

增值税对房地产股调整孕育机会

■投资要点

近日地产股的全线暴跌,国税总局关于加强土地增值税清算的通知只是一个导火索。其实市场一直在等待一个调整的机会。我们认为推动今年地产股行情的驱动因素主要是高成长与人民币升值所带来的资产重估。对于我们重点跟踪和推荐的公司,这两大驱动因素并没有因为土地增值税的严格征收而改变。我们重点跟踪的公司中,大多数公司都已按清算的要求预提了土地增值税,我们基本上维持了对这些公司原来所做的盈利预测,维持对这些公司的成长性判断,以及维持对这些公司增持的评级。我们相信调整后,带来的将是更好的买入机会。 联合证券研究所

七种情形要清算土地增值税

近日,国家税务总局网站发出通知,要求进一步加强房地产开发企业土地增值税清算管理工作,并要求各省税务机关对符合以下情形之一的进行土地增值税的清算:

- 1.房地产开发项目全部竣工、完成清算的;
- 2.整体转让未竣工决算房地产开发项目的;
- 3.直接转让土地使用权的;

4.已竣工验收的房地产项目,已转让的房地产建筑面积占整个项目可售建筑面积的比例虽未超85%,但剩余的可售面积已经出租或自用的;

- 5.取得销售(预售)许可证满三年仍未销售完毕的;
- 6.纳税人申请注销税务登记但未办理土地增值税清算手续的;
- 7.省税务机关规定的其他情况。

行业利润率将下降3个百分点

实际上《土地增值税暂行条例》在我国早已有之,1993年颁布,1994年开始实施。但基于对房地产行业的扶持态度,各地方税务机关对土地增值税的管理,基本上都是重征而轻清算,从而导致土地增值税基本上是名存实亡。

对于本次国税总局再度出击,要求加强土地增值税的清算,我们认为如果各地执行到位,带来的直接影响将是降低行业的利润率水平。而从更远的角度来看,行业利润率的降低,将会通过一系列的传导机制,发挥出综合效应,从而将帮助解决房地产行业面临的许多问题。

土地增值税实行四级超率累进税率:增值额未超过20%的,免征;就税率而言,最低一档税率为30%,最高一档为60%。

计算增值额时允许扣除的成本包括:取得土地使用权所支付的金额;房地产开发成本(土地的征用及拆迁补偿费,建安费用,基础设施费用,公共配套费用)和房地

产开发费用(与项目开发有关的财务费用,管理费用以及销售费用),因此增值额大致可理解为项目的所得税前利润,即营业利润。

我们将增值额与相应的营业利润率及净利润率间(假定所得税率为33%)做了简单测算,当一个项目的增值额介于20%至50%之间时,即该项目的销售净利润率介于11.7%至22.33%时,该项目应缴纳的增值稅率为30%,而在缴纳增值稅之后,该项目销售净利润率下降的幅度在3.35个百分点至6.70个百分点之间。

从上市房地产公司平均盈利能力来看,2005年及2006年的平均销售净利润率基本在13%左右,再考虑上市公司本部不可抵扣的成本和费用,我们测算国内上市房地产公司增值稅率的主要交纳区间将集中在0%,30%和40%,而大多数企业要缴纳的稅率将为30%。按照我们的测算,在交纳了增值稅后,行业平均的销售净利润率将下降3个百分点左右。

抑制土地需求房价将趋稳

我们认为行业利润率的下降低会从两方面带动房地产行业的投资增长下降。首先是预期投资收益率下降,会促使企业的投资行为更趋于理性,减少一些非理性的投资行为。其次,行业盈利能力的下降,会使部分本来资金实力不强的中小企业资金紧张的局面更加严重,从而减弱这部分中小企业再投资的能力。

在以上两种因素的作用下,房地产行业投资增长

速度将有所降低,房地产开发企业对土地的狂热需求将得到一定程度的抑制。而开发商对土地需求的下降,将有助于改善地价快速攀升的局面,从而将削弱房价上涨的动力。

不过从投资增长将下降的角度,未来2到3年的房地产的供给增长也将受到一定影响。同时考虑供给因素和地价因素对房价的影响,我们认为房价会趋稳。

缩短开发周期几乎不受影响

对房地产开发商来说,使自己的利润最大化主要有两种路径。一是尽量提高售价,以获取尽可能高的毛利率。二是加快产品的开发和销售,通过提高周转率,减少资金的沉淀,降低资金的成本,来提高盈利能力。

大多数开发商都会采用第一种策略。在此策略的延伸下,有的开发商剑走偏锋,通过囤积房源,推迟销售,来获得房价上涨的收益。不过

这种策略还有两种理性的延伸,就是尽量开发一些大盘,通过后期房价的上涨,获取更大的利润;或者集中开发高毛利的豪宅。

但是随着土地增值税的严格征收清算管理,第一种路径选择将面临交纳巨额增值稅的冲击,相比之下,选择缩短开发期来提高资金回笼率的第二种路径选择则几乎不受增值稅的影响。我们认为,随着土地增值税的严格

征收,将会有越来越多的开发商放弃第一个路径,而选择第二个路径。

在上市的房地产公司中,万科是第二种路径选择的代表:平均每个项目的开发周期小于12个月,最快的项目可达到9个月。万科所推进的工厂化战略,在未来会帮助万科把开发周期缩短到更短的水平,从而将推动公司的资金回报率继续上升。

星号越多,影响越小

部分房地产上市公司受土地增值税政策影响情况分析

股票代码	股票名称	应交土地增值税占收入比例	主营税金中体现的土地增值税占收入的比例	报表中体现已计提增值稅占收入比例	毛利率	普通住宅比重	投资性房地产比重	受直接影响力
600007	中国国贸	0.00%	0.00%	0.00%	62.81%	全投资性房地产,不受影响	****	无
600639	浦东金桥	0.00%	0.00%	0.00%	49.99%	基本是投资性房地产,基本不受影响	****	无
000667	名流置业	11.10%	1.81%	12.91%	38.64%	****	**	很小
000002	万科A	0.02%	0.57%	0.59%	34.79%	****	****	较小
000402	金融街	6.20%	1.77%	7.97%	39.25%	****	****	小
600675	中华企业	0.00%	4.68%	4.68%	41.28%	****	**	小
600383	金地集团	0.00%	0.28%	0.28%	36.41%	****	**	小
600533	栖霞建设	-0.30%	0.91%	0.61%	30.36%	****	**	小
000069	华侨城A	0.00%	0.00%	0.00%	48.62%	****	**	大
000024	招商地产	0.11%	0.00%	0.11%	27.41%	****	**	较大
000031	中粮地产	0.01%	0.00%	0.01%	50.25%	****	*	较大
000608	阳光股份	0.00%	0.00%	0.00%	35.56%	****	**	较大
000616	亿城股份	0.00%	0.00%	0.00%	26.60%	****	**	较大
600240	华业地产	0.00%	0.00%	0.00%	51.88%	****	**	较大
600748	上实发展	-0.02%	0.02%	-0.01%	48.27%	****	**	较大
600048	保利地产	-0.13%	1.09%	0.96%	42.56%	****	**	较大
000006	深振业A	0.42%	0.00%	0.42%	24.46%	****	*	一般
600159	大龙地产	0.00%	0.00%	0.00%	21.49%	****	*	一般
600266	北京城建	0.11%	0.14%	0.25%	27.76%	****	*	一般
600322	天房发展	0.04%	0.06%	0.10%	34.82%	****	*	一般
600325	华发股份	-1.26%	0.81%	-0.45%	35.21%	****	**	一般
600376	天鸿宝业	0.87%	0.69%	1.58%	23.88%	****	**	一般
601588	北辰实业	0.00%	0.00%	0.00%	29.62%	****	**	一般
说明				该指标越高,计提了增值稅准备越充分,影响越大		该指标越大,影响越大	星号越多,影响越小	

数据来源:各公司2005年度报告

龙头公司受益调控

本轮对地产行业的调控从2003年8月的121文开始,已历时3年半。伴随着各项调控措施的不断出台,地产行业仍在快速发展。我们认为在未来仍难言调控何时结束,调控在过去的三年是常态,在未来相当长一段时期内也仍将是常态。

随着调控深入,已形成一个日渐清晰的趋势:即行业的进入门槛不断抬高,中小开发商被加速洗牌,行业的资源无论是资金、还是土地都在加速向大型开发商集中。在这个行业整合加速的过程中,优势龙头企业将受益。我们认为万科在2006年土地储备方面的飞跃进步,正是龙头企业受益的突出表现。随着万科定向增发的完成,公司的资金实力将再度扩充,从而在项目的开发能力上将继续与其他对手拉开差距。

涨幅大是调整内因

对于近日地产股的全线暴跌,我们认为有多重因素,土地增值税清算只是个导火索。

首先是地产股行情从去年年初启动以来,经历了年中加速与年末狂飙,近一年的累计涨幅非常大。虽然巨大的赚钱效应不断吸引新的资金进来,但多年熊市所形成的恐高心态逐渐形成一定影响;其次是经过一年的强劲上涨,地产股的静态估值已不再是一个投资于地产股的充足理由。在这样的情况下,市场其实在等待一次调整。至少在等待一次重新让估值看起来很好的机会。

调整带来买入机会

我们认为推动今年地产股行情的驱动因素主要是高成长与人民币升值所带来的资产重估。对于我们重点跟踪和推荐的公司,这两大驱动因素并没有因为土地增值税的严格征收而改变,我们认为我们重点跟踪的这些公司依然会保持非常好的成长性。而人民币升值的步伐也还在加快,因此这些公司依然是我们继续推荐的品种。对地产行业,我们认为,即使行业的平均利润率下降3个百分点,和其他行业,尤其是传统行业比较,地产行业的利润率仍然是个充满吸引力的行业。

我们相信调整后,带来的将是更好的买入机会。

代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	中报(元/股)	代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	中报(元/股)	代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	中报(元/股)
000777	中航科技	9.63	9.89	9.13	9.5	-3.75	67667	0.04	000885	S*ST香糖	5.33	5.33	5.08	5.24	3.15	24868	0.00	000976	香洲股份	2.93	2.98	2.84	2.94	-0.34	168677	(0.08股)
000778	新华新材	6.99	7.02	6.71	6.91	1.57	186419	0.34	000886	海南高速	2.85	2.89	2.78	2.88	0	95972	0.01	000977	浪潮信息	5.85	6.16	5.77	6.16	4.58	50994	0.02
000779	S*ST神神	3.76	4.11	3.88	4.05	3.78	67419	0.03	000887	ST中澳	2.13	2.25	2.13	2.25	5.14	171008	-0.06	000978	桂林旅游	19.22	14.55	13	14.42	8.83	57872	0.1
000780	S*ST兴农	3.32	3.31	3.05	3.22	-4.22	25288	0.02	000888	ST中房	12.41	12.41	10.04	10.03	4.04	264	0.73	000979	ST华联	2.64	2.64	2.76	2.76	0.73	33344	-0.26
000782	美达股份	2.95	3.06	2.9	3.04	2.7	76589	0.05	000889	海油工程	3.01	3.05	2.9	3.04	1.67	84323	0.004	000980	金马股份	3.58	3.72	3.56	3.71	3.06	33391	0.05
000783	S石化	--	--	--	--	--	0	-0.79	000890	S*ST华联	3.32	3.35	3.21	3.35	0.9	151079	0.06	000981	S兰光	6.3	6.43	6.21	6.43	1.42	12071	-0.05
000785	武汉中博	5.55	5.59	5.3	5.52	-1.15	162930	0.07	000891	S*ST华联	2.44	2.5	2.4	2.5	2.46	38727	0.08	000982	S圣莱	4.35	4.57	4.32	4.57	5.06	15411	-0.22
000786	北新建材	4.58	4.78	4.5	4.71	3.21	61964	0.47	000892	S*ST华联	5	5.05	4.47	5.02	4.65	39727	0.08	000983	金马股份	10.6	10.95	10.28	10.85	3.53	282479	0.4
000787	S*ST创智	3.38	3.45	3.3	3.36	-0.3	52044	-0.2	000893	S*ST华联	5	5	4.7	5	0	0.39	000984	大庆华科	6.91	7.15	6.86	7.13	2.44	15349	0.08	
000788	西南合成	4.68	4.68	4.47	4.66	2.42	27028	0.03	000894	深赛格	6.37	6.4	5.98	6.28	-3.09	256125	0.02	000985	广州友谊	20.32	21.32	19.5	21.1	3.94	30590	0.28
000789	华神集团	15.28	15.45	14.7	15.1	1.11	125562	0.11	000895	ST华联	11.96	11.18	11.27	11.79	-3.32	401210	0.51	000986	华工科技	13.08	13.25	12.59	13.19	1.46	116878	0.07
000790	华神集团	18.48	18.45	17	18	-1.64	20395	0.01	000896	S*ST华联	6.4	6.4	5.28	6.28	0	0.05	000987	九芝堂	6.88	7.57	7.57	7.57	10.03	130406	0.07	
000791	ST化工	3.41	3.44	3.24	3.4	-0.29	45601	0.01	000897	深赛格	11.4	11.74	11.06	11.6	1.75	123209	0.35	000988	深赛格	4.68	4.99	4.64	4.98	6.18	19595	0.05
000792	烟台冰厂	30.4	32.38	29.62	30.5	0.22	30536	0.18	000898	深赛格	7.15	7.2	6.8	7.15	-1.38	80133	-0.05	000989	烟台冰厂	4.76	4.82	4.72	4.82	1.84	3198	0.02
000793	华商传媒	10.48	11.2	9.98	10.17	1.77	357943	0.03	000899	深赛格	5.17	5.17	4.95	5.05	-0.39	35707	-0.03	000990	烟台冰厂	6.12	6.26	5.91	6.16	1.15	53993	0.01
000795	太原钢铁	3.49	3.61	3.36	3.5	6.71	288303	-0.08	000900	ST华联	10.1	10.49	9.78	10.29	1.28	46730	0.32	000991	深赛格	5.51	5.52	5.19	5.43	0.74	44173	0.05
000796	中航地产	6.47	6.6	6.1	6.55	4.24	3.42	0.01	000901	深赛格	8.21	8.35	7.98	8.26	0.61	57452	0.23	000992	深赛格	9.05	9.48	9	9.3	3.33	69704	0.14
000797	华鲁化工	4.36	4.39	4	4.24	-3.42	112240	0.04	000902	S*ST华联	7.16	7.52	6.98	7.52	5.03	58627	-0.13	000993	深赛格	9.05	9.48	9	9.3	3.33	69704	0.14
000798	中水渔业	4.45	3.52	3.25	3.47	0	62281	0.1	000903	S*ST华联	4.21	4.43	4.17	4.43	2.55	38950	0.04	000994	S*ST华联	9.46	10.07	9.36	10.07	5.01	78222	0.08
000799	华鲁化工	3.73	4.9	4.63	4.87	1.88	302738	0.13	000904	深赛格	8.74	9.67	8.7	9.62	8.88	119961	0.1	000995	深赛格	13.08	13.25	12.59	13.19	1.46	116878	0.07
000801	四川凉山	6.14	6.4	6.6	6.26	1.46	9403	0.01	000905	深赛格	11.31	11.72	11.21	11.66	3.19	102393	0.09	000996	深赛格	5.8	6.38	5.71	6.38	10	15139	0.12
000802	烟台冰厂	9.8	9.08	8.64	8.9	4.88	4513	0.01	000906	深赛格	6.45	6.66	6.18	6.59	3.45	205041	0.27	000997	深赛格	26.88	28.94	26.28	28.45	5.37	32058	0.4
000803	金宇车城	4.33	4.63	4.27	4.63	6.68	76548	-0.04	000907	深赛格	5.17	5.17	4.82	4.02	3.61	92129	0.08	000998	深赛格	20.69	21.78	20.5	21.7	4.33	41323	0.13
000806	中汇医药	2.87	3.27	2.9	3.27	10.1	6132929	0.03	000908	深赛格	3.58	3.85	3.57	3.82	5.82	116964	0.04									