

地产指引方向

A 股市场 9 月投资策略

报告日期 2010-09-13

报告关键点:

- 当前经济减速的关键动因是投资减速;
- 未来一年内投资仍然具有不确定性, 不确定性来源于房地产;
- 与投资相关的行业和上证指数继续受制于投资的不确定性

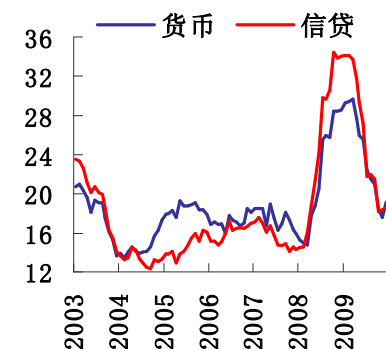
报告摘要:

- 今年以来, A股市场“周期性行业持续偏弱, 消费股、成长股和题材股持续走强”的基本格局能否被打破, 房地产行业在其中起到关键性因素;
- 从过去十年的数据来看, 房地产投资的波动十分剧烈。2001年至2005年, 商品房供不应求, 房地产投资增速在20%-30%左右的区间运行。而从2006年开始, 房地产企业投资的波动随着库存周期的影响开始加剧。尤其是2008年, 房地产投资增速一度下降了20个百分点;
- 影响房地产投资的关键因素是存货和企业现金流。我们预计今年四季度后, 房地产存货将出现显著上升, 同时由于针对房地产企业的融资渠道冻结, 房地产企业投资活动必将大幅放缓。如果房地产行业投资增速快速回落, 势必将带动固定资产投资增速继续回落。在这样的情景下, 管理层是否将出台政策进行对冲, 取决于通货膨胀的演变趋势;
- 我们同意总需求的回落对通货膨胀具有明显的抑制作用, 但认为近几年以来全国各地普遍出现的劳动力成本上涨是推动食品价格的新因素。低端劳动力的短缺与经济正在经历刘易斯拐点的转折有关, 这类供应面因素推动的食品价格上升无法完全被总需求的回落所吸收。因此, 未来一年内CPI的波动幅度极有可能是市场乐观者和悲观者预期的中和;
- 在通胀压力未减的情况下, 政策对冲的力度有限; 综合考虑投资、通胀与政策因素, 我们预计市场维持箱体震荡的格局是大概率事件, 市场向上或向下突破的概率比较小。在房地产投资回落至低点以前(我们预计可能在明年2季度发生), 和房地产产业链相关的股票缺乏趋势性的投资机会, 成长股、消费股和概念股将持续活跃。

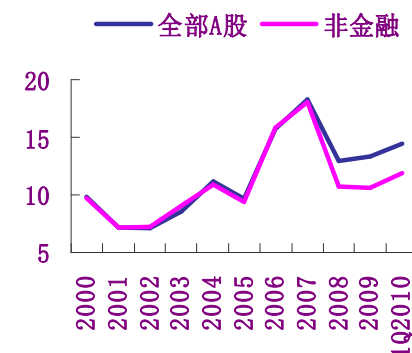
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	3.74	11.63
上证综指	3.13	8.82
上证 50	(0.44)	2.62
深成指	7.38	19.24
中小板指	12.65	28.08

货币信贷余额同比增速(%)



A 股上市公司 ROE(%)



研究员

范妍	策略分析师
021-68765053	fanyan@essence.com.cn
证书编号	S1450210010313
程定华	首席策略分析师
021-68766193	chengdh@essence.com.cn
证书编号	S1450209070222
诸海滨	策略分析师
021-68766170	zhuhb@essence.com.cn
证书编号	S1450208090169

前期研究成果

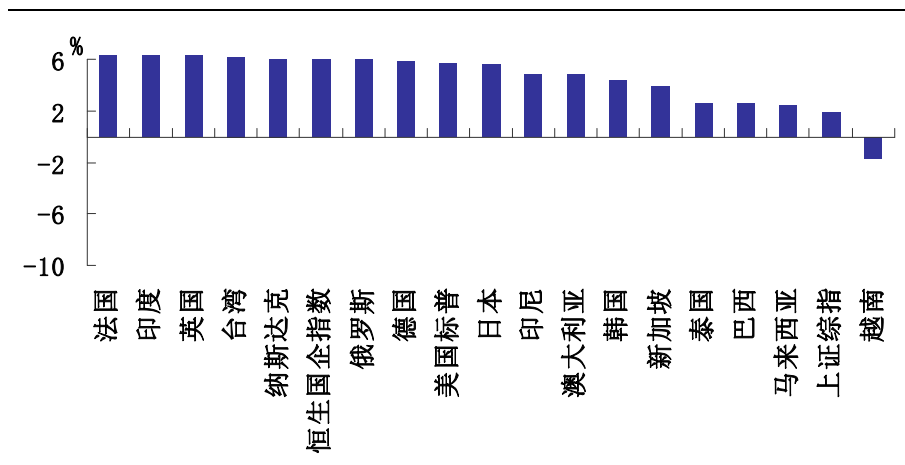
《从产能调整看周期性行业盈利底部》	2010-07-19
《盯住那只闲不住的手》	2010-07-06

1. 地产：悬崖边上的博弈

1.1. 上涨空间有限

9月以来，各国股市出现了比较明显的反弹，债券收益率上升，上证综指的涨幅相对落后。中国股票市场依旧维持了“指数高位震荡、个股反复活跃”的特征（见图1）。

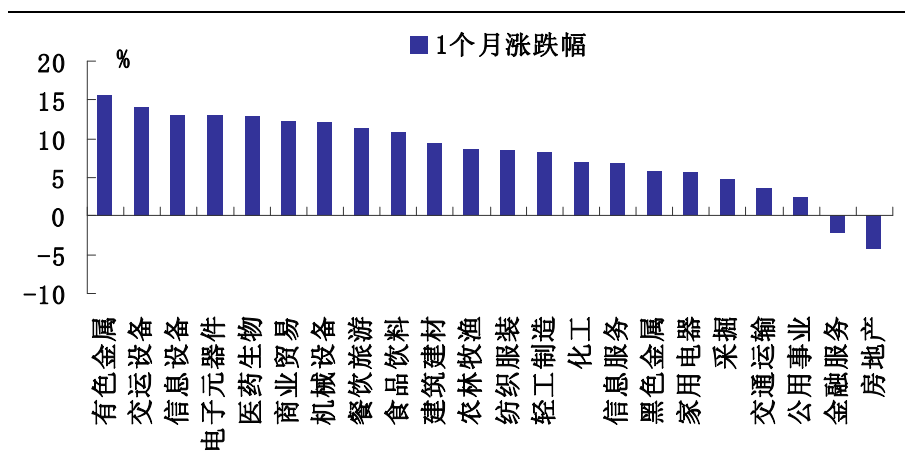
图1 过去30天各国主要股指涨跌幅



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

在周期性行业的盈利趋势依旧不乐观的情况下，由于流动性相对宽松的刺激，医药、食品饮料等弱周期行业和小市值的中小板、创业板股票出现结构性的上涨行情（见图2）。

图2 行业指数涨跌幅



数据来源：WIND，安信证券研究中心

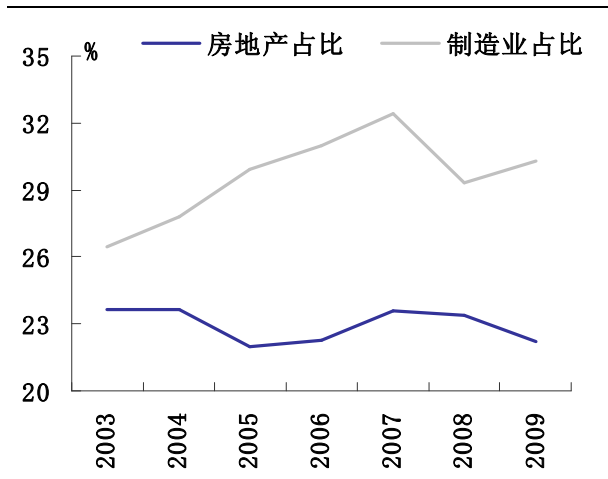
我们认为：今年以来，A股市场“周期性行业持续偏弱，消费股、成长股和题材股持续走强”的基本格局能否被打破，房地产行业在其中起到关键性因素。

房地产行业同时关联上下游建筑建材、钢铁、有色、机械、化学工业等几十个行业，是过去10年我国经济增长的支柱产业。今年四季度到明年二季度，在房地产供给放量的背景下，观察周期性行业最好的窗口是观察房地产投资的变化。

1.2. 房地产企业半年报分析

房地产投资占全社会固定资产投资总额的 23% 左右（见图 3），今年上半年在城镇固定资产投资开始下滑的背景下，房地产投资增速保持了 35% 左右的较高增速，对投资的拉动作用明显（见图 4）。然而从 5 月份开始，房地产投资增速也开始拐头向下。

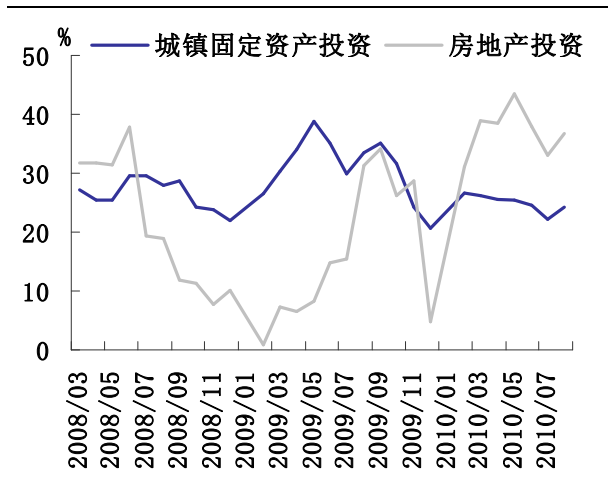
图 3 全社会固定资产投资完成额分行业占比



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：2009 年用分行业城镇固定资产投资占比代替。

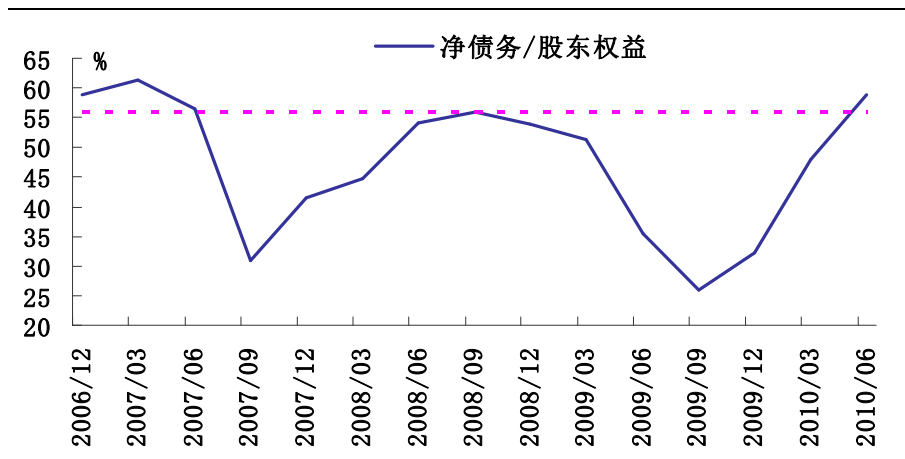
图 4 城镇固定资产投资和房地产投资当月同比增速



数据来源：中国统计局，安信证券研究中心

从 2 季度房地产开发企业的资产负债表¹来看，2 季度末房地产企业的杠杆约为 59%，比 2008 年最差的 3 季度高近 3 个百分点（见图 5）。而经营性现金流也已经持续 3 个季度恶化（见图 6）。

图 5 房地产开发类上市公司净债务/股东权益



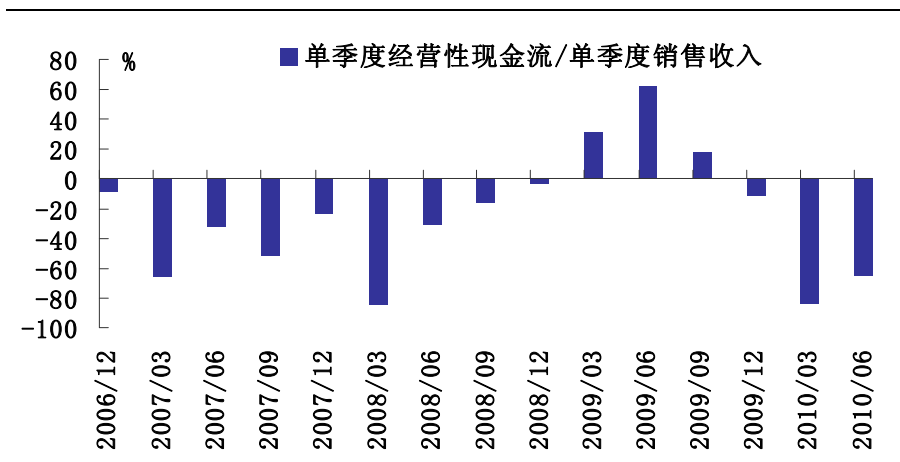
数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：净债务=有息债务-现金

有息债务包括：长期借款、应付债券、短期借款、交易性金融负债、应付票据、应付利息、应付股利、预计负债、一年内到期的非流动负债、应付短期债券等。

¹ 我们统计了已公布年报的房地产开发企业，因为房地产上市公司中有很多是经过主营业务转型才划分到房地产企业，为了历史数据的可比性，我们将 2006 年末主营业务不是房地产的上市公司从样本数据中剔除。

图 6 房地产开发类上市公司经营性现金流/销售收入



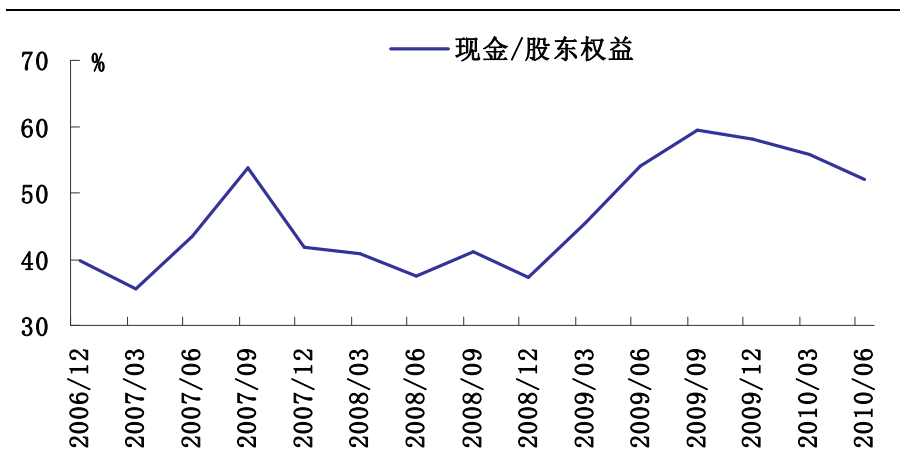
数据来源：WIND，安信证券研究中心

唯一支持房地产企业投资增速在高位运行的，是目前房地产企业的在手现金。从 2 季度的情况来看，房地产企业的现金/股东权益指标要比 2008 年高 10 个百分点（见图 7）。但是从资金来源上来看，无论是房地产企业的预收帐款，还是单季度结算的销售收入，增长都是在急速下降的（见图 8-图 9）。2 季度房地产企业的预收帐款余额较 1 季度减少，这是自 2007 年 1 季度以来没有发生过的现象；同时，单季度销售收入的同比增速也还不到 5%。

因此，我们猜测房地产企业手头充裕的现金一方面是因为在整个 2009 年至 2010 年 1 季度，房地产销售增速上升较快，而房地产投资的加速要慢于销售的放量，导致了现金大幅度的增长。2009 年 3 季度，在房地产企业投资加速的背景下现金占比已经开始有所回落。

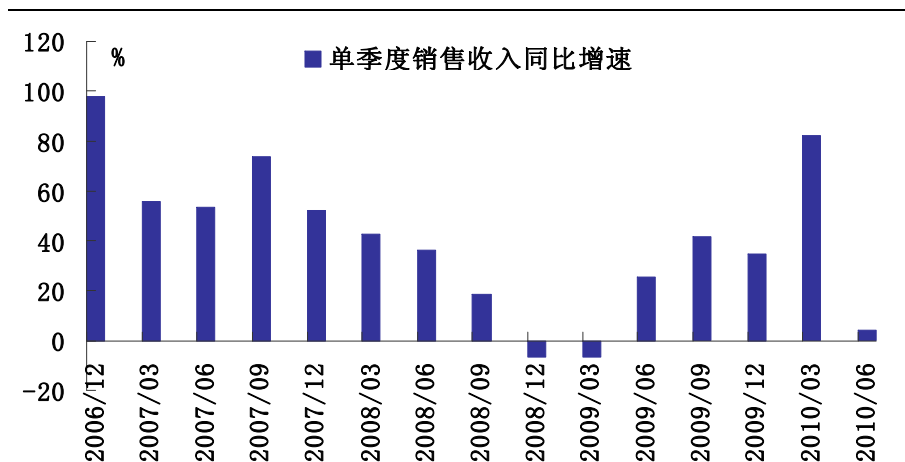
另一方面，近两个季度，房地产企业的长期借款占股东权益的比例上升了约 15 个百分点（见图 10），在收入大幅下滑的背景下，借款的上升可能也是现金维持高位的原因之一。但是即便是借款上升的情况下，企业的现金头寸也已经连续 3 个季度回落。

图 7 房地产开发类上市公司现金/股东权益



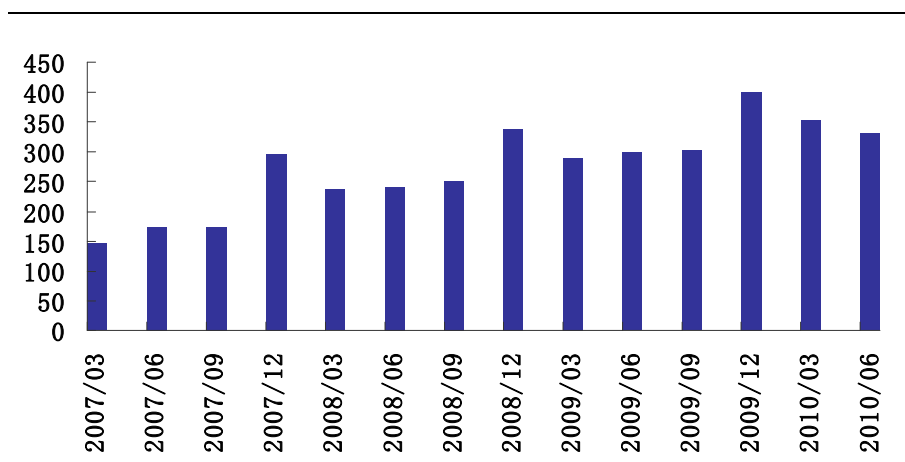
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 8 房地产开发类上市公司单季度销售收入同比增速



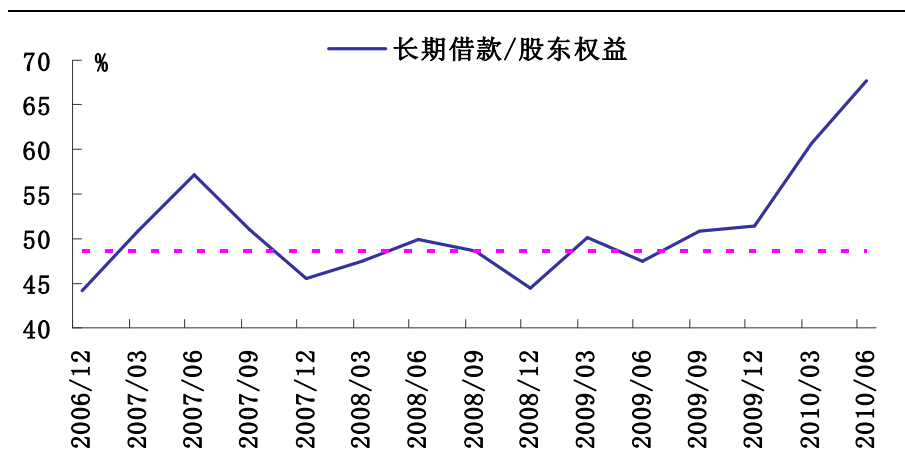
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 9 房地产开发类上市公司期末预收帐款余额 (亿元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 10 房地产开发类上市公司长期借款/股东权益

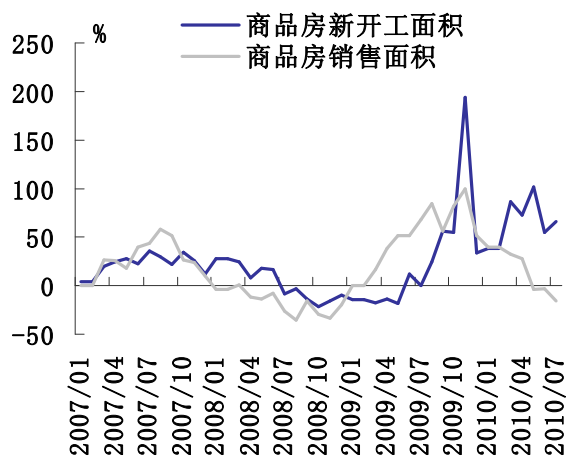


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

1.3. 房地产存货的变化

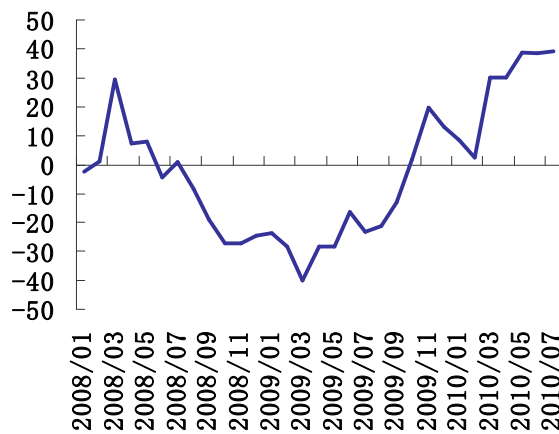
长期借款大幅上升表明房地产企业的投资意愿依然强烈。不仅微观数据，我们也能从宏观层面看到这个现象，虽然销售的增速在下降，但直到7月份，房地产土地购置面积和商品房新开工面积同比增速仍旧保持在高位（见图11、图12）。

