

增持 维持

房地产行业

2011 年 12 月 26 日

对降低保障房新开工的简评： 重视“稳刚需”的政策新动向

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747
联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

事件：

住建部姜伟新 23 日表示，2012 年新开工保障性住房和棚户区改造 700 万套以上，基本建成 500 万套以上。会议要求坚持地产调控同时，加快中低价位、中小套型普通商品房建设，支持居民合理购房需求，优先保证首次购房贷款需求。

投资建议：

我们认为政府调整保障房开工数量一方面在于当前行业调控效果显著，普通商品房价格已经有明显回落；另一方面在土地市场下滑之后，地方财政压力加大，后期继续加大保障房建设将给地方财政造成更大压力。因此从当前形势看，降低保障房开工符合市场发展方向。

根据我们测算，本次降低保障房开工面积将使得 2012 年保障房投资增速从 62.89%，回落至 44.03%，回落幅度在 19 个百分点。由于存在较多假设，具体回落数据可能存在差异；但是从测算趋势看，2012 年保障房投资对冲商品房投资的能力在减弱。

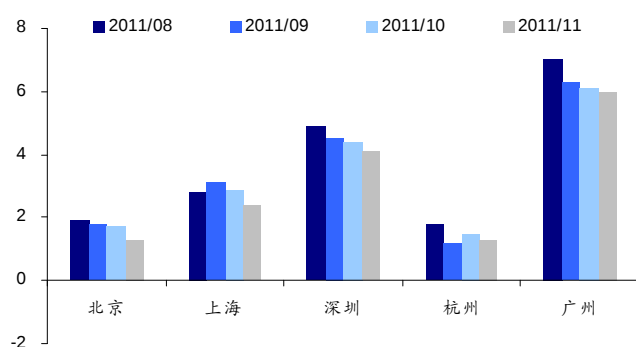
我们认为 2012 年政策主基调为稳增长。政府防止行业价格、销量大幅上涨后又大幅回落同样是稳增长的关键。因此，本次降低保障房新开工后，住建部同时也提出“加快中低价位、中小套型普通商品房建设，支持居民合理购房需求，优先保证首次购房贷款需求”。从目前意义而言，在行业调控效果已经显现时，管理层具备优化调控的空间。展望 2012 年，政府对待普通住房和刚需有望出现偏温和的态度。稳定刚需合理释放将成为后期政策新动向。

截至 12 月 23 日，2011 年 A 股市场 PE (TTM) 在 12.95 倍，房地产板块 PE (TTM) 在 13.83 倍。本次住建部对保障房和普通住宅的表态可以理解为对前期地产政策的继续优化。政府降低保障房开工同时，优先首次购房信贷需求有利于后期成交稳定。维持前期“降准配地产”观点，认为行业发展与前期存在差异，建议积极配置地产龙头。个股方面，看好万科、保利地产、招商地产、华侨城、荣盛发展、中南建设、金科股份、苏宁环球和万通地产。

主要内容：

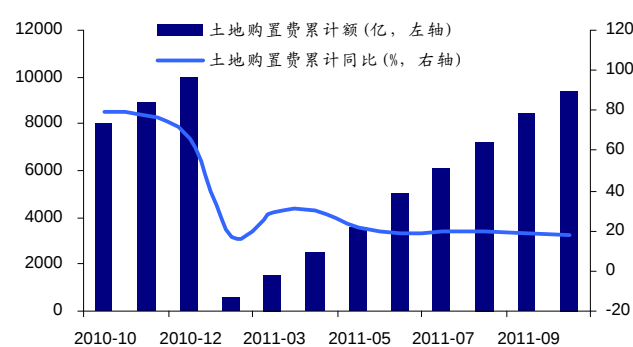
1. 降低保障房开工符合市场需要。此前市场曾传闻 2012 年保障房建设面积将下调至 800 万套。昨日姜部长所表述的 700 万套新开工比市场预期更低。我们认为政府调整保障房开工数量一方面在于当前行业调控效果显著，普通商品房价格已经有明显回落；另一方面在土地市场下滑之后，地方财政压力加大，后期继续加大保障房建设将给地方财政造成更大压力。因此从当前形势看，降低保障房开工符合市场发展方向。

图 1 调控效果显现，一线城市房价呈现回落趋势



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图 2 土地财政吃紧，本年土地购置费呈回落趋势



资料来源：CEIC、海通证券研究所

2. 降低新开工将使 2012 年保障房投资增速回落 19 个百分点。按照住建部 12 月 23 日表态，2011 年 1000 万套保障性安居工程住房，有 1/3 主体结构基本完成，1/3 进入楼层施工，1/3 完成基础施工。住建部预计 2011 年能够竣工使用的保障性住房不会低于 300 万套。从以上分析中大致看出保障房当年新开工到全部竣工大致时间在 3 年。如果我们按照此前住建部 1000 万套保障房，对应 1.3 万亿投资，即单套住在投资在 13 万元测算的话，本次降低保障房开工面积将使得 2012 年保障房投资增速从 62.89%，回落至 44.03%，回落幅度在 19 个百分点。

表 1 对保障房开工数量降低后保障房投资增速变化的测算

A. 假设:

1. 单套保障房投资金额 (万元): 13
2. 当年新开工到全部完成建设所需时间 (年): 3

B. 测算:

项目	2010 年	2011 年	2012 年 (新建设规模)	2012 年 (旧建设规模)
1. 保障房新开工 (万套)	590	1000	700	1000
2. 保障房新开工面积 (亿平)	1.77	3.00	2.10	3.00
3. 保障房竣工数量 (套)	197	530	763	863
3.1 2010 年开工所对应的竣工 (套, 按照每年竣工 1/3)	197	197	197	197
3.2 2011 年开工所对应的竣工 (套, 按照每年竣工 1/3)		333	333	333
3.3 2012 年开工所对应的竣工 (套, 按照每年竣工 1/3)			233	333
4. 保障房投资 (亿元)	2556.67	6890.00	9923.33	11223.33
4.1 2010 年保障房建设对应的投资 (亿元, 按照 3 投资完毕)	2556.67	2556.67	2556.67	2556.67
4.2 2011 年开工所对应的竣工 (亿元, 按照 3 投资完毕)		4333.33	4333.33	4333.33
4.3 2012 年开工所对应的竣工 (亿元, 按照 3 投资完毕)			3033.33	4333.33
5. 保障房投资增速 (%)		169.49%	44.03%	62.89%

注 1: 2010 年计划新开工 580 万套, 实际新开工 590 万套。2011、2012 年保障房新开工为住建部计划数据。

注 2: 假设保障房开工到竣工为匀速释放。

资料来源: 海通证券研究所

由于存在较多假设, 具体回落数据可能存在差异; 但是从测算趋势看, 2012 年保障房投资对冲商品房投资回落的能力在减弱。

3. “稳刚需”成为政策新动向。我们认为 2012 年政策主基调为稳增长, 政府防止行业价格、销量大幅上涨后又大幅回落同样是稳增长的关键。因此本次降低保障房新开工后, 住建部同时提出“**加快中低价位、中小套型普通商品房建设, 支持居民合理购房需求, 优先保证首次购房贷款需求**”。本次表态与此前中央经济工作会议中“加大普通商品房建设, 扩大有效供给”的内容基本一致, 但是增加了对信贷方式的表述。我们认为从目前形势而言, 行业调控效果已经显现, 管理层对行业的调控方式将发生改变。政策将从过去的全面打击, 逐步转变为对普通住房和刚需有偏温和的支持态度。稳定刚需合理释放开始为后期政策新动向。

表 2 近期政府表态在发生微妙变化

会议	对房地产表态
2011 年中央经济工作会议	要坚持房地产调控不动摇, 促进房价合理回归, 加快普通商品房建设, 扩大有效供给, 促进房地产市场健康发展
2011 年中央政治局会议	要坚持房地产调控不动摇, 促进房价合理回归, 促进房地产市场健康发展
2010 年中央经济工作会议	加快保障性住房建设, 加强房地产市场调控

资料来源: 政府网站、海通证券研究所

4. 对行业 2012 年增速看法: 会回落, 但不必过度悲观。政府对普通商品房和首次购房态度的转变, 使得后期房地产增速未必有此前市场预期的悲观。我们继续维持 2012 年年度投资策略 (2011 年 12 月 12 日报告《调控方向看投资, 政策优化看房价》) 看法, 即认为总体而言 2012 年行业增速较 2011 年将有所回落; 但是整体而言大幅回落的局面还看不到。行业未来面临温和挤泡沫的过程。

表 3 海通地产小组对 2012 年房地产行业运行情况的判断

情况	销售量同比 (S)	新开工面积同比 (N)	土地购置面积同比 (L)	房地产投资同比 (I)
悲观	$S < -11.25\%$	$P < 8.75\%$	$L < -5\%$	$I < 13.35\%$
中性	$-13.7\% < S < 9.2\%$	$8.75\% < N < 16.60\%$	$-5\% < L < 10\%$	$13.35\% < I < 17.28\%$
乐观	$S > 10.13\%$	$P > 16.60\%$	$L > 10\%$	$I > 17.28\%$

资料来源: 海通证券研究所

5. 投资建议: 维持“降准配地产”观点。截至 12 月 23 日, 2011 年 A 股市场 PE (TTM) 在 12.95 倍, 房地产板块 PE (TTM) 在 13.83 倍。本次对住建部对保障房和普通住宅的表态可以理解为对前期地产政策的继续优化。政府降低保障房开工同时, 优先首次购房信贷需求有利于后期成交稳定。展望 2012 年, 政府对待普通住房和刚需有望出现偏温和的态度。**稳定刚需合理释放将成为后期政策新动向。**维持前期“降准配地产”观点, 认为行业发展与前期存在差异, 建议积极配置地产龙头。个股方面, 看好万科、保利地产、招商地产、华侨城、荣盛发展、中南建设、金科股份、苏宁环球和万通地产。

风险提示: 房地产行业与国家政策紧密相关, 一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

表 4 近期行业政策已经出现“优化”趋势

时间	内容	房地产政策优化方向
12 月	领导发言	住建部姜部长提出“加快中低价位、中小套型普通商品房建设, 支持居民合理购房需求, 优先保证首次购房贷款需求
12 月	领导发言	中央经济工作会议对房地产问题描述中增加“加大普通商品房建设, 扩大有效供给”的内容”
12 月	地方银行	北京、广州、南京等地再现首套房贷款利率优惠, 银行将首套房贷款利率重新下调至基准利率以下
11 月	武汉政策	降低普通住房认定标准, 减少购房税收负担
11 月	北京政策	降低普通住房认定标准, 减少购房税收负担
11 月	杭州政策	杭州经济技术开发区发放购房补贴
10 月	南京政策	个人住房公积金最高可贷款额度提高至 30 万元, 取消此前发布的禁止二次贷公积金政策
10 月	领导发言	住建部姜部长抛出“限购是不得已而为之”的观点, 认为在信息系统完善后将逐步取消限购
10 月	领导发言	人大常委会委员吴晓灵提出, 限购政策并不合理, 应该运用税收手段调节
10 月	宁波政策	商业贷款可有条件转为公积金贷款
9 月	常州政策	公积金贷款额度提高以支持购买首套房

资料来源: 各政府网站、海通证券研究所

表 5 对 2012 年房地产行业政策的判断

当前调控层面			主要内容	管理层面	变化方向	调整可能性
差别化信贷	首次购房	首付比例	30%及以上	中央	降低首付比例	存在可能
		房贷利率	基准利率或基准利率上浮	中央和地方	给予优惠利率	存在可能
		公积金贷款额度	各地方政府制定	中央和地方	提高公积金额度	存在可能
	二次购房	首付比例	不低于 60%	中央	降低首付比例	极低
		房贷利率	不低于基准利率 1.1 倍	中央	降低利率倍数	极低
		公积金贷款额度	各地方政府制定	中央和地方	提高改善性住房贷款公积金额度	极低
	二次以上购房	贷款	停贷	中央	适度放松	极低
行政干预	购房资格	不符合条件的外地居民购房	限购	中央	适度放松，用房产税替代	较低
		二次以上本地居民购房	限购	中央	适度放松，用房产税替代	较低
财税政策	购房退税		各地方政府制定	地方	扩大首套房退税	存在可能
	购房补贴		各地方政府制定	地方	扩大首套房补贴	存在可能
	土地增值税		预征或者清算	中央和地方	适度放松	极低
	房产税		重庆、上海先后宣布将试点	中央和地方	扩大征收	存在可能
	二手房营业税		购买时间不足 5 年的全额征收，税率 5.5%	中央	降低要求	极低
	普通住房认定标准		各地方政府制定	地方	放宽认定标准	存在可能
保障性住房	建设规模		3600 万套建设规模，其中 2012 年 1000 万套	中央	调整 2012 年建设规模	极低
	融资能力		银行贷款和地方融资平台	中央和地方	加大融资能力	存在可能
	配套和建设标准		暂无明确规定	中央和地方	制定监管规则	存在可能
土地	打击土地闲置		闲置房地产用地要征缴增值地价	中央	继续严格征缴	存在可能
	土地出让		付款期限原则上不得超过一年，保证金不低于出让最低价的 20%，1 个月内缴纳 50% 出让款	中央	适度放宽要求	存在可能
户籍制度	降低户籍标准		各地方政府制定	地方	适度放松	存在可能
	购房与户籍挂钩		各地方政府制定	地方	适度放松	存在可能
网络管理	个人住房信息系统		暂无明确规定	中央	试点城镇个人住房信息系统	存在可能

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、天津松江（600225.SH）、天房发展（600322.SH）和广宇发展（000537.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。