

湘财证券研究所

房地产行业

张化东：Tel: 021-68634518-8051

E-Mail: zhd3063@xcsc.com

杨森：Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

徐广福：Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

评级：**增持**

房地产行业今年以来走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

杭州房地产市场调研：投资市塑造高弹性公司，历史成交量地迎短期反弹 2010.7.5

三套房贷政策点评：对房地产政策预期产生重大影响 2010.7.9

房地产行业-宏观经济数据有隐忧，房地产调控政策将持续 2010.7.16

基本观点：

- **房地产行业处于大上升周期之中，目前的调整是行业的小调整。**农民搬家使得未来城市人口延续高速增长，这将助推房地产需求高速增长。此外，储蓄搬家和货币超发也将长期支持房地产市场繁荣。我们反对：中国即将进入人口拐点，将迫使房地产进入大衰退周期的观点。
- **政策对于需求的打压在逻辑上存在错误。**在现有政策框架下，各类需求无一例外地受到了打击。但我们认为，自住需求和改善性需求受打压更为实质，而对于投资需求则仅限于预期的改变。
- **房地产供应非常缺乏弹性。**经过测算，大部分商品住宅项目从土地获取至首次开盘的时间基本在一年半以上。而从土地获取到开工的时间也将接近于一年时间。迅速改变市场供应量的难度还相对较大。
- **居民需求增长和供应短缺将长时期推动市场繁荣。**城市人口高速持续增长和住房拥有结构不均衡，将长期支持刚性需求和改善性需求入场消费。而存量压力不足和新增供应能力不足将长期制约供应量的提升。
- **房价的上升对居民产生的购房压力有限。**从单套价格水平看，一线城市价格升高加之政策改变，对消费者的购买力影响较大，而二三线城市需求受价格上升影响不大，二三线城市还有价格进一步上升的空间。
- **房地产供应主导房地产市场走势。**由于产业结构问题，开发商拥有降价的主导权。对于开发商来说，供应压力对于开发商做降价决策的影响最大。但市场的供应相对缺乏弹性，需要相对较长时间才能够累积，因此降价压力的产生也需要相对长的时间。
- **市场供应将在 2011 年一季度开始累积，届时才有可能发生量升价跌的局面。**但是由于需求的强烈支撑，价格下降的幅度不会过大。但是市场必须要经历时间换空间的过程，来平衡政策、需求和供应之间的关系。
- **在预期没有改变前，政策会在长时间保持高压状态。**我们坚定相信管理层对于调控的决心，不出现价格明确调整，政策会持续择机施压。目前，新增政策的着力点正从打击需求转换至逼出供应方向，这是解决房地产问题的关键所在。

评级	现价 2010/8/23	RNAV	RNAV 溢/折价	市值 (亿元)	EPS			PE			PB			
					2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
万科A	买入	8.49	8.75	-2.97%	933.48	0.48	0.62	0.78	22.30	13.69	10.88	3.18	1.80	1.60
保利地产	买入	12.31	14.50	-15.10%	571.50	1.06	1.07	1.28	22.40	11.50	9.62	3.14	1.90	1.50
金地集团	增持	6.69	7.35	-9.82%	299.14	0.49	0.63	0.94	14.15	11.05	7.40	1.83	1.60	1.34
招商地产	增持	19.76	21.24	-7.49%	339.34	1.30	1.69	2.01	15.16	11.68	9.81	1.85	1.62	1.42
华侨城A	买入	13.23	18.25	-37.97%	411.12	0.75	1.17	1.41	17.64	11.32	9.37	3.29	2.60	2.09
信达地产	增持	7.27	5.80	25.34%	110.79	0.42	0.50	0.56	26.71	14.54	12.98	3.12	1.84	1.59
滨江集团	买入	11.43	13.84	-17.41%	154.53	0.61	0.80	1.20	23.72	14.29	9.53	5.09	2.92	2.27
格力地产	买入	9.26	11.74	-26.82%	53.49	0.77	1.02	1.30	12.24	9.27	7.30	2.67	2.07	1.61
中天城投	买入	10.50	16.31	-55.33%	95.91	1.25	2.29	2.87	9.05	4.96	3.96	3.47	2.11	1.44
广宇集团	买入	6.89	7.87	-14.22%	34.35	0.49	0.74	0.94	14.96	10.04	7.89	2.57	2.13	1.77
苏州高新	增持	6.24	6.35	-1.78%	55.01	0.42	0.52	0.69	14.40	11.63	8.77	1.81	1.64	1.46
均值									17.52	11.27	8.86	2.91	2.02	1.64

目录

一、 何言衰退大周期.....	5
1、城市人口发生集聚明显，基本需求还相当强劲	5
2、储蓄搬家倾向和货币超发支持价格远离使用价值	9
二、 需求本无罪，相煎何太急	12
1、房地产调控主线以控制需求为主	12
2、需求规模庞大	15
3、投资需求诉求未被充分发现	17
三、 供应不足是房地产市场主基调	18
1、房地产运作为复杂工程，限制供应迅速提升	18
2、项目供应周期超过 1.5 年	18
3、“扶”不起来的存量释放	19
四、 显著的量升价跌趋势将延后出现.....	20
1、市场供应 2011 年上半年才开始快速累积.....	20
2、部分城市价格压抑需求	23
3、价格全面调整赖于供应冲击	25
五、 政策之重，市场之殇	26
1、抑制需求政策何时休	26
2、逼出供应政策待深化	27
3、政策“亦步亦趋”，市场承压较大	27
湘财证券投资评级体系	31
重要声明	31

表目录

表 1: 遏制需求政策.....	13
表 2: 上海居住房屋存量 (万平方米)	16
表 3: 重要许可证需审核时间 (工作日)	18
表 3: 样本项目分布情况 (月)	19

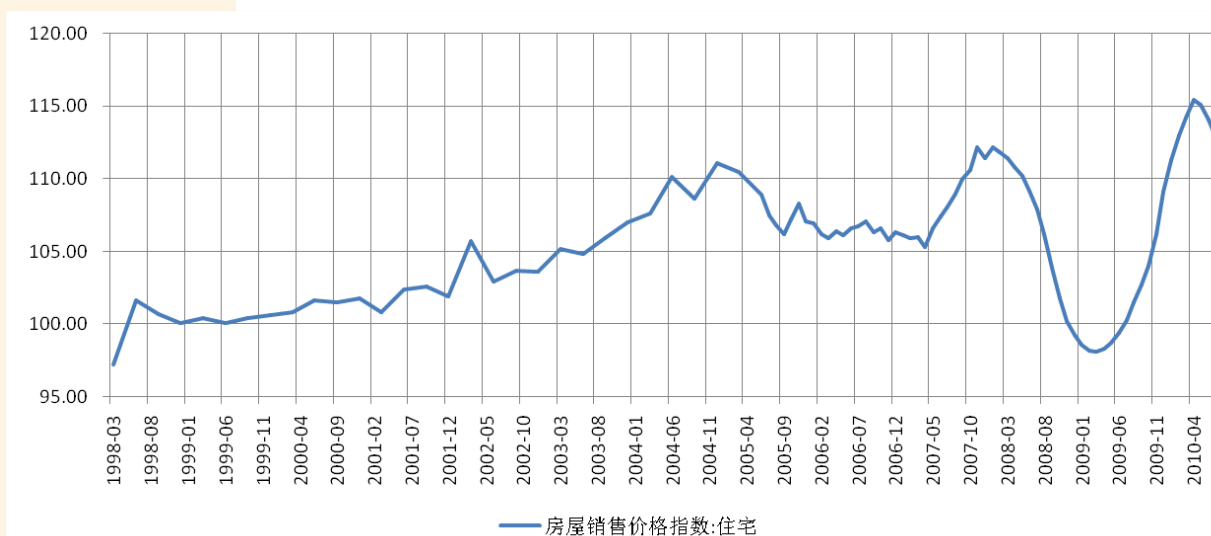
图目录

图 1: 住宅销售价格指数.....	5
图 2: 日本土地价格指数.....	6
图 3: 住宅销售价格指数.....	6
图 4: 人口问题间接作用于地产	7
图 5: 中国总人口与城镇化率 (万人, %)	7
图 6: 中国城市人口 (百万人)	8
图 7: 中国人口结构.....	8
图 8: 全国住宅竣工套数情况.....	9
图 9: 中国居民户存贷款情况.....	9
图 10: 居民户本外币存贷款情况.....	10
图 11: 日本居民净储蓄情况.....	10
图 12: 居民户本外币存贷款情况.....	11
图 13: 商品房销售与M2 关系 (年度)	11
图 14: 商品房销售与M2 关系 (月度)	12
图 15: 北京商品住宅市场走势	13
图 16: 上海商品住宅市场走势	14
图 17: 广州商品住宅市场走势	14
图 18: 深圳商品住宅市场走势	14
图 19: 商品住宅销售面积与金额	15
图 20: 上海居民拆迁户数	
图 21: 上海居民拆迁面积.....	17
图 22: 上海二手房成交情况.....	20
图 23: 深圳二手房成交情况.....	20
图 24: 12 城市居住用地供应面积.....	21
图 25: 全国开工、施工及竣工面积增长情况.....	22
图 26: 全国开工和竣工面积情况.....	22
图 27: 全国商品房及商品住宅待售面积情况.....	23
图 28: 全国商品住宅销售面积情况.....	23
图 29: 2008 年 7 月上海住宅总价段	
图 30: 2010 年 7 月上海住宅总价段.....	24
图 31: 2009 年 7 月重庆住宅总价段	

图 32: 2010 年 7 月重庆住宅总价段.....	24
图 33: 2008 年 7 月西安住宅总价段.....	
图 34: 2010 年 7 月西安住宅总价段.....	25
图 35: 重点城市可售存量情况 (万平方米)	26
图 36: 全国土地购置费	28
图 36: 北京土地成交情况	
图 37: 上海土地成交情况	28
图 38: 广州土地成交情况	
图 39: 深圳土地成交情况	29
图 40: 沈阳土地成交情况	
图 41: 长春土地成交情况	29
图 42: 杭州土地成交情况	
图 43: 南京土地成交情况	29
图 45: 武汉土地成交情况	
图 46: 天津土地成交情况	30
图 47: 成都土地成交情况	
图 48: 重庆土地成交情况	30

我们要怀着一个大视野的眼光来看待地产行业，那么就必须要明确房地产正处于怎样的周期。这里所指的周期是大周期而不是小周期。从小周期来看，房地产周期是三年略长一点的时间，特别是近六年左右的时间表现的非常之明显，2005年至2007年以及2008至2010年是两个小周期。不可否认，由于房地产市场现在正处于小周期的下行阶段，悲观预期不可避免。但我们要强调的是，从大周期的角度来看，房地产行业还处于大的上行周期之中，这是不可回避事实。

图 1：住宅销售价格指数



资料来源：WIND；湘财证券研究所

一、何言衰退大周期

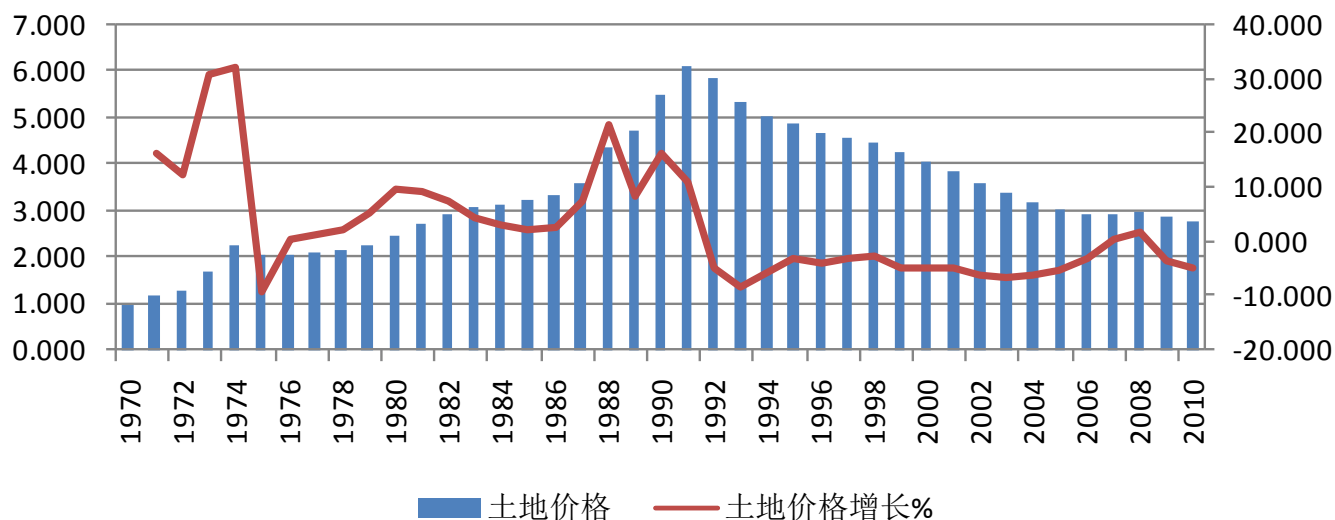
关于房地产已经进入大的衰退周期的基本逻辑与论断已经基本“成熟”。我们发现大体可以分为以下几点：（1）人口增速拐点已经或者于近期出现，在需求方面持续下降；（2）房地产价格已经远离价值，价格泡沫破裂在所难免；（3）在政策方面持续收紧。对于政策，我们认为目前的政策是权宜之策，不是一个长效机制，政策面会利用本次调控的周期，过渡至建立长效机制。在后文对前两点进行重点讨论，暂不对政策时间长度进行探讨。

