

大陆与香港 — 消息快报

深圳大开发商调研情况汇总

——缓拿地，谨慎面对现金流趋紧

田世欣

调研摘要：

我们近日调研了万科(000002.SZ/人民币 8.16, 买入)、金地集团(600383.SS/人民币 6.47, 买入)，与两家公司高管层关于政策判断、近期销售、现金流状况、拿地和开工计划以及调控应对措施等方面进行了沟通，同时也简单了解了招商地产(000024.SZ/人民币 16.38, 买入)近期对于行业的看法。调研情况摘要如下：

1. 对政策的判断

金地：短期内政策不太可能会放松，预计一年之内没有取消限购的可能性。但北京的限购政策太严，其他地方政府不太可能效仿。北京之所以出台特别严厉的政策，主要还有出于调控人口的考虑，目前北京常住人口已接近 2,000 万，承载极限面临挑战。换届在即，政府以求稳为主，无论房价大幅上涨还是大幅下跌都会带来不稳定因素。因此，政策将会随着成交量的上下而反复。若区域市场成交大幅下降，地方政府可能会放松对相关政策的执行。

万科：中央政府对房地产的严厉调控态度可能仍要持续 2 年到换届前。政府从去年开始的调控政策，其效应很可能在今年才会逐渐显现。去年虽然政府出台了限购限贷政策，但市场上存量资金仍然十分庞大，市场可能也低估了中国的潜在刚性购买力。限贷的效应已经在去年四季度开始显现，去年四季度住房按揭占销售额的比重明显下滑。市场一方面在去年消化了部分存量资金，加之今年购房杠杆继续降低，万科认为今年限购限贷的调控效应才会逐渐显现。万科认为，从全年看，2011 年房价向下的概率大于向上，但幅度有限。

2. 近期销售及全年推盘节奏

金地：最近销售情况不好，一二月没有新盘推出也是主要原因之一。接下来的一到两个月内仍是政策密集出台关口，金地制定的原推盘计划往后延迟半个月至一个月。今年的集中推盘将从四月下旬开始，4、5、6、9、10 月是全年集中推盘点。在推盘结构上，金地今年中高端产品比重比往年要高，上半年会重点推刚需产品，下半段再加大中高端产品推盘量。

万科：一月份销售创新高，二月份销售与去年同期差不多，去化水平还略有上升。但由于二月份春节适逢传统淡季，从销售情况还无法看出政策是否有效，需观察四月份市场推盘放量后的销售情况来做判断。万科 11 年全年新推盘量比去年增加 30%，去年新推盘量和销售量大体相当，从推盘节奏来看，除去 2 月外，各月开盘节奏较为均匀，其中 6-11 月是万科的推盘高峰。万科判断，9-11 月这三个月的市场总推盘量将占到行业全年推盘量的一半左右，万科的推盘高峰将先于行业而至。

3. 定价策略

金地：公司将保持较为灵活的定价政策，已开盘的项目不会降价，新开盘项目也不会高开。金地将新盘首月去化目标定为 70%，各分公司及项目公司有较大的开盘价格选择空间。

万科：高地价虽不是导致高房价的原因，但它是支撑高房价的主要原因。但如果土地价格下跌速度高于房价下跌速度，万科则愿意降价甚至亏本卖房，因为在这种情况下，万科相当于以更低的价格替换了存货。新盘首月去化率最低目标为 60%，各分公司及项目公司可根据当地市场情况灵活制定开盘价格。

4. 现金流判断

万科：对于自己的现金储备很有信心，但对整个行业的现金流状况判断要比市场的预期偏紧。万科担心预售账款监管趋严和扩大化会对公司现金流带来一定压力，所有项目预售账款严格监管约会影响到万科存量资金的 1/3。

金地：目前开发贷比较紧，但是没有停，最紧的是按揭贷，深圳去年 11 月份签订购房合同至今仍有未放款的。货币政策从紧之路正走到中间，还没到头，全年来看至少还有两次加息。

招商地产：开发贷收紧趋势明显，公司目前在办理的开发贷款已经在基础利率基础上进行了适度上浮，部分中小开发商目前已经面临资金压力。

5. 今年开工计划

金地：去年新开工面积约 400 万方，但由于去年拿地较少，今年新开工面积会出现负增长，这种负增长是由于金地在生产经营中的节奏把握导致的，并非大势判断有变。但今年的在建面积仍然会维持在一个较高的水平，约和去年 688 万方在建面积相当。虽然政府持续出台调控政策，但公司并未对今年的开工计划做出调整。主要也是由于现在土地购买合同中都约定了开工期限。

万科：去年新开工约 1,000 万方，今年新开工面积不会低于去年。今年新开工计划并未调整，预计全国新开工面积会下降，但大开发商新开工面积基本不会减少，减少主要是由于中小开发商退出或放慢开发步伐。

6. 拿地策略

金地：今年的拿地策略更多是根据公司的现金流状况，而非地价水平。另外由于政府集中供地也是在下半年，因此金地上半年拿地的金额不会太多，下半年拿地还需看上半年销售回款的情况。对于地价，在成交大幅下滑的情况下，三季度开始可能会出现土地流拍的现象。

万科：今年上半年不会在拿更多的土地，一月份已经获取了 12 个新项目。预计二季度会看到土地成交下滑，四季度可能会出现大量土地流拍现象。万科在 08 年错过兼并机会吃了不少亏，如果今年市场情况非常恶劣，土地价格明显下降，万科会更多考虑在一级市场直接拿地而非通过兼并同行来获取土地，因为漫长的并购谈判可能会使公司错失良机。

小结：

从金地和万科两家公司的调研情况来看，在经历了数年多轮调控及反复磨练后，大开发商在调控政策应对上都显得更加成熟与理性。两家公司的共同观点在于：1) 对于已开盘项目，两家公司均不倾向于降价促销，对新推项目可能会采取价格让步，按市场情况决定价格；2) 对于全年的市场走势，两家公司均表示不确定性很强，需要观察四、五月份的销售情况；3) 上半年会谨慎拿地，但原定的新开工计划上半年没有出现大的调整，下半年将视旺季销售情况决定是否调整开工进度。4) 认为土地市场在三季度或四季度可能出现大量流拍现象，大量流拍现象出现后，地方政策有望放松。

另外，通过本次调研发现，对于开发商的现金流情况我们原先预计的可能还乐观了一点，由于各个融资渠道同时收紧，银行贷款额度紧张、预售款监管扩大化，如果 4-6 月旺季销售情况不佳，中小开发商现金流陷入危机的时间很快就会来临。

我们认为，在目前的情况下，谨慎应对、关注财务稳健和现金流平衡显得非常重要，相比行业大多数开发商，万科在接下来的调控市中将更具有攻守转换的主动性。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371