

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

降价的需求创造效应支撑估值提升

——2012 年下半年投资策略

证券研究报告—策略报告

同步大市（维持）

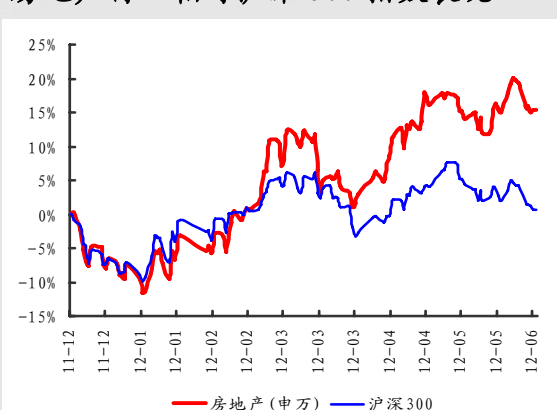
发布日期: 2012 年 6 月 11 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2012EPS	2013EPS	2012PE	评级
万科 A	1.16	1.49	7.69	买入
保利地产	1.41	1.86	9.67	增持
金地集团	0.82	1.02	8.27	增持
北京城建	1.42	1.59	10.67	增持
华夏幸福	1.53	1.82	11.43	增持
福星股份	0.92	1.14	10.71	增持
滨江集团	0.98	1.34	9.93	增持

注: 股价为 2012 年 6 月 8 日收盘价

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

中原证券-2011121-分析-AAA-房地产市场房地产行业 2012 年度投资策略: 产业生命周期视角下的行业
透视与机会挖掘.....2011 年 12 月 5 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

● **房地产行业面临着“必须降价”和“不得不降价”的双重硬约束。**本轮以“限购”为核心的调控政策的最终目标是实现房价的合理回调, 房地产行业由此面临着“必须下降”政策约束。经历 2 年多的调控, 行业在库存、短期偿债、资金来源等方面面临着巨大的压力, 决定其“不得不降价”。

● **房价下降的理论空间。**房地产行业毛利率远高于其他行业, 如果房地产行业毛利率下降到与其他行业相当的毛利率水平, 并考虑土地降价因素, 房价下跌的最大可能空间为 15-25%。

● **高房价及房价降幅过小导致了需求不足。**刚性需求的绝对量在限购时代依旧稳定增长, 行业表现出来的需求不足的根本原因在于高房价及房价的降幅过小, 相对房贷的降幅, 房价表现出相对的上漲。

● **降价将会产生需求创造效应。**作为基本商品的商品房依然遵循价格与需求之间反相关这一基本关系, 房价的下降将会创造出过剩供给的需求。根据房价下跌 10-15% 及销售额对价格的弹性系数为 1.25 (由北、上、广、深四个代表城市统计估计得出) 的假设下, 降价的需求创造效应将在 6.25-12.5%。

● **行业 2012 年业绩增长率锁定性程度高。**2012 年, 行业营业收入增长率保持在 15-20%, 净利润增长有望达到 13-18%。下半年房价下降的需求创造为 2013 年行业业绩提供了较高的保障。

● **降价的需求创造效应支撑估值提升。**板块估值目前依旧处于历史的最低部, 行业以价换量的实现将成为估值继续提升关键和基础, 货币等宏观政策再一次转为扩张和刺激、行业调控政策的零星放松都将会对板块估值形成利好刺激, 但前期的涨幅限制了行业估值上涨的空间。

● **投资策略。**维持行业“同步大市”的投资评级。投资者可以根据以下思路选择个股: 在众多不确定性中优选业绩确定性强的个股; 短期资金压力小的企业; 以满足刚需为主要产品及市场营销能力强的企业。建议重点关注万科、保利地产、金地集团、北京城建、福星股份、华夏幸福和滨江集团。

● **风险提示。**部分企业因为资金链断裂而引发行业恐慌的经营风险; 经济严重下滑导致房价降价也不能刺激刚性需求释放的市场风险。

目 录

前言	4
1. 下半年将迎来大面积降价潮	4
1.1 “必须降价”的政策硬约束	4
1.2 “不得不降价”的财务硬约束	4
1.3 降价的空间和触发因素分析	7
2. 降价创造需求	9
2.1 需求不足还是房价过高	10
2.2 降价的需求创造效应	12
2.3 刚性需求释放的外部刺激因素	14
3. 行业业绩分析与预测	14
3.1 行业业绩锁定性较高	14
3.2 毛利率及净利率小幅下滑	16
4. 行业估值及投资策略	17
4.1 行业估值	17
4.2 投资策略	18
5. 风险提示	20

图目录

图 1: 房地产行业库存量及增长率.....	5
图 2: 房地产行业库存/营业收入.....	5
图 3: 房地产行业货币资金及增速.....	5
图 4: 房地产行业短期借款及增速.....	5
图 5: 房地产行业一年内到期借款及增速.....	6
图 6: 房地产行业短期债务覆盖率.....	6
图 7: 房地产行业短期偿债金额	6
图 8: 房地产行业速动比率.....	6
图 9: 房地产行业资金来源及增速.....	7
图 10: 房地产行业各资金来源增速.....	7
图 11: 房地产行业毛利率与净利率走势.....	8
图 12: 房地产行业毛利率横向比较.....	8
图 13: 12 个重点城市居住用地平均楼面地价.....	9
图 14: 2012 年 1-4 月 10 重点城市住宅用地成交情况.....	9
图 15: 过去 4 年行业销售增长率.....	10
图 16: 2002-2011 年普通本专科毕业人数.....	11
图 17: 2002-2010 年结婚、离婚人数.....	11
图 18: 房地产行业 2009-2011 年销售及增长率.....	11
图 19: 房地产行业近 3 年供求关系.....	11
图 20: 新增居民中长期贷款增速.....	12
图 21: 北京、上海、广州和深圳近一年房价涨跌幅.....	12
图 22: 房地产行业预售账款及增长率	15
图 23: 房地产行业近 4 年行业业绩保障率	15
图 24: 房地产行业营业收入及增长率	17
图 25: 房地产行业净利润及增长率.....	17
图 26: 房地产行业近 4 年市盈率走势	17
图 27: 房地产行业近 4 年市净率走势	17

表目录

表 1: 北京、上海、广州及深圳弹性系数表.....	13
表 2: 房价下跌与销售额对价格弹性系数敏感性分析表.....	13
表 3: 重点公司业绩锁定性情景分析.....	15
表 4: 重点公司每股收益及市盈率.....	19

前言

房地产行业的调控政策最严厉的时期已经过去，各地政策微调呈星火燎原之势。在政策限制和销售萎靡双重夹击下，房价进一步下跌已经成为大概率事件。房价的下跌有多大空间，房价下跌能否带来成交量的增加从而缓解行业目前的困境，这些将成为决定下半年行业投资机会的关键因素。

1. 下半年将迎来大面积降价潮

降价对于房地产行业而言较为敏感，由于其涉及到多方利益而困难重重。但是，在严酷的政策和财务硬约束下，房地产企业除了选择降价以度过调控困境期外，其他并无良策。根据国家统计局的统计数据，房价大面积下跌已经在全国发生。

1.1 “必须降价”的政策硬约束

本轮以“限购”为核心的调控政策的最终目标是实现房价的合理回调，中央各部委等一系列调控政策和表态都非常明确地释放了“房价必须下降”的强烈信号。

宏观经济增速上半年出现超过预期的下滑，货币政策及财政政策等都将会出现进一步微调，以铁路、基建等为代表的部分行业投资将会重新扩张，这将会有效缓解经济增速放缓的压力，从而减轻短期内对房地产行业的依赖。尽管迫于地方经济增长的压力，各地都将会出现调控政策微调，但是可以明确预见到，各种微调都将以不触及“限购”为底线。在全国房价出现实质性较大幅度下跌之前，“限购”政策将难以放开。行业面临着极强的降价的政策硬约束，通过限购来实现降价将成为主导下半年行业走势的政策主线。

