

家用轻工行业深度研究报告

狂沙吹尽始到金——回溯地产与家具行业关联度，提示2019年后周期龙头投资机会

推荐（维持）

- **房地产调控放松预期渐起，商品房销售面积周期性明晰：**地产销售受政策影响明显，近期随着菏泽、广州等地房地产调控放松到来，市场对于房地产放松预期渐起，我们观察到历史上地产调控放松政策往往发生于商品房销售面积同比增速转负之后，政策放松后6个月左右商品房销售面积同比增速转正。结构上，我国商品房销售面积中以住宅为主。近几年我国住宅用商品房面积占总商品房销售面积比例为87%左右，商业营业用房面积占比7%左右，办公楼面积占比2%左右。
- **家居行业销售表现紧跟商品房交房面积：**家具和厨电作为房地产后周期行业，其消费很大程度受到房地产行业的影响，由于我国商品房销售分为现房和期房，我们以这两者为数据基础进行加工，拟合出商品房交房面积及同比增速，家具行业主营业务收入和油烟机内销量的同比增速均与交房面积同比增速呈现强关联性。
- **估值方面，地产销售表现正增长时，厨电与家具龙头估值中枢上移。**对比厨电龙头老板电器与家具龙头索菲亚PE-TTM数据，两者估值走势具有强一致性。当地产销售面积同比增速为正时，两者估值中枢较地产销售同比下滑时期有明显提升，2012年11月与2015年6月分别为两个估值中枢上移分界点，2014年2月和2017年12月分别为估值中枢下移分界点。
- **地产销售增速为正时，龙头个股能够获得超额收益。**在地产销售增速为负时，老板电器与索菲亚难以获得持续超额收益，但是当地产销售面积增速为正时，老板电器与索菲亚均能获得较为确定的超额收益。
- **投资策略：行业寒冬下，密切关注地产回暖时点。**我们认为在地产下行和行业竞争加剧的双重压力下，后周期行业面临寒冬。在地产放松预期下，我们认为家具行业估值与商品房销售面积增速转正时点相关，家具行业营业收入转暖与商品房交房时点相关。**建议密切关注地产行业动向，把握行业回暖时点，积极布局龙头企业，建议关注2019年优质后周期标的欧派家居、欧普照明、尚品宅配、索菲亚投资机会。**
- **风险提示：**经济下行引起消费需求下降风险；行业竞争加剧风险。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658
邮箱：guoqinglong@hcyjs.com
执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831
邮箱：chenmeng1@hcyjs.com
执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	68	1.91
总市值(亿元)	3,520.35	0.72
流通市值(亿元)	2,145.9	0.61

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-7.21	-25.04	-35.17
相对表现	-1.45	-8.98	-9.88



相关研究报告

- 《【华创轻工】家居消费品牌化系列报告三：变革的力量，从全屋定制到全屋整装》
2018-08-10
- 《【华创轻工】沙发生产工艺深度对比分析—顾家家居、敏华控股和恒林股份》
2018-08-13
- 《家用轻工行业深度研究报告：详解居然之家债券募集说明书，牵手阿里拥抱家居新零售》
2018-09-26

目 录

一、房地产调控放松预期渐起，家具行业销售紧跟商品房交房面积	4
(一) 2007 年以来地产政策数度调整，周期性特征明确	4
1、房地产销售面积增速呈现强周期性	4
2、房地产行业呈现强政策相关性，年底为房地产政策密集释放期	5
(二) 家具和厨电行业销售与商品房交房面积高度相关	6
二、地产销售表现同比正增长时，家具企业估值中枢上移	7
三、历史上地产销售增速为正时，后周期龙头个股获得超额正收益	7
四、风险提示	9

图表目录

图表 1: 商品房销售面积呈现强周期性.....	4
图表 2: 我国住宅用商品房销售面积与整体商品房销售面积同比变动趋势一致.....	5
图表 3: 地产销售受政策影响明显, 政策放松后 6 个月左右销售面积转正.....	5
图表 4: 2006 年以来地产政策梳理.....	6
图表 5: 家居主营业务收入与商品房交房数据相关度高.....	6
图表 6: 油烟机销量与商品房交房数据相关度高.....	6
图表 7: 商品房销售同比增速转正时期, 索菲亚与老板电器估值中枢上移.....	7
图表 8: 2007 年随着地产景气, 索菲亚与老板电器上市以来持续获得超额收益.....	8
图表 9: 2012.01-11 地产增速为负, 超额收益不明晰.....	8
图表 10: 2012.11-2014.02 地产增速为正, 超额收益明晰.....	8
图表 11: 2014.02-2015.06 地产增速为负, 无超额收益.....	9
图表 12: 2015.06-2017.11 地产增速为正, 超额收益明晰.....	9

