

证券研究报告—跨行业专题策略

投资策略

政策和资金护航下的保障住房投资机会

2011 年 6 月 27 日

主标题

证券分析师:	郑东	010-66025270	zhengdong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120023
证券分析师:	周炳林	0755-82130638	zhoublin@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120066
证券分析师:	黄学军	021-60933142-3142	huangxun@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120018
证券分析师:	邱波	0755-82133390	qiubo@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120021
证券分析师:	秦波	010-66026317	qinbo@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120039
证券分析师:	区瑞明	0755-82130678	ourm@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120051
联系人:	马彦	010-88005304	mayan@guosen.com.cn	
联系人:	陈玲	0755-82130646	chenling2@guosen.com.cn	
联系人:	林丽梅	021-60933157	linlm@guosen.com.cn	

投资策略要点:

■ 稳经济-政策和资金护航下半年保障性住房提速

首先是稳经济的高度上提升保障性住房的重要性。如副总理在 6 月中旬一周三次考察保障性住房。其次从政策上解决困扰保障性住房的资金问题。如 6 月 22 日发布的《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》，这是继去年 10 月解决地方融资平台后首次“松口”允许地方政府发行债券。6 月 17 日财政部确定首发 504 亿元地方债为保障房筹资。还有就是社保、保险以及各种民间资本进入到保障性住房。

■ 保障性住房对相关产业的拉动

经过测算，保障性住房对工程机械、水泥建材、钢材等投资品拉动明显，直接受益的还有建筑工程。按照 11 年 1000 万套，开工率到 100% 计算。上半年按照 34% 的开工率计算，对工程机械和重卡销量的占比（相对于 10 年）提高到 20% 以上。对水泥的需求 6.47%，对钢材的需求是 5.45%。按照十二规划，整个保障房的市场规模达 7 万亿，建筑类公司由此受益。

■ 保障性住房的投资机会

水泥行业：重点关注拥有房地产业务的水泥企业**金隅股份**和**亚泰集团**；水泥业务所在区域保障性住房建设量相对较大的企业：**海螺水泥**和**亚泰集团**。

钢铁行业：保障房建设项目新增加的钢铁需求量可以抵消 10% 左右的地产用钢量的下滑。重点关注**新兴铸管**、**八一钢铁**、**凌钢股份**、**河北钢铁**等高长材比例的公司。

工程机械：缓解行业的竞争压力。保障性住房建设对主要品种拉动的力度依次为混凝土机械、建筑起重机、土方机械、工程起重机。因而，混凝土机械业务占公司利润比例最大的**三一重工**和**中联重科**受益将相对显著。

建筑行业：受益于保障性住房的建筑工程的公司为**中国建筑**和**中国中冶**。

房地产行业：总体受益不大，部分公司受益资本市场融资局部松动的口子。如**中天城投**（有望凭借 200 亿元保障房大单降叩开资本市场直接融资大门改善资债结构、并为整合贵州省优质资源铺路）、**首开股份**（发中期票据建低利润率的保障房，为低价获取优质商业地块铺路）、**福星股份**（旗下有超过 700 万平的武汉城中村旧改项目）。

保障房投资的三大超预期之处

我们认为，保障房建设存在三大超预期之处，相关投资机会需要高度关注。首先，关于分配的担忧现阶段不可证明，也不可证伪，保障房的综合政策力度将超预期；其次，廉/免价土地本质是一种巨额投资，保障房资金筹划的结果将超预期；第三，上下游拉动以建筑面积计算，保障房拉动的效果将超预期。

尽管我们认为保障房在“分配”、“冲击地方土地出让金收入”等方面仍然存在难题，但这些问题将主要在建设完毕后显现，由此，预计保障房将在政策强有力的推动下，“先建起来再说”，在这一过程中，其对整体经济与相关产业的推动作用将是确定而明显的。

分配担忧现阶段不可证明或证伪，保障房的综合政策力度将超预期

表 1：近期贯彻落实保障性安居工程政策的主要事件

时间	主要内容	文件/部委/领导人
3月15日	今年要再开工建设保障性住房、棚户区改造住房共 1000 万套	政府工作报告
3月16日	十二五期间建设 3600 万套保障房	十二五规划纲要
5月24日	关于切实落实保障性安居工程资金加快预算执行进度的通知	财政部、住建部
6月9日	关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知	发改委
6月10日	在太原市西华苑保障房小区，考察公租房、廉租房建设和分配情况	李克强
6月11日	参加部分省份保障性安居工程工作会议	李克强
6月19日	于北京市西部的门头沟区考察工矿棚户区改造情况	李克强

资料来源：新华网

长远中，有关分配的担忧是保障房成败与否最关键之处，假设分配终得其所，建设保障房将在解决社会矛盾，促进经济发展，提升国民福利，乃至控制中长期社会运行成本以缓解通胀压力、提升国家竞争力等方面起到一举多得的作用。尽管不同意见者对于分配提出了诸多担忧，但问题是，关于分配的担忧在现阶段是不可证明也不可证伪的问题，政策既然提出了宏伟建设计划，实际上已默认了分配问题可以解决，由此，保障房的综合政策推动力度将在各方的担忧中持续地超出预期，通俗而言，未来我们将看到的是一种“先建起来再说”的处置思路，而确保分配公平的研究和制度完善工作将建设的过程中紧锣密鼓地进行。

