

2010-10-17

建材

维持

买入

9 月商品房新开工面积 1.46 亿平米，同增 44.66%

◇ 专题月度更新：2010 年行业需求关键变量由 09 年的基建投资转为房地产投资，新开工指标为引导市场预期的先行指标

◆专题：2010 年水泥行业需求关键变量在房地产投资

水泥行业为典型的周期性、投资拉动型行业，与宏观经济周期和固定资产投资增速的波动密切相关。下游需求主要分为房地产、基础设施和新农村建设三个方面，2010 年基础设施建设高位稳定，增速下降为大概率事件，今年水泥下游需求的关键变量在房地产。建立专题月度报告以跟踪这一重要变量，以证明我们的逻辑；

◆2010 年 1-9 月商品房新开工面积 11.94 亿平米，同增 63.1%

2010 年 1-9 月国内房地产投资累计完成 3.35 万亿元，同增 36.4%。分项目，商品房销售面积累计 6.32 亿平米，同增 8.2%；竣工面积累计 3.69 亿平米，同增 10.4%；新开工面积 11.94 亿平米，同增 63.1%；施工面积累计 35.54 亿平米，同增 28.1%；购置土地面积 2.91 亿平米，同增 35.6%；

分解 1-9 月数据房地产分项目数据，销售面积增速持续快速回落带动竣工面积增速亦快速向下运动，但房地产投资并未如市场预期在下半年大幅下降仍保持高位稳定，新开工面积和施工面积增速稳定增长为房地产投资提供新的助力！土地购置面积增速与土地完成开发面积增速指标目前均保持上升态势，表明生地面积和熟地面积在持续扩大趋势中，为新开工面积增速持续提供土地支持！

◆分区域房地产投资跟踪显示投资增速下半年将西向东转移

2010 年 1-9 月，各区域房地产投资增速均同比大幅提高。排序从高往低依次为东南（46.87%）、西北（42.52%）、西南（39.94%）、东北（32.96%）、中南（32.36%）、华东（32.08%）、华北（29.97%）；其中福建、海南、广西、宁夏、黑龙江房地产投资增速排序前五，分别为 73%、68%、57%、52%、49%；西藏、云南、北京、江西、天津房地产投资增速排序后五，分别为 -48.9%、15.3%、16.4%、18.4%、21.9%；

◆房地产新政理解：管理需求，释放供给，供给为关键

仅依靠控制需求为单一手段，仅针对房价下跌单一目标就放松政策，在“供不应求”条件下，房价将在政策放松的短时间内再次迅速上升，最终调控失败；组合拳的关键在于供给持续释放。目前出台更严厉调控政策概率大为降低，今年至今水泥行业新增供给压力大，国家调控引致企业提价减轻成本压力的行为趋于谨慎，从 1-5 月行业经营情况来看运行仍正常，行业盈利稳定增长；2011 年由于国家对行业新增产能的严控政策，水泥行业新增供给冲击将锐减，需求端我们乐观看待！

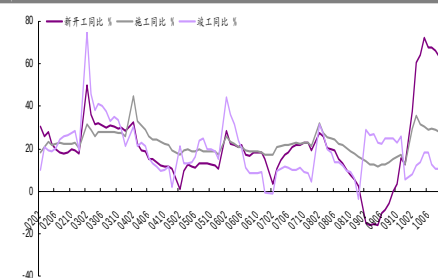
分析师：

陈浩武（执业证书编号：S0930210040003）

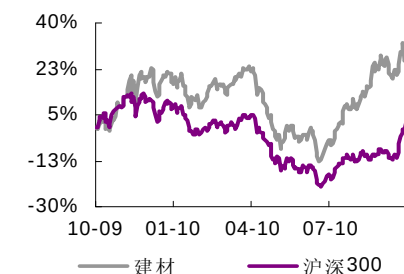
22169050

chenhaowu@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

8 月商品房新开工面积 1.26 亿平米，同增 55.63%

..... 2010-09-14

7 月新开工面积 1.17 亿平米，年内单月最低

.....2010-08-11

6 月新开工增速现调头，预计 7 月新开工增速仍持续向上

..... 2010-07-14

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
000877	天山股份	26.30	0.90	1.50	2.10	买入
600585	海螺水泥	24.30	1.00	1.50	1.74	买入
000401	冀东水泥	22.49	0.81	1.19	1.56	买入
600425	青松建化	19.00	0.43	0.62	0.95	买入
600720	祁连山	17.65	0.86	1.20	1.50	买入
002233	塔牌集团	13.17	0.54	0.55	0.98	增持
600449	赛马实业	30.99	2.28	2.28	2.10	增持
600801	华新水泥	18.57	1.24	0.60	1.50	增持
000012	南玻 A	16.58	0.40	0.50	0.60	买入

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

图表目录

图 1: 我国房地产投资增速仍处高位	3
图 2: 销售--土地购置--新开工的逻辑依据及跟踪	4
图 3: 新开工面积增速和竣工面积增速的剪刀差缺口填补后形成显著向上翘头	4
图 4: 国内商品房累计销售面积与增速	5
图 5: 国内商品房累计竣工面积与增速	5
图 6: 当年国内累计购置土地面积与增速	5
图 7: 国内累计完成开发土地面积与增速	5
图 8: 国内商品房累计施工面积与增速	5
图 9: 国内商品房累计新开工面积与增速	5
图 10: 房地产土地购置/完成开发指标跟踪图谱	6
图 11: 水泥行业关键指标与行业经营情况分季度图谱	7
图 12: 水泥行业关键指标与行业经营情况分季度分解图谱	7
图 13: 分区域房地产投资运行情况	8
图 14: 华北一房地产投资增速: 单月	8
图 15: 华北一房地产投资增速: 累计	8
图 16: 华东一房地产投资增速: 单月	8
图 17: 华东一房地产投资增速: 累计	8
图 18: 中南一房地产投资增速: 单月	9
图 19: 中南一房地产投资增速: 累计	9
图 20: 西南一房地产投资增速: 单月	9
图 21: 西南一房地产投资增速: 累计	9
图 22: 东南一房地产投资增速: 单月	9
图 23: 东南一房地产投资增速: 累计	9
图 24: 西北一房地产投资增速: 单月	10
图 25: 西北一房地产投资增速: 累计	10
图 26: 东北一房地产投资增速: 单月	10
图 27: 东北一房地产投资增速: 累计	10

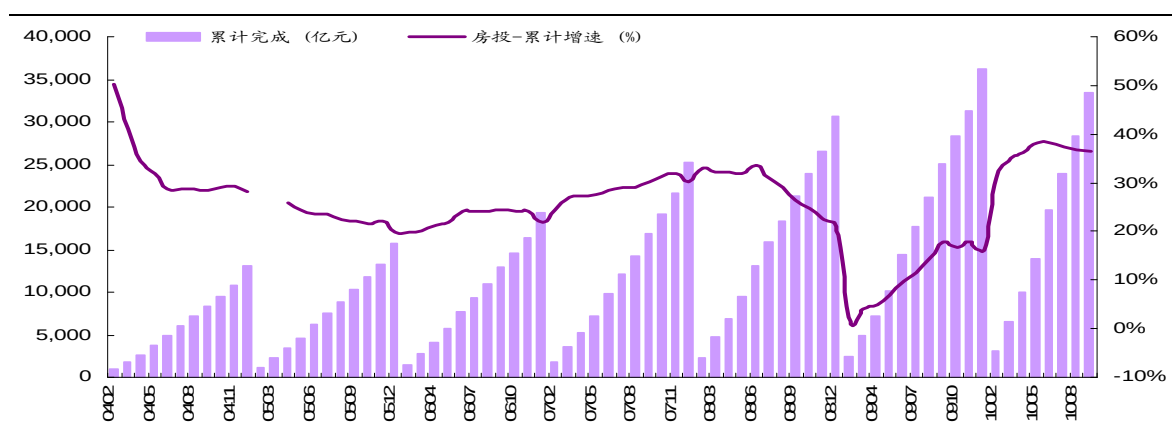
2010 年 1-9 月全国房地产投资增速 36.40%

2010 年 1-9 月国内房地产投资累计完成 3.35 万亿元，投资增速 36.4%，增速较 09 年同期大幅提高 18.7 个百分点；环比较 1-8 月增速下降 0.3 个百分点；单 8 月完成投资 5156 亿元，同增 32.10%；

历史数据显示房地产行业占水泥行业下游需求 30%，09 年受房地产投资低速预计仅占水泥需求 25%，其持续复苏进一步推高水泥行业景气程度。

图 1：我国房地产投资增速仍处高位

10 年 1-9 月房地产投资同比增长 36.4%，房地产投资增速仍处高位



资料来源：WIND、光大证券研究所

新开工和施工面积增速为房地产投资提供新助力

2010 年至今房地产投资并未如市场预期在下半年大幅下降，仍保持高位稳定：分解 1-9 月数据房地产分项目数据，销售面积增速持续下降，新开工面积和施工面积增速稳定增长为房地产投资稳定增长提供新的助力！

1、2010 年 1-9 月商品房销售面积累计 6.32 亿平方米，同比增长 8.20%，增速较 09 年同期下降 36.6 个百分点，环比较 1-8 月增速提高 1.5 个百分点；单 9 月销售 10446 万平米，同比增长 16.65%。单月销售面积增速指标在持续 4 个月负增长后首月转正！

2、2010 年 1-9 月商品房竣工面积累计 3.69 亿平方米，同比增长 10.40%，增速较 09 年同期下降 14.3 个百分点，环比较 1-8 月增速下降 0.3 个百分点；单 9 月竣工 4600 万平米，同比增长 10.07%。单月竣工面积增速指标在连续 2 个月负增长后首月转正；

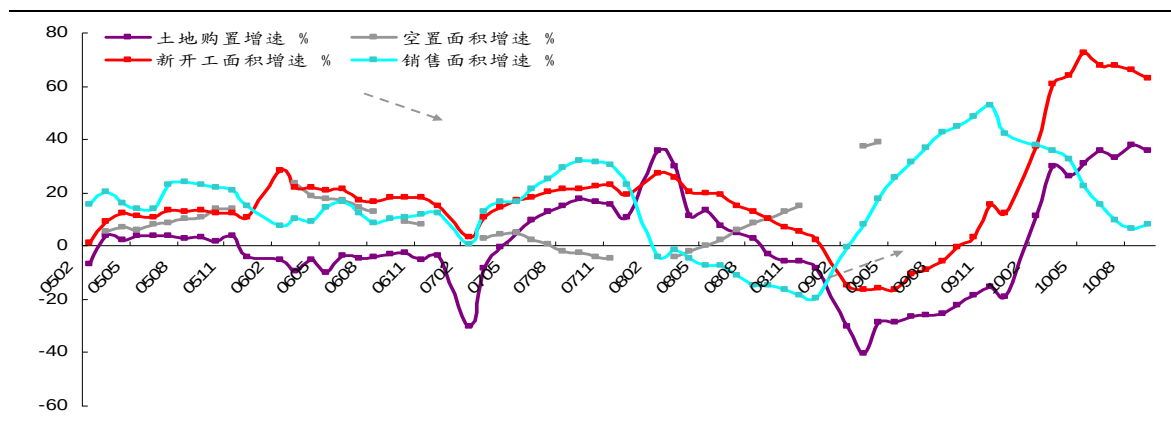
3、2010 年 1-9 月购置土地面积累计 2.91 亿平方米，同比增长 35.60%，09 年同期该项指标增速为-22.10%；环比较 1-8 月增速下降 2.3 个百分点；单 8 月购置 3392 万平米，同比增长 20.27%；

