

地产政策不存在转向趋势

— 重庆购房退税政策风波点评

报告关键点：

- 媒体报道失实；重庆政府拟实施的购房退税政策目前仍在正常程序中。
- 记者报导虽有不实之处，但之所以引起各方面的广泛关注，也确实是由于退税涉及到民生、公平等社会问题。政府对此政策应该谨慎。
- “退税月供抵扣额/月供”的敏感性分析。
- 我们认为购房退税不存在“劫贫济富”问题，当前市场环境下购买高价房者承受的风险也较高，获得较高补偿也是公平的体现。
- 目前政府对地产的政策不存在转向的趋势，各地或全国的进一步地产政策仍可以期待。
- 18个城市07—09年周成交数据图。

报告摘要：

事件：

春节前夕，各大媒体高调报导了重庆政府出台了购房退税的政策和购房入户口政策等“关于扩大内需促进房地产业健康发展的实施意见”等17条拟执行的政策。但是春节过后，

- 2月3日第一财经日报报道：“该市相关部门昨日收到国务院下发的一份紧急通知，该通知要求重庆市暂停正在拟订执行细则的“购房退个税”政策”。
- 而2月4日，新闻晨报又指出，“重庆否认购房退税被叫停 称中央部门只是电询”，同一天证券日报对此也做了报道，指出“重庆市有关部门否认购房退税政策被紧急叫停”。
- 每日经济新闻2月5日报道“重庆市委宣传部副部长兼重庆市政府新闻办主任周波昨日在接受《每日经济新闻》专访时表示，该政策并未被叫停，并且会继续按照既定程序执行。”

事情来龙去脉：

虽然重庆市政府的退税只是涉及到地方的40%部分，但毕竟涉及到“购房退税”这一敏感领域，而且涉及到中央政府对税收政策的整体考虑，因此我们进行了多方了解并进一步核实了情况。重庆政府拟实施购房退税政策相关事件的来龙去脉如下：

- 第一财经的报道有失实之处，关于国务院下发通知要求暂停属于子虚乌有。
- 不过，1月19日，财政部和税务总局联合下发了《关于坚决制止越权减免税 加强依法治税工作的通知》：要求各级财税部门做好税收征收管理工作，不得随意改变税收优惠政策范围；各级财税部门将开始对本地区越权减免税、税收先征后返等变相减免税情况进行一次全面检查和清理，并于3月20日前上报清理检查情况。但是，这是针对所有地方政府而不仅仅是针对重庆市，而且地方政府对地方税是有一定处置权的。
- 截至目前，重庆市政府关于购房退税的政策已经酝酿规划了一段时间。2008年12月18日，重庆市就出台《关于进一步采取适应性政策措施促进经济平稳较快发展的意见》，在刺激住房消费一项，文件称从2008年12月1日起，市内购买住房的个人按揭贷款本息，可抵扣产权人个人所得税地方留成部分；1月11日，重庆市常务副市长黄奇帆透露购房退个税政策框架已经出台，当天，该市财政局官员表示正在会同税务、银行等部门制定具体实施细则，春节前后将进入实际操作阶段；1月22日各大主流媒体相继大规模报导了重庆方面的购房退税政策（我们也在当时就此事做出点评，请参见相关报告）。

敬请参阅报告结尾处免责声明

房地产

上次评级

领先大市-A

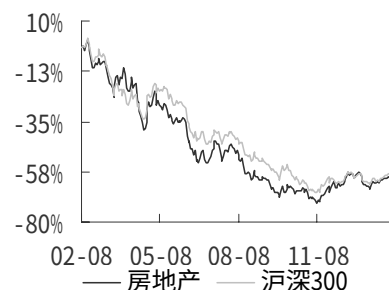
领先大市-A

报告日期

2009-02-05

首选股票	目标价	评级
000002 万科 A	9.5	增持-A
000024 招商地产	18	增持-A
000402 金融街	11	增持-A
600048 保利地产	23	增持-A
600663 陆家嘴	15	增持-A
600675 中华企业	12	增持-A
600895 张江高科	20	增持-A
000069 华侨城 A	12	增持-A

12个月行业表现



研究员

陶学明

高级行业分析师

0755-82558030

taoxm@essences.com.cn

李孔逸

助理行业分析师

0755-82558026

liky@essences.com.cn

前期研究成果

重庆开始实施购房退税

2009-01-23

行业翘楚不负投资者期待

2009-01-06

释放改善性需求,放松 90/70 政策可期

2008-12-18

重庆拟购房退税 加大后市政策想象空间

2008-12-10

房地产 2009 年度策略：乘风而起

2008-12-5

深度报告：保障房对商品房市场的负面影响极其有限

2008-12-02

政府大幅降息救经济，优质地产公司继续受惠

2008-11-27

政策虽渐暖，财务稳健还是硬道理

2008-11-11

万科 10 月份未拿地；政策谨慎前行

2008-11-10

救市如期而至，强度超出预期

2008-10-23

深度报告：金秋渐至，开发商转机是否到来？

2008-09-23

4. 重庆拟实施的购房退税政策目前仍在正常程序中。

涉及的敏感问题解析：

记者关于国务院叫停的事件应该属于意外的风波，虽有不实之处，但之所以引起各方面的广泛关注，也确实是由于退税涉及到民生、公平等社会问题。

1. 但其中媒体所提到的“劫贫济富”的说法我们是不能苟同的。根据重庆地区房价和居民收入，我们进行“退税月供抵扣额/月供”量化分析如下：

1.1 我们根据重庆市场成交价格（图2、图4）和草根了解的情况，将重庆的商品房粗略地确定了中端、中高端、高端、更高端、最高端5档；同时，将相应购房者的薪资收入也对应地定了5个层次，分别是普通、中高级、高级、更高级、最高级。

