

房地产业(0110)

广发地产评论之“穷寇与危墙”

赵强 分析师

电话: 021-68829698

eMail: zhaoq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020001

沈爱卿 分析师

020-87555888-8637

saq@gf.com.cn

S0260511020008

徐军平 分析师

021-68829441

xjp@gf.com.cn

S0260511010010

房地产调控的首要目标,无疑是抑制房价的过快上涨。当前,需求面已经逐步恢复了正常(投机需求不断被挤出),但供应面的调整并不充分。这表现在:开发商的降价促销仍不普遍,土地一级市场的价格仍未松动,保障房的土地供应迟迟未达预期。或许,在中央政府的眼中,这些都是“穷寇”,宜将剩勇追穷寇。

股票市场上,地产股经历了一年半的调整,也变成了“穷寇”。到底是宜将剩勇追穷寇,还是穷寇勿追呢,还需拭目以待。

从更长远的视角来看,中国的高房价乃至背后的问题,确是一堵危墙。为什么这么说呢,且听我道来:

土地财政涸泽而渔

当前,开发商之所以不愿意降房价,是因为地方政府并没有随行就市降地价。对开发商来说,如果现在降价销售,等来的是政策放松,那么就又“踏空”了。地方政府不愿意降地价,主要还是利益驱动:追求土地价值最大化。最好每块地都要卖出好价钱。然而,从另一个角度,高地价必然会向下游传导,从而带来一系列问题:高成本使得大城市逐步失去竞争力,高房价使得新移民难以安居……产生了很多经济长期发展和民生问题。

合理的做法,一方面,地方政府应该适应市场需求,保持土地供应的持续性,稳定地价房价,而不是加大了市场波动;另一方面,土地价格也应该随行就市,不妨采取低底价拍卖,甚至无底价拍卖,而不应该人为托市。当然,要改变土地财政,还要改变中央和地方的财政收入的分配,调整对地方政府的考核激励机制。

低利率补贴了谁?

造成高房价的另一个问题,是低利率。低利率的受害者当然就是储户,而受益者是投资者,低利率会激励过多的无效投资。以房地产行业而言,低利率会使得房屋的持有成本过低,会鼓励房屋的持有者去持有大量的空置房。从中国的实际情况来看,富人们有更多钱付首付,通过财务杠杆,享受到了财富增值,从而变得更富有;相反,低收入阶层没有那么多钱付首付,寄希望于储蓄,结果利息不仅赶不上房价涨幅,还落后于CPI。

结果,富人更富,穷人更穷,相对的财富差距扩大了。社会的分层也更加悬殊了,自然就会产生不和谐。

房产税推进速度太慢

与低利率一样，过低的持有成本只会鼓励无效投资，对整个社会资源的配置没有任何好处。当前，房地产税制的不合理之处，在于交易环节高税率，而持有环节不征税。实际上，也是由买卖房屋的交易者，补贴了持有多套房的持有人。房屋交易人当然有投机投资分子，但更多的是普通的梯度改善的自住家庭。所以，现行的税制实际上也是穷人补贴富人。

政策组合的合理性与必然性

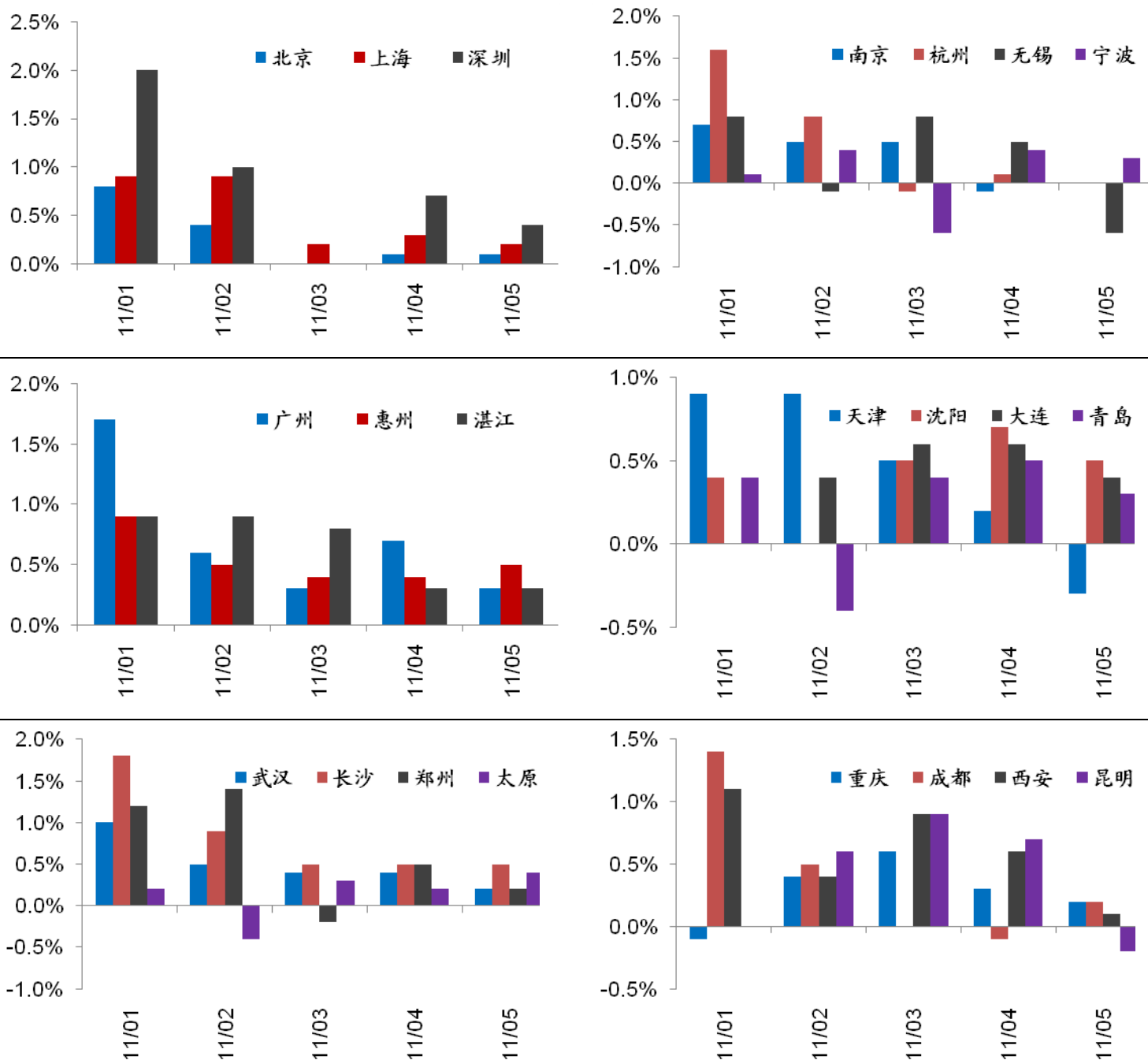
高房价会带来一系列的问题：首先，是有可能使经济增长放慢速度。高房价提高了社会总成本，抑制了竞争力，同时高房价会放慢城市化的速度；这些问题在许多国家的历史上都出现过，无需赘述了。其次，是给银行的金融资产带来风险。有人说，中国的商业银行就是半个“当铺”。估计，一半的信贷资产和房地产有关。所以，任由房价上涨后再大幅下跌，对银行只会增加更多风险。最后，扩大了贫富差距，加大了社会的分层，对社会的稳定和谐不利。

我们相信，中央当然已经看到了这些问题。大举建设保障房是缓解问题的举措之一。土地财政、低利率、房产税这些问题由于涉及的相关方面比较多，牵一发而动全身，改革推动起来比较慢。但慢并不意味着不改，而在这些改革实施之前，先用一些短期政策，稳住房价，不让它再肆意上涨，就在情理之中了。如果，从这个角度看，限购政策和保障房建设的政策组合，就有其合理性和必然性了。

房价不再上涨，地产股还有投资价值吗？

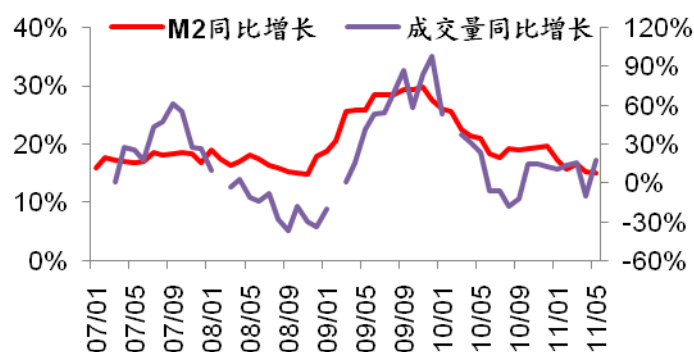
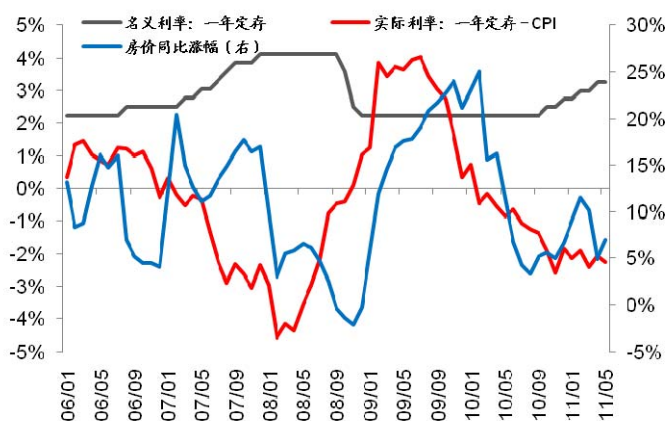
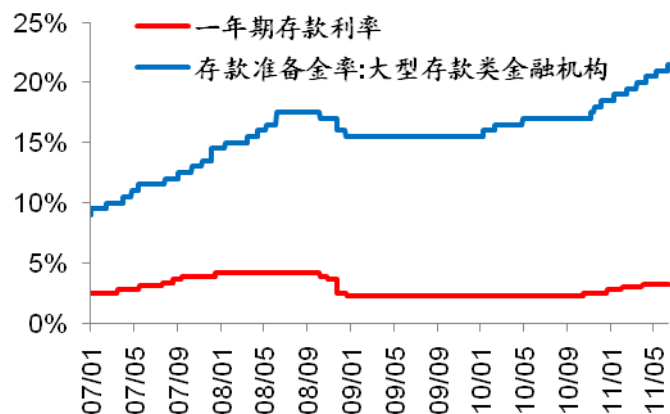
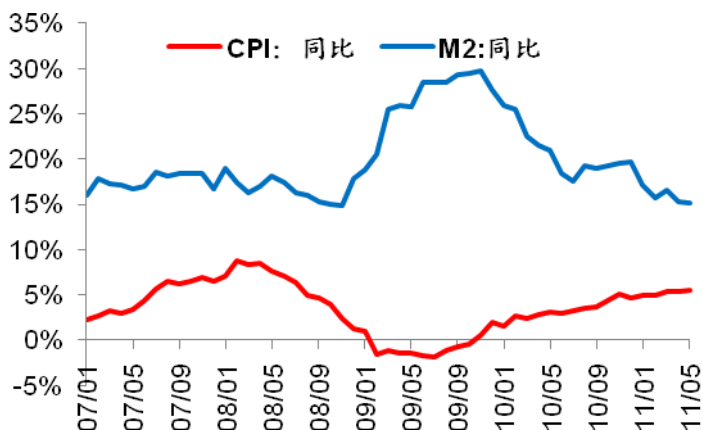
套用资本市场惯用的逻辑，如果用一句话来回答这个问题的话，就是“地产股从成长股变成了价值股”，估值给不高了，NAV不可能再给溢价了，只有折价了。只有在折价过低的时候，才能买入。

图 1：今年来主要区域新建住宅房价环比变动



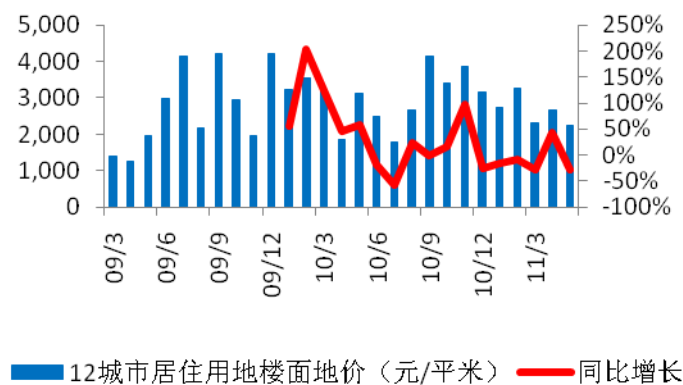
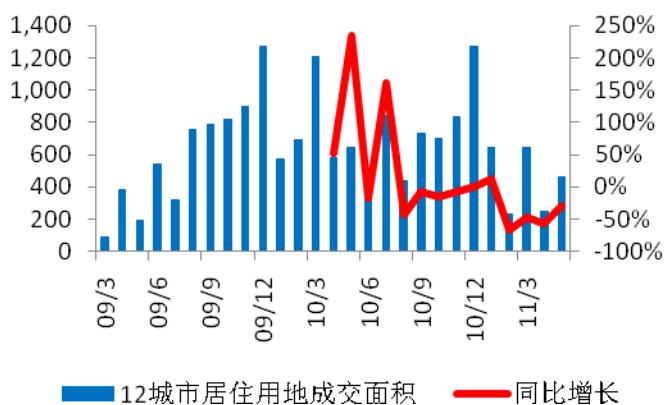
数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：流动性指标



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 3：12 城市土地成交情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 1: 近期政策一览

时间	政策	要点
2011.7.14	国务院常务会议研究部署继续加强调控工作	当前房地产市场调控正处于关键时期,必须坚持调控方向不动摇、调控力度不放松,坚定不移地抓好各项政策措施的落实,不断巩固和加强调控效果。房价过高的地区要加大调控力度,着力改善供求关系,促进房价合理回归。继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和住房限购措施,遏制投机投资性购房,合理引导住房需求。已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策,房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。
2011.6.23	温家宝: 总体价格水平目前处在一个可控的区间, 而且预计将稳步下降	中国已将限制价格上涨作为宏观经济调控的首要任务,并推出了一套有针对性的政策。这些政策已经奏效。总体价格水平目前处在一个可控的区间,而且预计将稳步下降。
2011.6.22	发改委: 支持发行企业债券进行保障房融资	《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》: 支持符合条件的地方政府投融资平台公司和其他企业,通过发行企业债券进行保障性住房融资。
2011.6.17	北京政策放松传闻及政府澄清	调控松动传闻: 6月17日, 媒体报道“北京正在研究放宽限购政策,有望在年底前放松对高端项目的限购”。 政府澄清: 6月21日,北京市住房和城乡建设委员会负责人明确表示:北京市坚决贯彻落实国家和本市制定的包括限购在内的一系列房地产市场调控政策,确保实现房价控制目标,限购政策决不会放松,没有调整的安排,也不会按照房屋档次、价格区别对待。
2011.6.15	住建部政策研究中心副主任王珏林:不加码、不放松	目前房地产调控未达到最理想状态,未来将加大力度落实已有政策,但未有考虑出台更严厉的措施……如果房价还在上涨,那么限购范围肯定扩大,甚至可能扩大到全国
2011.5.31	大连政策放松传闻及政府澄清	调控松动传闻: 5.31日,媒体报道大连高新园区将二套房认定标准由“以家庭为单位”改为“以个人为单位”。 政府澄清: 6.1日大连市房地产调控政策领导小组办公室的负责人明确表示:大连市住房限购政策没有任何变化,不论是限购区域范围还是查询方式都未做任何更改。该人士还称,大连市委市政府坚决贯彻落实有关房地产调控的各项政策措施,毫不动摇地执行住房限购政策。同时,将于近期对全市开展贯彻落实房地产调控情况进行大检查,进一步规范市场秩序,促进房地产市场健康平稳发展。
2011.5.30	国土部: 地价监控已经扩大到县级城市	国土资源部下发《关于严格落实异常交易地块上报制度有关问题的函》,要求全国所有县级及以上城市及时上报招拍挂出让中溢价率超过 50%、成交总价或单价创历史新高的异常交易地块。
2011.5.1	温家宝: 三个坚定不移	中央要保持房地产价格基本稳定,促进房地产业健康发展,这个决心坚定不移;要把一些地区过高的房价降下来,使是它回到合理水平,这个决心也是坚定不移;要特别关注困难群体,中低收入家庭,使他们住得起房子,租得起房子,这个决心也是坚定不移的。
2011.4.27	发改委价格监督检查司司长许昆林	我们正在对房地产市场的成本、利润和价格等情况开展调研,拟综合考虑中国房地产业发展的实际情况和国外可借鉴的做法,将商品住房列入制止牟取暴利项目,严厉打击不法房地产开发商牟取暴利的行为。
2011.4.20	海口政策放松传闻及政府澄清	调控松动传闻: 4月20日,海口市长冀文林在海口市政府第75次常务会议上说,要“充分利用国务院给予海南的优惠政策,按照限价不限购的原则,积极出台相关实施细则”。这被理解为限购将取消。 政府澄清: 26日,海口市住房和城乡建设局局长杜海鹰表示“有关海口叫停‘限购令’

		的传闻不实，海口市不会叫停‘限购令’！”。海口市有关部门在研究对房地产产品进行分类管理，调整产品结构，把产权式酒店、酒店式公寓、度假村等经营性旅游地产从普通商品住房中分离开，作为旅游地产来管理和销售，不纳入限购的范围。
2011.4.13	国土资源部副部长贛小苏	“中央认为，以城市住房为主的问题已经影响到了全局，必须在控制通胀的同时下决心解决好房价问题”
2011.4.5	央行 2010 年来第四次加息	自 2011 年 4 月 6 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。
2011.3.18	央行 11 年第三次上调存款准备金率	从 2011 年 3 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2011.3.15	温家宝：三管齐下控房价	第一，还是要控制货币的流动性。也就是说消除房价、物价上涨的货币基础。第二，运用财政、税收和金融的手段来调节市场的需求。第三，加强地方政府的责任，无论是物价和房价，地方都要切实负起责任来。也就是说“米袋子”省长负责制，“菜篮子”市长负责制，房价也由地方来负主要责任。
2011.1.28 至 3.31	国八条地方细则	北京等 40 个城市相继出台以限购令为主的国八条，608 个城市公布年度新建住房价格控制目标
2011.2.18	央行 11 年第二次提高存款准备金率	从 2011 年 2 月 24 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2011.2.8	央行 10 年来第三次加息	自 2011 年 2 月 9 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整(见附表)。
2011.1.28	上海、重庆出台个人住宅房产税	重庆对高档商品房征收 0.5% - 1.2% 的房产税，上海对新购房征收 0.6% 的房产税。
2011.1.26	国八条	1、2011 年各城市要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。2、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。3、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。4、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。
2011.1.18	温家宝：坚定不移地搞好房地产市场调控	一季度经济社会工作重点：坚定不移地搞好房地产市场调控。
2011.1.18	上海市长韩正：开征房产税	上海房产税将对超过一定人均面积的新购住房按一定比例征收，进一步抑制房地产投资和投机
2011.1.14	央行今年首次提高存款准备金率	从 2011 年 1 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2011.1.10	重庆市长黄奇帆：开征房产税	将加强财税调节，开征高档商品房房产税
2011.1.5 - 1.25	郑州等 7 个城市出台限购令	郑州、太原、武汉、南昌、昆明、济南、合肥等 7 个城市出台限购令，至此出台限购令的城市已经达到 23 个。若加上浙江金华永康，则限购城市达到 24 个。
2010.12.30	姜伟新：2011 年要继续坚定不移地加强房地产市场调控，研究更细化的措施	2011 年要继续坚定不移地加强房地产市场调控，进一步强化各项调控措施的贯彻落实，住房城乡建设部将会同有关部门储备调控政策。

2010.12.27	温家宝：调控措施落实不够好、房价会回到合理的价格位	去年曾经向广大群众承诺过，任期一定要使房价能够保持在一个合理的水平...要为实现这个目标而努力，决不会退缩。今年我们采取十条措施和五条措施，现在看落实的还不够好...相信经过一段时间的努力，房价会回到合理的价格位。
2010.12.25	央行第二次加息	金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整
2010.12.19	国土部《关于严格落实房地产用地调控政策促进土地市场健康发展有关问题的通知》	切实加强房地产用地供应和监管，以住宅用地为主的房地产用地供应大幅增长，保障性住房用地占比提高，用地结构进一步优化，城市居住用地地价总体趋于稳定...把握供地节奏和时序，优化供地结构，调整供地方式，坚决抑制地价过快上涨...对招拍挂出让中溢价率超过 50%、成交总价或单价创历史新高的地块，市、县国土资源主管部门要在成交确认书签订后 2 个工作日内，通过国土资源部门门户网站，分别上报国土资源部和省（区、市）国土资源主管部门。
2010.12.10	央行年内第六次上调存款准备金率	从 2010 年 12 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010.12.8	李克强：坚决抑制投资投机性住房需求	大力推进公共租赁房等保障性住房建设...坚决抑制投资投机性住房需求...落实好各项政策措施。
2010.12.4	胡锦涛：加强房地产市场调控	“加快保障性住房建设，加强房地产市场调控”。
2010.11.19	央行年内第五次上调存款准备金率	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010.11.16	财政部、发改委、住建部《关于保障性安居工程资金使用管理有关问题的通知》	从 2010 年起，各地在确保完成当年廉租住房保障任务的前提下，可将现行从土地出让净收益中安排不低于 10% 的廉租住房保障资金，统筹用于发展公共租赁住房。
2010.11.15	住建部、外管局《关于进一步规范境外机构和个人购房管理的通知》	1、境外个人在境内只能购买一套用于自住的住房。2、在境内设立分支、代表机构的境外机构只能在注册城市购买办公所需的非住宅房屋。
2010.11.10	央行年内第四次上调存款准备金率	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010.11.3	住建部、财政部、央行、银监会《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》	1、购买首套普通自住房，套型建筑面积在 90 平方米（含）以下的，贷款首付款比例不得低于 20%；90 平方米以上的，贷款首付款比例不得低于 30%。第二套首付款比例不得低于 50%，利率不得低于同期利率的 1.1 倍。2、停止向购买第三套及以上住房贷款。

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：重点跟踪公司一览

公司名称	总市值 (亿元)	总股本 (亿元)	EPS (元)			PE			PB	RNAV PS(元/股)	折价率	最新 股价 元/股	最新 评级
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E					
住宅开发													
万科 A	943	110	0.66	0.99	1.20	13.0	8.7	7.2	2.1	12.4	-31%	8.6	买入
保利地产	648	59	0.83	1.35	1.80	13.2	8.1	6.1	2.2	15.7	-31%	10.9	买入
金地集团	289	45	0.60	0.82	1.06	10.7	7.8	6.1	1.6	9.6	-33%	6.5	买入
荣盛发展	181	19	0.54	0.73	1.21	18.0	13.2	8.0	3.7	13.3	-27%	9.7	买入
滨江集团	160	14	0.76	1.17	1.71	15.6	10.1	6.9	3.6	14.9	-21%	11.9	买入
华丽家族	161	7	0.71	0.93	1.22	31.8	24.5	18.6	8.3	11.5	97%	22.6	持有
苏宁环球	144	20	0.56	0.79	1.11	12.6	9.0	6.4	3.8	11.2	-37%	7.1	持有
华发股份	88	8	0.92	1.34	2.02	11.7	8.0	5.3	1.5	17.9	-40%	10.8	持有
栖霞建设	54	11	0.32	0.48	0.69	16.3	10.7	7.5	1.5	6.7	-23%	5.2	持有
亿城股份	54	12	0.45	0.53	0.66	10.0	8.5	6.9	1.6	6.4	-30%	4.5	持有
格力地产	48	6	0.25	0.56	0.89	33.5	15.0	9.4	2.5	13.5	-38%	8.4	持有
综合经营													
华侨城 A	455	56	0.44	0.62	0.74	18.4	13.0	11.0	3.4	10.5	-22%	8.1	持有
新湖中宝	333	62	0.34	0.44	0.60	16.0	12.3	8.9	3.8	6.2	-13%	5.4	买入
招商地产	318	17	1.26	1.59	2.05	14.7	11.6	9.0	1.7	25.6	-28%	18.5	持有
建发股份	200	22	0.78	1.10	1.37	11.4	8.1	6.5	3.0	9.1	-2%	8.9	买入
中天城投	145	13	0.43	0.87	1.29	26.1	13.0	8.8	8.0	16.1	-29%	11.3	买入
嘉凯城	133	18	0.66	0.90	1.25	11.1	8.2	5.9	3.4	10.3	-28%	7.4	持有
中南建设	122	12	0.78	1.11	1.55	13.4	9.4	6.7	2.5	16.4	-37%	10.4	持有
福星股份	83	7	0.70	0.87	1.35	16.6	13.4	8.7	1.6	23.2	-50%	11.7	买入
商业地产													
金融街	220	30	0.55	0.72	1.00	13.3	10.1	7.3	1.3	10.7	-32%	7.3	持有
中国国贸	92	10	0.12	0.47	0.60	76.6	19.5	15.3	2.1	16.3	-44%	9.2	持有
浦东金桥	92	9	0.48	0.59	0.59	20.8	16.9	16.9	2.4	15.3	-35%	10.0	持有
凤凰股份	51	7	0.25	0.56	0.79	27.2	12.3	8.8	3.7	6.6	5%	6.9	持有

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

房地产业(0110)_行业跟踪分析报告	沈爱卿	2011-07-14
房地产业 2011 年下半年投资策略_行业深度分析报告	沈爱卿	2011-07-14
房地产 6 月数据点评_行业跟踪分析报告	沈爱卿	2011-07-14

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。