

[2009.11.27]

产能暂时过剩，无碍景气回升

——建材行业 2010 年投资策略

✍ 唐笑

☎ 86-10-58362787

✉ tangxiao@bhq.com

投资要点：

● 2010 年固定资产投资有望保持 25% 的增长

根据我们的预测，今年全社会 FAI 增速将达到 27.87%，这比起前十月的累计增速 33.15% 有所降低，原因在于 08 年第四季度的 FAI 投放过快。

2010 年，制造业 FAI 增速由前一年的 25.5% 降低至 15%；房地产 FAI 增速与前一年基本一致，保持在 23% 的水平；交运 FAI 增速由 09 年的 41.77% 下滑至 2010 年的 38.72%。全社会 FAI 增速有望保持 25% 左右的增长。

● 消耗系数改善，水泥需求增长 18%

我们发现，全社会 FAI 对于水泥的消耗量在各年份中有很大不同，通过对 FAI 结构的研究，我们发现了各组成部分占全社会 FAI 比例与水泥消耗系数的不同相关关系：制造业投资中大部分是机器设备和厂房，真正在基建上的部分很少，这使得单位投资消耗的水泥量很少；地产投资分为多个环节，只有其中的基础建设与建筑安装环节与水泥消耗有关；交运投资主要部分在基建方面，单位投资消耗的水泥量大。

2010 年，制造业 FAI 占全社会 FAI 的比例为 28.01%，同比下降 1.6 个百分点；交运占比为 12.88%，同比上升 1.3 个百分点。综合计算，2010 年的水泥消耗系数将比 2009 年上升 9.15 个百分点。09 年的水泥消耗系数为 0.6458，那么 2010 年的水泥消耗系数为 0.7373，也就是说，全社会 FAI 每提高一个百分点，水泥产量的增速将提高 0.74 个百分点。

● 水泥和玻璃行业盈利状况直接得益于产能控制

明年水泥行业景气状况类似于今年，但是限制产能的行为会使得 2011 年景气状况大为提升。我们建议两条投资思路：一是本身就在新建产能中狂欢的公司；二是区域景气度仍然可观的公司。从这两点出发，我们向投资者推荐海螺水泥、冀东水泥和祁连山。

虽然到 2010 年中期，浮法玻璃产能将增长 20% 以上，玻璃行业会受新建产能投放的压制而稍有调整，但是一方面控制产能的措施使得在 2010 年中期往后一年内不会有新生产线投产；另一方面，电子元器件、家电等行业的玻璃需求量增速可观；2010 年、2011 年两年的玻璃需求复合增速绝对在 20% 以上，行业仍然向上。

● 维持对水泥和玻璃行业的“买入”评级

水泥和玻璃产能过剩是暂时的，行业仍然位于景气之中。我们维持对于水泥和玻璃行业的“买入”评级。

● 公司推荐

海螺水泥、冀东水泥、祁连山、南玻 A、金晶科技。

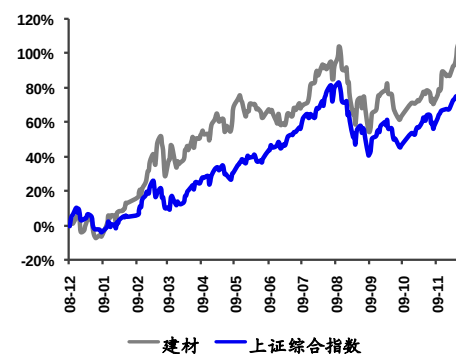
子行业评级

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
冀东水泥	买入
祁连山	买入
南玻 A	买入
金晶科技	买入

一年来建材和上证综指情况



相关报告

《投资见顶秋意乍现，地产投资单骑救主——09 年 4 季度建材行业投资策略》
 《衰也地产，兴也地产——建材行业 09 年中期策略报告》
 《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》

目 录

1、2009 年建材行业运行概况.....	5
1.1 产量分析.....	5
1.1.1 总体产量分析.....	5
1.1.2 水泥产量分区域分析.....	7
1.2 价格分析.....	9
1.2.1 总体价格情况.....	9
1.2.2 分区域价格情况.....	11
2、固定资产投资运行趋势.....	12
2.1 总体情况.....	12
2.2 固定资产投资行业细分情况.....	13
2.2 固定资产投资地域细分情况.....	16
3、房地产运行趋势.....	19
3.1 总体数据.....	19
3.2 分地区情况.....	20
3.3 房地产投资全年增速在 22.7%左右.....	21
4、未来固定资产投资和水泥供需分析.....	21
4.1 今年以来固定资产投资整体情况.....	21
4.2 地产投资情况.....	22
4.3 交通运输投资情况.....	23
4.4 制造业投资情况.....	24
4.5 2010 年水泥供需.....	25
4.5.1 FAI 的水泥消耗系数.....	25
4.5.2 今明两年水泥需求.....	26
4.5.3 今明两年水泥供给.....	27
4.6 2010 年玻璃供需.....	28
4.6.1 今明两年玻璃需求.....	28
4.6.2 今明两年玻璃供给.....	29
5、行业策略与推荐公司.....	30

图 目 录

图 1 截至 09 年 10 月水泥产量增长情况.....	5
图 2 2008 年、2009 年单月水泥产量增速比较.....	5
图 3 2008 年、2009 年累计水泥产量增速比较.....	6
图 4 截至 09 年 8 月平板玻璃产量增长情况.....	6
图 5 平板玻璃 08、09 年累计月度产量增长比较.....	7
图 6 平板玻璃 08、09 年单月产量增长比较.....	7
图 7 截至 09 年 7 月各省份水泥产量累计增长情况（绝对值）.....	8
图 8 截至 09 年 7 月各省份水泥产量累计增长情况（相对值）.....	8
图 9 截至 09 年 10 月各区域水泥产量累计增长情况（相对值）.....	9
图 10 全国平均水泥价格	9
图 11 08 年、09 年 42.5 标号水泥全国平均价格.....	10
图 12 08 年、09 年 42.5 标号水泥全国平均价格（剔除成本上升因素）.....	10
图 13 各区域 42.5 含税水泥价格（元/吨）.....	11
图 14 城镇固定资产投资增速	12
图 15 中央、地方项目投资情况（月度累计同比增长）.....	12
图 16 中央、地方项目投资情况（单月同比增长）.....	13
图 17 固定资产投资各主要组成部分增长情况（单月同比）.....	14
图 18 固定资产投资各主要组成部分增长情况（月度累计同比）.....	14
图 19 交通运输固定资产投资主要组成部分占比.....	14
图 20 交通运输方面各组成部分 FAI 累计同比增长.....	15
图 21 交通运输方面各组成部分 FAI 单月同比增长.....	15
图 22 分地区交通运输 FAI 累计增长情况（截至 09 年 10 月）.....	16
图 23 09 年前 10 月各省份 FAI 累计增长情况（绝对值）.....	17
图 24 09 年前 10 月各省份 FAI 累计增长情况（相对值）.....	17
图 25 各区域 FAI 历史增长情况（累计值）.....	18
图 26 各区域 FAI 历史增长情况（单月值）.....	18
图 27 房地产开发投资增长情况	19
图 28 商品房销售与房地产开发投资完成额情况.....	19
图 29 房地产开发投资分区域增长情况.....	20
图 30 房地产开发投资分区域增长情况（经过平滑处理）.....	20
图 31 房地产施工、开工、竣工情况预测.....	22
图 32 房地产开发投资完成额分析与预测.....	23
图 33 交通运输以及主要组成部分投资分析与预测.....	24
图 34 工业企业利润增长与投资增长的关系.....	24
图 35 FAI 的水泥消耗系数.....	25
图 36 FAI 的水泥消耗系数（2010 年预测）.....	27
图 37 平板玻璃产量与房屋竣工面积关系图.....	28
图 38 平板玻璃产量与房屋竣工面积关系图.....	29

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）	13
表 2	08 年以来各行业 FAI 月度同增情况（累计值）	21
表 3	08 年以来各行业 FAI 月度同增情况（单月值）	22
表 4	截至 09 年 3 季度末的部分省份熟料产能状况（万吨）	27
表 5	今明年水泥需求与产能汇总（亿吨）	28

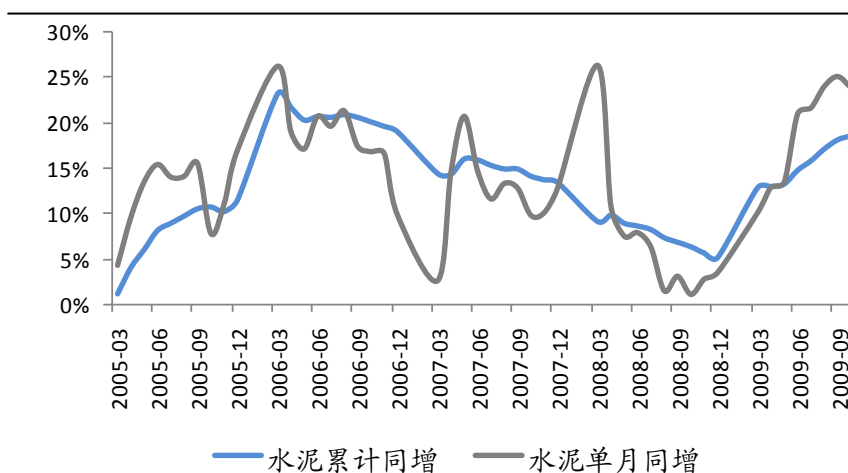
1、2009 年建材行业运行概况

1.1 产量分析

1.1.1 总体产量分析

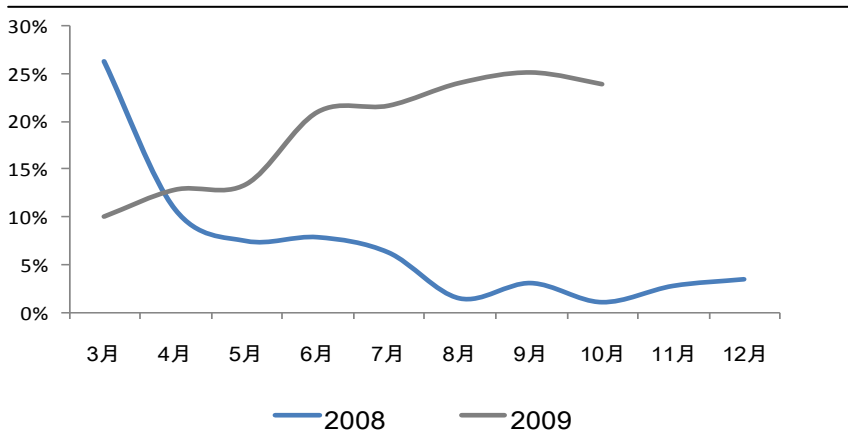
截至 09 年 10 月底，我国共生产水泥 13.41 亿吨，累计同比增长 18.67%，其中 10 月份单月生产水泥 1.56 亿吨，同比增长 23.85%。水泥累计产量增速不断放大，考虑到 08 年下半年水泥产量增速下滑太快，09 年全年水泥产量增长至少是 18%，即 2.50 亿吨左右。但是 08 年水泥单月产量增长的增长是从 10 月份开始的，反映到 09 年的数据上也非常明显，水泥单月增速在 9 月份见顶，09 年 7 月份以来的水泥单月增速分别为 21.62%、23.98%、25.01%、23.85%。

