

## 无大跌不牛市、转角处现光明

——对房地产板块119大幅调整的点评

### 核心要点:

#### 1、事件

上周五证监会通报了两融业务检查情况并对违规券商采取了相应的惩罚措施，1月19日市场受此影响暴跌，地产板块难以独善其身，申万房地产大跌6.81%，包括万科、保利、招商、金地、华侨城、首开等优质蓝筹股在内的17只股票全部跌停，杀跌气氛弥漫，直击人的心灵。

同日晚间，中国证监会新闻发言人邓舸在接受记者采访时表示，上周五对12家违规券商采取行政监管措施旨在保护投资者合法权益，促进融资业务规范发展，不存在监管部门联合打压股市的情况。此外资产低于50万的融资融券账户也不会被强行平仓，市场不宜过度解读。

#### 2、我们的分析与判断

##### (1) 加杠杆资金出逃导致踩踏式暴跌，地产板块融资占比不高

本次地产板块的下调是随着大盘指数系统性下调而下调的，内在原因是加杠杆资金在高位盘整时期去杠杆的需要，证监会打压两融成了最直接的触发因素。自2014年11月21日降息以来市场上蓝筹低估值品种开始了估值的加速回归，这种加速回归主要是融资资金和配资资金的涌入推动的，这些资金的特征是加杠杆助涨和回撤时的迅速平仓，表现为指数的快速上涨和间或的巨幅震荡。从根本上来讲，杠杆资金并不会决定指数的变化方向，只会在其出于资金成本的压力降杠杆时加剧市场的波动、缩短市场的调整时间。

地产板块的融资额与成交金额之比例相比其他板块也并不十分突出，融资盘对地产板块的打压更多体现为负面情绪的传导效应。根据wind的统计，从降息开始到当日，房地产融资买入额为2229亿元，占期间成交额的比例仅为15%，低于券商、保险、银行等板块5个百分点左右。

##### (2) 地产板块上涨的内在逻辑并未发生实质性改变，不改中长期向好趋势

我们认为，地产板块在四季度的上涨是有着坚实的基本面支撑的，其一表现在销量持续两个季度好转，特别是第四季度单月销量屡创新高，购房需求的弹性持续超出预期，销量持续向好推动板块上涨；其二是行业软着陆基本确定，估值底部确认，在降息的刺激下估值水平的持续回升。当前来看，由于高基数和销售淡季的影响，尽管本月前两周销量环比有所下滑，但已经被市场充分预期，不会构成明显的不利影响。

中长期看，随着行业系统性风险的逐步释放，估值的抬升过程还将持续，但是期间会经历较多曲折。短期而言，第一阶段估值的回归已经结束，板块的趋势性机会减弱、结构性机会加强，而结构性机会来自于销量增速和业绩确定性的差异导致相对估值的变化。

## 推荐

### 分析师

赵强 房地产行业首席分析师

☎: (8621) 20252661

✉: zhaoqiang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050002

### 历史报告

股权融资再解禁、利好行业龙头--对证监会《调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策》的点评(2015年1月19日)

长效机制重大创新、发展租赁意在深远--对住建部《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》的点评(2015年1月15日)

上海及杭州楼市情况调研纪要-2015年1月4日)

14年楼市先抑后扬，一线城市回升显著--房地产行业月报(2014年12月)

楼市区间盘整，精选低估龙头-2015年度投资策略报告(2014年12月)

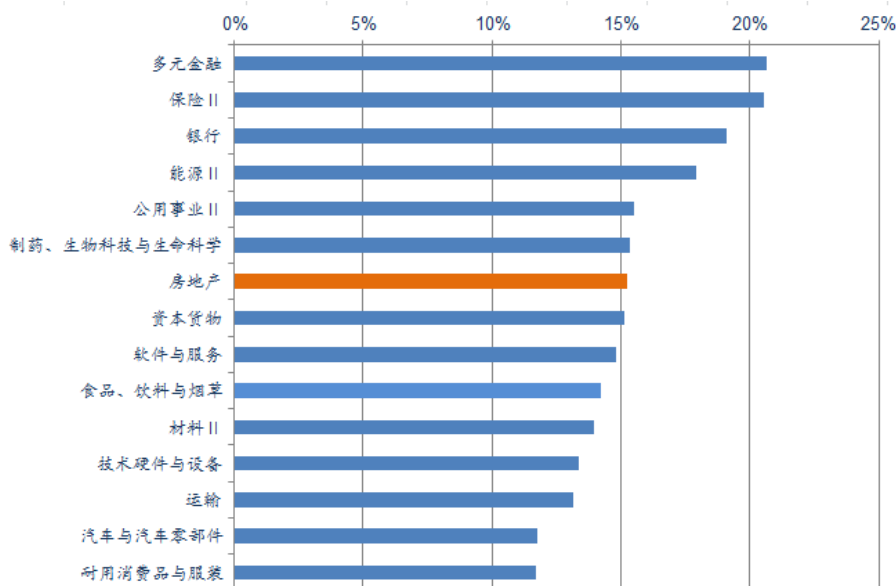
蓝筹股回归，地产股将迎估值修复行情(2014年12月9日)

降息助力短期回稳，楼市长期拐点难改--对央行降息的点评(2014年11月23日)

政策托底走向一线、促进消费意味深长--对上海市市委《关于调整本市普通住房标准的通知》的点评(2014年11月17日)

中央地产政策转向，释放改善型需求--对中国人民银行、银监会《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》的点评(2014年10月7日)

图表 1 降息至今板块融资买入金额/成交总额比例横向对比

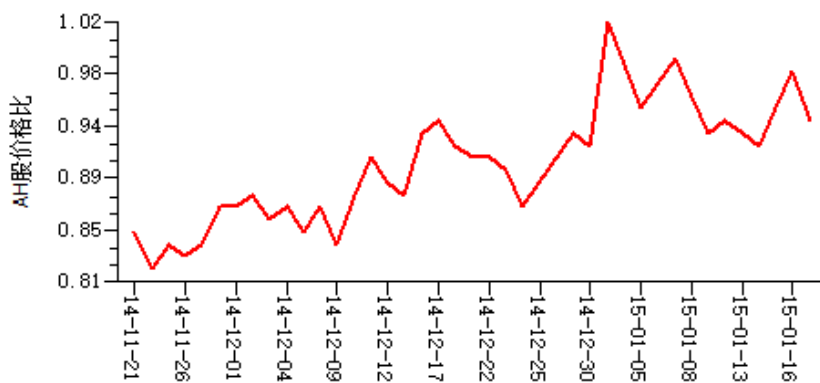


备注：上述板块分类来自于 wind 二级行业指数，剔除了成交额低于 5000 亿的板块  
来源：中国银河证券研究部

### (3) 确立估值底部思维，大胆把握大幅波动中的低吸机会

熊市讲究顶部思维，向上空间有限，总体偏悲观，趁利好出货是常态。牛市讲究底部思维，向下空间有限，趁利空建仓是上策。对于地产板块，我们认为研究的重点在于估值底部的研究，而非估值顶部的预判。针对处于阶段性估值底部区域、确定性强的机会，要大胆把握。以万科为例，我们对比了万科 A 股和港股的估值水平，自降息以来万科 A 股股价走势显著强于港股，其溢价部分反应的主要是 A 股市场杠杆资金推动的溢价涨幅。从降息之日 2014. 11. 21 到 2015. 1. 19 日，万科 A 股的区间涨幅高于港股涨幅 11.6 个百分点(如果按照即期汇率换算成人民币后仅高出 9.6 个百分点)，考虑到万科 A 股的流动性远好于港股，以及融资盘去杠杆的比例其实也较低，有理由相信理性的跌幅会小于 10 个百分点。以港股为参照来考虑，万科的估值底部大概是在 7.5 倍 PE 左右(相对 14 年的业绩预测平均值)，目前股价正处于底部区域。另一方面，自降息之后万科 AH 股折价逐渐收敛于到 1% 之后就开始回调，目前依旧相对港股折价 6.06%。这说明相对于港股，万科 A 股并不存在明显的高估。

图表 2 降息至今万科 A 股 H 股价格对比变化



来源：中国银河证券研究部

### 3、投资建议

中长期看，随着房地产行业系统性风险的逐步释放，行业会经历分化、转型再成长的过程，地产板块可能会呈现增速下行、估值上行的态势。短期内，我们认为地产股估值均值的趋势回归告一段落，销售的增速和业绩的确定性会产生相对估值变化的投资机会。我们推荐销售增速稳健良好、业绩较为确定的行业龙头万科，销售增长优异、业务模式稀缺、成长空间清晰的华夏幸福，资源优势显著受益国企改革的建发股份及旅游+地产龙头华侨城。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**赵强，房地产行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)