

分析师： 刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邹戈, 周旭辉 (8621)68751757 zhouxuhui1007@gmail.com

“建材下乡”步入实施阶段，有利于行业估值提升

报告要点

六部委发布通告，山东、宁夏开展建材下乡试点，主要内容如下：

- 现阶段主要是推动农房建设所需的水泥下乡为主，同时积极探索节能、抗震等其他建材下乡的可行性；
- 试点省区住房城乡建设部门会同省级工业和信息化、商务主管部门制定下乡建材(水泥)生产经营企业资格、产品标准、流通渠道覆盖率、经销网点条件等具体要求，招标确定建材下乡企业，并向社会公告；
- 推动建材下乡由地方财政承担相关支出。试点实施方案 10 月底以前报送六部委。

对此我们有以下评论：

第一，试点政策标志着“建材下乡”政策开始步入实施阶段

自年初以来，政府先后发布了若干有关建材下乡的政策，经过山东临沂的小规模试点后，在山东和宁夏两个省正式实施。

表 1：建材下乡相关政策

时间	名称	内容
2009 年 12 月 31 日	国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步	采取有效措施推动建材下乡，鼓励有条件的地方通过多
	夯实农业农村发展基础的若干意见	种形式支持农民依法依规建设自用住房
2010 年初	扩大建材下乡政策及实施建议（初稿）	拟定“建材下乡”方案
2010 年初	新型房屋下乡意见和建议	提出新型房屋下乡的意义、可行性与实施方式

资料来源：长江证券研究部

第二，建材下乡将形成新的水泥需求增量

建材下乡对水泥需求到底有多大拉动作用，我们在建材下乡只补贴农村房屋建设情况下做初步测算。

我们的测算过程如下：08 年全国农村新建房屋面积 8.44 亿平米，每年农村人均居住面积都保持约 3% 的增长（农村住房建设支出每年也保持 3% 左右的自然增长），假设 09 年新建房屋面积约 8.69 亿平米，按照一套 200 平米的两层楼用水泥约 30 吨来计算（经验数据），09 年农村住宅建房耗用水泥约 1.3 亿吨，在全国水泥需求占比约为 8%；由于目前还没有经验数据表明建材下乡对农村新建房屋面积影响有多大，为此我们在各种情境下做了弹性测算。

表 2：建材下乡对水泥行业影响的弹性测算

新建房屋面积增速	10%	15%	20%	25%	30%	35%
新增水泥需求（万吨）	1300	1950	2600	3250	3900	4550
贡献增速	0.8%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%	2.8%

资料来源：长江证券研究部

对于上面的测算，我们需要说明：目前我们只是根据能掌握的信息作出的初步的测算，正如当初家电下乡实际执行数据大超之前的预测，我们将根据实际政策的进展情况及及时调整我们的测算。

表 3：2009 年的家电下乡政策执行结果大超预期

	09 年家电下乡占全国内销比例	09 年家电下乡占 08 年农村内销比例
冰箱	46%	273%
空调	11%	124%
洗衣机	16%	68%
彩电	23%	72%

资料来源：家电下乡信息系统，产业在线，长江证券研究部

第三，建材下乡将提升目前水泥行业估值

我们认为建材下乡政策将提升目前水泥行业的估值：

- 我们在上面初步测算了建材下乡对水泥需求形成 1-3% 的新增长点，无论最终执行结果如何，有一点可以明确：**建材下乡将形成新的水泥需求增量。**
- 基于我们对 2011 年下半年供给几乎没有增长的判断前提下，**未来任何新的需求增长点都将进一步改善边际供需关系，为我们“景气度向上”的观点增加筹码。**

我们在前期报告中提出两条投资逻辑：

一是明年 2 季度之后边际供需关系的改善将使得行业迎来新的提价周期（8 月份的水泥固投数据首现“负增长”，我们判断 10 月份及以后总额也将同比大幅下滑，预示着未来某个时间边际供给必将出现大幅下滑），实际上 05、06 年（水泥固投增速负增长）充分验证过供给端的逻辑，当时的行业超额收益非常明显，而目前市场还没有充分反应供给端的变化；

二是并购重组将提升行业盈利（浙江的例子），也有利于行业估值的提升，而大水泥企业作为整合的最大收益者，其成长空间仍然非常大，市场也还没充分预期到并购对行业和大水泥企业的影响。

目前这两条投资逻辑还没有得到充分预期，而新的政策（比如本次的建材下乡）还将形成新的需求增长点，我们继续“看好”行业。具体个股，我们维持推荐：祁连山、冀东水泥、海螺水泥、赛马实业、天山股份。

表 4：行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS（元）			P/E（X）			评级	
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
600720	祁连山	18.35	0.86	1.25	1.70	21.33	14.68	10.67	推荐	推荐
000401	冀东水泥	23.05	0.81	1.22	1.63	28.46	18.89	14.14	推荐	推荐
600585	海螺水泥	24.79	1.00	1.43	1.73	24.79	17.34	14.33	推荐	推荐
600449	赛马实业	30.50	1.85	2.14	2.53	16.49	14.25	12.06	推荐	推荐
000878	天山股份	28.12	1.13	1.36	1.86	24.88	20.68	15.12	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理专业硕士，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。