

建材行业重大事项点评

加速推进保障房建设对建材行业的影响简评

中信证券研究部

潘建平

电话: 021-68761669

邮件: pjp@citics.com

执业证书编号: S1010207110123

联系人 曾豪

电话: 021-68766957

邮件: zenghao@citics.com

事项:

5月19日,住房和城乡建设部与各地方政府签订2010年住房保障工作目标责任书。住房和城乡建设部部长姜伟新在此间举行的签字仪式上说,各省、自治区、直辖市要认真落实党中央、国务院关于加快保障性安居工程建设的决策部署,把落实责任书明确的保障性安居工程列入政府重要的工作日程,加强对各市县的监督检查,切实落实资金、土地、税费政策,抓紧项目开工建设,保证工程进度和工程质量,确保完成目标责任书确定的2010年工作任务。

据姜伟新介绍,保障性安居工程协调小组将适时对各地落实责任书的情况进行督促检查,年底将组织验收住房保障工作目标责任书的完成情况,纳入住房和城乡建设部、监察部对各省、自治区、直辖市住房保障工作的考核和问责内容。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,均比去年有较大幅度增加。

此次会议要求7月底,各地保障性住房要全部开工,并且明确会在年底由发改委和监察部牵头到地方督察进度。地方政府也纷纷表态响应中央号召,上海提出今年开工不低于1200万平米,重庆今年新开工不低于17万套住房,是2003年以来重庆全部保障房建设的5倍。资金安排方面,中央初步160亿拨款下周即将下达,地方政府资金存在压力。对此评论如下:

评论:

房地产行业严厉调控政策对建材行业估值形成强烈冲击

自4月16日房地产调控“国十条”等一系列严厉的房地产调控政策陆续出台以来,以水泥为首的建材行业作为投资驱动型行业已经受到强烈冲击。从水泥行业估值水平来看,经过此轮疯狂的下跌后,水泥上市公司2010年整体PE水平在11-12倍左右,已处于历史低谷。

保障性住房责任书的签订标志着保障房建设帷幕已然拉开

保障性住房的顺利推进,必须首先从中央政府入手,以地方政府落实情况作为重要考核指标。此次保障性住房责任书的签署,彰显中央政府的决心。特别是要求在7月底各地保障性住房要全部开工,与当年“四万亿投资”政策压力相当,这均预示着保障房大规模建设帷幕已然拉开。

保障性住房政策对水泥子行业影响

❖ 加速推进保障房建设将在一定程度上修正市场对水泥行业过度悲观的预期

此次保障性住房建设共700万套(580万套+120万户),超出此前市场预期的300万套。我们在前期国务院出台“国十条”后下调了今年房地产开发投资增速预测,即从前期预期的20%下调至13%,同时我们对2010年水泥需求测算模型中相关数据进行更新,测算结果显示,2010年水泥需求增长预计在7.0-8.8%,低

于此前预测的 8.1-10.0%（合 1.33-1.63 亿吨）。保障性住房目标公布后，我们重新测算了 2010 年水泥需求增速，按照房地产开发投资增速从前期 13% 上升至 18%，相应 2010 年水泥需求增速预计在 7.8-9.7%（合 1.28-1.59 亿吨），这一数据好于调整前，但却仍然低于 2010 年度策略报告中预测的 8.1-10.0%。由此可见，加速推进保障房的建设依然无法完全抵消“国十条”等一系列严厉的房地产调控政策对水泥需求的负面影响，不过可以在一定程度上缓解前期市场对水泥行业过度悲观的预期。

