

2010年9月产业比较分析报告(3)

产业比较分析报告

本报告的主要看点：
讨论了房地产量价组合的两难

消费为核心 主题放卫星

基本结论

- **周期停滞与个股活跃。**今年以来，总体上是经济周期大的变动相对较少，经济与政策之间的博弈使得周期变化不具备趋势性，由此行业配置带来的收益贡献有所降低；而通过个股挖掘、主题把握的收益贡献上升。
- **为了探寻未来周期的变化，我们主要讨论房地产、通货膨胀与流动性。**短周期中，通胀阶段性上行，地产处于量价博弈、预期与政策博弈阶段，短周期在方向上缺乏趋势性。
 - **房地产量价组合的两难：**开发商资金链尚未绷紧，不会大幅降价；在大幅降价促销下，会吸引压抑已久的刚需，促使销售阶段性回暖；但随着价格低开高走，市场会进入到量价的反复博弈。成交的较快回升会带来大城市的价格上涨压力，从而引发政策调控；成交的相对低迷又会使得未来供给压力突出。总之，地产市场在价格调整或政策调控未有效结束之前，两难格局难改。
 - **通胀短期走高与流动性节奏变化。**目前我们对CPI的预测较市场要高一些，如果短期CPI超预期，市场预期会需要在保增长和压通胀之间作出权衡，会导致市场短期节奏的变化。流动性大的变化则要参考通胀形势，目前市场的流动性并不足以推升市场整体性估值的扩张，更多的是在局部形成热点。
- **配置策略：**9月，我们判断景气度确定的以及可以抵御通胀预期的消费品行业仍然会是配置的核心，而主题型机会则作为资金充裕格局下的卫星配置。周期股阶段性上还是缺乏持续有力的驱动力。
 - **消费作为核心配置。**整体消费的景气度还维持在高位景气，尤其是中低端的消费。从行业的盈利表现看，2季度盈利依然很好，收入增速维持高位稳定，利润率水平也都在改善，其中家电、食品饮料、纺织服装表现较好。我们看好商业、食品饮料、家电、纺织服装。
 - **主题作为卫星配置。**如果流动性在9月份出现较大的波动，则对于原先被追逐的各种小盘概念股，可能会有风险释放。关注：通胀预期主题（食品饮料、商业、农林牧渔、农药化肥）、区域主题（内蒙古）、新能源主题（风电接入）、科技主题（移动电子商务）、整合重组。
 - **周期中看供给改善。**在周期股中，选择供给面存在明显改善预期的行业。需求层面，房地产新开工面积下滑始终是对周期股的考验，因此在需求面波动的情况下，强调供给面的确定性更为重要。我们相对看好水泥、造纸、煤炭、实现快速销售的地产。

徐伟 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
(8621)61038297
wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

周期停滞下的个股活跃	3
房地产的量价组合难两全	5
通胀、流动性与业绩：短期有惊无喜	10
配置策略：消费做核心 主题放卫星	12

图表目录

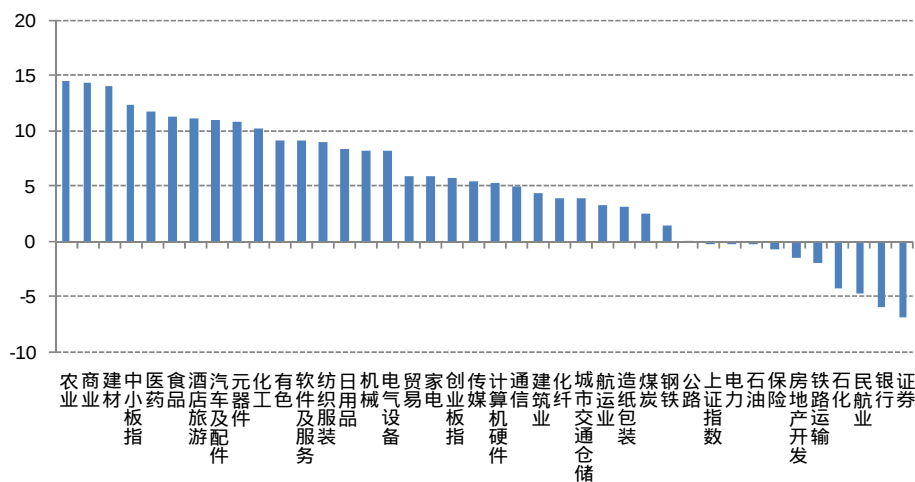
图表 1：8 月上证指数未动，中小板指数创新高；消费类涨幅居前	3
图表 2：7 月主要是以周期股的估值修复为主要特征	3
图表 3：投资时钟：经济筑底与通胀上行	4
图表 4：投资时钟：房价过快上涨会压制股市	4
图表 5：7 月以后，上海新房成交逐步回暖	5
图表 6：7 月以后，北京新房成交逐步回暖	5
图表 7：8 月以后，深圳新房成交有所回暖	6
图表 8：7 月以后，杭州商品房成交回暖	6
图表 9：8 月以后，南京市场快速回暖	6
图表 10：8 月以后，大连销售小幅回暖	6
图表 11：房地产开发资金来源增速放缓，但依然还是在较高的位置	7
图表 12：房地产开发商的资金与销售情况是同向关系	7
图表 13：经营性现金流差，与大规模投资建设有关	7
图表 14：速动比率接近 0.5，开发商会有比较大的压力	7
图表 15：销售是价格的领先指标	8
图表 16：房地产行业周期性的扩张与收缩	8
图表 17：未来房地产销售的三种简单情形：低位震荡、温和回升与强烈增长 ...	8
图表 18：三种情形下的去化周期	8
图表 19：全国看，未来供给量上升	9
图表 20：分区域，大城市的供给则比较紧缺	9
图表 21：市场预测 CPI10 月见顶，之后下滑	10
图表 22：市场资金利率走高	11
图表 23：中期业绩符合预期运行	11
图表 60：食品饮料、医药、纺织服装景气度维持高位	12
图表 61：盈利的景气度还维持高位，收入继续高增长	12
图表 24：工程机械的销量 8 月出现下滑	13
图表 25：水泥价格近期出现上涨	13
图表 26：钢价稳定，库存小幅削减	14
图表 27：动力煤有望在 9 月下旬开始回升	14

