

证券研究报告·行业动态

聚焦北京 分享土地盛宴

房地产

地王穿越周期，北京区域价值凸显：1月7日下午，华润首开平安联合体以86.3亿竞得北京丰台区花乡地块，刷新北京总价地王纪录。我们自去年开始就坚定看好北京市场，并发布《北京 北京》等多篇报告强调北京区域投资机遇，回顾北京历代地王，自11年以来，地价、楼面价不断被刷新超越，甚至穿越周期，背后实际体现的是市场对于主流市场的认可和追逐，同时也是北京作为全国首都的城市价值体现，我们也相信这种认可在市场回暖叠加房企补库存意愿提升的背景下会进一步强化，北京区域价值会进一步凸显。

土地成本叠加库存结构倒逼需求端价格中枢上移：我们认为北京区域的几个要素决定了其将会在新一轮地产恢复周期中优先受益：1、地价增速高于房价，叠加自住房政策推升供需矛盾，倒逼需求端价格中枢上移。2、库存上升导致价格下行逻辑在北京区域适用性降低，库存结构影响大于库存总量。3、北京先导指标已明显改善，15年弹性可期。我们认为北京区域一手房市场也将在一季度企稳回升，结合此前探讨的库存结构，一手房量价都将迎来一波新的行情，这也将为具备北京区域资源的房企带来去化改善以及价值重估的机遇。

市场化调控框架下政策压力淡化：在未来市场化管理框架下，我们认为对于主流城市的价格管控将会趋于淡化，尤其对于北京、上海这种国际化城市而言，资源禀赋的优势也终将在价格层面体现。另外，从控制特大城市人口规模的国家战略角度，我们也并不认为政府过于担忧北京、上海等城市价格的上涨。值得强调的是，我们对自住房政策的持续周期以及供地力度持有保留态度，其对北京市场影响有待观察。

聚焦北京区域房企，分享土地盛宴：此前我们一直强调地产股的反弹机会在于基本面分化后带来企业分化机遇，本次降息周期的启动也验证了地产行业在管理层“稳增长”架构的不可替代性，降息叠加此前930信贷新政，城市成交分化将带动企业的分化，相关地产股向上趋势明确，我们维持行业“买入”评级。具体标的方面，我们继续坚持“选择两极 拒绝中庸”的配置思路，优先推荐保利、招商、万科、华侨城和阳光城等，此前构建的绝对收益组合和“地产+金融”板块仍可关注，除此之外，我们在去年年底的地产专题电话会议中建议大家积极关注北京区域房企的战略机遇，已经得到市场的高度认同，敬请留意。

维持

买入

苏雪晶

suxuejing@csc.com.cn

021-68821608

执业证书编号：S1440512030001

陈慎

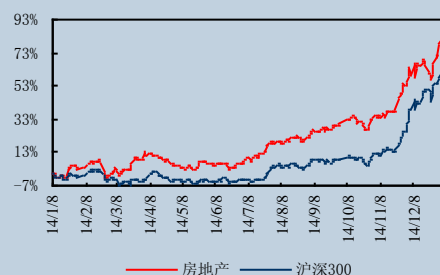
chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

发布日期：2015年1月8日

市场表现



相关研究报告

- 15.01.05 房地产行业周报：元旦假期致成交回落
- 14.12.29 房地产行业周报：基本面持续向好实质性降准利好板块
- 14.12.26 房地产行业月报：基本面持续向好板块优势显现



第一，地王穿越周期，北京区域价值凸显

1月7日下午，华润首开平安联合体以86.25亿竞得北京丰台区花乡地块，溢价率21.99%，刷新北京总价地王纪录。该地块为北京14年以来面积最大地块（41.9万平），起拍价最高（70.7亿），配建最贵自住型商品房（2.9万元/平），纯商品房楼面价超3.8万/平。我们自去年开始就坚定看好北京市场，并发布《北京 北京》等多篇报告强调北京区域投资机遇，我们认为新年地王的出现也将再次带来北京区域的资源价值重估的可能。

