

房地产行业 2011 年二季度投资策略

空调、超调、调超

投资要点

- ❖ **2010 年调控成为空调，价量齐增，触发了 2011 年初暴风骤雨式的调控。**行政、财政、税收、土地、信贷等多管齐下，冷冻需求，释放供应，遏制房价过快上涨。我们相信调控可以取得成效。
- ❖ **调控没有改变房地产金融化的制度基础。**信贷和土地政策双轮驱动，赋予土地以价值，将土地用于抵押，以土地流转引领资金流转，从而弥补分税制后地方财源不足，促进地方建设和经济增长。房地产金融化并不是一朵“恶之花”，其在过去十年功不可没，调控也没有改变这一制度基础。不过由于房价过快上涨已经危及制度运行本身，必须通过调控加以遏制。
- ❖ **超调期，我们预期企业回归正常毛利，销量阶段性恢复。**由于土地增值税的存在和政策的持续挤压，我们认为开发企业针对高毛利项目会理性定价，推动销售量阶段性恢复。但企业的货币资金仍然多于短期借款，不存在系统性资金问题，开发企业主动发起的理性定价是有限度和分产品的，也是在市场预期内的，不影响盈利预测准确性。
- ❖ **我们预期短期内会出现土地流拍，投资热情下降和可销售资源先上升后下降。**收紧资金链和对未来的悲观预期，使得我们相信开发企业投资热情将下降。到 2 月份土地流拍已经出现，各地方放慢推地的节奏。各公司年报预期不会大幅下调新开工和投资，但到下半年开工也可能面临不确定性。我们因此预期市场可销售资源先上升后下降，这可能是新一轮周期的起点。
- ❖ **风险提示：**政策和货币环境已然清晰，开发企业如再大举拿地则超调后可能重复 2008 年故事，地产股的最大风险系开发企业行为本身不理性。
- ❖ **低估值环境之下看好地产股。**我们重视产业集中度提高的投资主题，重视个股在财务、估值和事件驱动方面的安全边际。我们重点推荐华发股份、万科 A、金隅股份和新湖中宝。

简 称	股价 (元)	EPS (元)			PE			NAV (元)	评级
		09A	10E	11E	09A	10E	11E		
金地集团	6.65	0.40	0.60	0.81	16.63	11.08	8.21	9.79	买入
万科 A	8.34	0.48	0.70	1.01	17.38	11.91	8.26	9.65	买入
保利地产	13.09	0.77	1.08	1.41	17.00	12.12	9.28	15.62	买入
招商地产	17.00	0.96	1.15	1.46	17.71	14.78	11.64	17.44	买入
首开股份	15.85	0.81	1.22	1.70	19.57	12.99	9.32	30.54	买入
新湖中宝	5.38	0.23	0.3	0.43	23.39	17.93	12.51	9.26	买入
中南建设	11.06	0.48	0.70	0.98	23.04	15.80	11.29	18.43	买入
华发股份	11.41	0.83	0.92	1.26	13.75	12.40	9.06	14.80	买入
亿城股份	4.88	0.42	0.55	0.75	11.62	8.87	6.51	8.37	买入
荣盛发展	12.76	0.43	0.71	1.33	29.67	17.97	9.59	11.1	买入
滨江集团	11.00	0.48	0.78	1.09	22.92	14.10	10.09	13.25	买入

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2011 年 3 月 4 日收盘价

强大于市（维持）

中信证券研究部

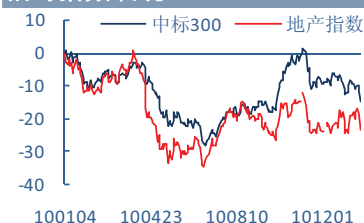
陈聪

电话：010-84588249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 《房地产行业 2011 年投资策略—货币政策路径，龙头公司崛起》..2010-12-15
2. 《房地产行业 2010 年 3 季度投资策略—八问地产股》.....2010-08-16
3. 《房地产行业 2010 年下半年投资策略—周期行将见底，模式得到修正》.....2010-06-30
4. 《房地产行业专题研究—保障性住房开发环球经验》2010-05-31

目 录

空调引发了超调	1
2010 年价量齐增，政策空调	1
空调触发了超调，政策力度强于以往	1
房地产金融化的制度环境未曾改变	3
理性调控的最终目标	5
超调的短期结果是调超	6
价格回归正常毛利，销售量阶段性恢复	6
土地流拍和溢价率下降	8
投资热情下降	10
调超可能是新一轮周期的起点	11
市场长期行政化	11
可销售资源先增加后下降	12
风险提示——不利于地产股的基本面可能图景	13
超调和调超之间投资标的选择	14
产业集中度提高是最重要的投资主题	15
地产股投资必须考虑安全边际	16
华发股份——珠江西岸的第一投资标的	17
万科 A——品牌下沉，龙头崛起	18
南湖中宝——累积资源，资金安全	19

插图目录

图 1：北京上海房屋销售价格指数环比	1
图 2：杭州深圳房屋销售价格指数环比	1
图 3：中国城市化率	3
图 4：一线和二线区域发展指标差异（北京/广西为例）	3
图 5：地方政府的财政收入和支出比	4
图 6：商业性房地产贷款余额/各项贷款余额	4
图 7：房地产金融化示意简图	4
图 8：不同毛利率下降价 5%对净利润的影响比较	6
图 9：开发企业整体毛利处于历史高位	6
图 10：北京一手房成交面积同比	7
图 11：深圳一手房成交面积同比	7
图 12：上海一手房成交面积同比	7

图 13: 广州一手房成交面积同比.....	7
图 14: 杭州一手房成交面积同比.....	7
图 15: 南京一手房成交面积同比.....	7
图 16: 武汉一手房成交面积同比.....	8
图 17: 天津一手房成交面积同比	8
图 18: 房地产企业家信心与土地购置行为高度相关.....	8
图 19: 企业资金状况与拿地意愿高度相关.....	8
图 20: 房地产行业的去杠杆化.....	9
图 21: 土地购置面积和开发面积增速.....	9
图 22: 全国主要城市土地市场成交状况.....	9
图 23: 截至 2 月 25 日全国主要城市土地月度市场流标率.....	10
图 24: 商品房新开工增速回落.....	10
图 25: 历年房地产开发投资增速及新开工面积增速.....	10
图 26: 三地供应指数 (200906=1)	12
图 27: 上海商品房存量及去化周期.....	12
图 28: 杭州商品房存量及去化周期.....	12
图 29: 北京商品房存量及去化周期.....	13
图 30: 深圳商品房存量及去化周期.....	13
图 31: 大小公司长期借款占有息负债比例分别.....	15
图 32: 房地产类贷款的波动性强于其他类.....	15
图 33: 大小公司长期借款占有息负债比例分别.....	17
图 34: 房地产企业有息负债率.....	17

表格目录

表 1: 本次调控周期以来国务院出台的政策一览.....	1
表 2: 本次调控周期以来税收调整政策一览.....	2
表 3: 上海房产税细则	2
表 4: 重庆房产税细则	2
表 5: 本轮调控周期以来信贷政策调整.....	3
表 6: 中原地产二手住宅指数 (11 年 2 月)	8
表 7: 1 月 1 日以来全国住宅/综合用地流拍状况.....	9
表 8: “国八条”后部分代表城市限购令.....	11
表 9: 部分城市计划公布调控目标的时间点.....	11
表 10: 超调后的情景分析	13
表 11: 估值表	14
表 12: 房地产企业的规模优势.....	15
表 13: 同地段物业定价差异	16

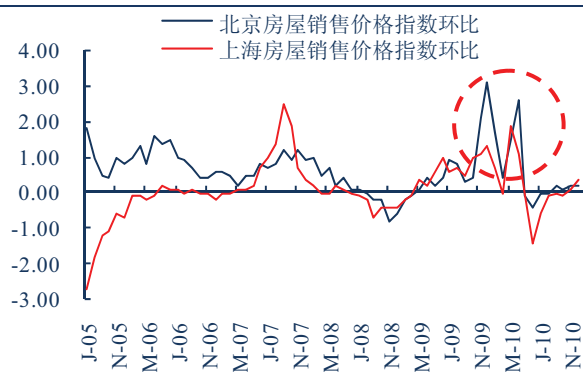
2010 年的价量齐增引发了政策强力出击，遏制房价上涨过快本身是为产业更加平稳健康。短期看，销售速度的下降和开发企业理性定价，主要的关注点从担心政策转为担心基本面。但土地市场和投资行为的迅速收缩，本身可能意味着新一轮周期起点；房地产金融化的制度环境，也不曾受到颠覆性的影响，地产销售的相对旺季也即将到来。虽然在个股选择方面更加注重安全性，然而我们目前对估值低廉的地产股表现持乐观看法。

空调引发了超调

2010 年价量齐增，政策空调

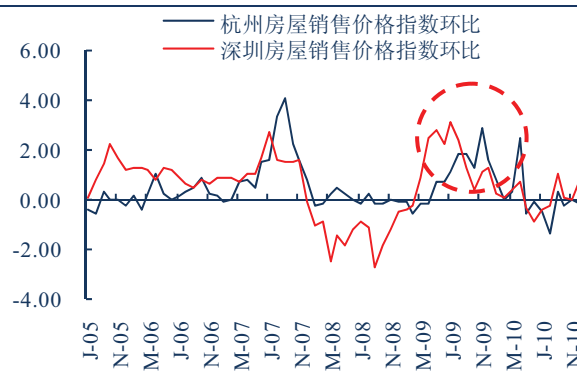
2009 年至 2010 年的房地产市场大牛市催生了土地市场和楼市的极度亢奋，伴随成交量的持续活跃，房价和地价也经历了一轮显著的上涨。从 2009 年年底政策转向之后，政府分别在 2010 年 4 月 15 日祭出新国十条，从供需两方面进行引导。市场在 2010 年 4-6 月出现短暂的间歇之后，热度又逐渐提升。十一之前，政府再次出手楼市，新国五条提出了“限购”一词。

