

房价、房市、房企

---2011 年房地产年度策略报告

报告要点

- 本篇策略报告主要从三个角度来分析整个房地产市场，我们以分析房价为起点，系统的论述了房价上涨的原因；同时论述了市场出现的各种热点问题，包括一二线城市、二三级市场、保障性住房、商业与住宅等；最后我们把目光投向房地产企业，延续我们中期的思路论述了当前主流房地产企业面临的困境以及我们看好的商业模式。
- 我们认为本轮房价的上涨主要源于以下几个方面：第一是源自于全球量化宽松的货币政策使得投资性需求爆发以及超强的通胀预期；第二是由于土地的供应结构性不足引起；第三是由于再融资的限制使得绝大多数地产公司融资成本上升引起。从结果来看，目前房价已从一线城市传导到了二三线城市。
- 对于房地产市场的思考，我们认为未来调控的重点将会转向二手房市场；保障性住房面临着完善立法的要求，未来保障性住房需要有着明晰的地位；另外我们仍然认为大都市化仍然是未来城市发展的方向；今年以来商业地产无论从销售还是租金方面都得到较大幅度的提高，我们认为至今年起商业地产很可能进入繁荣期。
- 对于房地产企业来说，我们延续中期策略的思路，我们认为影响企业估值的因素主要是影响房地产开发企业发展速度以及盈利能力的基本要素，这些基本要素概括起来就是融资、土地与税收。目前这几个方面的因素仍然是市场调控的重点，住宅开发类地产估值下移已成定局，但我们对于住宅开发类的地产比之今年相对要乐观，仍然看好商业地产、旅游地产。在公司标的方面，我们推荐经过 09 年战略休整之后，已经重新回到增长轨道万科；推荐毛利低点已过的保利；推荐新兴商业模式代表的世茂股份；另外我们看好 NAV 折价最高的泛海建设。房地产服务业方面，随着地产服务业明年政策方向明朗，我们相信该子行业发展速度将再提高，行业内整合力度将增强，有利于龙头企业发展，推荐世联地产。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000002	万科 A	推荐
000656	ST 东源	推荐
600823	世茂股份	推荐
600048	保利地产	推荐
000046	泛海建设	谨慎推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《食之无味，弃之可惜---房地产 10 月月报》
 2010-11-3
 《中国房地产政策研究系列之四---土地增值税专题》
 2010-10-22
 《城市更新---快速城市化过程的机会》
 2010-10-21

分析师：

苏雪晶
 (8621)68751692
 suxj@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490209010200
 联系人：
 杨靖凤
 (8621) 68751636
 yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

房价---二三线城市成为主角	6
量化宽松货币政策	7
真的是“刚需”吗?	8
成本推动	9
房市	14
二手房是未来调控新思路	14
大城市化经典路径在延续	15
二三线城市的舞步	19
住房保障方向之争	20
商业地产繁荣起点	22
房企	23
目前商业模式的困境	23
融资	23
土地	24
税收	25
估值下移	28
万科 A---王者风范 量级已超越	28
保利地产---毛利低点已现	29
世茂股份---新兴模式的代表	30
泛海建设---关注资源禀赋	31
世联地产---地产服务业	32

图目录

图 1: 深圳商品住宅成交均价.....	6
图 2: 上海商品住宅成交均价.....	6
图 3: 苏州期房价格走势.....	6
图 4: 重庆一手房房价.....	6
图 5: 武汉房价走势.....	7
图 6: 天津房价走势.....	7
图 7: 美国十年期国债收益率.....	7
图 8: 标普 Case-Shiller 综合 20 城市房价指数（同比）.....	7
图 9: 香港土地价格走势.....	7
图 10: 香港二手私人住宅销售均价（百万/份）.....	7
图 11: 我国 CPI 走势.....	8
图 12: 人民币汇率 NDF 走势.....	8
图 13: 商品房供求关系资金图.....	8
图 14: 供求关系面积比较图.....	8
图 15: 万科按支付划分的销售结构.....	9
图 16: 万科销售产品需求类型.....	9
图 17: 新开工---竣工面积（时差 2 年）.....	10
图 18: 全国土地购买与开发面积同比增长率.....	10
图 19: 杭州住宅土地出让面积与金额.....	11
图 20: 上海住宅土地出让面积与金额.....	11
图 21: 西安住宅土地出让面积与金额.....	12
图 22: 武汉住宅土地出让面积与金额.....	12
图 23: 资金来源同比增速（%）.....	12
图 24: 资金来源比重（%）.....	12
图 25: 二手房交易流程图.....	15
图 26: 日本三大都市圈人口增长.....	18
图 27: 日本市镇村数量统计.....	18
图 28: 日本土地供应面积.....	19
图 29: 日本住宅竣工面积.....	19
图 30: 万科、保利近三年除一线城市外拿地占比.....	19
图 31: 一季度万科分区域销售面积同比（%）.....	19
图 32: 人均居住面积比较.....	19
图 33: 天津一手住宅周成交面积（万平米）.....	19
图 34: 特惠型.....	20
图 35: 中间型.....	20
图 36: 普惠型.....	20
图 37: 经济适用房投资额占财政收入比重.....	20
图 38: 2010 年来四大城市写字楼供求情况（万平米）.....	22
图 39: 商品房分类销售金额累计同比增速.....	22
图 40: 房屋销售价格指数.....	22

图 41: 房屋租赁价格指数.....	22
图 42: 保利上市前后比较.....	23
图 43: 万科 06 年融资与盈利增长情况.....	23
图 44: 金地融资与盈利增长情况.....	23
图 45: 跟踪上市房企地价占售价比例.....	24
图 46: 地价占售价的比重会提高传导图	25
图 47: 北京 04 年以来住宅用地出让溢价率	25
图 48: 杭州 04 年以来住宅用地出让溢价率	25
图 49: 南京 05 年以来住宅用地出让溢价率	25
图 50: 重庆 04 年以来住宅用地出让溢价率	25
图 51: 房地产板块指数.....	28
图 52: 相对估值走势 (基于 TTM 整体法)	28
图 53: 上市公司销售对比.....	28
图 54: 公司近年 roe 水平	28
图 55: 保利销售情况	29
图 56: 保利近期结算利润率	30
图 57: 保利结算期间费用率	30
图 58: 主要地产公司上半年销售额	30
图 59: 世茂进入城市人均 GDP 比较	30
图 60: 世茂项目用途分布	30
图 61: 世茂项目区域分布	30
图 62: 存货周转率对比.....	31
图 63: P/NAV 对比	31
图 64: 按业务分类占比.....	32
图 65: 按业务分区域占比	32

表目录

表 1: 全国土地闲置面积统计表	9
表 2: 主要城市 1---9 月份住宅土地出让情况	10
表 3: 前三季度房地产信托融资	12
表 4: 今年以来上市企业部分信托融资	13
表 5: 房企境外融资表	14
表 6: 目前二手房交易环节税费	14
表 7: 世界主要发达国家的城市化率及与中国的比较	15
表 8: 美国传统城市化的两个阶段	16
表 9: 1920-2000 年美国大都市区发展情况	17
表 10: 美国郊区化成因	17
表 11: 世界发达国家主要大都市带	18
表 12: 战后日本城市化进程	18
表 13: 2010 年部分城市保障性住房建设计划	21
表 14: 有关土地增值税的法规条例	26
表 15: 毛利率对应土地增值税率（土地增值税/营业收入）	27
表 16: 近期有关房产税的政策	27
表 17: 行权条件	28
表 18: 行权日期	29
表 19: 公司项目表	31
表 20: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	32
附表: 2010 年来主要政策简介	33

本篇策略报告主要从三个角度来分析整个房地产市场，我们以分析房价为起点，系统的论述了房价上涨的原因；同时论述了市场出现的各种热点问题，包括一二线城市、二三级市场、保障性住房、商业与住宅等；最后我们把目光投向房地产企业，延续我们中期的思路论述了当前主流房地产企业面临的困境以及我们看好的商业模式。

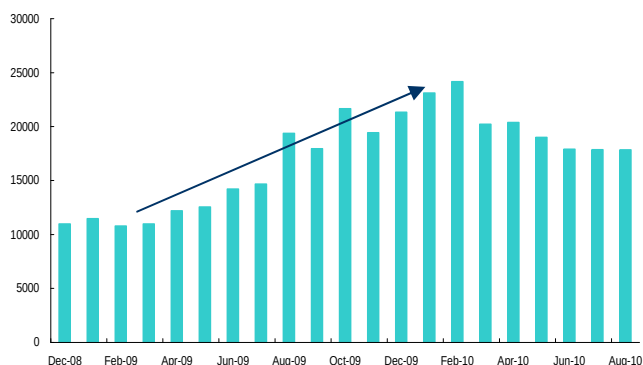
房价---二三线城市成为主角

我们认为本轮房价的上涨主要源于以下几个方面：第一是源自于全球量化宽松的货币政策使得投资性需求爆发以及超强的通胀预期；第二是由于土地的供应结构性不足引起；第三是由于再融资的限制使得绝大多数地产公司融资成本上升引起。

这三个方面因素导致了房价在 09 年以来快速的上涨，09 年年初房地产价格上涨是最先从一线城市开始的，如深圳从 08 年年底的 11000 左右上涨到 10 年 2 月份接近 25000 的价格；同样发生在上海，商品住宅由 08 年年底的 10000 左右上涨到 10 年 4 月份接近 18000 的价格。在四月份国家密集出台新政后，一线城市得到控制。深圳、上海在下半年以来还是出现了不同程度的下降的。但我们观察到今年下半年以来房价的上涨开始蔓延到二三线城市，从我们跟踪的几个城市来看，都出现了不同程度的上涨。

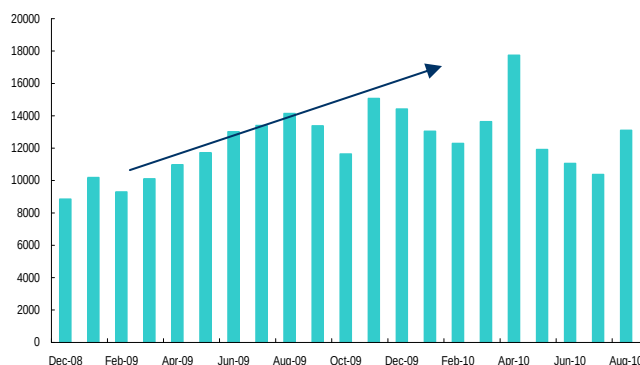
从目前来看二三线城市价格的上涨并未停止，最新的调研的情况显示二三线中的绝大多数城市仍处于量价齐升，从数据表现来看一线城市房价的快速上涨已经传导到了二三线城市。

图 1：深圳商品住宅成交均价



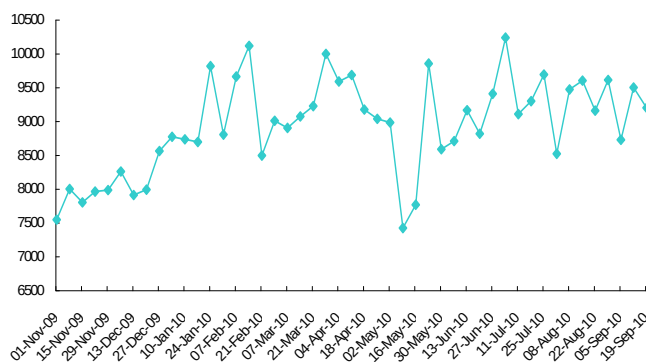
资料来源：深圳房地产信息网，长江证券研究部

图 2：上海商品住宅成交均价



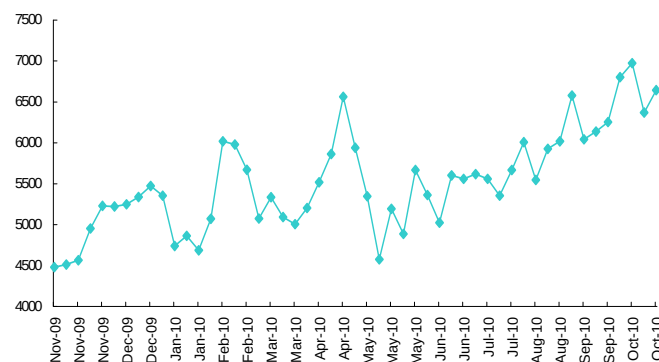
资料来源：上海房地产信息网，长江证券研究部

图 3：苏州期房价格走势



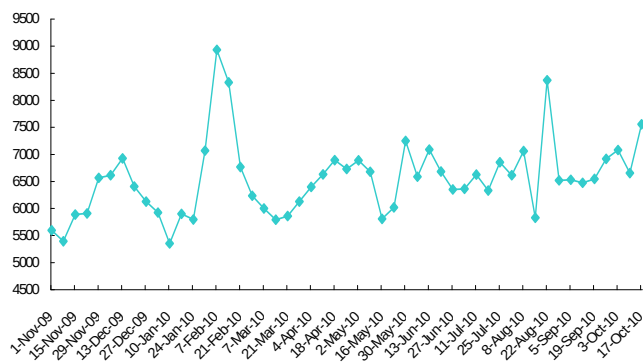
资料来源：苏州房地产信息网，长江证券研究部

图 4：重庆一手房价



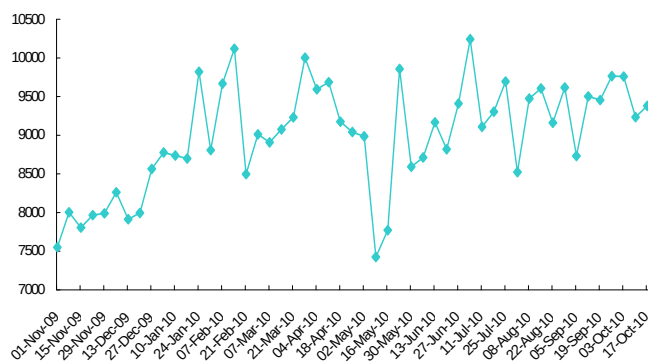
资料来源：重庆房地产信息网，长江证券研究部

图 5：武汉房价走势



资料来源：武汉房地产信息网，长江证券研究部

图 6：天津房价走势



资料来源：天津房地产信息网，长江证券研究部

量化宽松货币政策

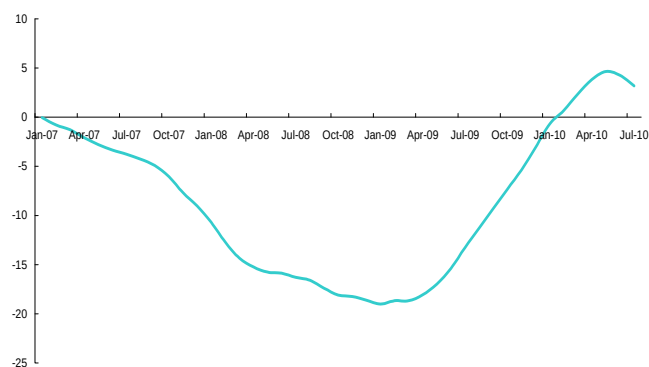
我们认为本轮房价的上涨很重要原因是全球量化宽松的政策带来的通胀预期，美国在年初以来开始的量化宽松货币政策带来的全球货币的普遍贬值从而使得以美元计价的大宗商品价格相应走高。房地产作为一种具有投资品属性的商品也得到了资金的追捧。

