

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

增长依赖、供求增速错位与地产复苏

——房地产行业 2013 年度投资策略

证券研究报告—行业策略

强于大市（调升）

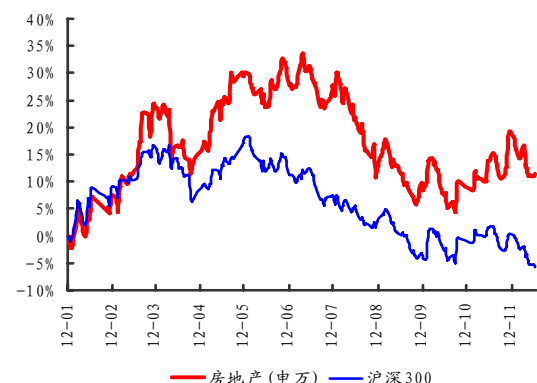
发布日期: 2012 年 11 月 27 日

盈利预测和投资评级

公司简称	12EPS	13EPS	12PE	评级
金地集团	0.76	0.87	6.86	增持
保利地产	1.11	1.37	10.30	增持
万科 A	1.13	1.34	7.45	增持
招商地产	1.97	2.41	11.97	增持
中南建设	1.04	1.36	10.82	增持
荣盛发展	1.13	1.35	9.64	增持
金科股份	1.17	1.54	9.46	增持

注: 股价为 2012 年 11 月 26 日收盘价

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

中原证券研究所策略 20120628-AAA-房地产行业 2012 年下半年投资策略: 降价的需求创造效应支撑估值提升... 2012 年 6 月 28 日

中原证券研究所策略 20111211-AAA-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: 张扬

电话: 021-50588666-8137

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:

本报告从经济增长依赖和土地财政这一宏观统计规律和逻辑起点出发, 先从购房者和房企的微观主体层面对这一规律做解释并对需求和供给做合理预测, 继而从行业层面得出市场层面供不应求, 行业将进一步复苏的结论。

投资要点:

● **经济增长依赖和经济增长减速。**经济增长依赖和地方政府土地财政依赖是不可否认的事实, 这种依赖不仅没有因为近 3 年的调控有所减弱, 2012 年反而有所强化; 2013 年经济增长放缓已成为各界共识。这些是我们分析的逻辑起点。

● **调控政策在 2013 年将会得到微调。**(1) 逆经济周期的货币政策将会继续适度宽松基调, 继续宽松的按揭贷款政策将支持购房需求大量释放; (2) 经济增长放缓压力与中央政府领导换届使得限购政策微调成为大概率事件; (3) 推广房地产税将会在 2013 年取得实质性进展, 但即便如此, 其对行业的实质性影响仍将甚微。

● **中国式购房使得规模庞大购房需求亟待释放。**中国式购房使继续快速增长的购房需求具有坚实的心理基础和支付能力。城镇化和城市新增人口是刚需的主要驱动力, 而被限购压制的需求规模庞大, 在信贷政策支持下, 旺盛的需求将会转化为成交量的大量增加。

● **价稳量增是开发企业的最优选择。**2012 年楼市小牛市使得房企原本严酷的债务与库存约束极大减轻, 房企可以从容地选择房价与成交量之间的最优策略, 其结果将是市场保持价稳量增。

● **供给增速与需求增速错位导致市场供不应求。**市场需求在 2012 年已经触底反弹, 相比之下, 市场供给在明年第三季度之前将会惯性减少, 供需增速的错位使得明年第三季度之前的市场供不应求。

● **行业投资评级与投资策略。**调控政策松动和行业进一步复苏构成房地产板块估值上涨的基石。建议超配地产板块, 提高行业投资评级至“强于大市”。身处城镇化最前沿城市的房地产公司将会更多的机会, 例如, 中南建设、荣盛发展; 区域龙头企业及行业龙头企业在限购政策松动前后将会有更多的机会, 例如, 北京城建、苏宁环球、福星股份、金科股份、金地集团、保利地产、万科、招商地产等。

● **风险提示。**主要面临政策风险与销售经营等风险。

目 录

1. 行业分析预测的起点：地产依赖和经济增速减缓	5
1.1 2007-2012 年：经济增长依赖和土地财政依赖	5
1.2 2013 年：经济增长减速压力与地产依赖强化	8
2. 稳增长下的调控政策选择	11
2.1 逆经济周期货币政策及对成交量的影响	11
2.2 行业调控政策可能性	12
3. 增长依赖的需求端微观基础：中国式购房	14
3.1 中国式购房的动机	14
3.2 累积的购房需求增速加快	15
3.3 中国式购房的资金来源与支付体系	17
3.4 2013 年：被刺激的购房需求	18
4. 增长依赖的供给端：利益最大化的房企和增速错位的供求关系	19
4.1 2012 年楼市下的行业债务与库存约束	19
4.2 由微观房企决定的 2013 年成交量和房价	21
4.3 市场层面：供给与需求增速错位导致的供求失衡	24
5. 行业基本趋势决定的投资机会	26
5.1 政策和成交量是驱动估值的基本因素	26
5.2 行业相对估值处于历史底部	28
5.3 行业投资评级与选股主线	29
6. 风险提示	31

图 目 录

图 1: 1996-3Q2012GDP 和商品房销售面积增速变化对比.....	5
图 2: 全国城镇房地产业投资占固定资产投资的比重	5
图 3: 土地出让金与地方政府财政收入的比值	6
图 4: 重点城市土地出让金与地方政府财政收入的比值	6
图 5: 2012 年 1-9 月全国 300 个城市住宅用地月度成交量	7
图 6: 2012 年 1-9 月全国 300 个城市月度住宅用地溢价率	7
图 7: 2012 年 1-9 月全国商品房成交面积及增速	7
图 8: 2012 年 1-9 月全国商品房成交金额及增速	7
图 9: 2010-2012 年单月进出口金额及增长率	8
图 10: 2010-2012 年累计出口金额及增长率	8
图 11: 2007-2012 年固定资产投资及增速	9
图 12: 2009-2012 年社会消费品零售总额及增速	9
图 13: 2007-3Q2012 年 GDP 增速	9
图 14: 2012-2014 年 GDP 增长率一致预期	9
图 15: 2007-3Q2012 年规模以上工业增加值同比	10
图 16: 2008-2012 年制造业 PMI 指数及增长率	10
图 17: 2000-2011 年地方财政收入、支出与缺口	10
图 18: 2008-3Q2012 年全国商品房成交金额与个人贷款增速对比	11
图 19: 近 2 年 M1 规模及增速	12
图 20: 近 2 年 M2 规模及增速	12
图 21: 近 3 年单月新增人民币贷款及增速	12
图 22: 2010 年来银行月度新增居民中长期贷款及增速	12
图 23: 北上广深近 6 年房价走势	15
图 24: 2006-2012.9 股票指数走势	15
图 25: 中国城市化进程图	15
图 26: 2000-2011 年普通高校高校毕业生及增长率	16
图 27: 2006-3Q2012 按揭贷款与年度人民币贷款	18
图 28: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间短期债务规模及增速	19
图 29: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间长期债务规模及增速	19
图 30: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间手持现金规模及增速	20
图 31: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间短期债务覆盖率	20
图 32: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间资产负债率	20
图 33: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间真实资产负债率	20
图 34: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间扣除预售账款后的库存及增速	21
图 35: 2009-2011 年全国商品房销售面积及增速	22
图 36: 2012 年前 3 季度去全国销售面积及同比增速	22
图 37: 2012 年前 3 季度去全国销售金额及同比增速	22
图 38: 1H2007-3Q2012 年房地产行业销售毛利率	23
图 39: 3Q2010-3Q2012 期间房地产累计投资额及增速	25

图 40: 3Q2010-2013 期间房地产累计新开工面积及预测	25
图 41: 3Q2010-2013 期间房地产累计施工面积及预测	25
图 42: 3Q2010-2013 期间房地产累计竣工面积及预测	25
图 43: 3Q2010-2013 期间房地产累计销售面积及预测	26
图 44: 3Q2010-3Q2012 楼市供求关系指标趋势	26
图 45: 2010 年地产指数、上证指数与楼市销量关系	27
图 46: 2011 年地产指数、上证指数与楼市销量关系	27
图 47: 2012 年前 2 季度地产指数、上证指数与滞后 1 季度楼市销量关系	28
图 48: 2007-2012 年房地产板块市盈率走势	29
图 49: 2007-2012 年房地产板块市盈率走势	29
图 50: 申万 17 个板块 PE 估值	29

表目录

表 1: 关于房产税试点有望扩容的重要事件	13
表 2: 2005-2011 年全国商品房成交面积及同比增速	17
表 3: 不同情境下累计投资投机需求测算	17
表 4: 2012 年降准与降息货币政策调整	23
表 5: 2009-2012 年地产板块走势与政策关系	27
表 6: 房地产板块业绩保障程度情景预测分析	28
表 7: 重点关注公司盈利预测与投资评级	31

1. 行业分析预测的起点：地产依赖和经济增速减缓

政策依旧是决定行业中短期发展的决定性因素之一，尤其是对于政策面临着大变化的 2013 年。政策如何发展成为分析预测 2013 年的关键，但是分析“限购”、“限贷”等政策如何变及何时变并不是件容易的事情。纵观过去政策与楼市相互作用、地方政府与中央政府政策博弈的历史，可以得出经济增长的地产依赖事实。

1.1 2007-2012 年：经济增长依赖和土地财政依赖

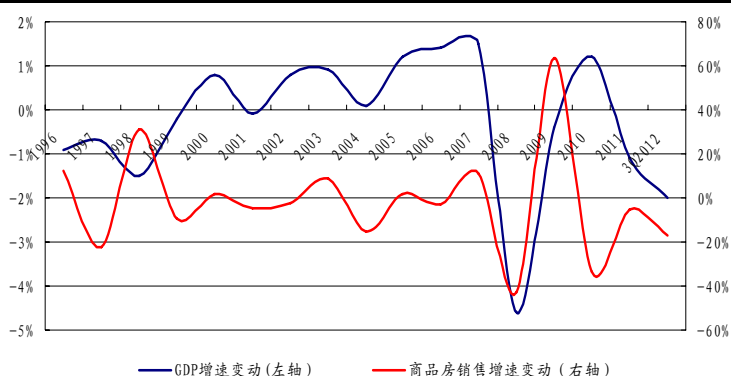
1.1.1 GDP 增长对房地产的依赖

房地产在国民经济体系中具有其他产业不可比拟的重要地位，过去十年间，房地产长期在国民产业体系中享有支柱产业地位，不可否认，经济增长已经事实上形成了房地产依赖。

GDP 变化与商品房销售面积增速变化高度一致。1996-2007 年，我国 GDP 增速及商品房销售面积增速变化的趋势和节奏保持较高程度一致性。2010-2011 年受限购调控的重大冲击，二者出现背离，但是 2012 年前三季度，二者重新趋于一致。

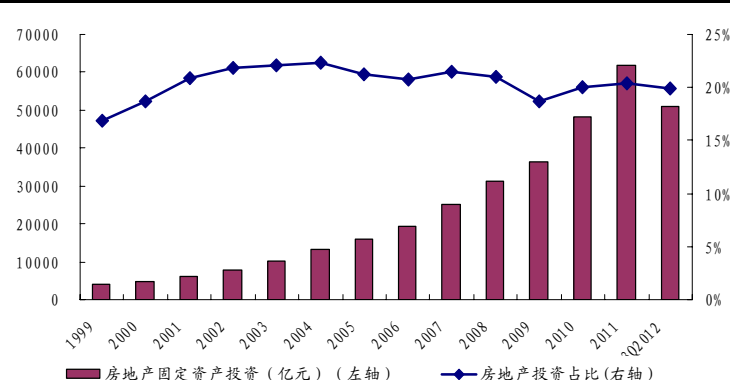
全国房地产业投资占固定资产投资比例接近 20%，是固定资产投资的重要组成部分。固定资产投资是我国经济增长三驾马车之一，高占比的房地产投资表明，一定时期内，房地产业对当地经济具有明显的带动作用。

图 1：1996-3Q2012GDP 和商品房销售面积增速变化对比



资料来源：中原证券、国家统计局

图 2：全国房地产业投资占固定资产投资的比重



资料来源：中原证券、国家统计局

房地产业对 GDP 增长贡献度约在 10%，且近几年贡献度不断提高。¹根据中国指数研究院的测算，根据国民经济核算的两种方式（生产法和支出法），分别计算 2004-2010 年间房地产业对 GDP 增长的贡献率和拉动。按生产法计算，房地产业（包括建筑业中的 60%）对 GDP 增长的平均贡献约为 9.6%，对 GDP 增长的拉动平均为 1.5 个百分点。按支出法计算，房地产对 GDP 增长的平均贡献约为 11.8%，对 GDP 增长的拉动平均为 1.9 个百分点。综合来看，房地产业对 GDP 的贡献率在 10% 左右，拉动 GDP 增长 1.5-2 个百分点。而且研究结果显示，近几年房地产业对 GDP 增长的拉动作用明显增强。

