

静待房价下跌后的成交回升和政策放松——2011年四季度房地产行业投资策略

评级

看好（维持）

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格：证券投资咨询

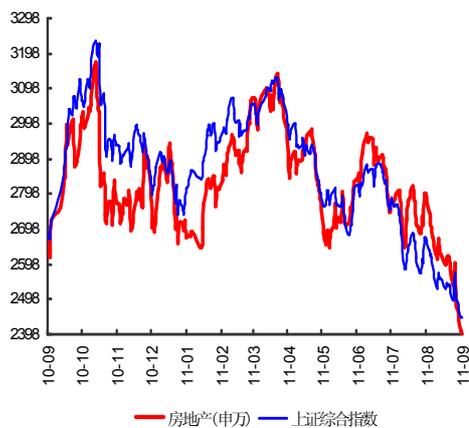
分析师：周炯

S1190511040001

电话：010-8832 1586

Email: zhoujiong@tpyzq.com.cn

市场重要数据



相关报告

- ◆ **价跌渐成共识,成交回升还要期待多久?** 我们的观点是,价格下跌开始后,成交量将经历“量缩—量稳—量增”的阶段过程。当价格刚开始下跌时,市场观望情绪会较为严重,期待进一步的降价;当价格下跌到一定程度时,部分消费者觉得很难期待更大幅度降价且价格接近承受区间,部分刚需开始入市,成交量将进入稳中有升的阶段。目前阶段正处于降价后的第一阶段,投资者或须有多一点的耐心和信心,对量升的期待不必过早。从量缩到量增的时间跨度长短,将取决于价格下降幅度和速率、市场变化后(房价调控目标达成、土地市场调整过盛)地产调控政策趋向放松的时间窗口、流动性、通胀率和GDP增速等宏观经济基本面的变化。
- ◆ **房价下降的调控目标逐渐达成,土地市场降温明显,地方政府财政压力加大,政策面逐渐放松预期增强。** 若土地市场继续降温,地方财政将面临相当压力,那时,调控政策在地方层面可能会出现一定的松动可能。就全国性的调控政策而言,我们认为,一二线城市的“限购”政策将较难退出,仍将维持相当时间,而最有可能率先松动的是“限贷”政策等。
- ◆ **行业经历去杠杆化进程。** 整体来说,在销售回款和融资受限下,房企资金链呈紧绷趋势,但行业龙头公司由于在09和10年销售高峰时期,积累了足够粮草,财务状况仍较为稳健。
- ◆ **整合和并购加速,行业集中度提升趋势明显。** 政策对行业的调控将有利于优势企业提升行业集中度和竞争力,给龙头公司提供了扩大市场和行业集中度的机会,尤其是融资渠道畅通、现金流充裕的公司将显现较大的优势。
- ◆ **投资策略:政策预期转向,地产股或现趋势性机会,维持“看好”的评级。** 基于以上我们对行业基本面和政策走向的判断,本轮政策调控目标或将基本达到,政策预期转向,地产股或现趋势性机会。具体投资品种上,我们看好以下几类公司:龙头公司(保利地产、万科)、高周转和高成长的二线龙头公司(荣盛发展、首开股份)、其他业务发展良好的综合地产类公司(黑牡丹)。
- ◆ **风险提示:** 房价调整不达预期政策难以转向、行业向下调整幅度超越预期。

目录

1. 价跌渐成共识，成交回升还要期待多久？	4
1.1 房价回落态势渐趋明朗	4
1.2 价跌后，成交回升值得期待，但尚需时日	6
2. 行业开始去杠杆化，龙头公司资金面仍较为健康	8
2.1 行业去杠杆化	8
2.2 行业龙头公司财务状况仍较为稳健	9
3. 整合和并购加速，行业集中度提升趋势明显	11
4. 投资策略：政策预期转向，地产股或现趋势性机会	12

图表目录

图表 1: 房价环比下跌趋势逐渐形成.....	5
图表 2: 价格破冰始于一二线城市.....	5
图表 3: 去库存化增大降价压力.....	6
图表 4: 成交量低迷持续.....	7
图表 5: 土地市场遇冷.....	7
图表 6: 行业去杠杆化.....	8
图表 7: 房地产信托收紧.....	9
图表 8: 上市房企资产负债率上升.....	9
图表 9: 龙头公司资金面较为稳健.....	10
图表 10: 减少买地, 缩减投资.....	10
图表 11: 万科市场占有率稳步提升.....	11
图表 12: 行业并购加速.....	11

前言：

自 2010 年 4 月新一轮地产政策调控始，经过近一年半时间，随着调控政策从“限贷”到“限购”等的不断深入，商品房成交量持续低迷。到现阶段，我们终于看到，“房价下降”这个调控的终极目标，正逐渐达成，价跌渐成共识，各地新盘低价开出渐成主流。目前大家关注的是，价跌后，量缩能否终结，对成交回升期待殷切。从目前情形来看，“金九”或成泡影，期待落空失落离场，这也是近期主流地产股估值新一轮下行的主要原因。

