

增持 调高

房地产行业

2010 年 5 月 21 日

泡沫仍将继续，超配蓝筹地产

房地产行业分析师：帅虎
SAC 执业证书编号：S0850209110692
shuaih@htsec.com
021-23219401

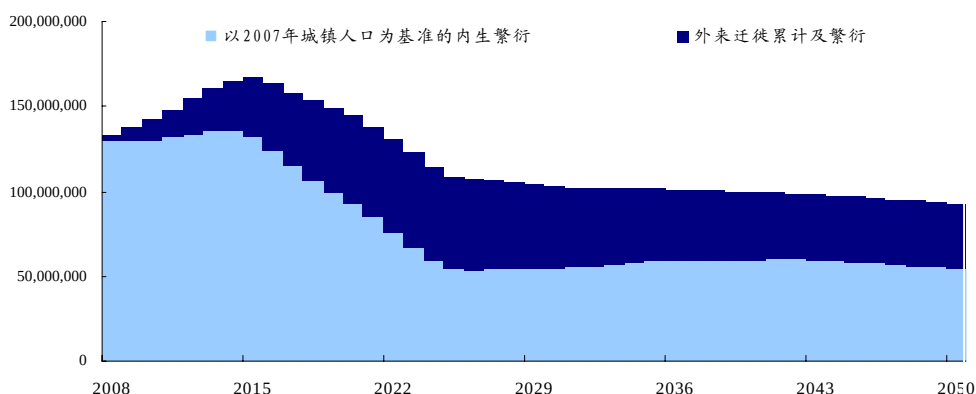
投资建议：按照逻辑，金融危机将按照信用危机、债务危机、货币危机的进程演化；当下，我们正处于应对信用危机成功之后的债务危机深化阶段，这导致 2010 年中国出口前高后低。2010 年出口上半年出口乐观，是前期地产调控短期加强的原因；而随着债务危机的深化，出口将再度萎靡，地产调控将逐步“有名无实”。考虑到泡沫仍将继续，调控有望逐步“有名无实”，而一线地产公司 2010 年 PE 在 10-12 倍之间，PB 在 2 倍左右，为历史最低水平；因此，我们调高对行业的投资评级至“增持”，建议超配蓝筹地产企业。

我们在 2010 年 5 月 7 日的《堵不如疏、关注出口、标配蓝筹》的报告中认为：考虑到一线地产公司 2010 年 PE 在 10-12 倍之间，PB 在 2 倍左右，接近历史最低水平，建议从长期的角度逐步配置蓝筹地产公司。如果说行业从量缩到价跌阶段的结束，是地产股见底的标志；那么，欧洲债务危机深化等因素推动的出口回落，导致调控再度“有名无实”，将成为地产股再次启动的关键。

现在，考虑到欧洲债务危机深化已经成为现实；因此，我们认为，地产调控再度“有名无实”将日益临近，地产股再次启动的时点已经到来，调高行业评级到“增持”，建议超配蓝筹地产公司。我们的关键逻辑与理由如下所述：

对于房地产行业而言，可以从长期、中期、短期的角度，将其分为人口周期、生产周期与政策周期。

图 1 2008-2050 年中国城镇 25-39 岁之间人口的内生增长与外来迁徙



资料来源：WIND，海通证券研究所

就人口周期而言，从当下开始，如果没有外来人口的迁入，行业的刚性需求——中国城镇 25 至 29 岁间的人口，无论是其绝对数量，或是占总人口的比重，都将逐步下降，下降趋势在 2015 年后将加速。但是，城市化对上述下降趋势有明显改善作用，城镇 25 至 29 岁人口数量见顶的时间延缓至 2015 年。从长期需求的变化看，中国房地产行业在理论上仍有 5-10 年左右的成长空间。

