

何必过分忧虑

——未来地产调控政策之我见


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	房地产
报告日期	2010 年 9 月 28 日

杨国华 房地产行业高级分析师
8621-63325888 x 6078
yangguohua@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860210030001

地产再调控的理由:

近期地产股连续下跌, 主要原因是市场担心新的调控政策出台。为什么会出台新的政策, 无非出于 3 个理由: 1、政府认为房价跌幅不够; 2、政府认为房价涨幅过快; 3、政府认为房价有上涨预期, 需要提前出台政策预防。

- **是房价下跌不够而需加大政策力度吗? 我们认为, 政策调控的根本目的是稳定房价, 控制涨幅, 而不是让房价大幅下跌。房价的大幅下跌和出台的调控政策本身就是对立的, 很难同时实现。例如: 房价的下跌会化解信贷政策对需求的抑制作用。国十条把二套房的首付款比例由 40%提高至 50%。假定房价为 P, 在国十条出台前, 二套房首付为 40%*P, “国十条”出台后二套房首付为 50%*P, 若房价下跌 20%, 则二套房首付变为 80%*P*50%=40%*P, 即国十条对二套房需求的抑制作用消失。而若房价下跌 50%, 则刚开始需首付 50%的购房人完全可以全款支付。**
- **政府认为房价涨幅过快? 事实上, 目前房价涨幅明显得到控制。尽管个别楼盘出现房价较大幅度的上涨, 但整体而言房价还未调头向上。**
- **政府认为房价有上涨预期, 需要提前出台政策预防? 房价的确存在上涨的预期, 这种预期是由于需求恢复、供应没有同步增加, 而库存去化周期快速下降导致的。但我们必须看到, 目前成交量的上升是由刚需主导的从需求低谷的“合理恢复”, 而供需间真正的矛盾在于“供应存在释放的条件, 但却没有相应增加”, 因此, 我们认为, 未来的调控方向应该是以增加供应为主, 抑制需求为辅, 而抑制需求当以强化已经出台的信贷政策执行力度为主。而 9 月 27 日国土部和住建部联合发文《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》, 重点也是从供应入手进行调控。以增加供应为主的调控策略既不会影响需求的释放, 又可抑制房价上涨, 这样的政策对行业及地产股是利大于弊。同时, 我们看到市场正在释放积极的信号——从上周主要城市的成交情况看, 成交增速有所回落, 供应开始放大, 库存的去化周期降幅开始趋缓——这些变化意味着“需求和供应的释放时滞”正在消失, 房价上涨的预期在减弱, 从这个角度讲, 出台新政策的必要性在大大降低。**

再谈房产税:

- **政策重在执行, 而非出台。我们认为, 目前调控政策的主要不足是对已出台政策的执行不力 (如土地供应方面, 保障房的建设方面、信贷政策方面), 而非出台的政策不够多, 这一点从近期“新华社”、“人民日报”等媒体的评论文章中可以得到证实。所以, 在对现有政策进行强化之前, 出台房产税的可能性很小。**
- **房产税对短期房价影响具有不确定性。从国外的经验看, 房产税出台后, 房价有涨有跌。**
- **房产税出台可能会导致投资客抛盘, 房屋变现之后将产生大量的闲置资金, 这些资金一旦涌入其他市场, 对其产品价格可能会产生很大影响。据我们估计, 截至 09 年底全国城镇住宅总价值达到 40.6 万亿, 若有 10%-20%的房产属于投资品并变现, 则会产生 4~8 万亿的闲置资金, 而 09 年全年金融机构新增人民币贷款不过 9.6 万亿 (08 年为 4.9 万亿)。即使我们仅考虑 1999 年-2010 年 7 月竣工的商品住宅, 我们估计其价值约为 17.1 万亿, 若有 10%-20%的房产变现, 则会产生 1.7~3.4 万亿的闲置资金, 该数字仍然十分庞大。因此, 出台房产税必定需要非常审慎。**

投资建议:

