

建筑业

研究员：张平 执业证书编号：S0570510120048

☎ 025-83290905 ✉ ustczp5000@yahoo.com.cn

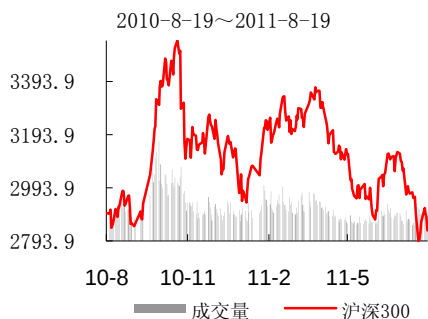
🌐 http://t.zhangle.com/4093

——保障房调研：江苏南京保障房建设及投融资情况

行业评级：中性

建筑

市场走势图



相关研究

1《中国铁建(601186):沙特项目亏损致业绩大幅低于预期》2010.10

投资要点：

- ◆ 2011年保障房建设任务为1000万套，比2010年的580万套高出72.4%，任务非常重。住建部要求11月末各地保障性住房必须全面开工，其中还需要确保主体竣工的占到项目1/3，年内确保竣工项目400万套。
- ◆ “钱”与“地”是2011年保障房建设中最主要的困难。通过调研，发现江苏2011年资金存在缺口，但明年新开工项目的资金压力更大。用地通过特批方式解决1.22万亩，但特批无法形成长效机制，未来两年用地指标依然困难，住建部门建议保障房建设用地计划单列。
- ◆ 在资金供应方面，通过调研，了解到融资模式和开发/建造商参与模式将可能是两个最重要的突破方向。
- ◆ 融资模式探索：保障房投融资平台公司与企业债发行是重要的筹资渠道。
- ◆ 开发/建造商通过保障房（可出售）建设与商品房开发混合建造模式部分解决保障房建设资金问题。但对于不可出售的廉租房与公租房，政府资金压力依然存在。
- ◆ 对于建筑企业而言，参与保障房建设可以获得稳定的回报。尤其是具有勘察设计、施工与开发全产业链的大型企业，通过保障房建设总承包（EPC），综合回报比较可观。

1、保障房调研背景

按照国务院领导关于要求大幅度增加保障性安居工程建设的要求，2010年10月住建部提出在2011年全国建设保障性住房和各类棚户区改造住房1000万套的目标。相对于2010年的580万套，新开工增加72.4%，此次计划调整对各地而言，任务相当重。

2011年6月，住建部强调，11月末各地保障性住房必须全面开工，其中还需要确保主体竣工的占到项目1/3，年内确保竣工项目400万套。

2011年8月12日，住建部公布，今年1~7月，国内城镇保障性住房和棚户区改造住房的开工建设数量为721.8万套，开工率为72%。“时间过半、任务完成过半”。（参见图表1）

在如火如荼的保障房建设热潮中，困扰各方的“钱”与“地”两个主要问题始终存在，如何解决资金缺口与用地指标备受关注。

江苏省2011年任务是39万套，江苏主动把建设任务提高到45万套。尽管江苏经济基础好，但“钱”与“地”困难同样存在。

因此，本次调研江苏省及南京市，走访了江苏省住建厅、南京市住建委、国家开发银行江苏分行及部分参建企业。通过调研希望了解江苏在解决“钱”与“地”两大困难中所做的探索，同时了解保障房各参与方所发挥的作用，尤其是开发企业/建造企业所面临的挑战与机遇。

2、保障房建设参与者及其作用

概括说，保障房参与者主要有四方：中央政府（地方政府）、开发/承建企业、金融机构与民众。

政府近期大力推动保障房建设，既是关心民生和群众疾苦的根本职责，又是缓解社会矛盾解决社会中下层居住需求的基础性工作。

对于开发/承建企业而言，通过参与保障房建设，既是在房地产调控局面下进行的业务拓展，又是勇于承担社会责任的重要体现。

在保障房建设过程中，金融机构居于非常重要的位置，保障房建设所需大量资金离不开金融机构的支持，保障房筹资模式创新及众多开创性工作均需要金融机构的积极参与。

2.1 江苏省住建厅与南京市住建委

江苏“十一五”完成了89.5万套（间）保障房的建设，规模居全国前列，解决了近百万户家庭的住房困难；并在全国率先实现了两个“应保尽保”：（1）、低保住房困难家庭申请廉租住房实物配租和租赁补贴应保尽保；（2）、低收入住房困难家庭申请购买经济适用住房和廉租住房租赁补贴应保尽保。

江苏省政府与住建部签下了2011年度的《保障性住房目标责任书》，目标是今年年内全省必须完成39万套（间）的保障房建设任务，其中，公租房、经适房、廉租房、中低价商品房、危旧房改造35万套，廉租补贴发放4万户。

今年起，江苏的保障房建设重点是将住房保障覆盖面扩大到中等偏下收入住房困难家庭，更加突出解决“夹心层”住房困难，更加突出公租房建设。全年要解决45万户百姓的住房困难。具体看，2011年全省新增公共租赁住房、廉租住房15万套（间），新建经济适用房6万套，发放廉租住房租赁补贴4万户，完成城市棚户区危旧房改造20万户、1000万平方米，解决45万户家庭的住房困难。

南京“十二五”保障房规划是：完成岱山、丁家庄、花岗、上坊、江心洲、麒麟等一批保障性住房片区市政配套建设；新开工各类政策性保障住房2000万平方米，竣工2000万平方米，其中：经济适用房220万平方米（3.5万套）、限价商品房180万平方米（1.7万套），拆迁定销房1350万平方米（17万套），廉租住房50万平方米（1万套），公共租赁住房200万平方米（4万套/间）。努力实现小户型占保障性住房户型70%以上，保障性住房在住房市场中的供应比例逐步提高到25%-30%。完成老城内危旧房改造108万平方米。

通过与省市住房保障部门的交流，均反映保障房建设资金和用地指标是两大困难，不过主管部门也表示通过融资模式创新和用地特批，2011年的任务能够顺利完成。但是，要想顺利完成后两年（2012-2013）的任务，目前所采取的模式还需要进一步深化与创新。在本文第三部分会有较为详细的介绍。

2.2 开发/建造商：南京市两种主要参与方式

本次调研，我们接触了中国中冶（601618.SH）、栖霞建设（600533.SH）和万科（000002.SZ）三家企业，三家企业因参与南京市保障房建设的时间前后不同，所采用的方式有所不同。其中中国中冶因参与比较早，采取简单代建模式，万科与栖霞建设参与较晚，是带资代建模式。

（1）简单委托代建

中国中冶在2007年进入南京市场之后，2009年开始参与南京市保障房建设，是首家参与保障房建设的央企。

中冶置业南京区域项目公司承建的是南京河西莲花村保障性住房项目，总建筑面积142万 m^2 ，分A、B、C三个组团，其中A和B组团是经济适用房，C组团是中低价房，采用政府拨款委托代建模式，即建设期间所发生的所有费用由政府依据进度按时拨款，企业获得基本利润和一定比例管理费。

经适房采取3+2（%）方式，即总投资的3%为企业基本利润，另有2%的管理费。中低价房（限价房）采取6+2（%），主要原因是，政府调整了规划，容积率由2.2提高到3.5，并将7栋约17万 m^2 调整为回迁房。

通过与中国中冶有关人士交流，他们反映建设资金到位及时，项目实施顺利。不过，他们也表示，莲花村项目开工比较早，并且为当时最大的保障房项目，中央及省市领导非常重视，各方配合非常好。对于后来更大规模的保障房建设，他们觉得资金方面会有一定压力。

（2）带资委托代建：类似于商品房开发

在2010年初，南京市规划了迈皋桥创业园、花岗、西善桥岱山和江宁上坊四大保障房项目，总用地面积5.6平方公里，总建筑面积约950万 m^2 ，共计提供约8.2万套保障性住房。

图表 1: 南京市四大保障房项目

项目名称	总用地 (公顷)	规划总建筑面积 (万 m ²)	其中: 住宅面积 (万 m ²)	保障性住房 (万套)	其中: 廉租房 (套)	公租房 (套)
迈皋桥创业园	85	167	128	1.9	1600	3200
花岗	135	211	135	1.7	1000	2000
西善桥岱山	223	380	258	3.2	1700	3500
江宁上坊	125	193	138	1.4	1000	2000
合计	568	951	659	8.2	5300	10700

资料来源: 南京市住建委

鉴于 2010 年之后开始实施的大规模保障房建设给南京市政府带来较大资金压力, 对于经适房建设, 开发/建造企业参与方式也变成带资建设, 即企业需要提供项目资本金 35%。由于经适房可以出售, 开发企业可以通过经适房销售进行资金回笼。所以, 开发企业这种参与方式类似于普通商品房开发, 只不过房屋售价由政府限定。

在项目建设过程中, 企业会采用发行中期票据、商业贷款等多种融资方式, 融资成本及费用均计入项目总投资。例如栖霞建设针对西花岗项目, 计划发行 16 亿元中期票据。

企业所获得的回报是总投资的 3+1.2 (%), 即总投资的 3% 为企业基本利润, 另有总投资的 1.2% 为管理费。根据南京保障房建设指挥部的介绍, 开发企业通常获得 3+2 (%) 的回报, 现在指挥部提取 0.8%, 就变成了 3+1.2 (%)。

此外, 在四大保障房片区中, 还开发了一些商业物业, 政府通过出售或出租商业物业来弥补廉租房与公租房的投入。

2.3 金融机构: 国家开发银行与社保基金

根据 2011 年 1000 万套保障房建设计划, 初步测算投资总额约 1.4 万亿, 不过。目前保障房建设可见资金来源为: 中央财政拨款 1300 亿元; 地方土地出让金净收益的 10%, 按足额到位测算最多 1350 亿元; 有限的住房公积金增值净收益。其余大部分资金缺口需要依靠金融机构来完成。

(1) 国家开发银行

国家开发银行于 2005 年开始保障性住房建设, 至 2010 年底, 累计发放保障性住房建设 1455 亿元, 贷款余额为 878 亿元, 业务涵盖廉租房、经济适用房、限价房、公共租赁房和棚户区改造 5 大类。在过去五年中国国家开发银行的支持范围涉及全国 30 个省, 为 689 万中低收入群众解决了住房问题, 2011 年国家开发银行将新增 1000 亿保障房贷款, 加大保障性住房建设的支持力度。

根据国开行江苏分行有关人士介绍, 目前省行完成 42 个项目, 贷款余额 79.18 亿元, 在评 9 个项目, 预计新增约 100 亿元额度, 在各地所占比重颇高。

(2) 商业银行

对于商业银行而言, 保障房建设和危旧棚户改造的收入现金流不稳定, 对贷款的安全性存在疑虑。尽管银监会也发文要求各金融机构支持保障房建设, 鉴于顾虑资金的安全性, 商业银行在保障房大规模建设

初期的参与积极性不会太高。

不过，随着保障房所在区域基础设施配套逐步成熟，土地价值开始增值，项目担保有保障，商业银行的参与积极性也会逐步提高。

(3) 社保基金

今年2月，全国社保基金投资南京保障房30亿元信托贷款项目正式签约。这是全国社保基金“参建”保障房的“第一单”。全国社保基金以信托贷款形式向南京市保障房建设有限公司发放30亿元贷款，期限为2年11个月，利率6.05%，由江苏国际信托有限公司发行，民生银行提供连带担保责任。

通过与省市住房保障部门的交流，他们表示保障房建设通常周期为3-4年，更需要中长期贷款，并且最好能够获得利率优惠。而现在商业银行和社保基金提供的资金期限太短。

3、保障房面临主要困难：钱与地

3.1 保障房建设资金基本来源与资金缺口：明年资金压力更大

保障房中的廉租房建设资金主要来自中央财政补助、地方财政预算。此外，住房公积金增值净收益要全部用于廉租住房保障，保证土地出让净收益用于廉租住房保障的比例不低于10%。

根据财政部长谢旭人在今年3月记者会介绍，2010年全国国有土地有偿出让收入超过2.9万亿。根据住建部《2008年住房公积金管理情况通报》，2008年公积金增值收益为170.10亿元。目前保障房建设可见资金来源为：中央财政拨款1300亿元；地方土地出让金净收益的10%，按足额到位测算最多1350亿元；有限的住房公积金增值净收益。与1.4万亿元资金需求相比，全国资金缺口巨大。

江苏省尽管经济基础良好，土地出让净收益较高，但根据住建厅领导介绍，2011年保障房建设资金仅筹集到150亿元，尚有资金缺口，但相对而言，明年新开工项目的资金压力更大。

3.2 融资模式创新：保障房建设投融资平台公司与企业债

在与省市住房保障部门和国开行交流中，他们均提出构建投融资平台公司的概念，与以往城市建设投融资平台公司不同的是，保障房建设投融资平台公司仅为危旧房与棚户区改造、经适房等保障性住房建设服务。国开行重点介绍了棚户区改造的“徐州模式”。

徐州是全国重要的交通枢纽和老工业基地，上世纪50年代到80年代初，国家在徐州布点企业近千家，在矿区及城市周边建成一大批平房或简易楼房。由于年久失修，这些简易住宅破损严重，逐渐形成112个、占地面积426公顷的大片棚户区，缺乏供水、排污、取暖等生活设施，冬天漏风，夏天漏雨，巷道狭窄，环境脏乱。

作为徐州最大的民生工程，棚改涉及6万户，需要资金近100亿元，而省、市财政补贴仅几亿元，资金缺口巨大。为了拓宽资金来源，徐州市棚改实行政府主导、市场运作的模式，市政府主导成立新盛建设发展投资有限公司（简称“新盛公司”），授权其作为棚户区改造项目投融资主体，负责资金筹措、统筹管理、委托代建等具体工作。

2008年年底至今，新盛公司振兴徐州老工业基地棚户区改造项目已累计获江苏银行业中长期银团融资达81亿元。2008年底国开行总行审批通过一期银团贷款15亿元，徐州市棚改得以启动；2009年底国开行二期银团28.8亿元，奠定了徐州市棚改全面实施的基础。到了2010年5月启动第三期银团贷款时，适逢国家加大清理整顿地方政府融资平台、银监会加大政府融资平台贷款管控，三期银团贷款评审受阻。

在第三期银团贷款时，国开行创新融资模式，提出了“拆建合一、动态抵押、项目土地出让金定向返还棚改成本”的融资机制，获银监部门、国开行总行的认可，2010年10月获国家清理地方融资平台公司后的首批棚改项目贷款授信，保障了徐州棚改工作的深入实施。

2011年6月，发改委制定的《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》已下发到地方政府，明确允许投融资平台公司申请发行企业债券筹措资金。目前，徐州正与国开行合作，申请发行企业债，相关资料已经上报发改委，计划融资20亿元。

3.3 开发/建造商带资建设与政府回购：BT模式

在保障房建设中，对于经适房、限价房等可以通过出售回笼资金的物业，其投资对政府而言仅有短期压力，长期没有太大压力。但是廉租房和公租房不可交易，仅能通过收租来回收成本，并且此类租金具有福利性质，比市场水平低很多，所以廉租房与公租房的投资回收周期长，压力大。

尽管在调研中很多人提到BT模式，即开发/建造商投资建设，竣工交付后由政府回购。但是，政府后期运营压力非常大，投资回收不太容易。

3.4 土地出让：从用地指标特批到普通商品房与保障房混合建设

在与省市住房保障部门交流中，均提到获取用地指标破费周折。一方面，开工时间紧，选地与批地均需要国土部门的审核，另一方面，保障房用地指标与其他建设用地指标均在年度总计划中，如果保障房地多了，其他建设用地就不够了。

鉴于2011年情况比较特殊，省市国土部门特批了1.22万亩。但是未来两年甚至更长时期内，保障房建设力度会比较大，批地也不能总是特批，所以，他们建议单列保障房建设用地计划，这就不会与城市建设用地计划发生矛盾。

在南京市调研中，我们发现一个混建模式，即保障房与商品房混合开发。保障房选址通常距离市区有一定距离，交通等基础配套设施也有待完善。政府通过建设保障房，把该区域基础设施完善好，由此会带来土地升值。等到保障房交付后，社区服务与配套设施得到一定程度完善，政府会将临近或附近的地块拍卖，以此实施土地增值，能够进一步弥补保障房建设资金缺口。

4、保障房对建筑行业的影响：全产业链与EPC

对于传统建筑企业而言，参与保障房建设是推动企业发展的良机。相较于其他建设项目，无论是3+2(%)、6+2(%)还是3+1.2(%)，参与保障房的回报均不低，尤其是在建筑行业竞争异常激烈的形势下。

对于拥有设计、开发、建造等建筑业全产业链的大型企业而言，参与保障房建设同样是很好的机会。

中国中冶就首先意识到这种良机，一方面在冶金建设主业萎缩形势下为企业找到项目，另一方面，公司拥有建筑业全产业链，能够充分发挥企业 EPC 优势。根据中国中冶有关人士介绍，前期勘察设计和监理费用尽管在总投资中占比低，但是毛利率高，项目建设也能为企业带来施工业务，此外参与限价房建设，开发利润也比较可观。

不过，如果公司带资代建的话，考虑到资金成本和费用，其综合回报会有所降低。

5、保障房调研总结

在 2011 年 1000 万套保障房全面开工实施过程中，“钱”与“地”始终困扰参与各方，尤其是资金缺口非常大。对于未来两年的保障房建设任务，“钱”与“地”两大困难将会更加突出，融资模式（包括企业债）和开发/建造商参与模式将可能是两个最重要的突破方向。

对于建筑企业而言，参与保障房建设可以获取稳定回报。尤其是具有勘察、设计与开发全产业链的大型企业，通过保障房建设总承包（EPC），综合回报比较可观。不过，如果公司带资代建的话，考虑到资金成本和费用，其综合回报会有所降低。

图表 2: 2011 年 1-7 月各地区城镇保障性安居工程开工情况

	已开工套数 (万套)	开工率 (%)
北京	14.2	70
天津	14.9	57
河北	31.6	83*
山西	29	87*
内蒙古	29.2	75
辽宁	36.2	开工率超过 100%
吉林	20.6	65*
黑龙江	60.3	71*
上海	13.3	51
江苏	26	74
浙江	12.6	70
安徽	31.7	80*
福建	20.1	82
江西	22.4	70
山东	24.8	76*
河南	29.4	65*
湖北	22	66*
湖南	27.1	62
广东	18	59
广西	17.3	69*
海南	6.8	73
重庆	37.6	74*
四川	27.3	77*
贵州	14.5	62*
云南	19.4	62
陕西	45	开工率超过 100%
甘肃	14	76*
青海	11	61*
宁夏	6.8	88*
新疆	22.3	66*
兵团	16.4	92*

注：1、西藏自治区未统计。2、*为按增加任务量后计算的开工率。资料来源：http://www.gov.cn/gzdt/2011-08/12/content_1924581.htm

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。在法律许可的情况下，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。