1.2 “不得不降价”的财务硬约束

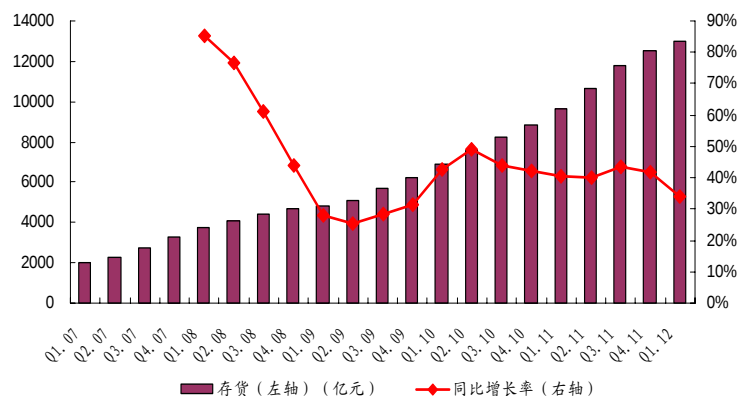
本轮调控政策已经持续两年多，经过两年多的调控，行业开始出现分化，部分市场敏感度较高的企业较早降价，但仍然有部分企业依旧在观望。“限购”导致过去2年成交量大幅萎缩，整个行业面临着越来越严酷的财务约束。在越来越大的财务压力下，行业项目并购重组等大量出现，甚至已经开始出现破产等极端事件，这些都表明，行业承受财务压力的能力已经渐渐到了极限，在“限购”不放开的政策大环境下，整个行业将“不得不降价”。

1.2.1 库存压顶

尽管行业新开工面积早已经大幅放缓，但是长时间销售萎靡导致行业库存快速上升，各主要反映库存压力指标均创历史新高，行业面临着前所未有的库存压力。截止2012年1季度末，行业上市公司库存达到1.3万亿元，创出历史新高，存货/营业收入（反映存货出清速度指标）达到创纪录的19.12倍，

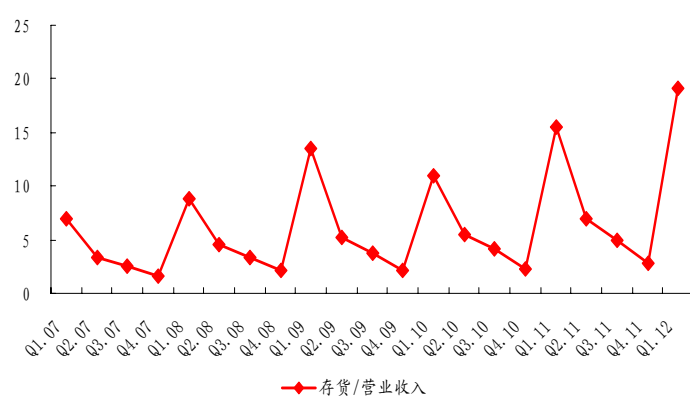
存货出清时间大幅拉长，存货/总资产达到创纪录的 65.85%。

图 1：房地产行业库存量及增长率



资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

图 2：房地产行业库存/营业收入

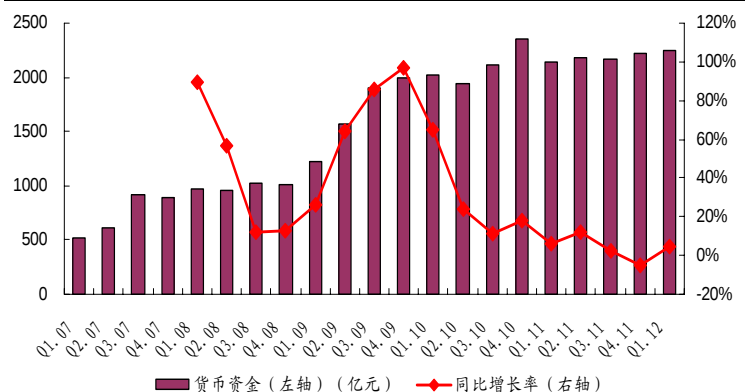


资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

1.2.2 短期偿债压力接近承受能力极限

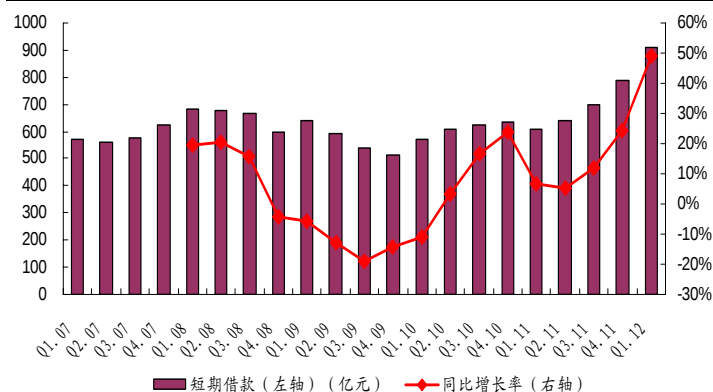
限购政策出台之后，行业货币资金立即快速减少，2010 年 3 季度之后货币资金增速回落至 20% 以下，2011 年年度货币资金增速甚至出现负增长。与此同时，行业短期借款快速增加，尤其 2011 年之后，短期借款更是快速增长。一年内到期借款自 2010 年之后快速上升，短期借款和一年内到期长期借款构成的短期偿债压力快速加大，行业短期偿债能力快速恶化，短期负债覆盖率（货币资金/短期负债）由 2009 年末的 2.2 快速下滑至 2012 年 1 季度的 0.96，行业速动比率快速下滑至 0.42 的历史低位，行业短期债务违约率风险明显加大。在银行贷款和股权融资不放开条件下，如果销售在下半年不能回暖，行业短期偿债高压状况还将会恶化，并将可能出现较大面积的因不能偿还短期负债而出现企业倒闭的现象。

图 3：房地产行业货币资金及增速



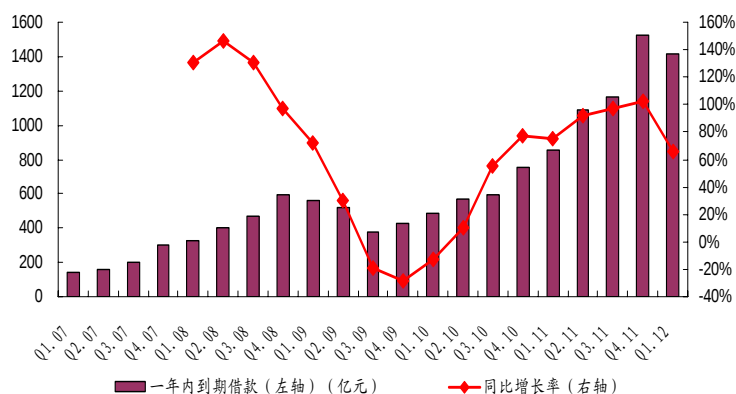
资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

图 4：房地产行业短期借款及增速



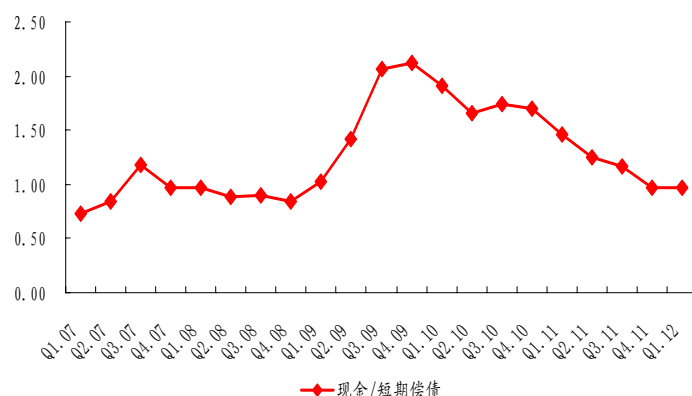
资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