市场出现积极信号, 政策风险正在释放, 地产股的持续下跌已经反映较坏的预期, 而龙头地产股的低估值以及今明两年的高业绩锁定性, 再次给我们提供了买入时点, 维持行业看好评级, 建议关注万科、保利、首开股份、中南建设、中天城投、冠城大通等。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司	评级	总股本 (万股)	股价 (9月27日)	总市值 (9月27日)	10EPS	11EPS	10PE	11PE	P/NAV
000002	万科 A	增持	1099521	8.12	893	0.66	0.89	12.3	9.1	0.99
600048	保利地产	买入	457564	11.26	515	1.07	1.37	10.5	8.2	0.73
600383	金地集团	买入	447151	6.15	275	0.52	0.63	11.8	9.8	0.79
000024	招商地产	买入	171730	16.63	286	1.30	1.70	12.8	9.8	0.74
000069	华侨城 A	买入	310748	12.38	385	0.82	1.14	15.1	10.9	0.71
000718	苏宁环球	买入	170266	8.43	144	0.74	1.08	11.4	7.8	0.62
600533	栖霞建设	增持	105000	5.73	60	0.36	0.51	15.9	11.2	0.95
600240	华业地产	买入	64500	6.52	42	0.45	0.66	14.5	9.9	0.65
600241	首开股份	买入	114975	14.80	170	1.21	1.83	12.3	8.1	0.69
600242	建发股份	买入	223775	6.69	150	0.56	0.96	11.9	7.0	0.94
600243	冠城大通	买入	73550	9.04	66	1.07	1.49	8.4	6.1	1.00
600244	中南建设	增持	116784	9.36	109	0.75	1.05	12.5	8.9	0.69
600245	中天城投	买入	91344	10.63	97	0.84	1.52	12.7	7.0	1.11
平均								12.5	8.7	81.6%

资料来源：东方证券研究所

一、地产再调控的理由

近期地产股连续下跌，主要原因是市场担心新的调控政策出台。为什么会出台新的政策，无非出于 3 个理由：1、政府认为房价跌幅不够；2、政府认为房价涨幅过快；3、政府认为房价有上涨预期，需要提前出台政策预防。

房价跌幅不够？

的确，从主要大中城市来看，房价下跌幅度并不大。以一线城市北京、上海、深圳为例，远距离新开楼盘相对于 3、4 月房价高点低开幅度约为 10-20%，核心区新开楼盘基本无降价，甚至创片区房价新高。

如何看待目前这种现象：1、随着城市向外拓展，核心区供应越来越少，但由于其商业、教育等配套最为完善，需求却依然很大，导致其价格比较抗跌甚至能保持继续上涨，出现这种房价走势的结构性差异是正常的，也是必然的。我们应该理性看待这种市场现象。2、远距离楼盘是供应的主战场，也应该是中低收入人群解决住房的主要渠道，这些楼盘的房价事实上已经出现一定程度的下跌。

是否因为房价下跌不够而需加大政策力度？我们认为政策调控的根本目的是稳定房价，控制涨幅，而非让房价大幅下跌。我们认为，房价的大幅下跌和出台的调控政策本身就是对立的，很难同时实现。例如：房价的下跌会化解信贷政策对需求的抑制作用。国十条把二套房的首付款比例由 40%提高至 50%。假定房价为 P，在国十条出台前，二套房首付为 40%*P，国十条后二套房首付为 50%*P，若房价下跌 20%，则二套房首付变为 80%*P*50%=40%*P，即国十条对二套房需求的抑制作用已经消失。而若房价下跌 50%，则刚开始需首付 50%的客户完全可以全款支付。

因此，若政策以“让房价大幅下跌”作为调控目标的话，其本身就是不现实的。

表 1：房价下跌导致首付款的减少

	房价	二套房首付款(假定新政前后首付比例分别为 40%和 50%)	三套房首付款(假定新政前后首付比例分别为 50%和 60%)
新政前	P	0.4P	0.5P
新政后房价不变	P	0.5P	0.6P
新政后房价下降 10%	0.9P	0.45P	0.54P
新政后房价下降 20%	0.8P	0.4P	0.48P
新政后房价下降 30%	0.7P	0.35P	0.42P
新政后房价下降 40%	0.6P	0.3P	0.36P
新政后房价下降 50%	0.5P	0.25P	0.3P

资料来源：东方证券研究所

房价涨幅过快？

事实上，目前房价涨幅明显得到控制，尽管个别楼盘出现房价较大幅的上涨，但整体而言房价还未调头向上。

政府认为房价有上涨预期，需要提前出台政策预防？

房价的确存在上涨的预期，这种预期是由于需求恢复、供应没有同步增加，而库存去化周期快速下降导致的。但我们必须看到，目前成交量的上升是由刚需主导的从需求低谷的“合理恢复”，而供需间真正的矛盾在于“供应存在释放的条件，但却没有相应增加”，因此，我们认为，未来的调控方向应该是以增加供应为主，抑制需求为辅，而抑制需求当以强化已经出台的信贷政策执行力度为主。而 9 月 27 日国土部和住建部联合发文《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》，重点也是从供应入手进行调控。以增加供应为主的调控策略既不会影响需求的释放，又可抑制房价上涨，这样的政策对行业及地产股是利大于弊。

同时，我们看到市场正在出现积极的信号——从上周主要城市的成交情况看，成交增速有所回落，供应开始放大，库存的去化周期降幅开始趋缓——这些变化意味着“需求和供应的释放时滞”正在消失，房价上涨的预期在减弱，因从这个角度讲，出台新政策的必要性在大大降低。

表 2：15 个城市整体周成交量环比增幅较前几周有所回落

新房	套数（套）			套数（套）			套数（套）			类型
	09/19-09/25	09/12-09/18	环比上周	09/12-09/18	09/05-09/11	环比上周	09/05-09/11	08/29-09/04	环比上周	
北京	1579	1712	-8%	1712	2471	-31%	2471	2045	21%	商品住宅
上海	4612	3936	17%	3936	3430	14.8%	3430	3414	0%	商品住宅
深圳	1319	1139	16%	1139	1085	5%	1085	819	32%	商品房
天津	2081	1851	12%	1851	1716	8%	1716	1955	-12%	商品住宅
重庆	6407	5473	17%	5473	4737	16%	4737	5197	-9%	商品房
广州	2575	2499	3%	2499	2825	-12%	2825	1950	45%	商品住宅
武汉	2520	3380	-25%	3380	2726	24%	2726	2526	8%	商品房
杭州	1928	2055	-6%	2055	1634	26%	1634	1314	24%	商品房
成都	1971	1944	1%	1944	1874	4%	1874	1628	15%	商品住宅
南京	977	1220	-20%	1220	1181	3%	1181	1160	2%	商品住宅
福州	399	269	48%	269	283	-5%	283	318	-11%	商品住宅
东莞	867	1292	-33%	1292	799	62%	799	821	-3%	商品住宅

济南	353	475	-26%	475	335	42%	335	240	40%	商品住宅
厦门	244	278	-12%	278	489	-43%	489	266	84%	商品住宅
苏州	1646	1633	1%	1633	1002	63%	1002	958	5%	商品住宅
总计	29478	29156	1%	29156	26587	10%	26587	24611	8%	

资料来源：东方证券研究所

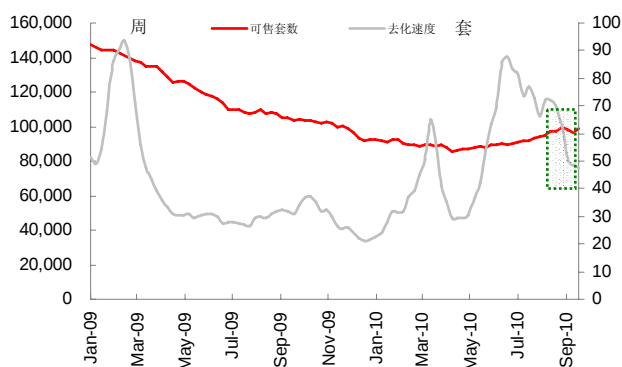
表 3：本周（09/19-09/25）8 个重点城市整体可售房源明显增加，去化周期降幅较前几周趋缓

城市	可售套数（套）			可售套数去化周期（周）			类型
	09/19-09/25	09/12-09/18	环比上周	09/19-09/25	09/12-09/18	环比上周	
北京	99121	96437	2.8%	48	49	-2%	商品住宅
深圳	33918	31477	7.8%	34	37	-8%	商品房
上海	43944	42943	2.3%	12	13	-8%	商品住宅
广州	40352	35182	14.7%	18	17	6%	商品住宅
南京	29184	28912	0.9%	26	27	-4%	商品住宅
重庆	94042	90954	3.4%	18	18	0%	商品住宅
杭州	18815	16538	13.8%	11	12	-8%	商品住宅
苏州	22475	21105	6.5%	19	20	-5%	商品住宅
平均			6.5%			-4%	

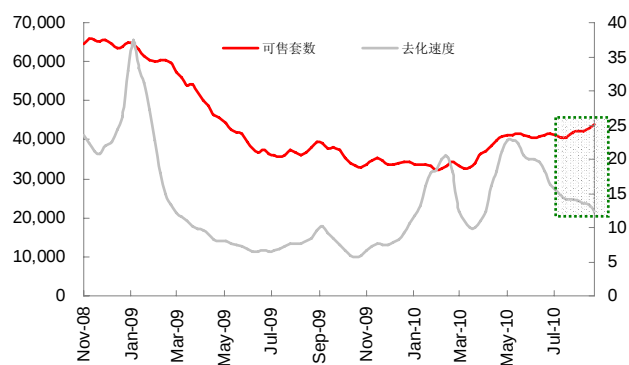
城市	可售套数（套）			可售套数去化周期（周）			类型
	09/12-09/18	09/05-09/11	环比上周	09/12-09/18	09/05-09/11	环比上周	
北京	96437	97833	-1.4%	49	50	-2%	商品住宅
深圳	31477	30135	4.5%	37	41	-10%	商品房
上海	42943	42133	1.9%	13	14	-7%	商品住宅
广州	35182	35199	0.0%	17	20	-15%	商品住宅
南京	28912	27759	4.2%	27	29	-7%	商品住宅
重庆	90954	91302	-0.4%	18	19	-5%	商品住宅
杭州	16538	16160	2.3%	12	14	-14%	商品住宅
苏州	21105	21105	0.0%	20	24	-17%	商品住宅
平均			1.4%			-10%	

城市	可售套数（套）			可售套数去化周期（周）			类型
	09/05-09/11	08/29-09/04	环比上周	09/05-09/11	08/29-09/04	环比上周	
北京	97833	99373	-1.5%	50	62	-19%	商品住宅
深圳	30135	29908	0.8%	41	47	-13%	商品房
上海	42133	42273	-0.3%	14	14	0%	商品住宅
广州	35199	35786	-1.6%	20	24	-17%	商品住宅
南京	27759	27635	0.4%	29	34	-15%	商品住宅
重庆	91302	91192	0.1%	19	20	-5%	商品住宅
杭州	16160	16203	-0.3%	14	15	-7%	商品住宅
苏州	21105	20422	3.3%	24	26	-8%	商品住宅
平均			0.1%			-10%	

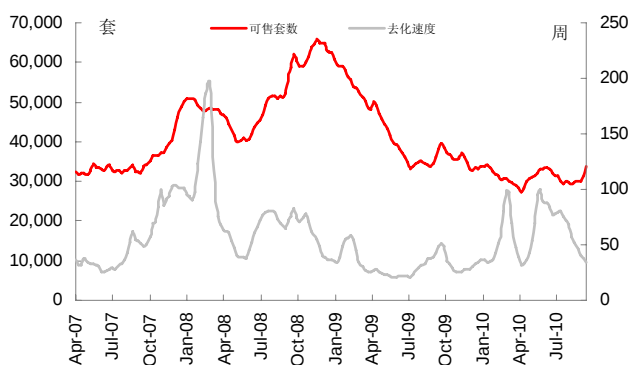
数据来源：各城市房管局，东方证券研究所

图 1：北京市新建商品住宅存量情况（不含保障房）


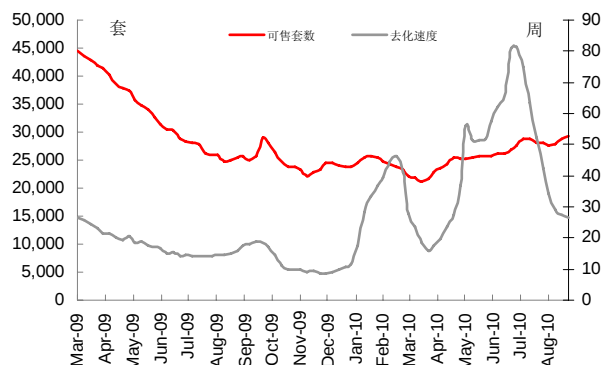
数据来源：WIND，东方证券研究所

图 2：上海市新建商品住宅存量情况


数据来源：WIND，东方证券研究所

图 3：深圳市新建商品房存量情况


资料来源：WIND，东方证券研究所

图 4：南京市新建商品住宅存量情况


资料来源：WIND，东方证券研究所

二、再谈房产税

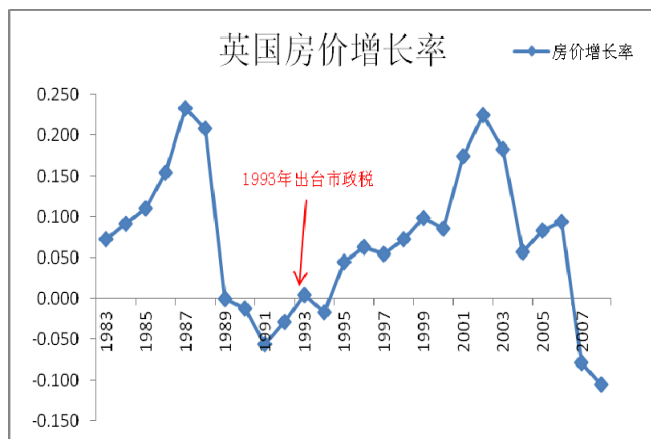
政策重在执行，而非出台

我们认为，目前调控政策的主要不足是对已出台政策的执行不力（如土地供应方面，保障房的建设方面、信贷政策方面），而非出台的政策不够多，这一点从近期“新华社”、“人民日报”等媒体的评论文章中可以得到证实。所以，在对现有政策进行强化之前，出台房产税的可能性很小。