但我们发现，看衰房地产的基本逻辑存在相当大的缺陷，从大周期看，房地产行业还处于大的上升周期，市场凭借自身力量还在寻求向上的突破。

1、城市人口发生集聚明显，基本需求还相当强劲

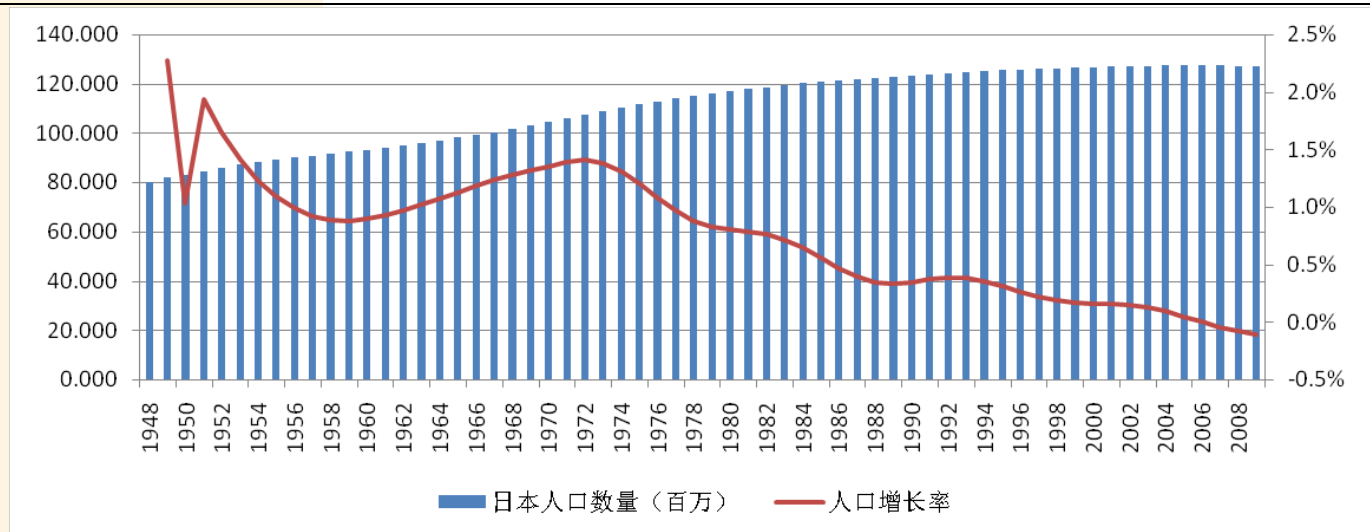
在人口对房地产的影响上最易于被引用的例子是日本房地产泡沫的破裂。日本人口总数在2006年后才出现负增长，而日本的土地价格在1991年后就出现负增长。直接将日本的房地产泡沫同人口数量联系起来是存在逻辑问题的。我们更倾向地认为：日本房地产泡沫更多地是货币现象，而不是人口问题造成。

图 2：日本土地价格指数



资料来源：CEIC；湘财证券研究所

图 3：住宅销售价格指数



资料来源：CEIC；湘财证券研究所

在人口数量问题上，我们认为，中国在城镇化结束之前中国房地产问题不是人口问题。如果说人口和房地产联系起来，必须要结合人口红利对于宏观经济的作用，

也就是说人口传导至宏观经济再传导致房地产。

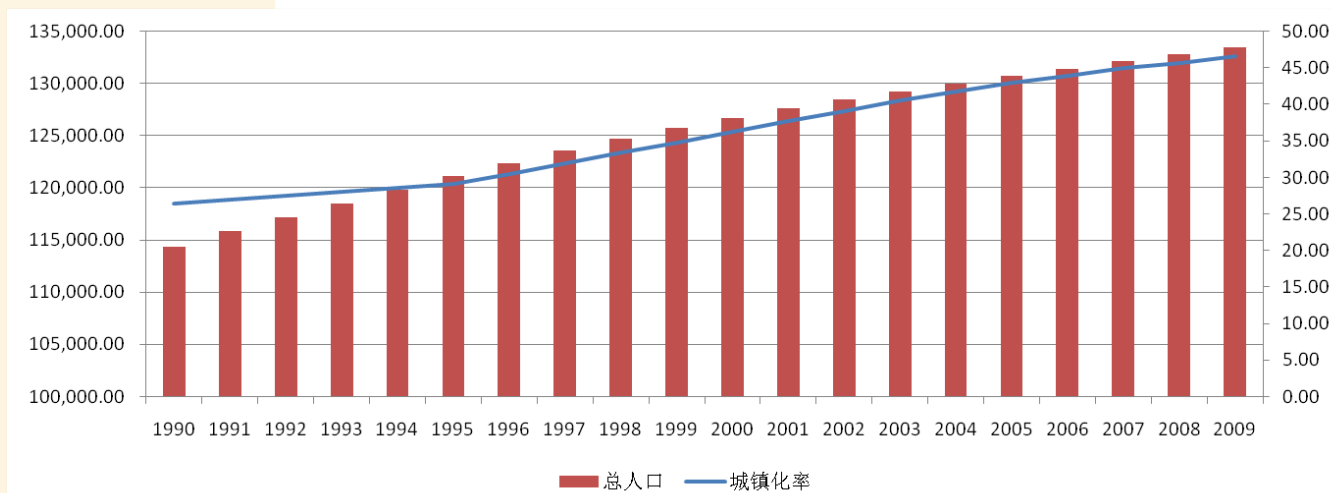
图 4：人口问题间接作用于地产



资料来源：湘财证券研究所

从人口结构上看，中国正处于大量的农业人口向工业人口转换的进程中。截至 2009 年底，中国的城镇化率才达到 46%，虽然总体人口增长已经非常乏力，但人口分布结构之转换还有很多空间。

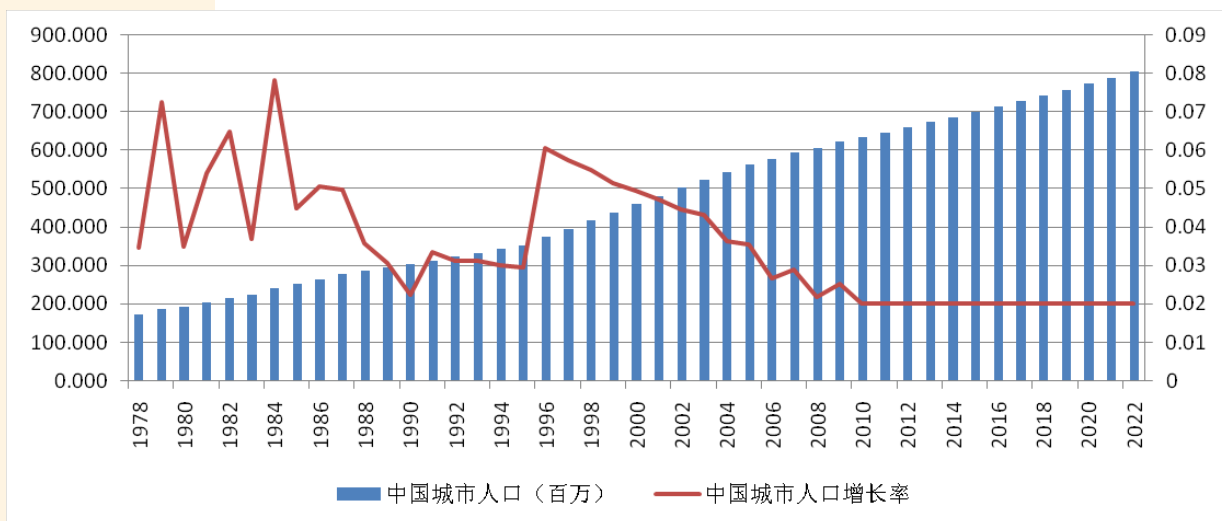
图 5：中国总人口与城镇化率（万人，%）



资料来源：WIND；湘财证券研究所

我们假设至 2022 年城市人口将增加至 8 亿左右，城市化率大概达到 60%左右，那么在未来 12 年的过程中，每年城市人口年均复合增长 2%。年度全国需要从农业转移工业的人口大概在 1400 万人左右。如果假设每户 3 人，每年将需要近 500 万套住宅来满足人口转移需求。

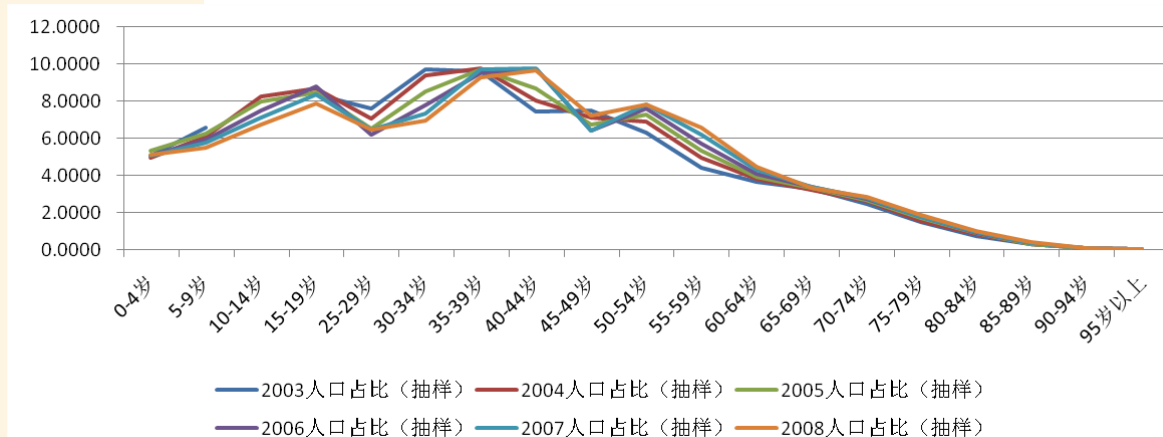
图 6：中国城市人口（百万人）



资料来源：WIND；湘财证券研究所

从人口红利的角度来看，很多研究忽略了劳动生产率的提升对于人口红利的影响，技术的提升和农业人口的减少都使得人口红利的持续释放的时间得以延长。并且剔除结构性的人口红利增长因素，从总量上看，人口红利开始消退，还需要至少十年的时间。根本无须为人口红利对于中国房地产的影响担忧。

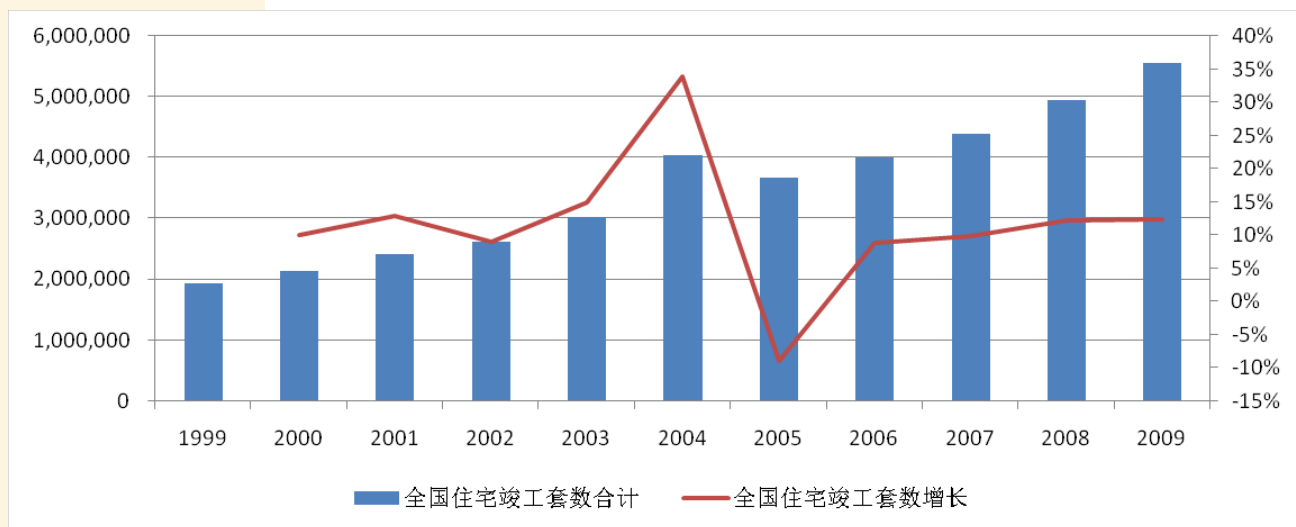
图 7：中国人口结构



资料来源：WIND；湘财证券研究所

而目前全国竣工住宅套数在 500 万左右，并且这种供应量极具粘性。2006 年至 2009 年期间的供应套数年均复合增长仅为 10% 左右，供应增长非常乏力。从农民搬家的角度来看，对于房产的需求还将在相当长的时间内高速增长。显而易见地，近十年中国房地产市场并不会发生由于人口总量停止增长而需求萎缩。