1.2 假定全部实施首付2成、利率7折的按揭政策，按揭期限15年。我们看到重庆政府拟执行的购房退税政策对购买高端以上房产的高收入人群的益处比较明显（退税抵扣额占月供的比例可达到大约10%—20%），而对购买中端和中高端房的普通收入、中高收入人群的益处比较低（抵扣额占月供的比例只有大约3%—5%）。媒体评论此为“劫贫济富”，但我们对此不能苟同，因为相对于平均市场成交价格每平米3000左右的重庆，当前经济环境下购买每平米6000元以上的高价房者所承担的风险也是相对高的，相应地获得较高补偿也是公平地体现。

2. 我们认为谨慎对待购房退税政策也是应该的，有利于进一步挤出房地产的价格泡沫，使市场整体价格调整得更加理性。

2.1 从9月份以来陆续出台货币宽松政策和促进地产市场交易的政策之后，重庆等全国18个各主要城市的房地产市场自11月份后已经呈现出一定的成交恢复态势（见图1至图32）；加之近期实体经济有些许恢复的状况、信贷增量放大明显，因此，目前重庆拟实施购房退税“必要性似乎不够”。

2.2 政策最终应该达到的目的是促进成交而不是托市。而且购房退税应该是重策，属于政府救市的“杀手锏”，不到不得已我们认为政府不应该轻易使用。

表1 重庆购房退税后“退税月抵扣额/月供”敏感性分析

套型面积，平米	100	120	140	150	200
价格，元/平米	3000	4000	5000	6000	10000
商品房定位	中端	中高端	高端	更高端	最高端
套房总价，万元	30	48	70	90	200
首付成数	20%	20%	20%	20%	20%
利率折数	70%	70%	70%	70%	70%
首付金额，万元	6	9.6	14	18	40
按揭金额，万元	24	38.4	56	72	160
按揭贷款基准利率	5.94%	5.94%	5.94%	5.94%	5.94%
实际贷款利率	4.16%	4.16%	4.16%	4.16%	4.16%
贷款期限，年	15	15	15	15	15
月供，元	¥1,794	¥2,871	¥4,187	¥5,383	¥11,962
家庭有薪水收入的人口数	2	2	2	2	2
薪水收入，元/人/月	3000	4000	6000	8000	20000
收入水平定位	普通	中高级	高级	更高级	最高级
家庭月收入，元	6000	8000	12000	16000	40000
家庭所得税，元/月	150	350	950	1650	6450
家庭抵扣40%所得税额，元/月	60	140	380	660	2580
退税月抵扣额/月供	3%	5%	9%	12%	22%
抵扣所得税后的实际月供，元/月	¥1,734	¥2,731	¥3,807	¥4,723	¥9,382

数据来源：安信证券研究中心

目前政府对地产的政策不存在转向的趋势：

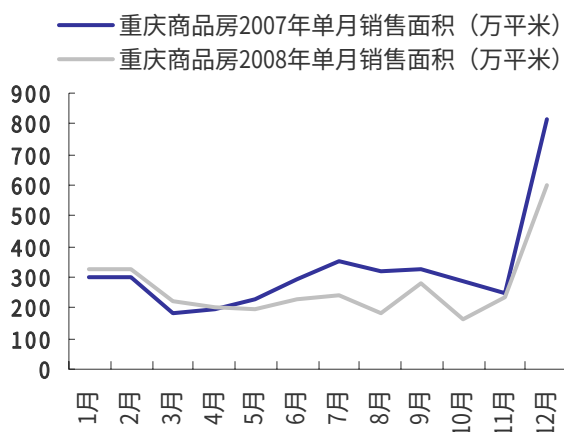
房地产市场的搞活一方面取决于宏观经济环境的改善，另一方面，房地产本身对宏观经济的改善也有非常重要的作用，目前各地房地产市场成交有所活跃，但只有广深市场的成交恢复比较显著，而我们对宏观经济的中期的状况还不能乐观。