图 5：房地产行业一年内到期借款及增速



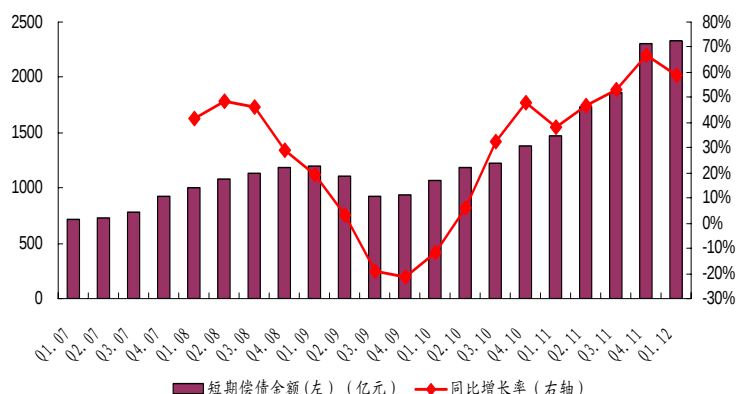
资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

图 6：房地产行业短期债务覆盖率



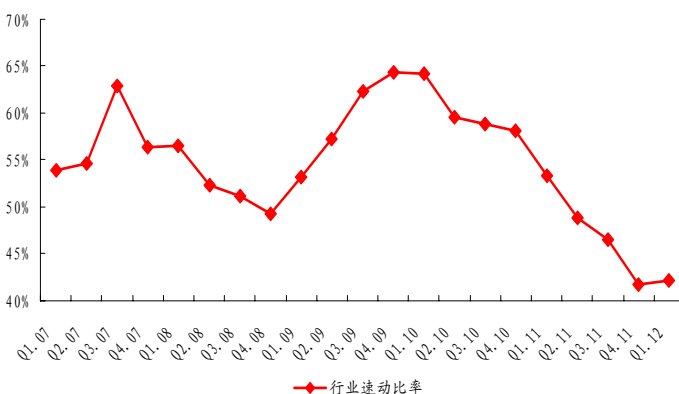
资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

图 7：房地产行业短期偿债金额



资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

图 8：房地产行业速动比率



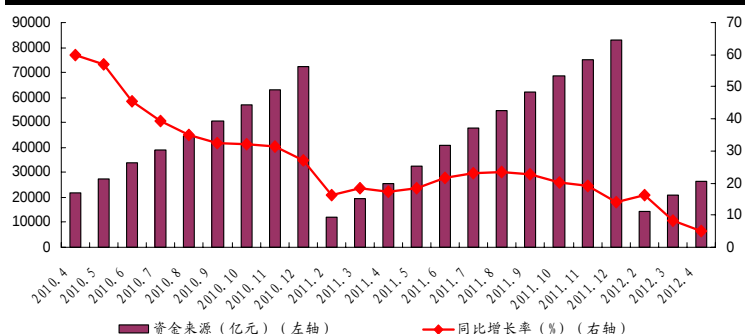
资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

1.2.3 资金来源枯竭越发严重

在行业资金饥渴加剧的同时，房地产行业的资金来源却正在快速枯竭。随着银行贷款收紧，销售萎缩导致的资金回款快速放慢，2012 年 1-4 月房地产行业资金来源增速急速下滑至 5.1% 的历史低位，与 2008 年危机时期最差水平相当。其中资金来源主要来源之一的银行贷款自 2011 年以来一直维持在 10% 以下的增速，与 2009-2010 年平均超过 30% 的增速形成鲜明反差。资金来源的另外一大来源定金及预售账款自 2012 年以来由过去超过 20% 的增速急速下滑至约 10% 的负增长。

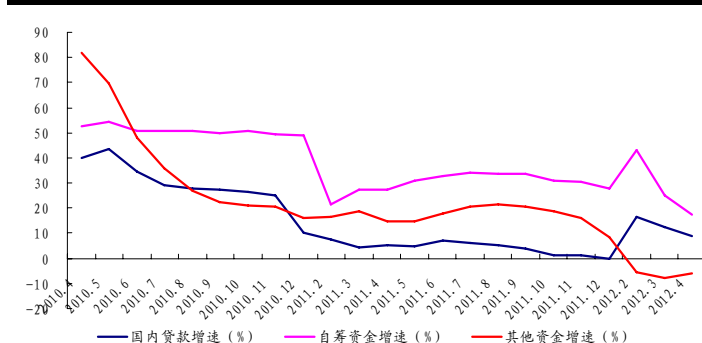
行业资金来源在银行信贷得不到有效放开条件下，只能依靠定金及预售账款的增加，而这完全由市场销售决定。

图 9：房地产行业资金来源及增速



资料来源：中原证券研究所，国家统计局

图 10：房地产行业各资金来源增速



资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

1.3 降价的空间和触发因素分析

从上述行业资金来源及短期偿债压力的分析可以得出以下的结论：在限购政策不放松的条件下，行业销售如果继续过去的低迷，行业将会发生较大面积的短期偿债违约风险，实现销售量的增长是突破行业当前困境的唯一途径。大致有两类途径增加销售以缓解目前的困境，第一种是限购政策出现放松，各类需求再次大举入市。但很显然，这种可能性非常小；第二类可能途径即为降价以促进销售，即以价换量。从目前的行业困境来看，“以价换量”是行业面临的必然选择。

1.3.1 降价空间

房价不同于其他产品价格，其涉及到多方面的巨大利益，因此，降价涉及到多方利益的调整，必将会遇到各种阻力，是企业最后不得已而为之的选择，降价的实际效果也具有较大的不确定性，对企业而言需要仔细权衡。

房价下降空间最大的决定因素在于由成本决定的行业盈利水平，其次是降价能否换来成交的放量。如果降价能够换来成交量的增长并且能取得合理的行业利润率，那么降价将可能成为现实。反之，如果降价不能换来成交量的增加并且实质性地损伤了行业的利润率，则行业大面积降价将不可能发生。

（1）行业毛利率决定的降价空间

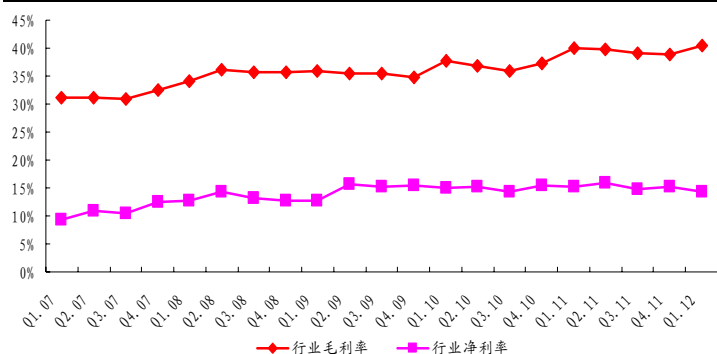
商品房无论采取何种定价方法，毛利率和净利率都是行业降价空间的重要决定因素。在充分竞争的市场里，价格除了由成本决定外，还受产品的市场竞争状况影响。在市场供求基本平衡条件下，行业能获得正常的经济利润，而在市场严重供过于求的情况下，亏本销售也是行业常态。

无论纵向还是横向看，房地产行业的毛利率和净利率都远超正常平均水平，房地产行业毛利率水平一直以来稳定在 30-35% 水平，某些季度甚至超过 40%。制造业是我国最重要、最具竞争力的行业，其中机械设备制造业最近十几个季度的毛利率维持在 17-21%；家用电器行业竞争充分，也是具有全球竞争力的产业，其最近十几个季度的行业毛利率维持在 16-20%；信息是我国重点新