图 8：全国住宅竣工套数情况

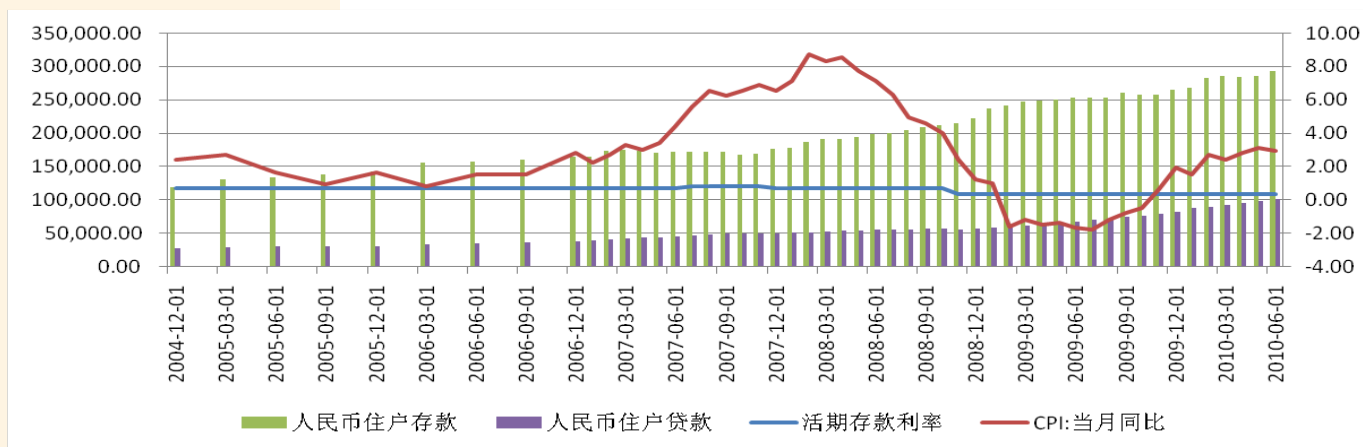


资料来源：WIND；湘财证券研究所

2、储蓄搬家倾向和货币超发支持价格远离使用价值

中国目前的居民的资产负债表非常之不平衡，中国居民积蓄了大量的存款有待于消费。虽然中国长时间内奉行低利率政策，但居民的储蓄意愿并没有被显著减少。在各种拉动内需政策执行下，中国的储蓄率依然高居不下。研究理论界的共识是中国居民预期未来社会保障不足，强化了私人储蓄意愿。

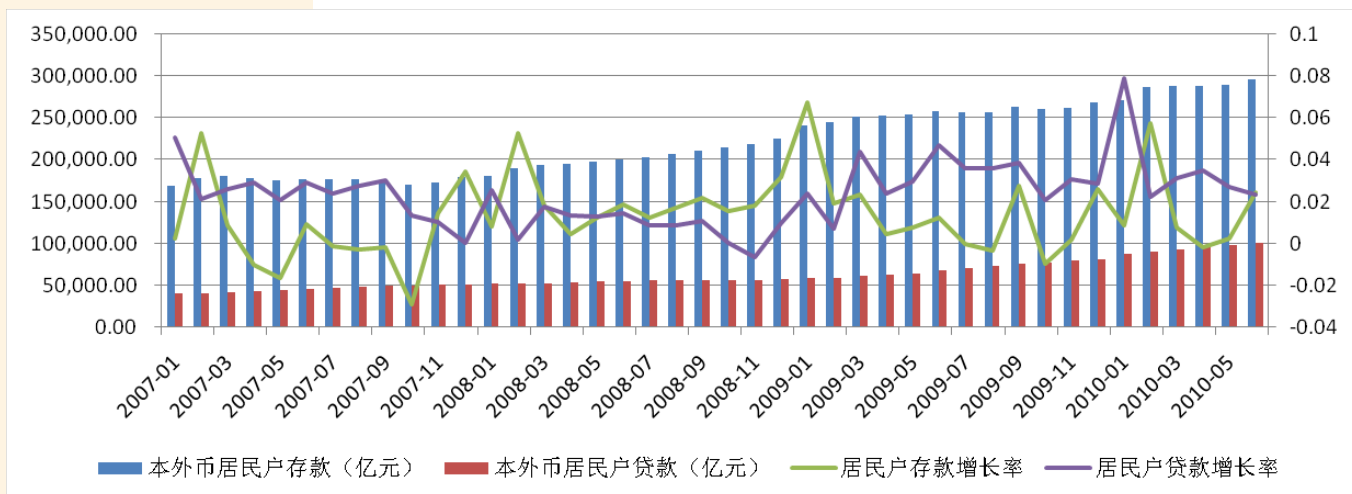
图 9：中国居民户存贷款情况



资料来源：WIND；湘财证券研究所

我们认为，房地产作为相对简单安全的投资，是良好的储蓄替代品。并且，在房地产具备良好的抵押性，在对现金需求上升的过程中，可以抵押变现来平衡现金流。而目前的现状是中国居民的银行存款不断增加，本外币居民户银行存款已经达到近 30 万亿，而本外币居民户贷款仅有 10 万亿，本外币居民户银行存款和贷款相差近 20 万亿。

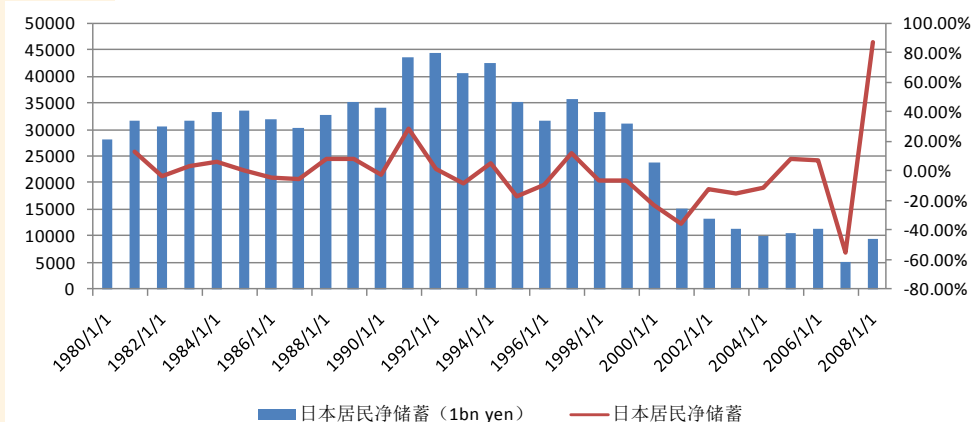
图 10：中国居民户本外币存贷款情况



资料来源：WIND；湘财证券研究所

以日本的净储蓄情况为例，也就是说从日本居民的净储蓄下降非常迅速，难以形成有力的住房投资支撑。即使是日本这样热衷于储蓄的东亚国家，居民的资产负债表都还是相对平衡。从趋势上看，中国居民资产负债表明显的不平衡状态必会不能长时间维持，而在改变的过程中，满足刚性和改善需求的房地产是最好的替代银行储蓄的工具。

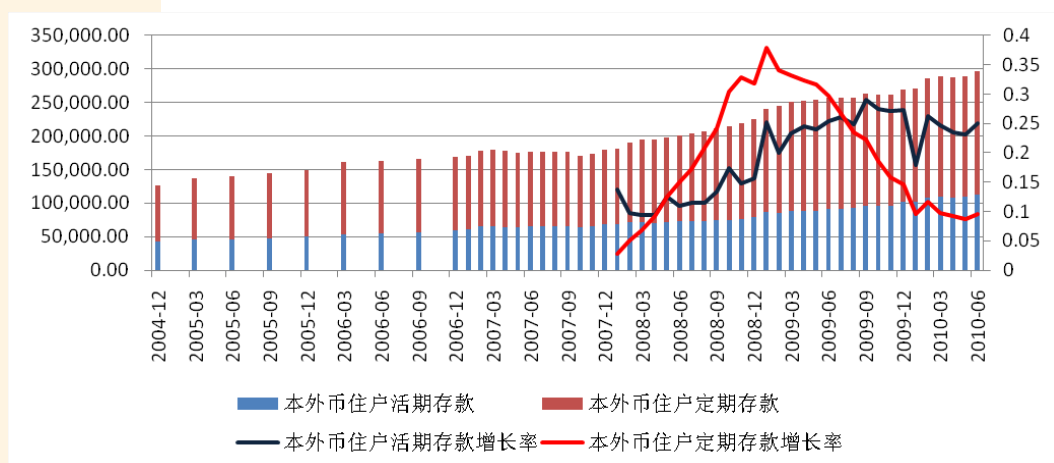
图 11：日本居民净储蓄情况



资料来源：Bloomberg；湘财证券研究所

如果我们假设，居民户活期存款大多数是为了临时性的需要，具有更多的急迫性；而定期存款则相对稳定，可以用于替代的投资性资金，这部分存款很容易被投资房地产替代。那么，存款结构会影响存款向房地产投资转移。而截至 2010 年 6 月，在居民户存款中，居民户定期存款占大约三废之二左右，说明还有较大的空间来实现储蓄搬家。

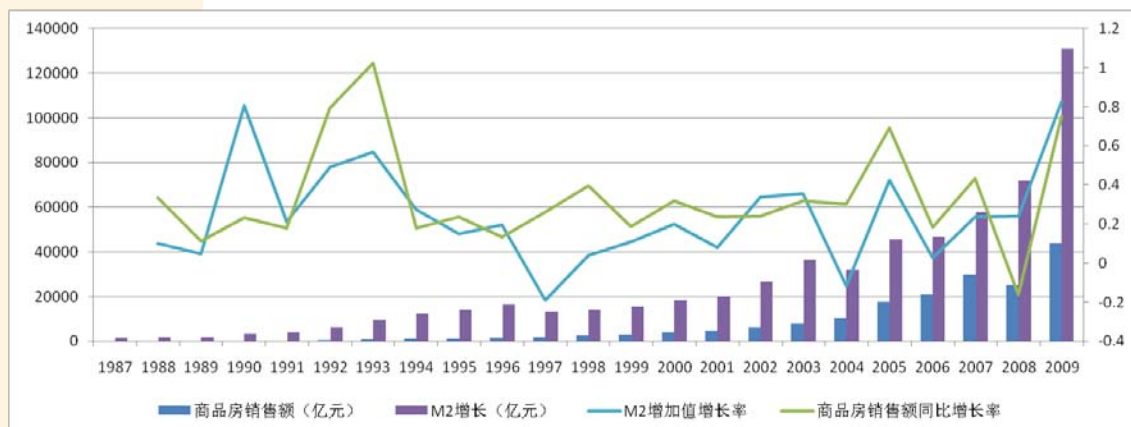
图 12：居民户本外币存贷款情况



资料来源：WIND；湘财证券研究所

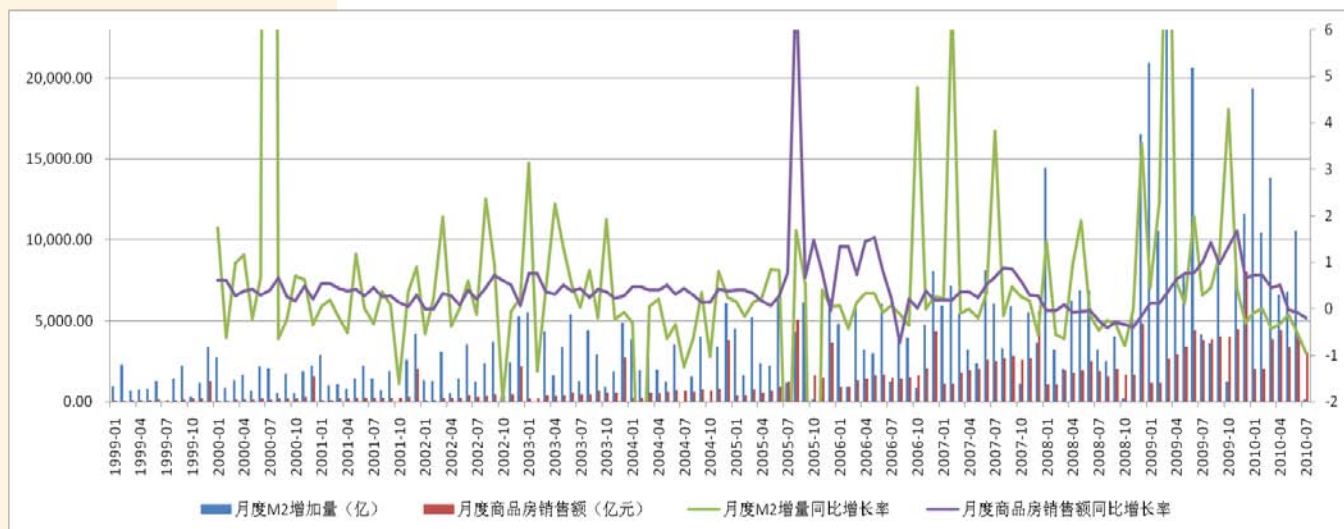
各级政府都是规模型政府，长时间会有发行货币的冲动。货币供应量的增多势必会推动资产价格。可以说只要货币不减少供应量，资产价格就不会停止增长。从 M2 增量和商品房销售额的走势来看，几乎是同进同退的，中国房地产市场走势几乎可以被概括为一种货币现象。

图 13：商品房销售与 M2 关系（年度）



资料来源：WIND；湘财证券研究所

图 14：商品房销售与 M2 关系（月度）



资料来源：WIND；湘财证券研究所

二、需求本无罪，相煎何太急

1、房地产调控主线以控制需求为主

从过程角度，政策可以划分为政策制定与政策执行，无论是在政策制定和政策执行，调控供应的政策和调控需求的政策存在差异，政策一直打击需求为主。

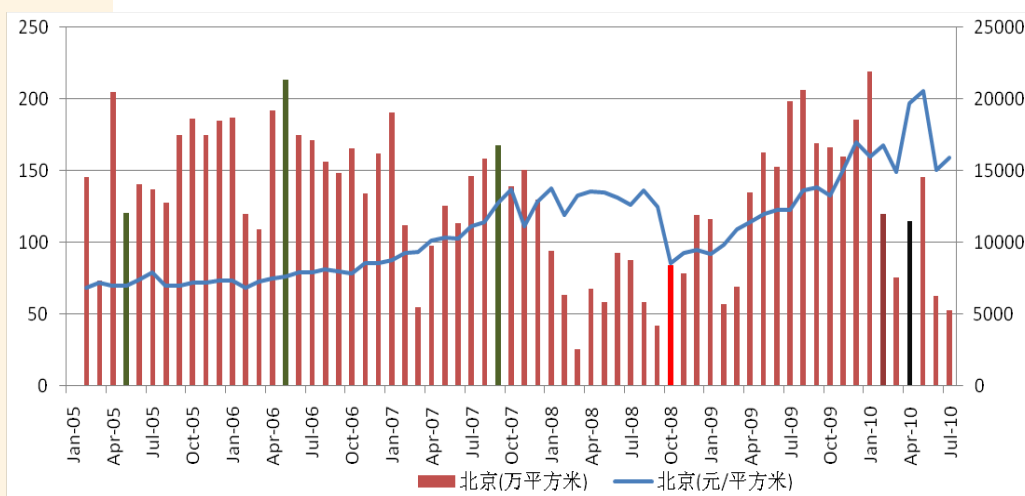
2003 年 5 月的央行 121 号文被视作房地产调控的开端之作。文件将房地产信贷控制整个产业流程。从开发贷款、土地储备贷款、建安贷款、个人住房贷款、个人商业用房贷款、公积金贷款等多个角度提出规制措施。央行 121 号文也第一次明确提出在首付比例方面“首套两成，二套增加”的概念，同时在利率方面实行差别利率。央行的 121 号文是对商品住宅需求的调控的基石政策。从 2004 年开始至 2010 年，国家每年都对商品住宅需求进行调控。我们选择了北上广深四大城市 2005 年迄今为止的量价走势，并标出了政策的时点。虽然，在 2007 年前的历次调控都呈现房价越调越高，但从效果上判断，打击需求的政策效果相对明显。特别是，2010 年对于二套房及以上房贷的收紧对市场造成了重击。北上广深的商品住宅的成交量几乎都触及 2008 年的低点，而价格下降幅度有限。实际上这又恢复至 2007 年前调控的怪圈，房地产价格水平越调越高，那么这一次调控会否呈现这种状态？

表 1: 遏制需求政策

时间	发文部门	政策	遏制需求的条款
2005 年 5 月	国务院办公厅	关于做好稳定住房价格工作的意见	中小套型、中低价位普通住房信贷等政策优惠
2006 年 5 月	国务院常务会议	国六条	首付款比例不得低于 30%；90 平以下首付 20%
2007 年 9 月	央行、银监会	关于加强商业性房地产信贷管理的通知	对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套(含)以上住房的，首付款比例不得低于 40%，利率不得低于基准利率的 1.1 倍
2008 年 10 月	央行	扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度	利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍；最低首付款比例调整为 20%
2010 年 4 月	国务院	国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知	购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍

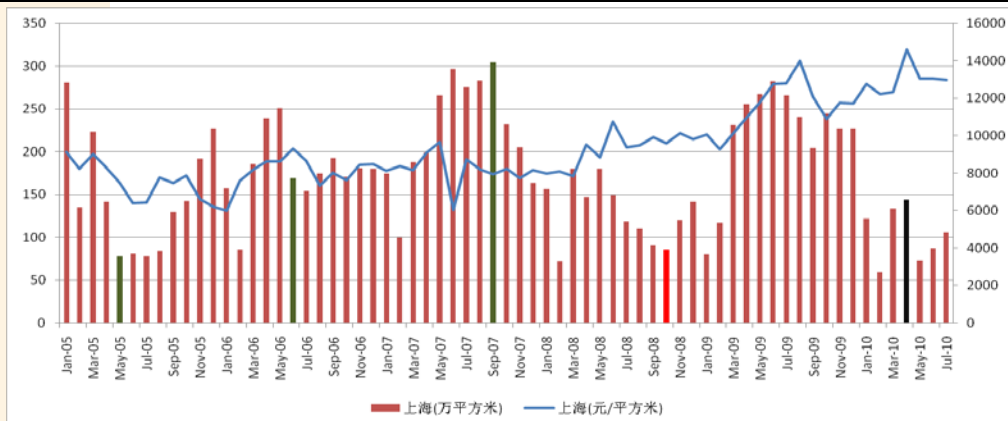
资料来源：湘财证券研究所

图 15: 北京商品住宅市场走势



资料来源：WIND；湘财证券研究所

图 16：上海商品住宅市场走势



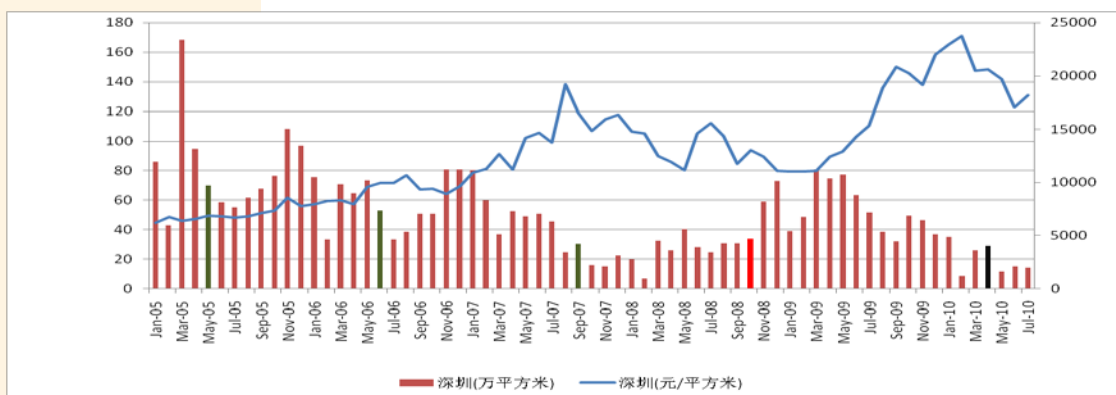
资料来源：CREIS；湘财证券研究所

图 17：广州商品住宅市场走势



资料来源：CREIS；湘财证券研究所

图 18：深圳商品住宅市场走势



资料来源：CREIS；湘财证券研究所

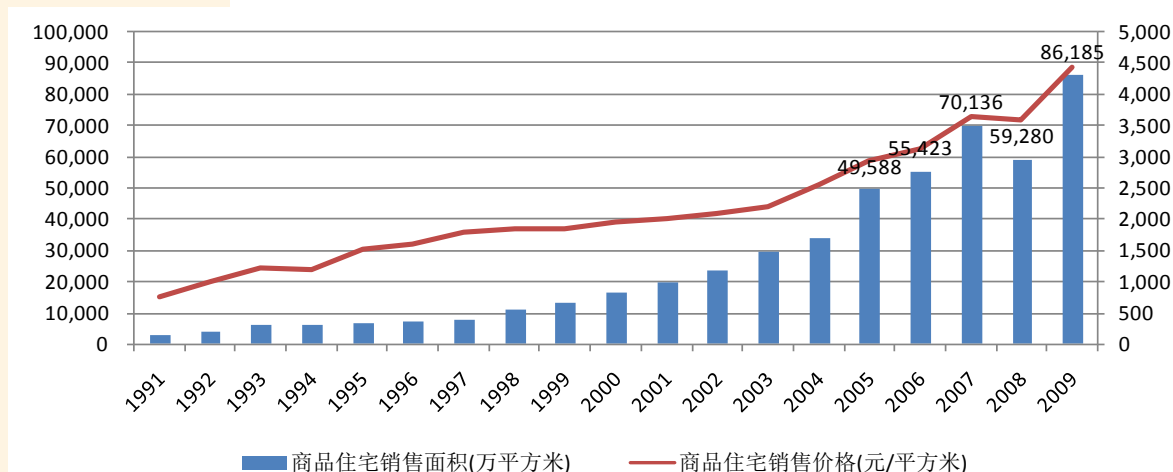
2、需求规模庞大

从最朴素的思维方式看，需求量大于供应量，就会导致价格升高。如果从相反的逻辑出发来判断，价格高低体现的是供应量和需求量之间的关系。在从 1991 年至 2009 年近 20 年的过程中，唯一的价格下跌发生在 2008 年，如果将价格上升的年份看做供小于求的年份，将价格下降看做供大于求的年份，那么 2008 年是唯一供应满足需求的年份，我们认为 2008 年的成交量体现的就是需求量的底部，也就是说历史的全年商品住宅需求量底部大概为 2008 年的成交量 5.59 亿平方米。考虑到当年的市场环境和政策环境，2008 年商品住宅的成交量完全体现的是刚性和改善需求。而在 2009 年由于政策的转向，商品住宅成交量发生了较为显著的逆转，达到 8.53 亿平方米，比 2008 年增加了 53%。

我们这里提出经验成交量的概念，在基本面不发生明显变化，全国或城市大致可以成交的商品住宅面积。同时根据三年一个调整周期的经验来看，我们认为这个经验成交量应该和三年平均量大体相当。2007-2009 年的平均成交量为 7 亿平方米。这个数字非常之特殊，几乎正好是 2008 年成交量和 2009 年成交量的中位值。这一成交可以被解释为 2008 年没有被满足的成交量，在 2009 年得到了满足。

经验值的作用是用来衡量最基本的需求得到满足的成交量，低于这个成交量需求可能被延后满足，高于这个成交量需求可能被提前消耗。以单套 100 平米（2009 年销售的商品住宅单套面积 107 平米）计算，7 亿平米的成交量大概在 700 万套左右，按套均 3 人（2000 年第五次人口普查为户均 3 人）可以满足大约 2100 万人的居住。

图 19：商品住宅销售面积与金额



资料来源：WIND;湘财证券研究所

中国缺少全国性的房地产登记结算系统，因此对存量房等一系列问题的讨论都处于“望梅”的境地。包括最近对于空置率的讨论，都处于纸上谈兵的状态。但在房地产发展较成熟的城市，对于房地产的登记结算数据还有所披露。以上海为例，截至 2009 年，上海存量房屋在 5 亿平方米。以常住人口 1900 万人计算，人均建筑面积为 26 平米，但是，我们认为存量住房的分配比例还不均衡，由于拆迁补偿和住房投资所带来的住房集中于一部分人手中，不拥有和拥有一套的刚性需求和改善性住房需求还异常强劲。

单纯以拆迁带来的住房分配来说，上海的动拆迁条件相对优越，累计已经完成 7000 万平方米，这部分拆迁补偿（假设都以实物补偿）两倍面积计算，这 100 万户的居民住宅就达到 1.4 亿平方米，而这只是保守的估算。很有可能这百万户居民占有住房保有量超过四分之一，那么其他类型的居民自有住宅保有量将相对降低。从结构上看，上海住宅市场的刚性和改善需求还没有被满足。

表 2：上海居住房屋存量（万平方米）

	花园住宅	公寓	职工住宅	新式里弄	旧式里弄	简屋	其他	合计居住房屋
1978	128	90	1,140	433	1,777	464	85	4,117
1980	134	92	1,402	434	1,822	437	82	4,403
1990	158	118	4,884	474	3,067	123	77	8,901
1995	179	111	7,998	454	3,004	85	75	11,906
1998	214	191	14,868	445	2,758	49	62	18,587
1999	205	214	16,635	431	2,049	48	62	19,644
2000	250	206	17,939	428	1,896	84	62	20,865
2001	443	412	20,316	420	1,763	59	62	23,475
2002	580	223	23,777	411	1,802	52	61	26,906
2003	941	391	26,869	397	1,855	43	64	30,560
2004	1,296	450	30,843	533	1,944	41	105	35,211
2005	1,380	491	33,610	541	1,836	37	104	37,997
2006	1,464	528	36,504	534	1,689	37	101	40,857
2007	1,639	531	38,836	531	1,366	35	345	43,283
2008	1,801	537	42,608	527	1,325	34	362	47,195
2009	1,935	501	45,644	528	1,276	28	299	50,211

资料来源：WIND;湘财证券研究所

图 20：上海居民拆迁户数

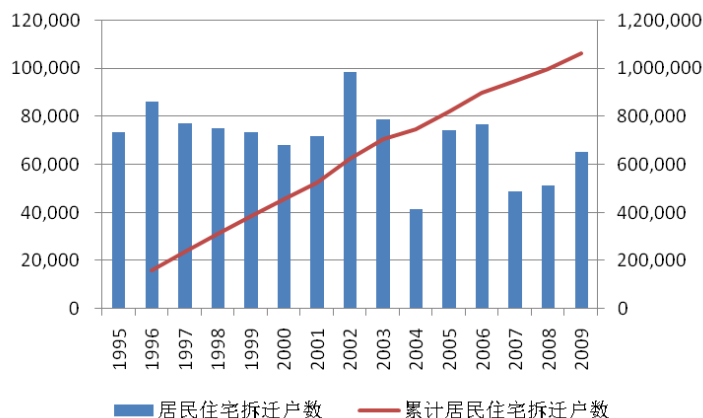
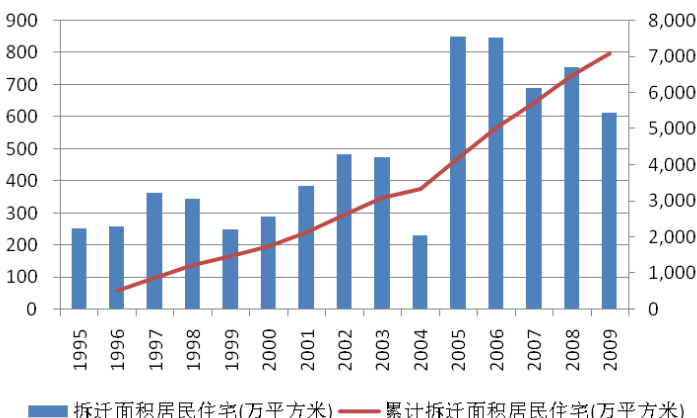


图 21：上海居民拆迁面积



资料来源：湘财证券研究所

3、投资需求诉求未被充分发现

我们必须反思投资需求的问题，而且必须在这个问题摒弃道德视角。房地产投资需求过多地在道德层面被进行负面评论。如果单纯把房地产投资需求钉在道德的耻辱柱上，不能够对房地产的规律有正确的认识。

首先，我们认为，从机会成本的角度上，自住购房需求的机会成本要高于投资需求的机会成本。满足自住购房需求的资金大部分都是通过筹集而来，也就是说“三代人买房现象”。而这很可能只限于首付，自住购房需求被满足后必须要承担长时间的还款负担。而投资需求则有部分是利用闲置资金进行投入，特别是一些被国家以强制手段被迫退出的产业资本。这些资本相对偏好于简单的获利模式，甚至于很多是处于财富保全的角度来考虑，通过比较发现除了房地产投资外，其他行业的投资都相对难度较高。在国家淘汰落后产能力度增大的背景下，这部分产业资本如果不经产业政策的引导，将绝大部分都会转移至房地产投资。

其次，从政策的溢出效果看，政策对于投资需求的抑制比一般的理解要小，而对于自住需求的抑制比一般理解要大。投资资金量较大，在长期的投资操作中已经形成了一整套专业化服务体系。房地产中介公司对于融资渠道的拓展非常关注，一些非常规的融资技术为投资需求提供了超额信贷资金。以三套房为例，已经拥有两套住房购房者完全可以享受消费抵押贷款，贷款额度是原有两套住房评估值七折，贷款利率为基础利率的 1.1 倍，贷款的时限为十年。除了贷款的时限较短外，我们发现现有的政策不能对三套房起任何实际作用，仅仅是影响预期而已。而对于自住性需求的消费者来说，银行信贷规模的管制，激励银行在风险相同的情况下贷款给利率高的客户，所以自住需求的贷款并不比投资需求更为容易。

最后，从自身现金流平衡的角度来看，房地产对于投资性需求帮助也较大。根据我们对于投资性需求的调查发现，大部分投资需求对于价格下行的态度相对暧昧。一方面，投资性需求较好的择时能力使得其成本相对较低；更为重要的是，房地产的可抵押性较好地支持了投资性购房者平衡现金流的需要。

综上所述，完全能够解释在目前调控需求政策框架下，投资需求不退出市场的原因。从某种逻辑上说，在市场调节的框架下需求不被满足的结果就是推高价格。

三、 供应不足是房地产市场主基调

1、 房地产运作为复杂工程，限制供应迅速提升

我们通过政府网站查询了北上广深四城市的规划、国土和住建部门网站，以及这些部门的关于审批时限的新闻。根据不完全统计，四个主要城市的五证审批时限大约在工作日 90 日左右，约为 4 个月的时间。这还不包括为准备这些许可审批，而必须要得到环保、文物保护、绿化、交通、消防、民防、市容环卫、卫生防疫、供水、供电、燃气、电信、安监、抗震等诸多部门的支持性意见。我们认为：为获取监管通过的时间至少要 6 个月时间，而达到开工审批条件的审批时长则在 5 个月以上。我们的假定是在开发商效率最高的情况下的假定，我们认为大部分开发商基本比上述的审批时长要长。商品住宅的开发复杂性，造成监管审批的复杂性，从而造成从土地获取至开工或预售时段延长。从监管的角度来看，房地产供应的弹性相对较小。

表 3：重要许可证需审核时间（工作日）

	北京	上海	广州	深圳
国有土地使用权证	20	-	20	-
建设用地规划许可证	30+10	40	55	20
建设工程规划许可证	30+10	25		20
建筑工程施工许可证	8	30		20
商品房预售许可证	10	10	10	20+10

资料来源：湘财证券研究所

2、 项目供应周期超过 1.5 年

为了解供应周期问题，我们选取了在香港和大陆上市的 14 家规模较大的优秀的地产公司在 2010 年还在售的 325 个项目，我们剔除了非招拍挂项目、拿地时间不确定、非住宅项目等对研究结论差生误差的项目，最终筛选出 99 个项目。针对 99 个项目的拿地时间、开工时间和开盘时间进行测算，我们得出的结论，时间长度超过我们一般的经验。从拿地环节至开盘的时间大约在两年左右。

从项目规模来看，超大规模项目（60 万平方米以上）的开工速度相对较快，在六个月内就可以开工。一方面说明在超级项目上，政府出让土地前所做的沟通还非常充分，另一方面在土地出让金的压力可能会促使公司加快开工。在城市级别上，从一线城市至三线城市是渐次缩短的，三线城市拿地至开盘周期最短，说明在较不成熟的市场，政府行政监管手续不繁琐。同时，在三线城市开工至首次开盘时间较短，说明政府在预售标准上控制不严格。

需要强调的是，我们选择的公司都是相对开发能力较强的公司，有成熟开发模式支撑，公司项目开发速度相对较快。但即使是在选择了这种具有偏差的样本的情况下，项目开发周期还是相对较长，说明了整体市场上开发商的项目从拿地至开盘的周期将普遍会达到 2 年。房地产行业的供应弹性较低，很难对市场有及时性反应，大部分市场完成调整都需要较长的时间。

表 4：样本项目分布情况（月）

项目个数	建筑面积	拿地至开工时间平均数	开工至首次开盘平均数	拿地至首次开盘平均数
11	10 万以下	10.0	11.5	21.5
38	10 万至 20 万	14.0	8.3	22.3
34	20 万至 40 万	12.0	18.5	30.5
4	40 万至 60 万	12.0	11.5	23.5
12	60 万以上	6.0	19.7	25.7
项目个数	城市级别	拿地至开工时间平均数	开工至首次开盘平均数	拿地至首次开盘平均数
23	一线城市	11.5	10.5	22.0
64	二线城市	12.2	8.0	20.2
12	三线城市	9.9	6.7	16.7

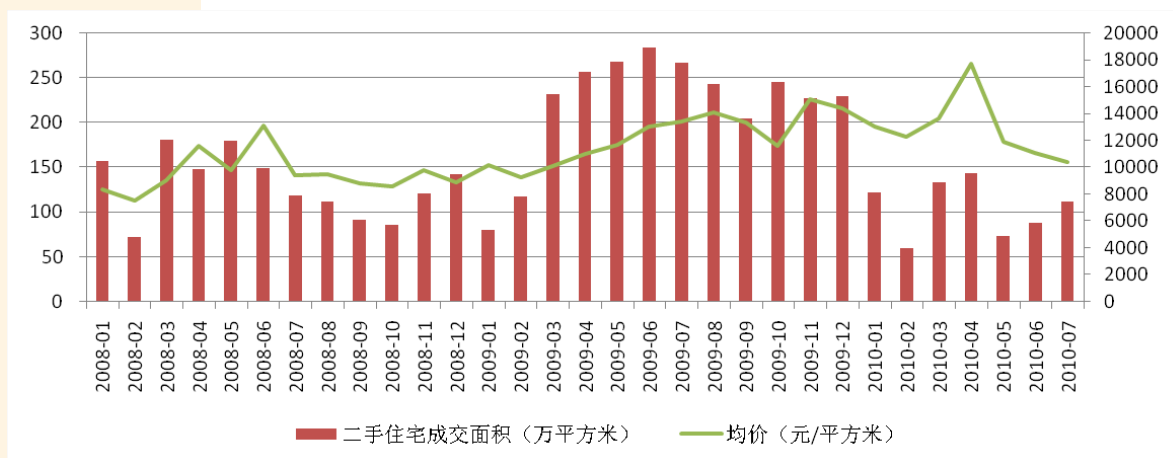
资料来源：湘财证券研究所

3、“扶”不起来的存量释放

存量冲击市场是投资者担忧房地产供应在短时间内冲击市场的原因之一。本轮调控表现中唯一的出乎业内人士意外就是存量没有出现抛售的现象。究其原因，（1）看涨预期非常浓郁。根据历次调控经验，价格水平一直走高，在 2008 年政府的房地产扶植政策下房价暴涨，更坚定了只涨不跌房地产价格预期；（2）无其他投资途径替代房地产投资，也限制投资者将房地产投资转移。房地产投资是主要投资途径之一，能够满足偏好稳定可控的投资者的投资需求。此外，二手房市场供应可能仅限于少数相对成熟的城市，仅在房地产市场发展较为成熟时，二手房交易市场才相对成熟，而大多数城市房地产市场尚未成熟，交易难度和市场容量本身不足造成投资者在投资决策阶段就没有抛售房产的意愿，因此全国大规模抛售房产的可能性不大。根据我们的跟踪，全国建立起较为成熟的二手房市场仅限于上海、深圳、北京、广州、杭州等城市，如果寄希望于存量房供应量冲击市场显然