因此我们的判断是：地产必须有全国或各地进一步的政策出台才能进一步持续性激活，本次重庆风波应该属于前进路上的曲折。

投资建议：

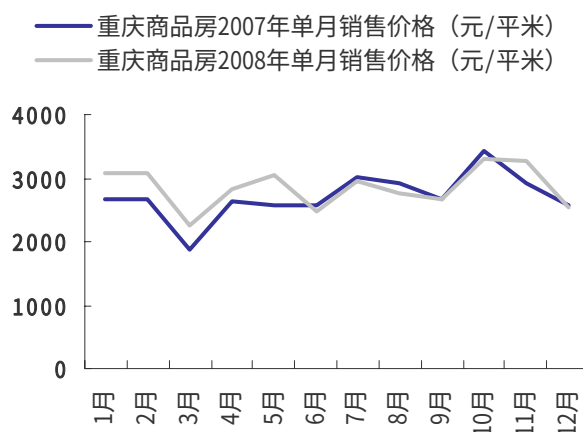
1. 各地或全国的进一步地产政策可以期待，流动性也正在好转，因此我们维持地产板块“领先大市—A”的投资评级。
2. 地产板块有补涨要求，但地产实体市场调整不充分，因此，对我们从去年9月份以来持续推荐的8家地产公司组合（见首页），我们维持“增持—A”的投资评级。

图 1：重庆 07、08 年商品房单月销售面积



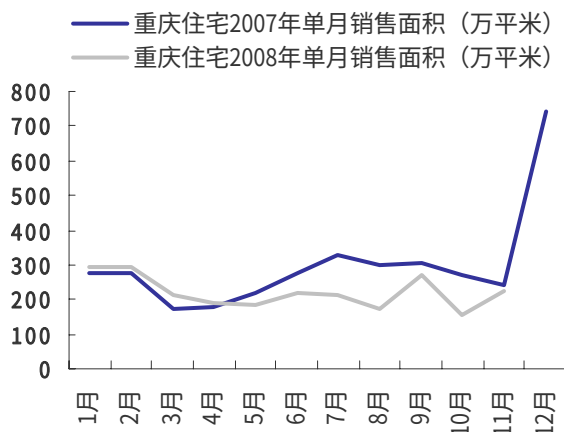
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2：重庆 07、08 年商品房单月销售价格



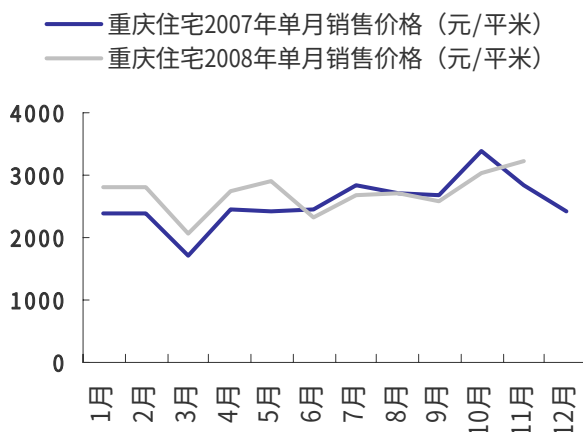
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3：重庆 07、08 年住宅单月销售面积



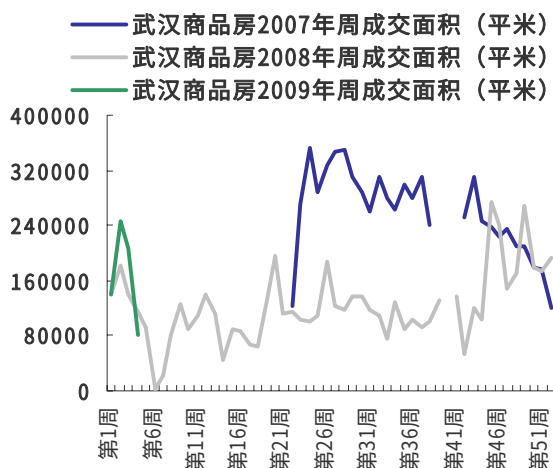
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 4：重庆 07、08 年住宅单月销售价格



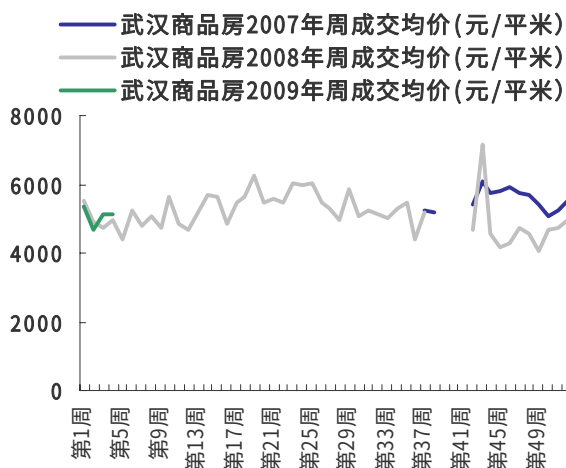
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 5：武汉 07-09 年商品房周成交面积



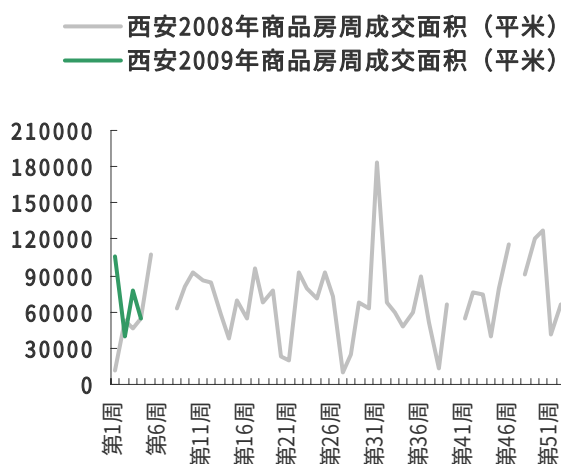
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：武汉 07-09 年商品房周成交价格



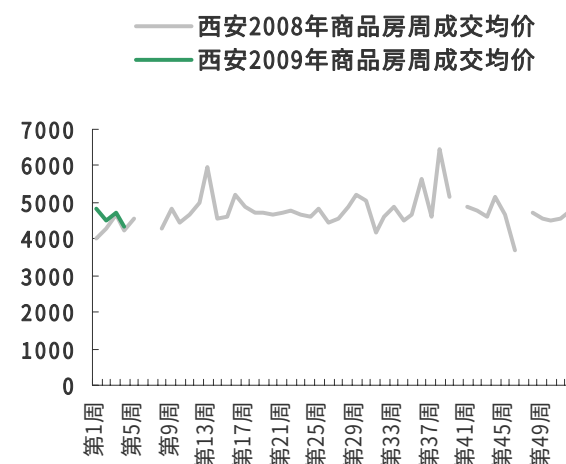
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：西安 08-09 年商品房周成交面积



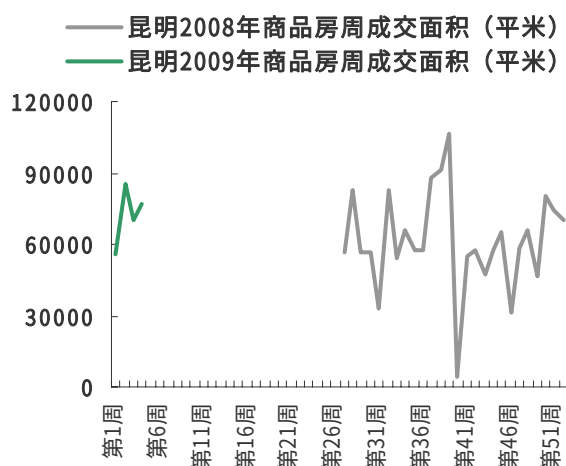
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：西安 08-09 年商品房周成交价格



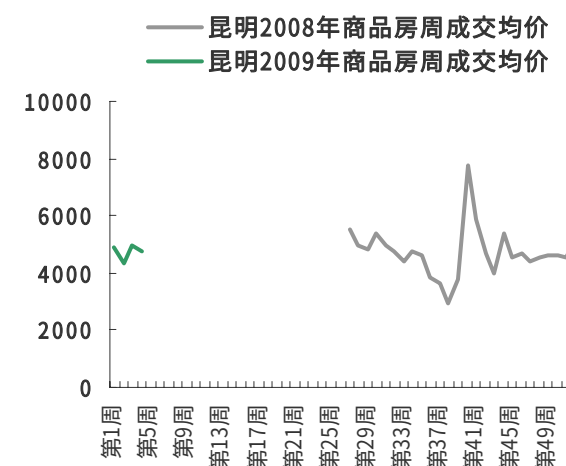
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：昆明 08-09 年商品房周成交面积



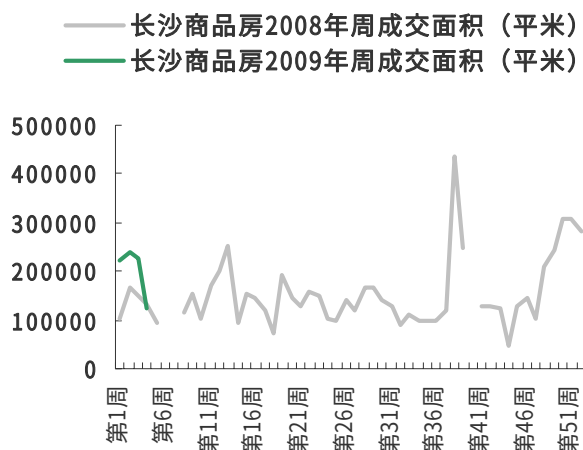
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：昆明 08-09 年商品房周成交价格



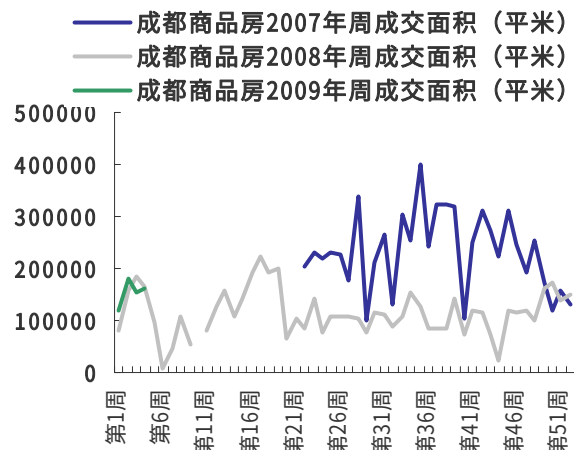
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：长沙 08-09 年商品房周成交面积



