

[2010.09.28]

建筑材料

淘汰、限电控供给，旺季效应更加明显

——建材行业第四季度投资策略

子行业评级

水泥制造	买入
玻璃制造	中性

马静如 渤海建材组
86-22-28451665 86-10-58362787
SAC 执业证书编号 S1150200010069 uibe101@yahoo.com.cn
majingru@vip.sina.com

投资要点:

● 水泥行业投资策略:

从短期看，第四季度，水泥行业旺季适逢地方政府执行高耗能行业限电政策，出现阶段性的供给不足，增强了水泥涨价的动力。随着限电范围的推广，涨价的范围也将同步扩大，年内整体价格有进一步上涨的动力，行业整体盈利能力将获得提升。

从长期看，严控新增产能的政策短期不会放开，至少未来两年的新增产能都将保持理性增长。考虑到落后产能的淘汰，新增供给有望出现负值，供需过剩程度有望改善。伴随着行业内并购重组的开展，行业集中度进一步提升，大企业主导的格局逐渐明晰化，行业的价值将得到提升。

从估值角度，目前水泥制造行业的收益率仅为 20.5 倍，市净率为 2.8 倍，均处于 2000 年以来的低位，具备估值提升动力和行业投资价值，维持“买入”评级。在个股选择上，股票组合及推荐次序分别为冀东水泥、海螺水泥、塔牌集团、亚泰集团、青松建化、天山股份和祁连山。

● 玻璃投资策略:

平板玻璃行业产能和需求的矛盾在 2010 年面临进一步激化的可能性，疲弱的价格无法转嫁重油、纯碱成本的上涨压力。我们认为行业景气下行还将延续。目前玻璃板块 PE 估值反映的更多是玻璃板块上市公司中超白玻璃、镀膜玻璃等特种玻璃比重上升的结构调整结果，而 PB 水平处于高位。鉴于行业基本面的悲观预期，维持玻璃行业“中性”的投资评级。

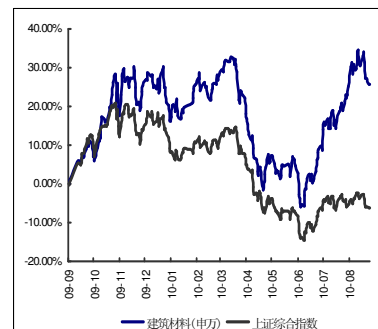
在个股选取上，我们遵循差异化路线，规避纯平板玻璃业务公司，选择受益国家产业政策扶持的特种玻璃及相关产品生产企业。在国家推动清洁能源开发和建筑节能的背景下，建议投资者关注拥有太阳能光伏产业链和 LOW-E 镀膜节能玻璃的南玻 A 以及拥有幕墙制品及工程施工产业链，LOW-E 镀膜节能玻璃业务并积极涉足太阳能光伏玻璃的中航三鑫。

● 新型建材行业投资策略:

新型建材子行业比较分散，我们按照自下而上的思路寻找投资标的。综合考虑行业运行和个股估值情况，建议关注中国玻纤、濮耐股份、瑞泰科技、鲁阳股份。

推荐公司

冀东水泥	买入
海螺水泥	买入
塔牌集团	买入
亚泰集团	买入
青松建化	买入
天山股份	买入
祁连山	买入



相关报告

水泥估值安全，玻璃明显分化——建材行业 2010 下半年投资策略

目 录

一. 建材行业走势回顾：跑赢大盘，子行业分化	5
二. 水泥篇	6
1. 水泥需求：区域差异大，产量增速合理下降	6
1.1 固定资产投资： 增速缓慢下行	6
1.2 基建投资： 增速有所回落	7
1.3 房地产投资： 保障房补位，长期无忧	8
1.4 水泥产量： 区域分化明显	10
2. 水泥供给：投产高峰将过，未来两年增长有限	11
3. 水泥价格： 限电+旺季助推价格提升	13
4. 区域分析	16
5. 投资策略：看好旺季行情，维持“买入”评级	21
三. 玻璃篇	23
1. 玻璃需求	23
1.1 房地产需求	23
1.2 汽车需求	24
1.3 出口情况	25
2. 玻璃供给	25
3. 玻璃行业盈利能力	28
3.1 价格、成本	28
3.2 行业财务	30
4. 投资策略	31
四. 新型建材篇	32
1. 玻璃纤维行业	32
2. 防水材料行业	34
3. 耐火材料行业	36

图 目 录

图 1: 2009 年以来建材各子行业和上证指数、深证成指走势	5
图 2: 近一年来建材各子行业和上证指数、深证成指走势	6
图 3: FAI 单月完成额（左）及累计完成额（右）	6
图 4: FAI 本年新开工项目计划月度投资（左）和累计投资（右）	7
图 5: 铁路基建单月投资（左）及累计投资（右）	7
图 6: 公路单月投资（左）及累计投资（右）	8
图 7: 房地产投资额及购置土地面积	8
图 8: 房屋新开工面积及施工面积	9
图 9: 房屋竣工面积（左）和商品房销售面积（右）	9
图 10: 全国水泥月度产量（左）和累计产量（右）	10
图 11: 1-8 月分地区水泥产量增速	11
图 12: 水泥行业固定资产投资单月增速（左）及累计增速（右）	11
图 13: 全国水泥月度投产产能（万吨）	12
图 14: 全国水泥累计投产产能（万吨）	12
图 15: 水泥行业拟建和新开工产能（万吨）	13
图 16: P.O42.5 水泥价格（左）和水泥-煤炭价格差（右）	13
图 17: 秦皇岛煤炭价格	14
图 18: P.O42.5 水泥价格（华北、华东）	14
图 19: P.O42.5 水泥价格（东北、西北）	15
图 20: P.O42.5 水泥价格（西南、中南）	15
图 21: 分省固定资产投资（亿元）	17
图 22: 分省固定资产新开工项目计划总投资（亿元）	17
图 23: 分省水泥行业固定资产投资（亿元）	18
图 24: 2010 年分省水泥淘汰产能及占 2009 年产量比例（亿元）	19
图 25: 分地区水泥上市公司毛利率（华北、东北）	20
图 26: 分地区水泥上市公司毛利率（华东、中南）	21
图 27: 分地区水泥上市公司毛利率（西北、西南）	21
图 28: 水泥制造板块市盈率	22
图 29: 水泥制造板块市净率	23
图 30: 商品房销售增速和建设增速	24
图 31: 全国汽车当月产量（左）和累计产量（右）（万辆）	24
图 32: 全国汽车当月销量（左）和累计销量（右）（万辆）	25
图 33: 全国平板玻璃出口量	25
图 34: 平板玻璃总产能（左）和在产产能（右）（万重量箱）	26
图 35: 平板玻璃单月产量（左）和累计产量（右）（万重量箱）	27
图 36: 重点企业玻璃产销率和库存量	28
图 37: 浮法玻璃价格（元/重量箱）	28
图 38: 特种玻璃价格（元/重量箱）	29

图 39: 重油价格和纯碱价格 (元/吨)	29
图 40: 玻璃-纯碱、重油价格差 (元/重量箱)	29
图 41: 玻璃及玻璃制品行业收入和利润总额 (亿元)	30
图 42: 玻璃及玻璃制品行业财务指标	错误! 未定义书签。
图 43: 玻璃及玻璃制品行业出口情况 (亿元)	31
图 44: 玻璃板块市盈率	31
图 45: 玻璃板块市净率	32
图 46: 玻璃纤维纱月度 (左) 和累计产量 (右) (万吨)	32
图 47: 玻璃纤维增强塑料制品月度 (左) 和累计产量 (右) (万吨)	33
图 48: 玻璃纤维行业收入和利润总额 (亿元)	33
图 49: 玻璃纤维行业财务指标	33
图 50: 玻璃纤维行业出口情况 (亿元)	34
图 51: 沥青和改性沥青防水卷材月度 (左) 和累计产量 (右) (万平米)	34
图 52: 防水建材行业收入和利润总额 (亿元)	35
图 53: 防水建材行业财务指标	35
图 54: 防水建材行业出口情况 (亿元)	35
图 55: 耐火材料月度 (左) 和累计产量 (右) (万吨)	36
图 56: 耐火材料行业收入和利润总额 (亿元)	36
图 57: 耐火材料行业财务指标	37
图 58: 耐火材料行业出口情况 (亿元)	37

表 目 录

表 1: 主要城市 P.042.5 水泥价格	15
表 2: 分省水泥需求和供给情况	19
表 3: 2010 年玻璃企业淘汰名单	26

一. 建材行业走势回顾：跑赢大盘，子行业分化

按照申万行业指数分类，建筑材料行业主要由水泥制造、玻璃制造、陶瓷制造和其他建材四个子行业构成。由于上市公司中陶瓷制造板块样本公司少，而且有些公司主业即将变更，我们主要研究其他三个子行业。

无论是 2009 年以来还是近一年来，建筑材料板块及三个子行业板块均跑赢上证指数和深证成指。具体表现是，2009 年以来，走势涨幅的顺序是玻璃制造（168.7%）>其他建材（140.2%）>建筑材料（108.1%）>水泥制造（89%）>深证成指（69.0%）>上证指数（37.8%）；近一年来，走势涨幅的顺序是玻璃制造（25.6%）>建筑材料（14.9%）>水泥制造（13.6%）>其他建材（3.4%）>深证成指（-6.9%）>上证指数（-12.7%）。

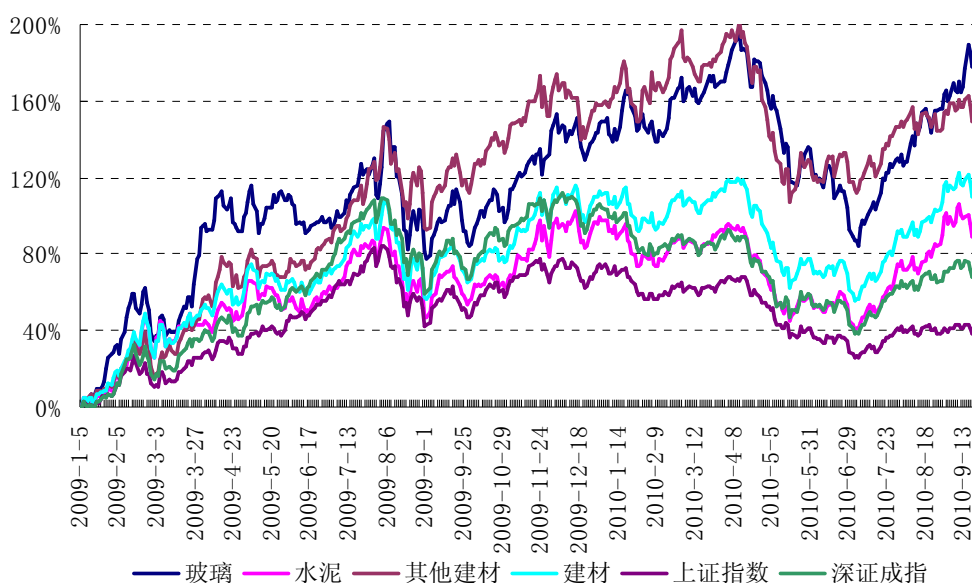
2008 年 11 月大盘触底以来，3 个子行业走势呈现明显的分化，表现出阶段性特征。

第一阶段：国家“4 万亿”投资规划颁布后，以水泥行业为代表的基建受益行业领跑大盘，率先走出熊市。

第二阶段：2009 年上半年，能源股和资源股表现抢眼，以南玻 A 和金晶科技为代表的具备新能源概念的权重股带领玻璃子行业走出一波波澜壮阔的行情。

第三阶段：2009 年下半年，创业板成功推出，小盘股行情逐渐成为市场主流，集中分布在中小板的其他建材子行业领衔其它两个建材子行业不断创出新高。以 2009 年初为统计基期，2010 年以来，玻璃制造和其他建材板块表现依然领先。

图 1：2009 年以来建材各子行业和上证指数、深证成指走势

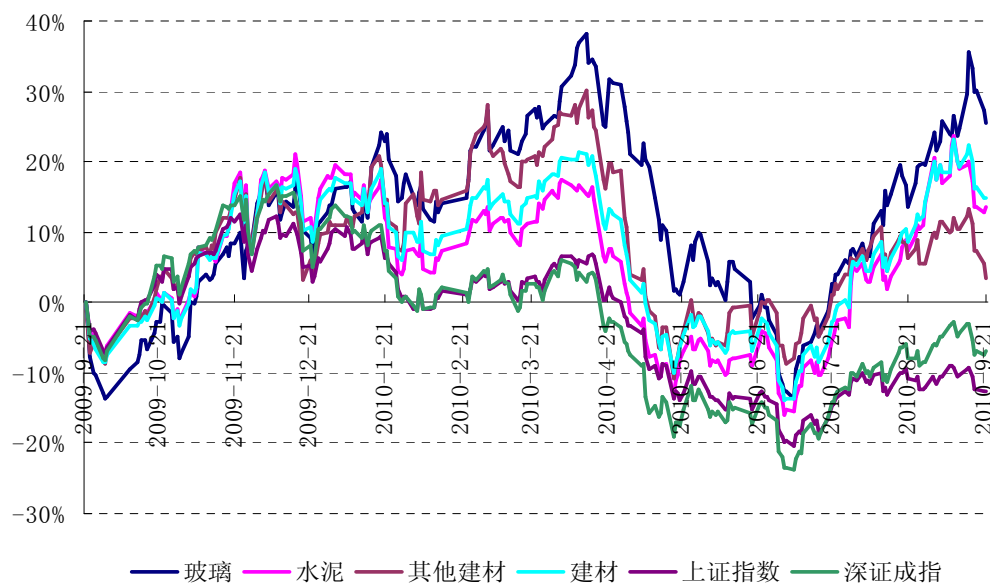


资料来源：渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

5 of 39

图 2：近一年来建材各子行业和上证指数、深证成指走势



资料来源：渤海证券研究所

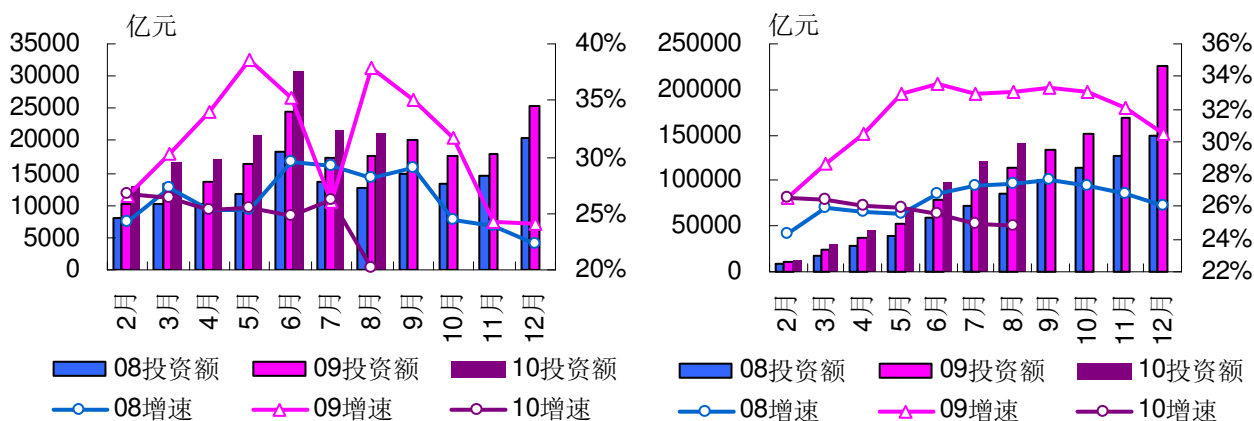
二．水泥篇

1. 水泥需求：区域差异大，产量增速合理下降

1.1 固定资产投资： 增速缓慢下行

2010 年 1-8 月，我国城镇固定资产投资完成额为 14.1 万亿，同比增长 24.8%，延续了 2010 年以来的缓慢下行态势，增速同比下降 8.2 个百分点。其中 8 月单月完成投资 2.1 万亿，同比增长 20.1%，增速均创下 2010 年以来的新低。

图 3：FAI 单月完成额（左）及累计完成额（右）

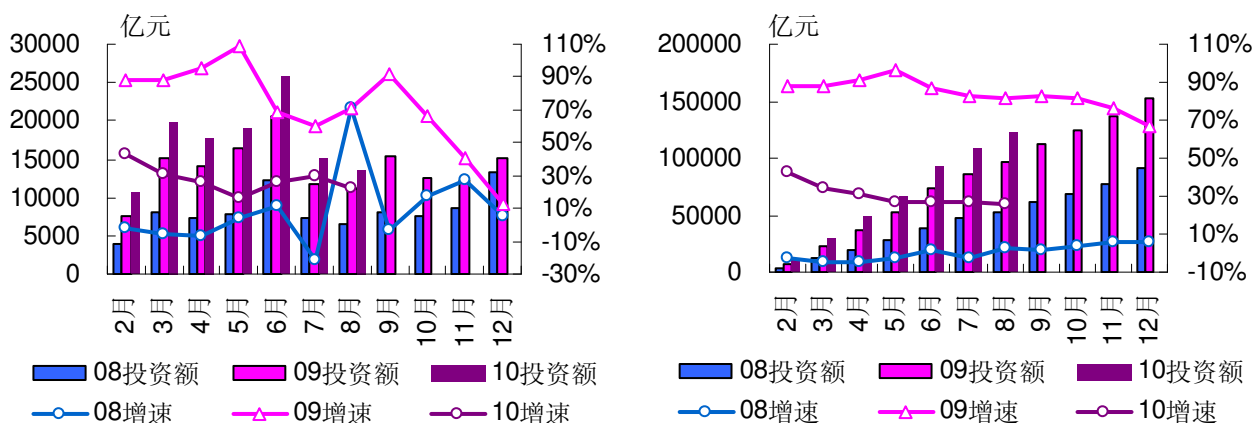


资料来源：渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

反映未来投资情况的固定资产投资本年新开工项目计划投资近4个月来保持平稳,在26.3%和26.8%的区间窄幅波动。1-8月计划投资额为12.2万亿,同比增长26.3%,增速同比下降56.4个百分点。

图 4: FAI 本年新开工项目计划月度投资 (左) 和累计投资 (右)

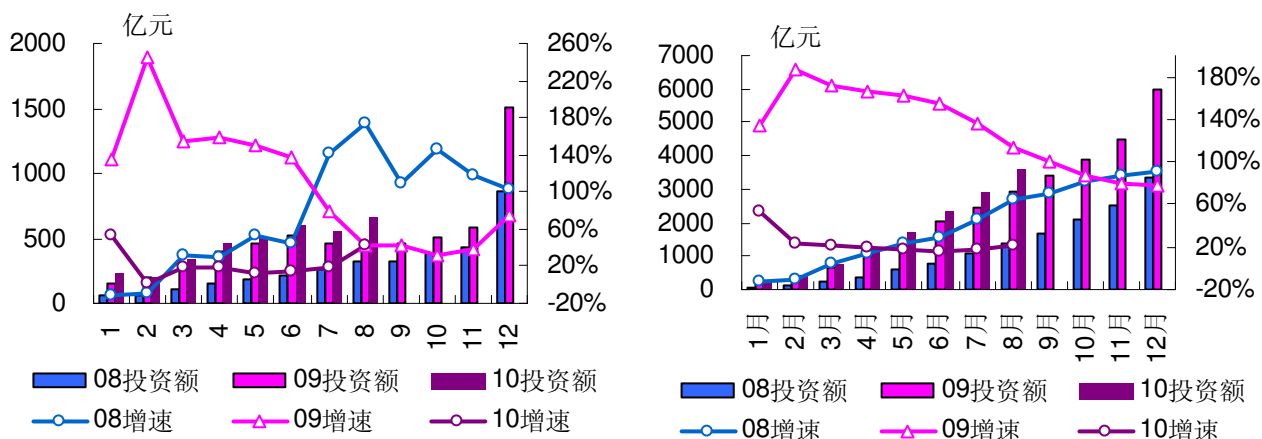


资料来源: 渤海证券研究所

1.2 基建投资: 增速有所回落

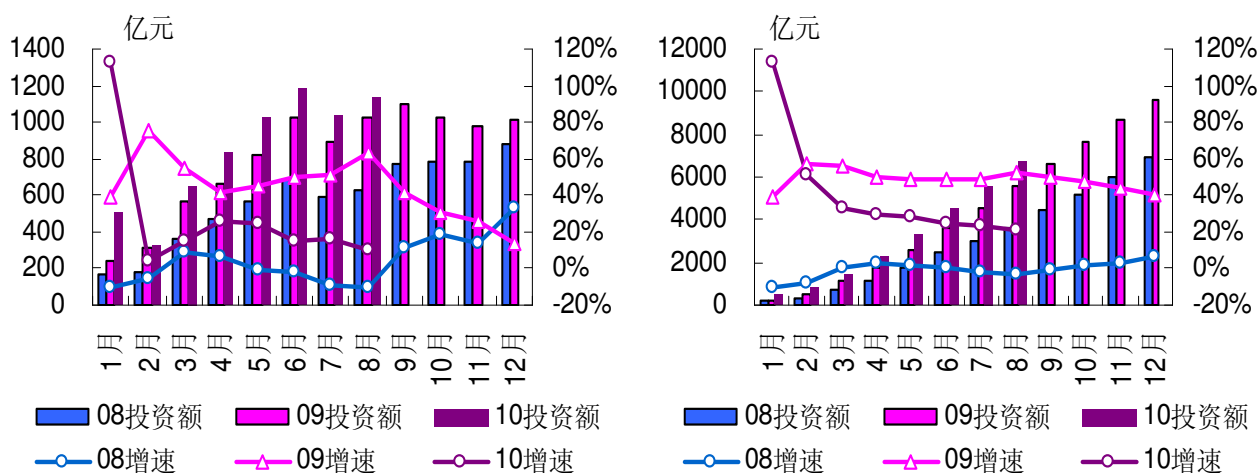
2010年是4万亿投资的基建项目集中建设期,基建投资依然保持增长,但在2009年的高基数效应下,增速有所回落。1-8月铁路基建投资额为3561.3亿元,同比增长21.1%,增速同比下降43.1个百分点。同期公路投资额为6702.2亿元,同比增长20.7%,增速同比下降31.1个百分点。

图 5: 铁路基建单月投资 (左) 及累计投资 (右)



资料来源: 渤海证券研究所

图 6：公路单月投资（左）及累计投资（右）

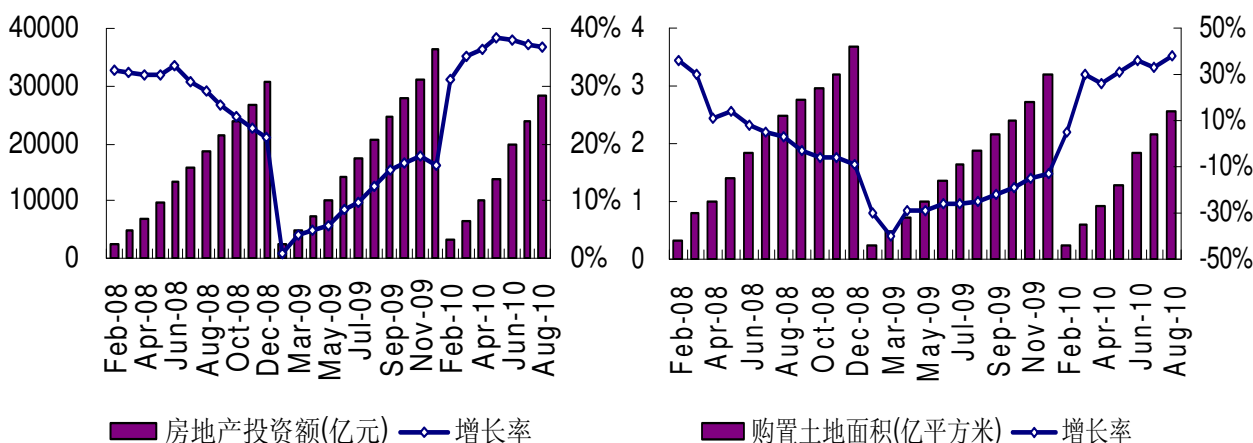


资料来源：渤海证券研究所

1.3 房地产投资：保障房补位，长期无忧

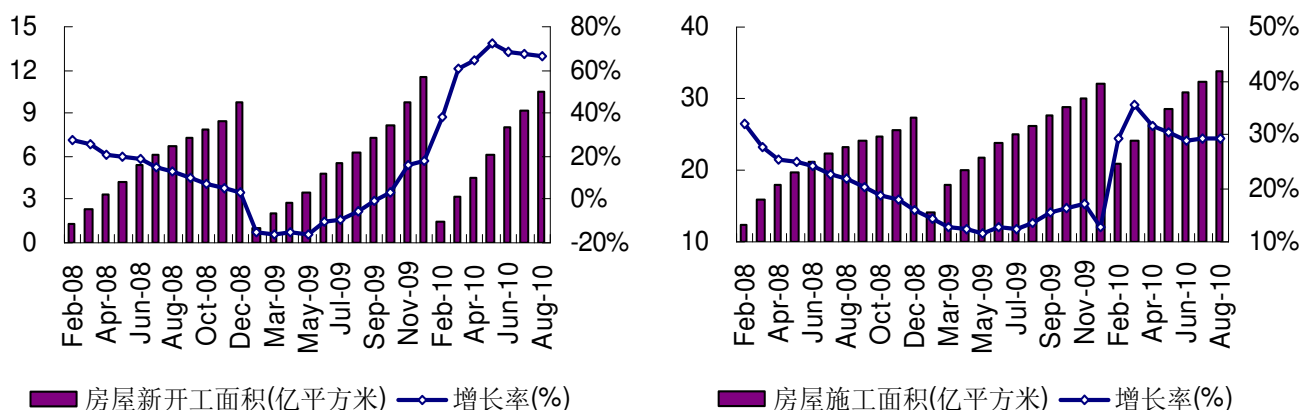
商品房销售是房地产投资的先行指标。2010 年以来，尤其是 4 月份地产调控以后，商品房销售情况每况愈下。1-8 月，商品房销售面积为 5.3 亿平方米，同比增长 6.7%，增速同比下滑 36.2 个百分点，创出本年新低。

图 7：房地产投资额及购置土地面积



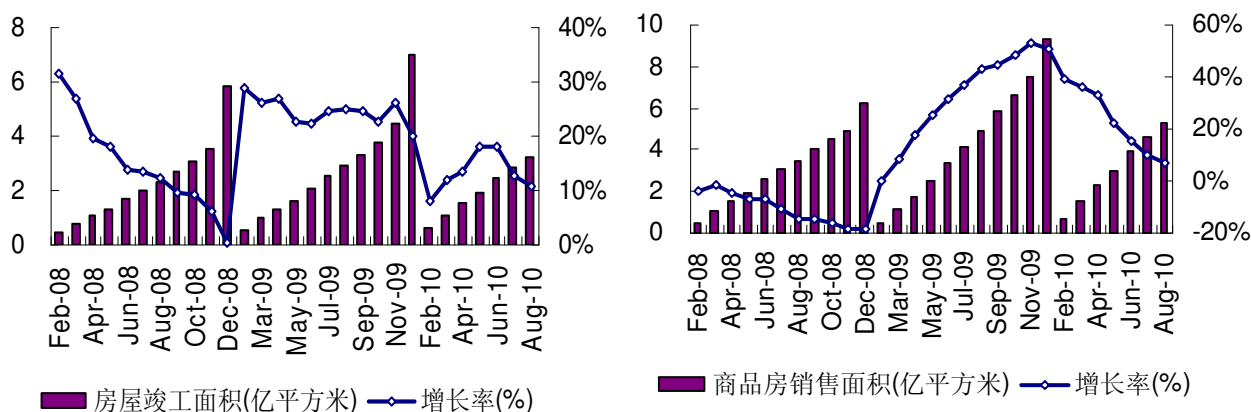
资料来源：渤海证券研究所

图 8：房屋新开工面积及施工面积



资料来源：渤海证券研究所

图 9：房屋竣工面积（左）和商品房销售面积（右）



资料来源：渤海证券研究所

与此同时，房地产投资和建设未出现同等程度的负面影响，除一定的时滞性以外，我们认为保障房建设的推进也有所对冲。按照 2010 年新开工 560 万套保障房，假设保障房建筑面积在 60-70 平米，则贡献 3.4-3.9 亿平米的开工面积，占 2009 年房屋新开工面积的 29.6%-33.9%，能有效弥补商品房投资下滑的风险。

另外，政府地产调控的本意是抑制房价的过快上涨，尽量朝着居者有其屋的方向发展，那么肯定要提升房屋的供应量，否则供需失衡在调控后会导致更大幅度的房价反弹。国家打击开发商的囤地捂盘，目的就是提升供应量，所以国家是支持和鼓励房地产投资和建设的，调控指向是房价，而非建设。

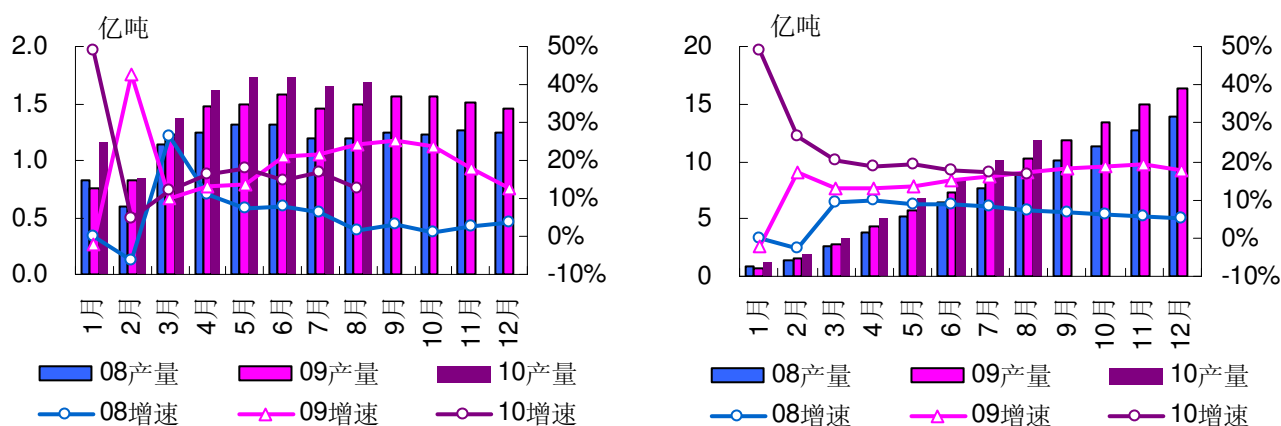
从近期房地产行业数据看，施工和竣工面积增速被销售情况带动下行，新开工面积增速也在高位止步。但购置面积增速却依然保持上行，构成未来开发建设

的土地储备，所以房地产投资建设长期无忧。

1.4 水泥产量： 区域分化明显

1-8 月全国累计生产水泥 11.8 亿吨，同比增长 16.7%。前 8 个月水泥产量增速走出下行通道，全年将保持前高后低的运行态势。由于为了完成“十一五”节能减排目标，在浙江、江苏、河北等省份，做为高耗能行业的水泥行业企业被拉闸限电并呈现扩大化趋势。我们认为，第四季度水泥产量增速将保持下滑趋势，全年产量约 18 亿吨，同比增长 10.4%。