周期停滞下的个股活跃

经济周期停滞与个股反复活跃

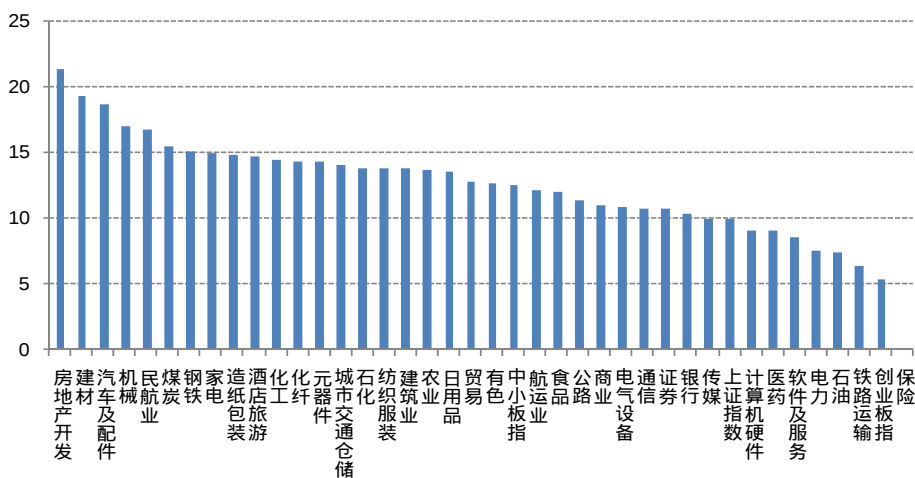
- 今年以来，总体上是经济周期大的变动相对较少，经济与政策之间的博弈使得周期变化不具备趋势性，由此行业配置带来的收益贡献有所降低；而通过个股挖掘、主题把握的收益贡献上升。
- 7月A股市场表现出来的特征是估值修复。由于2季度经济较快的下滑引发了市场过度悲观的预期；7月份无论在实体经济和流动性上都出现了企稳或者改善；投资者的悲观预期与现实之间存在修复的机会；因此主要体现为周期股的超跌反弹。
- 8月A股市场又进入到主题式、个股式的行情中。经济层面又进入到相对平稳阶段，即周期股进入休整期；与此同时市场流动性依然维持相对充裕的格局，个股的表现更为活跃，尤其是中小板股票；上证指数未动，而中小板指数创出历史新高。

图表1：8月上证指数未动，中小板指数创新高；消费类涨幅居前



来源：国金证券研究所

图表2：7月主要是以周期股的估值修复为主要特征

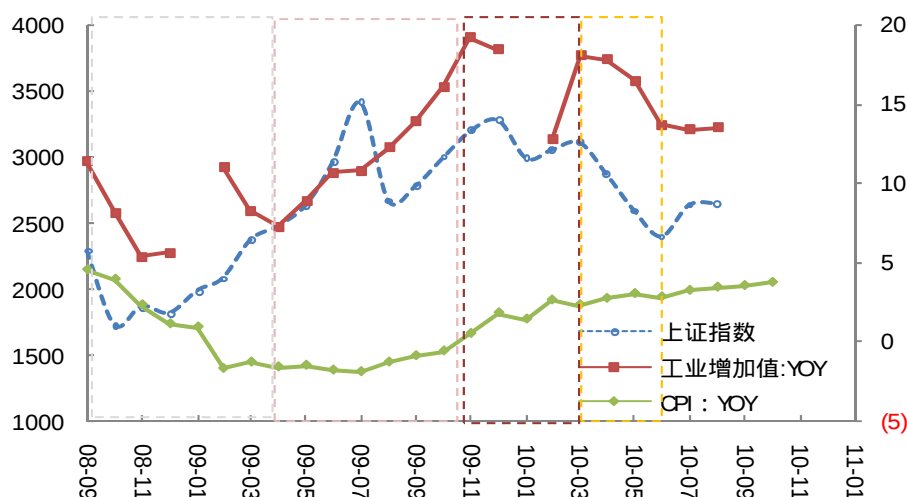


来源：国金证券研究所

未来这种格局会发生变化么？

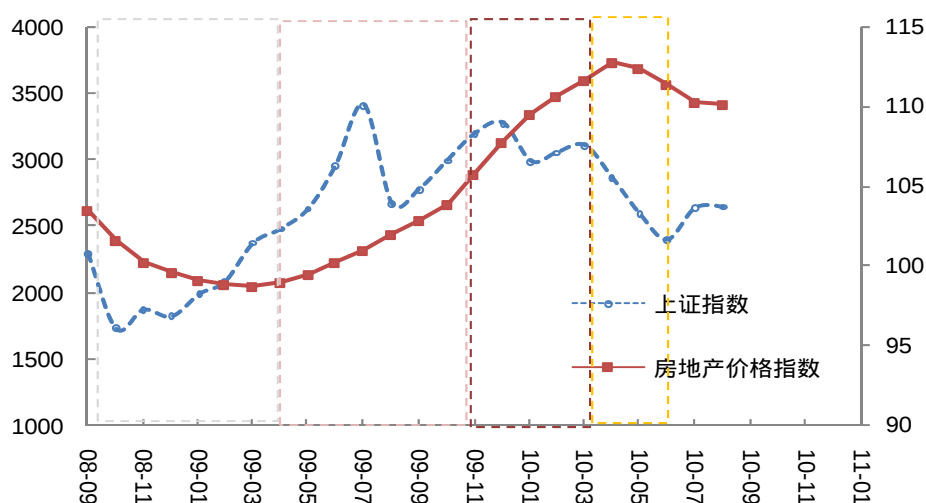
- 我们主要关注房地产市场、通货膨胀与流动性。
- 在经济周期方面，未来存在变化的主要是房地产市场。其他方面：如政府投资、消费、出口都很难有大的超预期，房地产景气由于之前的调控措施打压处于相对低位，出现比较明显的复苏会对市场产生影响。不过要关注的是房地产销售与房价所呈现的组合。
- 通货膨胀的变化影响的是适度宽松政策的持续性以及适度宽松的流动性。如果通胀持续走高引发通胀预期的上升，则政策和流动性有紧缩的预期，对于市场短期内会形成一定压力，对中小市值股票的持续估值扩张也会造成压力。
- 流动性一方面是实体经济层面的流动性，这一部分我们宏观团队有详细的阐述，即短期略微趋紧并不足以引发担忧，主要还是看通胀的演变；另一方面市场层面流动性，如果宏观背景不发生变化，还是不差钱的状态。