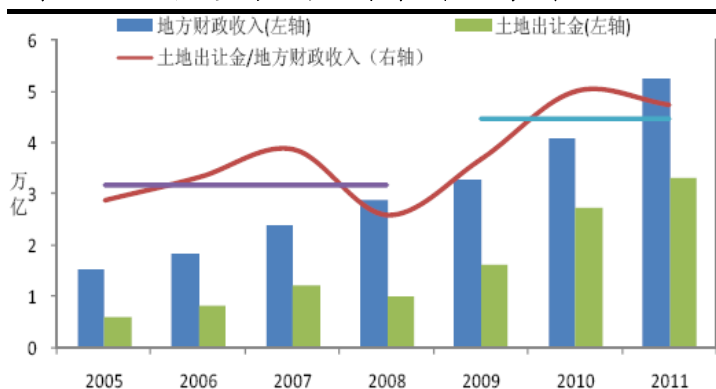
1.1.2 地方政府土地财政依赖

1994 年财税改革使得财权的中心上移和事权的中心下移，财权和事权不统一。土地出让金归地方政府，因此地方政府就天然地选择依赖出让土地获取收入，以支持基础设施建设等方面，随着土地出让金收入的迅速增长，地方政府形成了土地财政依赖。

土地出让金在地方政府收入中占有重要位置，形成了事实上的土地财政。2005-2011 年，土地出让金从 0.6 万亿提高到 3.3 万亿，累计增长 5.7 倍，土地出让金大幅增长，使其与地方政府财政收入的比值从不及 40% 上升到超过 60%。近几年来土地出让金对地方政府收入愈加重要。

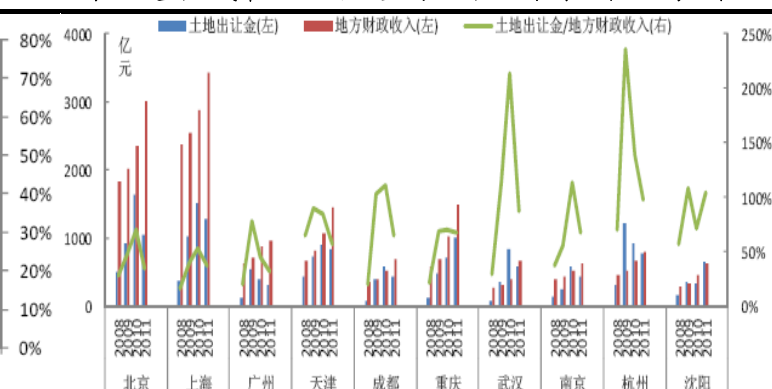
重点城市对土地出让金收入依赖尤为突出。2009-2011 年，杭州、武汉土地出让金与地方财政收入的比值很高，高点时超过 200%，平均也超过 100%。南京、沈阳、成都也较高，高点时均超过 100%。一线城市北京、上海、广州平均值在 50% 左右，低于全国 60% 的平均水平。二线重点城市地方收入对土地出让金依赖程度较强，一线城市较弱。

图 3：土地出让金与地方政府财政收入的比值



资料来源：中国指数研究院

图 4：重点城市土地出让金与地方政府财政收入的比值



资料来源：中国指数研究院

¹ 中国指数研究院. 我国房地产业对宏观经济的影响分析[R], 2012 年 9 月 11 日。

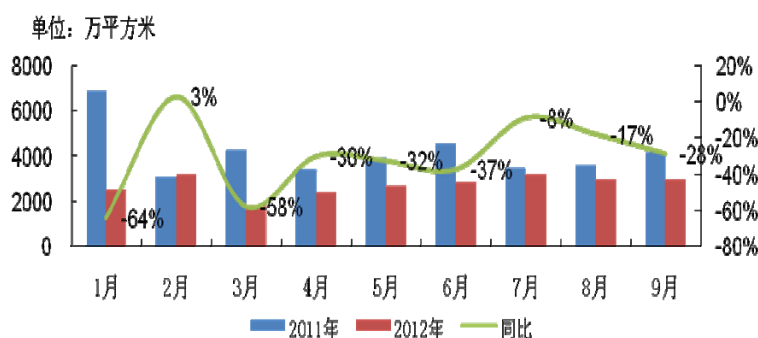
1.1.2 2012 年：地产依赖再次被验证

房地产与 GDP 增长及土地财政的历史关系表明，GDP 增长和土地财政对房地产形成了事实上的依赖。2010 年初开始的地产调控具有一定的“去地产化”政策意图，然而 2012 年宏观经济增速的减缓和地方财政收支恶化表明，去地产化的道路依旧漫长，在经济减速和财政吃紧的压力，增长依赖甚至出现相对的强化。

2012 年，经济增长明显减速，经济增长面临着多年来前所未有的困难，其困难程度甚至超过经济危机时期的 2008 年。2012 年前 3 季度，国内 GDP 增速下滑到 7.7%，其中第三季度增长 7.4%，这一增幅创下了 14 个季度以来的新低。由于房地产对 GDP 增长贡献度约在 10%，可以推知，房地产行业 2010-2011 长达 2 年的持续低迷及 2012 年成交量负增长是 2012 年经济增长减速的重要原因。

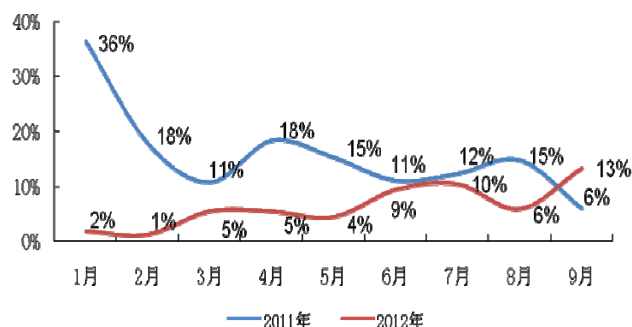
土地收入减少是 2012 地方财政收入减少的关键原因。2012 年前三季度，地方政府性基金收入 21517 亿元，同比减少 5097 亿元，下降 19.2%，主要是土地出让成交额大幅下降，国有土地使用权出让收入 17936 亿元，同比减少 5386 亿元，下降 23.1%。

图 5：2012 年 1-9 月全国 300 个城市住宅用地月度成交量



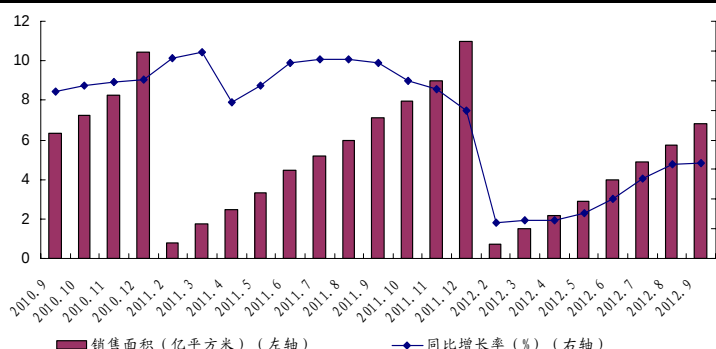
资料来源：中国指数研究院

图 6：2012 年 1-9 月全国 300 个城市月度住宅用地溢价率



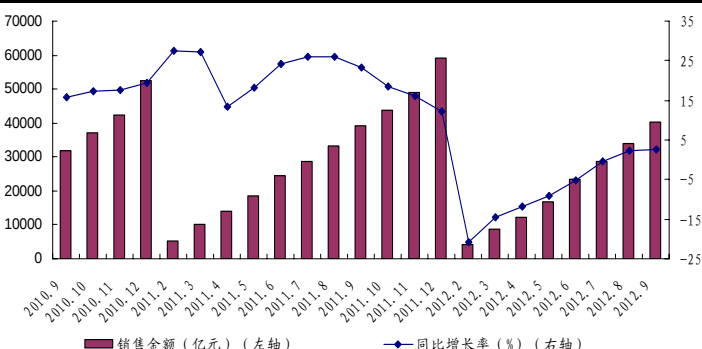
资料来源：中国指数研究院

图 7：2012 年 1-9 月全国商品房成交面积及增速



资料来源：中原证券、国家统计局

图 8：2012 年 1-9 月全国商品房成交金额及增速



资料来源：中原证券、国家统计局

地方政府想法设法绕开调控政策是地方政府对房地产依赖的集中体现。2012 是限购政策的第三年，在地方经济增长和地方财政困难加大的时候，不仅大量三四线城市地方政府企图通过各种方式绕开限购政策，出台地方鼓励购房政策，而且诸如上海这样的核心城市也曾出台松动调控政策的措施，尽管那些试图绕开限购的微调政策最终被否决，但是不可否认，2012 年是地方政府与中央政府在调控政策方面博弈最激烈的一年，地方政府对地方房地产行业的依赖可窥见一斑。

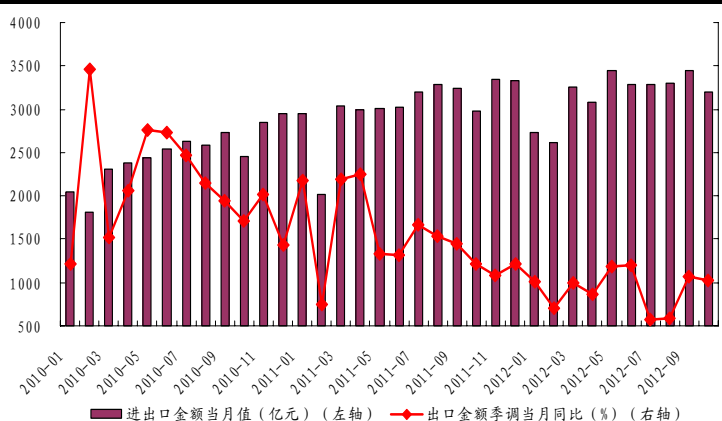
1.2 2013 年：经济增长减速压力与地产依赖强化

房地产对于经济增长和地方财政的绑架一再被验证，尽管我国一直在进行经济增长转型和产业结构升级，但这将是个长期渐进的过程。2013 年，适逢经济增速减缓，制造业面临较大困难，“稳增长”将成为政策重心和主题，稳增长必然需要稳地产。

1.2.1 经济增长减速压力加大

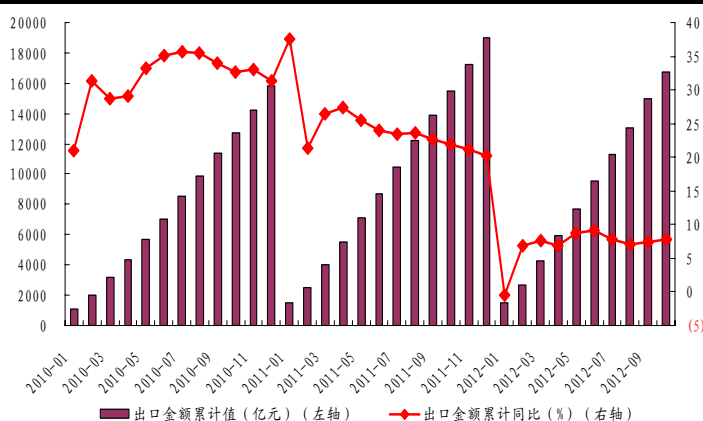
2012 年经济增速已经显现出明显的减速。拉动我国经济增长的三驾马车都出现明显的减速，固定资产投资 1-10 月累计同比仅增长 20.7%，其中，占比近四分之一的房地产投资增速仅为 15.4%，是固定资产增速放缓的重要原因；1-10 月出口增速仅为 7.8%，为近 3 年的最低，由于欧债危机等外部环境依旧看不到好转的迹象，2013 年出口形势恶化局面难以扭转；社会消费品零售总额 1-10 月增速为 14.1%，为近三年最低，扩大内需一直是我国难以解决的难题，其不可能在 2013 年得到大的扭转。2013 年经济增速减缓压力加大几乎得到了学界和政策界一致认可。

图 9：2010-2012 年单月进出口金额及增长率



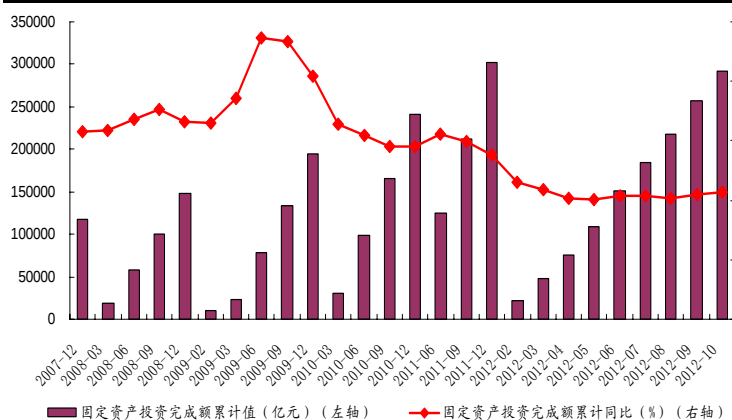
资料来源：中原证券、Wind

图 10：2010-2012 年累计出口金额及增长率



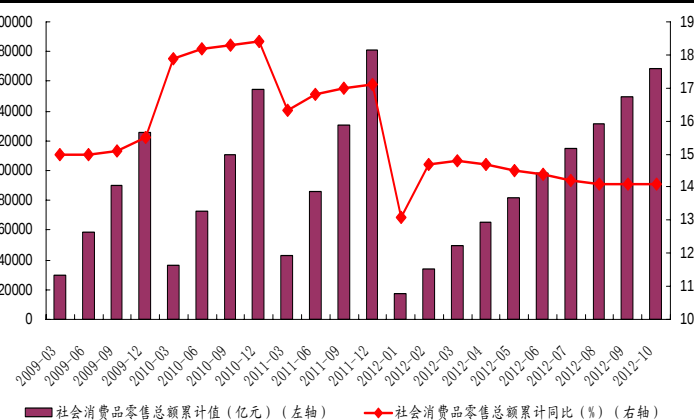
资料来源：中原证券、Wind

图 11: 2007-2012 年固定资产投资及增速



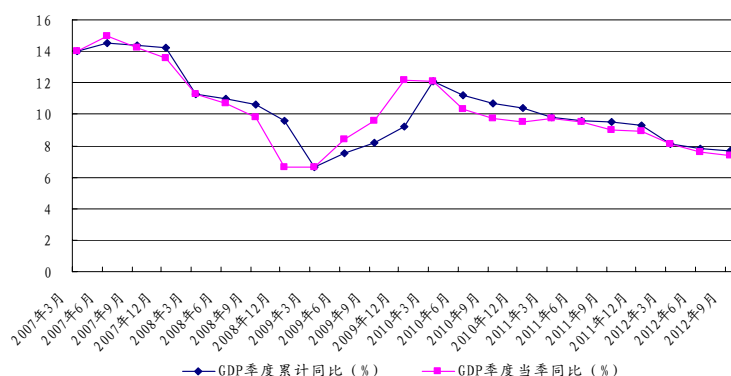
资料来源：中原证券、Wind

图 12: 2009-2012 年社会消费品零售总额及增速



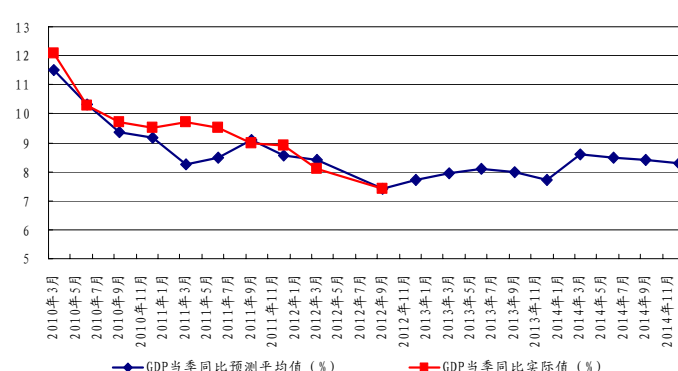
资料来源：中原证券、Wind

图 13: 2007-3Q2012 年 GDP 增速



资料来源：中原证券、Wind

图 14: 2012-2014 年 GDP 增长率一致预期



资料来源：中原证券、Wind

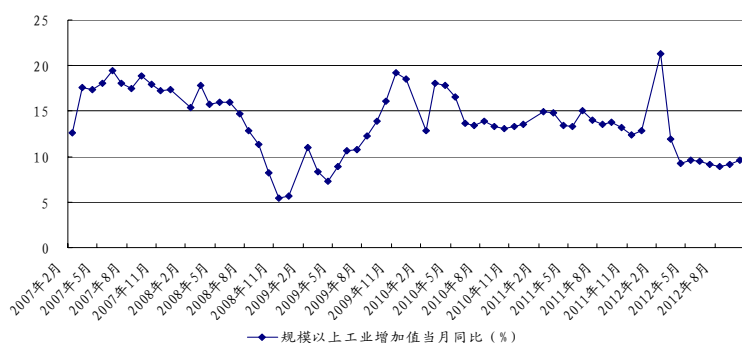
1.2.2 替代产业短期内难以形成

传统制造业仍将面临较大经营困难。制造业是我国最重要的产业，也是中国产业全球竞争力优势所在，长期以来是经济增长的重要引擎。但近年来，受外部经济环境恶化影响，我国制造业出现了较为明显的经营困难。由于欧债危机目前还看不到结束的希望，外部需求市场依旧十分严峻，同时，受土地及劳动力成本上升等多重因素的影响，我国制造业 2013 年仍将面临较大困难。

国家重点扶植的战略新兴产业短期内难以成为拉动经济增长的主要引擎。新能源、新材料等七大产业被国家正式作为战略新兴产业，但根据《我国国民经济与社会发展“十二五”规划纲要》，到 2015 年，战略新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右，目前战略新兴产业规模依旧很小，短期内依旧难以取代传统制造业、房地产行业等成为经济增长引擎。而且，部分战略新兴行业出现了严重的经营困难，比如，两年前尚且风光无限的新能

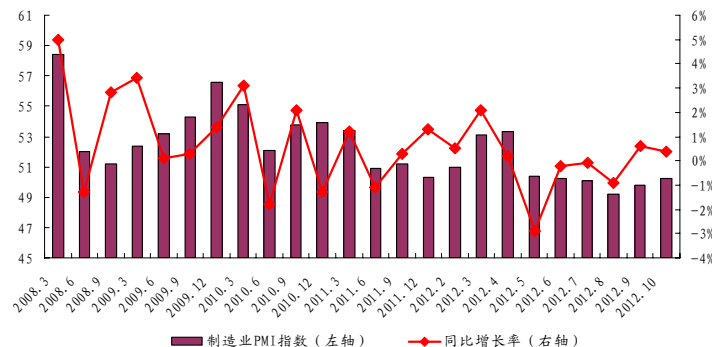
源光伏和风电产业，目前几乎面临行业性破产的窘境。

图 15: 2007-3Q2012 年规模以上工业增加值同比



资料来源: 中原证券、Wind

图 16: 2008-2012 年制造业 PMI 指数及增长率



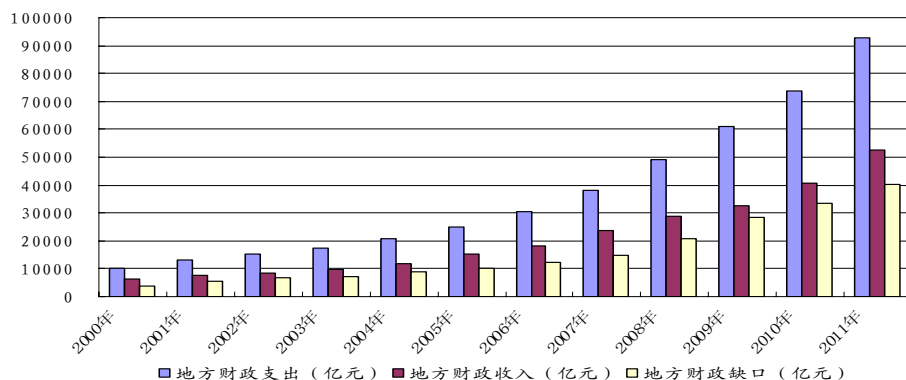
资料来源: 中原证券搜集整理

1.2.3 增长和财政支出的刚性

经济增长的刚性意味着“稳增长”将会成为 2013 年的经济政策主题，“稳地产”依旧是最好的抓手。由于我国面临着巨大的就业压力，同时用于保障民生的支出逐年增加，经济保持持续快速增长对我国现阶段而言具有特殊重要的意义。根据党的十八对于 GDP2020 年比 2010 年翻番的战略目标，GDP 年均增长率为 7%。在实践中，GDP 增长 8% 成为经济增长的目标底线，GDP 增速一旦跌破 8%，保增长就会成为政策的头等目标，经济结构调整和产业升级等就成为其次的目标，其中，适度放松一直严厉调控的房地产行业的可能性也就随之明显加大。

财政支出的刚性决定了 2013 年土地财政依赖不会减弱。在地方财政支出中，基础设施建设、科教文卫、城市升级改造、社会保障制度完善等等财政支出项目都具有增长的刚性，然而，经济增长乏力无疑将会减少财政收入，从而会强化地方政府对土地财政的依赖。

图 17: 2000-2011 年地方财政收入、支出与缺口



资料来源: 中原证券、Wind

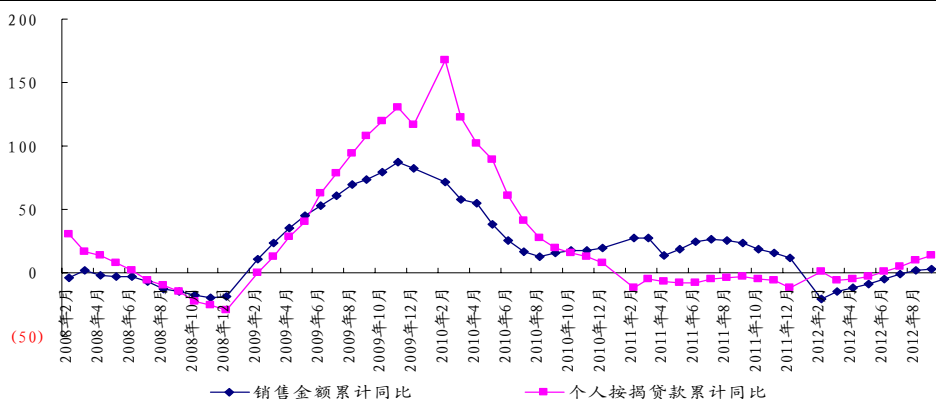
2. 稳增长下的调控政策选择

基于经济增长依赖和土地财政依赖基本事实，在 2013 年经济增速放慢压力仍将存在的基本判断下，决定房地产行业发展的外部政策逐渐变得清晰起来。

2.1 逆经济周期货币政策及对成交量的影响

货币政策是决定楼市成交量的重要外部政策因素。在首付与分期付款的购房支付模式下，我国商品房购买力取决于银行的按揭贷款等金融支持。从近 3 年的全国商品房成交金额与个人按揭贷款增速的比较可以看出，两者之间呈现出高度的一致性，银行的个人按揭贷款是成交量增长的决定性因素。其中，2009 年第二季度至 2012 年第二季度期间，楼市成交火热，银行贷款增速显著高于成交金额的增速，表明更高的金融杠杆促成了楼市的火热。

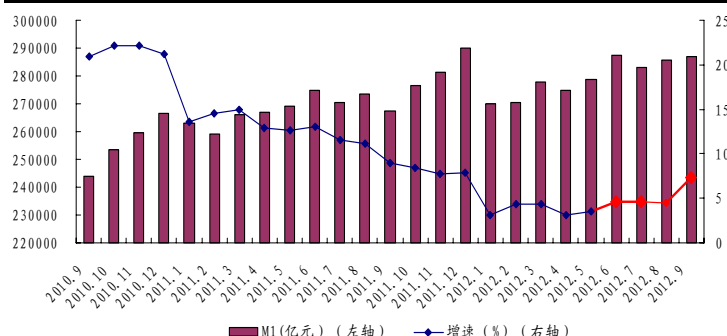
图 18：2008-3Q2012 年全国商品房成交金额与个人贷款增速对比



资料来源：中原证券、国家统计局、Wind

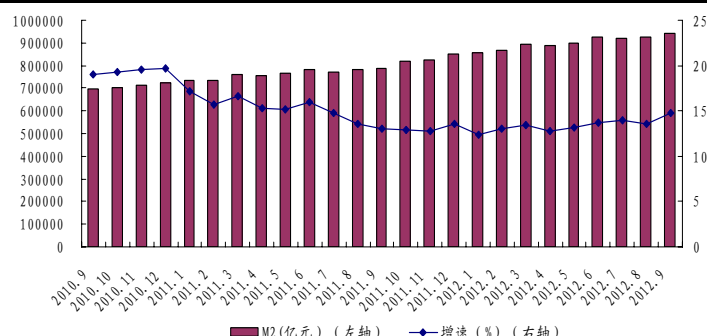
受国内外不利因素影响，我国经济增长正处于减速通道之中，而且，国内经济增长困境短期内难以解决，2013 年的经济增长形势仍将比较困难。相应地，政策制定者已经开始加大实施更为宽松的货币政策和更为积极的财政政策力度。从 M1 可以看出，M1 增速从 2012 年 5 月开始稳步上升；从银行月度新增人民币贷款及增速来看，尽管月度增长波动较大，但自 2012 年来增速明显加快的趋势明显。2013 年货币政策将会随着经济形势变化而不停做微调与预调，但是为应对经济增速减缓，适度宽松的货币政策将会是未来一年货币政策的主基调。

图 19: 近 2 年 M1 规模及增速



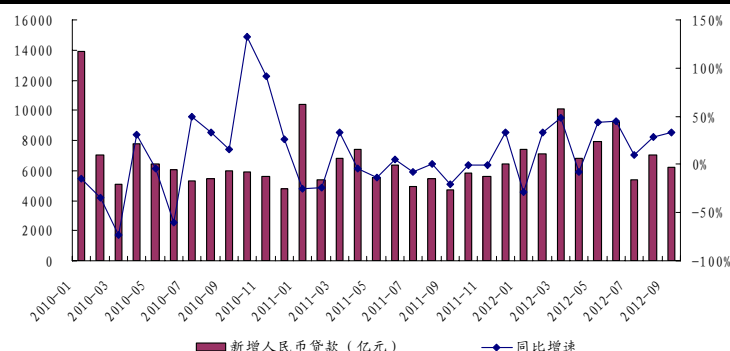
资料来源: 中原证券、Wind

图 20: 近 2 年 M2 规模及增速



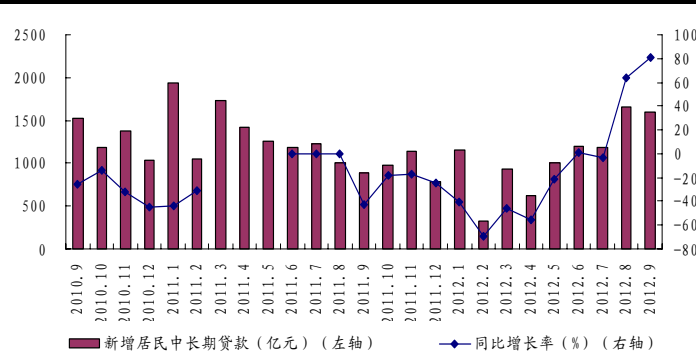
资料来源: 中原证券、Wind

图 21: 近 3 年单月新增人民币贷款及增速



资料来源: 中原证券、Wind

图 22: 2010 年来银行月度新增居民中长期贷款及增速



资料来源: 中原证券、Wind

2.2 行业调控政策可能性

2.2.1 限购令微调是大概率事件

限购是 2010 年初以来调控政策的核心，具有强烈的行政色彩，限购令执行至今，其在 2012 年遭到了多个地方政府多种形式的化解，但最终都被严格执行。限购令是严厉如初，还是做适当的放松，这将对 2013 年房地产行业产生至关重要的影响。对此，本报告认为，限购令将在 2013 年做适度调整是大概率事件。

限购令的经济和市场环境已经发生很大改变。（1）限购令 2010 年出台之际，GDP 增速超过 11%，经济正面临着 2009 年强力经济刺激之后过热的危险，尤其是房产行业。而正如前述，2013 年，GDP 增长处于减速通道，稳增长、保增长将成为政策的主基调，为实现保增长，各种政策工具都将会被使用，其中包括房地产调控政策工具。（2）限购令 2010 年出台之际，房地产行业面临着严重房价泡沫。2009 年房价几乎在一年内翻番，投机气氛极其严重，急需强力政策在短期内给泡沫快速积累的楼市降温，在其他市场化调控手段都失

效的情况下，不得已出台了极具行政色彩的限购令。限购之后，尽管 2012 年楼市成交有所复苏，但总体而言，楼市已经经历了连续三年的萎缩和低迷，而房地产行业的连续多年低迷拖累了经济增长和地方财政收入。

限购令的政策目标已经部分实现。限购令的政策目标是给楼市快速降温，减少房价泡沫，实现房价的合理回归。经历长达 3 年的成交低迷，2012 年全国城市房价出现全面下降，限购令的政策目标已经部分达到。

领导人换届加大了限购令松动的可能性。保持房地产持续健康发展是温家宝总理经济领域重要任务之一，为应对 2009 年急剧膨胀的房产泡沫，中央政府不得已出台了限购令，限购令更多是一种应对短期严峻局势的临时政令，其作用不可否定，但限购令毕竟是行政化手段，与市场化趋势格格不入，且其负面作用将会凸显。党的十八大之后，中央领导集体顺利换届，面对新形势下的房地产调控，新一届领导必将与时俱进，审时度势对政策加以调整，其中，限购令作为调控政策的核心，其被适度调整的可能性变大。

限购令将最可能遵循从中小城市到大城市的路径逐步微调。目前，限购令对房价稳定依旧起着至关重要的作用，在投资投机需求依旧庞大（本报告后部分将阐述）的条件下，贸然全面放开限购令将带来房价的快速上涨。总体而言，在经济增长压力和财政压力方面，实行限购的中小城市的压力要大于大城市，房价上涨压力方面，实行限购的中小城市上涨压力小于大城市。因此，在限购渐进式松动的过程中，中小城市将有可能先于大城市出现适度微调。

2.2.2 房产税影响依旧将十分有限

扩大房产税试点范围是大势所趋。无论研究界还是政策界都达成这样的共识，要实现房地产行业的长久健康发展，必须进行房地产行业调控的长期制度性建设，而房产税（或者房地产税）是最主要的内容。房产税试点范围的扩大是大势所趋，对此，本报告深信不疑。随着最近政策制定者对房产税的频频表态，2013 年房产税有加快扩大试点范围的迹象。

表 1：关于房产税试点有望扩容的重要事件

时间	重要事件	关键内容
2012 年 11 月 12 日	住建部部长姜伟新 12 日在接受十八大新闻中心接受媒体采访	正在积极研究扩大房产税试点，适当的时候可能还会出台。
2012 年 9 月 23 日	住建部有关负责人	表示继续落实差别化住房信贷、税收政策，坚决抑制投机投资性需求，加快推进扩大房产税试点城市范围。
2012 年 9 月 20 日	国家税务总局政策法规司巡视员丛明出席第五届中国企业税务管理创新大会	丛明表示，房地产税下一步将扩大试点范围，并逐步建立房地产税制度，房地产税具体深化时间可能在年底或明年 3 月份以后。房产税最终会在全中国实行。
2012 年 8 月 29 日	全国人大常委会	谢旭人向全国人大报告时指出，稳步推进个人住房房产税改革试点，严格实施差别化住房税收政策，加强交易和持有环节相关税收征管，抑制投机投资性需求。

资料来源：中原证券搜集整理

3. 增长依赖的需求端微观基础：中国式购房

经济增长依赖是一种宏观经济层面的统计现象，其未来能否成立的基础在于高房价下的需求是否能持续旺盛并得到释放。独具特色的中国式购房可以很好地解释高房价下成交依旧旺盛现象，也能据此对 2013 年的购房需求做合理的定量预测。

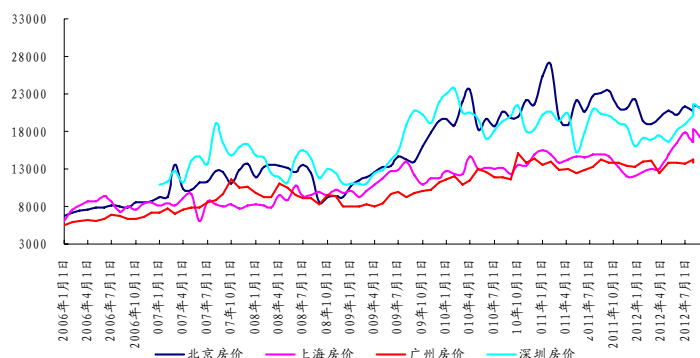
3.1 中国式购房的动机

购房置地的千年传统财富观是中国式购房动机的根本。中国拥有悠久的以土地私有制为根基的封建历史，买房置地早已根植于每一个传统中国人的头脑与财富观念中，为自己及后代购置一片土地和数间房屋成为每一代中国人最重要的经济任务和目标，土地及房屋成为最重要的财富传承载体。在土地公有制的社会主义国家里，尽管土地和房屋所有权并不能归个人所有，其代际传承的作用也大打折扣，但是这并不能改变中国人意识里最根本的购房置地财富观。在中国城市化高歌猛进的今天，这种传统财富观并未根本改变，而是以一种新的方式不断继承并强化，中国人都会倾其所有在城市购置一套商品房或者在宅基地上建房。

城市化及城乡差距扩大是现今国民强烈购房意愿的新驱动力。城市化是当今中国社会发展的主要特征，也是经济增长主要驱动力之一。一个各界已经达成共识的基本事实是，我国依旧处于快速城市化过程之中。另外一个基本事实是，我国城乡之间和各级城市之间在基础公共设施、就业、教育、医疗、安全等众多方面存在巨大差距，由此勾画了这样一种购房升级路径图：农村人口竭尽全力在城市购置一套商品房，有条件的三线城市市民竭尽所能在省会一级城市购置商品房，有条件的一线市民争先恐后抢购发达城市房屋，中国人正书写着竭尽全力进城的宏大篇章。

通过购房来保值增值成为每个具有经济人假设个体的首选。贫富差距不断拉大是中国面临的主要社会问题，不争的事实是，房价暴涨是导致贫富差距扩大的最主要原因之一。房价长期以来只涨不跌所具有的强大保值增值能力已经为近十年历史所证明，而中国除房产之外的投资渠道与品种少且收益难以保证更加凸显了房地产投资的重要地位。购房投资可以享受银行贷款提供的金融杠杆，房价几乎只涨不跌更是带来了几乎是无风险的巨大投资收益，相比之下，其他诸如股票投资、黄金投资等大类资产投资则在承受高风险的同时并未显示出稳定的投资收益，因此，任何具有经济人假设的个人在选择投资品种的时候，必定会将购房作为投资的首选，刚性需求如此，投资性需求亦如此。

图 23: 北上广深近 6 年房价走势



资料来源: 中原证券、中国指数研究院

图 24: 2006-2012.9 股票指数走势



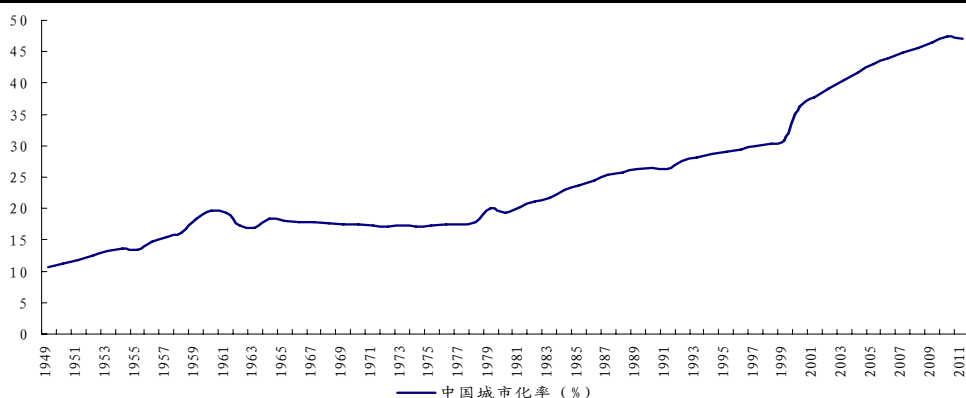
资料来源: 中原证券、Wind

3.2 累积的购房需求增速加快

3.2.1 刚性需求增长率依旧与过往相当

农村人口城市化带来的新增购房需求是当前新增需求的主体之一。2002 年至 2011 年, 我国城镇化率以平均每年 1.35 个百分点的速度发展, 城镇人口平均每年增长 2096 万人。2011 年, 城镇人口比重达到 51.27%, 比 2002 年上升了 12.18 个百分点, 城镇人口为 69079 万人, 比 2002 年增加了 18867 万人。根据历史经验数据, 城市化率每提高一个百分点, 城镇人口增加约 1500 万。根据目前城市化进程速度, 2013 年保守估计城市化约 1-1.2 个百分点, 由此带来约 1500-1800 万的新增城镇人口, 这一部分需求增速与过去几年大体相当。

图 25: 中国城市化进程图

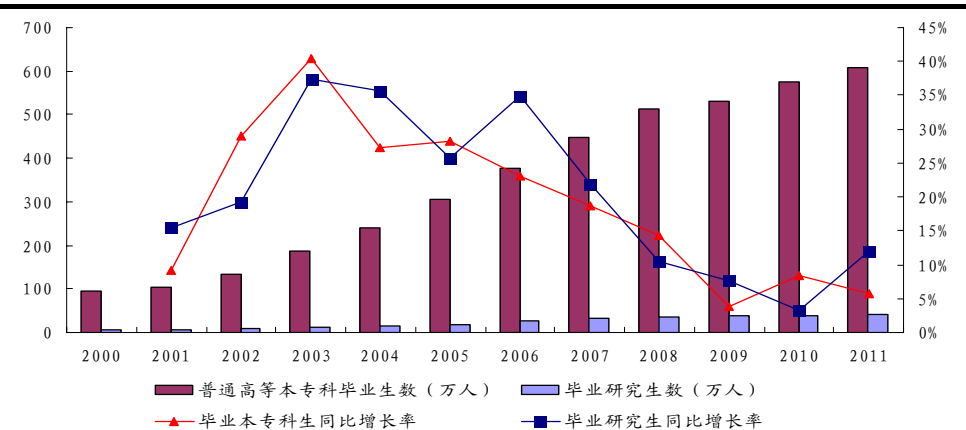


资料来源: 中原证券搜集整理

以大学生为主体的刚性需求是城市新增购房需求的重要群体。大学毕业生, 尤其是研究生 (硕士和博士) 是城市购房需求的主体之一, 2009-2011 年, 大学毕业生平均已经达到 572 万, 其中相当多部分将会在各级城市就业, 构

成城市购房刚性需求的主体。(1) 尽管大学毕业生 2009-2011 的增速已经远远低于 2002-2008 年期间,但是过去三年复合增长率依旧高达约 6%,而且绝对规模依旧不断创历史新高。(2) 根据工作财富储蓄规律,已经毕业 3-5 年(亦即 2007-2009 年毕业生)的毕业生才是最近一两年的购房主力,而 2007-2009 年期间毕业生增速创历史最高,年平均增幅高达 34%。而且,由于 2009 年房价暴涨之后,该期间的毕业生购房周期被延长,因此,累积的购房需求将会更大。

图 26: 2000-2011 年普通高校高校毕业生及增长率



资料来源: 中原证券、港澳金融数据终端

原有城市有房人口的改善性需求。改善性需求难以加以严格区分,从交易数据上加以分离更是件难事,但是该部分需求的存在是不可否认的。改善性需求主要取决于品质不断提升的房屋及社区和不断提升的购买力。由于过去近 3 年的限购政策几乎将改善性需求作为限购的对象,改善性需求已经累积了近三年没有得到有效释放,该部分需求的增长率远高于前两年。

