

房地产

署名人: 李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@cjis.cn

参与人: 陈舒静

S0960111080513

0755-82026849

chenshujing@cjis.cn

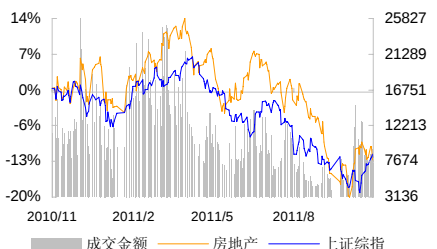
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	154
总市值(亿元)	11945
占A股比例(%)	4.3%
平均市盈率(倍)	16.3

行业表现

(%)	1M	3M	6M
房地产	1.31	-14.85	-18.64
上证综合指数	1.46	-6.08	-14.07



相关报告

房地产-成交持续萎缩, 普遍降价将到来-22个城市周交易报(11.07-11.13)

2011-11-15

10月投资增速环比加速下降, 行业调整深化 2011-11-10

成交低迷, 去化恶化, 价格下行仍有空间-主要城市房地产市场月报(2011-10)

房地产

看好

12年Q2或现机会, 适当关注招地、保利、万科

近期我们走访了上市公司万科、保利、招商地产、世联地产, 相关情况如下。

投资要点:

- 当前调控见效, 销售、资金来源、新开工等先行指标都已下滑至历年低位, 土地购置与投资将加速下行。基于房地产投资增速滞后性的特点, 且其滞后期约为6个月, 预计明年2季度可能会迎来投资增速低点。
- 成交持续低迷, 在调控政策持续、开发商资金及年底业绩需求等多方压力下, 11-12月大部分城市入市新盘进入降价促销。一线城市非核心区房价今年年底或将见底, 二三线限购城市房价到明年1季度可能会出现低点, 而三四线城市房价不一定会下跌。最先降价的项目会有所放量, 但普遍降价之后需求方预期价格仍有下行空间的背景下, 市场观望情绪渐浓, 将持续到明年1-2季度间, 行业库存高点也将出现。
- 在政策持续收紧, 年底工程款、土地款集中缴纳期到来前, 开发商购地热情普遍下降, 准备储备粮草过冬。1季度土地市场传统冷清期变化无法明显看出, 但到明年2季度土地市场的暗淡会有所体现, 政府财政压力增大, 3季度会出现土地购置低点。
- 由于当下开工、投资的减少, 商品房供给会在12年下半年或13年初出现下滑, 行业2季度进入去库存阶段。届时, 伴随房价已下行, 保障房下半年大量入市, 调控政策将趋缓, 直至13-14年全国主要城市联网信息系统建成限购退出。
- 长期来看, 中国的人口需求及城市化决定了中国房地产的未来前景广阔。但行业市场空间将会发生变化, 未来行业重心将会在二三线城市。而且行业集中度会越来越高, 小开发商会逐渐退出。商业和营销模式将更为多元, 新的模式将大量运用。
- 当前行业板块估值已提前反映行业最悲观预期, 伴随着行业投资增速、房价、地价的持续大幅下行, 调控目标的实现, 预计12年下半年行业将进入恢复性增长阶段。我们认为, 板块较好的投资机会可能会在12年2季度出现, 此前板块仍将震荡筑底。在行业深度调整中, 适当关注11年销售业绩好、实力增强、周转快、今明两年业绩确定性强、股权激励已完成或即将出台的招地、保利、万科A等公司的投资机会。
- 招地: 调控下销售业绩超预期, 3季度公司尚有预收款141亿元, 业绩锁定性好。公司今年以较低成本5409元/平米扩充土地储备106万平, 奠定未来发展基石。受益于之前储备项目开发销售集中释放、“蛇口再造”, 未来几年公司将有大量项目开发支持高增长。公司薪酬激励计划的推进及集团的大力支持为公司持续高增长保驾护航。11-13年EPS1.52、1.98和2.51元, RNAV33元, 维持“强烈推荐”。
- 保利: 1-10月公司实现销售金额627亿元, 3季末尚有795亿元预收款, 锁定今明两年业绩。公司年初迅速调整产品结构, 增加中小户型占比, 实现快速周转。在建拟建规划容积率面积6102万方, 足够未来5年高增长所需。资金成本低, 高杠杆运作、货币资金充足短期无支付风险。新出炉的股权激励计划将有效地激励核心团队做大做强公司。11-13年EPS1.12、1.51和1.96元, RNAV12.6元, 维持推荐。
- 万科: 1-10月实现销售金额1081亿元, 后续尚有430亿货量, 预计全年实现1300亿销售规模。3季末预收款1228亿元, 1208万平约1380亿元已售尚未结算的资源, 11-12年业绩高增长无忧。未来1年将积极寻找拿地机会, 或通过合作方式来锁定优质价廉资源。11-13年EPS0.89、1.21和1.53元, RNAV10.2元, 维持推荐。

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE			投资评级
000024	招商地产	1.17	1.52	1.98	14	11	8	1.4	0.5	强推
600048	保利地产	0.83	1.12	1.51	11	8	6	1.7	0.7	推荐
000002	万科 A	0.66	0.89	1.21	11	8	6	1.7	0.7	推荐
000616	亿城股份	0.46	0.517	0.7	8	7	5	1.2	0.4	推荐
600266	北京城建	1.35	1.62	1.944	8	7	6	1.8	0.5	推荐
600376	首开股份	0.9	1.08	1.296	8	7	6	1.1	0.5	推荐
600823	世茂股份	0.75	0.9	1.125	16	13	10	1.4	0.5	推荐
000402	金融街	0.59	0.71	0.85	10	9	7	1.1	0.5	推荐
000718	苏宁环球	0.45	0.563	0.731	15	12	9	3.8	0.5	推荐
600007	中国国贸	0.12	0.20	0.37	83	50	27	2.3	0.6	推荐

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

一、行业调整深化，明年 2 季度投资机会显现.....	3
1.1 全国房地产行业运行情况及趋势.....	3
1.2 主要城市期房成交情况及趋势.....	5
1.3 土地市场情况及趋势.....	6
1.4 行业短期深度调整，长期需求旺盛持续看好.....	7
1.5 投资建议.....	8
二、招商地产发展提速，业绩增长超预期.....	9
2.1 调控下销售业绩超预期.....	9
2.2 土地储备丰富，成本合理，厚积薄发.....	10
2.3 “住宅开发+商业持有”初具规模.....	11
2.4 薪酬改革与股权激励.....	11
2.5 周转加快，发展提速，业绩增长超预期.....	11
三、保利地产快速周转，激励得当，增长可期.....	12
3.1 快速周转，销售稳健.....	12
3.2 低成本扩张，风险可控.....	12
3.3 资金充足，财务安全可控.....	13
3.4 多元发展，增加商业物业，积极建设保障房，发行房地产基金.....	14
3.5 业绩增长稳定，股权激励做大动力强.....	14
四、万科业绩锁定，强者恒强.....	16
4.1 销售稳定增长，预计全年销售金额 1300 亿.....	16
4.2 蓄势待发，保持低成本扩张.....	17
4.3 业绩锁定性好，强者恒强.....	17

风险提示：注意货币政策持续收紧、政策调控加强、调控时间超预期等带来的风险。

一、行业调整深化，12 年 Q2 或现投资机会

早在几月前我们预计的房价、地价、房地产投资增速的大幅下行已在近几个月的调控中得到验证，并将继续得到验证。

1.1 全国房地产行业运行情况趋势

10 月投资增速环比大幅下降 11.6%，1-10 月房地产投资增速继续回落；开工建设增速减慢，1-10 月商品房施工、新开工增速较 1-9 月分别下降 1.3 个、2.0 个百分点；10 月商品房销售出现负增长，销售面积、销售金额增速分别为 -9.9% 和 -11.1%，1-10 月商品房销售面积、销售金额增速较 1-9 月分别回落 2.9 和 4.7 个百分点；1-10 月商品房和住宅销售均价同比分别下降 8.7% 和 6.7%；土地购置面积增速持续下降，1-9 月土地购置面积增速较年初大幅下降 50 个百分点；资金来源全面收紧，国内贷款增速大幅下降至 1%，行业进入深度调整。

