

房地产行业 2012 年投资策略

行业景气下行，股价震荡筑底

金融/房地产行业

同步大势

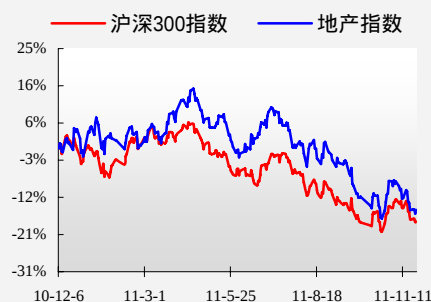
维持评级

发布时间：2011 年 12 月 6 日

投资要点：

- 市场拐点已经确立，市场情绪将由核心城市向三、四线城市传递；
- 全国商品房销售增速在 8 月见顶，已经连续 2 个月回落并将继续下行；
- 2011 年房地产市场表现冷热不均，2012 年将会整体入冬；
- 一线城市新房价格首现调整并已开始影响到二手房，但整体上看跌幅并不大；
- 未来供给仍将短缺预示着本轮房价深幅调整的可能不大；
- 国房景气指数显示中国房地产市场景气度持续下行；
- 2012 年宏观调控政策明显转向的可能性不大，调控主基调不会改变；
- 从短期资金周转来看，房地产上市公司整体好于 2008 年；去库存化过程仍将持；
- 房地产上市公司货币资金充足，整体上看短期不会有现金流危机；
- 2011 年房地产行业股票走势完全同步大势，2012 年我们继续给予房地产行业同步大势的投资评级；
- 选股策略：2012 年，涉矿概念股和重组股的投资吸引力将会大幅减小，投资者的眼光还是要重点放在股价超跌的优质地产股上来。我们依然建议重点关注住宅开发类公司，一旦行业开始重新向好，住宅类公司的涨幅将会远远大于商业地产股和园区开发类公司。具有品牌优势、资金优势和持续开发能力较强的一线地产股仍然是投资的首选。同时，一旦行业转好得到确定，那些跌幅最深，市净率最低的公司往往也能获得最大的股价涨幅。
- 2012 年我们重点推荐的股票有：保利地产、金地集团、万科 A 以及信达地产等质优股和超跌股。

走势图



重要公司

评级

万科 A	推荐
保利地产	推荐
金地集团	谨慎推荐
荣盛发展	谨慎推荐
信达地产	谨慎推荐
北京城建	谨慎推荐

分析师：高建

执业证书编号：S0550511020011

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: gaoj@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

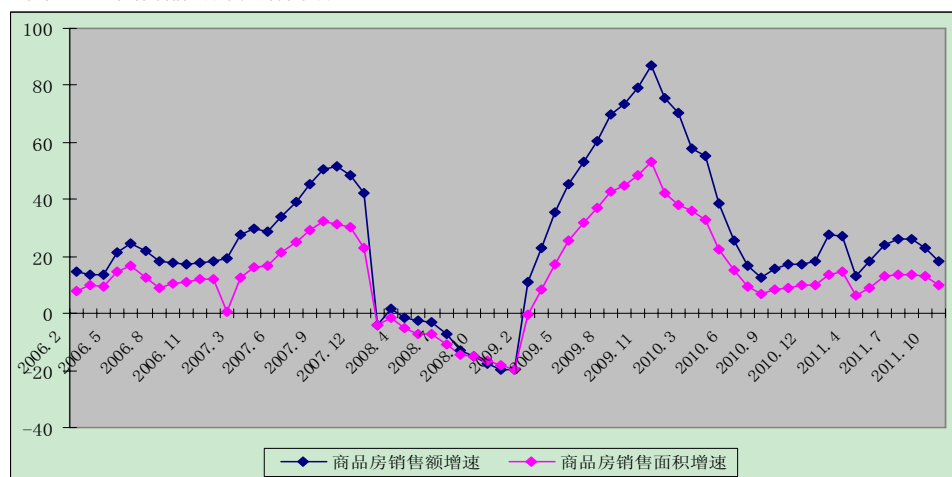
房地产行业市场形势如何？

一、2011 年房地产行业市场形势——拐点已经确立，市场情绪将由核心城市向三、四线城市传递

1、全国商品房销售增速在 8 月见顶，已经连续 2 个月回落并将继续下行

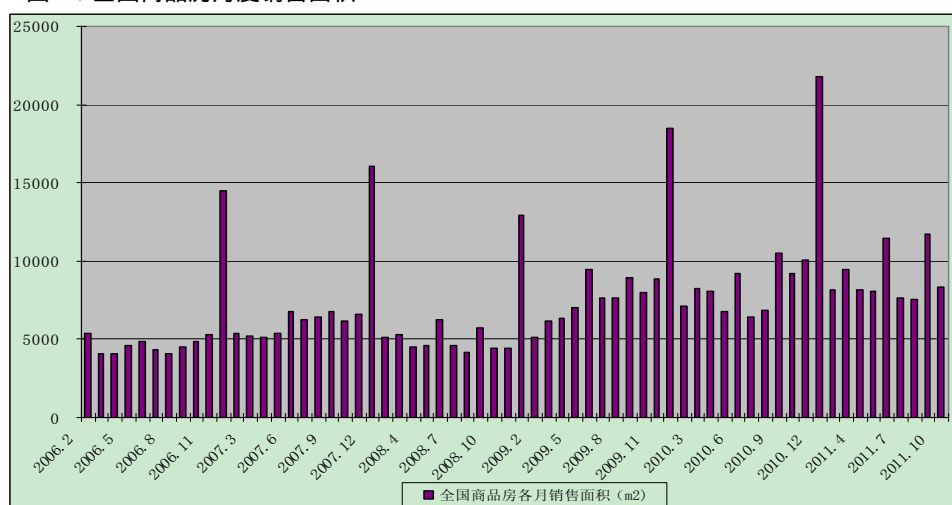
2011 年和 2010 年的房地产市场颇有相同之处，那就是在强硬和严厉的宏观调控政策面前，房地产市场所表现出的出人意料的柔韧性和顽强性，市场和政策的博弈愈加激烈，似乎难分高下；但也有不同之处，那就是，经过二年的高压调控，这场博弈终于见了分晓，房地产市场的拐点已经显现，而其首要的标志就是全国商品房销售增速在今年 8 月份见顶，并连续 2 个月回落，预计四季度内这种回落态势还将持续，全年商品房成交面积增速将会是个位数。