兴产业，其处于高成长和高毛利率的行业发展阶段，近十几个季度的毛利率维持在 15-20%；金融业是我国垄断行业，与房地产业属性相似，近十几个季度的毛利率维持在 12-21%。由此横向比较可知，尽管房地产行业具有资金密集和风险大的特点，应享受相应的风险溢价，但是其毛利率水平明显远高出其他行业。

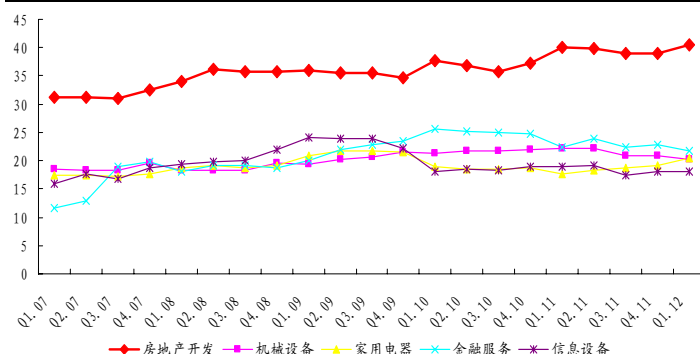
在商品房成本中，土地、建安及人工的成本具有较强的刚性，假设房屋价格中成本保持不变（或者小幅变动），如果房地产毛利率回归到制造业等其他行业相当水平，则房地产毛利率还有大约 10-15% 的下降空间，这也意味着房价的下跌空间超过 15%，换言之，房价即使下跌超过 15%，行业依旧能维持与其他行业相当的毛利率水平。考虑到行业目前处于短期衰退之中，其毛利率水平理论上可以低于其他行业水平，房地产行业毛利率还将会有更大的下降空间，从毛利率角度分析，房价大约具有 15-20% 的下降空间。

图 11：房地产行业毛利率与净利率走势



资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

图 12：房地产行业毛利率横向比较



资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

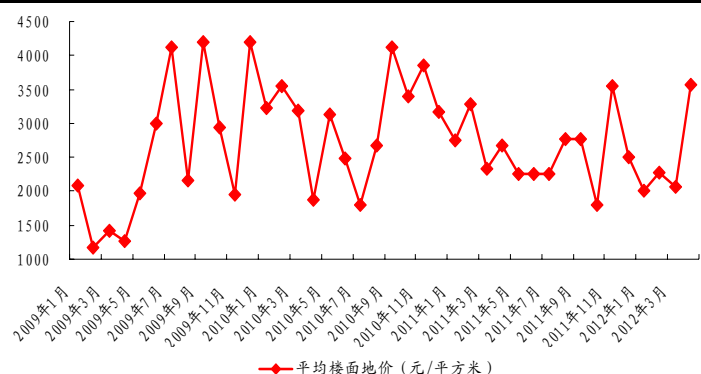
(2) 土地成本下降扩大了降价空间

房地产市场衰退相应地带来土地市场的低迷，全国土地市场成交价格自 2009 年后一路走低，大部分城市土地成交价格跌幅超过 30%。土地成本是房屋最大成本构成项，今年在售房屋的土地多来自一年半前的土地市场出让的土地，土地成本出现较大幅度下降扩大了房价的降价空间。

以万科为例，2009 年楼板价平均约为 1838 元/平方米，而 2011 年楼板价约为 1748 元/平方米，同比下降了 10%，2012 年 4 月份的楼板价成本比 2010 年平均成本价降低了约 28%。

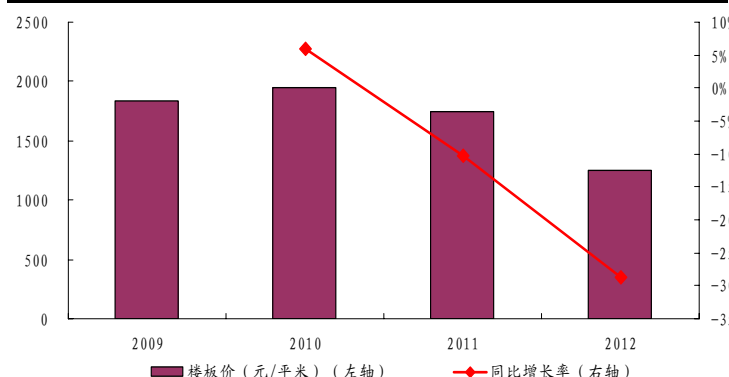
从上述行业毛利率和土地降幅的分析，大致可以得到如下的结论：如果房地产行业毛利率下降到与其他行业相当的毛利率水平，并考虑土地降价因素，房价下跌的最大可能空间为 15-25%。

图 13: 12 个重点城市居住用地平均楼面地价



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

图 14: 2012 年 1-4 月 10 重点城市住宅用地成交情况



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

1.3.2 降价的触发因素

房价的降价的触发因素很多, 主要的包括企业的资金链状态、企业对未来市场的预期及政策走势等。

短期偿债压力迫使企业资金链接近断裂临界点。根据前面的分析, 行业短期偿债压力普遍较大, 且呈现不断加大的趋势, 当开发企业财务趋近资金链断裂临界点时, 在得不到银行贷款支持的情况, 通过降价扩大销售回笼资金进而缓解资金压力就成为这类开发企业的最优选择。

企业对于房价下跌的市场判断与预期。尽管严厉的调控政策已经持续了两年多, 且市场已经出现房价的普遍下跌, 但是, 对于房价的未来走势并未形成一致预期。管理层决策能力强、市场嗅觉灵敏、业绩考核压力大的开发企业一般最先形成对房价的下跌预期并及时采取降价扩大销售的市场销售策略。

政策进一步收紧。目前以限购为中心的调控政策基本保持稳定, 但是如果房价不朝政策目标方向下降, 甚至出现逆政策意图上涨, 那么, 在保持限购的核心政策下, 当前已经开始有所松动的房贷等政策将可能再一次收紧, 这些政策的收紧将会触发降价。

2. 降价创造需求

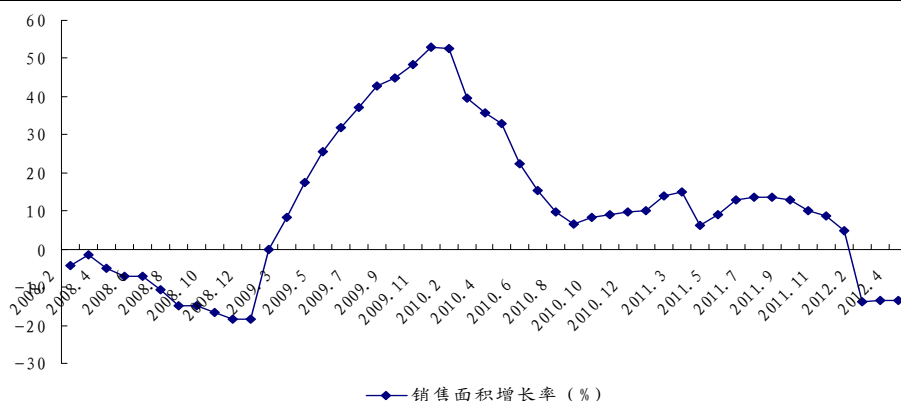
限购之后, 投资客被清理出市场, 市场中基本只剩下自住客, 而限购之后成交量大幅度萎缩, 似乎表明市场中的刚性需求不足, 由此导致市场低迷。刚性需求不足还是房价过高导致市场低迷是解释市场的关键。根据西方微观经济学原理, 在自由的市场经济体中, 如果市场价格具有充分的弹性, 则市场总是能出清。如果市场出现严重的供过于求, 则表明价格过高, 过高的价格使得需求不足。价格的调整会产生供给的需求, 充分竞争的均衡价格是供求平衡的市场价格。

2.1 需求不足还是房价过高

2.1.1 由销售萎缩和企业困境表现出的需求不足

销售增速下滑严重。限购之后，全国商品房销售面积增速一路下滑，由 2009 年末超过 50% 的增速一路下滑至目前的 -14%。由销售增速表现出的全国商品房需求严重不足。

