

傲立寒冬，迎接春天

建材行业 2009 年投资策略

报告关键点:

- 2009年基建投资成为拉动水泥需求的最重要因素
- 水泥行业景气度的回升有望在明年下半年
- 平板玻璃行业景气度处于低位

报告摘要:

- 基建投资成为水泥需求的最大看点: 11月5日, 国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施。其中, 保障性安居工程、农村基础设施建设、灾后重建和铁路、公路和机场等重大基础设施建设都是水泥需求的重要领域。按照铁路及交运投资新增投资额测算, 水泥新增需求在8000万吨, 再考虑新农村建设、城市和城际轨道交通建设对水泥需求的拉动, 我们预计明年水泥的需求增速在8%左右, 相比2008年的水泥低需求增速出现明显回升。
- 水泥行业仍处于供过于求的弱平衡格局: 从水泥熟料的新增产能来看, 2008年至明年上半年可能达到2亿吨, 主要集中在中部地区。西南地区的新增产能将主要在明年的四季度释放。考虑到落后水泥产能的淘汰, 水泥行业仍处于供过于求的弱平衡格局。考虑到新建生产线的产能投放时间与工程项目对水泥需求的时间不匹配, 不排除局部区域局部时间的供过于求和供不应求。
- 区域差异仍将存在, 煤价下跌构成利好: 东部地区由于经济发达, 地方政府主导的投资较为突出。城市轨道交通、高速铁路及城际轨道交通是基建投资的重点; 中部地区处于高投资增长阶段, 新增投资主要靠中央政府为主, 部分地方政府为辅, 铁路、公路投资规模较大; 西部地区主要靠中央政府投资, 铁路、公路、机场及电站等基建投资增长较为突出。此外, 区域内的水泥新增产能、落后产能淘汰进度都对水泥供需产生影响。从2009年水泥企业的生产成本分析, 煤炭价格下跌将构成利好。随着煤炭价格的持续下降及对水泥企业的传导, 煤炭成本压力逐步缓解。此外, 煤质提升及增值税上调对水泥企业的正面影响也值得关注。
- 水泥行业景气度回升或在下半年: 2009年水泥行业的景气度高度依赖政府的基建投资, 我们预计景气度在明年下半年回升的可能性较大。考虑到明年政府基建投入时水泥行业最先受益, 企业盈利的拐点先于其他行业, 股价具有相对较好表现, 我们给予水泥行业“领先大市-B”的投资评级。从投资标的看, 西部地区水泥需求旺盛, 大型企业的垄断性竞争优势较为突出, 综合考虑区域市场需求及新增产能、落后产能淘汰情况, 我们看好祁连山、赛马实业; 东部地区的水泥股中我们看好海螺水泥和冀东水泥。
- 平板玻璃行业景气度仍处于低位: 平板玻璃行业再次出现产能的大幅扩张。由于平板玻璃70%的需求在建筑领域, 房地产新开工面积的下滑使得玻璃的需求大幅萎缩。而占玻璃需求20%的汽车也受到经济下滑的影响, 产量增速快速下滑, 因此, 玻璃的下游需求压力异常大。在行业继续大幅扩产的背景下, 平板玻璃行业的供求矛盾异常突出。从近期平板玻璃出口量、库存、盈利等指标来看都表明平板玻璃行业景气度处于下降通道。明年平板玻璃行业继续处于景气度低位的可能性较大, 投资机会较少。

建材

领先大市-B

上次评级

同步大市-B

报告日期

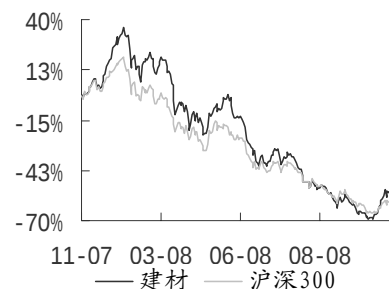
2008-12-21

首选股票	目标价	评级
600585 海螺水泥	41.8	买入-B
000401 冀东水泥	11.6	增持-A
600720 祁连山	9	买入-B
600449 赛马实业	20	增持-B
600801 华新水泥	17.85	买入-B
600176 中国玻纤	22.8	买入-B

预测变动情况

冀东水泥	买入-B => 增持-A
华新水泥	买入-A => 买入-B

12 个月行业表现



研究员

石磊	首席行业分析师
0755-82558025	shilei@essences.com.cn
王天睿	行业分析师
021-68765363	wangtr@essences.com.cn

前期研究成果

水泥: 关注交运投资动向	2008-11-06
水泥: 景气度快速回落	2008-11-04
水泥: 落后水泥产能淘汰加速	2008-10-24

水泥行业：傲立寒冬，迎接春天

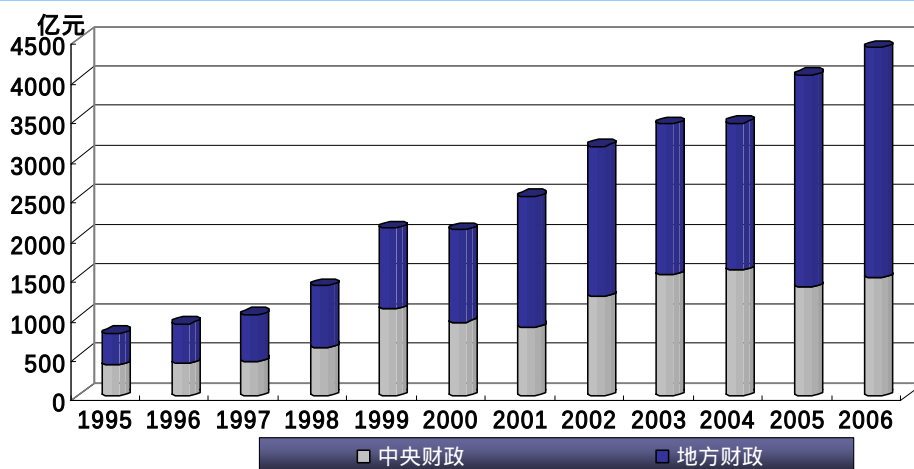
2008 年水泥行业经历上半年的景气高峰，三季度景气度开始明显回落。从 2008 年水泥行业的运行情况看，区域景气度分化较为明显。由于政府的宏观紧缩，房地产行业景气度在三季度较为明显的回落，房地产投资完成额及新开工面积增速都有明显回落。因此，房地产投资比重较大的华东、华南区域市场水泥需求量在三季度出现明显回落，进而导致全国水泥产销量增速的大幅下滑，而煤炭价格则在三季度攀升至近几年的高峰，企业盈利面临较为严峻的考验，水泥行业正在经历寒冬。与此形成对比的是，西部地区固定资产投资受基建的拉动保持高位，水泥需求旺盛，水泥价格持续上涨，企业盈利明显改善。虽然宏观经济增速在明显回落，但水泥行业整体仍保持了相对较高的盈利增长，傲立寒冬。

展望 2009 年，我们认为水泥行业的前景既面临较为有利的因素，同时还面临一定的隐忧。从有利因素看，首先，为扭转宏观经济快速下滑的局面，政府拟大幅增加基础设施建设力度来刺激经济，水泥需求明显受益，水泥行业需求快速下滑的局面有望得到扭转；其次，对今年水泥行业需求造成较大负面影响的商品房投资下降有望通过保障性住房投资的增加得到弥补；再次，煤炭价格自今年 9 月份开始高位回落，随着煤价下跌向水泥生产企业的传导，水泥的生产成本压力大大缓解；最后，明后年落后水泥产能淘汰工作进入收官阶段，按照此前发改委制定的淘汰指标，明后年我国落后水泥产能淘汰量达到 1.48 亿吨，有效缓解行业的供需压力。从不利因素看，水泥行业新增产能进入新一轮投放高峰期，明年水泥行业的供给压力仍然很大。考虑到政府投资的大幅增加，水泥行业有望成为少数较早受益的行业，行业的春天到来值得期待。

基建投资成为拉动水泥需求最大看点

今年三季度，我国宏观经济增长的压力日益体现。11 月 5 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施。会议确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。实施相关工程的总投资达到 4 万亿元。其中，保障性安居工程、农村基础设施建设、灾后重建和铁路、公路和机场等重大基础设施建设都是水泥需求的重要领域。各地方政府也响应中央政府的会议精神，提出了以基础设施建设为主的刺激经济的方案。从历史资料看（参见图 1），中央财政和地方财政的基本建设支出持续增长，尤其是在中央财政支出的带动下，地方财政基本建设支出 2006 年接近 3000 亿元。

图 1：1995-2006 年中央财政与地方财政基本建设支出



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

我们认为，从投资规模看，2009 年基建投资拉动的水泥需求将成最大的驱动因素。实际上，从今年三季度数据看，按照海螺水泥的统计，基础设施建设对水泥的需求占比已经达到 47%，而西部地区这一比例相对更高。因此，基建投资能否落实甚至超预期

