

房地产行业月度投资组合报告

2011 年 8 月 1 日

风险提示：尊敬的投资者，我们郑重提醒您理性看待市场，应理解并始终牢记“买者自负”的原则与“股市有风险，入市需谨慎”的投资准则，防止不顾一切、盲目投资的非理性行为，理性管理个人财富，切勿冒险投资，切记市场风险。

投资提示

- 股指7月走势冲高回落，各板块走势分化，医疗器械、中药等板块涨幅居前。7月房地产组合跑输行业指数和沪深300指数，其中荣盛发展、滨江集团跌幅较大拖累组合收益。
- 8月份的市场仍可能以箱体震荡为主，但市场重心有望抬高，国内外影响因素多空交织，但经济运行平稳将给予市场更多的正面支持。我们对地产板块给予“看好”的评级，配置上建议“标配”。
- 虽然政策面目前没有明显的改善将抑制板块的上行高度，但保障性住房建设力度的加大以及地产公司自身业绩增速的稳定，有望给地产板块提供较强的正面支撑。在品种选择上，可优先考虑龙头品种的配置，其次关注受益保障房建设的优质品种。
- 在月度投资组合中，我们以万科A、金地集团和滨江集团作为投资品种，并分别给予40%、30%和30%的权重。

投资顾问：王梁幸

执业资格证书号：S0800611010074

电 话：029-87406698

E-mail: wangliangxing@xbmail.com.cn

一、2011 年 7 月市场回顾

A 股市场 7 月份呈现冲高回落的格局，好于市场预期上半年经济数据出台有效舒缓了市场对经济“硬着陆”的担忧情绪，做多动能也因此延续了 6 月末的宣泄，但 7.23 动车事故的发生以及美债问题的暴露使得股指仍在 7 月末快速回落，最终两市月 K 线绿盘报收。截止 7 月 29 日，沪综指报收 2701 点，月跌幅 2.18%，深成指报收 11990 点，月跌幅 1.00%，沪深 300 指数报收 2972 点，月跌幅 2.37%。具体从天相二级行业指数来看，医疗器械、食品、中药等板块涨幅居前，跌幅居前的板块是铁路、保险、证券等。

7 月份，房地产行业组合为万科、荣盛发展和滨江集团，权重分别为 40%，30%和 30%，整体上来看，组合实现收益率-8.23%，跑输行业指数和沪深 300 指数，其中，荣盛发展、滨江集团跌较大是提升组合收益的主要因素（具体表现见表一）：

表一：房地产行业 7 月组合表

股票代码名称	权重 (%)	6.30 收盘价 (元)	7.29 收盘价 (元)	月度回报 (%)	组合收益 (%)
000002 万科 A	40%	8.45	8.15	-3.55	-1.42
002146 荣盛发展	30%	9.80	8.69	-11.33	-3.40
002244 滨江集团	30%	12.30	10.90	-11.38	-3.41

投资组合合计	100%				-8.23
998345 天相房地产行业指数		3310	3215	-2.74	排名 34
000300 沪深 300 指数		3044	2972	-2.37	

二、2011 年 8 月市场走势分析及行业配置

7 月 A 股冲高回落，整体走势低于我们之前的预期，月末股指快速走低的主要原因还是在于受到了外围美债问题的负面影响，加上国内温州发生 7.23 动车事故冲击 A 股铁路板块，无形中放大市场恐慌情绪。对于 8 月走势，我们基本的判断是谨慎乐观，虽然宏观政策仍处于观察阶段，但经济的平稳着陆以及上市公司业绩的稳定增长仍会给市场带来一定的正面支撑，尤其是在美债上限问题成功解决之后，A 股有望逐步震荡上行，预计沪综指核心波动区间在 2650-2850 点。

实际上，目前国内外影响因素相对复杂，这也使得市场交投心态并不稳定。从外围因素来看，欧债问题持续困扰全球经济的复苏，此外近期美国债务问题也将形成冲击。在投资者眼里，美国国债一直都具备很强的安全边际，其不仅仅是作为一国的外汇储备，同时也是重要的投资标的，因此，美债一旦出现违约的情况，可能对全球的经济复苏步伐形成拖累。对于中国而言，本身就是债务的最大持有国，违约带来的负面冲击不能小觑。单就美国国务卿希拉里的表态来看，谈判破裂的可能性不大，我们也认为当前的争论更多的是一场“政治秀”的表演，但一旦达成协议的时点后移，不排除短期 A 股仍可能受此拖累而表现低迷。

国内因素方面，货币政策的取向仍不明朗，虽然市场一致预期下半年政策可能会相对放松，以保证经济的平稳运行，但 7 月份的 CPI 仍处高位使得政策转向的理由并不充分。政治局会议对下半年经济的定调为“控通胀、保经济和调结构”，虽然是老生常谈，但控通胀仍在首位，这更表明我国政策调控的两难。8 月份市场关注的焦点之一仍会是 7 月份的 CPI 数据，虽然随着猪肉价格在国家行政调控的情况下有所回落，我们也预计 7 月份 CPI 数据在 6.2%-6.4%之间，但通胀整体回落的幅度并不明显，加上全国气候近期表现异常，可能带来其他商品价格的上涨，对通胀数据仍有拉动作用。因此，综合来看，货币政策的调控仍需要在稳经济和控通胀之间取得平衡，在方向的选择上也需要进一步的观察，预计三季度政策将进入“试错”阶段，这很大程度上也决定了股指可能并

不具备趋势性大涨或者大跌的条件。

对于前期的低点 2610 点，我们认为跌破的概率不大，毕竟目前仍有较多的正面因素支撑。首先在宏观经济方面，我国的经济增速仍保持了较快的增速，而在经济转型以及产业发展方面，权威人士近期也透露《战略性新兴产业国际化发展指导意见》已经成稿，随后上报国务院，有望年内发布。表明我国经济转型的步伐不断加快，政策对未来经济拉动引擎形成的扶持力度不断增加，这也将继续为二级市场提供更多的局部型热点，从而继续凝聚做多信心；其次在流动性方面，市场资金面压力有望逐步缓解，并保持相对充裕，自前期险资和社保基金投资股票比例扩大后，目前有关方面也正积极研究中国版"401K"计划，吸引长期资金入市，这对于继续改善市场供求关系矛盾无疑有积极的意义。

整体上，我们判断股指 8 月运行仍以夯实底部为主，运行重心可能逐步上移，盘面上更多的表现出结构型的特征，因此，在操作策略上，建议投资者首先还需适当控制仓位为主，等待消息面和政策面的进一步明朗再择机进场，其次，可重点关注的投资主线上则以军工、资源类以及新能源、新材料等新兴产业板块为主。

对于房地产行业而言，虽然政策面的目前没有明显的改善将抑制板块的上行高度，但保障性住房建设力度的加大以及地产公司自身业绩增速的稳定，有望给地产板块提供较强的正面支撑，此外，估值的优势也使得板块容易获得资金的青睐，因此，我们给予行业“看好”的评级，配置上建议“标配”。

三、行业基本面分析及投资思路

行业数据来看，供给增加继续推动销售回升。2011 年 1-6 月全国商品房累计销售面积和金额增速较 1-5 月均有所提高。结合全国销售情况和各城市的可售面积来分析，我们认为 6 月销售增长与 5 月相似，主要是因为供给增加，而不是去库存化速度的加快。从细分市场来看，住宅累计销售增速依旧低于商品房，其销售占比进一步下降。企业资金层面，房地产开发企业杠杆率逼近 2008 年最低水平。1-6 月，房地产开发企业本年资金来源同比增长 21.6%，增速较 1-5 月提高 3.1 个百分点，增速虽有所回升，但仍处低位。本年资金来源/自筹资金指标为 2.49，已逼近 2008 年 11 月 2.48 的最低水平。

政策导向上，国务院常务会议要求房价上涨过快的二三线城市采取必要的限购措施。根据之前对部分城市限购令前后销售情况变化的跟踪，限购令将会对销售产生负面影响。尽管目前来看，尚处于城市化进程前期，以首次置业为主的三四线城市，刚性需求还很旺盛，同时不排除由于限购令，引致需求的提前释放，使得三季度销售的继续增长。但如果政府未来出台严厉的限购等政策，则销售将可能面临缩量的风险。当然，需要注意的是限购政策的实施需要完善的信息系统，需要房管部门与金融监管、民政、公安和社保等部门的信息共享和合作，此外再考虑到地方政府对于这一政策的抵制，我们认为将限购政策实施范围真正扩大到二、三线城市可能并不具备技术基础，而政策效果也可能强弩之末。

投资策略上，考虑到本轮调控仍将持续的背景，预计未来一些融资能力差、不具备品牌优势等的中小开发商将率先出局，行业将有望进一步整合，市场份额将向龙头公司集中，因此在品种选择上，可优先考虑龙头品种的配置，建议重点关注万科 A、保利地产、金地集团等；其次，部分二线区域龙头以及受益保障房建设力度增大的品种，如荣盛发展、福星股份、天房发展、中天城投、苏宁环球等地产公司也可重点关注。

四、月度行业投资组合

8 月份，我们推荐的房地产行业投资组合是万科 A、金地集团和滨江集团 3 只股票，并分别给予 40%、30%、30%的权重。

-----000002 万科 A：抗风险能力强的龙头公司。

从公司最新的销售数据来看，公司亮点突出：首先是上半年销售金额同比增长明显，其次是公司净资产回报率、结算利润率回到历史最好水平，费用率降到近年新低，第三是净负债率为 07 年以来最低，一季度末持有货币资金 372 亿元，最后是新增绿色三星住宅面积占全国总量的 54%，公司龙头实力彰显无遗。

未来随信贷市场持续紧缩以及销售竞争加剧，部分开发商将出现资金紧张的状况，行业龙头可收购机会将有所增加；而被收购项目本身由于项目获取时间较早，地价较低，盈利空间较大，公司在扩张规模的同时也可提升盈利能力。11 年龙头公司存在逆势扩张，提高市场占有率的可能。综合来看，实力和抗风险能力是龙头公司的主要看点，公司全

年销售额有望同比增长13%。我们认为11年投资地产龙头的逻辑主要有两点：一是龙头公司实力较强，在分析市场制定策略上更为科学，在融资上更易于受到市场信赖，品牌形象也有助于公司在销售中抢占有限的市场需求；另一方面是龙头公司规模较大，项目地域、类型更为分散，抗风险能力更强。预测公司2011年和2012年的每股收益分别为0.90和1.14元，组合中给予40%的权重。

——600383金地集团：中高端路线下的复合扩张模式。

2011年金地首先推出了“褐石、名仕、天境和世家”等四大产品系列，这四条产品系列覆盖了金地将近50%的全国6个区域的项目，未来公司还将推出新的产品系列，计划在3-5年内金地的产品系列可以覆盖金地所有开发项目80%以上。从推出的四大产品系列来看，金地走上了中高端路线，褐石系列定位于中产阶级，名仕系列定位于时代成长中的新富阶层，天境系列定位于快速成长的财富阶层，而世家系列定位于权贵阶层。

另一方面，金地积极向商业地产领域拓展业务，2010年9月设立了商业地产公司，并将旗下北京金地中心、西安和岗厦项目等商业资产注入到商业地产公司，商业地产已进入创业实操阶段。2011年6月金地斥资8.36亿元收购香港至祥置业61.96%的股权，成功进入香港资本市场，能够为商业地产发展提供港股运作平台，商业地产扬帆起航。从规划来看，金地2011年计划投资1-2个城市综合体项目，力争5年内在主要城市地铁节点处建造20个城市综合体，使商业地产投资占比达到20%，资产达到600亿元，再造一个今天的金地。

综合来看，产品系列日益完善将巩固和提升公司在住宅中高端市场竞争优势，“一体两翼”的复合扩张模式将增强公司核心竞争力、抗风险能力和盈利能力，有利于公司重返房地产第一梯队。预测公司2011年和2012年的每股收益分别为0.76和0.96元，组合中给予30%的权重。

——002244 滨江集团：开始创新新的盈利模式。

公司近期公告绍兴稽山置业有限公司、绍兴稽山房地产开发有限公司签订《房地产项目委托开发管理合同书》，公司接受委托方的委托负责项目的开发管理。该项目总的

建面为 22.67 万平，预计将会为公司产生管理费 1.38 亿元。公司将会负责项目整体定位、项目前期、规划设计等全过程的项目开发管理。根据公司公告，本次委托开发不是简单的建设施工，而是包含前期设计，工程管理，成本管理，项目销售，竣工交付的全程代开发。公司首次在商品房领域跳出投资商与开发商合一的传统模式，开始尝试投资与开发分离的“美国模式”。这是公司品牌与开发实力的显示，同时也是公司一次非常有益的尝试。

我们认为代开发模式的尝试既有助于保持公司品牌在绍兴地区的影响能力，也有利于为公司将来在绍兴开拓资源提供基础。此外，模式的创新有助于公司在低风险盈利方面获利。在国内目前限购，限贷，限价的“三限”环境下，代开发以其轻资产运营的特点，有助于保持开发商的竞争力，并可以在不增加开发商资金的情况下开拓新的盈利渠道。由于公司 2011 年结算资源相对较少，因此预计全年业绩增长相对温和。按照竣工计划，公司从 2012 年开始进入项目集中结算期，中长期值得看好。预计公司 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 1.06 和 1.45 元，具备明显的估值优势，组合中给予 30% 的权重。

附表：西部证券房地产行业 2011 年 8 月投资组合

表二：西部证券房地产行业 2011 年 8 月投资组合表 2011 年 8 月 1 日

股票名称代码	权重	EPS (元)		入选投资组合理由
		2011E	2012E	
万科A000002	40%	0.90	1.14	行业龙头，增长潜力巨大
金地集团600383	30%	0.76	0.96	行业龙头，增长潜力巨大
滨江集团002244	30%	1.06	1.45	新盈利模式带动公司发展

表三：组合收益对比表 2011 年 8 月 1 日

月份	沪深 300 指数涨幅		房地产行业指数涨幅			投资组合收益		组合与 大盘比	组合与 行业比
	当月%	累计%	当月%	累计%	排名	当月%	累计%		
A	B	C	D	E	F	G	H	G-B	G-D
2010 年 8-12 月		9.99		-4.15			6.56		

2011 年 1 月	-1.65	-1.65	-1.96	-1.96	11	-9.05	-2.49	-7.40	-7.09
2011 年 2 月	5.30	3.65	5.92	3.96	34	-1.36	-3.85	-6.66	-7.28
2011 年 3 月	-0.50	3.15	5.56	9.52	2	11.25	7.40	10.75	5.69
2011 年 4 月	-0.95	2.20	-2.67	6.85	22	-6.93	0.47	-5.98	-4.26
2011 年 5 月	-5.99	-3.79	-7.34	-0.49	22	-8.71	-8.24	-2.72	-1.37
2011 年 6 月	1.42	-2.37	6.66	6.17	2	12.36	4.12	10.94	5.70
2011 年 7 月	-2.37	-4.74	-2.74	3.43	34	-8.23	-4.11	-5.86	-5.49
本年累计		-4.74		3.43			-4.11		

注：房地产行业投资组合构建于 2010 年 8 月，2010 年 8-12 月，投资组合累计收益为 6.56%，跑输同期沪深 300 指数 3.43 个百分点，跑赢同期房地产行业指数 10.71 个百分点。

2011 年 7 月房地产行业投资组合收益为-8.23%，跑输同期沪深 300 指数 5.86 个百分点，跑输同期房地产行业指数 5.49 个百分点。

西部证券投资评级说明

1、行业评级

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好：相对表现优于市场

中性：相对表现与市场持平

看淡：相对表现弱于市场

2、公司评级

报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推荐：相对大盘涨幅大于10%

谨慎推荐：相对大盘涨幅在5%~10%之间

中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减持：相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

免责声明：

本资讯仅供西部证券客户参考，其信息均来自于公开信息及合法获得的相关内外部报告资料。投资顾问力求引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据准确性和完整性做出保证。本资讯中的任何观点和建议仅代表发布时的判断和建议，供投资者参考，不构成投资者证券买卖的投资依据，亦不保证所做出的任何建议不会发生任何变更，投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用本资讯产品所载内容和信息，独自做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及投资顾问不对任何人因使用本资讯中的内容所引致的直接或间接损失承担任何责任。我公司信息隔离墙制度控制内部一个或多个部门及关联机构的信息流动，在法律许可的情况下，我公司或关联机构可能会持有本资讯中涉及的公司所发行的证券并进行交易。

本资讯版权归西部证券所有，未经西部证券正式书面授权许可，任何机构或个人不得以任何方式发送、传播或复印本资讯产品。
