



中立

公司名称	代码	评级	11 年预 测 NAV (人民币)	溢(折) 价比例 (%)
万科	000002.SZ	买入	7.54	14.80 (49.0)
保利地产	600048.SS	买入	10.12	15.80 (35.9)
招商地产	000024.SZ	买入	17.83	28.96 (38.4)
首开股份	600376.SS	买入	8.83	20.06 (56.0)
中南建设	000961.SZ	买入	8.55	16.37 (47.8)
金融街	000402.SZ	买入	6.33	13.86 (54.3)
浦东金桥	600639.SS	买入	7.12	20.08 (64.5)
世茂股份	600823.SS	买入	11.24	26.04 (56.8)

资料来源：彭博及中银国际研究预测
以 2011 年 12 月 9 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产

周路

(8621) 2032 8519

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511100001

*袁蒙为本报告重要贡献者

房地产月度开发投资数据 点评

开发景气指数破百，投资增速继续回落

1-11 月房地产开发投资同比增速较前 10 月进一步回落，尤其单月投资增速更是较 10 月大降 4.9 个百分点，增速拐点进一步确认，后续将加速下滑。销售和资金来源增速也持续下滑；另一方面，全国房地产开发景气指数自 2009 年 7 月以来再次跌破 100 这一景气荣枯线，进一步印证基本面下行趋势将延续。我们维持对板块的 **中立** 评级。

支撑评级的要点

- 前 11 月，房地产投资 5.55 万亿元，同比增速较前 10 月下降 1.2 个百分点至 29.9%；新开工面积 17.5 亿平米，增速下降 1.2 个百分点至 20.5%。从单月数据来看，11 月投资同比增速达 20.1%，较 10 月下降 4.9 个百分点；单月新开工面积为 1.46 亿平米，同比增长 9.1%，9 月、10 月、11 月连续三月单月同比增速处于历史低位；预计 12 月开发投资增速将进一步放缓，全年落在 26-29% 区间。
- 11 月全国房地产开发景气指数为 99.87，比 10 月份回落 0.40 点，自今年 6 月以来连续 6 个月下滑，并自 2009 年 7 月以来再次跌破 100 这一景气荣枯线。
- 前 11 月，商品房销售面积累计同比增速 8.5%，比上月下降 1.5 个百分点，销售额累计同比增速下降 2.5 个百分点至 16.0%。1-11 月均价同比上涨 6.9%，涨幅比上月回落 0.8 个百分点，涨势进一步趋缓。11 月单月的销售面积和销售额则分别同比下降 1.7% 和 1.2%，年内继 4 月后第三次出现负增长，而销售均价微涨 0.5%。预计全年销售面积和销售均价均同比上升 5% 左右。
- 1-11 月多项资金来源的同比增幅较前 10 月进一步回落。开发商的资金压力不断加大，按揭贷款及国内贷款等资金渠道持续被压缩。在融资环境和行业基本面进一步恶化的情况下，市场集中化态势将继续强化。

投资评级和建议：

- 在楼市基本面的调整时间和幅度尚不足的情况下，限购限贷等核心调控政策将在未来一段时间继续从严执行，直至调控取得阶段性成果后房产税等承继政策推出。我们维持对地产板块的 **中立** 评级，建议投资者优选个股，逢低布局受益于行业集中度提高的行业龙头公司、受益于“低价走量”的新格局形成的低成本快周转区域公司以及享有调控避风港之称、景气度高企的商业地产公司。

