

调控政策不息 楼市春天不再

行业： 房地产

2010.11.12

评级： 中性

52 周股价走势图



研究员

广州证券研究所行业组

联系电话：020-87322668

联系电邮：yjs@gzs.com.cn

相关报告

-《房地产行业深度报告：调控组合拳下风光难再》20100128

-《房地产行业月报-3月楼市成交回暖》20100331

-《房地产行业点评-调控组合拳再出手，抑制投资需求》20100419

-《房地产行业深度报告：调控风暴来临，楼市冬天将至》20100426

-《房地产行业报告》20100630

-《房地产行业报告》20100827

广证研究

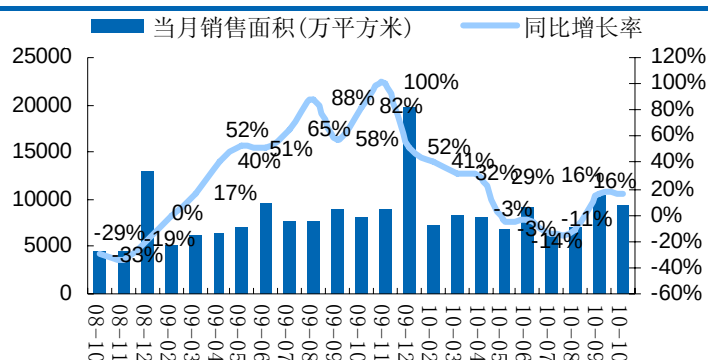
投资要点

- 三季度市场重现小阳春。9月单月成交量达到1.05亿平方米，超过去年9月成交量16个百分点，环比今年8月增长51.76%。前三季度，全国商品房销售面积6.32亿平方米，同比增长8.2%。在二次调控下，国庆黄金周未能给楼市交易带来量的突破。10月单月销售面积为9278万平方米，比9月下降11个百分点，但仍不失“银十”成色。
- 国家统计局公布的数据显示，全国七十大中城市房价指数在今年4月前一直保持上升趋势，从年初的109.5上涨到4月的112.8。4月出台调控政策后房价指数开始逐月下跌，10月指数回到108.9，低于今年1月的水平，房价依然居高不下。
- 整体来看，开发商目前盈利状况良好，资金状况却不容乐观。在宏观调控政策不放松的前提下，未来一年内资金压力会日趋增大。
- 8、9月份的楼市掀起一波小高潮，致使中央再度重申调控政策，其中包括保险资金不得投资开发或销售商业住宅；公租房建设免征多个税种；调整房地产交易环节契税、个人所得税优惠政策；上调首套房首付比例到3成；公积金贷款二套房上调利率，三套房停贷；14城市出台限购令等。
- 四季度及未来一年的地产市场运行状况很大程度上取决于宏观经济走向及调控政策的力度。预计四季度的成交量将有所下降，整体市场将处于量缩价平的状态，短期内房价继续快速上涨的可能性也不大。
- 虽然今明两年房企的盈利状况不差，但由于对地产行业不利的预期因素较多，上市房企的估值下调，其股价的走高将受到抑制。目前整个行业缺乏投资机会，给予中性评级。我们继续长期看好房地产行业。目前整个行业板块的估值已较低，离安全边际不远。建议关注已完成全国布局，以及积极参与保障房建设的开发商。对于具有资金实力，以高周转取胜的大型开发商我们也长期看好。
- 风险提示：为管理通胀央行可能再度加息，这将挤压房地产行业泡沫，对地产板块估值形成压力；如房产税正式出台，则楼市投资需求将进一步得到抑制，对地产市场的成交不利；房价在短期内可能难以出现明显的下跌，不排除政府再出台调控措施遏制房价，压缩房地产企业的盈利空间。

1. 三季度全国房地产市场重现小阳春

自4月“新国十条”出台以来，成交量萎缩明显，5月至8月全国商品房单月销售面积均低于去年水平，但是月均成交量仍然高于07年和08年水平。从8月底开始到9月，全国各主要城市地产成交活跃，量价齐升。9月单月成交量达到1.05亿平方米，超过去年9月成交量16个百分点，环比今年8月增长51.76%。前三季度，全国商品房销售面积6.32亿平方米，同比增长8.2%，增幅比1-8月提高1.5个百分点。8-9月的楼市行情火爆，房价继续上涨，这与今年中央政府的调控目标明显背离。因此中央在长假前再次重申地产调控政策，为楼市迅速降温。在二次调控下，国庆黄金周未能给楼市交易带来量的突破。中国指数研究院数据监测显示，主要城市国庆期间日均成交量与9月相比，普遍下滑。其中，一线城市中，北京、上海日均成交量下滑明显，分别下跌64%和52%；二线城市中，南京、重庆、成都、武汉下滑幅度都在50%以上。10月单月销售面积为9278万平方米，比9月下降11个百分点，但仍不失“银十”成色。

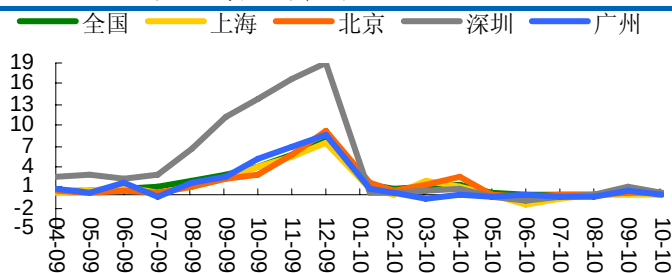
图1. 全国商品房当月销售面积（单位：万平方米，%）



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

价格方面，国家统计局公布的数据显示，全国七十大中城市房价指数在今年4月前一直保持上升趋势，从年初的109.5上涨到4月的112.8。4月出台调控政策后房价指数开始逐月下跌，10月指数回到108.9，低于今年1月的水平，虽10月指数同比仍上涨8.9%，但涨幅已逐月缩小；环比看10月房价比9月上涨0.2个百分点，房价依然居高不下。

图2. 房屋销售价格指数月度环比

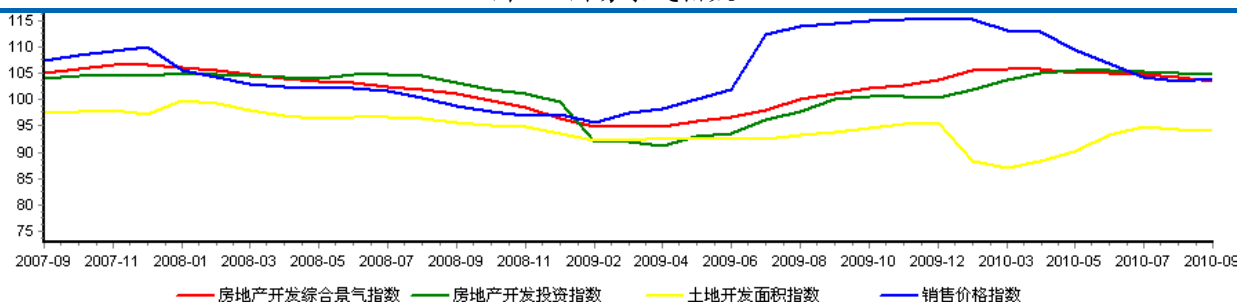


资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

从国房景气指数走势可以看到，今年9月的销售价格指数为104.03，虽然比5月的109.31有所下滑，依然处于高位。房地产开放综合景气指数和房地产开发投资指数的水平相当，都在104左右，属于高景气度区间。土地开发面积指数则明显与其他三项指数有所偏离，9月的最新指数为94.1，开发景气度不高。

敬请参阅最后一页重要声明

图 3. 国房景气指数



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

投资方面，今年 1-10 月全国房地产开发投资 38070 亿元，同比增长 36.5%，增速与 1-9 月基本持平；房屋新开工面积 13.18 亿平方米，同比增长 61.9%，增速较 1-9 月回落近 2 个百分点。10 月单月新开工面积为 1.23 亿平方米，继续延续上升趋势。考虑到保障房建设进度的加快，预计新开工面积的高位运行将持续到年底。从全国土地购置面积来看，今年年初至 10 月土地购置较为活跃，累计土地购置面积 3.28 亿平方米，同比增长 36.2%。月均购置面积也全面超过 07、08 和 09 年水平。整体来看房企今年在土地购置上较为积极，加上今年国土资源部计划出让土地面积大幅提高，对于成交面积的提高也有所促进。

图 4. 商品房新开工面积

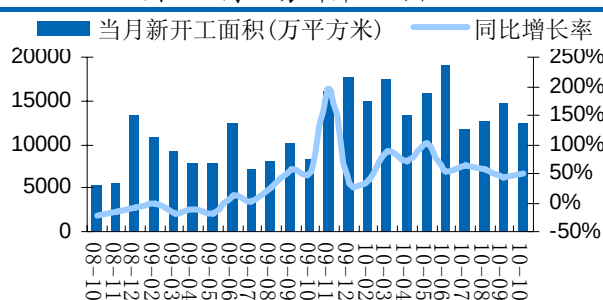
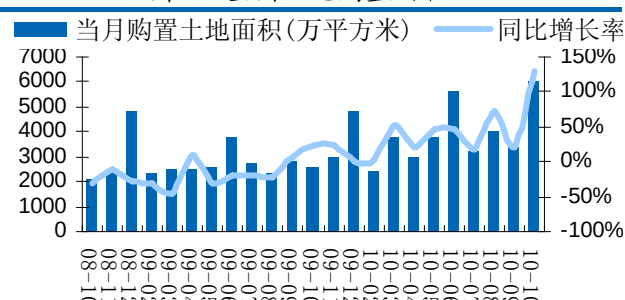


图 5. 全国土地购置面积



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

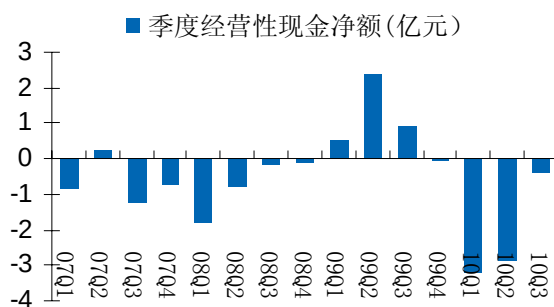
2. 行业上市公司财务状况

2010 年前三季度地产行业上市公司录得营业利润合计 414.33 亿元，比去年同期增长 22.86%；录得扣除非经常性损益后归属母公司股东净利润合计为 259.61 亿元，同比增长 34.24%，利润增长可观。这主要是与今年结算去年的销售项目有关。毛利率方面也基本保持与去年同期相近的水平，约 35.65%。销售净利率则有所下降，今年前三季整体行业净利率为 14.49%，同比下滑 7.3 个百分点。

从资本结构来看，整个地产行业的资产负债率（整体法）是 69.2%，比年初的 64.97% 上升明显，显示房企负债水平增加。整个行业的带息债务与归属母公司股东的权益（整体法）比值为 1.21，比去年同期的比值 0.93 明显上升。从单季度经营性现金净额来看，全行业从 09 年四季度开始连续 4 个季度表现出经营性现金净流出，其中 10 年一、二季度的净流出金额都在 3 亿元左右。

整体来看，开发商目前盈利状况良好，资金状况却不容乐观。在宏观调控政策不放松的前提下，未来一年内资金压力会日趋增大。

图 6 房地产行业单季度经营性现金净额



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

3. 调控政策加码

4月出台“新国十条”之后，楼市成交萎缩明显，房价却依然居高不下。进入8月之后，一部分观望的买家失去等待的耐心选择重新入市，使8、9月份的楼市掀起一波小高潮，也致使中央再度出台调控政策，遏制房价过快上涨。

➤ 保险资金不得投资开发或销售商业住宅

保监会9月5日发布《保险资金投资不动产暂行办法》，规定保险资金可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品。可采用债权、股权或者物权方式投资不动产，但仅限于商业不动产、办公不动产、与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等不动产及自用性不动产。保险资金不得变相炒地卖地，不得投资开发或者销售商业住宅；不得直接从事房地产开发建设（包括一级土地开发）；不得投资设立房地产开发公司，或者投资未上市房地产企业股权，或者以投资股票方式控股房地产企业。已投资设立或者已控股房地产企业的，应当限期撤销或者转让退出。

➤ 温家宝：稳定房价和提供住房保障是各级政府的重要职责。

9月13日，在天津举办的2010世界经济夏季达沃斯论坛上，温家宝总理强调，稳定房价和提供住房保障是各级政府的重要职责。要进一步规范市场秩序，完善土地、财税、金融政策，加快建立促进房地产市场健康发展的长效机制，抑制投资投机性需求，引导市场增加普通商品房的供给，加快保障性住房的建设，发展公共租赁住房，促进形成合理的住房供给结构，满足多层次的住房需求。

9月17日，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强强调，要坚持以人为本、执政为民，着力推进保障性安居工程，加快发展公共租赁住房，促进人民群众安居乐业。要坚定不移地落实国务院关于房地产市场调控的一系列措施，继续坚决抑制投资投机性需求，积极增加有效供给，稳定社会预期，巩固调控成果，完善财税、金融、土地等政策，促进房地产市场平稳健康发展。这是李克强8月以来第三次针对保障性住房建设、房地产调控表态。

住建部要求，各地9月底必须实现保障房安居工程项目全部开工，年末建成或基本建成的要达到60%以上。中央财政将对完成较好地方给予奖励。

9月28日，财政部、国家税务总局发布《关于支持公共租赁住房建设和运营有关税收优惠政策的通知》，加大对公共租赁房的税收支持力度。

➤ 国土资源部、住房和城乡建设部：进一步加强房地产用地和建设管理

9月27日，国土资源部、住房和城乡建设部发布《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》。《通知》指出：统一思想，加强部门协调配合；强化住房用地和住房建设的年度计划管理；加快推进住房

敬请参阅最后一页重要声明

用地供应和建设项目的审批；严格住房建设用地出让管理；加强对住房用地供地和建设的监管；加大违法违规为清理查处力度。《通知》中强调加大对保障性住房的土地供应，并特别指出，因企业原因造成土地闲置一年以上的企业，禁止竞买人及其控股股东参加土地竞买活动。

➤ 财政部、国家税务总局：公租房建设免征多个税种

9月28日，财政部、国家税务总局联合发布《关于支持公共租赁住房建设和运营有关税收优惠政策的通知》，其主要内容是：对公租房建设期间用地及建成后占地免征城镇土地使用税；对公租房经营管理单位建造公租房涉及的印花税予以免征；对公租房经营管理单位购买住房作为公租房，免征契税、印花税；对公租房租赁双方签订租赁协议涉及的印花税予以免征。对企事业单位、社会团体以及其他组织转让旧房作为公租房房源，且增值额未超过扣除项目金额20%的，免征土地增值税；对经营公租房所取得的租金收入，免征营业税、房产税等。

➤ 财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部：调整房地产交易环节契税、个人所得税优惠政策

9月29日，三部委联合发布《关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知》，其内容是：对个人购买普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，减半征收契税。对个人购买90平方米及以下普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，减按1%税率征收契税。对出售自有住房并在1年内重新购房的纳税人不再减免个人所得税。

➤ 央行、银监会：关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知

9月29日，央行、银监会联合发布《关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款。对贷款购买商品住房，首付款比例调整到30%及以上；对贷款购买第二套住房的家庭，严格执行首付款比例不低于50%、贷款利率不低于基准利率1.1倍的规定以及其他相关规定。

➤ 公积金贷款二套房上调利率，三套房停贷

11月3日，住房和城乡建设部、财政部、人民银行、银监会联合印发《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》（下称《通知》），进一步收紧公积金贷款政策。《通知》称，住房公积金个人住房贷款只能用于缴存职工购买、建造、翻建、大修普通自住房，严禁使用住房公积金个人住房贷款进行投机性购房。《通知》明确，公积金贷款将不能用于购买非改善型二套房，改善型二套住房公积金个人住房贷款首付款比例不得低于50%。同时，公积金贷款领域首次执行差别化利率，即改善型二套住房公积金个人住房贷款利率不得低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的1.1倍。

➤ 14城市出台限购令，宽严有别效果不一

截至10月20日，全国采取限购措施的城市数量升至14个。分别是：北京、深圳、厦门、上海、南京、杭州、宁波、福州、温州、天津、三亚、海口、广州、大连。各城市颁布限购令的宽严程度不一。其中，深圳、南京直接对第三套房“限购”，被称为“严厉版”的限购令；而上海、杭州等其他城市对原有住房既往不咎，每个居民家庭仍可再购一套新房，由此被称为“温柔版”限购令。据上海证券报报道，“严厉版”和“温柔版”限购令目前产生的调控效果已开始出现分化，深圳、南京成交量锐减，退房潮涌动；而上海、杭州等地则波澜不惊，成交减少但房价继续走高。