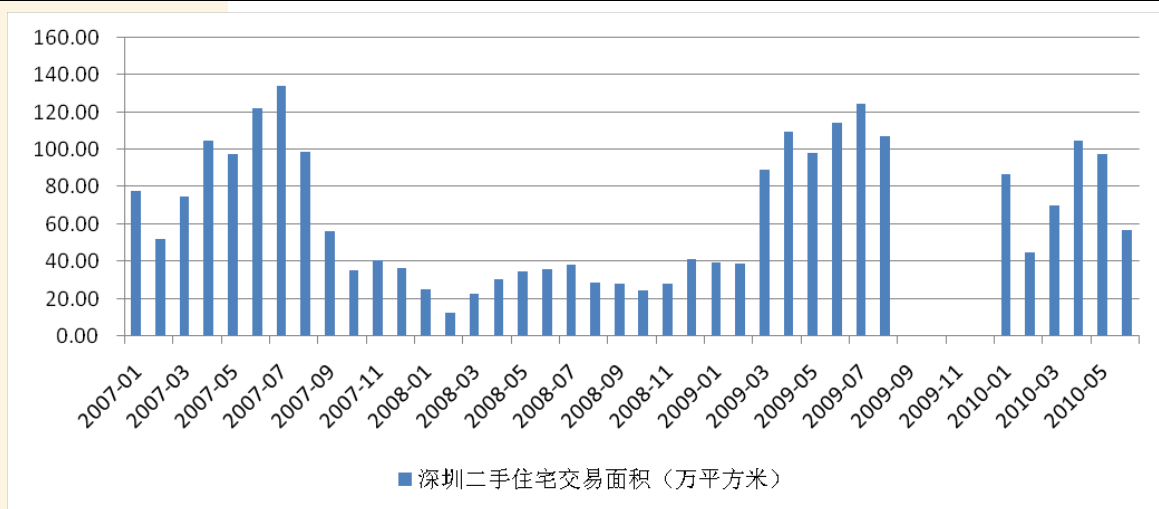
不切合实际。

图 22：上海二手房成交情况



资料来源：CREIS;湘财证券研究所

图 23：深圳二手房成交情况



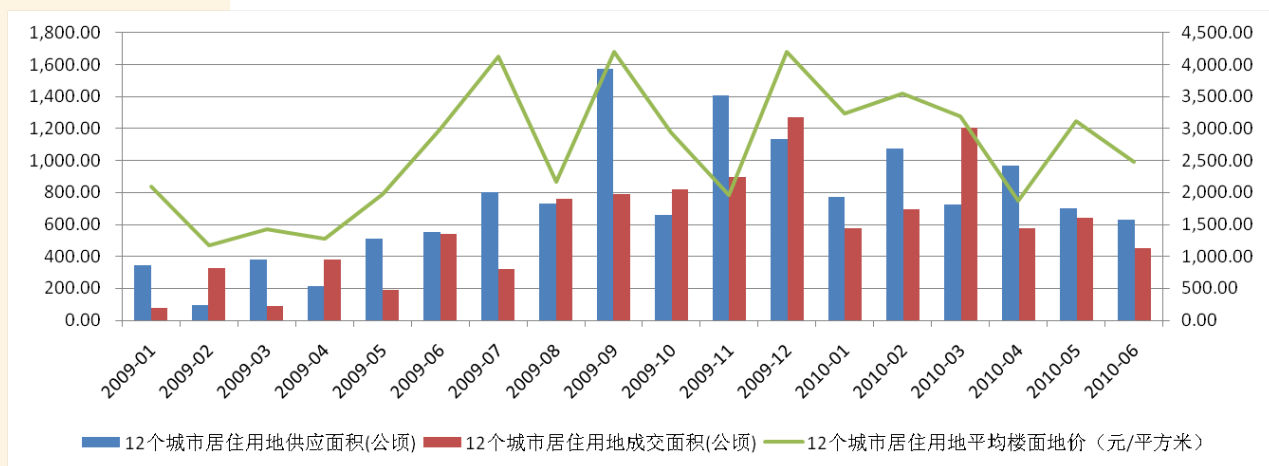
资料来源：CREIS;湘财证券研究所

四、 显著的量升价跌趋势将延后出现

1、市场供应 2011 年上半年才开始快速累积

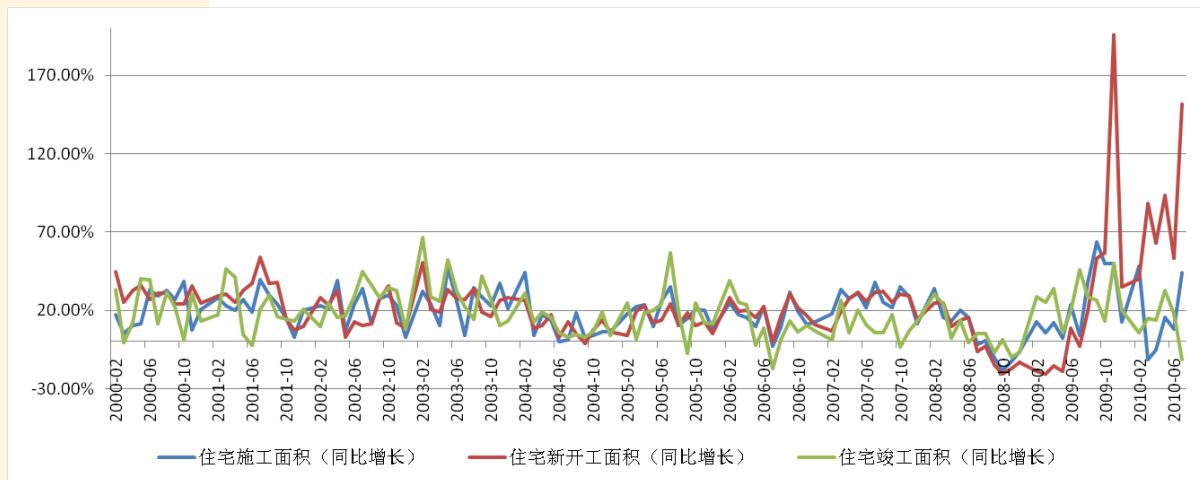
从2009年8月开始，伴随着房产市场复苏，住宅用地市场开始复苏。土地市场热度逐步开始回升，直至2009年12月，环比都呈现回升态势。实际上，考虑到季节因素，2010年一季度的土地市场热度更高，在2010年3月的土地出让甚至于接近2009年12月份的高点。直至2010年4月政策出台，由于土地市场交易有强大的滞后效应，土地成交量下降并不明显。按照我们对于从拿地到开盘的经验数据的推断，下半年入市新楼盘主要以2009年上半年成交的土地为主，而实际情况是2009年上半年土地出让不多。从非全新项目供应看，2008年的土地储备将成为供应的主体，而2008年土地储备供应并不充分，因此对于下半年的供应支持不高。我们认为供应的高峰将会滞后于行业的普遍预期，这也是目前房地产价格没有做出快速降低反应的原因之一。

图 24：12 城市居住用地供应面积

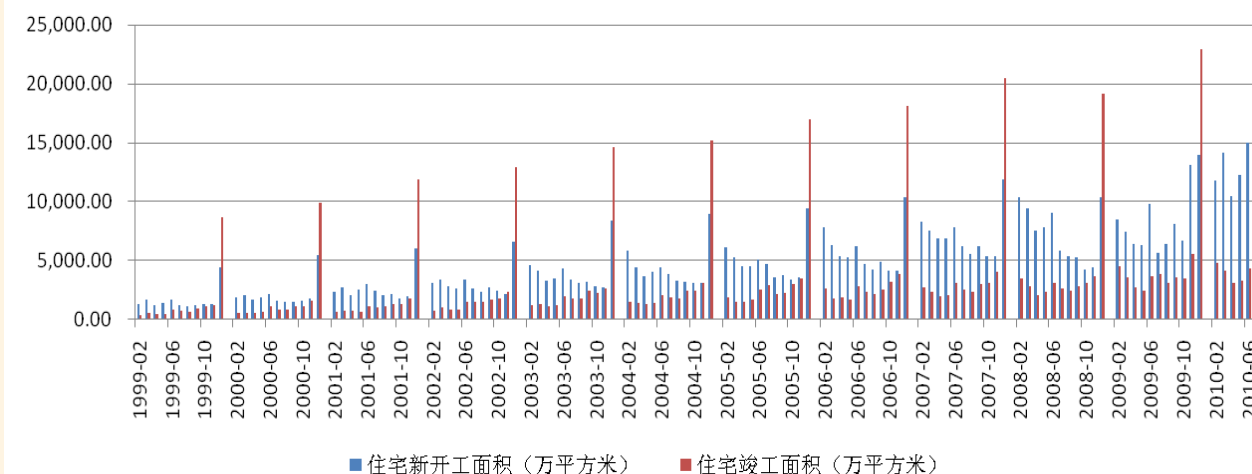


资料来源：WIND;湘财证券研究所

从开工施工情况上看，2008 年的市场环境的冲击使得新开工面积变化最为显著。充分说明了一个较为微观的现象，在房地产市场发生变化时，开发商最先的反应是控制支出，最为直接的是减少新开工。而对于已经接近达到预售状态的项目，开发商才会选择加快施工。

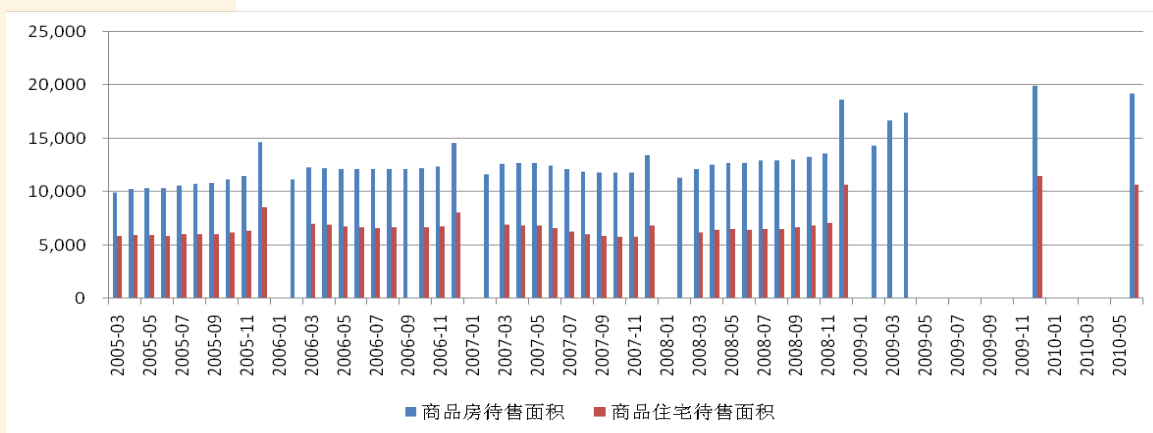
图 25：全国开工、施工及竣工面积增长情况


资料来源：WIND;湘财证券研究所

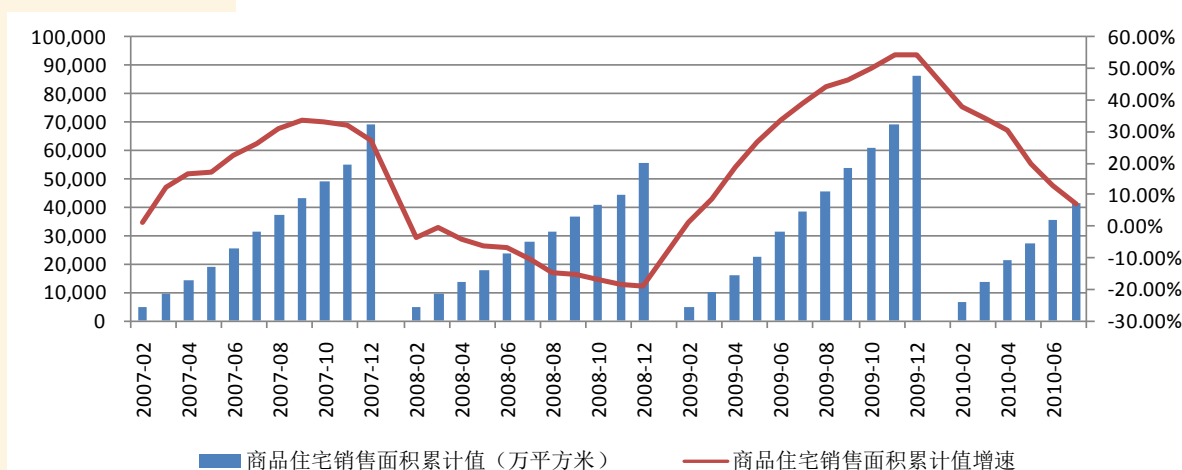
图 26：全国开工和竣工面积情况


资料来源：WIND;湘财证券研究所

从商品住宅待售面积看，商品住宅的待售存量水平不高，2010年6月的待售面积同2008年底的情况基本相同，而比2009年12月的待售存量水平有所降低。从目前的情况，前七月全国的商品住宅成交量同比09年尚有所增长，而相对于07年和08年同期，全国商品住宅成交量更有较大的提升。迄今为止的市场消化情况还比较良好。而金九银十的传统销售旺季即将到来，根据调研情况看，不少开发商在此期间会加大推盘力度，市场成交情况也会有所保证。我们认为，2010年最后两月和2011年一季度可能会成为积累库存供应的时点。

图 27：全国商品房及商品住宅待售面积情况


资料来源：WIND;湘财证券研究所

图 28：全国商品住宅销售面积情况


资料来源：WIND;湘财证券研究所

2、部分城市价格压抑需求

从单套总价上看，由于价格的上涨，购买能力受到了相对较大的损伤。以上海购房者为例，2008年7月上海成交总价段中50-100万的成交还是最多的成交价位，而至2010年7月份这一成交价段已经上升至100-150万，同比其他价位段，也已经渐次提升。也就是说经历了一轮调整，上海购房者需要多支付50万才能够购房。以150万为例，2008年10月信贷政策调整后仅需要支付30万首付款，而同样的楼盘在2010年4月后此房地产的价格变为200万，首付调高至三成，就需要60万的首付款，这对于市场需求存在相当大的打击。但是，从二线城市看，大部分

城市成交总价段还是位于 60 万左右，以三成首付计算，首付需要 18 万，相比而成首付仅升高 6 万，市场承压不大。从不同城市的总价水平对于需求的压力看，除去北京、上海、杭州、宁波等单套房价水平较高的城市，全国大部分城市的价格对成交量的压力不大。

图 29：2008 年 7 月上海住宅总价段

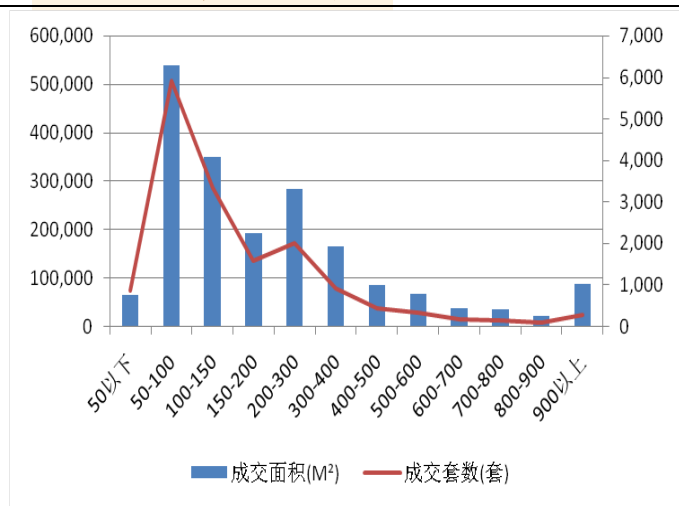
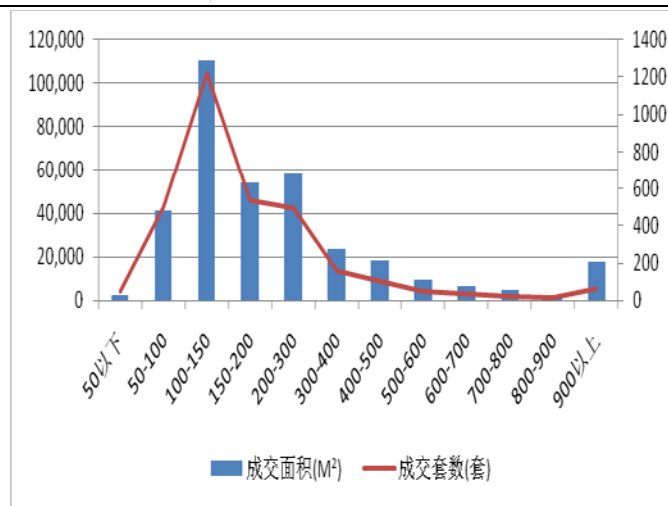


