

[2009.9.23]

投资见顶秋意乍现，地产投资单骑救主

—建材行业 09 年 4 季度投资策略

✍ 唐笑

☎ 86-10-58362787

✉ tangxiao@bhqz.com

核心观点:

- 水泥产量增长越来越快，玻璃产量开始抬头
- 投资数据见顶，但仍能维持高位
- 水泥供需差缩小，玻璃依然受益于地产投资回升

投资要点:

● 水泥产量增长越来越快，玻璃产量开始抬头

水泥产量数据在 08 年底、09 年初见底，效益数据在 09 年 2 月见底。7、8 月水泥单月产量分别同比增长 21.62%、23.98%，分别累计同比增长 15.90%、17.21%。考虑到 08 年下半年水泥产量增速下滑太快，全国水泥产量增速不断放大，09 年全年水泥产量增长至少是 17.21%，即 2.39 亿吨。

平板玻璃产量在 09 年 5 月左右见底，8 月玻璃累计产量同比增长 0.89%，而 8 月单月产量则更为可观。

● 投资数据见顶，但仍能维持高位

全社会固定资产投资增速在 5 月见顶，而后缓慢下滑，其中制造业 FAI 单月投资增速从 32% 迅速下滑至 23% 左右，交运 FAI 单月增速从 70% 下滑至 50% 左右。但是房地产 FAI 单月投资增速迅速上扬，使得全社会固定资产投资数据不至于太难看，房地产投资和销售数据又一次成为了焦点。

但是我们认为，投资数据仍能维持在高位而不至于崩溃。问题并不是出在需求太差，而是出在前半年的投资放的太快，比如政府计划未来 5 年内每年进行铁路建设投资 7000 亿元，08 为 4600 亿元，同比增长大概在 76% 左右，但是前半年为了保增长放的太快，实现了 150% 以上的增长，下半年自然会放缓，累计数据向 76% 靠拢。

● 水泥供需差缩小，玻璃依然受益于地产投资回升

城镇 FAI 虽然见了顶，并不意味着将快速下滑，我们预计仍能保持 31.9% 左右的全年增长，至少带来 2.39 亿吨的全年水泥需求增长，供需差缩小；投资数据总体见顶，对水泥不利，但是房地产投资数据还是相当可观的，对玻璃有利。

● 维持对水泥和玻璃行业的“买入”评级

因此，我们预计 09 年 4 季度建材行业依然景气，维持对于水泥和玻璃行业的“买入”评级。

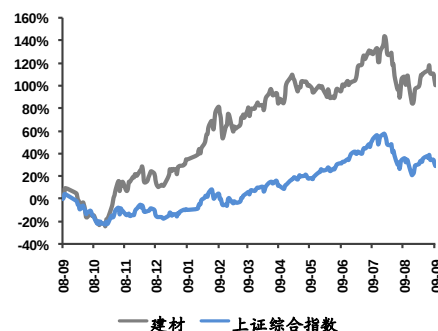
● 公司推荐

我们推荐海螺水泥。

子行业评级	
子行业名称	评级
水泥	买入
玻璃	买入

推荐公司	
公司名称	评级
海螺水泥	买入

一年来建材和上证综指情况



相关报告

《冬春播种，来年收获——建材行业 08 年 4 季度策略报告》

《保就业，保增长，建筑建材担起“稳定”重任——建筑建材行业 2009 年投资策略——渤海证券研究所》

《从产业投资角度看水泥股的估值——水泥制造第二季度投资策略——渤海证券研究所》

《衰也地产，兴也地产——建材行业 09 年中期投资策略——渤海证券研究所》

目 录

1、上半年建材行业运行概况	4
1.1 产量分析	4
1.1.1 总体产量分析	4
1.1.2 水泥产量分区域分析	5
1.2 价格分析	7
1.2.1 总体价格情况	7
1.2.2 分区域价格情况	9
1.2.3 进入旺季以来价格上涨情况	9
2、固定资产投资运行趋势	11
2.1 总体情况	11
2.2 固定资产投资行业细分情况	12
2.2 固定资产投资地域细分情况	15
3、房地产运行趋势	18
3.1 总体数据	18
3.2 分地区情况	19
3.3 房地产投资全年增速在 25%左右	20
4、未来固定资产投资和水泥供需分析	20
5、行业策略与推荐公司	22

图 目 录

图 1 截至 09 年 8 月水泥产量增长情况	4
图 2 2008 年、2009 年单月水泥产量增速比较	4
图 3 2008 年、2009 年累计水泥产量增速比较	5
图 4 截至 09 年 8 月平板玻璃产量增长情况	5
图 5 截至 09 年 7 月各省份水泥产量累计增长情况（绝对值）	6
图 6 截至 09 年 7 月各区域水泥产量累计增长情况（绝对值）	6
图 7 截至 09 年 7 月各省份水泥产量累计增长情况（相对值）	7
图 8 2009 年各区域水泥产量累计增长情况（相对值）	7
图 9 全国平均水泥价格	8
图 10 08 年、09 年 42.5 标号水泥全国平均价格	8
图 11 08 年、09 年 42.5 标号水泥全国平均价格（剔除成本上升因素）	8
图 12 各区域 42.5 含税水泥价格（元/吨）	9
图 13 城镇固定资产投资增速	11
图 14 中央、地方项目投资情况	11
图 15 09 年前 8 个月各行业 FAI 累计增长情况（绝对值）	12
图 16 09 年前 8 个月各行业 FAI 累计增长情况（相对值）	13
图 17 交通运输固定资产投资主要组成部分占比	13
图 18 交通运输方面各组成部分 FAI 累计同比增长	14
图 19 交通运输方面各组成部分 FAI 单月同比增长	14
图 20 分地区交通运输 FAI 累计增长情况（截至 09 年 8 月）	15
图 21 09 年前 8 个月各省份 FAI 累计增长情况（绝对值）	16
图 22 09 年前 8 个月各省份 FAI 累计增长情况（相对值）	16
图 23 各区域 FAI 历史增长情况（累计值）	17
图 24 各区域 FAI 历史增长情况（单月值）	17
图 24 房地产开发投资增长情况	18
图 25 房地产开工、竣工和投资的关系	18
图 26 房地产开发投资分区域增长情况	19
图 26 房地产开发投资分区域增长情况（经过平滑处理）	19

表 目 录

表 1 全社会固定资产投资构成历史分析（其中，09 年 8 月为累计值）	12
表 2 08 年以来各行业 FAI 月度同增情况（单月值）	20
表 3 08 年以来各行业 FAI 月度同增情况（累计值）	21

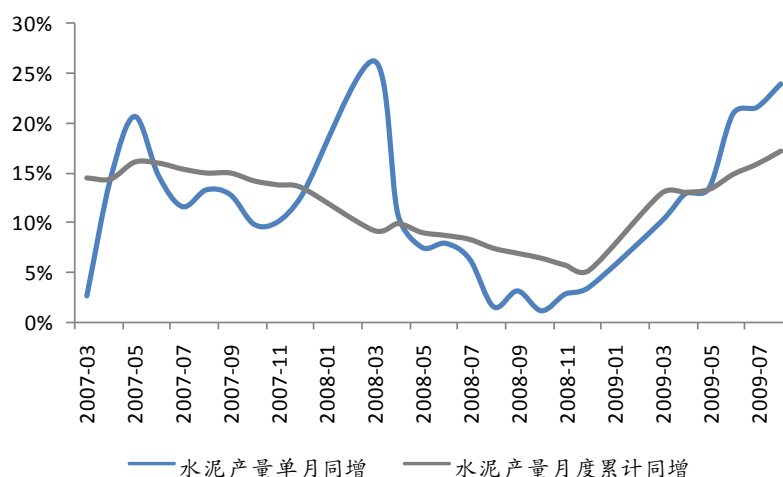
1、上半年建材行业运行概况

1.1 产量分析

1.1.1 总体产量分析

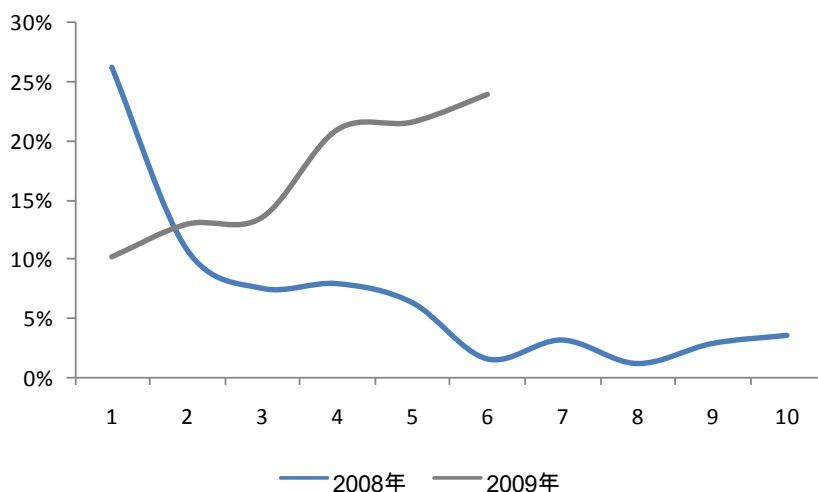
进入下半年，我国 7、8 月水泥单月产量分别为 14486.9、14975.20 万吨，分别同比增长 21.62%、23.98%，分别累计同比增长 15.90%、17.21%。全国水泥产量增速不断放大，考虑到 08 年下半年水泥产量增速下滑太快，09 年全年水泥产量增长至少是 17.21%，即 2.39 亿吨。

