



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 4 月 23 日

房地产

研究部

白宏伟

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010016

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

对银监会房贷新政解读的评论

行业近况:

今日银监会官员在接受记者采访时,解读了最新出台的房贷新政。依据该项解读,二套房新房贷政策是以房屋数量来认定是否为第二套、第三套,同时,认定范围以家庭为单位;同时也明确提出对于开发贷款和土地储备贷款“三不贷、三挂钩”原则,即对于国土管理部门查处并确认的有闲置土地、炒地倒卖的房地产企业,不予发放新的贷款;对于住建部门查处并认定的捂盘惜售、囤积房源、哄抬房价的房地产商不再给贷款;对挪用银行的贷款去缴纳土地出让金的,即参与招拍挂做保证金,然后交土地挂牌款的,不再增加贷款;地贷挂钩、建贷挂钩及房贷挂钩。

评论:

一、对二套房明确以房屋数量为认定原则,短期抑制投机需求力度更坚决:以前是只要购房者还清第一套房贷款,或者人均居住面积低于城市平均水平时再购买第二套住房,还是可以比照首次购房,而该次明确提出以房屋数量来作为认定是否为第二套住房的标准,监管部门对于房贷新政解读比以往更加严格,政策着眼于“居者有其屋”而非鼓励投资/投机,而银行层面,我们预计在经历1季度按揭贷款5227亿元放款后,在住房信贷方面也将开始逐步谨慎,因此,未来一段时间内对于投资、投机性需求的抑制都会比较明显。我们同时注意到,此次银监会表态是继国土部、住建部后,在一周内第三个部门出台的配套细则,就目前政策出台的的力度以及密集程度来看,总体上原则是“从快从严”,短期内抑制投机需求的力度和决心都很坚决,对于资本市场情绪扰动也会比较明显。

二、“三不贷”将打击挪用信贷资金炒地,有益于平抑土地市场热度:“三不贷”是指国土部门确认的有闲置土地、炒地倒卖的房地产企业不予发放新的贷款;建设部门认定的捂盘惜售、囤积房源和哄抬房价的房地产商不予贷款;对挪用银行的贷款缴纳土地出让金的不予贷款。“三不贷”影响的主要是土地市场,集中打击土地有瑕疵的开发商获得信贷以及挪用信贷资金炒地的行为,我们认为,这将促使一大批运作不规范的小开发商退出土地市场,有利于平抑目前土地市场过热氛围,长远来看,也有利于行业整合及集中度提高。

三、“三挂钩”主要规范项目层面信贷使用,考验开发商资金运作能力,将延长供给释放的时间:“三挂钩”主要是地贷挂钩、建贷挂钩和房贷挂钩,地贷挂钩是指根据整治土地的评估结果放贷;建贷挂钩是指贷款要跟进工程挂钩,开发商利用银行贷款建设楼盘之后,银行要监督销售;房贷挂钩是指贷款要同房屋销售挂钩,销售款在银行封闭运行,随着卖房的进度偿还原来的贷款。该项政策执行将规范开发商项目层面信贷使用,对于其资金运作能力要求更高,意味着供应增加的速度可能放缓,新房供应量释放的过程会更漫长。

投资建议:

近一周来,政策已经从国务院层面转向部委层面,政策的严厉程度超出预期,尤其是此次信贷政策透出的信号,“宁可错杀,不可漏过”的态度,我们认为后续还将有其它配套政策出来,包括土地增值税和房产税等,政策风险还没有释放,建议投资者保持谨慎,尽管地产股调整幅度较大,我们仍维持“房价不跌,地产股不会涨”的观点不变,下半年地产股将有较好的投资机会,建议投资者逢低吸纳,耐心持有。