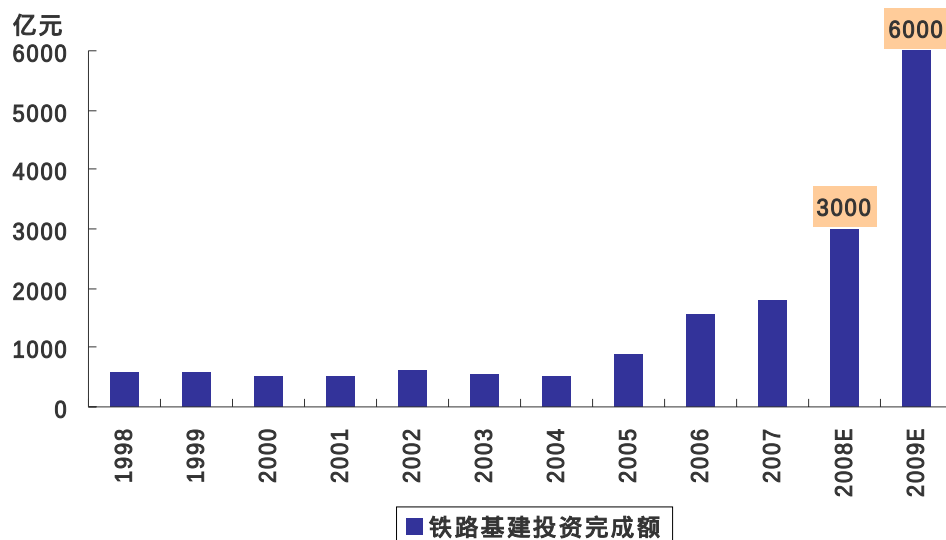
期增长将对明年的水泥需求产生重要的影响。

铁路投资的爆发性增长

从基础设施建设投资的具体构成来看，铁路投资的爆发性增长是最大的亮点。从图 2 中可以看到，2005 年之前我国每年的铁路基建投资完成额都比较平稳，没有什么增长，甚至个别年份还有下降。我国中长期铁路规划出台后，铁路基建投资开始大幅增长，到 2007 年铁路基建投资完成额 1772 亿元，仍低于此前铁道部的计划投资。政府出台的刺激经济政策中，铁路是基建投资中增速最快的领域，按照铁道部的规划，今年铁路基建投资完成额将达到 3000 亿元。

2009 年铁道部计划开工项目 70 个，投资规模 1 万亿元。2010 年铁路安排开展前期工作或规划研究项目 65 个，投资约 1 万亿元，今后三年我国铁路计划投资规模将超过 3.5 万亿元。目前，全国正在建设的铁路重点工程达 150 条，总投资超过 1.2 万亿元。按照铁道部的规划，2009 年铁路基建投资完成额达到 6000 亿元。由于新建铁路中相当一部分是高速铁路，普通铁路则主要在中西部地区，单位投资额水泥用量高于此前东部地区的普通铁路。按照新增的 3000 亿元铁路基建投资完成额测算，我们预计拉动的新增水泥需求量在 5000 万吨，假定 2008 年全国水泥产量 14 亿吨，则铁路基建拉动的水泥销量增长在 3.6% 左右。

图 2：1998-2009E 我国铁路基建投资完成额



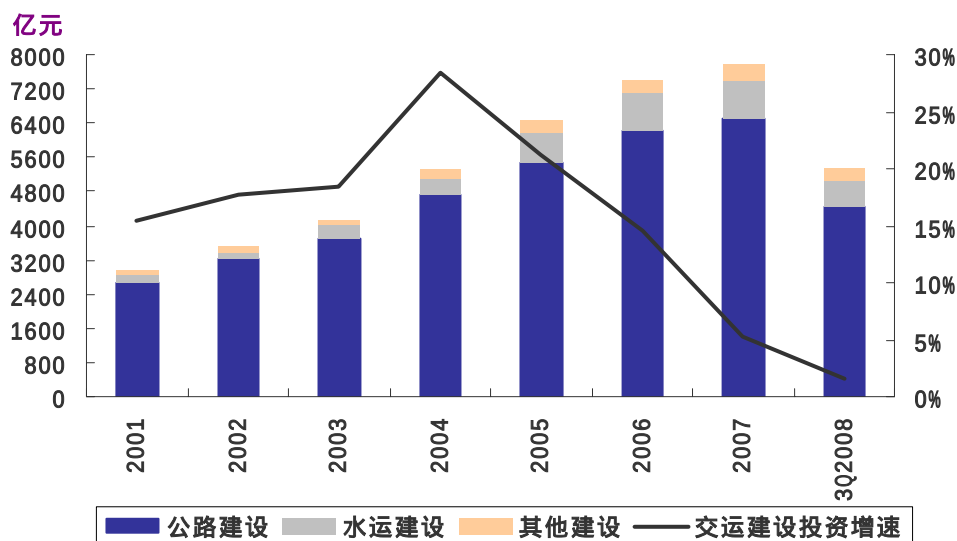
数据来源：中国铁道部，安信证券研究中心

交运投资底部回升，水泥需求受益

与铁路投资形成鲜明对比的是，近几年我国交通运输领域投资的稳步增长。从 2001 年至 2007 年我国交运投资的复合增长率达到 17.4%，其中，公路投资的复合增长率为 16%（参见图 3）。从投资增速看，交运投资达到 2004 年的高点后开始回落，今年前三季度我国交运投资完成额 5323.51 亿元，同比增长只有 1.6% 左右。

国家加大基建投资，交运领域也是一个重要的方向。按照交通运输部的规划，明年我国将全面加大公路、机场等基础设施建设投资量，预计明年我国交运投资额将达到 1 万亿元左右，相比今年净增量在 2000 亿元左右，交运投资增速也会出现明显回升。照此简单测算，2009 年交运领域带动的新增水泥需求量在 3000 万吨左右，销量增幅超过 2%。

图 3: 2001-2008 我国交通运输建设投资完成额及增速



数据来源：中国交通运输部，安信证券研究中心

持续关注基建投资

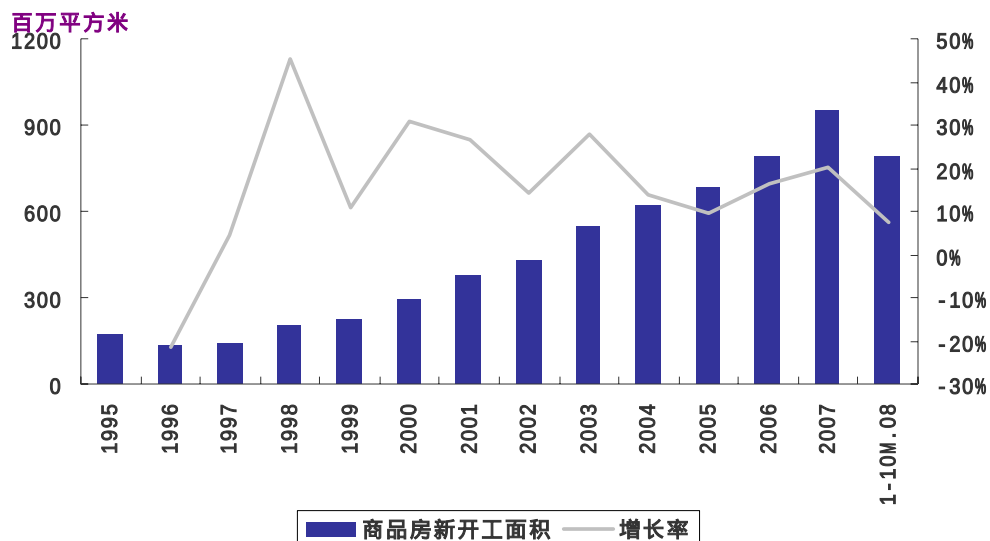
从明年全国水泥需求增量的角度看，无疑，基建投资的拉动是最为重要的一项。值得说明的是，我们的预估是建立在政府规划投资能够按时足额投入基础上的乐观估计，因此，我们应持续关注政府基建投入的节奏。关于基建投资对水泥需求的影响，我们认为还有三点值得注意：一是基建投资的区域性差异。东部地区由于经济发达，地方政府主导的投资较为突出。城市轨道交通、高速铁路及城际轨道交通是基建投资的重点；中部地区处于高投资增长阶段，新增投资主要靠中央政府为主，部分地方政府为辅，铁路、公路投资规模较大；西部地区主要靠中央政府投资，铁路、公路、机场及电站等基建投资增长较为突出。二是基建投资的时效。考虑到季节性因素对施工的影响以及资金筹措的时间因素，我们认为，基建投资对水泥需求的拉动最早在明年二季度才会表现出来。三是新增基建投资额及投资项目尚不明朗。基建投资中的部分项目是此前规划好在 2010 年之后开工的项目，提前至明后年开工，因此，从新增投资额和项目的角度看，还是存在不确定性的。我们的预测仅根据新完成的铁路及交运投资额对新增的水泥需求进行评估。