图 1：北京上海房屋销售价格指数环比 单位：%



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 2：杭州深圳房屋销售价格指数环比 单位：%



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

空调触发了超调，政策力度强于以往

调控并没有对市场产生巨大影响，这种我们预期之内但政府不希望看到的市场状况成为了新一轮政策产生的原因。

表 1：本次调控周期以来国务院出台的政策一览

时间	政策名称	概述
2009 年 12 月 14 日	国四条	提出四大举措：增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设
2010 年 1 月 7 日	国十一条	1. 增加保障性住房和普通商品住房有效供给（加快中低价位商品房建设，增加土地供应提高开发效率）；2. 合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求（差别化信贷、差别化税收）；3. 加强风险防范和市场监管（信贷风险管理、整顿市场秩序、加强土地供应和商品房销售管理、加强市场监测）；4. 加快推进保障性安居工程建设（12 年末解决 1540 万户低收入家庭住房问题、加大保障房支持力度）；5. 落实地方各级人民政府责任
2010 年 3 月 8 日	国十九条	1. 90 平方米以下住宅用地须占 70%；2. 打击开发商囤地，进一步规范土地市场
2010 年 4 月 17 日	新国十条	1. 统一思想，建立问责机制；2. 坚决抑制不合理住房需求（更加严格的差别化信贷和税收政策）；3. 增加住房有效供给（增加供地、调整结构）；4. 加快保障性安居工程建设（580 万套保障房目标）；5. 加强市场监管（收紧地产融资、监管交易秩序、完善信批制度）
2010 年 9 月 29 日	新国五条	1. 完善制度，落实调控，对供应紧张城市限购；

		2.完善差别化信贷政策; 3.调整契税所得税优惠; 4.切实增加有效供给; 5.加大住房市场检查力度
2011 年 1 月 26 日	新国八条	1.进一步落实政府责任,明确新房房价调控目标并公布; 2.加大保障房建设力度; 3.完善税收政策(营业税免征时限 2 年变 5 年); 4.强化差别化信贷,二套首付提至 60%; 5.严格住房用地管理; 6.合理引导需求,大范围实施存量限购; 7.落实约谈机制; 8.坚持强化舆论引导

资料来源:政府网站,中信证券研究部整理

相比以往的调控政策,本次调控的力度明显更强。存量限购的全国大范围推广超越了资本市场大部分人的预期。纵观以往的历次调控,政策的推出点一般都选择在两会之后,而 2011 年 1 月政府即密集出台一系列税收、限购和差别化信贷政策,同时政府约谈机制的再次明确也使得本次调控上升到了政治高度。

表 2: 本次调控周期以来税收调整政策一览

时间	出台部门	概要
2009 年 12 月 9 日	国务院	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年
2010 年 1 月 10 日	国务院	严格执行个人购买普通住房与非普通住房、首次购房与非首次购房的差别化税收政策
2010 年 5 月 26 日	国税总局	严格土地增值税清算
2010 年 6 月 3 日	国税总局	东部地区土增税预征调整为 2%,中部和东北为 1.5%,西部不低于 1%
2010 年 9 月 27 日	国税总局、财政部等	公租房税收减免优惠
2010 年 9 月 29 日	国税总局、财政部	契税免税范围缩小,对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税
2011 年 1 月 26 日	国务院	个人转让的不足 5 年的住房征收的营业税由差额征收调整为按销售收入全额征收
2011 年 1 月 28 日	上海/重庆政府	试点房产税

资料来源:政府网站,中信证券研究部整理

表 3: 上海房产税细则

首套		不属于征税范围			
本地家庭	首套	家中子女婚姻首套唯一用房	免征		
	第二套	其他情况	购后人均居住面积不超过 60 平	免征	
			购后人均居住面积超过 60 平	新购商品房售价高于平均新房售价 2 倍 新购商品房售价小于等于平均新房售价 2 倍	税率 0.6% 税率 0.4% 购后 1 年内出售原唯一住房,全额退税
	持居住证高层次人才	免征			
外地家庭	首套	持本地居住证满 3 年	免征		
	第二套	其它	持本地居住证未满 3 年	新购商品房售价高于平均新房售价 2 倍 新购商品房售价小于等于平均新房售价 2 倍	税率 0.6% 税率 0.4% 持居住证满 3 年后全额退税
			新购商品房售价高于平均新房售价 2 倍	税率 0.6%	
			新购商品房售价小于等于平均新房售价 2 倍	税率 0.4%	

资料来源:上海市人民政府,中信证券研究部整理

表 4: 重庆房产税细则

征收对象	计税依据	免税面积	税率确定标准	税率	应纳税额的计算	备注
个人拥有的独栋商品住宅	房产交易价(条件成熟以房产评估价)	原有独栋 180 平;新购独栋 100 平	单价在上两年主城九区均价 3 倍以下的	0.50%	(成交建面-免税建面)×建面交易单价×税率	家庭拥有多套新购应税住房按时间顺序对先购的应税住房计算扣除免税面积
			单价在上两年主城九区均价 3 (含)-4 倍的	1.00%		
			单价在上两年主城九区均价 4 倍(含)以上的	1.20%		
个人新购高档住房		100 平	单价在上两年主城九区均价 3 倍以下的	0.50%		
			单价在上两年主城九区均价 3 (含)-4 倍的	1.00%		
			单价在上两年主城九区均价 4 倍(含)以上的	1.20%		
“三无人员”个人购二套房		无	统一税率	0.50%		“三无”之一任一条件重新有,当年开始免税,当年

已缴税则退还当年税款

资料来源：重庆市人民政府，中信证券研究部整理

表 5：本轮调控周期以来信贷政策调整

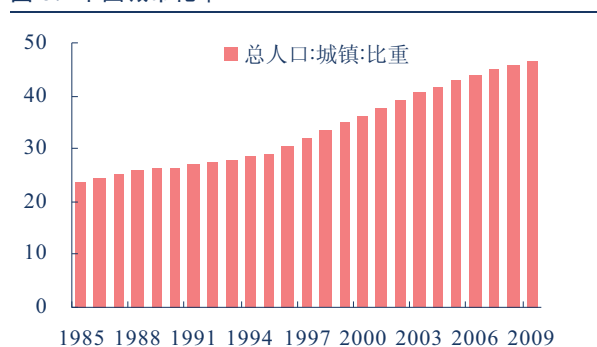
时间	类型	概要
2010 年 1 月 18 日	提高存款准备金率	大型金融机构上调 0.5%至 19.5%
2010 年 2 月 25 日	提高存款准备金率	大型金融机构上调 0.5%至 19.0%
2010 年 5 月 10 日	提高存款准备金率	大型金融机构上调 0.5%至 18.5%
2010 年 10 月 20 日	加息	存贷款基准利率上调 25BP
2010 年 11 月 16 日	提高存款准备金率	大型金融机构上调 0.5%至 18.0%
2010 年 11 月 29 日	提高存款准备金率	大型金融机构上调 0.5%至 17.5%
2010 年 12 月 20 日	提高存款准备金率	大型金融机构上调 0.5%至 17.0%
2010 年 12 月 26 日	加息	存贷款基准利率上调 25BP
2011 年 1 月 20 日	提高存款准备金率	大型金融机构上调 0.5%至 16.5%
2011 年 2 月 9 日	加息	存贷款基准利率上调 25BP
2011 年 2 月 24 日	提高存款准备金率	大型金融机构上调 0.5%至 16.0%

资料来源：央行，中信证券研究部整

房地产金融化的制度环境未曾改变

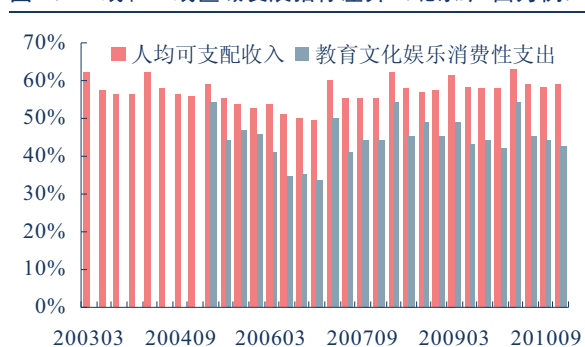
计划经济的精髓是行政指令安排资源配置，城市的职能也随之大为下降——城市成为了消耗资源的包袱。在计划经济的情形下，大农场+大工厂当可以解决经济发展需要，城市化必然会止步不前。现代的城市不仅是为了集聚必要的生产活动，节约运输半径，适应专业分工，更是为了人和人之间交流沟通，在现代服务业的土壤中孕育新的技术、想法和其他创新，推动经济发展和社会进步。市场经济的发展往往伴随城市化，但我国在城市化初期，缺乏必要的建设资金。

图 3：中国城市化率



资料来源：Wind

图 4：一线和二线区域发展指标差异（北京/广西为例）



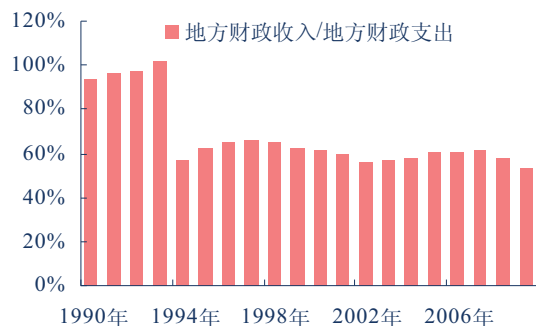
资料来源：Wind

房地产于是承担了重要的历史职责。1998 年国务院颁布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，正式吹响了住房商品化的号角。但在此之前，深圳、上海等地早就开始了有偿出让土地和商品房开发建设的实践活动。我们无意回顾整个房改的巨大成就和历史演进，但格外关注房地产的“金融化”。房改并不仅仅是将房子变成了商品，更重要的是其赋予土地（特别是短期不能开发的土地）以价值，这些土地从而成为了可靠的抵押物，解决了财政紧张和基础设施落后的问题，有效配合的分税制改革。

调控并没有指明房地产金融化的“替代物”，只是限制这种过度的金融化，和金融化配套的分税制也不可能回复到九十年代初的情景。土地的价值本身在于其满足居民的需要，便利经济活动的开展，但使得这些“长期效用”短期化，则往往依赖于房地产市场和金融系统支持，这是一种折现。我们看到地方政府的财政

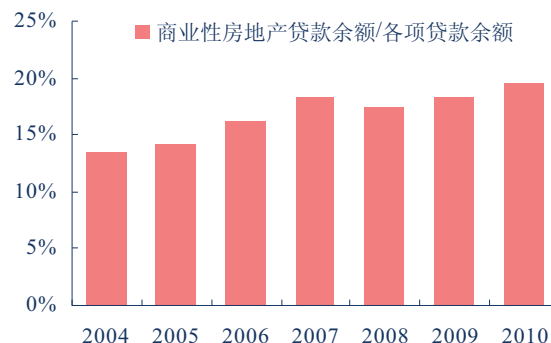
支出相对于财政收入越来越大，也看到银行系统对房地产相关贷款的支持越来越大，房地产越来越成为国民经济运行重要一环。

图 5：地方政府的财政收入和支出比



资料来源：Wind

图 6：商业性房地产贷款余额/各项贷款余额



资料来源：Wind

房地产金融化的另外一个必要条件是供应土地主体的单一化，也就是农地不能入市且某个地方的供应土地主体是单一的而不是多元的。这样，单一的主体可以在必要的时候停止供应土地，从而从源头保证抵押物安全，也可以在必要的时候敞开供应土地，防范过度金融化和房价上涨过快。因此各地才能从容不迫成立各类开发区，地方投融资平台，抵押土地获取大量资金用于片区开发和新的土地整理。

图 7：房地产金融化示意简图



资料来源：中信证券研究部整理

看到问题，更不应该否认成果。房改使得城市的面貌发生了天翻地覆的变化，只用了 10 年时间，地铁，花园式广场，五星级酒店鳞次栉比，城镇人口人均居住面积翻番式增长，居住条件比 10 年前绝对下降的家庭极其罕见。房地产金融的原动力是经济增长，产业升级和人民生活水平提高的要求，而快速满足这些要求的资金，往往大多来自于房地产金融化。

但房地产金融化的负面效应也十分突出，其凸显整个社会的财富差距，也确实缺乏必要的保障手段。这最终引发了政府直接干预房地产金融化，以确保这个系统更长期运转下去。除了信贷手段，也包括敞开供应土地防范过度金融化。但这种干预只是防范系统风险积聚，不是否定这个系统。

理性调控的最终目标

政府在不同场合曾经明确表达过本论房地产调控的目标，也就是遏制部分城市房价过快上涨，保证居民住有所居等。调控的目标并不成问题，如果房价不涨甚至是小幅下跌，那么调控也就算是达到了历史使命。然而，如果将调控理解过于简单化，抽离具体的产业环境去看调控目标，则最简单莫过于直接发布限价令而已。

温家宝总理曾经考察和赞扬新加坡的保障性和住房制度，我们略引用新加坡国家发展部长关于其房地产政策的演讲：

.....

过去 50 年来，支持我国公共建屋制度的是政府三大承诺。

一是居者有其屋。这是我国公共住屋政策的核心。今天，90%的组屋住户都拥有自己的房子，可说是世界之冠。与其租房子给人民，使人民成为租户，我国政府很早就决定让人民成为屋主。只要贷款谨慎，就可视为“良性债务”。这样一来，所有国民都可拥有一份宝贵的资产，成为国家的利益持有者。

二是给广大民众安家。跟多数国家不同的是，我们的公共住屋政策从一开始就是针对绝大部分国民而制定的。今天，80%人口住在政府组屋。我们建公共住屋不只为人民提供遮风挡雨的居所，更是为了建设一个人人都安居乐业的美好家园。

三是给民众建长久的家。政府的公共住屋政策是一项长期承诺。建屋局不但卖组屋给你，有时候还会再回头为你翻新组屋。当然，我们得在预算充裕的情况下才能这么做。在你晚年的时候，我们会帮你套现组屋价值。例如建屋局有屋契回购计划，让你既住在组屋里，也同时有定期收入。

未来，这些承诺还切合时宜吗？我坚信答案是肯定的。将来，我们要给多少人口盖房子，或要提供什么类型的房子，都是可以商榷的课题，但是我们的这些核心价值观将会保持不变。这些价值观对建立一个富有社会凝聚力和稳定的国家至关重要，对人民独立、经济有保障也很重要。

我们在抓紧这些核心目标的同时，也须顺应改变和人民的需求，因此得不时调整政策。展望未来，我认为我们将面对三大挑战。

一是为首次购屋者提供住屋。过去 50 年，我国在提供住房方面不断取得进展，国人已经从希望拥有屋子的一群，变成拥屋一族了。如果我们要坚守对国人的承诺，让每一个国人都拥有一份宝贵的资产，尤其得帮助年轻国人购买第一间组屋。所以，无论是购买转售组屋的房屋津贴也好，直接购买新组屋也好，我们都已经调整政策，给予他们更多的优先权。不过，即使如此，我们也不能失去平衡。不错，我们会为年轻购屋者提供足够的组屋，但是我们也必须小心，不可过量建造组屋，以免过剩组屋压低房价，对现有的屋主造成伤害。因为购屋者一旦买了组屋就晋升为屋主了，所以确保组屋保值，符合年轻购屋者的长期利益。

二是满足各种住房需求。要为 80%的国人建屋，就意味着必须建不同类型的组屋，以满足不同收入和不同期望的国人的需求。上世纪 60 年代和 70 年代，建屋局是建造设计简单的普通组屋。今天，建屋局提供的组屋更加多样化，有设计普通的标准型组屋，也有像达士岭组屋那样设计档次较高的组屋，还有预购组屋、由私人发展商设计、建造和销售的组屋和执行共管公寓等等。这些都是为了满足不同收入群体的需求。不过，多样化的选择也意味着价格会有所不同。购屋者必须小心选择，要量力而为才行。

三是建组屋不可超出预算。政府建组屋需要花费国家很多财力，去年的拨款就已达 17 亿元。尽管为国人提供负担得起的房屋是我们坚定的信念，但我们也必须向人民负责，因此必须确保建屋拨款得到善用。购屋者当然都想得到更多的津贴，因为这样就能少付一些钱。但是，这意味着对公共住屋的拨款就得增加，这样会直接影响到教育、医疗、国防等方面的拨款。每一个国民最终都会成为购屋者、拥屋者和纳税人，我们应该对这些不同群体的利益加以平衡。

.....

我们相信，由于各国的国情不同，我们不可能照搬任何一国的原有制度，例如成立一个建屋局本身对于大国来说太过理想化。然而我们认为房地产市场的理想化状态是一种和谐态，不是一种极端态，和谐的内容包括使得居民住有所居，提高居民住房条件，尽量保持较高的住房自有率，防止房价过快上涨，维护存量住房价值，限制财富两极分化，维护社会稳定，保证金融系统低风险运行，推动经济又好又快发展等。在特定的历史阶段需要突出强调某几项内容，例如在投资无忧的情况下出重手遏制房价过快上涨。

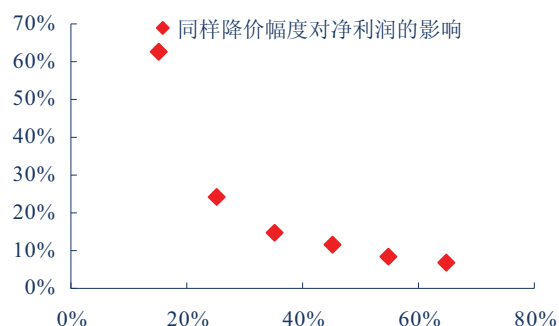
超调的短期结果是调超

价格回归正常毛利，销售量阶段性恢复

对于开发企业来说，经历了 2007 年的大牛市，思维惯性导致他们对于 2008 年的判断是十分乐观的，这也导致当时对市场的调整估计不足。随着预期的一步步恶化，房价和销售节奏并没有真正得到相应调整，尽管当时已经有少数开发商意识到情况的严重性，但是对于绝大多数企业来说还沉浸在牛市的思维当中。在经历了半年的痛苦等待之后，资金链濒临断裂的开发企业纷纷降价倾销，这也导致了随后房价相对大幅的下跌。

今天，我们看不到开发商对于未来的盲目乐观，企业逐渐意识到维持一个合理的开发节奏和销售速度的重要性。因此，未来如果有价格的调整，也是主动的，不是被迫的。土地增值税的存在使得这种调整来得更快，因为 50% 的高毛利下，开发商降低销售价格对于毛利的影响其实是很小的。

图 8：不同毛利率下降价 5% 对净利润的影响比较

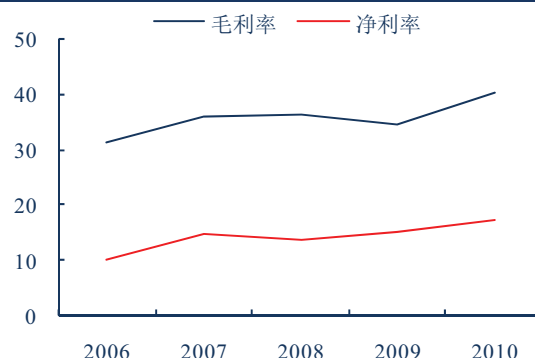


资料来源：中信证券研究部测算

注：竖轴为原来的毛利率，横轴为降价 5% 后对净利润的影响

考虑超率累进办法征收土地增值税。

图 9：开发企业整体毛利处于历史高位

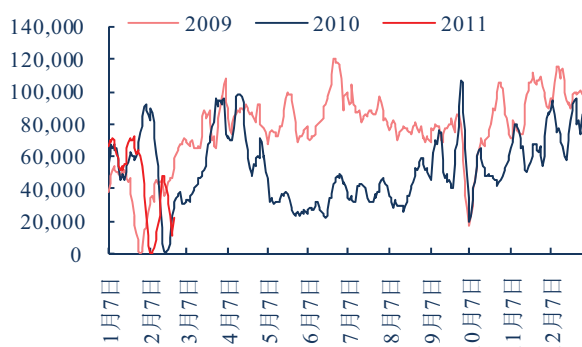


资料来源：Wind

无论开发企业成本如何，在相同的房价下降低相同的幅度，对于需求端的影响是一样的。但正是因为目前开发企业的利润水平处于历史高位，开发企业才比较乐意通过理性定价的行为换取销售速度，这个时候价格的付出不会对利润产生过分的影响。

