

土地财政高压下的成交结构改善

—2011 年 6 月昆明楼市调研纪要

民生精品---深度研究报告/房地产行业

2011 年 6 月 15 日

报告摘要:

● 限购令执行严格，成交量显著放缓

我们在调研中了解到，目前的限购令执行较为严格，且首套房的利率优惠在春节后也已基本取消，政策的收紧对楼市成交的抑制作用明显。在 2 月限购令出台后，新推盘去化速度明显下降，部分高端楼盘（如七彩俊园）每月仅售出 2-3 套。我们认为以本市户籍的投资需求和外地户籍的改善及投资需求为主要调控对象的限购令，持续至年末的概率较大，将对全年购房需求产生明显的抑制。

● 供给释放和刚需恢复将促使成交温和复苏

2010 年新开工面积较 2009 年上升 18%，达到创历史新高的 1016 万平米，较高的新开工面积保证了 2011 年市场的充足供应。在限购和限贷的双重抑制下，成交量有望随着推盘和刚需的恢复而温和复苏，房价的涨幅则将趋于放缓，中央政策的平稳和地方政府略有放松的预期将进一步确保成交量的温和回升。

● 政府高度垄断是地价飙升的本质原因，融资平台还款压力导致土地供应放量

昆明市 2007 年和 2010 年地价涨幅均居全国首位，至 2011 年一季度绝对地价已升至全国第 11 位。城市超速发展导致对土地财政的过度依赖，而政府的一系列限制供给的行为最终导致地价和房价的暴增。自 2011 年开始，融资平台还款压力隐现，为了还贷政府必然加速推进土地出让，从去年 12 月份政府已经开始加快土地出让，今年 5 月 23 日，政府又一次性推出 270 宗地，土地供应放量仍将会持续至下半年。

● 本地房企领跑，外地开发商进入缓慢

昆明市地产开发主要以本地开发商为主，外来开发商项目较少且位置偏远。供地少和政策多变是外地开发商进入昆明市场步伐缓慢的主要原因。2009 年基本上没有真正的净地出让，多为城中村改造用地，2010 年公开招拍挂地块仅有 2 宗，而外来开发商因拆迁成本不可控和资金压力较大等因素，较少参与城中村改造。政府在土地开发环节的政策多变，使开发商无法形成稳定预期，也是外地房企谨慎进入昆明的一个重要原因。

聚焦刚需的外地房企市场地位将稳步提升。践行普通住宅高周转模式的开发商，将享受到刚需温和复苏所带来的市场红利，逐步提升当地的市场占有率。

● 需求结构改善致高端盘滞销，刚需盘去化良好

在限购和限贷的双重高压下，需求结构中的刚性需求占比逐步提升，这使得不同类型楼盘的销售速度差异巨大。从我们调研的情况看，位于一环内的高端楼盘七彩俊园在 2 月份开始限购后销售速度显著放慢，3-5 月每月仅售出 2-3 套，而在北二环外的刚需盘万科金域缇香则出现热销，6 月 5 日二期推出 400 套，现已售罄，带精装均价 10500 元/平方米，与 2010 年底推售的一期价格基本持平。

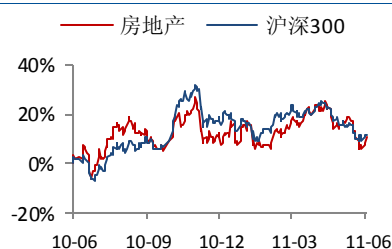
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2011-3-11	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
保利地产	9.54	1.08	1.47	1.68	8.83	6.49	5.68	强烈推荐
荣盛发展	9.02	0.71	0.98	1.35	12.70	9.20	6.68	强烈推荐
万科 A	8.1	0.66	0.89	1.13	12.27	9.06	7.19	强烈推荐
华业地产	9.68	0.45	0.75	1.17	21.37	12.91	8.27	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所