我们的观点是，价格下跌开始后，成交量将经历“量缩—量稳—量增”的阶段过程。当价格刚开始下跌时，市场观望情绪会较为严重，期待进一步的降价；当价格下跌到一定程度时，部分消费者觉得很难期待更大幅度降价且价格接近承受区间，部分刚需开始入市，成交量将进入稳中有升的阶段。目前阶段正处于降价后的第一阶段，投资者或须有多一点的耐心和信心，对量升的期待不必过早。从量缩到量增的时间跨度长短，将取决于价格下降幅度和速率、市场变化后（房价调控目标达成、土地市场调整过盛）地产调控政策趋向放松的时间窗口、流动性、通胀率和 GDP 增速等宏观经济基本面的变化。

1. 价跌渐成共识，成交回升还要期待多久？

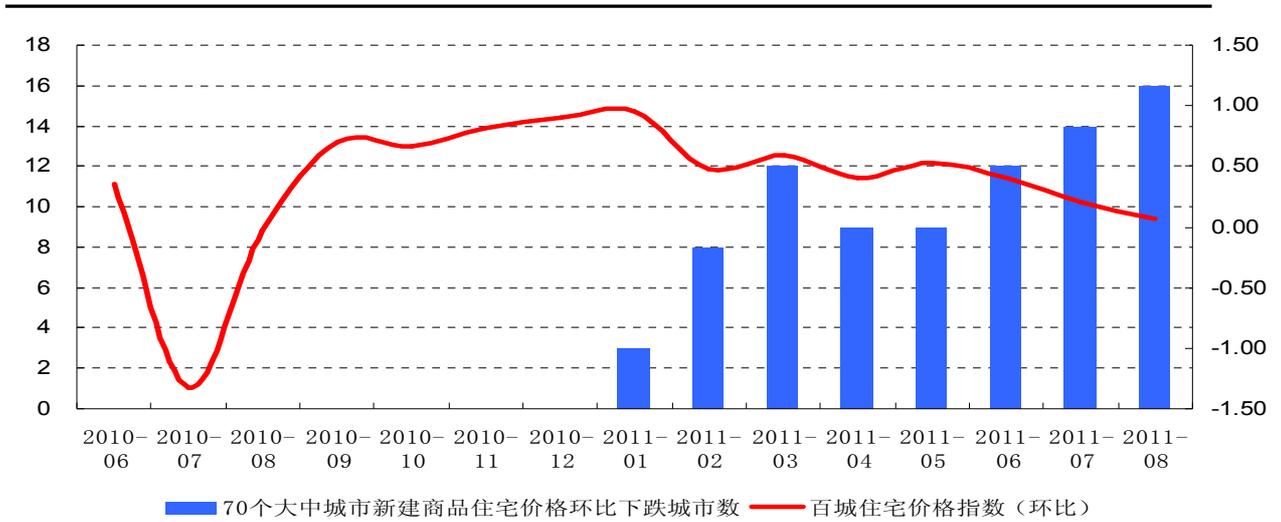
1.1 房价回落态势渐趋明朗

价格破冰始于一二线城市。随着商品房成交量的持续调整，以及政策目标未达到前的调控不放松，房价这最后一根稻草总将被压垮。由于一二线城市受“限购”等政策影响大，成交量调整显著，且存货消化压力大，房价破冰将始于一二线城市，并波及其他三四线城市。

从统计局公布的 8 月份 70 个大中城市新建商品房价格变动情况看，环比价格下降的城市有 16 个，持平的城市有 30 个，环比价格下降和持平的城市增加了 15 个。环比价格上涨的城市中，涨幅均未超过 0.4%，涨幅比 7 月份缩小的城市有 8 个；同比涨幅回落的城市有 40 个，比 7 月份增加了 14 个。同比涨幅在 5.0% 以内的城市有 45 个。

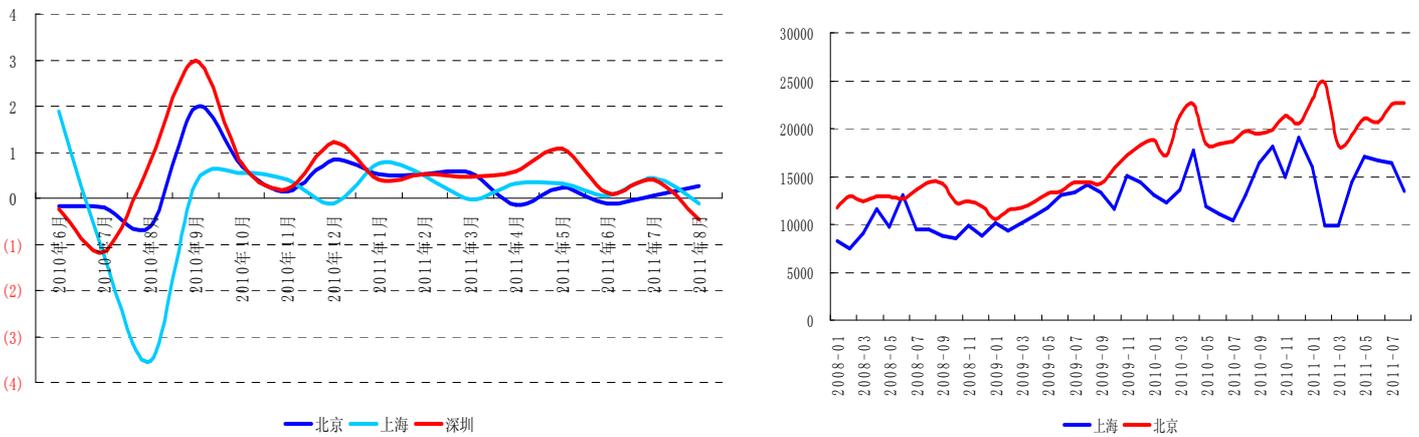
去库存化增大降价压力。一方面，销售低迷导致存货周转率下降，库存积压；另一方面，新开工的高企，将使未来新房可售量大量增加，加大存货压力。北京 2010 年全年住宅新开工面积增长 50%，上海增长 23%。北京期房可售面积 2011 年 6 月底达到 1520 万平米，同比增加了近 100 万平米。上海商品住宅可售套数 2011 年 6 月底达到 52000 余套，比年初增长近 20%，比去年同期增长近 30%。

图表1: 房价环比下跌趋势逐渐形成(个, %)



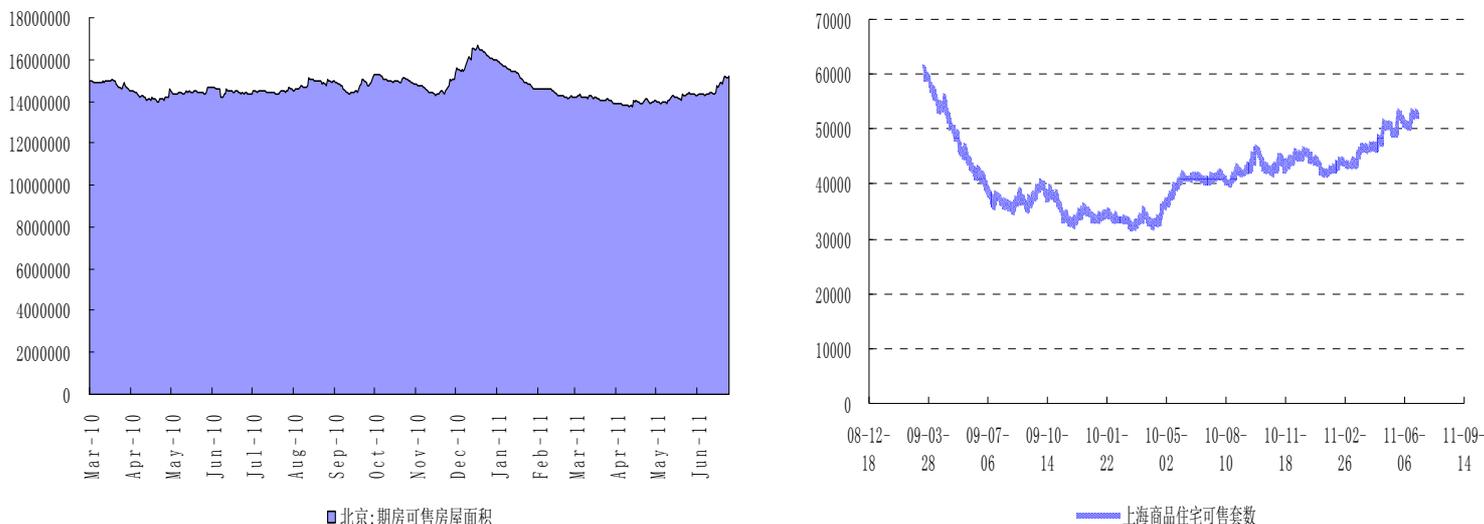
资料来源: 国家统计局 wind 太平洋证券

图表2: 价格破冰始于一二线城市(价格指数环比, %, 元/平米)



资料来源: wind 中原地产 太平洋证券

图表 3: 去库存化增大降价压力 (万平米、套)