在资金不是格外紧张的情况之下，这种降价既是快速的，也会是结构性的，有限度的。开发企业对于新盘适当低开，但老盘不降价，对一些高端楼盘提高性价比，不一定采取直接的降价手段。尽管估值模型结果对于房价非常敏感，但房价本身却不会跌破之前市场悲观的预期。这种特殊的情形，使得地产研究员很难下调盈利预测。但姿态性的房价调整，反而能为新周期开始破冰。

图 10: 北京一手房成交面积同比 单位: 平米



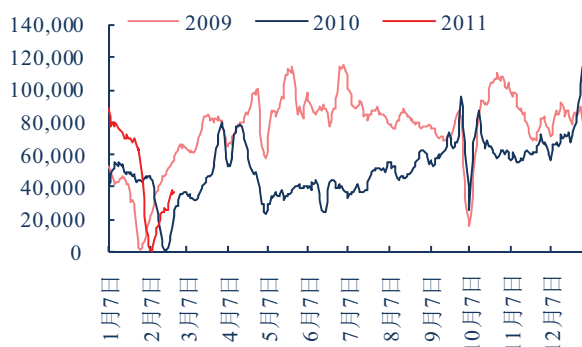
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 11: 深圳一手房成交面积同比 单位: 平米



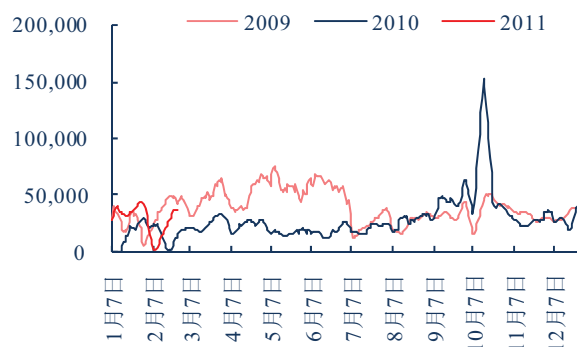
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 12: 上海一手房成交面积同比 单位: 平米



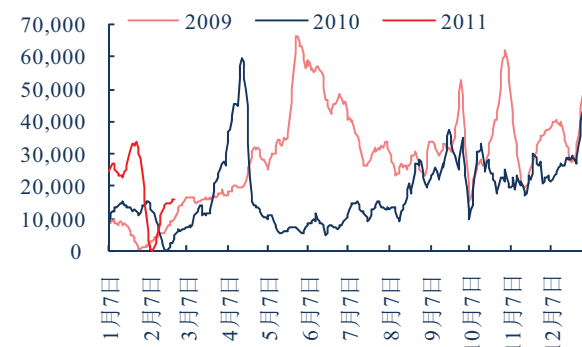
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 13: 广州一手房成交面积同比 单位: 平米



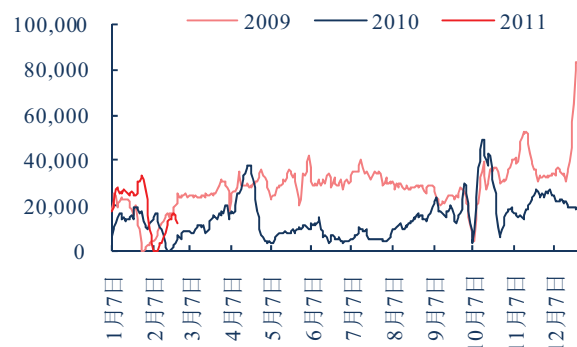
资料来源: Wind, Cric, 中信证券研究部整理

图 14: 杭州一手房成交面积同比 单位: 平米



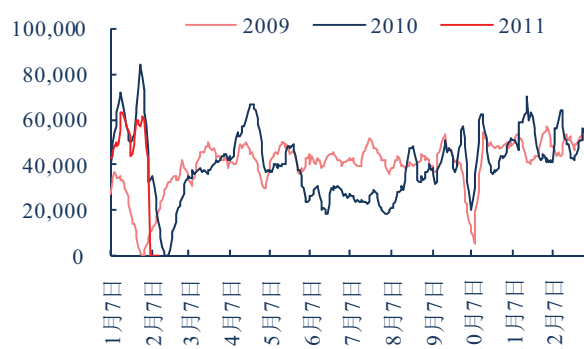
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 15: 南京一手房成交面积同比 单位: 平米



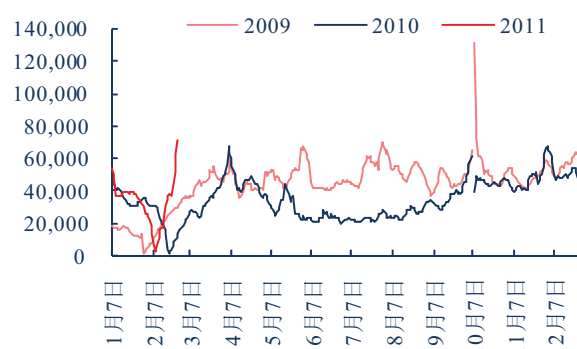
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 16: 武汉一手房成交面积同比 单位: 平米



资料来源: Wind

图 17: 天津一手房成交面积同比 单位: 平米



资料来源: Wind

另外一个和 2008 年不同的地方是，此次需求端很少人预测价格下降，而 2008 年则是普遍预期房价下降。这种情形表现在二手房在当前价格仍然十分坚挺（其本质原因则是居民普遍没有什么负债，当然这是看好行业的基础之一）。从效果上说，价格理性回归会引发部分居民入市，从而使得销售速度不那么悲观。

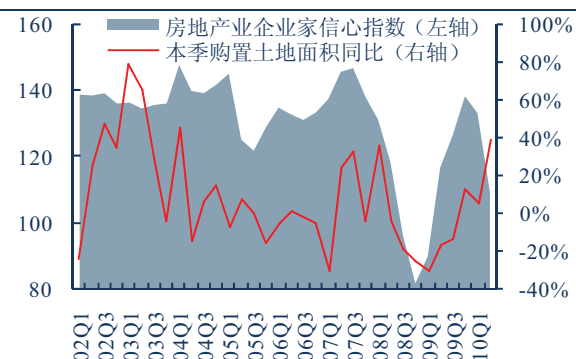
表 6: 中原地产二手住宅指数（11 年 2 月）

	价格指数	环比	同比	租金指数	环比	同比
北京	313	0.64%	7.51%	142	0.78%	8.18%
上海	264	2.54%	14.91%	135	0.94%	7.27%
广州	321	2.71%	25.05%	124	1.25%	9.96%
深圳	334	2.38%	8.60%	120	0.80%	1.04%
天津	373	2.71%	29.29%	130	1.67%	8.52%

资料来源: 中原地产

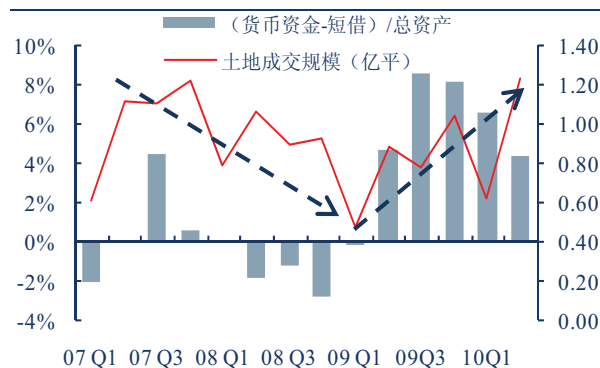
土地流拍和溢价率下降

图 18: 房地产企业家信心与土地购置行为高度相关



资料来源: Wind

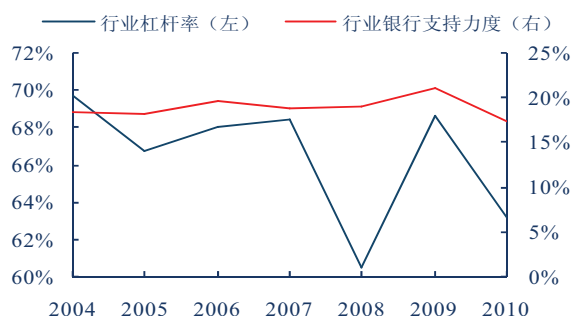
图 19: 企业资金状况与拿地意愿高度相关



资料来源: Wind

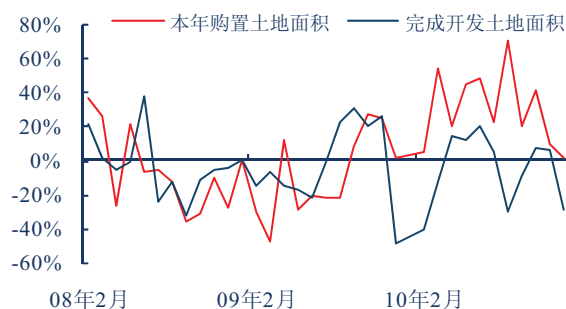
在信贷持续收紧的环境中，企业自有资金成为资金周转的主要来源。2010 年，开发企业的贷款支持程度下降到了 2007 年以来的低点，自筹资金和其他资金（主要为预收款）占企业资金来源的比例超过了 80%。如果销售不畅，公司很可能通过降低土地购买速度和适当放慢未开工项目进度来确保短期内现金流不出现大问题。