4. 四季度及2011年市场预测

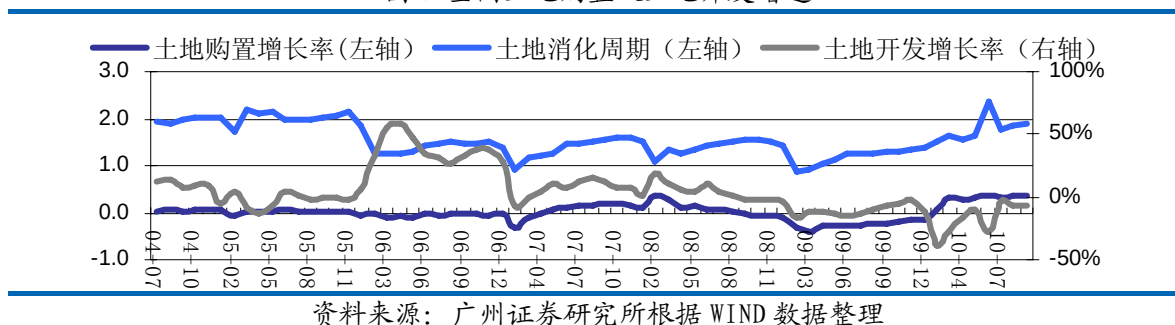
从供求关系来看，短期内将体现为库存上升，开发速度略高于销售速度。长期来看地产供应依然不足，

敬请参阅最后一页重要声明

需求仍旧旺盛。目前的商品房新开工和投资都处于高位，考虑到保障房建设进度的加快，预计新开发面积起码将高位运行至今年年底。随着信贷优惠的取消和限购令的出台，投资和刚性自住需求都受到抑制，市场上供不应求的状况也会在短期内得到缓解。

由于地产行业的供应具有较高的弹性，开发商可以根据市场状况调节新开工和施工的进度，从而影响市场的供应。相对刚性的供应指标是土地市场的供应情况。从每年的累计土地购置面积和土地开发面积同比增速来看，08年下半年开始至09年12月土地购置和开发的增速都处于低位，为负增长，即当时整体市场上的供应是相对较少的。从10年开始土地购置增速重现转正，8月份同比增速达到38%，而土地开发的累计面积同比增速则仍然处于低位。从土地消化时间来看（用年度累计土地购置面积除以年度累计土地开发面积），最近一年的消化时间有所提高，截至9月份土地消化周期为1.88年，可以大致理解为开发商储备的土地会在不足2年的时间内开发完。此外，从每年全国土地供应计划的完成情况也可以看到土地供应远未达到国家和政府的计划水平。长期来看土地供应仍然是不足的，从而导致地产市场上的供应紧张。

图7 全国土地购置及土地开发增速



国内城镇化进程和居民改善居住的需求依然是地产行业需求的主要支撑。我们相信未来10年国内城镇化进程将继续快速发展，与之相对应的是房地产行业的高速运行。

四季度及未来一年的地产市场运行状况很大程度上取决于宏观经济走向及调控政策的力度。房地产行业历来与宏观经济关联甚密。10月20日央行突然宣布加息0.25个基点，引发了市场对于国内进入加息周期的预期对地产行业的影响较大。一方面开发商融资成本将继续上升，另一方面借贷购房的成本也将有所提高，加上限购令的出台，购房需求将受到进一步的抑制。预计四季度的成交量将有所下降。由于多数开发商已在前三季度回笼了一定量的资金，第四季度的资金压力有所减缓，四季度新推楼盘的降价空间不大。估计四季度整体市场将处于量缩价平的状态，短期内房价继续快速上涨的可能性也不大。

10月份CPI增速达到4.4%，国内通胀形势较为严峻。预计明年CPI增速快速下降的可能性不大，市场上整体流动性仍然充裕。在这样的前提下，央行再次加息的压力增大，会对地产行业造成不利影响。此外，如果房价居高不下，不排除政府出台后续调控措施的可能。房产税等税收制度的完善也是大势所趋，整体上对于地产行业不利的因素较多。如果调控政策一直不放松，随着开发商的融资成本增加和预收款的减少，房企在2011年的资金压力将日趋加大，降价促销或将成为必然的选择。最终2011年房价是否会下跌及下跌的程度如何，将取决于宏观调控的执行力度和持续时间。

