

深度报告

建材行业

2009 年二季度投资策略

谨慎推荐

(维持评级)

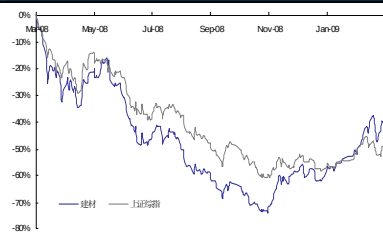
2009 年 3 月 20 日

季度投资策略

本报告的独到之处

- 当前水泥板块已经处于高估状态, 2 季度不建议加仓水泥股。
- 建议从整合的角度来挖掘水泥股的长期投资机会;

一年收益率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

建材行业高级分析师: 杨昕

电话: 021-68864596

Email: yangxin@guosen.com.cn

相关报告:

《基建 VS 水泥: 政策推升结构性亮点》

— 09 年建筑建材行业投资策略

《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

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。

关注需求变化 深挖整合机会

● 水泥行业

我们维持对 09 年水泥行业的基本判断: 09 年国内水泥市场供求关系趋于严峻, 东西部地区的市场环境差距依旧明显, 尽管预期煤炭成本会同比有显著下滑, 但需求面的不确定性使得投资者不可对水泥股的业绩预期过于乐观。水泥行业高增长的阶段已经过去, 庞大产能如何消化的问题已非冰山一角。基于增速放缓的预期, 水泥股的估值基准也要适度降低。

2 季度, 全国各区域相继进入施工旺季, 水泥消费需求也会相应回升, 目前是考验市场对新增产能承受力的时期。由于我们不看好 2 季度的房建市场, 因此对华东和华南市场的水泥消费增长持悲观预期, 认为 1 季度该区域出现的价格竞争态势会延续, 预期西部市场会保持平稳, 但成本转嫁因素消失, 使得价格上涨动力也弱化, 而毛利率仍会表现为同比上升。

我们认为水泥股的合理 PE 估值区间为 15-20 倍、吨产能对应市值约 300-400 元, 且应该以产业并购价值为投资安全边际, 而当前的宏观面决定了投资者更应该采纳谨慎性的估值标准。年初以来水泥股的火热行情并没有在行业层面上得到强有力的数据支撑, 更多表现出一种政策提升预期的市场心态。当前水泥板块整体估值已偏高, 因此建议 2 季度不要加仓水泥股, 并可适当调整配置。

我们推荐水泥股的思路始终围绕产能扩张和行业整合展开, 强调长期投资“能走出去的水泥企业”。单凭煤炭成本下降而推荐水泥股的理由仅为短期题材, 从较长周期看, 仍需通过衡量区域水泥企业的核心竞争力和成长空间来择股, 这也是我们持续推荐冀东水泥的主要理由。09 年区域整合将进一步精耕细作, 江西水泥市场我们认为在区域整合进程上取得较快进展, 为此我们阶段性推荐江西水泥的区域整合机会。

● 玻璃行业

浮法玻璃行业仍处于艰难时期, 尽管当前有约 20% 的产能停产, 但 09 年新增产能仍会陆续投放, 况且市场需求下滑得非常明显, 使得供求关系持续恶化。只要房建市场不回暖, 则浮法玻璃行业难言春天的到来。

我们认为太阳能玻璃、LOW-E 玻璃等产品未来的增长前景较好, 节能主题也是玻璃企业发展的一个主要方向。但该类产品的进入壁垒对大型玻璃企业而言并不算高, 只要预期市场需求达到一定量级, 就会有更多的企业相继加入竞争, 使得该类高毛利率的持续能力有限, 对玻璃企业的业绩贡献也一般。

建议继续规避浮法玻璃行业, 谨慎看待太阳能玻璃题材。

● 风险提示

- 大规模基建扩张计划对建材的消费拉动能否符合市场预期;
- 新产能投放与落后产能淘汰之间能否匹配;
- 区域整合进程能否有效遏制恶性竞争;

目录

主要观点	2
年初观点回顾	2
下阶段展望	2
水泥行业	3
当前市场状况	3
需求判断	3
盈利预期	4
产能扩张压力较大	5
竞争格局	6
玻璃行业	7
产销状况	7
形势严峻	7
盈利前景黯淡	8
投资策略	9
基本思路	9
业绩预测	9
重点公司	9
免责条款:	11

图表目录

图 1: 国内水泥产量增速统计	3
图 2: 国内水泥消费结构示意图	4
图 3: 08-09 年水泥 (PO42.5) 价格对比	4
图 4: 03-09 年水泥 (PO42.5) 价格走势图	4
图 5: 水泥板块毛利率变化统计	5
图 6: 全国水泥市场价格分布图	5
图 7: 国内水泥熟料产能分布统计	5
图 8: 水泥行业固定资产投资	6
图 9: 08 年水泥行业投资分布图	6
图 10: 国内水泥市场竞争格局	6
图 11: 国内玻璃行业产能构成	7
图 12: 玻璃月度出口量增速统计	7
图 13: 09 年玻璃产销量预测	8
图 14: 01-09E 玻璃供求关系曲线	8
图 15: 历年国内玻璃市场平均价格统计	8
图 16: 玻璃生产的成本变化统计	8
图 17: 冀东水泥的产能分布	10
图 18: 江西水泥市场的竞争格局	10
表 1: 重点公司盈利预测及投资评级	9

主要观点

年初观点回顾

认为 09 年上半年水泥需求不振,新增基建项目对水泥消费的拉动要在 5-6 月份才会逐步显现,而房建市场的需求表现为持续下滑。

09 年上半年为产能快速投放的时期,水泥市场价格竞争的压力加大,尽管大型水泥企业实现销量目标的压力不大,但销售毛利率存在同比下滑的可能。

强调“能够走出去的水泥企业具有长期投资价值”,持续推荐冀东水泥。

看空浮法玻璃行业。

下阶段展望

► 水泥行业

积极因素:市场进入旺季,销售开始回升;煤炭成本同比有显著降低,有助于销售毛利率的提升;基建项目相继展开,需求的结构性变化效果有所显现;

消极因素:房建市场需求持续低迷;新产能集中投放,市场价格竞争压力积聚;

预期西部地区水泥市场依旧表现强劲,华东、华南地区的市场需求情形具有较大的不确定性,1 季度该区域降价竞争的态势会延续;

我们认为水泥股的合理 PE 估值区间为 15-20 倍、吨产能对应市值约 300-400 元,产业并购价值为投资安全边际,而当前的宏观面决定了投资者更应该采纳谨慎性的估值标准。基于此前提,2 季度不建议加仓水泥股;

江西和福建是两个性价比较高的区域并购目标,建议投资者关注;

我们推荐水泥股的思路始终围绕行业扩张和整合展开,强调长期投资“能走出去的水泥企业”。在短周期内,煤炭与水泥行业之间利润流转的故事还可以吸引一些眼球,但就长周期看,仍需通过衡量区域水泥企业的核心竞争力和成长空间来择股。

► 其它建材子行业

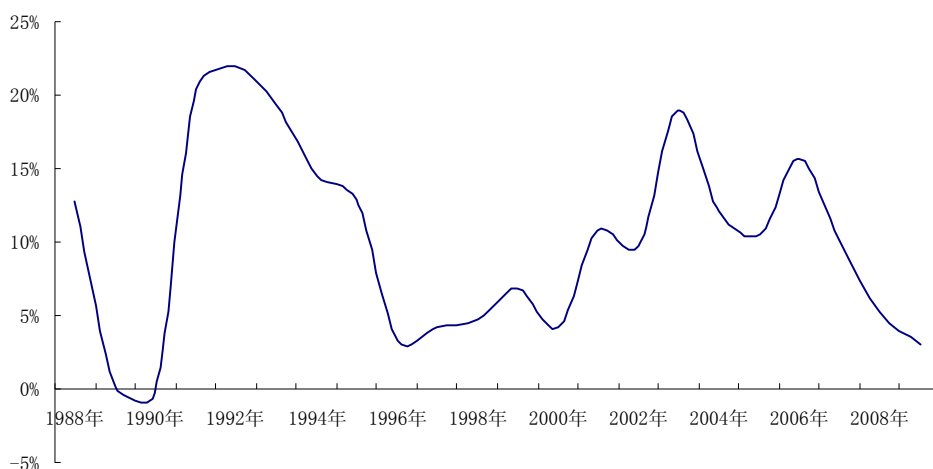
继续看淡玻璃、陶瓷、型材等建材子行业,与节能降耗相关的上市公司会得到市场的适当关注,但关键仍要看业绩的增长前景。

水泥行业

当前市场状况

08 年，国内水泥产量 13.88 亿吨，同比增长 5.2%，其中 10-12 月单月水泥产量分别为 1.23、1.27、1.25 亿吨，同比增速分别为 1.1%、2.8%和 3.5%。09 年 1 月份水泥产量 8200 万吨，增速为 0%。国内水泥行业已经由需求快速增长步入需求平稳增长阶段。08 年 4 季度的数据表明政府刺激经济计划对水泥行业的利多影响已经有所显现，1-2 月份数据因为有节日因素而参考价值不大。

图 1: 国内水泥产量增速统计



资料来源：国家统计局

2 季度，全国各大区域的水泥市场将逐步进入传统旺季，但我们对以往价升量增的情形是否如期出现尚存一丝疑虑，关键在于房建市场仍处于低迷状态，而政府加大基建工程的增量消费尚未全面体现。前期报告中我们曾测算过，09 年加大交通基建对全社会水泥消费量的拉动大概为 7 个百分点，且其利多效应将在年中才会开始逐步显现出来。

之前我们预测水泥企业在 1 季度大幅降价甩库存的情况只在少部分区域发生，水泥企业对 09 年市场的预期好于我们之前的判断。企业降价销售的底气在于煤炭成本的显著降低，只有大企业才急于消化产能、降低库存，而产能适度的企业多通过冬储等手段来化解短期需求不足的压力。测算当前的价格和成本，1 季度即使降价销售仍可实现毛利率的同比增长，其也成为年初以来水泥股强势的支撑因素之一。

2 季度水泥行业表现仍要视价格和销量而定，尤其是销量的同比增速如何？08 年 2 季度水泥股的成本快速上升，该因素在 09 年将不会重演，因此 2 季度只要维持当前的价格水平，毛利率仍会表现为同比提升。但决定水泥行业发展前景的最主要因素仍是需求的变化，不能因为毛利率的改善预期就断言宏观经济波动的影响已经消除，并盲目看多水泥行业，过高提升水泥股的估值水平。

需求判断

我们对 2 季度水泥消费需求的判断如下：

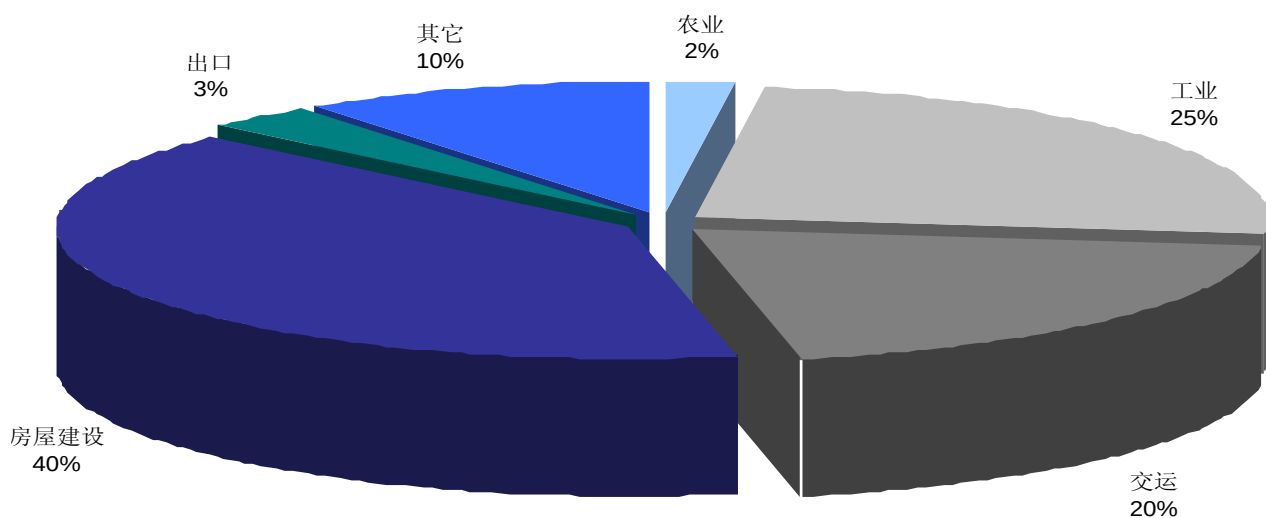
►以交通设施建设为主的基建工程对水泥的消费量会同比增长，2-4 季度的增速会逐季提升，全年的消费量增速预期值介于 30-40%之间；

➤房建市场对水泥的消费量继续呈下滑态势。尽管近期部分地区房地产市场的交易量有所回升，但我们判断房建市场的全面回暖尚需时日，09年房建市场对水泥的消费量增速应该介于-10-0%之间。

➤工业投资领域仍处于增速下滑的阶段，2季度该领域对水泥的消费量也将表现为负增长的状态

如上，确定的判断依据是基建消费量的增长，不确定的判断依据是房建市场的消费量变化。为此，我们保持谨慎的态度，初步判断2季度全国水泥产量实现零增长。但区域之间的差异会比较大，继续看好中、西部地区，看空东部水泥市场。

图 2：国内水泥消费结构示意图



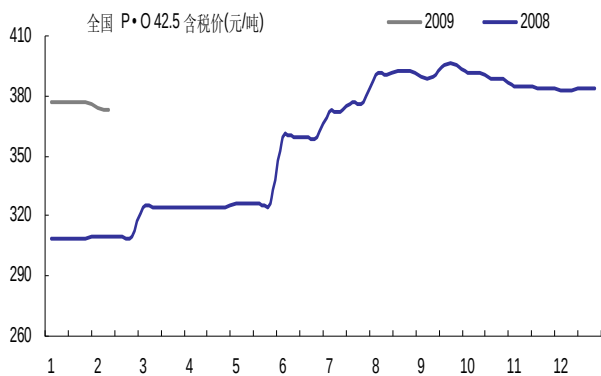
资料来源：国信证券经济研究所

盈利预期

行业统计数据显示，09年1月，国内市场水泥（PO42.5）月度平均价格为329.57元/吨，同比上涨约29元/吨，涨幅达到9.56%，进入3月份，华东和华南地区市场价格有所下滑，其它地区价格相对平稳，当前水泥市场价格为03年以来最高值。

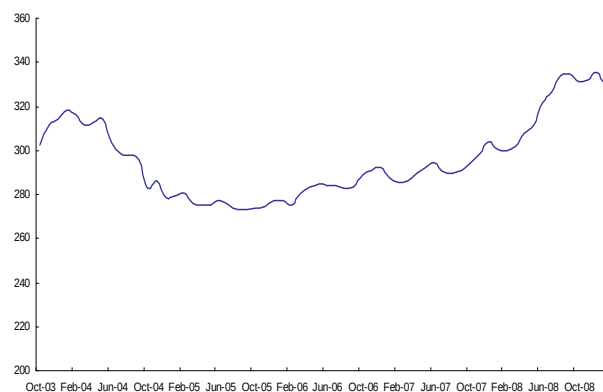
统计数据显示，1季度山西优混（5500大卡）均价约为580元/吨，同比下降约10元/吨，相当于水泥成本降低1元/吨。根据目前市场环境判断，09年煤炭均价应该较08年有显著降低，有助于水泥产品毛利率的提升。

图 3：08-09 年水泥（PO42.5）价格对比（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥

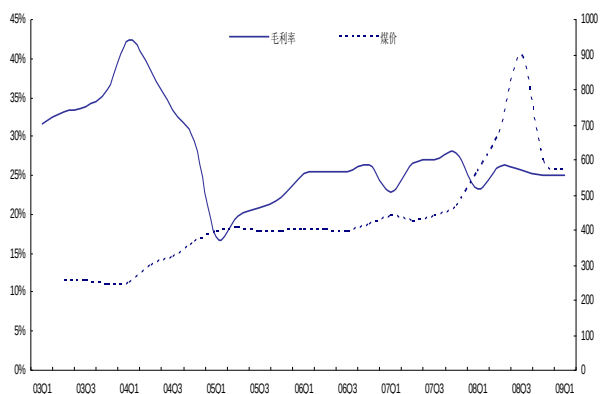
图 4：03-09 年水泥（PO42.5）价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：中国建材信息总网

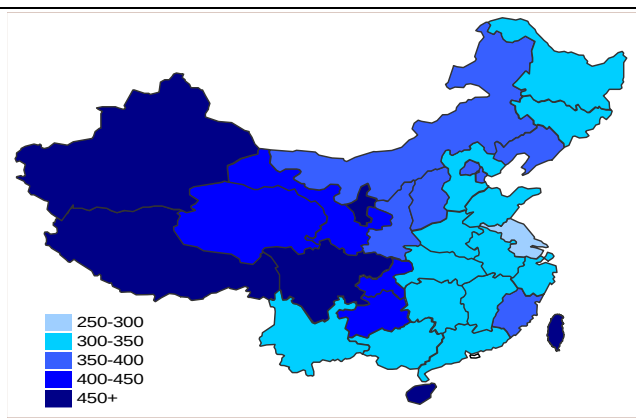
当前水泥市场销售价格西高东低的情形十分明显，而煤炭成本则为西低东高，使得区域毛利率的直观表现为西高东低，这是我们看好中、西部水泥企业的基本理由。

图 5：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 6：全国水泥市场价格分布图（单位：元/吨）

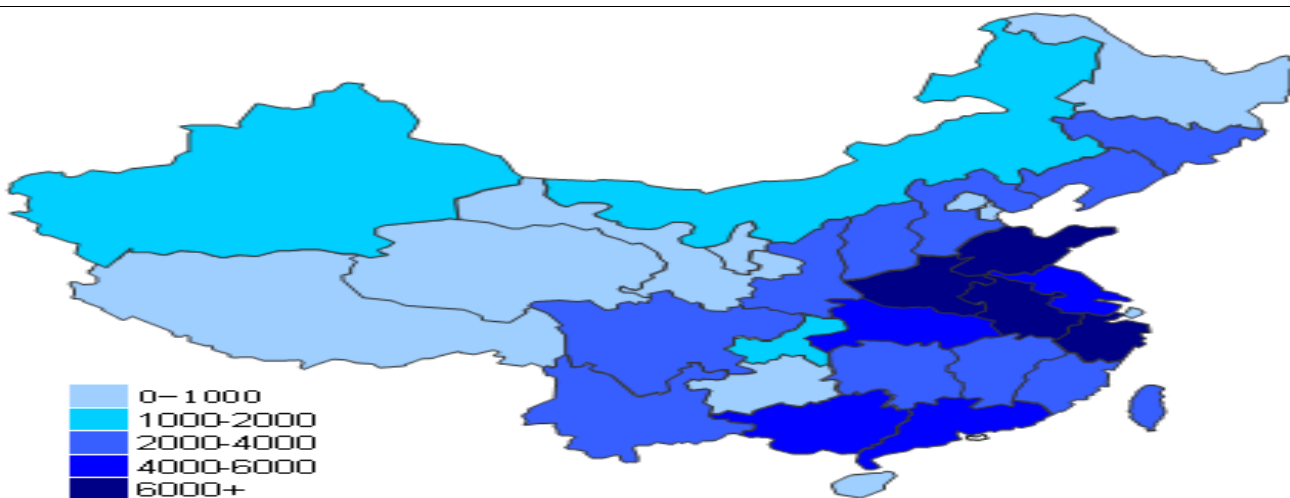


资料来源：国信证券经济研究所

产能扩张压力较大

由国内水泥熟料产能分布图可以看出，产能集中地主要为东、中部地区，这与以往该地区的经济发展状况及市场需求有关。但我们也要清醒地认识到，东部地区城市化进程将放缓，而未来基建项目更多将向中、西部地区倾斜，则可能发生供给、需求区域不匹配的矛盾，因此我们对华东和华南大部分地区的市场供求关系表示长期的忧虑。

图 7：国内水泥熟料产能分布统计（单位：万吨）



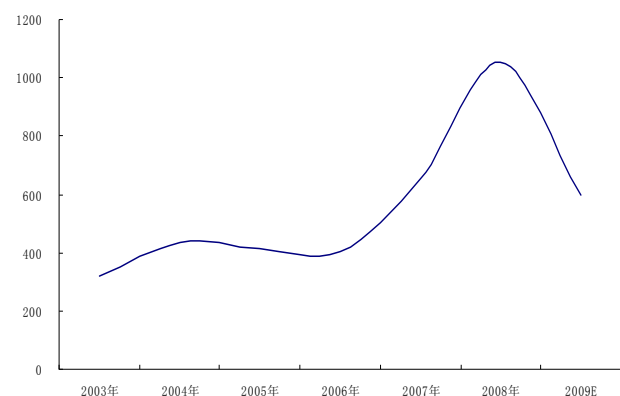
资料来源：国信证券经济研究所

目前，水泥行业的投资冲动情形仍比较明显。08 年国内水泥行业固定资产投资为 1051 亿元，增幅高达 60.8%。我们预期 09 年全行业投资规模会有所降低，但仍有望实现 600 亿元以上的投资额，超过 07 年的水平。

产能投放明显以中西部为主，除四川外，广西、湖南、湖北等省份在 09 年将仍保持投资高增长的态势。我们在 2009 年度策略中已经提及，湖南、湖北、河南等省 09 年初将出现产能集中投放的情况，此局面对于 2 季度该区域的市场价格走势必将形成压力。

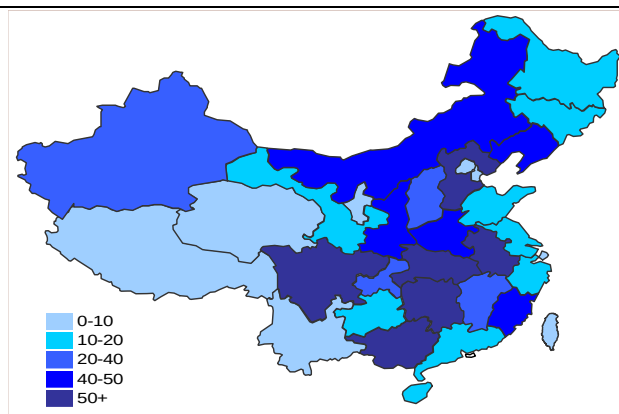
当前对产能扩张最直接的对冲策略就是落后产能淘汰。我们认为，河北省和广东省将因为取消对立窑企业的税收优惠政策而加快市场化淘汰落后产能的进程，该区域最直接的受益者将是冀东水泥。

图 8：水泥行业固定资产投资（单位：亿元）



资料来源：数字水泥

图 9：08 年水泥行业投资分布图



资料来源：国信证券经济研究所

竞争格局

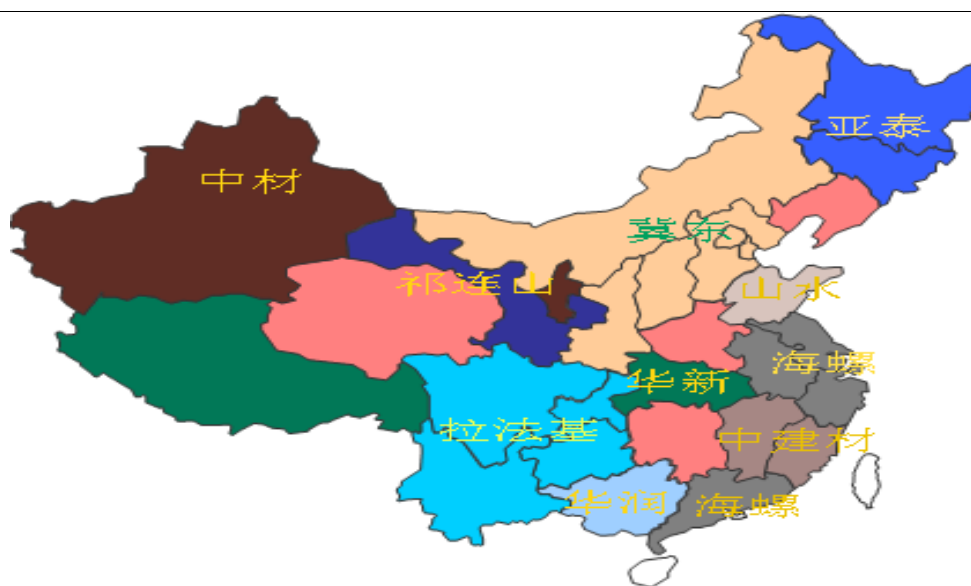
我们认为，当前国内水泥行业的产能规模已经过大，除了个别特殊地区外，已不再适合大规模扩建新产能，更应该加快推进区域内的行业整合、精耕细作，保持当前盈利能力的稳定和提升。

近年来形成的国内水泥市场竞争格局基本稳定，“中建材和中材”凭借央企优势实现了水泥产业规模的快速提升，但这是通过并购而不是通过新建产能来实现的。海螺水泥、冀东水泥等企业则主要通过新建产能而实现了企业规模的快速扩张。我们认为，国内水泥市场竞争格局的划分已经进入下半程，未来几年“中建材和中材”两大央企将在其中继续扮演重要角色，湖南、河南、辽宁这些区域尚需要确立地方龙头企业来加快市场的整合，而整个市场竞争格局的新变化将更多依靠股权关系来实现。

我们判断，09 年水泥行业以并购为主的扩张战略依旧为亮点，相对简单且价值提升明显的区域是江西和福建，尤其是江西省的区域内整合已经有了相对明确的思路，这也是我们推荐江西水泥的主要理由。

西部区域将延续价格平稳、成本下降、毛利提升的投资主线。

图 10：国内水泥市场竞争格局



资料来源：国信证券经济研究所

玻璃行业

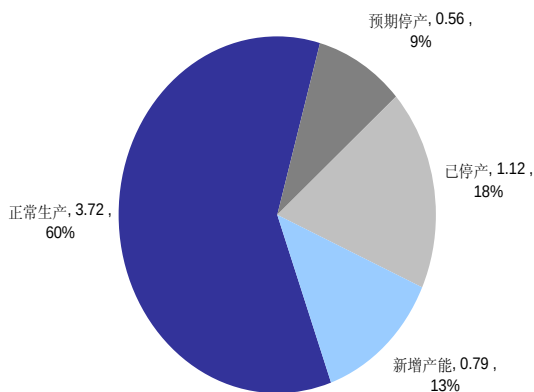
产销状况

国内浮法玻璃行业的总产能已超过了 5.5 亿重量箱（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”）。由于市场形势不好，08 年约 20% 的产能停产，预期 09 年仍会有少量生产线停产。尽管市场形势如此严峻，但 09 年预期仍有新的生产线投产，新增产能约 8000 万重量箱，玻璃企业扩张的冲动仍较大，其中部分新建生产线与 LOW-E 及光伏玻璃相关，但国内玻璃行业产能过剩的压力短期难以扭转。

09 年 1 月，国内玻璃市场表现为产销量同比下降、库存上升的状况，其中有一定春节因素的影响，但更多表现为市场需求的不景气。

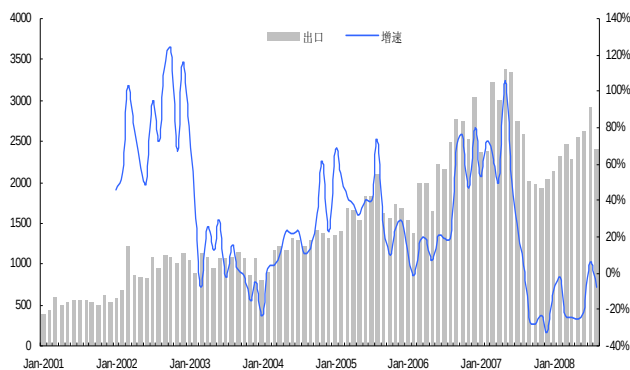
08 年，国内平板玻璃出口累计增速为 -13%，为 2001 年以来最差的情况。出口回流进一步加剧了国内玻璃市场供过于求的情形，玻璃行业景气度持续回落。

图 11：国内玻璃行业产能构成



资料来源：国信证券经济研究所

图 12：玻璃月度出口量增速统计



资料来源：CEIC

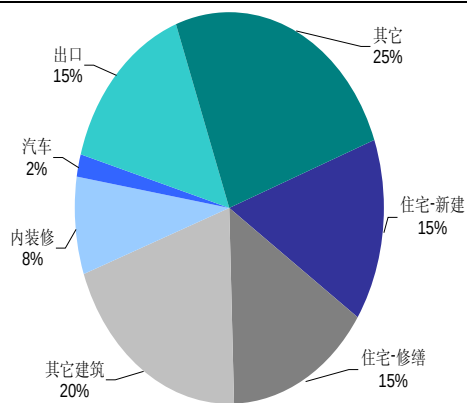
形势严峻

2 季度玻璃市场仍将持续低迷态势，判断理由如下：

- 预期 2 季度房建市场依旧不景气，对玻璃的需求表现为持续下滑；
- 预期海外需求会进一步萎缩；
- 汽车玻璃消费需求基本持平；
- 太阳能行业对玻璃的需求总量有限，超白产能占比小；

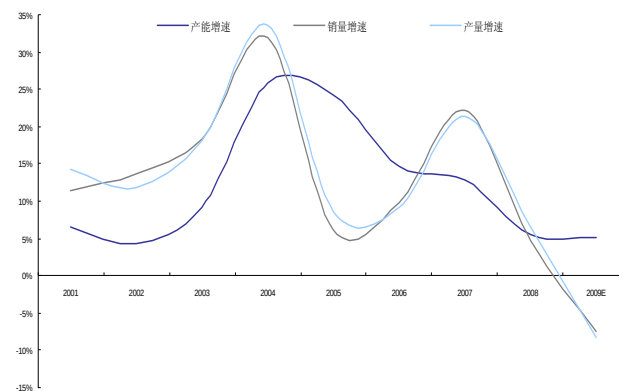
由国内玻璃行业供求关系图可以看出来，09 年玻璃行业供过于求的格局相当明显。玻璃行业如何消减过剩产能，实现产业升级仍是个艰巨的课题。

图 13: 09 年玻璃产销量预测 (单位: 亿重量箱)



资料来源: 中国建材信息网 国信证券经济研究所

图 14: 01-09E 玻璃供求关系曲线



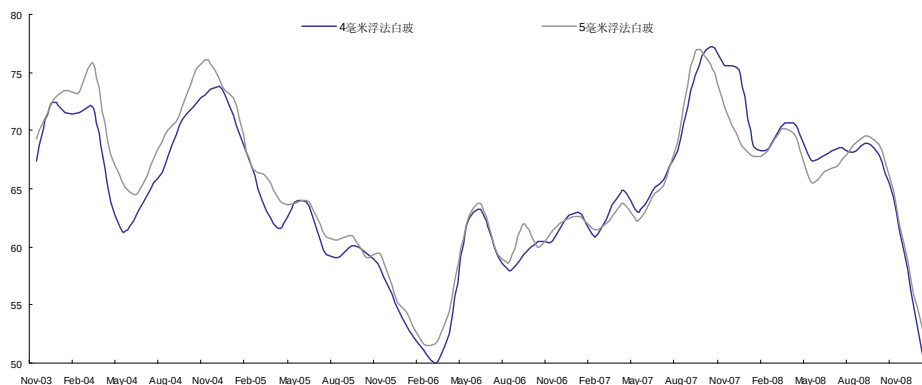
资料来源: 中国建材信息网 国信证券经济研究所

盈利前景黯淡

09 年 1 季度, 国内玻璃市场平均价格水平继续下滑。尽管成本有所回落, 但售价和成本接近, 使得浮法玻璃全行业事实上是处于亏损状态。

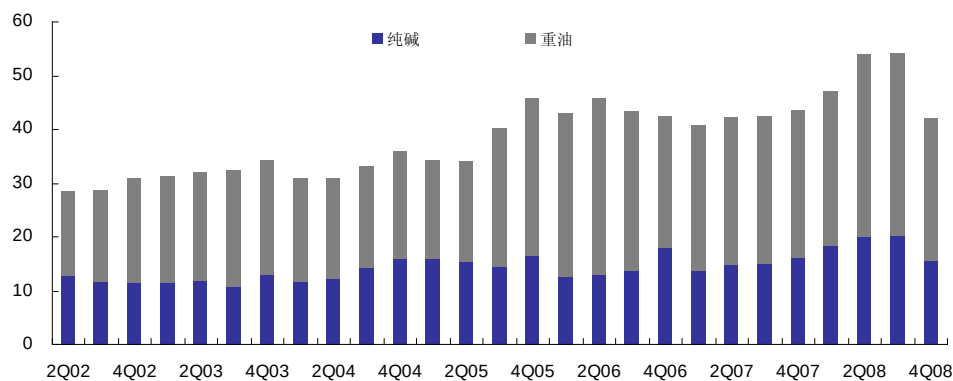
2 季度的价格水平要视房建市场的需求而定, 目前中间商没有增加库存的动力, 毛利率改善看不到迹象。

图 15: 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 16: 玻璃生产的成本变化统计 (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

我们认为，国内水泥行业已经由高增长阶段进入稳定增长阶段，但区域间的差别比较大。水泥行业的巨大产能如何消化对全行业而言是越发严峻的问题。尽管水泥行业的整合会对行业盈利的提升起到积极作用，但市场需求放缓甚至衰退则是最为关键的因素。

基于增速放缓的预期，我们认为国内水泥股的合理 PE 估值水平应该介于 15-20 倍，吨产能对应市值介于 300-400 元之间，对于未来发展空间相对有限的企业应适当降低估值水平。

投资者对基建拉动水泥消费的乐观预期在 2 季度仍会鼓舞市场的热情，但水泥行业的真实情况是否如预期尚有很大的不确定性，当前水泥股的动态 PE 估值、市值/吨产能等指标已经处于相对高位，为此，建议 2 季度不要加仓水泥股。

继续看空浮法玻璃行业，太阳能玻璃行业未来发展潜力较大，但短期内不会有明显的业绩贡献。

业绩预测

表1：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					
海螺水泥	1.58	1.72	1.93	21.98	20.19	17.99	2.40	1.69	18.00	544.02	谨慎推荐
冀东水泥	0.38	0.40	0.67	39.50	37.53	22.40	3.00	2.06	24.20	144.51	谨慎推荐
华新水泥	0.80	1.05	1.26	30.81	23.48	19.56	2.10	1.59	14.20	99.49	谨慎推荐
天山股份	0.34	0.72	0.85	46.74	22.07	18.69	4.80	0.67	12.20	49.58	谨慎推荐
亚泰集团	0.43	0.30	1.39	24.60	35.27	7.61	2.50	2.68	30.10	133.64	中性
塔牌集团	0.48	0.50	0.61	25.71	24.68	20.23	3.30	2.55	19.00	49.36	中性
江西水泥	0.08	0.14	0.27	97.50	55.71	28.89	2.94	1.54	16.60	30.88	谨慎推荐
中材国际	1.51	1.90	3.05	27.33	21.72	13.53	5.20	0.43	10.60	69.33	谨慎推荐
福耀玻璃	0.46	0.16	0.49	12.93	37.19	12.14	2.50	1.85	13.40	119.18	谨慎推荐

资料来源：国信证券经济研究所

重点公司

冀东水泥

►公司在逐步推进区域扩张和产能建设，符合我们始终强调的“投资可以走出去的水泥股”的理念；

►随着产能规模的扩大、经营管理水平的提升，公司在“三北”的区域竞争优势得到进一步强化；

►未来两年主要销售区域将受益于基建投资项目需求的拉动，综合利润率有望保持相对稳定；

►风险因素：西北扩张是否达预期以及东北面对竞争压力加大；

►预期公司 08、09、10 年每股收益分别为 0.40、0.67 和 1.04 元，尽管短期估值偏高，但我们认为其长期投资吸引力不减；

►维持“谨慎推荐”的投资评级；

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±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±10%之间
	回避	行业股票指数在 6 个月内表现介于市场指数±10%以上

免责条款:

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	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	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	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
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	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	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	宏观经济分析师 周炳林
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
IT 行业分析师 王俊峰	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	金融工程分析师 王军清

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 wanacs@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