

李彦霖 张忆东

策略研究员

021-3856 5943

liylin@xyzq.com.cn

下一个机会是谁？ ——房地产产业链投资价值比较

2009年8月4日

报告关键点

玻璃、钢铁、PVC、纯碱、水泥、家电等下阶段的机会更优

行业比较指标：收入相关度、产能、固定资产占比、估值、行业联动

投资要点

★2009年下半年，基于真实利率下行的趋势不会改变，我们继续看好房地产市场和房地产投资，因此我们将房地产投资链条作为下半年重要的投资主线。

★在本期报告中，我们将房地产相关的行业，作了受益程度比较，以把握当前更好的投资选择。

——玻璃、钢铁、PVC、纯碱、水泥、家电等下阶段的机会更优

相关报告

★我们分析的逻辑如下

——行业趋势方面，需要关注以下三个因素：收入与房地产投资（销售）的相关度；能否提价，这可以通过行业目前的产能利用率、潜在产能压力、存货三个指标来观察；费用率，其重要的影响来自固定资产的折旧，固定资产占比越大，折旧对费用率影响越大，意味着行业利润弹性越大

——股市表现方面，关注以下两个角度：估值是否已经体现了对行业转好的预期；行业联动特征。

★以后，随着行业趋势和市场表现的不断变化，我们也会及时提示产业链上可能的轮动。

I

目 录

房地产市场对相关行业拉动链条	- 3 -
分析框架	- 3 -
结论：玻璃、钢铁、PVC、纯碱、水泥、家电等下阶段的机会更优	- 4 -
指标 1、2：需求	- 5 -
指标 3、4、5：产能	- 6 -
指标 6：存货——化工、钢铁	- 7 -
指标 7：固定资产占比	- 9 -
指标 8：行业联动	- 9 -
指标 9：估值	- 10 -
图 1：房地产产业链相关行业	- 3 -
图 2：乘用车销量和房地产销售面积相关度高	- 6 -
图 3：产成品资金占用与历史同期相比	- 7 -
图 4：相关行业产成品存货 PMI 指数	- 8 -
图 5：固定资产占总资产的比例	- 9 -
图 6：相关行业估值比较	- 10 -
表 1：房地产拉动行业受益程度比较框架	- 4 -
表 2：房地产拉动行业受益程度一览	- 4 -
表 3：房地产对相关行业需求的影响程度和时间比较	- 5 -
表 4：分品种家电对房地产销售敏感性测算	- 5 -
表 5：相关行业产能利用率、潜在产能压力比较	- 6 -
表 6：房地产相关行业产成品存货 PMI 指数比较	- 7 -
表 7：房地产超越大盘表现阶段，相关行业的表现	- 9 -

2009年下半年，基于真实利率下行的趋势不会改变，我们继续看好房地产市场和房地产投资，因此我们将房地产投资链条作为下半年重要的投资主线。

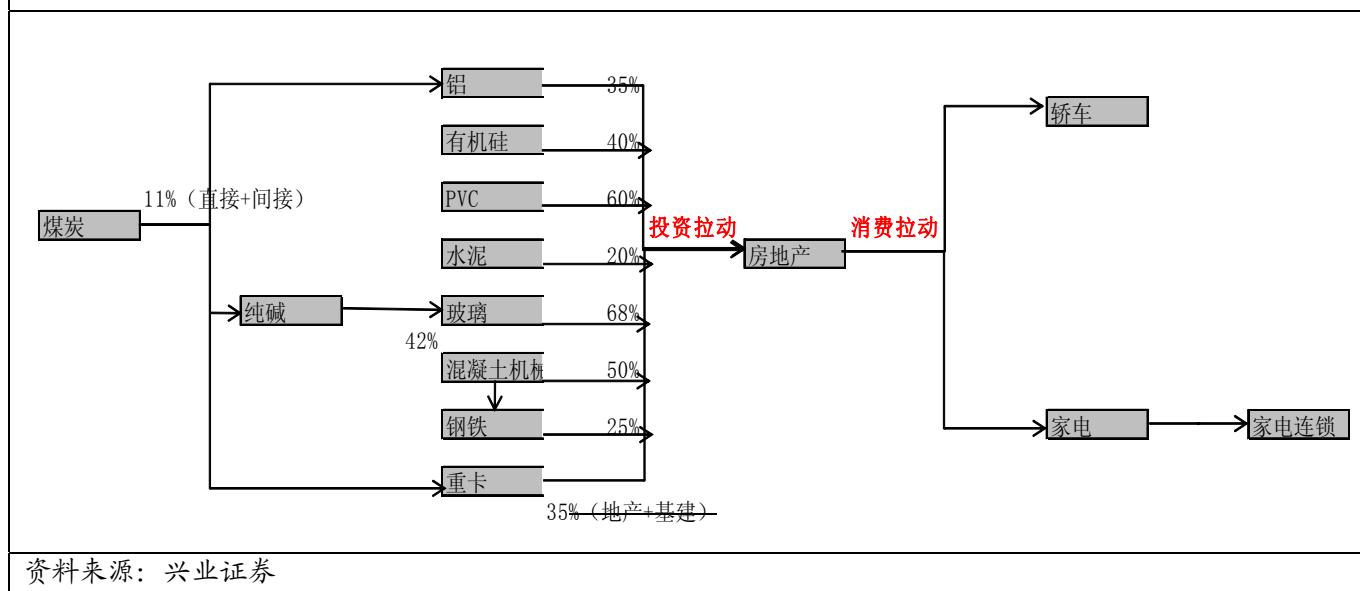
在本期报告中，我们将房地产相关的行业，水泥、玻璃、PVC、纯碱、有机硅、铝、钢铁、混凝土机械、煤炭、重卡、汽车、家电、家电连锁等上中下游，作了受益程度比较，以把握当前更好的投资选择。

