

西部-推荐 (维持)

其他-推荐 (上调)

2010 年 10 月 07 日

穿越产能过剩迷雾，契合经济转型方向

建材行业2010年四季度投资策略

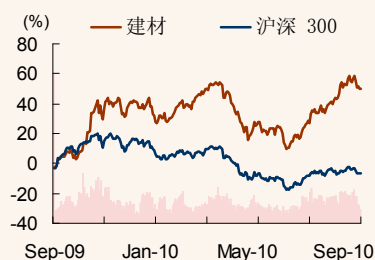
上证指数 2655

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	65	4.0
总市值 (亿元)	3483	1.6
流通市值 (亿元)	2878	2.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	7.8	3.1	40.2
相对表现	9.2	16.4	51.1



相关报告

1、《结构性萧条，政策性繁荣-建材行业 2010 中期投资策略》，2010.6

王晶晶

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

中期策略我们指出行业存在政策性繁荣的机会。进入四季度，供给面正穿越产能过剩迷雾，需求面我们认为房地产再调控以保障房的落实为基础；本文也讨论了日本建设公共住房的建材行业表现经验以及估值。在三季度大幅反弹之后，我们认为短期内估值提升的空间 10% 左右，但仍可期待业绩的超预期，并继续推荐契合经济转型方向的西部水泥、保障房建设、光伏/节能玻璃、复合材料等细分行业。

- **水泥需求端：基建自然回落，房地产调控以保证供给为前提。**在基建投资增长 10%，保障房投资增长 50%，商品房投资增长 5% 的假设下，水泥的需求增速仍然会保持在 8%。房地产若再调控：其一，本次调控的思路将坚决贯彻到供给增长上。其二，地产越调控，为保增长，对西部的刺激就会越明显。日本经验表明公共住房建设期间建材与地产的相关性会下降。
- **水泥供给端：穿越最后的“产能过剩”迷雾。**四季度到明年上半年迎来产能的大幅有效释放，但之后新增产能增长逐步减少直至国家放开新线的审批。我们估算 2011 产能的增长速度为 5%，低于总需求的增长。东部产能释放更少，西部产能释放只是阶段性问题；新疆产能核准若不放开，无法谈论跨越式发展，龙头企业仍然是投资的重要标的，毕竟海螺也是从竞争中走出来的。
- **估值与投资策略。**在普遍反弹 30-50% 之后，水泥行业估值已经提升 2011 年 14 倍的市盈率水平。我们认为行业合理动态估值中枢应当跟随大盘（15 倍）上下 10% 区间内波动，但业绩超预期可期待；并且历史上的四季度是行业旺季，股票表现跑赢大盘的概率在 80%。从西部需求角度，继续推荐祁连山、天山股份、青松建化，从供给和并购整合、保障房角度，推荐海螺水泥。关注金隅股份吸收合并中的太行水泥。
- **与经济转型相关的其他主题仍是精彩纷呈！**进入四季度后，各行业、各地区“十二五规划”陆续出台，和建材相关的主题有节能、光伏、风电、循环经济等，主要集中在节能玻璃、太阳能玻璃、复合材料、石膏板等方面。相关的企业有南玻 A（等待解禁靴子落地）、中航三鑫、中国玻纤、中材科技、北新建材等。我们同时长期看好家装水管行业龙头伟星新材的发展前景。
- **风险提示：**通胀失控迎来宏观经济全面紧缩。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
海螺水泥	22.3	2.01	1.5	1.87	14.9	11.9	2.7	强烈推荐-A
祁连山	19.9	0.94	1.26	1.67	15.8	11.9	4.1	强烈推荐-B
天山股份	27.2	1.12	1.31	1.82	20.8	15.0	3.4	强烈推荐-A
青松建化	19.3	0.56	0.62	0.95	31.1	20.3	6.0	审慎推荐-A
南玻-A	15.6	0.68	0.6	0.71	26.0	21.9	5.9	强烈推荐-A
中航三鑫	15.6	0.18	0.19	0.52	82.1	30.0	4.3	审慎推荐-B
伟星新材	18.6	0.7	0.67	0.92	27.8	20.2	3.3	审慎推荐-A
北新建材	12.9	0.56	0.7	0.92	18.4	14.0	3.3	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、 基本结论	3
二、 水泥：穿越“产能过剩”迷雾，迎接供给积极变化	4
1、 需求的疑问：4 万亿投资进入尾声？房地产再次调控？	6
2、 供给的支撑：政策主动性调控产生的重大利好	7
3、 日本建设公用住房的经验以及估值的讨论	9
4、 投资标的：西北+海螺	11
三、 新兴战略性新兴产业的机会	12

图表目录

图 1：宏观经济结构转变与建材行业投资机会的转变	4
图 2：全国水泥累计产量与增速	5
图 3：分地区水泥产量增速	5
图 4：西北地区水泥价格高位稳步上涨	5
图 5：华北地区水泥价格上涨（有限电影响）	5
图 6：华东地区水泥价格暴涨（有限电影响）	5
图 7：东北地区水泥价格维持高位	5
图 8：西南地区水泥价格已下跌至成本线附近	6
图 9：中南地区水泥价格上涨：主要是两广	6
图 10：固定资产投资与房地产投资的负相关性（%）	6
图 11：公共投资增速回落至 20%	6
图 12：水泥行业固定资产投资进入负增长时代	8
图 13：水泥固投增速（累计）已进入负增长的区域	8
图 14：水泥固投增速（累计）增长区域主要在三北	8
图 15：新增产能投放按时间分区域	9
图 16：日本公共住宅/民间住宅完工面积（比例）	10
图 17：日本建材行业相对估值：1 倍上下 10%波动	10
图 18：建材指数与大盘保持基本一致	10
图 19：建材指数跑赢地产指数	10
图 20：行业静态估值水平（中国）	10
图 21：水泥相对大盘 PE：基本趋向合理（中国）	10
图 22：两广的水泥产量增速：与全国增速保持一致	11
图 23：平均净利率相比过去和全国却在提升	11
图 24：与战略性新兴产业相关的方向	12
图 25：全球光伏市场需求（MW）	13
图 26：中国光伏市场需求（MW）	13
图 27：建材行业历史 PEBand	14
图 28：建材行业历史 PBBand	14
表 1：房地产投资增速敏感性分析	7
表 2：2011 年水泥产量增速敏感性分析	7
表 3：新兴产业相关公司	13
表 4：主要海内外公司盈利预测、估值对比	14

一、基本结论

引言：我们在 6 月份中期策略报告《结构性萧条，政策性繁荣》中指出，中期来看，经济转型期传统行业仍然存在政策性繁荣的机会，短期判断水泥的投资机会在三季度后期。西部战略推进、淘汰落后产能、保障房是我们关注的重点事项。从市场表现来看，机会来的比我们预期的稍早了一些，其中没有预期到的是，部分省市的节能限电带来水泥价格暴涨，提前带来了华东地区的投资机会。我们在其中推荐具有趋势性机会，代表中国未来增长极之一的西北的水泥股祁连山、天山股份、青松建化、冀东水泥，并建议参与海螺水泥的反弹。进入四季度，并展望明年，我们需要思考：

