

房地产业 (0110)

行业评级
持有

前次评级

持有

估值接近底部区域，价值投资者可考虑逐步吸纳

赵强 研究员	沈爱卿 研究员	徐军平 研究员
电话: 021-68829698	020-87555888-637	021-68829441
eMail: zhaoq@gf.com.cn	saq@gf.com.cn	xjp@gf.com.cn

恐惧占据绝对上风

一个月来，在政府严厉的房地产调控政策高压之下，房地产股票大幅下挫。4月6日至5月17日，市值前10大地产股的平均跌幅达33.1%，房地产股整体跌幅达33.6%，较同期上证综指和沪深300跌幅超出了15个百分点以上。贪婪和恐惧是市场的两大主导情感，如此快速大幅下跌体现出恐惧已占了绝对上风。

价值投资者可考虑逐步吸纳

我们认为近期房地产股的恐慌性下跌已经为地产股阶段性反弹提供了有力支撑。价值投资者可以开始考虑选择低估品种逐步吸纳。理由在于：

首先，房价与股价已处于极度不对称状态。目前一些龙头地产股的股价已接近08年低点，而房价却处于历史高位。而且，即使房价下跌30%，也依旧高于08年的水平。

其次，NAV安全性好，PE率接近历史最低。部分地产股的NAV已经提供了足够的安全边际，即使房价向下调整20%，NAV依旧折价20%。

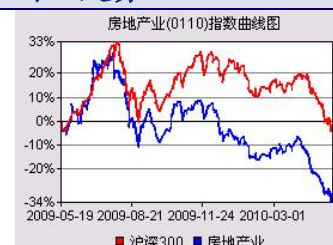
再次，政策的两难性不容忽视。政府严厉的调控政策超出以往，从目前的态势看，价格不降，调控政策不会休止；另一方面，中央对希腊债务和欧元危机高度敏感性、以及地方政府融资模式对房地产的依赖性都使得政府的调控政策会充分权衡，精确打击。当然，最理想的状态是降价保量，或者说降价保投资，但这是非常难实现的。我们在前面的策略报告中说过，政策调控决定了短期调整的时间，而调控政策的两难决定了调控的深度。从政策两难这个角度来考虑，国家的调控会适可而止。

最后，把握安全边际，践行价值投资。聪明的投资者应该把握这个机会，选择低估品种，逐步吸纳。

行业投资策略

鉴于房地产风险尚未释放完全，我们仍然维持整体“持有”的评级，但我们觉得一些超跌的个股具备足够安全边际，可以作为左边投资的品种，价值投资者可以考虑选择低估品种、分批建仓。因此，我们将股票仓位由50%提升至60%，并增加招商地产和华侨城两只股票。

行业走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	-13.3%	-19.4%	-30.5%
沪深300	-12.7%	-14.7%	-2.4%

恐惧占据绝对上风

一个月以来，在政府严厉的房地产调控政策高压之下，房地产股票大幅下挫。2010年4月6号至5月17号，短短一个多月时间，市值前10大地产股的平均跌幅达33.1%，房地产股整体跌幅达33.6%，较同期上证综指和沪深300指数跌幅超出了15个百分点以上。贪婪和恐惧是市场的两大主导情感，如此快速大幅下跌体现出恐惧已经占了绝对上风。

表 1: 近期房地产股跌幅超过 30%

证券简称	总市值（百万元）	区间跌幅
万科 A	80,705	-29.2%
保利地产	49,874	-38.4%
陆家嘴	35,579	-23.8%
金地集团	27,544	-30.0%
招商地产	27,305	-42.1%
新湖中宝	24,774	-34.6%
金融街	21,190	-30.9%
泛海建设	20,964	-37.9%
首开股份	15,878	-42.4%
张江高科	15,348	-22.4%
TOP10 平均跌幅		-33.1%
TOP20 平均跌幅		-36.5%
TOP30 平均跌幅		-36.7%
行业平均跌幅		-33.6%
上证 A 股		-18.2%
沪深 300		-18.4%

注：区间范围是2010年4月6号到5月17号

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

价值投资者可考虑逐步吸纳

我们认为近期房地产股的恐慌性下跌已经为地产股阶段性反弹提供了有力支撑。价值投资者可考虑选择低估品种逐步吸纳。我们的理由在于：

首先，房价与股价已处于极度不对称状态。目前一些龙头地产股的股价已接近08年低点，而房价却处于历史高位。而且，即使房价下跌30%，也依旧高于08年的水平。

其次，NAV安全性好，PE率接近历史最低。部分地产股的NAV已经提供了足够的安全边际，即使房价向下调整20%，NAV依旧折价。以我们前期模拟组合中的四只股票为例，即使房价下降20%，NAV较股价的折价

