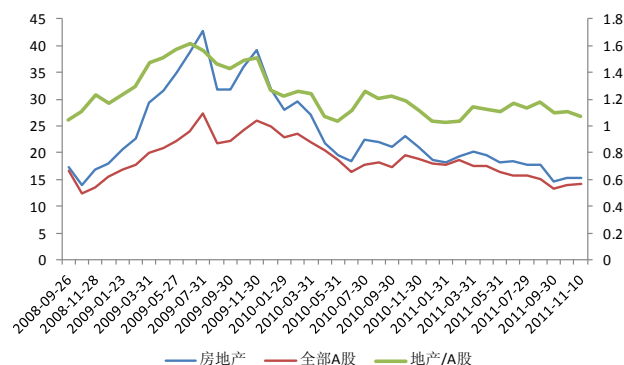
考虑到市场目前仍处于缓慢下行的态势，我们认为地产股的合理动态 PE 应在 7-10 倍之间，合理的 PB 水平应在 1.7-2 倍之间，目前的估值水平基本处于我们给出合理估值区间的上限位置，整体估值基本合理。

图 145: 房地产和全部 A 股的动态 PE 变化百分比对照图



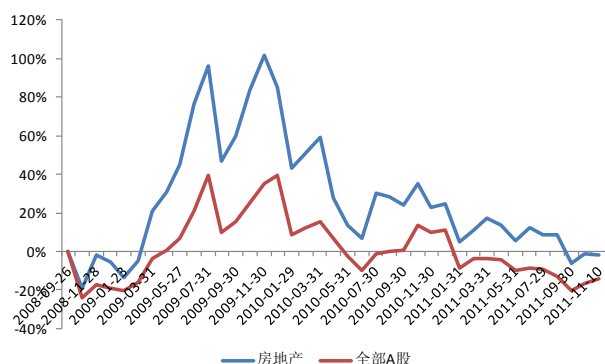
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 146: 房地产和全部 A 股的动态 PE 对照图



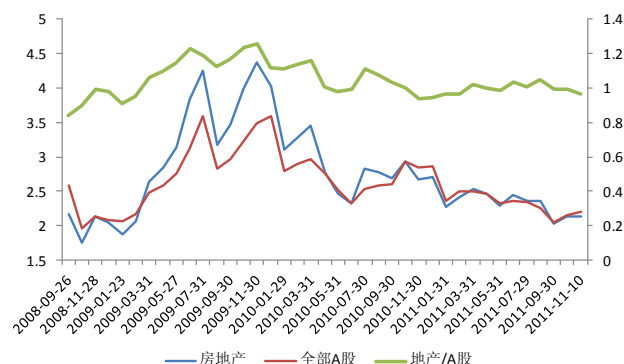
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 147: 房地产和全部 A 股的动态 PB 变化百分比对照图



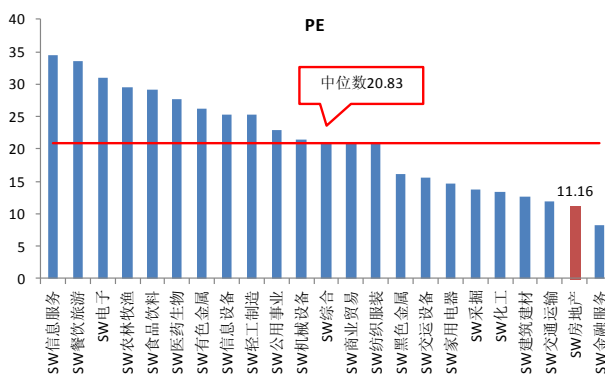
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 148: 房地产和全部 A 股的动态 PB 对照图