图 1 截至 09 年 8 月水泥产量增长情况



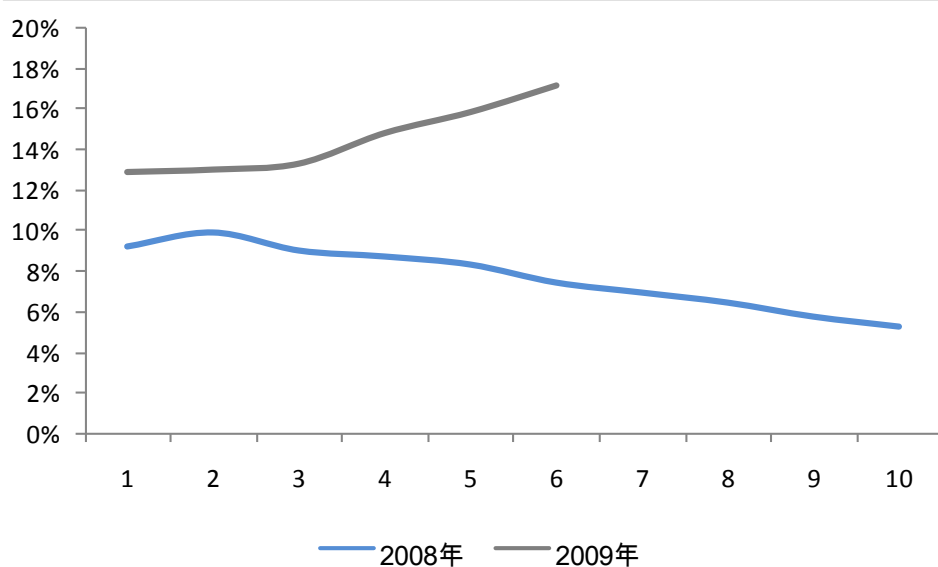
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 2 2008 年、2009 年单月水泥产量增速比较



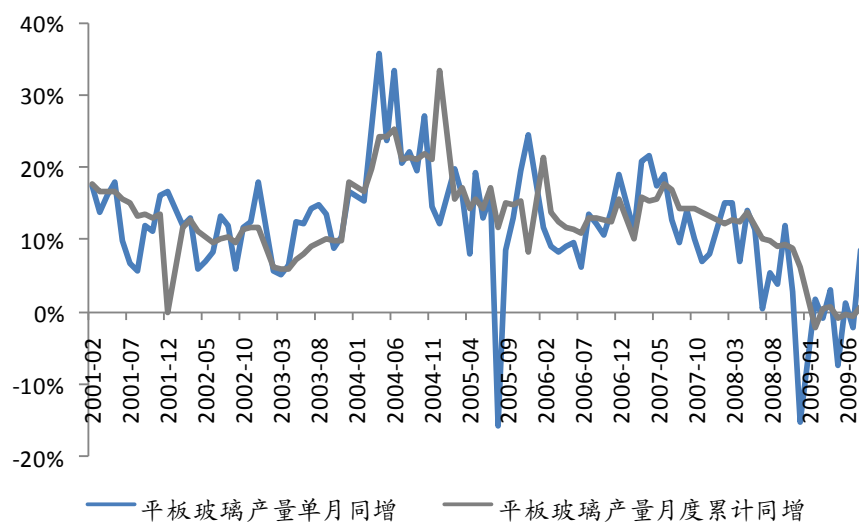
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 3 2008 年、2009 年累计水泥产量增速比较



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 4 截至 09 年 8 月平板玻璃产量增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

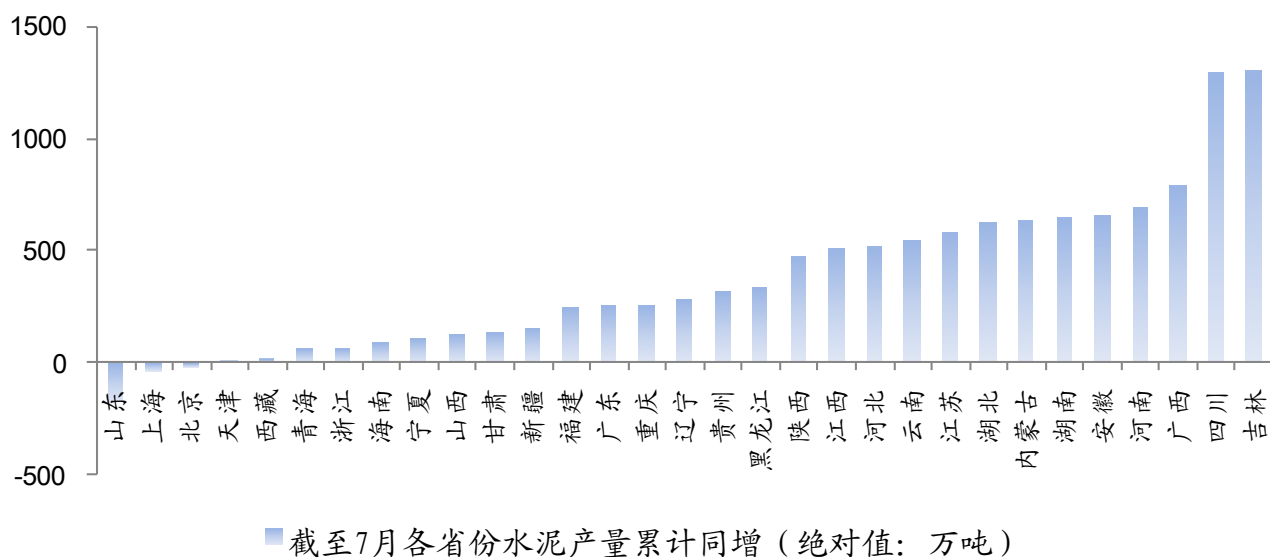
如上所示，平板玻璃产量增速已经走出低谷。8 月累计产量同比增长 0.89%。

1.1.2 水泥产量分区域分析

截至 09 年 7 月份，从全国水泥产量增长的绝对值贡献上来看，四川和吉林省都贡献了 1000 万吨以上的增量。对吉林省水泥市场景气度的预期已经在 09 年 3 月份

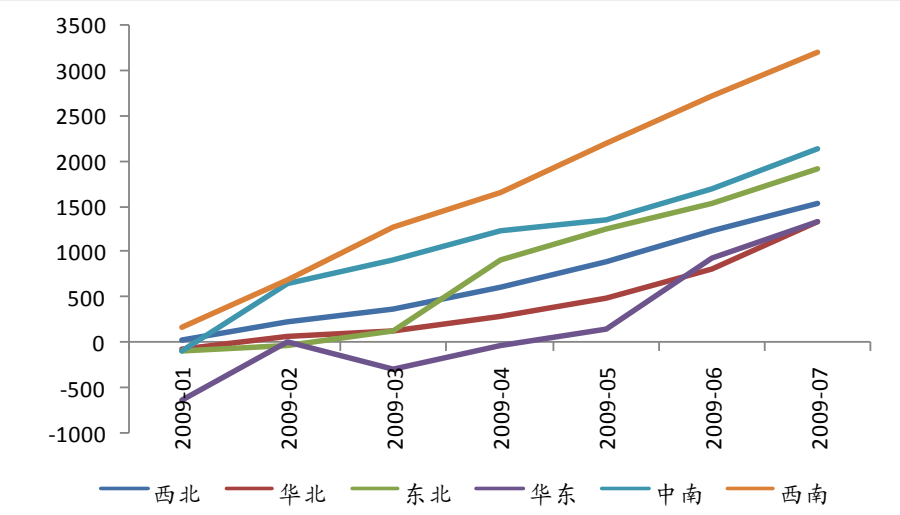
亚泰集团的调研报告中进行过预测。区域内供给偏紧，而需求释放过快，必将致使黑龙江和吉林地区水泥市场高度景气。

图 5 截至 09 年 7 月各省份水泥产量累计增长情况（绝对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 6 截至 09 年 7 月各区域水泥产量累计增长情况（绝对值）

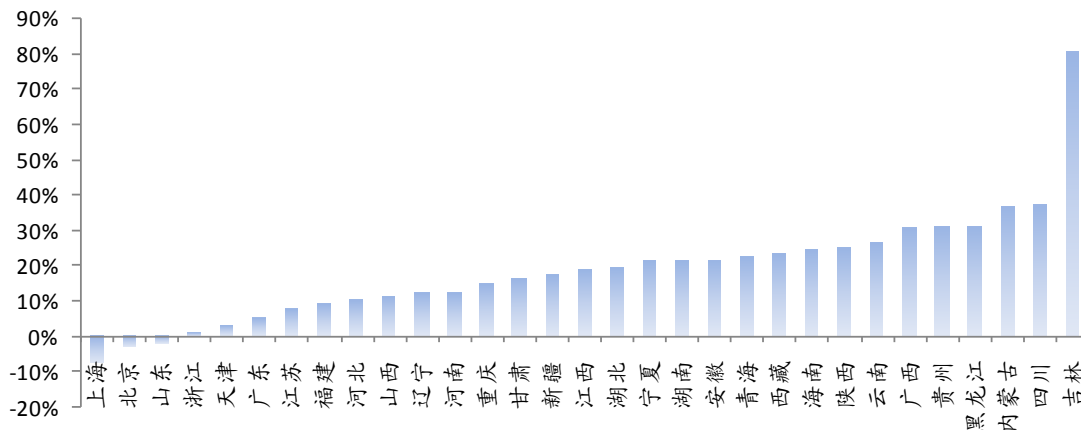


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

从增长的相对值角度来讲，北京、上海、山东的水泥产量同比降低，而广西、贵州、黑龙江、内蒙古、四川、吉林同比增长较快，其中，吉林省增长最快，增幅

在 80%以上；从分区域的角度来看，东北、西南、西北地区增幅较大。

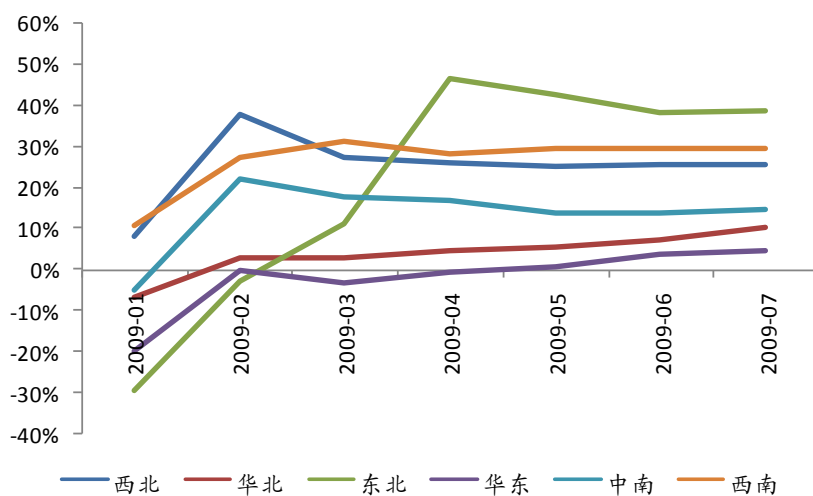
图 7 截至 09 年 7 月各省份水泥产量累计增长情况（相对值）



■ 截至7月各省份水泥产量累计同增（相对值）

资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 8 2009 年各区域水泥产量累计增长情况（相对值）



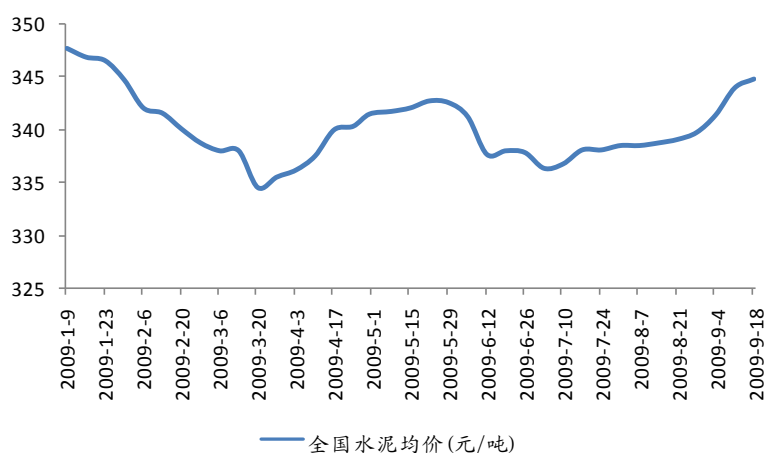
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

1.2 价格分析

1.2.1 总体价格情况

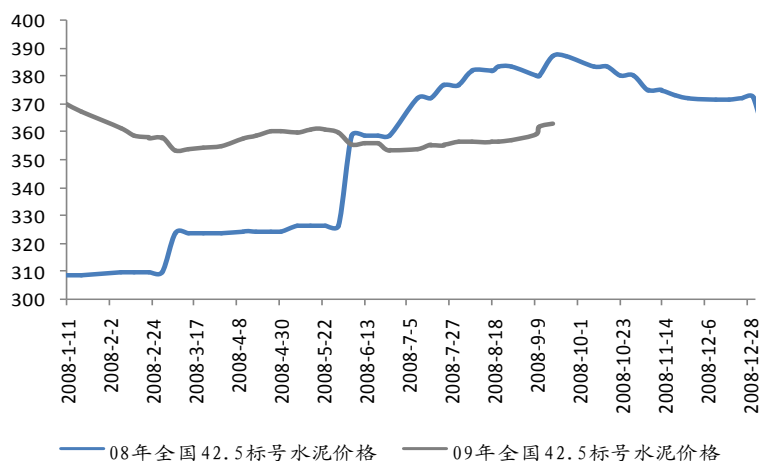
从下图很明显可以看出，全国平均水泥价格在 2009 年 3 月 20 日左右见底，缓慢回升至 5 月底又二次探底，进入 8 月下旬，水泥价格迅速上涨。

图 9 全国平均水泥价格



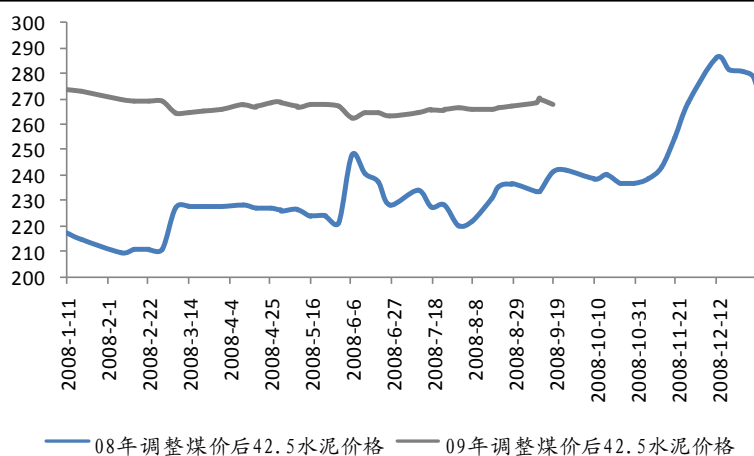
资料来源：数字水泥网 渤海证券研究所

图 10 08 年、09 年 42.5 标号水泥全国平均价格



资料来源：数字水泥网 渤海证券研究所

图 11 08 年、09 年 42.5 标号水泥全国平均价格（剔除成本上升因素）

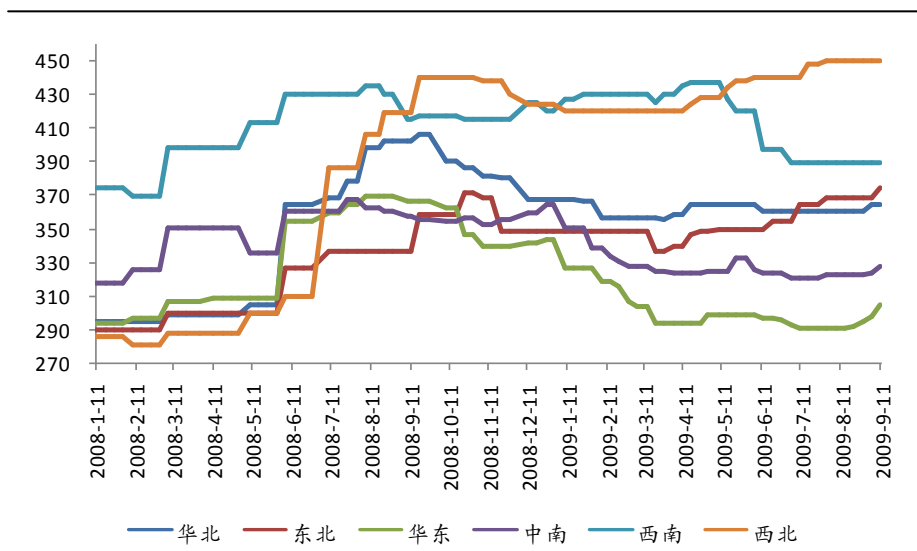


资料来源：数字水泥网 渤海证券研究所

目前的水泥价格已经接近 1 月份的全国最高水平,考虑到西部水泥价格上涨较多,带动平均水泥价格往上,其他地区的水泥价格还没有回复到年初的水平。不过,由于煤炭价格经历了一个快速下滑的阶段,如今水泥企业的盈利水平与年初相比已不可同日而语。如图 11 所示,剔除掉煤炭成本的因素,我们得到了需求对于水泥企业盈利水平拉动力量的一个刻画。从 08 年 10 月底 11 月初开始,虽然水泥价格是向下的,但是由于政策的拉动,水泥价格的下跌远远不及成本下降的幅度,实际上水泥企业的盈利能力是改善了的。

1.2.2 分区域价格情况

图 12 各区域 42.5 含税水泥价格 (元/吨)



资料来源: 中国物流信息中心 渤海证券研究所整理

从上图很明显可以看出:

- 截至 9 月 11 日, 西北地区的水泥价格不论从绝对还是相对涨幅上都是最大的, 华北地区价格比 08 年初上涨 20 元, 东北地区高 80 元左右, 华东地区高 20 元左右, 中南、西南也都差不多是 20 元左右;
- 西北、东北地区价格涨幅可观, 华东、中南地区水泥价格还低于 09 年初。

1.2.3 进入旺季以来价格上涨情况

9 月第 1 周,

天津 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 20 元。

南京 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 10 元。

南昌 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 10 元。

武汉 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 10 元。

9 月第 2 周,

长春 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 20 元。

上海 32.5、42.5 标号水泥每吨各上涨 15、20 元。

南京 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 20 元。

福州 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 10 元。

广州 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 20 元。

9 月第 3 周

合肥 32.5、42.5 标号水泥每吨各上涨 10、20 元。

南宁 32.5、42.5 标号水泥每吨上涨 10 元。

9 月第 4 周

9 月 21 日, 珠三角提价 20-30 元/吨

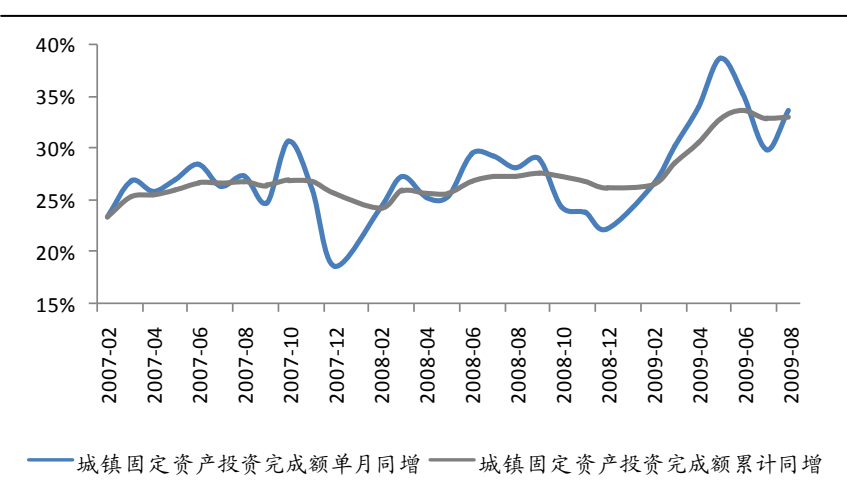
我们可以很清晰的看出, 参与调价的范围越来越广, 上调的幅度也越来越大。

2、 固定资产投资运行趋势

2.1 总体情况

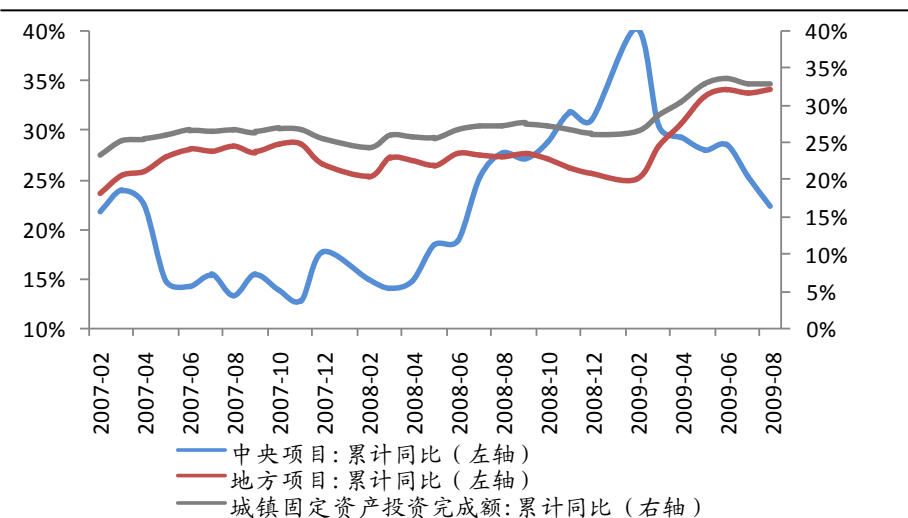
自年初以来，固定资产投资增长可观，并没有出现诸如配套资金跟不上等问题，民间投资依然是投资的主力。当政府稍微放松行业管制，稍微给一些扶持，民间投资立即释放出惊人的活力。事实上，政府所投的，其实就是铁路、公路等领域的那几千个亿。从图 14 可以看出，自 09 年初中央投资放量了短短两个月之后，中央投资确实就冷下来了。但是，这丝毫不影响全社会固定资产投资的坚定上扬。

图 13 城镇固定资产投资增速



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 14 中央、地方项目投资情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

2.2 固定资产投资行业细分情况

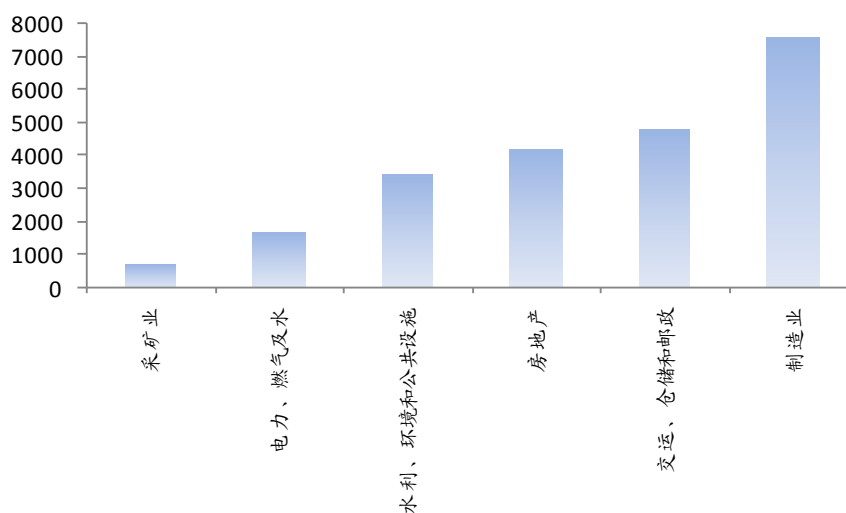
表 1 全社会固定资产投资构成历史分析（其中，09 年 8 月为累计值）

时间	制造业	房地产	交运、仓储和邮政	电力、燃气及水	水利、环境和公共设施	采矿业	小计
2003	25.20%	26.30%	13.29%	8.92%	9.90%	3.64%	87.25%
2004	24.98%	24.70%	11.63%	9.32%	8.23%	3.66%	82.52%
2005	27.06%	23.34%	11.54%	9.65%	7.97%	4.27%	83.82%
2006	28.24%	22.94%	11.92%	8.77%	7.97%	4.46%	84.30%
2007	30.23%	24.31%	10.94%	7.72%	7.82%	4.49%	85.51%
2008	31.28%	23.77%	10.50%	7.08%	8.28%	4.67%	85.56%
2009-08	31.31%	22.34%	11.16%	6.67%	9.04%	3.90%	84.41%