图 11 商品房新开工与销售面积当月同比增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

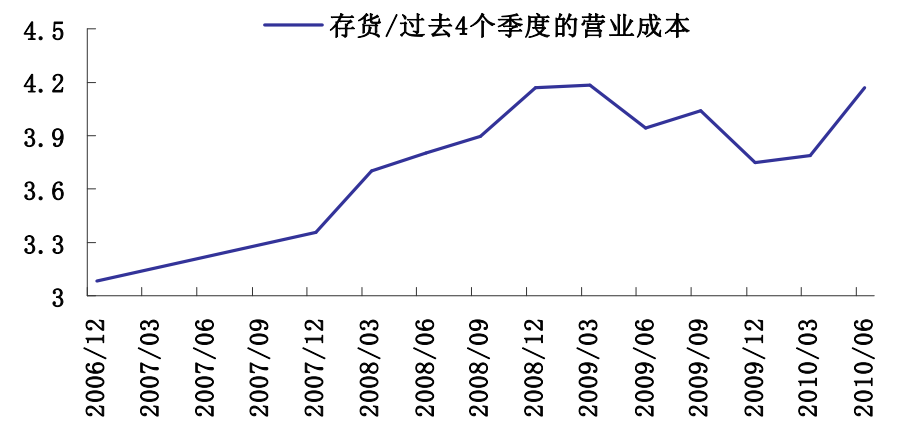
图 12 房地产土地购置面积同比增速 (3 个月平均)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

由于新开工面积和开发投资的变化一般都滞后于成交量的变化，从2009年1季度开始，房地产企业的存货和营业成本（累计4个季度）比率一直处于下降通道。因此，房地产企业仍在加快土地购置与新开工也在情理之中。

图 13 房地产开发类上市公司存货/销售成本

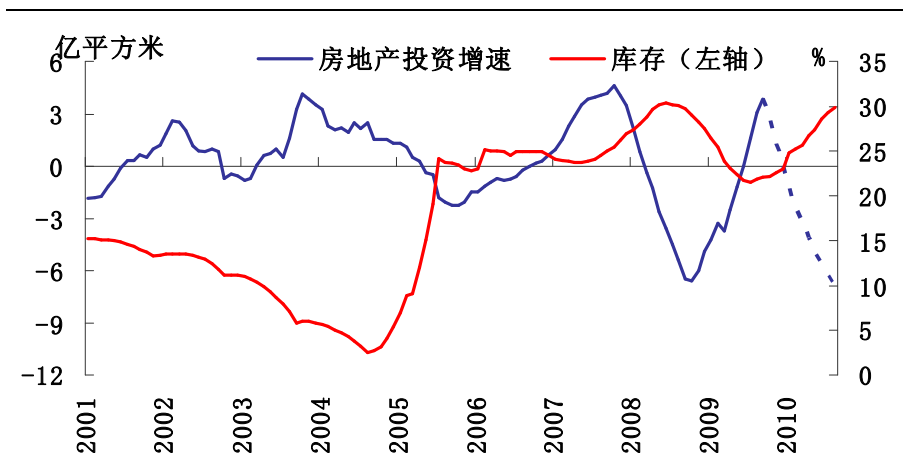


数据来源：WIND，安信证券研究中心

虽然大多数城市的新房存量仍然处于近年来的低位，但是随着2季度成交量的回落，主要城市的新房库存开始结束自2009年市场回暖以来的持续下降。上市房地产企业的存货/营业成本（累计4个季度）比已经上升至2008年年末的高点。同时随着下半年新盘上市高峰的到来，我们预计存货的累积也将加速上升。

从过去10年的数据来看，房地产投资的波动十分剧烈。2001年至2005年，商品房供不应求，房地产投资增速在20%-30%左右的区间运行。而从2006年开始，房地产企业投资的波动随着库存周期的影响开始加剧。尤其是2008年，房地产投资增速一度下降了20个百分点。（见图14）

图 14 房地产累计投资增速与库存



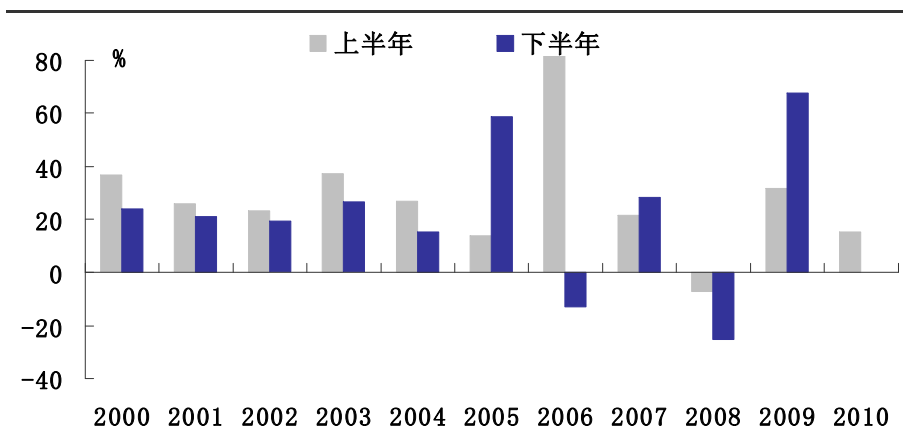
数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：房地产累计投资增速指过去1年累计房地产投资增速，经过定基数调整。

库存是商品房销售面积（TTM）-滞后一年的新开工面积（TTM）

传统销售旺季“金九银十”的到来，是考察房地产市场运行状况的重要时点。存货的压力和现金流的情况是两个最为重要的指标。我们按照2000年-2010年上半年的销售增速，估计了乐观、中性、悲观3种情景下的销售面积增速，来预测存货的变化路径。考虑到2009年下半年的房地产销售基数很高，因此在我们最乐观的情景假设下，今年下半年的销售面积与2009年下半年持平，而2011年上半年的销售面积增速比过去10年的平均增速还要高4个百分点。而悲观的情景假设下，2010年下半年的销售面积增速也要比2008年高5个百分点（见图15、图16、表1）。

图 15 历年商品房销售面积同比增速



数据来源：WIND，安信证券研究中心

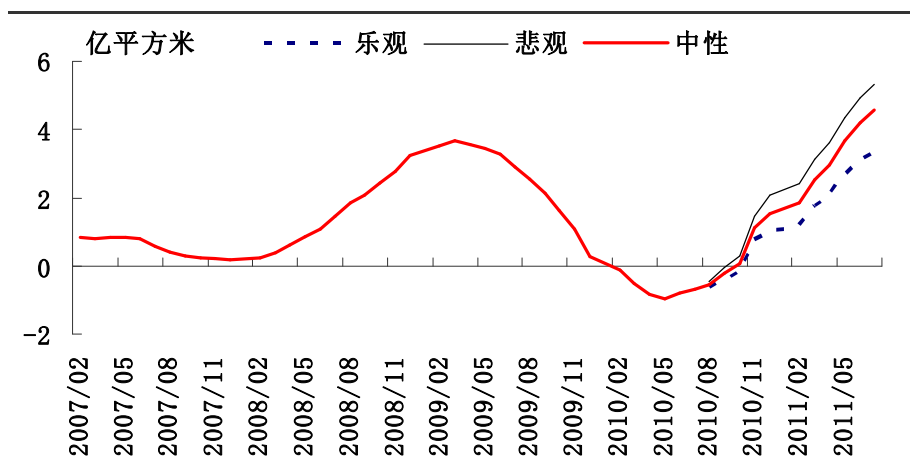
表 1 商品房销售面积情景假设

	同比增速（%）		销售面积（亿平方米）		环比增速(%)
	2010年2H /2009年2H	2011年1H /2010年1H	2010年2H /2009年2H	2011年1H /2010年1H	2010年9月-10月 月均/2010年7月
乐观情景	10	30	6.59	5.12	47.9
中性情景	0	15	6.06	4.53	34.7
悲观情景	-10	10	5.53	4.33	21.6

数据来源：安信证券研究中心

在这样的情景下，自 2010 年 10 月起，房地产开发商的库存将开始累计，即便是最乐观的情景假设，到 2010 年 7 月份，商品房库存将达到 3.35 亿平方米，接近 2008 年创下的 3.65 亿平方米的峰值。在悲观的情景假设下，商品房库存将比 2008 年多 46%。

图 16 商品房销售面积（累计 12 个月）-滞后 1 年的新开工面积（累计 12 个月）



数据来源：WIND，安信证券研究中心

再加上目前房地产企业的经营性现金和在手现金已经连续 3 个季度恶化，如果房地产企业的借款速度放缓，在手现金在 1-2 季度内将恶化至 2008 年的水平。再加上房地产开发企业面临的库存压力，我们预计房地产企业投资活动必将大幅放缓。

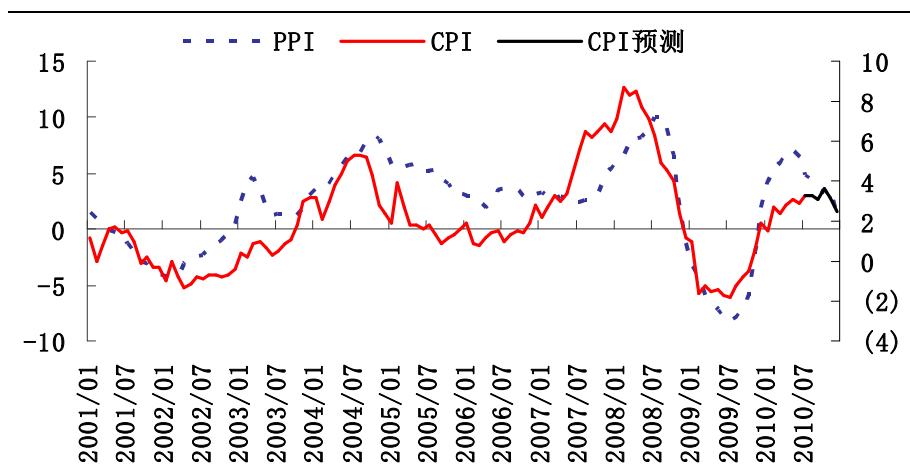
如果房地产行业投资增速快速回落，势必将带动固定资产投资增速继续回落。在这样的场景下，管理层是否将出台政策进行对冲，取决于通货膨胀的演变趋势。

2. 通货膨胀：南辕北辙的预期

2010 年下半年还应关注的一个要素是通货膨胀的演变路径。通货膨胀的幅度将影响未来的政策变化以及流动性的松紧。

市场对于未来通货膨胀的走势出现了明显的分歧。主流的看法是认为由于天气原因推动的蔬菜等食品价格的上升是相对短暂的，国外需求的放缓以及国内需求的疲弱会逐步抑制 CPI 的走高。基于 PPI 率先回落以及 CPI 的翘尾因素，11 月份以后，CPI 将快速回落（见图 17）。

图 17 主流看法认为 CPI 自 11 月份以后回落



数据来源：WIND，安信证券研究中心

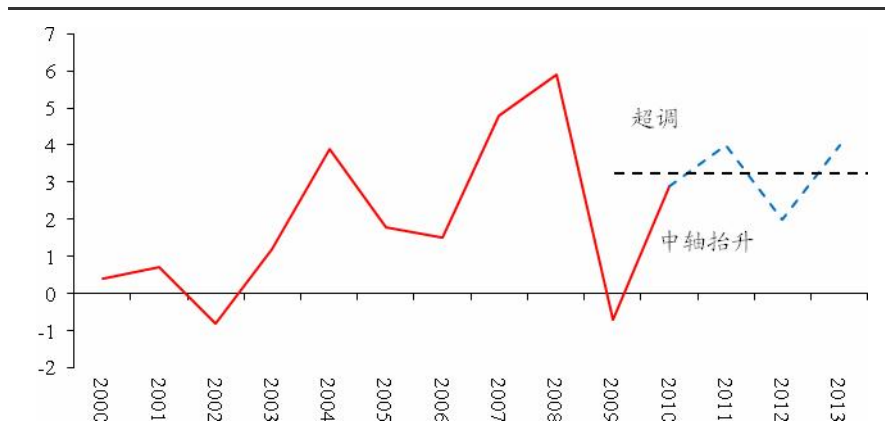
注：预测 CPI 为 WIND 一致预期数据

但市场也有完全不同的声音。例如，德意志银行预测明年中国 CPI 将达到 5%。

安信证券宏观组认为未来一年 CPI 逐渐走高并于 PPI 背离的原因集中在两个层面：

一、CPI 中轴的趋势性抬升。未来几年的 CPI 中轴会比过去十年来得更高，年同比均值有可能在 3%附近。CPI 和 PPI 将出现一定程度的裂口。

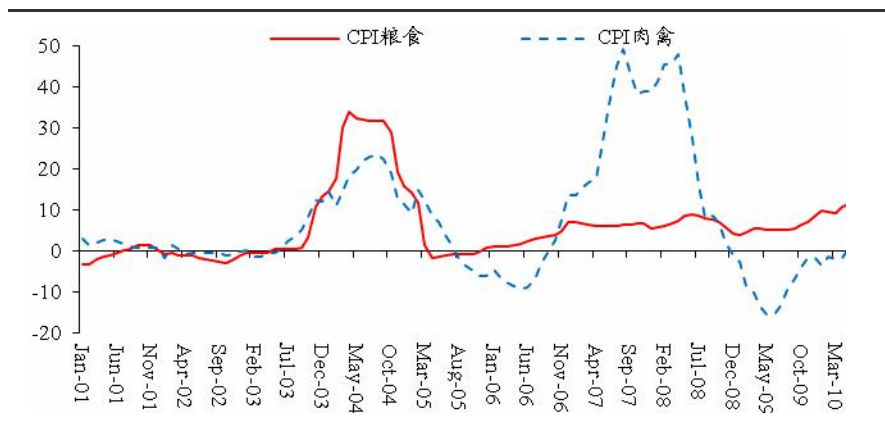
图 18 CPI 中轴抬升与超调 (%)



数据来源：WIND，安信宏观组

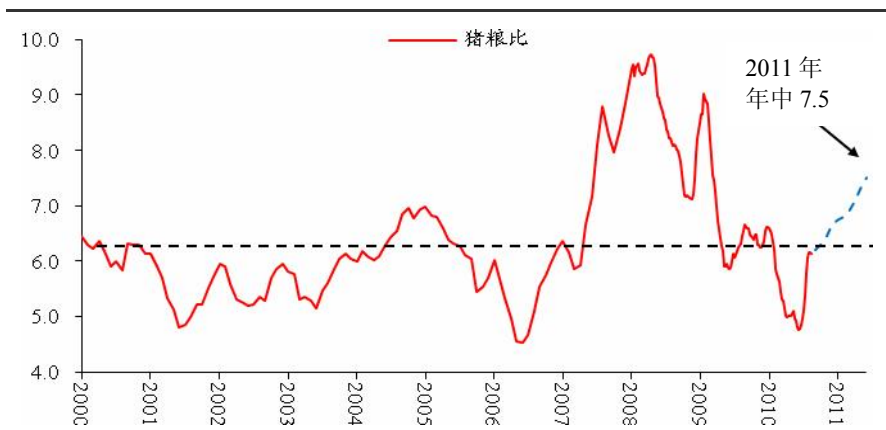
二、未来一年很可能存在农产品，主要是肉禽类价格的超跌反弹，使得明年的 CPI 高于未来的平均水平（见图 19-图 21）。

图 19 CPI 粮食和肉禽的增长率 (%)



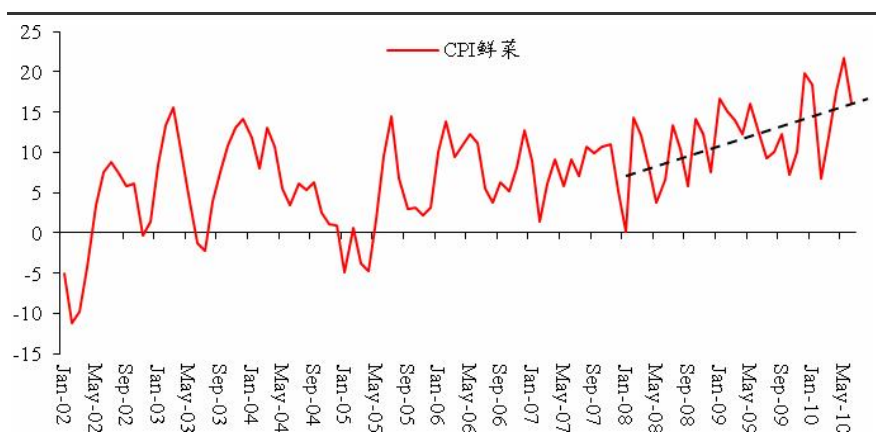
数据来源：WIND，安信宏观组

图 20 猪粮比预测



数据来源：WIND，安信宏观组

图 21 CPI 鲜菜



数据来源：WIND，安信宏观组

我们同意总需求的回落对通货膨胀具有明显的抑制作用，但认为近几年以来全国各地普遍出现的劳动力成本上涨是推动食品价格的新因素。低端劳动力的短缺与经济正在经历刘易斯拐点的转折有关，这类供应面因素推动的食品价格上升无法完全被总需求的回落所吸收。

因此，未来一年内 CPI 的波动幅度极有可能是市场乐观者和悲观者预期的中和。

3. 不同情景下的配置建议

未来股票市场的走势与流动性的趋势、地产市场的调整走向、通货膨胀的演变和相关的政策反应密切相关，我们分为 5 种情景模式来讨论：

第一种情景：通胀在 7、8 月份达到高点后逐月向下，9 月份房地产市场销售环比大幅度上升。那么，房地产行业的回暖将拉动上游重工业行业的需求，中国经济重新获得短暂的上升动力。同时，通货膨胀回落减轻了政策紧缩压力，流动性的释放和经济的回暖使得市场具备大幅上涨的空间，需要超配周期性行业的股票（牛市环境）。

第二种情景：房地产销售 9 月份环比大幅度上升，通货膨胀的压力也同步上升。这时，房地产和其他周期性行业股票可能出现上涨，但是处于对通货膨胀以及房地产市场调控的考虑，政策加码的概率加大。周期性行业更可能出现先涨后跌的格局（先升后跌）。

第三种情景：房地产销售温和上升，通货膨胀也比较温和，这种情况下股票市场维持

箱体震荡的格局。随着去年下半年大量新开工的商品房投放市场，引发房地产企业库存的累积以及资金回流的压力，房地产投资继续放缓，周期性行业盈利向下，难以出现趋势性的投资机会。由于流动性相对宽松的刺激，概念股、非周期类股票出现结构性的上涨（指数箱体）。

第四种情景：9 月份以后，房地产销售环比仅小幅上涨，无法与释放的供给相匹配；在经济疲软的同时，通货膨胀迅速攀高。在通货膨胀的压力下，政策收紧的风险加剧，股票市场出现熊市，非周期行业获得相对收益（熊市环境）。

第五种情景：9 月份以后，房地产销售环比仅小幅上涨，通胀水平也不高，政策放松的可能性增加。上证综指可能先跌回前期 2300 点的低点，其后在政策的放松下反弹（先跌后升）。

我们认为未来经济和市场沿着第三种假设演化的概率更大，第五种、第二种情景假设次之，第一种、第四种假设几乎不可能发生。

表 3 不同情景假设下的配置建议

	房地产销售	通货膨胀	政策变化	股指方向	行业配置
情景一	环比增 50%	↓	中性	牛市	周期性行业
情景二	环比增 50%	↑	紧缩	↑ ↓	先周期性行业后非周期性行业
情景三	温和增长	→	中性	箱体	概念股、非周期性行业
情景四	仅小幅增长	↑	中性	熊市	非周期性行业
情景五	仅小幅增长	温和	放松	↓ ↑	先非周期性行业后周期性行业

数据来源：安信证券研究中心

综上所述，行业配置与组合如表 4 所示。

表 4、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.42		1.42		农产品
采掘	3.36		3.36		中国神华、兖州煤业、西山煤电
化工	8.81			2.64	中国石化、双良股份、广汇股份、佛山照明
黑色金属	2.55			1.28	新兴铸管、八一钢铁、恒星科技
有色金属	3.41			1.71	中金岭南、中金黄金、格林美、神火股份、东阳光铝
建筑建材	3.39		3.39		彩虹股份、亚泰集团、帝龙新材、祁连山、亚厦股份、大连国际、绿大地、金螳螂
机械设备	5.20	10.40			思源电气、东方电气、国电南瑞、杰瑞股份、机器人、南风股份、中集集团、二重重装、中国南车、厦工股份、晋亿实业
电子元器件	1.86		1.86		莱宝高科、大华股份、大族激光
交运设备	4.04			2.03	宁波华翔、凌云股份、威孚高科、上海汽车
信息设备	1.82		1.82		中兴通讯、烽火通信
家用电器	1.36	2.73			格力电器
食品饮料	3.67	7.34			张裕 A、双汇发展、贵州茅台
纺织服装	1.11	2.29			探路者、瑞贝卡、梦洁家纺
轻工制造	1.03			0.52	永新股份、宜华木业、东港股份
医药生物	4.86	9.38			丽珠集团、双鹭药业、华东医药、康美药业、海翔药业、仁和药业、华润三九、长春高新
公用事业	3.61		3.61		内蒙华电、长江电力、金山股份
交通运输	4.96		4.96		山东高速、厦门空港、中国国航、ST 东航、大秦铁路
房地产	5.00		5.00		首开股份、苏宁环球
金融服务	30.99			21.28	工商银行、招商银行、建设银行、中国太保、中国平安、中国人寿、中信证券、国元证券、海通证券
商业贸易	3.17	6.36			苏宁电器、大厦股份、人人乐、东百集团、合肥百货
餐饮旅游	0.49		0.49		中青旅
信息服务	3.06	6.13			软控股份、银江股份、同方股份
综合	0.83		0.00		

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2010 年 8 月 30 日行业流通市值为基准计算

作者简介

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034