

房地产开发与经营业(011001)

二三季度是关键，房价将分化

赵强 分析师

电话: 021-68829698

eMail: zhaoq@gf.com.cn

SAC执业证书编号:S0260511020001

徐军平 分析师

021-68829441

xjp@gf.com.cn

S0260511010010

沈爱卿 分析师

020-87555888-637

saq@gf.com.cn

S0260511020008

近期，我们再次调研了上海房地产市场，主要拜访了上海万科营销部人士、上海金地营销部人士、上海中原地产的行业专家；通过实地调研，我们得出以下结论：房产商开始转向悲观，预计在二季度末、三季度初房价可能会适当下降，届时之后，三季度和四季度成交量会反弹向上；若今年全年市场持续低位徘徊，土地流拍等导致地方政府的资金压力增大，那么，地方政府限购政策等的实际执行力度在四季度可能会打折扣。

上海万科营销部观点

上海万科营销部人士观点是，目前上海房地产市场实际表现状况非常不好，成交量与正常相比偏低，正常的市场需求被压缩的很厉害；目前市场推盘少，主要是开发商不知道如何应对；对万科而言，目前是客户没有购房资格，因此开拓客源是关键，其次才是降价。

上海中原地产观点

上海中原地产宋会雍先生主要观点是，目前新房市场下滑严重，二手市场较为稳定，以自住需求为主，投资需求绝迹；对市场影响最大的是6成首付；预计，在6月份之前，开发商将博弈、缓冲等小范围降价，到二季度末或者三季度初那时的降价形势会比较明朗，届时，三季度和四季度成交量会上升。

上海金地营销部观点

2011年形势比较严峻，整体趋势向下，但幅度难说；政策调控的是整个行业，而不单是市场；二三季度是关键，预计三季度初房价会下降，尤其是一线城市；若影响到经济增长等社会问题，到四季度，地方政府在限购上会打折扣。

风险提示：行业调控导致销量、售价等急剧下滑

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
万科A	8.20	0.48	0.66	0.99	16.92	12.38	8.27	0.35	11.0	买入
保利地产	12.66	0.77	1.08	1.75	16.46	11.77	7.23	0.26	17.0	买入
金地集团	6.59	0.40	0.60	0.82	16.59	10.94	8.00	0.28	9.0	买入
招商地产	16.87	0.96	1.26	1.59	17.62	13.42	10.59	0.46	19.0	持有
金融街	6.59	0.45	0.55	0.72	14.61	12.09	9.17	0.40	7.5	持有
中天城投	15.45	0.50	0.76	1.23	30.65	20.39	12.52	0.36	20.0	买入
福星股份	12.40	0.47	0.74	0.83	26.26	16.70	14.90	0.41	16.0	买入
浦东金桥	10.08	0.39	0.48	0.59	26.00	21.04	17.08	1.41	12.5	买入
中国国贸	10.40	0.29	0.14	0.55	36.18	72.25	18.77	2.24	13.0	买入
凤凰股份	7.59	0.40	0.25	0.56	19.13	29.80	13.53	1.16	9.5	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势

房地产开发与经营业(011001)指数走势图



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	-0.84%	1.81%	-18.81%
沪深300	0.07%	0.70%	-0.79%

近期，我们再次调研了上海房地产市场，主要拜访了上海万科营销部人士、上海金地营销部人士、上海中原地产的行业专家；同时，我们还实地考察了保利地产、金地集团在上海的部分在售楼盘。

通过实地调研，我们得出以下结论：房产商开始转向悲观，预计在二季度末、三季度初房价可能会适当下降，届时之后，三季度和四季度成交量会反弹向上；若今年全年市场持续低位徘徊，土地流拍等导致地方政府的资金压力增大，那么，地方政府限购政策等的实际执行力度在四季度可能会打折扣。

以下，我们摘录了部分调研过程中所获取的信息，供投资者参考！

上海万科营销部观点

3月15日上午，我们组织了部分QFII客户，拜访了上海万科营销管理中心的副总经理金衍先生，主要交流了关于目前房地产市场，其主要观点是，目前上海房地产市场实际表现状况非常不好，成交量与正常相比偏低，正常的市场需求被压缩的很厉害；对于万科而言，目前开拓客源是关键，其次才是降价。

目前上海市场很差，需求被压制

目前上海的实际状况表现的非常不好，这段时间，售楼处的来访量都下降了60%至70%。房地产市场的成交取决于需求和购买力，由于政策的人为限制（限购、限贷、房产税）的影响，正常的需求和购买力都受到压制。

上海每年的预售量的正常值在1500万到2000万平之间，上海房地产调控经历了三轮，分别是2005年，2008年，2010年；2005年当时的成交量是3000万平，2008年受调控打压到了1800万；而2010年的住宅成交量则下滑到900万平；但是，上海房地产市场在1998年那时的成交量就是700万至800万平，因此，目前的成交量是偏低的；所以，如果没有政策打击，需求会马上激发出来。

供应量仍然偏紧

上海目前有400万到450平的可售量（我们观测了几个月，去年年初在600万平左右，目前下降到400万平），是10年来的最低量；而需求则在1500万到2000万平之间。

从土地供应来看，上海的土地供应每年都突不破1000万平，因此，正常角度下，每年都有500万平的供应缺口。

为什么目前市场推盘少？

从今年1月27日和28日政策出台后，到目前，上海取得预售证的楼盘不到60个，而真正上市销售的则不到10个，2月份上市的楼盘面积也就不到18万平了，供应大幅缩水。

为什么目前市场推盘少？上海万科人士认为，市场推盘少的原因主要有以下几个方面，首先是大部分开发商不知道怎么办，只能暂时观望；也有一部分企业想调整售价，看看能不能打开销量，但不知道降多少合适；最后，上海一部分比较小的开发商不打算卖了，因为未来拿地越来越难，所以先把楼盘留着。

万科如何应对目前形势？

万科做好了调控一到两年的时间准备。从政府的调控决心来看，目前调控掺杂了很多政治因素。

对万科而言，短期来看，首先是使用促销手段，最后才是调整销售价格。在2008年的调控中，政策没有限制购房资格，需求量没有减少，只要降价下面是有需求承接的；而现在是把消费者的购房资格取消了，即便降价也不会有需求释放出来，所以，目前最大的困难是开拓客源，因此，降价不是第一选择。

从绿地降价的例子也可以看出，绿地在政策出台之后，大概降价了10%左右（而实际上2008年降价幅度也在8%到10%左右），但是降价没有效果。

从万科与客户的接触中，客户也没有很明显的谈价想法，现在的关键是客户没有资格买房；万科以前储备的客户中，有50%买不了房。同时，一般情况下，调控要到50至60天之后，市场才有所有信号，而这之前很难打开销售局面。

从更长时间的角度来看，万科坚持做主流市场，拿地项目都是中小户型；也会补充一些办公类项目，万科开始做综合类项目；因此，在调控中相对表现较好。

保障房的影响？

上海的保障房大约每年在1000万平左右，但今年是达不到的；购买保障房的门槛比较高，目前是人均收入是3300元/月，以前是2600元左右，很少有人能达到；同时，保障房的产权70%归个人，30%是国家。

保障房到底能覆盖多少人？简单测算，这5年新建的保障房能够覆盖上海市总家庭的10%左右，大部分需求还得靠商品房来解决。

至于保障房能持续多久？资金怎么筹措，都得靠地方政府，这些都具有不确定性。

上海中原地产观点

3月15日下午，我们拜访了上海中原地产的宋会雍先生，其主要观点是，目前新房市场下滑严重，二手房市场较为稳定，以自住需求为主，投资需求绝迹；对市场影响最大的是6成首付；预计，在6月份之前，开发商将博弈、缓冲等小范围降价，到二季度末或者三季度初那时的降价形势会比较明朗，届时，三季度和四季度成交量会上升。

新房市场成交下滑严重，二手房市场成交较为稳定

新房市场表现：新房成交下滑严重，根据中原地产的统计数据，与1月份项目相比，2月份供应略微下滑，但成交下滑较多，2月份，上海一手住宅成交1635套，约17.78万平方米，环比1月份分别下跌81.15%、82.80%，成交下滑较为严重。

新房中，目前一般是90平及以下户型的房子好卖，200平以上的户型也好卖，很多买大户型的都是首套房；豪宅中，别墅确实不好卖。

二手房市场表现：二月和三月份较为稳定，挂牌量约为14万9千套，与平时差不多，较为稳定；二手房的成交中，二月成交了7400套，比以往还要好点，去年同期是7300套，不过交易价格略有下滑了，成交价格从以前的17000多元/平下滑到目前的15000多元/平。

市场逐步回暖，刚性需求主导

目前而言，看房客流的数量在回升，但基本上有50%左右的落差，不过比春节期间还是有明显回升的，正常情况下，每月带客看房批次是50-60批次，今年春节时约为15-20批次，现在是30-40批次，去年同期在45批次左右。

从二月份的来访量分析来看，主要是咨询的人比较多，如咨询自己的购买资格等方

面；不过，我们从去年三月份的逐日成交中可以看到，去年三月中下旬的成交量是在逐渐上升。

目前来看房的人的购房质量是很高的，目标导向十分清楚，购房之前对于自己购买的能力、户型等都是十分清楚的。

在今年2月份，我们观察到的购房者的结构大致是，首次置业者约为4成，改善性需求约为5成，投资投机性需求约为1成；而到目前的数据来看，首次置业者约占3成多，改善性需求约为6成（其中2成是置换型需求），而投资客基本上绝迹了。

需求依然旺盛，市场将继续回暖

二月份的需求下降，其中有一部分需求是由政府调控政策没有被解释清楚而被挤压了的（如与父母同在产证上的人是否属于首套的问题等等），这部分需求约占三成左右，将会在三月释放。

尽管目前二手挂牌量与平时是一样的，但是，挂牌的客群不愿意降价，其幅度顶多在5%左右；二手房的供应方并不是特别着急卖出，因此，大家都不大愿意做出让步，真正让步的空间只有2%-3%，这就使得交易周期拉长到了2至3个月的时间。

从跟踪的数据来看，目前的市场整体在向上回升，目前需求依然很旺盛，一般降价5%左右就能让交易很快成交。

对目前市场影响最大的还是6成的首付，其次是限购令，最后是房产税，目前市场对于房产税的认知比较弱。

开发商策略及我们判断

今年上海房展会上，大概有45个企业，60个多楼盘参展；而去年是180多个企业，300多个楼盘参展。

为什么推盘这么少？主要原因是很多企业不知道怎么做，部分企业打算冬眠，不拿地，不开工；而万科、保利、绿地等大型房企，还是会保持较快的开发节奏。

目前最难把握的是如何调价，担心降价后没效果，如中海的房子，之前是预期的售价是23000至24000元/平，而开盘时售价调整到20000元/平左右，但是销售还是平均水平，因此，不排除后续有可能酝酿更大范围、更大降价力度的水平来应对目前局面；因为，目前是供应量的高峰期，而且是供大于求；同时，刚性需求会比投资者更有耐心，更多的取决于自己是否需要这个房子，因此，如果连续供应没有效果的话，后续推盘可能就要开始降价。

我们认为，先降价的企业，其降价效果会更好；降价慢的企业，其降价效果就差了，因为，市场上存在一批紧迫性需求，最先降价的能获得这批客户。目前市场上缺乏一个大开发商来领跑降价，我们预计，在6月份之前，开发商将博弈、缓冲等小范围降价，到二季度末或者三季度初那时的降价形势会比较明朗。

预计今年的成交量会与去年同比略有上升，今年上半年及下半年的初始阶段可能表现不好；但是，下半年会出现降价趋势，从而使得成交量上升，因此，三季度尾和四季度的成交量会放量，所以，今年的成交量还是会有所上升。

对于商办物业的看法

其实商办物业也没有多好，只是看的人多了，打电话咨询的人多了，但掏钱买的人不多。从数字来看，商业和办公物业成交都有一半的缩水。

数据显示，2011年2月份，新增可售写字楼物业11例，共计42.75万平方米(2031套)，环比大幅上升417.17%；而同期成交的写字楼物业6.7万平方米，环比下滑55.60%，同比

上涨6%；2月，写字楼物业销售均价为23697元/平方米，较前一月出现1.37%的较小跌幅。

2011年2月，全市新增可售商铺物业项目19例，共计18.43万平方米(695套)，环比下跌12.57%；同期成交的商铺面积为7.50万平方米(578套)，环比下跌55.15%，同比上涨6.12%；月销售均价为16443元/平方米，环比有7.07%的跌幅。

我们认为现在客户还没有熟悉商业物业市场，以及商业回报靠什么等。商业流转的税费很贵，商业持有升值幅度并不高。一般买商办物业，主要还是看周边的房产物业是谁买的，如果是投资客买的，要转到自住客手中至少要3年，那么商铺则需要5年的时间才能有起色；如果是自住需求多，或者科技园、产业园的周边，则人气会相对较好，需求能提上来，这才可以考虑投资商业物业。

保障房的影响？

一般而言，保障房与商品房两者的需求不是同一个群体，但是，保障房对商品房还是有一些影响的，主要体现在，很多人拿到保障房，会把保障房卖掉，这样会增加二手房的供应，影响区域中的二手房的价格；从以前的动迁房中可以看出，一般会有10%至20%的人会处理掉保障房。

租赁市场情况

住宅租赁租金回报在2007年是3%到4%，而目前是1.5%到2%的回报率，回报率很低。目前房租上涨的原因主要是CPI上涨，因为，CPI上涨，会带来工资上涨，从而带来租房需求上涨，也具备支付更高租金的能力；从中原指数来看，租金上涨了5%至10%。与往年差不多，除了个别地铁开通的板块；一般租金水平与收入水平是很密切的。

对限购的看法

中原地产宋总认为，限购很难取消，首先，房价要降，并且还不能降的太弱，至少要将到10%到15%，这样才会有舆论支持；其次，目前的限购其实没有想象中那么好的效果；同时，政府也不可能像以前那样放松政策救市，担心未来房价继续暴涨而导致压力。

从开发商的预测来看，他们认为自己能比地方政府更能扛得住，认为地方政府顶多能支撑6个月，到那时，限购就可能“明紧暗松”，在执行上打折扣。

上海金地营销部观点

3月16日上午，我们一行拜访了上海金地营销总监白总，其主要观点是，2011年是比较严峻的一年，以前调控要么调需求，要么调供给，而目前是调控整个行业，需求与供给双向调节；白总认为，二三季度是关键，三季度初房价可能会松动；若地产投资下滑影响到了经济及社会问题，那么四季度地方政府在政策执行上可能会打折扣。

对市场的看法

整个市场一直处在政府与市场的博弈中，2005年是低谷，2006及2007年比较高，2008年又是低点，2009年是高点，2010年则是平年，2011年的整体趋势是向下的，但幅度有多深很难说。

2011年应该还是比较严峻的一年，当时2008年，我们也很担心，因为政策很严格，

但后来由于外部经济的问题，导致调控政策的放松。

从历年来看，一般行业不好的时候，政府会救市；但从现在来看，政府把所有的政策都集合在目前的市场上；以往的行业是要么是偏重调需求，要么是偏重调供给，而今年则是供需两方面都进行控制；以前，都是可以从调控的另一方进行调节，而今年是历年以来的最严峻时候，供需两方面都没法去调节，所以说形势很严峻。

房产税的影响其实并不大，真正影响大的是限购限贷，（个别地方可能限价，如江苏盐城）。

未来趋势判断

上海金地判断，政府的态度坚决，要控制房价，必须要控制成交量；上海的成交量，2月份环比1月份下降86%。1月份有很多关系户等抓紧时间签约，因此，二月份的需求则被抑制了。从开发商角度来看，目前形势是非常不乐观的，1000万/套以上的房子的客群基本上都被限制了；同时，以前作假的手段基本上都消失了。

价格方面，今年如果政策一直僵持到年终或者明年，很多开发商，尤其是一线城市，价格肯定要降，我们判断三季度初可能降价。二三季度是关键，以前政府是调控市场，各个地方政府有办法可以救市；而目前是调控整个行业，是个政治任务，地方政府不敢救。

开发商的压力，主要是来自于2009年的高价地，2010年拿的地也在2011年放量，供应量很大；同时，在建工程的工程款的支出、人工成本支持等，如果现金流吃紧，就必须降价。最先降价的应该是中端产品，高端产品降价也不是一般的人能买的，降价也没人买的起。

对政策走向判断，白总认为，在第四季度可能会放松一下，否则很多地产企业会倒闭，最后可能影响经济的增长，也会影响农民工的工资发放等而导致社会问题。但是，就政策放松而言，中央政府是可能不会放松，但地方政府是有可能的，如放松外环的限制，而内环则继续调控。

保障房影响

保障房不仅是价格和市场的拐点，而是行业的拐点；是政府把以前不愿意解决的问题拿到目前来解决。正常的住宅结构是梯次结构，将来会对住宅结构产生重大影响。

如果政府信心坚定，未来住房市场肯定是两条路，而不是由开发商一股独大，上海3年要开出1500万平的保障房，将要解决掉20到30万户人群。

如果一个地方以前没有保障房，现在开始建保障房，那么会对周边的低档商品房产生影响，这部分相对低端的产品会淘汰掉。

楼盘调研情况

此次上海房地产行业调研，除了与行业专家交流之外，我们还实地考察了青浦徐泾板块的金地天御项目，宝山顾村板块的保利叶语，主要调研情况如下：

金地天御项目

金地天御项目地处青浦徐泾赵巷板块，概念上属于大虹桥交通枢纽辐射板块，是高端别墅群的所在地。周边交通便利，到古北驱车大约15分钟，同时，随着地铁2号线的沿伸及未来地铁20号线的通车，赵巷板块的交通条件还将大幅改善。随着配套设施的逐

步完善，板块越来越成熟。

天御是金地集团第一次进入上海高端市场的楼盘，公司将其定位在与绿城、仁恒的高端项目相比肩的层次上，大户型产品的每套单价在1000-1700万元左右。该项目的特点是特色是宽景大平层、高品质精装修的基础上，通过巧妙的户型设计，增加了花园和地下室的空间。该项目首次开盘是在去年的12月份，一面世即受到客户追捧。

从客群构成来看，外籍人士占购房需求的30%左右，来自古北区域的客户较多，一次性付款的占4成。限购对高端项目影响较大，项目200平以上户型的客户，基本上都是3次以上的购房者；购买90平的房源的人，过半的是投资客。

该项目相对周边其他楼盘价格要贵很多，如90公寓价格约2.6万/平（带6000装修），而周边楼盘售价约为1.3万/平；项目平墅的价格在4.5万/平以上，带8000元/平装修。尽管楼盘销售价格贵，但依然比周边楼盘销售要好。项目当时推盘90公寓，推出了176套，当日就去化了128套，后期推盘价格会上升至3万元/平左右。

保利叶语项目

保利叶语位于宝山区顾村板块。顾村是上海重点规划的一城九镇之一，也是一个配套商品房的建设基地；顾村公园是亚洲最大的生态公园，相当于3倍的世纪公园。除了地铁7号线通过以外，政府在绿化、医院、学校等各个方面给予支持，因此近年来成为上海外环线外的热点开发区域之一。

保利叶语在区域内的位置较好，与顾村公园正相对，生态环境好；离七号线站点走路约3到5分钟，交通十分便利；同时，我们看到周边的生活配套设施也十分齐全，学校（上外附中）、医院（华山医院分院）、商场、银行等应有尽有。

该项目于2010年12月首次开盘，当时售价相对较为理性，单价约在1.4至1.9万/平，一抢而空。当前，虽然受到限购政策影响，但预计3、4月份的开盘价也会略有上涨，预计小户型的单价在1.7万元/平左右。总体上看，保利叶语项目无论在选址、开发、销售还是后期服务方面，都非常成功。

风险提示

房地产行业调控导致销售急剧下滑风险

广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

房地产开发与经营业(011001)_行业跟踪分析报告

徐军平

2011-02-27

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。