

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.cn

执业证书编号： S0490510120021

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lej@cjsc.cn

用耐心等待希望

报告要点

■ 政策调整有利于巩固房地产市场调控成果

应该说政府采取的政策调整在我们的预期之类，我们一直以来强调三方博弈的观点也得到了印证。我们认为本次公积金的调整使得政策导向性更明确，有利于巩固前期的调控成果，为居民实现首次置业与首次改善排除障碍。自年初以来，南京市住房公积金贷款发放量较去年同期下降 30%，且住房公积金个贷比已经下降到 79%，下降趋势仍十分明显。因此适时恢复住房公积金贷款政策，自求资金平衡也是必然的选择。从具体来讲，本次公积金政策调整主要体现在以下两个方面：第一，公积金贷款最高额度由前期的 20 万元/人、40 万元/户，恢复为 30 万元/人、60 万元/户。目前在信贷紧缩的环境下提高贷款额度对于置业者来说可以减轻未来房贷的负担，就以 100 万的贷款额度来说，新政策每月可以减少 248 元的还款额；第二，对于改善居住条件的普通住房职工提供必要支持。这主要包括两种情形：夫妻双方及未成年子女卖掉名下唯一房产，再次购买住房的，若提供房产部门出具的首套住房购房证明，可以再次申请住房公积金贷款；夫妻双方及未成年子女原人均住房建筑面积小于南京市人均住房建筑面积（目前南京人均住房建筑面积为 32 平米）的，在原住房公积金贷款结清的情况下，新购住房可以再次申请住房公积金贷款。

■ 政策的目标是维护市场可持续发展

政策出台从来就不是为了打压房地产行业或者挤垮某些企业，其目的是为终结房价上涨过快的不合理现象，为了让房地产市场能够持续健康稳定的发展。但目前从政策调控的效果来看，市场已经发生价格的下滑，成交量持续萎缩，信贷市场持续紧缩，这在很大程度上已经伤害了首次置业、首次改善需求的置业者，政策的修补可以避免对于合理需求的错杀。前期我们已经指出进入到 4 季度，我们预期政策微调或将成为主流思维。目前房地产新开工以及投资数据已经开始往下走，土地市场也不景气，这些对于未来宏观经济来说无疑是不利的，这与调控的目标也是相违背的。南京对于公积金政策的微调对于前期政策的一个补充。我们梳理了 08 年政策调整路径，作为大家政策研究的基础资料。

■ 维持行业“推荐”评级

其实目前的基本面来说是我们预期内的，我们也曾经提示大家切勿“叶公好龙”，然而市场出现的调整幅度还是出乎我们的意料，在目前情况下去看空地产股的意义已然不大。我们重新回过来来看本轮地产股的周期，在 2009 年底看空楼市源自对政策预期的判断，正因为如此实体市场牛了两年而股票却熊了两年，目前我们所有的悲观预期都已兑现，比如长期调整行业模式及产业发展的政策方向，如房产税、限购政策、保障性住房等，而且目前实体也从量价开始反映出来，但所有的悲观预期开始兑现的时候，我们开始对未来不那么悲观。目前的市场是个脆弱的市场，各种谣言加剧着市场的绝望情绪，却不知对于未来的预期已悄悄改变，我们维持对行业的“推荐”评级，并不过分调整企业今年的盈利预测，看好一线地产企业的估值修复的机会和新的商业模式企业的发展。

第一，政策调整有利于巩固房地产市场调控成果

应该说政府采取的政策调整在我们的预期之内，我们一直以来强调三方博弈的观点也得到了印证。我们认为本次公积金的调整使得政策导向性更明确，有利于巩固前期的调控成果，为居民实现首次置业与首次改善排除障碍。

