

静观其变

——房地产行业2011年下半年投资策略

长城证券研究所 地产研究小组

刘 昆 0755-83516214 执业证书编号: S1070209040312

苏绪盛 0755-83511405 从业证书编号: S1070111010021

核心观点

- 解题：“变”——行业下半年存在较大变局，其一是行业，其二是政策；
“静”——在变局中等待楼市破冰或政策转向，不建议提前博政策
- 评级：维持“中性”，三季度看销量，四季度看政策
- 投资逻辑：
 1. 下半年商品房投资额、商品房销售面积及销售均价增幅减缓，正处于调整拐点。当行业景气度向下时，板块只会有超跌反弹的机会而无趋势性行情。
 2. 三季度：总体同步大市，若全国楼市或龙头公司的销量超预期，或有估值修复行情的反弹
 3. 四季度：通胀若见顶并信贷放松，两种可能：(1) 开发贷及购房贷同步放松，虽然后期或将导致房价报复性反弹而引发更为严厉的调控政策，但经验显示传导至房价将至少有2~3个月时间，四季度趋势性行情概率大，建议买入；(2) 针对房地产同步出台相应的政策对冲信贷放松对房价的冲击，或开发贷购房贷不同步放松，四季度依然同步大市，中性评级，建议逢低买入，等待楼市破冰或政策转向。不建议提前“博政策”。
- 重点推荐个股：
 1. 高周转、业绩确定性强的龙头：万科、保利、滨江、荣盛
 2. 商业地产：世贸
 3. 关注保障房政策扶持带来的保障房企业投资机会：城投控股

目录

1. 变局之一：行业

1.1 行业：景气度回落

1.2 房企：整合与转型

1.3 房价：迎接拐点

2. 变局之二：政策

2.1 地产股驱动核心：政策

2.2 下半年变数最大的是信贷政策

2.3 政策平稳下销量超预期增长将成为反弹的驱动因素

3. 投资逻辑与策略：静观其变

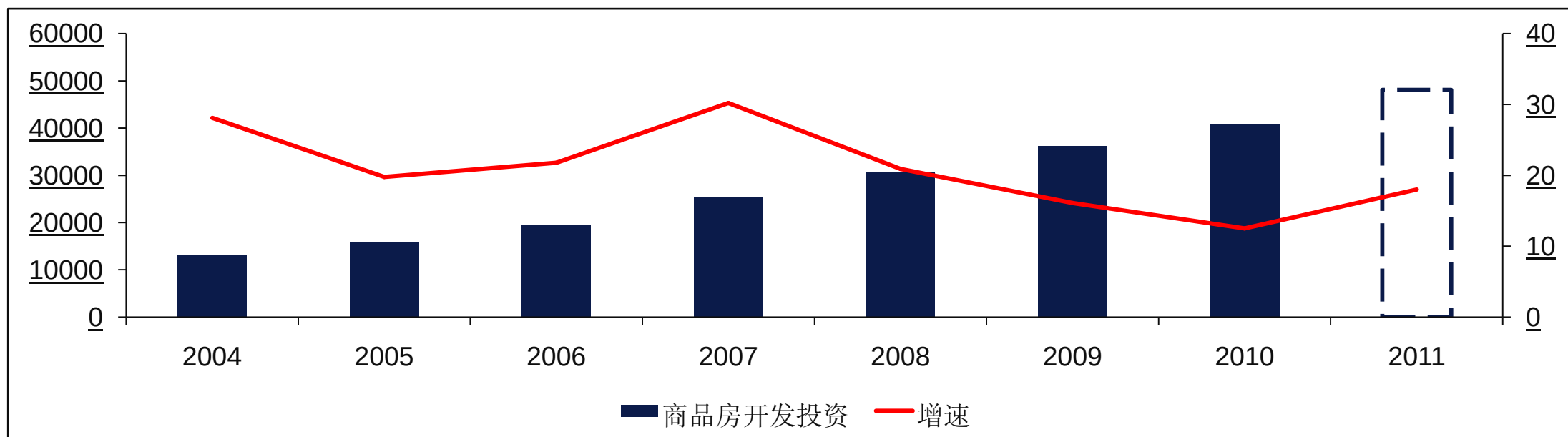
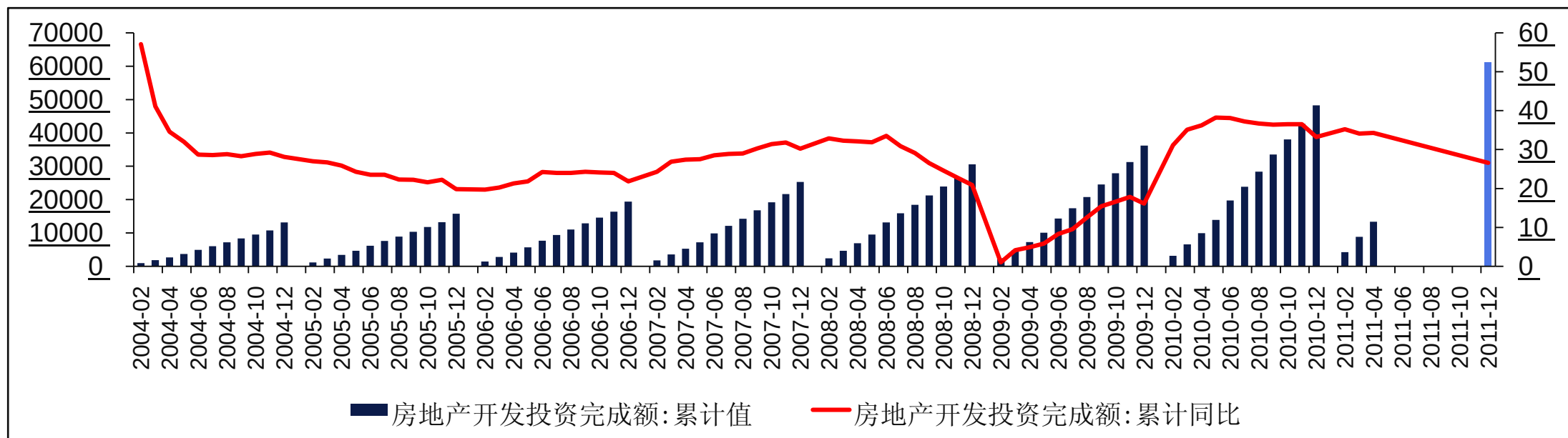
3.1 三季度看销量，四季度看政策

3.2 重点跟踪公司盈利预测

1. 变局之一：行业

1.1 行业：景气度回落

- 预计2011年全国房地产开发投资增速为23.0%~29.3%，投资额为5.9~6.2万亿元
- 其中，商品房投资约4.8~5.0万亿元，保障房投资约1.3万亿元
- 商品房投资增速约18%~20%



数据来源：Wind，长城证券研究所

1.1.1 投资增速：适度回落

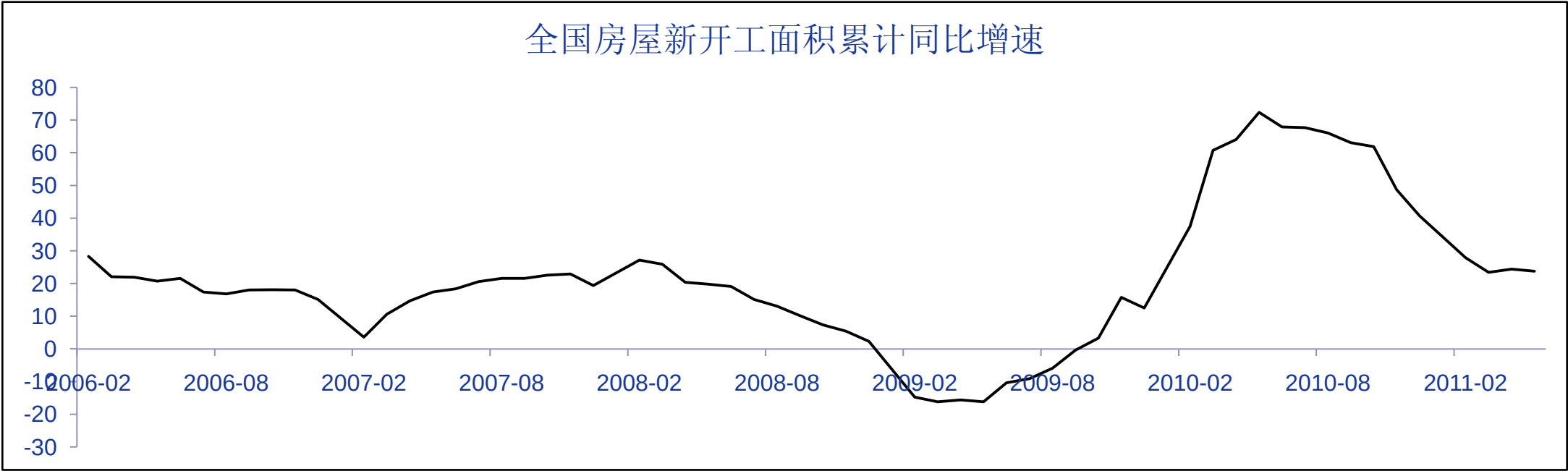
保障房投资	商品房投资增速				
	12%	15%	18%	20%	22%
12000	57659	58882	60105	60920	61736
12500	58159	59382	60605	61420	62236
13000	58659	59882	61105	61920	62736
13500	59159	60382	61605	62420	63236
14000	59659	60882	62105	62920	63736

保障房投资	商品房投资增速				
	12%	15%	18%	20%	22%
12000	19.5%	22.0%	24.5%	26.2%	27.9%
12500	20.5%	23.0%	25.6%	27.3%	28.9%
13000	21.5%	24.1%	26.6%	28.3%	30.0%
13500	22.6%	25.1%	27.6%	29.3%	31.0%
14000	23.6%	26.1%	28.7%	30.4%	32.0%

测算依据：

- 1. 1997年-2009年，全国房地产开发投资年复合增长率为22.5%；
- 2. 2003年-2009年，年复合增长率为23.6%
- 3. 2010年房地产开发投资为4.8万亿元，其中保障房约0.8万亿元，商品房约4万亿元。

1.1.2 商品房新开工面积：或将继续回落

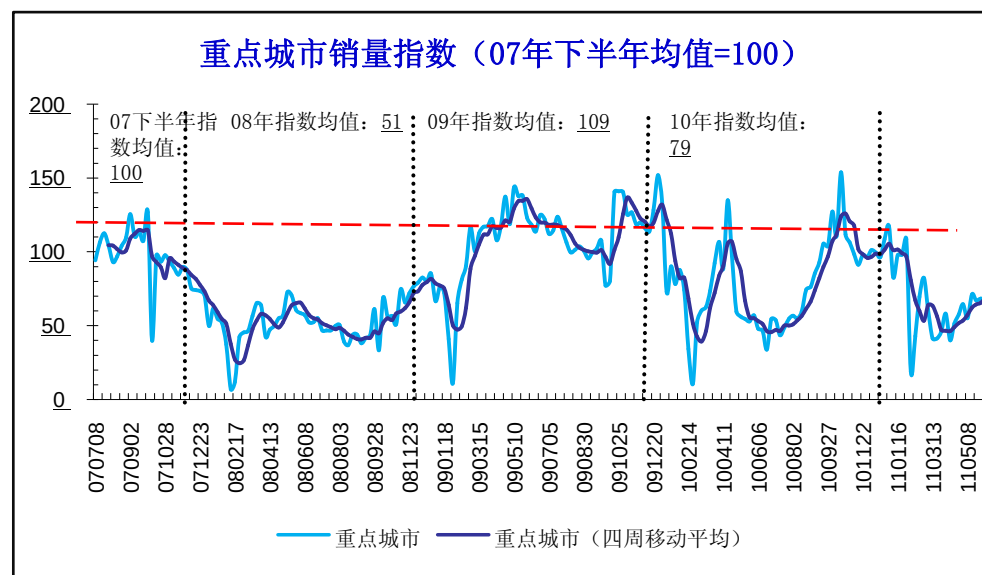
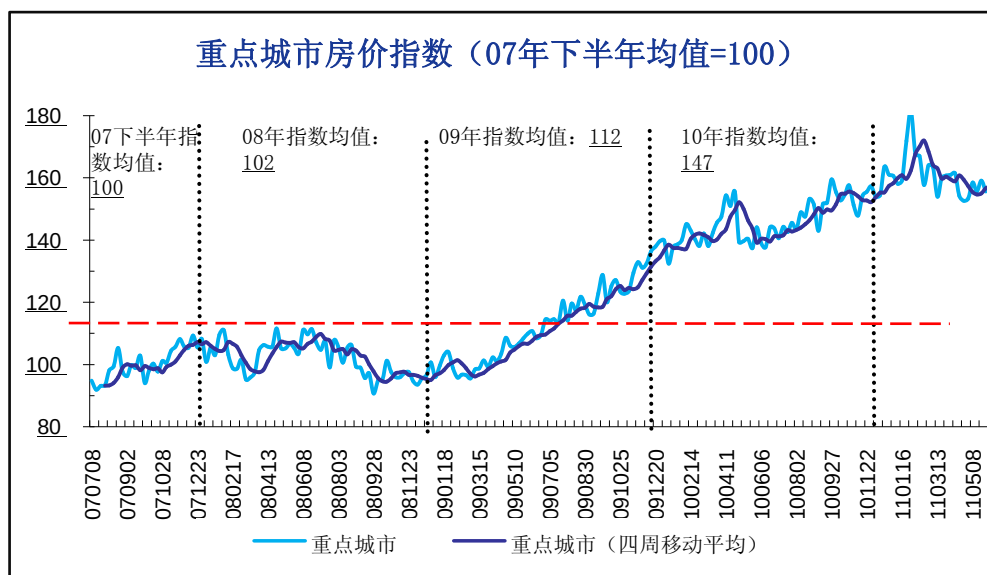
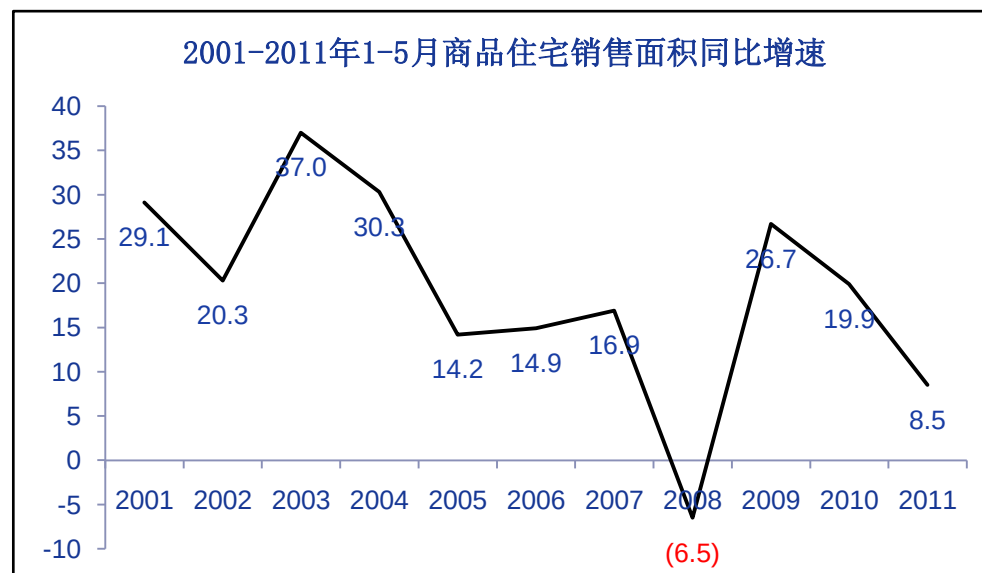


