



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

行业动态
研究报告

2010 年 3 月 24 日

房地产

研究部

白宏伟

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010016

baihw@cicc.com.cn

饿地政策何时休?

关于国土资源部“供地计划 没有制定的地方暂停出让住房用地”的评论

行业近况:

昨日国土资源部就最近的地王事件进行回应, 强调严格保障性住房供给, 没有制定明确供地计划的地方不得出让住房用地, 此外, 还有以下三方面内容:

- 1、完善招牌挂制度: 探索坚持和完善招拍挂制度、有效控制房价地价的政策和措施;
- 2、在房价上涨较快的一线城市和部分二、三线城市, 选择以自住性、中小套型商品房建设用地区块为重点;
- 3、各地要进一步明确年度房地产用地的供应总量。在今年土地利用计划下达后, 统筹新增和存量, 以前五年平均年均供地量并适当增加;
- 4、开展房地产用地专项整治工作, 要求各地从今年 3 月开始到 7 月底, 清理查处房地产开发中闲置土地、囤地炒地、向别墅供地等各种违法违规用地的专项整治行动。

评论:

两会后北京地王事件改变了政策打压下供求脆弱的平衡, 市场的天平又向上涨的一方倾斜, 从而引起了政府的警觉, 继北京市相关部门采取临时措施外, 国土资源部再次以视频会议的方式, 进一步严格土地出让政策, 可以预期的是如果这些政策不能抑制目前房价上涨趋势, 则其它部位将继续出台政策予以控制, 北京地王的负面效果逐步显现。

我们认为国土资源部的政策没有特别之处, 仍是强调了打击屯地、增加保障性住房比例至 70%, 且通过暂停住房用地供应等制裁没有明确计划的地方政府, 这些政策只是能起到短期内恐吓的作用, 于抑制房价过高、地价过高无济于事, 其核心在于没有增加供给;

- 1、“用地供应总量按前五年平均供地量并适当增加”, 过去五年是房价涨幅最快的五年, 原因在于销量平均每年上涨 20% 以上, 而土地供应的没有什么增加的, 国土部不反思供地少的问题, 而强调土地供应是足够的, 但都被开发商屯起来了, 典型的舍本逐末, 如果他们计划都对、判断都准的话, 就不需要市场经济了;
- 2、容积率不论是大城市还是中小城市都没有提高的规定, 这也是纵容了高地价、高房价的一大原因, 国土部历来政策中从未涉及;
- 3、保障性住房应该是增量, 但不应该占据商品住房供地指标, 两者对应的群体完全不同, 强调 70% 的指标只能是恶化中产阶级购房环境, 很简单, 本来饼就不大, 又被切走了一大块, 多数工薪阶层去跟富人竞争有限的商品房。

投资建议:

结合我们以前关于“土地并不稀缺”的报告, 我们认为目前的政策无法治本, “饿地政策”在重复香港的老路, 其结果必定是居住环境的恶化, 房价今年仍将上涨, 而地产股目前的估值反映了房价下跌 10% 以上的预期, 所以仍看好地产股, 但预计未来仍将有政策的打压而抑制地产股的估值, 所以业绩推动是股票上涨的主要动力, 建议关注具有较好业绩成长性的公司。

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)	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)					CAGR	市盈率				市净率				每股NAV (元)		溢/折价		资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
			2010-3-23		2010-3-23	08A	09E	10E	11E	09-11E		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	09A	10E	09A	10E	08A	
A股																									
侧重开发：																									
万科A	000002	推荐	9.5	n.a.	102.5	0.37	0.48	0.67	0.83	31%		26.0	19.6	14.3	11.5	3.3	2.8	2.4	2.0	10.6	11.6	-10%	-18%	67%	30.6
金地集团	600383	推荐	13.6	n.a.	33.8	0.34	0.72	0.96	1.25	32%		40.2	19.0	14.1	10.9	3.6	2.3	2.0	1.7	15.8	17.8	-14%	-24%	70%	15.5
金融街	000402	推荐	10.8	n.a.	26.8	0.42	0.55	0.66	0.75	17%		25.8	19.6	16.4	14.4	1.8	1.7	1.5	1.4	15.4	16.2	-30%	-33%	46%	7.0
首开股份	600376	推荐	19.4	n.a.	22.3	0.50	0.81	1.00	1.30	27%		39.1	24.0	19.4	15.0	5.6	2.3	2.1	1.8	24.0	27.3	-19%	-29%	82%	12.0
保利地产	600048	审慎推荐	20.2	n.a.	71.1	0.64	1.00	1.25	1.40	18%		31.8	20.2	16.2	14.4	5.0	2.8	2.4	2.1	21.9	22.5	-8%	-10%	71%	29.0
冠城大通	600067	审慎推荐	13.5	n.a.	8.3	0.28	0.46	1.09	1.41	74%		47.5	29.1	12.3	9.6	4.8	4.0	3.1	2.4	15.1	16.4	-11%	-18%	77%	2.2
华发股份	600325	审慎推荐	15.9	n.a.	13.0	0.80	0.83	1.04	1.14	17%		20.0	19.2	15.3	13.9	2.9	2.6	2.2	2.0	21.5	23.3	-26%	-32%	64%	7.0
北京城建	600266	审慎推荐	17.1	n.a.	12.7	0.43	1.05	1.12	1.05	0%		40.1	16.3	15.3	16.3	3.5	2.9	2.3	2.0	19.0	20.4	-10%	-16%	66%	3.8
荣盛发展	002146	审慎推荐	19.7	n.a.	17.7	0.41	0.68	1.08	1.41	44%		47.6	29.0	18.2	14.0	8.4	4.6	3.7	3.0	12.4	16.0	59%	24%	68%	9.3
栖霞建设	600533	审慎推荐	6.3	n.a.	6.6	0.18	0.21	0.33	0.42	41%		35.0	29.5	19.3	14.8	2.5	2.4	2.2	1.9	7.2	7.9	-13%	-21%	58%	2.2
中华企业	600675	中性	13.6	n.a.	14.7	0.43	0.58	0.53	0.66	6%		31.8	23.2	25.5	20.6	4.5	4.0	3.4	2.9	11.9	13.1	14%	3%	64%	2.4
阳光股份	000608	中性	12.7	n.a.	6.8	0.05	0.50	0.58	0.46	-4%		240.7	25.5	22.1	27.9	3.9	3.5	3.0	2.7	10.0	10.6	27%	20%	63%	2.4
亿城股份	000616	中性	7.2	n.a.	6.5	0.30	0.32	0.38	0.48	22%		23.9	22.2	18.9	14.9	2.6	2.3	2.1	1.8	5.8	6.2	24%	16%	50%	1.4
大龙地产	600159	中性	14.9	n.a.	6.2	0.01	0.82	0.96	1.32	27%	2,623.6	28.3	18.3	15.5	11.3	5.0	4.0	3.1	2.5	12.9	14.7	15%	2%	61%	9.4
平均值																									
中间值																									
开发和持有：																									
浦东金桥	600639	推荐	12.8	n.a.	9.3	0.33	0.43	0.46	0.54	12%		39.1	30.1	27.9	24.0	3.5	3.2	2.9	2.6	15.6	17.3	-18%	-26%	43%	2.2
陆家嘴	600663	中性	23.5	n.a.	38.2	0.47	0.55	0.56	0.65	8%		49.9	42.6	42.1	36.5	5.2	4.7	4.2	3.8	18.4	18.8	28%	25%	47%	3.6
中国国贸	600007	中性	11.8	n.a.	11.9	0.35	0.30	0.32	0.43	20%		33.4	39.1	37.2	27.3	2.8	2.6	2.4	2.2	10.9	10.9	8%	8%	48%	0.5
平均值																									
中间值																									
B股																									
			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)											(HK\$)	(HK\$)				
万科B	200002	推荐	9.1	16.1	119.2	0.43	0.55	0.78	1.01	35%		21.4	16.6	11.8	9.1	2.7	2.4	2.1	1.7	12.0	13.4	-24%	-32%	67%	30.6
金桥B	900911	推荐	7.5	14.1	10.8	0.38	0.48	0.53	0.65	16%		19.5	15.4	14.0	11.4	1.8	1.7	1.5	1.4	17.7	20.1	-58%	-63%	43%	2.2
陆家B	900932	推荐	14.2	17.5	44.4	0.55	0.63	0.65	0.79	12%		25.9	22.6	21.8	18.0	2.7	2.5	2.3	2.1	20.9	21.8	-32%	-35%	47%	3.6
平均值																									
中间值																									
H股																									
			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)											(HK\$)	(HK\$)				
中国海外	688	推荐	16.1	22.9	131.4	0.49	0.79	1.03	1.33	30%		33.0	20.3	15.7	12.1	4.0	3.1	2.6	2.2	17.3	19.1	-7%	-16%	62%	30.6
华润置地	1109	推荐	15.7	24.0	78.9	0.35	0.57	0.83	1.11	40%		44.8	27.5	18.9	14.1	2.3	2.1	1.9	1.7	18.4	20.0	-15%	-22%	49%	27.7
首创置业	2868	推荐	2.9	5.0	5.9	0.22	0.30	0.39	0.55	35%		13.3	9.7	7.4	5.3	1.2	1.1	1.0	0.9	7.0	7.1	-58%	-59%	68%	10.6
绿城中国	3900	推荐	10.9	19.1	17.8	0.52	0.63	1.00	1.73	66%		21.1	17.3	10.8	6.3	1.9	1.8	1.6	1.3	21.2	23.9	-49%	-54%	76%	28.6
远洋地产	3377	审慎推荐	6.6	7.7	37.3	0.31	0.28	0.29	0.40	19%		21.3	23.5	22.9	16.7	2.2	1.6	1.5	1.4	9.6	10.4	-31%	-37%	59%	14.9
方兴地产	817	推荐	2.6	3.7	23.4	0.09	0.13	0.16	0.13	-2%		28.3	19.3	15.5	19.9	2.1	1.6	1.5	1.4	4.4	4.7	-42%	-45%	60%	1.8
深控股	604	推荐	2.8	4.8	9.8	0.20	0.25	0.35	0.51	43%		14.0	11.3	7.9	5.5	0.9	0.8	0.7	0.7	6.4	6.8	-57%	-59%	58%	22.5
雅居乐	3383	推荐	10.0	14.7	36.0	0.42	0.66	0.94	1.23	37%		24.1	15.3	10.7	8.1	2.4	2.2	1.9	1.6	14.6	16.3	-31%	-38%	61%	28.7
龙湖地产	960	推荐	8.1	10.3	41.5	0.04	0.30	0.51	0.71	53%		203.2	26.7	15.8	11.3	11.4	3.2	2.6	2.0	8.8	10.3	-8%	-22%	88%	23.5
恒盛地产	845	推荐	3.1	4.3	24.5	0.09	0.19	0.36	0.45	53%		33.2	16.2	8.8	7.0	22.9	2.3	1.8	1.4	4.7	5.4	-34%	-42%	93%	16.9
富力地产	2777	中性	12.3	16.4	39.6	0.73	0.88	1.19	1.67	38%		16.7	14.0	10.3	7.3	2.3	2.1	1.8	1.4	18.1	20.5	-32%	-40%	73%	27.1
世茂地产	813	中性	13.3	17.3	47.2	0.36	0.92	1.16	1.49	28%		36.9	14.6	11.5	8.9	2.2	2.0	1.7	1.4	17.4	19.2	-23%	-31%	59%	30.4
碧桂园	2007	中性	2.7	3.4	44.1	0.10	0.15	0.20	0.27	32%		27.5	17.7	13.6	10.1	2.0	1.9	1.7	1.5	3.6	4.3	-26%	-37%	61%	45.2
瑞安地产	272	中性	3.8	4.9	19.2	0.51	0.33	0.32	0.35	4%		7.5	11.7	11.9	10.9	0.9	0.9	0.8	0.7	6.6	7.1	-42%	-46%	45%	13.7
恒大地产	3333	无评级	3.0	3.6	45.5	0.01	0.03	0.32	0.38	246%		266.9	95.6	9.5	8.0	7.3	3.4	2.4	1.8	3.0	4.0	-1%	-24%	80%	50.5
宝龙地产	1238	无评级	2.3	3.8	9.3	0.09	0.26	0.36	0.40	23%		24.3	8.7	6.4	5.7	4.0	1.6	1.3	1.0	5.0	5.4	-54%	-58%	76%	7.6
平均值																									
中间值																									

资料来源：彭博，中金公司研究部

附录

相关信息：

国土资源部副部长贛小苏 22 日在国土资源系统视频会议上说,从今年起,国土资源部将每季度向社会公布未按出让合同和划拨决定书约定时间开、竣工的宗地信息,对信息上线和实地核查不落实的,将通报挂牌,督促整改查处。国土资源部还将加强与有关部门协调,抓紧研究解决变相炒地和上市房地产公司土地监管问题。

他强调,各地试点中,要注意防止出现新的高价地,防止地价波动向二、三线城市扩展。试点城市和内容确定后,要及时报部备案。在试点的过程中,要根据不同地块的实际建设条件和政府调控的目标引入多因素评判,探索完善土地招拍挂出让制度的具体政策。

会议要求,各地要明确并适当增加土地供应总量,要按照制定的 2010—2012 年住房建设规划或提供的城市居民住房调查统计情况为基础,进一步明确年度房地产用地的供应总量。在今年土地利用计划下达后,统筹新增和存量,以前 5 年平均年均供地量并适当增加。

会议强调,房价上涨过快、过高和商品住房空置率高的城市,要严格控制向大套型住房建设供地。会议指出,要加强与工商、税务、证监会等有关部门协调,抓紧研究解决变相炒地和上市房地产公司土地监管问题,主动加强土地供应调控政策与住房销售政策、银行信贷政策的衔接配套,更好地形成政策合力,遏制投资投机行为和抑制房价、地价的过快上涨。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。