



房地产行业专题研究报告

热销无疑问，盈利模式持续性有疑问

2015 年 10 月 25 日

投资要点

- ❖ **热销依旧，政策趋势依旧。**我们相信，受益于不断下降的按揭利率和不断放松的管制，房屋热销仍将持续。政策也依旧存在继续放松的空间，企业资产负债表压力很小，2016 年盈利料也无太大问题。
- ❖ **地价结构性上涨，企业新增土地储备要么盈利空间有限，要么去化难度颇大。**北京为代表的一线城市地王频出，面粉贵过面包。如果房价不能大幅上涨，企业新增土地储备盈利能力存在疑问。而不少二三线城市虽然地价不算太贵，但供应太大却可能使未来项目去化成为问题。
- ❖ **地王是怎样炼成的——货币宽松。**允许房地产企业准入境内的债券市场，在 2014 年底以后极大地改善了房企资产负债表。全社会融资成本下降，也使企业资金更加充裕。但从“吃得饱”到“吃撑了”，往往也只有几月之隔。充裕的资金使得企业可能降低拿地判断标准，企业新增一些土地储备的质量可能不佳。
- ❖ **地王是怎样炼成的——逼仄市场中竞争激烈，债权人和土地供给方的规模情节以及顶级豪宅的诱惑。**随着很多城市出现供给过剩和人口净流出，房地产企业愿意大规模投资的城市数目越来越少，而拿地资金却未见减少，于是地价竞争越发激烈。债权人和地方政府都偏爱资产和销售规模更大的企业，因此中等规模企业宁可牺牲些盈利，也追求快速壮大规模。同时个别城市顶级豪宅价格确实可以脱离周边普通住宅，但大量发展商集体聚焦小众产品，实际上面临风险。
- ❖ **可销售资源不再下降，开发投资增速有限——房价不会大幅快速上涨的两大信号。**如果房价可以大幅上涨，那么地价上涨并不会成为问题。可是全行业去库存意识已经树立，330 和 930 政策之后至今，十大城市可销售资源不降反增，开发投资增速不断下降。我们认为，企业已经有了长期去库存的意识，供不应求的局面已经很难出现，房价也很难出现全面大幅上涨。
- ❖ **风险提示：房价大起大落的可能性。**
- ❖ **产业没有硬着陆风险，但企业传统盈利模式面临挑战，下调行业评级到“中性”。**充裕的流动性可能无法创造供求缺口，不能推动房价大幅上涨，却又可能推动个别城市地价快速上升。我们认为，一二线的房价固然稳定，热销固然仍能持续，但传统的开发模式却面临挑战。我们期待开发企业能够找到新的出路。我们因此下调行业评级到“中性”，建议投资者谨慎看待地产股未来一段时间表现。

	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)			PE		
			14A	15E	16E	14A	15E	16E
华发股份	15.14	21.52	0.79	0.84	0.93	19.2	18.0	16.3
滨江集团	7.70	7.21	0.31	0.37	0.43	25.2	20.8	17.9
万科 A	13.74	11.80	1.43	1.66	1.87	9.6	8.3	7.3
保利地产	9.09	15.36	1.14	1.40	1.69	8.0	6.5	5.4
招商地产	32.48	27.39	1.66	2.12	2.44	19.6	15.3	13.3
首开股份	12.51	11.96	0.73	1.00	1.20	17.0	12.5	10.4
金融街	9.64	14.41	0.97	1.12	1.30	9.9	8.6	7.4
香江控股	7.18	10.88	0.33	0.44	0.47	21.5	16.3	15.3
冠城大通	9.06	6.80	0.63	0.87	0.98	14.38	10.41	9.24
中南建设	13.09	15.62	0.82	0.90	0.96	16.0	14.5	13.6
荣盛发展	8.78	6.89	0.85	0.91	0.98	10.3	9.6	9.0
世茂股份	11.21	14.52	1.08	1.15	1.27	10.4	9.7	8.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 10 月 23 日收盘价



中性（下调）

中信证券研究部

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

付瑜

电话：010-60836707

邮件：yufu@citics.com

执业证书编号：S1010512080008

联系人：左腾飞

电话：021-20262127

邮件：zuotengfei@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 房地产行业周报第 201 期——针对未来楼市核心问题的最新看法 (2015-10-19)
2. 房地产行业 2015 年前 9 月运行数据点评——投资和销售增速，持久的背离 (2015-10-19)
3. 房地产行业周报第 200 期——资产证券化的大门正在打开 (2015-10-12)
4. 房地产行业重大事项点评——无政策，不热销 (2015-10-08)
5. 房地产行业周报第 199 期——为赋新词强说愁，不如再上层楼 (2015-09-28)
6. 房地产行业周报第 198 期 (2015-09-21)



目录

成本之困——土地市场是未来开发流程的不确定性来源.....	1
市场共识：热销可持续，政策有空间	1
北京等一线城市新出让土地，按当前房价看盈利空间有限	2
企业近期新增土地储备盈利状况测算不容乐观	3
土地市场是未来开发流程不确定性重要来源	4
地王是怎样炼成的.....	5
长期低成本信用负债——从“吃得饱”到“可能吃撑了”	5
逼仄的市场造成竞争激烈	7
债券人和土地出让方的规模情结	8
一、二手价差和“顶豪诱惑”	10
房价不存在大幅上涨的空间.....	11
短期两大关键信号：可销售资源不再下降，开发投资增速有限	11
持续的去库存意识决定了房价不会大幅上涨	12
风险提示.....	13
企业传统盈利模式面临挑战，下调行业评级到“中性”.....	13
产业不存在硬着陆风险，政策得当市场平稳	13
传统开发业务模式可持续性面临挑战	13
转型虽然是方向，但开花结果并不容易	14
考虑当前板块估值水平，下调行业评级到“中性”	15



插图目录

图 1: 商品房销售面积和销售额的同比增速	1
图 2: 百城住宅价格指数环比变化	1
图 3: 百城土地成交总价周度变化(亿元).....	2
图 4: 新开工面积增速(%)	2
图 5: 房地产开发投资增速和商品房销售面积增速	4
图 6: 房地产贷款同比增速变化(%)——)	5
图 7: 资金信托余额投向房地产比例(%)	5
图 8: 三线城市房价指数(百城)	8
图 9: 百城/三线城市土地成交总价(亿元).....	8
图 10: 万科的新增土地储备楼面地价占当期房价比例, 2015 年指前三季度	10
图 11: 十大城市的可销售资源(万平米)	11
图 12: 房地产开发投资单月增速(%)	11
图 13: 4 个主要城市一年以来供求变化.....	12
图 14: 14 个代表城市一年以来供求变化	12
图 15: 一线城市成交土地建面和土地成交溢价率.....	14

表格目录

表 1: 差别化住房信贷政策调整表	1
表 2: 2013 年下半年至 2014 年, 北京市场的一些楼面地价较高的土地储备出让	2
表 3: A 股的四家大公司, 最近两个月新增土地储备的潜在盈利状况	3
表 4: 近期一些信用债详情举例	5
表 5: 近期的一些地产企业的定向增发	7
表 6: 一二线城市和三四线城市成本结构表, 以及建安成本变动对盈利影响示意	8
表 7: 2015 年中国指数研究院的房地产企业排名	9
表 8: 2015 年 1 月到 9 月, 北京区域住宅成交均价排名前 10.....	10
表 9: 全国 10 大城市房价表现	13
表 10: 2014 年部分地产企业转型的公告和 2015 年半年报的提法.....	14

2015 年 10 月，央行再次降息降准。房地产市场正经历热销，地产企业资产负债结构日益好转。与此同时，一二线城市土地价格有所提升。北京等地甚至出现了“面粉”贵过面包的情况，地王频繁。不过，和以往不同的是，到 2015 年四季度，12 个月的热销仍然没有带来房价的明显上涨，而核心城市的可销售资源（已经取得预售许可的项目面积）相比历史最高点也未出现下降。

成本之困——土地市场是未来开发流程的不确定性来源

市场共识：热销可持续，政策有空间

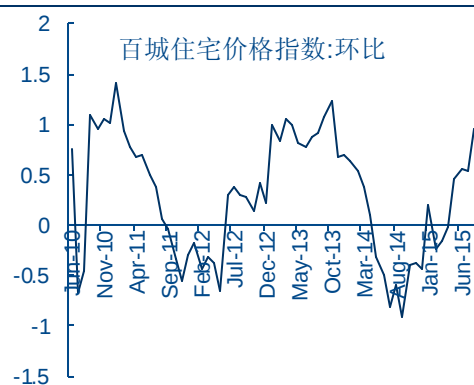
我们相信，受益于不断降低的按揭融资成本，热销仍将持续。考虑到 2015 年以来房价已经有了一定的上涨，企业 2016 年结算毛利率压力不大。

图 1：商品房销售面积和销售额的同比增速



资料来源：wind、中信证券研究部

图 2：百城住宅价格指数环比变化



资料来源：wind、中信证券研究部

政策也还有空间。差别化住房信贷政策在 2015 年发挥了巨大的作用，目前来看，按揭贷款首付比例还有下调可能，按揭利率还有下降空间，交易税也还有下调的空间。

表 1：差别化住房信贷政策调整表

年份/时点	首付变化			利率浮动		
	首套	二套	三套及以上	首套	二套	三套及以上
1995.08-1997.04	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行	减档执行	减档执行
1997.04-1999.07	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%
1999.07-2003.06	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%
2003.06-2005.03	≥20%	>20%	>20%	9 折	基准	基准
2005.03-2006.05	≥20%	>20%	>20%	9 折	大于等于 9 折	大于等于 9 折
2006.05-2006.08	20%-30%	≥30%	≥30%	9 折	大于等于 9 折	大于等于 9 折
2006.08-2007.09	20%-30%	≥30%	≥30%	85 折	大于等于 85 折	大于等于 85 折
2007.09-2008.10	20%-30%	≥40%	≥40%	7 折	1.1 倍及以上	1.1 倍及以上
2008.10-2010.01	≥20%	≥20%	≥20%	7 折	大于等于 7 折	大于等于 7 折
2010.01-2010.04	≥20%	≥40%	≥40%	7 折	大于等于 7 折	大于等于 7 折
2010.04-2010.09	20%-30%	≥50%	≥50%	7 折	1.1 倍及以上	1.1 倍及以上
2010.09-2011.01	≥30%	≥50%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2011.01-2012.04	≥30%	≥60%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2012.04-2013.04	≥30%（部分公积金 20%）	≥60%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2013.04-2014.10	≥30%（部分公积金 20%）	≥60%（部分 70%）	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷

房地产行业专题研究报告



2014.10-2015.03	≥30% (部分公积金 20%), 扩大了首套房定义 (还清房贷)	未提及, 承前应为 ≥60%, (部分 70%)	在非限购城市, 已经还清贷款“审慎把握, 合理确定”, 应为类似二套	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	对已经还清贷款的, “审慎把握, 合理确定”
2015.03-2015.09	≥30%, 公积金 20%, 鼓励组合贷款	≥40%, 公积金为 30%	未提及	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	未提及
2015.09 以后	非限购城市 ≥25%, 限购城市 ≥30% 公积金 20%,	≥40%, 公积金为 30%	未提及	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	未提及

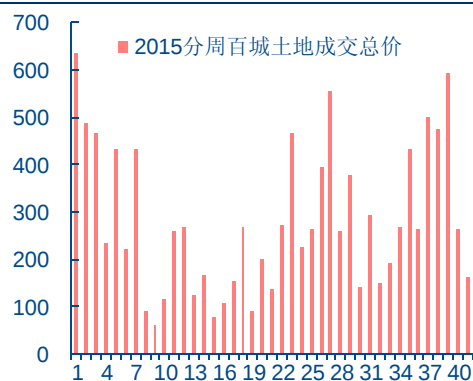
资料来源: 央行、银监会、住建部等政府网站, 中信证券研究部整理

我们认为, 市场对于这些因素, 只有程度和时间表上的分歧。但对于地产股的股价而言, 我们相信销售月同比上涨 15% 和 18% 之间, 并没有多大的区别。我们无意聚焦市场共识所在, 再去研究论证。相比之下, 市场在供应端的特点更值得研究者探讨。

北京等一线城市新出让土地, 按当前房价看盈利空间有限

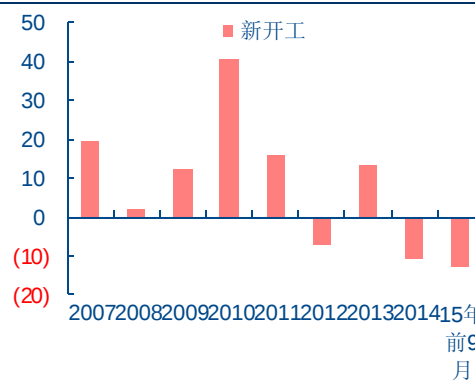
全国和百城的土地成交价款, 从年初到现在是同比下降的。但在北京、上海等一线城市, 新出让土地楼面地价较高。

图 3: 百城土地成交总价周度变化(亿元)



资料来源: wind、中信证券研究部

图 4: 新开工面积增速(%)



资料来源: wind、中信证券研究部

事实上, 从 2013 年下半年到现在, 北京就频繁出现“面粉”贵过面包的土地交易。两年时间过去, 这些土地中绝大多数, 要么并没有开始销售, 要么只是销售了一小部分且毛利率并不高。2015 年秋天, 土地市场更为火热。

表 2: 2013 年下半年至 2014 年, 北京市场的一些楼面地价较高的土地储备出让

地块	总建筑面积	容积率	总地价	出让时间	商品房楼面地价	配建说明	状况
朝阳区孙河北甸西村 2902-18, 2902-19, 2902-27	14.4	1.2	64.83	2015 年 9 月	47033	现在竞报一滴建设保障房 2.75 万平, 标准 1 万	规划中, 可比项目泰禾北京院子, 房价 63000
农展馆北路 8 号 0304-622 号地	5.9		21	2013 年 9 月	73100	需要异地配建医院 27.8 万平方米	在销售, 目前仅网签几套
朝阳区孙河乡西甸村 2902-L01, 2902-L02 地块	9.0	1.3	29.4	2015 年 9 月	43401	竞报异地建设保障房面积 9.6 万平方米, 建设标准 1 万元	规划中, 可比项目泰禾北京院子, 房价 63000
石景山区刘娘府 1604-659 等地块	15.2	1.3	49.17	2014 年 9 月	32477	异地建设保障房面积 1000 平米, 单价标准 10000 元/平米	未开盘, 附近二手房如海特花园, 金顶阳光等在 30000 元左右

房地产行业专题研究报告



丰台区南苑乡石榴庄村 0517-659 等地块	16.6	2.0	50.25	2015 年 8 月	34002	建设 1.86 平米公租房	规划中，附近可比项目首开保利熙悦诚郡，价格 41000 元/平米，土地位置较该项目更好
丰台区城乡一体化卢沟桥乡西 局村旧村改造项目二期 XJ-03-1, XJ-08 地块二类居住， 商业金融用地	17.1	2.9	49.58	2014 年 2 月	41133	竞报限价放 5 万平米	规划中，附近可比项目龙湖西宸原著，目前均价超过 90000 元/平米，但签约面积不足 1 万平米

资料来源：中国指数研究院、中信证券研究部

企业近期新增土地储备盈利状况测算不容乐观

当然，不仅是一线核心城市，即使在一些二线城市，根据当前房价来算，新增土地储备的质量也不高。一线城市的土地储备普遍潜在毛利不高，有些甚至根据当前房价无法计算潜在毛利（即有可能毛利率为负数）。一些三线城市的一些项目根据当前房价毛利率或许高一些，但却很可能面临激烈的市场竞争，销售可能存在难度。

表 3：A 股的四家大公司，最近两个月新增土地储备的潜在盈利状况

2015 年 9 月									
企业	土地	建筑 面积	容 积 率	权 益	总 价	楼 面 地 价	可 比 项 目	评 测 房 价	模 拟 毛 利 率
保利地产	北京朝阳区孙河北甸西村	14.4	1.2	50%	67.6	47033	泰禾北京院子	63000	12.6%
保利地产	北京朝阳区东坝南区	16.0	2.5	33%	42.5	50612	目前缺乏同档次可比项目，附近首开常青藤销售价格近 40000 元	-	-
保利地产	上海宝山大场镇	18.4	2.8	100%	41.0	22314	大华朗香花园，保利叶之林	31500	10.1%
保利地产	武汉洪山区卓刀泉	103.8	3.6	100%	29.4	2833	保利公园九里	9000	29.6%
保利地产	太原市晋源区吴家堡南街	16.0	3.5	70%	3.0	1908	绿地世纪城塞纳公馆	7300	25.9%
保利地产	广州市南沙区榄核镇	30.1	2.5	100%	8.3	2750		7700	18.8%
保利地产	佛山市顺德区大良	35.4	2.4	100%	12.5	3538	万科兰乔圣菲	12000	28.8%
保利地产	佛山市顺德区佛山新城、 乐从镇银桂路	27.9	4.1	50%	8.6	3065		10000	24.4%
万科	无锡周新老街 4 号项目	14.5	2.8	80%	3.9	2707	万科新酩悦	10000	27.9%
万科	东莞崑山后续项目	4.8	2.2	100%	1.1	2292		9500	28.5%
万科	佛山中国气象局项目	1.3	2.5	100%	1.0	7692	中建灯湖领秀	13000	10.1%
万科	深圳北站枢纽城市综合体 C2 地块物业开发项目	14.2	7.1	49%	20.0	14056			
万科	青岛桃花源三期(A3 地块) 项目	9.4	1.8	62%	1.4	1488	万科桃花源	8300	27.9%
万科	大连波浪洗衣厂项目	2.2	2.0	100%	1.3	6045	万科公园里	15500	22.3%
万科	太原山西四建项目	5.0	3.5	60%	1.4	2700	万科蓝山	9000	20.0%
招商地产	东莞市黄江镇林场 G013 项目	21.5	2.0	28%	6.5	3033	风度盛荟	8900	15.4%
招商地产	南京市鼓楼区线路器材厂 项目	38.4	2.8	15%	32.3	8403	恒基九珑天誉	15500	13.5%
招商地产	厦门东渡邮轮母港项目	79.7	4.9	42%	43.7	5484			
招商地产	杭州市牛田 R21-18 项目	11.1	2.4	100%	11.3	10176	招商雍华府	16000	6.4%
招商地产	南京市枣林村项目	15.6	3.0	24%	14.6	9347	三金燕语庭	15000	7.7%
招商地产	江苏省太仓市浏河镇长江 口旅游度假区项目	15.7	1.8	100%	3.6	2310	中瑞府前嘉苑	9000	24.3%
金地集团	沈阳市和平区长白岛 65058 部队地块	11.3	3.0	100%	3.6	3180	万科鹿特丹	7800	1.5%
金地集团	上海市嘉定新城	10.8	1.8	-	20.1	18680		22500	-0.8%
金地集团	北京门头沟永定镇	10.5	2.6	-	20.3	19374		30000	18.8%
金地集团	沈阳浑南区	6.6	2.0	100%	1.1	1615	名流印象	6800	17.4%
2015 年 8 月									
企业	土地	建筑	容积	权益	总价	楼面	可比项目	可比	当前房价