10 月份开工建设数据恶化，由于资金紧张停工现象增多，而且未来将会延续这一趋势。另外，由于今年大量建设保障房，投资增速虽有回落，仍保持高位运行，但明年计划建设保障房 800 万套，低于今年计划，且明年同比基数较大，因此明年初保障房对的投资的影响可能会弱化。总体说来，销售、资金来源、新开工等先行指标都已下滑至历年低位，土地购置与投资将加速下行。基于房地产投资增速滞后性的特点，且其滞后房地产市场约 6 个月，预计明年 2 季度可能会迎来投资增速低点。

图 1 房地产投资累计同比增速

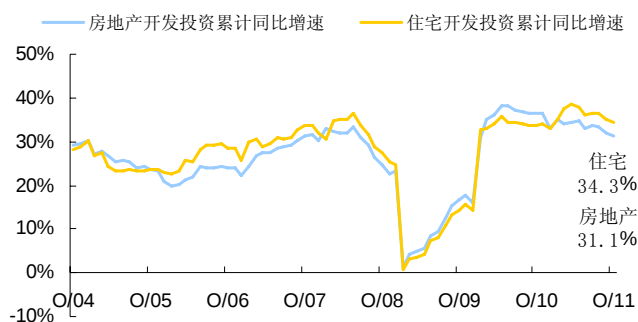


图 2 房地产投资单月同比增速

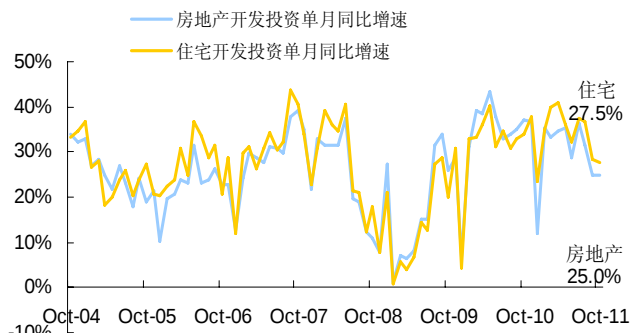


图 3 商品房开工建设指标累计同比增速

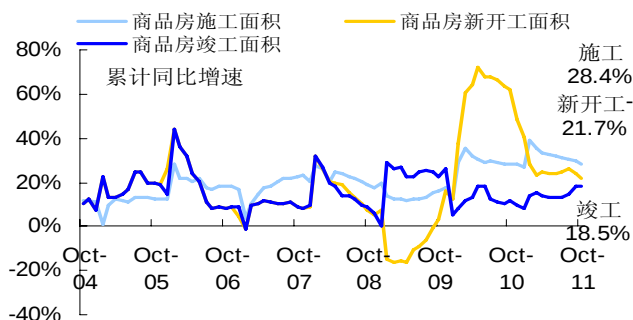


图 4 商品房开工建设指标单月同比增速

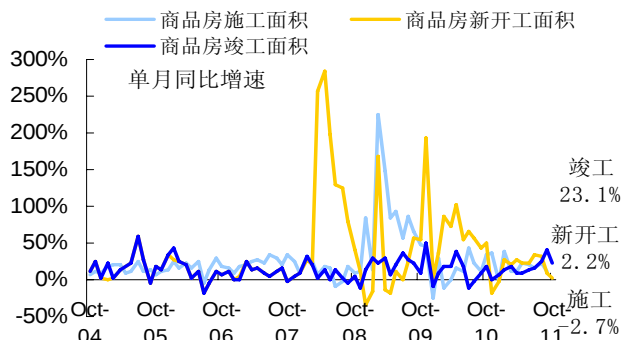


图 5 商品房销售数据累计同比增速

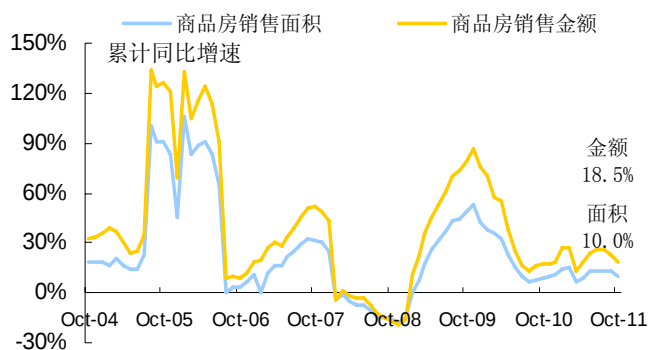


图 6 商品房销售数据单月同比增速

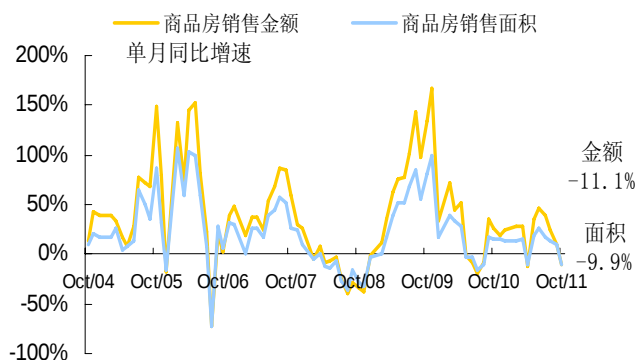


图 7 土地购置和完成开发面积累计同比增速

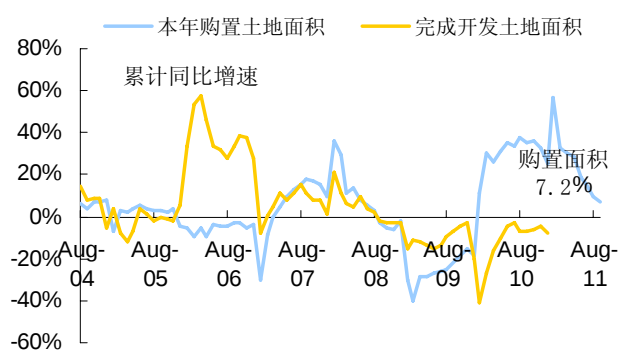


图 8 土地购置和完成开发面积单月同比增速

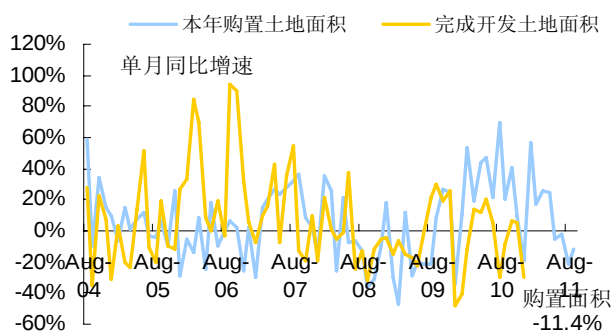


图 9 房地产开发资金来源累计同比增速



图 10 国内贷款累计同比增速



图 11 各指标项累计增速比较：销售增速为领先指标

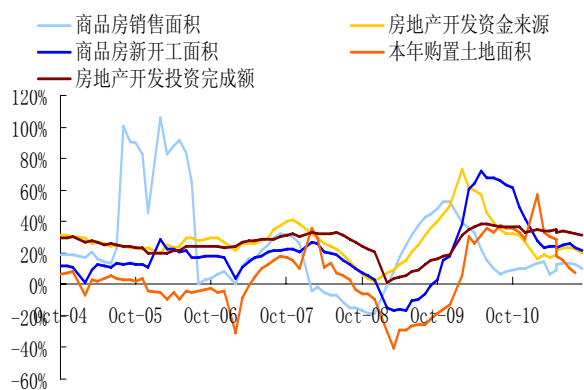
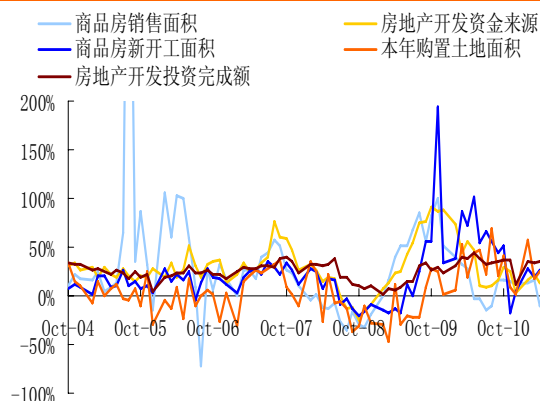


