

有“房”才有“睡美人”

---再谈 2011 年“三重唱的睡美人行情”第一阶段中房地产及其产业链的主导性

报告要点

■ 2011 年度“三重唱的睡美人行情”第一阶段

- 明年一季度略前是我们主导的预期经济见底的阶段；
- 资产价格因素包含 CPI、美元、原油在这一阶段相对平稳；
- 中周期动力并不存在；
- 经济预期决定的主导产业投资机会：房地产、建筑建材、化工等。

■ 房地产在争议中爆发

- 房产税及相关传闻是市场预期靴子落地的刺激点；
- 房地产行业在争议中主导市场；

■ 房地产启动的四个条件：五居其四

- 经济同比的见底构成其基础条件；
- 相对估值历史底部是必要条件；
- 外生影响因素减弱（资产价格干扰）是充分条件；
- 政策两个层面：依据同比价格制定的政策有回到合理区间倾向；房产税出台的靴子落地只是时间问题。

■ 房地产行情性质：脉冲、可参与、非中期动力

- 睡美人行情第一个阶段的房地产行情是属于主导产业预期同比见底的估值修复行情，为阶段性机会；
- 这一阶段性机会具备一定的持续性和高度，可参与；
- 但是房地产并非中周期动力，不可中期持续。

相关研究

《靴子落地了吗？---11 月周期模型经济数据更新及预测》，邓二勇，2010 年 12 月 11
《2011 年度投资策略之二：重回中周期起点之动力篇》，邓二勇 2010 年 12

《重回中周期起点---三重唱的睡美人行情》
—2011 年度投资策略 邓二勇 2010.12

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070006

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751691

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

一：2011 年“三重唱的睡美人行情”	3
二：房地产板块在争议中异军突起	3
三：房地产板块启动的四个具备条件	4
3.1 同比经济的预期见底：启动基础	4
3.2 估值底部：估值修复的必要条件	5
3.3 外生影响因素减弱：行情启动的充分条件	6
3.4 政策调控影响：是刺激不是脉冲行情的决定	7
四：房地产及其产业链行情的性质：脉冲、可参与	8
4.1 预期复苏的行情性质	8
4.2 行业配置：房地产及其产业链的阶段性质	9
4.3 持续性：房地产并非中周期动力	9

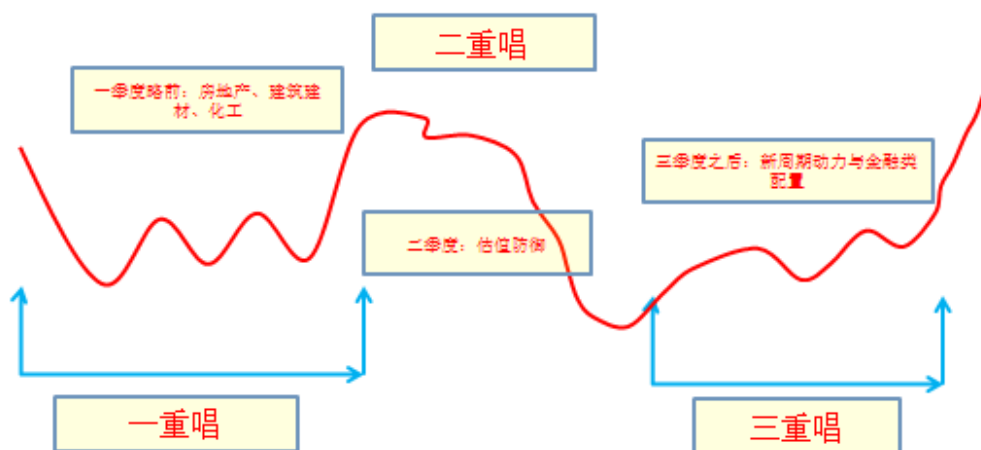
图表目录

图 1：库存周期进入到自主去库存阶段	4
图 2：小周期揭示的周期轮转即将到位	4
图 3：房地产走势	5
图 4：房地产相对估值走势	5
图 5：二季度 CPI 继续冲高（不考虑工业产出缺口及新增长因素的贡献）	6
图 6：美元走势与 A 股指数的负相关性	7
图 7：房价同比与政府调控	7
图 8：设备投资折旧体现的中周期增长动力	9
表格 1：跟踪公司估值情况	5
表格 2：经济阶段对中周期起点的市场运行影响	8
表格 3：三重唱的第一阶段：小幅脉冲的投资机会	9

