

增持 维持

房地产行业

2011 年 8 月 10 日

经济担忧越大、地产调控越难加码 ——从次贷危机到欧债危机的思考

房地产行业分析师：涂力磊
SAC 执业证书编号：S0850510120001
tll5535@htsec.com
021-23219747

房地产行业分析师：谢 盐
SAC 执业证书编号：S0850208120583
xiey@htsec.com

联系人：贾亚童
jiayt@htsec.com
021-23219421

投资建议：

近期欧债危机愈演愈烈。主权债务风险开始从之前的希腊等国家蔓延至意大利和西班牙。虽然以上两国对我国的进出口贸易占比相对较小，但是如果两国进一步向欧盟和IMF寻求援助，不能排除整个欧元区经济进一步下滑的可能。届时中国出口难免受到更大影响。短期内建议继续关注：1) 意西两国 10 年期国债收益率是否超过 7%。一旦国债收益超 7%，两国可能将向欧盟和IMF寻求援助。2) CDS超过 500 点时，也是寻求外部援助的分水岭。

经济担忧越大、地产调控越难加码。政府和央行在年初对全球经济的判断有些偏乐观。去年 4 季度央行认为美国经济复苏出现积极迹象，但前景仍不明朗。1 季度央行则认为美国经济继续复苏，但增速有所放缓，房地产市场和双赤字问题仍无明显改善。我们认为如果海外经济真像本文所担忧的方向发展，国内经济则面临超调风险。如果进一步追溯 07 年发生的次贷危机，以及后来蔓延全球的 08 年经济危机的话，市场后期逻辑可能是经济担忧越大、地产调控越难加码。

行业土地购置已经回落，后期行业投资增速将受影响。由于土地购置先于行业投资，因此我们认为资金收紧、房价难有大幅增长的前提下土地购置增速大致可以反应未来行业投资增速变化。上半年全国土地购置面积累计同比增长 18.4%，比 5 月继续回落 10.2 个百分点。从单月情况看，6 月全国土地购置面积同比下滑-5.16%。如果后期土地市场不能有效放量，行业投资可能会类似 08 年下半年，从 3 季度开始回落。

宏观经济与房地产板块的五阶段关系。我们分析了宏观经济与房地产板块走势之间的五阶段关系。认为在以下两个阶段地产板块具备良好表现：1) 内外因素使得宏观经济回落，此时房价相对稳定，同时房地产投资弥补政策紧缩带来的经济增长乏力；此时地产股会有阶段性表现。2) 国家开始放松经济或者救市，宏观面进入 CPI 和 GDP 双底阶段。地产股会出现趋势性大行情。

海外经济风险会影响中央决策，地产调控加码短期可能进入观望期。我们认为短期连续出现的西、意国债利率走高、美债评级下调对国家进一步加大地产调控会有一些影响，但是还不存在地产放松的前期。最乐观的情况可能是进入以上所描述的第一种情形，即出于对经济安全性的考虑，预期中的二、三线城市限购升级被暂时延后，视后期国内经济情况再做决定。此外，后期如果传统意义上的“金九银十”能够出现，行业有望出现更好的投资机会。

板块进入左侧投资区域。我们在 7 月 7 日，央行年内第三次加息时指出板块后期进入短期震荡，一线个股下跌 10%-15% 左右将是较佳介入位置。在 7 月 15 日有关限购扩大报告《限购城市数量或将扩大，调整仍是介入机会》中进一步重申了该观点。我们目前继续维持该观点，同时提示板块基本进入左侧投资区域。

继续围绕五因素综合择股。我们继续围绕 6 月 27 日报告《关注超跌地产个股（II）——五因素择股逻辑》进行选股，重点推荐万科 A（000002）、保利地产（600048）、首开股份（600376）、福星股份（000926）、中国国贸（600007）、亿城股份（000616）、世茂股份（600823）、金融街（000402）、世联地产（002285）和苏宁环球（000718）。

风险提示：房地产行业与国家政策紧密相关，一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

主要内容:

1. 欧债危机再次蔓延，市场恐慌情绪初现。西班牙在8月4日在一级市场成功标售3年期和3年半期的国债，但发行利率偏高。3年期国债发行量约为22亿欧元，收益率为4.90%，是2008年国际金融危机以来的最高利率。其余3年半期国债的收益率为5.05%。两国10年期国债与德国10年期国债的息差也不断攀升。意大利的10年期国债收益率与德国相比，息差创欧元面世以来新高，将近400个基点。融资成本不断创新高，让市场担心欧洲第三大和第四大经济体的债务状况。全球避险情绪骤然上升。

图1 意大利与德国10年期国债的息差(%) (截止8月5日)



资料来源：彭博，海通证券研究所

图2 西班牙与德国10年期国债的息差(%) (截止8月5日)

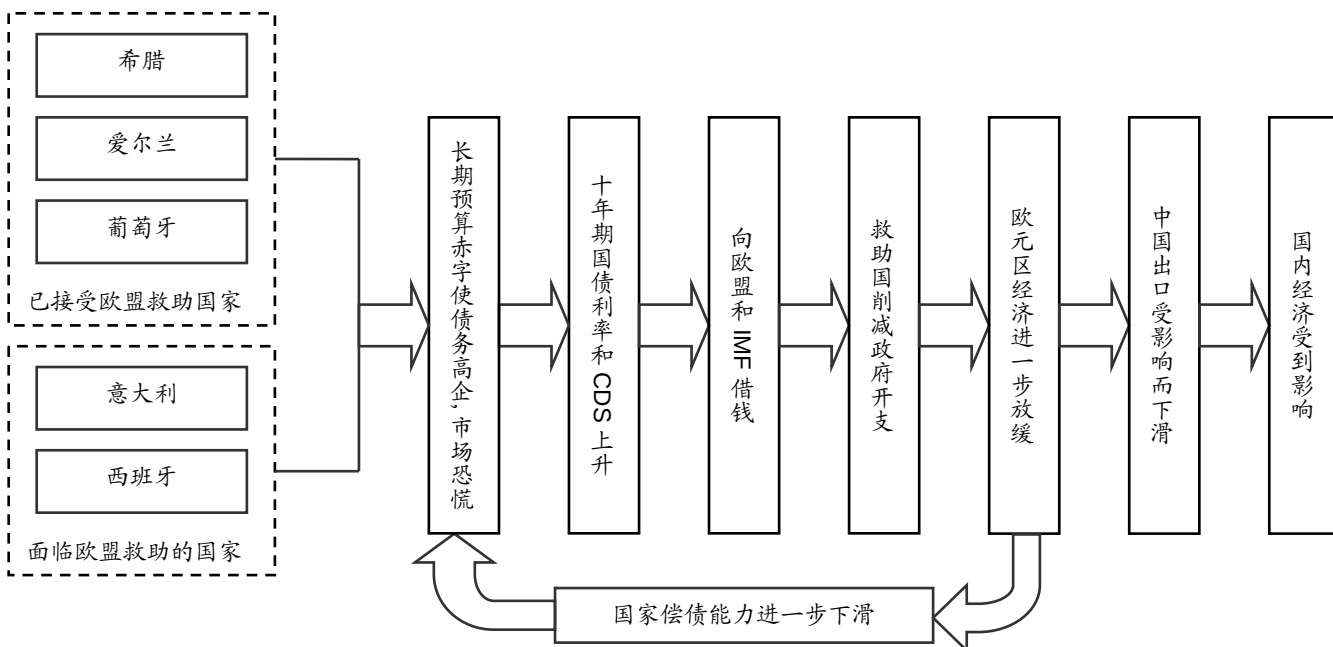


资料来源：彭博，海通证券研究所

受以上因素影响，全球股市从上周开始出现恐慌性下跌。市场普遍担心主权债务危机有可能从希腊等小国逐步演化到西班牙、意大利等欧盟主要经济国家。

2. 不排除欧债危机影响国内经济。意大利和西班牙对我国的进出口贸易占比相对较小，但是如果两国进一步向欧盟和IMF寻求援助，不能排除整个欧元区经济进一步下滑的可能。届时中国出口难免受到更大影响。

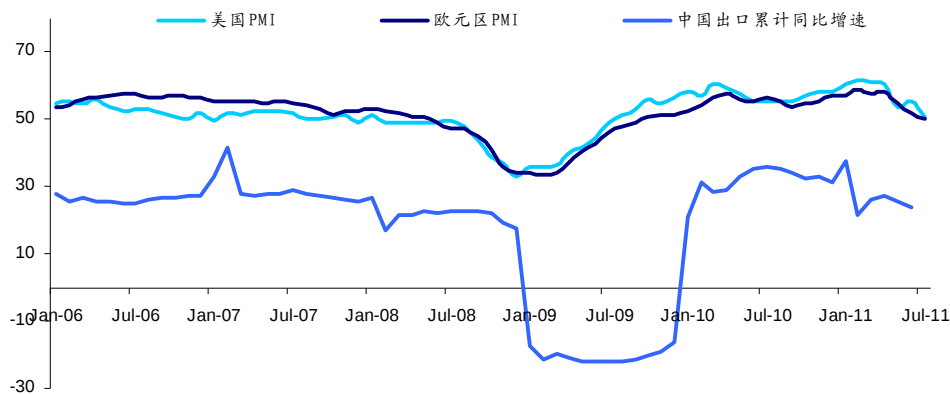
图3 欧债危机可能存在的传导机制



资料来源：海通证券研究所

由于海外 PMI 数据大致可以作为国内出口数据的先导指标。目前美国和欧元区 PMI 指数已经出现连续下滑。如果趋势不能扭转，预计国内 4 季度出口数据将不会太好。中性预期下，出口增速在下半年会滑落至 15%。自加入 WTO 以后，出口增速仅在 08 年金融危机期间低于 20%。

图 4 欧美 PMI 与中国出口增速 (%)

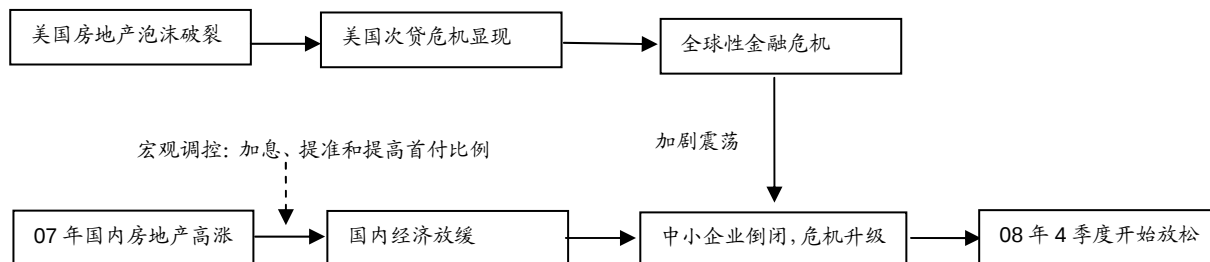


资料来源: Wind、海通证券研究所

短期内建议继续关注: 1) 意、西两国 10 年期国债收益率是否超过 7%。一旦国债收益超 7%，两国可能将向欧盟和 IMF 寻求援助。2) CDS 超过 500 点时，也是寻求外部援助的分水岭。

3. 经济担忧越大、地产调控越难加码。政府和央行在年初对全球经济的判断有些偏乐观。去年 4 季度央行认为美国经济复苏出现积极迹象，但前景仍不明朗。1 季度央行则认为美国经济继续复苏，但增速有所放缓，房地产市场和双赤字问题仍无明显改善。我们认为如果海外经济真像上文所担忧的方向发展，国内经济则面临超调风险。如果进一步追溯 07 年发生的次贷危机，以及后来蔓延全球的 08 年经济危机的话，市场后期逻辑可能是经济担忧越大、地产调控越难加码。

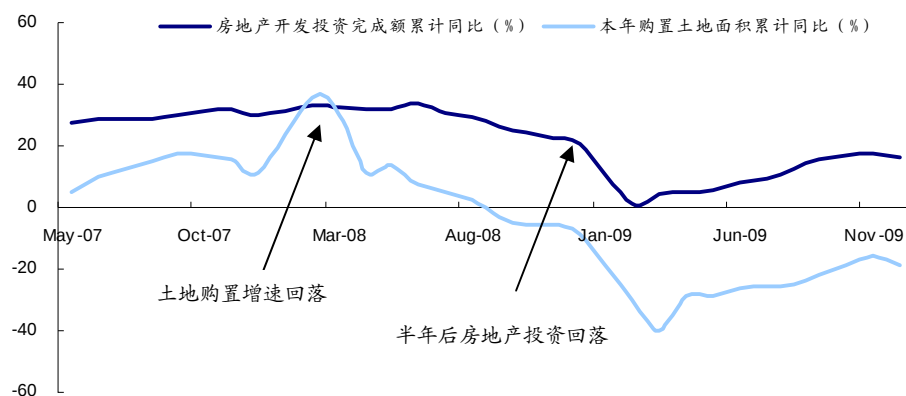
图 5 经济危机倒闭地产政策放松



资料来源: 海通证券研究所

4. 对房地产行业的看法: 1) 行业土地购置已经回落，后期行业投资增速将受影响。由于土地购置先于行业投资，因此我们认为资金收紧、房价难有大幅增长的前提下土地购置增速大致可以反应未来行业投资增速变化。上半年全国土地购置面积同比增长 18.4%，比 5 月继续回落 10.2 个百分点。从单月情况看，6 月全国土地购置面积同比下滑-5.16%。

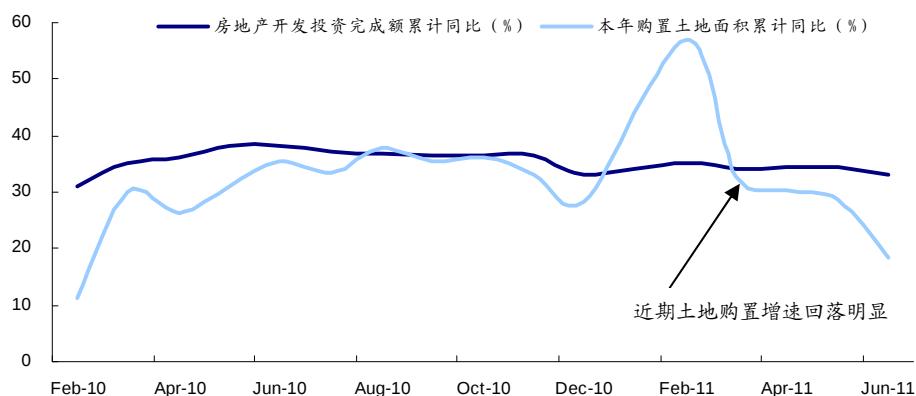
图 6 行业投资 08 年 2 季度前保持高位、3 季度开始大幅下滑



资料来源：彭博、海通证券研究所

如果后期土地市场不能有效放量，行业投资可能会类似 08 年下半年，从 3 季度开始回落。

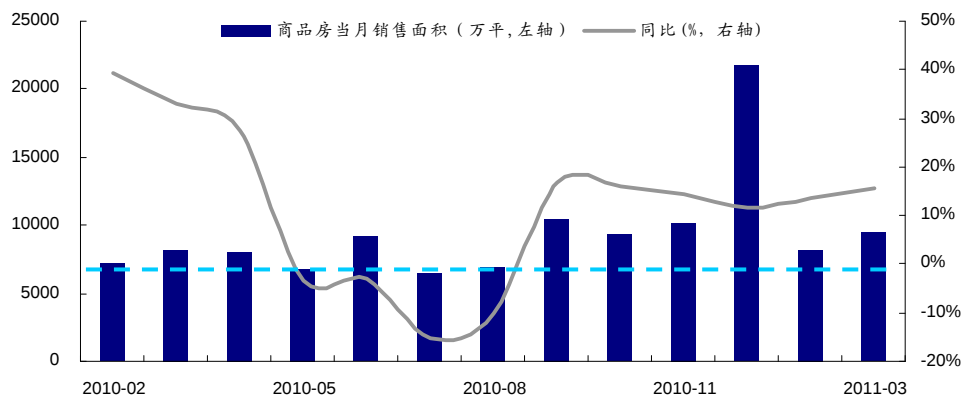
图 7 当前土地购置增速已经开始回落



资料来源：彭博、海通证券研究所

2) 3 季度属于传统推盘高峰、能否如期放量决定后期增速。从我们统计情况来看，大部分开发商推盘集中在 8、9、10 月。在市场调控力度不减的情况下，3 季度是否能如期放量决定大部分开发商 4 季度是否增大土地储备。考虑到 6 月基数较高，预计 7 月销售环比将有所回落。9 月公布的 8 月数据有望出现同比、环比同时增长。

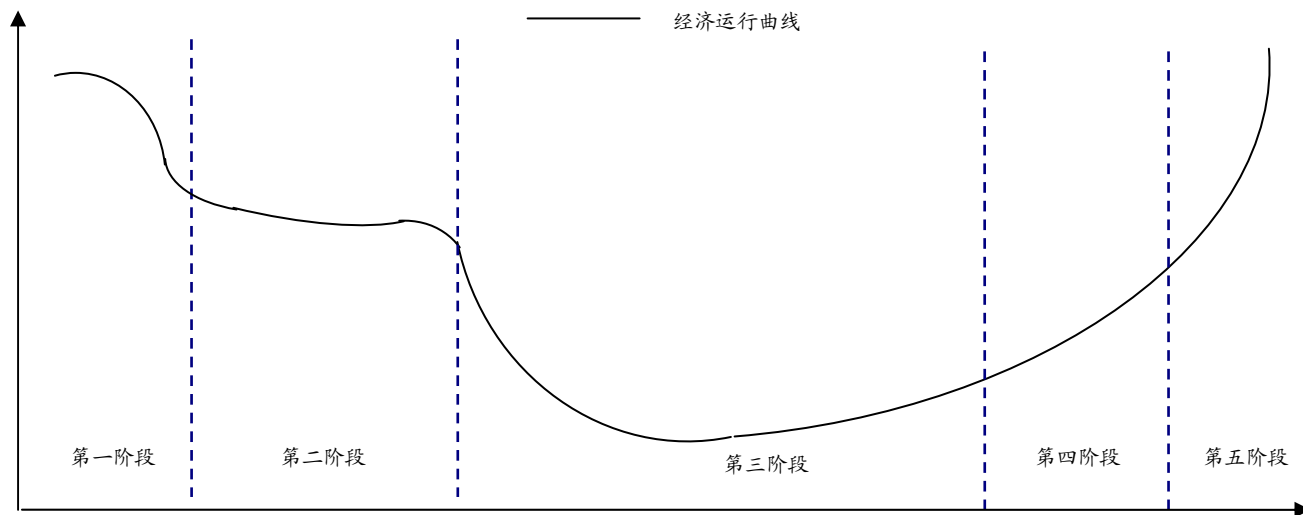
图 8 2011 年 8 月有望出现同比增长，环比震荡的趋势



资料来源：Wind、海通证券研究所

3) 海外经济风险会影响中央决策, 地产调控加码可能进入观望。我们可以宏观经济走势和行业走势划分为 5 个阶段。第一阶段是行业景气高涨, 宏观调控加码。这一过程中地产股难有表现, 通常超跌大盘。第二阶段属于, 内外因素使得宏观经济回落, 此时房价相对稳定, 同时房地产投资弥补政策紧缩带来的经济增长乏力。第二阶段地产股会有阶段性表现。第三阶段属于, 在政策超调或者外部因素干预下宏观经济衰退。此时 A 股面临系统性风险。从当前情况看, 如果该种情况出现, 地产股会因为估值低而有相对收益。第四阶段属于国家开始放松经济或者救市, 宏观面进入 CPI 和 GDP 双底阶段。第四阶段地产股会出现趋势性大行情。到第五阶段后, 通常是经济过热, 行业重新面临调控。

图 9 宏观经济和行业投资



资料来源：海通证券研究所

我们认为短期连续出现的西、意国债利率走高、美债评级下调对国家进一步加大房地产调控会有一定影响, 但是还不存在地产放松的前期。最乐观的情况可能进入以上所描述的第二阶段, 即出于对经济安全性的考虑, 预期中的二、三线城市限购升级被暂时延后, 视后期国内经济情况再做决定。

5. 投资建议: 板块进入左侧投资区域。1) 我们在 7 月 7 日, 央行年内第三次加息时指出板块后期进入短期震荡, 一线个股下跌 10%-15% 左右将是较佳介入位置。在 7 月 15 日有关限购扩大报告《限购城市数量或将扩大, 调整仍是介入机会》中进一步重申了该观点。我们目前继续维持该观点, 同时提示板块基本进入左侧投资区域。

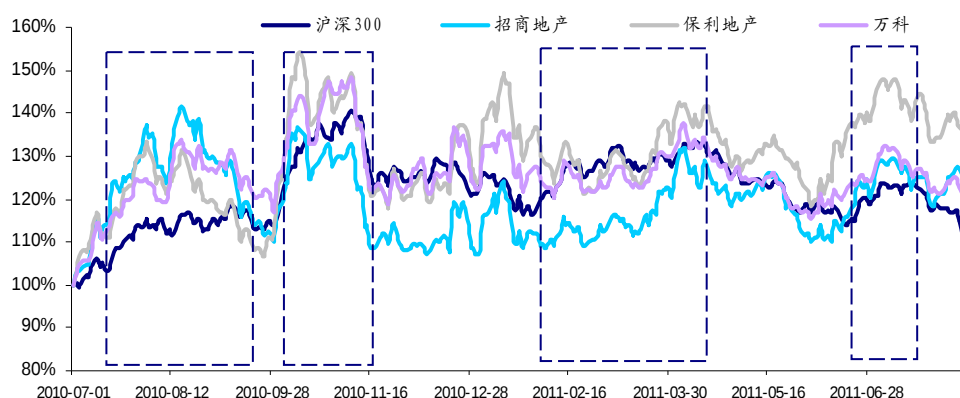
表 1 累计四次加息对购房人财务影响

证券代码	证券简称	收盘价 (7 月 7 日)	收盘价 (8 月 8 日)	短期涨幅	EPS		PE	
					2011	2012	2011	2012
000002.SZ	万科 A	8.77	8.06	-8.10%	0.92	1.23	9.33	6.98
600048.SH	保利地产	11.22	10.43	-7.04%	1.06	1.38	10.28	7.9
000024.SZ	招商地产	18.88	18.30	-3.07%	1.49	1.87	12.43	9.9
600383.SH	金地集团	6.72	6.02	-10.42%	0.78	0.94	8.28	6.87
一线地产企业平均				-7.16%			10.08	7.91
000402.SZ	金融街	7.30	6.53	-10.55%	0.68	0.92	10.69	7.9
002208.SZ	合肥城建	9.20	7.02	-23.70%	0.56	0.75	16.07	12
002146.SZ	荣盛发展	10.04	8.15	-18.82%	0.81	1.16	11.99	8.37
600376.SH	首开股份	12.79	11.21	-12.35%	1.18	1.56	10.25	7.76
000961.SZ	中南建设	10.83	9.11	-15.88%	0.99	1.35	10.53	7.72
000926.SZ	福星股份	11.80	9.82	-16.78%	0.88	1.22	13.3	9.59
000616.SZ	亿城股份	4.43	3.75	-15.35%	0.5	0.61	9.04	7.41
600823.SH	世茂股份	14.90	13.05	-12.42%	1.05	1.44	13.77	10.04
二线地产企业平均				-15.73%			11.96	8.85

资料来源：Wind、海通证券研究所

2) 地产大盘股具备领先反弹的特点。自 2010 年 7 月开始, 沪深 300 共有 4 次反弹, 其中有 3 次招商, 保利, 万科阶段性反弹幅度高于沪深 300 的反弹幅度。此外, 地产龙头公司也具备领先沪深 300 指数反弹的特点。

图 10 地产龙头股领先于市场反弹



资料来源: Wind、海通证券研究所

3) 关注去化速度同时, 继续围绕五因素综合择股结果。我们继续围绕 6 月 27 日报告《关注超跌地产个股 (II) — 五因素择股逻辑》进行选股, 重点推荐万科 A (000002)、保利地产 (600048)、首开股份 (600376)、福星股份 (000926)、中国国贸 (600007)、亿城股份 (000616)、世茂股份 (600823)、金融街 (000402)、世联地产 (002285) 和苏宁环球 (000718)。

表 2 主要推荐上市公司情况汇总 (截至 2011 年 8 月 9 日)

公司名称	超跌	股权激励	股东增持	半年报预增	未来三个月内有解禁	保障房概念	前海概念	股价 (元/股)	EPS		PE	
									2011E	2012E	2011	2012
保利地产			是				是	10.84	1.06	1.38	10.23	7.86
万科 A		是						8.30	0.92	1.23	9.02	6.75
荣盛发展	是	是	是	是				8.59	0.80	1.10	11.79	8.58
首开股份						是		12.00	1.18	1.57	10.17	7.64
金融街				是				6.58	0.68	0.92	10.82	8.00
中南建设		是						9.33	0.95	1.41	9.82	6.62
亿城股份								3.80	0.51	0.68	7.45	5.59
福星股份	是					是		10.00	0.90	1.26	13.12	9.40
世茂股份				是				13.09	0.92	1.28	15.52	11.15
中国国贸	是		是					9.07	0.29	0.38	31.66	24.16
世联地产		是		是				17.98	0.95	1.22	18.30	14.27
苏宁环球	是	是	是		是			8.73	0.64	0.88	12.43	9.05

资料来源: 海通证券研究所

截至 2011 年 8 月 9 日, 房地产板块的整体估值 (PE-TTM) 为 18.29 倍, 全部 A 股市盈率在 15.99 倍。我们维持房地产一季报《寻找可能存在的超预期》和中期报告《“三限”形势下看“大刚需”》中观点, 认为后期 1) 推盘高峰临近、2) 政策压力下, 房价涨价压力减弱、3) 对通胀形势的博弈、4) 保障房建设力度加大和 5) 板块自身估值优势依旧可以支持板块估值提升。综合以上原因, 继续维持对板块的“增持”评级。

风险提示: 房地产行业与国家政策紧密相关, 一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

信息披露

分析师声明

涂力磊：房地产行业
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A（000002.SZ）、保利地产（600048.SH）、招商地产（000024.SZ）、金地集团（600383.SH）、华侨城 A（000069.SZ）、金融街（000402.SZ）、首开股份（600376.SH）、北京城建（600266.SH）、苏宁环球（000718.SZ）、万通地产（600246.SH）、荣盛发展（002146.SZ）、滨江集团（002244.SZ）、广宇集团（002133.SZ）、亿城股份（000616.SZ）、新潮实业（600777.SH）、天津松江（600225.SH）、天房发展（600322.SH）和广宇发展（000537.SZ）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。