廉/免价土地本质是一种巨额投资，保障房资金筹划的结果将超预期

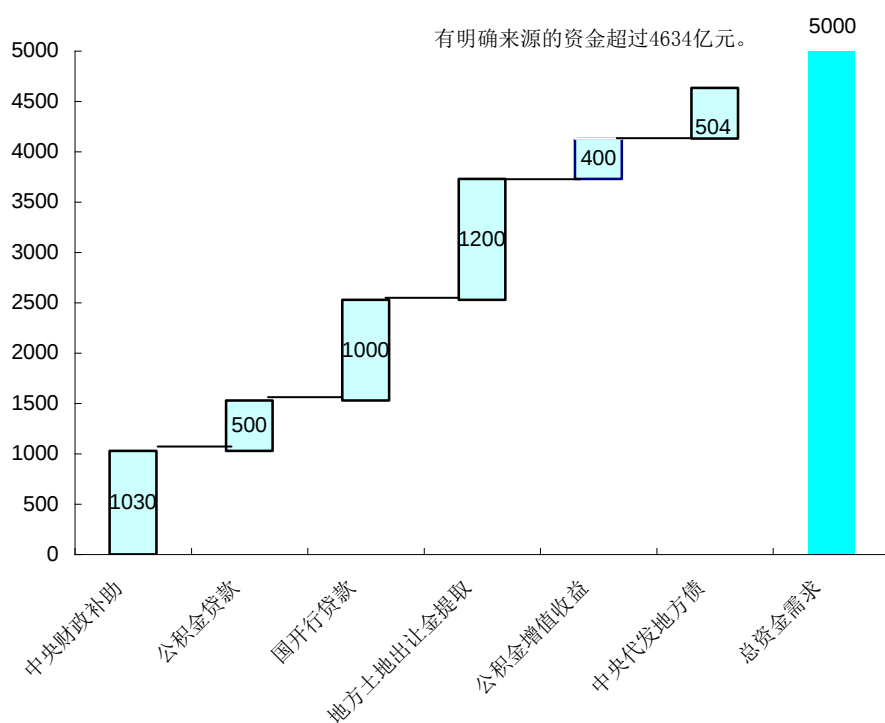
同为房屋建设，保障房与商品房最大的区别在于土地批租模式，商品房土地市场价值以最大化的竞争原则确定，而保障房以土地廉/免价但限定房屋分配主体的模式运作，不难看出，廉/免价土地本身已是政府财政的一种巨额投资。按照 1000 万套折合 6-7 亿平米建面计算，若以商品房开发，在开工之前，开发主体仅支付土地出让金可能就需要拿出 2-3 万亿，在此基础上，进一步的资金才可用于建设开发。

而保障房的投资则仅主要在于 2000 多元/平米的建安成本，预计 6-7 亿平米建设的全部资金需求规模约在 1.3 万亿左右。考虑今年虽要求全部开工，但可能完工 60%，以及部分正常的商业信用（开发主体的应付账款），全年按政策计划建设约需资金 5000-6000 亿元，目前已经有较为明确来源的资金有 4634 亿元，其中，中央财政补助 1030 亿、公积金贷款 500 亿，国开行贷款 1000 亿，地方土地出让金陆续提取约 1200 亿，公积金增值收益预计 400 亿，中央代发地方债 504 亿等，综合缺口并不大，考虑政策支持力度以及更多融资方案的推出，资金缺口的进一步筹措并不困难。我们认为，上半年保障房开工低于计划更主要的源于建设土地的筹措有一个必要的过程，而非资金。

保障房可售部分的销售回款可能会超出人们的想象，2006 年-2010 年全国房地产竣工项目中，商业营业性用房（指底商和商场，不含办公楼）与住宅的比例为 11-13%，排除纯商场部分的影响，按照商品住宅地产项目运营的基本规律，商业部分占比住宅面积一般在 5-6%之间，而即使是保障房，底商的价值必然按照商业化原则运营，目前全国底商的市场均价在 1.5-2 万元之间，是单方建筑成本的 7-10 倍，即出售一平方底商，可建房屋为 7-10 平米。由此，在零地价的保障房项目，仅底商销售收入可能将能回收总体开发成本的 30-50%，加上部分保障房为可售且售价大于建安成本的经济适用房，保障房销售回款占比总建安成本的比例是非常高的。不难看出，土地的廉/免价是以上情况的根本原因。

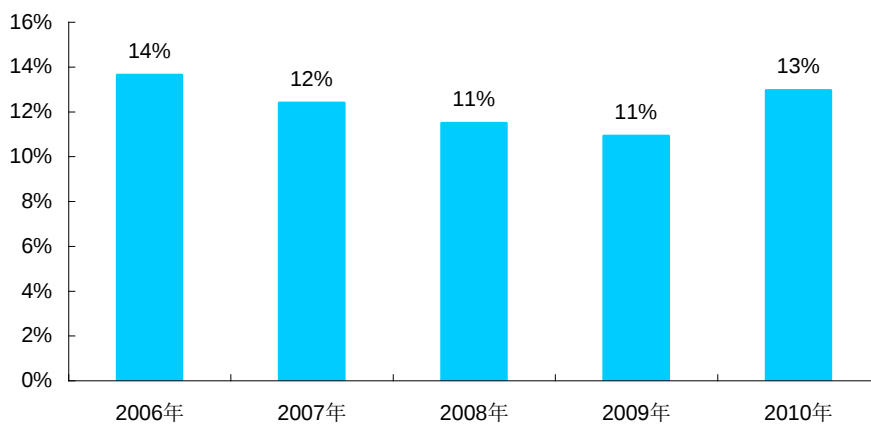
我们认为，实际上，保障房对地方财政更为核心的问题是要看卖地收入的挤压，“口袋里少进钱与多支出”的效果是一样的，仅就保障房建设本身，资金问题非常小。就当前的情况观察，由于近期商品型住房的销售坚挺，预计地产商又将根据手中销售回款，一定程度地补充土地储备，保障房对地方财政更为根本影响浮出水面的时间将延后。