一：2011 年 “三重唱的睡美人行情”

在我们年度投资策略报告《重回中周期起点—三重唱的睡美人行情》—2011 年度投资策略报告中，我们认为明年的市场将呈现为一个倒“S”型，其中，第一个上行阶段可能是幅度较小，第二个下型阶段则相对剧烈，同时第三个阶段是缓慢向上的过程。

图 1：三重唱的睡美人行情及行情配置



资料来源：长江证券研究部

由于我们认为三季度之前的经济运行来自于本轮经济的延续，属于库存周期的延续，并没有叠加新的经济增长动力，因此这些阶段的行业配置思路都是阶段性的。一重唱属于估值向上的回归（当期的主导产业），二重唱属于估值的向下回归（中小板），三重唱则才真正属于中期的投资机会（长期的经济增长动力）。

在“三重唱的睡美人行情”中，第一阶段主导的三个行业为：房地产、建筑建材、化工，其同属于房地产及其产业链条，我们认为其实这一阶段的主导配置。

二：房地产板块在争议中异军突起

今天上证综合指数上涨 51.2 点，收于 2904.12 点，涨幅达到 1.79%。昨天市场受朝鲜军演紧张格局的影响大幅下跌，由于事件影响不具备持续性，大盘短期回调在市场预期之内。

值的关注的是市场风格的转向，房地产、煤炭石油等周期性板块成为大盘上涨的主要动力。按照申万分类房地产板块有 8 家公司涨停，87% 的房地产股票涨幅超过大盘。并且从资金流入在来看，房地产开发经营板块全天净流入达 25.57 亿元，远超其他行业。