资料来源：国家统计局

从历史数据上看，制造业、交运、水利环境、房地产、采矿业、电力燃气业组成了全社会固定资产投资的 80% 之强，把握了这六个方面，基本上可以确定全社会 FAI 的情况。

图 15 09 年前 8 个月各行业 FAI 累计增长情况（绝对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

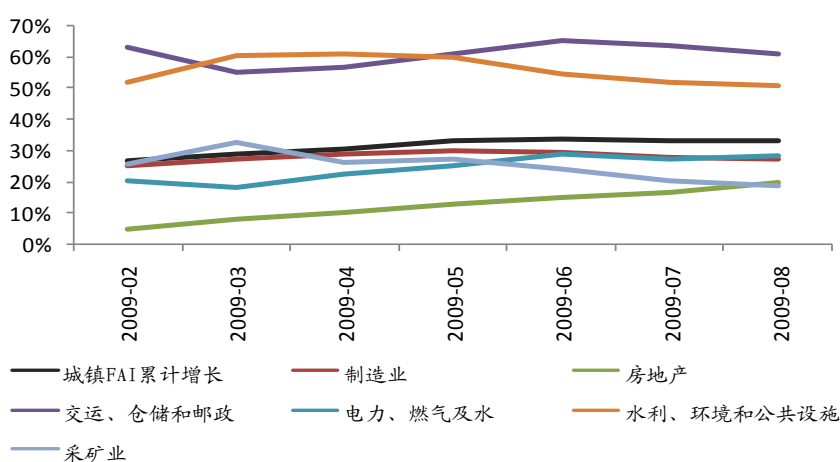
在 08 年下半年，当时很流行一种观点，说在沿海出口型企业大量破产的情况下，制造业投资极有可能会崩溃，不要说增长，09 年的制造业投资减少 30%-50% 都有可能。

从截止到 8 月份的数据来看，制造业投资不但没有崩溃，反而有着非常可观的上

涨，成为固定资产投资增长的领头羊。

实际上，当今我国企业的税前 ROE 仍然能够维持在 10% 以上，而企业存款利息才多大？所以，制造业的投资是一定能够维持的。企业是逐利的，当政府稍微放宽一些行业准入，或者稍微给一些优惠政策，就像历史上多次证明过的那样，民间投资就蓬勃的起来了。

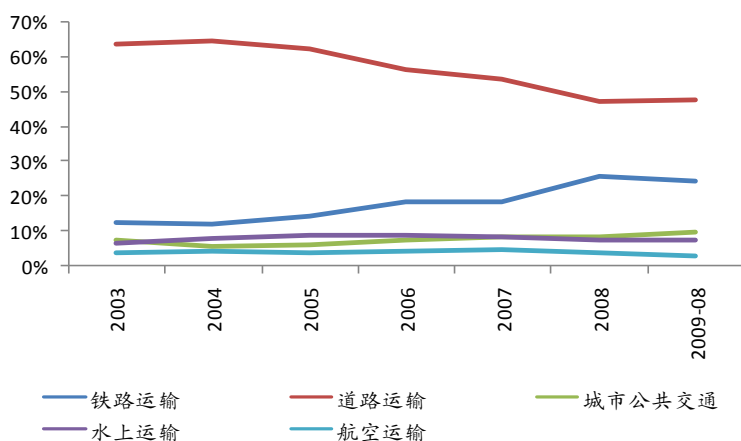
图 16 09 年前 8 个月各行业 FAI 累计增长情况（相对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

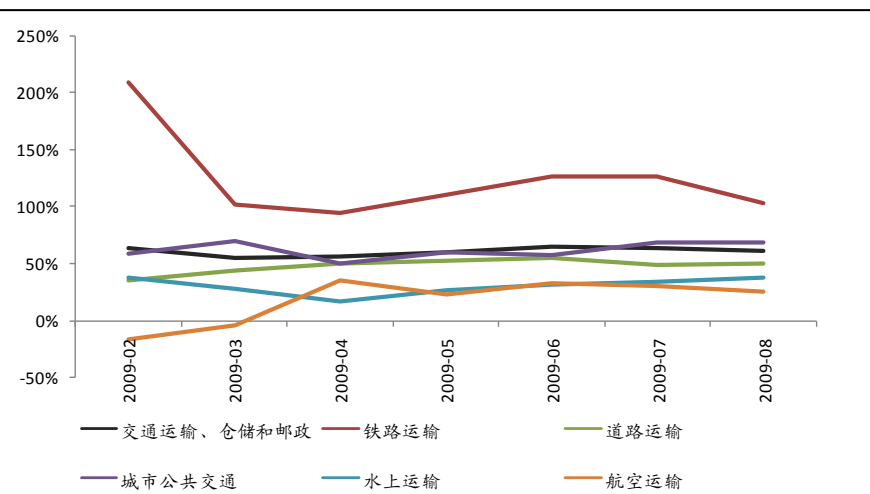
从相对值来讲，水利环境和交运增长最快，都在 60% 左右。房地产投资的增速数值较小，但是增幅恢复的速度很快。因此我们认为，全社会固定资产投资将在房地产投资增幅快速回升的情况下维持高位。高速增长是可以持续的。

图 17 交通运输固定资产投资主要组成部分占比



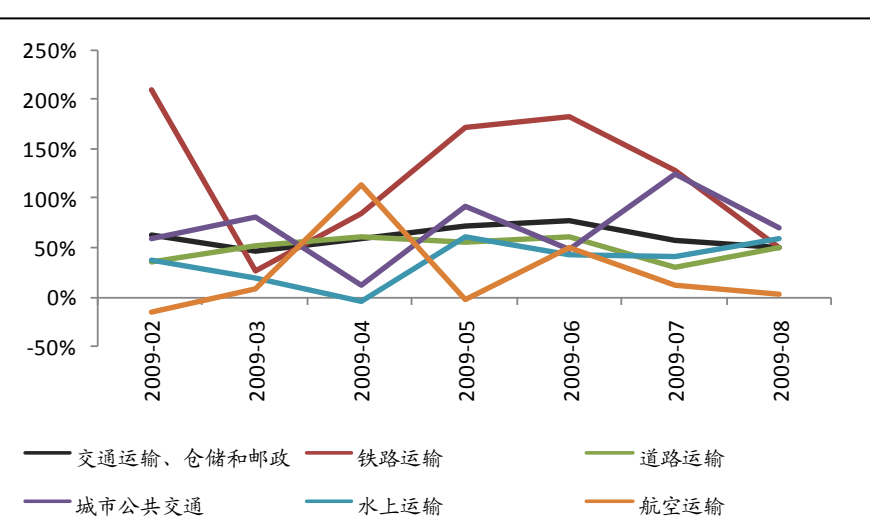
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 18 交通运输方面各组成部分 FAI 累计同比增长



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 19 交通运输方面各组成部分 FAI 单月同比增长



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

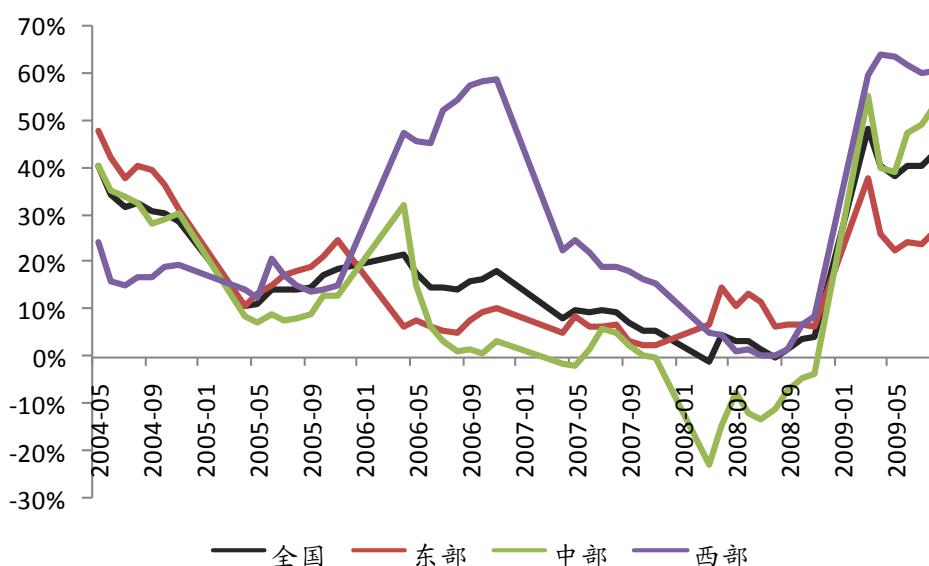
我们来分析一下图 17、图 18 和图 19，可以看出：

- 1、交通运输的 FAI 中，铁路和公路加起来占到 80%左右，起决定性作用；
- 2、从累计增速上讲，铁路 FAI 截至 8 月增速达到 100%左右，公路在 50%左右；
- 3、从单月增速上将，铁路 FAI 在 6 月份见顶，8 月份增速已经降到了 50%左右，这也是中国中铁、中国铁建股价爆挫的直接原因。