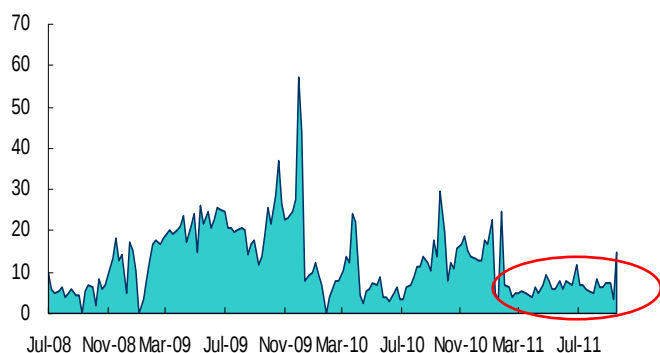
自年初以来，南京市住房公积金贷款发放量较去年同期下降 30%，且住房公积金个贷比已经下降到 79%，下降趋势仍十分明显。因此适时恢复住房公积金贷款政策，自求资金平衡也是必然的选择。从具体来讲，本次公积金政策调整主要体现在以下两个方面：第一，公积金贷款最高额度由前期的 20 万元/人、40 万元/户，恢复为 30 万元/人、60 万元/户。目前在信贷紧缩的环境下提高贷款额度对于置业者来说可以减轻未来房贷的负担，就以 100 万的贷款额度来说，新政策每月可以减少 248 元的还款额；第二，对于改善居住条件的普通住房职工提供必要支持。这主要包括两种情形：夫妻双方及未成年子女卖掉名下唯一房产，再次购买住房的，若提供房产部门出具的首套住房购房证明，可以再次申请住房公积金贷款；夫妻双方及未成年子女原人均住房建筑面积小于南京市人均住房建筑面积（目前南京人均住房建筑面积为 32 平米）的，在原住房公积金贷款结清的情况下，新购住房可以再次申请住房公积金贷款。

表：政策带来还贷压力减小

	公积金贷款总额	商业贷款总额	贷款期限	公积金月还款额	商贷月还款额	月还款额
旧政策	40 万	60 万	20 年	2618	4670	7288
新政策	60 万	40 万	20 年	3927	3113	7040

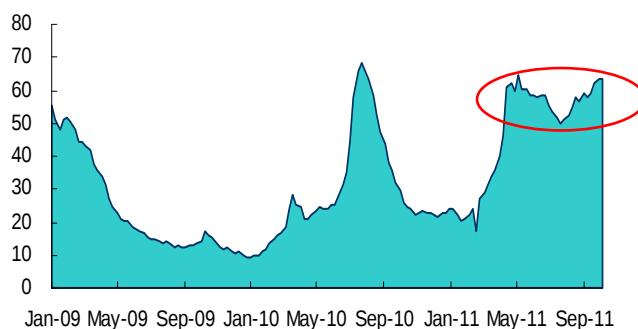
资料来源：长江证券研究部

图：南京商品住宅成交量



资料来源：网上房地产，长江证券研究部

图：南京商品住宅去库存化时间（周）



资料来源：网上房地产，长江证券研究部

表：南京近年公积金调整政策

时间	政策
2011-10-21	10 月 24 日起，恢复最高可贷额度，最高贷款额度由 20 万元/人、40 万元/户，恢复为 30 万元/人、60 万元/户。夫妻双方及未成年子女卖掉名下唯一房产再次购住房，可凭首套房证明，再次申请住房公积金贷款。夫妻双方及未成年子女原人均住房建筑面积小于市人均面积的，在原住房公积金贷款结清的情况下，新购住房可再次申请住房公积金贷款。
2011-7-8	从 2011 年 7 月 7 日起，上调个人住房公积金贷款利率，其中，五年期以下（含）由现行的 4.2 % 上调至 4.45 %；五年期以上由现行的 4.7 % 上调至 4.9 %，分别上调 0.25 和 0.20 个百分点。
2011-2-9	从 2011 年 2 月 9 日起，上调个人住房公积金贷款利率，其中，五年期以下（含）由现行的 3.75 % 上调至 4.00 %，上调 0.25 个百分点；五年期以上由现行的 4.30 % 上调至 4.50 %，上调 0.20 个百分点。
2010-12-26	从 2010 年 12 月 26 日起，上调个人住房公积金贷款利率，其中，五年期以下（含）由现行的 3.50 % 上调至 3.75 %，上调 0.25 个百分点；五年期以上由现行的 4.05 % 上调至 4.30 %，上调 0.25 个百分点。
2010-2-23	将公积金个人最高可贷额度由现行的 30 万元调整为 20 万元，即夫妻双方最高可贷额度由 60 万元调整为 40 万元；第二、暂停发放二次（含）以上个人住房公积金贷款。
2009-10-9	从 10 月 10 日起，实际可贷额度的个人还贷能力系数由 0.45 调整为 0.3，144 平方米以上住房，个人最多只能

贷 15 万；二次贷款也只能贷 15 万。个人首次普通住房可贷 30 万。

资料来源：政府网站，长江证券研究部

第二，政策的目标是维护市场可持续发展

政策出台从来就不是为了打压房地产行业或者挤垮某些企业，其目的是为终结房价上涨过快的不合理现象，为了让房地产市场能够持续健康稳定的发展。但目前从政策调控的效果来看，市场已经发生价格的下滑，成交量持续萎缩，信贷市场持续紧缩，这在很大程度上已经伤害了首次置业、首次改善需求的置业者，政策的修补可以避免对于合理需求的错杀。

前期我们已经指出进入到 4 季度，我们预期政策微调或将成为主流思维。目前房地产新开工以及投资数据已经开始往下走，土地市场也不景气，这些对于未来宏观经济来说无疑是不利的，这与调控的目标也是相违背的。南京对于公积金政策的微调是对于前期政策的一个补充。

我们梳理了 08 年政策调整路径，作为大家政策研究的基础资料。

图：08 年地方救市政策与房地产指数



资料来源：wind，长江证券研究部

表：08 年地方出台主要楼市政策

日期	地区	出台楼市政策
2008 年 6 月	成都	购房补贴与税收优惠为主
2008 年 7 月	长沙	税收与贷款优惠政策
2008 年 7 月	温州	买房送户口
2008 年 8 月	沈阳	将重启购房补贴政策，还将提高住房公积金贷款的年限和限额
2008 年 8 月	重庆	高级人才来渝创业购买首套住房可免交契税。
2008 年 8 月	福州	税收与贷款优惠政策
2008 年 8 月	厦门	买房送户口
2008 年 8 月	河南	贷款优惠政策
2008 年 8 月	淮安	贷款优惠利率
2008 年 9 月	常州	贷款优惠政策

2008 年 9 月	南京	购房补贴为主
2008 年 9 月	芜湖	税收优惠为主
2008 年 9 月	西安	购房补贴为主
2008 年 9 月	福州	以降低开发商拿地成本为主
2008 年 10 月	宿迁	购房补贴与贷款优惠为主
2008 年 10 月	杭州	税收优惠与贷款优惠
2008 年 10 月	绍兴	以降低开发商拿地成本为主
2008 年 10 月	郑州	政府购买商品住房以缓解存货压力
2008 年 10 月	上海	调整普通住房标准，减税为主
2008 年 10 月	天津	税收优惠为主
2008 年 10 月	山东	降低开发商融资成本为主
2008 年 10 月	武汉	改变普宅住房标准，税收优惠为主
2008 年 10 月	北京	放松产业政策与税收优惠
2008 年 11 月	河北	税收优惠为主
2008 年 11 月	海南	政府补贴与税收优惠
2008 年 11 月	天津	贷款优惠与税收优惠
2008 年 12 月	湖南	税收优惠
2009 年 1 月	包头	贷款与税收优惠
2009 年 2 月	哈尔滨	贷款优惠
2009 年 2 月	温州	购房落户政策
2009 年 3 月	广东	税收优惠，降低开发商拿地成本

资料来源：政府网站，长江证券研究部

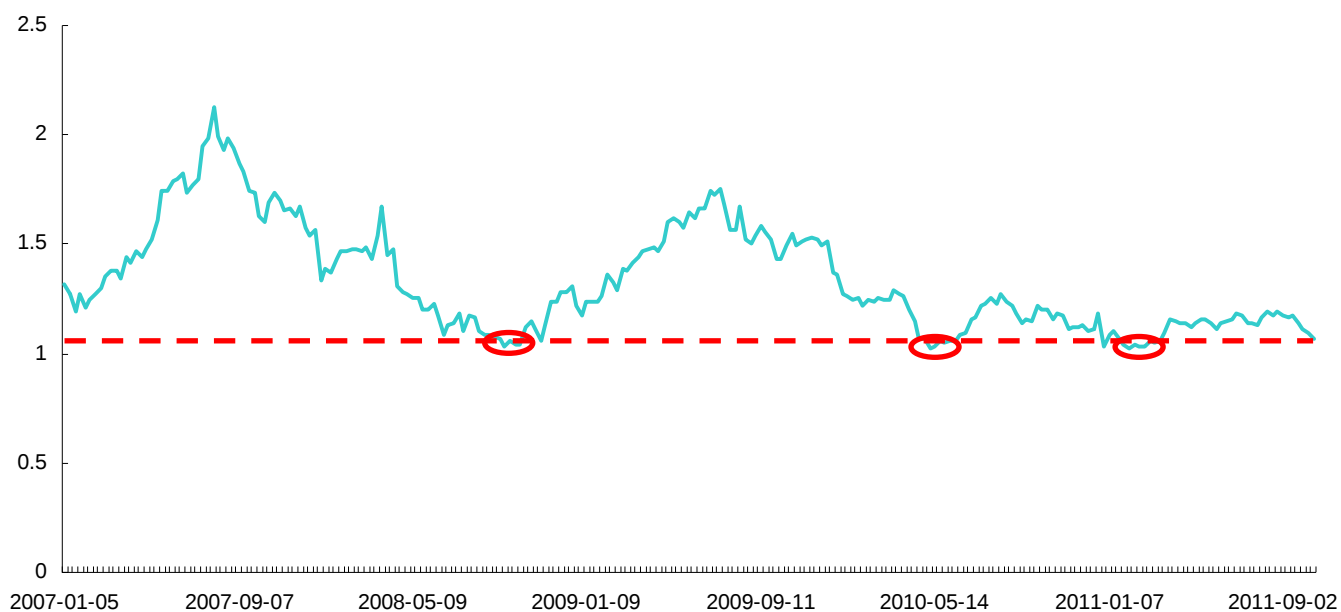
第三，维持行业“推荐”评级

其实目前的基本面来说是我们预期内的，我们也曾经提示大家切勿“叶公好龙”，然而市场出现的调整幅度还是出乎我们的意料，在目前情况下去看空地产股的意义已然不大。

我们重新回过头来看本轮地产股的周期，在 2009 年底看空楼市源自对政策预期的判断，正因为如此实体市场牛了两年而股票却熊了两年，目前我们所有的悲观预期都已兑现，比如长期调整行业模式及产业发展的政策方向，如房产税、限购政策、保障性住房等，而且目前实体也从量价开始反映出来，但所有的悲观预期开始兑现的时候，我们开始对未来不那么悲观。

目前的市场是个脆弱的市场，各种谣言加剧着市场的绝望情绪，却不知对于未来的预期已悄悄改变，我们维持对行业的“推荐”评级，并不过分调整企业今年的盈利预测，看好一线地产企业的估值修复的机会和新的商业模式企业的发展。

图：房地产股 PE 相对于大盘 PE（基于 TTM）



资料来源: wind, 长江证券研究部

附录：关于恢复住房公积金贷款有关政策的通知

各住房公积金贷款业务承办银行：

为进一步贯彻国务院办公厅《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》和住建部《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》精神，支持中低收入家庭购买普通住房，提高住房公积金资金使用率，经南京住房公积金管理委员会 2011 年第三次会议审议批准，自 2011 年 10 月 24 日起，恢复住房公积金贷款有关政策并做适当调整，具体恢复内容如下：

一、恢复调整最高可贷额度。将最高贷款额度恢复调整为 30 万元/人，夫妻双方 60 万元。

二、对符合以下情况购买改善型普通住房的缴存职工家庭可以再申请一次住房公积金贷款。

1、夫妻双方及未成年子女卖掉名下唯一房产，再次购买普通住房的，提供房产部门出具的首套住房购房证明，申请住房公积金贷款时按以下标准执行：

（1）夫妻双方及未成年子女都不曾办理过住房公积金贷款的，按照第一次申请住房公积金贷款政策执行。贷款利率按照住房公积金贷款基准利率确定。

（2）夫妻双方及未成年子女曾经办理过住房公积金贷款的，在全部结清贷款本息后，再次申请住房公积金贷款时，首付金额不得低于购房总价的 60%，贷款利率按照住房公积金贷款基准利率上浮 1.1 倍执行。

2、夫妻双方及未成年子女，原人均住房建筑面积小于南京市人均住房建筑面积的，在原住房公积金贷款本息全部结清的情况下，再次购房申请住房公积金贷款时，首付款金额不得低于购房总价的 60%，贷款利率按照住房公积金贷款基准利率上浮 1.1 倍执行。

南京住房公积金管理中心

二〇一一年十月二十日

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。