

[2009.2.11]

水泥产量逐渐回暖，平板玻璃仍需等待

——建材 09 年 1 月份月报

姓名 唐笑

86-10-5836-2159

tangxiao@bhq.com

- 核心观点：
- 水泥产量开始回暖，玻璃产量仍然急挫
 - 北方水泥市场冬季不冷，南方水泥市场夏季更热
 - 西部水泥股还有机会

投资要点：

● 水泥产量开始回暖，玻璃产量仍然急挫

2008 年前三季度，水泥月度产量同比增幅下跌速度极快。我们认为，2008 年前三季度，由于房地产的休克使得水泥用量快速下滑，也造成水泥企业销售毛利的大幅减少，进入第四季度以后，随着财政刺激政策的推出，尤其是西部大型工程项目的赶工和上马，10 月、11 月、12 月水泥产量同比增长-0.57%、1.05%、1.61%，增速呈现掉头趋势。

玻璃产品的 85%用在房地产市场，房地产市场的拐点就是玻璃制造企业的拐点（仅指普通玻璃）。2008 年 12 月份全国平板玻璃生产量为 4102.69 万吨，同比下降 7.72%；全年平板玻璃产量同比增长 2.35%。不论 12 月单月还是累计，增长的速度都大大下降。

● 北方水泥市场冬季不冷，南方水泥市场夏季更热

2008 年冬季是个暖冬，这使得北方地区部分工程项目仍然得以进行。预计暖冬在 2009 年的 1、2 月份仍然持续，由于 2008 年 1、2 月份房地产的开工依然可观而 2009 年同期地产开工将大幅下跌，因此，2009 年 1、2 月水泥行业产量平稳，全国总产量预计与 2008 年同期持平，其中，北方优于南方。从 3 月份开始，大型工程陆续上马，全国水泥单月产量同比开始稳步增长。6 月份以后，南方增速将优于北方。

● 西部水泥股还有机会

截至 2 月 11 日收盘，海螺、冀东、华新的 09 年动态 PE 在 16 倍左右，而西部主要水泥股祁连山、赛马实业、青松建化、天山股份的 09 年动态 PE 也在 16 倍附近，我们认为，西部的水泥股未来两年具有明确的高度成长性，其 PE 估值理应高于东部的海螺、冀东和中部的华新水泥。根据我们对祁连山和赛马实业的研究，两个公司至少应该享受 20 倍的 PE 估值。而对应于海螺、冀东、华新的 16 倍估值，与产业资本每年 6%的净资产回报率基本相符。

● 行业评级与公司推荐：

水泥方面：我们维持对水泥行业的“买入”评级，维持对祁连山和赛马实业的“买入”评级

玻璃方面：维持对行业的“中性”评级。

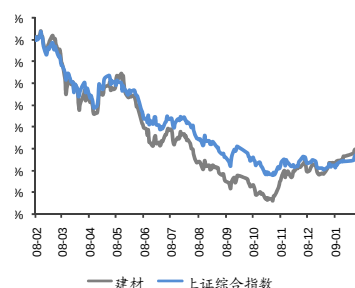
子行业评级

水泥	买入
玻璃	中性

推荐公司

祁连山	买入
赛马实业	买入

一年来建材和上证综指情况



相关报告

《水泥机会来临，玻璃仍在探底——建材行业 10 月月报——渤海证券研究所》
《冬春播种，来年收获——建材行业策略报告——渤海证券研究所》

水泥行业

水泥生产情况

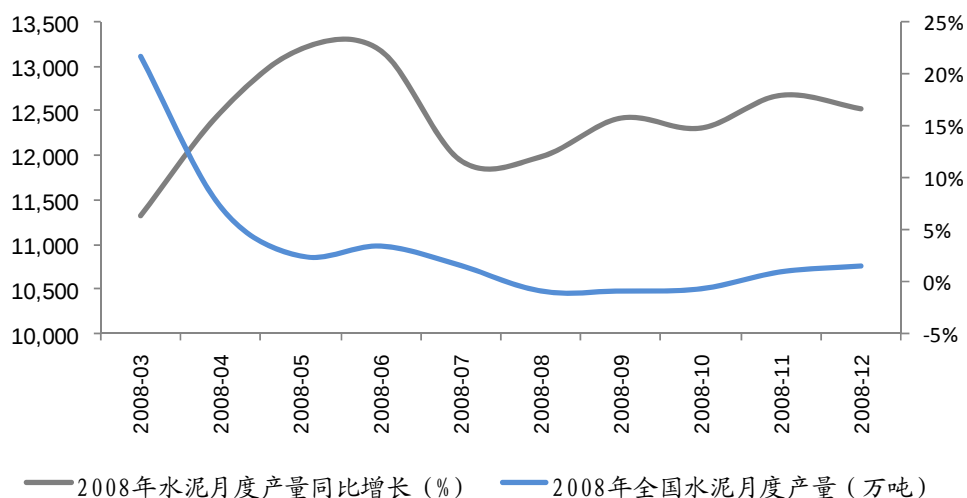
图 1 全国水泥产量累计同比增长



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

2008 年全年我国水泥产量为 13.88 亿吨，比 2007 年的 13.61 亿吨增长了 2%。从上图可以看出，2008 年以来，我国水泥月度产量的累计增幅呈现单边下跌的局面。该值呈现单边下跌局面的原因在于单月水泥产量同比增幅的快速下跌，如下图所示：2008 年前三季度，水泥月度产量同比增幅下跌速度极快。我们认为，2008 年前三季度，由于房地产的休克使得水泥用量快速下滑，也造成水泥企业销售毛利的大幅减少，进入第四季度以后，随着财政刺激政策的推出，尤其是西部大型工程项目的赶工和上马，10 月、11 月、12 月水泥产量同比增长-0.57%、1.05%、1.61%，增速呈现掉头趋势。

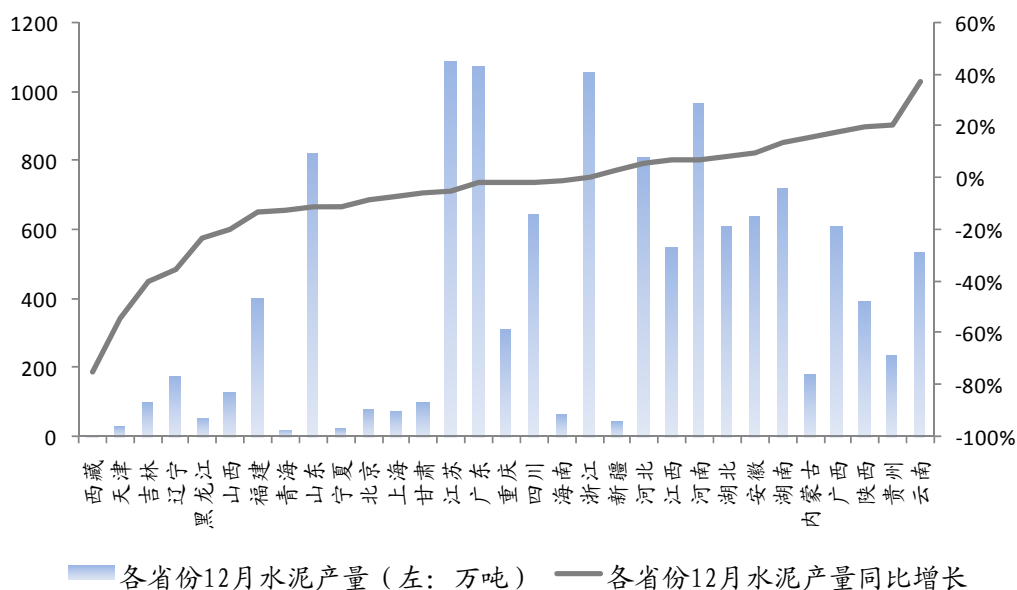
图 2 全国水泥产量月度同比增长



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

12月份全国水泥产量同比增长1.61%，其中，贡献增量的主要省份有：河南、湖南、广西、陕西、贵州、云南，大部分在西南地区。

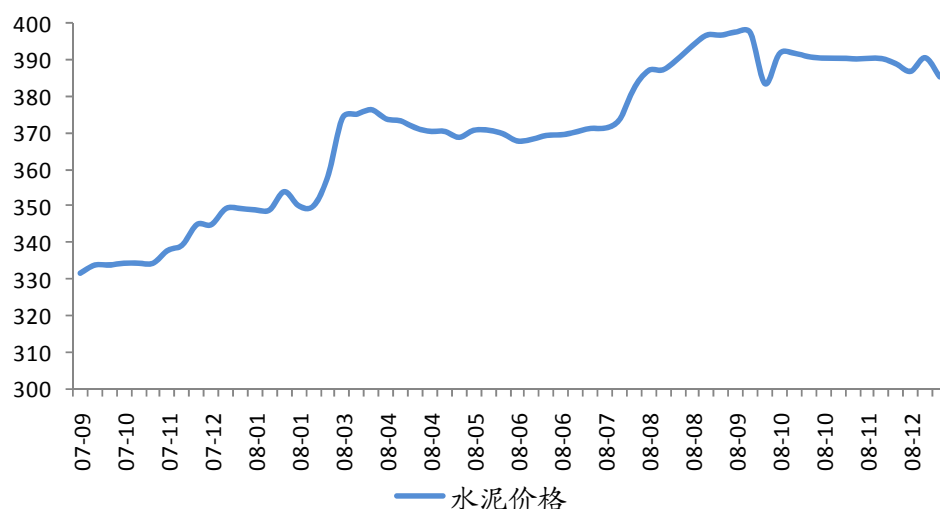
图 3 各省份12月份水泥产量情况



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

水泥价格

图 4 全国平均水泥价格走势



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

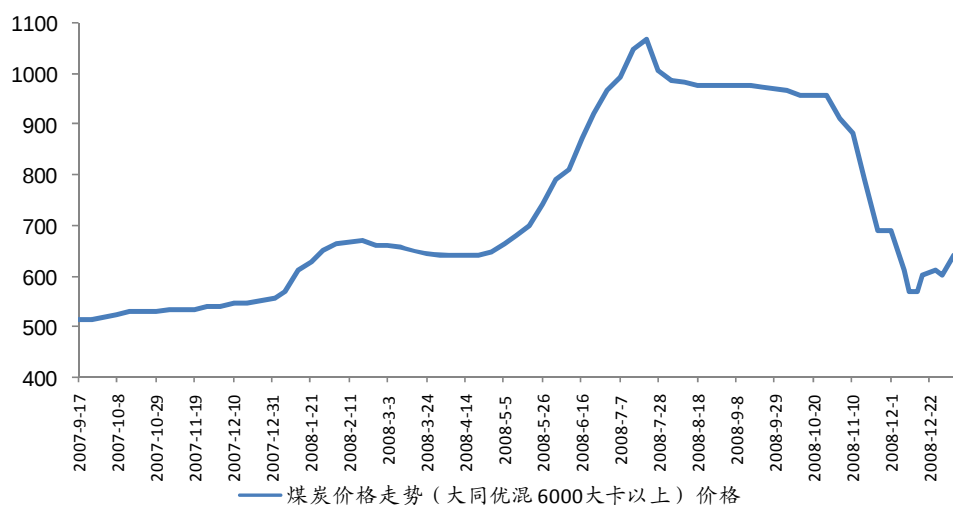
2008 年 12 月份,水泥价格下跌 5%左右(全国平均幅度),重灾区在于上海、杭州、南京等东部沿海地区,下跌区域还包括郑州、沈阳、乌鲁木齐、成都等内陆地区。

下跌原因有三:

- 1、秦皇岛煤炭价格在 7 月中旬见顶,各个水泥企业用煤价格在 9 月中旬左右见顶,10 月底各水泥生产企业基本已将高价库存煤消耗干净,11 月、12 月各水泥企业煤炭成本环比开始下降。这在客观上导致了水泥销售的高毛利,而在东部沿海一带,需求萎靡使得高毛利成为空谈,水泥企业纷纷下调水泥和熟料价格;
- 2、冬季有很多工程停止,季节性的水泥需求下降。

水泥主要成本—煤炭

图 5 煤炭价格走势（秦皇岛大同优混 6000 大卡以上）



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

12 月份（秦皇岛 6000 大卡）小幅反弹至 640 元，我们认为，短期煤炭价格反弹更大意义上是短期行为，12 月天气寒冷，火电厂增加冬储煤致使秦皇岛煤炭库存下降，煤价上升。在我们的 2009 年建筑与建材投资策略报告中，对于煤炭和重油的价格进行了详细的分析。预计煤炭价格继续下跌。

图 6 2008 年各省份 FAI 累计增速

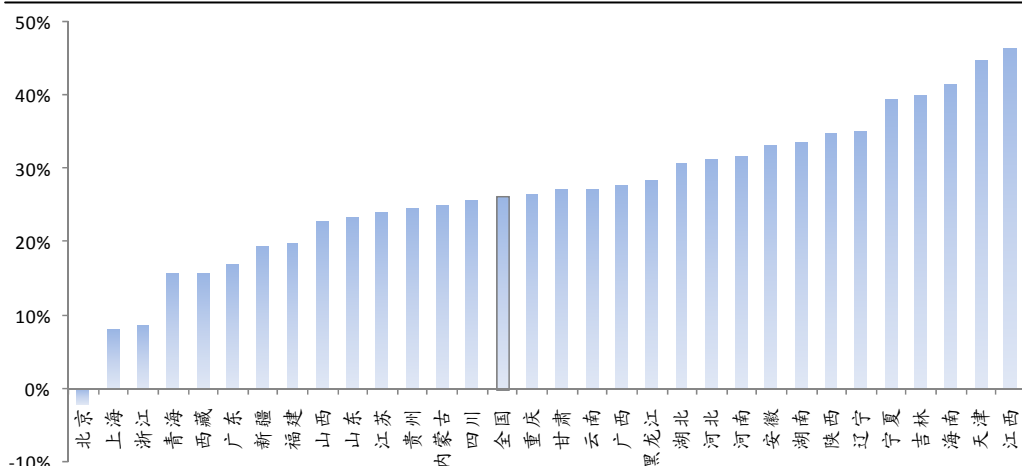
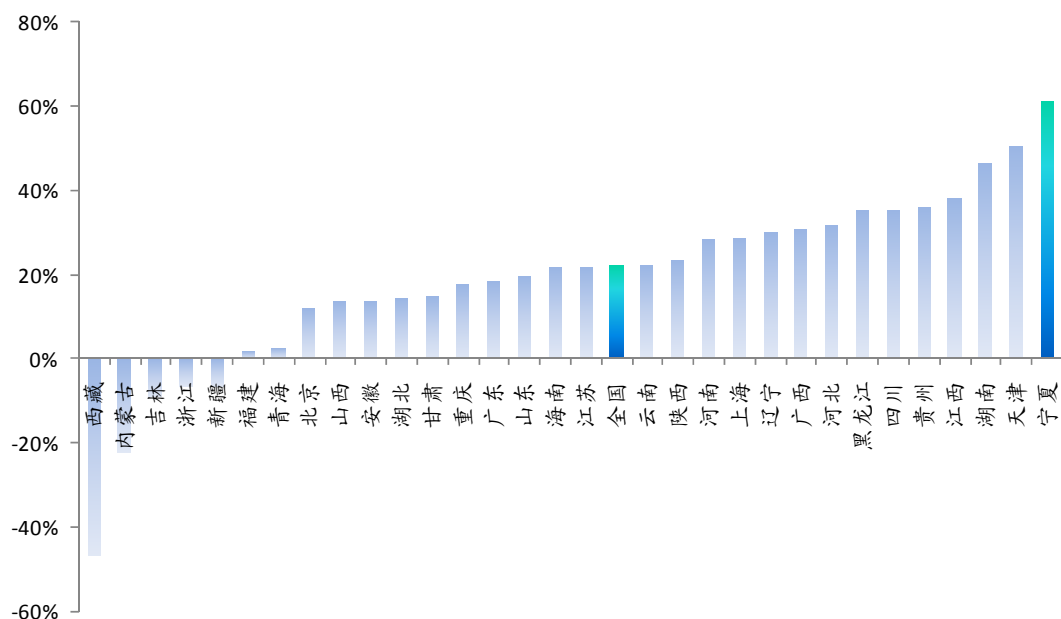


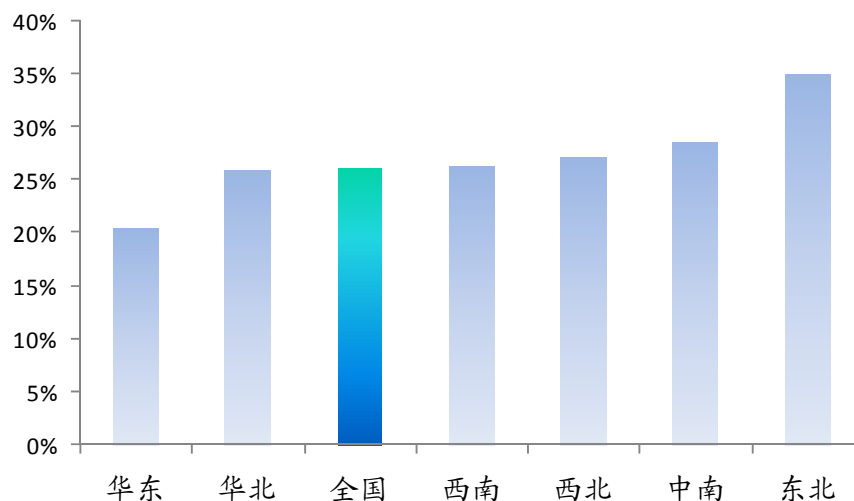
图 7 2008 年各省份 12 月 FAI 单月增速



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

12 月份全国 FAI 增速略低于全年增速，宁夏地区同比增长 60%以上。

图 8 2008 年全国各区域 FAI 累计增速



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

就具体区域来说，华北地区由于奥运会的因素停止了许多工程项目，致使全年 FAI 增速略低于全国平均水平；华东地区由于经济景气度下降速度太快、尤其是房地

产市场萧条致使 FAI 增速落后全国平均水泥较多。

从水泥价格上反映出来的信息就非常直观：2008 年 10 月初各地水泥价格见顶以来，价格下降幅度居前的就是华北和华东。其他地区水泥价格基本稳定在高位。

图 9 华北地区 42.5 水泥价格

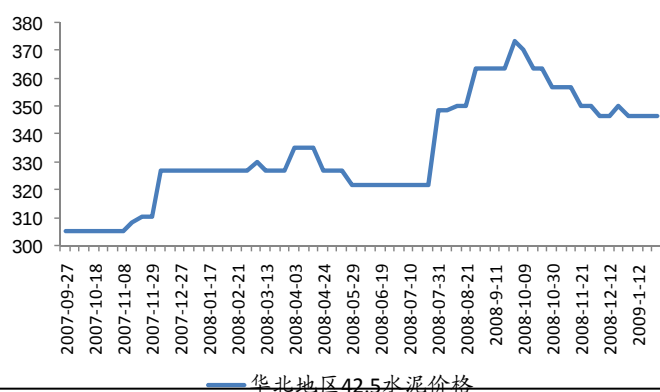
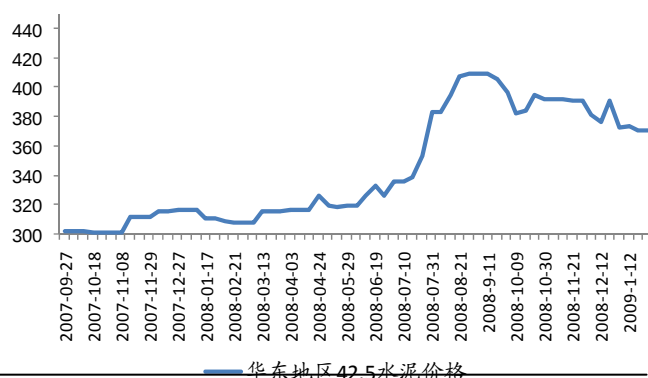


图 10 华东地区 42.5 水泥价格



资料来源： 渤海证券研究所

资料来源： 渤海证券研究所

图 11 中南地区 42.5 水泥价格

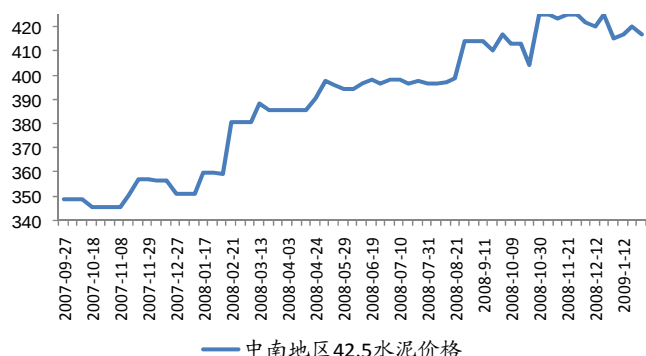
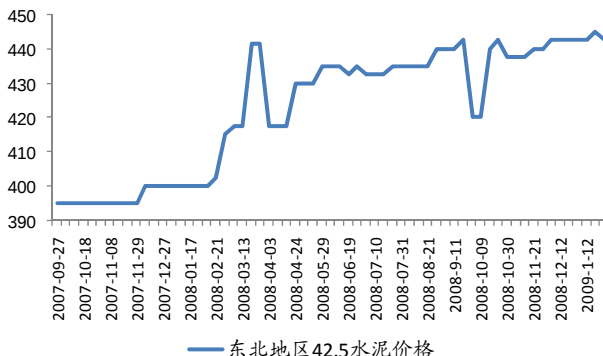


图 12 东北地区 42.5 水泥价格



资料来源： 渤海证券研究所

资料来源： 渤海证券研究所

图 13 西北地区 42.5 水泥价格

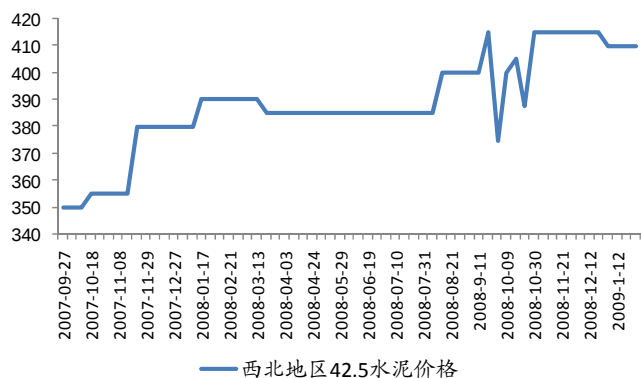
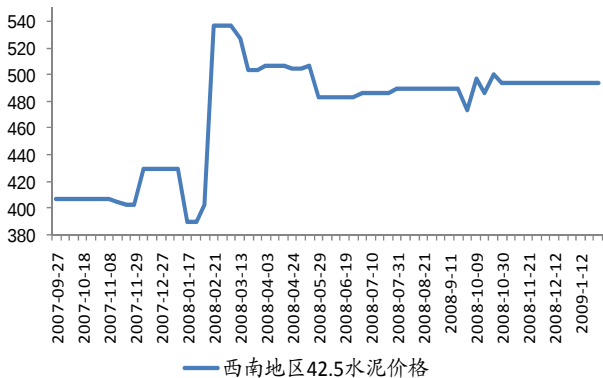


图 14 西南地区 42.5 水泥价格



资料来源：渤海证券研究所

资料来源：渤海证券研究所

玻璃行业

玻璃产量

玻璃产品的 85%用在房地产市场，房地产市场的拐点就是玻璃制造企业的拐点（仅指普通玻璃）。2008 年 12 月份全国平板玻璃生产量为 4102.69 万吨，同比下降 7.72%；全年平板玻璃产量同比增长 2.35%。不论 12 月单月还是累计，增长的速度都大大下降。

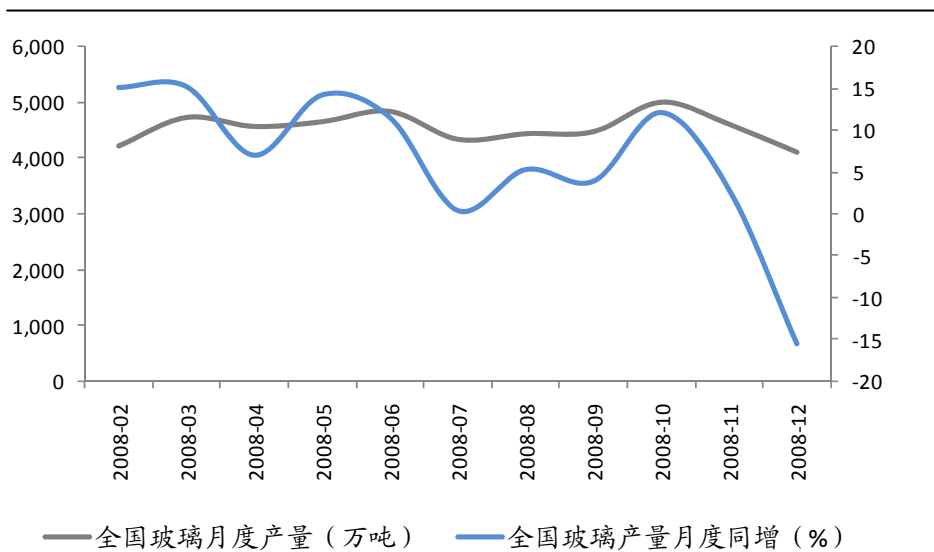
2008 年是玻璃行业的又一次产能集中释放，平板玻璃全行业亏损。2008 年下半年，浮法玻璃生产线陆陆续续放水停产，11 月 28 日，福耀玻璃两条浮法线放水停产，南玻三条浮法线放水停产。

图 15 平板玻璃月度产量累计同比增长



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

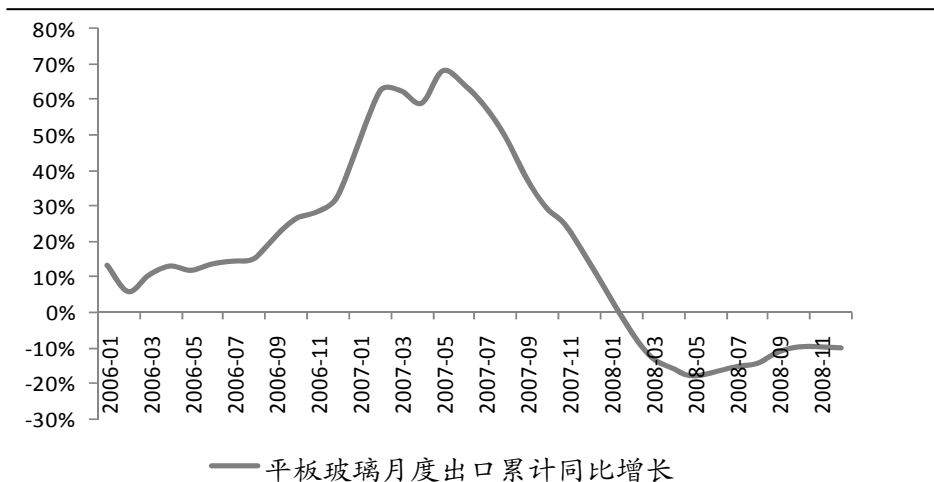
图 16 平板玻璃月度产量同比增长



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

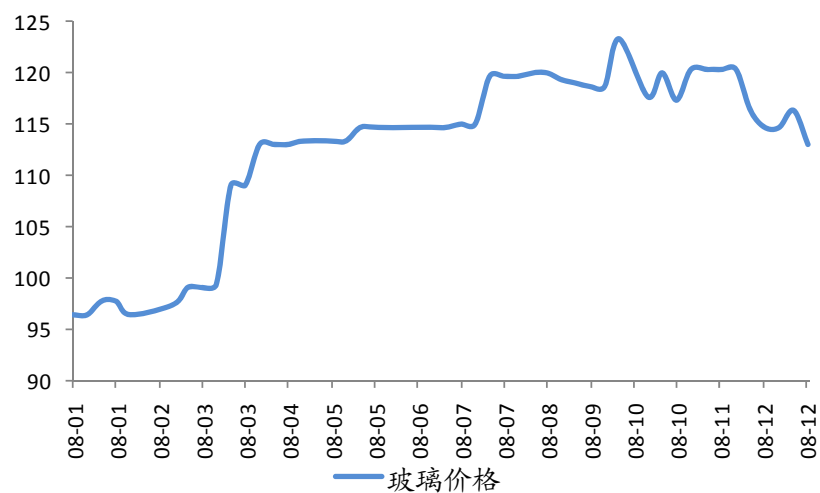
2007 年，玻璃产品出口额占行业产值 40%，而且主要是运往美洲市场，美国次贷危机发生以后，我国玻璃出口大大受挫，2008 年全年都维持负增长的态势。

图 17 平板玻璃月度出口累计同比增长



资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

图 18 2008 年玻璃价格走势



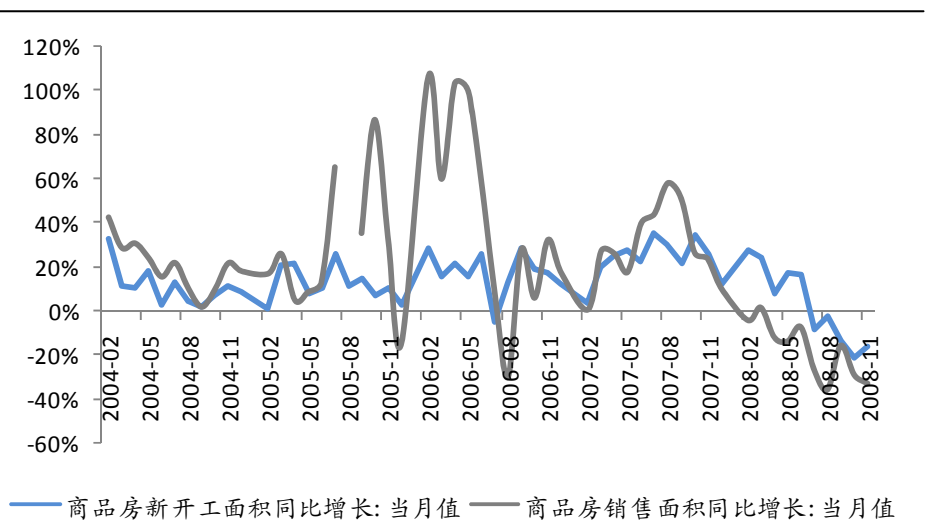
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

玻璃价格

2008 年 12 月份，玻璃价格下跌 7.5% 左右（全国平均幅度），跌幅明显高于水泥价格，原因是明显的：

- 1、玻璃产品的 85% 用在房地产市场，而水泥产品在房地产市场上的份额只有 25%-35%。房地产市场的萎靡对玻璃产品的影响自然要甚于水泥产品。
- 2、玻璃产品产能在 2008 年上半年释放较多，目前已经全行业亏损（平板和浮法玻璃），而水泥企业不存在产能严重过剩的问题。

图 19 商品房新开工和销售面积增长情况

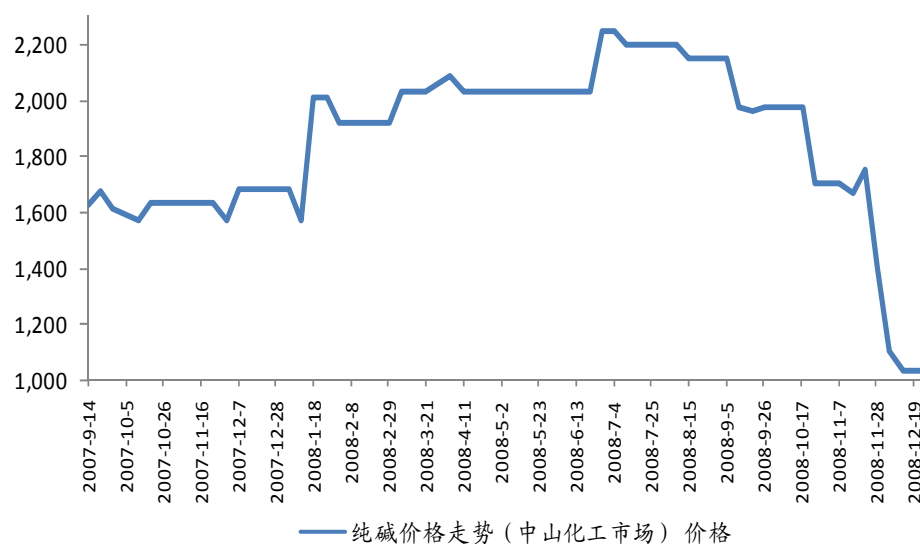


资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

商品房开工和销售情况延续 08 年初以来的下滑态势，我们的地产分析师认为，国家对地产行业的调控目的在于引导房价适当下行，放出居民的消费能力，预计 09 年房地产仍然偏冷，房价下行，房地产开工继续呈同比下滑趋势。

玻璃成本:

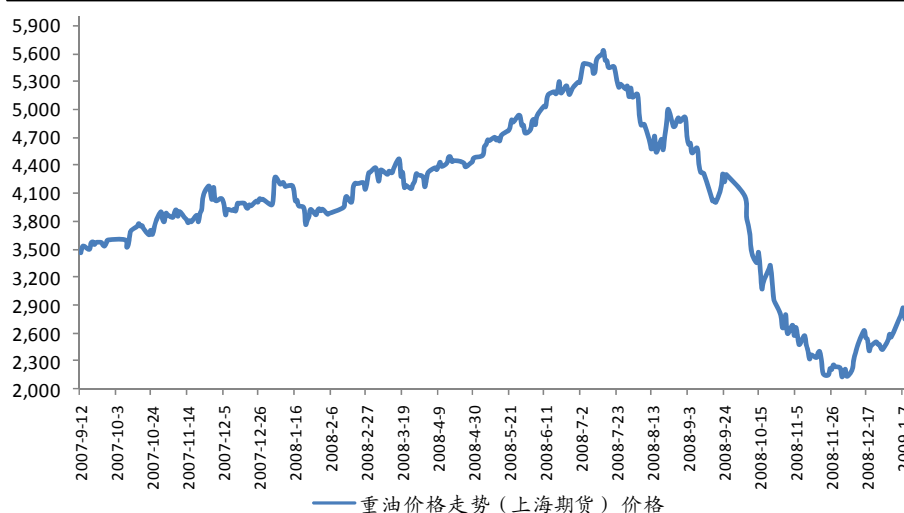
图 20 纯碱价格走势



资料来源: 中国化工在线 渤海证券研究所

纯碱价格在半年内经过了大幅下跌, 目前稳定在 1000 元左右, 我们的化工分析师认为, 纯碱行业也存在产能过度扩张的现象, 预计纯碱价格短期内见不到拐点。

图 21 重油价格走势



资料来源: 中国化工在线 渤海证券研究所

12 月份原油价格总体下降, 但是重油价格触底反弹, 我们认为 2009 年重油价格的运行空间为 2936.50—3186.13 元/吨, 具体分析请见我们的《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》。

展望

水泥行业:

2008 年冬季是个暖冬,这使得北方地区部分工程项目仍然得以进行。预计暖冬在 2009 年的 1、2 月份仍然持续,由于 2008 年 1、2 月份房地产的开工依然可观而 2009 年同期地产开工将大幅下跌,因此,2009 年 1、2 月水泥行业产量平稳,全国总产量预计与 2008 年同期持平,其中,北方优于南方。从 3 月份开始,大型工程陆续上马,全国水泥单月产量同比开始稳步增长。6 月份以后,南方增速将优于北方。

推荐公司:

祁连山(快马加鞭,祁连山飞速向前--渤海证券研究所)

赛马实业(背靠中材,赛马实业挺进甘肃青海--渤海证券研究所)

截至 2 月 11 日收盘,海螺、冀东、华新的 09 年动态 PE 在 16 倍左右,而西部主要水泥股祁连山、赛马实业、青松建化、天山股份的 09 年动态 PE 也在 16 倍附近,我们认为,西部的水泥股未来两年具有明确的高度成长性,其 PE 估值理应高于东部的海螺、冀东和华新水泥。根据我们对祁连山和赛马实业的研究,两个公司至少应该享受 20 倍的 PE 估值。而对应于海螺、冀东、华新的 16 倍估值,与产业资本每年 6%的净资产回报率基本相符。

我们维持对水泥行业的“买入”评级,并且继续推荐祁连山和赛马实业。

玻璃行业:

房地产市场不回暖,普通玻璃将仍然处于低谷,我们维持对普通玻璃行业的“中性”评级,同时建议投资者关注在产品多样化和深加工方面做的比较好的南玻 A (SZ.000012)和金晶科技(SH.600586)

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 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：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、增 持：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、减 持：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 2155-18
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	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 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
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 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	IT 行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	电力设备行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	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	转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	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	宏观策略研究 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) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn