



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 10 月 20 日

房地产

研究部

白宏炜

分析员

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

关于《深圳市城市更新办法》的点评 协议出让成为可能，利好本地资源丰富的公司

行业近况：

近日，深圳市政府公布并出台了《深圳市城市更新办法》，该办法系统、全面规范了包括综合整治、功能改变、拆除重建在内的城市更新活动，并将于 2009 年 12 月 1 日开始正式实施。

根据该办法的最新规定，权利人可作为更新改造实施主体，改造项目无需由发展商实施，同时政府鼓励权利人自行改造，权利人自行改造的项目可“协议出让”，且政府也鼓励城市综合体改造。

评论：

对此我们的评论如下：

- **更新项目可以协议出让土地是一个突破：**这一政策表明土地使用权以协议方式出让将变得可能，将越过了招牌挂出让土地的限制，土地协议出让则会更灵活，土地开发过程将更连贯，也意味着土地价格不必疯涨，政府直接利益减少但城市改造将加快，市区内供给将增加；由于土地必须招牌挂是中央政府统一政策，深圳此次例外是否意味着土地必须招牌挂政策可能进行一定调整，如果能够顺利实施，则其他地方都可能效仿，可能意味着招牌挂政策出现微调，畸形土地价格会出现一定修正。
- **有利于工业项目改造，而“小产权房”转正尚未明确：**该政策意味着拆除重建工业项目升级改造为住宅、办公等经营性用途项目仅需补缴地价，新增面积只需按市场评估地价补缴，土地成本相对较低，且只需补缴完地价就可以上市转让；而办法规定城中村项目补缴地价进行拆除重建后，符合有关规定的建筑物和附着物均可以由建设单位取得完全产权，并可以自由转让，但违建及小产权房转正尚未在办法中明确，城中村拆除重建的执行细则将是关键。
- **利好深圳本地工业用地多，综合开发能力强的公司：**这一政策出台有利于深圳具有较多项目用地（特别是工业用地）的公司；同时我们认为，参与升级改造的公司，除了需要有较强的住宅、商业开发能力之外，还要有较强的整体规划开发经营能力，因此，区域规划改造经营管理将可能成为核心竞争力，对具有综合开发能力的地产公司是利好。
- **但短期影响有限，执行尚有难度：**我们注意到，该办法规定拆除重建类更新项目应当严格按照城市更新单元规划、城市更新年度计划的规定实施，因此开发的节奏和进度依然在政府掌控之中，短期对于公司层面的影响将有限；同时该办法依然面临拆迁难的问题，背后的核心在于拆迁成本过高，所以要协调各方利益即使通过协议的方式仍是很困难的，仍需要政府的支持，而且项目再开发建设最重要的是土地性质的改变和容积率的提高，而该办法并未规定具体的操作程序细节，能否突破还需要看执行情况。

估值与建议：

我们认为 A 股中受益于该项利好的有本地工业用地资源丰富的公司，如中兴通讯、深康佳等，以及如招商地产、深长城等的深圳本地地产股；H 股中主要是深圳控股。

图表 1: 可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)					CAGR					市盈率					市净率					每股NAV (元)				溢价/折价	资产负债率 (%)	净负债率 (%)	总储备 (百万平米)	权益储备 (百万平米)
			2009-11-19			2009-11-19		08A	09E	10E	11E	08-10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	09A	10E	09A	10E	08A	08A		08A		2008-12	2008-12						
A股																																			
侧重开发:																																			
万科A	000002	推荐	12.3	n.a.	n.a.	131.2	0.37	0.50	0.65	0.81	33%	33.5	24.4	19.0	4.2	3.7	3.1	9.3	10.1	31%	21%			67%	33%	33.1	26.3								
金地集团	600383	推荐	16.5	n.a.	n.a.	41.0	0.34	0.55	0.75	0.97	48%	48.7	30.0	22.1	4.4	3.6	3.2	13.8	15.2	20%	9%			70%	81%	11.4	10.1								
招商地产	000024	推荐	30.0	n.a.	n.a.	32.3	0.71	0.92	1.20	1.57	30%	42.0	32.4	24.9	3.5	3.1	2.8	27.3	30.7	10%	-2%			57%	30%	10.9	8.5								
金融街	000402	推荐	13.9	n.a.	n.a.	34.5	0.42	0.54	0.62	0.73	22%	33.2	25.8	22.3	2.4	2.2	2.0	14.7	15.4	-5%	-9%			46%	10%	6.3	5.5								
首开股份	600376	推荐	25.4	n.a.	n.a.	29.2	0.50	0.70	1.00	1.30	42%	51.2	36.1	25.4	7.3	3.1	2.8	23.6	26.8	8%	-5%			82%	180%	9.4	7.5								
保利地产	600048	审慎推荐	26.8	n.a.	n.a.	94.3	0.64	1.00	1.25	1.35	40%	42.1	26.9	21.5	6.7	5.1	4.1	19.5	22.0	38%	22%			71%	109%	21.4	16.0								
华发股份	600325	审慎推荐	21.3	n.a.	n.a.	17.4	0.80	0.96	0.99	1.11	12%	26.7	22.1	21.5	3.9	3.4	3.0	19.0	21.0	12%	1%			64%	56%	5.3	4.5								
北京城建	600266	审慎推荐	21.2	n.a.	n.a.	15.7	0.43	0.62	0.81	0.90	38%	49.7	34.3	26.3	4.3	3.9	3.3	18.9	20.2	12%	5%			66%	66%	3.4	2.9								
荣盛发展	002146	审慎推荐	22.5	n.a.	n.a.	20.2	0.41	0.65	0.99	1.32	54%	54.4	34.4	22.8	9.6	5.4	4.5	12.4	16.0	82%	41%			68%	74%	9.3	9.2								
栖霞建设	600533	中性	7.4	n.a.	n.a.	7.8	0.18	0.21	0.28	0.35	25%	41.3	35.9	26.6	3.0	2.8	2.5	5.8	6.4	27%	15%			58%	78%	2.7	2.2								
中华企业	600675	中性	18.1	n.a.	n.a.	19.7	0.43	0.59	0.63	0.71	22%	42.5	30.9	28.8	6.1	5.1	4.3	11.1	12.1	63%	50%			64%	79%	2.3	2.0								
阳光股份	000608	中性	12.0	n.a.	n.a.	6.4	0.05	0.47	0.45	0.42	192%	226.0	25.2	26.4	3.6	3.2	2.8	8.4	9.0	43%	33%			63%	47%	2.4	2.0								
亿城股份	000616	中性	8.1	n.a.	n.a.	7.3	0.30	0.32	0.35	0.38	8%	26.9	24.9	23.1	2.9	2.6	2.3	5.3	5.6	53%	44%			50%	24%	1.1	0.9								
大龙地产	600159	中性	20.0	n.a.	n.a.	8.3	0.01	0.72	0.96	1.32	1201%	3,535.4	27.9	20.9	6.8	5.4	4.3	13.4	15.2	49%	32%			61%	80%	9.4	1.6								
冠城大通	600067	中性	17.4	n.a.	n.a.	10.6	0.28	0.40	0.83	1.26	71%	61.2	43.5	20.9	6.2	5.4	4.4	15.0	15.7	15%	11%			77%	210%	2.4	2.1								
平均值											34%	42.6	30.3	23.5	5.0	3.9	3.3			31%	18%			64%	77%										
中间值											33%	42.1	30.0	22.8	4.3	3.6	3.1			27%	15%			64%	74%										
开发和持有:																																			
浦东金桥	600639	审慎推荐	15.0	n.a.	n.a.	10.8	0.33	0.30	0.45	0.53	18%	45.7	50.9	33.1	4.1	3.8	3.4	14.4	15.9	5%	-6%			43%	43%	2.2	2.1								
陆家嘴	600663	中性	28.5	n.a.	n.a.	46.0	0.47	0.55	0.56	0.61	9%	60.5	51.6	51.0	6.3	5.6	5.1	17.8	18.2	60%	57%			47%	-26%	3.6	3.1								
中国国贸	600007	中性	13.4	n.a.	n.a.	13.5	0.35	0.28	0.33	0.40	-2%	38.0	47.4	39.9	3.2	3.0	2.8	10.8	10.8	24%	24%			48%	74%	0.5	0.5								
平均值											8%	48.1	50.0	41.3	4.5	4.1	3.8			30%	25%			46%	30%										
中间值											9%	45.7	50.9	39.9	4.1	3.8	3.4			24%	24%			47%	43%										
B股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)								(HK\$)	(HK\$)																
万科B	200002	推荐	10.7	14.1	32%	149.0	0.43	0.57	0.75	0.94	10%	25.1	18.7	14.3	3.2	2.8	2.5	10.6	11.8	1%	-9%			67%	33%	33.1	26.3								
招商局B	200024	推荐	20.2	25.0	24%	36.7	0.83	1.05	1.40	1.82	21%	24.3	19.2	14.4	2.0	1.8	1.7	31.0	35.7	-35%	-43%			57%	30%	10.9	8.5								
金桥B	900911	推荐	8.5	13.0	52%	12.3	0.38	0.34	0.53	0.61	13%	22.4	25.5	16.2	2.0	1.9	1.8	16.3	18.5	-48%	-54%			43%	43%	2.2	2.1								
陆家B	900932	推荐	16.2	16.9	4%	52.3	0.55	0.63	0.65	0.71	21%	29.6	25.8	24.9	3.1	2.8	2.6	20.2	21.2	-20%	-23%			47%	-26%	3.6	3.1								
平均值											16%	25.3	22.3	17.4	2.6	2.3	2.1			-25%	-32%			53%	20%										
中间值											17%	24.7	22.3	15.3	2.6	2.4	2.1			-27%	-33%			52%	31%										
H股			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)								(HK\$)	(HK\$)																
中国海外	688	推荐	16.8	24.2	45%	136.9	0.49	0.75	1.08	1.24	49%	34.4	22.2	15.5	4.1	3.3	3.0	13.8	17.3	22%	-3%			62%	47%	33.5	30.0								
华润置地	1109	推荐	17.6	20.5	16%	88.3	0.35	0.70	0.93	1.21	63%	50.2	25.0	18.9	2.6	2.4	2.1	17.0	18.6	3%	-6%			49%	43%	27.7	26.4								
首创置业	2868	推荐	4.1	4.8	19%	8.3	0.22	0.23	0.30	0.42	16%	18.6	17.4	13.8	1.7	1.6	1.6	5.9	6.5	-31%	-37%			68%	71%	8.7	4.9								
绿城中国	3900	推荐	11.7	18.0	54%	18.0	0.55	0.72	1.25	1.82	51%	21.3	16.1	9.3	1.9	1.8	1.6	20.1	22.5	-42%	-48%			76%	140%	28.6	18.4								
远洋地产	3377	推荐	8.1	10.3	27%	38.1	0.32	0.35	0.52	0.66	27%	25.3	23.2	15.6	2.0	1.8	1.8	9.8	11.4	-17%	-29%			59%	33%	12.9	12.3								
方兴地产	817	推荐	2.4	3.7	54%	21.0	0.09	0.11	0.13	0.14	17%	25.4	21.1	18.6	1.9	1.5	1.4	4.5	4.6	-46%	-48%			60%	40%	1.8	1.5								
深控股	604	推荐	3.3	4.6	39%	11.6	0.20	0.26	0.32	0.41	27%	16.6	12.8	10.3	0.9	0.8	0.8	6.1	6.5	-46%	-50%			58%	66%	22.5	13.6								
雅居乐	3383	审慎推荐	10.6	12.1	14%	38.2	0.41	0.58	0.82	1.10	40%	25.5	18.1	12.9	2.5	2.4	2.2	12.9	14.2	-18%	-25%			61%	35%	28.7	29.0								
富力地产	2777	中性	14.1	17.2	22%	45.6	0.73	0.89	1.13	1.26	24%	19.3	15.8	12.6	2.6	2.4	2.2	16.8	19.1	-16%	-26%			73%	123%	27.1	26.7								
世茂地产	813	中性	14.1	16.0	13%	50.0	0.36	0.89	1.02	1.14	68%	39.1	15.8	13.9	2.3	2.1	1.9	16.2	17.8	-13%	-20%			59%	66%	29.7	27.2								
碧桂园	2007	中性	3.0	3.5	17%	49.1	0.10	0.15	0.21	0.25	45%	30.6	19.7	14.6	2.2	2.1	2.0	3.7	4.4	-19%	-31%			61%	32%	45.2	45.0								
瑞安地产	272	中性	4.7	5.6	18%	23.8	0.51	0.35	0.30	0.30	-23%	9.3	13.7	15.8	1.1	1.1	1.0	6.6	7.0	-28%	-32%			45%	36%	13.8	10.6								
龙湖地产	960	无评级	7.1	8.2	16%	35.4	0.04	0.22	0.50	0.76	252%	173.1	31.4	14.0	11.3	3.1	2.6	7.9	9.1	-10%	-22%			88%	228%	18.3	15.3								
恒大地产	3333	无评级	4.4	2.8	-36%	65.9	0.01	0.03	0.32	0.38	431%	386.6	138.5	13.7	12.4	5.5	4.1	3.0	4.0	44%	10%			80%	223%	50.5	47.1								
宝龙地产	1238	无评级	2.7	4.4	62%	11.0	0.10	0.27	0.37	0.41	95%	28.6	10.2	7.5	5.5	2.2	1.7	5.1	5.5	-46%	-50%			76%	84%	7.6	7.5								
恒盛地产	845	无评级	4.4	4.3	-1%	34.1	0.09	0.20	0.31	0.45	82%	47.3	21.8	14.3	37.0	3.1	2.6	4.7	5.4	-7%	-19%			93%	671%	13.5	13.5								
平均值											42%	28.0	19.0	13.8	3.7	2.3	2.0			-17%	-27%			67%	85%										
中间值											43%	25.5	18.1	13.9	2.3	2.1	2.0			-18%	-28%			61%	66%										

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。