1、水泥需求端：4 万亿过后，需求是否会低迷？房地产再调控，影响是不是还比较大？

我们的看法：在基建投资增长 10%，保障房投资增长 50%，商品房投资增长 5% 的假设下，水泥的需求增速仍然会保持在 8%。房地产若再调控：其一，本次调控的思路将坚决贯彻到供给增长上，整体的供给增长会保持平稳。其二，地产越调控，为实现经济“包容性增长”，对西部的刺激就会越明显。

2、水泥供给端：四季度到明年上半年迎来产能的大幅有效释放，但之后新增产能增长逐步减少直至国家放开新线的审批。新疆产能新建的放开，是否会导致景气变化？

我们的看法：穿越最后的“产能过剩”迷雾，迎接明年中期后的积极变化。假设 2010 年新增产能 2.8 亿吨，淘汰落后产能 1 亿吨，则到 2010 年末总产能约为 22 亿吨，估算 2011 年还有 2 亿吨产能（估算属于较高水平），淘汰落后 0.8 亿吨，则 2011 产能的增长速度为 5%，低于总需求的增长。

东部产能释放更少，西部产能释放只是阶段性问题；新疆产能核准若不放开，无法谈论跨越式发展，只要龙头企业能迅速占领制高点，由于其需求的确定性，仍然是投资的重要标的，毕竟海螺也是从竞争中走出来的。

3、估值与投资策略。在 3 季度行业普遍反弹了 30-50% 之后，水泥行业的估值已经从历史低点提升至 2010 年 17 倍，2011 年 14 倍的市盈率水平。还存在多少上升空间？

我们的看法：我们认为水泥行业合理动态估值中枢应当跟随大盘在 15 倍上下 10% 区间内波动，估值上升空间有限，但业绩超预期可期待，对于还处在高增长期的西部我们认为可以给予一定的溢价。

历史上的四季度是行业旺季，股票表现跑赢大盘的概率在 80%。

从西部需求角度，继续推荐祁连山、天山股份、青松建化，从供给和并购整合、保障房角度，推荐海螺水泥。关注金隅股份吸收合并中的太行水泥。

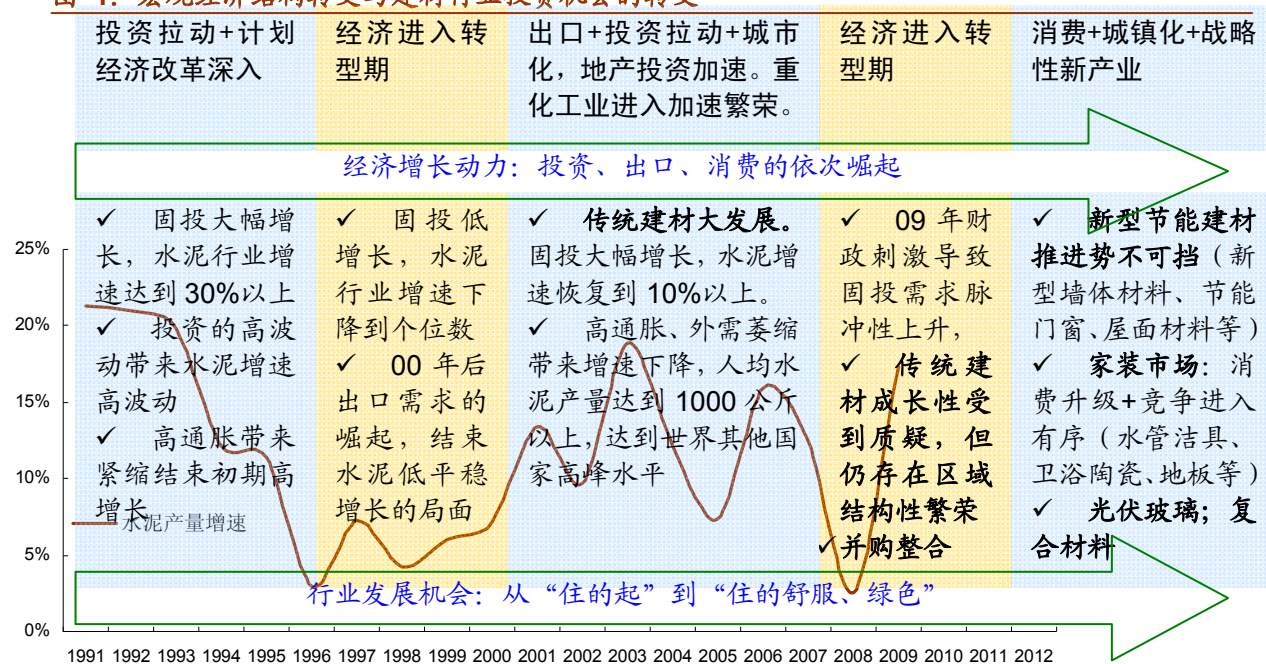
4、与经济转型相关的其他主题仍是精彩纷呈！

进入四季度后，各行业、各地区“十二五规划”陆续出台，《战略性新兴产业规划细则》、《新兴能源产业发展规划》等陆续出台，和建材相关的主题有节能、光伏、风电、循环经济等，主要集中在节能玻璃、太阳能玻璃、复合材料、石膏板等方面。相关的企业有南玻 A（长期竞争力显著，未来将体现新能源估值，10 月份解禁若下跌是买入良机）、中航三鑫（新产品盈利前景诱人，但有转型风险）、中国玻纤、中材科技、北新建材等。我们同时长期看好家装水管行业龙头伟星新材的发展前景。

风险提示：通胀失控迎来宏观经济全面紧缩。

我们曾在中期策略中阐述过经济增长动力变化与本行业的投资线索，如下图所示。遵循这个思考框架，一方面，我们坚持认为水泥的机会是区域性的，而长期来说节能建材、家装建材、光伏、复合材料相关产业方向大有发展空间；另一方面，我们也逐步的注意到，由 38 号文所导致的新增产能强制性减少的效应或将带来整体行业的阶段性繁荣；“十二五”是传统行业并购整合的高潮，龙头企业在并购整合中将发挥重要作用。

图 1：宏观经济结构转变与建材行业投资机会的转变



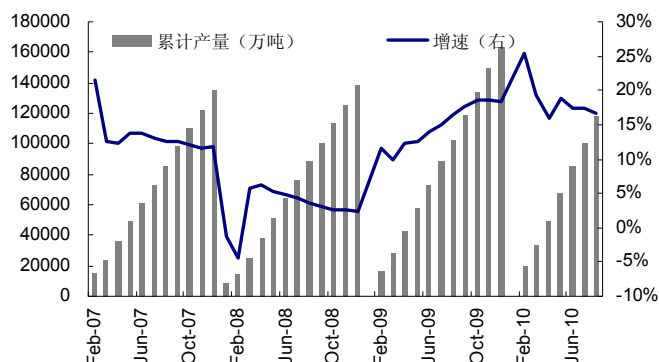
资料来源：招商证券

二、水泥：穿越“产能过剩”迷雾，迎接供给积极变化

预计四季度产量增速下降，但价格维持高位。水泥产量在经历 2009 年的高增长之后，今年 1-8 月份增速小幅回落到 16.7%，但仍属于一个较高的数据。8 月当月的增速为 12.8%。我们猜测 8 月份开始的部分省市限电对当月的产量增速有一定的影响，接下来的四个月仍然会受到限电的影响，量的增长速度会下降，预计 2010 年全年水泥增长在 12-13% 左右，但是价格会保持在高位。