3.2.2 投资性需求已经累积三年

投资和投机性购房需求同样难以从需求中单独分离出来,本报告试图提出一种粗略估算 2010 年之后被限购限制而累积的投资投机性购房需求。

投资和投机需求的标准难以界定,实际中,根据限购政策关于限购的范围标准,可以大致认为投资性与投机性需求基本是指第二套以上的购房需求。

首先计算不包含限购政策的市场内在需求增长率。2005-2009 年,市场经历了限购之前一轮完整的周期,其中,既包括 2005-2007 年的平稳自然增长期,也包括了 2008 年因经济危机的衰退期和 2009 年因行业刺激的繁荣期,虽然 2008 年和 2009 年都是极度波动的年份,但是其波动成分不包含限购政策因素,因此,本报告将其纳入到计算内在需求增长率的样本之中。2005-2009 年,全国商品房销售面积的复合增长率为 14.17%,本报告将其作为 2010-2012 年潜在的需求增长率。以 2009 年的成交量(9.48 亿平方米)为基数,在不同的情境下测算 2010-2011 年因限购而暂时消失的投资投机需求,这也是潜在累积的投资投机需求。

根据测算,在正常情况假设下,2010-2011 年潜在的投资投机需求分别为 0.69 和 1.37 亿平方米,合计约为 2.06 亿平方米,占 2011 年总成交量的 19%,规模巨大。

表 2: 2005-2011 年全国商品房成交面积及同比增速

	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR	2010	2011
商品房销售面积 (亿平方米)	5.58	6.06	7.62	6.21	9.48	-	10.43	10.99
增长率 (%)	45.87	8.7	25.67	-18.51	52.61	14.17	10.13	4.9

资料来源: 中原证券、国家统计局

表 3: 不同情境下累计投资投机需求测算

	增长率	2010 (亿平)		2011 (亿平)		过去 2 年被限购的投资需求 (亿平)
		成交面积	被限购的投资需求	成交面积	被限购的投资需求	
乐观情况	17.17%	11.11	0.98	13.01	2.02	3.00
正常情况	14.17%	10.82	0.69	12.36	1.37	2.06
悲观情况	11.17%	10.54	0.41	11.72	0.73	1.14

资料来源: 中原证券

结论: 中国式购房使得我国的购房需求 (刚性需求和投资需求) 规模巨大,且源源不断,市场本身需求量的增速依旧足以使得行业快速增长,而且,由于过去近 3 年的限购,择机释放的投资和投机需求规模巨大,限购政策一旦放开 (或者是微调),其将会对市场造成巨大冲击。

3.3 中国式购房的资金来源与支付体系

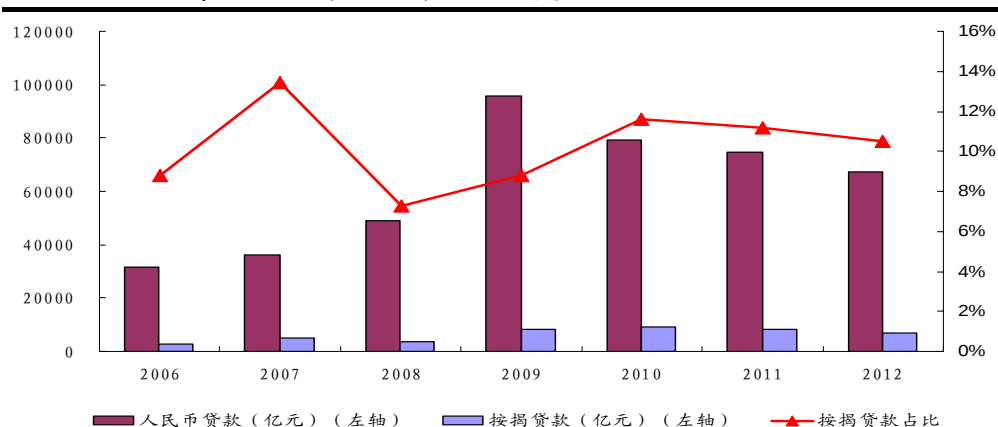
中国式购房的潜在需求本身并不会受到市场的过多质疑。从成交量的角度看,具有支付力的需求才是有效需求,而高房价使得潜在需求有多少变成实际成交量成为市场质疑的重点。而首付 (3-5 成) 加银行按揭贷款 (5 到 7 成) 的中国式购房的支付体系可以在很大程度上打消市场这一质疑,部分解释过去高房价依旧无法阻挡高需求之谜。

“四二型”首付支付体系有效地抵消了高房价对购买力的影响,变相提升了购买力水平。由于计划生育,我国形成了独特的四二一型家庭,目前刚性需求中,双方独生子女的 80-85 成为刚性需求购房主力,双方家庭资金支持成为该类刚性需求首付款的主要模式,该模式下,首付款实际上由 4-6 个人支付,而非 2 人支付,由于 80-85 年代孩子的父母辈四人具有较长的工作经历和较高的储蓄水平,其总体支付水平无疑较前几年有很大提高。

对于绝大部分刚性需求来说,银行按揭贷款是最主要的资金来源。银行按揭贷款主要取决于以下几个因素: (1) 国家调控政策对于银行按揭贷款的指导; (2) 按揭贷款的利息收入和相应的风险。尽管 2010 年初限贷以来,政策严格控制对房地产的贷款,另外,高房价也加大了收益的风险。但是对购房者的按揭贷款依旧是银行风险最小、收益最好的贷款品种之一。过去 7 年按揭

贷款占银行所有贷款的占比达到了 10.23%,在调控最严厉的 2010 和 2011 年,按揭贷款占比较 2009 年还要高,显然,只要房价泡沫在可控范围内,银行不会轻易放弃房屋按揭贷款这一优质项目。

图 27: 2006-3Q2012 按揭贷款与年度人民币贷款



资料来源: 中原证券、Wind

3.4 2013 年: 被刺激的购房需求

上述购房需求每年都存在,由于特定的宏观经济及行业政策环境影响,2013 年的购房需求将因为以下因素刺激而放大。

银行信贷放松对购房的刺激。从前面的论述可知,银行信贷政策的松紧对于成交量影响巨大,宽松的信贷政策将会极大地刺激购房意愿和实际成交量。由于 2013 年仍将处于经济增长减速期,货币政策将以宽松为主,刚性需求对银行按揭政策敏感,银行信贷的放松将会对购房需求和实际购房形成较大刺激。

房价上涨预期对购房的刺激。过去十年房价与成交量的相互强化,房企是以利益最大化为目标的企业,成交量的上升在供求关系的约束下必然导致价格的上涨。房价上涨预期成为决定买不买房以及什么时候买房的关键心理因素之一。2012 年来,成交量上升,但是房价总体依旧保持稳定,但是随着成交量的进一步上升,7 月份来,房价又重新开始显现出上涨苗头,刺激潜在购房者加快了入市的步伐。

限购令的松动将成为投资性购房最大刺激。限购令是 2010-2011 年成交量急剧下滑的根本原因,根据前面对投资和投机需求的估算,被限购限制的投资和投机性购房需求规模巨大,足以对成交量和价格造成巨大的影响。限购是否松动以及什么时候松动就成为决定 2013 年成交量及价格走势关键的因素。

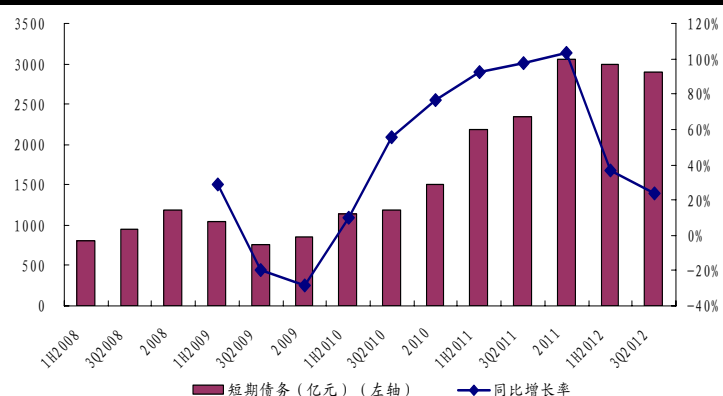
4. 增长依赖的供给端：利益最大化的房企和增速错位的供求关系

房企是房地产行业最重要的主体之一，其关于成交量和价格的策略是在一定的财务约束下，根据利益最大化原则采取的最优策略。房企是决定供求关系的关键因素。

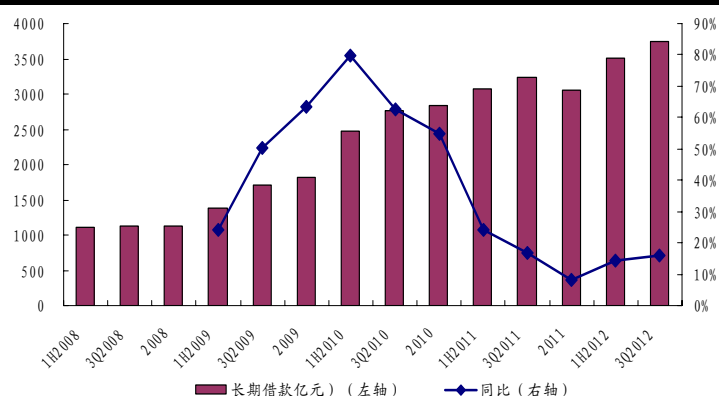
4.1 2012 年楼市下的行业债务与库存约束

行业债务负担持续大幅减轻。(1) 行业短期偿债压力大幅减轻。行业短期债务（短期借款与一年内到期债务）在经历 2011 年高峰期之后，不仅规模开始减少，而且增速也开始大幅下降。(2) 行业长期负债压力逐渐减轻。尽管行业 2012 年 3 季度末的长期借款规模依旧高企，但是其增速已经是近 4 年的新低，由于 2010 年来银行对房地产企业的限贷政策，行业长期借款增速还会继续降低，长期借款的压力将进一步减轻。

图 28: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间短期债务规模及增速 图 29: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间长期债务规模及增速



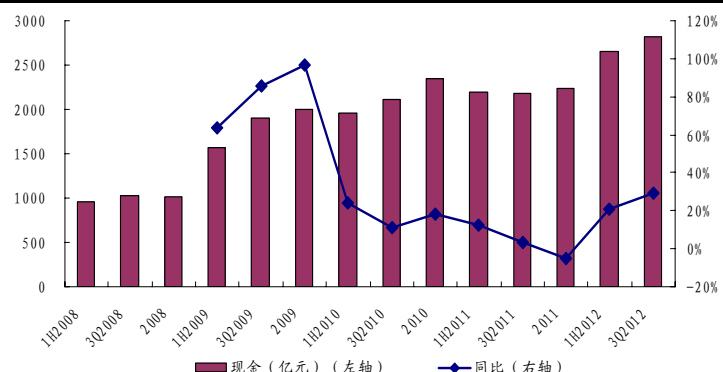
资料来源：中原证券、Wind



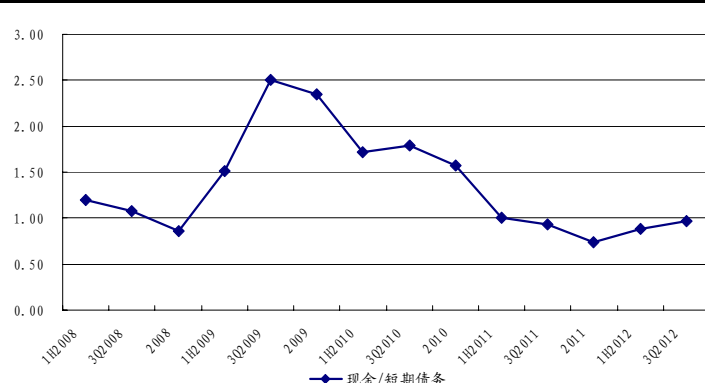
资料来源：中原证券、Wind

行业现金增加带来短期偿债压力的趋势性减轻。(1) 2012 年 3 季度末，房地产行业上市公司的手持现金在规模上创历史新高，不仅远超过身处经济危机 2008 年同期水平，还远超过行业极度繁荣时期的 2009 年同期水平。就现金增速而言，2012 年上市房企手持现金增速已经彻底扭转了 2010 年来的下滑趋势，重新开始增长。(2) 行业的短期债务偿还能力上升，反映短期债务覆盖率（现金/（短期借款+一年内到期债务））指标 2012 年开始重新步入上升通道，2012 年 3 季度末，该指标为 0.97，远高于行业最困难时候的 2008 年末水平。

图 30: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间手持现金规模及增速 图 31: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间短期债务覆盖率



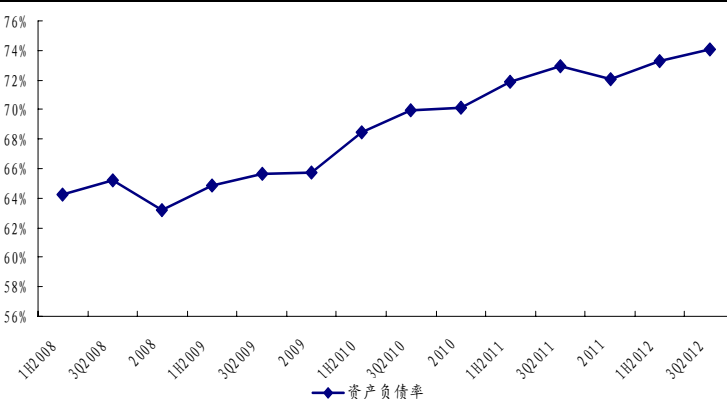
资料来源: 中原证券、Wind



资料来源: 中原证券、Wind

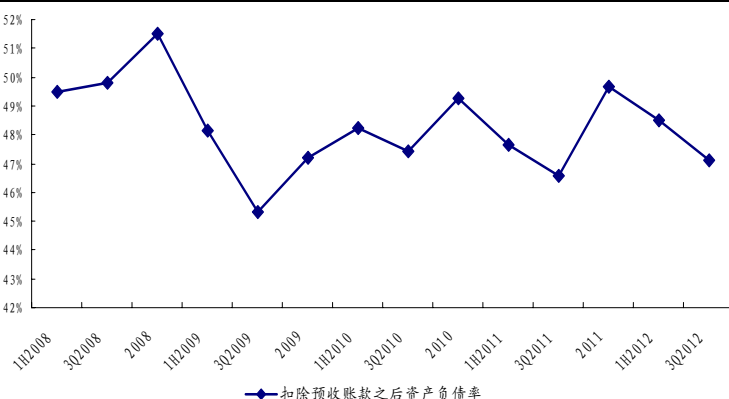
扣除预收账款后的行业真实资产负债率平稳地处于低位。表面数据看，房地产行业资产负债率不断走高，但是实际上，资产负债率指标不断走高的原因在于无需还本付息的预收账款的大量增加，扣除预收账款之后的房地产行业真实资产负债率处于不断降低过程之中，2012 年 3 季度末，行业真实资产负债率仅为 47.11%，不仅远低于行业最困难的 2008 年水平，也低于行业最好时候的 2009 年水平。

图 32: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间资产负债率



资料来源: 中原证券、Wind

图 33: 房企上市公司 1H2008-3Q2012 间真实资产负债率

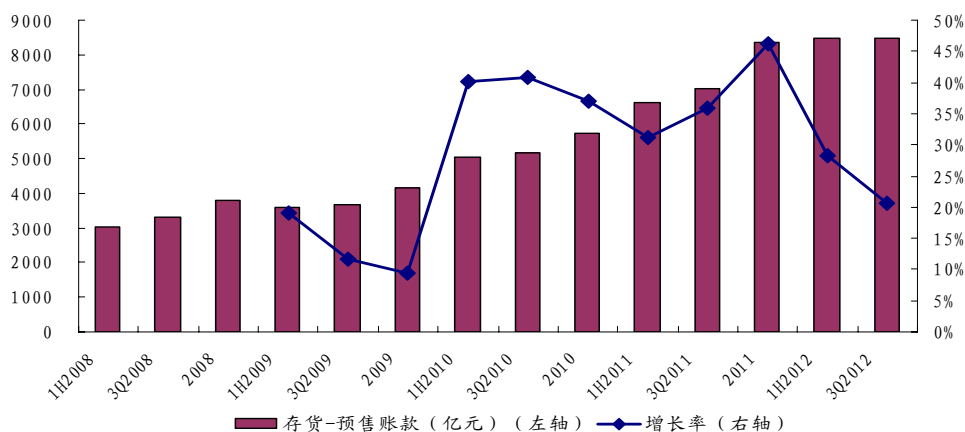


资料来源: 中原证券、Wind

行业库存尽管规模创新高，但增速锐减，库存压力已经不是行业的硬约束。2012 年 3 季度末，行业上市公司库存为 14463 亿元，但是库存中包含已售未结资源，扣除该部分已售未结资源，行业上市公司的实际库存为 8469 亿元，与 2011 基本持平。从库存增速看，得益于 2012 年楼市小牛市，行业库存增速锐减，2012 年 3 季度末的实际库存增速仅为 21%，与行业最好的时期之一的 2009 年中期末增速相当，今年年初压在开发商头上的库存压力已经大为缓解。保持适当的库存是行业健康发展的基本条件，尤其是当房地产行业处于不断上升的时期。库存带给房企的不仅仅是资金占用的负面作用，同时也具

有正面作用，比如充足的库存可以减少土地储备投资支出，从而进一步减轻房企的财务约束，适当的库存能因为价格上涨获得更高的销售利润。

图 34：房企上市公司 1H2008-3Q2012 间扣除预售账款后的库存及增速



资料来源：中原证券、Wind

土地储备是房地产企业库存的重要形态之一，土地储备投资是房企最大的投资支出，充足的土地储备可以减少未来投资支出，从而优化财务约束。统计数据表明，大多数房地产企业土地储备充足，基本能满足未来 2-3 年的开发需要，部分房企甚至能满足未来 4-5 年开发需要，而且目前的土地储备多为 1 至 2 年前获取，土地成本相对较低。由于目前行业的库存规模较大，房地产企业获取土地储备的愿望并不强烈，房企土地投资意愿减少将带来两个方面后果：（1）开发企业将会大幅减少土地储备投资，由于土地储备投资是开发企业最大的资金支出项目，土地储备支出的减少将极大地优化企业的资金状况；（2）开发企业土地支出的减少会使得目前业已萧条的土地市场进一步萧条，进而减少地方政府的土地出让金收入，恶化地方财政状况，进而增加调控政策放宽的可能性。

结论：行业系列数据指标表明，尽管经历了两年多严厉的调控，行业经历了极为严酷的债务考验，但是，得益于 2012 年销售的回暖以及土地投资的减少，房地产行业面临的债务约束已经趋势性好转，债务约束不仅远比行业最困难的 2008 年宽松，某些指标甚至比行业最好时期的 2009 年更好。

4.2 由微观房企决定的 2013 年成交量和房价

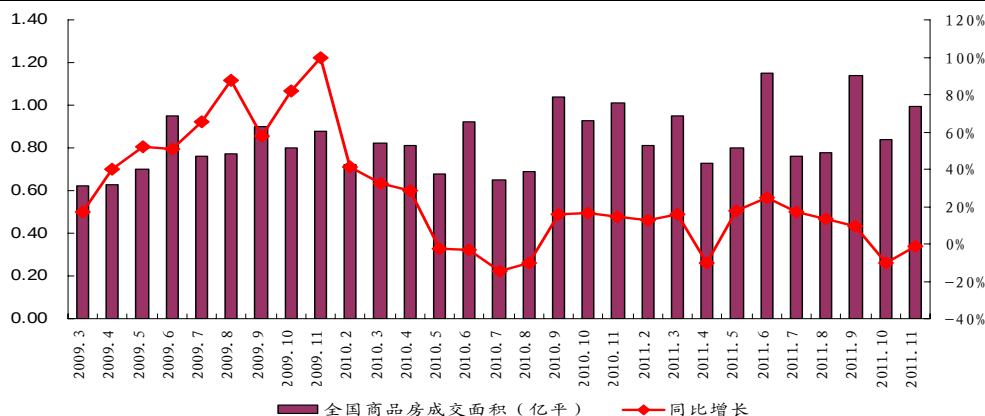
4.2.1 成交量出现低迷的可能性小

2010-2011 楼市低迷根源于强烈的外部政策冲击，而非市场需求的消失。2010-2011 年两年间，楼市成交量出现了 2008 年后的极度低迷，2009-2011 年，全国商品房累计销售面积同比增长率分别为 52.61%、10.13%和 4.90%。本轮成交量低迷的根本原因并非市场需求减弱，而是在于外部政策的强烈冲击。

（1）以“限购”“限贷”为中心的系列强力调控政策将投资投机需求彻底清

扫出市场，刚性需求也被极大地遏制；（2）调控政策发出强烈的房价必降的信号，进而引导市场形成房价将跌的预期，在房价下跌的预期下，市场的购房意愿减弱。

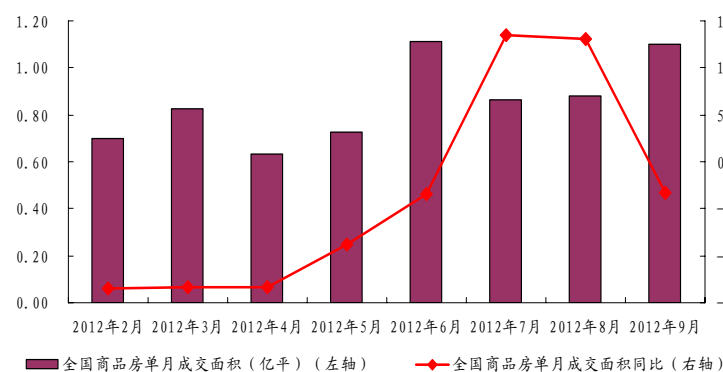
图 35：2009-2011 年全国商品房销售面积及增速



资料来源：中原证券、国家统计局

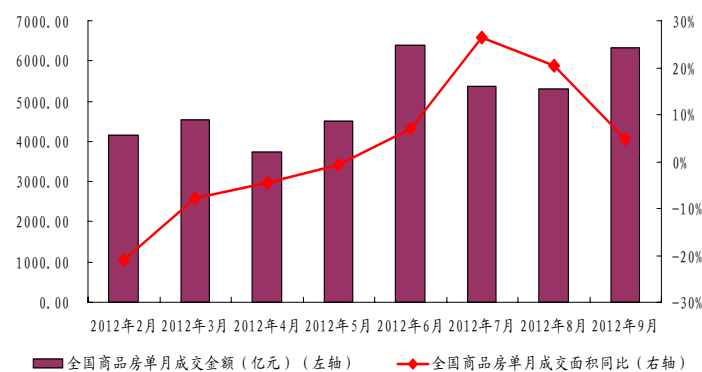
2012 年楼市小牛市根源于受压制的累积刚需释放和政策的微调。2012 年前 3 季度，在限购政策并未根本改变的情况下，全国楼市一改过去两年季度萧条，成交迎来了限购后“小牛市”，成交量出现显著的回暖，2012 年前三季度，全国商品房销售面积同比增速为-4%，销售金额增速为 2.7%，尽管同比增速仍很低，但增速却从年初开始一路走高，全国多城市楼市（例如南京）6、7 月份销量甚至创历史新高。

图 36：2012 年前 3 季度去全国销售面积及同比增速



资料来源：中原证券、国家统计局

图 37：2012 年前 3 季度去全国销售金额及同比增速



资料来源：中原证券、国家统计局

2012 年楼市出人意料地出现小牛市的主要原因在于以下几个方面：（1）房地产企业主动降价，采取以价换量的促销策略。3 月份，出于资金链及库存压力，全国出现了房价降价潮，而且这一波降价潮一直持续到了 6 月。由于今

年成交的主要是刚性需求，属于价格敏感性需求，降价对成交量回暖具有直接的刺激效应。（2）房贷等政策放松的刺激。3 月份，全国首套房贷利率全面回调至基准利率，刚性需求开始释放，2012 年前 3 季度，货币政策经历了两次降准与两次降息，货币政策的放松形成了对购买力的货币支持，同时也刺激购房需求的进一步释放。

表 4： 2012 年降准与降息货币政策调整

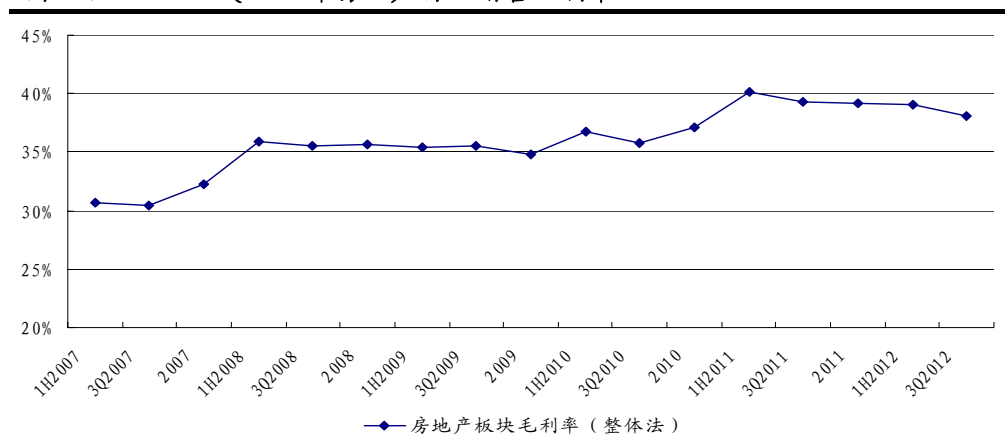
时间	调整
2012 年 2 月 24 日	下调存款类金融机构存款准备金率 0.5 个百分点
2012 年 5 月 18 日	下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2012 年 6 月 8 日	金融机构一年期存贷款基准利率分别下调 0.25 个百分点
2012 年 7 月 6 日	金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点

资料来源：中原证券搜集整理

2010-2011 年长达两年的低迷市场与 2012 年出人意料的小牛市再一次凸显了过去楼市一直被证明的事实：（1）基于中国式购房的市场化购房需求规模庞大，且不会因为政策的压制而长时间消失，受压制的客观需求只会被暂时压制，其会选择合适的时间释放；（2）政策的变化会改变市场需求释放的时间分布；（3）需求量对价格的弹性大，降价对销售量的刺激作用大。