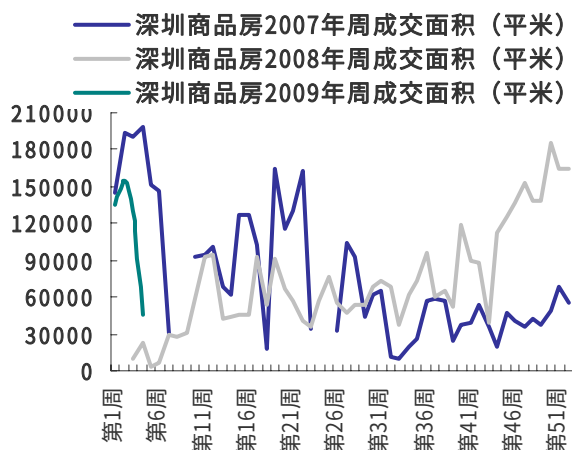
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：成都 07-09 年商品房周成交面积



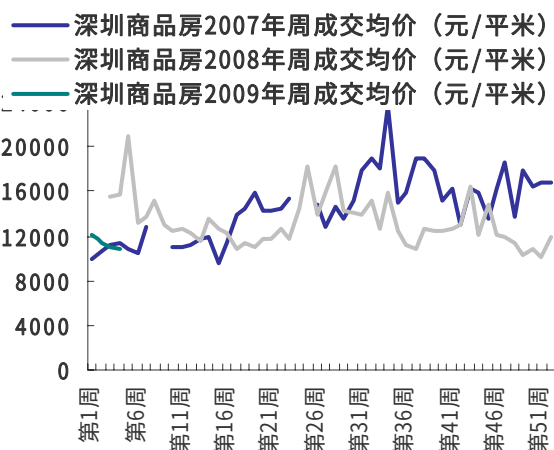
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：深圳 07-09 年商品房周成交面积



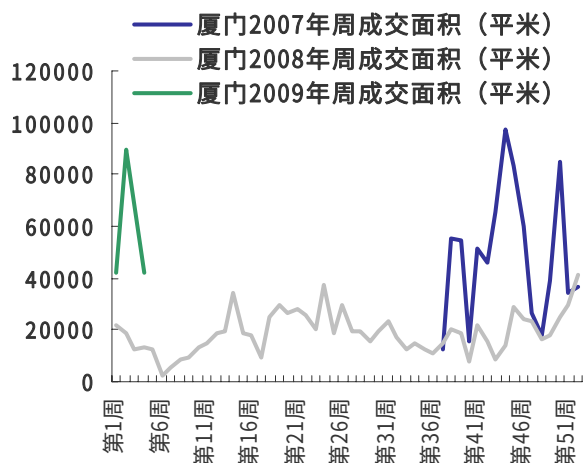
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 14：深圳 07-09 年商品房周成交价格



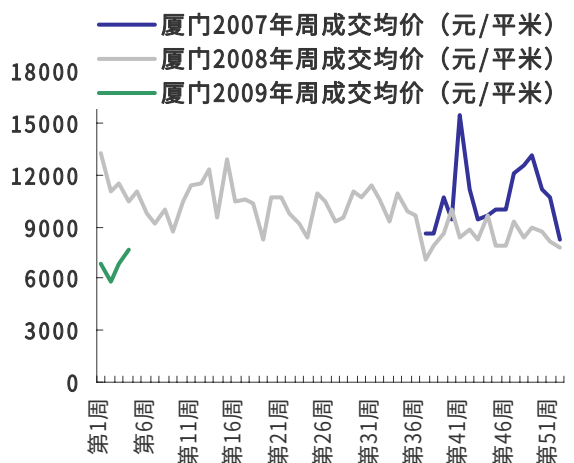
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 15：厦门 07-09 年住宅周成交面积



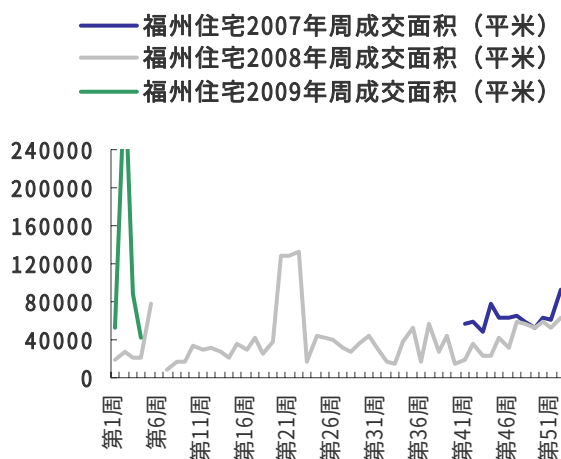
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：厦门 07-09 年住宅周成交价格



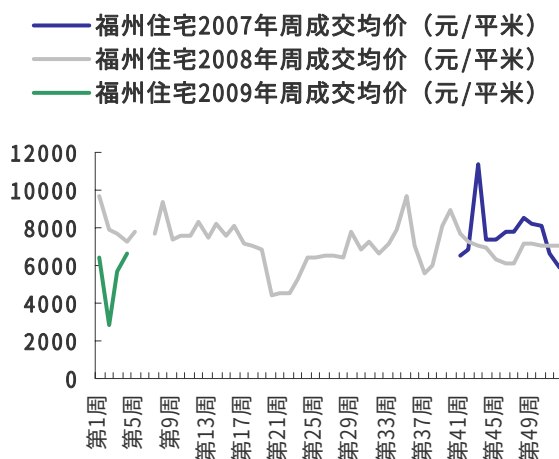
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 17：福州 07-09 年住宅周成交面积



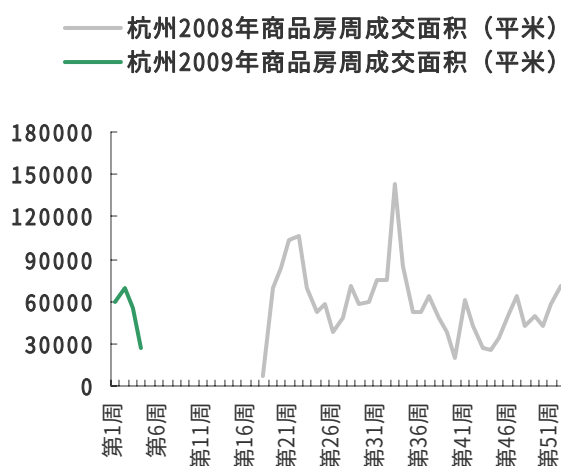
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：福州 07-09 年住宅周成交价格



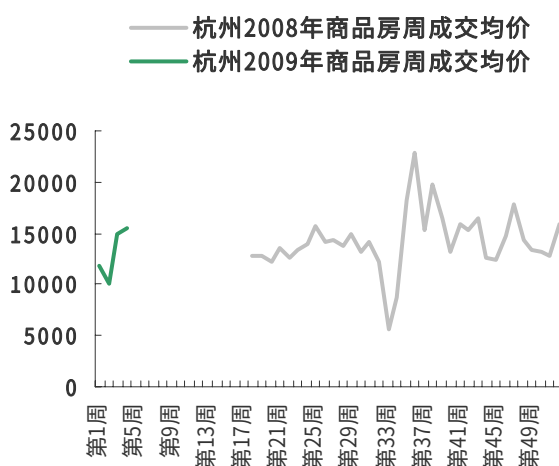
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：杭州 08-09 年商品房周成交面积



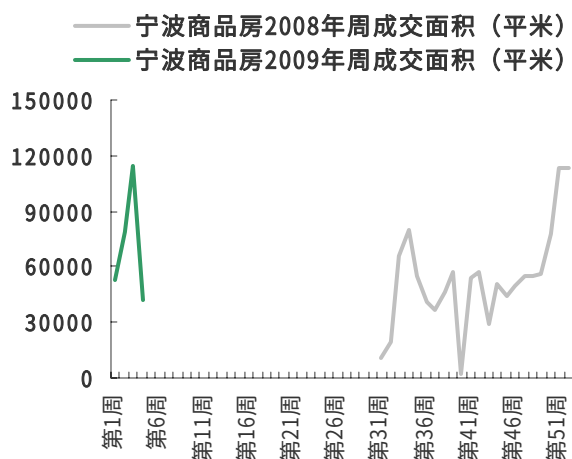
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 20：杭州 08-09 年商品房周成交价格



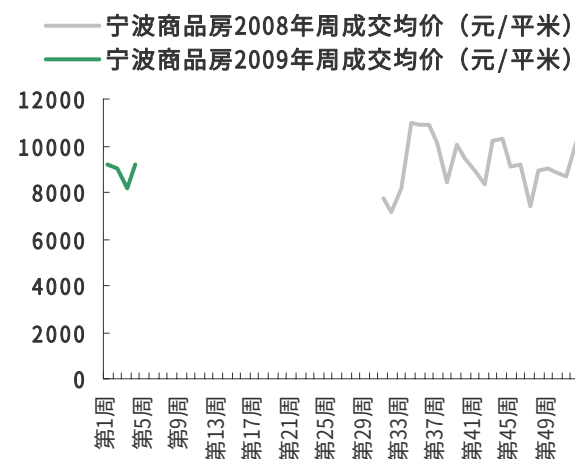
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 21：宁波 08-09 年商品房周成交面积



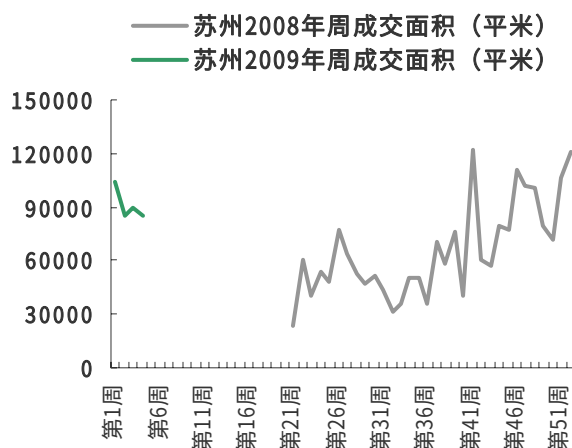
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：宁波 08-09 年商品房周成交价格



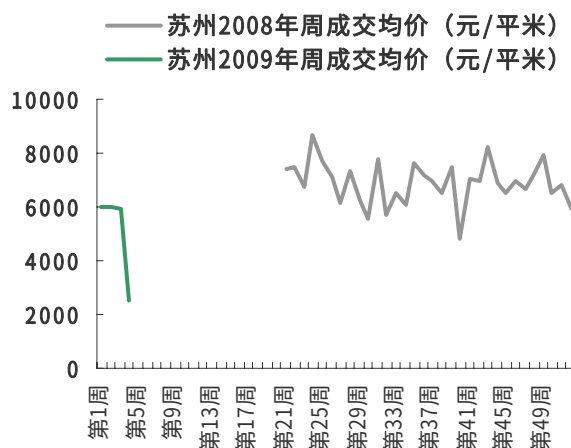
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 23：苏州 08-09 年住宅周成交面积



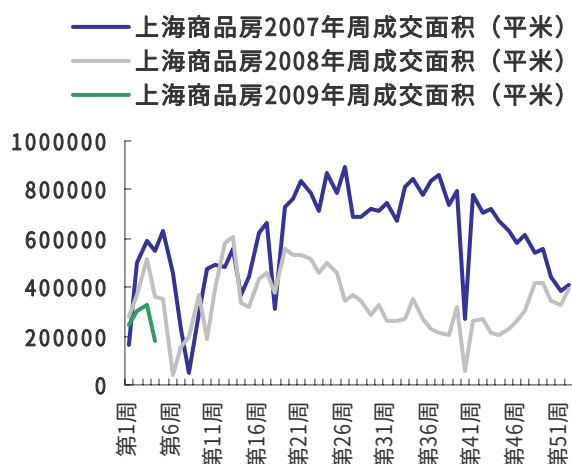
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 24：苏州 08-09 年住宅周成交价格



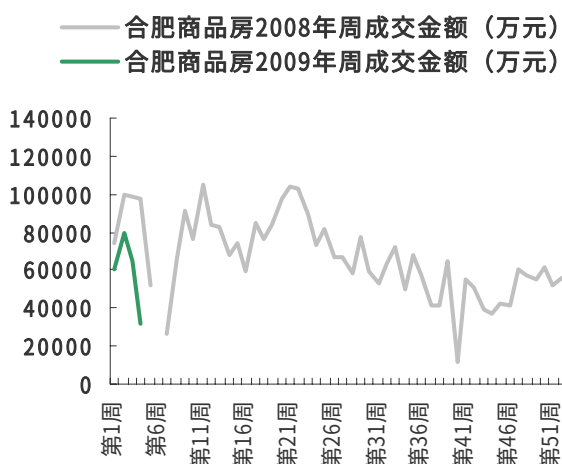
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：上海 07-09 年商品房周成交面积



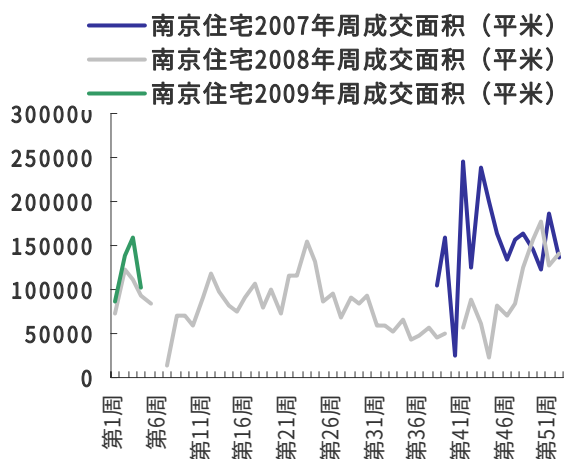
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：合肥 08-09 年商品房周成交金额



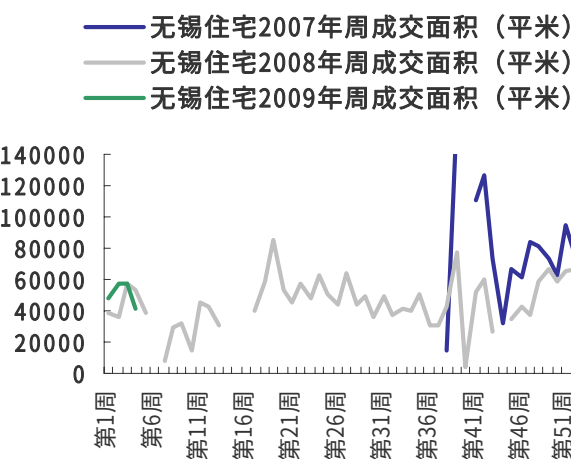
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：南京 07-09 年商品房周成交面积