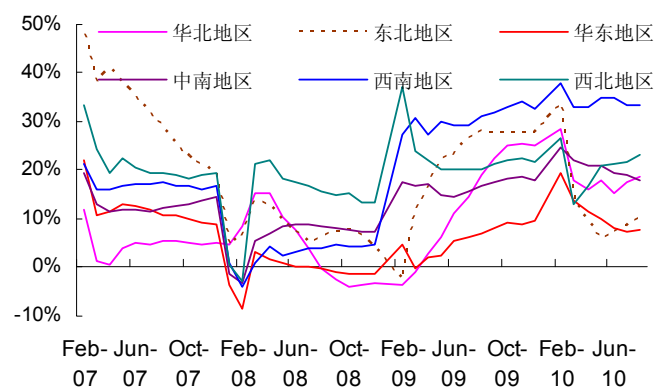
分地区看，增长最快的是西南和西北的增速分别为 33% 和 20%，增长较慢的是华东和东北地区。从价格来看，除西南继续下跌幅度较大之外，其他地区均出现上涨，尤其是限电相关的华东和两广地区。

图 2: 全国水泥累计产量与增速



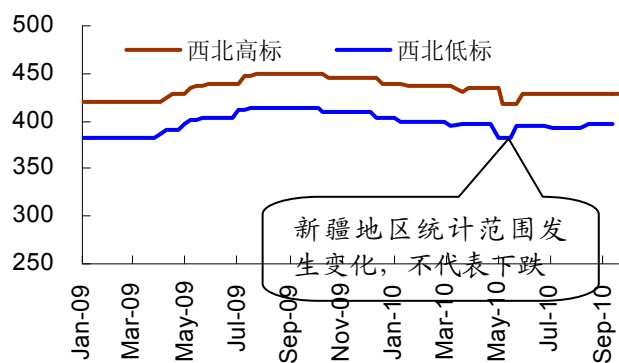
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心。为了使数据便于可比, 我们去掉了 1 月份的数据。

图 3: 分地区水泥产量增速



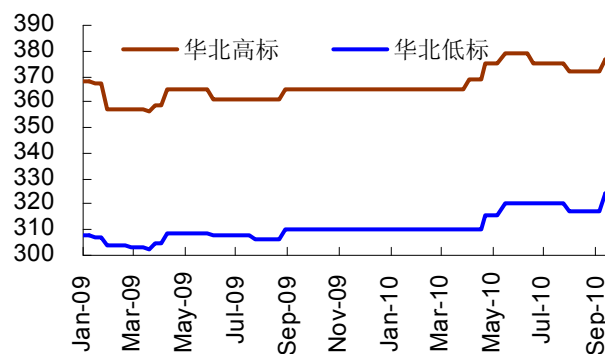
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 4: 西北地区水泥价格高位稳步上涨



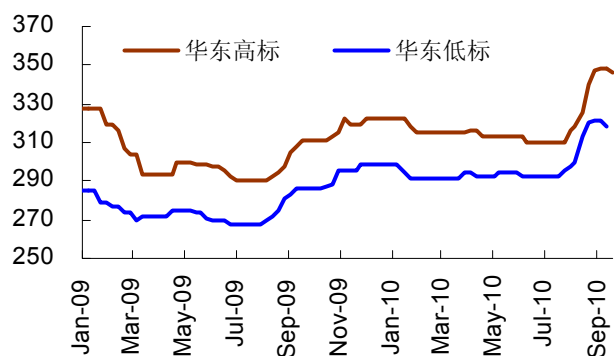
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 5: 华北地区水泥价格上涨 (有限电影响)



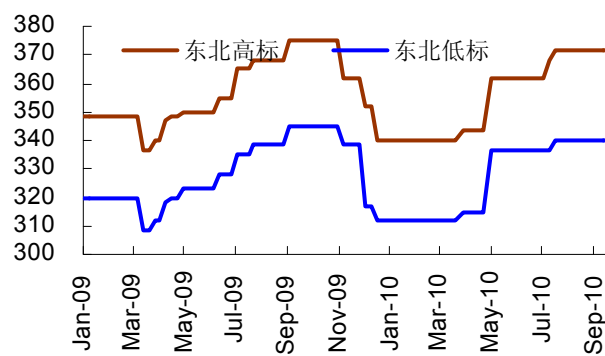
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

图 6: 华东地区水泥价格暴涨 (有限电影响)



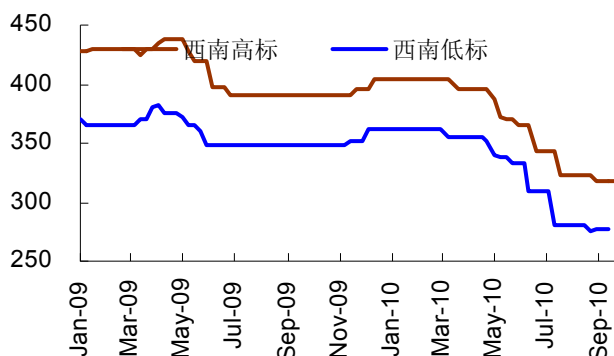
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 7: 东北地区水泥价格维持高位



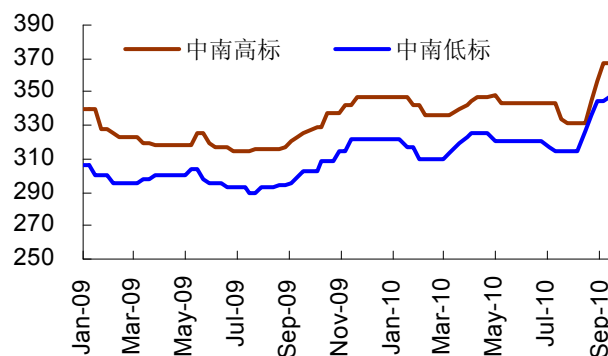
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

图 8: 西南地区水泥价格已下跌至成本线附近



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 9: 中南地区水泥价格上涨：主要是两广



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心

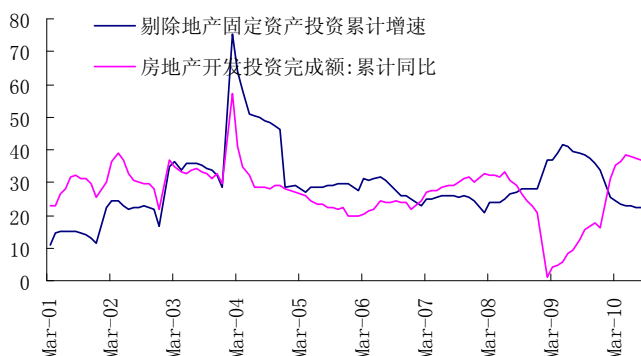
1、需求的疑问：4 万亿投资进入尾声？房地产再次调控？

对于此，我们坚持中期策略中的观点。

与市场不同的看法：私人实业投资会受益于公共投资、房地产投资的下降。事实上，从过去 2009 年的数据中我们看到了明显的国进民退的痕迹，地产进、私人实业投资退的迹象。从 2005 年以来，我们明显的看到房地产投资的上升带来了实业投资的下滑，两者之间存在一个负相关的关系。这不但说明公共投资挤出效应是确实存在的，而且说明房地产对实业投资的挤出效应也存在。换句话说，假如房地产投资和公共投资回归到正常水平的话，私人的实业投资增速会上升，虽然短期在转换上面可能会带来痛苦，但这对经济体来说才是一个健康的循环。