图 1：全国商品房月度销售增速



数据来源：国家统计局

图 2：全国商品房月度销售面积



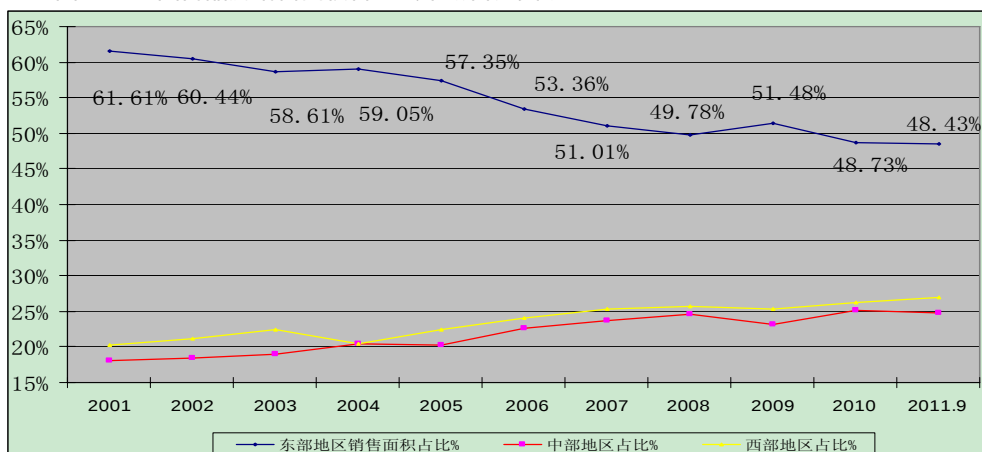
数据来源：国家统计局

2、2011 年房地产市场表现冷热不均，2012 年将会整体入冬

2011 年由于限购政策的执行，以及国内房地产市场发展的不均衡，使得国内房地产市场表现更加冷热不均。从大的区域来看，东部地区由于经济较为发达，房地产市场发展和起步相对较早，其在 2011 年受宏观调控和经济形势变化影响较大，东部地区的房价涨幅以及成交量涨幅明显低于中、西部地区；以城市为单位来看，部分受限购的城市尤其是一线城市和部分二线城市，其房地产市场的成交量大幅萎缩，有的甚至跌落至 2008 年的成交量水平，房价也于 2011 年四季度进入调整，而同时仍然有不少三四线城市伴随着成交量的上升，房价仍然在上涨。我们认为，本轮房地产市场的调整短期之内不会结束，一、二线城市的调整和房价下跌将会逐步影响到三、四线城市购房者的心理预期，从而使得 2012 年全国房地产市场将会整体入冬。预计 2012 年全国商品房成交量增速将会在正、负 10% 之间，同时房价步入调整的城市和地区将会越来越多，但出现深幅调整的概率不大。

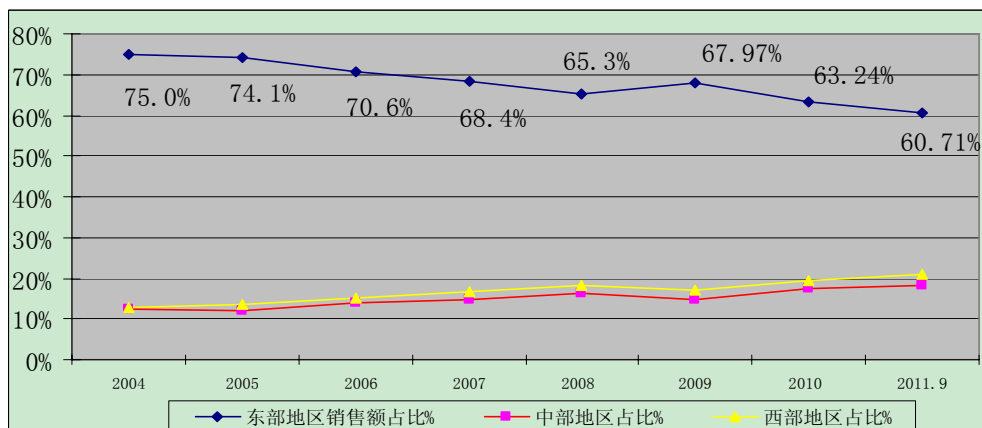
2011 年中西部地区房地产市场明显较东部地区活跃

图 3：全国商品房销售面积各区域市场占比变动



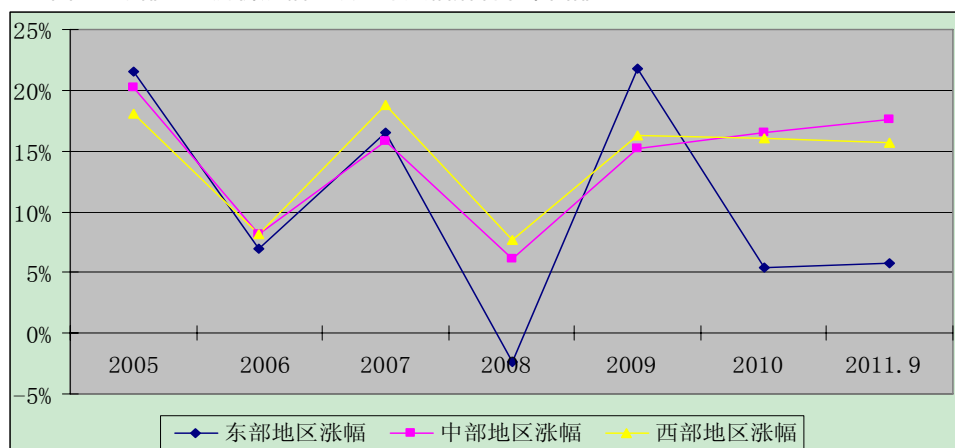
数据来源：国家统计局

图 4：全国商品房销售金额各区域占比变动



数据来源：国家统计局

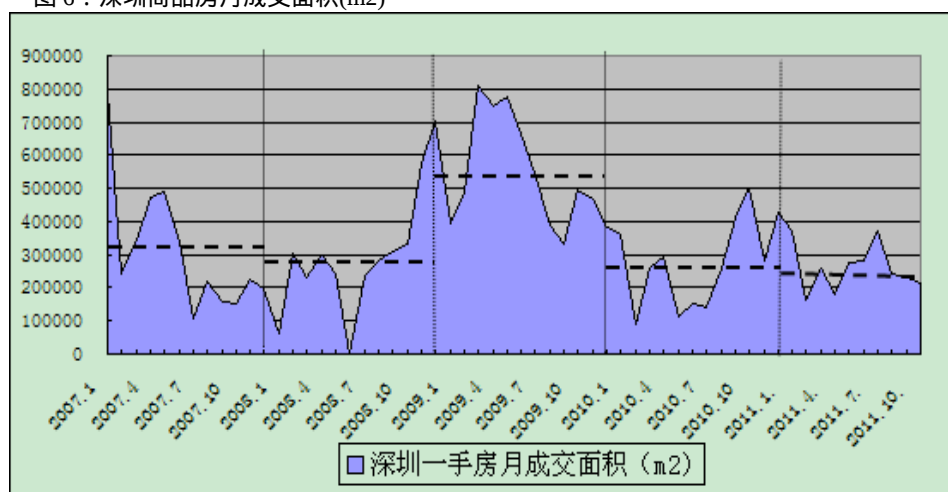
图 5：东部地区房价涨幅连续 2 年大幅落后于中西部地区



数据来源：国家统计局

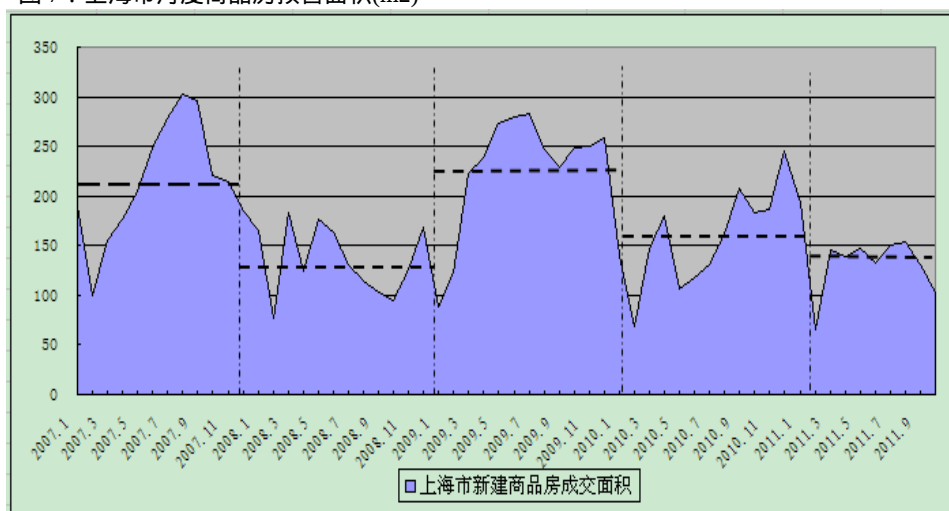
各城市的房地产成交量差异非常大，有的已跌落至 2008 年的水平

图 6：深圳商品房月成交面积(m2)



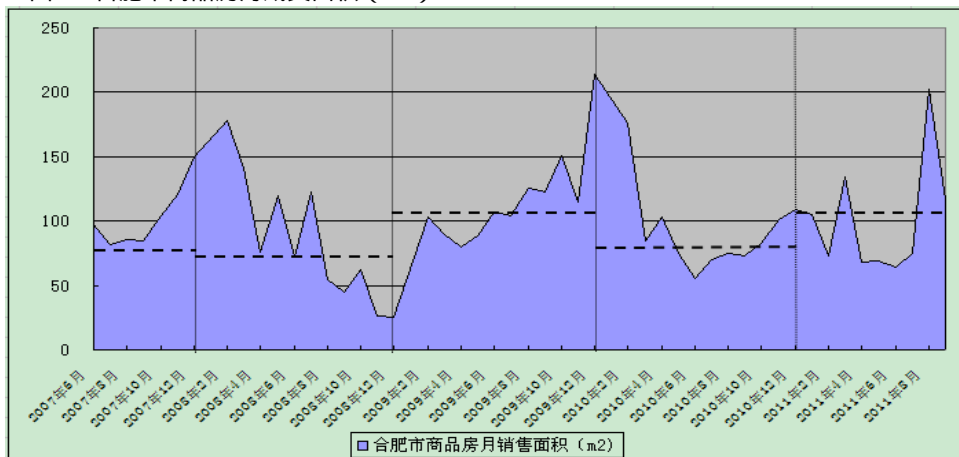
数据来源：WIND

图 7：上海市月度商品房预售面积(m2)



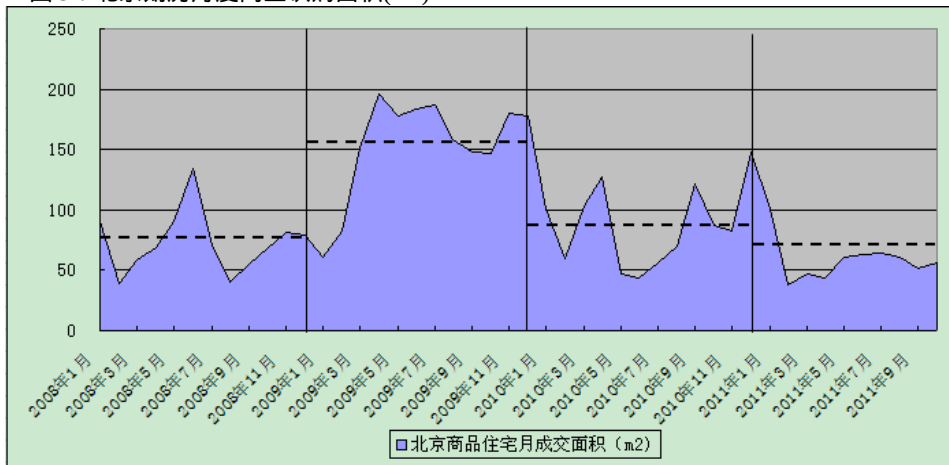
数据来源：WIND

图 8：合肥市商品房月成交面积（m²）



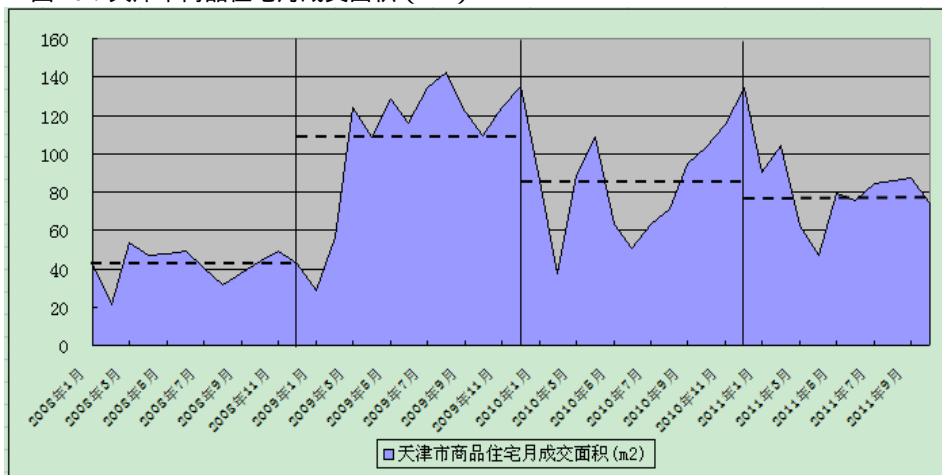
数据来源：WIND

图 9：北京期房月度网上认购面积(m²)



数据来源：WIND

图 10：天津市商品住宅月成交面积（m²）



数据来源：WIND

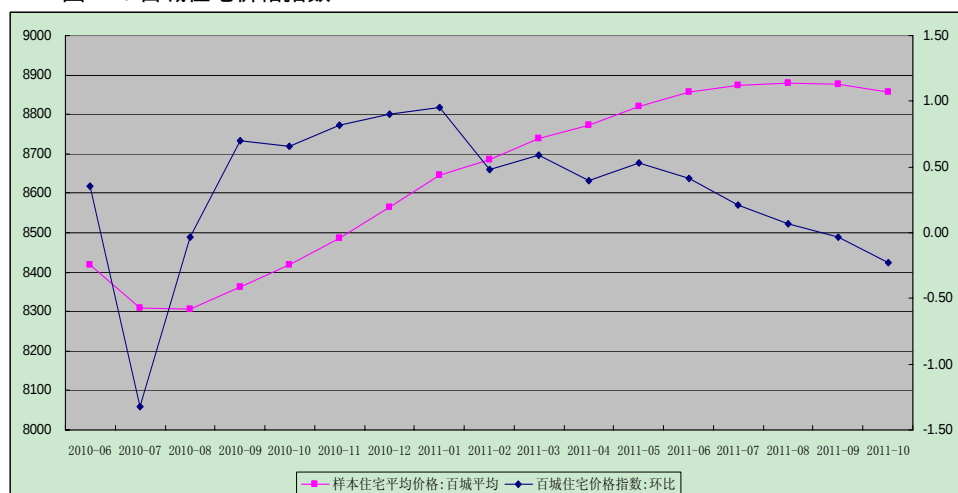
房价大幅调整会出现吗？

二、房价调整最先从一线城市的新房开始，并将逐步向二手房和内地中小城市传导

2.1．一线城市新房价格首现调整并已开始影响到二手房，但整体上看跌幅并不大

今年四季度以来，以中海地产、万科、绿地、龙湖地产等为首的一线开发商纷纷在部分重点城市展开了“冬季抢收策略”，开发商拿出部分房源以 8 折左右价格销售，有效地刺激了市场需求，并取得了较好的销售效果。从二手房市场看，一线城市中，北、上、广、深、天津五个城市中，10 月份已有上海、北京和深圳开始下跌，但跌幅不大。

图 11：百城住宅价格指数



数据来源：WIND

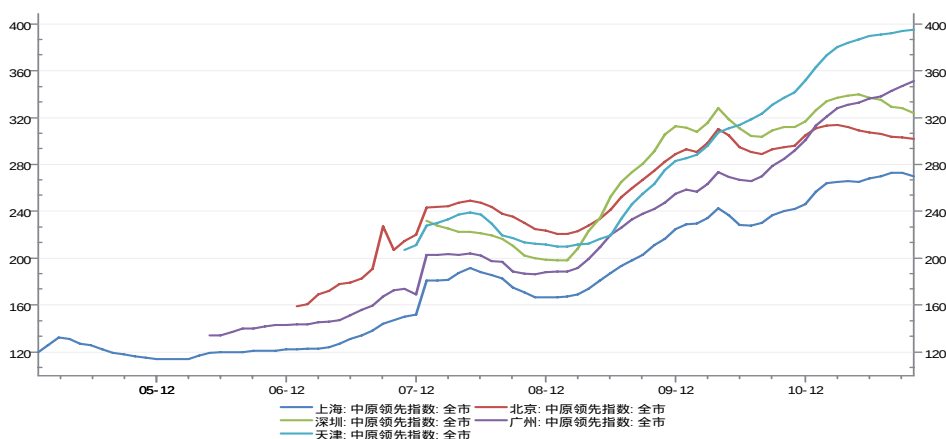
图 12：百城住宅价格环比上涨城市数



数据来源：WIND

数据来源：Wind资讯

图 13：中原二手房价格指数



数据来源：WIND

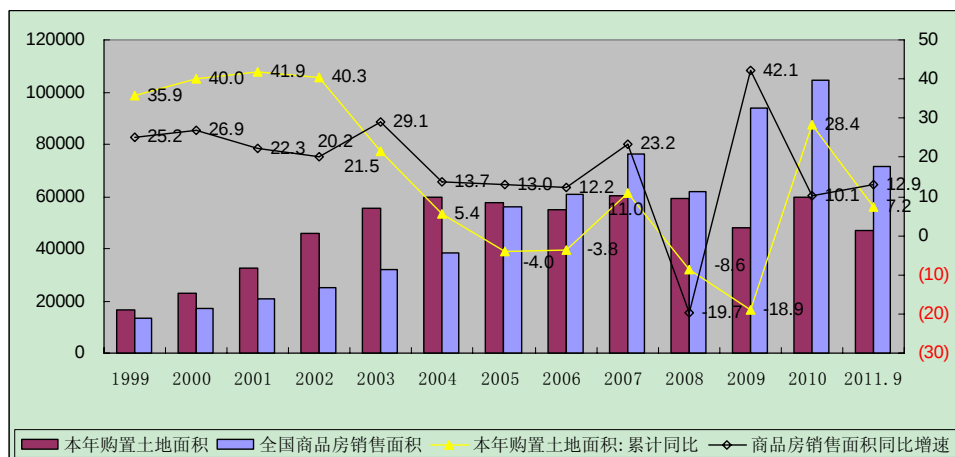
数据来源：Wind资讯

2.2. 未来供给仍将短缺预示着本轮房价深幅调整的可能不大

从长期来看，供不应求依然是支撑房地产价格长期上涨的主要原因。虽然政府自 2010 年来有意增加了土地供应，但相对于快速增长的市场需求，仍然是供求失衡，而这种失衡自 2006 年起已持续 5 年。2010 年，全国房地产开发企业完成土地购置面积 39953 万平方米，同比增长 28.4%，如果按平均 1.5 的容积率计算，可建建筑面积为 6 亿平方米，而 2010 年全国商品房销售面积已达 10.43 亿平方米；2011 年 1-9 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 31184 万平方米，同比增长已下降为 7.2%，按平均 1.5 的容积率计算，可建建筑面积为 4.7 亿平方米，而 2011 年 1-9 月全国商品房销售面积已达 7.13 亿平方米，供求差距依然存在。我们对全国各省或直辖市的土地供给和商品房销售情况作了对比，显示出土地供给相对市场销售越不足的城市，如北京、上海、浙江等地区，房价涨幅越大，而土地供应充足的地方如辽宁、云南等地区则房价涨幅明显落后。

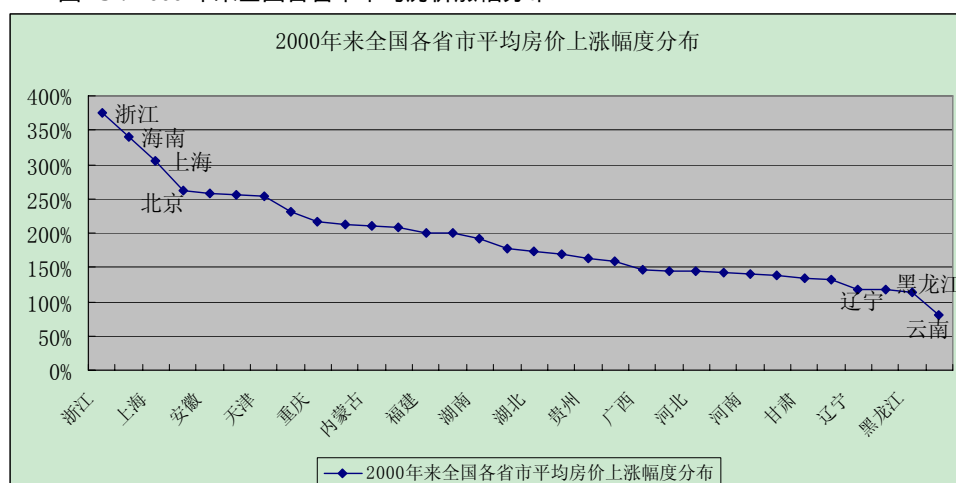
因此，我们认为长期的供求缺口，使得本轮房地产市场价格深幅调整的空间不大，房价调整的动力更多地来自于开发商为应对短期资金紧张而降价回笼资金所致，一旦开发商降库存过程趋于完成，房价调整的压力也会趋于减小。