由于今天房地产的涨幅在争议中产生，同时我们认为其符合我们对第一阶段行情的判断和看法，我们有必要重新对房地产在这一阶段的性质、特征和条件重新给投资者做一说明。

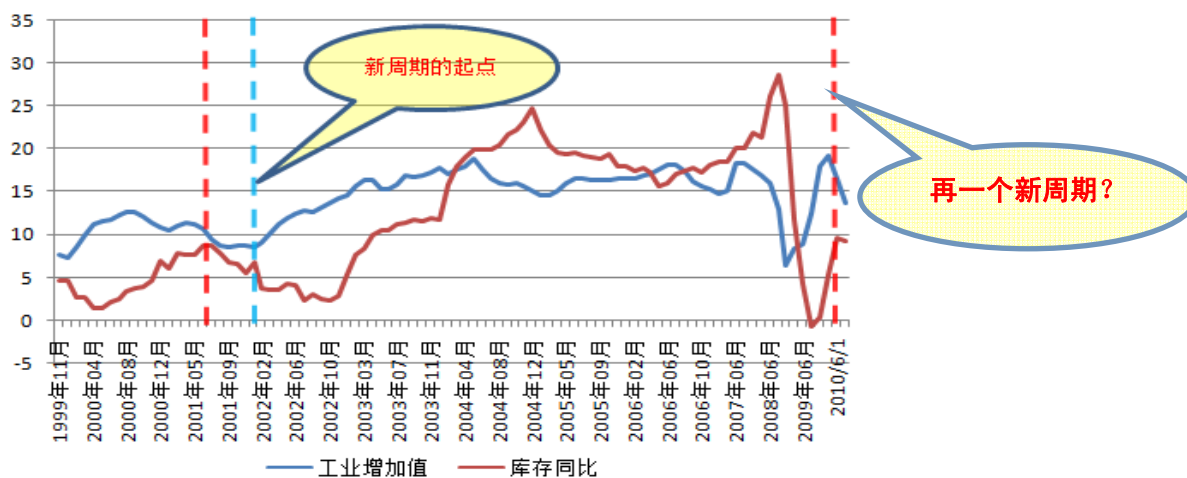
三：房地产板块启动的四个具备条件

3.1 同比经济的预期见底：启动基础

3.1.1 微观库存的力量导致被动去库存来临

从库存周期的角度看，自主去库存阶段已经在 2010 年 3 季度显现。由于自主去库存在整个库存周期阶段是最为剧烈和最为迅速的一段，其持续时间不会太长。从历史的经验来看，这一阶段最短持续 1 个季度，最长持续 2 个季度。因此，我们判断自主去库存阶段最迟在明年 1 季度之前完成。而在之后被动去库存阶段，宏观经济的再次复苏也将显现。这也是一轮新周期的开始。

图 1：库存周期进入到自主去库存阶段



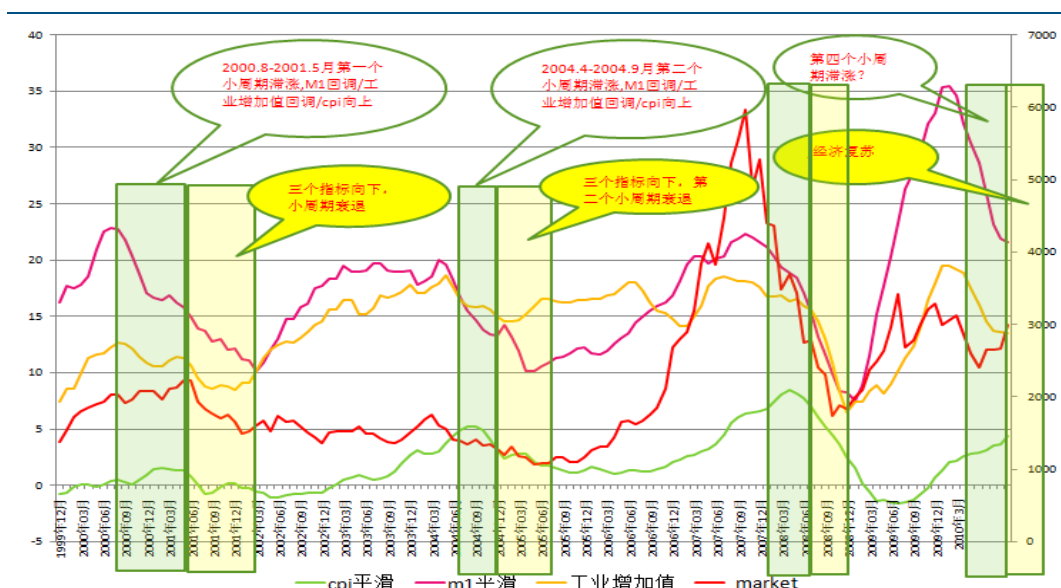
资料来源：长江证券研究部

3.1.2 小周期预示季度内复苏确定

基于同比的经济数据，我们对当期经济周期阶段和 6 个月的经济运行的判断如下：

- 1: 实体经济周期目前依然处于经济滞涨阶段，但是这是一个滞涨的尾期，一个季度之内，经济同比数据反映的复苏即将显现；
- 2: 但是本轮小周期的演绎有可能是两个阶段的转变，一个季度内的经济复苏预期虽然较为确定，但是这种复苏却有可能是中反复和假象，如果出现比较严重的通货膨胀情况。实际上内生的经济增长本身也是对通货膨胀的贡献，其叠加了货币因素之后在当期的 PPI 数据上已经反映的较为充分，从而进一步压制利润空间
- 3: 另外从目前的市场运行及政策角度来看，政府目前处于两难的局面，尤其是对在一个经济任务已经完成的年度依然下不了决心来严控通胀水平，我们认为这有可能导致我们之前判断经济短期回落中期复苏的观点由于受政策的迟疑不决而难于实现，从而加剧中期经济复苏的风险。

