

2010-05-21

行业研究/跟踪报告

建筑材料

增持/维持评级

保障性住房将“保障”建材需求

分析师

周煥

SAC 执业证书编号: S1000206090080

+755-82492072

zhouhuan@lhq.com

联系人

鲍雁辛

+755-82492810

baoyx@lhq.com

相关研究

建材行业周报（10 年第 14 期）

2010/05/18

建材行业周报（10 年第 13 期）

2010/05/11

• 住房城乡建设部 19 日与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书，要求确保完成 2010 年工作任务。按照要求，2010 年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户，大幅超出市场此前总共 300 万套的预期。目标责任书的签订，相当于各地方政府立下“军令状”，按期实现的可能性大大增加。

• 我们的测算表明保障性住房建设力度的加大将有效对冲商品房投资下滑的风险：谨慎假设在今年商品房竣工面积下滑 10% 的情况下，保障性住房将贡献 1.4—2.2 亿平米新增竣工面积，从而拉动总竣工面积增长 13—24%。

• 保障房建设将拉动今年水泥和玻璃需求分别新增 2800—4400 万吨（1.7—2.7%）、575—917 万重箱（1.0—1.6%）。预计 2010 年水泥总需求约为 18.2—18.4 亿吨，比 09 年增长约 12%。虽然今年新增产能规模较大，但考虑到同样较大规模的落后产能淘汰，边际供给（新增）依然小于边际需求，水泥行业景气依然处于高位，盈利能力有望维持。

• 目前重点覆盖水泥上市公司估值较低，2010 年 PE 普遍在 10—14 倍左右，低于市场平均水平，较为充分地反映了市场对水泥需求下滑的悲观预期。此次保障性住房责任书的签署，有助于恢复市场对水泥需求的信心，将带来估值向上修复的机会，初步判断股价存在 25—30% 左右的上行空间。

• 水泥行业中最有投资价值的区域依然为新疆：中央新疆经济工作会议于近期召开，新疆区域振兴规划随后也会出台，大规模固定资产投资将拉动水泥需求旺盛，行业成长空间远大于其他地区；加上新增产能受限，未来新疆水泥价格大幅上涨几成定局。

• 维持水泥行业“增持”评级，综合考虑成长性、供需关系、估值等因素，目前重点推荐水泥股排序为：新疆水泥股、冀东水泥、海螺水泥、亚泰集团、塔牌集团、祁连山、华新水泥。

• 此外，虽然保障性住房对玻璃行业影响不大，但依然看好南玻 A（000012）：浮法玻璃毛利率即使出现小幅下降对其冲击也不大，因为股价的驱动力更多地来自 LOW-E 节能玻璃广阔的成长空间和光伏产业复苏（目前晶硅电池订单饱满，对多晶硅需求有所回升，加上大量生产线停产，未来多晶硅价格可能反弹）带来的较大业绩弹性。建筑节能扶持政策出台（将明确 LOW-E 玻璃未来的高成长性）或多晶硅价格明显反弹将是推动股价上行的强力催化剂。

保障性住房建设规模超预期

根据新华社 2010 年 3 月刊登的《关于 2009 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2010 年国民经济和社会发展计划草案的报告》中提到 2009 年全国保障性住房建设情况：“保障性安居工程建设取得重要阶段性成果，中央财政安排专项建设资金 550.56 亿元，增长 2 倍，基本建成各类保障性住房 200 万套，改造国有林区、垦区、煤矿棚户区和部分城市棚户区住房 130 万套，使城市近千万困难群众的居住条件得到改善。”

2010 年目标计划中的 700 万套（300 万套保障性住房、棚户区改造 280 万套、农村危房改造 120 万套）大幅超出市场此前总共 300 万套的预期，相对于 2009 年完成的基数，增量为 370 万套。目标责任书的签订，相当于各地方政府立下“军令状”，按期实现的可能性大大增加。

考虑到施工进度的不确定性，我们按照中性和乐观两种假设情景进行 2010 年新增水泥和玻璃需求的估算：

中性假设：300 万套保障性住房、120 万套农村危房改造当年完成，280 万套棚户区改造分两年平均完成，则 2010 年新增合计 230 万套。根据住建部提出的“经适房的面积将严格执行 60 平方米的标准”计算，贡献 1.4 亿平米竣工面积。

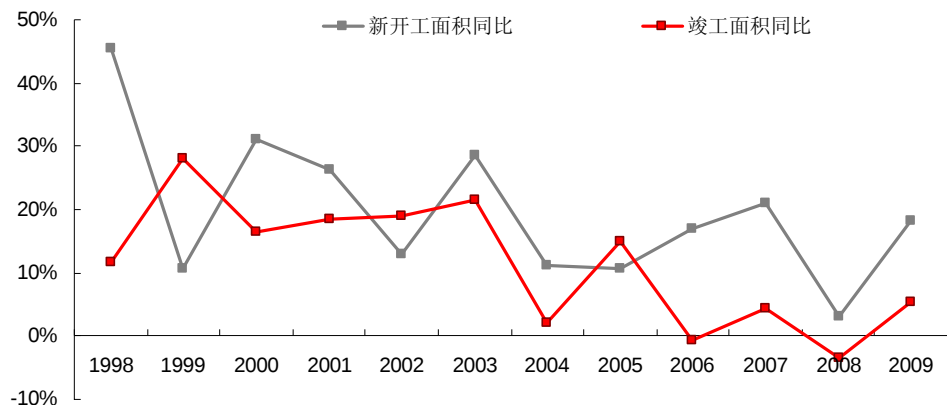
乐观假设：2010 年内全部完成，则新增合计 370 万套，贡献 2.2 亿平米的竣工面积。

保障性住房将有效对冲商品房投资下滑的风险

市场担心本轮房地产调控引发的商品房投资下滑将对水泥等建材需求造成负面影响。但我们的测算表明保障性住房建设力度的加大将有效对冲商品房投资下滑的风险。

2009 年全国建筑业房屋竣工面积约 25 亿平方米，其中房地产开发企业房屋竣工面积 7 亿平米（商品房 5 亿平米，保障性住房 2 亿平米）。扣除房地产开发企业部分的其他房屋竣工面积（工业厂房等建筑物）自 2006 年以来保持 10%—15% 的稳定增长，而房地产开发企业房屋新开工和竣工面积增速波动较大：例如 08 年国家出台一系列政策控制房市，新开工面积同比增速 3.15%，竣工面积同比下滑幅度为 3.5 个百分点，均创 1998 年以来的最低值。

图 1、房地产开发企业房屋新开工和竣工面积增速



数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所

谨慎起见, 2010 年我们给予悲观假设: 商品房新开工面积与去年持平, 即零增长, 竣工面积下滑 10%, 即减少 0.5 亿平米, 而此次规划中的保障性住房建设在中性及乐观假设下, 将贡献 1.4—2.2 亿平米新增竣工面积, 从而拉动总竣工面积增长 13—24%。

水泥受益程度大于玻璃

拉动水泥需求新增 1.7—2.7%

根据我国城镇民用住宅平均每平米 0.2 吨水泥消耗量估算, 中性假设下 2010 年保障性住房建设拉动水泥需求增量为 2800 万吨, 相当于 2009 年水泥总需求量 (产量) 的 1.7%; 乐观假设下拉动水泥需求增量为 4400 万吨, 相当于 2009 年总量的 2.7%。

拉动玻璃需求新增 1.0—1.6%

对于玻璃用量, 我们根据《民用建筑设计规范》, “窗地比”取 1/6 (窗的净面积和使用面积净面积的比) 按常用的 5mm 厚度计算, 中性假设下 2010 年保障性住房建设拉动 575 万重箱增量, 相当于 09 年总量的 1.0%; 乐观假设下拉动 917 万重箱增量, 相当于 09 年总量的 1.6%。

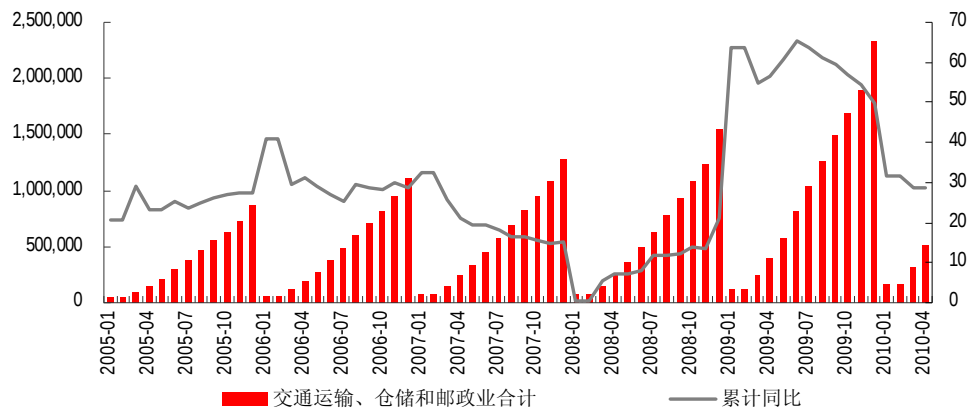
2010 年水泥供需基本平衡得以保证

水泥下游的需求除了房屋建筑占 30% 外, 基建项目占 40%, 农村建设占 30%。

按照房屋建筑消耗水泥占全国水泥总消费量 30% 计算, 2009 年约为 4.9 亿吨, 假设扣除房地产开发企业部分的其他房屋竣工面积 (工业厂房等建筑物) 保持 10% 的增长, 根据上文中保障性住房建设将贡献 1.4—2.2 亿平米新增竣工面积的预判, 则在商品房竣工面积出现 10% 的下滑的假设下, 建筑业房屋竣工面积同比增幅仍为 11%—14%, 贡献水泥消耗 5.4—5.6 亿吨。

基建项目从建设周期上来看, 2009 年新开工的项目在当年主要进行拆迁和土地平整, 2010 年进入水泥需求的高峰期, 我们判断该部分对水泥的需求在 2010 年保守估计将有 13% 左右的增幅, 对应 7.4 亿吨的消耗。

图 2、基建投资完成额（百万元人民币）及同比增速



数据来源：WIND，华泰联合证券研究所

简单假设 2010 年农村水泥需求增长 10%，则消耗量达到 5.4 亿吨。如此 2010 年水泥总需求约为 18.2—18.4 亿吨，比 09 年增长约 12%。虽然今年新增产能规模较大，但考虑到同样较大规模的落后产能淘汰，边际供给（新增）依然小于边际需求，水泥行业景气依然处于高位，盈利能力有望维持。

表 1、水泥供需测算

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E
全国水泥总产能（万吨）	151352	158669	173466	191816	211316
新增水泥产能（万吨）	11827	12517	20797	25350	28000
落后产能淘汰	3500	5200	6000	7000	8500
全国水泥总产量（万吨）	120412	131976	138838	162898	182446
新增水泥产量（万吨）	16582	11564	6863	24060	19548
有效产能（万吨）	147189	155010	166067	182641	201566
新增有效产能-新增产量	(1848)	(3742)	4194	(7486)	(623)
新增有效产能	14733	7822	11057	16574	18925

数据来源：华泰联合证券研究所

估值有望回升

目前重点覆盖水泥上市公司估值较低，2010 年 PE 普遍在 10—14 倍左右，低于市场平均水平（见表 2、表 3），较为充分地反映了市场对水泥需求下滑的悲观预期。此次保障性住房责任书的签署，有助于恢复市场对水泥需求的信心，将带来估值向上修复的机会，初步判断股价存在 25—30% 左右的上行空间。

水泥行业中最有投资价值的区域依然为新疆：中央新疆经济工作会议于近期召开，新疆区域振兴规划随后也会出台，大规模固定资产投资将拉动水泥需求旺盛，行业成长空间远大于其他地区；加上新增产能受限，未来新疆水泥价格大幅上涨几成定局。

维持水泥行业“增持”评级，综合考虑成长性、供需关系、估值等因素，目前重点推荐水泥股排序为：新疆水泥股、冀东水泥、海螺水泥、亚泰集团、塔牌集团、祁连山、华新水泥。

此外，虽然保障性住房对玻璃行业影响不大，但依然看好南玻 A（000012）：浮法玻璃毛利率即使出现小幅下降对其冲击也不大，因为股价的驱动力更多地来自 LOW-E 节能玻璃广阔的成长空间和光伏产业复苏（目前晶硅电池订单饱满，对多晶硅需求有所回升，加上大量生产线停产，未来多晶硅价格可能反弹）带来的较大业绩弹性。建筑节能扶持政策出台（将明确 LOW-E 玻璃未来的高成长性）或多晶硅价格明显反弹将是推动股价上行的强力催化剂。

表 2、盈利预测与估值

公司名称	5 月 20 日	EPS			P/E			P/B
	收盘价	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2010Q1
天山股份	20.30	1.12	1.21	2.18	22.5	16.8	9.3	2.22
冀东水泥	14.37	0.81	1.36	1.80	17.7	10.6	8.0	2.59
亚泰集团	6.85	0.39	0.49	0.69	17.6	14.0	9.9	1.83
海螺水泥	34.39	2.01	2.82	3.64	17.1	12.2	9.5	2.06
华新水泥	19.11	1.24	1.35	2.20	15.4	14.2	8.7	1.69
祁连山	12.25	0.86	1.21	1.61	14.2	10.1	7.6	2.66
塔牌集团	10.98	0.54	0.78	1.03	20.3	14.1	10.7	2.25
南玻 A	11.31	0.40	0.61	0.79	28.3	18.5	14.3	4.17

数据来源：华泰联合证券研究所，注：天山、华新 2010 年起 EPS 为增发摊薄后

表 3、估值对比

板块名称	预测市盈率 (整体法) 2010 年 不调整	预测市盈率 (整体法) 2011 年 不调整	预测市盈率 (算术平均) 2010 年 剔除负值或 数值大于 500 的股票	预测市盈率 (算术平均) 2011 年 剔除负值或 数值大于 500 的股票	市净率 (整体法) 不调整	市净率 (算术平均)剔除负 值或数值 大于 50 的 股票
全部 A 股	15.46	12.86	37.48	30.41	2.64	5.02
沪深 300	13.51	11.32	22.42	17.65	2.34	3.65

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com