

建筑建材行业

建筑建材行业 2009 年度投资策略

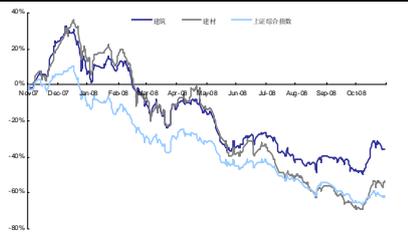
谨慎推荐

(维持评级)

2008 年 12 月 9 日

本报告的独到之处

- 基建板块的收入增长预期明确但其业绩对收入增速的敏感性弱。
- 09 年上半年水泥行业的景气度将持续走低，房建需求对水泥行业的影响要强于基建需求。
- 从业务结构和区域性两个视角来挖掘阶段性的投资机会；

一年收益率比较


资料来源：Wind, 国信证券经济研究所

建筑建材行业高级分析师：杨昕

 电话：021-68864596
 Email: yangxin@guosen.com.cn

相关报告：

- 《铁路建设股仍需观望 水泥股估值渐归理性》
— 08 年中期建筑建材行业投资策略
- 《驾驭建筑航母 再燃水泥激情》
— 08 年建筑建材水泥行业投资策略

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

年度投资策略

基建 VS 水泥：政策推升结构性亮点

● 策略建议

09 年，在政策推动下的行业结构性增长与宏观经济处于下行周期等诸多因素作用下，基建板块凭借其收入增长的确切性而有望延续阶段性超越行业指数的表现，建材板块则更多受到需求衰退的压制。

建筑板块的行情演绎要看铁路和公路两个领域的投资增速是否符合市场预期。由于基建股普遍对收入增速的敏感性弱于对毛利率波动的敏感性，因此预期 09 年基建股依然处在估值相对偏高的态势下运行，限制了其股价上涨空间。

水泥行业正处于短周期的景气度下行阶段，但长期增长前景依旧乐观。水泥股基于过往 12 个月的动态 PE、PB 估值已经处于历史低位，但预期未来 6 个月的毛利率仍将表现为同比下降，使得当前估值并不具有特别的吸引力。预期行业层面在 09 年前半段难觅亮点，因此建议波段操作来及时兑现盈利，更好的买点应该在 09 年后半段。

● 建筑行业

中国未来几年的基建扩张计划主要围绕交通基础设施建设领域展开，其将对近 20% 的国内建设市场起到明显的拉动作用。铁路建设和公路建设行业的成长预期最明确，09 年该领域的基建投资增速有望达到 30-40%，投资规模创历史新高。

铁路施工企业因其所处市场具有的相对垄断性而受益明显，公路建设市场相对分散、竞争激烈，公路施工企业难以估算其受益程度。随着市场开放度提高，各建筑子行业的利润率也日趋平均化。低价中标、层层分包、垫资、回款难、项目管理等众多因素使得基建项目的利润率始终差强人意。

● 水泥行业

09 年国内水泥行业的供求形势是争论的焦点，其中来自房屋建设市场的需求波动是最关键的影响因素。尽管预期交通基建投资加大可以明显拉动水泥消费增量约 8000-10000 万吨，但此需求增量能否抵消经济衰退的影响较难判断。

按照我们的数据推算，09 年上半年房建市场不景气将使得国内水泥市场供大于求的压力明显，下半年形势还要结合宏观和地产行业的变化来分析，我们初步判断贯穿 09 年水泥行业将处于供略过于求的情形，但区域间的差异会比较明显。我们认为在 09 年水泥行业的龙头企业仍会实现盈利的正增长，但幅度会相对有限。

● 玻璃行业

玻璃行业遭受到需求不振和出口回流的双重打击，其根源是房地产行业的景气度快速下滑。目前浮法玻璃行业基本处于盈亏平衡态势，09 年上半年全行业亏损的局面可能再次出现。在经济前景不明朗的前提下，建议规避浮法玻璃企业。

● 风险提示

大规模基建扩张计划的资金到位率和项目进度是否符合市场预期。全球经济前景不明朗，海外项目的风险会对相关公司的业绩造成影响。

内容目录

主要观点	3
08 年行业回顾	3
09 年行业展望	3
建筑行业	4
行业发展状况	4
交通基建增速将加快	5
公路建设市场	6
铁路建设市场	7
房屋建设市场	8
对外承包业务	8
建筑业竞争态势	9
水泥行业	10
消费结构	10
短期供求关系不佳	11
中长期前景依旧向好	11
行业毛利率先下后上	13
玻璃行业	15
消费结构	15
供求形势依旧严峻	15
盈利前景趋淡	16
投资策略	17
基本思路	17
估值比较	17
业绩预测	18
建筑行业-业绩敏感性分析	18
建材行业-增值税转型的影响	18
免责条款:	19

图表目录

图 1: 历年国内建筑业总产值增速、建筑安装投资增速、GDP增速比较	4
图 2: 国内建筑业总产值分布	5
图 3: 建筑业总产值、增加值与GDP的比例关系	5
图 4: 建筑业总产值、增加值与固定资产投资的比例关系	5
图 5: 铁路建设规划	6
图 6: 公路建设规划	6
图 7: 铁路建设资金构成	6
图 8: 公路建设资金构成	6
图 9: 国内公路建设现状	7
图 10: 历年国内公路建设投资额统计	7
图 11: 国内铁路建设现状	7
图 12: 历年国内铁路基建投资额统计	7
图 13: 房屋施工面积增速统计	8
图 14: 历年房地产投资累计增速	8
图 15: 对外承包工程统计	9
图 16: 国内水泥消费结构示意图	10
图 17: 国内房建工程市场分类	10
图 18: 国内水泥产量增速统计	11
图 19: 新型干法水泥新增产能及产能增速	12
图 20: 国内水泥供求关系曲线	12
图 21: 水泥行业固定资产投资	13
图 22: 09-10 年水泥新增产能分布估算图	13
图 23: 国内水泥市场平均价格 (PO42.5) 统计	14
图 24: 水泥板块毛利率变化统计	14
图 25: 水泥生产的成本构成	14
图 26: 玻璃消费结构	15
图 27: 玻璃月度出口量增速统计	15
图 28: 01-08 年玻璃产销量统计	16
图 29: 01-07 年玻璃供求关系曲线	16
图 30: 历年国内玻璃市场平均价格统计	16
图 31: 纯碱、重油价格变化统计	16
图 32: PE、PB估值--海螺水泥	17
图 33: PE、PB估值--Lafarge	17
图 34: PE、PB估值--中国交通建设	17
图 35: PE、PB估值--Kajima	17
表 1: 建筑细分子行业的市场竞争态势	9
表 2: 交通设施建设对水泥消费的拉动推算表	11
表 3: 主要水泥企业的产能扩张计划	13
表 4: 重点公司盈利预测及投资评级	18
表 5: 业绩敏感性分析	18
表 6: 增值税转型分析	18

主要观点

08 年行业回顾

- 08 年建筑行业继续保持稳步增长的态势，而铁路建设和城市轨道交通建设成为建筑业持续的热点。尽管这两个细分行业的业绩水平并未表现出特别的投资吸引力，但行业投资规模及增速预期相对明确，从而成为市场资金的避风港。基于对国家实施基建扩张政策的预期，整个建筑板块率先构筑阶段性底部。
- 08 年的水泥行业是迎着压力前行。需求衰退和成本压力对行业的盈利状况造成较大的冲击，但灾后重建、国家开始实施大规模基建扩张计划等因素又增添了水泥行业在未来 2-3 年的结构性亮点。水泥股的估值逐步回归理性区间，资本市场也开始重新探讨水泥股的长期投资价值之所在。
- 玻璃行业受到国内外房地产市场衰退的连带影响，表现为景气度的快速回落。

09 年行业展望

➤ 建筑业

解读相关政策措施，认为 09 年交通基础设施建设仍为国内建筑业的重中之重。其中公路建设和铁路建设的规模增量将明显超越其它基建领域，初步预期可以实现 30-40% 的增速。

铁路建设市场为相对垄断的竞争态势，从而使得铁路施工企业更明显受益于行业投资的快速增长。公路建设属于自由竞争的市场，专业化施工企业只有在桥隧比高的高端公路项目上才能够显示出竞争优势。

采用 EPC 总承包模式的专业化建筑企业值得持续关注。

对专注于房屋建设领域的建筑企业而言，09 年将是一个艰难的时期。

➤ 水泥行业

预期国内水泥行业在 09 年上半年将延续当前景气度下行的态势，而何时扭转要看基建增量需求的拉动效果和房屋建设市场的发展状况。

就水泥行业供求关系来分析，09 年产能增速要略快于需求增速，产品销售压力较大，但大型水泥企业的销量增长仍会强于行业平均水平。

09 年投资水泥股，即要分析行业层面和公司层面的差异性，也要分析产品结构和区域优势的差异性，我们仍强调“能够走出去的水泥企业具有长期投资价值”。

➤ 其它建材子行业

继续看淡玻璃、陶瓷、型材等建材子行业，只要房建市场不重新走好，就不要介入相关类别的上市公司。

建筑行业

行业发展状况

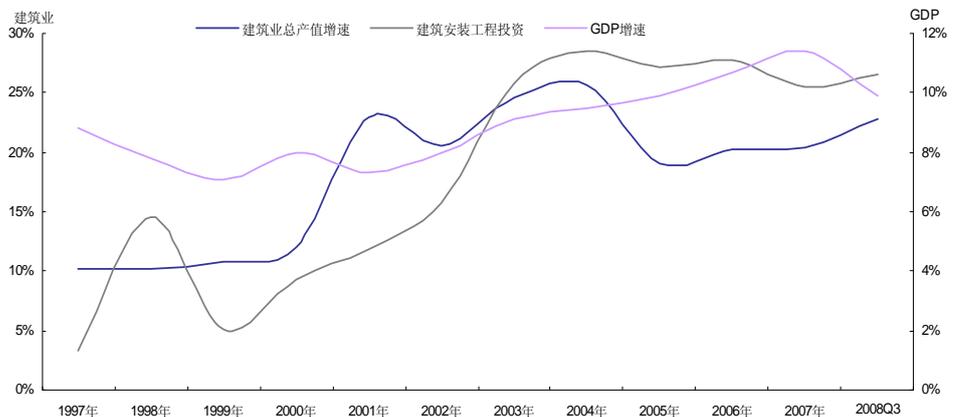
2008年前3季度,全国建筑业企业完成建筑业总产值37552亿元,同比增长22.8%。全国建筑业企业完成房屋建筑施工面积43.72亿平方米,同比增长15.6%。全国建筑业企业实现总收入34379亿元,同比增长24.5%。全国建筑业企业实现利润总额835亿元,同比增长26.8%。

国内建筑业以房屋及土木工程建设为主,其中房屋建设工程占比约为59%、路桥建设工程占比约为17%、矿山建设工程占比约为3%、装修工程占比约为6%、设备安装工程占比约为3%,可见,房屋建设市场的波动对国内建筑行业有着决定性的影响。

以07年数据为例,国内建筑业总产值为GDP的20.46%,建筑业增加值为GDP的3.99%,前者处于逐步提高的态势,而后者保持相对稳定。同样采集07年的数据,国内建筑业总产值约为固定资产投资额的36.45%,增加值约为固定资产投资额的7.12%,两者近年来虽略有下滑但仍处于相对稳定态势,表明固定资产投资中设备投资的比例较以往略有上升。

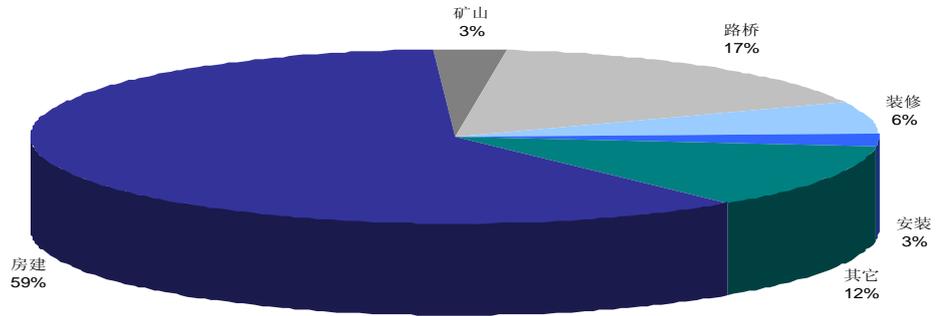
08年前3季度,城镇固定资产投资增速为27.6%,建筑安装工程投资增速为26.6%。随着国家加大基建投资拉动经济增长政策的相继出台,我们预期2009-2010国内固定资产投资增速仍将保持高位运行态势(其中约60%为建筑安装工程投资),将对国内建筑业的增长起到直接拉动作用。

图 1: 历年国内建筑业总产值增速、建筑安装工程投资增速、GDP 增速比较



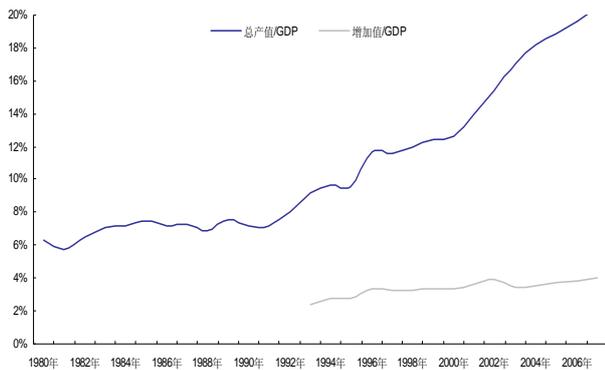
资料来源: 国家统计局

图 2: 国内建筑业总产值分布



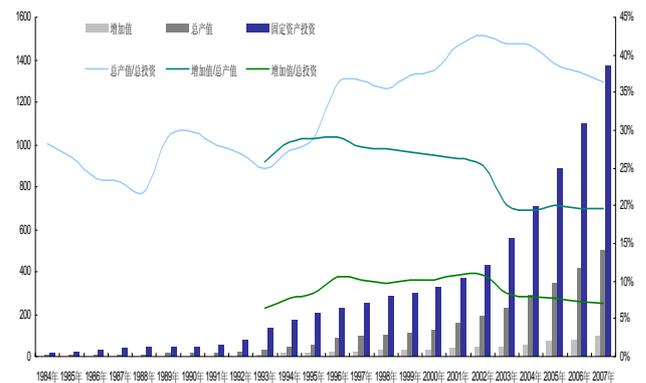
资料来源: 国家统计局

图 3: 建筑业总产值、增加值与 GDP 的比例关系



资料来源: 国家统计局 CEIC

图 4: 建筑业总产值、增加值与固定资产投资的比例关系



资料来源: 国家统计局 CEIC

交通基建增速将加快

解读近期政府出台的刺激经济政策,我们认为 09 年建筑行业仍将围绕着交通基础设施建设市场这一持续热点展开,这与我们年初以来的判断相符,另外加大廉租房和经济适用房的建设规模也在一定程度上缓解房地产市场衰退对建筑业的影响。

- 加快建设保障性安居工程。2009-2011 年,廉租住房、经济适用住房、棚户区改造三方面的总投资将达到 9000 亿;
- 加快农村基础设施建设。加大农村公路建设力度,加快南水北调等重大水利工程建设 and 病险水库除险加固;
- 加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路,完善高速公路网,安排中西部干线机场和支线机场建设,加快城市电网改造。

在政策推动下,整个基建计划规模较以往有较大幅度的增长,使得我们对 09 年基建市场增长的前景充满信心,唯一的忧虑是项目建设资金能否如期到位,其原因在于铁路和公路项目的投资回报率都不具备吸引力。当前铁路建设项目更多依靠中央财政来投资,而公路建设项目更多依靠地方财政来投资,我们更倾向于铁路建设的资金到位率高于公