房地产行业专题研究报告



		面积	率		地价		项目	房价	毛利率估计
保利地产	东莞市樟木头镇南城新区	5.6	2.0	-	1.1	2060	保利林语花园	9000	29.3%
保利地产	郑州市经济技术开发区	11.8	3.5	-	0.9	769	星城国际东苑	5300	10.0%
万科	东莞麻涌新城中心	54.3	1.8	75%	4.9	909	钜隆碧水湾花园	6800	20.5%
万科	东莞虎门百达大道	11.6	2.2	100%	4.9	4241	南部湾万科城	12000	27.2%
万科	东莞体育路	37.3	3.0	80%	16.8	4501	美景花园	11000	22.7%
万科	南宁万科城	70.0	4.0	90%	18.0	2571	南宁万科城	9000	21.4%
万科	南宁五象湖	21.5	3.0	80%	5.0	2308	合景天汇广场	6600	12.0%
万科	苏州双冠南	27.1	2.2	58%	19.2	7087	万业湖墅金典	13000	14.7%
万科	大连中南路磁头厂	3.2	2.1	100%	2.1	6594	秀月佳苑	13500	21.5%
万科	西安城市之光	31.0	3.1	90%	4.7	1509	中海城	7500	26.5%
万科	郑州港区魅力之城	8.8	2.0	51%	0.7	780	万科美景魅力之城	7000	27.4%
招商地产	广州天河牛奶厂	16.9	3.0	34%	24.1	14285			
金地集团	宁波市鄞州区投资创业中心	3.5	1.3	100%	1.8	5050	奥克斯盛世锦壹城	11000	13.2%
金地集团	天津市津南区咸水沽	7.3	1.5	100%	1.9	2606	天津津南新城	8500	18.8%
金地集团	宁波鄞州新城区首南	12.3	1.8	100%	10.9	8900	中海雍城世家	16000	17.5%

资料来源：CREIS、中信证券研究部 注：周边可参考项目并不能准确反映该项目未来的销售价格。每个项目的规划条件都是独特的，这只能作为行业性的参考，不能作为衡量一家公司项目好坏的依据。这里的评测房价，只是研究员根据公开信息对于房价的估计，可能和最终企业实现的销售价格有较大的差异这里的模拟毛利率，只是研究员根据公开信息，对成本和销售价格进行主观评估之后的毛利率估算，可能和最终的毛利率有较大偏差

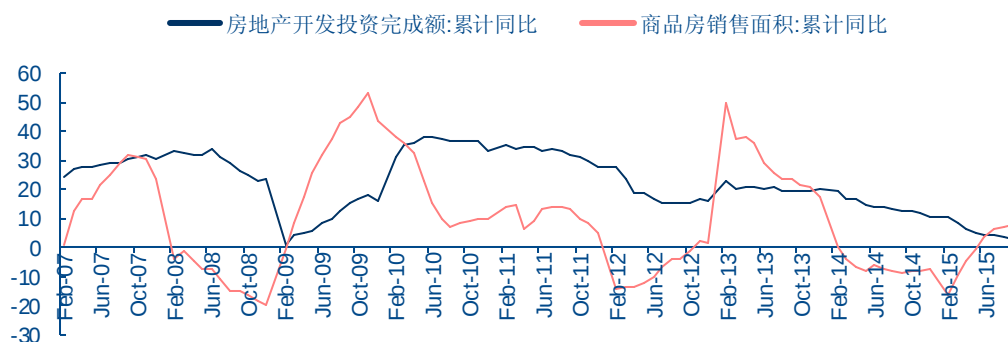
我们简单测算了 A 股四家大公司最近两个月的拿地情况。我们相信，全行业拿地的水平应该不会超越四家大公司。

土地市场是未来开发流程不确定性重要来源

部分城市出现面粉贵过面包情况，企业新增土地储备盈利性不佳。只有房价出现明显上涨，不少企业才有可能继续延续传统盈利模式。

当然，一些三四线城市成交的土地根据当前房价算还能取得正常的盈利。但这些地方的房价是否稳定同样令人怀疑，去化速度可能也成问题。

图 5：房地产开发投资增速和商品房销售面积增速



资料来源：Wind、中信证券研究部

为什么会出现地王呢？我们将在报告的第二部分去解释。

房价会不会大幅上涨呢？我们将在报告的第三部分去回答。

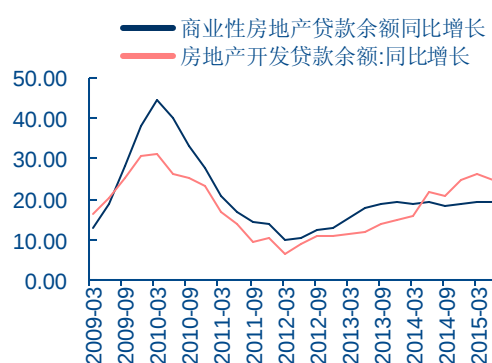
地王是怎样炼成的

为什么会有企业愿意去拿高价面粉呢？是这些企业对未来高度乐观，认为房价肯定能大幅上涨吗？

长期低成本信用负债——从“吃得饱”到“可能吃撑了”

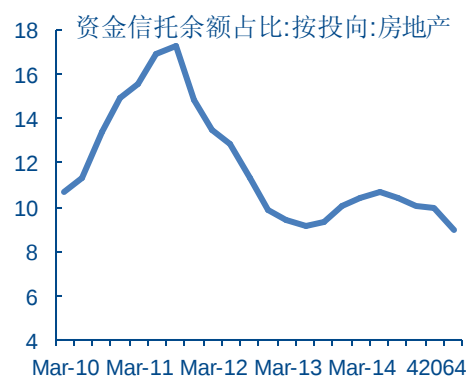
2014 年下半年之后放开地产企业进入境内债券市场，解决了地产企业长期面临的“融资难”、“融资贵”问题。房地产企业的资金来源和运用在期限上的错配是大问题，融短用长是房地产企业的重大经营风险。由于开发贷款放款需要四证齐全，企业在拿地时往往不得不依赖于高成本的信托融资。随着境内债券市场的打开，地产企业如鱼得水。2015 年多次降息，又进一步降低了企业的资金成本。

图 6：房地产贷款同比增速变化（%——）



资料来源：wind、中信证券研究部

图 7：资金信托余额投向房地产比例（%）



资料来源：wind、中信证券研究部

2014 年，大量地产企业得以准入境内债券市场，中期票据，公开发行的公司债，非公开发行的公司债等多层次的工具，为企业带来以往难以想象的长期信用负债资金来源，极大优化了企业的资产负债表。到了 2015 年三季度，债券市场的风险溢价进一步下降，大量房地产公司继续积极发行债券融资。

