

[2010.11.24]

冬天来了，春天还会远？

——房地产行业 2011 年投资策略

✍	陈慧	易华强	崔喜君
☎	86-22-2845 1135	86-10-6878 4256	86-22-2845 1945
SAC 执业证书编号	S1150207120104		
✉	chenhui@bhqz.com	yihuaqiang@163.com	cuijx@bhqz.com

投资要点：

● 外部宏观环境有利于房地产行业的发展

全球流动性的充裕、人民币升值的预期和国内通货膨胀的高企均有助于房地产行业的发展，创造了有利的外部环境。一旦调控靴子落地或市场预期稳定，外部有利环境便会迅速发挥助推作用。

● 理性与可持续发展将是 2011 年房地产市场的基调，政策调控将成为常态。

十二五规划建议表明调整结构将是房地产行业长期内所面临的挑战，2011 年政策重点将围绕“加强综合政策调节”和“加大保障房建设”，政策调控将成常态，而政策调控也将成为影响市场变动的最大的不确定性。

● 城镇化进程决定了房地产向上发展的趋势

“十二五”规划建议则将“积极稳妥推进城镇化”提升为 12 条框架性建议之一。此外，从行业驱动力来看，人口红利作用开始递减，因而城镇化进程将是主要驱动力。城镇化继续深入，给房地产带来了巨大的发展空间。

● 预计 2011 年房价将稳中有降，市场可能在二季度初回暖

2010 年新开工面积大幅增加导致 2011 年供应量加大，再加上调控政策的压力，因而房地产市场价格基本没有大幅上涨的可能。而人民币升值压力加大和通胀仍保持在高位，决定了房地产价格大幅下跌的可能较小。随着政策的逐步消化和房地产市场刚性需求的逐步释放，我们认为明年一季度末二季度初将是一个重要的时间窗口。

● 房地产行业投资机会依然看好

基于房地产行业短期内无法取代的地位、处于历史低位的估值水平，充分考虑政策预期对房地产市场的影响，我们认为，基本面无法长期与股价背离，依然看好房地产行业明年的投资机会，给予行业买入评级。

● 个股推荐

我们重点推荐具有全国规模优势的行业龙头：保利地产、招商地产；主营业务为非住宅、受国家调控政策影响较小的地产公司：中国国贸、电子城；受益城镇化的区域龙头企业：荣盛发展、北京城建

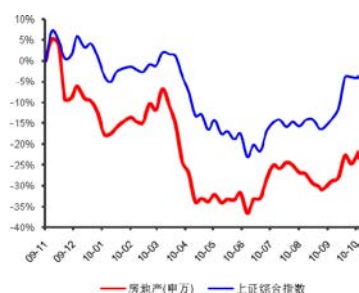
行业评级

房地产 买入

推荐公司

电子城 买入
荣盛发展 买入
中国国贸 买入
保利地产 买入
招商地产 买入
北京城建 买入

房地产行业 52 周的市场表现



相关报告

目 录

1 外部宏观经济环境有利于房地产行业的发展	5
1.1 国际环境：全球流动性依然充裕，人民币升值预期强势	5
1.2 国内环境：通货膨胀压力加大，会增强对房地产的投资意向	9
2 房地产政策层面的分析	10
2.1 2010 年房地产调控政策的回顾	11
2.2 “十二五规划”给房地产行业带来的挑战与机遇	16
2.3 11 年政策的展望与预测	22
3 房地产行业投资与开发销售情况	23
3.1 房地产开发投资及资金来源情况	23
3.2 房地产新开工面积情况	26
3.3 房地产施工面积情况	28
3.4 房地产竣工面积情况	31
3.5 房地产销售面积情况	33
3.6 房地产销售价格情况	35
3.7 近三年来重点城市房地产月度成交情况	39
3.8 重点城市二手住宅租金回报情况	42
4 房地产上市公司情况	44
4.1 房地产上市公司资产负债情况	44
4.2 房地产上市公司预收账款情况	44
4.3 房地产上市公司货币资金情况	45
4.4 房地产上市公司偿债能力情况	46
5 房地产行业投资策略分析	46
5.1 房地产板块的市场估值处于历史低位	47
5.2 调控政策下房价与市场情况预测	47
5.3 投资策略	48

图 目 录

图 1: 主要发达经济体M2 同比增速	6
图 2: 金砖四国M2 同比增速	6
图 3: 发达经济体利率水平	7
图 4: 金砖四国利率水平	7
图 5: 美元对人民币的汇率水平	8
图 6: 中国PMI和汇丰PMI指数变动情况	8
图 7: 中国GDP季度同比增速	9
图 8: CPI月度同比增速	10
图 9: 房地产投资占全社会固定资产投资及GDP的比重	16
图 10: 土地出让收入在地方财政收入中的比重	16
图 11: 房地产对GDP的贡献作用	16
图 12: 中国人口趋于老龄化, 老人抚养比上升	18
图 13: 城市化进程加快, 城镇人口总量和比重快速提升	18
图 14: 2009 年城市化速度开始提升, 十二五规划是亮点	18
图 15: 一线城市的城市化水平	19
图 16: 二三线城市的城市化水平	20
图 17: 2010 年上半年保障房供地情况	21
图 18: 全国房地产开发投资大幅增长	23
图 19: 房地产开发投资资金来源情况	24
图 20: 北京房地产开发投资额及同比增长情况	24
图 21: 上海房地产开发投资额及同比增长情况	25
图 22: 天津房地产开发投资额及同比增长情况	25
图 23: 重庆房地产开发投资额及同比增长情况	26
图 24: 全国房地产新开工面积大幅增长	26
图 25: 北京房屋新开工面积大幅增长	27
图 26: 上海房屋新开工面积同比增长	27
图 27: 天津房屋新开工面积同比微幅增长	28
图 28: 重庆房屋新开工面积同比大幅增长	28
图 29: 全国商品房施工面积大幅增长	29
图 30: 北京房屋施工面积微幅下降	29
图 31: 上海房屋施工面积同比增长	30
图 32: 天津房屋施工面积同比增长	30
图 33: 重庆房屋施工面积同比增长	31
图 34: 全国商品房竣工面积增速落后于去年	31
图 35: 北京房屋竣工面积小幅下降	32
图 36: 上海房屋竣工面积同比下降	32
图 37: 天津房屋竣工面积同比下降	33
图 38: 重庆房屋竣工面积同比增长	33
图 39: 全国商品房销售面积增速较小	34
图 40: 北京商品房销售面积大幅下降	34
图 41: 天津商品房销售面积同比微幅增长	35
图 42: 重庆商品房销售面积同比增长	35

图 43: 全国商品房销售额增速较小	36
图 44: 北京商品房销售额同比负增长	36
图 45: 上海商品房销售额同比下降	37
图 46: 天津商品房销售额同比增长	37
图 47: 重庆商品房销售额同比增长	38
图 48: 全国房地产销售价格指数	38
图 49: 全国住宅销售价格指数	39
图 50: 全国非住宅销售价格指数	39
图 51: 北京房地产市场月度成交情况	40
图 52: 天津房地产市场月度成交情况	40
图 53: 上海房地产市场月度成交情况	40
图 54: 杭州房地产市场月度成交情况	41
图 55: 深圳房地产市场月度成交情况	41
图 56: 广州房地产市场月度成交情况	41
图 57: 重庆房地产市场月度成交情况	42
图 58: 成都房地产市场月度成交情况	42
图 59: 北京二手住宅租金回报情况	43
图 60: 上海二手住宅租金回报情况	43
图 61: 广州二手住宅租金回报情况	43
图 24: 深圳二手住宅租金回报情况	44
图 63: 房地产上市公司(申万)资产负债率	44
图 64: 房地产上市公司(申万)预收账款情况	45
图 65: 房地产上市公司(申万)货币资金情况	45
图 66: 房地产上市公司(申万)流动比率	46
图 67: 房地产上市公司(申万)速动比率	46
图 68: 申万房地产行业PE	47
图 69: 房地产行业相对A股的市盈率水平	47
图 70: 主要中心城市写字楼空置率情况	47

表 目 录

表 1: 2010 年房地产信贷政策的变化	11
表 2: 住房公积金存贷款利率调整表	12
表 3: 各大城市限购令情况	14
表 4: 历年保障房政策分析	21
表 5: 2010 年和 2009 年保障房建设的比较	21
表 6: 重点跟踪公司的估值与评级	21

1 外部宏观经济环境有利于房地产行业的发展

从国际环境来看，全球流动性充裕的特性短期难以改变。而人民币升值预期则助推了热钱的涌入。房地产作为大类资产，待相关调控政策靴子落地后，房地产行业的投资属性便会凸显，热钱便会流向房地产行业，助推房地产价格高涨。

就目前国内经济环境而言，通货膨胀短期内难以得到有效的遏制，即便央行出台持续的加息政策，目前市场预期 10 年年底或 11 年初央行会出台加息政策，加息幅度在 25 个基点，2011 年上半年通胀水平仍然会保持在较高水平，通货膨胀较高将使得居民投资房产以实现增值保值的意愿增强。

总体来说，全球流动性的充裕、人民币升值的预期和国内通货膨胀的高企均有助于房地产行业的发展，创造了有利的外部环境。一旦调控靴子落地或市场预期的稳定，外部有利环境便会迅速助推房地产行业的发展。

1.1 国际环境：全球流动性依然充裕，人民币升值预期强势

1.1.1 主要经济体相对宽松的货币政策造成目前全球流动性泛滥

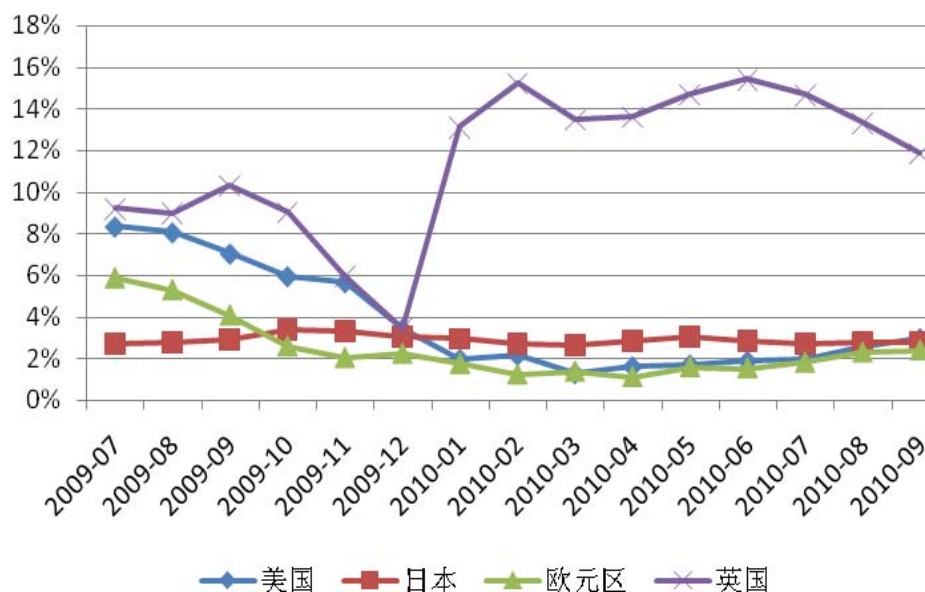
2010 年 11 月 2 日到 3 日举行的美联储公开市场委员会例会确认联储将进行第二次量化宽松，将在接下来的 8 个月时间里购买总量约为 6000 亿美元左右的债券。联储再次实施量化宽松引起了全球主要经济体和投资者对美元前景、大宗商品价格和通胀前景的担忧，多国政府和投资者对美国再次实行量化宽松表示不满。

市场观点普遍认为，美联储 6000 亿美元的购买规模符合市场预期，无论是美元指数，还是大宗商品期货价格，目前的走势都已经包含了这一预期。但我们认为，尽管 6000 美元的规模在市场预期之内，但量化宽松实施后的影响力将会超出市场预期。因此，美元指数会继续走低。

总体而言，这次的量化宽松政策，不论是符合预期还是低于预期，都不会改变全球流动性泛滥的局面。从美国自身利益来看，美国经济复苏并不显著，实施扩张的货币政策在所难免，弱势美元基本成定局。若第二轮量化宽松未见明显成效，再推第三轮政策的可能性也不排除。与此同时，欧元区和日本的经济复苏势头也比较脆弱，同样不会轻易退出宽松的货币政策。另外，主要新兴市场的货币政策也较为宽松。

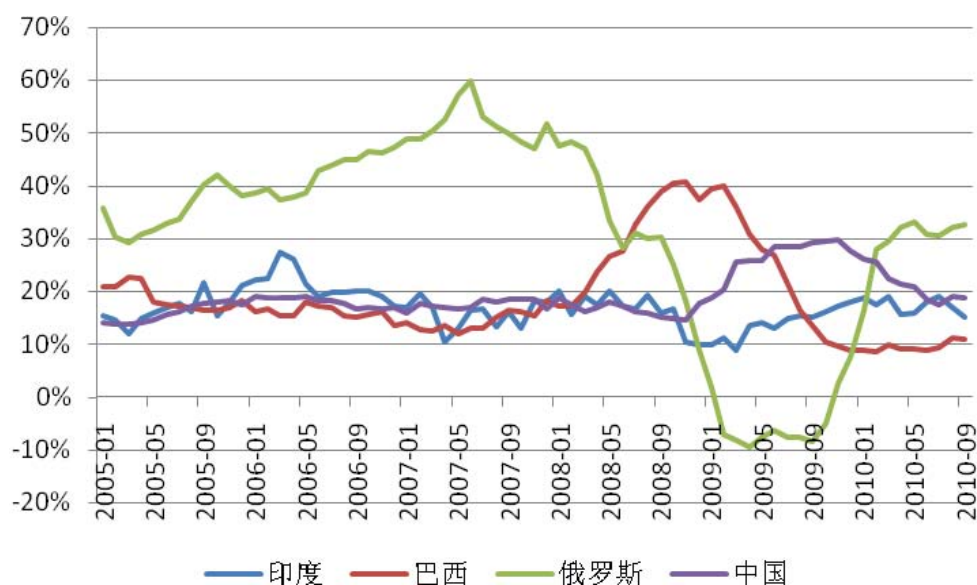
从全球主要发达国家的 M2 增速可以看到，始终处于较高的增长水平。其中 9 月美国、日本、欧盟和英国同比增速分别为 2.97%、2.79%、2.42% 和 11.85%，。而新兴经济体如金砖四国的货币供应增速也有所回升，9 月份中国、印度、俄罗斯和巴西 M2 同比增速分别为 18.96%、15.27%、32.76%、10.87%、

图 1: 主要发达经济体 M2 同比增速



资料来源: Wind 渤海证券研究所

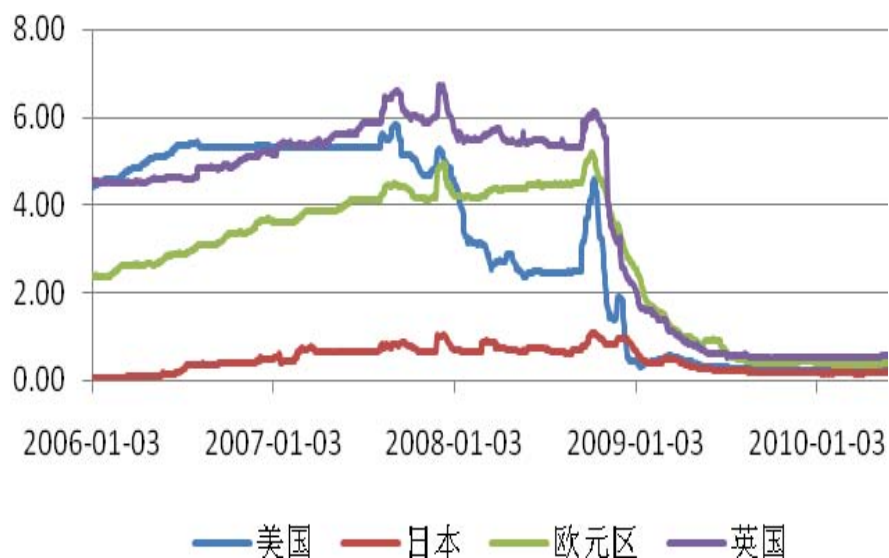
图 2: 金砖四国 M2 同比增速



资料来源: Wind 渤海证券研究所

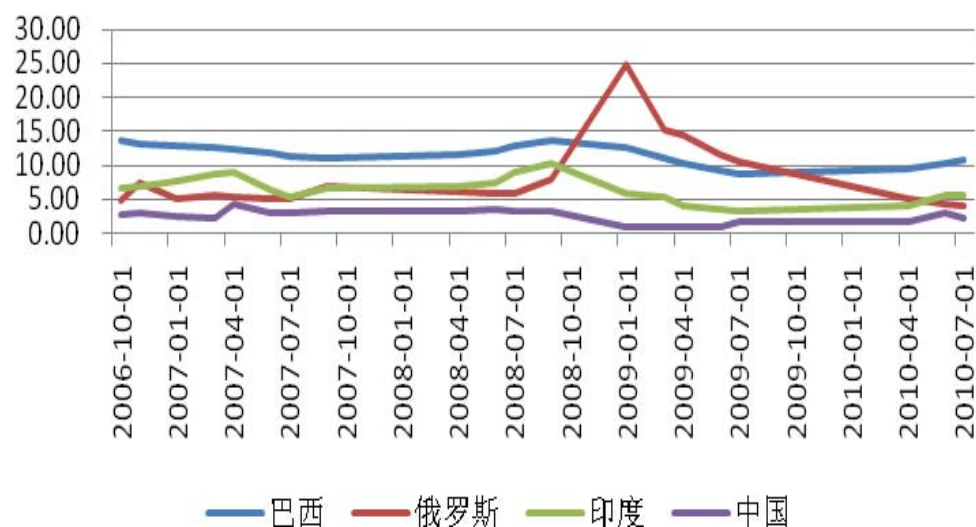
从利率水平来看, 各国也处于低位, 即便考虑到 11 年一些经济体可能采取加息措施, 利率水平相比历史而言, 仍然较低。

图 3: 发达经济体利率水平



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 4: 金砖四国利率水平

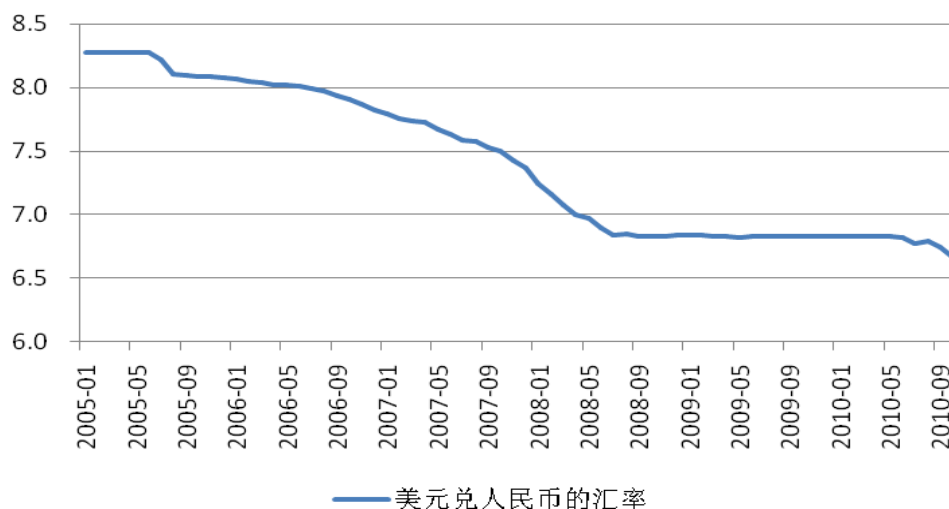


资料来源: Wind 渤海证券研究所

1.1.2 人民币升值预期因内外部压力而进一步强化

从目前人民币面临的外部和内部压力来看,人民币升值预期不会转向。一方面外部压力持续加大,另一方面国内经济走势企稳,压力显现。

图 5: 美元对人民币的汇率水平

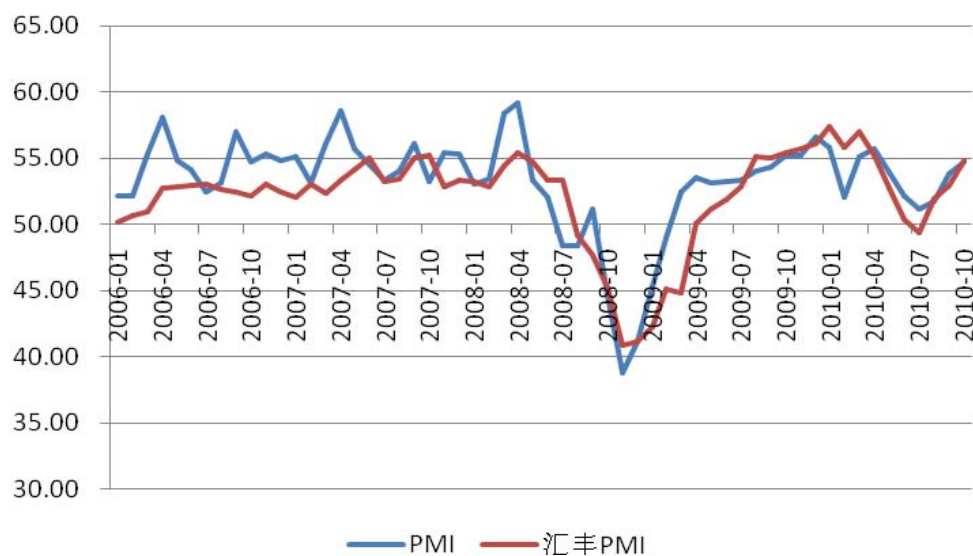


资料来源: Wind 渤海证券研究所

首先来看人民币面临的外部压力, 压力主要来自美国要求人民币升值的呼声不减。由于在今年美国中期选举中共和党大获全胜, 两党分治的局面使得未来两年美国财政政策可能偏紧。而贸易保护主义倾向和人民币汇率问题可能成为民主党政客们的一张关键牌, 目标 2012 年大选。因此人民币在 2011 年将继续面临巨大的政治压力。

其次, 通过 PMI 和 GDP 走势可以判断, 国内经济再次探底的担忧基本已经告终, 经济稳定趋好已成定局, 从而为人民币升值奠定了国内基础。

图 6: 中国 PMI 和汇丰 PMI 指数变动情况



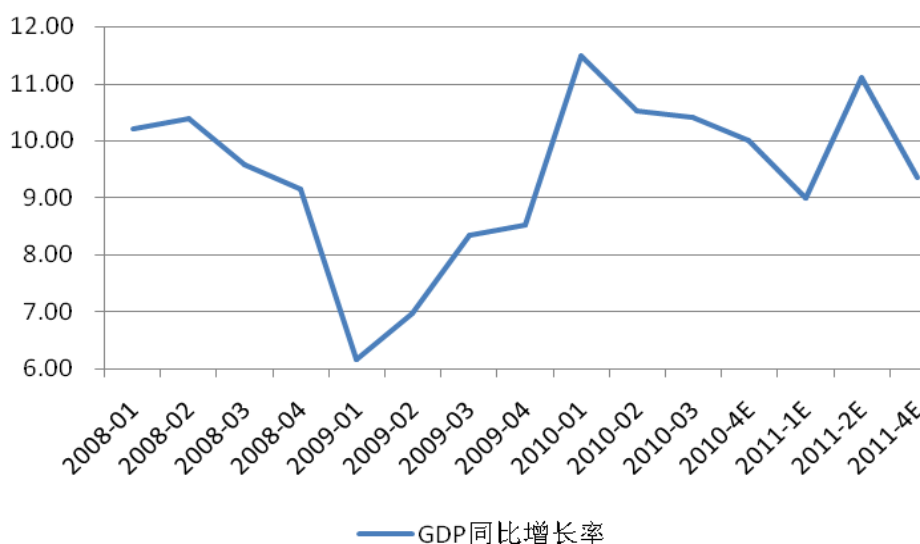
资料来源: Wind 渤海证券研究所

10 月份制造业 PMI 数据为 54.7%，较上月上升 0.9 个百分点。其中，PMI 生产指数为 57.1%，较上月上升 0.7 个百分点；PMI 新订单指数为 58.2%，较上月上升 1.9 个百分点；产成品库存指数为 45.7%，较上月上升 0.7 个百分点；购进价格指数大幅攀升至 69.9%，较上月上升 4.6 个百分点。10 月份汇丰 PMI 指数为 54.8%，较上月上升 1.9 个百分点。其中，汇丰 PMI 产出指数为 58.2%，较上月上升 4.7 个百分点；PMI 新订单指数为 58.1%，较上月上升 3.7 个百分点。

10 月份制造业 PMI 数据的回升意义重大，意味着经济增速在 8、9 两个月企稳后已经开始回升，经济环比增速的拐点基本上已经出现，当然这还需要月度经济数据和实物指标进一步的确认。这意味经济同比增速将在 2-3 个月后进入上升通道。从 10 月份的 PMI 数据中可以看出：库存消化告一段落，产能利用开始大幅回升。10 月份的产成品库存指数结束了下降的趋势，表明产成品库存的消化已经告一段落。企业在确认需求回升后，已经开始加大生产量，并回补了部分库存。需求回暖在消化了部分产成品库存后，企业已经开始加大开工量和采购量以满足不断增加的需求和订单。

就 GDP 的季度同比增速而言，10 年第 3 季度增速为 10.4%，预测 11 年各季度 GDP 同比增速在前两季度有所上升，后两季度则有所下调，不过 11 年各季度 GDP 同比增速将保持 9%以上的增速。

图 7：中国 GDP 季度同比增速



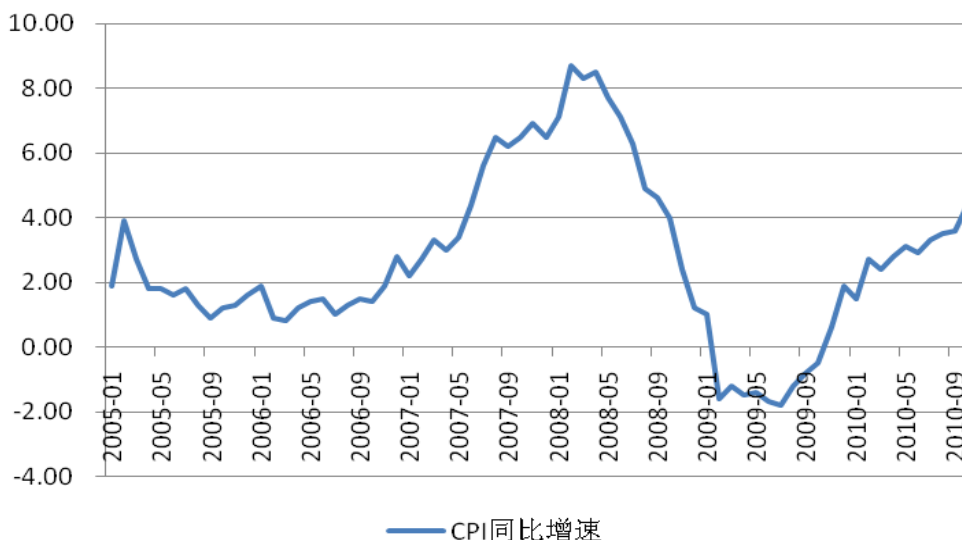
资料来源：Wind 渤海证券研究所

综合来看，人民币升值预期具有牢固的国内外基础，因而将会导致国外热钱涌入国内。

1.2 国内环境：通货膨胀压力加大，会增强对房地产的投资意向

10 月份, CPI 同比上涨 4.4%, 涨幅比 9 月份扩大 0.8 个百分点。其中, 食品价格上涨 10.1%, 非食品价格上涨 1.6%。1-10 月份, 居民消费价格同比上涨 3.0%, 比 1-9 月份扩大 0.1 个百分点。不仅同比数据创下今年新高, 环比数据也是居高不下, 10 月份, 居民消费价格环比上涨 0.7%。其中, 食品价格上涨 1.1% (鲜菜环比上涨 5.3%), 非食品价格上涨 0.4%。新涨价因素是 3.0 个百分点, 占 68%, 在新涨价因素中最主要的是食品类价格和居住类价格,

图 8: CPI 月度同比增速



资料来源: Wind 渤海证券研究所

近几个月, CPI 持续高涨的原因在于: 第一, 货币的超发使得流动性总量上向价格体系扩散; 第二, 因为气候原因, 部分农产品出现了实际的供需缺口, 如作为主要蔬菜产地之一的海南出现洪灾等; 第三, 在国家对房地产进行持续的宏观调控后, 由于国内投资渠道还不是很丰富, 部分资金从楼市里流出后转战农产品市场, 部分食品价格上涨人为炒作的痕迹明显; 第四, 国际输入型通货膨胀对国内价格的上涨也起到推波助澜的作用, 随着前期美元指数的走软, 大宗商品普涨, 甚至部分大宗商品价格创出历史新高。除了农产品价格上涨压力外, 上游原材料价格也快速攀升。10 月份 PMI 购进价格指数已经蹿升至 69.9%, 而这一指数在 7 月份时仅为 50.4%。

展望未来, 由于前期推动物价上涨的大部分因素在短期内还无法得到有效消除, 物价压力还将在一段时间内存在。预计, 11 月 CPI 将高达 4.36%。国家信息中心经济预测, 明年通货膨胀率可能在 4% 左右甚至略高一些。明年通胀压力依然较大, 这一方面是因为今年年底以来, 国内通胀压力已逐渐上升, 明年还会有翘尾因素存在; 另一方面, 资源税改革可能推动初级产品价格出现 3% 至 5% 的上涨。如果再考虑到房地产价格及农产品价格上升因素, 则明年通货膨胀率应在 4% 左右甚至略高一些。

2 房地产政策层面的分析

2.1 2010 年房地产调控政策的回顾

2010 年是房地产调控政策紧密出台的一年，而且政策力度堪称史上最严厉。政策最早开始于 10 年 1 月 10 日，国务院出台了“国十一条”：严格二套房贷款管理，首付不得低于 40%，加大房地产贷款窗口指导。对二套房不再区分改善型和非改善型，一概执行 40% 首付；明确要求央行及银监会要加大对金融机构房地产贷款业务的监督管理和窗口指导；加强监控跨境投融资活动，防境外“热钱”冲击中国市场。

时隔 3 月，4 月 15 日又颁布新政，即“新国十条”：对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。

在 7 月、8 月和 9 月房地产销售旺盛带动房价上涨之际，政府又在 9 月 29 日果断出台“二次调控”政策。此次政策针对市场新问题和趋势做出了更精准的调整，是对“新国十条”的深化，对房地产市场产生深远的影响。这次调控政策改变了市场预期，无论对市场需求还是供给以及房地产企业等都产生了重大影响，遏制了房价过快上涨的势头。之后，政策调控力度并未减缓，相反非市场化手段和市场化手段交替出台，表明政府遏制房价持续上涨的坚定态度。房地产市场可谓是风声鹤唳，调控收紧预期持续增强。接下来我们梳理一下相关的调控手段，并对其效果进行简要评析。

2.1.1 房地产信贷政策不断收紧，后期调控空间有限

从 1 月 10 日开始的房地产政策不断对信贷政策收紧，主要体现在对利率优惠的取消和首付比例的提高，后期收紧空间有限，调控效果主要取决于对前期政策的执行力度。

表 1：2010 年房地产信贷政策的变化

时间	政策	细则
1月10日	国十一条	二套房贷款首付要40%以上，利率则要求银行严格按照风险定价。
4月15日	新国十条	利率由7折提高到8折以上；首套房套型建筑面积90平方米以下不得低于20%，面积90平方米以上不得低于30%；首付款比例不低于50%、贷款利率不低于基准利率1.1倍；贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高，部分地区可暂停发放购买第三套及以上住房贷款
9月29日	二次调控	首套房首付款比例调整到30%及以上；二套房严格执行首付款比例不低于50%、贷款利率不低于基准利率1.1 倍的规定；暂停发放第三套及以上住房贷款

资料来源：各大部委网站 渤海证券研究所

此外，政府不断住房公积金贷款政策，使之与商业贷款接轨。住建部 10 月 20 日发布通知，从当日起，上调个人住房公积金贷款利率，五年期以下及五年期以上贷

款利率分别上调 0.17 和 0.18 个百分点。此次调整公积金贷款利率应属加息的相关配套政策，同时也配合了房地产的二次调控。总体来说，利率上调引起的按揭成本增加幅度不大，对房地产行业的实质影响应该有限，重在增强了对调控持续收紧的预期。

表 2: 住房公积金存贷款利率调整表

项目	调整前利率	调整后利率
一、个人住房公积金存款		
当年缴存	0.36	0.36
上年结转	1.71	1.91
二、个人住房公积金贷款		
五年以下（含五年）	3.33	3.50
五年以上	3.87	4.05
三、试点项目贷款	按五年以上个人住房公积金贷款利率上浮 10%	同前

资料来源：住建部 渤海证券研究所

事隔不到十日，多家银行要求从 11 月 1 日起，全面取消房贷 7 折利率，银行优惠利率下限调整为基准利率的 85%。实行 7 折优惠利率是在 2008 年楼市低迷时期政府采取的刺激房产购买的临时性措施，而当前的经济环境是充足的流动性吹大了房地产泡沫。在房价存在下跌风险的情况下，银行缩小利率优惠相当于房贷变相加息，有助于银行控制风险。全面取消房贷 7 折优惠无疑是影响房地产市场的又一重要利空影响。

11 月 3 日住房公积金贷款政策再次收紧。住建部等四部委联合下发通知，使用住房公积金个人住房贷款购买首套普通自住房，套型建筑面积在 90 平方米（含）以下的，贷款首付款比例不得低于 20%；套型建筑面积在 90 平方米以上的，贷款首付款比例不得低于 30%。第二套住房公积金个人住房贷款的发放对象，仅限于现有人均住房建筑面积低于当地平均水平的缴存职工家庭，且贷款用途仅限于购买改善居住条件的普通自住房。第二套住房公积金个人住房贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍。停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。

在商业贷款全面收紧之后，住房公积金贷款的收紧，表明了政府实施差别化信贷政策、抑制投机购房、控制房价上涨的坚强决心。从历次调控政策来看，信贷政策是比较有效的调控手段。一旦收紧便会有效抑制购房需求，遏制房价过快上涨。信贷政策不断加码，对房地产行业无论在行业本身还是市场心理预期方面的影响都将会进一步深化。

2.1.2 紧缩货币政策虽非针对房地产，但强化市场收紧预期

10 月 19 日加息政策的出台，虽针对通胀控制，但对房地产行业产生了重要的影响。

在前有新政、后有房地产税的当前，加息进一步增加了开发企业的财务成本和购买者的按揭成本，一改之前市场对房地产调控的观望情绪。

事隔不到一月，11月10日，央行发布通知，从2010年11月16日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。从中期来看，存款准备金率的上调将使得房地产开发商资金流动性进一步收缩，在当前房地产二次调控下，信贷总量的收缩势必影响房地产企业的贷款额度。近期监管机构对60家大型房地产企业的调研发现，18家平均资产负债率超过70%。如果后期销售同比下降，房企资金面将再次面临考验。而从短期来看，存款准备金率的上调对行业实质影响有限，重在引导市场对地产股的利空预期。

随后，中国人民银行11月19日又发布通知，从2010年11月29日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。对于房地产市场来说，可以说是在数次重击之后再挨一次重击，房企贷款将会越来越难，中小企业或将首先遭遇池鱼之灾。

货币政策已经进入紧缩周期，外汇储备大幅上升，此次央行上调存款准备金率对于收紧货币用处不大，若食品价格持续上涨，不排除再次加息的可能。紧缩货币政策后期的持续性对房地产行业而言，可谓是“城门失火殃及池鱼”，虽非针对房地产行业，但无疑加剧了市场对房地产行业的担忧，这种负面影响会伴随着紧缩政策的不断出台而加剧。

2.1.3 证监会暂缓房地产开发企业重组申请，融资受限

10月15日证监会网站消息，证监会已暂缓受理房地产开发企业重组申请，并对已受理的房地产类重组申请征求国土资源部意见。此外，证监会相关人士表示，目前正研究涉及房地产业务的并购重组政策，待相关政策规则推出之后，将根据新规则确定的标准和程序恢复新项目的受理与审批。

该政策的出台并非意料之外。因为从929房地产今年第二次房地产调控以来，与房地产调控有关的部门都在出台一些新的政策，证监会从去年房地产调控以来一直是作为房地产调控的主管部门来制定一些相关的，包括房地产企业的融资、重组等等的政策，配合国土资源部、住建部等等对房地产进行调控。从目前来看，未来一段时间内，房企资本市场融资向国土资源部征求意见将成为常态，这也是监管层调控房地产融资的一种手段，整个重组审批过程趋严。但考虑到该政策的实施主要针对借壳上市的公司，整体而言，证监会的政策对于房地产企业的业绩不会产生太多的实质性影响，更多的是从市场心理方面导致对于房地产板块的不乐观预期。

2.1.4 商品房预售资金监管出台，开发商资金压力提升

早在4月19日，住建部就发布了《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》，其中规定：“要求各地加快完善商品住房预售资金监管制度，明确预售资金要全部纳入监管账户，确保预售资金用于项目工程建设”。之

后天津、深圳、北京等城市在调控细则中均提到要实施预售资金的监管。

商品房预售资金监管暂行办法则主要担心开发企业挪用预售资金进行滚动开发。从短期来看,预售资金监管政策的实施将对企业资金和利润以及开发周期等方面造成一定的冲击,特别是那些自有资金不足依赖预售资金支撑项目运作的企业而言,其影响较为明显。而从中长期来看,随着企业开发策略的调整,政策的影响将逐步消化,企业的正常经营不会受到明显的影响。

2.1.5 非市场化手段限购令覆盖面持续扩大

自二次调控新政以来,限购令的落实由点及面迅速展开。截至目前,共有北京、上海、深圳、厦门、福州、海口、杭州、宁波、南京、天津、广州、三亚、大连、温州、苏州和兰州 16 个城市推出限购令。

表 3: 各大城市限购令情况

城市	限购令内容
北京	北京家庭只能新购一套商品住房,购房人在购买房屋时,还需要如实填写一份《家庭成员情况申报表》。
上海	暂定上海市及外省市市民家庭(包括夫妻双方及未成年子女)只能于上海本市新购一套商品住房,包括二手房。
深圳	对于本市户籍居民家庭(含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭),限购 2 套住房;对于能够提供在本市 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭,限购 1 套住房。暂停在本市拥有 2 套以上(含 2 套)住房的本市户籍居民家庭、拥有 1 套以上(含 1 套)住房的非本市户籍居民家庭、无法提供在本市 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民在本市购房。
厦门	同一购房家庭(包括购房人、配偶及未成年子女)只能在厦门市新购买一套商品住房。
福州	暂停在福州市拥有 2 套以上(含 2 套)住房的福州市户籍居民家庭、拥有 1 套以上(含 1 套)住房的非该市户籍居民家庭、无法提供在该市一年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非该市户籍居民在福州市五城区继续购买商品住房。
海口	海口及外省市居民家庭(含购房人、配偶及未成年子女)只能在海口新购买 1 套商品住房。对购买第三套及以上住房的,按有关规定暂停发放购房贷款。
杭州	暂定本市及外省市居民家庭只能在本市新购买 1 套商品住房(含二手存量住房)。
宁波	本市户籍居民家庭(含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭)在本市只能新购 1 套住房;能提供在本市 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭在本市只能新购 1 套住房。无法提供在本市 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民暂停在本市购房。

