

房地产：资金链变局

房地产行业专题（一）：资金链分析之行业篇

房地产 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2011-12-14

首选股票

目标价 评级

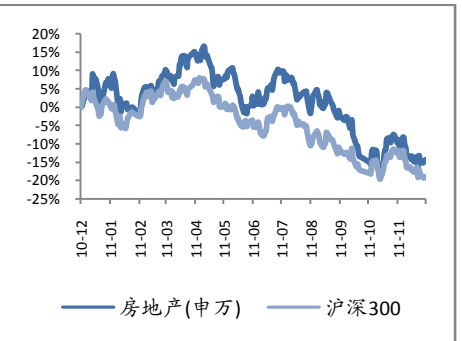
报告关键点：

- 未来房地产行业紧绷的资金链缺口有多大？
- 解决资金链缺口的演化路径。
- 紧绷的资金链下房地产企业分化趋势。

报告摘要：

- 地产危机的演变往往是通过销售环节反映在开发企业紧绷的资金链上。每一次地产的调控、危机与变局演变的焦点最终无不集中在房地产企业的资金链上。未来政策不明、销售低迷，行业及企业资金链如何演化十分关键。为此，我们及时做出房地产行业资金链深度分析报告：拆分现金流构成，找出最重要的主线，分析现状，计算资金链潜在缺口，情景演示未来资金链变局动态与企业分化趋势。
- 影响资金链的决定性因素在于销售回款与借贷滚动，而对整个资金链的量化计算中，仍需要对诸多资金变量做关键性的假设。本专题报告中对资金链缺口量化计算的核心假设如下：（1）目前资金链紧张，但当前时点资金链的紧张程度尚不足以导致企业倒闭破产。此假设成立的依据是当前时点房地产开发企业获取新增资金的难度越来越大且资金成本极高，个别企业存在资金链断裂的危险，但当前市场中并未出现破产企业。（2）在假设1成立的情况下，分析未来现金流入与流出增量能否平衡。如能平衡，则资金链紧张但安全。如不能平衡，则计算其缺口或盈余。（3）主要考量的现金流入项：销售现金回款、国内贷款、其它资金来源，主要考量的现金流出项：在建工程费用（含三费摊销）、土地购置款、税金、国内贷款本息偿还、其它资金来源的本息偿还等。
- 根据我们的测算，2012-2013年行业资金链存在明显缺口，若销售无明显增长，资金缺口将恶化。根据我们的估算，在当前销售情况下，2011年资金缺口约3506亿，相对于2011年5万亿左右的销售体量，该资金缺口对行业的影响并不大；而2012年、2013年房地产资金链缺口分别将达到12423亿、20351亿，资金缺口大致相当于当期销售额的25%、40%。
- 在资金越来越难获取的背景下，解决资金缺口最主要的两条路径，一是加快销售；二是缩减投资。在资金缺口明显的情况下，企业缩减投资的可能性大增。如果销量并未明显增长甚至低于我们预期，缩减在建工程投资规模和进度的程度需达到25%至30%左右方可修复日益紧绷的资金链，由此将对中上游产生重大影响。由于短期之内政策松动的程度和可能性均不大，销售明显回暖的可能性低，因此，开发企业大幅缩减新开工规模与放慢工程建设进度的可能性大增。
- 上市公司资金链状况分化已经开始明显，行业资金链若进一步紧绷，未来分化将进一步加剧，预示着未来现金为王与并购潮的来临。此次政策调控对不同区域市场、不同定位的商品房影响差别较大，对改善性住房需求、高端住宅需求抑制明显，从而对定位不同的公司影响差异也较大。满足刚需、快周转的公司销售较好。同时，货币资金充裕、借款较少的企业压力相对较少。由于明年政策延续下市场格局也仍将延续，上市公司销售、现金分化将进一步加剧，预示着未来现金为王与并购潮的来临。我们将在即将推出的《房地产行业专题（二）：资金链之公司篇》中深度论述。
- 风险提示。与我们的预测值产生重大偏差的风险点在于对未来销售量预测偏差、“其它资金来源”的增长率及利率假设偏差。同时由于企业有自我调节的能力，开发企业及时收缩投资规模，资金缺口将缩小。政策放松将明显改善行业资金链情况，改善情况视政策放松程度而定。

12个月行业表现



邹文军

010-66581733
执业证书编号

徐胜利

010-66581636
执业证书编号

行业分析师

zouwj@essence.com.cn
S1450511090003

行业分析师

xusl@essence.com.cn
S1450511020008

前期研究成果

房地产：短期机会或将来临

2011-12-08

房地产行业数据周报(2011年12月6日)

2011-12-06

房地产：底部应已非常接近

2011-12-01

房地产行业数据周报(2011年11月29日)

2011-11-29

目录

1. 资金链分析试图解决的问题.....	4
2. 房地产资金链构成解析.....	5
2.1. 资金链问题的核心在销售回款与借贷滚动.....	5
2.2. 房地产行业现金流分析主线与资金流入流出主要项目	5
3. 销售回款决定资金链松紧.....	6
3.1. 销售额与销售回款现金.....	6
3.2. 从需求角度看未来销售额.....	7
3.3. 从供给角度看未来销售额.....	10
4. 借贷滚动.....	12
4.1. 国内贷款增速明显下降.....	12
4.2. 其它资金来源：悲观预期下可能显著下降.....	14
5. 刚性支出项：工程建设费用、土地购置费与税金.....	16
5.1. 工程建设费用.....	16
5.2. 土地购置费.....	17
5.3. 税金支出	17
6. 结论：行业资金缺口与企业分化将加剧	19
6.1. 未来两年行业资金链缺口明显	19
6.2. 企业分化必将加剧：“现金为王”再现江湖.....	20
6.3. 风险提示	21

图表目录

图 1 2010 年房地产开发资金来源构成 (亿元)	5
图 2 2011 年 1-10 月份开发资金来源构成 (亿元)	5
图 3 资金链的核心在销售回款与借贷滚动	6
图 4 万科销售回款现金/同期销售额 (亿元)	7
图 5 保利地产回款现金/同期销售额 (亿元)	7
图 6 金地集团销售回款现金/同期销售额 (亿元)	7
图 7 保利地产回款现金/同期销售额 (亿元)	7
图 8 政策抑制下成交量的四个阶段	9
图 9 全国商品房与住宅销售额及增速 (亿元)	10
图 10 全国商品房与住宅销售面积及增速 (万平)	10
图 11 全国商品房及商品住宅新开工面积 (亿平)	11
图 12 全国商品房竣工面积及住宅竣工面积 (亿平)	11
图 13 商品房销售面积/竣工面积	11
图 14 全国商品房销售均价	11
图 15 房地产开发投资资金来源贷款增速 (亿元)	12
图 18 短期贷款利率 (6-12 个月: %)	12
图 19 中长期贷款利率 (1-3 年: %)	12
图 18 房地产开发资金来源中国内贷款构成 (2010)	13
图 16 房地产信托增量可能短期快速下滑 (亿元)	14
图 17 房地产开发投资其它自筹资金 (非自有资金) 及同比增速 (亿元)	15
图 17 房地产开发投资资金来源: 其它 (亿元)	15
图 18 全国商品房及商品住宅施工面积 (亿平)	17
图 19 全国商品房施工面积/竣工面积	17
图 20 土地购置费及增速 (亿元)	17
图 21 房地产上市公司营业税金及附加/营业收入	18
图 22 房地产上市公司净利润率	18
图 23 房地产行业上市公司货币资金/存货	20
图 24 房地产上市公司短期偿债压力加大 (亿元)	20
表 1 信贷与限购政策对购房需求的抑制定性分析	8
表 2 不同情景假设下的成交量变化	8
表 3 销售收入与对应销售现金回款 (亿元)	10
表 4 销售额情景分析 (亿元)	11
表 5 未来国内贷款增速情景假设 (亿元)	13
表 6 信托资金流入流出分析 (亿元)	14
表 7 其它资金来源流入流出净额计算 (亿元)	16
表 8 不同增长率下的工程建设费用支出 (亿元)	17
表 9 不同销售情形下税金流出计算表 (万亿)	18
表 10 不同预期下的房地产行业资金链缺口/盈余 (亿元)	19
表 11 房地产上市公司资金链安全性比较	21

1. 资金链分析试图解决的问题

每一次地产的调控、危机与变局演变的焦点最终无不集中在房地产企业的资金链上，如“绿城危机”、鄂尔多斯“鬼城传说”，问题都出在销售端，但危机最终还是体现在产业及企业的资金链上。

未来政策不明、销售低迷，行业及企业资金链如何演化十分关键。为此，我们及时做出房地产企业资金链深度分析报告，拆分企业现金流构成，找出最重要的几条主线，来分析现状，情景演示未来资金链变局动态与企业分化趋势。

我们试图解决的问题：

- (1) 此次危机在资金链上的最关键的环节在哪里？
- (2) 行业的资金缺口多大？
- (3) 企业分化变局如何演化？卖地求“融”与刮“股”疗伤是否会陆续出现？
- (4) 谁将最终受益？是否会出现并购潮，谁是未来并购潮中潜在的食人鲨？

我们在本篇报告中重点解决前两个问题，后两个问题我们将在即将推出的《房地产行业专题（二）：资金链公司篇》中深度论述。

资金链分析的核心假设

核心假设 1

目前资金链紧张，房地产开发企业获取新增资金的难度越来越大，但当前时点的资金链的紧张程度尚不足以导致企业倒闭破产。（此假设成立的依据：当前市场下并未出现破产企业，但个别企业存在破产的危险。）

核心假设 2

在假设 1 成立的情况下，分析未来现金流入与流出增量能否平衡。如能平衡，则资金链紧张但安全。如不能平衡，则计算其缺口或盈余。

核心假设 3

主要考虑的流入增量——销售现金回款、国内贷款增量、其它资金来源资金流入

主要考虑的流出增量——在建工程费用（包含三费分摊）、土地购置款、税金（包括营业税金及附加、土地增值税及所得税等）、国内贷款本息偿还、其它资金来源本息支付等。应付债券体量相对较小，暂不考虑（目前上市公司中，应付债券 440 亿）。

核心假设 4

由于假设条件较多，对于部分假设条件及各种不同预期的选择，可能并不完全符合未来的实际情况。我们主要的目的是试图提供一条量化分析行业资金链缺口的路径，并可根据实际情况进一步修正量化。

基本结论

(1) 根据我们的估算，2011 年资金缺口约 3506 亿，相对于 2011 年 5 万亿左右的销售体量，该资金缺口对行业的影响并不大；而 2012 年、2013 年房地产资金链缺口分别将达到 12423 亿、20351 亿，资金缺口大致相当于当期销售额的 25%、40%。

(2) 影响未来资金缺口最大的变量是“其它资金来源”。“其它资金来源”最敏感且弹性最足：该项目资金利率较高；且随着房地产调控影响的深化，新进入资金量可能呈现显著下滑。若该项目资金呈现急速下滑特征，将明显恶化房地产行业资金链。

(3) 资金链的平衡与修复将从缩减投资开始。解决资金缺口最主要的两条路径：一是加快销售；二是缩减投资。在政策调控抑制需求背景下，开发企业在销售环节相对被动，但在未来投资规划上则较为主动，因此在资金链的修复与再平衡过程中，必然从缩减投资开始。

(4) 若未来资金链状况的发展符合我们假设，则工程建设费用支出下调幅度需达 25%~30%方可修复行业资金链，由此将对中上游产生重大影响。由于明年之内政策松动的程度和可能性均不大，销售明显回暖的可能性低，工程建设费用支出明显下调的可能性很高。

(5) 行业内不同公司将显著分化。根据政策变化调整产品结构、加快销售回笼资金的公司相对安全，“现金为王”场景再现，并购潮可能出现。

2. 房地产资金链构成解析

2.1. 资金链问题的核心在销售回款与借贷滚动

在房地产开发资金来源构成中最重要的三个部分分别是：企业自筹资金、销售现金回款（定金与预收款）、贷款。

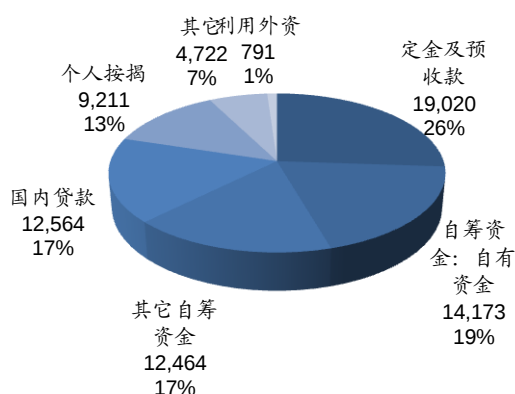
企业自筹资金：2010 年企业自筹资金占比为 36%，2011 年 1-10 月企业自筹资金占比 41%。2010 年企业自筹资金中，企业自有资金占 53%，非自有资金的其它自筹资金占 47%。非自有资金的其它自筹资金我们暂时无法获取其资金构成；而在图 1、图 2 中“其它”部分也无法获取其资金构成（2010 年总量为 4722 亿元，2011 年 1-10 月为 4686 亿元）；这两部分资金规模总量 2010 年约为 17186 亿元，今年 1-9 月份为 16208 亿元。对这部分资金，我们在第 4.2 节“其它资金来源”中详细论述。

贷款（包括国内贷款与个人按揭）：2010 年的房地产开发贷款占比达到了 30%，2011 年 1-10 月份占比也达到 25%。国内贷款 90%以上来自银行，银行信贷的松紧无疑对开发商产生重大影响，尤其是开发贷款。对个人按揭的放款速度也会对行业及公司现金流产生显著影响，尤其是项目达到销售条件之前。

销售现金回款（定金与预收款）：定金与预收款仅为销售回款的现金部分，2010 年定金及预收款占比为 26%，2011 年 1-10 月份占比也为 26%。

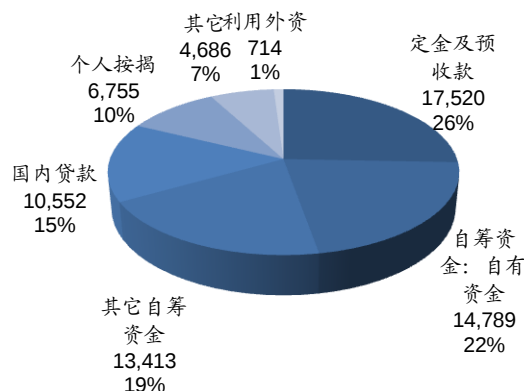
从上述数据分析中，我们应当看到，影响企业资金来源的最大的两个源头是银行与购房者。在项目未达到销售条件时，银行贷款对企业现金流产生决定性影响。个人按揭部分属于银行贷款，但其来源的关键在销售环节，因此，销售回款（包括定金、预收款及个人按揭）对开发资金来源的影响到开发资金的比重达到 39%，对企业现金流影响巨大。

图 1 2010 年房地产开发资金来源构成（亿元）



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 2 2011 年 1-10 月份开发资金来源构成（亿元）



数据来源：wind、安信证券研究中心

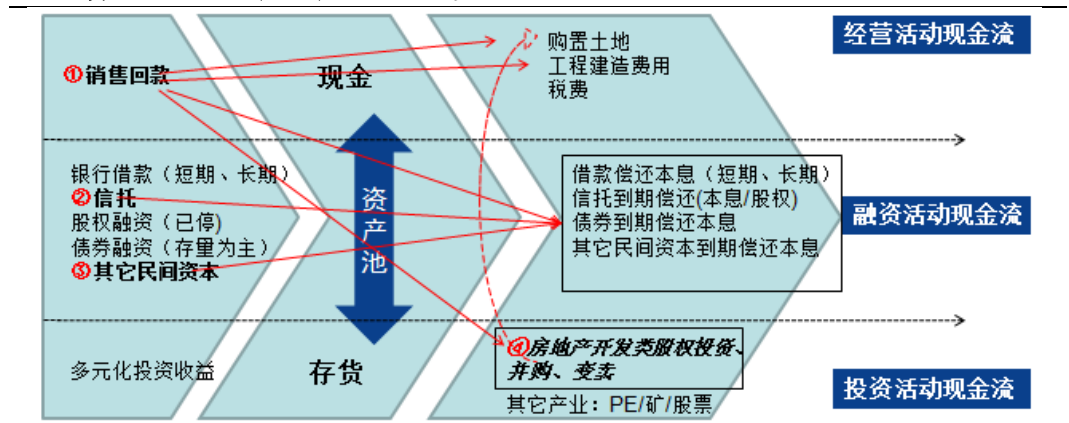
2.2. 房地产行业现金流分析主线与资金流入流出主要项目

房地产行业现金流主线：

- (1) 经营活动中的销售回款。
- (2) 融资活动中的银行借款。
- (3) 融资活动中的其它资金来源。

(4) 投资活动中的股权并购，间接获取土地资源。

图 3 资金链的核心在销售回款与借贷滚动



数据来源：安信证券研究中心

房地产企业现金流入主要项目：

- (1) 销售回款。
- (2) 银行借贷。
- (3) “其它资金”融资借贷。
- (4) 股权融资与债券融资。由于股权融资（包括新股、增发配股与重组均已停止），债券融资相对较少，主要以存量为王。

房地产企业现金流出主要项目：

- (1) 工程建设费用（为简化计算，三费分摊在工程建设费用中）。
- (2) 土地购置费用。
- (3) 税金（包括营业税金及附加、土地增值税及所得税等）。
- (4) 借贷资金还本付息。
- (5) 其它投资活动支出。资金充裕时，理性企业根据自身资金情况，适度投资，适度并购；在资金比较困难阶段，理性企业往往显著缩减对外投资（转型企业除外）。由于未来市场预期资金链将异常紧张，我们在此次资金链分析中，将忽略此部分的现金流出；而对于房地产企业间的并购，属于体系内的流入流出，不影响对行业现金流的整体计算。

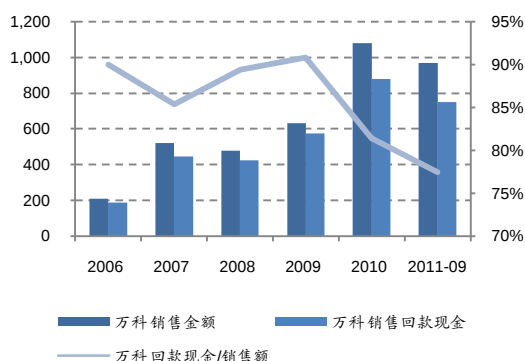
3. 销售回款决定资金链松紧

未来销售回款是决定行业与房地产开发企业资金链松紧。在卖方市场中，供给决定了市场成交量；而在买方市场中，需求的释放是决定市场的主要力量。我们分别从供给和需求两个方面分析未来市场的成交量，同时，根据销售额与回款现金的比例关系估算开发商通过销售回收的现金。

3.1. 销售额与销售回款现金

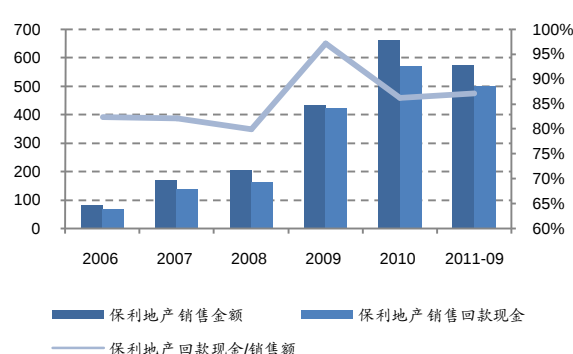
销售回款是房地产企业资金链最关键的环节。由于银行对房地产企业期房销售账户进行了专门的监管，个人按揭部分受银行放贷速度影响，回款相对较慢。开发企业在完成预售后，资金回笼相对滞后。根据我们对万科、保利地产、金地集团三家上市公司销售额与同期销售商品房收到现金的比较，现金回款大约占到当期销售额的80%左右，我们参照此水平评估未来销售额对应的同期现金回款。

