

建筑材料

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745 lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709 wangqin1@cjis.cn

参与人: 王海青

执业证书编号: S0960110080404

0755-82026839 wanghaiqing@cjis.cn

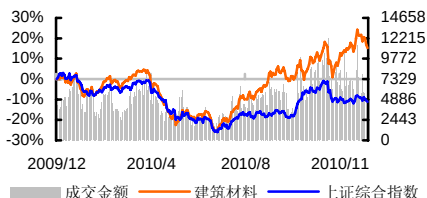
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	49
总市值(亿元)	4024
占 A 股比例(%)	0.73%
平均市盈率(倍)	105.24

行业表现

(%)	1M	3M	6M
建筑材料	5.18	16.15	37.63
上证综合指数	-0.87	0.00	10.46



相关报告

《建筑材料-价格继续疯涨 需求大幅反弹》

2010-12-27

《行业研究_20101220_建材行业周报(2010.12.13-2010.12.20)》2010-12-20

《青龙管业-深耕于西北和华北的管道龙头》2010-12-20

建材行业 2011 年投资策略

中性

在增速放缓的背景下寻找结构性的投资机会

我们认为目前是建材行业发展的转折点,这种转折的背景是中国经济整体由外需拉动向内需拉动转移,由传统的投资拉动型向新经济增长点的转移。在这种背景下,建材行业期待出现整体行业性投资机会的概率正在逐渐变小。本文对未来如何选择结构性的机会作了初步的探讨。

投资要点:

- **增速逐渐放缓成为不可规避的现实。**4 万亿是本轮建材行业景气周期的起点,但是随着 4 万亿项目的逐渐实施和宽松货币政策的退出,建材需求和利润增速的放缓已经成为不可规避的事实。经过我们分析,水泥行业需求和利润增长的高峰已经分别出现在去年 3 季度和 4 季度。而玻璃行业需求和利润增长的高峰出现在今年的上半年。我们预计明年,甚至在未来相当长一段时间内增速放缓将成为我们行业研究面临的主要问题。我们预计在 2010 年下半年和 2011 年上半年投产的生产线压力将在明年释放,将会对行业整体利润产生压力。
- **在行业整体投资机会减少的情况下,结构性机会可期。**在此轮周期里,比较突出的特点是结构性差异的加大。在水泥行业中,表现为区域差异加大。各区域利润增长甚至出现完全相反的状况。而在玻璃行业中,产品结构的差异也越来越明显,在这种情况下,对区域和各子行业供求关系的研究可能更胜于对行业整体的研究。
- **水泥行业短期关注华东、中期关注华中、长期关注新疆和西南区域龙头。**短期内华东地区水泥价格的上涨预示着该区域水泥行业有可能因为厂家对产能有意识的控制,供求关系改善;我们认为华中地区行业供求关系的改善更多的将依赖于区域水泥需求的自然增长;而未来需求增长最为确定的新疆和西南领域水泥龙头也有可能在 2012 年以后出现供求关系明显好于目前的情况。建议关注天山股份、海螺水泥、华新水泥、四川双马和冀东水泥。
- **玻璃行业中建议关注产品结构完备,技术储备完整的细分子领域的龙头。**玻璃行业中,南玻 A 无疑是这个行业中产品结构升级的典型代表,依靠产品结构升级带来业绩持续增长的可能性最大。而中航三鑫、金晶科技作为跟随者,其结构转型为公司带来的贡献还存在一定的不确定性,需要持续跟踪以后再作出更为有把握的判断。

风险提示:

- 保障性住房投资低于预期。
- 国家对新增产能的控制政策提前放开。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
000877	天山股份	0.90	1.47	1.55	2.07	35.12	21.59	20.45	15.28	推荐
600585	海螺水泥	1.00	1.39	1.65	1.80	28.19	20.41	17.14	15.71	推荐
600801	华新水泥	1.24	1.28	1.05	1.89	22.58	21.82	26.55	14.79	推荐
000401	冀东水泥	0.81	1.09	1.20	1.33	27.28	20.24	18.40	16.63	推荐
000012	南玻 A	0.40	0.67	0.80	1.00	39.71	23.70	19.73	15.94	推荐
600586	金晶科技	0.20	0.45	0.51	0.60	69.71	30.86	27.26	23.17	中性
002163	中航三鑫	0.09	0.11	0.21	0.60	180.48	154.32	79.88	28.29	中性
000786	北新建材	0.56	0.67	0.87	1.00	26.72	22.39	17.23	14.90	推荐

目 录

一、2010 年行业运行综述: 增速放缓、结构分化.....	6
1.1 需求和利润的增速都出现放缓迹象	6
1.1.1 本轮周期水泥和玻璃需求增速的最高峰出现在去年下半年和今年上半年.....	6
1.1.2 需求增速的差异由于基建和房地产投资错位导致.....	7
1.1.3 利润总额增速也已达到峰值	8
1.2 结构性分化明显	9
1.2.1 水泥行业区域结构分化明显	9
1.2.2 玻璃行业产品结构分化明显	10
二、2011 年需求分析: 增速进一步下滑可能性大.....	12
2.1 固定资产投资增速将逐步下滑	12
2.2 预计房地产投资增速对水泥需求增速拉动为 5%以内	13
2.2.1 房地产投资增速下滑到 23%.....	13
2.2.2 保障性住房投资对建材行业拉动需求分析	13
2.3 基建投资增速维持在 20%的水平	14
2.4 明年建材主要产品需求增速将回落到 10%以内的水平.....	14
三、对行业利润的判断: 增长将不会太明显	16
3.1 水泥: 利润率下滑概率大, 区域性差异较大	16
3.1.1 水泥供给增速 14.3%	16
3.1.2 水泥价格下滑可能性较大	16
3.1.3 煤价基本保持平稳	18
3.1.4 水泥行业利润总额可能下滑	18
3.2 玻璃: 盈利能力可能见顶, 关注细分领域的增长	19
3.2.1 玻璃供给增速 14.4%	19
3.2.2 平板玻璃价格已经达到历史高位	20
3.2.3 重油价格可能上涨和纯碱价格则有可能回落	21
3.2.4 盈利能力见顶可能性较大	22
四、机会是结构性的	23

4.1 水泥的机会主要来自于区域性的差异	23
4.1.1 中部地区水泥可能在明年下半年反转	23
4.1.2 新疆水泥重点关注需求的增长	25
4.2 玻璃关注细分子行业	27
4.2.1 LOWE 是目前增长前景最为确定的子行业	27
4.2.2 超白压延伴随太阳能领域成长	28
4.2.3 TCO 可能因薄膜电池异军突起	30
五、重点公司	30
5.1 天山股份	30
5.2 海螺水泥	32
5.3 华新水泥	33
5.4 冀东水泥	34
5.5 南玻 A	35
5.5 金晶科技	36
5.6 中航三鑫	37
5.7 北新建材	38

图表目录

图 1 水泥月度需求及增速	6
图 2 玻璃月度需求及增速	7
图 3 我国基建投资增速	7
图 4 我国房地产投资增速	8
图 5 水泥分季度利润总额及增速	8
图 6 玻璃分季度利润总额及增速	9
图 7 西南水泥利润总额及增速	10
图 8 华东水泥利润总额及增速	10
图 9 华北水泥利润总额及增速	10
图 10 西北水泥利润总额及增速	10
图 11 华中水泥利润总额及增速	10
图 12 华南水泥利润总额及增速	10
图 13 LOWE 玻璃需求增速	11
图 14 超白压延玻璃需求增速	11
图 15 固定资产投资增速及预计	12
图 16 M1、M2 及贷款增速及预计	12
图 17 房地产季度投资及增速预测	13
图 18 基建季度投资及增速预测	14
图 19 水泥季度需求及预测	14
图 20 玻璃季度需求及预测	15
图 21 近年来水泥投资及同比增速	16
图 22 2009 年以来全国 P. 042.5 平均价格	17
图 23 武汉水泥价格走势	17
图 24 乌鲁木齐水泥价格走势	18
图 25 秦皇岛 5500 大卡山西优混的火车车板价	18
图 26 近年来水泥行业毛利率情况	19
图 27 近年来水泥行业利润总额及同比增速	19
图 28 2005 年以来玻璃行业产能年度新增情况	20
图 29 2005 年以来玻璃行业产销率情况	20
图 30 2003 年以来玻璃行业产能变化情况	20
图 31 2007 年以来 5mm 浮法玻璃价格走势	21
图 32 国内燃料油价格走势	21
图 33 国内各区域纯碱价格走势	22
图 34 玻璃行业利润率走势图	22
图 35 2010 年下半年到 2011 上半年投产产能区域分布	23
图 36 湖北水泥累计投资及同比增长	24
图 37 湖北固定资产投资及增速	24
图 38 湖北水泥需求及增速	24
图 39 湖北水泥供求情况	25
图 40 新疆固定资产投资及同比增长	25
图 41 新疆水泥需求及同比增长	25
图 42 新疆水泥投资及同比增速	26

图 43 新疆水泥产能及同比增速	26
图 44 我国超白压延玻璃供求情况	29
图 45 我国 TCO 玻璃供求情况	30
表 1 2010 年新疆新投产水泥生产线	26
表 2 预计 2011 年新疆新投产水泥生产线	26
表 3 国内 LOW-E 玻璃市场需求测算	27
表 4 国内主要玻璃企业 LOW-E 产能扩张计划	28
表 5 国内未来太阳能玻璃需求测算	28
表 6 天山股份盈利预测	31
表 7 海螺水泥盈利预测	32
表 8 华新水泥盈利预测	33
表 9 冀东水泥盈利预测	35
表 10 南玻 A 盈利预测	36
表 11 金晶科技盈利预测	37
表 12 中航三鑫盈利预测	38
表 13 北新建材盈利预测	39

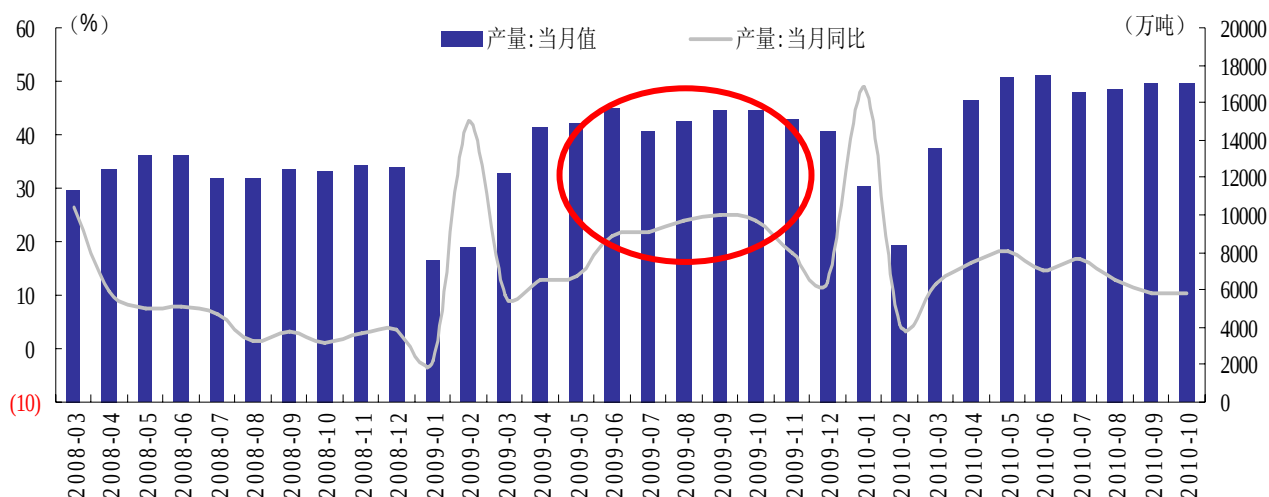
一、2010 年行业运行综述:增速放缓、结构化

1.1 需求和利润的增速都出现放缓迹象

1.1.1 本轮周期水泥和玻璃需求增速的最高峰出现在去年下半年和今年上半年

如果说，本轮建材行业的景气周期源于我国在 2008 年年底推出的 4 万亿经济刺激计划和宽松的货币政策的话，那么在行业数据方面最先体现则是需求增速的明显提高，这一现象最先出现在 09 年 6 月份。我们可以看到 2009 年 6 到 10 月份水泥产品的需求量增速均在 20% 以上。今年上半年的需求增速已经下降到 20% 以下，下半年需求的增速进一步下滑到 15% 以下的水平。

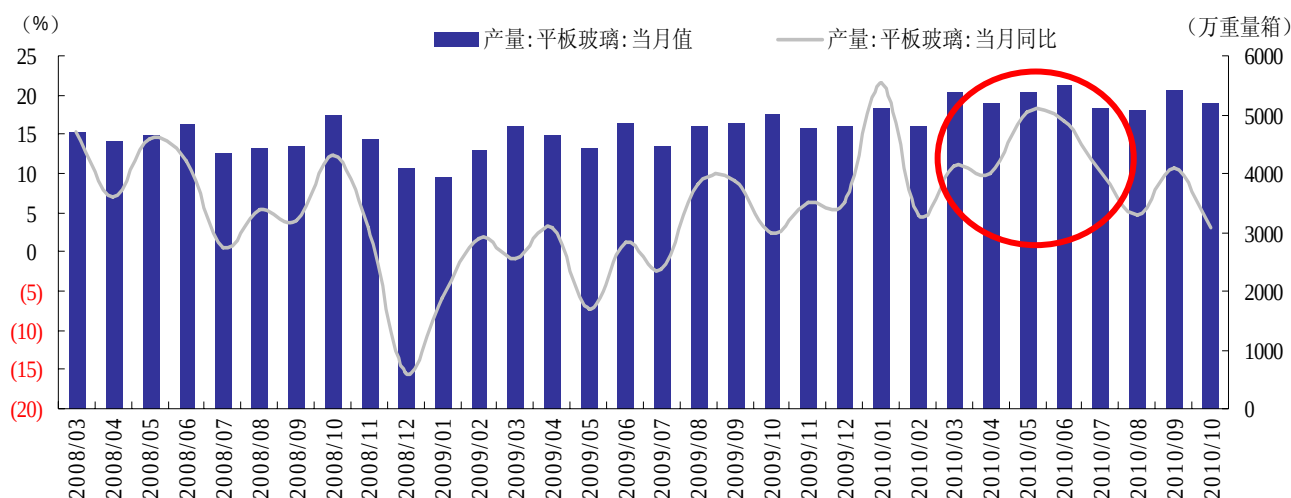
图 1 水泥月度需求及增速



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

玻璃的情况与水泥有所不同，其需求的最高峰出现在今年 3 月份以后，增速达到了 15% 以上。而 09 年全年玻璃产品的产量增速均小于 10% 的水平。

图 2 玻璃月度需求及增速



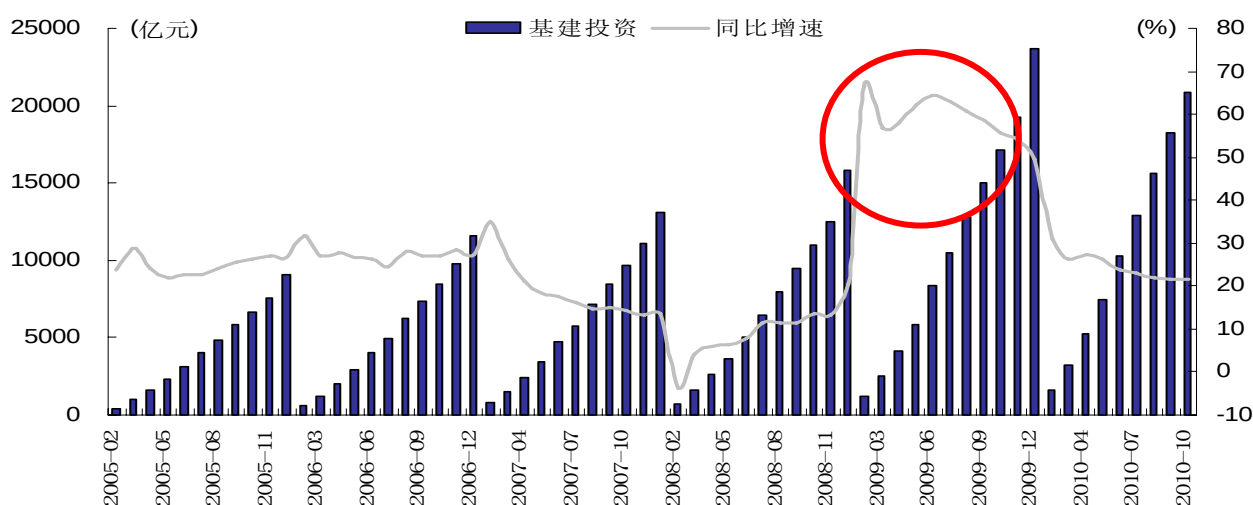
资料来源：国家统计局、中投证券研究所

1.1.2 需求增速的差异由于基建和房地产投资错位导致

我们认为出现玻璃和水泥出现需求高峰明显差异的原因是09年和10年拉动建材需求的原因不太一致。从图3和图4的比较可以看出，09年基建投资增速高达50%以上，而今年这一增速明显下降到20%左右的水平。取而代之的是房地产投资增速的大幅度上升，今年前十个月房地产投资增速高达35%以上。