南京	保障本市居民自住改善型和外地来宁工作需要购房。暂时限制购买第三套住房。
天津	天津市及外省市居民家庭在天津市内六区范围内只能新购一套商品住房。
广州	同一购房家庭（包括购房人、配偶及未成年子女）只能在本市市辖十区新购买一套商品住房。购房家庭是指本市户籍居民家庭，或能够提供在本市 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭。未满 18 周岁的人士，不得在本市单独购买商品住房。
三亚	对三亚市户籍居民家庭（成员范围包括购房人、配偶以及未成年子女）及非本市户籍居民家庭，实行限购 1 套商品住房政策，同时严格执行国家关于境外机构和个人购房管理的规定
大连	暂定同一购房家庭（包括夫妻双方及未成年子女）只能在本市新购一套商品住房（含二手存量住房）。
温州	暂定本市户籍居民家庭及能够提供 1 年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭(包括夫妻双方及未成年子女)，只能在本市新购买一套商品住房（含二手存量房，以网上签订合同日期为准）。
苏州	居民家庭在市区只能新购一套住房，违反规定者将不予办理房产登记。
兰州	本地和外地居民只能在市区购买一套房屋,未满 18 岁的居民不得在本地买房

资料来源：渤海证券研究所

限购令最早出现在今年 4 月 30 日北京出台的“国十条实施细则”，该细则明确提出：从 5 月 1 日起，北京家庭只能新购一套商品住房，购房人在购买房屋时，还需要如实填写一份《家庭成员情况申报表》，如果被发现提供虚假信息骗购住房的，将不予办理房产证。这是全国首次提出的家庭购房套数“限购令”。在二次调控实施后，9 月 30 日晚上，深圳最早紧急出台限购令，规定从 10 月 1 日起，在深圳暂时实行限定居民家庭购房套数政策：其中深圳市户籍居民家庭（含部分家庭成员为深圳市户籍居民的家庭），限购两套住房；能够提供在深圳市一年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非深圳市户籍居民家庭，限购一套住房。随后，各大城市陆续出台楼市限购令。

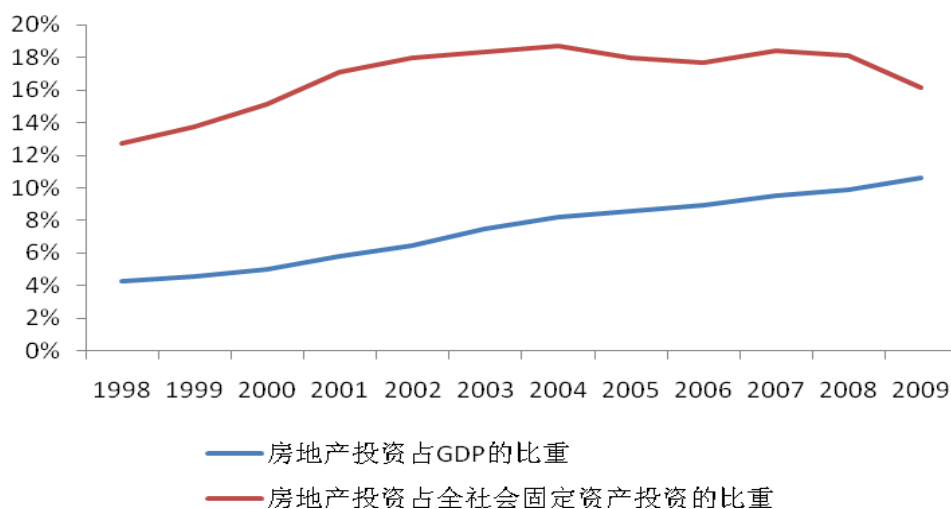
从各大城市限购令的内容来看，限购令具有短期性。就其效果而言，作为非市场化手段，限购令短期可以快速抑制投资和投机需求，从而遏制需求旺盛导致的房价上涨。但限购令将会持续多久、其究竟能有多大的可持续性，限购的具体政策目标是什么——是仅仅抑制房价过快上涨，还是根本性地打压房价等许多问题，目前都还没有清晰的答案。不过就眼前限购令的效果而言，政策似乎并未能阻挡住房地产市场努力向上的劲头，这会令政府不得不考虑继续扩大限购令的执行范围以及加大落实力度，因而限购令在未来的覆盖范围会继续扩大，地方落实力度也会得到中央进一步的监管。

2.2 “十二五规划”给房地产行业带来的挑战与机遇

2.2.1 房地产行业的地位与定位有所弱化

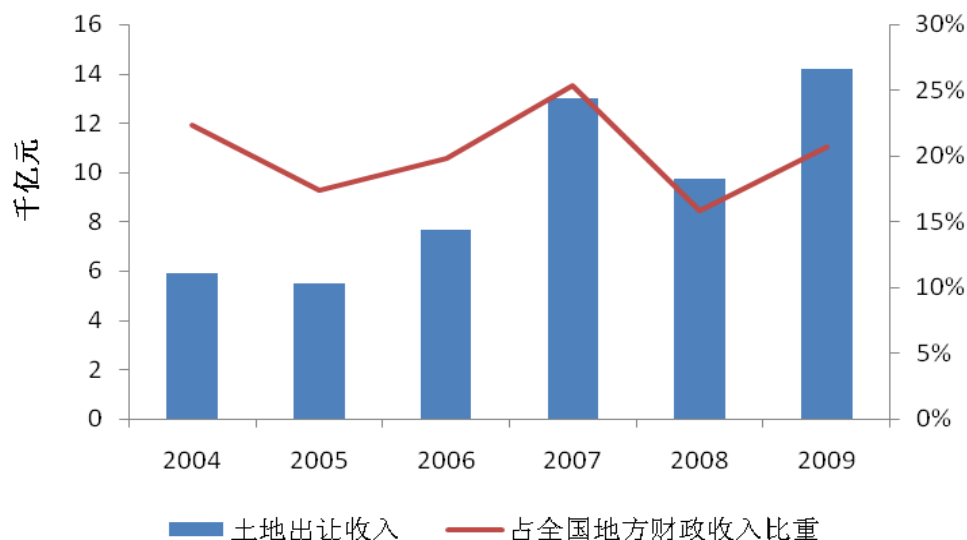
从房地产投资占全社会固定资产投资及GDP的比重、房地产投资在财政收入中的重要地位以及房地产业对GDP的贡献率与拉动率来看，房地产业依然是国民经济的重要产业。

图9：房地产投资占全社会固定资产投资及GDP的比重



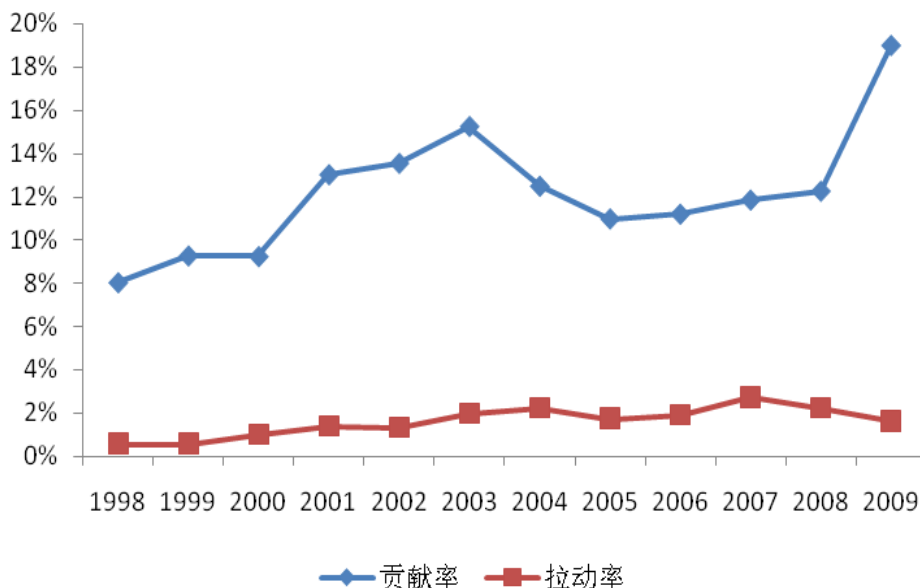
资料来源：Wind 渤海证券研究所

图10：土地出让收入在地方财政收入中的比重



资料来源：Wind 渤海证券研究所

图11：房地产对GDP的贡献作用



资料来源: Wind 渤海证券研究所

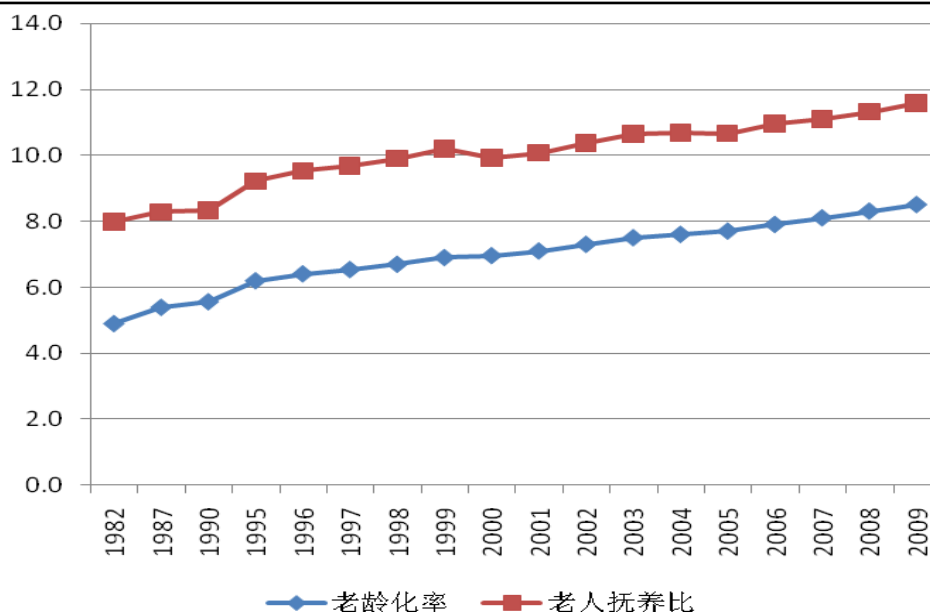
但应该注意的是,中国经济深层次的矛盾逐渐暴露:重投资轻消费、过度依赖出口、资源耗费、收入分配不均等,这些问题在后金融危机时代重新被人们审视。而关系着老百姓生活的住房矛盾随着房价飙升也日益突出,如果房价再放任不管,将导致全体民众对通胀预期的强化和对货币财富缩水的恐惧,直接影响社会和政府稳定。2010年新政的出台,房地产的增长功能与民生功能被等量齐观,房地产政策调控已经上升为政治问题。

近几年来,楼市频繁遭遇调控,但大多数情况下开发商所受影响不大,究其原因,就是国家对房地产的依赖过重。但随着“十二五”规划的出台,伴随着经济结构调整、经济增长方式转型,房地产的主基调也发生了极大转变。《建议》强调保民生,房地产行业的发展将进一步的向民生方向发展,土地和住房的供应与规划将进一步的向中等收入人群倾斜,保障性住房的供应将进一步加大。总体而言,国家对房地产行业的定位发生了转变,房地产行业的支柱地位被弱化。

2.2.2 城镇化进程为房地产行业发展带来机遇

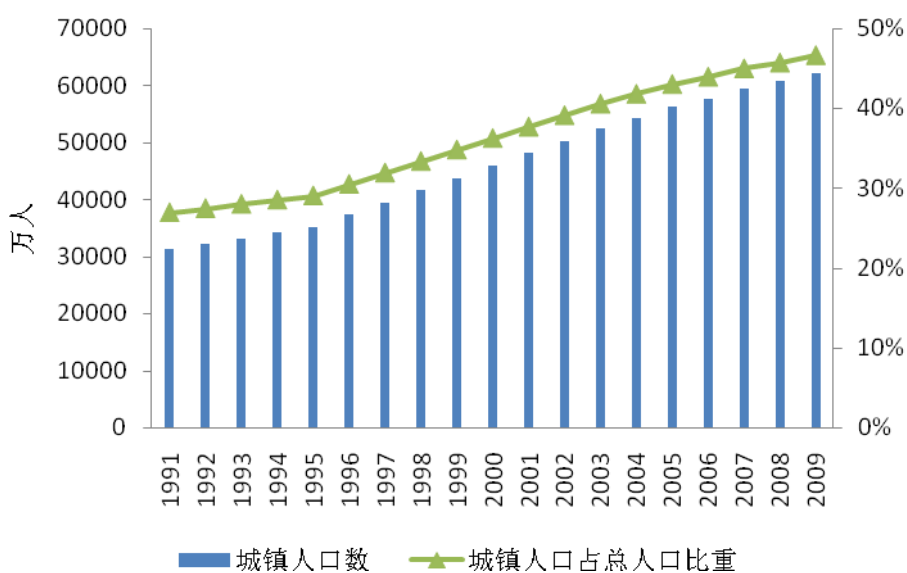
提升城镇化进程在“十二五”规划建议中得到进一步的升华,表明在未来五年内实施力度会进一步加大。“十一五”规划建议中已有“积极稳妥推进城镇化”的提法,但既未细化具体内容,也未提及任何方针政策,而“十二五”规划建议则将“积极稳妥推进城镇化”提升为12条框架性建议之一。此外,从行业驱动力来看,人口红利作用开始递减,因而城镇化进程将是主要驱动力。城镇化继续深入,给房地产带来了巨大的发展空间。

图 12: 中国人口趋于老龄化, 老人抚养比上升



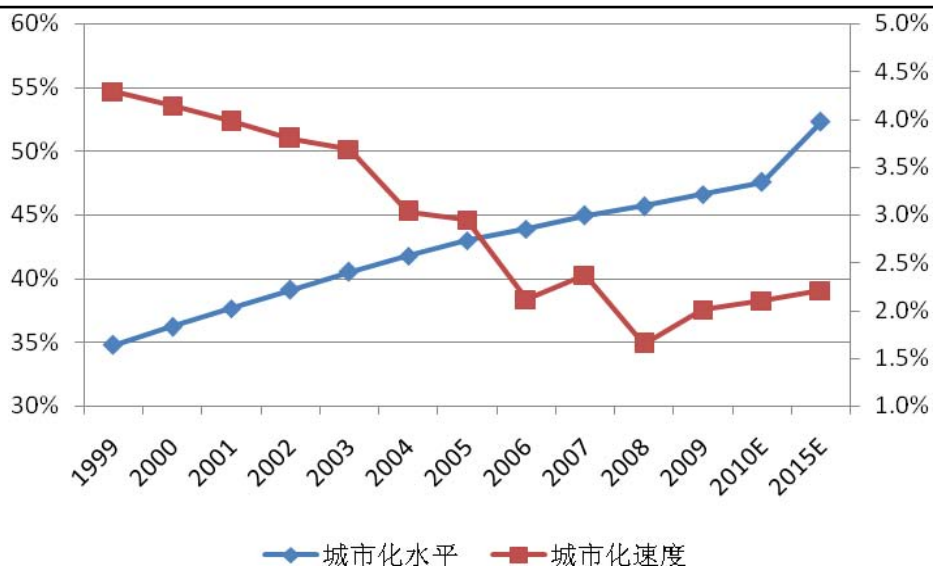
资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 13: 城市化进程加快, 城镇人口总量和比重快速提升



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 14: 2009 年城市化速度开始提升, 十二五规划是亮点

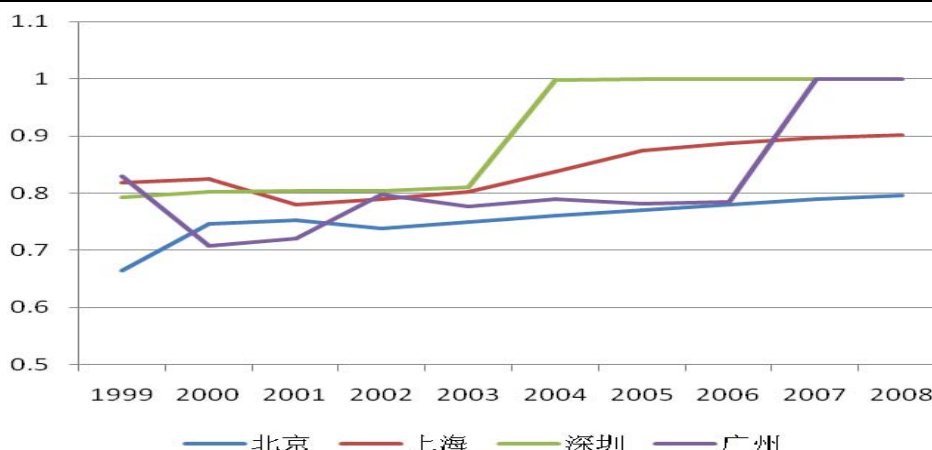


资料来源: Wind 渤海证券研究所

十二五建议中具体指出“以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步形成辐射作用大的城市群;缓解特大城市中心城区压力,强化中小城市产业功能,增强小城镇公共服务和居住功能”、“对资源环境承载能力较强、集聚人口和经济条件较好的城市化地区要重点开发;对人口密集、开发强度偏高、资源环境负荷过重的部分城市化地区要优化开发”、“要把符合落户条件的农业转移人口逐步转为城镇居民作为推进城镇化的重要任务;大城市要加强和改进人口管理,中小城市和小城镇要根据实际放宽外来人口落户条件”。

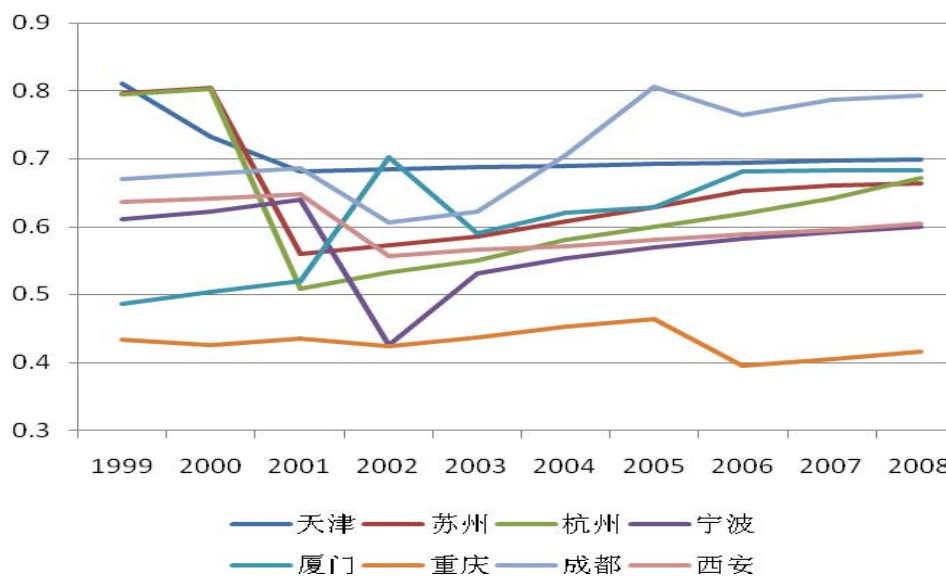
由此我们判断,城市群将在十二五中加快实施,大城市或中心城市突出服务功能,而中小城市则强化产业和居住功能。另外,二、三线城市,尤其是具有人口规模和经济条件基础的二三线城市将是未来发展的重点所在。此外,中小城市化的城镇化进程将由于户籍的便利而加快步伐,未来五年会保持较快增长。再根据目前城镇化水平的差异,二三线城市存在较大空间,因而是城镇化进程提速最直接的受益对象。