5. 投资策略：短期内难现反转

股市方面地产板块从去年底至今年2月已下跌18%。2月底开始超跌反弹。由于楼市一季度表现持续升温，引发了严厉的调控政策出台，地产股应声下跌提前结束反弹。从年初至11月12日，房地产行业（申万）指数下跌21.58%，同期沪深300下跌7.94%，房地产行业指数大幅跑输市场。虽然今明两年房企的盈

敬请参阅最后一页重要声明

利状况不差，但由于对地产行业不利的预期因素较多，上市房企的估值下调，其股价的走高将受到抑制。目前整个行业缺乏投资机会，给予中性评级。

需要强调的是，政府希望通过调控促进房地产市场的健康发展，对于行业乃至全国经济都是有利的。房地产行业作为全国的支柱行业，在未来的城市化进程中也仍将得到快速发展。我们继续长期看好房地产行业。目前整个行业板块的估值已较低，离安全边际不远。建议关注已完成全国布局，以及积极参与保障房建设的开发商。对于具有资金实力，以高周转取胜的大型开发商我们也长期看好。

6. 跟踪公司评级及基本情况

证券名称	证券代码	评级	当前价格	每股收益 EPS (元)				市盈率 PE (TTM)				每股净资产 (元)	
				08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	09A	10E
中国宝安	000009.SZ	强烈推荐	15.30	0.23	0.45	0.63	0.88	47.25	20.06	24.19	17.46	1.84	2.25
保利地产	600048.SH	谨慎推荐	12.92	1.06	1.04	1.35	1.72	22.40	12.32	9.52	7.33	7.13	6.83
万科 A	000002.SZ	强烈推荐	8.53	0.48	0.64	0.79	1.00	22.30	13.40	10.72	8.70	3.40	4.06
招商地产	000024.SZ	谨慎推荐	16.74	0.96	1.25	1.56	1.93	27.81	13.45	10.84	8.22	9.48	10.68
金融街	000402.SZ	谨慎推荐	6.75	0.55	0.54	0.64	0.87	22.04	12.32	10.01	7.43	6.25	5.59
世茂股份	600823.SH	谨慎推荐	13.37	0.18	0.81	1.32	1.60	94.67	15.79	10.30	8.38	5.30	6.31
深长城	000042.SZ	中性	16.21	1.11	1.50	1.63	2.14	20.05	10.71	9.35	7.83	8.64	9.89
华发股份	600325.SH	中性	10.69	0.83	0.95	1.16	1.85	22.53	10.99	8.89	5.88	6.23	7.02
华侨城 A	000069.SZ	中性	11.94	0.55	0.75	0.97	1.24	31.28	16.31	12.58	9.98	3.37	4.00
中粮地产	000031.SZ	中性	6.84	0.21	0.29	0.51	0.85	54.53	23.80	13.29	8.08	3.27	
中航地产	000043.SZ	中性	11.97	0.28	0.31	0.55	0.89	53.50	38.08	21.66	13.42	7.72	
深振业 A	000006.SZ	中性	6.76	0.64	0.45	0.62	0.86	17.61	14.44	10.78	7.84	4.16	4.72
格力地产	600185.SH	中性	7.86	0.67	0.57	1.03	1.78	31.66	12.37	7.70	4.77	2.87	

资料来源：广州证券研究所、Wind 资讯

7. 风险提示

- 目前国内通胀情况严峻，为管理通胀央行可能加大加息力度，这将进一步挤压房地产行业泡沫，对地产板块估值形成压力。
- 房产税试行呼声渐高，如房产税正式出台，则楼市投资需求将进一步得到抑制，对地产市场的成交不利。
- 房价在短期内可能难以出现明显的下跌，不排除政府再出台调控措施遏制房价，进一步压缩房地产企业的盈利空间。

研究所

地址：广州市先烈中路69号东山广场主楼17楼

电话：020-87322668

网址：www.gzs.com.cn

邮编：510095

联系人：袁倩 020-87322668-336

股票/行业评级标准

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

重要声明

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，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“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。