

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

建材行业月度报告

水泥季节因素开始显现、玻璃价格高位回调

2007年12月14日

王昕

86-755-22627926

wangxin@pasc.com.cn

投资要点：

- ✓ 1-10月份，在固定资产投资保持增长的同时，水泥行业的固定资产投资也保持了增长的势头，但投资增幅较上月有所回落，投资的地区差异依然明显。
- ✓ 水泥产能投放压力有所减轻，预计2007年全年水泥产量将会达到13.5-14亿吨，水泥企业产销率继续保持高位，企业库存同比略有减少。总体来看，水泥市场保持了较好的销售态势。
- ✓ 随着气候的进一步转冷，水泥价格变化的区域差异将会进一步扩大，华东、华南等受气候影响较小的地区价格有望保持乐观。但随着四季度的结束，全国水泥价格有可能会进入一个全年较低的区域。
- ✓ 影响水泥价格的因素仍然保持乐观，预计水泥价格在明年继续保持稳定的可能性很大，调控政策对行业的影响需要密切关注。
- ✓ 玻璃产量保持增长，产能扩张压力依然很大，玻璃行业的健康发展有赖于去年底至今年出台的一系列玻璃产业政策的贯彻执行。目前仍需要对玻璃行业的产能投放速度及政策执行效果继续观察。
- ✓ 我们给予水泥行业“推荐”评级，给予玻璃行业“中性”评级。建议关注水泥行业龙头股以及具有区域龙头地位及并购整合概念的公司；关注玻璃行业具备玻璃深加工能力、上下游一体化能力强以及具备差异化产品及市场盈利能力的公司。

股票名称	股票代码	股票价格(元)	EPS(元/股)			PE(倍)			评级
			20071213	2006A	2007E	2008E	2006A	2007E	
海螺水泥*	600585	62.95	1.14	1.71	1.99	55.22	36.72	31.68	推荐
华新水泥*	600801	32.21	0.39	0.80	0.82	82.59	40.49	39.28	推荐
冀东水泥*	000401	17.43	0.21	0.44	0.67	83.32	39.83	25.84	推荐
南玻A	000012	19.5	0.33	0.35	0.62	59.09	55.75	31.46	中性
金晶科技	600586	28.16	0.27	0.72	1.03	104.03	38.88	27.33	推荐

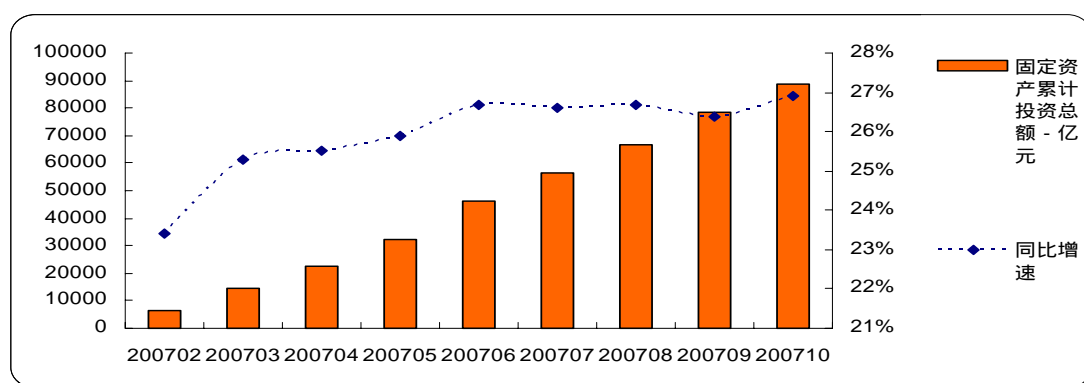
*：2008年EPS及PE按照公告增发股本进行摊薄计算

水泥行业

一、投资增幅有所回落

1-10月份，全国固定资产投资累计完成88953亿元，同比增速为26.9%，较1-9月份增速增加0.5个百分点，继续保持了较高的增长速度。

图表1 2007年1-10月固定资产累计投资总额及增速



数据来源：Wind资讯

在固定资产投资保持增长的同时，水泥行业的固定资产投资也保持了增长的势头，但投资增幅较上月有所回落，投资的地区差异依然明显。

图表2 全国六地区水泥固定资产投资增速

地区	2007.1-9 月投资增速	2007.1-10 月投资增速	增速下降（百分点）
西北	113.87%	68.51%	45.36
华北	49.12%	37.71%	11.41
东北	88.66%	77.24%	11.42
华东	12.54%	5.69%	6.85
西南	92.49%	90.17%	2.32
中南	32.29%	21.42%	10.87
全国	46.83%	34.89%	11.94

数据来源：中国水泥协会

从数据可以看出，10月份全国六大区域的水泥固定资产投资增速均出现了下降，其中西北地区下降幅度最大，其中又以陕西和宁夏的投资增速下降较多。从本年度新增固定资产来看，全国近六成的新增固定资产集中在中南和华东地区，其中又以河南、广西、江苏、福建四省新增投资最多，河南和广西两省的新增投资占到了全国的近30%，投产项目数占到全国的23%。

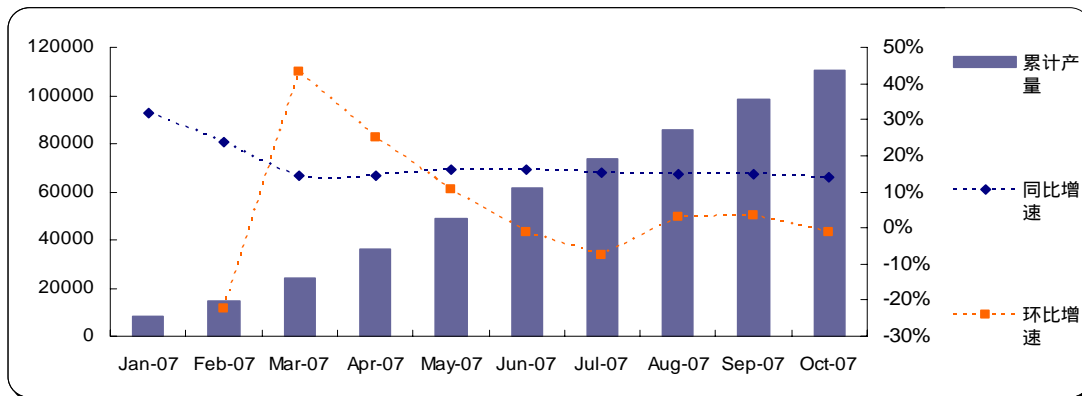
虽然10月份的水泥投资增速出现了下降，但是全国大部分地区的水泥投资增幅仍然维持在较高的水平，我们认为，较高的投资增幅一方面是受到今年全社会固定资产投资增加较快的影响，另一方面也与2006年水泥行业较低的投资增速造成比较基数较低有关。但即便如此，对水泥行业的投资仍要保持密切关注，警惕由于较快的行业投资所带来的产能过剩压力。

二、产量增速趋缓

10月份，全国当月生产水泥1.24亿吨，累计生产水泥11.05亿吨，同比分别增长7.8%和14.2%，水泥产量同比及环比增速均出现下降，增速趋缓。但是10月份的产量下降在一定程度上是由于水泥生产季节性因素的影响，我们预计2007年全年水泥产量将会达到13.5-14亿吨，增速在9%-13%左右。

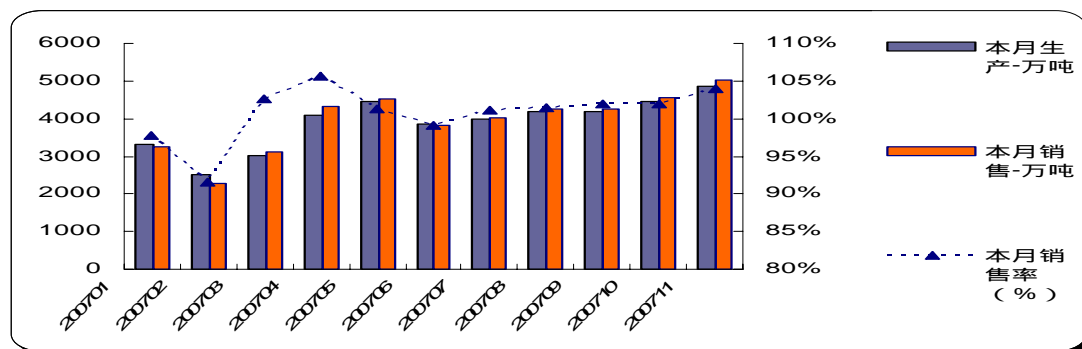
从11月份全国重点联系企业水泥产销量数据看，11月单月水泥产量和累计水泥产量为4852万吨和4.5亿吨，增速分别为16.4%和12.28%，水泥累计产量增速低于去年21.8%的水平。11月份重点联系企业水泥产量占总产量的比例为36%，较前几个月继续提高。企业产销率继续保持高位，企业库存同比略有减少。总体来看，水泥市场保持了较好的销售态势。

图表3 全国水泥累计产量及产量增速



数据来源：Wind资讯

图表4 2007年重点联系水泥企业产量及产销率



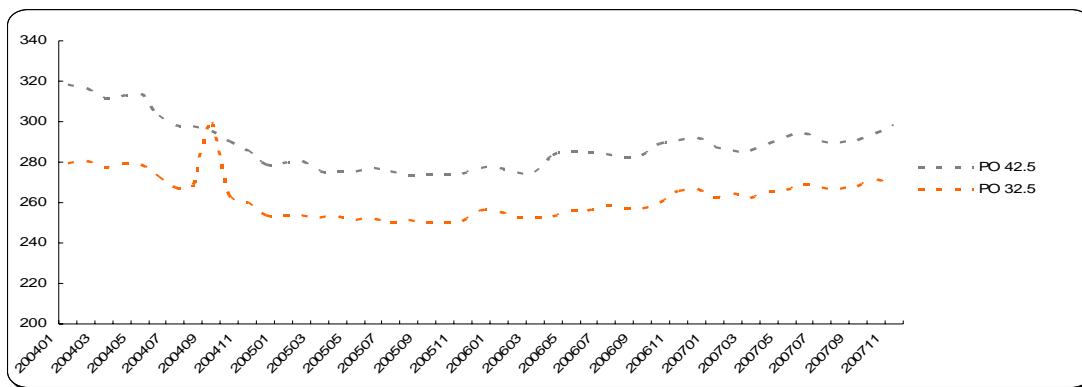
数据来源：建材信息总网

三、价格出现区域分化

根据建材信息网的统计，11月份7个水泥品种的销售价格基本保持了同比上涨的态势，但部分品种价格增速趋缓，水泥价格呈现出一定的区域分化，P042.5水泥在西南和东北区域价格环比下降，P032.5水泥则在华东、西北、西南和东北区域环比价格下降，由于水泥销售较强的区域性，而各区域的气候、工程建设进度造成区域间水泥消费需求的差异，由此导致各区域价格的差异。而进入冬季以来部分区域的价格下降我们认为更多的是由于水泥消费的季节性因素而造成的。

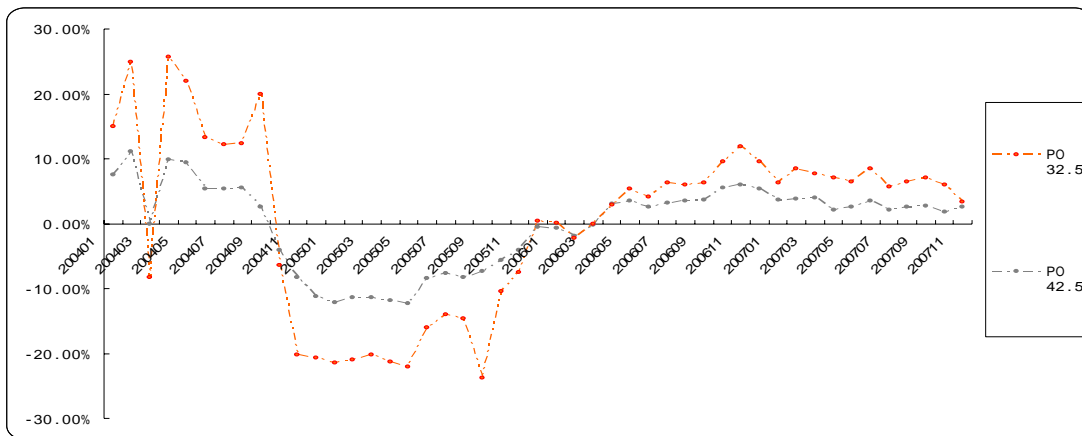
随着气候的进一步转冷，水泥价格变化的区域差异将会进一步扩大，华东、华南等受气候影响较小的地区价格有望保持乐观。但随着四季度的结束，全国水泥价格有可能会进入一个全年较低的区域。

图表5 P032.5 & P042.5水泥价格走势



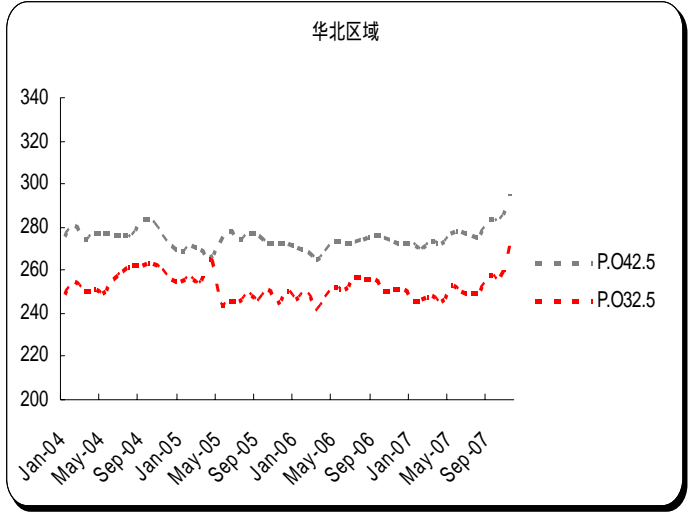
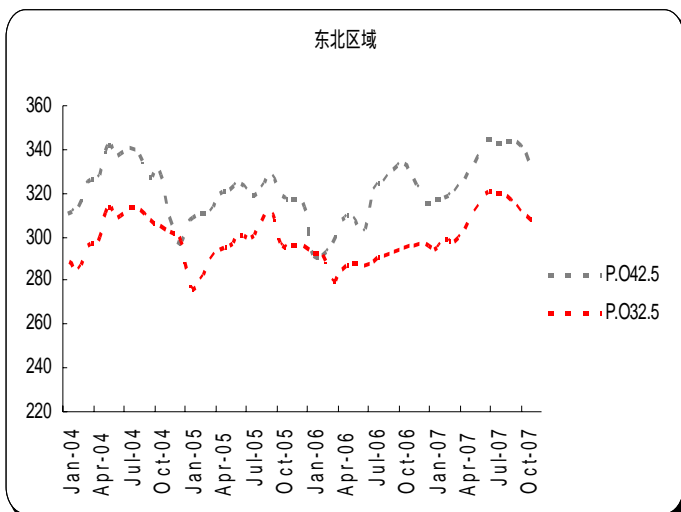
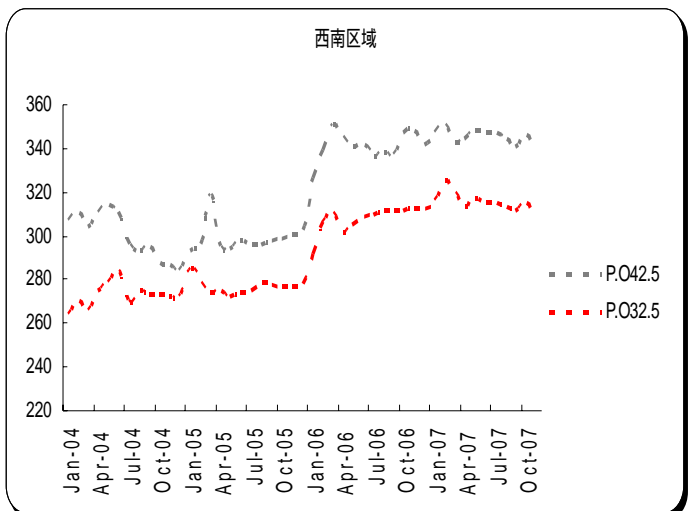
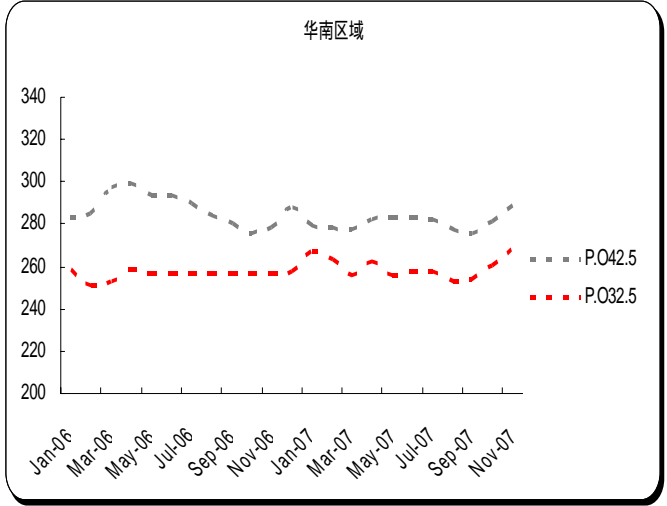
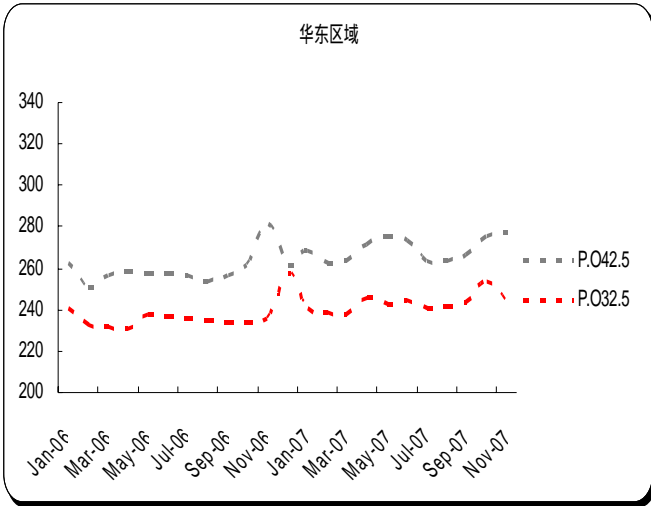
数据来源：建材信息网

图表6 P032.5 & P042.5水泥价格同比增速



数据来源：建材信息网

图表7 全国各区域水泥价格走势



数据来源：建材信息总网

从较长时期的价格走势来看，影响水泥价格的因素仍然保持乐观：

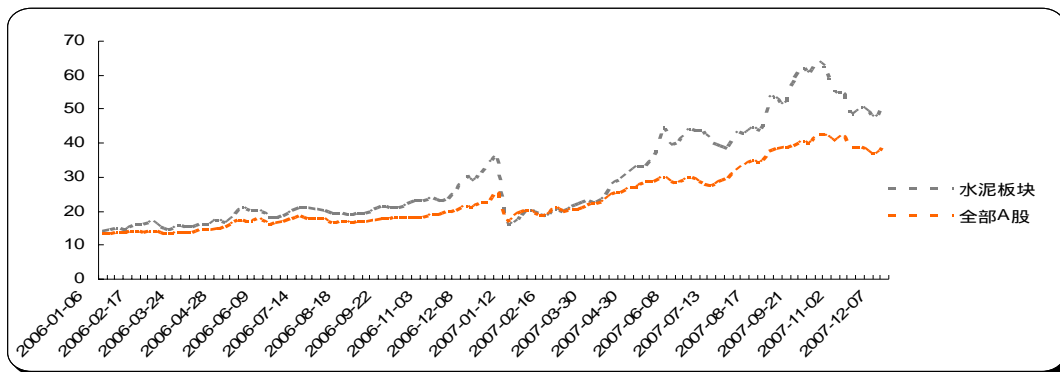
- ✓ 煤炭和电力价格预计仍将保持高位运行，由此带来生产企业成本的提高，因此不排除企业以涨价来化解成本压力。
- ✓ 近期四川成都市场的水泥价格高企，其原因是当地集中淘汰了一批水泥落后产能，而新增产能相对不足从而导致供需失衡。我们认为明年水泥行业的结构调整将进入实质性阶段，预计将有大批落后产能被淘汰，而水泥投资和新增产能的趋缓将有利于改善行业的供求关系，并由此保持水泥价格的稳定甚至走高。
- ✓ 明年水泥行业的兼并重组将会大规模展开，大型企业市场份额增加所带来企业定价权的加强也有助于维持价格的稳定。

影响水泥价格的不利因素主要在于调控引起的固定资产投资减缓，我们认为，目前的调控政策仍主要是针对工业投资和房地产领域，而在水泥的消费构成中，有60%以上是用于城镇化建设、新农村改造以及基础设施建设的，而这些建设领域在“十一五”期间都是需要重点发展的，因此调控对于水泥消费需求的影响不会很大，此外在上文提到的行业落后产能的淘汰也有助于弱化行业的周期性。因此水泥价格在明年继续保持稳定的可能性很大，但我们也需要密切关注调控政策对行业的影响。

四、投资建议

我们认为水泥行业目前仍处于良好的运行状态中，明年行业的景气周期有望延续，从估值来看，自年初以来，水泥板块的估值一直高于大盘，对此我们在以前的报告中已有分析，预计在当前的情况下，水泥板块的估值仍将高于大盘并将随大盘估值变动而变动。而明年水泥板块预期业绩的增长将使板块整体PE下降。我们维持对水泥行业的“推荐”评级。建议重点关注行业三大龙头股—海螺水泥、华新水泥、冀东水泥，此外，建议关注具有区域龙头地位及并购整合概念的公司，如祁连山、赛马实业。

图表8 水泥板块与全部A股估值对比



数据来源：Wind资讯

玻璃行业

一、产量保持增长

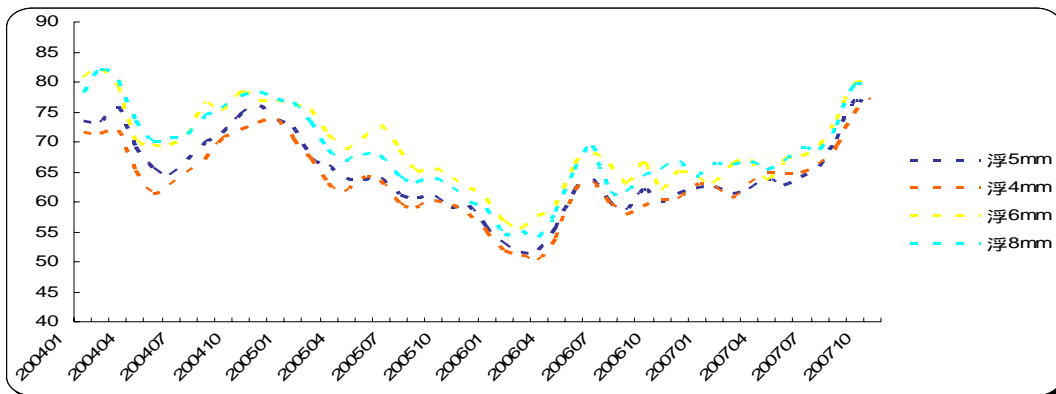
2007年10月份，全国共生产平板玻璃4280万重量箱，同比增长10.3%，增速较上月略有下降，当月环比增长7%，改变了过去三个月环比连续负增长的局面，截止10月份，共累计生产平板玻璃4.11亿重量箱，同比增长14.6%。

从重点联系生产企业数据来看，2007年11月份生产平板玻璃2901.40万重量箱，占全部产量的同比增长9.35%；累计生产平板玻璃3.02亿重量箱，同比增长11.20%；销售平板玻璃2685.06万重量箱，同比下降1.44%，累计销售平板玻璃29101.48万重量箱，同比增长8.20%，平板玻璃累计销售率为96.30%，平板玻璃库存1828.77万重量箱，比上年同期增长17.69%。

全国玻璃产量在连续下跌三个月后开始回升，今年预计建成的18条生产线陆续投产，其中华北、华南、华东和西北分别新增8、6、2、2条生产线，合计新增产能5844万重量箱。从产能投放分布来看，辽宁、河北、河南、湖北、陕西等省增产均超过20万重量箱，产能过度增长容易引发行业的过度竞争，从行业集中度来看，1-10月份重点联系玻璃企业产量占全国总量的66.2%，较年初下降了5.9个百分点，因此仍然需要对玻璃行业的产能投放速度保持关注。

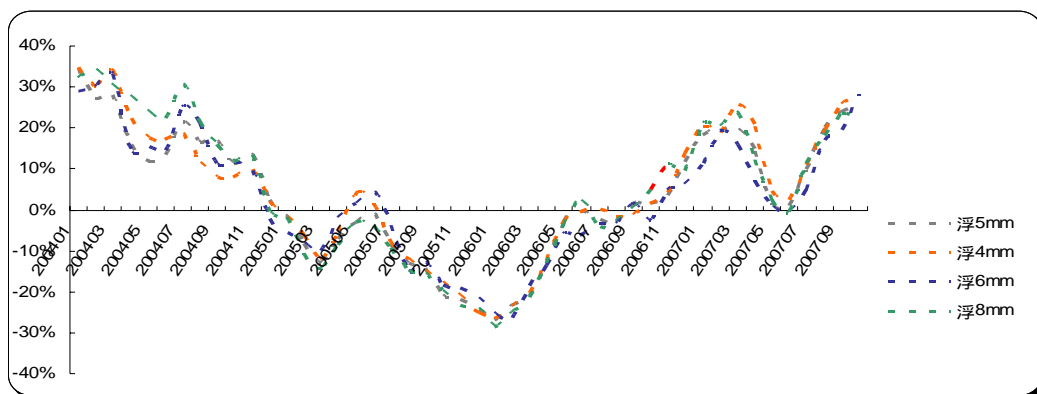
11月浮法玻璃价格继续回落，重点联系玻璃企业浮法玻璃平均价格为74.87元/重量箱，环比下降3.2元/重量箱，同比上涨13.99%。11月统计中的9个浮法品种价格全部下跌，跌幅最大的是浮法4mm，每重量箱价格比上月下降5.88元，其它品种价格跌幅均超过2元/重量箱。

图表9 全国重点联系玻璃企业平均价格



数据来源：建材信息网

图表10 全国重点联系玻璃企业平均价格增速



数据来源：建材信息网

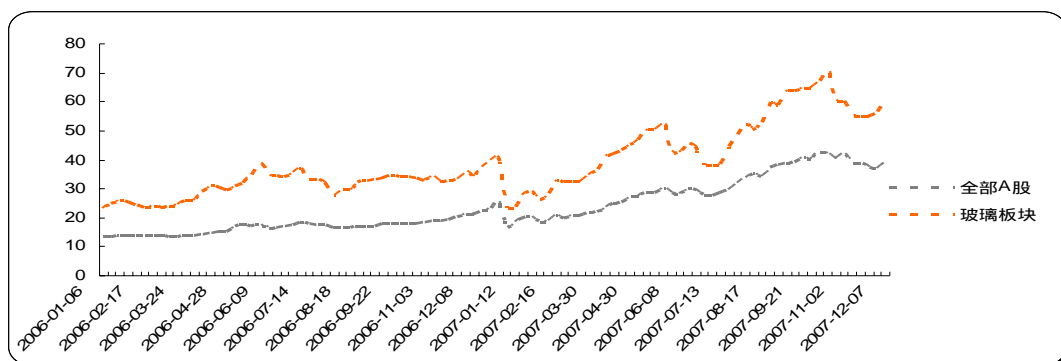
二、行业景气依赖政策执行力度

玻璃行业的产能扩张压力依然存在，而预期当中的宏观调控政策又使玻璃行业今后的走向存在不确定性，我们坚持以前的观点，即玻璃行业的健康发展有赖于去年底至今年出台的一系列玻璃产业政策的贯彻执行。但是由于行业淘汰产能比例偏低，加之今年产能的集中投放，因此对于政策的执行效果仍需要观察。

三、投资建议

从估值来看，玻璃板块的估值水平高于大盘，即使考虑到明年的业绩增长，玻璃板块的估值水平仍然偏高，我们认为目前玻璃行业板块尚不具备明显的投资价值，给予行业“中性”的评级。但我们建议关注具备玻璃深加工能力、上下游一体化能力强以及具备差异化产品及市场盈利能力的公司。如南玻A、金晶科技。

图表11 玻璃板块与全部A股估值对比



数据来源：Wind资讯

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2007版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257