资料来源: wind 太平洋证券

1.2 价跌后，成交回升值得期待，但尚需时日

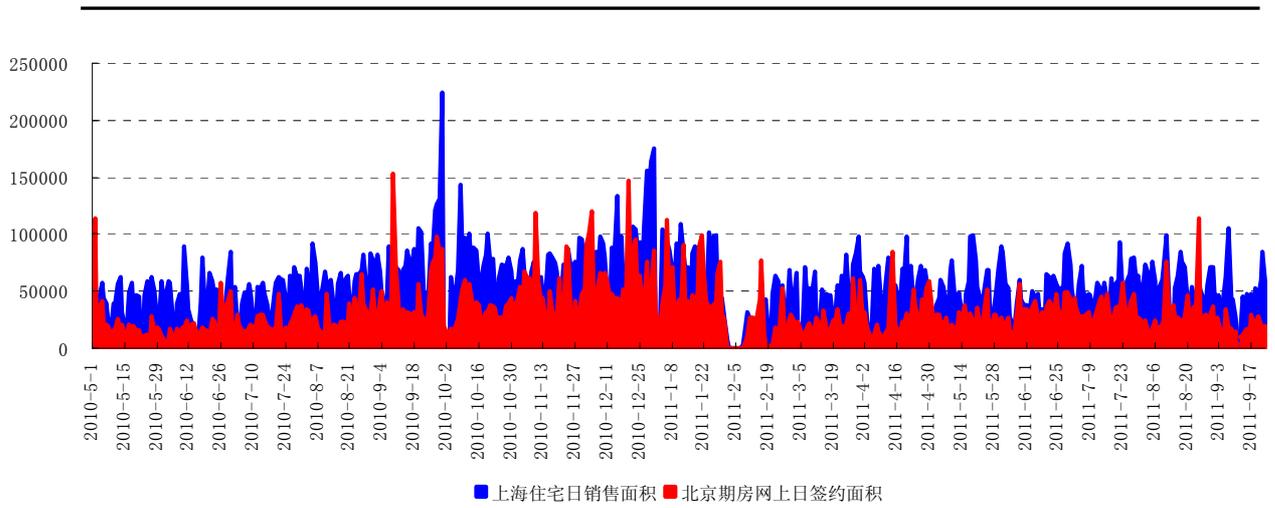
房价下跌初始阶段，成交仍将低迷。目前，房价刚刚进入下降通道，需求端对降价将产生进一步的预期，因此，房价下跌初始阶段观望情绪将较为浓厚，成交仍将低迷。而目前正处于楼市传统的“金九银十”季节，供应量大为增加，市场对于成交反弹的殷切期望与现实的“金九”泡影形成反差，造成了最近地产股的新一轮下行。

“金九”渐成泡影。9月份截至9月23日，北京期房网上市日均签约面积为1.8万平方米，环比下降40%；上海住宅日均销售面积4.7万平方米，环比下降16%。

价格下跌开始后，成交量将经历“量缩—量稳—量增”的阶段过程。从量缩到量增的时间跨度长短，将取决于价格下降幅度和速率、市场变化后（房价调控目标达成、土地市场调整过盛）地产调控政策趋向放松的时间窗口、流动性、通胀率和GDP增速等宏观经济基本面的变化。

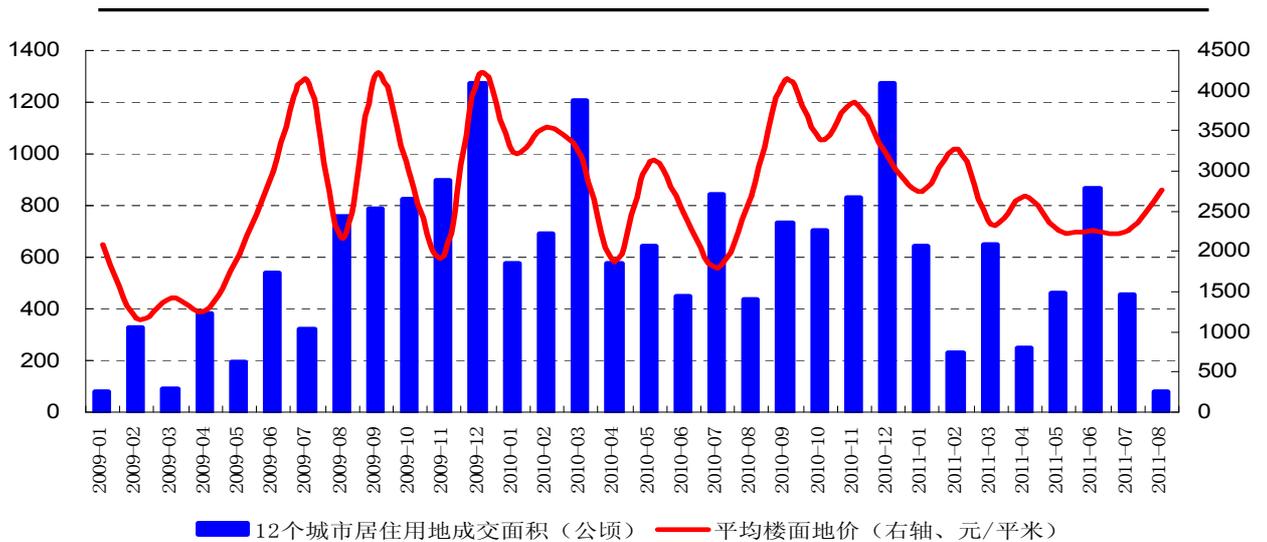
房价下降的调控目标逐渐达成，另外，土地市场降温明显，地方政府财政压力加大，政策面逐渐放松预期增强。据统计，12个重点城市2011年前8月居住用地成交面积同比下降33%，平均楼面地价2571元/平米，比2010年下半年下降19%。部分城市土地频频流拍，如云南城投近期推出的部分昆明地块就遭遇流标。若土地市场继续降温，地方财政将面临相当压力，那时，调控政策在地方层面可能会出现一定的松动可能。近期三四线城市的第三轮限购政策在地方层面遇冷现象，或许反映了地方政府的某些意愿。就全国性的调控政策而言，我们认为，一二线城市的“限购”政策将较难退出，仍将维持相当时间，而最有可能率先松动的是“限贷”政策等。

