

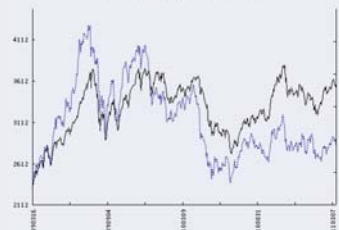
中 性 维持

房地产行业

2011 年 3 月 17 日

市场表现

——海通证券（点）——房地产（点）



资料来源：海通证券研究所

相关研究

房地产调控的延展路径和行业后期运行判断 2011.03

对地央企扩编的简评：地央企概念有望受到关注 2011.03

对北京出台地产调控工作细则的简评：各地调控细则后期将陆续出台 2011.02

对政府确认重庆、上海开征房产税的简评：政策组合将使房价上涨受到实质抑制 2011.01

房地产行业分析师

涂力磊

SAC 执业证书编号：

S0850510120001

电话：021-23219747

Email: tll5535@htsec.com

房地产行业分析师

谢盐

SAC 执业证书编号：

S0850208120583

电话：021-23219436

Email: xiey@htsec.com

谁来分享保障性住房的千亿利润蛋糕？

- **行业定位变化将为保障性住房发展带来新的契机。**目前行业已经开始从此前的单一市场化供应逐步转为保障性住房和商品房相结合的双轨供应体系。多年来一直被行业低估的保障性住房建设将迎来新一轮发展。
- **保障房建设规模庞大，需要包括开放商在内的社会各方的支持。**2011 年计划建设的 1000 万套保障房需筹措 1.3 万亿资金，其中，中央和地方政府仅能保证 400 亿元和 200 亿元财政拨款，棚户区企业和职工保证投资 3400 亿元。那么，剩余需要各地筹措的 8000 亿元庞大资金必须依靠包括开发商在内的社会各方力量的支持。
- **重新认识保障性住房。**虽然保障房净利润率低，但总量大、市场有保障，是行业获得新增市场和稳定利润的重要途径。目前，保障性住房经营模式也开始升级，这是保障性住房建设未来获取更大利润的契机。
 - ◇ **保障房建设具备持续性：**未来 5 年内保障性住房都将成为国家建设重点，相关利好和扶持政策将不断出现，相比商品房而言不存在政策打压。
 - ◇ **建设规模持续扩大。**未来 5 年 20% 的市场需求将由保障房来实现。按照 2009 年保障房投资占市场 4% 来看，未来有 5 倍增长空间，而商品房市场面临下滑风险。
 - ◇ **市场旺盛，利润不可忽视。**由于价格较低，保障房基本不愁销路。按照 4% 到 6% 净利率测算，2011 至 2015 年保障房净利润将在 1153 亿到 1728 亿之间，占行业总利润的 7% 到 10% 左右。
 - ◇ **盈利模式开始升级。**我们分析了保障性住房的 6 种盈利模式，其中的配建开发、综合运营开发和工业用地转换开发模式可以为开发商带来更高的附加价值。
- **可关注的主题投资标的：**我们选择了与保障房建设有关的 9 家开发商，即天房发展、北京城建、福星股份、首开股份、鲁商置业、栖霞建设、中天城投、西藏城投。重点推荐天房发展、北京城建和福星股份。
 - ◇ **天房发展。**公司长期致力于天津市保障房建设。按照规划，2010-2012 年天津市规划建设中小套型住房（含限价房）2975 万平，经济适用房 1660 万平，廉租房 15 万平推算上述三种保障房合计 4650 万平，占同期天津市全部住房建设规划总量的 75.98%。公司经营规模有望受益。
 - ◇ **北京城建。**公司一直致力于北京城区重点项目建设、同时具备环保（参与污水处理投资）、金融股权（拥有国信证券股权）和融资概念（非公开增发延期已经获得北京国资委原则同意）。公司目前保障房项目包括旧城改造和配建项目等。
 - ◇ **福星股份。**公司在武汉地区城中村改造工程中占有明显优势。目前城中村改造项目累计建面达 838 万平。同时，公司正在进行“多（单）晶片切割钢丝”开发。
- **风险提示：**房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

目 录

1. 行业重定位：保障性住房将是持续热点	5
1.1 行业定位变化是内在属性的要求	5
1.2 完全市场化已经造成三大矛盾	6
1.3 行业重定位已经开始：双轨供应体系	8
2. 保障性住房的蛋糕有多大？	9
2.1 保障性住房建设将是全社会参与的工作	9
2.2 被保驾护航的千亿利润蛋糕	10
3. 保障性住房的盈利模式	11
3.1 住宅产业化集团开发模式	12
3.2 保障房比例配建开发模式	12
3.3 限房价竞地价开发模式	13
3.4 综合运营开发模式	14
3.5 现金流平衡滚动开发模式	14
3.6 工业用地转换开发模式	15
3.7 小结	16
4. 谁来分享保障性住房的千亿利润蛋糕	16
5. 风险提示	17

图目录

图 1 房地产行业的三大属性	5
图 2 土地供给的非市场化和产品需求的市场化之间的矛盾	6
图 3 1998-2009 年我国土地和房价保持上涨.....	7
图 4 东西部地区人均可支配收入存在较大差异	7
图 5 从人均汽车拥有量可以看出东西部地区购买力差异较大	7
图 6 完全市场化后政府投资建房的开工面积很小.....	8
图 7 中国房地产行业发展阶段.....	8
图 8 地方保障性住房投入存在资金压力	10
图 9 保障房开发采用的住宅产业化集团开发模式.....	12
图 9 保障房开发采用的保障房比例配建开发模式.....	13
图 10 保障房开发采用的限房价竞地价开发模式	13
图 11 保障房开发采用的综合运营开发模式.....	14
图 12 保障房开发采用的现金流平衡滚动开发模式.....	15
图 13 保障房开发采用的工业用地转换开发模式	15

表目录

表 1 2011 年保障性住房投资测算	9
表 2 2011 年保障房建设资金来源分类	10
表 3 对 2011-2015 保障房建设利润总量的测算	11
表 4 保障性住房与商品房比较	11
表 5 保障房开发模式的比较	16
表 6 保障房建设相关公司一览表	18

我们的观点：长期以来保障性住房投资由于其总量占比较小，因此一直处于被行业忽视的地位。造成这一现象的本质在于 2003 年之后行业定位的完全市场化。自 2010 年开始，行业开始进入重新定位过程，2011 年国家进一步提出了未来 5 年建设 3600 万套保障性住房的计划。自此，保障性住房和商品房并行发展的行业脉络已经十分清晰。

行业定位的改变使得保障房建设规模迅速扩大，仅靠政府的财政支持显然不够。实际上，2011 年计划建设的 1000 万套保障房就需筹措 1.3 万亿资金，而今年中央和地方政府能够保证的财政拨款仅分别是 400 亿元和 200 亿元，而棚户区企业和职工投资是 3400 亿元。这就是说，全国各地需要筹措的 8200 亿元保障房建设资金（占 2010 年地方总财政收入的 21%）中，地方政府仅能保证 200 亿元财政支持，而将近 8000 亿元庞大资金需要社会各方力量解决。如果按照 4%到 6%净利率测算，2011 至 2015 期间保障性住房建设的净利润将在 1153 亿到 1728 亿之间，占行业总利润的 7%到 10%左右。

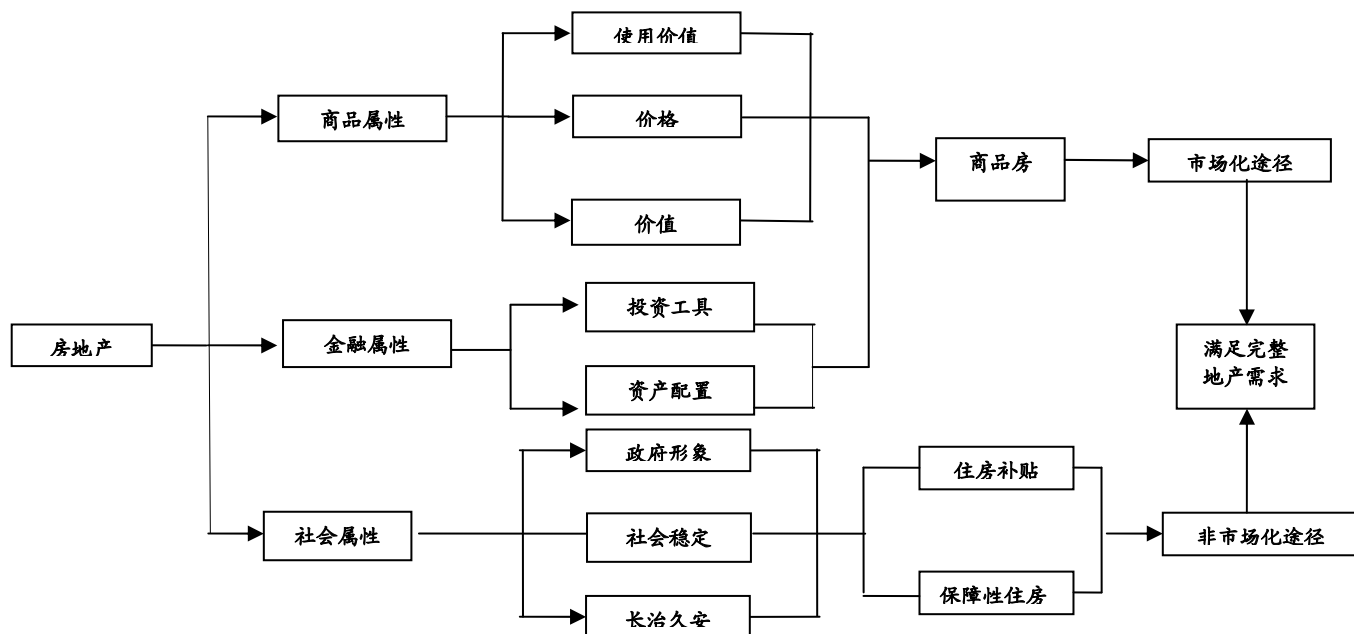
我们认为，保障性住房具备以下特点：1）持续性。未来 5 年内保障性住房都将成为国家建设重点。相关利好和扶持政策预计将不断出现；而商品房目前存在政策调控。2）规模持续扩大。按照国家计划，未来 20%的市场需求将由保障性住房来实现。按照 2009 年保障性住房投资大约占市场 4%来看，未来至少存在 5 倍增长空间。保障性住房增长的同时，商品房市场面临下滑；3）市场需求旺盛。由于价格相对较低，因此保障性住房基本不愁销路。但商品房市场将出现分化。4）盈利模式的创新性。目前保障性住房新的盈利模式使得参与投资的企业在获得较高经济利润的同时可以获得同样优异的社会民生效益。

因此，我们选择了与该主题投资有关的 9 家开发商，即天房发展、北京城建、福星股份、首开股份、鲁商置业、栖霞建设、中天城投、西藏城投。重点推荐天房发展、北京城建和福星股份。

1. 行业重定位：保障性住房将是持续热点

1.1 行业定位变化是内在属性的要求

图 1 房地产行业的三大属性



资料来源：海通证券研究所

2003 年的《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》中房地产行业定位明确从 1998 年的“建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系”改为“逐步实现多数家庭购买或承租普通商品住房”。自此，房地产行业被基本定位于完全市场化。

但是从行业本周属性来看，完全市场化定位并不合理。从上图中可以看到，商品属性和金融属性可以通过市场化途径来体现，表现为按照市场价格买卖。但是社会属性因为其主要体现在社会生存权保障、人民福利和国家政权维护上，因此通常情况下需要通过非市场化途径来实现；表现为通过政府投资来提供低价住房或者是购房、租房补贴等。因此过去完全市场化的定位过程存在缺陷。

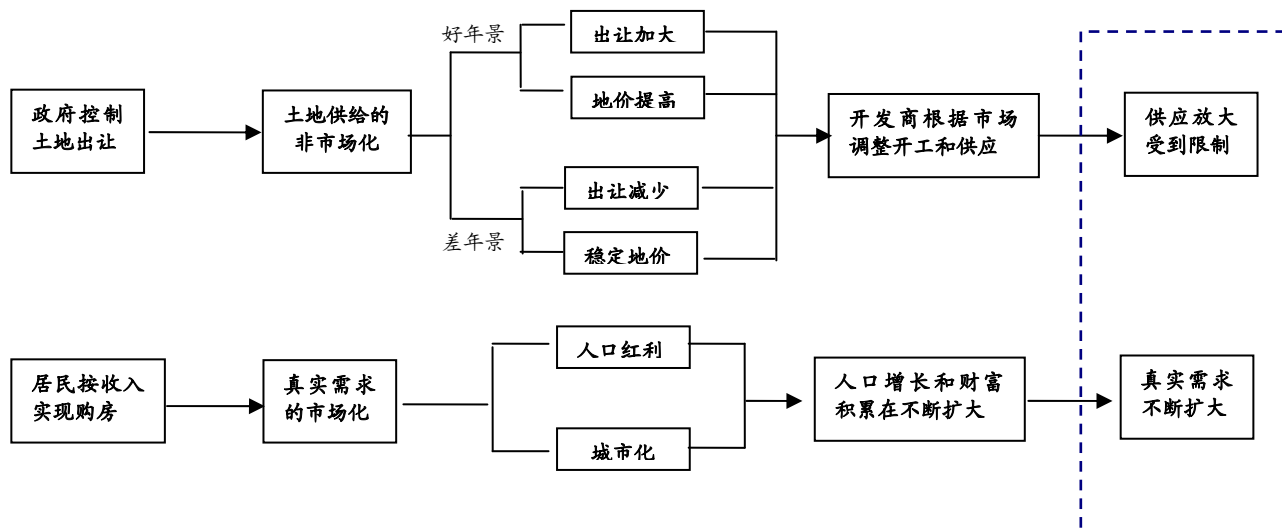
1.2 完全市场化已经造成三大矛盾

从我们之前分析中可以看到，行业的社会属性决定了其必然存在部分非市场化特点。但是在目前我国将房地产行业完全定位于市场化后，这一属性得不到体现。这种不适当的定位造成了目前行业面临三个主要矛盾。

1.2.1 土地供给的非市场化和产品需求的市场化之间的矛盾

目前我国土地所有权属于国家，居民购买商品房享有的是土地使用权。土地供应由地方政府进行统一安排；另一方面，居民的商品房供应却完全依赖于开发商的市场推盘量。这使得决定商品房未来供应的土地市场处于非市场化阶段，即政府完全决定土地供应节奏、总量和类型。而居民对商品房购买却完全处于市场化阶段，即只要资金到位就可以实现商品房购买；此外开发商可以根据市场好坏来调控新开盘数量，从而决定市场供给大小。

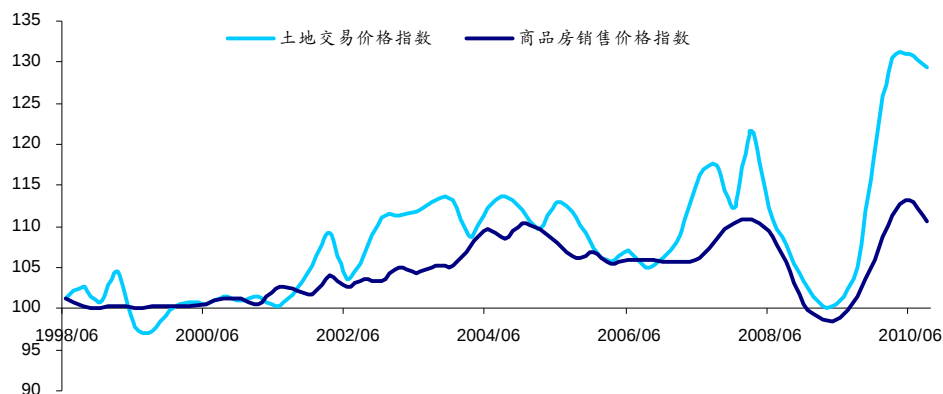
图 2 土地供给的非市场化和产品需求的市场化之间的矛盾



资料来源：CEIC、海通证券研究所

在市场差的年景，由于开发商拿地谨慎，政府土地出让总量也开始放缓，从而实现总量控制或者是稳定土地市场价格。在市场销售好的年景，地方政府为扩大财政收入，使得土地出让也相应增大。土地价格同时上涨。土地价格上涨造成后期商品房价格被无形抬高。这种供给端和需求端所面临的属性差异，使得市场供需长期无法实现平衡。其结果就是后期商品房市场又将出现供应不足。这是土地、房价在 98 年改革之后从未见下滑（除 2008 年金融危机之外）的主要原因。

图 3 1998-2010 年我国土地和房价保持上涨

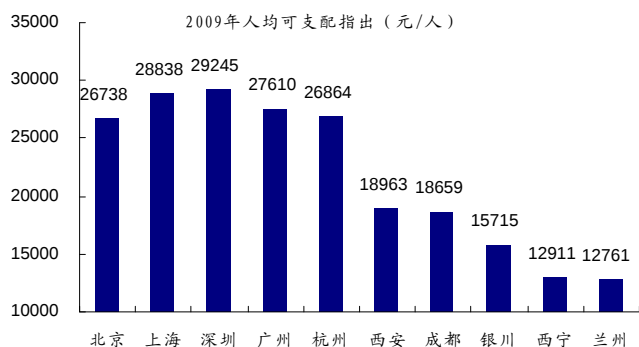


资料来源：CEIC、海通证券研究所

1.2.2 不同质购买力和同质化产品之间的矛盾

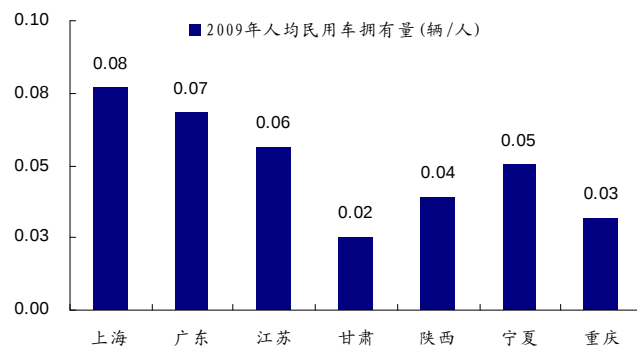
从居民可支配收入和人均汽车拥有量来看,在我国不同地区之间居民财富差异较大。此外随着市场化经济的进一步推进,同一地区内部不同居民之间的购买力也存在较大差异。

图 4 东西部地区人均可支配收入存在较大差异



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 5 从人均汽车拥有量可以看出东西部地区购买力差异较大



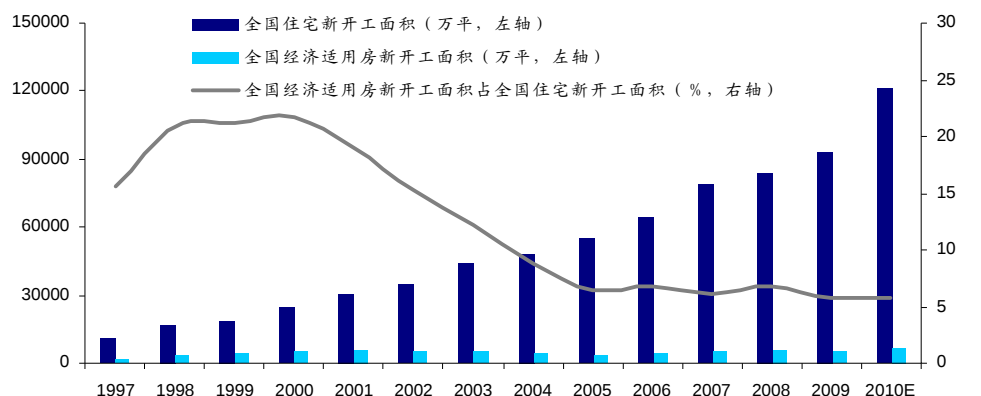
资料来源：CEIC、海通证券研究所

购买力差异必然造成不同的产品需求。但是在房地产完全市场化后,商品房基本上成为市场上唯一的产品。虽然商品房也存在位置差异、户型好坏、装修高低等不同的档次,但是从根本上而言开发商开发商品房的目的是为了盈利而不是解决所有人的住房需求。因此,对社会购买力较差的群体而言,基本上无法找到与之购买力向对应的住房市场。当全社会购买力只能面对单一的商品房市场后,其结果只能是商品房价格高居不下,同时大量中低层需求无法得到满足。这也使得行业的社会属性无法得到充分体现。行业成为社会过度关注的焦点。

1.2.3 市场化供给和非市场化调控之间的矛盾

通常而言,国家会参与具备社会属性商品的投资和开发。在相关商品出现市场供应短缺而造成价格上涨时,政府可以通过主动供给的方式减少因此产生的民生问题和社会压力。比如在粮食涨价过块时,政府可以通过向市场注入国有储备粮的方式实现稳定价格、减少通胀等目的。

图 6 完全市场化后政府投资建房的开工面积很小



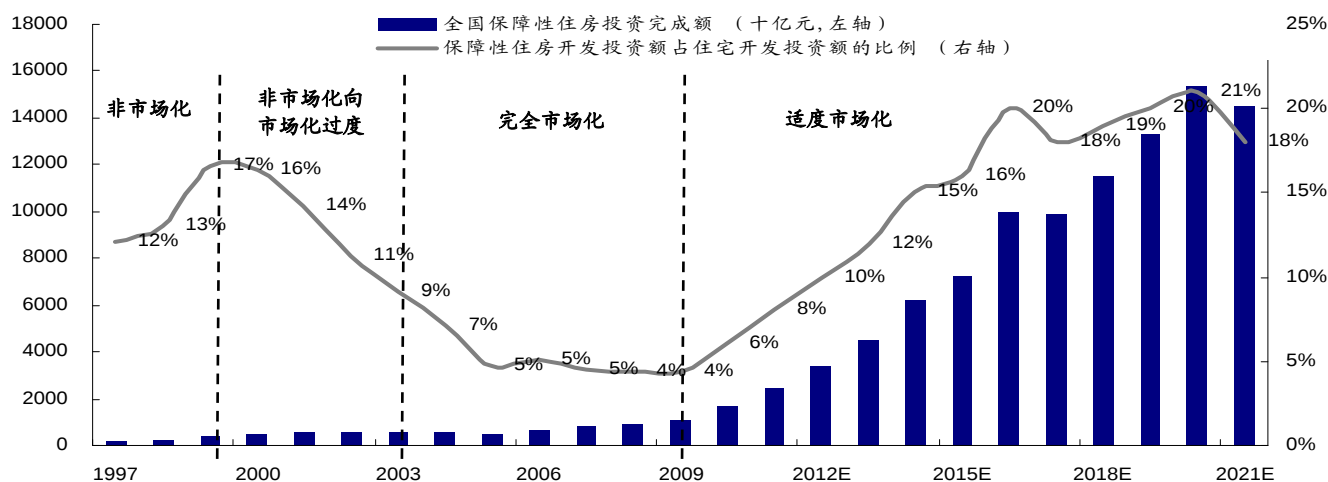
资料来源：CEIC、海通证券研究所

目前房地产行业完全市场化后，国家或者类似主体参与房地产二级开发的数量很少。大部分商品房只能通过开发商来实现供应。而当市场过热，国家希望通过非市场化的行政手段进行调控时，往往出现捉襟见肘的现象。如果将开发商资金、土地卡得太死，未来只能是供应继续减少；如果不进行调控，开发商逐利本质又使得其根本无动力降价。非市场化调控和市场化供给之间天生的矛盾，造成当今市场存在房价越调越高。

1.3 行业重定位已经开始：双轨供应体系

目前政府已经提出 5 年 3600 万套保障性住房的建设计划。按照每套面积 60 平米测算，3600 万套保障性住房对应 21.6 亿平销售面积。如果平均分摊到 5 年，折合每年 4.32 亿平。按 2010 年全年销售 10.43 亿平测算，占当年销售面积的 40%。

图 7 中国房地产业发展阶段



注：2009 年之前保障性住房数据仅统计经济适用房投资量
资料来源：CEIC、海通证券研究所

如果假设每套解决一个三口之家住房，3600 万套将对应解决 1.08 亿人住房问题。按照城市 6 亿人口测算的话，将近解决 16% 城市人口的住房问题。考虑到在此期间的旧城改造和此前已经完工的保障性住房，20% 左右城镇居民住房问题可以通过保障性住房解决。行业正在逐步从之前完全市场化定位转变为保障性住房和商品房同时并存的半市

场化或者双轨供应体系。

2. 保障性住房的蛋糕有多大？

2.1 保障性住房建设将是全社会参与的工作

按照此前国家对未来保障性住房建设的相关计划，3600 万套分解到 5 年各年建设任务分别是：2011 年 1000 万套，2012 年 1000 万套，2013 至 2015 年建 1600 万套。以此来计算，“十二五”保障住房建设规模将比“十一五”多出 2100 万套，“十二五”的建设套数几乎比过去总和还要多。

按照住房和城乡建设部的估算，今年 1000 万套保障房的建设资金将突破 1.3 万亿元。按照以上投资额度计算，2011 年地方政府需要至少募集 8200 亿元资金投入保障性住房的建设中去。

表 1 2011 年保障性住房投资测算

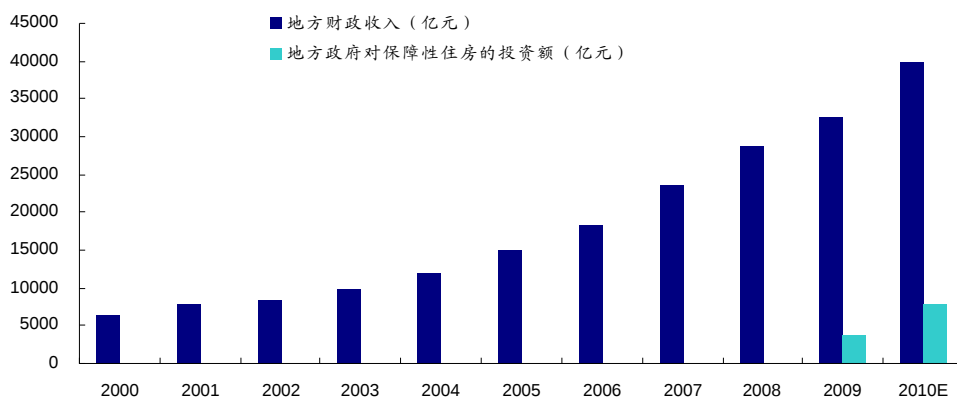
保障性住房资金项目	推算基础	金额（亿元）
1. 资金需求	住建部推算	13000
2. 资金来源		
2.1 住房公积金增值收益扣除计提贷款风险准备金和管理费用后的全部余额	预计 2010 年 28 个试点城市公积金可提供近 500 亿资金，2011 年按照增长 80% 计算	900
2.2 从土地出让净收益中按照不低于 10% 的比例提取	2010 年全国土地出让金约 2.7 万亿	2700
2.3 中央投资		
2.3.1 中央预算内投资中安排的补助资金	2010 年 8 月，中央财政投资 792 亿。假设 2011 年增长 50%。	1188
2.3.2 中央财政安排的廉租住房保障专项补助资金		
2.4 地方投资		
2.4.1 市县财政预算安排用于廉租住房保障的资金		需要地方政府筹措 8200 亿元左右
2.4.2 省级财政预算安排的廉租住房保障补助资金		
2.4.3 社会捐赠的廉租住房保障资金		
2.5 其他资金		

资料来源：海通证券研究所

同时，资料显示 2009 年地方总财政收入在 3.2 万亿，按照过去 5 年年均 22% 增长计算，预计 2010 年地方财政收入在 3.90 万亿左右。如果上述 2011 年地方需要承担的 8200 亿元保障房建设资金全部由地方财政支出，则该笔资金相当于 2010 年地方总财政收入的 21%。而下图显示，在 2008 年大规模建设保障房之前，地方政府的保障房建设资金支出占地方总财政的比例是十分微小的。

再次，即使从保守的角度测算，把总理要求的 3600 万套保障房平均分到 5 年，也就是年均 720 万套。按照 1000 万套对应 1.3 万亿投资测算，年均 720 万套对应每年 9360 亿保障性住房投资。如果维持上述土地出让收入、公积金支持和中央财政投资金额的假设不变（共计 4788 亿元），则每年地方财政投资也至少将达 4572 亿左右。

图 8 地方保障性住房投入存在资金压力



资料来源: Wind、海通证券研究所

按照以上计算不难看出单单依靠中央和地方政府财政支持进行保障房建设其速度和规模都难以达到“十二五”要求。社会各界力量参与保障房建设将是后期政策引导的重点。目前政府引导企业参与建设的同时, 保险资金已经开始研究投资保障性住房的可能性。

2.2 被保驾护航的千亿利润蛋糕

此前保障性住房的推行力度和经营效益给人的感觉似乎远不如商品房价值高。但是在当前政策条件下, 保障性住房的经济利益应该得到重新认识。

如下表所示, 根据此前建设部对保障房建设资金的进一步解读, 2011 年 1000 万套保障性住房投资的 1.3 万亿中, 中央政府能够保证的财政直接拨款是 400 亿元左右, 地方政府能够保证的财政直接拨款是 200 亿上下, 而棚户区企业和对应职工投资在 3400 亿上下。那么, 前述各地方政府需要筹措的保障房建设资金 8200 亿元中, 地方政府仅能保证拿出 200 亿元左右资金, 剩余 8000 亿元左右需要社会各方力量的协助解决。

表 2 2011 年保障房建设资金来源分类

保障性住房 类型	建设数量 (万套)	总投资 (亿)	资金来源(亿)			
			中央	地方	工矿企业和被改造的 职工	社会 各方力量
棚户区改造	400	5000	约 400	约 200	约 3400	—
经济适用房和两限房	200	5000	—	—	—	约 5000
廉租房和公租房	400	3000	—	—	—	约 3000
合计	1000	13000	约 400	约 200	约 3400	约 8000

资料来源: 海通证券研究所

如果我们假设中央和地方政府投资主要以收回成本为主, 带有福利性质不以盈利为目的。而棚户区改造中工矿企业和被改造职工由于自身是受益人, 其投资收益也忽略不计。由于保障性住房的销售基本不成问题, 按照 4%到 6%净利率测算, 2011 至 2015 期间保障性住房建设的利润将在 1153 亿到 1728 亿之间。按照 2009 年全行业净利润总量计算, 未来保障房年均净利润占行业总利润的 7%到 10%左右。这里还没有考虑当前保障性住房盈利模式改变了带来项目附加价值的提升。后文对此将有专门分析。

表 3 对 2011-2015 保障房建设利润总量的测算

时间分布	建设数量 (万套)	社会投资 (亿)	投资收益 (亿)	
			按照 4%对净利润率计算	按照 6%净利润率测算
2011	1000	8000	320	480
2012	1000	8000	320	480
2013-2015	1600	12800	512	768
合计	3600	28800	1152	1728

资料来源：海通证券研究所

与商品房项目相比，保障性住房除了在市场规模方面将有明显扩大外，在土地供应、资金筹措、市场需求方面和政策引导方面具有优势。

表 4 保障性住房与商品房比较

	保障性住房	商品房
1.市场前景		
1.1 价格	满足大部分保障群体购买力	社会部分人具备购买力
1.2 销售量	由于价格低，销售不成问题	面临不确定性
1.3 有效需求群体	非常广阔	部分社会中高收入者
1.4 市场份额	不断扩大，从非常小到解决 20%人口居住问题	开始缩小，市场面临分化
2.土地供应		
2.1 供应数量	政府有保障，且将明显增大	由于保障房增加、商品房土地供应面临下滑
2.2 供应价格	政府划拨	招拍挂竞标
3.建设资金来源		
3.1 银行	属于保障建设范围	面临信贷紧缩
3.2 政府		基本不参与商品房投资
3.3 其他	社保资金、保险资金和其他资金	民间信贷和信托资金
4.政策	大力支持	调控
5.企业		
5.1 参与对象	本地国有企业和有实力的开发商	具备房地产开发资质的所有企业
5.2 利润情况	获取稳健利润和新增市场	通过面临更大不确定性来获取更高利润
5.3 竞争环境	基本不面临竞争	未来竞争将相对激烈
6.建设规模	5 年 3600 万套	行业内企业根据自身经营情况确定
7.消费习惯	廉租房和公租房的大量出现对商品房购买习惯构成挑战，长期租房还是买房将成为市场变化关键	

资料来源：海通证券研究所

综合以上分析，我们认为之前对保障性住房建设无利、低效的看法需要进行修正。虽然保障性住房的净利润率低，但总量大、市场有保障，是行业获得新增市场和稳定利润来源的重要途径。此外，目前的保障性住房经营模式也开始升级，这是参与保障性住房建设未来获取更大利润的保障。

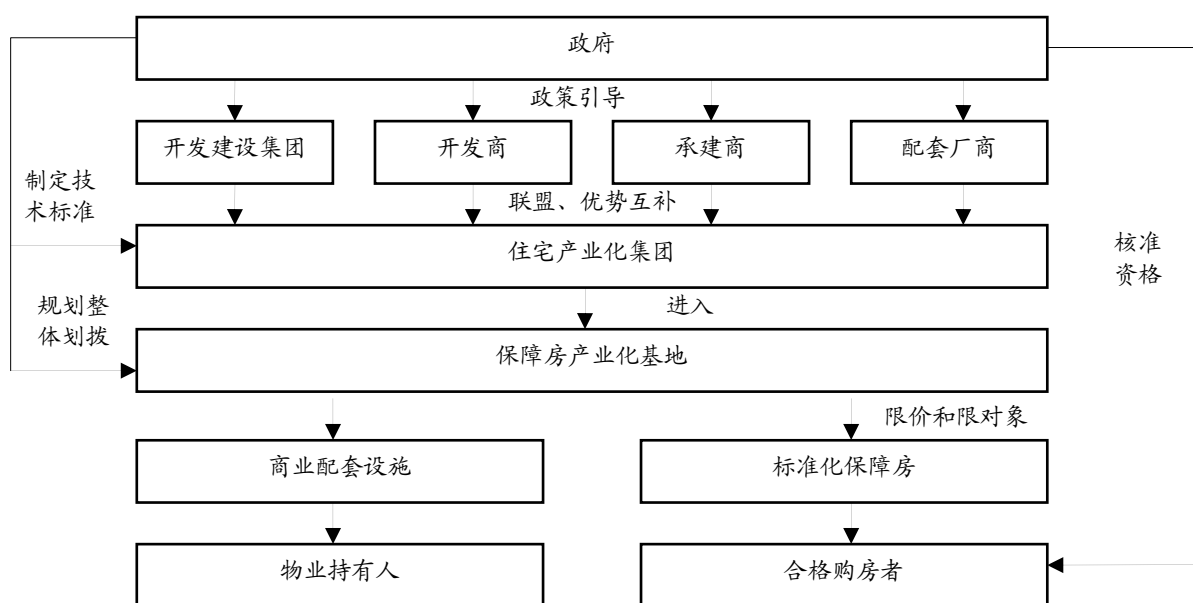
3. 保障性住房的盈利模式

上文分析了保障性住房的大致利润空间。下文将进一步分析保障性住房的盈利模式。事实上，在不同模式下保障性住房所带来的附加价值可能远高于我们之前的测算。

3.1 住宅产业化集团开发模式

保障房建设采用的住宅产业化集团开发模式是指，政府通过政策引导开放商、承建商和相关建材等配套厂商，组建专业的住宅产业化集团，根据政府相关的住宅大规模产业化生产的需求而制定的相关技术标准，在政府划定的保障房产业化基地上，标准化地统一生产保障房的方式。由于技术标准统一，保障房质量可以得到很好的保证，且开放商的利润率可以较为可靠的核算。开发商可以根据政府批准的合格中低收入居民的次序，直接销售给相应居民。

图 9 保障房开发采用的住宅产业化集团开发模式

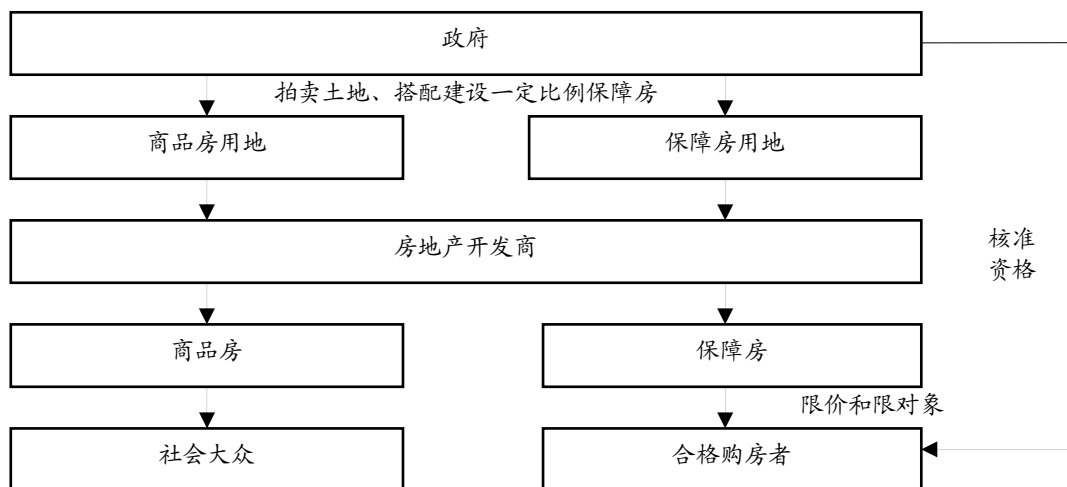


资料来源：天津住宅集团、海通证券研究所

3.2 保障房比例配建开发模式

保障房建设采用的保障房比例配建开发模式是指，政府及其下属机构将一块土地划分为商品房用地和限价房用地，统一通过公开招标或邀请议标形式，一次性支付定价后直接委托给开发商进行开发建设。其中商品房开发后不限定售价和销售对象；而保障房部分则需要限制售价和销售对象，且户型和装修标准有统一规定。此模式在限价房部分建设完毕后，开发商根据政府批准的合格中低收入居民的次序，直接销售给相应居民。

图 10 保障房开发采用的保障房比例配建开发模式

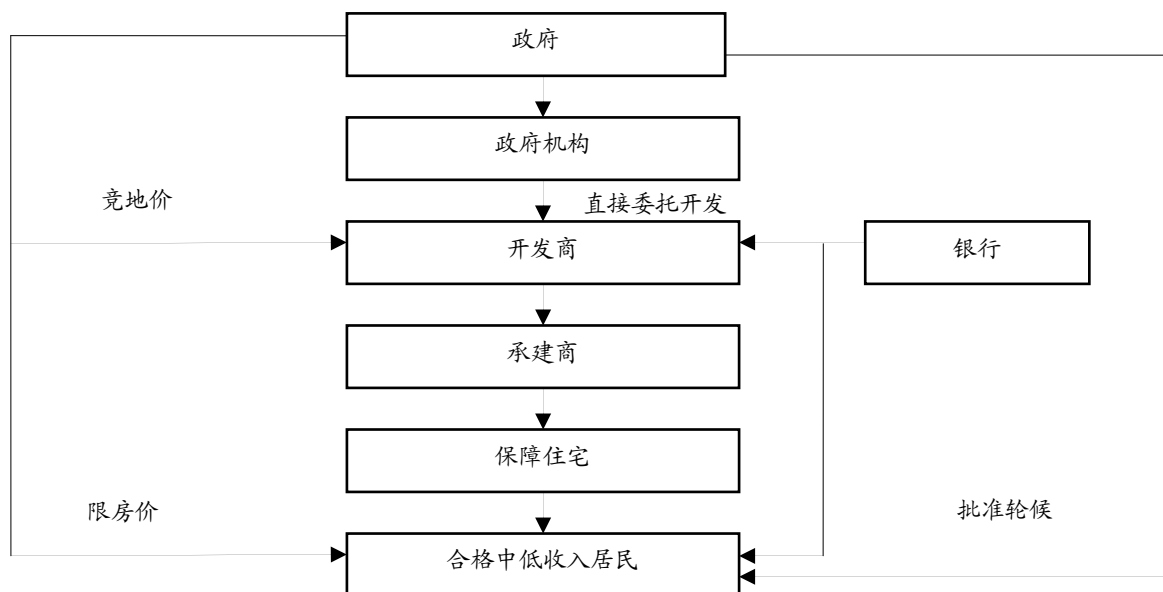


资料来源：中国建筑、海通证券研究所

3.3 限房价竞地价开发模式

保障房建设采用的限房价竞地价开发模式是指，政府下属机构将一块限价房土地，通过公开招标或邀请议标形式，直接委托给开发商进行开发建设。开发商再通过公开招标形式发包给符合资质要求的承建商具体负责建设。政府机构既可以无偿将限价房土地划拨给开发商，并根据开发商实际发生的开发建设支出不足部分支付开发商补偿款，也可以通过限房价、竞地价或限地价、竞面积的方式转让限价房用地开发。而限价房的户型和装修标准有统一政府的规定。由于是此模式是开发商主导限价房的开发和销售，因此限价房建设完毕后开发商将直接销售给政府批准的合格中低收入居民。

图 11 保障房开发采用的限房价竞地价开发模式

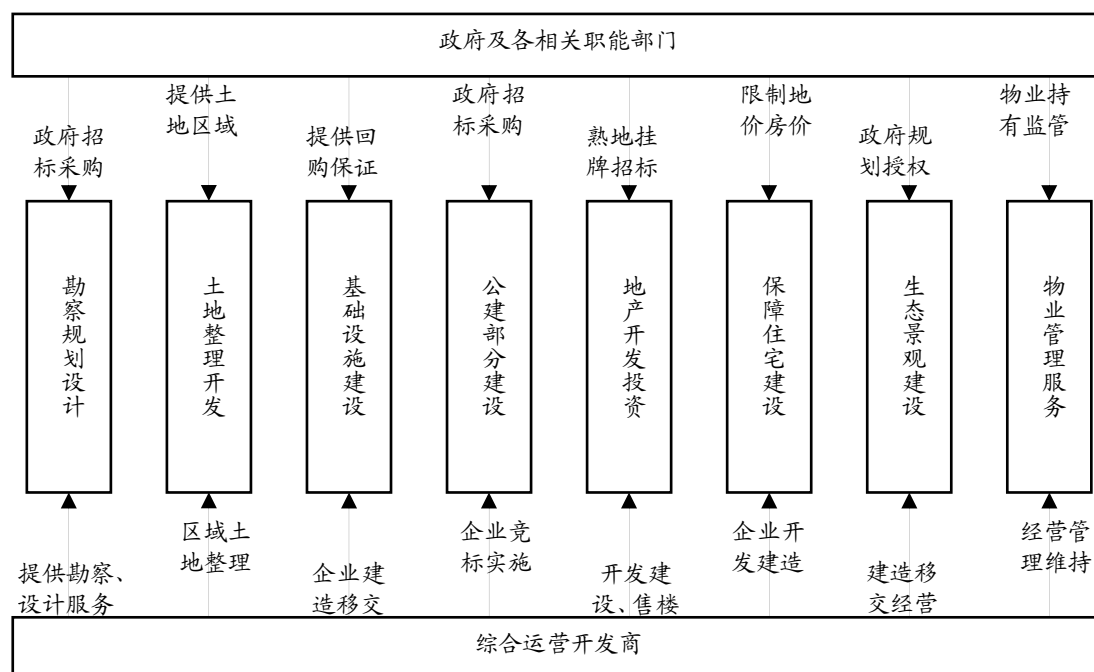


资料来源：中国建筑、海通证券研究所

3.4 综合运营开发模式

保障房建设采用的综合运营开发模式是指，地方政府从城市整体和谐发展的角度出发，以市场化方式，将部分城市开发、建设和运营的政府职责，交付给综合运营开发商来运营；同时促使后者按照城市的整体发展要求，做好建设规划设计、土地一级开发、基础设施建设、公共工程建设、生态环境建设、商业和保障住宅建设，以及物业管理等综合性城市运营所需的各种配套功能。这种保障房招标建设是嵌入城市综合开发项目中的，企业需要提供相应的开发建造、土地勘察、设计、整理、售楼、物业管理等，按服务质量收费。同样，政府对综合运营开发商采取招标采购和竞标实施的方式，而地价和房价都有一定限制，以直接委托给开发商进行开发建设。

图 12 保障房开发采用的综合运营开发模式

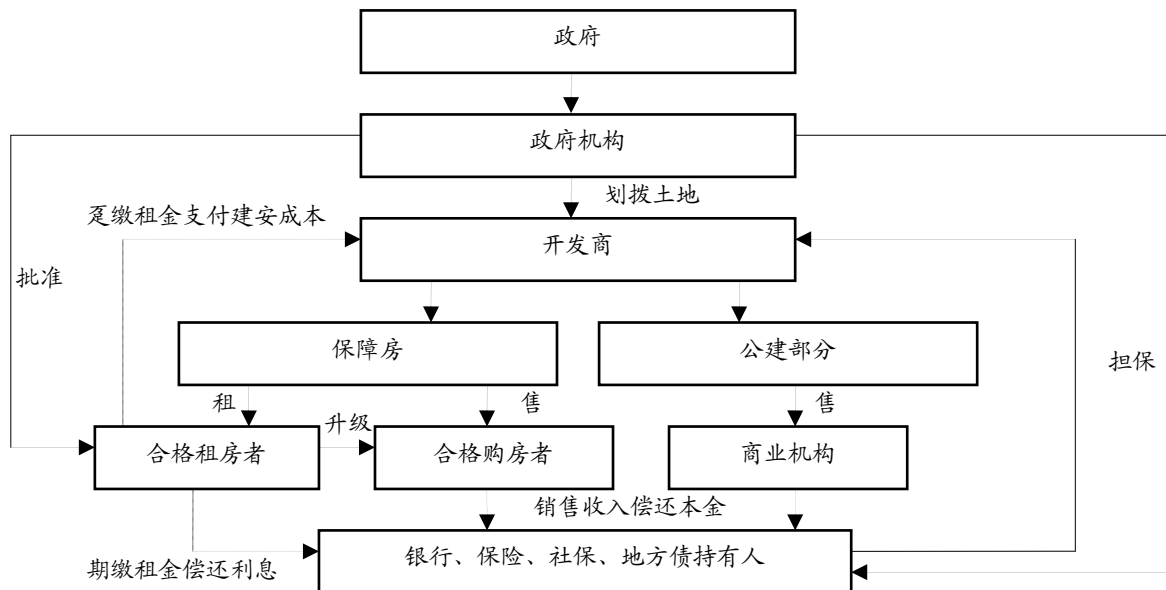


资料来源：中国建筑、海通证券研究所

3.5 现金流平衡滚动开发模式

保障房建设采用的现金流平衡滚动开发模式是指，先由政府下属的政府主管机构无偿划拨土地给开发商，开发商同时承建公租房和配套公建部分。政府既可以主要依靠银行、保险等社会资金的引入支付后续的建安成本、管理费用等，并通过合格租房者的期缴租金来返还社会资金的利息，也可以主要依靠开发商的自有资金支付后续建安成本、管理费用等，并通过合格租房者的趸缴租金来直接支付开发商垫付的部分建安成本等。而前者的社会资金的本金偿还，或后者的建安成本费用不足部分的补偿，则主要来自合格租房者升级为合格购房者而购买下的保障房销售收入，以及保障房配套公建部分的销售收入等。由于此模式下政府的现金流是平衡的，且未售出的公租房将成为政府优质的现金流资产，而开发商的资金运用也更为灵活，因此，此种保障房建设模式具有可持续性滚动开发的优点。

图 13 保障房开发采用的现金流平衡滚动开发模式

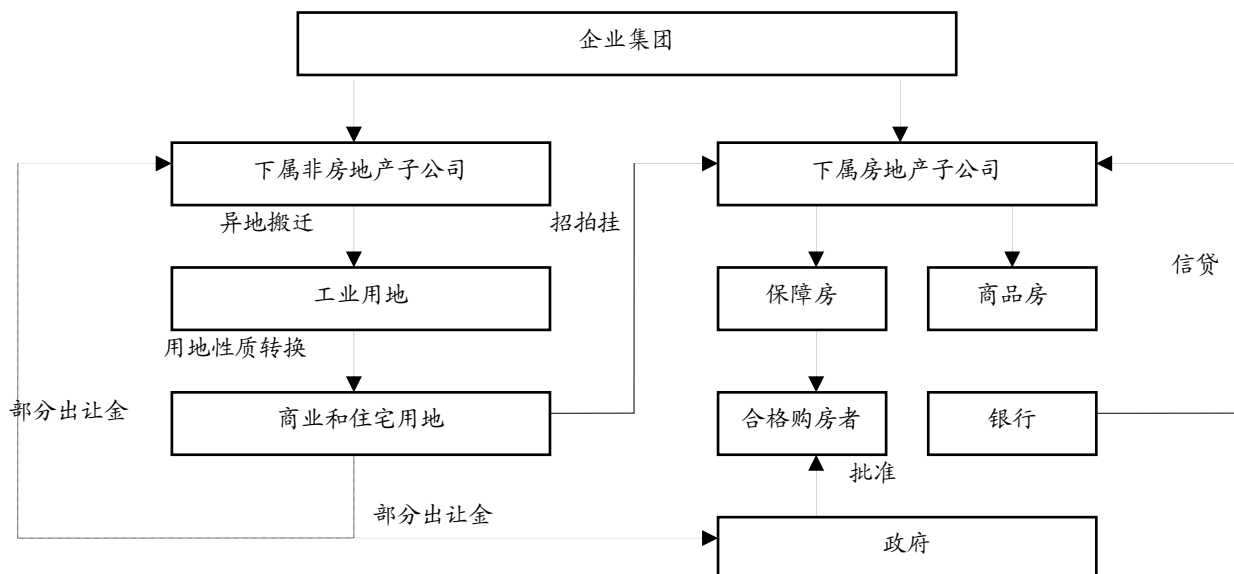


资料来源：重庆市人民政府、海通证券研究所

3.6 工业用地转换开发模式

保障房建设采用的工业用地转换开发模式是指，开发商的关联企业为非房地产开发企业，这类企业异地搬迁时，可让出大量城市核心区域的工业用地，通过申请用地性质转化，将工业用地转换成商业和住宅用地性质，并通过政府公开招拍挂出让。由于开发商的关联企业先前占有这些土地，以及该开发商在承建商品房中承诺搭配一定量的保障房，因此，该开发商往往可以通过限制性招标以低于市场的价格获得这些地块。由于土地出让金的相当部分是用于补偿先前土地使用者（该开发商关联企业）的，这使得开发商的实际综合成本比招标价显示的成本要低廉得多，从而能保证相当的保障房净利润率。

图 14 保障房开发采用的工业用地转换开发模式



资料来源：金隅股份、海通证券研究所

3.7 小结

下表综合比较了以上 6 种保障房开发模式。其中，住宅产业化集团开发模式具有大规模标准化开发的优点，这使得项目成本控制良好，利润率稳定，且后续项目的持续性较强。因而，项目的综合净利润率一般达 3%-10% 之间。

保障房比例配建开发模式兼具了限价保障房开发和商品房开发的优点，因而项目的综合净利润率较高，一般能达 10% 左右。

限房价竞地价开发模式对于政府而言能有效地控制建造成本。开发实力强而运营效率高的开发商能获得较高的保障房项目净利润率，一般在 3%-10% 之间。

综合运营开发模式要求开发商同时提供开发建设、土地勘察、设计、整理、售楼、物业管理等多元服务，并按照服务质量收费。因此，保障房项目的净利润率较高，一般为 10% 以上。

现金流平衡滚动开发模式采取期缴租金还息，或者趸缴租金支付建安成本，以及合格购房者购买保障房的销售收入支付贷款本金的办法，从而使得开发过程的现金流较为顺畅，不易出现政府拖欠开发商资金的现象，从而有利于保障房开发的可持续性。该模式下保障房项目的净利润率为 3%-10% 之间。

工业用地转换开发模式采取限制性招标形式，且土地转让价款中包括原企业的土地补偿款。因此，该企业的关联开发商更容易获得土地，且其实际获得土地的成本较为低廉。因此，保障房项目的实际净利润率较高，可达到 12% 以上。

表 5 保障房开发模式的比较

序号	模式	竞标选择	价格	付款	优势	开发收益
1	住宅产业化集团开发	限制性招标	竞价、议价	—	标准化开发，成本控制良好，项目利润率稳定，持续性较强	3%-10%
2	保障房比例配建开发	一次竞拍拿地	统一支付地价	—	商品房开发不限售价和销售对象，保障房开发按规定运作	10%以上
3	限房价竞地价开发	公开竞标/邀请议标	支付开发补偿款，得到划拨土地/限房价、竞地价	签约首付 20%，结构封顶支付 80%按揭	由于限价出售，企业成本能得到有效控制	3%-10%
4	综合运营开发	政府招标采购，企业竞标实施	政府限地价、房价	—	政府提供土地、回购保证，企业提供开发建设、土地勘察、设计、整理、售楼、物业管理等，按服务质量收费	10%以上
5	现金流平衡滚动开发	招投资人加承建商	竞价、议价	期缴租金还息，趸缴租金支付建安成本，销售收入支付贷款本金	开发商资金有保证，开发体量较大且可持续，政府有回购保证	3%-10%
6	工业用地转换开发	限制性招标	竞价、议价，价格包括原出让企业的补偿款	签约首付 20%，结构封顶支付 80%按揭	土地实际成本低廉，收益取决于商品房和保障房比例	12%以上

资料来源：天津住宅集团、中国建筑、重庆市人民政府、金隅股份、海通证券研究所

4. 谁来分享保障性住房的千亿利润蛋糕

保障性住房是未来一段时间国家重点建设项目。在这一新市场中也存在相关受益标的，我们具体选择思路如下：

- 主要承担保障性住房建设任务的地方国有房地产企业。相关企业有望因为保障房市场规模扩大而承担更多建设任务，从而获的更大发展。如天房发展、北京

城建、栖霞建设和西藏城投。

- 已经签订大量保障性住房的房地产企业。在商品房市场面临不确定性时，适当保障性住房建设可以获得稳定现金流。如中天城投。
- 进行混合开发和城市综合开发的企业。这部分企业主要是参与旧城改造、城中村改造和按照配建方式进行商品房和保障性住房的混合开发。这种经营模式使得企业的经济效益和社会的民生效应都有所保障。如福星股份、鲁商置业。
- 主要推荐天房发展、北京城建和福星股份。

天房发展：近几年天津市的保障房建设力度不断加大。根据《天津市住房建设规划文本 2008-2012》披露，2010-2012 年天津市规划建设中小套型住房（含限价房）2975 万平。经济适用房 1660 万平，廉租房 15 万平，上述三种保障房合计 4650 万平，占同期天津市全部住房建设规划总量的 75.98%。

目前公司共有保障房权益建面合计 179 万平。由于公司大股东天房集团的一级开发实力雄厚，且重点是保障房建设。因此，公司在获得保障房建设方面条件得天独厚。

北京城建：公司一直致力于北京城区重点项目建设和开发。公司目前保障房项目包括旧城改造和配建项目累计达到 100 万方左右。

公司还具备环保概念，参与污水处理投资。此外公司还拥有国信证券、中科招商和锦州银行股权。其中国信证券参股价格 1.3 元/股，总计持有 3 亿 4 千 3 百万股，折合每股含 0.43 股国信股权。锦州银行参股价格 2 元/股，总计持有 1.3 亿股。中科招商公司占 30% 股权。

福星股份：近两年随着武汉城市发展的加速，“武汉 1+8”城市圈发展也开始提速。这使得武汉旧城改造和城中村改造加速。2009 年初，武汉市委市政府明确城中村改造时间表，要求内环线以内的 56 个城中村三年内必须拆完，所产生的拆迁量约 2600 万方。公司正是利用城中村的开发模式，锁定了大量的土地资源。

目前城中村改造项目累计达到 838 万方。项目平均楼面地价在 2500 元/平，大多项目处于二环线甚至一环以内附近，而平均售价在 1 万元以上。同时公司正在进行“多（单）晶片切割钢丝”开发。

5. 风险提示

房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

表 6 保障房建设相关公司一览表

序号	项目	地点	权益比例 (%)	权益建面 (万平)	其他亮点
天房发展	天房彩郡 (新家园 123 号限价房)	天津	100.00	17.63	根据《天津市住房建设规划文本 2008-2012》披露, 2010-2012 年天津市规划建设中小套型住房 (含限价房) 2975 万平。经济适用房 1660 万平, 廉租房 15 万平, 上述三种保障房合计 4650 万平, 占同期天津市全部住房建设规划总量的 75.98%。公司大股东天房集团的一级开发实力雄厚, 且重点是保障房建设。
	天房美域二期 (限价房)	天津	100.00	12.00	
	天房雅韵限价房 (昆侖路项目)	天津	100.00	36.56	
	汉沽河西 (限价房)	天津	100.00	60.00	
	华明新家园 03 号 (经适房)	天津	100.00	12.94	
	沙柳路项目 (经适房)	天津	100.00	21.70	
	汉沽河西还迁房 (经适房)	天津	100.00	18.65	
	小计	—	—	179.48	
首开股份	回龙观 A03/A05 项目	北京	100.00	26.33	北京市国有房地产开发商。多年来一直从事商品房和保障性租房建设任务。公司商品房项目沉淀价值价高, 具有较强的抵御风险的能力。
	回龙观 F06 项目	北京	100.00	21.37	
	回龙观 F05 项目	北京	100.00	40.00	
	回龙观 F01	北京	100.00	4.40	
	回龙观 F03 东-1、F03 东-2 项目	北京	100.00	4.99	
	回龙观 G 区经济适用房项目	北京	100.00	81.36	
	常营二期经济适用房 A 标段	北京	100.00	20.50	
	大兴康庄三期	北京	100.00	29.74	
	小计	—	—	228.69	
北京城建	北京望坛危改 (旧城改造)	北京	100.00	66.47	公司一直致力于北京城区重点项目建设、同时具备环保 (参与污水处理投资)、金融股权 (拥有国信证券股权) 和融资概念 (非公开增发延期已经获得北京国资委原则同意)
	海淀区小营居住项目 (配建保障房)	北京	100.00	23.72	
	房山项目 (配建保障房)	北京	100.00	16.00	
	小计	—	—	106.19	
栖霞建设	百水芊城二期 (保障房)	南京	100.00	14.10	参与“迈燕地区”城中村、棚户区改造工程。公司与南京市主管部门正在积极准备西花岗保障房项目, 占地 47 万平, 总建面 107 万平, 预计售价不低于 3000 元/平, 目前已完成立项。
	上城风景二期 (保障房)	南京	100.00	9.47	
	迈燕房产项目 (城中村改造)	南京	51.00	1.07	
	西花岗项目 (保障房)	南京	100.00	107.00	
	小计	—	—	131.64	
福星股份	国际城 (城中村改造)	武汉	100.00	59.00	公司一直致力于武汉地区城中村改造工程。同时公司正在进行“多 (单) 晶片切割钢丝”开发。
	水岸国际一期 (城中村改造)	武汉	100.00	36.00	
	水岸国际二期 (城中村改造)	武汉	100.00	86.00	
	福星城 (城中村改造)	武汉	100.00	60.00	
	青城华府 (城中村改造)	武汉	100.00	31.00	
	江汉区姑嫂树村项目 (城中村改造)	武汉	100.00	168.00	
	洪山区和平村项目 (城中村改造)	武汉	100.00	120.00	
	江岸区后湖乡红桥村项目 (城中村改造)	武汉	100.00	111.00	
	武昌区青菱村项目 (城中村改造)	武汉	100.00	51.00	
	武昌区柴林头村 (城中村改造)	武汉	100.00	116.00	
	小计	—	—	838.00	
鲁商置业	青岛崂山午山村改造 (城中村改造)	青岛	100.00	71.24	公司一直致力于旧城改造和城市综合开发。其中青岛燕儿岛项目将在 2012 年陆续结算
	济宁中区王母阁片区城中村改造南池公馆地块 (城中村改造)	济宁	100.00	30.91	
	燕儿岛路片区旧城改造	青岛	75.00	55.89	
	小计	—	—	158.04	
中天城投	已签订《中天城投参与贵州省“十二五”保障性安居工程建设框架协议》。公计划在“十二五”期间, 在贵州省内完成建设面积约 1000 万平方米 (约 20 万套)、总投资约 200 亿元各类保障性安居工程及其配套设施。				同时具备矿产和土地一级开发概念
	小计	—	—	1000	
西藏城投	重组后注入上海北方城投相关资产。北方城投是上海市闸北区旧区改造、保障性住房建设的重点企业之一				公司同时具备新能源和锂矿概念

资料来源: 公司报表, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、天津松江（600225.SH）、天房发展（600322.SH）和广宇发展（000537.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 李明亮 (021) 23219434 汪辉 (021) 23219432 刘铁军 (021) 23219394 联系人 高远 (021) 23219669 李宁 (021) 23219431	lml@htsec.com wanghui@htsec.com liutj@htsec.com gaoy@htsec.com lin@htsec.com	策略研究团队 陈瑞明 (021) 23219197 吴一洋 (021) 23219387 单磊 (021) 23219428 联系人 王旭 (021) 23219396 汤慧 (021) 23219733	chenrm@htsec.com wuyiping@htsec.com shanl@htsec.com wx5937@htsec.com tangh@htsec.com	基金研究团队 娄静 (021) 23219450 单开佳 (021) 23219448 吴先兴 (021) 23219449 倪韵婷 (021) 23219419 杨俭秋 (021) 23219605 罗震 (021) 23219326 联系人 唐洋运 (021) 23219004 徐益璵 (021) 23219443 陈瑶 (021) 23219645	loujing@htsec.com shankj@htsec.com wuxx@htsec.com niyt@htsec.com yangjq@htsec.com luozh@htsec.com tangyy@htsec.com xuyj@htsec.com chenyao@htsec.com
--	--	--	--	--	---

金融工程研究团队 周健 (021) 23219444 丁鲁明 (021) 23219068 联系人 郑雅斌 (021) 23219395 冯佳睿 (021) 23219732	zhouj@htsec.com dinglm@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com	固定收益研究团队 姜金香 (021) 23219445 邱庆东 (021) 23219424	jiangjx@htsec.com qiuqd@htsec.com	政策研究团队 陈久红 (021) 23219393 陈峥嵘 (021) 23219433	chenjiuhong@htsec.com zrchen@htsec.com
--	--	--	--------------------------------------	--	---

计算机及通信行业 陈美凤 (021) 23219409 联系人 蒋科 (021) 23219474	chenmf@htsec.com jiangk@htsec.com	煤炭行业 刘惠莹 (021) 23219441	liuhy@htsec.com	批发和零售贸易行业 路颖 (021) 23219403 潘鹤 (021) 23219423 汪立亭 (021) 23219399	luying@htsec.com panh@htsec.com wanglt@htsec.com
--	--	----------------------------	-----------------	---	--

建筑工程行业 江孔亮 (021) 23219422 联系人 赵健 (021) 23219472	kljiang@htsec.com zhaoj@htsec.com	石油化工行业 邓勇 (021) 23219404	dengyong@htsec.com	机械行业 龙华 (021) 23219411 方维 (021) 23219438 舒灏 (021) 23219171 联系人 何继红 (021) 23219674	longh@htsec.com fangw@htsec.com shuh@htsec.com hejh@htsec.com
--	--	-----------------------------	--------------------	--	--

农林牧渔行业 丁频 (021) 23219405 联系人 夏木 (021) 23219748	dingpin@htsec.com xiam@htsec.com	纺织服装行业 联系人 唐爽爽 (021) 23219716	tangss@htsec.com	非银行金融行业 董乐 (021) 23219374	dl5573@htsec.com
---	---	-------------------------------------	------------------	------------------------------	------------------

电子元器件行业 邱春城 (021) 23219413 联系人 张孝达 (021) 23219697	qiucc@htsec.com zhangxd@htsec.com	互联网及传媒行业 王茹远 (010) 58067935 联系人 白洋 (021) 23219646	wangry@htsec.com baiyang@htsec.com	交通运输行业 钮宇鸣 (021) 23219420 钱列飞 (021) 23219104 联系人 虞楠 (021) 23219382	ymniu@htsec.com qianlf@htsec.com yun@htsec.com
--	--	--	---	--	--

汽车行业 赵晨曦 (021) 23219473	zhaocx@htsec.com	食品饮料行业 赵勇 (0755) 82775282 联系人 卢媛媛 (021) 23219610 齐莹 (021) 23219166	zhaoyong@htsec.com lyy5991@htsec.com qiy@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇 (021) 23219391	liuyq@htsec.com
----------------------------	------------------	--	--	----------------------------	-----------------

医药行业 联系人 刘宇 (021) 23219608 刘杰 (021) 23219269 冯皓琪 (021) 23219709	liuy4986@htsec.com liuj5068@htsec.com fhq5945@htsec.com	有色金属行业 杨红杰 (021) 23219406 联系人 刘博 (021) 23219401	yanghj@htsec.com liub5226@htsec.com	基础化工行业 曹小飞 (021) 23219267 联系人 易团辉 (021) 23219737	caoxf@htsec.com yith@htsec.com
---	---	--	--	---	---------------------------------------

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 联系人 孔维娜 (021) 23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 蒲世林 (021) 23219054	pusl@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 联系人 房青 (021) 23219692	zhangh@htsec.com fangq@htsec.com
---	--	------------------------------	----------------	---	---

公用事业		银行业		社会服务业
陆凤鸣 (021) 23219415	lufm@htsec.com	联系人		罗少平 (021) 23219390
白瑜 (021) 23219430	baiy@htsec.com	冯梓钦 (021) 23219402	fengzq@htsec.com	luosp@htsec.com

房地产业
涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理 (021) 63609993 chensq@htsec.com	贺振华 总经理助理 (021) 23219381 hzh@htsec.com
--	---

深广地区销售团队	上海地区销售团队	北京地区销售团队
蔡铁清 (0755) 82775962 caitq@htsec.com	高 溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com	孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com
刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com	季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com	殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com
辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com	胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com	张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com
	黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com	
	朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com	
	肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com	

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com