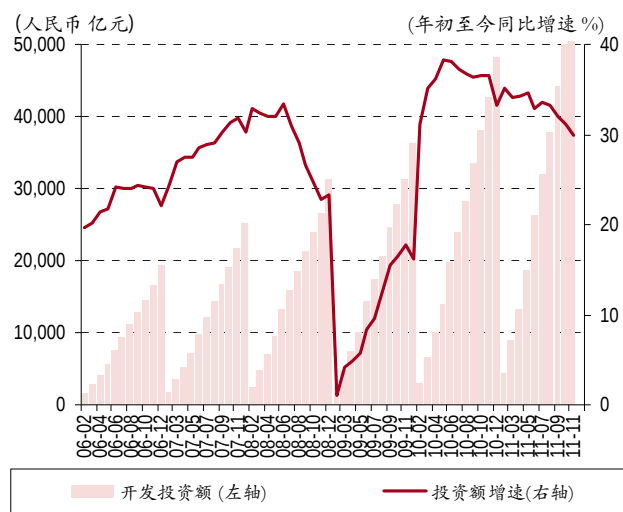
投资增速继续回落，新开工面积低位徘徊

今年1-11月，全国完成房地产开发投资55,483亿元，同比增长29.9%，增幅较前10个月下降1.2个百分点。其中，商品住宅完成投资39,857亿元，同比增长32.8%，占房地产开发投资的比重为72%。11月单月的投资同比增速达20.1%，较10月下降4.9个百分点，续创年内新低。

从供应先行指标来看，1-11月的新开工面积、施工面积分别同比增长20.5%和27.9%，较1-10月分别回落1.2个和0.5个百分点。单月新开工面积为1.46亿平方米，同比增长9.1%，较上月的2.2%有所反弹，但9-11月连续三月单月同比增速均低于10%，处于历史低位。11月单月施工面积为1.65亿平方米，同比增长14.1%，继上月创出负增长之后也有所反弹。11月单月的新开工和施工面积较10月分别环比上升15.9%和18.0%。单月数据同比、环比增速的反弹与去年同期同比基数较低有一定关系，但绝对额仍处于年内的次低水平。

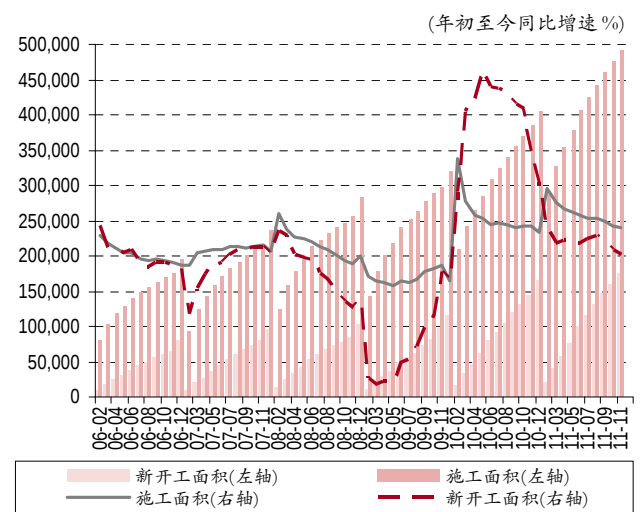
由于开发投资数据的滞后性，同时也因为今年保障房建设的大力推进，因此前11月的同比增速仍然处于高位，但下降趋势已比较明显。随着市场环境的恶化，开发商将继续收缩战线，放缓投资节奏。此外，再考虑到去年同期开发投资额的高基数和保障房投资增量效应的递减，预计12月的投资增速将进一步回落，我们预计开发投资全年增速将回落在26-29%的区间内。

图表 1. 商品房地产开发投资额及增速



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 2. 商品房新开工和施工面积及增速

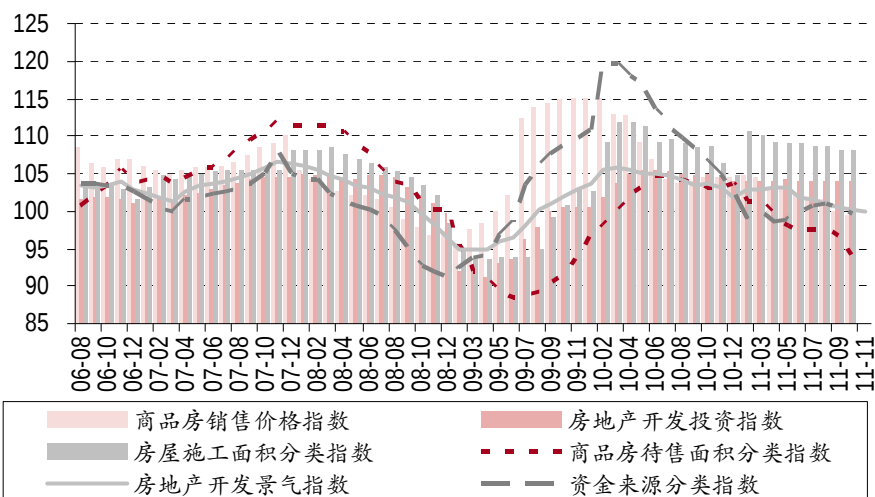


资料来源：国家统计局，中银国际研究

国房景气指数两年多来首破景气荣枯线

2011年11月份全国房地产开发景气指数为99.87，比10月份回落0.40点，自今年6月以来连续6个月下滑，并自2009年7月以来再次跌破100这一景气荣枯线。该指数在上一轮调整中于2008年10月破百，并连续9个月维持在该水平之下。

图表 3. 国房景气指数连续六个月回落



资料来源：国家统计局，中银国际研究

销量和价格涨幅继续回落

2011 年 1-11 月，商品房销售面积 89,594 万平方米，同比增速为 8.5%，较 1-10 月回落 1.5 个百分点，商品房销售额 49,047 亿元，同比增长 16.0%，较 1-10 月下降 2.5 个百分点。

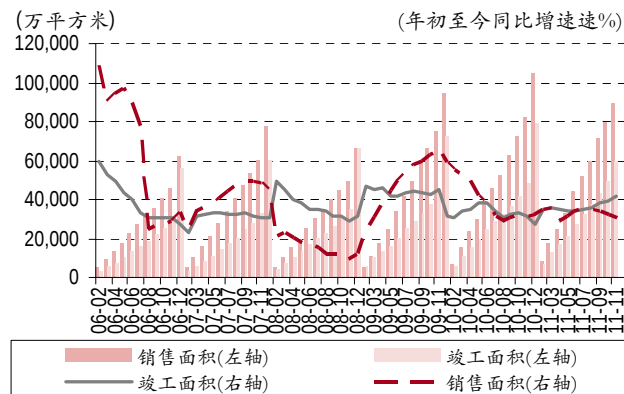
1-11 月销售均价 5,474 元/平方米，绝对值较 1-10 月的 5,502 元/平方米小幅下跌 0.5%；同比涨幅为 6.9%，较前 10 月回落 0.8 个百分点。

11 月单月的销售面积和销售额分别同比下降 1.7% 和 1.2%，年内继 4 月后第三次出现负增长，而销售均价微涨 0.5%。这之前龙头上市房企公布的 11 月销售数据和我们持续跟踪的一二线城市的楼市表现吻合，但调整幅度明显为低，显示不受限购影响、总量占比较大的三四线城市仍然大幅跑赢大市。

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

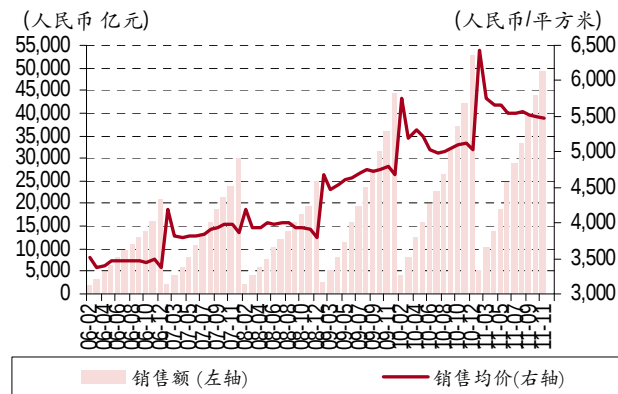
鉴于中短期内限购限贷等核心调控政策不会放松，目前库存已经累积至历史高位，市场观望气氛日渐浓厚，主要一二线城市房价已经出现明显松动，我们预计价格涨幅回落的态势将进一步明确，全年均价涨幅将进一步回落至 5% 左右。

图表 4. 商品房竣工面积及销售面积



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 5. 商品房销售额和均价走势



资料来源：国家统计局，中银国际研究

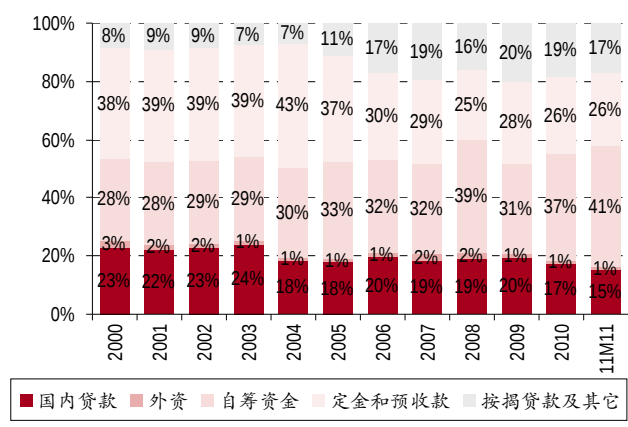
资金压力进一步加大，市场集中化将持续提升

2011年1-11月，房地产开发企业合计资金来源75,208亿元，同比增长19.0%，增速较去年全年回落6.4个百分点，较1-10月回落1.2个百分点，开发商的资金压力进一步加大。

总体来看，1-11月国内贷款、利用外资、自筹资金以及个人按揭贷款同比增幅均较去年全年出现明显回落。在2011年房地产信贷整体收紧情况下，1-11月个人按揭贷款同比跌幅达到5.5%；国内贷款同比增速较1-10月微涨0.2个百分点至1.2%，仍徘徊于5年来的历史低位；利用外币同比增速更是由1-10月的32.4%骤降15.8个百分点至16.6%，创下近一年来的新低。

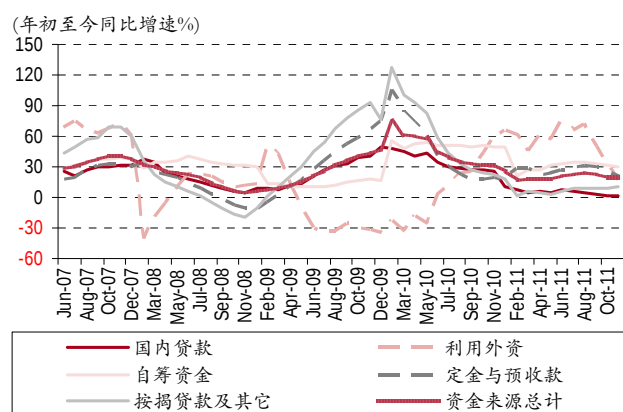
在银行贷款、销售回款等多项资金来源趋紧的情况下，开发商越来越依赖自筹方式来补充资金来源，1-11月自筹资金占比与1-10持平，达41%，明显高于2009年的31%和2010年的37%。

图表 6. 房地产企业资金来源构成



资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 7. 各资金来源同比增长率



资料来源：国家统计局，中银国际研究

近期投资策略

在楼市基本面的调整时间和幅度尚不足的情况下，限购限贷等核心调控政策将在未来一段时间继续从严执行，直至调控取得阶段性成果后房产税等承继政策推出。出于局部优化的考虑以及对首套刚需购房者的合理回归，地方性的政策微调还是会有选择地被放行，但这些不涉及核心政策的微调带来的边际效应有限，不足以对冲基本面的下滑。我们维持对地产板块的**中立**评级，建议投资者优选个股，逢低布局受益于行业集中度提高的行业龙头公司、受益于“低价走量”的新格局形成的低成本快周转区域公司以及享有调控避风港之称、景气度高企的商业地产公司。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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