图 20: 房地产行业的去杠杆化



资料来源: Wind

图 21: 土地购置面积和开发面积增速

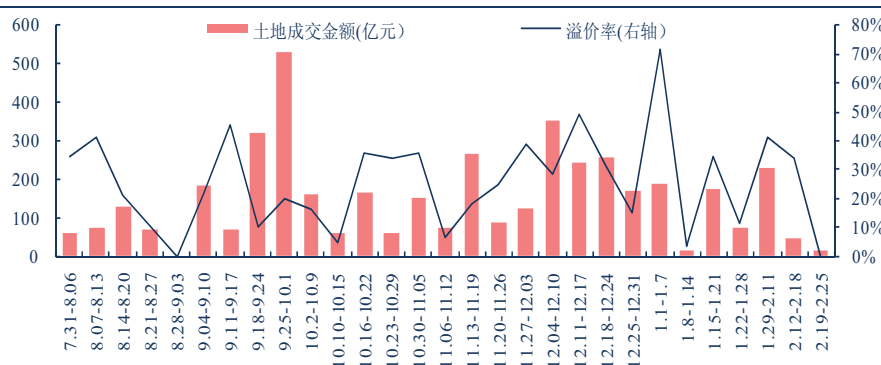


资料来源: Wind

从目前土地市场的成交来看，市场朝我们预期的方向发展。2010 年下半年以来，土地成交溢价率已经下降到 30% 的水平，相比 2007 年、2009 年动辄 100% 的成交溢价率来说土地市场已经降温。2011 年以来，土地成交规模逐渐下降，2 月到目前为止我们监测的样本城市流拍率已经上升到 40%。我们预期未来随着限购的继续执行，土地市场继续降温的趋势将延续。但对于一些资金面相对宽松的大企业来说，可能会在风险可控的范围内少量获取土地储备。未来一段时间内土地市场的溢价率将继续维持在低位，流拍率维持在相对高位。

图 22: 全国主要城市土地市场成交状况

单位: 亿元, %



资料来源: Cric, 中信证券研究部整理 (注: 统计只包括住宅及综合用地, 工业用地不在统计之列)

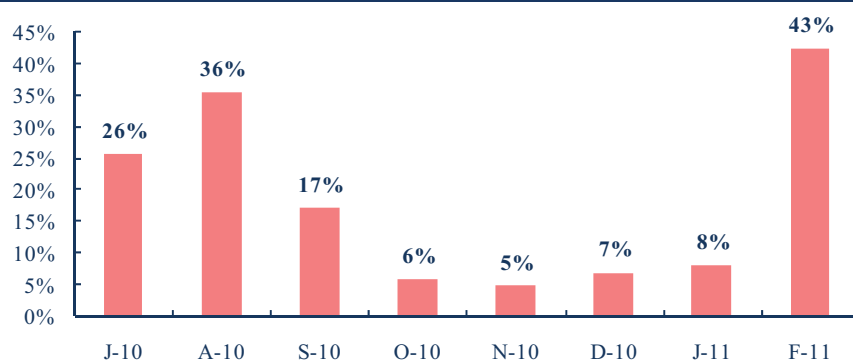
表 7: 1 月 1 日以来全国住宅/综合用地流拍状况

城市	土地名称	挂牌时间	总建面 (万平)	成交情况
鞍山	DH-2011-02 鞍千路东、万水河南路西侧地块	2 月 9 日	26.67	流标
鞍山	DH-2011-01 鞍千路东、万水河南路西侧地块	2 月 9 日	33.75	流标
常州	常州市武进区嘉泽茶泽街与环镇路交叉口地块	1 月 28 日	1.34	流标
包头	2010 年第 20 号 2005 昆区钢铁大街以南、少先路以北、昆河东路西侧、滨河路东侧地块	1 月 28 日	15.85	流标
包头	2010 年第 20 号 2001 昆区莫尼路以北、文化路以南、昆河东路西侧、滨河路东侧地块	1 月 28 日	20.58	流标
包头	2010 年第 20 号 2006 昆区友谊大街以北、少线路以南、昆河东路西侧、滨河路东侧地块	1 月 28 日	25.39	流标
包头	2010 年第 20 号 2002 昆区团结大街以北、莫尼路以南、昆河东路西侧、滨河路东侧地块	1 月 28 日	18.13	流标
包头	2010 年第 20 号 2003 昆区团结大街以南、青年路以北、昆河东路西侧、滨河路东侧地块	1 月 28 日	23.95	流标
包头	2010 年第 20 号 2004 昆区青年路以南、钢铁大街以北、昆河东路西侧、滨河路东侧地块	1 月 28 日	23.24	流标
西安	BL10-8-63-12	1 月 27 日	13.80	流标
宁波	二环路 1#地块	1 月 26 日	4.42	流标
宁波	国道 1#地块	1 月 26 日	2.63	流标
包头	2010 年第 20 号公告 2008 东河区巴彦塔拉大街南、南门外大街西地块	1 月 24 日	2.00	流标
包头	2010 年第 20 号公告 2007 昆区林荫中路西侧地块	1 月 24 日	12.72	流标
长沙	[2011]网挂 002 号长沙市岳麓区杜鹃路以南、银杉路以西地块	1 月 21 日	4.91	流标
九江	九庐土挂 2010-25 虞家河乡东光村地块	1 月 20 日	10.40	流标

九江	九庐土挂 2010-26 姑塘镇蔡岭村	1 月 20 日	27.93	流标
九江	九开挂[2010]47 号开发区京九路以南、九江鸿丰公司以西地块	1 月 14 日	8.78	流标
九江	九开挂[2010]48 号九江综合工业园天池路以南地块	1 月 14 日	0.16	流标
九江	九开挂[2010]46 号九瑞大道以南、联合化工厂以东地块	1 月 14 日	8.11	流标
连云港	连云港 LTC2010-101#地块	1 月 13 日	17.40	流标
中山	2011 挂-0110 (板芙镇 G30-10-0453 地块)	1 月 10 日	31.17	流标
洛阳	老城区人民街及东平街	1 月 7 日	7.90	流标
合肥	E1011 地块	1 月 5 日	4.31	流标
合肥	肥西[2010]35 号地块	1 月 4 日	1.89	流标
汇总			347.44	

资料来源: Cric, 中信证券研究部整理

图 23: 截至 2 月 25 日全国主要城市土地月度市场流标率



资料来源: Cric, 中信证券研究部整理 (注: 统计只包括住宅及综合用地, 工业用地不在统计之列; 流标率定义为挂牌时间区间内流标土地面积/成交土地面积)

投资热情下降

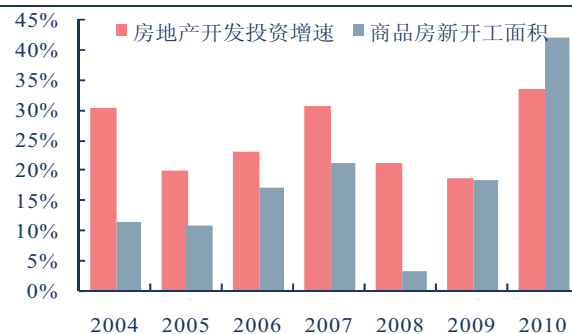
除了拿地谨慎之外, 企业应对“寒冬”的另外一个措施就是控制新开工。一方面, 对于将要达到预售条件或已经预售的项目, 地产企业会加速开工, 以期在未来加速现金回流; 另一方面, 对于尚未开工项目来说, 企业会根据销售情况适当控制开工和投资节奏。因此投资增速并不会立即一落千丈, 而是会渐次回落。在中性的情况下, 我们预期房地产开发投资增速为 20% 左右 (详见我们 2011 年 1 月发布的报告: 《房地产行业专题研究—房地产开发投资预测探索和实践》)。

图 24: 商品房新开工增速回落



资料来源: Wind

图 25: 历年房地产开发投资增速及新开工面积增速



资料来源: Wind

调超可能是新一轮周期的起点

市场长期行政化

本次调控相对于历次调控的一个最大特点就是市场走上了行政化的资源分配路径。以北京为例，相对于“国八条”中的限购模板，北京将“一定年限的纳税证明”定位为 5 年，政策出台力度异常严格，同时限购以认房为标准。外地人购房门槛的大幅提高有利于人口的控制和疏解，我们认为这种政策持续时间将比其他一些城市限购令要长。

短期看，限购会造成交易量下滑，从中介调研的情况看，被限制的人群可能占 40% 以上，由此产生对可以购房的人群预期影响以及成本增加等其他因素叠加，更加不可小视。但这种影响只是伴随着本轮周期而始终的，需求有起有落。但长期看，北京作为中国唯一的孤立大城市，又是行政中心，商品房的“行政化”趋势可能会超越本轮周期。既然未来的土地大量要被“限房价”，如果供不应求，价格信号又不能起到分配作用，那么又能以什么东西来配置资源呢？我们相信就是某种行政的力量，比如说户口，再比如说该居民所在的单位，如此等等。我们相信至少在北京，这种趋势可能是长远的，这对于民营企业来说可能是更加不利的。

表 8：“国八条”后部分代表城市限购令

城市	限制家庭范围		限购令开始时间
	户籍内家庭	户籍外家庭	
北京	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，5 年纳税证明限购 1 套	2011 年 2 月 16 日
青岛	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，1 年纳税证明限购 1 套	2011 年 1 月 30 日
上海	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，2 年内累计纳税 1 年证明限购 1 套	2011 年 2 月 1 日
南京	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，1 年纳税证明限购 1 套	2011 年 2 月 19 日
贵阳	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，1 年纳税证明限购 1 套	2011 年 2 月 16 日
广州	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，1 年纳税证明限购 1 套	2011 年 1 月 18 日
南宁	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，1 年纳税证明限购 1 套	2011 年 3 月 1 日
济南	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，1 年纳税证明限购 1 套	2011 年 1 月 21 日
天津	存量小于等于 1 套限购 1 套	无存量，1 年纳税证明限购 1 套	2011 年 2 月 21 日

资料来源：各地方政府，中信证券研究部整理

同时，中央政府要求地方政府出台房价调控目标，甚至点名批评一些没有出台限购令的城市。为了保障调控产生效果，本次调控增加了地方政府约谈机制，对贯彻不力的官员问责。激励和惩罚机制的改变将使得本次调控的效果要超过史上任何一次调控，在住房双轨制完善之前行政化调控或将成为常态。

表 9：部分城市计划公布调控目标的时间点

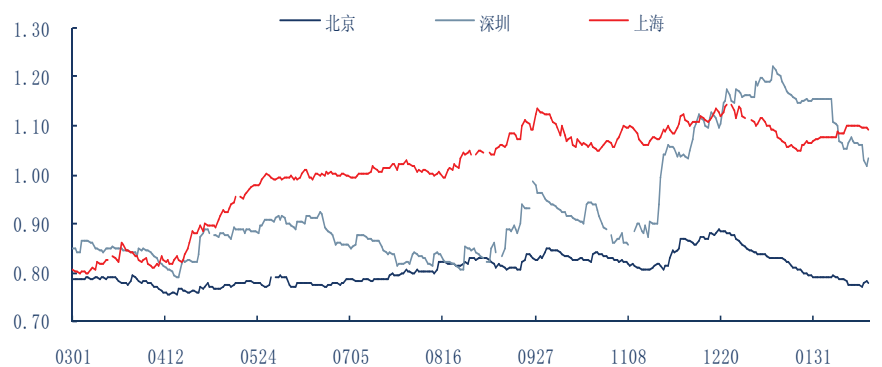
地区/城市	是否公布	计划公布调控目标的时间点
重庆	已公布	房价的增长率做到“三个不超过”：不超过全市 GDP 的增长率；不超过城市职工年均收入的增长率；不超过城市人均收入的增长率
成都	已公布	保持房价基本稳定
贵阳	已公布	新建房价增幅不高于去年全国平均值
长春	已公布	新建住房价格涨幅有较大幅度回落
甘肃省	未公布	计划将于 3 月份公布
江苏省	未公布	计划将于一季度底公布
广州	未公布	计划将于一季度底公布
北京	未公布	不详
南京	未公布	合理确定年度新建住房价格控制目标，并于 3 月底前向社会公布
上海	未公布	于今年 3 月底前向社会公布

资料来源：各地政府，中信证券研究部整理

可销售资源先增加后下降

调控之初，由于新开工投入市场，销售资源预期直线上升；调控后期，由于投资热情下降，销售速度也下降，可销售资源可能会趋势下降。不过，短期内的供应压力不会爆发式上升，因为政府会控制预售证发放，开发企业也不能积蓄足够的客源。

图 26：三地供应指数（200906=1）



资料来源：Wind

注：2010 年 10 月 28 日官方数据进行了调整，我们假设当日成交没有异动，库存维持连续性重新计算了供应指数

图 27：上海商品房存量及去化周期



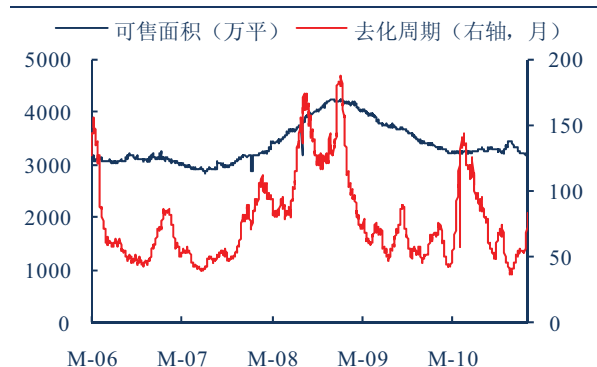
资料来源：Wind，去化周期以前一个月平均销售速度计算

图 28：杭州商品房存量及去化周期



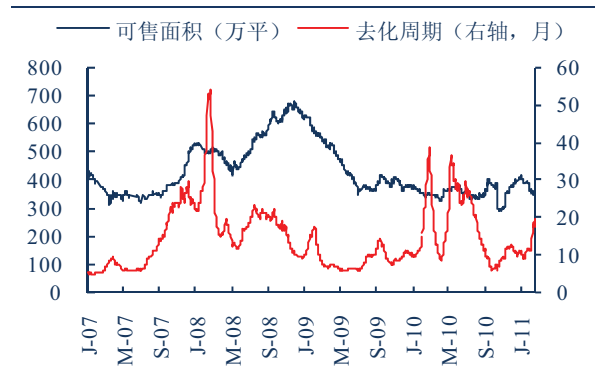
资料来源：Wind，去化周期以前一个月平均销售速度计算

图 29: 北京商品房存量及去化周期



资料来源: Wind, 去化周期以前一个月平均销售速度计算

图 30: 深圳商品房存量及去化周期



资料来源: Wind, 去化周期以前一个月平均销售速度计算

风险提示——不利于地产股的基本面可能图景

我们上述讨论，均是基于我们认为最有可能出现的情景所展开的。这种情景的前提包括，政策是相对严厉的，货币环境也是持续紧缩的，开发企业中的大多数是理性的。然而，如果开发企业中的大多数是非理性的，则可能出现另一种情景。3-4 月份房屋的销售价格会暂时僵持，土地市场却会继续繁荣，最终抽干了开发企业的血。二季度末以后，企业的资金可能不能支持，此时出现的甩货就不再是开发企业主动调整价格，而是被动出清存货，供应指数持续上行，土地市场几乎零成交。

这种现象出现的核心假设是，开发企业不会吸取 2008 年的教训，从哪里跌倒，还从哪里再跌一次。我们曾经在“415”和“929”之后都对基本面十分乐观，事实证明销售也确实没有受到什么影响。彼时低利率环境特别是房贷折扣尤在，限购本身漏洞百出。今时今日，情况并非如此。

表 10: 超调后的情景分析

	出现可能性	产业政策演变	融资环境	开发企业应对	3月和其后的房屋销售速度	3月和其后的房屋推销量	3月和其后的土地市场	房价	地产股投资建议
情景一	极大	政策严格执行，各地相继出台调控细则	融资环境严酷	企业多数理性，迅速做出价格调整，普遍性拿地谨慎，开拓多元化融资渠道	环比好于2月份，但销售速度较2010年有下降；到二季度末随着货币政策继续收缩，销售速度或将大幅下行	大量新开工终于转化为有效供应，到3季度供应呈现上升趋势；随后由于投资热情下行，供应压力逐渐消退	土地出让量少，大量底价成交，溢价率低，甚至出现流拍	房价快于市场预期，迅速主动调整，3月份就可以看到。但这种牺牲超额利润带来的结构性下调和资金链出问题后的甩货有区别	低估值情景下，建议买入
情景二	很小	政策严格执行，各地相继出台调控细则	融资环境严酷	企业非理性	由于价格僵持，3-4月份的销售量就一落千丈，此后货币继续收紧，销售速度继续下行	由于资金链出现危机，企业不断甩货，造成供应指数大幅上行	由于企业不理性，土地市场在3月份回暖，4月底开始多数企业资金又难以维系，土地市场走向零成交	房价在二季度没有调整，三季度由于企业资金情况急剧恶化，房价开始下降	虽然估值低，但仍不建议买入
情景三	很小	政策虽然表面严厉，但执行层	融资环境比较严酷，但货币紧	企业多数理性，迅速做出价格	销售情况略好于情景一	推货情况略好于情景一，供应	土地市场情景完全区别于情	房价微幅下降，对小公司来说，	建议买入，尤其建议买入国企

		面不断出现特例	缩的力度小于市场预期	调整, 普遍性拿地谨慎, 开拓多元化融资渠道, 也有企业逢低吸纳土地		基本平稳	景一, 大企业和其他背景占优的企业大举拿地, 小企业则面临资金困境	降价不如卖项目给大公司	和大企业
情景四	极小	产业政策严格执行	货币环境由于宏观经济不确定性反而走向再度宽松	企业多数理性, 迅速做出价格调整, 普遍性拿地谨慎, 开拓多元化融资渠道, 也有企业逢低吸纳土地	销售情况类似于情景三	推货情况类似于情景三	土地市场情况类似于情景三	房价微幅下降, 对小公司来说, 降价不如卖项目给大公司, 大企业占优融资方面的明显优势	建议买入, 尤其建议买入国企和大企业

资料来源: 中信证券研究部整理

我们还假设了其他两种情景。如果政策虽然严格执行, 但却也有不少特例能够跳出政策之外 (例如有企业能够获取股权融资的特批, 发生资金困难有金融机构特殊扶持, 土地价格一旦偏贵可以调整容积率和修改规划等等)。这种情况一旦发生, 整个市场的结构调整将如火如荼, 地产股, 尤其是大地产股, 仍然是可以选择的。

如果产业政策严格, 但货币政策却不得不再次走向放松, 基本面的结论也和第三钟情景基本一样。因为大公司春江水暖鸭先知, 容易率先利用金融杠杆扩张业务。

当然我们还能做一些其他的情景分析, 比如我们可以去假设短期内产业政策就会放松。但这种假设是理论上的, 实际上我们并不认为今天的政策声浪转眼又会出现托市和救市。证券研究不对极小概率事件进行假设。

总而言之, 如果开发企业是不理性的, 3 月份继续高歌猛进, 挥霍现金流, 大举拿地。那么调超的负面影响就是恶性的。新周期虽然也会到来, 但到来时可能已经是“白骨露于野, 千里无鸡鸣”。我们相信这种情形出现可能性很小。

超调和调超之间投资标的选择

我们认为, 既然房地产金融化制度环境没有改变, 调控的猛烈程度只是影响到周期波动本身。一方面我们承认基本面会在一段时间内趋势性下行, 但另一方面我们认为不需要对这种趋势性下行过分担心。只有销售速度下降, 政策严厉执行, 才有未来推货量先增长后下降, 才有土地的流拍, 周期才能向前。更何况, 当前地产股的估值具备吸引力。

表 11: 估值表

简称	股价 (元)	NAV (元)	NAV溢价	EPS (元)			PE		
				09A	10E	11E	09A	10E	11E
金地集团	6.65	9.79	-32.07%	0.40	0.60	0.81	16.63	11.08	8.21
万科A	8.34	9.65	-13.58%	0.48	0.7	1.01	17.38	11.91	8.26
保利地产	13.09	15.62	-16.20%	0.77	1.08	1.41	17.00	12.12	9.28
招商地产	17.00	17.44	-2.52%	0.96	1.15	1.46	17.71	14.78	11.64
首开股份	15.85	30.54	-48.10%	0.81	1.22	1.70	19.57	12.99	9.32
新湖中宝	5.38	9.26	-41.90%	0.23	0.3	0.43	23.39	17.93	12.51
中南建设	11.06	18.43	-39.99%	0.48	0.70	0.98	23.04	15.80	11.29
华发股份	11.41	14.80	-22.91%	0.83	0.92	1.26	13.75	12.40	9.06
亿城股份	4.88	8.37	-41.70%	0.42	0.55	0.75	11.62	8.87	6.51

