

房地产

署名人: 李少明

S0960200010015

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

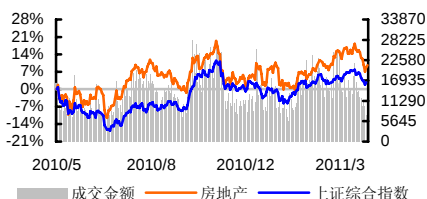
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	112
总市值(亿元)	9476
占A股比例(%)	3.18%
平均市盈率(倍)	88.01

行业表现

(%)	1M	3M	6M
房地产	-4.41	8.29	-3.89
上证综合指数	-1.57	5.77	-2.26



相关报告

《房地产-业绩靓丽,财务状况可控-2010年报分析》2011-05-05

《房地产-成交量继续回升,房价现僵持--23个城市周交易报(4.18-4.24)》2011-4-26

《房地产-多数城市房价续涨,调控或加码,投资增速将下行》2011-4-20

房地产行业

看好

5月销量受房价调控目标影响,政策再紧有困难

——万科4月份销售情况会议纪要

我们在2011年5月4日邀请了万科董秘、首席分析师谭华杰先生做电话会议,详情如下:

投资要点:

■ 万科4月份销售额环比下降15%有两方面的因素,一是主要城市成交量进一步下降,二是万科在三线城市品牌质量溢价率高且是装修房,房价高于平均水平,受地方房价控制目标影响,预售证发放受限,使得实际推房量环比下降30%。但万科的销售速度没有大变化同比仍较市场好。预售审批受限在5月份还会延续,预计5月份推房量不一定要有非常明显的增长,成交量环比可能持平。万科的策略:仍将坚持走普通住房、绿色精装修、市场定价和跨地域销售的路线,60%去化率不会往下调,若土地市场供应不足成本不降低去化速度将放缓。

政策走向判断:

- ✓ 政策要再从紧比较困难了,已经矫枉过正了,再度从紧将引发非常严重的问题。可用的工具也不多了。根据目前制度、市场供求情况,短期看市场能够继续降温,销售速度会进一步下降,房价可能出现一定幅度的下跌。
- ✓ 房贷没有收紧的空间,如果限贷更严,会打击首次购买小户型的人,这和调控目标相左。住房的维稳是大方向。再出政策不外乎是限购城市进一步扩大,这个具有非常大的不确定性,对于后市还是要保持高度的谨慎。
- ✓ 11年的土地出让金出现非常大幅度下降的概率大,地方政府会很缺钱,税收饥渴程度会更高,房地产税收稽查是重点是大方向,如土地增值税清算,其他税种的变化,如二手房交易税费可能提升,扩大房产税试点。但也有不确定性。
- ✓ 若政策再从紧,下半年开工和拿地做大调整是必然的事情。万科及其相应规模的公司暂时没有减少开工的打算。若土地市场出现合理调整,没有必要减少开工。现在小开发商降低开工的情况已发生,整个下半年都会这样。
- ✓ 本轮的调控不会出现房价由物价局审批的情况,但持续的严控最后导致2013-2014年住房供应短缺是大概率事件,届时物价局介入的可能性相当大,尤其是房价较贵的城市,对万科影响不会特别大。
- ✓ 对付反暴利最有效的方式就是土地市场进一步透明化和公开化。
- ✓ 在什么样的情况下本轮调控结束?很大程度上由公众舆论来决定的,但难以量化。

对市场的判断:

- ✓ 市场氛围在变化,买房人变得犹豫,可能到下半年还会更严重一些。土地市场:目前没有出现非常明显的调整,下半年出现调整概率大。目前投资上需要特别谨慎,若半年调整幅度大将多买地。
- ✓ 从目前大家的买地和开工的变化趋势来看,到2013-2014年大部分城市将面临住房供应大幅度下降的情况。每一次市场下跌之后,受调控影响低谷起来后都会出现短缺期,需求都会出现非常猛烈的反弹。政府应在行业低谷期放开一些融资管制,让企业在行业低谷期做反周期操作,继续有钱来盖房子,来保证接下来不会出现住房短缺。但现行做法跟这个相左。

■ 开发商参与保障房建设不存经济可行的模式。开发商基本上参与保障房的方式分为两种,一种是代建模式,一种是开发模式。代建模式情况下面风险是比较低的,基本上也没有收益。开发模式建保障房,基本上亏本是大概率事件,万科的策略不给股东创造损失的前提下做保障房,首先是用代建的方式,开发模式尽可能做到时间上可控。不追求数量。

中投证券-万科 4 月份销售情况会议纪要

时间：2011 年 5 月 4 日

演讲人：万科董秘、首席分析师谭华杰先生

一、主题演讲

各位尊敬的投资者，非常感谢大家花时间来请我做这个回报，也感谢给我这个机会。我们是刚刚公布了上个月的销售和项目发展的情况，我可能首先对 4 月份的情况向各位做一个简单的汇报，接下来把时间留给大家一起来探讨。

4 月份我们简要的数据，有这么几个。第一个是销售面积是 17.8 万平米，销售金额大概是 79 个亿，这个数据同比略有增长，同比去年的 4 月份大概有 7%的面积增长和 1%的金额的增长。但是环比 3 月份是出现了下降的，3 月份我们卖了 93 个亿，这个月卖了 79 个亿，当然这是签约的数据。这里面有几个变化，第一个就是说我们数据的话，它首先需要跟市场整体的情况做一个比较。因为以往的每年 2 月份、3 月份、4 月份这几个月都应该是市场上升的情况，以前每年 2 月份都是全年销售量最少的一个月份。过去三、四年时间我们看到的情况，主要城市 3 月份的销售比 2 月份会增长一倍左右，4 月份比 3 月份又会增长 40-50%，4 月份通常是全年上半年第一个小高峰，这是以往各年的情况。但是今年的情况有非常大的一个不同，今年首先 4 月份比 3 月份没有什么增长，基本上就差不多是持平的状态。今年的 4 月份比 3 月份各地应该说有一些有增长，但是也有很多城市出现了环比的下降。如果从同比的情况来看，今年 4 月份的主要城市的同比比去年，跟 3 月份情况一样，普遍出现了非常大幅度的下降。

比如说像北京、深圳、天津、杭州、南京、成都、包括福州、厦门这样一些城市，可能也包括重庆这样的城市，同比下降的幅度基本上都是 50%或者以上的同比的下降。就是说市场跟去年相比的交易量大幅度萎缩的情况继续延续三月份的情况。

主要城市 4 月份和 3 月份环比的情况来看，其实也有很多城市继续出现下降，比如说像深圳降了 30%，天津降了 20%，苏州降了 50%，福州降了 20%，大概也就是说基本上涨跌互现，跟去年 4 月份比 3 月份有 40-50%的增长来看，今年 4 月份的整体市场的情况依然也是一个比较悲观的状态。

万科的销售情况，同比来算，比市场同比的情况有比较好一些，我们同比跟去年相比还是有增长的，但是环比来看，我们也出现了比较明显的下降，大概有 20%左右的下降。从环比的情况来看，我们的情况跟一些重点城市的情况相比，大概是差不多的状态。这个里面有一个原因，是因为我们四月份推盘比 3 月份的推盘略少一些，这个情况可能在 5 月份还会进一步延续，主要原因是现在的项目的销售许可受到了一些审批环节上面的限制。原来我们预计 4 月份盘比 3 月份多一些，3 月份各地都要在 3 月底公布全年的房价控制目标，从地方政府的角度来看，希望是把基数控制的好一点，一开始的时候不要搞的高价盘太多，所以在公布目标之前，他会尽可能的来控制高价房的上市的比例，价格比城市平均价格贵的比较多的项目就不让你上市，我们原来预计在 3 月底目标公布之后，可能这个情况就应该算是了结了，接下来的社会影响会小一些，因为有一些项目在 3 月份会退出，到 4 月份可能会放出来。但是实际的情况，这个指标公布了之后，全国 500 多个城市公布指标之后，基本上用的都不是量化的数字，而是一个大的指标的描述。比如说参照人均收入增长，参照上一年房价涨幅之类的，最后翻译成量化的数据可能都在百分之十几，超过 10%的上涨幅度，这显然是公众不满意的情况，如果公众不满意，实际上中央政府也就不满意。

现在各地的今年房价目标公布是公布了，但是依然处于不确定的状态，有一些城市再改这个目标，还有一些城市也没有想清楚到底要不要改，就算是要改怎么改也没有什么方向，不知道怎么改，大家都在观望，都在看。因为这个目标现在自己定不下来，所以他们相对来说更加谨慎。你公布在后面很难说是好事还是坏事，好事就是可以看看别人怎么公布，能够跟着别人去做，坏事就是你迟迟不公布，可能会引发更大的压力，可能要求你迟公布的公布更严一些，他们可能需要把这个目标公布成什么样子，自己心里也没有底。在这个情况下对全年整个房屋均价的控制的压力就比较大。所以今年4月份跟3月份一样，都面临比城市均价高的比较多的楼盘预售证的取得就有困难。

我们现在的项目是这样，我们在一线城市，我们的价格跟城市均价相比，基本上不太高于这个城市的均价。因为我们在一线城市拿不到地，我们在一线城市的地都很偏远。这样的话因为地段的原因，所以我们一线城市的房屋售价实际上并不比城市均价高，但是到了三线城市我们价格比城市均价高的比较多。这有几个方面的原因，第一方面的原因是我们是装修房，装修房很显然要加一部分装修的价格进去，这样自然就价格高一些。第二，在三线城市我们产品的性能，包括利用的材料，配置标准肯定也比当地的原来的一些房子有明显的提升，我们毕竟是要为品牌负责，包括使用的材料要求都会比原有的房子要高，这样成本确实要高一些。第三，在三线城市我们产品的溢价能力或者品牌效益比一线城市体现的更充分，这个有点类似于，我称之为麦当劳效应，麦当劳全球最著名的快餐的品牌，其实在中国一线城市已经没有任何品牌溢价能力，现在中国一线城市麦当劳价格可能比国内的一些连锁，像蒸功夫之类的，可能会更便宜一些。在一线城市麦当劳成了连锁饮食品牌价格最低的，跟国外的情况是一样的。但是到了中国的县级城市，麦当劳还是时尚标志，想把价格定的高一点也可以卖出去，同样的情况来看我们进入小城市也有这个效益，因为万科是全世界最大的住宅公司，这样一种名牌的溢价能力，在越小的城市体现的越充分。

在这种级别越低的的城市，我们的项目的价格相比城市的整体价格可能会超出的越多，这样的话受到房价控制目标，我们项目不能如期开盘的情况也会更多一些。我们四月份实际的推出来的推房量比3月份降了将近30%，我们4月份销售额大概降了20%多，推房量比销售额的下降更多一点。实际上销售速度是没有特别大的变化，但是市场整体销售速度还是有进一步下降，整体来看万科的产品竞争力基本上还是可以的，市场氛围确实是在变化，这个市场氛围的变化，买房人变得犹豫，很多的人就算不犹豫资格受到了限制。在这种限购的城市，市场的需求迅速的下降，这个情况应该还会进一步的展现出来，可能到下半年会更严重一些。

当然现在还有的城市没有限购，如果没有限购的城市和限购的城市挨的比较近可能是受益的，受益限购城市的需求被挤压到这个城市里面去了。但是这个有很大的不确定性，接下来限购的范围会不会变大，甚至变成全国性的限购，这个现在看起来制度层面还是有非常大的不确定性，对于后市还是要保持高度的谨慎。当然我们会继续坚持我们的策略，就是说第一是主力定位，我们的产品是基于自住需求的比例依然保持非常高的水平。4月份我们140平米以下销售占比依然占到80%多，接近九成的房子是普通住房，这依然保持了以往的比例。

另外一方面我们也会坚持跨地销售的策略，到目前为止我们并没有修改新房推出一个月之内卖出60%的销售速度的要求限制，依然是用这个作为主要的要求。我们对具体的定价要求不设指导性意见，完全由他们根据市场的实际情况和总部要求的销售速度来自己决定销售策略，包括价格，这个也会继续来坚持这样的基本方向。

60%的线会不会往下调，这个主要看土地市场的情况，如果土地市场相应的做出了合适的调整，我们会坚持60%的销售速度的要求，就算降价卖房子也要达到这样一个要求。如果说土地市场上拒绝做出相应的调整，房子卖不动了，当然土地也卖不动，但是土地出让方不愿意降价，宁可土地卖不出去也不愿意降低价格，如果出现这个情况，这个时候你卖了房子买不回来土地，如果出现这种情况再坚持60%的销售速度就不一定是一个最佳的商业策略，如果出现这种情况我们可能会考虑对销售速度的要求，会有一个降低。土地市场有恰当的调整我们还会坚持这个速度。

在其他方面，比如说装修房方面，现在装修房在很多城市遇到了因为装修的原因导致房子的上市遇到一些障碍，我还认为这是一个方向，我们还会继续坚持装修房的基本策略。如果说因为项目老是上不了市，可能要考虑把装修部分单独作为一个合同签订，这样的问题对于买房人来说没有原来放在一起好，这样意味着装修部分要一次性付款，以前装修和房子一起卖，这是可以贷款的，现在装修部分不能贷款了，要单独签合同，装修部分要一次性付款。以现在的房贷的政策来看，其实买房的人对于房贷本身的依赖也不强，这倒不会成为一个非常大的问题。就是在装修委托合同处理这一件事情上面，可能还是需要不断的来探索，在中间会有一些合约不完善的地方，以后会让买卖双方留下一些问题，这是一个方面。

在工厂化和绿色方面，我们原来提的第一步是装修，第二步是工厂化，第三步就是绿色建筑。现在因为各地的政策的优惠，对于绿色建筑的优惠来的比较快，所以工厂化方面的扶持相对来说来的比较慢，我们也相应做了调整，把绿色建筑放在第二。六月份以后开工所有的项目，除非是规划条件本身就不可能达到要求，比如说容积率偏低，也就是占地指标达不到绿色的要求，除此之外所有的项目我们都会争取获得绿色一级以上的认证，按照绿色建筑的标准去设计和建筑，我们也相信在未来一段时间，在市场方面会体现出竞争力。

跟销售相关的其他一些数据也简单向大家报告一下。我们4月份卖的房子面积90平米以下是58%，90-144平米是21%，加起来是80%，这跟以前的情况差不多。从产品线的情况来看，我们的首次置业和首次改善的基本需求的占比，面积上占比是62%，这也没有特别大的变化，还是以这个为主，再改的比例是22%，然后其他的，比如说公寓和高端的比例是16%，这个里面再改的比例在下降，而高端的比例略有上升，这可能跟推房的结构性的权益有关系。

从客户的资金来源的情况来看，这个月新增购买比例是31%，这还是比较高的比例。全部的房贷占购房款的比例是40%，这也是历史上比较低的一个水平，继续体现房贷政策收紧。我们在接下来的5月份，预计推房还是会受到房价控制指标的影响，所以5月份的推房量不一定能有非常明显的增长，我们每个月的销售基本上可以分成两个部分，一部分是非新开的盘，以前已经开的房子持续的销售，这个释放比例一般情况下在10%，每个月大概在10%左右。上个月底留下来已经开盘的项目，这个月能卖掉大概10%，目前我手头的货大概有250亿左右，这样的话正常的情况下应该在下个月会产生25亿左右的认购。

另外新推房的计划，新推房的话一般当月去化率，按照目前的情况来看大概在60%左右，如果下个月推80亿左右的货，可能会有四、五十亿的新推房的销售量，加上25亿左右的存货的量，加在一起应该是75亿左右，也就是说5月份大的概率来看，环比不太可能出现明显的增长，有可能环比持平的情况，可能会更大的的是这样，实际上还是有很大不确定性。

一方面我们也是尽可能的，尽快把房子推出来卖，另一方面这个房子究竟能不能够如期的上市，这个不完全由我们决定，因为这个量实际上对当月销售量的影响还是比较大的，所以这个有一定的不确定性。

我对销售情况就简单的做这样一个报告。

我们上个月买了一块地，是广州的一个项目，这个地实际上也不是一个地，这是一个已经在建的工程，而且有一部分在我们收购这个公司之前已经卖掉了，这属于相对来说跨时间线的项目。除了这个项目之外基本上没有买地了，我们判断土地市场目前并没有出现非常明显的调整，下半年能不能出现调整不知道，但是应该出现调整是大概率。在目前这个点上面，投资上需要特别的谨慎，到了下半年要看土地市场的土地走向，如果土地市场出现非常大的调整，调整幅度甚至超出房屋市场，这个时候我们可能会考虑下半年多买一点地，如果说下半年土地市场调整不是很明显，我们会根据下半年实际情况往回补这个资源，外界所说抄底这一件事情能不能做成，这个不完全由土地决定，还是要看其他的市场上各方的态度和市场的实际变化情况，我就报告到这里，下面看看大家有什么问题可以一起探讨，谢谢。

二、 提问环节

Q: 你好, 有两个问题想请教一下。第一个发改委要追究行业的反暴利, 从这个角度来讲, 这是怎么样一种意图, 对房地产的影响是什么。第二, 对市场资金面, 前面三、四个月的数据有这样几个特点, 一、二线城市成交同比下滑, 但是全国销售数据还是增长的。第三, 我个人感觉楼市还是处于胶着状态, 未来方向会怎么变, 如果没有新的政策干扰, 凭自身的干扰和已有的政策, 楼市接下来怎么样演化, 还有各个地域和板块之间或者二、三线城市之间会不会有一些分化, 麻烦给我们介绍一下。

A: 关于反暴利这个事情说实话我是没有看懂的, 我没有看明白这是什么意思。因为说房地产行业的暴利, 假如这个暴利指的是利润率比较高, 房地产的利润率比卖衣服, 卖眼镜的低太多了。卖衣服出厂价都四折, 卖衣服利润率, 销售利润率在百分之百, 卖眼镜的是百分之好几百的利润, 房地产利润率比制造业高一些只能说周转比较慢一些, 利润率本来是不构成行业赚钱的程度合理的指标, 因为每一个行业的负债率和周转率都不一样, 如果说收益率的话, 我还不能理解。房地产行业的收益率是参差不齐的, 有一些企业收益率确实很高, 但是这些企业都是小公司, 他们之所以能够获得很高的收益率, 是因为他们有特殊手段拿地。04 年出台 831 号文件, 在 05 年之后, 经营性的用地不允许通过划拨、出让, 理论上应该是通过招拍挂来获得的, 在这之后任何一个房地产公司如果说通过招拍挂的方式, 从公开市场获取土地的话是不可能获得暴利的, 它的收益率水平不可能高出很多。我们从房地产上市公司 ROE 水平来看, 在各个行业板块当中, 房地产公司的 ROE 水平是明显要低于银行等等这样一些行业的, 甚至明显低于工程机械这种制造业领域的。房地产的暴利如果说存在, 就是有部分开发商用非市场化的方式继续获得土地, 这个里面是有暴利的, 但是主要不是这种情况, 主要是市场化情况获取土地的公司, 不管是买招拍挂的地, 还是在二手市场上买别人地是不可能存在所谓的暴利。反暴利最有效的方式就是土地市场进一步透明化和公开化, 这是最有效的反暴利的方法, 除此之外我很难想象如何去认定甄别这个暴利, 以及如何去有针对性的采取措施, 我都看不出来。

我看了一下外界的报道, 所谓的反暴利, 就是说房子要明码标价, 而且一房一价, 房子标了价之后不允许再涨了, 这都不是什么新的措施, 一直以来就有的。像万科这样的公司好多年以前全部都是明码标价的, 我们明码标价的事情是很传统的常识, 这不属于特殊的制度安排。一房一价这个东西, 从一种制度本身, 对社会各方面的影响来看, 一个房子定了价不允许涨, 这样一房一价的东西, 其实对于市场上各方的整体来说是不太好的, 因为它剥夺了这个市场本身的价格尺度合理的发现机制。一房一价针对的是以前就地起价的行为, 开发商手里有一千套房, 他开始卖一百套比较便宜, 卖了后来越卖越贵, 但是房子是一样的房子, 但是价格平白无故涨价了。一样的东西凭什么就地涨价, 在市场经济里面不是很常见的情况, 中石化的石油, 我去加油, 加了 93 号和 97 号油有什么不同, 但是价格是不允许人家动, 这个价格的变动本身是因为市场的供求关系变动的结果, 也是价格不断得以发现的过程。为什么以前开发商喜欢一点一点卖房子, 小步快跑, 然后一开始价格比较低, 后来越来越贵, 为什么会出现这种情况, 是因为这个房子, 这个产品定价有很大的难度, 开发商标价的时候也不知道什么价格最合适, 他要不断的去发现这个市场价格, 当发现价格最有效的方法就是这个方法, 就是先拿一点试探一下, 一开始标比较低的价格确保能够卖出去, 免得砸在手里了, 然后根据卖的火爆的程度来决定加价加多少, 这样最后发现合理的价格。如果说你不允许用这个方法, 还只能去赌, 一开始标价是正确的, 这样一开始标的价格肯定比原来的方式标的要高一些, 当然这也是有一部分房子卖不出去, 这样开发商陷入很困难的两难局面, 他在定价的时候。他定价定高了有一部分房子卖不掉, 他要想降价难度就很大, 房子这个东西跟别的东西不一样, 如果中石化加油站降加油的价格, 肯定所有人都是欢欣鼓舞的, 包括以前买过很贵的人也是赞成的。但是房子不一样, 房子一降价, 原来买房子的人跟你闹, 他找你麻烦, 一开始标价标高了后来就非常困难, 降价也不好降, 不降又卖不出去, 因为你标贵了。如果价格标低了卖是卖掉了, 但是这样情况你卖低了利润率就低了, 你价格卖便宜实际上你是损失的, 你损失是股东的利益。开发商遇到这种情况定价是很困难的, 原有小步快跑的方式是不断发现市场价格合理的制度安排, 现在禁止这种只能使得开发商在定价上面犯更多的错误, 然后导致

这个市场有更多不确定性，我看不出来有什么特别大积极的作用。现在是一个制度，出台要遵守，但是我不认为这样一个制度对于真正降低房价，改善城市居民的居住的质量有什么现实的帮助，我是看不出来的。当然这个东西对于开发商的影响有限，因为这样的结果就是让大家定价一开始定的高一点，然后可能会导致一些错误，会在开盘之前做更详细的市场调研。其他方面，比如说暴利有什么切实可行的制度安排，如果要再出就是取消市场的定价功能，改成物价局来定价，这是唯一能想到下一步的手段，就像食盐列入民生行业，它的价格企业没有定价权利，你在预售前要到物价局审批房子的价格，物价局先给你核算成本，算一下你这个成本多少钱，然后加一个所谓的合理利润，最后帮助你定价格，你只允许卖的比这个低，不允许卖的比这个高，最后可能是行政定价，回到这样非市场经济的方式。

真出现这种情况是很悲哀的事情，是整个房地产市场化的摧毁，但是这种情况本身不是说完善不完善，而是有可能的，这一次不可能，到了 2013、2014 年下一次住房短缺状态的时候，这个情况真的很有可能。企业要做好准备，做好准备来应对这种情况，应对这种物价局定价的情况，当然要出这种情况，对于万科这样公司来说无所谓，因为我们本身利润率就不高，我们是一个低利润，在这个行业里面，我们利润率本身就比行业整体要低很多，如果别的人还能接受利润率，我相信我们肯定可以接受，如果大家的利润在一样情况下面，我们周转率比别人高一些，我们收益率反而会提升。

另外我们有很大力量往前推，比如说工厂化，比如说绿色建筑，我们都希望往前推，但是目前这些东西都是增加房子的成本，这种尝试定价，反而对这个东西是有帮助的，所以这个情况有可能会发生，但是我们希望不要发生，因为这是市场经济的倒退，如果真发生的话，对于万科来说不会有特别大的影响。好的，谢谢。

Q: 我有一个问题，通过最近媒体的吹风和温总理的表态，大家觉得未来政策要从紧，现在大家对这个政策底线是不清楚的，调到什么程度才会满意，你是怎么样看这个问题。第二，刚才提到利润率的问题，如果未来真正核算利润率，比如说不高于 12% 的水平，我看开发商在 15% 左右，你觉得开发商会怎么样应对？

A: 我不知道其他企业怎么做的，也没有办法替他们表态。其实我觉得调到什么样领导才算满意，这个只有领导自己才清楚。但是从政策本身的根源来看，实际上很大程度上是由公众舆论来决定的，如果公众舆论认为确实房价跌了，可能压力就消除了，如果公众舆论认为这个房价跌了，这个事情是有很大大不确定性的。因为公众舆论也不是很量化的方式，现在包括统计部门找不到指标来精确的测量某一时点的房子价格，现在任何一种测量方法都有它的问题，比如说房价指数，这涉及到取样的合理性，这也是被质疑的比较多。

然后评议价格，这个好处数据都是一手数据，用房屋备案的总的销售额去除以总的销售面积，这样的一个东西势必是真实性有保障，但是问题是一个城市不同的地段房价差的非常远，不同城市的房价也差的非常远，同一地段的不同类型的房价也差的很远，对于某一个具体城市具体的时点来说，在售的房子结构变动是非常大的，关于房价到底降了没有，这一件事情，我感觉是一个很难量化去评估和测量的东西，最后可能看公众是怎么感受，公众的感受变成媒体舆论的表达，最后变成整体的判断。这里面我觉得有一些不确定性。

当然要说政策从紧，现在还不够从紧啊，感觉要再从紧也比较困难了，从去年的 9 月 29 日开始，实际上政策已经超出了让这个行业降温回归理性的需要，已经是大有矫枉过正的味道了。就在这样一个情况下面，再度从紧可能会引发非常严重的问题，现在实际上已经矫枉过正，如果再进一步持续出新东西，可用的工具也不是很多了，我觉得再出无外乎几个方面，一个是限购城市进一步放大，在现有的政策下面，根据现有的需求等等情况来看，市场会往什么方向走，在现有的制度体系下面，根据目前市场的供求关系的情况来看，短期来看市场能够继续的降温，销售速度会进一步下降，而且今年房价都有可能出现一定幅度的下跌，这都是比较现实的一个情况。

在这种情况下你再进一步出什么政策，能出的无外乎是这几个方面，一个是限购城市扩大，因为现在限购是所有政策里面影响最大的一项，所以今年各地之间的市场的差异也主要体现在这一点上面，限购的城市和不限购城市之间量会有非常大的反差，甚至有一些跟限购城市离的比较近的不限购的城市会从中受益，限购城市的需求会挤压到不限购的城市里面去，但是目前还没有限购的城市会有很大变数，未来是不是也归到限购城市里面，如果未来也归到限购里面去，受的影响比目前已限购城市影响更大。因为目前已经限购范围的城市，相对来说是属于本地购买力比较坚强的，本身经济活力比较高的，本地自我消化力较强的城市。剩下这些未限购的城市本地购买力弱一些，外地购买低价房的能力更强，如果这些城市也被限购，这样受的影响会比一线城市受限购的影响更大一些。现在这些城市面临非常大的变数，这是第一个政策的可能性，使更多的城市限购。如果说不是全国限购，对于更多的城市限购，对于再剩下不限购的城市，有可能在短期之内会形成拔出效应，因为大家就是想，你已经扩大了，会不会有再下一次扩大范围呢。对于这些第二次也没有被列入限购范围的城市，这些人就会担心以后买不到房了，趁着现在没有限购就赶快买吧，会产生这样很强的效应，会维持一段时间，可能短期之内会导致这个市场成交出现高峰，这是一个。如果全国限购就不存在这个效应，限购范围扩大是第一个结果。

房贷目前没有收紧的空间，目前来自银行的全部购房款的比例已经非常低了，就算名义上进一步收紧，实际上房贷再进一步收紧已经没有办法了，因为已经非常低了，银行实际上贷给买房的钱非常少。而且受限贷影响特别大的，在第一次买房和买比较小房子的人，这些本来应该得到保护的，在限贷政策里面受伤最重的。因为他们本身可供抵押的资产就比较少，根据最高法院的司法解释，一套房子是一个家庭唯一住所，银行是不可以冻结不可以拍卖的，自然对于银行来说一套房子的客户不是最好的客户，有多套房子的人，其实用多套房为一套房提供背后连带的担保条件，通常情况下买多套房的人支付力会更强一些，银行也会觉得他资产状态更好一些。相反如果限贷更严，最后会打击到第一次买房子的买小房子的人身上，这显然和调控本身的导向是不吻合的，因为这些人本身是属于政策照顾的对象，板子打到他们身上肯定不合适，如果限贷再进一步收紧的话，肯定会遭受公众强烈不满，而且在中国，公共舆论传播更安全，因此住房方面的维持稳定是一个大方向。

再所谓价格管制，未来不排除出现物价指数超过房价的事情，当然这个我的判断还是会认为在下次，2013-2014 年住房短缺期，下次短缺到来出现的概率更大，在这一次会出现面向未来价格管制手段，什么叫面向未来的价格管制手段呢？就是说政府在出让土地的时候把所有的土地出让成限价房，这样的话目前的房价没有特别强的手段来压下去，但是未来新房价格早就被预知的，在出让土地已经锁定了房价，这个有可能会成为，尤其是一些目前房价比较贵的城市，未来一个情况，土地出让全部限价。

另外大家也知道保障房给中央政府增加了非常大的财政压力，土地出让金今天不出意外会出现非常大幅度下降，接下来地方政府会很缺钱，这样税收方面的饥渴程度会更高一些，而且房地产一直以来是属于税收稽查的重点。比如说土地增值税清算，比如说包括其他的一些税种的变化，比如说二手房交易税费也可能会提升，也有可能会有上海、重庆之外的其他城市加入到房产税的试点的范围之内，在税收领域多收一些税，这样一个大的方向，可能会有不确定性。

在其他方面，我觉得除非是把这个市场消灭掉，否则的话所谓的政策进一步收紧，应该说没有特别多的工具可用了。

Q: 如果在目前这样一个情况下，再出从紧的政策，你觉得开发商在下半年对于开工和拿地会不会做比较大幅度的调？

A: 我觉得从行业整体来看是比较必然的事情，肯定会出现这个问题。当然万科以及跟万科规模差不多的几家公司，目前暂时还不会有减少开工的打算。如果土地市场上能做出合理的调整，没有必要减少开工的，土地市场进行调整你没有必要放慢销售速度，你可以降价把房子卖了，在这种情况下开工没有必要做明显的减少。但是这个行业大部分公司都是小公司，这些小公司毕竟资金比较紧张。这些公司根本不在

乎周转率的，宁可房子迟一点卖，也不愿意在短期之内就卖出去，如果短期之内不愿意卖出去，资金链还有困难，当然最有效的方法把地分开，减少公司的支出，让公司进入一个休眠的状态，来等待接下来住房保修期，因为接下来的住房保修期基本上必然出现，因为从目前大家的买地和开工的变化趋势来看，到2013-2014年大部分城市会面临住房的新的供应，商品房新的供应大幅度下降的情况，所以一些小公司会选择把房子烂在手里面。因为小公司普遍这么想，2013、2014年的住房短缺就会更加确定，基本上成为必然的事情，所以基本上今年在目前，到现在小开发商减开工的情况已经在发生，而且今年整个下半年都会进行。

Q: 你好，我想问一下两个问题，一个是保障房，说央企来参加建设，大家都会问这个问题，是不是保障房确实开发商参与的动力不足，我们也看到很多人开发商在讲，包括公司讲保障房还是有盈利的，利润率还不错，我不太知道在目前情况下，过了一段时间你怎么样看保障房，到底盈利能力怎么样，到底是什么样的建设方式。

第二个问题是，前两天看了一下保利，这么大的公司用信托融资，我看能拿到10%以上的成本了，大家认为保利这样风险比较小的，像万科这样目前融资利率上升到什么样的情况，这个趋势会是什么样的？

A: 第一个问题关于保障房的问题，现在首先可以明确下结论，就是说保障房目前不是开发商来参与的话，目前并不存在一个经济上面可行的模式。所谓经济上可行的模式，指的就是成本，包括它的风险和收益水平是否相匹配的模式。目前来看是不存在这样一个模式，因为现在开发商基本上参与保障房的方式分为两种，一种是待建模式，一种是开发模式。代建模式情况下面风险是比较低的，基本上也没有收益。代建模式的意思就是说这个钱部分过开发商的手，但有地方政府直接支出，比如说保障房要找人来建，要买材料，这些钱直接由政府支付给上游企业，开发商负责做什么呢，开发商其实就是项目经理，在这管理这个项目，他负责办具体的事情。开发商实际上就是劳务输出，这种情况下面开发商肯定推不了的，因为他没有出钱，他只是支付了人力，支付了他的知识和技能，他相当于城市打工者。这个模式也赚不了什么钱，因为规模太小了，代建的时候管理费用按照总成本1%来作为上限，这个管理费不高于总成本1%，我们就算把全国的房子中间10%交给一家公司来做，这个规模已经非常大了，1100万套房子，你一个人做10%，这个大概赚多少钱呢？大概1500亿左右，全国是1.5万亿，你是1500亿，这样按1%来算，你实际能收到管理费超不过15个亿，你一共收到15个亿管理费，你不可能没有成本的，你要给人员发工资的，你的组织有办公费用的，这些东西实际上一扣可能就是说你把全国的保障房做到十分之一，你最后能赚到钱就是一两个亿的水平。这个对于公司来说，这个业务是显然风险比较低的，没有什么问题的，但是它基本上不太能构成一个真正的业务。

第二个方式是开发模式，这一块地会出让给开发商，然后开发商自己管钱，这个支出由开发商支付，最后政府统一回购，或者这个房子本身卖给买房人，类似于这种方式，开发商有风险，他有可能是亏本的，而且亏本的概率非常高。因为我们的测算你是一个非常规范的公司，所谓规范的公司，用开发模式做保障房亏本的概率要远大于不亏本的概率。目前的开发模式基本上常用的方法是这样的，开发商提供20%的自有资金，剩下80%的钱可以去银行借。这个剩下80%的钱的利息是计算到总成本的，所以开发商并不承担这80%的成本，他真正资金成本是自有资金20%的成本，也就是说相当于有五倍的杠杆，你如果投一个亿进去，你实际上可以做五个亿的生意，这五个亿房子有多少利润呢？实际上现在按规定，这个保障房的开发模式下面，开发商利润不高于3%，不高于3%乘以5倍的杠杆，整个就是15%，你如果从投入的资金计算毛利率可以达到15%，问题是你这20%资金成本，我们假设也是借来的，你最后亏本还是赚钱要看这个项目做多长时间，如果你投入这个钱开始到收回时间长少于两年，基本上可以保本，因为15%的毛利润除以两年，差不多就是7%左右的年化收益率，7%左右年化收益率跟你去银行借钱的利息基本相当。也就是说如果你用开发模式做一个保障房，你两年之内能收到钱，你就等于是盈亏平衡，所有赚的钱都交给银行做利息了。

现在一个保障房项目在两年之内能收到钱的概率是不高的，所以你开发模式建保障房，基本上亏本是

大概率事件，所以我们现在做保障房的策略也是这样的，我们不给股东创造损失的前提下做保障房，我们首先是用代建的方式，我们出人出力出知识，但是我们尽可能不出钱，如果我们出钱做开发模式，我们就尽可能做到时间上面是比较能够控制的，能够比较快速的完成这个项目。而且我们做保障房，也是不追求数量，数量做的太多，亏损是大概率事件，你做得太多可能使得大概率事件越来越成为确定性事件。我们做保障房主要是看质量，我们是尽社会责任，我们做一两个具有代表性的，有示范效应的项目，我们的图纸向社会公开，我们做的比较好的项目图纸，其他地方愿意抄我们提供给他们抄，他们拿去照葫芦画瓢，复制去没有问题，这是我们作为一个社会成员，进行社会责任能够选择的方法。如果说把股东的钱投到大概率是亏损的项目上去，我们也不太可实施下去，赚钱的可能性是非常小的，目前并不存在一个可行的模式。

有一些公司说他们利润还可以，我就不太理解了，确实如果你去了这个假设，去了规范公司的假设，确实能够赚到钱，怎么赚钱呢？第一，如果你的人力调到对一些成本进行放大，当然你赚钱就变得可能。现在规定是3%的利润率，如果你能把成本多报5%，你的利润就变成8%了，利润变成8%乘以5倍的杠杆，就变成40%的利润了。

刚才说到如果你是规范的公司做保障房应该说很难赚钱的，除非是不规范的公司，我相信大部分公司还是规范的，大家在这上面赚钱会稍微困难一些。怎么样建立一个企业参与保障房建设的一个可行的模式，这个还是在一个探索的过程当中，这是第一个问题。

第二，关于开发商的融资手段的问题，信托现在百分之十几，对企业来说是一个现实的成本，但是信托有一个中间费用问题，实际上最后投资人获得的没有这么高。

投资人拿到10%，应该说现在还没有做到，因为投资人拿到10%的话，企业的成本应该到14-15%的水平，应该还达不到，现在投资人8-9%比较正常一点，比银行贷款利息略高一点，但是企业最后成本是超过10%的，大概是这样一个情况，这个我觉得也比较正常，的确目前是属于企业资金链比较紧的情况，资金比较紧的情况下价格就会高一些。这方面现在做房地产行业缺少直接融资渠道，这是一个旷日持久的问题，不是最近才出现的。一直以来这个行业就没有什么可用的东西了，这也是导致我们这个行业出现一个很奇怪的现象，每一次市场下跌之后，低谷之后会来一个非常猛的反弹，这个反弹的原因是市场经历一个低谷，随后会出现一个住房的短缺期，一旦开始反弹就比较弱，这个原因都是因为企业缺少创新渠道。这一点政府未来到底是什么样态度也在摸索，因为真正从调控的需要来看，其实在行业的低谷期也是应该放开一些融资的管制，让企业能够在行业低谷期做反周期的操作，在行业低谷期能够继续有钱来盖房子，来保证接下来不会出现住房的短缺。但是现行的很多做法跟这个是相反的，未来政策能不能够做一些合适的调整，来使得做法跟初衷相吻合，这个有待观察，谢谢。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李少明: 中投证券房地产行业首席分析师, 工商管理硕士, 15 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司: 万科、保利地产、招商地产、泛海建设、苏宁环球、滨江集团、广宇发展、中华企业、冠城大通、大龙地产、上实发展、沙河地产、胜利股份、金融街、世茂股份、华发股份、首开股份、香江控股。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100031	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 66276939	传真: (021) 62171434