保障性住房投资有效弥补商品房投资导致的水泥需求下降

今年三季度全国水泥产量增速开始出现明显下滑，主要是商品房投资增速和新开工面积快速回落造成的。从全国范围看，华东和华南地区的房地产市场相对发达，房地产投资占全社会固定资产投资的比重最高，也是房地产用水泥占比较高的区域。因此，房地产行业景气度下降，对华东和华南区域的水泥需求负面影响最大。而华东和华南的水泥产量约占全国水泥产量的 2/3 左右，全国水泥产量增速的快速下滑不可避免。

展望 2009 年，政府提出了 3 年保障性住房完成投资 9000 亿元的计划。保守按照保障性住房投资成本 1500 元/平方米计算，每年平均的保障性住房开工面积达到 2 亿平方米，假定明年商品房投资出现-20%的增长，再考虑商品房投资中土地成本的扣除，由此带来的水泥需求量下降也可以由保障性住房投资的大幅增加弥补。我们认为，保障性住房对水泥需求的贡献还存在一定的变数，一是明年保障性住房投资实际完成额比较难估计，二是部分地方政府可能会通过消化商品房存货的方式来部分完成保障性住房计划，三是从区域看，保障性住房投资的差异与商品房投资的下降可能并不吻合，第四点，房地产行业的拐点即商品房投资增速、新开工面积增速的底部回升，甚至明年商品房投资的下降幅度都很难判断。

图 4: 1995-2008 年我国房地产新开工面积及增速

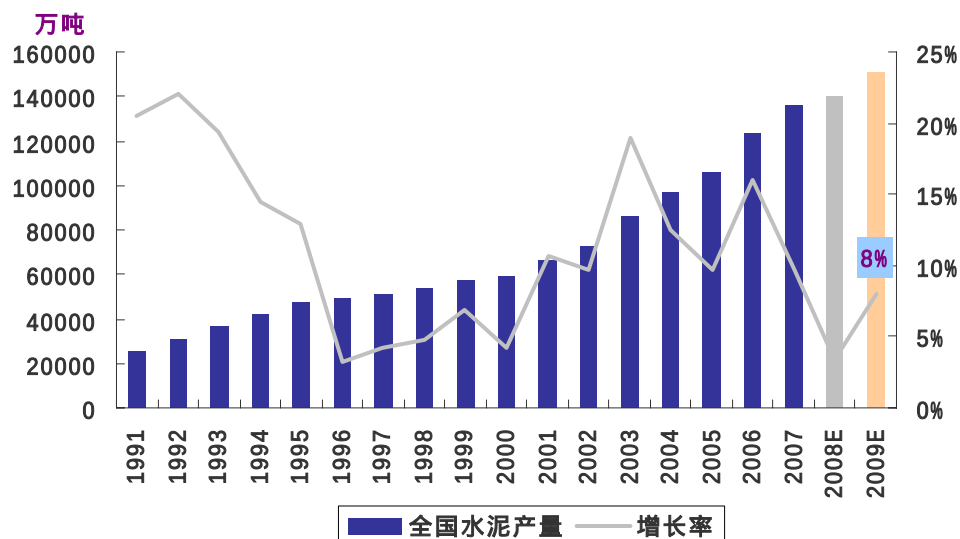


数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

水泥需求增速底部回升

除铁路和基建投资外, 2009 年拉动水泥需求的其他因素主要有农村固定资产投资的增长, 城市和城际轨道交通投资的大幅增长对水泥需求的拉动。由于工业投资对水泥的需求量较少, 这部分投资的下降对水泥需求的负面影响相对较小。我们估计其他因素对水泥需求的增量在 3000 万吨左右, 2009 年全国水泥需求量增量在 1.1 亿吨左右。按照今年水泥产量 14 亿吨测算, 预计 2009 年我国水泥产量增速将达到 8%, 明显地从今年的底部出现回升。另外, 从时间上看, 水泥需求的明显回升估计出现在明年的二季度, 政府投资的动态值得密切关注。

图 5: 1991-2009E 我国水泥产量及增长率



数据来源: 国家统计局, 安信证券研究中心预测

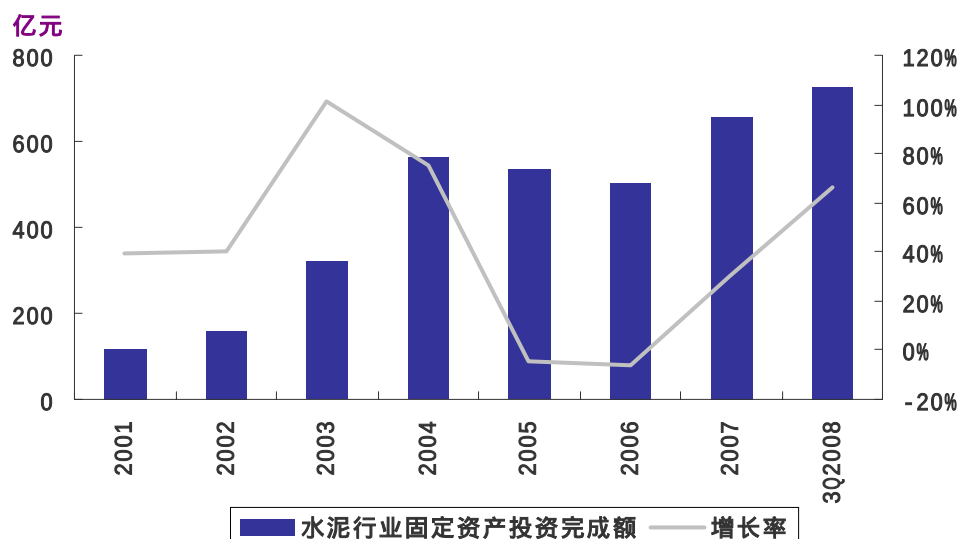
水泥投资高增长, 供给压力较大

从供给层面看, 由于水泥投资的增速保持高位, 水泥的新增产能投放步入新一轮高潮。因此, 2009 年水泥行业的供给压力依然很大。考虑到区域水泥投资的差异及产能投放的时间不同, 各区域的新增产能差异较大。

水泥投资保持高增长

2005年下半年，水泥行业步入新一轮的景气周期。2006年及2007年水泥行业盈利持续攀升，另外，国家发改委给各个省市下达了落后水泥产能淘汰的目标，这一切都为水泥企业扩产来提升盈利及市场占有率奠定了基础。2007年开始，水泥行业的固定资产投资开始恢复上涨，今年前三季度水泥行业完成固定资产投资725.1亿元，同比增长66.5%（参见图6）。考虑到通货膨胀导致的单位水泥产能投资增加、水泥生产线的节能降耗技改以及粉磨产能扩张等因素，新增投资并不能全部转化为产能，但企业投资的冲动使得行业供给的压力仍然较大。

图 6：2001-2008 年我国水泥行业固定资产投资完成额及增长率

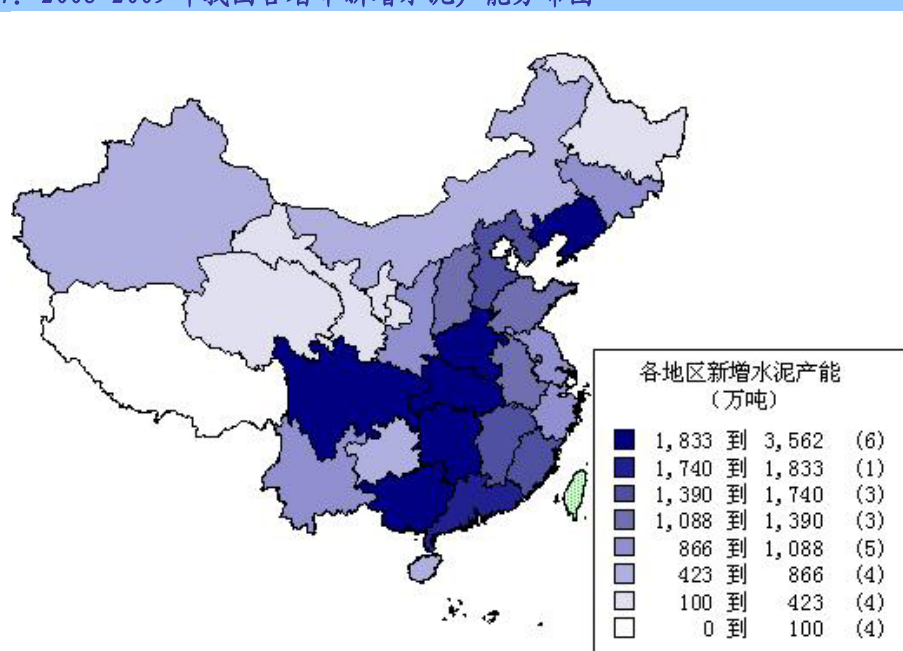


数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

产能投放步入高峰期，区域差异较大

从水泥熟料新增产能的投放时间看，2008年至明年上半年水泥熟料产能投放步入高峰期，区域水泥新增产能的差异较大（参见图7）。

图 7：2008-2009 年我国各省市新增水泥产能分布图



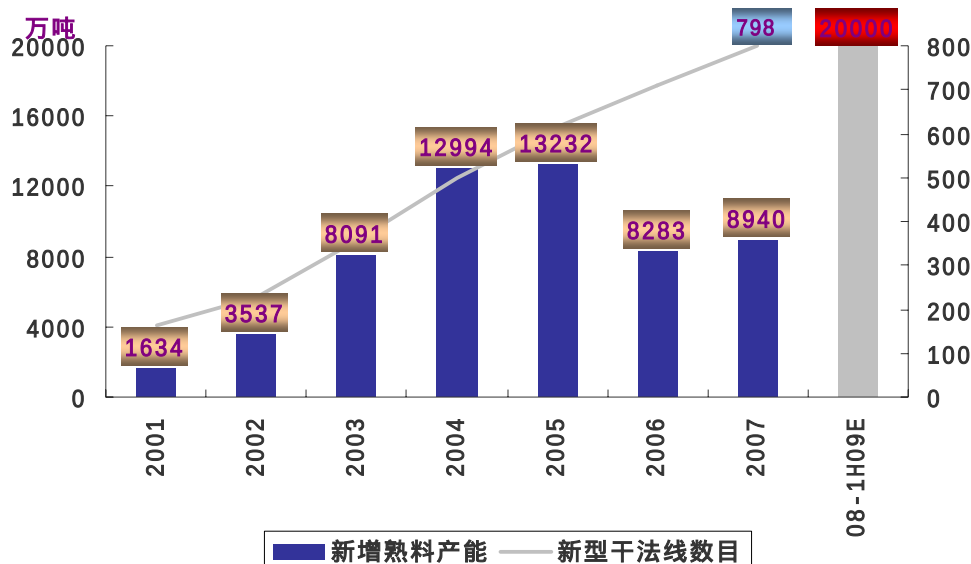
数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

从图中可以看到,新增产能主要集中在中南地区。其中,河南省、湖南省、湖北省、广西自治区及辽宁省的新增熟料产能较大。中南地区几个省的新投产生产线将达到 71 条,熟料产能达到 9000 万吨,按照生产线的建设进度,明年上半年之前投产的概率较大。此外,西南地区供给的压力也较大,主要集中在四川省。今年 5 月份地震发生后,国内部分大型水泥企业及民营资本瞄准了四川灾后重建的市场,开始大规模的投资建设新的生产线,预计在明年四季度川渝地区的新线将陆续投产。另外,四川省的淘汰落后产能工作基本中止,因此,明年四季度的供给压力会出现。华东地区的扩产主力来自福建省和江西省,华北地区则主要集中在河北省和山西省。西北和东北(辽宁省新增产能较大)地区新增产能较少。

水泥行业处于供过于求的弱平衡

从水泥熟料的新增产能来看,2008 年至明年上半年可能达到 2 亿吨,自 2004-2005 年的扩产高峰期后达到一个新的高潮(参见图 8)。由于资金、审批等各种因素,在建生产线未必全部投产,虽然明年水泥需求明显回升,但我们预计大量的新增产能使得行业仍处于供过于求的弱平衡。由于新线投产时间与工程上马时间的差异,不排除局部区域局部时间出现水泥供不应求及供过于求的短时供需极不平衡。

图 8: 2001-2009 年我国新型干法生产线数目及新增熟料产能



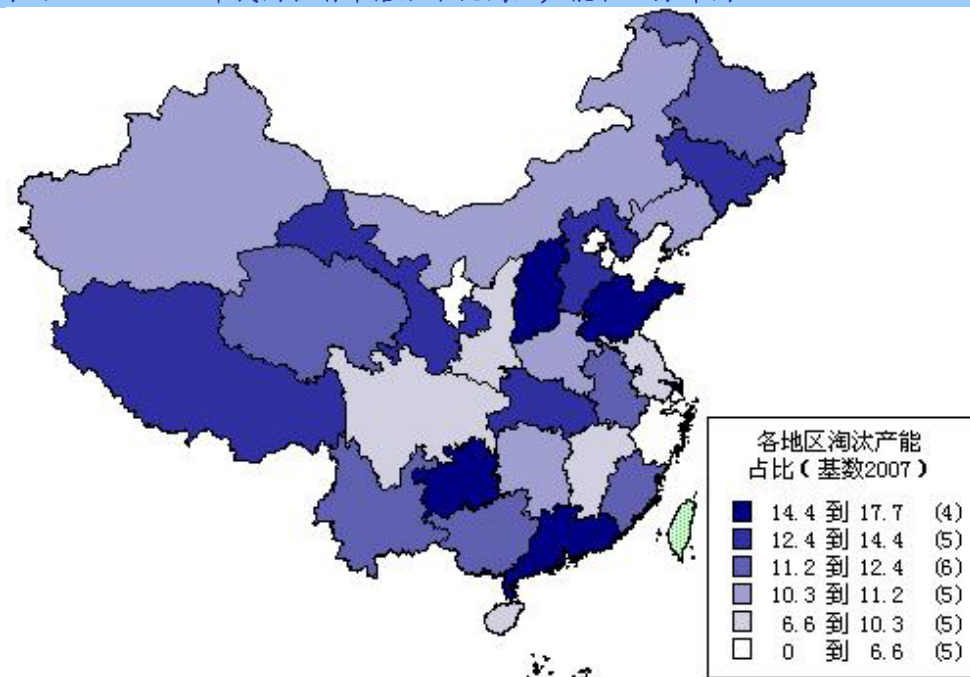
数据来源: 中国水泥网, 安信证券研究中心

淘汰落后产能成为调剂供需的重要因素

淘汰落后水泥产能将成为调剂水泥供需的一个重要因素。按照国家发改委给各省市制定的落后水泥产能淘汰指标量及各省市 2007 年水泥产量作对比, 结果参见图 9。从图中可以看到, 山东、山西、贵州、广东明后年淘汰的落后产能指标达到 2007 年产量的 15%, 甘肃、吉林和湖北淘汰的比例次之, 在 10%-15% 之间。

从 2006 年至今落后水泥产能淘汰的进展看, 表现出较大的区域不平衡及时间不平衡性。东部地区经济相对发达, 落后水泥产能淘汰工作做得相对较好, 中西部地区的淘汰落后产能进度则相对较慢, 能够按照发改委规定的量足额淘汰已经不错。另外, 从时间上看, 每年的前三个季度落后水泥产能淘汰的量都相对较少, 四季度年底由于考核因素导致淘汰力度相对较大, 因此, 淘汰落后产能表现出较大的短时集中的特点。由于经济的滑坡, 再加上水泥企业通常是中西部地区地方财政的一个重要来源, 社会问题可能会成为落后水泥产能淘汰的绊脚石。

图 9：2009-2010 年我国各省市落后水泥淘汰产能占比分布图



数据来源：国家发改委，安信证券研究中心

关注水泥区域差异化

由于经济发展的不平衡，导致了我国水泥消费较强的区域差异。再考虑水泥产品固有的运输限制，每个区域市场水泥行业的发展状况和供需局势差异较大。这点从近几年的区域价格差异和毛利率差异已经有较为明显的体现。下面我们将从区域角度对各自供需情况及明年的关注点进行分析（参见图 10）。

图 10：2009 年全国各区域市场水泥供需关系图示



数据来源：安信证券研究中心

长三角地区：淘汰过剩产能，整合走向成熟

长三角地区是我国经济最发达的地区，人均水泥消费量在国内首屈一指。由于近几年该区域的水泥消费增量房地产行业贡献较大，因此，房地产行业低迷的影响较大。我们认为，由于该区域新型干法水泥的比例远高于全国平均水平，在需求面临下滑的背景下，其关注点在于淘汰过剩产能，通过市场竞争及产业整合淘汰掉 2000t/d 以下规模的生产线。另外，该区域的水泥发展虽然走在全国前面，但并不成熟。2009 年值得关注的是该区域的并购整合，也是关闭过剩产能的一个重要途径，通过整合各大水泥企业的市场份额重新划分达到一个新的平衡。从水泥需求角度看，2009 年的最大看点在于地方政府的基建投资力度。由于长三角地区基础设施比较发达，投资主体只能以地方政府为主。江苏、上海和浙江政府都有着较大规模的投资计划，但能否顺利完成存在较大的不确定性。今年江浙地区的新建生产线投产后，明年新增的产能很少，因此，如果地方投资力度较大，不排除区域内水泥供需有超预期的好转。

中部地区：产能大幅扩张的隐忧

中部地区是我国经济增长的生力军。基础设施建设势头不错，固定资产投资保持较高的增长，水泥需求也比较旺盛。从 2009 年看，中部区域的铁路、公路建设项目都比较多，主要是中央政府投资为主。但该区域最大的不利因素是产能的大幅扩张，新增产能的隐忧非常大。而从水泥行业的发展来看，该区域的河南省、安徽省、广西壮族自治区的新型干法水泥比例都比较高，相对较低的湖南省扩产力度相对是最大的。因此，2009 年该区域的产能投放压力相对较大，虽然需求不错，但供过于求的压力会一直存在，重点要跟踪基建项目投资进度。

西北部区域：景气度维持高位

西北地区地广人稀，水泥行业发展相对落后。由于该地区房地产市场发展相对不够发达，因此，2008 年受房地产行业的负面影响较小。国家能源战略等相关基础设施建设的投资带动了该区域的水泥需求。相比东部地区较大的经济体量，西北地区的投资波动导致的水泥需求波动相对较大。从 2009 年来看，西北部地区的基建投资依然较为旺盛，因此，景气度维持在高位的可能性较大。另外一点就是区域内的龙头水泥企业具有较强的市场控制力，也是产能扩张的主力，处于相对垄断性的竞争地位。因此，从盈利角度看，2009 年的形势仍然不错。对比新增产能及落后产能淘汰、区域内的水泥需求等因素，我们较为看好甘肃省及宁夏地区。

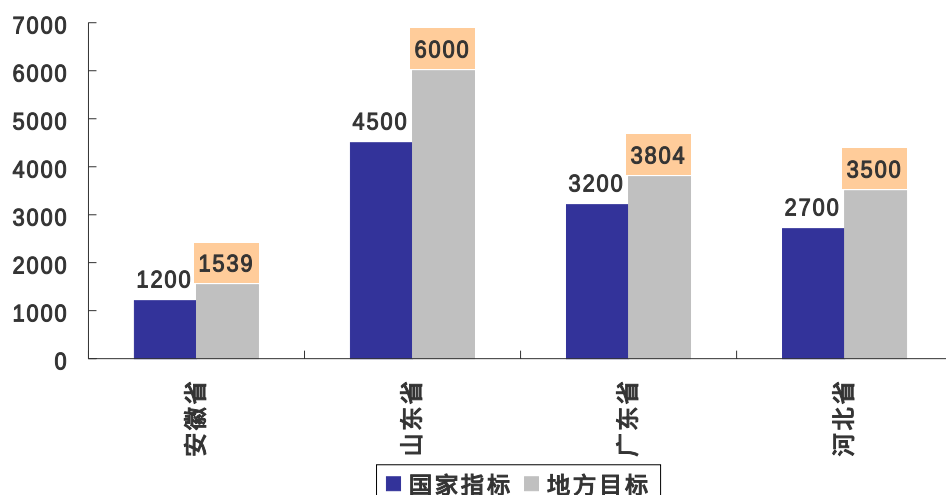
西南地区：关注灾后重建进展

西南地区在 2009 年全国水泥各区域中相对较为特殊。今年地震发生后，川渝两省市的水泥固定资产投资大幅增加，多数都是瞄准灾后重建的市场需求。我们认为，该地区主要应关注政府灾后重建资金到位情况，这将直接影响到灾后重建的速度及对水泥的需求量。从时间上看，如果灾后重建如期进行，明年前三季度西南地区的水泥会出现供不应求。但是，四季度，随着新建生产线的陆续投产，供需形势将会逐步向平衡甚至过剩转化。另外，考虑到重建对水泥的需求，四川省今年停止了落后水泥产能淘汰。由于四川省的新型干法水泥产能比重非常低，淘汰落后产能工作的启动对于区域供需改善的作用较大。总体上看，灾后重建的进展是最值得关注的地方。

粤鲁冀皖：淘汰落后产能走在前列

从落后产能淘汰的情况看，多数省份基本都按照发改委制定的指标在淘汰，淘汰力度相对较大的是广东、山东、河北和安徽省，各省制定的落后产能淘汰量对比参见图 11。从图中可以看到，四个省的年内淘汰落后水泥产能量都远大于发改委下达的量。东部地区落后产能比例相对较大经济又相对发达的是广东省和山东省。我们认为，落后水泥产能的超预期淘汰对于两个省的供给贡献值得关注。需求看，地方政府的投资是影响需求的关键因素。从两个省上报的投资规模看都比较大，如果能够落实，那么明年的景气度值得期待。河北省和安徽省的需求相对要好，落后产能的大力淘汰则会成为锦上添花。

图 11: 部分省份落后水泥产能淘汰指标对比



数据来源: 安信证券研究中心

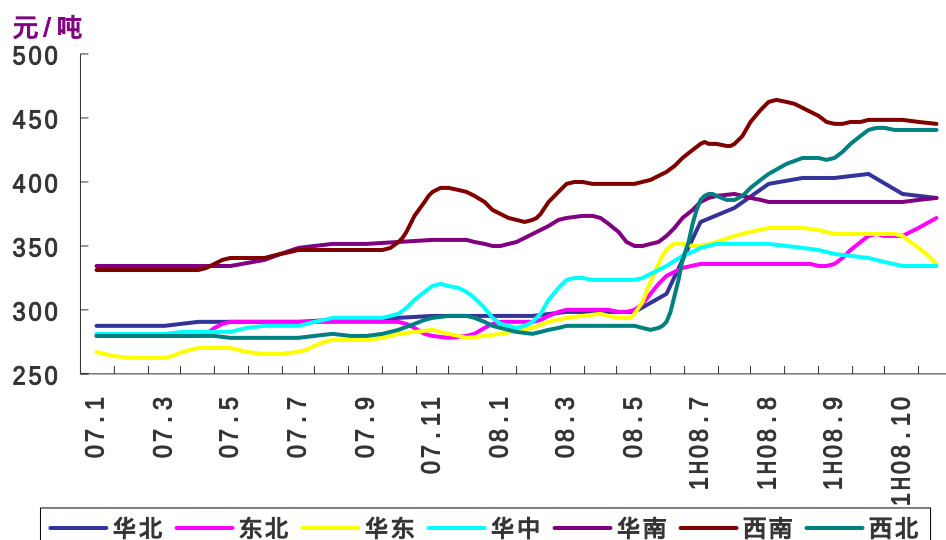
东北地区: 需求逐步启动

东北地区水泥市场相对封闭, 此前由于经济增长较慢, 水泥需求量一直相对平稳。从近两年的情况看, 随着国家投入的增长, 固定资产投资增速也开始有较大幅度的上升, 水泥需求逐步启动。我们认为, 明年东北地区的水泥需求仍然会保持相对旺盛的态势。辽宁省水泥供给量相对较多, 吉林省和黑龙江省的竞争格局相对稳定, 亚泰集团的主导地位不可动摇。

水泥价格分化仍将存在

从图 12 中我国各区域水泥价格走势看, 西北、西南地区水泥价格上涨幅度较大, 华东、华南地区水泥价格下半年受房地产行业的影响较大, 尤其是华东地区在需求较旺的 10 月份出现下跌。华南地区今年上半年承接去年下半年的水泥价格高位, 下半年虽然在需求旺季但也受制于需求不旺而无法提价。我们认为, 明年水泥价格的区域分化仍会存在。西部区域由于供需的压力不大价格仍会保持高位, 中部区域的供给量增加较多, 价格存在一定的压力。东部地区房地产投资的下降导致的水泥需求不旺仍会存在, 地方政府投资力度将对水泥需求及水泥价格有决定性的影响。

图 12: 我国各地区水泥价格走势

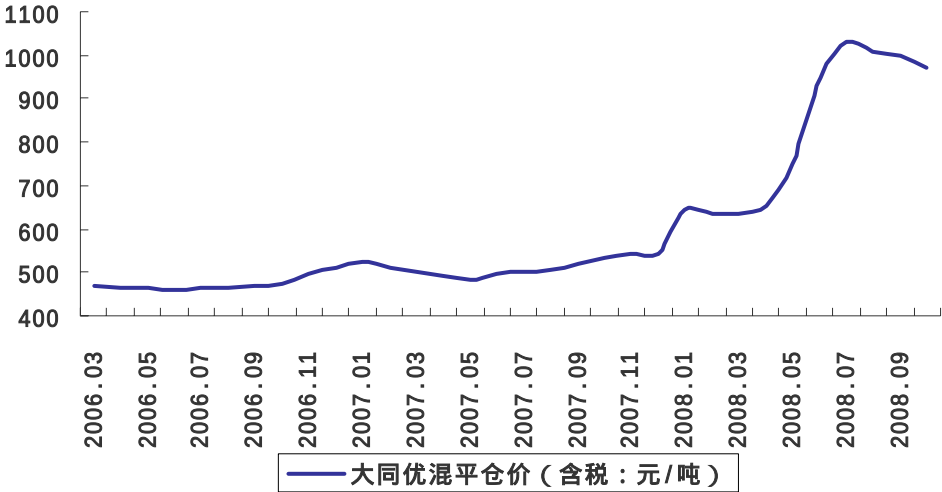


数据来源: 数字水泥网, 安信证券研究中心

煤价下跌构成利好

从 2009 年水泥企业的生产成本分析，煤炭价格下跌将构成利好。今年二季度煤炭价格出现短时大幅上涨，伴随之的是煤炭质量的下降，发热值低，水泥熟料生产单耗上升。9 月份秦皇岛煤价开始回落（参见图 13），随着煤炭价格的持续下降及对水泥企业的传导，煤炭成本压力逐步缓解。此外，煤质提升及增值税上调对水泥企业的正面影响也值得关注。

图 13：6000 大卡大同优混平仓价走势



数据来源：安信证券研究中心

我们对煤价下降对水泥企业毛利率的改善进行了敏感性测试。假定目前 P. 042.5 散装水泥价格为 350 元/吨（含税），对于不同单耗的水泥生产线，消化煤炭涨价的能力差异很大。当煤炭价格从 1140 元/吨（含税）降至 540 元/吨（含税）的过程中，不考虑其他因素，水泥的毛利率变动结果参见表一。可以看到，煤价大幅下跌及单耗下降对水泥生产企业毛利率的提升有较大利好。从地区性差异看，东部南部地区由于煤炭资源的缺乏，水泥企业煤炭采购价格相对较高。煤炭涨至最高点时，煤炭成本占生产成本的比例达到了 50%。西部北部地区的水泥生产企业靠近煤炭原产地，煤炭采购价格较为便宜。因此，从煤炭价格大幅下降的角度看，东部地区水泥企业受益的程度相对更大。

表一 煤炭价格波动对水泥产品毛利率的敏感性分析

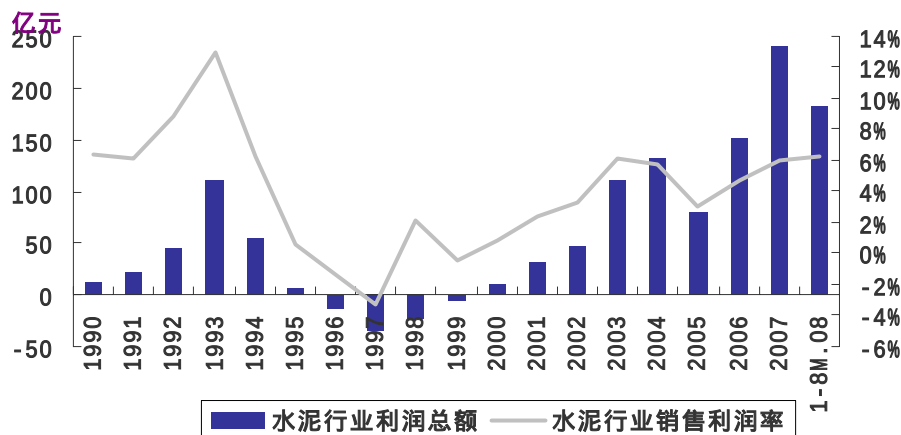
煤价波动对水泥 毛利率的敏感性 分析		单位煤耗 (kg/t 熟料)								
		140	150	160	170	180	190	200	210	220
煤炭 价格 (元/吨)	1140	3.79%	1.90%	0.00%	-1.90%	-3.79%	-5.69%	-7.58%	-9.48%	-11.37%
	1080	5.46%	3.63%	1.80%	-0.02%	-1.85%	-3.68%	-5.51%	-7.34%	-9.16%
	1020	7.12%	5.36%	3.61%	1.85%	0.09%	-1.66%	-3.42%	-5.18%	-6.93%
	960	8.77%	7.09%	5.41%	3.73%	2.05%	0.36%	-1.32%	-3.00%	-4.68%
	900	10.42%	8.82%	7.21%	5.61%	4.01%	2.40%	0.80%	-0.81%	-2.41%
	840	12.06%	10.54%	9.02%	7.49%	5.97%	4.45%	2.93%	1.41%	-0.12%
	780	13.69%	12.26%	10.82%	9.38%	7.95%	6.51%	5.07%	3.64%	2.20%
	720	15.32%	13.97%	12.62%	11.28%	9.93%	8.58%	7.23%	5.88%	4.54%
	660	16.94%	15.68%	14.43%	13.17%	11.92%	10.66%	9.40%	8.15%	6.89%
	600	18.55%	17.39%	16.23%	15.07%	13.91%	12.75%	11.59%	10.43%	9.27%
	540	20.15%	19.09%	18.03%	16.97%	15.91%	14.85%	13.80%	12.74%	11.68%

数据来源：安信证券研究中心预测

景气度回升或在下半年

综合对上述水泥行业的供需分析可以看到，2009 年水泥行业的景气度高度依赖政府的基建投资。考虑到政府基建投资的滞后性，我们预计水泥需求最早在明年二季度开始明显改善。由于新增产能的投放以及煤价下跌的传导，我们预计明年下半年水泥行业景气度的回升较为明显。

图 14：水泥行业利润总额及销售利润率

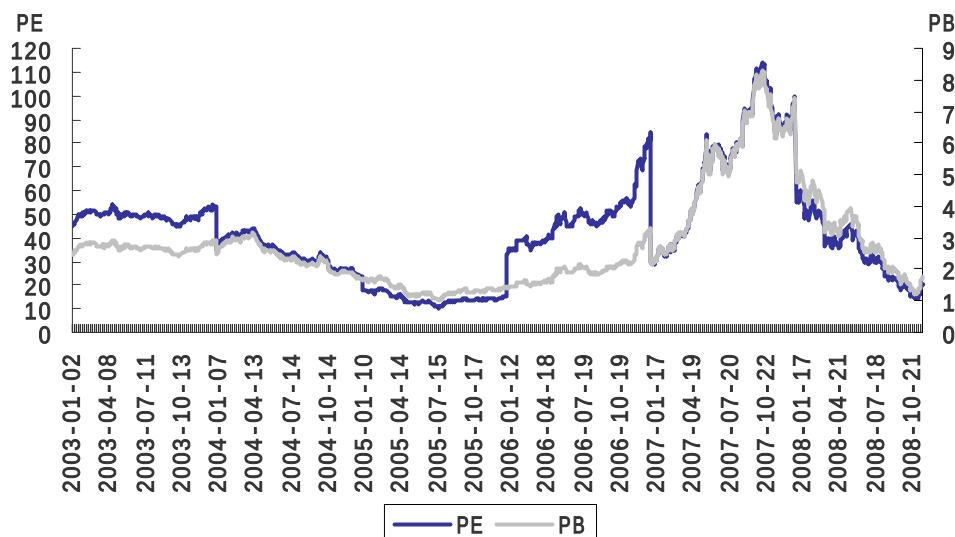


数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

投资策略

经过市场的大幅调整，水泥股估值水平处于历史低位（参见图 15），考虑到明年政府基建投入时水泥行业最先受益，企业盈利的拐点先于其他行业，股价具有相对较好表现，我们给予水泥行业“领先大市-B”的投资评级。

图 15：水泥行业估值水平



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

从投资标的看，西部地区水泥需求旺盛，大型企业的垄断性竞争优势较为突出，综合考虑区域市场需求及新增产能、落后产能淘汰情况，我们看好祁连山、赛马实业；四川双马因灾后重建需求较为旺盛，其投资机会视资产注入而定；东部地区的水泥股中我们看好海螺水泥和冀东水泥。考虑到政府投资的时滞，我们估计海螺水泥的盈利增长在明年的三季度会有底部回升，冀东水泥的区域需求、落后产能淘汰及公司新增产能的投放则是保障其盈利增长的重要因素。