图表 1: 可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	总市值 (十亿元)	每股收益 (元)					CAGR		市盈率				市净率				每股NAV (元)		溢/折价		资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
			2010-4-22		2010-4-22	08A	09A	10E	11E	09-11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	09A	10E	09A	10E		08A		
A股																										
侧重开发:																										
万科A	000002	推荐	7.9	n.a.	85.4	0.37	0.48	0.67	0.83	31%	21.5	16.3	11.8	9.6	2.7	2.3	2.0	1.6	10.6	11.6	-25%	-32%	67%		30.6	
金地集团	600383	推荐	11.3	n.a.	28.1	0.34	0.72	0.96	1.25	32%	33.5	15.8	11.8	9.0	3.0	1.9	1.6	1.4	15.8	17.8	-28%	-36%	70%		15.5	
金融街	000402	推荐	9.0	n.a.	22.4	0.42	0.55	0.66	0.79	20%	21.6	16.4	13.7	11.4	1.5	1.4	1.3	1.2	15.4	16.2	-41%	-44%	46%		6.9	
首开股份	600376	推荐	16.1	n.a.	18.5	0.50	0.81	1.00	1.30	27%	32.3	19.8	16.0	12.4	4.6	1.9	1.7	1.5	24.0	27.3	-33%	-41%	82%		12.0	
保利地产	600048	审慎推荐	16.8	n.a.	59.0	0.64	1.00	1.25	1.40	18%	26.3	16.8	13.4	11.9	4.2	2.4	2.0	1.7	21.9	22.5	-23%	-26%	71%		29.0	
冠城大通	600067	审慎推荐	9.2	n.a.	5.6	0.28	0.46	1.09	1.41	74%	32.4	19.9	8.4	6.5	3.3	2.8	2.1	1.6	15.1	16.4	-39%	-44%	77%		2.2	
华发股份	600325	审慎推荐	12.8	n.a.	10.4	0.80	0.83	1.04	1.14	17%	16.0	15.3	12.3	11.2	2.3	2.0	1.8	1.6	21.5	23.3	-40%	-45%	64%		7.0	
北京城建	600266	审慎推荐	14.2	n.a.	10.5	0.44	1.15	1.12	1.05	-4%	32.2	12.4	12.6	13.5	2.9	2.1	1.8	1.5	19.0	20.4	-26%	-31%	66%		3.4	
荣盛发展	002146	审慎推荐	15.4	n.a.	13.8	0.41	0.68	1.08	1.41	44%	37.2	22.6	14.2	10.9	6.6	3.6	2.9	2.3	12.4	16.0	24%	-3%	68%		9.3	
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.8	n.a.	6.1	0.18	0.21	0.33	0.42	41%	32.3	27.1	17.7	13.6	2.3	2.2	2.0	1.7	7.2	7.9	-20%	-27%	58%		2.2	
中华企业	600675	中性	8.5	n.a.	9.2	0.43	0.58	0.53	0.66	6%	19.9	14.5	16.0	12.9	2.9	2.5	2.2	1.9	11.9	13.1	-28%	-35%	64%		2.4	
阳光股份	000608	中性	7.9	n.a.	4.2	0.05	0.50	0.58	0.46	-4%	149.6	15.9	13.7	17.4	2.4	2.2	1.9	1.7	10.0	10.6	-21%	-25%	63%		2.4	
亿城股份	000616	中性	5.9	n.a.	5.3	0.30	0.32	0.38	0.48	22%	19.7	18.3	15.5	12.3	2.1	1.9	1.7	1.5	5.8	6.2	2%	-5%	50%		1.4	
大龙地产	600159	中性	11.7	n.a.	4.9	0.01	0.82	0.96	1.32	27%	2,061.3	14.4	12.2	8.9	4.0	3.1	2.5	1.9	12.9	14.7	-9%	-20%	61%		9.4	
平均值										26%	27.3	17.7	13.6	11.5	3.1	2.3	1.9	1.6			-23%	-30%	64%			
中间值										27%	29.3	16.4	13.7	11.4	2.9	2.2	1.9	1.6			-26%	-32%	64%			
开发和持有:																										
浦东金桥	600639	推荐	11.6	n.a.	8.4	0.33	0.43	0.46	0.54	12%	35.2	27.1	25.1	21.6	3.2	2.9	2.6	2.3	15.6	17.3	-26%	-33%	43%		2.2	
陆家嘴	600663	中性	20.1	n.a.	33.2	0.47	0.61	0.62	0.65	3%	42.7	33.2	32.5	31.2	4.5	4.0	3.5	3.2	18.4	18.8	9%	7%	47%		3.6	
中国国贸	600007	中性	10.0	n.a.	10.1	0.35	0.29	0.16	0.36	12%	28.4	34.8	63.0	27.9	2.4	2.3	2.2	2.1	10.9	10.9	-9%	-8%	48%		0.5	
平均值										9%	35.4	31.7	40.2	26.9	3.3	3.1	2.8	2.5			-8%	-11%	46%			
