



中国房地产市场 9 月报告 — 价格调整缓慢，投资拐点尚未出现

国家统计局公布 9 月份《70 个大中城市住宅销售价格变动》的数据。

统计数据 更新及点评

房地产行业| 中国
2011 年 10 月 19 日

研究员
陈宋恩 Philipchan@abci.com.hk
Tel: 21478805
李红颖 Vivianli@abci.com.hk
Tel: 21478897

《中国房地产市场 8 月报告》
— 多数城市房价停止上涨，
楼价或将现拐点

报告时间：2011 年 9 月 19 日

从 9 月份 70 个大中城市新建住宅(包含保障房)房价判断，住宅房价上涨的动能正得到遏制，但是房价调整的速度比我们 8 月预期的缓慢。我们看到，与上月相比，房价上涨的城市数目增加 1 个至 24 个，但是环比上涨的幅度上从 8 月的 0.4% 略微下降到 0.3%；下跌的城市数目为 16 个，和 8 月相同，除温州环比下跌 1.3% 外，最大环比跌幅为 0.4%，也和 8 月持平，并未出现加速；环比持平的城市数目比 8 月减少 1 个至 30。我们认为：

- “经验学习曲线”平滑行业的周期性波动
- 房价下跌趋势并未改变
- 板块估值重心下移

当前局部地区房价下跌，但是调整速度缓慢，成交放缓，行业调整处于初级阶段。而“经验学习曲线”会延长行业的调整周期。我们认为内房股投资拐点出现至少要见到房价下跌到可以刺激成交回升，新的均衡价格产生。

主要内房股股价和估值

| 代码 | 名称 | 2011/10/18 价格* | 2年 PB低位 | 2年 PB均值 | 股价 支持位 | 股价 阻力位 |
|--------|-------|-------------------|------------|------------|-----------|-----------|
| 688 | 中海外 | 12.36 | 1.33 | 2.25 | 9.99 | 16.89 |
| 3333 | 恒大地产 | 2.89 | 0.96 | 2.64 | 2.13 | 5.88 |
| 960 | 龙湖地产 | 8.90 | 1.53 | 3.02 | 6.52 | 12.87 |
| 2007 | 碧桂园 | 2.60 | 1.00 | 1.79 | 1.91 | 3.41 |
| 3383 | 雅居乐集团 | 5.94 | 0.59 | 1.76 | 4.16 | 12.43 |
| 813 | 世茂 | 6.79 | 0.54 | 1.16 | 5.38 | 11.68 |
| 2777 | 富力地产 | 6.48 | 0.67 | 1.44 | 5.48 | 11.16 |
| 119 | 保利香港 | 3.05 | 0.34 | 1.02 | 2.13 | 6.41 |
| 1813 | 合景泰富 | 2.86 | 0.45 | 1.13 | 2.31 | 5.86 |
| 1638 | 佳兆业集团 | 1.54 | 0.60 | 1.13 | 1.50 | 2.81 |
| 1918 | 融创 | 1.56 | 0.58 | 1.07 | 1.17 | 2.17 |
| 1224 | 中渝置地 | 1.47 | 0.20 | 0.55 | 0.98 | 2.71 |
| 1777 | 花样年控股 | 0.69 | 0.47 | 1.08 | 0.57 | 1.30 |
| 2868 | 首创置业 | 1.65 | 0.40 | 0.83 | 1.26 | 2.55 |
| 000002 | 万科 | 7.19 | 1.64 | 2.09 | 6.88 | 8.77 |
| 600048 | 保利地产 | 8.93 | 1.62 | 2.05 | 8.58 | 10.89 |
| 600383 | 金地集团 | 4.65 | 1.14 | 1.10 | 9.00 | 14.25 |

数据来源：Bloomberg;*港股股价以港币计，A 股同业以人民币计



目前各公司的估值均靠近两年的底部，但是由于未来成交放缓、利润率下降，低估值会成为常态。各公司的估值在 4 季度很难回到过去 2 年的平均 PB 估值。而过去 2 年的 P/B 低位可成为第一个支持位。

我们采用从上至下的选股策略，在行业调整期，我们倾向选择 1) 具有资金优势的大型房企，如中海外(688)、碧桂园(2007)；2) 产品价格弹性高，可以成功以价换量降低负债率和保持增长的房企，如恒大地产(3333)。



整体情况

从9月份70个大中城市新建住宅(包含保障房)房价的数据来判断，整体而言，房价上涨的动能得到遏制，但是房价调整的速度比我们8月预期的缓慢。

- 1、9月份70个大中城市新建住宅房价，与上月相比，30个城市停止上涨(8月为31个；7月为17个)；有16个城市房价环比出现下跌(8月为16个；7月为14个)；有24个城市房价维持环比上涨(8月为23个；7月为39个)。
- 2、出现环比上涨的城市，涨幅均不超过0.3%；除温州环比下跌1.3%外，最大环比跌幅为0.4%,代表城市为重庆。

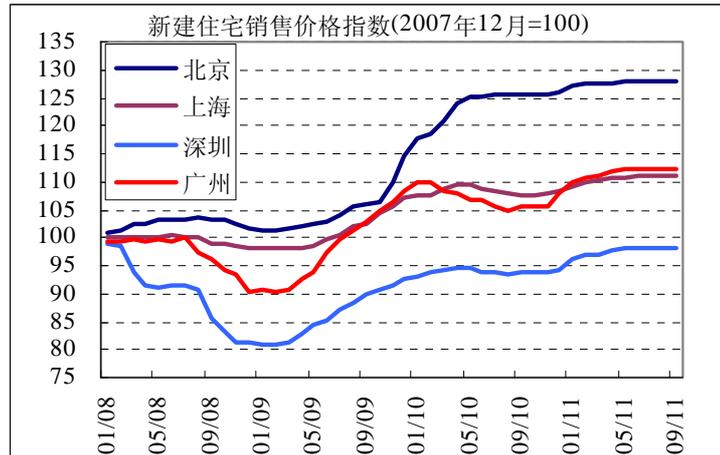
| | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 城市个数 | | | | | |
| 环比持平 | 5 | 11 | 15 | 17 | 31 | 30 |
| 环比上涨 | 56 | 50 | 43 | 39 | 23 | 24 |
| 环比下跌 | 9 | 9 | 12 | 14 | 16 | 16 |
| 最大涨幅 | 0.8% | 0.6% | 0.4% | 0.8% | 0.4% | 0.3% |
| 最大跌幅 | -0.6% | -0.6% | -0.3% | -0.3% | -0.4% | -1.3% |

来源：国家统计局；农银国际证券



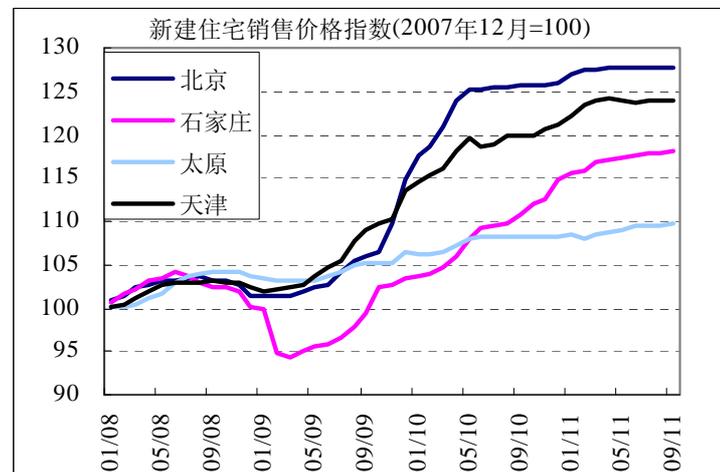
焦点城市及区域

1、一线城市(北京、上海、广州和深圳)新建住宅的房价均分别在过去 3-4 个月首次停止环比上涨，之后维持不变，在 9 月份均维持环比涨幅为零。

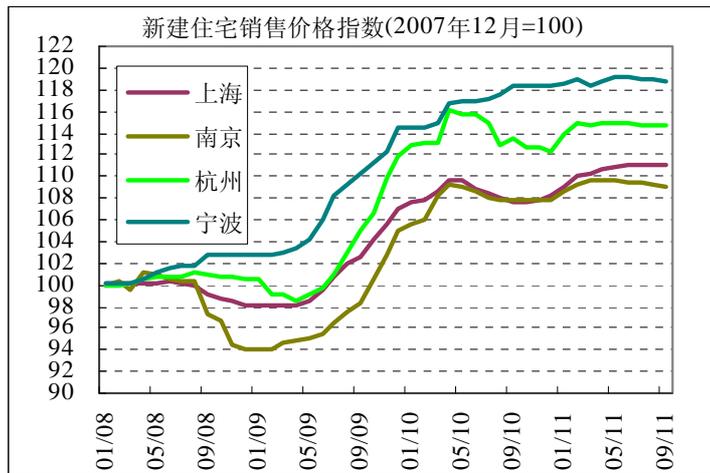


来源：国家统计局；农银国际证券

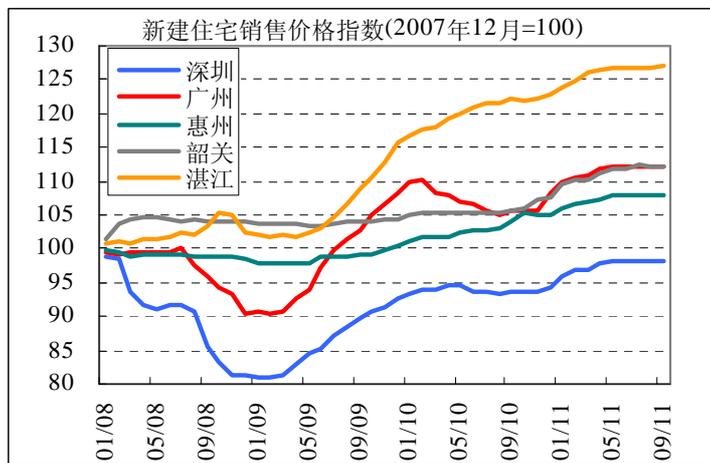
2、一线城市周边地区的房价表现有分歧。北京、广州和深圳周边城市房价维持环比涨幅为零，但是或受温州房价环比下跌 1.3% 影响，上海周边城市房价出现小幅下跌。南京、杭州、宁波环比均下跌 0.1%。



来源：国家统计局；农银国际证券



来源：国家统计局；农银国际证券



来源：国家统计局；农银国际证券

3、9月房价维持环比上涨的城市主要来自二线省会城市,如长沙(+0.3%)、昆明(+0.3%)、洛阳(+0.3%)和银川(+0.3%)。



点评

1. “经验学习曲线”平滑行业的周期性波动

参见《中国房地产市场月度报告_20110919》报告

8 月份，我们预期未来开发商主动降价的意愿上升、房价调整将在 9、10 月份加快，房价拐点或在未来几个月相继出现。目前，我们依然维持之前的主要观点，但是其调整速度或低于我们预期。

参见《内房股 9 月销售数据点评_20111013》报告

在开发商公布的 9 月销售数据中我们见到了房价下跌的加速。我们统计 17 家内房股(14 家香港上市和 3 家 A 股上市)的 9 月销售数据显示，9 月有 11 家公司的环比销售价格降低，平均下降幅度为 8.1%，而 8 月仅有 8 家，平均下降幅度为 3.5%。

但国家统计局公布的 9 月份 70 个大中城市新建住宅房价，呈现的是稳中有降的趋势，至少环比下降没有见到加速。

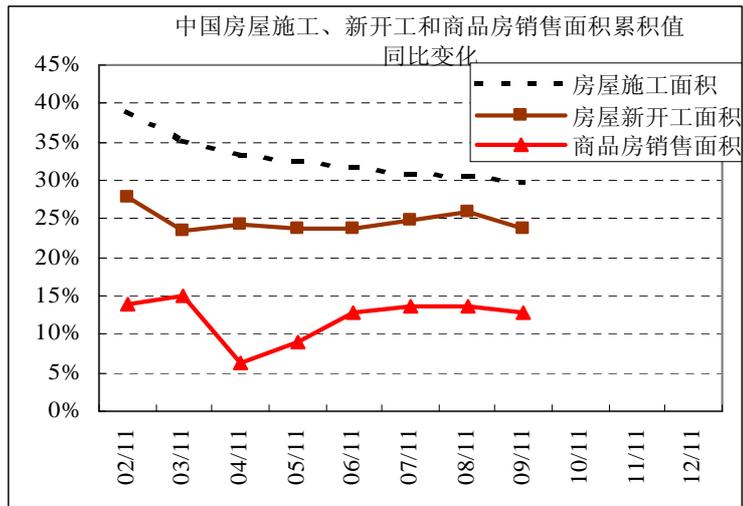
这种趋势的不符，我们分析，或由于开发商产品结构和/或销售区域的调整导致。开发商公布的销售价格，非直接可比数据。和 2008 年金融危机时房价的急速深幅调整不同，我们分析“经验学习曲线”将平滑此轮行业的周期性波动，令房价调整速度或低于我们预期。2008 年下半年到 2009 年初，一线城市和周边城市房价在 6 个月内出现了 10-20%幅度的下跌。而今天，虽然一线城市和其周边城市的调控一年前就已经开始，但是一年之后价格仍未出现明显下跌，因为开发商通过二、三线城市布局和/或通过将产品定位在刚性需求的人群增加了整个资产组合的抗周期性。国家统计局的数据显示，实际上，同一城市，可比房产的价格并未在 8 月出现加速松动的趋势。