荣盛发展	12.76	11.1	14.95%	0.43	0.71	1.33	29.67	17.97	9.59
滨江集团	11.00	13.25	-16.98%	0.48	0.78	1.09	22.92	14.10	10.09
华侨城	14.28	18.06	-20.93%	0.55	0.98	1.17	25.96	14.57	12.21
泛海建设	8.61	18.52	-53.51%	0.18	0.05	0.43	47.83	172.20	20.02
北辰实业	3.59	4.64	-22.63%	0.17	0.08	0.2	21.12	44.88	17.95
平均			-26.05%				21.63	25.61	11.09

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

产业集中度提高是最重要的投资主题

虽然大公司在过去半个月并没有展现出对行业的超额收益，但是仔细考察上涨较多的个股，我们认为一些“非地产因素”推动一些地产股上行，本质上反映了市场对产业的悲观，而不是产业内大公司基本面落后小公司。

促进产业集中度提高的因素主要包括：金融资源集中的趋势，消费者的偏好和原材料价格。

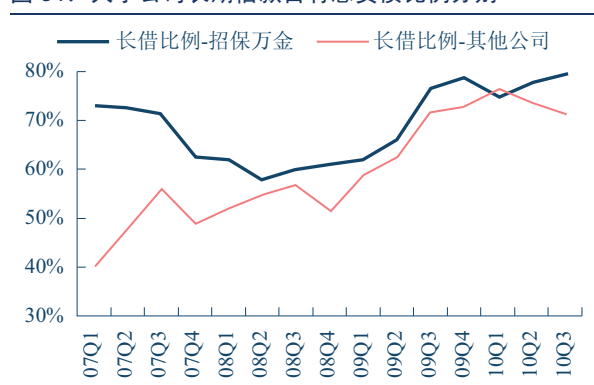
表 12：房地产企业的规模优势

环节	优势	劣势
拿地	资金充裕，注册资本金等在拿地环节有优势	管理半径比较长，反应不够灵活，可能有委托代理问题
融资	资金充裕，信用等级高，往往还拥有直接融资渠道	
建设	集中采购，解决建安成本	管理半径长，容易漏出
销售	品牌优势，全国销售	管理半径长，容易出现内部人销售
物业	长期滚动开发，保证物业服务质量	

资料来源：中信证券研究部整理

当货币相对偏紧的时候，金融资源的集中度会更高，银行体系会倾向于扶持一批大公司。而房地产行业的贷款又往往是高波动的，这使得资金相对紧缩变成了对大公司的结构性利好。当然，大公司本身也确实在金融创新方面更有经验。在货币宽松的情况下，大公司和小公司的负债结构不会有大的差别。一旦货币相对紧张，大公司的长期借款占比会明显提高，而小公司可能无从获得长期的借款，以短搏长，现金流容易遇到风险。

图 31：大小公司长期借款占有息负债比例分别



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 32：房地产类贷款的波动性强于其他类



资料来源：中国人民银行

消费者从来都偏好那些优质物业，特别是在品牌、营销、物业管理等各个方面具备优势的物业。但在牛市阶段，消费者的偏好不能充分体现，“日光”和“抢购”都使得各类物业鸡犬升天。在熊市，消费者也往往受制于较高的杠杆条件或是房价下跌的预期。理性而不疯狂的市场，销售分化可能更加明显，消费者的偏好可能促使产业集中度迅速提高。

表 13：同地段物业定价差异

地点	楼盘名	开发商	售价（元/平）	周边代表性物业	售价（元/平）	相对溢价率
上海浦东区	星河湾	上海浦东星河湾房地产开发有限公司	50,000	万科金色城市	30,000	67%
				大华锦绣华城三期	28,000	79%
				悦豪斯	31,000	61%
太原小店区	星河湾	太原星河湾地产开发有限公司	27,000	托斯卡纳·温泉艺墅	4,500	500%
				帝景晨曦	5,980	352%
				浦东新座	4,300	528%
天津南开区	仁恒海河广场	仁恒发展（天津）有限公司	25,000	富力城华庭	21,000	19%
				九州国际	21,000	19%
				优仕	22,000	14%
杭州余杭区	绿城玉园	绿城集团	20,000	中意名仕苑	14,000	43%
				桂花星城	12,500	60%
				赞成美树	13,500	48%
杭州江干区	城市之星	滨江集团	43,800	万银国际	32,000	37%
				上东街区美一方	5,600	43%
				亚泰桂花苑	6,500	23%
长春二道区	万科蓝山	长春万科	8,000	万龙名城	6,000	33%

资料来源：Cric

原材料价格也是产业集中度提高的重要原因。一方面，大公司在集中采购时候具备优势，和产业链其他环节谈判也占尽先机。另一方面，政府更加乐意出让土地给大企业，因此大企业拿地的价格往往比没有开发实力的小公司要低一些。尽管这种市场占有率提升和融资手段占优，需要很长的时间才能显示出来，但越往后，大公司相对小公司的优势也越发明显。

至于市场持续担心的大公司可能位于一些被限购的区域，若干小公司则可能分布在不被限购的区域。一方面我们认为大公司本身也在走经营区域下沉的道路，一线城市在大公司业务占比也在下降；其次我们认为一线城市需求基数大，品牌号召力强的大公司仍然可以取得不错的销售成绩，反而是一些缺乏开发经验的本地小企业可能面临窘境。

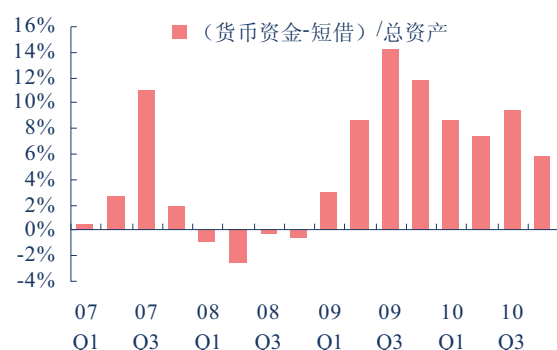
当然，大公司不是只指全国范围的龙头，只要是那些与地方关系紧密，融资渠道通畅，品牌突出的公司（比如华发、首开、中南、金隅、滨江等等），即便不是全国性的，也同样享受产业集中度提高的好处。

地产股投资必须考虑安全边际

安全边际，包括资金链的安全边际，股价的安全边际和事件的安全边际。我们认为在地产牛市时安全性并不重要，房价和销售上涨对于业绩推动力量很强。但是当前地产股的行情则不同，安全性已经成为了选股必须考虑的因素。

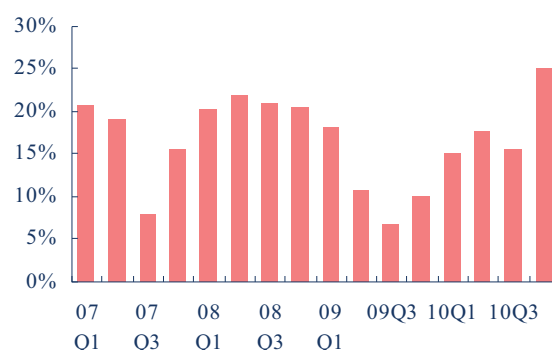
静态看我们尚且看不到地产企业资金情况的紧张。2010 年已经公布年报的企业，短期借款规模小于现金规模，有息负债率（扣减现金后）为 25.1%。由于一些有息负债率低的企业尚未公布年报，我们相信最后行业的有息负债率会在 07 年以来历史高点上下，但也不会达到 25%。而且负债结构之中，短期需要偿还的压力不大。

图 33：大小公司长期借款占有息负债比例分别



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 34：房地产企业有息负债率



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

但动态看，2011 年资金紧张是常态。除了销售端面临的不确定性，更重要的是物价上涨压力使得货币紧缩是常态。我们因此不得不去选择安全性高的企业。安全性高的企业并不一定是有息负债率低的企业，有一些有息负债率比较高，但是背景较好的国企，也可以视为安全性高的企业。因此我们在其后的个股选择中，多选择那些国企背景，规模较大的企业（或者就是新潮这样的特殊民企，本身有银行的股权）。

股价的安全边际，一方面是指盈利预测本身的确定性。一般来说，预收款越高，盈利预测越确定。另一方面，也是估值本身的安全性，也就是指在 2011 年的反弹式行情中，需要无惧调控的舆论声浪，也要正视销售速度下降的可能。我们既建议在当前的估值低点买入地产股，也建议在估值回补到较高位置时（例如全体地产股都达到 NAV 平价时）选择降低仓位。目前来看，股价向上的空间是充分的。

事件性的安全边际，是指此一阶段不必过分相信突发事件的影响。例如，市场认为未来股权融资环境可能会有一些变化，新的“特例”会继续出现，我们十分同意这一看法。但房地产融资本身出现一些缺口，未必等同于豪赌重组股，因为特例的出现有时候也意味着“非特例”被否定。

华发股份——珠江西岸的第一投资标的

- ❖ **横琴岛开发的最大受益者：**2010 年 6 月 24 日，国务院常务会议原则性通过《横琴总体发展规划》，今年两会期间全国政协委员马经在两会上提交了《关于支持横琴新区建立粤港澳金融共同市场试验区》的提案，我们预期横琴岛的开发与定位将在今年产生实质性进展，珠三角西岸资源将持续重估。华发股份大股东华发集团负责开发十字门商务区（占地面积 5.77 平方公里），并承诺未来若开发则根据同业竞争协议由华发股份主要负责，华发股份将成为横琴岛开发最大受益者。
- ❖ **坐镇珠海资源重估明显：**随着广珠城轨的开通，珠海、中山等地同城化进程将加速。2011 年底广珠铁路的开通将战略性提升珠海港在珠三角的地位，珠三角西岸资源洼地效应将逐渐减小。公司在珠海、中山分别拥有土地储备超过 240 万平和 140 万平，高协同效应的同城化进程将促进华发优良资源的进一步重估。且未来珠海的城市更新过程中，我们预期公司也将占据十分重要的位置。
- ❖ **主动性扩张初见成效：**公司第一轮扩张已经开花结果，包头项目和大连项目的热销证明了公司有复制珠海的成功经验。同时公司充沛的现金状况为第二轮扩张准备了良好的储备，新扩张伊始公司也吸取了第一轮的经验，拿地模式走向多样化，有效控制了项目成本。
- ❖ **好产品造就高资源实现能力：**与一般的资源类公司不同，公司能够通过卓越的户型设计、水榭园林打造和出色的营销完成资源的高溢价实现，公司在珠海的楼盘销售价格也是位居地区前列，“华发新城”品牌的异地复制也十分成功。预期 2011 年下半年华发蔚蓝堡、华发新城 6 期等项目的入市将再次验证公司的产品打造能力。公司不依赖于某一个大盘，业绩和现金流都是十分平稳的。

- ❖ **风险提示：**货币政策收紧超预期导致行业销量大幅下滑的风险；公司产品品质高，不适合在房价过低的区域拓展。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司 10/11/12 年 EPS 分别为 0.92/1.26/1.70 元/股，假设房价水平降低 10%得出公司 NAV14.80 元/股。我们认为公司未来最有可能受益珠三角西岸经济的腾飞和同城化带来的房价重估，公司的对外扩张也走到转折点。给予公司“买入”评级，目标价 NAV 平价 14.80 元/股。

项目/年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3479	4007	5774	7838	9875
增长率 YoY%	60.7	15.2	44.1	35.8	26.0
净利润(百万元)	651	680	751	1031	1390
增长率 YoY%	79.5	4.4	10.4	37.3	34.8
每股收益 EPS(基本)(元)	0.80	0.83	0.92	1.26	1.70
毛利率%	37.6	38.3	34.7	37.1	39.4
净资产收益率 ROE%	14.5	13.3	13.0	15.4	17.5
PE	14.3	13.7	12.4	9.0	6.7
PB	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

万科 A——品牌下沉，龙头崛起

- ❖ **产业集中度提高，龙头地产股受益。**大公司市场占有率更高，销售更出色，资金转换更容易，品牌更突出。我们相信产业集中度提高仍然是行业性的长期投资主题。
- ❖ **前一个销售高峰结束，后一个推货旺季即将到来。**公司 2 月份基本没有推货，使得 2 月份销售金额相对较少。由于按揭放款较慢，尽管预计 3 月推货可以明显增长，但销售量明显恢复可能要到 4 月份才能看见。市场也需要一个对于政策的观望期，我们预期 3 月底之后市场销量会适当回暖，公司下一个推盘旺季有望和回暖相匹配。
- ❖ **集中拿地结束，大量开工开始。**公司从 2010 年初之后持续巨量拿地到 2011 年初基本结束了，但 2011 年开工的确定性相对较大，未来推货量能够保持充足。2010 年中期以后市场瞬息变化，政策不断落下，地产行业所面临的“天气”极难预测。作为耕耘这个行业的公司来说，等待或者放弃，都不如抢种抢收来得务实。万科不能战胜周期，但已经用速度尽量降低风险。
- ❖ **低价地和高房价确保公司的伸缩性。**公司的销售均价已经维持在 11000 元/平米左右，地价则维持在 2500 元/平米左右，且公司新增土地多能发扬公司的品牌优势，预计未来毛利空间呈现上升趋势。
- ❖ **受益于管理能力提升的品牌下沉，符合产业趋势。**公司在 2010 年解决了困扰公司长达 3 年的管理瓶颈问题，管理能力得到实质性提升。目前来看，公司品牌下沉到二三线城市后，反而对当地市场更有吸引力。
- ❖ **风险提示：**政策叠加造成 3 月份以后销售速度可能大幅下降。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计万科 A10/11/12 年 EPS0.70/1.01/1.30 元，NAV9.65 元，维持“买入”的投资评级。

项目/年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	40992	48881	65228	85720	123755
增长率 YoY %	15.4	19.2	33.4	31.4	44.4
净利润(百万元)	4033	5330	7733	11057	14330
增长率 YoY%	-16.7	32.1	45.1	43.0	29.6
每股收益(元)	0.37	0.48	0.70	1.01	1.30
市场一致预期 EPS(元)	39.0	29.4	32.8	35.2	32.1
毛利率%	12.6	14.3	17.8	21.1	22.4
净资产收益率%	40992	48881	65228	85720	123755

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

金隅股份——建材业务深具区域控制力，地产业务最符合产业政策导向

- ❖ **水泥产能规模井喷式增长，后续外延式扩张动力强劲。**公司是京津冀地区最大的水泥供应商之一，2010 年熟料产能位列华北地区第二，在北京地区占据 40% 的市场占有率，具有强大的区域市场控制力。通过自建生产线和外延式扩张，公司近年来水泥产能规模增长迅猛，2010 年产能达到 4000 万吨，相比于 2009 年的 1110 万吨产能，增长近 3 倍。为迅速扩张其“大十字”布局，向吉林、内蒙古和山西辐射，公司未来外延式扩张的动力十分强劲。
- ❖ **产业链独一无二，业务板块协同效应显著。**公司的建材板块为地产板块提供优质稳定材料和廉价供变性的工业用地，地产和持有板块增厚公司的现金和业绩。公司不是普通的双主业企业，在两个市场都是华北市场的领导者之一。
- ❖ **符合产业政策方向的企业——工业用地更新：**公司在北京核心区域有 200 多万平方米土地面积的工业用地未来可持续转化为建设用地，且公司或通过保障房配建的方式进行土地的变性。这使得公司成为罕有的可以持续于北京补充土地资源的开发企业，工业用地更新改造也符合国家的政策方向。
- ❖ **符合产业政策方向的企业——大规模保障房建设：**公司保障房项目的盈利能力超过一般企业，同时也积累了大量商品房开发经验。2010 年 12 月底，胡锦涛总书记曾经赴常营金隅丽景园考察保障房建设工作，慰问保障房住户。公司的盈利模式十分符合国家产业政策的方向。
- ❖ **风险提示：**超预期调控导致行业销售陷入停滞。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预测 2010/2011/2012 年公司 EPS 分别为 0.66、0.95 与 1.29 元，我们认为应该给予符合产业政策的企业以充分的估值溢价。

项目/年度	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业收入(百万元)	8885	12767	23843	33798	40969
增长率 YoY%	6.2	43.7	86.8	41.7	21.2
净利润(百万元)	1308	1887	2815	4052	5519
增长率 YoY%	105.1	44.3	49.2	44.0	36.2
每股收益 EPS(基本)(元)	0.31	0.44	0.66	0.95	1.29
毛利率%	26.7	28.5	29.3	27.9	29.8
净资产收益率 ROE%	17.1	11.6	14.7	15.1	17.0
每股净资产(元)	2.73	4.22	4.94	6.28	7.57
PE	29	20	14	10	7
PB	3.3	2.1	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	35	27	15	12	9

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

新潮中宝——累积资源，资金安全

- ❖ **地产板块确保价值底线：**公司不追求快周转，权益土地储备超过 900 万平，楼面地价只有约 2800 元/平，其中相当部分土地储备位于上海、杭州等核心城市。同时公司在启东、温州等地拥有大片土地一级开发。地产资源给公司提供了价值底线。
- ❖ **金融板块畅享全牌照：**公司拥有锦泰财产保险，湘财证券 31.36% 股权，新潮期货 89.29% 股权（包括子公司间接持有），盛京银行 8.83% 股权，成都农村信用社 8.27% 股权。我们认为未来金融服务深化和金融创新的过程，整合这些金融牌照将给公司贡献战略性收益。
- ❖ **商业地产继续培育：**公司公告与义乌小商品协会合作，并取得天津静海 43.2 万平土地建设小商品国际商贸城，未来小商品协会负责招商。我们一直认为商业地产的关键因素不在于地而在于人和商业资源，在这方面公司与合作方优势相对较大。我们预期该项目可能需要 3-8 年的时间，才可能和义乌本地市场相

比，但投资成本相对低廉使得介入这一领域依然是明智之举。未来若商品市场运作成功，则对于公司价值的提升将贡献巨大。

- ❖ **股权投资持续收获：**公司前期所投资的金州管道、大智慧悉数上市，使得公司投资收益增值巨大。未来盛京银行、新湖期货等如能上市，则公司的投资价值会更加显性化。公司类似于伯克希尔·哈撒韦，但深具中国特色（中国国情决定了资源性资产可能更为稀缺，公司运营也不可能高调），不应以一般地产公司眼光看待。
- ❖ **风险提示：**房地产调控超预期导致销售陷入停滞的风险。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们维持公司 10/11/12 年 EPS0.30/0.43/0.60 元，NAV9.26 元/股。维持公司 8.33 元的目标价格和“买入”的投资评级。

项目/年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3505	6379	6666	9727	13333
增长率 YoY%	17.1	82.0	4.5	45.9	37.1
净利润(百万元)	841	1150	1546	2206	3027
增长率 YoY%	102.7	36.8	34.4	42.7	37.2
每股收益 EPS(基本)(元)	0.17	0.23	0.30	0.43	0.60
毛利率%	32.1	30.8	36.8	39.3	40.1
净资产收益率 ROE%	18.7	18.2	20.5	23.7	25.8

资料来源：中信数量化投资分析系统

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中所提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入 相对中标 300 指数涨幅 20%以上； 增持 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间； 持有 相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5%之间； 卖出 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市 相对中标 300 指数涨幅 10%以上； 中性 相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间； 弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼（200122）	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层（518040）	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话：	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852)22376409
传真：	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852)21046580
服务热线：	(010)84868367			
Email：	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址：	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			