图 7：美国十年期国债收益率



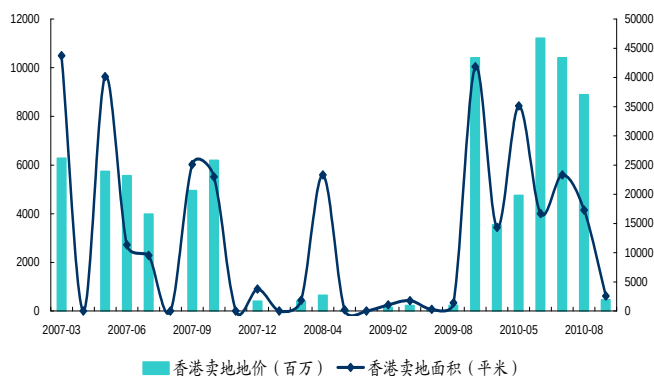
资料来源：bloomberg, 长江证券研究部

图 8：标普 Case-Shiller 综合 20 城市房价指数（同比）



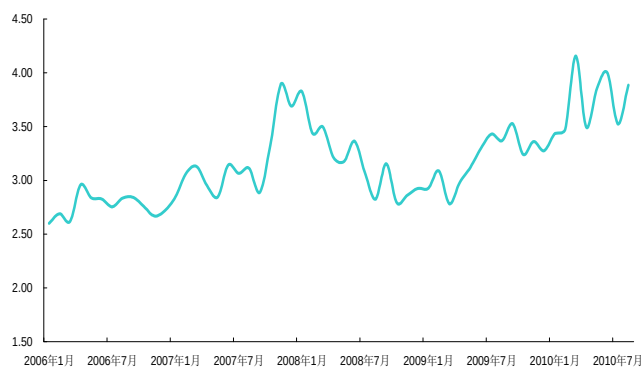
资料来源：bloomberg, 长江证券研究部

图 9：香港土地价格走势



资料来源：bloomberg, 长江证券研究部

图 10：香港二手私人住宅销售均价（百万/份）



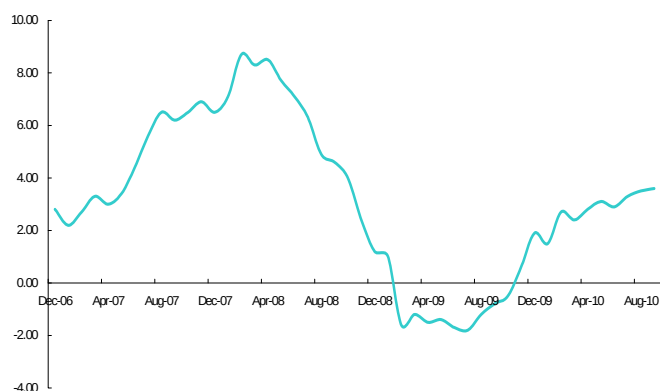
资料来源：bloomberg, 长江证券研究部

从美国的十年期国债收益率可以明显的看出在美国年初制定量化宽松的货币政策后处于不断下降的趋势，而美国城市房价指数在 08 年年底见底后开始上升，在美国开始量化宽松货币政策后房价也开始出现了正增长。

同样的表现在我国香港地区，由于香港汇率是盯住美元的，因此在货币政策选择上没有独立性，只能跟随美国，在美元贬值的同时港币也出现了贬值；另外一方面，由于资金看多人民币，资金进入香港较为明显。这两个方面的原因使得香港住宅的销售均价在今年达到了自 97 年东亚金融危机以来的新高。

正是由于海外的量化宽松政策造成我国目前面临着输入性通货膨胀，从近期的 CPI 数据来看，CPI 在创出新高将是确定性事件。另外一方面，目前人民币方面仍然面临较大的升值压力。这两方面的因素对于房价的作用都是正向的，资金为了保值需要投向房地产领域。人民币升值的预期也使得海外各路资金购买人民币资产。

图 11: 我国 CPI 走势



资料来源：国家统计局,长江证券研究部

图 12: 人民币汇率 NDF 走势

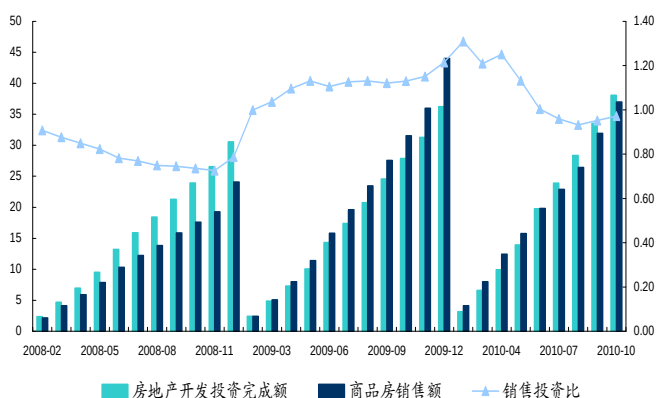


资料来源：国家统计局,长江证券研究部

真的是“刚需”吗？

供求关系方面，数据表明在销售投资比方面，1 到 10 月份基本上在 0.98 左右波动，销售与投资基本持平。新开工面积与销售面积比和竣工面积与销售面积比的变化中同样可以看出，这两个数据自年初以来是处于逐步下降的态势。

图 13: 商品房供求关系资金图



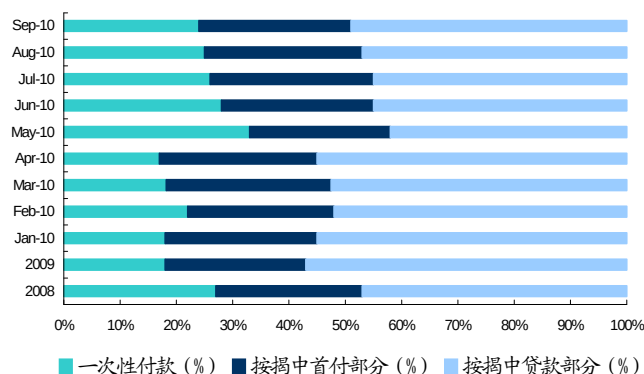
资料来源：中国统计局，长江证券研究部

图 14: 供求关系面积比较图



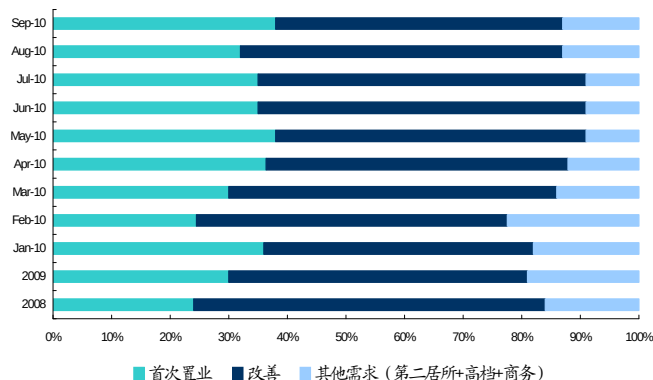
资料来源：中国统计局，长江证券研究部

图 15: 万科按支付划分的销售结构



资料来源：长江证券研究部

图 16: 万科销售产品需求类型



资料来源：长江证券研究部

从万科的销售结构数据可以看出，年初一到四月份受政策调控影响以投资为代表的**一次性付款占比处于下降阶段**。五月份一次性付款比重突然上升我们认为主要是来自于货币政策的宽松带来的，由于投资性需求引发了房价的进一步上涨，随即表现为刚性需求担心房价进一步上涨而被迫入市，在五月份后按揭贷款的比重开始回升。

综上我们认为本年度从整体上来看，供求关系基本稳定，但在时间段上存在着区别。在上半年需求超过供给，而下半年供给超过需求，全年来看基本可以持平。引发房价上涨的原因不是由于整体供求失衡，而是来源于投资需求的上涨。

成本推动

土地

上文是对需求段的分析，而供给方面主要有两个原因：对于开发商来说主要是土地成本以及资金成本，建筑成本对于开发商来说波动不大，但在土地成本方面我们与市场有不同的看法。

我们并不认为是因为土地供应的不够造成的供给问题，真正的原因来自于开发商的囤地造成市场有效供应的不足。我们采用新开工扣除竣工（假设时差两年）的方式来看滞留在开发商手中的面积是逐年增长的。而在实际数据支持方面也印证我们这一看法，**据国土部公告指出，截至5月底，全国共上报房地产违法违规用地宗数3070宗，面积约18.84万亩。其中闲置土地宗数2815宗，面积16.95万亩。**

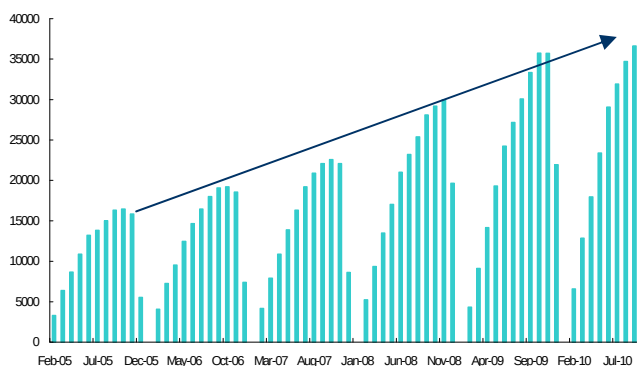
表 1: 全国土地闲置面积统计表

省份	闲置宗数	闲置面积		合同价款
		公顷	亩	亿元
全国	1457	9772.4	146585	256.1
北京	160	703.3	10549	57.9
天津	11	75.0	1125	3.0
河北	5	16.3	244	0.2
山西	12	25.9	388	1.8
内蒙古	21	341.5	5122	1.2
辽宁	1	0.1	2	0.0
吉林	2	13.9	209	0.2
黑龙江	6	6.8	102	0.0

江苏	119	620.3	9304	39.5
浙江	6	14.9	224	1.1
安徽	14	30.0	450	0.1
福建	62	363.2	5448	15.2
江西	50	198.5	2977	4.4
山东	15	162.2	2433	16.5
河南	25	96.1	1441	7.0
湖北	20	97.4	1460	3.7
湖南	57	252.4	3786	7.1
广东	324	956.7	14350	57.8
广西	37	61.1	916	2.1
海南	141	1672.6	25089	7.1
重庆	151	511.8	7677	18.5
四川	73	3342.2	50133	6.6
贵州	108	85.1	1276	2.5
云南	7	5.2	79	0.1
陕西	16	83.9	1258	2.2
甘肃	2	12.9	194	0.0
青海	3	0.0	1	0.0
新疆	9	23.2	348	0.2

资料来源：国土部，长江证券研究部整理

图 17：新开工---竣工面积（时差 2 年）



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 18：全国土地购买与开发面积同比增长率



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

在实际的土地出让方面，我们可以从购买土地面积同比增速可看出，目前增长较快，对应于各个主要城市的土地出让方面我们可以看到，许多城市在今年土地出让方面都有所加码。因此，我们不认为是因为土地出让不足而造成房价上涨，更多的原因来自于许多已出让的土地未开发。此外在土地出让的结构上存在不合理，城区内的供给日趋减少，城郊外的土地供应占绝对的比重。

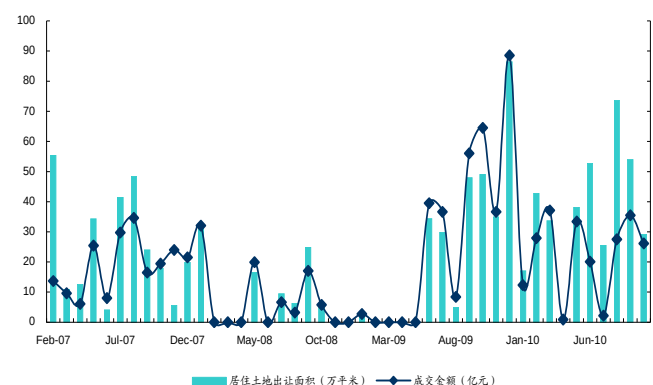
表 2：主要城市 1---9 月份住宅土地出让情况

城市	宗数		用地面积		楼面价格		
	推出	成交	推出	成交	推出	成交	
北京		47	40	439	353	4667	8612
上海		140	70	1044	613	5630	8759

广州	23	17	128	92	2912	4284
深圳	4	1	41	20	1946	1508
杭州	93	87	393	362	3399	5306
天津	178	149	2497	2092	1677	1847
南京	44	39	313	274	4112	4791
武汉	113	102	889	813	2084	1593
重庆	182	96	984	681	1287	1608
成都	99	87	543	475	962	1320
沈阳	135	90	914	629	741	793
青岛	65	54	593	438	2017	2626
济南	58	36	364	270	909	1442
苏州	60	56	414	386	2752	3909
宁波	87	83	420	385	1951	3090
无锡	43	42	482	465	2001	2726
厦门	26	27	200	201	2988	3777
福州	21	19	292	100	3109	4825
东莞	46	37	172	153	1237	1884
长春	74	57	620	503	946	1187
大连	149	109	1496	1164	1806	3080
吉林	98	11	485	84	453	593
长沙	41	29	208	157	1312	1659
南昌	31	30	184	179	1225	1820
太原	20	17	173	169	766	969
郑州	95	85	328	264	624	528
洛阳	24	18	141	106	755	625
哈尔滨	127	108	762	607	642	764
西安	67	57	314	245	712	836
昆明	22	18	138	119	1049	1293

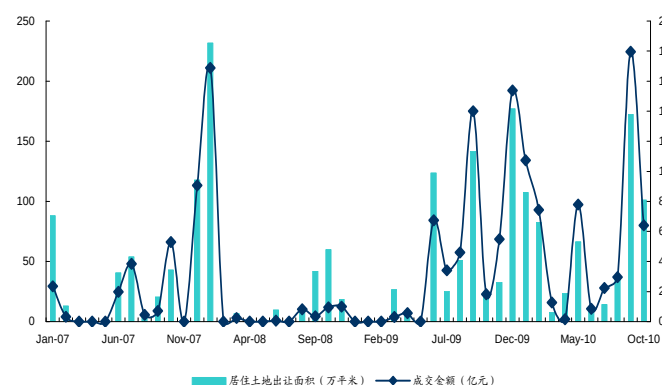
资料来源：creis,长江证券研究部

图 19：杭州住宅土地出让面积与金额



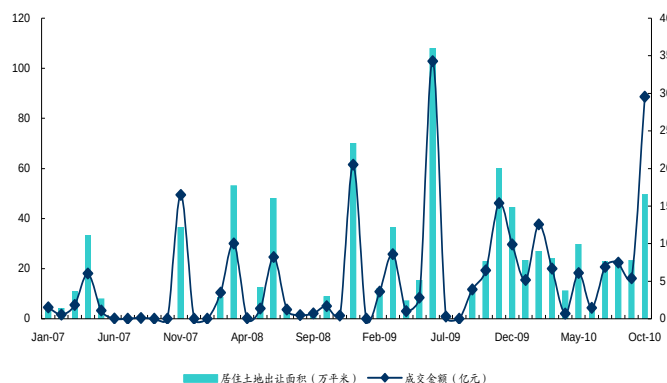
资料来源：杭州国土局，长江证券研究部

图 20：上海住宅土地出让面积与金额



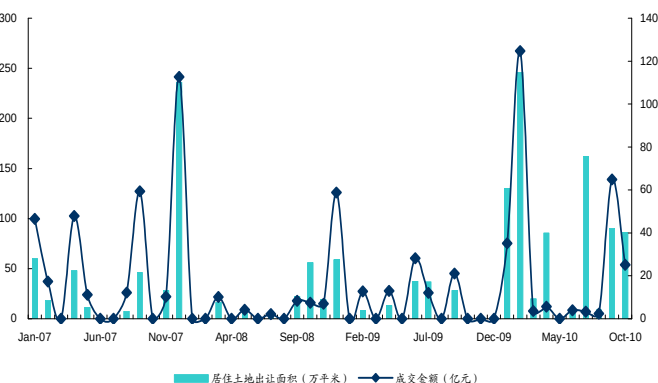
资料来源：上海国土局，长江证券研究部

图 21: 西安住宅土地出让面积与金额



资料来源：西安国土局，长江证券研究部

图 22: 武汉住宅土地出让面积与金额

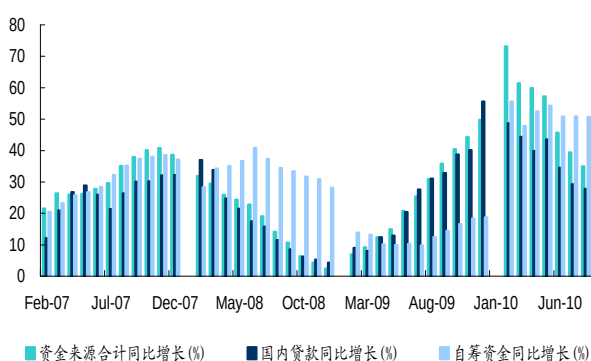


资料来源：武汉国土局，长江证券研究部

融资成本

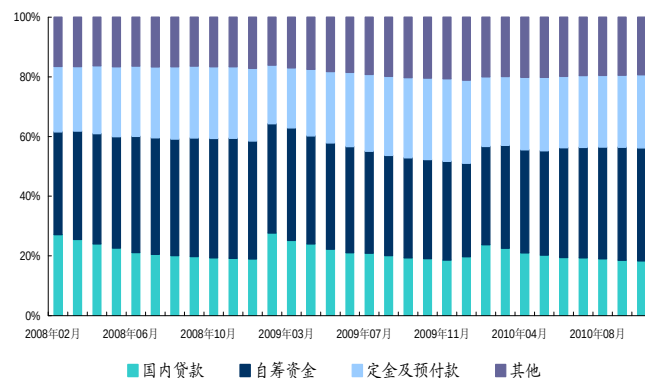
自从 09 年下半年以来国土部介入房地产企业资本市场再融资后，房地产企业在资本市场融资的功能大大的受到了限制。据我们统计 09 年以来房地产企业再融资未审批的超过千亿。失去了在资本市场低廉的融资成本后，房地产开发贷款日渐严厉的情况下，各房地产企业不得不开拓新的融资渠道，其中借道房地产信托成为大多房地产企业选择的路径。

图 23: 资金来源同比增速 (%)



资料来源：中国统计局，长江证券研究部

图 24: 资金来源比重 (%)



资料来源：中国统计局，长江证券研究部

从最新的房地产开发资金来源来看，资金来源同比增幅持续缩小，国内贷款增幅下降明显，自筹资金的投入以及占比越来越高。这其实体现了银行对于开发贷的审慎态度。受此影响，我们可以看到的是今年以来房地产信托融资节节攀升，今年前三季度房地产信托融资超过 2200 亿，与去年同期相比增长 57%。

另外信托费用平均收益率也高于以往的水平，目前的平均预期收益率基本上稳定在 9% 左右，假设发行的各种费用，房地产企业目前信托融资总的成本在 15% 左右。这大大提高了房地产企业的资金成本。

表 3: 前三季度房地产信托融资

月份	发行规模 (亿元)	当月占比	平均规模 (亿元)	平均信托期限 (年)	平均预期收益 率	集合信托信托 总规模(亿元)
1 月	93	52.98%	2.9	1.73	8.55%	175
2 月	70	60.58%	5	1.8	8.56%	115
3 月	81	31.66%	2.6	2.09	9.23%	243

4月	131	51.57%	3.1	1.94	8.63%	254
5月	64	39.33%	2.2	1.9	9.26%	164
6月	175	57.18%	3.5	2	8.93%	302
7月	212	53.82%	3.4	1.7	9.00%	394
8月	221	55.39%	4.4	2.02	8.62%	395
9月	129	45.96%	2.6	1.93	8.38%	281

资料来源：长江证券研究部整理

表 4：今年以来上市企业部分信托融资

公司	日期	融资额	利率	期限	合作方	备注
福星股份	2010-6-13	10 亿	12%	3 年	吉林信托	3 亿元为注册资本金，7 亿计入资本公积
	2010-5-7	10 亿	12%	2 年	中融信托	3 亿元为注册资本金，7 亿计入资本公积
	2010-9-10	8--10 亿	12%	18 个月	渤海信托	2 亿元为注册资本金，其余计入资本公积
荣盛发展	2010-9-10	7 亿	13%	24 个月	中投信托	唐山荣盛将“湖畔郦舍”项目的部分土地使用权抵押给中投信托
阳光城	2010-4-29	5.4 亿	13%	12 个月	华融信托	其中 3 亿元计入阳光新界注册资本金，2.4 亿元计入阳光新界资本公积
	2010-7-2	3.5 亿	13.5-15%	3 年	中信信托	向全资子公司滨江房地产进行溢价增资，其中 14000 万元计入滨江房地产注册资本金，21000 万元计入滨江房地产资本公积
ST 珠江	2010-9-30	2 亿	13%	18 个月	重庆国际信托	将持有的 3325 万股西南证券限售流通股所对应的收益权及该部分股票在质押登记有效期内因西南证券实施分配方案送股、公积金转增、拆分股票等派生的股份、通过中国证券登记结算有限责任公司上海分公司发放的现金红利等对应的收益权转让给重庆信托为条件
香江控股	2009-12-2	4.98 亿	10%	30 个月	中融信托	香江控股以其持有的成都香江 50% 股权及其派生的权益设定质押。
江苏舜天	2010-2-5	2 亿	5.25 %	30 个月	江苏国投	-
中国宝安	2010-9-11	2 亿	13%	2 年	山东信托	山东信托以人民币 20000 万元对全资子公司美地公司进行增资，从而持有美地公司 47.6% 的股权
中华企业	2010-8-18	3.6 亿	9%	12 个月	中海信托	控股子公司古北集团以其控股子公司上海杉野置业有限公司 100% 股权收益权转让并回购形式向中海信托股份有限公司融资
	2010-10-12	3 亿	9%	12 个月	上海爱建信托	由公司提供回购担保，同时以古北集团拥有的上海浦东古北置业有限公司 100% 股权作质押
	2010-10-20	3 亿	9%	12 个月	上海爱建信托	由公司提供回购担保，同时以古北集团拥有的上海浦东古北置业有限公司 100% 股权作质押
	2010-10-25	1.4 亿	9%	12 个月	中海信托	由公司提供回购担保
华业地产	2010-9-1	4.5 亿	-	27 个月	中诚信托	华业地产将以持有的高盛华公司 70% 的股权、高盛华公司以持有的大连海孚公司 51% 的股权（按增资完成后注册资本计算）向中诚信托提供质押担保，同时大连海孚公司以其持有的解放广场项目全部土地使用权及在建工程向中诚信托提供

抵押担保

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5：房企境外融资表

公司	时间	融资方式	借贷方	金额	期限	年利率
雅居乐	1 月	定期贷款	美林	1.25 亿美元	3 年	-
	4 月	票据	-	6.5 亿美元	7 年	8.875%
	6 月	定期贷款	东亚银行	8 亿港元	2 年	4.20%
龙湖地产	4 月	定期贷款	银团贷款	最高 21.5 亿港元	4 年	-
恒大地产	4 月	票据	-	6 亿美元	5 年	13%
碧桂园	4 月	票据	-	5.5 亿美元	7 年	11.25%
佳兆业	4 月	票据	-	3.5 亿美元	5 年	13.50%
花样年	5 月	票据	-	1.2 亿美元	5 年	14%
中国奥园	6 月	定期贷款	中国银行、南洋 商业银行	5 亿港元	5 年	-

资料来源：长江证券研究部

房市

二手房是未来调控新思路

今年的中国房地产经纪行业年会上透露，《房地产经纪管理办法》将于近期出台，相关部门正在研究对策加大对房产中介公司的监督与管理，对阴阳合同、中介公司的备案管理等提出具体监管处罚措施。

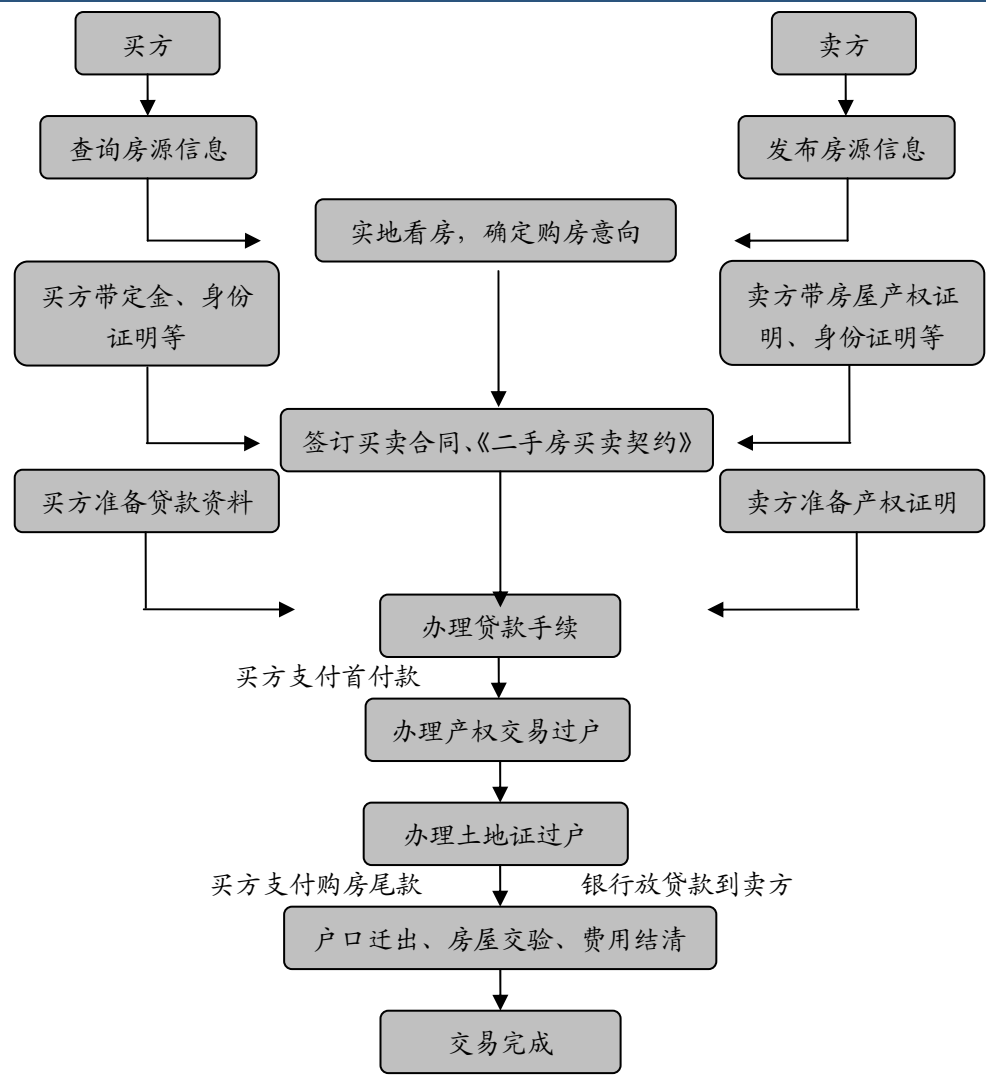
我们认为二手房方面是未来的一个调控思路，我们认为目前二手房市场较为不规范，存在着流程繁杂，各种税费不能有效征收的现象。规范二手房交易市场有利于降低二手房交易双方的风险，有利于房地产行业健康发展。同时，落实二手房交易税费能起到抑制投机，鼓励自住的作用。

