



房地产

2011.07.11

房地产市场及 6 大龙头公司调研综述

——万科、保利、金地、招地、华侨城、世联

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
编号	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读：

我们于上周组织广深区域房地产市场及六大龙头开发商的联合调研，受到市场的热情关注。

摘要：

- 国泰君安房地产市场及龙头开发商联合调研
- 时间：2011 年 7 月 5 日-7 日
- 邀请嘉宾：各地产龙头公司相关高管
- 参与的基金保险等客户人数：约 70 人

内容纪要：

- 市场目前情况：龙头 6 月销售靓丽，明显跑赢市场，整体市场仍未出现明显回暖迹象，去化仍困难。龙头公司 6 月销售环比增速均超 45%，同比增速均超 80%，主要是推盘量增加及合理定价追求去化所致，而整体市场的去化仍很困难。
- 后续推盘及销售：大部分龙头 7 月推盘环比下降，但三季度整体货量明显上升，9、10 月是高峰。万科、保利、招地 7 月推盘将下降，而金地、华侨城 7 月推盘仍将上升。各公司普遍表示三季度货量环比上升，8、9、10 月份货量最大。
- 新开工及投资增速：各龙头公司均表示新开工计划目前不会变化，但实际的地产投资增速已经下滑。万科表示统计局公布的投资数据滞后，可参考住宅的建材指标：砖、预应力混凝土桩等。5 月全国砖产量的同比增速-5%，为 05 年以来最差；预应力混凝土桩在 0%徘徊。
- 土地市场：地价未明显下滑，但出让量明显下降。地价尚无明显下滑的趋势，反而起拍底价部分区域有上升，主要是政府对于溢价率的控制。同时，目前地方政府主动来找开发商买地的情况明显增加。
- 对后续政策的判断：大部分开发商判断目前政策维持的可能性大；小部分开发商预期会继续小幅收紧，但空间较小，可能再加严的方面：（1）限购城市有再扩大的可能；（2）预计压迫开发商资金链的政策可能会继续收紧；（3）预收款监管的城市范围会加大。
- 在市场调整中受益的公司类型：快周转龙头公司。（1）快周转大企业市场份额上升，小企业冬眠：如万科、保利、恒大，以及金地、招地等。（2）高点未大量拿地，或资金充裕可以抄底土地市场：例如万科、招地、首开等。（3）布局偏非限购城市：如恒大、荣盛等。
- 经过广深 6 大龙头公司及市场的调研，我们仍维持行业增持评级的判断，继续建议机构投资者逢调整战略性增仓，选股策略主线依然是高周转和销售看好的龙头（保利、首开、万科、金地、招地、荣盛、侨城等）。但由于 7 月份龙头代表万科、保利、招地的销售环比可能下滑（推盘 7 月暂时下降导致），短期板块股价预计将有所盘整。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

房地产经营

房地产开发

相关报告

《7 月 6 日央行加息点评》，2011.7.7
 《政策决定论—2011 年中期投资策略报告》，2011.6.13
 《从“延安”到“西柏坡”—2011 年房地产行业投资策略报告》，2011.12.10
 新版住宅周报 128 期（6.11-6.17）《关注调控下开发商的应对情绪》2011.6.18
 新版住宅周报第 126 期（5.29-6.5）《资金渠道向保障房建设公司倾斜》，2011.06.07
 新版住宅周报第 125 期（5.21-5.28）《新盘普遍顺应市场略低价入市》，2011.5.30
 房地产行业周报 113 期（2.7-2.13）《销量下降趋势开始显现》，2011.2.14
 房地产行业周报 110 期（1.10-1.17）《逐渐进入两会前的政策敏感期》，2010.1.18
 行业事件快评《三次调控彰显调控决心，量价调整将成必然》，2011.1.27
 行业事件快评《房产税波澜不惊，基本符合预期》，2011.1.28
 《静待水落石出—2010 年中期投资策略报告》，2010.6.18
 《花月正春风—2010 年投资策略报告》，2009.12.10
 《保障房开发对房地产投资和 GDP 的影响—政策系列研究之一》，2010.5.21
 《中国商业地产系列研究报告之一：保险资金投资不动产对商业地产影响分析》，2010.3.30
 行业深度研究报告《中国房地产行业和商业模式的前景和出路》，2010.8.26
 行业专题研究报告《高度关注深圳前海开发和城市更新进程》，2010.08.25
 《房价定乾坤—2009 年房地产行业投资策略》，2008.12.05

调研综述:

1. 房地产市场目前状况: 龙头 6 月销售达到上半年高峰, 但市场并未整体回暖

(1) 6 月龙头销售达到上半年的高峰, 主要是推盘量增加及市场定价。并不代表整个市场的回暖。

从我们调研的情况看, 龙头公司表示其项目所在区域并未出现销售大面积回暖迹象, 去化仍是比较困难。由于龙头相对整个市场基本均属于高周转公司, 定价合理, 在一定盈利水平下以走量为主要目标。因此在 6 月推盘量明显增加的情况下, 龙头公司明显超越市场获得高销售额。

(2) 龙头公司 6 月业绩靓丽

万科、保利、金地、招商地产上半年销售额同比增幅为 79%、81%、109%、超 100%; 而 6 月销售额环比增幅为 47%、53%、77%、超 100%。万科 6 月销售 132 亿, 上半年完成 656 亿元销售额; 保利 6 月 114 亿, 上半年完成 395 亿元; 金地 6 月销售 37 亿, 上半年完成 113 亿元; 招商地产预计 6 月认购额在 50 亿以上, 预计上半年约 110 亿左右。

(3) 上半年去化速度: 龙头周去化率在 60% 左右, 2 月之前在 70%-80% 左右, 但龙头仍普遍高于市场平均

万科: 2 月之前去化率 80% 以上, 2 月之后去化 60%-65%。

保利: 6 月新推盘去化都是在 60% 左右, 以前普遍去化在 70% 及以上。

金地: 1-6 月可售楼盘周去化率普遍在 60% 以上。但南京、杭州自在城较差, 部分月份新推的去化率在 40%。

2. 对未来房地产市场的预判

2.1. 后续推盘及销售: 7 月环比下降, 但三季度整体货量明显上升, 9、10 月是高峰

(1) 行业可售存货三季度将大规模上升, 开发商推盘量集中于 8-10 月。

A、万科: 预计下半年推盘比上半年会高 20%, 8、9、10 三月的推盘会高于其他月。

B、保利: 预计下半年货量比上半年增加超过 25%, 高峰在 9、10 月份。

C、金地: 上半年新推货量 100 万方左右, 预计下半年推盘量在 230 万方左右, 其中 3 季度最高。

D、华侨城: 预计下半年推盘 100 万方左右, 对应 270-280 亿货量, 大幅高于上半年。

(2) 万科、保利、招商地产 7 月由于推货量减少, 销售额预计环比下滑, 而 8、9、10 月将逐月回升。

A、万科: 预计 7 月推盘环比下降, 高峰是 9、10 月份。

B、保利: 预计 7 月推盘环比下降, 高峰是 9、10 月份。

C、招商地产: 6 月为推盘高峰。7、8 月新推货量不多, 高峰是 9、10 月份。

(3) 华侨城、金地 7 月的销售预计将环比上升。

A、华侨城：7 月 10 日纯水岸九期开盘，推盘 5.5 万平米，30 亿货量认购情况相当理想。后续香山里二期等货量将持续推出，由于下半年深圳的可推货量超过 120 亿，且大部分为比较稀缺的项目，预计销售情况将较为理想。

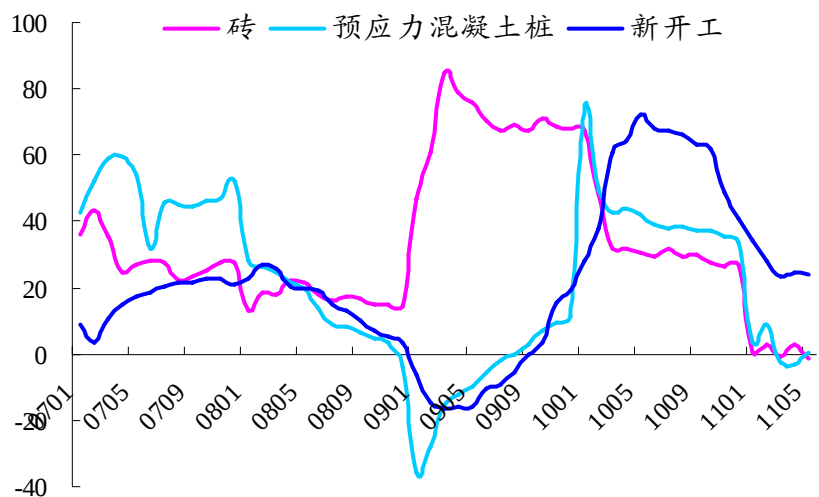
B、金地：上半年推货量 100 万方，预计三季度推货量在 130 万方，持续将有明显环比上升。预计销售额也将随推盘量的增加而环比上升。

2.2. 投资增速：实际地产投资增速已经下滑，预判后续的实际房地产投资增速会持续下滑

目前全国的实际新开工数据已经下降，而统计局公布的新开工投资数据存在滞后的情况，主要是由于其统计的是开发商对外付钱的数据。同时，小城市的新开工量占全国开工的三分之二以上，由于这些小城市以前都没有商品房，导致新开工较难出现下滑。

可以参考的衡量实际房地产的投资和开工的数据，可以参考建材的数据，如基本只用来建造住宅的一些建材指标：砖、预应力混凝土桩等。到 2011 年 5 月，全国砖产量的同比增速下降到 -5%，为 05 年以来最差的情况；而预应力混凝土桩产量在正负零徘徊，也已经属于较低的水平。

图：全国砖及预应力混凝土桩的 5 月产量同比增速已在 0% 附近徘徊



数据来源：国家统计局、国泰君安房地产研究

2.3. 政策预判：维持严控，仍存在小幅加紧的可能

龙头开发商对政策的判断，一致预期是政策再收紧的可能性小，但是基本在半年内应该会维持目前的严控状态。

小部分开发商预期政策会再次继续小幅度收紧，但是空间比较小。可能再加严的方面：

(1) 限购城市有再扩大的可能。

2011 年可能不要考虑限购政策的放松，反而限购政策可能会加紧，有挤出效应的大城市周边的城市会逐渐纳入限购范围，但是过程会比较缓慢。政府可能会监控更多城市的房价，建议地方政府自愿加入限购城市的范围。

(2) 预计压迫开发商资金链的政策可能会继续收紧

但是对于该类政策的效果，基本持反对的意见，会首先导致买地、新开工的下降。因为小企业决定整个房地产市场，小企业在资金紧缩下选择的步骤顺序：停买地——降开工——降价——卖公司。所以未来降价很慢，但是新开工下降会比较快，未来的房屋供应会下降。

(3) 预收款监管：预计监管的城市范围会加大。

2.4. 对后续量、价的预判

价格：下半年房价将继续小幅下降。

量：供货量 8-10 月份是持续推货高峰，后续总的销售量环比会上升，但去化率可能会继续下滑。

龙头公司量、市场份额跑赢市场：接下来行业总体销量会萎缩，快周转的大公司的占有率会更高，龙头公司的业绩还是会有增长。

2.5. 土地市场的判断

地价未明显下滑，但出让明显下降：目前开发商普遍表示，地价尚无明显下滑的趋势，反而起拍底价部分区域有上升，主要是政府对于溢价率的控制。但土地成交量明显下滑，出让偏少，现在地方推地基本需要先勾地，防止流拍。

未来的地价判断：下半年土地市场会继续下滑，比较一致的意见是若地价下降会尽量在土地市场抄底。部分开发商认为下半年土地市场较明显下滑，流拍、价格明显下降将出现；部分认为土地市场回下滑，但是价格不会下降过多，主要是土地一级整理成本偏高，无降价空间，且地方政府反应更慢，目前仍比较乐观。

各开发商普遍表示：目前地方政府来找开发商买地的情况增加。开发商对于后续若地价下降后抄底土地市场均表示较大的意愿，但仍要从资金状况及土地所在的区域状况综合考虑。

3. 在市场调整中受益的公司类型

(1) 快周转大企业市场份额进一步上升，小企业冬眠（不买地、不开工）：如万科、保利、恒大，以及金地、招商地产等。

(2) 高点没有大量拿地，或者资金及资金渠道较为充裕可以在土地市场下滑后补货的公司：例如万科、招商地产、首开股份、保利地产等。

(3) 城市布局偏非限购城市的公司：例如恒大的三四线比例较高、荣

盛发展等公司。

4. 附：世联地产具体情况

公司业务分类：顾问策划占比 24 %（房地产开发咨询、营销顾问、商业地产顾问）、代理销售占比 71%（营销策划、代理销售）、经纪占比 4%（二手租赁代理、二手买卖代理）。

A、顾问策划业务：主要是卖报告等，一般几个月或者 1-2 年的服务周期，客户包括政府部门、土地运营机构、房地产开发商。主要公司顾问业务从大到小：易居、世联、思源，而华南区域的竞争者是合富辉煌。

B、代理业务：主要是替开发商卖楼。从开发商买地即开始介入，未来委托专业公司销售是趋势。世联的销售代理费用率 2009 年 0.88%、2010 年 0.89%，目前没有明显变化趋势，预计后续将比较稳定。销售代理的结算有约 6-9 个月的滞后期。

世联目前有 29 家分支机构，200 多个城市，超过 3000 个房地产项目。

代理项目市场占有率：厦门 11.4%、天津 7.4%、西安 9%、武汉 5.7%、大连 10.8%、珠海 21.3%、惠州 21%、东莞 17.89%，预计年底会有超过 10 个城市的市场占有率第一。

C、经纪业务：目前该业务规模很小，只在深圳的豪宅二手交易，只有 40 多家店。

D、主要在研究和在培养的业务：服务商业地产。

业务拓展：

（1）强强联合：收购在当地前三位的公司，提高市场占有率。

（2）知识管理系统：数据库（很强大、IBM 合作），快速培养人手，一般研究生半年可以做项目，一年半可以做项目经理。

对房地产市场的判断：

- 1、 目前情况：市场较平稳，调控政策处于平稳期，保障房未规模推出。
- 2、 地方政府的财政在恶化，开发商的资金链也持续紧张，处于博弈。
- 3、 预计政策不会放松：限购、限贷会继续执行。
- 4、 保障房：多样化的资金来源，预计 2013-2014 形成供给。
- 5、 从 2 季度开始，各城市的库存量会逐渐增大，总成交量不会差。
- 6、 所观察到的市场的需求仍然非常旺盛，但没有购买资格。
- 7、 下半年市场：中性偏乐观。

作者简介:**孙建平:**

执业资格证书编号: S0880511010044

电话: 021-38676316

邮箱: sunjianping@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于南开大学金融学系, 2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名, 2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2008 年、2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名, 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

工学硕士, 毕业于清华大学土木工程系, 2008 年 3 月进入国泰君安证券研究所, 从事房地产行业研究。荣获 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		