

保障房建设成调控避风港 双轨统筹已具趋势

——保障性住房专题研究报告

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 3 月 31

联系人

崔喜君
022-28451945
cuixj@bhq.com

创新点：

- 充分考虑各种保障房资金来源，进行了详尽的估算
- 尝试提出保障房融资限制有望开闸的看法，并予以佐证

投资要点：

● 保障房建设大势已定，双轨制体系初成

保障房资金来源不断扩充，全国社保基金和保险资金试水保障房建设，政府对民营资本进入保障房领域也敞开大门。另外，中央强化地方对保障房供地计划的落实，并对保障房建设项目免征土地增值税。

● 保障房与商品房在土地市场是竞争关系，资金支持是补充关系

随着 2011 年各地保障房供地计划的落实，商品房的建设将趋于萎缩。而土地出让金是保障房建设资金的重要来源，占比高达 35%，商品房的平稳发展又在一定程度上有利于保障房建设资金的顺利到位。

● 保障房建设有望打开融资渠道

● 充分考虑 11 年保障房各种资金来源（中央财政投入、银行贷款、住房公积金贷款和增值收益、土地出让金和增值收益、社保基金、保险资金、民间投资），乐观预计可到位建设资金为 8200 亿，但与所需的 1.3 万亿仍存在较大缺口。

● 当前保障房建设毛利润低下和融资难，成为维持建设规模持续扩大的瓶颈所在。随着调控的深化，部分大规模参建保障房的上市企业有望打通再融资的渠道。

● 重点推荐个股

保障房建设已被提到政治高度，建设任务如期实现的确定性较高。综合考虑开发企业盈利模式、后期规模和市场估值水平等，我们重点推荐首开股份、天房发展、中天城投。

相关子行业评级

房地产 看好

重点品种推荐

中天城投 推荐
天房发展 推荐
首开股份 推荐

目 录

1. 保障房建设大势已定，双轨制体系初成.....	3
1.1 资金来源不断扩充，建设规模有望扩大.....	3
1.2 保障房供地计划严格执行，并给予相应优惠	4
2. 保障房规模的测算及对商品房的影响	4
2.1 保障房规模的测算.....	4
2.2 保障房对商品房的影响.....	6
3. 保障房建设带来的投资机会.....	7
3.1 保障房建设由于资金缺口较大，参建规模较大的上市房企有望打通融资渠道	7
3.2 参与保障房建设主要企业的投资机会分析	8

图 目 录

图 1 2000 年以来土地储备变动情况.....	6
---------------------------	---

表 目 录

表 1 2011 年保障房投资的资金来源估算	6
表 2 重点公司投资机会的分析.....	8

1. 保障房建设大势已定，双轨制体系初成

随着保障房建设规模的扩大，逐渐确立了“市场归市场，保障归保障”多层次住房供应体系。保障房建设成为中央关注民生的焦点所在，政治意义和战略高度前所未有。2月24日，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强出席全国保障性安居工程工作会议并讲话。为保证完成11年1000万套保障房的建设，会上国家保障性安居工程协调小组与各省（区、市）政府和新疆生产建设兵团签订了2011年保障性安居工程目标责任书。国务院总理温家宝公开表示，今后五年，中国计划新建保障性住房3600万套，并以公租房和廉租房为主。“十二五”期末，中国城镇保障性住房的覆盖率或将达到20%以上。

1.1 资金来源不断扩充，建设规模有望扩大

2011年社保基金首次参与保障房建设，一定程度上减缓了保障房建设面临的资金压力。2月26日，全国社会保障基金首个30亿元的保障房信托项目在江苏省南京市落户。该笔资金将专项用于支持南京市花岗、西善桥等四个保障性住房项目的建设，建筑总面积将达到980万平方米，可为南京市提供8万套保障性住房。今后全国社保基金还将选择合适的项目参与，投资规模不会小于南京保障房项目。

保险资金也开始涉足保障房项目。保险资金成为保障房建设的另一个资金重要来源。今后，房地产市场基本是保障房与商品房并行发展的态势，保障房的建设规模迎来空前的高峰期，2011年计划建设1000万套，十二五期间3600万套。预计2011年保障房建设投资为1.3万亿元。保险资金参与保障房建设，首次在上海取得进展。3月9日，中国太保集团宣布，旗下太平洋资产管理公司发起设立的“太平洋-上海公共租赁住房项目债权投资计划”正式通过了保监会的备案。此项债权投资计划募集资金40亿元，主要用于上海地产（集团）有限公司在上海市区约50万平方米公共租赁住房项目的建设和运营。