表 6：目前二手房交易环节税费

分类	买方	卖方
契税	房款的 1.5%（面积在 144 平方米以上的需要缴纳 3%，面积在 90 平方米以下并且是首套房的可以缴纳 1%）	无
印花税	房款的 0.05%	房款的 0.05%
交易费	3 元/平方米	3 元/平方米
测绘费	各地区不同	无
权属登记费及取证费	各地区不同	无
中介费	买卖双方共同承担，总房款的 3%	
营业税	无	非普通住宅以及普通住宅未满五年为成交价*5.5%，普通住宅满五年免征。
个人所得税	无	房产交易盈利部分的 20%或者总房款的 1%（房产证满 5 年并且是唯一住房的可以免除）

资料来源：长江证券研究部整理

图 25：二手房交易流程图



资料来源：长江证券研究部整理

大城市化经典路径在延续

我们一直以来认为中国未来将肯定走向大城市化，我们这里回顾美国的大城市化经典路线。大城市化经典路径美国的历史发展是从未开发的北美大陆开始的，其发展进程较少受到外来不确定因素的干扰，脉络比较清晰。城市化的发展受到政府政策的影响很大，而美国联邦政府在 19 世纪末以前实行自由放任政策，即使以后采取干预措施也比其他国家的少，可以说对城市生活的干预很少，城市化基本只受到市场经济的影响，由此美国城市化带有一定的“原型”特征。所以，我们的研究主要选择美国的城市化作为参考，兼顾其他国家，希望能对中国的城市化路径及房地产业发展有所启发。

表 7：世界主要发达国家的城市化率及与中国的比较

年份	美国	英国	法国	德国	俄罗斯	日本	韩国	中国
1950	64.20%	79.00%	55.20%	68.10%	44.20%	34.90%	21.40%	13.00%
1955	67.20%	78.70%	58.20%	69.70%	49.00%	38.90%	24.40%	14.20%

1960	70.00%	78.40%	61.90%	71.40%	53.80%	43.10%	27.70%	16.00%
1965	71.90%	77.80%	67.10%	72.00%	58.40%	47.40%	32.40%	17.60%
1970	73.60%	77.10%	71.10%	72.30%	62.50%	53.20%	40.70%	17.40%
1975	73.70%	82.70%	72.90%	72.60%	66.90%	56.80%	48.00%	17.40%
1980	73.70%	87.90%	73.30%	72.80%	69.80%	59.60%	56.70%	19.60%
1985	74.50%	88.60%	73.70%	72.70%	72.00%	60.60%	64.90%	23.00%
1990	75.30%	88.70%	74.10%	73.10%	73.40%	63.10%	73.80%	27.40%
1995	77.30%	89.00%	74.90%	73.30%	73.40%	64.60%	78.20%	31.40%
2000	79.10%	89.40%	75.80%	73.10%	73.40%	65.20%	79.60%	35.80%
2005	80.80%	89.70%	76.70%	73.40%	72.90%	66.00%	80.80%	40.40%
2010	82.30%	90.10%	77.80%	73.80%	72.80%	66.80%	81.90%	44.90%
2015	83.70%	90.60%	79.00%	74.60%	73.10%	68.00%	83.10%	49.20%
2020	84.90%	91.10%	80.20%	75.60%	73.80%	69.40%	84.20%	53.20%
2025	86.00%	91.60%	81.60%	76.90%	74.90%	71.10%	85.20%	56.90%
2030	87.00%	92.20%	82.90%	78.30%	76.40%	73.00%	86.30%	60.30%
2035	87.90%	92.70%	84.10%	79.80%	78.00%	74.90%	87.20%	63.70%
2040	88.80%	93.10%	85.20%	81.20%	79.50%	76.70%	88.10%	66.90%
2045	89.60%	93.60%	86.30%	82.60%	80.90%	78.40%	89.00%	70.00%
2050	90.40%	94.00%	87.30%	83.80%	82.20%	80.10%	89.80%	72.90%

资料来源:世界银行,长江证券研究部

美国城市化进程

美国的城市化进程大致可以分成两个主要阶段:传统的城市化阶段和大都市区化阶段,其中传统的城市化阶段是指由城市化开始到城市人口占总人口 50%,大都市区化阶段是指城市化与郊区化交互作用并形成大型大都市区这一阶段。

20 世纪 20 年代以前,美国的城市化主要是大城市的市区本身不断扩大,农村人口向城市人口不断迁移,以人口维度衡量的城市化率由 1790 年的 5.1%增长到 1920 年的 51.2%,城市人口超过了农村人口,美国成为城市占主导地位的国家。这一阶段属于传统的城市化阶段,很多城市在很短的时间内就完成了从小城市到中等城市再到大城市的过渡,25 万以上人口的城市从在 1840 年首次出现,而到 1920 年则达到 25 个。

这一阶段又可以进一步细分成两个时期,即 19 世纪初至美国内战前的区域范围城市化阶段和 19 世纪下半期以来(1860—1920)的城市化鼎盛时期。

表 8: 美国传统城市化的两个阶段

时期	推动因素	技术革新	城市特点	城市化速度
19 世纪初至美国内战前的区域范围城市化阶段	工业化的初步开展,交通运输网络的完善,农业变革(生产工具改进,犁和收割机,剩余劳动力推向城市),移民增加(及时为城市提供劳动	1840 至内战前,蒸汽机大量使用,工厂不再依赖水源,小型工厂开始具有现代工厂的特点,城市增长的动力成为工业,由“商业城市化”向“工业	布局紧凑,多位于港口或河流交叉口,活动也集中在滨水区,城市的活动半径普通人半小时就可以到达,城市处于“步行城市时代”。	受交通条件等因素的制约,比较缓慢

力)

城市化”过渡

19 世纪下半期
以来的城市化
鼎盛时期

工业化, 交通运输的
改善
工业技术不断进步, 电
力、炼钢等新技术出现

1880 年代有轨电车开
始发展, 到 20 世纪初
为有轨电车的天下, 城
市空间结构变化, 经济
活动分散, 居住区与商
业区分离, 结束步行城
市时代, 使得郊区化成
为有规律的现象

资料来源:《美国城市发展模式: 从城市化到大都市区化》, 长江证券研究部

表 9: 1920-2000 年美国大都市区发展情况

年份	所有大都市区			百万人以上的大都市区		
	数量	人口 (万)	占美国总人口比重	数量	人口 (万)	占美国总人口比重
1920	58	3593.6	33.9%	6	1763.9	16.6%
1930	96	5475.8	44.4%	10	3057.3	24.8%
1940	140	6296.6	47.6%	11	3369.1	25.5%
1950	168	8450	55.8%	14	4443.7	29.4%
1960	212	11959.5	66.7%	24	6262.7	34.9%
1970	243	13940	68.6%	34	8326.9	41.0%
1980	318	16940	74.8%	38	9286.6	41.1%
1990	268	19772.5	79.5%	40	13290	53.4%
2000	317	22598.1	80.3%	47	16151.8	57.5%

资料来源:《美国城市发展模式: 从城市化到大都市区》, 长江证券研究部

大都市区形成有两个必要条件: 集中使城市的规模不断扩大; 而分散即郊区化则使城市的结构得以调整与分化。大都市区就是既集中又分散, 城市化与郊区化交错进行, 发展到一定阶段的产物。到 20 世纪五六十年代, 几乎每个大都市区都分化成贫困的中心城市和相对富庶的郊区 (汽车文化大行其道, 郊区购物城取代了市中心商业区, 成为零售业主导形式)。到 1970 年, 大都市区内郊区居民超过中心城市居民人数, 从此郊区的独立性和离心倾向显著增强, 政治、经济上摆脱对中心城市的依赖。

表 10: 美国郊区化成因

原因	原因分析
人均收入高	橄榄型社会, 中产阶级庞大, 承受得起低密度住房的花费
土地价格不高	人口密度相比其他西方发达国家, 偏低
交通费用低	交通工具不断更新换代, 1970 年代前汽油和车的价格低
房屋建筑成本低	东北部是木制结构, 南部是砖混, 西部是拉毛水泥
政府政策	鼓励分散化, 如分期付款政策, 完善高速公路系统、排水系统等
市场经济体制本身	土地投机者、建筑承包商、中介商等在工业化过程中的推动作用
种族问题	种族矛盾导致分化严重
文化取向	崇尚新潮, 城市与乡村优势生活兼得是美国人 200 年来一直追求的思想传统

资料来源: 长江证券研究部整理

大都市区化是普遍现象, 自 1960 年代以来, 人口和社会经济活动向大都市区集中, 成为发达国家的主导趋势。以大都市区为基础, 许多国家先后出现了大都市带。

表 11: 世界发达国家主要大都市带

国家	大都市带	城市群
美国	东北部大西洋沿岸巨大城市带	以纽约为中心，北起波士顿，南至华盛顿特区，沿大西洋沿岸跨越十个州
	中西部大湖区巨大城市带	以芝加哥为中心，东起匹兹堡、布法罗、克利夫兰、底特律，西达圣路易斯，中有密尔沃基、哥伦布，南绕五大湖呈半月形
	太平洋沿岸巨大城市带	以旧金山和洛杉矶两大都市区为主体，从北部的圣克拉拉门托向南一直延伸到圣迭戈
德国	鲁尔地区大都市带	
英国	以伦敦为中心的英格兰南部大都市带	
日本	以东京为中心的大都市带	以东京、名古屋、大阪三个人口与工业密集的大都市区为中坚

资料来源:长江证券研究部整理

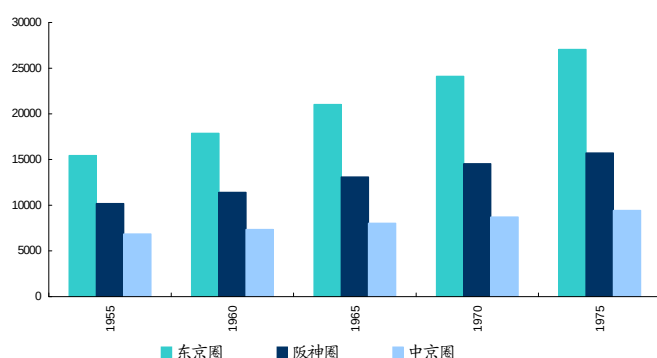
日本大都市区化

日本战后城市发展进程，1945 年后的前十年是恢复期，城市化提高到 36%，1955 年后的二十年完成了城市化的第一个阶段，从 1974 年后城市化进入大都市化的阶段，其在 1974 年后城市化超过了 50%。

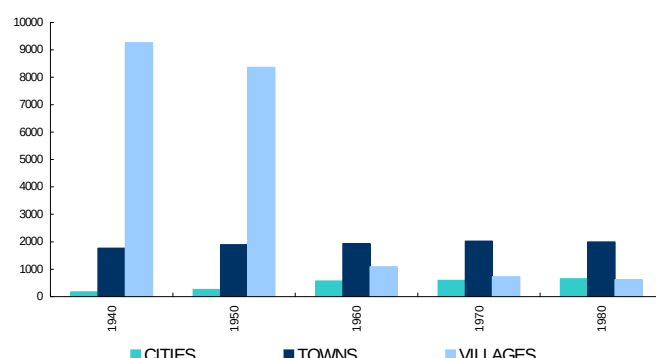
表 12: 战后日本城市化进程

时间	阶段	城市人口占比变化	特点
1945-1955	恢复期	从 27.9%到 36%	国民经济恢复，人口恢复
1955-1975	快速发展期	从 36%到 57%	工业化进程加快，劳动力需求加快
1975-1990	逐渐成熟期	从 57%到 60.6%	城市与农村的差别不再明显，卫星城市形成
1990-2008	平稳调整期	60%左右波动	结构性调整，东京“一极化”，老龄化，“过疏化”

资料来源：长江证券研究部整理

图 26: 日本三大都市圈人口增长


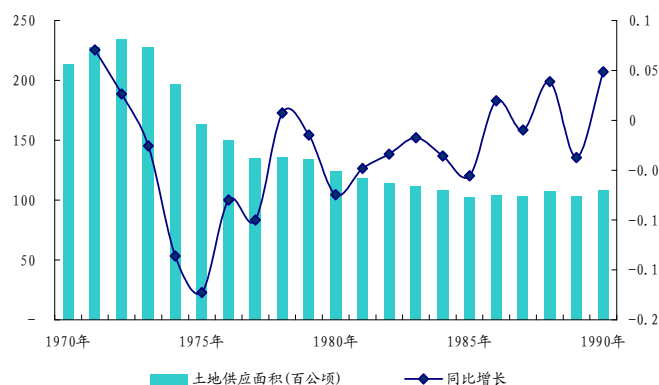
资料来源: bloomberg, 长江证券研究

图 27: 日本市镇村数量统计


资料来源: 《bloomberg, 长江证券研究

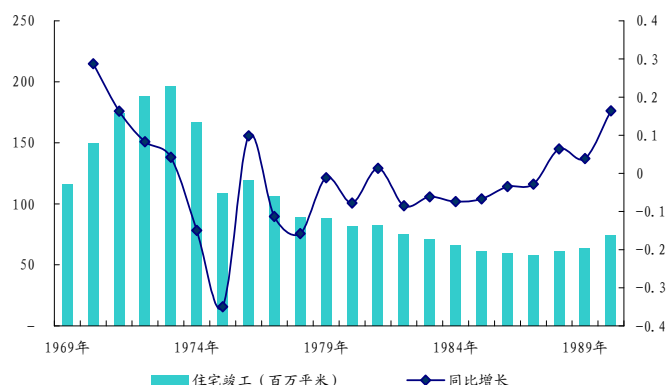
在 1974 年后我们可以看到日本整体的土地供应面积出现了下降，而且在未来几年内都没有增长，同时住宅的竣工面积也是显示出同样的规律。

图 28：日本土地供应面积



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 29：日本住宅竣工面积

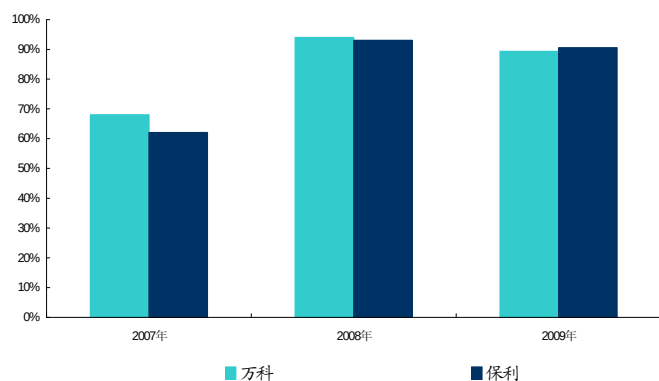


资料来源：CEIC，长江证券研究部

二三线城市的舞步

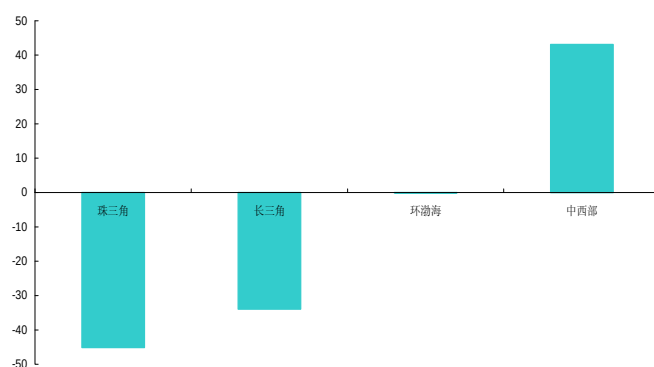
进入今年以来我们可以明显的看到二三线城市的活跃度要超过一线城市。我们在去年下半年就已经提出了这个观点。我们一直强调二三线城市处于新一轮周期，物流贸易的转移、内向型经济发展、紧靠腹地等因素会使得公司受益于提前布局二三城市，目前来看我们的观点正得到市场的印证。

图 30：万科、保利近三年除一线城市外拿地占比



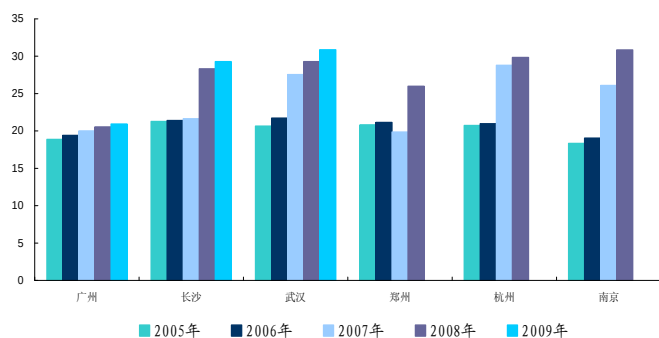
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 31：一季度万科分区域销售面积同比（%）



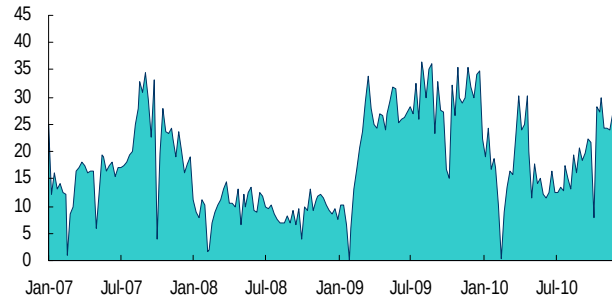
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 32：人均居住面积比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 33：天津一手住宅周成交面积（万平米）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们强调仍然看好二线省会城市，主要是基于城市化带来的人们净流入以及承接产业转移带来居民收入的提升。我们可以看到的是目前大多数的房地产开发企业的主要占线以及转移至二三线城市，二三线城市的土地储备占全部土地储备的比例一直处于上升的状态。万科保利等主流上市公司在 10 年年初时二三线城市占比已超过 80%，今年以来更是有加速的趋势。

住房保障方向之争

国际上一般根据保障性住房的投入不同分为三种，分别为特惠型、中间型和普惠型。

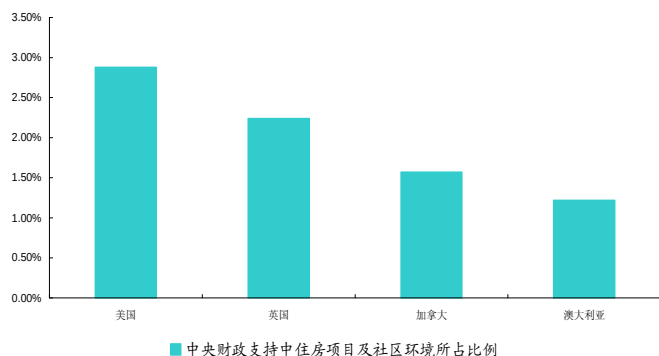
特惠型，在财政支出中，住房及其社区环境项目所占的比例很低，一般小于 5%，如美国、英国、加拿大和澳大利亚；针对的群体主要为极少数家庭给予特别资助，更多的住房购买则是通过社会的贷款、保障等加以解决。

中间型，介于普惠型与特惠型之间，在财政支出中，住房及其社区环境项目所占比例介于 5%至 10%之间，如中国香港、台湾以及马来西亚。

普惠型，在财政支出中，住房及其社区环境项目所占的比例较高，一般大于 10%，如新加坡、日本以及印度尼西亚；新加坡 86%的居民居住在政府提供的组屋中，日本以财政补贴和融资制度普遍支持住宅建设，共有资金住宅总建设户数的将近一半。

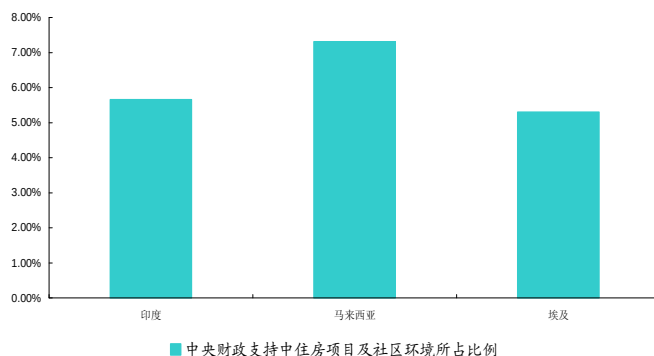
对于目前中国经济的发展水平来说，目前我们正处于特惠型的转型期。在图 4 中我们可以看到我国目前经济适用房投资额占财政收入的比重在 2%-3%左右，随着我国对保障性住房投入的加大，这一比例有望快速上升。

图 34: 特惠型



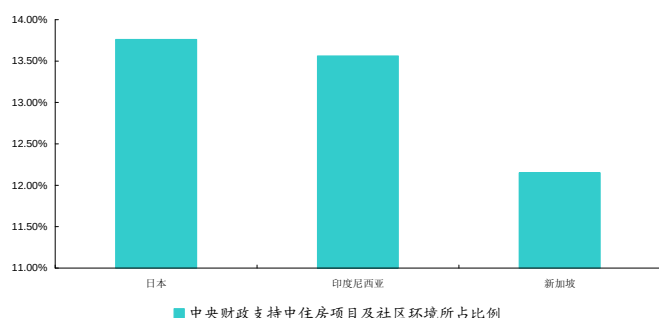
资料来源：《美日住房政策模式比较及对我国的启示》，长江证券研究部

图 35: 中间型



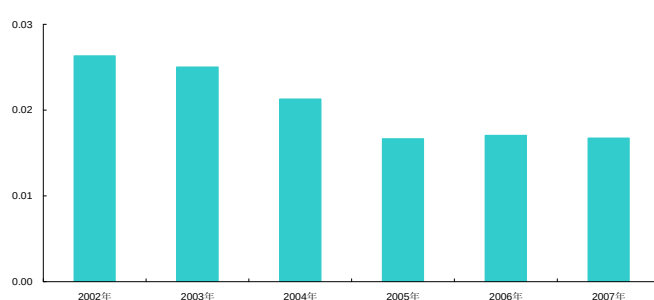
资料来源：《美日住房政策模式比较及对我国的启示》，长江证券研究部

图 36: 普惠型



资料来源：《美日住房政策模式比较及对我国的启示》，长江证券研究部

图 37: 经济适用房投资额占财政收入比重



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

我们知道今年无论是土地出让还是房屋建设方面，保障性住房的力度都是空前的。今年的政府工作报告中提出保障性建设和改造棚户区一共要建设住房 580 万套。保障性住房，包括廉租房建设、经济实用住房建设，限价房建设，公共租赁住房建设和各类棚户区改造之后的安置房建设，住房和城乡建设部代表保障性住房联系协调小组与各地市县签订了任务书一定要完成这个任务。

表 13：2010 年部分城市保障性住房建设计划

城市	保障性住房建设计划
南宁	今年经济适用房建设项目计划投资 8.31 亿元，计划开工 43 万平方米，计划竣工 23 万平方米，今年经济适用住房在建项目有 2 万套左右。
石家庄	计划新建廉租住房 5100 套，完成 640 万平方米的旧小区改善。
唐山	2010 年至 2012 年，计划建设保障性住房 2.3 万套，建筑面积 140 万平方米，其中，经济适用房 1.9 万套，建筑面积 120 万平方米，廉租住房 4000 万套，建筑面积 20 万平方米。
武汉	计划 2010 年-2012 年 3 年之内新建经济适用房 330 万平方米，总计 41250 套。平均每年新建 110 万平方米，13750 套。计划新建和配租廉租住房 1 万套，新增廉租住房租金补贴 17645 户。
广州	今年拟建设的经适房、经租房和廉租房共 282 万平方米，限价房 93 万平方米，计划新开工建设约 370 万平方米保障性住房。预计可提供保障性住房约 4 万套，包括 2.3 万套廉租房及 1.7 万套经适房和经租房。
深圳	计划建设保障性住房 5 万套，建筑面积 280 万平方米，保障房建设套数将是 2009 年的两倍。保障性住房年内则计划新供应 37.2 公顷用地，占住宅用地计划供应量的 9%。
贵阳	保障性住房用地计划供应量为 1010 公顷（含廉租房用地 27 公顷、经济适用房用地 212 公顷、棚户区改造用地 151 公顷、限价房及 90 平方米以下中小套普通商品房用地 620 公顷）。
郑州	郑州市（含县区）住房计划供地 960 公顷，其中，保障性住房、棚改房和自住性中小套型普通商品房用地比例占 88.9%；郑州市本级住房计划供地 577 公顷，其中，保障性住房用地占 14%，棚改房用地占 61%，自住性中小套型普通商品房用地占 15%，三类用地占总量的 90%。
济南	计划供应 3 块廉租房建设用地，面积分别为 1.2、2.5、11.52 公顷。另有 342.75 公顷的划拨用地，用于定向安置房建设。
青岛	青岛拟配租配售的保障性住房共 8000 套（廉租住房 3000 套，经济适用住房 5000 套），分属于 25 个项目，包括 11 个廉租住房项目、14 个经济适用住房项目。
成都	住房用地计划供应 22598 亩，其中，中心城区普通商品住房用地计划供地 3419 亩，保障性住房用地计划供地 642 亩；郊区（市）县普通商品住房用地计划供地 15188 亩，保障性住房用地计划供地 3349 亩。
昆明	今年昆明市将投资 21.5 亿元，新建 22055 套保障性住房。从 2010 年起到 2012 年，全市建设保障性住房 16 万余套，其中，城镇保障性住房 6 万套以上，农村保障性安居工程 10 万套以上。
海南	全省保障性住房计划供地将达 1.21 万亩，计划建保障性住房 10.09 万套，总建筑面积 714.5 万平方米。
苏州	2010 年苏州市区住房供地总量在 500 万方，其中有 350 万方用于保障性住房和普通商品房的建设。
成都	成都市住房用地计划供应 22598 亩，其中，中心城区普通商品住房用地计划供地 3419 亩，保障性住房用地计划供地 642 亩；郊区（市）县普通商品住房用地计划供地 15188 亩，保障性住房用地计划供地 3349 亩。
福建	开工建设廉租住房 2.7 万套，新增租赁补贴 1 万户；建设经济适用住房 1 万套；启动城市棚户区改造 1200 万平方米。其中，福州、厦门两市保障性住房建设规模约占全省总量的 50%。
上海	计划建设保障性住房合计 1200 万平方米，其中包括了 800 万平方米的配套商品房
宁波	全市开工建设保障性住房 40 万平方米以上，限价房 40 万平方米以上

南昌	保障性住房用地 660 亩（廉租房 450 亩、经济适用房 210 亩），棚改用地 200 亩（棚改保障房 159 亩、中小套型 41 亩），中小套型商品房 2208 亩。
海口	2010 年海口市将建设保障性住房 16208 套，面积 137.04 万平方米。
上海	启动新一轮以保障房为主的大型居住社区的规划选址工作，新选址基地共 23 块，可建设住宅约 8000 万平方米，预计到 2011 年将基本完成土地储备工作。同时，年内将有 330 万平方米经适房可望达到预售条件。

资料来源：网上收集，长江证券研究部整理

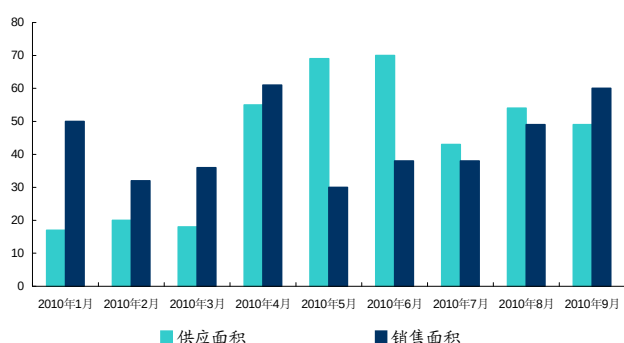
根据我们了解的情况，2010 年保障性住房任务各地基本完成，只有少数区域棚户区改造完成情况一般；但年底前完成任务应希望较大。

正如我们从前关于住房保障的深度报告中观点：我国未来保障性住房应该采取特惠型，而不可能像新加坡那样采取普惠型。但是从目前政府投资的力度来看远远超过了特惠型的力度，长此下去很可能会出现问題。如台湾发生的兴建国宅与民争利，香港“八万五”计划流产等事件都充分证明保障性住房的发展伴随着反复。

商业地产繁荣起点

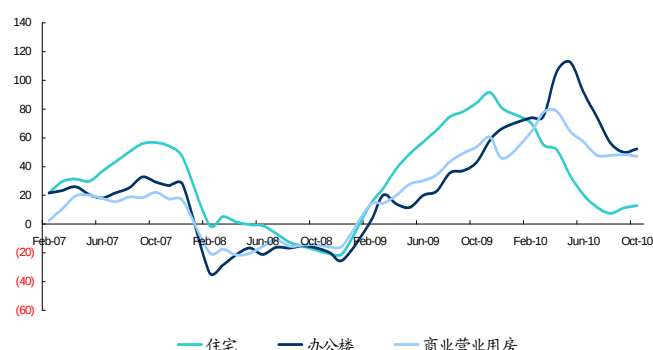
今年中期我们开始把目光转向了商业地产，这主要是因为商业地产基本不受调控影响，另外商业地产长期以来与住宅出现背离的走势，有着回归的要求。从实体市场来看，下半年商业地产已开始启动。商业地产无论从销售还是租金方面都得到较大幅度的提高，我们认为从今年起商业地产很可能进入繁荣期。我们将在不久的深度报告中详细论述这一观点，敬请关注。

图 38：2010 年来四大城市写字楼供求情况（万平方米）



资料来源：戴德梁行，长江证券研究部

图 39：商品房分类销售金额累计同比增速



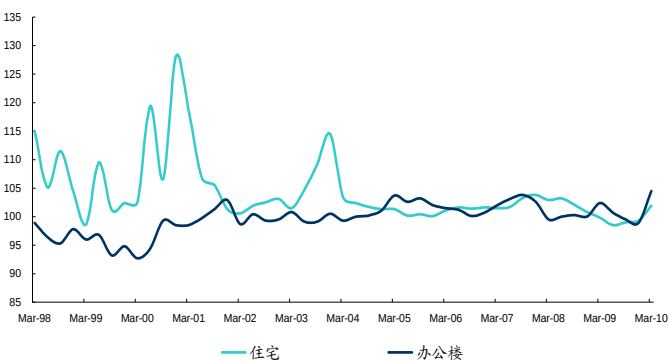
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 40：房屋销售价格指数



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 41：房屋租赁价格指数



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

房企

目前商业模式的困境

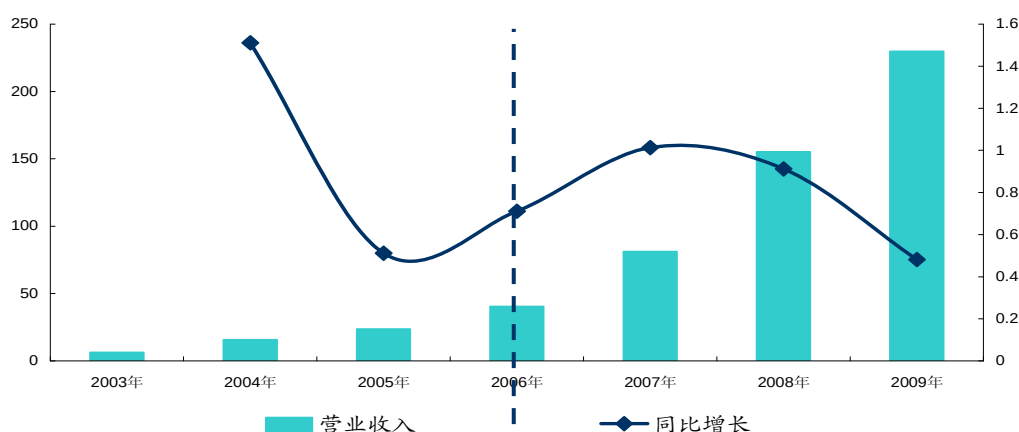
在我们中期策略中指出，我们认为影响企业估值的因素主要是影响房地产开发企业发展速度以及盈利能力的基本要素，这些基本要素概括起来说就是融资、土地与税收。

融资

毫无疑问的是企业的融资能力关系到企业的成长速度，这里我们主要关注的是企业在资本市场的股权融资能力，因为此种方式可以直接降低公司的资产负债率，对于促进企业的成长尤为关键。

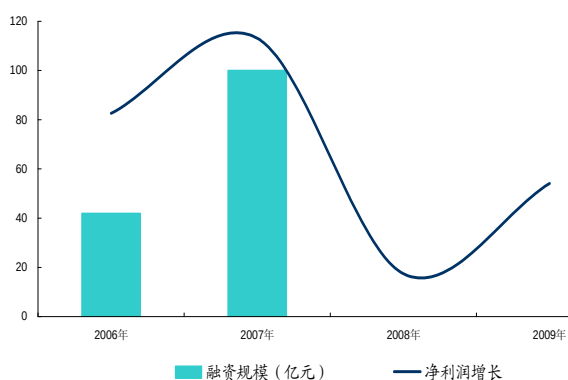
随着融资规模的增长可以看到的是上市房企的盈利能力在增强，07 年上市房企盈利水平增长了 127%，08 年随着融资规模增速的下降，企业的整体盈利水平也在下降。因此从整体上来看，融资能力与企业的盈利能力相关性较强。

图 42：保利上市前后比较



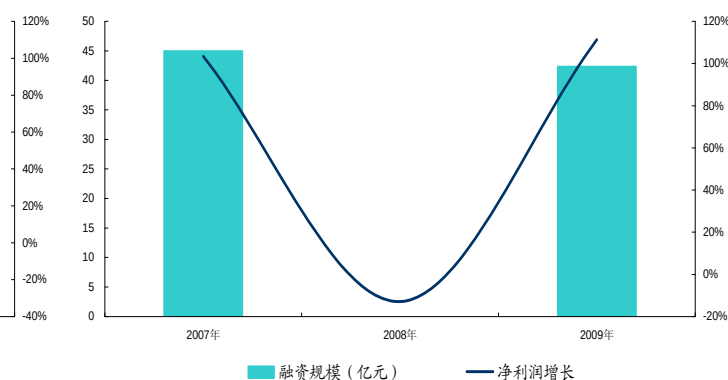
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 43：万科 06 年融资与盈利增长情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 44：金地融资与盈利增长情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

另外，从个别房企来看，是否融资直接关系到公司当年的盈利能力，万科 09 年未能实现融资，当年实现的净利润增长速度仅为 36.3%，甚至低于行业的平均水平；而金地 09 年成

功实现融资，其在 09 年实现的净利润增长速度为 111.24%。虽然这里存在经营战略的原因，但是企业的融资能力对于企业的成长性的重要性不言而喻。

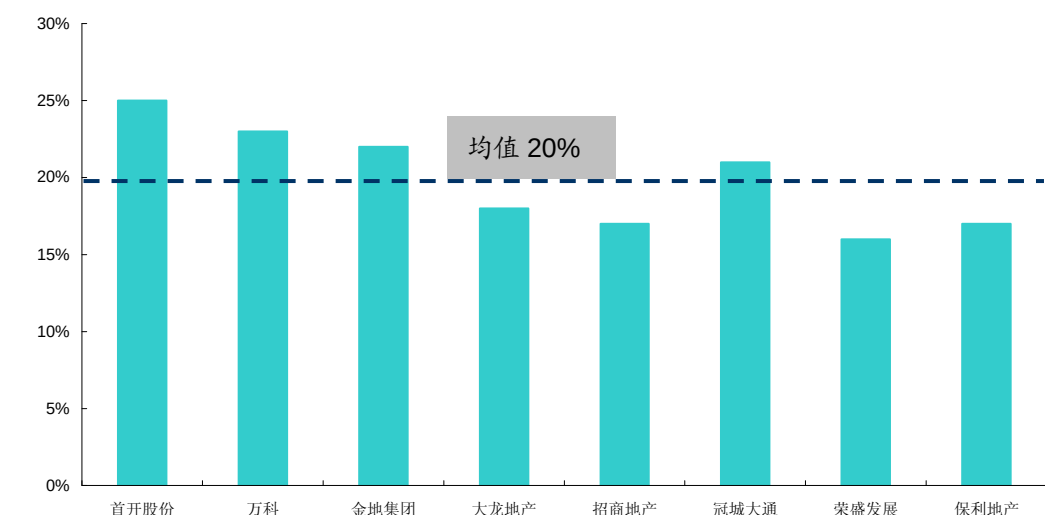
由于下半年以来房价上涨较快，国家在 09 年年底起就开始对房地产市场进行调控。伴随着房价的继续上涨，政策出台的越来越严厉。在今年 4 月 14 日，国务院研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施中首次提到了对违法违规行为的房地产开发企业，限制新购置土地，暂停批准上市、再融资和重大资产重组，商业银行不得发放新开发项目贷款。而实际上从 09 年年底起上市房企再融资就必须通过国土部审查才有可能获得证监会的批准。

在这样的背景下，09 年年初以来提交的再融资申请的上市房企大多还未获得批准，涉及股权融资（不含资产注入）金额超过 900 亿元。我们从去年开始认为未来上市房企再融资困难将成为一种常态从而影响上市房企的发展速度，进而长期影响整个板块估值的提升。

土地

土地对于房地产企业来说是最重要的资产，其占总成本的比重较大。因此能否拿到位置好价格低廉的土地是房地产开发企业的核心竞争力之一，甚至商业模式为此出现分化。

图 45：跟踪上市房企地价占售价比例

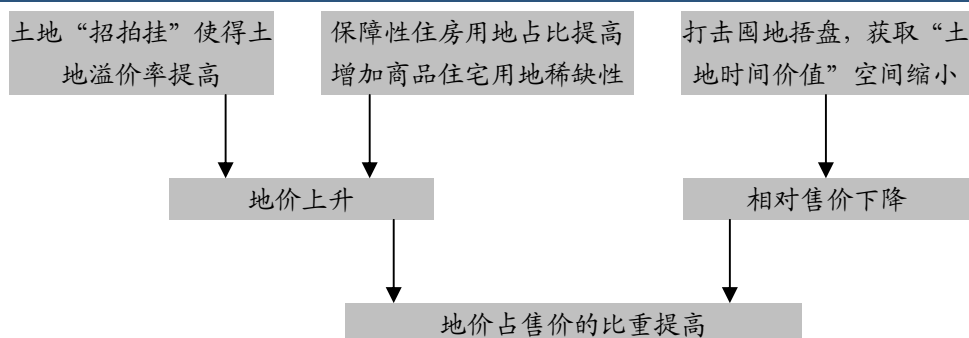


资料来源：公司公告，长江证券研究部

目前大多数上市房企平均地价占售价的比例大约在 20%，但是这里统计的地价大多是这些上市公司两三年前甚至是更早时期拿的地价，当时的地价相对便宜。

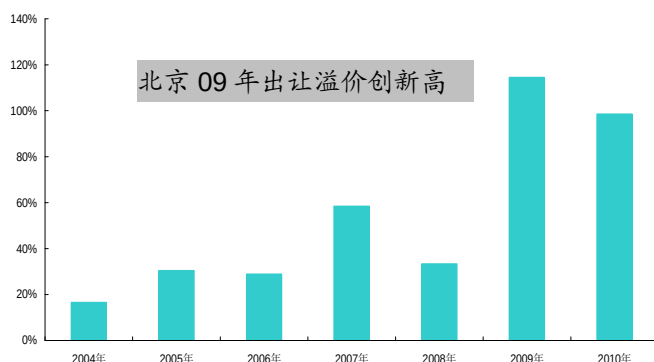
但是我们认为未来地价占售价的比重会提高，其原因主要来自两个方面。第一，来自地价的上涨，自从 2004 年出台“8·31 大限”后，住宅土地出让溢价率越来越高，此外，由于保障性住房的建设使得商品住宅占土地出让的比重下降也将使得未来商品住宅用地价格上涨；第二，目前政策打击囤地捂盘的力度越来越大，未来开发商赚取“土地时间价值”的机会大大减少，这也就间接使得售价下降。这样会使得走产品差异化模式的企业利润空间受到较大的压制。

图 46：地价占售价的比重会提高传导图



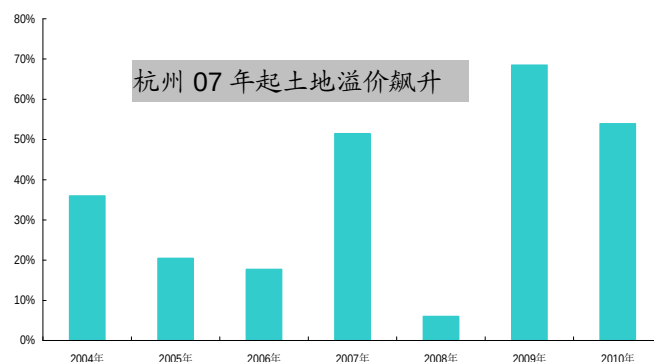
资料来源：长江证券研究部

图 47：北京 04 年以来住宅用地出让溢价率



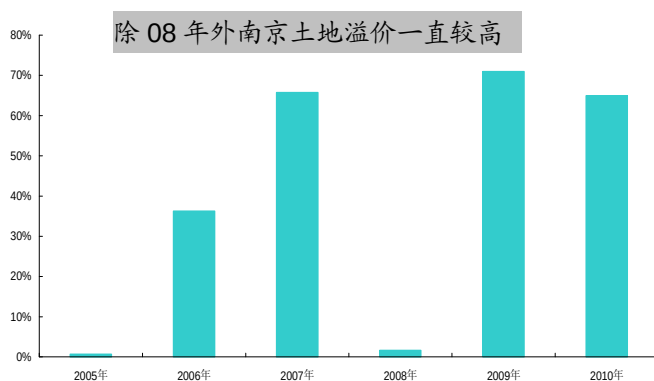
资料来源：北京国土局，长江证券研究部

图 48：杭州 04 年以来住宅用地出让溢价率



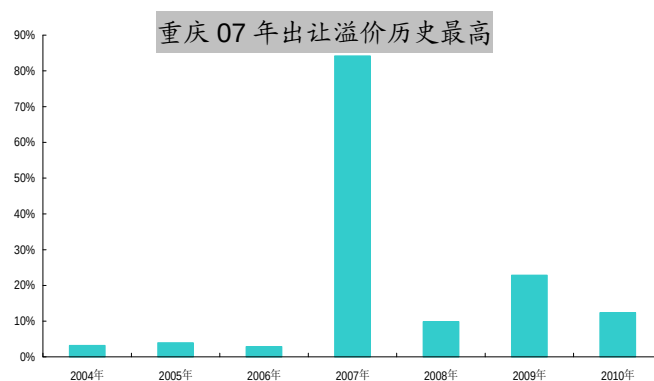
资料来源：杭州国土局，长江证券研究部

图 49：南京 05 年以来住宅用地出让溢价率



资料来源：南京国土局，长江证券研究部

图 50：重庆 04 年以来住宅用地出让溢价率



资料来源：重庆国土局，长江证券研究部

其实市场对于华侨城模式的担忧也在于其对低地价的获得不可复制性。自从新政出台后我们并没有发现土地在多大程度上发生流拍现象，相反，各地土地成交依然活跃，充分体现了土地作为一个稀缺资源的不可替代性。

税收

对于房地产开发企业来说，影响最大的应该是土地增值税。土地增值税于 1993 年 12 月份

颁布,主要目的是抑制高房价,但土地增值税实施初期,房价不高,所以该税种并不受重视。近年来伴随着房价的快速上涨,土地增值税作为一种税收调控政策越来越受到重视。2006年起国家开始就土地增值税清算问题先后五次发文,要求各地严把土地增值税的清算。在2010年6月份提出了极具操作性的方法,我们认为土地增值税作为未来的调控手段的重要性会得到进一步加强,从而影响大部分房企的利润率。

表 14: 有关土地增值税的法规条例

时间	法规条例	颁布单位	主要内容
1993 年 12 月	《中华人民共和国土地增值税暂行条例》	国务院	明确规定土地增值税的纳税人为: 转让国有土地使用权、地上的建筑物及附着物(即转让房地产)并取得收入的单位和个人。土地增值税按照纳税人转让房地产所取得的增值额, 实行四级超率累进税率征收。
1995 年 1 月 27 日	《中华人民共和国土地增值税暂行条例实施细则》	财政部	1994 年 1 月 1 日以前已签订房地产转让合同, 不论其房地产在何时转让, 均免征土地增值税。1994 年 1 月 1 日以前已签订房地产开发合同或已立项, 并已按规定投入资金进行开发, 其在 1994 年 1 月 1 日以后 5 年内首次转让房地产的, 免征土地增值税。
2002 年 7 月 10 日	《关于认真做好土地增值税征收管理工作 的通知》	国家税务总局	要求各地税务局开始加强与房地产有关部门的配合, 恢复征收土地增值税。
2005 年 10 月 1 日	《关于实施房地产税收一体化管理若干具体问题的通知》	国家税务总局	在办理二手房过户时, 要做到各税统管, 不能只负责征收契税, 其他税种如营业税、城建税、教育费附加、个人所得税、土地增值税、印花税也要同时进行征收。
2006 年 3 月 2 日	《关于土地增值税若干问题的通知》	财政部、国家税务总局	要进一步完善土地增值税预征办法, 根据本地区房地产业增长水平和市场发展情况, 区别普通住房、非普通住房和商用房等不同类型, 科学合理地确定预征率, 并适时调整。对未按预征规定期限预缴税款的, 要按日加收滞纳金。
2006 年 12 月 28 日	《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》	国家税务总局	规定土地增值税以房地产开发项目为单位进行清算, 对于分期开发的项目, 以分期项目为单位清算, 另外还规定了关于清算的条件, 并要求从 2007 年 2 月开始对土地增值税进行清算。
2009 年 5 月 12 日	《土地增值税清算管理规程》	国家税务总局	对土地增值税清算的前期管理、清算受理、清算审核和核定征收等具体问题做出了具体规定。
2010 年 5 月 26 日	《关于土地增值税清算有关问题的通知》	国家税务总局	就土地增值税清算时收入确认、房地产开发企业未支付的质量保证金, 其扣除项目金额的确定, 以及拆迁安置土地增值税计算等问题予以明确。
2010 年 6 月 3 日	《关于加强土地增值税征管工作的通知》	国家税务总局	除保障性住房外, 东部地区省份预征率不得低于 2%, 中部和东北地区省份不得低于 1.5%, 西部地区省份不得低于 1%, 各地要根据不同类型房地产确定适当的预征率。为了规范核定工作, 核定征收率原则上不得低于 5%, 各省级税务机关要结合本地实际, 区分不同房地产类型制定核定征收率。

资料来源: 长江证券研究部整理

在过去由于没有对地方做出要求细则使得各个地方在执行中大打折扣, 使得土地增值税清算

并没有得到确实的执行。

一般都是按照增值比例为 30% 左右来缴纳税收，有的企业的纳税甚至更少。结合近几年我国房地产市场的发展状况，我们认为 30% 的增值是大大低于实际情况的，甚至在开发周期上房价的增长都可以达到这个比例。

我们认为土地增值税的严格执行将对高毛利、低周转重资产型的公司不利，也就是对产品溢价能力较高的企业不利。我们测算了不同毛利率下的普通住宅对应的土地增值税率，如果毛利率超过 35% 可以明显的发现土地增值税税率大幅度的提高。

表 15：毛利率对应土地增值税率（土地增值税/营业收入）

毛利率	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
土地增值税率	2.70%	4.65%	6.60%	8.55%	10.75%	13.68%	16.60%

资料来源：长江证券研究部

另外，未来对于持有环节的征税也会通过影响房地产市场的需求从而间接的影响到房企的利润率。

表 16：近期有关房产税的政策

时间	部门	内容
2009-12-14	国务院	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，会议认为，为保持房地产市场的平稳健康发展，会议要求，按照稳定完善政策、增加有效供给、加强市场监管、完善相关制度的原则，继续综合运用土地、金融、税收等手段，加强和改善对房地产市场的调控。
2010-4-14	国务院	坚决遏制住房价格过快上涨。各城市政府要切实负起维护房地产市场健康发展的责任。加强住房保障工作，增加住房建设用地有效供应。实行更加严格的差别化住房信贷政策，抑制投机性购房。加快研究制定合理引导个人住房消费的税收政策。
2010-4-19	重庆	重庆“特别房产消费税”方案已获批，国家将在一些城市试点开征个人住房消费税。此次“特别房产消费税”将针对大户型、非自住高档住宅和多套住宅，但具体税率如何仍在敲定中。
2010-4-30	北京	同一购房家庭只能新购买一套商品住房；金融机构和税务部门可以根据本市房屋权属交易系统中个人住房记录，实施差别化的信贷和税收政策。暂停对购买第三套及以上住房，以及不能提供 1 年以上本市纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市居民发放贷款。
2010-5-17	浙江	浙江省政府发布《坚决遏制部分城市房价过快上涨促进房地产市场平稳健康发展的实施意见》（浙政发〔2010〕23 号），明确通过相关税收、银行放贷、土地出让金缴纳政策遏制炒房和投机性购房。各地特别是住房供应紧张、房价较高、涨幅较大的城市，可制定临时性限购多套住房的政策；各地可在国家规定的 1—3% 个人所得税征收率范围内，临时性适当提高征收标准。
2010-5-24	发改委	发改委对发展改革委产业研究所有关研究人员的“三年之内免谈房产税”作出澄清，“三年之内免谈房产税”的讲话不代表发展改革委的立场。
2010-5-31	国务院	同意发改委《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》，其内容包括出台资源税改革方案，逐步推进房产税改革。
2010 年 5 月	上海	有关上海市开征房产税的传闻愈演愈烈，据称，可能以一定人均面积为起征点，超出部分才按比例征税，需按年支付相当于房产值 0.8% 的房产税。目前方案已经呈报国务院等待批复。
2010 年 9 月	各部委	加快推进房产税改革试点工作，并逐步扩大到全国。

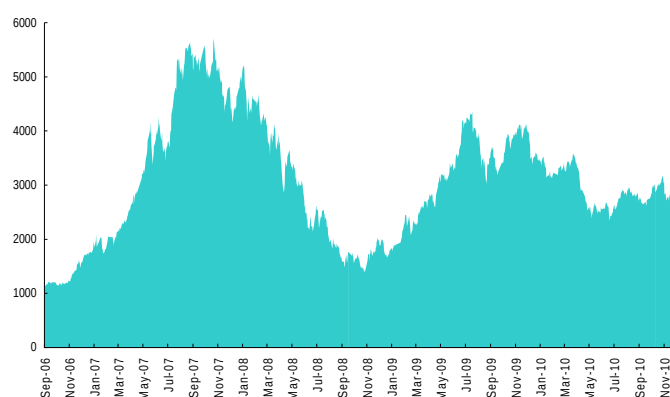
资料来源：长江证券研究部整理

从整体上说，税收方面的改革将会切实的影响到房地产开发企业的利润率，国家对于土地和税收的调控将会切实的影响到企业的总资产收益率，而融资问题将会影响到企业的高周转率，从而影响到公司的净资产收益率。

估值下移

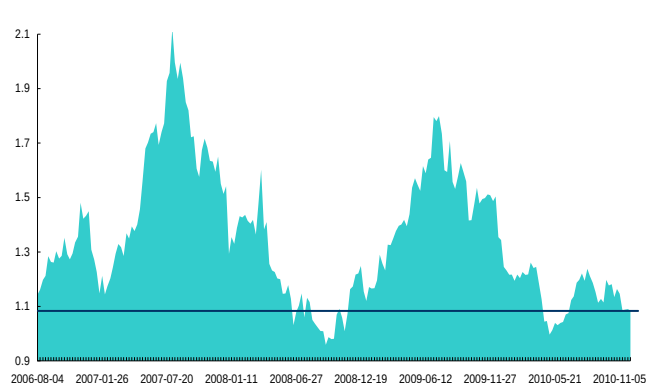
正是以上三个方面的原因使得资本市场对于房地产的估值下移，我们曾在三月份时候发布了《政策、成交与估值》，这个报告详细的阐述了房地产市场历次政策调整带来的成交的变化从而带动估值的下移，具体请参考这篇报告。

图 51: 房地产板块指数



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 52: 相对估值走势 (基于 TTM 整体法)



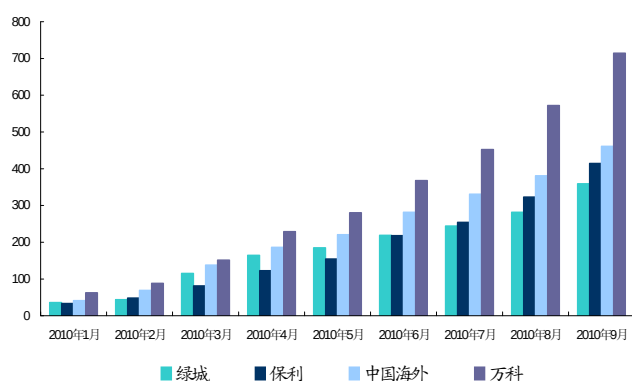
资料来源: wind, 长江证券研究部

万科 A---王者风范 量级已超越

对于万科来说，09 年由于再融资没有成功影响了公司在 09 年的增长。虽然在规模上公司没有实现快速增长，但公司在 09 年进行了管理的升级。经过 09 年的调整公司已经搭建好了 2000 亿规模的管理平台，公司目前已超越 1000 亿销售目标，2010 年重新实现了跨越式地增长。

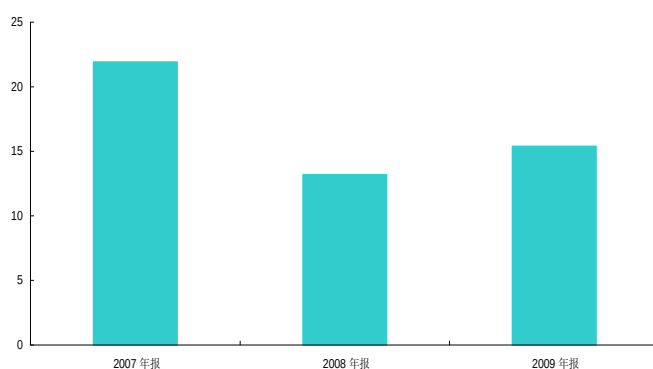
公司在三季度时适时推出股权激励计划。从行权条件来说，目前预收账款的已锁定了今明两年的大部分业绩，净利润的增长率应能达到行权条件。我们认为在净资产收益率方面更多的体现了公司管理层的对于公司未来的信心。

图 53: 上市公司销售对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 54: 公司近年 roe 水平



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 17: 行权条件

行权期	行权比例	行权条件
-----	------	------

第一个行权期	40%	T 年 ROE 不低于 14%，T 年较 T-1 年的净利润增长率不低于 20%
第二个行权期	30%	T+1 年 ROE 不低于 14.5%，T+1 年较 T-1 年的净利润增长率不低于 45%
第三个行权期	30%	T+2 年 ROE 不低于 15%，T+2 年较 T-1 年的净利润增长率不低于 75%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 18：行权日期

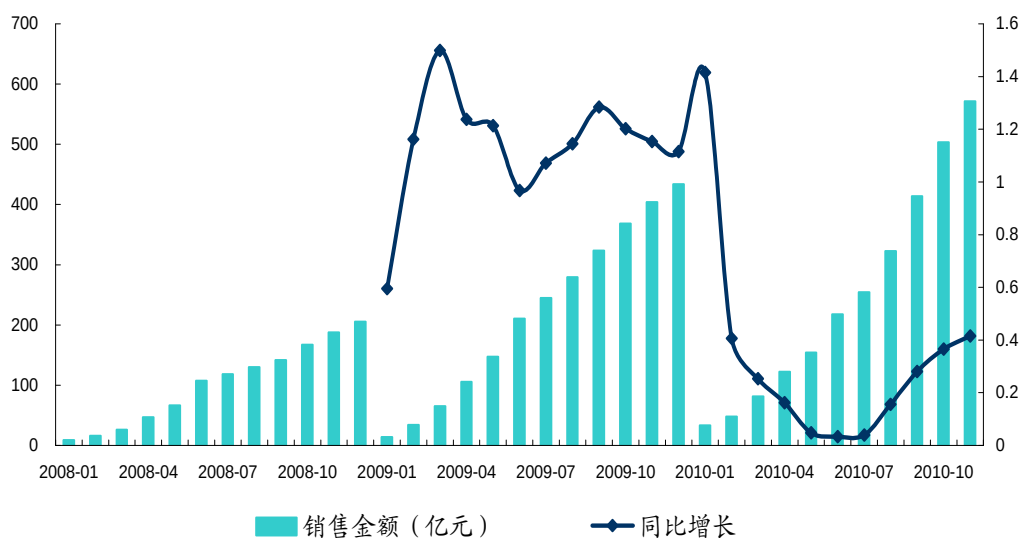
阶段名称	时间安排	行权比例
授权日	本计划获得股东大会通过之后的 30 日内	-
等待期	自授权日起至授权日起 12 个月内的最后一个交易日当日止	-
第一个行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至本期权有效期（即授权日起 48 个月）的最后一个交易日当日止	40%
第二个行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至本期权有效期（即授权日起 48 个月）的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至本期权有效期（即授权日起 48 个月）的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

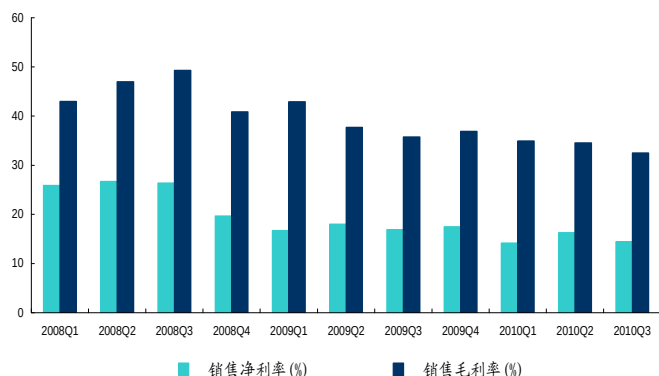
保利地产---毛利低点已现

我们认为保利经过今年的调整，在销售上明年将恢复较高的成长，这主要是基于保利今年在拿地上依然保持着强劲的势头，主要地块在明年将向市场形成有效的供给。另外，我们认为保利在今年结算方面的毛利率低点已现，未来结算的毛利率将往上走。

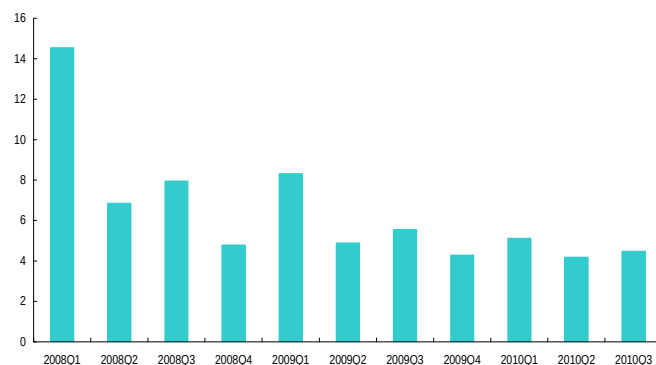
图 55：保利销售情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 56: 保利近期结算利润率


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 57: 保利结算期间费用率


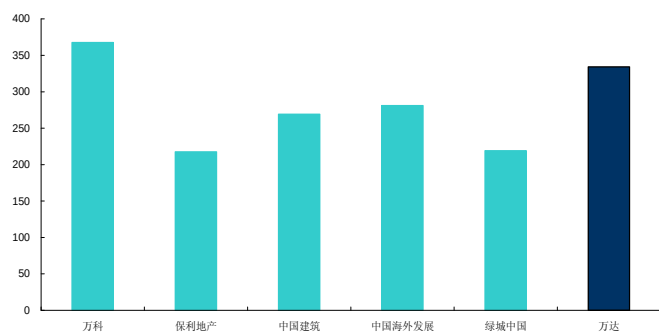
资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

在市场担心方面, 保利已经成功的冲破了 500 亿的瓶颈, 表现在管理费用上并没有发生大幅的上升, 费用率甚至仍然低于全行业水平。

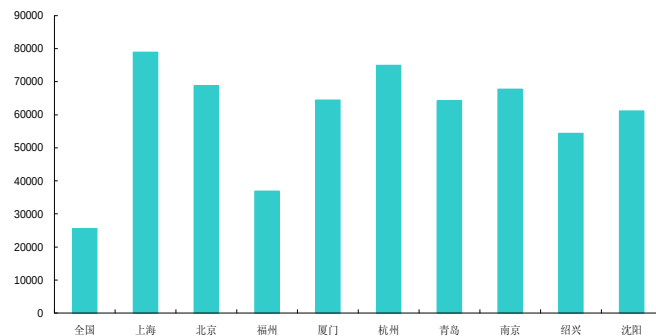
从我们看好商业地产的角度来说, 保利也走在了许多龙头企业的前面, 提高布局了商业地产, 这势必将成为保利未来增长极之一。

世茂股份---新兴模式的代表

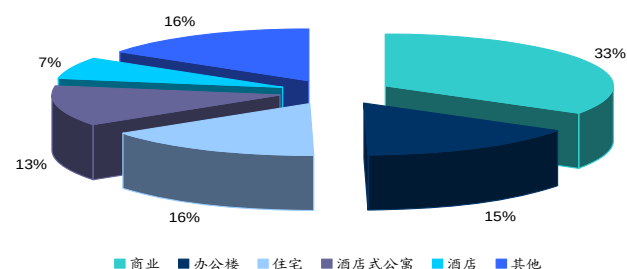
我们推荐世茂股份是自上而下的选择, 基于目前行业背景看好公司的商业模式, 并且认为今年很可能是商业地产繁荣的元年。

图 58: 主要地产公司上半年销售额


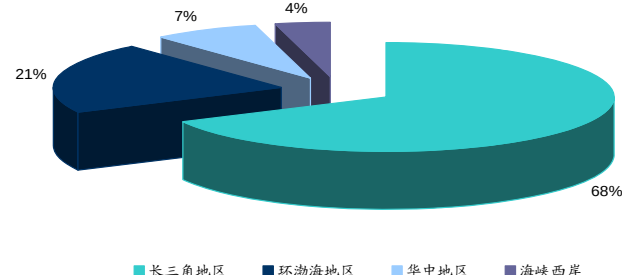
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 59: 世茂进入城市人均 GDP 比较


资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

图 60: 世茂项目用途分布


资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

图 61: 世茂项目区域分布


资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

我们认为城市综合体模式有如下三点优势：第一，城市综合体模式迎合了各地政府的土地出让捆绑一定商业配套的现实要求，具有拿地的优势；第二，其资金来源更加多元化，包括自身持有成熟产品抵押贷款、保险资金进入以及未来 REITS 的兴起；第三，通过商业地产有效撬动出售的写字楼与住宅的价格，使得其售价高于同区域内其他的开发商。此外，世茂的城市综合体具有很强的复制性。

泛海建设---关注资源禀赋

关注泛海建设是因为我们看中公司的资源，从目前估值来看，公司 NAV 估值是我们跟踪地产公司中最低的，如地产股出现整体性重估，该公司弹性最高。

公司一直以来是个重资产轻盈利类型，多年来由于开工跟不上业绩受到极大抑制。公司在上半年以来明显的加快了开工的节奏，各个项目都取得明显的进展，下半年北京项目开工量将逐步超过 100 万平米，这个力度在公司以往是不多见的。随着公司的开工加快，业绩释放能力增强，估值将慢慢修复。

图 62：存货周转率对比

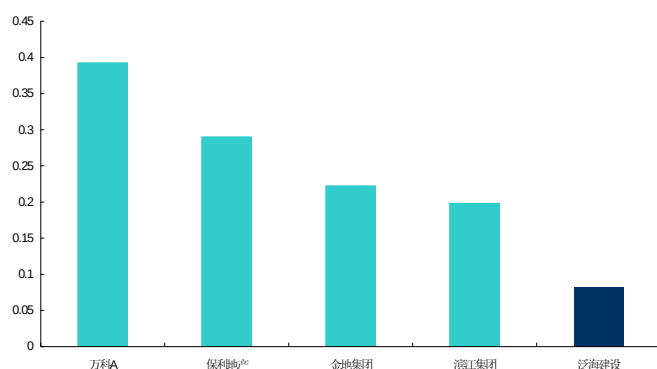
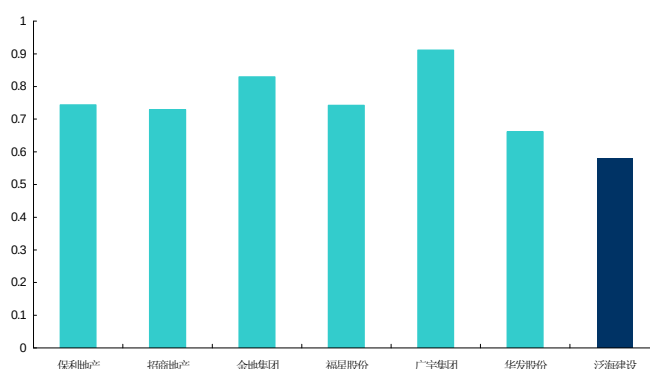


图 63：P/NAV 对比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 19：公司项目表

名称	类型	权益	规划建筑 面积	2010 年初末 结算面积	2010 年初权益 未结算面积
北京泛海国际居住区项目	住宅部分商业	100%	230	202.87	202.87
上海泛海国际公寓（董家渡）	住宅物业	100%	54.41	54.41	54.41
浙江光彩国际中心（钱江新城）持有物业		100%	29.08	29.08	29.08
深圳泛海拉斐花园项目	住宅	90%	25.41	20.76	18.684
青岛泛海国际购物广场	商业写字楼	70%	7.83	7.83	5.481
山西太原滨河西路项目	住宅综合社区	92%	400	400	368
武汉泛海中央居住区项目（王家墩）	住宅部分商业	100%	607	607	607
一级大兴经济开发区项目	商住	70%	100	100	70
合计			1453.73	1421.95	1355.525

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

世联地产---地产服务业

随着地产服务业明年政策方向明朗，我们相信该子行业发展速度将再提高，行业内整合力度将增强，有利于龙头企业发展。

代理业务中，城市升级带来的业务量上升将给未来业绩高速增长奠定基础，而企业并购带来协同效应也将使世联继续保持市场份额的上升。顾问业务的稳健增长以及新市场开拓也为企业未来竞争力增添有力砝码。

看好明年该行业的发展前景，我们也将未来深度报告中论及投资机会。

图 64：按业务分类占比

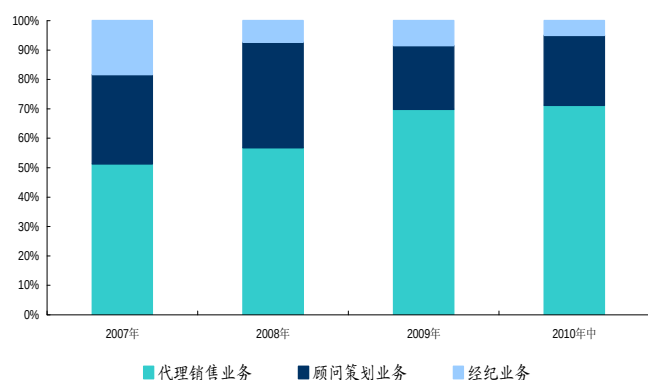
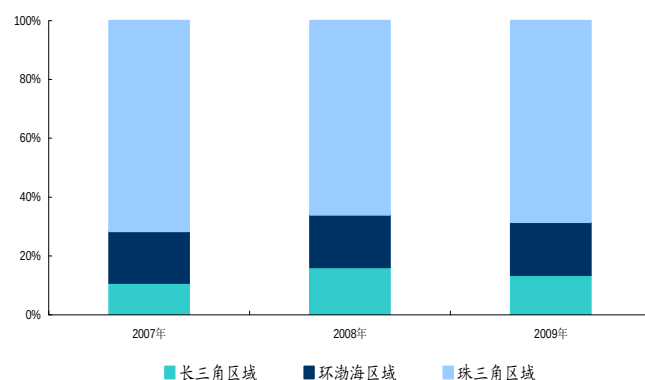


图 65：按业务分区域占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 20：行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司代码	公司简称	本期投资 评级	报表日股 价	PE		PE（倍）		NAV
				10E	11E	10E	11E	
000002	万科 A	推荐	8.40	0.71	0.95	11.83	8.84	
600048	保利地产	推荐	12.59	1.01	1.47	12.47	8.56	19.90
000024	招商地产	推荐	16.26	1.13	1.49	14.39	10.91	26.50
600383	金地集团	推荐	5.94	0.60	0.76	9.90	7.82	8.41
000979	中弘地产	推荐	15.20	0.96	1.51	15.83	10.07	10.31
600823	世茂股份	推荐	13.44	0.78	1.21	17.23	11.11	18.96
000926	福星股份	推荐	13.21	0.68	0.85	19.43	15.54	12.13
002133	广宇集团	谨慎推荐	7.07	0.46	0.75	15.37	9.43	7.78
600325	华发股份	谨慎推荐	10.29	1.06	1.42	9.71	7.25	17.97
000046	泛海建设	谨慎推荐	9.00	0.30	0.44	30.00	20.45	17.97
600748	上实发展	谨慎推荐	8.56	0.40	0.51	21.40	16.78	11.90
000718	苏宁环球	谨慎推荐	8.56	0.68	0.84	12.59	10.19	10.63
002244	滨江集团	谨慎推荐	10.40	0.79	1.25	13.16	8.32	12.80
600533	栖霞建设	谨慎推荐	5.17	0.42	0.56	12.31	9.23	5.80
600067	冠城大通	谨慎推荐	8.93	0.80	1.23	11.16	7.26	15.22
000667	名流置业	中性	3.14	0.18	0.39	17.44	8.05	4.13
000616	亿城股份	中性	5.03	0.52	0.68	9.67	7.40	6.37

资料来源：长江证券研究部

附表：2010 年来主要政策简介

日期	政策名称	政策意义
1 月 10 日	国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知“国十一条”	标志着新一轮房地产调控的拉开
2 月 23 日	北京促进房地产市场平稳健康发展的实施意见“京十一条”	“国十一条”的具体落实，强调增加住房建设用地供应
3 月 7 日	2010 年政府工作报告	强调遏制部分城市房价过快上涨，房地产调控力度开始加大
3 月 10 日	国土部关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知	加大保障性住房的土地供应成为最大亮点
4 月 15 日	国土部公布 2010 年全国土地供应计划	加强了普通商品房，中小套型商品房和保障性住房的土地供应力度
4 月 17 日	国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知“新国十条”	史上最严厉房地产调控政策，标志着本轮房地产调控进入深入期
4 月 20 日	住建部关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知	涉及房地产企业资金管理
4 月 27 日	住建部关于加强经济适用住房管理有关问题的通知	整顿经济适用房
4 月 30 日	北京市人民政府贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨文件的通知	地方落实中央精神
5 月 5 日	住建部关于加强廉租住房管理有关问题的通知	整顿廉租房
5 月 6 日	深圳市贯彻落实国务院文件精神坚决遏制房价过快上	没有超出新国十条范围，比北京新政温和
6 月 4 日	《关于规范商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准的通知》	二套房以家庭为单位，认房又认贷
9 月 27 日	《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》	保障房与土地政策方面
9 月 29 日	国家有关部委近日分别出台措施遏制部分城市房价过快上涨	信贷、税收等方面

资料来源：长江证券研究部整理

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。