2013 年销售出现 2010-2011 年式低迷的可能性很小，其主要基于以下几点原因：（1）2010-2011 年的销售极度低迷，其主要原因在限购政策的强力限制，根据前述部分的分析判断，2013 年房地产政策进一步收紧的可能性很小，相反，调控政策局部放松的可能性较大。（2）如果出现市场有效需求不足，面临将收紧的财务约束的房企将会重新采取“以价换量”的营销策略，房价下降对需求释放的刺激作用大，效果明显，2012 年前 3 季度的楼市经验已经证明了这一点。从毛利率角度看，房价下降的空间依旧很大。因此，降价促销将会有效实现成交量回暖。

图 38： 1H2007-3Q2012 年房地产行业销售毛利率



资料来源：中原证券、Wind

4.2.2 保持价格稳定是微观房企的最优选择

从房企的定价因素看，房价的决定因素取决于产品成本、企业财务约束以及企业对于市场的预期。

房企大幅降价的微观经济约束不存在。实现一定财务约束下利益（主要是利润）最大化是房企定房价最基本的经济准则，其中价格是关键。房企的财务约束在于资金状况和存货状况。根据前面对房地产行业债务及库存状况的分析可知，房地产行业已经熬过了限购调控后资金链最紧张的时期，目前的资金和库存压力较小，房企面临着较为宽松的财务约束，由此决定房企主动大幅降价的可能性小。

利润最大化决定房企不会采取大幅涨价策略。在毛利率和净利率不变的情况下（土地成本和建安成本未来一年不会发生较大变动），最大化利润取决于房价和相应的成交量。在不同的成交量对价格的弹性下，价格上涨带来的利润增加还是减少结果迥异。由于商品房从本质上来说是普通商品，遵循销售量与价格的反相关关系。2012 年前 3 季度房企以价换量策略带来的小牛市说明，在当前的宏观经济及行业环境下，房价适当下降能促进销售量，并带来利益的最大化。

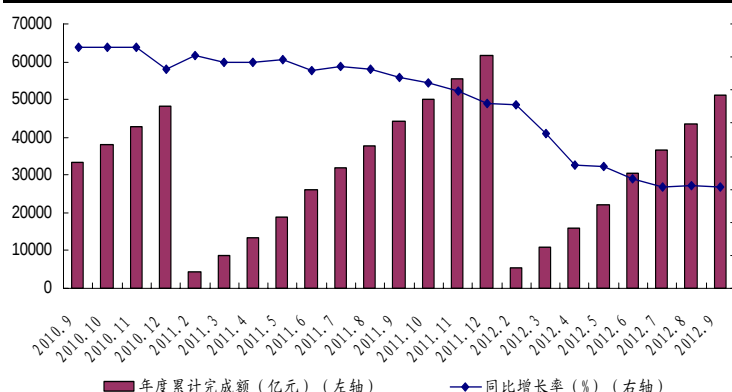
追求利益最大化的定价策略不仅只是单独考虑房价对成交量的影响，理性房企还会将房价涨跌带来的政策效应作为重要的决策变量。在将“量增价稳”作为政策调控目标的政策调控条件下，追求利益最大化的房企的最优定价策略必定会避免房价的大幅上涨。房价的大涨一方面会招致调控政策，另一方面也将会降低销售量，其结果都不符合利益最大化原则。

政策松动等外部政策冲击将会对房价形成局部扰动。商品房的金融属性使得房价具有了一定的“买涨不买跌”的特性（尤其是对于投资性购房），尤其是房地产长期受到限购调控政策的限制，大量的投资与投机需求被强行压制，根据前述分析，2013 年政策具有局部放松的可能性，这样的外部政策松动冲击将会在短期内对房价形成较大的局部干扰。

4.3 市场层面：供给与需求增速错位导致的供求失衡

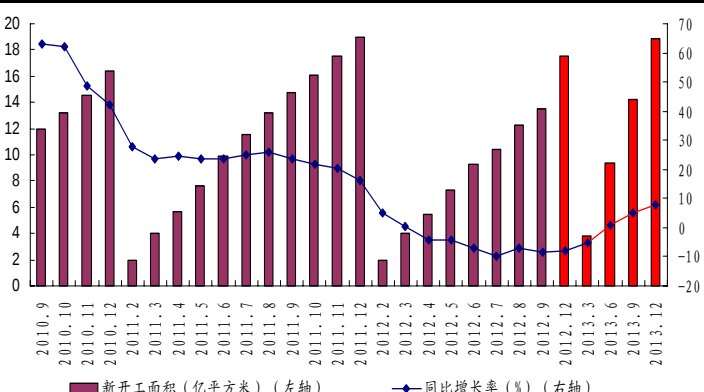
2013 年供给拐点将出现在第三季度，前三季度供给偏少，第四季度将开始放量。2010-2011 年度的楼市极度低迷造成了全国商品房施工面积和新开工面积增速连续 2 年大幅下滑。其中，全国商品房新开工面积同比增速由 2010 年 5 月份的 72.4%一路下滑至 2012 年 9 月份的-8.6%，商品房施工面积增速由 2010 年 3 月份的 35.5%一路下滑至 2012 年 9 月份的 14%，根据建筑工程内在的时间规律，直接反映 2013 年市场供应的数据竣工面积增速将会在 2013 年前三个季度继续同比减少，第四季度开始将会出现增速回升，也就是说供给将会在 2013 年第三季度出现供给拐点。

图 39: 3Q2010-3Q2012 期间房地产累计投资额及增速



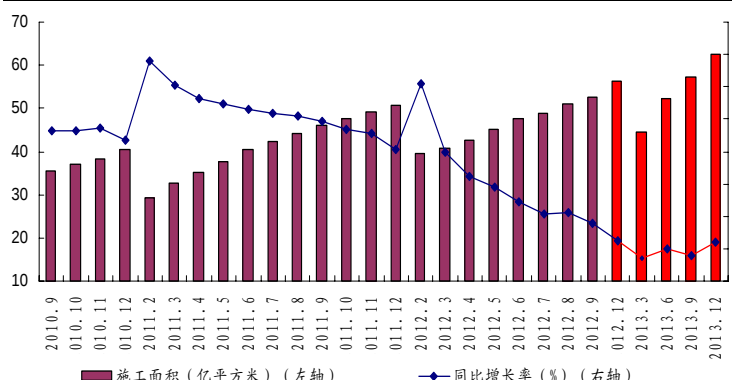
资料来源: 中原证券、国家统计局

图 40: 3Q2010-2013 期间房地产累计新开工面积及预测



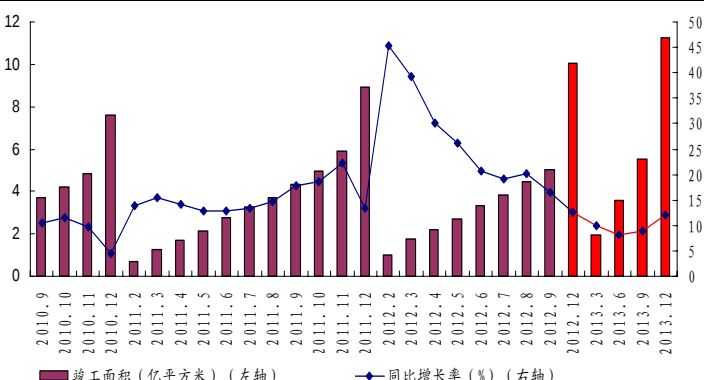
资料来源: 中原证券、国家统计局

图 41: 3Q2010-2013 期间房地产累计施工面积及预测



资料来源: 中原证券、国家统计局

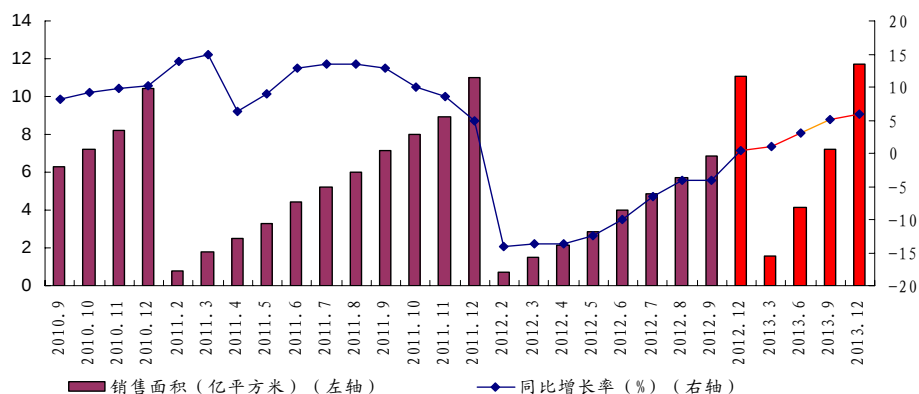
图 42: 3Q2010-2013 期间房地产累计竣工面积及预测



资料来源: 中原证券、国家统计局

2012 年开始, 需求已经开始进入拐点向上。从实际成交量表现的需求来看, 成交量自 2012 年 3 月开始就一直处于不断回升态势。从决定成交量的因素来看, 成交量=F(首付资金支付能力, 按揭房贷, 房价上涨预期, 其他因素), 根据前述影响需求的因素分析, 2013 年楼市成交量将会继续处于较长时期的小幅增长阶段。从 2010 年初开始的限购至今的楼市成交周期来看, 成交量经历了 2010-2011 年两年的持续低迷之后, 2012 年已经出现了稳定的反弹, 而且, 支撑成交量反弹的基础继续存在, 政策等外部影响变量将会更加有利, 2012 年是本轮周期成交量的底部所在, 2013 年将是成交量拐点向上的一年。

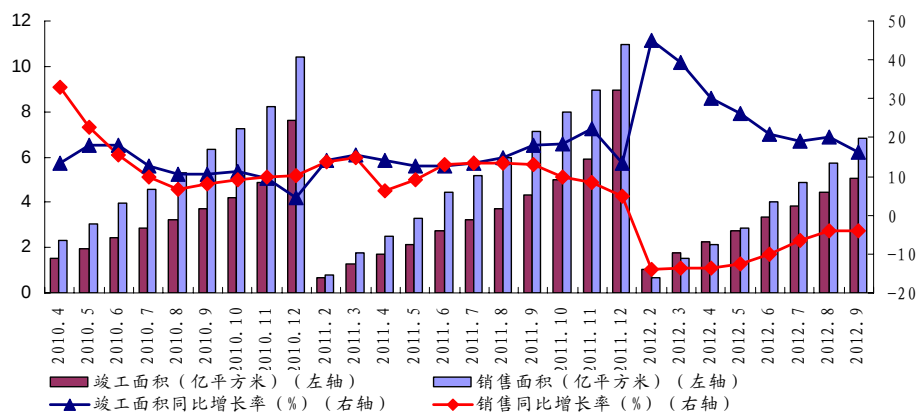
图 43: 3Q2010-2013 期间房地产累计销售面积及预测



资料来源：中原证券、国家统计局

供给增速与需求增速的错位使得 2013 年的楼市供求关系走向供不应求。从竣工面积和销售面积反应的供求关系指标看，2012 年前 4 个月，出现了少有的竣工面积超过销售面积，但随着销售增速的持续上升和竣工面积的持续下降，供求关系开始走向供不应求。由于 2013 年 3 季度之前市场供给增速将会持续下降，而需求增速将会持续上升，2013 年前 3 季度，市场的供求关系将继续以供不应求为主。

图 44: 3Q2010-3Q2012 楼市供求关系指标趋势



资料来源：中原证券、国家统计局

5. 行业基本趋势决定的投资机会

5.1 政策和成交量是驱动估值的基本因素

决定房地产估值走势最重要的因素包括系统性机会与风险、行业调控政策与成交量。

政策对板块估值的冲击影响。整个 A 股政策市特征依旧非常明显，而近几年一直处于政策调控中心的地产行业的估值的政策性尤其明显。从过去四年（2009-2012 年）地产板块估值与政策的关系历史可以看出，地产调控政策决定了地产板块较长时期走势的趋势，2009 年，受整个宏观经济刺激政策及行业振兴政策刺激，房地产板块随同 A 股走出了一波牛市行情，2010-2011 年，由于以限购限贷为中心的系列调控政策，地产板块出现了累计 46% 的跌幅，走势远弱于上证综指。2012 年，由于政策在稳定中局部放松，地产板块上半年走出了上涨 21.87% 的强劲走势，成为走势最强的板块。

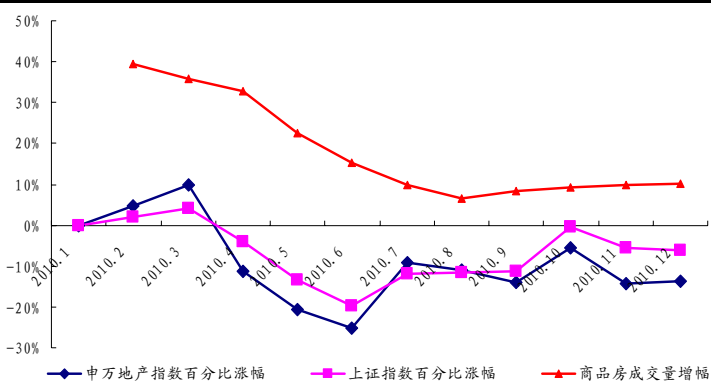
表 5：2009-2012 年地产板块走势与政策关系

	2009	2010	2011	2012
上证综指涨幅	79.98%	-14.31%	-21.68%	-5.75%
申万地产板块指数涨幅	116.37%	-24.16%	-22.00%	13.15%
地产行业政策	政策振兴	严厉政策调控	严厉政策调控	局部政策放松

资料来源：中原证券、Wind

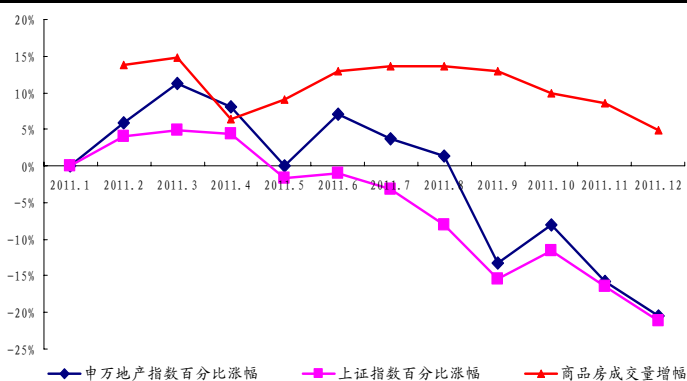
成交量对板块估值的影响。从 2010-2011 年中万地产板块指数与商品房销售之间的关系看，两者之间表现出较强的一致性。2010-2011 年，受限购限贷政策影响，两年间楼市销量增速一路下滑，而同期，地产板块总体出现一路下降的趋势，且走势弱于上证指数。

图 45：2010 年地产指数、上证指数与楼市销量关系



资料来源：中原证券、国家统计局

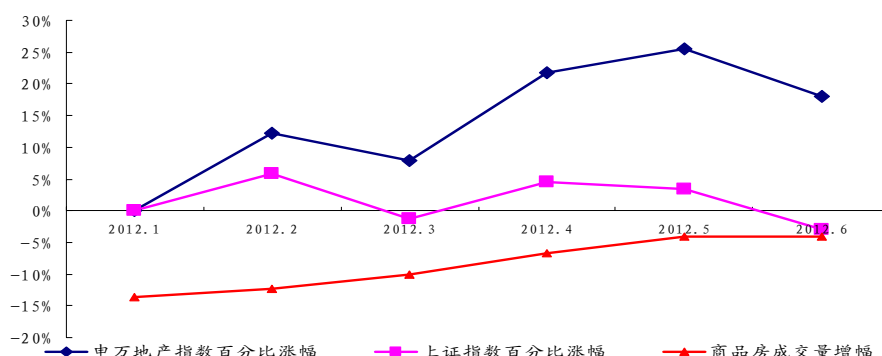
图 46：2011 年地产指数、上证指数与楼市销量关系



资料来源：中原证券、国家统计局

2012 年上半年，地产板块走出了强劲上涨走势，明显强于上证指数，成为走势最强的板块。从 2012 年 3 月份开始，楼市成交量在贷款政策微调的刺激下开始逐渐强劲复苏，在 7 月份达到阶段性顶点。除了政策微调对房地产板块的估值刺激之外，预期的楼市成交量上涨是上半年地产板块行情的最根本原因。

图 47：2012 年前 2 季度地产指数、上证指数与滞后 1 季度楼市销量关系



资料来源：中原证券、国家统计局、Wind

5.2 行业相对估值处于历史底部

房地产行业未来两年高增长业绩保障程度很高。根据预售账款与结算规律测算，以截止 2012 年第三季度末的预售账款计算，房地产板块不仅 2012 年的业绩（假设 30-50%增长）已经完全得到保障，而且，在 2012-2013 年业绩连续两年 30%增长和 2012 年第 3 季度之后销售业绩为 0 的假设下，2013 年的业绩保障率仍旧高达 39%。

表 6：房地产板块业绩保障程度情景预测分析

	2011	3Q2012	2012 年业绩保障程度			2013 年业绩保障程度 (假设 2012 增长 30%)		
			业绩 0 增长	业绩 30% 增长	业绩 50% 增长	业绩 0 增长	业绩 30% 增长	业绩 50% 增长
行业营收总额 (亿元)	4566.67	2931.79	4566.67	5936.67	6850.00	5936.67	7717.67	8905.00
业绩保障程度系数			1.95	1.50	1.30	0.50	0.39	0.34

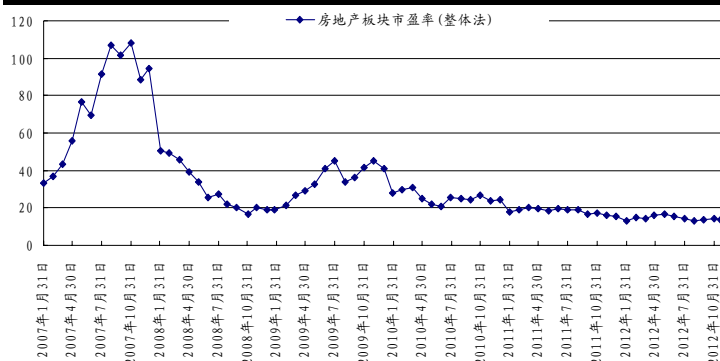
注：业绩保障程度系数=预售账款余额/（上一年营业收入*（1+预期增长率））

资料来源：中原证券、Wind

纵向来看，房地产板块的相对估值处于历史最低。从 PE 来看，11 月 20 日申万房地产板块的静态 PE（整体法）为 13.87 倍，低于全球经济危机的 2008 年水平，目前 PE 处于历史最底部。从 PB 来看，11 月 20 日申万房地产板块的静态 PB 为 1.96 倍，也处于历史最底部。

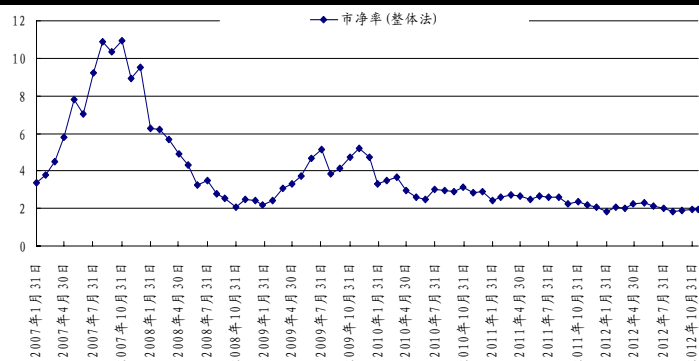
横向来看，房地产板块估值也处于估值洼地。在申万 17 个板块中，房地产 PE 估值位于第 12 位，仅略高于金融服务等行业。如果考虑到房地产板块所具有其他行业不具备的业绩保证，房地产行业的估值洼地更加明显。

图 48：2007-2012 年房地产板块市盈率走势



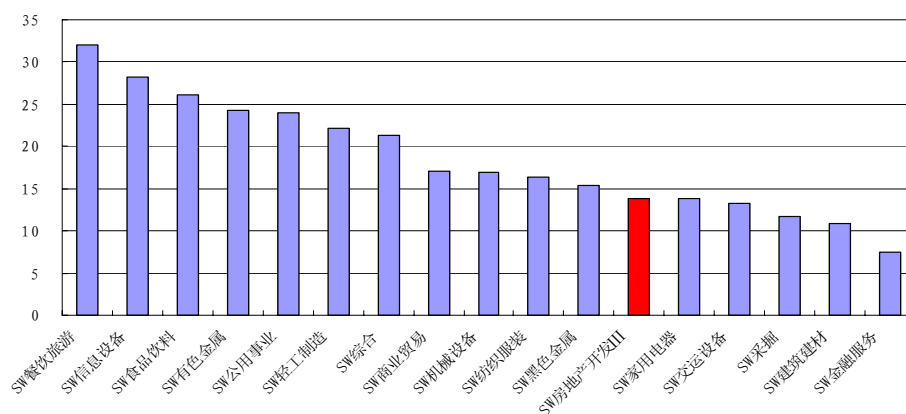
资料来源：中原证券、国家统计局

图 49：2007-2012 年房地产板块市盈率走势



资料来源：中原证券、国家统计局

图 50：申万 17 个板块 PE 估值



资料来源：中原证券、国家统计局、Wind

5.3 行业投资评级与选股主线

5.3.1 行业投资评级

从前述行业分析可知，由于经济增长的地产依赖及中国式购房的存在，2013 年地产政策松动与房地产行业继续复苏将会是大概率事件。由于供给增速与需求增速出现错位，2013 年楼市将会继续出现量增价稳的局面，不仅能继续增强房地产行业 2013 年业绩的保障程度，还能提供行业 2014 年的业绩保障。而无论纵向还是横向比较，房地产板块的估值处于历史底部，由于业绩高增长确定性强，房地产成为 A 股市场的估值洼地。因此，建议超配地产股，本报告将行业投资评级提升至“强于大市”。

5.3.2 个股选择主线

房地产开发企业具有很强的同质性，上市房企估值变化的历史显示，当房地产因政策松动或者成交量放量等刺激而上涨时，板块内上市公司在估值上涨的时间上有一定的先后差别，但最后一般会实现行业不同程度普涨（剔除基本面有明显缺陷的个股），从这个角度看，房地产板块投资的择时比选股更为重要。

由于各个城市发展程度存在较大差异，各房产公司在发展阶段、业绩增速以及抗风险能力方面也存在着较大的差距。因此，在上涨机会面前，地产公司在估值上涨幅度方面将会呈现出较大的结构性差异。本报告建议遵循以下主线进行个股的选择。

（1）行业龙头公司以其全国各级城市布局的优势而具有全面的增长机会。行业龙头公司全国布局，不仅在核心及重点一线城市布局，而且开始在城市化前沿城市大量布局，因此能享有到各级别城市的不同发展阶段的好处，行业龙头公司的财务状况、土地储备、产品质量与市场销售能力都毋庸置疑。建议关注股票：金地集团（600383）、保利地产（600048）、万科（000002）、招商地产（000024）。

（2）区域龙头企业及行业龙头企业在限购政策松动前后将会有更多的机会。如前分析，限购令遵循从中小城市到大城市路径逐步微调是大概率事件，目前限购城市集中于省会城市及下一线城市，限购令的微调将会对这类城市成交量产生极大的刺激作用，由于省会级龙头企业大多布局于省会城市及下一线城市，因此，这类房企将会是最大的受益者。建议重点关注：北京城建（600266）、华夏幸福（600340）、福星股份（000926）、苏宁环球（000718）、金科股份（000656）、滨江集团（002244）。

（3）身处城市化最前线的房企将会有相对更多的机会。如前所述，城市化是未来几年中国经济发展的主要驱动力之一，县市级城市将是城市化的主要阵地，一方面该类城市的刚性需求旺盛，成交量将会十分活跃，另一方面，相比较更高行政级别的城市，这类城市房价较低，楼市整体发展更加健康，泡沫相对较小，即使有调控政策，其受调控政策的影响也相对更小。建议重点关注股票：中南建设（000961）、荣盛发展（002146）。从时点上看，由于刚性需求受政策影响相对较小，其释放时间分布基本依据行业销售季节规律分布，除了春节前后一两个月的销售淡季外，其他销售时点分布相对较为均匀。因此，其估值相对低点应在2月前后，随着3月份销售旺季到来，其估值走高的可能性随销售转旺而逐渐加大。

表 7: 重点关注公司盈利预测与投资评级

名称	代码	每股收益			每股净资产 3Q2012	收盘价	市盈率			市净率 3Q2012	投资评级
		11A	12E	13E			11A	12E	13E		
金地集团	600383	0.67	0.76	0.87	4.73	5.21	7.78	6.86	5.99	1.10	增持
保利地产	600048	1.10	1.11	1.37	5.30	11.43	10.39	10.30	8.34	2.16	增持
万科 A	000002	0.88	1.13	1.34	5.12	8.42	9.57	7.45	6.28	1.64	增持
招商地产	000024	1.51	1.94	2.41	13.10	23.22	15.39	11.97	9.63	1.77	增持
苏宁环球	000718	0.39	0.51	0.62	2.30	6.20	15.90	12.16	10.00	2.70	增持
福星股份	000926	0.73	0.89	1.23	8.37	7.65	10.48	8.60	6.22	0.91	增持
北京城建	600266	0.96	1.42	1.59	6.88	11.56	12.02	8.14	7.27	1.68	增持
华夏幸福	600340	3.28	2.23	2.82	4.57	21.54	6.57	9.66	7.64	4.71	增持
金科股份	000656	0.92	1.17	1.54	5.64	11.07	12.03	9.46	7.19	1.96	增持
滨江集团	002244	0.58	0.98	1.54	3.85	8.56	14.76	8.73	5.56	2.22	增持
荣盛发展	002146	0.82	1.13	1.35	3.91	10.89	13.28	9.64	8.07	2.79	增持
中南建设	000961	0.80	1.04	1.36	5.26	11.25	14.06	10.82	8.27	2.14	增持

注：股价日期为 2012 年 11 月 26 日

资料来源：中原证券

6. 风险提示

- (1) 行业调控政策超出市场预期收紧的政策风险;
- (2) 由于有效需求不足导致销售低于市场预期的经营性风险。

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。