图表 4: 成交量低迷持续 (平米)



资料来源: wind 太平洋证券

图表 5: 土地市场遇冷



资料来源: 太平洋证券 wind

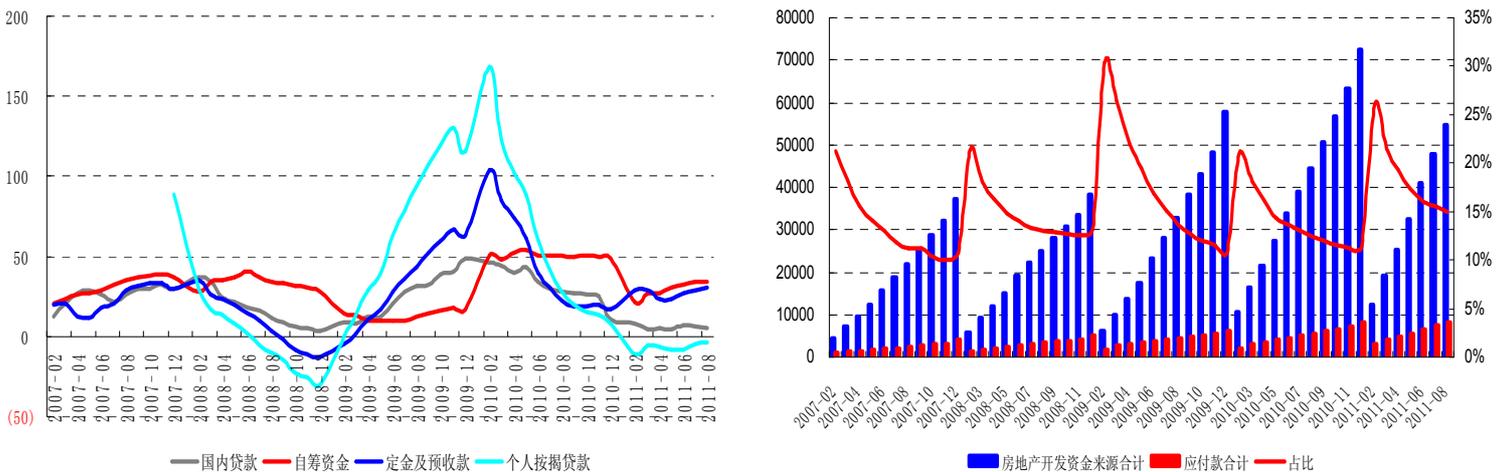
2. 行业开始去杠杆化，龙头公司资金面仍较为健康

每到房地产行业调整持续到一定阶段，市场便会对地产商的资金链和财务安全状况的担心开始增多。如近期银监会对绿城的信托融资的调查，就引发了绿城等香港上市内房股的大幅下挫，保利等主流地产 A 股也跟随出现了新一轮的下跌趋势。我们认为，行业确实在经历去杠杆化进程，整体来说，在销售回款和融资受限下，房企资金链呈紧绷趋势，但行业龙头公司由于在 09 和 10 年销售高峰时期，积累了足够粮草，财务状况仍较为稳健。

2.1 行业去杠杆化

资金来源全面受限，行业呈去杠杆化趋势。销售低迷，银行开发贷严控，上市房企再融资受阻，开发商主要资金来源渠道全面受限，行业进入去杠杆化阶段。2011 年前 8 月行业国内贷款同比增速下降至 5.1%，已接近 08 年底 3.4% 的近年最低水平。

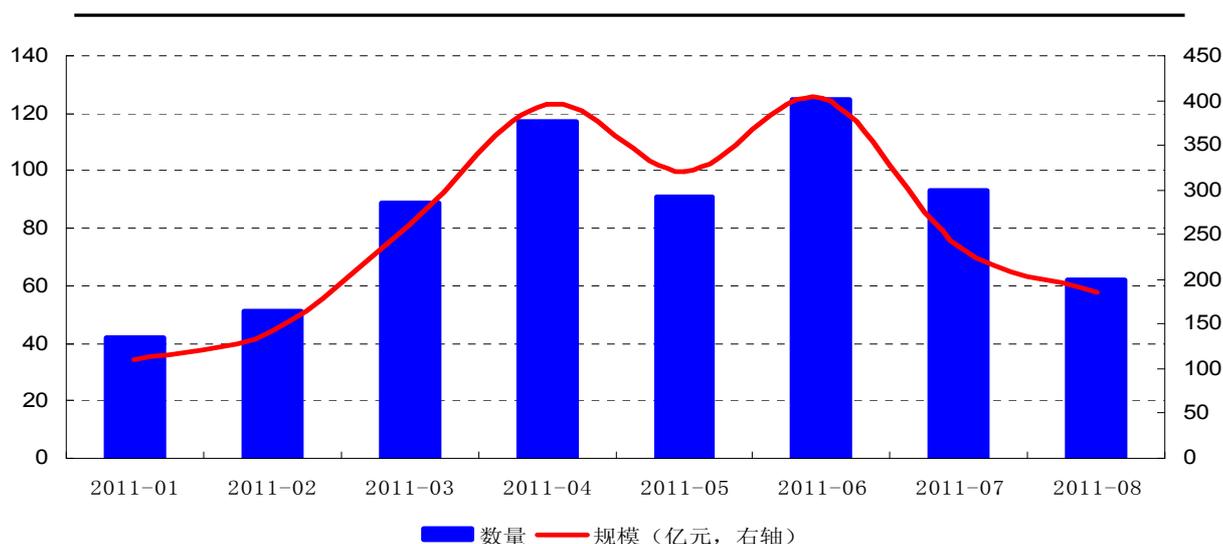
图 6: 行业去杠杆化 (累计同比, %, 亿元)



资料来源: 太平洋证券 wind

房地产信托逐渐收紧，但由于占行业资金来源比重较小，影响不是太大。2011 年前 8 月，共发行房地产信托 670 只，总规模为 2054 亿元，占行业总资金来源比重为 3.8%。在 6 月银监会要求新发信托必须报备后，地产信托已开始收紧，发行规模萎缩。未来不排除有暂停的可能，但由于总体规模不大，对行业整体资金状况影响不是太大。

图表 7: 房地产信托收紧

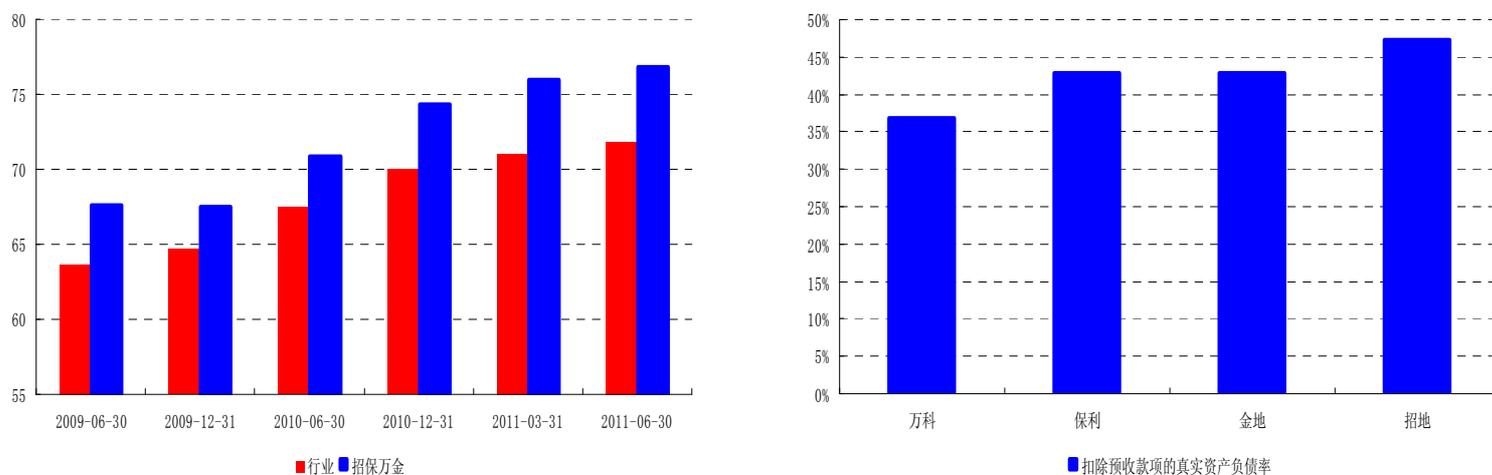


资料来源: 用益信托 太平洋证券

2.2 行业龙头公司财务状况仍较为稳健

房企资金链整体呈紧绷趋势, 但行业龙头财务状况仍较为稳健。行业正在经历去杠杆化进程, 整体来说, 在销售回款和融资受限下, 房企资金链呈紧绷趋势, 但行业龙头公司由于在 09 和 10 年销售高峰时期, 积累了足够粮草, 财务状况仍较为稳健。从资产负债率看, 2011 年中期, 行业整体和“招保万金”资产负债率分别达到 72% 和 77%, 处于相对高位。但扣除预收款项后的真实负债率万科、保利、金地和招地分别只有 37%、43%、43% 和 47%, 仍较为合理。

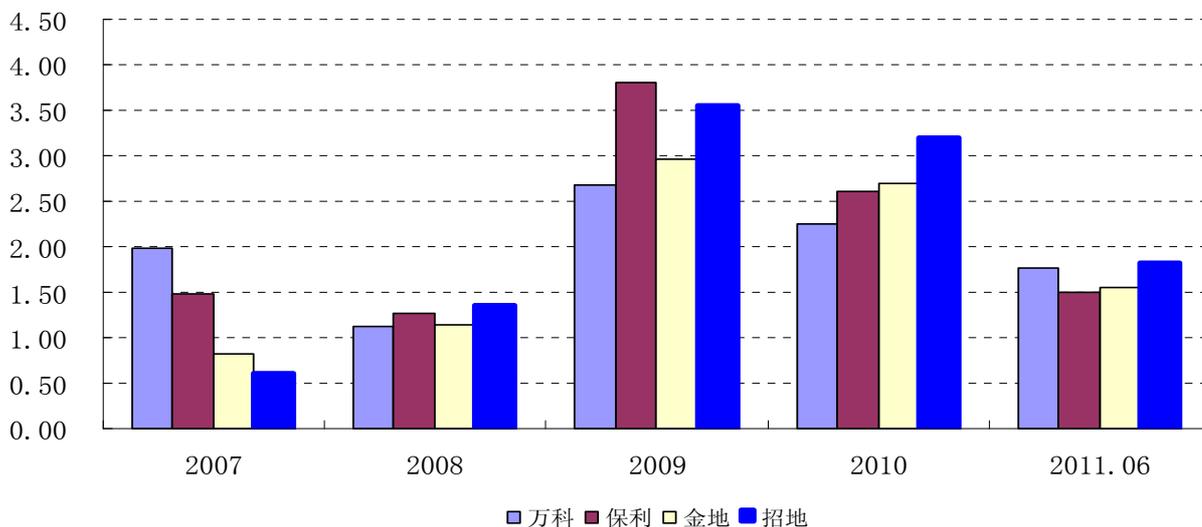
图表 8: 上市房企资产负债率上升 (%)



资料来源: wind 太平洋证券

从资金面看，龙头公司在手现金普遍高于短期借款与一年内到期的非流动负债之和，且均好于08年时水平，资金压力和短期偿债压力并不大。

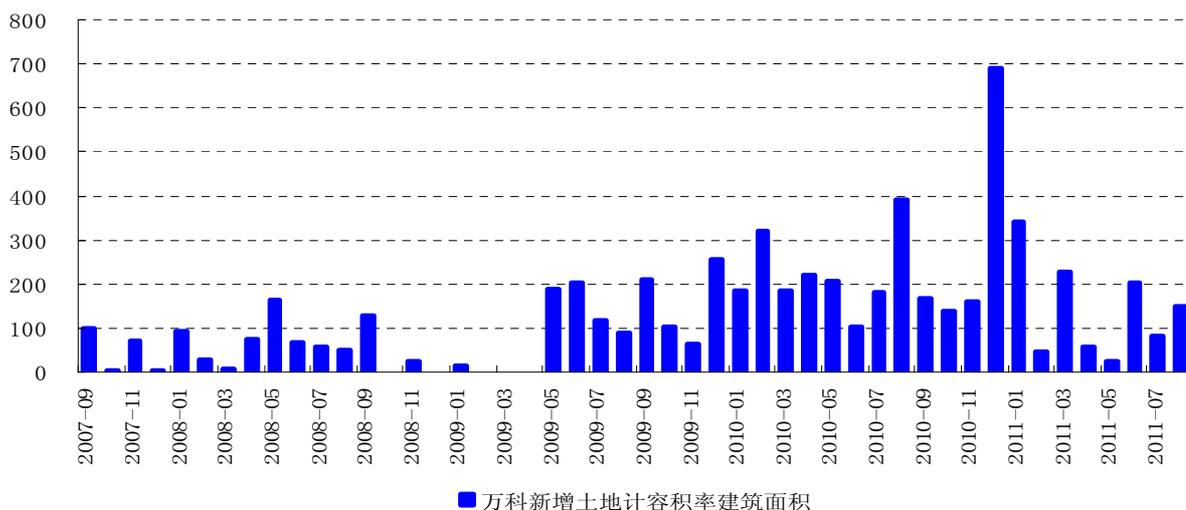
图表 9: 龙头公司资金面较为稳健 (现金/短借与一年内到期的非流动负债之和)



资料来源: wind 太平洋证券

量入为出，减少买地，缩减投资。在行业处于周期性不景气时期，开发商的首选选择是量入为出，减少买地，缩减投资。以应付行业销售低迷导致的资金流入减少，同时等待土地市场低迷后见底时更好的新一轮增加储备投资机会。

图表 10: 减少买地，缩减投资 (万平方米)



