

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**



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

结论与观点

事件：

媒体报道：北京和西安将出台政策，规制预售房款监管。特别是关于北京《商品房预售资金监督管理暂行办法》，规定房地产企业将不能直接收存预售资金，资金必须直接打入监管账户，用款计划需经施工单位、监理单位加以确认，分为基础完成、结构封顶、竣工验收、登记申请四个资金使用节点，每个节点用款额度不得高于重点监管资金总额的 25%，每个资金使用节点只能提出一次用款申请。

主要观点：

□ 草木皆兵，预售资金监管并非新政策

1994 年全国人大颁布的《中华人民共和国城市房地产管理法》，其中四十四条“商品房预售所得款项，必须用于有关的工程建设。”早在 16 年前就制定了专款专用的原则。

1999 年建设部就曾颁布《城市商品房预售管理办法》，其中第十一条就规定“开发经营企业进行商品房预售所得的款项必须用于有关的工程建设。”2004 年修订后的《城市商品房预售管理办法》第十一条仍维持原规定。

直至 2007 年修订的《中华人民共和国城市房地产管理法》在四十五条依然维持 1994 版的《中华人民共和国城市房地产管理法》原规定。

在具体运作过程中，大部分房地产运作成熟的城市都已经形成了三方立专户：地方登记结算中心、项目公司、项目所在地银行参与开立账户，后续按不同用款原因要会同供货商、施工方、监理方联合申请。但在实际操作阶段，其他各方的话语权不大，联合申请的规定基本在实际操作中失效。

□ 掐脖子，逼出供应逻辑完全谬误

“限制开发商的现金流——逼迫开发商增加销售——增加市场供应——降低价格”这一套逻辑成为“掐脖子”政策的逻辑思路。但第一步逻辑环节就存在问题，限制开发商现金流可能会限制开发商的再投资效率，减少供应。

从经验看，对于这种掐脖子政策开发商的第一反应不是加快开发，而是采取“躲”的政策，降低开发支出，平抑现金流缺口。原因主要是，开发商认为（1）现金流是可控的，而市场是不可控；（2）加快开发，在开工周期的长时间内都将承担风险，开发商具有规避长期风险的偏好。

□ 创造劣币驱逐良币环境，无益高效企业

从微观主体实际运营模式来看，追求快周转，实施滚动开发的开发商为提高资金效率，大都采取收支两条线的资金运营方式。也就是说有总公司集中账户来

配置资源。这实际上在很多大型企业集团中惯常的操作方式，能够有效提升资金使用效率，强化财务管控职能。但是，如果出台严控预售房款政策，对于开发效率较低的开发商影响不大，但对于效率较高的开发商则具有较大的硬约束效果。

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。