4、2010 年 1-9 月商品房新开工面积累计 11.94 亿平米，同比增长 63.10%，09 年同期该项指标增速为-0.40%；环比较 1-8 月增速下降 3.0 个百分点；单 9 月新开工 1.46 亿平米，同比增长 44.66%；后续新开工面积指标需持续关注！回顾 3 季度新开工面积数据，增速仍保持高位稳定，并未如市场预期大幅下降！

5、2010 年 1-9 月商品房施工面积累计 35.54 亿平米，同比增长 28.10%，增速较 09 年同期提高 12.7 个百分点，环比较 1-9 月增速下降 1.0 个百分点；单 9 月施工 1.62 亿平米，同比增长 11.07%。

图 2：销售--土地购置--新开工的逻辑依据及跟踪

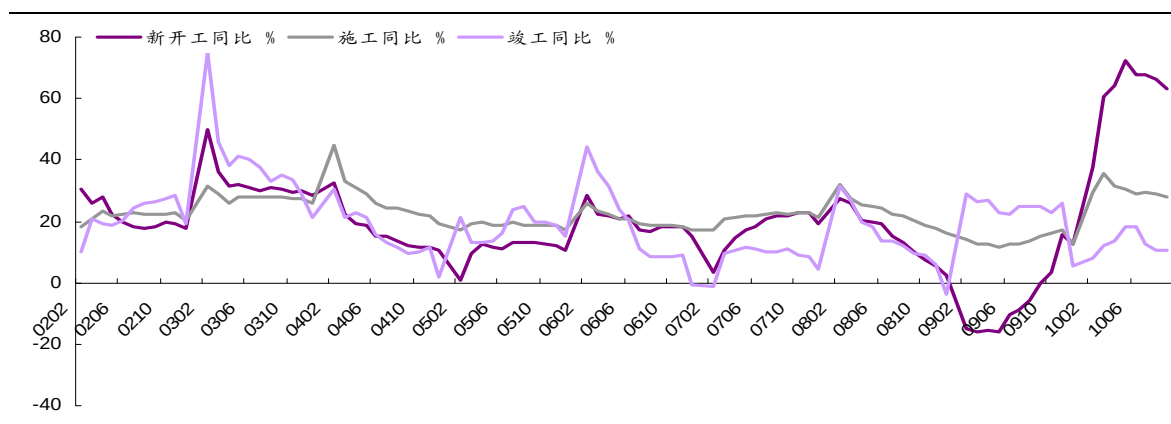
“销售-土地购置-新开工”跟踪图谱，单 9 月新开工面积 1.46 亿平米，同比增长 44.66%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 3：新开工面积增速和竣工面积增速的剪刀差缺口填补后形成显著向上翘头

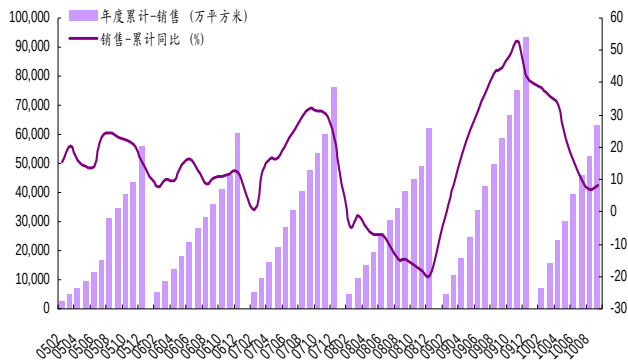
新开工与竣工增速剪刀差缺口 09 年底填补后形成显著向上翘头，综合作用下保证施工增速稳定增长



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 4：国内商品房累计销售面积与增速

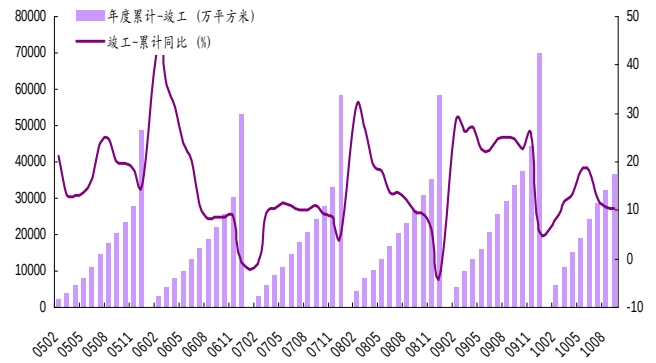
10 年 1-9 月国内商品房销售面积累计 6.32 亿平米，同比增长 8.2%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 5：国内商品房累计竣工面积与增速

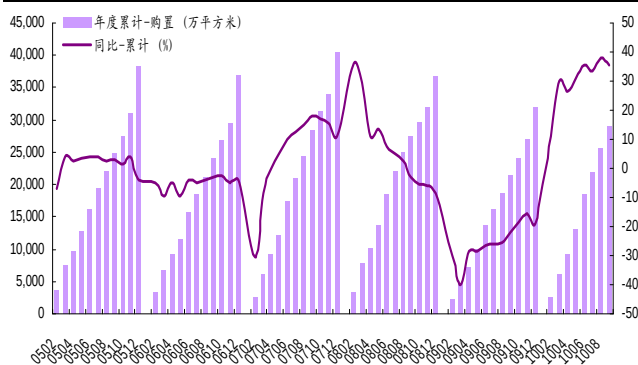
10 年 1-9 月国内商品房竣工面积累计 3.69 亿平米，同比增长 10.4%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 6：当年国内累计购置土地面积与增速

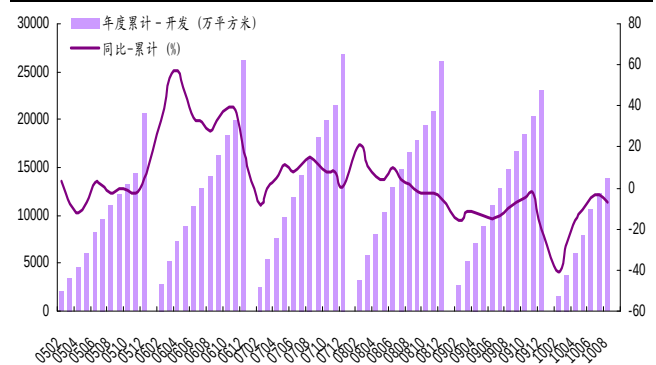
10 年 1-9 月累计购置土地面积 2.91 亿平米，同比增长 35.6%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 7：国内累计完成开发土地面积与增速

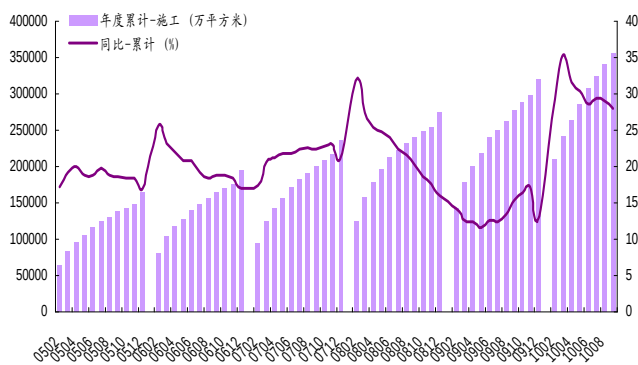
10 年 1-8 月累计完成开发土地面积 1.39 亿平米，同比下降 6.9%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 8：国内商品房累计施工面积与增速

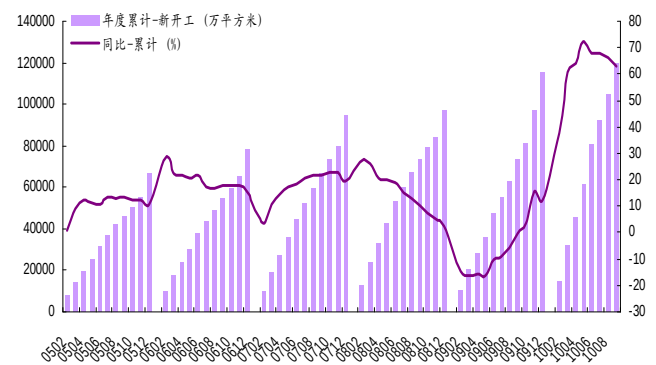
10 年 1-9 月商品房累计施工面积 35.5 亿平米，同比增长 28.1%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 9：国内商品房累计新开工面积与增速

10 年 1-9 月商品房新开工面积 11.94 亿平米，同比增长 63.1%



资料来源：WIND、光大证券研究所

房地产土地购置和完成开发指标跟踪图谱以衡量新开工面积未来持续动能

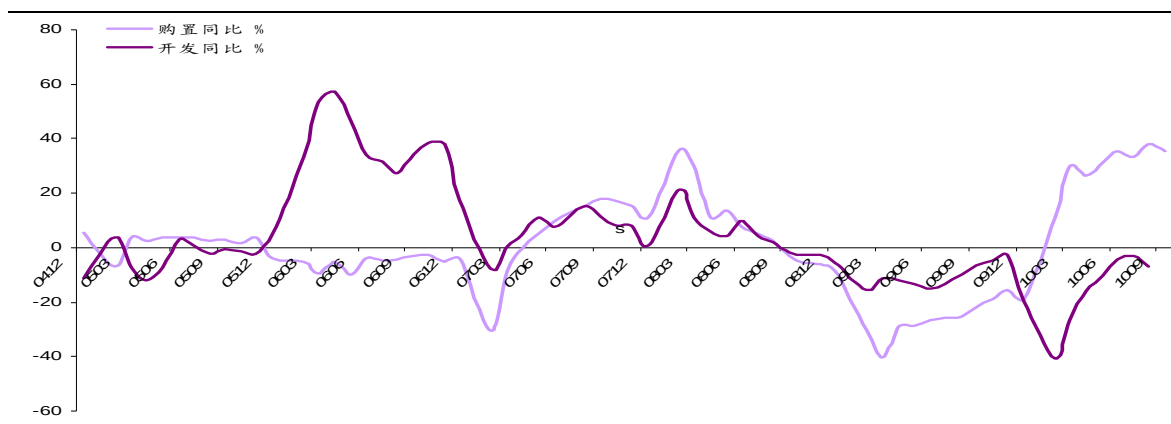
建立该跟踪图谱的简单思维在假定其他条件不变的情况下，土地购置面积上升表明开发商基于补库存或需求旺盛等因素购置土地形成生地以保持企业正常运营库存；土地完成开发面积下降表明开发商基于市场不明确或政府博弈等因素减少达到开发条件的土地供应，即减少熟地供应；两者交叉并持续，表明生地增加熟地减少，短期新开工投资边际动能减小，中长期投资动能积蓄，重点关注国家对企业囤地行为的打击力度；

购置下降和完成开发上升则正好相反意义，两者交叉并持续，表明生地减少熟地增加，短期新开工投资边际动能增加，中长期投资动能减弱，此时重点关注国家的土地供应力度；

长期来看，两指标走势应保持趋同，即剪刀差缺口会得到填补！

图 10：房地产土地购置/完成开发指标跟踪图谱

简化思维，购置增速上升表明生地面积扩大，完成开发增速上升表明熟地面积扩大，两者走势对新开工面积动能预测提供支持



资料来源：WIND、光大证券研究所

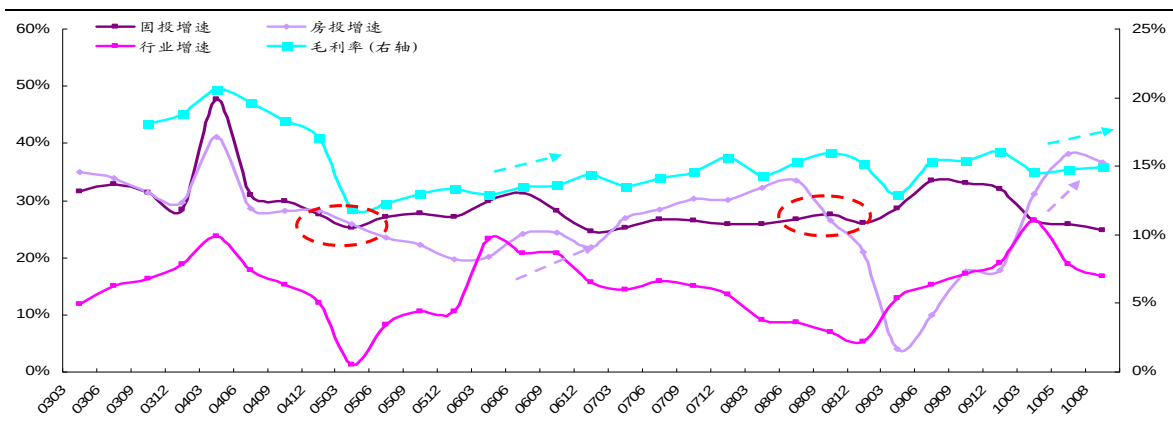
房地产投资回暖将带动水泥行业盈利能力提高

回归 03 年至今城镇固定资产投资增速、房地产投资增速、水泥行业需求增速和水泥行业毛利率等 4 个指标的分季度数据。表明水泥行业需求增速与固定资产投资增速表现出较强相关性，而行业盈利能力则表现出与房地产行业增速相关性更强；

进一步分解房地产投资数据与水泥行业经营指标。发现正常情况下水泥行业需求增速与房地产投资的新开工、施工增速同步；而行业盈利能力滞后 1 个季度必然体现新开工面积增速的变化。

图 11：水泥行业关键指标与行业经营情况分季度图谱

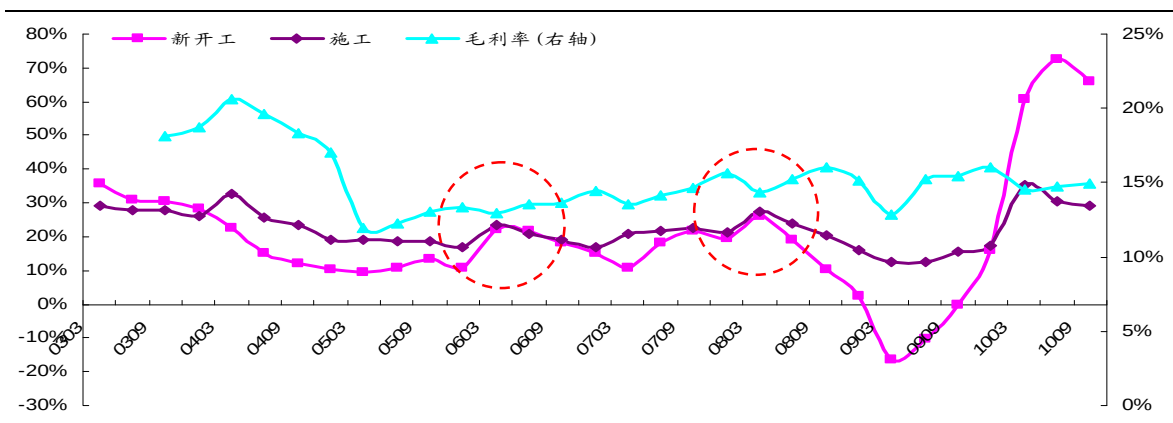
水泥行业需求增速与固投增速表现出较强相关，行业盈利能力则与房地产行业增速相关性强



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 12：水泥行业关键指标与行业经营情况分季度分解图谱

水泥行业盈利能力滞后房地产行业新开工面积和施工面积一个季度体现



资料来源：WIND、光大证券研究所

分区域房投增速逐步呈现西向东转移

汇总各省市房地产投资数据建立 7 大区域房地产投资运行跟踪数据库；

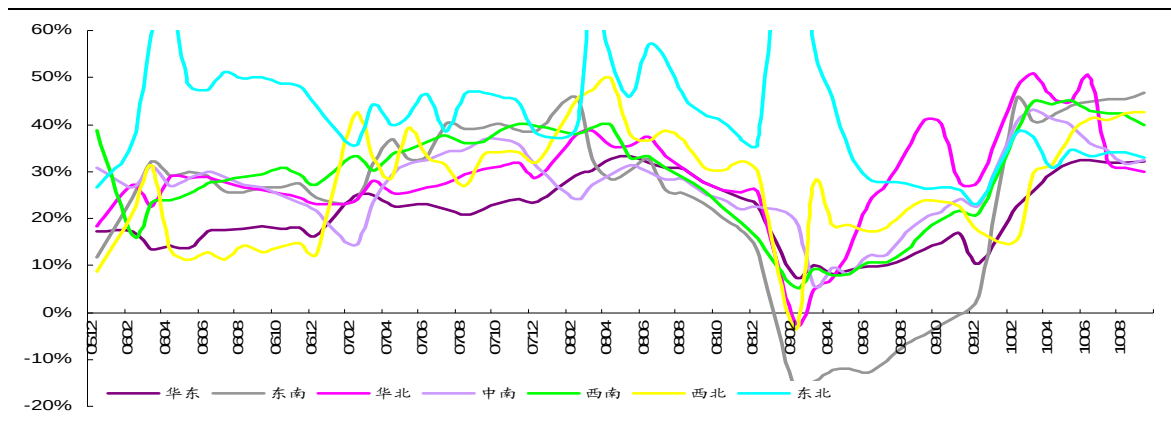
2010 年 1-9 月，分区域来看，各区域房地产投资增速均同比大幅提高。排序从高往低依次为东南、西北、西南、东北、中南、华东、华北，加权增速分别为 46.87%、42.52%、39.94%、32.96%、32.36%、32.08%、29.97%；