图 1：今年有较为明确来源的保障房资金与总体资金需求的对比



资料来源：工程机械协会，wind，国信证券经济研究所

图 2：历年来地产开发中商业营业性用房相当于住宅竣工量的比例



资料来源：wind，国信证券经济研究所

上下游拉动以建筑面积计算，保障房拉动的效果将超预期

按照可比商品型住房考虑，保障房对上游的建筑承包、钢铁、水泥、其他建材等拉动在于建筑面积，而考虑套型面积较小，相等面积保障房对家电、家具将更大。由此再加上单方投资金额比商品房少 3000-5000 元或 60%-70%，预计全国平均每万元的保障房投资形成建筑面积为 5 平方，而商品房仅为 1.4-2 平米，由此，保障房等量投资对各类物料的拉动作用将比商品房大 1-2.5 倍。以上提示，如果下半年保障房投资占比上升，即使房地产投资金额出现一定下降，房建领域对于上下游的拉动作用可能仍在上升，由此形成保障房对上下游的拉动效果将超预期。

表 2：单方框剪结构的基本物资消耗

主要消耗项目	钢材	混凝土	墙砖	总生产运输消耗标准煤
数量	60-70 公斤	0.2-0.23 立方米	0.15-0.17 立方米	0.3 吨-0.35 吨

资料来源：国信证券经济研究所

下半年保障性住房政策提速

下半年政策力度加大

首先从政策角度解决保障性安居工程的资金问题。财政资金具有“四两拨千斤”的乘数效应，地方债资金的直接介入将有力地推动保障性安居工程的建设。（1）6 月 17 日财政部确定首发 504 亿元地方债为保障房筹资。其中 6 月 27 日招标 5 年期品种，金额 254 亿元；7 月 11 日招标 3 年期品种，金额为 250 亿元。本次地方债发行主体包括山东、云南、重庆等 11 个省区。根据发行计划，此次发行的 5 年期地方政府债最高发行量为云南 40 亿元，其次是陕西 34 亿元，以及山东 31 亿元，新疆 30 亿元。山西和重庆各 25 亿元、福建 24 亿元、青海 20 亿元、海南 15 亿元、青岛 6 亿元、厦门 4 亿元。而 3 年期地方政府债最高发行量为云南 39 亿元，其次为陕西 34 亿元、山东 31 亿元、新疆 30 亿元。此外，山西 26 亿元、重庆 25 亿元、福建 24 亿元、青海 19 亿元、海南 14 亿元、青岛 5 亿元、厦门 4 亿元。（2）国家发改委 6 月 22 日发布的《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》明确，允许投融资平台企业申请发行企业债券筹措资金，所募集资金应优先用于各地保障性住房建设。这是继去年 10 月财政部、发改委、央行、银监会四部委发出《关于贯彻国务院加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》之后，首次“松口”允许地方政府发行债券。

其次，从中央到地方政府重视保障性住房的建设。副总理李克强一周（13-17 日）内三次调研保障性住房。16 赶往位于北京市西部的门头沟区考察工矿棚户区改造情况。这是继在山西太原、河北石家庄考察公租房、廉租房建设后，一周时间内第三次考察保障房建设情况。

社会各方筹措资金

2011 年 2 月 26 日社保基金首次参与保障房建设，30 亿元的保障房信托项目在江苏省南京市落户。该笔资金将专项用于支持南京市花岗、西善桥等四个保障性住房项目的建设，建筑总面积将达到 980 万平方米，为南京市提供 8 万套保障性住房。

保险资金也开始涉足保障房项目。3 月 9 日，中国太保集团宣布，旗下太平洋资产管理公司发起设立的“太平洋-上海公共租赁住房项目债权投资计划”正式通过了保监会的备案。此项债权投资计划募集资金 40 亿元，主要用于上海地产（集团）有限公司在上海市区约 50 万平方米公共租赁住房项目的建设和运营。

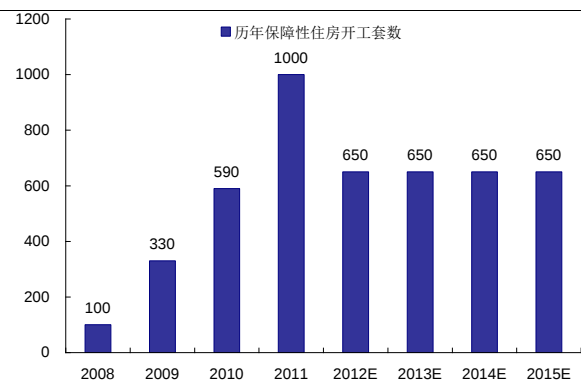
另外，民间投资开始尝试进入保障房建设。中国建银精瑞资本管理集团旗下建银精瑞公租房建设投资基金年内即将成行，将成为国内首只以民间资本投资为主的保障房建设投资基金，首批计划募集资金 50-100 亿，三年内预期能够做到 500 亿元人民币的规模。

稳经济-保障性住房下半年提速

“十二五”规划第一年保障性住房提速

中国住建部日前向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，明确提出，2011年中国全国保障性安居工程住房建设规模将高达1000万套，相比2010年的580万套，增长72.4%；2011年保障性安居工程投资或将达1.3万亿元人民币。而计划新增的420万套住房中，公共租赁住房将占主要部分。截至5月底，在各地、各部门的共同努力下，全国城镇保障性住房和各类棚户区改造住房已开工340万套，占计划的34%。

图3:历年保障房开工套数(万套)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图4:2011年各地区保障性住房计划开工套数(万套)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

房地产下半年保障性住房对冲部分商品房投资的下滑

自2008年起，为了加大对保障性安居工程的建设力度，政府从年初即制定明确的全年建设计划，且每年比前一年都有大幅增加。2008年，国家计划建设廉租房、限价房和经济适用房共63万套，实际完成100万套；2009年，国家计划建设各类保障性住房共387万套，是2008年的6倍，完成330万套；2010年是历年来保障性住房建设力度最大的一年，全年计划新开工保障性住房共580万套，较上年增长49.9%，且中央政府与各地方政府签订目标责任书，确保计划按时完成，到年底实际新开工保障性住房590万，超额完成计划；2011年，中央政府将计划大幅提高到1000万套，比2010年提高72.4%，且与各地方政府签订“军令状”，预计今年完成情况比较乐观。

表3: 全国保障房计划及完成情况(单位: 万套)

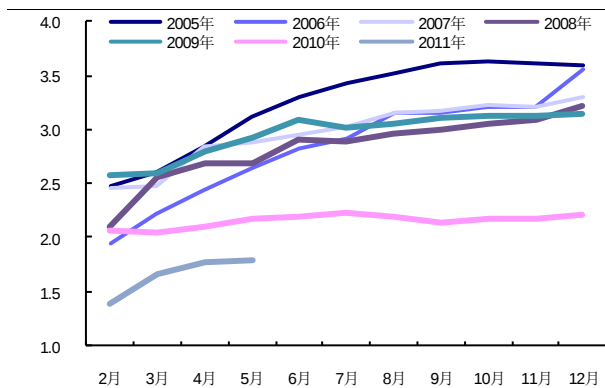
年份	棚改房	公租房	廉租房	限价房	经济适用房	计划合计	实际开工	计划的增长率
2008				63		63	100	
2009	80	0	177	0	130	387	330	
2010	280	0	180	0	120	580	590	49.9%
2011	400	220	160		200	1000		72.4%

资料来源: 中国指数研究院

保障性住房进度有季节性，一般下半年占比较高

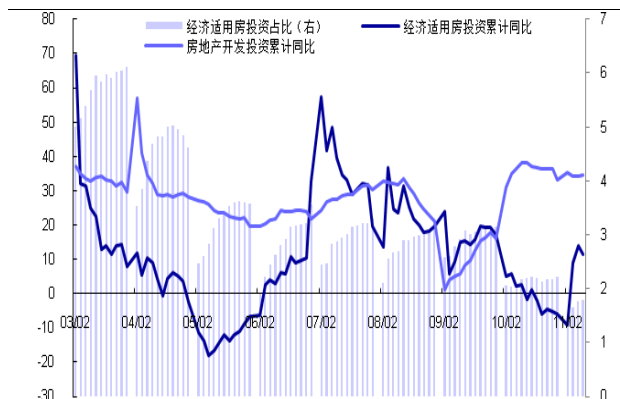
2003年开始经济适用房投资占房地产开发的比例一直在下降，并且会呈现出较为明显的季节效应，一般在3季度和4季度的占比会比较高。并且从经济适用房投资的累计同比来看，从2007年开始一直在下滑，今年加推保障性住房建设，将改变商品房与保障房供给格局，今年经济适用房投资的累计同比增速转负为正，持续增加。未来保障房供给或将大大增加，变成保障房与商品房双轨供给体制，也必然会拉动投资的增加。

图 5: 经济适用房投资占比季节性效应较强



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 6: 经济适用房投资占比和累计同比 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

保障性住房对下游行业的拉动

保障性住房对工程机械重卡行业的拉动

保障房开工将直接拉动三类工程机械的需求: 混凝土机械、大型挖掘机和装载机 (其他机型需求为间接拉动)。建设前期主要拉动装载机和挖掘机需求。房屋建筑阶段主要拉动混凝土机械。