中 性 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：肖肖

执业证书编号：S1000510120050

电话：(86755) 2266 2097

Email: xiaoxiao@mszq.com

分析师：赵若琼

执业证书编号：S0100511010006

电话：(8610)8512 7648

Email: zhaoruoqiong@mszq.com

相关研究

目录

一、限购令执行严格，成交量显著放缓.....	3
（一）限购令逐步升级，对非本地户籍居民影响较大.....	3
（二）限购和限贷严格执行，对成交量回升的抑制作用显著	3
二、供给释放和刚需恢复将促使成交温和复苏.....	4
（一）2010 年新开工面积创历史新高保证 2011 年有充足供给	4
（二）刚性需求的持续恢复将是成交温和复苏的重要推动力	5
三、政府高度垄断是地价飙升的本质原因	5
（一）城市超速发展导致对土地财政的过度依赖.....	5
（二）土地市场的高度垄断是地价飙升的主要原因	6
（三）融资平台还款压力隐现，卖地是解决问题的唯一出路	7
四、本地房企领跑，外地开发商进入缓慢.....	10
（一）限制供地和政策多变致使外地开发商进入缓慢.....	10
（二）聚焦刚需的外地房企市场地位将稳步提升.....	10
五、实盘调研——高端盘滞销，刚需盘去化良好.....	12
（一）七彩俊园	12
（二）万科金域缙香	12
（三）滨江俊园	13
（四）翡翠湾	13
（五）经典双城	14
（六）尚领明珠	15
插图目录	16
表格目录	16

一、限购令执行严格，成交量显著放缓

（一）限购令逐步升级，对非本地户籍居民影响较大

昆明市在 1 月份，即新国八条前便出台了一条限购令，但条款相对“温和”，规定同一购房家庭只能新购买一套商品住房，而不论是否本市户口，拥有几套住房。随着新国八条将限购标准提高，昆明市也于 2 月 23 日出台了“严厉版”的限购令，暂停本市户籍中有 2 套及以上住房家庭，能够提供一年纳税或社保证明的非本市户籍中有房家庭，以及不能提供一年纳税或社保证明的家庭购房。同时规定二套房首付六成，利率为基准利率 1.1 倍。限购令与“国八条”规定更加接近，力度较 1 月更加严厉。

表 1：2011 年昆明限购令逐步升级，对非本地户籍购房的抑制更加显著

出台时间	本市户籍家庭			非本市户籍家庭		
2011-01-18	无住房	仅有 1 套	有 2 套及以上	有住房	无住房	
	均可再购 1 套			均可再购 1 套		
2011-02-23	无住房	仅有 1 套	有 2 套及以上	有住房	无住房 (能否提供 1 年纳税或社保证明)	
					不能提供	能提供
	可买 2 套	可再买 1 套	禁购	禁购	禁购	可再买 1 套

资料来源：昆明市房管局，民生证券研究所

（二）限购和限贷严格执行，对成交量回升的抑制作用显著

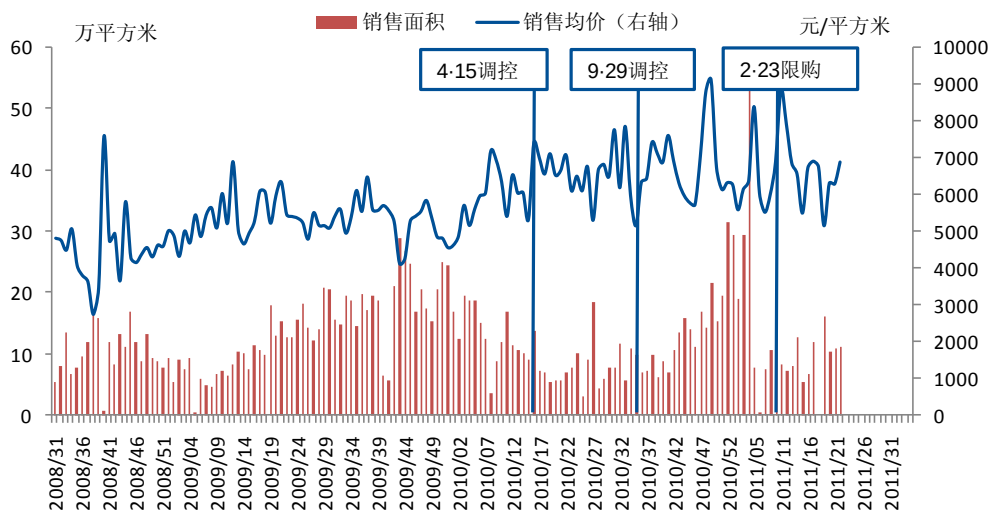
2010 年 4.15 新政后（第 16 周）成交出现迅速萎缩，连续 3 周成交量保持回落，之后持续低位波动，最大跌幅超过 70%，之后随着推盘上升成交量逐渐回升，而成交均价中枢保持稳定。

2010 年 9.29 新政后（第 40 周）成交量仅回落 1 周，此后便持续上升至今年 1 月份；成交均价宽幅波动，但中枢仍然较稳定。

2011 年 2.23 限购令后，整个 3 月成交量明显回落，而 4 月初开始缓慢复苏，但是受制于投资和投机需求受到明显抑制，成交恢复的速度和幅度较为温和，目前周成交量与去年 9 月前后相当，成交均价回落不明显。

我们在调研中了解到，目前的限购令执行较为严格，且首套房的利率优惠在春节后也已基本取消，政策的收紧对楼市成交的抑制作用明显，在 2 月限购令出台后，新推盘去化速度明显下降，部分高端楼盘（如七彩俊园）每月经售出 2-3 套。我们认为以本市户籍的投资需求和外地户籍的改善及投资需求为主要调控对象的限购令，持续至年末的概率较大，将对全年购房需求产生明显的抑制。

图 1：2·23 限购令对需求的总体抑制作用显著，成交量将呈缓慢复苏



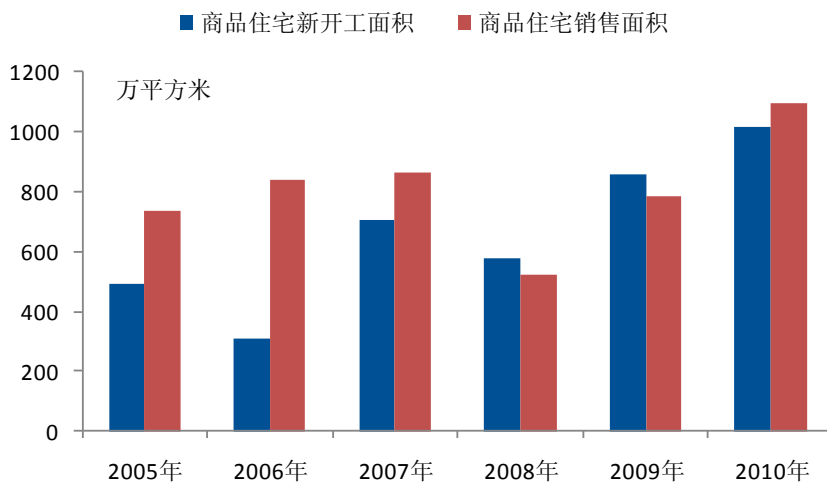
资料来源：CREIS，民生证券研究所

二、供给释放和刚需恢复将促使成交温和复苏

（一）2010 年新开工面积创历史新高保证 2011 年有充足供给

2010 年新开工面积较 2009 年上升 18%，达到创历史新高的 1016 万平方米，较高的新开工面积保证了 2011 年市场的充足供应，考虑到政策对投资投机需求的抑制作用，我们判断市场整体的去化速度将显著降低。

图 2：2010 年商品住宅新开工和销售面积均创出历史新高



资料来源：CREIS，民生证券研究所

（二）刚性需求的持续恢复将是成交温和复苏的重要推动力

需求结构改善致高端盘滞销，刚需盘去化良好

在限购和限贷的双重高压下，需求结构中的刚性需求占比逐步提升，这使得不同类型楼盘的销售速度差异巨大，从我们调研的情况看，位于一环内的高端楼盘七彩俊园在 2 月份开始限购后，销售速度显著放慢，3-5 月每月经售出 2-3 套，已近乎滞销，而在北二环外的刚需盘万科金域缦香则出现热销，6 月 5 日二期推出 400 套，现已售罄，带精装均价 10500 元/平方米，与 2010 年底推售的一期价格基本持平。

我们认为，在限购和限贷的双重抑制下，成交量有望随着推盘和刚需的恢复而温和复苏，房价的涨幅则将趋于放缓，中央政策的平稳和地方政府略有放松的预期将进一步确保成交量的温和上涨。

三、政府高度垄断是地价飙升的本质原因

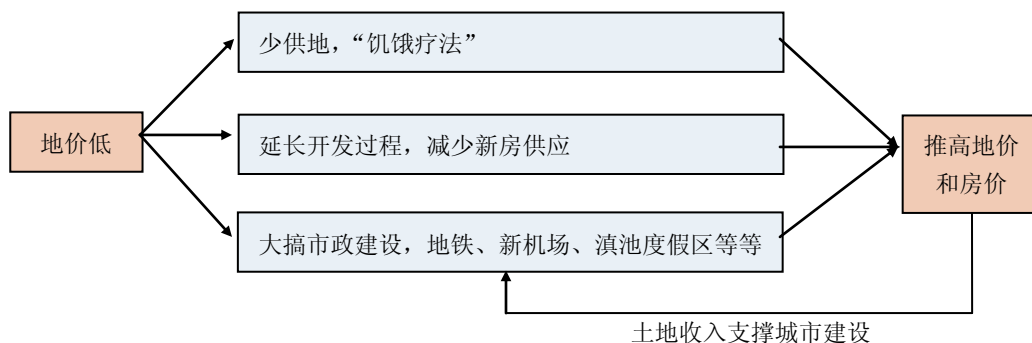
（一）城市超速发展导致对土地财政的过度依赖

昆明城市经营是借钱超前建设，减少土地供给和住房供应以推高房价，改善居住条件以提高房屋预期价值，以使得居民接受高房价，从而使开发商愿意高价拿地，在未来逐步卖地还钱，以达到地方财政的平衡和城市的超速建设。

2008 年之前昆明市城市建设缓慢，地价和房价均处于较低水平，而 2008 年初换届后的市政府则大幅提升城市建设速度，新机场、铁路、地铁、高速公路等基础设施建设大干快上，基础设施建设所需资金巨大，而地方政府手中最值钱的资产便是土地（国有企业盈利较差，出让国企股权又涉及到贱卖国有资产），土地财政便成为地方政府经营城市的普适途径。按照目前的规划完成后，主城区将由现在的 180 平方公里发展到“一湖四片”现代新昆明城市区的 460 平方公里，总人口将从现在的 578 万发展到 800 万，城镇人口由 300 万发展到 650 万，交通形成一湖四环状公路及 6 条地铁线交错贯通。目前市政府已迁至呈贡新城，地铁线目前也已投入建设，新机场预计于 2012 年投入使用。

政府近两年土地供给呈下降趋势，一是试图使用“饥饿疗法”提升地价，二是寄希望于地铁、新机场等市政建设基本成型后地价的显著提升，从而获得更多财政收入。2010 年昆明市公开拍卖的土地仅有 2 宗，其余为城中村改造或开发商一级开发项目。土地供给短缺导致商品房供给也较紧张，根据搜房网统计 2010 年每月开盘项目均在 10 个以下。

图 3：地方政府经营城市的本质利用土地市场获取垄断利润



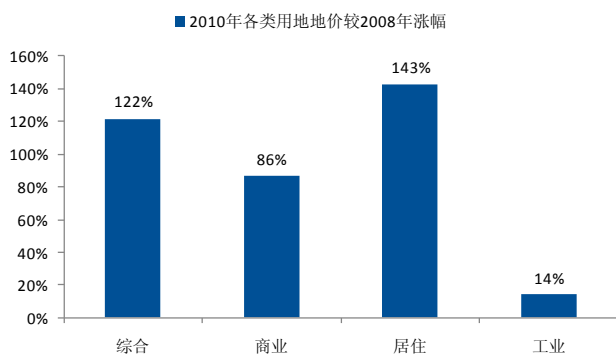
资料来源：民生证券研究所

（二）土地市场的高度垄断是地价飙升的主要原因

昆明市 2007 年至今地价涨幅巨大，绝对地价已升至全国第 11 位

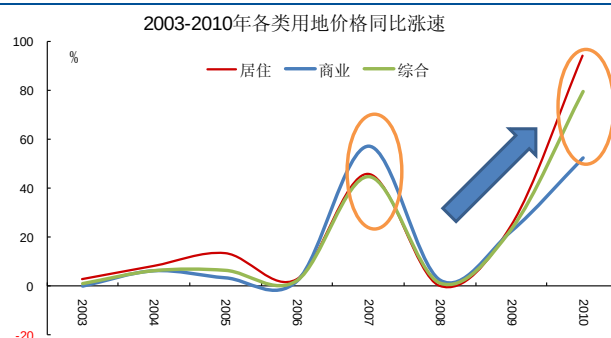
据中国城市地价动态监测数据披露，昆明 2010 年末居住用地价格相比 4 年前即 2006 年末上涨了 254%，其中 2007 年同比上涨为 45.9%，2010 年同比上涨 94.5%，2007 和 2010 年的同比涨幅在全国大中城市中均排名第一。从 2003 年至今的季度数据来看，2007 年 3 季度以前，地价的变动都较为平稳，自 2007 年第 4 季度开始昆明的地价环比大幅提升，在 2008 年金融危机时期维持平稳，2009-2010 年地价逐季环比均呈现快速上升。

图 4：2010 年各类用地地价较 2008 年大幅上涨



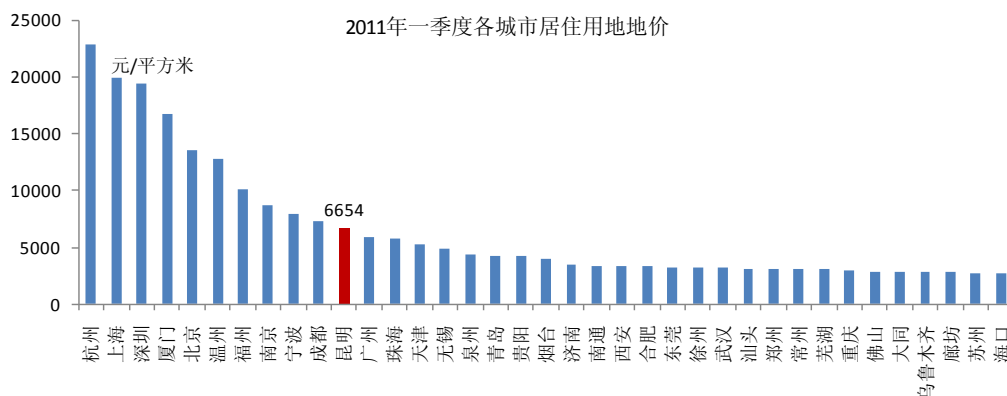
资料来源：中国城市地价动态监测数据，民生证券研究所

图 5：2007 和 2010 年地价涨幅居全国首位



资料来源：中国城市地价动态监测数据，民生证券研究所

图 6：2011 年一季度昆明市居住用地地价达 6654 元/平方米，位列全国第 11 位



资料来源：中国城市地价动态监测数据，民生证券研究所

政府高度垄断是地价飙升的本质原因

昆明地价爆发在 2007 年 4 季度，而这个时间段恰逢新一届市政府成立，经过深入分析和实地调研的比对，我们发现政府通过以下途径来最大化每一块土地的成交价格，从而促使昆明地价呈现爆发式增长。

表 2：地价暴涨的背后处处隐现政府魅影

原因	解读
在 10 年下半年根据昆明土地的招拍挂的相关规定，土地拍卖竞买人必须在七人及以上，而其余地方政府一般都是三人及以上	提高拍卖参与人数有利于促进竞争，从而提高最终的成交价格。
政府采用提高容积率的方式来提高每亩单价	深度挖掘土地价值
2008 年 9 月 1 日起，昆明执行新的基准地价，与 2002 版基准地价相比，商业用地各级别基准地价平均提高了 10.69%，住宅用地基准地价各级别平均提高了 35.55%。	提高基准地价提高了所有土地的价格底限。
提高预售条件，10 年及以前是建设至正负零便可预售，现在则要建到 7 层以上才可预售，而多层则需封顶，同时放缓预售的审批进度等	提高预售门槛有利于降低市场可售量，从而推高房价并拉动地价的上涨。
调研了解到，政府甚至会直接参与到部分出让地块的“定价”。	政府对市场的影响显著超过其他重点城市
政府为了推进城中村改造，放缓已储备地块的出让，而提高城中村改造地块在所有土地出让中的比重	城中村改造由于政策的反复及拆迁等原因而推进缓慢，从而降低了市场居住用地的供应量。

资料来源：市场调研，民生证券研究所

（三）融资平台还款压力隐现，卖地是解决问题的唯一出路

对地方融资平台的整顿增加了地方政府的还款压力

地方融资平台大量产生的本质原因在于地方政府要大兴土木搞基础设施建设，所谓基础设施则分非营利的公益性项目和非公益的营利性项目，即使是营利性项目也是铁路、收费公路等需要较长时间才能收回成本的项目。国务院于 2010 年 6 月出台《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》开始着手对平台公司的贷款进行清理、

整顿。

表 3: 我国对地方融资平台已出台的重要监管政策

出台时间	政策	政策要点分析
2010-06-10	国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知	1、对主要依靠财政性资金偿还只承担公益性项目的融资平台，不可再贷。 2、对主要依靠财政性资金偿还除承担公益性项目的融资还承担公益性项目建设和运营的平台，不可再贷。 2、对主要依靠自身收益偿还具有稳定经营性收入公益性项目的融资平台，财政不再担保。 4、对其他兼有不同类型融资功能的平台公司，财政不再担保。
2010-07-30	财政部关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知	解读《通知》并进一步细化通知中的各项要求文件。
2010-10-28	地方政府融资平台公司公益性项目债务核算暂行办法	会计司出台的文件，从报表审核的角度对平台融资进行细化。

资料来源：国务院，财政部，会计司，民生证券研究所

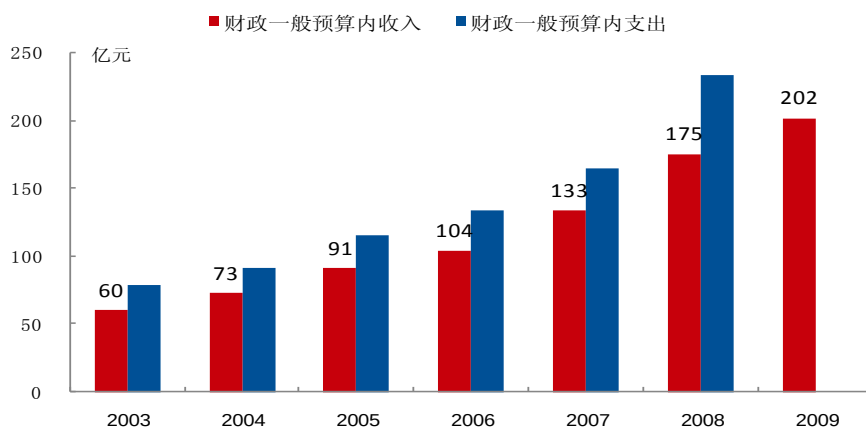
卖地是解决地方融资平台问题的唯一出路

解决地方债务问题的两种思路：

- 1、借新还旧**，等以后财政收入多的时候就多还一些，而据南风窗（2010 年 11 月）报道，2009 年，昆明政府性融资是地方财政一般预算收入的近 5 倍，分别为 962 亿元和 201 亿元，考虑到持续多年的预算内赤字问题，地方预算内财政基本没有多余的钱来还债。
- 2、依靠卖地或卖其他国有资产来回收现金**，由于卖国有资产一直有着纠结于是否贱卖的问题，而卖地则名义上是土地使用权的出让，卖多少钱都不存在贱卖的问题，所以卖地一直是地方政府筹集建设资金的最重要的途径。

比较下来，卖地是一个快捷、有效的途径，而且自 2007 年 4 季度新一届市政府组建以来，政府寄希望通过卖地来大力推进城市基础设施建设的意图就非常明显，2011 年 2 月 24 日，副市长在昆明市国土资源管理暨土地储备工作会议上也透露，目前昆明市已进入还贷高峰期，以往大量存量债务和计划新增债务只有通过储备土地和土地一级开发整理进行债务保全或进行融资。

图 7：政府一般预算收入绝对规模仍较小



资料来源：wind，民生证券研究所

土地一级市场供应放量，流拍增多但仍难撼地价

我们有理由相信，为了还贷政府有可能加速推进土地出让，从去年 12 月份政府已经开始加快土地出让，今年 5 月 23 日，政府又一次性推出 270 宗地，土地一级市场的供应放量，已清晰地体现出政府巨大的还款压力。

从昆明市国土资源局获得的数据来看，自 2009 年 1 月-2010 年 4 月，昆明市在推出的居住或商服用地中，没有出现流挂或流拍的现象，但是自 2010 年 4 月起，流拍或流挂现象陆续出现，2010 年的 12 月份开始出现较大规模的土地流挂和流拍，土地市场出现一定疲态。

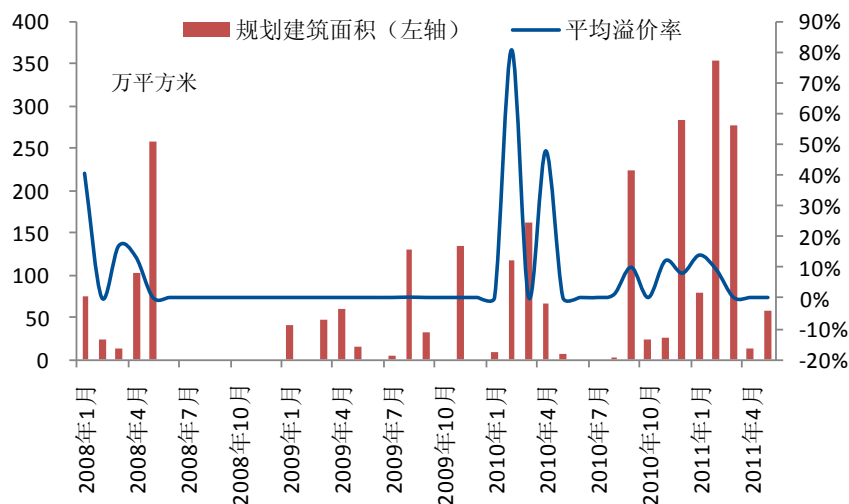
表 4：近期土地市场流拍情况统计

流挂/流拍日期	推出居住/商服地块总数	流挂/流拍数目
2010-04	4	1
2010-06	1	1
2010-12	16	7
2011-01	7	3
2011-02	9	1

资料来源：昆明市国土资源局，民生证券研究所

我们认为政府推地节奏加快导致的土地市场供给放量是土地市场开始出现流拍的重要原因，限购对成交量的负面影响已在全国逐步体现，也降低了开发商的拿地热情，同时，起拍家数底限 7 家和起拍价较高也是土地流拍的一个重要原因。由于政府在土地一级市场处于寡头垄断地位，其对土地成交价的影响力较高，短期内地价难以出现明显回落。

图 8：2010 年底开始居住用地成交量呈上升态势，溢价率维持低位



资料来源：wind, 民生证券研究所

四、本地房企领跑，外地开发商进入缓慢

昆明市地产开发主要以本地开发商为主，本地房企项目区位优势明显，外来开发商项目较少且位置较偏远。

大型开发商中保利、恒大仅在昆明市郊区的安宁市各有一个项目，近两年一直没有增加土地储备。万科的金域缙香和东白沙河项目的位置相对保利、恒大离市区更近，但仍位于二环之外。还有一些开发商选择在云南其他城市拿地，如雅居乐在腾冲拿地，花样年在大理拿地。

相比之下昆明本地开发商在项目储备上更具竞争力，其除了正常招拍挂拿地外还可依靠参与城中村改造等其他方式获得地块。如昆明最大的开发商俊发地产项目均分布在二环以内或紧靠二环。

（一）限制供地和政策多变致使外地开发商进入缓慢

供地少和政策多变是外地开发商进入昆明市场步伐缓慢的主要原因。2009 年基本上没有真正的净地出让，多为城中村改造用地，2010 年公开招拍挂地块仅有 2 宗，而外来开发商因拆迁成本不可控和资金压力较大等因素，较少参与城中村改造。政府的在土地开发环节政策多变，使开发商无法形成稳定预期，也是外地房企谨慎进入昆明的一个重要原因。

（二）聚焦刚需的外地房企市场地位将稳步提升

当地龙头俊发地产虽然一直将万科视作自身的标杆，但是在具体经营过程中的差异巨

大，其产品相对来说偏高端，在营销方面也并未采取合理定价快速去化的销售策略，这也其部分楼盘出现滞销的重要原因。而以万科、保利、恒大为代表的践行普通住宅高周转模式的开发商，将享受到刚需温和复苏所带来的市场红利，从而逐步提升当地的市场占有率。昆明市在5月23日推出270宗地，这将为异地房企创造更多的机会。

图 9：本地龙头开发商俊发地产项目位置极佳



资料来源：民生证券研究所

图 10：外地大型开发商项目位置较偏远



资料来源：民生证券研究所

五、实盘调研——高端盘滞销，刚需盘去化良好

（一）七彩俊园

位于一环路内核心区域，是目前一环路内最大的开发项目，建成后将成为昆明 CBD 的重要组成部分。项目包括住宅、写字楼和商业，其中住宅部分由 5 栋 34 层塔楼和一栋板楼组成，户型 78-260 平米不等，**塔楼均价 18000 元/平，板楼均价 21000 元/平，精装修。**

该项目因总价较高，销售进度缓慢，去年所开房源仍有尾盘在售，今年 2 月新开房源因限购政策去化速度更缓，**目前每月大约可售 2-3 套。**

图 11：七彩俊园区位图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

图 12：七彩俊园鸟瞰图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

（二）万科金域缙香

万科在 2010 年 8 月在金域缙香项目（带精装）的可研时预计售价在 8000 元/平米左右，而至 2010 年 11 月一期开盘时价格约 10000 元/平米，2010 年 2 月均价约为 10500 元/平米，而附近的龙江雅苑的均价已经从 2009 年中的 4500-6000 元/平米上涨至目前的 9000-10000 元/平米，价格基本翻倍。2011 年 6 月 5 日二期推出 400 套，现已售罄，带精装均价 10500 元/平方米，与 2010 年底推售的一期价格基本持平。

图 13: 金域缙香区位图



资料来源：搜狐网，民生证券研究所

图 14: 金域缙香效果图



资料来源：搜狐网，民生证券研究所

(三) 滨江俊园

开发商为俊发地产，项目位于城北一环与二环之间，靠近盘龙江与龟龙湖公园。去年开盘的 100 平以上大户型均价 11000 元/平米左右，目前还剩 40 余套。回迁房区域部分房源在售，为 100 平以下小户型，均价 9000 元/平米以上。在售房源均为毛坯房，另有 3 栋精装修楼盘计划 8 月开盘，均价 13000-14000 元/平米。

该项目目前在售为 34 层塔楼，以 100 平以上大户型为主，8 月即将开盘的户型中包含 400 平米的复式。定位中高端。

图 15: 滨江俊园区位图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

图 16: 滨江俊园效果图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

(四) 翡翠湾

该项目位于滨江俊园与盘龙江之间，类似综合体项目，包括若干 34 层塔楼，一栋南北向板楼，若干别墅和一栋商业（正在招商，不销售）。

图 17: 翡翠湾区位图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

图 18: 翡翠湾鸟瞰图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

别墅已售完。去年 9 月开盘 5 号楼为 34 层塔楼，目前仅剩 4 套，户型在 120 平方米以上，售价 14000 元/平。计划近期推出 6 号楼为南北向板楼，户型在 140-217 平之间，计划售价 18000 元/平，全款 99 折。

该项目最大卖点在于其公园式住宅的概念，小区紧邻龟龙湖公园和昆明龙脉盘龙江，小区内更是有一较大人工湖，营造推窗即览湖、园、江、山“一宅四景”的概念。

（五）经典双城

该项目位于西山区人民西路和海源路交叉口处，地铁 3 号线从小区门口经过。项目占地面积约 1000 亩，包括 200 平米住宅和 100 平米商业。地理位置较优。目前在售的 C 区共 800 多套，均价 9300 元/平，于 2010 年底开盘，当时销售较热，开盘即售罄，但调控政策出台后，不少不符合资格的购房者不得不退房，目前剩余 40 多套，销售进度一般，每周去化 2-3 套。2013 年交房。

户型为 80-110 平两居或三居，34 层塔楼，90 平左右南北通透户型已售完，剩余房源中大户型居多。目前在做 D 区蓄客，计划年底开盘。

图 19: 经典双城区位图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

图 20: 经典双城鸟瞰图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

（六）尚领明珠

项目位于西山区西三环附近，去年年中开盘，共 6 栋楼，约 900 户，目前还剩 100 多户在售，销售较缓慢，剩余盘 100 平米以上大户型居多。均价 7500 元，贷款 98 折，全款 97 折。

该项目较小，总建筑面积仅 11 余万平，小区周边配套设施一般，商业配套主要有沃尔玛等，教育配套有北师大附中分校。户型为 80-110 平米两居或三居，33-34 层塔楼。

图 21：尚领明珠区位图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

图 22：尚领明珠规划图



资料来源：搜房网，民生证券研究所

插图目录

图 1: 223 限购令对需求的总体抑制作用显著, 成交量将呈缓慢复苏	4
图 2: 2010 年商品住宅新开工和销售面积均创出历史新高	4
图 3: 地方政府经营城市的本质利用土地市场获取垄断利润	6
图 4: 2010 年各类用地地价较 2008 年大幅上涨	6
图 5: 2007 和 2010 年地价涨幅居全国首位	6
图 6: 2011 年一季度昆明市居住用地地价达 6654 元/平米, 位列全国第 11 位	7
图 7: 政府一般预算收入绝对规模仍较小	9
图 8: 2010 年底开始居住用地成交量呈上升态势, 溢价率维持低位	10
图 9: 本地龙头开发商俊发地产项目位置极佳	11
图 10: 外地大型开发商项目位置较偏远	11
图 11: 七彩俊园区位图	12
图 12: 七彩俊园鸟瞰图	12
图 13: 金域缙香区位图	13
图 14: 金域缙香效果图	13
图 15: 滨江俊园区位图	13
图 16: 滨江俊园效果图	13
图 17: 翡翠湾区位图	14
图 18: 翡翠湾鸟瞰图	14
图 19: 经典双城区位图	14
图 20: 经典双城鸟瞰图	14
图 21: 尚领明珠区位图	15
图 22: 尚领明珠规划图	15

表格目录

表 1: 2011 年昆明限购令逐步升级, 对非本地户籍购房的抑制更加显著	3
表 5: 地价暴涨的背后处处隐现政府魅影	7
表 3: 我国对地方融资平台已出台的重要监管政策	8
表 4: 近期土地市场流拍情况统计	9

分析师与联系人简介

肖 肖，房地产行业分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，中国人民大学哲学学士，2011年加入民生证券。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。