



房地产行业

行业研究 研究报告

维持“看好”评级

2012-2-13

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120021

联系人： 乐加栋 (8621)68751692 lej@cjsc.com.cn

再论“回归市场化”

报告要点

■ 调控旨在促使房价合理回归，已逐渐奏效

从 09 年开始一路攀升的房价是导致住房矛盾扩大的直接诱因，因此也是政府调控的紧要任务。从目前的市场反应来看，调控已经产生明显效果。根据统计局公布的 70 个大中城市新建商品住宅价格来看，自 11 年 6 月起环比下跌的城市明显增多。

■ 首次强调商品房市场化机制的重要性，完善多层次住房体系

总理本次讲话中首次提及房地产发展要充分发挥市场机制的基础性作用，保障性住房和商品房建设两者不可偏废。这与我们的年度策略报告的中心观点相互呼应。从长期来看，我国房地产市场的完善有待于“高端有遏制，中端有市场，低端有保障”多层次住房体系的建立。11 年新开工 1000 万套目标已经完成，12 年将新开工 700 万套，十二五规划将会建设 3600 万套保障性住房。根据我们对于保障性住房的研究，中国目前处于特惠型转型期，我国保障房制度未来的发展极限为中间型。根据我们的测算，保障房投资占财政支出的高点在 11 年，12 年投资额虽然有持续的增长但相对财政压力会有所减小，15 年之后保障房投资占财政收入的比值会下滑到 3% 以下。未来保障房将覆盖 20% 左右的住房需求，而剩余的 80% 的住房需求仍然需要商品房去满足，而商品房市场的繁荣是需要市场化机制的作用，因此从这个角度来看商品房回归市场化在未来是个趋势。

■ 地产健康稳定发展对经济发展举足轻重

我们研究历史，处于工业化与城市化快速发展中的国家，房地产无不例外地成为国民经济的支柱。我国从 1998 年房改以来房地产行业对于经济的拉动作用有目共睹，对于解决全社会住房问题，增加财政收入都做出了重要的贡献。目前房地产投资占整个固定资产投资比重稳定在 20% 左右，占 GDP 比重每年都在提高，10 年在 12% 左右，11 年在 13% 左右。我国城市化进程尚未完成，人均住宅面积还偏低，未来房地产投资增速仍然会在一个比较高的位置。另外一方面，房地产对于财税的贡献巨大，房地产预收收入的 18% 左右为税赋。房地产近年来的销售增长速度较快，远超过 GDP 的增长，从商品房销售额与 GDP 的比值来看一直处于上涨状态，其比重有望进一步增长。在不考虑土地出让金的情况下，其当期税收占财政收入的比重也一直处于上升渠道，目前已经占了 12% 的份额，在有关地区甚至超过了 20%，如果再加上土地出让金的话，整个来源于房地产的财政收入超过 25%。

■ 维持“看好”评级

我们曾经在 2012 年年度策略中强调本轮政策的目标是三方面，第一是房价合理回归；第二是多层次住房体系建设的完善；第三是房地产市场健康稳定发展。房价合理回归已在进行中，而两会前后，关于保障性住房立法呼声渐高，有利于多层次住房体系建设的进一步完善。对于当前的市场我们仍然要强调的是短期关注货币政策特别是个贷的变化，中长期我们要关注产业政策的实质性微调，建议配置一线龙头品种以及具有管理优势的二线区域品种。



第一，调控旨在促使房价合理回归，已逐渐奏效

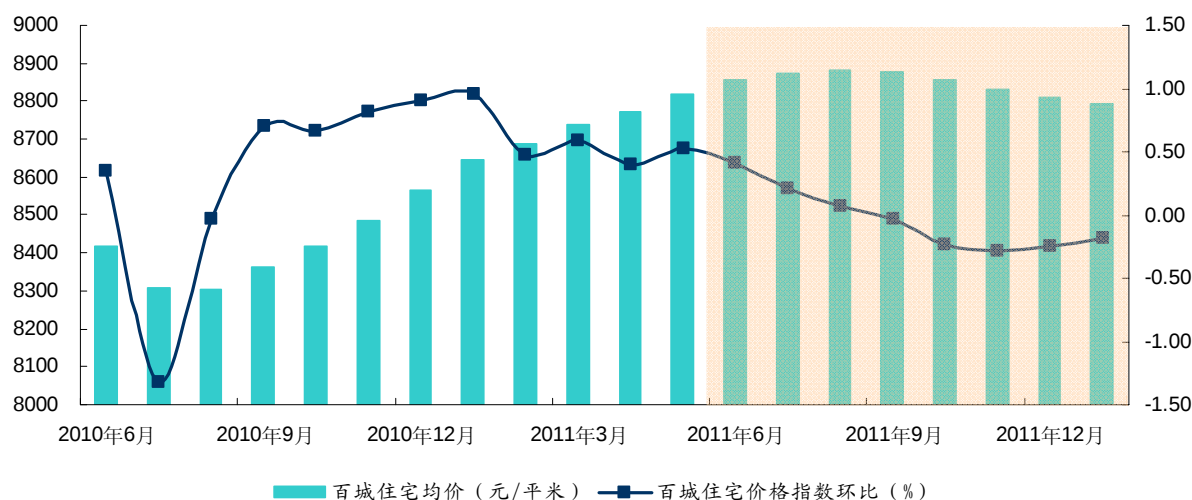
从 09 年开始一路攀升的房价是导致住房矛盾扩大的直接诱因，因此也是政府调控的紧要任务。从目前的市场反应来看，调控已经产生明显效果。根据统计局公布的 70 个大中城市新建商品住宅价格来看，自 11 年 6 月起环比下跌的城市明显增多。根据中指院所跟踪的百城住宅价格数据，自 11 年 6 月起主要城市的房价涨势已经得到遏制，环比下跌的城市比例由 25% 升至 60%，9 月至今连续 5 个月整体均价环比下降。

表：70 个大中城市新建商品住宅价格

日期	同比上涨城市数	同比下跌城市数	同比持平城市数	环比上涨城市数	环比下跌城市数	环比持平城市数
2011 年 1 月	68	2	0	60	3	7
2011 年 2 月	69	1	0	56	8	6
2011 年 3 月	68	2	0	50	12	8
2011 年 4 月	67	3	0	56	9	5
2011 年 5 月	67	3	0	50	9	11
2011 年 6 月	67	3	0	44	12	14
2011 年 7 月	68	1	1	39	14	17
2011 年 8 月	70	0	0	24	16	30
2011 年 9 月	69	1	0	24	17	29
2011 年 10 月	68	2	0	16	34	20
2011 年 11 月	66	4	0	5	49	16
2011 年 12 月	61	9	0	2	52	16

资料来源：统计局，长江证券研究部

图：百城住宅均价



资料来源：搜房网，长江证券研究部

第二，首次强调商品房市场化机制的重要性，完善多层次住房体系

总理本次讲话中首次提及房地产发展要充分发挥市场机制的基础性作用，保障性住房和商品房建设两者不可偏废。我们在今年年度策略中也是对市场化问题进行详细论述。从长期来看，我国房地产市场的完善有待于“高端有遏制，中端有市场，低端有保障”多层次住房体系的建立。在政府大力推动之下，近两年保障房建设获得补足发展，11 年新开工 1000 万套目标已经完成，12 年将新开工 700 万套，十二五规划将会建设 3600 万套保障性住房。根据我们对于保障性住房的研究，可以将一国的保障性住房制度分为特惠型、中间型和普惠型。中国目前处于特惠型转型期，保障性

住房投入占财政收入比会在目前 2%-3%的基础上快速上升。考虑到国情，人口大国若实行普惠制则会导致财政入不敷出，因此我国保障房制度未来的发展极限为中间型；而政府的角色应该是社会型，通过税收手段对高端市场有遏制，通过转移支付等保障低端市场，措施帮助无力购买商品房的低收入者置业。根据我们的测算，保障房投资占财政支出的高点在 11 年，12 年投资额虽然有持续的增长但相对财政压力会有所减小，15 年之后保障房投资占财政收入的比值会下滑到 3%以下。未来保障房将覆盖 20%左右的住房需求，而剩余的 80%的住房需求仍然需要商品房去满足，而商品房市场的繁荣是需要市场化机制的作用，因此从这个角度来看商品房重归市场化在未来是个趋势。

表：政府在住宅政策中扮演的角色

政府的角色	内容	典型案例
维生型	1、被视为一种社会消费，而不是生产投资，会拖慢经济增长 2、倾向于采取消极态度面对住房需求，将之视为经济发展阻碍 3、低收入者要寻求解决房屋需求的方法	希腊、葡萄牙、西班牙
社会型	政府的主要角色是照顾市场无法满足其住房需求的人群，如老人、失业者、单亲家庭、外来工等，他们在劳动市场中已经处于不利的低位，更难以在自由的房屋市场中满足住房需求	英国、美国、加拿大、瑞士、澳大利亚
全面责任型	1、承担起满足所有市民房屋需要的责任 2、不视这种责任为经济发展的包袱，反而认为这是经济发展的重要组成部分 3、政府的干预是长期而不是短暂的，是根据需求和资源，作出长线的规划，确保长期有足够的房屋供应	瑞典、荷兰、德国

资料来源：Donnison, 1967 长江证券研究部、

表：2011 年保障房开工情况

省市	开工套数（万套）	开工率（%）	省市	开工套数（万套）	开工率（%）
黑龙江	80.6	0.95	湖北	33	0.99
吉林	32.1	超过 100%	湖南	40	0.92
辽宁	36.2	超过 100%	广西	27.6	超过 100%
北京	21.8	超过 100%	广东	29.1	0.96
天津	23.4	0.9	海南	9	0.97
河北	38.4	超过 100%	重庆	52.2	超过 100%
山西	37.3	超过 100%	贵州	22.1	0.96
内蒙古	38.1	0.98	四川	37.5	超过 100%
山东	34.8	超过 100%	云南	29.3	0.94
江苏	38.7	超过 100%	西藏	1.2	0.8
安徽	38.9	0.98	陕西	47.7	超过 100%
上海	23.6	0.91	宁夏	8.2	超过 100%
浙江	18.5	超过 100%	甘肃	18.5	超过 100%
江西	31.4	0.99	青海	16.6	0.91
福建	25.2	超过 100%	新疆	32.9	0.98
河南	44.8	0.99	兵团	17.4	0.98

资料来源：住建部，长江证券研究部

第三，地产健康稳定发展对经济发展举足轻重

我们研究历史，处于工业化与城市化快速发展中的国家，房地产无不例外地成为国民经济的支柱，美国一直以来其房地产行业增加值占 GDP 比重稳定在 10%左右（即便是在 89 年之后其户均栋数达到饱和之后），而日本在其户均套数达到 1.1 套之前，其私人部门的住宅投资占 GDP 比重在 5%以上。房地产业对国民经济的支柱作用可见一斑。

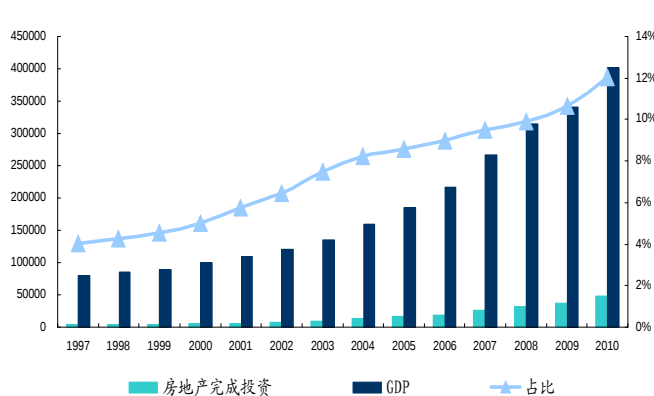
具体到我国，自从 1998 年房改以来房地产行业对于经济的拉动作用有目共睹，对于解决全社会住房问题，增加财政收入都做出了重要的贡献。从房地产本身对于经济直接拉动来讲，目前房地产投资占整个固定资产投资比重稳定在 20% 左右，占 GDP 比重每年都在提高，10 年在 12% 左右，11 年在 13% 左右。由于我国目前城市化进程尚未完成，人均住宅面积还偏低，未来房地产投资增速仍然会在一个比较高的位置，预计这个比值在未来将会持续得到提升。

图：房地产投资占城镇固定资产投资比重



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图：房地产投资占 GDP 比重



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

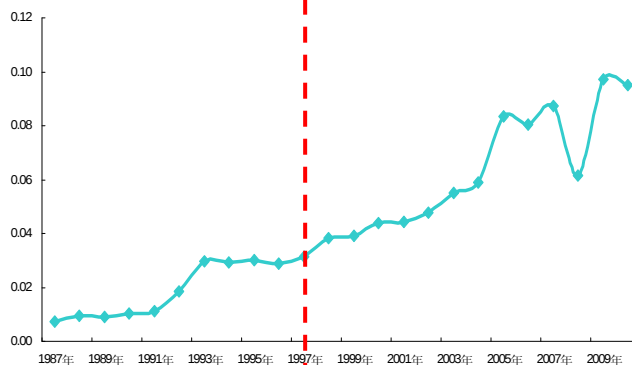
另外一方面，房地产对于财税的贡献巨大，根据我们的测算，房地产预收收入的 18% 左右为税赋。房地产近年来的销售增长速度较快，远超过 GDP 的增长，从商品房销售额与 GDP 的比值来看一直处于上涨状态，其比重有望进一步增长。在不考虑土地出让金的情况下，其当期税收占财政收入的比重也一直处于上升渠道，目前已经占了 12% 的份额，在有关地区甚至超过了 20%，如果再加上土地出让金的话，整个来源于房地产的财政收入超过 25%。

图：房地产销售金额/GDP



资料来源：统计局，长江证券研究部

图：房地产相关税收占财政收入比重



资料来源：统计局，长江证券研究部

第四，维持“看好”评级

我们曾经在 2012 年年度策略中强调本轮政策的目标是三方面，第一是房价的合理回归；第二是多层次住房体系建设的逐步完善；第三是房地产市场健康稳定发展。房价合理回归已在进行中，而两会前后，关于保障性住房立法呼声渐高，有利于多层次住房体系建设的进一步完善。对于当前的市场我们仍然要强调的是短期关注货币政策特别是个贷的变化，中长期我们要关注产业政策的实质性微调，建议配置一线龙头品种以及具有管理优势的二线区域品种。

附录：温家宝听取各界人士对政府工作报告意见和建议（房地产部分）

房地产调控目标有两个：一是促使房价合理回归不动摇，二是促进房地产市场长期、稳定、健康发展。作为 13 亿人口的大国，又处在工业化、城镇化进程中，房地产的需求从长期讲是刚性的。当然，将来住房的形式也是多种多样的，不一定人人都拥有自己的房，但人人都要有住处。可以买房，也可以租房，但租房的价格也要合理。保障性住房和商品房建设两者不可偏废。从长期看，保障房应该以公租为主，主要解决低收入群体的需求。房地产发展要充分发挥市场机制的基础性作用，只有这样才能合理配置资源，提高效益，但是，为了促进公平和稳定，政府调控也不能松。

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。