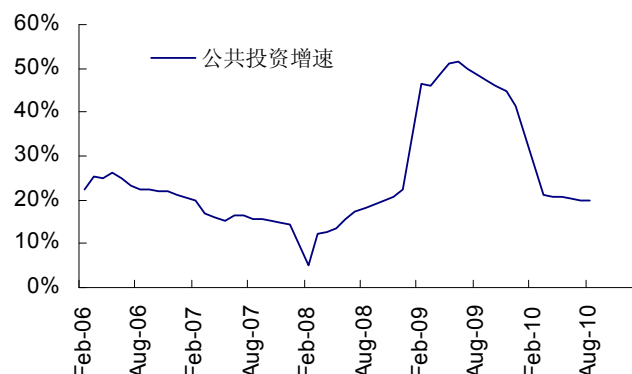
况且，我们看到现在市场已经逐步认同保障性住房建设会得到认真执行的观点。见下文对日本 70 年代公租房建设期间的经验观察。

图 10: 固定资产投资与房地产投资的负相关性 (%)



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图 11: 公共投资增速回落至 20%



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

站在目前的时点，我们需要考虑未来一年的供需情况：

- 房地投资：今年的保障房是 580 万套，相对于去年的 330 万吨增长 76%，假设明年能有 50% 的增长，假设商品房投资增速为 5%，则房地产投资增速能保持在 10.5%。

表 1：房地产投资增速敏感性分析

		保障性住房投资增速					
		10.5%	30%	40%	50%	60%	70%
商品房投资增速	15%	16.8%	18.1%	19.3%	20.5%	21.7%	
	10%	12.4%	13.7%	14.9%	16.1%	17.3%	
	5%	8.1%	9.3%	10.5%	11.7%	12.9%	
	0%	3.7%	4.9%	6.1%	7.3%	8.5%	
	-5%	-0.7%	0.5%	1.7%	2.9%	4.2%	

资料来源：招商证券

- 基建投资：基于 4 万亿的陆续投放完毕，我们假设基建在 2011 年能在 2010 年的基础上保持 10% 的增长，总的来说，这还是一个保守的数据，因为重大基建项目一旦开工，其延续性是比较强的。资金来源方面地方政府债、融资平台的重新启动、民间资本的参与都会是有力支持。
- 总的来说固定资产投资增长仍能保持 19% 左右，甚至更高，在此情况下，水泥增速仍有 8% 左右。

表 2：2011 年水泥产量增速敏感性分析

		保障房投资增速					
		8.0%	30%	40%	50.0%	60%	70%
基建投资	18%		11.9%	12.1%	12.4%	12.6%	12.8%
	15%		10.3%	10.5%	10.7%	11.0%	11.2%
	10%		7.6%	7.8%	8.0%	8.3%	8.5%
	5%		4.9%	5.1%	5.3%	5.6%	5.8%
	2%		3.3%	3.5%	3.7%	4.0%	4.2%

资料来源：招商证券

2、供给的支撑：政策主动性调控产生的重大利好

关于供给，目前有两种看法：

一、本轮水泥固定资产投资的高增长估算还有大量产能在今年四季度和明年上半年形成，会对价格产生向下的压力

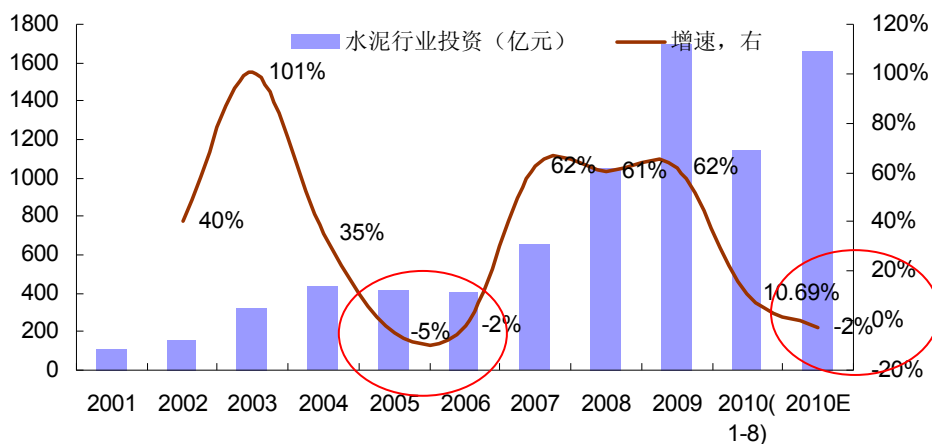
- 关于这一点，我们认为实体经济确实可能出现这样的情况，我们原先也预测下半年后供给过剩压力会增大，但是被限电等因素所扰动。这可能要到明年限电因素消除之后，会体现出来。但是我们认为这个并不可怕，因为，这是滞后指标。如果因为这个因素出现股价下跌，则是买入的机会。

二、供需边际在好转。

- 38 号文“严格控制新增水泥产能”，执行等量淘汰落后产能的原则，对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理。
- 对新线审批的严格控制的效果我们已经看到，1-8 月份水泥固定资产投资增速已经下降到 10.7%，当月出现负增长。我们预测今年全年的固投增速也接近零增长或者负增长。这已经意味着除了个别区域，明年下半年到后年的新增产能将非常少。
- 从目前政府部门的导向来看，还看不到放开新线审批的信号，基本可以预测 2011 年的固定资产投资也是负增长。这种情况在 2005-2006 年出现过，此后迎来了利

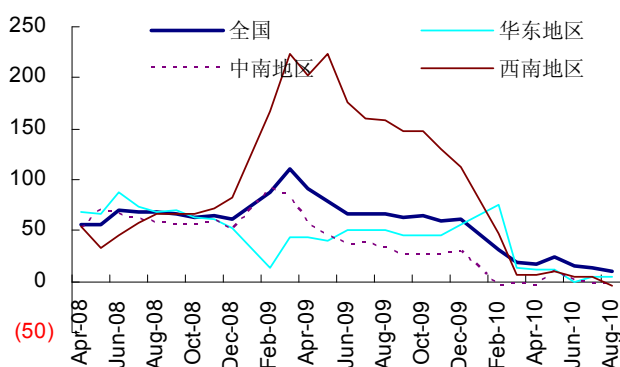
润的大幅好转，牛市从 06 年就已经开始表现。不同的是，2005 年是宏观紧缩的年份，需求萎缩导致行业利润大幅下跌。而我判断 2011-2012 年是本轮经济周期的上升期，过去三年的产能高速扩张只会反应为局部的，当然最大的风险是通胀失控引起的紧缩。

图 12: 水泥行业固定资产投资进入负增长时代



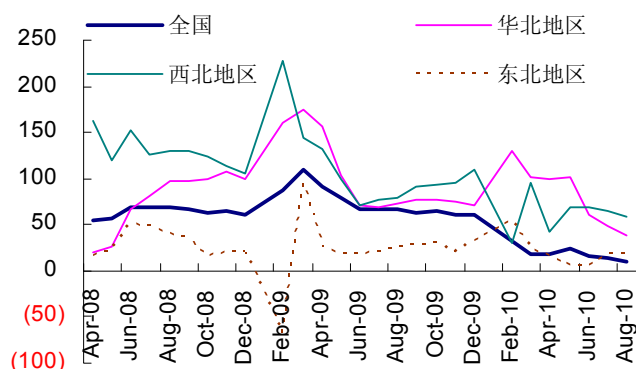
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 13: 水泥固投增速 (累计) 已进入负增长的区域



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心。

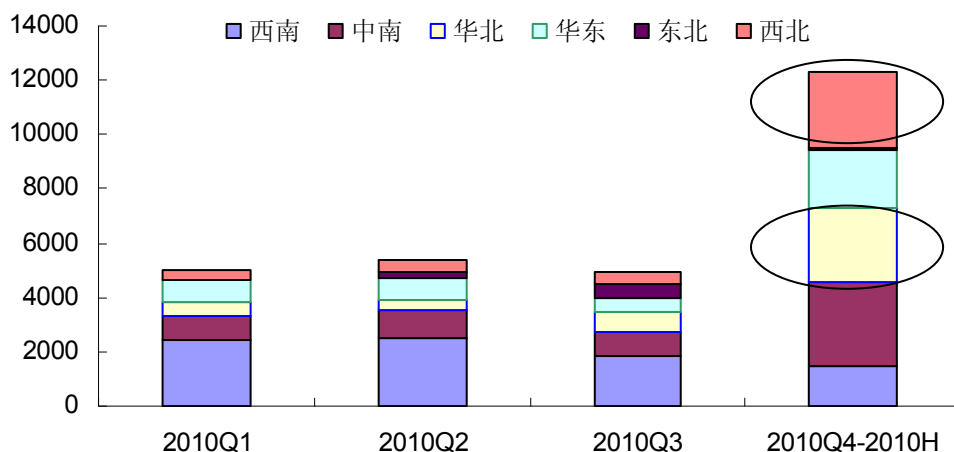
图 14: 水泥固投增速 (累计) 增长区域主要在三北



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

如果我们统计下今年四季度到明年上半年的新增产能，发现虽然总量仍然有 1.3 万亿左右（按媒体公开数据），但是从新产能占产量（2010 预估）看，除华北、西北在 13-25% 左右，其他区域占比基本在 5% 左右。其中华东地区的产能释放主要来自于海螺水泥三条 12000t/d 的大线，华北的新增产能主要是内蒙和河北，西北的新增产能看起来较多，但其实际产能发挥效果往往只能达到 80% 左右，不排除出现阶段性的局部过剩，但趋势仍然向好。

图 15: 新增产能投放按时间分区域



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

3、日本建设公用住房的经验以及估值的讨论

房地产二次调控的政策在节前出台,我们认为本次调控的特点有两个:市场对调控已经有所预期;本次调控强调供给的重要性。我们借鉴一下日本在 70 年代后期执行保障房政策的表现。

1966 年,为解决住房短缺、提高居住质量,日本建立了国民住宅计划。该计划一直执行到 2005 年,期间共经历了 10 个五年规划。日本的住宅供给中,使用政府资金建造的“公共住宅”占有相当大的比重。政府提供公共住宅的主要方式有三种,分别是通过“住宅金融公库”向建造或购买住宅的个人提供长期低息贷款;地方政府在中央政府的补贴支持下建设廉租住房;中央政府设立“日本住宅公团”为大城市的工薪阶层提供住宅及宅基地。

公用住房建设增加期间,建材指数与地产关系不再密切。我们以 70 年代的数据为例(日本执行积极财政政策的典型成功案例),第一次石油危机后,日本经济还处在恢复当中,因为第二次石油危机到来的原因,日本政府保持了偏紧了货币政策,而以积极财政政策代替。1978-1981 年的数据看,公共住宅面积相对民间住宅的建筑面积比例上升,从股票市场来说,建材指数基本与大盘一致,但是跑赢地产指数。

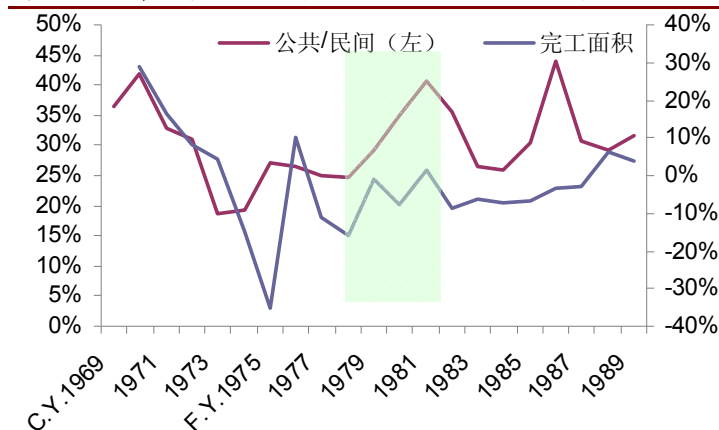
成熟期估值围绕大盘估值 1 倍上下 10%波动。从估值来看,建材行业估值相对大盘估值比例在 1 左右上下 10%波动。需要说明的是,73 年之后日本的完工面积达到顶峰,年均 2 亿平方米左右,也就是城市化达到一个 70%高峰的水平,已经进入一个成熟水平。从内在逻辑上说,是建材行业的增长开始同步于经济增长。

对我们的启示:相同的地方在于,目前中国的宏观调控形势也是基于控制通胀预期的结构刺激政策,并且是房价上涨的矛盾在此时尤为突出;不同的地方在于从长周期看,中国目前的空间要远大于当时的日本。得出的主要结论有:

- 以供给为保障的房地产调控将建材行业的涨跌与房地产的关系逐渐脱离
- 估值的一个简单化思考。基于未来五年行业的增长速度还应略高于整体经济增长,因此我们倾向于认为行业的估值应当在大盘 1.1 倍上下 10%波动。目前整体市场估值水平为 2011 年 13.4 倍,那么合理的行业估值中枢应当为 15 倍左右。

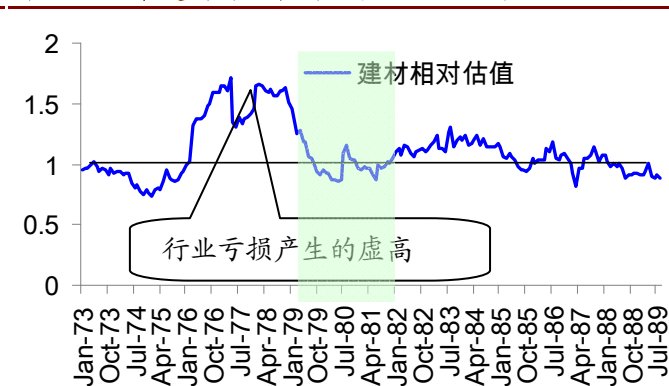
- 在三季度水泥行业普遍反弹 30-50%之后，行业明年的动态 PE 估计为 14 倍左右，我们认为相对大盘估值开始趋向合理，估值向上空间变得有限（10-15%左右），除非大盘整体估值获得提升、行业盈利超预期增长。我们这认为可以期待。

图 16: 日本公共住宅/民间住宅完工面积（比例）



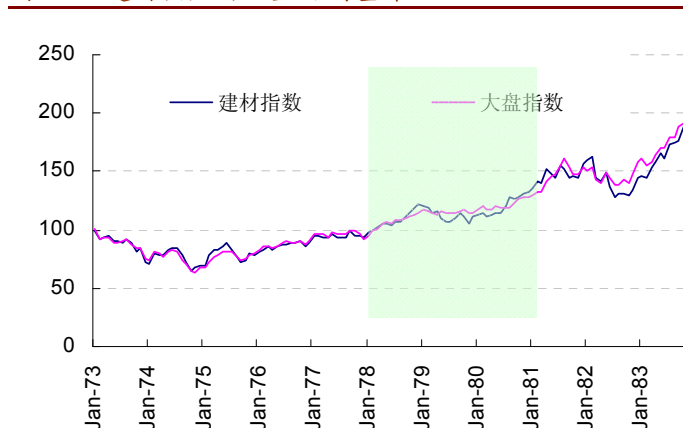
资料来源：日本统计局，招商证券研发中心。

图 17: 日本建材行业相对估值：1 倍上下 10%波动



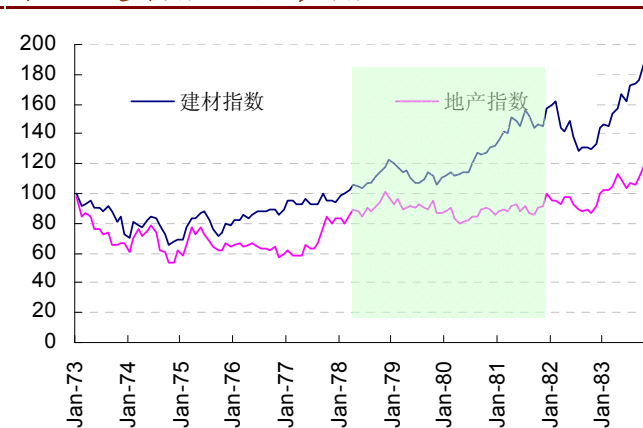
资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图 18: 建材指数与大盘保持基本一致



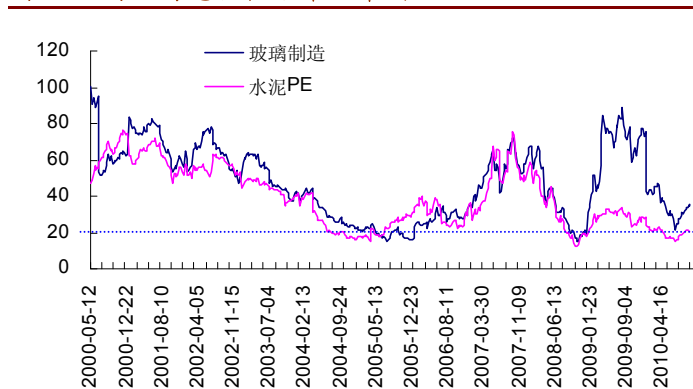
资料来源：ds，招商证券研发中心。

图 19: 建材指数跑赢地产指数



资料来源：ds，招商证券研发中心。

图 20: 行业静态估值水平（中国）



资料来源：wind，招商证券研发中心。

图 21: 水泥相对大盘 PE：基本趋向合理（中国）



资料来源：wind，招商证券研发中心。

4、投资标的：西北+海螺

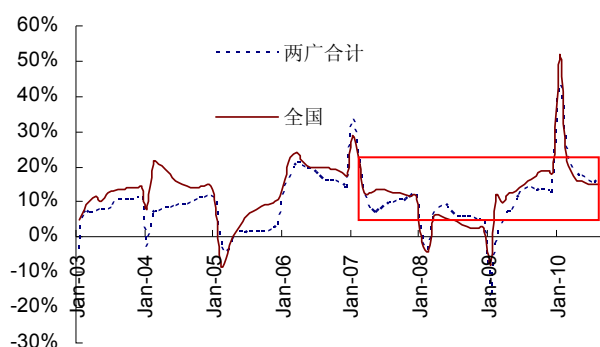
由上述产能分析引发的一个问题是：西北水泥股还值得投资吗？我们的答案是肯定的。

首先，关于需求的趋势性。西部正在成为中国新的增长极之一，是中国经济结构调整的重要内容之一。我们要清醒的认识到这是一个趋势。这一点是产能扩张的前提。正如华东地区在前面五年也曾经迎来过激烈的价格战、产能过剩，但是这不妨碍海螺的出现；

关于供给的不完全性。我们发现西北区域的产能建设对于一些小企业来说并不是顺利的事情，而且部分地区存在的高原降耗、季节性因素往往使得实际发挥的产能只有设计产能的 80% 左右。在保证重点工程供货上，大企业的竞争优势特别明显。

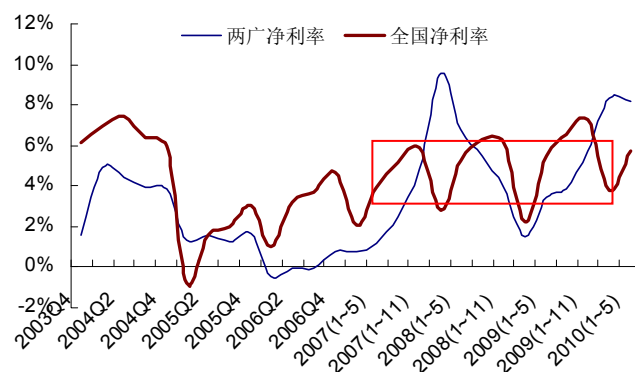
其次，关于竞争结构的重要性。西北区域尤其是新疆、甘青，都存在着龙头（天山占有率 50%+青松建化 20%，祁连山占有率 30%，会尽快提升至 50%）把控的局面。关于这一点，我们可以参照宁夏的赛马（60% 的区域占有率，虽然市场此前担心过产能过剩，但是今年以来价格并没有大幅度下调）、两广的华润、台泥、海螺三大巨头竞合的结果（07 年以来产量增速和全国保持较为一致，但是净利率水平相较于向全国的水平在改善；按照海螺上半年的收益看，两广的吨毛利水平是其所有区域中最高的，达到 80-90 元）。

图 22：两广的水泥产量增速：与全国增速保持一致



资料来源：DC，招商证券研发中心。

图 23：平均净利率相比过去和全国却在提升



资料来源：DC，招商证券研发中心。

我们相信，如果在一个上升趋势中遇到阶段性的产能过剩的问题，并不是致命问题，只要我们对具备成本优先、布局占优的龙头企业。

我们推荐的公司是祁连山（需求增长+市场份额提升+区域新线控制）；天山股份（布局优势+央企背景）；青松建化（布局优势+后续能源矿业的增长支持）

另外，我们也认为海螺水泥可以作为重点推荐对象：

- 1、限电带来今年业绩的超预期。由于公司将熟料从安徽运至江浙，在保证量的基础上提升价格水平，属于受益最明显的企业。
- 2、公司所处的区域向上弹性大：华东地区新增产能将投放完毕，明年主要就是海螺的三条 12000t/d 的大线，价格方面和南方水泥协同默契；西南已经进入最坏的时刻；湖南和江西，可以预期将后来的整合会如果浙江的整合一般出现效果，巨头之间的竞争会趋向理性，未来的集中度将会提升。

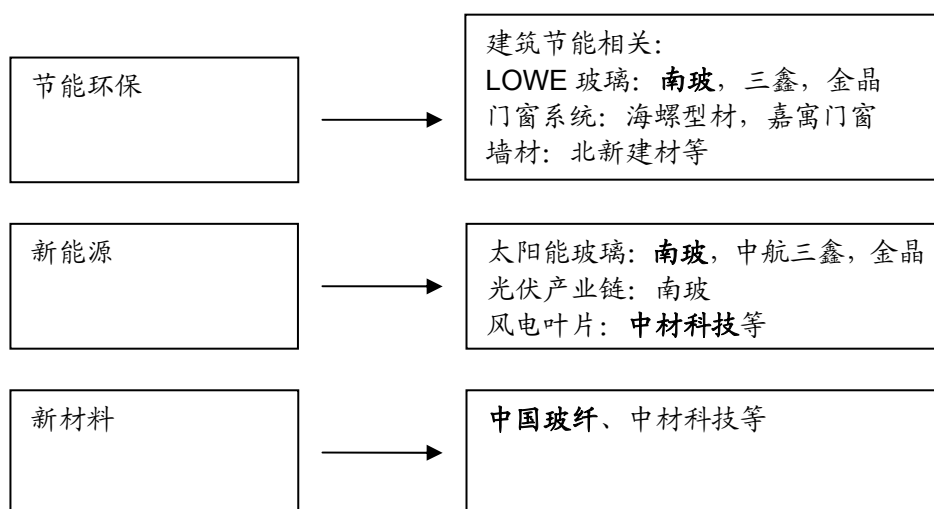
最后，我们提醒投资者可关注在换股吸收合并中的太行水泥，拥有 10.8 元的现金选择权，这是铁底。

三、新兴战略性产业的机会

进入四季度后，各行业、各地区“十二五规划”陆续出台，《战略性新兴产业规划细则》、《新兴能源产业发展规划》等陆续出台，和建材相关的主题有节能、光伏、风电、循环经济等，主要集中在节能玻璃、太阳能玻璃、复合材料、石膏板等方面。

在七大战略性新兴产业中，与建材行业相关的有节能环保、新能源、新材料等，我们最看好的公司有南玻、中国玻纤（吸收合并；业绩承诺；行业使用前景开发）等。另外，我们同时长期看好家装水管行业龙头伟星新材（短期与商品房的关系太密切，对估值有压抑）、石膏板龙头北新建材。

图 24：与战略性新兴产业相关的方向

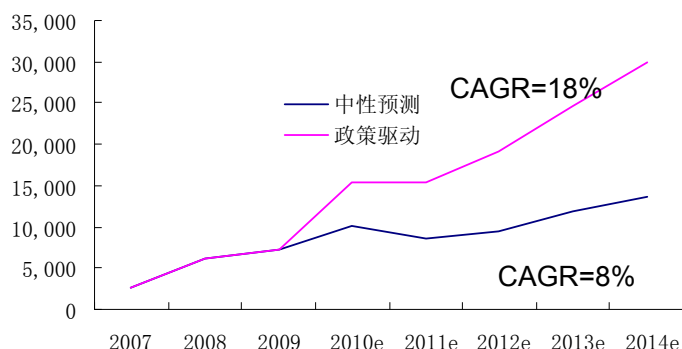


资料来源：招商证券研发中心

光伏市场发展道路曲折，前景远大。虽然受政策补贴的影响还是很大，受 2010 年下半年的提前需求影响，2011 年的增长可能并不那么乐观，但是拉长来看，随着成本的下降，这还是一个高增长的行业。

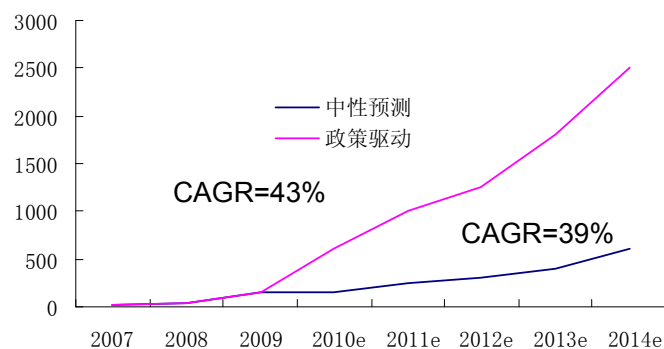
根据 EPIA 的预测，全国的光伏需求 2010 年乐观情况下预计达到 15.5MW，在无政策支持下，未来四年的复合增长率是 8%，在政策驱动的情况下增长率是 18%，其中 2011 年的需求基本与今年持平。而中国市场来说，由于基数小，在没有政策支持的情况下，未来四年的复合增长率是 39%，2014 年到达 600MW，在有政策支持的情况下，未来四年的复合增长率是 43%，到 2014 年达到 2500MW。

图 25: 全球光伏市场需求 (MW)



资料来源: EPIA, 招商证券研发中心。

图 26: 中国光伏市场需求 (MW)



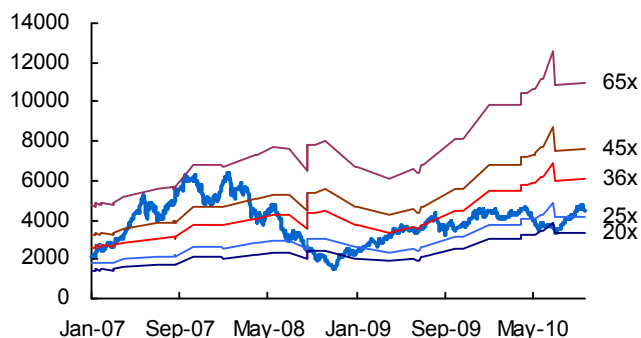
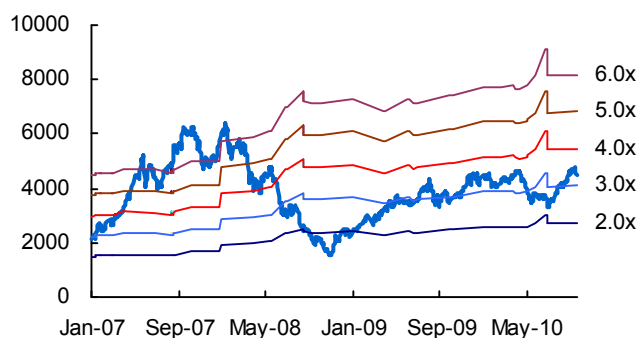
资料来源: EPIA, 招商证券研发中心

PPG 公司预测, 到 2015 年太阳能玻璃产业将占平板玻璃销售的 10%到 20%。太阳能玻璃主要有两种: (1) 太阳能电池制作过程中正面覆盖的玻璃, 使用的就是超白压延玻璃, 或称之为太阳能电池封装玻璃。太阳能电池封装玻璃的生产工艺主要为压延法。(2) 薄膜电池中用的 TCO 导电玻璃。目前太阳能超白压延的技术门槛已不算高, 国内几大主要的玻璃厂商皆有生产, 而 TCO 镀膜的技术门槛较高, 皮尔金顿、PPG 等主要国际厂商掌握。南玻是自主掌握知识产权、并能量化生产的国内厂家, 中航三鑫引进了 PPG 的技术, 预计明年投产。

表 3: 新兴产业相关公司

公司	主要看点	风险	投资评级及盈利预测
南玻 A	最有竞争力、学习能力最强的玻璃企业之一。1、努力平滑周期性, 及时根据行业发展方向进行转型, 未来三年预计达到 200 亿元收入, 其中光伏产业 100 亿元, 工程玻璃 30 亿, 精细玻璃 35 亿, 平板玻璃 40 亿; 2、太阳能全产业链已初步形成, 多晶硅成本在国内做到领先; 超白光伏玻璃国内产能最大、TCO 国内技术领先, 量产; 3、工程玻璃产能未来两年翻番, 推出二三代产品, 竞争实力强。4、公司意欲大力打造精细玻璃平台, 成为一个新的增长点	10 月 15 日 2.93 亿股机构定向增发股份解禁, 期望能出现一个较好的买点; 多晶硅暴涨之后的理性回归, 新产业技术经营等方面出现的不稳定性	强烈推荐-A; 预测 2010-2012 年 EPS 为 0.60、0.71、0.95 元
中航三鑫	1、未来的看点在海南特波的 4 条线和蚌埠的两条超白玻璃生产线 2、公司引进的在线 LOWE 玻璃适合民用大规模推广; 技术领先; 3、公司引进的在线 TCO 生产线国际技术领先; 4、1 号线的汽车电子玻璃和蚌埠超白压延目前都已找到战略销售对象; 5、大股东是中航工业	主要生产线在明年中期之后投产; 公司从幕墙向玻璃公司转型面临管理、营销、技术风险; PPG 高达 3-5%收入比例的技术使用费提成在行业景气不好时降低抗风险能力	审慎推荐-B; 预测 2010-2012 年 EPS 为 0.19、0.52、0.94 元
中国玻纤	1、国内第一、世界领先的玻璃纤维专业供应商, 吸收合并巨石 49%股权计划于明年初完成, 公司给出 10-12 年的业绩承诺 2、玻纤是重要复合增强采矿, 行业是低碳经济的代表之一, 3、下游应用广泛, 建筑、风电、汽车等都是重要的需求增长点, 行业应用范围的扩大	反倾销风险; 行业应用推广不畅	暂不给以评级

资料来源: 招商证券研发中心。

图 27: 建材行业历史PEBand

图 28: 建材行业历史PBBand


说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
 2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

表 4: 主要海内外公司盈利预测、估值对比

股价		估值				EPS			盈利水平		
		PE_RATIO	10PE	11PE	PB	09EPS	10EPS	11EPS	毛利率	净利率	本年预测 ROE
A 股											
海螺水泥	22.9	20.1	16.9	13.8	2.8	0.99	1.50	1.87	28.1	14.0	14.5
冀东水泥	21.2	21.1	17.5	13.4	3.6	0.81	1.21	1.57	31.2	14.3	18.8
华新水泥	2.2	11.8	23.5	14.9	1.3	1.24	0.62	0.98	22.3	7.3	6.8
祁连山	19.6	18.6	15.9	11.8	4.1	0.94	1.26	1.67	41.6	16.7	23.5
青松建化	19.6	31.6	29.5	21.0	4.7	1.12	0.62	0.95	27.9	16.7	15.4
天山股份	27.7	26.1	23.2	17.0	3.5	1.12	1.31	1.84	25.9	8.6	19.4
江西水泥	8.8	131.3	15.9	13.5	3.3	0.17	0.55	0.65	17.8	2.3	
塔牌集团	13.5	22.4	17.7	13.2	2.7	0.54	0.76	1.00	25.8	8.4	
赛马实业	29.8	12.2	12.8	11.3	2.6	2.28	2.31	2.55	42.1	24.8	17.7
亚泰集团	6.4	18.7	11.8	8.8	1.7	0.39	0.54	0.72	27.4	12.5	12.5
港股											
安徽海螺	34.8	26.3	22.1	18.3	3.6	0.99	1.37	1.65	28.1	14.0	15.4
中国建材	18.4	15.2	13.6	11.3	2.8	0.96	1.16	1.39	19.5	7.1	19.8
中材股份	6.7	24.0	16.9	12.5	2.5	0.20	0.34	0.46	17.8	2.4	13.7
金隅股份	11.2	15.3	13.0	9.9	2.5	0.47	0.74	0.98	27.9	17.4	16.2
山水水泥	5.0	15.4	11.9	9.4	2.3	0.25	0.36	0.46	20.4	8.0	17.9
亚洲水泥	3.7	11.5	10.6	9.1	0.7	0.39	0.30	0.35	28.8	14.5	6.9
华润水泥	4.9		18.1	11.9	2.5	0.40	0.27	0.40	29.6	14.6	13.0
台泥	2.8	15.1	9.0	6.6	1.0	0.08	0.31	0.42	12.7	3.0	9.4
主要国际巨头											
豪西蒙	62.0	15.2	15.0	11.7	1.1	4.17	4.19	5.42	42.9	7.0	7.1
海德堡	35.5		12.2	8.3	0.6	4.10	2.93	4.32		0.4	5.3
拉法基	41.4	15.6	12.6	9.8	0.7	3.03	3.32	4.25	26.3	4.6	6.4
爱尔兰	12.4	15.8	17.0	13.0	0.9	0.85	0.75	0.98	28.0	3.4	5.6
CRH											
意大利水泥	6.6	111.3	26.6	15.1	0.5	0.39	0.26	0.45		1.4	1.6
墨西哥水泥	10.4	16.0		17.6	0.5	0.65	-2.42	0.59	29.4	0.7	-1.0

资料来源: bloomberg, 招商证券研发中心。

参考报告:

- 1、《结构性萧条，政策性繁荣-建材行业 2010 中期投资策略》2010.6，随着经济进入转型期，大行业进入结构性萧条，趋势性机会来自于政策刺激的西部（祁连山、天山股份、青松建化等；以及节能和家装市场机会。
- 2、《祁连山(600720)- 产能大幅扩张，享受西部大开发推进的盛宴》，公司深度研究，2010/7/27。指出西部大开发带来的建材股的投资机会是趋势性的。西部大开发第二个十年将带来西部建设的加速发展，人均 GDP 处于低位的甘肃青海地区存在较大的发展空间，作为区域龙头的祁连山到 2012 年底产能预计较目前扩张两倍，其市场占有率大幅提升至 50%以上，并且中材入主后带来了内部效率的改善，给予“强烈推荐-B”的投资评级。
- 3、《青松建化(600425)- 期待与新疆共同跨越式发展》，2010/7/29。强调西部大开发带来的建材股的投资机会是趋势性的。青松建化是南疆水泥龙头，沿南疆铁路、高等级公路的布局基本完成。有助于抢占南疆市场先机，预计未来三年的产量增速约为 25-35%，能源为公司后续增长提供支持；
- 4、《伟星新材（002372）-塑料水管行业的闪亮之星》，公司深度研究，2010/7/7,公司是塑料管道龙头的有力竞争者，共同面向家装与工程市场。我们在文中详细分析了下游细分需求的增长前景，并认为其增长仍较为乐观。家装水管为主的特点决定了品牌和渠道占优者为王。考虑到公司在品牌、渠道建设、管理层的竞争优势，我们认为公司是行业的一颗闪亮之星，率先成为行业品牌龙头的概率较大。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，入围 2009 年新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司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。我公司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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。