

房地产行业分析师：周伟

电话：(86731)5832370

电邮：zhouwei@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

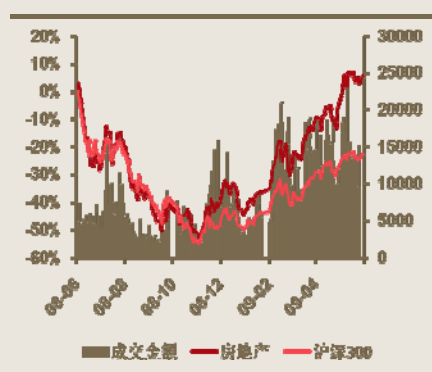
电话：(86571)87782600

电邮：wujialei@foundersc.com

重要数据(2009年5月31日)

上市公司总家数	70
总股本(亿股)	751.91
销售收入(亿元)	1832.58
利润总额(亿元)	356.24
行业平均 PE	35.29
平均股价(元)	10.94

房地产行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

《2009年4月房地产行业月报》

《2009年5月房地产行业月报》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

双刃剑：促投资抑房价

房地产行业重大事件点评

房地产行业·行业研究
2009.5.31 增持

投资要点

- 2008年，房地产行业面临巨大调整，但抑制房地产行业投资过热、控制行业开发信贷风险的政策一直没有松动。2009年5月25日，国务院决定对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整，其中，保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为30%，是受惠最大的行业之一，向下调整的幅度也是有史以来的首次。
- 2008年至今，我国为应对金融危机，防止经济下滑过快，出台了一系列经济刺激政策和相关行业振兴规划。尽管房地产行业没有列入“十大”振兴行业，但利于行业发展的政策也是层出不穷，这主要是基于房地产行业的特殊性考虑，其在短期内的经济支柱地位难以改变。此次房地产项目最低资金本比例的下调，可视为行业利好政策的延续，大大降低了房地产项目的融资门槛。
- 毋庸置疑，在房地产项目最低资本金比例下调后，财务杠杠作用再次被放大，对于资金紧张并有优质开发项目的房企来说，有望获得银行的信贷支持，从而加快项目的投资开发。
- 对于降低房地产项目最低资本金比例的政策，国家采取的是区别对待原则，从下调比例上来看，重点是鼓励保障性住房和普通商品住房投资建设。增加保障性住房和普通住房供应，一直是政府在努力的目标，有利于满足更多的中低收入群体的住房需求和抑制房价过度上涨。
- 我们认为此政策是一把双刃剑，出台此政策的首要目的是降低项目投资的资金门槛，意图在于拉动房地产行业的投资，从而带动相关行业投资；其次在于增加房地产市场未来的供应量，以避免阶段性供不应求导致房价大涨。而这两个方面的作用，正好可以解决房地产行业目前面临的两大问题，一是投资仍显不足，行业对经济的拉动作用有待进一步加强，二是销售回暖导致产生未来供应紧缺的预期，引起房价过度反弹。

一、我国历次关于房地产项目资本金政策的变化

图表 1 我国历次关于房地产项目资本金政策的变化

时间	政策	主要内容
1998 年 4 月 7 日	《关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知》	对新开工的普通住房项目，只要开发商自有资金达到 30%，住房确有销路，商业银行均可发放住房建设贷款。改进安居工程贷款管理，只要住房建设项目符合安居工程条件且销售率（含预售）达到 75%，银行可根据工程进度按自筹资金与贷款 6：4 的比例发放安居工程贷款。
1998 年 7 月 20 日	《城市房地产开发经营管理条例》	房地产开发项目应当建立资本金制度，资本金占项目总投资的比例不得低于 20%。
1998 年 8 月 3 日	《关于进一步加快经济适用住房（安居工程）建设有关问题的通知》	项目实施单位实际投入的自有资金达到项目投资的 30% 以上方可贷款。
2001 年 6 月 19 日	《关于规范住房金融业务的通知》	住房开发贷款对象应为具备房地产开发资质、信用等级较高的房地产开发企业，贷款应主要投向适销对路的住宅开发项目，企业自有资金应不低于开发项目总投资的 30%，开发项目必须具备“四证”。
2003 年 6 月 5 日	《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》	房地产开发企业申请银行贷款，其自有资金（指所有者权益）应不低于开发项目总投资的 30%。
2004 年 4 月 26 日	《国务院关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》	房地产开发项目（不含经济适用房项目）资本金比例由 20% 及以上提高到 35% 及以上。
2004 年 9 月 2 日	《商业银行房地产贷款风险管理指引》	商业银行对申请贷款的房地产开发企业，应要求其开发项目资本金比例不低于 35%。
2007 年 9 月 27 日	《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》	对项目资本金（所有者权益）比例达不到 35% 或未取得“四证”的项目，商业银行不得发放任何形式的贷款。
2008 年 1 月 18 日	《经济适用住房开发贷款管理办法》	建设项目资本金（所有者权益）不低于项目总投资的 30%，并在贷款使用前已投入项目建设。
2008 年 12 月 3 日	《廉租住房建设贷款管理办法》	新建廉租住房项目资本金不低于项目总投资 20% 的比例；改建廉租住房项目资本金不低于项目总投资 30% 的比例。
2009 年 5 月 25 日	《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》	保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。金融机构在提供信贷支持和服务时，参照国家规定的资本金比例要求，自主决定是否发放贷款以及具体的贷款数量和比例。

数据来源：方正证券研究中心整理

1998 年 7 月，我国出台《城市房地产开发经营管理条例》，要求房地产开发项目应当建立资本金制度，资本金占项目总投资的比

例不得低于 20%。至 2004 年，房地产项目可申请贷款的最低要求一直是自有资金比例至少在 30%以上。

2004 年，为了抑制投资过热，国务院提高了房地产项目资本金最低比例要求，由 20%提高至 35%（不包括经济适用房）。同年，为了与此政策配合，银监会出台《商业银行房地产贷款风险管理指引》，要求申请贷款的房地产开发企业其项目资本金比例不得低于 35%。政府为了加大保障性住房建设，一直区别对待经济适用房和廉租房项目，所以其最低资本金比例一向保持在较低水平。

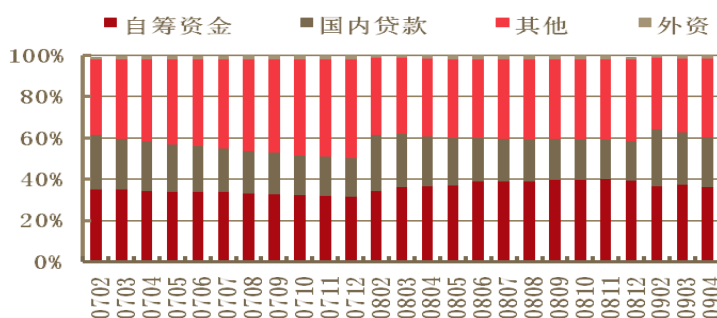
2008 年，房地产行业面临巨大调整，但抑制房地产行业投资过热、控制行业信贷风险的政策一直没有松动。2009 年 5 月 25 日，国务院决定对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整，其中，保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%，是受惠最大的行业之一，向下调整的幅度也是有史以来的第一次。

二、行业利好政策的延续：降低融资门槛

2008 年至今，我国为应对金融危机，防止经济下滑过快，出台了一系列经济刺激政策和相关行业振兴规划。尽管房地产行业没有列入“十大”振兴行业，但利于行业发展的政策也是层出不穷，这主要是基于房地产行业的特殊性考虑，其在短期内的经济支柱地位难以改变。此次房地产项目最低资金本比例的下调，可视为行业利好政策的延续，大大降低了房地产项目的融资门槛。

通知中强调，金融机构在提供信贷支持和服务时，“一方面要坚持独立审贷，切实防范金融风险”，“一方面要根据借款主体和项目实际情况，参照国家规定的资本金比例要求，对资本金的真实性、投资收益和贷款风险进行全面审查和评估，自主决定是否发放贷款以及具体的贷款数量和比例。”也就是说，一方面警示银行要注意信贷风险，另一方面给予银行自主决定是否发放贷款的权利，而最低项目资本金比例仅是参考指标。

图表 2 房地产开发各项资金来源占比情况



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

从房地产行业各项资金占比来看，截至 2009 年 4 月，自筹资金、国内贷款、其他资金（定金、预收款、按揭贷款）占比分别为 36.21%、24.09%、38.48%，其他资金比例较 3 月份提高了 2.88 个百分点，而自筹资金和国内贷款比例都有所减小。