图 15: 一线城市的城市化水平



资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 16: 二三线城市的城市化水平



资料来源: Wind 渤海证券研究所

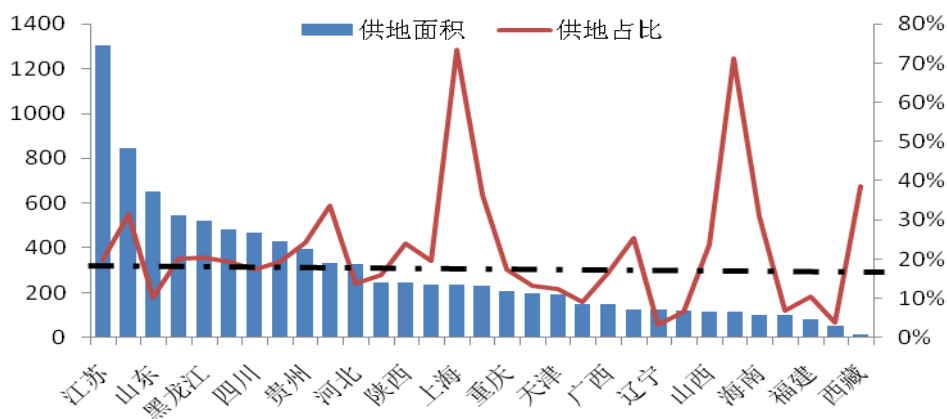
2.2.3 铁路建设规模扩大为房地产行业发展带来机遇

十二五内,铁道部每年的铁路投资额平均大约在 7000 亿左右,十二五合计投资约为 3.5 万亿,相比十一五的 2.2 万亿增加了 50%以上。由日本等发达国家的经验来看,建设高铁可显著带动沿线城市人口增长,从而拉动沿线城市经济发展,进而推动房地产市场发展,特别是刺激沿线房价上涨。因而,我国铁路沿线城市的房地产行业将会获得发展的先机。

2.2.4 保障房建设有可能房地产行业的另一个亮点

2010 年中央有关保障房建设的政策力度和执行力度都堪称史上之最。从土地供应来看,上半年全国保障房供地占住房用地比例高达 17%,完成计划供地的 78%。1-9 月份,全国保障房开工率更是高达达到了 90%。实施政策的力度更是直接上升为政策问责。2010 年 5 月 19 日住建部与各地方政府签订了 2010 年住房保障工作目标责任书,并称完成情况将纳入住建部、监察部对各省区市的考核和问责。我们对 2010 年保障房的资金落实力度进行了初步的测算,到位资金占到计划投资资金的 60%以上。通过比较 09 年和 10 年保障房的建设力度,10 年保障房建设套数和投资金额都远远超过 09 年相应的规模。

图 17: 2010 年上半年保障房供地情况



资料来源: 国土资源部 渤海证券研究所

表 4: 历年保障房政策分析

年份	政策	特点
2007	《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（国发〔2007〕24 号）	规划阶段
2008	《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》（国办发[2008]131 号）	明确目标
2009	《2009-2011 年廉租住房保障规划》（建保[2009]91 号）	执行不足
2010	新国十一条、新国五条	强化落实

资料来源: 国土资源部 渤海证券研究所

表 5: 2010 年和 2009 年保障房建设的比较

年度	计划套数	完成套数	计划投资额	完成投资额	商品房投资额	占商品房投资额比重
2010E	580	348	8000	4900	49500	9.89%
2009	340	200	4600E	2700	36323	7.44%

资料来源: Wind 渤海证券研究所

根据中央对于“十二五”期间房地产行业规划的建议，已明确了“强化各级政府职责，加大保障性安居工程建设力度，加快棚户区改造，发展公共租赁住房，增加中低收入居民住房供给”的指导思想，“一手抓房价、一手抓保障”也成为 2010 年 4 月以来房地产调控的核心。2010 年至 2012 年，保障性住房建设将是政府力推的重点工作。2010 年全国要建设 580 万套保障房，2011 年要建设 680 万套保障房，2012 年要建设 620 万套保障房。“十二五”期间全国住房建设总量比较大，估计每年商品房建设大概在 600 万套左右，保障性安居工程 500 万套左右。因此，保障房建设力度的加大将是未来房地产行业的重要亮点。

2.3 11 年政策的展望与预测

2.3.1 房产税作为政策调控最后一只靴子，最早明年初出台，效果有待观察

2010 年 10 月 1 日，财政部、国家税务总局有关负责人就房地产市场税收政策调整答记者问。有关负责人表示，近年来，随着住房制度改革不断深化和居民收入水平的大幅提高，商品房市场日益活跃，改革和完善房产税制度，对个人所有的住房恢复征收房产税是必要的，既有利于调节居民收入和财富分配，也有利于健全地方税体系，促进经济结构调整及土地节约集约利用，引导个人合理住房消费。从国际经验及公平、规范的角度看，房产税应对个人所有的住房普遍征收。但考虑到这项改革情况比较复杂，拟先在部分城市对部分个人拥有的住房进行试点，恢复征收房产税，积累经验后逐步扩大到全国。三部门于十一长假之后的会签，意味着上海、重庆的房产税试点已经是箭在弦上。而在未来，对不同类型住宅品类征收房产税，基本已成定局。

目前房产税试点“指日可待”。国务院有望在今年中央经济工作会议之后，批复房产税试点，正式实施可能从明年初开始。就房产税对行业的短期影响而言，房产税会增加房产投资或投机者的持有成本，一定程度上能够抑制其投资（机）需求，并促成大量空置房上市交易，从而增加市场供应量，最终平抑房价。但效果的大小应视最终税率的高低而定。

2.3.2 2011 年房地产政策调控的基调

《十二五规划建议》首次单独成段提出房地产发展建议，体现了中央当前对房地产市场的重视程度，也体现出政府稳定房地产市场的决心。在十二五期间，中国将不再一味追求 GDP 的数量，而会更加注重 GDP 增长的质量和可持续性，将会进一步改善经济发展模式，高新、节能、环保型产业将获得政策倾斜，粗放型的增长模式将被逐渐改变。扩大内需将成为十二五期间的第一大战略任务，保民生将被作为加快转变经济发展方式的根本出发点和落脚点，整个社会的经济发展将更多呈现以人为本的精神。总体而言，十二五规划建议将对房地产行业产生重大影响，调控会不断出现和调整。调整结构将是房地产行业长期内所面临的挑战，意味着房地产拉

动经济的支柱作用将被淡化，房地产行业的黄金时代可能将不再；但是房地产将朝着更加理性的方向发展。

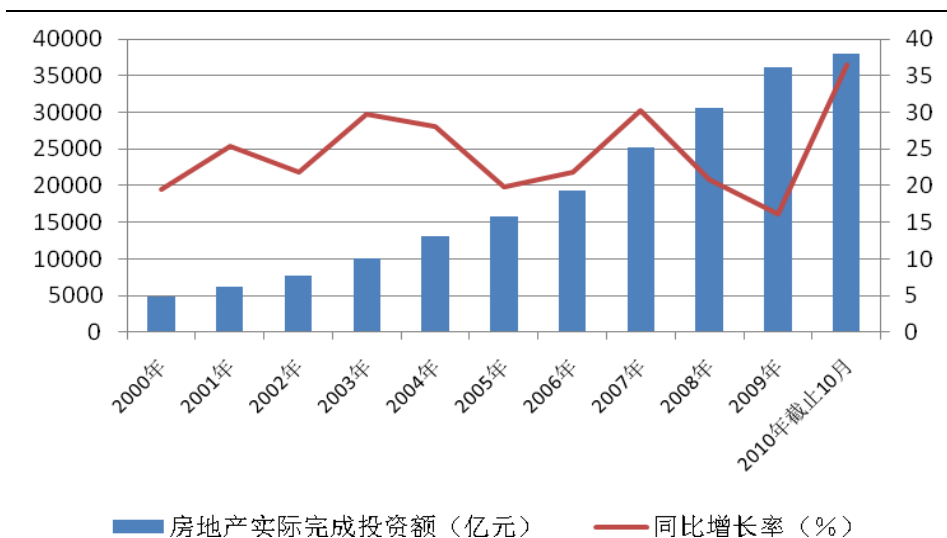
2011 年政策重点将围绕“加强综合政策调节”和“加大保障房建设”，政策调控将成常态，而政策调控也将成为影响市场变动的最大的不确定性。《十二五规划建议》中多处提到调控楼市的相关内容，传达在当前的楼市调控大背景下政府不会放松调控的信号。其中土地和税收是针对楼市中长期规划的政策，金融政策通常是针对短期内调控的政策，公共服务主要是为了加强房地产行业对民生的贡献。

3 房地产行业投资与开发销售情况

3.1 房地产开发投资及资金来源情况

2010 年 1-10 月，全国房地产开发实际完成投资额 38069.5 亿元，同比增长 36.5%，增幅位居 2001-2010 年首位。

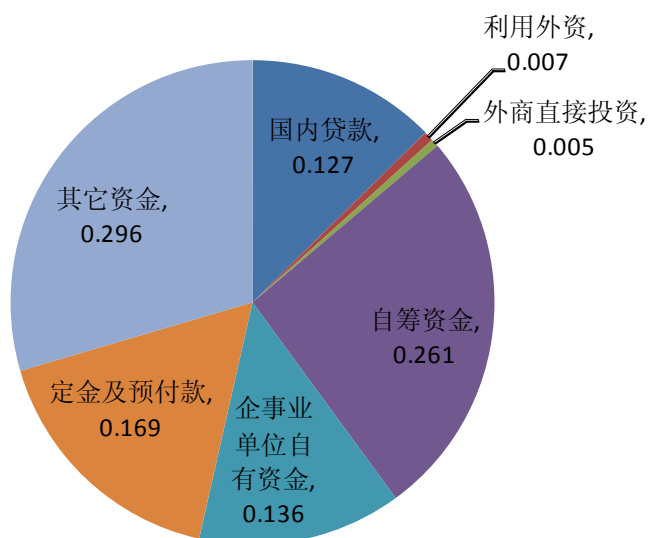
图 18：全国房地产开发投资大幅增长



资料来源：wind 渤海证券研究所

从房地产开发投资资金来源情况来看，定金及预付款和国内贷款仍占资金来源的相当部分，因此货币政策和房地产销售情况将较大的影响房地产投资。

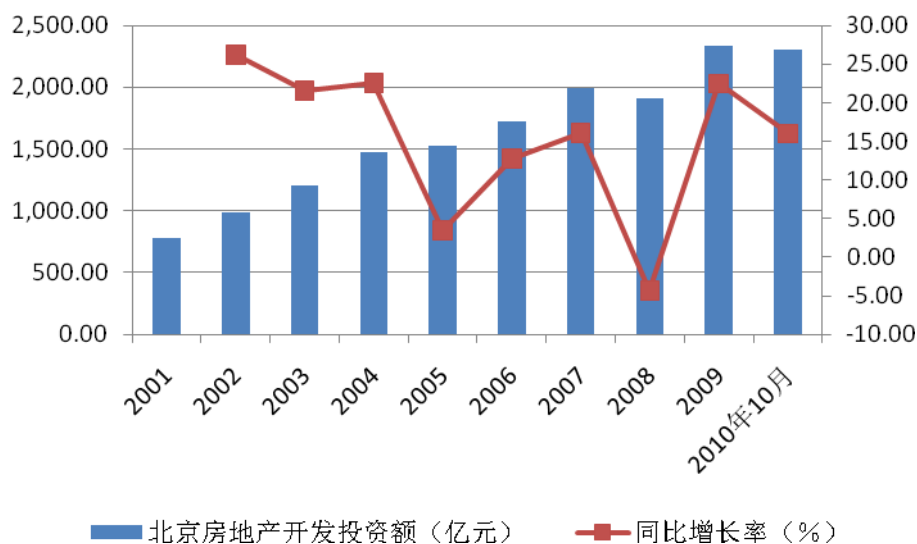
图 19: 房地产开发投资资金来源情况



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-10 月, 北京市房地产开发实际完成投资额 2300.55 亿元, 同比增长 16.01%。

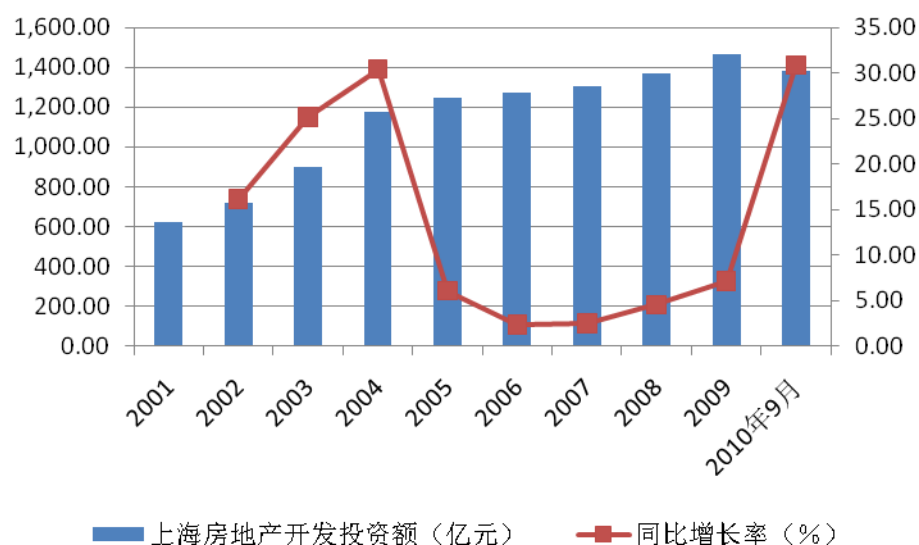
图 20: 北京房地产开发投资额及同比增长情况



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月, 上海市房地产开发实际完成投资额 1384.83 亿元, 同比增长 30.89%。

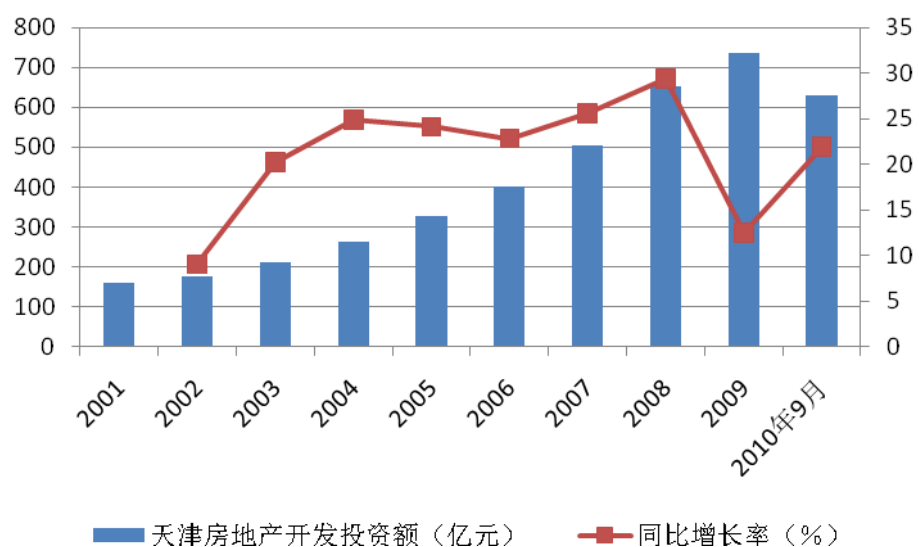
图 21: 上海房地产开发投资额及同比增长情况



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月, 天津市房地产开发实际完成投资额 629.73 亿元, 同比增长 21.88%。

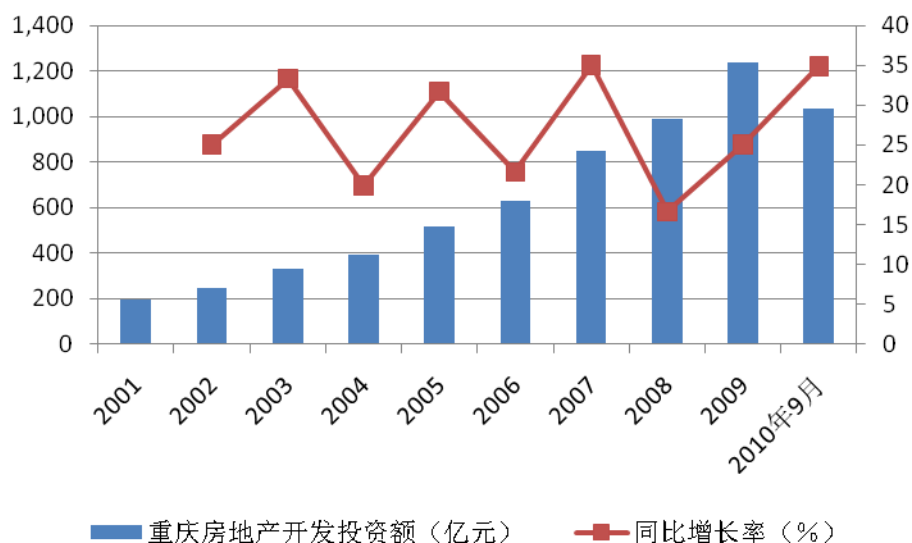
图 22: 天津房地产开发投资额及同比增长情况



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月, 重庆市房地产开发实际完成投资额 1031.81 亿元, 同比增长 34.88%。

图 23: 重庆房地产开发投资额及同比增长情况

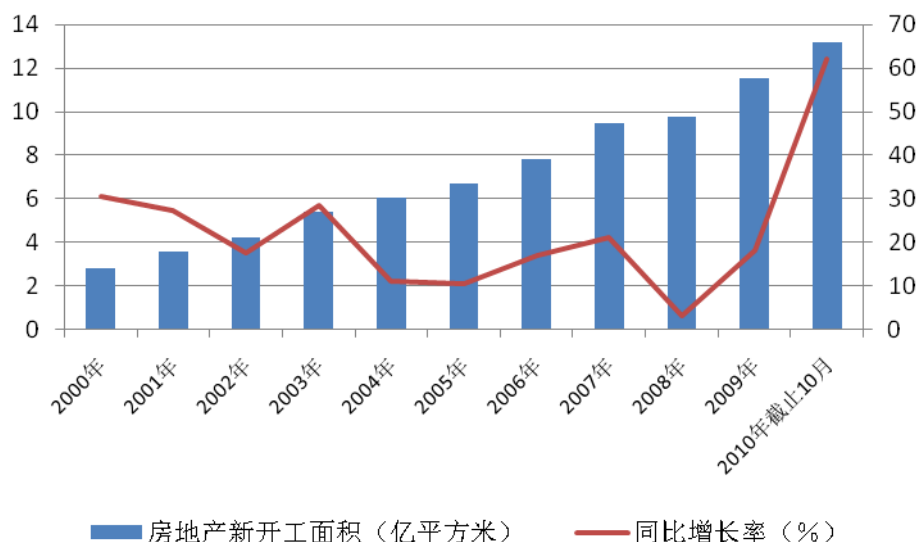


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.2 房地产新开工面积情况

2010 年 1-10 月, 全国房地产新开工面积 13.18 亿平方米, 同比增长 61.97%, 增幅位居 2001-2010 年首位。

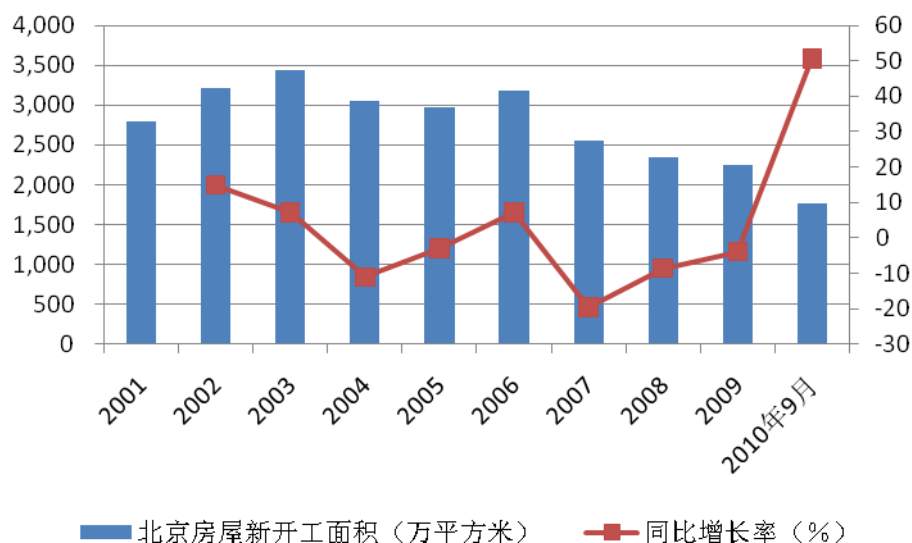
图 24: 全国房地产新开工面积大幅增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月, 北京房屋新开工面积 1760.79 万平方米, 同比增长 50.60%。