另外，民间投资开始尝试进入保障房建设。中国建银精瑞资本管理集团旗下建银精瑞公租房建设投资基金年内即将成行，将成为国内首只以民间资本投资为主的保障房建设投资基金，首批计划募集资金50-100亿，三年内预期能够做到500亿元人民币的规模。

保障房建设资金来源的多渠道化，一定程度上缓解了建设资金的压力，更加确保了保障房规模向上的趋势。

1.2 保障房供地计划严格执行，并给予相应优惠

去年住房供给已经出现大幅增加趋势。2010 年住房供地，特别是保障性住房用地大幅增加，全年完成住房供地 188.1 万亩（不含西藏和新疆生产建设兵团），比 2009 年住房供地增加 73.5 万亩，同比增长 64.1%。其中，保障性住房用地供应 37.05 万亩，同比增加 124.5%。对保障房的供地，国土资源部强调，未完成 2010 年保障性住房建设用地供应任务，保障性住房、棚户区改造住房、中小套型普通商品住房“三类用地”供应总量未达到住房用地供应总量 70% 的市县，年底前不得出让大户高档商品住宅用地。

从 2011 年各地土地供应情况，初步可以观察到保障房供地已得到逐步落实。以成都为例，3 月成都土地供应共有 42 宗土地以行政划拨和协议出让，0 宗土地拍卖。其中共有 12 宗土地协议出让，用地性质均为保障房建设用地，用地面积约 544.2 亩。

另外，保障房项目免征土地增值税更是有利于保障房建设规模的扩大。3 月 25 日，自 3 月 26 日起，北京大幅提高房地产项目土地增值税预征率，由此前的 1% 至 2%，提高到 2% 至 5%。同时实行差别化土地增值税预征，保障性住房暂不征收土地增值税。保障房免征土地增值税，有利于参与保障房建设的开发企业降低开发成本，促进建设规模的扩大。

2. 保障房规模的测算及对商品房的影响

2.1 保障房规模的测算

2010 年保障房建设的四大资金来源主要包括：中央财政收入、银行贷款、土地出让和土地增值税、住房公积金增值收益。随着国家对保障房建设政策的支持和长期向上发展的趋势，2011 年保障房资金来源不断得到扩充。社保基金、保险资金以及民间投资逐步进入保障房建设领域。我们分别估计了各项资金来源的规模，从而对 11 年保障房建设资金的落实进行了较为客观的评价。

首先，中央财政收入预计高达 1300 亿元。2010 年中央财政划拨的保障房建设资金已下达 792 亿（截至 2010 年 8 月），约占 2010 年保障房投资的 10%。2011 年保障房建设所需资金为 1.3 万亿元，乐观预计 2011 年中央财政划拨款或将达到 1300 亿左右。其次，银行贷款规模也会不断扩大，但由于 11 年上半年紧缩信贷政策的执行，规模继续扩大可能比较小。商业银行支持的保障性住房楼盘一般

会纳入政府当年的保障性住房开发和销售计划，因此是有市场保障的。对于购买保障性住房的个人按揭贷款，原则上应按照商业贷款办理，同时出于社会责任的考虑，部分商业银行会本着保本、低收益的原则，加大保障房按揭贷款的投放。

2010 年 11 月，建设银行北京分行、北京银行也相继与相关单位签署合作协议，为本市保障性住房建设提供大规模资金授信，总计授信额度逾 200 亿元。2011 年各地政府已签订保障房建设责任书，具有主观意识来增加保障房建设力度，而且保障房市场基本无风险，因此银行贷款有望继续加大。乐观预计，能达到 800 亿元。

第三，土地出让金和土地增值税方面，随着地产调控的深化，中央会加强对出让金 10% 用于保障房建设这一规定的执行。财政部提交至全国两会的《关于 2010 年中央和地方预算执行情况与 2011 年中央和地方预算草案的报告》显示，2010 年国有土地使用权出让收入 29109.94 亿元，当年安排支出为 26975.79 亿元，这包括征地补偿、拆迁补偿等成本性支出 13395.6 亿元、廉租住房保障支出 463.62 亿元、用于城市建设的支出 7531.67 亿元等。依此计算，去年廉租住房保障支出仅占当年土地出让总收入的 1.6%。而在当年土地出让收入各项开支之中，廉租住房保障支出也仅仅占到 1.7%。由于房地产调控深化，保障房供地加大，一定程度上将降低 11 年的土地出让金，我们粗略假定 2011 年土地出让金保持在 10 年的 2.9 万亿元，并且土地出让金 10% 用于保障房建设，预计用于保障房建设的出让将为 2900 亿。土地增值税方面，预计 11 年能达到 900 亿。国税总局的数据显示，2009 年全国商品住宅销售额 38150 亿元，应缴土地增值税款 2641 亿元，实际完成土地增值税征缴 719.43 亿元。综合考虑调控对开发商投资开发的负面影响，初步预计 11 年能达到 900 亿。

第四，住房公积金贷款方面，我们维持和前期报告相同的观点。预计最多能达到 1600 亿元。2008 年末全国住房公积金扣除使用后，银行专户存款余额仅为 5616.27 亿元，扣除必要的备付资金后的沉淀资金为 3193.02 亿元。由于“只能用一半”，总共可用 1600 亿，未来预期增长也十分有限。

第五，社保基金方面，由于今年启动试点，规模增长有限。随着南京 30 亿元信托项目的实施，后期社保基金会选择市场前景较好和风险较小的保障房建设项目。初步预计，社保基金投入保障房建设资金为 100 亿。

第六，保险资金方面，与社保基金相同，都是初次试水保障房建设，规模将会出现增长，但幅度有限。随着太保集团 40 亿的债权筹资计划的实施，初步预计保险资金会陆续进入保障房建设领域。初步预计，保险资金投入为 100 亿元。

第七，民间投资方面，“建银精瑞公共租赁住房建设投资基金”的获批一定程度表明国家正逐步降低对民间投资保障房建设的门槛。在保障房建设资金缺口的情况下，鼓励民间投资进入保障房领域对保证建设规模的完成不可或缺。另外，2011 年中央预算投资为 3840 亿元，将比 2010 年减少 100 亿元左右。国家投资的减少反倒会给民资带来更多的机会。我们初步预计，保障房建设的民间投资投入为 200 亿。

表 1: 11 年保障房投资的资金来源估算

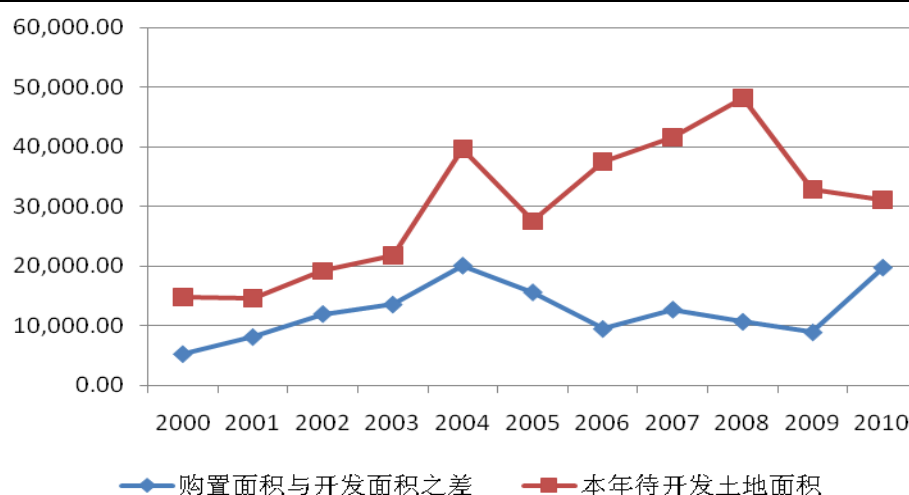
资金来源	预计可投资资金	实际需要资金
中央财政收入	1300 亿	13000 亿
土地出让和土地增值税	2900+800 亿	
住房公积金增值收益	400 亿	
住房公积金贷款	1600 亿	
银行贷款	800 亿	
社保基金	100	
保险资金	100	
民间投资	200	

资料来源：渤海证券研究所

2.2 保障房对商品房的影响

保障房对商品房的影响，主要是体现在土地市场的竞争关系和资金支持的互补效应。首先，住建部要求各地加大对保障房土地供应，在目前土地储备有限的情况下，那么保障性住房用地的增加意味着商品房（尤其是中高档商品房供地）将受到影响。如图 1 所示，2007 年房地产调控的深化导致自 2008 年开始本年待开发土地面积则在 2008 年后出现下滑，说明土地储备有所下降。而购置面积与开发面积之差在 10 年则有所回升，主要原因调控一定程度抑制了开工节奏。此外，2011 年持续调控将成为主基调，在保障房供地计划的落实会进一步加强监管，因此在土地市场上对商品房的冲击，抑制商品房建设规模的过快增长。

图 1: 2000 年以来土地储备变动情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

另一方面，通过前面对保障房建设所需资金来源分析，可知 35%来自于土地出让，这也就意味着商品房的建设在一定程度上支撑着保障房的建设。短期内，国家调控

收紧，保障房建设力度会迅速扩大。随着 2011 年保障房 1000 万套的建设计划的落实，投资额会进一步提升。中长期来看，当保障房与商品房之间的比例在短期内达到一定水平后，保障房规模将会较为平稳，难以再出现大幅的增长。

3. 保障房建设带来的投资机会

3.1 保障房建设由于资金缺口较大，参建规模较大的上市房企有望打通融资渠道

前文表 1 我们对各项资金来源做了较为乐观的估计，我们发现即便各项资金落实到位，支持保障房建设的资金总量仅为 8200 亿，离实际需求的 13000 亿，还有 4800 亿的缺口。同时，中央关于保障房建设的战略定位已经明确，未来住房体系将是保障房与商品房并重的趋势。因此，保障房建设资金需要寻求其他路径得以破解。“十二五”期间大规模建设保障性住房成为开发商寻求业绩增长的支撑点，截至 3 月 25 日发布年报的 49 家房地产上市公司中，七成以上已经或将要积极参与保障性住房建设。在大范围的限购政策严重抑制商品房需求的大背景下，商品房土地供应有限的情况下，尽管保障房利润不高，但因市场无风险和业绩有一定保障，从而受到青睐。开发商参与保障房项目主要有两种形式，一种是商品房中配建保障房，另一种方式是代建，由政府出钱，开发商代建。目前代建成为主要参与形式但却有保障。一般情况下，地产企业通过加快资金周转、规模化建造、控制成本等方式开发保障房可以获得 5%-8% 的平均利润率，其中限价房利润率更是高达 10%，而且由于市场有保证，基本无风险。

但应该看到的是，与商品房相比，保障房的盈利能力远低于前者。如果房企难以找到保障房建设的盈利模式，作为社会资金重要贡献者的房企进入这一领域的积极性就会大打折扣。万科曾明确表示愿意参与保障房建设，但前提是符合公司股东利益。在代建形式下，保障房资金会出现巨大缺口，政府为了解决保障房建设资金来源问题，可能会越来越依赖于商品房项目中保障房建设的配建制。但配建最终可能引发的结果是开发商在项目建设中，不得不将商品房项目中保障房部分的成本转移到商品房部分，从而进一步推高商品房建设成本，而这又与保障房建设的初衷背道而驰。

再从目前房地产调控效果来看，调控似乎并没真正有效解决供需失衡的局面。限购和限贷作为房地产调控的主要手段，主要是通过抑制需求而缓解房价上涨的压力，但从中长期来看，并未真正解决供需失衡的问题。需求只是因限购而被短暂

压制，由于限购是行政手段，效果取决于其持续时期。从各地公布的限购期限来看，大多数城市限购截止到 11 年底，这使得一旦政策需要退出时，房价将可能出现报复性上涨。解决房价高涨的真正切实有效的手段仍然是增加住房供给。

通过上述分析，我们认为，在土地供给一元化体制下，很可能通过再融资开闸来推动住房供给。再融资的优惠政策一旦实行，肯定会先给予大量参与保障房的上市房企，部分企业有望借助参与大规模的保障房建设打通再融资的渠道。

3.2 参与保障房建设主要企业的投资机会分析

保障房概念引发的投资机会是否具有持续性？我们认为，未来 5 年内保障性住房都将成为国家建设重点，相关利好和扶持政策预计将不断出现；而商品房目前存在政策调控，基本面难有起色。因此，保障房建设引发的投资机会具有一定的持续性。我们综合从盈利模式、后期潜在规模和估值来综合把握受益保障房概念个股的投资机会。重点推荐中天城投、首开股份、天房发展。

表 2：重点公司投资机会的分析

公司名称	盈利模式	后期潜在规模	11PE	12PE	评级
中天城投	公司历史上参与的保障房开发净利润率根据地方政策可达 8% 左右	计划在“十二五”期间，在贵州省内完成建设面积约 1000 万平方米（约 20 万套）、总投资约 200 亿元的各类保障性安居工程及其配套设施。	11	9	推荐
天房发展	2010 年营业收入结构中，经济适用房收入占比 8.79%，经济适用房净利润为 10% 左右	2010 年，公司保障房施工面积 90.94 万平方米；销售面积 46.13 万平方米，占全年销售面积的 79.4%；保障房建设已经成为公司在建项目的半壁江山。	11	9	推荐
首开股份	参建经济适用房。首开股份曾开发包括北京回龙观、通惠家园在内的大型经济适用房项目，累计竣工超过 800 万平方米。	目前，首开在建、拟建的保障性住房项目建筑规模超过 120 万平米，预计在 2014 年前开发完毕	11	8	推荐

资料来源：渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分