图 1 截至 09 年 10 月水泥产量增长情况



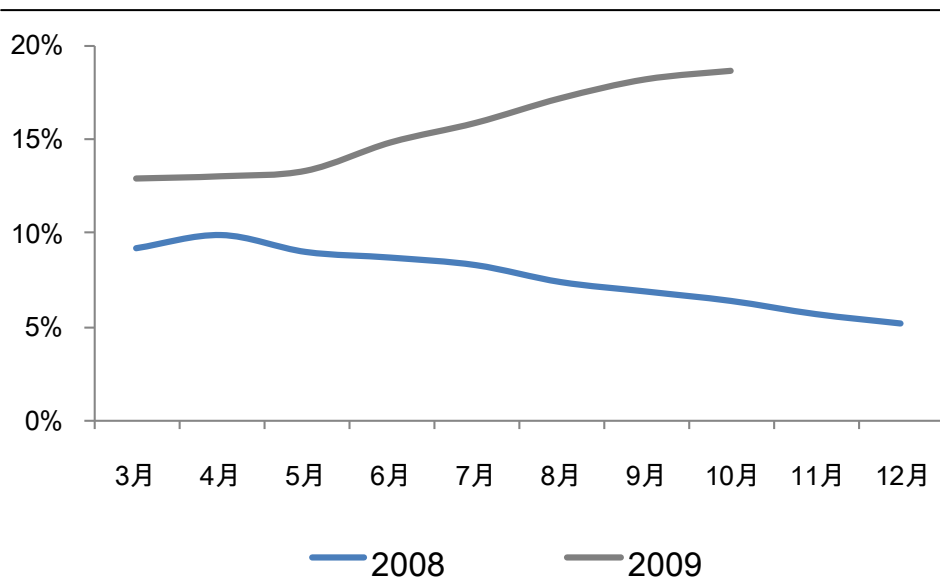
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 2 2008 年、2009 年单月水泥产量增速比较



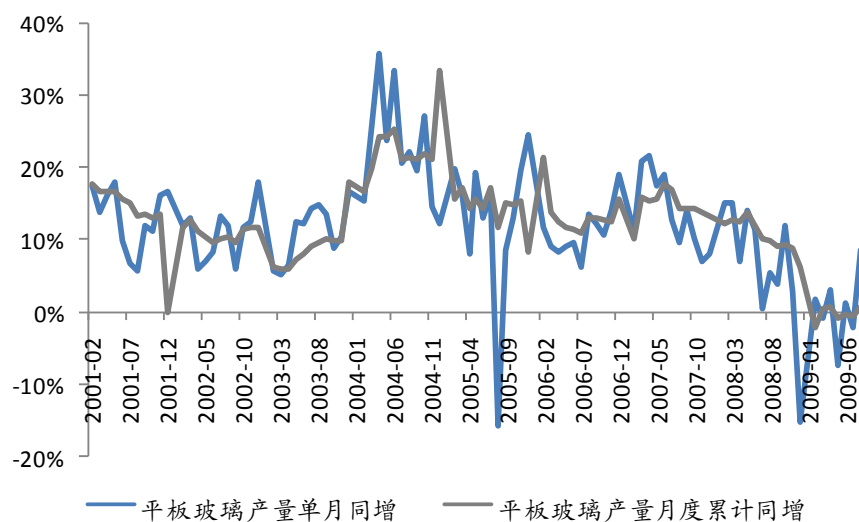
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

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

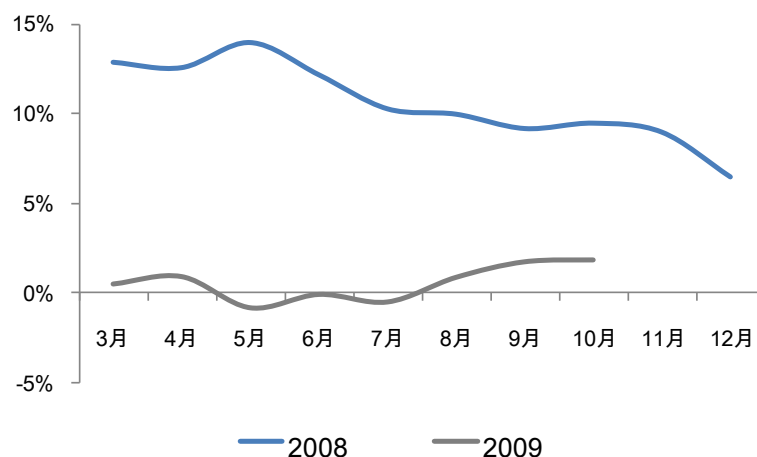
图 4 截至 09 年 8 月平板玻璃产量增长情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

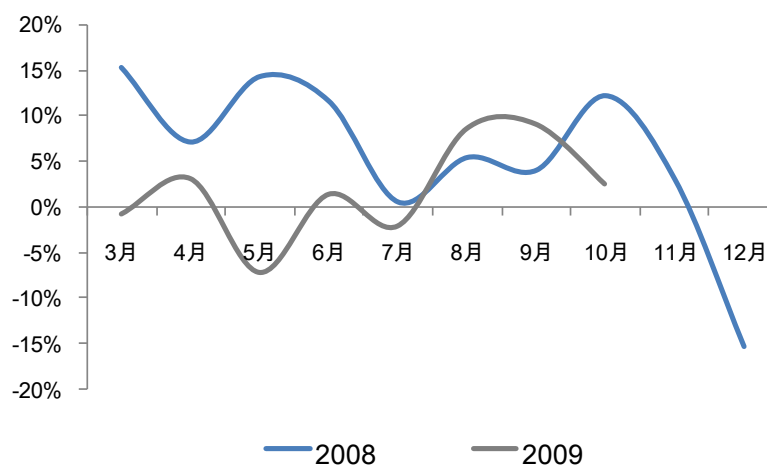
如上所示，平板玻璃产量增速已经走出低谷。截至 10 月份，共生产平板玻璃 4.59 亿重量箱，同比增长 1.86%。其中 10 月份单月生产 5024.53 万重量箱，同比增长 2.49%。

图 5 平板玻璃 08、09 年累计月度产量增长比较



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 6 平板玻璃 08、09 年单月产量增长比较

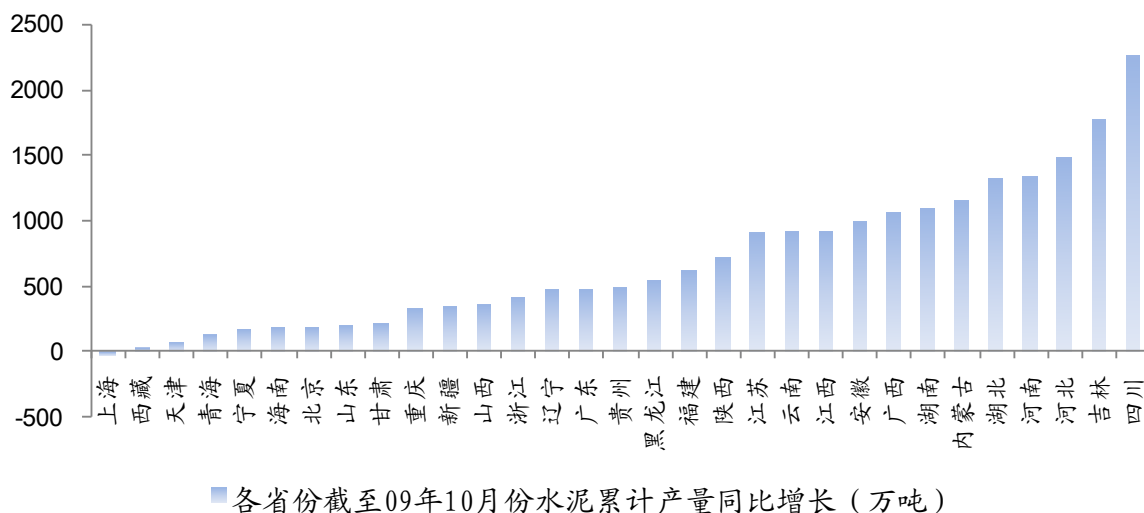


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

1.1.2 水泥产量分区域分析

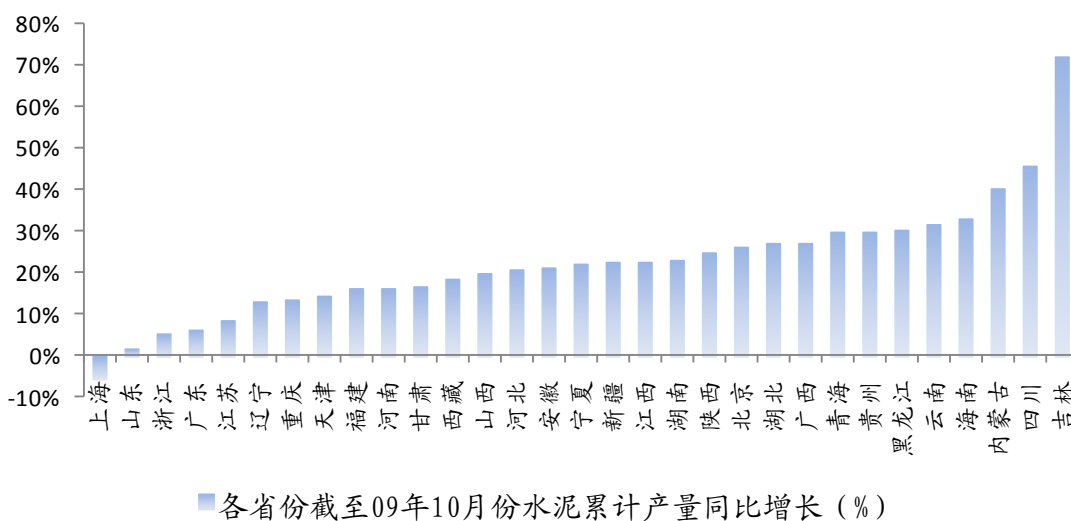
截至 09 年 10 月份，从全国水泥产量增长的绝对值贡献上来看，贡献 1000 万吨以上的增量的省份有江苏、云南、江西、安徽、广西、湖南、内蒙、湖北、河南、河北、吉林、四川。从相对值贡献上来看，增长在 30%以上的省份有青海、贵州、黑龙江、云南、湖南、内蒙、四川、吉林。

图 7 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

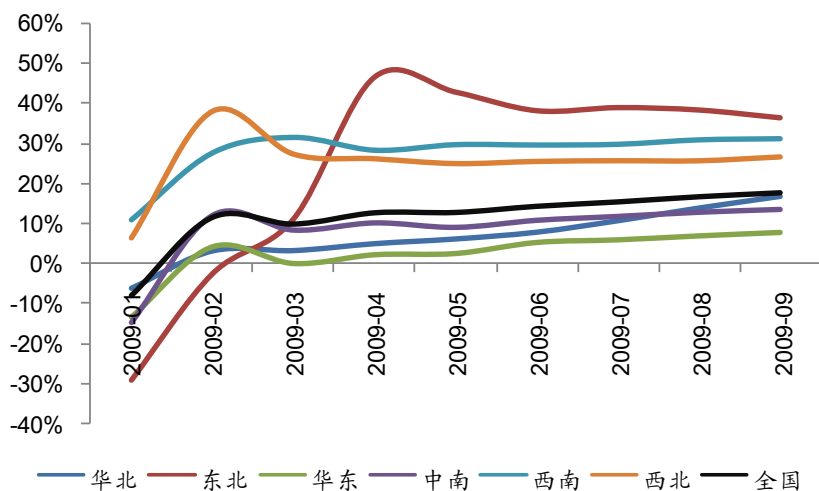
图 8 截至 09 年 7 月各省份水泥产量累计增长情况（相对值）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

从分区域的角度看，东北、西南、西北的水泥增速维持在高位，华北地区的增速上升的速度最快，华东和中南地区增速较慢。

图 9 截至 09 年 10 月各区域水泥产量累计增长情况（相对值）



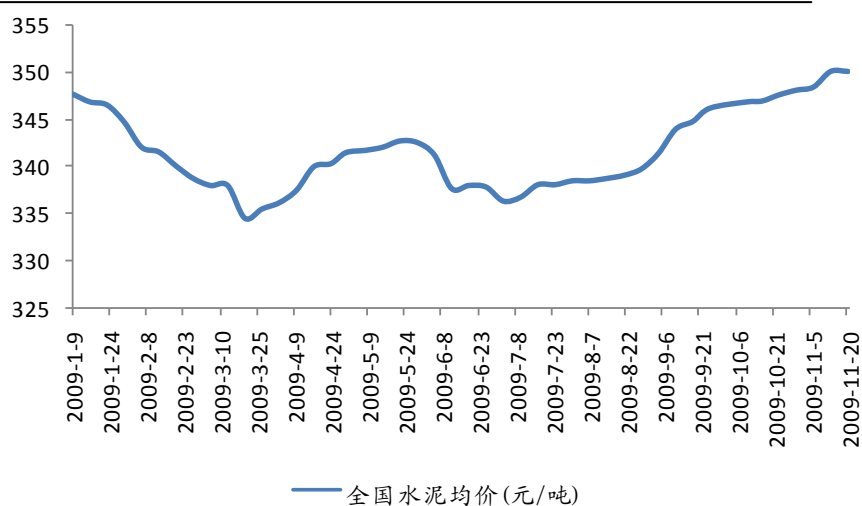
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

1.2 价格分析

1.2.1 总体价格情况

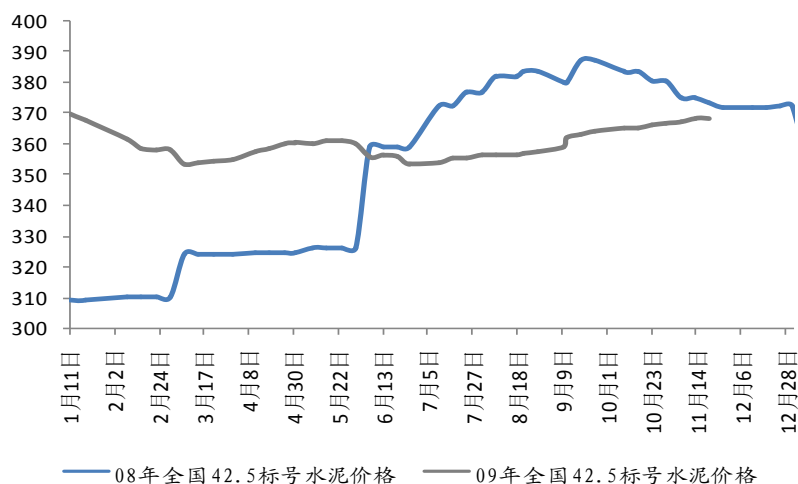
从下图很明显可以看出，全国平均水泥价格在 2009 年 3 月 20 日左右见底，缓慢回升至 5 月底又二次探底，刚一进入旺季，水泥价格便开始迅速上涨。

图 10 全国平均水泥价格



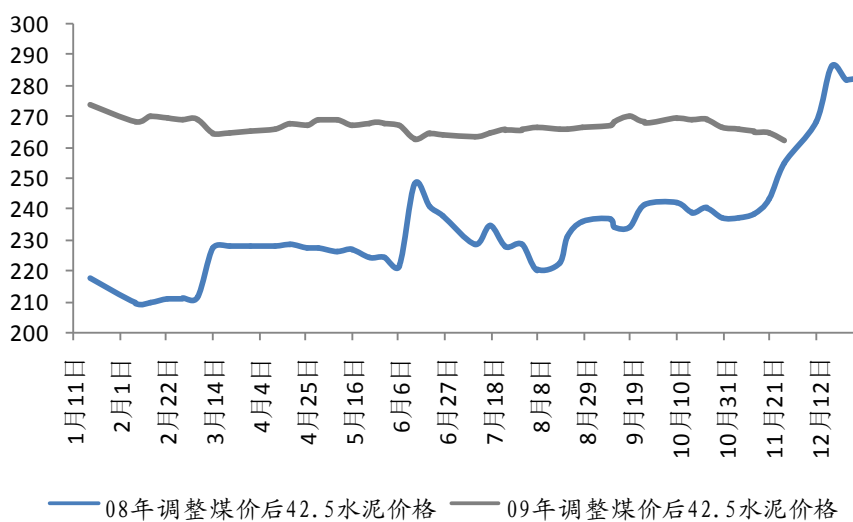
资料来源：数字水泥网 渤海证券研究所

图 11 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 12 08 年、09 年 42.5 标号水泥全国平均价格（剔除成本上升因素）



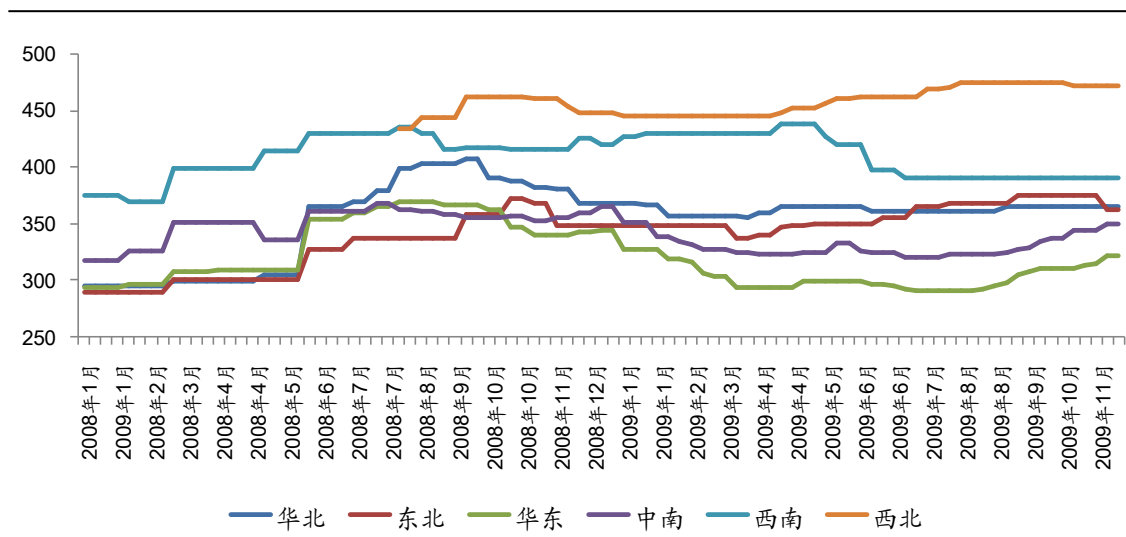
资料来源：数字水泥网 渤海证券研究所

目前的水泥价格已经接近 1 月份的全国最高水平，但是煤炭价格水平有了较大幅度的下降，因此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 12 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，水泥价格的下跌幅度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。而从 09 年 8 月份至今，秦皇岛 5500 大卡煤炭价格从 600 上涨到 700

元/吨，10 年钢铁、水泥、玻璃行业全面景气，可能会带动煤炭价格进一步上升。

1.2.2 分区域价格情况

图 13 各区域 42.5 含税水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网 渤海证券研究所整理

从上图很明显可以看出：

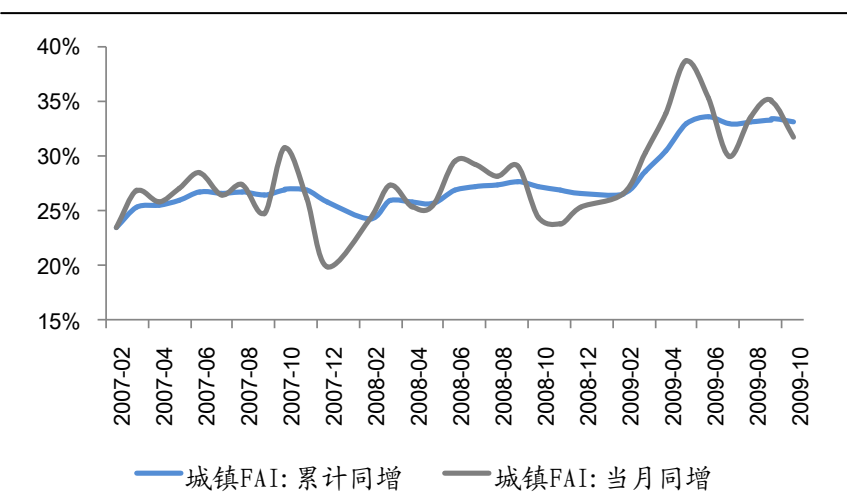
- 1、截至 11 月 20 日，西北、西南地区水泥价格维持高位，中南、华东地区价格相对较低，但是自从中南、华东地区进入旺季，相对价格涨幅非常可观，二者价格相对于今年的最低点分别上涨 8.39%、11%，二者带动全国水泥价格相对于年内低点上涨 4.63%；
- 2、进入旺季之后，在区域龙头企业的带领下，涨价的频度和幅度均很大，显示出旺盛的水泥需求，。

2、 固定资产投资运行趋势

2.1 总体情况

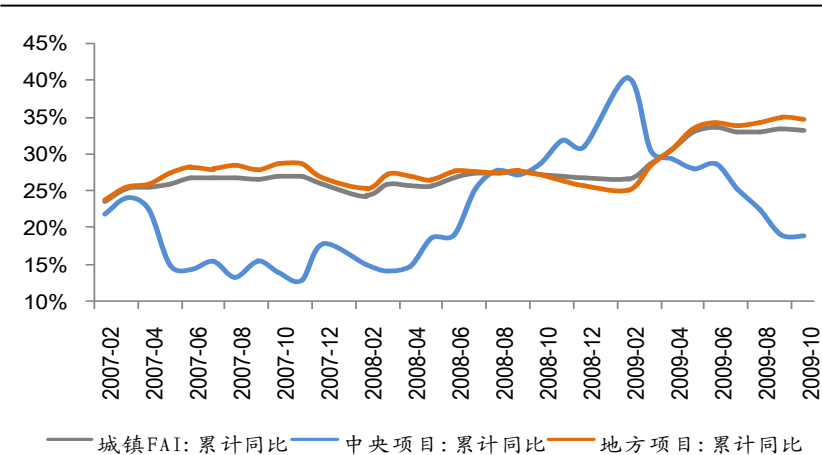
自年初以来，固定资产投资增长可观，并没有出现诸如配套资金跟不上等问题，民间投资依然是投资的主力。当政府稍微放松行业管制，稍微给一些扶持，民间投资立即释放出惊人的活力。事实上，政府所投的，其实就是铁路、公路等领域的那几千个亿。从图 15 可以看出，自 09 年初中央投资放量了短短两个月之后，中央投资确实就冷下来了。但是，这丝毫不影响全社会固定资产投资的坚定上扬。

图 14 城镇固定资产投资增速



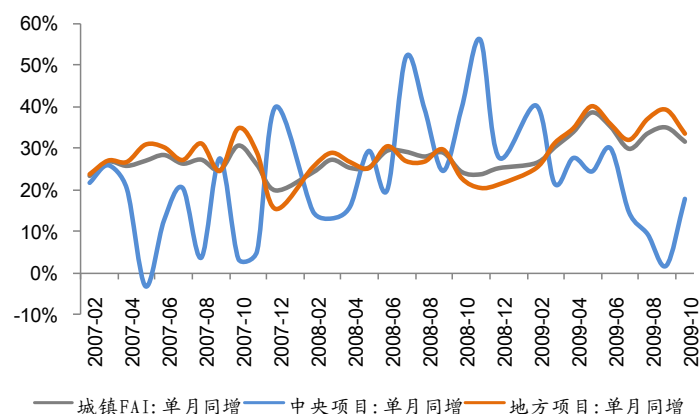
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 15 中央、地方项目投资情况（月度累计同比增长）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 16 中央、地方项目投资情况（单月同比增长）



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）

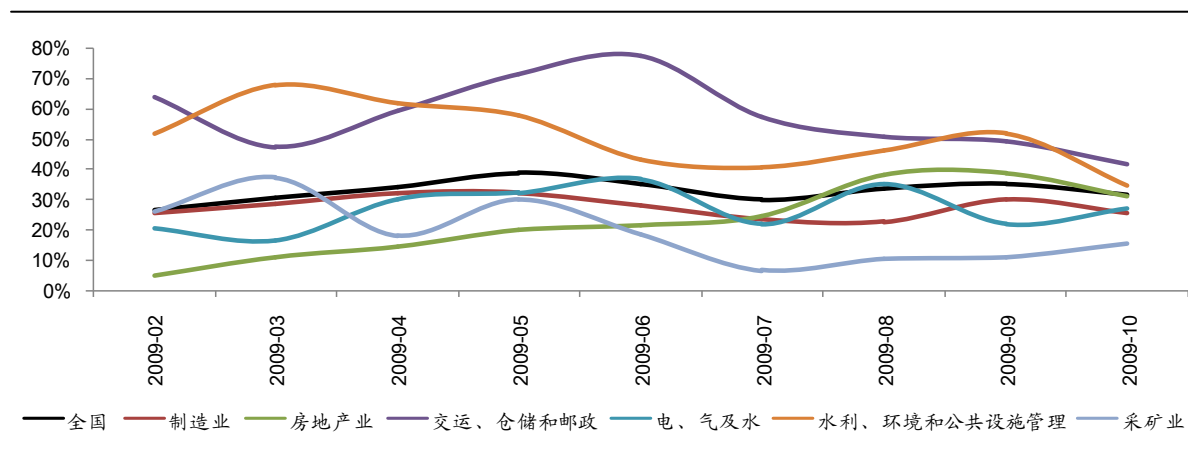
时间	制造业	房地产	交运、仓储和邮政	电力、燃气及水	水利、环境和公共设施	采矿业	小计
2003	25.20%	26.30%	13.29%	8.92%	9.90%	3.64%	87.25%
2004	24.98%	24.70%	11.63%	9.32%	8.23%	3.66%	82.52%
2005	27.06%	23.34%	11.54%	9.65%	7.97%	4.27%	83.82%
2006	28.24%	22.94%	11.92%	8.77%	7.97%	4.46%	84.30%
2007	30.23%	24.31%	10.94%	7.72%	7.82%	4.49%	85.51%
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。

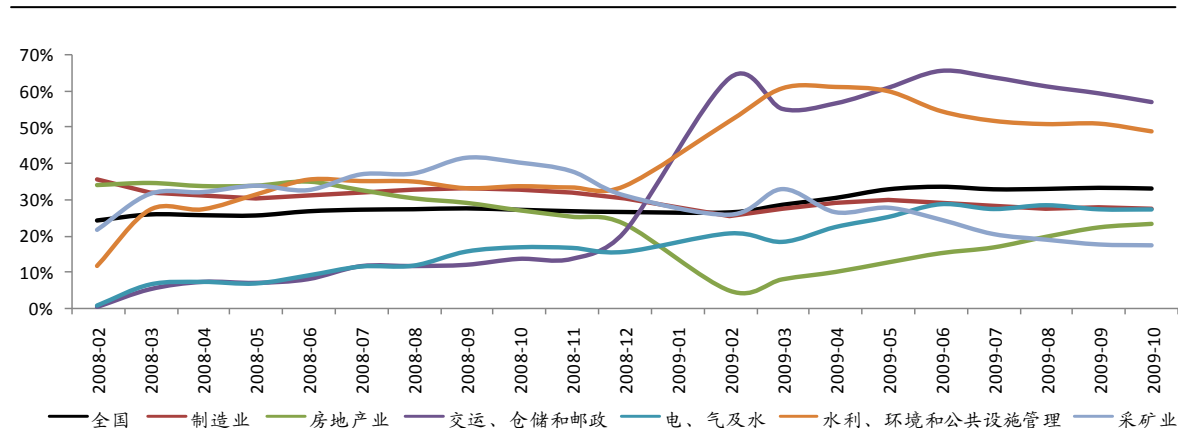
细分来看，直接得益于财政刺激政策，交运和水利环境等公共设施的投资增速最快，制造业投资保持稳定，增速略微下滑，房地产投资增速回升速度最快。

图 17 固定资产投资各主要组成部分增长情况（单月同比）



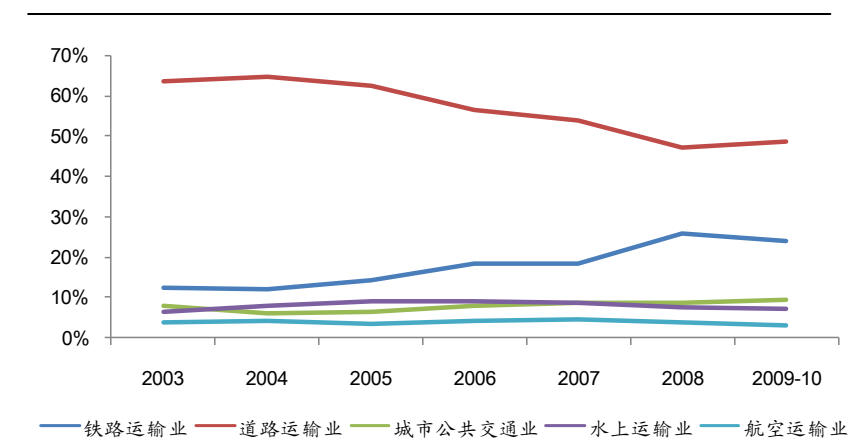
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 18 固定资产投资各主要组成部分增长情况（月度累计同比）