毋庸置疑，在房地产项目最低资本金比例下调后，财务杠杆作用被放大，对于资金紧张并有优质开发项目的房企来说，有望获得银行的信贷支持，从而加快项目的投资开发。

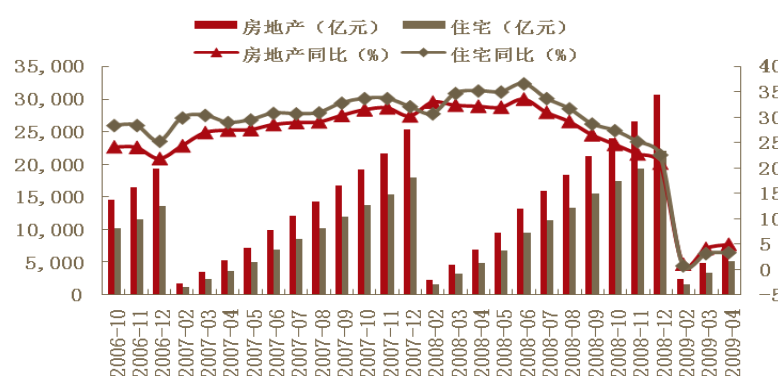
三、一把双刃剑：促投资抑房价

对于降低房地产项目最低资本金比例的政策，国家采取的是区别对待原则，从下调比例上来看，重点是鼓励保障性住房和普通商品住房投资建设。

我们认为此政策是一把双刃剑，出台此政策的首要目的是降低项目投资的资金门槛，意图在于拉动房地产行业的投资，从而带动相关行业投资；其次在于增加房地产市场未来的供应量，以避免阶段性供不应求导致房价大涨。而这两个方面的作用，正好可以解决房地产行业目前面临的两大问题，一是投资仍显不足，行业对经济的拉动作用有待进一步加强，二是销售回暖导致产生未来供应紧缺的预期，引起房价过度反弹。

2009 年 1-4 月，全国房地产开发投资同比增长 4.9%，增幅比 1-3 月提高 0.8 个百分点，与 2008 全年增速 20.9%相比，房地产行业投资仍显不足。房地产行业投资同比涨幅虽然略有增大，但与 2008 年相比显然是大相径庭，在行业调整时期，未来房地产行业的走势还不是很明确，开发商在投资上相当谨慎。

图表 3 全国房地产开发和住宅投资完成额累计增长情况

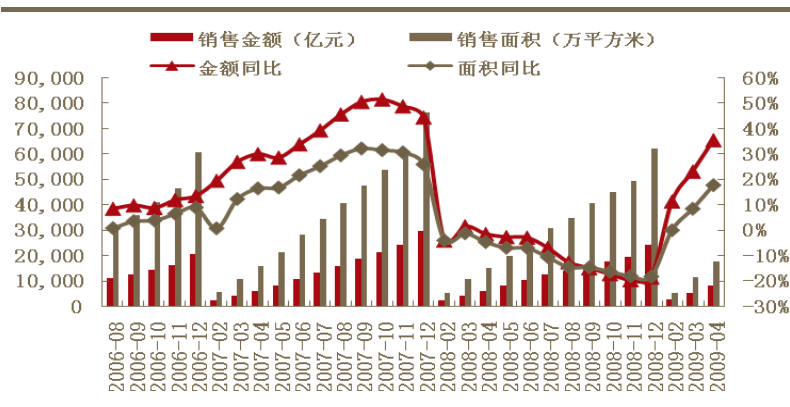


数据来源：国家统计局 方正证券研究中心

目前投资的大幅减少势必影响未来 2-3 年市场的供应量，供应量的大幅减少不利于行业的稳定，而且容易引起房价的再次大幅上涨，所以，行业投资保持稳定相当重要。

2009年1-4月,全国商品房销售面积与销售金额同比分别大幅增长了17.5%和35.4%,涨幅较1-3月继续增大,与2007年相比也增长了11.8%、33.3%。销售的恢复性增长,一是因为2008年被压抑需求的释放,二是各地房价实实在在的调整,三是政策给予的优惠支持。

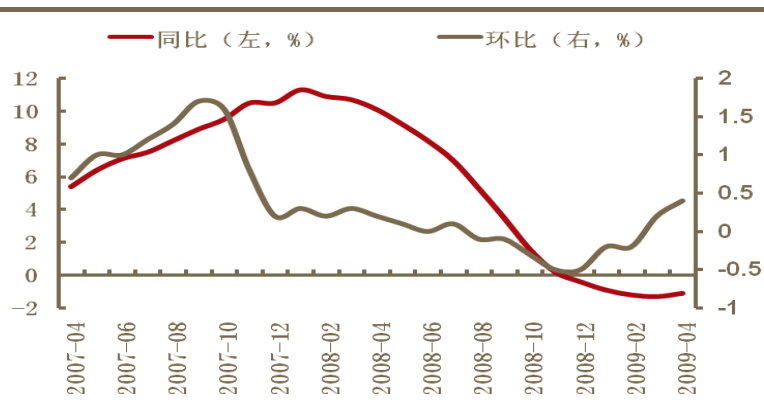
图表4 全国商品房销售面积与销售金额累计情况



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

2009年3、4月,全国70个大中城市房屋销售价格环比分别增长了0.2%、0.4%,在4月份已有47个城市新建商品住房价格环比正增长,而3月份仅有35个,全国范围内房价走稳的迹象已非常明显。房价的连续反弹一是因为经历了长期的向下调整,二是因为销售的放量回暖导致对未来市场供应紧缺的担忧。

图表5 全国70个大中城市房屋销售价格同比与环比变化



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

公司投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
- 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

- 增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
- 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)
电话:	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真:	(86731) 5832380	(86571) 87782600
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com