表 4：近期一些信用债详情举例

名称	发行日期	企业名称	发行对象	发行规模(亿元)	期限(年)	利率类型	利率(%)
华夏幸福	2015-10-21	15 华夏 05	合格机构投资者	40.0	7.00	累进利率	5.100
迪马股份	2015-10-19	15 迪马 01	合格机构投资者	10.0	2.00	累进利率	7.300
泰禾集团	2015-10-16	15 泰禾债 02	合格机构投资者	10.0	3.00	累进利率	7.750
西藏城投	2015-10-14	15 藏城投	合格机构投资者	9.0	7.00	累进利率	5.000
金地集团	2015-10-14	15 金地 01	合格机构投资者	30.0	7.00	累进利率	4.180
中天城投	2015-10-13	15 中天城投 MTN001	全国银行间债券市场成员	14.0	5.00	固定利率	7.000
泛海控股	2015-10-12	15 泛海 MTN001	全国银行间债券市场成员	32.0	5.00	固定利率	6.900
新华联	2015-10-9	15 新华联不 MTN001	全国银行间债券市场成员	10.0	3.00	固定利率	5.900
华夏幸福	2015-9-28	15 华夏 04	合格机构投资者	10.0	3.00	固定利率	5.690
中天城投	2015-9-28	15 中天 01	合格机构投资者	4.0	3.00	固定利率	8.000
荣盛发展	2015-9-25	15 荣盛债	合格机构投资者	20.0	2.00	累进利率	5.700
泰禾集团	2015-9-25	15 泰禾 02	合格机构投资者	20.0	3.00	累进利率	7.750
万科 A	2015-9-24	15 万科 01	合格机构投资者	50.0	5.00	固定利率	3.500
泛海控股	2015-9-24	15 海控 01	合格机构投资者	40.0	3.00	累进利率	7.600
中洲控股	2015-9-18	15 中洲债	合格机构投资者	13.0	3.00	固定利率	6.300
华远地产	2015-9-17	15 华远债	合格机构投资者	15.0	3.00	固定利率	5.730
黑牡丹	2015-9-15	15 黑牡丹 CP002	全国银行间债券市场成员	5.0	1.00	固定利率	4.000

房地产行业专题研究报告



新湖中宝	2015-9-14	15 中宝债	合格机构投资者	50.0	4.00	累进利率	6.990
华夏幸福	2015-9-9	15 华夏 03	合格机构投资者	10.0	4.00	累进利率	5.580
天地源	2015-9-2	15 天地 01	合格机构投资者	10.0	3.00	固定利率	7.980
天地源	2015-9-2	15 天地 02	合格机构投资者	10.0	3.00	固定利率	7.980
华夏幸福	2015-8-31	15 华夏 02	合格机构投资者	10.0	4.00	累进利率	5.700
金融街	2015-8-28	15 金街 03	合格机构投资者	40.0	7.00	累进利率	4.240
金科股份	2015-8-27	15 金科 01	境内法人和自然人	20.0	5.00	累进利率	6.400
冠城大通	2015-8-25	15 冠城债	合格机构投资者	28.0	5.00	累进利率	5.100
信达地产	2015-8-24	15 信达地产 MTN002	全国银行间债券市场成员	14.0	5.00	固定利率	5.500
金融街	2015-8-19	15 金街 01	合格机构投资者	40.0	6.00	累进利率	3.840
金融街	2015-8-19	15 金街 02	合格机构投资者	10.0	10.00	累进利率	4.200
中粮地产	2015-8-14	15 中粮 01	合格机构投资者	20.0	5.00	固定利率	4.400
中华企业	2015-8-11	15 中华企业 MTN002	全国银行间债券市场成员	8.0	3.00	固定利率	5.000
阳光城	2015-8-11	15 阳房 02	合格机构投资者	13.0	5.00	累进利率	5.400
中房地产	2015-8-11	15 中房债	境内法人和自然人	7.0	5.00	固定利率	4.220
泰禾集团	2015-8-7	15 泰禾债	合格机构投资者	20.0	3.00	累进利率	8.000
荣安地产	2015-8-6	15 荣安债	境内机构投资者	12.0	5.00	累进利率	6.500
苏州高新	2015-8-5	15 苏州高新 MTN001	全国银行间债券市场成员	9.0	3.00	固定利率	4.700
天房发展	2015-8-5	15 天房发	合格机构投资者	30.0	5.00	累进利率	7.000
华业资本	2015-8-5	15 华业债	合格机构投资者	15.0	5.00	累进利率	5.800
天房发展	2015-8-5	15 天房债	合格机构投资者	10.0	5.00	累进利率	5.800
金地集团	2015-8-3	15 金地 MTN002	全国银行间债券市场成员	25.0	5.00	固定利率	4.600
阳光城	2015-7-30	15 阳房 01	合格机构投资者	15.0	5.00	累进利率	5.180
阳光城	2015-7-30	15 阳光 02	合格机构投资者	7.0	3.00	累进利率	8.000
华夏幸福	2015-7-29	15 华夏债	合格机构投资者	10.0	3.00	累进利率	5.990
荣盛发展	2015-7-28	15 荣盛 02	合格机构投资者	19.0	4.00	累进利率	5.100
荣盛发展	2015-7-28	15 荣盛 03	合格机构投资者	22.0	5.00	累进利率	5.300
新湖中宝	2015-7-23	15 新湖债	合格机构投资者	35.0	5.00	累进利率	5.500
天保基建	2015-7-21	15 天保 01	境内法人和自然人	8.0	5.00	累进利率	4.500
中粮地产	2015-7-20	15 中粮地产 MTN001	全国银行间债券市场成员	6.0	3.00	固定利率	4.300
北京城建	2015-7-20	15 城建 01	合格机构投资者	58.0	7.00	累进利率	4.400
南京高科	2015-7-17	15 南京高科 MTN001	全国银行间债券市场成员	5.0	3.00	固定利率	4.730
栖霞建设	2015-7-13	15 宁栖建 MTN001	全国银行间债券市场成员	10.0	5.00	固定利率	6.200
迪马股份	2015-7-10	15 迪马债	合格机构投资者	20.0	5.00	累进利率	7.490
招商地产	2015-7-9	15 招商地产 MTN002	全国银行间债券市场成员	20.0	3.00	固定利率	4.120
世茂股份	2015-7-8	15 沪世茂 MTN002	全国银行间债券市场成员	15.0	3.00	固定利率	5.350
新华联	2015-7-3	15 新华联	合格机构投资者	30.0	3.00	累进利率	8.160
京投银泰	2015-6-26	14 京银债	境内法人和自然人	7.8	3.00	固定利率	4.800
荣盛发展	2015-6-24	15 荣盛 01	合格机构投资者	18.0	5.00	累进利率	5.780
首开股份	2015-6-23	15 首开股份 MTN001	全国银行间债券市场成员	24.0	3.00	固定利率	4.800
黑牡丹	2015-6-23	15 黑牡丹 MTN001	全国银行间债券市场成员	2.0	3.00	固定利率	6.000
阳光城	2015-6-17	15 阳光 01	合格机构投资者	13.0	3.00	累进利率	8.000
上实发展	2015-6-12	15 上实发 MTN001	全国银行间债券市场成员	10.0	3.00	固定利率	4.950
陆家嘴	2015-6-10	15 陆金开 CP001	全国银行间债券市场成员	12.0	1.00	固定利率	3.680
黑牡丹	2015-6-5	15 黑牡丹 CP001	全国银行间债券市场成员	5.0	1.00	固定利率	4.490
首开股份	2015-6-3	14 首开债	境内法人和自然人	40.0	7.00	累进利率	4.800
信达地产	2015-6-3	15 信达地产 MTN001	全国银行间债券市场成员	15.0	5.00	固定利率	5.800
苏州高新	2015-5-29	14 苏新债	境内法人和自然人	7.0	3.00	固定利率	4.670
华联股份	2015-5-26	15 华联股 MTN002	全国银行间债券市场成员	12.0	3.00	固定利率	5.500
中华企业	2015-5-25	15 中华企业 MTN001	全国银行间债券市场成员	8.0	3.00	固定利率	5.500
保利地产	2015-5-22	15 保利房产 MTN002	全国银行间债券市场成员	30.0	5.00	固定利率	4.600
南国置业	2015-4-28	15 南国置业 MTN001	全国银行间债券市场成员	10.0	3.00	固定利率	6.800
金地集团	2015-4-27	15 金地 MTN001	全国银行间债券市场成员	30.0	3.00	固定利率	4.900
华远地产	2015-4-27	14 华远债	境内法人和自然人	14.0	5.00	固定利率	5.240
金融街	2015-4-24	15 金融街 MTN002	全国银行间债券市场成员	24.0	5.00	固定利率	4.990
城投控股	2015-4-22	15 沪城投 MTN001 (7 年期)	全国银行间债券市场成员	15.0	7.00	固定利率	5.250
城投控股	2015-4-22	15 沪城投 MTN001(3 年	全国银行间债券市场成员	15.0	3.00	固定利率	4.590

房地产行业专题研究报告



期)							
世茂股份	2015-4-22	15 沪世茂 CP002	全国银行间债券市场成员	20.0	1.00	固定利率	4.650
新华联	2015-4-1	15 华联债	境内法人和自然人	13.0	7.00	累进利率	7.500

资料来源：Wind、中信证券研究部

股权融资则进一步扩大了企业的资本金，方便企业进一步加杠杆扩大资产规模。

表 5：近期的一些地产企业的定向增发

代码	名称	增发公告日	发行日期	发行方式	发行价格(元)	增发日收盘价	最新收盘价	自发行价涨跌幅(% 后复权)	增发数量(万股)	实际募资总额(亿元)	认购方式
000838.SZ	国兴地产	2015-9-25	2015-9-17	定向	7.87	16.70	18.38	133.55	13,341.8043	10.50	现金
000732.SZ	泰禾集团	2015-9-29	2015-9-11	定向	17.60	23.05	23.82	35.34	22,727.2727	40.00	现金
600807.SH	天业股份	2015-9-12	2015-8-26	定向	7.00	11.39	11.80	68.57	15,195.0085	10.64	现金
000056.SZ	皇庭国际	2015-9-7	2015-8-13	定向	10.03	24.67	25.56	154.84	30,881.1014	30.55	现金,资产
600639.SH	浦东金桥	2015-8-15	2015-8-4	定向	14.05	17.83	25.56	81.92	19,358.7853	27.20	现金,资产
600604.SH	市北高新	2015-8-22	2015-8-3	定向	9.91	12.87	24.92	151.46	4,802.0517	4.76	现金
600606.SH	绿地控股	2015-7-3	2015-6-26	定向	5.54	25.88	15.11	172.74	1,164,983.4296	645.40	资产
600604.SH	市北高新	2015-6-20	2015-6-9	定向	9.79	25.22	24.92	154.55	14,582.7372	14.28	资产
002285.SZ	世联行	2015-5-28	2015-5-13	定向	5.11	29.11	16.76	227.98	22,365.4630	11.43	现金
600736.SH	苏州高新	2015-5-28	2015-5-13	定向	9.53	10.01	8.15	-14.48	13,641.1332	13.00	现金
002077.SZ	大港股份	2015-4-20	2015-4-7	定向	5.57	13.68	11.40	105.52	15,800.0000	8.80	现金
600466.SH	蓝光发展	2015-4-16	2015-4-2	定向	9.31	11.45	11.44	22.95	23,993.6691	22.34	现金
600466.SH	蓝光发展	2015-4-1	2015-3-26	定向	4.66	11.12	11.44	145.64	143,807.5493	67.01	资产
000620.SZ	新华联	2015-4-1	2015-3-9	定向	7.03	8.45	11.44	62.73	29,871.9771	21.00	现金
000150.SZ	宜华健康	2015-3-19	2015-3-5	定向	6.56	37.32	40.91	523.63	3,658.5365	2.40	现金
002016.SZ	世荣兆业	2015-3-3	2015-2-3	定向	6.31	9.29	10.29	64.11	16,300.0000	10.29	资产
600225.SH	天津松江	2015-2-11	2015-1-15	定向	5.50	7.15	6.41	16.55	30,909.0908	17.00	现金
000628.SZ	高新发展	2015-4-28	2015-4-16	定向	5.41	13.95	13.62	151.76	9,200.0000	4.98	现金

资料来源：Wind、中信证券研究部

但是，饥荒过后的灾民面对丰盛的食物，最初固然是心满意足填饱肚子，但此后就很容易因为暴饮暴食而身体受到损伤。他们往往不会考虑自己到底需要吃多少，而会想到以往长期吃不饱，生怕现在不多吃一些以后就吃不到。

房地产企业也是一样。大多数民营中等规模的房地产企业，并不是根据资金运用来测算融资需求，而是根据融资能力来决定资金投放。经过了漫长的房地产牛市，企业往往不担心拿地问题，只担心融资渠道。于是，一些企业开始从“吃得饱”走向“吃撑了”。所谓吃撑，就是其新增融资的投资回报率其实不高，但企业却仍然坚定期望加杠杆。充裕的资金使得企业不得不降低拿地的标准，新增了一些质量不高的土地储备。

研究者或许会责难企业，为什么不能低点抄底拿地，高点暂停拿地。其实这个行业基本没有哪家企业真的能逆周期操作。那些标榜可以逆周期操作的企业，往往只是因为规模较小，勇于加杠杆而已。在销售不好时候，用捉襟见肘的现金流去拿地，没有几家企业有这个勇气；在资金转好之后，面对账面巨大的存量资金，也罕见哪家企业真的去偿还债务或者加大派息。

以往地价过高，总是通过时间来消化，总是有一波房价的大幅上涨出现，从而使土地价格显得不再昂贵。所以很多企业也并不担心地价太高的问题。

逼仄的市场造成竞争激烈

地王的出现，和企业可以选择的拿地区域越来越少有关系。

这一方面是因为三四线城市客观上去化困难，房价基本不涨，另一方面也是因为绝大多数企业没有良好的异地布局和成本管控能力，无法控制住三四线城市的建安成本，把制造业属性更强的三四线土地，当成资源品来看待。

2007 年到 2011 年，中国房地产开发企业的道路越走越宽广，企业纷纷增加城市布局。三四线城市存量住宅供给以老公房为主，品牌开发企业有一个小而美的市场空间。企业可以面向三四线城市少量富裕人群提供高端产品，这些人群虽然总量很少，但购买力其实很强。三四线当时又没有竞品供应，开发毛利率确实令人满意。

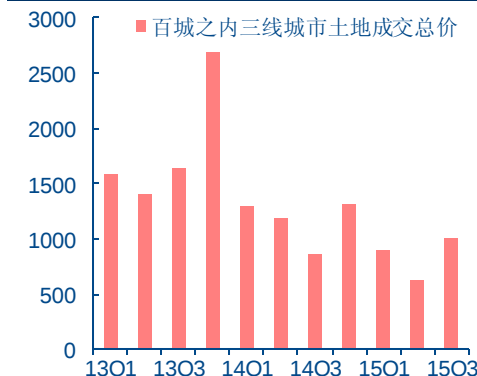
但是，三四线毕竟是人口净流出，富裕人群的总量十分有限。一方面，少量的富裕人群改善生活需求很快得到满足。另一方面，大量开发企业涌入这些市场。等到 2013 年时，三四线城市的市场，一些是供过于求，一些简直是没有需求可言。尽管由于资金供给充裕，2015 年三季度时三线城市的土地市场也有所好转，但比起繁荣期仍然不可同日而语。

图 8：三线城市房价指数（百城）



资料来源：中国指数研究院、中信证券研究部

图 9：百城/三线城市土地成交总价(亿元)



资料来源：wind、中信证券研究部，这里的三线不含百城以外的城市

企业不愿意去三四线城市拿地，不只是市场容量的关系。的确还有一些三四线城市可以有盈利。但这些城市共同的特点往往是专业人才储备不足和绝对房价较低。专业人才储备不足，就容易让执行力较低的公司无法轻易进入这样的城市。绝对房价较低，就意味着建安成本占开发成本的比重较大，这时候能否提高产品的成本性价比就非常重要，企业不可以坐等资源升值，而需要极力提升单位成本投入的产品吸引力。这就是为什么一些企业仍然可以在三四线城市生存，而另外一些企业却寸步难行。

表 6：一二线城市和三四线城市成本结构表，以及建安成本变动对盈利影响示意

	一二线城市	三四线城市
房价	10000	5000
正常毛利	3000	1500
建安成本	3500	3000
地价	3500	500
建安成本提高 500 元后毛利下降	16.7%	33.3%
建安下降 500 元后毛利上升	16.7%	33.3%

资料来源：中信证券研究部测算

三四线城市拿地热情不高，企业资金又越来越充裕，转向一线城市拿地也就在情理之中。以前是 10 家企业竞争，现在可能是 20 家企业竞争。不少以前主要在一二线的企业，往往宣称要聚焦核心城市，不少以前只在三四线拿地的开发企业，也逐渐号称走向一二线。这样一来，一线城市的地价怎么会低呢？

债券人和土地出让方的规模情结

有一些企业其实也明白部分土地盈利空间十分有限，甚至在拿地时就没打算取得盈利。那么，为什么他们还要去拿地呢？这就和债权人以及地方土地出让部门的态度有很大的关系了。

债权人，对于企业资产规模和销售规模的重视程度，往往要超过对企业资产负债结构的重视程度。五花八门的房地产销售排行榜背后，反映的是全社会格外关注企业销售成绩。在诸多房地产公司里头，债权人往往也需要寻找“大而不倒”的标的。这样的态度有一定的道理，但却客观上助长了部分地产企业宁可牺牲一部分盈利，也期望尽可能扩大销售和销售的的心态。

另外，债权人（不管是开发贷款的提供者还是企业债券的认购人）都非常重视企业的资产结构，尤其偏爱一线城市土地储备较多的公司。对于债权人来说，资产的流动性和价值波动更为重要，而资产的盈利能力是股东应该考虑的事情。一线城市的土地，虽然未必赚钱，但转让却远比二线项目容易。而且，一线城市的土地价值相对房价波动的敏感性小，而三线城市的土地价值相对房价波动的敏感性更大。

地方政府也是如此。各地政府不再简单追求土地出让的收益，而是十分看重城市面貌的改善。在开发企业的选择过程中，是否有比较大的资产体量和开发经验，确实是政府关心的重要因素。

不过，“规模情结”是一种门槛的认可，而不是对规模的线性崇拜。也就是说，当规模达到一定的程度，规模继续增加就不会带来债权人和地方政府进一步的认可。所以，真正特别有动力提升规模，甚至愿意为之牺牲盈利能力的，常常是排名第 20 到 40 位的企业。

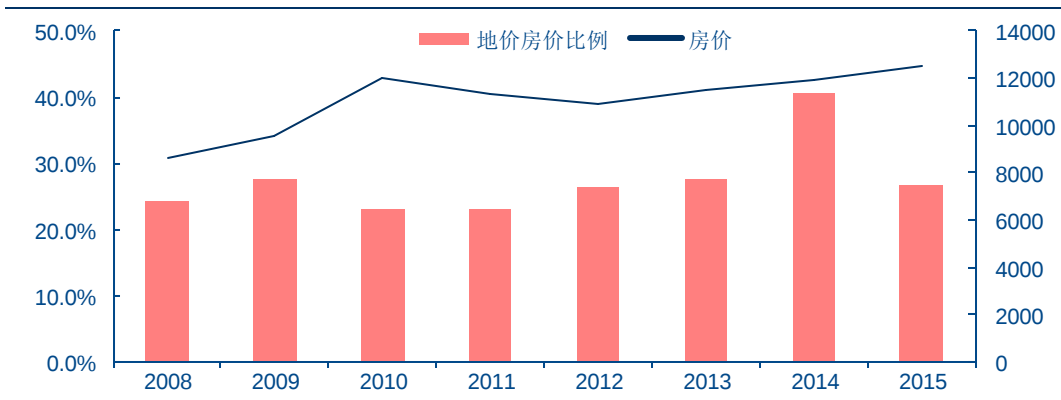
表 7：2015 年中国指数研究院的房地产企业排名

排名	企业	排名	企业
1	万科	21	北京金隅
2	保利地产	22	卓越
3	绿地控股	23	阳光城
4	中国海外发展	24	四川蓝光
5	恒大地产	25	旭辉
6	碧桂园	26	天房
7	绿城	27	广州敏捷
8	世茂房地产	28	泰禾
9	龙湖地产	29	滨江
10	首开	30	奥园
11	华润置地	31	金融街
12	中信房地产	32	正荣
13	招商地产	33	福星
14	华夏幸福	34	宝龙
15	金科	35	时代
16	金地集团	36	禹州
17	远洋地产	37	海伦堡
18	荣盛发展	38	龙光
19	新城控股	39	鑫苑
20	复地集团	40	红星美凯龙

资料来源：中国指数研究院、中信证券研究部

这些中等规模的开发企业为了自身的长期发展考虑，确实开始参与一些盈利未必良好的项目，甚至会拿一些地价很贵的项目。一些龙头企业反而对地王更为警惕，不愿大举拿地。其实，2013 年之后，龙头公司在一线城市招拍挂拿地行为并不多。

图 10：万科的新增土地储备楼面地价占当期房价比例，2015 年指前三季度



资料来源：Wind、中信证券研究部

一、二手价差和“顶豪诱惑”

我们必须承认，绝大多数面粉贵于面包的产品，其最终制成的面包，要比当年市场上的面包，品质强很多。一线城市新出让的土地，其未来产品的房价，也确实会高于周边二手的住宅。

一线城市供给有两大特点，一个是存量房龄比二三线城市都要高，第二个是核心区域新房的供给明显比二线要少一些。前一个特点，决定了在一线城市的某些区域，本身是不存在高品质的住宅供给的。一旦市场提供了这样的供给，就可能实现产品的溢价。

举例来说，北京的东坝区域，即便现在房价也不过是 30000 多一些，但这一区域交通条件仍有改善可能，地理位置距离城市核心并不算太遥远，且新房供给有可能会比当前的二手房质量明显为高，未来新房的价格应该更高一些。相对来说，北京的二手和一手之间的价差比其他城市都更大。这可能和北京存量房源品质低有关系，也和北京区域二手交易流程更复杂，交易税费更高有关系。

我们不应该盲目夸大产品品质溢价。在北京这样的城市，财富聚集所带来的“顶级豪宅”需求并不是没有，可毫无疑问是很少的。单个楼盘提供动辄 2000 万起的高总价产品，并不是说一定会失败。但大量新增土地全部瞄准类似需求，可能反映了集体非理性。事实上，北京过去虽然也有一些很贵的项目成交，但这些项目的成交规模其实很小。2015 年前三季度，除了盘古大观之外，绝大多数高价楼盘的成交金额都只有几亿甚至几千万。而 2013 年以后出让的土地，试图以 10 万以上房价销售的项目却比比皆是。

表 8：2015 年 1 月到 9 月，北京区域住宅成交均价排名前 10

排名	项目名称	区县	成交套数(套)	成交面积(㎡)	成交均价(元/㎡)	成交金额(万元)
1	万柳书院	海淀	34	9868	138265	136441
2	合生·霄云路 8 号	朝阳	3	1412	132637	18735
3	中轴国际	东城	1	556	118671	6600
4	盘古大观	朝阳	96	63291	107707	681692
5	霞公府	东城	1	497	106825	5304
6	万城华府	海淀	1	354	100003	3538
7	碧海方舟（国颂）	朝阳	1	604	98967	5979
8	长安太和	东城	26	3494	95929	33522
9	金茂府	朝阳	28	10786	93100	100416
10	玉璞家园	丰台	27	9200	93098	85645

资料来源：CREIS、中信证券研究部

我们相信，一二手房存在价差（尤其在北京）和顶级豪宅市场存在，客观上助长了地王的出现。但我们相信二手房价格终究是一手价格的重要参考，顶级豪宅只是小众市场，不可能支持大面积面粉贵过面包的合理性。

房价不存在大幅上涨的空间

当然，地价上涨只有在房价不大幅上涨的情况下才成为问题。如果很多地方的房价都能和 2015 年春天深圳的房价一样大幅上涨，那土地价格的上涨根本不是问题。

房价会大幅上涨吗？我们认为不会。

短期两大关键信号：可销售资源不再下降，开发投资增速有限

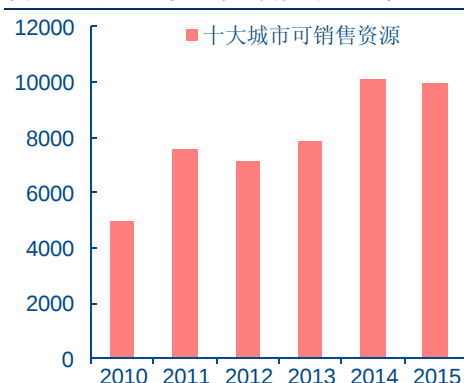
行业面临一些长期问题。行业新开工面积大于销售面积，土地供给过多；比如人口红利终将过去，城市化率也会有尽头；比如说旧房的加速改造，实际上是会降低未来的房屋折旧速度，当 1990 年之前建设的房屋基本拆迁完毕后，预计旧房拆迁带来的刚性需求会下降；中国的房价收入比处于较高水平，房屋的租金回报率又确实不高……

可是，这些长期问题 3 年前一样存在。我们不能拿一些始终存在的长期问题，来当成判断房价未来无法大幅上涨的理由。我们还要经历一个低利率的周期，居民还有加杠杆的空间。长期存在的问题，不可以当成短期不看好的理由。

不过两个短期指标的确非常关键。第一是可销售资源不再下降（即使在核心城市），第二是开发投资增速很低。

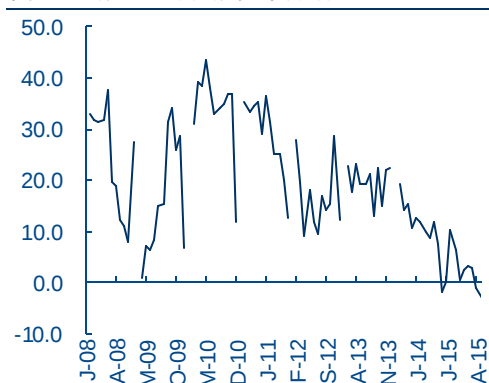
即便在一线城市，可销售的新房房源也在增加。经过三季度的热销，十大城市的可销售资源只比 2014 年年底时下降了不到 2%，仍然接近历史最高水平。330 政策之后至今，可销售资源是不减反增的；930 政策后到现在，可销售资源是增长的。历史上，一般只有滞销才会带来可销售资源的增加，偏偏到了 2015 年，热销却带来可销售资源的增加。核心城市尚且如此，三四线城市的可销售资源规模更是庞大。