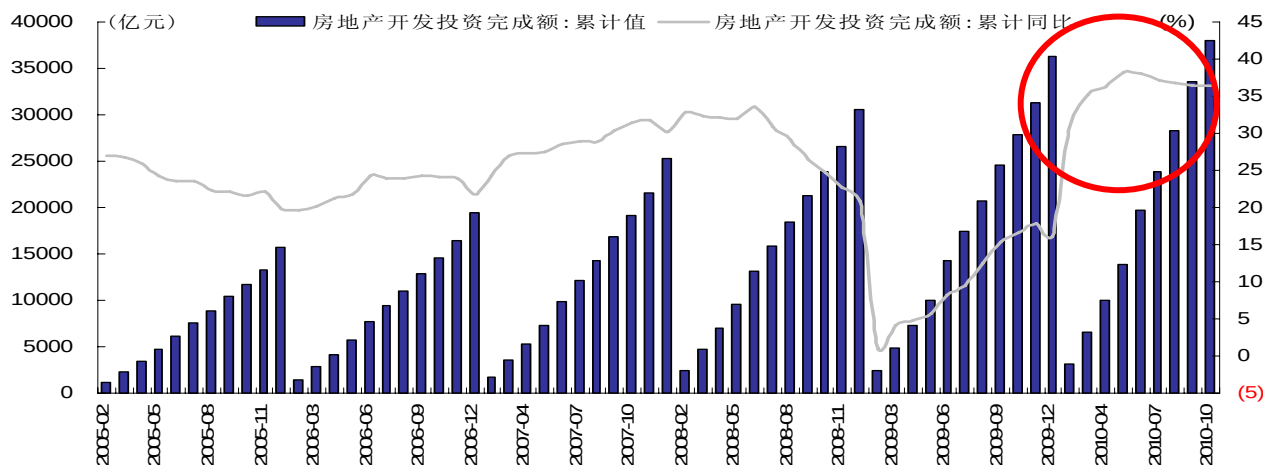
而从房地产占到玻璃和水泥下游需求的比例分别为70%和30%来看，玻璃对房地产的依赖性明显更强。因此才会产生这种差异。

图 3 我国基建投资增速



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 4 我国房地产投资增速

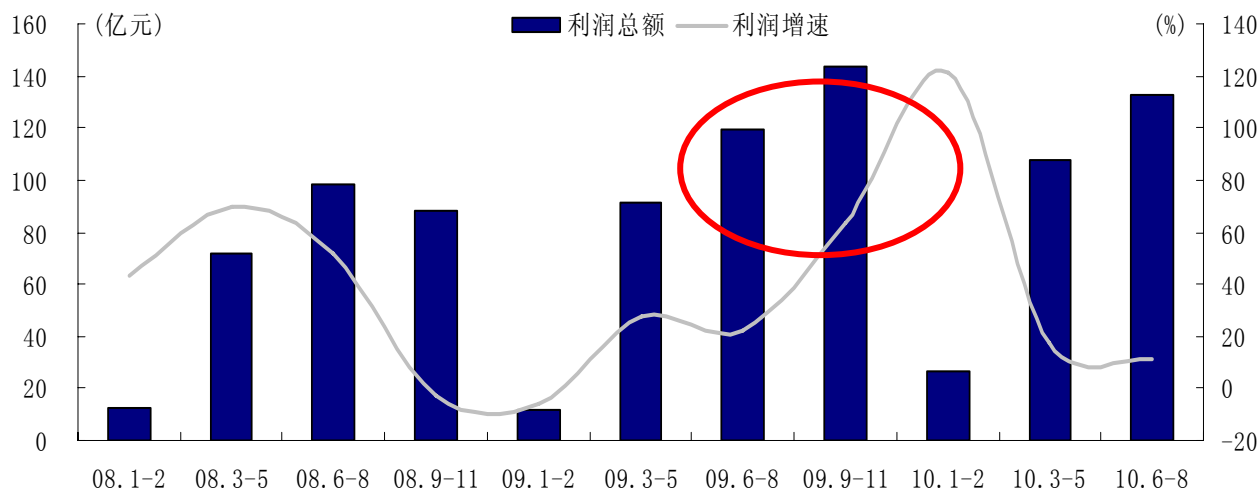


资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

1.1.3 利润总额增速也已达到峰值

从水泥行业分季度的利润来看, 本轮周期中行业利润增速的最高峰出现在去年 9-11 月份, 当时的利润增速高达 60% 以上。此后逐步下降, 到今年 5-8 月份这一增速已经下降到 11% 左右。

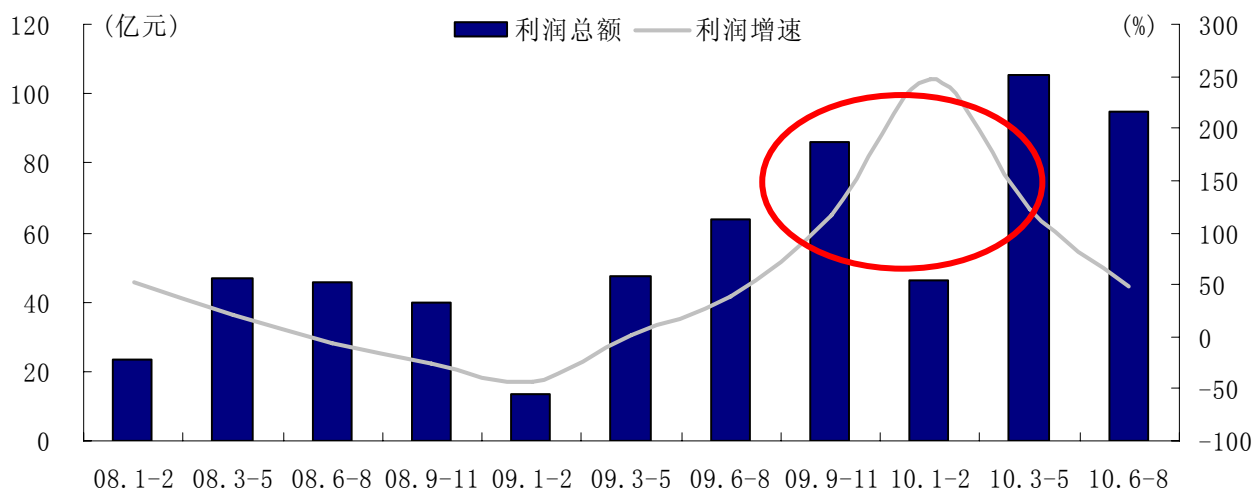
图 5 水泥分季度利润总额及增速



资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

从玻璃行业分季度的利润来看, 本轮周期中行业利润增速的最高峰出现在今年 2-5 月份, 当时的利润增速高达 120% 以上。到今年 5-8 月份这一增速已经下降到 50% 以下。从目前玻璃价格和成本的情况来看, 平板玻璃行业有可能在 4 季度出现利润的负增长。

图 6 玻璃分季度利润总额及增速



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

综上所述，我们认为本轮周期中无论是水泥还是玻璃行业需求和利润增速最快的阶段都已经过去。我们现在需要在行业增速已经不明显，甚至可能出现利润下滑的情况下寻找投资机会。

1.2 结构性分化明显

1.2.1 水泥行业区域结构分化明显

从图 7 到图 12 各分区域水泥行业利润总额的变化图可以看出，从 08 年以来各分区域水泥行业的利润总额增速与全国水泥利润总额的增速以及各区域利润总额增速之间都存在较大的差异。

比较典型的是西南地区和华东地区。西南地区在 09 年全国水泥行业利润总额增速急速上升的时候，却出现了利润总额增速下降的趋势。而华东地区在 09 年下半年全国水泥需求增速最高的时候增速却并不明显，到了 2010 年全国水泥需求增速下降的时候，该地区的增速却明显上升。这说明在这一轮周期里，水泥行业的区域性差异变得越来越明显。这也预示着我们在整体行业增速不明显的情况下仍有可能找到在一段时间内利润增速明显较高的区域。

图 7 西南水泥利润总额及增速

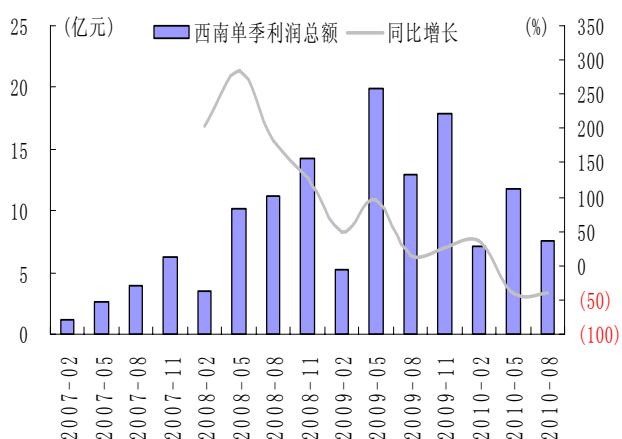
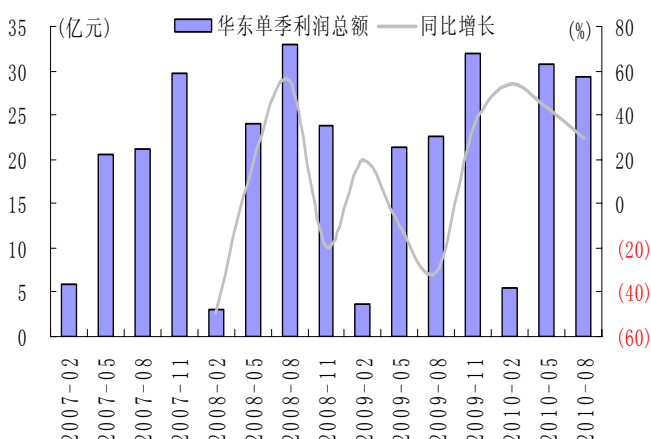


图 8 华东水泥利润总额及增速



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 9 华北水泥利润总额及增速

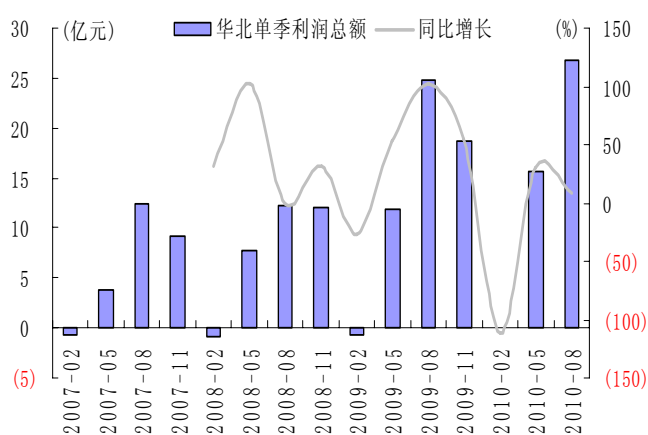
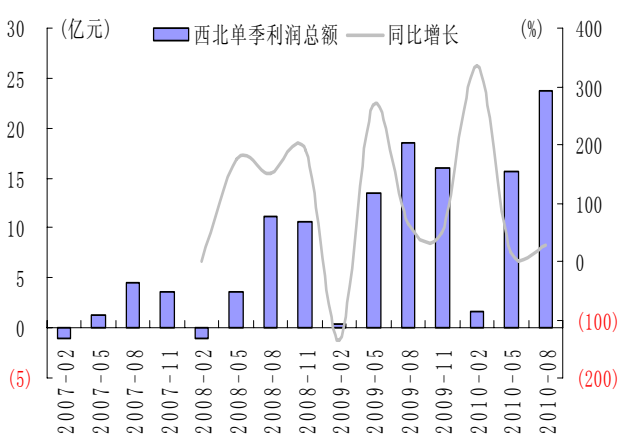


图 10 西北水泥利润总额及增速



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 11 华中水泥利润总额及增速

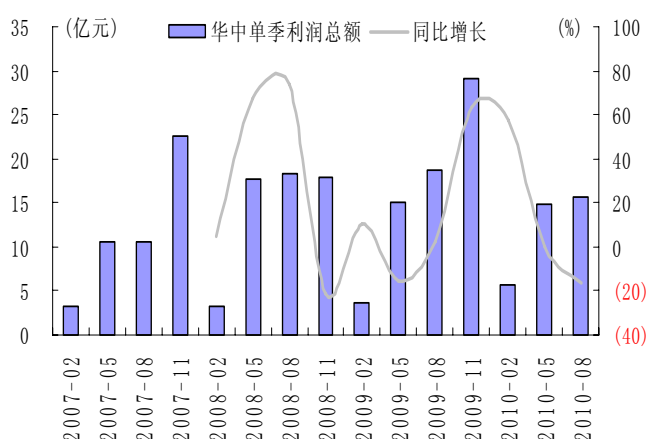
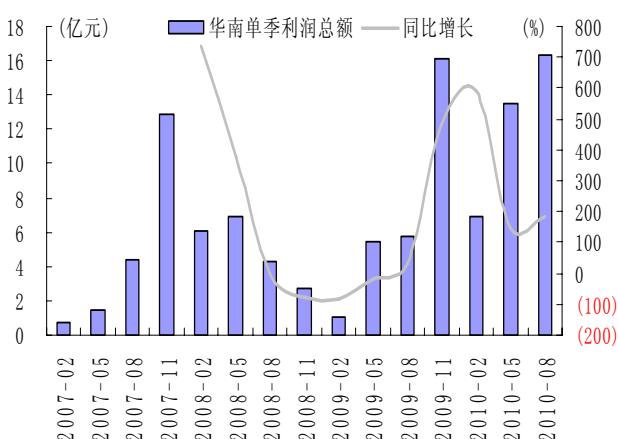