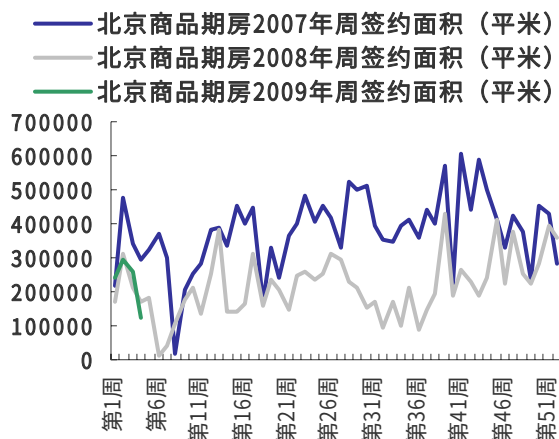
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 28：无锡 07-09 年住宅周成交面积



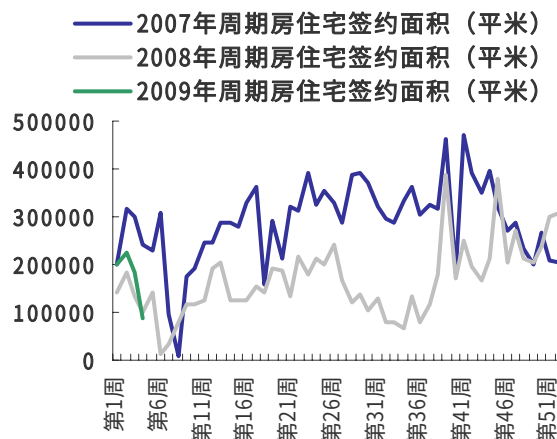
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：北京 07-09 年期房周签约面积



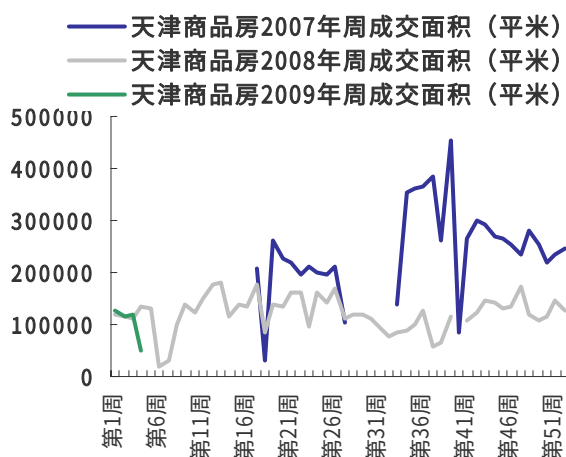
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：北京 07-09 年期房住宅周签约面积



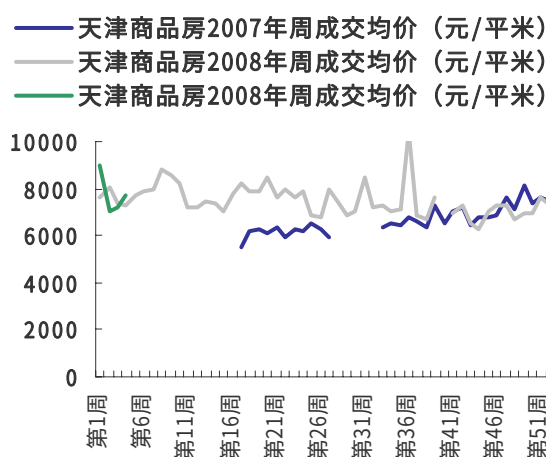
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 31：天津 07-09 年商品房周成交面积



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 32：天津 07-09 年商品房周成交价格



数据来源：Wind，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期：

2009-02-05

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E		
000002	万科 A	增持-A	增持-A	0.44	0.43	0.46	17	17	16	15.70%	13.80%	13.40%	7.26	9.5
600048	保利地产	增持-A	增持-A	0.61	0.83	1.56	28	21	11	12.70%	15.20%	22.60%	17.09	23
000024	招商地产	增持-A	增持-A	0.91	0.44	1.04	16	34	14	13.10%	5.40%	11.70%	15.01	18
600663	陆家嘴	增持-A	增持-A	0.4	0.48	0.5	47	39	37	9.30%	9.90%	10.20%	18.63	18
600675	中华企业	增持-A	增持-A	0.67	0.5	0.74	10	14	9	24.10%	14.50%	19.10%	7.02	12
000402	金融街	增持-A	增持-A	0.29	0.32	0.44	28	25	19	14.90%	5.30%	7.20%	8.14	11
600895	张江高科	增持-A	增持-A	0.31	0.37	0.55	43	36	24	14.00%	10.70%	15.10%	13.18	20
000069	华侨城	增持-A	增持-A	0.29	0.43	0.61	33	22	16	14.10%	10.80%	13.60%	9.5	12

作者简介

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA(McGill University)，工学硕士。4-5 年证券研究及房地产行业工作经验，之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,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。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%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

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.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: 200122

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