图 11：十大城市的可销售资源（万平方米）



资料来源：Wind、中信证券研究部

图 12：房地产开发投资单月增速（%）



资料来源：wind、中信证券研究部

开发投资增速同样让研究者感到奇怪。以往说来，投资会滞后于销售 3-6 个月反映，但到了 2015 年，热销持续了将近一年，开发投资的增速却始终在下降。330 政策多管齐下，极大鼓舞了销售的热情，刺激需求释放，但却不能刺激开发商加大投资规模。

持续的去库存意识决定了房价不会大幅上涨

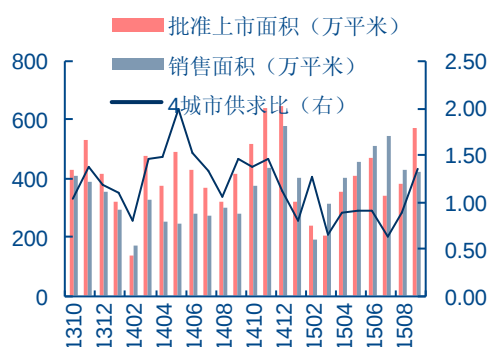
在房地产行业，库存客观规模很重要，开发企业对于库存的整体主观认识更重要。什么是库存的客观规模呢？就是已出让未开发的土地加上已开工未销售未竣工的项目再加上已经竣工的现房。过去几年来，我们国家的房地产库存规模原本就是很大的。在 2015 年 9 月，我们在报告《行业库存问题探讨》一文当中，详细测算了我国房地产市场的潜在供给达到 2014 年销售规模的 11 倍。

不过这却不能用来当成供大于求的证据，更不能当作判断房价的依据。过去几年市场的潜在供给也很大，中国房地产的高新开工规模并不是始于今日。微观来说，在一些供给明显偏多的城市，甚至在 2013 年，土地出让仍然活跃，市场交易仍然火爆。我们认为，开发企业对于整体库存的主观认识更加重要。一旦开发企业作为一个整体，认识到潜在供给未来的增值空间比较有限，整个市场的运行轨迹才会发生变化。

- 1、由于开发企业认为远期的供给也会是充裕的，其对推货的态度会始终积极。市场既然可以给予一个比较合理的毛利率水平和去化速度，开发企业就选择积极推货。房价出现一定幅度的上涨后，企业也会随行就市积极推货，而不是囤积库存。
- 2、企业在拿地环节比较小心，区域上不愿意深入三线。但在资金非常充裕的情况下，却宁可放低一线城市的拿地标准。
- 3、只要该区域的房价能够保证建安和资金成本的回收，企业对新开工态度是积极的，因为保留大量未开发资源的意义不大。但因为拿地的整体不足，新开工面积整体不会继续扩大。

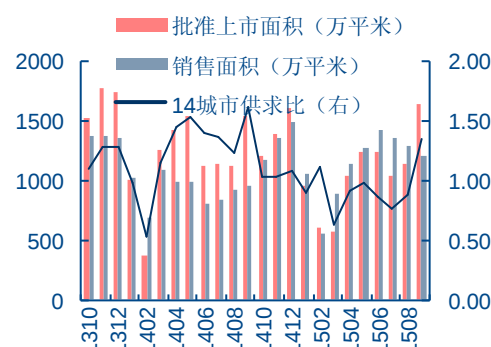
造成企业预期变化的原因主要是在供应端。城市的地理半径越来越大，和新出让土地地理位置相近的地块越来越多，项目资源的稀缺性明显降低。土地市场经过二十多年的发展，真正不可替代的项目资源已经不多，且土地供应方缩量供应土地的意义越来越低（因为开发企业手里多有充足的资源储备，二手房也能形成丰富的替代性供给）。热销并不能改变这样的预期。

图 13：4 个主要城市一年以来供求变化



资料来源：中国指数研究院、中信证券研究部，4 个主要城市指：北京、上海、广州、深圳。

图 14：14 个代表城市一年以来供求变化



资料来源：中国指数研究院、中信证券研究部，14 个代表城市包括北京、上海、广州、深圳、天津、沈阳、大连、苏州、青岛、南通、合肥、武汉、长沙、成都。

所以，到了 2015 年 9 月，全国房价也确实没有出现明显的上涨。到 2015 年 9 月，全国百城房价同比只是增长了 1.36%，也只有 59 个城市房价在环比上涨，其中绝大多数城市房价涨幅较低。



表 9：全国 10 大城市房价表现

	9 月环比	新房 9 月同比	9 月环比	二手房 9 月同比
房价明显上升				
深圳	1.77%	28.50%	3.53%	39.58%
上海	0.13%	11.27%	1.95%	12.97%
房价偏暖				
北京	0.93%	5.63%	1.13%	5.74%
武汉	1.07%	6.61%	1.13%	5.40%
南京	0.51%	3.68%	2.05%	4.26%
天津	0.46%	1.04%	0.79%	4.05%
房价仍有下降压力				
广州	1.27%	-2.90%	0.55%	0.22%
杭州	0.67%	-2.65%	0.85%	-0.89%
成都	-0.10%	-2.67%	0.00%	0.06%
重庆	-0.69%	-7.24%	-0.21%	-1.94%

资料来源：中国指数研究院、中信证券研究部

风险提示

我们分析认为，房价不存在大幅上涨的可能性，行业也会平稳运行。但客观上，房价存在大起大落的不确定性。

企业传统盈利模式面临挑战，下调行业评级到“中性”

产业不存在硬着陆风险，政策得当市场平稳

低成本的融资和行政管制放开的确保证了开发企业利润表不会出问题。房地产资产（尤其是一二线城市）在全社会资产配置荒的大背景之下，仍然是不少居民的首选。

政策一直保持了非常良好的前瞻性，预调微调手段得当，时点合理。因此，我们坚信中国房地产行业将保持稳定健康发展，我们也相信在相当长的时间内，一二线城市的房价可能稳中有升（尽管幅度不大），广大三四线城市也并没有房价大幅下行的风险。另外，由于资金成本不断下降，在未来三个月，预计不断下降的房地产开发投资增速也有可能稳住。

但是，个人购房置业和成为 A 股开发企业的股东是两回事。房地产行业的平稳运行，也并不意味着房地产股一定持续取得超额收益。

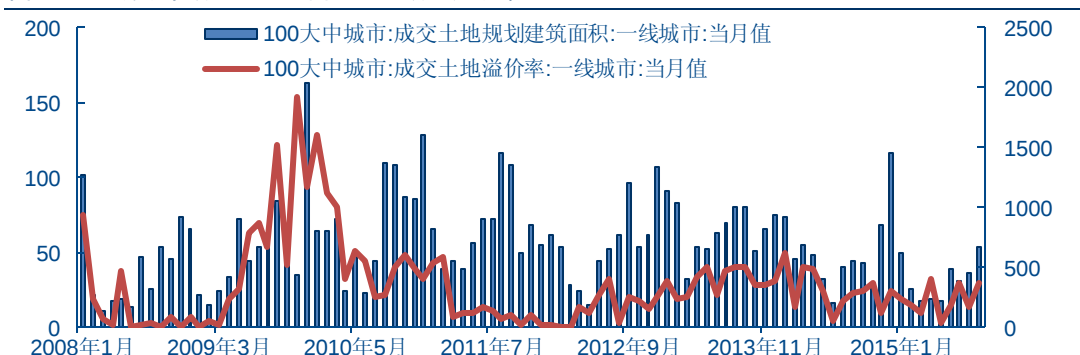
传统开发业务模式可持续性面临挑战

过去两年多时间里，市场都在谈论聚焦少数城市的战略。这个战略，也就是在三四线城市市场容量难以继续扩大的情况之下，开发企业少数正确的战略选择之一。

但是，随着核心城市地价水平的上涨，我们认为这一战略不再可行。表面看，目前一线城市的土地溢价率并不算太高。但这可能反映了土地成交底价的上升。而且，随着利率不断下行，企业资金日渐充裕，土地成交溢价率很可能出现上行。在历史上，土地成交溢价率的上行，同时可能伴随着房价的上行，或意味着政策趋势的反转，所以往往是地产股超额收益的终结。今天土地成交溢价率的上行，如果不伴随着房价的大幅上行，则可能意味着开发企业盈利模式前景不明确。

当然，深圳、上海这样的核心城市，房价确实出现了上涨，但土地价格往往提前透支这种房价的上涨。

图 15：一线城市成交土地建面和土地成交溢价率



资料来源：Wind 注：左轴溢价率（%）；右轴建筑面积（万平方米）

当然，面对高价地风险，也有企业争取通过旧改和并购项目公司办法来获得低价土地储备。我们认为，参与三旧改造或者并购中小企业，可能是一种在一线城市个别拿地的办法，但却不足以替代公开市场拿地。公开市场拿地可能会有价格过高风险，但参与旧城改造，一二级联动和收购其他上市公司，却可能存在隐性风险。历史上，也不乏有参与旧城改在的公司爆发黑天鹅事件，给投资者带来损失。

转型虽然是方向，但开花结果并不容易

地产企业也在积极探索传统主业外的新方向。但是，开发业务，是一种以资源思维为导向，管理偏于粗放，执行偏于松散的业务。房地产开发企业转型新的领域，往往是资产收购容易，运营管理困难，取得足够的用户和盈利更困难。

和地产开发业务相关的领域，例如存量房的增值服务、物业管理、房地产金融、装修、产业地产、商办地产租赁、酒店管理等，确实还有成长的空间。从宏观上我们的确可以说，成熟市场中，存量房相关市场有广阔发展空间。可是全世界最大的房地产服务类企业市值规模也远小于 A 股龙头地产开发企业，当我们去计算微观细分市场的可能空间时，我们很难相信地产相关业务板块可以成为大中型地产企业未来的归宿。事实上，装修，物业等相关业务领域，原本就是黄金年代地产开发企业看不上的“鸡肋业务”。开发业务的前景变坏，无法必然意味着这些业务的前景变好。我们认为，很多地产企业的转型是“为赋新词强说愁”。对不少开发类企业来说，未来就是专注无奈，转型无路。

更何况，市场已经给予了积极转型的地产企业以较高的估值，其中不少企业，其转型还只停留在规划阶段，股价就已经有所表现。即便资本市场流动性充裕，我们也建议投资者审慎考察企业在新产业方向的实际能力。

表 10：2014 年部分地产企业转型的公告和 2015 年半年报的提法

名称	公告日	当时公告内容	2015 年半年报提法
苏宁环球	2014-7-1	收购大股东旗下苏宁文化产业有限公司。	接下来仍将致力于产业链布局的完善，在多渠道 IP 获取、游戏及衍生品开发等其他产业链环节持续发力，并将进一步加快进度；迅速切入动漫产业，完成传媒产业布局，初步构建完善自身文化产业体系。
中天城投	2013-12-3	拟投资入股贵州银行股份有限公司，占其增资扩股后总股数 719,902.90 万股的 0.986%（最终以贵州银行募集到位后的总股数计算为准）。	大金融战略有序推进，大金融生态圈架构明晰。确立以贵阳金融控股有限公司为传统金融领域产业主体，以并购重组为主要手段，获取银行、保险、证券、期货、信托等金融机构经营资质和牌照的发展路径，并将力争年内取得以上资质的更大突破。
莱茵体育	2013-12-31	于收购浙江洛克能源有限公司 51% 股权，夯实了具有广阔前景的天然气业务，进一步提升了上市公司的持续经营能力	为集中优势资源发展一体两翼战略所提出的体育产业、清洁能源产业，尤其是大力发展公司体育事业，公司将剥离非经营性地产，目前正在积极推进中。
宜华健康	2014-7-4	7.2 亿元购入广东众安康后勤集团股份有限公司全部股权，进入医疗服务产业。	公司制定了医疗健康产业为公司未来主要发展方向的战略目标，并紧紧围绕战略目标进行全面布局，加快推进公司顺利转型。

房地产行业专题研究报告



金科股份	2014-10-13	拟以自有资金出资注册成立全资子公司金科新能源有限公司（暂定名），重点投资光伏、风能及页岩气等能源产业。	新能源战略稳步推进。以风力发电和光伏发电为主，采用并购和自主开发双重投资模式，本报告期新增 20 万千瓦风电项目获得核准及 2 万千瓦光伏项目准予登记备案。
中茵股份	2013-12-31	公司全资子公司苏州中茵掌易宝网络科技有限公司与联通支付有限公司签定了战略合作协议，合作业务包括近场支付服务、远程支付服务等。	
	2014-2-11	与上海交通大学医学院苏州九龙医院签订战略合作协议意向协议。	致力于编制符合中国国情的高品质养生休闲养老服务标准，打造中茵特色的迁徙式休闲健康养老产业，并谋求在合适时机将养老服务延伸至居家社区养老及医疗康复养老等养老全产业链中去，大健康产业将成为公司未来发展的主要方向。
	2014-3-10	与中国排名前三名综合性民营医院苏州九龙医院强势合作进军中国高端养老业，成立了苏州中茵九龙养老产业管理有限公司。	
冠城大通	2014-5-28	与江西国科军工集团有限公司签订战略合作协议。拟与江西国科军工强强联合，就机电产品及特种漆包线的研发、生产、供应及其他军工产品配套合作等领域开展全面合作。	面对漆包线市场的严峻形势，公司通过加大细分市场的开发力度，积极开发新能源市场，在产销量略有减少的情况仍实现漆包线净利润小幅上涨。
	2014-7-8	与福建创鑫科技开发有限公司签订投资意向协议书。创鑫科技目前主要从事锂离子电池电解液添加剂的研发、生产和销售。	公司逐步布局向锂电池新能源领域的转型，有序推进转型战略的实施。公司与福建省投资开发集团有限责任公司下属子公司福建省福投新能源投资有限公司共同投资设立福建冠城瑞闽新能源科技有限公司，进行动力电池、电池组及充电技术等研发、生产、销售运营管理。截止报告期末，该项目公司已经成立，在技术、人才引进及厂房选址建设等方面进展顺利。
中南建设	2014-5-8	签订产学研合作协议。与苏州大学机电工程学院、苏州大学机器人与微系统中心签订的协议为框架性协议，仅对双方就“建筑机器人及智能装备”的研究、开发达成共识。	公司业务转型方面初见成效，机器人产业有序推进，与四川宝玛科技公司展开合作洽谈，目前尽职调查工作已基本结束。
阳光城	2014-3-14	拟与福建星网锐捷通讯股份有限公司在设立合资企业、研究开发智能社区、智能家居、云呼叫中心及服务、智能社区的优势产品等方面建立战略合作关系，实现优势互补，共同应对行业的升级。	公司已与星网锐捷签订相关协议，预计本年度与其签署总额 1200 万元关于智能社区相关产品的合同。截至报告期末，智能社区相关产品已在公司项目展开运用。
	2014-7-9	为了进一步实施拓展医疗健康产业业务，拟出资 2000 万元在上海设立上海威至博医疗投资管理有限公司。	
上实发展	2014-1-24	全资子公司上海上实城市投资发展有限公司与上海实业东滩投资开发（集团）有限公司共同出资成立上实养老产业平台公司。	在新产业方面，公司将探索新机制、借助新技术、依托新资源、搭建新平台，围绕健康养老、文化传媒、节能环保、智慧城市等房地产产业链纵深积极布局、持续推进，实现与现有主业形成协同效应。

资料来源：中信证券研究部整理、中信证券研究部

考虑当前板块估值水平，下调行业评级到“中性”

在过去一段时间，板块的估值已经有了一定程度的上升。相比港股而言，A 股地产公司估值更高一些，企业的派息率也并不高。

我们认为，在经历 12 个月热销后，主要城市的可销售货值却并不下降。廉价的资金推升了土地的成本，却并没有带来房价的大幅度上涨。越来越多的企业注意到了行业面临的长期问题，简单获取资源溢价的地产开发模式越来越不可持续，新的开发模式却并未建立起来，企业转型的成功更是任重而道远。

我们因此下调行业评级到“中性”，建议投资者谨慎看待地产板块的投资机会。

表 11：重点公司盈利预测与估值表

	股价	NAV	EPS（元）			PE		
	（元）	（元）	14A	15E	16E	14A	15E	16E
华发股份	15.14	21.52	0.79	0.84	0.93	19.2	18.0	16.3
滨江集团	7.70	7.21	0.31	0.37	0.43	25.2	20.8	17.9
万科 A	13.74	11.80	1.43	1.66	1.87	9.6	8.3	7.3
保利地产	9.09	15.36	1.14	1.40	1.69	8.0	6.5	5.4
招商地产	32.48	27.39	1.66	2.12	2.44	19.6	15.3	13.3
首开股份	12.51	11.96	0.73	1.00	1.20	17.0	12.5	10.4
金融街	9.64	14.41	0.97	1.12	1.30	9.9	8.6	7.4
香江控股	7.18	10.88	0.33	0.44	0.47	21.5	16.3	15.3
冠城大通	9.06	6.80	0.63	0.87	0.98	14.38	10.41	9.24
中南建设	13.09	15.62	0.82	0.90	0.96	16.0	14.5	13.6



房地产行业专题研究报告

荣盛发展	8.78	6.89	0.85	0.91	0.98	10.3	9.6	9.0
世茂股份	11.21	14.52	1.08	1.15	1.27	10.4	9.7	8.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 10 月 22 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSAGroup of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSAGroup of companies（CLSAAmericas, LLC（下称“CLSAAmericas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSAAmericas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSAAmericas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。