

2011-01-27

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

房地产

没有最严只有更严

中性/维持评级

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000510120035

(0755)8249 2232

yujinhua@mail.htlhc.com.cn

联系人

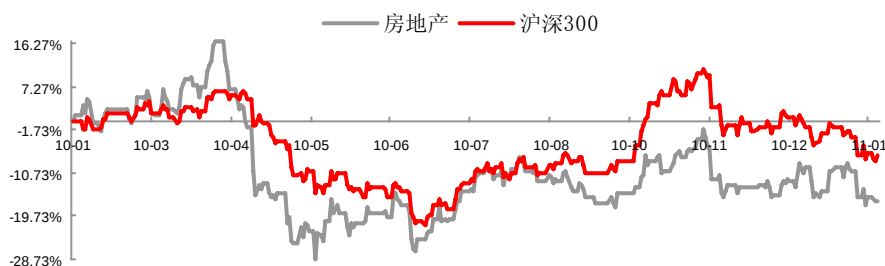
周雅婷

(0755)8212 5148

zhouyt@mail.htlhc.com.cn

- 国务院今日召开常务会议，研究部署进一步做好房地产市场调控工作，会议对房地产进一步调控再度提出“国八条”建议，主要内容包括：（1）对个人购买住房不足5年转手交易的，统一按销售收入全额征税；（2）将各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市列入限购范围；（3）提高二套房贷款首付款比例至不低于60%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍。
- 此次国务院会议提出的新“国八条”建议再次超出2010年9月的“史上最严厉”调控，政府传递出的房地产调控决心空前坚定。本次新“国八条”中限购、信贷、税收和政府问责多管齐下，在目前市场成交量略有抬头的情况下政府抢先出手抑制出现量价齐升的被动局面。对于今年全年的地产正常调控我们维持此前一贯的判断，调控没有最严只有更严，政策调控的底线深不可测，后续包括营业税、土地增值税以及房地产税的调控空间仍很大，期待政策放松催化地产板块反弹是风险极大的赌博。
- 按此次的限购标准，全国内的限购城市将达到36个。但2010年9月限购令出台后，一线限购城市10及11月的日均成交较9月下降20%，12月开始回升，12月和1月日均成交超过9月7%。二线城市10月成交并未出现实质下降，环比9月上升8%，12月则比9月日均成交上升9%。从2010年9月限购令出台后各主要限购城市成交量表现来看限购对成交量的抑制作用并不显著，我们认为这一方面与政策的执行力度有关，另一方面仍在于在目前的经济形势下市场难以形成房价向下的一致预期。对于此次限购的扩大，我们预计仍难以对房价形成实质性的打压，政府调控房价目标可能还很难达到。
- 总体判断：此次的8条政策将会对成交带来一定抑制，但不足以影响房价。政府调控房价目标可能还很难达到。传说中的房产税尚未露面，故尚不能理解为利空出尽。多次上调存款准备金率的信贷紧缩效应已开始体现，开发商贷款难度显著增加。判断通胀预期不去，资金紧张的局面难改。不支持房地产股的估值水平提升及出现现象样的反弹。维持对地产股谨慎的判断。

最近52周行业表现



目 录

政策调控决心坚定.....	4
限购扩大，是不是纸老虎？	4
二套首付提高，金融工具升级.....	6
税收调控磨刀霍霍	6
总体判断：维持谨慎	6

图表目录

图 1:	主要城市成交量变化-深圳.....	7
图 2:	主要城市成交量变化-上海.....	7
图 3:	主要城市成交量变化-北京.....	7
图 4:	主要城市成交量变化-厦门.....	7
图 5:	主要城市成交量变化-东莞.....	7
图 6:	主要城市成交量变化-长沙.....	7
图 7:	主要城市成交量变化- 成都.....	8
图 8:	主要城市成交量变化-武汉.....	8
表格 1:	上一轮限购执行后市场成交量短期下滑显著	5
表格 2:	历次营业税征收范围变化	6

事件:

国务院今日召开常务会议，研究部署进一步做好房地产市场调控工作，会议对房地产进一步调控再度提出“国八条”建议，重点内容如下：

- ✓ 进一步落实地方政府责任。地方政府要切实承担起促进房地产市场平稳健康发展的责任。2011 年各城市人民政府要根据当地经济发展目标、人均可支配收入增长速度和居民住房支付能力，合理确定本地区年度新建住房价格控制目标，并于一季度向社会公布。
- ✓ 调整完善相关税收政策，加强税收征管。调整个人转让住房营业税政策，对个人购买住房不足 5 年转手交易的，统一按销售收入全额征税。加强对土地增值税征管情况的监督检查，重点对定价明显超过周边房价水平的房地产开发项目，进行土地增值税清算和稽查。
- ✓ 强化差别化住房信贷政策。对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍。
- ✓ 合理引导住房需求。各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。原则上对已有 1 套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，限购 1 套住房；对已拥有 2 套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，暂停在本行政区域内向其售房。

政策调控决心坚定

此次国务院会议提出的新“国八条”建议再次超出 2010 年 9 月的“史上最严厉”调控，政府传递出的房地产调控决心空前坚定。本次新“国八条”中限购、信贷、税收和政府问责多管齐下，在目前市场成交量略有抬头的情况下，政府抢先出手以防范再度出现量价齐升被动局面的意图明确。调控显然已成常态，而在通胀预期较强的背景下，对于地产的调控将是没有最严只有更严。如果楼市热度不去，后续政府可动用的政策仍然较多，因此尚不能认为解读为地产行业利空出尽。

限购扩大，是不是纸老虎？

此次规定中将限购城市从上次“房价过快上涨城市”扩大到“各直辖市、计划单列市、省会城市”，将基本覆盖所有的一二线城市。按此标准，全国将限购的城市至少可达 36 个。

不过如果我们回头去看去年 9 月限购令出台后的效果，会发现一线限购城市 10 月及 11 月的日均成交较 9 月下降 20%，降幅显著。不过成交在 12 月开始回升，12 月和 1 月日均成交反而还超过 9 月约 7%。也即，限购令对一线城市的影响是短暂的。而二线限购城市即使在 10 月份成交也并未出现实质下降，环比 9 月反而还上升 8%，12

月甚至还成为二次调控后成交高点，环比 9 月日均成交上升 9%。似乎限购令对各主要限购城市的成交量影响并不太显著。

我们认为出现这一现象的原因，一方面与政策的执行力度有关。比如在一些限购城市政策的执行力度有明显的放松，一些购房人可以通过做假证明的方式来规避限购政策。另一方面仍在于出于对通胀的预期而带有避险性的买房行为较多。比如在一些城市可以观察到一些普通家庭由于担心通胀对家庭财富的侵蚀，倾其所有，以一次性付款的方式来购买房产的现象。也即我们所谓投资性需求在社会家庭结构中有从过去的高端家庭下沉到中间家庭的现象。这也可以一定程度上解释为什么去年新增的按揭贷款只有 1.4 万亿元，而全年的新房成交金额高达 4.5 万亿元。

不过限购令对于 2011 年仍然将是纸老虎吗？我们并不这么认为。原因在于：本次限购城市明显增多，将包括更多的二、三线城市。而目前楼市的供应结构中，也较为集中地体现在二、三线城市。但从需求角度，许多二线城市，尤其是三线城市，对来自于异地的投资性需求有一定依赖。本次调控政策限制异地家庭买房的规定对于这些城市的销量将有所影响。另外，政府治理通胀的决心同样坚决，如果在今年年中能成功改变通胀预期，而随着房产税预期日渐明朗，以及加息周期的明确，房地产是否还依然是有吸引力的投资？基于 2010 年实际上对大多数开发商而言还是个不错的年份，我们判断即使因为限购升级而影响到销量，都还不至于将开发商推到降价的边缘，因此我们预计政府调控房价目标可能还很难达到，限购更多的影响应该是在销量环节。

表格 1：上一轮限购执行后市场成交量短期下滑显著

		新政前三周 周均成交量	10.1-10.7	相比新政前 周均增幅	新政后四周周 均成交量	新政后周均 相比新政前 周均增幅
一线城市	上海	44.79	20.66	-54%	27.74	-38%
	北京	28.32	5.54	-80%	24.41	-14%
	深圳	13.71	21.62	58%	7.67	-44%
	广州	29.34	22.53	-23%	32.94	12%
二三线城市	华东	南京	13.49	-81%	16.03	19%
		杭州	20.67	-73%	16.29	-21%
		苏州	22.46	-49%	19.66	-12%
		无锡	22.8	-76%	17.15	-25%
	华北	扬州	5.6	-74%	3.88	-31%
		天津	23.08	/	26.34	14%
		长春	11.73	-70%	17.38	48%
		兰州	3.24	-69%	2.54	-22%
	华中	青岛	17.49	-14%	27.97	60%
		武汉	32.39	-57%	36.3	12%
		长沙	35.57	-5%	41.42	16%
	西部	成都	24.15	-87%	38.15	58%
		重庆	66.57	-63%	54.08	-19%

华南	昆明	8.49	2.63	-69%	14.17	67%
	厦门	4.42	3.89	-12%	3.92	-11%
	三亚	0.43	0.21	-51%	1.04	142%
	福州	4.93	2.75	-44%	6.08	23%