但是，我们对交通运输方面投资进行了深入分析：在 4 万亿及其相关的投资计划中，铁路、公路在未来 5 年内（自 2009 年始）各投资 7000 亿元、10000 亿元，考虑到项目工期的因素，各年的投资并不是均匀分布的。但是即使是均匀分布的，较之 08 年铁路（4019 亿元）、公路（7335 亿元）投资分别增长 74.16%、36.33%。由于前半年交运 FAI 增长过快，现在的投资增速减缓是向这两个数字靠拢的正常行为。

西部的增速最快，中部次之，东部相对最慢。

图 20 分地区交通运输 FAI 累计增长情况（截至 09 年 8 月）



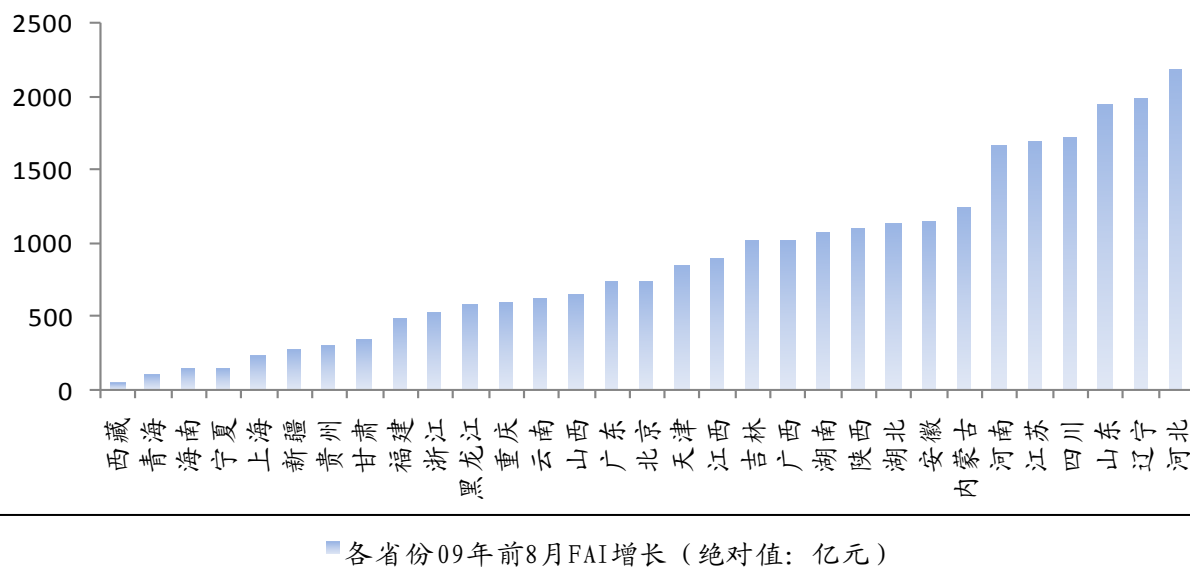
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

2.2 固定资产投资地域细分情况

从 09 年前 8 个月各省份固定资产投资累计增长的绝对值上来看，全部都是正增长，贡献增量比较多的省份有河南、江苏、四川、山东、辽宁、河北；从增长的相对值上来看，2/3 的省份增速都高于全国水平，其中增速在 40% 以上的有山西、江西、陕西、辽宁、黑龙江、四川、天津、河北、广西。

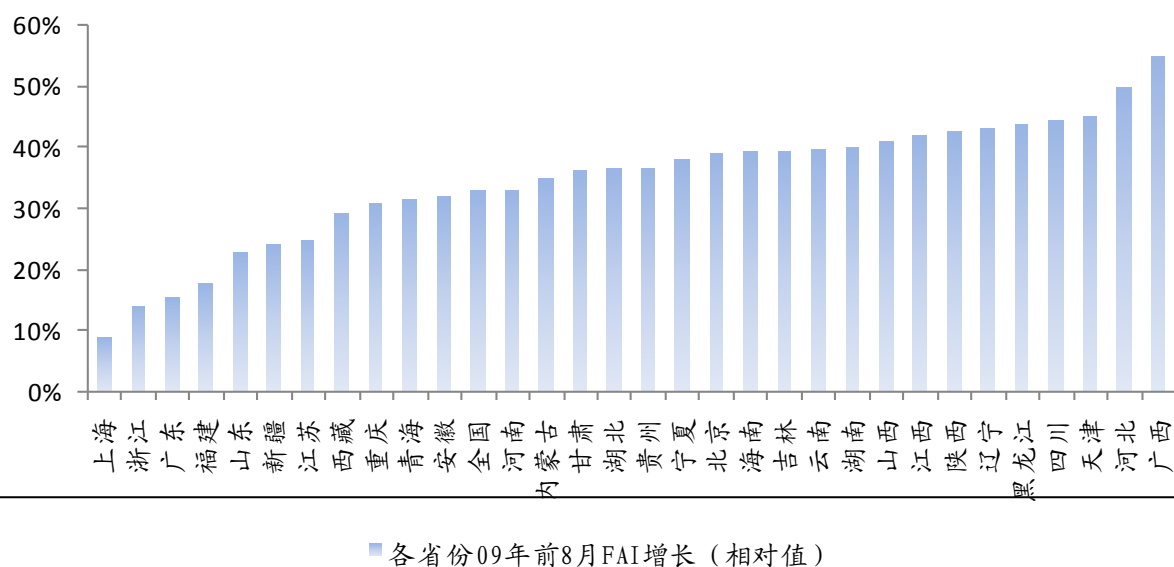
从大区域的角度来看，东北、西南、华北、西北增速快于全国水平，中南和华东地区较慢。

图 21 09 年前 8 月各省份 FAI 累计增长情况（绝对值）



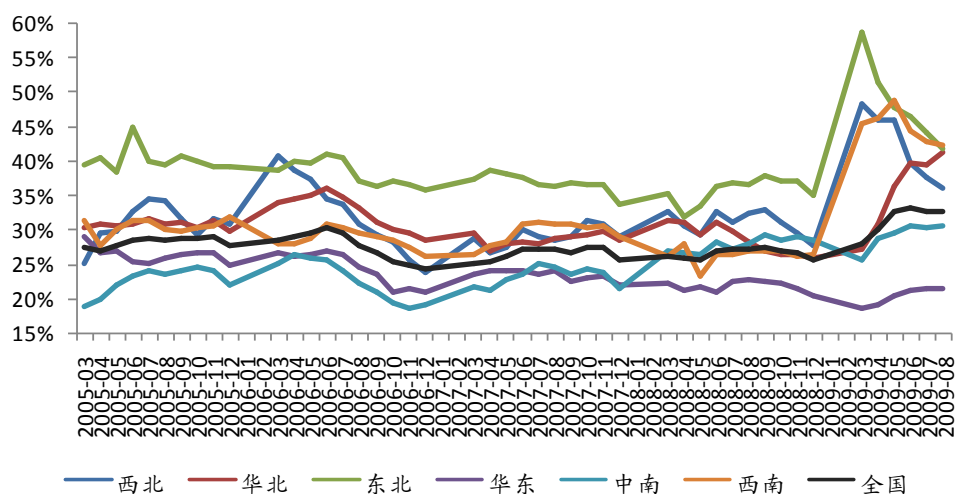
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 22 09 年前 8 月各省份 FAI 累计增长情况（相对值）