以后，随着行业趋势和市场表现的不断变化，我们也会及时提示产业链上可能的轮动。

房地产市场对相关行业拉动链条

图 1：房地产产业链相关行业

（图中数字表示下游行业占该行业直接和间接需求的比例）



分析框架

我们结合行业趋势和股市表现两个方面来比较行业投资价值。行业趋势方面，需要关注以下三个因素：

- 收入与房地产投资（销售）的相关度；这包括相关性和滞后时间。
- 能否提价；这可以通过行业目前的产能利用率、潜在产能压力、存货三个指标来观察。
- 费用率；其重要的影响来自固定资产的折旧，固定资产占比越大，折旧对费用率影响越大，意味着行业利润弹性越大，在趋势向下时利润下滑更快，而在趋势向上时，利润弹性更大。

股市表现方面，一是通过估值来判断是否已经体现了对行业转好的预期。由于多是周期性行业，利润尚未恢复，市盈率看起来很高，因此我们采用 PB 来考察。二是回顾历史，哪些行业在房地产行业涨跌幅超越大盘时表现更好。

表 1：房地产拉动行业受益程度比较框架

	影响因素	比较指标		解释
行业趋势				
收入增速	需求与房地产的相关度	指标 1	房地产占行业需求的比例	占比越大，受益程度越高
毛利率	价格	指标 2	房地产投资影响行业需求的时间	时滞越短，受益越快体现
		指标 3	产能利用率	产能利用率越高，提价可能越大
		指标 4	潜在产能压力	潜在产能压力越小，提价可能越大
		指标 5	存货	存货水平越低，提价可能越大
费用率	折旧	指标 6	固定资产占比	固定资产占比越大，折旧对费用率影响越大，意味着行业利润弹性越大
股市表现				
	估值	指标 7	历史 PB	
	行业联动规律	指标 8	房地产涨幅远超越大盘时，相关行业的表现	
资料来源：兴业证券				

结论：玻璃、钢铁、PVC、纯碱、水泥、家电等下阶段的机会更优

表 2：房地产拉动行业受益程度一览

	房地产占行业国内需求比例（直接+间接）	房地产对行业的拉动时间	产能利用率	产能利用率处于历史水平	潜在产能压力	存货	固定资产占比	估值（与均值比）	下阶段受益程度
水泥	20%	早	80%-85%	中	有利	低	高	-13%	★★★★★
玻璃	68%	晚	95%-100%	高	不利	高	高	52%	★★★★★
混凝土机械	50%	早	85%	中	中性	中	低	59%	★
重卡	35%	早	55%	低	中性	中	低	-7%	★
PVC	60%	晚	70%-80%	中	中性	中	高	0%	★★★★★
纯碱	29%	晚	80%左右	中低	中性	高	高	8%	★★★★
有机硅	40%	晚	80%	中	不利	中		-25%	★★★★
铝	35%	晚	80%	中低	不利	中	高	35%	★★★★
建筑钢	50%	早	90%	高	有利	低	高	23%	★★★★★
煤炭	11%	晚	85%	低	有利	低	中	44%	★★★★
轿车	与房地产销售相关度高	晚	70%	中高	中性	中	中	38%	★★★★
家电	出口比例较大，房地产市场对家电行业整体销售影响小	晚	80%	高	中性	低	低	8%	★★★★★
家电连锁	国内商品房销售额每变动1个百分点，家用电器的销售变动在0.39个百分点左右	晚						-18%	★★

资料来源：兴业证券

指标 1、2：需求

房地产对相关行业的影响表现为两个部分：首先，拉动需求的程度；其次，影响相关行业需求变化的先后时间顺序。

当前，房地产产业链已经被 A 股市场投资者广泛关注，特别是，早受益于房地产复苏的相关行业也早已成为市场热点，股价有了一定反映。

因此，我们下阶段更关注那些受房地产复苏拉动需求程度高的行业，比如玻璃、建筑钢、PVC 等，特别是市场上尚未充分反映的、较晚受益于房地产复苏的行业。

表 3：房地产对相关行业需求的影响程度和时间比较

	房地产占行业需求的比例 (直接+间接)	房地产对行业需求的拉动时间
水泥	20%	早
玻璃	68%	晚，住房建造晚期，滞后 6 个月左右
混凝土机械	50%	早
重卡	35%	早
PVC	40%	晚，用户住房建造晚期，门窗装修
纯碱	29%	晚，滞后于玻璃
有机硅	20%-30%	晚，3-6 个月的滞后期
铝	35%	晚
建筑钢	50%	早
煤炭	11%	晚
轿车	销量增速与商品房销售面积 增速变动方向一致	同步与房地产销售周期，因此滞后于房地产投资
家电	由于出口比例较大，国内房地产市场对家电行业整体销售影响小 房地产销售波动 10%，对家电内需影响 0.8-2.3%，相关性最大的是空调产品，波动幅度在 1.3-4.1%，而彩电受影响最小	晚
家电连锁	国内商品房销售额每变动 1 个百分点，家用电器的销售变动在 0.39 个百分点左右	晚

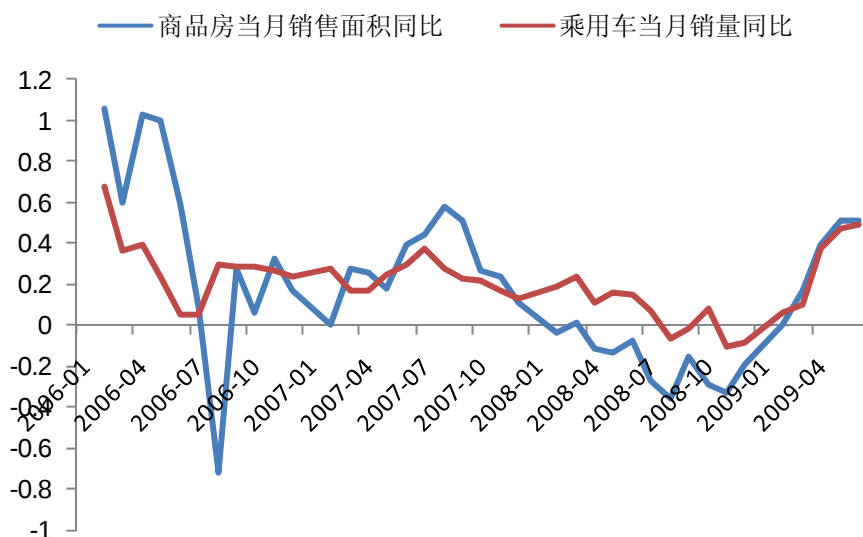
资料来源：兴业证券

表 4：分品种家电对房地产销售敏感性测算

	城镇新增需求中与房地产相关系数 (假设)	房地产销售每波动 10%对家电内需的影响
彩电	20%	0.39%
	40%	0.78%
	60%	1.16%
空调	20%	1.36%
	40%	2.73%
	60%	4.09%
冰箱	20%	0.83%

	40%	1.67%
	60%	2.50%
洗衣机	20%	0.60%
	40%	1.20%
	60%	1.81%
平均值	20%	0.80%
	40%	1.59%
	60%	2.39%

图 2: 乘用车销量和房地产销售面积相关度高



资料来源: 兴业证券, WIND

指标 3、4、5: 产能

产能利用率越高、潜在产能压力越小, 则需求增加时, 供给的提升会相对有限, 则厂商提价的可能性越高, 毛利率提高的空间也越大。从这个角度看, 目前钢铁行业更有优势。

表 5: 相关行业产能利用率、潜在产能压力比较

	产能利用率		产能利用率处于历史水平	潜在产能压力
水泥	80%-85%	地区不均衡, 西高东低	中	关注发改委对水泥产能的控制
玻璃	93%		中	随着行业盈利的好转, 停产的生产线陆续复产
混凝土机械	85%		中	
重卡	55%		低	
PVC	70%-80%	西部较满, 行业平均处于历史中间水平	中	09 年以来投资小, 新增产能压力小
纯碱	80%左右	山东海化开工率在 8 成左右, 三友化工在 8 成左右, 双环科技和青岛碱业实现满负荷	中低	前两年新投产已在上半年体现, 下半年新增产能压力小 关注天然碱矿的远期冲击
有机硅	80%	公司差别大, 低成本的新安股份已满产	中	今年供给存在缺口, 明年供需平衡, 2011 年开始迈入产能过剩阶段
铝	80%		中低	150 万吨新增产能压力大