图 12 各项指标月度增速比较



资料来源：国家统计局，wind，中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1.2 主要城市期房成交情况及趋势

1-10月，16个一二线城市期房成交面积同比下降9%，其中一二线城市分别下降18%和7%。有数据的10个一二线城市期房价格同比下降8%，较10年年底下降22%。

10月，10个一二线城市的成交均价环比降7%，同比降8%，较10年底跌22%，其中一、二线城市同比分别上升1%，下降5%，较10年年底分别下降11%和7%。

当前行业调控见效明显，一线城市房价下行已由郊区典型楼盘向全市蔓延，二三线城市房价停涨或明显下行。在调控政策持续、开发商资金及年底业绩需求等多方压力下，11-12月大部分城市入市新盘进入降价促销。最先开始降价的项目会有所放量，但到普遍降价之后，需求方预期价格仍有下行空间的背景下，市场观望情绪渐浓，这种观望情绪将持续到2012年1-2季度之间。

我们预计，一线城市非核心区房价11年年底或将见底，二三线限购城市房价也会下调，到明年1季度房价或4月份可能会出现低点，而三四线城市房价不一定会下跌。但即使房价下行，由于限购政策严厉，成交亦很难有大规模放量。因此预计11年、12年整体成交规模与10年相差不大。

表 1 主要城市 2011 年 1-10 月累计住宅/商品房成交量

		成交面积					成交套数				
		2011:1-10	2010:1-10	2009:1-10	同比 10 年	同比 09 年	2011:1-10	2010:1-10	2009:1-10	同比 10 年	同比 09 年
北京	商品住宅	587	815	1,336	-28%	-56%	49,185	67,891	113,569	-28%	-57%
上海	住宅	1,102	1,223	2,190	-10%	-50%	109,037	117,532	202,267	-7%	-46%
杭州	商品房	140	218	514	-36%	-73%	13,686	18,961	44,951	-28%	-70%
深圳	住宅	229	259	557	-11%	-59%	27,035	29,441	59,343	-8%	-54%
广州	住宅	0	513	827			0	0	4,494		
天津	住宅	795	776	1,070	3%	-26%	77,008	73,740	101,976	4%	-24%
武汉	商品房	878	895	942	-2%	-7%	87,195	86,957	89,476	0%	-3%
重庆	商品房	1,193	1,847	2,025	-35%	-41%	133,620	199,763	220,515	-33%	-39%
成都	住宅	843	830	1,054	2%	-20%	0	0	92,123		
南京	住宅	332	408	794	-19%	-58%	31,847	37,817	71,984	-16%	-56%
苏州	住宅	470	402	749	17%	-37%	42,024	36,969	62,481	14%	-33%
无锡	住宅	0	472	527			0	40,811	30,169	-100%	-100%
大连	住宅	180	262	331	-31%	-46%	19,296	26,847	36,835	-28%	-48%
青岛	住宅	684	740	679	-8%	1%	69,919	75,086	67,621	-7%	3%
长沙	住宅	0	1,025	785			0	95,173	74,059		
南昌	住宅	172	233	370	-26%	-54%	16,289	22,692	34,507	-28%	-53%
福州	住宅	159	173	460	-8%	-66%	14,359	16,000	40,321	-10%	-64%
厦门	住宅	222	180	352	23%	-37%	19,029	15,870	29,125	20%	-35%
东莞	住宅	530	386	503	37%	6%	52,289	38,701	49,232	35%	6%
西安	住宅	869	951	876	-9%	-1%	81,774	94,892	90,133	-14%	-9%

沈阳	住宅	1,238	1,124	1,047	10%	18%	137,561	121,597	113,786	13%	21%
一线城市合计		2,058	2,514	4,597	-18%	-45%	198,943	233,825	420,130	-15%	-53%
二线城市合计		8,565	9,208	11,251	-7%	-18%	782,210	846,931	1,007,992	-8%	-22%
18 个可比城市合计		10,623	11,722	15,848	-9%	-26%	981,153	1,080,756	1,428,122	-9%	-31%

资料来源：中投证券研究所，中国指数研究院

图 13 10 个重点城市成交均价走势

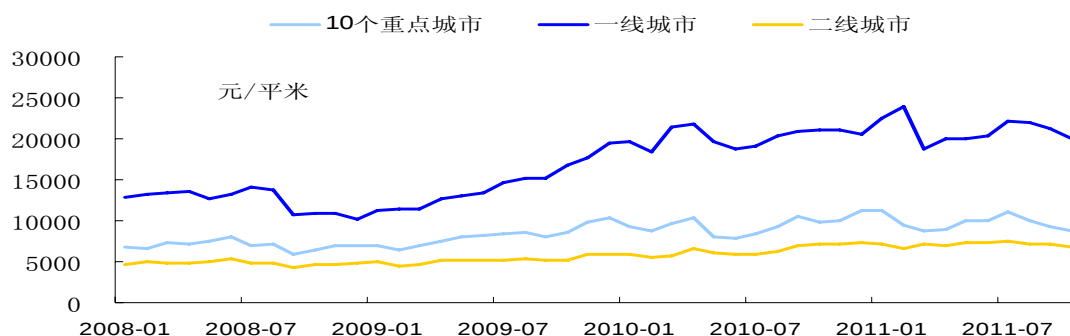
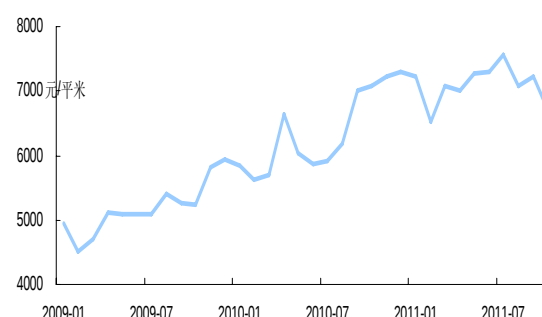
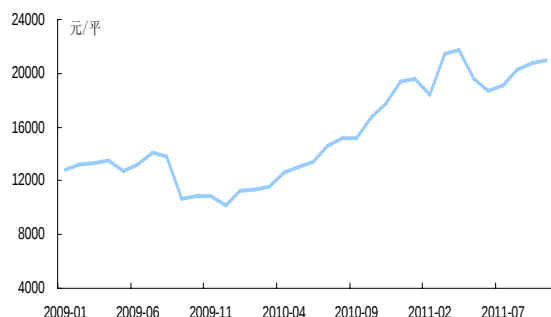


图 14: 4 个一线城市: 环比持平, 同比升 1%, 较 10 年底降 11% 图 15: 6 个二线城市: 环比跌 7%, 同比降 5%, 较 10 年底降 7%



资料来源：中投证券研究所，中国指数研究院

1.3 土地市场情况及趋势

10 月，全国 130 个城市土地市场降温明显，土地出让金环比降 51%，同比降 48%。1-10 月，全国 130 个城市土地推出、成交建面同比分别增 6%、9%，土地出让金同比降 6%，低于成交面积的增长，地方政府面临一定的财政压力，土地市场降温明显。

住宅用地受调控影响大，1-10 月 130 个城市土地出让金同比下降 18%，土地楼面地价同比下降 14%。其中，一线城市住宅楼面地价降幅明显，一二线城市商业用地楼面地价明显上升，资金转移。

从 10 月开始，大量成交的土地溢价率已下降至 5% 以下，土地普遍以底价成交。在政策持续收紧，年底工程款、土地款集中缴纳期到来前，开发商的购地热情普遍下降，甚至是资金宽裕的全国性大型开发商也在为 12 年上半年可能遭遇更坏的行业调整储备粮草，减少购地支出。虽然 2012 年 1 季度土地市

场相对冷清而变化无法明显看出，但到明年2季度时开发商资金吃紧土地市场的暗淡会有所体现，政府财政压力增大，届时可能会出现更加诱人的购地商机。可见，土地市场的降温、地方土地财政吃紧仍在持续。

图 16: 130个城市所有用地出让金及溢价率

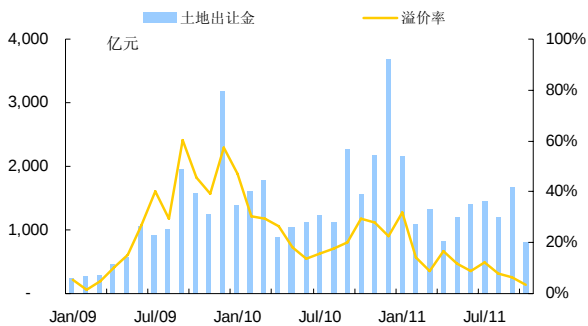
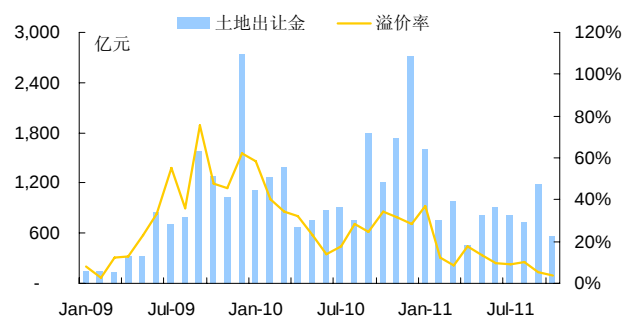


图 17: 130个城市住宅用地出让金及溢价率



资料来源：中投证券研究所，中国指数研究院

表 2 2011年1-10月所有用地累计推出、成交建面与出让金

	累计推出建面（万平方米）				累计成交建面（万平方米）				累计土地出让金（亿元）			
	11:1-10	10:1-10	同比 10年	占10 年比	11:1-10	10:1-10	同比 10年	占10 年比	11:1-10	10:1-10	同比10 年	占10 年比
全国130个城市	151,872	143,764	6%	80%	115,704	106,102	9%	80%	13,128	14,028	-6%	66%
一线城市	11,531	9,919	16%	86%	9,978	8,613	16%	85%	2,684	3,148	-15%	59%
二线城市	73,785	67,434	9%	81%	54,434	51,632	5%	77%	6,732	7,148	-6%	66%
三四线城市	66,556	66,410	0%	77%	51,292	45,856	12%	83%	3,712	3,732	-1%	72%

资料来源：中投证券研究所，中国指数研究院

表 3 2011年1-10月住宅用地累计推出、成交建面与出让金

	累计推出建面（万平方米）				累计成交建面（万平方米）				累计土地出让金（亿元）			
	11-10	10-10	同比10 年	占10 年比	11-10	10-10	同比10 年	占10 年比	11-10	10-10	同比10 年	占10 年比
全国130个城市	80,143	80,823	-1%	74%	57,605	63,031	-9%	67%	8,829	10,728	-18%	58%
一线城市	4,497	3,849	17%	85%	3,378	3,134	8%	76%	1,417	2,041	-31%	48%
二线城市	39,794	39,551	1%	74%	28,263	32,425	-13%	63%	4,794	5,860	-18%	58%
三四线城市	35,852	37,423	-4%	74%	25,964	27,473	-5%	70%	2,618	2,827	-7%	66%

资料来源：中投证券研究所，中国指数研究院

1.4 行业短期深度调整，长期需求旺盛持续看好

■ **市场：**目前成交量不断萎缩，房价下行，部分小开发商可能会出现问題，但大量房企倒闭的现象出现的可能性较小。因为对于小企业来讲，如果出现资金问题，只要撤掉项目，公司就能存活，目前也尚未大量出现“割肉卖项目”、“跳楼价卖房”等现象。现在迫于融资受限，大开发商保证自身经营安全基础上剩余资金并不富余，大规模并购也很难出现。而且当下很多小开发商收投资、减开工，因此，调控到后期可能将通过供应量缩小来达到平衡。

预计明年下半年到后年，供给可能会出现下滑。在这种情况下若保持开工，尽管明年上半年销售情况不容乐观，但到明年下半年或后年，供给充足的公司销售情况将有所好转。

另一方面，整体房价下行幅度不会太大，幅度在 20% 左右。由于目前所售房屋土地价格已锁定，而建安成本等在上升，所以开发商的降价空间不会太大。

■ **政策：**当前政府调控态度坚定，不仅是对房地产价格的调控，也是对经济转型的调整。通过政府调控的方式，使房地产市场更为健康，景气周期将拉长，只是短期内受到政策的冲击。

未来政策的放松需要有动力，但政府不会因为房价下行就放松政策，这可能需关注上下游产业等情况。如果房地产传导其他产业受到严重影响，政策松动才会有迹可循。但是房地产价格下行是政策放松的必要条件，价格是此轮房地产调控的核心目标，另外也需要 CPI 保持在较低的水平及保障房能入市交易。

目前中央基调是政策微调，宏观经济政策的松动应该会早于地产政策。从政策放松的角度来看，可能先是信贷的松动，但原则上第三套以上住房还是会严加管控；限购则可能需等到 2013-2014 年全国主要城市联网信息系统的建成才会彻底放松。

■ **保障房：**中国是二元市场，建设保障房是民之所需。数据显示，2010 年的存量保障房覆盖了 9% 的城镇人口，那么若十二五期间建设 3600 万套保障房就能覆盖 20% 的城镇人口，这样住房保障就相对完善。之后，可能会采取货币补贴的方式来解决低收入人群的住房保障问题。

今年大量新建的保障房可能到明年底开始入市，这样将会对中小套型的市场有所冲击。但保障房所对应的需求与商品房是有区别的，预计影响不会太显著。

■ **前景：**从长远角度来看，中国的人口需求及城市化决定了中国房地产的未来前景广阔。城市化率年年提高、新增人口的需求、家庭小型化趋势、城镇拆迁等都将带来广阔的住房需求。中国目前处于经济重工业化中期，每年城镇化率会保持在 0.85% 的增长，中部、西南部的发展也将迎来大量需求。因而长期来看，房地产行业还处于增长阶段，尽管增速相对之前的高速增长可能会有所下降，但整体景气周期会拉长。

■ **未来房地产行业的变化：**一是市场空间的变化，一线城市将不再是主力。目前三四线城市成交占比 65%，而一线城市仅占 4.7%。对于一线城市，未来主要关注城市更新；而二三四线城市的发展会更为重要，特别是区域核心城市，这些地区未来将会成为成交量的核心。二是行业集中度会越来越高。11 年上半年销售排名前 20 的开发商销售金额占全部的 20%，未来集中化会更为明显，市场占有率将重新分配。三是商业模式的改变，商业代建、房地产基金及住宅商业地产相结合的方式将会更为普遍。四是营销方式的改变，电商将是一大趋势。

1.5 投资建议

综合以上分析，当前行业已步入深度调整，在调控政策与信贷持续收紧下，预计行业库存高点可能在 12 年 1-2 季度间出现，销售低点可能在 12 年 1 季度末出现，一线城市和二三线城市的房价低点可能分别在 11 年底和 12 年 1 季度

出现，行业投资增速与土地购置增速的低点可能分别在 12 年 2 季度和 3 季度出现。

当前行业板块估值已提前反映了行业最悲观预期，伴随着行业投资增速、房价、地价的持续大幅下行，调控目标的实现，我们预计 12 年 2 季度行业调控政策将趋缓，12 年下半年行业将进入恢复性增长阶段。在 12 年 2 季度之前，整体市场观望情绪较浓、成交难以大幅放量，板块估值可能持续震荡筑底，但板块估值变好往往提前行业变好 1 个季度左右。

因此，我们认为，板块较好的投资机会可能会在 12 年 2 季度出现。建议在行业深度调整过程中，更多的关注 11 年销售业绩完成较好、实力持续增强、周转快、今明两年业绩确定性强、股权激励已完成或即将出台的招地、保利、万科 A 等公司的投资性机会。适当关注经营情况可能变好、受益区域经济发展的亿城股份，主业扩张潜力大+投资业务优秀的北京城建，以及稳健经营商业地产中国国贸、世茂股份等公司。

图 18 2012 年行业判断



资料来源：中投证券研究所

二、招商地产发展提速，业绩增长超预期

2.1 调控下销售业绩超预期

11 年上半年实现销售签约金额 68 亿元，销售面积 42 万平米，同比分别增长 45%和 62%；实现认购面积 61 万平米，认购金额 120 亿元，认购均价达 1.97 万元/平米，销售超预期。11 年前三季度实现认购金额 170 亿元，签约销售金额 140 亿元。

公司采取了更灵活的销售策略，合理定价，深圳招商观园、深圳雍景湾等“实降盘”受到了市场的热捧。例如镇江北固湾项目，建面 55 万平米，10 月开盘，均价 12000 元/平米，价格合理，去化达 50%，回款约 2.3 亿。公司今年达成全年 200 亿元销售目标无悬念，甚至可能超额完成。

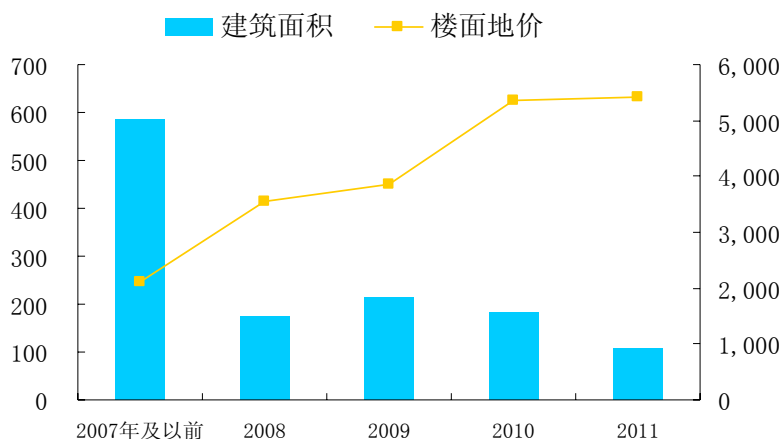
公司推进绿色地产，品质优良。而限购政策对改善性需求有一定的压制，随着未来政策的趋缓，改善性需求的释放，未来公司高端产品销售将会更好的释放，高增长可期。

2.2 土地储备丰富，厚积薄发，又迎来新一轮扩张机遇

2009 年公司新增总建面 216 万平米，平均楼面地价 3847 元/平米；2010 年公司新增总建面 182 万平米，平均楼面地价 5345 元/平米；**今年公司新增总建面 106 万平米，平均楼面地价 5409 元/平米。**08 年以来公司拓展项目冷静，购置成本控制得当，并没有在土地市场最亢奋时期参与竞拍拿地，而是在土地市场回归理性时以竞拍底价介入拿地。目前房地产调控下全国土地市场溢价率回落给公司带来了逢低吸纳优质资源的好机会，公司未来项目储备前景看好。

公司善于在城乡结合部开发项目，有望再青岛获得重大突破、与集团协同发展在镇江获取价廉优质项目，与集团共同在镇江打造创意产业园综合体，目前已签订框架协议（集团公司网站信息）。该项目成本较低，后续开发空间大。

图 19 招商地产新增土地储备情况



资料来源：上市公司、中投证券研究所

蛇口工业区拟用 5 至 8 年左右的时间系统推进“再造新蛇口工程”，完成蛇口由工业制造基地向“高新技术、金融服务、港口物流、高尚人文住宅”等产业并存的国际化现代园区转变。蛇口工业区拥有 100 多万平可供改造的旧工业厂房和大量员工住宅。同一集团公司旗下的蛇口工业区负责土地一级开发、建造研发楼，写字楼及廉租房等。**蛇口工业区的上述开发不会与上市公司构成同业竞争**，所有项目的二级开发上市公司均有优先获取权，在上市公司放弃开发权后，蛇口工业局可自己或寻找合作方开发。我们预计，未来在蛇口的住宅旧改，如荔园、四海等项目，上市公司将当仁不让，在蛇口的其他大量住宅用地集团也将以较为优惠合理的价格出售给公司。

海上世界片区和太子湾片区是蛇口再造的重点区域，将成为蛇口未来新的增长点。海上世界有 28 万平住宅，在未来一两年内也将以合理价格给公司开发。太子湾正在进行前期平整，绝大部分规划为写字楼，耗资巨大，预计在 5 年内主要由工业区开发的可能性大。前海地区亦有较大的开发空间，若有住宅用地公司也会考虑开发。

公司在 08 年底逢低扩张，为今年的高增长奠定了坚实的基础。本轮的调控又为财务风险控制良好、资金充裕的招地再一次把握新一轮高扩张机遇提供了绝佳的机遇。公司计划明年开始新一轮扩张，或将在武汉、贵州等地区有

大进展。

2.3 “住宅开发+商业持有”初具规模

公司长期以来一直坚持“住宅开发为主、商业持有为辅”模式，2010年公司持有物业已达到70万平方米。而公司也成立了商业地产公司，一方面承接留下来的物业、像新时代等，另一方面也将发展住宅配套商业。

公司今年成都东城商业项目销售金额达4亿；在南京的住宅项目将配建3万平社区型商业；重庆弹子石综合体50万平方的商业未来将会带来丰厚收益。

2.4 薪酬改革与股权激励

目前，集团和公司正在积极推进薪酬改革，改革后销售、项目经理将有更大主动权，创造业绩的动力更强。公司薪酬制度将与市场接轨，不进入集团工资考核，今后公司吸纳贤才将更具有竞争力。

股权激励方面，集团与公司也在积极推进，有望尽快出台，将有效促进公司做大做强。

2.5 周转加快，发展提速，业绩增长超预期

公司资源丰富，前景广阔。同时公司积极谋变，加快周转，在做好传统业务的同时，将择时发展养老地产，发扬城乡结合部项目模式及商业地产等。且公司在香港的融资还有空间，成本更为低廉，大概为5%，扩张资金有保障。

同时集团将会予以强烈支持。集团今年成立了地产事业部，将整合所有和地产相关的业务，并将择时将优质资源注入或出售给公司，在资金方面集团也会给予大力支持。

年底前公司尚余可售量超200亿，明年可售量更加充裕，明年销售高增长可期。11年3季度，公司尚有预收款141亿元，我们预期公司将完成全年200亿元的销售目标，今明两年业绩锁定。公司目前正处于自身高速发展的通道当中，今年来各项业务的发展都超出市场预期，集团对上市公司的支持也超出市场预期，薪酬激励计划也呼之欲出。我们相信，市场将逐步提升公司的估值水平，RNAV折扣交易将向万科、保利等公司靠拢。11-13年EPS1.52、1.98和2.51元，RNAV33元，维持“强烈推荐”评级。

表4 招商地产主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13782	15983	20171	24193
同比(%)	36%	16%	26%	20%
归属母公司净利润(百万元)	2011	2614	3398	4303
同比(%)	22%	30%	30%	27%
毛利率(%)	39.8%	43.5%	44.2%	44.9%
ROE(%)	11.0%	12.7%	14.3%	15.6%
每股收益(元)	1.17	1.52	1.98	2.51
P/E	15.62	12.02	9.25	7.30
P/B	1.73	1.53	1.33	1.14
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源：中投证券研究所

三、保利地产快速周转，激励得当，增长可期

3.1 快速周转，销售稳健

1-10 月公司实现销售面积 556.2 万平米，同比降 1%；销售金额 627.0 亿元，同比增 25%。1-10 月销售均价 11272 元/平米，同比涨 26%，尽管销售业绩略低于预期，但仍高于行业和绝大部分上市公司。受市场低迷、观望情绪浓厚影响，公司销售受到一定影响。由于 10 年三线城市占比较多，且受整体均价的提升，销售金额同比上涨。

积极应对政策调控，年初公司主动调整产品结构，增加中小户型占比，144 平米以上大户型占比缩小到 10%-20%。年底前公司还将推 100 亿规模的货量，2012 年可售资源丰富。公司坚持以销定价的策略，中小户型产品定价合理的项目销售较好，大户型去化率一般达到 30%-40%，仍保持较快的周转。

图 20 保利地产累计销售面积各年同期比较

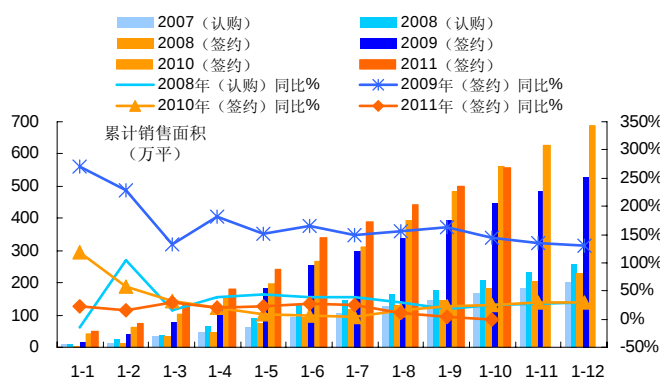


图 21 保利地产累计销售金额各年同期比较

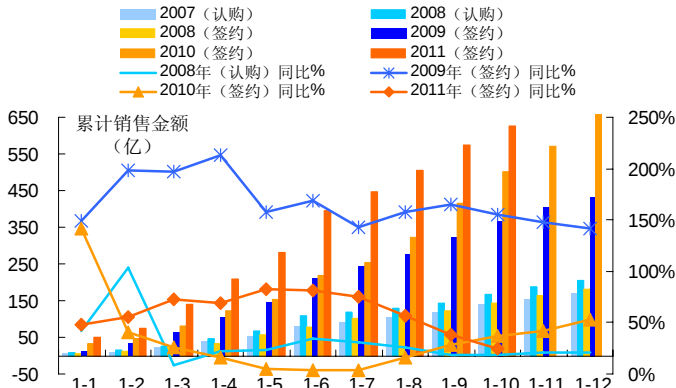
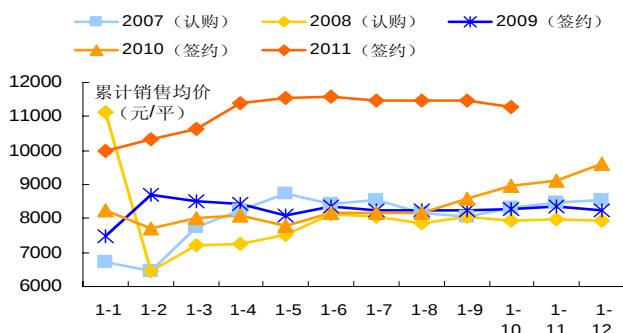


图 22 保利地产累计销售均价各年同期比较



资料来源：上市公司，中投证券研究所

3.2 低成本扩张，风险可控

1-10 月新增规划建筑面积 758 万平米，平均楼面地价 2675 元/平米，拿地成本低于 2010 年 3%。新增土地储备主要集中于二线城市，盈利空间锁定，

风险可控，继续保持低成本高毛利的竞争优势。公司目前尚余在建拟建占地面积 3319 万方，规划容积率面积 6102 万方，足够未来 5 年开发所需，高增长无忧。

另一方面，持续调控下住宅土地市场持续降温，近期一二线城市住宅地价、溢价率持续下降，土地大多以底价成交，公司持续加速拓展摊薄成本，并将在 2012 年适时吸纳价廉优质地块，为未来业绩增长打下坚实的基础。目前开发及拟开发项目覆盖了 18 个地区，未来将重点开发和拓展现有城市，做大做强。

表 5 保利地产 11 年 1-10 月新增项目情况 (单位: 万平, 亿元)

	项目	所处 城市	公司 权益	占地 面积	规划建面	公司需付 地价	楼面地价 (元/平)
1	青岛市四方区瑞海北路 17 号、177 号两宗地块	青岛	100%	8.4	18.46	7.7	4,160
2	成都市高新区天府新城大源组团地块	成都	100%	5.1	15.16	8.4	5,550
3	慈溪市城西休闲娱乐商务区 2#、3#地块	慈溪	100%	29.4	59.60	11.1	1,862
4	德阳市利山路与奇江路交汇处东南角地块	德阳	100%	31.6	79.95	5.6	705
5	上海市宝山区大场镇捆绑基地塘祁路南侧地块	上海	100%	9.9	19.76	26.6	13,445
6	成都市高新区西部园区西芯大道 2 号雅驰项目	成都		12.3	30.67	4.3	1,396
7	德阳市峨眉山路与湛江路交汇处东南角地块	德阳	55%	3.3	13.10	0.4	281
8	合肥市政务区习友路与科学大道交口东北角地块	合肥		18.2	54.57	14.2	2,600
9	广州市荔湾区芳村 G 地块	广州	100%	7.0	17.89	7.9	4,390
10	包头市昆区[2011]305 地块	包头	55%	6.9	18.89	1.5	783
11	通化市王八脖子遗址南侧 A、B、C 三幅地块	通化	100%	29.8	45.33	3.6	788
12	上海市保障性安居工程马桥旗忠基地 12A-01A 号地块	上海	100%	6.5	15.52	3.9	2,533
13	成都市新都区大丰街道办事处高家 6、7 组， 太平 7、8 组地块	成都	51%	18.1	54.30	5.7	1,052
14	郑州市天山路东、牛庄路南地块	郑州	50%	5.5	20.71	2.6	1,271
15	大连市甘井子区红旗街道湾家村地块	大连	50%	17.2	30.93	13.3	4,290
16	武汉市洪山区红旗村 P(2011)058 号地块	武汉	50%	14.6	51.40	14.4	2,800
17	武汉市洪山区红旗村 P(2011)059 号地块	武汉	50%	10.2	35.66	10.0	2,800
18	合肥市滨湖新区 BHC-10 地块	合肥	100%	11.4	40.01	9.6	2,400
19	上海市闵行区马桥基地市属动迁安置房 32A-06A 地块	上海	100%	4.2	8.42	2.7	3,210
20	重庆市九龙坡区大杨石组团 0 分区三宗地块	重庆	100%	9.3	49.41	14.7	2,975
21	东莞市樟木头镇樟洋社区五宗地块	东莞	80%	33.3	46.54	4.9	1,054
22	天津市河西区解放南路与湘江道交口地块	天津	100%	11.1	32.00	29.9	9,344
	1-10 月合计			303.03	758.29	202.88	2,675

资料来源：上市公司，中投证券研究所

3.3 资金充足，财务安全可控

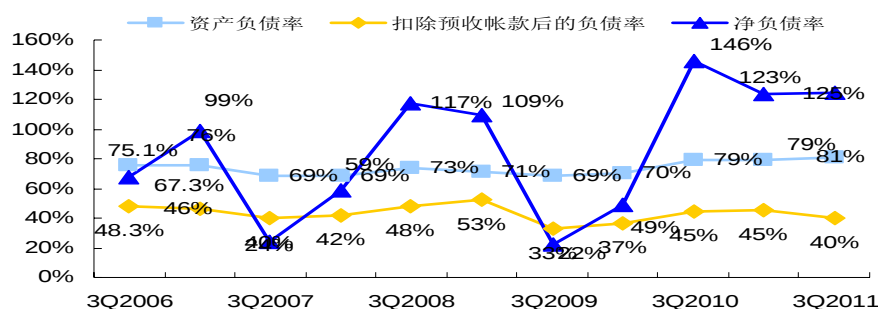
3 季末，公司拥有货币资金 220 亿，每月还有几十亿资金回笼，资金状况良好，财务安全性高。

实际负债水平、负债结构合理，短期偿债压力小。3 季度末，公司资产负债率 81%，扣除预收款项后的负债率 40%，净负债率 125%，其中，有息借款占总资产的 35.3%，一年内到期借款占有息借款仅 18%，预收款项 795 亿元，占

总负债的 50.3%。在调控中长期借款占比大，短债比例小，负债结构合理。其中，长期借款占有息负债 76%，账面现金 220.5 亿元，一年内到期非流动负债及短期借款仅 124 亿元，短期无偿债压力。

公司每年维持 100 亿左右的新增贷款，负债较为稳定，并主动调整负债结构，短债变长债。资金成本较低，为基准利率上浮 12%，成本可控。由于信托融资成本较高，公司基本没有信托产品。

图 23 保利地产负债水平



资料来源：上市公司，中投证券研究所

3.4 多元发展，增加商业物业，积极建设保障房，发行房地产基金

公司开发经营规模较大，紧贴市场，坚持稳定发展策略，以接近于市场或低于市场成本经营。前 3 季，新开工面积、竣工面积分别为 1061 万方和 227 万方，较 10 年同期分别增长 63.5%和 33%，在建面积 2449 万方，较 10 年同期增长 63%。未来将不断提升经营规模，保持增长，提高市场占有率。

商业地产方面，公司维持“持有+销售”的战略。因“挤出效应”，今年商业地产局部火爆，公司上半年也销售了不少商业物业。未来公司会在保证周转正常的前提下逐步提高持有型物业的比例，平滑住宅销售结算带来的波动。

公司积极建设的保障性住房去年底已开工，主体完工，2012 年底可交房。建设保障性住房，一方面是公司履行社会责任的表现，另一方面保障性住房利润率低，建设保障性住房可以锻炼公司成本控制能力，体现公司的综合实力。

到目前为止，公司发行了接近 60 亿规模的房地产基金。第 1 期为 30 亿，后面又发行 2 期。公司控股，与合作者中信共担风险，总体权益比维持在 80-90%。

3.5 业绩增长稳定，股权激励做大动力强

业绩增长显著，盈利能力持续提升，符合我们的预期。前 3 季营业收入、归属于母公司所有者的净利润分别为 218 亿元和 34.7 亿元，较 10 年同比分别增长 26%和 51%。毛利率 40%，较 10 年同期上升 7.5 个百分点；净利润率 15.9%，较 10 年同期提升 2 个百分点；EPS0.58 元，同比增长 16%，ROE10.76%，同比提升 2.3 个百分点。

费用控制得当，在行业内规模管理控制优势凸显。前 3 季，公司三项费用

率 5.7%，同比提升 1.2 个百分点，但在行业内的费用控制水平居前。随着 4 季度结算量的增长，三项费用率会更合理，低于行业平均水平。

3 季度末，公司尚余 795 亿元的预收款，加上 4 季度的销售，已锁定今明两年业绩，略有富余。预计 11 年全年销售金额 780 亿元，同比增长 18%，业绩仍将遥遥领先于行业（我们预计 11 年行业增速在 0% 附近）。

公司历来高杠杆运作，财务风险控制良好，短期偿债能力无忧，未来还将考虑以合作投资的方式缓解高负债压力。对经营业绩有保障、风险控制良好、股东实力雄厚的保利无需担心深度调整带来的冲击。

11 月公司针对高管、核心骨干团队推出的股权激励计划将为公司未来 5 年持续高增长保驾护航。此前我们对公司的估值充分考虑了成本与行业调整对盈利的冲击因素，无需调整对公司的盈利与估值水平。维持 11-13 年 EPS1.12、1.51 和 1.96 元，RNAV12.6 元的判断，当前股价 RNAV75 折交易，未来 12 个月合理价格为 12 元，维持“推荐”评级。

图 24 保利地产业绩情况

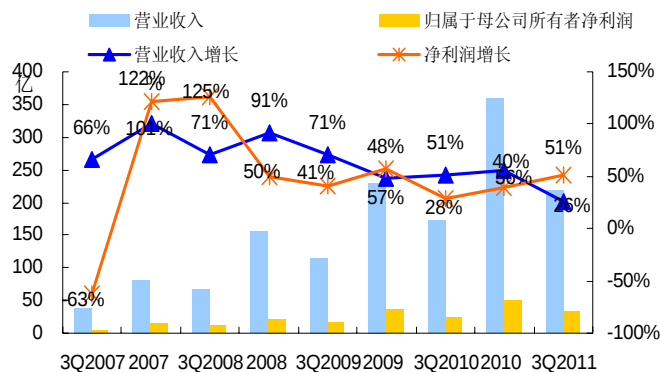


图 25 保利地产 EPS 和 ROE

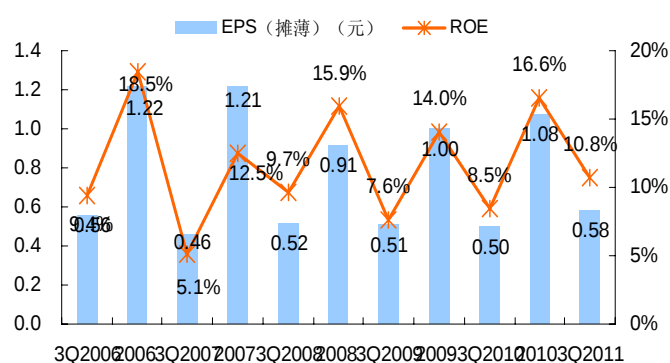


图 26 保利地产盈利水平

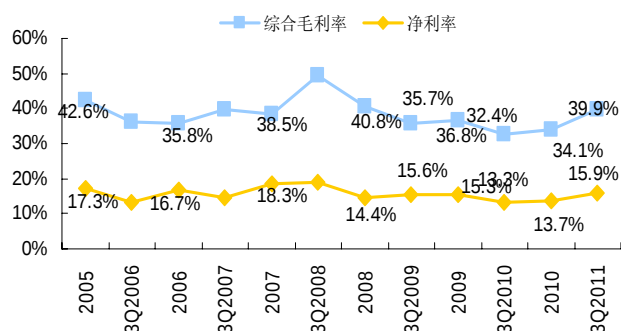
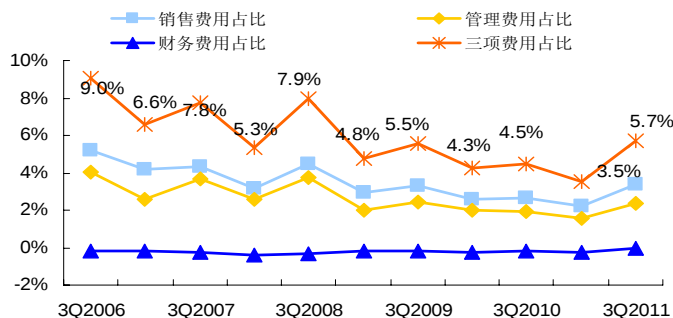


图 27 保利地产三费情况



资料来源：上市公司，中投证券研究所

表 6 保利地产主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	35894	44868	58328	75826
同比(%)	56%	25%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	4920	6677	8977	11669
同比(%)	37%	33%	31%	28%
毛利率(%)	34.1%	38.0%	38.0%	38.0%
ROE(%)	17.2%	7%	19%	19.8%
每股收益(元)	0.83	1.12	1.51	1.96

P/E	12.24	9.23	7.06	5.50
P/B	2.10	1.73	1.37	1.09
EV/EBITDA	14	11	8	6

资料来源：中投证券研究所

四、万科业绩锁定，强者恒强

4.1 销售稳定增长，预计全年销售金额 1300 亿

1-10 月累计实现销售面积 948 万平米，同比增长 29.6%；累计实现销售金额 1074 亿元，1-10 月销售均价 11399 元。1-10 月累计销售金额突破千亿，几乎与去年全年销售金额 1081.3 亿元持平，远超行业水平，龙头实力凸显。后续尚有 430 亿的推盘量，公司营销策略得当，预计全年实现 1300 亿元的销售规模无忧。

10 月公司推盘 183 亿，实现销售金额 103.4 亿元，同比降 33.3%，环比降 17.4%。销售均价 1.03 万元，同比降 13.2%，环比降 11.1%。一方面蓄客量未达预期，另一方面受周边楼盘销售冷清影响，同时信贷紧缩，推盘定价有一定压力，均价降幅较大与推盘结构密切相关。而公司坚持“以销定价”，积极促销，保持平稳运营、正常周转，为自己在行业深度调整中争得先机。明年上半年公司的销售可能会受市场低迷影响，但随着下半年供给的减少，销售情况将会改观。

图 28 万科月度销售面积、销售金额与销售均价

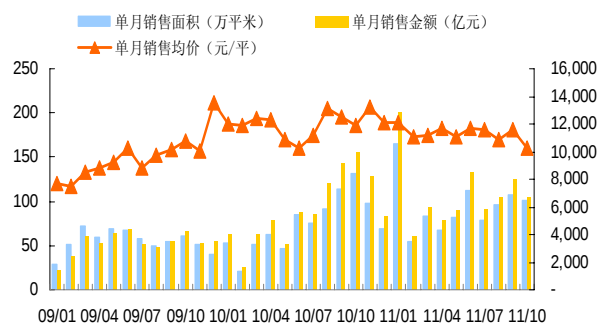


图 29 万科月度销售均价与累计销售均价

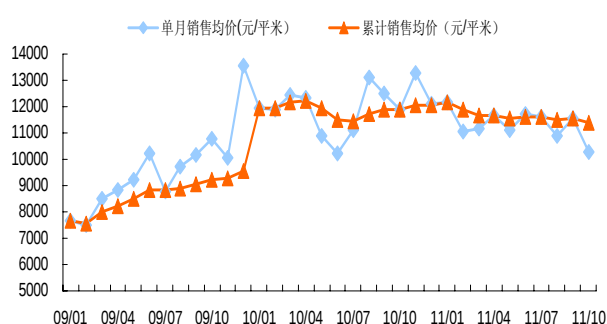


图 30 万科各年累计销售面积

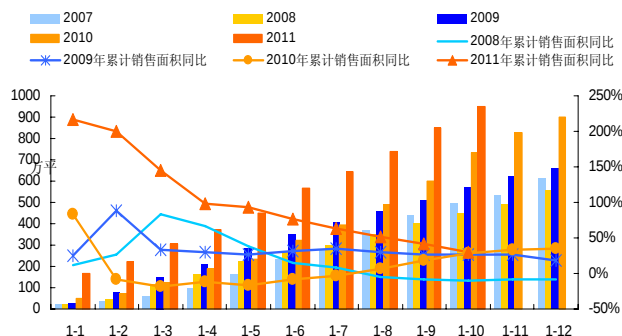
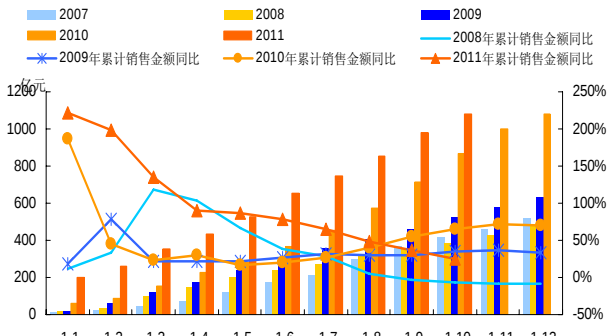


图 31 万科累计销售金额各年同期比较



资料来源：上市公司，中投证券研究所

4.2 蓄势待发，保持低成本扩张

1-10 月公司新增项目 49 个，权益建面 1068.4 万平米。1-10 月累计地价/累计销售额为 0.26，去年同期为 0.40，扩张步伐稳健。1-10 月平均楼面地价 2674 元，与 10 年平均拿地成本相比低 1.4%。

在土地市场调整的背景下，公司蓄势待发。未来 1 年，将积极寻找拿地机会，或通过合作方式来锁定优质价廉资源，保持低成本、高毛利率的竞争优势。

表 7 万科 11 年新增土地储备

	总建筑面积	权益建筑面积	支付地价	楼面地价
2010 年合计	2850.8	2136.5	579.3	2711.7
Jan-11	342.1	275.1	66.6	2420.6
Feb-11	46.5	23.0	8.5	3699.6
Mar-11	228.1	159.1	24.8	1559.2
Apr-11	57.1	57.1	31.0	5427.2
May-11	25.4	10.9	2.1	1924.3
Jun-11	225.4	109.1	22.8	2089.5
Jul-11	89.6	70.6	19.4	2751.8
Aug-11	148.0	82.7	22.5	2715.3
Sep-11	308.9	191.9	68.1	3548.4
Oct-11	105.1	88.8	19.9	2240.8
1-10 月合计	1576.3	1068.4	285.7	2674.1

资料来源：上市公司，中投证券研究所

4.3 业绩锁定性好，强者恒强

公司 1-9 月共实现开工面积 1139 万平米，完成 11 年计划的 86%，预计全年实际开工量略高于计划数，货量充足。公司积极调整营销策略，合理定价，适时促销换量，保持了远超行业的销售业绩。三季度末预收款项 1228 亿元，比 10 年底增加了 484 亿元，增幅达 65.1%；合并报表范围内共有 1208 万平米合计约 1380 亿元已售尚未结算的资源，11 年-12 年业绩增长无忧。

财务状况良好，经营安全稳定，资金实力优势大。3 季末货币资金 339 亿元，短期借款及一年内到期非流动负债 237 亿元，无短期偿债压力；资产负债率 79%、扣除预收账款后的负债率由 10 年底的 40%下降至 36%、净负债率同比略升至 30%，继续保持行业较低水平，偿债压力较小。

公司准确判断经济与政策运行规律，以开发中小户型住宅产品为主，受调控影响小，在行业深度调整中更加凸显龙头公司逆周期高增长的非凡实力。在行业调整周期中公司的资源成本进一步下降，盈利难以受冲击，无需调整对公司的盈利与估值。一旦本轮行业调控效果显现，政策适度放松，公司的业绩将会有更好的表现。维持对公司 11-13 年 EPS0.89、1.21 和 1.53 元，RNAV10.2 元的判断，股价对应 PE 分别为 9/7/5 倍。目前股价 6 折交易，维持“推荐”评级。

图 32 EPS 和 ROE

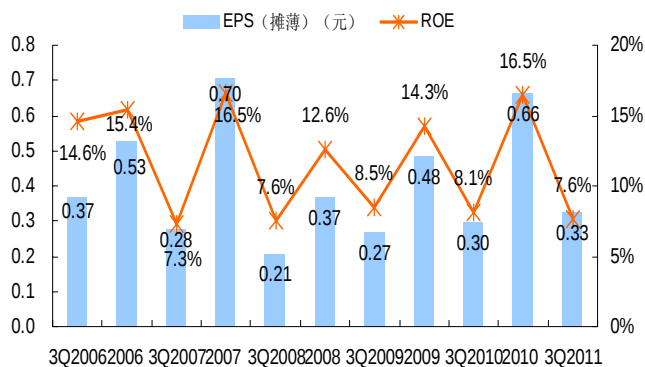
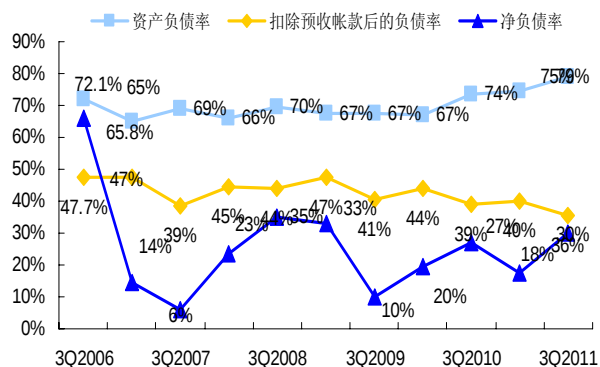


图 33 负债水平



资料来源：上市公司，中投证券研究所

表 8 万科主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	50714	65928	85706	111418
同比(%)	4%	30%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	7283	9797	13296	16809
同比(%)	37%	35%	36%	26%
毛利率(%)	40.7%	43.0%	42.5%	40.0%
ROE(%)	16.5%	18.6	20.5%	21.1%
每股收益(元)	0.66	0.89	1.21	1.53
P E	12.83	9.54	7.03	5.56
P/B	2.11	1.78	1.44	1.18
EV/EBITDA	9	7	5	4

资料来源：中投证券研究所

相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-15	房地产 - 成交持续萎缩，普遍降价将到来-22 个城市周交易报（11.07-11.13）
2011-11-10	10 月投资增速环比加速下降，行业调整深化
2011-11-11	成交低迷，去化恶化，价格下行仍有空间-主要城市房地产市场月报（2011-10）
2011-11-10	地市加速降温，住宅量价齐跌，商业亦现趋冷迹象 130 个城市土地市场（1-10 月）
2011-11-08	成交量大幅下滑，集体降价大势所趋-22 个城市周交易报（10.31-11.06）

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

研究团队简介

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、北京城建、滨江集团、首开股份、亿城股份、世茂股份、苏宁环球、金融街、中国国贸、泛海建设、中华企业、冠城大通、广宇发展等。

陈舒静，中投证券房地产行业分析师，毕业于中国人民大学商学院财务与金融系，管理学硕士。

免责声明

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434