图 15：过去 4 年行业销售增长率



资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

开发企业的财务窘境表现出来的需求不足。在销售严重萎缩的情况下，房地产开发企业库存快速增加，成为开发企业沉重的资金包袱，行业面临着严峻的短期资金偿还压力，甚至已经出现了个别开发企业因资金链断裂而破产，这些都是需求不足造成的后果。

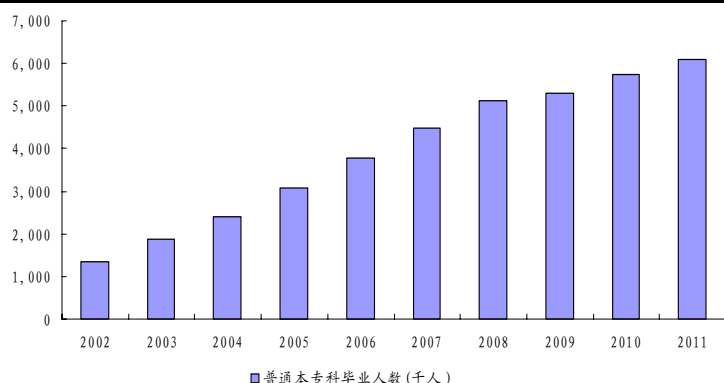
2.1.2 需求绝对量短期内并未明显减少

（1）由人口因素决定的刚性需求不变

人口因素是房地产市场刚性需求最本源的决定因素，新婚家庭数、新大学毕业生人口数量、家庭小型化等新增需求是刚性需求的主体。虽然我国人口的长期减少趋势确定，但是人口因素在短期内具有很强的稳定性，由人口决定的刚性需求短期内不会因为调控政策的影响而出现大的变化。

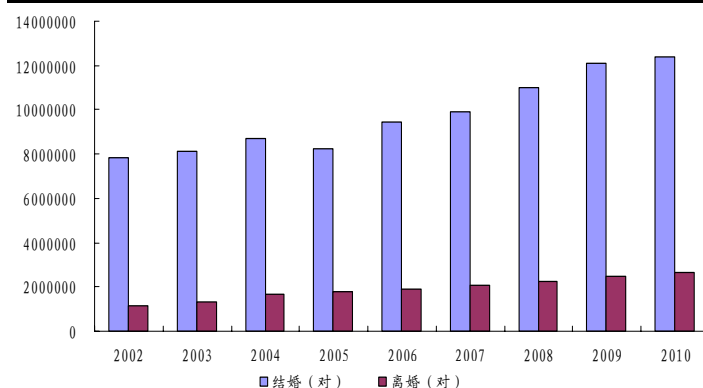
限购期内，全国由人口因素决定的自然性需求稳步增加。全国普通本专科毕业生人数从 2002 年的 132 万逐年稳步上升 2011 年的 608 万，结婚对数从 2002 年的 786 万对逐年上升到 2010 年的 1241 万对。这些都意味着刚性自然需求的增长。

图 16: 2002-2011 年普通本专科毕业人数



资料来源: 中原证券研究所, 港澳资讯数据库

图 17: 2002-2010 年结婚、离婚人数

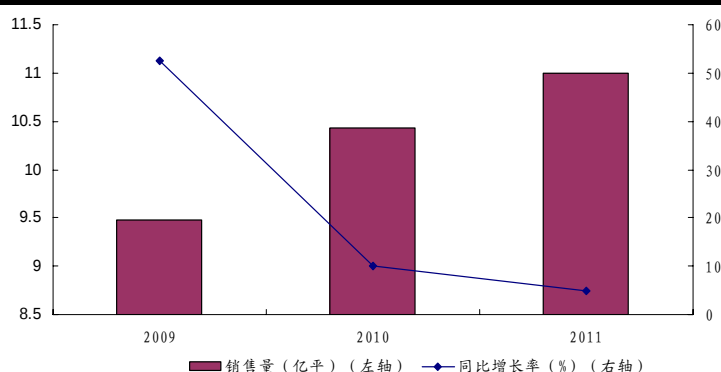


资料来源: 中原证券研究所, 港澳资讯数据库

(2) 限购后刚性需求绝对额依旧稳定

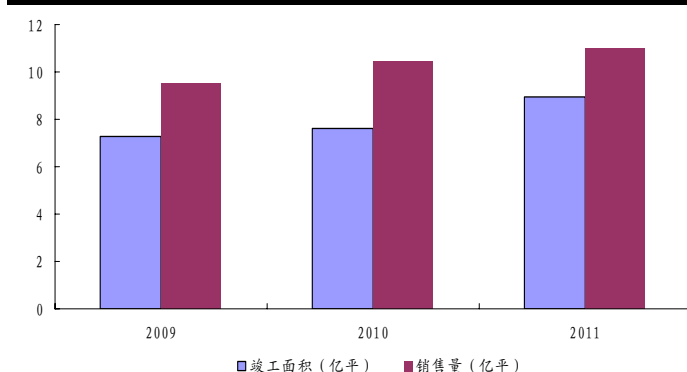
“限购”政策出台之后, 严格的限购政策将非刚性需求清理出市场, 市场基本只剩下刚性需求。虽然成交量增速在不断下降, 但是, 刚性需求的绝对量依旧稳定, 并未出现明显减少。限购前一年, 2009 年全国商品房销售 9.48 亿平方米, 限购后 2010 年和 2011 年销售面积分别为 10.42 亿平和 10.99 亿平方米, 虽然增速下降, 但是销售绝对额依旧稳定增加。另外, 相比供给来说, 尽管成交量在减少, 但是限购前后供给缺口依旧稳定。也就是说, 相对供给来说, “限购”后的刚性需求依旧旺盛。

图 18: 房地产行业 2009-2011 年销售及增长率



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

图 19: 房地产行业近 3 年供求关系



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

(3) 投资需求随时可增加

本轮限购的根本目的是在限制投资投机需求的基础上, 鼓励刚性需求, 但是购房需求的“投资性”和“刚性”难以区分。政策通过“限购”简单地将非刚性需求清理出市场, 但是投资需求并没有因此彻底消失, 投资需求的暂时消失只是因为限购的行政手段, 一旦限购政策放开和预期房价上涨, 投资需求将会在短期内迅速增加。

(4) 刚性需求释放的时间分布特性

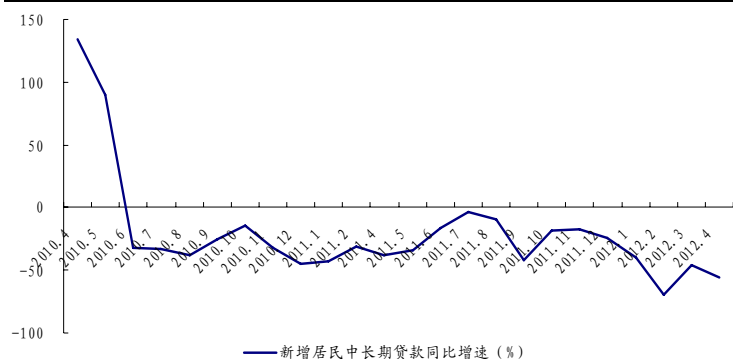
刚性需求释放具有均匀分布的特点，刚性需求主要受价格、信贷、供给等因素影响，尤其是受银行房贷政策影响较大，在这些影响因素相对稳定的情况下，刚性需求的释放时间分布上比较均匀，同时，也符合行业季节性特征。也就是说，刚性需求的释放在上下半年具有较为均衡的特征，同时，由于行业存在的“金九银十”的季节性特征，成交量在9月和10月会放量。

2.1.3 高房价减少了需求

由销售萎缩和企业困境显示出行业需求不足，但是，从决定刚性需求的因素及刚性需求绝对额表现指标来看，刚性需求虽然增速放缓，但是其绝对量依旧稳步增长，因此，从这个角度可以看出刚性需求短期内并未自主衰减。

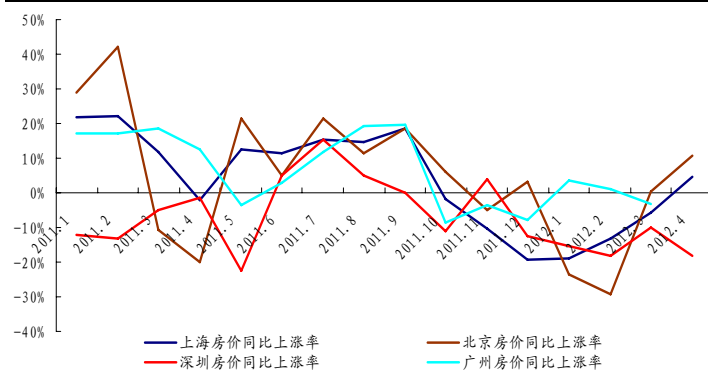
与需求增速锐减形成鲜明对比的是房价依旧长时间坚挺，甚至上涨。根据西方微观经济学关于需求与价格的基本原理，房价上涨会减少购房需求，反之，房价下跌增加购房需求。在购买力强的投资需求被清理出市场，刚性需求受银行房贷而萎缩的情况下，房价的坚挺必然减少了市场的需求，也就是说，是坚挺的高房价减少了需求。

图 20: 新增居民中长期贷款增速



资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

图 21: 北京、上海、广州和深圳近一年房价涨跌幅



资料来源：中原证券研究所，Wind 数据库

2.2 降价的需求创造效应

2.2.1 降价对于需求的决定性意义

从经济意义上分析，需求是指有购买力的需求，而非自然需求，因此，需求旺盛与否其关键的意义是相对于“价格”而言。就房地产的需求而言，自然需求再大，如果购买力不够，也会需求不足；自然需求再小，如果价格相对便宜，其也会显得很大。因此，需求是由价格决定，如果价格过高，即使自然需求再旺盛也会导致需求不足；降价会创造需求。

当前房地产行业的根本问题在于房价过高，远远超出了刚性需求的购买力。另一方面，房地产行业的毛利率依旧是所有行业中最高的。因此，如果房地产存在需求不足，其根本原因在于房价过高，超出了大部分刚性需求的购买

能力。根据西方经济学中需求与价格反相关关系的基本原理，房价下降对于刚性需求具有决定性意义。

2.2.2 成交金额对房价的弹性系数敏感性分析

根据前面所述，当前需求不足的根本原因在于房价相对于刚性需求的购买力而言太高，高房价扼杀了刚性需求，另一方面，当前由房贷支撑的刚性购买力的降幅远高于房价的跌幅，也就是说，相比较刚性需求的购买力增速而言，房价依旧在不断上涨。

因此，创造需求的关键在于房价的下跌，房价下跌会创造出市场的刚性需求，而刚性需求创造的程度取决于房价降价的幅度。

以北京、上海、广州和深圳四个典型城市为样本来估计行业的销售额对价格的弹性系数。根据需求的弹性系数定义，弹性系数=销售额的变动值/价格的变动值。

以 2011 年 1 月至 2012 年 4 月期间内北京、上海、广州、深圳四城市的月度成交金额和房价数据为样本数据，大致估算四个城市的销售额对价格的弹性系数。根据测算，四城市 2011 年 1 月至 2012 年 4 月销售额对价格的弹性系数如表 1。

表 1：北京、上海、广州及深圳弹性系数表

	北京	上海	广州	深圳	平均
弹性系数 (α)	1.148	1.312	1.356	1.249	1.266

资料来源：中原证券研究所

以北京等 4 个城市的平均弹性系数并做修正后的值 (1.25) 作为全国 2012 年销售额对价格的需求弹性的估计系数，根据前面所述，房价下跌的幅度最大的可能性为 $[-15\%, -10\%]$ ，以此作为房价下跌的可能区间。对房价下跌与弹性系数做敏感性分析，结果如表 2。

表 2：房价下跌与销售额对价格弹性系数敏感性分析表

	0.5	0.75	1	1.25	1.5	1.75	2
-5%	28082	42122	56163	70204	84245	98285	112326
-10%	26604	39905	53207	66509	79811	93112	106414
-15%	25126	37688	50251	62814	75377	87940	100502
-20%	23648	35471	47295	59119	70943	82767	94590
-25%	22170	33254	44339	55424	66509	77594	88679

资料来源：中原证券研究所

根据上述统计估计与假设，2012 年全国销售额的可能区间为 $[62814, 6509]$ 亿元，其对应的 2012 年全国商品房销售额同比增长率分别为 6.25% 和 12.5%。如果房价跌幅超过 20%，则 2012 年全国商品房销售额将会出现负增长。

2.3 刚性需求释放的外部刺激因素

刚性需求对房价、政策及房贷等比较敏感，这些因素的变化将会对刚性需求的释放形成外部刺激。

（1）政策的微调

本轮以限购为中心的调控其根本目的旨在抑制投资和投机需求，而对于刚性需求，中央及各地方政府一直采取鼓励的政策。下半年，政策微调的可能性明显增加。今年上半年，宏观经济增长放缓趋势十分明显，房地产行业作为经济增长的重要拉动行业上半年衰退明显，成为经济放缓的重要原因。从反周期的宏观经济政策来看，当前国家已经明显加大了铁路、基建等行业的投资刺激力度。房地产行业成为政策微调受惠行业之一。多地政府在不触及“限购”红线的前提下，在公积金贷款、银行贷款等方面做出了适度放松的微调。

（2）开发企业的降价促销

当前许多房地产开发企业面临着严峻的资金压力，出于财务压力，很多房地产开发企业将会抢先降价促销以抢占市场，由此带动更多的企业跟随性降价，刚性需求对价格比较敏感，降价能实实在在地增加刚性需求的购买力，房价的下跌将会刺激刚性需求入市。

（3）贷款政策支持力度加大

刚性需求的重要特征是需要银行房贷支持，刚性需求的购买力有限，如果得不到贷款的支持，其需求很难有效实现。一旦银行增加对购房需求的支持力度，将会对刚性需求入市形成较强的刺激。

3. 行业业绩分析与预测

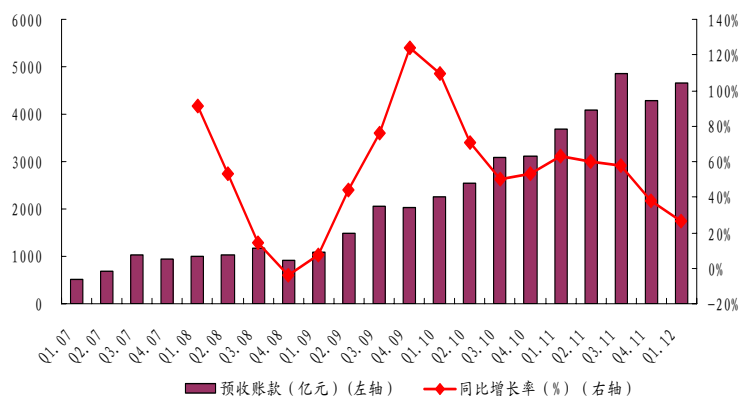
3.1 行业业绩锁定性较高

3.1.1 业绩锁定性较高

行业预售账款增速降低。2011 年末，上市公司预收账款总额为 4291 亿元，同比增长 38%，2012 年 1 季度预售账款总额为 4648 亿元，增速为 26%，增速为危机后最低，但是从业绩保证率（预售账款/营业收入）逐步提升。