图 14：本年土地购置面积和商品房销售面积对比



数据来源：国家统计局

图 15：2000 年来全国各省市平均房价涨幅分布



数据来源：WIND

图 16：上海市土地购置面积和商品房销售面积对比



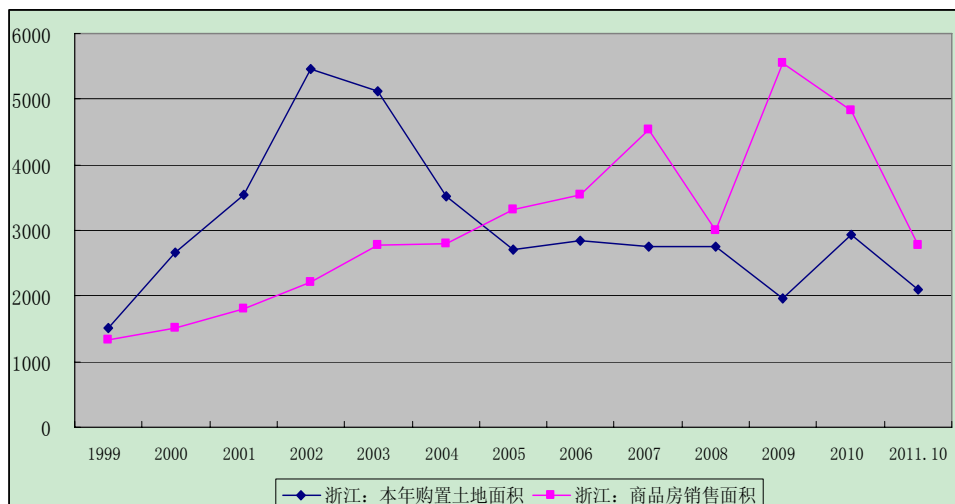
数据来源：WIND

图 17：北京市土地购置面积和商品房销售面积对比



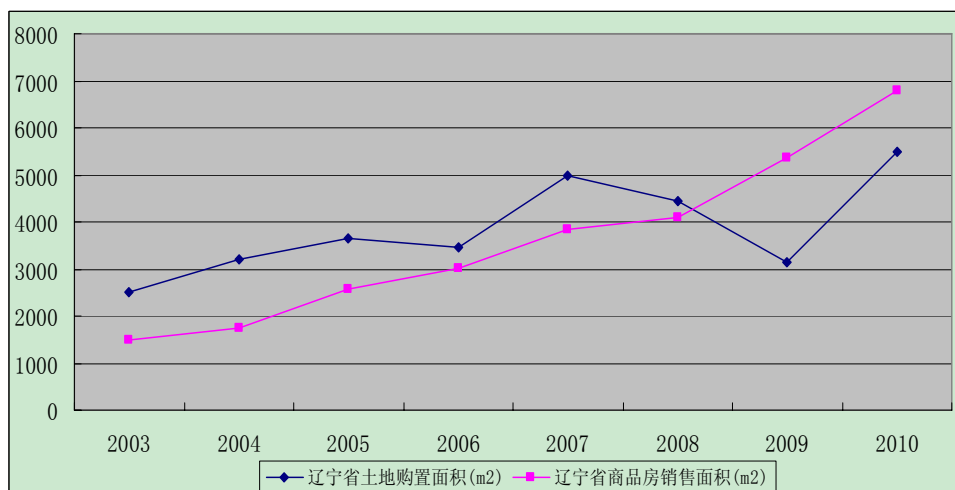
数据来源：WIND

图 18：浙江省土地购置面积和商品房销售面积对比



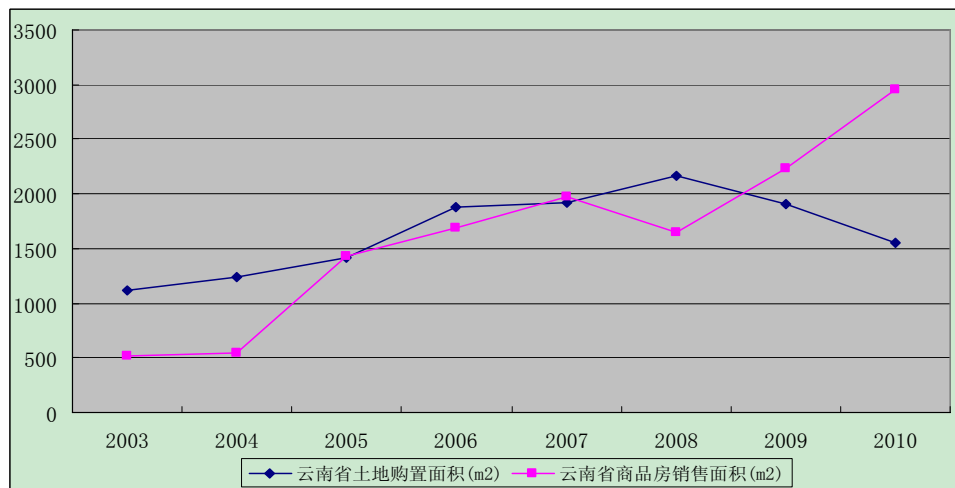
数据来源：WIND

图 19：北京市土地购置面积和商品房销售面积对比



数据来源：WIND

图 20：云南省土地购置面积和商品房销售面积对比

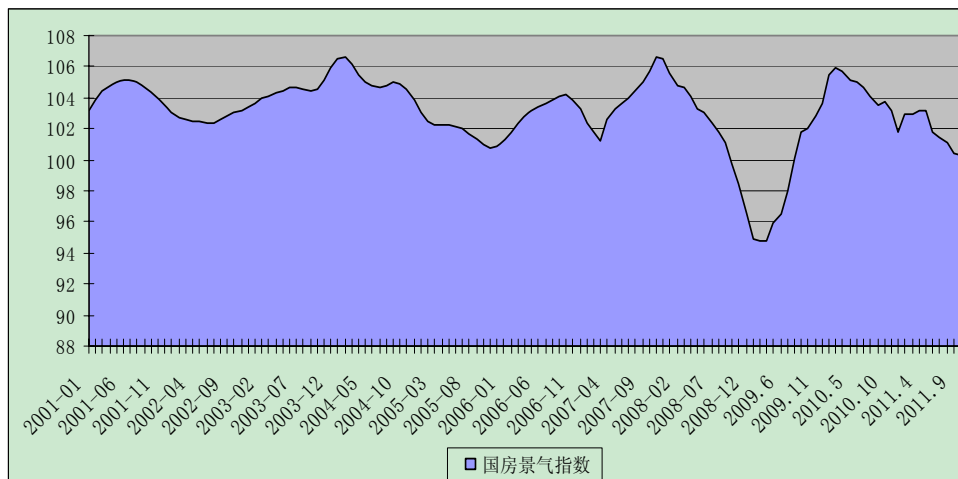


数据来源：WIND

2.3. 国房景气指数显示中国房地产市场景气度持续下行

2011 年 10 月，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 100.27，比 9 月份微幅下降 0.14 点，比去年同期下降 3.43 点。国房景气指数高于 100，显示出中国的房地产业仍然在景气区间运行。我们认为在持续的宏观调控政策影响下，国房景气指数会继续探底下行，跌破 100 是早晚的事。

图 21：国房景气指数变动



数据来源：国家统计局

2012 年调控政策会有明显松动吗？

三、2012 年宏观调控政策明显转向的可能性不大，调控主基调不会改变

3.1. 2011 年房地产行业主要政策回顾

2010 年是中国出台房地产政策最为严厉的一年，也是政策出台密度最高的一年，2011 年则是通过媒体、官员讲话和国务院常务会议等各种方式不断地巩固和扩大调控成果。如果说 2010 年的政策是“重炮”的话，那么 2011 年则相当于“轻机枪”，2011 年最大的政策特点就是政策持续性，政府不断地通过各种手段向市场传达一种信息，那就是调控政策不会放松。正是在这种持续的政策压力下，越来越多的开发商和购房者终于开始走出观望，政策效果开始明显见效。

表 1：2011 年来的房地产行业主要政策

时间	政策名称	发布部门	主要内容和评述
2011.1.26	新国八条	国务院	限购、限贷等政策
2011.2.1	重庆、上海房产税试行	重庆、上海市政府	重庆和上海二地试行房产税
2011.4.26 日起	证监会陆续放行房地产行业相关个股的非公开增发	证监会	ST 圣方、ST 兰光、ST 东源、ST 国祥、ST 百科等公司的非公开增发陆续获批。证监会方面的融资监管逐步放松。
2011.6		银监会	控制房地产信托融资规模。
2011.6.21	关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知	发改委	明确允许投融资平台公司申请发行企业债券筹措资金用于保障房的建设

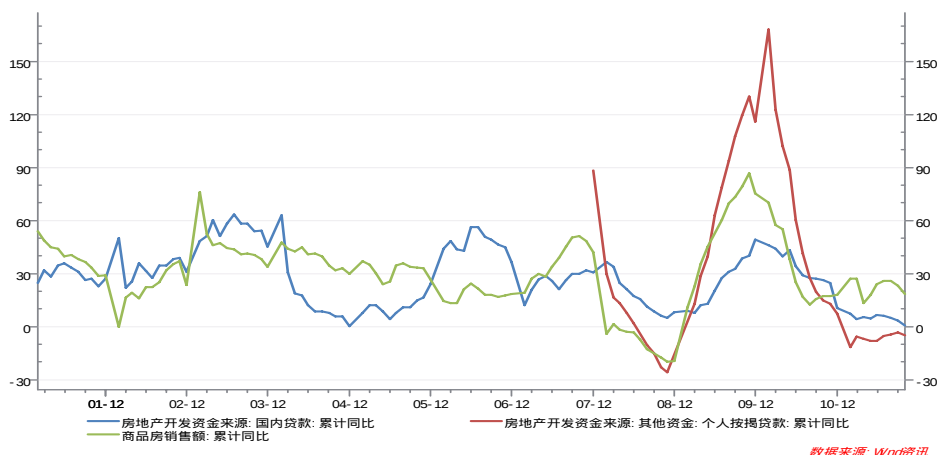
2011.7.14	研究部署继续加强调控工作	国务院常务会议	已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策，房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。
2011.8.28	台州出台首个二、三线城市限购政策	台州市政府	市内居民已有 2 套住房限购，外来人口限购 1 套，仅针对新房，不针对二手房
2011.9.19	衢州出台第二个二、三线城市限购政策	衢州市政府	市内居民已有 3 套住房限购，外来人口限购 1 套。
2011.10.29	房地产调控政策不能放松	国务院	今后几个月要坚定不移地搞好房地产调控。各地政府要切实负起责任，继续严格执行政策，进一步巩固调控成果。增加普通商品住房用地，促进房价合理调整
2011.11	珠海、中山市限购、限价	珠海、中山	中心城区限价、限购
2011.11.23	成都市变相放松限购被叫停	媒体报道	成都市通过“放松对购房者的资格审查”来变相松动限购，但实行了约一周后被叫停
2011.11.25	北京、武汉放宽普通住房标准	北京、武汉房地局	套型面积小、单价高或者总价款不太高的商品房不再“被豪宅”

数据来源：东北证券整理

3.2.未来政策演变趋势预判

政策是比较难以准确推断的，但我们可以根据历史政策的演变以及从近期官员的讲话和媒体报道中对未来的政策作出预判。我们认为，2012 年即使房地产行业出现了房价的下跌以及成交量的负增长，政府也不太可能出台类似 2008 年那样的对房地产行业的扶持政策，政府试图调整经济增长方式，降低经济发展对房地产行业的依赖的态度不会发生根本的转变。

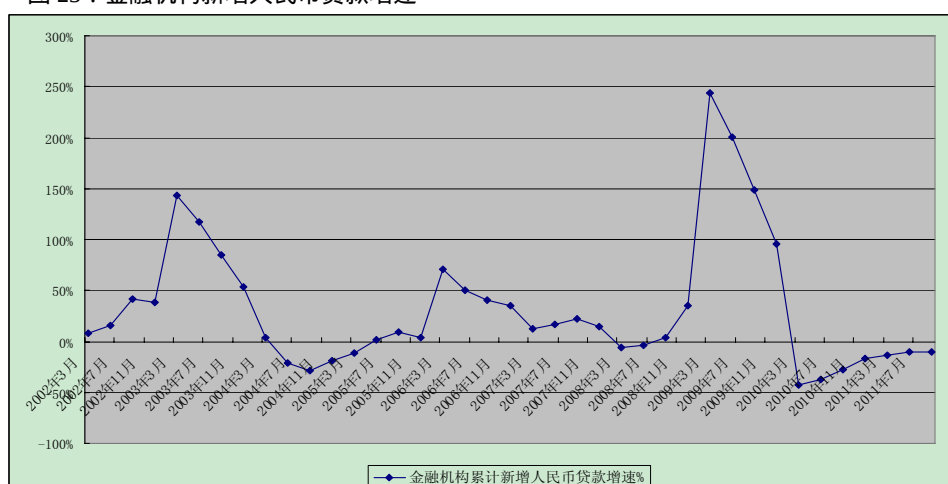
同时我们认为，2012 年房地产行业的政策环境和经济基本面可能会比 2011 年宽松，其主要表现在：一、随着全国商品房成交量的萎缩以及房价开始趋于调整，地方政府会在中央政府默认的情况下开展一些政策微调，比如北京市和武汉市已经调高了普通商品住房的标准，从而在一定程度上有助于节约购房者的资金成本，更多地也表明了地方政府的某种态度，预计接下来会有更多的城市跟进。二、随着银行于今年 11 月底首次降低存款准备金率，预计 2012 年仍然会有继续降低的动作，2012 年全年的新增信贷总量也有望超过 2011 年，总的信贷环境偏紧的格局预计会有所改善，无论对开发商还是对购房者都会间接受益。