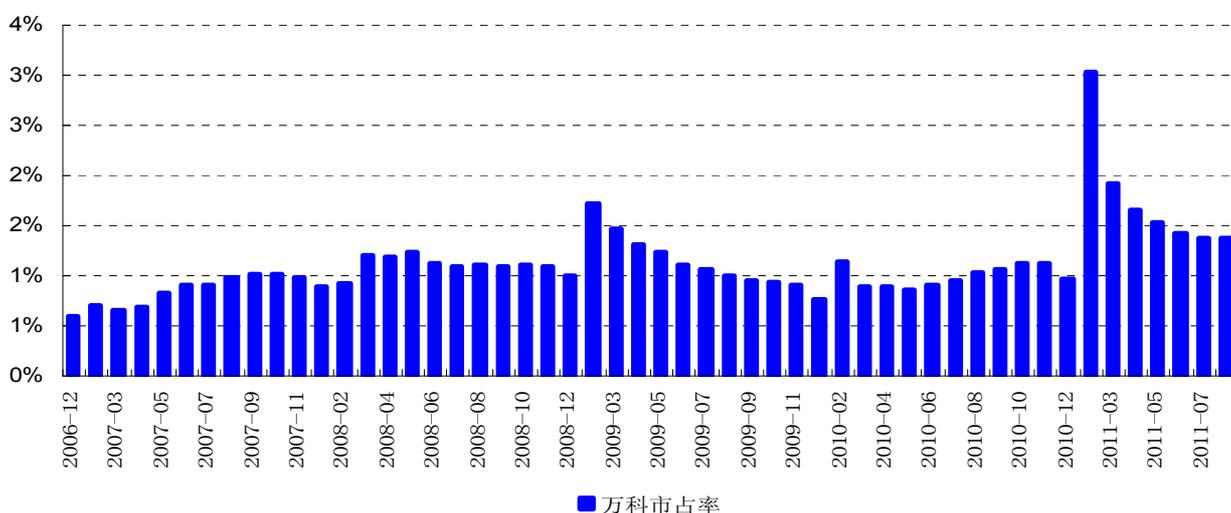
资料来源: wind 太平洋证券

3. 整合和并购加速，行业集中度提升趋势明显

政策对行业的调控将有利于优势企业提升行业集中度和竞争力，一些无品牌和规模优势的中小企业面临的竞争压力将会越来越大。银行及二级市场融资困难将绷紧资金链，使得一些中小企业面临被市场淘汰，这同时给龙头公司提供了扩大市场和行业集中度的机会，尤其是融资渠道畅通、现金流充裕的公司将显现较大的优势，同时具有强大的外延式发展动力的企业也有望抓住行业洗牌的契机脱颖而出。

根据清科数据库，2011年1-7月，房地产行业发生并购案例62例，金额175亿元，同比分别上升72%和102%。

图表 11: 万科市场占有率稳步提升



资料来源: wind 太平洋证券

图表 12: 行业并购加速

公司	时间	并购标的	对价
万科	2011.03.09	武汉永利置业 100%股权	现金 3600 万元
	2011.04.01	广州向信地产 100%股权	现金 3600 万元
	2011.08.09	香港鸿宏投资 100%股权	现金 2266 万美元
荣盛发展	2010.03.19	恒盛昌顺 51.72%股权	现金 3 亿元

资料来源: 公司公告 太平洋证券

4. 投资策略：政策预期转向，地产股或现趋势性机会

维持行业评级“看好”：政策预期转向，地产股或现趋势性机会。基于以上我们对行业基本面和政策走向的判断，整体楼市特别是一二线城市成交相对低迷将持续，价格破冰将始于一二线城市，本轮政策调控目标基本达到，政策预期转向，地产股或现趋势性机会。具体投资品种上，我们看好以下几类公司，行业龙头公司万科、保利；快速周转的二线公司，荣盛、首开；其他业务发展良好的综合类地产公司，黑牡丹。

重点公司推荐：黑牡丹（600510）

- ◆ 半年报业绩基本符合预期，期待下半年土地一级开发业务土地出让取得进展和绿都万和城商品房项目二期开盘销售。一级开发、商品房开发、保障房（安置房）业务、基建施工、万顷良田工程等城市资源开发主业稳步发展；传统产业纺织服装业务借助新创的牛仔品牌 ERQ 的快速发展，有望转型突破。
- ◆ 常州北部新城高铁片区土地一级开发业务稳步推进，工程收益稳定，土地出让分成收入尚需等待政府规划配套进度、政府出让意愿和土地市场情况等客观条件成熟，期待下半年土地出让取得突破。截至期末，一级开发累计已投资约 16.5 亿元，报告期内按合同约定公司获得 10% 的相应工程收益 6000 万元。6 月底京沪高铁常州北站已建成通车，公司高铁核心区的土地一级开发业务有望加速推进。
- ◆ 商品房开发业务万和城项目销售火爆，一期售罄，二期即将开盘。项目成本低（楼面地价 700 元/平方米），毛利率高（约 50%），一期 20 万方已基本售罄，上半年只交房结算少量洋房，公司期末预收款项 9 亿元，预计大部分为万和城一期预售款，一期预计能在今年年底前竣工结算；二期 23 万方即将开盘，预约情况仍较为火爆。
- ◆ 保障房（安置房）业务加快推进，基建工程业务稳定。上半年，黑牡丹置业安置房项目加快推进，百馨西苑三期和香山欣园三期等安置房住宅小区的前期设计工作现已组织开展。黑牡丹建设上半年完工 18 个基建工程项目。
- ◆ 牛仔裤品牌 ERQ 快速发展，纺织业务有望成功转型，黑牡丹品牌优势从国际面料市场转向品牌服装消费市场。公司自主牛仔裤品牌 ERQ 的实体店铺共计新增 66 家，ERQ 的品牌知名度及销售取得了较快的突破。
- ◆ 我们暂时不调整原有前期深度调研报告中的盈利预测，预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.85 元、1.28 元和 2.07 元，维持“买入”的投资评级。
- ◆ 风险提示：一级开发业务政策风险和政府规划土地出让时间不确定性风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。