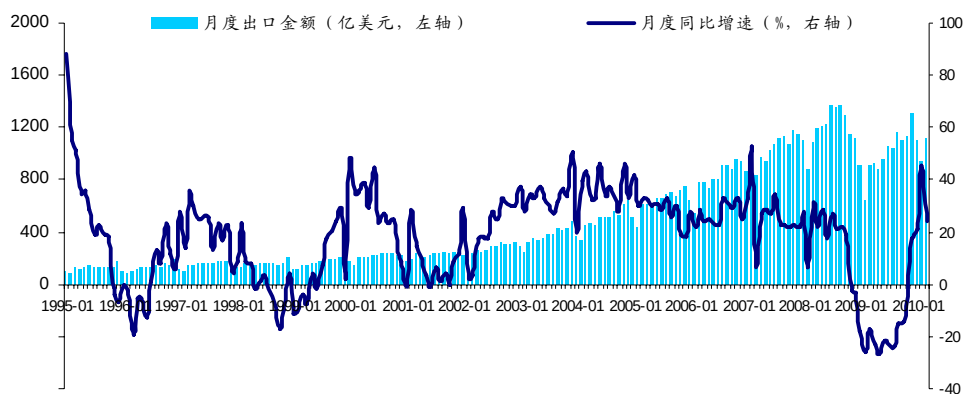
就生产周期而言，在庞大的潜在需求尚未满足的背景下，以财税制度、卖方完全垄断的土地制度为核心，地方政府实行适度饥渴式的土地供应计划，与自由竞争的市场相比，供应更少，价格更高；另外，各个参与主体均预期这一制度不会

更改。因此，若考虑庞大的潜在需求，房地产行业一直为卖方市场。就逻辑而言，生产周期的起伏并不会太大。

无论如何，都应该承认，从房价收入比、投资收益率等指标看，中国房地产无疑是全球最大的泡沫之一。但是，在这个缺乏创新的国度，除非出现因制度创新推动的技术创新，否则，地产对经济的影响仍不可替代；因此，无论中央，或是地方，仍将有极强的动力去维持这个泡沫，而非刺破泡沫。

维持泡沫的奥秘，在于不断的通过政策来调节泡沫蔓延的区域与程度；本来的生产周期，因为政策的出现而被压缩和改变。虽然，调控是一门技术含量极高的艺术；但是，考虑到中央与地方极大的影响力，我们对于泡沫的维持仍具有一定的信心。

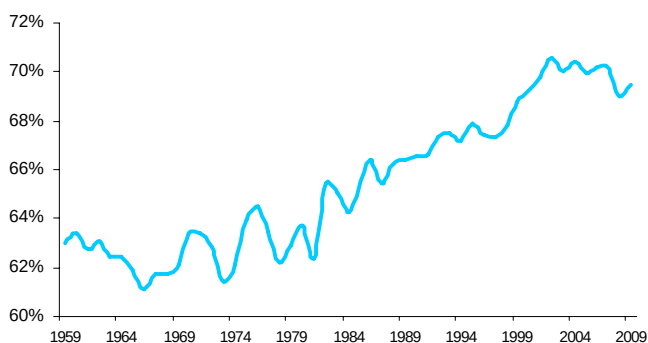
图2 1995年以来中国出口的月度数据



资料来源：WIND，海通证券研究所

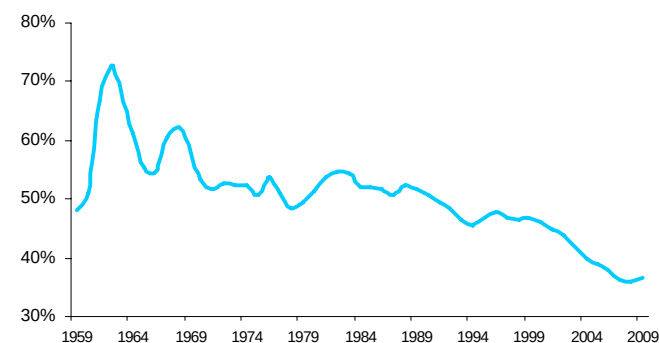
对于分析者而言，在泡沫破裂之前，预期政策的变化成为关键。我们维持之前的观点，并不认为非地产的内需会有跨越式发展，政策将在出口与地产之间相机抉择。因此，判断地产调控的关键点，在于判断出口的变化。我们之前也认为，2010年，中国出口增速将呈现前高后低走势；因此，2010年上半年房地产调控措施有望加强。但是，在下半年出口再度萎靡之后，调控政策将逐步“有名无实”。

图3 美国个人消费占GDP比重



资料来源：WIND，海通证券研究所

图4 中国个人消费占GDP比重



资料来源：WIND，海通证券研究所

至于出口增速前高后低的理由，则需要从金融危机谈起。金融危机的根源在于“中国生产、美国消费”模式的极度膨胀，而因为衍生品泡沫破裂，导致以美国为代表的发达国家私人消费的萎靡，在这一模式仍未调整完成之前，金融危机仍难言结束。现在看来，金融危机将按照信用危机、债务危机、货币危机的顺序演化，而每次危机的完整周期包括挑战与应对两大部分。

如果说2008年是信用危机肆虐的年度，那么2009年则是各国政府应对信用危机之年；应对之道，混合了凯恩斯主义和货币主义的政策建议。在总需求不足的前提下，凯恩斯主义的最大特征，就是以公共支出替代萎靡的私人消费。但是，这一应对也为下一次挑战埋下了伏笔：公共支出大幅增加，将恶化部分国家本已不堪重负的资产负债表，具体则表现为欧洲当下的债务危机。

按照逻辑，面对债务危机的挑战，各国政府的应对之道，除了开源，只有节流。开源意味着加重税负，则将抑制本已萎靡的私人消费；如果节流，则意味着公共支出的减少。按如此应对之道，无论如何，总需求将再度面临挑战。

面对因化解债务危机而衍生的总需求再度萎缩的挑战，各国政府最后的解决之道，除了放弃之外，只有继续扩大货币供给，以做最后的努力。不断扩大货币供给的结果，便是以恶性通胀为代表的货币危机。

如此看来，2010年，中国出口增速前高后低的理由是：在成功应对信用危机后，全球经济去库存之后的补库存，导致上半年出口增速仍较高，而债务危机的展开，将导致出口再度萎靡。

就当下而言，政策面正由负面逐步向中性过度；随着欧洲债务危机的深化，不排除政策向正面过度的可能。而前期调控措施效果较为明显，住宅销量下降趋势极其明显，而因量缩导致的价跌过程也正在进行。

当然，除了地产调控中短期将逐步“有名无实”之外，就长期而言，随着刘易斯拐点的到来，劳动力成本增速将远超GDP增速，进而改善恶化的住宅购买力；当然，人口周期、土地制度、“三个家庭付首付”的购房模式、二三线城市购房人群的首付比例较高等因素，也是我们认为泡沫仍将继续的原因。至于这一泡沫终结的时点，除了恶性通胀之后进入大幅且快速的加息周期，或者只有刚性需求人口数量在2015年见顶并回落之后。

考虑到泡沫仍将继续，而一线地产公司2010年PE在10-12倍之间，PB在2倍左右，为历史最低水平；因此，我们调高对行业的投资评级至“增持”，建议超配蓝筹地产企业。

面对泡沫，既然不能反抗，那么不如享受。

表1 相关上市公司盈利预测及投资评级

代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2009	2010E	2011E	上次	本次
000002	万科A	0.48	0.65	0.78	买入	买入
600048	保利地产	0.82	1.02	1.35	买入	买入
600383	金地集团	0.43	0.50	0.63	增持	增持
000024	招商地产	0.96	1.31	1.78	买入	买入
000402	金融街	0.55	0.70	0.84	买入	买入
000069	华侨城	0.55	0.69	0.83	增持	买入
600895	张江高科	0.46	0.60	0.75	增持	买入
000718	苏宁环球	0.42	0.75	1.06	增持	买入
000918	嘉凯城	0.67	0.99	1.35	买入	买入
600376	首开股份	0.84	1.20	1.41	增持	买入
002146	荣盛发展	0.73	1.03	1.30	增持	买入
000926	福星股份	0.48	0.63	0.80	增持	买入
600325	华发股份	0.83	0.92	1.16	增持	买入
600185	格力地产	0.44	0.75	1.04	买入	买入
000656	ST东源	0.07	0.82	1.18	买入	买入

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

帅虎：房地产行业分析师

重点研究上市公司：万科 A、保利地产、金地集团、招商地产、金融街、华侨城、首开股份、北京城建、张江高科、中国国贸、上实发展、世茂股份、冠城大通、亿城股份、名流置业、华发股份、滨江集团、苏宁环球、万通地产、福星股份、嘉宝集团、ST 东源、格力地产、中南建设、阳光城等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 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。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授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。