表 4: 保障性住房对重卡和工程机械行业的销售拉动贡献度测算

	重卡	挖掘机	装载机	推土机	工程用起重机
1 亿元房地产固定资产投资对应的销量	3.87	18.90	3.30	5.25	0.28
11 年 1-5 月开工占比	34%	34%	34%	34%	34%
11 年 1-5 月已经使用量	83535	14585	23193	1247	3500
11 年 1-5 月累计销量	470854	115956	99106	6602	14490
11 年 1-5 月保障房拉动的销量占比 (%)	17.74	12.58	18.72	15.11	14.49
11 年下半年需要完成开工占比	66%	66%	66%	66%	66%
11 年下半年预计使用量	162155	28312	45022	2421	6794
11 年保障房计划投资金额	1.3 万亿	1.3 万亿	1.3 万亿	1.3 万亿	1.3 万亿
11 年保障房预计使用量	245690	42897	68215	3668	10294
2010 年销量	1053225	166662	216597	13918	43542
11 年保障房拉动的销量 10 年占比 (%)	23.33	25.74	31.49	26.36	23.64

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

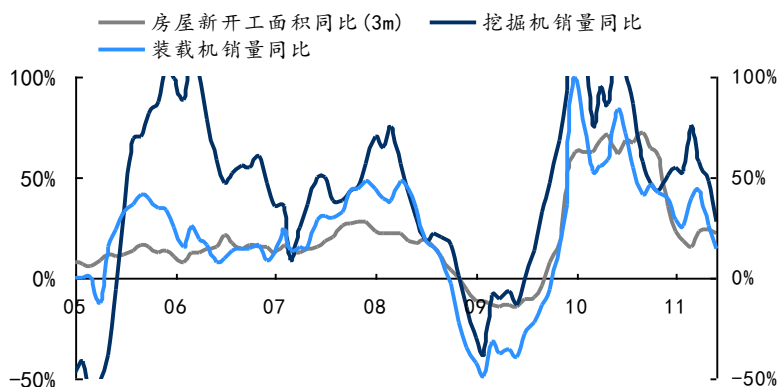
标注: 1 亿元房地产固定资产投资对应的销量, 是将每年的销量除以每年的房地产固定资产投资额, 然后将 2006 年至 2011 年进行平均获得

装载机、推土机是 1-4 月份的累计数据, 所以在计算 11 年 1-5 月保障房拉动的销售增长时, 采用乘以 4/5 的方法进行处理

起重机销量是 1-3 月份的累计数据, 所以在计算 11 年 1-5 月保障房拉动的销售增长时, 采用乘以 3/5 的方法进行处理

历史经验看, 工程机械与房地产新开工密切相关。不仅房屋建造过程中直接需要土方机械、桩机、起重机械、混凝土机械等一系列工程机械, 而且房屋建造所用的建材、钢铁等物资的生产过程也会间接使用工程机械, 例如原材料采掘、煤炭开采、生产线及厂房建设等等。因而, 尽管房地产固定资产投资只占到全国固定资产投资约四分之一, 但其实际起到的拉动作用更为显著。

图 7: 房屋新开工面积与工程机械主要品种销量的同比增速关联度大 (3 月平均)



资料来源: 工程机械协会, wind, 国信证券经济研究所

保障性住房对建筑工程的拉动

根据今年建设 1000 万套保障房的假设, 以每套面积 60 平方米算, 2011 年新开工面积可达 6 亿平方米, 约占去年新开工总面积的 1/3, 按照我们建筑组研究员的假设施工业务是 2800 元/平方米, 今年即会给建筑行业带来 16800 亿元的施工业务, 2010 年建筑业的建筑工程产值是 84240 亿元, 如果以 2010 年的产值来计算的话, 那么保障性住房拉动的增长贡献率为 20%。

基础设施建设、房屋建设、公建和工业在整个建筑市场的比例为 3:4:3, 假设保障房总的建设规模在未来的 10 年可能会将整个房屋建设市场提振 30%, 这也就意味着保障房对整个建筑行业的直接拉动贡献率将达到 12%左右。

保障性住房对建筑建材、钢铁和消费性制造业的拉动

表 5: 保障性住房对建筑建材、钢铁和消费性制造业的拉动测算

	水泥	平板玻璃	钢铁	电视	冰箱	洗衣机	空调
单位建筑面积使用量或比例	0.20 吨	0.197 立方	0.07 吨	50%	50%	50%	50%
11 年 1-5 月已经开工面积或套数	2.04 亿 m ²	2.04 亿 m ²	2.04 亿 m ²	340 万套	340 万套	340 万套	340 万套
11 年 1-5 月已经使用量	4080 万吨	4019 万立方	1428 万吨	170 万台	170 万台	170 万台	170 万台
11 年 1-5 月累计销量	36085 万吨	16174 万立方	27032 万吨	2441 万台	1794 万台	1553 万台	3594 万台
11 年 1-5 月保障房拉动的销量占比(%)	6.79	14.9	4.23	4.18	5.69	6.57	2.84
11 年下半年需要完成开工面积或套数	3.96 亿 m ²	3.96 亿 m ²	3.96 亿 m ²	660 万套	660 万套	660 万套	660 万套
11 年下半年预计使用量	7920 万吨	7801.2 万立方	2772 万吨	330 万台	330 万台	330 万台	330 万台
11 年保障房计划开工面积或套数	6 亿 m ²	6 亿 m ²	6 亿 m ²	1000 万套	1000 万套	1000 万套	1000 万套
11 年保障房预计使用量	12000 万吨	11820 万立方	4200 万吨	500 万台	500 万台	500 万台	500 万台
2010 年销量	185517 万吨	61221 万立方	77025 万吨	11865 万台	7434 万台	6091 万台	10907 万台
11 年保障房拉动的销量较 10 年占比 (%)	6.47	19.31	5.45	4.21	6.73	8.21	4.58

数据来源: WIND 国信证券经济研究所

标注: 钢铁表观消费量是 1-4 月份的累计数据, 所以在计算 11 年 1-5 月保障房拉动的销售增长时, 采用乘以 4/5 的方法进行处理

电视、冰箱、洗衣机和空调销量是 1-3 月份的累计数据, 所以在计算 11 年 1-5 月保障房拉动的销售增长时, 采用乘以 3/5 的方法进行处理

保障性住房给下游相关产业带来的投资机会

水泥建材行业的投资机会

保障性住房建设将利好拥有房地产业务的水泥企业——金隅股份和亚泰集团。拥有房地产业务的上市水泥企业为金隅股份和亚泰集团，两个公司的房地产业务在当地市场均为龙头，会积极参与当地的保障性住房建设，并从中直接受益（金隅股份所在的北京地区计划于 2011 年建设 20 万套保障性住房，亚泰集团所在的吉林省计划建设 48.1 万套保障性住房）；同时，公司的水泥业务也是区域龙头企业，能够通过保障性住房建设带来的水泥需求增长间接获益。

保障性住房建设带来强大的水泥需求将利好水泥业务所在区域保障性住房建设量相对较大的企业——海螺水泥和亚泰集团。由于东北、中南、华东地区的保障性住房建设量较大，因此，海螺水泥、亚泰集团相对较大的受益于保障房建设。

1000 万套保障性住房预计带来 1.44 亿吨水泥需求，较去年的 590 万套带来的需求增长约 52.54%。据了解，今年的 1,000 万套保障性住房中，较去年新增的 420 万套住房将主要为廉租房，因此，我们假设廉租房为 400 万套，经济适用房为 600 万套。目前，经济适用房一般在 70-90 平方米，廉租房一般在 40-80 平方米（人均 20 平方米），因而，我们预计，1,000 万套保障性住房将新增约 7.2 亿平方米住宅，按一平方米用水泥 200 千克计算，预计将新增水泥需求约 1.44 亿吨，较去年的 590 万套保障性住房带来的需求增长约 52.54%。

表 6：1000 万套保障性住房带来水泥需求的计算过程

	每套平均面积（平方米）	套数（万套）	带来水泥需求（万吨）
经济适用房	80	600	9,600
廉租房	60	400	4,800
合计		1,000	14,400

资料来源：国信证券经济研究所预测

2011 年保障性住房带来的水泥总需求约为 1.33 亿吨，较 2010 年保障性住房带来的水泥需求（7,680 万吨）增长 72.91%。2010 年的 590 万套保障性住房中，约有 370 万套于去年年底基本完成建设，我们假设其余的 220 万套的工程进度为 50%，因此约相当于 110 万套保障性住房带来的需求计入 2011 年，带来的水泥需求约为 1,760 万吨。假设今年的 1,000 万套保障性住房中，于今年完成的比例仍为 60%，其余 40% 的保障性住房工程于今年完工 50%，则，相当于 1,000 万套中约有 800 万套于今年完工，带来的水泥需求为 1.15 亿吨。因此，2011 年保障房带来的水泥总需求约为 1.33 亿吨，占 2011 年水泥总需求（预计为 20.5 亿吨）的 6.48%，较 2010 年保障房带来的水泥需求（7,680 万吨）增长 72.91%。

1,000 万套保障性住房中的约 70% 预计将于 2011 年三季度开工。截至 5 月份，部分地区保障性住房开工率不足三成，全年建设 1,000 万套保障性住房的目标能否达成受到了广泛质疑。随后，李克强出席部分省份保障性安居工程工作会议时再度指出，此项任务是一项硬任务，要保证计划项目如期开工、在建项目按时竣工。因此，我们认为，1,000 万套保障性住房中的近 70% 将于今年三季度开工。

钢铁-保障房新增需求对三季度钢铁行业形成正面支撑

在 7 级抗震强度下，普通住宅建筑钢筋用量标准大体如下：1）多层砌体住宅：30 公斤/平米；2）多层框架：38~42 公斤/平米；3）小高层 11~12 层：50~52 公斤/平米；4）高层 17~18 层：54~60 公斤/平米；5）高层 30 层 H=94 米：65~75 公斤/平米；6）高层酒店式公寓 28 层 H=90 米：65~70 公斤/平米；

2010 年，我国全国各类保障性住房和棚户区改造住房开工 590 万套，基本建成 370 万套，约占 60%。我们考虑进入 2010 年在建却没有建成的部分，估计 2010 年实际建筑量相当于 500 万套房左右。

我们假设 2011 年的 1000 万套同样在年底前基本建成 60% 即 600 万套，同时考虑进 2010 年末建成部分在 2011 年建设，以及 2011 年年底开建但要在 2012 年建成部分，预计 2011 年全年有效建设面积在 900 万套左右。按照每套保障性住房 60 平米计算，相当于 5.4 亿平米的建筑面积。按照每平米最高 70 公斤的用钢强度计算，则保障性住房 2011 年能够带来的钢材需求量在 $5.4 \times 70 / 1000 = 0.378$ 亿吨左右。这部分的钢材大部分是螺纹钢和线材，在假设商品房及商业建筑建设强度不变的情况下，2011 年保障性住房建设较 2010 年保障性住房建设多出来的用钢量为 $(900-500) \times 60 \times 70$ 约 1680 万吨

左右，占我国钢铁产量的 2.5% 左右，占比不大。

虽然新增加需求量占比不大，但是此部分新增加的需求量集中在地产行业，由于我国 6.7 亿吨左右的钢产量中 25% 即 1.67 亿吨左右为地产用钢，保障房建设项目新增加的钢铁需求量可以抵消 10% 左右的地产用钢量的下滑。而另一方面，今年以来虽然地产行业受到国家政策的负面预期影响，但地产行业的投资仍然维持在较高水平，存量地产开工项目依然继续，这已经给地产用钢量奠定了一定的基础。

因此，整体来看保障性住房建设新增加的钢铁需求量的刺激作用还是比较明显。而如果此部分需求又大部分集中在第三季度释放的话，那么对钢铁特别是建筑用钢阶段性的正面刺激影响比较明显。

在此预期下，我们建议投资者重点关注新兴铸管、八一钢铁、凌钢股份等高长材比例的公司，以及绝对股价较低的河北钢铁等。

建筑工程-保障性住房建设再添收益新增长点

保障房“十二五”市场规模达 7 万亿

中国政府明确计划在今后 5 年内新建 3600 万套保障性住房（其中包含了棚户区改造）。具体来看，2011-2012 年每年建设 1000 万套住房，2013-2015 年每年建设量在 500-600 万套之间，以每套 70 平米，平均造价 2800 元计算，“十二五”期间保障房总投资大约在 7 万亿。保障房业务对建筑企业来说，影响并不止于工程量的增加，更多源于工程以外。

获取可持续经营的资产。目前国内保障性住房的建设尚处于探索阶段，什么样的模式最适合中国国情还需要时间的验证，但是从趋势来看，以大量的廉租房和公租房代替经济适用房可能更为合理。有实力的建设主体则可以成为其建设主体和经营主体，这对政府来说可以减轻财政负担，对于像公司这样的轻资产公司来说，形成了可持续经营的资产，是双赢的模式。

获取廉价的土地储备。我们认为在政策高压、保障房建设与地方政府考核挂钩的情况下，在银根紧缩，中央开始清理地方融资平台，而地方政府财有限的背景下，土地市场单纯的招、拍、挂模式可能有所改变，不排除未来推出限价地、竞保障房的模式（事实上，已经有项目是混合开发模式了）。

引入高回报的创新模式。另一个实际情况是，对于许多财力不足的地方政府来说，BT 模式或者 BOT 模式经营保障性住房可能会成为一种必然的选择。

保障性住房受益的建筑类公司

中国建筑：公司在保障性住房建设拥有 3% 市场份额，公司 5 年可获得的总份额在 2100 亿左右。我们认为保障房建设项目本身的盈利能力并不强，因为其利润率严格受国家的限制，2100 亿规模按照 3% 的净利润率测算的净利润仅 63 亿，分摊到每年有 12.7 个亿，增厚 EPS 大约 4 分钱，但保障性住房给公司带来的收益更多是在保障性住房之外。

中国中冶：房地产业务方面，公司目前在建的有保障性住房项目 24 个，总投资为人民币 257 亿元，总建筑面积 564 万平米，主要集中在天津、上海、辽宁、河北、安徽、江苏、浙江等省市；商品房项目 28 个，总投资为人民币 422 亿元，总建筑面积 1,095 万平米，10 年 4 月，中国三冶以 BT 方式投资 150 亿元建设鞍山市达道湾保障性住房项目。10 年 8 月，公司参与总投资 134 亿元的秦皇岛 6 个县辖区的 33 个新民居建设项目。10 年 9 月，公司以总价 203.3 亿元，取得南京下关区 2 块地，进行临江老城改造及开发。

工程机械-需求改善有助于缓解行业短期竞争压力

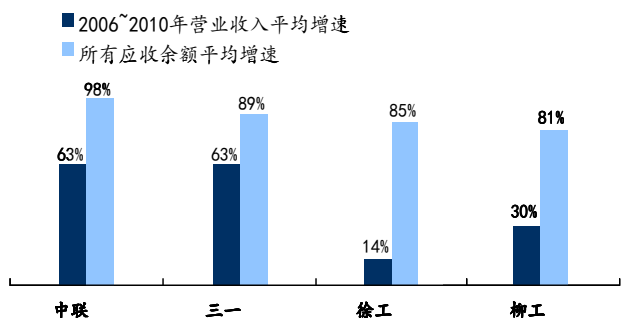
需求改善有助于缓解行业短期竞争压力

10 年以来的行业需求爆发加快了各厂商产能扩张的步伐，并纷纷进入竞争对手所在的细分市场行业，令行业竞争显著加剧。若在这种背景下出台严厉的持续的宏观调控，那么对于行业会有非常显著的打击。如在 2005 年，持续两年的宏观调控

加上 03 年的过量销售供给致使 05 年的机械施工台班费较 03 年下降超过 40%，并导致销量停滞不前，制造商利润率快速下滑。

而当下行业的状态比 04~05 年更令人担心的在于赊销的广泛应用。赊销对于企业而言意味着或有负债增加和现金流的占用；赊销对于用户而言意味着进入门槛降低、投资需求涌入、保有量增长过快、台班费下降从而导致需求被抑制。也就是说，运用了金融杠杆之后的工程机械行业在放大了收益的同时也放大了风险。

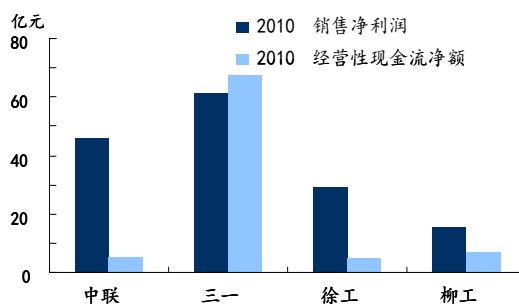
图 8：赊销的比例日益提高



*上述应收余额包括表内的应收账款与表外的含回购义务的担保

资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 9：2010 年起经营性现金流开始有所恶化



资料来源：wind，国信证券经济研究所

在这样的背景下，来自于实体经济的真实建设需求是延缓上述风险释放的重要契机。保障房建设有助于对机械的需求的调整从“急刹车”变为“震荡减速”，也为企业自身策略的调整留出时间。

预期改善下的估值提升工程机械波段行情

政府对完成保障性住房任务显示的决心振奋了市场，改善了一致预期，从而拉动工程机械相关股票在销售数据逐月下降的情况下股价反向开始上扬。然而，上文的测算显示，即便保障性住房按照最乐观的情况假设，依然对工程机械的拉动幅度不到 20%；而 1000 万套保障房总量中仍包括一部分以货币补贴、收购旧房、改建方式获得的房源，这些非新建房并不会对工程机械需求产生拉动。因而，保障房带动的工程机械需求能延缓短期竞争压力，但无法改变供大于求的激烈竞争局面，此次反弹属于预期改善下的估值提升波段行情。

最后，从标的选择的角度看，保障性住房建设对主要品种拉动的力度依次为混凝土机械、建筑起重机、土方机械、工程起重机。因而，混凝土机械业务占公司利润比例最大的三一重工和中联重科受益于保障房建设的程度将相对显著。考虑到两家公司过去十年远超行业的成长速度已经充分证明了企业的竞争实力，我们维持对三一重工和中联重科的“谨慎推荐”评级。

房地产-总体受益不大，部分公司受益资本市场融资局部松动的口子

房地产行业总体受益不大。若保障房能大面积兑现，对地产股的投资机会影响仍然是正面的。这是因为少数资本结构不太好的企业，可以借助保障房项目敲开资本市场直接融资的阀门以改善资本结构，或者企业借保障房项目搞好政府关系获取其他优质资源。

在此情形下受益的个股主要有：中天城投（有望凭借 200 亿保障房大单叩开资本市场直接融资大门改善资债结构、并为整合贵州省优质资源铺路）、首开股份（发中期票据建低利润率的保障房，为低价获取优质商业地块铺路）、福星股份（旗下有超过 700 万平的武汉城中村旧改项目）。另外，金隅股份“保障房+水泥”概念，其保障房和水泥产业之间也较容易形成合力。

股票组合

基于上述分析，我们推出的股票组合如下。

表 7：保障性住房主题下的投资组合

代码	名称	行业	股价	EPS			PE			BPS	PB	投资评级
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E			
601992	金隅股份	建筑材料	15.76	0.70	1.01	1.32	22.51	15.60	11.94	4.15	3.80	推荐
600881	亚泰集团	建筑材料	8.27	0.26	0.66	0.86	32.07	12.53	9.62	3.89	2.13	推荐
600585	海螺水泥	建筑材料	27.28	1.75	2.37	2.89	22.00	11.51	9.44	10.74	2.54	推荐
601668	中国建筑	建筑建材	4.03	0.31	0.39	0.50	13.19	10.30	8.10	2.64	1.53	推荐
601618	中国中冶	建筑建材	3.97	0.28	0.35	0.42	14.69	11.80	9.6	2.42	1.64	推荐
000778	新兴铸管	黑色金属	10.15	0.70	0.82	0.97	14.5	12.38	10.52	5.65	1.80	推荐
600581	八一钢铁	黑色金属	14.90	0.69	1.05	1.29	20.9	13.6	11.1	4.63	3.22	推荐
600231	凌钢股份	黑色金属	9.19	0.74	0.86	1.00	12.4	10.7	9.2	4.72	1.95	推荐
000709	河北钢铁	黑色金属	4.46	0.21	0.22	0.27	22.37	20.86	16.92	4.34	1.03	推荐
600031	三一重工	机械设备	18.11	0.74	1.06	1.38	24.5	17.1	13.1	2.32	7.8	推荐
000157	中联重科	机械设备	15.34	0.79	1.11	1.35	19.4	13.8	11.4	5.43	2.8	推荐
000540	中天城投	房地产	16.35	0.61	1.50	2.29	13.01	5.27	3.45	2.00	8.19	推荐
600376	首开股份	房地产	12.67	0.90	1.26	1.67	8.78	6.28	4.72	6.94	1.83	推荐
000926	福星股份	房地产	11.80	0.70	0.85	1.30	11.24	9.29	6.08	7.32	1.61	推荐

资料来源：wind，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。