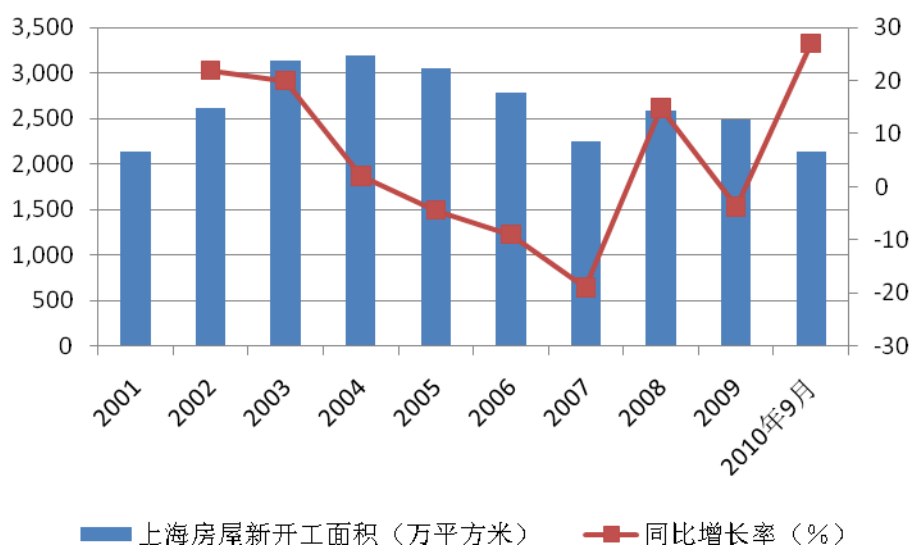
图 25: 北京房屋新开工面积大幅增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月, 上海房屋新开工面积2141.41万平方米, 同比增长27.01%。

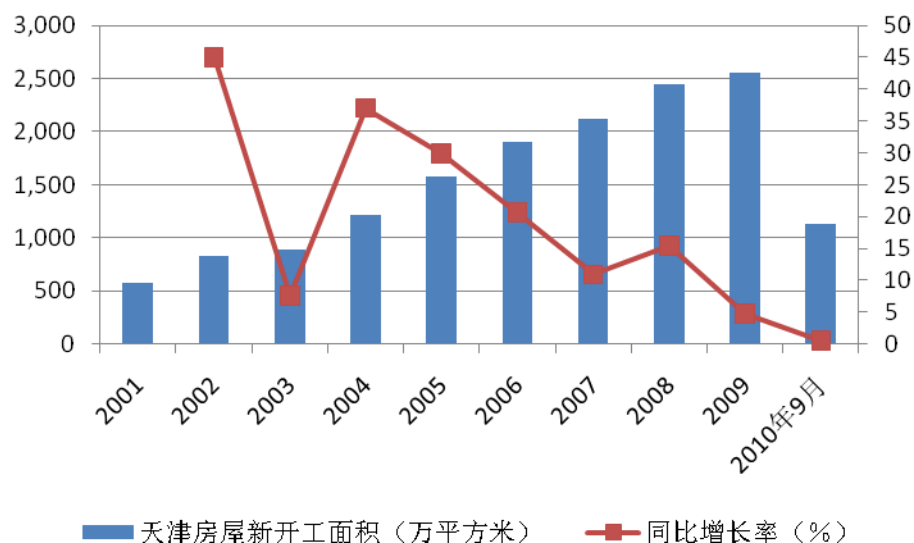
图 26: 上海房屋新开工面积同比增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月, 天津房屋新开工面积1130.46万平方米, 同比增长0.51%。

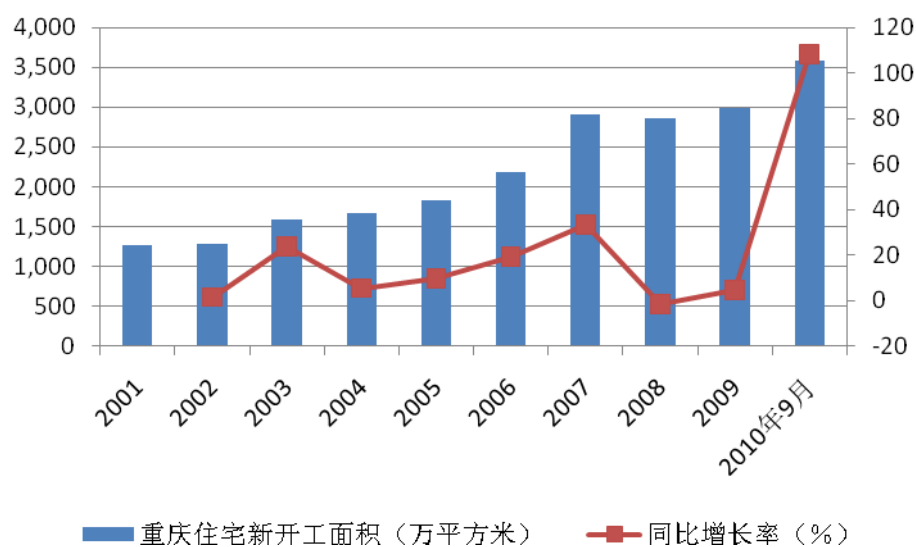
图 27: 天津房屋新开工面积同比微幅增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月, 重庆房屋新开工面积 3581.69 万平方米, 同比增长 108.15%。

图 28: 重庆房屋新开工面积同比大幅增长

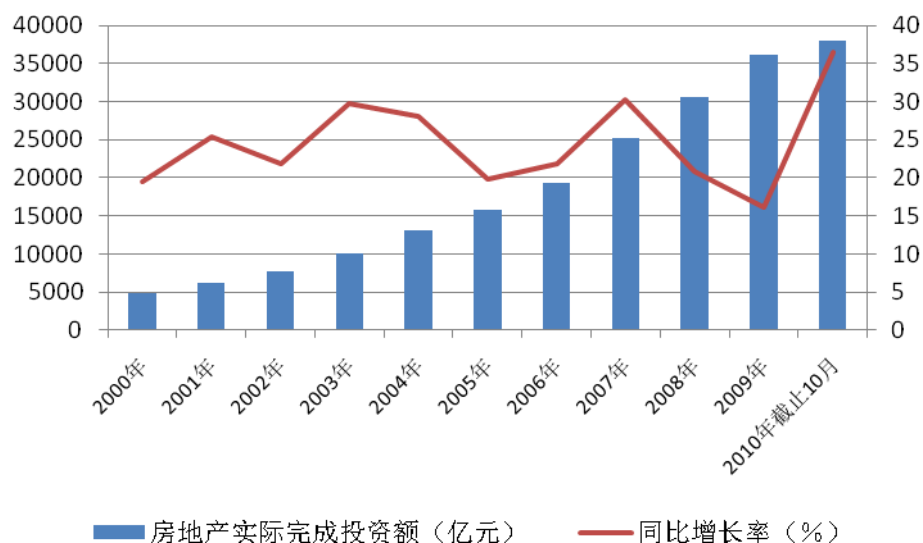


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.3 房地产施工面积情况

2010 年 1-10 月, 全国商品房施工面积 36.98 亿平方米, 同比增长 28.31%, 增幅位居 2001-2010 年首位。

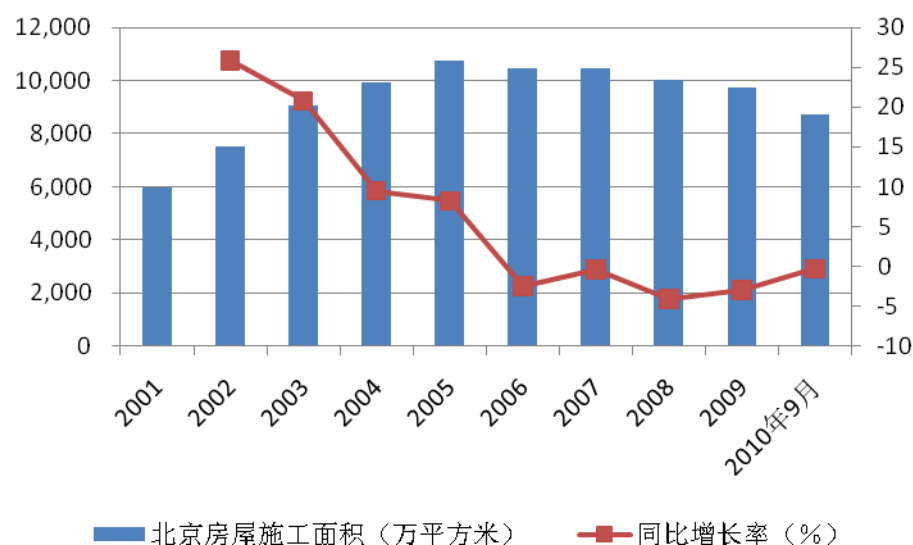
图 29: 全国商品房施工面积大幅增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月, 北京房屋施工面积 8727.37 万平方米, 同比下降 0.3%。

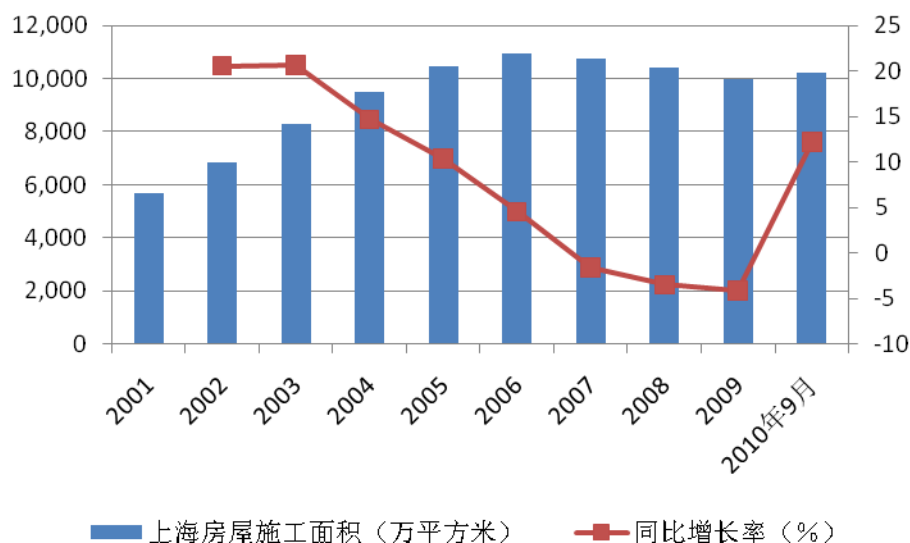
图 30: 北京房屋施工面积微幅下降



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月, 上海房屋施工面积 10198.88 万平方米, 同比增长 12.22%。

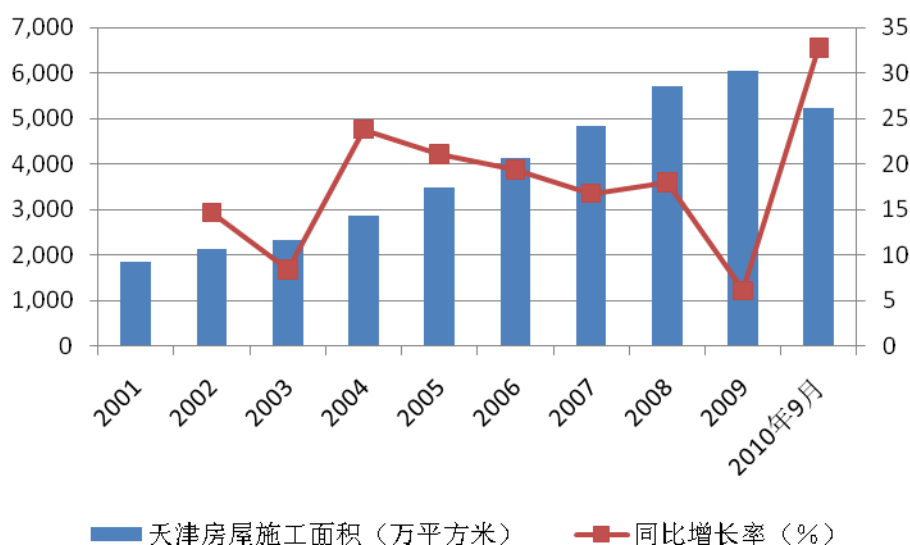
图 31: 上海房屋施工面积同比增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月, 天津房屋施工面积 5232.6 万平方米, 同比增长 32.77%。

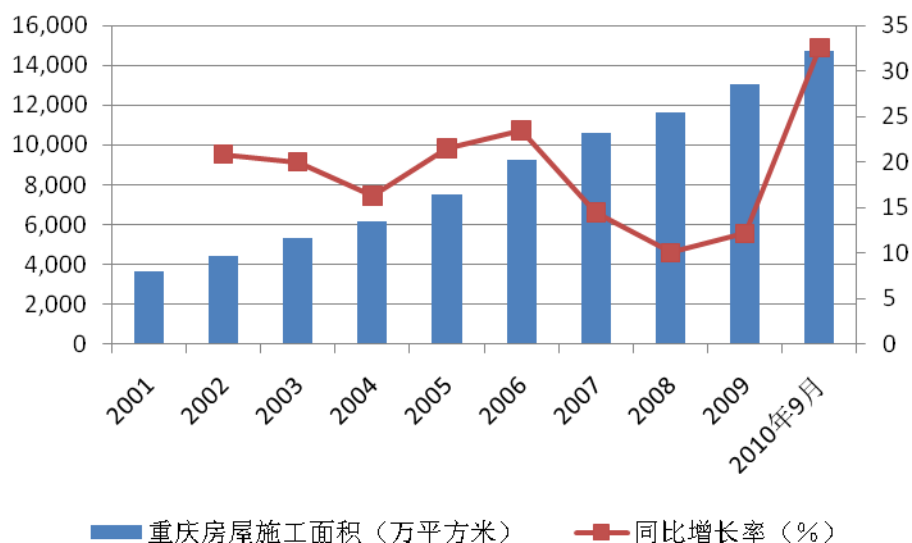
图 32: 天津房屋施工面积同比增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月, 重庆房屋施工面积 14693.67 万平方米, 同比增长 32.57%。

图 33: 重庆房屋施工面积同比增长

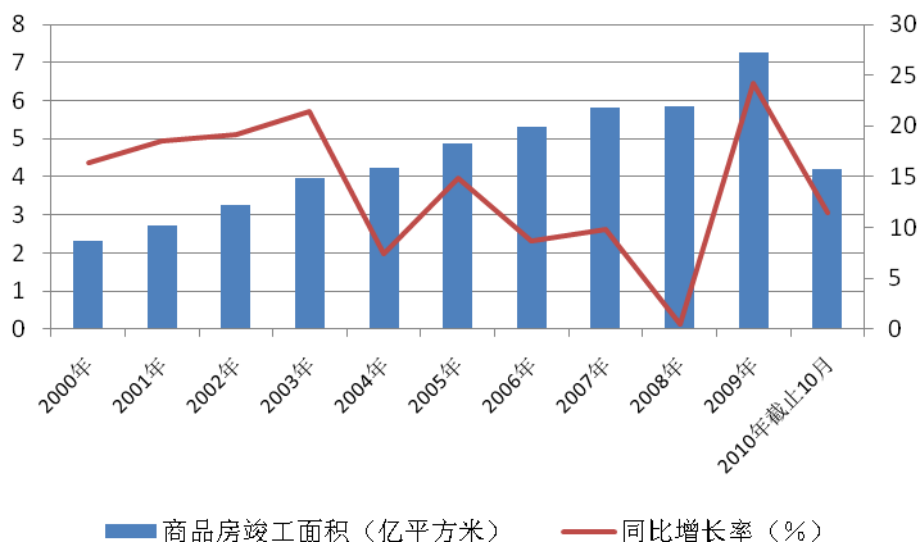


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.4 房地产竣工面积情况

2010 年 1-10 月, 全国商品房竣工面积 4.2 亿平方米, 同比增长 11.49%, 增幅落后于去年。

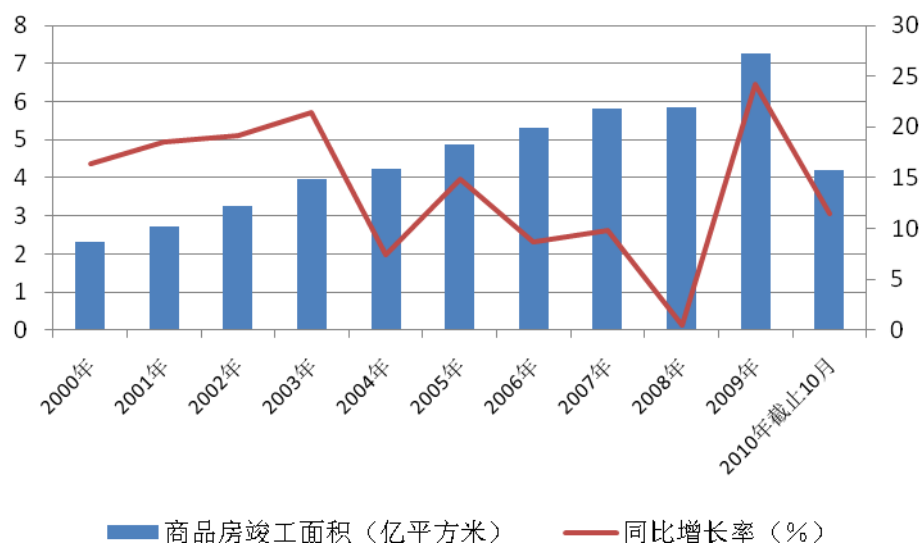
图 34: 全国商品房竣工面积增速落后于去年



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-10 月, 北京房屋竣工面积 1103.47 万平方米, 同比下降 6.33%。

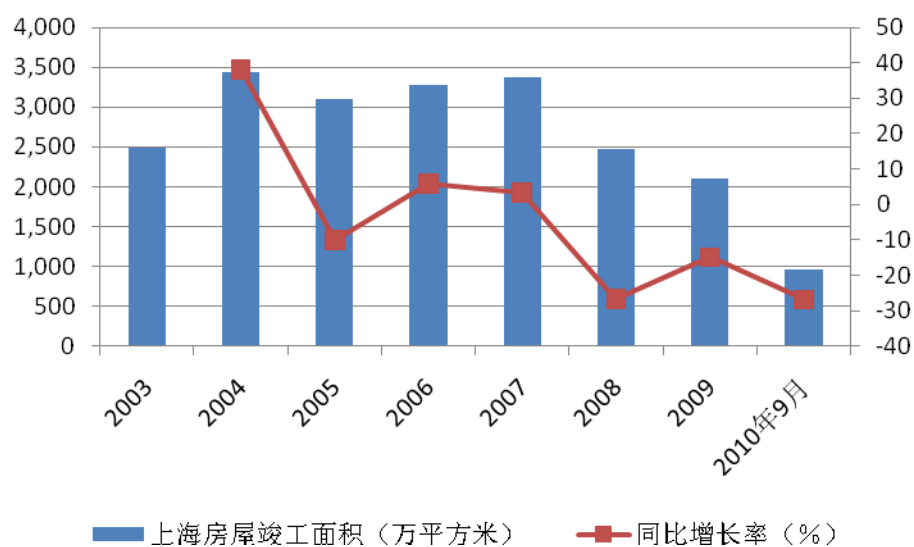
图 35: 北京房屋竣工面积小幅下降



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月, 上海房屋竣工面积 963.63 万平方米, 同比下降 26.84%。

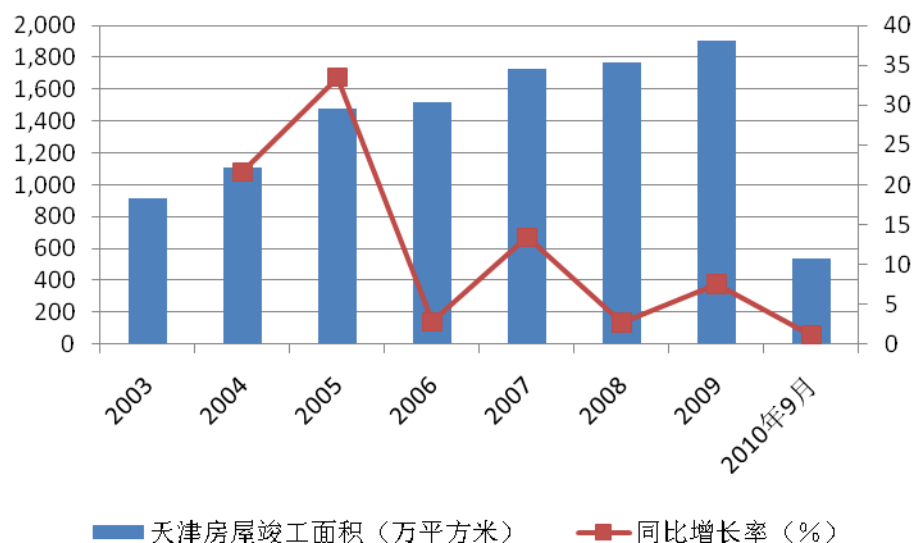
图 36: 上海房屋竣工面积同比下降



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月, 天津房屋竣工面积 963.63 万平方米, 同比下降 26.84%。

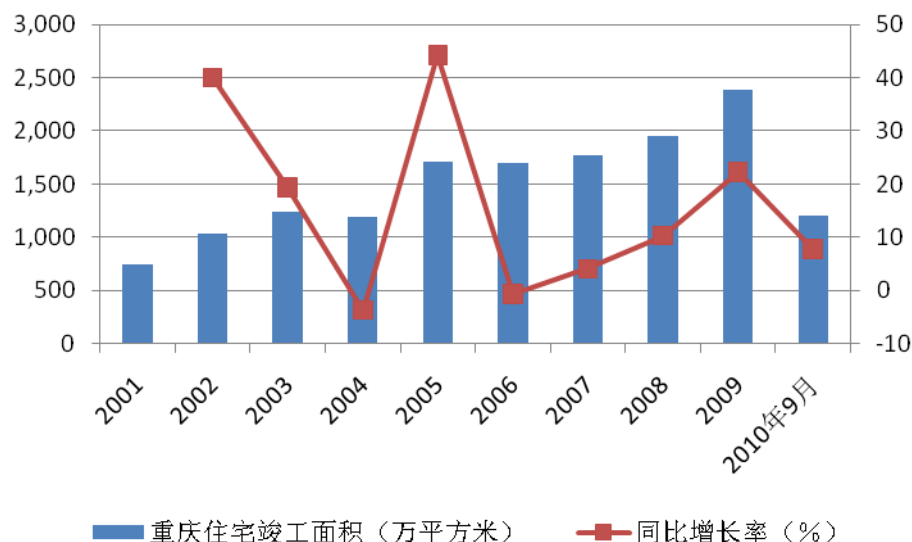
图 37: 天津房屋竣工面积同比下降



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月，重庆住宅竣工面积 1196.75 万平方米，同比增长 7.71%。

图 38: 重庆房屋竣工面积同比增长



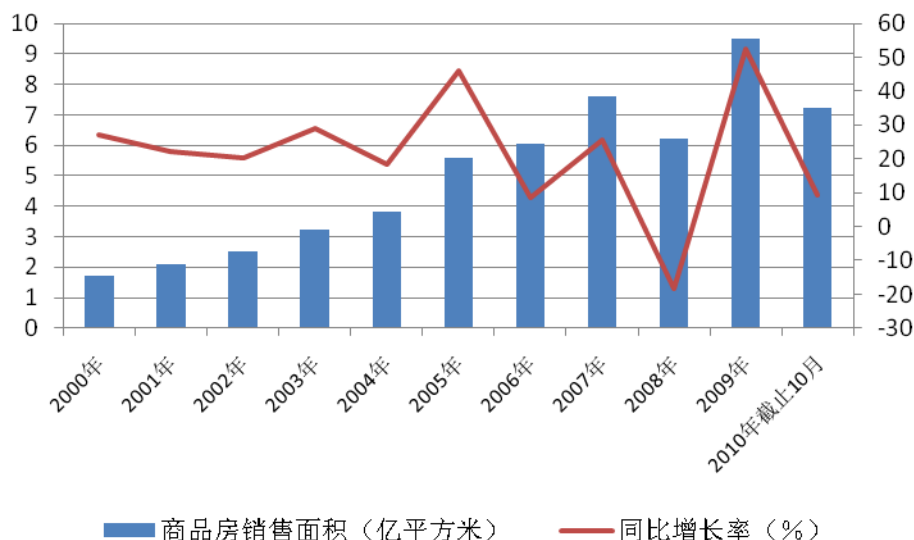
资料来源: wind 渤海证券研究所

3.6 房地产销售面积情况

2010 年 1-10 月，全国商品房销售面积 7.24 亿平方米，同比增长 9.13%，增幅

远远落后与去年，也落后于房屋新开工面积和施工面积。

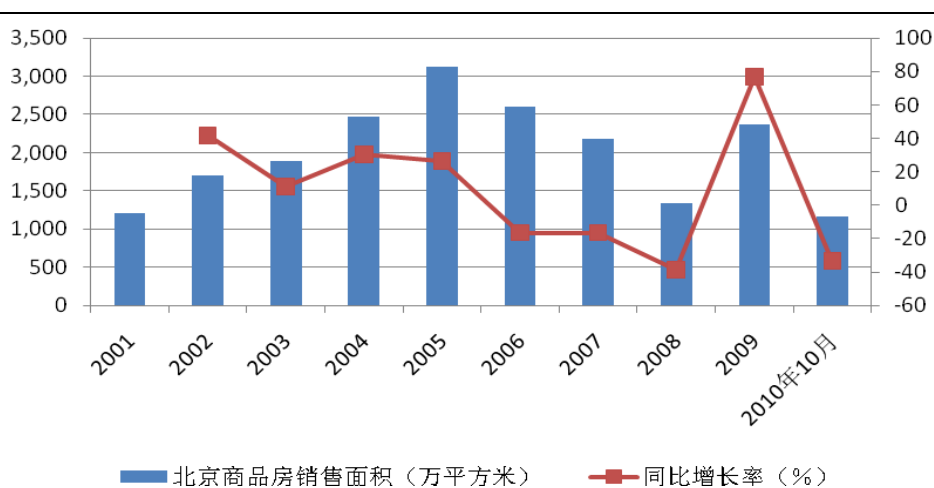
图 39: 全国商品房销售面积增速较小



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-10 月，北京商品房销售面积 1169.65 万平方米，同比减小 33.45%，销售面积大幅下降。

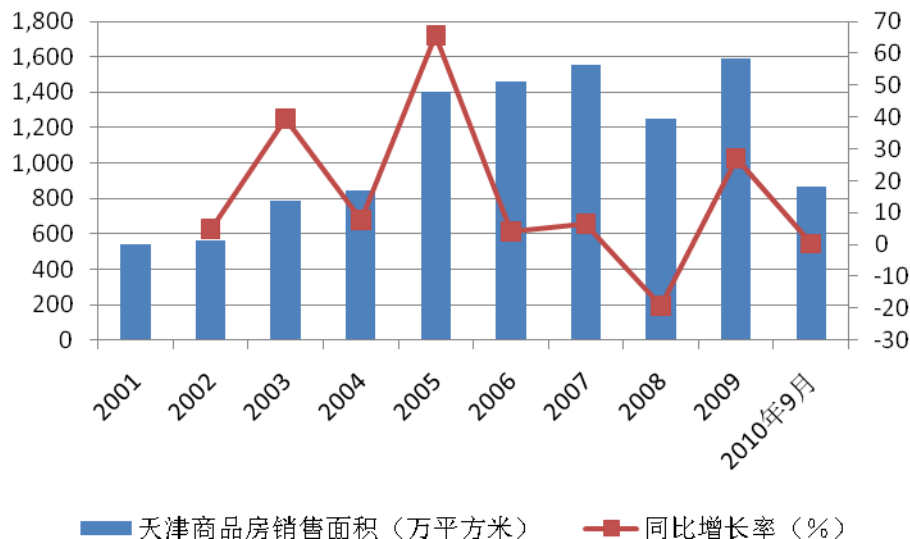
图 40: 北京商品房销售面积大幅下降



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月，天津商品房销售面积 866.13 万平方米，同比微幅增长 0.28%。

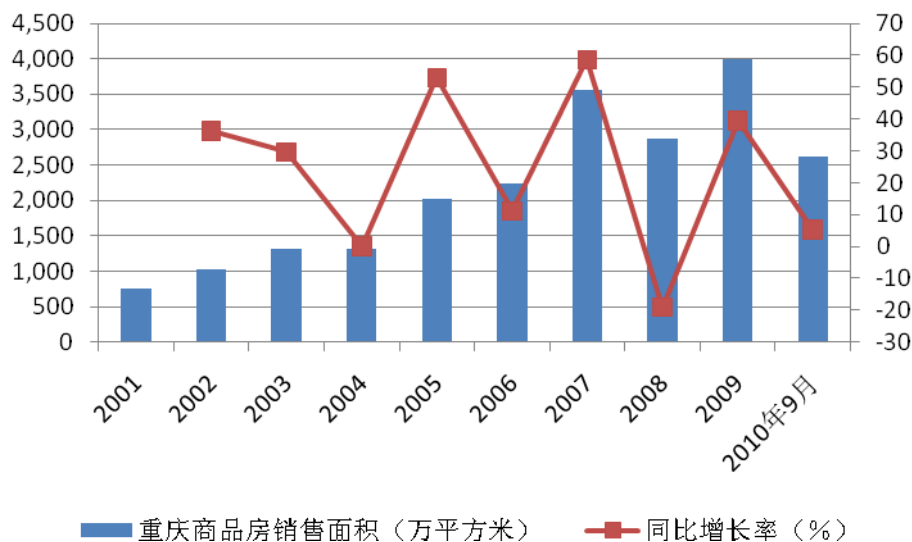
图 41: 天津商品房销售面积同比微幅增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010 年 1-9 月, 重庆商品房销售面积 2614.87 万平方米, 同比增长 5.29%。

图 42: 重庆商品房销售面积同比增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

3.6 房地产销售价格情况

2010 年 1-10 月, 全国商品房销售额 36992.28 亿元, 同比增长 17.33%, 增幅大于商品房销售面积增速, 但远远落后于房地产投资增速。

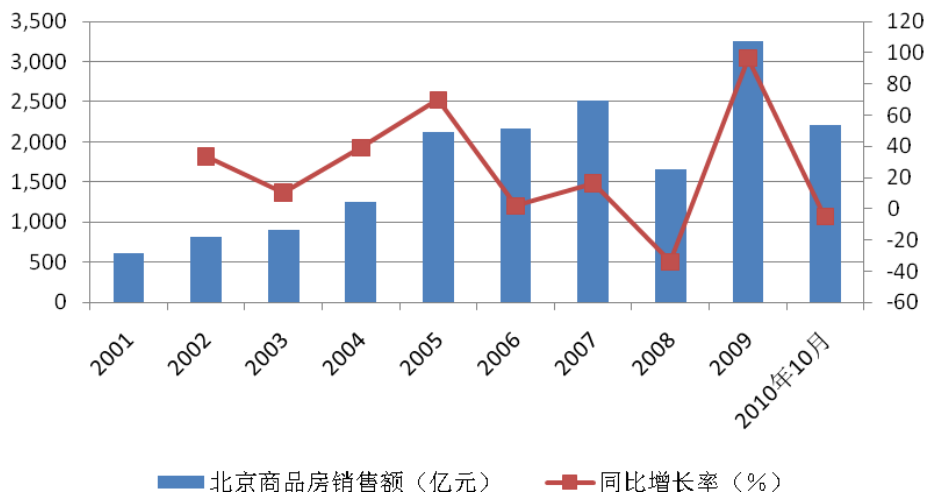
图 43: 全国商品房销售额增速较小



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-10月，北京商品房销售额 2207.32 亿元，同比下降 5%，在商品房新开工面积和施工面积均大幅增长的情况下，销售量负增长，主要是受调控政策的影响，导致市场成交全面萎缩。

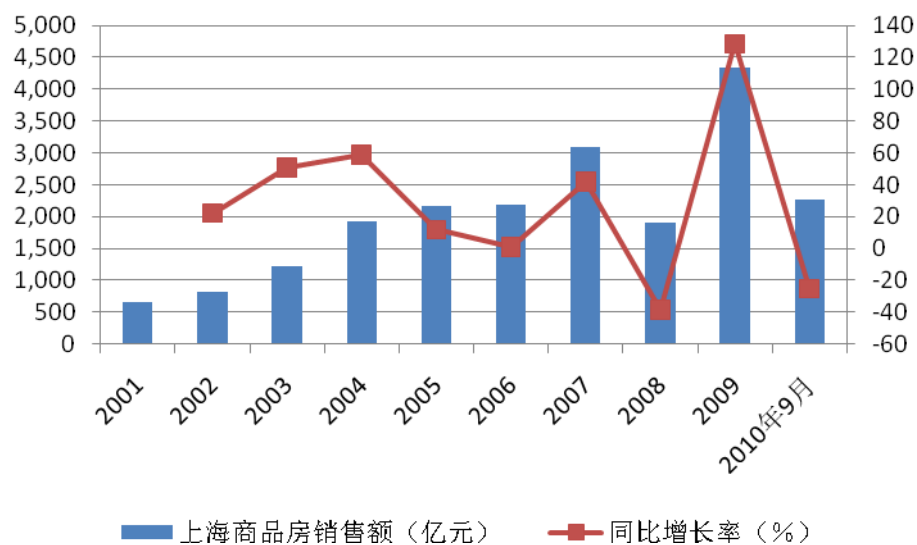
图 44: 北京商品房销售额同比负增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月，上海商品房销售额 2270.97 亿元，同比下降 25.24%。

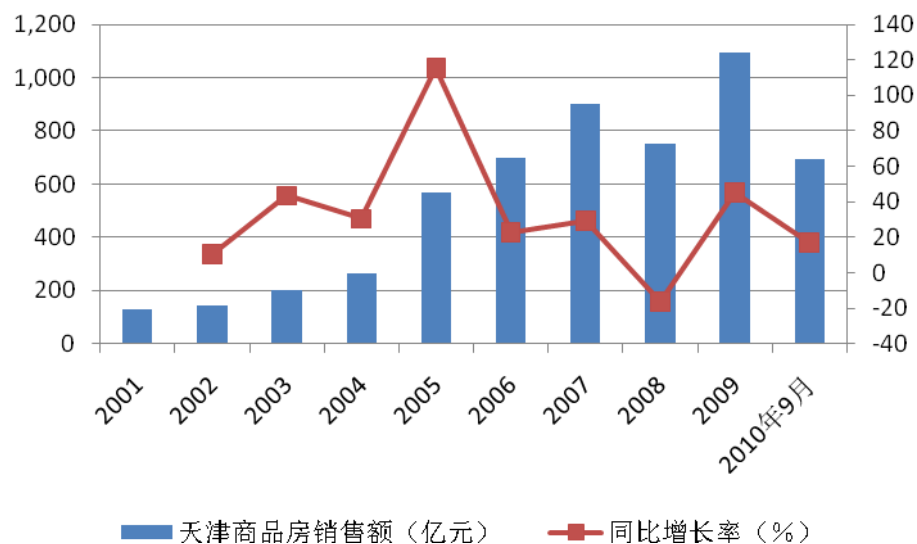
图 45: 上海商品房销售额同比下降



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月，天津商品房销售额 694.80 亿元，同比增长 17.01%。

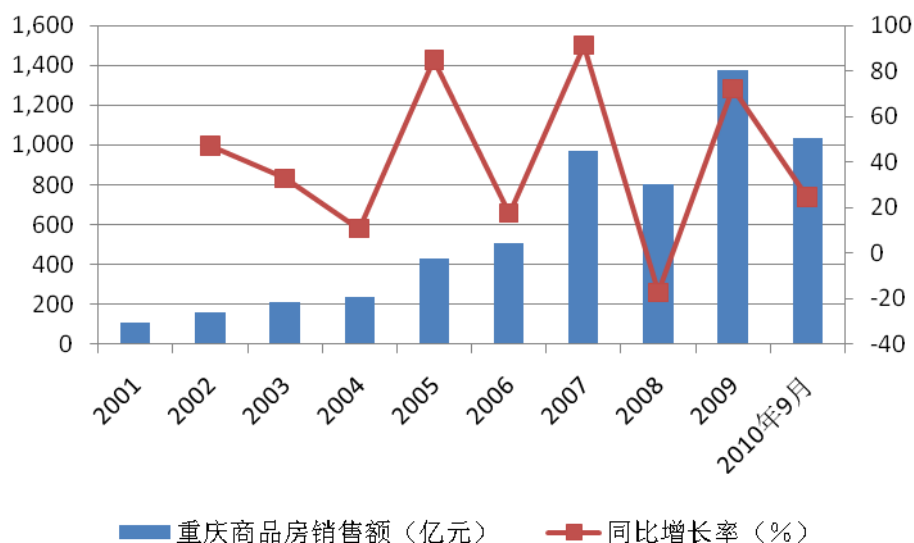
图 46: 天津商品房销售额同比增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

2010年1-9月，重庆商品房销售额 1036.97 亿元，同比增长 24.68%。

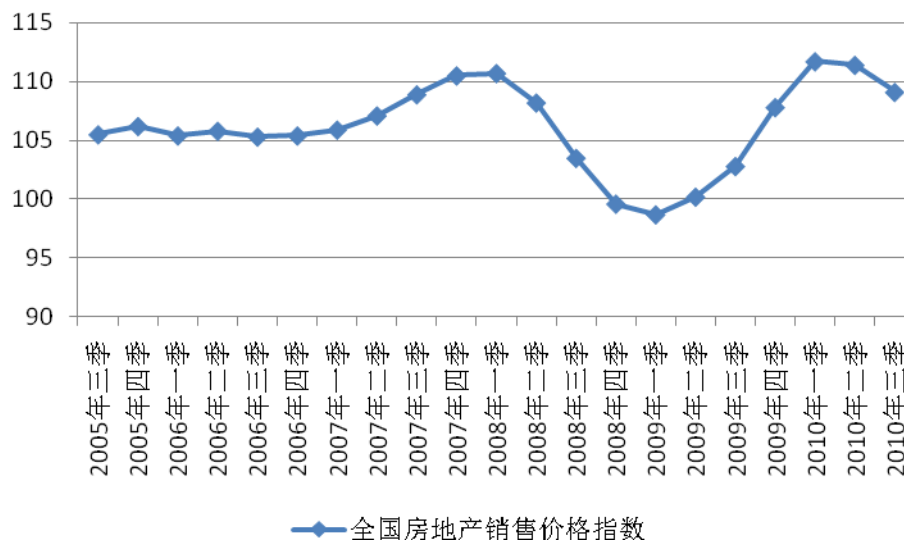
图 47: 重庆商品房销售额同比增长



资料来源: wind 渤海证券研究所

从全国房地产销售价格指数来看, 2010 年一季度达到 111.7 的峰值, 随后逐步回落, 第二季度和第三季度全国房地产销售价格指数分别为 111.4 和 109.1。

