



2011.11.29

2012 年房地产行业投资策略会议综述

——龙头公司、地产+X、商业代表公司高管交流

	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 11 月 24-25 日组织了 2012 年房地产年度策略会议, 邀请龙头公司、地产+X、商业地产代表公司等高管对行业及公司进行解读, 受到市场的高度关注。

摘要:

- **销售状况:** 目前观望情绪明显浓郁, 但龙头销售仍持续超越市场表现。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, 龙头公司销售情况明显超越市场。
- **库存、去化情况:** 库存将持续增加, 预计明年 1 季度, 存货达到一个新高点; 明年上半年去化月数的历史高点也会被超过。
- **后续推盘及销售:** 推迟开盘普遍。大量本来该 10 月份上市的楼盘根本没有开盘。原因是企业不敢推盘, 包括万科等十月份的实际推盘远小于月初计划的数值。
- **信贷:** 9 月份的时候, 银行对首次置业的信贷安排做了大幅收紧的调整, 首付款要求更高, 而且利率大幅上调, 但信贷的恶化, 对市场整体来说, 影响并不是特别大, 因为平均贷款首付只有 15%。
- **投资:** 投资数据是严重滞后的, 目前小开发商已经处于冬眠状态。
- **土地市场:** 成交下滑、流拍上升, 情况未来将比房屋市场更差。10 月份流拍率开始攀升, 未来一二手土地市场都会持续比较困难。地方政府找开发商的卖地意愿开始变得强烈, 跟前两年形成明显差异。
- **行业长期前景:** 部分开发商认为中国房地产市场基本没有什么泡沫。产生泡沫需要有两个条件, 一个是购买力透支, 一个是未来的供给是有弹性的, 才会产生泡沫, 但是中国市场这两点都不具备。中国买房购买力, 不存在用杠杆扩大购买力的现象; 供给也不会大幅增加。
- **明年走势:** 部分公司认为未来地产调控成为常态, 调控至少持续到明年五月份或者两会后, 但调控不会长期持续, 未来政策松动也是差异化的, 比如可能偏向对改善型居住的松动; 部分认为整个行业将逐渐回归平稳发展的态势; 部分认为中长期向好趋势未改变, 城镇化, 购买力提升等因素支持行业向上。
- **经营战略:** 随行入市、顺势而为、结构性需求。龙头公司大都坚持快速周转策略不变的基础上, 表示会调整产品结构, 加大刚需类及首改类产品的推盘入市。
- **我们维持行业增持评级。继续 9 月中下旬以来的坚定推荐。股票推荐:** (1) 高周转低估值龙头持有必将制胜: 保利地产、招商地产、万科、金科股份、首开股份、荣盛发展、金地集团、中南建设、苏宁环球。(2) 4 阶段中的房价下降 I 阶段, 建议侧重估值安全、兑现能力强的地产+X 优质标的: 华侨城、北京城建、中国宝安、新潮中宝、华业地产、中天城投、建发股份。

房地产

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

房地产经营	增持
房地产开发	增持

相关报告

《以万科为代表, 回到 9.5 元! ——货币信贷实际宽松下地产股受益路径分析》, 2011.11.04
《受益文化产业的地产标的推荐》, 2011.11.03
《资金面微调地产受益, 行业政策趋正常化可能》, 2011.10.28
《房地产估值已达 08 年最底部》, 2011.10.26
《2011 年深圳房地产专题策略会议综述》, 2011.8.29
《房地产市场及 6 大龙头公司调研综述》, 2011.7.11
《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
《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
《房价定乾坤——2009 年房地产行业投资策略》, 2008.12.05