数据来源：WIND

数据来源：Wind资讯

图 23：金融机构新增人民币贷款增速



数据来源：WIND

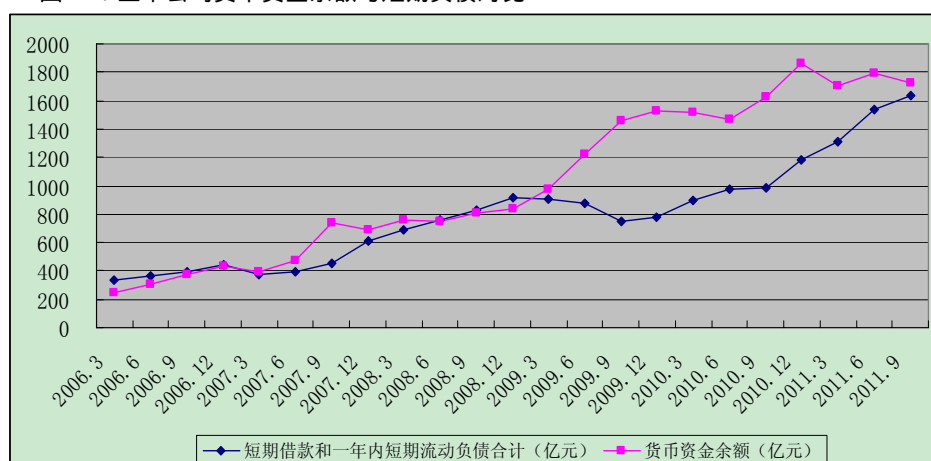
房地产上市公司经营情况如何，会有现金流危机吗？

四、从短期资金周转来看，房地产上市公司整体好于 2008 年；去库存化过程仍将持续

4.1.A 股房地产上市公司货币资金充足，整体上短期不会有现金流危机

截止 2011 年 9 月底，A 股房地产行业上市公司的货币资金余额 1727 亿元，能够完全覆盖短期有息负债余额总和 1639 亿元，虽然不排除有部分经营风格较为激进的公司可能会面临资金周转的困境，但行业整体上在短期内并无资金周转之虞。

图 24：上市公司货币资金余额与短期负债对比



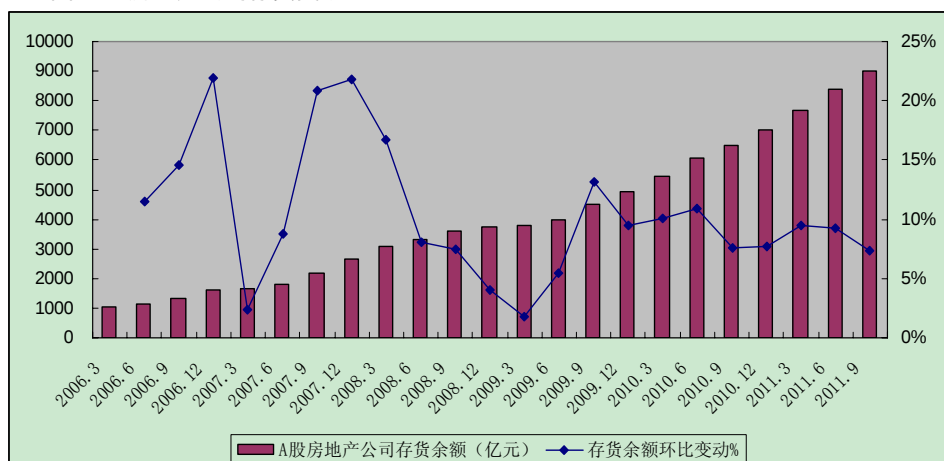
数据来源：WIND

4.2.房地产行业上市公司去库存化过程有望持续

截止 2011 年 9 月底，A 股房地产行业上市公司的存货余额已接近 9000 亿元，较中期的 8378 亿元环比增加了 7.3%，环比增速连续三个季度下降。本轮房地产

市场调控不同于 2008 年，调控时间较长，市场对调控政策和宏观环境的反应也是逐步的。因此，不同于 2008 年房地产行业去库存过程是在连续 5 个季度内完成，本轮调控下，房地产行业去库存过程一直比较缓慢，即使已经持续了 8 个季度了，但预计这个过程仍然会持续，并有可能加快去库存的速度。四季度，部分开发商已经通过降价等措施加快商品房的销售和回收货款，全年新增土地储备也同比相应大幅减少，预计会对以后的房地产开发投资以及新房供应造成影响

图 25：房地产公司存货变动

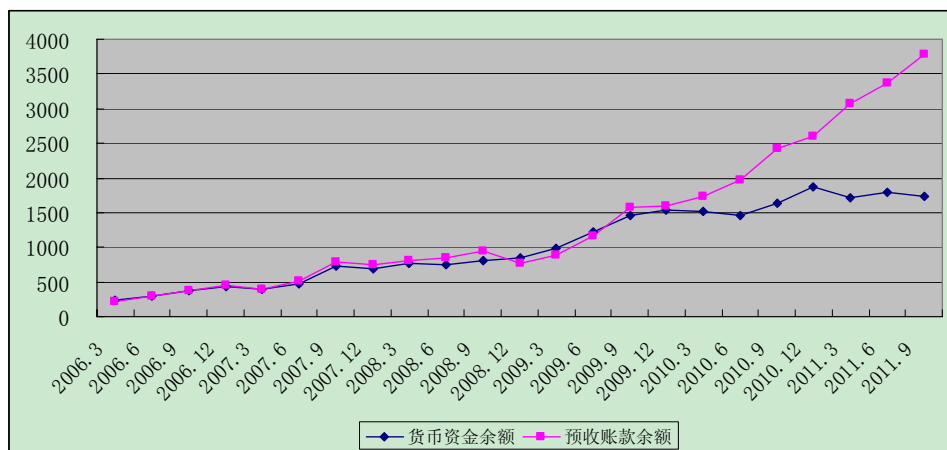


数据来源：WIND

4.3. 定金和预收款是房地产行业公司实现扩张的重要资金来源

截止 2011 年 9 月底，房地产行业上市公司的货币资金余额达到 1727 亿元，连续三个季度保持稳定。上市公司的货币资金余额与预收账款余额在 2010 年开始出现背离，并表现出不同于往年的情况。这说明，由于 2010 年来再融资和房地产信贷是收紧，不少房地产上市公司开始充分利用定金和预收房款来实现规模扩张

图 26：货币资金余额和预收账款余额出现背离



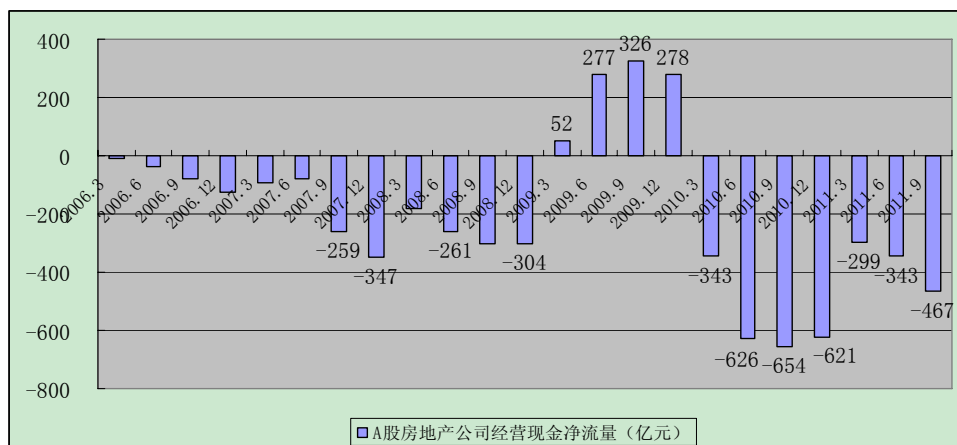
数据来源：WIND

4.4. 房地产行业上市公司整体经营现金净流量连续 7 个季度持续净流出

截止 201 年前三季度，房地产行业上市公司的整体经营净现金流量为负 467 亿元，已经连续 7 个季度表现为持续净流出状态。这种情况应该和前述的预收账款与货币资金余额出现背离也是有一定关系的。至少，从目前来看，房地产行业

上市公司靠融资扩张来实现规模扩张的方式没有发生改变

图 27：房地产上市公司经营现金净流量



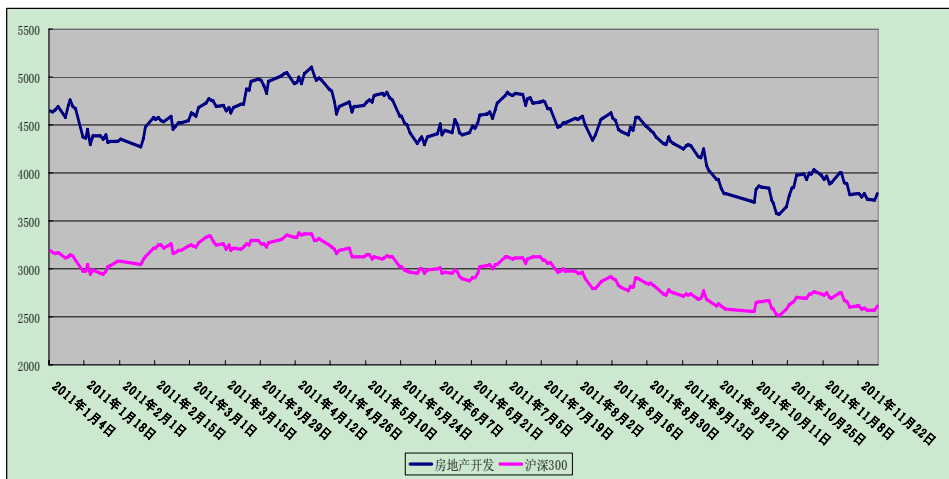
数据来源：WIND

五、2012 年房地产行业投资策略

5.1.2011 年房地产行业股票走势完全同步大势

2011 年房地产行业股票走势可以说完全与大势同步，天相地产行业指数从年初至 2011 年 11 月 29 日的涨幅为-18.57%，同期的沪深 300 指数的涨幅为-18.21%，完全符合 2010 年底的策略报告中我们对房地产行业同步大势的预判。

图 28： 2011 年房地产行业股价表现



数据来源：天相投资、东北证券

5.2.2012 年我们继续给予房地产行业同步大势的投资评级

2012 年，房地产行业景气度将会继续下行，房地产行业个股将会在震荡中构筑中期底部。总体上，地产股在 2012 年仍然不太会出现趋势性的上涨机会，获取超额收益的可能性不大，我们继续维持房地产行业同步大势的投资评级，建议标配地产股。

5.3.选股策略

2011 年，房地产行业板块整体基本没有太大的投资机会，但也有少量有题材的个股走出了较好的个股行情，比如涉矿概念股，还有重组获批的个股等等，但

这些股票由于信息不对称的原因，且炒作性质较为浓厚，投资时机和目标价位难以把握。2012 年，涉矿概念股和重组股的投资吸引力将会大幅减小，投资者的眼光还是要重点放在股价超跌的优质地产股上来。

我们依然建议重点关注住宅开发类公司，一旦行业开始重新向好，住宅类公司的涨幅将会远远大于商业地产股和园区开发类公司。我们认为，目前房地产行业的开发产品基本同质化，判断行业形势比选择公司更为重要。从具体公司上看，地产股在经过了大幅调整后，估值多数在底部区域，因此那些具有品牌优势、资金优势和持续开发能力较强的一线地产股仍然是投资的首选。同时，一旦行业转好得到确定，那些跌幅最深，市净率最低的公司往往也能获得最大的股价涨幅。

2012 年我们重点推荐的股票有：保利地产、金地集团、万科 A 以及信达地产等质优股和超跌股。

表 2：重点公司盈利(EPS)预测表：

公司简称	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	PB	投资评级
保利地产	1.10	1.48	8.9	6.6	1.8	推荐
万科股份	0.79	1.01	9.2	7.2	1.7	推荐
金地集团	0.77	0.93	6.1	5.1	1.2	谨慎推荐
信达地产	0.27	0.3	16.4	14.8	1.1	谨慎推荐
北京城建	1.42	1.66	8.2	7.0	1.8	谨慎推荐
滨江集团	0.86	1.1	8.7	6.8	2.3	谨慎推荐
首开股份	1.04	1.32	8.1	6.4	1.2	谨慎推荐
荣盛发展	0.71	0.90	10.3	8.1	2.5	谨慎推荐
华发股份	0.95	1.03	7.9	7.3	1.1	谨慎推荐
栖霞建设	0.28	0.3	12.6	11.8	1.1	谨慎推荐

数据来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。