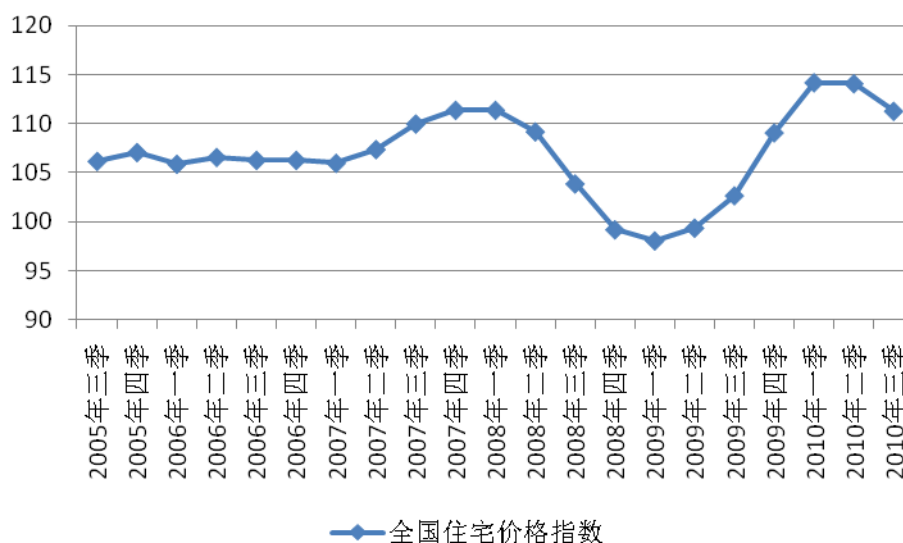
图 48: 全国房地产销售价格指数



资料来源: wind 渤海证券研究所

从全国住宅销售价格指数来看, 2010 年一季度达到 114.2 的峰值, 随后逐步回落, 第二季度和第三季度全国住宅销售价格指数分别为 114.1 和 111.3。

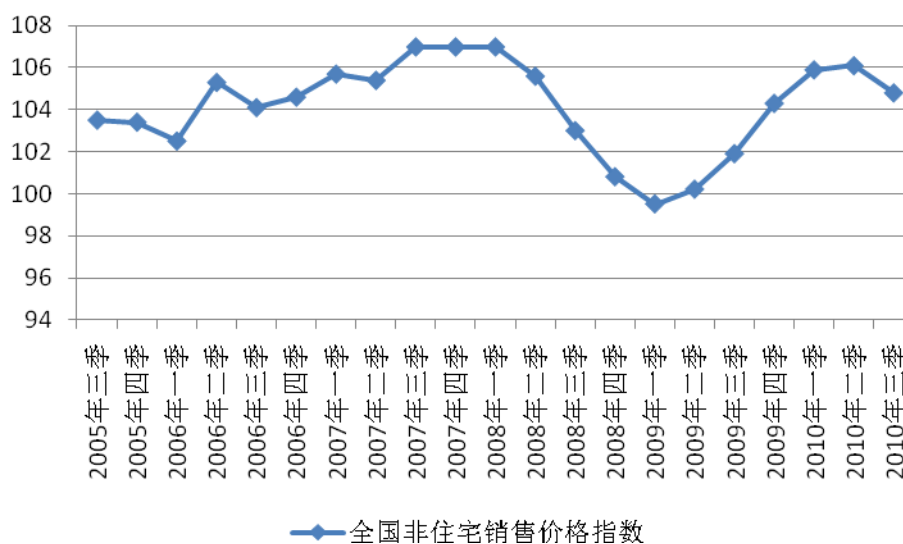
图 49: 全国住宅销售价格指数



资料来源: wind 渤海证券研究所

从全国非住宅销售价格指数来看, 2010 年一季度达到 105.9, 二季度非住宅销售价格指数继续攀升达到 106.1, 但离 2007-2008 的历史高点尚有距离, 三季度非住宅销售价格指数回落至 104.8。

图 50: 全国非住宅销售价格指数

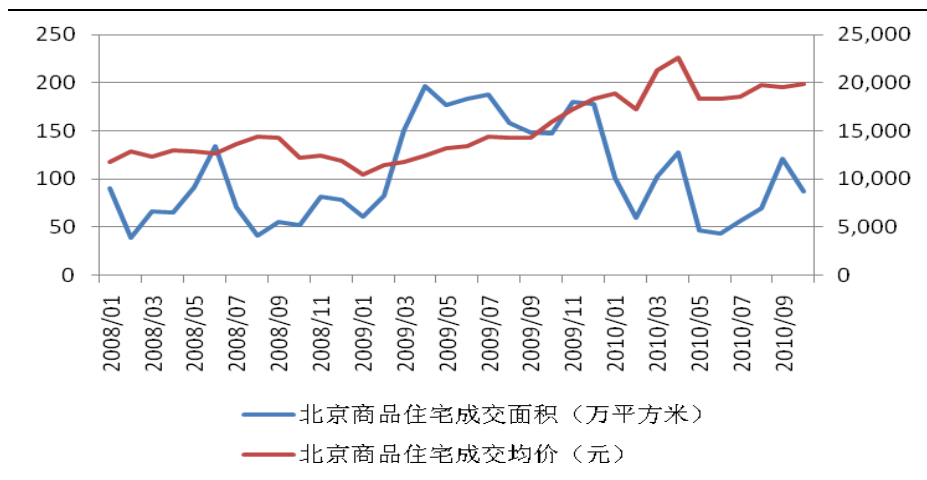


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.7 近三年来重点城市房地产月度成交情况

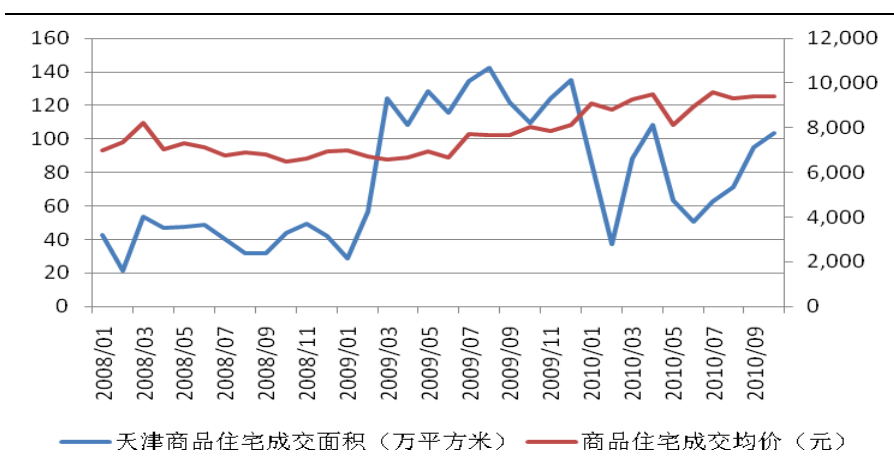
从全国非住宅销售价格指数来看, 2010 年一季度达到 105.9, 二季度非住宅销售价格指数继续攀升达到 106.1, 但离 2007-2008 的历史高点尚有距离, 三季度非住宅销售价格指数回落至 104.8。

图 51: 北京房地产市场月度成交情况



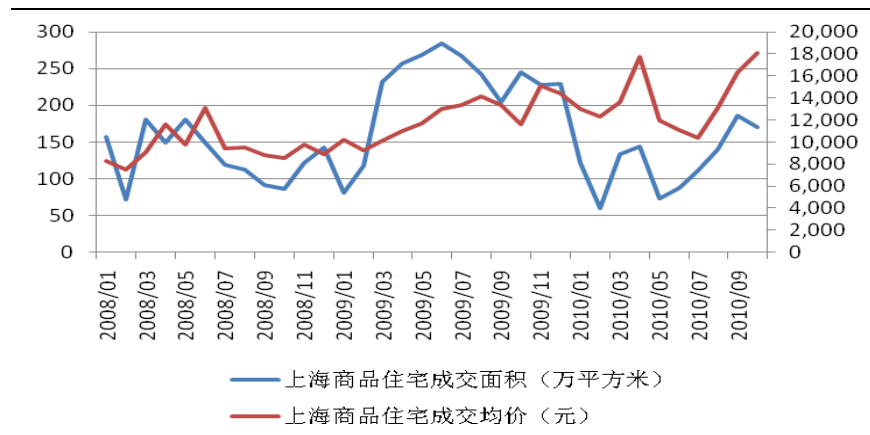
资料来源: wind 渤海证券研究所

图 52: 天津房地产市场月度成交情况



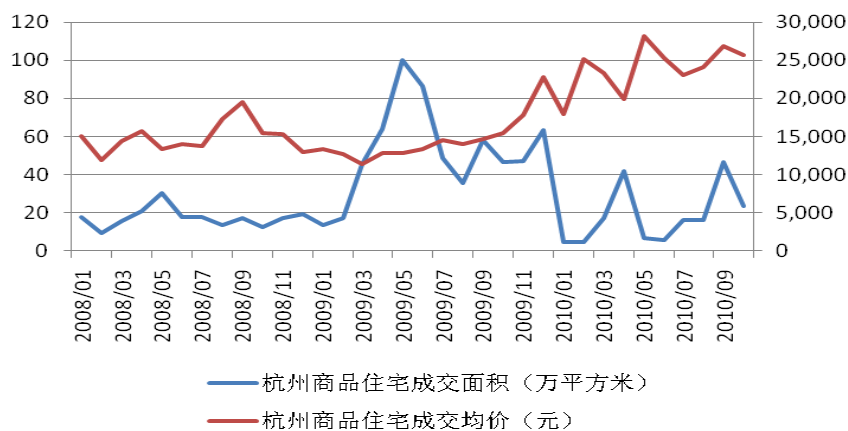
资料来源: wind 渤海证券研究所

图 53: 上海房地产市场月度成交情况



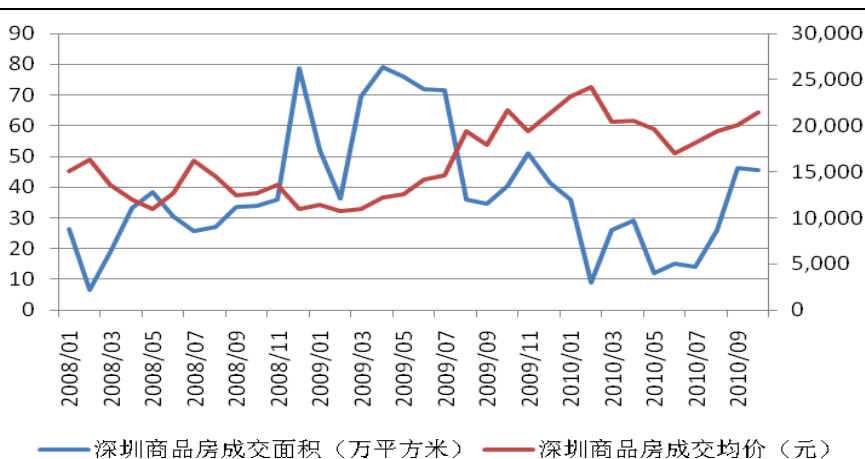
资料来源: wind 渤海证券研究所

图 54: 杭州房地产市场月度成交情况



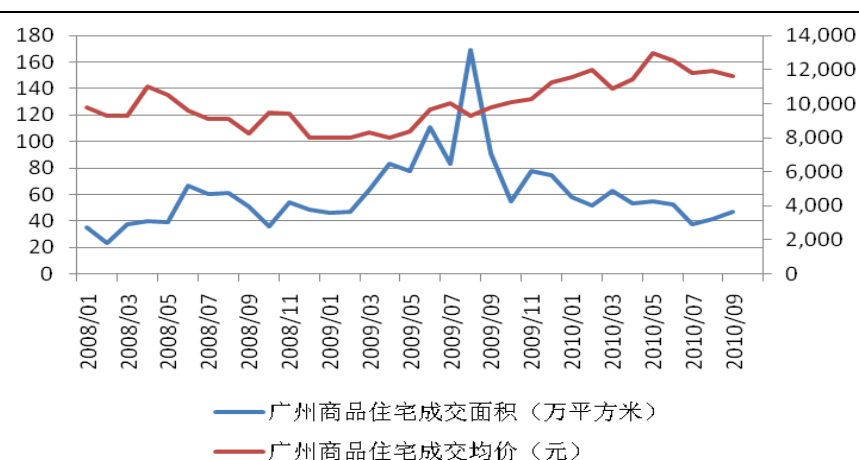
资料来源: wind 渤海证券研究所

图 55: 深圳房地产市场月度成交情况



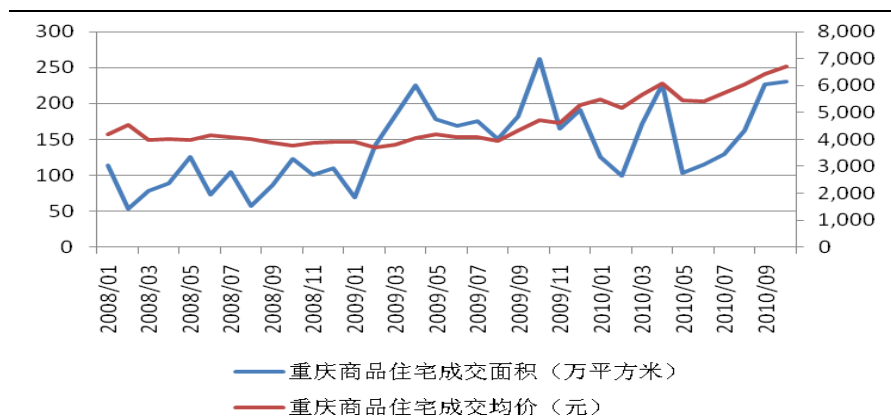
资料来源: wind 渤海证券研究所

图 56: 广州房地产市场月度成交情况



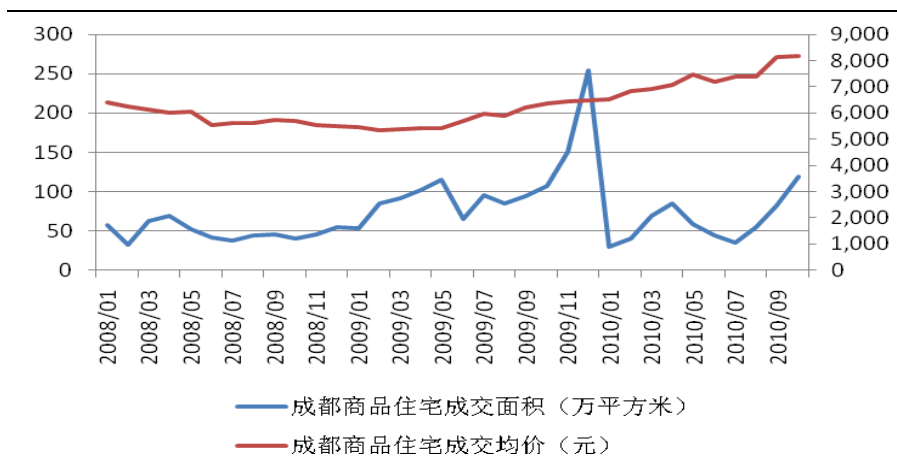
资料来源: wind 渤海证券研究所

图 57: 重庆房地产市场月度成交情况



资料来源: wind 渤海证券研究所

图 58: 成都房地产市场月度成交情况

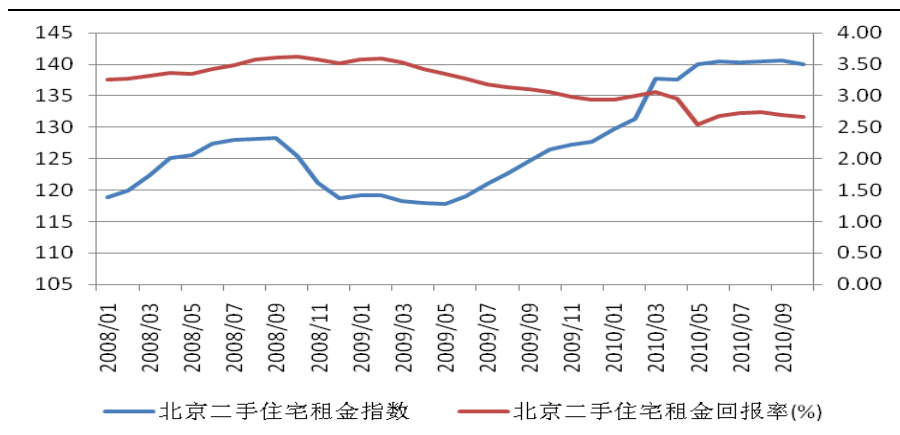


资料来源: wind 渤海证券研究所

3.8 重点城市二手住宅租金回报情况

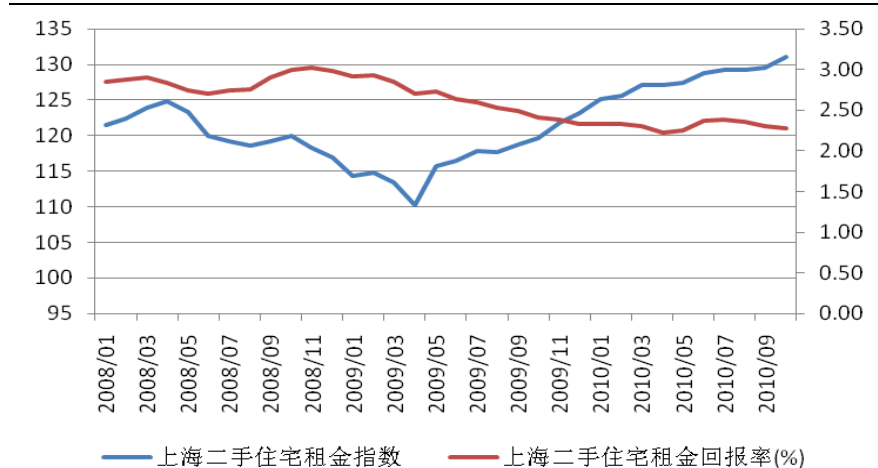
从重点一线城市二手住宅租金回报情况来看,随着房价的大幅上涨,而租金相对涨幅较小,租金回报率呈下降趋势,2010年10月,北京、上海、广州、深圳二手住宅租金回报率分别为2.66、2.28、3.14、2.75,均低于1年期贷款利率,其中上海租金回报率低于一年期存款利率。