	全国房屋	保障房新开工		商品房	
	新开工面积	新开工套数	面积(60平米/套)	新开工面积	11年1-5月同比
2010年1-5月	61462.64	290	17400	44062.64	26.5%
	61462.64	250	15000	46462.64	19.9%
	61462.64	200	12000	49462.64	12.6%
	61462.64	150	9000	52462.64	6.2%
	61462.64	100	6000	55462.64	0.5%
2011年1-5月	76118.00	340	20400	55718.00	

数据来源：国家统计局、长城证券研究所

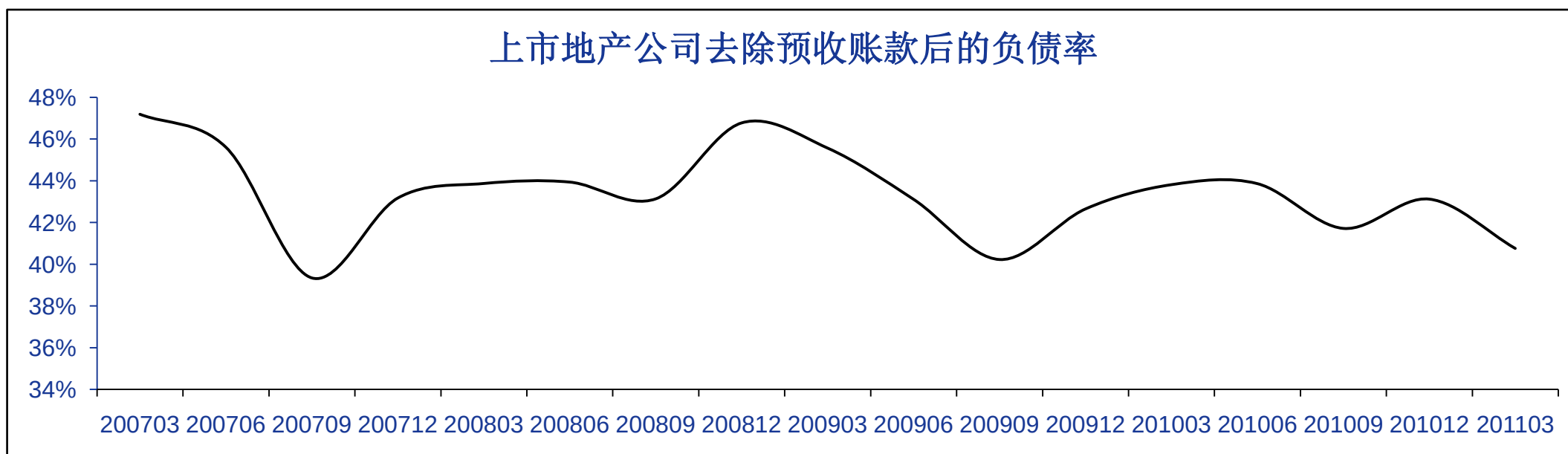
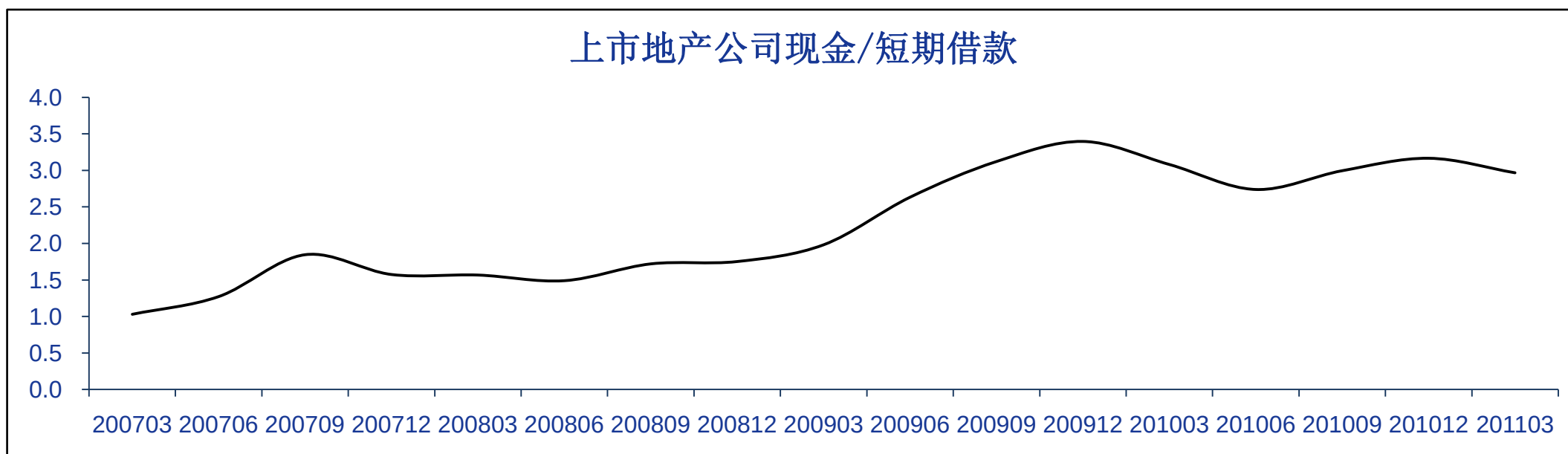
1.1.3 商品房销售面积：面临负增长风险

- 从过去十年1-5月的同比增速来看，今年的销售增速水平已处历史低位，仅好于08年同期的表现。
- 考虑到10年下半年商品房销售面积占全年的62%，若销量持续不振，11年全年商品房销售面积甚至面临负增长。



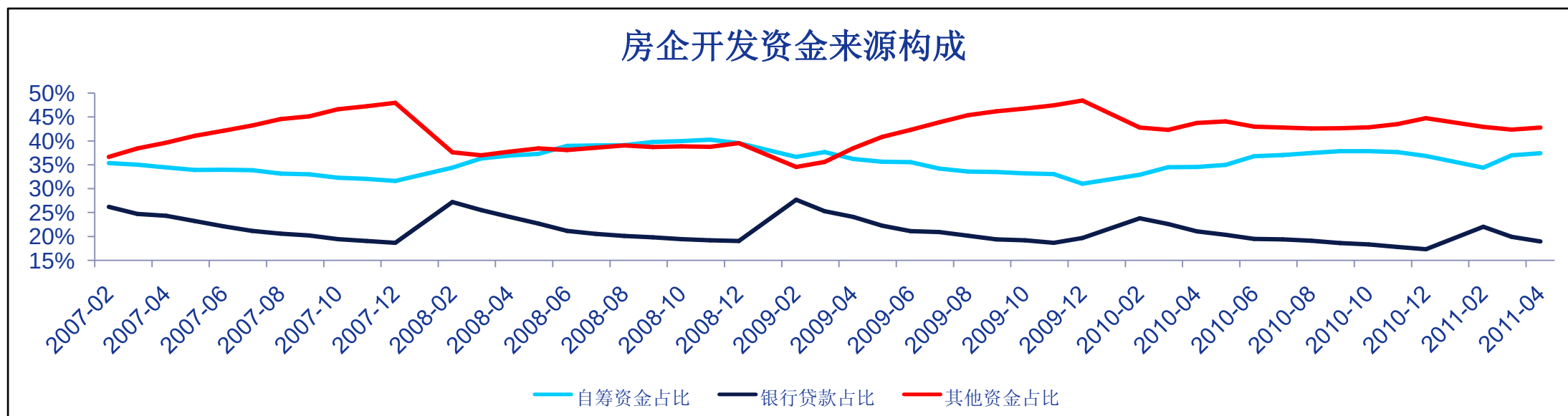
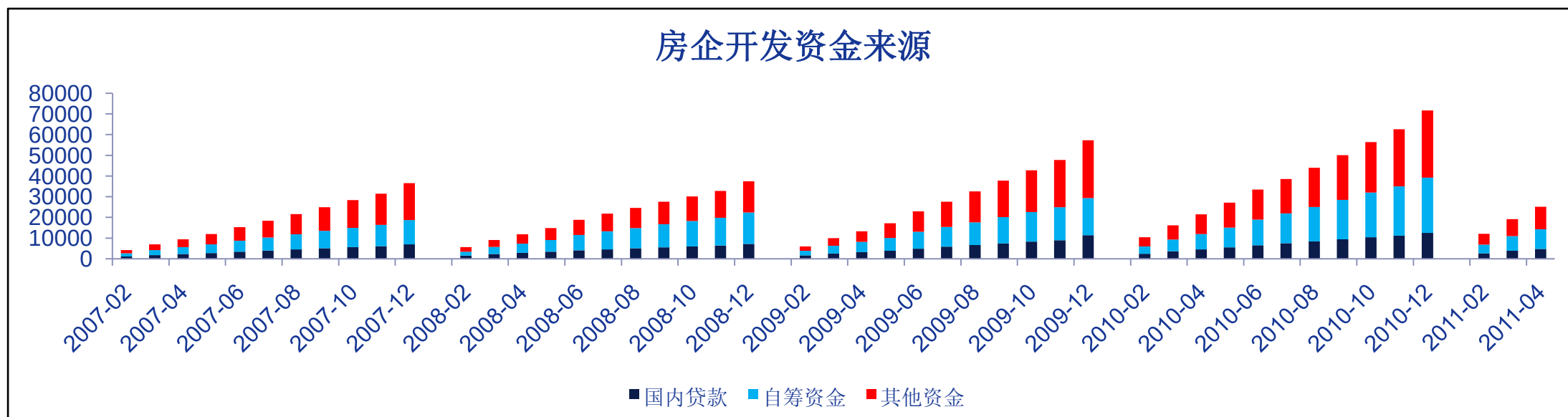
1.2 房企：整合与转型

- 目前A股上市公司手持现金约为短期借款的3.0倍，处于历史较高水平，短期偿债压力不大
- 去除预收账款后的负债率为40.8%，处于历史较低水平。



1.2.1 资金链：持续紧缩

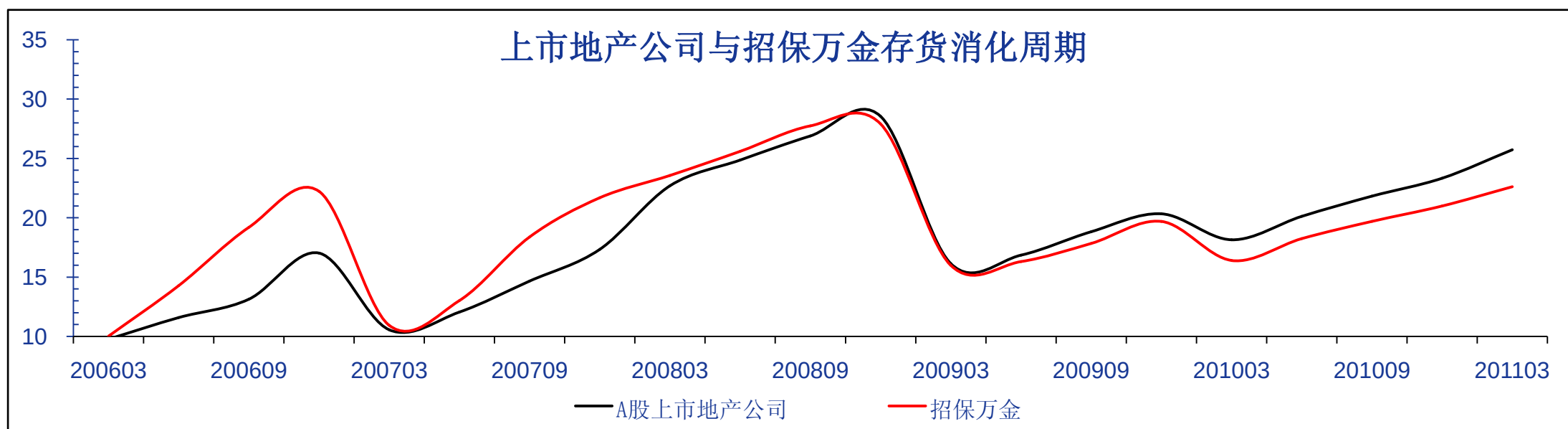
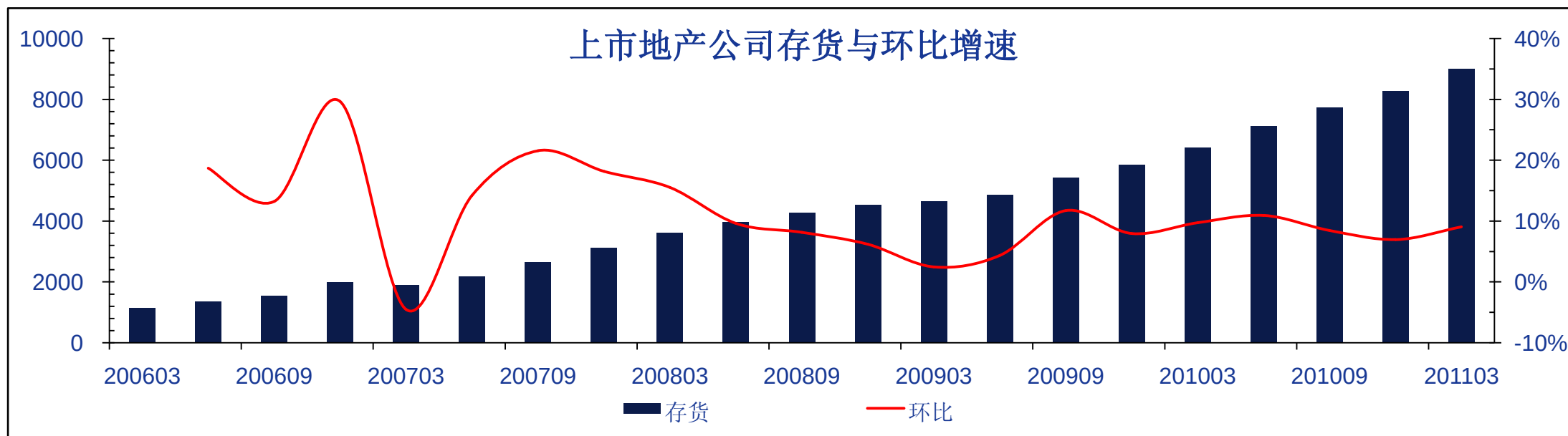
- 目前开发商对自有资金和预售款依赖较大，国内贷款紧缩，资金压力仍偏紧
- 自筹资金占比已攀升至09年以来最高水平



数据来源：Wind，长城证券研究所

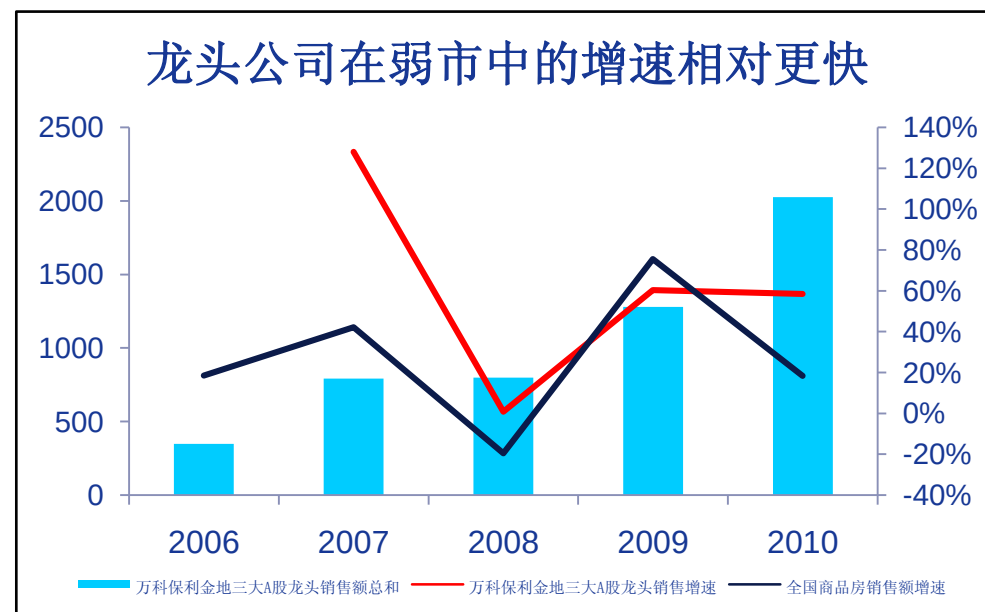
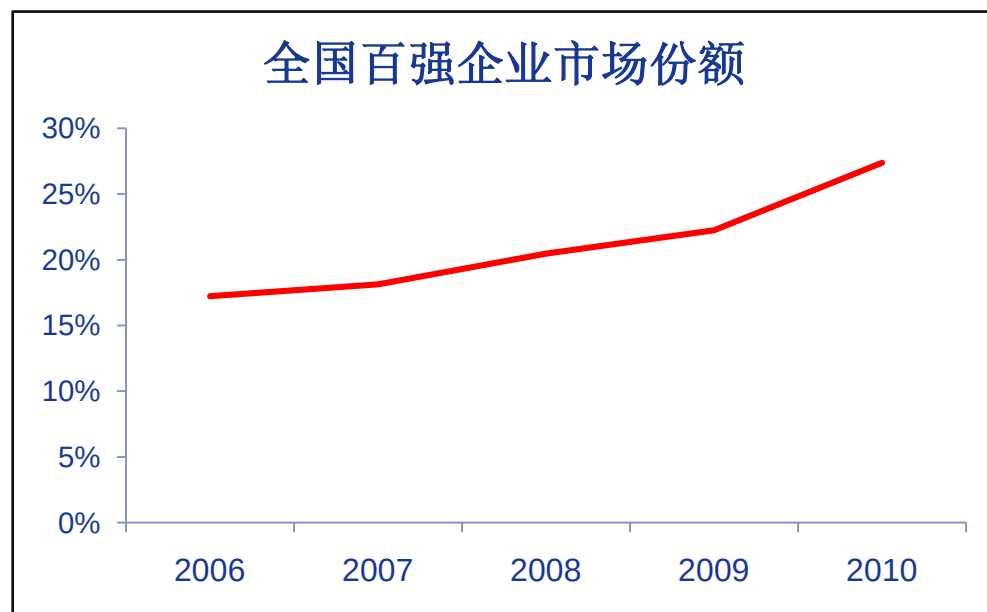
1.2.2 库存：难以忍受之重

- 目前上市公司库存位于历史较高位置，以价换量的可能性正在加大



1.2.3 选择：独木桥与阳关道

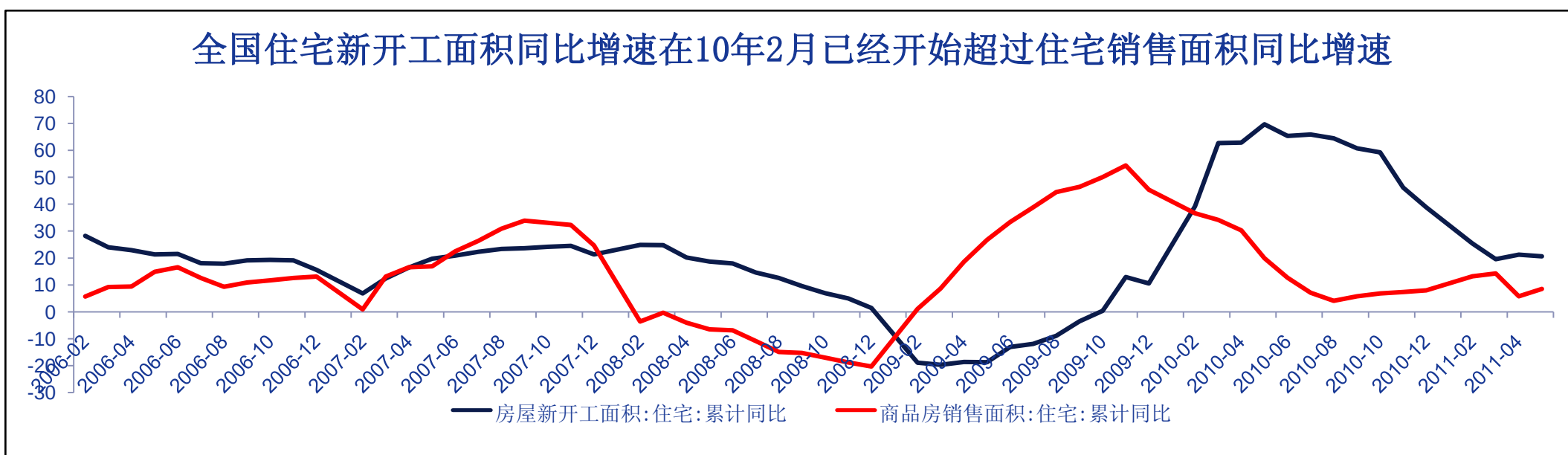
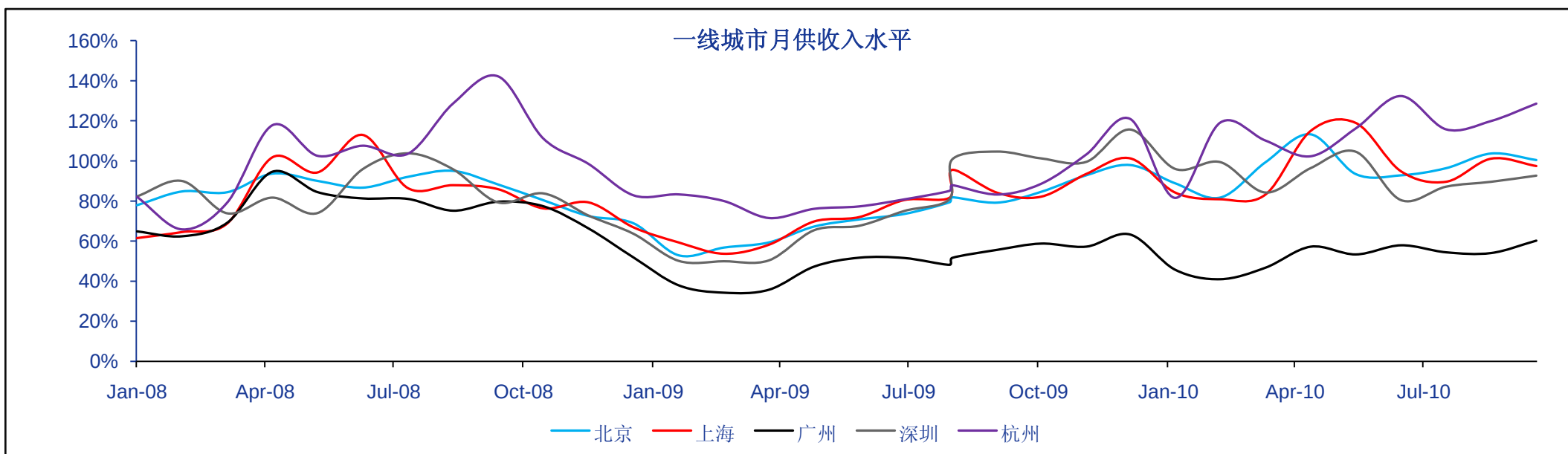
- 虽然进程曲折缓慢，但弱市中龙头公司在品牌、资金、规模等方面的优势更为明显，楼市调整中的腾挪也更为灵活，市场份额有望进一步提高
- 数据表明，龙头公司在弱市中的销售额增速相对更快，弱市中保持强势
- 当行业受到的调控愈来愈频繁、面临的变数愈来愈多，房企转型寻找新的利润增长点也成为趋势，过去半年的典型案例如西藏城投、创兴置业、华业地产、新湖中宝等



数据来源：Wind，中指研究院，长城证券研究所

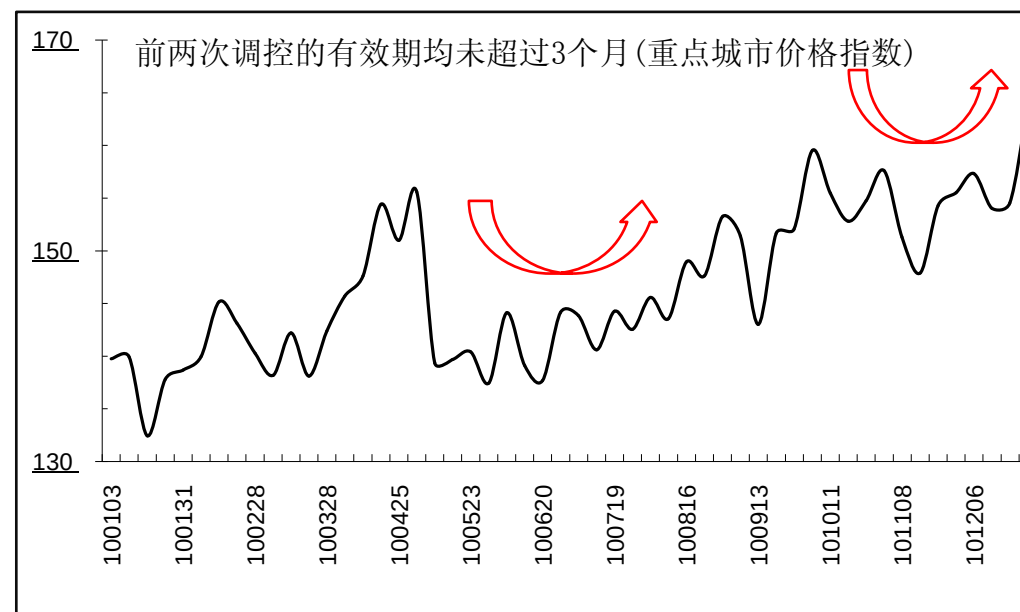
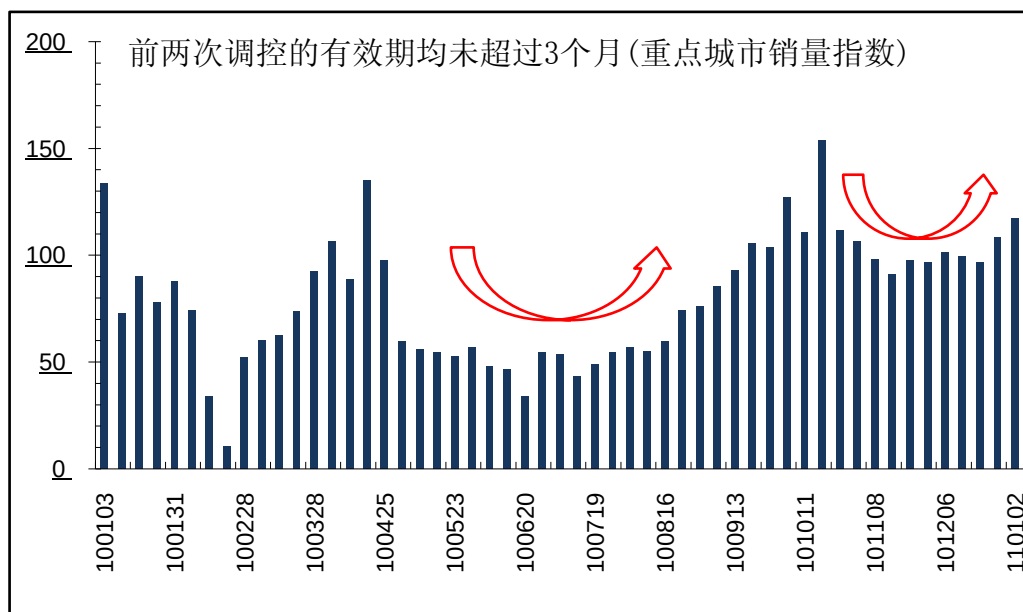
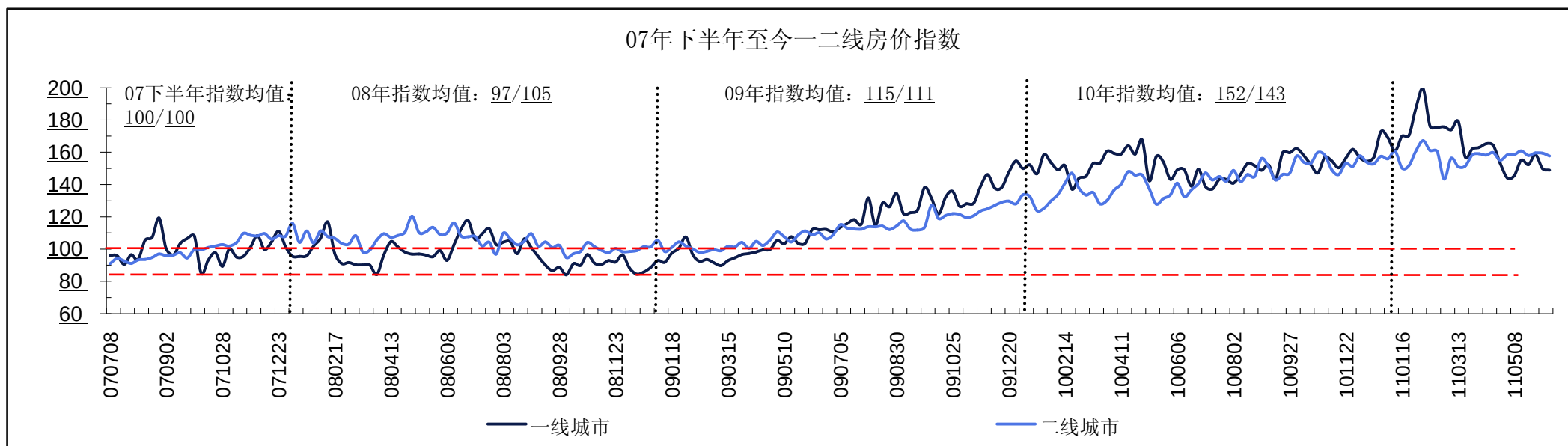
1.3 房价：迎接拐点

- 有效需求不足：在当前的信贷和限购政策下，预计至少有20%的需求被硬性限制。
- 供应或集中释放：全国商品住宅新开工面积在10年9月就已超过09年全年，将在未来1-3年陆续转化成楼市有效供给；全国住宅新开工面积同比增速在10年2月已经开始超过住宅销售面积同比增速



1.3 房价：迎接拐点

- 需求价格弹性强；国内外宏观经济形势均好于08年；政策虽紧但无进一步收紧之意
- 预计房价将在年内保持窄幅震荡，区间是10年成交均值的-10%~+10%，下半年向下拐点应可见。

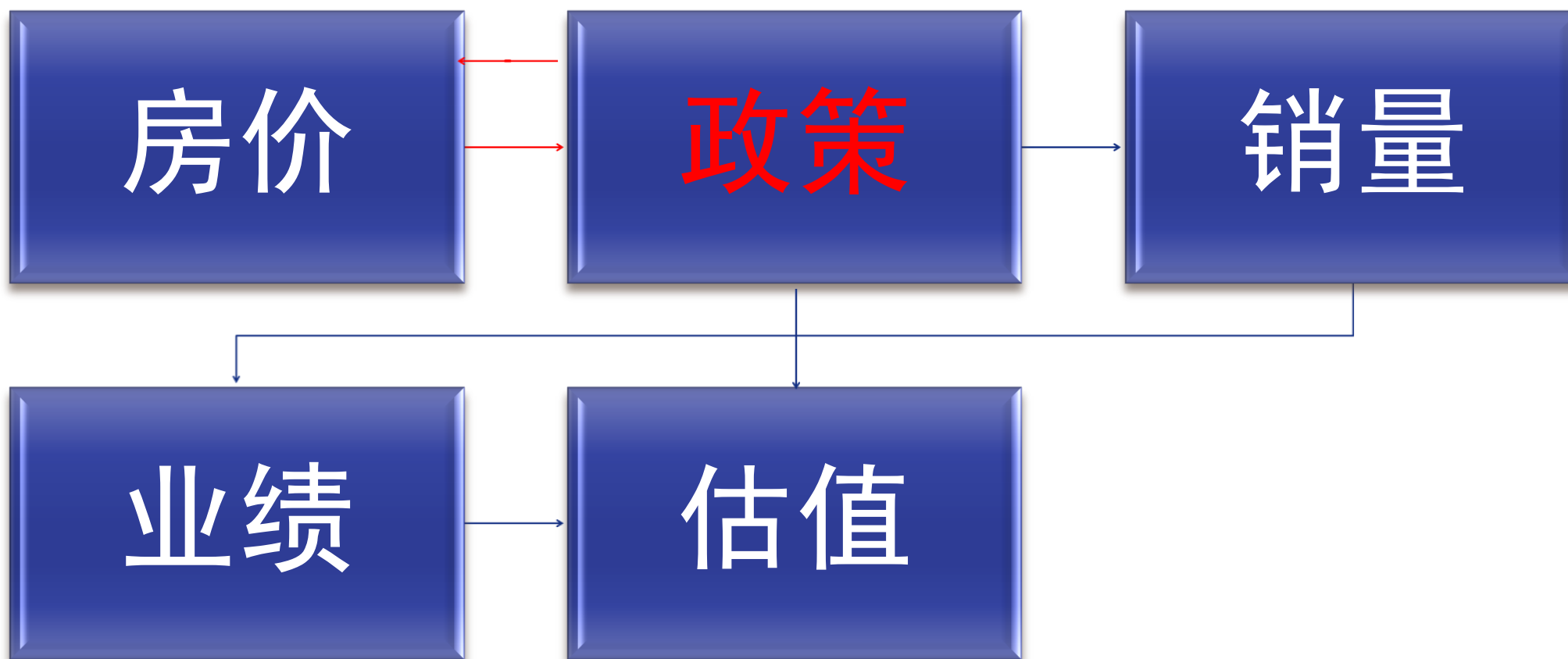


数据来源：中指研究院，长城证券研究所

2. 变局之二：政策

2.1 地产股驱动核心：政策

- 板块估值水平难以提升缘于投资者对地产公司未来业绩的担忧，地产公司的业绩水平取决于楼市销量，楼市销量直接受政策的影响，而房价又是左右政策走势的关键。
- 如此，推动板块持续性行情的催化剂有两个：要么是因房价大幅下跌而转向的政策推动；要么是房价平稳或适度调整的前提下基于销售超预期复苏而带来的业绩驱动。



2.2 下半年变数最大的是信贷政策

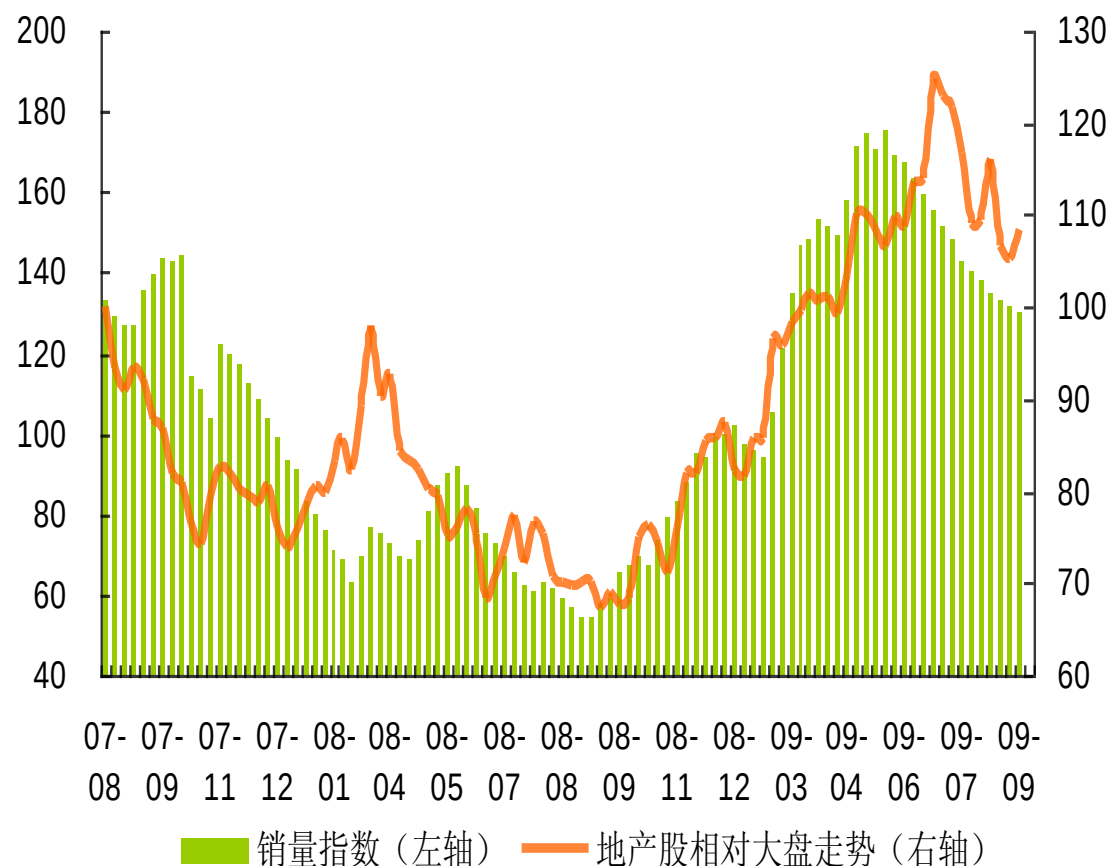
- 过去经验表明，行业调控政策的松动将成为刺激股价上涨的最有利因素。
- 房价虽未有实质性下降但已显松动迹象；紧缩过度引发经济硬着陆风险。调控政策短期将保持稳定，下半年或有微调但限购令年内放松可能性不大
- 下半年变数最大的是信贷政策，通胀在何时见顶并放松信贷成为关键



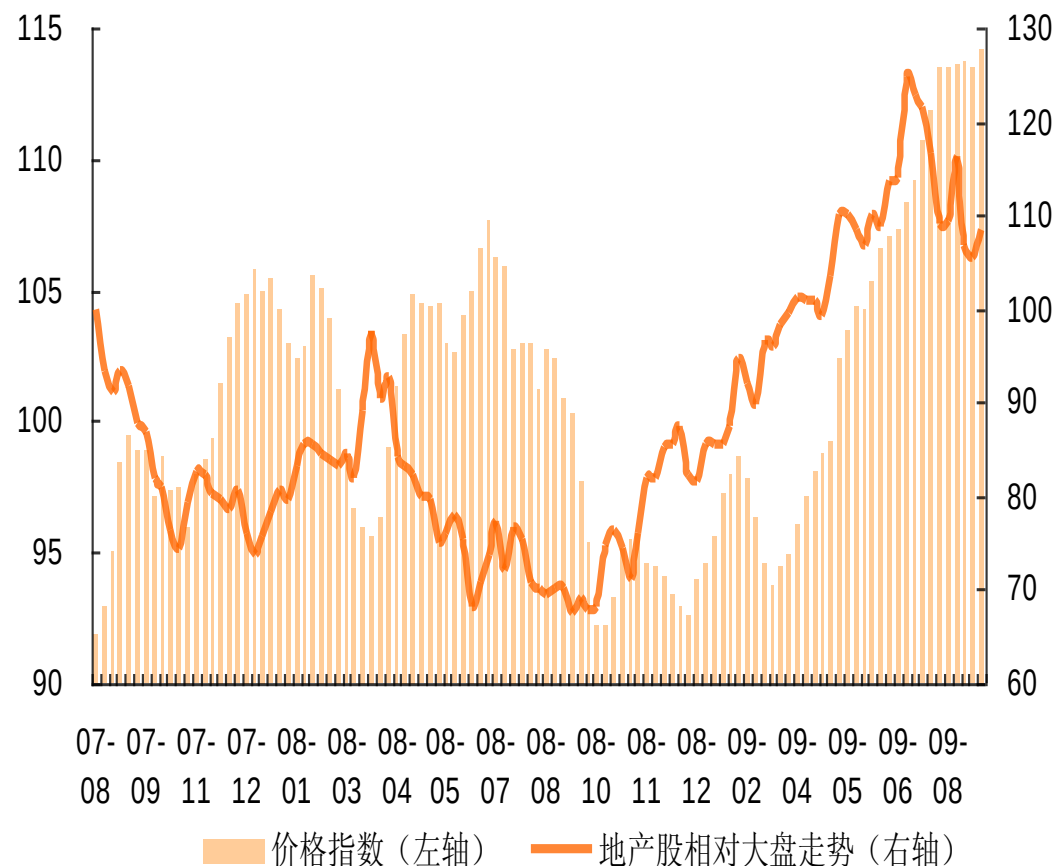
2.3 政策平稳下销量超预期增长将成为反弹的驱动因素

- 预计2011年行业整体景气度下降。
- 销量复苏和房价适度下跌将成为股价上涨的催化因素。

地产股走势多同步或滞后于行业销量变动

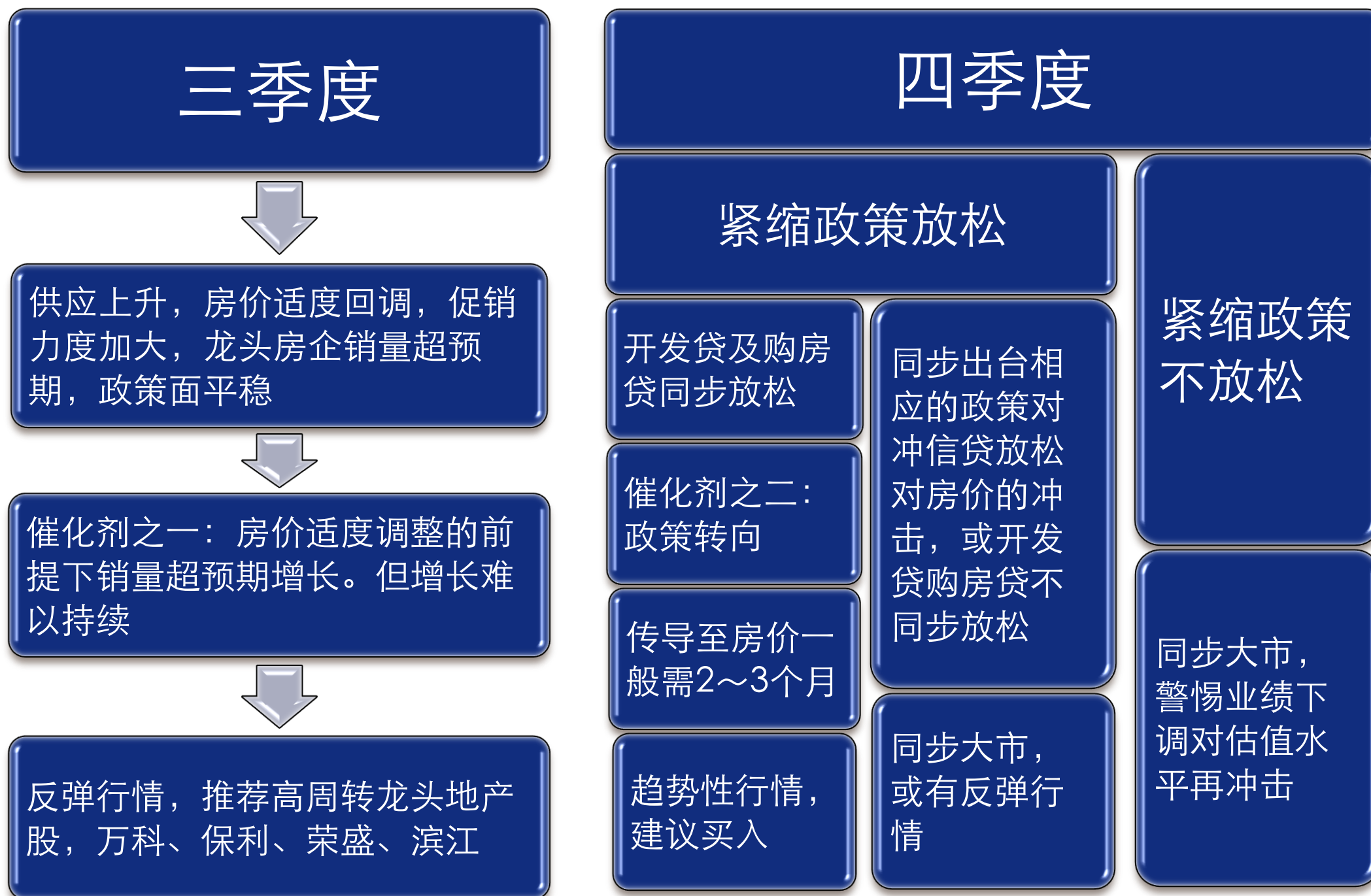


地产股走势多同步或领先于房价变动



3. 投资逻辑与策略：静观其变

3.1 三季度看销量，四季度看政策



3.2 重点跟踪公司盈利预测

股票简称	最新股价	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	投资评级
万科A	8.07	0.98	1.27	8	6	强烈推荐
保利地产	10.22	1.22	1.66	8	6	强烈推荐
招商地产	16.69	1.52	2.07	11	8	推荐
金地集团	6.09	0.78	1.06	8	6	推荐
首开股份	12.19	1.18	1.45	10	8	推荐
荣盛发展	9.00	0.75	0.98	12	9	强烈推荐
滨江集团	11.53	0.97	1.28	12	9	强烈推荐
世茂股份	13.86	0.88	1.25	18	12	推荐
华侨城A	7.66	0.65	0.87	12	9	推荐
城投控股	7.90	0.42	0.58	19	14	推荐

数据来源：Wind，长城证券研究所(注：以2011年6月15日收盘价计算)

长城研究 与您共成长

长城证券研究所

地产研究小组

2011年6月

长城证券研究所投资评级标准：

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人:

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgws.com

北京联系人

杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

黄怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgws.com

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。