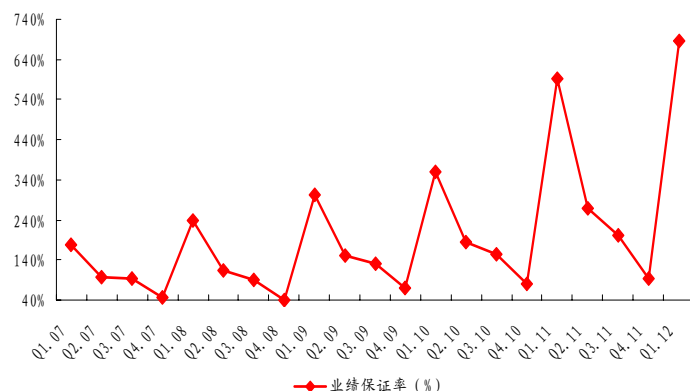
2012 年行业业绩保证程度较高。以 2012 年 1 季度上市公司预收账款和 2011 年上市公司营业收入为基础做业绩保障度分析。在行业营业收入不增长的假设下，行业业绩保障率高达 103%；在行业营业收入同比增长 20%假设下，行业业绩保障程度为 86%；在行业营业收入同比增长 30%的假设下，行业业绩保证程度依旧高达 80%。

图 22: 房地产行业预售账款及增长率



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

图 23: 房地产行业近 4 年行业业绩保障率



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

3.1.2 重点公司业绩锁定情况情景分析

本报告选取行业 2011 年营业收入超过 30 亿元的主流地产公司（共 25 家）进行 2012 年业绩锁定情况估计分析。

表 3: 重点公司业绩锁定性情景分析

	证券简称	预收账款			营业收入			各营业收入增长率假设下业绩锁定程度				
		2010	2011	1Q2012	2010	2011	1Q2012	0%	10%	15%	20%	30%
002244	滨江集团	124.44	147.14	151.28	62.18	35.65	4.93	4.24	3.86	3.69	3.54	3.26
600340	华夏幸福	0.22	169.65	195.35	2.53	77.90	7.78	2.51	2.28	2.18	2.09	1.93
000002	万科 A	744.05	1111.02	1223.63	507.14	717.83	103.46	1.70	1.55	1.48	1.42	1.31
600048	保利地产	515.44	709.28	772.64	358.94	470.36	49.20	1.64	1.49	1.43	1.37	1.26
000402	金融街	89.58	136.24	132.58	81.10	96.37	21.44	1.38	1.25	1.20	1.15	1.06
600266	北京城建	49.61	65.21	70.47	46.46	52.47	6.59	1.34	1.22	1.17	1.12	1.03
000656	金科股份	0.00	124.58	131.40	0.01	98.66	20.24	1.33	1.21	1.16	1.11	1.02
600376	首开股份	74.52	104.72	115.15	77.65	90.42	7.09	1.27	1.16	1.11	1.06	0.98
000024	招商地产	112.69	168.82	189.20	137.82	151.11	36.06	1.25	1.14	1.09	1.04	0.96
600383	金地集团	188.70	232.14	265.74	195.93	239.19	17.43	1.11	1.01	0.97	0.93	0.85
000718	苏宁环球	37.18	34.24	39.79	34.73	36.65	8.54	1.09	0.99	0.94	0.90	0.84
600743	华远地产	26.51	23.61	26.94	17.79	26.15	4.74	1.03	0.94	0.90	0.86	0.79
002146	荣盛发展	70.60	92.95	95.43	65.27	95.02	18.14	1.00	0.91	0.87	0.84	0.77
000926	福星股份	12.51	44.20	47.65	56.26	47.61	12.35	1.00	0.91	0.87	0.83	0.77
000961	中南建设	68.99	99.26	119.11	91.38	123.03	18.59	0.97	0.88	0.84	0.81	0.74
600325	华发股份	54.40	45.78	42.23	58.75	59.93	7.51	0.70	0.64	0.61	0.59	0.54
600823	世茂股份	28.85	23.02	31.27	45.69	56.89	12.41	0.55	0.50	0.48	0.46	0.42
000006	深振业 A	8.42	13.65	13.49	23.39	25.89	4.57	0.52	0.47	0.45	0.43	0.40
600246	万通地产	32.63	20.20	24.86	35.68	48.18	1.23	0.52	0.47	0.45	0.43	0.40

600675	中华企业	27.04	12.83	15.94	30.30	45.92	8.27	0.35	0.32	0.30	0.29	0.27
600208	新湖中宝	22.76	16.48	22.16	81.40	66.88	9.64	0.33	0.30	0.29	0.28	0.25
000043Z	中航地产	9.88	9.31	12.10	39.19	37.06	5.00	0.33	0.30	0.28	0.27	0.25
000069	华侨城 A	35.23	30.87	33.00	173.18	173.24	25.41	0.19	0.17	0.17	0.16	0.15
600240	华业地产	9.70	2.51	2.59	22.49	24.02	1.76	0.11	0.10	0.09	0.09	0.08
600067	冠城大通	38.71	16.74	8.73	84.23	93.20	19.12	0.09	0.09	0.08	0.08	0.07

资料来源：中原证券研究所、Wind

根据上述 25 家样本数据做行业 2012 年营业收入增速估计。估计结果如表 4，从表 4 可以看出，在营业收入增长 15%-20% 的假设下，业绩锁定性最强，由此可以得出以下结论：在不考虑第 2-4 季度销售的情况下，可以预计主流上市公司的营业收入增长率保持在 15-20%。

表 4：业绩锁定性统计分析表

	0%	10%	15%	20%	30%
超过 100%	56%	40%	36%	36%	28%
50-100%	20%	28%	28%	28%	36%
50%以下	24%	32%	36%	36%	36%

资料来源：中原证券研究所

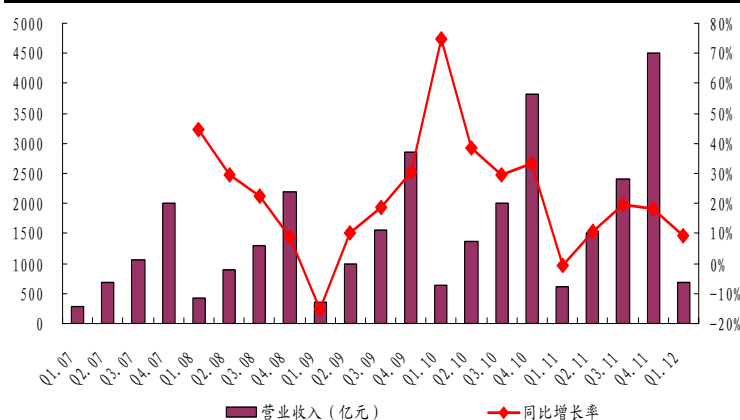
3.1.3 下半年销售为明年业绩提供较高保障

根据前述，房价下半年下跌的可能性大，由此会刺激销售，在销售额对价格的弹性大于 1 的情况下，减价将会产生明显的销售额扩大效果，根据销售资源结算时滞规律，下半年销售将只会有少部分进入年底结算，其余绝大部分将进入明年的结算，将为明年业绩提供较高保障。

3.2 毛利率及净利率小幅下滑

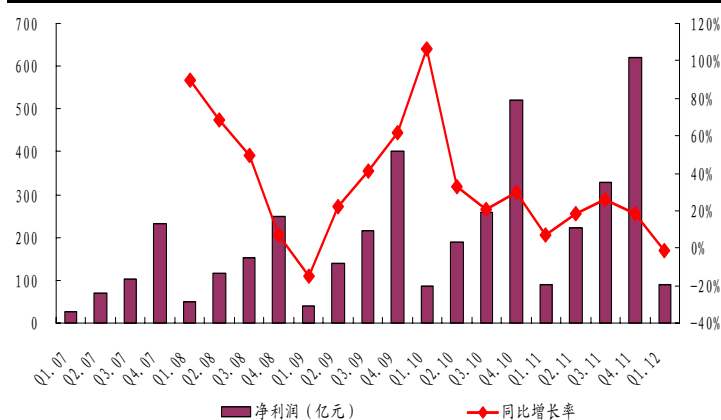
根据销售资源结算时间的规律，上市公司 2012 年结算资源大多来自 2011 年下半年及今年上半年年部分销售资源，这期间房价已经出现了一定幅度的下降，同时由于销售难度增加而导致销售费用上升较快，同时，该部分结算资源的土地及建安成本基本稳定，因此行业毛利率及净利率将会有 2%-3% 的小幅下滑。

图 24: 房地产行业营业收入及增长率



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

图 25: 房地产行业净利润及增长率



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

4. 行业估值及投资策略

4.1 行业估值

4.1.1 支撑下半年估值的有利因素

根据前面对房地产行业基本面的分析预测, 下半年依旧有诸多支撑板块估值的有利因素, 其中, 下半年行业“以价换量”由预期变为现实至关重要。

(1)、行业估值处于历史底部提供了安全边际。尽管经过上半年的上涨, 房地产行业的相对估值指标(市盈率和市净率)有所提升, 但目前依旧处于历史的底部。截止5月底, 房地产行业的市盈率(TTM, 整体法)和市净率分别为16.47倍和2.14倍。无论市盈率还是市净率都处于历史的最低部, 大致相当于2008年经济危机水平。低估值为行业估值提供了较高的安全边际。

图 26: 房地产行业近4年市盈率走势



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

图 27: 房地产行业近4年市净率走势



资料来源: 中原证券研究所, Wind 数据库

(2)、2012-2013 年行业业绩增长确定性较强。根据前面对行业业绩的分析与预测,2012 年行业业绩锁定性高,行业收入增长率有望达到在 15-20%,行业净利润有望增长 13%-18%。在房价下跌 10-15%,销售额对房价的弹性系数 1.25 的假设下,行业 2012 年销售有望实现 6.25-12.5%增长,该部分销售资源大部分将在 2013 年结算,这也就意味着 2013 年行业营业收入有望实现 6-10%的增长。在政策得不到实质性放松的条件下,确定性业绩是估值最坚实的基础。

(3)、货币等宏观经济政策放松形成利好刺激。由于宏观经济增长明显放缓,保增长压力增大,央行有望再度多次实施降息、降准等扩张性货币政策,财政政策再度转变为积极的可能性越来越大,扩张的货币政策和积极的财政政策将会间接或直接有利于楼市的销售。在不触及“限购”的前提下,各地方政府迫于经济增长和财政压力,将通过各种形式放松诸如房贷、契税等方面的政策。房地产板块估值对政策及其敏感,宏观货币、财政政策及行业调控政策的各种放松及放松的预期将会对行业估值形成重大的利好刺激。

(4)、“以价换量”的实现形成对市场预期的验证。房地产板块估值在前 5 个月已经出现较大幅度的上涨,其中重要的原因在于市场对政策微调放松及销售回暖的预期,市场的预期能否被验证将对下半年估值走势具有关键性的影响。如果“以价换量”在下半年由预期转变为现实,比如“金九银十”期间销售放量,这将会对估值形成强烈的利好,并进一步提升板块估值。

4.1.2 估值上升空间受到前期涨幅限制

根据前面的分析,由于房地产行业下半年以价换量的实现可能性较大,能形成对下半年板块估值提升的关键支撑。但是受制于行业板块前期涨幅,下半年上涨空间受到限制。

前 5 个月行业估值上涨部分透支了乐观的市场预期。通过对房地产行业与沪深 300 指数及上证指数对比,房地产行业 2012 年上半年明显强于基准指数。1-5 月,上证指数上涨约 8%,而同期申万房地产指数上涨约 29%,成为今年前 5 个月中表现最好的板块之一。前 5 个月板块估值上涨重要原因在于各个地方政府出台部分放松调控政策的刺激及政策进一步放松的预期,同时,3 月份和 5 月份行业市场销售取得优良的成绩,部分兑现了市场的预期。

由于当前房地产行业身处“限购”坚决不放松的大环境,行业总体正经历最艰难的时期,在政策不出现实质性放松的前提下,行业一时难以出现趋势性好转,行业趋势性好转是其估值趋势性提升的基石,因此,行业前 5 个月出现的较大幅度的上涨形成了对乐观预期及其兑现的部分透支,这就从根本上制约了板块估值下半年的上涨空间。

4.2 投资策略

4.2.1 行业投资评级

房地产行业出现降价的可能性较大,并由此产生刚性需求创造效应,增加企业的业绩,成为行业估值稳定及上涨最坚实的基础。但是受限于板块估值前

期涨幅，行业的乐观预期有所透支，行业的估值上涨空间受到限制。因此，维持行业“同步大市”的投资评级，建议对房地产板块进行标配。

4.2.2 个股配置思路

在房地产高景气度的上升阶段，产品差别、企业资金链状况、企业管理能力的差别对企业业绩的影响不大，但是在当前行业正经历困难期，企业的产品及管理能力等因素的差别对于企业的重要性放大，投资者可以根据以下几个思路进行个股选择。

(1)、在众多不确定性中优选业绩确定性强的个股。在当前政策及行业销售出现较大不确定性的条件下，业绩确定性强的个股具有更高的安全边际和更为坚实的上涨空间。根据这一逻辑思路，建议投资者重点关注滨江集团（002244）、华夏幸福（600340）、万科 A（000002）、保利地产（600048）、金融街（000402）和北京城建（600266）。

(2)、短期资金压力小的企业。资金链紧张是行业面临的最大困难之一，资金链安全决定着企业的安全和抗调控的能力，资金压力小的企业抗调控的能力更强。据此，建议关注万科 A（000002）、招商地产（000024）、金地集团（600383）、北京城建（600266）和华夏幸福（600340）。

(3)、以满足刚需为主要产品及市场营销能力强的企业。限购时代里，大面积、高总价的投资偏好型房源不适合市场的需求，而小面积低总价的将成为刚需最受欢迎的产品。在市场低迷时期，企业的综合管理能力开始出现明显的分化，并影响到企业的销售业绩。除了产品本身外，企业对于市场的判断能力，产品的促销能力，企业的管理能力和执行能力等起到的作用越来越大。据此，建议关注万科 A（000002）、保利地产（600048）、金地集团（600038）、荣盛发展（002146）和福星股份（000926）。

表 4：重点公司每股收益及市盈率（单位：元/股、倍）

		每股收益			每股净资产 2012	收盘价	市盈率			市净率 2012	投资 评级
		11A	12E	13E			11A	12E	13E		
万科 A	000002	0.88	1.16	1.49	4.82	8.92	10.14	7.69	5.99	1.85	买入
保利地产	600048	1.10	1.41	1.86	5.93	13.63	12.39	9.67	7.33	2.30	增持
金地集团	600363	0.67	0.82	1.02	4.62	6.78	10.12	8.27	6.65	1.47	增持
招商地产	000024	1.51	1.94	2.41	11.89	25.00	16.56	12.89	10.37	2.10	增持
北京城建	600266	0.96	1.42	1.59	6.63	15.15	15.78	10.67	9.53	2.29	增持
华夏幸福	600340	3.28	1.53	1.82	4.74	17.49	5.33	11.43	9.61	3.69	增持
福星股份	000926	0.73	0.92	1.14	7.91	9.85	13.49	10.71	8.64	1.25	增持
滨江集团	002244	0.58	0.98	1.34	3.63	9.73	16.78	9.93	7.26	2.68	增持
金融街	000402	0.67	0.85	1.02	5.98	6.53	9.75	7.68	6.40	1.09	增持
荣盛发展	002146	0.82	1.13	1.35	3.29	12.07	14.72	10.68	8.94	3.67	增持

资料来源：中原证券研究所、Wind

5. 风险提示

部分企业因为资金链断裂而引发行业恐慌的风险；经济严重下滑导致房价降价也不能刺激刚性需求释放的市场风险。

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。