2. 房价下跌趋势并未改变

更多二、三线城市资产的配置和产品定位的调整给大型开发商在行业景气度下降时提供了缓冲作用，但是我们认为暂时改变不到房价整体下跌的趋势。

- 行业将现供过于求

年初至今，虽然中国的房屋施工、新开工和商品房销售面积的累计同比增长幅度均在降低，但是施工、新开工面积的同比增幅持续高于同期商品房销售面积—供应增速持续高过需求，势必将引发供过于求的局面。首 9 月，中国房屋施工、新开工面积和商品房销售面积分别为 460,786 万平米、147,775 万平米和 71,289 万平米，同比增速分别为 29.7%、23.7%和 12.9%。虽然，在施工和新开工面积中包含了保障房的建设而非单纯的市场供应，但公共供应将分流需求，导致开发商议价能力下降。

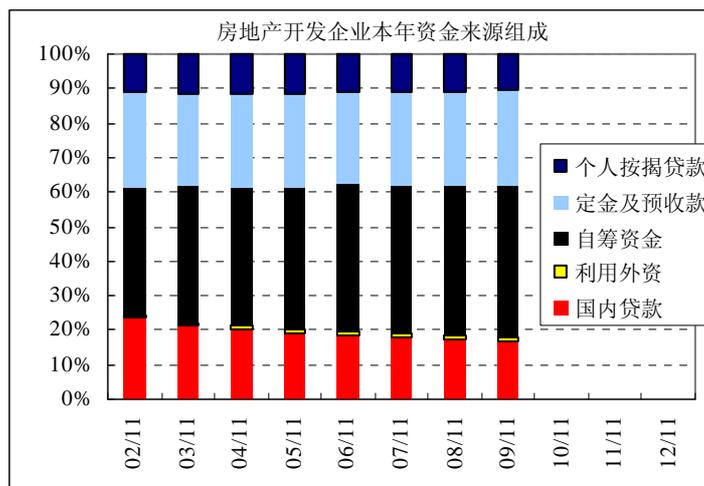


来源：国家统计局；农银国际证券

资金压力上升

地产公司资金压力上升反映在融资渠道和成本上。年初以来，房地产公司从银行拿到的贷款和住房按揭贷款占资金来源比例正逐步减少，首9月占比分别为15.7%和10.0%，而1月占比为22.0%和10.5%。地产公司越来越多的要依赖自筹资金和定金、预收款来应对发展。这两部分占资金来源比例首9月分别达到41.2%和25.4%，这决定了开发商对销售回款的依赖性上升。而一部分自筹资金来源于信托，我们估算信托贷款的年利率在13-20%，远高于银行6-7%的贷款利率。

融资渠道变窄和成本上升，迫使开发商需要加快销售速度增加回款，从而促进房价下跌。



来源：国家统计局；农银国际证券



3. 板块估值重心下移

当前局部地区房价下跌，但是调整速度缓慢，成交放缓，行业调整处于初级阶段。而“经验学习曲线”会延长行业的调整周期。我们认为行业投资机会拐点出现至少要见到房价下跌到可以刺激成交回升，新的均衡价格产生。

目前各公司的估值均靠近两年的底部，但是由于未来成交放缓、利润率下降，低估值会成为常态。各公司的估值在4季度很难回到过去2年的平均PB估值，以次计算的股价成为强阻力位。而过去2年的P/B低位可成为第一个支持位。

我们采用从上至下的选股策略，在行业调整期，我们倾向选择1) 具有资金优势的大型房企，如中海外(688)、碧桂园(2007)。这两家企业中期业绩的净负债率分别为38.5%和56.8%，手中现金充裕，公司可以逆周期操作，为公司在行业拐点出现的下一个周期中取得先机；2) 产品价格弹性高，可以成功以价换量降低负债率和保持增长的房企，如恒大地产(3333)。其中期业绩的净负债率为75.4%，但是从年初至9月，销售额维持环比同比的双增长。我们测算至年底其销售额可以达到人民币900亿以上，全年现金回流达到人民币700亿以上，有效缓解债务压力同时锁定明年的业绩。

我们注意到近期碧桂园和恒大的P/B估值均处于相当的水平，而中海外享有20-30%的溢价。用2年P/B低位做支持位，中海外、碧桂园和恒大的股价下行风险空间分别为19.2%、26.5%、26.3%；而如果用过去2年的平均PB估值为阻力位，则股价的上行空间分别为36.7%、31.2%和103.5%。

主要内房股股价和估值

| 代码 | 名称 | 2011/10/18 价格* | 2011/10/18 2011PB | 2011/10/18 P/E | 2年 PB低位 | 2年 PB均值 | 股价 支持位 | 股价 阻力位 |
|--------|-------|-------------------|----------------------|-------------------|------------|------------|-----------|-----------|
| 688 | 中海外 | 12.36 | 1.65 | 7.95 | 1.33 | 2.25 | 9.99 | 16.89 |
| 3333 | 恒大地产 | 2.89 | 1.30 | 3.94 | 0.96 | 2.64 | 2.13 | 5.88 |
| 960 | 龙湖地产 | 8.90 | 2.09 | 8.40 | 1.53 | 3.02 | 6.52 | 12.87 |
| 2007 | 碧桂园 | 2.60 | 1.37 | 7.02 | 1.00 | 1.79 | 1.91 | 3.41 |
| 3383 | 雅居乐集团 | 5.94 | 0.84 | 3.85 | 0.59 | 1.76 | 4.16 | 12.43 |
| 813 | 世茂 | 6.79 | 0.68 | 4.47 | 0.54 | 1.16 | 5.38 | 11.68 |
| 2777 | 富力地产 | 6.48 | 0.84 | 3.77 | 0.67 | 1.44 | 5.48 | 11.16 |
| 119 | 保利香港 | 3.05 | 0.49 | 5.82 | 0.34 | 1.02 | 2.13 | 6.41 |
| 1813 | 合景泰富 | 2.86 | 0.55 | 3.75 | 0.45 | 1.13 | 2.31 | 5.86 |
| 1638 | 佳兆业集团 | 1.54 | 0.62 | 4.28 | 0.60 | 1.13 | 1.50 | 2.81 |
| 1918 | 融创 | 1.56 | 0.77 | 1.78 | 0.58 | 1.07 | 1.17 | 2.17 |
| 1224 | 中渝置地 | 1.47 | 0.30 | 7.78 | 0.20 | 0.55 | 0.98 | 2.71 |
| 1777 | 花样年控股 | 0.69 | 0.57 | 3.08 | 0.47 | 1.08 | 0.57 | 1.30 |
| 2868 | 首创置业 | 1.65 | 0.54 | 2.49 | 0.40 | 0.83 | 1.26 | 2.55 |
| 000002 | 万科 | 7.19 | 1.71 | 7.94 | 1.64 | 2.09 | 6.88 | 8.77 |
| 600048 | 保利地产 | 8.93 | 1.68 | 7.65 | 1.62 | 2.05 | 8.58 | 10.89 |
| 600383 | 金地集团 | 4.65 | 1.16 | 6.15 | 1.14 | 1.10 | 9.00 | 14.25 |

数据来源：Bloomberg;*港股股价以港币计，A股同业以人民币计



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

房地产行业

分析员声明

本人，陈宋恩，Philip，为该研究报告内容的主要负责人，特此声明，文中观点准确反映了我个人对目标公司（们）或其证券的看法；同时声明本人酬劳没有、且将不会，直接或间接与文中本人表述的观点和建议有关。本人及关连人士并没有持有报告内所推介股份的任何及相关权益。农银国际证券和其关联公司就该等信息所述的证券或拥有一定利益。

本人，李红颖，Vivian，为该研究报告内容的主要负责人，特此声明，文中观点准确反映了我个人对目标公司（们）或其证券的看法；同时声明本人酬劳没有、且将不会，直接或间接与文中本人表述的观点和建议有关。农银国际证券和其关联公司就该等信息所述的证券或拥有一定利益。**本人持有恒大地产(3333)股份。**

本报告由从事证券及期货条例(Cap.571) 中第一类(证券交易) 及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团-农银国际证券有限公司(「农银国际证券」) 所发行。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。本报告所载之资料和意见乃根据本公司认为可靠之资料来源及以高度诚信来编制，惟农银国际证券并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。本报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。本报告的作用纯粹为提供信息。本报告对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，本报告亦并非，及不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约。农银国际证券或任何其附属机构、总监、员工和代理在法律上均不负任何人因使用本报告期内资料而蒙受的任何的直接或间接损失。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。撰写研究报告内容的分析员均为证券及期货条例注册的持牌人士。

Copyright 2011 ABCI Securities Company Limited

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址: 香港中环，红棉路8号13楼，东昌大厦，农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2383