图 4 万科销售回款现金/同期销售额（亿元）



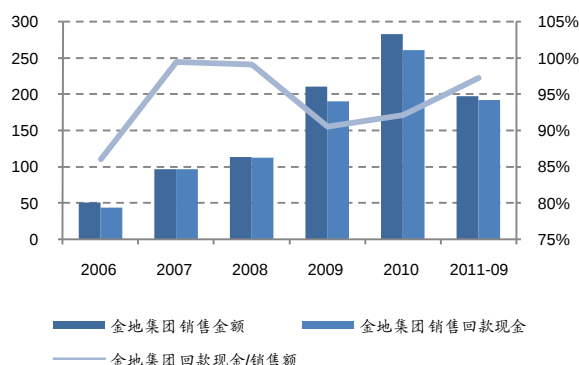
数据来源：wind、安信证券研究中心

图 5 保利地产回款现金/同期销售额（亿元）



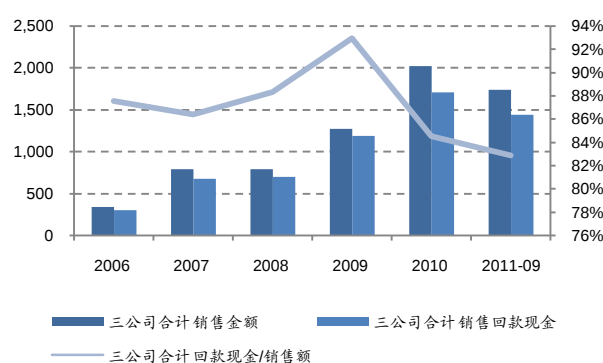
数据来源：wind、安信证券研究中心

图 6 金地集团销售回款现金/同期销售额（亿元）



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 7 保利地产回款现金/同期销售额（亿元）



数据来源：wind、安信证券研究中心

3.2. 从需求角度看未来销售额

2011 年 1 月 26 日，国务院下发《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，与往年调控有所不同的是，此轮调控政策对需求端的抑制十分明显，对市场影响最大的政策主要体现在信贷与限购两个方面。

（1）强化差别化住房信贷政策

对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍。人民银行各分支机构可根据当地政府政策要求，提高第二套住房贷款的首付款比例和利率。

（2）合理引导住房需求

各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。原则上对已拥有 1 套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，限购 1 套住房（含新建商品住房和二手住房）；对已拥有 2 套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，要暂停在本行政区域内向其售房。

我们对限购政策影响效应定性分析，认为限购对二套以上住房需求影响较大。对应于房地产市场与上市公司，定位于高端住房市场、改善性需求的产品市场影响较大；市场结构中改善性与投资性住房需求比例较高的城市，楼市成交量影响较大。

表 1 信贷与限购政策对购房需求的抑制定性分析

	自住型需求/ “第一套房”	改善型需求/ “第二套及以上”	投资型需求/ “第二套及以上”	炒房与投机/ “第二套及以上”
90 平方米以上的家庭; 贷款首付款比例不得低于 30%	抑制, 较小	/	/	/
对贷款购买第二套住房的家庭, 贷款首付款比例不得低于 50%, 贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍	/	抑制, 较大	抑制, 较大	抑制, 较大
第三套及以上住房的, 贷款首付款比例和贷款利率应大幅度提高, 由商业银行自主确定	/	/	抑制, 较大	抑制, 较大
商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区, 商业银行可根据风险状况, 暂停发放购买第三套及以上住房贷款	/	/	限制, 大 有效期: 暂停	限制, 大 有效期: 暂停
对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民按二套房信贷政策执行或暂停发放贷款	限制, 相对较小 且有有效期限	限制, 相对较小 且有有效期限	限制, 相对较小 且有有效期限	限制, 相对较小 且有有效期限
能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民申请住房贷款的, 执行差别化住房信贷政策	抑制, 较小	抑制, 较大	抑制, 较大	抑制, 较大

数据来源: 安信证券研究中心

表 2 不同情景假设下的成交量变化

情景假设 1	第一套房 60%			第二套房 40%		合计
市场结构	90 平以下	90 平以上	改善型需求	租金回报型 投资需求	升值回报型 投资及炒房需求	
需求构成	65%	35%	30%	10%	60%	
调控前	39%	21%	12%	4%	24%	100%
被抑制程度 (下降)	10%	10%	20%	30%	60%	
调控后	35%	19%	10%	3%	10%	76%
房价预期下降抑制程度 (下降)	20%	20%	10%	30%	70%	
情景 1 结果	28%	15%	9%	2%	3%	57%
情景假设 2	第一套房 70%			第二套房 30%		合计
市场结构	90 平以下	90 平以上	改善型需求	租金回报型 投资需求	升值回报型 投资及炒房需求	
需求构成	65%	35%	30%	10%	60%	
调控前	46%	25%	9%	3%	18%	100%
被抑制程度 (下降)	10%	10%	20%	30%	60%	
调控后	41%	22%	7%	2%	7%	80%
房价预期下降抑制程度 (下降)	20%	20%	10%	30%	70%	
情景 2 结果	33%	18%	6%	1%	2%	61%
情景假设 3	第一套房 80%			第二套房 20%		合计
市场结构	90 平以下	90 平以上	改善型需求	租金回报型 投资需求	升值回报型 投资及炒房需求	
需求构成	65%	35%	30%	10%	60%	
调控前	52%	28%	6%	2%	12%	100%

被抑制程度（下降）	10%	10%	20%	30%	60%	
调控后	47%	25%	5%	1%	5%	83%
房价预期下降抑制程度（下降）	20%	20%	10%	30%	70%	
情景 3 结果	37%	20%	4%	1%	1%	64%

情景假设 4	第一套房			第二套房		合计	
	市场结构	90%		10%			
		90 平以下	90 平以上	改善型需求	租金回报型		升值回报型
					投资需求		投资及炒房需求
需求构成	65%	35%	30%	10%	60%		
调控前	59%	32%	3%	1%	6%	100%	
被抑制程度（下降）	10%	10%	20%	30%	60%		
调控后	53%	28%	2%	1%	2%	87%	
房价预期下降抑制程度（下降）	20%	20%	10%	30%	70%		
情景 4 结果	42%	23%	2%	0%	1%	68%	

注：以上主要针对成交面积而言，房价大幅上涨后，实际成交金额的下降幅度明显要小于成交面积。

数据来源：安信证券研究中心

在政策调控不变的情况下成交量变化的几个阶段：

第一阶段：刚性需求仍然持续释放，改善性需求强烈的需求以略低于正常水平的速度释放，需求下降以投资性需求下降为主。投资意愿强烈的投资性需求仍有少量通过

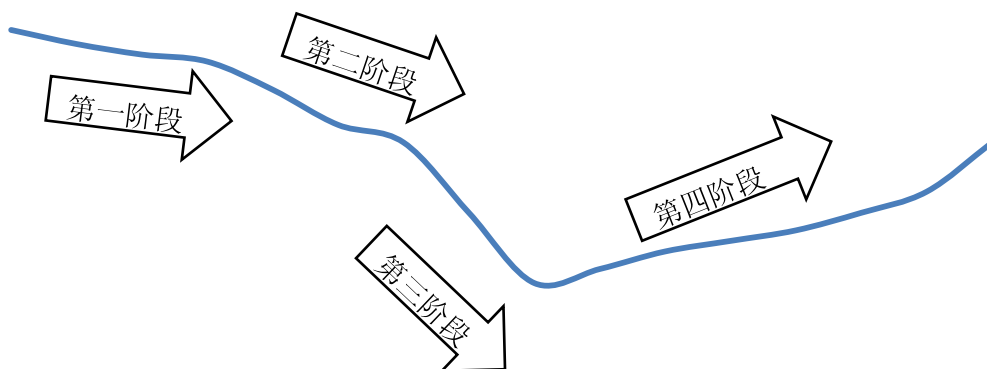
第二阶段：刚性需求释放开始放缓（非房价下降预期因素），其中也有符合刚需的需求群体由于第一阶段的释放开始减少，刚需增量小于刚需的释放量。

第三阶段：房价下降预期强烈，刚需观望；同时投资性需求无法释放，成交量出现快速下降。

第四阶段：成交量达到低谷，反应所有不利因素，需求释放开始释放。

目前由于城市差异，市场正处于第二、三个阶段可能性较大。特别强调的是上述不同阶段的假设分析其重要前提是政策调控未变，政策松动或调整，将对成交量产生重大影响。

图 8 政策抑制下成交量的四个阶段



数据来源：安信证券研究中心

表 3 中，我们假设了不同情形下 2011-2013 年房屋销售回收的现金。

计算假设：

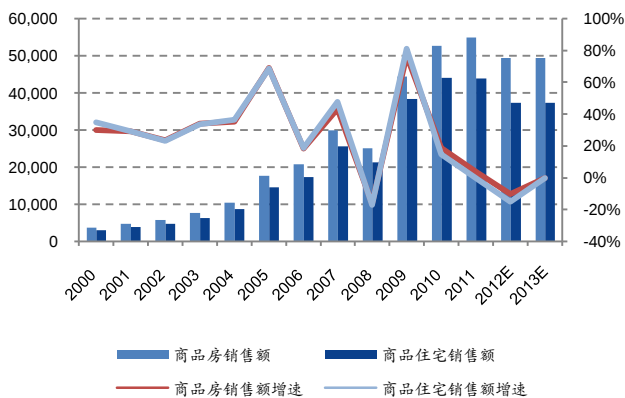
- (1) 现金回收比例参考万科、保利地产和金地集团几家公司的平均水平，按销售额的 82% 估算。
- (2) 销售额增长率为 2011、2012、2013 年的复合增长率。
- (3) 我们倾向性的认为：情形 5 为乐观预期，情形 1 为中性预期、情形 2 为悲观预期。

表 3 销售收入与对应销售现金回款（亿元）

		2010A	2011E	2012E	2013E
情形 1	销售额	52721	52721	52721	52721
增长率：0%	现金回款		43231	43231	43231
情形 2	销售额	52721	50085	47581	45202
增长率：-5%	现金回款		41070	39016	37065
情形 3	销售额	52721	47449	42704	38434
增长率：-10%	现金回款		38908	35017	31516
情形 4	销售额	52721	44813	38091	32377
增长率：-15%	现金回款		36747	31235	26549
情形 5	销售额	52721	55357	58125	61031
增长率：5%	现金回款		45393	47662	50046
情形 6	销售额	52721	57993	63792	70172
增长率：10%	现金回款		47554	52310	57541