目 录

1. 公司对行业走势的判断.....	3
1.1. 销售	3
1.2. 库存、去化情况	4
1.3. 资金、信贷情况	4
1.4. 投资情况	5
1.5. 土地市场情况	5
1.6. 行业中长期走势:.....	5
2. 龙头公司经营策略	5
3. 地产+X.....	6
3.1. 中南建设.....	6
3.1.1.2011 年前十月公司经营情况.....	6
3.1.2.公司未来五年发展思路.....	7
3.2. 新湖中宝.....	8
3.2.1.公司的主要业务模块.....	8
3.3. 华侨城.....	9
3.3.1.前三季度经营状况.....	9
3.3.2.未来发展计划.....	9
3.4. 华业地产.....	9
3.4.1.公司基本情况.....	9
3.4.2 房地产业务情况.....	10
3.4.3.矿业投资情况.....	10
3.4.4.公司发展定位.....	10
4.商业地产:调控中也受到波及,但好于住宅.....	10
4.1. 阳光股份.....	10
4.1.1. 公司情况介绍.....	10
4.2. 世茂股份.....	11
4.2.1. 商业宏观回顾:调控中凸显发展潜力.....	11
4.2.2. 公司运营情况.....	11
5.华夏幸福.....	12
5.1. 公司业务介绍.....	12
5.1.1. 产业园区开发.....	12
5.1.2. 城市地产.....	13
5.2. 公司发展战略和竞争优势.....	13
5.2.1. 公司具备四大核心能力.....	13
5.2.2. 公司四大竞争优势.....	13

- 事件：国泰君安 2012 年房地产行业投资策略会
- 时间：2011 年 11 月 24 日-25 日
- 邀请上市公司：万科、保利地产、招商地产、中南建设、新湖中宝、华侨城、阳光股份、华业地产、世茂股份、华夏幸福
- 参会嘉宾：基金、保险、私募等机构投资者等

我们的观点：详见我们 2012 年房地产年度投资策略报告《平衡·再生》

维持行业增持评级。跌破 08 年估值底的股价，已隐含行业超过可能的调整幅度的基本面预期（全行业房价下跌 35%），基本面逐渐探底是四季度宏观政策预调微调、12 年中期前后中央行业调控政策局部放松的前提条件。因此未来最敏感因素是政策面变化，基本面居次。

投资策略建议是政策决定论下四阶段论：I.11Q3-12Q2 房价确定下跌对应阶段性机会，而后逐步迎来趋势性机会；II.12Q2-Q3 政策局部放松一致预期；III.12Q3-Q4 一致预期；IV.Q4-13Q2 销量为代表基本面回升。

预判 4 季度到 12 年 2 季度政策及基本面仍为矛盾关系，之后将建立平衡、重归一致，从而创造超配机会。

继续 9 月中下旬以来的坚定推荐。股票推荐：（1）高周转低估值龙头进入中期选股时期，持有必将制胜，12 年四季度前必能获超 30% 的绝对收益：保利、招商地产、万科、金科集团、首开股份、荣盛发展、金地、中南建设、苏宁环球。（2）4 阶段中的房价下降 I 阶段，建议侧重估值安全、兑现能力强地产+X：华侨城、北京城建、中国宝安、新湖中宝、华业地产、中天城投、建发股份。

1. 公司对行业走势的判断

1.1. 销售

销售：市场持续低迷。今年 1-10 月全国商品住宅销售面积 7.1 亿平米，销售金额 3.6 万亿，同比分别上升 9.0% 和 16.3%。14 个主要城市商品房成交面积 7443 万平米，成交额 8583 亿元，同比分别下降 13.1% 和 9.9%。10 月份，销售下降很多，14 城市成交面积 10 月份同比下降 49%。

10 月份销售，观望情绪明显浓厚。过往观望情绪的持续时间约 3-6 个月，，所以 2012 年上半年市场依旧会比较痛苦。

万科：公司销售持续跑赢市场，这跟产品结构有较大关系。2011 年前 9 个月小户型房子明显比大房子好卖。但 10 月份后也开始不好卖，主要因为银行 9 月开始明显收紧按揭贷款，但 11 月有所好转。公司的客户属于首次置业的，多，小房子多，客户对银行的依赖比较强，银行购房款占比约 30%，高于全国的约 15%。

保利：今年 200 亿销售目标，目前来说情况还是比较好的，主要是 1-8 个月的积累，10 月份开始减缓，目前，公司全年计划基本完成。2011 年 1-10 月，公司在 13 个城市、33 个楼盘在售，完成签约面积 95 万平

米,同比增长 26%,签约金额 171 亿元,同比增长 59%。(截止 10 月底,公司累计认购面积 109 万平米,认购金额 196 亿元)。前十月平均去化率 58%。

中南建设:截止 10 月底,公司新开工约 210 万平方米(年初计划新开工为 150 万平),共实现预售面积约 76 万平方米,预售金额约 62 亿元(预计 11 月底完成全年销售目标),实现现金回笼 54 亿元。11 月初,公司推出淮安中南世纪城项目和镇江御锦城项目,从目前销售去化速度来看,半个月去化率达到 50%。12 月份,预计公司将推出吴江、常熟、盐城、海门等项目,共计约 20 亿元货量。

新潮中宝:从销售情况来看,长三角地区整体销售情况都不好,去化率不佳,只有杭州的武林国际销量还不错(价格是未装修 40000 元/平米,精装 44000 元/平米,底层 33000 元/平米)。对大部分区域来讲,目前降价也不能推动销售,尤其是位于城郊的项目,只有市区内地段较好的面对市内刚需的项目销售情况还比较好。

1.2. 库存、去化情况

存货:10 月末,14 城市存货接近 1 亿平,这个数字是 10 年以来最高的水平,但是比 08 年的时候还是要稍微好一点,当时的高峰大约在 1.2 亿左右。明年 1 季度,没有意外的话,存货达到一个新高点。如果假设政策面没有特别的变动,需求也就没有明显改善,存货超过历史高点应该说是个必然的事情。

去化情况:从 14 个城市去化月数来看,上一个高峰是在 08 年 11 月份,当时是 17 个月,现在的话 10 月份是 13 个月。没有意外的话,明年上半年这个的历史高点也会被超过。所以,明年上半年市场是一个很艰难的市场,应该说会比较痛苦。

1.3. 资金、信贷情况

资金:资金较为紧张是普通状况。企业说自己资金不紧张,是建立在今年没有怎么拿地的基础上,抓住窗口期快速销售回笼资金,这样情况下,资金才会相对宽裕。但不可能大规模购入土地。

信贷:9 月份的时候,银行对首次置业的信贷安排做了大幅收紧的调整,首付款要求更高,而且利率大幅上调,这个情况对部分以首次置业为主要客户的公司影响比较大。但信贷的恶化,对市场整体来说,影响并不是特别大,因为市场整体上说买房的钱,来自银行的比例在 20%以下,应该在 15%左右,85%应该是自有资金。因此对市场整体的影响相对小。

部分银行对首套房的利率,原来是上浮至基准利率 1.1 倍,现在回到 9 或者 8.5 折是合理的。对首次置业的也加以限制的话,并不符合国家调控的初衷。但是银行这么做也是合理的,因为信贷额度有限,首次置业的客户信用不够好,银行可能是出于筛检客户的考虑。

1.4. 投资情况

投资: 从 08 年看, 资金来源增速的减少是在 08 年 2 月份, 投资增速的下滑是在 08 年 7 月份, 08 年上半年投资增速非常高。今年也是一样, 到目前为止投资数还是很高, 这跟现实看到的开发商是相反的, 小公司目前基本不拿地、也不会增加开工。

1.5. 土地市场情况

土地: 土地市场 10 月份也发生了明显变化, 前三季度流拍比例并不高, 只是说溢价的比例降低。2011 年三季度流拍率和 08 年一季度相似, 但今年 10 月份流拍率快速升至 08 年 3 季度水平。

1.6. 行业中长期走势

认为中国房地产市场基本没有什么泡沫。产生泡沫需要有两个条件, 一个是购买力透支, 一个是未来的供给是有弹性的, 这才会产生泡沫, 但是中国房地产市场这两点都不具备。中国买房购买力, 也不存在用杠杆扩大购买力的现象; 供给更不可能大幅度增加。

中长期向好趋势未改变。城镇化, 购买力提升 (可支配收入提升) 等因素支持行业向上。调控挤出泡沫有利于行业的健康, 抑制了投机, 规范了市场, 反而延长了行业景气周期。调控的目的不是取消了房地产的支柱地位, 而是为了防止资源向房地产行业的过度集中。住房供应的完善有助于未来行业发展。

2. 龙头公司经营策略

万科: 房地产公司的股票其实不需要悲观, 但是房地产相关的行业需要注意, 因为小企业的开工减少, 拿地减少, 地方政府基建减少, 因此对上游建筑建材会影响比较大。

长期发展策略: 1) 坚持主流定位; 2) 坚持质量第一, 5 年之内赶上日本施工水平。今年开始, 工业化住宅的经济性开始凸显。主要由于建筑工人的月工资涨幅很大。3) 加快绿色转型步伐。绿色住宅也会增加建筑成本, 但是绿色建筑也会产生溢价。政府对绿色住宅有实在的鼓励政策的, 比如奖励容积率, 税收减免。4) 推动业务创新。15 平米超小住宅, 北京预计明年推出。

保利地产: 坚持 3-5 年再造一个保利地产目标不动摇。公司继续定位为成长型公司, 力争 2012 年各项经营指标同比有增长; 公司推出股权激励计划, 未来 5 年内, 每年业绩增长要求不低于 20%。坚持以普通住宅为主和快速周转的开发策略不动摇。

招商地产: 后市不容乐观, 量价齐跌会蔓延。公司态度积极, 周转明显加快, 重视销售, 定价会随行就市。公司对价格的承受能力在市场平均

水平之上，在保证安全前提下，力争弯道超车。

3. 地产+X

3.1. 中南建设

3.1.1. 2011 年前十月公司经营情况

(1) 建筑施工业务

截止 10 月底共完成施工产值 57 亿元，目前在手施工业务合计 190 亿元。

(2) 房地产业务：

截止 10 月底，公司新开工约 210 万平方米，共实现预售面积约 76 万平方米，预售金额 62 亿元，实现现金回笼 54 亿元。11 月初，公司推出淮安中南世纪城项目和镇江御锦城项目，从目前销售去化速度来看，半个月去化率达到 50%。12 月份，公司将推出吴江、常熟、盐城、海门等项目，共计约 20 亿元货量。

目前三四线城市也逐渐出现了打折等促销手段，公司在 10 月份针对各项目不同的特点推出一系列促销手段，如：一次性付款折扣、团购优惠、老客户好友金、老客户加购优惠、异地购房折扣、住房保值承诺等，有效的推进了销售。未来新盘原则上也是低价入市。

表 1：截止到 2011 年 10 月 30 日项目销售情况

项目名称	面积（万平）	金额(亿元)	单价（万元）
盐城中南世纪城	18.20	9.9	0.54
海门中南世纪城	9.31	7.19	0.77
海门世纪锦城	4.23	3.46	0.82
常熟中南世纪城	5.46	7.67	1.41
南通新世界	3.11	5.66	1.82
南通世纪花城	5.32	5.66	1.06
南通军山半岛	0.69	0.85	1.23
镇江中南世纪城	1.59	1.53	0.96
镇江御锦城	0.33	0.22	0.66
吴江中南世纪城	5.60	4.82	0.86
淮安中南世纪城	1.28	0.61	0.47
寿光中南世纪城	5.45	2.59	0.47
寿光香堤雅苑	0.30	0.12	0.42
寿光城市金典	2.88	1.37	0.47
青岛中南世纪城	6.59	5.22	0.79
文昌森海湾	1.91	2.21	1.16
儋州西海岸	4.11	2.50	0.61
合计	76.36	61.58	0.81

资料来源：国泰君安房地产研究

(4) 土地储备情况：

2011 年公司主要完成了淮安、营口两个项目的打包拿地工作，并取得一期土地使用权。淮安中南世纪城项目总规划面积 160 万平方米，营口中

南世纪城项目总规划面积 120 万平方米。目前淮安中南世纪城一期已经实现销售，营口中南世纪城也将于近期对外销售（预计 12 月开始一期销售）。另外，公司在湖南、湖北、安徽、辽宁、山东等省份均有洽谈中的城市综合体项目。

截止 10 月底，公司尚有可土地储备 1043 万平方米（按可预售面积统计），其中 70% 土地储备在江苏省内三、四线城市，公司处于限购区域（青岛）的土地储备占公司总储备的 14%。

表 2：公司土地储备情况

项目名称	规划建面	尚可结算面积	尚可销售面积	其中商业物业面积
盐城中南世纪城	270.0	270.0	249.2	70.0
海门中南世纪城	100.0	59.3	39.5	6.5
海门世纪锦城	34.0	34.0	30.9	8.0
常熟中南世纪城	100.0	80.2	71.9	11.0
南通中南世纪城	150.0	70.7	64.8	110.0
南通世纪花城	100.0	82.6	64.1	4.0
南通军山半岛	28.0	17.9	17.2	0.3
镇江中南世纪城	62.0	41.4	38.5	1.8
镇江御锦城	4.0	4.0	4.0	0.3
镇江世纪锦城	62.0	62.0	62.0	1.5
吴江中南世纪城	52.0	52.0	48.3	2.0
淮安中南世纪城	27.0	27.0	27.0	5.0
寿光中南世纪城	50.0	41.4	28.8	0.6
青岛海湾新城	27.0	14.6	14.4	13.0
青岛中南世纪城	140.0	140.0	135.2	16.0
文昌森海湾	62.0	41.9	37.3	3.0
儋州西海岸	100.0	98.3	97.2	N/A
营口中南世纪城	13.0	13.0	13.0	1.8
合计	1381	1150	1043	255

注：上述面积为签订土地出让（转让）合同面积，不包括南充、海门、儋州一级开发土地、淮安、营口后期土地。资料来源：国泰君安房地产研究

3.1.2. 公司未来五年发展思路

未来公司将充分发挥全产业链的优势实现从“地产开发商”向“投资商、开发商、建设商、运营商”的转型。

城市综合体项目情况：公司共有城市综合体项目 5 个：南通中南世纪城、盐城中南世纪城、南充中南世纪城、儋州滨海新城、海门南部新城。在城市综合体项目总体规划中，按照 20% 左右的比例规划商业物业面积。公司现以确定规划的在建、拟建商业物业面积约 200 万平方米，其中包括 6-8 个购物中心、5-6 个五星级酒店及部分临街商业。

核心的商业物业，公司计划是持有，其他的临街商业、写字楼以出售为主。运营目前是与外部合作。

商业这块，与第三方主要是销售额的提成，酒店这块是管理费加提成。

3.2. 新湖中宝

3.2.1. 公司的主要业务模块

公司有地产，金融，资源和 PE 四大业务模块。其中地产业务模块分为住宅开发，商业地产和一级开发三个业务领域，其中公司位于温州的一级开发项目是公司未来发展的重中之重。

(1) 住宅开发

目前有 1000 万方的未结面积，考虑一二级联动拿地的话未结面积达到了 2000 万方。从销售情况来看，杭州的武林国际销量还不错（价格是未装修 40000 元，精装 44000 元）。

(2) 商业地产

公司目前主要的商业地产项目是与义乌小商品城合作的在天津静海县的义乌小商品国际商贸城，总体规划净用地 2279 亩，一期规划净用地面积 974 亩。未来的规划是市场进行出租，配套的酒店式公寓等进行出售，目前招商引资已经开始。这种小商品商贸城的模式公司未来准备在沈阳和西安复制，公司认为目前华北，西北和东北的这种小商品市场的发展水平和十五年前的义乌类似，因此有很大的发展空间。

(3) 一级开发

公司一级开发项目主要有四个，温州平阳利得，启东圆陀角，天津团泊和大连金州，其中启东圆陀角面积约为 6000 亩；天津团泊面积为 50 万平米，位于东亚运动会区域；大连金州金渤海规划面积为 1000 万方。

温州平阳利得项目是公司一级开发项目中的重中之重，其占地面积达到了 806 万方，公司权益为 51%，为填海造田项目，目前已有 8000 亩完成围垦。

(4) 金融股权

盛京银行准备上市中；是阳光保险第三大股东；另外还持有吉林银行，成都农商行，湘财证券，长城证券，新湖期货和锦泰保险的股权。

(5) 资源

拥有四子王旗煤矿和丰宁承龙矿业的探矿权，其中四子王旗的投资成本为 6.42 亿，储量 12 亿吨，对应成本约为 0.55 元/吨，目前约 6 亿吨可采，内蒙褐煤约 400 元/吨。

(6) PE 投资

直接持有 9.26%的大智慧，14.93%的金洲管道，7.79%勤加缘。

3.3. 华侨城

3.3.1. 前三季度经营状况

前三季度，公司营业收入 89.51 亿，同比增 9.3%，净利润 15.14 亿，同比降 8.45%。销售毛利率 54.22%，相比 10 年同期（50.82%）有所上升。旅游景区板块，累计接待游客 1800 万人次，同比增长 15%。酒店板块收入 10 个亿，同比增 12%。总体游客今年有望做到 2300 万人次，预计在十二五期间，整个游客接待量进入世界前五。

地产板块，可售面积 65 万平米，销售面积 40 万平米，销售金额 145 亿元。今后两个月新推盘大约 50 万平。明年可售大约在 180 万平。

3.3.2. 未来发展计划

做到三个第一：旅游、文化演艺、城市现代综合服务第一。

旅游板块，继续推进收入倍增计划。较新的一点是公司成立了新业务及发展部，文化演艺、动漫、少儿娱乐等都会放入新部门。未来将大力发展新兴文化产业。

文化演艺业务。A 股中宋城股份是代表，侨城在全国每天有 19 台大型演出，累计观看游客超过 7000 万。长期以来是依附于景区。现在想从景区中独立出来，这是公司重要的工作。

积极引入国际先进的主题公园经营管理理念和体系。和环球影城合作，800 万人次，收入大概 55 亿人民币，门票占收入比重在 50%左右。公司跟它的差距还是比较大的，跟它合作也有助于促进收入倍增计划。

公司收购了一家文化旅游科技公司，以后在 4D 动漫、虚拟仿真、科技娱乐设备制造这方面有较强的优势。

资金状况良好，通过集团的委托贷款，为公司提供资金支持。

华侨城文化旅游产业，第一块是文化旅游景区，以主题公园为核心的主题公园产业链，**第二块是文化演艺**，未来力争将其最大化的转变为经济效益，**第三块是文化科技**，虚拟仿真，等高科技产业，不仅满足自己经营的需要，还能其他外部经营者提供设备制造。**第四块是动漫**，未来呢充分发挥华侨城文化旅游科技公司的技术优势，提升公司在 4D 动漫等文化娱乐领域的行业地位，助力公司文化旅游产业领域的战略延伸。

3.4. 华业地产

3.4.1. 公司基本情况

公司起家在深圳，成立于 98 年，主营房地产开发及物业租赁。03 年收购内蒙古仕奇实业，实现借壳上市。06 年总部迁往北京。07 年定增收购了大股东持有的房地产资产。

3.4.2. 房地产业务情况

目前在北京、深圳、武汉、大连、长春设立项目公司。

北京除了已经竣工交付的华业玫瑰东方项目、华业国际中心、华业玫瑰郡项目外，在建项目主要是通州区东方玫瑰花园项目，101.5 万平米总建筑面积，是今年通州区开发体量最大的住宅项目，而且是上半年通州的销冠项目。A 区去化 60%，价格约有 15% 的下降。B 区已取得预售证。

深圳已经竣工交付的项目有华业南海玫瑰园、华业玫瑰郡、华业玫瑰东方等项目，储备项目有龙华新城项目和爱莲村旧改项目。

武汉项目有在建工程有位于光谷开发区的玫瑰谷项目，主要开发的建筑形态有别墅和花园洋房。

大连项目包括华业玫瑰东方一期和二期，一期已经销售 90%，二期预计年底取得预售许可证。

长春项目有华业玫瑰谷，建筑形态也是别墅和花园洋房。

3.4.3. 矿业投资情况

公司注册成立了矿业公司，从事金矿等矿产的采矿权、探矿权收购。

在陕西：收购陕西盛安矿业开发公司，盛安矿业名下拥有两个探矿权，陕西安强县的 6.22 平方公里的鸡头山-小燕子沟金矿和 19.71 平方公里的金碛子沟铜金矿。

3.4.4. 公司发展定位

定位是立足地产，寻求多元。矿产跟地产在资金技术人员有相关性，并且公司长期看好矿产，尤其是金矿的发展，以最低成本在核心地点取得核心资源。

4. 商业地产:调控中也受到波及，但好于住宅

4.1. 阳光股份

4.1.1. 公司情况介绍

转型：目前公司在转型，业务比重在进行调整。

资产出售：公司今年十月份公告出了两笔资产出售的公告，属于正常的销售行为，在合适价位的出售是一个较好的结果。

未来战略目标: 公司关注住宅和商业的综合性开发项目, 希望以在商业地产的经验, 提升住宅地产的品质, 同时用住宅来缩短商业物业的盈利期, 反过来讲, 商业物业的长期现金流也能降低经营的风险。

4.2. 世茂股份

4.2.1. 商业宏观回顾: 调控中凸显发展潜力

这次调控无论是对住宅还是对商业, 都发生了显著的影响。9 月份开始, 所有的成交包括住宅、办公楼、商业营业用房都已经开始下降。之前看商业在调控的背景下可能是个避风港, 但 9 月份后的数据看, 商业这块也开始受到牵连了。

总体来说, 趋势是不可逆转的, 商业相对住宅来说还是比较好, 但也受到了波及。

4.2.2. 公司运营情况

公司在 A 股房地产公司中, 目前总资产排名 12, 净资产排名第 10。资产负债率在业内算是比较低的, 而且银行借款大部分都是长期的, 短期的按照三季报只有 24%。

年初目标完成的不错, 除了销售额有大的差异。公司这两年的新开工是有较大幅度的增长的, 但到明年就会降下来了。到现在该开工的也已经开工了, 再加上明年的这种情况, 不确定的因素比较高。所以开工量明年会适度控制一下。(新开工年初计划 180 万平, 1-9 月完成 162 万平; 施工年初计划 378 万平, 1-9 月实际完成 366 万平; 竣工面积年初计划 71 万平, 1-9 月完成 13 万平, 经营物业面积年初计划 60 万平, 1-9 月已达到 66 万平, 销售金额年初计划 80 亿, 1-9 月实现了 45 亿。)

经营性物业收入占公司营业收入比重逐年稳步增加, 预计在 2012 年, 该比重有望达到 10%。

截至 2011 年 11 月 1 日, 公司在 20 个城市拥有土地储备达 939 万平方米, 主要集中在长三角 (超过 500 万平方米)。

(1) 商业地产开发方面:

公司拿地的思路其实是围绕着商业的发展的来拿的, 土地一般都在核心的位置, 价格也控制的比较合理, 或者说是偏低的。跟地方政府的沟通, 到公司拿地中间的时间比较长, 拿地的成本也维持在较低的水平。

土地储备中, 办公、SOHO、服务式公寓占比为 43%, 商业占比为 26%, 酒店占比为 7%, 住宅占比 24%。扩大商业地产销售。今年前三季度, 公司有 7 个项目在售, 四季度计划新增三个项目销售, 12 年计划有 15 个项目销售。

(2) 投资性物业方面:

公司目前已拥有 66 万平方米的经营物业面积。在建的经营性物业面积超过 80 万平。收入主要来自租金。收入占比还不是太大, 到第三季度大

概有 1.7 个多亿，大概今年会突破两个亿的租金收入。比起 10 年其实已经翻了一倍也不止。到明年比起今年还会有大幅增长。

公司的物业大部分是在去年开业的，基本上是 100%出租了，已经产生了正现金流。北京的项目今年陆续要到期了，所以重新租出去的价格，比起 08 年租的时候，翻倍都不止。所以明年还是会有大幅增长。

(3) 世贸百货：

2010 年到今年三季度，世贸百货已在全国新增 4 家百货门店，北京旗舰店也将于 11 年底开业。未来三年将全面加速。12 年以后，将有芜湖二期店、苏州店、济南店、昆山店、常熟店、长沙店、厦门店陆续开业。

这个业务板块明年的主要精力集中在零售，和优化这些百货店，等到 13 年之后，再开始快速发展。公司有很多百货现在定位已经定好了，包括一些已经开工建设了，比如常熟、苏州、昆山、长沙、济南、厦门这些百货项目应该在 13 或者 14 年都会开业。

(4) 世贸影院：

影院票房创新高：截至 2011 年底，世茂影院银幕数预计将达到 84 块，约占全国银幕总数的 1%。通过世茂时尚欢乐影城、世茂动感电影、星空花园等差异化经营进行错位竞争。预计 12 年新增 15 家影院，屏幕数量达到 175-200 块，门店扩大辐射到北京、重庆、咸阳、芜湖、昆明、武汉、哈尔滨等大中城市。

(5) 世天乐乐城：

常州、常熟和上虞三家店将在 11 年年底开业，届时门面数量达到 10 家。

5. 华夏幸福

5.1. 公司业务介绍

公司的业务有两大模块**产业园区开发和房地产开发**。其中产业园区开发具备特别能力，做土地整理，类似于一级开发和基础设施建设，具有很强的招商引资能力，客户质量好（例如京东方等）。公司的园区开发受托面积超过 410 平方公里，大多在北京周边地区。而房地产开发方面，公司在 2011 年截止目前为止房地产销售量在全国排 20 名左右。

5.1.1. 产业园区开发

公司目前主要有八个产业园区，其中有七个在北京周边。北京有 13 条高速公路朝外延伸，而公司在北京周边的 7 个工业园区就恰好位于其中 7 条高速公路出口区域的位置，交通极为便利，且行政位置恰好位于河北。园区内的代表企业包括京东方等，每年会有超过 200 家企业通过招商形式进驻。

园区地产：园区地产有三大产品线，均环绕北京周围，分别是孔雀城，大卫城，英国宫，定位覆盖中高档到中低档。其中孔雀城是中高档定位，

已具备相当的知名度；大卫城是中低档，主力户型是高层和小高层，需求定位是针对在北京首次置业有难度的客户；英国馆的定位介于孔雀城和大卫城两者之间。公司期待通过三个产品线的布局，期待覆盖更多的客户群。

5.1.2. 城市地产

城市地产主要集中于河北，廊坊附近，在廊坊市区的市场占有率处于绝对龙头地位。

5.2. 公司发展战略和竞争优势

公司的发展战略是从环北京到环渤海再到全国化，目前青岛和天津项目在洽谈。

5.2.1. 公司具备四大核心能力

第一是区规划能力，即造新城能力。第二是产业定位能力，及具有对产业园区功能划分进行合理定位的能力以提升产业集群效应。例如固安有四个集群，汽车零配件，航空航天，装备制造，物流，公司会根据地理分布和发展态势进行的定位。第三是招商引资能力，公司目前有 500 人的招商引资团队，据公司自己了解，公司是唯一以政府搭平台，企业化运作方式进行招商的企业，每年会有接近 200 家入园企业。第四是融资管理能力。公司园区开发前期投资量比较大，但公司做出了很多结构化的匹配，产业园和房地产的匹配，产业园模块间的匹配，以及融资方式的匹配以支撑公司相对稳健的快速发展。

5.2.2. 公司四大竞争优势

第一是业务模式的优势，产业园+房地产的业务模式系统性解决了地方政府财政税收、就业、政绩和社会和谐方面的要求，形成双赢业务模式。公司相对更容易获取相对稀缺的资源。第二是招商引资的优势，区域规划，产业定位，系统的产业链招商体系。先找龙头企业，再吸引中小配套企业。第三是融资管理的优势。第四是品牌优势，公司已经具备有一定的知名度和品牌。

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

李品科:

执业资格证书编号: S0880511010037

电话: 010-59312815

邮箱: lipinke@gtjas.com

丁明 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110015

电话: 021-38674753

邮箱: dingming008734@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准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		