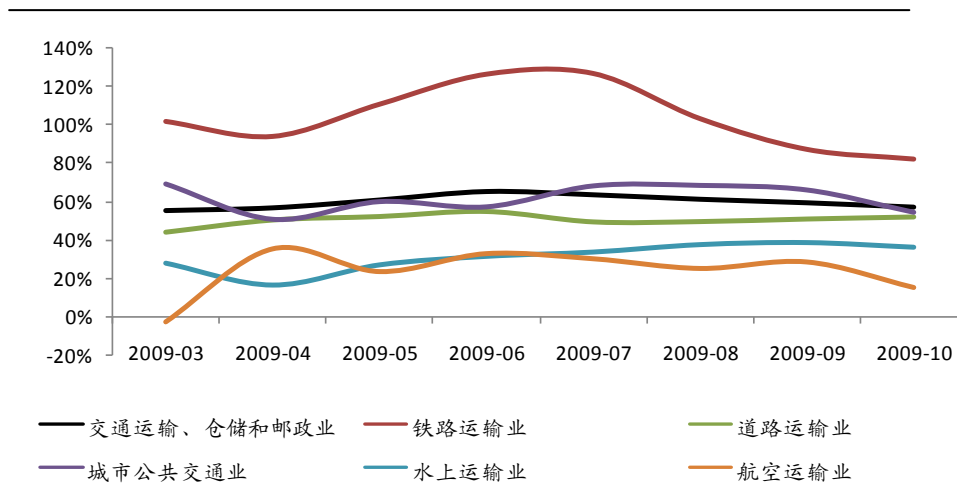
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 19 交通运输固定资产投资主要组成部分占比



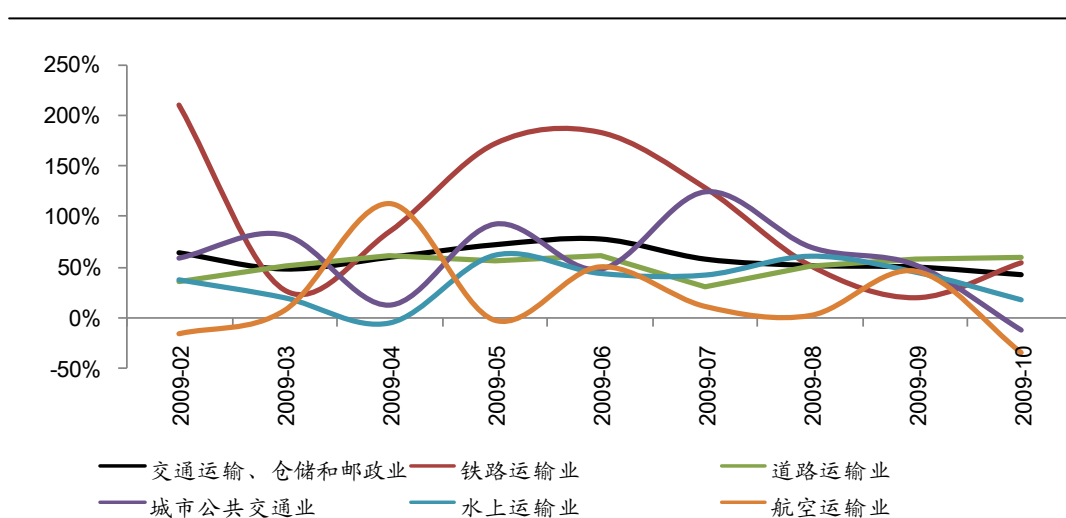
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 20 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 21 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

从图 19、图 20 和图 21，可以看出：

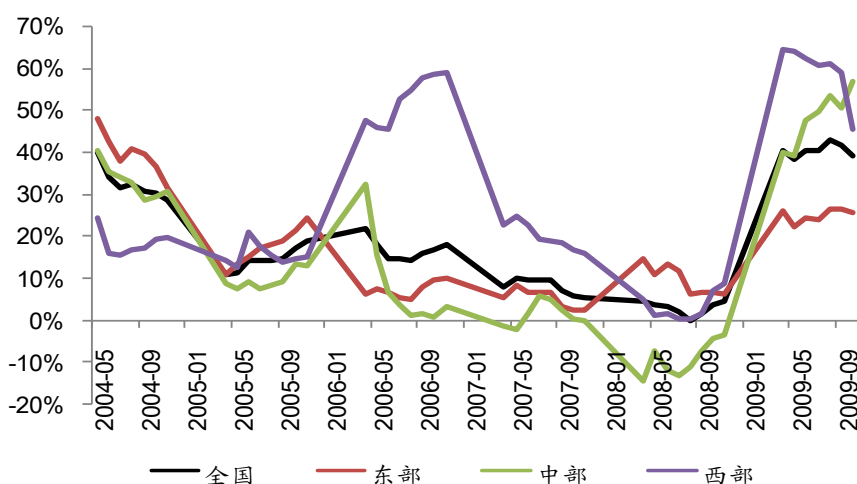
- 1、交通运输的 FAI 中，铁路和公路加起来占到 80%左右，起决定性作用；
- 2、从累计增速上讲，铁路 FAI 截至 10 月增速达到 80%左右，公路在 50%左右；
- 3、从单月增速上将，铁路 FAI 增速在 6 月份见顶，在 9 月份跌到了 20%左右的水平；

4、由于 08 年财政刺激造就的翘尾因素，以及 09 年上半年投资放的太快，09 年下半年交运方面的投资增速减缓在意料之中。

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。

分东、中、西部来看，西部的增速最快，中部次之，东部相对最慢。同时受到 08 年翘尾因素的影响，西部交运投资增速在 10 月份大幅减缓，全国的数字也出现放缓。

图 22 分地区交通运输 FAI 累计增长情况（截至 09 年 10 月）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

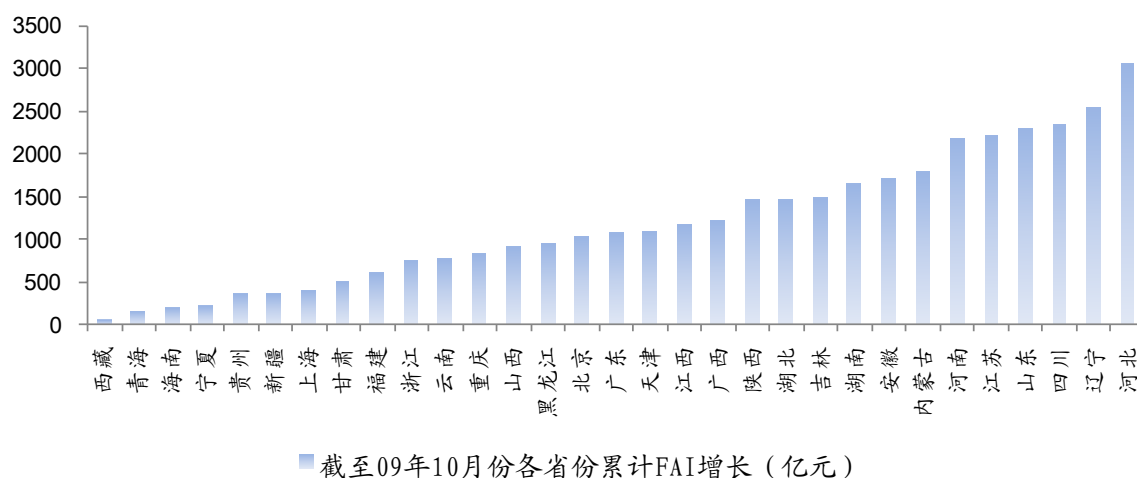
2.2 固定资产投资地域细分情况

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% 以上的有陕西、山西、北京、天津、湖南、黑龙江、四川、广西、河北。

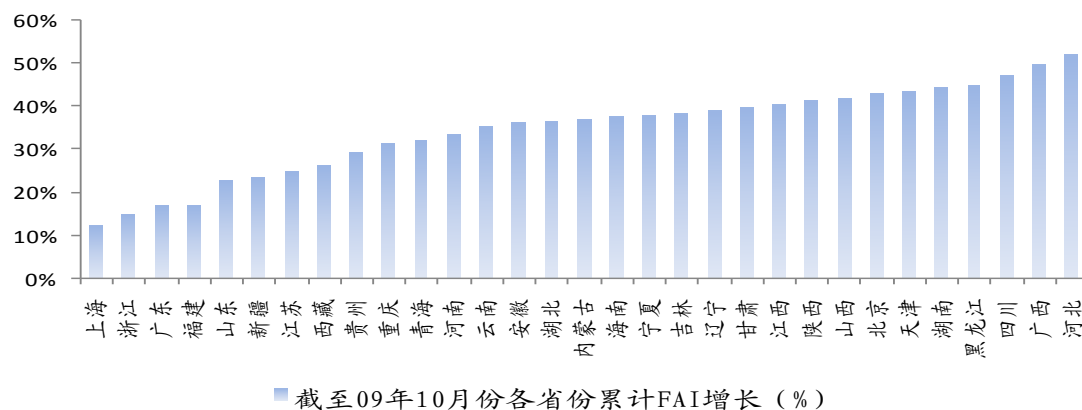
从大区域的角度来看, 东北、西南、华北、西北增速快于全国水平, 中南和华东地区较慢。

图 23 09 年前 10 月各省份 FAI 累计增长情况 (绝对值)



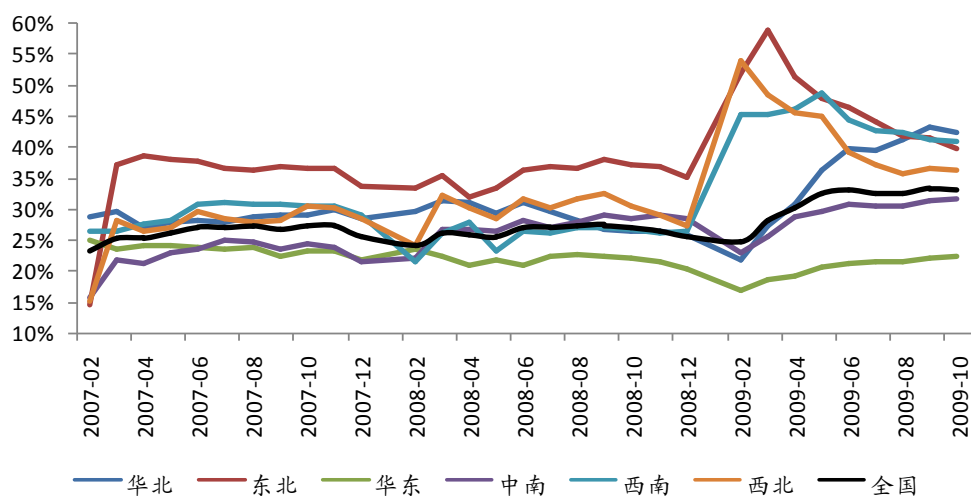
资料来源: 国家统计局 渤海证券研究所

图 24 09 年前 10 月各省份 FAI 累计增长情况 (相对值)



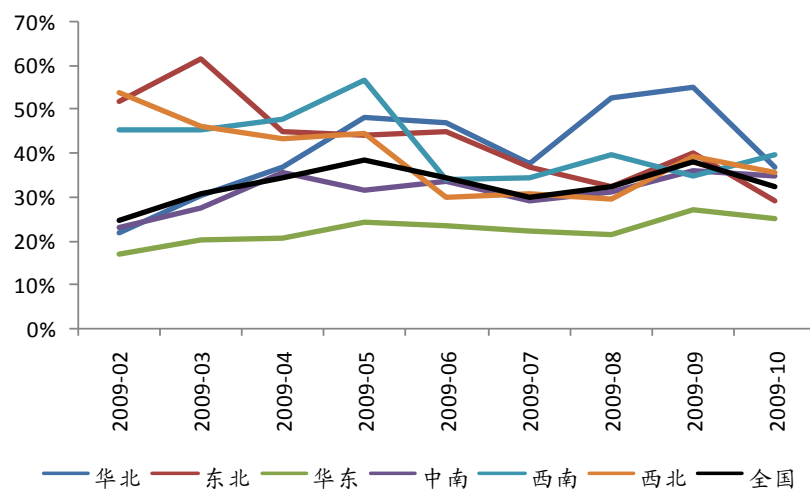
资料来源: 国家统计局 渤海证券研究所

图 25 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 26 各区域 FAI 历史增长情况（单月值）

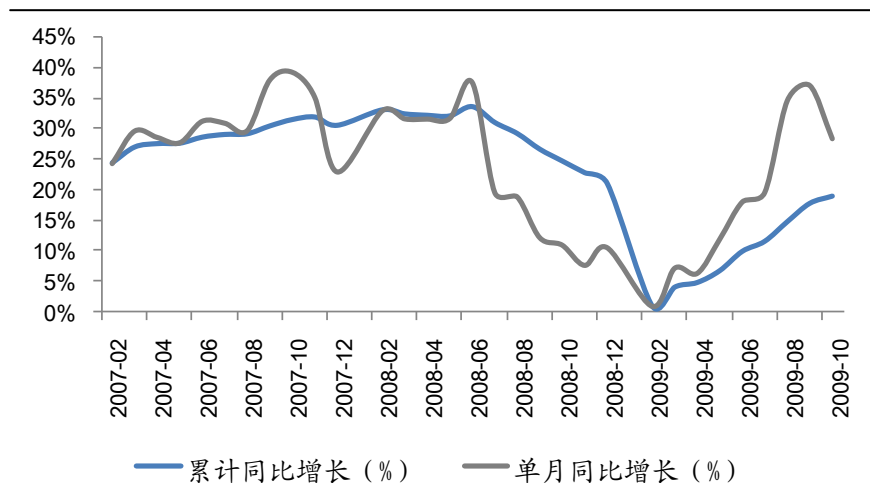


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

3、房地产运行趋势

3.1 总体数据

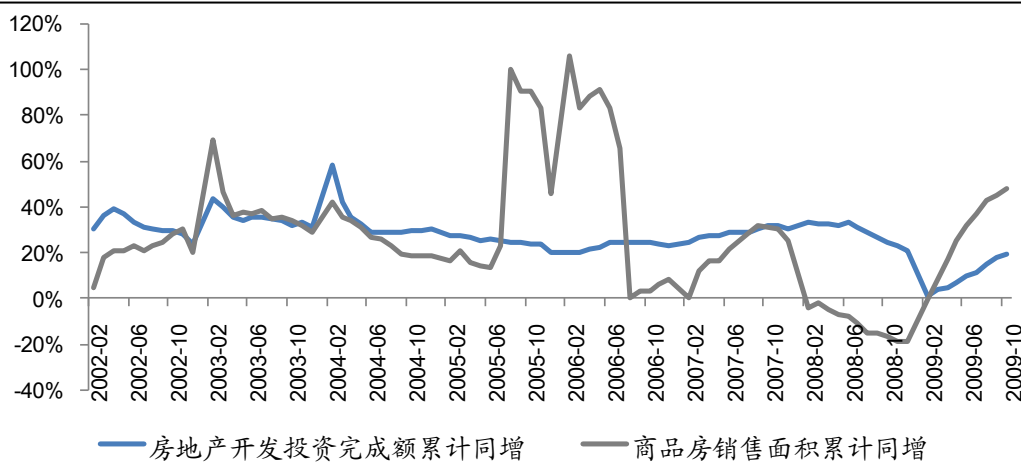
图 27 房地产开发投资增长情况



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, 商品房销售的强劲回升使得地产库存消化周期大幅下降, 近期交易量的下跌更大程度上是由于“无房可卖”, 2010 年的地产投资将大幅增加, 今明两年房地产开发投资累计增长将分别达到 22.7% 和 23%。

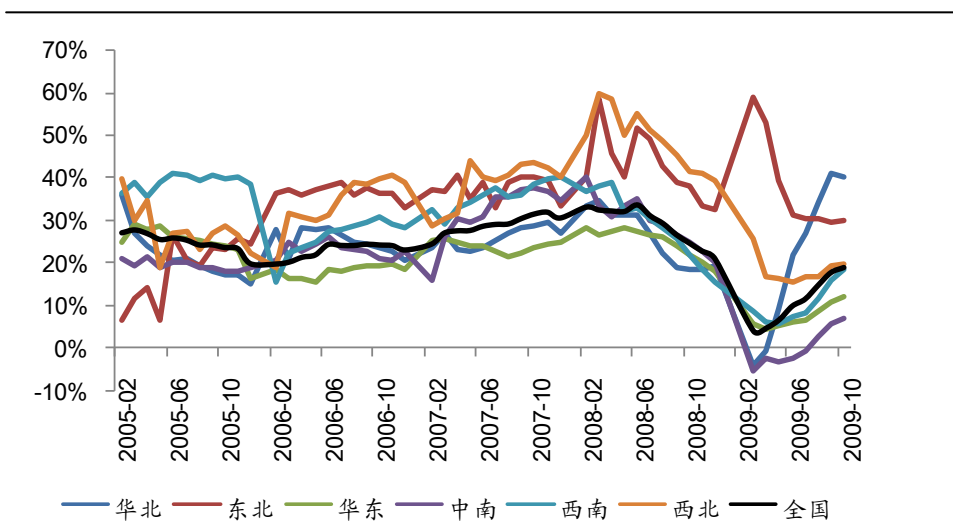
图 28 商品房销售与房地产开发投资完成额情况



资料来源: 国家统计局 渤海证券研究所

3.2 分地区情况

图 29 房地产开发投资分区域增长情况

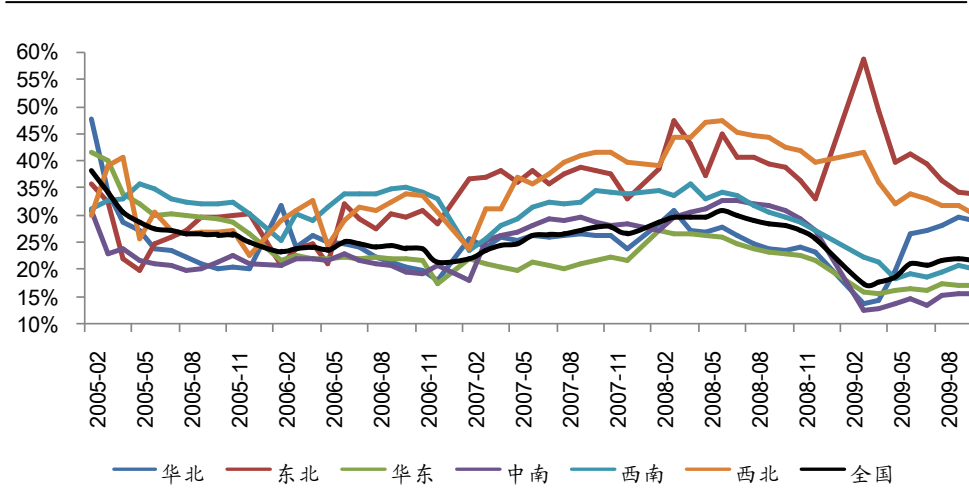


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

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 30 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 22.7%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 22.7%左右,2010 年增长在 23%左右,今明两年新开工面积增长分别为 8.47%、17.5%。

4、未来固定资产投资和水泥供需分析

4.1 今年以来固定资产投资整体情况

表 2 08 年以来各行业 FAI 月度同增情况 (累计值)

指标名称	城镇FAI 累计增长	制造业	房地产	交通运输、 仓储和邮政	电力、燃 气及水	水利、环 境和公共	采矿
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	26.62%	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%
2009-09	33.35%	27.70%	22.40%	59.31%	27.29%	51.01%	17.54%
2009-10	33.15%	27.48%	23.38%	56.91%	27.24%	48.85%	17.30%

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 增速有所下滑,交通运输 FAI 增速也下降的极快,但是房地产 FAI 增长非常可观。整体固定资产同增维持在 33%左右。

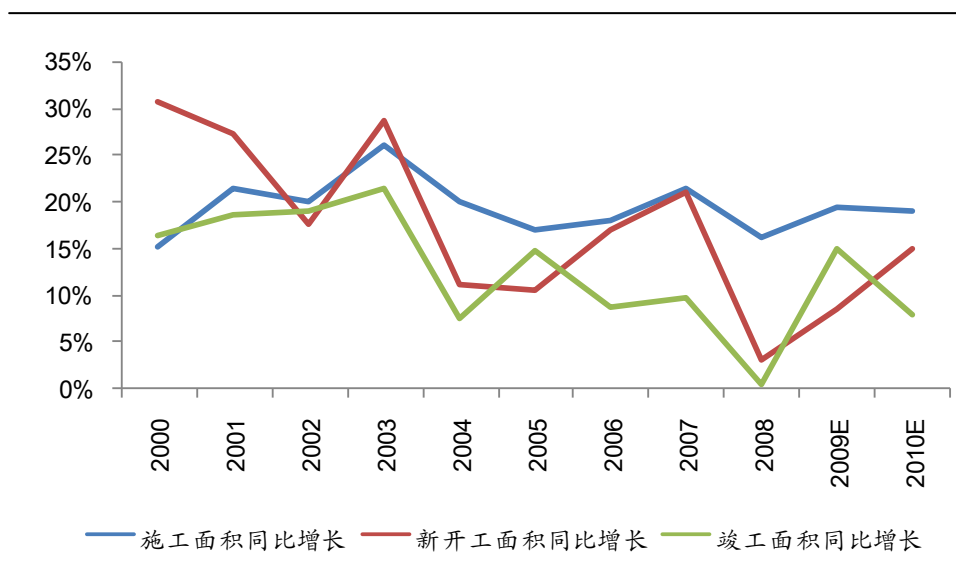
表 3 08 年以来各行业 FAI 月度同增情况 (单月值)

指标名称	城镇FAI 累计增长	制造业	房地产	交通运输 、仓储和 邮政	电力、燃 气及水	水利、环 境和公共	采矿
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	25.29%	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%
2009-09	35.05%	29.86%	38.76%	49.29%	21.85%	51.76%	11.14%
2009-10	31.65%	25.74%	31.21%	41.69%	26.94%	34.45%	15.59%

资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

4.2 地产投资情况

图 31 房地产施工、开工、竣工情况预测



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

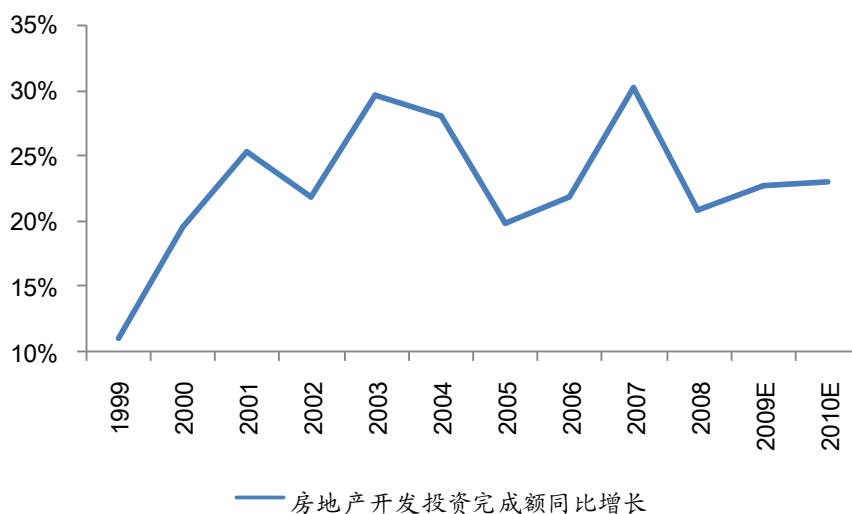
如上图所示，我们的地产研究员对今明两年房地产开工、施工、竣工情况进行了分析了预测：

开工方面：08 年的房市销售疲软，使得当年开工面积大减，正在施工以及即将竣工的项目也纷纷延期，所以当年的施工面积依然坚挺，09 年上半年，房市大卖，地产商们的精力放在在建项目的赶工上，以至于全年的新开工面积并没有答复增长，2010 年新开工面积将大幅增长；

施工方面：比较稳定，09、10 年施工面积分别同比增长 19.46%、19%；

竣工方面：08 年房市不行，很多原本竣工的房子都延期了，09 年房市大卖，地产商纷纷赶工卖房子，但是 09 年新开工面积不行，所以 2010 年竣工面积增速比 09 年慢很多。

图 32 房地产开发投资完成额分析与预测



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

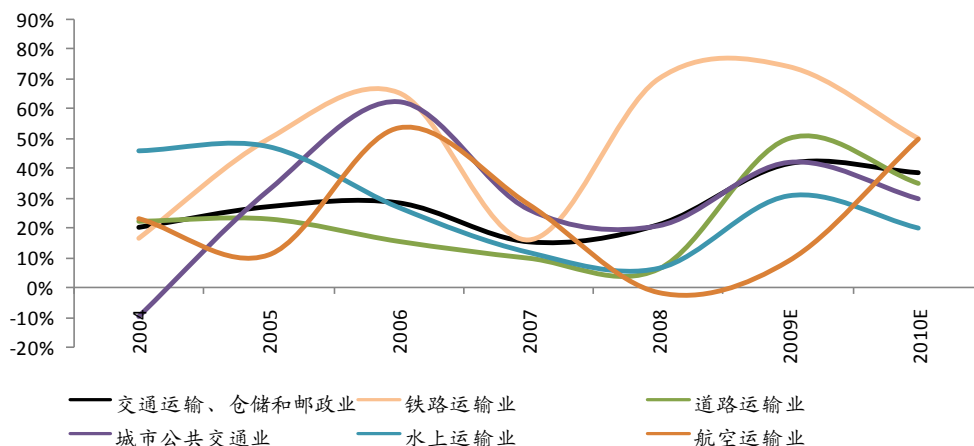
同样，根据我们地产研究员的研究，09、10 年的房地产开发投资完成额分别同比增长 22.7%、23%，增速非常可观。

4.3 交通运输投资情况

根据我们交通运输行业研究员的预测，合计占到所有交运投资 80%以上的铁路与

公路方面的投资增速在 09 年分别为 74.16%、50%，在 10 年分别为 50%、35%，全国交运总体投资在今明两年分别为：41.77%、38.72%。

图 33 交通运输以及主要组成部分投资分析与预测

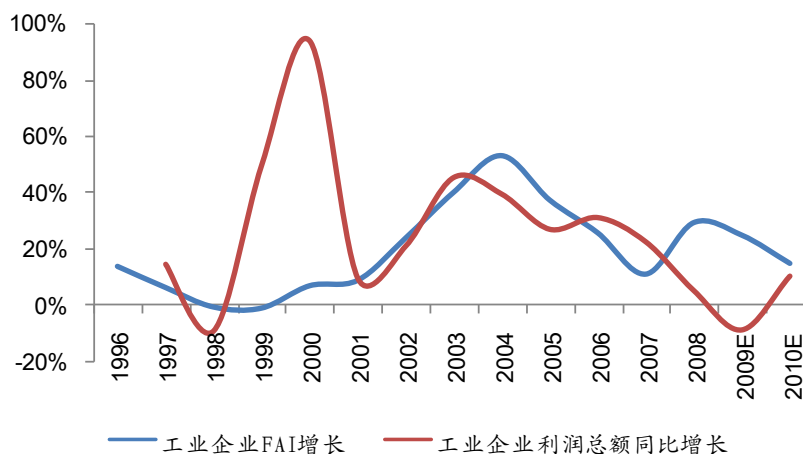


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

4.4 制造业投资情况

如图 34 所示，工业企业利润增长与次年的投资存在着很强的正相关关系，这很容易理解，在市场好的时候，企业扩张的意愿才最强烈，难度也最小。09-10 年，工业企业利润分别同比增长-9.1%、10%，相应的工业企业 FAI 增速将为 25%、15%。

图 34 工业企业利润增长与投资增长的关系

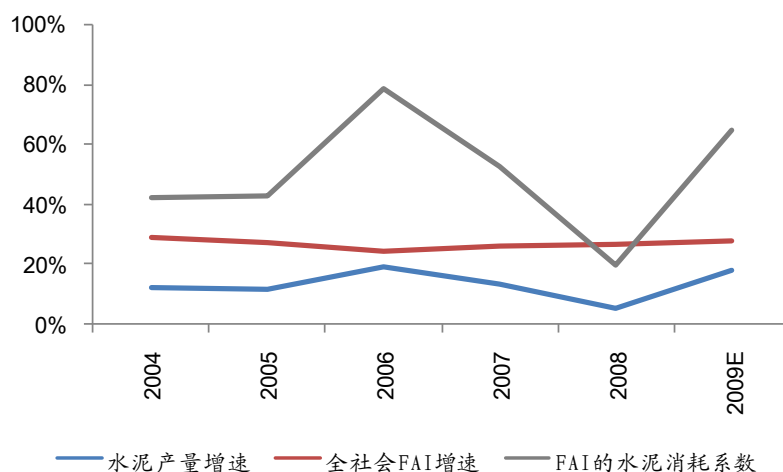


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

4.5 2010 年水泥供需

4.5.1 FAI 的水泥消耗系数

图 35 FAI 的水泥消耗系数



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

众所周知，水泥需求增速与全社会固定资产投资增速呈正相关关系，但是对于单位 FAI 所消耗的水泥数量，众多分析师各执一词。如图 35 所示，我们罗列了 04 年以来的情况，灰色折线为水泥消耗相对于全社会 FAI 的弹性，即全社会 FAI 每增长 1%，水泥消耗量增长百分之多少。我们发现该系数并非一个固定的常数，而是变化很大，全社会 FAI 增速稳定在 25%-30% 中间，但是该系数却在 20%-80% 之间波动，因此，如果仅仅依靠预测全社会 FAI 增速来预测次年的水泥消耗量，是有风险的。

我们试图分析全社会 FAI 结构变化（指主要的六类：制造业、房地产、交运、电力燃气和水、水利等公共设施、采矿业）与水泥消耗系数之间的关系，考察了 03 年以来的季度数据（共计 27 组数据），分析显示，制造业投资占全社会 FAI 的比例与水泥消耗系数呈负相关关系，系数可达 -4.4，也就是说制造业投资占比越大，水泥的消耗反而非常少；房地产投资比例与水泥消耗系数相关关系不明显；交运投资与之呈现强正相关关系，系数达到 0.5，即交运投资占比越大，水泥消耗越大；电力燃气和水以及水利等公共设施占比与水泥消耗系数呈显著负相关关系，

系数分别为-8.5 和-1.5；采矿业占比与该系数呈现显著正相关，系数为 1。

我们认为，就主要组成部分而言，系数不同时显而易见的：制造业投资中大部分是机器设备和厂房，真正在基建上的部分很少，这使得单位投资消耗的水泥量很少；地产投资分为多个环节，只有其中的基础建设与建筑安装环节与水泥消耗有关；交运投资主要部分在基建方面，单位投资消耗的水泥量大。即使我们没有获得房地产投资比例变化与水泥消耗系数之间的显著关系，但是我们获得了其他两个主要部分，即制造业和交运投资的情况，这可以帮助我们在一个大概率上获得 10 年的水泥消耗系数。

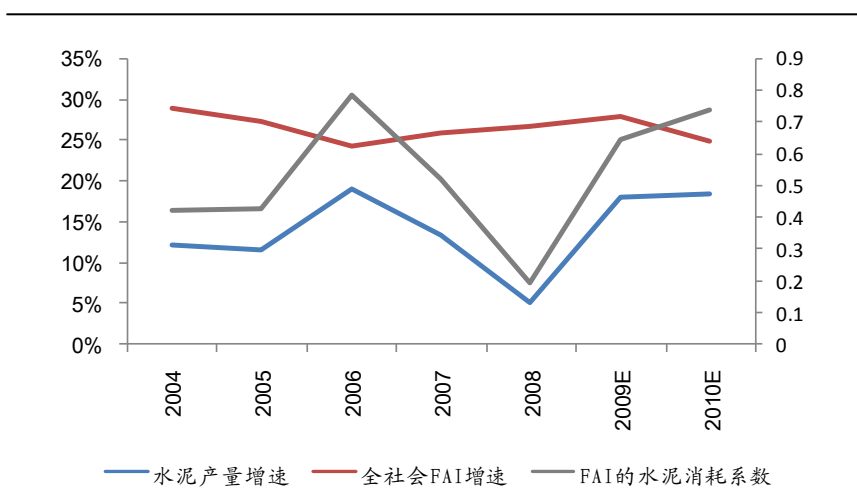
根据之前的研究，2010 年，制造业 FAI 占全社会 FAI 的比例为 28.01%，同比下降 1.6 个百分点；交运占比为 12.88%，同比上升 1.3 个百分点。综合计算，2010 年的水泥消耗系数将比 2009 年上升 9.15 个百分点。09 年的水泥消耗系数为 0.6458，那么 2010 年的水泥消耗系数为 0.7373，也就是说，全社会 FAI 每提高一个百分点，水泥产量的增速将提高 0.74 个百分点。

4.5.2 今明两年水泥需求

我们在上文预计，今明两年全社会 FAI 增速为 27.87%、25.06%，这两年的水泥消耗系数分别为 0.6456、0.74。那么今明量年的水泥需求增速将分别达到 18%、18.5%，增长的绝对量分别为 2.5 亿吨、3.03 亿吨，需求量达到 16.38 亿吨、19.41 亿吨。

这一点是我们与其他券商不一样的地方，目前主流券商对明年水泥需求的预测多分布在 7%-10%之间，理由是明年的固定资产投资增速将降下来，我们在进行了一系列计算之后认为，明年的 FAI 增速确实会从今年的 27.87%降到 25%，但是由于水泥消耗系数的增加，明年的水泥需求增速和增量反而会大于今年！

图 36 FAI 的水泥消耗系数（2010 年预测）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

4.5.3 今明两年水泥供给

我们对部分省份的水泥产能扩张状况进行了考察，数据显示，在以下几个省份，在建熟料产能竟然占到已有产能的 53%，而 2010 年落成的熟料产能也占到已有产能的 42.56%，明年产能扩张之剧可见一斑。

我们将这几年全国的水泥产能与需求情况汇总在表 5 中，该表显示，明年水泥需求与产能增长的量基本一致，供求关系与今年类似。但是，目前国家正在积极限制水泥产能，预计在未来的一年内，新建项目将大幅减少，这一方面客观上增加了落后产能的生存空间而使得淘汰变得举步维艰；另一方面也无形中提高了产业整合的成本。因此，水泥行业景气在 2011 年出现强劲上扬是大概率事件！而在那之前，水泥股的股价可能早已上了一个新台阶。

表 4 截至 09 年 3 季度末的部分省份熟料产能状况（万吨）

省份	在产熟料产能	在建熟料产能（已经开工）		在 2010 年落成	
		熟料产能	占已有产能比例	熟料产能	占已有产能比例
湖北	4765	1597	33.52%	1277.6	26.81%
四川	4042	5478	135.53%	4382.4	108.42%
重庆	2483	1829	73.66%	1463.2	58.93%
云南	3903	2046	52.42%	1636.8	41.94%
湖南	2914	2713	93.10%	2170.4	74.48%
安徽	8624	2511	29.12%	2008.8	23.29%
江苏	5475	961	17.55%	768.8	14.04%
小计	32206	17135	53.20%	13708	42.56%

资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

表 5 今明年水泥需求与产能汇总（亿吨）

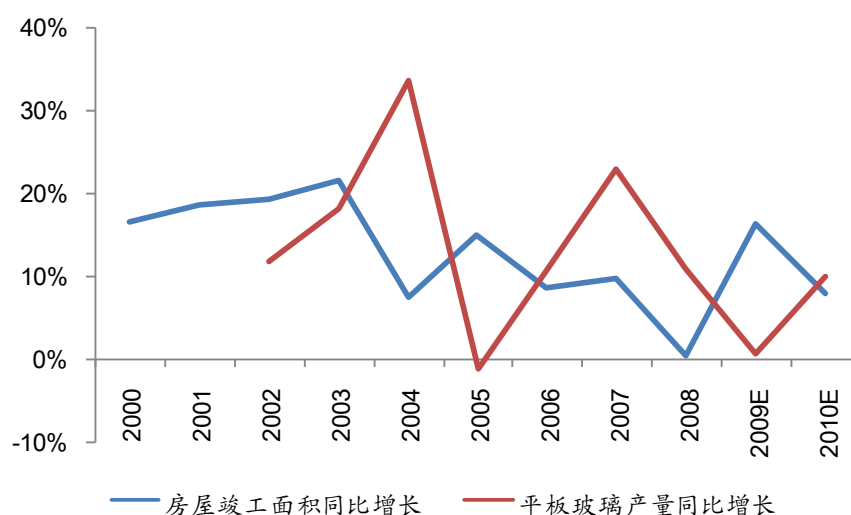
截至年底	淘汰落后 (水泥)	新增产能 (熟料)	新增产能 (水泥)	净增水泥 产能	需求增量 (水泥)	全国水泥 产能	全国水泥 需求	落后水泥 产能
2008	0.5	1.6	2.16	1.66	0.3	18.8	13.88	5
2009	0.8	2.4	3.24	2.44	2.5	21.24	16.38	4.2
2010	1	3.03	4.1	3.1	3.03	24.34	19.41	3.2

资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

4.6 2010 年玻璃供需

4.6.1 今明两年玻璃需求

图 37 平板玻璃产量与房屋竣工面积关系图

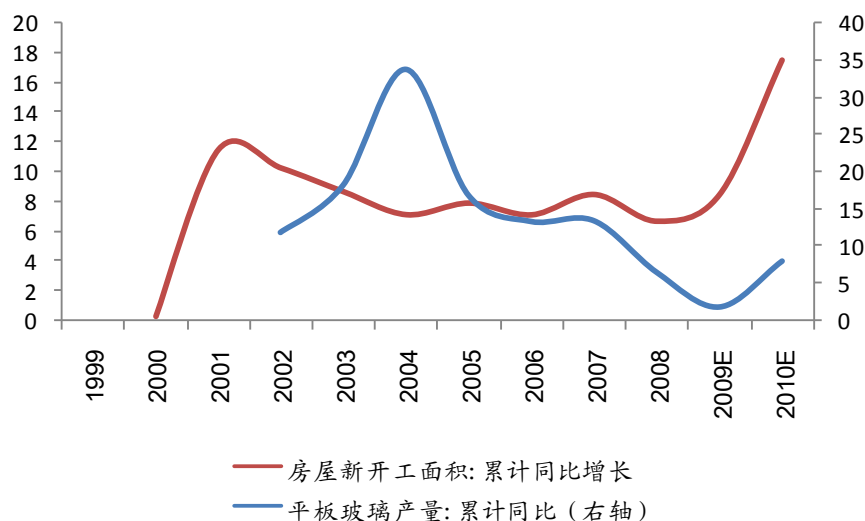


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

我们的地产研究员认为，由于 08 年许多计划竣工的项目在 09 年竣工，导致 09 年竣工面积大幅增长，而 2010 年出现“无房可竣”的情况，使得该年竣工面积增速回落。

2009 年，新开工面积增速达到 8.47%，2010 年增速达到 15%。地产项目的纷纷开工最终使得 2010 年玻璃需求量大增，预计今明两年平板玻璃需求增长分别达到 1.86%、10%。

图 38 平板玻璃产量与房屋竣工面积关系图



资料来源: 国家统计局 渤海证券研究所

4.6.2 今明两年玻璃供给

我国今年平板玻璃产量在 2 月份见底回升, 行业景气转好, 但是由于产能的短期刚性, 使得玻璃价格逐渐回升, 并在 8 月份摸到历史高点, 之后有所回落, 目前又到历史高点。

中国建材信息总网显示, 目前我国共有浮法玻璃生产线 205 条, 在产的浮法玻璃生产线 165 条, 产能 83050t/d, 停产 27 条, 产能 11270 t/d, 冷修 11 条, 产能 5780 t/d, 放水 2 条, 产能 700 t/d。目前全国的在建浮法线在 20 条左右, 合计产能 12000 t/d。

今年上半年, 全国共投产 10 条新线, 5 条复产浮法线, 共计 8300 t/d 的产能, 预计到 2010 年初, 冷修和放水的 13 条生产线即将复产, 贡献共计 6480 t/d 的产能, 而到明年的第二季度, 在建的 20 条生产线即将建成, 贡献 12000 t/d 的产能, 届时玻璃产能将达到 101530 t/d, 相较于如今的 83050t/d 增长 22.25%。届时会对玻璃价格形成压制。

5、行业策略与推荐公司

我们对水泥和玻璃行业的相关情况进行了分析，数据显示：

2010 年水泥净增产能与新增需求基本一致，行业景气状况类似于今年，但是限制产能的行为会使得 2011 年景气状况大为提升，因此，2010 年水泥股跑赢大市的概率极大。维持对水泥行业的“买入”评级。我们建议两条投资思路：一是本身就在新建产能中狂欢的公司；二是区域景气度仍然可观的公司。从这两点出发，我们向投资者推荐海螺水泥、冀东水泥和祁连山。

虽然到 2010 年中期，浮法玻璃产能将增长 20%以上，但是一方面，电子元器件、家电等行业的玻璃需求量增速可观；一方面控制产能的措施也使得在 2010 年中期往后一年内不会有新生产线投产。而 2010 年、2011 年两年的玻璃需求复合增速绝对在 20%以上，虽然 2010 年中期玻璃行业会受新建产能投放的压制而稍有调整，但是景气仍将维持，行业仍然向上。因此我们维持对玻璃行业的“买入”评级，向投资者推荐南玻 A、金晶科技。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价超越大盘-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：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、 卖出：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	
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	机场/航空/铁路行业研究 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 10 5836 2782	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
中药/制剂/药商业行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	银行行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	可转债与金融工程研究 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:			
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