图表3：投资时钟：经济筑底与通胀上行



来源：国金证券研究所

图表4：投资时钟：房价过快上涨会压制股市



来源：国金证券研究所

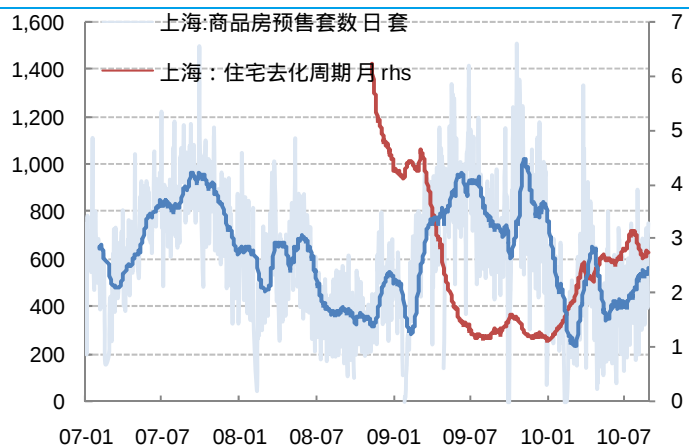
房地产的量价组合难两全

- 关注房地产的逻辑在于：房地产在被压抑了几个月之后正在发生变化；房地产销售对于未来地产投资的稳定性和持续性有比较大的意义；但对于一个被政策重点关注的行业，销售是一方面，价格是同样重要的另一方面；地产销售与价格的组合决定的是市场中占较大比重的周期股的走势。
- 中期看地产销售与价格存在以下组合：一、量升价升，对应的是政策紧缩的潜在要求；二、量温和反复价格盘跌，对应的是消化周期拉长政策稳定；三、量缩价跌，对应的是调整压力大不排除政策松动的必要；以及四、量升价稳，这是最理想的状态。
- 我们倾向于认为目前处于第二种情形，8月份由于一些促销降价行为导致销售回升，同时价格又开始有所抬头，带来一定的政策压力；同时由于较为严格的信贷政策，需求的释放会比较温和；未来较大的供给使得行业还会有预期的反复。在这一阶段，销售策略灵活的地产商相对受益；而对地产产业链而言投资机会尚未到来。

从现实出发，8月地产销售明显回暖

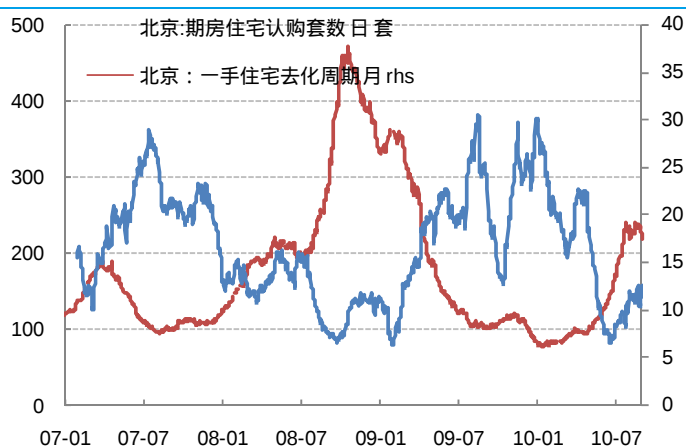
- 我们统计了一些主要城市房地产销售和库存变化的情况，自7月以后一些城市地产销售开始回暖，进入到8月销售进一步有所回升；从最低点的销售到目前大致上都环比上升了50%甚至更多。从历史上看的话，目前的销售应该说从低谷回升到中性位置，进一步的上升将会进入到旺销的区域。
- 去化周期最紧张的时候在2008年第四季度；目前的情况是城市的去化周期比那个时间点要好，即使是在前期销售低谷的时候，因为今年的待售情况比08年4季度时要好上不少。所以，即使在调控政策的重压下，我们并没有看到开发商大幅的降价，是因为目前供需环境恶劣的程度还比不上08年4季度。
- 在过去一段时间我们也看到，房地产开发商在销售最为低迷的时候，有打折促销的动作；但一旦销售转为活跃，则又出现了打折减少、甚至提价的行为。所以现实是，无论库存、去化周期、地产商定价其实都是依赖销售的情况进行的；只有在销售比较低迷的时候，开发商才会受到压力进行降价。

图表5：7月以后，上海新房成交逐步回暖

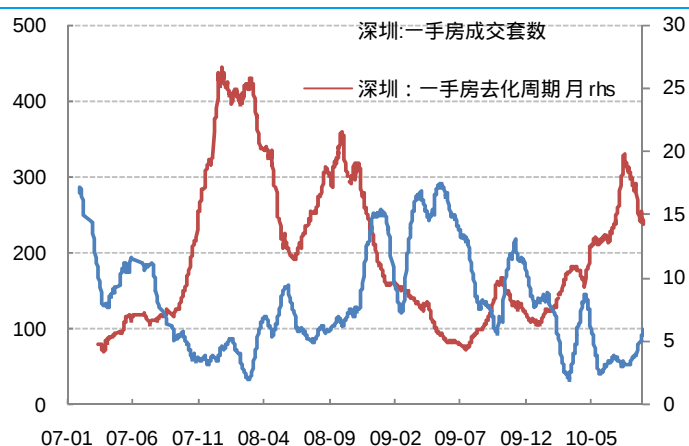


来源：国金证券研究所

图表6：7月以后，北京新房成交逐步回暖

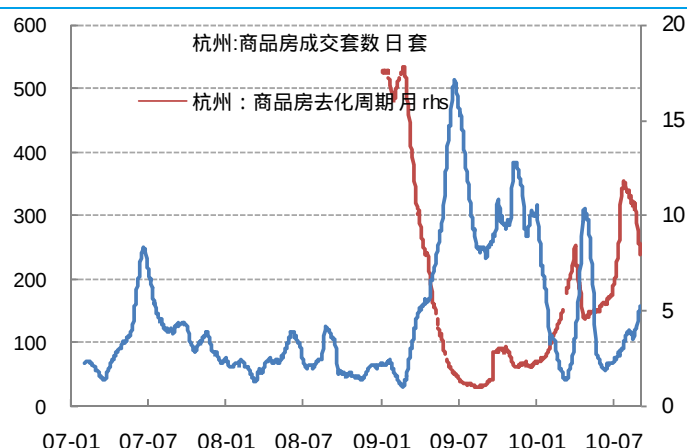


图表7：8月以后，深圳新房成交有所回暖

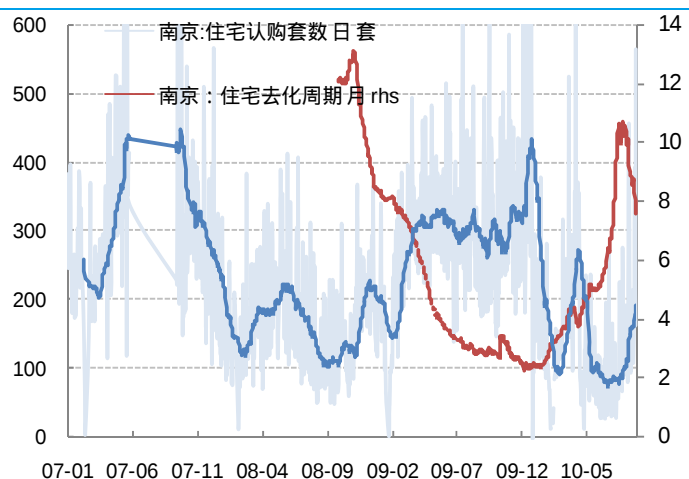


来源：国金证券研究所

图表8：7月以后，杭州商品房成交回暖

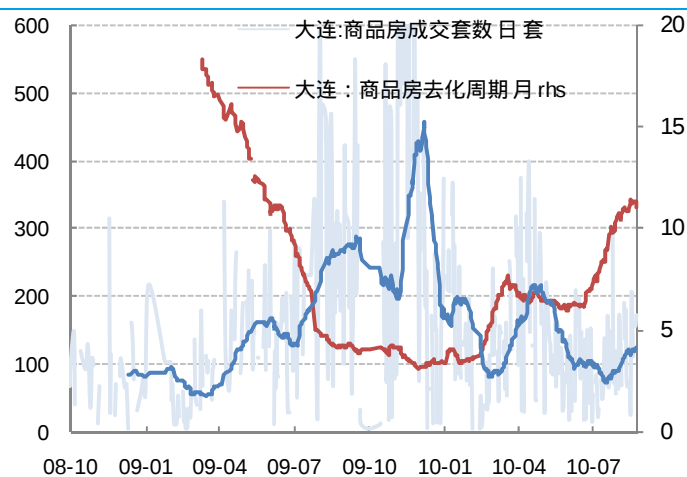


图表9：8月以后，南京市场快速回暖



来源：国金证券研究所

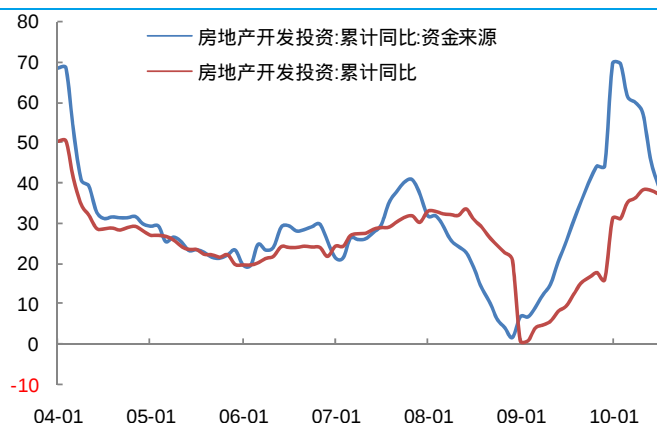
图表10：8月以后，大连销售小幅回暖



开发商的资金是否足够紧张？

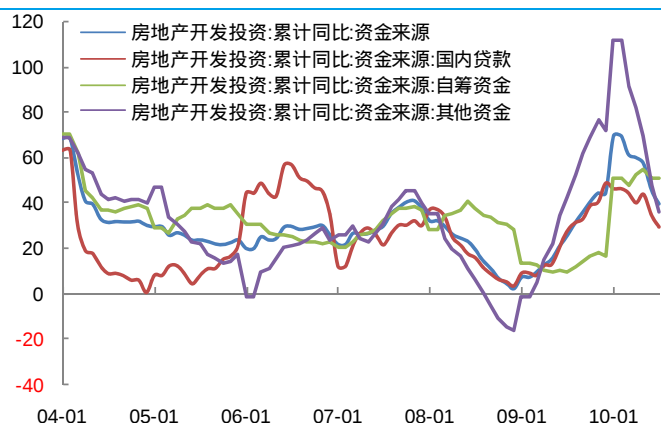
- 资金流的紧张会驱使开发商降价。在 08 年 4 季度，由于开发商资金面上压力难以为继，出现了降价加快回笼的行为。那么现在开发商的资金情况如何？我们认为中短期内，由开发商资金链紧张而导致较大幅度降价的局面并不会出现。
- 从房地产开发投资类指标看，开发投资一直处在较高位置，资金来源的增速已从高位回落但依然处在较高水平；而 08 年时资金来源持续紧缩超过开发投资，最终导致资金流紧张下的投资下滑；目前经过去年资金的超额供给且增速一直高于投资，开发商资金紧张程度远不及 08 年 4 季度。
- 在今年以来的房地产开发投资资金来源中，大约贷款占 20%，自筹占 37%；出售预付款占 43% 不到。由此会有同向反馈环，销售好，开发商现金流充裕，价格趋于坚挺；这决定了所谓的量升价跌之不可能的悖论。
- 从上市公司报表看，目前开发商的经营性现金流处于最差阶段，我们认为主要是由于开发商处在大规模的投资期，开发商可以通过放缓工程进度减少新开工，降低现金流支出；真正对开发商造成实质影响的偿还能力目前还处于相对高的位置。看历史，08 年 1 季度开发商经营性现金流最紧张，3、4 季度偿还能力快速恶化，真正的降价其实是在下半年。