一、房地产调控放松预期渐起，家具行业销售紧跟商品房交房面积

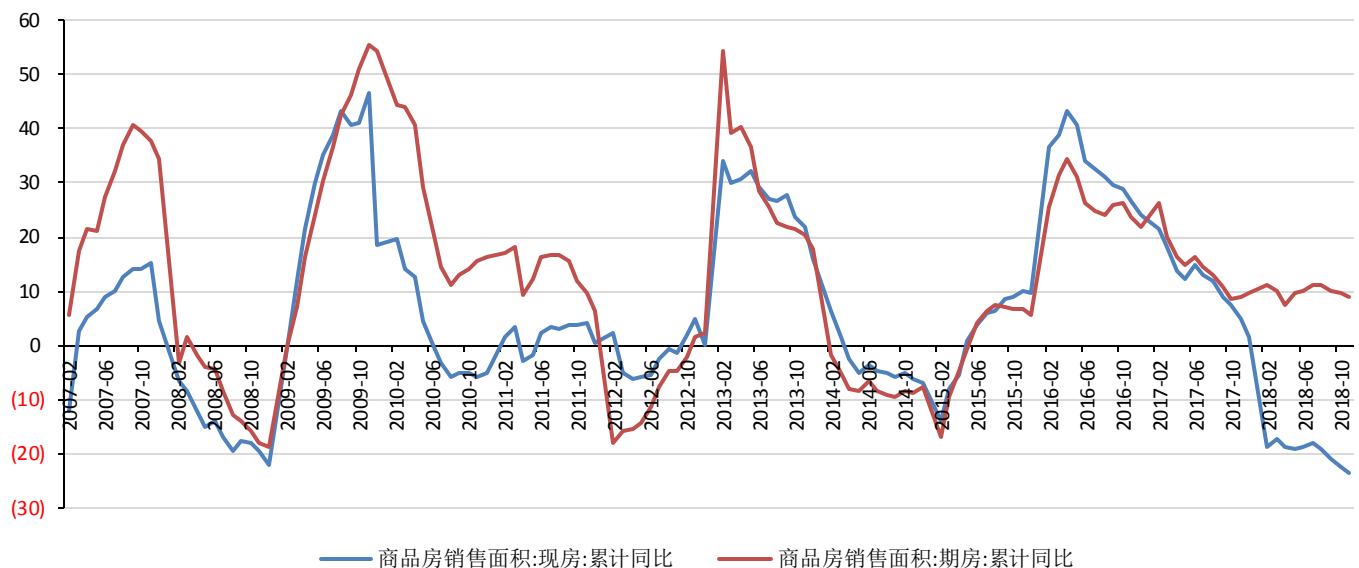
地产销售受政策影响明显，近期随着菏泽、广州等地房地产调控放松到来，市场对于房地产放松预期渐起，我们观察到历史上地产调控放松政策往往发生于商品房销售面积同比增速转负之后，政策放松后 6 个月左右商品房销售面积同比增速转正。家具和厨电作为房地产后周期行业，其消费很大程度受到房地产行业的影响，由于我国商品房销售分为现房和期房，我们以这两者为数据基础进行加工，拟合出商品房交房面积，家具行业主营业务收入和油烟机内销量的同比增速均与交房面积增速呈现强关联性。

（一）2007 年以来地产政策数度调整，周期性特征明确

1、房地产销售面积增速呈现强周期性

近 10 年，我国商品房销售面积增速经历了 2007 年 10 月-2008 年 12 月、2009 年 11 月-2012 年 2 月、2013 年 3 月-2015 年 1 月、2016 年 4 月至今四波同比下降阶段。我国特色的商品房销售体系以期房为主，近十年间商品房销售面积期房占比均值在 77%。