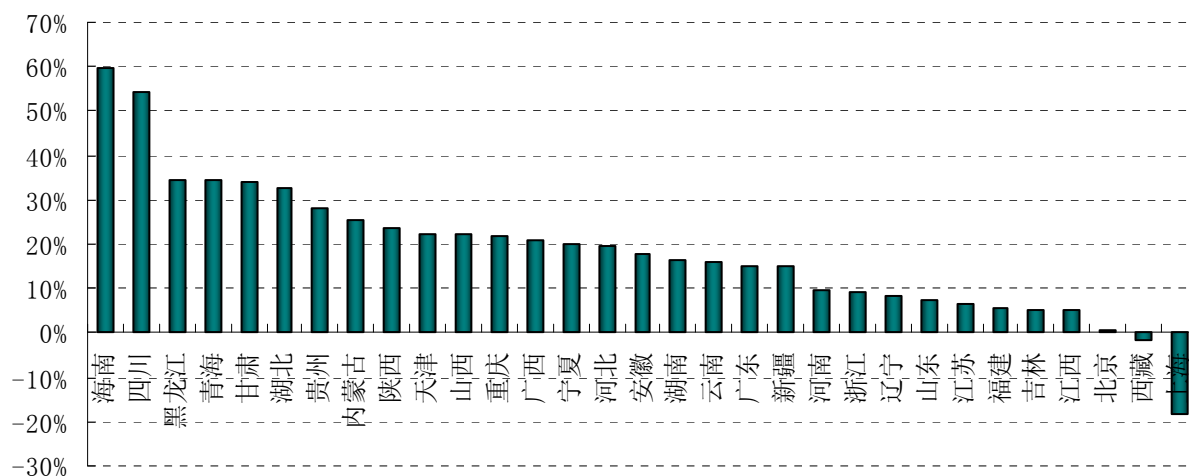
图 10：全国水泥月度产量（左）和累计产量（右）



资料来源：渤海证券研究所

在区域结构上，水泥产量增速明显分化，整体表现是西部好于东部，内陆好于沿海，落后地区好于发达地区。具体而言，西南的四川、贵州、重庆，西北的青海、甘肃、陕西、宁夏，华北的内蒙古、天津、山西、河北以及海南、黑龙江、广西等省份产量增速在 20% 以上，表现较好。而华东的浙江、江苏、山东、福建、江西以及河南、吉林等省份水泥产量增速在 10% 一下，表现较差。另外西藏和上海两个地区出现负增长。主要原因是西部的基建投资好于东部，另外东部多数省份是水泥大省，基数偏高。

图 11：1-8 月分地区水泥产量增速

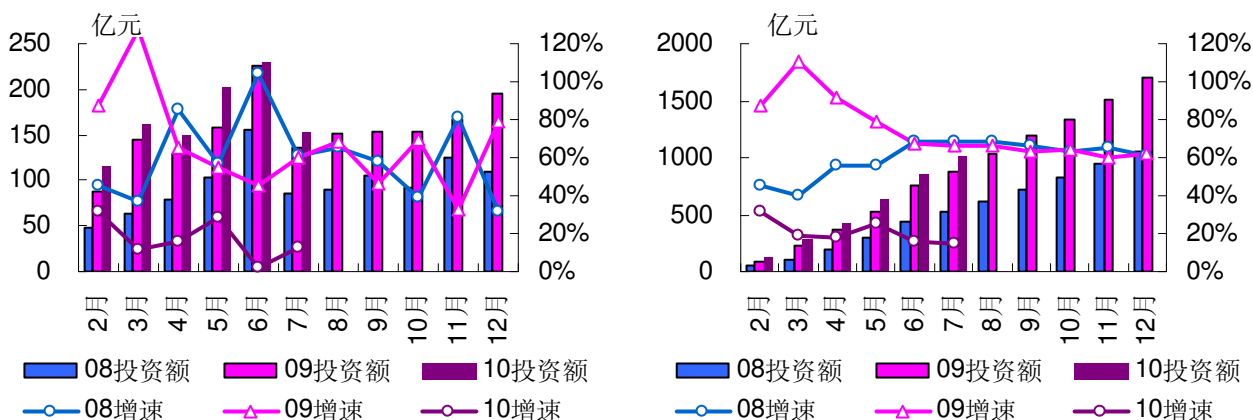


资料来源：渤海证券研究所

2. 水泥供给：投产高峰将过，未来两年增长有限

从 2010 年前 7 个月水泥行业固定资产投资运行态势看，无论单月和累计增速都出现同比下滑。1-7 月完成投资 1014 亿元，同比增长 15.0%，增速同比下滑 50.9 个百分点，7 月完成投资 153 亿元，同比增长 12.7%，增速同比下滑 47.6 个百分点。投资增速回归理性，一方面是同期基数较高所致，另一方面也反映出严控新增产能的效果较为明显。

图 12：水泥行业固定资产投资单月增速（左）及累计增速（右）

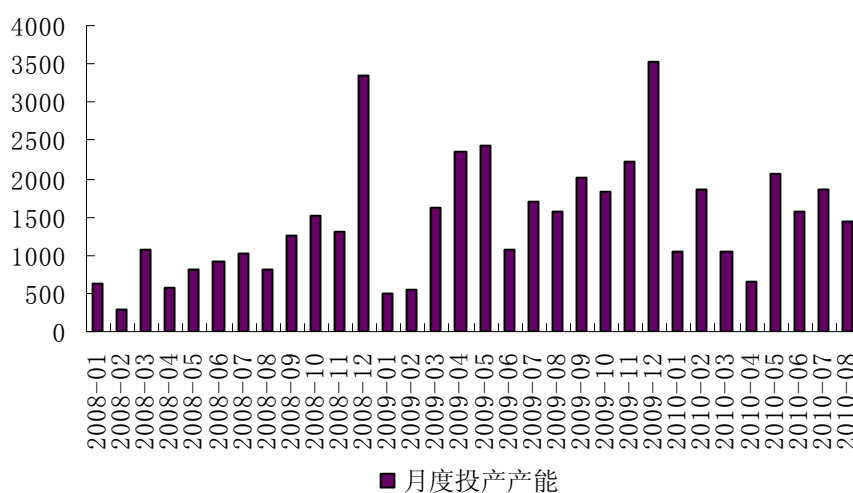


资料来源：渤海证券研究所

从不完全统计的生产线建设角度观察，1-8 月全国累计投产水泥产能 1.15 亿吨，同比下降 2.4%。2010 年是 2008 年水泥投资高峰以来的最后一个产能集中释放年，预计今年新增产能在 2.8 亿吨左右，同比增长 6.5%。

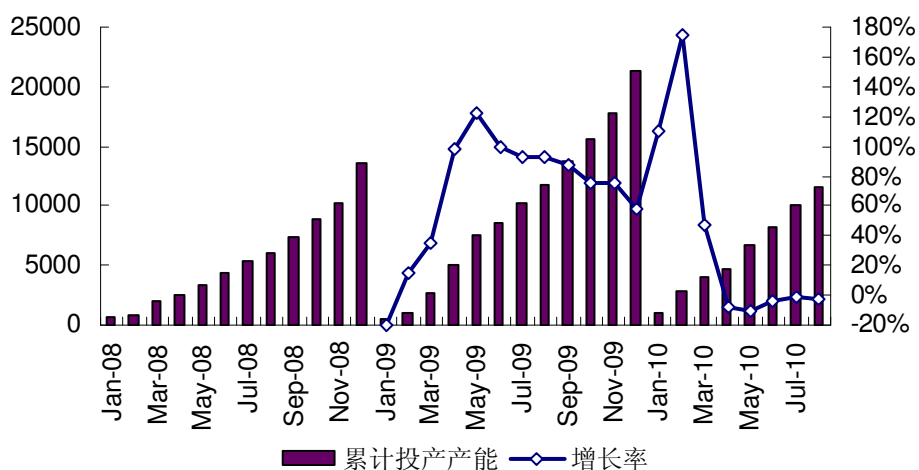
2009 年下半年以来拟建和新开工产能不断走低，反映了产能抑制政策效果。前 8 个月拟建和新开工产能分别为 3300 万吨和 1530 万吨，相较 2009 年同期均大幅下滑。政府控制做为高耗能行业和产能过剩行业代表的水泥行业新增产能的决心和意志很坚决，预计至少未来两年内，水泥新增产能都将得到有效控制，对落后产能的等量替换也将成为新建项目的主要形式。

图 13：全国水泥月度投产产能（万吨）



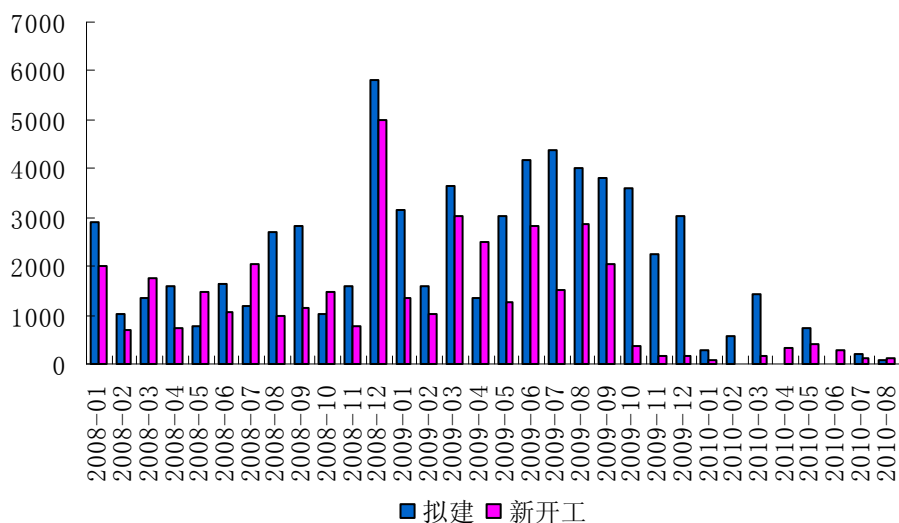
资料来源：渤海证券研究所

图 14：全国水泥累计投产产能（万吨）



资料来源：渤海证券研究所

图 15：水泥行业拟建和新开工产能（万吨）

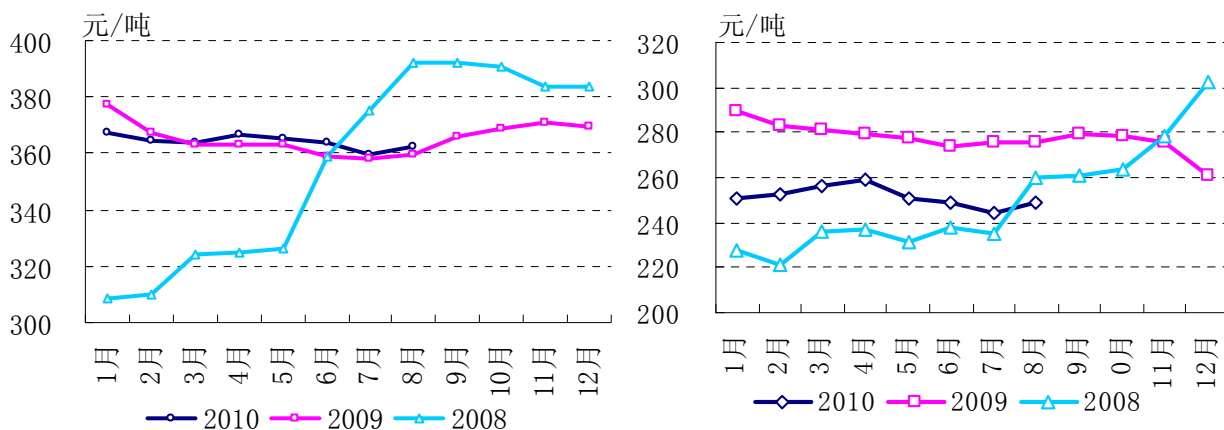


资料来源：渤海证券研究所

3. 水泥价格： 限电+旺季助推价格提升

近期限电和提价成为水泥行业的关键词。7 月份，浙江执行对水泥行业等高耗能行业的限电政策，杭州水泥价格上调 40 元/吨至 340-350 元/吨，浙南地区上涨 80 元/吨，涨幅近 30%。8 月份，江苏和海南跟进；9 月份从国家相关部委组成节能减排督查组分赴各地开始，限电令便开始在各地区传递开来。拉闸限电从江苏、浙江开始，目前已经蔓延至河北、山西、安徽等地，山东部分地级市水泥企业也接到限电通知。近日有媒体报道称，据工业和信息化部的一位官员透露，限电令还将向内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、青海、新疆等其他 14 个重点地区推广。

图 16：P.O42.5 水泥价格（左）和水泥-煤炭价格差（右）

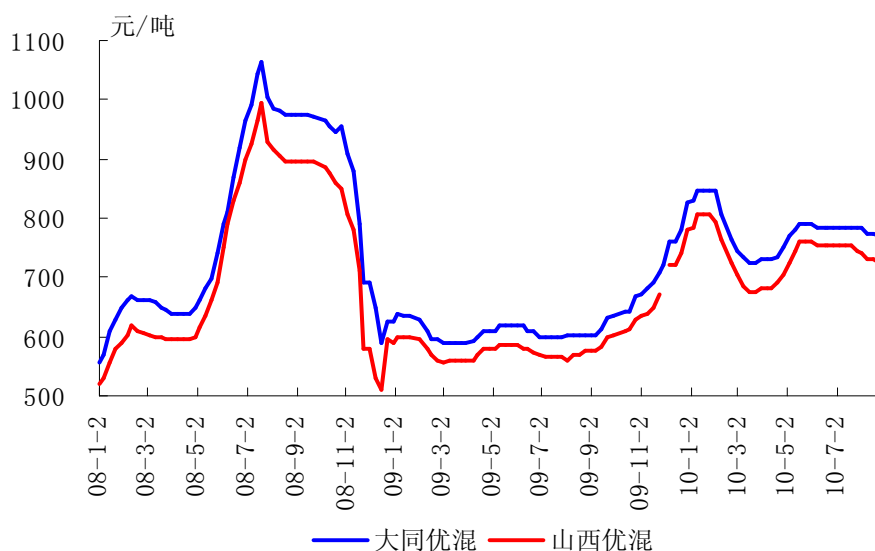


资料来源：渤海证券研究所

在限电政策推行后，适逢第四季度水泥旺季到来，两股合力带动了水泥价格上涨。从月度数据看，8月全国P.O42.5水泥均价较7月份提升3元/吨至362元/吨。从周数据看，9月第三周全国水泥均价较8月第一周价格上涨4.8%至363.3元/吨。

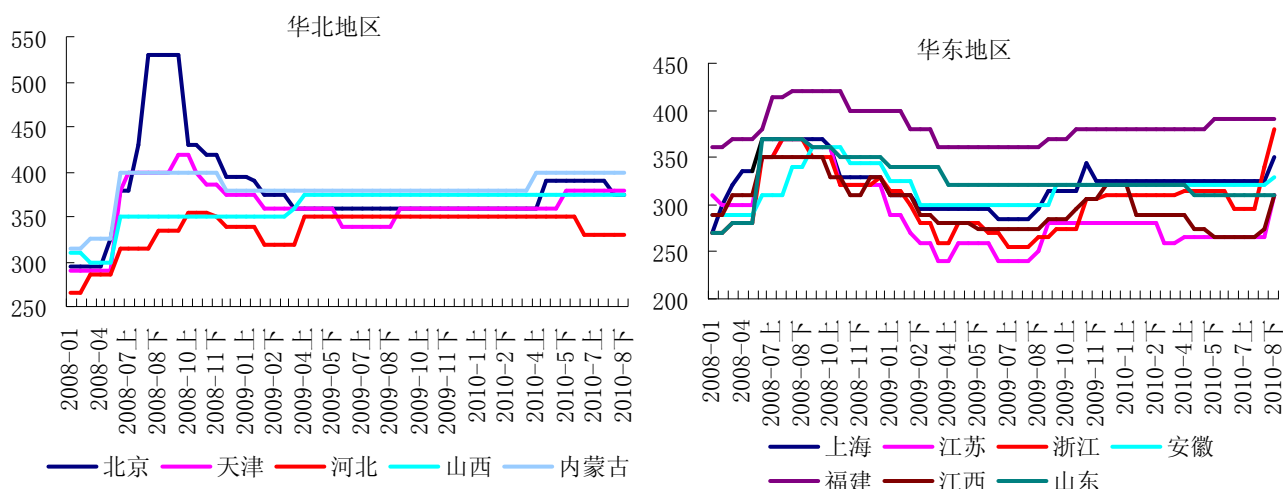
在水泥涨价期间，由于今年南方雨水充沛，水电供应较好相应减少了火电供应压力以及高耗能行业限电也减少了对煤炭需求的因素影响，动力煤价格微幅下降。8月份，秦皇岛大同优混和山西优混均价较7月份下滑1.4%和3.1%至774元/吨和729元/吨。受水泥、煤炭价格共同影响，8月份，水泥-煤炭价格差较7月份下滑1.8%至248.8元/吨。

图 17：秦皇岛煤炭价格



资料来源：渤海证券研究所

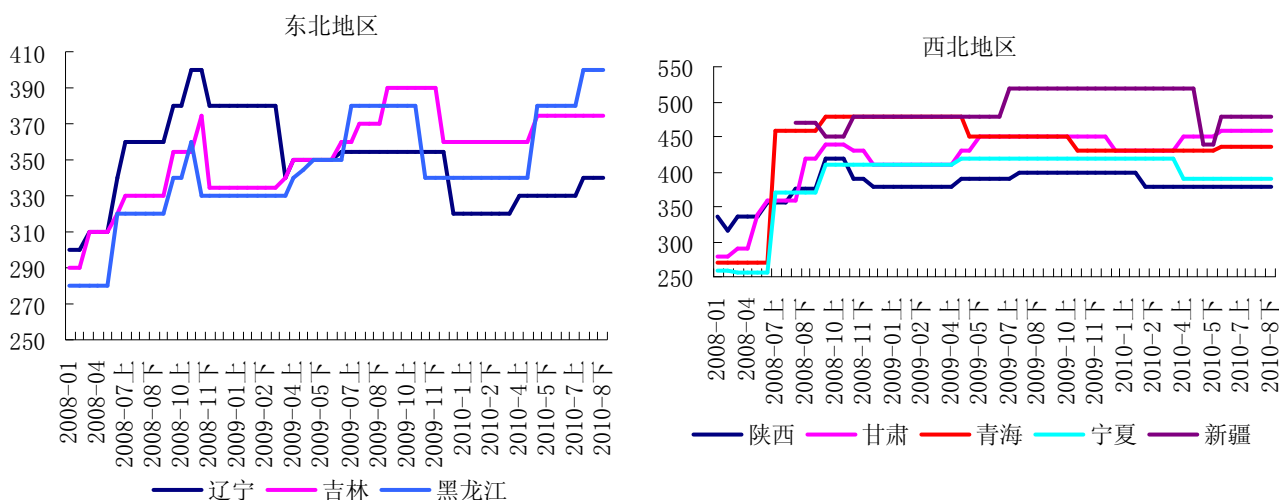
图 18：P.O42.5 水泥价格（华北、华东）



资料来源：渤海证券研究所

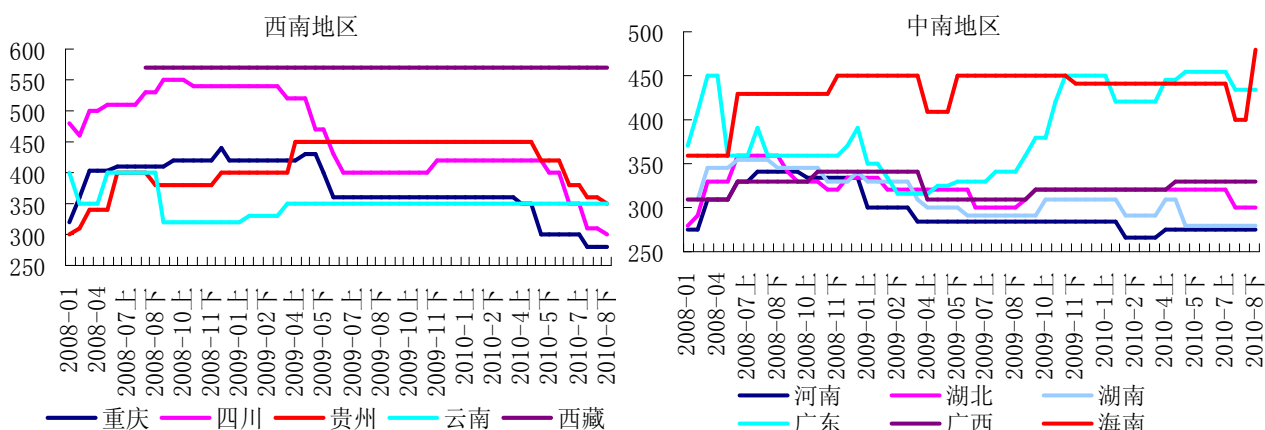
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 19: P.O42.5 水泥价格（东北、西北）



资料来源：渤海证券研究所

图 20: P.O42.5 水泥价格（西南、中南）



资料来源：渤海证券研究所

当然，我们看到 8 月份全国 P.O42.5 水泥均价上涨幅度不足 1%，仅为 0.8%。这主要是全国各地水泥价格涨跌分化也较为明显。8 月下旬，水泥价格同比大幅上涨的区域主要是执行限电政策的省份及周边区域，其中杭州涨幅最高为 49.0%，上海、南京和广州涨幅超过 20%，天津、合肥和南昌涨幅超过 10%。另一方面，受产能集中投放影响，重庆和成都价格跌幅超过 20%，贵阳跌幅接近 15%。

表 1: 主要城市 P.O42.5 水泥价格

主要城市	水泥价格(元/吨)			增减幅度(%)	
	8 月下旬	8 月上旬	上年同期	环比	同比
北京市	375	375	360	0.00	4.17

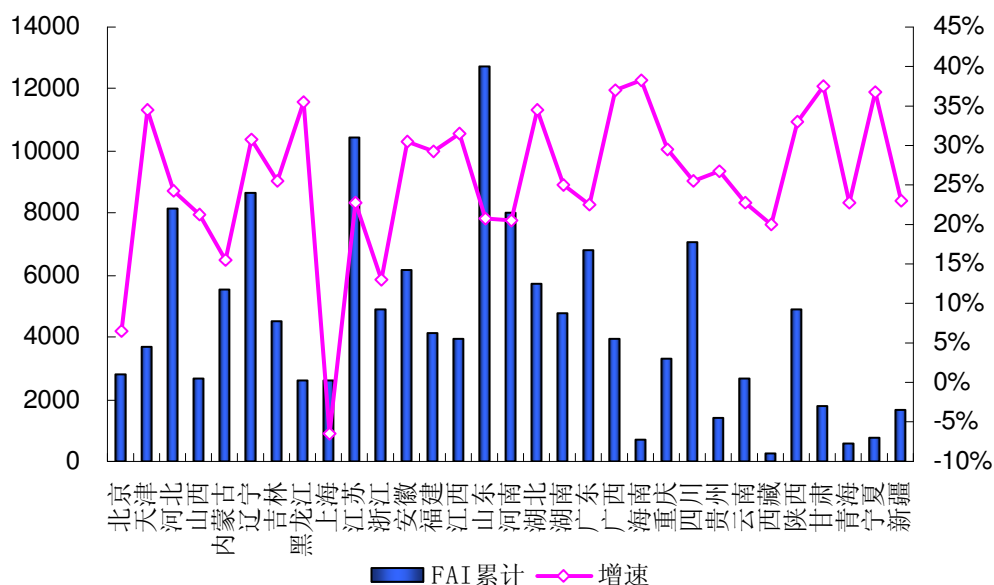
天津市	380	380	340	0.00	11.76
石家庄	330	330	350	0.00	-5.71
太原市	375	375	375	0.00	0.00
呼和浩特市	400	400	380	0.00	5.26
沈阳市	340	340	355	0.00	-4.23
长春市	375	375	370	0.00	1.35
哈尔滨	400	400	380	0.00	5.26
上海市	350	325	285	7.69	22.81
南京市	310	265	240	16.98	29.17
杭州市	380	340	255	11.76	49.02
合肥市	330	320	300	3.13	10.00
福州市	390	390	360	0.00	8.33
南昌市	310	275	275	12.73	12.73
济南市	310	310	320	0.00	-3.13
郑州市	275	275	285	0.00	-3.51
武汉市	300	300	300	0.00	0.00
长沙市	280	280	290	0.00	-3.45
广州市	435	435	340	0.00	27.94
南宁市	330	330	310	0.00	6.45
海口市	480	400	450	20.00	6.67
重庆市	280	280	360	0.00	-22.22
成都市	300	310	400	-3.23	-25.00
贵阳市	350	360	410	-2.78	-14.63
昆明市	350	350	350	0.00	0.00
拉萨市	570	570	570	0.00	0.00
西安市	380	380	400	0.00	-5.00
兰州市	460	460	450	0.00	2.22
西宁市	435	435	450	0.00	-3.33
银川市	390	390	420	0.00	-7.14
乌鲁木齐	480	480	460	0.00	4.35

资料来源：渤海证券研究所

4. 区域分析

2008 年 1-8 月分省固定资产投资增速的范围为-6.4%至 38.2%之间，其平均值为 25.5%。具体而言，增速超过全国固定资产投资增速 24.8%的省份分别为华北的天津（34.6%），东北的辽宁（30.7%）、吉林（25.5%）、黑龙江（35.5%），华东的安徽（30.6%）、福建（29.3%）、江西（31.6%），中南的湖北（34.5%）、湖南（25.1%）、广西（37.1%）、海南（38.2%），西南的重庆（29.6%）、四川（25.5%）、贵州（26.7%），西北的陕西（33.1%）、甘肃（37.6%）、宁夏（36.8%）。

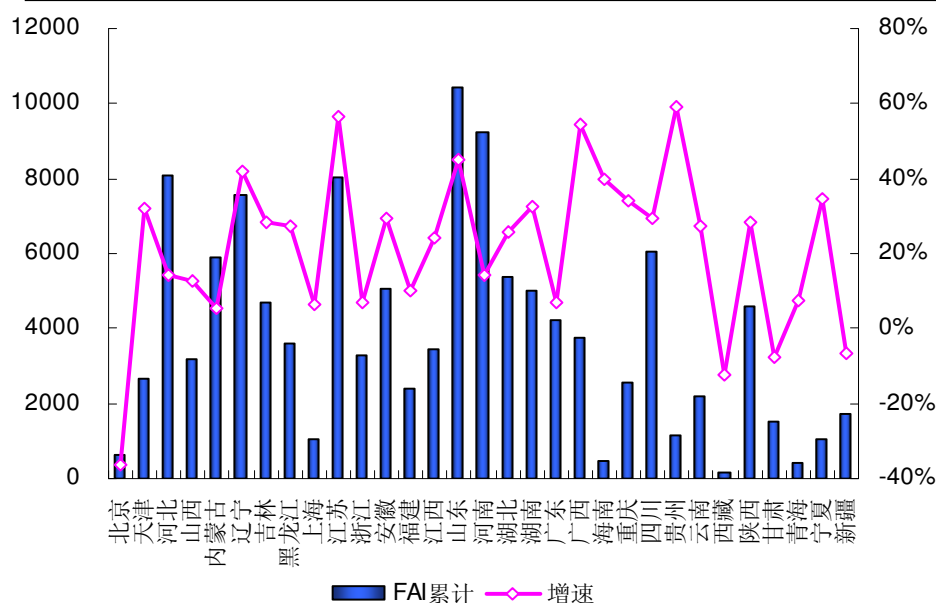
图 21：分省固定资产投资（亿元）



资料来源：渤海证券研究所

2008 年 1-8 月分省固定资产新开工项目计划总投资增速的范围为-36.6%至 58.9%之间，其平均值为 21.6%。具体而言，增速超过全国增速 26.3%的省份分别为华北的天津（31.9%），东北的辽宁（41.7%）、吉林（28.4%）、黑龙江（27.3%），华东的江苏（56.3%）、安徽（29.2%）、山东（45.3%），中南的湖南（32.3%）、广西（54.5%）、海南（39.9%），西南的重庆（34.1%）、四川（29.4%）、贵州（58.9%）、云南（27.3%），西北的陕西（28.2%）、宁夏（34.7%）。

图 22：分省固定资产新开工项目计划总投资（亿元）

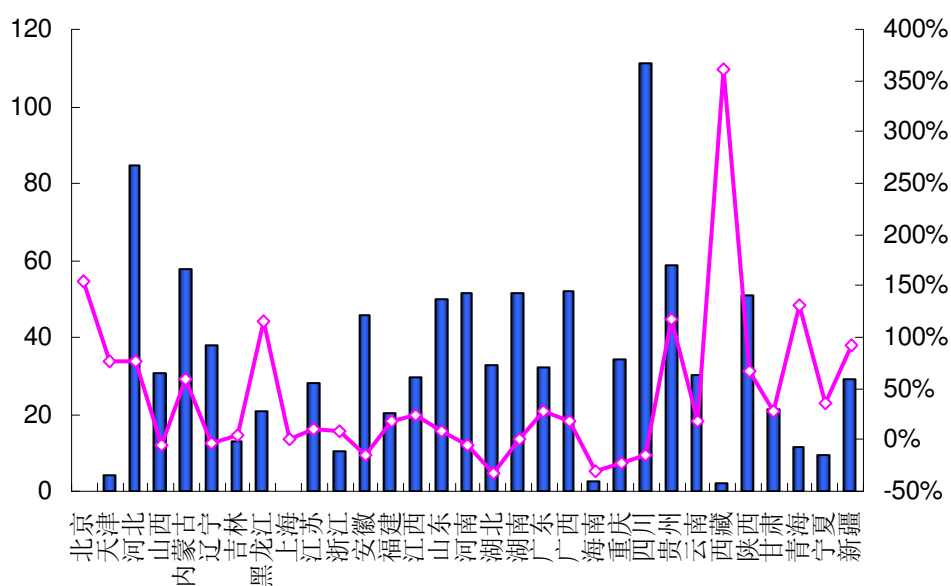


资料来源：渤海证券研究所

水泥行业固定资产投资增速各省分化明显，1-8 月增速分布范围为-33.1%至 362.0%之间。其中负增长的为华北的山西（-5.3%），东北的辽宁（-2.5%），华东的安徽（-14.0%），中南的河南（-5.1%）、湖北（-33.1%）、湖南（-0.1%），海南（-31.2%），西南的重庆（-22.2%）、四川（-14.0%）。增速在 50%以上的包括华北的河北（77.5%）、内蒙古（59.1%），东北的黑龙江（115.6%），西南的贵州（117.3%）、西藏（362.0%），西北的陕西（67.7%）、青海（130.6%）、新疆（92.2%）。

总体而言，水泥行业固定资产投资增速较高的区域主要分布在华北、东北、西北和西南的部分省份，低增长甚至负增长的区域主要分布于华东、华中和华南的部分省份。

图 23：分省水泥行业固定资产投资（亿元）

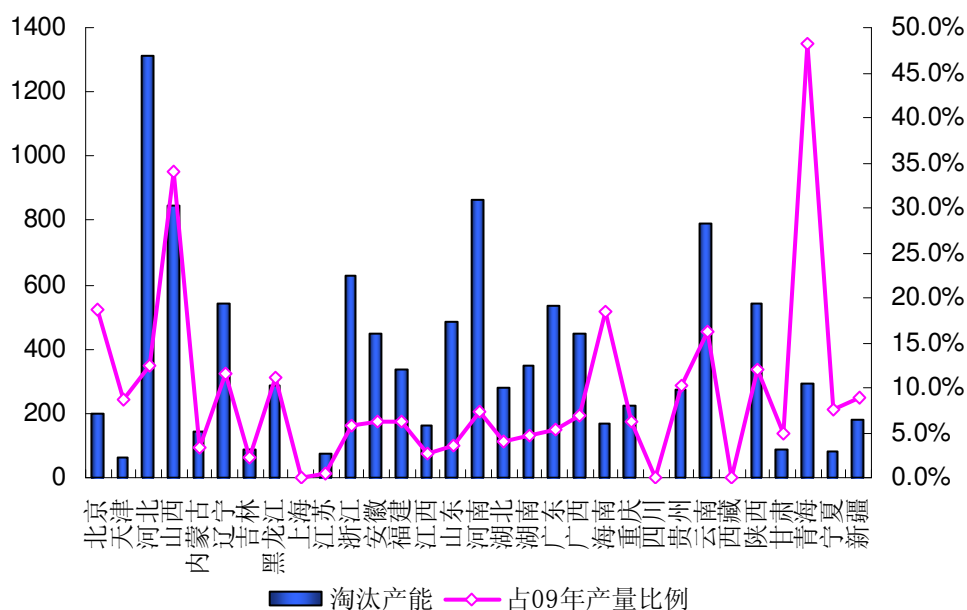


资料来源：渤海证券研究所

备注：北京、天津和上海是不再核准新建水泥生产线的地区，投资主要来源于技改项目

8 月份，工信部公告了淘汰落后产能企业名单，其中水泥行业涉及企业 762 家，2010 年淘汰产能规模合计为 1.07 亿吨，占 2009 年全国水泥总产量的 6.6%。分省来看，淘汰产能占 09 年产量比例超过 10% 的省份包括华北的北京（18.7%）、河北（12.4%）、山西（34.0%），东北的辽宁（11.6%）、黑龙江（11.1%），中南的海南（18.5%），西南的贵州（10.2%）、云南（16.2%），西北的陕西（12.1%）、青海（48.2%）。

图 24：2010 年分省水泥淘汰产能及占 2009 年产量比例（亿元）



资料来源：渤海证券研究所

表 2：分省水泥需求和供给情况

		FAI 新开工增速	FAI 增速	水泥产量增速	水泥投资增速	10 淘汰产能占 09 产 量比例
华北	北京	-36.6%	6.5%	0.7%	154.3%	18.7%
	天津	31.9%	34.6%	22.3%	77.3%	8.7%
	河北	14.2%	24.2%	19.7%	77.5%	12.4%
	山西	12.9%	21.3%	22.1%	-5.3%	34.0%
	内蒙古	5.5%	15.6%	25.6%	59.1%	3.4%
东北	辽宁	41.7%	30.7%	8.3%	-2.5%	11.6%
	吉林	28.4%	25.5%	5.3%	3.8%	2.1%
	黑龙江	27.3%	35.5%	34.6%	115.6%	11.1%
华东	上海	6.4%	-6.4%	-18.4%	0.0%	0.0%
	江苏	56.3%	22.7%	6.3%	10.7%	0.5%
	浙江	7.1%	13.1%	9.3%	8.0%	5.8%
	安徽	29.2%	30.6%	17.6%	-14.0%	6.3%
	福建	10.1%	29.3%	5.6%	19.1%	6.2%
	江西	24.1%	31.6%	5.1%	24.7%	2.6%
	山东	45.3%	20.7%	7.2%	9.0%	3.5%
中南	河南	14.4%	20.4%	9.6%	-5.1%	7.4%
	湖北	25.5%	34.5%	32.7%	-33.1%	4.0%
	湖南	32.3%	25.1%	16.2%	-0.1%	4.6%

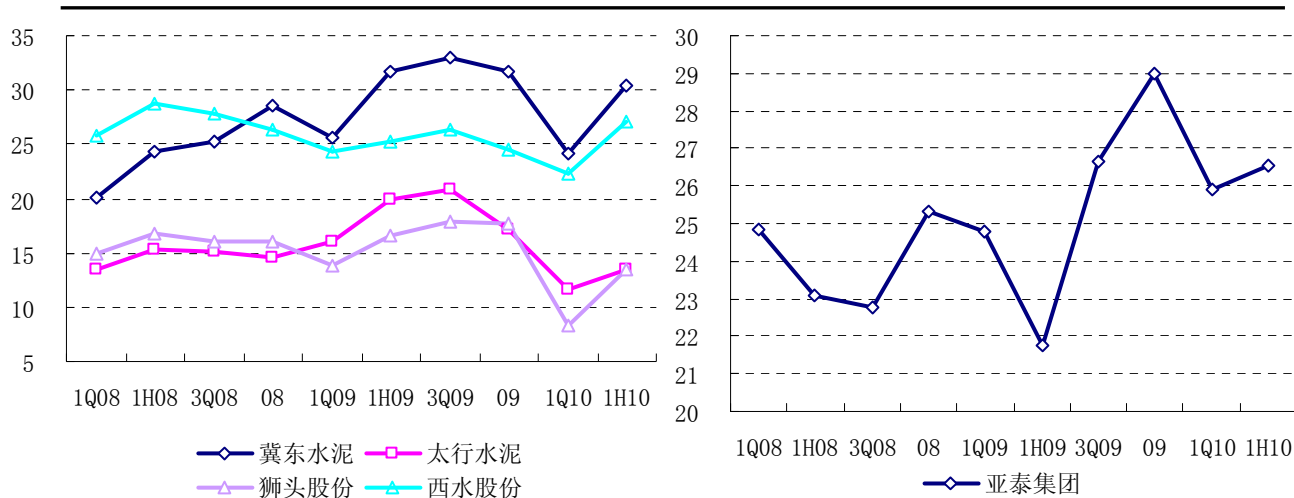
广东	6.9%	22.6%	15.2%	28.6%	5.4%
广西	54.5%	37.1%	20.9%	18.4%	7.0%
海南	39.9%	38.2%	59.8%	-31.2%	18.5%
西南 重庆	34.1%	29.6%	22.0%	-22.2%	6.2%
四川	29.4%	25.5%	54.4%	-14.0%	0.0%
贵州	58.9%	26.7%	28.1%	117.3%	10.2%
云南	27.3%	22.8%	15.8%	19.1%	16.2%
西藏	-12.6%	20.0%	-1.7%	362.0%	0.0%
西北 陕西	28.2%	33.1%	23.7%	67.7%	12.1%
甘肃	-7.6%	37.6%	33.8%	27.4%	5.0%
青海	7.4%	22.7%	34.6%	130.6%	48.2%
宁夏	34.7%	36.8%	19.9%	36.0%	7.5%
新疆	-6.4%	22.9%	15.0%	92.20%	8.8%

资料来源：渤海证券研究所

备注：底纹区域为本列指标表现好于全国平均水平的省份

从上市公司反映出的区域盈利能力看，华北地区水泥企业毛利率较为稳定，其中河北的冀东水泥和内蒙古的西水股份毛利率较高，河北另一家水泥公司太行水泥和山西的狮头股份表现稍差。东北的亚泰集团涉及多元化运营，整体毛利率水平无法反映出水泥石业务的盈利能力。华东地区水泥公司毛利率常态排序为海螺水泥>江西水泥>福建水泥>巢东股份，不过巢东股份在海螺模式的影响下盈利逐渐好转。中南地区的塔牌集团毛利率较高，华新水泥和同力水泥今年表现差强人意。西北地区的前三甲分别为赛马实业、祁连山和青松建化，天山股份主要受江苏业务的拖累，秦岭水泥表现出盈利好转的迹象。西南的 ST 金顶处于非正常经营状态，ST 双马盈利能力存在震荡下行的隐忧。

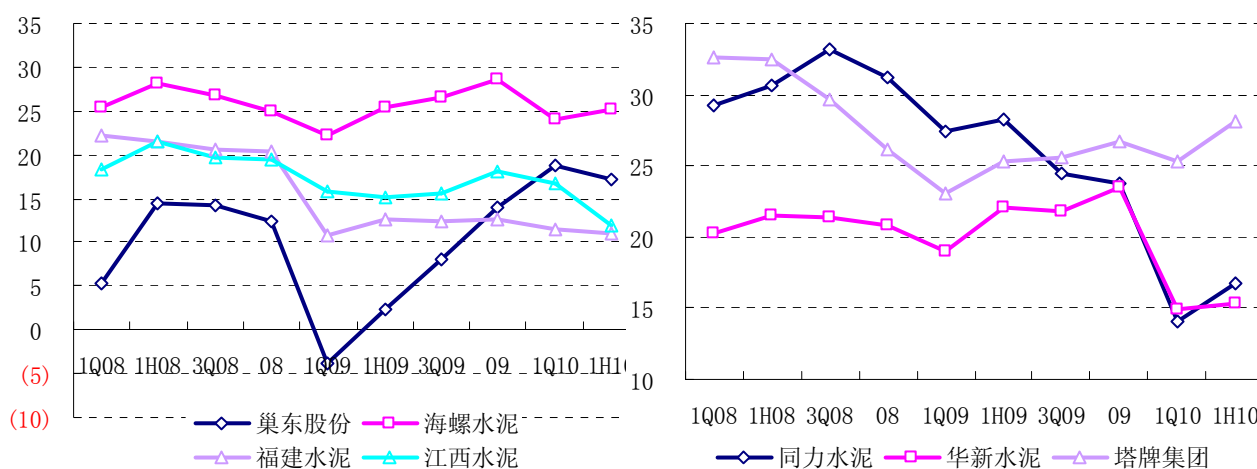
图 25：分地区水泥上市公司毛利率（华北、东北）



资料来源：渤海证券研究所

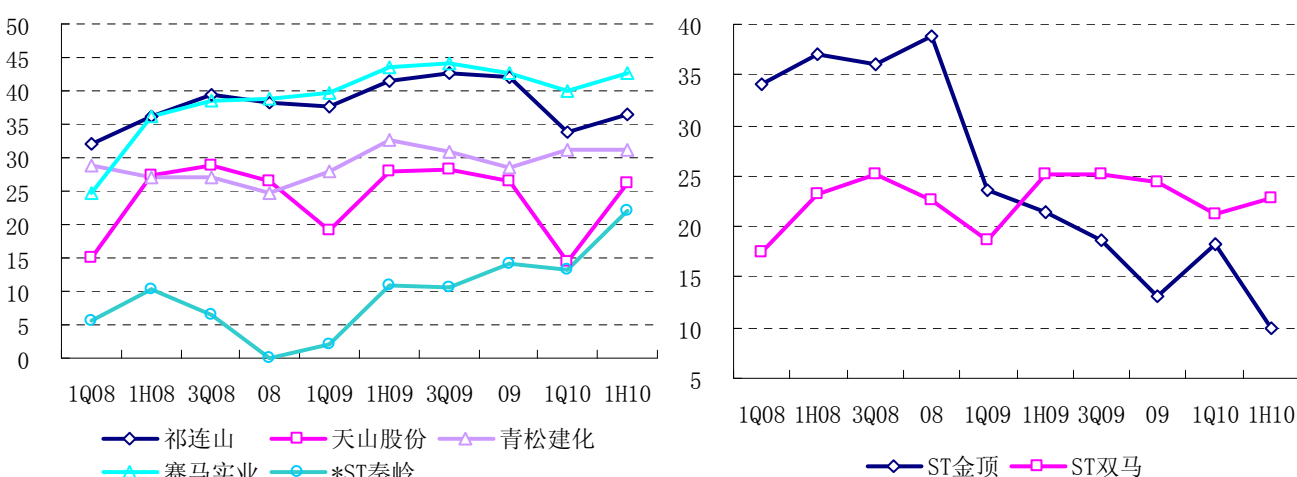
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 26：分地区水泥上市公司毛利率（华东、中南）



资料来源：渤海证券研究所

图 27：分地区水泥上市公司毛利率（西北、西南）



资料来源：渤海证券研究所

5. 投资策略：看好旺季行情，维持“买入”评级

从短期看，第四季度，水泥行业旺季来临，行业自身具备提价动力。此时适逢地方政府为完成“十一五”节能减排目标，执行高耗能行业限电政策，压缩供给，制造阶段性的供给不足，进一步增强了水泥涨价的动力。我们认为，随着限电范围的推广，涨价的范围也将同步扩大，年内整体价格有进一步上涨的动力。

西部地区水泥盈利能力继续高位运行，东部地区水泥盈利能力恢复性上涨，东西

部差异收窄，整体盈利能力获得提升。

从长期看，严控新增产能的政策短期不会放开，考虑到水泥生产线的建设周期在 12-15 月之间，至少未来两年的新增产能都将保持理性增长。考虑到落后产能的淘汰，新增供给有望出现负值，供需过剩程度有望改善。伴随着行业内并购重组的开展，行业集中度进一步提升，大企业主导的格局逐渐明晰化，行业的价值将得到提升。

从估值角度，目前水泥制造行业的收益率仅为 20.5 倍，市净率为 2.8 倍，均处于 2000 年以来的低位，具备估值提升动力和行业投资价值，维持“买入”评级。

在个股选择上，股票组合及推荐次序分别为冀东水泥、海螺水泥、塔牌集团、亚泰集团、青松建化、天山股份和祁连山。

图 28：水泥制造板块市盈率



资料来源：渤海证券研究所

图 29：水泥制造板块市净率



资料来源：渤海证券研究所

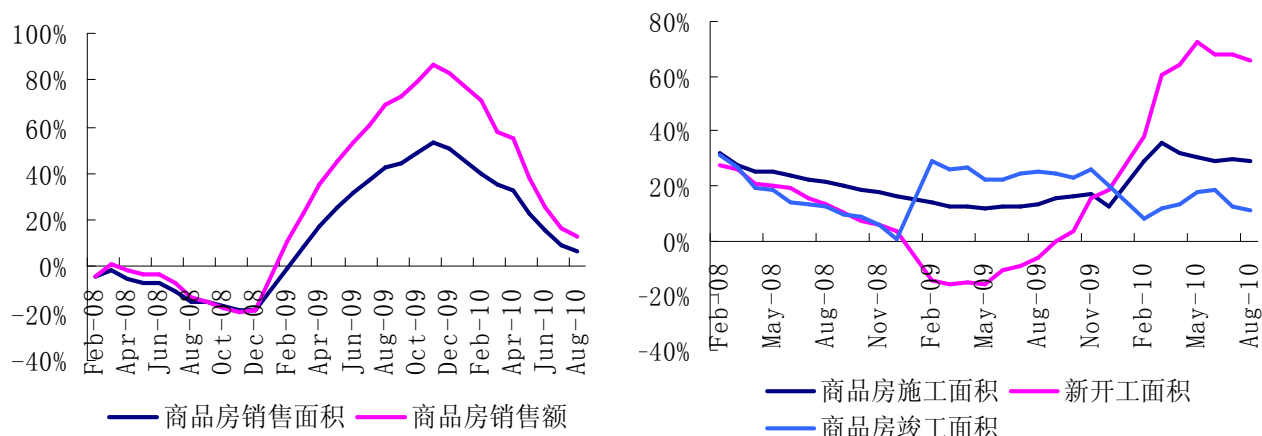
三. 玻璃篇

1. 玻璃需求

1.1 房地产需求

2010 年 4 月地产调控政策实施后，商品房销量明显受到抑制,销售面积和销售额增速不断回落。1-8 月，商品房销售面积 5.27 亿平米，同比增长 6.7%，增速同比下滑 36.2 个百分点；销售额 2.6 万亿元，同比增长 12.6%，增速同比下滑 57.3 个百分点。商品房销售的负面影响开始传导至施工建设领域，2010 年 5 月以来，房屋新开工面积、施工面积和竣工面积增速出现一致性的下滑。目前，房屋新开工面积增速依然保持在 66.1%的高位，如果商品房新开工面积增速下滑并逐渐向竣工面积传导将进一步影响平板玻璃需求。

图 30：商品房销售增速和建设增速

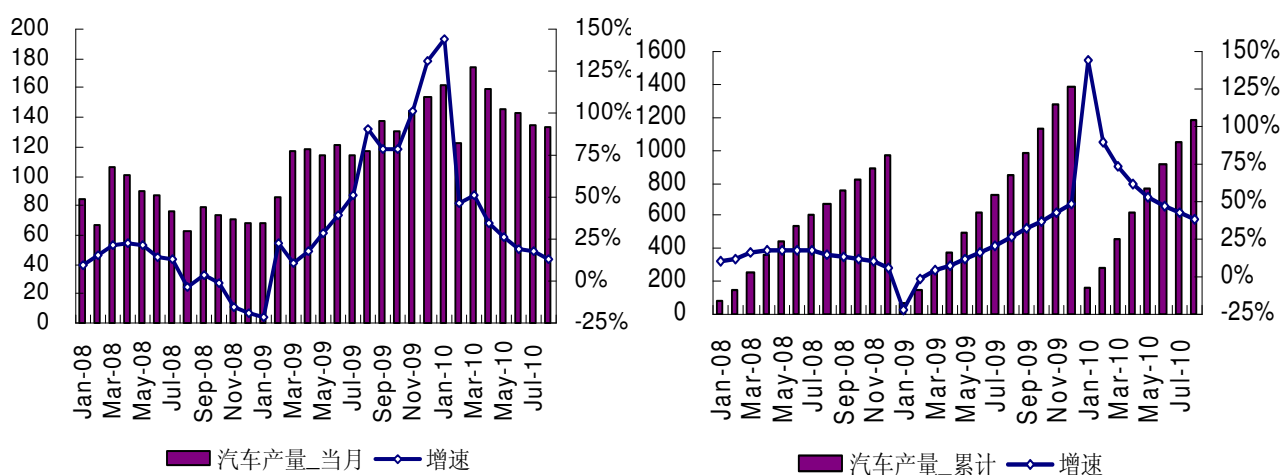


资料来源：渤海证券研究所

1.2 汽车需求

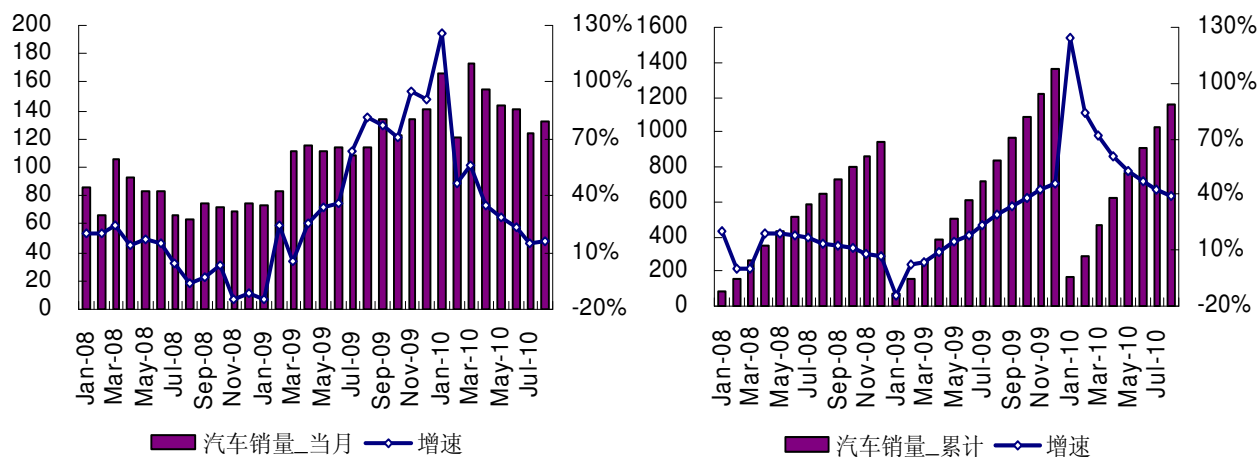
2010年1-8月，汽车产销量增速从高位连续回落。1-8月，汽车产量为1184.63万辆，同比增长38%，增速同比增长11个百分点；同期汽车销量为1158.3万辆，同比增长39%，增速同比增长9.8个百分点。但汽车产销量增速较年初高点已经大幅下滑，尤其是单月产销量增速下滑幅度更大。

图 31：全国汽车当月产量（左）和累计产量（右）（万辆）



资料来源：渤海证券研究所

图 32：全国汽车当月销量（左）和累计销量（右）（万辆）

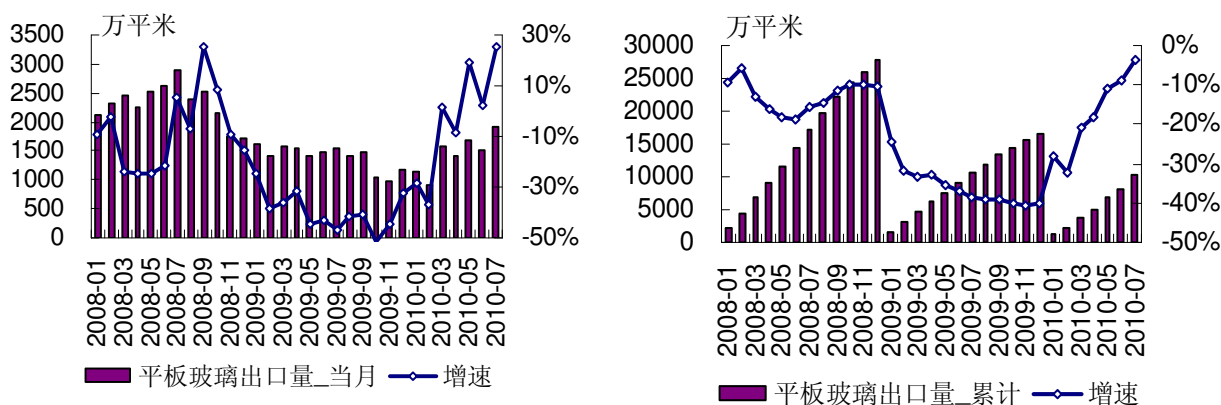


资料来源：渤海证券研究所

1.3 出口情况

2010 年以来平板玻璃出口增速保持上升势头，5、6、7 月单月出口增速已经连续 3 个月保持正增长。7 月单月出口 1935 万平米，同比增长 25.5%。1-7 月累计出口 10178 万平米，同比下降 3.8%。目前玻璃出口处于恢复性增长阶段，考虑到海外市场的复苏进程，玻璃出口的前景依然不容乐观。

图 33：全国平板玻璃出口量



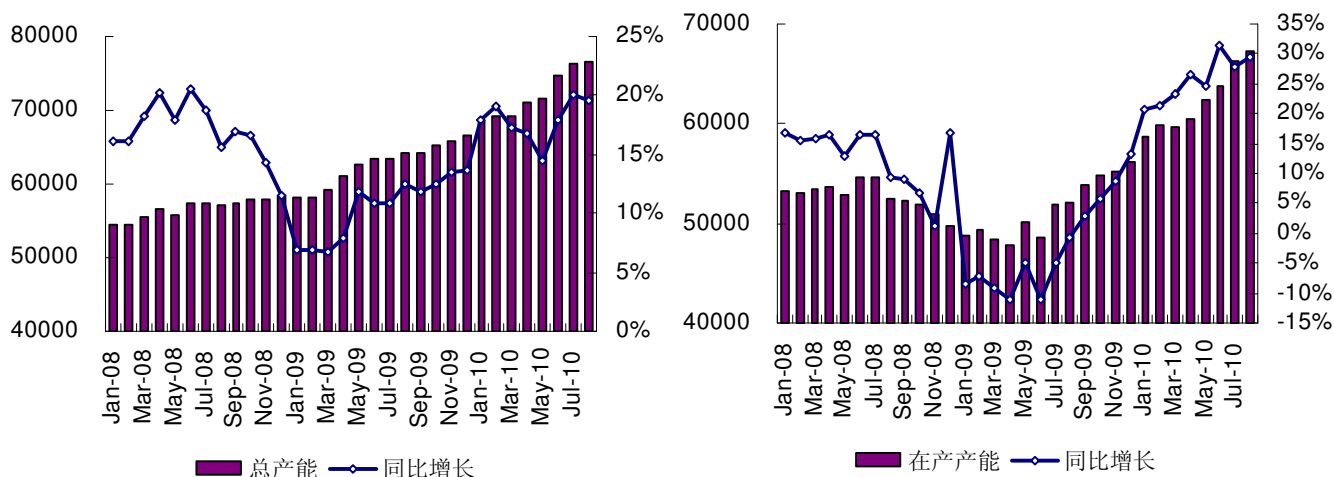
资料来源：渤海证券研究所

2. 玻璃供给

在需求增速下滑的同时，平板玻璃产能增速却保持了上升的势头。截止 2010 年 8 月底，平板玻璃总产能约为 7.7 亿重量箱，同比增长 19.56%；在产产能同比

增长 29.4%至约 6.8 亿重量箱。在实际产能高增长的背景下，2010 年玻璃企业淘汰名单合计淘汰产能目标却仅为 993.5 万重量箱，占总量的 1.5%，作用微不足道。总体而言，玻璃行业供需矛盾依然存在。

图 34：平板玻璃总产能（左）和在产产能（右）（万重量箱）



资料来源：渤海证券研究所

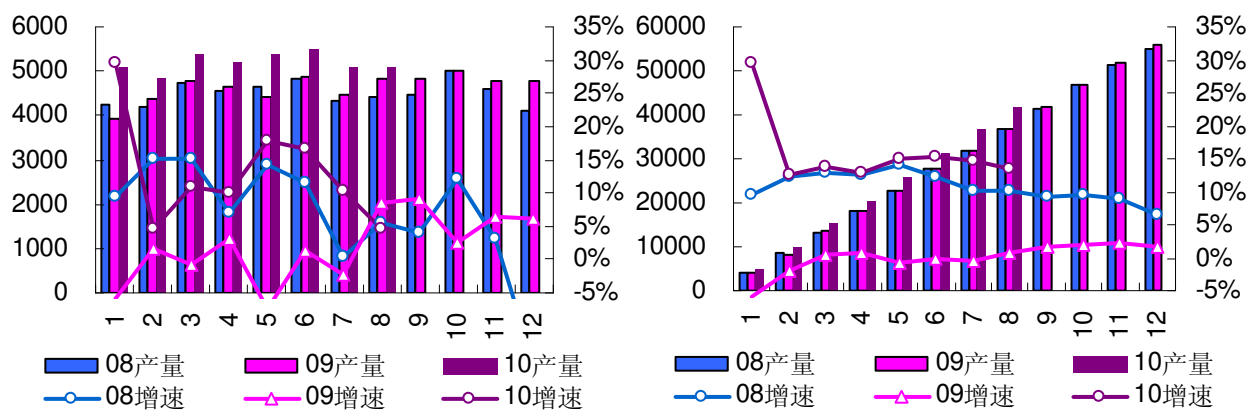
表 3：2010 年玻璃企业淘汰名单

序号	省(区)	企 业 名 称	淘汰生产线（设备）	产 能
			型号及数量	(万重量箱)
1	河北	河北双安玻璃有限公司	格法 1 条	84
2	河北	河北长城玻璃有限公司	格法 1 条	90
3	河北	河北恒丰玻璃有限公司	格法 2 条	140
4	河北	沙河市胜得利玻璃有限公司	格法 1 条	70
5	河北	沙河市花旗玉晶石开发有限公司	格法 3 条	90
6	内蒙古	乌海蓝星玻璃有限责任公司	平拉生产线一条	34
7	江苏	东海县华泰玻璃制品有限公司	格法生产线，马蹄焰玻璃窑炉粉 120 平方米	14.5
8	河南	河南裕和玻璃有限公司	年产 120 万重量箱平板玻璃生产线三条，煤气发生炉、日熔化 220 吨窑炉、原料配置系统、管网系统、配电系统	120
9	河南	濮阳北方玻璃制品有限公司	48 m ² 玻璃窑炉生产线 2 套	26
10	河南	三门峡市惠强玻璃制品有限公司	3000*4200 煤气炉 1 台，42 平方米玻璃熔炉 1 座，Q06A 行列制瓶机 2 台，4L-30 压缩机 2 台，S7-750/10 变压器 1 台	2

			窑炉一座、锅炉 1 台、退火炉一套、空压机、电动葫芦、平拉机 1 台型号 PL24/60、煤气发生炉 1 台、汽包和引上室个 1 台，减压机 1 台、风机 2 台、电子控制仪 4 台、模具 1 套、配电设施 1 套	
11	河南	河南赊店福利玻璃有限公司		56
12	湖北	仙桃市中欣玻璃制品有限公司	30T/日平拉玻璃窑	20
13	湖北	湖北飞达玻璃有限公司	平拉玻璃窑 46 立方×2	40
14	湖北	蕲春县环宇玻璃厂	平拉玻璃窑 46 立方×1、12 立方×2、25 立方×1	45
15	湖南	衡南县乡镇企业局供销总公司玻璃厂	平板玻璃生产线	30
16	湖南	常德市临玻玻璃制品有限公司	格法玻璃生产线	40
17	湖南	湖南圣昌玻璃有限公司	格法玻璃生产线	30
18	重庆	璧山青杠玻璃有限公司	格法平拉生产线 1 条	40
19	新疆	乌鲁木齐市银河平板玻璃厂	格法平板玻璃生产线一条	22

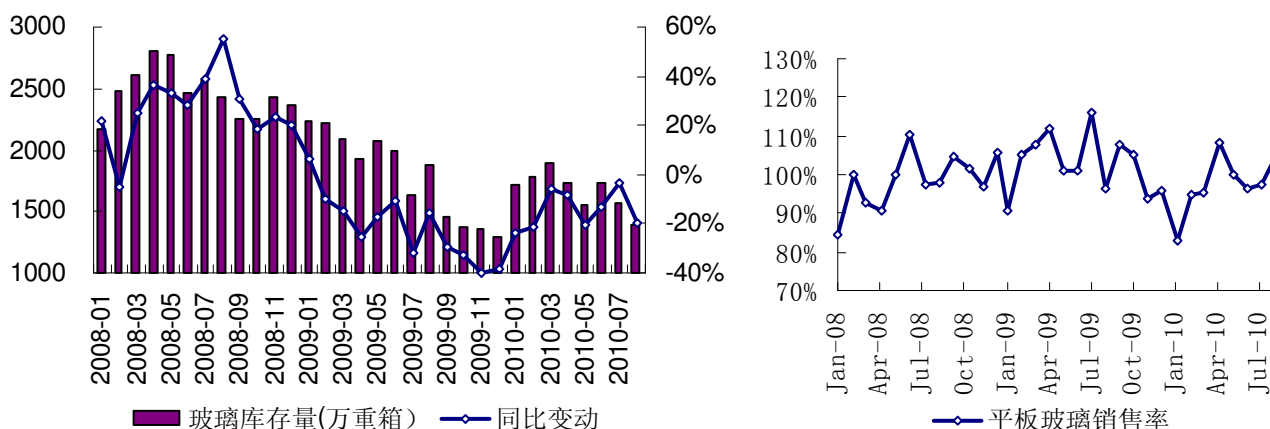
资料来源：渤海证券研究所

图 35：平板玻璃单月产量（左）和累计产量（右）（万重量箱）



资料来源：渤海证券研究所

图 36：重点企业玻璃产销率和库存量



资料来源：渤海证券研究所

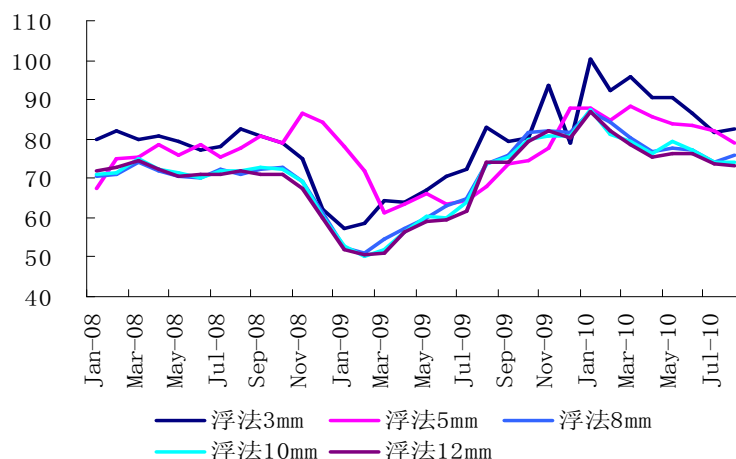
在需求增速下滑的同时，平板玻璃的产量增速也显露疲态，单月产量增速和累计产量增速已经连续经历了分别为 4 个月和 3 个月的下滑。8 月产量为 5081 万重量箱，同比增长 4.7%；1-8 月产量为 41774 万重量箱，同比增长 13.4%。

3. 玻璃行业盈利能力

3.1 价格、成本

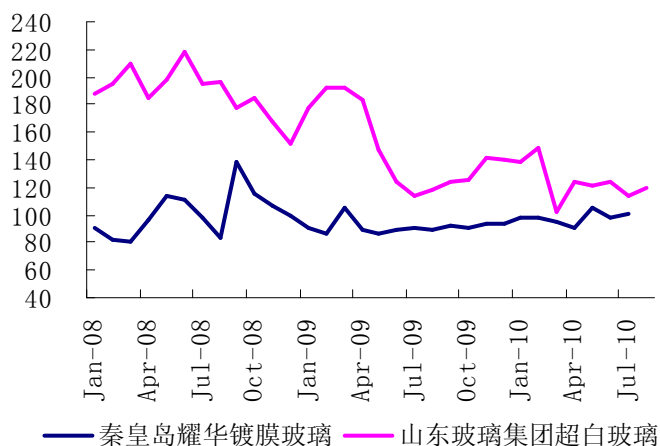
2010 年以来主要浮法玻璃价格开始高位回落，其中 5mm 浮法玻璃价格较年初高点下跌 15.9%至 78.9 元/重量箱，镀膜和超白玻璃价格保持低位震荡。在产品价格走低的同时，原材料价格却背道大幅上涨，重油和纯碱价格较年初分别上涨 9.8%和 12.1%，而较前期低点更是分别上涨 40.0%和 41.1%。反映玻璃行业盈利能力的玻璃-纯碱、重油价格差较前期高点回落 49.0%，盈利能力被大幅压缩。

图 37：浮法玻璃价格（元/重量箱）



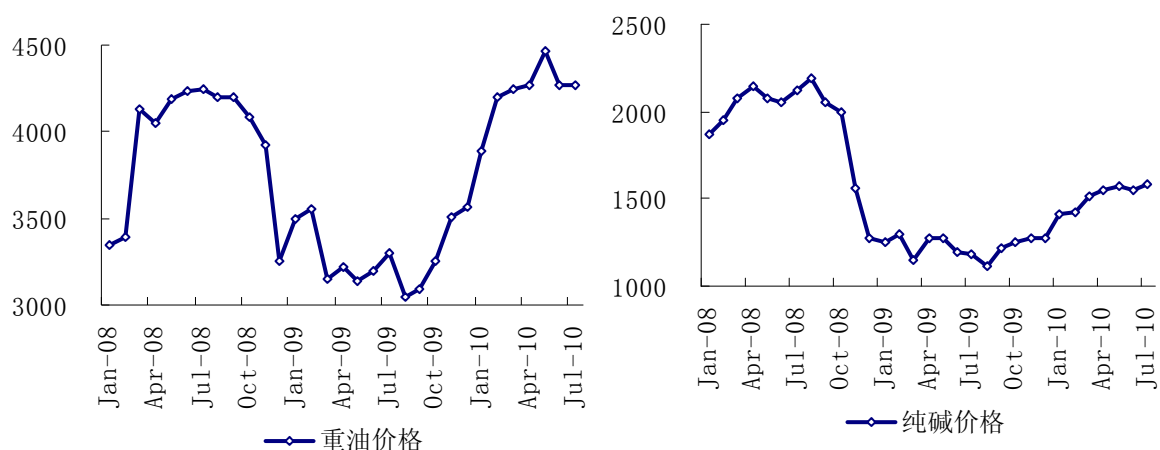
资料来源：渤海证券研究所

图 38: 特种玻璃价格（元/重量箱）



资料来源：渤海证券研究所

图 39: 重油价格和纯碱价格（元/吨）



资料来源：渤海证券研究所

图 40: 玻璃-纯碱、重油价格差（元/重量箱）

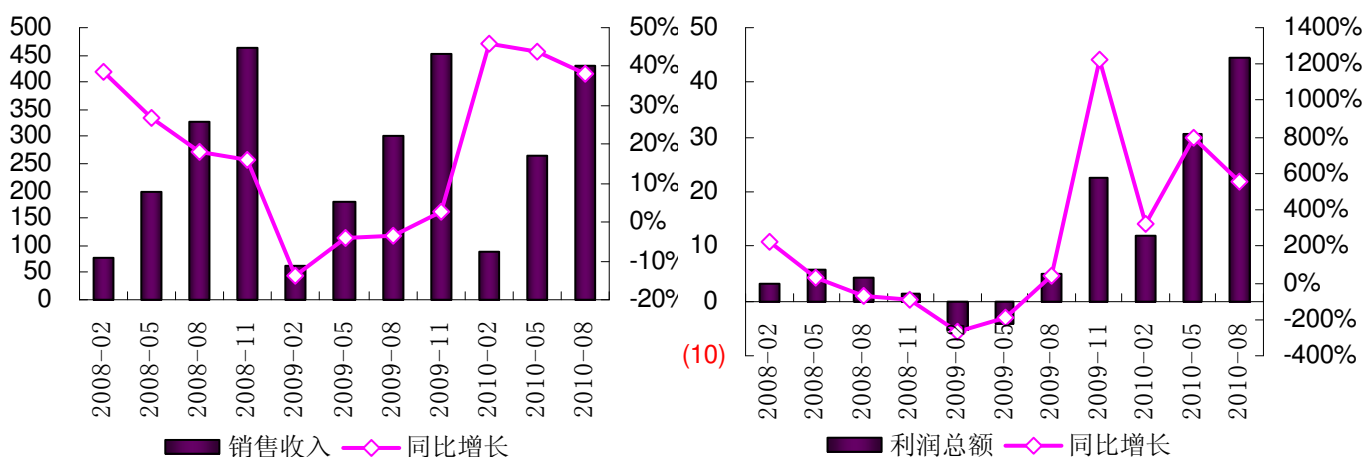


资料来源：渤海证券研究所

3.2 行业财务

平板玻璃行业 2010 年 1-8 月实现销售收入 430.2 亿元，同比增长 38.4%；实现利润总额 44.7 亿元，同比增长 557.3%，主要原因是去年同期基数较低。6-8 月销售收入和利润总额的同比增长率分别为 30.9%和 23.9%。平板玻璃行业 6-8 月实现毛利率为 21.2%，较 3-5 月上涨 2.6 个百分点。按照目前的玻璃-重油、纯碱价格差数据，行业盈利能力还将进一步下滑。行业 1-5 月实现出口交货值 18.9 亿元，同比增长 30.8%。

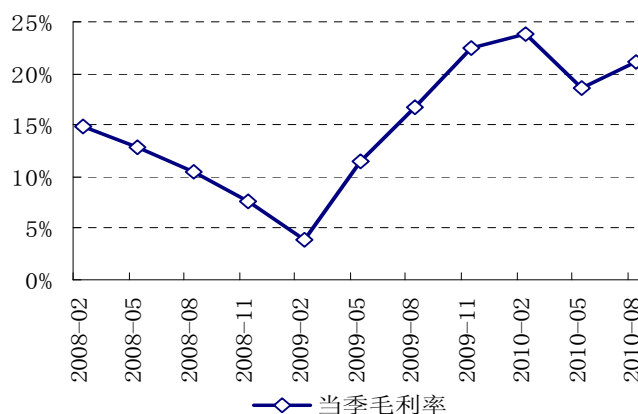
图 41：平板玻璃行业收入和利润总额（亿元）



资料来源：渤海证券研究所

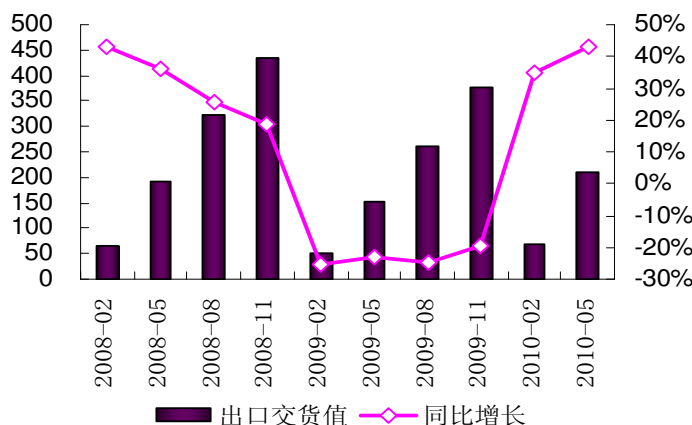
资料来源：渤海证券研究所

图 42：平板玻璃行业单季毛利率



资料来源：渤海证券研究所

图 43：平板玻璃行业出口情况（亿元）



资料来源：渤海证券研究所

4. 投资策略

平板玻璃行业产能和需求的矛盾在 2010 年面临进一步激化的可能性，疲弱的价格无法转嫁重油、纯碱成本的上涨压力。我们认为行业景气下行还将延续。目前玻璃板块 PE 估值反映的更多是玻璃板块上市公司中超白玻璃、镀膜玻璃等特种玻璃比重上升的结构调整结果，而 PB 水平处于高位。鉴于行业基本面的悲观预期，维持玻璃行业“中性”的投资评级。

在个股选取上，我们遵循差异化路线，规避纯平板玻璃业务公司，选择受益国家产业政策扶持的特种玻璃及相关产品生产企业。在国家推动清洁能源开发和建筑节能的背景下，建议投资者关注拥有太阳能光伏产业链和 LOW-E 镀膜节能玻璃的南玻 A 以及拥有幕墙制品及工程施工产业链，LOW-E 镀膜节能玻璃业务并积极涉足太阳能光伏玻璃的中航三鑫。

图 44：玻璃板块市盈率



资料来源：渤海证券研究所

图 45：玻璃板块市净率



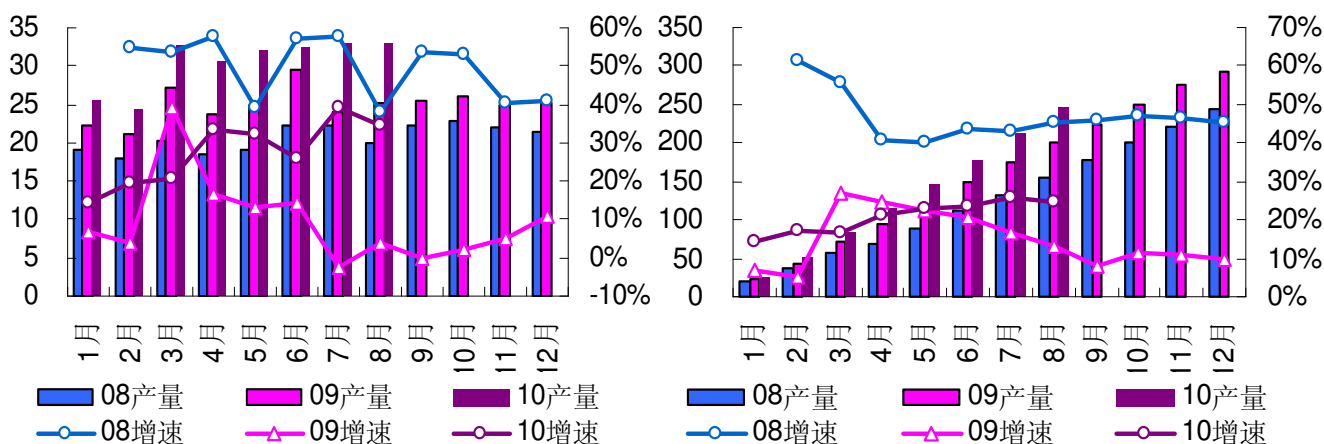
资料来源：渤海证券研究所

四．新型建材篇

1．玻璃纤维行业

新型建材子行业比较分散，我们按照自下而上的思路寻找投资标的。2010 年以来，玻璃纤维行业出现探底复苏势头，量价齐升的底部反转特征明显。1-8 月，玻璃纤维纱产量连续增长，反映了需求回暖趋势。在产品提价后，1-8 月行业销售收入增速为 37.6%，同比增长 28.3 个百分点；利润总额增速为 181.2%；出口交货值增速也高达 36.7%，是危机以来的最好水平。建议重点关注行业龙头中国玻纤。

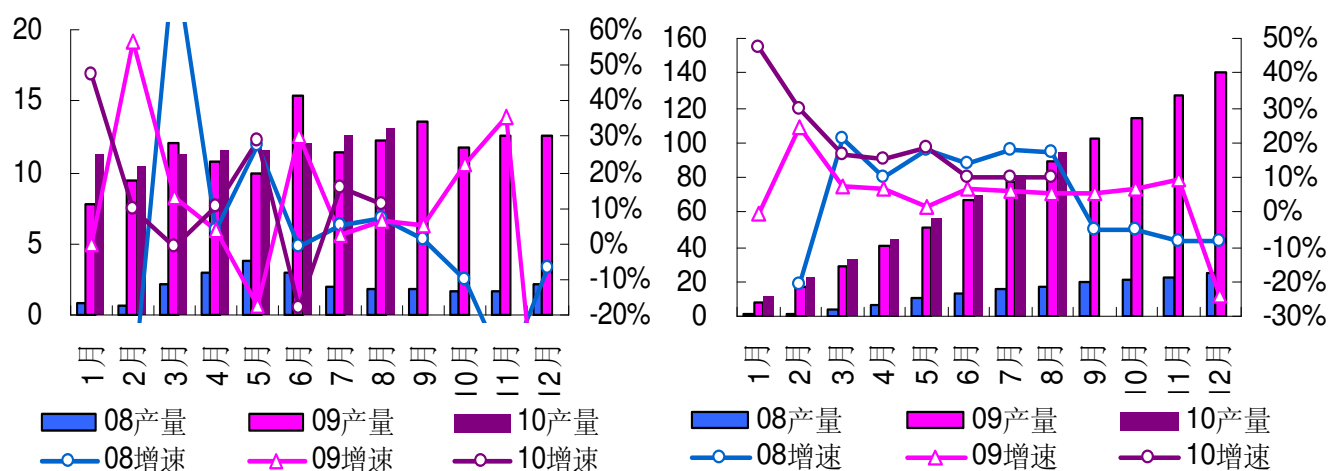
图 46：玻璃纤维纱月度（左）和累计产量（右）（万吨）



请务必阅读正文之后的免责条款部分

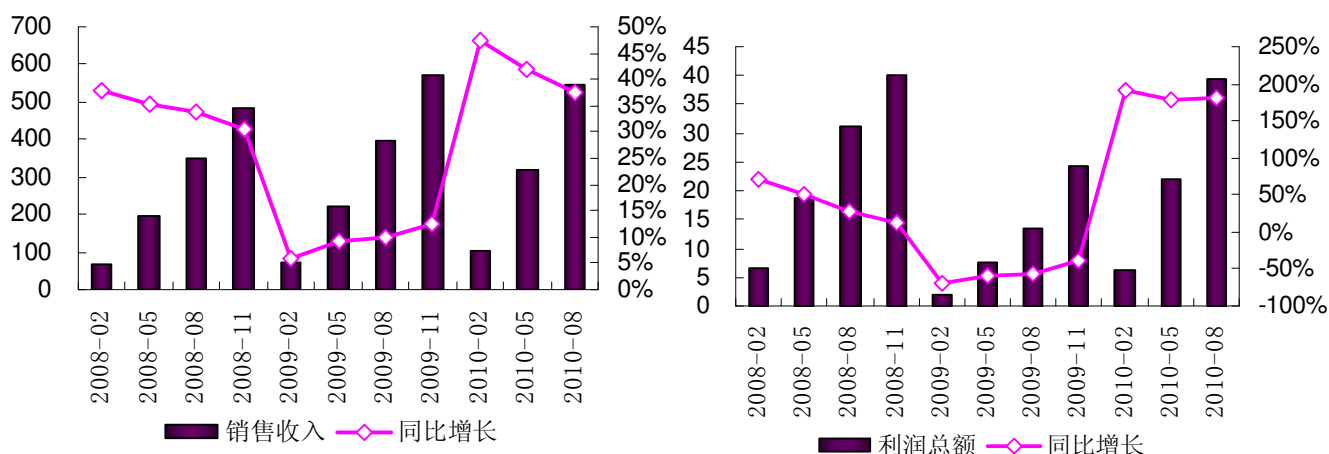
资料来源：渤海证券研究所

图 47：玻璃纤维增强塑料制品月度（左）和累计产量（右）（万吨）



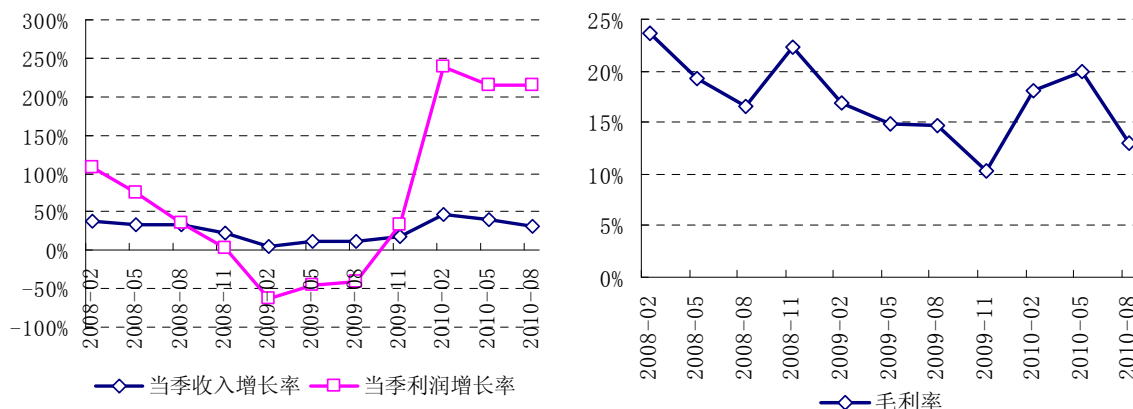
资料来源：渤海证券研究所

图 48：玻璃纤维行业收入和利润总额（亿元）



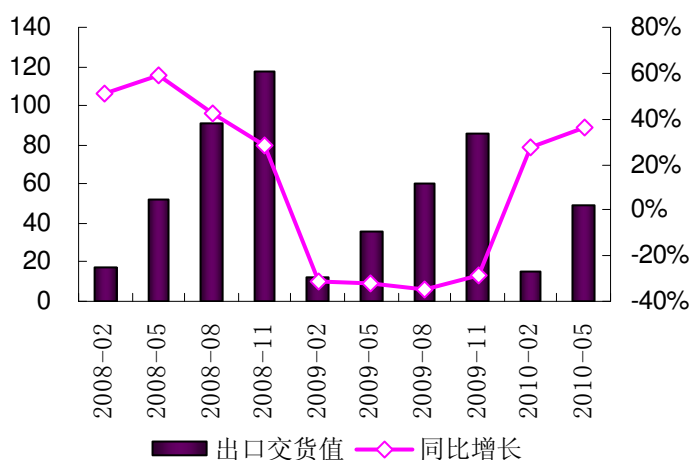
资料来源：渤海证券研究所

图 49：玻璃纤维行业财务指标



资料来源：渤海证券研究所

图 50：玻璃纤维行业出口情况（亿元）

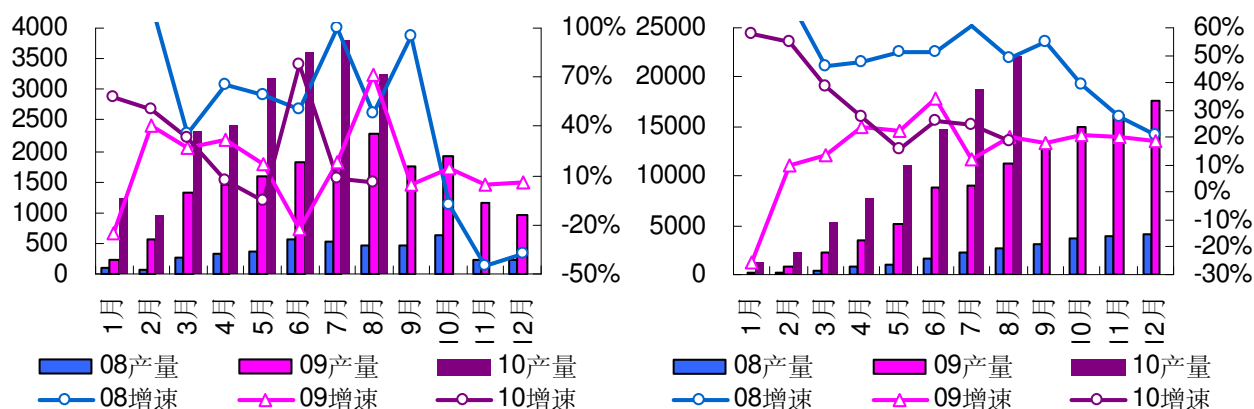


资料来源：渤海证券研究所

2. 防水材料行业

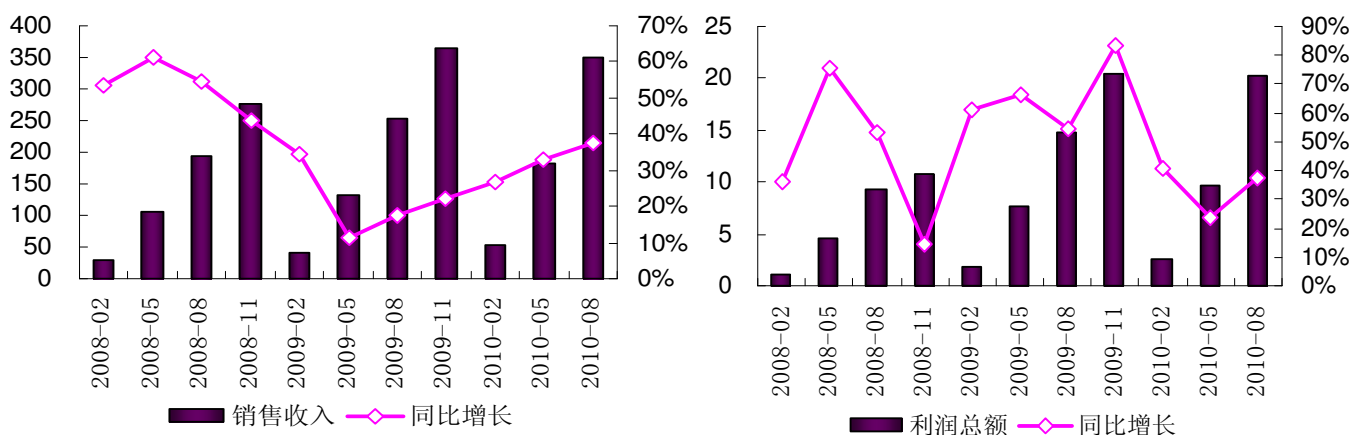
1-8 月，沥青和改性沥青产量为 2.21 亿平米，同比增长 19.0%，增速从年初开始下滑至 5 月份并一直保持 20%左右的水平，5 月以来基本维持和去年同期相近的增长水平。防水建材的收入增速保持连续五个季度的增长，1-8 月收入增速为 37.8%；1-5 月同期出口交货值也同比增长 170.8%。由于 6-8 月毛利率为 14.8%，未达去年同期 17.7%的水平，1-5 月利润总额增速为 37.5%，不及同期销售收入的增幅。考虑到相关个股估值较高，此板块暂不做个股推荐。

图 51：沥青和改性沥青防水卷材月度（左）和累计产量（右）（万平米）



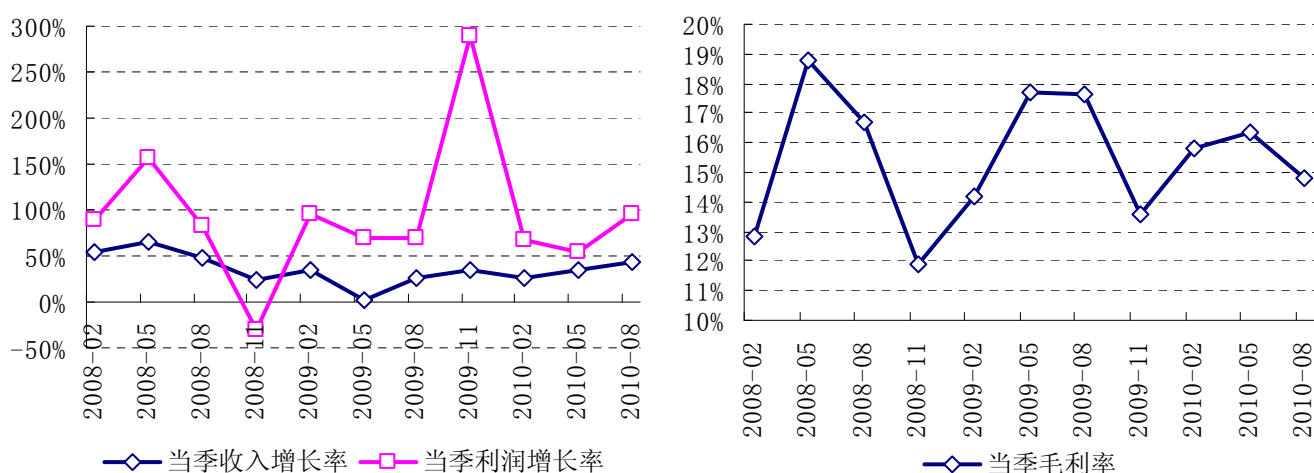
资料来源：渤海证券研究所

图 52：防水建材行业收入和利润总额（亿元）



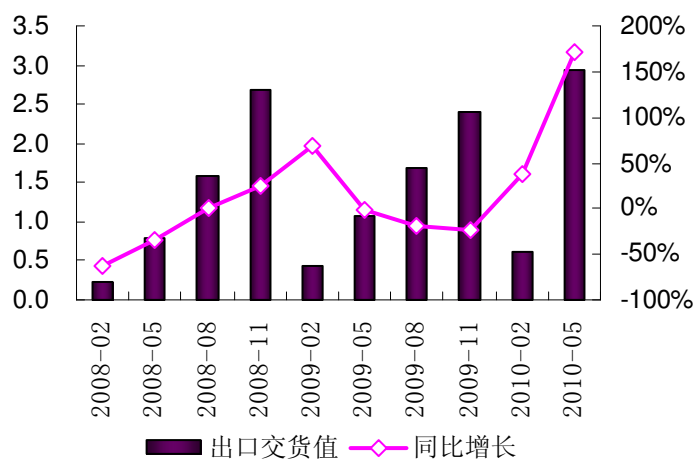
资料来源：渤海证券研究所

图 53：防水建材行业财务指标



资料来源：渤海证券研究所

图 54：防水建材业出口情况（亿元）

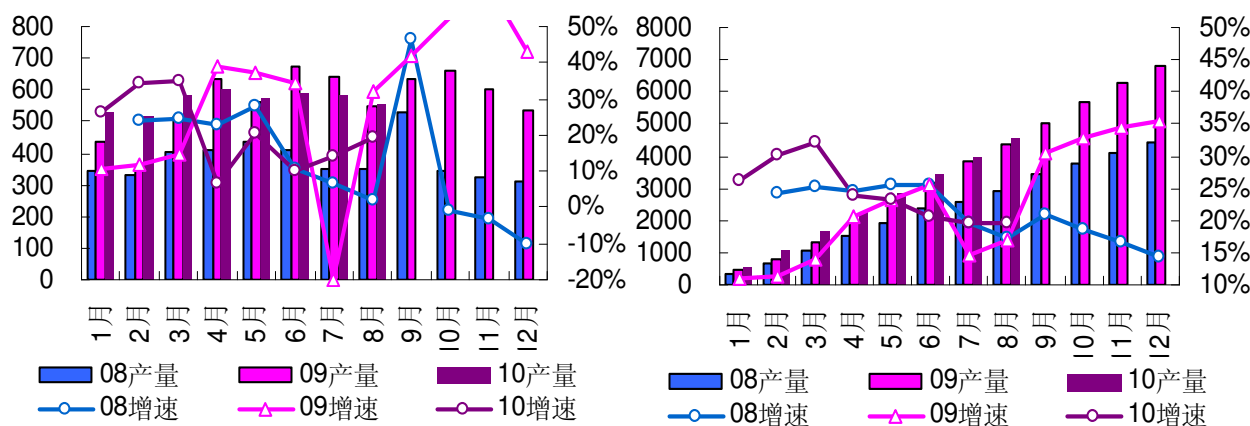


资料来源：渤海证券研究所

3. 耐火材料行业

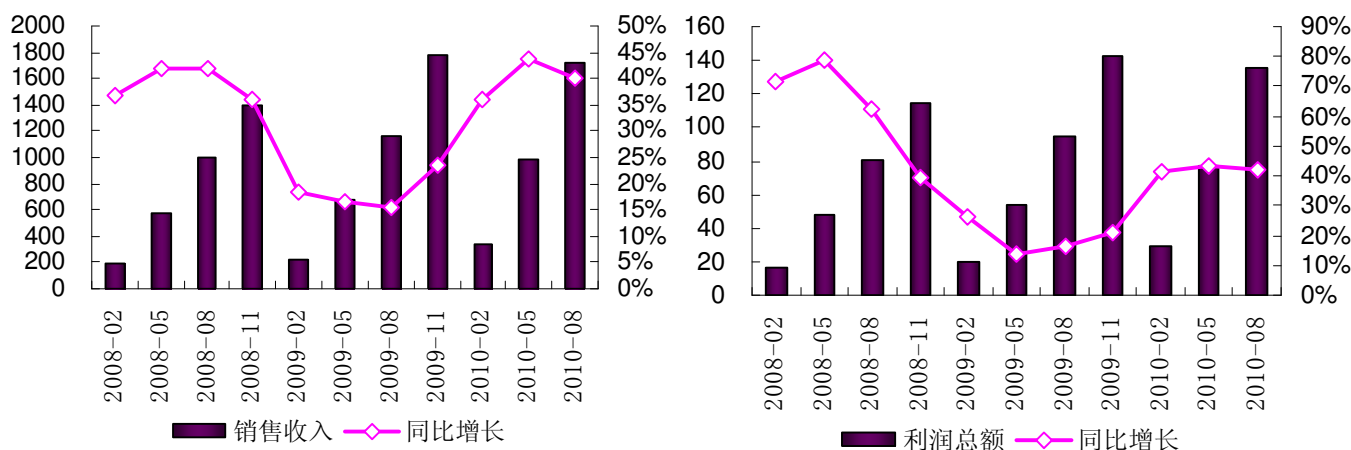
1-8 月，我国耐火材料产量为 4551.5 万吨，同比增长 19.6%，滑落到全年的最低水平。1-8 月，耐火材料实现销售收入 1721.2 亿元，同比增长 40.2%；实现利润总额 135.8 亿元，同比增长 42.2%；1-5 月出口交货值增速为 30.8%，是金融危机以来的最好水平；但当季毛利率仅为 17.2%，基本处于危机以来的最低值水平。在个股选择上，建议关注钢铁耐材、玻璃耐材和陶瓷纤维细分行业龙头濮耐股份、瑞泰科技和鲁阳股份。

图 55：耐火材料月度（左）和累计产量（右）（万吨）



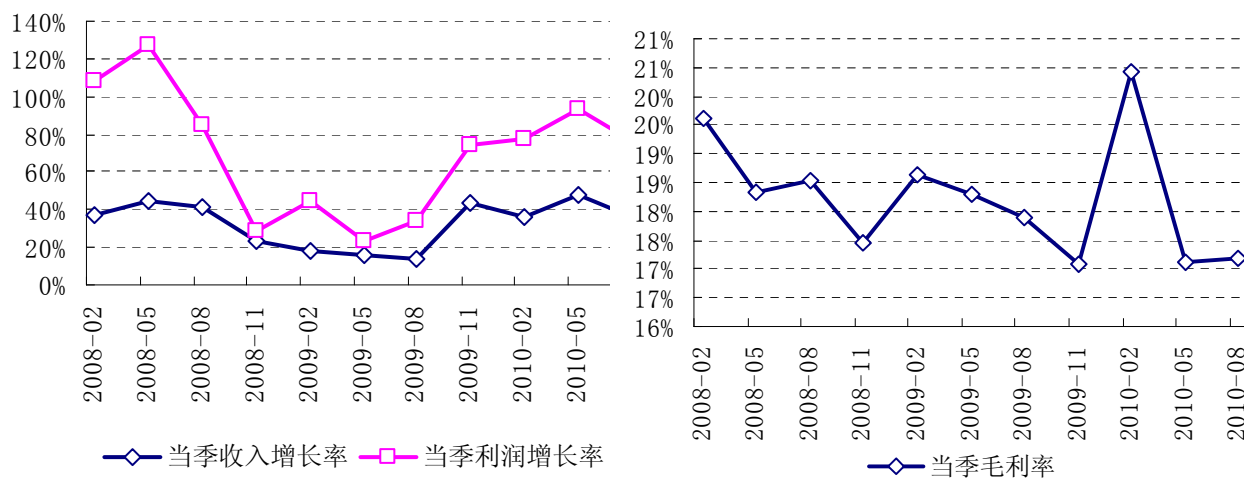
资料来源：渤海证券研究所

图 56：耐火材料行业收入和利润总额（亿元）



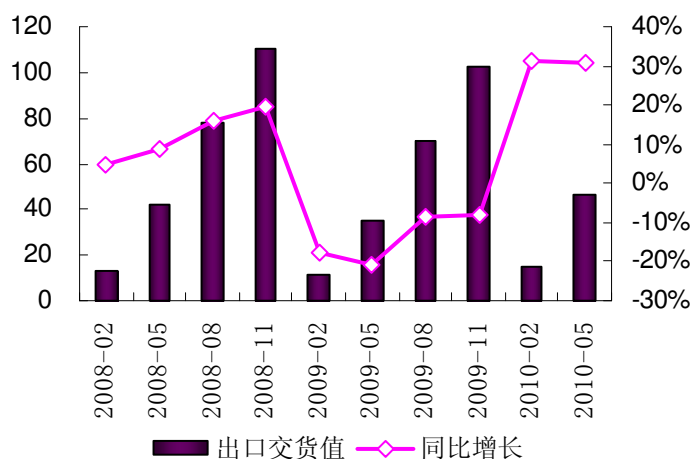
资料来源：渤海证券研究所

图 57：耐火材料行业财务指标



资料来源：渤海证券研究所

图 58：耐火材料行业出口情况（亿元）



资料来源：渤海证券研究所

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、 买入：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、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

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