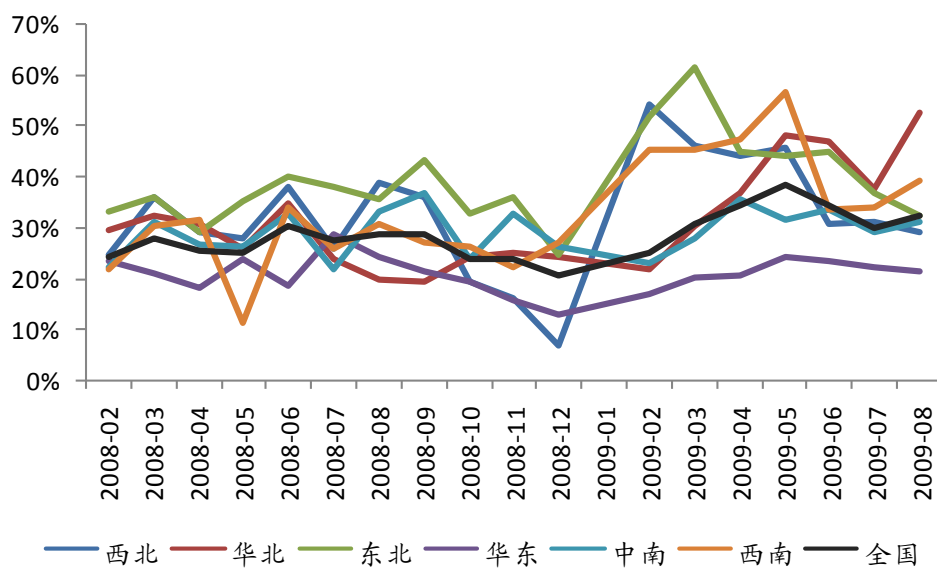
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 23 各区域 FAI 历史增长情况（累计值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 24 各区域 FAI 历史增长情况（单月值）

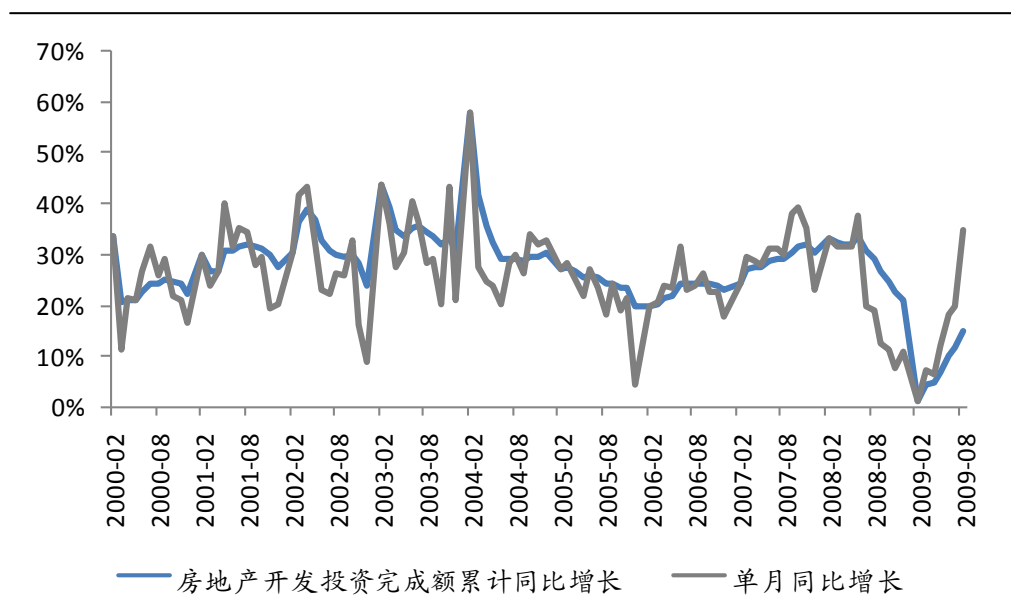


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

3、房地产运行趋势

3.1 总体数据

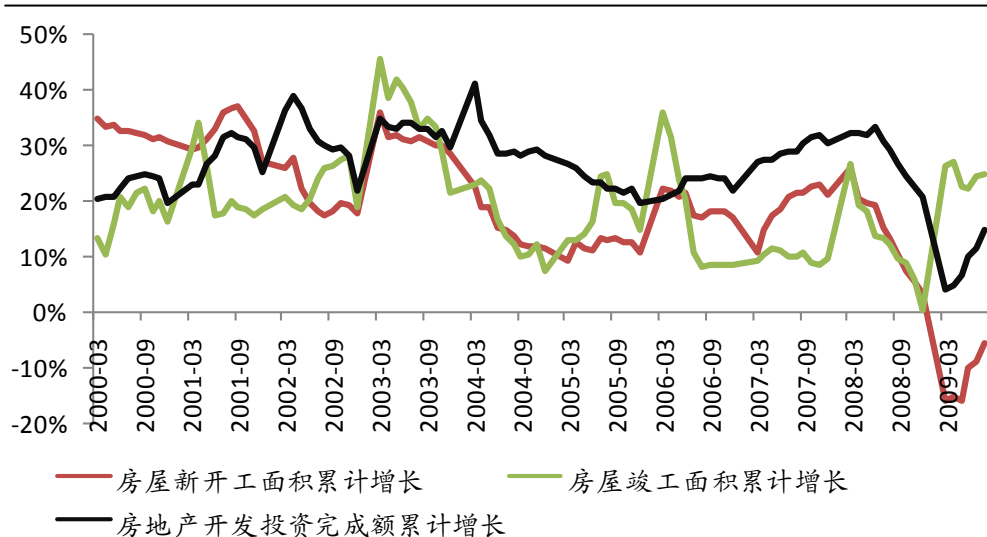
图 24 房地产开发投资增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

房地产开发投资的单月数据已经在 09 年 2 月见底并强烈回升,我们的地产分析师认为, 全年房地产开发投资累计增长将达到 25%以上。

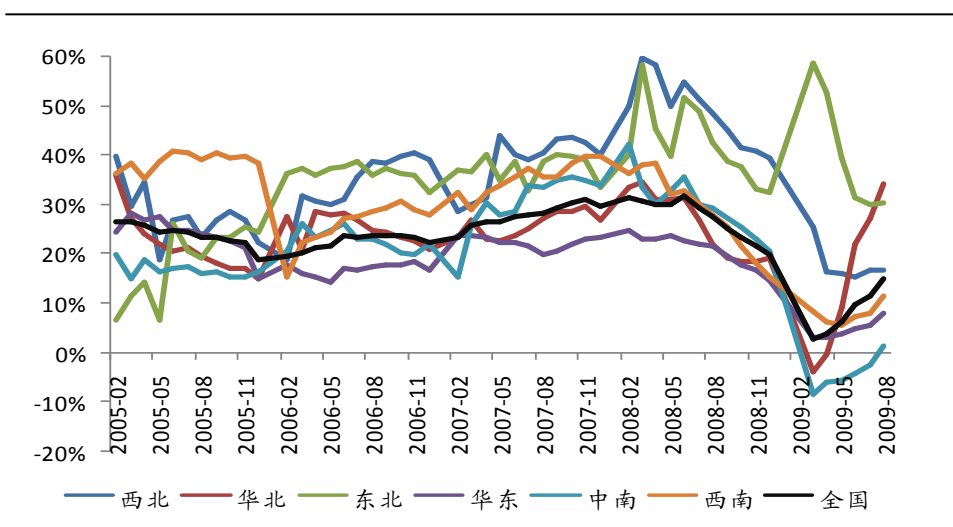
图 25 房地产开工、竣工和投资的关系



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

3.2 分地区情况

图 26 房地产开发投资分区域增长情况

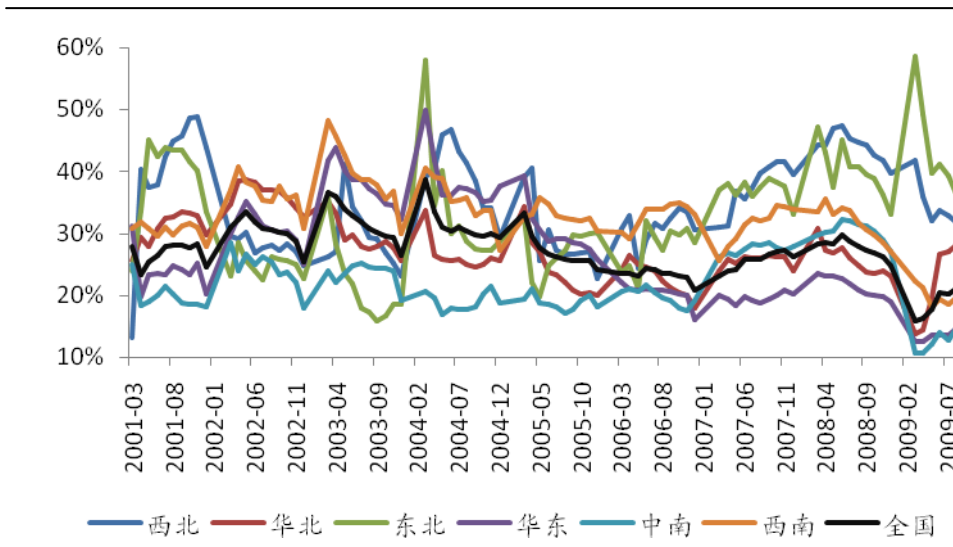


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

从房地产开发的区域数据上来看，西北和东北地产投资仍然景气，其中尤以东北地区为甚。华北地区增速极快。

在对上述数据进行了平滑处理后（第 $n+2$ 年相对于第 n 年的增速），剔除了奥运会的因素，华北地区的增速就不那么夸张了，但是仍然很可观。

图 26 房地产开发投资分区域增长情况（经过平滑处理）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

3.3 房地产投资全年增速在 25%左右

根据我们的地产研究员的研究，全年房地产开发投资累计增长在 25%左右，截至 09 年 8 月房地产开发投资累计增长为 14.7%，该部分可带来 3000 万吨以上的超预期水泥需求。

4、未来固定资产投资和水泥供需分析

表 2 08 年以来各行业 FAI 月度同增情况（单月值）

	城镇FAI累 计增长	制造业	房地产	交运、仓 储和邮政	电力、燃 气及水	水利、环 境和公共 设施	采矿业
2008-02	24.27%	35.78%	34.13%	0.45%	0.84%	11.45%	21.60%
2008-03	27.31%	29.33%	35.29%	10.14%	11.83%	42.29%	38.37%
2008-04	25.37%	29.95%	32.08%	10.89%	8.78%	27.45%	32.75%
2008-05	25.44%	28.68%	34.22%	6.40%	5.78%	40.79%	37.51%
2008-06	29.49%	33.37%	38.04%	10.80%	14.51%	44.78%	30.48%
2008-07	29.23%	36.01%	22.40%	26.98%	23.08%	33.48%	54.60%
2008-08	28.09%	37.74%	17.88%	11.88%	13.42%	34.19%	38.70%
2008-09	29.02%	35.70%	21.85%	13.91%	39.02%	23.50%	67.09%
2008-10	24.39%	28.46%	12.83%	25.35%	25.98%	37.46%	31.51%
2008-11	23.81%	27.65%	11.77%	13.55%	15.51%	30.62%	21.53%
2008-12	22.27%	18.74%	11.50%	60.89%	8.86%	35.52%	5.52%
2009-02	26.53%	25.37%	4.85%	63.57%	20.66%	51.75%	25.80%
2009-03	30.31%	28.61%	11.11%	47.35%	16.44%	67.80%	37.18%
2009-04	33.96%	32.07%	14.27%	59.00%	30.24%	61.79%	18.16%
2009-05	38.67%	32.26%	19.71%	71.55%	32.27%	57.58%	30.19%
2009-06	35.25%	27.80%	21.68%	77.30%	36.81%	43.27%	18.55%
2009-07	29.94%	23.27%	24.57%	57.19%	21.87%	40.60%	6.56%
2009-08	33.65%	22.68%	38.19%	50.85%	35.01%	45.90%	10.20%

资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

从上表可以看出，二季度以来，制造业 FAI 增速下滑的很厉害，交通运输 FAI 增速也下降的极快，但是房地产 FAI 增长的非常迅速，投资数据可能在 5、6 月份已经见顶。根据前述内容，交运方面的投资全年维持在 60%以上是有保证的，制造业 FAI 维持在 25%也是有保证的，房地产 FAI 全年有望保持在 25%。我们进行了粗略的计算，全年城镇 FAI 应该在 31.90%附近。这与我们在第一部分算出的水泥需求相对照：全年水泥需求增长至少是 2.39 亿吨，全年水泥产量至少是 16.27

亿吨。

表 3 08 年以来各行业 FAI 月度同增情况（累计值）

	城镇FAI累 计增长	制造业	房地产	交运、仓 储和邮政	电力、燃 气及水	水利、环 境和公共 设施	采矿业
2008-02	24.27%	35.78%	34.13%	0.45%	0.84%	11.45%	21.60%
2008-03	25.94%	31.93%	34.71%	5.33%	6.61%	27.04%	31.55%
2008-04	25.74%	31.23%	33.85%	7.37%	7.34%	27.19%	32.07%
2008-05	25.65%	30.46%	33.95%	7.09%	6.90%	31.24%	33.85%
2008-06	26.82%	31.38%	35.09%	8.12%	9.10%	35.42%	32.61%
2008-07	27.27%	32.23%	32.74%	11.69%	11.55%	35.04%	36.97%
2008-08	27.39%	33.00%	30.46%	11.73%	11.80%	34.91%	37.23%
2008-09	27.64%	33.38%	29.21%	12.07%	15.66%	33.06%	41.59%
2008-10	27.25%	32.81%	27.16%	13.72%	16.84%	33.61%	40.27%
2008-11	26.85%	32.21%	25.37%	13.70%	16.69%	33.26%	37.85%
2008-12	26.19%	30.56%	23.38%	21.09%	15.59%	33.61%	31.15%
2009-02	26.53%	25.37%	4.85%	63.57%	20.66%	51.75%	25.80%
2009-03	28.64%	27.27%	8.02%	55.03%	18.34%	60.83%	32.90%
2009-04	30.53%	28.96%	10.05%	56.53%	22.39%	61.20%	26.50%
2009-05	32.92%	29.94%	12.69%	60.84%	25.15%	60.04%	27.74%
2009-06	33.65%	29.25%	15.26%	65.50%	28.68%	54.50%	24.43%
2009-07	32.94%	28.12%	16.85%	63.71%	27.36%	51.78%	20.43%
2009-08	33.05%	27.34%	19.81%	61.25%	28.40%	50.88%	18.88%

资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

对于水泥供给方面，根据我们所了解的信息，截止到 8 月中旬，全国新建成投产新干水泥线 65 条，新增熟料生产能力 8000 万吨；全年预计新增熟料生产能力在 1.4-1.5 亿吨，折合水泥生产能力 2 亿吨左右，因此，今年的供需差是缩小的，9、10、11 月份的水泥需求增速将会更快，供需差将会更加可观。

过剩产能是个老话题，这些年一直在讨论，不同的人也有不同的理解。根据工信部前段时间公布的信息，今年以来新增水泥生产线 65 条，新投产熟料生产能力 8000 万吨，这些生产线多为 4000t/d 以上的大型生产线，80%分布在中西部，而且多为大型企业集团投资所建。这些信息能说明一些问题：首先，大型企业集团投资建线，可能是水泥行业用市场手段淘汰小水泥更好的办法，实际上自从 08 年 12 月开始，小水泥的扩产冲动确实得到了抑制，对市场、对行业、对企业都是有好处的；其次，新投产的生产线 80%分布在中西部，这表明了水泥企业也是对市场做了分析了，谁会去产能过剩的浙江建线呢？

目前，我们所强调的产能过剩是静态的，从动态角度来看，过剩产能会被新增需求逐渐消化掉。从西方国家的历史数据上看，人均累计水泥消费量达到 12-14 吨的时候产生拐点，中国截至 08 年底，人均年消费水泥达到 1 吨，累计消费达到 12.3 吨（1950-2008）表面上看已经步入了这个区间。但是国际上大多用的是硅酸盐水泥，而我国要掺假混合材，因此，同样的熟料，我国水泥产量比国外要高 25% 左右，也就是说，不考虑快速城市化建设、人口增长等因素，我国人均累计水泥消费量至少要达到 15-17.5 吨才产生拐点，近两年内可能还达不到这个水平。目前控制水泥产能，更大程度上是调整产能结构。从工信部最近下发的《水泥行业准入条件（征求意见稿）》上来看，客观上支持了资金雄厚的大型企业集团的发展。

5、行业策略与推荐公司

综上，我们认为：

- 1、投资数据已经在 5、6 月份见顶，尤其是制造业和交通运输方面的固定资产投资月度下降速度极快；
- 2、房地产固定资产投资数据上升极快，但是从 7、8 月份情况来看，不能弥补制造业和交运 FAI 增速的下降；
- 3、城镇 FAI 虽然见了顶，并不意味着将快速下滑，我们预计仍能保持 31.9% 左右的全年增长，至少带来 2.39 亿吨的全年水泥需求增长，供需差缩小；
- 4、投资数据总体见顶，对水泥不利，但是房地产投资数据还是相当可观的，对玻璃有利。

因此，我们预计 09 年 4 季度建材行业依然景气，维持对于水泥和玻璃行业的“买入”评级。

推荐公司：海螺水泥

渤海证券股票投资评级说明

- 1、强烈推荐：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、推 荐：未来 12 个月内股价超越大盘 5%~15%之间；
- 3、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、回 避：未来 12 个月内股价落后大盘 5%~15%之间；
- 5、强烈回避：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 看淡：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn