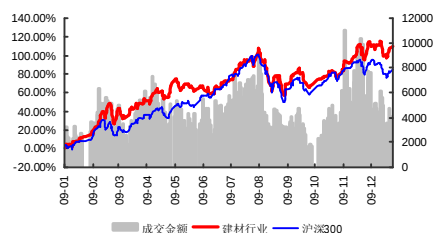


建材行业

2009 年 12 月 29 日

年初至今建材行业走势图



相关研究:

《建材行业四季度策略：景气回升 渐入佳境》;

《建材行业 9 月跟踪月报：借政策春风水泥行业周期有望延长 玻璃步入复苏通道》;

《建材行业 09 年投资策略 ——寻找明确增长的优秀企业》

执笔人:

赵红

E-mail:zhaohong@sxzq.com

TEL:010-82190392

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

建材行业 2010 年度投资策略——机遇与挑战并存

评级：谨慎看好

投资要点:

1 2010 年水泥行业景气关键在于落后产能淘汰力度。明年固定资产投资下滑将直接导致水泥需求增速下降，我们预计明年水泥需求增速为 11.49%，比今年下滑 7-8 个百分点，新增水泥需求量 1.88 亿吨，同时新增产能供给压力不可忽视，尤其是下半年供给压力更大，但总体认为明年水泥市场景气释放持续的关键还在于落后产能淘汰力度，估算明年落后产能淘汰平衡点将在 1.3 亿吨左右，而 1.3 亿占到未来三年淘汰产能 5 亿吨不到 30%，第一年完成 30%的淘汰比例可能性很大，总体上仍看好明年水泥行业景气。

1 看好区域：华东、华南、西北（新疆、甘青）、华北（河北）、和东北（辽宁、哈尔滨）。明年基建投资仍集中在基础设施建设落后的中西部地区，该地区将机遇和压力并存，我们看好产能释放压力相对较低的新疆和甘青地区；对于房地产需求占比较高的华东地区、华南地区，尤其是落后产能占比较高的福建、两广（广东和广西）、海南值得看好；河北、辽宁、哈尔滨（东北）地区的水泥市场供需环境仍比较乐观。

1 2010 年玻璃行业景气展望：投资机会将集中在上半年。明年玻璃行业景气的积极因素来自房地产和出口两方面，但消极因素来自于玻璃生产线复产压力（上半年）和新增产能（下半年）释放压力，下半年压力更大，总体上认为，明年玻璃行业投资机会将集中在上半年。

1 原燃料上涨将导致明年玻璃企业成本压力增加。今年纯碱、重油价格整体上处于较低水平，随着下游需求复苏、通胀等因素来临，明年纯碱和重油价格上涨可能性较大，玻璃企业成本压力有所增加，其成本转嫁能力将接受市场考验，相对而言，拥有高毛利率的深加工玻璃和上下游产业链较完善的玻璃企业更具备优势。

1 投资策略。

2 水泥子行业目前市盈率为 28 倍，低于历史平均估值水平，相对于其他板块，也处于较低水平，具备一定的估值优势，给与行业评级为“谨慎看好”评级，在选股思路上，我们认为可以遵循两条主线：① 以区域投资为主：我们明年比较看好区域东南（两广、福建、海南）、西北地区新疆、甘肃、华北地区京津冀和东北的辽宁、黑龙江，主要受益的上市公司海螺水泥、塔牌集团、青松建化、天山股份、冀东水泥、亚泰集团；②以资源整合为主：关注太行水泥、祁连山、狮头股份、冀东水泥等。

2 玻璃子行业市盈率达到 73 倍，估值不占优势，但明年房地产投资拉动、汽车销售仍保持高位和外需出口转好背景下，估值水平将被修复，给与行业整体评级为“谨慎看好”评级，认为主要投资机会将集中在上半年，选股思路上，选择拥有盈利水平较高、发展前景被广泛看好、受益低碳经济和新能源规划的节能玻璃和超白玻璃上市公司，关注南玻 A、金晶科技、中航三鑫。

证券简称	收盘价	每股收益			PE			评级
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
海螺水泥	47.68	2.08	2.89	3.28	22.91	16.51	14.53	买入
冀东水泥	17.59	0.75	1.15	1.3	23.45	15.3	13.53	买入
祁连山	17.12	0.72	0.93	1.34	23.78	18.4	14.63	买入
南玻A	19.01	0.65	0.85	0.95	29.28	22.38	20.01	增持
金晶科技	15.65	0.29	0.48	0.62	53.1	32.54	25.35	增持

目 录

水泥行业篇	5
09 年行业回顾	5
2010 年需求展望：水泥需求增速 11.49%	7
宏观：2010 年固定资产投资增速比 09 年下滑 8-10 个百分点	7
基建投资：09 年基本完成既定目标 10 年将呈现高投资、低增速	8
房地产：10 年投资有望与基建投资平分秋色	9
农村固定资产投资：新农村建设+城镇化驱动高增长	11
2010 年供给分析：下半年新增产能压力大于上半年	13
防过剩政策出台正当时	14
供需总结：关键还在于落后产能淘汰力度	15
区域分析	15
并购重组将成为公司扩张的主题	16
投资策略	17
 玻璃行业篇	 19
09 年全行业经历冰火两重天	19
2010 年玻璃行业景气判定：前高后低	20
房地产和出口为 2010 年需求带来积极影响	20
供给分析：复产和新建产能释放压力较大	23
调控政策出台 将利好于 2011 年后玻璃行业	24
玻璃供需关系：上半年好于下半年	25
原燃料上涨将导致明年玻璃企业成本压力增加	25
受益低碳经济 节能和超白玻璃发展前景被广泛看好	26
投资策略	28
重点推荐公司	30

图目录

图 1: 2009 年产量增速与 03、06 年最高值相当	5
图 2: 水泥单月产量和累计月产量增速	5
图 3: 2009 年水泥月产量增速变化	5
图 4: 2009 年水泥价格变化	5
图 5: 2009 年以来铁路、公路、房地产月累计增速变化	6
图 6: 今年 9 月份以后煤炭价格有所反弹	6
图 7: 上市公司与行业平均毛利率变化	6
图 8: 三驾马车对 GDP 增速的贡献率	7
图 9: 2010 年城镇固定资产投资预计 25%左右	7
图 10: 2009-2010 年铁路基建投资额预计	8
图 11: 2009 年公路建设投资完成计划投资无悬念	8
图 12: 2009 年内河、港口建设投资增速与去年持平	9
图 13: 商品房月销售面积及增速变化	10
图 14: 月房地产投资及增速变化	10
图 15: 房屋施工面积和房屋新开工面积增速变化	10
图 16: 北京商品住宅成交面积和可售面积变化	11
图 17: 天津商品住宅成交面积和可售面积变化	11
图 18: 上海商品住宅成交面积和可售面积变化	11
图 19: 深圳商品住宅成交面积和可售面积变化	11
图 20: 农村固定资产投资及增速	12
图 21: 2040 年城镇化水平要达到 65%	12
图 22: 2000 年至今水泥投资及增速变化	13
图 23: 2008 年以来月投资及增速变化	13
图 24: 2000 年-2008 年新增水泥产能及年总产能变化	13
图 25: 2007 年至今单季度投资额及增速	14
图 26: 2009 年 1-11 月分区域水泥投资增速	16
图 27: 2009 年 1-11 月水泥投资区域占比	16
图 28: 2008 年底各省市新型干法占比	16
图 29: “十一五”末前十大企业市场占有率达到 30%	17
图 30: 水泥板块市盈率走势变化	18
图 31: 平板玻璃价格走势变化	19
图 32: 玻璃库存变化趋势	19
图 33: 09 年 1-8 月行业利润总额首次负转正	20

图 34: 玻璃上市公司季度毛利率变化	20
图 35: 房地产投资额及累计增速变化	20
图 36: 房屋新开工面积及增速变化	20
图 37: 平板玻璃产量增速与房屋施工面积增速变化	21
图 38: 平板玻璃产量与房屋施工面积弹性系数散点图	21
图 39: 汽车产销量及增速变化	22
图 40: 玻璃出口及增速变化	23
图 41: 美国房地产行业指数变化	23
图 42: 玻璃年产能和新增产能变化	24
图 43: 纯碱下游需求结构占比	25
图 44: 纯碱价格走势变化	25
图 45: 重油价格走势变化	26
图 46: 二氧化碳排放主要来源	26
图 47: LOW-E 和中空玻璃产量及增速变化	27
图 48: 1999-2008 年全球太阳能电池装机容量复合增长率达 45%	27
图 49: 玻璃板块与其他板块市盈率比较	28
图 50: 玻璃板块涨幅与全部 A 比较	28

表目录

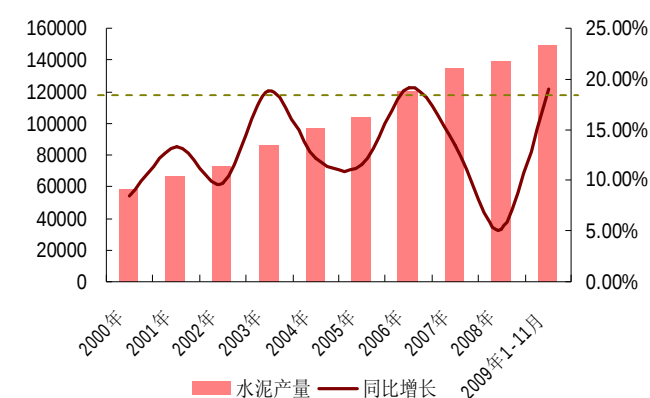
表 1: 基建投资一览表 (单位: 亿元)	9
表 2: 水泥下游需求测算表	12
表 3: 9 月份至今出台的行业调控政策	14
表 4: 供需平衡表	15
表 5: 重点推荐上市公司	18
表 6: 玻璃需求增速与房屋施工面积敏感性测试	22
表 7: 2010 年玻璃新增有效产能预计	24
表 8: 2010 年玻璃供需差测算	25
表 9: 重点跟踪上市公司盈利预测及评级	25

水泥行业篇

09 年行业回顾

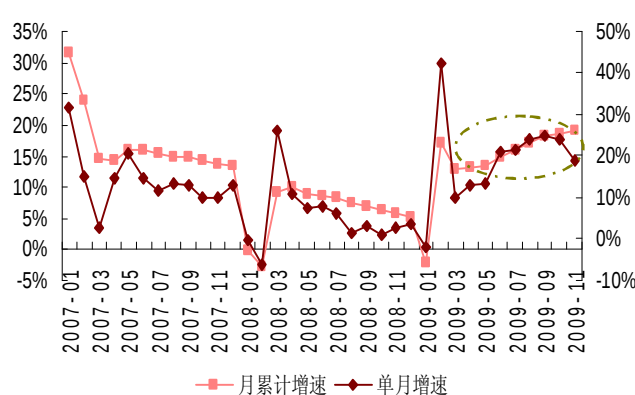
全年水泥产量增速创 2000 年以来新高。4 万亿投资计划的推出带来的基建投资高增长对于今年水泥需求拉动效应非常明显，水泥行业景气度在 2008 年的底部基础上快速拉升，尤其是进入下半年，水泥月增速创近几年来最高水平。1-11 月水泥产量 14.92 亿吨，同比增长 19%，预计全年超过 16 亿吨，比去年新增水泥产量 2.5 亿吨。

图 1：2009 年产量增速与 03、06 年最高值相当



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 2：水泥单月产量和累计月产量增速



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

上半年量增价减，下半年量价齐升。09 年上半年水泥产量增速基本上依靠铁路、公路等基础设施需求拉动，下半年房地产投资的回暖和基建投资持续高增长双因素带动，下半年水泥行业景气高于上半年，从水泥价格可以明显看出，如下图所示。

图 3：2009 年水泥月产量增速变化

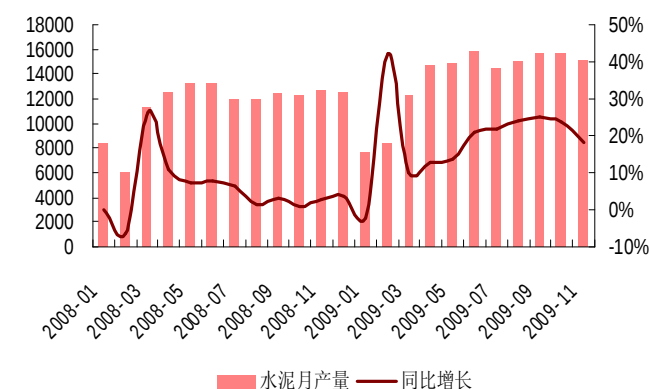
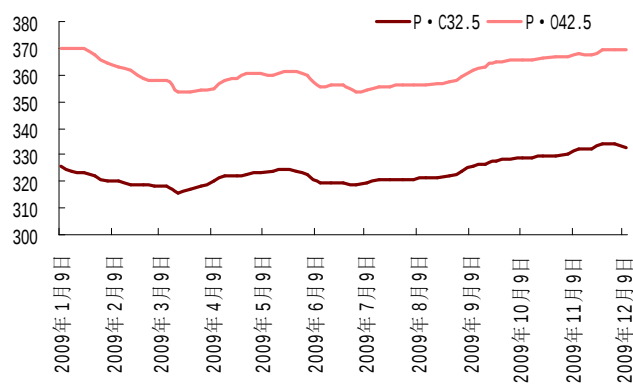


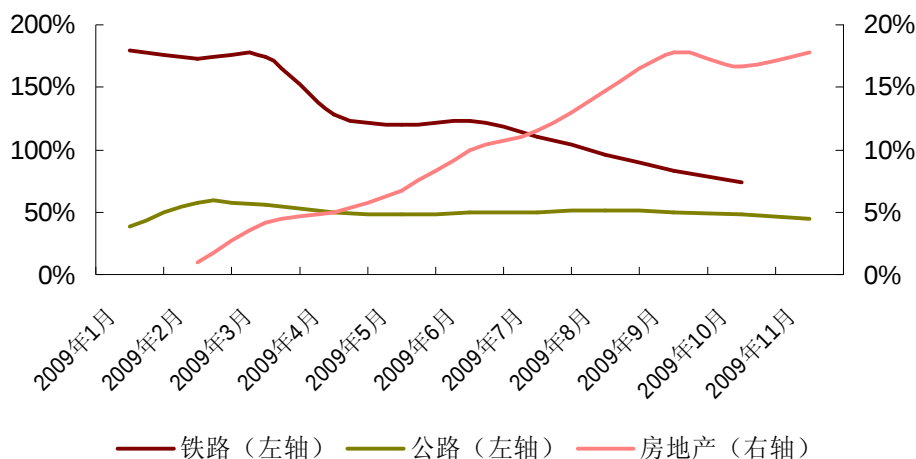
图 4：2009 年水泥价格变化



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

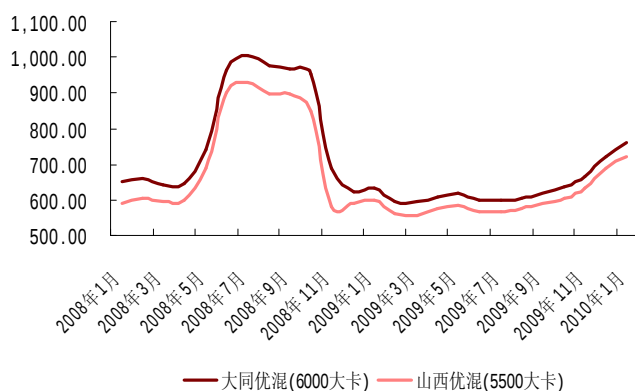
图 5：2009 年以来铁路、公路、房地产月累计增速变化



资料来源：WIND 资讯，铁道部，山西证券研究所

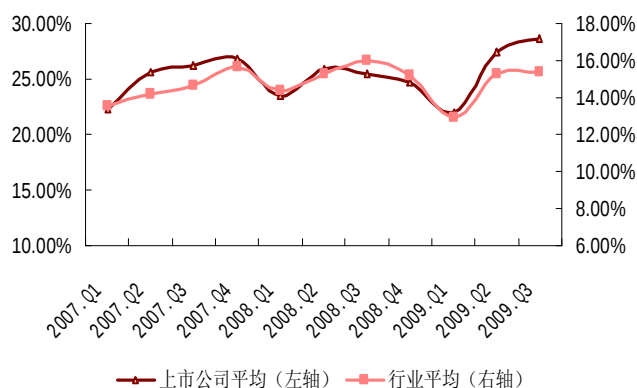
煤炭价格总体运行平稳 水泥行业季度毛利率环比、同比均回升。水泥行业成本中煤炭占比约占 30% 左右，水泥盈利水平变化对煤炭价格敏感度较高。相比 2008 年煤炭价格的大幅波动，09 年煤炭价格总体上运行平稳。**三季度水泥上市公司毛利率 28.57%**，比二季度环比提高 1 个百分点，比去年同期提高 3 个百分点，超过 07 年的最高值，统计局数字显示，1-8 月的水泥行业总体毛利率达到 15.4%，环比提高 0.2 个百分点，总体上看，水泥行业盈利水平达到了较高水平。9 月份以后受大范围降雪以及冬季供暖等因素影响，煤炭价格出现反弹，从我们每周跟踪的数据上看，水泥企业通过连续提价的方式转移了煤炭上涨带来的成本压力，预计四季度行业盈利水平仍可以维持三季度高水平。

图 6：今年 9 月份以后煤炭价格有所反弹



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 7：上市公司与行业平均毛利率变化



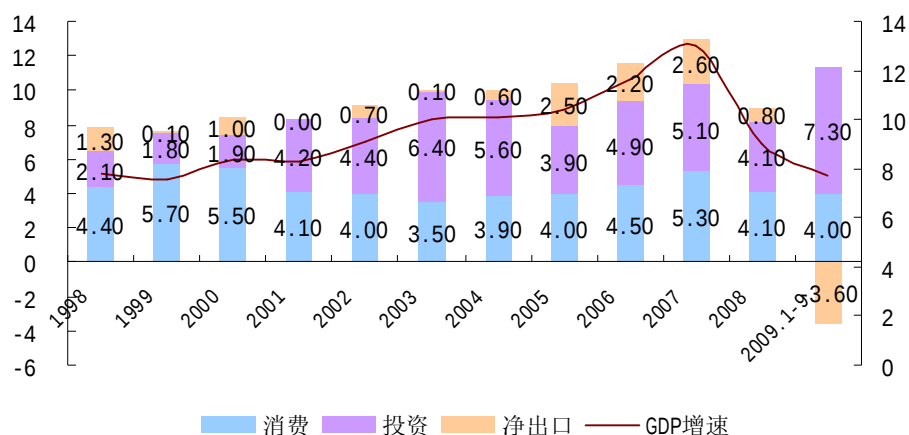
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

2010 年需求展望：水泥需求增速 11.49%

宏观：2010 年固定资产投资增速比 09 年下滑 8-10 个百分点

今年前三季度城镇固定资产投资 13.31 万亿元，同比增长 33.3%，拉动 GDP 增长 7.3 个百分点，与消费、出口相比，2009 年投资是拉动 GDP 增长的主要引擎。

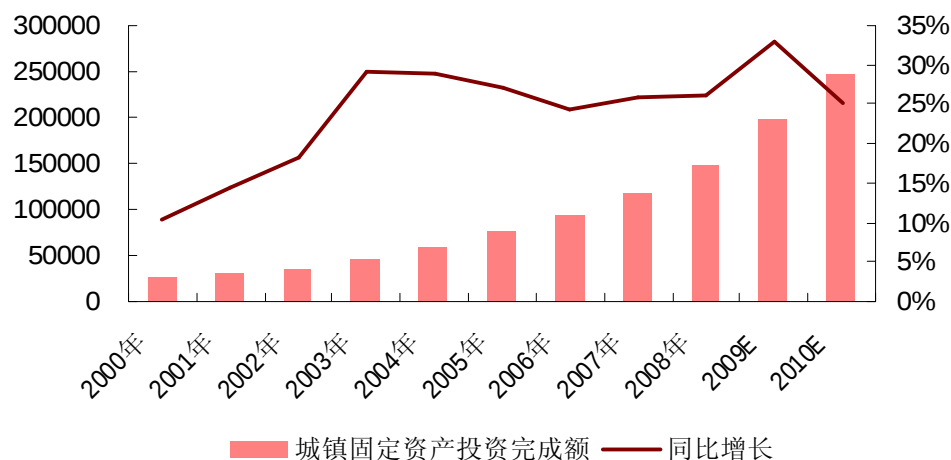
图 8：三驾马车对 GDP 增速的贡献率



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

中央经济工作会议定调 明年固定资产投资增速下滑已成定局。日前召开的中央经济工作会议强调明年要保持投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。我们认为这里的适度主要针对今年固定资产增速 33% 的高增长而言，预计明年固定资产投资增速下滑已成定局，我们宏观研究员测算明年投资增速预计在 25% 左右，扣除价格上涨因素后，明年实际增速 22%-24%，比今年下滑 8-10 个百分点。

图 9：2010 年城镇固定资产投资预计 25% 左右



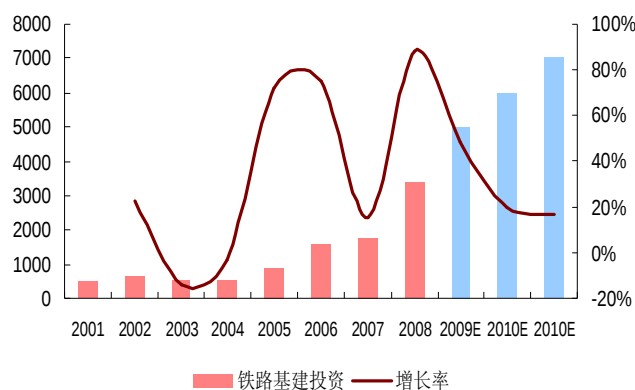
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

基建投资：09 年基本完成既定目标 10 年将呈现高投资、低增速

4 万亿投资计划的推出，对于基建投资而言，09 年无疑是高增长年，“铁公机”建设基本上完成了原计划目标。2010 年我们认为基建投资仍然是保持高投资，因 09 年基数效应，增速比 09 年有大幅回落。

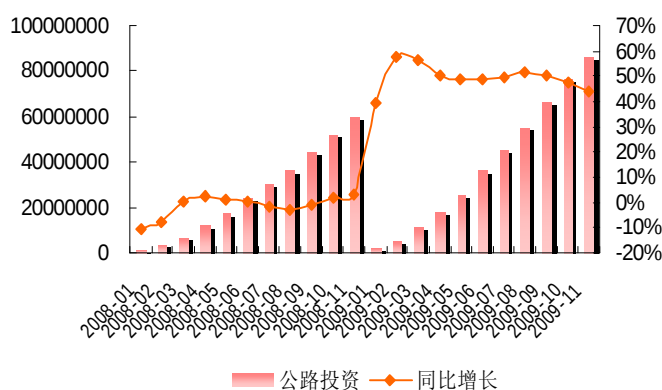
- n 按照铁道部统计，1-10 月铁路基建投资 3906 亿元，同比增长 87.5%，比 1-9 月增速下滑 13 个百分点，增速下降的主要原因在于去年铁路投资前低后高的基数效应，我们预计明年仍然能够保持 7000 亿元的铁路基建高投资，一方面由于铁路项目持续的周期比较长，一般建设周期 3-5 年或更久，已经开工铁路项目需要继续投资；另一方面今年开工的铁路项目将在明年迎来施工高峰期，需要更多投资额。
- n 1-11 月公路建设 8657.78 亿元，同比增长 44.41%，已完成计划投资的 87%，完成计划投资几无悬念，而河道、港口投资 903 亿元，同比增长 10.08%，基本上与去年持平。我们预计明年公路投资可保持在 1 万亿的投资规模。

图 10：2009-2010 年铁路基建投资额预计



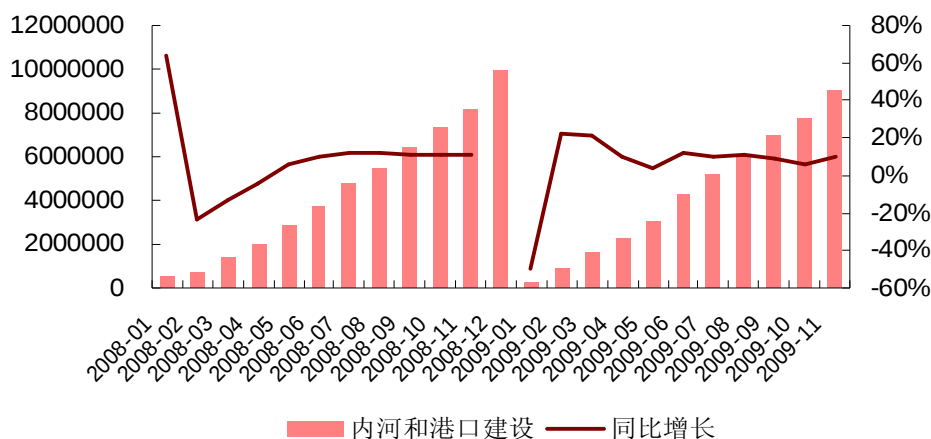
资料来源：铁道部，山西证券研究所

图 11：2009 年公路建设投资完成计划投资无悬念



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 12: 2009 年内河、港口建设投资增速与去年持平



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

表 1: 基建投资一览表 (单位: 亿元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
铁路	1552.75	1789.99	3371.59	6000.00	7000.00	7500.00
增长		15.28%	88.36%	77.96%	16.67%	7.14%
公路	6231.00	6489.00	6881.00	10000.00	11000.00	12000.00
增长		4.14%	6.04%	45.33%	10.00%	9.09%
城轨、内河、 港口建设	2,787.16	3,075.00	3690.00	4428.00	5313.60	2,787.16
增长		-6.08%	19.89%	20.00%	15.00%	10.00%
总计	8660.68	9102.56	11239.93	17184.81	19362.53	20998.78
增长		5.10%	23.48%	52.89%	12.67%	8.45%

资料来源: 山西证券研究所

房地产: 10 年投资有望与基建投资平分秋色

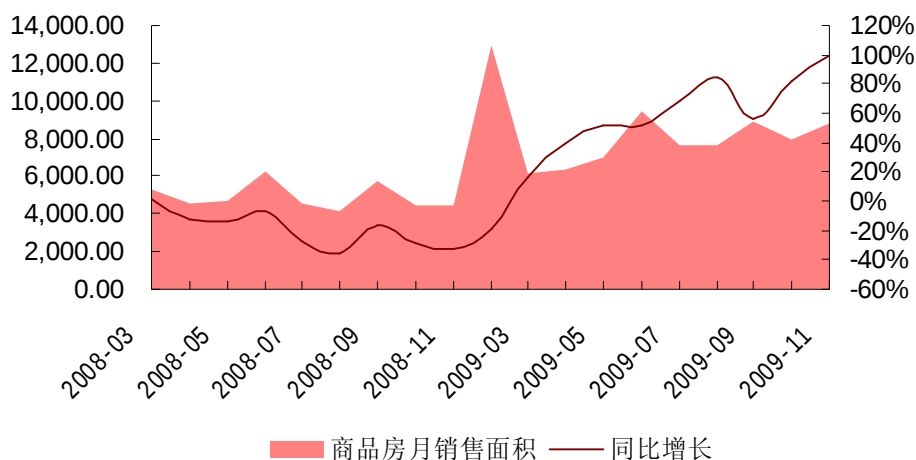
与基建投资高增长相比, 09 年房地产投资对水泥的需求拉动已退居二线, 但下半年房地产的各指标均显示投资回暖的趋势基本确立。

- n 1-11 月房地产投资 31270.9 亿元, 同比增长 17.8%, 比 1-10 月回升 1.1 个百分点, 8-10 月单月投资同比增速都在 30% 以上, 排除去年同期基数较低影响, 环比也在回升; 从先行指标房地产新开工面积和房屋施工面积看, 1-11 月房屋施工面积 29.88 亿平米, 同比增长 17.2%, 比 1-10 月环比回升 0.8 个百分点, 1-11 月房屋新开工面积 9.76 亿平米, 同比增长 15.8%, 比 1-10 月回升 12.5 个百分点。
- n 1-11 月商品房销售面积 75203.15 万平米, 同比增长 53%, 比 1-10 月增速加快 5.4 个百分点, 11 月销售 8834.42 万平米, 同比增长 99.63%, 是今年以来的最高值。

房地产投资、房屋施工面积和新开工面积单月增速均创下了新高, 除了去年同期基数效应较低影响外, 更主要的我们认为房屋快速消化加大了开发商补库存的开发

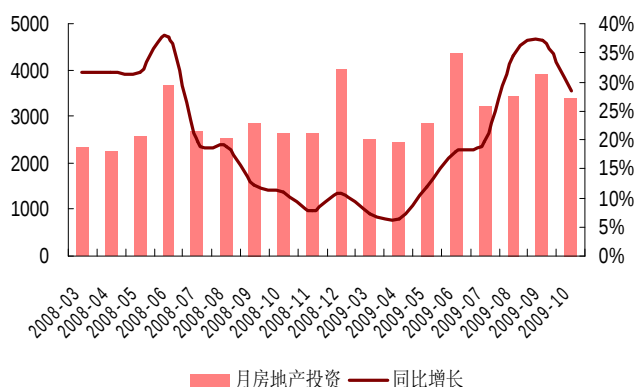
力度。同时，中央经济工作会议提出“增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求”，针对近期政府出台的针对房地产行业调控政策，取消二手房营业税优惠政策，和提高房地产首付比例等措施，主要目的在于遏制房价过高、开发商囤地行为，通过增加房屋供给调控房价，预计后续还出台关于保障性住房、公共租赁住房等相关政策，改善房屋供给结构，政策出台将会进一步增加房地产投资。在这种背景下，我们预计 2010 年房地产开发投资继续保持增长，今年下半年新开工面积高增速将支持明年房地产投资，根据我们房地产研究员预测明年房地产投资 15%-18%，考虑到去年基数效应，上半年增速将高于全年。

图 13: 商品房月销售面积及增速变化



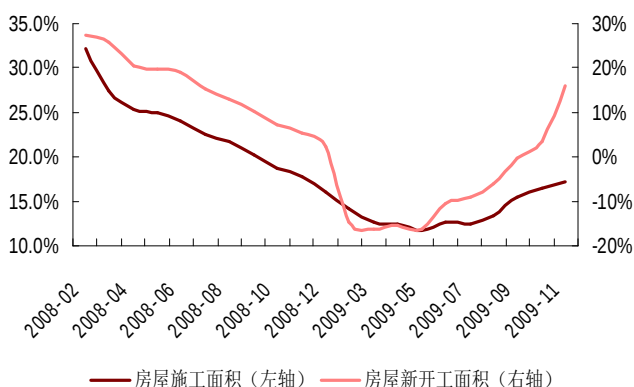
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 14: 月房地产投资及增速变化



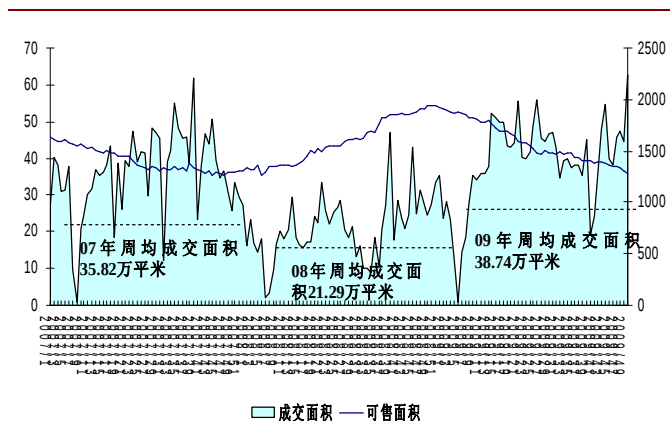
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 15: 房屋施工面积和房屋新开工面积增速变化



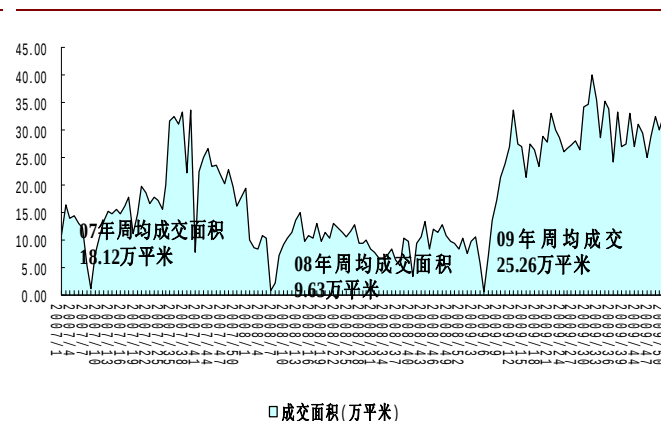
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 16：北京商品住宅成交面积和可售面积变化



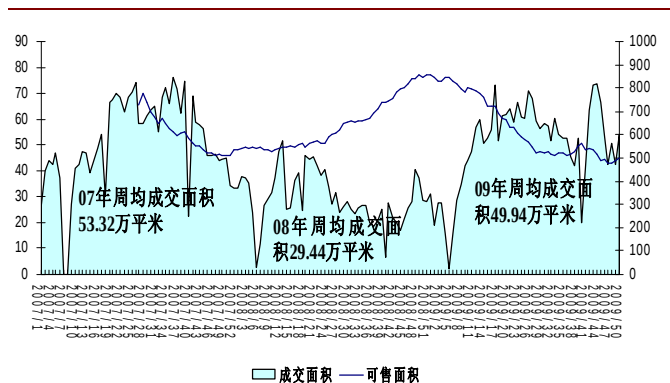
资料来源：山西证券研究所

图 17：天津商品住宅成交面积和可售面积变化



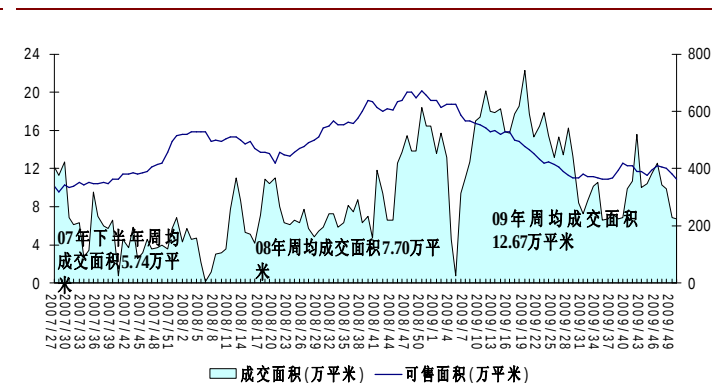
资料来源：山西证券研究所

图 18：上海商品住宅成交面积和可售面积变化



资料来源：山西证券研究所

图 19：深圳商品住宅成交面积和可售面积变化

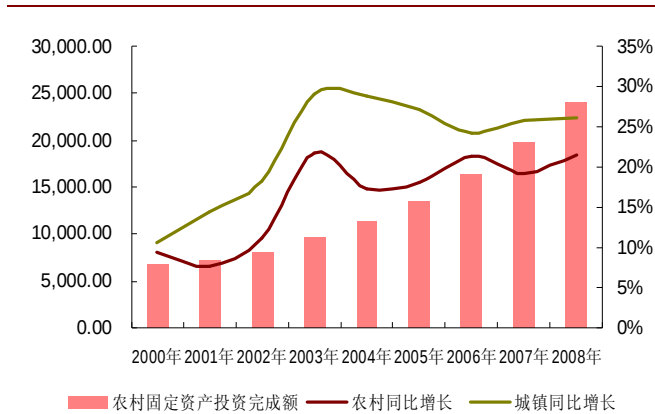


资料来源：山西证券研究所

农村固定资产投资：新农村建设+城镇化驱动高增长

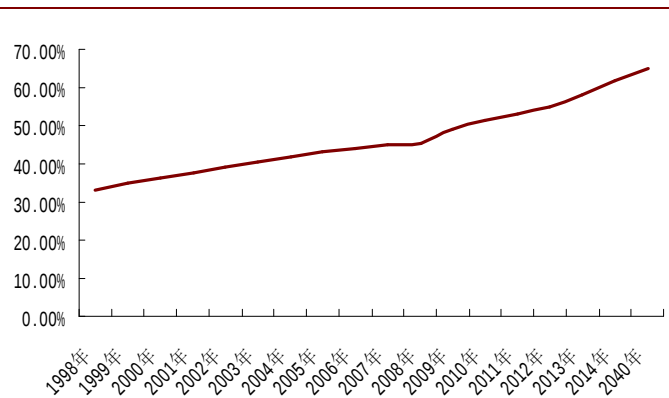
在加快推进新农村建设的背景下，近几年政府对农村财政资金扶持力度不断加大，农村固定资产投资额度逐年增加，与城镇固定资产投资相比，增速仍较低。但随着城镇化水平的提高，农村水利建设改造、公路建设、房屋建设等继续推进，农村固定资产投资仍要保持高速增长。

图 20：农村固定资产投资及增速



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 21：2040 年城镇化水平要达到 65%



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

表 2：水泥下游需求测算表

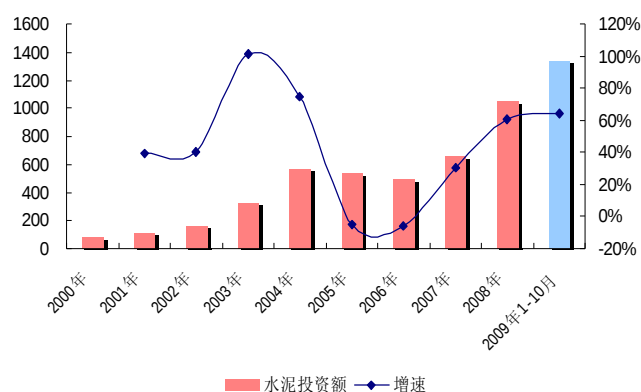
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
基建投资					
铁路	1772.1	3371.59	6000	7000	7500
增速		90.26%	77.96%	16.67%	7.14%
消耗系数			1.8	1.9	1.8
新增水泥需求			4731.138	1900	900
公路	6489	6881	10000	11000	12000
增速		6.04%	45.33%	10.00%	10%
消耗系数			1.6	1.6	1.6
新增水泥需求			4990.4	1600	1760
城市轨道交通、港口（河道）、航道	2,787.16	3,075.00	3690.00	4428.00	5313.60
增速		10%	20.00%	20.00%	20.00%
消耗系数			1.6	1.55	1.55
新增水泥需求			984	1143.9	1372.68
房地产投资		30579.82	36367.06	41822.12	49350.10
同比增速		20.90%	19%	15%	18%
消耗系数		1.6	1.6	1.6	1.6
新增水泥需求			9260	8728	12045
农村固定资产投资		24,090.10	30,112.63	39,146.41	50,890.34
增速		21%	25%	30%	30%
消耗系数			0.8	0.6	0.6
新增水泥需求			4,818.02	5,420.27	7,046.35
新增总需求			24,783.15	18,792.27	23,123.81
增速			17.86%	11.49%	12.68%

资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

2010 年供给分析：下半年新增产能压力大于上半年

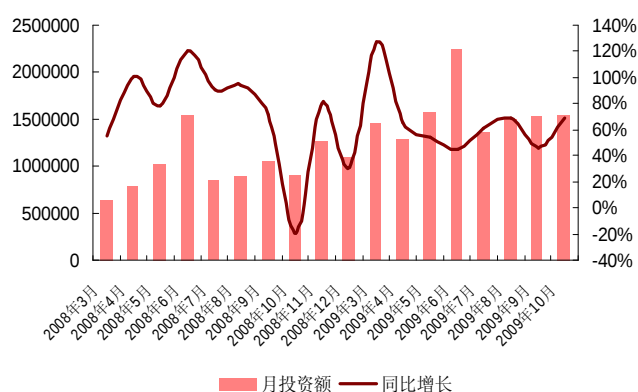
水泥投资连续 2 年 60% 增长 2010 年新增产能带来较大的供给压力。4 万亿投资带动了水泥需求增长同时，也刺激了水泥投资的高增长，自去年 11 月份至今，水泥投资一直居高不下，2008 年水泥投资额超过了 1000 亿元，同比增速 60.7%，新增水泥产能 2.35 亿吨；09 年前 10 月投资已经达到了 1339.24 亿元，同比增长 64.2%，超过了去年全年投资额，我们预计全年完成投资 1648 亿元，同比增长 56%，按照 450 元/吨的建设成本计算，预计新增产能 3.2-3.4 亿吨，新增产能释放将给明年水泥市场带来不小的供给冲击，根据 09 年季度水泥投资额度上看，下半年的供给压力大于上半年。

图 22： 2000 年至今水泥投资及增速变化



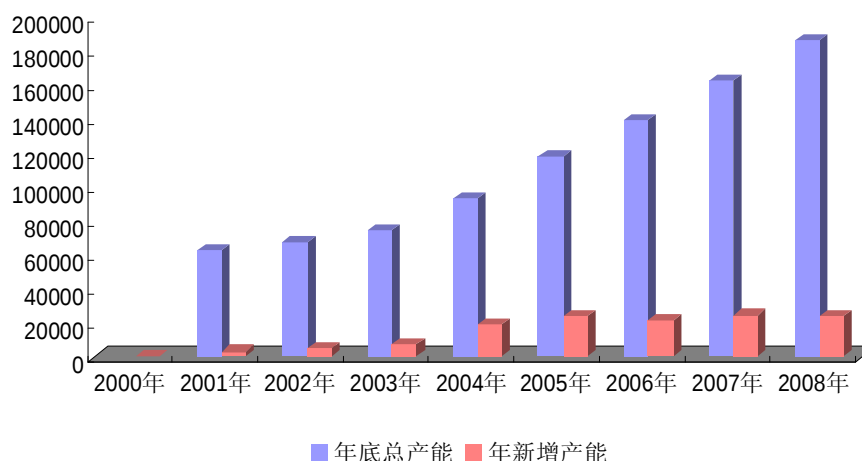
资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

图 23： 2008 年以来月投资及增速变化



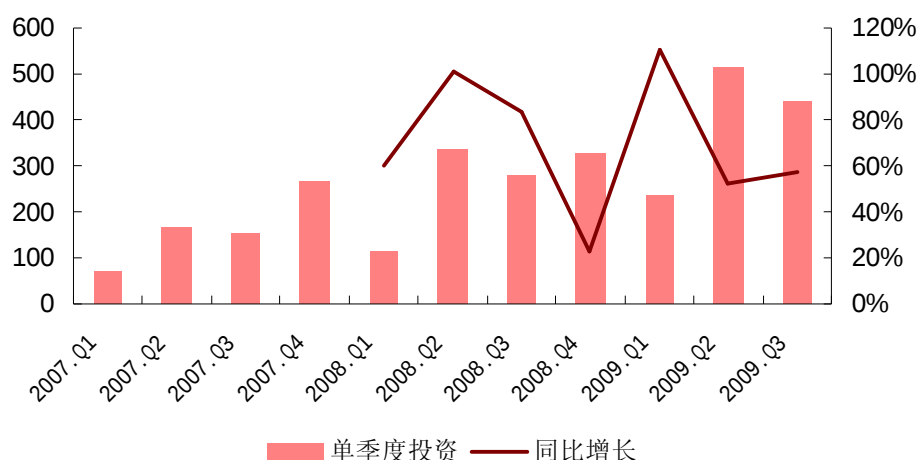
资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

图 24： 2000 年-2008 年新增水泥产能及年总产能变化



资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

图 25：2007 年至今单季度投资额及增速



资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

防过剩政策出台正当时

根据发改委公布的数据显示，截止 2008 年底全国水泥产能 18.7 亿吨，目前在建水泥生产线 418 条，产能 6.2 亿吨，另外还有已核准尚未开工的生产线 147 条，产能 2.1 亿吨，如果全部投产后产能将达到 27 亿吨。

针对目前水泥投资过热和对产能过剩担忧，国务院、发改委和工信部 9 月底连续出台了多项产能调控政策，政策的实施有效遏制新增产能，明年水泥投资大幅下滑，同时三年彻底淘汰 5 亿吨落后产能，即年均淘汰 1.7 亿吨，将使明年水泥市场供给压力有效降低。

表 3：9 月份至今出台的行业调控政策

政策	部门	主要内容
水泥行业准入条件（征求意见稿）	工信部	对新型干法水泥比例已经高于 70% 的省份，每年新增水泥总量应控制在本省上年水泥总产量的 10% 以内；水泥熟料年产能低于人均 1000 公斤的省份，新建水泥熟料项目必须严格按照“等量淘汰”的原则核准；对水泥熟料年产能超过人均 1000 公斤的省份，必须停止核准新建水泥（熟料）生产线项目；自有资本金的比例不得低于 50%
《关于抑制产能过剩和重复建设引导水泥产业健康发展的意见》的通知	国务院	2009 年 9 月 30 日前尚未开工的水泥项目的认真清理；清理期间一律不得核准新的扩能建设项目
关于报送水泥和平板玻璃淘汰落后产能 2009 年计划及三年计划的通知	工信部	三年内彻底淘汰不符合产业政策的落后水泥 5 亿吨
关于水泥建设项目清理工作有关问题的通知	发改委	已核准未开工的水泥项目、已备案未开工的平板玻璃项目，一律不得开工建设；对所有拟建的水泥项目由发改委批准。

资料来源：山西证券研究所

供需总结：关键还在于落后产能淘汰力度

我们认为明年固定资产投资下滑将直接导致水泥需求增速下降，根据我们模型测试结果显示明年水泥需求增速为 11.49%，比今年下滑 7-8 个百分点，新增水泥需求量 1.88 亿吨，同时新增产能供给压力不可忽视，尤其是下半年供给压力更大，但我们认为明年水泥市场景气关键还在于落后产能淘汰力度，估算明年淘汰落后产能平衡点将在 1.3 亿吨左右。

同时，1.3 亿占到未来三年淘汰产能 5 亿吨不到 30%，第一年完成 30% 的淘汰力度可能性很大，总体仍比较看好明年水泥行业景气。

表 4：供需平衡表

	2009	2010E	2011E
水泥产能	192495.82	214613.59	228391.79
水泥需求量	163621.45	182421.55	205552.61
增速	17.86%	11.49%	13%
新增需求		18800.10	23131.05
水泥新增供给		32000	21000
过剩/短缺 (+/-)		13199.90	-2131.05
淘汰落后产能平衡点		13000	-

资料来源：山西证券研究所

区域分析

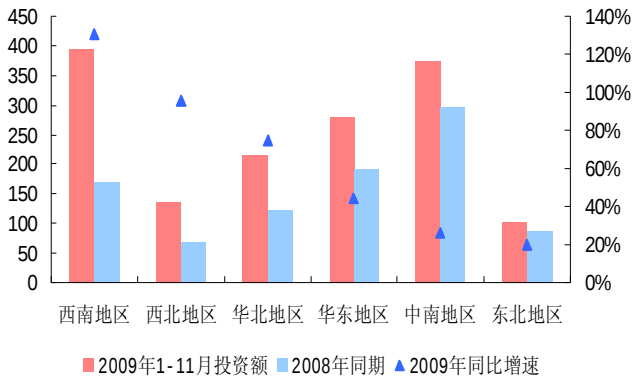
我们分析区域水泥行业景气从供需关系、落后产能淘汰空间等角度考虑。

从去年和今年水泥投资增速和占比看，西部地区和华北地区均大幅提高，其中，西南地区、西北地区增速达到 130.03% 和 95.88%，占总投资比重提高到 26.19%、9.1%，分别比上年提高 8 个百分点和 1.7 个百分点，华北地区增速达到 75.03%，占比由 12.9% 提高到 14.2%，而产能供给压力较小的为华东、中南和东北区域。

淘汰产能政策出台最受益地区是落后产能占比较高的区域，目前贵州、四川、青海、湖南、福建、山西等省市新型干法占比低于全国平均水平，未来 3 年淘汰落后产能空间较大。

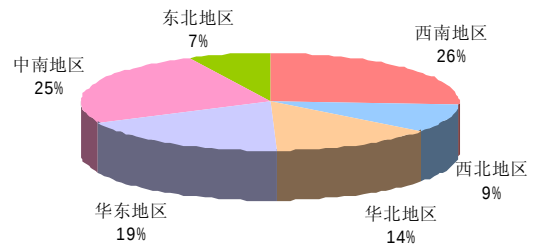
明年基建投资仍集中在基础设施建设落后的中西部地区，该地区将现机遇和压力并存，我们更看好产能释放压力相对较低和的新疆地区；对于房地产需求占比较高的华东地区、华南地区，尤其是福建、两广（广东和广西）、海南值得看好，我们认为：①在去年基数较低基础上房地产投资回暖，增速较高；②明年产能释放压力远小于全国平均水平；③新型干法占比较低的广东、福建省，落后产能淘汰空间较大；④今年海南国际旅游岛和海西经济特区的批准将加快当地基础设施建设，增加水泥需求。另外，我们看好河北（华北）、辽宁、哈尔滨（东北）地区的水泥市场。

图 26：2009 年 1-11 月分区域水泥投资增速



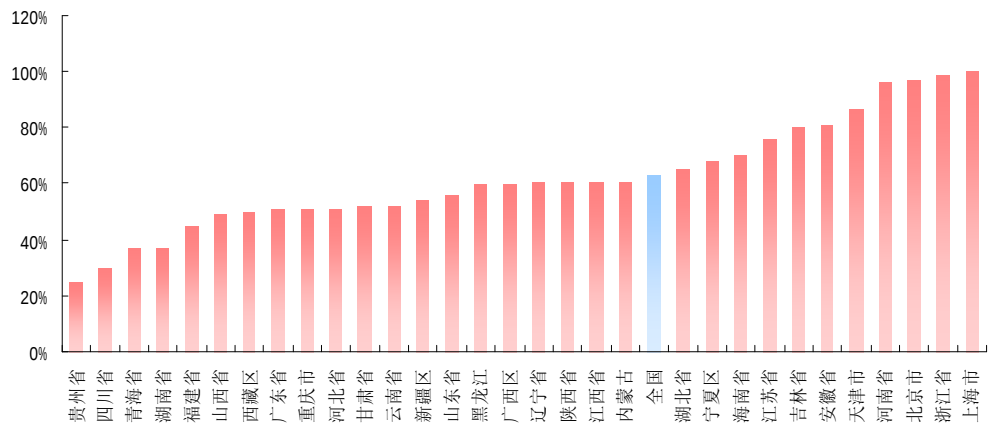
资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

图 27：2009 年 1-11 月水泥投资区域占比



资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

图 28：2008 年底各省市新型干法占比

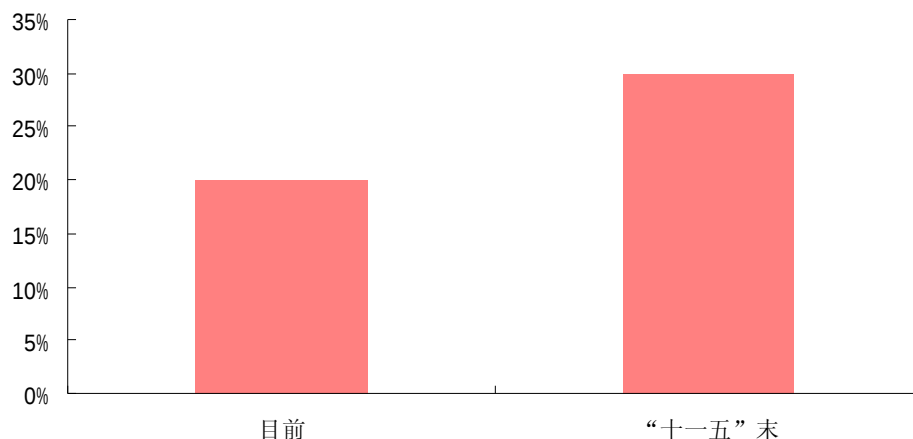


资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

并购重组将成为公司扩张的主题

近期出台的水泥产业引导政策提出鼓励规模较大的优势企业并购重组落后企业，提高产业集中度。按照 2006 年出台的《关于水泥工业结构调整的指导意见》中，提出要在水泥企业前 10 户集中度“十一五”末要达到 30%，前 50 企业集中度要超过 50%。据统计，目前，前 10 大企业的市场占有率仅 20%，我们认为未来三年公司扩大产能的措施将主要由新建改为收购重组为主以提高市场份额，主要机会将集中在全国性水泥龙头和区域水泥龙头公司。

图 29：“十一五”末前十大企业市场占有率达到 30%



资料来源：数字水泥网，山西证券研究所

投资策略

年初至今水泥板块总体上跑赢沪深 300 指数，9 月份后受政策出台刺激影响涨幅 22.6%，目前水泥板块市盈率为 28 倍，低于历史平均估值水平；相对于其他板块，水泥板块的市盈率处较低水平，仅高于金融、化工、采掘，估值优势比较明显。

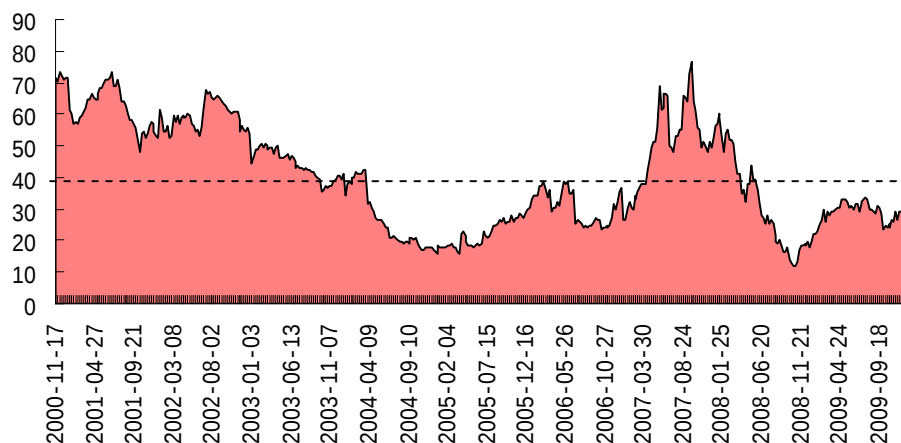
相比今年下游需求主要以基建投资为主，我们认为明年将迎来基建投资和房地产投资共同支撑水泥需求增长，不考虑外延式增长水泥上市公司业绩增速在 15%-20%，而去年同期基数较低上半年业绩增速超过全年。

另外，12 月底各省市将完成在建和拟建水泥项目清查工作和制定未来三年各地区的落后产能淘汰计划时间表，我们提醒投资者关注发改委和工信部等相关部门后续出台的行业产能调整政策给行业带来的交易性投资机会。

因此，我们给予水泥行业“看好”评级。

在选股思路上，可以遵循两条主线：① 以区域投资为主：我们明年比较看好区域东南（两广、福建、海南）、西北地区新疆、甘肃、华北地区京津冀和东北的辽宁、黑龙江，主要受益的上市公司海螺水泥、塔牌集团、青松建化、天山股份、冀东水泥、亚泰集团；②以资源整合为主：关注太行水泥、祁连山、狮头股份、冀东水泥等。

图 30: 水泥板块市盈率走势变化



资料来源：山西证券研究所

表 5: 重点推荐上市公司

证券简称	收盘价 (12.17)	每股收益				市盈率				评级
		2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	
海螺水泥	47.68	1.48	2.08	2.89	3.28	32.22	22.91	16.51	14.53	买入
塔牌集团	17.10	0.49	0.59	0.83	1.01	34.90	28.98	20.58	17.01	增持
冀东水泥	17.59	0.37	0.75	1.15	1.30	47.54	23.45	15.30	13.53	买入
天山股份	20.79	0.62	0.97	1.23	1.60	33.79	21.37	16.96	12.99	增持
亚泰集团	8.89	0.17	0.37	0.47	0.58	52.29	24.03	18.91	15.33	增持
太行水泥	10.21	0.09	0.22	0.29	0.33	111.58	47.31	35.21	30.94	增持
祁连山	17.12	0.37	0.72	0.93	1.34	46.27	23.78	18.4	14.63	买入
青松建化	19.69	0.33	0.56	0.79	1.04	60.47	34.99	24.89	18.93	增持
赛马实业	36.75	1.40	2.03	2.60	3.10	26.23	18.10	14.13	11.85	增持

玻璃行业篇

09 年全行业经历冰火两重天

玻璃行业景气指数自今年二季度达到最低点后，下半年在房地产投资大幅回升，全行业景气随之快速提升，目前已处于近三年最高点。

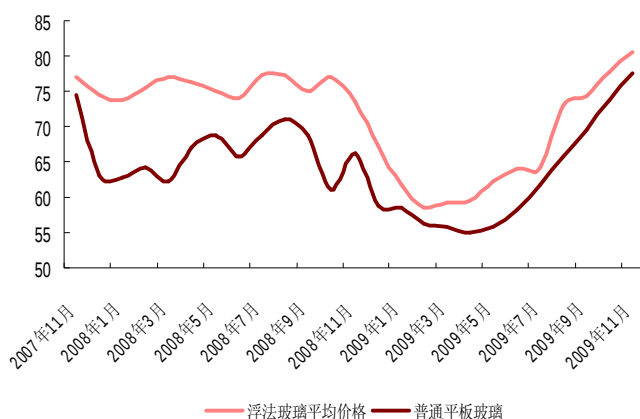
价格：目前浮法玻璃价格（不含税）已经达到 80 元/重量箱，比今年最低价回升 35%，达到近三年最高价位。

库存：玻璃企业产销率连续 6 个月超过 100%，库存大幅减少，11 月库存 1356 重量箱，同比下降 39.8%，显示出市场需求非常旺盛。

产量：1-11 月玻璃产量 51735 万重量箱，同比增长 2.2%，比 1-10 月增速提高 0.46 个百分点，是今年以来的最高增速。

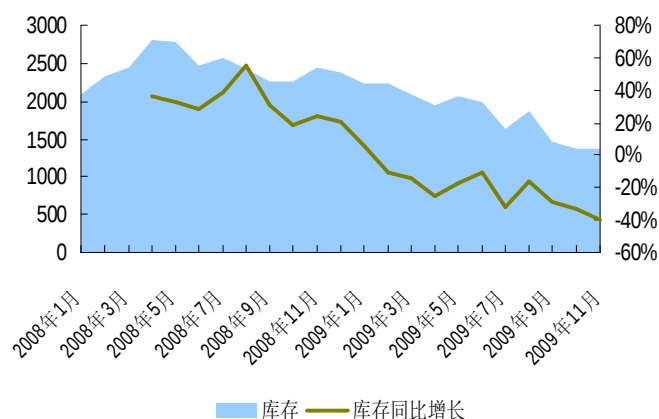
利润：统计局数据显示，1-8 月平板玻璃行业实现利润 5.07 亿元，同比增长 39.92%，是 1-5 月连续亏损以来的首次实现利润正增长；玻璃企业上市公司前三季度毛利率 21.13%，比前二季度提升 3.5 个百分点。

图 31：平板玻璃价格走势变化



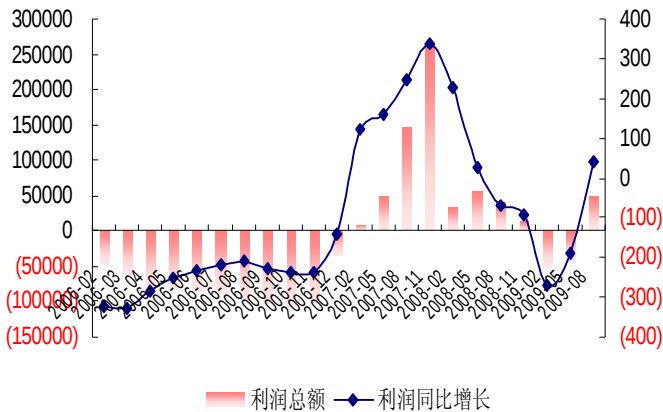
资料来源：中国建材信息总网，山西证券研究所

图 32：玻璃库存变化趋势



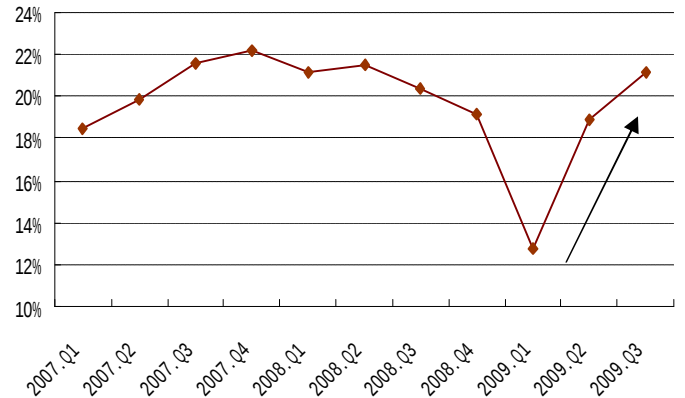
资料来源：中国建材信息总网，山西证券研究所

图 33: 09 年 1-8 月行业利润总额首次负转正



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

图 34: 玻璃上市公司季度毛利率变化



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

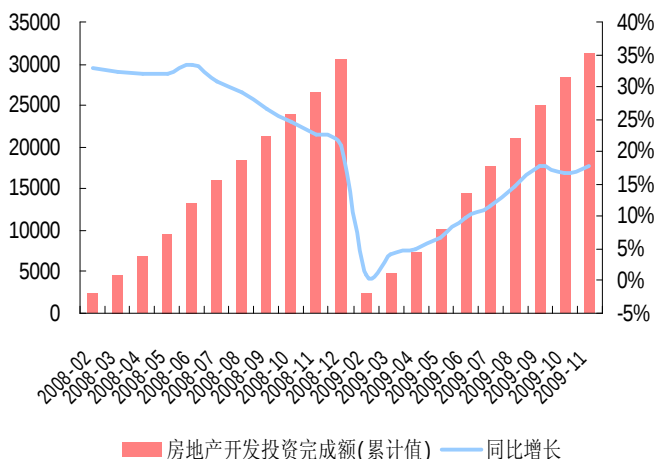
2010 年玻璃行业景气判定: 前高后低

房地产和出口为 2010 年需求带来积极影响

惯性推动下, 2010 年房地产投资或带来惊喜。1-11 月累计新开工面积 9.76 亿平方米, 同比增长 15.8%, 比 1-10 月增速提高 12.5 个百分点, 其中 11 月单月新开工面积 1.62 亿平方米, 同比提高 194.9%, 环比提高 99.05%; 1-11 月房地产投资 31270.9 亿元, 同比增长 17.8%, 比 1-10 月回升 1.1 个百分点, 累计增速和单月增速均有所提高。

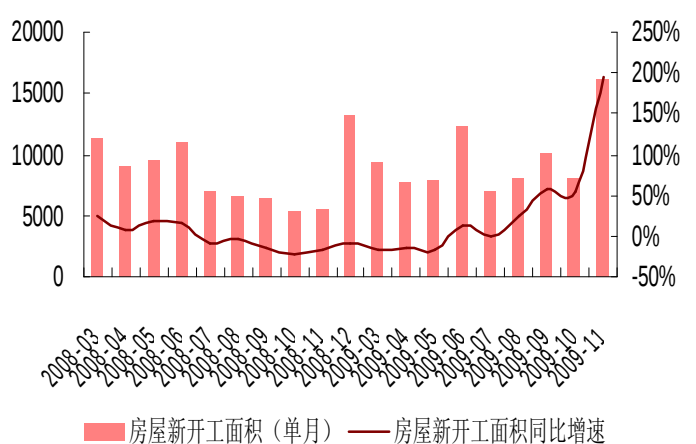
对于明年房地产投资我们前面有所提及, 政府部门调控的目的在于遏制房价上涨过快行为, 调整房屋供应结构, 同时政府也将加快廉租房、经济适用房等保障性住房建设, 预计全年房地产投资将保持在 15%-18% 左右, 今年上半年基数效应, 明年上半年增速将高于下半年。

图 35: 房地产投资额及累计增速变化



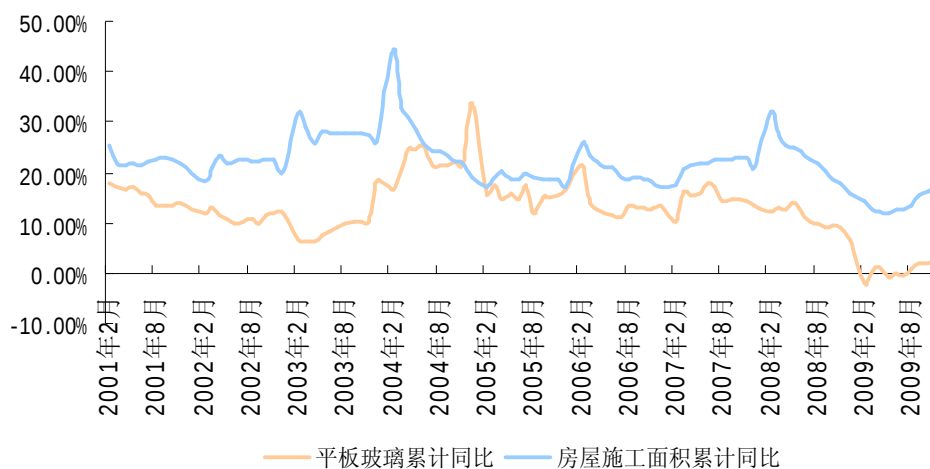
资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

图 36: 房屋新开工面积及增速变化



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

图 37: 平板玻璃产量增速与房屋施工面积增速变化



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

平板玻璃产量增速与房屋施工面积增速相关度较高，弹性系数比较稳定，区间：0.55-0.65 之间，

图 38: 平板玻璃产量与房屋施工面积弹性系数散点图



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

平板玻璃产量增速与房屋施工面积增速相关度较高，弹性系数比较稳定，区间：0.55-0.65 之间，估计明年玻璃需求增速在 8.25%-15%。

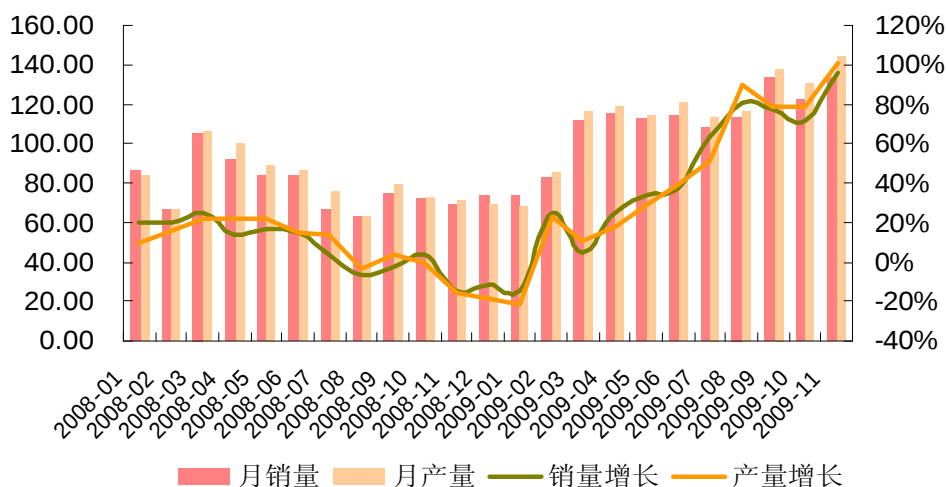
表 6: 玻璃需求增速与房屋施工面积敏感性测试

弹性系数 \ 增速	房屋施工面积						
	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
0.5	0.00%	2.50%	5.00%	0.38%	1.00%	12.50%	15.00%
0.55	0.00%	2.75%	5.50%	8.25%	11.00%	13.75%	16.50%
0.6	0.00%	3.00%	6.00%	9.00%	12.00%	15.00%	18.00%
0.65	0.00%	3.25%	6.50%	9.75%	13.00%	16.25%	19.50%

资料来源: 山西证券研究所

政策环境宽松，但 2010 年汽车盛宴难以持续。自推出汽车产业优惠政策以来，3 月份至今，月销量、产量均在百万辆以上，增速逐月提高，最新数据显示，1-11 月汽车产量 1279 万辆，同比增长 43.23%，其中，11 月份汽车产量 144.19 万辆，同比增长 100.75%，今年最高月增速，环比提高 10%。我们预计诸如购置税减免、汽车下乡等产业优惠政策会持续到 2010 年，汽车行业所面临的行业政策环境较为宽松，明年汽车产销量仍然保持在较高水平，但在今年基数已大幅提高，高增速难以持续，根据我们汽车行业研究员预计，明年汽车产量增速 13% 左右，将形成“前高后低”态势。

图 39: 汽车产销量及增速变化

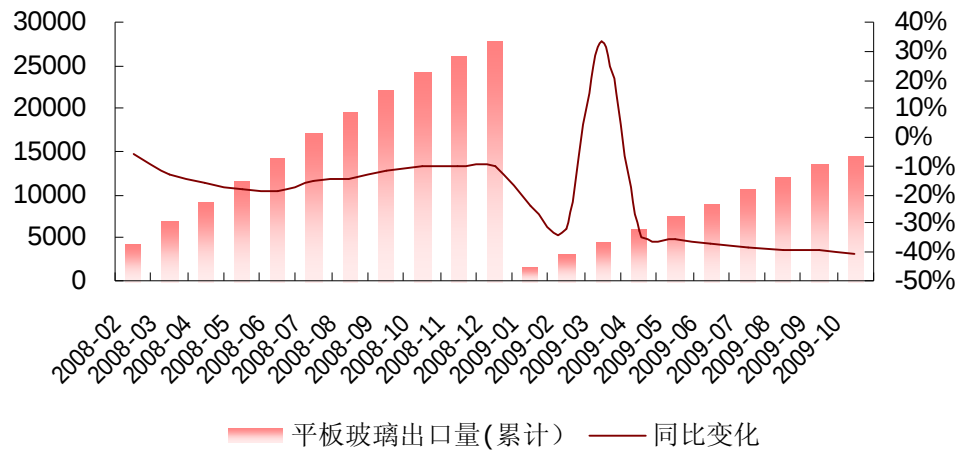


资料来源: WIND 资讯，山西证券研究所

明年玻璃出口实现 10% 正增长。受金融危机影响，今年以来外需环境总体偏弱，1-10 月平板玻璃出口 14514 万重量箱，同比下降 40.3%。国外玻璃出口主要集中在房地产领域，目前正处于底部回升和去库存阶段，尚未发生新增玻璃需求，明年我们认为随着外需的进一步好转，出口有望实现正增长，乐观预计出口增速 10% 左右。

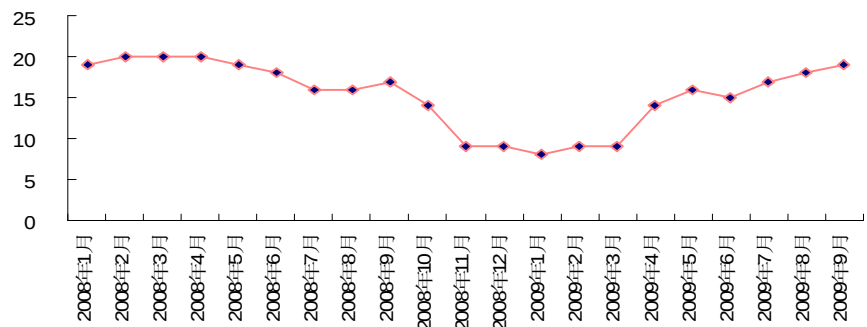


图 40: 玻璃出口及增速变化



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

图 41: 美国房地产行业指数变化



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

供给分析: 复产和新建产能释放压力较大

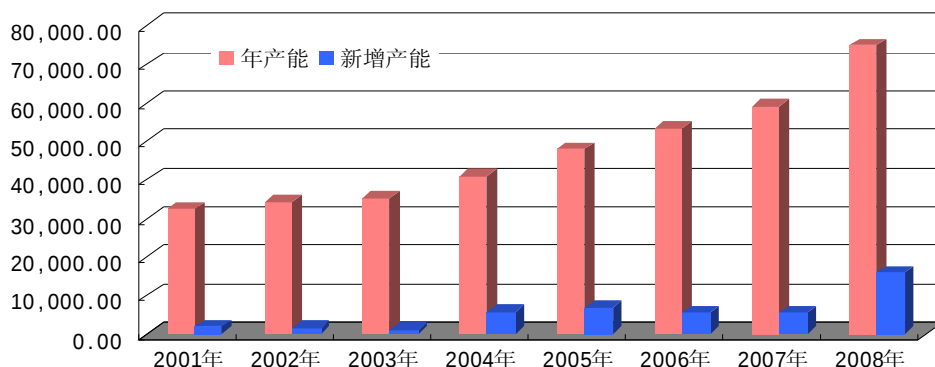
2008 年新增产能达到 1.59 亿重量箱, 同比增长 183.1%, 截止到 2008 年底, 平板玻璃产能 6.5 亿重量箱, 其中浮法玻璃生产线 194 条, 产能达到 5.52 亿重量箱。但受金融危机影响, 自去年年底至今年年初共有 47 条线先后停产, 减少产能 1.3 亿重量箱。因玻璃窑从停产到复产周期较长约在 2-3 月左右, 以及复产成本均较高, 截止到目前复产的进度不足三分之一, 而目前玻璃行业盈利处于历史较高水平, 预计复产规模和进度将加快, 复产产能将会增加 7000 万重量箱左右。

新增产能方面, 按照工信部统计, 2009 年上半年新投产 13 条生产线, 新增产能 4848 万重箱, 目前在建和拟建的生产线尚有 30 余条, 产能 1.2 亿重箱, 按照 1-1.5 年的建设周期计算, 明年下半年后将陆续投产。

综合来看, 明年上半年新增产能压力主要来自于复产, 下半年将主要来自于新

建产能的释放。

图 42：玻璃年产能和新增产能变化



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

调控政策出台 将利好于 2011 年后玻璃行业

产能过剩的玻璃行业理所当然成为了此次产能调控的重点，从 10 月工信部出台的《关于抑制产能过剩和重复建设 引导平板玻璃行业健康发展的意见》看出，未来新增产能审批层次上升到国家层面，加大了新项目通过的难度，预计明年新增产能规模将会大幅减小，更有利于 2011 年后的供给环境。

淘汰产能方面，2008 年底，浮法玻璃产能占比超过 80%，落后工艺产能 6000-10000 万重量箱，此次发改委要求地方政府未来三年淘汰平拉法等落后工艺产能，预计年淘汰量 2000-3000 万重量箱，乐观预计明年将淘汰 3000 万重量箱。

综合来看，明年新增有效产能约在 1.4-1.6 亿重量箱，按照 2008 年 84%产能利用率估算，全年可新增产量 11000-13440 万重量箱。

表 7：2010 年玻璃新增有效产能预计

	规模（万重量箱）
新增产能	10000-12000
复产	7000
共计新增产能	17000-19000
淘汰产能	3000
新增有效产能	14000-16000
产能利用率（按照 08 年）	84%
新增产量	11000-13440

资料来源：山西证券研究所

供需关系：上半年好于下半年

此前我们预计的明年需求增速 8.25%-15% 位于 5%-15% 区间，供需差 5000-7000 万重量箱左右（区间平均值），主要由于明年产能释放压力比较大，从全年看，上半年供需环境要好于下半年。

表 8：2010 年玻璃供需差测算

变量		区间				
		0%	5%	10%	15%	20% 25%
需求增速	0%					
新增需求	0		2900	5800	8700	11600 14500
①新增供给	11000		11000	11000	11000	11000 11000
需求-供给	-11000		-8100	-5200	-2300	600 3500
②新增供给	13440		13440	13440	13440	13440 13440
需求-供给	-13440		-10540	-7640	-4740	-1840 1060

资料来源：山西证券研究所

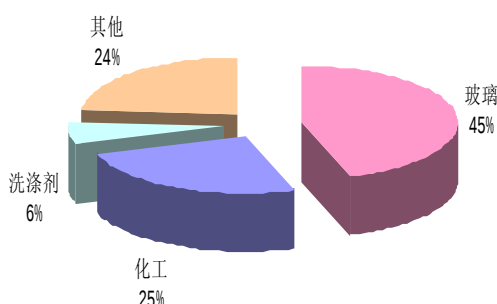
原燃料上涨将导致明年玻璃企业成本压力增加

相对于去年原燃料价格大幅波动，今年玻璃行业原燃料成本压力明显减轻。纯碱自今年年初至今价格走势平稳，并处于低位，纯碱（工业碱含量 ≥ 98.5 ）月平均零售价格 1400 元/吨左右，比去年平均价格下降 600 元/吨。从纯碱下游需求结构占比看，玻璃占比最大约 45%，随着玻璃行业复产和其他下游行业转好背景下，预计明年纯碱价格有所提升，但上涨幅度不会太大。

重油价格在今年 9 月份之前处于低位，9 月份以后价格跟随原油价格小幅上涨，我们化工行业研究员预计明年原油价格约 75-80 美元上下波动，将比今年价格提升 15-17% 左右，因此明年重油价格也将上涨，平均价格预计 3700-3900 元/重量箱。

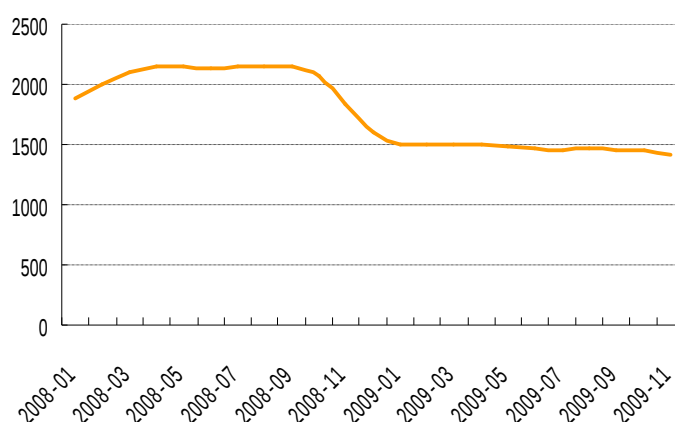
综上，明年纯碱、重油价格上涨是大概率事件，相比今年，玻璃企业成本压力有所增加，其成本转嫁能力将接受市场考验，相对而言，拥有高毛利率的深加工玻璃和上下游产业链较完善的玻璃企业转嫁能力更强。

图 43：纯碱下游需求结构占比



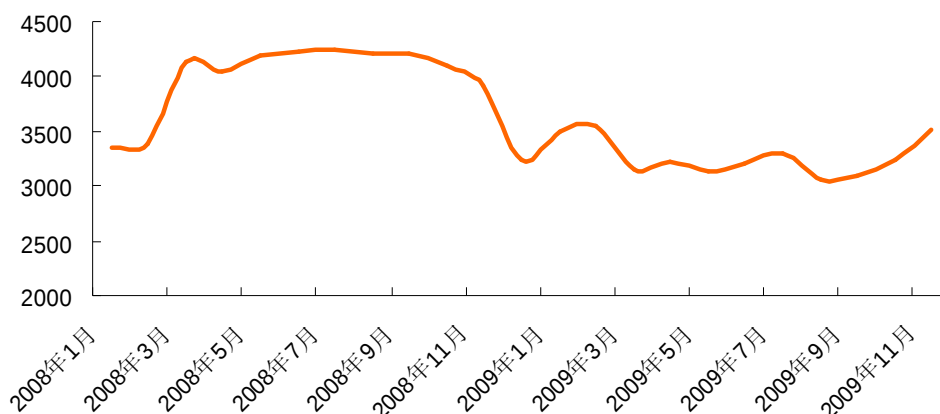
资料来源：山西证券研究所

图 44：纯碱价格走势变化



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 45: 重油价格走势变化

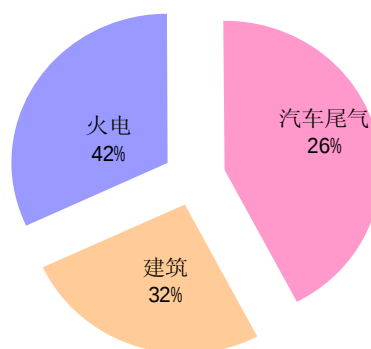


资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

受益低碳经济 节能和超白玻璃发展前景被广泛看好

期盼已久的哥本哈根会议的落幕虽并未带来多少惊喜, 但可以看出发展低碳经济已成为各国的共同目标, 我国也作出了到 2020 年降低碳排放 40%-45% 的承诺, 我们预计明年国家将继续出台扶植低碳经济和新能源行业的相关政策。

图 46: 二氧化碳排放主要来源



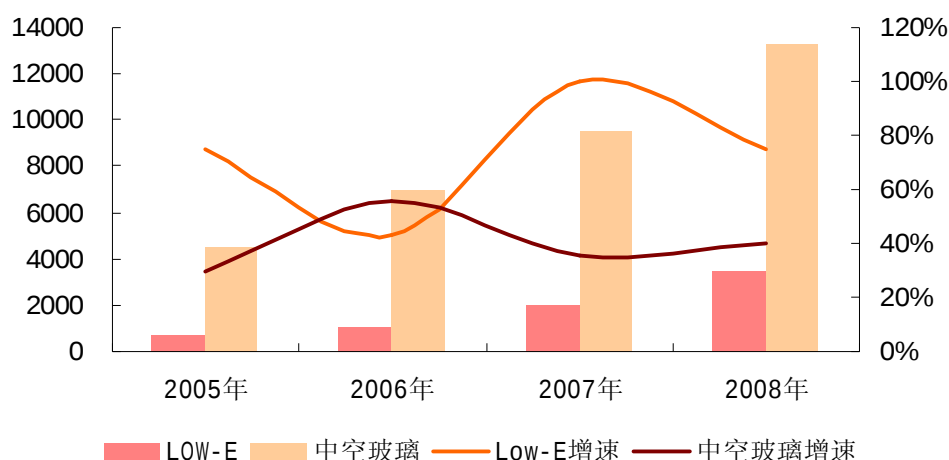
资料来源: 山西证券研究所

我国各种能耗中, 建筑能耗占到三分之一, 占建筑总面积仅 20% 的门窗能耗超过建筑总能耗的一半, 推广和使用节能玻璃是有效降低建筑能耗的措施之一。在《节能法》公布之前, 国内对建筑节能重视程度不高, 节能玻璃使用率不足 10%, 与国外发达国家 70%-80% 普及率相比, 差距明显。

但从近几年节能玻璃需求上看, 尤其是 Low-E、中空玻璃增长最快, 年均增长率分别超过 70% 和 40%。随着《节能法》全面实施, 建筑节能作为《节能法》的重要推广对象, 以 Low-E、中空玻璃为代表的节能玻璃将成为未来几年行业中的最大

亮点。

图 47: Low-E 和中空玻璃产量及增速变化

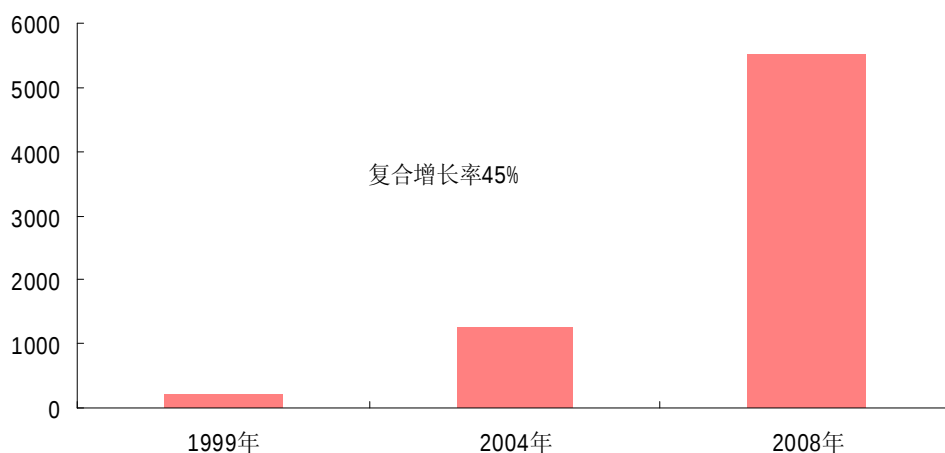


资料来源：山西证券研究所

超白玻璃以其优越的物理、机械和光学性能，具备其他浮法玻璃拥有的一切可加工性能。因具备高透光性可用于光伏领域，是太阳能电池的基本零部件。从全球光伏产业增长速度看，1999 年-2008 年太阳能电池装机容量复合增长率约 45%，已成为增长最快的新兴产业之一。

我国目前是全球最大的太阳能电池生产国，因成本过高国内应用范围较小，90%以上用于出口。今年 4 月财政部出台了《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》及《太阳能光电建筑应用财政补贴资金管理暂行办法》，对太阳能光电建筑应用示范的补助标准确定为 20 元/WP，约占目前成本的近一半，财政补贴将有利于太阳能玻璃在国内应用空间的推广，我们认为随着政策的大力支持和技术的逐步成熟，太阳能玻璃发电成本将不断降低，国内市场空间巨大。

图 48: 1999-2008 年全球太阳能电池装机容量复合增长率达 45%



资料来源：山西证券研究所



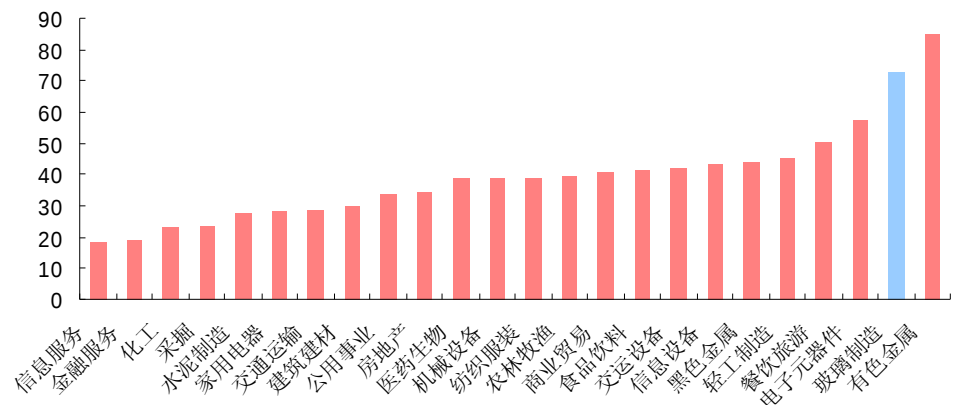
投资策略

年初以来，最近 6 个月和最近三个月玻璃板块涨幅 150.65%、20.74%和 27.34%，均跑赢大盘指数，如下图所示。

目前板块市盈率达到 73 倍，估值不占优势，除了板块涨幅较高之外，由于玻璃行业今年二季度开始复苏，盈利没有完全释放。我们认为在明年房地产投资拉动、汽车销售仍保持高位和外需出口转好背景下，估值水平将被修复，给与行业整体评级为“谨慎看好”评级，认为主要投资机会将集中在上半年，关注 09 年业绩超预期和明年上半年业绩高增长带来的投资机会。

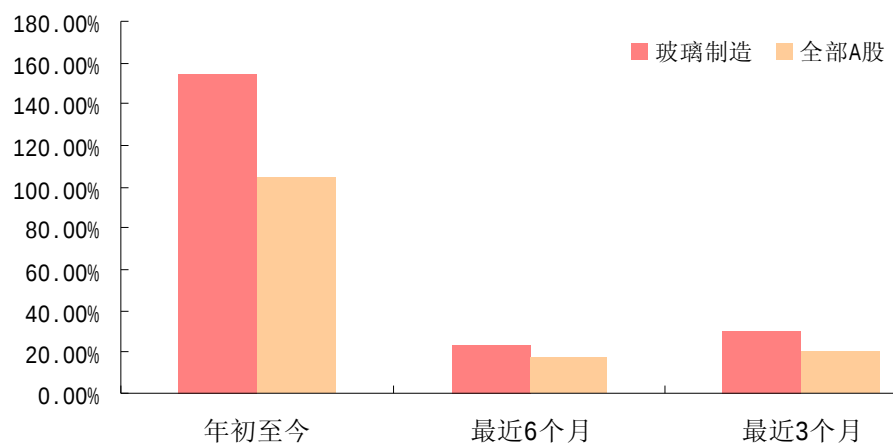
从政策角度看，鼓励发展优质浮法玻璃和深加工玻璃等附加值较高的玻璃是国家产业结构调整中明确规定的发展方向，从选股思路，选择拥有盈利水平较高、发展前景被广泛看好、受益低碳经济和新能源规划的节能玻璃和超白玻璃上市公司，关注南玻 A、金晶科技、中航三鑫。

图 49：玻璃板块与其他板块市盈率比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图 50：玻璃板块涨幅与全部 A 比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

表 9：重点跟踪上市公司盈利预测及评级

证券简称	收盘价 (12 月 28)	每股收益			市盈率			评级
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
南玻 A	19.01	0.65	0.85	0.95	29.28	22.38	20.01	增持
中航三鑫	14.79	0.29	0.5	0.79	51.00	29.58	18.72	增持
金晶科技	15.65	0.29	0.48	0.62	53.10	32.54	25.35	增持

重点推荐公司

公司	投资亮点	风险提示
海螺水泥	- 公司是国内最大龙头企业，经营、管理和运营能力突出； - 公司主要业务所在区域华东、华南地区是明年供给压力最小地区，房地产投资回暖对公司业绩敏感性最高；公司明年在西部地区（甘肃、陕西、四川等）的 8 条生产线将陆续投产，增加产能 1600 万吨，销量增加 1100 万吨，西部水泥吨盈利能力远高于东部，增收明年业绩 0.3-0.5 元； - 预计公司 09-11 年销量将达到 12000、14800、15900 万吨，实现每股收益 2.08、2.89 和 3.28 元，复合增长率超过 25%，给予“买入”评级。	房地产投资低于预期；煤炭价格大幅上涨
冀东水泥	- 公司华北地区龙头企业，近两年产能扩张步伐较快，已覆盖华北、东北、西北、西南等区域； - 公司今年年底产能将达到 5000 万吨，明年投产产能 2000 万吨，产能达到 7000 万吨，明年销量预计增加 1200 万吨，同比增加 37%；公司本部所在地区河北落后产能淘汰空间较大，明显受益未来三年淘汰政策； - 生产线布局所在区域基建投资规模较大； - 积极并购其他公司（如 ST 秦岭），提高跨区域控制力度； - 预计 09 年-11 年每股收益分别为 0.75、1.15 和 1.3 元，复合增长率 31%，给予“买入”评级。	落后产能淘汰低于预期；煤炭价格大幅上涨
祁连山	- 中材集团成为公司控股股东后，有利于跨区域水泥市场销售，煤电成本占比较低，维持高毛利率空间可以预期； - 公司是甘青区域唯一一家产能超过百万吨水泥企业，公司规模和竞争优势明显；公司所在区域基础设施起步晚，未来将进入大规模发展期； - 预计 09-11 年每股收益 0.72 元、0.98 元和 1.34 元，复合增长率 24%。	新增产能释放压力；光伏产业复苏低于预期
南玻 A	- 公司的节能工程玻璃是盈利最强的业务之一，同时也是增长最快的业务，目前产能已经达到 1150 万平米，今年年底和明年中期位于成都的 2 条生产线将陆续投产，预计将增厚明年业绩 0.2-0.3 元； - 公司具备太阳能电池完整产业链，而今年受多晶硅价格大幅下降拖累，太阳能电池业务处于盈亏边缘，在明年外需环境转好和国内光伏产业启动预期下，明年太阳能业务预计将实现盈利； 09 年-2011 年每股收益 0.65 元、0.86 元和 0.95 元，未来三年复合增长率 21%。与全行业 78 倍 PE 比较，公司 09 年和 10 年 PE 为 29 倍和 22 倍，估值优势明显。	原燃料成本大幅上涨
金晶科技	- 今年超白玻璃销售状况良好，目前月平均出货量能达到 16-17 万重量箱，预计全年实现销售 200 万重量箱，明年销量可保持在 20%-30% 左右增长； - 公司生产的太阳能超白玻璃不仅用在薄膜电池上，还可以用在晶硅电池上，与超白压延玻璃仅用在晶硅电池相比，公司的产品应用范围要广的多，市场空间更大。公司此前公告的定向增发募投项目——太阳能超白玻璃项目将成为未来业绩增长的新亮点； - 公司拥有上游原材料纯碱生产线，今年由于纯碱价格较低其成本优势不很明显，但预计明年纯碱价格上升将为公司带来一定得成本优势； - 预计 09-11 年每股收益 0.29 元、0.48 元和 0.62 元，复合增长率 44.7%。	燃料成本大幅上涨；超白玻璃销售低于预期

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。