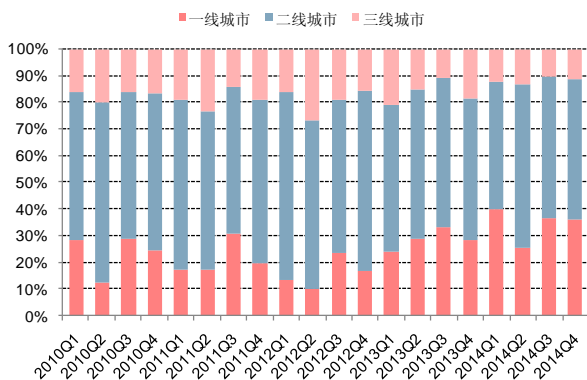
去年虽然楼市去化一度萧瑟，但并未影响主流城市土地市场的热度，北京丰台区地块、上海董家渡地块等地王频现也再次体现了主流城市资源的稀缺性。回顾北京历代地王，自11年以来，地价、楼面价不断被刷新超越，甚至穿越周期，背后实际体现的是市场对于主流市场的认可和追逐，同时也是北京作为全国首都的城市价值体现，我们也相信这种认可在市场回暖叠加房企补库存意愿提升的背景下会进一步强化，北京区域价值会进一步凸显。

表：历代北京地王回顾

成交日期	地块名称	公司	建筑面积 (万平)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平)
2011年7月8日	CBD核心区Z10地块	北大方正、安邦保险等联合体	15.00	34.5	23000
2012年7月10日	海柳区万柳地块	中赫	7.78	26.3	33800
2012年9月24日	西城区月坛南街地块	金融街	11.25	34.2	30400
2013年7月3日	夏家胡同地块	懋源	4.32	17.7	41000
2013年7月23日	孙河乡西甸村HIJ地块	中粮	4.92	23.6	48000
2013年9月4日	朝阳区农展馆北路地块	融创	2.88	21	73000
2013年12月20日	门头沟新城MC16-073	住总融创等联合体	34.71	58.66	16900
2014年8月20日	华嘉胡同地块	华融	7.83	74.6	95300
2015年1月7日	丰台区花乡地块	华润首开等联合体	41.90	86.25	20585

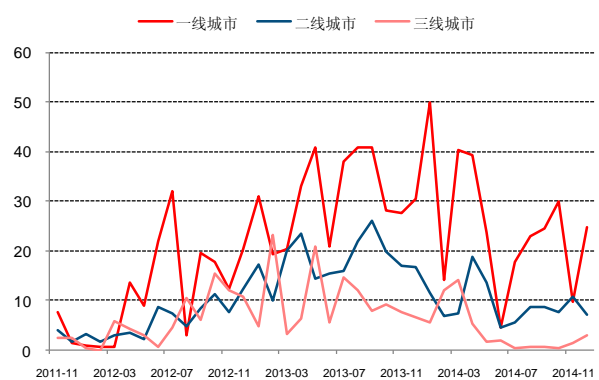
资料来源：新浪乐居，中信建投证券研究发展部

图：主流市场土地成交金额占比（万平）



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图：北京土地成交溢价率（%）



资料来源：wind，中信建投研究发展部

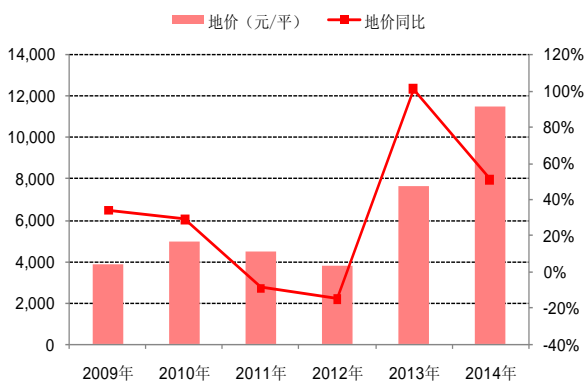


第二，土地成本叠加库存结构倒逼需求端价格中枢上移

为什么是北京？我们认为北京区域的几个要素决定了其将会在新一轮地产恢复周期中优先受益：

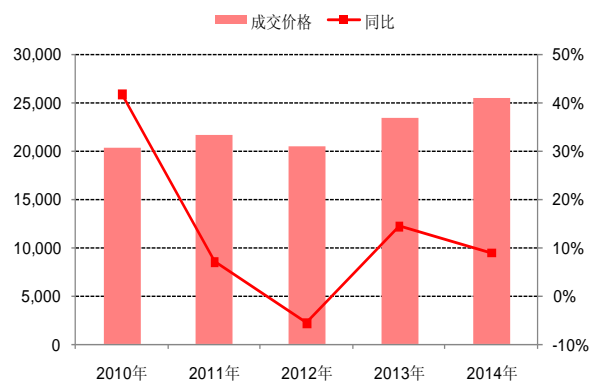
1、地价增速高于房价，倒逼需求端价格中枢上移。不同于商品房价格的周期性波动，北京土地价格近年呈现一往无前的上升趋势，即便在商品房成交量价下行压力较大的14年，北京土地市场依然再创新高，全年成交楼面价同比13年上涨达51%。此外，北京区域特有的自住房政策进一步推升了住宅用地的供需矛盾，因此我们判断北京地价未来仍将处于上行通道，而这也必将倒逼需求端价格中枢提升。

图：北京历年住宅成交（万平）



资料来源：克尔瑞，中信建投研究发展部

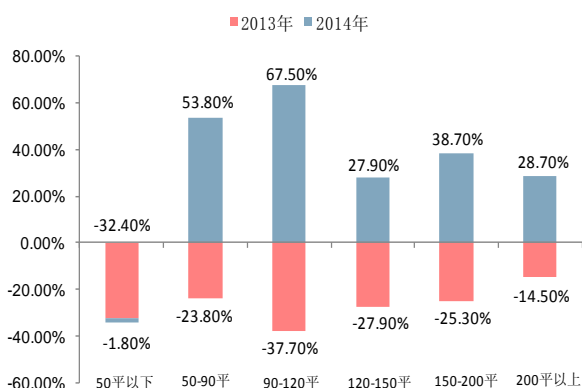
图：北京历年住宅成交价格（元/平）



资料来源：克尔瑞，中信建投研究发展部

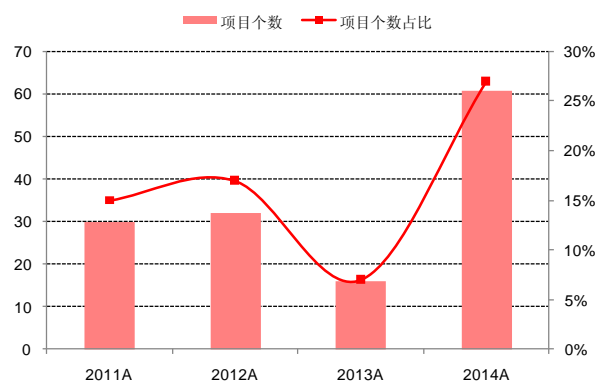
2、库存结构影响大于库存总量。目前市场比较争议的一点在于北京现有的库存总量对于价格弹性的压制，14年北京库存持续走高，由年初6万套上涨至年末的9.3万套，涨幅达62%。但我们认为，对于北京区域而言，库存上升导致价格下行逻辑在北京区域适用性降低，库存结构影响更为明显。从现有库存来看，14年北京单价4万以上可售货值已接近3成，另外数据显示，从2012年7月至今，北京公开出让土地楼板价超过2.5万/平的地块超过60块，多数尚未入市，这些潜在供给这实际上也直接拉升了未来北京区域的价格底线。