表 1：2010-2011 年水泥需求测算情景分析假设更新

| 情景 | 2010 年 | 2011 年 |
|-------------------|----------------------|----------------------|
| 公路建设投资情景一（保守预期） | 公路 10 年基建投资 11000 亿元 | 公路 11 年基建投资 11000 亿元 |
| 公路建设投资情景二（中性预期） | 公路 10 年基建投资 11500 亿元 | 公路 11 年基建投资 11500 亿元 |
| 公路建设投资情景三（乐观预期） | 公路 10 年基建投资 12000 亿元 | 公路 11 年基建投资 12000 亿元 |
| 铁路基本建设投资情景一（保守预期） | 铁路 10 年基建投资 6000 亿元 | 铁路 11 年基建投资 6500 亿元 |
| 铁路基本建设投资情景二（中性预期） | 铁路 10 年基建投资 6500 亿元 | 铁路 11 年基建投资 7000 亿元 |
| 铁路基本建设投资情景三（乐观预期） | 铁路 10 年基建投资 7000 亿元 | 铁路 11 年基建投资 7500 亿元 |
| 房地产开发投资悲观预期（保守预期） | 同比增长 10% | 同比增长 10% |
| 房地产开发投资中性预期（中性预期） | 同比增长 18% | 同比增长 18% |
| 房地产开发投资乐观预期（乐观预期） | 同比增长 27% | 同比增长 27% |

资料来源：中信证券研究部

表 2：2010 年水泥需求测算（绝对量/增速）的情景分析（单位：百万吨）

| 项目 | 房地产中性预期 | | |
|-----------|---------|---------|---------|
| | 公路投资情景一 | 公路投资情景二 | 公路投资情景三 |
| 铁路建设投资情景一 | 1180.8 | 1279.2 | 1377.6 |
| | 7.2% | 7.8% | 8.4% |
| 铁路建设投资情景二 | 1279.2 | 1377.6 | 1476 |
| | 7.8% | 8.4% | 9.0% |
| 铁路建设投资情景三 | 1394 | 1492.4 | 1590.8 |
| | 8.5% | 9.1% | 9.7% |

资料来源：中信证券研究部 单位：万吨/百分比

❖ 今年水泥落后产能淘汰计划低于预期导致行业供需压力不容忽视

以今年需求预计增加 1.43 亿吨，供给增加 3 亿吨（扣除拟淘汰 5000 万吨后也有近 2.50 亿吨）的数据来看，2010 年供需形势仍然严峻。我们在年度策略报告中指出，严格执行产业政策（包括落后产能淘汰、清理拟建）或为缓解行业供需矛盾的唯一解药，虽然从目前产业政策的实际执行力度来看，清理拟建和落后产能淘汰等政策均在大力度推进中，但落后产能计划淘汰量却远低于市场之前预期。刚刚公布的高耗能行业落后产能淘汰目标显示，国家将在 2010 年淘汰水泥落后产能 5000 万吨，远低于市场预期的 1.5-1.7 亿吨。

❖ 在未见进一步的积极信号之前，我们仍然维持对水泥行业景气中期走向的谨慎看法

基于对 2010 年水泥行业供需状况的判断，以及未来国家宏观紧缩政策的持续性，我们仍然维持对水泥行业中期景气走势谨慎的看法，不过加速推进保障房建设的政策出台将在一定程度上修正目前市场对水泥行业过度悲观的预期，从而有利于水泥行业估值有所修复（乐观预计从目前的 11-12 倍提升至 13-14 倍）。个股方面我们建议关注以天山股份、祁连山为代表的中西部有重大区域发展政策支持的区域水泥龙头，以及海螺水泥、冀东水泥和华新水泥为代表具有一定估值安全边际的全国水泥龙头。

保障性住房政策对玻璃子行业影响

❖ 加速推进保障房建设对玻璃行业整体需求影响较为有限

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，并要求于今年 7 月底全部开工。首先，由于玻璃与水泥差异较大，玻璃的需求往往滞后于房屋新开工约 12-15 个月，所

以短期内（至少是年内）保障房的建设对玻璃行业整体需求影响非常有限。其次，即使按照 580 万套保障房需要使用玻璃来计算，浮法玻璃行业新增需求为 1250 万重箱，占全国浮法玻璃需求比重仅为 2.23%。而从现在开始，浮法玻璃行业将有 15% 的新增产能将于年内陆续投产，产能释放的压力较大，在未来需求将逐步受到房地产调控政策不利影响的情况下，今年下半年浮法玻璃价格将面临下行压力。

保障性住房政策对新型建材子行业影响

❖ 海螺型材将明显受益于保障性住房建设的加速推进

综合产品属性和应用领域，我们认为海螺型材将是本次加速推进保障性住房建设中受益最为显著的建材类公司（如果建材只推一个公司的话，海螺型材将是首选），原因是：海螺型材的塑料型材和门窗产品的主要消费市场就是保障性住房和中小城市、城镇及农村住房的建设，而公司作为国内知名度最高、产能规模最大（70 万吨，行业第一）、市场覆盖最广（芜湖、河北唐山、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐和成都六大生产基地）、产品品质最好、市场营销能力最强的型材公司将充分受益于全国各地保障性住房的大规模加速建设，且很可能连续数年受益于此，而近期原油价格的大幅回落则有利于公司 PVC 原材料成本压力的有效缓解（公司于乌鲁木齐和成都这两个靠近 PVC 产地的地方建设生产基地也有利于降低原材料成本，而电石法工艺的 PVC 一旦可以大规模应用将会在更大程度上缓解公司的成本压力）和毛利率的企稳回升。

表 3：建材行业重点关注公司盈利预测、估值及评级

| 股票简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE | | | PB | ROE | 评级 |
|------|-----------|---------|------|------|----|-----|-----|-------|-------|----|
| | | 09 | 10E | 11E | 09 | 10E | 11E | | | |
| 天山股份 | 20.30 | 1.10 | 1.32 | 1.60 | 18 | 15 | 13 | 5.64 | 22.6 | 买入 |
| 祁连山 | 12.25 | 0.94 | 1.20 | 1.50 | 13 | 10 | 8 | 2.75 | 19.31 | 买入 |
| 海螺水泥 | 34.39 | 2.01 | 2.90 | 3.51 | 17 | 12 | 10 | 2.11 | 12.32 | 买入 |
| 冀东水泥 | 14.37 | 0.81 | 1.25 | 1.67 | 18 | 11 | 9 | 2.76 | 14.71 | 买入 |
| 华新水泥 | 19.11 | 1.24 | 1.63 | 2.23 | 15 | 12 | 9 | 1.69 | 10.98 | 买入 |
| 南玻 A | 11.31 | 0.42 | 0.61 | 0.78 | 27 | 19 | 15 | 2.61 | 15.65 | 买入 |
| 海螺型材 | 10.16 | 0.62 | 0.68 | 0.78 | 16 | 15 | 13 | 13.03 | 12.01 | 买入 |
| 北新建材 | 12.97 | 0.56 | 0.80 | 1.08 | 23 | 16 | 12 | 3.33 | 14.37 | 买入 |

资料来源：中信证券研究部

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

| | 评级 | 说明 |
|--------|------|----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 相对中标 300 指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间； |
| | 持有 | 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间； |
| | 卖出 | 相对中标 300 指数跌幅 10%以上； |
| 行业投资评级 | 强于大市 | 相对中标 300 指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对中标 300 指数跌幅 10%以上； |

| | 北京 | 上海 | 深圳 | 中信证券国际有限公司 |
|--------|------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------|
| 地址: | 中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004) | 上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122) | 深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040) | 香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼 |
| 电话: | (010)84588720 | (021)68761565 | (0755)83196279 | (852) 2237 6409 |
| 传真: | (010)84868307 | (021)68761669 | (0755)82485240 | (852) 2104 6580 |
| 服务热线: | (010)84868367 | | | |
| Email: | service@citics.com | | | hkresearch@citics.com.hk |
| 网址: | http://www.citics.com | | | http://www.citics.com.hk |
| | http://www.spcitic.com | | | |