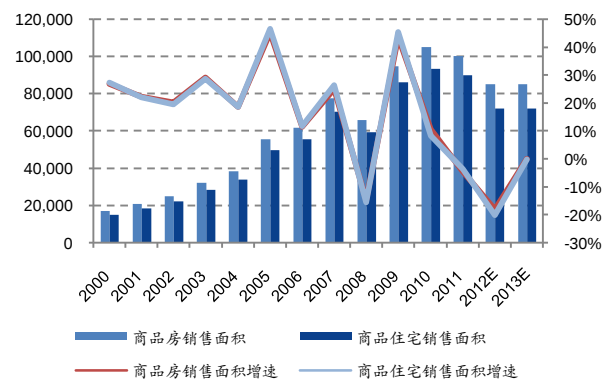
数据来源：安信证券研究中心

图 9 全国商品房与住宅销售额及增速（亿元）



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 10 全国商品房与住宅销售面积及增速（万平）



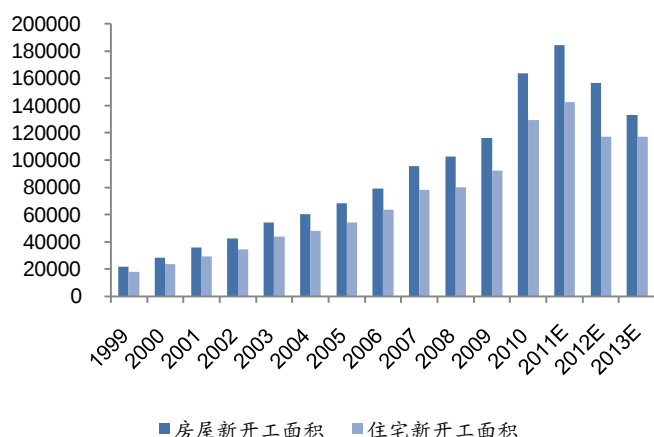
数据来源：wind、安信证券研究中心

3.3. 从供给角度看未来销售额

从供给角度判断未来潜在销售的现金流入。

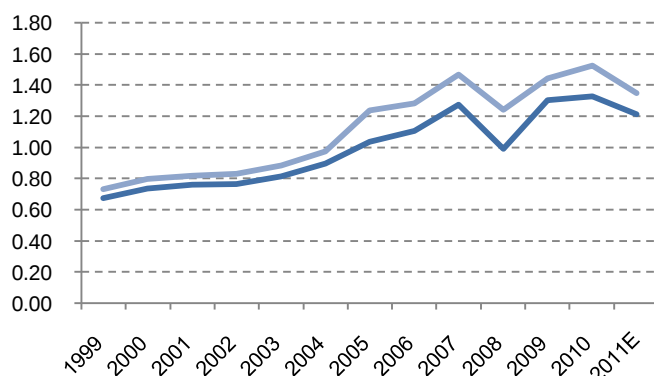
2010 年新开工面积 16.4 亿平方米（以下简称亿平），商品住宅新开工面积 14.2 亿平。2011 年 1-10 月新开工 16.0 亿平，商品住宅新开工面积 12.4 亿平。2010 年商品房在施面积 40.5 亿平，商品住宅在施面积 31.5 亿平。2011 年 1-10 月商品房在施面积 47.5 亿平，商品住宅在施面积 36.4 亿平。预计 2011 年全年商品房在施面积将达到 52 亿平，其中住宅在施面积将达到 40 亿平。

图 11 全国商品房及商品住宅新开工面积 (亿平)



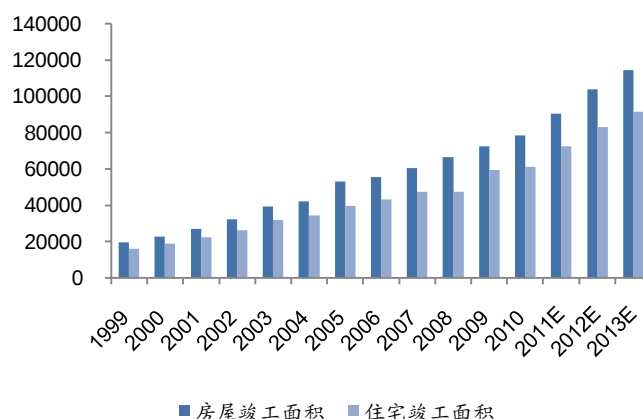
数据来源: wind、安信证券研究中心

图 13 商品房销售面积/竣工面积



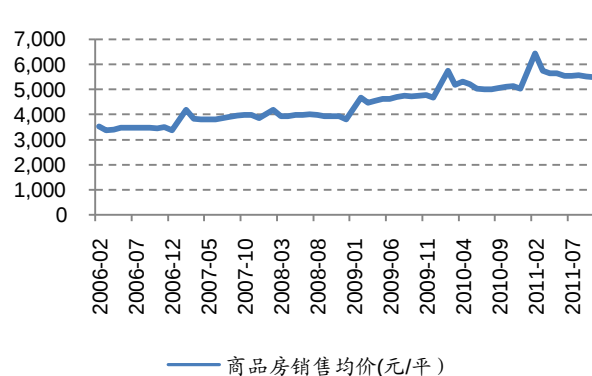
数据来源: wind、安信证券研究中心

图 12 全国商品房竣工面积及住宅竣工面积 (亿平)



数据来源: wind、安信证券研究中心

图 14 全国商品房销售均价



数据来源: wind、安信证券研究中心

在现有政策条件下，从供给的角度看未来销售额。

2012 年最大销售面积可参照 2009/2010 年商品房销售面积/竣工面积比值计算：

$10.4 \times 1.3 = 13.92$ 亿平方米；

最低销售面积可参照 2008 年商品房销售面积/竣工面积比值计算：

$10.4 \times 1.0 = 10.4$ 亿平方米。

目前商品房销售均价约为 5500 元/平。考虑到商品房价格的下降，我们以 5000 元/平的价格作为预测销售额的销售均价中值。

根据以上假设，预计未来两年年销售额在 5 万亿左右，对应的销售回款现金在 4.1 万亿左右。

表 4 销售额情景分析 (亿元)

销售面积 (亿平)	15	14	13	12	11	10	9	8	7	6
销售均价 5,500	82500	77000	71500	66000	60500	55000	49500	44000	38500	33000
销售均价 (元/平) 5,000	75000	70000	65000	60000	55000	50000	45000	40000	35000	30000
4,500	67500	63000	58500	54000	49500	45000	40500	36000	31500	27000

数据来源: 安信证券研究中心

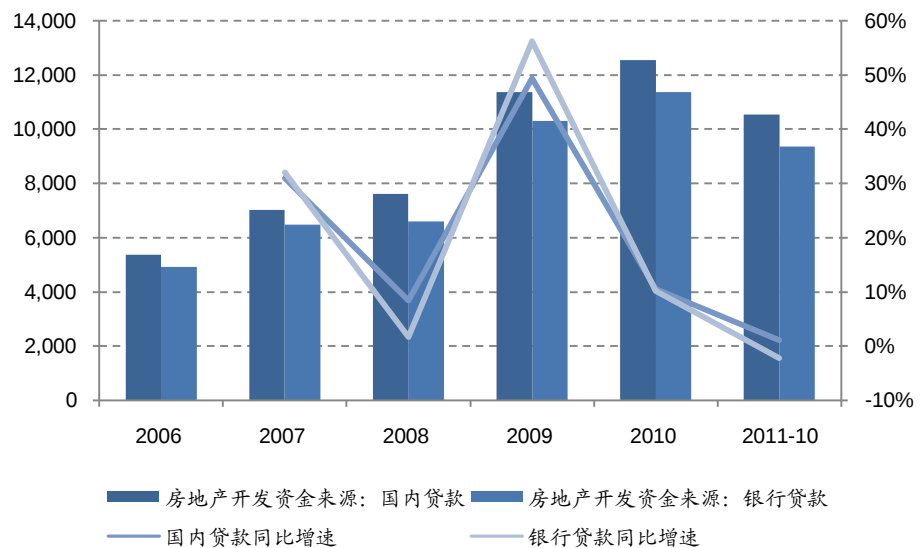
通过以上从供给和需求两个角度去预测未来的销售前景，2011-2013 年平均销售额大致在 5 万亿左右。在本篇报告中小结部分，我们采用表 3 的结果进行后续的分析。

4. 借贷滚动

4.1. 国内贷款增速明显下降

由于信贷紧缩,2011年1-10月房地产开发资金来源中银行资金已开始负增长(-2%),相对于企业开发投资的高增长,当前的银行贷款增速显然与之不匹配,强化了销售不佳背景下资金链趋于紧张了预期。对于2012、2013年进入房地产领域的信贷资金仍不宜过度乐观。

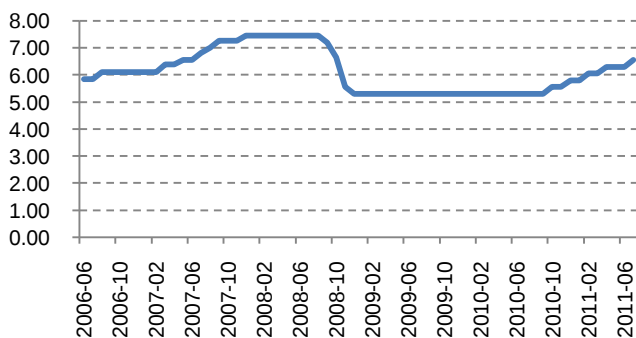
图 15 房地产开发投资资金来源贷款增速 (亿元)



数据来源: wind、安信证券研究中心

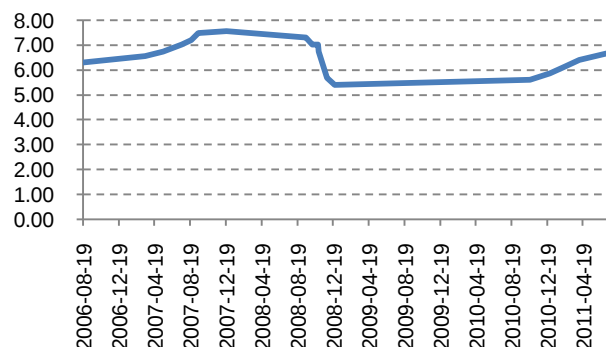
对于国内贷款利率,我们综合考量以往利率水平,以当前银行1-3年期贷款利率6.65%简化计算。

图 16 短期贷款利率 (6-12 个月: %)



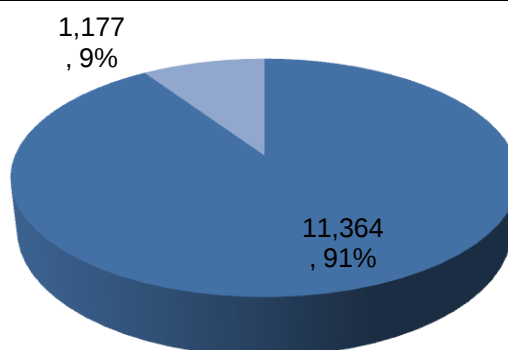
数据来源: wind、安信证券研究中心

图 17 中长期贷款利率 (1-3 年: %)



数据来源: wind、安信证券研究中心

图 18 房地产开发资金来源中国内贷款构成 (2010)



■ 国内贷款：银行贷款（亿元）

■ 国内贷款：非银行贷款（亿元）

数据来源：wind、安信证券研究中心

计算假设：

- (1) 假设贷款平均年限为 3 年。
- (2) 本年度开发贷款余额=当年国内贷款+上年度开发贷款余额-本年度偿还本金
- (3) 利息费用利率按 6.65% 计算，本金基数采用上年度贷款余额。
- (4) 五种情形：2011 年至 2013 年国内贷款复合增长率分别为 0%、5%、-5%、10%、10%。
- (5) 我们倾向性的认为：情形 4 为乐观预期，情形 2 为中性预期，情形 1 为悲观预期。

表 5 未来国内贷款增速情景假设 (亿元)

	国内贷款 (流入项)	开发贷款余额	本金偿还 (流出)	利息支出 (流出)	资金流入流出净额
2006	5357	14100			
2007	7016	18000	3116	938	2962
2008	7606	19300	6306	1197	103
2009	11365	25278	5387	1283	4695
2010	12564	31326	6516	1681	4367
情形 1: 国内贷款增长率: 0%	国内贷款	开发贷款余额	本金偿还	利息支出	资金流入流出净额
2011E	12564	33887	8426	2083	2055
2012E	12564	36009	10442	2253	-132
2013E	12564	37277	11296	2395	-1127
情形 2: 国内贷款增长率: 5%	国内贷款	开发贷款余额	本金偿还	利息支出	资金流入流出净额
2011E	13192	36092	8426	2083	2683
2012E	13851	39501	10442	2400	1009
2013E	14544	42015	12031	2627	-113
情形 3: 国内贷款增长率: -5%	国内贷款	开发贷款余额	本金偿还	利息支出	资金流入流出净额
2011E	11936	34835	8426	2083	1426
2012E	11339	35732	10442	2317	-1420
2013E	10772	34892	11612	2376	-3216
情形 4: 国内贷款增长率: 10%	国内贷款	开发贷款余额	本金偿还	利息支出	资金流入流出净额
2011E	13820	36720	8426	2442	2952
2012E	15202	41480	10442	2442	2318
2013E	16722	45962	12240	2758	1724

情形 5: 国内贷款增长率: -10%	国内贷款	开发贷款余额	本金偿还	利息支出	资金流入流出净额
2011E	11307	34207	8426	2083	798
2012E	10177	33942	10442	2275	-2540
2013E	9159	31698	11402	2257	-4501

数据来源: 安信证券研究中心

4.2. 其它资金来源: 悲观预期下可能显著下降

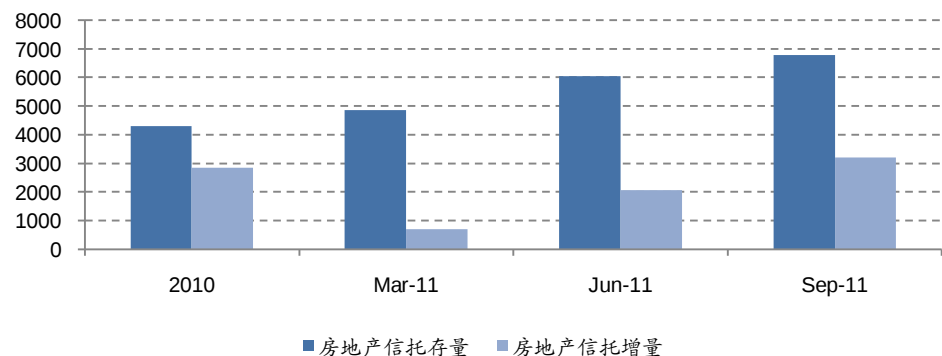
本篇报告中,“其它资金来源”包括:企业自筹资金(非自有资金)、其它(参照:图1、2)。高利率的信托资金与民间资本则隐含其中。“其它资金来源”是我们分析行业现金流不确定性最大、也是最敏感的部分。

在“其它资金来源”中,高利率的信托资金与民间资本对风险最为敏感。高利率资本相较于银行贷款,其特点是期限相对较短、利率高、放款速度快、风险高。由此,对商品房销售进度预期要求较高。鉴于2012年政策延续背景之下,销量下滑已成定局,加上民间资本抽逃现象频发,2012年其它资金来源绝对量可能面临下滑。

如果民间资本与信托新增资金急速下降,到期存量借贷还本付息压力则显著大增,未来两年此项资金流入流出净额为负的可能性也将大增。

计算假设:信托资金存量和增量期限按平均3年简化计算,2012年新增量下降25%,2013年与2012年基本持平,资金成本按20%计算。表7中对于其它自筹资金的计算假设同此假设。

图 19 房地产信托增量可能短期快速下滑(亿元)



数据来源: 中国信托业协会、安信证券研究中心

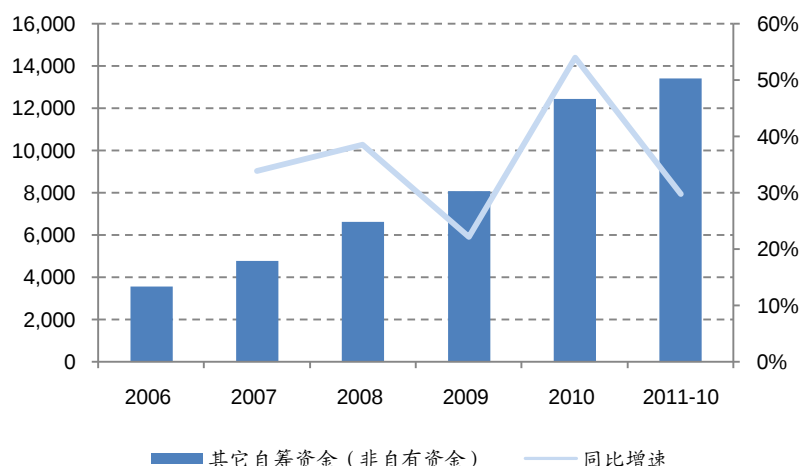
表 6 信托资金流入流出分析(亿元)

	余额	增量	到期本金支付	利息支付	流入流出净额
2010A	4324	2864	892		
2011E	7400	3900	1369	865	1666
2012E	7858	2925	2467	1480	-1022
2013E	7342	2925	3442	1572	-2088

数据来源: 中国信托业协会、安信证券研究中心

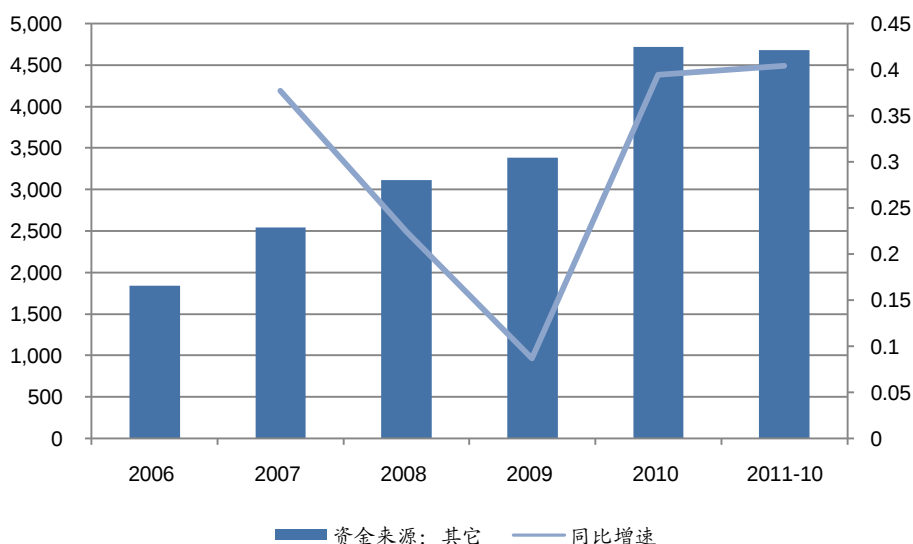
我们无法获取准确的进入房地产项目的民间资本及其它高利率资本构成比例,我们以与信托资金、国内贷款类似的估算方法评估其总量。

图 20 房地产开发投资其它自筹资金（非自有资金）及同比增速（亿元）



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 21 房地产开发投资资金来源：其它（亿元）



数据来源：wind、安信证券研究中心

计算假设：

- (1) 假设 2010 年底“其它资金来源”余额为 42965 亿元。由于该余额值无法获取，在此，结合其它资金来源历年数据，并与国内贷款数据比较，考虑到开发贷款周期的共同属性，为简化计算，假设此值。该假设为本项计算较为关键的假设条件之一。
- (2) 利率假设。“其它资金来源”的平均利率无法获取，在此做各种不同情形下的假设。考虑到信托资金的比重与利率、民间资本的利率水平，倾向性的建议选择 12% 作为参考值。
- (3) 2011 年“其它资金流入”为 20623 亿元，相当于增长了 20%。参考值：2011 年 1-10 月 18098 亿元。
- (4) 我们倾向性认为：情形 3 为乐观预期，情形 1 为中性预期，情形 2 为悲观预期。

小结：“其它资金来源”由于基础数据缺失，我们基于各种假设约束条件预测未来不同情形下，该项目的资金流入流出情况。由于该部分资金对利率较为敏感，且从微观层面，不同企业的资金利率差异较大，因此，**该项目的资金流入流出情况是行业资金缺口/盈余数目的最大变数**。考虑到未来两年地产风险加大，进入地产的资金量可能

逐步下降，同时，考虑到“其它资金来源”资金利率较高，我们倾向性的认为情形 2 更可能符合实际情况。

表 7 其它资金来源流入流出净额计算（亿元）

		余额	增量	到期 本金	利息支付						流入流出净额					
	2010	42965*	17186	-	8%	10%	12%	15%	18%	20%	8%	10%	12%	15%	18%	20%
情形 1 0% 0%	2011E	52847	20623	10741	3437	4297	5156	6445	7734	8593	6445	5585	4726	3437	2148	1289
	2012E	62729	20623	14322	4228	5285	6342	7927	9512	10569	2074	1017	-40	-1626	-3211	-4268
	2013E	69031	20623	17616	5018	6273	7527	9409	11291	12546	-2011	-3265	-4520	-6402	-8284	-9538
情形 2 -5% -5%	2011E	52847	20623	10741	3437	4297	5156	6445	7734	8593	6445	5585	4726	3437	2148	1289
	2012E	62729	19592	14322	4228	5285	6342	7927	9512	10569	1043	-14	-1071	-2657	-4242	-5299
	2013E	67999	18612	17616	5018	6273	7527	9409	11291	12546	-4022	-5276	-6531	-8413	-10294	-11549
情形 3 5% 5%	2011E	52847	20623	10741	3437	4297	5156	6445	7734	8593	6445	5585	4726	3437	2148	1289
	2012E	62729	21654	14322	4228	5285	6342	7927	9512	10569	3105	2048	991	-594	-2180	-3237
	2013E	70062	22737	17616	5018	6273	7527	9409	11291	12546	103	-1151	-2406	-4288	-6170	-7424
情形 4 -10% -10%	2011E	52847	20623	10741	3437	4297	5156	6445	7734	8593	6445	5585	4726	3437	2148	1289
	2012E	62729	18561	14322	4228	5285	6342	7927	9512	10569	11	-1045	-2102	-3688	-5273	-6330
	2013E	66968	16705	17616	5018	6273	7527	9409	11291	12546	-5929	-7184	-8438	-10320	-12202	-13457
情形 5 10% 10%	2011E	52847	20623	10741	3437	4297	5156	6445	7734	8593	6445	5585	4726	3437	2148	1289
	2012E	62729	22686	14322	4228	5285	6342	7927	9512	10569	4136	3079	2022	437	-1149	-2206
	2013E	71093	24954	17616	5018	6273	7527	9409	11291	12546	2320	1066	-189	-2071	-3953	-5207

数据来源：安信证券研究中心

5. 刚性支出项：工程建设费用、土地购置费与税金

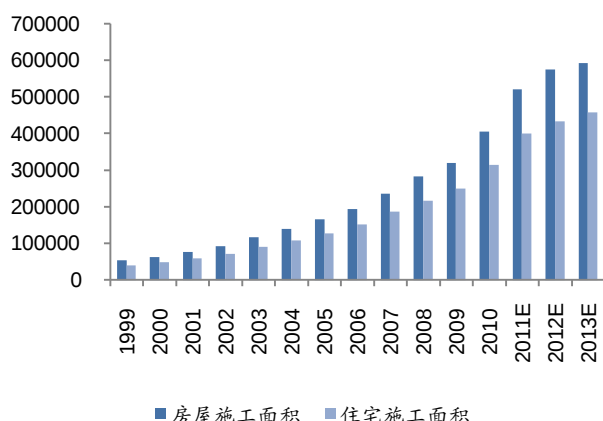
假设：为简化计算，将企业管理三费分摊在工程建设费用中计算，在后面的描述中工程建设费用中包含企业管理三费分摊。

工程建设费用、土地购置费与税金支出相对刚性，尤其是税金支出。土地购置费主要包括存量土地购置未支付费用和未来新增土地购置费用。存量土地购置未支付费用刚性特征明显，如未按协议按期支付或未能与政府协商达成共识，有被收回的风险；而新增土地购置费用则具有弹性，企业可以通过不拿地、少拿地或在不同时点拿地调节土地购置费的支出；而工程建设费的刚性表现在工程开工后的工程推进，开发企业可以通过后期放慢工程进度与减少新开工来调节工程费用的支出。

5.1. 工程建设费用

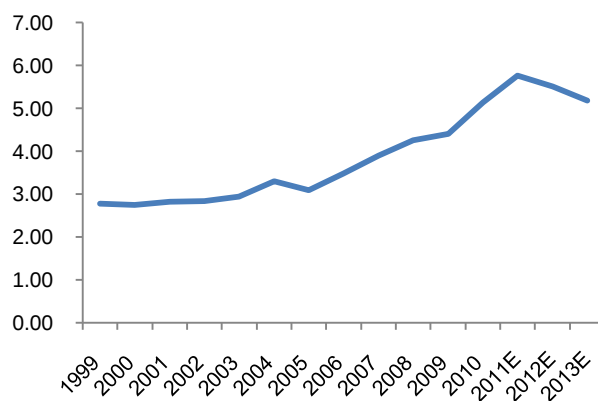
工程建设费计算思路：我们根据房地产项目建设费用总额度，结合房地产项目开发周期，均化在周期内各年度。根据历史施工面积/竣工面积估算项目开发周期。由于近两年新开工总量与增速均处高位，实际开发周期将略小于我们计算的开发周期。参照图 19，当前水平可以以 5 来大致估算未来 2 年的平均开发周期。投资额按 3500 元/平估算，对应 2011 年工程建设费用为 $(52/5) * 3500 = 3.64$ 万亿。

图 22 全国商品房及商品住宅施工面积 (亿平)



数据来源: wind、安信证券研究中心

图 23 全国商品房施工面积/竣工面积



数据来源: wind、安信证券研究中心

表 8 不同增长率下的工程建设费用支出 (亿元)

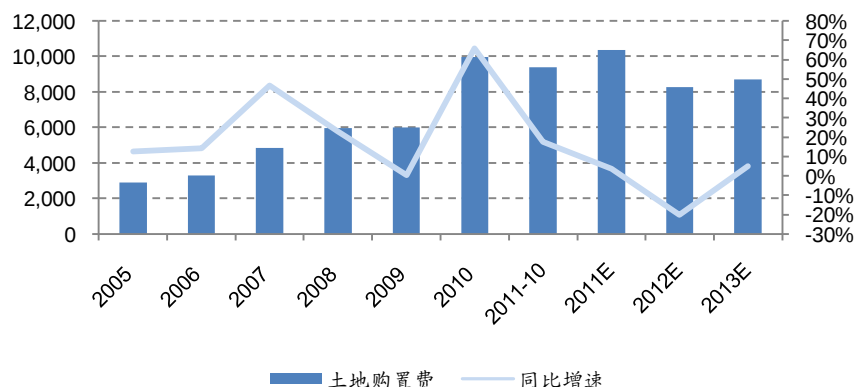
增长率	5%	10%	15%	20%	25%
2011E	36400	36400	36400	36400	36400
2012E	38220	40040	41860	43680	45500
2013E	40131	44044	48139	52416	56875

数据来源: 安信证券研究中心

5.2. 土地购置费

由于支付滞后和分期支付等原因，当年度土地购置费低于土地成交总额，土地购置费指标滞后于土地成交金额，但更真实的反应了企业的现金支出。由于 2010 年土地市场仍然火爆，而 2011 年下半年土地市场极度低迷，2010 年的部分土地成交款在 2011 年支付，所以 2011 年土地购置费并未显著下降反而有所增长，我们预计为 10366 亿；而 2012 年土地购置费则将显著下降，我们预计为 8293 亿元。2013 年土地购置费会随 2012 年土地市场的逐步企稳而逐步回升，我们预计为 8707 亿元。

图 24 土地购置费及增速 (亿元)



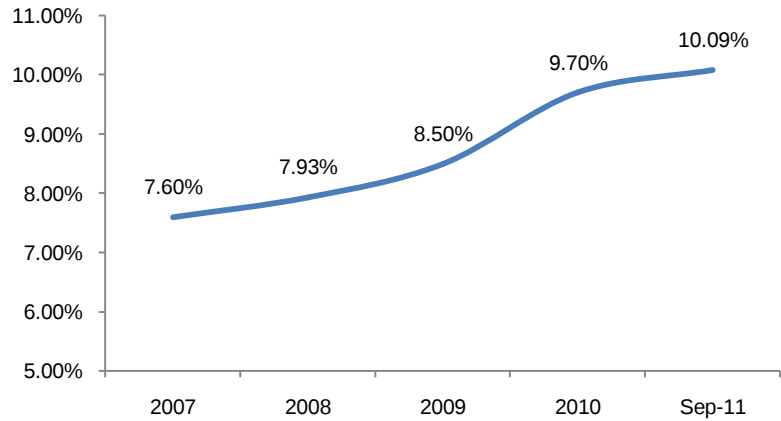
数据来源: wind、安信证券研究中心

5.3. 税金支出

房地产行业税赋比例较高，尤其是房价上涨之后，土地增值税征缴比例越来越高。由于结算周期的滞后性，2012 年营业税金及附加占比仍将保持在 2010、2011 年的水平。

同时，由于房价进入下行通道，而各项成本提升，营业税金及附加占比继续上涨的空间并不大，2013 年可能有所回调，我们以 10% 的水平评估未来 2 年税金支出，其基数是营业收入。

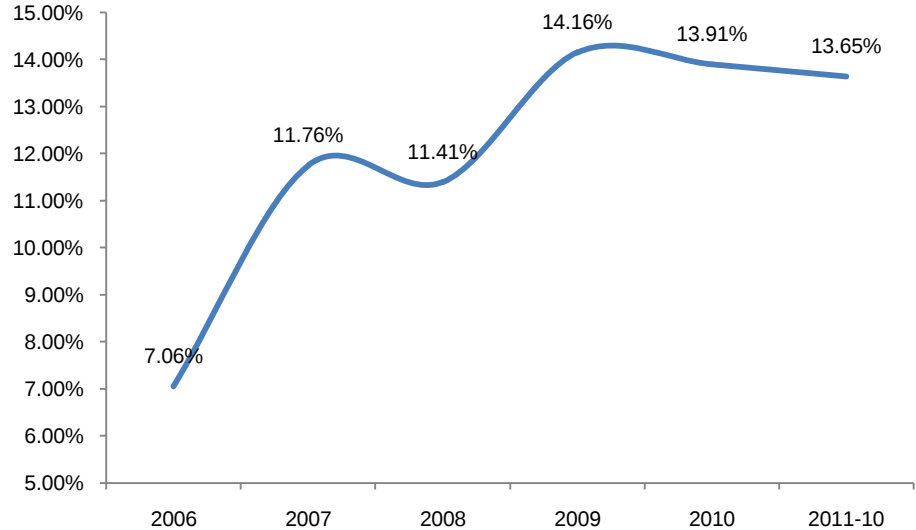
图 25 房地产上市公司营业税金及附加/营业收入



数据来源：wind、安信证券研究中心

通过净利润率估算所得税。由于资金成本上升，房价下降，未来两年房地产项目盈利能力将下降，我们以 12% 的净利润估算行业平均盈利水平，对应估算的所得税相当于营业收入的 4%（所得税率为 25%）。

图 26 房地产上市公司净利润率



数据来源：wind、安信证券研究中心

表 9 不同销售情形下税金流出计算表（万亿）

销售收入情景预测	2011E	2012E	2013E
乐观假设	5.54	5.81	6.10
中性假设	5.27	5.27	5.27
悲观假设	5.01	4.76	4.52
营业税金及附加	2011E	2012E	2013E
乐观假设	-0.55	-0.58	-0.61
中性假设	-0.53	-0.53	-0.53
悲观假设	-0.50	-0.48	-0.45

所得税	2011E	2012E	2013E
乐观假设	-0.22	-0.23	-0.24
中性假设	-0.21	-0.21	-0.21
悲观假设	-0.20	-0.19	-0.18
税金合计	2011E	2012E	2013E
乐观假设	-0.77	-0.81	-0.85
中性假设	-0.74	-0.74	-0.74
悲观假设	-0.70	-0.67	-0.63

数据来源：安信证券研究中心

6. 结论：行业资金缺口与企业分化将加剧

6.1. 未来两年行业资金链缺口明显

假设条件：

- (1) 销售额情形 5 为乐观预期、情形 1 为中性预期、情形 2 为悲观预期；
- (2) 国内贷款情形 4 为乐观预期、情形 2 为中性预期、情形 1 为悲观预期；
- (3) “其它资金来源”情形 3 为乐观预期、情形 1 为中性预期、情形 2 为悲观预期，利率选择 12%；
- (4) 工程建设费用增长率为 5%。
- (5) 合计部分为各子项目部分中乐观预期与乐观预期叠加、中性预期与中性预期叠加、悲观预期与悲观预期叠加，形成合计部分的乐观预期、中性预期和悲观预期。

计算结果如下表 10。

表 10 不同预期下的房地产行业资金链缺口/盈余（亿元）

		2011E	2012E	2013E
销售现金回款	乐观假设	45393	43624	43624
	中性假设	43231	40501	40501
	悲观假设	41070	36339	36339
国内贷款资金流入流出净额	乐观假设	2952	2318	1724
	中性假设	2683	1009	-113
	悲观假设	2055	-132	-1127
其它资金来源流入流出净额	乐观假设	4726	991	-2406
	中性假设	4726	-40	-4520
	悲观假设	4726	-1071	-6531
工程建设费用（含企业管理三费）		-36400	-38220	-40131
土地购置费		-10366	-8293	-8707
税金	乐观假设	-7750	-8137	-8544
	中性假设	-7381	-7381	-7381
	悲观假设	-7012	-6661	-6328
合计	乐观假设	-1445	-7717	-14441
	中性假设	-3506	-12423	-20351
	悲观假设	-5927	-18038	-26485

数据来源：安信证券研究中心

在上述假设条件及预测情况下，结论如下：

(1) 根据我们的估算，2011 年资金缺口约 3506 亿，相对于 2011 年 5 万亿左右的销售体量，该资金缺口对行业的影响并不大，而 2012、2013 年房地产资金链缺口加大，分别将达到 12423 亿、20351 亿，资金缺口大致相当于当期销售额的 25%、40%。

(2) 影响未来资金缺口的最大变量是“其它资金来源”。“其它资金来源”最敏感且弹性最足：该项目资金利率较高，利息支付较高；且随着房地产调控影响的深化，新进入资金量可能呈现显著下滑。若该项目资金呈现急速下滑特征，将明显恶化房地产行业资金链。

(3) 资金链的平衡与修复将从缩减投资开始。解决资金缺口最主要的两条路径：一是加快销售；二是缩减投资。在政策调控抑制需求背景下，开发企业在销售环节相对被动，但在未来投资规划上则较为主动，因此在资金链的修复与再平衡过程中，必然从缩减投资开始。

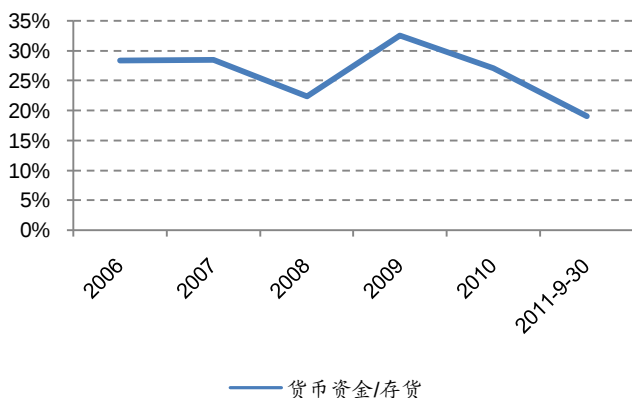
(4) 未来销量若符合我们假设，则工程建设费用支出下调幅度需达 25%~30%方可修复行业资金链，由此将对中上游产生重大影响。由于明年短期之内政策松动的程度和可能性均不大，销售明显回暖的可能性低，工程建设费用支出明显下调的可能性很高。

(5) 行业内不同公司将显著分化。主要分化点在当前资金状况、产品定位、周转速度与调整投资规划。根据政策变化调整产品结构、加快销售回笼资金的公司相对安全，“现金为王”场景再现，可能出现并购潮。

6.2. 企业分化必将加剧：“现金为王”再现江湖

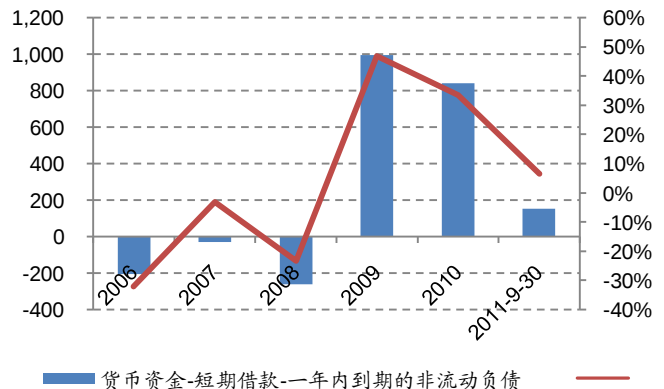
企业分化必将加剧，“现金为王”将再现江湖，并可能出现并购潮。房地产上市公司货币资金相较于存货比例近两年持续下降，由短期借款与一年内到期的非流动负债带来的短期偿债压力显著提升。房地产行业未来两年资金链缺口明显，如果销量持续低迷，行业内公司将出现重大分化。企业持有现金与加快销售变现意图将加强。由于政策对不同产品的抑制作用显著不同，立足刚需的项目去化速度将显著高于高端及改善性项目。现阶段，刚需项目比重大的公司更安全（若改善性需求适度放开，改善性项目较多的公司将受益更多、弹性更好）。如果未来房地产企业分化加剧，资金链进一步紧张，很可能出现并购潮，资金实力雄厚的企业将明显胜出，市场将再现“现金为王”的场景。

图 27 房地产行业上市公司货币资金/存货



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 28 房地产上市公司短期偿债压力加大 (亿元)



数据来源：wind、安信证券研究中心

企业分化变局如何演化？卖地求“融”与刮“股”疗伤是否会陆续出现？谁将最终受益？是否会出现并购潮，谁是未来并购潮中潜在的大白鲨？——我们将在即将推出的《房地产行业专题（二）：资金链公司篇》中深度论述。

表 11 为我们根据 2011 年 3 季度报表考量的上市公司资金链安全性、业绩锁定性与潜在业绩弹性的指标分析。

其中：

- (1) 为货币资金/市值
- (2) 为（货币资金-短期借款-一年内到期的非流动负债）/市值
- (3) 为（货币资金-短期借款-一年内到期的非流动负债-长期借款-应付债券）/市值
- (4) 为（（货币资金+应收账款+预付账款+其它应收款+可供出售金融资产）-（短期借款+应付款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券））/市值。

6.3. 风险提示

与我们的预测值产生重大偏差的风险点在于对未来销售量预测偏差，“其它资金来源”的增长率及利率假设偏差等。

同时由于企业有自我调节的能力，如果开发企业及时收缩投资规模，资金缺口将缩小。政策放松将明显改善行业资金链情况，改善情况视政策放松程度而定。

表 11 房地产上市公司资金链安全性比较

代码	证券名称	资金链安全性				业绩锁定性	业绩弹性	规模参考
		(1)	(2)	(3)	(4)	预收款/市值	存货/市值	总市值(亿元) 2011-12-06
600383	金地集团	0.85	0.27	-0.59	-0.74	1.51	3.13	209
600648	外高桥	0.82	-0.52	-0.76	-0.85	0.04	0.81	112
600748	上实发展	0.76	0.46	-0.17	-0.97	0.51	1.99	62
600325	华发股份	0.62	0.35	-0.60	-0.62	0.95	2.48	63
000797	中国武夷	0.62	-0.05	-0.52	-0.41	0.35	1.29	20
600185	格力地产	0.54	0.48	-0.19	-1.25	0.58	2.59	33
000402	金融街	0.53	0.19	-0.59	-0.68	0.68	1.59	189
600376	首开股份	0.46	-0.29	-1.29	-1.23	1.10	2.96	126
600684	珠江实业	0.43	0.38	-0.28	-0.32	0.00	0.81	18
000043	中航地产	0.43	-0.31	-0.95	-0.96	0.95	2.36	22
600665	天地源	0.43	-0.01	-0.48	-0.19	1.05	1.76	29
000024	招商地产	0.43	0.19	-0.24	-0.46	0.49	1.62	290
600533	栖霞建设	0.42	-0.16	-0.72	-0.22	0.34	1.56	38
000002	万科 A	0.42	0.13	-0.22	-0.25	1.51	2.38	811
000909	数源科技	0.39	0.23	-0.22	-0.38	0.47	1.09	15
000656	金科股份	0.39	0.27	-0.27	-0.25	1.08	1.92	127
600048	保利地产	0.38	0.17	-0.82	-0.61	1.38	2.55	576
600082	海泰发展	0.38	0.26	0.14	0.03	0.17	0.58	27
000042	深长城	0.38	0.24	-0.22	-0.28	0.38	1.09	36
000897	津滨发展	0.38	-0.18	-0.51	-0.42	0.08	0.87	52
000667	名流置业	0.38	0.24	-0.21	0.00	0.13	0.91	58
002077	大港股份	0.36	-0.04	-0.14	-0.18	0.08	0.79	20
600716	凤凰股份	0.36	0.15	0.00	-0.36	0.44	1.03	47
600162	香江控股	0.36	0.32	-0.49	-0.73	0.16	1.06	38
600823	世茂股份	0.35	0.17	-0.38	-0.41	0.27	0.85	128
600173	卧龙地产	0.34	0.20	0.09	0.13	0.12	0.67	28
600657	信达地产	0.33	0.23	-0.16	-0.16	0.51	1.42	69
600340	华夏幸福	0.33	0.26	0.12	0.31	1.51	1.66	106
600606	金丰投资	0.32	-0.33	-0.77	-0.59	0.06	0.94	26
600223	鲁商置业	0.32	0.05	-0.33	-1.20	1.09	2.59	47
600246	万通地产	0.32	0.16	-0.45	-0.08	0.81	1.31	46
600743	华远地产	0.31	-0.03	-0.38	-0.52	0.62	1.51	45
000537	广宇发展	0.29	0.21	0.13	0.09	0.59	0.89	25
600658	电子城	0.29	0.29	0.29	0.15	0.12	0.28	46
000628	高新发展	0.28	0.15	0.14	-0.18	0.02	0.13	26
600159	大龙地产	0.27	0.23	0.23	0.07	0.01	0.52	30
600791	京能置业	0.27	0.09	-0.05	-0.43	0.83	1.72	21
600620	天宸股份	0.27	0.15	0.14	0.18	0.01	0.02	18
600208	新潮中宝	0.26	0.00	-0.35	-0.34	0.13	0.82	224

000036	华联控股	0.25	0.23	0.15	-0.07	0.06	0.49	33
000031	中粮地产	0.24	-0.38	-1.03	-1.12	0.33	2.07	79
600266	北京城建	0.24	0.23	-0.15	-0.39	0.58	1.34	103
002133	广宇集团	0.24	-0.10	-0.46	-0.64	0.99	2.26	24
000040	宝安地产	0.23	0.23	0.19	0.15	0.35	0.44	19
600736	苏州高新	0.23	-0.29	-0.98	-1.13	0.19	1.86	56
600225	天津松江	0.23	-0.11	-0.52	-1.06	1.05	2.14	38
600675	中华企业	0.23	-0.39	-1.49	-1.69	0.37	2.75	63
600239	云南城投	0.23	-0.33	-1.03	-1.08	0.03	0.65	57
600641	万业企业	0.22	-0.03	-0.31	-0.49	0.04	1.10	45
000926	福星股份	0.22	0.08	-1.01	0.18	0.63	1.39	55
000961	中南建设	0.22	-0.31	-0.71	-0.29	0.98	1.92	93
000918	嘉凯城	0.21	-0.29	-1.13	-1.29	0.23	2.25	77
000609	绵世股份	0.21	0.21	0.21	0.18	0.00	0.12	27
600638	新黄浦	0.20	0.18	-0.29	-0.47	0.06	0.84	47
002285	世联地产	0.20	0.20	0.20	0.27	0.00	0.00	40
600734	实达集团	0.19	0.13	-0.13	-0.24	0.06	0.51	16
600175	美都控股	0.19	-0.02	-0.08	-0.03	0.17	0.45	40
600773	西藏城投	0.18	0.18	-0.41	-0.67	0.16	0.93	74
000965	天保基建	0.18	0.18	0.12	-0.24	0.04	0.74	38
000514	渝开发	0.18	0.14	-0.20	-0.60	0.04	0.92	39
000090	深天健	0.17	-0.46	-0.46	-0.03	0.12	0.99	36
002244	滨江集团	0.16	-0.07	-0.49	-0.10	1.70	2.30	100
000069	华侨城 A	0.16	0.02	-0.48	-0.58	0.18	0.70	395
600565	迪马股份	0.16	-0.38	-0.52	-0.45	0.40	1.32	29
000502	绿景控股	0.16	0.16	0.16	0.08	0.04	0.21	12
002208	合肥城建	0.16	0.00	-0.35	-0.35	0.38	1.26	19
600647	同达创业	0.15	0.15	0.15	0.03	0.13	0.20	10
60062	上海金陵	0.15	0.02	0.02	-0.04	0.00	0.09	27
600687	刚泰控股	0.15	0.15	0.13	0.21	0.21	0.14	18
000014	沙河股份	0.14	0.14	-0.27	-0.35	0.10	0.92	12
000567	海德股份	0.14	0.14	0.14	0.12	0.00	0.03	10
000616	亿城股份	0.14	-0.25	-0.74	-0.63	0.28	1.85	40
600463	空港股份	0.14	0.03	-0.37	-0.52	0.12	0.85	15
000558	莱茵置业	0.14	-0.25	-0.56	-0.80	0.27	1.41	25
000711	天伦置业	0.13	0.11	-0.09	-0.11	0.00	0.00	16
000671	阳光城	0.13	0.03	-0.70	-0.46	0.58	1.29	35
000608	阳光股份	0.13	0.02	-0.35	-0.82	0.09	1.18	33
600158	中体产业	0.13	0.12	0.06	0.04	0.20	0.32	60
002146	荣盛发展	0.13	-0.16	-0.47	-0.39	0.68	1.38	136
002305	南国置业	0.13	-0.06	-0.24	-0.05	0.07	0.38	54
600777	新潮实业	0.13	-0.13	-0.30	-0.19	0.51	1.25	27
600064	南京高科	0.12	-0.67	-1.04	-0.52	0.18	1.34	53
600393	东华实业	0.11	-0.11	-0.36	-0.68	0.33	1.51	16
000011	深物业 A	0.11	-0.10	-0.10	-0.25	0.01	0.42	40
000006	深振业 A	0.11	-0.23	-0.33	-0.48	0.35	1.30	47
600683	京投银泰	0.11	-0.43	-0.98	-1.35	0.02	1.46	42
600067	冠城大通	0.11	-0.10	-0.27	-0.23	0.67	1.35	49
600745	中茵股份	0.10	-0.06	-0.35	-0.36	0.49	1.11	27
000009	中国宝安	0.10	0.01	-0.17	-0.16	0.04	0.26	178
000540	中天城投	0.10	0.04	-0.56	-0.59	0.47	1.28	92
000736	重庆实业	0.10	0.03	-0.05	-0.20	0.18	0.92	23
600240	华业地产	0.10	-0.14	-0.54	-0.70	0.23	1.24	59
000631	顺发恒业	0.09	-0.21	-0.39	-0.40	1.24	2.04	47
600215	长春经开	0.09	0.00	-0.07	-0.13	0.08	1.11	25
600679	金山开发	0.09	0.02	0.00	0.04	0.01	0.02	26
002059	云南旅游	0.09	0.07	0.07	0.00	0.03	0.25	22
000029	深深房 A	0.08	0.06	-0.18	-0.28	0.08	0.56	39
000046	泛海建设	0.08	-0.12	-0.58	-0.63	0.01	1.11	177
600052	浙江广厦	0.08	-0.24	-0.73	-0.84	0.69	2.00	31
000718	苏宁环球	0.07	0.00	-0.25	-0.51	0.23	1.02	142
000638	万方地产	0.06	0.06	0.06	0.05	0.01	0.24	12
600615	丰华股份	0.06	0.06	0.04	0.03	0.12	0.24	22
600649	城投控股	0.05	-0.09	-0.49	-0.43	0.20	0.91	144
600663	陆家嘴	0.05	-0.17	-0.22	-0.38	0.03	0.51	230
000506	中润投资	0.05	0.02	-0.13	-0.11	0.27	0.44	71
600113	浙江东日	0.05	0.05	0.02	0.08	0.04	0.13	18
000573	粤宏远 A	0.05	-0.04	-0.23	-0.21	0.11	0.43	27
600639	浦东金桥	0.05	-0.15	-0.26	-0.42	0.02	0.33	68
002016	世荣兆业	0.04	0.02	-0.11	-0.22	0.10	0.52	32
000732	泰禾集团	0.04	0.02	-0.39	-0.17	0.44	0.91	59
000931	中关村	0.04	-0.05	-0.05	-0.07	0.11	0.30	44
600503	华丽家族	0.04	-0.06	-0.15	-0.18	0.14	0.45	97

行业分析

000838	国兴地产	0.04	0.04	-0.11	-0.38	0.00	0.62	13
000517	荣安地产	0.03	-0.18	-0.41	-0.83	0.22	1.40	61
600614	鼎立股份	0.03	-0.02	-0.07	-0.07	0.01	0.18	63
000534	万泽股份	0.03	-0.05	-0.08	-0.02	0.10	0.38	15
000546	光华控股	0.03	0.02	-0.01	0.03	0.09	0.15	16
600759	正和股份	0.03	-0.02	-0.11	-0.06	0.00	0.09	97
600053	中江地产	0.03	-0.04	-0.14	-0.45	0.16	0.87	30
000979	中弘股份	0.02	-0.24	-0.25	-0.25	0.11	0.74	63
600007	中国国贸	0.02	0.02	-0.40	-0.45	0.01	0.00	101
000511	银基发展	0.02	0.02	-0.45	-0.50	0.02	0.92	34
600136	道博股份	0.02	0.02	0.02	0.02	0.00	0.00	10
600576	万好万家	0.02	0.01	-0.01	-0.04	0.00	0.13	22
000668	荣丰控股	0.02	0.02	-0.02	-0.06	0.05	0.57	13
000150	宜华地产	0.01	0.01	-0.07	-0.10	0.01	0.70	14
600696	多伦股份	0.01	0.01	-0.02	0.00	0.04	0.17	36
600807	天业股份	0.01	0.01	-0.12	-0.24	0.19	0.55	29
600193	创兴资源	0.01	0.00	-0.05	-0.04	0.00	0.01	34
600767	运盛实业	0.00	-0.03	-0.06	-0.06	0.14	0.36	15
000005	世纪星源	0.00	0.00	0.00	-0.11	0.01	0.02	35
000809	中汇医药	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	84
000803	金宇车城	0.00	-0.05	-0.05	-0.07	0.01	0.02	10
600732	上海新梅	0.00	0.00	-0.16	-0.19	0.00	0.47	18
600753	东方银星	0.00	-0.01	-0.01	0.12	0.00	0.03	10

数据来源: wind、安信证券研究中心

分析师简介

邹文军，房地产行业分析师，经济学硕士，七年房地产及证券行业工作经验，2011年加盟安信证券研究团队。
徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，07年加盟安信证券研究团队。

分析师声明

邹文军、徐胜利分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034