

证券研究报告—动态报告/行业快评

房地产

近期土地市场成交低迷点评

谨慎推荐

(维持评级)

2011年7月21日

愈“流拍”，愈“看多”

证券分析师：	方焱	0755-82130648	fangyan@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120001
证券分析师：	区瑞明	0755-82130678	ourm@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051
联系人：	黄道立	0755-82133397	huangdl@guosen.com.cn	

事项：

2011年上半年土地出让金排行榜出炉，数据显示，受多重因素影响，上半年土地市场趋冷，7月中旬以来，在“二、三线城市房价涨幅过大也要限购”预期下，土地频频流拍，趋冷态势加重。

评论：

■ 上半年土地出让金环比大幅减少 37.6%

2011年上半年，全国130个城市土地出让金为7524亿元，同比减少5.5%，一线城市同比均出现下跌情况，且跌幅较大，而一些二、三线城市则出现了大幅增长。“同比减少5.5%”表面上看似“不算太冷”，但由于去年4月份史上最严厉调控政策出台把楼市杀了个措手不及，使土地市场二季度跌入冰点，因此在基数较低的情况下，同比减幅不算大。我们认为环比更能反映实际：与去年下半年的12073亿元相比，今年上半年土地出让金减少了37.6%。

■ “限购”和“限证”是上半年土地市场低迷主因

目前地产调控政策可归纳为一个字“限”——限贷、限购、限外、限证……，其中最严厉的当属“限购”和“限证”。二者对开发商拿地的影响：①“限购”是将已拥有一套(或两套)的人排除在市场外，相当于摁住了投资和改善性需求（在通胀预期且投资渠道狭窄情况下，大部分改善性需求兼具投资需求），这部分需求若被摁住，开发商预期势必变坏，且市场细分和产品定位难度大增，因此拿地必然谨慎。②而“限证”（满足政府“限价”要求后才获发预售证）意味着政府在开发商预售时单方面突然更改卖地时的“约定”，这个风险比“限购”来得更大，因为大部分商品住宅用地并非限价房用地，开发商决策是否拿这块地时是按商品住宅来考虑产品定位的，在预售前政府临门一脚“限证”有可能使开发商面临亏损及其他风险。既然未来销售预期因为“限购”而变坏、申领预售证时又有可能被政府“限证”而面临亏损，那开发商为什么还要拿地呢？

■ 近期土地流拍快速蔓延，印证我们中期策略的判断

7月18日，云南城投滇池一级开发项目一期第二批7块第（共300亩）拍卖，由于无人报名，全部流拍。7月19日，沈阳15块土地集中拍卖，流拍9宗；南京9块地流拍2宗；宁波2块黄金地段地块因无人应价流拍；兰州城关区2宗第因报价未达底价而流拍。我们在6月份发布的2011年地产下半年策略《配置选择下的比较优势》中曾指出：房企已进入战略防御阶段，久违的流拍现象已重新出现，若未来地价无明显下跌或调控无适度放松，标志性土地流拍事件将持续出现。从我们统计的住宅用地流拍情况上看，今年1月至5月中旬，我们统计的重点城市土地流拍宗数仅为31宗，其中销量成交最清淡的4月流拍宗数高达11宗。而从6月1日至7月19日，我们统

计的住宅用地流拍宗数就高达 37 宗，一个半月左右的流拍数量几乎超过上半年流拍数量总和。由此可以看出，土地市场趋冷正在加速，市场运行完全印证了我们中期策略中的判断。

表 1:2010-2011 年上半年土地出让金排行榜

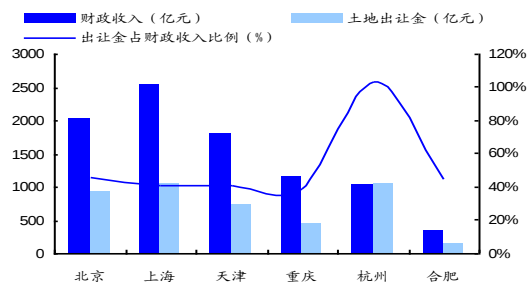
2011 年上半年				2010 年上半年			
排名	城市	土地出让金(万元)	同比	排名	城市	土地出让金(万元)	同比
1	上海	4947202	-21.87%	1	上海	6331887	294.82%
2	武汉	3636292	77.33%	2	北京	6322136	167.41%
3	昆明	3368502	416.03%	3	天津	5625595	168.96%
4	北京	3267043	-48.32%	4	大连	3888526	197.00%
5	苏州	3124515	3.68%	5	杭州	3725140	136.68%
6	天津	3091911	-45.04%	6	苏州	3013663	972.29%
7	沈阳	3081350	142.63%	7	无锡	2191162	437.40%
8	杭州	2852342	-23.43%	8	重庆	2116086	43.26%
9	大连	2581642	-33.61%	9	青岛	2054498	391.89%
10	成都	2095192	9.12%	10	武汉	2050552	94.85%
11	重庆	2036198	-3.78%	11	成都	1920024	574.78%
12	南京	1765331	78.97%	12	宁波	1604669	164.42%
13	哈尔滨	1752921	65.20%	13	福州	1338070	360.31%
14	福州	1752530	30.97%	14	厦门	1297437	13.97%
15	青岛	1425424	-30.62%	15	沈阳	1269958	86.75%
16	长春	1413217	159.20%	16	济南	1254234	162.69%
17	无锡	1308700	-40.27%	17	常州	1194457	13.17%
18	佛山	1299984	11.66%	18	深圳	1186038	140.58%
19	合肥	1171312	6.09%	19	佛山	1164283	97.78%
20	常州	1151245	-3.62%	20	合肥	1104042	24.72%
前 10 名合计		32045988	-14.13%			37319246	
前 20 名合计		47122850	-6.97%			50652458	