图 2：小周期揭示的周期轮转即将到位



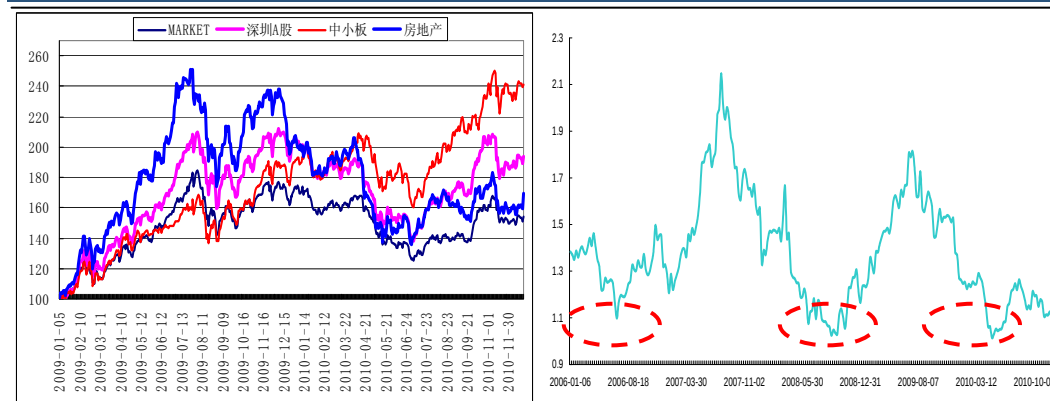
资料来源：长江证券研究部

3.2 估值底部：估值修复的必要条件

我们认为房地产股估值较低，并且距离历史底部也不远，且业绩相对确定。这一点是构成房地产行业产生一个估值修复行情的必要条件。

图 3：房地产走势

图 4：房地产相对估值走势



资料来源：wind，长江证券研究部

同样，就我们行业一直跟踪的房地产公司而言，目前的绝对估值水平都处于非常低的位置，其保证了在一个较长的时间点来看，有足够的安全边际。

表格 1：跟踪公司估值情况

公司代码	公司简称	投资评级	报表日股价 (12月20)	PE		PE (倍)	
				10E	11E	10E	11E
000002	万科A	推荐	8.30	0.71	0.95	11.69	8.74
600048	保利地产	推荐	12.28	1.01	1.47	12.16	8.35
00024	招商地产	推荐	15.99	1.13	1.49	14.15	10.73
600383	金地集团	推荐	5.84	0.60	0.76	9.73	7.68
000979	中弘地产	推荐	15.79	0.96	1.51	16.45	10.46
600823	世茂股份	推荐	12.59	0.78	1.21	16.14	10.40
000926	福星股份	推荐	14.04	0.68	0.85	20.65	16.52

002133	广宇集团	谨慎推荐	6.80	0.46	0.75	14.78	9.07
600325	华发股份	谨慎推荐	10.11	1.06	1.42	9.54	7.12
000046	泛海建设	谨慎推荐	8.90	0.30	0.44	29.67	20.23
600748	上实发展	谨慎推荐	8.38	0.40	0.51	20.95	16.43
000718	苏宁环球	谨慎推荐	8.60	0.68	0.84	12.65	10.24
002244	滨江集团	谨慎推荐	10.41	0.79	1.25	13.18	8.33
600533	栖霞建设	谨慎推荐	5.12	0.42	0.56	12.19	9.14
600067	冠城大通	谨慎推荐	8.92	0.80	1.23	11.15	7.25
000667	名流置业	中性	3.12	0.18	0.39	17.33	8.00
000616	亿城股份	中性	4.95	0.52	0.68	9.52	7.28

资料来源：长江证券研究部

3.3 外生影响因素减弱：行情启动的充分条件

3.3.1 CPI 季度内高位震荡，并无趋势

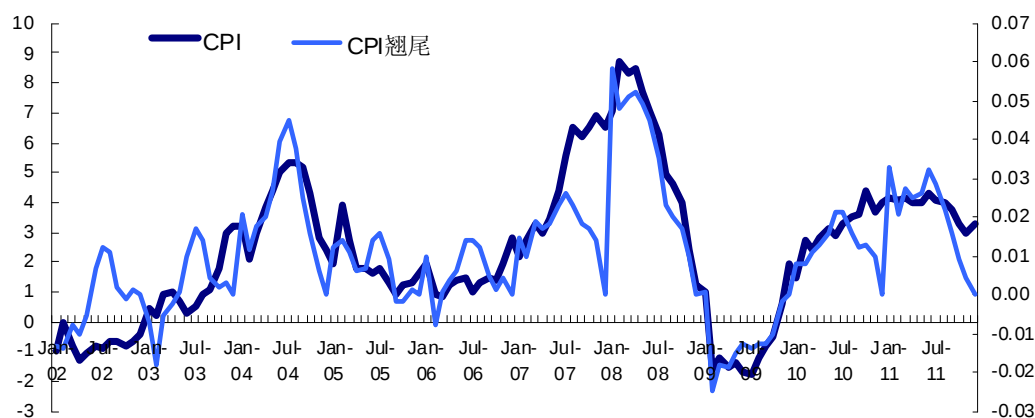
目前 CPI 在二季度，而不是一季度继续冲高的逻辑主要来源为三个方面：

一是自身的猪周期运行，将在明年二季度左右进入库存波动的高峰，而历史经验都表明猪肉供给的高峰通常都是 CPI 的高点，这可能会出现明年二季度后期；

二是从明年一季度开始，工业产出缺口将继续攀升，这对于 CPI 需求方面的拉动将在二季度体现出来，进而进一步刺激通胀的压力；

三是年前调控更倾向于行政手段，而短期行政效果的有效性较强，这导致一季度之内可能 CPI 难于下来，但是缺乏持续上行的空间，因此一季度更可能高位震荡，市场对此预期已经相对充分。

图 5：二季度 CPI 继续冲高（不考虑工业产出缺口及新增长因素的贡献）



资料来源：长江证券研究部

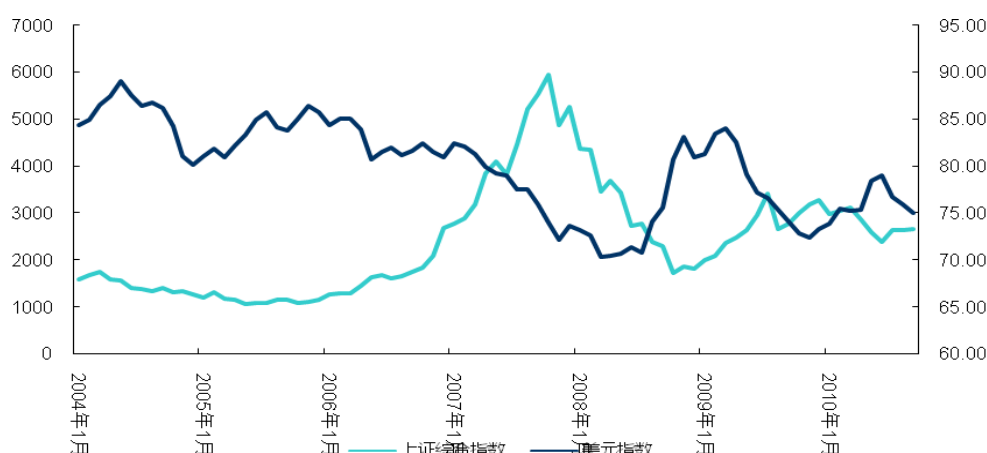
从相对短期来看，在月初央行上调准备金率之后，月内再次出台紧缩性的货币政策的概率较小。基于对大盘权重股来讲加息是明显的风险因素，市场对加息的预期的缓和使得短期内房地产、金融等板块的投资机会显现。此外，尽管在央行犹豫的货币政策下，明年全年的通胀走势可能没有预期中的容易控制，但市场对 12 月 CPI 同比的回落已形成一致预期。短期内，此前困扰市场的通胀因素有所缓和。