率仍然超过20%。而且，从PE率的相对估值角度看，目前也接近历史最低水平。

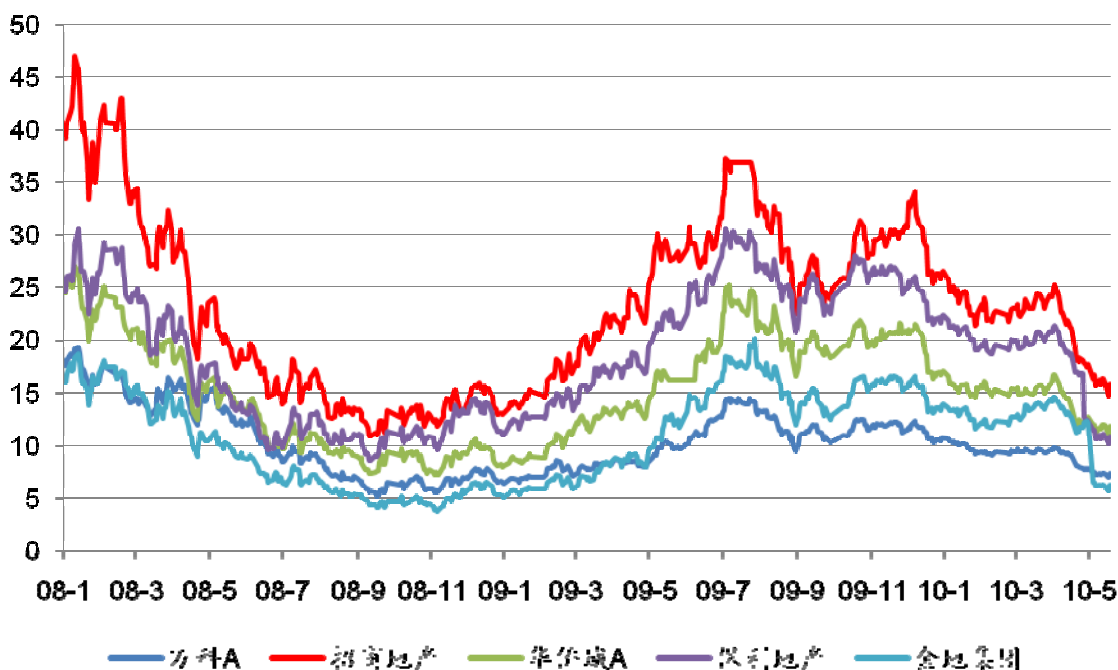
再次，政策的两难性不容忽视。政府严厉的调控政策超出以往，从目前的态势看，价格不降，调控政策不会休止；另一方面，中央对希腊债务和欧元危机高度敏感性、以及地方政府融资模式对房地产的依赖性都使得政府的调控政策会充分权衡，精确打击。当然，最理想的状态是降价保量，或者说降价保投资，但这是非常难实现的。我们在前面的策略报告中说过，政策调控决定了短期调整的时间，而调控政策的两难决定了调控的深度。从政策两难这个角度来考虑，国家的调控会适可而止。

最后，把握安全边际，践行价值投资。价值投资侧重公司的内在价值，而贪婪和恐惧会使得股价偏离甚至背离内在价值。目前的地产股的恐慌性下跌已经使得地产股股价与内在价值大幅偏离，这个时候，聪明的投资者应该把握这个机会，选择低估品种，逐步吸纳。

行业投资策略和模拟组合

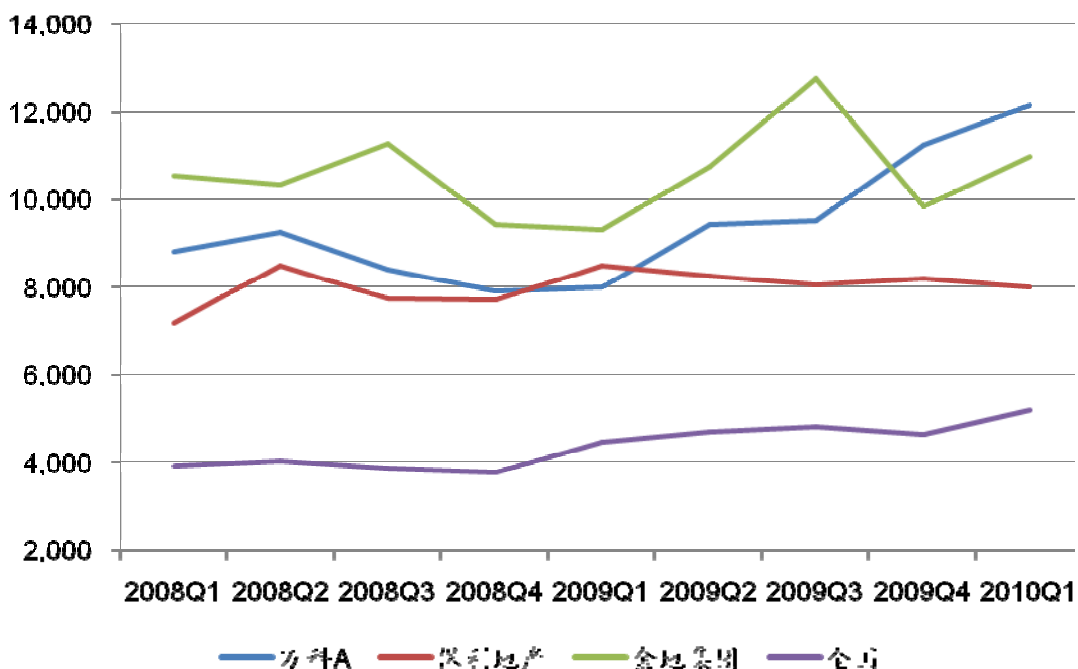
鉴于房地产风险尚未释放完全，我们仍然维持地产股整体“持有”的评级，但我们觉得一些超跌的个股具备足够的安全边际，可以作为左边投资的品种，价值投资者可以考虑逐步吸纳。因此，我们将股票仓位由50%提升至60%，并增加招商地产和华侨城两只股票。

图 1：龙头公司复权股价接近 08 年历史低位



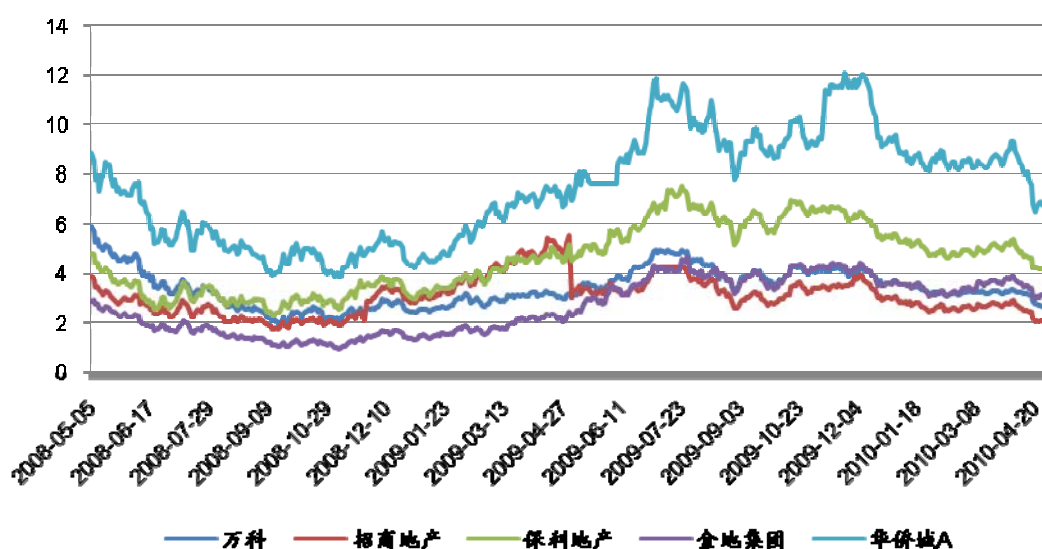
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 2：房价位于历史高位



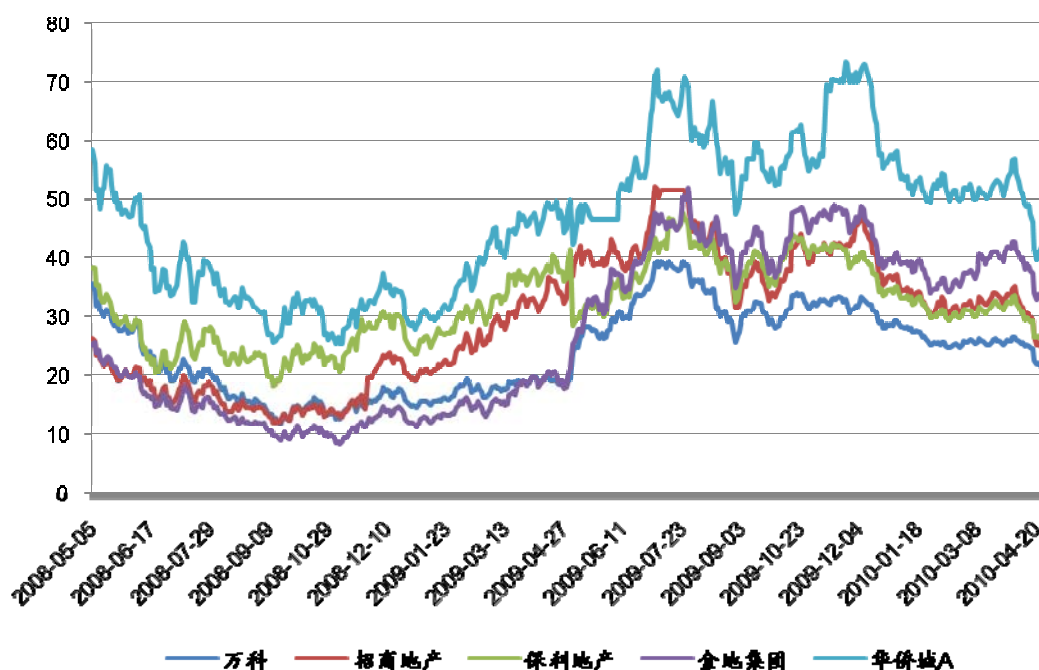
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 3：龙头公司 PB 接近历史低位



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 4: 龙头公司 PE 接近历史低位



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表 2: 房价波动与 NAV 折价率

房价变动比例	-30%	-20%	-10%	0%	10%
福星股份	n.a.	-14.7%	-34.3%	-44.5%	-49.6%
新湖中宝	-4.9%	-20.9%	-32.4%	-40.9%	-47.5%
滨江集团	-4.5%	-24.6%	-37.6%	-46.9%	-44.1%
格力地产	-5.7%	-21.0%	-29.7%	-34.9%	-37.5%
均值	n.a.	-20.3%	-33.5%	-41.8%	-44.7%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

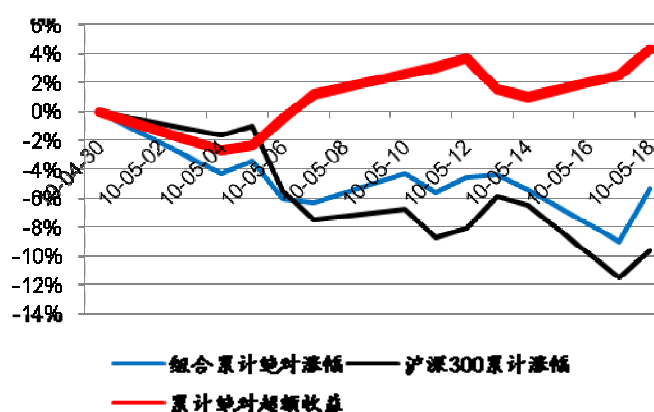
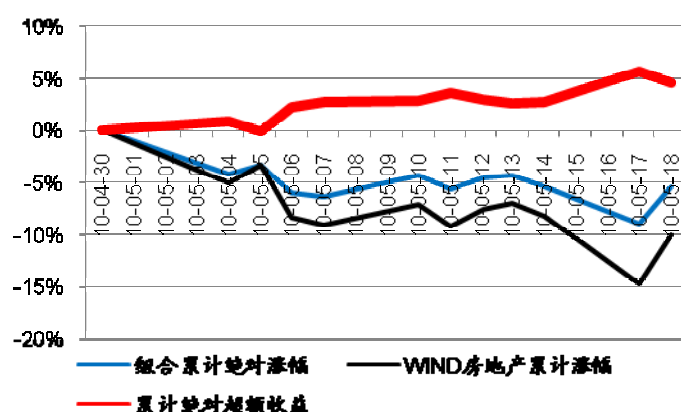
表 3: 广发房地产模拟组合

行业评级		持有				
初始资本金 (百万元)		100				
股票仓位		60%				
模拟组合	仓位	成本价 (元/股)	持股数量 (万股)	最新股价 (元/股)	最新市值(百万元)	累计收益率
招商地产	25%	15.90	89	15.90	14	0.0%
华侨城	25%	11.87	120	11.87	14	0.0%
福星股份	15%	9.16	101	8.40	9	-8.3%
新湖中宝	15%	5.22	175	4.88	9	-6.5%
滨江集团	10%	11.34	61	9.33	6	-17.7%

格力地产	10%	9.91	71	7.99	6	-19.4%
合计			617		57	
总资产(百万元)				95		
总资产收益率				-5.4%		
WIND 房地产行业累计涨幅				-10.0%		
沪深 300 指数累计涨幅				-9.6%		
超额收益率(相对 WIND 房地产行业)				4.6%		
超额收益率(相对沪深 300 指数)				4.3%		

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 5: 模拟组合相对行业和沪深 300 的超额收益



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

房地产业(0110)	沈爱卿	2010-05-16
销售拐点已经出现，投资依然惯性增长	赵强	2010-05-12
房地产业(0110)	沈爱卿	2010-05-10
房地产业(0110)	沈爱卿	2010-05-03
房地产业(0110)	沈爱卿	2010-04-25

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、

复印或印刷本报告。