路项目，使得铁路项目的建设进度也会快于公路项目。

图 5: 铁路建设规划



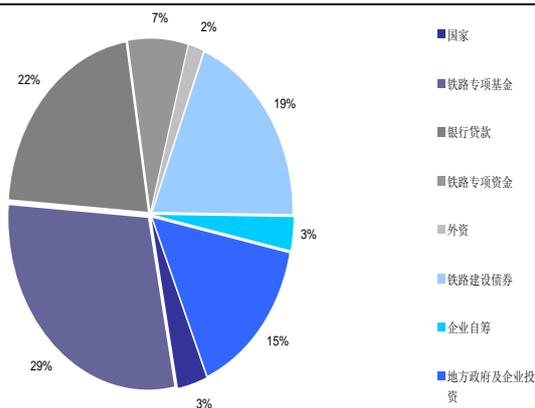
资料来源: 铁道部

图 6: 公路建设规划



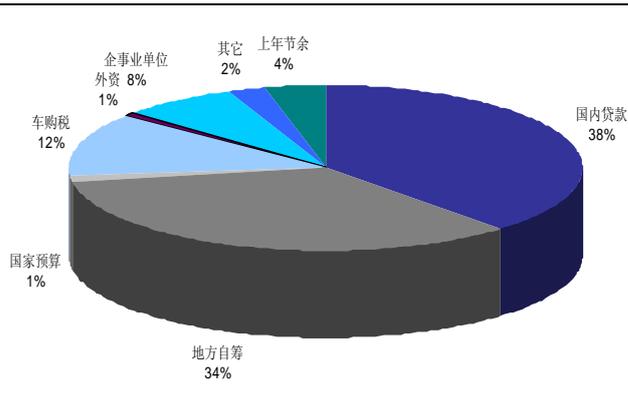
资料来源: 交通部

图 7: 铁路建设资金构成



资料来源: 铁道部

图 8: 公路建设资金构成



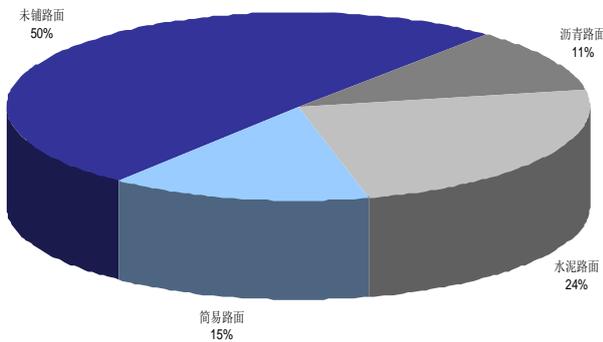
资料来源: 交通部

公路建设市场

我们认为，未来几年公路建设领域的市场空间是巨大的，中国又将进入一个大规模开展公路基建的时期。目前可预期的市场前景如下：

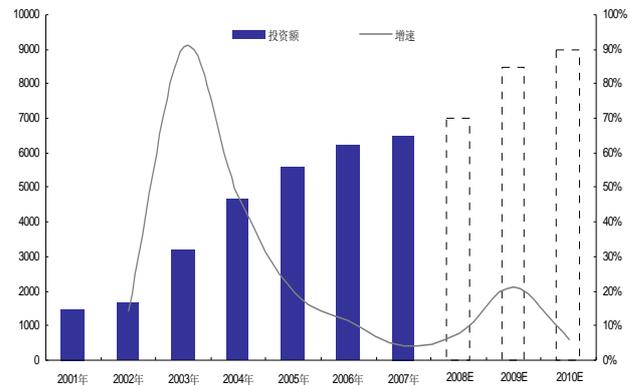
- 预期 08 年公路基建投资规模超过 7000 亿元，增速约为 8%；
- 09 年投资规模达到 10000 亿元，增速将超过 30%；
- 交通运输部 5 万亿的投资规划有一定的现实性，至少未来几年公路基建投资增速保持在 20%左右是可实现的；
- 公路项目将倾向于中西部和县、乡、村道路的改扩建等，高速公路的投资额和建设难度会因为线路隧桥比的增加而加大；
- 另外，城市轨道交通、城市道路的建设规模也将加大投资，该口径的投资规模在约为 5000 亿元/年；

图 9: 国内公路建设现状



资料来源: 交通部

图 10: 历年国内公路建设投资额统计



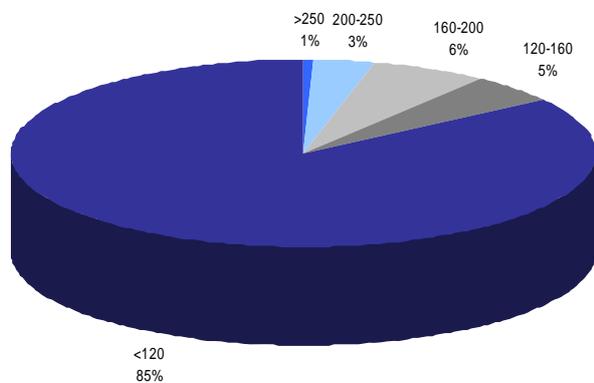
资料来源: 国家统计局 国信证券经济研究所

铁路建设市场

按照铁路建设的“十一五”规划，投资高增长是明确的，其也是 08 年铁路建设股成为市场热点的主因。就目前形势看，09 年铁路建设投资力度将进一步提升，从而增强对投资者的吸引力。相关数据如下：

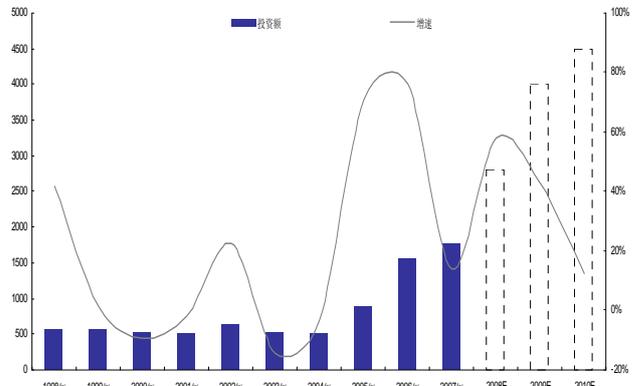
- 08 年 1-10 月，铁路固定资产投资完成额为 2556 亿元，其中基建投资完成额为 2084 亿元，同比增长 81.3%，08 年有望实现超过 3000 亿元的投资额。
- 上半年我们了解到“十一五”期间铁路投资总额规划总额提高到 1.5 万亿元，目前市场预期其最终将达到 2 万亿元的水平，整个投资额较原计划增幅超过 1/3；
- 09 年铁路建设投资 6000 亿元的计划有一定实施难度，关键在于项目储备和新开工项目能否跟得上，但 09 年投资进一步增长的预期是明确的；
- 按照规划，到 2010 年，铁路营业里程将达到 9.5 万公里，其中新建铁路 19800 公里，客运专线约 9800 公里（时速>300 公里线路为 5457 公里）；

图 11: 国内铁路建设现状（按时速分类）



资料来源: 铁道部

图 12: 历年国内铁路基建投资额统计



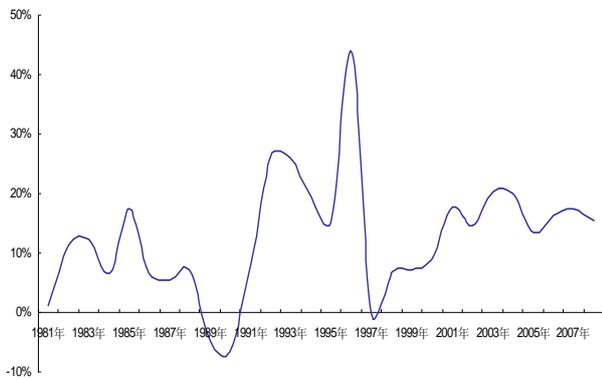
资料来源: 铁道部

房屋建设市场

房建市场包括城镇房地产、企业自建房、厂房、农村住宅等，其中整个住宅施工面积占比约为 50%，城镇商品房的施工面积占比约为 35%。我们对 09 年的房建市场相对看淡理由在于：

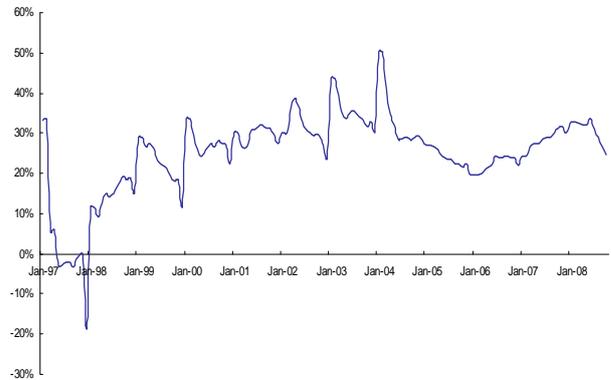
- 08 年前 3 季度全国房屋施工面积同比增长 15.57%。低于 06、07 年的年度值；
- 08 年前 3 季度城镇房地产投资月度累计增速为 24.6%，投资下滑趋势明显，将直接影响到房建施工市场的景气度；
- 3000 亿/年的经济适用房投资，相当于近 3 亿平米建筑面积，当年度可完工施工面积约为 1.5-2 亿平米，占近年来年度完工施工面积的 10%，对整个房建市场的拉动有限；

图 13: 房屋施工面积增速统计



资料来源：国家统计局 CEIC

图 14: 历年房地产投资累计增速



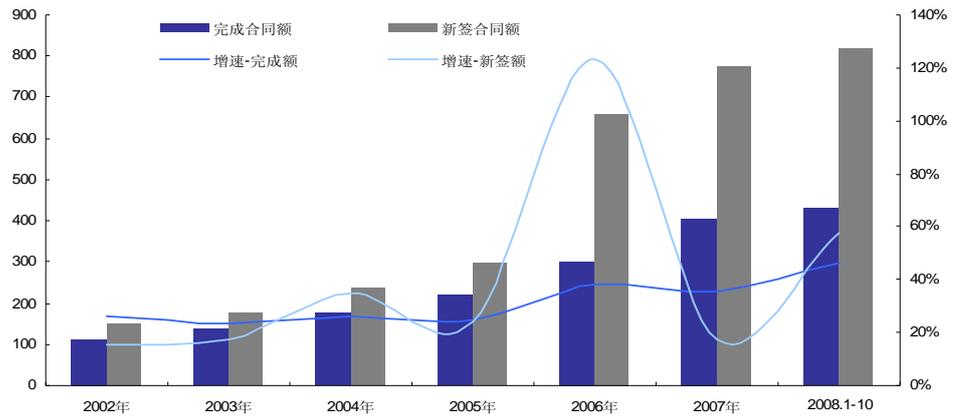
资料来源：国家统计局 CEIC

对外承包业务

08 年 1-10 月，对外业务完成合同额为 429.2 亿元，同比增长 46.4%，新签合同额为 816.5 亿元，同比增长 57.9%，两项指标均创历史新高。

中国的对外工程承包业务主要集中在发展中国家，业务类型涉及电力、铁路、公路、冶金和房屋建设等领域，随着中国建筑企业的工程设计能力的提升、对国际项目招标程序的熟悉、对国际工程建设及监理标准的掌握，中国企业正在从低价竞争、分包商的劣势中走出来，海外项目的竞争力和盈利能力较以往有一定的改善。

当前，对外承包业务收入仅为国内建筑业年收入的 1% 左右，对全行业影响轻微，但对外业务的单个项目规模普遍高于国内市场、项目的毛利率略高于国内、回款情况好等因素使得对外工程承包项目仍为国内企业所关注。尽管 08 年所暴露出来的几个海外项目风险事件都造成相关 A 股公司的股价大幅下跌，但我们仍认可中国建筑企业进军国际建设市场之路，而且我们更推崇实现技术和设备输出的建筑企业，而不是劳动力输出的建筑企业。

图 15: 对外承包工程统计


资料来源：商务部

建筑业竞争态势

- “最低价中标”加大了建筑市场竞争的激烈程度，已经将建筑业的利润率压到相对低的水平；
- 随着市场开放度的提高，建筑业各细分子行业的利润率呈逐步平均化的趋势。就大型项目而言，隧道、铁路项目的毛利率略高、高速公路的毛利率中等，而房建的毛利率几乎无可再降；
- 细分市场集中度、专业化等因素对项目的盈利差异化仍具有较大的影响力。我们坚持认为 EPC 的项目总承包模式以及 BOT、BT 等项目投资对于改善建筑公司的盈利能力有显著效果；

表1: 建筑细分子行业的市场竞争态势

类别	集中度	盈利能力	代表公司
公路建设	高速公路项目集中度适中	中等	路桥建设、浦东建设、四川路桥
铁路建设	集中度高	较高	中国中铁、中国铁建
城市轨道交通建设	集中度较高	较高	隧道股份
房屋建设	集中度低	低	上海建工、龙元建设
设备安装工程	专业化强 集中度较高	高	中材国际
装饰装修	集中度低	高	金螳螂

资料来源：国信证券经济研究所

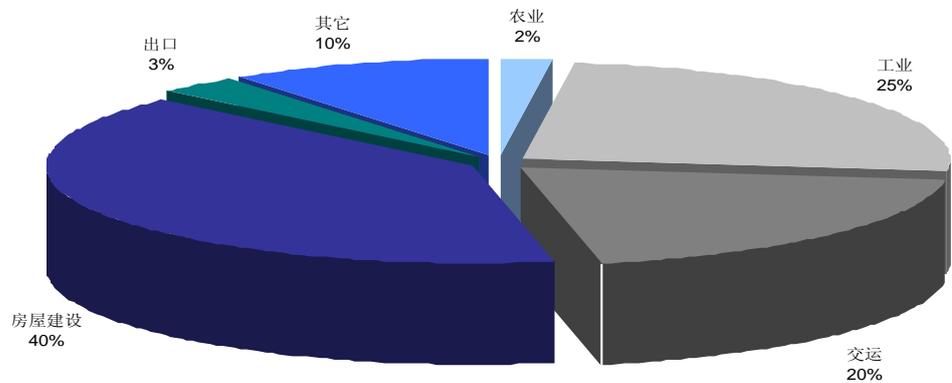
水泥行业

消费结构

我们将中国水泥的消费结构主要划分为房屋建设、交通运输设施建设、工业建设、农田水利建设和出口等类型，我们将笼统的新农村建设拆分为农村住宅和农村道路建设等，并对应归类到房屋建设和交通运输设施建设，工业建设中的厂房建设这一块也被归类到房屋建设。

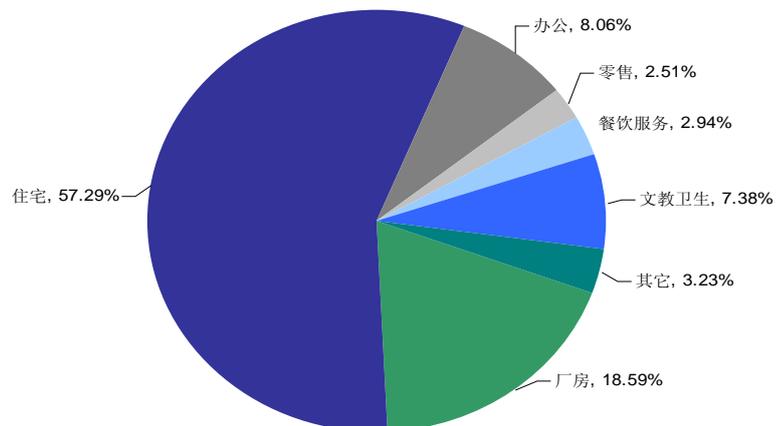
根据我们的推算，国内房屋建设市场大约消耗全国水泥产量的 35-40%，交通基础设施建设的的水泥消耗量约为 20%，工业消耗量约为 25%，农田水利约为 2%，出口约为 3%。可见，房屋建设是水泥消费的最大领域，对国内水泥市场的整体供求关系起到决定性的影响，而交运基建加大，会对水泥行业产生结构性的利多影响。

图 16: 国内水泥消费结构示意图



资料来源：国信证券经济研究所

图 17: 国内房建工程市场分类



资料来源：CEIC

表2: 交通设施建设对水泥消费的拉动推算表 (以07年数据来计算)

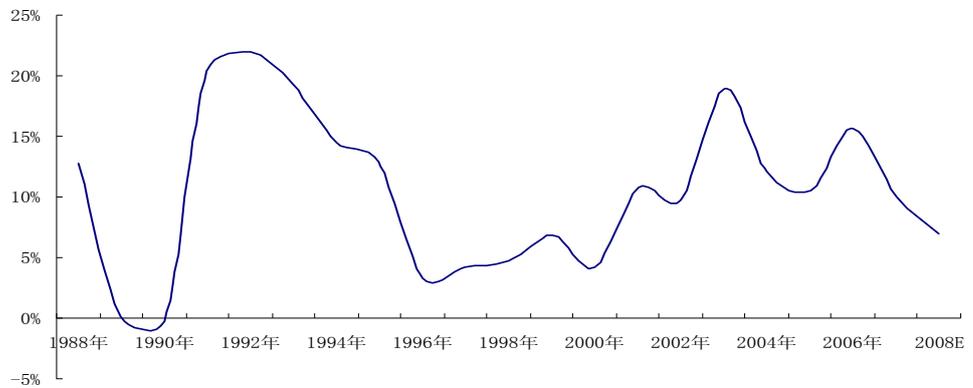
类别	消费量 (亿吨)	07年国内水泥产量占比	推算依据
公路路面	1.55	11.48%	以中等承重路面厚度 22cm 来估算
公路桥梁隧道	0.22	1.63%	采用 C50 标号以上的混凝土
城市道路	0.08	0.59%	75%为水泥路面, 包括轨道交通
水运建设	0.13	0.96%	以 1 亿投资: 1.5 万吨水泥来计算
机场建设	0.04	0.30%	同上
铁路建设	0.22	1.63%	同上
其它	0.20	1.48%	道路基层、安全设施等未考虑因素
合计	2.44	18.07%	

资料来源: 国信证券经济研究所

短期供求关系不佳

08年1-10月, 国内水泥产量 11.38 亿吨, 同比增长 6.4%, 其中 10 月份水泥产量 1.23 亿吨, 同比增长 1.1%。国内水泥行业产销率约为 100%, 因此产量增速的快速下滑就清楚反映出当前市场需求的衰退比较严重。

08年, 资本市场多将水泥股下跌与煤价上涨作为紧密关联, 而其背后的深层次原因是需求的逐步衰退, 尤其是来自房地产市场的需求衰退最先在华南地区表现出来。贯穿 08 年, 交通基建领域对水泥的消耗保持稳步的增长。

图 18: 国内水泥产量增速统计


资料来源: 国家统计局

预期 09 年, 国内房建市场的需求会进一步减弱 (主要是看淡房建市场中的住宅、厂房及办公楼宇等建设项目的投资前景), 而宏观经济不景气也会造成工业投资对水泥消耗的降低。尽管在 09 年, 政府的经济刺激政策会推动交通基建领域的快速增长, 我们预期其对水泥消耗有望增长 30%, 但预期各种因素叠加后, 全社会对水泥的需求增速将会进一步降低, 尤其是 09 年上半年 (交通基建对水泥的增量需求可能在下半年才会体现出来) 的供求关系较 08 年下半年进一步恶化的概率增大。在此我们大胆预测, 09 年 1 季度国内水泥企业普遍采用大幅降价甩库存的情况将重新出现。

中长期前景依旧向好

我们对水泥行业中长期看好的判断未曾动摇, 其依据仍是围绕着行业整合和供求关系改善这两个基本点。

行业整合方面:

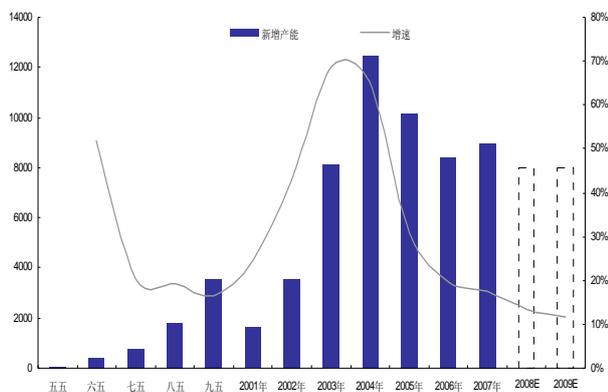
- 国内水泥行业市场集中度的提升在于新产能投放的增量效应，大企业因产能扩张速度快于行业平均而实现市场占有率的相对增加(08年大型水泥企业的产量增速较行业平均水平高约6个百分点);
- 行业内的兼并重组进程仍相对缓慢，尤其是龙头企业更倾向于自建生产线的扩张战略。海螺、冀东和华新等都通过再融资实现了资金实力的增强，更加倾向于直接投资而不是股权并购;
- 以中国建材为代表的央企在水泥行业的快速扩张模式并不被行业内看好，主要在于此类并购更多是非市场化因素的结果，况且其整合效果也有待时日来显现。部分质地较好的中型水泥企业因为生存态势尚可，也不情愿投入他人麾下，国内水泥行业市场化退出的压力仍有限;

供求关系格局:

尽管07-08年行业产能扩张冲动有所抬头，且灾后重建等因素也促使大型水泥企业纷纷推出庞大的产能扩张计划，但国内水泥行业真实的发展状况是产能扩张节奏仍处于相对较好的控制下，原因在于矿产、土地、环保、信贷和拆迁等因素的影响，产能建设速度要慢于水泥企业的规划，预期国内水泥产能将保持低速扩张的态势。

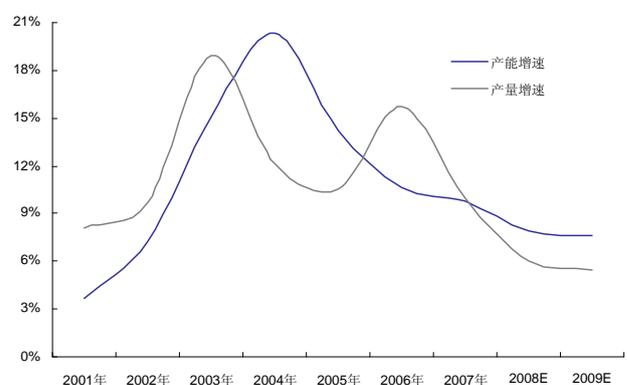
- 预期08年全年水泥产量增速约为6%，为01年以来的行业产能增速新低。同期水泥行业前16家企业集团的产量同比增长为13.78%，明显超越行业平均;
- 预期08年新型干法熟料产能增量为8000万吨，略低于07年，折合新增水泥产能约1.1亿吨，再剔除约4000万吨的淘汰落后产能(有说法是08年底全国进一步淘汰846条立窑生产线)，则08年全国水泥产能增速为5.2%，08年供求关系大致平衡;
- 根据水泥企业普遍反映，淘汰落后产能情况较07年慢，预期5000万吨/年的淘汰目标难以完成。淘汰落后是影响未来水泥供求关系演变的关键因素。08年前3季度水泥行业形势整体景气是淘汰落后产能进度低于预期的主要因素，但在09年景气度下降的情况下，淘汰落后工作又会受到人员安置等多因素影响，靠市场化手段来淘汰落后一直以来都不尽人意;
- 根据我们推测的国内水泥行业供求关系图，国内水泥行业的供求关系将由相对平衡转变为供略大于求的情况。

图 19: 新型干法水泥新增产能及产能增速 (单位: 万吨)

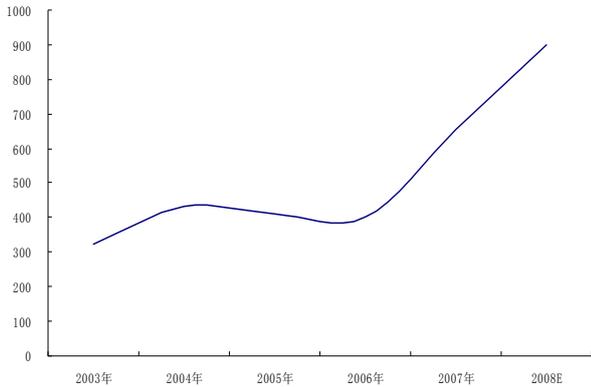


资料来源: 中国建材信息网 国信证券经济研究所

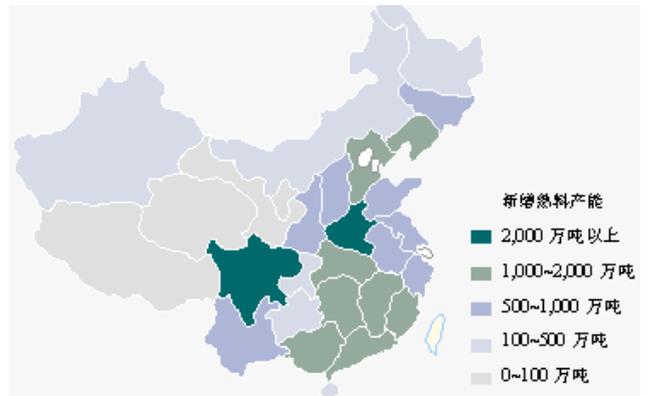
图 20: 国内水泥供求关系曲线



资料来源: 中国建材信息网 国信证券经济研究所

图 21: 水泥行业固定资产投资 (单位: 亿元)


资料来源: 数字水泥

图 22: 09-10 年水泥新增产能分布估算图


资料来源: 数字水泥

表 3: 主要水泥企业的产能扩张计划

企业名称	在建熟料产能	产能投放区域	灾后重建项目
海螺水泥	39000T/D	湖南、安徽、甘肃、江西	1200 万吨/年 (四川、重庆)
冀东水泥	50000T/D	河北、陕西、山西	1200 万吨/年 (四川、重庆)
华新水泥	18300T/D	湖北、湖南、河南	300 万吨/年 (四川)
亚泰集团	19000T/D	吉林、黑龙江	-
天山股份	11500T/D	新疆、江苏	-
祁连山	5500T/D	甘肃、青海	6000T/D (甘肃)
中国建材	16000T/D	江西	600 万吨 (四川)
赛马集团	7500T/D	宁夏	-
中材股份	15000T/D	湖南	1000 万吨 (甘肃)
合计	7500-8000 万吨/年		4500 万吨/年

资料来源: 国信证券经济研究所 在建熟料产能依据 08 年中报数据统计

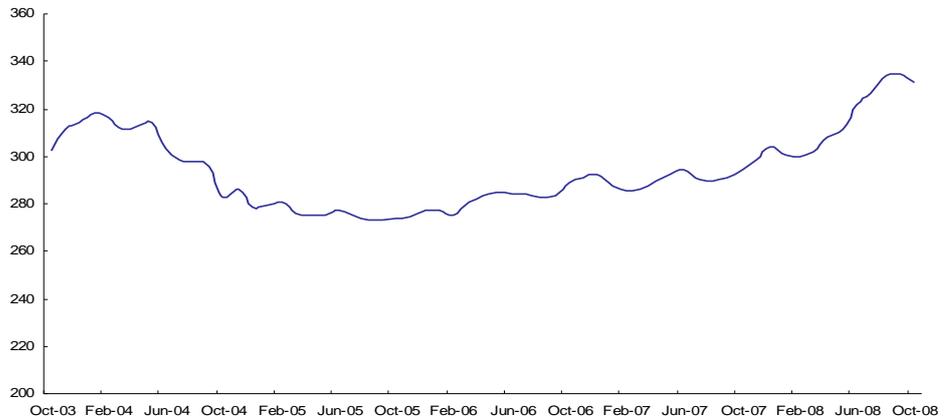
行业毛利率先下后上

判断依据主要有两点:

- 宏观面预期 09 年底房地产和汽车业回暖, 会拉动经济再次走强;
- 交通基建项目的增量部分更多会在 09 年下半年进入施工阶段, 而对水泥消费的结构拉动也相应显现;

行业统计数据显示, 08 年 10 月, 国内市场水泥 (PO42.5) 月度平均价格为 331.23 元/吨, 同比上涨约 30 元/吨, 涨幅达到 12.61%, 08 年 1-10 月水泥 (PO42.5) 年度平均价格为 317 元/吨, 同比上涨约 9%, 08 年国内水泥价格的年度平均涨幅是自 05 年下半年起行业复苏以来表现最好的年度 (06、07 年年均涨幅约为 4%)。

图 23: 国内水泥市场平均价格 (PO42.5) 统计 (单位: 元/吨)



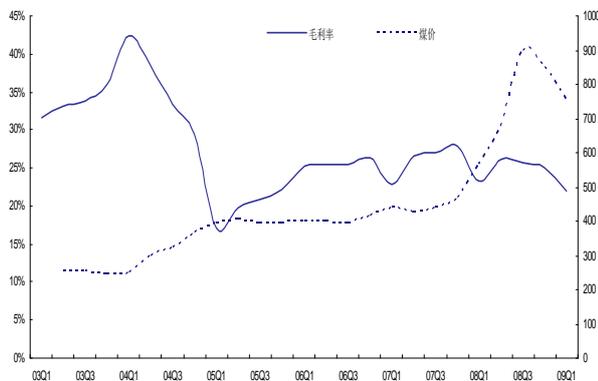
资料来源: 中国建材信息网

尽管 08 年水泥销售价格涨幅喜人, 但其更多表现为煤炭成本的转嫁因素, 而来自需求面的拉动作用相对有限 (尤其是华东、华南地区的房地产市场需求较早出现疲弱态势), 08 年 4 季度旺季不旺、价格不涨反降的情形也印证了需求下降对水泥行业的影响。

08 年 3 季度沪深 A 股市场水泥板块的综合毛利率为 25.76%, 环比下降约 0.5 个百分点, 同比下降约 1.5 个百分点, 其中海螺、冀东和华新的毛利率分别同比下降 6.38、2.66 和 3.16 个百分点, 预期 4 季度板块毛利率会进一步走低, 且是在考虑到煤炭成本有所下降的前提下。

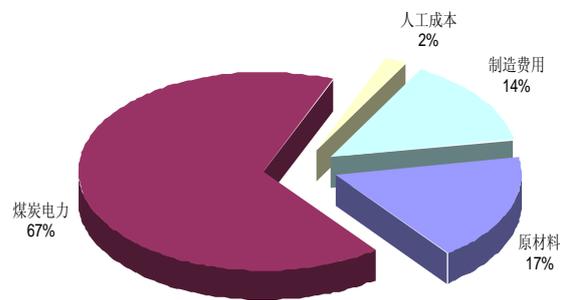
通常一吨水泥消耗 100 度电和 100 公斤煤炭 (热值 5000 大卡), 就目前情况分析, 煤炭价格下跌的预期幅度有限, 而国内部分地区水泥熟料价格已经出现 30-40 元/吨的降价情况, 使得我们对水泥行业未来 6 个月的毛利率走势并不乐观。根据大型基建项目建设的即往经验, 近期政策推动的基建扩张计划对水泥消费的增量效应最快也得在 3-6 个月后才逐步显现。

图 24: 水泥板块毛利率变化统计



资料来源: WIND 资讯 国信证券经济研究所

图 25: 水泥生产的成本构成



资料来源: 海螺水泥年报 国信证券经济研究所

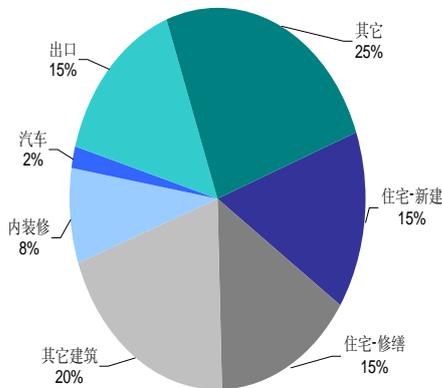
玻璃行业

消费结构

国内浮法玻璃行业的需求主要来自房屋建设市场，其中住宅及其它建筑合计对玻璃的消费量占比近 60%。另外，浮法玻璃年出口量约为行业总产量的 15%，这部分是与海外房地产市场密切相关的。

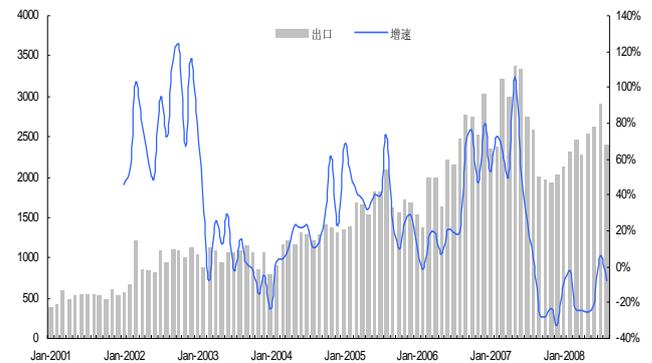
08 年 1-10 月，国内平板玻璃出口累计增速为-14%，为 2001 年以来最差的情况。出口回流进一步加剧了国内玻璃市场供过于求的情形，玻璃行业景气度持续回落。

图 26: 玻璃消费结构



资料来源：国信证券经济研究所

图 27: 玻璃月度出口量增速统计



资料来源：CEIC

供求形势依旧严峻

玻璃行业调控的政策目标为：“2010 年产能控制在 5.5 亿重量箱”。07 年玻璃行业产量为 5.32 亿重量箱，08 年 1-10 月，玻璃产量为 4.66 亿重量箱，增速为 12.2%，预期 08 年国内玻璃总产能就将突破 5.8 亿重量箱，产量突破 5.6 亿重量箱，行业调控目标如同一纸空文，市场形势日趋严峻。

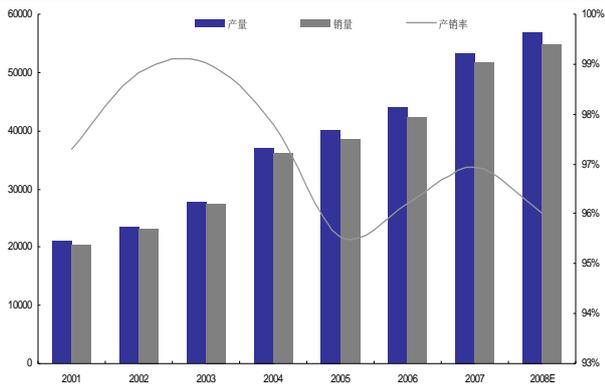
我们估算，08 年玻璃行业新增产能大概为 4000 万重量箱，新增产能增速约为 7.5%，如果考虑行业淘汰 1000 万重量箱产能，则总产能增速约为 5.5%。已经为 03 年以来的最低值。

预期国内平板玻璃行业在 09 年仍将有 3000 万重量箱的产能投放，产能增速在进一步减缓，而且新产能中的镀膜玻璃、太阳能玻璃等中高档产品比重进一步提高，对行业冲击力减弱。

预期 09 年海外需求依旧不振，出口回流情形不会扭转，而国内房建市场的情形也不乐观，因此整个国内玻璃行业的供过于求的局面依旧严峻。

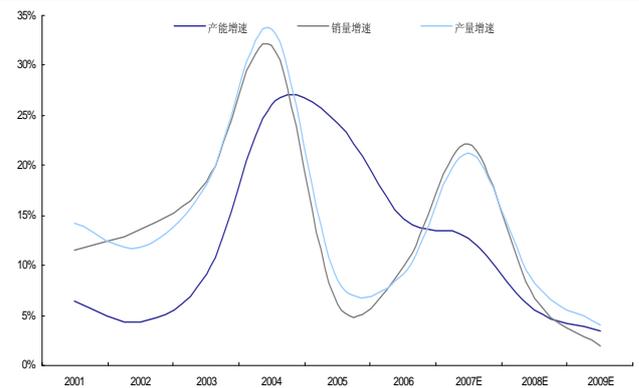
由上述分析所形成的国内玻璃行业供求关系图来看，07 年玻璃需求增速略大于产能增速的局面已经瞬间即逝，08、09 年玻璃行业供过于求的格局相当明确。

图 28: 01-08 年玻璃产销量统计 (单位: 万重量箱)



资料来源: 中国建材信息网 国信证券经济研究所

图 29: 01-07 年玻璃供求关系曲线

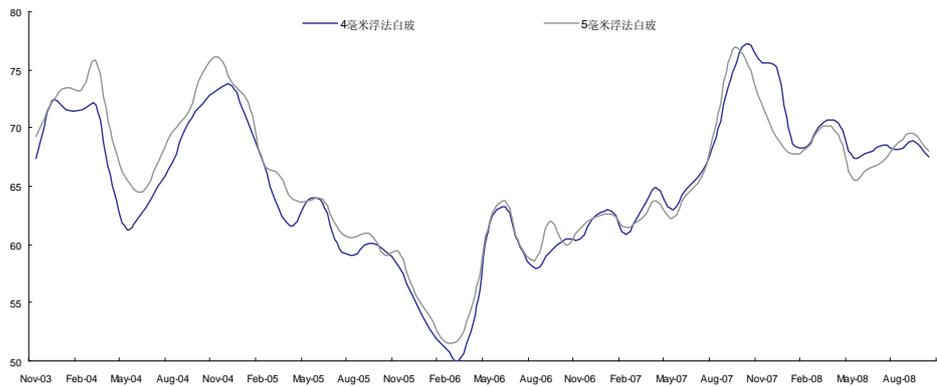


资料来源: 中国建材信息网 国信证券经济研究所

盈利前景趋淡

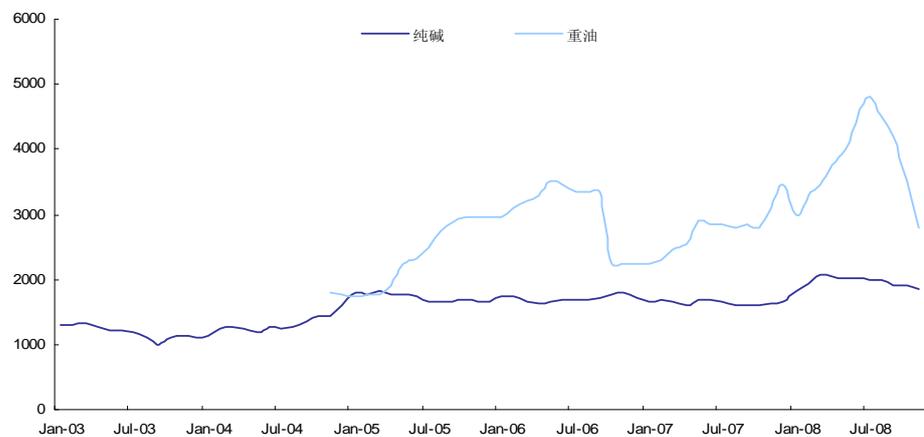
08 年下半年, 国内玻璃市场平均价格水平平均低于上半年及去年同期水平, 在重油等原材料大幅上涨的阶段, 玻璃行业没有表现出转嫁成本的能力 (07 年玻璃行业曾在一段时期实现了原材料成本的部分转移), 行业利润率快速回落, 在盈亏平衡点附近波动。

图 30: 历年国内玻璃市场平均价格统计 (单位: 元/重量箱)



资料来源: 中国建材信息网

图 31: 纯碱、重油价格变化统计 (单位: 元/吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

投资策略

基本思路

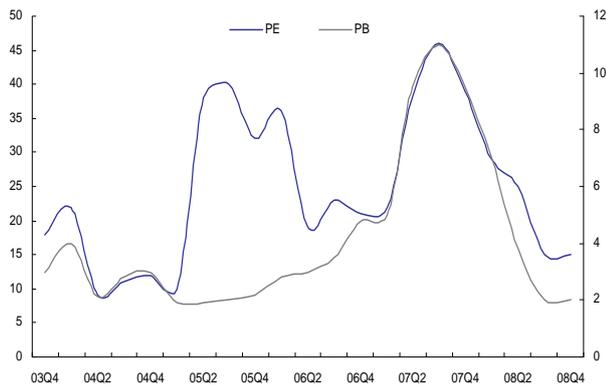
► 09年，在政策推动下的行业结构性增长与宏观经济处于下行周期等诸多因素作用下，基建板块凭借其收入增长的确切性而有望延续阶段性超越行业指数的表现，建材板块则更多受到需求衰退的压制。

► 建筑板块的行情演绎要看铁路和公路两个基建领域的投资增速是否符合市场预期。由于基建股普遍对收入增速的敏感性弱于对毛利率波动的敏感性，因此预期基建股在09年依然处在估值相对偏高的态势下运行，限制了其股价上涨空间。

► 水泥行业正处于短周期的景气度下行阶段，但长期增长前景依旧乐观。水泥股基于过往12月的动态PE、PB估值已经处于历史低位，但预期未来6个月的毛利率仍将表现为同比下降，使得当前估值并不具有特别的吸引力。由于行业层面在09年前半段难觅亮点，因此建议波段操作来及时兑现盈利，更好的买点应该在09年后半段。

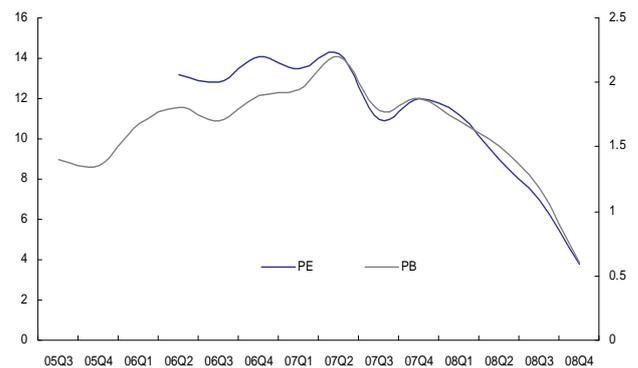
估值比较

图 32: PE、PB 估值--海螺水泥



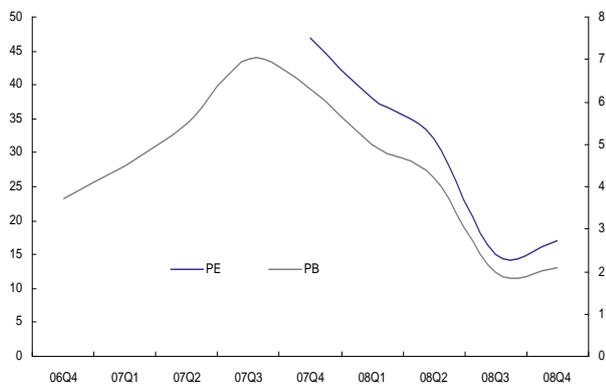
资料来源: Bloomberg

图 33: PE、PB 估值--Lafarge



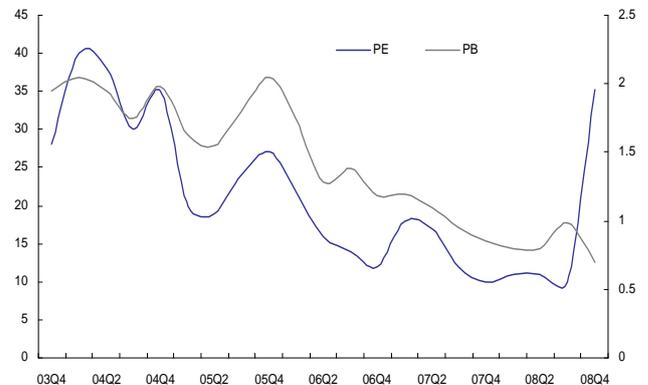
资料来源: Bloomberg

图 34: PE、PB 估值--中国交通建设



资料来源: Bloomberg

图 35: PE、PB 估值--Kajima



资料来源: Bloomberg

业绩预测

表4: 重点公司盈利预测及投资评级

名称	EPS			PE			P/B	P/S	EV/EBITDA	总市值(亿元)	投资建议
	07A	08E	09E	07A	08E	09E					
建材行业											
海螺水泥	1.58	1.72	1.93	16.84	15.47	13.79	1.60	1.69	14.30	416.83	谨慎推荐
冀东水泥	0.38	0.40	0.64	25.39	24.13	15.08	1.70	2.06	17.80	92.91	谨慎推荐
华新水泥	0.80	1.05	1.26	18.04	13.74	11.45	1.20	0.93	10.70	58.24	谨慎推荐
天山股份	0.34	0.72	0.85	32.41	15.31	12.96	2.10	0.67	9.50	34.39	谨慎推荐
亚泰集团	0.43	1.27	0.56	33.56	11.36	25.77	1.30	3.66	23.30	182.27	谨慎推荐
福耀玻璃	0.46	0.39	0.62	9.30	10.97	6.90	1.70	1.33	9.30	85.73	谨慎推荐
建筑行业											
中国中铁	0.15	0.14	0.25	38.00	40.71	22.80	2.10	0.55	21.50	1214.09	谨慎推荐
中国铁建	0.39	0.32	0.43	25.72	31.34	23.33	2.50	0.60	20.50	1237.46	谨慎推荐
中材国际	1.51	1.90	3.05	19.46	15.46	9.63	5.20	0.43	10.60	49.36	谨慎推荐
隧道股份	0.32	0.40	0.54	33.50	26.80	19.85	2.20	0.71	21.90	78.63	谨慎推荐

资料来源: 国信证券经济研究所

建筑行业-业绩敏感性分析

表5: 业绩敏感性分析

公司名称	收入增速					毛利率				
	20%	25%	30%	40%	50%	9.5%	10%	10.5%	11%	11.5%
中国中铁	0.23	0.24	0.24	0.25	0.26	0.20	0.22	0.24	0.27	0.29
中国铁建	0.41	0.43	0.44	0.46	0.48	0.36	0.40	0.44	0.48	0.52
隧道股份	0.93	0.95	0.97	1.01	1.05	0.84	0.91	0.97	1.04	1.1
中材国际	2.82	2.95	3.08	3.34	3.61	2.46	2.77	3.08	3.4	3.71

资料来源: 国信证券经济研究所

建材行业-增值税转型的影响

表6: 增值税转型分析(单位: 万元)

公司名称	07年报新增资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	固定资产占比	当年净利润影响数	当年现金流量影响数	后续折旧期间每年净利润影响数	后续折旧期间每年现金流量影响数
海螺水泥	558422.4	70.50%	9146.68	60914.94	4456.07	-978.16
冀东水泥	166206.1	63.36%	2237.80	16085.37	1090.21	-363.40
亚泰集团	68240.2	38.75%	561.91	4039.06	273.75	-91.25
华新水泥	125587.3	71.57%	1910.01	13729.22	930.52	-310.17
天山股份	25082.3	61.46%	331.95	2359.03	161.72	-51.07
福耀玻璃	187077.5	65.93%	2970.44	19189.15	1447.14	-255.38
南玻 A	142541.9	70.63%	2424.65	15663.29	1181.24	-208.45

资料来源: 国信证券经济研究所

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价涨幅为 10%—20 之间
	中性	预计 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业 投资评级	推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	行业股票指数在 6 个月内表现优于市场指数 10%—20 %之间
	中性	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我行业对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我行业及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我行业或关联机构可能会持有报告中所提到的行业所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些行业提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业高级分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 王军清
房地产行业分析师 陈 林	银行业分析师 谈 焯	银行业分析师 黄 飙
保险行业分析师 武建刚	证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平
IT行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘
纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉
房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456