3.3.2 美元短期继续震荡

首先，美国最近的财政及货币双宽政策相对于欧洲的紧财政、宽货币以及亚洲及新兴经济体的中性财政及紧货币政策而言，对于美元的中期币值无疑具有一定的提升作用。另外如同我们在宏观报告里面阐述的一样，真实 CPI 连续回升 4 个月之后，货币宽松的预期就会减弱（见宏观报告），因此我们判断明年二季度有可能是美元反弹最大幅度的阶段。因此一季之内，美元的影响倾向于震荡

而就国际资本流动及重新配置的角度而言，其对国内资产的影响将是非常负面的，由下图可以清晰的看到，自从汇改以来，美元走势的变化（反应国际资本的流动）对 A 股市场的短期影响在加强。

图 6：美元走势与 A 股指数的负相关性



资料来源：长江证券研究部

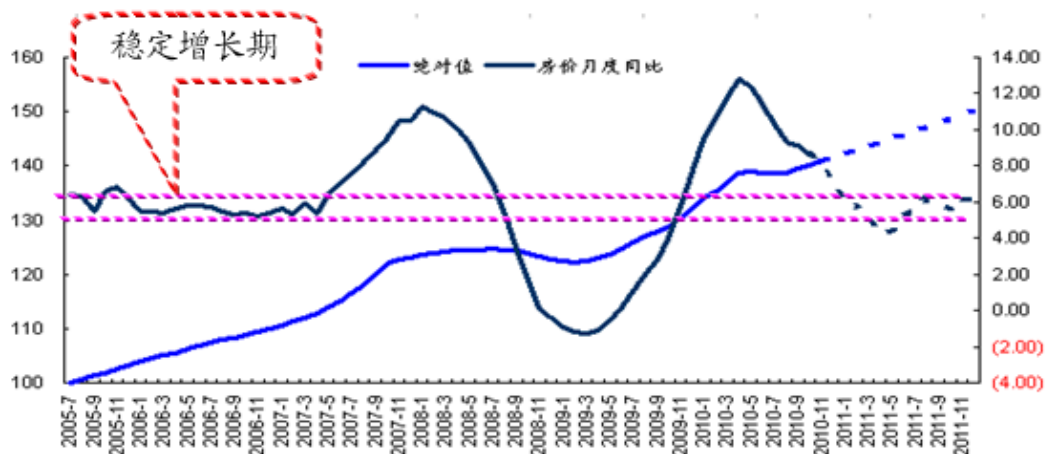
因此在这个美元震荡的阶段，其影响因素变弱，经济预期复苏成为主导。

3.4 政策调控影响：是刺激不是脉冲行情的决定

而关于房地产税，鉴于此前市场已对该风险因素有所消化，即使最终推出时间表确定，也不会够成大的利空。相反，很有可能会使得相关板块因预期兑现而有较好表现。

另外政策的调控，实际上是分两个层面进行的，房地产税是一个预期靴子落地的过程；另一方面，根据统计局公布的数据，11 月份全国 70 个大小城市房地产价格平均上涨 7.7%。预计明年上半年其同比将会有有一个持续的走低过程，当房价同比回落到 5%~6% 这样一个水平的时候，政策面对于此的认可也将得到体现。这也类似于 2005-2006 年间的情况，房价同比增长率在 5%-6% 之间、房地产价格稳定增长的概率较大。

图 7：房价同比与政府调控



资料来源：长江证券研究部

因此实际我们认为，在这样一个政策调控即将进入其认可的区间范围之内的时候，房地产税实际是作为最后一个靴子落地，但是这种靴子落地的一致性预期过强必然导致行情是脉冲的，难于有效获得筹码。

四：房地产及其产业链行情的性质：脉冲、可参与

4.1 预期复苏的行情性质

资金重新关注周期股的风格转换，符合我们关于当前为复苏预期期的判断。11 月份的工业增加值以及 PMI 数据为我们对当前经济阶段的判断提供了依据。从历史经验来看，在这一阶段，经济的内生增长将成为主导市场的主要因素，而其它因素将转变成为外生变量。

表格 2：经济阶段对中周期起点的市场运行影响

阶段	特征	市场表现	行业配置	历史案例
预期经济复苏	同比生产即将见底 (环比及 PMI 平稳)	震荡略向上	1: 主导产业收益; 2: 预期弹性最高	1977 上半年日本
经济确认复苏	生产回升、利润继续下降	估值调整 (投资的利好兑现)	1: 低估值; 2: 未来经济动力	1977 年下半年
经济持续复苏	生产与利润同时向上	缓慢向上	1: 中周期动力; 2: 金融属性资产	1978 年日本 1985 年美国

资料来源：长江证券研究所

4.2 行业配置：房地产及其产业链的阶段性的

在我们对于明年睡美人行情的判断中，房地产及其产业链核心的逻辑是预期同比的经济数据见底，但是同时资产价格因素（CPI/美元/房价等）维持稳定，不存在大的外部干扰，并且没有中周期动力，因此当时占据国脉经济主导产业有估值修复机会。

从现在开始至明年一季度略前，我们认为将是本轮同比经济数据的预期见底阶段，我们对市场整体是震荡向上看，但是幅度我们倾向于较小。在三重唱的第一阶段的市场配置上，重点配置房地产、化工及建材板块。

表格 3：三重唱的第一阶段：小幅脉冲的投资机会

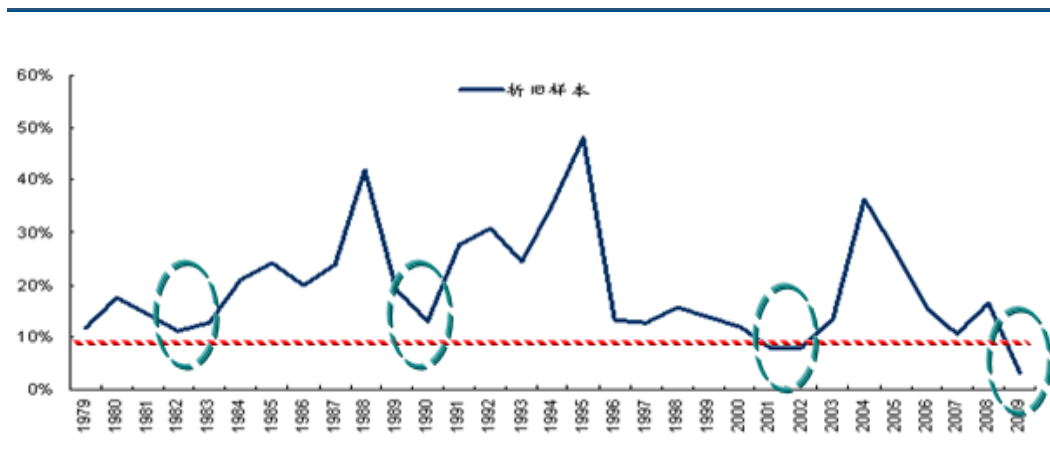
变量	一独奏（预测）	1971 年 2-3 季度（日本）	1977 年 1-2 季度（日本）
经济阶段	预期复苏	滞胀后期	预期复苏
汇率因素	震荡持平	震荡	震荡向下
商品价格	震荡持平	震荡向上	震荡向下
综合	预期复苏配置	预期复苏配置	预期复苏配置
市场走势	震荡向上（小幅、脉冲）	震荡向上	震荡略上
行业配置	房地产、化工、建材等	资源品、房地产、建筑	房地产、服务、信息

资料来源：长江证券研究部

4.3 持续性：房地产并非中周期动力

中周期运行的主线在于设备投资的波动。以折旧变动反映的存量资本变动表明，东部地区的折旧增长已经降到了改革开放以来的最低水平，反转点即将到来。由于东部地区的投资主体是制造业，因此其未来增长的主要动力也将是制造业投资。

图 8：设备投资折旧体现的中周期增长动力



资料来源：长江证券研究部

关于明年中期开始的中周期增长动力，我们在年度报告中，有着详细的论述，这里一个明显和可以确定的答案是：房地产并不是中周期动力，因此注定其行情也是阶段性质，但是依然是一个不得不参与的行情。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为经济周期与资产配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，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
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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，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。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。