中间值										12%	35.2	33.2	32.5	27.9	3.2	2.9	2.6	2.3			-9%	-8%	47%			
B股			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)						
万科B	200002	推荐	7.9	16.1	99.3	0.43	0.55	0.78	1.01	35%	18.5	14.3	10.1	7.8	2.3	2.0	1.8	1.5	12.0	13.4	-35%	-41%	67%		30.6	
金桥B	900911	推荐	7.2	14.1	9.8	0.38	0.48	0.53	0.65	16%	18.9	14.9	13.5	11.1	1.7	1.6	1.5	1.3	17.7	20.1	-59%	-64%	43%		2.2	
陆家B	900932	推荐	13.4	17.5	38.6	0.55	0.69	0.72	0.79	7%	24.4	19.4	18.6	17.0	2.6	2.3	2.1	1.9	20.9	21.8	-36%	-39%	47%		3.6	
平均值										24%	19.9	15.6	13.1	10.8	2.0	1.8	1.7	1.5			-46%	-51%	53%			
中间值										26%	18.7	14.6	11.8	9.4	2.0	1.8	1.6	1.4			-44%	-50%	52%			
H股			(HK\$)	(HK\$)	(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)										(HK\$)	(HK\$)						
中国海外	688	推荐	15.1	22.8	123.5	0.49	0.79	1.03	1.33	30%	31.0	19.1	14.7	11.4	3.7	2.9	2.5	2.1	17.3	19.0	-13%	-20%	62%		30.6	
华润置地	1109	推荐	14.6	22.0	73.6	0.33	0.53	0.78	1.16	48%	44.7	27.5	18.8	12.6	2.4	1.9	1.7	1.5	18.4	20.0	-21%	-27%	55%		22.2	
首创置业	2868	推荐	2.5	5.0	5.0	0.22	0.30	0.39	0.55	35%	11.3	8.2	6.3	4.5	1.0	1.0	0.9	0.7	6.9	7.1	-64%	-65%	68%		8.6	
绿城中国	3900	中性	8.4	9.8	14.0	0.51	0.54	0.66	0.88	28%	16.4	15.7	12.7	9.6	1.5	1.3	1.2	1.0	21.2	23.9	-60%	-65%	76%		28.6	
远洋地产	3377	审慎推荐	6.2	7.7	34.7	0.27	0.21	0.29	0.42	41%	23.1	29.1	21.3	14.7	1.8	1.3	1.2	1.1	9.6	10.4	-36%	-41%	59%		14.0	
方兴地产	817	推荐	2.3	3.1	21.1	0.09	0.11	0.13	0.16	19%	25.5	20.1	17.1	14.2	1.9	1.3	1.2	1.1	3.9	4.2	-41%	-45%	60%		2.2	
深控股	604	中性	2.5	3.9	8.9	0.19	0.22	0.28	0.38	33%	13.5	11.7	9.0	6.6	0.8	0.7	0.7	0.6	5.6	6.5	-55%	-61%	58%		22.5	
雅居乐	3383	推荐	8.6	14.7	30.5	0.42	0.60	0.86	1.18	41%	20.4	14.4	10.0	7.3	2.0	1.9	1.7	1.4	14.6	16.3	-41%	-47%	61%		28.7	
龙湖地产	960	推荐	7.6	10.3	39.0	0.05	0.34	0.51	0.78	53%	141.0	22.6	14.9	9.7	10.7	2.8	2.3	1.8	8.8	10.3	-14%	-26%	88%		26.1	
恒盛地产	845	中性	2.8	4.3	21.7	0.09	0.21	0.33	0.45	46%	30.0	13.2	8.5	6.2	20.3	1.7	1.4	1.1	4.7	5.4	-41%	-49%	93%		16.9	
富力地产	2777	中性	11.2	15.2	36.2	0.73	0.79	1.19	1.67	46%	15.4	14.3	9.4	6.7	2.1	1.9	1.6	1.3	18.1	19.0	-38%	-41%	73%		31.8	
世茂地产	813	中性	12.1	17.3	42.8	0.36	0.77	1.00	1.34	32%	33.5	15.6	12.1	9.0	2.0	1.6	1.4	1.2	17.4	19.2	-31%	-37%	59%		30.4	
碧桂园	2007	中性	2.5	3.2	40.3	0.10	0.14	0.16	0.22	23%	25.2	17.1	15.5	11.2	1.8	1.7	1.6	1.4	3.6	4.3	-33%	-43%	61%		45.2	
瑞安地产	272	中性	3.6	4.9	18.1	0.35	0.51	0.31	0.40	-12%	10.3	7.0	11.5	9.0	0.9	0.7	0.7	0.6	6.6	7.1	-46%	-49%	49%		13.1	
恒大地产	3333	无评级	3.2	3.6	47.7	0.01	0.03	0.32	0.38	246%	280.1	100.3	9.9	8.4	7.7	3.5	2.5	1.9	3.0	4.0	4%	-21%	80%		50.5	
宝龙地产	1238	无评级	2.4	3.8	10.0	0.09	0.26	0.36	0.40	23%	26.0	9.3	6.8	6.1	4.3	1.7	1.3	1.1	5.0	5.4	-51%	-55%	76%		7.6	
平均值										32%	31.2	16.3	12.4	9.2	4.1	1.8	1.5	1.2			-32%	-41%	67%			
中间值										33%	25.2	15.6	11.8	9.0	2.0	1.7	1.4	1.2			-36%	-41%	61%			

资料来源：彭博，中金公司研究部

附录

资料来源：

二套房认定将以住房套数为标准以家庭为单位

来源：上海证券报

银监会银行业监管一部主任杨家才 21 日在接受记者采访时，解读了最新出台的房贷新政。他强调，新的房贷政策是以房屋数量来认定是否为第二套、第三套，同时，认定范围以家庭为单位。这与此前执行的二套房认定标准出现了根本性的变化。

房子套数不以贷款记录来认定

在此次“国十条”房贷新政出台前，二套房的认定标准是“是否利用贷款购买住房，且贷款是否已还清”。而杨家才指出，房贷新政的二套房认定将“以房为限，而不是以贷为限”。所谓一套房贷、二套房贷，首先购房单位是家庭而不是个人。家庭由三种人组成，本人、配偶、未成年子女。一个家庭只要购买了一套房，再买房就叫二套。第三套房也是按家庭，不能证明是二套房的，那就是第三套房。

他表示，只有以房来划分，才有一套二套的问题。而“实行差别的房贷政策的时候，主要以房进行划分”。

而据杨家才介绍，房子的套数需经房产管理部门的房屋登记系统进行查询后，由其进行认定。此外，银行在做个人住房按揭贷款时，还需要严格执行面谈、面签、上门走访的程序。

4 月 14 日，国务院发出通知，要求二套房贷首付比例不低于 50%，利率 1.1 倍；三套以上房可停贷。杨家才指出，从整个新政来看，政策出发点是居者有其屋，有一套住的就足够了，一个人没有必要住两套。房地产按揭贷款只支持住房的资金需求，而不能支持倒卖房屋的资金需求。

开发贷款和土地储备贷款“三不贷”

杨家才透露，目前，银监会对于开发贷款和土地储备贷款明确了“三不贷”原则。对于国土管理部门查处并确认的有闲置土地、炒地倒卖的房地产企业，不予发放新的贷款；对于住建部门查处并认定的捂盘惜售、囤积房源、哄抬房价的房地产商不再给贷款；对挪用银行的贷款去缴纳土地出让金的，即参与招拍挂做保证金，然后交土地挂牌款的，不再增加贷款。

此外，对于土地储备贷款，银监会还要求，地贷挂钩、建贷挂钩及房贷挂钩。“你整治哪块地，经过评估之后，给你多少贷款，叫地贷挂钩。跟踪这个地的去向，卖到哪儿贷款就收到哪儿；第二个是建贷挂钩，房地产商要贷款，一定是跟在建工程挂钩，然后用我的钱把这个楼盘建起来之后，要监督你销售；再一个就是房贷挂钩，就是房子与贷款挂钩，你卖出去我要实行封闭运行，在银行开户，要随着卖房的进度偿还你原来的贷款”杨家才解释说。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。