

恒压之下，企业众生相

报告要点

- 上半年整个行业在全面持续收紧调控政策的笼罩下，市场也明显从去年下半年炙手可热的局势慢慢降温，调控下的一系列效应也开始显现：新开工增速下降，这和我们年初所预期的相一致，预计 10 月份以后，随着保障房开工进入尾声，新开工增速会加速下滑；土地出让下滑，并且低溢价率成为市场主流；而调控终极目的即房价方面，也终于开始得到控制。对于房企而言，在这场市场博弈中，必然成为首先退让的一方。
- 对于地产公司方面，我们主要从公司财务指标方面细化分析在目前局势下，公司业绩、盈利能力以及相应产生的问题。虽然整体而言，上半年房企销售业绩增速仍维持稳定，但是由政策传导造成企业面临两方面压力：资金链与去库存压力，这也是价格松动的直接诱因。
- 上半年整体局势严峻，推动企业呈现出如下几个发展动向：首先是集中度的提升，龙头企业均衡发展。一方面一线开发市场占有率继续攀升，另一方面主营业务非地产开发的企业今年也加快剥离地产业务，共同促成行业更为集中同时，越来越多的一线地产商深入广大二三线城市，均衡区域布局；其次，商业地产已经成为房企新宠。我们自 09 年开始便预期商业地产将会成为下一波地产繁荣的载体，而如今从实体经济角度，供需市场都在扩张，且其热度已经扩散到二三线城市；最后是保障房方面，从房企参与情况来看，目前主要开发商主要为各大央企，虽然也有其他上市公司追逐保障房概念，但我们认为整个工程对于房地产企业的意义仍在长期。
- 上半年资本市场一大变化就是对于地产股重组开始放行。今年以来截至目前已经有五家公司借壳成功，但这五家公司都是在 2009 年已经上报重组预案，都经过近两年等待期才获得证监会批文，此外，对于再融资方面今年仍然毫无放松迹象，因此整体而言，监管层对于房企的资本市场运作仍然把关严格。
- 从我们重点跟踪的主流开发商绝对估值来看，当前股价对应 11 年业绩 PE 均值为 11.20 倍，估值偏低，但明显的提升仍然有待市场以及政策的配合。目前相对 PE 为 1.12，相对 PB 为 0.98，估值优势暂不明显，加之市场对于本轮金九银十的悲观预期可能会对估值向上突破带来阻力，短期内仍以盘整为主。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000671	阳光城	推荐
600823	世茂股份	推荐
600383	金地集团	推荐
600048	保利地产	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA

PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《地产股突围——房地产 7 月月报》2011-8-11

《地产股反弹的延续——长江证券房地产 6 月月报》2011-7-15

《博弈中的机会——房地产中期策略》2011-6-30

分析师：

苏雪晶

(8621)68751692

suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120021

联系人：

刘璐

(8621)68751692

liulu1@cjsc.com.cn

正文目录

行业整体运行概况	4
调控持续从紧	4
销售走低，新开工增速下滑	7
土地市场萎靡，低溢价率为主流	9
房价控制开始见效	9
企业上半年运营情况.....	10
销售收入增速维稳，利润率上升	11
资金链趋紧，财务杠杆空间缩小	12
下调房价，进入去库存周期	14
企业新动向	17
集中度提升，龙头均衡扩展	17
商业地产成新宠.....	19
保障房具长远意义	20
资本市场动态	22

图表目录

图 1: 开发资金来源同比	7
图 2: 资本化路径	7
图 3: 商品房累计销售面积与同比增速	8
图 4: 房屋新开工面积与同比增速	8
图 5: 房地产开发投资累计完成额与同比增速	8
图 6: 土地出让面积	9
图 7: 土地出让金	9
图 8: 土地出让楼面价	9
图 9: 土地出让溢价率	9
图 10: 板块销售收入与营业收入情况	11
图 11: 板块预收账款	11
图 12: 销售毛利率和净利率	12
图 13: 板块净负债率	12
图 14: 板块现金/（短借+一年内到期非流动负债）	13
图 15: 股东权益占比	13
图 16: 存货	14
图 17: 板块存货周转速度	14
图 18: 前 10、20、30 强开发商销售额及市场占有率	18
图 19: 一线开发商城市销售结构变化	19
图 20: 商品房累计销售面积与同比增速	19
图 21: 商业地块及住宅地块楼面价	20
图 22: 商业地块成交面积及增速	20
图 23: 历年城投债发行规模	22
图 24: 城投债到期规模	22
图 25: 资本化路径	23
图 26: 板块相对 PE	24
图 27: 板块相对 PB	24
表 1: 国家近期主要政策	4
表 2: 已出台限购令情况	5
表 3: 2011 年 1-7 月房价变动	9
表 4: 公司上半年融资概况	13
表 5: 一线城市楼盘 8 月成交价格变化	15
表 6: 2011 年剥离地产业务项目概览	18
表 7: 一线开发商城市销售分布	18
表 8: 主要二线城市租金和空置率	19
表 9: 央企参与保障房建设情况	21
表 10: 保障房开工情况	21
表 11: 地产股重组通过情况	23
表 12: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	23

行业整体运行概况

上半年整个行业在全面持续收紧调控政策的笼罩下，市场也明显从去年下半年炙手可热的局势慢慢降温，调控下的一系列效应也开始显现：新开工增速下降，这和我们年初所预期的相一致，预计 10 月份以后，随着保障房开工进入尾声，新开工增速会加速下滑；土地出让下滑，并且低溢价率成为市场主流；而调控终极目的即房价方面，也终于开始得到一定控制。对于房企而言，在这场市场博弈中，必然成为首先退让的一方。

调控持续从紧

今年以来，国家调控政策一直保持从紧态势，随着 1 月新国八条的出台，限购令全面铺开，覆盖全国 41 个大中城市，而 7 月第二轮限购令开始启动，台州也率先成为第一个出台限购令的二三线城市。9 月将陆续出现更多的二三线城市进入限购，差别化住房信贷以及开发贷的限制对供需双方施压，一方面需求被遏制，另一方面开发商通过银行贷款这一融资渠道也越来越狭窄，同时，再融资渠道也久未开闸。

表 1: 国家近期主要政策

项目	发布时间	发布单位	主要内容
行政 管理 开发	1 月 26 日	国务院	国务院常务会议，提出新“国八条”的政策措施。会议特别强调各地需制定房价控制目标，强化差别化住房信贷政策，对个人购买住房不足 5 年转手交易的，统一按销售收入全额征税。
	4 月 1 日	住建部、发改委和人社部	联合发布《房地产经纪管理办法》，法规明确房地产经纪机构和人员不得从事赚取差价、协助签订“阴阳合同”等违法违规行为，更在房地产经纪人员职业资格等方面作了更为严格的规定。
	7 月 12 日	国务院	国务院常务会议，发布国五条，严格执行既定调控政策，并要求房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施
土地	5 月 12 日	国土资源部	印发《关于坚持和完善土地招标拍卖挂牌出让制度的意见》，要求完善预审申请制度，探索招拍挂出让方式创新，保持地价平稳合理调整。
	6 月 24 日	国土资源部	《国土资源“十二五”规划纲要》，确定未来五年国土资源管理的总体目标。《纲要》六项主要任务强调深化国土资源管理制度改革和加强国土资源科技创新与国际合作等。
	6 月 29 日	发改委等 11 部委	联合下发《关于开展全国高尔夫球场综合清理整治工作的通知》，要求各地开展高尔夫球场综合清理整治工作。
	7 月 7 日	国土资源部	通报处理有关地方违反土地管理法律法规的责任人员。根据问责结果，有 44 名地方政府负责人、29 名国土资源管理部门负责人受纪律处分。
税收	7 月 20 日	国务院	国务院常务会议发布土地国五条，要求确保保障房用地供给，商品住房用地供应由价格主导双向定价、配建保障房等转变等。
	1 月 27 日	上海市人民政府	颁布《上海市开展对部分个人住房征收房产税试点的暂行办法》，办法规定从 1 月 28 日起对上海居民家庭新购第二套及以上住房和非上海居民家庭的新购住房征收房产税，税率因房价高低分别暂定为 0.6%

			和 0.4%。对出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税。
1 月 27 日	重庆市人民政府		颁布《重庆市关于开展对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》和《重庆市个人住房房产税征收管理实施细则》，规定 1 月 28 日起针对该市主城区内的独栋商品住宅、超过成交均价 2 倍的高档住房，以及外地人在该市购买的第二套住房，税率暂定作为 0.5-1.2%。公布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，通知规定，个人将购买不足 5 年的住房对外销售的，将全额征收营业税；个人将购买超过 5 年(含 5 年)的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过 5 年(含 5 年)的普通住房对外销售的，免征营业税。
1 月 27 日	财政部		
信 2 月-6 月	央行		六次上调存款准备金率，达 21.5%
贷 4 月 13 日	银监会		发布《关于切实做好 2011 年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》，进一步收紧平台贷。对平台贷客户实行“名单制”管理，以防止借保障房之名套取贷款。
调 2 月-7 月	央行		三次上调存贷款利率，金融机构一年期存款基准利率达 3.5%
控 8 月 27 日	央行		商业银行保证金存款纳入到存款准备金的缴存范围

资料来源：长江证券研究部

表 2：已出台限购令情况

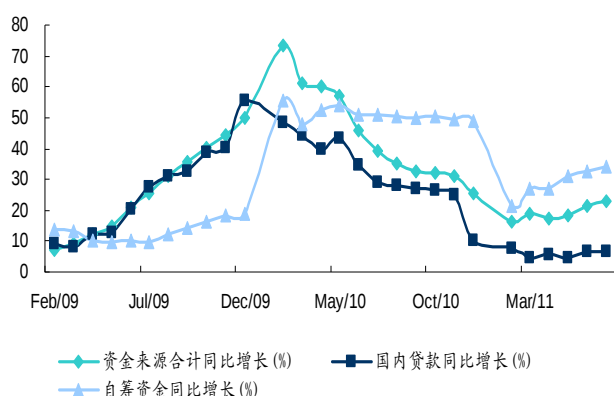
城市	本市居民		非本市居民		
	拥有 1 套可购买	拥有 2 套及以上	无房限购一套的条件	拥有一套	无法提供一定年限纳税或社保证明
衢州	1 套（包括二手房）	拥有 2 套:1 套拥有 3 套及以上：禁止购买	两年内累计一年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供两年内累计一年纳税或社保证明的禁止购买市区内新建商品住房
台州	1 套（新建）	禁止购买	两年内累计一年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供两年内累计一年纳税或社保证明的禁止购买市区内新建商品住房
北京	1 套	禁止购买	五年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供五年纳税或社保证明的禁止购买
上海	1 套	禁止购买	两年内累计一年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供两年内累计一年纳税或社保证明的禁止购买
广州	1 套	禁止购买	两年内累计一年纳税证明	禁止购买本市十区（暂不包括包括从化、增城）内住房	无法提供两年内累计一年纳税或社保证明的禁止购买本市十区（暂不包括从化、增城）内住房
南京	1 套	禁止购买市区内住房	一年纳税或社保证明	禁止购买市区内住房	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买市区内住房
贵阳	1 套	禁止购买一环内住房	一年纳税或社保证明	禁止购买一环内住房	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买一环内住房
南宁	1 套	禁止购买市区内住房	一年纳税或社保证明	禁止购买市区内住房	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买市区内住房
青岛	1 套	禁止购买市区内住房	一年纳税或社保证明	禁止购买市区内住房	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买市区内住房
济南	1 套	禁止购买市区内住房	两年内累计一年纳税或社保	禁止购买市区内住房	无法提供两年内累计一年纳税或社保证明的禁止购买市

长春	1 套	禁止购买	证明 一年纳税或社 保证明	禁止购买	区内住房 无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买
厦门	1 套	禁止购买	两年内累计一 年纳税或社保 证明	禁止购买	无法提供两年内累计一年纳 税或社保证明的禁止购买
成都	1 套	在主城区内拥 有 2 套及以上 的禁止购买	有纳税或社保 证明（不限年 限）限购一套	禁止购买在主城区 内住房	无法提供纳税或社保证明禁 止购买主城区内住房
哈尔滨	1 套	禁止购买	两年内累计一 年纳税或社保 证明	禁止购买	无法提供两年内累计一年纳 税或社保证明的禁止购买
天津	1 套	禁止购买	两年内累计一 年纳税或社保 证明	禁止购买	无法提供两年内累计一年纳 税或社保证明的禁止购买
太原	1 套	禁止购买市辖 六区内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买市辖六区 内住房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买市辖六区内住房
石家庄	1 套	禁止购买市内 五区、高新区 内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买市内五 区、高新区内住房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买市内五区、高新 区内住房
宁波	1 套	禁止购买	一年纳税或社 保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买
无锡	1 套	禁止购买市区 内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买市区内住 房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买市区内住房。省、 市有关人才政策引进的非本 市户籍高层次人才,限购 1 套 住房。
武汉	1 套	禁止购买	一年纳税或社 保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买
南昌	1 套	禁止购买市区 内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买市区内住 房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买市区内住房
杭州	1 套	禁止购买市区 内住房	购房日前两年 内的一年纳税 或社保证明	禁止购买市区内住 房	无法提供购房日前两年内的 一年纳税或社保证明禁止购 买市区内住房
沈阳	1 套	禁止购买二环 区域内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买二环区域 内住房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买二环区域内住房
深圳	1 套	禁止购买	一年纳税或社 保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买
三亚	1 套	禁止购买市区 内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买市区内住 房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买市区内住房
长沙	1 套 90 平 米以下住 房	禁止购买市区 内住房	拥有本地居住 证	禁止购买市区内住 房	无法提供本地居住证禁止购 买市区内住房
郑州	1 套	禁止购买市区 内住房	一年纳税或社 保证明或持有 本地居住证一 年以上	禁止购买市区内住 房	无法提供一年纳税或社保证 明或持有本地居住证不满一 年禁止购买市区内住房
海口	1 套	禁止购买	一年纳税或社 保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买
福州	1 套	禁止购买五城 区内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买五城区内 住房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买五城区内住房
徐州	1 套	禁止购买主城 区内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买主城区内 住房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买主城区内住房
昆明	1 套	禁止购买主城 四区内住房	一年纳税或社 保证明	禁止购买主城四区 内住房	无法提供一年纳税或社保证 明禁止购买主城四区内住房
合肥	1 套	禁止购买	一年纳税或社	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证

佛山	1套	禁止购买	保证明 一年纳税或社保证明	禁止购买	明禁止购买 无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
苏州	1套	禁止购买	保证明 一年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
银川	1套	禁止购买（人均住房建筑面积低于43平方米的除外）	保证明 一年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
呼和浩特	1套	（含市四区五旗县）禁止购买	一年纳税或社保证明；大中专毕业生、中级职称以上专业技术人员在本市工作的	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
乌鲁木齐	1套	禁止购买	一年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
温州	禁止购买	禁止购买	一年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
金华	禁止购买市区内住房	禁止购买市区内住房	一年纳税或社保证明	禁止购买市区内住房	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
大连	1套	禁止购买	一年纳税或社保证明	禁止购买	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
兰州	1套	禁止购买市区内住房	两年纳税或社保证明	禁止购买市区内住房	无法提供两年纳税或社保证明禁止购买
西安	1套	禁止购买市区（九区）内住房	一年纳税或社保证明	禁止购买市区（九区）内住房	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买
西宁	1套	禁止购买市区内住房	一年纳税或社保证明	禁止购买市区内住房	无法提供一年纳税或社保证明禁止购买

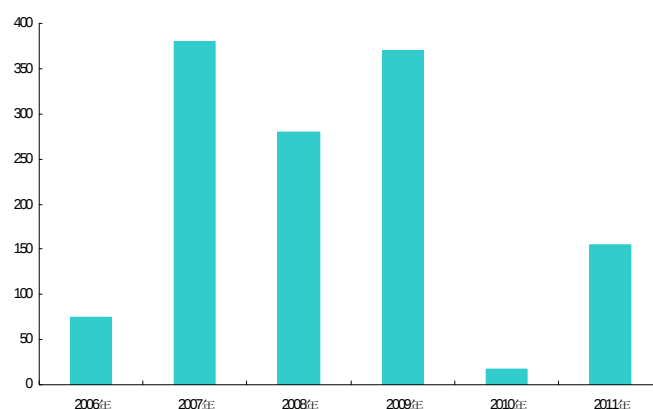
资料来源：互联网，长江证券研究部 注：红色为早已限购的城市

图 1：开发资金来源同比



资料来源：wind，长江证券研究部

图 2：资本化路径



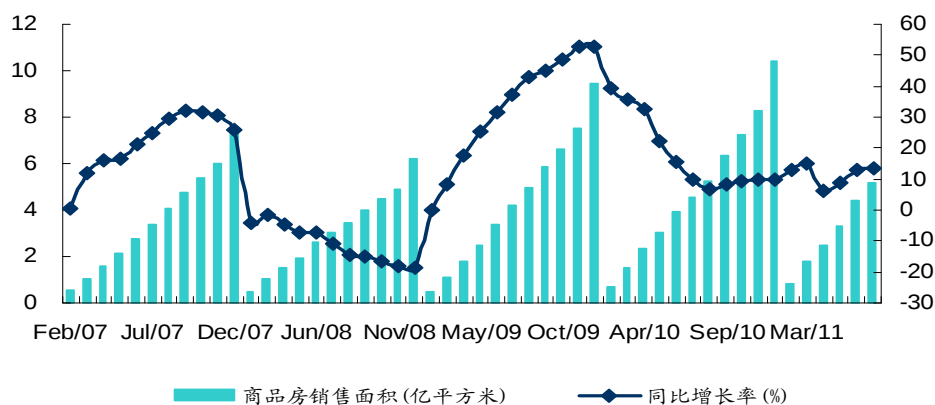
资料来源：wind，长江证券研究部

销售走低，新开工增速下滑

今年以来，全国商品房销售整体呈现淡市，4月份累计销售同比增长率低至6.4%，至7月底同比增速有所恢复，但主要原因是去年同期新国十条出台，调控初期同比基数较低所致。

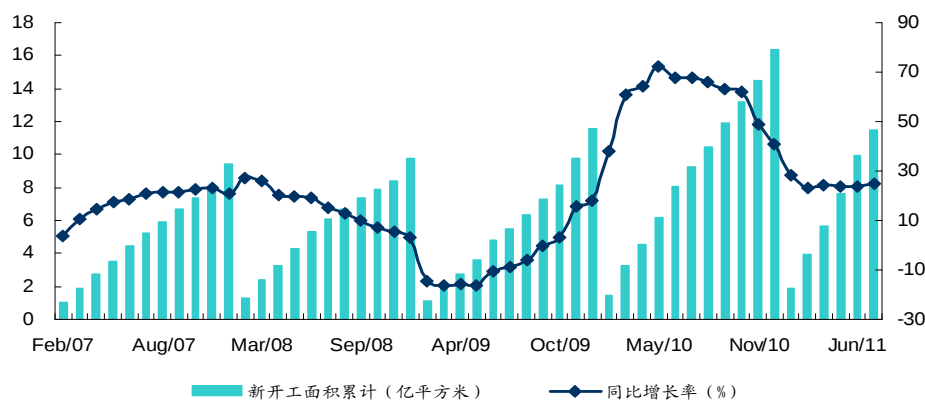
考虑到周期性因素下半年市场应有所转暖,但调控持续的大背景下,同比去年仍然不容乐观。

图 3: 商品房累计销售面积与同比增速



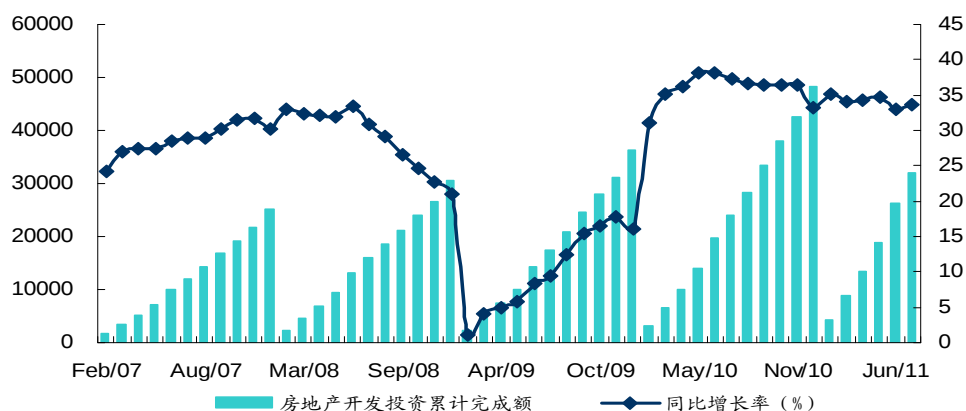
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 4: 房屋新开工面积与同比增速



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 5: 房地产开发投资累计完成额与同比增速



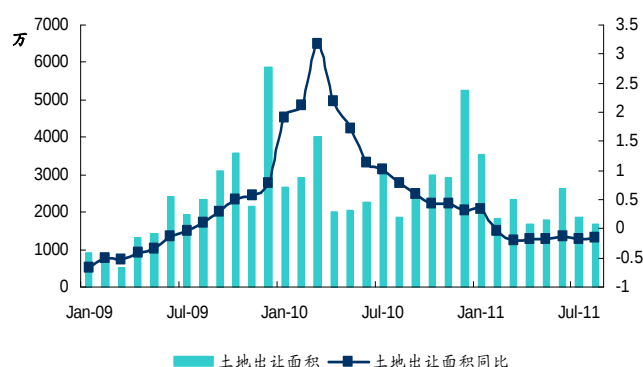
资料来源: wind, 长江证券研究部

随着房地产销售增速减缓，房屋新开工以及房地产开发投资增长也有所下滑，这也印证了我们年初时关于新开工的估计判断，但目前新开工与投资增速仍然明显高于商品房销售面积增速，同时高于我们此前估算的增速，我们认为落差主要在于保障房项目的集中开工而造成。

土地市场萎靡，低溢价率为主流

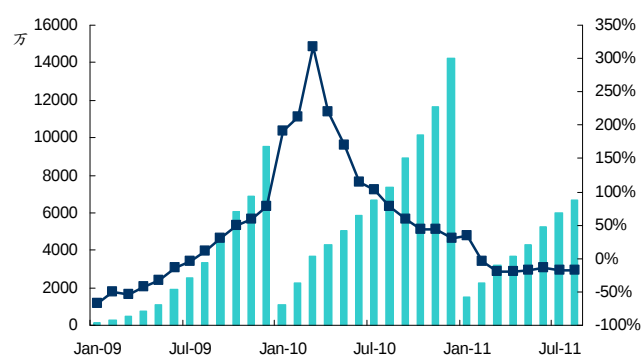
全面调控压力之下，销售业绩转淡，辐射到土地市场也一并迎来萎靡的淡市。累计至8月份，今年土地出让面积同比出现了16.79%的降幅，而从楼面价走势来看，同比去年稳中有降，总体收入有所下滑，今年以来地王现象已经逐渐销声匿迹，低溢价率已然成为主流。

图 6：土地出让面积



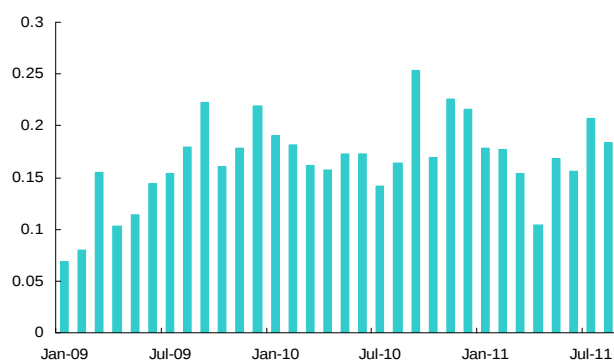
资料来源：CRIC，长江证券研究部

图 7：土地出让金



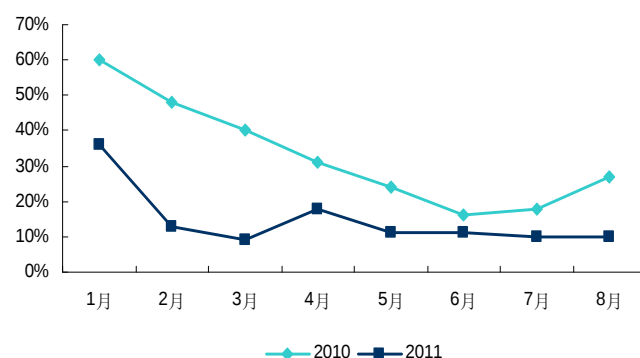
资料来源：CRIC，长江证券研究部

图 8：土地出让楼面价



资料来源：CRIC，长江证券研究部

图 9：土地出让溢价率



资料来源：中指研究院，长江证券研究部

房价控制开始见效

历时一年半的调控过后，价格的松动终于出现。整体情况来看，各大城市房价同比增速的下滑已是大势所趋，70个大中城市7月同比数据与年初相比，增速下滑的达53个。

表 3：2011 年 1-7 月房价变动

城市	7月同比相对1月同比变动	7月相对10年12月涨幅	城市	7月同比相对1月同比变动	7月相对10年12月涨幅
海口	-20.90	0.50	长沙	-1.50	4.79
三亚	-20.20	1.31	平顶山	-1.50	1.50

岳阳	-14.00	0.06	成都	-1.50	1.60
赣州	-7.10	-0.21	九江	-1.20	1.91
安庆	-7.10	-0.40	青岛	-1.00	1.61
宜昌	-6.90	2.73	济宁	-1.00	1.61
北京	-6.70	1.91	太原	-0.90	1.20
包头	-4.00	0.60	杭州	-0.90	2.51
武汉	-3.90	2.93	无锡	-0.80	1.50
长春	-3.80	2.22	扬州	-0.50	2.83
石家庄	-3.80	2.73	烟台	-0.50	2.52
吉林	-3.80	2.31	大连	-0.50	2.32
北海	-3.70	2.11	福州	-0.40	2.82
郑州	-3.70	3.64	大理	-0.40	0.50
金华	-3.70	1.51	泸州	-0.30	1.20
兰州	-3.60	1.50	乌鲁木齐	-0.20	5.10
哈尔滨	-3.50	0.70	贵阳	-0.20	2.22
合肥	-3.40	1.20	常德	-0.20	3.54
锦州	-3.30	2.83	银川	0.00	2.73
丹东	-3.30	2.22	温州	0.00	0.80
蚌埠	-3.30	1.91	南宁	0.30	2.21
沈阳	-3.20	2.83	惠州	0.30	2.83
秦皇岛	-3.20	2.42	桂林	0.40	3.84
西宁	-2.90	2.12	南昌	0.50	3.74
天津	-2.90	2.52	南充	0.60	-1.01
襄樊	-2.80	3.04	昆明	0.60	2.32
唐山	-2.50	0.80	徐州	0.70	3.55
牡丹江	-2.50	2.21	上海	1.10	3.03
宁波	-2.40	0.50	遵义	1.20	3.24
重庆	-2.40	1.20	泉州	1.40	1.61
南京	-2.30	1.91	深圳	1.60	4.26
西安	-1.90	3.44	厦门	1.60	3.64
湛江	-1.80	3.34	韶关	2.30	4.37
呼和浩特	-1.80	2.83	洛阳	2.40	4.57
济南	-1.70	2.12	广州	6.30	3.85

资料来源：国家统计局，长江证券研究部

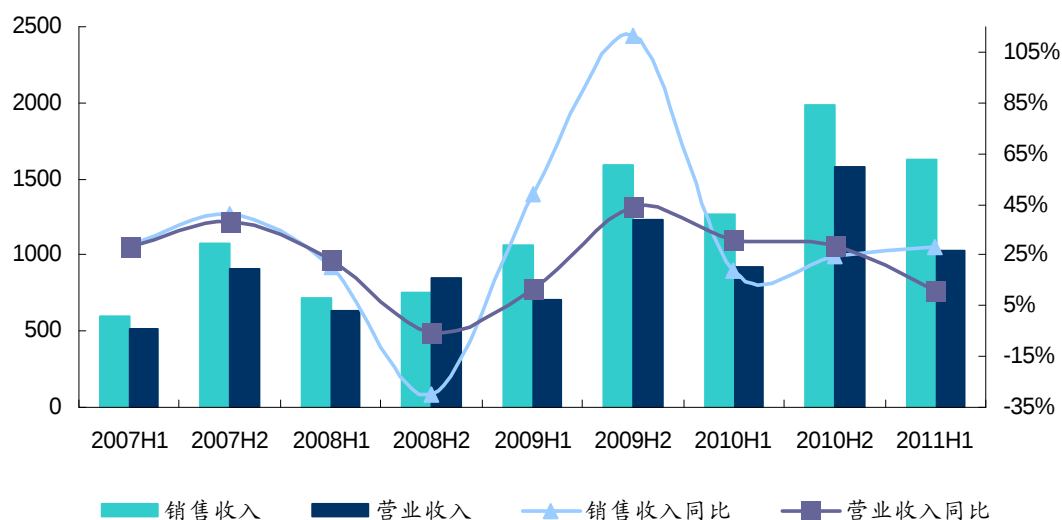
企业上半年运营情况

对于地产公司方面，我们主要从公司财务指标方面细化分析在目前局势下，公司业绩、盈利能力以及相应产生的问题。虽然整体而言，上半年房企销售业绩增速仍维持稳定，但是由政策传导造成企业面临两方面压力：资金链与去库存压力，这也是价格松动的直接原因。

销售收入增速维稳，利润率上升

上半年企业确认营业收入同比增长 10.62%，增速比去年同期有所下降，但是由于房地产结算滞后效应，预收账款项目继续上升说明实际签约销售情况比这个数据乐观，我们以当期营业收入与预收账款增量之和来大约估算房企实际签约销售收入，得出上半年销售收入上升 28.01%，增速远高于营业收入，说明在目前资本市场再融资未现放松，而企业资金链又较为紧张的情形下，企业缺乏动力和财力加快项目结算速度。

图 10：板块销售收入与营业收入情况



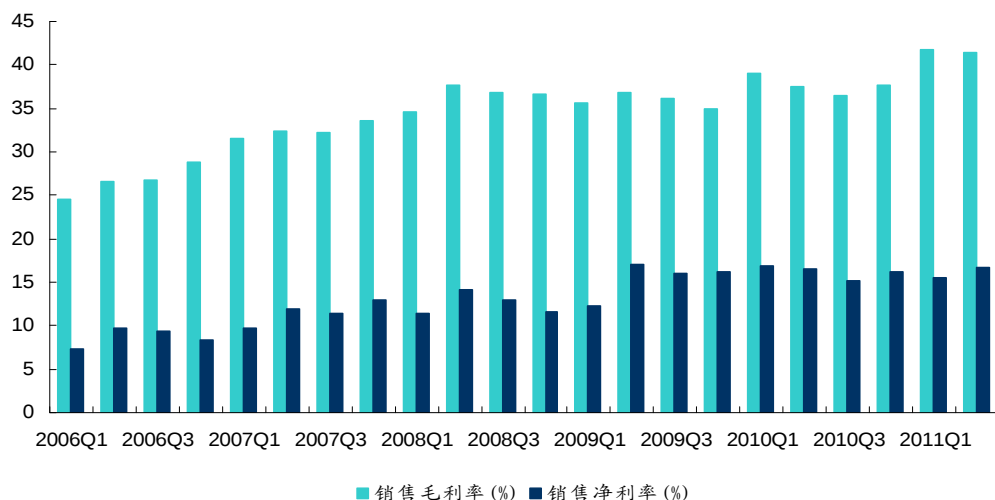
资料来源：wind，长江证券研究部

图 11：板块预收账款



资料来源：wind，长江证券研究部

另一方面是板块利润率本期显著上升，得益于去年下半年旺销局面，本期结算毛利率和净利率均达到历史高位。不过目前房价出现下行压力，另外企业融资成本的走高，预计下半年利润率会有所下降。

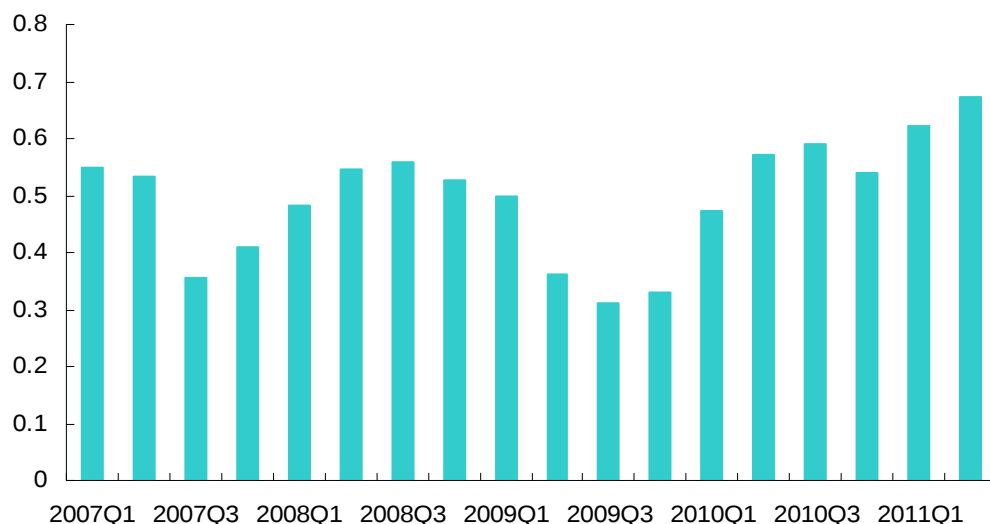
图 12: 销售毛利率和净利率


资料来源: wind, 长江证券研究部

资金链趋紧，财务杠杆空间缩小

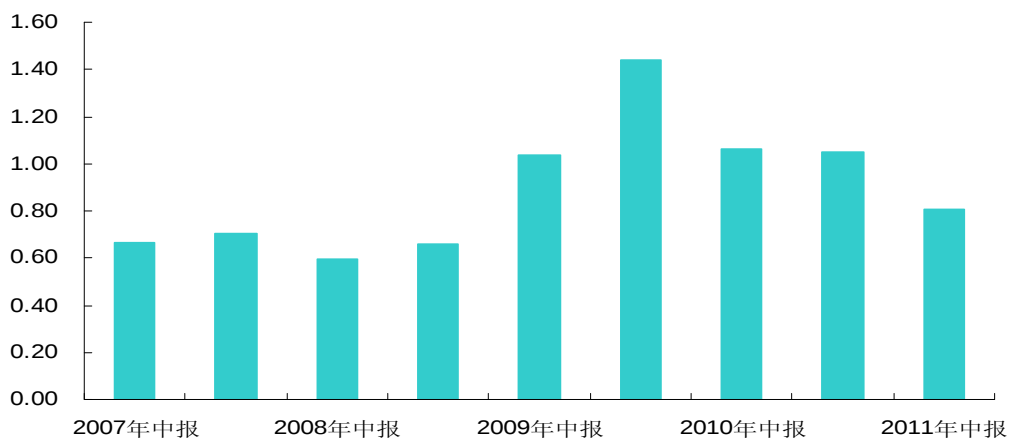
从板块整体情况来看，资金链面临的压力较大，板块净负债率已经达到自 07 年以来的历史高位，杠杆运用空间进一步缩小，短期偿债能力也有所下降，但因为 10 年销售形势大好有所积累，因此目前短期偿债方面略好与 08 年。

今年上半年板块归属于母公司股东权益增速有所放缓，而少数股东权益占比攀升至历史高位，说明企业进一步的扩张更多采用合作方式进行，这一方面也能够看到面临资金压力下的无奈选择。

图 13: 板块净负债率


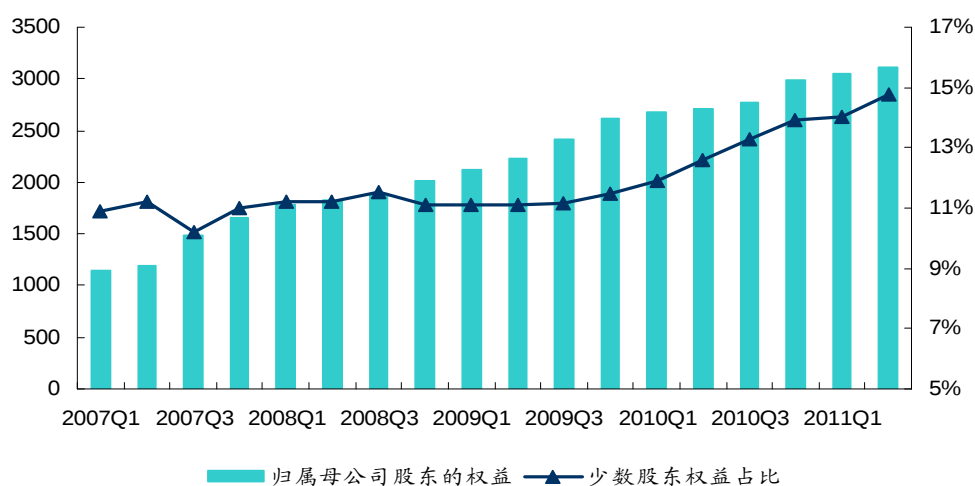
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 14: 板块现金/（短借+一年内到期非流动负债）



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 15: 股东权益占比



资料来源: wind, 长江证券研究部

迫于资金链压力, 而另一方面资本市场再融资以及银行贷款渠道受阻, 大部分公司采用发行债券票据或是信托方式进行融资以解决当前困境。

表 4: 公司上半年融资概况

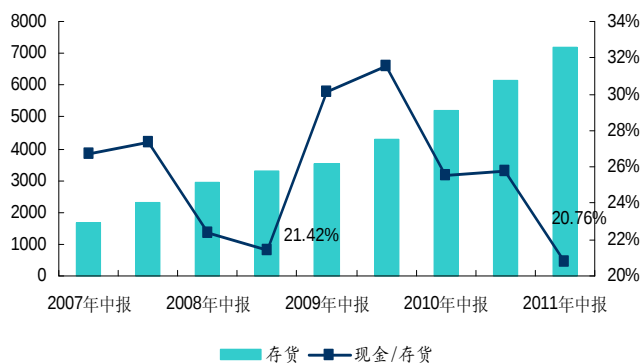
公司名称	日期	融资方式	融资金额	利率(%)	年限(年)
华南城	1月4日	债券融资	2.5亿美元	13.5	6
中骏置业	1月7日	债券融资	20亿人民币	10.5	5
上海复地	1月12日	信托基金	0.4亿美元	-	-
恒大地产	1月14日	债券融资	92.5亿美元	7.5 和 9.25	3 和 5
合生创展	1月17日	优先票据	3亿美元	11.75	6
佳兆业	1月19日	债券融资	20亿人民币	8.5	3
碧桂园	2月7日	优先票据	9亿美元	11.13	7
华侨城	2月10日	债券融资	20亿人民币	4.3	1
首创置业	2月15日	债券融资	11.5亿人民币	4.75	3

路劲基建	2月18日	债券融资	12.8亿人民币	6	3
世茂房地产	3月3日	优先票据	3.5亿美元	11	7
嘉凯城	3月9日	信托融资	7亿人民币	-	2
厦门建发	3月9日	优先票据	6亿人民币	-	5
宝龙地产	3月10日	优先债券	7.5亿人民币	11.5	3
合景泰富	3月24日	优先票据	3.5亿美元	12.75	5
龙湖地产	3月31日	优先票据	7.5亿美元	9.5	5
盛高置地	4月4日	优先票据	2亿美元	13.5	5
雅居乐	4月7日	可转股债券	5亿美元	4	5
万科地产	4月8日	合作融资	44.2亿人民币	-	-
香港新鸿基	4月9日	贷款	167.5亿美元	-	5
方兴地产	4月11日	优先票据	5亿美元	6.75	10
江苏新城	4月20日	信托融资	4.5亿人民币	-	-
富力地产	4月21日	优先票据	5亿美元	7 和 10.875	3 和 5
建业地产	4月29日	股权信托融资	10-12亿人民币	-	-
湖北保利	3-4月	信托贷款	4-5亿人民币	8.7-9.2	
绿地	4月	信托	投资门槛 100 万人民币	9.5	1
远洋地产	5月9日	永久性次级债	4亿美元	-	5
汇泰房地产 (阳光城)	5月13日	信托	5亿人民币	-	-
华润置地	5月13日	优先票据	7.5亿美元	4.63	5
金科地产	5月28日	股权融资	1.88亿人民币	-	-
荣腾置业	6月8日	信托	不超过 4 亿人民币	10.5-13.5	2
万科	6月22日	股权融资	10 亿人民币	-	-

下调房价，进入去库存周期

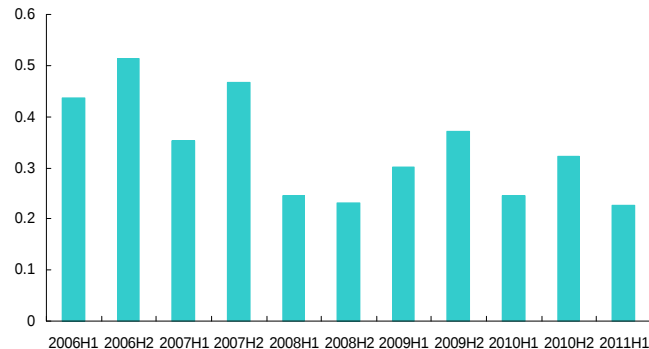
目前板块库存已经达到历史高位，现金存货比以及存货周转速度（以当期销售收入/存货衡量）均突破 08 年达到历史低点，这些都表明目前板块去库存压力很大，行业进入去库存周期。正是在此压力下目前万科、雅居乐等一线开发商已经率先下调房价，预计随着众多资金链压力更大的中小开发商追随，全面去库存的局势将不期而至。

图 16: 存货



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 17: 板块存货周转速度



资料来源: wind, 长江证券研究部

而最新跟踪的八月数据反映，一线开发商在一线城市以价换量战略继续升级。即将进入金九银十阶段，价格下行初期能否引致成交放量仍是个考验，但是价格调整是打破僵局的关键一环，中期来看利好于板块走势。

表 5：一线城市楼盘 8 月成交价格变化

城市	区域	楼盘名称	类型	发证时间	至 8 月已签约面积	至 8 月签约面积占比	8 月成交均价	8 月成交价格环比
北京	万科	房山 半岛家园	住宅	2011/8/6	16985	33.30%	16575	-
		昌平 创新园	住宅	2011/8/1	18532	83.79%	14888	-
		昌平 金域家园	住宅	2011/6/19	58008	65.92%	22872	-2.79%
		房山 云湾家园	住宅	2011/6/12	14186	69.68%	17436	2.89%
		房山 半岛家园	住宅	2011/4/17	31033	95.10%	16634	-4.25%
		朝阳 万科蓝山苑	住宅	2010/11/21	16266	47.08%	39501	2.36%
		朝阳 万科蓝山苑	住宅	2010/5/2	26251	99.49%	38209	2.62%
保利		朝阳 保利东郡苑	住宅/商业	2011/8/19	4675	6.91%	47932	-
		朝阳 保利望京苑	住宅	2011/8/19	14159	19.66%	39291	-
		大兴 保利茉莉雅苑	住宅/商业	2010/9/23	104847	99.78%	16679	-
		大兴 保利茉莉雅苑	住宅/商业	2010/6/27	61964	99.86%	-	-
金地		大兴 仰山嘉园	住宅	2011/5/1	17833	19.05%	20000	-6.64%
		大兴 仰山嘉园	住宅	2011/3/17	21131	47.44%	21402	3.25%
		大兴 仰山嘉园	住宅	2010/11/7	31378	75.71%	18042	3.03%
		大兴 仰山嘉园	住宅	2010/8/28	35712	83.13%	-	-
		大兴 仰山嘉园	住宅	2010/8/28	41940	91.28%	-	-
招商		朝阳 招商上苑	住宅/库房	2011/6/12	44244	63.46%	43445	1.94%
		昌平 珑原家园	住宅/库房	2011/6/22	7866	7.48%	32309	0.90%
		昌平 珑原家园	住宅/库房	2010/11/20	45031	54.61%	35256	0.94%
首开		朝阳 首开常青藤家园	地下仓储/住宅	2011/8/6	3567	69.05%	22743	-
		房山 熙景嘉园	住宅	2011/6/23	3748	5.91%	15139	2.40%
		朝阳 首开常青藤家园(二期)	住宅	2010/2/3	56274	58.54%	21598	-2.70%

	丰台	紫芳园四区	住宅	2009/11/29	73701	71.28%	39100	3.99%
	北京城							
	建							
	房山	徜徉嘉园	住宅	2011/6/17	8667	57.59%	15379	-0.40%
	朝阳	原叶美苑	住宅	2011/5/15	24340	38.94%	23756	-3.76%
	朝阳	世华泊郡家园	住宅	2011/5/14	6924	20.86%	24299	-0.60%
	朝阳	原叶美苑	住宅	2011/3/18	10649	100.00%	24104	-6.36%
	房山	徜徉嘉园	住宅	2011/2/26	20155	79.44%	15804	-3.83%
上	万科							
海	青浦	万科尚景苑	住宅	2011/7/23	21375	49.08%	16433	1.91%
	闵行	莲花河畔景苑	住宅	2011/1/18	12625	94.76%	24802	-7.07%
	宝山	琥珀臻园	住宅	2011/3/12	75118	82.29%	24259	-0.92%
	宝山	琥珀郡园	住宅	2011/3/25	102480	85.12%	18988	-7.93%
	闵行	城花新园	住宅	2011/5/25	82999	99.56%	27636	-4.37%
	保利							
	宝山	保利叶城	住宅、 公寓	2011/7/31	177236	88.42%	20284	-8.46%
	嘉定	保利湖畔阳光苑	住宅	2011/5/28	107617	59.85%	14726	-0.39%
	宝山	保利叶都	高层 毛坯	2011/4/30	436283	97.32%	21070	1.90%
	宝山	保利叶城	住宅、 公寓	2011/7/31	177236	88.42%	20284	-8.46%
	松江	保利西子湾城	公寓	2010/5/20	182468	98.67%	13047	-11.36%
	金地							
	宝山	金地艺境城	公寓/ 洋房	2011/7/10	41956	60.51%	22654	8.84%
	青浦	天御苑	住宅	2011/7/6	59546	60.52%	36976	-6.74%
	青浦	金地天境城	精装 平层	2011/6/14	7090	14.76%	64594	-
	招商							
	奉贤	招商海湾别墅	别墅	2011/4/8	3346	36.33%	23321	2.04%
	闵行	招商雍华苑二期	普通 住宅	2010/8/7	34021	91.11%	32956	4.15%
	宝山	海德花园	别墅	2011/2/27	45953	93.58%	25904	-14.16%
	闵行	招商雍华苑三期	普通 住宅	2010/10/31	37944	100.00%	22620	3.03%
	奉贤	招商海湾别墅	别墅	2011/4/8	3346	36.33%	23321	2.04%
	奉贤	招商海湾别墅二 期	别墅	2010/5/25	8039	90.36%	-	-
	闵行	招商雍华苑二期	普通 住宅	2010/8/7	34021	91.11%	32956	4.15%
	宝山	海德花园	别墅	2011/2/27	45953	93.58%	25904	-14.16%
广	招商							

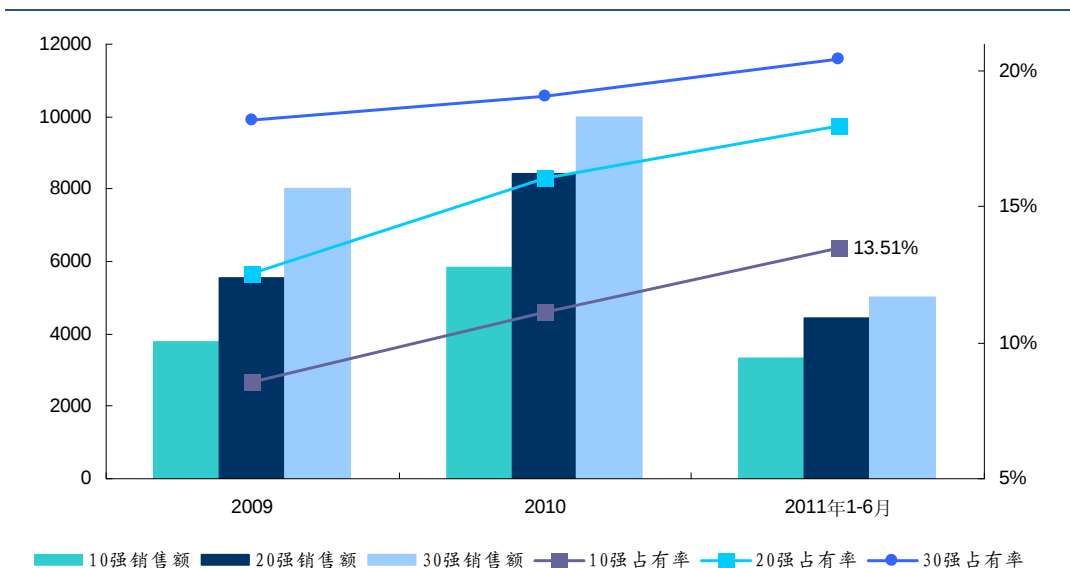
州	番禺	金山谷花园四期 A-7 -10 栋	高层	2011/6/2	53444	73.55%	14403	5.20%
	番禺	金山谷花园四期 A-3 -6 栋	高层	2011/6/2	60429	96.27%	12396	-9.26%
	万科							
	南沙	万科府前花园 (自编 C1-C6 栋)	普通 住宅	2011/7/19	17968	92.22%	8903	-2.18%
	南沙	万科府前花园自 编号 (C7-12 栋)	普通 住宅	2011/7/8	21366	87.79%	8630	0.61%
	南沙	万科府前花园 (A1-A6 栋)	普通 住宅	2011/6/28	22119	81.51%	7891	-2.60%
	金地							
	增城	荔湖城半山院(B 区 05 地块 2 组团 9 至 25 号楼)	洋房/ 别墅	2011/6/21	12369	60.18%	6452	3.09%
	增城	荔湖城半山院二 街 1~11 号等	洋房/ 别墅	2011/5/26	15933	100.00%	6999	0.05%
	天河	保利中宇广场	高层	2009/9/25	48040	99.49%	20909	-19.67%
	保利							
	白云	保利汇海花园自 编 1、2 栋	住宅	2011/8/19	15333	19.57%	16515	-
	花都	保利城花园自编 16-21 号楼	住宅	2011/6/22	118174	91.62%	7661	0.30%
	增城	保利东江首府住 宅 (自编号 A1 栋)	住宅	2011/6/3	16048	90.19%	7388	-5.35%
	白云	保利瀚海花园自 编 2 号楼	住宅	2010/12/3	21888	99.15%	18696	3.00%
	白云	保利瀚海花园自 编 4 号楼	住宅	2010/12/17	21457	97.20%	16624	-12.74%
	天都	保利城花园自编 10-15 号楼	住宅	2010/5/20	117442	94.28%	7203	0.03%

资料来源：各大房管局网站，长江证券研究部

企业新动向

集中度提升，龙头均衡扩展

虽然上半年整体局势严峻，但是龙头企业并未错过这个弱势中扩张的契机。一线开发市场占有率继续攀升，今年上半年前十强开发商占有率由去年的 11.12% 升至 13.51%。而主营业务非地产开发的企业今年也加快剥离地产业务，行业集中度进一步提高。

图 18: 前 10、20、30 强开发商销售额及市场占有率


资料来源: wind, 中指研究院, CRIC, 长江证券研究部

表 6: 2011 年剥离地产业务项目概览

公司名称	公司主营业务	时间	出售地产项目	出售股权比例	售价 (亿)
华芳纺织	纺织	2011 年 2 月	上海华合投资	52.00%	0.26
飞乐股份	电子	2011 年 2 月	上海飞乐房地产开发经营有限公司	100.00%	1.58
中国高科	商业经纪	2011 年 2 月	方正集团注入资产后, 将相继剥离房地产业务		
宏达股份	有色金属	2011 年 5 月	置成房产	98.00%	11.93
鼎立股份	房地产	2011 年 6 月	东阳鼎立置业有限公司	100%	0.34
		2011 年 6 月	浙江东阳鼎立实业有限公司	94.97%	0.27
新华人寿	保险	2011 年 8 月	北京紫金世纪置业有限公司	24.00%	21.5
首钢地产	房地产	2011 年 8 月	北京首钢融创置地有限公司	50.00%	14.5
华润集团	综合	2011 年 8 月	北京新城广场房地产有限公司	20.00%	0.56
中国建筑	建筑	2011 年 8 月	成都中建投房地产开发有限公司	100.00%	1.7
多伦股份	房地产	2011 年 9 月	上海多伦建设发展有限公司	51.00%	0.55

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

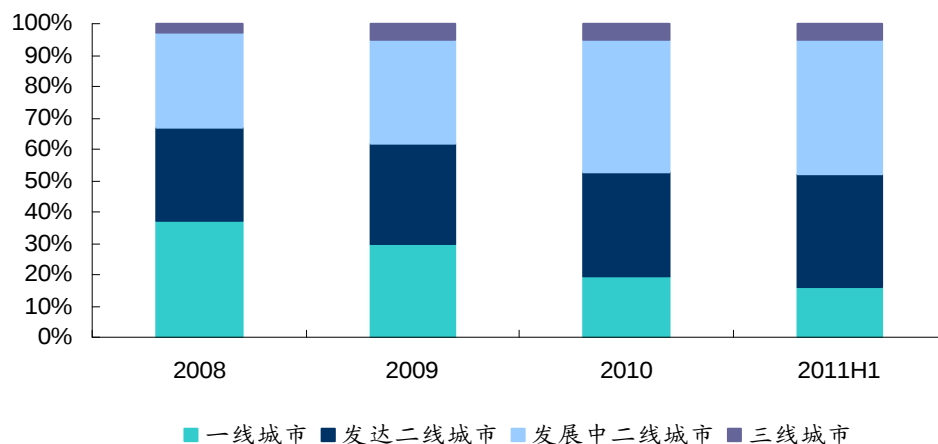
在集中度提升的同时, 另一个现象即越来越多的一线地产商深入广大二三线城市, 区域均衡发展。标杆地产企业腹地多为一二线城市, 而通过加大二三线城市业务的比重, 区域结构性调整过后, 将会更好地利用多点区位优势规避政策风险。

表 7: 一线开发商城市销售分布

	万科	保利	金地	招商	恒大	中海
一线城市	19%	11%	26%	32%	7%	19%
发达二线城市	34%	45%	30%	45%	36%	38%
发展中二线城市	42%	40%	43%	22%	47%	43%
三线城市	5%	5%	0%	0%	10%	0%

资料来源: 中原集团研究机构, 长江证券研究部

图 19：一线开发商城市销售结构变化

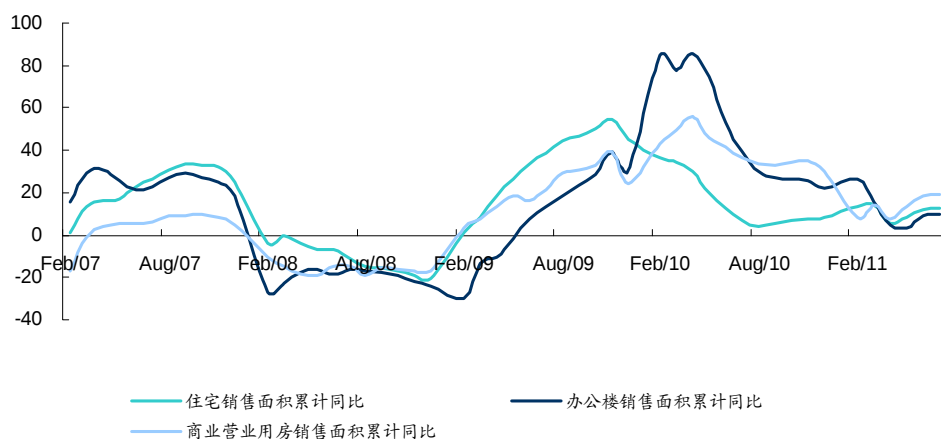


资料来源：中原集团研究机构，长江证券研究部

商业地产成新宠

今年以来房地产整体销售增速趋缓，但是令市场兴奋的是商业地产作为新兴子方向已经全面兴起，我们自 09 年开始便预期商业地产将会成为下一波地产繁荣的载体，而如今从实体经济角度，供需市场都在扩张。与住宅地产对比，商业地产销售增长保持稳定，自去年开始同比增速一直高于住宅，这也符合我们一直以来的判断。

图 20：商品房累计销售面积与同比增速



资料来源：wind，长江证券研究部

表 8：主要二线城市租金和空置率

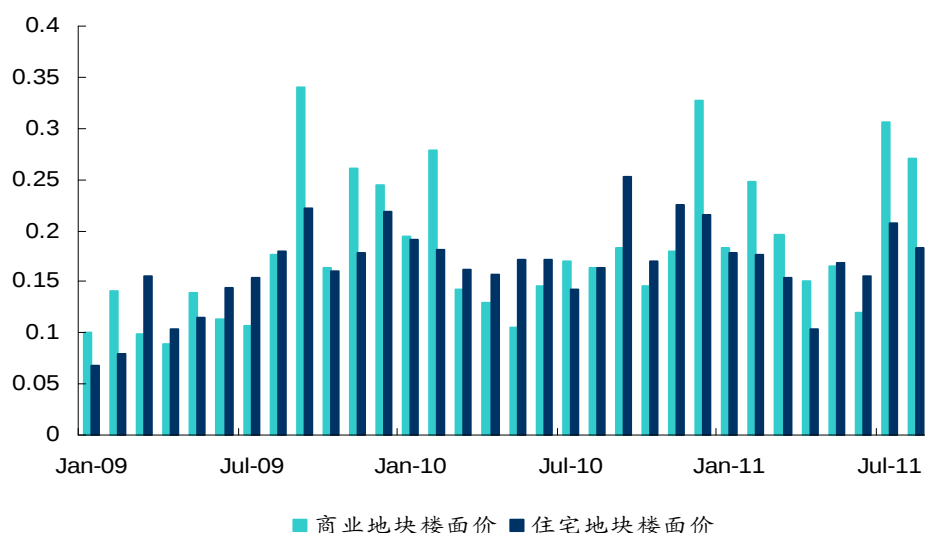
		杭州	南京	武汉	成都	重庆	天津	大连	青岛	沈阳	西安
租金（元/平方米/月）	2011Q1	119.1	97.8	64.1	126.84	75	109.56	102.6	98	125.29	112
	2010Q1	116.1	92.1	56.4	107.34	62	102.55	86.91	90.07	82.2	112.32
	同比	2.58%	6.19%	13.65%	18.17%	20.97%	6.84%	18.05%	8.80%	52.42%	-0.28%
空置率（%）	2011Q1	23.02	17.48	1	24.13	29.42	14	18.3	24.32	8.11	12.86
	2010Q1	29.9	26.78	6.2	17.27	13.1	15.3	21.54	26.1	23.9	15

资料来源：戴德梁行，长江证券研究部

而从目前的局势来看，商业地产的热度已经扩散到二三线城市，从需求角度，今年一季度二三线城市在商业地产的空置率明显下降，而租金均出现明显上调。

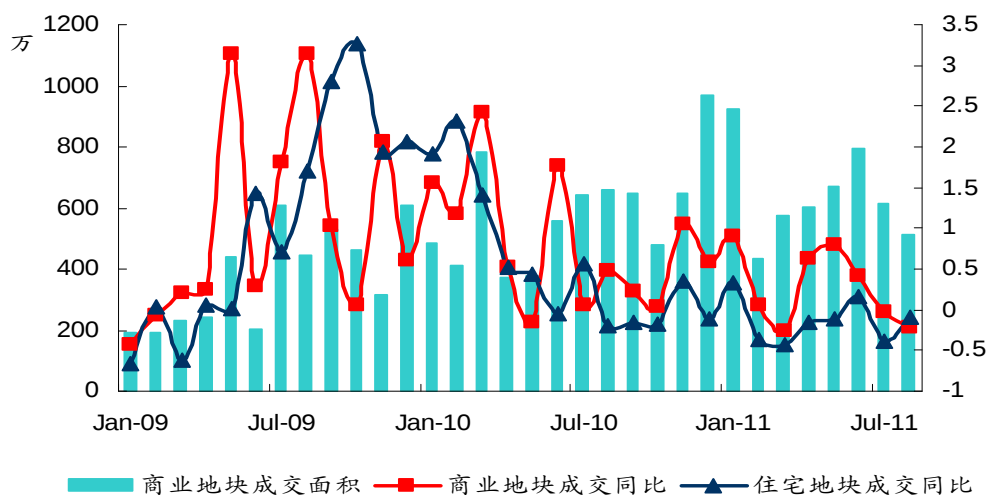
从供给角度，虽然上半年土地出让市场整体比较低迷，商业地块出让面积同比仍然在稳步提升，平均楼面价同样抬升，说明相对于住宅市场，开发商对商业地块的关注度不断上升。

图 21：商业地块及住宅地块楼面价



资料来源：wind，长江证券研究部

图 22：商业地块成交面积及增速



资料来源：wind，长江证券研究部

保障房具长远意义

在保障房方面，从房企参与情况来看，目前主要开发商主要为各大央企，虽然也有其他上市公司追逐保障房概念，但我们认为整个工程对于房地产企业的意义仍在长期。

表 9：央企参与保障房建设情况

企业名称	项目数量	分布地区	总建面 (万平方米)	主要项目名称	高层表态
保利地产	3	北京、广州	84	广州西子湾	计划今年建设 3-5 个保障房
招商地产	3	北京、深圳	80.11	北京溪城家园、澜园	
华润置地	1	北京	28.6		
中冶置地	24	天津、上海、辽宁、河北、浙江等地	564		积极参与保障房建设
中交中房	1	唐山	100	唐山市正泰里惠民园	
华侨城	5	深圳	30	首地容御花园、梅山苑	
中国建筑	5	重庆、山西、香港、天津			力争保障性住房投资开发占全国市场的 3%
中粮地产	1	北京	6.95	北京吉祥雅筑	
中水电地产	1	北京	15.9	北京昌平科技园东区三期	

资料来源：长江证券研究部

上半年保障房新开工进度符合预期，进程过半，达成全年 1000 万套任务难度不大。但从目前情况来看，资金面压力是最关键的问题，加之土地出让金下滑，对于地方政府财务方面构成挑战。

表 10：保障房开工情况

单位：万套			2011 年新建保障房			
地区	省市	国家安排	各省目标	开工数	开工率	截止时间
全国		1000			56.60%	6 月末
东北	黑龙江	83		39.4	47.47%	6 月末
	吉林	27.72	44.32	17.35	62.59%	6 月末
	辽宁	33.79	34.88	31.78	94.05%	6 月末
华北	北京	20		9.6	48.00%	5 月末
	天津	19		5.8	30.53%	5 月末
	河北	35	44.7	29.2	83.43%	6 月末
	山西	30.04	37.54	26.5782	88.48%	6 月末
	内蒙古	44.54		27.39	61.50%	6 月末
华东	山东	32.04		22.73	70.94%	6 月末
	江苏	39	45	29.7	76.15%	6 月末
	安徽	38.13	39.0689	29.7	77.89%	6 月末
	上海	22		10	45.45%	6 月末
	浙江	18.5		10.67	57.68%	6 月末
	江西	33.1			68.80%	7 月 14 日
	福建	16.91		9.8375	58.18%	6 月末

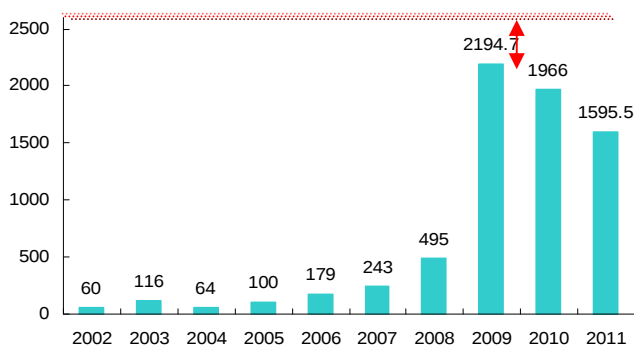
华中	河南	42.09		20.48	48.66%	6月末
	湖北	36.86		22.4	60.77%	6月末
	湖南	44.72		15.91	35.58%	6月末
华南	广西	29		11.9	41.03%	6月末
	广东	31		16.02	51.68%	7月10日
	海南	9.26		5.38	58.10%	6月底
西南	重庆	49.5		32.2	65.05%	6月末
	贵州	23.62	11.97	5.98	25.32%	5月末
	四川	34.78		25.4	73.03%	6月末
	云南	40				
西北	陕西	47.43		47.9043	101.00%	6月末
	宁夏	9.1		6.4	70.33%	6月末
	甘肃	15.32		7.2853	47.55%	5月末
	青海	18.82		9.57938	50.90%	7月20日
	新疆	33.2		17.73	53.40%	6月末

资料来源：各大房管局网站，长江证券研究部

通过我们的测算，保障房目前资金缺口约 2600 亿，国家拟以发行企业债方式进行募集，但是参照城投债，历史上最高募集资金也未到达这一数字，而另一方面，2011 年开始将进入偿付高峰期，因此发债形式融资仍有隐忧。

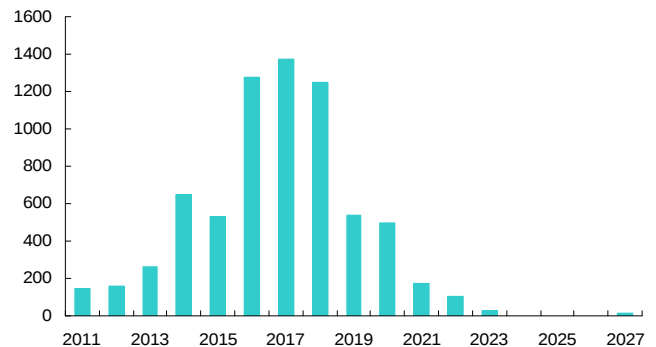
整个保障房项目资金紧缺，因此正如我们所预期，保障房概念在短期内不会也不应该成为房企超额业绩来源，而从长期来看，待行业二元结构建立，更为完善而市场化的行业格局则会带来新的生命力。

图 23：历年城投债发行规模



资料来源：wind，长江证券研究部

图 24：城投债到期规模



资料来源：wind，长江证券研究部

资本市场动态

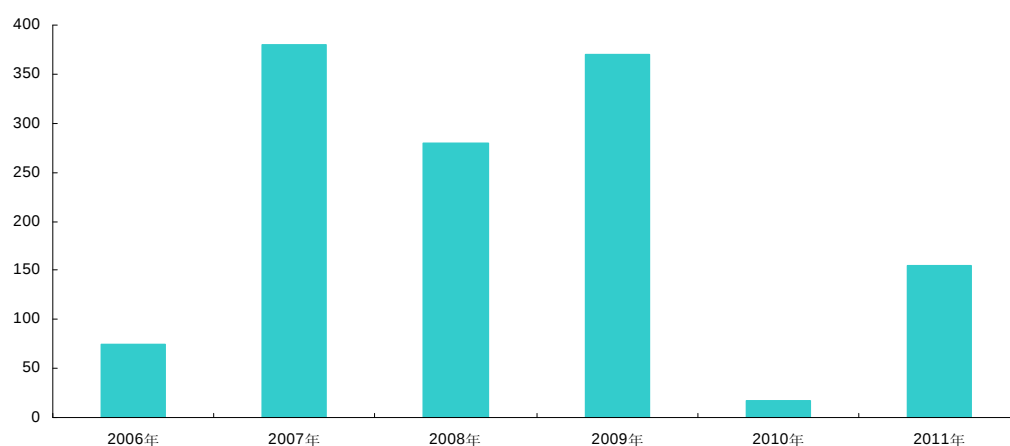
上半年资本市场一大变化就是对于地产股重组开始放行。今年以来截至目前已经有五家公司借壳成功，但这五家公司都是在 2009 年已经上报重组预案，都经过近两年等待期才获得证监会批文，此外，对于再融资方面今年仍然毫无放松迹象，因此整体而言，监管层对于房企的资本市场运作仍然把关严格。

表 11: 地产股重组通过情况

获取批文日期	重组预案公告日期	上市公司	借壳公司	发行股本	每股价格
2011 年 4 月 15 日	2009 年 11 月 16 日	*ST 圣方	新华联置地	12.86 亿	2.92
2011 年 5 月 12 日	2009 年 11 月 17 日	*ST 兰光	银亿房产	6.98 亿	4.75
2011 年 5 月 27 日	2009 年 6 月 4 日	ST 东源	金科实业	9.08 亿	5.18
2011 年 6 月 15 日	2009 年 10 月 13 日	*ST 华源	名城地产	10.39 亿	2.23
2011 年 8 月 26 日	2009 年 9 月 9 日	ST 国祥	华夏幸福	3.55 亿	6.32

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 25: 资本化路径



资料来源：wind，长江证券研究部

绝对估值

从我们重点跟踪的主流开发商绝对估值来看，当前股价对应 11 年业绩 PE 均值为 11.20 倍，估值偏低，但明显的提升仍然有待市场以及政策的配合。

表 12: 行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司代码	公司简称	投资 评级	报表日股价	EPS		PE (倍)	
				11E	12E	11E	12E
000002	万科 A	推荐	8.08	0.89	1.17	9.03	6.90
600048	保利地产	推荐	10.88	1.25	1.65	8.71	6.58
000024	招商地产	推荐	19.00	1.52	1.87	12.50	10.16
600383	金地集团	推荐	5.88	0.75	0.95	7.84	6.19
000979	中弘股份	谨慎推荐	7.12	0.80	0.94	8.91	7.57
600823	世茂股份	推荐	14.04	0.90	1.21	15.60	11.60
000926	福星股份	谨慎推荐	9.36	0.85	1.11	10.98	8.41
002133	广宇集团	谨慎推荐	4.86	0.56	0.74	8.62	6.53
600325	华发股份	谨慎推荐	9.69	1.21	1.40	7.98	6.92
000961	中南建设	推荐	9.18	0.92	1.35	9.98	6.80
000046	泛海建设	谨慎推荐	3.90	0.16	0.22	24.38	17.73
600748	上实发展	谨慎推荐	6.82	0.40	0.51	17.06	13.36
000718	苏宁环球	谨慎推荐	8.21	0.67	0.96	12.17	8.58
002244	滨江集团	谨慎推荐	9.35	0.83	1.52	11.31	6.14

600533	栖霞建设	谨慎推荐	4.28	0.42	0.56	10.19	7.63
600067	冠城大通	谨慎推荐	7.61	1.03	1.34	7.38	5.67
000667	名流置业	中性	2.64	0.27	0.39	9.77	6.69
000616	亿城股份	谨慎推荐	3.96	0.43	0.58	9.21	6.83
					均值	11.20	8.35

资料来源：长江证券研究部

相对估值

图 26: 板块相对 PE



资料来源：wind，长江证券研究部

今年 2 月份板块相对 PE 达到 1.02 触底反弹，符合我们此前的预期。目前相对 PE 为 1.12，相对 PB 为 0.98，估值优势暂不明显，加之市场对于本轮金九银十的悲观预期可能会对估值向上突破带来阻力，短期内仍以盘整为主。

图 27: 板块相对 PB



资料来源：wind，长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。