

房地产行业 2012 年年度报告

评级：持有 维持评级

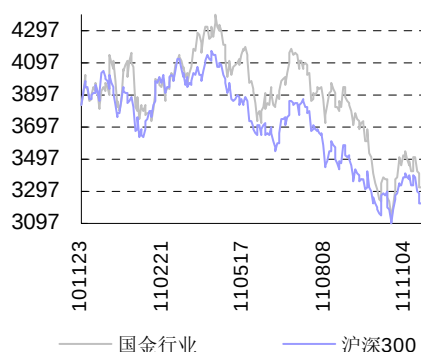
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

由对峙到打破僵持 由空白到松动预期

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	27.32
市场优化平均市盈率	22.26
国金房地产指数	3318.21
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5884.88



基本面由对峙到打破僵持

- 国家对地产的调控目标是希望房价回归到合理价格，但 11 年行业总体表现为量跌价滞。我们系统的测算了开发商目前和历史的资金压力，只要政策坚持，**今年底至明年初，开发商资金状况会接近历史最低水平，房价调整的广度和深度将更为明显**，11 年行业所呈现的对峙局面将被打破。
- 根据去化率和可售量，我们判断 11、12 年商品房销售面积分别增长 3%和下滑 4%。

政策面由空白到松动预期

- 我们认为明年的地产调控政策会经历从空白到松动预期出现，首先短期内即使房价下跌也不应该放松，否则前期调控成果会前功尽弃，这段时间为政策空白期。但明年地产新开工和投资会出现大幅回落，对经济的减速作用十分明显，如果届时房价回落至合理水平，市场难免会出现地产调控松动预期。
- 我们判断 11、12 年新开工分别同比增长 16%和下降 7.9%；房地产投资分别同比增长 29.4%和 17.8%。
- 从支出法和收入法分别考虑，房地产投资 1 个百分点的变化会对 GDP 增长产生 0.07 和 0.01 个百分点的影响，我们判断明年房地产投资下滑 11.6 个百分点，则 GDP 增速会回落 0.93 个百分点。

相关报告

1. 《地方政府控制房价目标得分几何？》，2011.11.21
2. 《销量继续降多升少》，2011.11.14
3. 《郊区和中心区房价表现差异化走势》，2011.11.7

投资策略

- 明年上半年处于基本面下滑而政策难松阶段，难有超预期因素，但目前重点上市公司估值水平处于历史低点，下跌空间并不大，**明年上半年地产股主要以震荡行情为主；下半年经济和地产调控之间的跷跷板效应会体现得较为明显，存在政策松动预期**，地产股估值水平有望得到一定空间提升，更多投资机会出现在下半年，我们主要推荐三类公司：
 一线龙头具备**防御性**，因为估值水平和业绩锁定率都处于历史较好状况，推荐万科，保利地产，招商地产，金地集团。
 高折价区域龙头，目前此类公司的净资产折价水平从**产业资本角度分析已经产生较强吸引力**，推荐首开股份，冠城大通、福星股份。
 存在**新利润增长点**公司，推荐华业地产，中天城投。

风险提示

- 市场预期改变导致房价下降所产生的需求弹性下降。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号：S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

张慧 联系人
(8610)66216760
zhang_hui@gjzq.com.cn

图表：重点上市公司评级

股票名称	收盘价	总股本	10EPS	EPS	11EPS	12EPS	EPS	11PE	12PE	10净资产	11Q3净资产	11E净资产	10PB	11PB	投资	上期
	(元)	(百万股)	(元)	11%10	(元)	(元)	12%11			(元)	(元)	(元)			评级	评级
万科A	7.09	10995.2	0.66	27.53%	0.84	1.01	20%	10.7	8.4	4	4.3	4.78	1.8	1.5	买入	买入
深振业A	4.99	989	0.49	24.81%	0.61	0.83	37%	10.2	8.2	2.5	2.7	2.97	2	1.7	买入	买入
招商地产	16.3	1717.3	1.17	34.61%	1.58	2.01	27%	13.9	10.3	10.6	11.7	12.03	1.5	1.4	买入	买入
华侨城A	6.54	5593.5	0.54	4.37%	0.57	0.7	23%	12	11.5	2.4	2.6	2.88	2.8	2.3	买入	买入
深天健	8.4	456.6	0.24	118.48%	0.53	0.67	26%	34.6	15.8	10.2	7.7	10.67	0.8	0.8	买入	买入
金融街	6.2	3027.1	0.59	22.12%	0.72	0.89	24%	10.5	8.6	5.6	5.9	6.05	1.1	1	买入	买入
渝开发	5.42	697.3	0.19	8.50%	0.21	0.25	19%	28	25.8	3.3	3.4	3.43	1.7	1.6	持有	持有
广宇发展	5.29	512.7	0.21	46.91%	0.31	0.39	27%	25.4	17.3	1.2	1.4	1.54	4.4	3.4	买入	买入
中天城投	7.41	1278.8	0.43	90.88%	0.83	0.94	14%	17.1	8.9	1.3	1.5	2.66	5.5	2.8	买入	买入
昆百大A	9.11	134.4	0.21	49.12%	0.32	0.36	13%	43	28.8	4.4	4.5	4.64	2.1	2	买入	买入
海德股份	6.99	151.2	0.17	-12.46%	0.15	0.22	47%	40.8	46.6	1.3	1.3	1.43	5.3	4.9	买入	买入
大连友谊	7.44	356.4	0.7	8.53%	0.76	0.89	17%	10.7	9.8	3.1	3.7	3.85	2.4	1.9	买入	买入
苏宁环球	6.64	2043.2	0.38	47.27%	0.56	0.74	34%	17.6	11.9	1.7	2	2.6	3.8	2.6	买入	买入
福星股份	7.38	712.4	0.7	12.55%	0.79	0.93	17%	10.5	9.3	6.6	7.7	7.28	1.1	1	买入	买入
中南建设	7.08	1167.8	0.63	29.14%	0.82	1.1	34%	11.2	8.6	4	4.4	4.77	1.8	1.5	买入	买入
天保基建	9.05	461.6	0.46	46.17%	0.68	0.93	38%	19.5	13.3	4.5	5	5.18	2	1.7	买入	买入
荣盛发展	7	1863.7	0.55	38.03%	0.76	1.02	35%	12.8	9.3	2.6	3	4.3	2.7	1.6	买入	买入
合肥城建	6.37	320.1	0.43	60.04%	0.69	1.04	51%	14.8	9.2	3	3.3	3.68	2.1	1.7	持有	持有
滨江集团	7.24	1352	0.71	4.69%	0.75	1.04	39%	10.1	9.7	3.2	3.2	3.88	2.3	1.9	买入	买入
世联地产	13.09	326.4	0.74	30.95%	0.97	1.22	26%	17.7	13.5	3.7	4.1	4.43	3.6	3	买入	买入
保利地产	9.14	5948.3	0.83	69.17%	1.4	1.67	19%	11.1	6.5	5	5.4	7.84	1.8	1.2	买入	买入
冠城大通	6.88	735.5	0.7	56.86%	1.11	1.44	30%	9.8	6.2	3	4	4.01	2.3	1.7	买入	买入
海泰发展	4.44	646.1	0.1	25.91%	0.13	0.2	54%	43	34.2	2.6	2.7	2.7	1.7	1.6	持有	持有
建发股份	6.68	2237.8	0.78	2.80%	0.81	0.95	18%	8.5	8.3	2.7	3.3	2.38	2.5	2.8	买入	买入
鲁商置业	5.05	1001	0.44	13.49%	0.5	0.73	46%	11.5	10.1	1.1	1.1	1.48	4.7	3.4	买入	买入
华业地产	9.03	645	0.45	70.24%	0.77	1.07	39%	19.9	11.7	3.7	3.9	4.43	2.5	2	买入	买入
北京城建	11.36	889.2	1.35	10.43%	1.49	1.85	24%	8.4	7.6	5.9	6.4	7.2	1.9	1.6	买入	买入
华发股份	7.65	817	0.92	35.97%	1.25	1.7	36%	8.3	6.1	7.1	7	8.25	1.1	0.9	买入	买入
首开股份	7.72	1494.7	0.9	12.88%	1.02	1.24	22%	8.6	7.6	7	7.1	8.02	1.1	1	买入	买入
金地集团	4.5	4471.5	0.6	7.44%	0.65	0.89	37%	7.5	7	4	4	5.61	1.1	0.8	买入	买入
安徽水利	14.09	334.6	0.61	5.64%	0.64	0.78	22%	23.2	22	2.5	3	3.03	5.5	4.7	买入	买入
外高桥	11.76	1010.8	0.66	9.87%	0.72	0.75	4%	17.9	16.3	4.5	4.5	5.08	2.6	2.3	买入	买入
信达地产	4.61	1524.3	0.27	15.47%	0.32	0.46	45%	16.8	14.5	3.8	3.9	2.02	1.2	2.3	买入	买入
陆家嘴	13.11	1867.7	0.64	6.25%	0.68	0.72	6%	20.5	19.3	5.5	5.8	6.05	2.4	2.2	买入	买入
天地源	4.23	720.1	0.26	40.62%	0.37	0.54	46%	16.1	11.4	2.4	2.6	2.75	1.8	1.5	买入	买入
中华企业	4.85	1414.4	0.5	4.93%	0.52	0.64	23%	9.7	9.3	3.1	3.1	3.53	1.6	1.4	买入	买入
宁波富达	7.26	1445.2	0.23	104.69%	0.48	0.72	50%	30.9	15.1	1.9	2.1	2.32	3.8	3.1	买入	买入
上实发展	5.9	1083.4	0.3	34.92%	0.41	0.59	43%	19.4	14.4	2.4	4.2	2.67	2.5	2.2	买入	买入
南通科技	13.12	319	0.35	157.91%	0.89	1.11	25%	37.9	14.7	3.6	3.8	4.39	3.6	3	买入	买入
张江高科	8.9	1548.7	0.31	90.96%	0.59	0.65	10%	28.8	15.1	4	3.9	4.48	2.2	2	买入	买入

来源：国金证券研究所

内容目录

基本面—从对峙到打破僵持.....	4
资金压力即将趋近历史最差水平	4
销售面积出现负增长年份	6
政策面—从空白到松动预期.....	7
房价跌但政策坚持阶段.....	7
经济下滑导致政策松动预期出现	8
政策如有松动会有何具体措施?	10
投资策略	11

图表目录

图表 1: 1-10 月份住宅累计价格同比变化	4
图表 2: 1-10 月份住宅单月价格同比变化	4
图表 3: 各地方目前房价与控制目标	4
图表 4: 测算地产企业资金链所需指标.....	5
图表 5: 资金支出项目	5
图表 6: 资金流入项目	6
图表 7: 银行贷款增速.....	6
图表 8: 定金及预收款增速.....	6
图表 9: 历年商品房去化率	7
图表 10: 销售面积测算.....	7
图表 11: 2010 年各月住宅销售面积变化	8
图表 12: 2010 年各月住宅销售价格涨幅变化	8
图表 13: 2010 年各月 M2 增速同比变化.....	8
图表 14: 2010 年各月贷款额同比变化.....	8
图表 15: 新开工增速预测	8
图表 16: 房地产新开工面积预测 单位: 万平方米	9
图表 17: 房地产投资模型	9
图表 18: 房地产投资影响力系数推算 (以 02 年投入产出表为例)	10
图表 19: 房地产投资对 GDP 增长的贡献分析	10
图表 20: 房地产对关联产业总产值和附加值以及 GDP 影响.....	10
图表 21: 龙头地产公司历史市盈率	11

基本面—从对峙到打破僵持

资金压力即将趋近历史最差水平

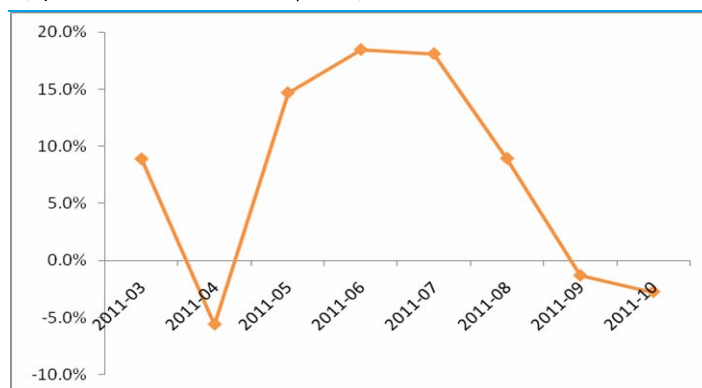
- 国家对地产的调控目标是希望房价回归到合理价格，而目前大多数城市房价仍处于滞涨期，实质调整并不明显。截止十月份，全国均价同比上涨了7%，在已公布房价涨幅控制目标的城市中，多数仍出现一定程度上升，个别省会城市目前房价已接近年初制定控制目标的上限。
- 市场之所以处于量跌价滞的对峙局面，是因为 11 年开发商的资金紧张并没有达到被动降价的程度。因为历来行业调整过程中开发商主动调价的行为都较难发生，唯有资金压力才是迫使企业降价的真正动力。

图表1：1-10 月份住宅累计价格同比变化



来源：国金证券研究所

图表2：1-10 月份住宅单月价格同比变化



图表3：各地方目前房价与控制目标

城市	2011 年房价控制目标	2010 年商品住宅均价	2011 年商品住宅控制均价	2011 年 10 月商品住宅均价	目前价格与去年全年相比	目前价格与控制房价目标相比
北京	比去年稳中有降	22690	—	22946	1.1%	—
上海	小于 8%	23186	25040	23666	2.1%	-5.5%
广州	不超 11%	14589	16193	15330	5.1%	-5.3%
深圳	不超 10%	25155	27670	25747	2.4%	-6.9%
沈阳	小于 12%	5907	6615	6508	10.2%	-1.6%
济南	小于 12%	9000	10080	9293	3.3%	-7.8%
兰州	小于 9%	5963	6499	6223	4.4%	-4.2%
西安	小于 15%	6980	8027	7425	6.4%	-7.5%
海口	小于 10%	7112	7823	7003	-1.5%	-10.5%
佛山	小于 12%	8765	9816	8934	1.9%	-9.0%
珠海	小于 11.1%	10230	11365	10508	2.7%	-7.5%
太原	小于 13%	5517	6234	5637	2.2%	-9.6%
昆明	小于 13%	7324	8276	7454	1.8%	-9.9%
中山	低于 GDP 增幅	5575	5853	5760	3.3%	-1.6%

来源：国金证券研究所 中指研究院

- 我们系统的测试了开发商目前和历史的资金压力状况，如果国家继续坚持对地产的紧缩政策，今年年底和明年年初行业资金压力将接近 08 年最差水平，更多开发商会由于资金紧张而降价促销，12 年将是对峙局面被打开的年份。
- 下表中所列指标为我们测算企业资金链的基础，其中值得一提的有两项：

- **经营总收入。**这是计算现金支出中各项税费的基础，但经营总收入不等同于销售收入，因为经营总收入才是“结算收入”的概念，目前地产公司预收款余额虽足够充足，但结算预计不会有明显增长，因为结算即必须支付各项税费，而企业目前融资明显受到更多限制，企业并没有动力确认结算收入，因此我们预计经营总收入全年增长 10%，增幅同比下降 5 个百分点。
- **房地产投资。**我们用这一指标来代替资金支出中的建安成本，但房地产投资额并非实际发生的现金流，因为当年新开工项目所对应的地价款会计入房地产投资额中，而这部分费用都是在开工前都已经付清，所以按投资额来代替建安成本会存在重复计算土地购置费用的问题，我们在此预估当年新开工面积和地价款，在房地产投资额中扣除后，来近似代替建安成本支出。

图表4：测算地产企业资金链所需指标

测算流动性所需基本指标	商品房销售额	增速	经营总收入	增速	资产负债率	营业税率	土地增值税率	营业利润	新开工面积	新开工面积同比增长	土地购置面积	土地购置面积同比增长	土地购置单价	土地购置楼面价	房地产开发投资	房地产开发投资同比增长	房地产开发投资中的地价款	土地增值	贷款利率
2006	20510		18047		74.1%	6.2%	0.7%	1669	78131		36791		1028	343	19382			134	6.04%
2007	29604	44%	23397	30%	74.4%	7.1%	1.6%	2437	94590	21.1%	40609	10.4%	1198	399	25280	30.4%	3242	373	6.89%
2008	24071	-19%	26697	14%	72.3%	6.9%	1.4%	3432	97574	3.2%	36785	-9.4%	1575	525	30580	21.0%	3897	361	7.28%
2009	43995	83%	33905	27%	72.3%	7.0%	1.5%	3945	115385	18.3%	31906	-13.3%	1893	631	36232	18.5%	6059	499	5.40%
2010	52500	19%	38991	15%	72.3%	10.5%	5.0%	5264	163800	42.0%	41000	28.5%	2437	812	48267	33.2%	10335	1950	5.40%
2011E	60375	15%	42890	10%	72.3%	10.5%	5.0%	5790	180180	10.0%	34850	-15.0%	2437	812	62264	29.0%	14637	1865	7.02%

来源：国金证券研究所 国家统计局

- **资金支出项目。**开发商资金支出项多为较固定项目，例如建安成本和以结算额为基础的各项税费，仅有土地购置费用弹性较大，如果对市场判断较为悲观，开发商会较大幅度压缩该项费用，并且 10 年基数较高，已经实现了 66% 增速，所以假设 11 年该项指标下降 15%，
- 资金支出项具体包括：
 - 开发商资金支出项=建安成本+土地购置费用+营业税+土地增值税+贷款本金+贷款利息+所得税，我们预计 11 年全国开发商实际支出现金流 7.48 万亿元。

图表5：资金支出项目

资金支出项目	房地产投资中的实际发生现金流	营业税	营业利润率	所得税	土地购置费用	土地购置同比增长	贷款本金	贷款利息	资金支出合计
2006	19382	1127	9.2%	551	3783				24843
2007	22038	1660	10.4%	804	4866	28.6%			29368
2008	26683	1829	12.9%	1133	5795	19.1%			35439
2009	30173	2364	11.6%	986	6039	4.2%	6494	351	46407
2010	37932	4094	13.5%	1316	9992	65.5%	8503	459	62297
2011E	47627	4503	13.5%	1448	8493	-15.0%	11916	837	74825

来源：国金证券研究所

- **资金流入项目。**开发商资金来源的最大变数在于银行贷款和定金及预收款，具体包括：
 - 开发商资金流入项=银行贷款+定金及预收款+自筹资金+利用外资+其他资金，其中最大的变量是银行贷款和定金及预收款

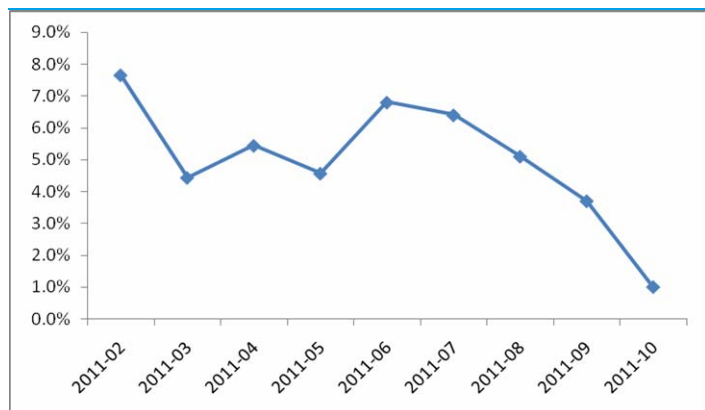
图表6：资金流入项目

资金流入项目	国内贷款房地产开发投资总额_累计值(亿元)	贷款同比变化	其他资金定金及预收款房地产开发投资总额_累计值(亿元)	定金及预收款同比变化	利用外资房地产开发投资总额_累计值(亿元)	外商直接投资房地产开发投资总额_累计值(亿元)	自筹资金房地产开发投资总额_累计值(亿元)	自筹资金占资金来源比例	其他资金房地产开发投资总额_累计值(亿元)	资金流入合计	资金盈余	盈余比例
2006	5263		8136		394	297	8587	31.6%	12635	27178	2335	9%
2007	6961	32.3%	10628	30.6%	650	503	11772	31.2%	17874	37759	8391	29%
2008	7257	4.2%	9286	-12.6%	726	644	15081	38.9%	15082	38790	3351	9%
2009	11293	55.6%	15914	71.4%	470	392	17906	31.1%	27459	57519	11112	24%
2010	12540	11.0%	19020	19.5%	796	677	26705	36.5%	32454	73172	10875	17%
2011E	12665	1.0%	21112	11.0%	796	677	32901	40.3%	34546	81585	7031	9%

来源：国金证券研究所

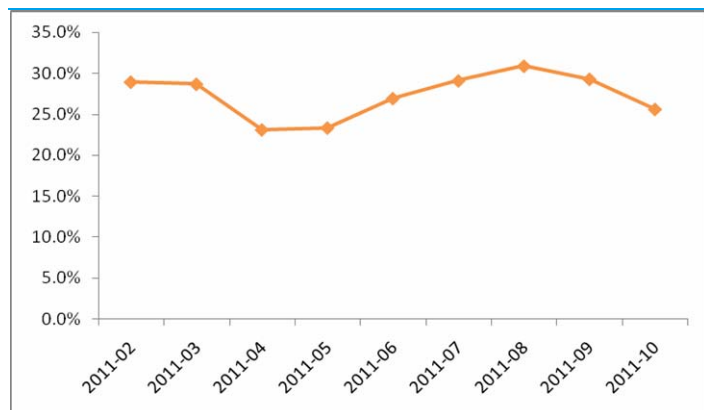
- 在估算开发商资金支出和流入之后，我们可以计算出其历年资金盈余，从06年至10年，开发商资金盈余占总支出的比例约为9%至29%，也即如果开发商资金盈余占资金支出的9%左右时，其资金紧张程度将接近08年水平，被动降价压力较大。
- 而上述情形的出现，需要银行贷款和定金及预收款合计增速下降至8%，1-10月份目前两者合计增速仍为15.1%，但按目前企业获得银行贷款的难易程度和销售回款速度，今年年底或明年初，开发商资金将滑落至历史最差水平，房价下降通道将被打开。

图表7：银行贷款增速



来源：国金证券研究所 国家统计局

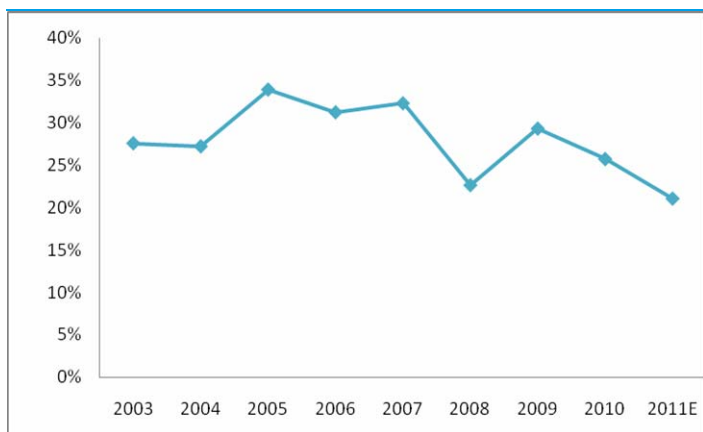
图表8：定金及预收款增速



销售面积出现负增长年份

- 我们预计11、12年商品房销售面积增速分别为3%和-4%，由于明年价格会出现一定幅度回调，所以销售额的回落幅度会更为明显。
- 销售面积主要取决于可售量和去化率，
 - 可售量=上一年度施工面积-上一年度竣工面积+本年新开工面积中可售商品房面积（因为保障房新开工占比提升，所以必须扣除其中的公租房、廉租、棚户改造等不可售部分）
 - 去化率为当年销售面积与可售面积之比，05-10年之间这一指标为23%至34%，我们预计11年去化率为21%，而12年由于市场观望情绪的加重和限购的坚持，预计12年去化率将下降至18%，按此计算，销售面积将同比下滑4%。
- 考虑同比基数的影响，12年上半年销售面积的负增长幅度会更明显，下半年幅度将有所收窄。

图表9: 历年商品房去化率



来源: 国金证券研究所 国家统计局 其中保障房新开工部分中可售部分按总量的29%估算。

图表10: 销售面积测算

日期	商品房销售面积-累计值 (万平方米)	增速	房地产新开工施工面积-累计值 (万平方米)	增速	房地产竣工面积-累计值 (万平方米)	房地产施工面积-累计值 (万平方米)	去化率
2005	55769	46%	66840	11%	48793	164445	34%
2006	60628	9%	78131	17%	53019	194090	31%
2007	76193	26%	94590	21%	58236	235882	32%
2008	62089	-19%	97574	3%	58502	274149	23%
2009	93713	51%	115385	18%	70219	319650	29%
2010	104300	11%	163800	42%	76000	405500	26%
2011E	106917	3%	190008	16%	82986	507786	21%
2012E	102340	-4%	174997	-8%	82986	568557	18%

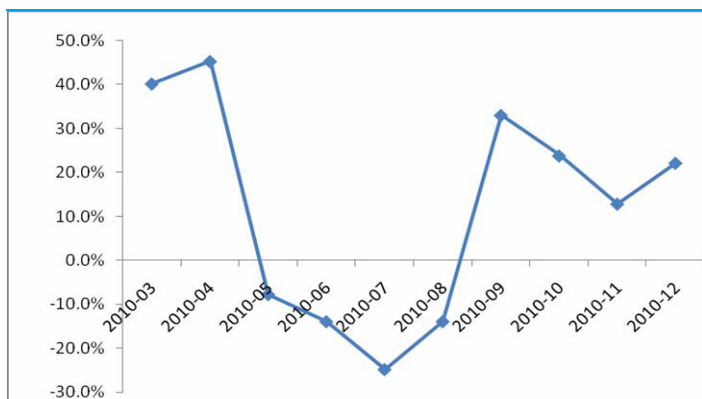
政策面—从空白到松动预期

- 我们认为明年的地产调控政策会经历从空白到松动预期出现, 因为短期针对地产的行政调控不应该改变, 否则调控成果会前功尽弃, 而宏观政策货币环境的微调很难直接对地产起到积极作用, 但明年地产新开工和投资会出现明显回落, 对经济的减速作用十分明显, 如果届时房价回落至合理水平, 市场难免会出现地产调控松动预期。

房价跌但政策坚持阶段

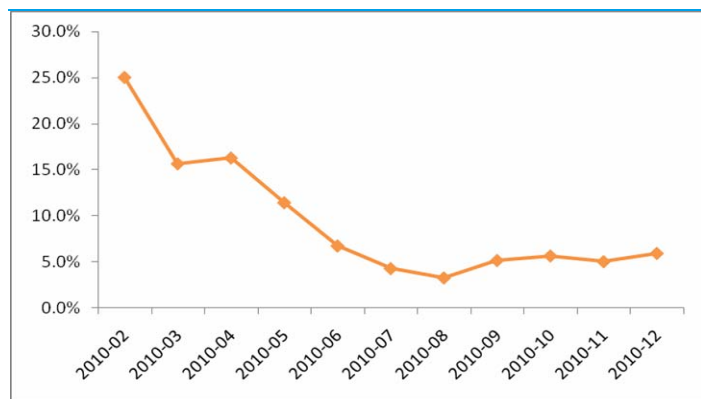
- 虽然房价即将步入下跌通道, 但我们认为政策仍需坚持, 此处的政策我们主要指中央层面。因为随市场调整程度的加深, 地方政府和中央的博弈也在加剧, 部份地方政府已经在其力所能及的范围内放松, 但其手段有限, 所以我们所提到的政策是更为有力的中央层面政策。
- 房价下跌的初期中央层面调控不会也不应该放松, 否则取得的调控成果容易前功尽弃, 因为 2010 年的实际调控效果已经说明了这一点。
- 国家在 2010 年 4 月份出台严厉调控政策, 对交易量的效果还是比较立竿见影, 二季度销售面积出现负增长, 价格涨幅也得到了明显控制。但在四季度由于担心经济增速下滑, 又放松了货币政策, 贷款增速和存量货币在 7 月份开始触底回升, 导致了在四季度再次出现量价齐升的局面。由于有了去年的经验, 中央层面短期即放松调控的可能性较小。

图表11: 2010 年各月住宅销售面积变化

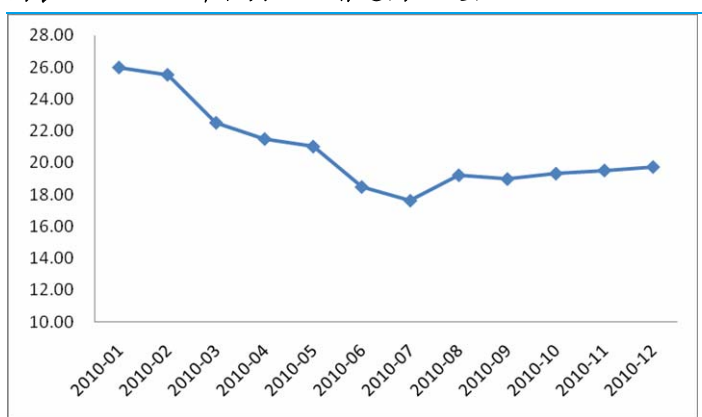


来源: 国金证券研究所 国家统计局

图表12: 2010 年各月住宅销售价格涨幅变化

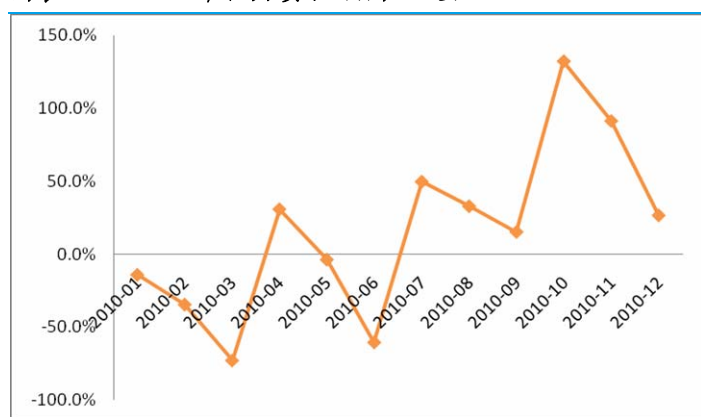


图表13: 2010 年各月 M2 增速同比变化



来源: 国金证券研究所 国家统计局

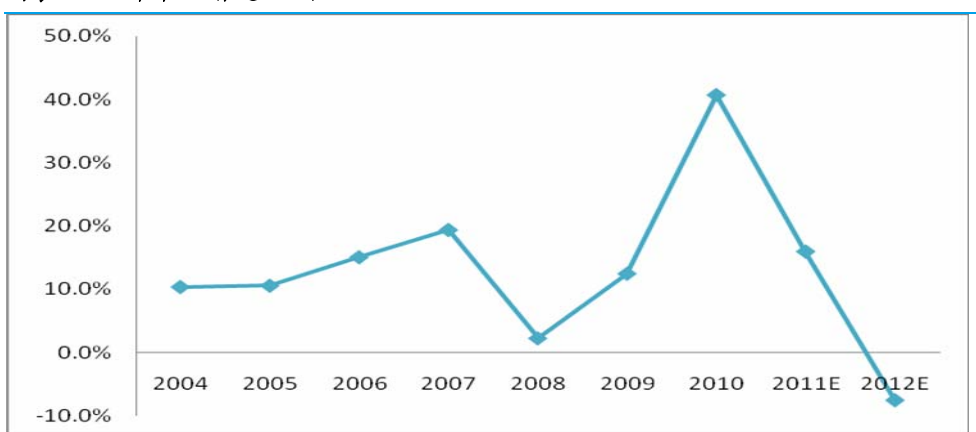
图表14: 2010 年各月贷款额同比变化



经济下滑导致政策松动预期出现

- 经济增长和地产调控是一对跷跷板，明年地产新开工和投资都会出现明显下滑，其对经济的负面影响在 12 年上半年即会充分反映。因此在房价得到抑制且出现一定调整的背景下，政策放松预期也会逐步增强。
 - 我们预计 11、12 年房地产新开工分别增长 16%和-9.7%。
 - 11、12 年房地产投资增速分别为 29.4%和 17.8%。

图表15: 新开工增速预测



来源: 国金证券研究所 国家统计局

- 新开工由保障房和商品房两部分构成，预计 2012 年保障房新开工套数 800 万套，相比 11 年实现的 1000 万套有 20% 的下滑；而商品房历史新开工的最低增速为 08 年出现的 2.3%，但目前房价进入下跌通道，企业开工动力也发生转折性改变，因此我们预计预计商品房新开工同比下降 3%，12 年房地产整体新开工同比负增长 7.9%。

图表16：房地产新开工面积预测 单位：万平方米

	新开工面积合计	新开工增速	保障房开工套数	保障房新开工增速	每套保障房面积	保障房新开工面积	商品房新开工面积	商品房新开工增速
2010	163800	42.0%	590	/	55	32450	131350	/
2011	190008	16.0%	1000	69.5%	55	55000	135008	2.8%
2012E	174958	-7.9%	800	-20.0%	55	44000	130958	-3.0%

来源：国金证券研究所

- 在房地产新开工同比下降 7.9% 的前提下，预计 12 年房地产投资增速 17.8%，相比 11 年 29.4% 的增速会有较明显下滑。

图表17：房地产投资模型

年份	商品房本年新开工面积（万平方米）	商品房本年新开工面积增速	商品房本年竣工面积（万平方米）	商品房本年竣工面积增速	竣工率	商品房本年施工面积（万平方米）	商品房本年施工面积增速	每平方米施工面积对应投资额（元/平方米）	每平方米施工面积对应投资额增长率	房地产开发投资总额（亿元）	房地产开发投资总额增速
1998	18751	46.3%	15393	11.6%	31.75%	48473	11.5%	738	3.33%	3580	12.6%
1999	21633	15.2%	19784	28.0%	35.90%	55105	13.3%	728	-1.45%	4010	11.0%
2000	28259	30.6%	23028	16.4%	36.25%	63529	15.3%	772	6.02%	4902	19.5%
2001	35946	27.2%	27303	18.6%	35.36%	77213	21.5%	809	4.83%	6245	25.3%
2002	42260	17.6%	32523	19.1%	35.06%	92757	20.1%	834	3.11%	7736	21.9%
2003	54319	28.5%	39510	21.5%	33.80%	116907	26.0%	864	3.65%	10106	29.7%
2004	60414	10.4%	42465	2.1%	30.23%	140451	19.2%	937	8.38%	13158	28.1%
2005	66840	10.6%	48793	14.9%	29.67%	164445	17.1%	958	2.29%	15759	19.8%
2006	78131	15.1%	53019	-0.6%	27.32%	194090	17.1%	999	4.21%	19382	21.8%
2007	94590	19.4%	58236	4.3%	24.69%	235882	21.1%	1072	7.32%	25280	30.2%
2008	97574	3.2%	58502	0.5%	21.34%	274149	16.2%	1115	4.08%	30580	21.0%
2009	115385	18.3%	70219	20.0%	21.97%	319650	16.6%	1133	1.62%	36232	18.5%
2010	163800	42.0%	76000	8.2%	18.74%	405500	26.9%	1190	5.01%	48267	33.2%
2011E	190008	16.0%	97368	28.1%	18.74%	519508	28.1%	1202	1.00%	62456	29.4%
2012E	174997	-7.9%	104499	7.3%	17.50%	597138	14.9%	1232	2.50%	73583	17.8%

来源：国金证券研究所

- 明年房地产对经济影响几何？房地产对经济影响体现在两方面，一是从支出法考虑，房地产投资的回落会直接影响经济增速；二是从收入法分析，房地产投资回落会影响关联产业的总产值和增加值，从而拉低经济增长。
 - 一、按 11 年的投入产出比例，1 单位房地产投资增速的变化，会影响 0.069 个百分点 GDP 增速的变化，我们判断 2012 年房地产投资增速由 29.4% 下滑至 17.8%，也即房地产投资回落 11.6 个百分点，则 GDP 增速回落 0.8 个百分点。
 - 二、房地产投资的影响力系数为 1.5，在假设其关联产业增加值率为 7% 前提下，1 单位房地产投资的变动会通过关联产业合计影响 GDP 增速 0.011 个百分点，对于 12 年而言，房地产投资增速下滑 11.6 个百分点，会拉低经济增速 0.13 个百分点。

- 综合考虑，如果房地产投资如我们所预期，在不考虑其他因素变化前提下，明年房地产对经济增长会有 0.93 个百分点的影响。国金宏观预期 2011 年经济增速为 9.2%，按此计算 2012 年经济增速将回落至 8.3%。

图表18：房地产投资影响力系数推算（以 02 年投入产出表为例）

	房地产开 发投资	建筑业总 产值	房地产开 发投资中 的相关费 用	全国土地 平均购置 费用	新开工面 积	新开工项 目对应地 价款	房地产开 发投资中 转移到建 筑业产值 中的金额	房地产开 发投资中 转移到建 筑业产值 中的比例	建筑业影 响力	房地产开 发投资的 影响力
2002	7791	18527	1169	480	42801	821	5801	74.46%	2.03	1.51

来源：国金证券研究所

图表19：房地产投资对 GDP 增长的贡献分析

	国内生产总值 (现价)	GDP 增速(名 义增速)	GDP 增速(实 际增速)	GDP 平减指数	房地产开发投 资额	房地产开发投 资增速	房地产开发投 资占 GDP 的 比例	房地产开发投 资对 GDP 的 贡献率	房地产开发投 资对 GDP 增 长的贡献百分 点
1998	84402	6.9%	7.8%	-0.9%	3614	13.7%	4.3%	8.0%	0.6%
1999	89677	6.2%	7.6%	-1.4%	4103	13.5%	4.6%	9.3%	0.7%
2000	99215	10.6%	8.4%	2.2%	4984	21.5%	5.0%	9.2%	0.8%
2001	109655	10.5%	8.3%	2.2%	6344	27.3%	5.8%	13.0%	1.1%
2002	120333	9.7%	9.1%	0.6%	7791	22.8%	6.5%	13.6%	1.2%
2003	135823	12.9%	10.0%	2.9%	10154	30.3%	7.5%	15.3%	1.5%
2004	159878	17.7%	10.1%	7.6%	13158	29.6%	8.2%	12.5%	1.3%
2005	183218	14.6%	10.4%	4.2%	15909	20.9%	8.7%	11.8%	1.2%
2006	211924	15.7%	11.6%	4.1%	19423	22.1%	9.2%	12.2%	1.4%
2007	249530	17.7%	11.9%	5.8%	25289	30.2%	10.1%	15.6%	1.9%
2008	314045	25.9%	9.0%	16.9%	31203	23.4%	9.9%	9.2%	0.8%
2009	335353	6.8%	9.1%	-2.3%	36232	16.1%	10.8%	23.6%	2.1%
2010	401202	19.6%	10.4%	9.2%	48261	33.2%	12.0%	18.3%	1.9%
2011E	465394	16.0%	9.2%	6.8%	62449	29.4%	13.4%	22.1%	2.0%

来源：国金证券研究所

图表20：房地产对关联产业总产值和附加值以及 GDP 影响

	房地产投资 额	房地产投资 增速	带动关联产 业总产值	关联产业附 加值(附加 值按 7%)	名义 GDP	房地产投资 增速	1 单位房地 产投资增速 变化对关联 产业总产值 影响	1 单位房地 产投资增速 变化对关联 产业附加值 影响	1 单位房地 产投资变化 引发关联产 业变动对 GDP 影响 比例
2009	36232	16.1%	54348	3804	335353	16.1%			
2010	48267	33.2%	72401	5068	401202	33.2%	362	38	0.0095%
2011E	62457	29.4%	93686	6558	465394	29.4%	483	51	0.0109%

来源：国金证券研究所

政策如有松动会有何具体措施？

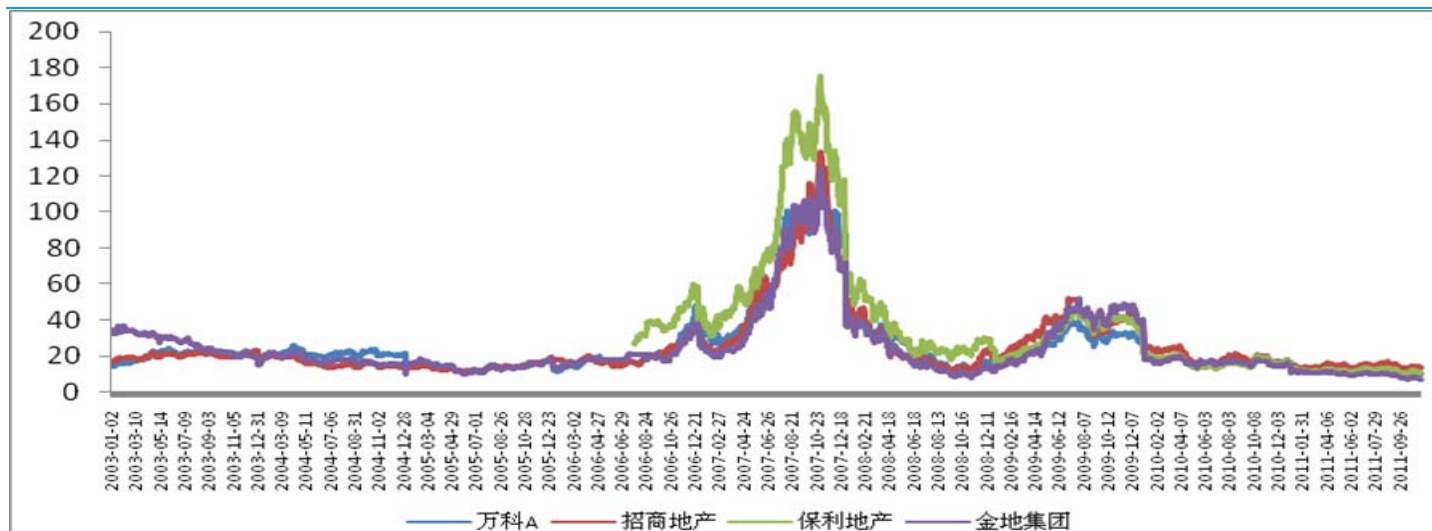
- 地方政府希望刺激行业回暖但具体措施不多，主要会表现在对开发商的购地付款方式的放宽，并且在取消限购这项政策上与中央展开深层博弈，如果能得到中央默许，取消或者修订限购门槛将是地方政府可能采取的最有效措施。
- 中央层面政策强有力但不轻易出手。中央层面政策如果放松，应首先针对首次置业需求，因为这部分购房者是最应该受到保护的，可以通过窗口指导，下调首次置业购房比例和按揭利率。并且中央层面政策会影响购房者

预期，如果市场认为中央调控态度发生转变，也会促进交易量的明显回升。

投资策略

- 明年上半年处于基本面下滑而政策难松阶段，难有超预期因素，但由于目前重点上市公司估值水平处于历史低点，下跌空间也并不大，所以明年上半年地产股主要以震荡行情为主；下半年经济和地产调控之间的跷跷板效应会体现得较为明显，存在政策松动预期，地产股估值水平有望得到一定空间提升，更多投资机会出现在下半年。
- 标的选择。
 - 一线龙头具备防御性，因为估值水平和业绩锁定率都处于历史较好状况，推荐万科，保利地产，招商地产，金地集团。
 - 高折价区域龙头，目前此类公司的净资产折价水平从产业资本角度分析已经产生较强吸引力，推荐首开股份，冠城大通、福星股份。
 - 存在新利润增长点公司，推荐华业地产，中天城投。

图表21：龙头地产公司历史市盈率



来源：国金证券研究所 wind

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B