

房地产行业

评级：中性

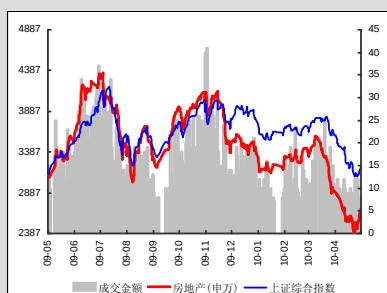
房地产行业研究员

邱晨翥

010-88086830-695

qiusy@rxzq.com.cn

房地产指数与上证指数走势对比



保障性住房建设目标完成有压力，解民怨？拉经济？

投资要点

- 保障性住房前期发展缓慢主要原因在于廉租房的资金瓶颈与经适房缺乏吸引力所致，近4年地方财政收入平均只占财政支出的60%左右，入不敷出现象难以支持保障性住房大规模的持续开发，经济落后地区尤为严重。
- 以2009年的保障性住房投资完成目标看，官方数据显示完成比例为61.3%，我们预计实际完成比例不到50%；2010年大幅增加的保障房建设目标以棚户区的增量为主，这需要地方新增资金投资约2000亿左右，我们认为地方财政的持续恶化难以完成今年的目标。
- 当前保障性住房的建设主要满足的是低收入住房困难家庭的需求，同商品房的需求人群截然不同。其投资完成总量占比较小，短期内对商品房市场不会产生影响。如果政府长期战略性持续增加保障性住房的开发，将会改变原有住宅市场的分配原则——财富优先原则，我们预计这种改变需要的时间会比较长。
- 以2010年的建设目标看，预计实际新增投资完成额约1000亿左右，可提高房地产投资增长2.7个百分点，考虑到未来两年内的不可持续性，保障性住房投资的增加并不能覆盖商品房调控压力导致的投资减少。

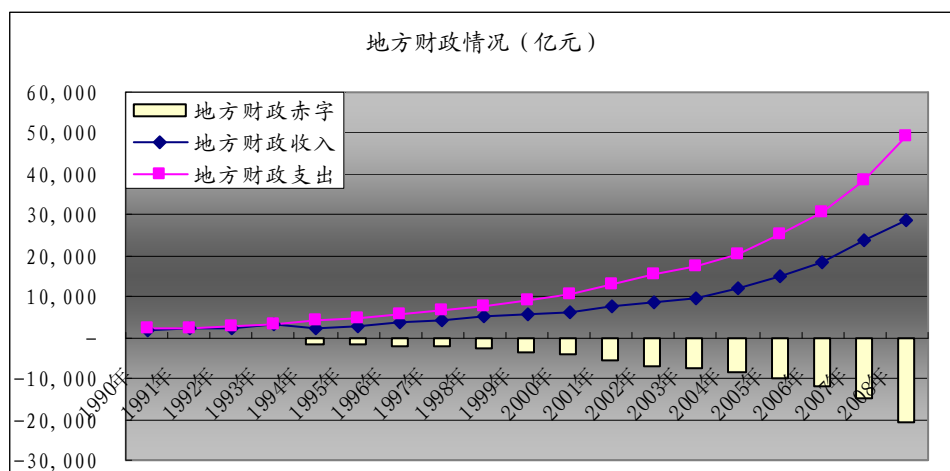
1、保障性住房建设的瓶颈

在 1998 年实行住房制度改革之时，国务院下发了《国务院关于深化住房制度改革意见》，“意见”中明确提出要建立两套住房供应体系，一是以高收入为主的商品房供应体系，二是以中低收入为主的社会保障性住房供应体系。随后几年的发展过程中，保障性住房的建设速度明显弱于商品房建设，官方公开数据显示，1998~2006 年间，通过廉租房制度解决住房困难的低保家庭只有约 30 万户。

保障性住房建设中，廉租房发展缓慢的重要原因在于建设资金的缺乏，经济适用房由于最终是出售形势回收成本因此资金压力较小，但是与商品房相比地方政府明显缺少开发动力。

当前保障性住房的资金主要来源有两个方面：一是中央财政补助，二是地方各级政府的资金投入，除了公积金增值净收益部分，还有土地出让净收益中不低于 10% 的部分用于廉租住房建设。在实际实施中，出现越是经济落后地区，住房条件越差，政府保障任务也越重，其对资金需求也越多，这也造成了地方政府难以完成建设目标。例如中央财政对廉租房建设中，按每平方米 300 元、400 元给予补助，而实际造价约 1400 元，一线城市更高，中央补助过低加上地方财政的紧张造成建设目标的不可能实现；而经济适用房是政府以划拨方式提供土地，免收城市基础设施配套费等各种行政事业性收费和政府性基金，实行税收优惠政策，同商品房相比，经济适用房的建设几乎不对地方财政产生贡献，因此吸引力也大大减弱，如果没有行政手段要求，地方政府对经适房的开发动力远远低于商品房的开发。

从地方财政情况看，入不敷出现象日益严重，近 4 年来地方财政收入平均只占财政支出的 60% 左右，此外，政府行政考核标准主要集中在经济发展上，为了指标上争先进，地方政府官员竭尽财力、甚而不惜巨额负债加大投入，促进地方经济发展，因此地方现有财政情况难以支持保障性住房的大规模建设，经济落后地区尤为严重。



数据来源：日信证券

2、近两年的保障性住房建设情况

● 2009 年提出三年解约 750 万户低收入家庭住房

根据 2005 年国家建设部级民政部的调查显示,我国城镇人均住房建筑面积在 10 平方米以下的低收入家庭有近 1000 万户,其中低保家庭约 400 万户,为了切实解决这部分低收入家庭住房问题,2007 年国务院下发了《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》开始加大保障性住房建设的力度。截至 2008 年底,根据统计已有 253 万户得到了解决,因此 2009 年政府工作报告中提出争取用三年的时间解决 750 万户城市低收入家庭住房困难和 240 万户棚户区住房问题。城市低收入住房困难家庭的住房问题主要以实物方式,结合发放租赁补贴解决,同时 2009 年到 2011 年,全国平均每年新增 130 万套经济适用住房。

2009 年实施情况:

目标:

2009 年 1 月全国住房建设部确定了 2009 年保障性住房建设目标,“解决 260 万户城市低收入住房困难家庭的住房问题;解决 80 万户住在煤矿、林区、垦区棚户区的住房困难家庭住房问题,新增经济适用住房 130 万套。”

结果:

2009 年,全国 31 个省(区、市)和新疆生产建设兵团的保障性住房用地供应总量为 1.04 万公顷,如果以 1.5 的容积率及每户 60 平方米计算,土地供应刚刚满足 260 万户的建设目标。实际完成投资额方面,根据官方数据,截止 2009 年 12 月底,包括 2008 年四季度补助的项目,完成投资是 1318 亿,其中廉租住房是 660 亿,总体中央补助的保障性安居工程投资完成率为 61.3%。

从完成结果看,2009 年保障性住房的完成情况即使从官方的统计数据看也只完成了 61.3%,如果剔除地方虚报成分,预计实际完成比例不到 50%。

● 2010 年提高规划建设目标,加大棚户区改造

国办 2010 年 4 号文件提出将加大保障性安居工程力度作为促进房地产市场平稳健康发展的重要措施之一,按照 4 号文件的要求,到 2012 年要解决 1540 万户低收入家庭住房困难。从总量上看,今年提出了棚户区 1100 万户的改造,如果延续 09 年的政策思路,今年提出目标主要增加在棚户区的建设上。

2010 年 5 月 19 日,住建部与省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书,共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套,改造农村危房 120 万户。根据年初的计划,580 万套保障性住房中包括 180 万套廉租房、130 万套经适房与 280 万套棚户区改造,从计划上看,经适房的建设规模没有变化,主要增加项为棚户区的改造比 09 年多出 200 万户,同时廉租房的开发面积也多于 09 年的水平。

今年大规模的增加棚户改造面积与廉租房建设大幅增加了地方政府的财政压力,虽然签订目标责任书,但最终完成目标的概率极小。首先,280万户的棚户区改造预计需要资金2350亿元,而中央财政扶持资金只占总投资的20%-25%左右,剩余75%左右的资金来自地方政府,企业自筹与职工自筹;其次180万套廉租房建设预计需要资金1500亿元。这两项投资总额达3850亿元,而2010年中央财政安排用于保障性住房建设的资金只有632亿元,这也意味着约3200亿元的资金需要地方政府及棚户区企业及个人来解决,2009年这两项建设地方需要资金1200亿元左右,这也意味着地方新增资金压力2000亿元左右,我们认为地方财政的持续恶化难以100%完成今年的目标。

长期来看,如果不能解决保障性住房建设对政府资金的严重依赖性,就很难从根本上改变其发展的瓶颈,经适房、限价房虽然利润率较低但可以形成快速周转,因此未来逐渐依托拥有建筑公司的开发企业有可能成为一种趋势。对资金需求较多的廉租房与公租房,我们认为在没有彻底解决系统制度的完善前,很难有其他资金的参与,换言之,只有将包括诚信制度在内的管理体系健全后,才会吸引社会资金参与到拥有固定收益的租房建设中。

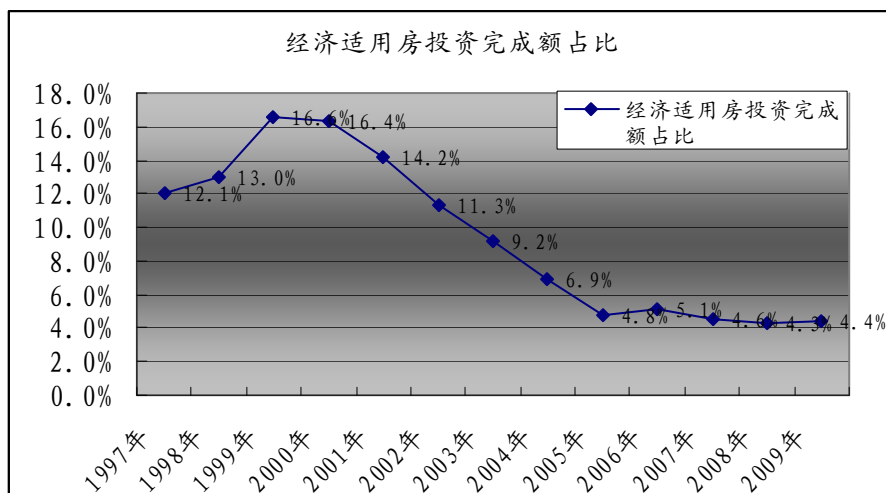
3、保障性住房的影响

● 对商品房市场的影响

根据2007年24号文件,国家保障性住房服务的范围主要集中在低收入住房困难家庭,而廉租住房和经济适用住房都属于保障性住房,随着住房保障制度的逐步发展和完善,对于不符合廉租住房和经济适用住房供应条件,也无力购买普通商品住房的家庭,又出现了公共租赁房和双限房等保障住房产品。

从需求主体看,保障性住房与商品住房的需求群体是不同的,保障性住房针对的主体是城市低收入住房困难的群体,对于这类家庭,他们收入水平低,即使国家不建保障性住房,这部分家庭也很难进入商品住房市场。短期看大量保障性住房的建设只是为了满足社会收入最底阶层的家庭住房需求,不会对商品房市场形成冲击,但从长期看如果保障性住房的建设持续保持快速的增长,公共租赁房和双限房等产品进入大规模的建设后,将会改变原有住宅市场的主要分配原则——财富优先原则,当然这需要保障性住房在每年开发的总量上达到一定比例。

随着商品房建设的快速发展,经济适用房在完成投资总量上只占到住宅完成投资额的4.5%左右,远远低于发达国家水平,例如新加坡有87.6%的人居住在由政府建屋发展局提供的政府组屋里,瑞典政府通过给予非盈利公司等方式建造了占战后国内住宅总建房量的2/3,因此当前保障性建筑总量的比例过小对商品房市场影响有限。



数据来源：日信证券

● 对经济拉动的影响

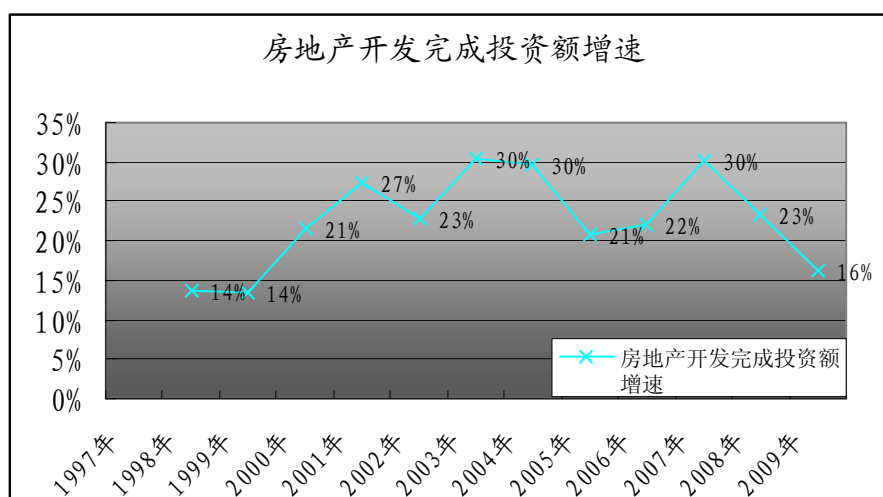
在当前结构调整中,压制商品房市场同时提高保障性住房建设给我们的直接印象是政府希望未来保障性住房建设投资的加快以弥补未来商品房建设投资的减速,但从实际情况看,由于保障性住房建设投资占房屋总投资额比例过小,其拉动力有限,此外,商品房如果调控时间过长,其造成的投资减速不是保障性住房投资可以弥补的。

以 2009 年为例,经济适用房建设开发完成投资额为 1139 亿元占房地产开发完成投资额总量的 3.1%,如果以 2010 年 580 万户保障性住房开发目标计算预计,新增投资额约 2100 亿元,如果以 50%的实际完成额计算,保障性住房的新增投资完成额约 1000 亿左右,使房地产新增投资增速增加约 2.7 个百分点。从 2008 年的逆周期观察对投资增速的影响看,2008 年与 2009 年的房地产投资增速分别下降了 7 个百分点,因此保障性住房的新增投资不能完全覆盖对房地产调控带来的整体投资减速。此外,从保障性住房未来开发增长的持续性看,由于中央财政补助有限,更多的资金需要地方财政支持,日益严重的地方财政情况不支持其保持持续的快速增长速度,因此中期看,房地产调控压力带来的房地产增速回落的影响远远高于保障性住房投资增加的影响。

	房地产开发完成投资额 (亿元)	经济适用房开发完成投资额 (亿元)	占比
1997 年	3,178	185	5.8%
1998 年	3,614	271	7.5%
1999 年	4,103	437	10.7%
2000 年	4,984	542	10.9%
2001 年	6,344	600	9.5%

2002 年	7,791	589	7.6%
2003 年	10,154	622	6.1%
2004 年	13,158	606	4.6%
2005 年	15,909	519	3.3%
2006 年	19,423	697	3.6%
2007 年	25,289	821	3.2%
2008 年	31,203	971	3.1%
2009 年	36,232	1,139	3.1%

数据来源：日信证券



数据来源：日信证券

附：

北京申请廉租房家庭标准：

家庭人口	家庭年收入	人均住房使用面积	家庭总资产净值
1人	6960元及以下	7.5m ² 及以下	15万元及以下
2人	13920元及以下	7.5m ² 及以下	23万元及以下
3人	20880元及以下	7.5m ² 及以下	30万元及以下
4人	27840元及以下	7.5m ² 及以下	38万元及以下
5人及以上	34800元及以下	7.5m ² 及以下	40万元及以下

北京申请经适房家庭标准

家庭人口	家庭年收入	人均住房使用面积	家庭总资产净值
1人	22700元及以下	10m ² 及以下	24万元及以下
2人	36300元及以下	10m ² 及以下	27万元及以下
3人	45300元及以下	10m ² 及以下	36万元及以下
4人	52900元及以下	10m ² 及以下	45万元及以下
5人及以上	60000元及以下	10m ² 及以下	48万元及以下

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。