图表11：房地产开发资金来源增速放缓，但依然还是在较高的位置

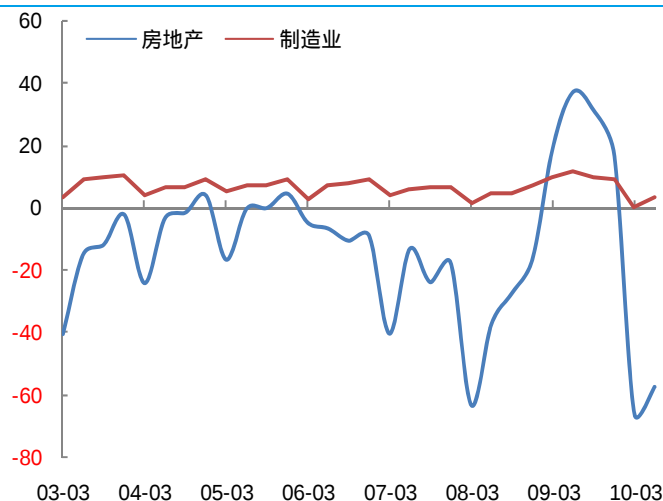


来源：国金证券研究所

图表12：房地产开发商的资金与销售情况是同向关系

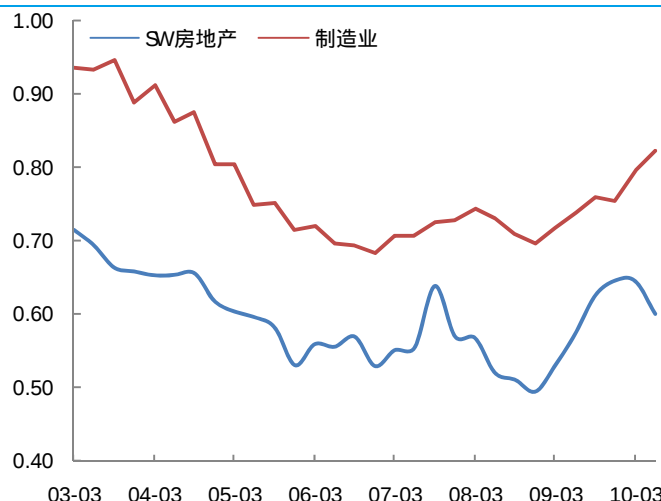


图表13：经营性现金流差，与大规模投资建设有关



来源：国金证券研究所

图表14：速动比率接近0.5，开发商会有比较大的压力

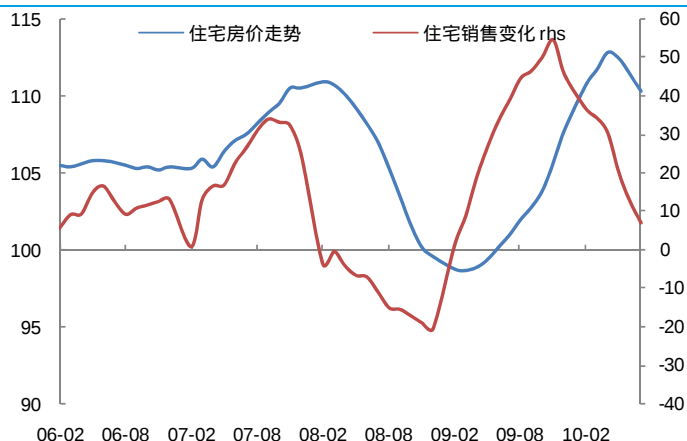


未来的供给及去化周期测算

- 8 月一些促销楼盘的推出，使得被压抑许久的成交从底部回升；在房价预期稳定，以及总体供应有限的情况下，单独的降价策略起到了促销的效果；不过随着房价低开高走，对销售的持续回升提出了考验。
- 在 2009 年 4 季度以后，房地产开发商集中新开工，由此在 10 年的 4 季度和 11 年的上半年，将形成供给的高峰。这个供给高峰的度过需要依赖于销售的持续回暖。
- 我们假设了未来三种销售情形：1、单月销售维持与今年上半年基本持平 7000 万平方米，则 4 季度开始供给压力就会体现得比较明显，到明年中期去化周期会超过 08 年最高点，意味着地产开发商有较大的压力；2、单月销售回暖至 09 年销售的高点即 8000 万平方米，后续的去化周期会有序上行不会造成过大的压力，去化周期高点不会超过 08 年最高点；4、单月销售大幅上涨至 10000 万平方米，能完成对供给的消化，但销售如此大的回升在目前看不到实现的基础。

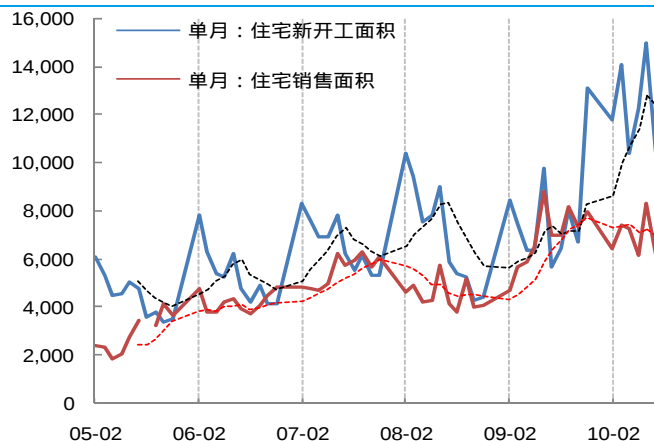
- 相好的情景是，开发商持续的施行降价策略，促使销售能够进一步回升，有利于率先主动降价进行销售的开发商；相对差的情景是，房价低开高走，政策预期紧缩，销售反复，在供给压力下价格上涨的预期发生变化。
- 同时需要指出的是，只要销售不是强烈增长，则未来新开工面积有下滑的必要，对产业链上相关行业而言投资时机需要等待。

图表15：销售是价格的领先指标

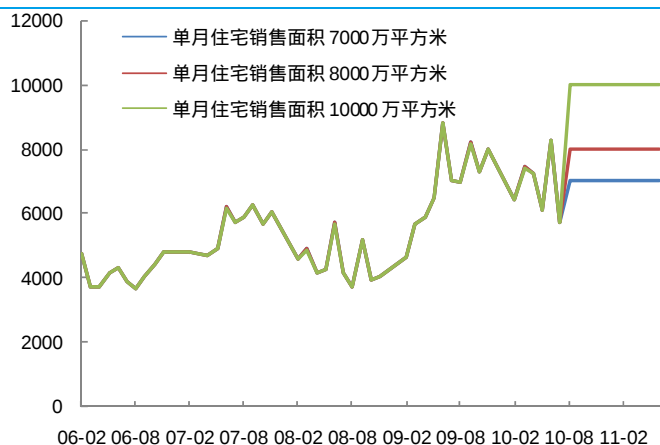


来源：国金证券研究所

图表16：房地产行业周期性的扩张与收缩

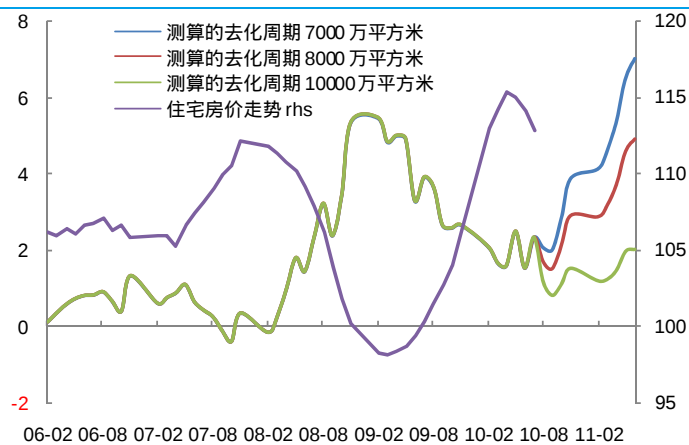


图表17：未来房地产销售的三种简单情形：低位震荡、温和回升与强烈增长



来源：国金证券研究所

图表18：三种情形下的去化周期

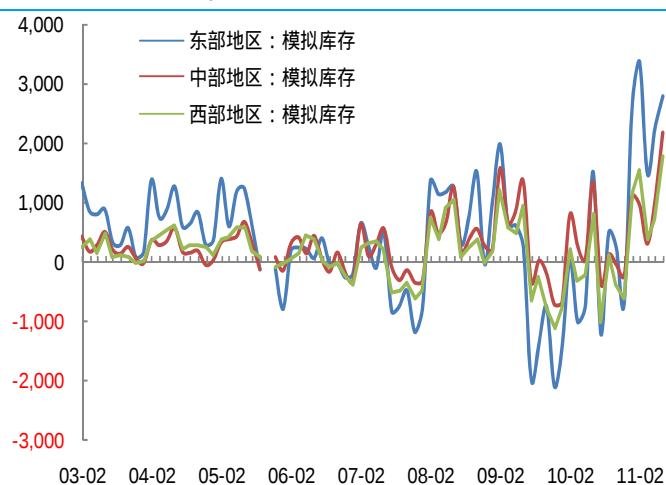


如果销售大幅回升下的价格压力

- 我们的基准情景是：房价下跌刺激部分刚性需求，但总体需求回升温温和；未来供给压力较大，房价呈现盘跌走势。
- 如果出现销售大幅回升的情况，比如通胀预期加深下的保值需要；则认为房价上升的压力，会使得政策紧缩成为必须要考虑的问题；虽然有观点认为总体供给量大的情况下会压制价格，但主要大城市的供给情况并不乐观。
- 从总量数据上看，销售回升至 8000 万平方米，供给量呈持续上升的走势；但细分各个地区看，比如主要大城市北京、上海、天津则供给并不那

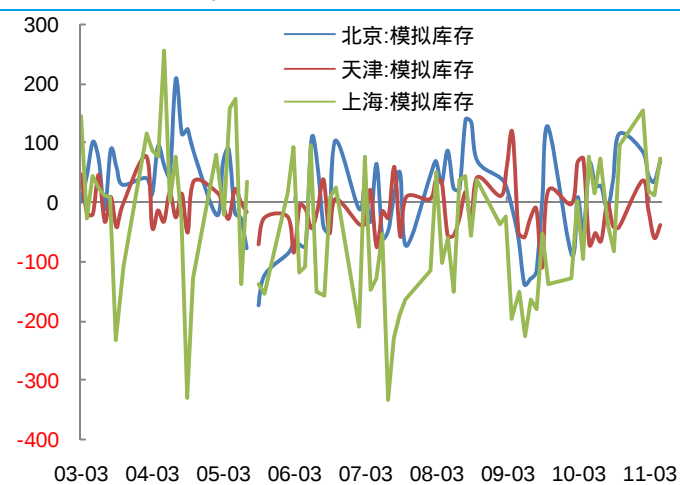
么充分；如果说抗通胀，核心城市应该是主要选择，这就给政策调控提出了较高的难度。

图表19：全国看，未来供给量上升



来源：国金证券研究所

图表20：分区域，大城市的供给则比较紧缺



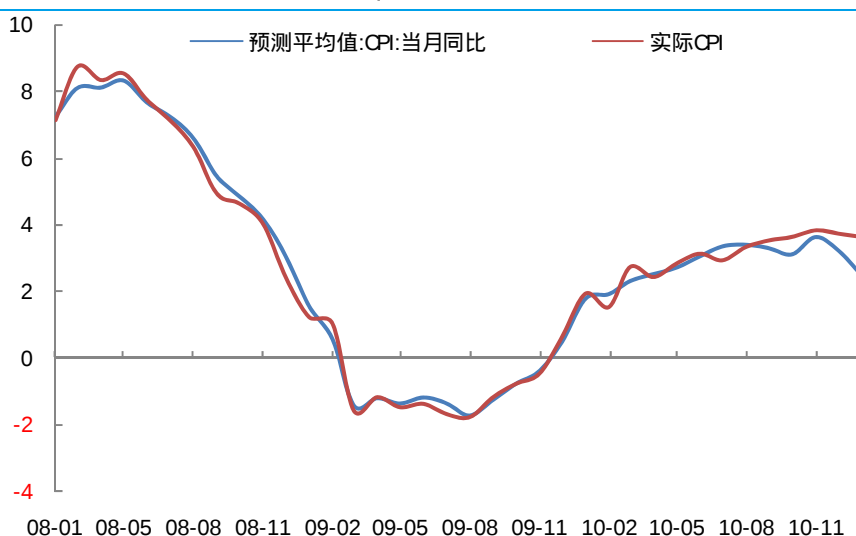
通胀、流动性与业绩：短期有惊无喜

在通胀、流动性与业绩方面：通胀短期的走势是关注的重点，如果8月CPI攀升至3.6%，将导致连续数月通胀水平高企，并带来较为负面的影响。

通胀短期走高

- 目前市场对CPI的预测是10月见顶，之后回落。我们宏观团队认为短期CPI的数值有可能会超出目前市场的预期。如果短期CPI超预期，市场预期会需要在保增长和压通胀之间作出权衡，也可能导致流动性格局的变化，进而带来市场节奏的变化。
- 总之，在未来几个月是CPI指标上行的阶段，是否会由CPI的超预期引发通胀预期，是需要重视的。这会压制短期内市场的估值扩张。

图表21：市场预期CPI10月见顶，之后下滑

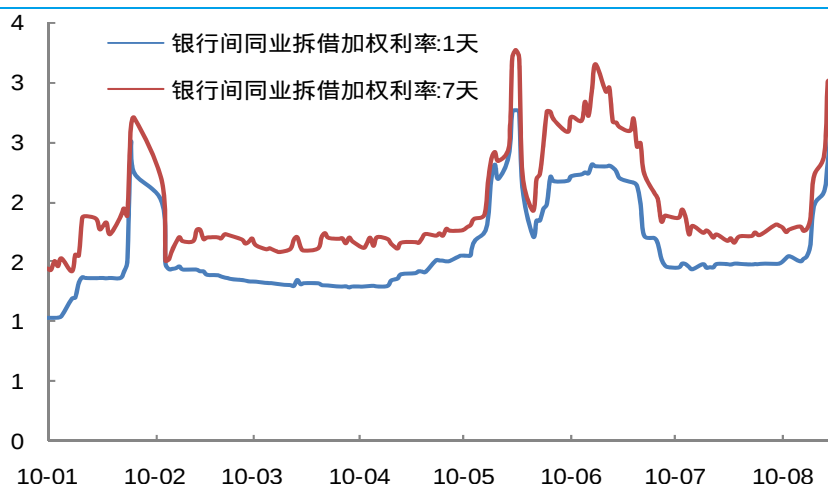


来源：国金证券研究所

流动性看通胀

- 8月底，市场资金层面出现一些波动。我们宏观团队认为这主要与债券产品供给和季末效应有关；结构性的紧张，而非趋势性。这方面，还不足以引发过度忧虑。
- 流动性大的变化还是参考通胀形势，如果通胀短期走高且高位盘整，则政策趋向于压通胀，短期流动性会继续趋于紧缩，4季度可能会略紧一些，到明年1季度会趋于缓和。
- 无论怎么样，看起来目前市场的流动性并不足以推升市场整体性估值的扩张，更多的是在局部形成热点。这个特征在9月份应当还会延续，可能波动性方面会有所增大。

图表22：市场资金利率走高

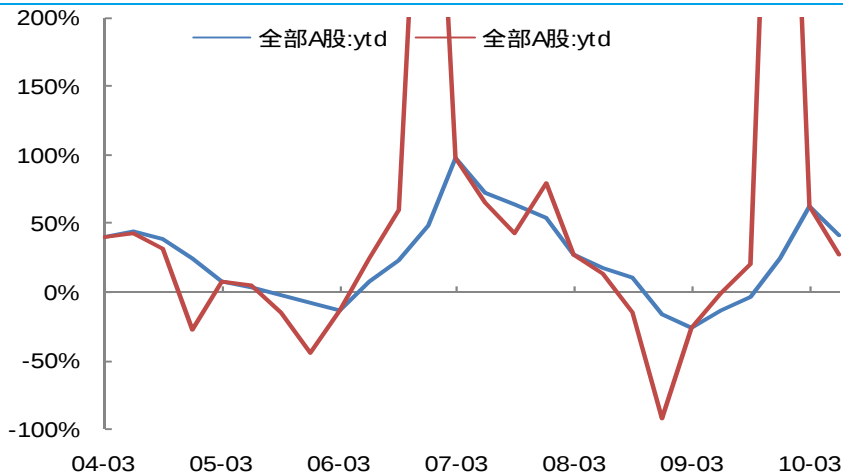


来源：国金证券研究所

业绩符合预期

- 在盈利层面，上市公司按照预期在运行。中期业绩增长 41%，对应环比增长 10%，全年业绩预计增长 25%。
- 上市公司企业盈利一直符合预期的发展，也使得总体市场无法获得 EPS 超预期的推动，所以我们看到整体市场呈现出反复震荡，局部活跃的走势。目前市场反应的即是中性增长的格局，即利润增速为(25%-10,15%-11)。

图表23：中期业绩符合预期运行



来源：国金证券研究所

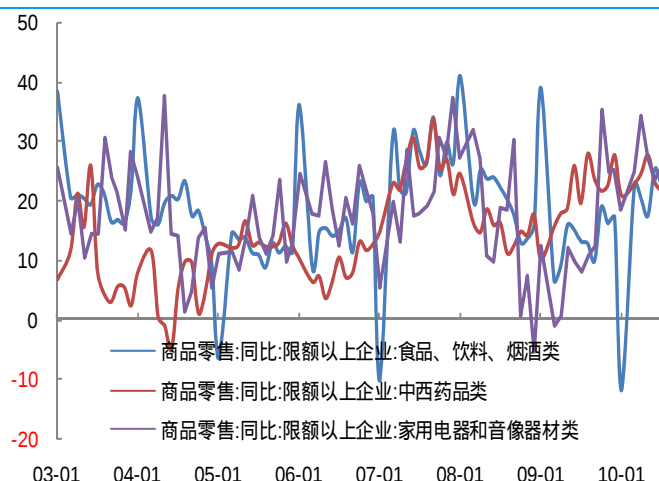
配置策略：消费做核心 主题放卫星

- 自上而下的结论：周期股阶段性上无法获得趋势性的机会。房地产销售的阶段性回暖是在降价下完成的；随着房价走强，一方面会有政策收缩预期，另一方面也会压制需求进一步释放，对行业是制约因素。地产市场的价格调整和政策调控并未有效结束，因此周期股缺乏持续的驱动力。
- 并且，8月及之后几个月通胀短期走高，对整体市场估值体系的扩张也存在压力，市场的波动性会增强。因此在9月，我们判断景气度确定的以及可以抵御通胀预期的消费品行业仍然会是配置的核心，而主题型机会则作为资金充裕格局下的卫星配置。

自下而上：消费的持续景气

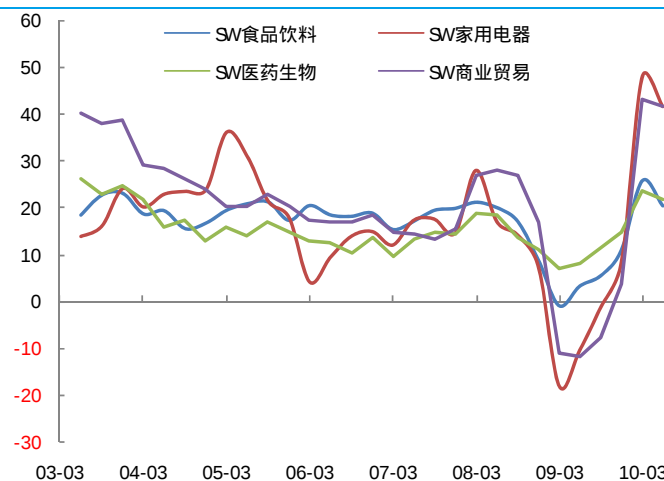
- 整体消费的景气度还维持在高位景气，尤其是中低端的消费。从行业的盈利表现看，2季度盈利依然很好，收入增速维持高位稳定，利润率水平也都在改善，其中家电、食品饮料、纺织服装表现较好。
- 商业：消费数据依然强劲，关注“中秋国庆”黄金周销售超预期的可能，通胀预期对商业股也是刺激因素。
- 食品饮料：白酒子行业，业绩增长确定性较强，目前估值也较便宜。目前不提价，只会让市场上对白酒提价的预期越来越强烈。重点关注市值大的高端白酒。
- 家电：空调和洗衣机超市场预期可能性都比较大，短期年内4个月的涨幅空间在家电中最看好白电，尤其是空调和洗衣机。主流的公司都朝20x10PE靠拢。
- 纺织服装：目前国内纺织服装销售持续复苏中，劳动力成本上升间接利好消费；而纺织服装企业采取谨慎扩张策略也符合当前市场状况，看好纺织服装零售。

图表24：食品饮料、医药、纺织服装景气度维持高位



来源：国金证券研究所

图表25：盈利的景气度还维持高位，收入继续高增长



自下而上：主题放卫星

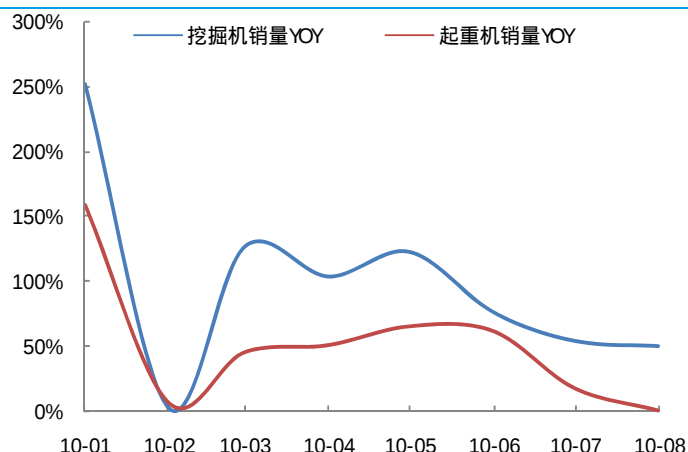
- 今年以来主题投资盛行，很多依赖于事件型的推动，更多是自下而上的，而自上而下的选主题可行性比较差。但只要流动性格局维系，则主题机会还会是此起彼伏的。

- 需要提示的是，如果流动性在9月份出现较大的波动，则对于原先被追逐的各种小盘概念股，可能会有风险释放。
 - 通胀预期主题：食品饮料、商业、农林牧渔、农药化肥
 - 区域主题：内蒙古
 - 新能源主题：风电接入
 - 科技主题：移动电子商务
 - 整合重组：军工

自下而上：周期股主要看供给改善

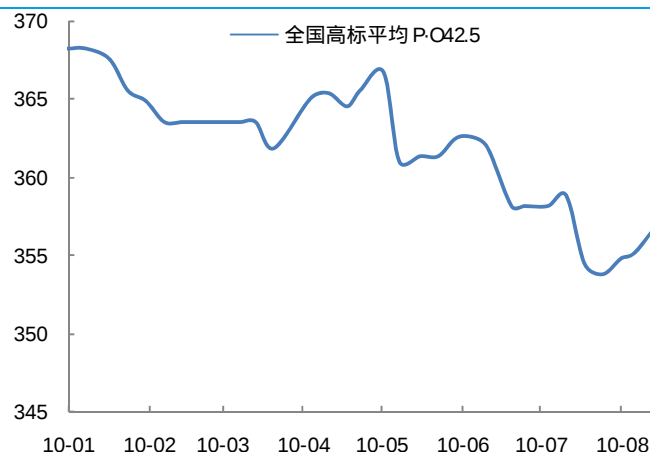
- 在周期股中，选择供给面存在明显改善预期的行业。需求层面，房地产新开工面积下滑始终是对周期股的考验，因此在需求面波动的情况下，强调供给面的确定性更为重要。我们相对看好水泥、造纸、煤炭。
 - 水泥：目前时点是三季度末期，而基于供给面做减法很确定的情况下，2012年供需景气明显趋好，我们认为可以提高行业的目标估值到未来6~12个月2011年15~20倍估值。
 - 造纸：需求旺季带来中下游的补库存，供给短期除了铜版纸外无新产能释放，同时9月份的关停带来供给面的超预期，供需双方带来8月纸业盈利是底，9月好转。
 - 煤炭：前期动力煤价格下跌的主要原因在于电厂库存天数高、港口存煤积压，目前这一现象正在得到缓解。电厂存煤天数开始下降，秦皇岛高温雨季已过，我们认为煤价在九月下旬会实现旺季前上涨。
 - 地产：伴随供给的增长刚需和投资购房入场，企业的销售策略不同会导致分化的销售表现，建议关注追求周转的一线公司。

图表26：工程机械的销量8月出现下滑

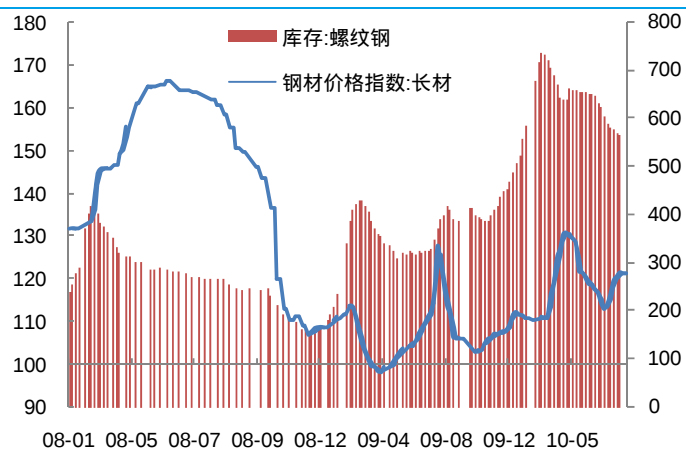


来源：国金证券研究所

图表27：水泥价格近期出现上涨

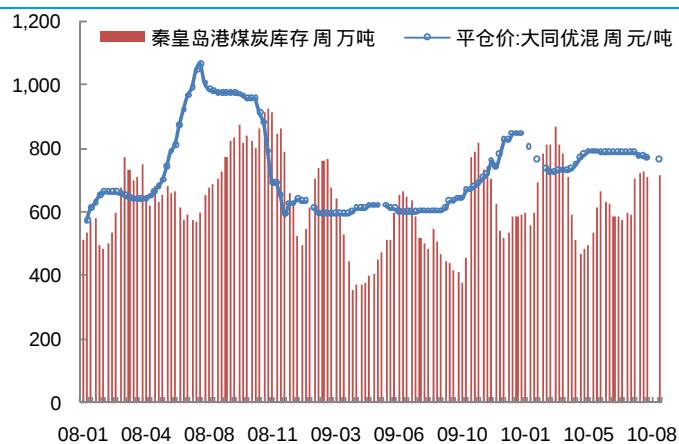


图表28：钢价稳定，库存小幅削减



来源：国金证券研究所

图表29：动力煤有望在9月下旬开始回升



特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室