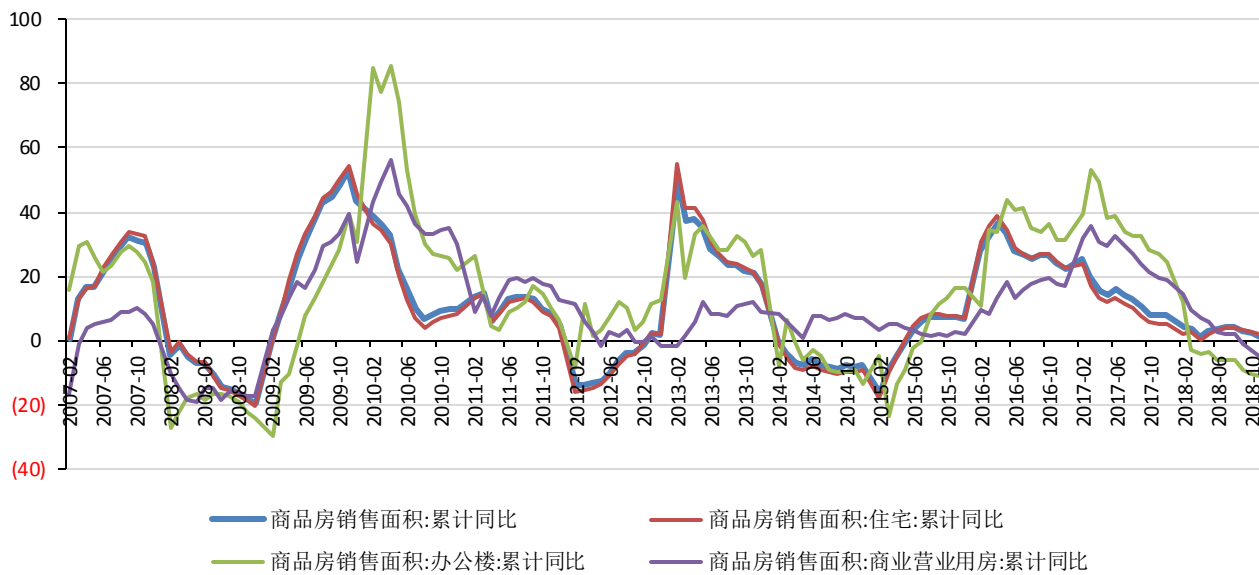
图表 1：商品房销售面积呈现强周期性



资料来源：Wind，华创证券

结构上，我国商品房销售面积中以住宅为主。近几年我国住宅用商品房面积占总商品房销售面积比例为 87% 左右，商业营业用房面积占比 7% 左右，办公楼面积占比 2% 左右。

图表 2: 我国住宅用商品房销售面积与整体商品房销售面积同比变动趋势一致

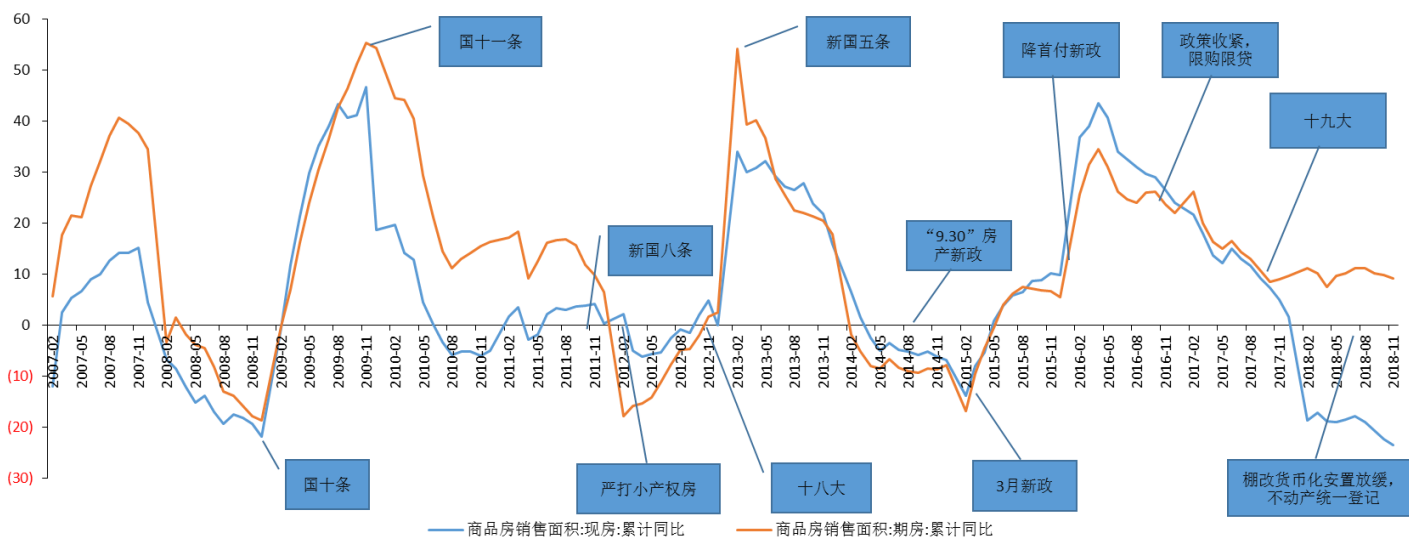


资料来源: Wind, 华创证券

2、房地产行业呈现强政策相关性，年底为房地产政策密集释放期

地产销售受政策影响明显，从近十年的数据来看，一般在年底时会有较多的地产相关政策出台，影响次年上半年的地产走势。近期随着菏泽、广州等地房地产调控放松到来，市场对于房地产放松预期渐起。我们观察到历史上地产调控放松政策往往发生于商品房销售面积同比增速转负之后，政策放松后 6 个月左右商品房销售面积同比增速转正。

图表 3: 地产销售受政策影响明显，政策放松后 6 个月左右销售面积转正



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4: 2006 年以来地产政策梳理

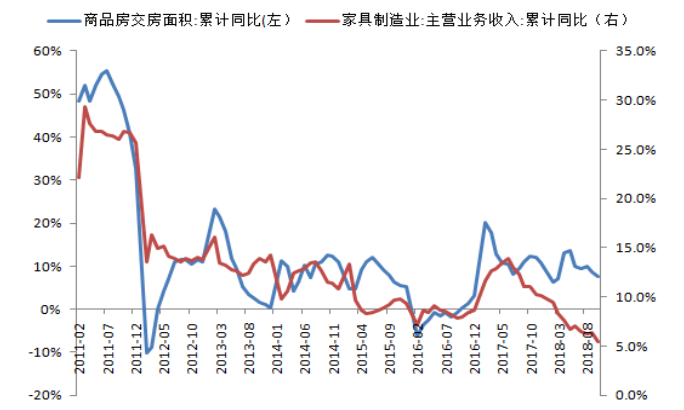
时间	事件主题	主要内容
2006.05	国六条	调整住房结构, 引导合理消费, 控制房价过快上涨。
2007.10	十七大	健全廉租住房制度, 加快解决城市低收入家庭住房困难。
2008.11	“国十条”	加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度, 加快棚户区改造, 实施游牧民定居工程, 扩大农村危房改造试点。
2010.01	国务院出台国十一条	明确要求二套房房贷首付不得低于 40%
2011.11	“新国八条”	对贷款购买第二套住房的家庭, 首付款比例不低于 60%, 贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍
2012.02	严打小产权房	住建部称加快推进房产证收税扩大试点范围, 国土部出台土地监管新政策, 严打小产权房
2012.11	十八大	建立市场配置和政府保障相结合的住房制度, 加强保障性住房建设和管理, 满足困难家庭基本需求。
2013.02	新国五条	再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策, 再次提出要求各地公布年度房价控制目标
2014.10	“9.30” 房产新政	对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭, 贷款购买第二套住房时, 可按首套房贷政策执行等。
2015.03	3 月新政	将个人出售普通住宅营业税免征的购买年限由 5 年下调至 2 年。
2016.2	降首付新政	不实施“限购”措施的城市, 首次住房贷款首付比例可在最低 25% 向下浮动 5 个百分点。
2016.10	政策收紧	21 个热点城市强调限购限贷政策的接连出台。
2017.4	住房及用地供应调控	库存周期 36 个月以上的要停止供地, 6 个月以下的要显著增加供地、加快供地节奏。
2017.10	十九大	坚持房子是用来住的、不是用来炒的, 加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.7	棚改货币化安置放缓	房价上涨压力大的地方要调整棚改安置政策, 采取新建棚改安置房的方式。
2018.8	不动产统一登记	19 年 6 月底所有城市全面实施“互联网+不动产登记”。

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 家具和厨电行业销售与商品房交房面积高度相关

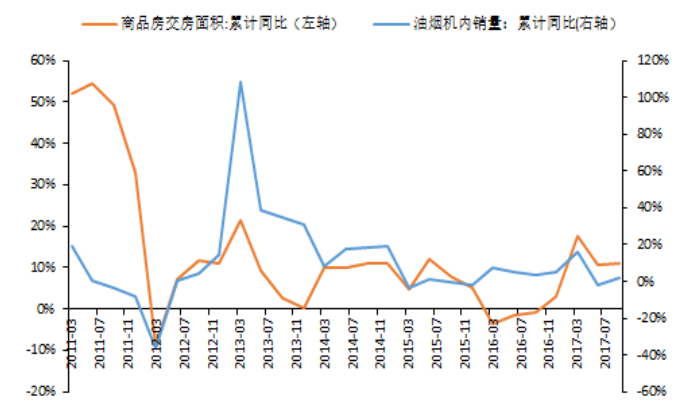
家具和厨电作为房地产后周期行业, 其消费很大程度受到房地产行业的影响。由于我国商品房销售分为现房和期房, 我们以期房与现房数据为基础进行加工, 拟合出商品房交房面积, 进一步比较商品房交房面积变动与家具、油烟机销售情况的关联度。结果显示: 家具行业主营业务收入变动趋势和油烟机内销量变动趋势分别与交房面积同比变动趋势呈现强关联性。我们认为, 商品房交房面积同比变动趋势是判断家具和厨电市场发展方向的重要指标。

图表 5: 家居主营业务收入与商品房交房数据相关度高



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6: 油烟机销量与商品房交房数据相关度高



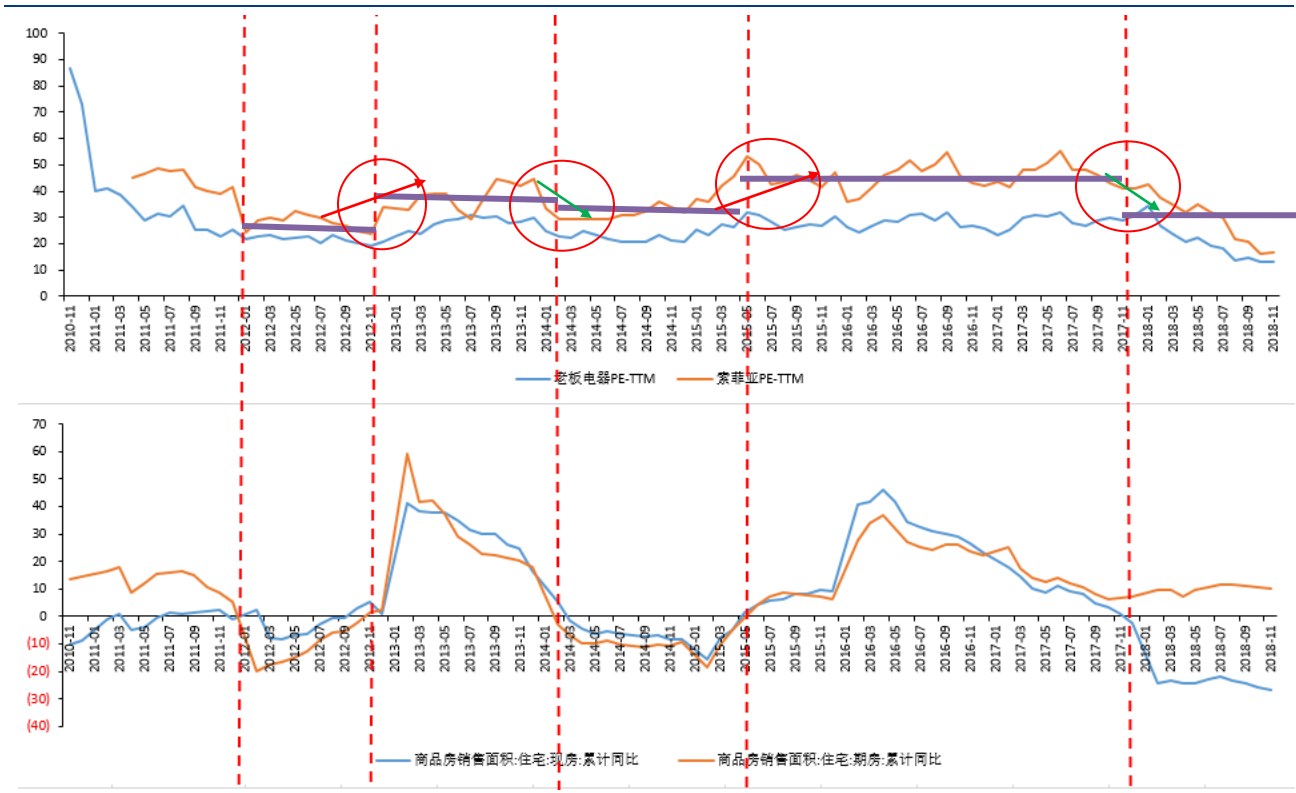
资料来源: Wind, 华创证券

注: 假设油烟机产量等于销量, 则油烟机内销量数据等于产量减去同期出口量

二、地产销售表现同比正增长时，家具企业估值中枢上移

对比厨电龙头老板电器与家具龙头索菲亚 PE-TTM 数据，两者估值走势具有强一致性。当地产销售面积同比增速为正时，两者估值中枢较地产销售同比下滑时期有明显提升，2012 年 11 月与 2015 年 6 月分别为两个估值中枢上移分界点，2014 年 2 月和 2017 年 12 月分别为估值中枢下移分界点。

图表 7：商品房销售同比增速转正时期，索菲亚与老板电器估值中枢上移

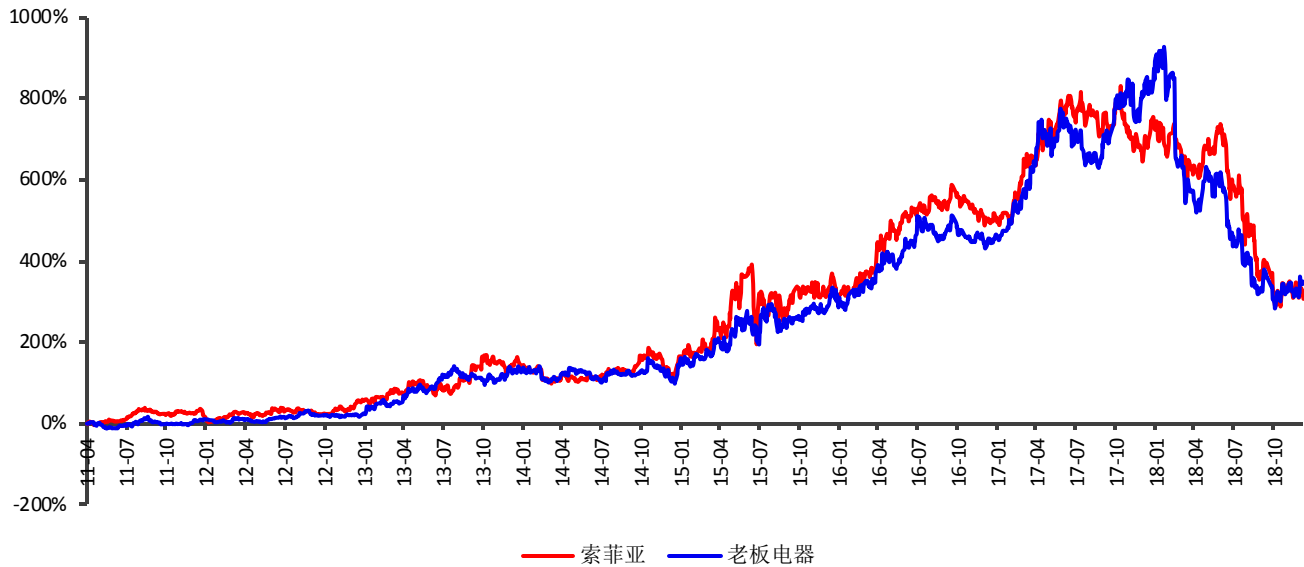


资料来源：Wind，华创证券

三、历史上地产销售增速为正时，后周期龙头个股获得超额正收益

2007 年以来随着中国地产行业总体景气，以索菲亚和老板电器为代表的家具和厨电的龙头企业一方面顺应城镇化趋势积极扩张自身销售网络和渠道，另一方面发挥自身渠道管理方面的优势持续扩展各自领域的市场份额，股票表现总体上持续获得正收益。

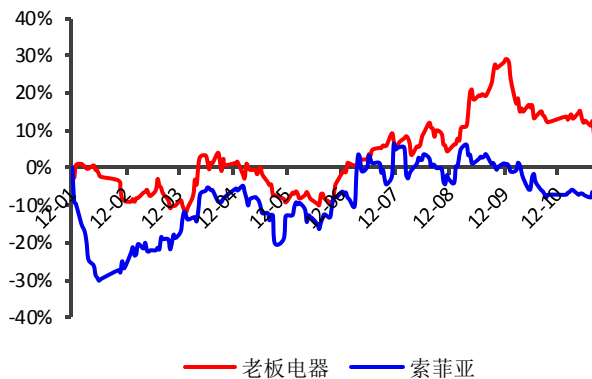
图表 8: 2007 年随着地产景气, 索菲亚与老板电器上市以来持续获得超额收益



资料来源: wind, 华创证券

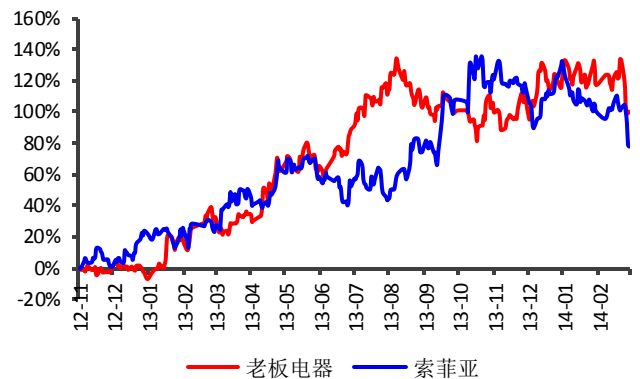
具体而言, 历史上在地产销售增速为负时, 老板电器与索菲亚难以获得持续超额收益, 但是当地产销售面积增速为正时, 老板电器与索菲亚均能获得较为确定的超额收益。

图表 9: 2012.01-11 地产增速为负, 超额收益不明晰



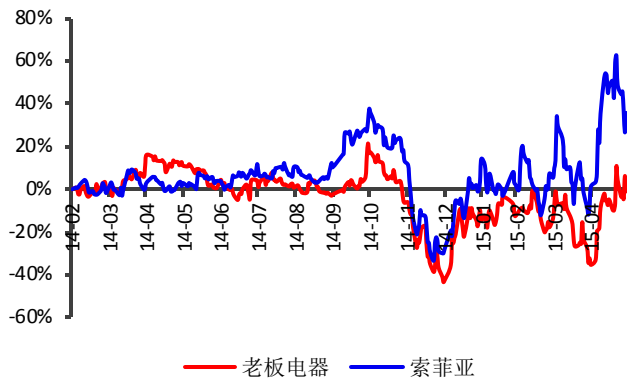
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10: 2012.11-2014.02 地产增速为正, 超额收益明晰



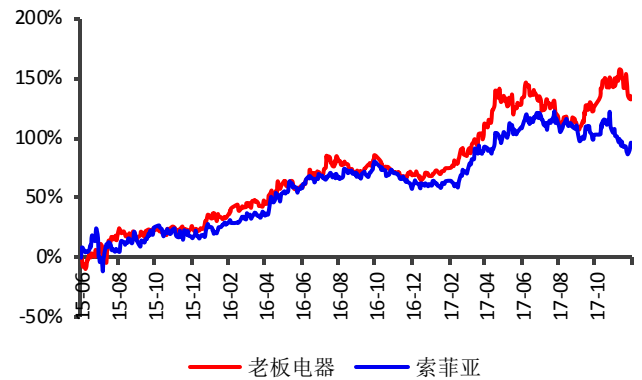
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11: 2014.02-2015.06 地产增速为负, 无超额收益



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12: 2015.06-2017.11 地产增速为正, 超额收益明晰



资料来源: Wind, 华创证券

四、风险提示

经济下行引起消费需求下降风险; 行业竞争加剧风险。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiaoyin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500