图 59: 北京二手住宅租金回报情况



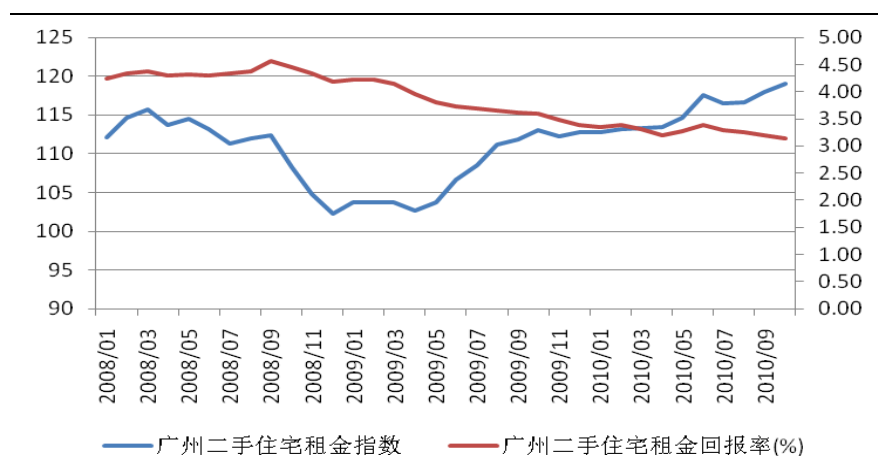
资料来源: wind 渤海证券研究所

图 60: 上海二手住宅租金回报情况



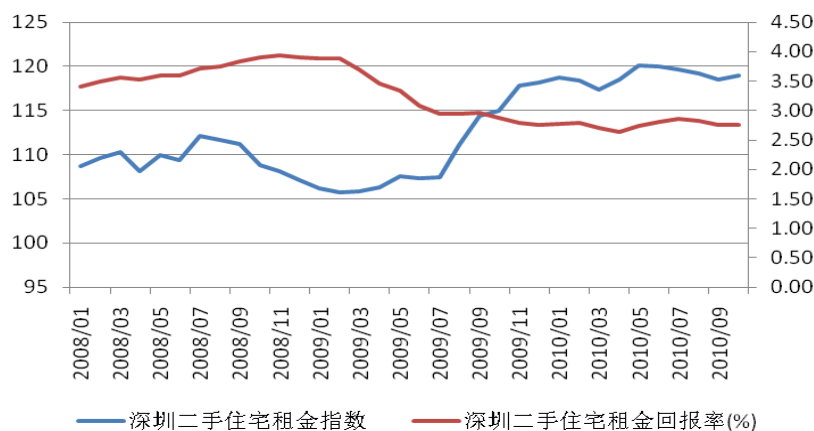
资料来源: wind 渤海证券研究所

图 61: 广州二手住宅租金回报情况



资料来源: wind 渤海证券研究所

图 62: 深圳二手住宅租金回报情况



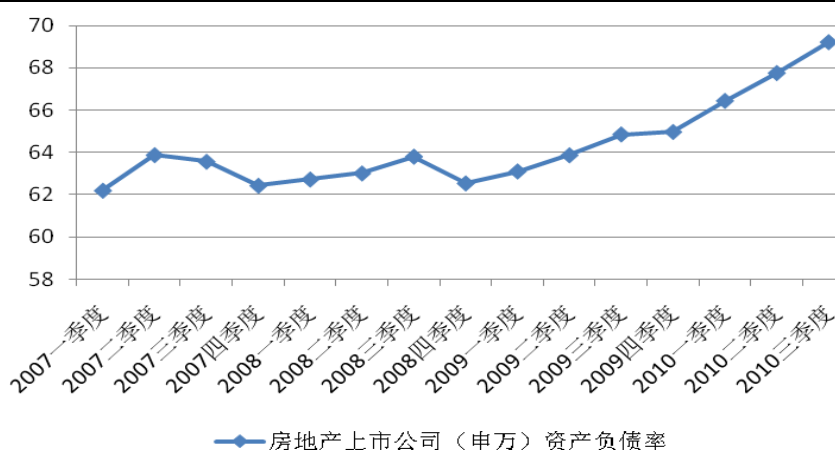
资料来源: wind 渤海证券研究所

4 房地产上市公司情况

4.1 房地产上市公司资产负债情况

从房地产上市公司的资产负债情况来看,从 2007 年开始,房地产上市公司资产负债率总体呈上升趋势,资产负债率从 2008 年四季度的 62.55% 上升到 2010 年三季度的 69.20%。

图 63: 房地产上市公司(申万)资产负债率

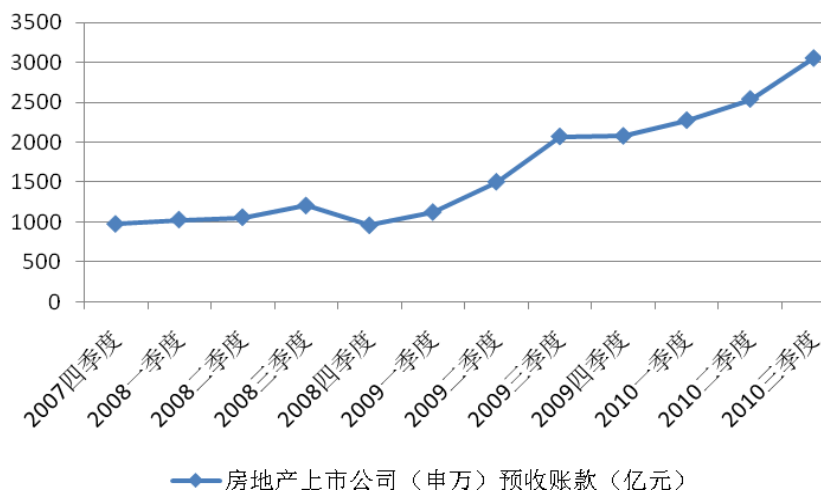


资料来源: wind 渤海证券研究所

4.2 房地产上市公司预收账款情况

对房地产公司来说，预收账款是一个非常重要的财务指标，它反映了公司未来的业绩保障情况，从 2009 年四季度至 2010 年三季度，房地产上市公司（申万）的预收账款从 2067.64 亿元增加到 3048.86 亿元，预收账款的大幅增长为 2010 年乃至 2011 年公司业绩提供了强有力的保障。

图 64：房地产上市公司（申万）预收账款情况

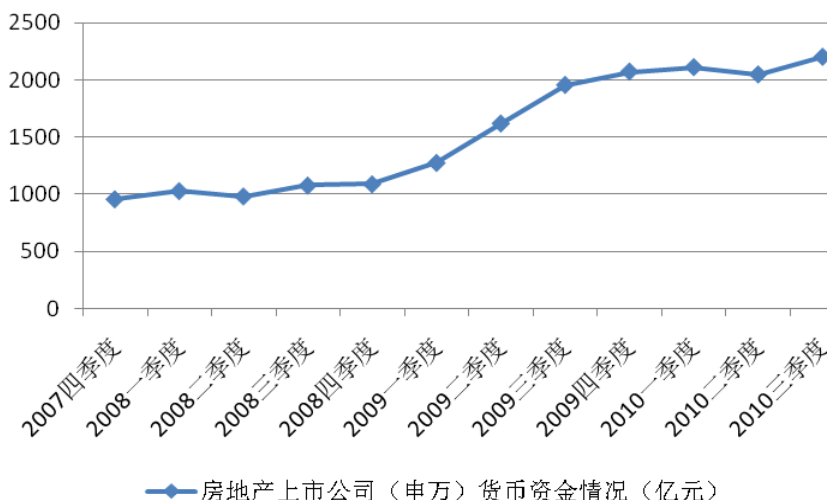


资料来源：wind 渤海证券研究所

4.3 房地产上市公司货币资金情况

房地产公司货币资金是其经营的重要指标，无论是土地购置费用的大笔支出，还是项目新开工和继续施工的资金，在当前货币政策收紧，贷款难度大的情况下，是公司正常运营的重要保证。从货币资金情况来看，2009 年三季度房地产上市公司（申万）货币资金余额 1953.42 亿元，至 2010 年三季度，货币资金余额 2198.94 亿元，货币资金增幅较小，反映了在调控政策下，地产公司资金面不充裕。

图 65：房地产上市公司（申万）货币资金情况

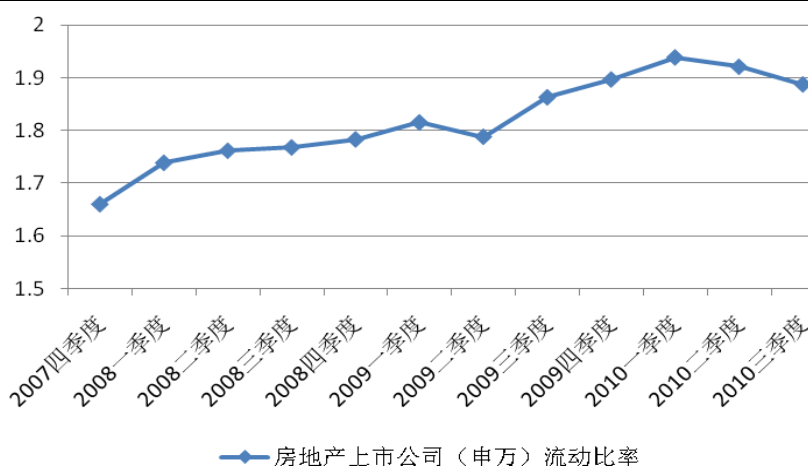


资料来源: wind 渤海证券研究所

4.4 房地产上市公司偿债能力情况

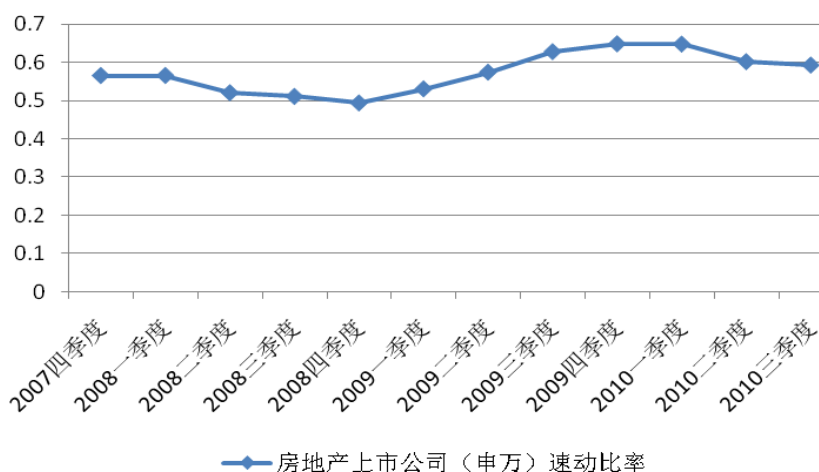
从偿债能力来看,流动比率和速动比率在 2010 年一季度达到峰值后逐步下降,表明在房地产调控政策的影响下,房地产上市公司的偿债能力有所降低,两者相对与 2008 年的低点仍有较大距离,说明虽然受到房地产调控政策的影响,但上市公司整体偿债能力仍处于正常水平,短期内地产公司资金断裂的风险很小。

图 66: 房地产上市公司(申万)流动比率



资料来源: wind 渤海证券研究所

图 67: 房地产上市公司(申万)速动比率



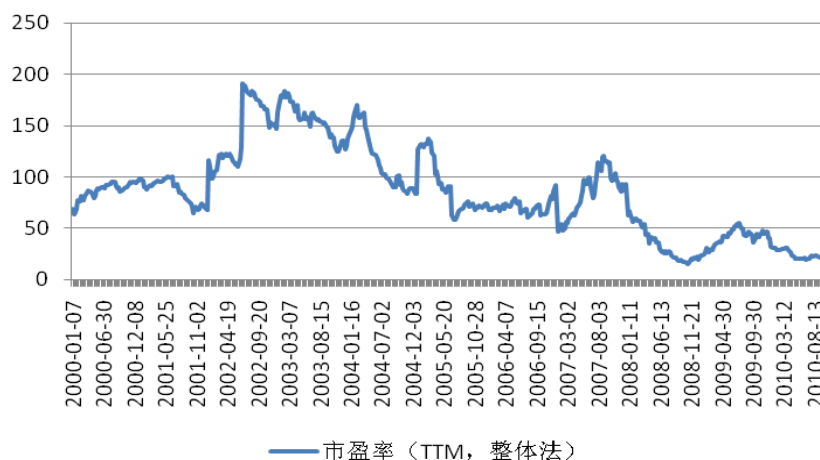
资料来源: wind 渤海证券研究所

5 房地产行业投资策略分析

请务必阅读正文之后的免责条款部分

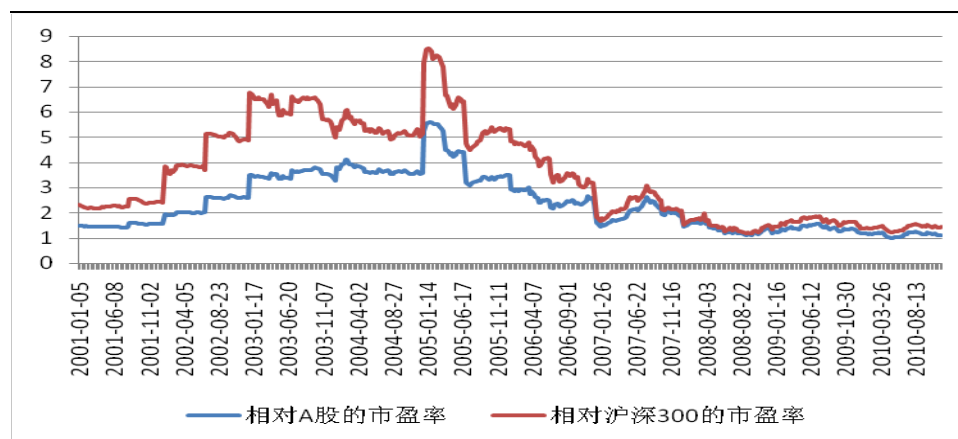
5.1 房地产板块的市场估值处于历史低位

图 68: 申万房地产行业 PE



资料来源: wind 渤海证券研究所

图 69: 房地产行业相对 A 股和沪深 300 的市盈率水平



资料来源: wind 渤海证券研究所

就自身估值来看,目前房地产行业 PE 为 22 倍,处于历史低位,属于估值洼地。从房地产行业对 A 股和沪深 300 的相对市盈率水平来看,也处在低位,分别为 1.10 和 1.45。

5.2 调控政策下房价与市场情况预测

为限制房地产价格大幅上涨,从 2010 年 4 月开始,新的房地产调控拉开了帷幕。在半年的时间内,房地产调控措施逐步深化,跟随政策的变化,市场成交也经历了大幅震荡。总体来看,一线城市市场成交量同比去年较大幅度下降,二三线城市市场成交上涨,从全国情况来看,房屋销售面积同比小幅增长。从房屋销售价格来看,虽然受到调控政策相当大的压力,但房价并未下降,一线城市房价处于

高位震荡状态，二三线城市房价仍小幅上涨。

2010 年房地产开发投资额大幅增长，房地产新开工面积和施工面积均同比大幅增长，而同期房地产销售面积和竣工面积增长幅度均较小，进入 2011 年，大量 2010 年新开工和施工的房屋将进入市场进行销售，供应量的增长，加上调控政策强大的压力，让房地产市场价格基本没有大幅上涨的可能。但另一方面，人民币面临强大的升值压力，一定时期内通胀水平仍将保持在高位，这种情况下，房地产价格大幅下跌的可能也很小。我们预计，房价稳中有降将是 2011 年市场的主基调，部分房价过高的一线城市，房价会有一些的调整，而房价相对不高的一些二三线城市，房价会保持稳定，甚至小幅上涨。

随着 10 月房地产二次调控政策的逐步落实，市场成交也逐渐下滑，我们预计房地产市场成交短期内仍将处于低位，随着政策的逐步消化和房地产市场刚性需求的逐步释放，我们认为明年一季度末二季度初将是一个重要的时间窗口，供应量的增大加上需求的释放，市场将会回暖。

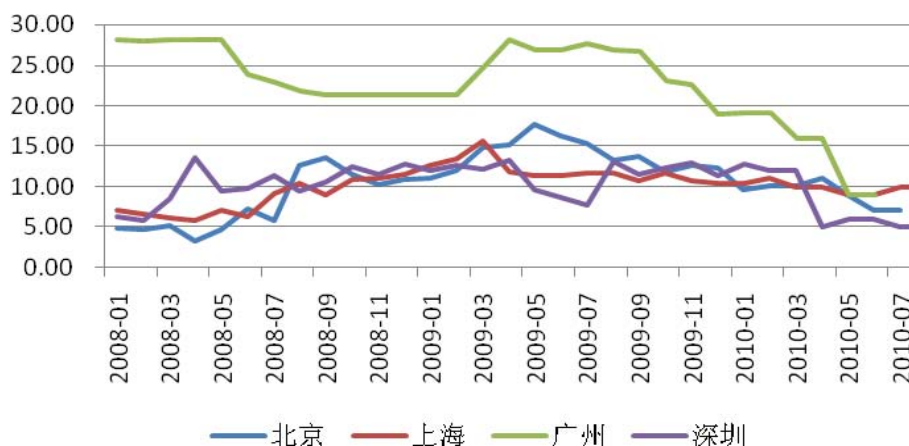
5.3 投资策略

2011 年房地产行业的发展充满了不确定性——房地产调控政策的持续性使得房地产行业的发展备受压力，而十二五规划中城镇化进程的快速提升则为房地产行业发展提供了重要的契机。另外，外部宏观经济环境是房地产行业另一催化剂，房地产投资属性在全球流行性、人民币升值和国内通胀高企不下的推动下将得到强化。一旦政策调控落地，市场预期稳定，外部环境将助推房地产行业的快速发展。

我们选股的策略沿着以下基本思路：首先看持续调控下不同企业的应对能力：调控持续下将会加剧行业内的分化，这势必造成行业洗牌。调控持续不送，将会有利于全国性龙头企业的发展，为后者市场的扩张提供重要契机；其次，把握房地产发展契机下受益的企业。城镇化进程将是房地产行业发展的主要驱动力，企业能够把握这一契机，将会突围调控，得到更快的发展。

另外，商业地产面临重要的发展契机：首先，需求旺盛，写字楼空置率快速下降，开发商需要及时补仓。另外，十二五规划着力拉动内需，将推动商业地产的需求。十二五规划建议首次将扩大内需战略独立成篇，并提出了相对具体的政策措施和目标，“构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变。把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。”最后，商业地产处于政策真空，受调控影响冲击较小。

图 70: 主要中心城市写字楼空置率情况



资料来源: Wind 渤海证券研究所

根据以上思路,我们重点推荐以下三类公司:一类是具有全国布局的行业龙头企业,例如保利地产、招商地产;一类是重点业务为非住宅地产,受国家房地产调控政策影响相对较小的企业,例如中国国贸、电子城;一类是受益于地方城镇化进程,具有区域优势的地方龙头企业,例如荣盛发展、北京城建。

表 6: 重点跟踪公司的估值与评级

公司名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	评级
保利地产	1.05	1.36	1.76	11.7	9	7	买入
招商地产	1.23	1.51	1.94	13.5	11	8.5	买入
北京城建	1.19	1.35	1.52	10	8.8	7.8	买入
电子城	0.85	0.98	1.20	11.3	9.8	8	买入
荣盛发展	0.65	0.93	1.34	17.1	11.9	8.3	买入
中国国贸	0.18	0.42	0.60	70.8	30.4	21.3	买入
绵世股份	0.1	0.16	0.22	108	67.3	49	中性
中关村	0.06	0.18	0.25	128	42.8	30.8	中性
津滨发展	0.06	0.26	0.35	99.7	23	17.1	中性
天保基建	0.73	1.38	1.69	15.8	8.4	6.8	中性
广宇发展	0.26	0.30	0.33	43.1	38.2	36.5	中性
中体产业	0.12	0.19	0.23	73	46.1	38.1	中性
天津松江	0.38	0.81	0.99	21.6	10.1	8.3	中性
天房发展	0.14	0.26	0.43	32.2	17.3	10.5	中性

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15% ~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn