

房地产

山东重点二三线城市房地产市场调研纪要

评级: 增持
前次: 增持

联系人

分析师

丁晨

周涛

S0740210070008

021-20315131

021-20315158

dingchen@qlzq.com.cn

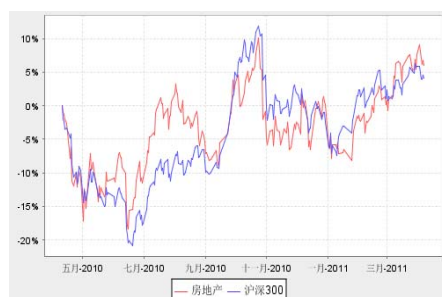
zhoutao@qlzq.com.cn

2011 年 4 月 24 日

基本状况

上市公司数	113
行业总市值(百万元)	1040222.95
行业流通市值(百万元)	822136.90

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
万科A	股价(元)	8.55	12.00	12.00
	摊薄每股收益(元)	0.66	0.99	1.17
	总股本(亿股)	109.95	109.95	109.95
	总市值(亿元)	940.09	1319.43	1319.43
鲁商置业	股价(元)	9.13	11.00	11.00
	摊薄每股收益(元)	0.44	0.66	0.92
	总股本(亿股)	10.01	10.01	10.01
	总市值(亿元)	91.39	110.11	110.11
世茂股份	股价(元)	15.21	19.00	19.00
	摊薄每股收益(元)	0.75	1.24	1.87
	总股本(亿股)	11.71	11.71	11.71
	总市值(亿元)	178.05	222.41	222.41

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

事件: 4 月 18 日-22 日我们走访了山东省内标杆企业青岛万科、烟台万科和鲁商置业, 并实地调研了万科、保利和鲁商在青岛、烟台和济南的楼盘。

- **山东市场背景简介:** 拥有全国六分之一的黄金海岸线、十分之一的强大经济总量的环渤海明珠——山东, 被誉为中国房地产的“第三极”, 近年来成为诸多地产大鳄区域战略布局的重点, 其中以沿海城市“青岛——威海——烟台”城市圈, 以及内陆城市济南城市圈为代表。当前山东经济总量仍以 10% 以上的速度迅速膨胀, 市场化、工业化和城市化进程正迅速推进, 而房地产发展水平仍较低。2010 年山东省房地产投资额仅占同期 GDP 的 8%, 与房地产市场成熟地区约 30% 的数值相差甚远, 与全国平均 12% 的水平也存在差距。强大的经济总量与房地产市场的相对不成熟决定了山东房地产市场拥有巨大的发展潜力。十二五开局之年, 继黄三角区域规划之后, 《山东半岛蓝色经济区发展规划》作为第一个获国务院批复的国家发展战略正式亮相, 这将预示着山东经济将以更深厚的底蕴为房地产市场需求的快速提升提供强劲动力。同时山东市场相对健康, 以青岛和济南为例, 房价收入比始终保持在 6-7 的水平, 不仅大大低于一线城市 13-15 的水平, 也低于同为环渤海二线城市——大连、天津 10 左右的水平, 泡沫度相对较低。
- **调控之下各城市市场销售情况:** 限购杀伤力较大, 青岛受调控影响最大, 济南次之, 烟台相对平稳。
- **限购城市——青岛市场:** 量缩价微跌, 去化速度下降明显。新政之后, 青岛 3 月成交量比 1 月骤减 70%, 目前存销比 17 至 18 (正常是 6); 总体而言, 限购政策使得首置类产品需求萎缩 30%, 再改类需求萎缩 70%-80%, 高端需求萎缩 40%-50%。目前市场上的新盘一天去化率平均大概在 50% 左右, 而去年基本上是 100%。现在市场销售良好的项目基本以首次置业和纯高端为主, 两级分化严重。例如 3 月开盘的高端项目中铁青岛中心, 银座临海项目均销售较好, 而受影响较大的是龙湖未来海岸、万科蓝山项目 (再改房型)。青岛目前成交均价略有下降, 但主要是成交结构的调整, 并非真正下降, 目前开发商资金链尚可, 仍是以时间换空间的心态, 主动降价基本没有出现。目前政府尚未有限价行为, 但规定涨幅不能超过 10%。

- **限购城市——济南市场：量缩价微涨，去化速度下降明显，但幅度小于青岛。**我们调研了保利楼盘，目前符合购买条件的蓄客和推出的套数基本是 1 比 1 的关系（去年的话因为没有限购，所以这个比例可以达到 2:1 甚至 3:1）。价格微涨（如保利大明湖项目，去年下半年开盘的两栋楼价格 14000，今年 4 月 29 日即将开盘，价格预计在 15000），基本无优惠。另外，据了解，济南一季度的房价调控目标是 12% 以内，相对较松。
- **非限购城市烟台和即墨：量缓升价缓涨，去化速度较快，一二线城市严格限购条件下外地投资客已有增多现象。**由于不限购，烟台市场情况明显好于青岛济南。目前新开盘项目，若品牌认知度较低项目，一天去化率也在 70%-80%，与去年 11 和 12 月份没有多大变化，由于烟台没有限购，今后几个月估计去化率变化不大。而品牌认知度较高的楼盘，如万科、世茂目前蓄客量远超即将推盘套数，预计 5 月开盘项目一天去化率 100%。烟台投资房产的比例较低，仅占收入的 7%，当地人投资房产意识不强，但目前已有外地投资客增多的迹象，后期不排除由于一二线城市限购，外地大量投资客涌入的可能。而即墨市虽然属于青岛，但不在青岛市内七区限购范围内，目前新开楼盘一天去化率也在 90% 以上。非限购城市目前仅受限贷影响，个贷放款速度较慢。5 月 1 日开始，政府可能开始干预房价涨幅（不能高于 10%）。
- **商业地产去化速度加快，预计有较大提升空间。**在限购条件下，商业地产确实招致更多投资客的关注。如鲁商置业的商业项目国奥城去化率很快，包括酒店式公寓和写字楼，推出的 2.5 万平写字楼基本上是整层出售，不少是个人投资客，预计今年的商业项目升值空间较大。
- **房贷和行业资金链情况：信贷额度紧张，放款速度放缓，其他融资方式如信托也有可能受阻，预计下半年行业资金紧张程度可能胜过 08 年，国企和大型房企更显优势。**各地房贷优惠全部取消，目前信贷额度比较紧张，加息和提存准之后，10 月以后额度可能会更紧张。很多银行目前基本上只对国企和大型房企放款，像万科、鲁商这样的大公司与各银行有协议，因此影响较小。但银行每个月的信贷额度较紧张，像鲁商这样的公司，虽然开发贷比较容易批，但由于每月放款额度有限，所以有时需要分批放款。个贷放款时间也需要 1-2 个月。房地产信托也有可能叫停。业内人士预计若二三季度销售不畅，今年下半年行业资金链预计比 08 年更紧。
- **政策执行预计将更趋严厉。**各地业内人士认为，调控效果关键看今年下半年和明年上半年，因此目前各地政策趋于严厉，没有放松可能，如青岛对预售资金监管更加严格；各地从 5 月 1 日起严格执行房价涨幅目标，基本上都在 10% 水平。政府可能会有限价行为；资金方面不仅开发贷和个贷额度趋紧，而且房地产信托也有停发可能。
- **5、6 月进入推盘小高峰，是决定下半年行业“向左走向右走”的关键节点。**从我们走访情况来看，目前市场的可售楼盘较少，5 月开始市场新增供应增多，标杆企业万科、保利、鲁商 5 月和 6 月都有推盘计划。如青岛万科李沧生态城、济南保利大明湖、青岛鲁商首府（燕儿岛项目）、烟台万科海云台。预计首置项目销售情况仍将好于其他类型的项目。市场供给冲击到来之后，市场销售情况将决定下半年行业资金链状况和房价走势，需要密切关注。

附录：标杆企业青岛万科、烟台万科、鲁商置业运作情况（项目进展、计划销售和新开工情况）**青岛万科：**

公司上半年基本没有新增供应，最早要到6月才有新开盘，同时以首置为主，因此新政对其销售影响不大，仍将坚持快周转策略。目前四方区改造力度较大，公司在该区有三个项目，城阳区有一个项目，即墨有两个项目。目前只有四方的金色城品还有少量商铺，即墨的四季花城还有3幢剩余。10年拿下的李沧项目准备下半年开盘，一期30万方，而今年7月还将在李沧拿下80万方（李沧项目共240万方将分期获取），目前李沧楼面地价大约3000多，9000的房价，能保持25%以上的毛利。同时即墨和平度今年也会获取两块地。公司基本上跟随政府城市改造步伐，采取勾地形式，获取之前垫付拆迁费。今年开盘计划李沧生态城红郡开盘30万方，即墨回款6个亿，平度新城回款7个亿，计划青岛公司今年完成销售额62个亿，并争取达到75个亿。今年青岛万科开工计划80万方（去年是45万方）。

烟台万科：

烟台万科目前属于培育期，公司09年下半年开始进入烟台，09年底拿到第一块地，10年拿到第二块地。目前在烟台有两个项目，海云台和假日风景，其中海云台是针对首改和再改，假日风景是针对首置，万科的精装修和服务可以算是烟台当地的首次。首置类型一般是C级装修标准，装修成本在每平方米600-800元，首改和再改装修标准一般是A级和B级，装修成本是1000-1500。

海云台位于芝罘区，占地33.3万，建面44.5万平，包括多层、高层、低密度洋房靠着西海岸，绿化率43%，临近烟台2号线，商业比例占四分之一。5月1日一期开盘，344多套，主要为均价8500，含精装，户型90、120和135，目前蓄客量近千，本地居多，均为成功人士改善类型，一次性付款的比例可达50%。明天下半年交付。该项目预计销售将非常火爆，我们在非假日调研，发现仍有不少看房客，据了解其中有不少外地投资客。

假日风景位于福山区，40万平建面，5月底推盘，蓄客也较多，开盘600-700套。户型75、81高层两房，95平的小高层，105多层，6000元每平精装。明年下半年交付。

公司今年新开工24万平，其中海云台14万平，假日风景10万平，计划销售分别为8.6亿和5.4亿。

未来公司将在烟台及周边市县、威海拓展项目，真在谈旧村改造项目，每个项目都将在20万平以上，公司计划规模超越青岛。

鲁商置业：**1、鲁商置业综合体开发情况**

公司坚持大体量综合体开发形式，目前住宅相对较多，占70%，但由于去年开始所拿的地基本上规划的是综合体，且体量较大，因此今后住宅和非住宅的比例大约在1比1。

与集团其他产业的合作：目前现有项目与银座合作较多，同时由于综合体业态多，也会和集团的酒店、旅游产业合作。但始终将保持房地产的独立性。不一定非得合作。如哈尔滨项目，将首先考虑与当地最有影响的品牌零售商合作，不一定是银座，除非银座有扩张战略，同时对公司有利。

目前除了泰安综合体是持有以外，其他都将出售。这也是为了能够尽快回笼资金，尽快扩张。总之公司的战略的快速开发、快速销售、快速回笼资金、快速成长。

2、资金链问题

目前公司负债率80%多，比去年90%有所下降。公司处于快速扩张阶段，从2010年以来拿下四个地块，需要支付100亿元地价款，压力不小，公司已支付30个亿，今年也将支付20-30个亿。为了缓解公司资金压力，土地款和当地政府有协议分块支付，如哈尔滨地块，分八块支付，因此减轻了资金压力，公司将每次支付两个地块。

虽然调控之下，从公司层面来说，资金面趋紧，但从集团和国资委角度来讲，资金较充裕，因此今后公司仍将较多依赖大股东借款，大股东借款基本上以银行基本利率为资金成本，不会赚取利差。大股东借款基本上要占每年对外投资额的40%。

3、销售情况

公司每年开工 220 万平左右，但是由于受调控影响，公司也要根据客户预约量调开工量。

公司计划今年达到销售额 80 个亿，争取 100 个亿，去年 60 多个亿，增长近 40%。推盘量下半年较多，占 70%。青岛今年将占三分之一销售额。目前公司的商业项目去化率很快，如国奥城的酒店式公寓和写字楼，写字楼基本上是整层出售，不少是个人投资客，今年的商业项目升值空间较大。

4、区域扩张

公司计划每年新增 200 万平左右土地。调控之下，公司购地计划有可能会放慢。但下一步仍将继续在东北大体量拿地，如锦州。也会向其他中部城市拓展，目前正在考查武汉重庆等地。

5、济南和青岛项目进展

济南国奥城：共 43 万平，1-4 号楼都是写字楼，5 号楼是酒店。6 号楼是酒店式公寓（26 层），380 式多户，套内面积 45-110 平米。1 号楼已整体售给国电，在售的是 2 号楼和 6 号楼，2 号楼 2012 年 7 月交房，6 号楼 2012 年 9 月交房。2 号楼写字楼基本售罄，价格 14000-17000，20-26 层公司留着自用，1-3 层裙楼不出售，4-19 层出售。6 号楼 1-2 层商业，3 层样板间，4-13 层可出售共 150 套，剩下不到 20 套未售。目前 15000 元每平，6 号楼最上面两层 loft，共计 90 套（44-108 平），计划今年 6 月开盘。3/4/5 号楼刚刚开挖地基，计划下半年开盘。

济南鲁商广场：包括银座商城、全民健身中心和规划馆。尚余三分之一未售商铺。

长清项目：常春藤（包括御龙湾）：至 10 年底剩余 50 多万平未结算，已全部开工，今年预计能开盘 20 多万平，购买者都是长清当地居民以及在大学城工作的人群，房价 5000，别墅御龙湾能到 10000 元每平。年前已售 270 套。

济南鲁商首府，位于青岛城市最核心地段香港中路上，紧邻奥帆中心、五四广场，临近 2 号线地铁口（16 年完工），具有得天独厚的区位优势，是大型城市综合体项目，共 101 万平建面。项目以汕头路为界分为一期和二期。其中一期共 46 万平，有 11 万平的购物广场（计划卖给银座，定位高端商场），9 万平两幢 5A 级写字楼，26 万平园林高层（33 层）板式住宅（120-280 平的精装，一梯一户，容积率 5.1，装修成本 2500 每平）。二期包括 2 座写字楼，酒店、酒店式公寓及 8 万平超高层住宅。一期住宅 1、2 号楼已与 2010 年 9 月售罄，共 5.6 万平，300 多套，回款 14 个亿，均价 27000，12 年底交付。7 号和 8 号楼已出地面，将于 5 月底开盘，5 号楼也已出地面，将于 7 月开盘，6 号楼计划于 9 月或 10 月开盘。一期住宅剩余住宅 3 号和 4 号楼建成后政府将统一回购，卖给拆迁户。一期的购物广场正在拆迁，计划今年完成拆迁任务。目前预计一期住宅开盘价将在 32000 以上（周边住宅价格区间 35000-40000，写字楼 45000-50000）。今年开盘的住宅共 11 万平，将在 13 年底交付二期还未拆迁。虽然受限购影响，但由于区位优势，今年住宅销售预计仍有一天 80% 的去化率，好于其他再改项目。5 月将开盘的 300 多套。今年预计预售 600 多套，销售额预计可达 30 多个亿（去年 14 亿）。我们预计该项目毛利可达 50%，净利润率可达 20%。客户结构主要是 35-45 的公司高管和私营业主，一半左右的客户采用全额付款。项目属于再改类型，受限购影响较大，但该项目地段稀缺，区位优势明显，因此客户购房意愿较大，或许采用一些方法规避限购。我们在非休息日调研该楼盘，发现仍有不少看房客。

图表 1：万科实地调研项目基础数据及预测数据

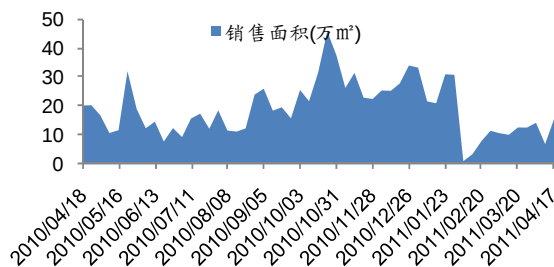
项目	权益	建筑面积 (万平米)	权益建筑面积 (万平米)	10年末未结算建面 (万平米)	楼面地价 (元/平方米)	未结算面平均售价 (元/平方米)	项目毛利率	可结算年数 (从10年末开始)	结算面积			结算收入			权益销售物业近似的现值
									2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
青岛魅力之城	80%	34.05	27.24	6.81	1059	7750	41.17%	1	6.81	0.00		52776.11	0.00	0.00	11616.06
青岛四季花城	55%	24.12	13.26	14.47	492	6250	44.13%	2	9.65	4.82		60291.25	30145.63	0.00	9618.38
青岛金色城品	60%	17.98	10.79	7.19	2700	9350	28.34%	1	7.19	0.00		67228.74	0.00	0.00	8346.90
青岛蓝山	100%	20.45	20.45	20.45	1751	8000	34.36%	5	0.00	5.44	5.44	0.00	43520.00	43520.00	15244.61
青岛万科城	55%	39.58	21.77	39.58	1750	8000	34.38%	5	0.00	10.00	10.00	0.00	80000.00	80000.00	16239.07
青岛城市花园	80%	23.16	18.53	23.16	1301	7000	34.27%	3	0.00	13.00	10.16	0.00	91000.00	71152.90	12960.04
青岛李村上流社区村庄改造项目	100%	26.40	26.40	26.40	2197	8000	28.79%	5			8.8	0.00	0.00	70400.00	19444.05
烟台大嘴项目	100%	44.41	44.41	44.41	2135	8000	32.06%	6	0.00	8.00	8.00	0.00	64000.00	64000.00	38285.35

来源：齐鲁证券研究所

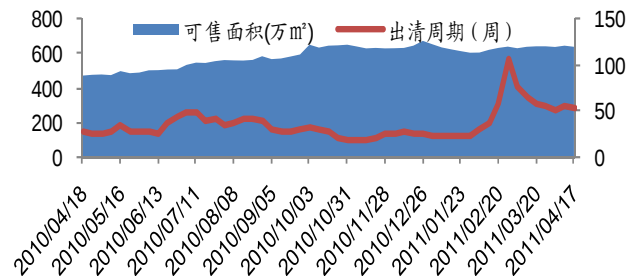
图表 2： 鲁商置业实地调研项目基础数据及预测数据

区域	项目	业态	权益	建筑面积 (万平)	权益建 筑面积 (万平)	10年末未 结算建面 (万平)	楼面地 价(元 /平)	未结算面 平均售价 (元/平)	结算面积			结算收入			项目毛利 率	可结算年 数(从10 年末开 始)	权益销售 物业近似 溢价现值
山东济南	银座品都 国际	综合体	100%	15.10	15.10	6.04	4000	18000	4.04	2.00		72720	36000	0	50.00%	2	21234.375
山东济南	鲁商常春 藤	住宅	100%	85.00	85.00	67.30	1200	4500	5.21	6.04	6.05	23445	27180	27225	28.89%	6	34058.38
山东济南	鲁商御龙 湾	别墅	100%	14.00	14.00	13.50	1200	8500	0.50	1.00	2.00	4250	8500	17000	27.06%	4	12586.806
山东济南	鲁商国奥 城项目	写字楼	100%	21.20	21.20	17.67	4000	15000	5.00	4.84	7.84	75000	72525	117525	40.00%	3	39850.7
山东济南	鲁商广场	综合体	100%	21.00	21.00	11.72	3000	13000	5.78	5.84		75140	75920	0	30.77%	3	21145.454
山东青岛	河马石四 季公园	住宅	75%	22.48	16.86	0.00	1200	10000	0.00	0.00		0	0	0	48.00%	0	0
山东青岛	劲松世代 项目	住宅	100%	19.06	19.06	13.22	1200	3200	5.00	8.22		16000	26304	0	15.63%	2	1652.5
山东青岛	一山一墅 项目	住宅	100%	9.59	9.59	7.67	1500	10000	2.07	2.07	3.53	20700	20700	35300	35.00%	3	9930.3077
山东青岛	鲁商蓝岸 国际项目	住宅	85%	26.68	22.68	19.40	1500	7800	9.70	9.70		75660	75660	0	16.67%	2	5954.7222
山东青岛	青岛燕儿 岛项目	综合体	75%	74.53	55.90	74.53	6800	27000	0.00	5.00	7.13	0	135000	192510	48.89%	6	248351.46
山东青岛	青岛市崂 山区牛山 村庄改造 项目	综合体	100%	71.24	71.24	71.24	7018	20000		5.00	10.00	0	100000	200000	39.91%	6	190397.65

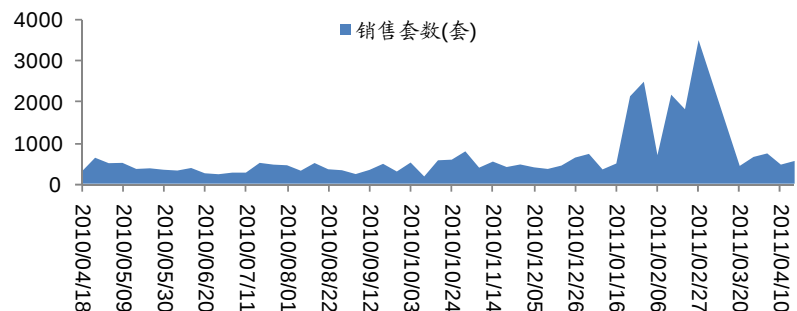
来源：齐鲁证券研究所

图表 3： 青岛住宅销售情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 4： 青岛住宅库存情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 5： 济南住宅销售情况


来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机:13641659577

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315187

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308