房产税对短期房价影响具有不确定性

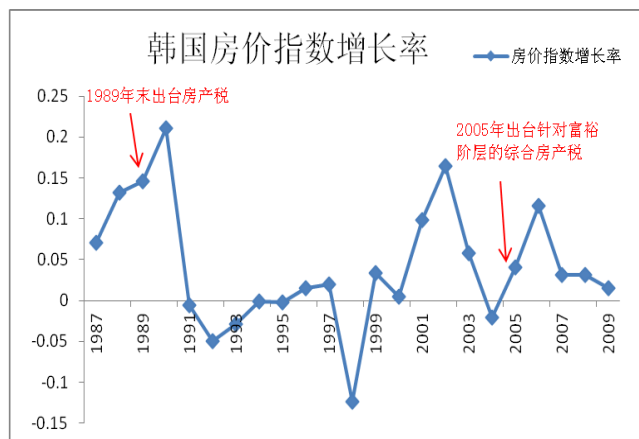
从国外的经验看，房产税出台后，短期房价有涨有跌。

图 5：房产税出台后英国房价短期出现下降



资料来源：CEIC

图 6：房产税出台后韩国房价短期仍然上涨



资料来源：CEIC

房产税出台可能会导致投资客抛盘，房屋变现之后将产生大量的闲置资金

房产税出台可能会导致投资客抛盘，房屋变现之后将产生大量的闲置资金，这些资金一旦涌入其他市场，对其产品价格可能会产生很大影响。我们预计，截至 09 年底全国城镇住宅总价值达到 40.6 万亿，若有 10%-20% 的房产属于投资品并变现，则会产生 4~8 万亿的闲置资金，而 09 年全年金融机构新增人民币贷款不过 9.6 万亿（08 年为 4.9 万亿）。即使我们仅考虑 1999 年-2010 年 7 月竣工的商品住宅，我们预计其价值约为 17.1 万亿，若有 10%-20% 的房产变现，则会产生 1.7~3.4 万亿的闲置资金，该数字仍然十分庞大。因此，出台房产税必定需要非常审慎。

表 4：2009 年末城镇住宅总价值

项目	数据
2007 年末城镇实有住宅建筑面积（万平方米）	1,128,912
2008 年城镇住宅竣工面积（万平方米）	75,969
2008 年城镇商品住宅竣工面积（万平方米）	54,334
2008 年城镇商品住宅竣工占有所有住宅比重	72%
2009 年城镇商品住宅竣工面积（万平方米）	57,700
1986-1994 年城镇商品住宅销售面积合计（万平方米）	30,500
1995-2009 年城镇商品住宅竣工面积合计（万平方米）	461,640
2009 年城镇商品住宅销售均价（元/平方米）	4571
假设	
2009 年城镇商品住宅竣工占有所有住宅比重	72%
城镇非商品住宅较商品住宅折价	50%
2009 年城镇非住宅竣工面积增速	10%
2009 年末城镇非住宅商品房面积（万平方米）	114,250
2009 年城镇非住宅非商品房均价（元/平方米）	2,500
结果	
2009 年末城镇实有住宅建筑面积（万平方米）	1,285,556
2009 年末城镇商品住宅建筑面积（万平方米）	492,140
2009 年城镇商品住宅销售均价（元/平方米）	4,571
2009 年末城镇商品住宅总价值（亿元）	224,957

2009 年末城镇非商品住宅建筑面积（万平米）	793,416
2009 年城镇非商品住宅市场价格（元/平方米）	2,286
2009 年末城镇非商品住宅总价值（亿元）	181,335
2009 年末城镇住宅总价值（亿元）	406,293

资料来源：东方证券研究所

注：1999 年-2010 年 7 月竣工的商品房面积为 50.4 亿平米，假设住宅占比 80%，则住宅竣工面积 40.4 亿平米，按商品住宅平均售价 4230 元/平米计算，则商品住宅总价值 17.1 万亿。

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2010-9-27)



资金流向

(截止2010-9-27)





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn