

动态报告/行业快评

房地产

对近期政策面、基本面及地产股
投资策略的思考

推荐

(维持评级)

2010年4月14日

市场对政策预期过于悲观，地产股有超跌反弹要求

分析师：方焱 fangyan@gusen.com.cn

0755-82130648 执业资格证书编号：S0980206110188

分析师：区瑞明 ourm@guosen.com.cn

0755-82130678 执业资格证书编号：S0980210040014

事项：

自4月份央媒连续发文剑指“房地产”以来，地产股反弹受挫，上周跌幅居前，本周一（4月12日）更是放量暴跌超过3%。

评论：

■ 宏观经济基本面决定了目前调控政策的腾挪空间其实已不大：

- 1、今年财政吃紧，财政增收仍有赖房地产行业的繁荣，况且失去土地依靠的地方财政也将对银行资产安全构成巨大威胁。
- 2、自去年12月政策收紧以来，开发商观望心态日渐浓厚，媒体都把焦点放在了“新地王”诞生的新闻上，其实“地王”只是个案，今年以来已出现了许多宗流拍及底价成交的案例。另外，虽然1-2月投资和新开工数据显示这两项指标恢复良好，但我们认为在政策收紧背景下，国家统计局所公布的这两项指标的数据及影响还需斟酌：
 - ①前年土地市场冷清，去年下半年土地市场回暖，目前正值这些地块办妥开工证的时点，所以新开工数据显得较好，但这只是办证的数据，并非意味着在新开工上真正投入；
 - ②去年销售火爆，目前暖意未全消，开发商为了配合预售和交房两个重要节点，对一些形象进度已接近预售条件的项目，会加快工程进度以尽早推盘，对一些已完成预售的项目也会加快进度以尽早交房结转收入，按工程成本拆分，预售后至竣工阶段的投入占了项目建造成本的80%，从开工至预售的投入只占到工程全成本的20%，去年销售火爆，因此目前投资指标仍会惯性增长，但这种增长很可能无法促使今年供应改善，换言之，由于调控时间超预期提前，今年乃至明年供应低于大部分人预期是有可能的，在政策收紧的背景下，开发商预期并不乐观，再库存热情正在下降，先体现为供给释放缓慢，最终将导致投资下滑。
- 3、出口、消费两驾马车的复苏之路仍然艰巨。

■ 现有调控模式或将导致三方面与市场预期不一致：

- 1、市场预期现有调控模式将导致供给释放加快，我们认为：现有调控模式对开发商的信心造成的负面影响将超过对消费者的影响，将导致供给改善的进程低于市场预期
- 2、市场预期在现有调控模式基础上再对需求继续施以重手打压，将有助于控制房价上涨，甚至使房价下跌，我们认为：在打压需求的同时，更打压了供给，若现有政策持续不松动的话，将导致行业规模缩小，而非房价下跌；
- 3、市场认为政府不惧行业规模收窄，甚至行业规模收窄正是政府本意，我们认为：房地产的支柱地位中短期难动

摇，目前宏观经济基本面决定了打压行业规模非政府本意。

■ 近期部分地区房价上涨较快的其中一个原因——调控的负效应：再库存缓慢，供给难释放

- 1、 本轮调控在时点选择上来得过早，09年6月末房贷政策即开始微调，上市公司在09年中期券商的策略会交流中已表示了对政策的担忧，非上市公司已趋谨慎（少数央企例外）；
- 2、 09年10月新开工刚由负转正，开发商大规模的再库存还没开始，12月份政策即收紧，开发商对未来更为迷惘，从上市公司在各家券商2010年度投资论坛上表现得谨慎即可窥见一斑；
- 3、 由于受过2008年的“伤痛”，开发商难以在预期不好的情况下释放自己的现金流去积极再库存，以免陷自己未来于被动。

■ 对政策的预判：

- 1、 开发商作为供应的主体，过分打压只会使其积极性下降而导致供应减少。
- 2、 面对旺盛的刚性需求，我们相信政府智慧，认为调控方向最终将调整为“疏而不堵”：在关起“囤地、捂盘”的大门时，在拿地、融资、审批等环节为开发商打开一扇窗，同时对改善型需求、首次置业需求在政策上继续扶持，以减轻百姓安家置业的负担。
- 3、 我们认为下一阶段调控矫枉过正概率不大，未来仍以执行“国十一条”精神为主，后续政策将基本上属于“国十一条”的细化，所谓“暴利税”、“保有税”即使推出，也是属于局部地区试行的临时措施（未来能根据情况随之取消的那种），而且会比较温柔。

■ 地产股投资策略：

- 1、 假设本轮调控目的是为了压缩行业规模的话，那么相对于地产股，银行股及与房地产相关的中、上游行业（采掘、木材、家具、金属、非金属、建筑、部分化工子行业）的风险更大，需要提醒的是：①保障性住房并不能取代商品房在房地产投资中的地位，②不要奢望在商品房需求受到打压的同时开发商却能愚蠢地增加供给。
- 2、 如果我们意识到房地产行业在相当长时期内仍是中国的支柱产业，那么我们就应该确信本轮调控目的是为了行业更健康地持续发展，则不应政策预期过于悲观，同时应看到当前股价已反映出对政策面的悲观预期却忽略了过去十个月以来基本面已不断超预期及二季度销量可能环比增长。
- 3、 地产股有超跌反弹要求，但受舆论围攻及朦胧利空袭扰，反弹难以一蹴而就，将呈脉冲式演绎。
- 4、 作为一波反弹行情，我们最看好的个股：①受益于城市价值提升的个股——苏宁环球、华业地产、招商地产等；②政策调控风险相对较小的中西部龙头——中天城投、云南城投等。
- 5、 从更长的周期来看，我们看好作为地方政府融资平台的城市运营商——城投类个股：云南城投、中天城投、黑牡丹、宁波富达、武汉控股等。

上述观点的逻辑展开详见我们的PPT——《在政策与基本面的博弈中捕捉超跌反弹》

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
周炳林	0755-82133339		赵 谦	021-60933153		郑 武	0755- 82130422	
林松立	010-82254212		崔 嵘	021-60933159		陈建生	0755- 82130422	
			廖 喆	021-60933162		岳 鑫	0755- 82130422	
			黄学军	021-60933142		高 健	0755-82130678	
银行			房地产			机械		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		余爱斌	0755-82133400	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		李筱筠	010-82254205	
谈 焯	010- 82254212		黄道立	0755-82130833		黄海培	021-60933150	
						陈 玲	0755-82133400	
						杨 森	0755-82133343	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-60933156		郑 东	010-82254160		孙菲菲	0755-82133400	
左 涛	021-60933164		秦 波	010-82252922		吴美玉	010-82252911	
基础化工			医药			石油与石化		
张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396		李 晨	021-60875160	
			丁 丹	0755-82130678		严蓓娜	021-60933165	
			陈 栋	021-60933147				
电力设备与新能源			传媒			有色金属		
皮家银	021-60933160		陈财茂	021-60933163		彭 波	0755-82133909	
电力与公用事业			非银行金融			通信		
徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755- 82130468		严 平	021-60875165	
谢达成	021-60933161		田 良	0755-82130513		程 峰	021-60933167	
			童成敦	0755-82130513				
造纸			家电			计算机		
李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407		凌 晨	021-60933157	
电子元器件			纺织服装			农业		
			方军平	021-60933158		张 如	021-60933151	
旅游			食品饮料			建材		
廖绪发	021-60875168		黄 茂	0755-82133476		杨 昕	021-60933168	
刘智景	021-60933148		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			中小股票		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		陈 健	0755-82133476	
苏绍许	021-60933144		李遵庆	0755-82133343		陈爱华	0755-82133397	
						祝 彬	0755-82132518	
						王一峰	010-82250828	
						邵 达	0755- 82132098	
固定收益			投资基金			量化投资		
李怀定	021-60933152		杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332	
张 旭	010-82254210		黄志文	0755-82133928		董艺婷	021-60933155	
高 宇	0755-82133528		刘舒宇	0755-82131822		戴 军	021-60933166	
蔺晓熠	021-60933146		彭怡萍			林晓明	021-60933154	
侯慧娣	021-60875161					秦国文	0755-82133528	
						程景佳	021- 60933166	
						赵斯尘	021- 60875174	
指数与产品设计								
焦 健	0755-82131822							
赵学昂	0755-82131822							
王军清	0755-82133297							
阳 瑾	0755-82131822							
周 琦	0755-82131822							
彭甘霖								

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755- 82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骞 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021- 60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	