图：北京库存结构变化



资料来源：链家，中信建投研究发展部

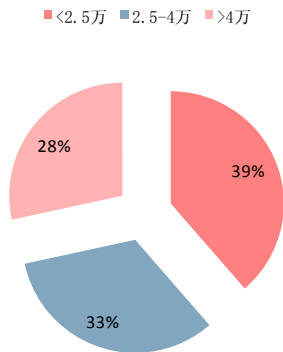
图：北京拟售项目均价超过4万/平米数量



资料来源：链家，中信建投研究发展部

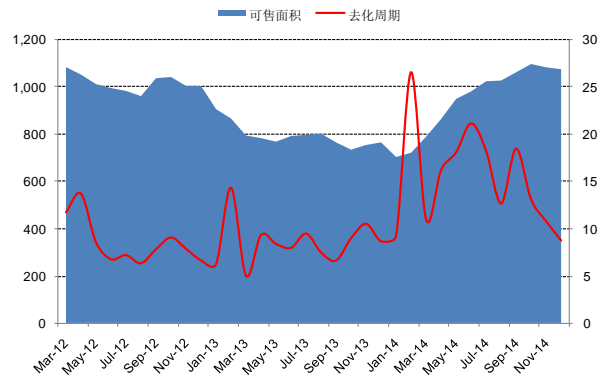


图：北京 14 年在售项目结构



资料来源：链家，中信建投研究发展部

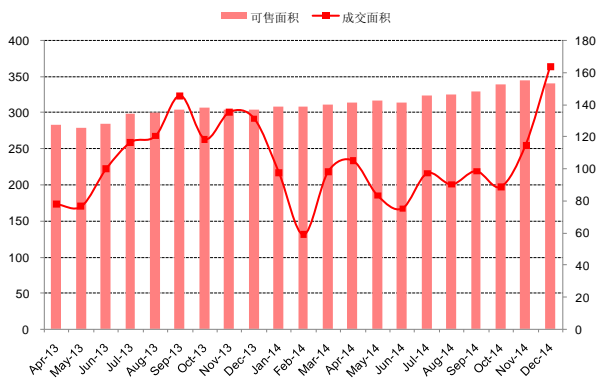
图：北京一手房库存及去化周期



资料来源：克尔瑞，中信建投研究发展部

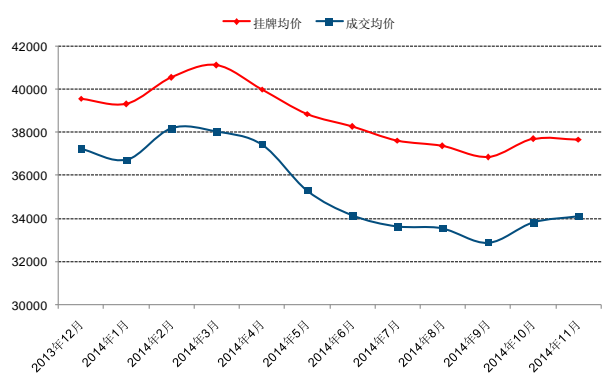
3、北京先导指标已明显改善，15 年弹性可期。从我们跟踪的北京二手房市场来看，北京二手房成交量三季度已然企稳，四季度开始快速攀升，12 月单月成交量已经达到历史新高，成交量的恢复也带动价格企稳，因此我们认为北京区域一手房市场也将在一季度企稳回升，结合此前探讨的库存结构，一手房量价都将迎来一波新的行情，这也将为具备北京区域资源的房企带来去化改善以及价值重估的机遇。

图：北京二手房可售及成交（万平）



资料来源：链家，中信建投研究发展部

图：北京二手房挂牌价及成交价（元/平）



资料来源：链家，中信建投研究发展部

第三、市场化调控框架下政策压力淡化

从我们近期沟通情况来看，目前市场认可货币宽松环境下北京区域 15 年的弹性，但同时也对市场恢复后的政策压力表示担忧。事实上我们从 2013 年 5 月份即开始强调新的管理层对房地产调控思路的转变，这点也已经从近期行政手段退出历史舞台可见一斑，在未来市场化管理框架下，我们认为对于主流城市的价格管控将会趋于淡化，尤其对于北京、上海这种国际化城市而言，资源禀赋的优势也终将在价格层面体现。另外，从控制特大城市人口规模的国家战略角度，我们也并不认为政府过于担忧北京、上海等城市价格的上涨。

值得强调的是，我们依然认为北京区域调控政策存在调整的可能性。14 年北京有 22 个自住型商品房项目入市，占到供应总量的 28%，销售金额 192 亿，占全年总销售额的 12%，自住房定价约为周边项目的 7 成，普



遍低于 20000 元/平，吸引大量刚需购房者申购，大约分流了 50% 的低端刚需。从民生角度而言，自住房政策的确惠民，但考虑到北京区域土地资源的供需矛盾，我们对自住房政策的持续周期以及供地力度持有保留态度，其对北京市场影响有待观察。

第四、聚焦北京区域房企，分享土地盛宴

此前我们一直强调地产股的反弹机会在于基本面分化后带来企业分化机遇，本次降息周期的启动也验证了地产行业在管理层“稳增长”架构的不可替代性，降息叠加此前 930 信贷新政，城市成交分化将带动企业的分化，相关地产股向上趋势明确，我们维持行业“买入”评级。具体标的方面，我们继续坚持“选择两极 拒绝中庸”的配置思路，优先推荐保利、招商、万科、华侨城和阳光城等，此前构建的绝对收益组合和“地产+金融”板块仍可关注，除此之外，我们在去年年底的地产专题电话会议中建议大家积极关注北京区域房企的战略机遇，已经得到市场的高度认同，敬请留意。



分析师介绍

苏雪晶：毕业于天津财经大学，从事房地产研究 6 年。2008 年第六届新财富房地产最佳分析师第六名，2009 年第七届新财富房地产最佳分析师第四名，2010 年第一届金牛分析师房地产行业第一名，2010 年第八届新财富房地产最佳分析师第二名，2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名。

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，3 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622