

证券研究报告

地产板块的策略思考： “先反弹，后反转”的时间窗口开启

王韧（首席策略研究员）

S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

核心提示：2011 年年度策略报告我们提出““大机械+大金融”的攻守兼备组合，并在政策拐点决定市场拐点的大逻辑下强调了地产股在 2011 年存在的投资机会，站在 2 季度政策拐点开始显现的背景下，我们认为地产板块“先反弹，后反转”的时间窗口已经开启，但与板块性普涨不同，结构选择的重要性将明显提升。

地产股趋势性反转的时间窗口已经开启：

- 股价估值底部已得到确认。
- 政策预期已进入底部区间。
- 业绩预期开始向底部迈进。

地产股将展开从反弹到反转的时间过渡：

- 政策预期改善接力资金面改善，利好地产股。
- 估值修复的新阶段将展开，地产股可能补涨。
- 基本面的回调将推动地产股的股价完成筑底。

地产股趋势性反转的观测指标开始显现：

- 现金流紧张高峰将助推行业结构调整的展开。
- 资金从地产实体转移的滞后效果将开始显现。

自上而下的地产股投资标的选择逻辑：

- 优选扩张拐点的公司。
- 优选成本拐点的公司。
- 优选结构拐点的公司。

一.地产股趋势性反转的时间窗口已经开启:

从历史经验看，地产股的趋势性反转需要具备三大要件：即“股价估值在底部，政策预期在底部，业绩预期在底部”，目前这三项要素基本处于“万事俱备，只欠东风”的状态，这也是我们判断地产股趋势性反转的时间窗口逐步开启的核心依据。

1.1 股价估值底部已得到确认

当前地产股绝对估值和相对估值均处于历史底部位置，而 2010 年年报的陆续公布进一步强化了地产股的估值优势。目前主流地产开发企业基于 2011 年业绩测算的动态市盈率基本在 8-9 倍的水平，且未来 2 年左右均有较高概率维持 30%左右的复合业绩增长，从估值和业绩的匹配度看，地产股趋势性反转的股价估值要件早已具备，只是需要等待政策预期和业绩预期要件的出现。

1.2 政策预期已进入底部区间

地产是受政策调控影响较大的行业，政策拐点往往也意味着行业拐点。依据我们年度策略报告以来的一致判断，政策拐点从 1 季度后半段开始将逐步显现，政策调控将逐步从单一的“防通胀”转向“稳增长，稳通胀”的组合，在这一政策基调下，调控加码的概率降低，保障房建设如期推进都将逐步改善地产行业的政策预期，因此与政策拐点酝酿期相伴的是地产板块政策预期步入底部区间。

1.3 业绩预期开始向底部迈进

业绩预期与地产行业的基本面运行高度相关，2010 年下半年以来地产板块很难出现趋势性上涨的根源在于行业基本面并未随政策调控而如期回落，这使得市场政策预期始终面临不确定性，地产板块相对估值也很难得到明显提升。而从目前情况看，政策调控效应开始逐步显现，北京、上海等一线城市地产市场出现量价调整信号，地产板块趋势性反转的最后一个要件也将逐步具备。

二.地产股将展开反弹到反转的时间过渡:

2.1 政策预期改善将接力资金面改善

节后市场反弹的动力来自于资金面的环比改善，而从目前看，3-4 月份的流动性改善已在节后反弹中得到较充分反映，其很难推动市场继续向上突破。出现的新情况是：对通胀的担忧开始降温，对增长的担忧在升温，这一升一降实质上推动了市场政策预期的改善。虽然政策紧缩和调控短期内很难松动，但政策预期却可以提前改善，政策预期的改善将首先利好受调控压力最大的地产股。

2.2 地产股将受益估值修复的新阶段

历史经验表明，新一轮经济周期启动和新兴领域投资加速意味着周期股和成长股中长期估值差开始见顶，这是去年底以来周期股展开估值修复的内在动力。而估值修复的大致次序是：从高确定板块逐步转向低确定板块。前期修复的是机械、水泥等高确定性的强势周期股；而后期将修复低确定性的弱势周期股，前期受政策压制较大的地产股必将在估值修复的新阶段受益。

2.3 地产股将在基本面回调中完成筑底

综合前面分析，地产股趋势性反转的时间窗口已经开启：股价估值在底部，政策预期在底部，基本面底部开始酝酿。而在市场推动力逐步由资金面改善预期转向政策改善预期的背景下，地产股也会首先受益。地产股将走出“先反弹，后反转”的运行轨迹，通过基本面的回调的完成股价筑底，并随后展开趋势性反转。我们坚持“1 季度中游，2 季度金融，3 季度消费，4 季度成长”的行业轮动判断。

三. 地产股趋势性反转的观测指标开始显现：

3.1 现金流紧张高峰将助推行业结构调整的展开

市场原来预期地产行业可能在 2010 年年底开始出现现金流紧张的高峰，甚至有部分地产商会出现现金流问题。但是，去年地产市场的旺销加速了地产商的资金回笼，进而延缓了地产公司现金流压力的到来。但是，从最新的地产上市公司年报看，目前地产公司现金流紧张的压力开始显现，这可能推动行业基本面步入结构性调整，部分优质企业的成长性也将因此得到更多市场关注。

3.2 资金从地产实体转移的滞后效果将逐步显现

地产股相对于房地产实体一直存在低估，地产股 PE 相对于房屋租售比一直存在明显优势。关键是资产序列的差异影响了两者的资金流动和估值趋同。但在地产限购的背景下，地产实体的投资资金将被迫分流，质量相对优良、估值相对便宜的地产股将受益这一过程。从时间看，地产实体投资资金转移存在 3-6 个月的时间滞后，按各地限购时间推算，目前将逐步进入资金转移效果的显现期。

四. 自上而下的地产股投资标的选择：

4.1 优选扩张拐点的公司

从行业经验看，年销售收入 100-200 亿往往是地产公司规模扩张的最佳区间，原因在于在该区间内的公司一方面相对更小规模的公司而言，有更强的能力抵御政策调控的风险，另一方面相对于更大规模的公司而言，具有更好的产品线复制潜力和空间。因此在房地产行业面临结构性调整机会的大背景下，这些公司将具有最好的确定性与成长性的组合。

4.2 优选成本拐点的公司

从地产公司的实际运营看，土地获取成本将直接影响未来一段时间公司项目开发的盈利水平。依据这一逻辑，在过去两年积累了较多高价地块的公司，则会在将来面临较大的成本消化压力，而在过去两年高价地块相对较少，同时有更多前期低价地块进入开发销售周期的房地产公司，则会出现明显的盈利能力提升，这类公司的相对竞争优势将更为明显。

4.3 优选结构拐点的公司

中国房地产市场必将面临重构，重构的方向是从单一商品房主导转向商品房和保障房“相互补充”的多元格局。在此背景下，拥有特殊的地域优势、同时可能参与到地方保障房建设的公司将明显受益，而且有更好的业绩爆发性和业绩成长性，这类公司也理应成为当前阶段地产股投资的重点关注方向。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257