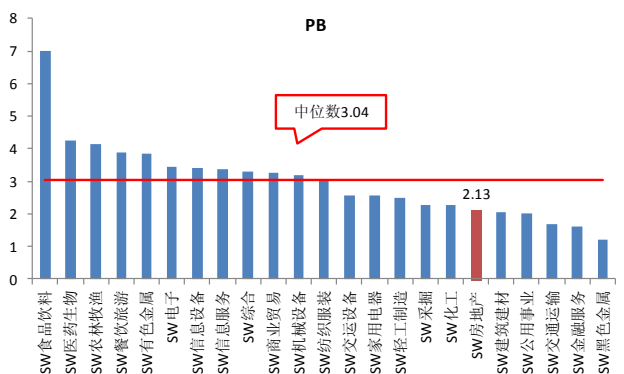
资料来源: WIND、民生证券研究所

图 149: 房地产板块最新动态 PE 位于各板块倒数第二位



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 150: 房地产板块最新 PB 位于各板块倒数第六位

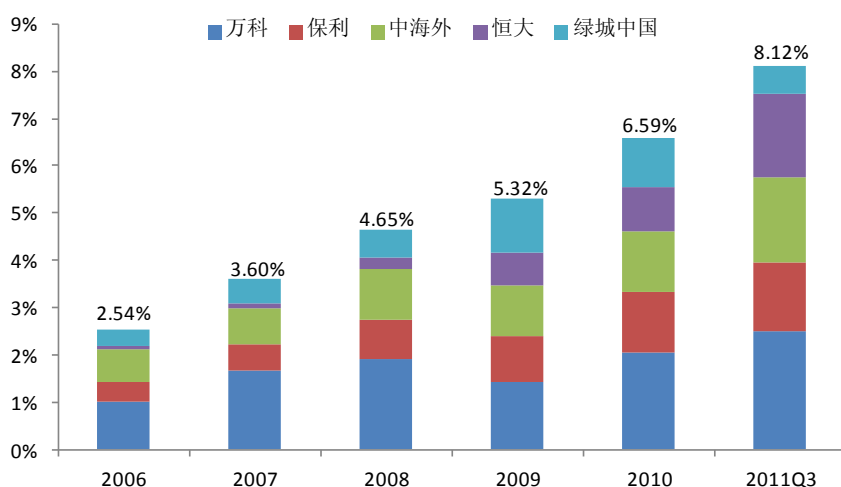


资料来源: WIND、民生证券研究所

（三）普通住宅+高周转是弱市格局中强者恒强的本质原因

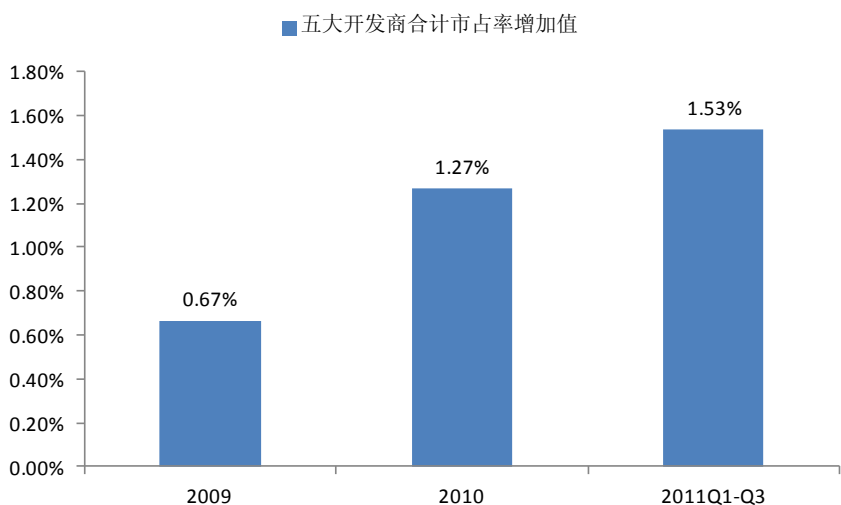
我们认为，在弱势格局中，坚守普通住宅+高周转经营模式的开发商，其销售增速将持续超越行业平均增速，而市场整体的集中度也将稳步提升。我们统计的五大开发商市占率已经从2006年的2.54%，稳步提升至目前的8.12%，同时我们也发现，调控愈严、行业景气度愈向下，集中度提升愈快。坚持做普通住宅高周转的公司如万科、保利、荣盛发展、中国海外发展以及恒大地产等，有望在这一轮行业景气下行过程中展现强者恒强的特点，逐步提升各自的市场份额。

图 151：五大开发商市占率 2008 年以后呈现加速上升态势



资料来源：WIND，民生证券研究所

图 152：调控愈严、行业景气愈向下，市场集中度提升愈快



资料来源：WIND，民生证券研究所

（四）选股策略：盈利模式是决定公司成长的重要内生变量

普通住宅+高周转是龙头公司持续超越行业增速的本质原因

普通住宅+高周转是房企在行业景气下行时仍可抵抗周期波动并大幅超越行业增速的本质原因。推荐依次为保利地产、万科、荣盛发展。

盈利模式多元化或差异化可有效提升估值

推荐依次为南国置业、电子城、华业地产。

经营策略转向积极将显著改善预期

推荐招商地产。

股权结构变更带来未来资产注入预期

提示关注光耀集团入主并有进一步整合预期的新都酒店。

七、八大金股推荐要点

(一) 万科——弱市中的王者

1-9 月份公司实现营业收入 293.1 亿元，比去年同期增长 31.0%。其中第三季度营业收入 93.2 亿元，同比增长 66.0%，1-9 月份，公司累计实现净利润 35.8 亿元，同比增长 9.5%，摊薄每股收益 0.326 元，同比增加 9.4%。1-9 月公司累计实现销售面积 841.2 万平方米，销售金额 970.8 亿元，分别比 2010 年同期增长 39.9%和 35.9%，公司的签约销售增速远超行业平均增速。1-9 月，公司累计实现结算面积 236.9 万平方米，比去年同期增长 9.7%，完成年初竣工计划的 32.5%。由于少部分项目的施工进度受到偶然性因素的影响，公司预计全年的竣工面积可能略低于年初计划，但差异应不会太大。

“普通住宅+高周转”策略是销售持续超越市场的重要法宝。从 9 月底至今的六大城市实地调研看，以自住为主的普通住宅的需求受限购、限贷的影响要显著小于大户房型(含双拼)，而“高周转”的销售策略则确保了资金的快速回笼和维持较低库存，以应对行业未来可能出现的各种不利状况。在目前楼市疲软的格局下，“普通住宅+高周转”模式是公司持续超越市场的重要法宝。

拿地节奏预示 10/11 月单月销售有望再创新高。通过对比万科的拿地和销售，我们发现万科从拿地到推售的周期一般在 11-12 个月左右，在目前开发贷资金异常紧张的格局下，万科从拿地到推售的时间已经缩短至 10 个月左右，由于公司 2010 年 12 月份单月拿地 160 亿，我们预计 10 月前后的单月销售金额有望再次突破 200 亿，并创历史新高。

“放缓拿地+积极开工+积极推售”策略确保土地储备总量和结构的双平衡。三季度公司累计新增项目 18 个，按万科权益计算规划建筑面积约 322.7 万平方米。截至 9 月底，公司规划中项目按万科权益计算的建筑面积共计 3581 万平方米。公司通过放缓拿地、积极开工和积极推售保证了土地储备总量的稳定以及结构的均衡。

预收账款突破 1200 亿创新高，锁定未来两年高增长。三季度销售速度快于结转速度，使得公司的预收账款突破 1200 亿元，达 1228.15 亿元，期末预收和前三季度营收合计 1521.25 亿元，是去年全年营业收入的 2.43 倍，较高的预收账款确保了未来两年业绩的稳定增长。

预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.90, 1.26 元，对应 PE 分别为 8X 和 5.7X，NAV12.2 元，目前股价相对 NAV 折价约 41%，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

调控进一步从紧致楼市销售出现大幅下滑；房价体向下调整致使项目销售速度放缓。

（二）保利地产——坚守普通住宅高周转的央企龙头

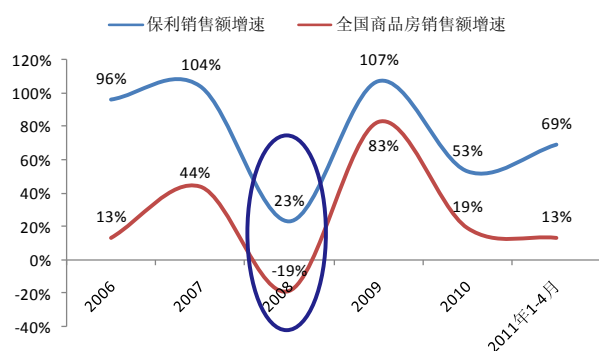
坚持快速周转的开发策略。2011年1-6月公司实现签约面积340.90万平方米，同比增长27.64%；实现签约金额394.58亿元，同比增长81.38%。正是坚持了一贯的快速周转的开发策略，在市场低谷的年份，使公司销售体现出较强的逆市抗周期特性，在市场火爆的年份，公司销售增速也大幅超越行业，体现出较强的弹性。

借助国企背景，在行业周期低谷成功拿地是下半年最大看点。

2010年新开工大幅提升确保11年可售货源充足。2010年新开工1000万平米，其中2010年下半年新开工面积673万平米，较2010年上半年翻倍，充足的新开工确保了公司2011年具有充足的可售货源。

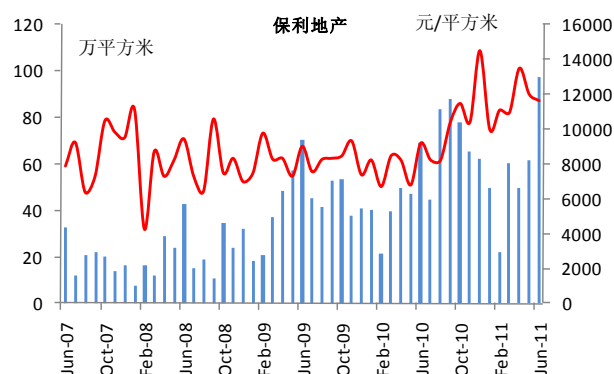
我们预测2011-2012年的EPS分别为1.15元与1.50元。维持强烈推荐评级。

图 153：公司历年销售增速均超越行业增速



资料来源：WIND、民生证券研究所

图 154：6月单月签约面积创历史新高



资料来源：WIND、民生证券研究所

（三）南国置业——处于跨越式发展初期的商业地产翘楚

公司以开发商业地产为主，定位在武汉市场。截至 2010 年底，拥有项目储备建筑面积 147 万平方米，平均楼面地价仅有 1630 元/平方米，且均处于武汉市的中心商业区以及市级商业副中心区的重要节点上，含金量较高。

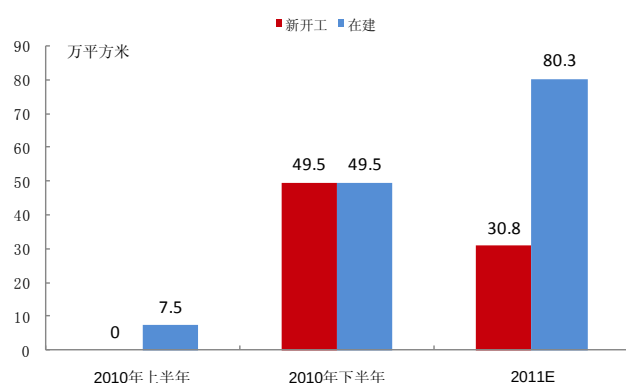
公司的开发策略是“租售并举，以售为终”。在项目前期以租为主，通过全权委托其全资子公司大本营公司来统一经营已开发的商业物业，以保证商业物业价值的持续提升，不过最终仍将待其商业价值逐步体现后，再销售掉这些项目。

在项目拓展方面，公司已基本锁定了大武汉家装江南店、襄阳长虹路等项目。除此之外，公司还在荆门和鄂州锁定 2 个地级市战略项目，在武汉锁定 1 个项目。我们认为在成功运营大武汉家装一期和南湖城市广场两个标杆项目后，公司已具备采取复制的模式进行异地扩张的能力，新项目的拓展势必打开公司未来的成长和估值空间。

五盘联动有望促使全年销售超 20 亿，为未来业绩的持续增长做足储备。7 月底公司会推出北都的商业部分和首义汇，合计预计回款在 15 亿左右，同时公司预计在四季度末会推出南湖驾校、南国中心一期、以及悦公馆三个项目，全年合计签约回款保守估计将超过 20 亿。良好的销售将增强市场对公司未来成长的信心。

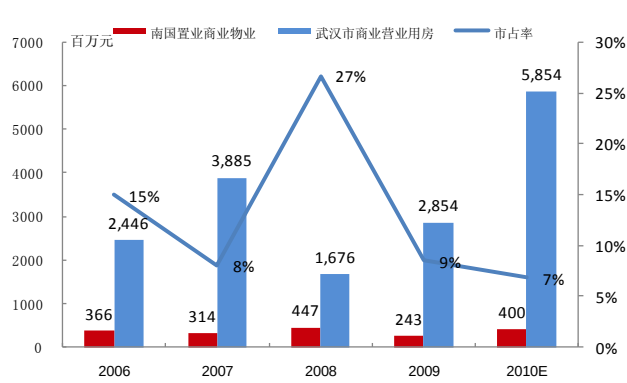
我们预测 2011-2012 年 EPS 分别为 0.40、0.54 元，维持强烈推荐评级。

图 155: 在建规模将提升至 80 万平方米，达到历史最高水平



资料来源: WIND、民生证券研究所

图 156: 公司商业物业占武汉市商业营业用房的比重



资料来源: WIND、民生证券研究所

（四）华业地产——向多元化迈进，地产业务高安全边际

进军黄金业务取得实质性进展。2011年6月公司公告成立托里县华业矿业投资公司，目前相关收购工作正在进行中。此外今年9月收购盛安矿业90%的股权，取得位于陕西省宁强县的2个探矿权。其中宁强县鸡头山-小燕子沟一带金矿已完成地质详查报告，拥有可回收金金属量17.69吨，计划2012年6月前取得采矿权证，预计2013年之后可产生收益。

通州东方玫瑰项目带来业绩拐点，地产项目储备提供较高安全边际。公司今年的销售重点为北京通州东方玫瑰项目，该项目建筑面积101万平方米，毛利率较高，也是未来两年公司结算的重点项目。在8月份进行的促销活动效果显著，目前去化率超70%。大连玫瑰东方一期与长春华业玫瑰谷销售也相对顺利。此外，公司潜在地产项目丰富，公司在通州有一级土地开发面积400亩，是通州玫瑰东方土地面积的1.6倍，一二级联动是公司的拿地策略。此外公司竞得的通州运河核心区5宗地块也将在未来陆续开发，其中一块将建成通州区地标性建筑。公司在通州的社会资源使我们看好其未来几年地产业务的发展。

我们预测2011-2013年的EPS分别为0.70元，1.10元和1.36元。维持“强烈推荐”评级。

表 9：公司项目储备丰富

项目名称	土地性质	权益比例	占地面积 (万平)	规划建筑面积 (万平)	权益未 结建面	楼面地价 (元/平)	预计售价
通州东方玫瑰	住宅	100%	25.3	101	82.61	4000	15000
大连玫瑰东方	住宅	100%	3	13.98	5.4	5200	15000
大连沙河口区21号地	居住、公建	40.02%	3.57	13.21	3.97	4527	13000
长春华业玫瑰谷	别墅、住宅	100%	31.9	30	9.50	670	6000
武汉荷叶山庄	商住	99%	61.82	42.19	41.77	379	8000
深圳龙岗区龙城爱莲片区	商业（旧城改造）	100%	2.65	10.07	10.07	80	14000
通州运河核心区 IV-02 地块	商业、综合	100%	1.79	8.8	6.60	8740	18000
通州运河核心区 IV-03 地块	商业、综合	100%	2.74	16.3	12.23	8740	18000
通州运河核心区 IV-05 地块	其他类多功能用地	100%	1.56	7.2	7.20	8800	15000
通州运河核心区 IV-08 地块	其他类多功能用地	100%	2.56	12.1	12.10	8800	15000
通州运河核心区 IV-09 地块	其他类多功能用地	100%	2.23	7.12	7.12	8800	15000
合计			139.12	261.97	198.56		

资料来源：民生证券研究所

（五）滨江集团——区域龙头，可售资源丰富

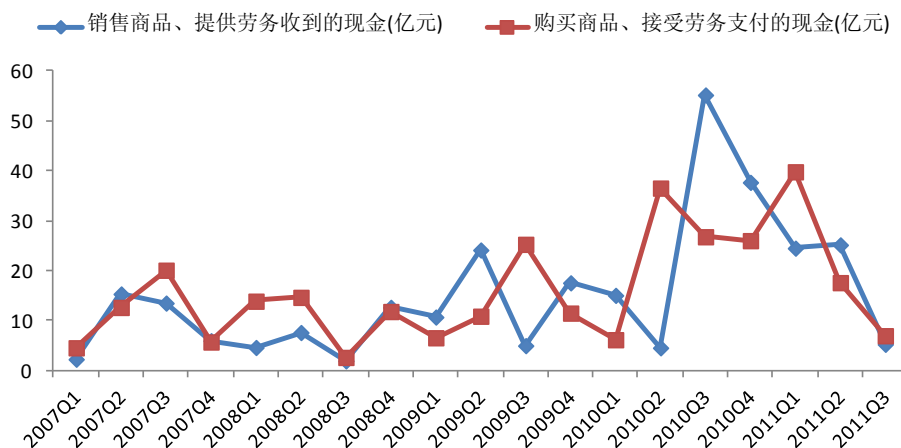
公司为杭州市房地产商龙头企业，近两年业务开始向浙江省内三四线市场拓展。2008年公司销售额占杭州市场销售总额的 6.59%，是杭州市仅次于绿城地产的第二大开发商。2009年公司开始拓展杭州以外的三四线城市，陆续进入绍兴，上虞，金华和衢州，规避了项目区域过于集中的风险。在目前多针对一二线城市的调控政策下，向三四线城市拓展更为重要。

公司项目储备丰富，可售项目较多，若后期市场回暖，公司将成为直接受益者。公司 2010 年末未结建面约 430 万平方米，项目储备丰富，且在 2011 年达到可售状态的项目较多。城市之星、万家星城、绍兴金色家园等老项目今年持续销售，另外位于杭州市的金色黎明和曙光之城两个项目目前也已具备销售条件，高端项目杭州湘湖项目也将在年底前开盘。

投资放缓应对销售低迷，三季度账面资金止跌企稳。三季报显示，公司销售商品和购买商品所产生的现金流均创近 5 个季度以来的低点，在销售日渐低迷的市场中，公司选择了以退为进、缩减投资额的经营策略，使得公司止住连续 2 个季度的货币资金下滑趋势，但是短借+1 年内到期的长债自去年年底以来呈持续上升态势，且已连续 2 个季度超过期末账面资金额，公司的资金周转依然较为紧张。

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.81 元，1.38 元和 2.71 元。维持“谨慎推荐”评级。

图 157：分季度现金流量表显示销售及拿地开工均呈现持续下滑态势



资料来源：wind，民生证券研究所

（六）电子城——另类工业区改造的领航者

公司前身为兆维科技，2009 年完成重大资产重组，更名为北京电子城投资开发股份有限公司，**主要负责科技园区的开发和经营**。截至 2010 年末公司未结权益建筑面积接近 100 万平方米，包括建面为 90 万平方米的科研办公项目，和建面近 9.4 万平方米的住宅开发项目。园区地产主要包括建面为 49 万平方米的 IT 产业园和建面约 50 万平方米的国际电子总部。公司另外还拥有出租物业总建面约 12 万方。

公司的盈利能力远高于可比公司。由于公司的土地储备绝大多数由老工业用地升级改造而来，受益于城市化进程的推进和北京市 CBD 东扩，公司的土地储备具备突出的区位优势。更重要的是公司土地的获得成本较低而预计销售均价较高，我们预测 IT 产业园和国际电子总部的销售均价将分别达到 9000 元/平米以及 20000 元/平米，预计公司未来 3 年的平均毛利率在 60%以上，平均净利率在 30%以上。

预收账款保障业绩，丽水嘉园 2011 年将全部结转。期末预收账款 4.58 亿，较年初增长 5%，占我们 2011 年预测结转收入的 33%。其中，丽水嘉园 9 号楼基本结转完毕，而丽水嘉园 8 号楼作为拆迁安置房，已于 2010 年 7 月份签订整体销售协议，剩余未结部分也将于 2011 年全部结转。而预收款中占比 70%的工业厂房及写字楼主要为国际电子总部 3#地块 1、2 号楼，预计将于 2011-2012 年逐步实现结转。

大股东的工业地储备丰富，未来注入依然可期。实际控制人北京电控在五环内有 400 万平米占地的工业用地，其中 68%位于东四环及北四环以内，23%位于东、北四五环之间，整体容积率仅为 0.7，多为一些老旧厂房，我们判断北京未来以政策支持的方式推动五环内工业地改造可能性较大，鉴于公司为北京电控下属唯一做地产开发的平台，预计这些工业用地在未来由电子城开发的概率较大，一旦这些地块开始由电子城进行改造，公司自身价值必将得到巨大提升。

预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.82 和 0.96 元，考虑到公司的独特的增长模式以及科研办公楼的销售基本不受调控影响，我们依然维持推荐评级。

风险提示：项目的结算进度仍有可能低于我们的预期。

（八）招商地产——销售策略转变下的升级版国企龙头，卖的好才是真的好

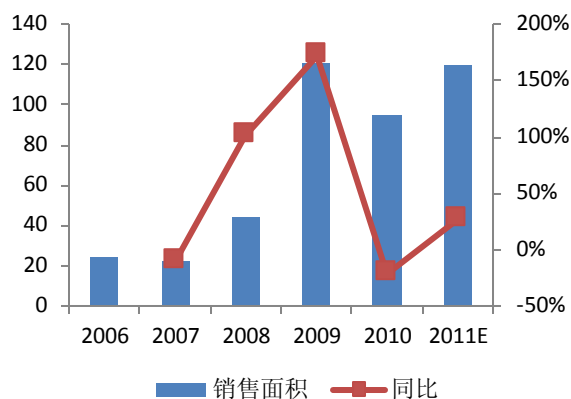
经营策略转变将保证公司完成年度签约 200 亿的销售目标。首先，新管理团队更为激进，快周转是公司管理目标之一。2011 年是新领导班子上任的第一年，对公司业绩表现非常重视。公司上半年完成认购额超 110 亿元，部分项目首日去化率超 80%。而下半年计划推盘量较上半年明显提高，预计下半年销售额较上半年更高，而全年或将超额完成 200 亿元的销售目标。其次，深圳市刚性需求仍然较大，刚需盘销售良好。公司多数项目集中在深圳，而从深圳目前的销售情况看，限购以后刚性需求仍然较大，5 月以来深圳市住宅销量逐月提升，5-7 月日均销量同比涨幅均在 50%以上。

公司 6 月份在深圳新开盘的两个项目首日去化率均超过 80%。其中雍景湾位于蛇口较成熟的社区附近，周边教育、医疗等社会资源丰富，生活便利，销售均价 35000 元/平。另一项目招商观园位于宝安区，均价较低，12000 元/平，符合首次置业需求，其中 90 平户型首日销售完毕，目前仅剩少量 160 平大户型。

依托大股东招商局，在土地储备上有较大优势。公司的发展历史离不开大股东招商局和蛇口工业区的支持，公司重组主营业务转变为地产后又数次通过增发、关联交易等方式获得大股东地块进行开发。而未来大股东仍有住宅项目可注入上市公司，在土地储备上公司拥有较大优势。6 月底大股东蛇口工业区竞得蛇口太子湾地块，地块规划用途为商业服务设施用地、仓储用地、港口码头用地、居住用地，建筑面积共 170 万平方米，其中住宅部分将注入上市公司开发。此外大股东持有的海上世界地块也将陆续交由上市公司开发，在青岛港的部分住宅用地也可能注入上市公司经营。

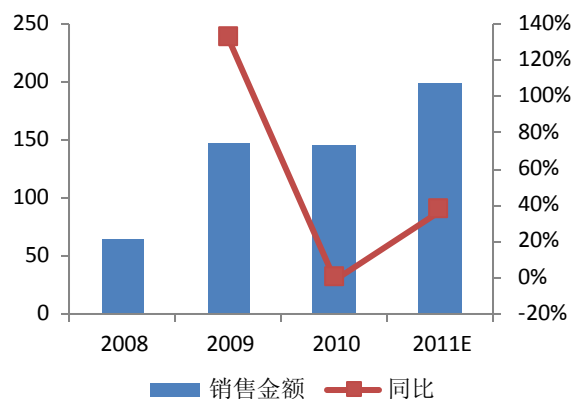
预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.56 元，1.94 元和 2.33 元，三年复合增长率 26%。目前股价对应 2011 年 PE11.8 倍，考虑到销售有超预期因素存在，维持“强烈推荐”评级。

图 158：招商地产历年销售面积变动



资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 159：招商地产历年销售金额变动



资料来源：公司公告，民生证券研究所

（七）新都酒店——惠州地产龙头入主，进一步整合值得期待

光耀集团（郭耀明）通过转让股权成为公司实际控制人。公司公告：2011年10月21日，润旺矿产品贸易（深圳）有限公司与深圳市光耀地产集团有限公司签署《以物抵债协议》《股权转让协议书》，约定以1.35亿元转让其所持有的100%股权的深圳瀚明投资有限公司股权，上述股权转让款用以抵扣润旺矿产品贸易（深圳）有限公司所欠深圳市光耀地产集团有限公司的债务。本次股权转让前，润旺矿产通过瀚明投资累计持有新都酒店股票45,551,000股，占公司总股本的13.8%，本次转让折合每股价格约2.96元。本次股权转让后，润旺矿产将不再持有新都酒店股份，而深圳光耀集团（郭耀明）成为新都酒店新的实际控制人。

光耀集团——销售额年均100%增速的惠州龙头。公司成立于2002年，起步于广东省惠州市，逐步成长为惠州最大的本地开发商，2009年开始扩张发力，项目版图围绕珠三角、长三角、环渤海三大经济圈逐步展开，两年内拓展至深圳、北京、上海、天津、惠州、湛江、东莞、杭州、宁波、威海、临沂、济南、青岛、成都等主流城市市场，总部、区域、城市三级集团管控模式已逐步建立。企业总资产与净资产连续三年翻倍增长，土地储备已超800万平米。2010年房地产主营业务销售总额达40亿元，预计2011年完成销售总额80亿，2012年完成销售总额150亿，跨越百亿门槛只待明年。

“储备高+销售快+定位准”是其保持高速增长三大法宝。实际控制人深耕重点城市周边的卫星城，可以很大程度规避重点一二线城市的调控影响，享受到限购所带来的资金溢出效应，比如惠州地产项目90%甚至以上都是深圳的购房者，资金从深圳溢出至周边未限购城市较为明显。公司同时坚持快销，将高周转运用到极致。

大股东参股的永州资源是市场关注的另一焦点。公司在公告中披露，光耀集团目前持有永州市资源开发有限责任公司41.5%的股权，而永州资源的营业范围是：投资矿产品勘探、采矿、收购（凭有效许可证经营）；金具生产、加工、销售、钢材销售。光耀集团业务涉矿将为公司带来更多的想象空间。

光耀集团能否在H股登陆存疑，对新都酒店整合是后续看点。光耀集团在3年前就已完成上市准备，当时曾经收购一家A股公司，但由于调控等原因，最终未能如愿。公司年初披露正在考虑在H股上市，计划在2012年上半年上市，但是，具体上市时间未定。于此同时公司在公告中披露：截至本报告书签署之日，光耀集团无在未来12个月转让所持有的瀚明公司100%股权的计划，也无在未来12个月内转让瀚明公司所持有的新都酒店13.83%股份的计划。截至本报告书签署之日，光耀集团暂无其他对新都酒店业务和组织结构有重大影响的计划。

在香港股市经历过近两个月的暴跌之后，光耀是否能够或者愿意在H股上市都是一个疑问，而此时成为新都酒店实际控制人，不难推测公司有意将新都酒店作为其旗下某项业务的重要整合平台，这是最值得市场期待的地方。

插图目录

图 1: 贷款 100 万元 30 年期贷款的月供较优惠利率时涨幅高达 47%.....	4
图 2: 2012 年商品房销售面积累计同比增速呈 $\searrow$ 型走势.....	5
图 3: 2012 年商品房销售面积同比增速仍将进一步下滑.....	5
图 4: 10 年 6 月至今百城及十大城市价格环比增速持续回落.....	5
图 5: 商品房销售均价及同比增速预测.....	5
图 6: 销售面积累计同比增速领先新开工面积增速约 5 个月.....	6
图 7: 民生地产库存替代指标领先新开工约 12 个月.....	6
图 8: 新开工累计同比领先施工累计同比约 9 个月.....	6
图 9: M1 同比领先房地产开发投资累计同比增速约 8 个月.....	6
图 10: 2010 年至今全国 133 个城市月度住宅用地溢价率持续走低.....	7
图 11: 十大城市 2011 年前 10 月住宅用地成交面积同比降幅远小于 2008 年同期水平.....	7
图 12: 国内贷款累计同比增速已降至近 6 年来低点.....	8
图 13: 开发投资、贷款、自筹及其他资金单月同比增速下滑.....	8
图 14: 公积金贷款及 5 年期以上中长期贷款利率持续攀升.....	8
图 15: 房地产信托平均预期年化收益率持续攀升.....	8
图 16: 房地产行业五因素模型分析框架图.....	10
图 17: 我国城市化水平与主要发达国家相比仍有距离.....	11
图 18: 我国城市化水平与发达国家相比仍有较大增长空间.....	10
图 19: 19 个省份的城市化率水平依然不足 50%，未来城市化率提升空间广阔.....	12
图 20: 20 世纪 80 年代中周期高出生率转化为当前自住购房需求主体.....	15
图 21: 国内外人均国内生产总值变化情况 (Per capita GDP at current prices - US dollars).....	15
图 22: 2001 年以来中国人均 GDP 平均增幅为 16.75%.....	16
图 23: 居民家庭可支配收入持续上升，提升购房支付能力.....	16
图 24: 相对黄金，近 50 年来无锚美元已大幅贬值.....	15
图 25: 1973 年布雷顿森林体系解体后，欧美主要国家的剔除通胀后的房地产实际价格均呈现显著上升.....	15
图 26: 1973 年布雷顿森林体系解体后，欧美主要国家的剔除通胀后的房地产实际价格均呈现显著上升.....	16
图 27: 1973 年布雷顿森林体系解体后，欧美主要国家的剔除通胀后的房地产实际价格均呈现显著上升.....	16
图 28: 1973 年布雷顿森林体系解体后，欧美主要国家的剔除通胀后的房地产实际价格均呈现显著上升.....	17
图 29: 提高利率对房价的影响路径.....	18
图 30: 收缩信贷对房价的影响路径.....	18
图 31: 房价对信贷的反向影响路径分析.....	18
图 32: M1 同比增速与商品房销售面积有较强的正相关性.....	19
图 33: M1 同比增速与商品房销售均价有较强的正相关性.....	19
图 34: 我国利率政策对商品房价格走势的解释力并不强.....	19
图 35: 外汇储备余额增速和 M1 同比相关性较强.....	19
图 36: 外汇储备余额同比增速与 CPI.....	20
图 37: 外汇储备余额累计同比增速与商品房价格累计同比有较强的正相关性.....	20
图 38: 日本-M2 是解释房价变动的重要因素.....	20
图 39: 日本-贷款利率对房价变动有一定解释力.....	20
图 40: 美国-M2 是解释房价变动的重要因素.....	21
图 41: 美国-贷款利率对房价变动有一定的解释力.....	21
图 42: 英国-M2 是解释房价变动的重要因素.....	21
图 43: 英国-贷款利率对房价变动有一定的解释力.....	21
图 44: 香港-M2 是解释房价变动的重要因素.....	22
图 45: 香港-贷款利率对房价变动的解释力较弱.....	22
图 46: 地价与房价交互推动.....	24

图 47: 我国土地资源构成: 耕地面积 18 亿亩	25
图 48: 国家对保障性住房的重视程度大大提高	25
图 49: 经济适用房竣工面积占比逐步下滑	26
图 50: 重庆市实施的公租房建设, 是我国的住房保障制度的有益探索	28
图 51: 房地产行业各项指标逻辑分析框架图	30
图 52: 在外围经济不出现大幅恶化的背景下, 年内恐难现 2008 年底反转式的政策转向	31
图 53: 以北京为例阐述 2005 年以来各项房地产政策对楼市销售量价的影响	32
图 54: 在限购和限贷的双重抑制下, 购房需求中投资客占比显著下降	34
图 55: 我国房地产金融存在巨大的创新空间	38
图 56: 贷款 100 万元 30 年期贷款的月供较优惠利率时涨幅高达 47%	38
图 57: 各档次贷款基准利率下贷款 100 万的月供对比	38
图 58: 全国商品房销售面积当月同比连续 7 个月负增长	41
图 59: GDP 增速连续 5 季度回落, 未来继续下滑风险加剧	41
图 60: 以广州为例——目前楼市基本面处于新一轮衰退期的初始阶段	43
图 61: 1970 年以后, 18 个国家房地产行业上升周期持续季度数, 最短 8 个季度, 平均 27 个季度	44
图 62: 1970 年以后, 18 个国家房地产行业下降周期持续季度数, 最短 12 个季度, 平均 25 个季度	44
图 63: 9-11 月 37 个重点城市月均环比下跌城市数持续增加	45
图 64: 京沪广深销量较之前两次调控销量低点降幅对比 (%)	45
图 65: 北京 8-11 月商品住宅成交维持近 4 年低位	45
图 66: 上海商品住宅成交连续 3 个月下降	45
图 67: 深圳商品房成交连续 4 个月下降	46
图 68: 广州商品房成交已接近 2010 年调控期低点	46
图 69: 一线城市二手房成交量处于近 2 年以来低位	46
图 70: 二线城市二手房成交量处于近 2 年以来低位	46
图 71: 2011 年 10 月重点公司销售面积环比增速	46
图 72: 2011 年 10 月重点公司销售面积同比增速	46
图 73: 万科销售面积单月同比增速持续下滑	47
图 74: 保利地产连续 3 个月单月同比增速出现负增长	47
图 75: 金地集团连续 3 个月单月同比增速出现负增长	47
图 76: 中国海外发展连续 3 个月单月同比增速出现负增长	47
图 77: 11 月上旬 37 个城市新房日均销售面积同比几乎呈现全线下降态势	47
图 78: 2011 年四季度将是全年的推盘高峰, 库存水平预计在四季度快速上升	48
图 79: 2011 年二、三季度商品房新开工面积分别为历史单季度第一第二高, 预示 2012 年二季度将迎来新的推盘高峰	49
图 80: 民生地产商品房库存替代指数维持高位, 预计 2012 年一季度会达到并超过 2008 年峰值水平	49
图 81: 北京商品住宅库存量稳步回升	50
图 82: 上海商品住宅库存接近 2008 年高点	50
图 83: 深圳商品房库存低位攀升	50
图 84: 杭州商品房库存接近 2008 年高点	50
图 85: M1 同比增速与商品房销售面积同比增速有较强的相关性, 自 2007 年后 M1 对商品房销售影响更显著	51
图 86: 利率因素对商品房销售的影响自 2006 年后更为显著	51
图 87: CPI 与商品房销售面积累计同比增速	51
图 88: 新增人民币贷款累计同比增速领先商品房销售面积累计同比增速约 8 个月	52
图 89: 商品房销售面积累计同比增速和商品房销售价格累计同比增速具有较强的正相关性	52
图 90: 2012 年商品房销售面积累计同比增速呈 V 型走势	52
图 91: 2012 年商品房销售面积同比增速仍将进一步下滑	52
图 92: CPI 领先商品房销售均价累计同比增速约 13 个月	53
图 93: 贷款利率领先商品房销售均价累计同比增速约 8 个月	53

图 94: 10 年 6 月至今百城及十大城市价格环比增速持续回落	53
图 95: 商品房销售均价及同比增速预测	53
图 96: 销售面积累计同比增速领先新开工面积增速约 5 个月	54
图 97: 民生地产库存替代指标领先新开工约 12 个月	54
图 98: 2012 年新开工面积累计同比增速预测为 8%	54
图 99: 房地产开发投资额累计同比与施工面积累计同比有显著的正相关性	55
图 100: 房地产开发投资额累计同比与 PPI 累计同比有显著的正相关性	55
图 101: 新开工累计同比领先施工累计同比约 9 个月	56
图 102: M1 同比领先房地产开发投资累计同比增速约 8 个月	56
图 103: 2012 年房地产开发投资额累计同比增速下一个台阶	56
图 104: 2012 年度房地产开发投资额单季度同比将逐季回落	56
图 105: 2010 年至今全国 133 个城市月度住宅用地溢价率持续走低	57
图 106: 北京、上海、广州 2005 年至今土地成交溢价率变化图, 2011 年以来持续走低	58
图 107: 天津、南京、杭州 2005 年至今土地成交溢价率变化图, 2011 年以来持续走低	58
图 108: 武汉、重庆、成都 2005 年至今土地成交溢价率变化图, 2011 年以来维持低位	59
图 109: 北京 2005 年至今住宅用地月度成交面积	59
图 110: 上海 2005 年至今住宅用地月度成交面积	59
图 111: 天津 2005 年至今住宅用地月度成交面积	59
图 112: 杭州 2005 年至今住宅用地月度成交面积	59
图 113: 十大城市 2011 年前 10 月住宅用地成交面积同比降幅远小于 2008 年同期水平	60
图 114: 2010-2011 年全国 133 个城市住宅用地月度供应量数据	61
图 115: 2010-2011 年全国 133 个城市住宅用地月度成交量数据	61
图 116: 2007 年以来重点城市各用途地价环比增长率, 其中居住用地价格增幅连续 3 个季度回落	62
图 117: 2011 年 1-10 月全国 133 个城市住宅用地成交楼面均价整体低于去年水平	62
图 118: 2000-2011 年 3 季度重点城市平均地价指数呈现地价持续增长态势	63
图 119: 2011 年三季度主要城市及三大区域地价水平比较	63
图 120: 2011 年三季度主要城市及三大区域地价增速比较	63
图 121: 三大重点区域居住地价季度环比增长率显示珠三角区域涨幅显著	63
图 122: 商品房销售面积累计同比领先土地购置面积累计同比约 6 个月	64
图 123: 商品房新开工面积累计同比与土地购置面积累计同比具有较强的正相关性	64
图 124: 商品房施工面积累计同比与土地购置面积累计同比	64
图 125: 商品房竣工面积累计同比与土地购置面积累计同比	64
图 126: 国内贷款累计同比增速已降至近 6 年来低点	66
图 127: 开发投资、贷款、自筹及其他资金单月同比增速下滑	66
图 128: 其他资金和自筹资金 1-10 月累计占比均已超过 40%	66
图 129: 9 月单月银行贷款占比仅 11.9%, 创 04 年以来最低	66
图 130: 1998 年至今三大项资金来源占比	67
图 131: 商品房销售额累计同比领先其他资金累计同比 2 个月	67
图 132: 截止 10 月的开发投资资金来源状况与 2004 年 12 月底情况十分相似	67
图 133: 发行规模逐月连续下滑, 单月同比负增长	68
图 134: 单月房地产信托规模占比略有回落	68
图 135: 公积金贷款及 5 年期以上中长期贷款利率持续攀升	68
图 136: 房地产信托平均预期年收益率持续攀升阶段性新高	68
图 137: 2012 年一、二季度末将迎来本金兑付高峰期	69
图 138: 房地产信托平均预期年收益率持续攀升	69
图 139: 三季度末房地产信托余额较年初增长 57.2%, 房地产信托余额占信托资金比重持续提升	69
图 140: 购房贷款余额同比增速持续下滑	70
图 141: 房地产开发贷余额陡降, 同比增速维持低位	70

图 142: 香港 97-03 年房价下跌时期地产指数走势, 房价下跌初期, 跌速较快, 板块亦处于快速下跌态势.....	71
图 143: 美国 07 年初房价开始下跌至今, 地产指数跌幅远超过房价跌幅	72
图 144: 2011 年地产板块投资机会呈阶段性脉冲式行情, 2012 年随着房价的持续下行, 难有大行情	73
图 145: 房地产和全部 A 股的动态 PE 变化百分比对照图	74
图 146: 房地产和全部 A 股的动态 PE 对照图	74
图 147: 房地产和全部 A 股的动态 PB 变化百分比对照图	74
图 148: 房地产和全部 A 股的动态 PB 对照图	74
图 149: 房地产板块最新动态 PE 位于各板块倒数第二位.....	74
图 150: 房地产板块最新 PB 位于各板块倒数第六位	74
图 151: 五大开发商市占率 2008 年以后呈现加速上升态势.....	75
图 152: 调控愈严、行业景气愈向下, 市场集中度提升愈快.....	75
图 153: 公司历年销售增速均超越行业增速.....	78
图 154: 6 月单月签约面积创历史新高	78
图 155: 在建规模将提升至 80 万平方米, 达到历史最高水平	79
图 156: 公司商业物业占武汉市商业营业用房的比重	79
图 157: 分季度现金流量表显示销售及拿地开工均呈现持续下滑态势	81
图 158: 招商地产历年销售面积变动	83
图 159: 招商地产历年销售金额变动	83

表格目录

表 1: 限购和限贷的对比分析.....	4
表 2: 房价若上涨 5%, 各年龄阶层家庭资产配置中的房产配置要求上升	23
表 3: 2010 年保障性住房供地计划大量增加 (单位: 公顷)	27
表 4: 重庆保障性住房模式的基本框架.....	28
表 5: 自 2009 年底本轮调控以来重要政策一览	32
表 6: 限购和限贷的对比分析.....	34
表 7: 世界各国的房产税 (物业税) 征收标准	35
表 8: 各国房地产金融模式比较	36
表 9: 公司项目储备丰富	80

分析师与联系人简介

肖 肖，房地产行业分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，中国人民大学哲学学士，2011年加入民生证券。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。