

行业深度研究报告

建筑建材行业 09 年投资策略： 盯住政府投资

正确看待 4 万亿投资影响

4 万亿投资并非完全增量,从过去几年的固定资产投资情况来看,基本都保持在较高的增量,正常情况下 09 年固定资产投资将超 20 万亿,这 4 万亿平摊到未来两年,每年也不过 2 万亿,占比不到 10%,且不属于完全新增。我们认为这 4 万亿投资可能更多的是致力于信心层面的恢复,很难彻底改变经济整体放缓的趋势,但是政府已经在发出一种信号,未来还会有一系列的相关投资措施拉动经济增长,平缓下滑波动。对于 09 年甚至 2010 年建筑建材行业投资策略合理的分析方法应当从与行业密切相关的固定资产投资的角度出发来分析更为可信。

固定资产投资增速乐观 2009, 谨慎 2010

建筑建材是典型的投资拉动型行业,受固定资产投资影响非常大。本次经济下行风险政府出台大规模经济刺激计划,与 1997-1998 年亚洲金融危机之后所面临的经济环境相似,通过比较两个时期的特征,对我们未来的投资走势研判有一定参考价值。从固定资产投资的资金来源可见自筹资金占比最大且具有滞后效应,我们预计未来一年企业利润增速将会下滑甚至出现负增长,但是在政府投资加大和自筹资金的滞后性影响下固定投资增速明年会上翘,而到 2010 年在自筹资金增速下滑的情况下,投资将会下降。这反映到行业上表现为建筑建材需求的相应变化。

建筑行业投资策略

我们看好受政府投资加大而受益的基础建设行业,尤其是前期发展较为滞后的铁路和水利相关子行业。

水泥行业投资策略

计划的基建项目从审批到开工需要准备时间,水泥需求真正大规模启动可能还需要 3-6 个月时间,加之一季度本身就是水泥销售的淡季,因此,从短期看,水泥行业会出现由于需求下滑带来的价格走低,但是到 09 年二季度待需求重新启动以后,水泥行业仍然可以维持较好的景气度。08 年新增的 2.15 亿吨产能在 09 年释放,除去淘汰的落后产能,09 年大约新增有效产能 1.8 亿吨。从需求看 09 年新增水泥需求量约为 1.4 亿吨,产能利用率仍然能够维持在 90%以上,并没有大家预料的悲观。此外,区域景气分化延续,继续看好中西部地区,受余热发电和煤炭价格下滑以及行业并购整合深化这些有利因素影响,未来行业仍存在盈利空间。

推荐公司

继续关注产能扩张较快的华北地区龙头企业冀东水泥以及以水利水电施工为核心,集上下游业务为一体的葛洲坝,我们认为公司各项业务之间存在较好的协同性,同样是大型建筑央企,该公司目前享有的估值水平和铁建类的上市公司相比仍然偏低,具有投资价值。

建筑建材

维持

增持

田东红

tiandonghong@csc.com

010-85130599

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

分析日期：2008 年 11 月 24 日

股价表现



相关研究报告

2008.11.12	需求提前启动,平缓波动周期——“国务院出台十项措施确定 4 万亿元投资计划”评述
2008.11.02	冀东水泥深度调研报告:股价具有产业投资价值
2008.09.07	水泥行业 08 年中报综述:利润增长减缓 投资机会增大
2008.09.04	建筑工程行业 08 中报综述:内部景气分化,基建行业受益

积极财政政策影响剖析

四万亿投资影响究竟有多大？

为应对百年难见的全球性金融危机，抵御不利的国际经济环境，中国政府适时推出了大规模刺激内需的投资方案，初步匡算，到 2010 年约需投资四万亿元，受此消息的提振，建筑建材板块表现异常活跃，连续一周股价大幅上涨。对此，我们认为市场表现既有对前期板块价值低估的修正，也表现为对政策利好的过度反应。投资者有必要在乐观的市场氛围下保持一份清醒，仔细分析这四万亿投资究竟能对行业带来多大的影响。

表 1：财政政策组合拳

时间	政策措施
11 月 11 日	铁道部计划 3 年内投资规模超过 3.5 万亿
11 月 9 日	实施积极财政和适度宽松货币政策；扩大内需，国务院确定 4 万亿投资计划；全面实施增值税转型，为企业减负 1200 亿元，今年四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，明年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4000 亿元。
11 月 5 日	市场传闻交通运输部门正在酝酿一个未来 3~5 年内投资 5 万亿元的计划。这 5 万亿规模的投资包括在建项目、已经规划的项目和追加投资，将涉及公路、水路、港口和码头建设等。
10 月 24 日	国务院批复 2 万亿铁路投资扩大内需

资料来源：中信建投证券研究发展部

仔细分析这 4 万亿投资，我们清醒认识到：这 4 万亿投资并非完全为新增投资，只是未来重要的规划建设投资总额的概念，并没有确定投资额度增量的大小，如果单纯以 4 万亿投资直接推算将新增多少水泥需求不具有参考意义，也不符合实际情况。而且整个投资刺激计划看上去很大，但实际上是很多已经宣布的投资计划的集合，且是在未来两年内实现，一些投资计划是之前就安排好的，实际增量并不大。从过去几年的固定资产投资情况来看，06 年新增投资 2.1 万亿元，07 年新增投资 2.7 万亿元，08 年预计增量为 3.8 万亿元，基本都保持在较高的增量，正常情况下 09 年固定资产投资将超 20 万亿，这四万亿平摊到未来两年，每年也不过 2 万亿，占比不到 10%，且不属于完全新增。

我们认为政府采用积极财政政策大规模投资，意在通过这种积极的财政政策稳定市场信心，恢复企业投资意愿，进而刺激消费和就业，拉动经济增长，平缓经济下滑趋势。这 4 万亿的投资，表明政府已经在发出一种信号，未来还会有一系列的相关投资措施拉动经济增长。我们要看重的不是其 4 万亿规模，而是所发出的信号和政府主要投资的领域。从其主要投资的领域来看，一些基础设施子行业，重大施工项目等领域确实得到了实惠，获得很大的资金支持。特别是铁路和水利建设这类国有资本主导，民营资本进入门槛较高的基础设施行业，投资力度将会是前所未有的。

基于以上这些看法，我们认为对于 09 年甚至 2010 年建筑建材行业投资策略的判断不应当仅从这 4 万亿规模入手，这既容易让人盲目乐观，也存在很多的不确定性，合理的分析方法还是应当从与行业密切相关的固定资产投资的角度出发来分析更为可信。

固定资产投资分析及预测——乐观 2009，谨慎 2010

建筑建材行业与固定资产投资关系密切

建筑建材是典型的投资拉动型行业，受固定资产投资影响非常大。通过历年数据分析可见，固定资产投资总额与建筑业总产值以及水泥的需求量基本上呈线性相关关系，且相关系数很高。这也就说明，如果可以准确地判断出固定资产投资未来的走势，可以很好的预测建筑业及水泥行业的大体走势。

图 1：建筑业产值和固定资产投资总额的关系

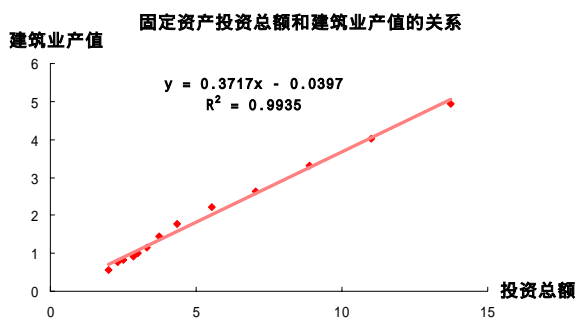
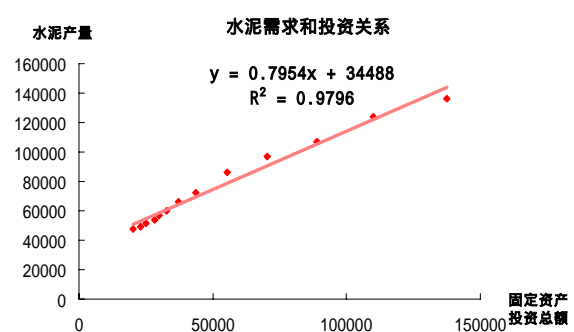


图 2：水泥需求和固定资产投资的关系



资料来源：中经网，中信建投研发部

历史惊人的相似

本次经济下行风险政府出台大规模经济刺激计划，与 1997-1998 年亚洲金融危机之后所面临的经济环境相似，而我国上一次运用积极财政政策也正是在这个时间段，通过比较两个时期的特征，我们发现两者有很多的相似性和可比性。因此，那段时期固定资产投资的变化或许对我们现在的经济预测有较好的参考价值，对于未来固定资产投资的变化趋势也有一定的指导和判断。

表 2：1997-1998 年中央经济工作会议

召开时间	会议主题	下一年主要任务	下一年主要内容
1997 年 12 月	继续稳中求进	一、加强农业基础地位，全面发展农村经济.....维护城乡社会稳定。	贯彻稳中求进的方针。稳，.....抑制通货膨胀.....进，.....保持一个较快的发展速度。
1998 年 12 月 7 - 9 日	继续实行积极财政政策	第一，在保持经济适度快速增长的同时，...第二，扩大国内需求、开拓国内市场，...第三，继续实行积极的财政政策，...确保社会政治稳定。	抓好三项重点工作：第一，稳定和加强农业。第二，深化国有企业改革。第三，搞好金融工作。...

资料来源：中信建投证券研究发展部

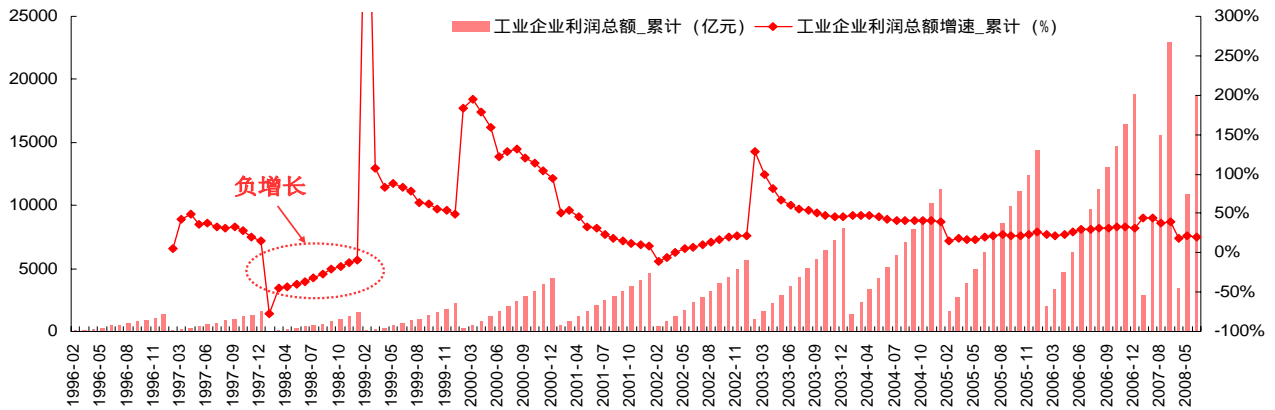
表 3：1998 和当前经济形势和政策对比

	1997-1998	当前
外围环境	亚洲金融危机	全球金融危机，各国经济增速下滑
国内经济形势	经济下滑，企业利润负增长	经济下行风险加大，企业利润增速下降
实施政策	积极财政政策，加大政府投资	积极财政政策，加大政府投资

资料来源：中信建拓证券研究发展部

受当时亚洲金融危机的冲击，97 年底我国国内经济开始出现明显下滑，从图 3 可以看出自 97 年 12 月开始一直到 98 年下半年我国工业企业利润一直是负增长的，为了应对这种情况，我国政府从 97 年末政策上开始逐渐转向，到 98 年已经完全转向积极的财政政策。这与我国当前经济即将要面对的情况非常相似，现阶段我国企业利润下滑还并不明显，也就是说，我国经济最坏的时期还未到来，目前的状况只相当于 97 年下半年的经济状态，但是企业利润增速急剧下滑的现象很有可能在 09 年会逐渐反应出来。

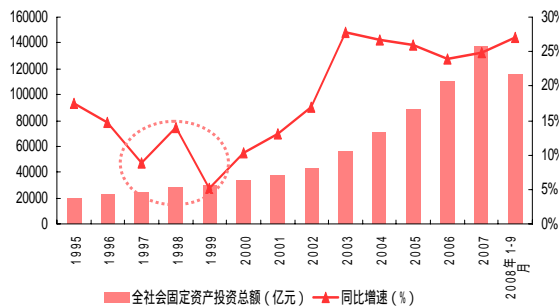
图 3：工业企业利润总额及增速



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

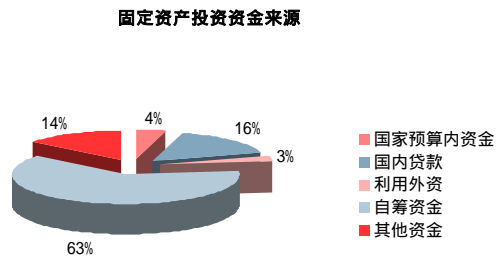
有趣的是，我们注意到尽管在 98 年企业利润出现大幅度下滑，全社会固定资产投资增速却仍然是上升的，投资出现明显下滑实际是在 1999 年。经过分析我们发现这还是要从固定资产投资的资金来源予以解释。

图 4：98 年前后固定资产投资增速



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 5：固定资产投资资金来源



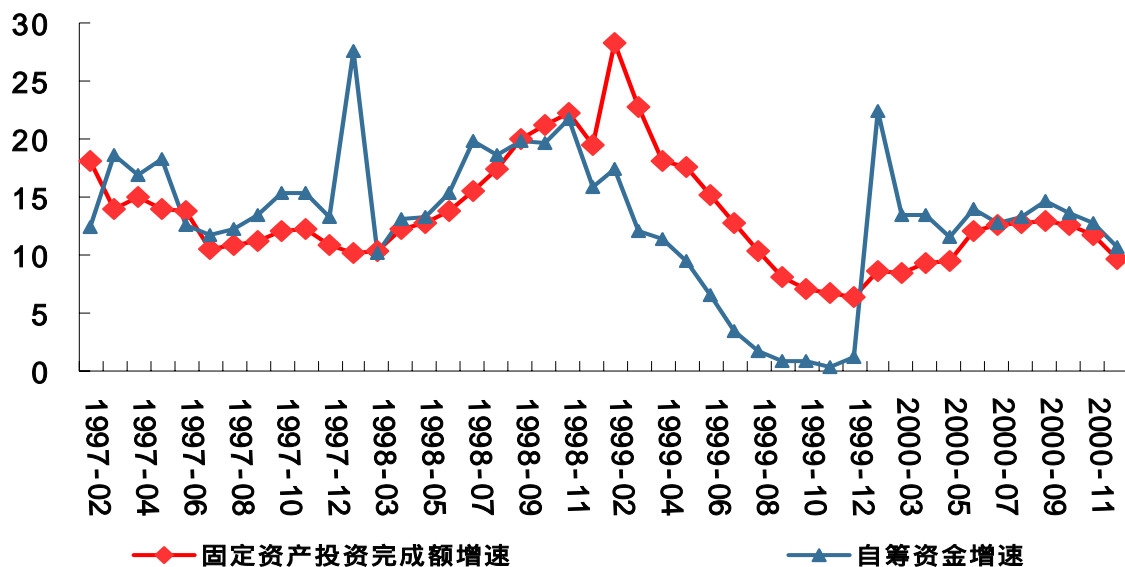
我国从 98 年开始实施积极的财政政策，加大了政府投资力度，国家预算内资金增长迅猛，增速达 63.6%，高出 07 年 45 个百分点，然而如果仅靠政府投资不足以带动社会投资明显增长（预算内资金实际占固定资产投资资金来源比重很小，主要是自筹资金），自筹资金在 98 年实际仍然保持较高增速，达到 15.8%，相对于 97 年还增加了 2.5 个百分点，这就带动了固定资产投资的上升，而 98 年大幅下滑的企业利润经过了大半年的滞后期后在 99 年表现为自筹资金增速的明显放缓，从而导致 99 年固定资产投资也跟着大幅下滑 8.8 个百分点。从图 6 可以看出，固定资产投资的变化与自筹资金之间基本表现为一种同向的变动，并且变化方向明显受自筹资金的带动。