资料来源：易居中国，华泰联合研究所

二套首付提高，金融工具升级

此次会议规定将二套住房的首付比例上升至 60%，并严格执行 1.1 倍的贷款利率。首付的提高无疑将再度增加购房者的购买门槛，并降低杠杆比例。实际上进入 2011 年后由于市场流动性的紧缩，部分银行已经上调了一套住房的贷款利率，我们认为在国内目前流动性不足，银行贷款资源稀缺的情况下，银行将有较大动力严格执行这一严厉的二套房贷政策。购房者杠杆的降低和融资成本的上升无疑将对房地产市场需求带来一定的遏制。

税收调控磨刀霍霍

此次新“国八条”将个人购买住房不足 5 年转手交易的营业税基调整至全额征收，相比 09 年 12 月的营业税优惠调整细则，此次变化主要在于将 5 年内转让普通住宅的营业税计税税基从差额调整为全额，继续扩大税收调控的力度。值得注意的是，中央对税收工具调控的使用仍有较大的可操作空间，营业税率的更改、土地增值税的扩大征收范围以及尚未露面的房地产税将以什么样的姿态出现都是未来税收调节的变数。

表格 2：历次营业税征收范围变化

住宅类型	政策状态	2 年内	2-5 年	5 年后
普通住宅	06 年	全额征收	全额征收	免征
	09 年 1 月	差额征收	免征	免征
	09 年 12 月	差额征收	差额征收	免征
	11 年 1 月	全额征收	全额征收	免征
非普通类住宅	06 年	全额征收	全额征收	免征
	09 年 1 月	全额征收	差额征收	免征
	09 年 12 月	全额征收	全额征收	差额征收

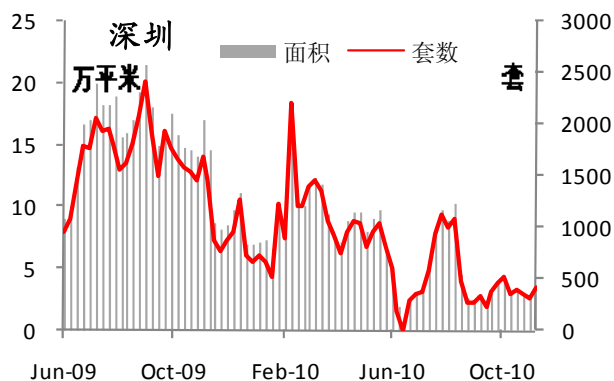
资料来源：华泰联合研究所

对地产股维持谨慎的判断

综上，此次的 8 条政策将会对成交带来一定抑制，但不足以影响房价。政府调控房价目标可能还很难达到。传说中的房产税尚未露面，故尚不能理解为利空出尽。多次上调存款准备金率的信贷紧缩效应已开始体现，开发商贷款难度显著增加。判断通胀预

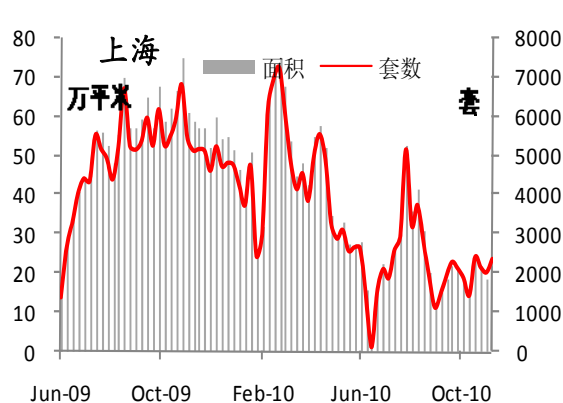
期不去，资金紧张的局面难改。不支持房地产股的估值水平提升及出现象样的反弹。
维持对地产股谨慎的判断。

图 1: 主要城市成交量变化-深圳



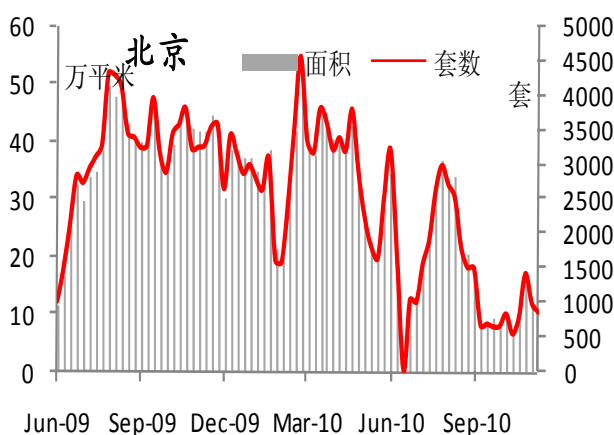
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2: 主要城市成交量变化-上海



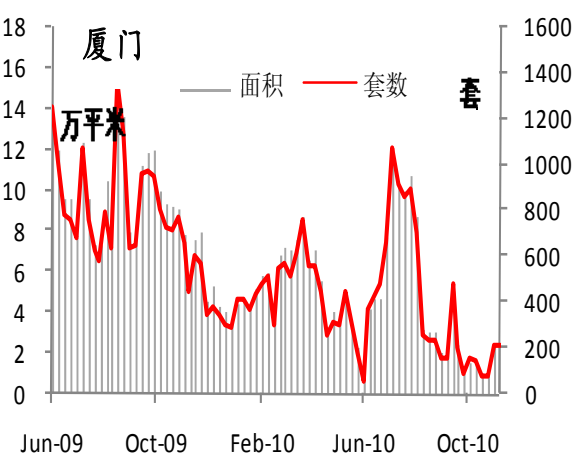
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3: 主要城市成交量变化-北京



资料来源：华泰联合证券研究所

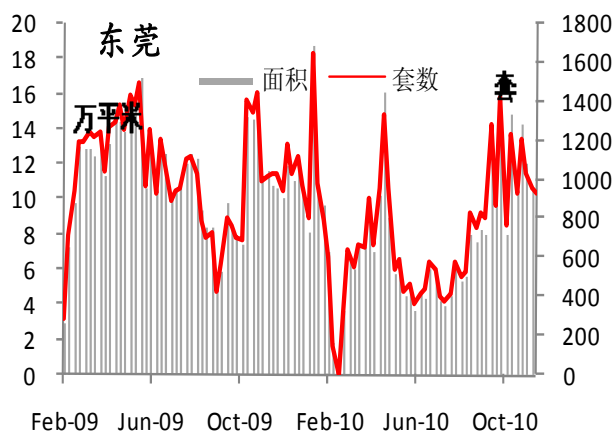
图 4: 主要城市成交量变化-厦门



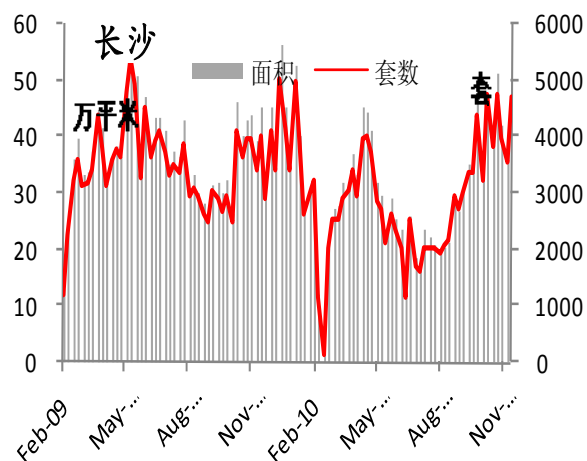
资料来源：华泰联合证券研究所

图 5: 主要城市成交量变化-东莞

图 6: 主要城市成交量变化-长沙

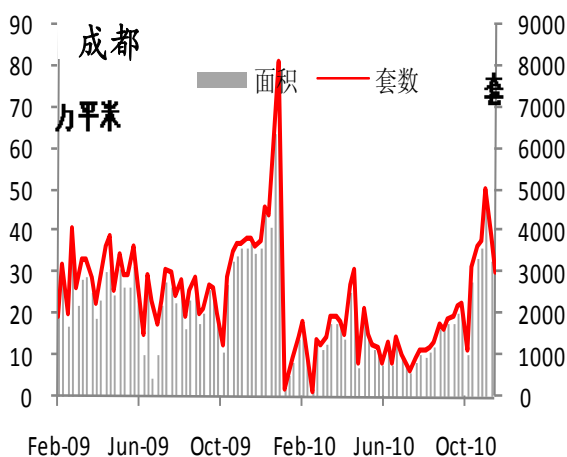


资料来源：华泰联合证券研究所



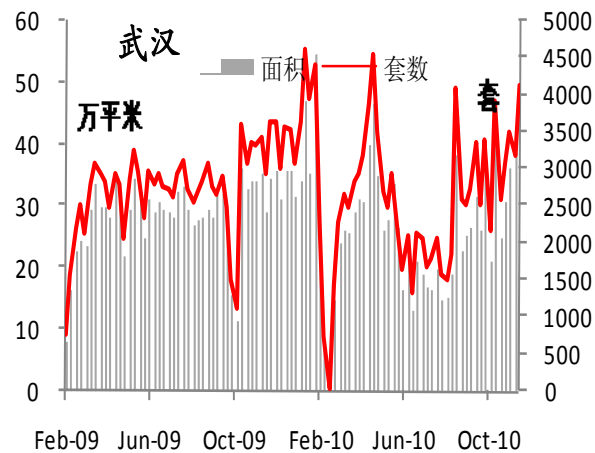
资料来源：华泰联合证券研究所

图 7： 主要城市成交量变化- 成都



资料来源：华泰联合证券研究所

图 8： 主要城市成交量变化-武汉



资料来源：华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn