



突破产能和成本约束，布局产业链

周期复辟三段论：我们从产能利用、利润恢复以及中周期投资角度将周期复辟分为三个阶段：第一阶段是产能利用率的上升，即周期行业步入景气阶段的投资布局；第二阶段是从产能利用率向行业利润好转，这是周期复辟的实质；第三阶段即产能和利润恢复之后的增量问题，即投资，投资是中周期启动的根本，而最确定的是保障房投资，因而，从这一角度看，保障房建设将有助于周期行业突破产能利用和成本的约束，有力地支撑“周期复辟”行情。

保障房建设将有效对冲商品房投资增速下滑的风险：2010年4月17日以来三次房地产调控致使房地产景气显著下滑，但1000万套保障房同比增长72.4%，占2010年新开工面积的14.7%，投资总额约1.35万亿元，约占2010年房地产投资额的28%，其中增加的420万套住房的投资额占2010年房地产投资额的11.76%，2011年房地产投资同比增速为25.2%，保障房建设将有效对冲商品房投资增速下滑的风险。

建筑地产产业链：根据投入产出表的前向效应我们构建了以建筑地产业为中心的产业链，涵括了主要的产业链：非金属矿采选业产业链、煤炭开采及洗选产业链、石油天然气开采产业链、黑色金属矿采选产业链、有色金属矿采选产业链，以产业链为基础，我们分析保障房对产业链上行业的产出、收入、利润影响，并以此为行业配置的依据。

保障房建设对产业链总量影响：总量看，1.35万亿保障房投资将为非金属制品、黑色金属矿选、黑色金属冶炼加工、有色金属矿选、木材加工、石油加工等行业产品带来的销售收入分别占2010年销售收入的25%、24%、15%、14%、13%、12%，如果按照2010年行业的销售利润率计算，保障房建设能够为行业带来显著利润贡献。

产业链及产业链外的投资布局：（1）非金属制品业上市公司因保障房投资带来的EPS最显著，约0.15元，其后是黑色金属开采业0.14元、煤炭开采业0.12元。根据保障房为行业带来的EPS贡献大小，我们建议沿着产业链的布局式投资为“非金属制品（水泥、玻璃等）→煤炭→钢铁（偏上游铁矿石）→有色→金属制品→电气机械、专用设备”；（2）产业链之外，家电和家具行业也将显著受益，我们测算，在保障房对冲商品房投资下滑风险下，冰箱和洗衣机的需求量将维持在20%甚至以上的较高增速。

投资策略

吴启权

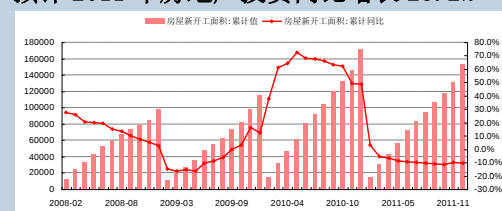
wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号：S1440210050002

发布日期：2010年3月10日

预计2011年房地产投资同比增长25.2%



相关报告

- 2010.12.10 《从周期复辟到中游维新》
- 2011.01.26 《大盘股：再续前缘》
- 2011.02.01 《周期复辟的线索（一）：产出缺口下的库存重建》
- 2011.02.09 《周期复辟，践行者远》
- 2011.02.09 《周期复辟的线索（二）：主导产业的复辟》
- 2011.02.10 《周期复辟：产能利用率和估值的边界》
- 2011.02.14 《周期复辟的线索（三）：更直接的证据》
- 2011.02.22 《政策的边界和向主导产业蔓延》
- 2011.02.22 《周期复辟的深化》
- 2011.02.22 《中游维新，善思者谋》
- 2011.03.01 《周期复辟：从产能利用到成本适应》

目录

前言:	1
一、保障房建设有效对冲商品房投资增速下降	2
1、调控政策致行业景气下降	2
2、保障房建设将有效对冲商品房投资增速下降风险	3
二、产业链的分析	5
1、关于建筑地产业	5
2、建筑地产业产业链	6
3、保障房建设对产业链影响的总量分析	7
4、保障房建设对行业利润影响分析	9
三、投资建议: 沿着产业链布局	12
1、沿着“非金属制品→煤炭→钢铁→有色→金属制品→电气机械、专用设备”的布局式投资	12
2、产业链之外: 家电和家具制造业	13
3、水泥行业: 增持(田东红等《革新中发展, 调整中前进》)	15
(1) 需求增长超预期	15
(2) 行业景气向好	16
(3) 投资建议	18
4、钢铁行业: 增持(王喆《坚定信心, 把握中期趋势性机会》)	19
5、煤炭行业: 增持(李俊松《趋势与拐点: 高通胀与高资金成本下的景气复苏》)	21

图表目录

图 1: 调控政策下国房景气指数及住宅销售价格指数持续下滑	2
图 2: 主要城市商品住宅成交均价(2008 年 1 月=100)	3
图 3: 房地产开发投资累计完成额及累计同比	3
图 4: 如 2011 年保障房 1000 万套, 预计 2011 年房地产投资同比增长 25.2%	4
图 5: 预计 2011 年商品房新开工面积同比下降 10.3%	4
图 6: 预计 2011 年购置土地面积同比下降 11.5%	5
图 7: 全社会固定资产投资总额: 房地产业 VS 建筑业	6
图 8: 2009 年建筑业总产值分布	6
图 9: 基于前向推动的建筑地产主导产业链	11
图 10: 全国住宅竣工套数 VS 冰箱洗衣机产量	14
图 11: 全国住宅竣工套数 VS 家电产量	14
图 12: 房地产开发投资与彩电产量	14
图 13: 房地产开发投资与洗衣机产量	15
图 14: PPI、产出缺口与行业毛利率	15
图 15: 水泥历年产量及增速 单位: 万吨	16
图 16: 水泥行业库存水平变化 单位: 千亿元	17
图 17: 各区域水泥均价 单位: 元/吨	17
图 18: 水泥企业累计销售收入及增速 单位: 万元	17



图 19: 水泥行业累计利润总额及增速 单位: 万元.....	18
图 20: 水泥行业毛利率	18
图 21: 国内铁矿石生产依旧保持高增长.....	20
图 22: 铁矿石价格已经接近历史高点	20
图 23: 铁矿石进口增速放缓	21
图 24: 铁矿石港存 维持高位	21
图 25: 粗钢产出缺口 VS 黑色金属冶炼及延压加工业毛利率.....	21
图 26: 煤炭消耗产业链图	22
图 27: 焦煤的下游焦炭产量正处于趋势回升中.....	23
图 28: 整体煤炭生产恢复较好, 突破趋势的概率较大.....	23
图 29: 10 年整体供需偏松状态可能已经到达底限, 未来将阶段性改善.....	23
表 1: 2011 年新增保障房对房地产开发投资增长的贡献.....	5
表 2: 建筑地产产出变化对其他行业的影响.....	8
表 3: 保障房的产业链拉动效用 单位: 亿元, %.....	8
表 4: 保障房对主要行业 2011 年利润的贡献.....	9
表 4: 保障房对主要行业 2011 年利润的贡献.....	12
表 5: 全国水泥产业供需情况分析 单位: 亿吨.....	16
表 6: 水泥上市公司估值水平比较 单位: 元.....	18
表 7: 2011 年国内钢铁生产及消费预测.....	20

前言：

在周期演化和冲击预期的逻辑基础上，我们在年度策略中鲜明地提出“周期复辟”，之后我们通过《周期复辟从心动到风动》、《周期复辟 践行者远》、《周期复辟的线索》、《周期复辟：政策的边界和向主导产业蔓延》等系列报告阐述和论证“周期复辟”在实体经济和市场层面的演进，并且提出周期复辟的行业布局顺序，即“汽车→机械→煤炭→钢铁→建材→家电→化工”，市场风格转换和周期行业的表现与我们的逻辑高度一致。

就市场面而言，随着市场逐步反映各个行业产能利用率的状况，周期复辟进一步的演化将从单纯的由产能回升带来的预期改善，逐步切换到对于中期利润趋势的考量上，当前集中体现为 PPI 上行、资金成本抬高、需求较为稳定情形下的成本适应性问题。可以说，产能利用率是一个观察行业景气趋势，进而指导投资布局顺序的指针，而成本适应，则更多的涉及到产业链之间的利润分布，是行业表现持续性的指标，在这两个阶段过后，我们将迎来需求趋势明朗，成本预期稳定，中周期启动临近的阶段，主导产业的逐步确立将进入视野，按照市场的一贯领先特性，主导产业的找寻也将逐步展开。当前经济处于景气状况良好的阶段，并将逐步接受真实需求的检验，需要细致的观察和验证，周期复辟正在进一步深化和扩散，盛宴可期。

总体上，从我们观测周期行业的投资机会或“周期复辟”行情演绎来看，分为三阶段：第一阶段是产能利用率的上升，即周期行业步入景气阶段的投资布局，这一阶段主要发生在 2 月份；第二阶段是从产能利用率向行业利润好转，这是周期复辟的实质（详见《周期复辟：从产能利用到成本适应》）；第三阶段即产能和利润恢复之后的增量问题，即投资，投资是中周期启动的根本，而最确定的是保障房投资。本报告仍然可视为周期复辟的系列报告，但更重要的是向中周期的过渡中保障房建设带来的投资机会，与前两阶段是有区别的，因此，我们认为，**基于保障房建设的布局式投资，是对第一阶段产能约束和第二阶段成本约束的突破，以此为契机逐渐进入中周期加速阶段的投资布局，而保障房也仅仅是其中的一个插曲。**

附：我们近期撰写的有关周期复辟投资策略报告主要包括：

2010.12.10 《从周期复辟到中游维新》

2011.01.26 《大盘股：再续前缘》

2011.02.01 《周期复辟的线索（一）：产出缺口下的库存重建》

2011.02.09 《周期复辟，践行者远》

2011.02.09 《周期复辟的线索（二）：主导产业的复辟》

2011.02.10 《周期复辟：产能利用率和估值的边界》

2011.02.14 《周期复辟的线索（三）：更直接的证据》

2011.02.22 《政策的边界和向主导产业蔓延》

2011.02.22 《周期复辟的深化》

2011.02.22 《中游维新，善思者谋》

2011.03.01 《周期复辟：从产能利用到成本适应》

正如我们在以往有关中国主导产业的研究中指出，房地产业作为过去 20 年中国经济中最主要的主导产业，在经济发展中的贡献是不容忽视的，然而近期的一系列房地产调控政策以及紧缩政策，经济增长面临由于投资增速下降而减缓的风险，这种风险在“非洲变局”（见 3 月 4 日非洲局势专题座谈纪要《非洲局势堪忧，警惕外部风险》（周金涛，郑联盛））之前或许是可以容忍的，但当下政局稳定越发变得重要，而就业和增长将重新成为关键，在此背景下，保障房投资成为一项强力有效的政策，并已经成为各级政府必须完成的政治任务，完全能对冲商品房投资下降造成的风险（见 3 月 2 日中国保障性住房政策专题座谈会会议纪要《保障房建设资金无忧，进度无虑》（魏凤春等））。

本报告作为中信建投有关保障房专题研究的策略篇，我们的系列报告还包括宏观篇、政策篇、行业篇以及金融篇等，策略篇主要从产业链的角度来分析保障房建设带来的投资机会，重点在于行业配置。

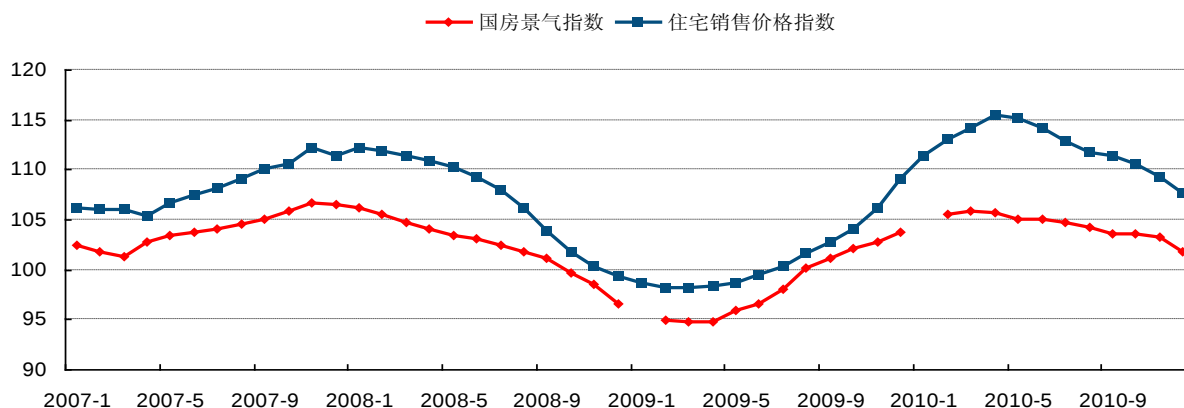
一、保障房建设有效对冲商品房投资增速下降

1、调控政策致行业景气下降

为了抑制房地产市场投机及价格过快上涨，自 2009 年 12 月财政部、国土部等五部委出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》打击囤地炒地始，到 2010 年 4 月 17 日《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（国办发〔2010〕4 号）为标志的第一轮房地产调控；9 月 29 日国土资源部、住房和城乡建设部联合下发《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》拉开第二轮调控序幕，而 2011 年 1 月 26 日国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好房地产市场调控工作标志房地产第三轮调控展开。

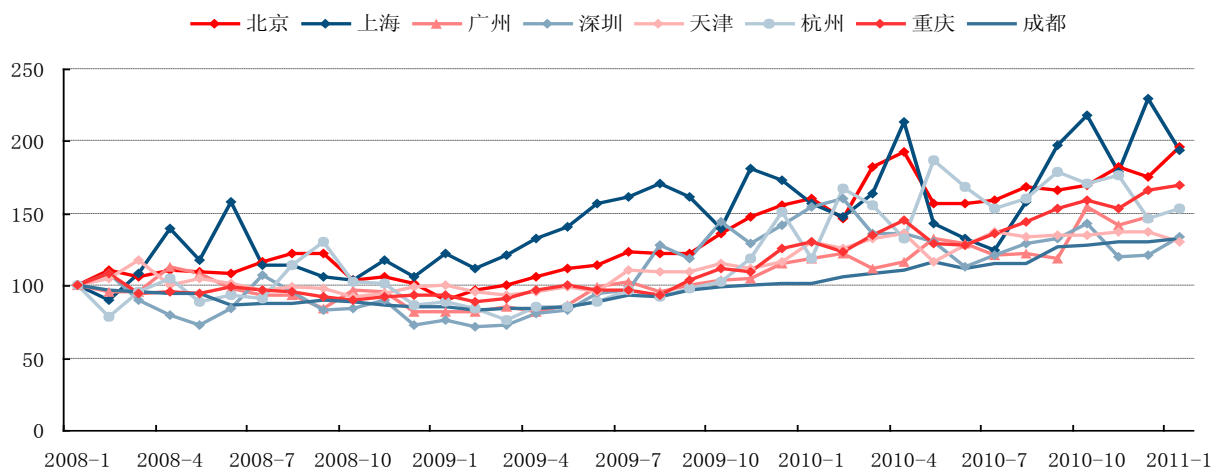
虽然三轮调控下房价并没有下跌，但对房地产市场仍然产生深远影响，在这样一种背景下，房地产投资增速很难保持 2010 年 33.2% 的高速，而 2001 年至 2008 年，房地产投资增速在 20%-30% 之间，均值为 25%，最低 19.5%，即使没有调控政策，房地产投资增速也很难保持在 30% 以上，在严厉的房地产调控政策下，销量下降已成为市场共识，而销量下降必然导致投资的下降，如果没有对冲手段，房地产投资增速甚至有可能下降至 20% 以下，在这种政策背景下，对冲手段尤为重要。

图 1：调控政策下国房景气指数及住宅销售价格指数持续下滑



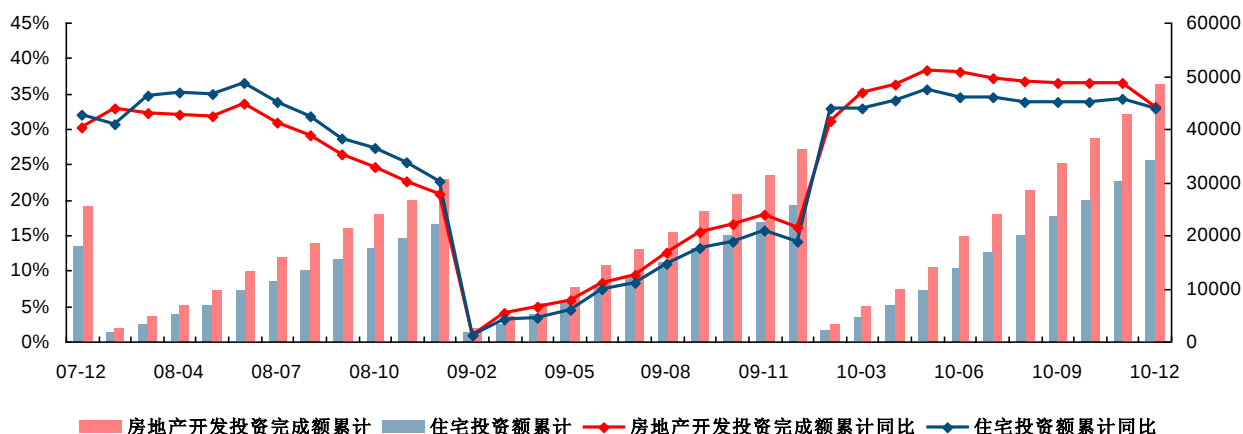
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 2：主要城市商品住宅成交均价（2008 年 1 月=100）



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 3：房地产开发投资累计完成额及累计同比



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

2、保障房建设将有效对冲商品房投资增速下降风险

对于政府而言，房地产行业的矛盾主要体现在投机因素下价格的快速上涨，逐渐成为社会的不安定的诱发因素，因而调控成为必然，但亦要面临调控带来的经济增速下滑风险，保障房则承担了对冲这一风险的手段，并被寄予缓和和调解社会矛盾的厚望，可谓一石二鸟。

从房地产投资额构成来看，主要由建安费用、土地购置费和土地开发费组成，其中土地购置费的占比在 16%—20% 左右（2009 年为 16.67%，2010 年前 10 月为 21.03%）。保障性住房中，仅限价房需要开发商支付相应地价，但支付的地价远低于同一地段商品房的土地价格，而经济适用房和公租房等其他品种基本是零地价，这就导致保障性住房投资额的加大对土地购置费的增长影响不大。

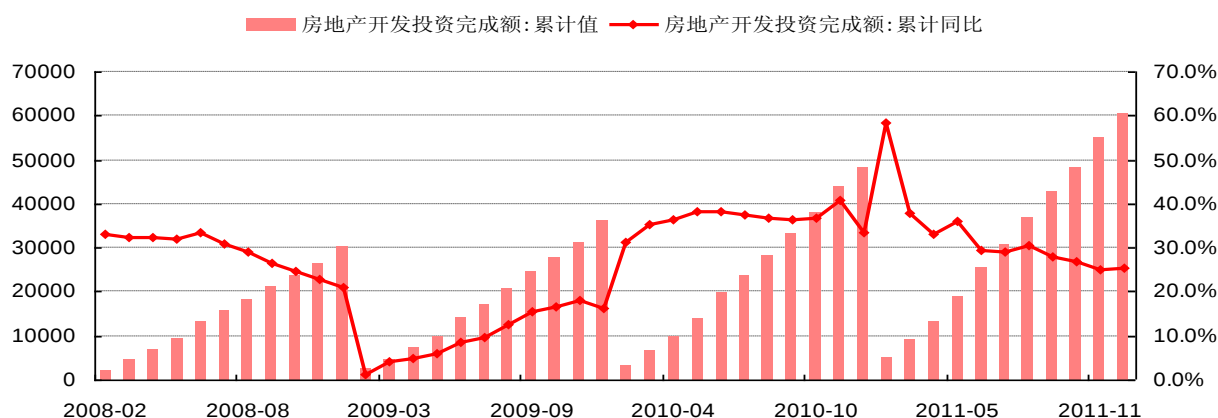
而 2010 年全国城镇保障性住房和各类棚户区改造的计划是 580 万套，住建部 2010 年 10 月发布的消息显示，2010 年 1-9 月，全国城镇保障性住房和各类棚户区改造开工 520 万套，占年度计划 580 万套的 90%，以此速度，

预计 2010 年新开工 580 万套保障性住房的任务基本可以完成。由于 2010 年保障房建设的基数较高，因此保障房对房地产投资的拉动作用受 2011 年保障房计划的影响较大。

假设 2011 年保障房建设规模为 1000 万套：2010 年 12 月 3 日，住建部日前正在向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》，明确提出 2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，这相比 2010 年新增 420 万套，且公共租赁房将占主要部分，2011 年保障房同比增长 72.4%，占 2010 年新开工面积的 14.7%，完全能弥补商品房新开工面积的下滑。

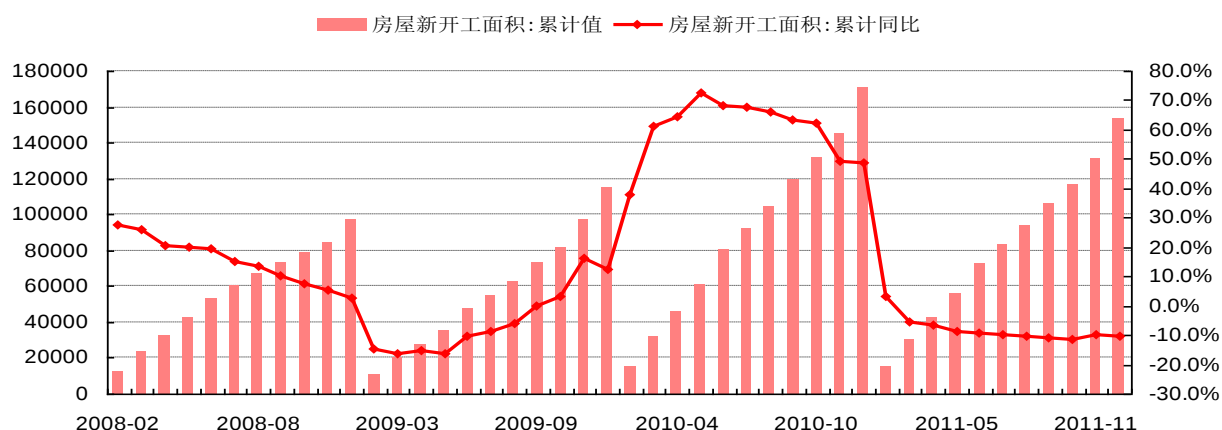
我们对保障房投资的量级做一个简单估算。根据住建部统计，截至 2010 年 9 月，全国保障性安居工程已完成投资 4700 亿元，占全年计划的 60%，以此推算，每套保障房的投资额约 13.51 万元，不考虑公共租赁房的比例变化，2011 年 1000 万套房的投资总额约 1.35 万亿元，约占 2010 年房地产投资额的 28%，其中增加的 420 万套住房的投资额占 2010 年房地产投资额的 11.76%，即对 2011 年房地产投资增速的贡献为 11.76 个百分点，以此计算，2011 年房地产投资同比增速为 25.2%。

图 4：如 2011 年保障房 1000 万套，预计 2011 年房地产投资同比增长 25.2%



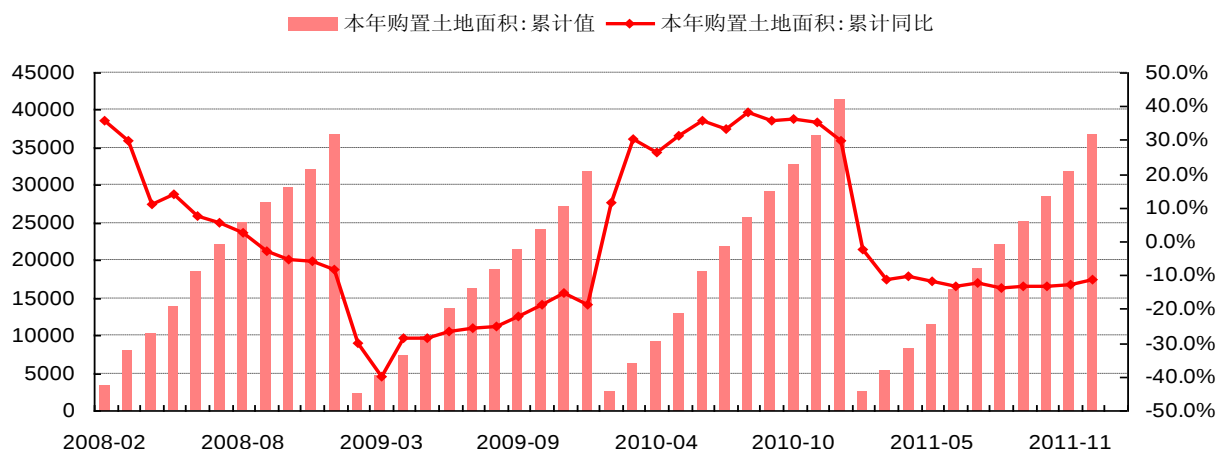
资料来源：wind 资讯，中信建投证券研发部

图 5：预计 2011 年商品房新开工面积同比下降 10.3%



资料来源：wind 资讯，中信建投证券研发部

图 6：预计 2011 年购置土地面积同比下降 11.5%



资料来源：wind 资讯， 中信建投证券研发部

表 1：2011 年保障房对房地产开发投资增长的贡献

2011 年新开工保障性住房套数（万）	480	540	600	660	720	1000
2011 年新开工保障性住房面积（万）	28800	32400	36000	39600	43200	60000
比 2010 年保障房新开工面积增加	-17.24%	-6.90%	3.45%	13.79%	24.14%	72.41%
新增部分占 2010 年新开工面积比例	-3.50%	-1.40%	0.70%	2.80%	4.90%	14.70%
新增部分占 2010 年房地产开发投资的比例	-2.8%	-1.1%	0.6%	2.2%	3.9%	11.8%

假设条件：预计 2010 年新开工面积为 17.14 万平米，2010 年房地产投资额为 4.825 万亿元。

二、产业链的分析

正如上述分析，2011 年 1000 万套保障房的投资总额约 1.35 万亿元，其中的增量部分约 5670 亿元。为了讨论保障房对产业链的效应，我们将从投入产出表的角度进行分析，而这首要的任务就是理顺保障房建设与产业链的关系，因此，我们首先构造以房地产建设为中心的产业链。

1、关于建筑地产业

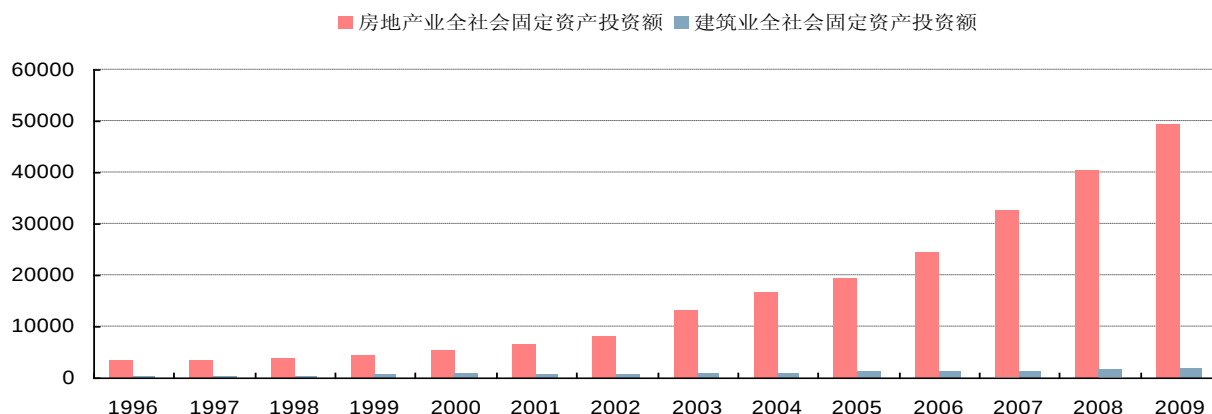
在中国的国民经济类别的划分中，房地产业属于第三产业即服务业，根据《中国 2007 年投入产出表部门分类解释及代码》，房地产业包括：房地产开发经营业、物业管理业、房地产中介服务业、其他房地产活动等，作为第三产业的房地产，属于最终需求型基础产业，其是前后连锁能力均低的产业，即中间投入率和中间需求率均较小的产业，位于产业链的终端，其生产过程既不显著依赖其它部门投入，也不显著依赖其他部门需求，而依赖于全社会的最终需求，由于这一特征，我们很难单纯讨论房地产业在国民经济中的地位，也很难讨论保障房投资对其他行业的影响。

建筑业属于第二产业，其细分子行业包括：房屋和土木工程建筑业、建筑安装业、建筑装饰业以及其他建筑业。可见，房地产业和建筑业是密不可分的两个行业，虽然后者涵盖的范畴更广，但从 2005 年以来建筑业总

产值的分布来看，房屋工程建筑占的 60%、土木工程建筑占 27%、建筑安装占 8%、建筑装饰业占 4%。

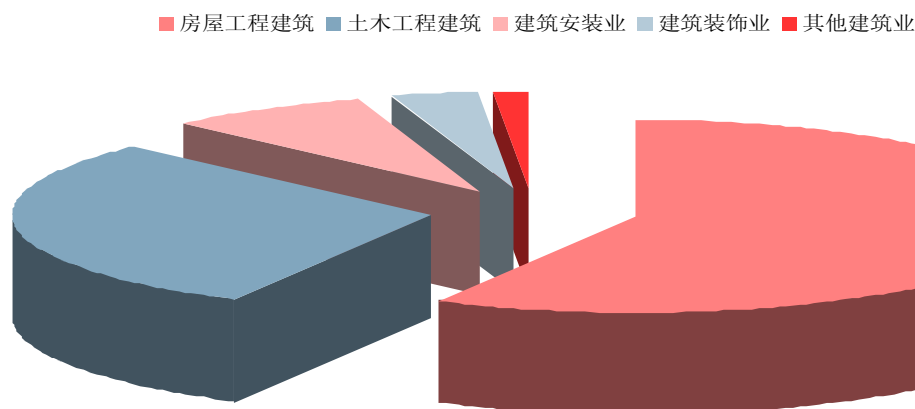
为了便于讨论，我们将投入产出表中的房地产业和建筑业相合并，合并后房屋工程建筑与房地产的增加值占建筑地产业总增加值的 78%，房屋工程建筑与房地产的总产出占建筑地产业总产出的 68%，房屋工程建筑与房地产的营业盈余 75%。因此，无论从哪个角度看，我们都可以合并建筑地产业。

图 7：全社会固定资产投资总额：房地产业 VS 建筑业



资料来源：wind 资讯，中信建投证券研发部

图 8：2009 年建筑业总产值分布



资料来源：wind 资讯，中信建投证券研发部

2、建筑地产业产业链

然而，国民经济部门种类繁多，部门之间并非孤立存在，而是通过各产业部门之间复杂的技术经济联系，对国民经济各产业部门产生直接或间接作用，进而直接影响整个国民经济增长的速度和质量，建立合理的产业链是理顺这些错综复杂联系的重要方式，根据前向效应我们构建了以建筑地产业为中心的产业链，我们可以看到，产业链从建筑地产业可以一直延伸到最上游的开采业，涵括了主要的产业链（图 9）：

(1) 非金属矿及其他矿采选业产业链：非金属矿及其他矿采选业-非金属制品业-建筑业；

(2) 煤炭开采及洗选产业链：煤炭开采及洗选产业链-电力-黑色、有色加工、金属非金属制品、化工等多个行业（为简洁起见，产业链上省略电力的下游产业）；煤炭开采及洗选产业链-化工-建筑、食品加工制造、医药、机械/设备制造等。这一产业链中，建筑、化工、机械设备制造、电力等行业为国民经济主导产业，而化工行业同时受出口影响较大；

(3) 石油天然气开采产业链：石油天然气开采-石油加工-交运及仓储业；石油天然气开采-石油加工-化工-建筑、食品加工制造、医药、机械/设备制造等。这一产业链上同样也包括化工、建筑等主导产业；

(4) 黑色金属矿采选产业链：黑色金属矿采选-黑色金属冶炼加工-金属制品-建筑；黑色金属矿采选-黑色金属冶炼加工-机械制造、电子设备制造业；

(5) 有色金属矿采选产业链：有色金属矿采选-黑色金属冶炼加工-金属制品-建筑；有色金属矿采选-有色金属冶炼加工-机械制造、电子设备制造业；

3、保障房建设对产业链影响的总量分析

为了衡量保障房对产业链的拉动效应，我们计算了建筑地产业对产业链的总量拉动效应（表2）。假设建筑地产业产出增加10%，那么黑色金属矿选、非金属制品、有色金属矿选、黑色金属冶炼加工、煤炭、石油加工、木材加工、电力、有色冶炼加工、交运及仓储、金属制品以及化工等行业的产出增加的幅度分别为8.2%、7.6%、4.7%、4.6%、3.8%、3.7%、3.3%、3.2%、3.0%、3.0%、2.9%以及2.6%。

2007年建筑地产业总投资约为3.37万亿元，而根据2007年投入产出表，建筑地产业总产出约7.75万亿元，即产出投资比约为2.30，那么，保障房的1.35万亿元投资将为建筑地产业带来3.1万亿元的产出，根据2007年投入产出表计算的各行业与建筑地产业之间的总量关系（表3），保障房投资对产业链影响：钢铁业（冶炼加工业及矿选）8800亿、非金属制品业7000亿、化学化工6000亿、电力生产4100亿、交运及仓储3800亿、有色（冶炼加工业及矿选）3000亿、电气机械及器材2300亿、专用通用设备3000亿、金属制品2100亿以及煤炭1500亿等。

如果保障房投资带来的产业链的产出全部转化为销售收入，以2010年11月行业产品销售收入为基准，非金属制品业、黑色金属矿选业、黑色金属冶炼加工业、有色金属矿选业、木材加工、石油加工、电力、金属制品以及有色金属冶炼加工等行业产品销售收入分别占2010年销售收入的25%、24%、15%、14%、13%、12%、12%、12%和9.5%，而化工、水生产、仪器仪表、造纸、印刷、通用设备、煤炭等行业的增幅均在7%以上。而上述行业2010年销售收入累计同比增长分别为33.5%、60.8%、29.0%、40.2%、35.6%、38.8%、19.7%、32.0%、44.4%、31.2%、22.9%、33.2%、30.3%、22.4%、32.3%以及41.8%，2010年实现较高销售收入增速最主要由于2009年较低基数所导致，2011年商品房投资增速下滑的背景下，如果没有保障房的对冲，上述行业2011年的营业收入将难以维持2010年的增长速度，但在保障房投资的拉动效应下，部分行业如非金属制品业（水泥和玻璃）、钢铁业、有色业、电力、木材加工等，销售收入仍可能保持较高水平。

表 2：建筑地产产出变化对其他行业的影响

序号	行业	总量影响系数	序号	行业	总量影响系数
1	建筑房地产	1	23	水的生产和供应业	0.1893
2	黑色金属矿采选业	0.8177	24	信息传输、计算机服务和软件业	0.1856
3	非金属制品业	0.7597	25	专用设备制造业	0.1564
4	非金属矿及其他矿采选业	0.6641	26	印刷业和记录媒介的复制业	0.1501
5	石油和天然气开采业	0.5676	27	批发和零售业	0.1415
6	有色金属矿采选业	0.4735	28	烟草制品	0.1121
7	黑色金属冶炼加工业	0.4648	29	工艺品及其他制造业	0.1091
8	废品废料	0.4565	30	饮料制造	0.1026
9	煤炭开采和洗选业	0.3815	31	汽车	0.0979
10	石油加工、炼焦及核燃料加工业	0.3713	32	其他服务业	0.0869
11	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.3269	33	交运设备制造业	0.0857
12	电力、热力的生产和供应业	0.3246	34	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.0781
13	有色金属冶炼加工业	0.2993	35	医药制造业	0.0754
14	交通运输及仓储业	0.2969	36	纺织服装、鞋、帽制造业	0.0693
15	金属制品业	0.2946	37	文教体育用品制造业	0.0563
16	化学化工	0.2558	38	家具制造业	0.0539
17	仪器仪表及文化办公用机械制造业	0.2320	39	农林牧渔	0.0538
18	通用设备制造	0.2098	40	纺织业	0.0522
19	电气机械及器材制造业	0.2063	41	家电	0.0514
20	金融业	0.2028	42	食品加工	0.0373
21	造纸及纸制品业	0.2011	43	皮革、毛皮、羽毛（绒）及其制品业	0.0249
22	燃气生产和供应业	0.1952	44	食品制造	0.0140

资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部，根据 2007 年 135x135 投入产出表整理合并

表 3：保障房的产业链拉动效用 单位：亿元，%

行业	2010 销售收入	拉动效应	贡献收入	行业	2010 销售收入	拉动效应	贡献收入
废弃资源回收加工业	2091	798	38.18	煤炭开采洗选	21155	1474	6.97
非金属矿采选业	2796	1025	36.65	电气机械	37708	2244	5.95
非金属矿物制品业	28256	6942	24.57	工艺品制造业	5067	270	5.34
黑色金属矿采选业	4954	1187	23.96	专用设备制造	18920	852	4.50
石油和天然气开采业	9110	2168	23.80	燃气生产	2145	87	4.04
黑色金属冶炼压延加工	49643	7569	15.25	烟草制品业	5198	175	3.36
有色金属矿采选业	3381	479	14.18	饮料制造业	8247	231	2.80
木材加工及木竹藤棕草	6667	852	12.79	纺织服装鞋帽	11134	302	2.71
石油加工	26300	3135	11.92	交运设备制造	48931	1254	2.56
电力热力的生产和供应	34607	4095	11.83	家具制造业	3793	97	2.55
金属制品业	17853	2090	11.71	通信设备计算机	48678	1185	2.43
有色金属冶炼压延加工	25943	2453	9.45	文教体育用品	2868	66	2.29
化学化工	64807	5626	8.68	医药制造业	10170	214	2.11



水的生产和供应业	1032	89	8.66	纺织业	25252	527	2.09
仪器仪表	5809	454	7.81	农副食品加工业	31450	364	1.16
造纸及纸制品业	9167	673	7.34	皮革毛皮羽毛	7009	72	1.02
印刷业	3107	221	7.11	食品制造业	10119	44	0.44
通用设备制造业	31086	2177	7.00				

资料来源: wind 资讯, 国家统计局, 中信建投研究发展部, 根据 2007 年 135x135 投入产出表整理合并

4、保障房建设对行业利润影响分析

利润永远是资本市场所关注的核心指标, 保障房建设能为产业链带来需求, 同样也能为产业链带来利润, 如果假定行业的销售利润率保持 2010 年的水平, 在不考虑保障房影响下总利润在保持 2010 年水平, 那么利润的增速相应地等于销售收入增加的幅度, 我们也看到, 销售收入增加较显著的非金属制品业、黑色金属矿选业、黑色金属冶炼加工业、有色金属矿选业、木材加工、石油加工、电力、金属制品以及有色金属冶炼加工等行业, 2010 年的利润累计同比分别为 49%、112%、58%、75%、54%、-1%、62%、50%, 而最近四年平均利润增速分别为 72%、43%、8%、43%、-242%、65%、29%和 15%, 保障房建设能够显著带来利润的增加。

表 4: 保障房对主要行业 2011 年利润的贡献

行业	2010 年销售利润率 (%)	2010 年利润累计同比 (%)	2011 保障房带来利润增加 (亿元)	占 2010 年利润比例 (%)	近四年平均利润增速 (%)
废弃资源回收加工业	2.71	125.10	21.64	38.22	58.18
非金属矿采选业	6.92	48.15	70.92	36.96	33.81
非金属矿物制品业	7.23	49.45	501.87	24.56	72.47
黑色金属矿采选业	12.17	112.32	144.45	23.95	43.34
石油和天然气开采业	30.62	65.38	663.93	23.80	66.15
黑色金属冶炼及压延加	2.58	58.02	195.27	15.22	8.51
有色金属矿采选业	13.27	74.81	63.61	14.17	16.49
木材加工及木竹藤棕草制品业	5.51	54.14	46.97	12.78	43.00
石油加工、炼焦及核燃料加工业	3.09	-1.03	96.88	11.93	-242.19
电力、热力的生产和供应业	4.07	62.07	166.66	11.82	65.40
金属制品业	4.96	50.25	103.67	11.71	29.18
有色金属冶炼及压延加工业	3.80	78.44	93.20	9.45	14.63
化学化工	5.63	56.64	316.59	8.32	27.97
水的生产和供应业	4.01	295.62	3.58	8.67	30.70
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	7.12	48.79	32.29	7.81	101.20
造纸及纸制品业	5.68	39.81	38.23	7.34	37.24
印刷业和记录媒介的复制	7.66	27.78	16.92	7.11	71.50
通用设备制造业	6.57	46.05	143.02	7.00	26.43
煤炭开采和洗选业	13.85	60.37	204.20	6.97	23.96
电气机械及器材制造业	5.80	37.81	130.17	5.95	24.60
工艺品及其他制造业	5.05	39.85	13.65	5.33	30.43

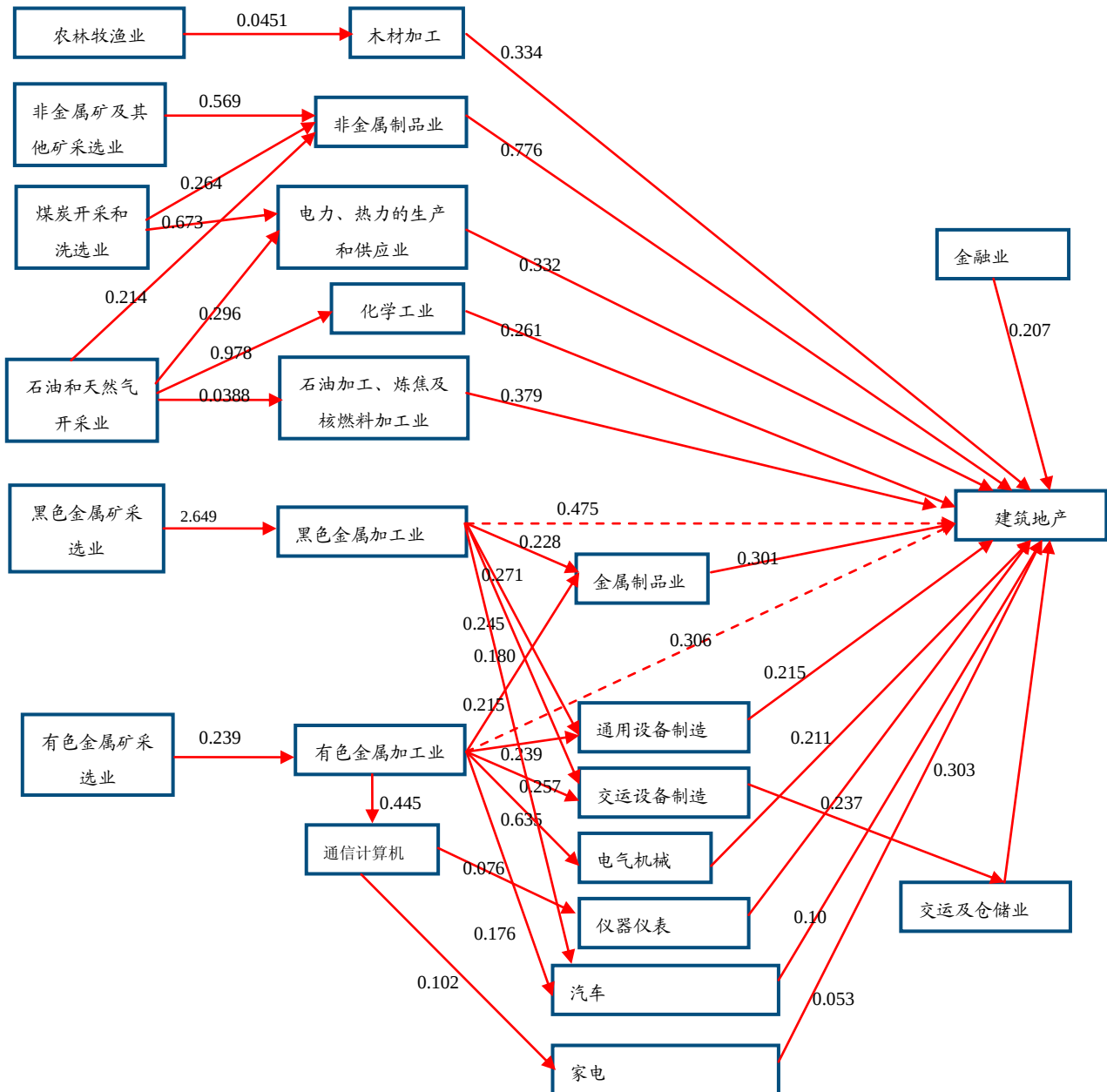


专用设备制造业	7.48	58.31	63.74	4.51	57.23
燃气生产和供应业	8.59	33.71	7.45	4.04	32.89
烟草制品业	12.68	5.29	22.15	3.36	27.49
饮料制造业	9.14	23.45	21.08	2.80	40.08
纺织服装、鞋、帽制造业	5.01	34.21	15.13	2.71	91.50
交通运输设备制造业	8.04	60.05	100.82	2.56	11.33
家具制造业	4.91	46.15	4.76	2.56	29.74
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	3.98	60.16	47.17	2.43	26.59
文教体育用品制造业	3.97	48.38	2.60	2.29	48.70
医药制造业	10.33	29.98	22.14	2.11	29.65
纺织业	4.70	52.71	24.76	2.09	21.26
农副食品加工业	4.66	45.81	16.98	1.16	24.62
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	5.89	41.07	4.23	1.02	33.87
食品制造业	6.51	20.30	2.88	0.44	27.51

资料来源: wind 资讯, 国家统计局, 中信建投研究发展部, 根据 2007 年 135x135 投入产出表整理合并



图 9：基于前向推动的建筑地产主导产业链



数据来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部 根据 2007 年 135x135 投入产出表整理

三、投资建议：沿着产业链布局

1、沿着“非金属制品→煤炭→钢铁→有色→金属制品→电气机械、专用设备”的布局式投资

上述分析中我们剖析了保障房建设对产业链的拉动效应，如果从影响大小来看布局保障房投资的产业链顺序为：废弃资源回收加工业、非金属矿采选业、非金属矿物制品业、黑色金属矿采选业、石油和天然气开采业、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属矿采选业、木材加工及木竹藤棕草制品业、石油加工炼焦及核燃料加工业、电力热力的生产和供应业、金属制品业、有色金属冶炼及压延加工业、化学化工、水的生产和供应业、仪器仪表及文化办公用机械制造业、造纸及纸制品业、印刷业和记录媒介的复制、通用设备制造业以及煤炭开采和洗选业，但有些行业是找不到投资标的的，如废弃资源回收加工业、非金属矿采选业等，此外，行业的规模不一，不能直接根据保障房投资带来的销售收入增加量的简单方法布局，仍需要分析保障房对上市公司盈利贡献大小来指导投资。

为了估计保障房投资对上市公司盈利的影响程度，我们需要估计由保障房投资带来的全行业的利润额中上市公司所占的比例，由于 2010 年的数据仍然不能获得，因此我们采用 2009 年公告的上市公司利润及当年全行业利润以及同期上市公司 EPS 情况，估算保障房投资带来的 EPS 增量，除了石油开采和自来水供应两个行业因上市公司 2009 年利润总额超过当年全行业总额外，这种关系并不具备代表性，其他行业中，电力和煤炭行业上市公司盈利占全行业盈利较高，在 40%-50% 之间，根据我们估算的结果，除了石油开采和水生产两个行业外，非金属制品业上市公司的 EPS 因保障房投资带来的 EPS 最显著，约 0.15 元，依次是黑色金属开采业 0.14 元、煤炭开采业 0.12 元、有色金属矿选业 0.07 元、金属制品业 0.06 元、电力 0.05 元、电气机械 0.04 元、专用设备 0.03 元。

当然，这样一种估算，是在一系列的假设前提下计算的，如果保障性住房的投资产出比例发生变化、产业链传导系数发生变化、产品价格变化、销售利润率发生变动以及上市公司和全行业利润之间的分配发生变化，均会影响我们估算的结果。但本报告的分析对保障房投资的产业链影响做的量化的分析，最主要的目的是为投资提供方向性的选择。

所以，对于保障房建设的产业链投资机会，从其对 EPS 贡献的绝对量来看，非金属制品（水泥和玻璃等）、钢铁业（矿选和冶炼加工）、煤炭、有色（主要是有色金属矿选业）等行业将是主要的受益者。

表 4：保障房对主要行业 2011 年利润的贡献

行业	2011 保障房带来利润增加(亿元)	2009 年全行业利润(亿元)	2009 上市公司利润(亿元)	上市公司利润占比	对上市公司 EPS 贡献
废弃资源回收加工业	21.64	25.15	-	-	-
非金属矿采选业	70.92	129.52	-	-	-
非金属矿物制品业	501.87	1367.53	157.85	11.54	0.1499
黑色金属矿采选业	144.45	284.04	2.93	1.03	0.1390
石油和天然气开采业	663.93	1686.52	2198.43	130.35	0.2400



黑色金属冶炼及压延加	195.27	811.62	116.95	14.41	0.0216
有色金属矿采选业	63.61	256.75	96.41	37.55	0.0669
木材加工及木竹藤棕草制品业	46.97	238.51	3.65	1.53	0.0308
石油加工、炼焦及核燃料加工业	96.88	820.49	13.37	1.63	0.0053
电力、热力的生产和供应业	166.66	869.89	343.58	39.50	0.0483
金属制品业	103.67	589.33	60.49	10.26	0.0561
有色金属冶炼及压延加工业	93.20	552.65	41.09	7.44	0.0066
化学化工	316.59	2427.84	234.38	9.65	0.0199
水的生产和供应业	3.58	10.46	34.42	329.06	0.1667
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	32.29	277.94	11.82	4.25	0.0262
造纸及纸制品业	38.23	372.37	34.43	9.25	0.0211
印刷业和记录媒介的复制	16.92	186.22	7.67	4.12	0.0297
通用设备制造业	143.02	1398.21	78.60	5.62	0.0261
煤炭开采和洗选业	204.20	1827.15	900.04	49.26	0.1238
电气机械及器材制造业	130.17	1588.11	334.54	21.07	0.0387
工艺品及其他制造业	13.65	183.00	16.38	8.95	0.0110
专用设备制造业	63.74	893.58	235.66	26.37	0.0331
燃气生产和供应业	7.45	137.73	9.32	6.77	0.0172
烟草制品业	22.15	625.92	-		
饮料制造业	21.08	610.29	216.16	35.42	0.0322
纺织服装、鞋、帽制造业	15.13	415.88	64.71	15.56	0.0164
交通运输设备制造业	100.82	2458.17	386.09	15.71	0.0164
家具制造业	4.76	127.32	6.93	5.44	0.0077
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	47.17	1209.89	115.96	9.58	0.0135
文教体育用品制造业	2.60	76.81	5.69	7.41	0.0143
医药制造业	22.14	808.17	236.82	29.30	0.0141
纺织业	24.76	777.18	33.69	4.33	0.0044
农副食品加工业	16.98	1005.44	49.11	4.88	0.0043
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	4.23	292.78	1.95	0.67	0.0010
食品制造业	2.88	547.80	20.19	3.69	0.0014

资料来源: wind 资讯, 国家统计局, 中信建投研究发展部, 根据 2007 年 135x135 投入产出表整理合并

2、产业链之外：家电和家具制造业

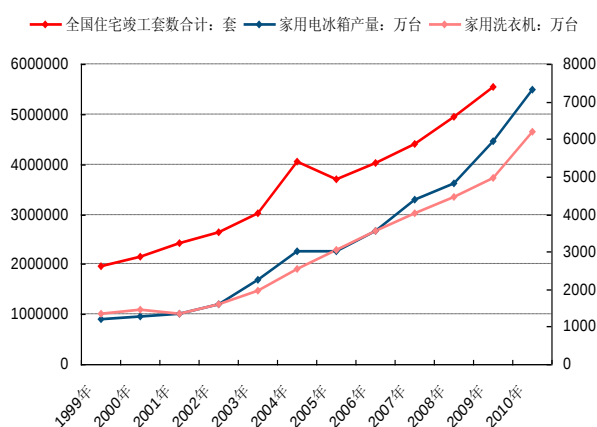
利用投入产出表来分析保障房对产业链的影响具有局限性, 因为我们只能讨论生产过程中的技术关系, 例如房屋建设过程中需要消耗的钢铁水泥等, 但对产业链之外的拉动关系难以讨论, 例如, 房地产投资变化对家电业的影响, 这种影响并非是基于生产关系而是消费关系, 新房竣工套数越多, 对家电及家具的需求量就越大。

我们重点讨论家电行业。为了讨论保障房对家电业的影响, 我们通过一些简单的计量关系 (并不是十分严格) 来讨论房地产投资对家电生产的影响, 为了消除季节性因素, 我们在对数据进行一定处理基础上进一步进行季节调整, 有关 2011 年逐月房地产投资完成额的估计见《2011 年投资策略报告之房地产行业: 行业持续调整——机会或始于二季度》(陈莹), 从统计角度看, 房地产开发完成总额与彩电产量 (均为季调后数值) 之间同期

相关性最大为 0.9，与洗衣机的同期相关系数高达 0.99，用简单的模型对彩电和冰箱 2011 年的产量进行预测，在保障房对冲商品房投资下滑风险下，冰箱和洗衣机等家电的产量将能保持 20% 左右的较快增长，其增速甚至能与 2010 年持平。

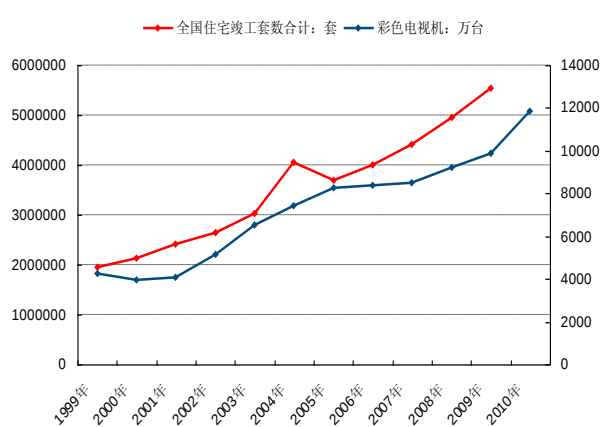
可见，产业链之外，保障房投资也为家电行业带来投资机会。但目前较为不利的因素是，由于 PPI 持续走高，导致家电行业的生产成本显著上升，可能会对行业的景气度和毛利率产生不利影响（《周期复辟：从产能利用到成本适应》），但单纯从保障房建设的角度来看，尤其是单纯从套数来看，连续两年 1000 万套以及五年 3600 万套，家电行业是显著受益行业。

图 10：全国住宅竣工套数 VS 冰箱洗衣机产量



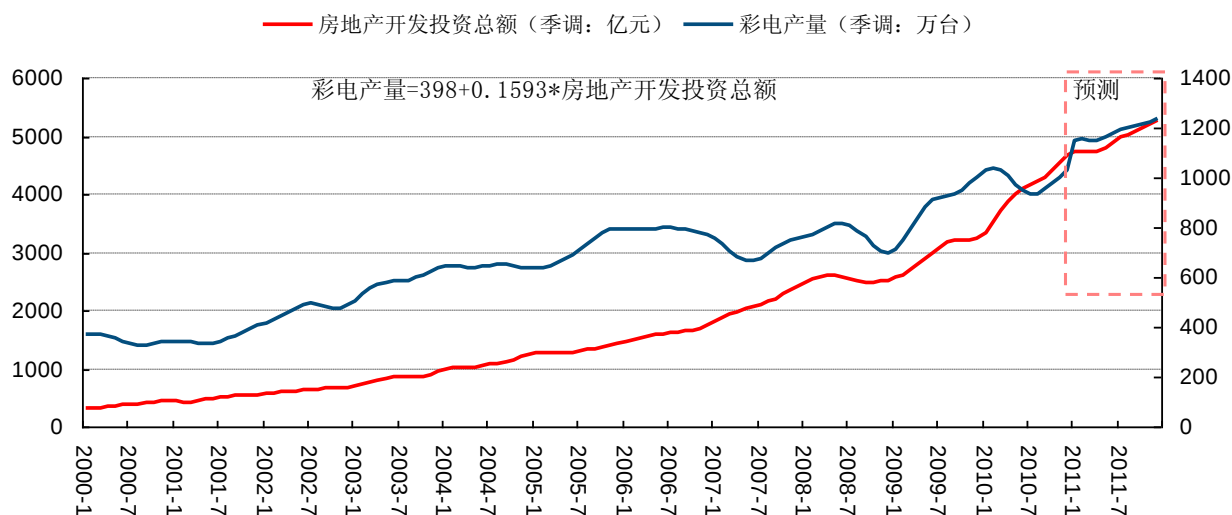
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 11：全国住宅竣工套数 VS 家电产量



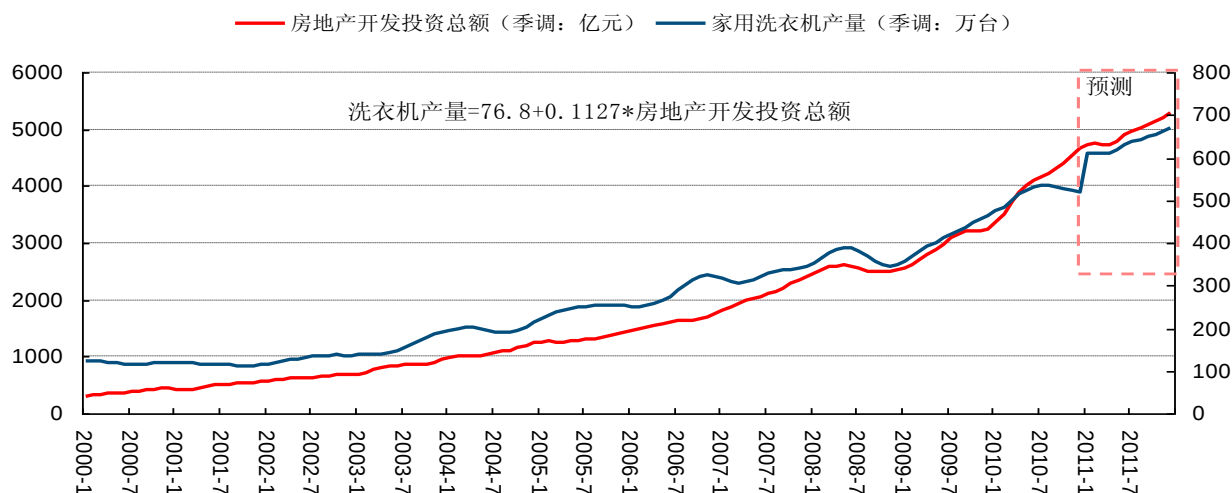
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 12：房地产开发投资与彩电产量



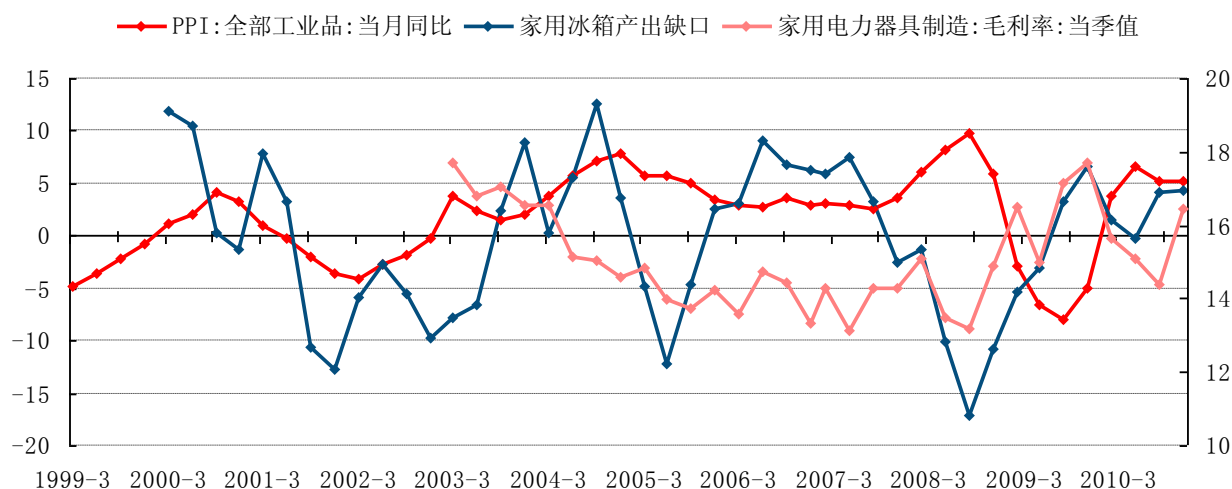
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 13: 房地产开发投资与洗衣机产量



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 14: PPI、产出缺口与行业毛利率



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

3、水泥行业：增持（田东红等《革新中发展，调整中前进》）

（1）需求增长超预期

根据中国建筑材料工业规划研究院的综合分析，如果国民经济发展不出现大的波动，国家的宏观经济政策不出现大的调整，初步判定 2015 年全国水泥需求量约为 20 多亿吨。而根据 2011 国内固定资产投资状况，以及加大水利建设和保障房的投资建设情况来看，2011 年水泥的需求就有望突破 20 亿吨的需求。

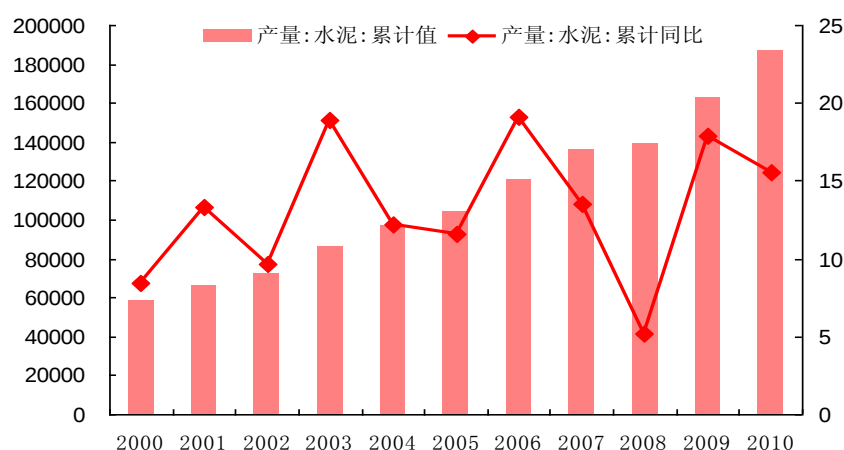
表 5：全国水泥产业供需情况分析 单位：亿吨

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥产量	14.24	16.44	18.68	20.55	21.78	22.87
增速	4.58%	15.48%	13.63%	10.00%	6.00%	5.00%
新增需求	0.39	2.20	2.24	1.87	1.23	1.09
新投产生产线（条）	120	176	203	92	60	30
当年投产熟料产能	1.43	1.95	2.43	1.10	0.70	0.35
当年投产水泥产能	1.86	2.79	3.74	1.69	1.08	0.54
当年实际释放产能 （上年*70%+当年*30%）	1.96	2.34	3.07	3.12	1.51	0.92
淘汰落后产能	0.50	0.50	0.80	0.80	0.70	0.30
缺口	-0.83	0.36	-0.03	-0.46	0.43	0.47

资料来源：中信建投证券研发部，田东红等《革新中发展 调整中前进》

图 15：水泥历年产量及增速

单位：万吨



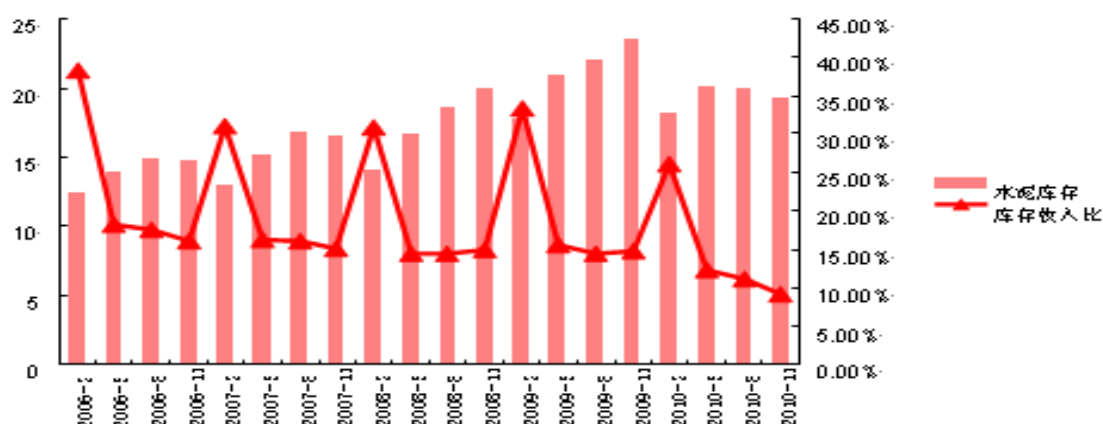
资料来源：wind，中信建投证券研发部，田东红等《革新中发展 调整中前进》

（2）行业景气向好

水泥行业的库存，一般情况下在随产能的释放和销量的增长，绝对值逐季提高。除了一季度销售相对淡季，库存和收入的比值较高外，其他情况下库存和收入比一般维持在 15% 左右。

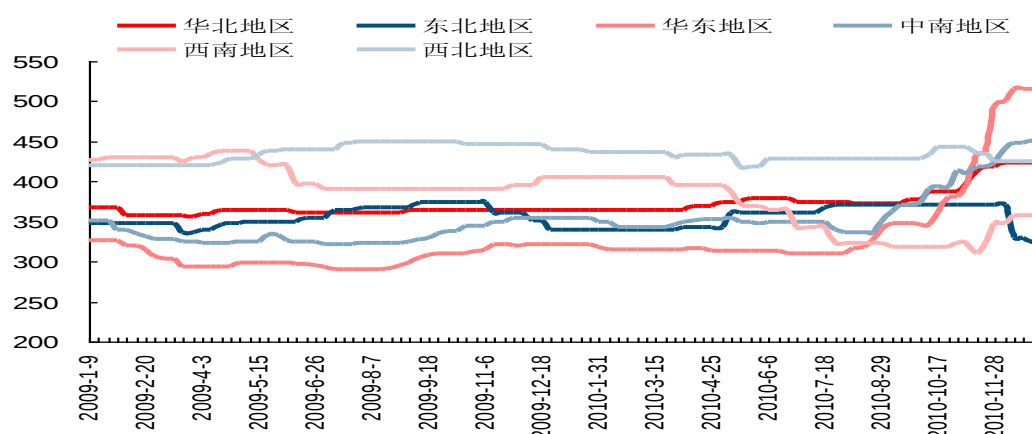
和水泥行业库存的历史比较来看，水泥企业的库存在 2010 年二季度以前相对正常，但到三四季度后，受限电政策的影响，水泥企业开工率不足，水泥的库存水平开始下降，相对于收入的库存比更是逐季降低，库存和收入的比值降到 10% 以下。正是水泥企业的低库存和产能限制，为水泥行业的提价打下了坚实基础。在四季度，水泥价格开始一路飙升，四季度价格的提升，使得行业的利润水平远超过预期。

图 16: 水泥行业库存水平变化 单位: 千亿元



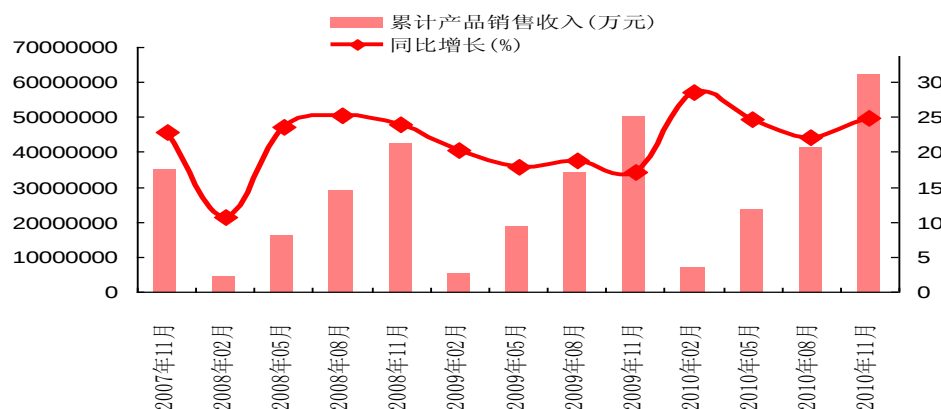
资料来源: CEIC, 中信建投证券研发部, 田东红等《革新中发展 调整中前进》

图 17: 各区域水泥均价 单位: 元/吨



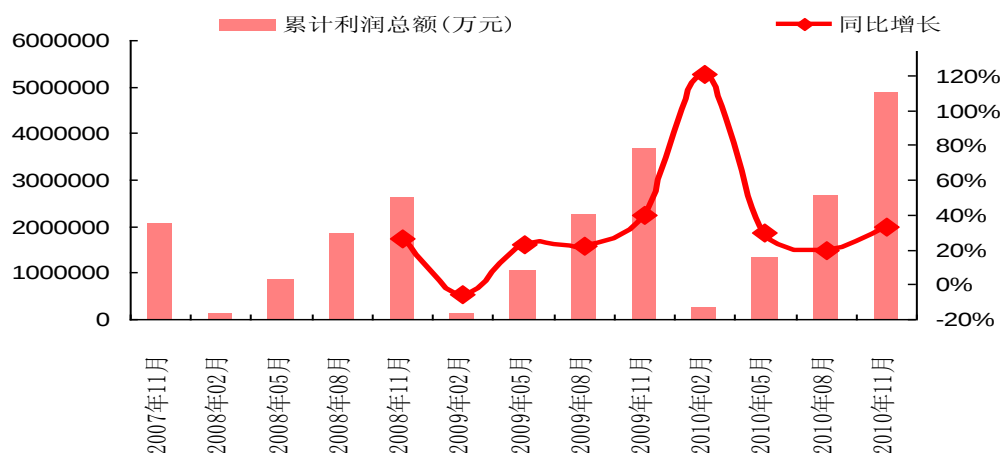
资料来源: 数字水泥, 中信建投证券研发部, 田东红等《革新中发展 调整中前进》

图 18: 水泥企业累计销售收入及增速 单位: 万元



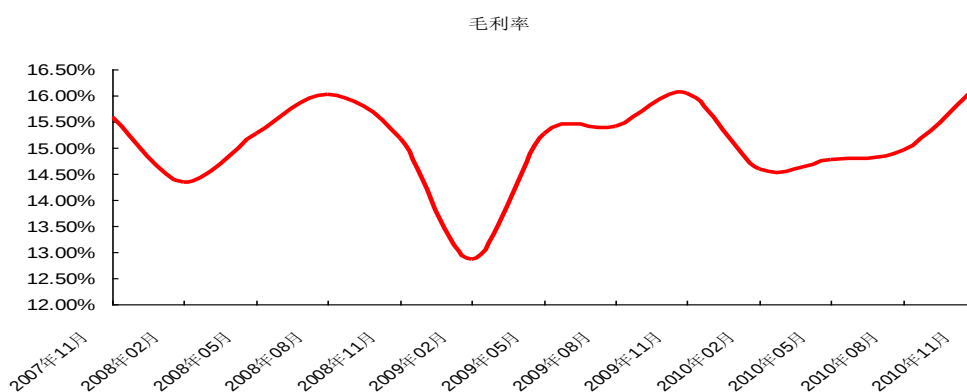
资料来源: 数字水泥, 中信建投证券研发部, 田东红等《革新中发展 调整中前进》

图 19: 水泥行业累计利润总额及增速 单位: 万元



资料来源: 数字水泥, 中信建投证券研发部, 田东红等《革新中发展 调整中前进》

图 20: 水泥行业毛利率



资料来源: 数字水泥, 中信建投证券研发部, 田东红等《革新中发展 调整中前进》

(3) 投资建议

水泥板块估值较低, 近段年报和季报都会带来较好的收益增长, 因此认为现阶段还能带来较好收益。考虑未来景气的不确定性, 我们认为更多关注区域景气度确定, 估值水平相对较低的优质水泥上市公司。

表 6: 水泥上市公司估值水平比较 单位: 元

代码	股票名称	股价 (2.25)	PE			评级
			2010	2011	2012	
600881.SH	亚泰集团	7.13	20.37	12.29	10.49	重点推荐
600720.SH	祁连山	17.41	16.27	11.61	9.78	推荐
600449.SH	赛马实业	37.51	13.12	13.02	12.98	推荐
000401.SZ	冀东水泥	24.1	20.08	14.18	11.99	重点推荐
600585.SH	海螺水泥	32.27	17.93	12.91	10.41	重点推荐
002233.SZ	塔牌集团	16.35	21.80	14.86	11.85	推荐

000877.SZ	天山股份	35.58	20.81	16.86	14.12	推荐
600801.SH	华新水泥	35.48	30.85	29.57	19.08	推荐

资料来源：中信建投证券研发部，田东红等《革新中发展 调整中前进》

4、钢铁行业：增持（王喆《坚定信心，把握中期趋势性机会》）

保障房的陆续开工为钢铁需求提供支撑。按照每套房屋平均 60 平米，一般高层建筑每平方米用钢 80 公斤左右，多层建筑每平方米用钢 50-60 公斤来测算，平均 65 公斤测算，1000 万套保障房大约可以新增钢铁需求 3900 万吨，约占 2010 年全国粗钢产量的 6.22%，占 2010 年全国房地产用钢量在 15-20%之间，这将有效抵御房地产调控带来的商品房投资滑坡。

从时间上看，两会之后地方政府保障房建设所需土地和资金会逐渐到位，保障房开工应该在 5 月份之后，恰好同每年钢铁行业需求旺季相契合，考虑到 2010-2011 年螺纹钢和线材新建产能都较少，产能利用率也相对较高，个别月份很可能出现建筑钢材需求旺盛、供需紧张的情况。

对于行业投资而言，不管是分析供给还是分析需求，最终我们还是要回归到对未来钢企利润的分析上，尤其是在今年铁矿石和焦煤都会维持高价位的情况下，钢厂顺利实现利润增长的路径是我们主要思考的一个问题。我们认为过度的把着眼点放在成本上，容易忽视略中周期行业景气上升过程中钢铁下游行业需求的复苏，而这种需求复苏并趋于旺盛会成为拉动钢材价格的主要因素，使得钢铁企业能够在产品结构升级的过程中，将成本顺利转嫁到下游，实现利润的提升。

在中周期的背景下，与前两年景气低谷不同的是成本不再成为制约公司盈利的主要因素，钢价的波动也不再由成本左右，真实需求将成为拉动钢材价格的主导因素，而企业的利润水平也处于一个上升的趋势中，所以我们认为年内成本的制约已不再是我们看空行业的主要理由。

结合本轮行业景气周期的特点，我们认为对行业进行中线布局的时机已经到来，可以按照三条主线来进行：

➤ 把握在产业升级和产品结构调整中领先的上市公司

2011 年下半年中周期开始加速，年内钢铁行业整体将呈现高成本、高钢价、低利润的态势，但是在产品结构调整方面走得相对较快的公司，以及同高端装备制造及新能源等行业贴合紧密的公司是我们重点看好的对象，推荐宝钢股份、新兴铸管、大冶特钢、金洲管道、久立特材、常宝股份。

➤ 有上游资源从而有成本优势的上市公司

预计 2011 年国内现货矿均价能够维持在 1400 元/吨以上，我们认为有铁矿石资源或有成本优势的上市公司将极大受益，推荐 **st 钒钛**、凌钢股份、西宁特钢、酒钢宏兴、金岭矿业。此外还要关注有集团矿山注入预期的公司，重点关注包钢股份、太钢不锈、本钢板材。从保障房建设的角度来看，虽然其对上游资源并非是直接需求，而是对具有上游资源的上市公司是一种间接的拉动效应，这种效应使得这一类公司既能抵御成本压力，同时也能享受保障房投资带来的弹性。

➤ 受益保障性住房建设的区域建筑钢材上市公司

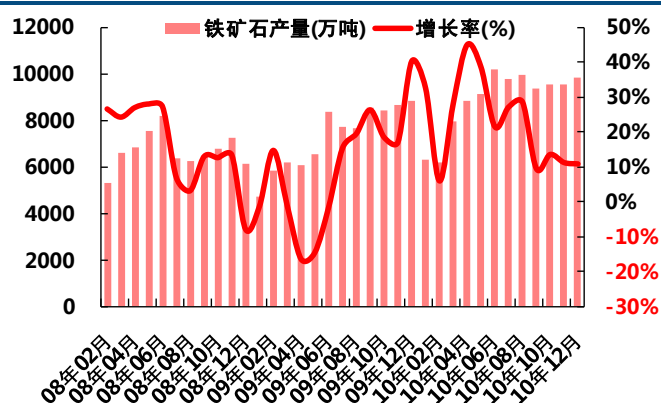
地方保障房投资的增加会直接推动建筑钢材的消费，我们看好区域性的建筑钢材生产企业，推荐**凌钢股份**、新兴铸管，三钢闽光、柳钢股份、八一钢铁、韶钢松山。

表 7：2011 年国内钢铁生产及消费预测

(单位: 万吨)	10 年消费占比	2010 年	2011 年 E	增长率	2011 年 E	增长率	2011 年 E	增长率
			保守预测		中性预测		乐观预测	
房地产行业	22.3%	13374.7	13374.7	0.0%	13709.1	2.5%	14043.4	5.0%
基础设施建设	16.4%	9836.1	9983.6	1.5%	10131.2	3.0%	10229.5	4.0%
其他非住宅建筑	11.0%	6597.4	6597.4	0.0%	6663.4	1.0%	6729.3	2.0%
机械	20.5%	12295.1	13524.6	10.0%	13770.5	12.0%	14139.4	15.0%
汽车、农用车	8.8%	5277.9	5700.1	8.0%	5805.7	10.0%	5911.3	12.0%
交通运输用钢	5.2%	3118.8	3149.9	1.0%	3181.1	2.0%	3243.5	4.0%
五金制品	1.8%	1079.6	1090.4	1.0%	1101.2	2.0%	1112.0	3.0%
家电	2.3%	1379.5	1462.2	6.0%	1489.8	8.0%	1517.4	10.0%
造船	2.7%	1619.4	1748.9	8.0%	1813.7	12.0%	1862.3	15.0%
集装箱	0.8%	479.8	508.6	6.0%	518.2	8.0%	527.8	10.0%
金属包装	0.7%	419.8	419.8	0.0%	424.0	1.0%	428.2	2.0%
电力	1.0%	599.8	599.8	0.0%	605.8	1.0%	611.8	2.0%
石油石化用钢	1.6%	959.6	1055.6	10.0%	1103.6	15.0%	1151.5	20.0%
其他用钢	4.9%	2938.8	2938.8	0.0%	2968.2	1.0%	2997.6	2.0%
粗钢表观消费量总计		59976.2	62154.5	3.6%	63285.4	5.5%	64505.0	7.6%
月均粗钢表观消费量		4998.0	5179.5	3.6%	5273.8	5.5%	5375.4	7.6%
钢坯出口量		14.2	15.0	5.6%	15.0	5.6%	15.0	5.6%
钢坯进口量		63.7	45.0	-29.3%	45.0	-29.3%	45.0	-29.3%
粗钢产量		62665.4	64545.6	3.0%	66308.0	5.8%	68159.2	8.8%
月均粗钢产量		5222.1	5378.8	3.0%	5525.7	5.8%	5679.9	8.8%
钢材表观消费量		77025.6	79672.9	3.4%	81311.2	5.6%	83062.2	7.8%
钢材出口量		4244.7	3800.0	-10.5%	4500.0	6.0%	5200.0	22.5%
钢材进口量		1642.9	1500.0	-8.7%	1600.0	-2.6%	1700.0	3.5%
钢材产量		79627.4	81972.9	2.9%	84211.2	5.8%	86562.2	8.7%

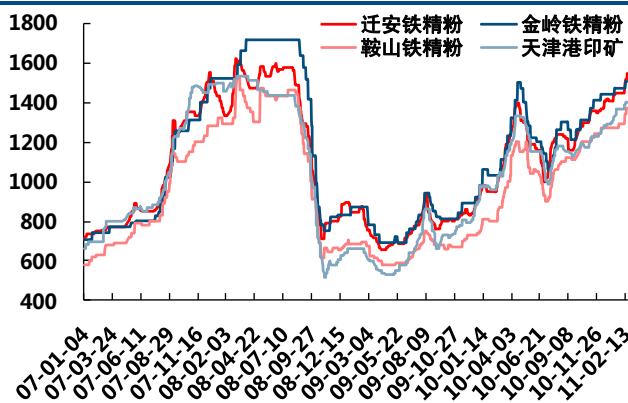
资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部，王喆《坚定信心，把握中期趋势性机会》

图 21：国内铁矿石生产依旧保持高增长



资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

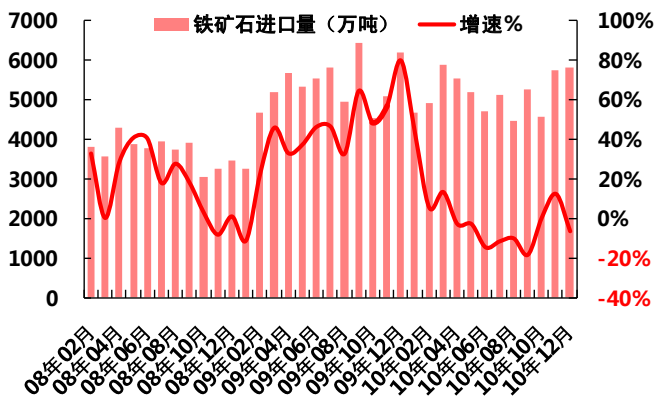
图 22：铁矿石价格已经接近历史高点



资料来源：钢之家网 中信建投证券公司研发部

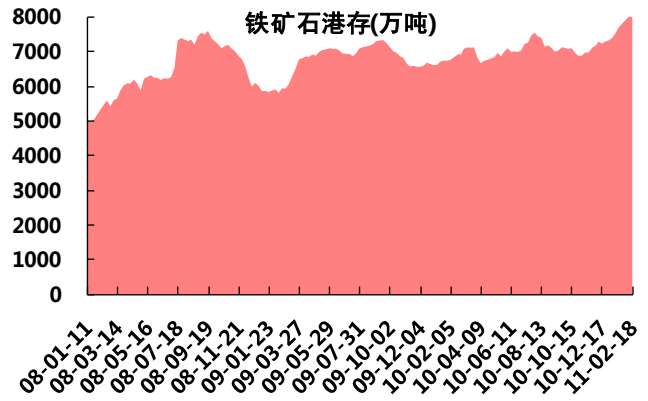


图 23：铁矿石进口增速放缓



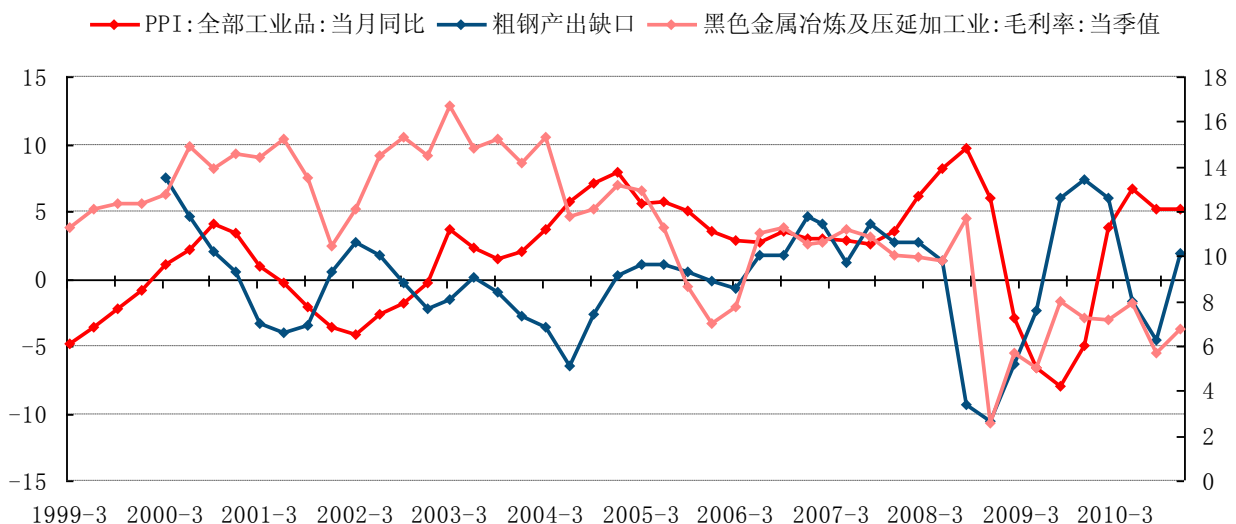
资料来源：中国钢铁工业协会 中信建投证券公司研发部

图 24：铁矿石港存 维持高位



资料来源：我的钢铁网 中信建投证券公司研发部

图 25：粗钢产出缺口 VS 黑色金属冶炼及延压加工业毛利率



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

5、煤炭行业：增持（李俊松《趋势与拐点：高通胀与高资金成本下的景气复苏》）

建筑业对煤炭的直接消耗系数是非常小的，但间接消耗系数就比较显著了（参考煤炭消耗产业链图，详细参考《趋势与拐点：高通胀与高资金成本下的景气复苏》（李俊松））。钢铁行业占原煤消耗量达到 17%，电力行业占比 48%，水泥行业占比 13%，化肥占比 3%；耗电结构中四大高耗能产业（钢铁、有色、非金属矿物、化工）占比共达到 34%，非高耗能制造业占比 22%。就终端需求而言，基建相关、房地产、化肥、装备制造等行业是最主要的行业。

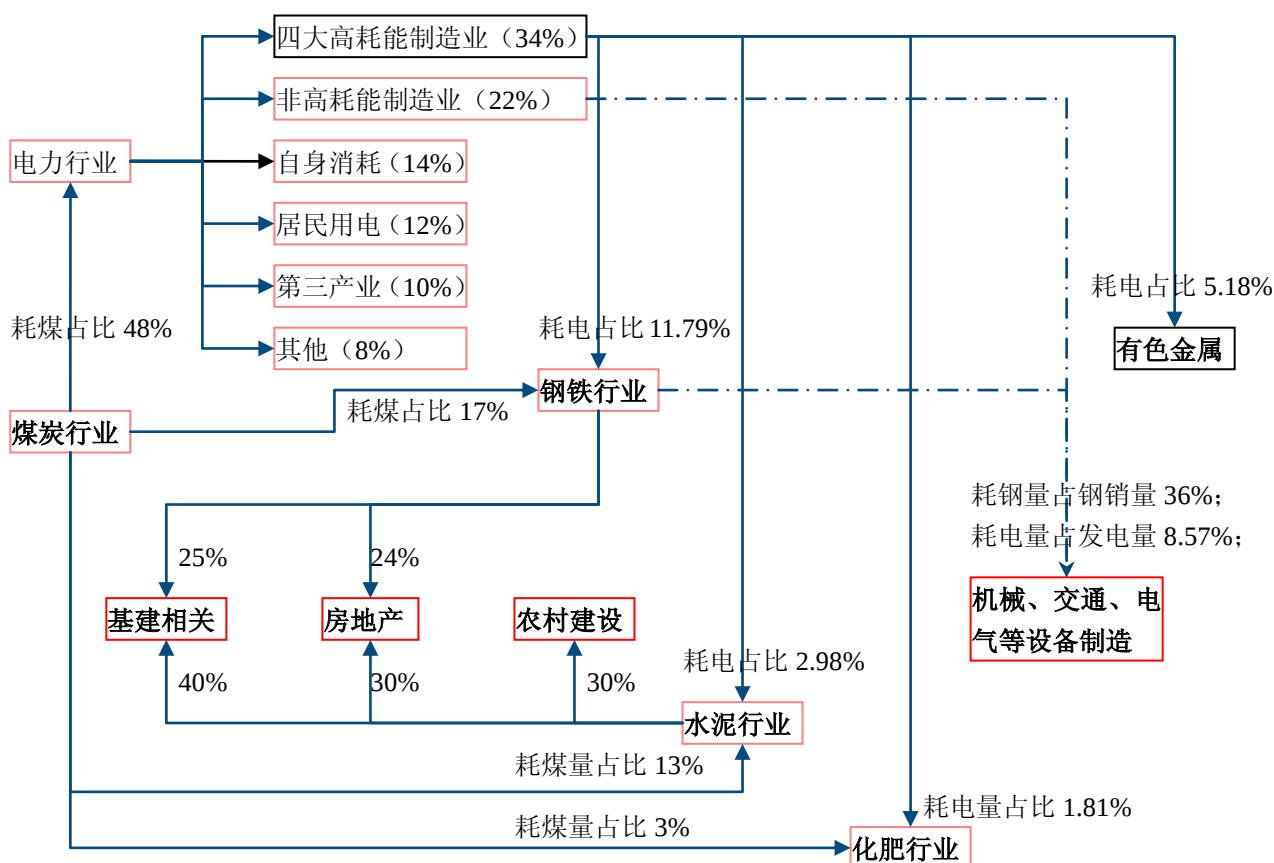
我们用焦炭产量来作为替代指标测算炼焦煤需求趋势，目前焦炭产量正在逐月恢复，2010 年 12 月份单月产量达到 3420 万吨，焦炭产量未来在钢铁需求恢复带动下将呈现持续回暖。我们认为在宏观经济进入主动库存周期下，焦煤需求未来继续上行的概率较大，由此带动焦煤价格将继续呈现强势，并有再次提价的可能。

但从整体煤炭行业产量趋势来看，整体行业产能恢复较好，产能利用率已创出新高，由此我们认为动力煤产量在过去很大程度上弥补了炼焦煤产能的缺口。从我们测算的煤炭四大下游行业耗煤量增速情况与整体原煤产量增速比较来看，截止 2010 年 11 月份的煤炭行业整体供需仍偏于宽松，显示动力煤供给量十分充足，这一点从最近的动力煤价格回调也可以看出来，而炼焦煤供需形势一直较为偏紧，CR 炼焦煤价格指数也一直处于强势上涨通道中。我们认为在需求回暖的前提下，动力煤价格的回落将是季节性和暂时性的，钢铁需求的回暖将陆续传导到动力煤领域，由此我们认为动力煤短期下行的空间并不大。

我们测算，2011 年钢铁行业耗煤量将达到 6.45 亿吨，同比增长 11.5%，喷吹煤需求量为 7881 万吨；水泥行业耗煤量达到 4.76 亿吨，同比增长 11%；电力行业耗煤量达到 17.7 亿吨，同比增长 9.8%；化肥行业耗煤量 9380 万吨，同比增长 5%。总体而言，我们仍维持年度策略的判断：2011 年煤炭供需总体仍将平衡，但季节性和阶段性的紧张仍会存在，分煤种来看，炼焦煤供需将较动力煤紧张。

我们认为未来 1-2 个月煤炭行业将迎来极好投资时点，看好三类煤炭公司：1) 估值较低；2) 具备资产注入预期的公司；3) 弹性较大和提价概率较大的炼焦煤公司和喷吹煤公司；我们重点推荐的公司包括：山煤国际、冀中能源、潞安环能、西山煤电、神火股份、中国神华、国阳新能、兰花科创等。

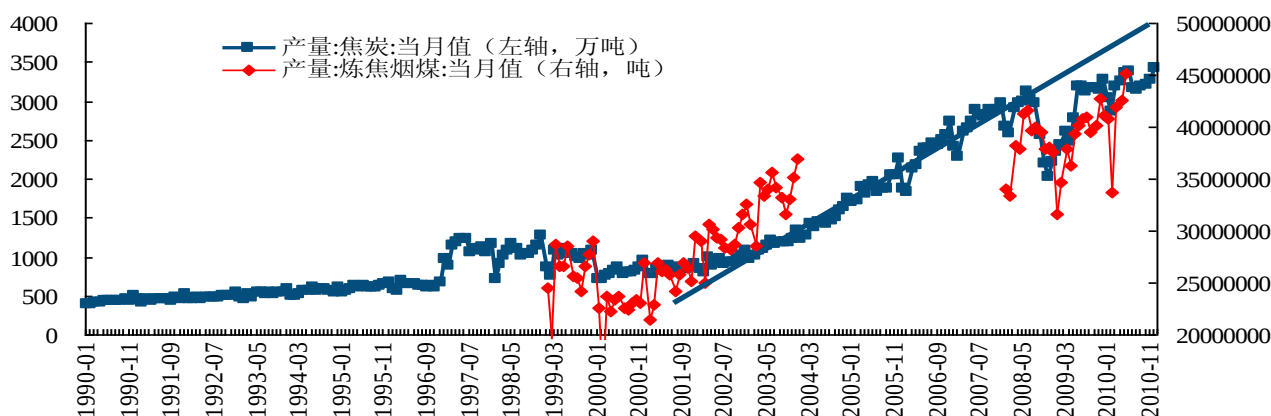
图 26: 煤炭消耗产业链图



资料来源：中信建投证券研究发展部，李俊松《趋势与拐点：高通胀与高资金成本下的景气复苏》

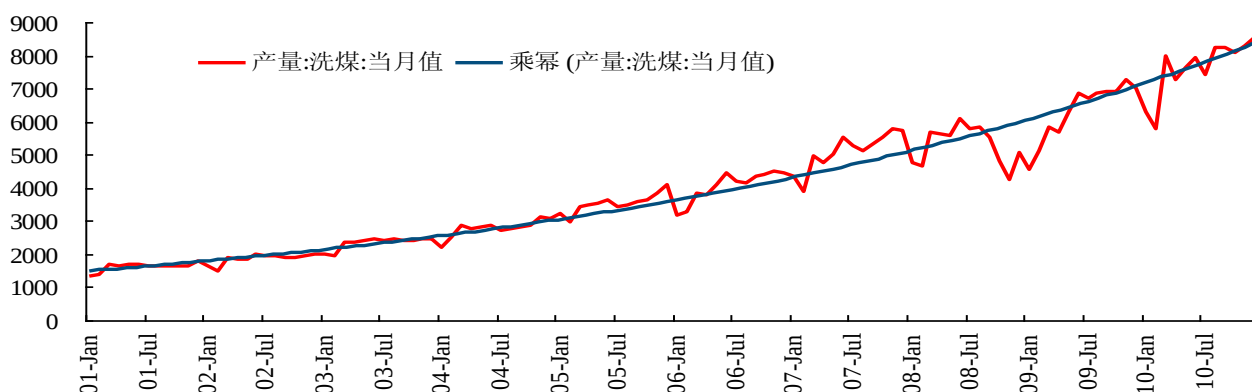


图 1：焦煤的下游焦炭产量正处于趋势回升中



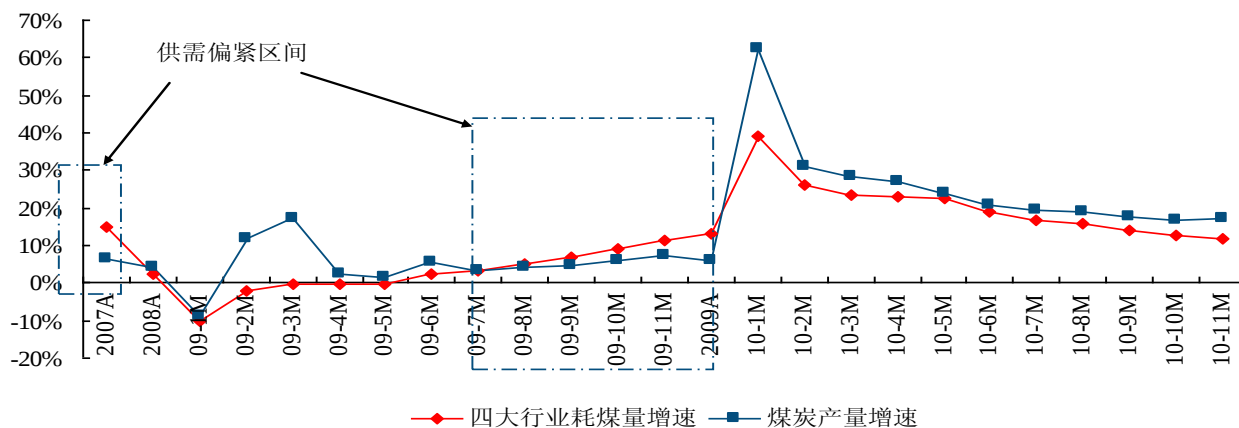
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部，李俊松《趋势与拐点：高通胀与高资金成本下的景气复苏》

图 2：整体煤炭生产恢复较好，突破趋势的概率较大



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部，李俊松《趋势与拐点：高通胀与高资金成本下的景气复苏》

图 3：10 年整体供需偏松状态可能已经到达底限，未来将阶段性改善



资料来源：WIND，SXCOAL，中信建投证券研究发展部，李俊松《趋势与拐点：高通胀与高资金成本下的景气复苏》



分析师介绍

基金研究服务

吴启权：天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于量化技术为基础的投资策略研究、并从投入产出角度研究中国产业经济与资本市场运行规律。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。