资料来源：搜房网、国信经济研究所

■ 土地市场低迷既伤及财政，又伤及未来商品住宅供应预期

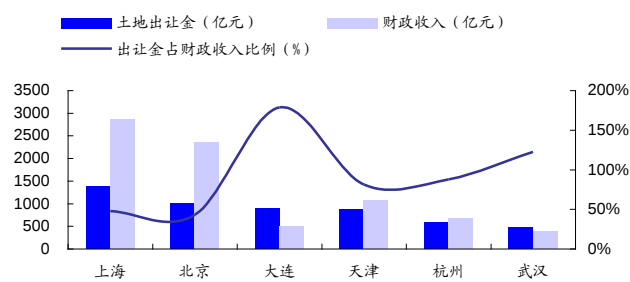
从过去几年数据上看（如图 1、2），土地出让金在地方财政中占重要地位，是地方财政收入的重要补充，个别城市土地出让金收入规模甚至超过地方财政预算内收入。由于 09 年开启的“四万亿投资”后续工程今年还需继续建设、水利及保障性住房的硬性任务也得抓紧完成，土地市场若持续低迷，地方财政将会面临很大压力。保障房建设本质上是地方政府的“让利”行为，若财政吃紧，其保障房建设压力或会强行转嫁给一些央企或地方国资背景的企业，由这些企业来“让利”，从而使这些企业的盈利水平下降。同时，“土地市场低迷”也意味着未来商品住房的供应会减少，09 年房价报复性上涨，其中一个原因就是：市场复苏后，由于 08 年土地市场低迷，导致 09 年供应跟不上！

图 1：09 年各地土地出让金收入和财政收入对比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 2：2010 年各地土地出让金收入和财政收入对比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

■ 政策有纠偏的必要

“遏制房价过快上涨”正确性毋庸置疑，但 09 年以来房价报复性反弹，既是 08 年被压抑需求的补充释放，也是过去两年货币超发引发通胀的“货币表现”。调控一年多，从实施的具体措施来看，有“纠偏”必要。中国房地产问题的结症首先是地产繁荣的红利没有用好（这些红利包括土地出让金、部分开发商的超常利润、炒房人的资本利得等），其次是收入分配结构不合理。从现有调控手段来看，并未触及这两方面结症，而是“妖魔化生产者”和“情绪化打压需求”，若这种思路不变，终将造成多输——经济下滑、财政减收、有房人财富缩水、无房者雪上加霜！而且政策反复，也导致财富挤出效应。我们认为，地产调控可以通过“政府‘让利’以提高全社会福利水平降低商品房资产在居民财富中的占比、放开再融资增加商品房和保障房供给、扩大土地出让金在民生领域的投入、对有超常利润的开发商清算土地增值税、对炒房者征收资本利得税”等手段来实现，而不是限购、限贷、限证……。

■ 维持中期策略观点，建议逢低加仓至超配

我们 6 月上旬发出了下半年看多地产的中期策略《配置选择下的比较优势》，看好地产股在下半年的表现。目前市场正朝着我们预期的方向运行，后市尽管有波动，但只要在打压地产时我们看不到合乎逻辑的经济增长和财政增收的替代方案、且地产股与产业链上的其他板块的估值剪刀差没有明显收敛，我们就依然“看多”，推荐 ①全国和区域龙头——保招万金、荣盛发展等；②具备超强资源整合能力的“新中华”组合（华业地产、中天城投、新湖中宝）；③ 优质商业地产股——金融街、世茂股份、浦东金桥等。

■ 特别提示

根据《发布证券研究报告暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告[2010]28 号）第十二条的规定，我公司特披露：截至 2011 年 7 月 20 日，我公司以自有资金投资持有“保利地产”（600048）67600000 股。

附表：国信证券重点地产股盈利预测及估值

表 5: 国信证券重点地产股盈利预测及估值

	证券简称	最新价	EPS				PE				PB	NAV	P/NAV	投资评级
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E				
"保招万金"等全国龙头	万科 A	8.47	0.66	0.90	1.22	1.50	12.8	9.4	6.9	5.6	2.1	12.0	0.7	推荐
	招商地产	18.30	1.17	1.40	1.91	2.48	15.6	13.1	9.6	7.4	1.7	26.4	0.7	推荐
	保利地产	11.09	0.83	1.06	1.38	1.83	13.4	10.4	8.1	6.1	2.2	10.9	1.0	推荐
	金融街	7.17	0.59	0.73	0.88	1.14	12.2	9.8	8.1	6.3	1.3	10.9	0.7	推荐
	金地集团	6.36	0.60	0.78	0.94	1.27	10.6	8.2	6.8	5.0	1.6	9.6	0.7	推荐
	华侨城 A	7.97	0.54	0.67	0.83	1.02	14.7	12.0	9.6	7.8	3.4	6.1	1.3	谨慎推荐
云天星球	云南城投	11.86	0.40	1.21	1.82	2.15	29.7	9.8	6.5	5.5	3.0	18.9	0.6	谨慎推荐
	中天城投	11.10	0.43	1.07	1.64	2.26	25.6	10.4	6.8	4.9	8.2	17.5	0.6	推荐
	福星股份	11.14	0.70	0.85	1.30	1.70	15.8	13.1	8.6	6.5	1.5	19.3	0.6	推荐
	苏宁环球	7.18	0.38	0.48	0.83	1.01	19.0	14.9	8.7	7.1	4.1	12.5	0.6	谨慎推荐
其他区域龙头	华发股份	10.88	0.92	1.49	2.00	2.72	11.8	7.3	5.4	4.0	1.6	19.9	0.5	推荐
	新潮中宝	5.16	0.25	0.34	0.43	0.55	20.4	15.1	11.9	9.4	3.7	5.6	0.9	谨慎推荐
	亿城股份	4.30	0.46	0.60	0.80	0.97	9.4	7.1	5.4	4.4	1.6	6.5	0.7	推荐
	滨江集团	11.52	0.71	1.02	1.36	1.98	16.1	11.3	8.5	5.8	3.6	16.5	0.7	推荐
	荣盛发展	9.04	0.55	0.78	1.04	1.45	16.4	11.6	8.7	6.2	3.5	8.8	1.0	谨慎推荐
	新城 B 股	3.71	0.41	0.75	1.57	2.07	9.1	4.9	2.4	1.8	2.1	11.4	0.3	推荐
	中华企业	6.69	0.50	0.72	0.92	1.12	13.4	9.3	7.3	6.0	2.2	8.3	0.8	谨慎推荐
	建发股份	8.38	0.78	0.94	1.17	1.57	10.7	8.9	7.2	5.3	3.0	10.3	0.8	推荐
	栖霞建设	4.98	0.27	0.48	0.59	0.73	18.4	10.5	8.4	6.9	1.5	7.4	0.7	推荐
	天地源	5.23	0.26	0.34	0.45	0.57	19.9	15.4	11.6	9.2	2.1	6.5	0.8	推荐
	首开股份	11.78	0.90	1.26	1.67	1.97	13.1	9.4	7.0	6.0	1.7	15.8	0.7	推荐
	合肥城建	8.83	0.43	0.78	1.00	1.25	20.5	11.3	8.8	7.1	3.0	9.9	0.9	谨慎推荐
整体上市或资产注入	沙河股份	8.18	0.35	0.43	0.55	1.21	23.4	19.0	14.9	6.8	3.3	8.0	1.0	中性
	中粮地产	5.68	0.26	0.33	0.54	0.15	22.2	17.1	10.5	39.1	2.3	7.1	0.8	谨慎推荐
	中航地产	8.70	0.81	0.23	0.46	0.69	10.8	38.4	18.9	12.5	1.5	9.8	0.9	谨慎推荐
	渝开发	7.84	0.19	0.43	0.55	0.74	40.5	18.2	14.3	10.6	2.4	5.9	1.3	谨慎推荐
	广宇发展	7.92	0.21	0.50	0.90	1.27	38.1	15.8	8.8	6.2	6.4	11.3	0.7	推荐
	ST 东源	14.03	0.10	1.09	1.70	2.13	147.1	12.9	8.3	6.6	7.6	14.1	1.0	谨慎推荐
	津滨发展	4.49	0.06	0.12	0.25	0.31	75.8	36.3	18.2	14.5	3.4	3.8	1.2	中性
其它	上实发展	7.33	0.30	0.42	0.55	0.70	24.1	17.3	13.2	10.5	3.1	13.2	0.6	谨慎推荐
	深振业 A	5.89	0.49	0.65	0.91	1.15	12.1	9.0	6.5	5.1	2.4	7.6	0.8	推荐
	深长城	19.70	1.51	1.86	2.26	2.80	13.0	10.6	8.7	7.0	2.0	29.2	0.7	谨慎推荐
	泛海建设	4.54	0.03	0.04	0.06	0.07	168.4	129.7	75.7	64.1	2.7	5.3	0.9	谨慎推荐
	深天健	11.88	0.24	0.32	0.41	0.54	49.0	37.7	29.0	22.1	1.4	26.0	0.5	谨慎推荐
	阳光城	8.14	1.05	1.34	1.68	2.23	7.8	6.1	4.8	3.6	2.8	11.4	0.7	推荐
	嘉凯城	7.11	0.62	1.22	1.55	2.13	11.5	5.8	4.6	3.3	3.4	11.1	0.6	推荐
	中南建设	9.97	0.63	0.86	1.23	1.65	15.7	11.6	8.1	6.0	2.5	16.3	0.6	推荐
	广宇集团	5.68	0.44	0.60	0.72	0.90	12.9	9.5	7.9	6.3	2.1	7.2	0.8	谨慎推荐
	冠城大通	8.94	0.70	0.99	1.20	1.51	12.7	9.0	7.5	5.9	2.7	11.1	0.8	谨慎推荐
	鲁商置业	7.87	0.44	0.85	1.05	1.40	17.9	9.3	7.5	5.6	7.2	11.9	0.7	推荐
	华业地产	12.48	0.45	1.00	1.63	2.28	27.6	12.5	7.7	5.5	3.4	15.3	0.8	推荐
	南京高科	13.90	0.61	0.70	0.99	1.24	22.8	19.9	14.1	11.2	1.3	20.7	0.7	推荐
	万通地产	4.96	0.34	0.44	0.56	0.66	14.6	11.4	8.9	7.5	2.0	5.7	0.9	中性
	中国宝安	20.35	0.30	0.42	0.75	0.92	68.2	48.3	27.1	22.0	8.5	11.0	1.9	谨慎推荐
商业出租类	小商品城	13.38	0.30	0.39	0.66	0.82	45.0	34.1	20.2	16.3	4.9	16.4	0.8	推荐
	南国置业	6.11	0.20	0.28	0.33	0.50	30.5	21.7	18.3	12.2	4.1	7.80	0.8	谨慎推荐
	世茂股份	14.23	0.75	0.96	1.33	1.69	19.1	14.8	10.7	8.4	2.0	33.3	0.4	推荐
	浦东金桥	10.01	0.57	0.73	0.97	1.21	17.6	13.7	10.3	8.2	2.4	21.7	0.5	推荐
	中国国贸	9.38	0.12	0.19	0.25	0.30	78.2	49.4	37.5	31.3	2.2	14.0	0.7	中性
	陆家嘴	14.21	0.64	0.79	0.90	1.06	22.3	17.9	15.8	13.4	2.6	20.4	0.7	谨慎推荐
地产服务		20.00	0.74	1.12	1.53	1.99	27.0	17.9	13.1	10.0	5.4	5.0	4.0	推荐
A 股平均			0.53	0.76	1.04	1.35	27.6	17.6	12.1	10.0	3.0	13.1	0.8	
H 地产股	中国海外	16.26	1.51	1.96	2.45	2.82	10.8	8.3	6.6	5.8	2.4	13.0	1.3	谨慎推荐
	合生创展	6.92	3.43	2.26	2.64	2.83	2.0	3.1	2.6	2.4	0.3	22.0	0.3	谨慎推荐
	世茂房产	10.14	1.32	1.64	1.98	2.49	7.7	6.2	5.1	4.1	1.1	12.1	0.8	推荐
	龙湖地产	11.90	0.80	0.97	1.16	1.26	14.8	12.3	10.2	9.4	3.3	12.0	1.0	推荐
	碧桂园	3.77	0.26	0.31	0.39	0.42	14.6	12.3	9.8	9.0	2.2	3.4	1.1	谨慎推荐
	富力地产	10.20	1.35	1.55	1.80	2.05	7.6	6.6	5.7	5.0	1.4	14.4	0.7	谨慎推荐
	恒大地产	5.83	0.51	0.70	0.73	0.93	11.5	8.3	8.0	6.2	3.6	4.4	1.3	谨慎推荐
	雅居乐地产	12.50	1.71	2.03	2.45	2.78	7.3	6.2	5.1	4.5	2.0	24.7	0.5	推荐
	绿城中国	6.91	0.93	1.39	1.69	2.12	7.4	5.0	4.1	3.3	0.9	23.3	0.3	谨慎推荐
H 股平均			1.31	1.42	1.70	1.97	9.3	7.6	6.4	5.5	1.9	14.4	0.8	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师测算, EPS 均按现有股本除权

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。