图 12 华南水泥利润总额及增速



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

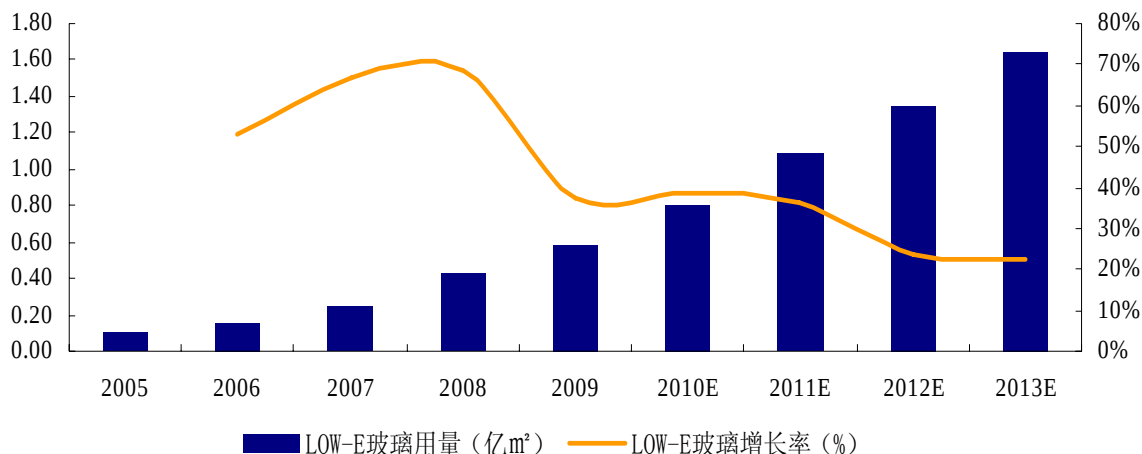
1.2.2 玻璃行业产品结构分化明显

玻璃行业的结构性分化与水泥行业又有所不同，本人在早期的研究中就提出玻璃行业是一个产品差异化明显的行业。在近三年里我们看到，虽然平板玻

璃的需求增速仅为 10%附近,但是一些有特色的玻璃产品需求增速远远高于这个水平。

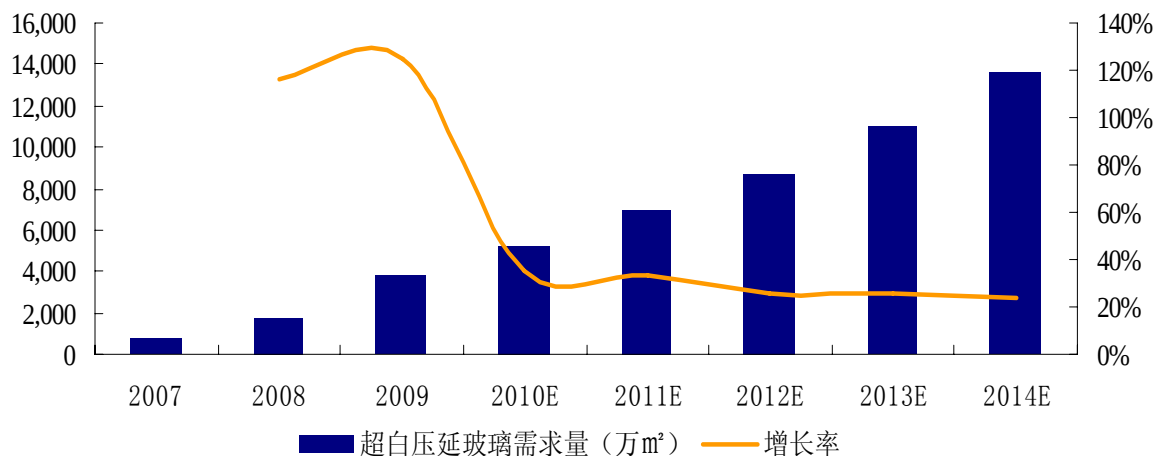
在这里我们列举 LOWE 玻璃和超白压延玻璃为例进行说明。虽然这两种玻璃在前 5 年都经历超高速的成长,但是我们预计这两种玻璃在未来的 3 年仍将保持高速的增长,增速在 20-30%之间,这一增速远远高于平板玻璃的需求增长。

图 13 LOWE 玻璃需求增速



资料来源: 玻璃信息总网、中投证券研究所

图 14 超白压延玻璃需求增速



资料来源: 玻璃信息总网、中投证券研究所

二、2011 年需求分析：增速进一步下滑可能性大

关于 2011 年建材行业需求的判断，可以分为正面和负面两个方面进行分析。其中正面的因素有：

- 1000 万套保障性住房的建设，同比增加 72.4%

负面的因素有：

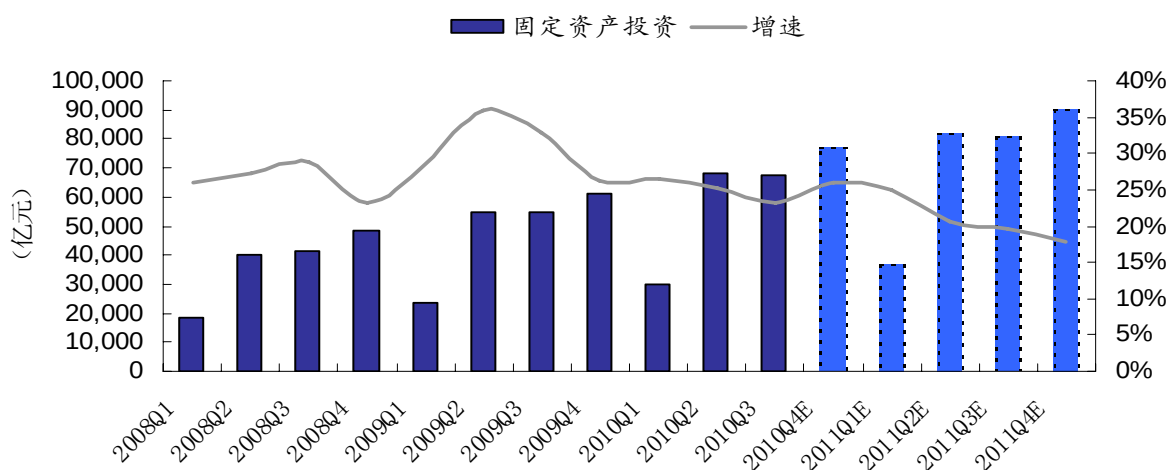
- 信贷增量由今年接近 8 万亿下降到 7 万亿
- 固定资产投资增速和 GDP 增速有可能出现下滑。

大家对于保障性住房对建材需求的拉动保有较大的期望。我们认为对建材总需求的影响应该以宏观的贷款增速和固定资产投资增速作为输入条件为宜。因为在总量保持一定的情况下，加大某一方面的投入（例如保障性住房的投资），由于挤出效应，就有可能使得另一方面的投资出现下降（例如商品房投资）。

2.1 固定资产投资增速将逐步下滑

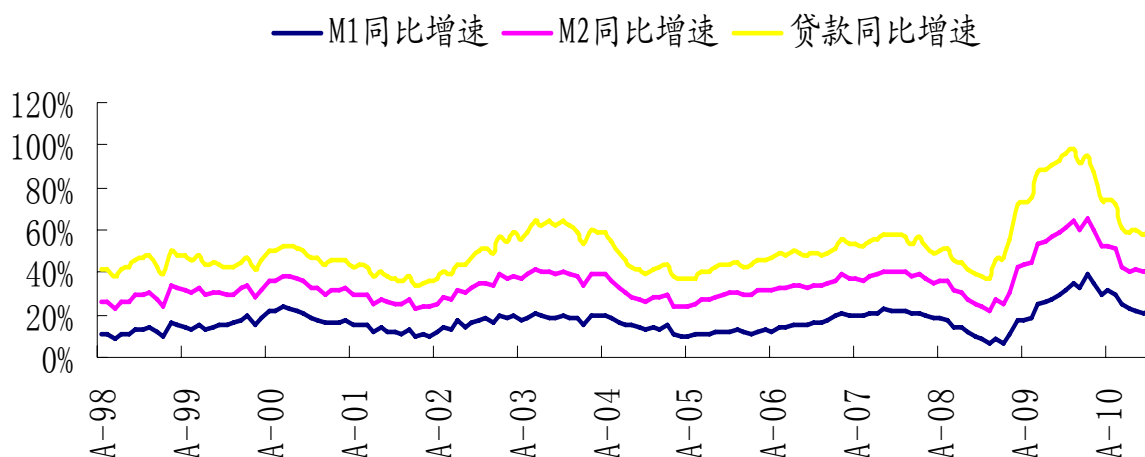
在货币政策转向稳健，经济转型方向已经确定的大背景下，固定资产投资增速下滑已经是不争的事实。按照目前大家的一致预期，明年新增贷款为 7 万亿，贷款增速为 14.6%，与之对应的固定资产投资增速将下滑到 20% 左右。

图 15 固定资产投资增速及预计



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 16 M1、M2 及贷款增速及预计



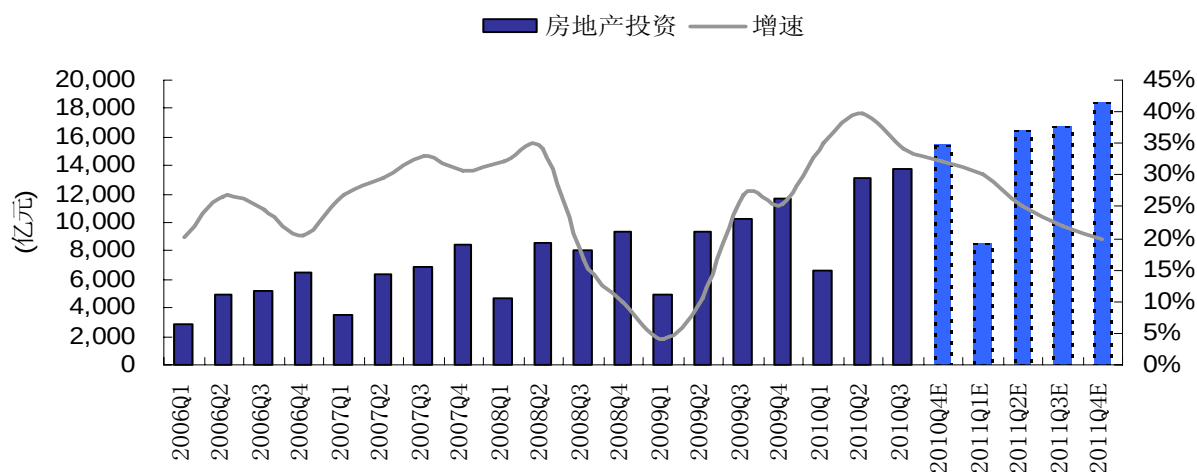
资料来源：国家统计局、中投证券研究所

2.2 预计房地产投资增速对水泥需求增速拉动为 5%以内

2.2.1 房地产投资增速下滑到 23%

根据我们房地产研究员提供的支持，我们认为含保障性住房在内的房地产投资增速从明年一季度起将出现较为明显的下滑，从目前的 35% 以上的增速逐步回落到 25%，到明年四季度，季度房地产投资有可能回落到 20%。全年房地产投资增速在 23% 左右。

图 17 房地产季度投资及增速预测



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

2.2.2 保障性住房投资拉动水泥需求 4%

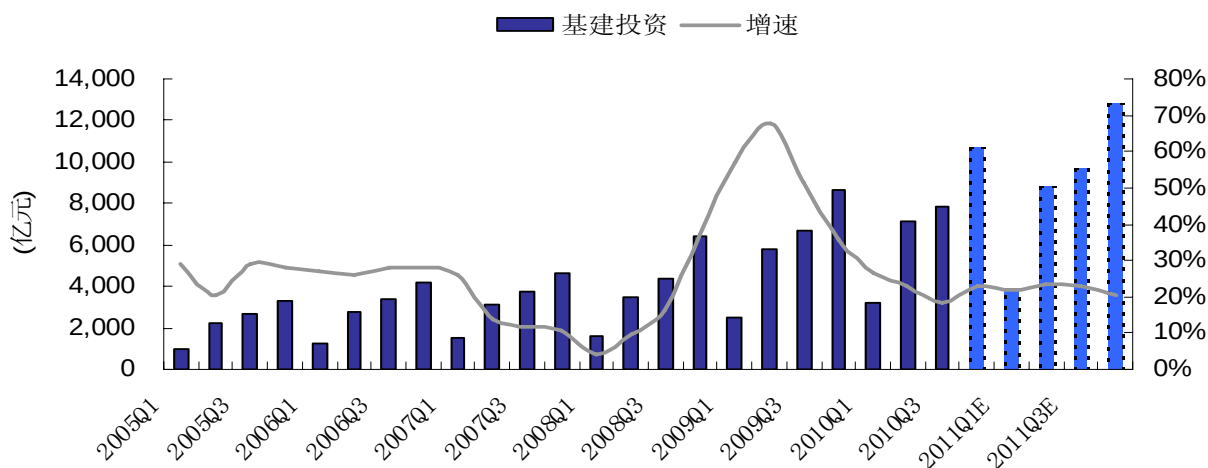
2011 年保障性住房的建设规模不得低于 1000 万套，计划投资额 1.4 万亿元。按每套 50 平方米计算，建筑面积合计 5 亿平方米，约相当于 2009 年、2010 年全国住宅新开工面积的 64% 和 42%。

根据我们房地产小组预测，商品房投资将从 2010 年的 4 万亿下降至 2011 年的 3.6 万亿，按照房地产对水泥需求约占水泥总需求的 1/3 计算，2010 年房地产水泥需求约 6 亿吨，商品房投资下滑 10%对水泥需求减少 6000 万吨左右；而 1000 万套保障性住房 5 亿平方米的建筑面积，按每平方米约需 250 公斤水泥计算，这部分水泥需求 1.25 亿吨，综合考虑，对水泥需求约新增 6500 万吨，需求增幅 4%左右。

2.3 基建投资增速维持在 20%的水平

我们预计随着今年 3 季度起一些基建项目的开工。明年基建方面的投资增速将会改变今年持续回落的走势，维持在 20%左右的增速。

图 18 基建季度投资及增速预测

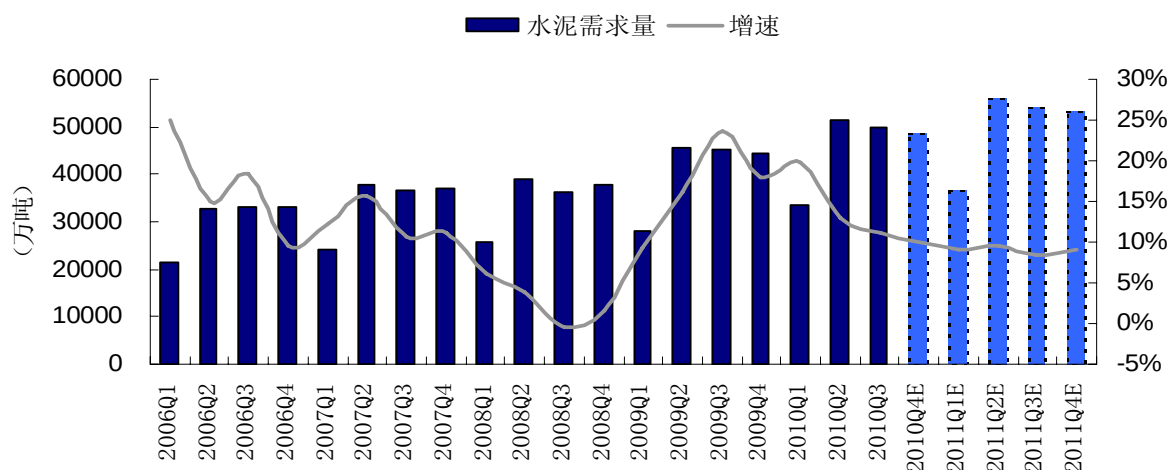


资料来源：国家统计局、中投证券研究所

2.4 明年建材主要产品需求增速将回落到 10%以内的水平

综上所述，我们根据对未来固定资产投资、房地产投资和基建投资的判断认为明年水泥的需求总量为 20 亿吨，同比增长 9%。1-4 季度的水泥需求分别为 3.7、5.6、5.4、5.3 亿吨。其中 2 季度同比增速最高，为 9.5%。

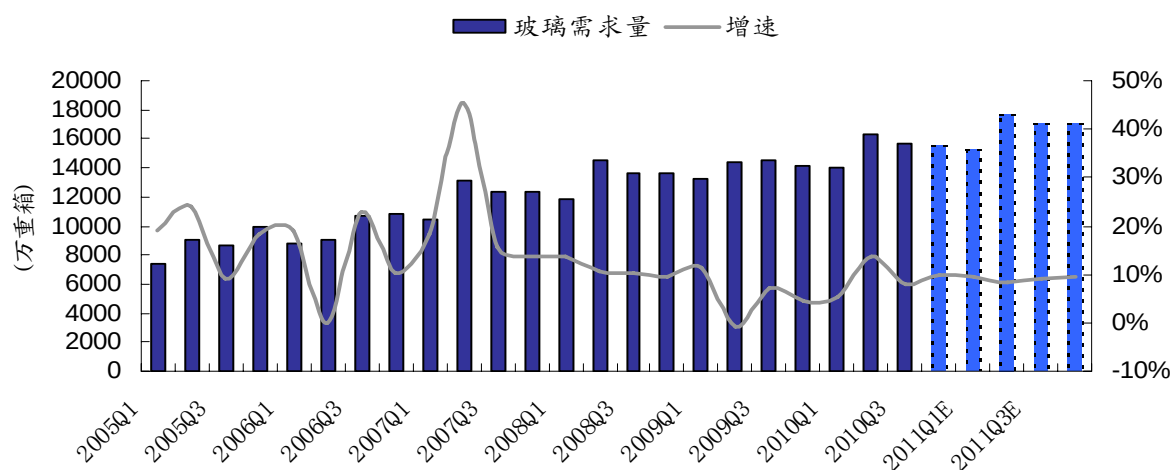
图 19 水泥季度需求及预测



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

同时，我们预计明年平板玻璃的需求总量为 6.72 亿重箱，同比增长 9.1%，增速略低于今年。其中 1 到 4 季度的需求分别为 1.53, 1.77, 1.71 和 1.7 亿重箱，同比增速 1 季度和 4 季度为最高，为 9.5%，2、3 季分别为 8.5%和 9%。

图 20 玻璃季度需求及预测



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

三、对行业利润的判断：增长将不会太明显

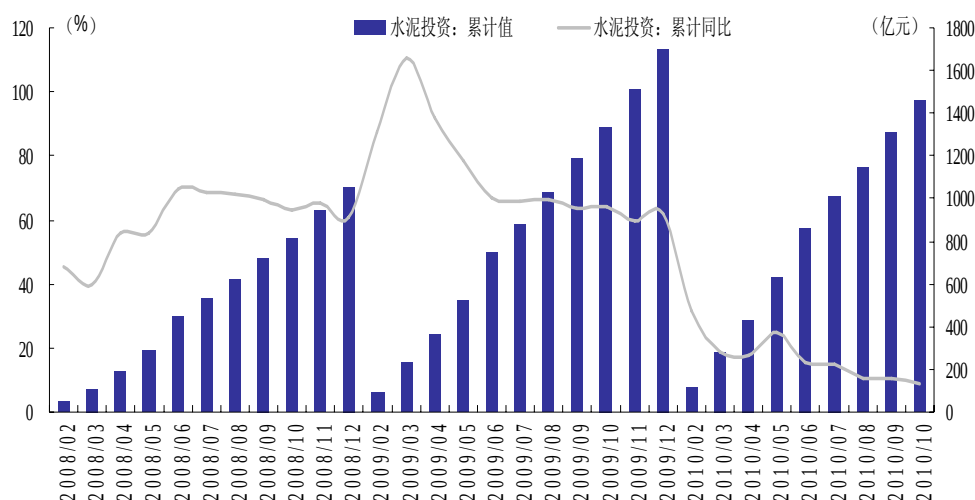
3.1 水泥:利润率下滑概率大,区域性差异较大

3.1.1 水泥供给增速 14.3%

2008、2009 年全国水泥固定资产投资同比增速高达 60%，随着国发[2009]38 号文颁布，2010 年水泥固定资产投资增速大幅下滑，今年前 10 月同比仅增长 8.8%，按一般熟料生产线 10-18 个月的建设周期测算，预计从 2011 年下半年开始水泥新增产能将大幅下降。

但由于 2009 年水泥固定资产投资较快，目前依然处于新型干法水泥熟料生产线的投产高峰期，今年下半年至明年上半年预计有 120 条新型干法熟料生产线投产，新增水泥产能约 2 亿吨，这些新投产生产线将在明年形成有效产能。这些产能相当于 2010 年水泥需求的 14.3%，而我们之前预计需求增速将为 9-10%。

图 21 近年来水泥投资及同比增速

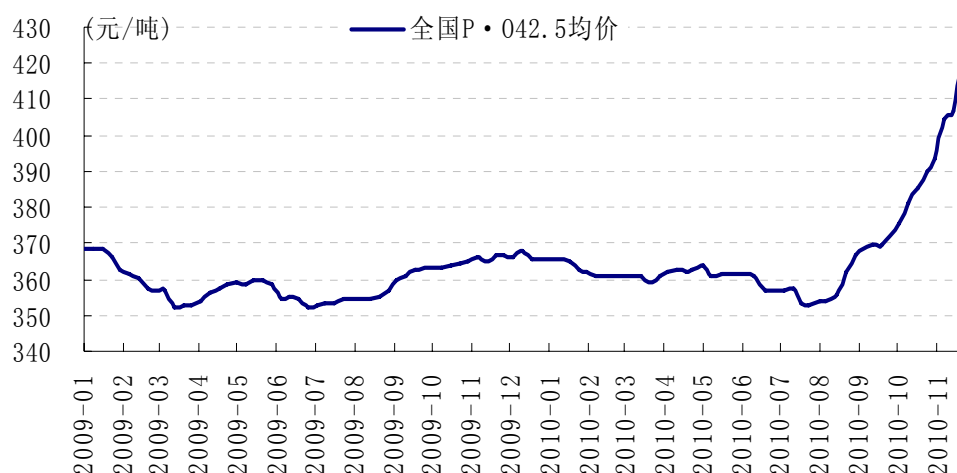


资料来源：数字水泥网、中投证券研究所

3.1.2 水泥价格下滑可能性较大

今年 8 月以来,为完成“十一五”节能减排目标,各地纷纷对高能耗的水泥行业进行拉闸限电,影响产能约 10%~30%之间,造成阶段性水泥供不应求,全国 P.O42.5 平均价格从 8 月 353 元/吨涨至 11 月底的 422 元/吨,涨幅高达 20%。但随着“十一五”节能减排目标的完成,进入“十二五”后,再次发生大规模拉闸限电从而影响水泥供给的可能性不大,预计水泥价格将下滑,重新回归合理水平。

图 22 2009 年以来全国 P·O42.5 平均价格



资料来源：数字水泥网、中投证券研究所

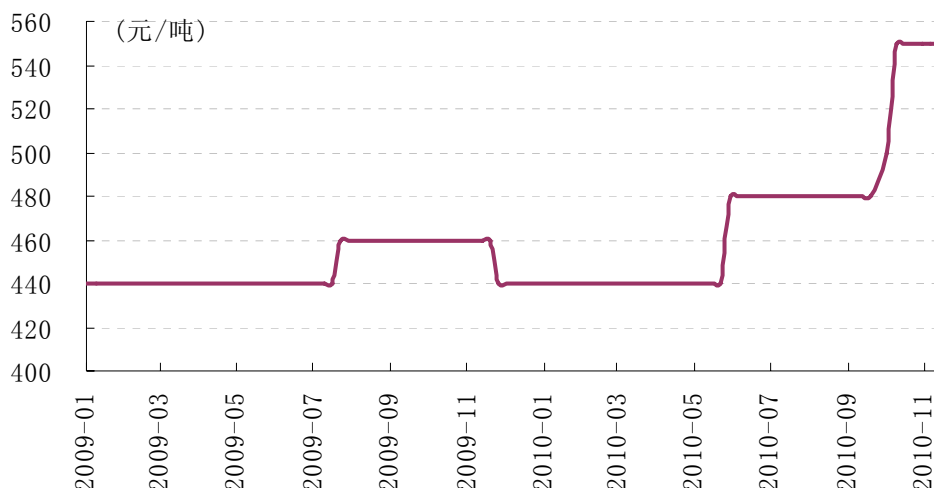
具体区域看，湖北由于明年水泥供求关系的全面改善，预计水泥价格可能出现上涨。新疆十二五期间由于中央政府的大力支持和相关省市的对口支援，固定资产投资将提速，预计水泥价格也将出现一定程度的上扬。（具体分析见下文）。

图 23 武汉水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、中投证券研究所

图 24 乌鲁木齐水泥价格走势

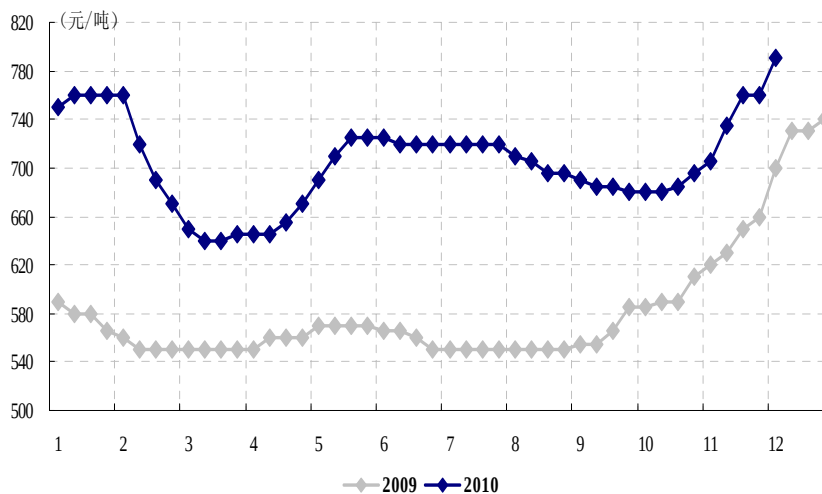


资料来源：数字水泥网、中投证券研究所

3.1.3 煤价基本保持平稳

今年秦皇岛 5500 大卡煤价基本稳定在 700 元/吨上下波动，年末由于季节性旺盛需求助推煤炭经销商和发电厂加大囤煤力度、美国量化宽松货币政策推动大宗商品上涨等因素造成煤炭价格出现较大涨幅，创近年来的新高。我们认为投机因素在煤价上涨过程中起到了推波助澜的作用，不具有可持续性，预计明年煤炭价格会有所回落，将基本保持平稳。

图 25 秦皇岛 5500 大卡山西优混的火车车板价



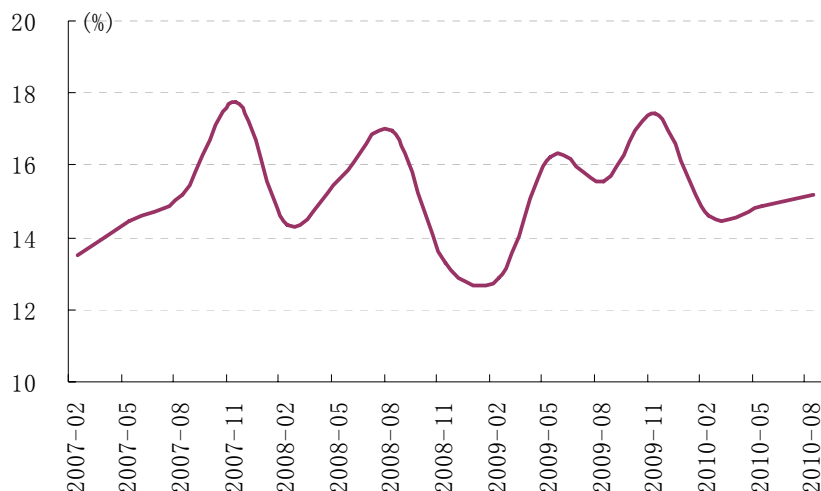
资料来源：煤炭资源网、中投证券研究所

3.1.4 水泥行业利润总额可能下滑

2007 年以来，水泥行业毛利率基本维持在 14%~18%之间波动，今年前 8 月毛利率为 15.2%，较去年同期的 15.6%有所下滑，但 8 月之后由于拉闸限电，水泥价格出现大幅上涨，预计行业毛利率将超过 20%，创历史最好水平。

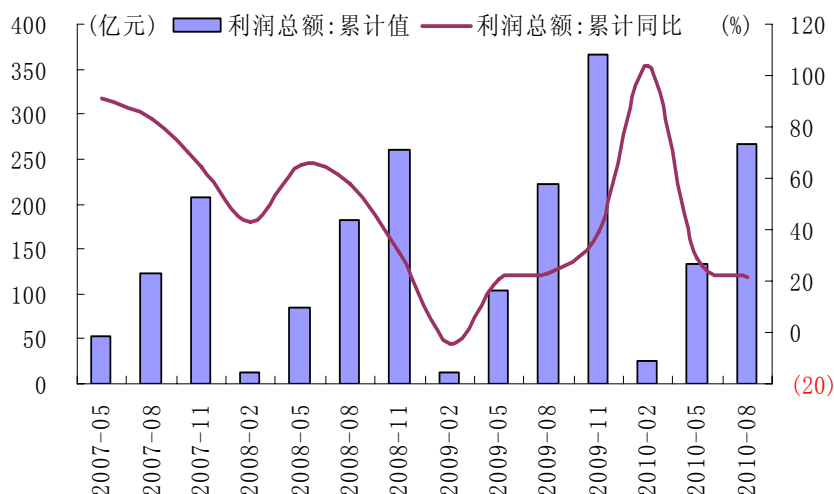
8-11 月是水泥需求旺季，正常年份创造的利润总额约占全年利润总额的 1/3，预计今年 8-11 月利润总额约占全年利润的一半，在明年水泥价格回落的情况下，行业利润总额下滑的可能性较大。

图 26 近年来水泥行业毛利率情况



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 27 近年来水泥行业利润总额及同比增速



资料来源：WIND、中投证券研究所

3.2 玻璃：盈利能力可能见顶，关注细分领域的增长

3.2.1 玻璃供给增速 14.4%

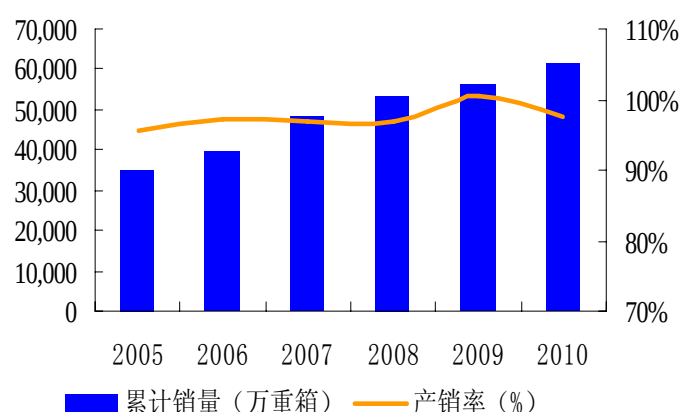
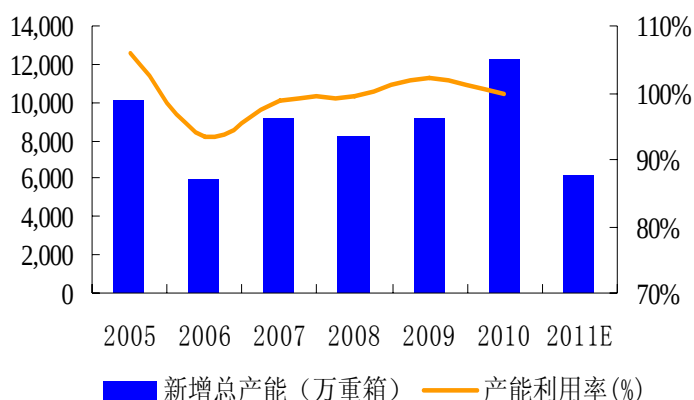
近几年玻璃行业新增产能不断加大，今年更是创历年来之最，新增与冷修后点火线共 34 条浮法生产线，新增产能达 1.22 亿重箱。目前我国运行的生产线共有 204 条，年产能达 6.5 亿重箱，新增产能占目前总产能的 19%。

今年上半年行业高利润吸引了众多产家加大投资，产能集中释放令供给量大增。从产能利用率看，过去几年历史数据都在 99% 以上（除了 2006 年），而今年约只有 95%。从产销率来看，去年销量略超产量，今年产销率则有所下滑。

目前来看,产家对未来仍持较乐观态度,预计未来新增产能仍会维持高位。我们对此进行测算:①今年全年浮法玻璃产量约 6.3 亿重箱;②假设新增产能在全年均匀释放,则今年新增产能有 50%将于明年释放,共 1.22 亿/2=6108 万重箱;③我们预计明年有 18 条新线投产,日熔量 10370 吨,新增产能(50%)共 3280 万重箱;④明年共 6 条冷修线投产,日熔量 2930 吨,新增产能(50%)共 645 万重箱;⑤明年将有 7 条线需进行冷修,日熔量 3050 吨,损失产能(50%)970 万重箱。则明年实际释放产能为 7.2 亿重箱,增速 14.4%。

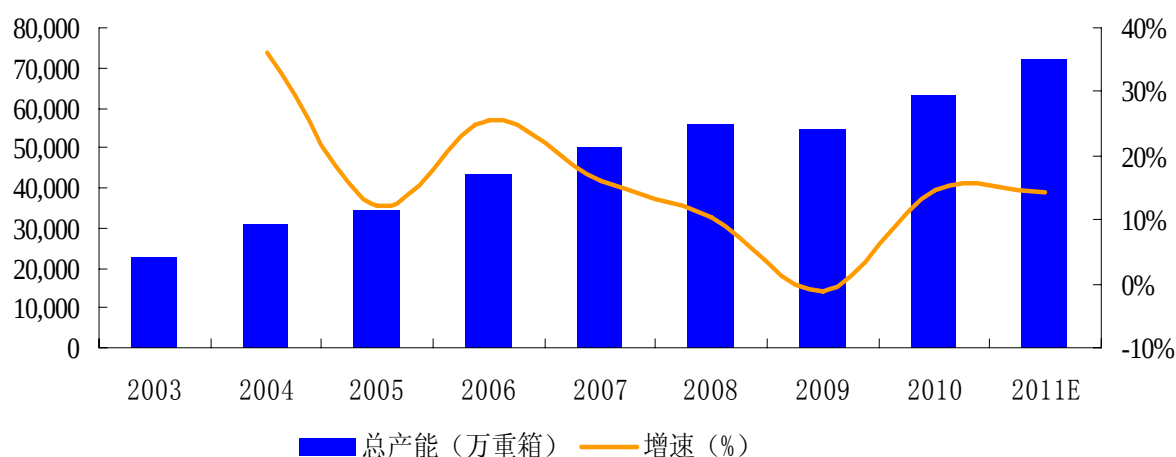
图 28 2005 年以来玻璃行业产能年度新增情况

图 29 2005 年以来玻璃行业产销率情况



资料来源: 玻璃信息网、wind、中投证券研究所

图 30 2003 年以来玻璃行业产能变化情况



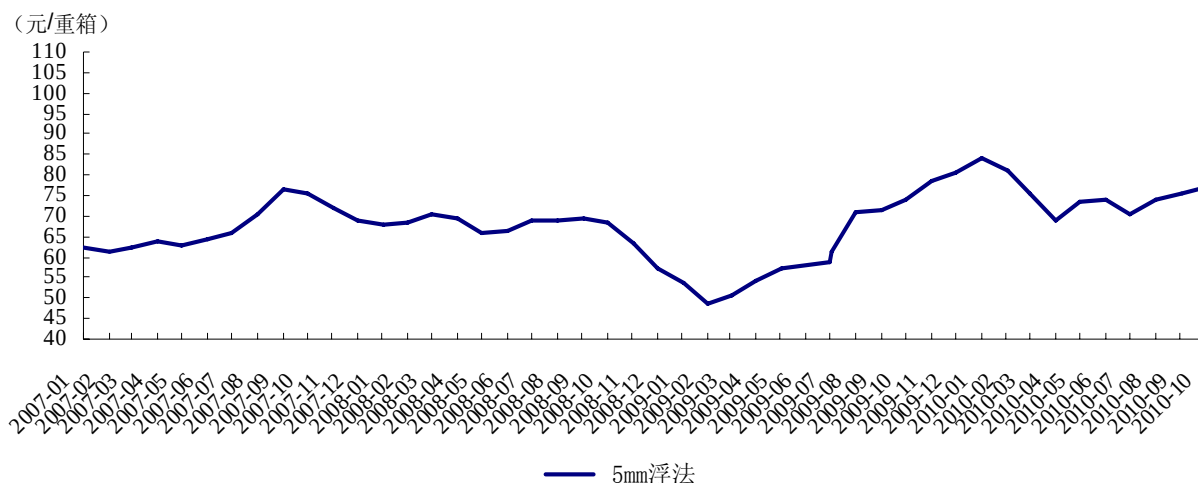
资料来源: 玻璃信息网、中投证券研究所

3.2.2 平板玻璃价格已经达到历史高位

去年年底至今年年初玻璃价格的迅速上涨源于去年大量玻璃生产线停产,短期内供给无法跟上需求。普通浮法玻璃价格也于今年一季度达到历史高点。随着新增产能的不断增加,玻璃价格不断下滑;即使在需求旺盛的三季度价格有所反弹,但也未能超过一季度。

在明年新增供给仍维持高位，玻璃需求增速放缓的情况下，我们认为明年玻璃行业供给压力仍会存在，则普通玻璃价格可能继续下滑并趋于稳定。

图 31 2007 年以来 5mm 浮法玻璃价格走势

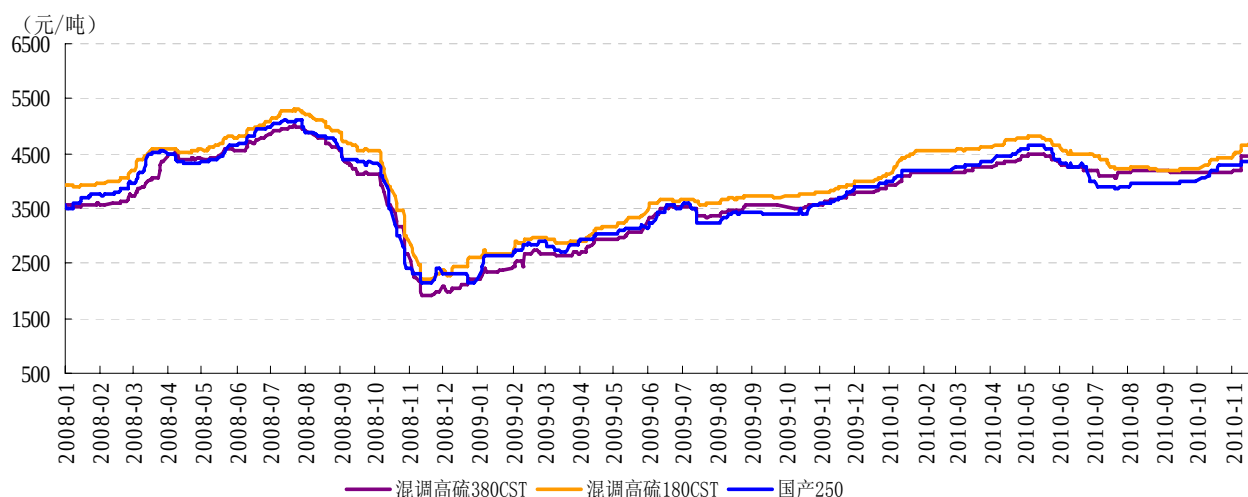


资料来源：玻璃信息网、中投证券研究所

3.2.3 重油价格可能上涨和纯碱价格则有可能回落

我们认为，随着新兴市场消费的增长，预计原油价格仍向上涨。国内燃料油受其影响，在成本上升，需求稳定增长的情况下，预计未来重油价格重心也将上移。

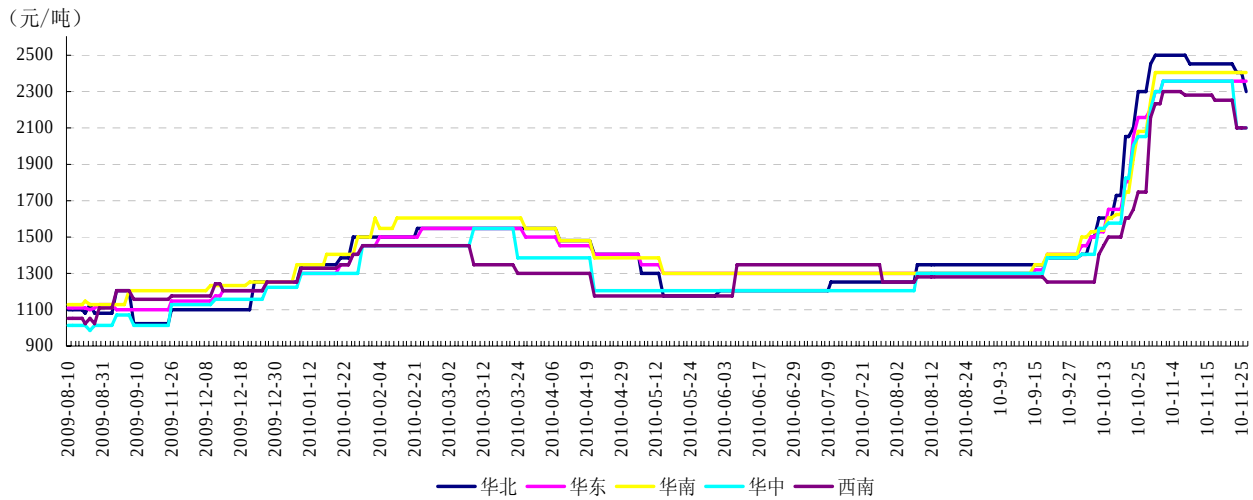
图 32 国内燃料油价格走势



资料来源：隆众石化商务网、中投证券研究所

今年9月份以来，部分地区为完成节能减排目标而进行限电，纯碱行业开工率受限并影响产量，加上玻璃旺季需求的增加，三季度以来全国纯碱价格飙升。但是，纯碱行业产能过剩的状况并没有得到根本改善，我们认为需要一定时间来消耗该部分产能，预计明年纯碱价格出现回落可能性较大。近期各地限电结束后纯碱价格下跌也印证了我们的判断。

图 33 国内各区域纯碱价格走势



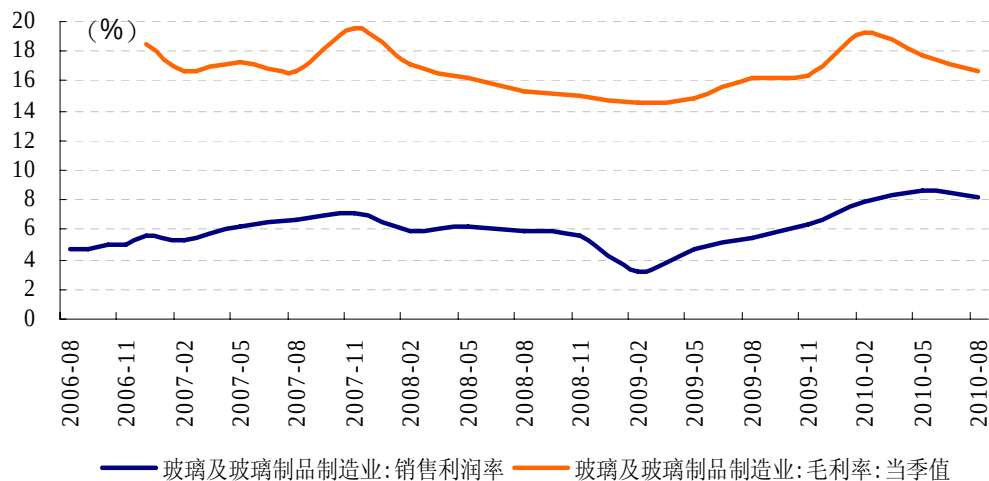
资料来源：隆众石化商务网、中投证券研究所

3.2.4 盈利能力见顶可能性较大

从平均利润率情况看，去年三季度至今年一季度为本次周期中的高景气阶段。该阶段行业的盈利水平大约达到 2007 年周期的景气水平，而盈利高点出现于一季度，这与我们前面对供求及价格的分析一致。从我们跟踪的南玻、金晶科技等企业情况来看，单季度毛利率高点也都出现于去年年底或今年年初，三季度的盈利水平大都有所下降。

高盈利能力吸引资本的进入，从而使产能迅速扩张，盈利下降，这正是周期性行业的特点。在预计明年供给压力仍维持，综合成本不会剧烈变化的前提下，我们认为行业盈利能力超过今年高点的可能性较小，行业毛利率或将调整至 15% 左右。

图 34 玻璃行业利润率走势图



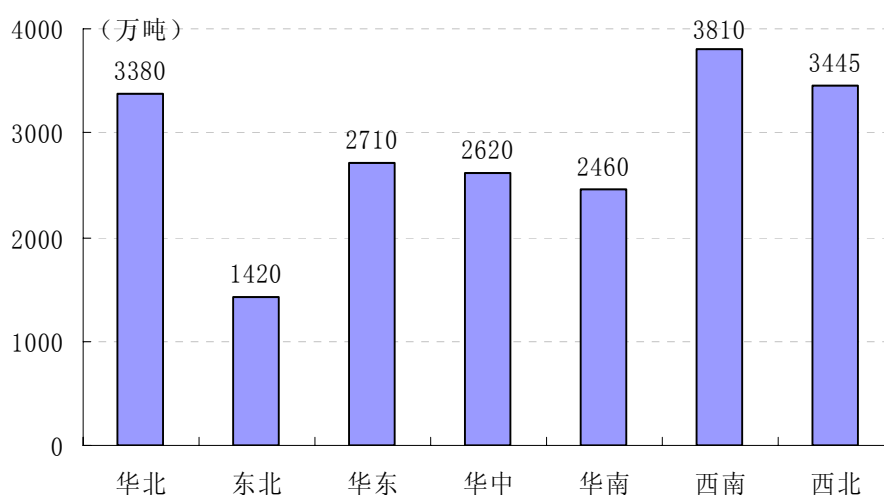
资料来源：wind、中投证券研究所

四、机会是结构性的

4.1 水泥的机会主要来自于区域性的差异

关于区域性的差异，我们在前文着重探讨了各区域水泥行业利润的差异。这种差异的根源还是来自于各区域供求关系的差异上。从图 35 可以看出，各区域在今年下半年到明年上半年投产产能的差异十分明显。投产力度最大的是西南、华北和西北，而东北、华南和华中投产的生产线相对较少。我们将在今后的系列报告中详细论述水泥行业的区域性差异。

图 35 2010 年下半年到 2011 上半年投产产能区域分布

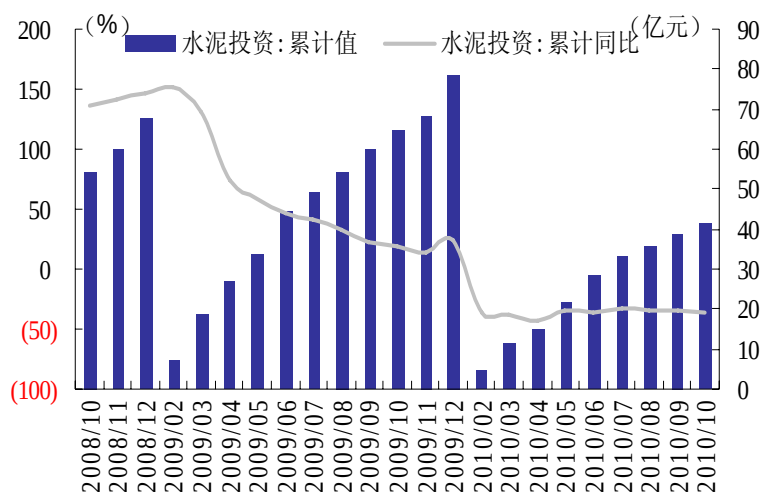


资料来源：数字水泥、中投证券研究所

4.1.1 中部地区水泥可能在明年下半年反转

从供给面而言,2008、2009 年，湖北水泥固定资产投资增速分别为 146%和 25%，过度投资导致区域内近两年新增产能压力较大。但今年以来，累计投资持续下降，前 10 月同比下滑 36%，主要原因是没有新开工建设的水泥生产线，随着在建水泥生产线的陆续投产，预计从明年下半年开始，湖北将无新生产线投产，届时新增产能压力将大幅下降。

图 36 湖北水泥累计投资及同比增长



资料来源: 数字水泥网、中投证券研究所

需求面。2003 年以来, 湖北固定资产投资持续保持快速增长, 今年前 10 个月增速依然达 33%。快速的固定资产投资拉动水泥需求稳定增长, 2003 年以来湖北水泥需求基本维持 10% 以上增速, 近两年增速有所上升, 预计未来两年水泥需求有望实现年均 10%~15% 的增长。

图 37 湖北固定资产投资及增速

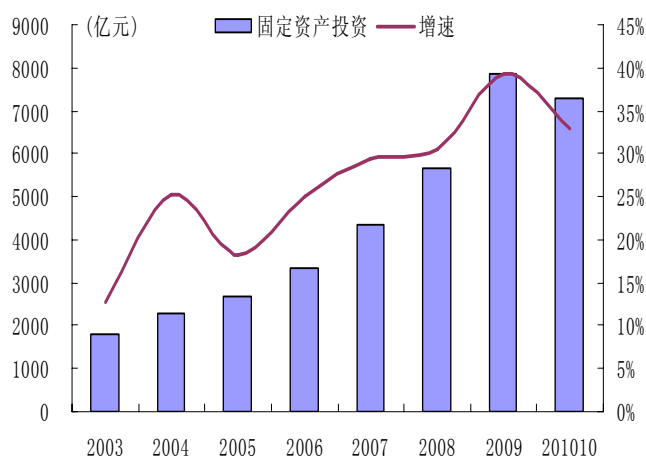
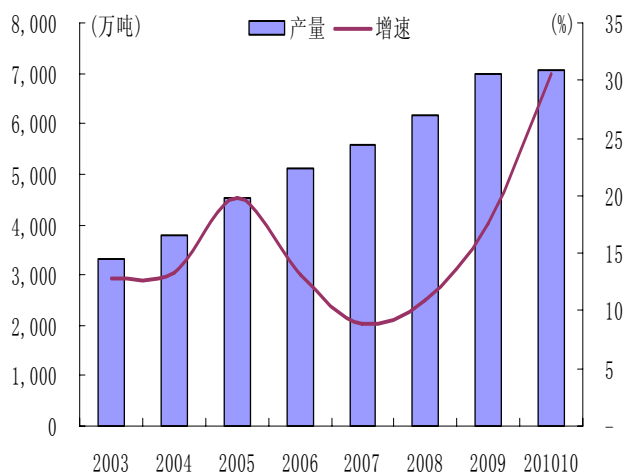


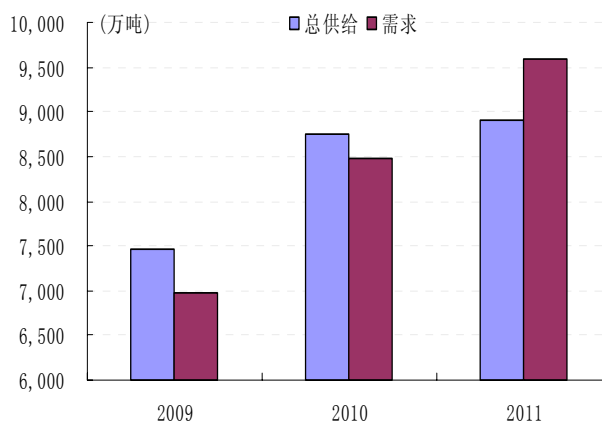
图 38 湖北水泥需求及增速



资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

供求关系将改善。随着区域水泥供给的大幅下降以及需求的持续增长, 预计 2011 年下半年起湖北水泥供求关系将可能明显改善。

图 39 湖北水泥供求情况



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

4.1.2 新疆水泥重点关注需求的增长

从需求面而言，2001 年至今，新疆固定资产投资增速一直落后于全国，造成水泥需求长期被抑制。2001 年至 2009 年，全国水泥需求年均复合增长率为 12%；新疆水泥需求年均复合增长率仅为 9.45%，增速远低于全国平均水平。随着中央政府提出“十二五”期间，新疆将实现跨越式发展，固定资产投资将翻一番多，预计“十二五”期间，新疆水泥需求有望实现 20%~25% 的年均复合增长率。

图 40 新疆固定资产投资及同比增长

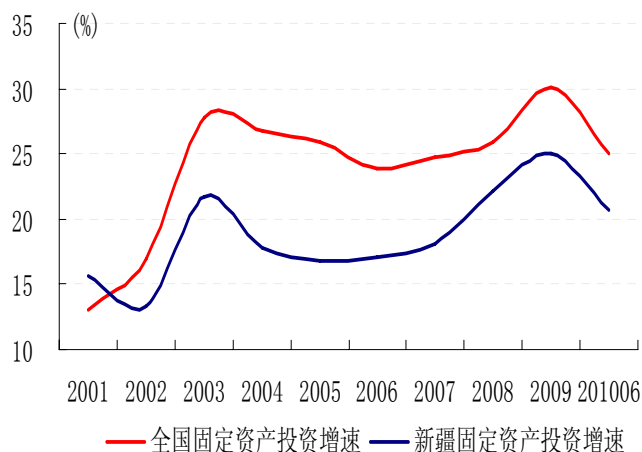
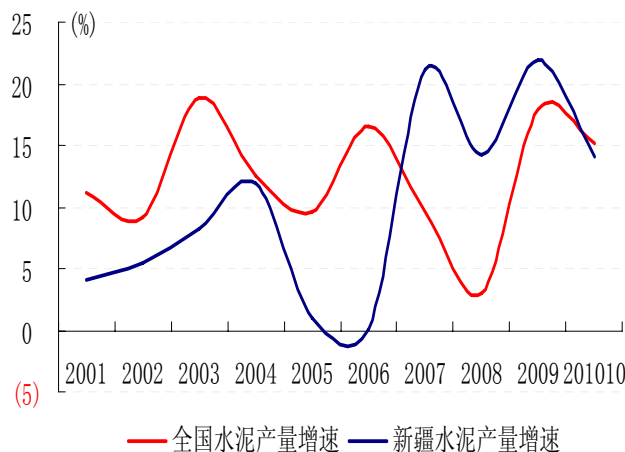


图 41 新疆水泥需求及同比增长



资料来源：WIND、中投证券研究所

从供给面而言，由于近年以来新疆水泥需求增速明显，带动了企业投资的积极性，最近两年水泥累计投资约 80 亿元，预计今明两年将新增产能 2400 万吨，其中 2010 年 12 条水泥生产线投产，新增产能 1065 万吨，2011 年 10 条水泥生产线投产，新增产能 1468 万吨，由于这些生产线大部分在下半年才投产，基本在下一个年度才形成有效产能。此外由于新疆冬季较长，水泥产能利用率约 75%~80%，预计明后年可以新增产量 850 万吨和 1170 万吨。

图 42 新疆水泥投资及同比增速

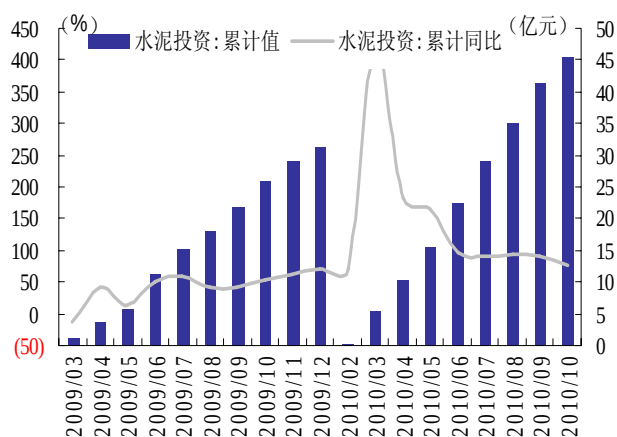
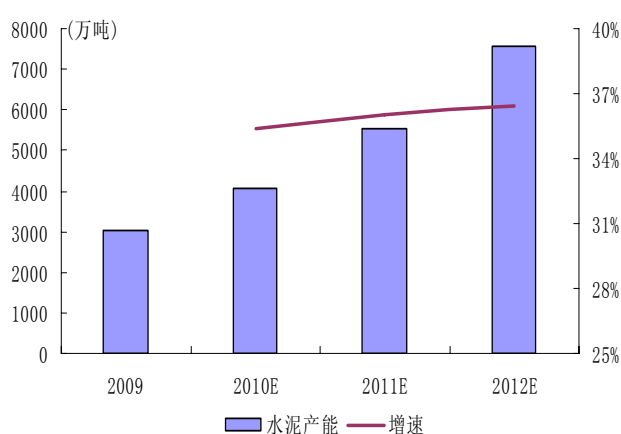


图 43 新疆水泥产能及同比增速



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

表 1 2010 年新疆新投产水泥生产线

地区	企业名称	生产线地址	设计产能(t/d)	年熟料产能(万吨/年)	投产时间
北疆	屯河水泥布尔津分公司	布尔津	2000	80	2010年6月
	阿山水泥	哈巴河	2500	100	2010年6月
	伊犁	沪新水泥公司	伊犁	120	2010年年底
	昌吉	大唐鼎旺水泥公司	奇台	120	2010年10月
	乌鲁木齐	天山水泥电石渣项目	乌鲁木齐	80	2010年10月
	石河子	天业天辰水泥电石渣项目	石河子	60	2010年9月
东疆	吐鲁番	东湖水泥厂	东湖	40	2010年8月
	哈密	天山水泥哈密分公司	哈密	100	2010年8月
	巴州	青松建化巴州分公司	塔什店	100	2010年6月
南疆	阿克苏	山东三川集团	库尔勒	100	2010年7月
	克州	青松建化	阿图什	100	2010年3月
合计				1065	

资料来源：新疆建材行办、中投证券研究所

表 2 预计 2011 年新疆新投产水泥生产线

地区	企业名称	生产线地址	设计产能(t/d)	年熟料产能(万吨/年)	投产时间
北疆	塔城	青松建化	乌苏	120	2011年下半年
	塔城	新疆银鹰工贸	乌苏	120	2011年
	伊犁	霍城三山水泥公司	清水河	120	2011年
	伊犁	屯河水泥	察布查尔	180	2011年10月
南疆	阿克苏	天山多浪	阿克苏	128	2011年4月
	喀什	飞龙水泥公司	喀什	80	2011年下半年
	喀什	隆基水泥公司	莎车	200	2011年

山水水泥	英吉莎	2*5000	200	2011 年底
阿克苏天山多浪	喀什	4000	160	2011 年底
阿克苏天山多浪	叶城	4000	160	2011 年底
合计			1468	

资料来源：新疆建材行办、中投证券研究所

供求综合关系。受益于区域水泥需求的明确增长，我们认为新增的水泥产能基本可以被消化，区域水泥市场将进入快速发展阶段。

4.2 玻璃关注细分子行业

4.2.1 LOWE 是目前增长前景最为确定的子行业

节能环保行业已被列为我们战略性新兴产业之首，而近期《节能环保发展规划》也基本编制完成。建筑节能作为节能产业的四大领域之一，未来必将得到财政、税收与金融等方面的政策扶持。目前像上海，沈阳等地已制定建筑节能新规，预计未来民用建筑标准将日趋严格化。

据统计，我国每年建筑能耗占全社会总能耗近三成，通过玻璃损失的能量也占到 8% 以上。要实现建筑节能化，控制门窗能耗必不可少，而 LOW-E 也成了不可替代的产品了。

LOW-E 玻璃大多用于公用市场，但目前部分高档住宅楼盘已开始采用 LOW-E 玻璃。随着政策落实及消费不断升级，住宅市场必将成为继写字楼后的又一大市场。我们预计今明两年国内 LOW-E 玻璃需求能够维持 35% 以上的增速，而后将保持 20% 左右的增长空间。

表 3 国内 LOW-E 玻璃市场需求测算

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
玻璃总产量（万重箱）	36,574	40,499	49,748	55,185	56,073	62,868	69,155	76,070	83,677
增长率（%）		11%	23%	11%	2%	12%	10%	10%	10%
玻璃总产量（万吨）	1,829	2,025	2,487	2,759	2,804	3,143	3,458	3,804	4,184
建筑玻璃比例（%）	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
建筑玻璃用量（万吨）	731	810	995	1104	1121	1257	1383	1521	1674
建筑玻璃用量（亿 m ² ）	4.9	5.4	6.7	7.4	7.5	8.4	9.3	10.2	11.2
中空玻璃比例（%）	20%	23%	25%	30%	35%	38%	42%	44%	46%
中空玻璃用量（亿 m ² ）	1.0	1.2	1.7	2.2	2.6	3.2	3.9	4.5	5.2
中空玻璃中 LOW-E 比例	10%	12%	15%	19%	22%	25%	28%	30%	32%
LOW-E 玻璃用量（亿 m ² ）	0.10	0.15	0.25	0.42	0.58	0.80	1.09	1.35	1.65
LOW-E 玻璃增长率（%）		53%	67%	69%	37%	38%	36%	23%	23%

资料来源：wind、中投证券研究所

国家对节能建筑的政策要求掀起了国内产商投资节能玻璃的热情，国内目前共有 LOW-E 线共 11 条，而明后年全国可统计的新投产生产线就达 14 条，总产能将实现翻番，达到 1.35 亿平米。相对于我们测算的市场需求而言，产能大约能够匹配。

由于市场空间巨大，不仅各大产商南玻、耀皮、信义有大量投产计划，其它中小产商也纷纷进入该市场。需要注意的是，随着住宅市场的普及和更多厂

家的进入，未来 LOW-E 市场的高盈利能力能否维持，需要我们的关注。

表 4 国内主要玻璃企业 LOW-E 产能扩张计划

(万平方米)	目前产能	2011	2012	新增与现有产能比
南玻	1240	840	300	92%
耀皮	1408	120		9%
信义	1770	800		45%
中航三鑫	140	1000		714%
金晶科技	230		1000	435%

资料来源：各公司公告、中投证券研究所

4.2.2 超白压延伴随太阳能领域成长

今年我国新兴能源产业发展规划初定，争取至 2020 年我国非化石能源占一次能源消费总量比重达 15% 左右。其中，风能与太阳能等可再生能源占比达 2% 以上。近年来全球光伏行业发展迅速，2009 年全球光伏装机总容量达到 7.2GW，根据 ISUPPLI 的最新预测，今年全球有望达到 15.8GW 的市场规模，未来几年的年均复合增长率维持在 25% 左右。

从产量上看，我们已连续成为全球最大的光伏生产国，2009 年我国光伏产量达 4GW，约占全球装机容量的一半。预计未来几年我国仍会保持全球最大产量，但韩国及台湾地区等地区产能扩张迅猛，值得关注。

在光伏行业中，晶硅电池与薄膜电池是两大重要种类。目前来看，全球晶硅电池占光伏电池比重在八成左右，这主要是由于技术成熟、转换效率高。但薄膜电池成本相对较低，只是技术不成熟，我们预计未来晶硅电池占比会有所下降，但近期仍会维持绝对优势。

晶硅电池通常使用超白压延玻璃作为其组件的盖板。超白压延玻璃是经过刚化的绒面玻璃，能够减少外界对太阳能电池的侵蚀与破坏。一般来说，100W 晶体硅需求的压延玻璃为 1 m²，在复合增长率 27% 的假设下，预计我国 2014 年所需超白压延玻璃达 1.36 亿 m²。

表 5 国内未来太阳能玻璃需求测算

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球光伏装机容量 (MW)	2594	6090	7203	15800	19300	21000	28000	38000
增长率		134.8%	18.3%	119.4%	22.2%	8.8%	33.3%	35.7%
中国光伏总产量 (MW)	821	1780	4000	5600	7728	10046	13060	16978
增长率		116.8%	124.7%	40.0%	38.0%	30.0%	30.0%	30.0%
晶硅电池产量 (MW)	792	1711	3839	5208	6955	8740	10971	13583
晶硅电池占比	96.4%	96.1%	96.0%	93.0%	90.0%	87.0%	84.0%	80.0%
超白压延玻璃需求量 (万 m ²)	792	1711	3839	5208	6955	8740	10971	13583
增长率		116.2%	124.3%	35.6%	33.5%	25.7%	25.5%	23.8%
薄膜电池产量 (MW)	29	69	161	392	773	1306	2090	3396
薄膜电池占比	3.6%	3.9%	4.0%	7.0%	10.0%	13.0%	16.0%	20.0%
TCO 玻璃需求量 (万 m ²)	59	137	321	784	1546	2612	4179	6791

增长率	134.1%	134.0%	144.2%	97.1%	69.0%	60.0%	62.5%
-----	--------	--------	--------	-------	-------	-------	-------

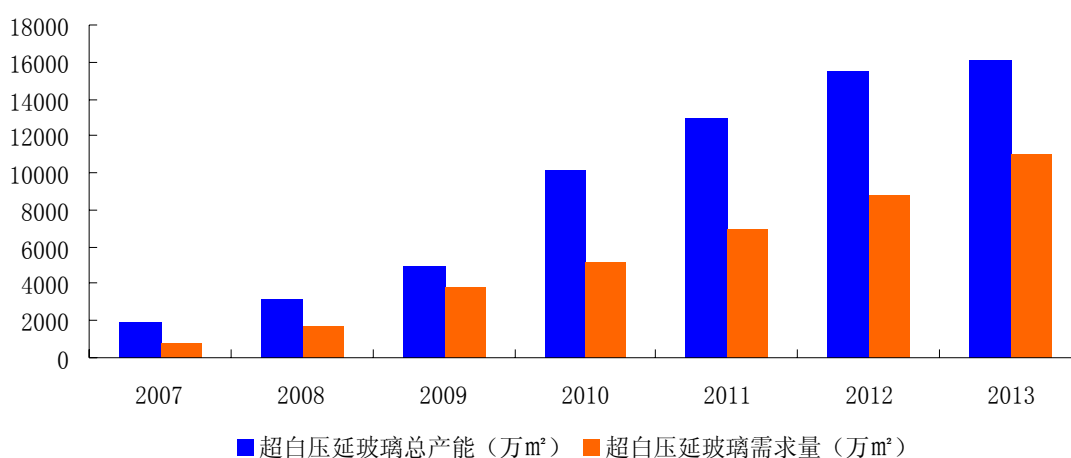
资料来源：ISUPPLI、中投证券研究所

需要注意的是，光伏行业的快速发展很大程度上得益于各国的政治环境。为了鼓励光伏行业的发展，许多国家都采取扶持政策，以增加太阳能发电的竞争力。总的来说，相关政策主要包括上网电价补助、退税或补贴两种方式。然而，政策的退出同样会对行业产生较大的冲击。

以西班牙为例，2008 年该国将上网电价的补贴（Feed-in Tariffs）削减到由 0.46 欧元/度下降至 0.32-0.34 欧元/度，许多产商因此推迟已获批项目的投产。2009 年的年度装机量大幅下降至 69MW，不能不说是受到该政策的影响。类似地，德国市场补助的下降也造成了光伏市场的波动。德国 2009 年装机量占全球一半以上及 2010 年需求的快速上升，大幅增长的部分原因也来自于对上网电价在 2010 年下半年将降低的预期。2011 年德国的补助将继续下调 10%，估计将使德国市场步入迟缓期。

相对于稳步增长的需求而言，超白压延玻璃的供给压力并不小。目前国内主要厂商包括南玻、信义、浙江福莱特等。据初步统计，国内已点火投产的生产线有 23 条，总产能约 1 亿 m²。而明后两年将投产的生产线共有五条，新增年产能约 7600 万 m²。该新增产能能够满足的太阳能电池需求量为 7.6GW，几乎达到了 2010 年全球预计光伏新增量的一半。从需求与供给图中也可看出，未来三年超白压延玻璃总体上仍维持供过于求的局面。

图 44 我国超白压延玻璃供求情况



资料来源：各公司公告、中投证券研究所

4.2.3 TCO 可能因薄膜电池异军突起

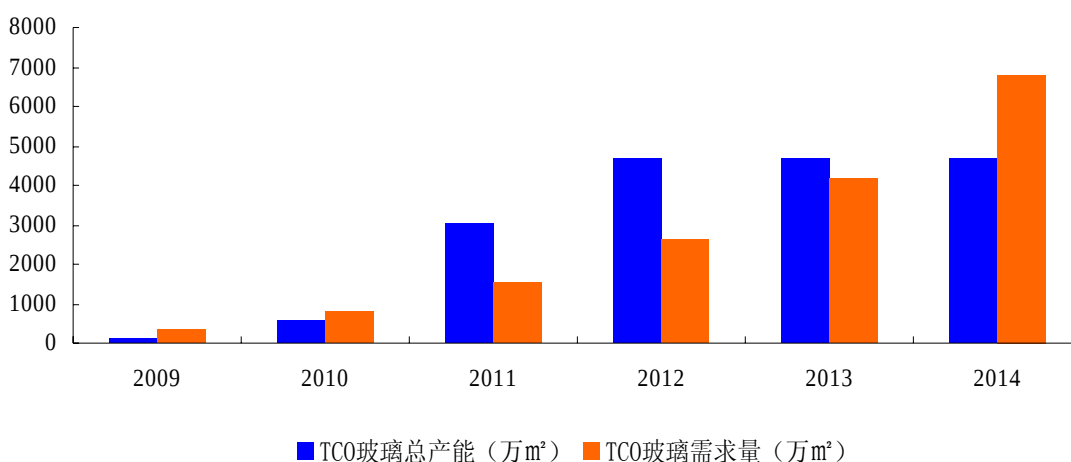
TCO 玻璃即透明导电膜玻璃,是通过物理或化学方法在平板玻璃表面均匀镀上一层透明的导电氧化物薄膜所形成的组件。TCO 玻璃作为前电极,可以有效收集电流,是薄膜太阳能电池必不可少的部分。

相对于晶硅电池而言,薄膜电池市场较小,2009 年全球产量占光伏总产量比重约为 22%。薄膜的优势在于其成本较低,但转换效率不高成为制约其发展的劣势。薄膜电池平均转换效率在 56%,而晶硅电池在 14%。我们认为如果薄膜电池技术局限得到解决,其市场将会有更大的市场空间。

目前我国薄膜电池产量占光伏总产量比重仅 4%,预计未来几年增速将在 60%左右,占比也趋近于全球的均值 20%。一般来说,50W 的薄膜电池所需 TCO 玻璃为 1 m²,我们预计至 2014 年国内所需 TCO 玻璃量约为 6800 万 m²。

供给方面,近两年会有 13 条产线投产,合计产能 4677 万 m²,相对于需求来说,供给偏大。但如果薄膜电池迅速发展,三年后行业供给压力可得以缓解。

图 45 我国 TCO 玻璃供求情况



资料来源:各公司公告、中投证券研究所

五、重点公司

5.1 天山股份

2010 年 1-9 月公司实现营业收入 40 亿元,同比增长 26.7%;实现归属于母公司净利润 4.8 亿元,同比增长 51.6%;基本每股收益 1.35 元。其中 7-9 月实现营业收入 19.5 亿元,同比增长 40.3%,实现归属于母公司净利润 3.27 亿元,同比增长 89.7%;基本每股收益 0.84 元。

投资要点:

■ **价格上涨推动业绩快速增长。**公司第三季度净利润大幅增长的主要原因是水泥价格暴涨。第三季度新疆由于水泥供不应求，尤其是北疆和东疆，导致水泥价格出现大幅上涨，部分区域甚至出现 100 元/吨以上的涨幅；江苏由于拉闸限电，水泥价格也出现 20 元/吨以上的涨幅，9 月份同比甚至涨 50 元/吨。公司新增产能对业绩影响不大，今年投产的熟料生产线仅有年初溧水 5000t/d、6 月布尔津 200t/d 和 8 月哈密 2500t/d，能对第三季度形成有效产量支持的仅有溧水的生产线。

■ **东北疆产能比重不高及成本上升影响毛利率的进一步提高。**今年第三季度公司毛利率 31.3%，较去年三季度的 28.5% 上升了 2.8%，处于近年来公司毛利率高点。由于水泥价格涨幅较大的东疆和北疆的产能仅占总产能的 1/3，导致公司水泥平均价格涨幅不大。煤炭价格和人工成本的上涨也影响了公司毛利率进一步提高。

■ **未来业绩增长主要看产能扩展。**2009 年底，公司水泥产能合计 1444 万吨，根据公司 6 月和 9 月大规模的投资计划，预计 2012 年公司产能将达到 4000 万吨，是 2009 年的 2.8 倍，未来业绩增长主要靠产能推动。

■ **公司资本结构得到大幅改善，但大规模投资又将进一步提高公司的负债率，并有进一步权益融资的需要。**今年公司通过权益融资 15 亿元和良好的业绩，总负债率大幅下降，但公司今年 6 月和 9 月分别公布大规模的投资计划，预计 10-12 年，公司需要 80-90 亿元的资金完成固定资产投资，而公司每年经营性现金流约 10 亿元，资金缺口巨大，公司负债率将进一步提高，并且有进一步权益融资的需要。

■ **投资评级“推荐”。**预测公司 10-12 年 EPS 为 1.47、1.55、2.07 元，对应目前股价 19.10 倍 PE，考虑到公司未来三年的成长性，给予推荐评级。

表 6 天山股份盈利预测

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4115	5592	6617	8901
营业成本	3029	4061	4800	6439
营业税金及附加	27	40	47	63
营业费用	304	363	450	596
管理费用	323	391	482	640
财务费用	151	161	227	327
资产减值损失	2	20	20	20
公允价值变动收	29	0	0	0
投资净收益	11	18	15	15
营业利润	319	572	607	832
营业外收入	175	181	179	180
营业外支出	10	17	17	16
利润总额	484	737	769	996
所得税	48	71	75	97
净利润	437	666	695	900
少数股东损益	86	95	92	93
归属母公司净利	351	571	603	807
EBITDA	756	1126	1449	2016
EPS (元)	1.12	1.47	1.55	2.07

资料来源：中投证券研究所

5.2 海螺水泥

2010 年 1-9 月公司实现营业收入 223.6 亿元，同比增长 26.6%；实现归属于母公司净利润 31.6 亿元，同比增长 41.4%；基本每股收益 0.89 元。其中 7-9 月实现营业收入 84.9 亿元，同比增长 32%，实现归属于母公司净利润 13.6 亿元，同比增长 45.3%；基本每股收益 0.39 元。

■ **产能释放和拉闸限电促使公司业绩实现稳定增长。**业绩稳定增长的主要原因有两个原因，一是公司今年上半年有全椒、岳阳、弋阳、广元、忠县、贵阳等多条 5000t/d 生产线投产，产能有所增加，二是华东、华南市场由于拉闸限电，水泥价格出现较大涨幅。

■ **拉闸限电导致水泥价格大涨，公司毛利率单季度环比上涨 3%。**虽然煤电等原材料成本有所上涨，但今年 7 月底以来，由于华东、华南大部分地区出现拉闸限电，水泥价格涨幅较大，而公司超过 60%的业务在这两大区域，受益匪浅，公司毛利率从二季度的 26.1%上升至三季度的 29.2%。

■ **因公司经营性现金净流量降幅较大，为维持高额资本性开支，公司有息负债率上升 6.5%。**1-9 月，公司经营性现金净流量从去年同期的 65 亿元降至 24 亿元，降幅 63%，但资本性支出依然高达 75 亿元，资金缺口 50 亿元，须通过外源融资解决资金短缺，所以我们看到公司前 9 个月，长期负债增加了 50 亿元，从而使得公司的有息负债率从去年年底的 20.4%上升至 9 月底的 26.9%。

■ **未来公司债的发行将有利于降低公司财务费用。**公司 2009 年 6 月 5 日召开的 2008 年度股东大会审议批准了关于在中国境内发行票面本金总额不超过 95 亿元的公司债券事宜，股东大会决议有效期为 24 个月。虽然截至本报告披露日，发行公司债券事宜尚未获得有关主管部门的批准，但我们认为公司债获得批准的可能性极大，将有利于降低公司财务费用。

■ **投资评级：“推荐”。**我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 1.50、1.65 和 1.80 元。目前 19.68 倍的市盈率基本合理，给予“推荐”的投资评级。

表 7 海螺水泥盈利预测

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	24998	30915	35164	39814
营业成本	17865	21312	24549	28205
营业税金及附加	134	189	215	243
营业费用	1420	1546	1758	1991
管理费用	976	1020	1160	1314
财务费用	356	492	571	476
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	20	30	40
营业利润	4260	6376	6940	7625
营业外收入	257	300	400	400
营业外支出	41	0	0	0
利润总额	4477	6676	7340	8025

所得税	815	1215	1336	1461
净利润	3662	5461	6004	6565
少数股东损益	118	174	191	209
归属母公司净利	3544	5288	5813	6356
EBITDA	6269	8826	9950	10783
EPS (元)	2.01	1.50	1.65	1.80

资料来源：中投证券研究所

5.3 华新水泥

十一月以后，湖北省水泥价格大幅度上涨，由十月初的 320 元/吨左右上涨到 400 元/吨。同时，公司十一月份中陆续公布收购京兰三源和房县钻石水泥有限公司股权事宜。今日，我们针对以上事宜特别对公司所处湖北区域经销商进行调研。

■ **价格上涨主要源于华东限电，但湖北区域水泥行业情况有逐步回暖的可能性。**进入 8 月份以后，华东区域的大面积限电导致该区域水泥供不应求。而上半年苦于区域产能严重过剩的湖北水泥企业，开始大量通过水运将水泥和熟料运送到华东区域。经我们调研，华新、葛洲坝和亚东三家企业通过这种方式消化的水泥量约 600 万吨，占湖北区域 8 月份以后整体产能约 15%。如果算上熟料的外运，这个比例还会增加；

■ **从明年下半年起湖北区域的供求情况有可能好转。**从湖北省水泥生产线投产的情况来看，09 年投产 18 条线，形成水泥产能 2740 万吨，约相当于湖北省 2010 年水泥需求量的 30%，正是这部分产能对 2010 年湖北区域水泥市场形成较大的打击。2010 年湖北水泥行业投资同比下滑 50% 以上，投产熟料生产线 6 条，形成对应水泥产能 1500 万吨左右，其中 11 月份以后投产的 400 万吨和明年 1 季度将会投产的 160 万吨熟料生产线，将会对明年上半年湖北水泥行业仍然产生一定的压力，但由于需求增速可能略快于产能增长，明年上半年湖北区域水泥行业状况可能略好于今年上半年全行业亏损的情况。从明年下半年起，该区域无新增熟料产能，如果需求能保持 10% 以上的增速，则明年下半年可能成为湖北水泥行业的拐点；

■ **在行业面临底部时收购，控制成本，提高区域市场控制力。**公司近日宣布收购钻石水泥 70% 和三源水泥 100% 的股权的事件有两个特点：1、这是公司暂缓在湖北区域新建水泥生产线以后实施的，说明公司在该区域扩张方式发生变化；2、已宣布的三源水泥的收购价仅为 0.7 倍 PB，说明这种方式成本低于新建；

■ **给予“推荐”评级。**根据目前湖北区域市场的新情况，我们上调公司 10-12 年的 EPS 至 1.28、1.05 和 1.41 元，其中明后年考虑了公司定向增发成功 1.36 亿股摊薄得因素。基于公司 2010 和 2011 年可能出于业绩的低谷和目前 23 倍的动态市盈率水平，给予“推荐”的投资评级。

表 8 华新水泥盈利预测

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6906	8645	10241	11163
营业成本	5281	6613	7783	8372

营业税金及附加	94	107	127	138
营业费用	363	467	553	592
管理费用	335	342	492	536
财务费用	193	521	601	545
资产减值损失	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	51	0	0
营业利润	626	645	685	979
营业外收入	97	110	140	140
营业外支出	6	15	15	20
利润总额	717	740	810	1099
所得税	151	126	136	193
净利润	566	614	675	906
少数股东损益	65	96	105	143
归属母公司净利	501	518	569	764
EBITDA	1378	1843	2195	2544
EPS (元)	1.24	1.28	1.05	1.41

资料来源：中投证券研究所

5.4 冀东水泥

2010 年 1-9 月，公司实现营业收入 80.06 亿元，同比增长 64.3%；营业利润 13.89 亿元，同比增长 51.7%；归属于上市公司股东的净利润 10.98 亿元，同比增长 48.2%。基本每股收益 0.91 元，同比增长 48.2%。

■ **受益于产能释放，公司业绩增长依然较快。**今年大同一期、阿巴嘎旗、江津一期、内蒙古二期、唐县、三友二期等水泥熟料生产线陆续达产，公司产能较去年同期出现大幅增长，从而带动公司业绩增长。

■ **公司毛利率维持高位。**2010 年第三季度，公司单季毛利率为 33.2%，较去年同期相比略有下降，环比略有上升。预计 10 年四季度和 11 年一季度毛利率依然会如期下滑，11 年二、三季度公司毛利率能不能回到目前高点，关键要看十二五期间公司所在业务区域——京津塘、东北、陕西等地区固定资产投资的情况。

■ **水泥价格、成本和单吨毛利均有所下降。**由于收入占比较大的石家庄和西安水泥价格出现下降，公司水泥平均售价较去年同期相比有所下降。虽然煤炭价格有所上涨，但由于公司新增 8 台余热发电机组，用电成本大幅下降，水泥单吨成本有所下降。由于价格降幅略大，公司水泥单吨毛利较去年同期有所下降。

■ **今年产能仍将大幅扩大。**根据公司公告披露的信息统计，今年上半年公司有 3 条熟料生产线投产，下半年预计有 8 条生产线投产，明年预计 6 条生产线投产。今年将是公司产能快速扩张的一年，产能增速将达 57%，明年产能增速将大幅下滑。从新增产能看，公司约有 62% 的新增产能在华北、约有 20% 的新增产能在重庆。

■ **非公开发行有助于缓解公司资金压力。**根据公司公告测算，10、11 年公司固定资产投资金额仍需高达 107 亿元，资金压力较大，今年前三季度，公司长期负债增加了 51 亿元，仍有相当大的缺口。对菱石投资非公开发行 1.35

亿股的发行预案，发行价 14.21 元/股，募集资金 19 亿元，有助于缓解公司资金压力。

投资评级：“推荐”。我们预计，公司 10 -12 年的 EPS 分别为 1.09、1.20 和 1.33 元。如果考虑增发 1.35 亿股，10 -12 年的 EPS 分别为 0.99、1.09 和 1.17 元，目前 20.77 倍左右的市盈率基本合理，给予“推荐”的投资评级。

表 9 冀东水泥盈利预测

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6938	11025	15300	16520
营业成本	4738	7718	11016	11894
营业税金及附加	48	87	118	126
营业费用	264	430	597	644
管理费用	848	1088	1510	1631
财务费用	272	513	687	670
资产减值损失	24	20	20	20
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	392	350	350	350
营业利润	1136	1520	1702	1885
营业外收入	205	200	180	180
营业外支出	61	60	60	60
利润总额	1280	1660	1822	2005
所得税	216	249	273	301
净利润	1064	1411	1549	1704
少数股东损益	81	85	90	90
归属母公司净利	984	1326	1459	1614
EBITDA	1950	3147	4013	4330
EPS (元)	0.81	1.09	1.20	1.33

资料来源：中投证券研究所

5.5 南玻 A

公司 12 月 25 日公告董事会决议，将对公司各项业务进行大幅度扩产。本报告对公司扩产项目对公司未来的影响进行了详细分析。

- **公司公告的投资高达 76 亿元以上，如果全部投产，公司资产规模将增加将近 80%。**公司此次公告的项目共计 13 个，投资总额达到了 76.84 亿元。如果再加上公司目前正在建设的吴江浮法玻璃生产线和廊坊超薄玻璃生产线共计 12 亿元左右的投资，公司在未来 3 年内进行的项目总投资将高达近 90 亿元。而公司截止到 2010 年 3 季度，资产总额为 115 亿元。也就是说这些项目投产后公司的总资产规模将在现在的基础上增加将近 80%。
- **新增投资的重点集中在太阳能和电子玻璃领域。**从投资分布的领域来看，公司目前所有投资中，太阳能领域占 65%（约 58 亿元）。节能玻璃领域的投资占 15%（约 14 亿元）。电子玻璃领域的投资和建筑浮法领域的投资各占 10%（约 8.5 亿元）。从投资前后产能的变化来看，太阳能领域的变化最为明显。多晶硅切片、电池片和组件扩产以后产能将达到 1GW，分别是公司目前产能的 5 倍以上。另外用于薄膜太阳能电池的 TCO 玻璃的生产能力将比目前扩大 8 倍以上。而电子玻璃领域 ITO 玻璃的产能将扩大 40%，而可用于触摸屏 sensor 制造的光刻产能将扩大将近 80%。在节能玻璃领域，主攻工建市场的 LOWE 中空玻璃的产能增加 20% 左右，而主攻民用住宅市场的大板 LOWE 将从无到有，在未来的 2-3 年内形成 1200 万平米的产能。
- **项目投产后，公司经营效率有望明显提高。**公司目前经营效率的瓶颈在于固定资产周转率明显偏低（仅为 0.5 左右）。而目前重点投资的太阳能领域、

工程玻璃和电子玻璃领域的资产周转率均高于 1，我们预计这些项目投产后，公司的收入有望达到 250 亿元以上，相对目前有约 200% 的增长，这将有效改善公司的经营效率，提高公司整体投资回报。

- **可能在未来实施融资。**公司目前投资项目所需资金将近 90 亿元，而目前公司经营性现金流净额仅为 15.5 亿元，很难依靠内生性增长保证此轮项目投资。因此再次增发的可能性增加。
- **维持“推荐”的投资评级。**根据我们的盈利预测，公司 2010-2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.67、0.80、1.00 元。公司未来增长空间较大，维持“推荐”的投资评级。

表 10 南玻 A 盈利预测

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5279	7512	9644	13018
营业成本	3436	5027	6593	9160
营业税金及附加	5	0	0	0
营业费用	242	270	347	482
管理费用	420	503	646	872
财务费用	106	126	179	208
资产减值损失	17	38	30	20
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	19	19	19	19
营业利润	1073	1566	1868	2295
营业外收入	32	48	50	50
营业外支出	116	8	10	10
利润总额	989	1606	1908	2335
所得税	74	112	134	163
净利润	915	1494	1774	2172
少数股东损益	83	100	100	100
归属母公司净利	832	1394	1674	2072
EBITDA	1627	2199	2694	3269
EPS (元)	0.68	0.67	0.80	1.00

资料来源：中投证券研究所

5.5 金晶科技

今年前三季度，公司实现营业收入 22.5 亿元，同比增长 31.2%。实现归属于母公司净利润为 1.95 亿元，同比增长 152.9%，对应 EPS 0.33 元。第三季度公司营业收入达 8.27 亿元，同比增长 20.7%；实现归属于母公司净利润为 0.67 亿元，同比增长 54.2%，对应 EPS 为 0.11 元，略高于我们的预期。

■ **玻璃行业高景气，支撑公司盈利水平高企。**8 月份以来行业旺季需求拉动玻璃价格企稳回升。公司 2009 年本部一线与淄博金星玻璃进行技改令产能有所减少，今年业绩增长也反映去年较低的基数。前三季度，公司毛利率达 21.8%，高于去年及前年水平。第三季度毛利率略低于二季度，但 22.1% 的数值仍处于较高位置，毛利率的略微下降主要源于纯碱在利润中比重的增加。

■ **子公司业绩喜人，投资收益大增。**公司拥有子公司廊坊金彪 45% 的股权。去年三季度两条浮法玻璃线处于亏损状态，但今年以来贡献投资收益为 2594 万元，比去年同期的 205.3 万元增长 1163.49%。

■ **纯碱价格历创新高，估计今年营业利润贡献可达 1 亿元以上。**三季度以来，玻璃旺季及国家限电原因导致纯碱供不应求，产品价格向上动力强劲，价格近两月内价格上涨幅度达 40%。公司纯碱产能为 100 万吨，自用量 35 万吨。

公司纯碱综合成本约为 1200 元/吨，下半年毛利率可达 18%以上。我们估计今年全年纯碱的可为公司贡献 1 个亿以上的营业利润。

■ **公司现金流情况改善。**公司目前经营性现金流为 2.1 元，同比增长 91.7%。公司资本性支出为 3.1 亿元，存在 1 个亿的资金缺口，预计明年上半年 15.76 亿的募集资金将到位，届时公司资金将较为充裕。预计新产线将于 2012 年投产，2013 年业绩将得到较大程度的释放。可关注项目的进展情况。

■ **维持“中性”投资评级。**我们预计公司 10-12 年的 EPS 为 0.45、0.51、0.60。维持对公司“中性”的投资评级。

风险提示：

房地产投资增速下降及纯碱行业产能过剩对公司盈利造成的影响。

表 11 金晶科技盈利预测

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2314	3315	3689	3963
营业成本	1862	2623	2926	3110
营业税金及附加	12	20	22	24
营业费用	66	83	90	97
管理费用	76	116	118	127
财务费用	125	150	156	154
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	33	25	20
营业利润	178	356	402	470
营业外收入	9	10	12	14
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	187	366	414	484
所得税	50	92	103	121
净利润	136	275	310	363
少数股东损益	19	10	10	10
归属母公司净利	117	265	300	353
EBITDA	550	725	798	911
EPS (元)	0.20	0.45	0.51	0.60

资料来源：中投证券研究所

5.6 中航三鑫

前三季度，公司实现营业收入 15.15 亿元，同比增长 38.82%；实现归属母公司的净利润 2988.9 万元，同比减少 6.33%；实现基本每股收益 0.07 元，同比减少 56.25%。单季度看，公司三季度营业收入为 6.88 亿，同比增长 69.89%；实现归属母公司的净利润 829.01 万元，同比增长 11.06%，对应 EPS0.02 元，低于我们之前的预期。

投资要点：

■ **公司增收不增利，三季度毛利率降至历史低点。**不管是单季或前三季情况，公司净利润增幅均远低于收入增幅，前三季度净利润出现同比下降。三季度毛利率快速下降至 11.8%，为 2008 年以来的历史最低点，净利率也下滑至 1.2%。

■ **幕墙工程业务占比高，拖累整体盈利。**公司幕墙工程业务盈利能力一直处于较低水平，上半年毛利率为 14.2%。前三季度，公司营业收入较去年增加 4.24 亿，其中有 2.48 亿来自于幕墙工程，占比接近 60%。

■ **利润来自于控股子公司，新线盈利低预期。**受光伏行业旺盛需求影响，今年 3 月投产的蚌埠超白压延玻璃成为重要的利润增长点，然而，公司仅持有太阳能光电玻璃公司 70% 的股权。另外，公司幕墙工程、电子玻璃与太阳能玻璃今年以来新增收入达 4.43 亿元，与总收入增加额相差无几。可见，去年底投产的大亚湾离线 LOW-E 业绩贡献并无多大体现。未来在线 LOW-E 与 TCO 产能的业绩释放情况值得我们关注。

■ **新项目建设可能慢于计划。**前三季度，公司资本性支出 4.8 亿元，同比减少 24.9%。根据各生产线建设进程推算，今年固定资产投资约需 13.5 亿元，我们判断公司项目建设可能慢于原来计划。公司需为今明两年项目自筹资金量约为 14.5 亿。如果通过债务融资获取资金，负债率将会上升至约 70%，公司有一定财务压力。

■ **投资评级：**预计 10-12 年，公司的销售收入将由 22.9 亿增长至 46.9 亿，对应的 EPS 分别为 0.11，0.21，0.60 元。目前 100 倍以上的市盈率已较高，给予公司“中性”的投资评级。

风险提示： 特玻业务投产时间及市场开拓情况可能影响公司未来业绩的释放。

表 12 中航三鑫盈利预测

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1685	2290	3144	4692
营业成本	1450	1896	2529	3625
营业税金及附加	38	50	69	103
营业费用	46	65	101	160
管理费用	90	113	156	235
财务费用	15	96	139	148
资产减值损失	-4	8	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	50	60	140	411
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	52	62	142	413
所得税	13	14	31	91
净利润	39	48	111	322
少数股东损益	1	4	26	83
归属母公司净利	38	44	85	240
EBITDA	96	181	349	683
EPS (元)	0.18	0.11	0.21	0.60

资料来源：中投证券研究所

5.7 北新建材

投资要点：

■ **石膏板需求有望实现稳定增长。**石膏板属于节能环保材料，过去九年需求复合增长率约 30%。目前大部分需求来自于公用建筑，未来消费升级及节能环保政策将会推动民用需求，预计未来增长将保持在 15% 以上，2015 年全国

产量有望超过 30 亿平方米。

■ **行业龙头，未来五年市场占有率接近 50%。**公司主要竞争对手为三大外企：拉法基、可耐福与圣戈班，但它们产能仅为 1 亿、1 亿与 0.5 亿平米，总产能远低于公司 09 年 7.2 亿平米的规模。公司今年销量预计达 6 亿平米，占市场 30%。随着未来产能扩张，2015 年市占率将接近 50%。

■ **差异化品牌战略，今明两年新增产能 5.4 亿平米。**公司以两大品牌“龙”牌与“泰山”分别占领高端与中低端市场。其中泰山石膏在收入与利润中贡献均高于七成。公司去年新建 10 条石膏板生产线，今明两年又将增加 17 条，产能合计 5.4 亿平方米，比现有产能增长 75%。公司预计 2015 年实现 15 亿平米规模，届时将成为世界最大的石膏板生产商。

■ **未来盈利能力有望趋于稳定。**公司近两年营业收入增速都 30% 以上，今年收入有望突破 40 亿元。由于脱硫石膏的采用及美废价格处于低位，过去几年毛利率持续上升，2009 年达到 30.9%。随着未来脱硫石膏在行业的广泛应用以及美废价格的上涨，成本优势将有所下降。但公司市场占有率提高有望转移部分成本压力，预计盈利能力趋于稳定。

■ **资金需求量大，负债率有所上升。**根据生产线投资金额测算，公司未来投资所需资金约为 13 亿元，其中约一半将通过银行贷款筹得。目前公司负债率为 58.4%，如果一半资金来自债务，则负债率 62%，财务风险有所增加。

■ **投资评级：**预计 10-12 年，公司的销售收入将由 43.9 亿增长至 67.9 亿，对应的 EPS 分别为 0.67, 0.87, 1.00 元，对应 2010 年 EPS 为 23.88 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示：①美废价格上升导致产品成本增加。②行业需求增长慢于预期，导致公司新增产能无法有效释放，影响盈利能力。

表 13 北新建材盈利预测

利润表	2009	2010E	2011E	2012E
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3275	4391	6013	6788
营业成本	2263	3219	4433	4980
营业税金及附加	9	9	12	14
营业费用	191	220	301	339
管理费用	193	255	353	400
财务费用	72	81	108	108
资产减值损失	19	13	12	13
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	532	595	795	933
营业外收入	30	50	40	40
营业外支出	19	10	10	10
利润总额	543	635	825	963
所得税	80	86	111	135
净利润	463	549	714	828
少数股东损益	142	165	215	251
归属母公司净利	322	384	499	577
EBITDA	752	878	1163	1335
EPS (元)	0.56	0.67	0.87	1.00

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434