图 30：2010 年 7 月上海住宅总价段



资料来源：湘财证券研究所

图 31：2009 年 7 月重庆住宅总价段

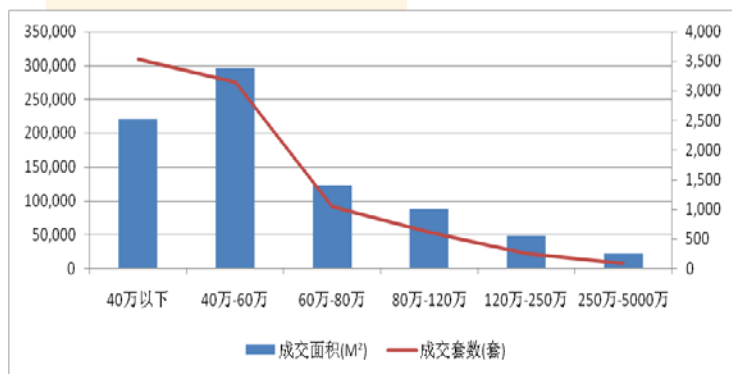
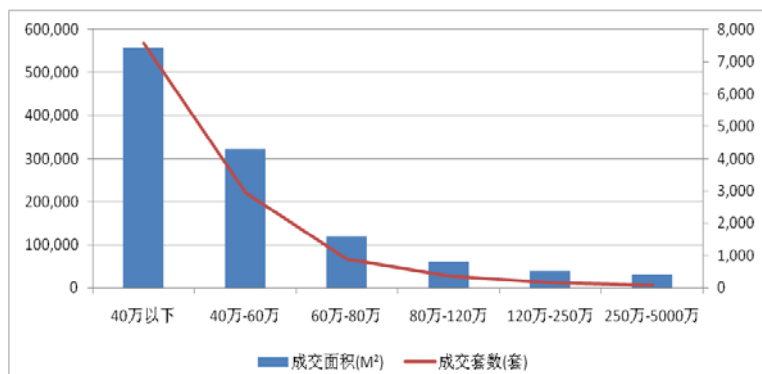


图 32：2010 年 7 月重庆住宅总价段



资料来源：湘财证券研究所

图 33: 2008 年 7 月西安住宅总价段

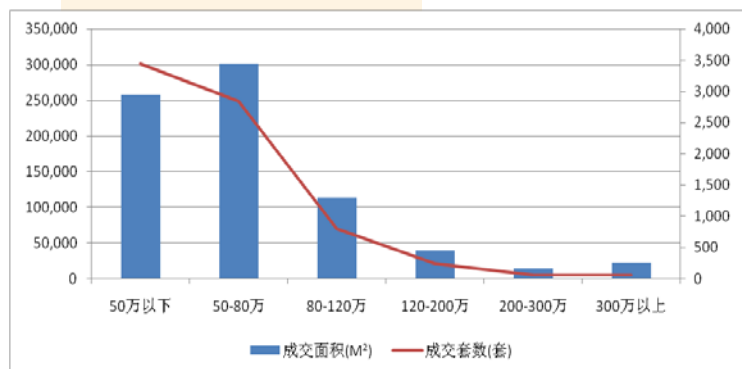
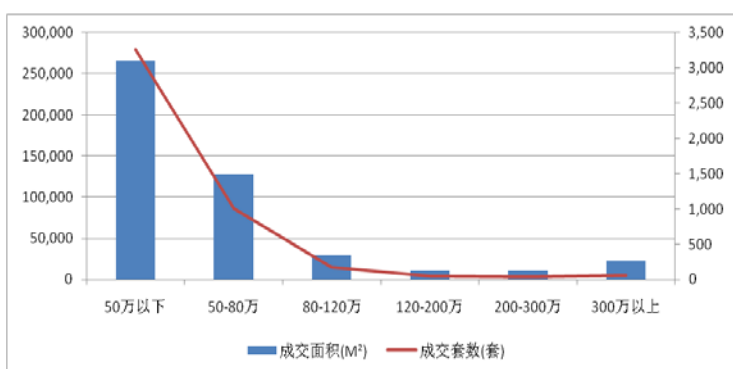


图 34: 2010 年 7 月西安住宅总价段



资料来源：湘财证券研究所

3、价格全面调整赖于供应冲击

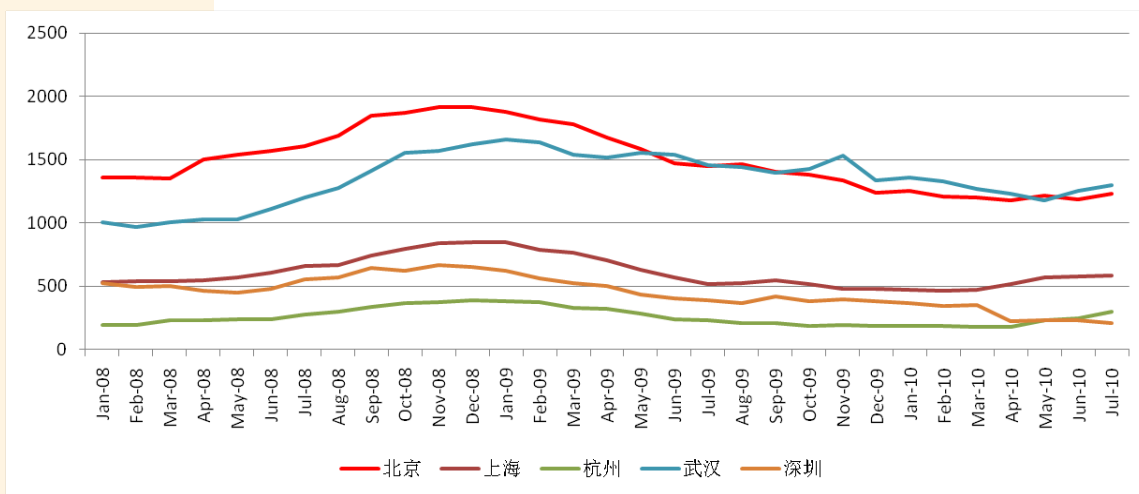
从可售存量上看，全国市场的可售存量较 2009 年底有所升高，但目前一二线城市商品住宅的可售存量却在历史低位，这同 2008 年年初的情况非常类似，正处于一个积累库存的过程中。而在 2008 年 9 月至 10 月期间，可售存量达到了最高点，最终供应压力把市场价格水平压低。

房地产行业具有产品和成本同质、小规模订单、存货水平富有弹性等产业结构都使得消费者没有取得产品的定价权，因此价格变化基本是开发商的主动行为。

目前开发商的降价意愿不强，源于 2009 年市场上行获取大量的销售回款。以 2010 年中报披露看，A 股上市房地产公司的净负债率普遍处于历史的地位。在低负债水平和低可售存量水平的背景下，开发商没有激励降价销售。

触发价格调整的冲击会是政策打压么？从目前的情况看，打压需求的政策对于销售的影响有限，作用局限于成交量指标，而对于价格的影响甚微。这主要是降价主体没有做出一个降价决策，而供应压力会使最终迫使价格合谋联盟的破裂，逼迫开发商降价。

图 35：重点城市可售存量情况（万平方米）



资料来源：CREIS;湘财证券研究所

五、政策之重，市场之殇

1、抑制需求政策何时休

从长周期的视角看，政策的可持续性是由其合理性决定的。而目前打击需求的政策存在诸多漏洞。

首先，打击需求不符合社会的帕累托改善方向，对于政府来说，房地产成交量减少使得依赖于房地产成交量的税收和土地出让收入大幅度减少；对于消费者来说，使得需求受到压抑难以得到满足；对于开发商来说，成交量的萎靡使得企业经营风险增加。打击需求会造成多输的局面，不是均衡的方向。

其次，从逻辑上说，打击需求降低房价存在很多漏洞。打击需求的政策伴随的不仅仅是需求的变化，供给也受到负面影响。从历次调控经验看，在打击需求过后土地市场迅速变冷，导致未来 18 个月后的供应受到影响。同时，房价的降低伴随着的是当期成交量的萎靡，实际上受益于“低房价”的消费者并不多。

最后，虽然说打击需求的政策一直被定位于打击投机需求，但从事实看，自住性需求受到的打击也非常之大。以国十条的信贷政策为例，规定了二套房“4 成首付，1.1 倍利率”的条例，而三套房则变为“大幅度上调比例首付成数和利率”，最终在执行过程中，又被银行执行为首付为三套房“5 成首付，1.15 倍利率”。其中二套房和三套房执行标准的差距并不大，使得改善性住房也受到很大打击。而对于首套房来说，由于多套房贷款的利率较高，在信贷规模受限的条件下，商业银行更愿意贷款给多套房客户。

从长期视角看，目前的打击需求的政策，特别是针对首套和二套房的差别利率政

策存在着较大的不合理性，因此打击需求的政策未来不会长时间存在，但在政策转向的问题上，我们还是持有审慎的态度，根据既有的调控历史，本轮政策至少需要两年左右的时间来寻找长期支持产业平稳发展的政策。

2、逼出供应政策待深化

在上述分析中，已经很清晰地体现了供应对于房地产市场的重要性。而从政策的角度看，针对房地产供应问题的政策并没有得到很好的制定和执行。同长期持有的观点一样，我们认为，未来两年时间内中国房地产政策还是以已经存在的政策深化为主，而全新的政策出台的概率较小。

以目前闲置土地政策为例，处理闲置土地在1999年就有相关政策的制定，只不过当时的主要权力是放在地方政府。而直至2008年1月国务院强调处理闲置土地的政策，“一年罚，两年收回”的政策也没有落到实处。而在今年的国十条明确提出“国土资源部门要加大专项整治和清理力度，严格依法查处土地闲置及炒地行为，并限制有违法违规行为的企业新购置土地”。同时，在处理闲置土地问题上也责成商业银行和证监部门，“商业银行要加强对房地产企业开发贷款的贷前审查和贷后管理。对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。”目前的清理闲置土地所执行的都是已经既定的政策，但深化的可能性不大。

土地增值税严格清算对于房地产开发企业，将会成为比较严厉的政策，但这种政策又强烈依赖于地方政府执行。目前，对于投资时间窗口把握较好的企业的大部分项目，要按照严格结算土地增值税，大部分项目土地增值税占销售收入的比例在10%以上，而应用速算税率则仅需要缴纳销售收入的2%。

房产税是市场不能回避的对市场影响最为重要的政策，房产税是较为复杂的问题。关于可操作性问题、合法性问题和公平性问题的探讨分歧较大。我们认为，房产税对社会影响很大，不可能轻易草率出台，在时间方面我们认为至少需要两年以上的筹划准备时间，才有可能正式出台。

针对近期保障性住房政策推进工作逐步发力，李克强副总理也在短期内连续两次针对保障性住房进行视察。在推动固定资产投资方面，保障性住房的投资力度较大。但需要注意的是，供给结构向保障性住房倾斜，有可能会冲击商品住宅的供应，造成两年后商品住宅市场供应不足。

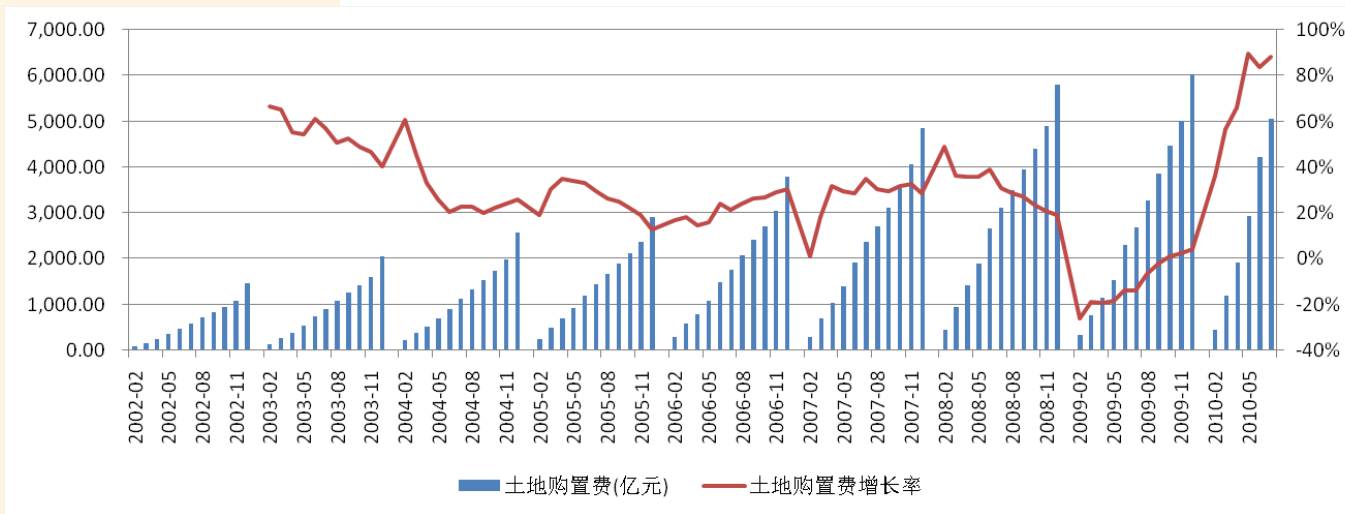
3、政策“亦步亦趋”，市场短期承压较大

我们较大概率地排除了政策压力骤然增加的可能，但目前政策正呈现缓慢增压的态势，这同近期的房地产市场尚未触底就已反弹有较大的关联性。我们能够初步判断，管理层对于价格下降的水平有一个初步的预期，而目前调控效果令管理层并不满意。近期逐步增强对于存量的调控，包括土地和房产囤积的关注、强调打击投机需求和收紧预收款管理等都体现了政策向逼供应的政策倾斜的趋势。但我

们认为，逼供应的政策对于预期影响较大，对于房地产上市公司的实质性的影响相对有限。

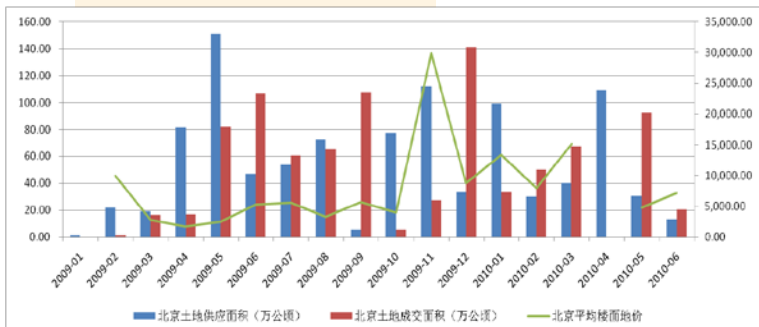
从对上市公司的直接影响来看，土地增值税强化清算和预售款管理两项政策的实质性影响较大。但我们认为两项政策会强烈地依赖于地方政府执行情况。我们观察到最近的土地出让情况好于预期。大部分一二线城市的土地成交量平均水平同09年的平均水平相当。从全国角度看，今年土地购置费同比去年增长幅度依然较大，截至七月底已经累计完成5054亿元的土地出让，同比增长88%。从财政收入上看，地方政府的压力不大，房地产调控政策执行加码的可能性较大。

图 36：全国土地购置费



资料来源：WIND;湘财证券研究所

图 37：北京土地成交情况



资料来源：湘财证券研究所

图 38：上海土地成交情况

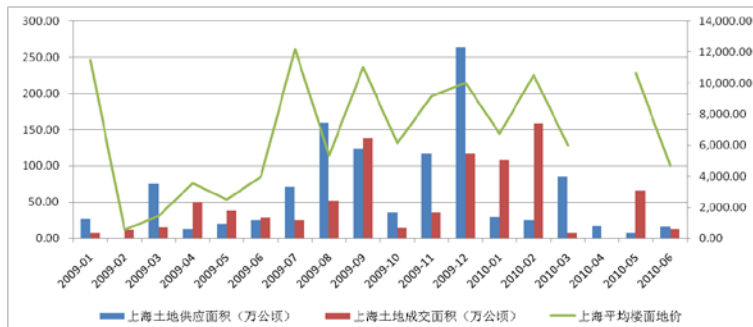
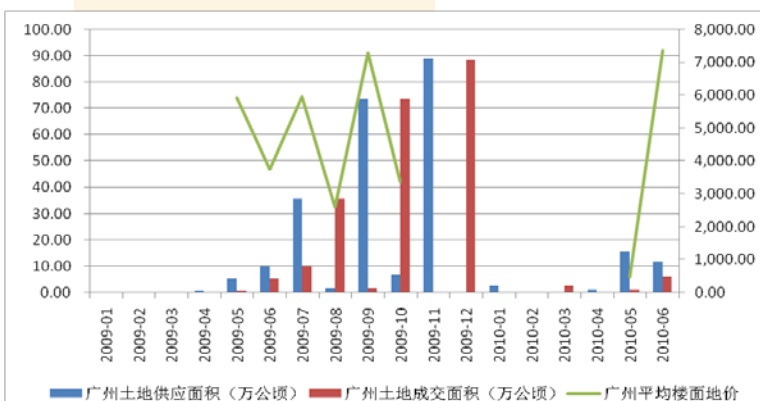


图 39: 广州土地成交情况



资料来源: 湘财证券研究所

图 40: 深圳土地成交情况

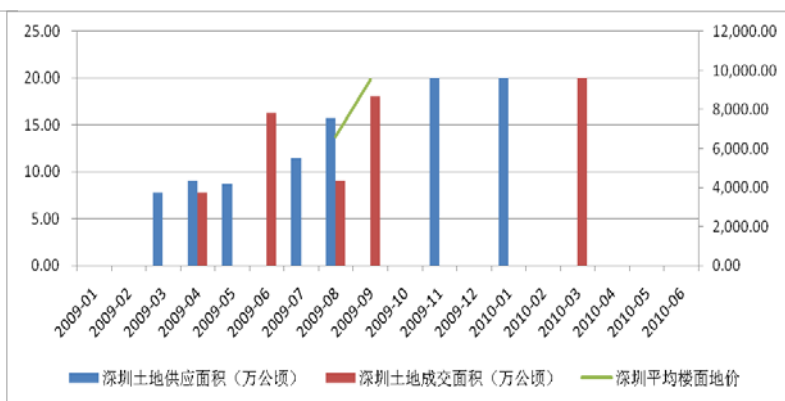
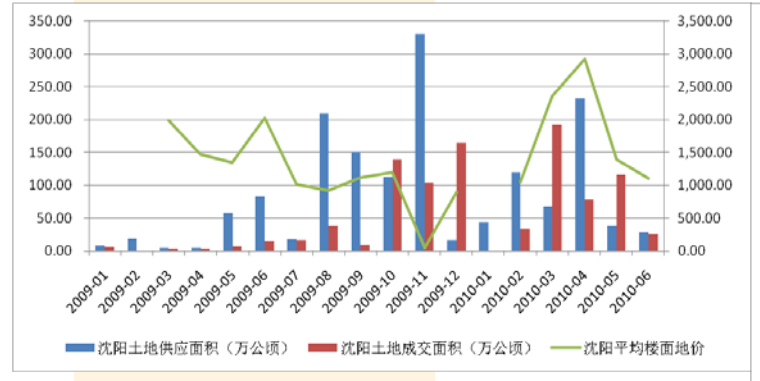


图 41: 沈阳土地成交情况



资料来源: 湘财证券研究所

图 42: 长春土地成交情况

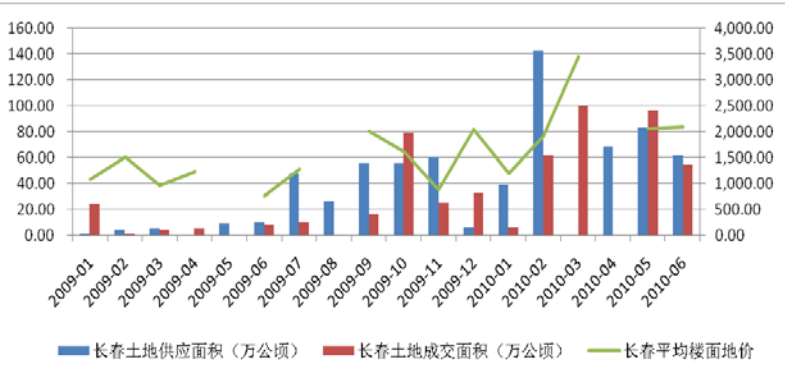


图 43: 杭州土地成交情况

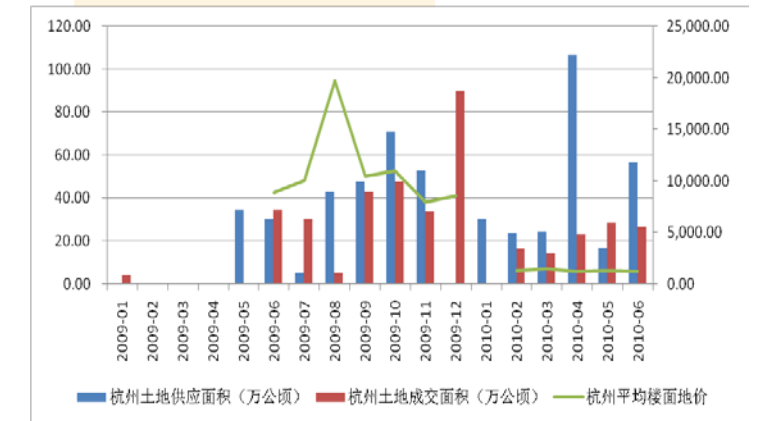


图 44: 南京土地成交情况

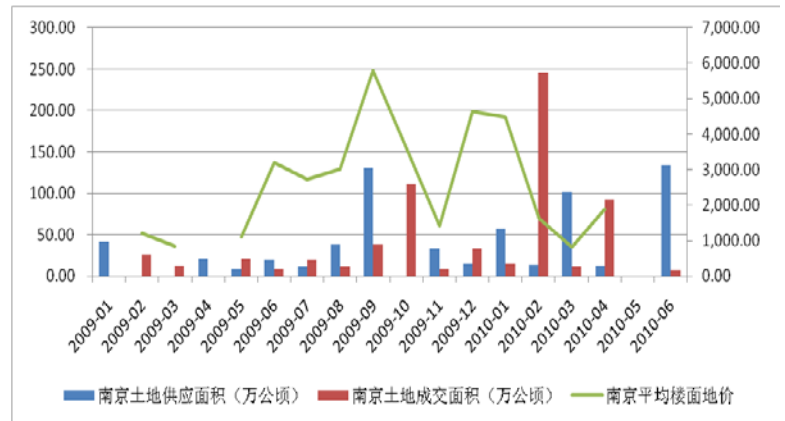


图 45：武汉土地成交情况

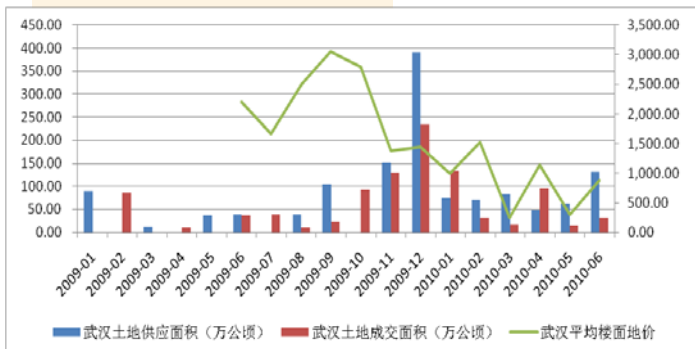
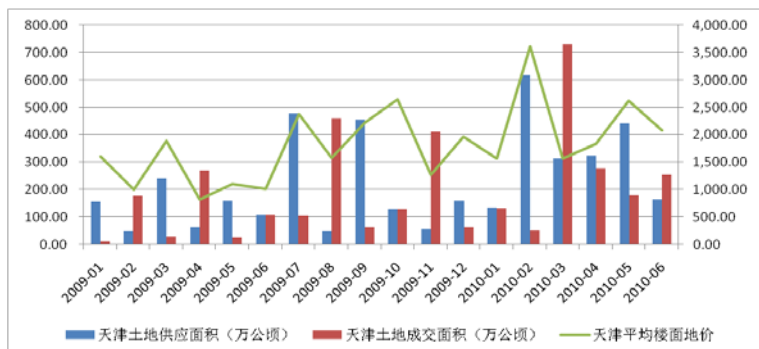


图 46：天津土地成交情况



资料来源：湘财证券研究所

图 47：成都土地成交情况

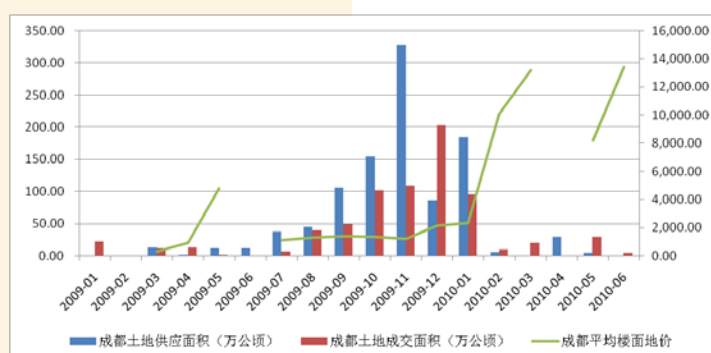
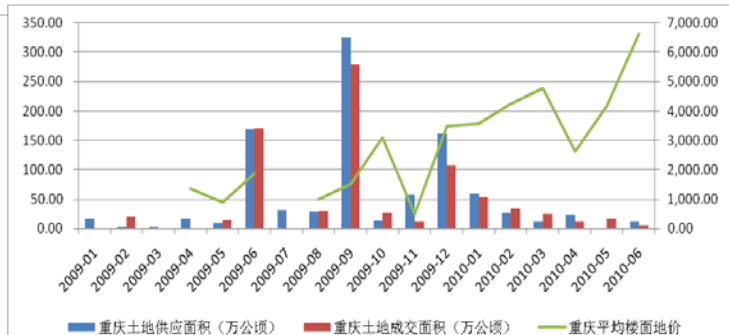


图 48：重庆土地成交情况



资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。