

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

产业生命周期视角下的行业透视和机会挖掘

——房地产行业 2012 年年度投资策略

研究报告——行业策略

同步大市（维持）

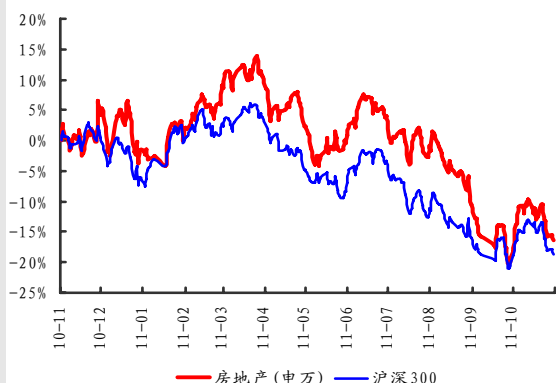
发布日期: 2011 年 12 月 5 日

盈利预测和投资评级

公司简称	11EPS	12EPS	12PE	评级
万科 A	0.86	1.10	6.43	增持
保利地产	1.13	1.41	6.43	增持
金地集团	0.68	0.82	5.46	增持
招商地产	1.52	1.86	8.81	增持
金科股份	1.16	1.71	6.34	增持
中南建设	0.82	1.16	6.16	增持
华夏幸福	2.35	2.93	6.26	增持

注: 股价为 2011 年 11 月 30 日收盘价

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20110957 房地产行业 4 季度投资策略: 楼市十字路口的估值选择: 政策决定向下走……2011 年 9 月 30 日

20110537 房地产行业下半年投资策略: 房贷政策决定成交量, 低估值决定反弹机会……2011 年 5 月 31 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8013

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

本报告提出了房地产产业生命大中小周期的观点, 并认为我国房地产行业目前正缓慢进入由成熟期转为衰退前期的大周期阶段, 本轮调控周期的中后期阶段。我国房地产行业的盈利性、成长性、库存和估值体现了产业生命周期的走势特点。最后根据产业大周期和中期提出了两条投资主线。

投资要点:

● **房地产产业生命周期。**以弗农的产业生命周期理论与西方经济学宏观经济周期理论为基础, 提出了我国房地产大中小生命周期观点。

● **我国房地产行业所处生命周期阶段。**2012-2015 年将是我国房地产行业大周期由成熟期进入衰退期的时间窗口, 目前我国房地产行业正缓慢进入衰退期的前期阶段。就中周期而言, 我国房地产行业正处于本轮严厉政策周期的中后期阶段。

● **本轮严厉政策调控证明的几个重大基本事实及推论。**本轮调控证明了政策完全有能力治理房价、楼市真实购买力不足及购房并非稳赚不赔等几个重要基本事实, 以此为基础, 推导出在“限购”等政策调控下, 房地产将走向本轮中周期的衰退的中后期阶段。

● **房地产行业成长性、盈利性与存货的周期表现及预测。**2000 至 2010 年的行业成长性、盈利性与存货等行业关键指标都十分清楚地证明我国房地产产业生命周期的存在, 并证明了我国房地产行业当前所处的周期阶段, 由此可以认为行业毛利率和成长性都将开始缓慢往下, 而行业存货则会快速增加, 并由此加快行业的降价。

● **产业生命周期视角下的估值判断与投资策略。**产业生命周期可以很好地解释房地产发展历史与目前诸多市场与政策方面的重大现象, 并对未来做出清晰的判断, 同时也能很好地解释房地产估值在高毛利与确定性成长下不断创新低的现象, 并可以对未来估值做出清晰的预测。但政策多变性与估值政策敏感性也决定局部性投资机会的存在。根据大周期观点, 具有实力实现商业和盈利模式创新与突破的企业是第一条挖掘主线, 建议关注万科、保利地产、金地集团和招商地产; 根据中周期观点, 具有“过冬”甚至逆势扩张实力的企业是另外一条挖掘主线, 我们建议关注万科、保利地产、金地集团、金融街、中南建设、金科股份和华夏幸福。

● **风险提示。**主要面临政策风险与资金链经营等风险。

目 录

1. 房地产产业生命周期	4
1.1 房地产产业周期划分的依据	4
1.2 我国房地产大中小三个周期概念及其基本驱动力	5
2. 我国房地产所处产业周期的基本判断	5
2.1 房地产产业大周期的基本判断	5
2.1.1 人口因素决定的产业大周期	5
2.1.2 产业政策决定的大周期阶段	7
2.1.3 房地产产业大周期阶段判断结论	7
2.2 房地产产业中周期的基本判断	8
2.2.1 我国房地产中周期基本判断	8
2.2.2 本轮“限购政策”的根源	9
2.2.3 本轮“限购政策”的延续性	9
3. 基于本轮调控证明的基本事实对行业 2012 年的判断	10
3.1 政策有能力治理房价问题	10
3.2 楼市真实需求被房价上涨夸大	10
3.3 楼市“稳赚不赔”并不成立	11
3.4 由几个基本事实推导出的对 2012 年楼市走势的基本判断	11
4. 产业生命周期中的行业盈利性、增速与存货	12
4.1 行业成长性的产业周期特征与趋势	12
4.2 行业盈利性的产业周期特征与趋势	13
4.3 存货的产业周期特征与趋势	14
5. 行业估值与投资策略	15
5.1 行业估值的解释与判断	15
5.2 行业投资策略	17
6. 风险提示	19

图 目 录

图 1: 产业生命周期示意图	4
图 2: 我国人口出生率、死亡率和自然增长率	6
图 3: 我国人口抽样调查户数	6
图 4: 我国人口抚养比	6
图 5: 我国房地产所处产业生命周期阶段示意图	7
图 6: 我国房地产产业生命周期示意图	9
图 7: 全国商品房累计销售面积同比增速	11
图 8: 部分城市 2011 年销售同比增长	11
图 9: 由基本结论与命题推导的楼市发展趋势示意图	12
图 11: 房地产产业各周期阶段成长性	13
图 10: 房地产产业各周期阶段毛利率	14
图 12: 房地产产业各周期阶段存货	15
图 13: 房地产板块 PE 估值与产业周期的对应关系	16

表 目 录

表 1: 近 5 年行业存货情况	15
表 2: 重点关注股票估值情况表	18

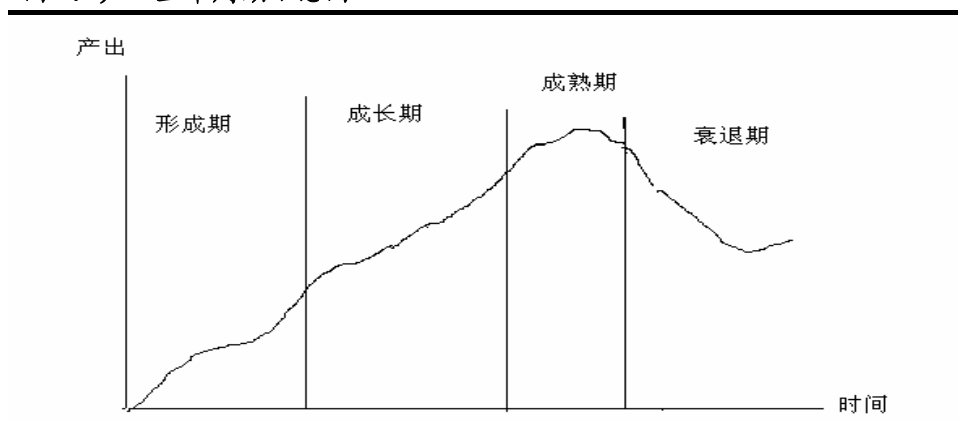
1. 房地产产业生命周期

此轮房地产调控将满 2 年，房地产行业犹如收网之鱼开始窘相毕露。市场开始了诸多猜测，政策会不会放松？房价会不会随着政策放松再次报复性反弹？……这许许多多的永无休止的争论，其实曾经在楼市里发生过很多次，只不过这一次与以往有些不同罢了。“不识庐山真面目，只缘身在此山中”，仅仅是回答这些纷纷扰扰的问题，会让无法我们看清楼市的本质与趋势。“不畏浮云遮望眼，自缘身在最高层”，我们只有跳出这些问题，站在产业周期的高度，才能不让这些“浮云”迷惑了我们对行业未来的判断。

1.1 房地产产业周期划分的依据

产业生命周期理论繁多，其中以弗农（Vernon）的产品生命周期理论最具有代表性，1966 年弗农从国际化的视野，依据产业从发达国家到欠发达国家依次转移现象，从产品划分为导入期、成熟期和标准化期三个阶段。

图 1：产业生命周期示意图



资料来源：中原证券

西方经济学家根据一个周期的长短将经济周期分为长周期（康德拉耶夫周期，周期长度平均为 50 年左右）、中周期（朱格拉周期，周期长度平均为 8 到 10 年）和短周期（基钦周期，周期长度平均为 40 个月）。

房地产行业在全世界范围内都是典型的周期性行业，基于这一基本行业特征，借鉴经济周期的大中小周期分类，本报告提出房地产产业大、中、小三个产业生命周期概念。

1.2 我国房地产大中小三个周期概念及其基本驱动力

房地产产业大周期：是指从 20-30 年左右的时间周期考虑的产业周期，我国房地产行业大周期的根本决定因素包括人口结构和宏观经济发展等内生因素决定。

房地产产业中周期：是指从 3-5 年的时间周期来考虑的产业周期。我国房地产产业中周期主要由政策这一外生因素决定。

房地产产业小周期：是指从 1-2 年的时间周期来考虑的产业周期。我国房地产产业小周期主要由产业内企业的周期性行为决定，例如存货周期、房价的短期波动等决定的。

2. 我国房地产所处产业周期的基本判断

2.1 房地产产业大周期的基本判断

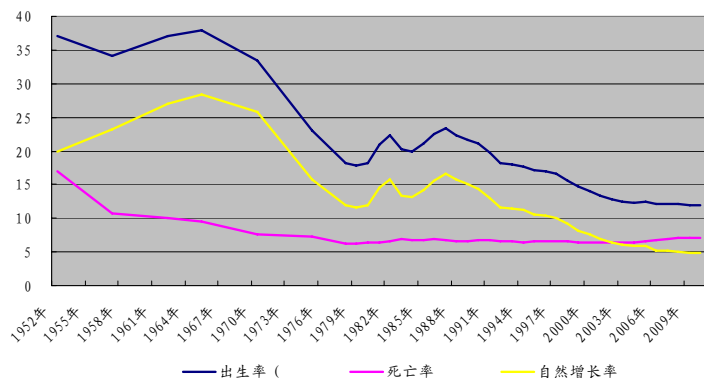
2.1.1 人口因素决定的产业大周期

万科董事长王石在万科2006年年报中写道，“某种程度上说，经济史就是人口史，而房地产史更是人口史。”在决定房地产大周期的因素中，我们认为人口因素是关键决定因素。房地产无论作为基本生活必需品，还是投资品，其最终的决定因素还是人口因素，**房地产产业大周期的根本决定因素是人口因素，短时期内供求关系以及价格等都是只是由人口周期决定的房地产大周期的表象，而绝非原因。**

(1) 人口结构决定的产业大周期拐点。人口数量和增长率是房地产需求最基本的决定因素。从人口的自然增长率看，自计划生育后，我国人口自然增长率 1987 年达到顶峰的 16.61%，此后一路快速下降，近两年保持不足 5‰ 的水平。假设新生人口结婚发生在 22-27 岁，2009-2015 年后的适婚人口将会锐减，适婚人口的锐减意味着购房人口的锐减，从这个角度看，我国房地产需求 2009-2015 年将是 大周期的顶峰期。这一结论从人口年龄结构也可得到验证，从全国抽样人口数的年龄结构来看，15-64 岁的劳动人口数自 2004 年之后就一直处于快速减少之中。全国人口户数抽样的数据也验证了这一结论，2006 年之后，全国抽样人口户数开始快速减少。

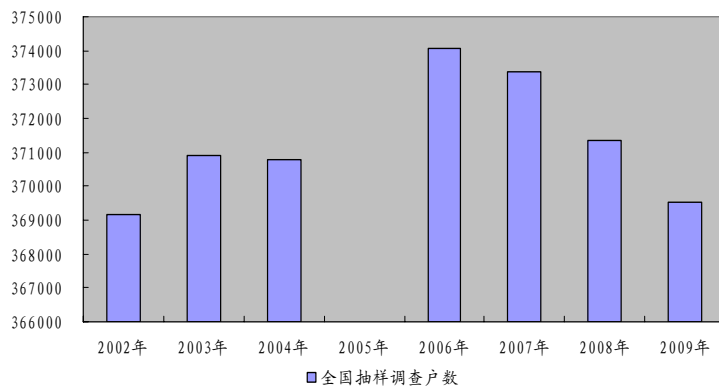
从人口结构角度判断，我们可以认为 2013-2015 年将是 房地产大周期的拐点时期。

图 2：我国人口出生率、死亡率和自然增长率（单位：%）



资料来源：中原证券，国家统计局

图 3：我国人口抽样调查户数（单位：户）

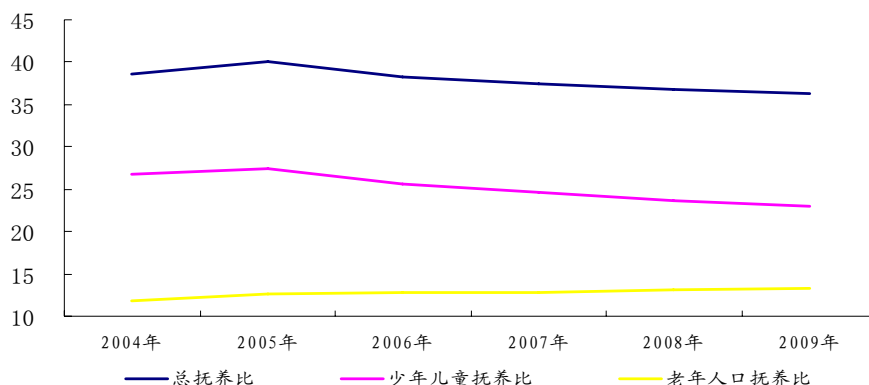


资料来源：中原证券，国家统计局

(2) “人口红利”拐点决定的产业大周期拐点。所谓“人口红利”，是指一个国家的劳动年龄人口占总人口比重较大，抚养率比较低，为经济发展创造了有利的人口条件，整个国家的经济成高储蓄、高投资和高增长的局面。人口红利是我国房地产行业和经济增长的重要源泉之一。对我国人口红利拐点，国内比较一致的认为2015年将是我国人口红利拐点时期。然而，我国人口红利因为社会保障制度不到位、收入分配扩大的经济体制原因而不断提前，并快速减少，今年来各地“民工荒”就是例证之一。

从我国人口统计的抚养比抽样数据看，尽管总抚养比还处于下降过程中，但是主要源于少年儿童的抚养比的减少，而标志人口老龄化的老年人口抚养比一直处于上升过程中。因此从“人口红利”拐点角度判断，2013-2015年将是房地产行业的大周期拐点。

图 4：我国人口抚养比（单位：%）



资料来源：中原证券，国家统计局

2.1.2 产业政策决定的大周期阶段

1997 年房地产商品化制度改革以来，房地产在我国取得了长时期的大繁荣，并逐渐形成了一个清晰固定的以房地产为主要支柱快速增加 GDP 和财政收入的经济增长模式。但是在强调改变经济发展模式与产业结构转型升级的“十二五”期间，这种情形将会发生实质性变化。

然而，日本地产泡沫破灭带来的经济毁灭性打击以及源于美国房地产泡沫破灭的 2008 年世界经济危机已经非常清楚无疑地证明：这种依靠房地产快速拉动 GDP 增长的经济发展模式是不具有可持续性的。

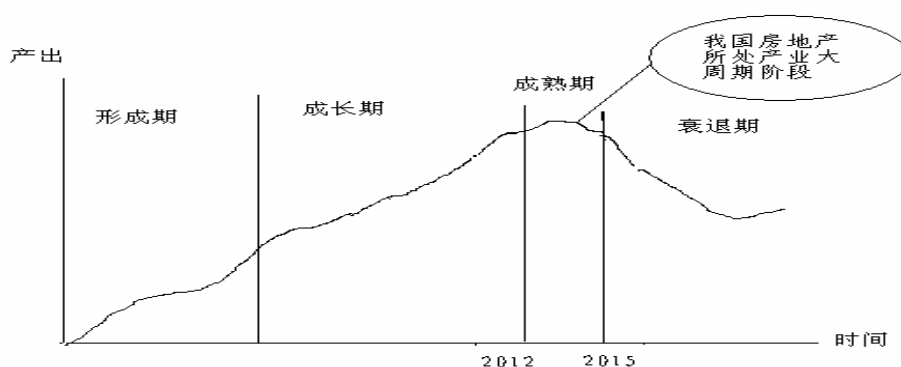
从理论逻辑上看，我国以房地产为中心的经济增长模式能否持续取决于两个基本前提条件：（1）房价的不断快速上涨；（2）城区及郊区土地的无限供应。显然，目前我国的高房价和土地限制使得这种模式不可能持续发展。“十二五”规划对于经济增长模式转变的目标，其实质是给原有的依靠房地产快速拉动 GDP 增长的经济发展模式转变一个明确的时间期限。

房地产支柱产业地位的丧失意味开始进入缓慢的衰退期。在经济全球化的时代里，任何一个大国经济体都不可能将技术含量低的不动产（房地产）长期作为支柱产业。2003 年，国务院颁布了《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，第一次明确将房地产行业定位为国民经济的支柱产业。然而，在“十二五”规划中，房地产行业已经不再是支柱产业，7 大战略新兴产业、文化产业是新的支柱产业。房地产业在“十二五”期间失去支柱产业的地位，也标志着其发展的最高峰已经过去，走过高峰期的产业就意味着开始进入慢慢进入衰退期。

2.1.3 房地产业大周期阶段判断结论

综合上述论证，从决定房地产业大周期的人口结构与产业政策两大基本因素看，我国房地产业正处于产业成熟期（鼎盛期）向衰退期转换的周期阶段，房地产业大周期的拐点发生时间窗口大约在 2013-2015 年。

图 5：我国房地产所处产业生命周期阶段示意图



料来源：中原证券

2.2 房地产产业中周期的基本判断

2.2.1 我国房地产中周期基本判断

我国房地产产业并不是纯粹意义上的市场经济产业，由于其最基本的两个生产要素（土地和资金）都掌握在政府手中，因此，我国房地产产业是个政策性极强的产业。我国房地产行业遭到了政策的多次严厉的政策调控，每一次严厉的政策调控都改变了行业的运行轨迹，从而形成了由政策驱动的房地产中周期。

根据政策调控与房价的相互影响关系所形成的产业发展轨迹，我们将我国房地产行业分为以下几个中周期。

自发发展周期（1998-2003 年）。这一周期起始于 1998 年开始的住房商品化改革，以 2003 年国务院公布的《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》为结束标志。这周期的主要特征为行业既没有政策鼓励，也没有政策调控，产业依靠其自身内在驱动力较快发展。

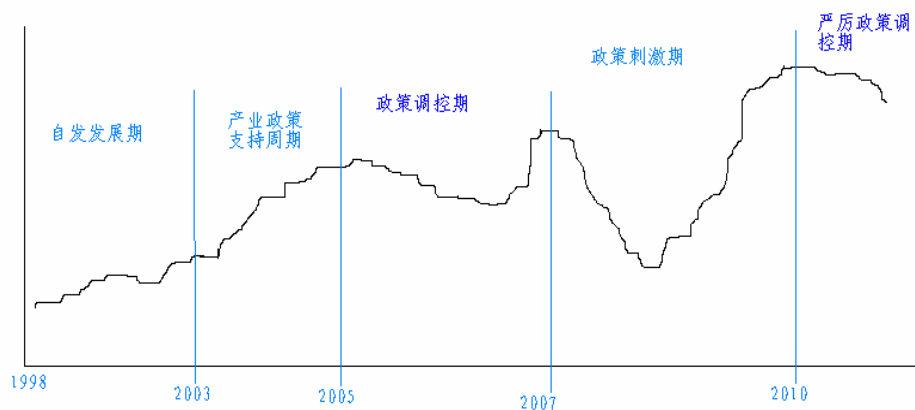
产业政策支持周期（2003-2005 年）。以《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》为起点标志，以 2005 年 3 月、4 月份，国务院先后公布旧新“国八条”为结束标志。这一时期，房地产在国家支柱产业的支持下快速发展，房价也开始快速上涨。

政策调控周期（2005-2007 年）。这一周期以新旧“国八条”出台为标志，以 2007 年货币政策的由紧变松为标志。这一周期里，房地产产业经历了“旧国八条”、“新国八条”、“国六条”等一系列较为严厉的政策调控。这一期间，房价开始出现小幅度波动，但是总体趋势是上涨，但涨幅较产业政策支持周期有所减缓。

政策刺激周期（2008-2009 年）。以经济危机为起点标志到目前政策由刺激转变为调控为标志。这一周期，行业由于受 2008 年世界经济危机冲击出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到飞速上涨的 V 字型走势。

严厉政策调控周期（2010 年至今）。2010 初开始的极其严厉的调控政策，此轮调控最显著的特点是“限购”政策，房价由小幅上涨到开始局部松动。

图 6：我国房地产产业生命周期示意图



资料来源：中原证券

我国房地产产业所处产业周期的确切阶段：2013-2015 年将是我国房地产行业大周期由成熟期进入衰退期的时间窗口，目前我国房地产行业正进入衰退期的前期阶段，但衰退期将是一个缓慢的长时期的过程。就中周期而言，我国房地产行业正处于严厉调控周期的中后期阶段。

2.2.2 本轮“限购政策”的根源

这一轮调控政策具有鲜明的行政色彩，与我国市场经济不断深化似乎有些背道而驰。究其根本原因，高房价虽然带来了房地产产业的大发展和大繁荣，并带来了 GDP 的快速增长，但是，依靠房地发展经济的严重后果是我国制度设计最高层不得不认真对待的关乎经济持续稳健发展和经济国际竞争力的重大问题。畸高的房价和严重的房地产泡沫不仅仅严重破坏了国民经济产业结构的合理性，与世界经济产业主导产业高新技术化发展趋势背道而驰，从而会导致我国经济在世界经济系统中丧失竞争力，房价过高是经济领域的问题，也是关系社会和谐稳定的民生问题，甚至是政治问题。

2.2.3 本轮“限购政策”的延续性

在房价开始松动，而市场开始预期政策要松动的时候，2011 年 11 月 7 日，温总理表示“在这里我特别要强调，对于房地产一系列的调控措施，决不可有丝毫动摇，我们的目标是要使房价回归到合理的价格。”温家宝总理态度鲜明的表态，无疑可以打消市场对于未来一年政策是否会放松的疑虑。

2012 年将是调控周期和本届政府任期中特殊一年，从而必然有不同于以往之处。从政治周期的视角，这一轮房地产调控将会不同于以往，本轮“限购”等调控政策将会至少延续到明年年底，这是由我国特有的政治周期决定的。

3. 基于本轮调控证明的基本事实对行业 2012 年的判断

3.1 政策有能力治理房价问题

房地产在我国是一种特殊的资产，其价格自 1998 年以来总体一直处于上涨通道（2008 年世界经济危机期间略有下降），而以 2009 年以来的涨幅最大。而且，我国房价的上涨几乎一路伴着调控政策，甚至出现“越调越涨”，政策治理房价的态度和能力遭到了普遍的质疑。

根据理性经济学派的基本理论，房价与房价上涨预期之间具有相互强化正反馈效应，房价上涨会不断强化房价上涨预期，作为一种特殊重大资产，上涨预期强化购房行为，从而推动房价进一步上涨。这一反馈链条早已被我国楼市所证明。

政策能否有效治理房价问题？在这一轮调控之前的所有政策调控与实际效果的历史几乎都证明了政策确实难以治理楼市。然而，“限购”、“限贷”政策出台之后，楼市已经出现了与以往很不一样的局面。房价总的形势还处于僵持阶段，也开始松动。国家统计局数据显示，2011 年 10 月，70 个大中城市中，价格下降的城市有 34 个，与 9 月份相比，10 月份环比价格下降的城市增加了 17 个，这意味着 70 大中城市中，10 月近半数城市新房房价下降。

楼市调控到目前为止可以证明，政策完全可以治理房价，过去政策不能治理房价的根源在于政府的决心不够，而非手段不够。

如果此轮调控政策真如温家宝总理所言“决不可有丝毫动摇”，那么房价在 2012 年下跌几乎是肯定的事情，温总理“使房价回归到合理的价格”的政策目标将可能会实现。

3.2 楼市真实需求被房价上涨夸大

房价上涨导致了楼市供不应求，还是供不应求导致了房价上涨？这几乎成了鸡生蛋还是蛋生鸡式的循环命题。如果按照经济学的关于供求关系和房价基本理论关系，那么可以推断“楼市的供不应求导致了房价的上涨。”

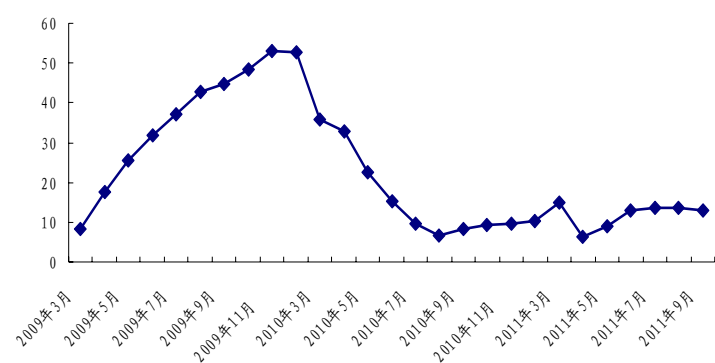
然而，我国楼市需求到底有多旺盛？一直以来楼市需求被分为刚性需求（首次置业需求和改善性需求）和投资投机型需求，但是在实际中，由于房子既是必需品，又是投资品，要准确区分两者是不可能的事情。

一直以来，“楼市刚性需求旺盛导致的供不应求”是房价上涨的根本原因”成了大家公认的原因。然而，这一轮调控证明这一认识是有偏差的。首先，“有效需求”在经济学上是指能负担得起，有购买力的需求，而非自然之需求。那么我国楼市的有效需求，应该是指有购买力的需求。至于目前我国房价是否有泡沫，房价是否是超出普通民众购买能力，这在很早以前就不是一个需要论证的问题。

那么为什么房价不停的上涨反而会刺激更大的成交量这一违反“价格与需求

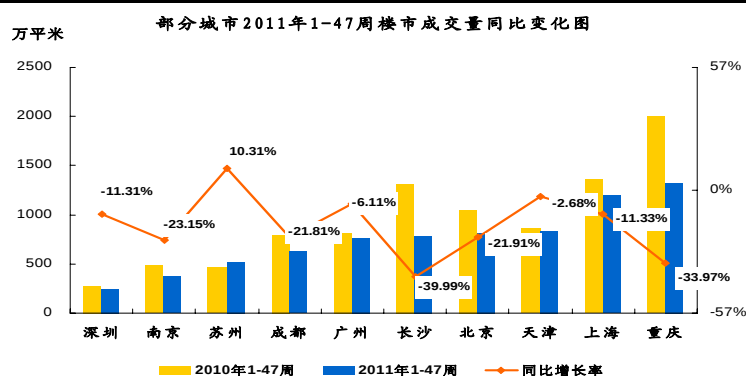
量呈反向变动关系”需求定理的现象？这其中的奥秘在于投资和投机需求的旺盛。这一轮调控最大的杀手锏在于“限购”，限购之后，房地产成交量开始急剧下跌，这其中除了一部分真正有购买力的刚性需求由于预期改变而推迟购买外，其减少部分这就证明了限购后减少的成交量几乎大部分是被限购掉的投资和投机需求。由此可见，楼市中的投资和投机需求量规模之巨，楼市中真正的有购买力的刚性需求并非市场表现那么强劲。如果“限购”等政策在 2012 年继续推行，楼市将出现明显的需求不足，并由此可能导致楼市的供过于求。

图 7：全国商品房累计销售面积同比增速（单位：%）



资料来源：中原证券，国家统计局

图 8：部分城市 2011 年销售同比增长



资料来源：中原证券，CREIS 中指数据

3.3 楼市“稳赚不赔”并不成立

一直以来，购房几乎“稳赚不赔”的基本事实，买房的赚钱效应刺激着更多的需求。买卖有赚有赔原本是任何一个市场参与者都接受的基本常识，然而，楼市里只赚不赔的观念却深深扎根普通民众心中，最近各地纷纷出现的“房闹”就折射出这种典型的心态。“稳赚不赔”直接培育了楼市中的刚性需求和投资投机型需求，是我国楼市需求旺盛的重要直接原因。

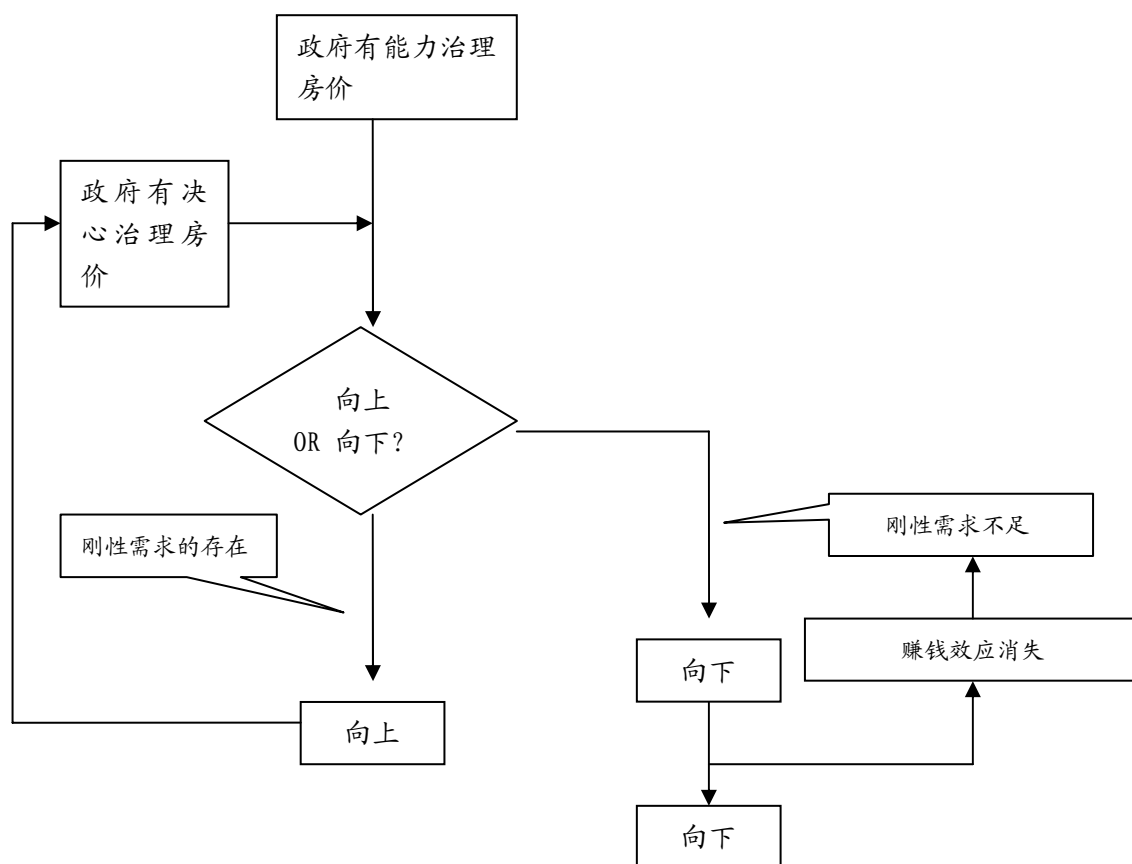
2008 年楼市出现了部分城市较大幅度的下跌，导致了我国楼市稳赚不赔定律的短暂不成立，但是随后房价的翻倍上涨再一次强化了这一定律。这一轮调控到目前，房价已经开始出现局部松动，从目前报道的“房闹”事件中，已经开始零星出现我国楼市“稳赚不赔”破灭的证据。一旦购房的赚钱效应消失，则楼市需求将开始加速衰减，市场供求关系将进一步趋向供过于求。

3.4 由几个基本事实推导出的对 2012 年楼市走势的基本判断

由上述证明的基本结论，我们可以做出如下的推导：政府既有能力又有决心治理房价问题，那么楼市向上还是向下就取决于产业由供求关系决定的内生

驱动力量，如果刚性需求真的旺盛到了严重供不应求，那么楼市可能会逆政策而向上，但这必然会触发更严厉的政策条款。正如被证明的第二个基本事实，在一个疯狂的市场里，其实投资和投机需求超乎想象的大，而真正的刚性需求并非想象的那么旺盛，遭受政策调控的楼市再失去供求关系基本力量支撑会掉头向下，楼市向下会加速破灭买房稳赚不赔的幻想，楼市需求会加速减少，由此会进一步引致楼市加速向下。

图 9：由基本事实推导的楼市发展趋势示意图



资料来源：中原证券

4. 产业生命周期中的行业盈利性、增速与存货

4.1 行业成长性的产业周期特征与趋势

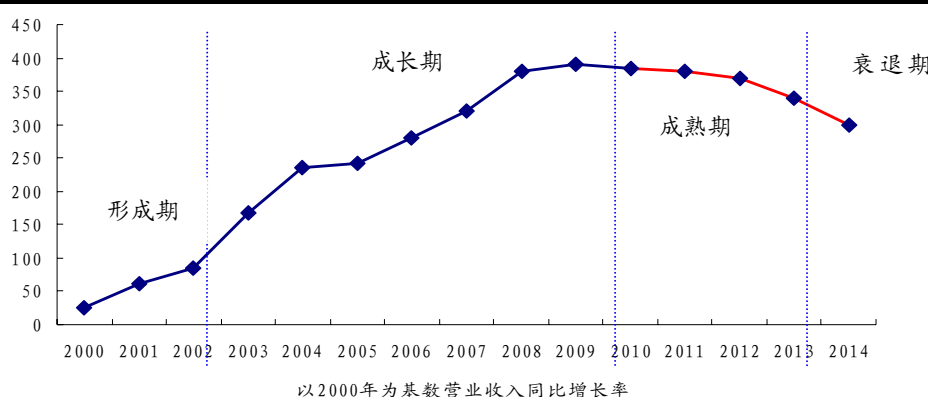
产业处于其形成期与成长期阶段时候，市场潜力巨大，产能逐渐扩大，行业表现出明显的高成长性，而当行业进入成熟期，成长性开始明显下降，行业开始由稳步增长进入零增长甚至是负增长阶段。

我国房地产行业 2000-2010 年产业业绩增速产业生命周期特征明显。

2000-2003 年产业形成阶段，行业营业收入较快增速，进入 2004-2010 年产业成长期，行业营业收入进入高速增长通道，但近两年的增速开始明显放缓。

根据产业生命周期理论中成长性的规律，由于房地产行业所处的产业生命周期阶段，其成长性将会开始明显放缓。根据 2011 年行业销售数据，2011 年行业业绩增速将会比较确定性地大幅放缓，2012 年增速放缓程度甚至会超过 2011 年。

图 11：房地产业各周期阶段成长性（单位：%）



资料来源：中原证券、Wind

4.2 行业盈利性的产业周期特征与趋势

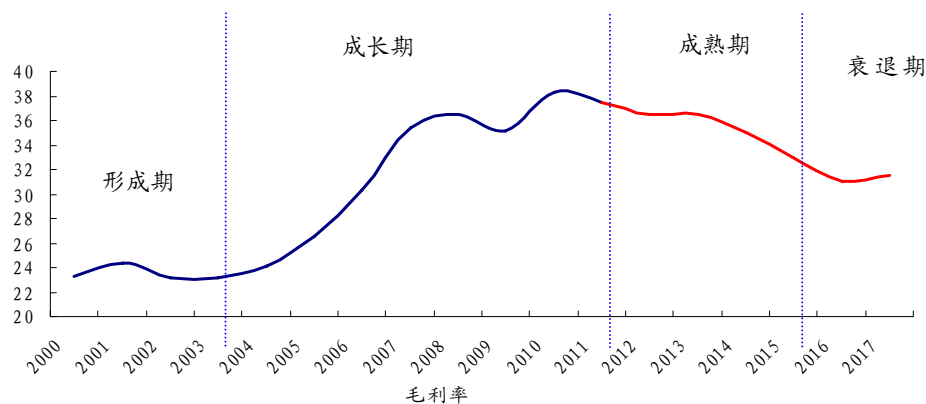
在房地产处于产业生命周期的形成期和成长期阶段，其成长性必然处于高速扩展阶段，也必然处于高盈利阶段，任何一个周期产业都如此。

我国房地产行业 2000-2010 年毛利率的产业生命周期明显。2000-2003 大概对应于产业形成期，房地产行业毛利率维持在 23% 上下窄幅波动，2003-2010 年是房地产行业进入成长期与成熟期前期阶段，行业毛利率同样处于快速提升周期，行业毛利率由 24% 逐年快速提升至 38% 左右，行业盈利性的产业生命周期特征十分明显。

根据前面论述，房地产行业已经进入产业的成熟期至衰退初期阶段，根据产业周期毛利率变化的普遍规律，行业毛利率在未来两至三年内将会开始逐渐缓慢下降，当行业在 2013-2015 年进入正式进入衰退期后，行业毛利率将会迅速下降。

根据行业结算与成本推算一般规律，2012 年行业结算资源大多是 2011 年下半年和 2012 年销售资源，根据前面的论述与判断，这一期间房价下降的可能性较大，与此同时，该批结算资源的土地大多购买于 2009 和 2010 年，这一时期土地市场的火热导致土地成本较高。因此，房价的下跌与土地成本的高企将会导致 2012 年行业毛利率下降。

图 10: 房地产产业各周期阶段毛利率 (单位:%)



资料来源: 中原证券、Wind

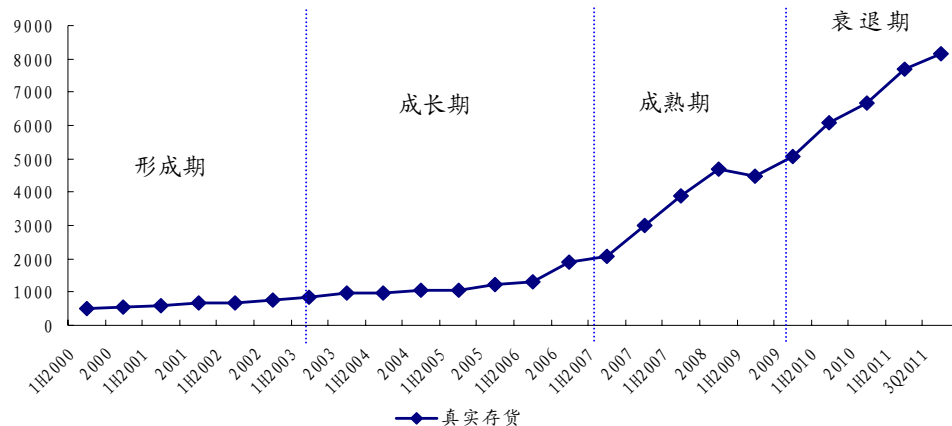
4.3 存货的产业周期特征与趋势

产业处于其形成期与成长期阶段时候, 市场潜力巨大, 但受制于产能, 市场需求无法得到有效满足, 市场供不应求, 行业库存少, 而当行业进入成熟期, 由于产能大量扩张, 而市场需求增长趋缓甚至是减退, 库存开始快速增加, 当行业进入衰退期, 库存开始快速增加, 同时产能开始削减, 库存开始由大量积压到慢慢减少。

我国房地产行业 2000-2010 年行业库存产业生命周期特征明显。2000-2007 年, 行业处于形成与成长期, 行业库存一直极少, 由于 2008 年经济危机的冲击, 库存开始上升, 但 2009 年市场销售火热迅速消化了行业库存。2010 年开始, 行业库存开始明显快速增加, 2011 年增加尤其快。

根据库存在产业周期不同阶段的表现规律, 在产业由成熟期 (顶峰期) 转向衰退阶段, 库存将会快速上升。

图 12: 房地产产业各周期阶段存货 (单位: 亿元)



资料来源: 中原证券、Wind

在限购等政策的调控下, 全国商品房销售量自下半年开始迅速萎缩, 而同时行业投资和新开工等计划并未及时做出相应的缩减, 由此导致行业存货开始急速上升。2011 年第三季度, 行业真实库存快速攀升至 8143 亿元。行业库存的快速上升将恶化行业资金链状况, 进而影响到土地市场和房价。房价将在高库存压力下下降的可能性明显加大。

表 1: 近 5 年行业存货情况 (单位: 亿元)

	1H2007	2007	1H2007	2008	1H2009	2009	1H2010	2010	1H2011	3Q2011
存货	2906	4202	5250	5975	6322	7495	9117	10585	12872	14136
预收账款	856	1216	1376	1284	1850	2443	3041	3922	5202	5993
真实存货	2050	2986	3874	4691	4473	5052	6076	6663	7670	8143

注: 真实存货=存货-预收账款

资料来源: 中原证券研究所、Wind

5. 行业估值与投资策略

5.1 行业估值的解释与判断

(1) 生命周期阶段决定的不同估值水平与趋势

对于板块估值, 目前我国整个资本市场的估值主流仍旧是给“业绩定价”, 最多的还是相对估值方法 (PE、PB), 市盈率估值是主流方法。

市盈率估值最本质的特征是对公司及行业未来预期的定价, 无论对一个公司而言, 还是对行业而言, 其处于不同的生命周期, 估值水平及变化趋势是截

然不同的。以行业为例，当其处于产业生命周期的形成期与成长期时期，市场给予该行业的 PE 会很高，而且形成期的 PE 往往还高于成长期。当行业处于其成熟期时候，PE 水平反而不及其形成期与成长期，且市盈率的发展趋势是不断下降，即使其在未来一两年内还处于业绩的稳步增长阶段。从下图（图 13）可以得到验证，由于 PE 是对未来一到两年的业绩与发展趋势的反应，因此，在时间节点上，我们分别加上 2-3 年。

2010 年和 2011 房地产行业的业绩增长和毛利率依旧处于高位，但是其估值水平却是一路走低，行业基本面与估值背离，这其中，除了政策带来的估值压力之外，其根本原因还在于地产行业所处的周期阶段决定的。

房地产产业所处的生命周期阶段也从根本上决定了其未来估值趋势。如前所述，由于我国房地产处于鼎盛期向衰退的初期缓慢转变的大周期阶段，处于最近一轮严厉调控政策的中后期阶段，如果不考虑市场整体估值波动的因素影响，房地产估值总体趋势将是平稳缓慢向下，换言之，行业估值出现较长时期趋势性上涨的可能性较小。