表 4：固定资产投资资金来源增速变化情况

	国家预算内资金增速	国内贷款增速	利用外资增速	自筹资金增速	其他资金增速
1997	18	8.6	3.7	13.3	12.6
1998	63.6	22.9	-4.8	15.8	22.3
1999	43	4.8	-26.7	1.2	9
2000	10.4	16.9	-9.6	10.7	21.7
2001	20.3	9.1	4.4	21.3	23.7
2002	26.8	24.6	15.1	20.5	21.7

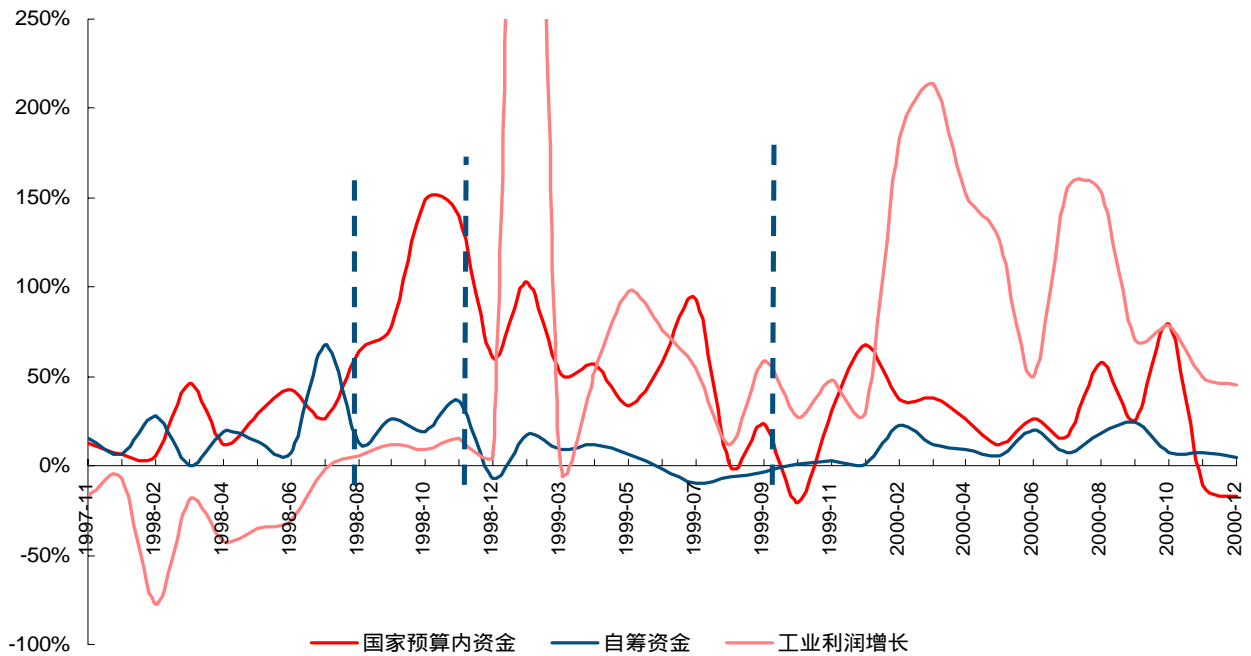
资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 6：固定资产投资增速和自筹资金增速关系



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 7：固定资产投资，自筹资金企业利润增速关系



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

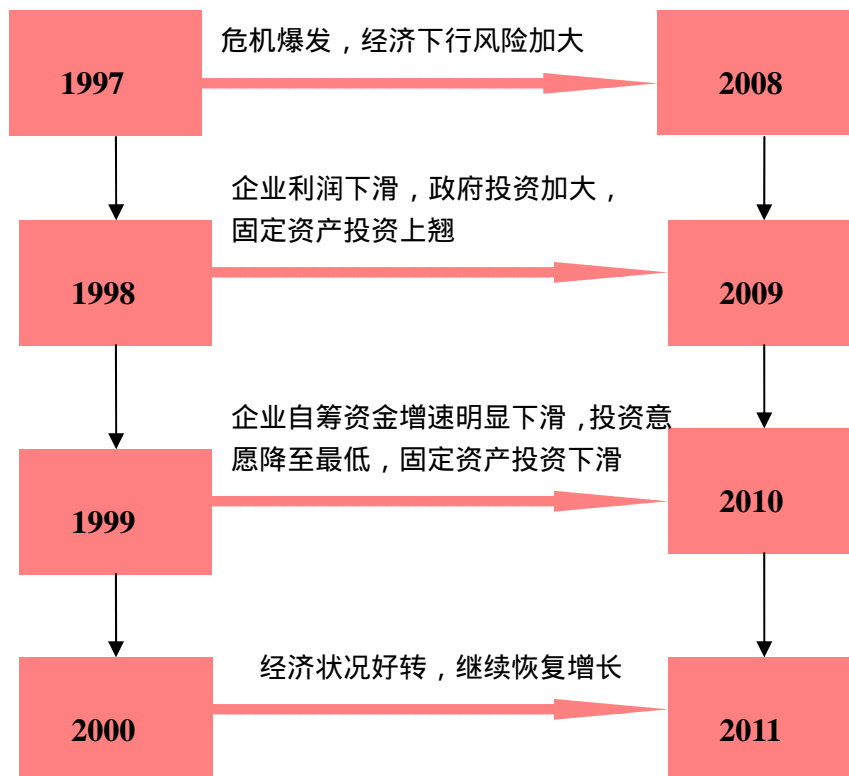
表 5：固定资产投资资金来源增速变化情况

时间	国家预算内资金	自筹资金	工业利润增长	时间	国家预算内资金	自筹资金	工业利润增长
1997-11	13.09%	15.72%	-16.94%	1999-02	103.08%	17.45%	597.03%
1997-12	6.75%	6.58%	-7.12%	1999-03	51.35%	8.74%	0.42%
1998-02	5.85%	27.65%	-77.17%	1999-04	57.30%	11.70%	52.86%
1998-03	45.72%	0.01%	-18.91%	1999-05	33.73%	6.15%	97.69%
1998-04	12.20%	18.91%	-42.00%	1999-06	57.63%	-1.43%	75.64%
1998-05	28.85%	13.50%	-35.01%	1999-07	93.30%	-9.37%	54.30%
1998-06	42.49%	7.77%	-30.29%	1999-08	0.44%	-6.07%	11.44%
1998-07	25.88%	67.97%	-1.73%	1999-09	23.63%	-3.55%	58.68%
1998-08	64.24%	12.80%	5.46%	1999-10	-20.57%	0.96%	26.89%
1998-09	77.62%	26.66%	11.75%	1999-11	30.42%	3.03%	48.21%
1998-10	149.04%	18.92%	9.19%	1999-12	68.03%	0.67%	30.30%
1998-11	140.07%	35.97%	15.52%	2000-02	36.84%	22.41%	183.15%
1998-12	60.52%	-7.51%	6.88%	2000-03	37.64%	12.13%	214.21%

资料来源：中经网，中信建投证券研发部

固定资产投资预测

因此，基于以上的分析，我们认为当前形势和 07 年年底相似，近期出台的积极财政和 98 年 8 月出台的时间比相对提前，09 年会和 1998 年一样，固定资产投资在政府大幅度投资和企业自筹资金尚未下跌的情况下，仍然能保持较快的增长速度，此次政府积极的财政政策目标明确，即出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实，所以未来一年的投资增长是有保证的，我们还是比较乐观，但是 2010 年的经济情况可能就与 1999 年相似，企业自筹资金会有所下降，但暂不明朗，预计不会下降很多，2011 年继续恢复增长。

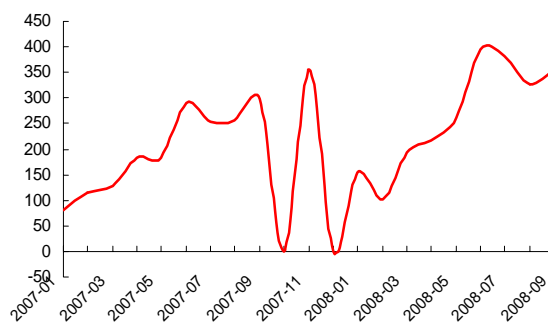
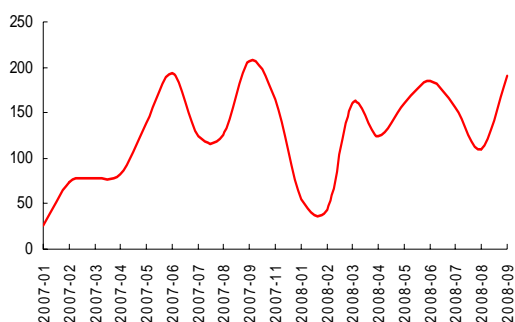


建筑业投资策略

基建行业投资机会加大

从当前宏观经济大背景看，美国次贷危机所引发的金融动荡已经渗透到实体经济中，拖累美国民众消费水平整体下滑，这一外部需求的大范围萎缩直接影响到我国的外贸出口行业，对我国多年来依靠制造业投资及出口拉动的经济增长形成较大打击。另一方面，消费这驾马车长期一直保持稳定态势，在农民收入水平及各项社会保障制度没有得到有效改善的前提下，内部需求在短期内也很难实现快速增长。目前公布的各项经济数据已经表明我国经济下行的风险正逐步加大，“保增长，促升级”的目标如果想在短期内得到实现必然要依靠政府投资来拉动，这对于基础建设行业无疑是一个巨大的利好。

图 8：国家财政支出中用于交通运输业_当月 单位：亿元 图 9：国家财政支出中用于农林水事务_当月 单位：亿元



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

我们认为，此轮政策上加大基础建设投资力度并不仅仅是挽救经济下行的短期行为，也是力图通过建立一个支撑经济体良性发展的硬件环境带动我国经济持续发展的长期稳定投资行为。过去我们过度依赖外贸促就业，促增长的格局从本质上看并不利于我国经济的长期健康发展，此轮全球金融危机对于中国的经济转型正是一个良好契机。从地区发展看，出口增长带动了东部沿海地区的经济发展，但中西部以及东北地区的经济活力并没有得到有效激活和释放，这些地区拥有丰富的资源和市场，受制于交通建设尤其是铁路运输能力的严重不足，地区物资传导不畅，与外部市场联系较弱，制约了这些地区的经济发展。这一轮投入完成后完善的基础设施建设将有效带动中西部地区发展，促进地区产业升级，实现人民收入水平提高，进而带动消费升级。过去的十五规划中我们大规模兴建了公路网，而对于铁路和水利投资明显不足，因此，此轮政府投资我们更看好铁路建设和水利建设领域。

铁路建设——大规模投资启动高增长引擎

“十一五”期间我国进入大规模铁路建设时期，铁道部计划建设新线 17000 公里，其中客运专线 7000 公里；建设既有线复线 8000 公里；既有线电气化改造 15000 公里。2010 年全国铁路营业里程达到 9 万公里以上，复线、电化率均达到 45% 以上，快速客运网总规模达到 20000 公里以上，煤炭通道总能力达到 18 亿吨，西部路网总规模达到 35000 公里，形成覆盖全国的集装箱运输系统。此前，铁道部规划投资总额为 1.25 万亿元，10 月下旬，为了顺应铁路建设的新需求，国务院批准了将铁路建设资金规模调整为 2 万亿的申请。

图 10：“十一五”铁路网规划图



资料来源：铁道部，中信建投研发部

表 6：“十一五”铁路规划实施细则

	<p>建设北京~上海、北京~郑州~武汉~广州~深圳、哈尔滨~大连、天津~秦皇岛、上海~杭州~宁波、石家庄~太原、济南~青岛、徐州~郑州~西安~宝鸡客运专线，沪汉蓉、甬厦深快速客运通道。</p> <p>建设长三角、珠三角、环渤海经济圈以及其他城镇密集地区城际轨道交通。主要建设北京~天津、上海~南京、南京~杭州、南京~芜湖~安庆、广州~珠海、九江~南昌、青岛~烟台~威海、绵阳~成都~峨眉、长春~吉林、柳州~南宁城际轨道交通系统以及沪杭磁悬浮交通。</p>
<p>建设快速客运网络</p>	<p>建设北京~上海、北京~郑州~武汉~广州~深圳、哈尔滨~大连、天津~秦皇岛、上海~杭州~宁波、石家庄~太原、济南~青岛、徐州~郑州~西安~宝鸡客运专线，沪汉蓉、甬厦深快速客运通道。</p> <p>建设长三角、珠三角、环渤海经济圈以及其他城镇密集地区城际轨道交通。主要建设北京~天津、上海~南京、南京~杭州、南京~芜湖~安庆、广州~珠海、九江~南昌、青岛~烟台~威海、绵阳~成都~峨眉、长春~吉林、柳州~南宁城际轨道交通系统以及沪杭磁悬浮交通。</p> <p>结合既有有线电化、扩能，实施既有干线提速改造，继续扩大提速网络覆盖面，使 13000 公里既有主要干线客车最高时速达到 200 公里。</p>

实施大秦铁路扩能及集疏运系统配套改造,建设迁安北~曹妃甸、朔州~准格尔、岢岚~瓦塘铁路,实施大同~原平四线、宁武~朔州复线、宁武~岢岚扩能、大准铁路扩能、藁港铁路扩能等,通道能力达到4亿吨。进行朔黄铁路2亿吨扩能改造及集疏运系统建设。

强化煤炭运输通道

建设西煤东运新通道,主要建设长治~泰安、邢台(邯郸)~黄骅、东胜~乌海、准格尔~东胜、准格尔~神木、宿州~淮安、阜新~巴彦乌拉、赤峰~白音华、正蓝旗~丰宁、嘉峪关~策克、临河~策克、甘其毛道铁路以及其他煤运新通道等。

建设大包包惠电化、北京~张家口~呼和浩特~包头四线,形成京包包兰运输大通道;建设包西铁路通道,西安安康复线,邯济部长复线;实施侯月线扩能,新菏兖日线、焦柳线、太焦线修文~长治北电化以及南同蒲线、集通线扩能等工程,大幅提高既有干线煤炭运输能力。

加强港口和口岸后方通道建设

建设上海~南通、上海~镇江、湖州~乍浦~浦东、向塘~湄洲湾、龙岩~厦门、广州~珠海、广州南沙港、茂名~湛江、德州~龙口~烟台、黄骅~大家洼铁路等,实施黎湛线河唇~湛江复线、广西沿海铁路扩能、大连枢纽金窑线复线、沈丹线扩能以及其他疏港铁路建设等,进一步完善港口后方通道。建设滨洲线海拉尔~满洲里、滨绥线牡丹江~绥芬河、兰新线乌鲁木齐~精河复线以及集二线扩能等工程,强化既有口岸后方通道能力。

加强东中西部通道建设。续建完成青藏铁路格拉段,进行兰青线、青藏线西格段复线电化;建设宜昌~万州、重庆~利川铁路,实施武汉~安康~重庆铁路复线、达成线扩能、达万线电化,形成连接川渝地区、江汉平原和长三角地区的大能力通道;建设太中(银)、兰渝铁路,遂渝、渝怀复线等,构建西北至华北、西北至西南、西南至东南沿海的便捷通道;实施兰新线兰州~武威复线、武威~嘉峪关~乌鲁木齐电化,南疆线吐鲁番~库尔勒复线,贵昆线昆明~沾益~六盘水、成昆线昆明~广通复线等,系统强化陆桥通道、沪昆通道能力;实施湘桂铁路扩能,南昆、黔桂铁路增二线,建设贵阳~广州铁路,研究建设南宁至广州铁路;进行包兰线复线电化,增强西北与华北、东北的联系。

扩展西部路网

扩大西部路网覆盖面。建设清河~伊犁~霍尔果斯、奎屯~北屯、格尔木~敦煌、西安~平凉、大理~丽江~香格里拉、青藏铁路延伸线、峨眉~宜宾、乐坝~巴中、隆昌~黄桶、玉林~合浦、合浦~河唇、永州~岑溪~玉林和岑溪~茂名、田阳~德保~靖西、南川~涪陵、伊敏~伊尔施、乌兰浩特~锡林浩特、莫尔道嘎~室韦、海拉尔~黑山头、柴达尔~木里铁路等。开辟西南、西北进出境国际通道,建设玉溪~蒙自~河口,大理~瑞丽、玉溪~磨憨及中吉乌铁路等。

实施京沪、津沈、京九、武九、石德、兰烟、胶新、新长、阜淮、淮南、沪杭、浙赣、宣杭、萧甬线及陇海线徐州至连云港等铁路电化改造,实现京广线以东地区干线电化成网。

建设海南东环、韶关~赣州、广州~茂名、九江~景德镇~衢州、铜陵~九江、庐江~铜陵、阜阳~六安、荆州~岳阳、连云港~盐城、淮阴~扬州、黄岛~日照、东都~平邑、保定~霸州、烟大轮渡、东北东部铁路通道、岫岩~庄河、西丰~辽源、长春~烟筒山、靖宇~松江河、白山镇~泉阳、榆树~舒兰、苇河~亚布力、古莲~洛古河、虎林~吉祥、同江铁路等,继续提高路网密度。

优化和完善东中部路网

建设广深四线、京山铁路京津段四线,皖赣、宁启、锦州~齐齐哈尔铁路复线,进行京广线信阳~陈家河,金温、鹰厦、外福、横南、合蚌、漯阜、娄邵、叶赤、锦承、沈吉、长图、通霍、白阿、四平~梅河口~通化、四平~太平川、林口~勃利~七台河、林口~鸡东、鹤岗线扩能以及海南西环线改造等,大幅提高既有铁路运输能力。

建设集装箱运输系统

建设上海、天津、广州等18个集装箱物流中心,并依托相关新线建设和既有有线改造,积极推进双层集装

箱运输通道建设，部分特大城市间率先实现双层集装箱运输；大力发展多式联运，提高运输效率和质量。适应经济结构调整、对外贸易和港口发展需要，满足货主对便捷、安全和“门到门”运输的要求，开辟铁路新的经济增长点。

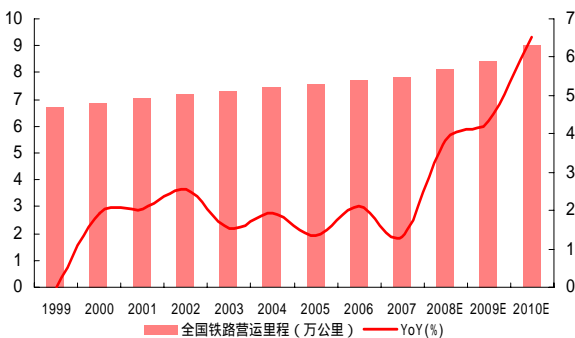
加强主要枢纽建设

结合快速客运网建设，新建和改建北京南、上海虹桥等一批大型客运站，形成干线铁路、城际铁路、公路运输、城市地铁、公交系统等紧密衔接的现代化客运中心；建设武汉北、新丰镇、贵阳南、成都北等路网性和区域性编组站，满足货物运输组织直达化、重载化和车流作业组织集中化需要；以集装箱中心站建设为契机，整合枢纽货站布局，满足城市辐射区域货流集散需要；优化主要枢纽布局，实现点线能力协调，保证客货运输灵活畅通，最大限度地发挥铁路运输优势，增强区域中心城市的辐射功能。

资料来源：铁道部，中信建投研发部

铁道部计划今年完成基本建设投资 3000 亿元，而前十个月仅投资了 2/3，明显要滞后于计划完成额，为完成全年计划下半年月度投资额呈现爆发式增长势头。明后两年铁道部还将计划投资 6000 亿元和 10000 亿元，复合增长率高达 82.76%，仅明年一年的投资额就相当于从 98 年至 06 年 9 年的投资总和，投资力度可谓史无前例。也说明这次铁路建设成为政府投资的重中之重。

图 11：铁路运营里程



资料来源：铁道部，中信建投研发部

图 12：铁路固定资产投资

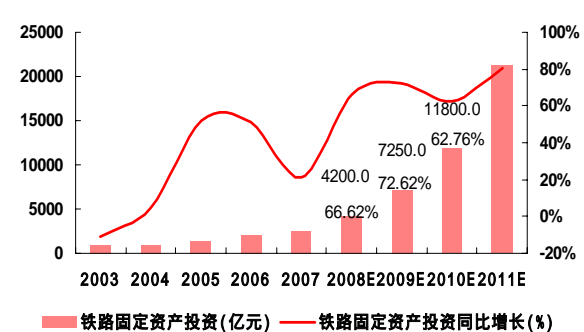
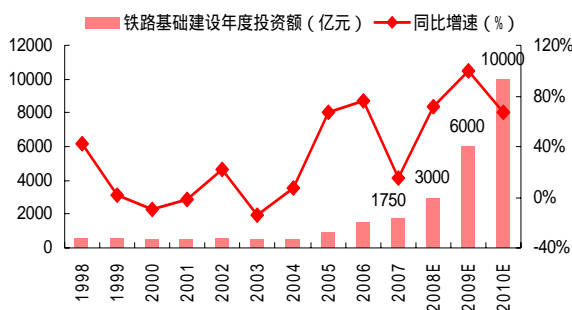
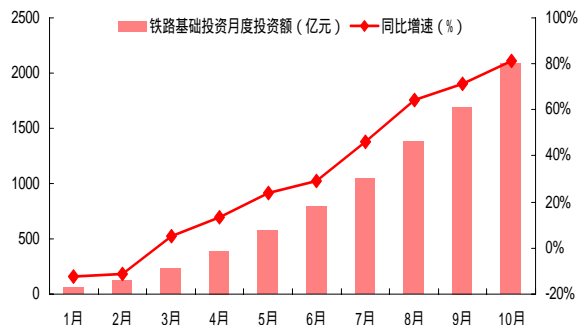


图 13：铁路基础建设年度投资额及增速



资料来源：铁道部，中信建投研发部

图 14：铁路基础建设月度投资额爆发式增长



水泥行业投资策略

需求提前启动，平滑周期波动

今年前三季度城镇固定资产投资增速剔除物价因素实际已经下滑，尤其是房地产市场，进入到三季度投资增速已经表现出明显的下降趋势，投资不旺使未来经济增长的下行风险逐渐加大。尽管如此，水泥行业截至目前却仍然表现出较为旺盛的投资需求，短期内水泥企业大量投资带来的产能释放可能难以被渐显羸弱的投资需求快速吸收。

但从目前政府加大投资力度的情况来看，我们推测十月份的数据，扣除价格因素后，实际增速会略有上升。随着 PPI 的继续回落，以及政府积极财政政策的逐步实施，后期固定资产投资名义和实际增长都将会有所加快。

水泥的需求主要靠固定资产投资特别是基建投资来实现。政府新增预算内资金，是希望靠政府投资带动全社会投资，从而拉动经济的增长。不过基建项目审批、开工需要准备时间，水泥需求真正大规模启动可能还需要 3-6 个月时间，加之一季度本身就是水泥销售的淡季，因此，从短期看，水泥行业会出现由于需求下滑带来的价格走低，但是到 09 年二季度待需求重新启动以后，水泥行业仍然可以维持较好的景气度。

但从中期的角度来考量，近期经济形势的快速下滑，企业利润可能出现负增长，在这一短期的过程中，会明显抑制社会上自有资金的投资。而在固定资产投资的资金来源上，自筹资金的比例相当高。因此，固定资产投资增速的变化，也即水泥需求的变化，还要看自筹资金增速变化情况。

图 15：城镇固定资产投资实际和名义增速

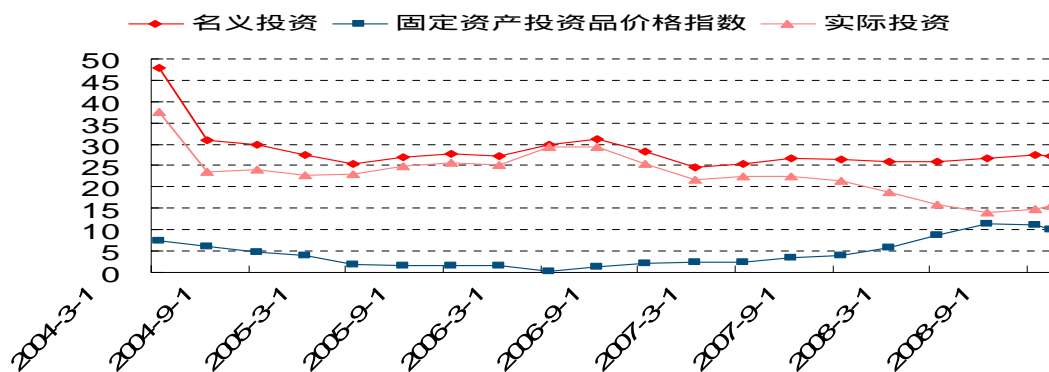


图 16：住宅开发投资下滑

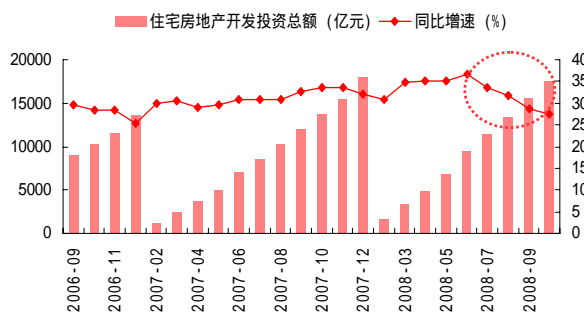
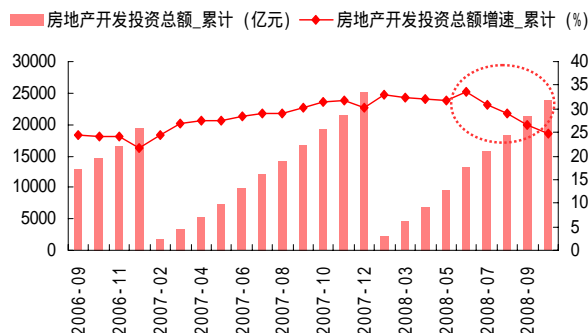


图 17：房地产开发投资增速下降



资料来源：中经网，数字水泥，中信建投研发部

供给压力未如想象中悲观

尽管经济下行风险加大，多数行业投资增速明显下滑，水泥行业却反其道行之，今年前三季度仍然保持较高的市场景气度，1-9月份水泥全行业累计完成固定资产投资725.1亿元，同比增长66.46%。在水泥需求可能出现下滑的情况下，市场不免对新增产能未来大规模释放是否会造成供过去求产生担忧。在此我们有必要对目前水泥行业的现有产能，新增产能和淘汰落后产能进行必要的分析和预测。

目前水泥的投资成本大约是350元/吨。依照目前的水泥固定资产投资的速度，我们预测2008年全年水泥固定资产投资将超过1000亿元，扣除余热发电投资和项目改扩建投资，我们预计09年新增熟料产能1.65亿吨，新增水泥产能2.15亿吨。

图 18：水泥固定资产投资增速较快

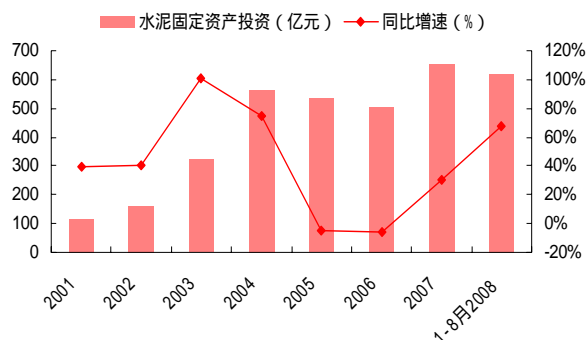
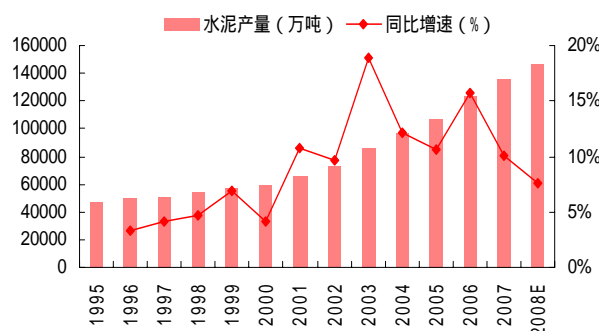


图 19：水泥产量及增速



资料来源：中经网，数字水泥，中信建投研发部

“十一五”期间计划淘汰落后产能2.5亿吨，由于07年水泥市场景气度较高导致落后产能淘汰速度较慢，工信部近日公布了《2008年应予淘汰落后水泥产能的企业名单》，范围涉及了26个省、自治区683户水泥企业的946条湿法窑、中空窑及机立窑生产线，预计将达到6000万吨。伴随水泥需求的部分回落，未来落后产能的淘汰速度还将加快，这将会有效缓解新增产能带来的供给压力，并加速水泥产业结构调整，促进行业良性竞争。

以此推算，08年新增的2.15亿吨产能在09年释放，除去淘汰的落后产能，09年大约新增有效产能1.8亿吨。从需求看以增速判断09年固定资产投资规模将超20万亿，09年水泥需求量约为16亿吨，新增需求量约为1.4亿吨，产能利用率仍然能够维持在90%以上，09年市场并没有大家预料的悲观。我们认为明年上半年，受季节因素影响，水泥市场会出现短暂的供过于求，但是从全年来看，如果落后产能淘汰如预期中进行，则供需仍然能够维持合理状态。

表 7：水泥未来供需情况预测

	2005	2006	2007	2008	2009
水泥需求量 (万吨)	106400	123500	136118	146400	160500
需求增长 (%)	9.69%	16.07%	10.00%	7.55%	9.63%
新增熟料产能 (万吨)	10000	8500	11000	16500	19000
新增水泥产能 (万吨)	13300	11305	14630	21500	24500
新增产能增长率 (%)	-21.30%	-15.00%	29.41%	46.96%	20.93%
淘汰产能 (万吨)	-3000	-3000	-6000	-6000	-6000

水泥总产能 (万吨)	127300	135605	144235	159735	179735
总产能增长率 (%)	8.80%	6.52%	6.36%	10.75%	12.52%
产能利用率 (%)	83.58%	91.07%	94.19%	91.65%	90.05%

资料来源：中信建投证券研发部

区域分化延续，西部优势明显

上半年水泥行业呈现出区域景气度分化的现象，西北地区由于固定资产投资较快带动水泥需求旺盛，煤炭资源丰富使成本降低，从而吨水泥的利润居全国前列。我们认为这一趋势将会在 09 年继续延续，各地的景气度主要取决于以下三点：是否为大规模基础设施投资覆盖区域、水泥投资增速及落后产能淘汰空间、区域市场集中度

本次政府大规模投资主要集中在铁路、公路、城市轨道交通等基础设施领域。因此，基础设施建设落后，未来新建轨道交通网络覆盖面积广的区域和省份水泥需求自然旺盛。

经过分析，我们认为此次铁路建设的重点在于快速客运网路的建设，高速铁路项目覆盖的省份主要是东部地区，受益最大的省份包括江苏，浙江，湖北等地。而公路投资相对于铁路而言对于水泥的需求更大，且主要侧重于中西部地区，因此，相较而言，未来一年水泥需求潜力最大的地区还主要集中在西南和西北地区。

从供给上看，六大区域中，西北地区受国家政策的影响，成为水泥投资增速最快的地区，1~9 月水泥累计同比增长 129.30%，但基数仍然较小，仅占全国比重的 7.88%；华东、中南地区依旧是全国水泥投资主要区域，总额分别占到全国比重的 20.83%和 31.61%。西南地区的四川省受灾后重建因素影响，水泥投资也保持较快的增长速度。

图 20：华北地区水泥固定资产投资同比增速

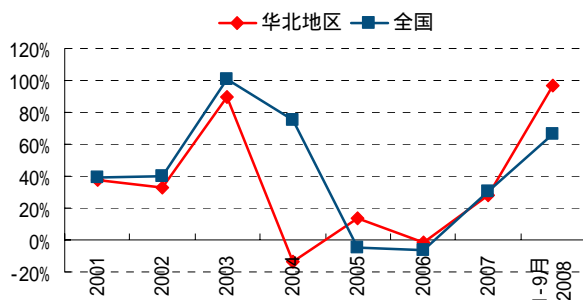


图 21：西北地区水泥固定资产投资同比增速

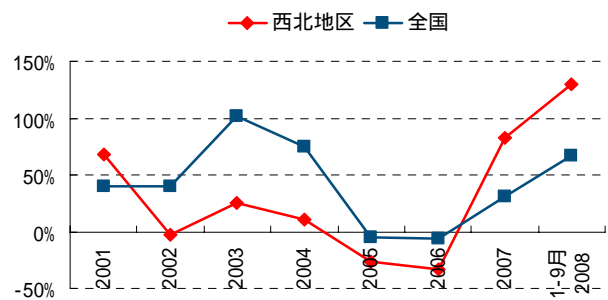


图 22：东北地区水泥固定资产投资同比增速

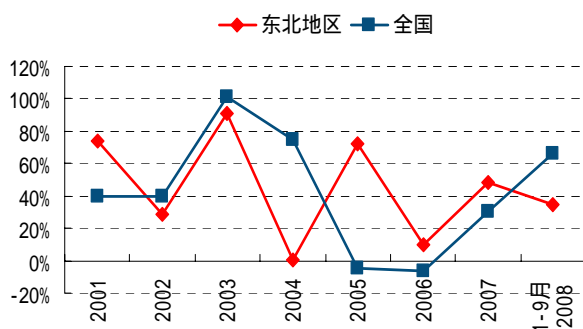


图 23：中南地区水泥固定资产投资同比增速

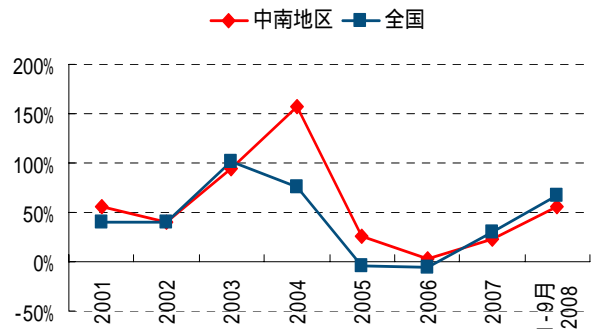


图 24：华东地区水泥固定资产投资同比增速

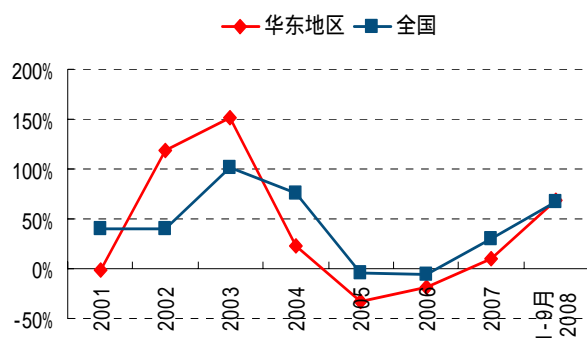
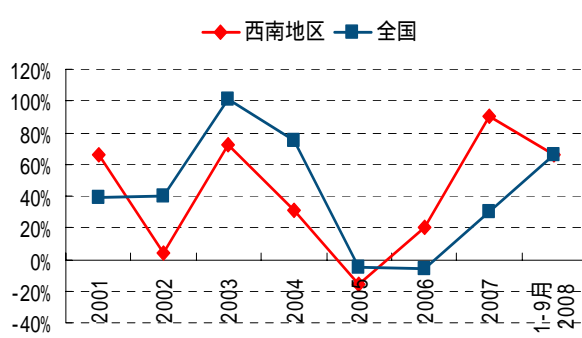


图 25：西南地区固定资产投资同比增速



资料来源：数字水泥，中信建投证券研发部

从落后水泥淘汰速度空间上看，华北、东北、华南三个地区的未来可淘汰的落后产能空间大，未来 4 年的淘汰产能占 07 年产量比都高于全国水平。本次 08 年应予淘汰落后水泥产能的企业名单中，河北，山东和广东的淘汰力度非常大，今年将分别淘汰 57、87 和 265 条落后产能生产线。这些地区制定了非常严格的淘汰计划，淘汰量和淘汰力度均高于发改委制定的指标，若能顺利执行，对地区水泥市场的稳步发展将起到积极作用。

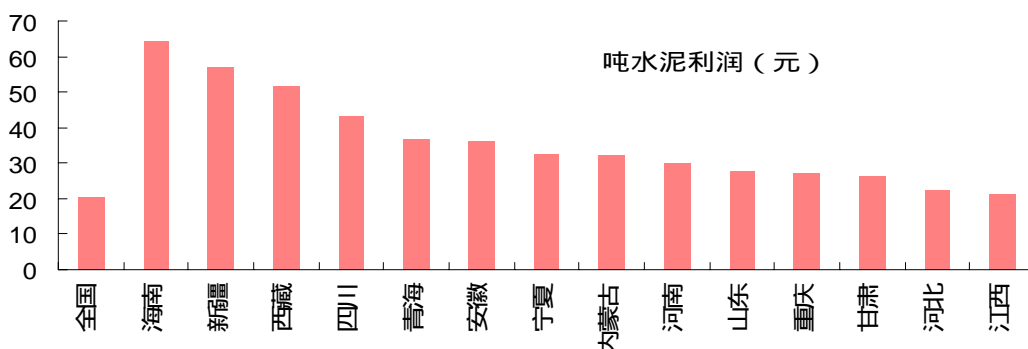
表 8：分区域淘汰落后产能状况

	07 年水泥产量 (万吨)	07-08 落后产能淘汰 (万吨)	09-10 落后产能淘汰 (万吨)	4 年淘汰产能占 07 年产量比 (%)
全国	136117	13640	14810	20.90%
华北地区	17194	2100	1900	23.26%
东北地区	7442	700	1000	22.84%
华东地区	53293	5000	5100	18.95%
华南地区	35576	4050	4450	23.89%
西南地区	15164	1130	1720	18.79%
西北地区	7448	660	640	17.45%

资料来源：中信建投证券研发部

另一方面，从资源和市场格局来看，中西部地区煤炭资源丰富，受煤炭市场价格波动影响较小，同时地区市场整合还在进一步深化，尚处在产业的高速成长期，待整合逐步完成后，水泥价格有望进一步提升。

图 26：1-8 月份吨水泥利润



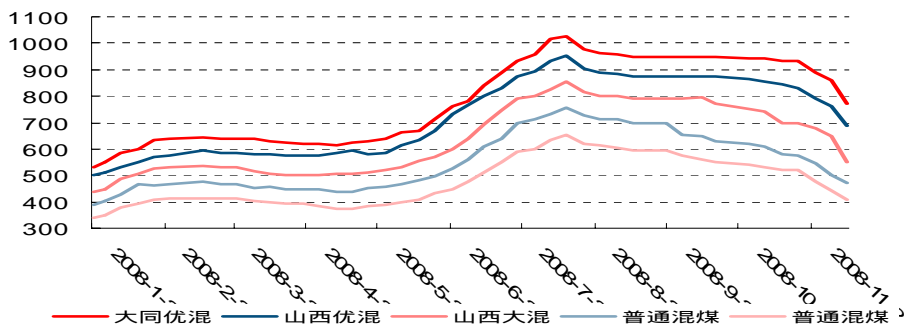
资料来源：数字水泥，中信建投证券研发部

综合比较，09 年水泥市场我们更看好西北、华北以及灾后重建地区。华南地区部分落后产能淘汰力度大的地区也有一定机会。

有利因素保障行业盈利空间

此外明年伴随煤炭价格的继续回落、大规模余热发电项目的普及，以及行业并购整合的进一步深化这些有利因素，在供需偏紧的市场环境中水泥行业仍然具有较好的盈利空间。

图 27：秦皇岛煤炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，中信建投证券研发部

行业估值及评级

从水泥股近期的市场表现来看，股价的大幅飙升既有对前期行业整体价值低估的修正，也表现为对利好政策的过度反映。目前水泥股价格的走势已经提前反应了行业 09 年整体向好的趋势。由于对 09 年水泥行业并不悲观的预期，我们认为在 09 年水泥行业依然具有一定的投资机会，不过基于我们对 2010 年整体投资状况的担忧，投资者有必要留一份清醒。从行业内多数上市公司的重建价值来看，虽然高于总市值，但扣除有息贷款和少数股东权益后已经低于总市值，短期股价受政策面刺激上涨较大，股价吸引力正在失去，建议投资者等待股价下调后再逐步建仓。

表 9：各公司产业投资价值

公司	08 年总产能 (万吨)	重建价值 (亿元)	有息贷款 (亿元)	母公司权益比	股东权益价值 (亿元)	总市值 (亿元)
海螺水泥	10000	350	119	97.26%	224.67	405.22
冀东水泥	4000	140	50	94.08%	84.67	92.66
华新水泥	3780	132.3	40	83.23%	76.82	52.43
赛马实业	600	21	6.77	96.67%	13.76	25.76
祁连山	780	27.3	2.16	84.60%	21.27	23.2
江西水泥	700	24.5	12.55	62.14%	7.43	20.15
天山股份	1360	47.6	27.88	65.50%	12.92	26.8
青松建化	410	14.35	3.9	96.93%	10.13	20.99
亚泰集团	2100	73.5	14.3	97.95%	57.99	74.78
福建水泥	550	19.25	9.59	99.34%	9.60	15.89
同力水泥	757.5	26.5	4.1	73.67%	16.50	10.85

资料来源：中信建投证券研发部

相关上市公司分析

葛洲坝——多元化水利水电建设央企

公司是水利水电建设龙头企业，拥有世界先进的水电建设技术和水电建设国际品牌，是国内 10 家拥有水利水电施工特级资质的企业之一，公司主要优势在大中型水电站的建设，共完成装机总容量超过 3000 万千瓦，占我国建国以来水电装机总容量的 1/4 以上。受益水利水电建设，公司储备工程订单充足，截至今年 10 月份公司今年新承接工程订单超过 300 亿元，储备工程订单超过 800 亿元，未来收入增长比较确定。

此外，公司还拥有国内最大的特种水泥基地、民用爆破第一品牌，是第一个采用 BOT 方式投资高速公路的建筑施工企业。民爆业务伴随政府提价和硝酸铵成本价格的走低未来可以保持较高的毛利率。

公司手中还拥有大量可变金融资产，季报显示期末账面值为 17.5 亿元，增值约 15 亿元，未来金融资产的变现能有效提升公司未来每年的盈利水平。

作为多元化、一体化运营的大型建筑央企，虽然公司业务看似多样繁杂，但实际上作为水利水电工程的上下游产业，各项业务之间具有较好的协同性，公司在多元化运营方面也积累了丰富的经验和成熟的运营模式，我们认为未来伴随基础建设投资力度加强，公司业务将长期维持较高景气度。

经估算，公司 08-10 年的 EPS 分别为 0.45 元，0.6 元，0.8 元，对应 08-10 年市盈率为 18 倍，14 倍和 10 倍。

冀东水泥——北方市场龙头

公司较早提出了扩大华北、挺进东北、开拓西北的“三北”战略，目前公司将更多资源和精力集中投向华北和西北地区，同时在全国其他相对空白区域逐步进入扩张。公司主要的华北、东北、西北市场，未来增长潜力较大，有较好的市场增长容量，在这些区域也具有较强的优势。

虽然中国中材拿下冀东事件还没有进一步的进展，但该事件有利于北方水泥市场整合和温和竞争，两家的市场主导地位进一步增强，有利于提升冀东水泥的价值。

公司 07 年年底水泥总产能已经达到 2500 万吨，到 08 年年底将拥有水泥总产能 4000 万吨，根据目前已经拟建的生产线，预计 2009、2010 年水泥能将分别超过 5000 万吨、6000 万吨。

在盈利预测中，我们主要基于以下假设：

1、公司的远期规划 2010 年水泥产能达到 1 亿吨以及中材集团对公司实行控股的进程和具体规划 2010 年水泥产能达到 1.3 亿吨，均未考虑；其中调研过程中了解到部分不确定性大的规划项目也暂不考虑。主要是根据目前已有的和规划的生产线进度来保守估算销售。

2、原有生产线的余热发电项目改造在 09 年投产，新建生产线的余热发电工程在项目建成后也投入运行。

3、根据调研情况，由于原来考虑在 08 年 4 季度贡献销量的几条新建生产线，可能在 08 年年底才能投产，因此调整 08 年销售量，比预期略低。

根据水泥市场整体情况，考虑华北市场对明年新增产能的承受能力，同时考虑煤炭价格的高位回落和余热发电项目带来的成本降低，我们对 09、10 年的盈利能力稍做调整。

经估算，公司 2008，2009，2010 三年的收入增长率分别为 34.15%，56.26%，30.61%，对应 08-10 年的 EPS 分别为 0.38 元，0.74 元，0.99 元。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站 of 的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

田东红 建筑建材行业高级分析师；**韩梅** 建筑建材行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010