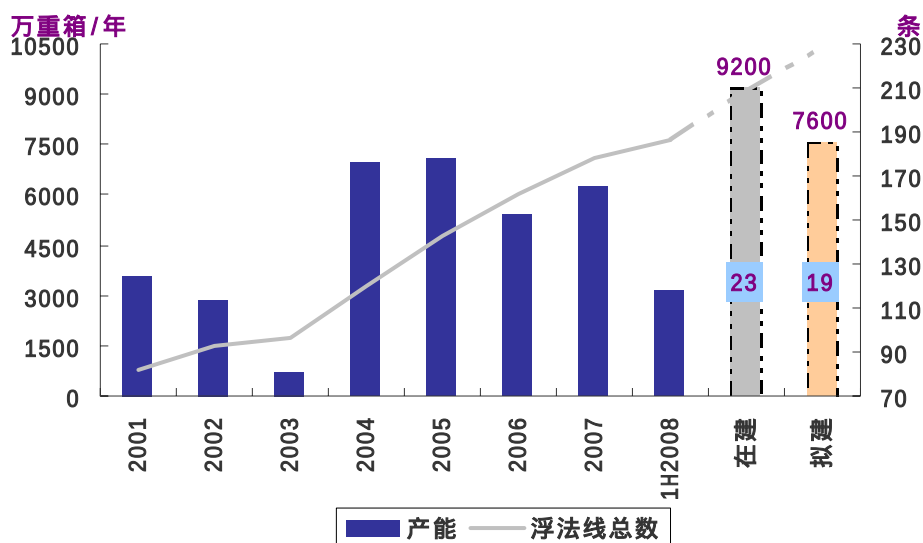
平板玻璃行业：景气度仍处于低位

相比水泥行业受益于政府基础设施建设投资，平板玻璃行业的需求则面临较大的考验，我们认为，明年平板玻璃的景气度仍处于低位。

平板玻璃新增产能投放压力依然较大

平板玻璃行业经历 2007 年的景气高峰后，产能扩张的冲动导致企业面临新的产能投放压力。从图 16 中可以看到，今年上半年浮法玻璃行业投产 8 条生产线，新增产能 3158 万重量箱。目前在建及拟建浮法玻璃生产线分别达到 23 条和 19 左右，产能合计达到 1.7 亿重量箱。平板玻璃行业落后产能比例较低，十一五期间的计划淘汰量只有 3000 万重量箱，新增供给量较大。

图 16：我国浮法玻璃生产线及产能

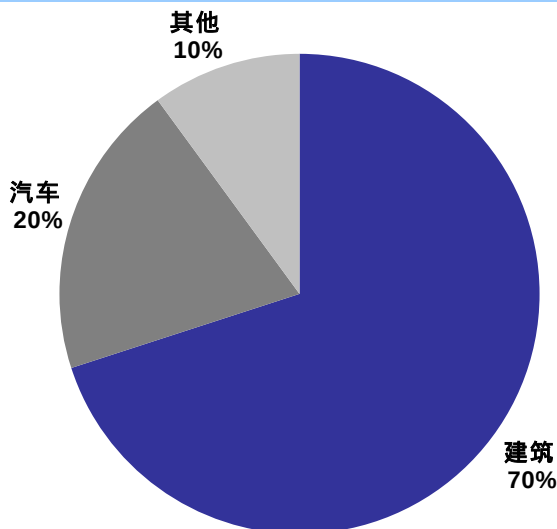


数据来源：中国建筑玻璃与工业玻璃协会，安信证券研究中心

下游需求不振

从我国平板玻璃的下游需求分布看（参见图 17），70%应用于房屋建筑领域，20%用于汽车玻璃的生产加工，其他 10%用于电子、新能源、家具等领域。平板玻璃的应用与基础设施建设相关性很小。

图 17：我国平板玻璃下游需求分布图示



数据来源：安信证券研究中心

从 2009 年平板玻璃行业的下游需求看，房地产新开工面积的下滑使得玻璃的需求大幅萎缩。即使考虑保障性安居工程对建筑玻璃的需求，基本上也要到 2010 年才能有体现。由于经济滑坡，汽车的消费也受到较大的影响，预计明年我国汽车产量将回落至 5% 以内的近几年低点。因此，平板玻璃的下游需求压力异常大。在行业继续大幅扩产的背景下，平板玻璃行业的供求矛盾异常突出。

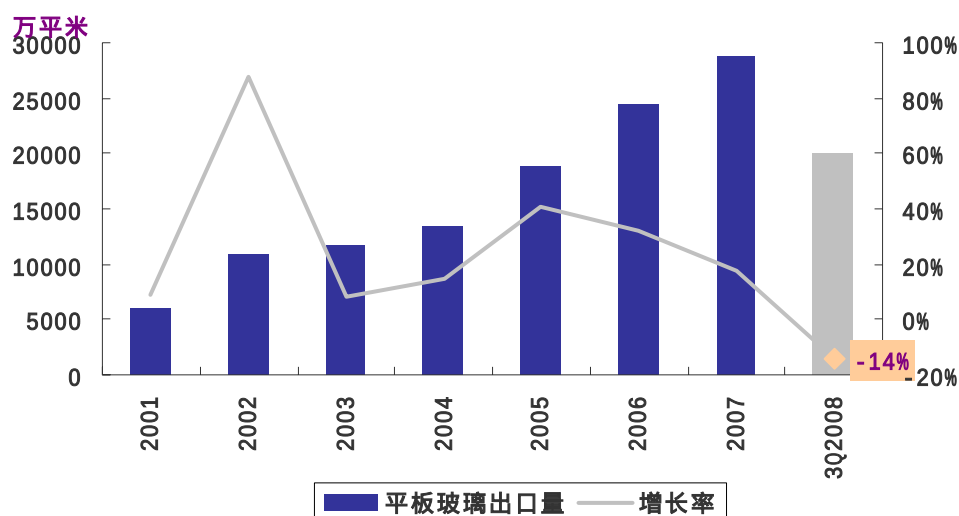
平板玻璃行业景气度仍处于下降通道

从近期平板玻璃行业的数据看，行业景气度处于明显的下降通道。

平板玻璃出口出现下降

1-9 月份，我国平板玻璃出口量 2 亿平方米，同比下降 14%（参见图 18）。全球经济的下滑、人民币的持续升值以及玻璃价格的上涨使得平板玻璃出口的压力增加，自 2001 年来首次出现下降，外销量的回流使得国内玻璃市场销售压力增大。2009 年玻璃的出口形势依然不乐观。

图 18：我国平板玻璃出口量及增长率

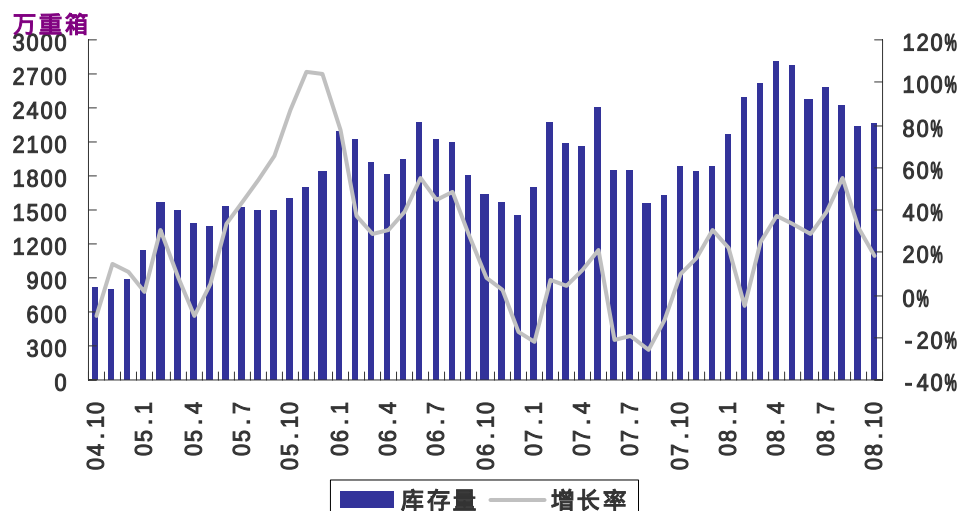


数据来源：建材信息总网，安信证券研究中心

重点联系玻璃企业库存量处于高位

库存通常是玻璃价格的先行指标。库存量的变化趋势对玻璃价格走势影响较大。

图 19：我国重点联系玻璃企业库存量及增长率



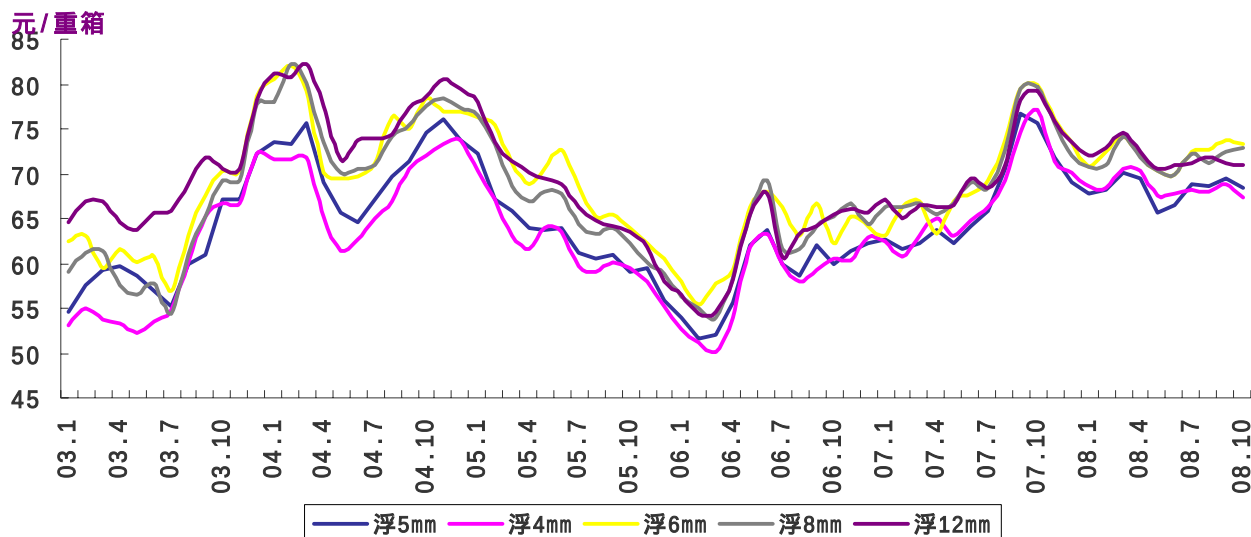
数据来源：建材信息总网，安信证券研究中心

从全国重点联系玻璃企业的库存量来看（参见图 19），自去年 10 月份开始，玻璃企业库存量开始出现持续上升。截至今年 10 月份，全国重点联系玻璃企业库存量达到 2260 万重量箱左右，同比增长 18.2%。虽然 10 月份库存增长率有所下降，主要是由于部分玻璃企业开始停窑来消化库存和减少亏损。

浮法玻璃价格高位回落

三季度，玻璃下游的需求不振开始向玻璃行业传导，浮法玻璃价格开始高位小幅回落。我们认为，2009 年房地产行业的向坏趋势无法改变，浮法玻璃的价格压力更大，不排除玻璃价格出现 05 年持续下降的可能。

图 20：我国重点品种浮法玻璃价格走势

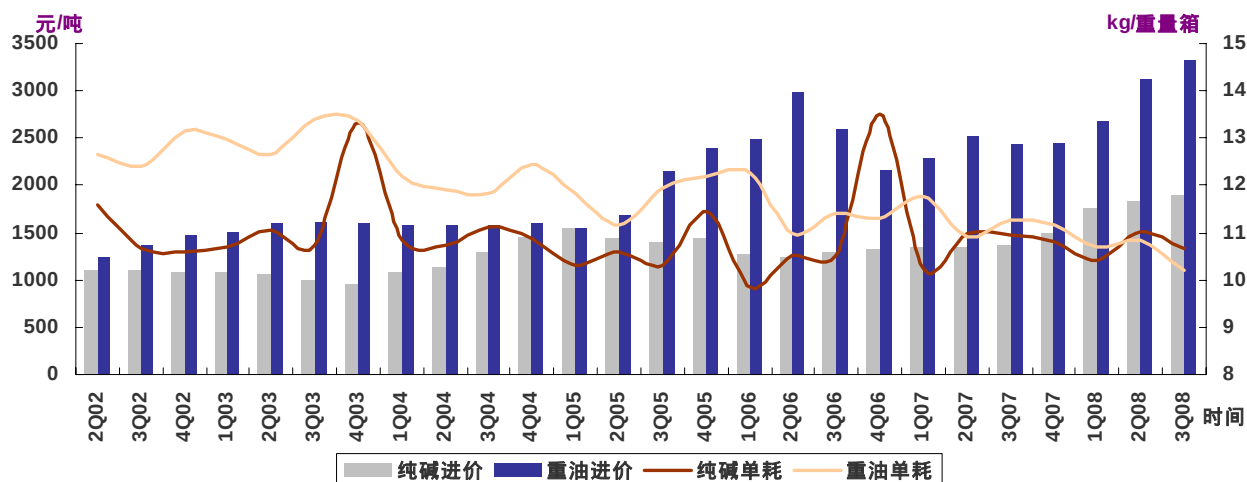


数据来源：建材信息网，安信证券研究中心

原燃材料价格下降缓解成本压力

同样，玻璃企业的一个利好也来自于成本的下降。玻璃生产的主要原材料纯碱和主要燃料重油的价格在 2008 年都出现大幅上涨（参见图 21）。随着全球经济增速的回落，预计 2009 年重油和纯碱价格会有明显回落，玻璃企业的成本压力得到缓解。我们认为，在需求压力下，成本的缓解基本上很难对企业的毛利率有利好的影响。

图 21：我国重点联系玻璃企业原燃材料采购价格及单耗



数据来源：建材信息网，安信证券研究中心

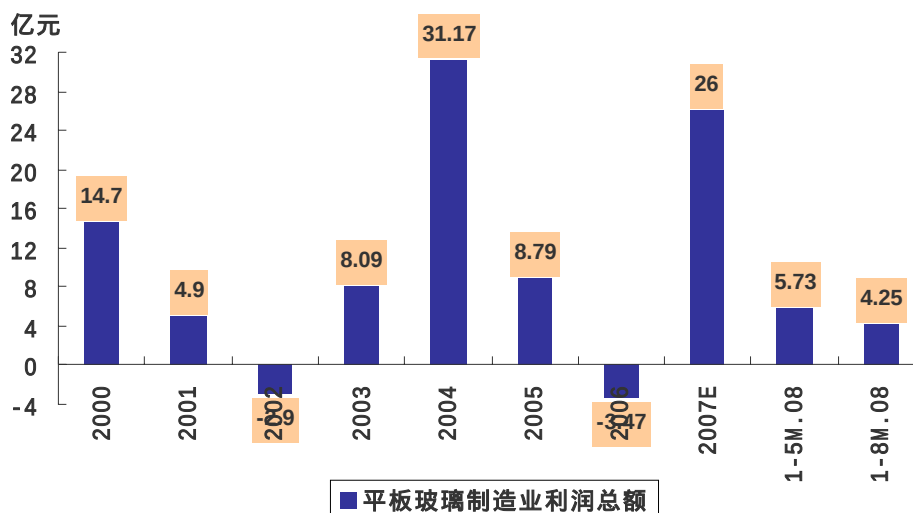
玻璃行业的困境的破解

我们认为，2009 年玻璃行业还有值得关注的几点，对行业的景气度及企业盈利可能产生积极的影响。从产能角度看，能否抑制新的浮法玻璃生产线建设、关闭落后玻璃产能力度甚至关闭小规模浮法玻璃生产线都值得关注，可以从供给面减轻行业的压力；从成本角度看，浮法玻璃生产线的节能降耗、余热发电进展值得关注，率先进行节能技改的企业可以获得一定的成本优势；从产品角度看，研发具有较高壁垒的特种浮法玻璃、节能及功能玻璃，对于企业获取垄断性的竞争优势有利；从市场角度看，玻璃行业的并购重组、集中度提升进程一直较慢，如果这方面能有突破，对于企业应对景气度回落也有较大的好处。

平板玻璃行业景气度仍处于低位

从平板玻璃行业盈利来看（参见图 22），今年 1-5 月份和 1-8 月份，平板玻璃行业的利润总额分别为 5.73 亿元和 4.25 亿元，说明 6-8 月份，平板玻璃行业的盈利在迅速恶化。1-8 月份，平板玻璃行业利润同比下降 70.8%，行业正在经历景气度的回落。我们认为，平板玻璃行业景气度的回升有赖于房地产行业的转暖和经济增长的恢复，2009 年行业景气度改善的可能性较小，投资机会不大，给予行业“落后大市-A”的投资评级。

图 22：我国平板玻璃制造业利润总额



数据来源：建材信息网，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2008-11-26

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			2007	ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E		2007	2008E	2009E				
建材III																	
600801	华新水泥	买入-A	买入-B	0.72	1.05	1.19	19	13	11	17.3%	10.0%	11.0%	13.36	17.85	20070807	-44%	
000401	冀东水泥	买入-B	买入-B		0.40	0.58	0	22	15		9.0%	11.0%	8.77	11.60	20070813	-42%	
600585	海螺水泥	买入-B	买入-B	1.41	1.69	2.09	17	14	12	22.5%	13.0%	14.0%	24.19	41.80	20070813	-56%	
600720	祁连山		买入-B	0.01	0.40	0.60	18	12	8	2.60%	15.40%	19.30%	7.00	9	20081205	0%	
600449	赛马实业		增持-B	0.44	1.13	1.41	14	12	10	13.70%	14.10%	15.40%	16.17	20	20081205	0%	
600176	中国玻纤	买入-B	买入-B	0.72	0.85	1.14	22	19	14	22.80%	24.00%	27.00%	16.01	23	20070810	-20%	

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004年7月至2007年6月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007年7月加盟安信证券研究所。2006年、2007年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008年6月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essences.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68763872	ligr@essences.com.cn	010-66581689	lixin@essences.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essences.com.cn	0755-82558268	panlin@essences.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essences.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034