图 13：房地产板块 PE 估值与产业周期的对应关系



资料来源：中原证券、Wind

（2）行业估值面临着成长性减缓的压力

业绩定价的关键是每股收益（无论是预期中的还是现实的），我国资本市场估值体系的本质是对未来收益的折现。由此可见，“超预期增长”与“超预期下降”都将会对估值产生重大冲击。由于我国经济体与资本市场新兴经济体的历史发展阶段，资本市场估值对于行业（公司）业绩成长性具有强烈的偏好，由此导致了业绩成长性不足将会产生估值向下的巨大压力。

根据前面关于行业成长性的论述，由于我国房地产产业处于成熟期向衰退期转换的特定阶段，成长性已经过了其巅峰期，未来整体业绩将会走向小幅平稳增长甚至是负增长。因此，缺乏业绩高速增长的房地产板块估值将面临着较大的压力。

(3) 房地产板块估值的政策特性

长期以来,我国股票市场是典型“政策市”,政策的变化(哪怕是细微的变化)都会对整体市场及个股估值造成重大的冲击。而我国房地产行业更加具有更为鲜明的政策特征,板块估值具有强烈的“政策情绪”特征,房地产调控政策任何细微的变动都将会对板块某一段时期估值造成较大的扰动。

5.2 行业投资策略

(1) 政策多变性决定的局部投资机会

我国政策具有善变性。长期以来,我国是凯恩斯主义相机抉择反经济周期调控原则的忠实执行者,国家宏观财政政策与货币政策一直都处于或大或小的调整之中,房地产由于在国民经济体系中具有非同寻常的地位,牵之一发而动全身,地产调控政策具有更为鲜明的“多变性”。

我国宏观经济面临着很大的不确定性,其中欧债危机对我国经济增长影响甚大。房地产调控也处于僵持期,政策与房价处于微妙的博弈时期,房价的变动必然会引起政策的微调,政策微调通过“政策情绪”放大传导到估值变动。

当前行业面临的最大的困难是由于货币政策紧缩和调控政策带来的资金链紧张和销售困难。另外,根据前面的论述,房价和政策之间存在微妙的博弈关系,房价在 2012 年将会出现更大范围的松动,如果房价出现较大幅度的下降,政策将会出现较大的松动。

局部性投资机会之一: 货币政策趋势性放松

货币政策的局部或趋势性转为宽松。目前整个市场整体估值水平在紧缩的货币政策中处于历史低位,货币政策的局部或者趋势性松动将会有利于整体估值水平的上升。货币政策的松动从两个方面有利于地产板块估值:(1) 货币政策的宽松有利于缓解行业当前紧张的资金链状况;(2) 处于历史底部的板块估值将会跟随整体估值上升而上升。

局部性投资机会之二: 房价出现大幅度大面积的下跌

房价回归到合理价位是本轮调控的政策目标,房价和政策之间处于微妙的博弈关系之中,一旦政策目标达到,则政策将会相应地放松,政策松动将会表现在对房地产融资和限购的放松,从而有利于缓解行业当前最严重的资金链和销售问题,房价下跌带来的政策松动会进而带来销售的阶段性增加,有利于行业业绩的提升。

(2) 行业投资评级

由于房地产板块处于 A 股估值体系的重心地位,尽管缺乏趋势性投资机会,房地产板块估值水平及走势在很大程度上影响着整体估值水平及走势。因此,我们维持行业“同步大市”投资评级。

(3) 板块投资主线

身处行业周期的企业会承受因周期带来的行业性风险，但也有企业会通过模式创新或者能以雄厚的实力在行业实现逆势扩张，从而具有相对成长和竞争优势。

投资主线之一：长周期中挖掘开辟“蓝海”的企业

我国房地产行业企业基本上都采用传统的开发经营模式，我国房地产处于大周期的由鼎盛期转向衰落期的过渡阶段，这种周期同时也是指过去传统经营和盈利模式的周期阶段。开发企业如果能在商业模式和盈利模式上有所创新，则有望能开辟一种新的商业模式，进入新的商业模式的形成与发展周期。因此，这种开辟“蓝海”发展领域的企业将会获得更多的发展机会。建议选择的标的包括万科、保利、金地和招商地产。

投资主线之二：中周期中挖掘能在安全“过冬”的企业

根据我们前面的论述，我国房地产处于本轮调控的中后期，地产调控叠加较紧的货币政策，使得相当部分地产企业出现的经营困难，甚至有相当多的企业难以度过这个调控的“冬天”。因此，具有实力度过这个“冬天”甚至是逆势扩张的企业具有相对优势。选择标准包括：（1）资金实力雄厚，偿债压力小；（2）管理层对行业的判断能力和企业的管理能力强；（3）储备土地成本较低；（4）业绩增长确定性强。建议选择标的：万科、保利地产、招商地产、金地集团、金融街、金科股份、华夏幸福、中南建设。

表 2：重点关注股票估值情况表 （单位：元/股、倍）

名称	代码	每股收益			每股净资产 3Q2011	收盘价	市盈率			市净率 3Q2011	投资 评级
		10A	11E	12E			10A	11E	12E		
万科 A	000002	0.66	0.86	1.10	4.27	7.07	10.71	8.22	6.43	1.66	增持
保利地产	600048	1.08	1.13	1.41	5.42	9.07	8.40	7.69	6.43	1.67	增持
金地集团	600383	0.60	0.68	0.82	4.04	4.48	7.47	6.59	5.46	1.11	增持
招商地产	000024	1.17	1.52	1.86	11.74	16.38	13.98	10.78	8.81	1.40	增持
金融街	000402	0.59	0.71	0.83	5.93	6.06	10.27	8.54	7.30	1.02	增持
中南建设	600266	0.63	0.82	1.16	4.40	7.14	11.33	8.71	6.16	1.62	增持
金科股份	000656	0.09	1.16	1.71	3.51	10.84	120.44	9.34	6.34	3.09	增持
华夏幸福	600340	0.02	2.35	2.93	4.49	18.33	916.50	7.80	6.26	4.08	增持

注：收盘价为 2011 年 11 月 30 日

资料来源：中原证券、Wind

6. 风险提示

- 1、行业调控政策进一步收紧的政策风险；
- 2、因销售困难而引发的行业性资金链断裂的经营风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。