钢铁	90%	小钢厂接近 100%	高	短期新增压力小，板材厂的建设周期一般是两到三年。
煤炭	85%		低	山西省资源整合，淘汰落后产能
轿车	70%		中高	
家电	80%		高	产能总体变化不大

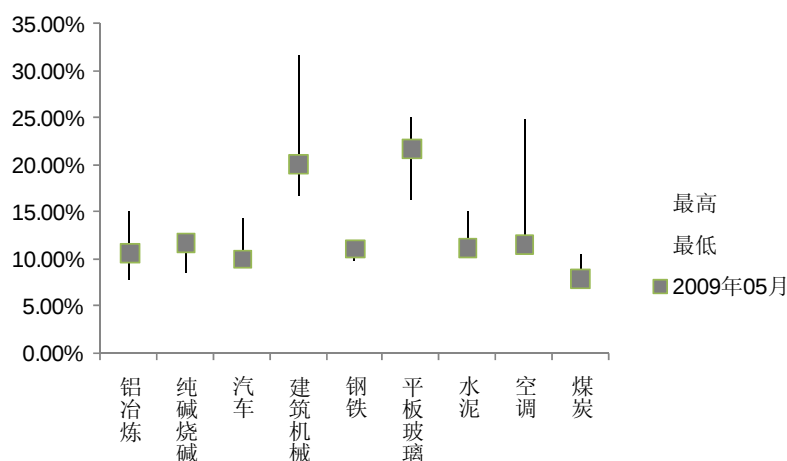
资料来源：兴业证券

指标 6：存货——化工、钢铁

我们认为，存货并不是一个绝对的指标，更重要的在于终端用户需求的可持续性。只要实际需求保持强劲，存货即可顺利消化。因此，我们选用了两类指标：工业企业利润数据中的产成品资金占用以及 PMI 中的细分存货指标。

- 2009 年 1-5 月工业行业数据显示，存货处于较低水平的行业有汽车、建筑机械、水泥、空调、煤炭；存货处于较高水平的行业，包括纯碱和钢铁。

图 3：产成品资金占用与历史同期相比
(2009 年 1-5 月工业企业数据)



资料来源：WIND，兴业证券

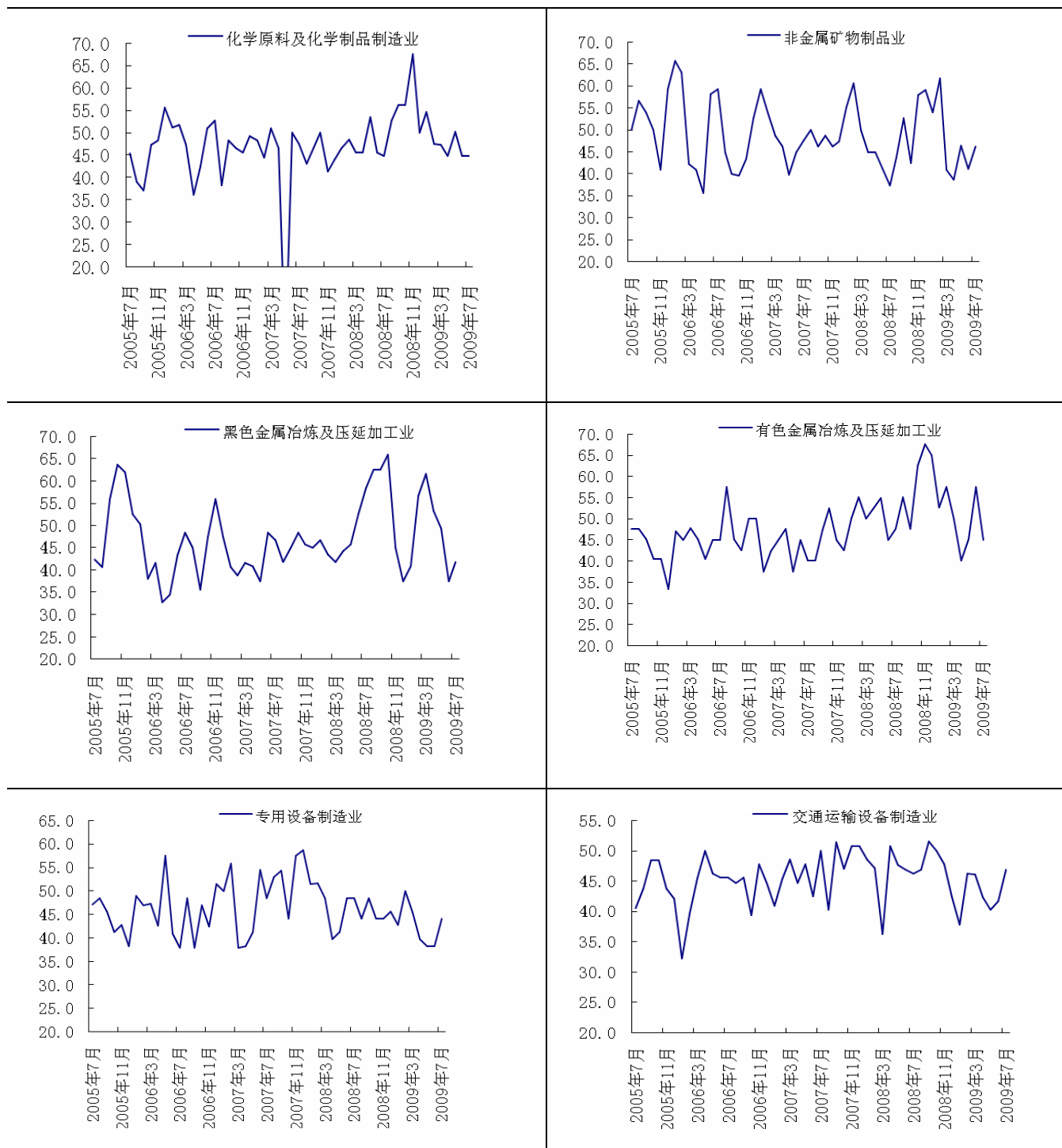
- 钢铁、化工的存货 PMI 指数下降非常快。从 PMI 存货指数看，6、7 月份这些行业（除煤炭无数据）的存货指数都低于 50，显示存货处于下降的过程中。钢铁存货 PMI 在 4 月份开始大跌，在 7 月份虽有所上升，整体仍在低位，渠道存货水平较厂商更高，板材的渠道库存甚至高于 2008 年的峰值水平，而建筑用钢的库存则接近其 2008 年的平均水平。

表 6：房地产相关行业产成品存货 PMI 指数比较

PMI 产成品存货	非金属矿物	专用设备	交运设备	化学原料及化学制品制造业	有色金属冶炼及压延加工业	黑色金属冶炼及压延加工业	电气机械及器材制造业
Jun-2009	41.0	38.2	41.7	44.8	57.5	37.5	32.6
Jul-2009	46.1	44.0	46.9	44.7	44.9	41.7	31.4

资料来源：兴业证券，CEIC

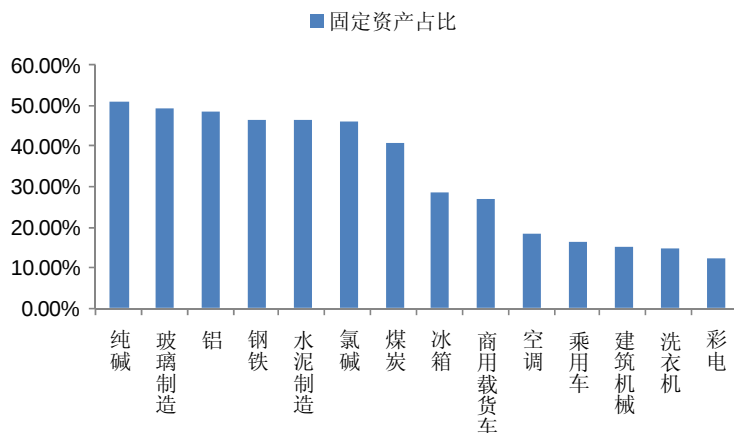
图 4: 相关行业产成品存货 PMI 指数



资料来源: 兴业证券

指标 7: 固定资产占比

图 5: 固定资产占总资产的比例
(2008 年年报)



资料来源: 兴业证券, WIND

指标 8: 行业联动

本轮房地产上涨以来, 相关的一些行业, 玻璃、纯碱、水泥、空调等行业表现较弱, 可能有行业轮动的机会。

表 7: 房地产超越大盘表现阶段, 相关行业的表现

行业	2004-1-13 2004-4-6	2005-7-20 2006-4-11	2006-6-28 2006-9-25	2007-3-2 2007-9-3	2008-4-28 2009-7-6
上证综指	9.82	34.30	5.05	90.23	59.61
沪深 300	8.94	34.43	0.62	119.09	77.99
房地产	24.79	71.60	28.02	192.59	143.87
三级行业	涨跌幅 涨跌幅 排名	涨跌幅 涨跌幅 排名	涨跌幅 涨跌幅 排名	涨跌幅 涨跌幅 排名	涨跌幅 涨跌幅 排名
建筑用钢	6.89 12	27.68 13	2.64 7	108.77 9	69.78 1
煤炭开采	18.89 7	51.97 5	-11.44 14	212.80 1	54.29 2
焦炭加工	0.00 13	35.46 12	-9.70 12	139.31 5	39.75 3
铝					30.04 4
氯碱	21.39 4	47.24 7	1.93 8	80.58 13	24.21 5
建筑机械	13.70 11	77.12 1	4.05 5	142.64 4	23.61 6
商用载货车	-14.35 14	40.16 10	-4.24 11	85.81 12	18.85 7
冰箱	20.84 5	42.50 9	6.84 2	76.87 14	18.01 8
汽车零部件	20.75 6	49.74 6	6.76 3	111.49 8	14.78 9
空调	16.75 9	37.99 11	2.67 6	166.37 2	12.99 10
专业连锁	32.62 1	76.86 2	-0.52 9	130.15 6	12.27 11
水泥制造	14.12 10	70.69 3	7.40 1	152.58 3	12.08 12
纯碱	27.50 2	46.13 8	-9.90 13	108.60 10	10.73 13
玻璃制造	17.41 8	24.92 14	-4.12 10	124.99 7	3.89 14
化工新材料	21.59 3	59.17 4	4.54 4	98.18 11	2.46 15

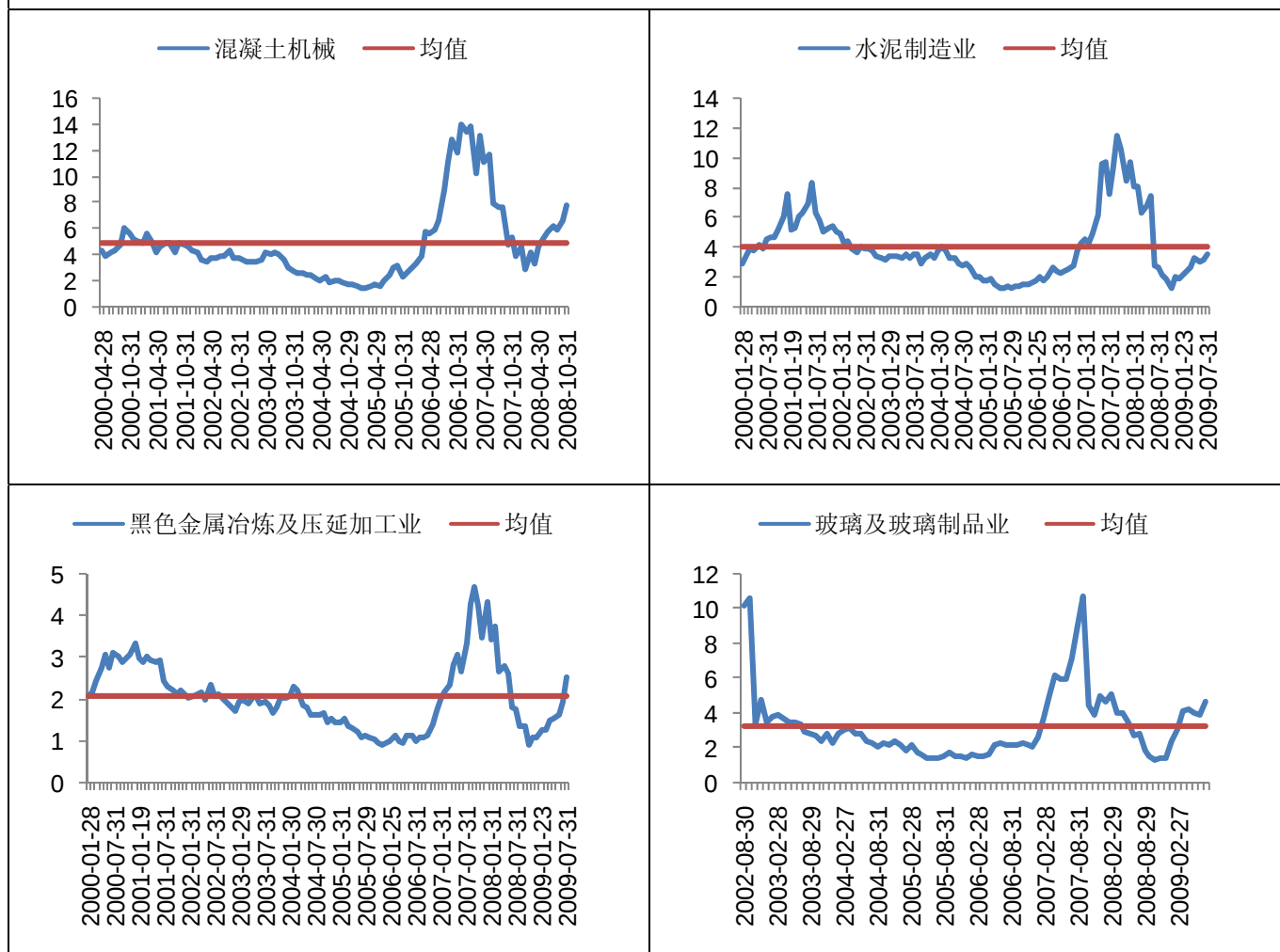
资料来源: 兴业证券, WIND

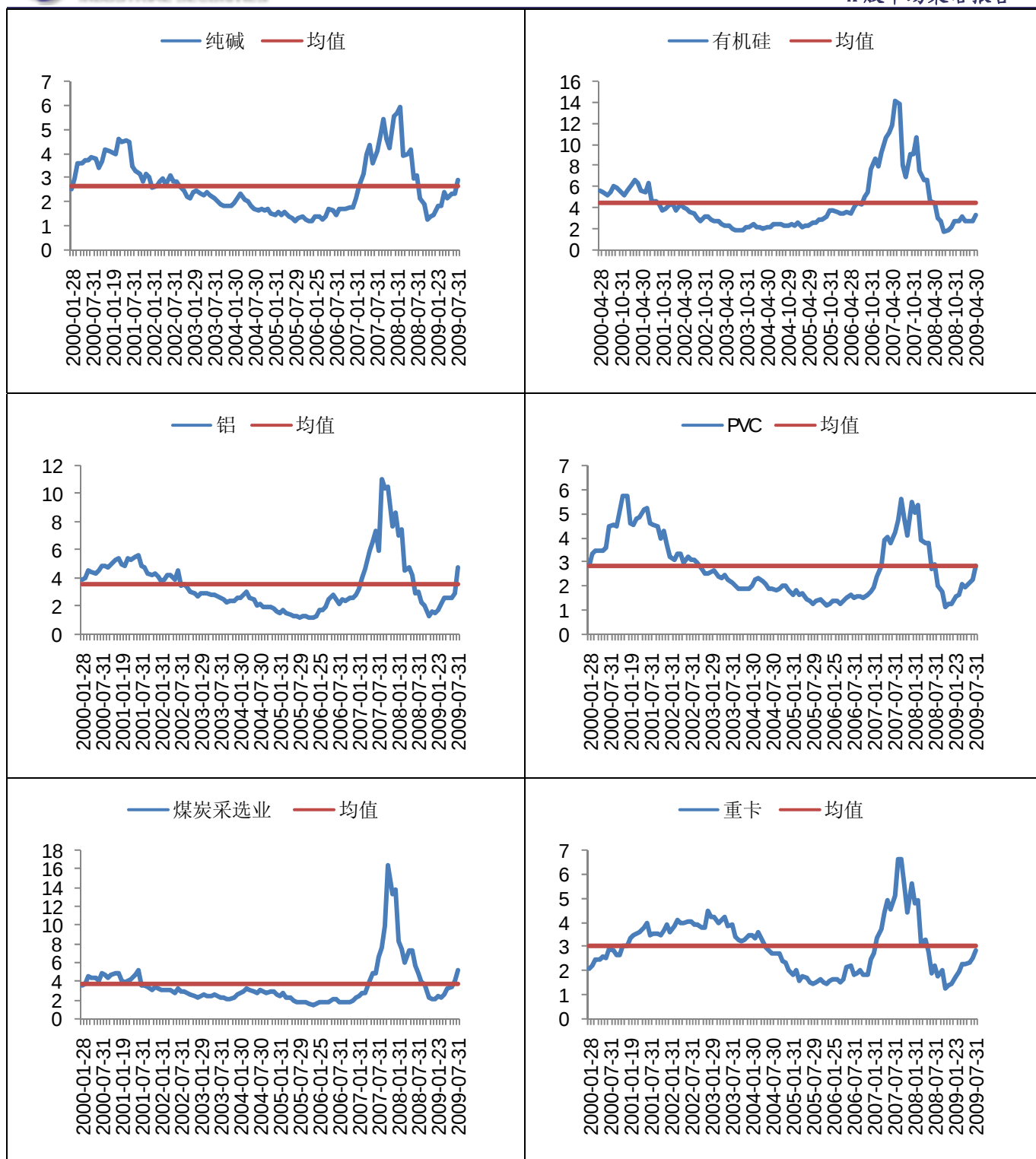
指标 9: 估值

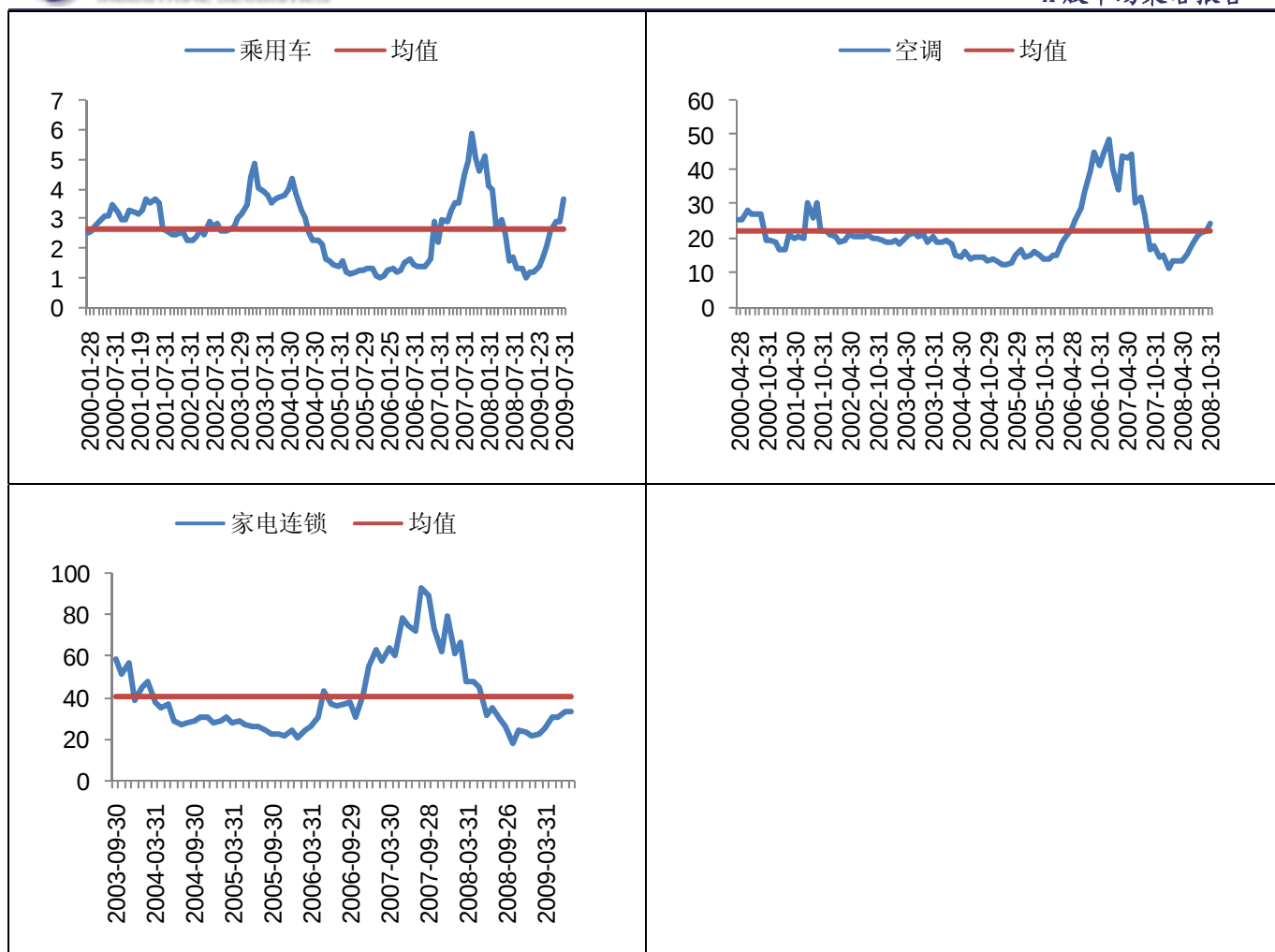
由于多是周期性行业，利润尚未恢复，市盈率看起来很高，因此我们采用 PB 来考察。其中，家电、家电连锁采用 PE 估值。

其中，水泥、纯碱、PVC、空调、家电连锁等行业估值尚在均值附近，有进一步提升空间。

图 6: 相关行业估值比较







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: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。