具体到省市，福建、海南、广西、宁夏、黑龙江房地产投资增速排序前五，分别为 73%、68%、57%、52%、49%；西藏、云南、北京、江西、天津房地产投资增速排序后五，分别为-48.9%、15.3%、16.4%、18.4%、

21.9%。

注：指标采取加权平均法，因此单一省市的大幅增长或大幅下降会在某一时点对指标体系产生影响

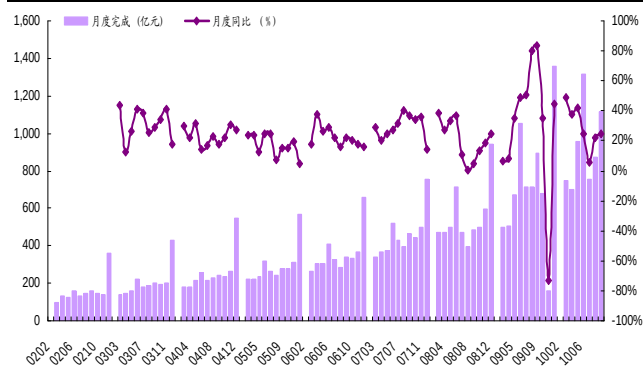
图 13：分区域房地产投资运行情况



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 14:华北—房地产投资增速：单月

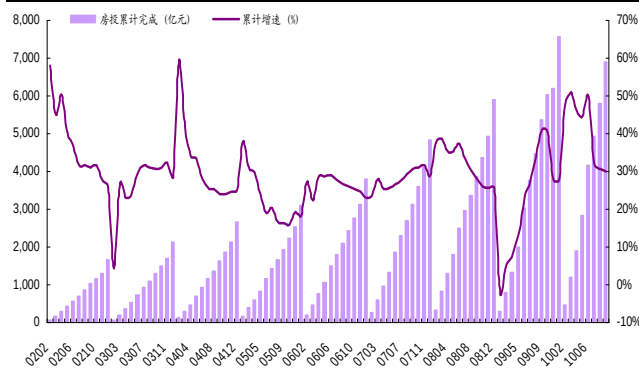
9月华北房地产投资 1113.27 亿元，同比增长 25.1%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 15:华北—房地产投资增速：累计

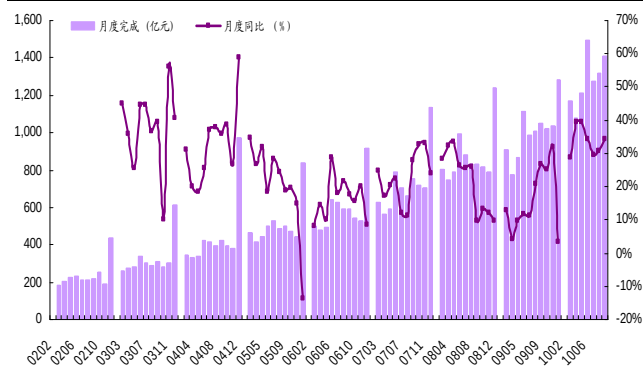
10年1-9月华北房地产投资 6911.78 亿，同比增长 29.97%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 16：华东—房地产投资增速：单月

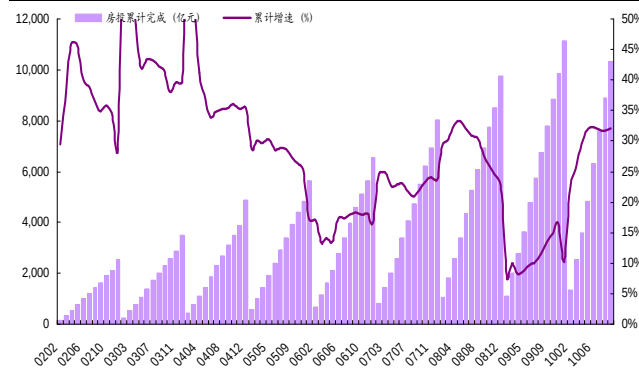
9月华东房地产投资 1411 亿元，同比增长 34.2%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 17:华东—房地产投资增速：累计

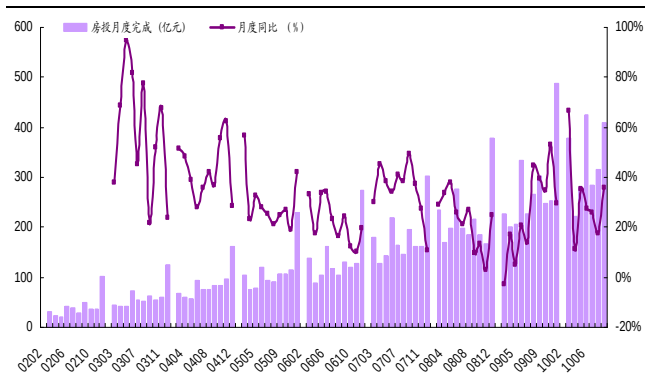
10年1-9月华东房地产投资 10312 亿元，同比增长 32.1%



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 18:中南一房地产投资增速: 单月

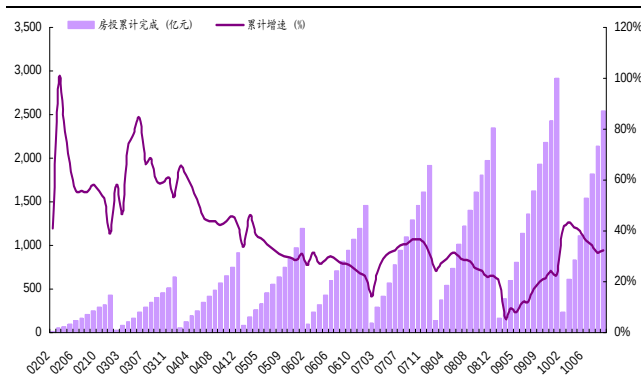
9 月中南房地产投资 410 亿元, 同比增长 35.7%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 19:中南一房地产投资增速: 累计

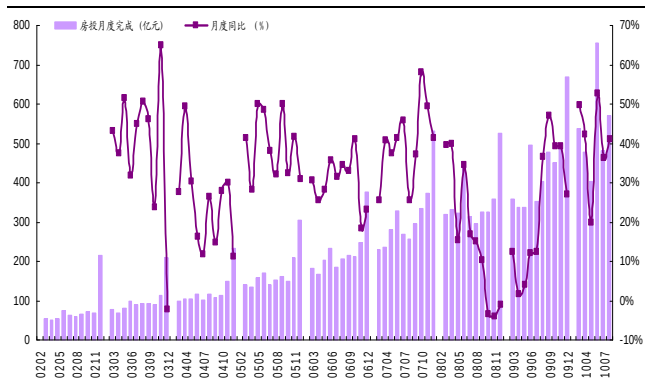
10 年 1-9 月中南房地产投资 2546 亿元, 同比增长 32.4%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 20: 西南一房地产投资增速: 单月

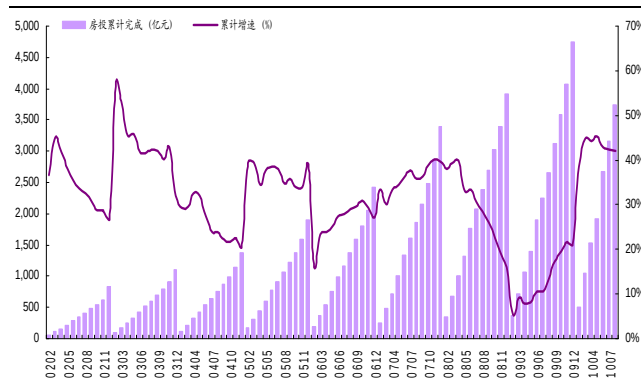
9 月西南房地产投资 611 亿元, 同比增长 27.7%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 21:西南一房地产投资增速: 累计

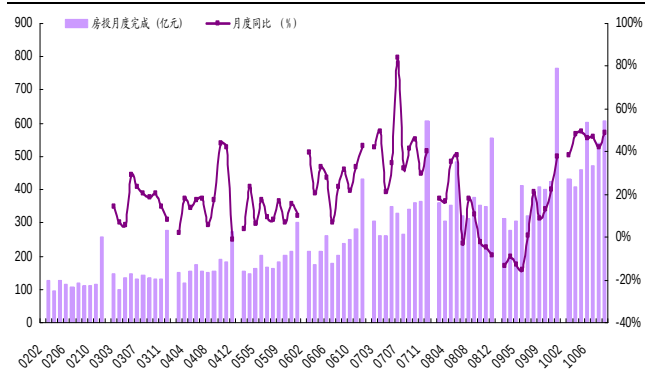
10 年 1-9 月西南房地产投资 4343.9 亿元, 同比增长 39.9%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 22:东南一房地产投资增速: 单月

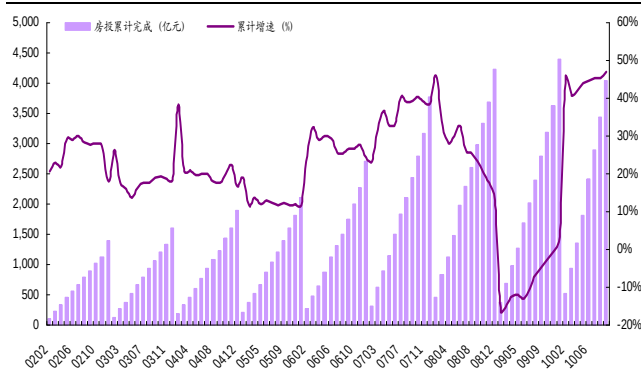
9 月东南房地产投资 605 亿元, 同比增长 48.6%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 23:东南一房地产投资增速: 累计

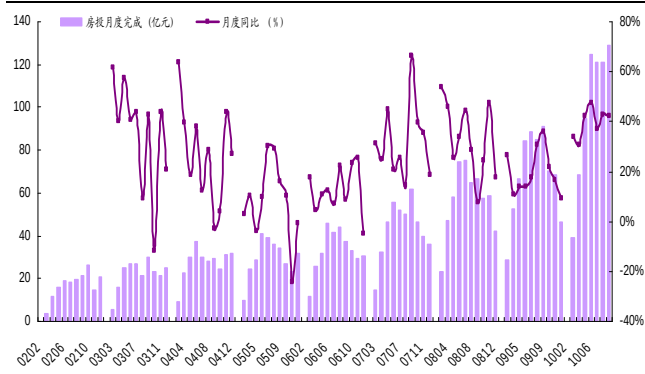
10 年 1-9 月东南房地产投资 4034.5 亿元, 同比增长 46.9%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 24: 西北—房地产投资增速: 单月

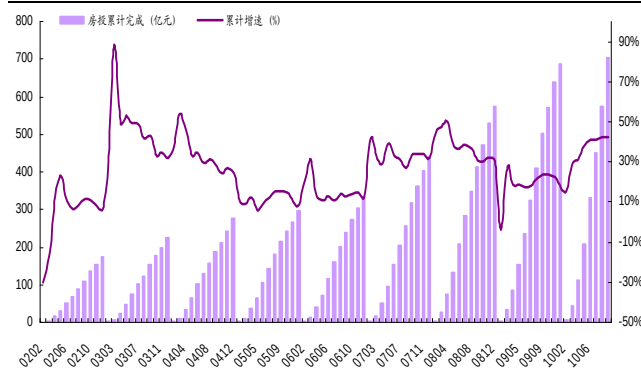
9 月西北房地产投资 129 亿元, 同比增长 42.1%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 25: 西北—房地产投资增速: 累计

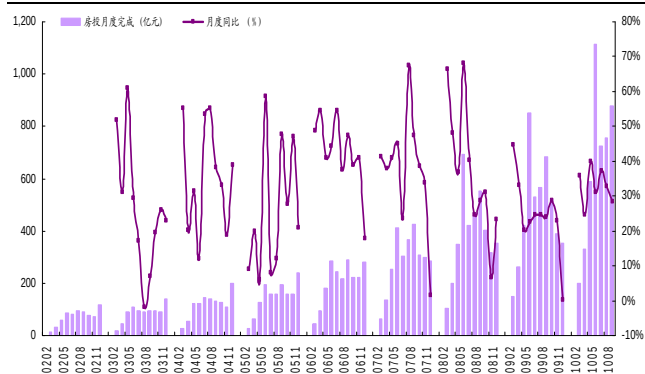
10 年 1-9 月西北房地产投资 703 亿元, 同比增长 42.5%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 26: 东北—房地产投资增速: 单月

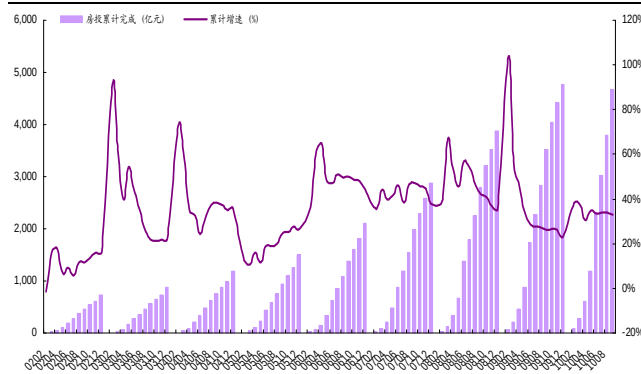
9 月东北房地产投资 877 亿元, 同比增长 28.4%



资料来源: WIND、光大证券研究所

图 27: 东北—房地产投资增速: 累计

10 年 1-9 月东北房地产投资 4660.2 亿元, 同比增长 33.0%



资料来源: WIND、光大证券研究所

房地产新政理解: 管理需求, 释放供给, 供给为关键

目前房价水平和刚性需求存在的客观事实上, 仅仅依靠控制需求作为单一手段, 仅仅针对房价下跌单一目标就放松政策, 在“供不应求”格局仍存的条件下, 房价将在政策放松的短时间内再次迅速上升, 最终调控失败; **组合拳的关键在于供给持续释放**, 改变价格预期, 压制虚拟泡沫, 最终是为了更健康的释放刚性需求。我们的观点: 先期主要依靠国家保障性住房推进提供供给, 当前仍处房地产商和政府的博弈过程, 当供给持续释放和房价下跌一致预期时, 企业资金链特性, 房地产商内生性供给释放将跟进 (资产变现动机);

房地产销售增速持续回落, 相关重要指标增速亦相继呈现回落态势, 虽然目前国家房地产政策没有放松的理由, 但出台更严厉的调控政策的概

率在降低，市场心态将逐步走向稳定；房地产行业向正常轨道回归的关键在于供给持续释放，**我们将重点关注新开工面积指标！**

2010 年至今水泥行业新增产能供给压力大，4 月国家调控引致水泥企业实体通过提价减轻成本压力的行为趋于谨慎，但从 1-5 月行业经营情况来看运行仍正常，行业盈利稳定增长；而 2011 年由于国家对行业新增产能的严控政策，水泥行业新增供给冲击将锐减，需求端我们乐观看待！

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

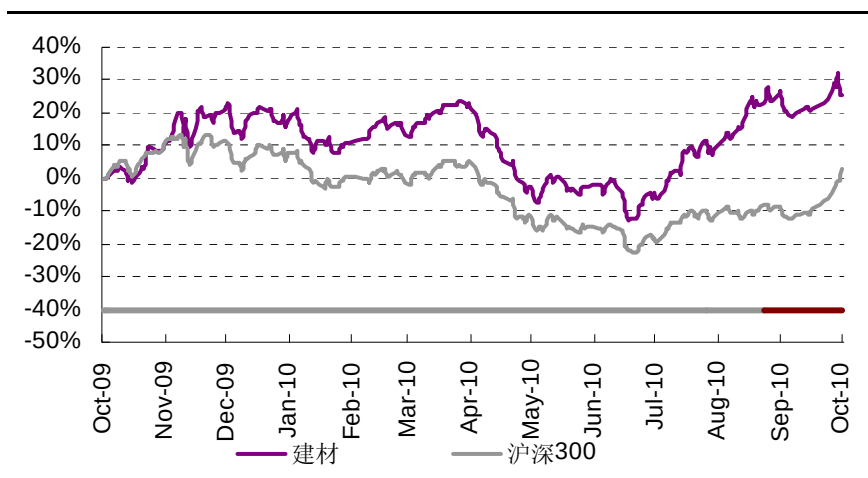
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

建材

分析师：陈浩武



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-09-06	买入
2010-09-08	买入
2010-09-13	买入
2010-09-14	买入
2010-09-19	买入
2010-09-20	买入
2010-09-25	买入
2010-10-11	买入
2010-10-12	买入
2010-10-13	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的建议不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。