

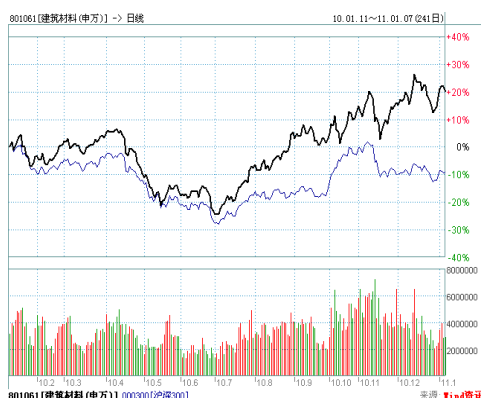
## 水泥行业维持景气，玻璃深加工值得关注 ——建材行业 2011 年投资策略

研究员：朱勤  
执业证书编号：S0570210030026  
电话：025-84457777-379(办公室)  
E-mail: chuqinghome@163.com  
地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持(首次评级)

建筑材料 II

### 市场走势图



### 相关研究

### 投资要点：

10 年行业发展较快，2011 年水泥行业仍将在景气周期中运行。预计 10 年全年水泥产量约 18.94 亿吨，比 09 年约增加 2.44 亿吨，增速 14.8%；12 月 24 日发改委发布的行业数据显示，11 月份重点建材企业水泥平均出厂价为 358.6 元/吨，环比上涨 21.5 元/吨，同比上涨 68.1 元/吨，涨幅分别为 6.4%和 23.4%。2011 年，在固定资产投资维持较高水平的背景下，水泥的需求将维持稳定的增长，而水泥的供应在行业政策及节能减排的压力下，增速出现下降，水泥价格将会进一步上升，行业由成长期向成熟期过渡。

水泥行业的投资主线是区域市场优势明显的大型水泥企业。2011 年水泥行业的区域特征值得关注，华东，华南地区的水泥市场已经出现了成熟期的特征，即产能增速放缓，区域水泥集中度提高，水泥价格保持高位稳定，预计 11 年区域内企业业绩增速前高后低，全年业绩保持稳定增长。华北，西北，东北地区水泥市场仍然处于成长期，预计水泥产量仍能保持较快增长，企业业绩的成长主要来自于产能的扩张。华中，西南地区由于前两年产能扩张过快，水泥产能出现过剩，进一步整合将成为主要趋势。另外，新疆地区正在进入大规模基础设施建设期，相关水泥公司受益明显，业绩弹性较强。

平板玻璃行业 11 年处于景气度高点，更看好玻璃深加工企业。在固定资产投资的拉动下平板玻璃价格仍将保持较高的水平，但大幅上涨的可能性不大；平板玻璃的生产成本将出现上升，蚕食玻璃价格上涨导致的盈利上涨，平板玻璃行业的盈利水平可能出现下降。玻璃深加工行业在中国仍然处于快速成长期，我们比较看好建筑节能玻璃和太阳能玻璃的发展空间。

给予水泥“增持”、玻璃“中性”的投资评级。我们认为水泥行业正处于成长期向成熟期过渡的过程中，市场份额较大的公司将利用市场地位获得明显的竞争优势；重点关注海螺水泥，冀东水泥及产能分布在新疆和江苏的天山股份。玻璃深加工行业在中国仍然处于快速成长期，我们比较看好建筑节能玻璃和太阳能玻璃的发展空间，具有完整产业链的南玻A和快速进入太阳能玻璃产业的中航三鑫值得关注。

### 重点公司

| 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS(元) |      |      |      | P/E |     |     |     |
|------|--------|------|--------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
|      |        |      | 09A    | 10E  | 11E  | 12E  | 09A | 10E | 11E | 12E |
| 海螺水泥 | 29.38  | 买入   | 1.01   | 1.59 | 2.21 | 3.11 | 29  | 18  | 13  | 9   |
| 冀东水泥 | 23.22  | 推荐   | 0.73   | 1.21 | 1.68 | 2.13 | 32  | 19  | 14  | 11  |
| 天山股份 | 32.21  | 买入   | 1.12   | 1.63 | 2.17 | 3.15 | 29  | 20  | 15  | 10  |
| 南玻 A | 18.25  | 买入   | 0.4    | 0.68 | 0.79 | 1.12 | 46  | 27  | 23  | 16  |
| 中航三鑫 | 16.69  | 推荐   | 0.18   | 0.21 | 0.6  | 1.22 | 93  | 79  | 28  | 14  |

## 投资摘要

### 水泥行业

我们认为水泥行业正处于成长期向成熟期过渡的过程中，市场份额较大的公司将利用市场地位获得明显的竞争优势；另外，2011年水泥行业的区域特征值得关注，华东，华南地区的水泥市场已经出现了成熟期的特征，即产能增速放缓，区域水泥集中度提高，水泥价格保持高位稳定，预计11年企业业绩增速前高后低，全年业绩保持稳定增长。在三地都有产能的海螺水泥值得重点关注；而华北，西北，东北地区水泥市场仍然处于成长期，预计水泥产量仍能保持较快增长，企业业绩的成长主要来自于产能的扩张。产能扩张较快的冀东水泥和赛马实业值得关注。华中，西南地区由于前两年产能扩张过快，水泥产能出现过剩，进一步整合将成为主要趋势。另外，新疆地区正在进入大规模基础建设期，相关水泥公司受益明显，业绩弹性强，建议重点关注在新疆和江苏都有产能布局的天山股份。

### 玻璃行业

传统的平板玻璃进入景气度高点，我们更看好玻璃深加工企业。在固定资产投资的拉动下平板玻璃价格仍将保持较高的水平，但大幅上涨的可能性不大；平板玻璃的生产成本将出现上升，蚕食玻璃价格上涨导致的盈利上涨，平板玻璃行业的盈利水平可能出现下降。玻璃深加工行业在中国仍然处于快速成长期，我们比较看好建筑节能玻璃和太阳能玻璃的发展空间，具有完整产业链的南玻A和快速进入太阳能玻璃产业的中航三鑫值得关注。

### 主要风险

1. 如果固定资产投资增速回落幅度过大，将对建材行业造成冲击。
2. 抑制过剩产能的政策不能顺利执行，将使企业竞争环境出现恶化，降低行业整体毛利率水平。平板玻璃行业产能扩张过快，出现供大于求的状况。

## 2010 年水泥行业景气度较高

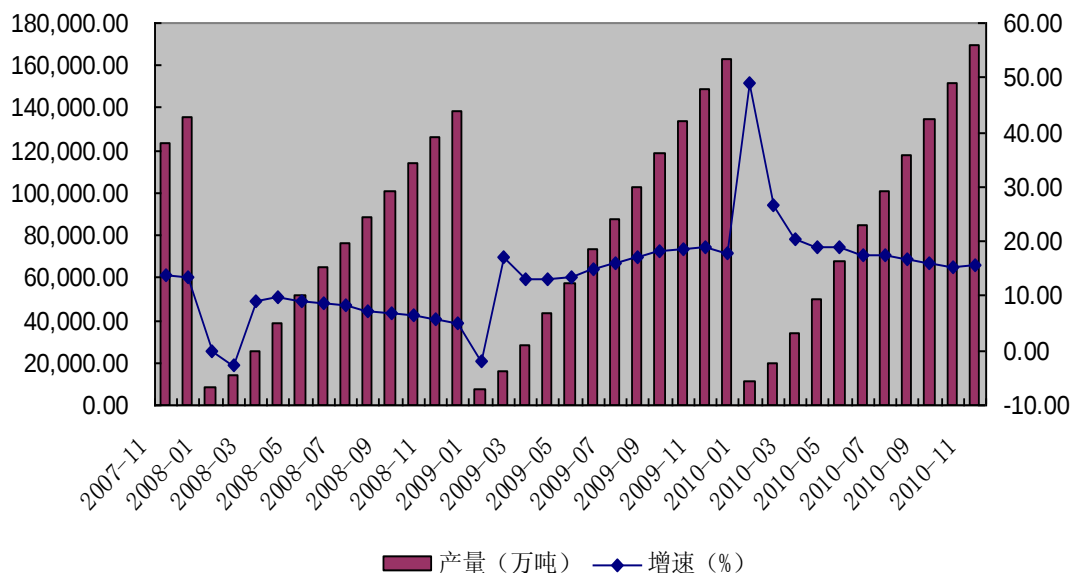
2010 年是“十一五”的收官之年，又是 4 万亿投资的高峰年，水泥需求依旧保持在高位。另一方面，在国家政策的支持下，落后产能淘汰及新建产能的严控，抑制了水泥产能的快速增长，使水泥行业维持了较高的景气水平。今年前 11 个月全国水泥行业共实现利润 486.95 亿元，同比增长 34.61%，创出历史新高。预计 10 年全年水泥产量约 18.94 亿吨，比 09 年约增加 2.44 亿吨，增速 14.8%；10 年下半年，各地在节能减排目标的压力下，纷纷拉闸限电，水泥供应紧张，华东，华南水泥价格出现大幅度上升，充分体现出水泥的刚性需求对水泥价格的支撑作用，12 月 24 日发改委发布的行业数据显示，11 月份重点建材企业水泥平均出厂价为 358.6 元/吨，环比上涨 21.5 元/吨，同比上涨 68.1 元/吨，涨幅分别为 6.4%和 23.4%。

2011 年，在固定资产投资维持较高水平的背景下，水泥的需求将维持稳定的增长，而水泥的供应在行业政策及节能减排的压力下，增速出现下降，水泥价格将会进一步上升，行业由成长期向成熟期过渡。

### ◆ 10 年水泥产量保持快速增长

2010 年，水泥需求在固定资产投资增长和房地产行业逐步回暖的带动下，水泥和熟料累计产量呈现逐月提升的趋势。

图 1：2010 年水泥产量（万吨）及增速（%）

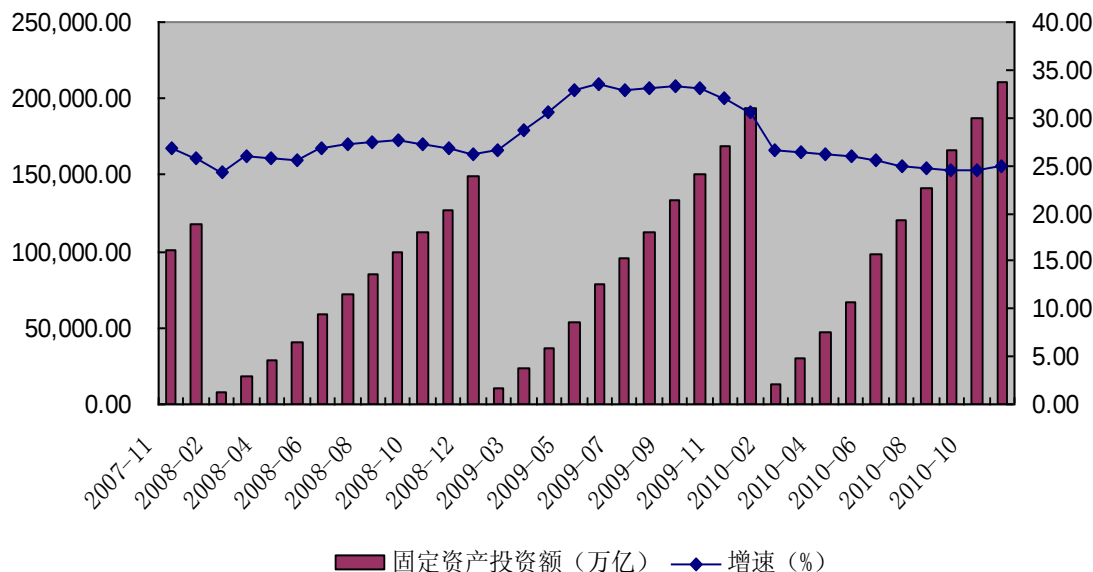


资料来源：WIND

### ◆ 固定资产投资的增长是拉动水泥需求的主要因素

水泥属于投资拉动性行业，在固定资产投资增速加快的背景下，水泥行业是明显受益的行业。10 年 1~11 月城镇固定资产投资共 210698 亿元，同比增长 24.9%。

图 2：2010 年固定资产投资情况：



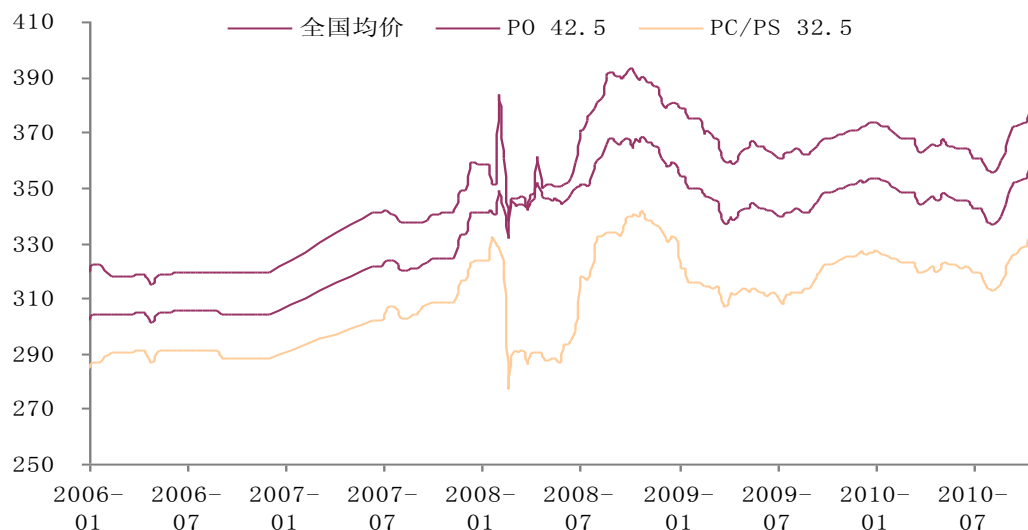
资料来源：WIND

#### ◆水泥价格出现明显上涨

12 月份国内 P.042.5 级水泥价格为 413.67 元/吨，创下近年来新高。价格大幅上涨主要有两个原因：第一，市场区域结构的改善和集中度的提升，使得大企业掌控价格的能力增强；华东，华南地区的水泥市场的集中度提高较快，中国建材对区域水泥产能的整合已见成效。区域内的大企业对水泥价格的控制能力在增强。第二，节能环保和限电停产的推动。在 3 季度特别是 8 月份浙江停电限电以来，限电区域效应开始迅速蔓延，从浙江，到江苏安徽、到华东各地，到河北、山东等，产生的结果就是水泥企业产能受到限制，市场供给减少，而 9 月份以来，水泥市场逐步进入需求旺季，供需紧张使得水泥价格一路上涨，四季度以来进入加速上扬的状态。很多地方水泥价格都创下历年来新高，华东地区达到 500 元/吨以上，如上海到了 600 元/吨。

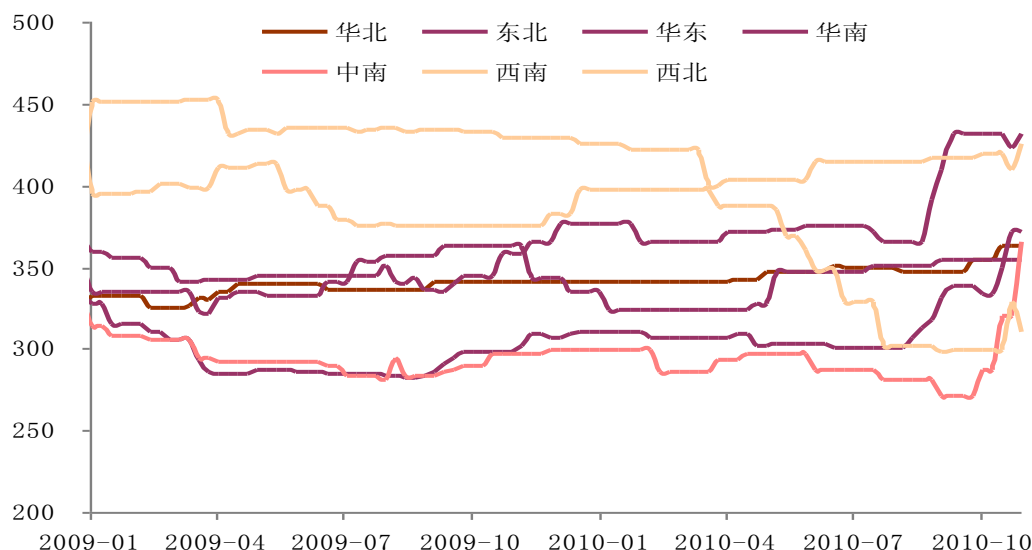
此次价格上涨的区域差异也十分明显，华东，华南，华中的水泥价格涨幅较大，而西北，华北，东北的上涨幅度较低，部分地区还出现下滑。西南地区小幅上涨。出现这种情况的主要原因是三北地区四季度进入水泥消费淡季，水泥限产对水泥价格拉动能力有限；而西南地区由于近年产能扩张太快，出现水泥供大于求的状况，所以水泥价格旺季上涨幅度也不大。

图 3：水泥价格变化情况：



资料来源:数字水泥网

图 4: 分区域水泥价格情况:



资料来源:数字水泥网

## 2011 年水泥供需状况进一步好转，大型企业受益更为明显

### ◆11 年水泥供求基本平衡，预计需求增速略大于供应量增速

尽管 2011 年房地产市场存在着一定程度的不确定性，但区域振兴、城镇化推进、新农村建设和保障房工程 依然能够拉动水泥行业的需求。得益于落后产能的清理淘汰，行业供求状况将有较大程度的改善，需求增速快过供给增速，行业整体盈利能力依然有充足的保证。此外，产业政策将引导水泥行业进入重整期，收购兼并围绕区域市场而展开，整个行业的集中度将进一步提高。

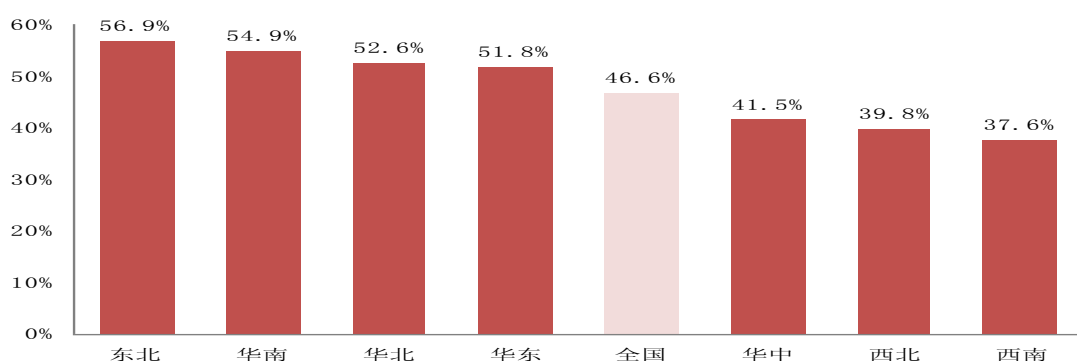
### ◆11 年水泥需求在固定资产投资拉动下将稳步增长

11 年是“十二五”规划首年，基本建设投资仍将是新增水泥需求的主要贡献者。“十二五”规划建议中“积极稳妥推进城镇化，加快推进社会主义新农村建设，促进区域性互动、协调发展”，“实施区域发展总体战略”，“坚持把深入实施西部大开发战略

放在区域发展总体战略优先位置”的提议，基础设施的投资将保持平稳的增长。

投资结构调整，区域互有消长。在“十二五”规划建议中，投资结构调整占据了重要位置，提出要“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向”，“促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变”，首次将消费置于经济发展的首位。可以预见，在“十二五”初期，尽管投资的绝对额度不会下降，但投资增速会略有降低。规划建议还提到，“发挥投资对扩大内需的重要作用，保持投资合理增长，优化投资结构，完善投资体制机制，提高投资质量和效益，有效拉动经济增长”，可见，在金融危机时期粗放的投资风格将有所收敛。我们认为水泥需求的增长将主要来自那些政策倾斜力度较大的区域，比如新疆、广西、海南等欠发达的省份。在这些区域，预计对水泥的需求将超过今年，而在其他区域，景气程度则可与2010年持平。

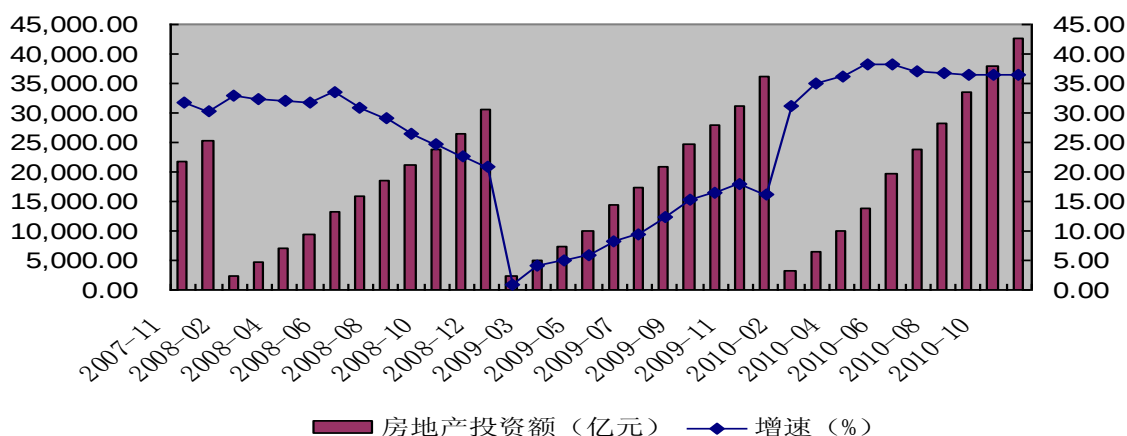
图5：城镇化水平：



资料来源：WIND

房地产面临降温，但负面影响有限。由于通货膨胀率已经升至近年来的高位，未来一段时期，央行将“继续引导货币条件逐步回归常态水平”，信贷政策的小幅紧缩是完全可以预期的，这或将压缩部分投资支出。此外，尽管目前房地产投资热度依旧，但从环比数据来看，10月房屋施工面积和新开工面积均出现了下降，降幅分别为11.6%和12.3%，挥之不去的房地产行业二次调控阴影也将影响2011年房地产行业的整体热度。投资和房地产行业存在的政策性因素增加了2011年水泥行业需求的不确定性，但基建方面有区域热点的护航，而保障房建设也将抵消一部分可能存在的调控压力，总体而言，水泥需求只增不降，因此房地产市场的退烧对水泥行业的影响较为有限。

图6：房地产投资增速



资料来源：WIND

我们预计 2011 年城镇固定资产投资增速为 21.8%。2011 年水泥行业的销售收入预计为 7567 亿元，较 2010 年的 6672 亿元增加 895 亿元，同比增幅为 12.7%，较 2010 年回落 6.8%；销售量较 2010 年的 18.9 亿吨增加 2.1 亿吨，同比增幅 11.0%，增速回落 5.6%。整体来说，2011 年需求增速的放缓将导致销售增速的回落。作为“十一五”规划的末年，受多方面政策影响，2010 年的爆发式业绩增长在短期内不具有可复制性，因而 2011 年需求增速的回落应该被视作一次业绩的理性回归，由于区域需求的旺盛和供给结构的改善，我们依然对水泥行业未来两年的经营状况持积极态度。

表 1：2011 年水泥需求测算

|          | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 城镇 FAI   | 194139   | 240665   | 293237   | 367410   |
| 增速       | 31.03%   | 23.97%   | 21.84%   | 25.29%   |
| 销售收入（亿元） | 5581     | 6672     | 7567     | 8678     |
| 增速       | 15.6%    | 19.5%    | 13.4%    | 14.7%    |
| 均价（元/吨）  | 346      | 351      | 359      | 364      |
| 增速       | -2.3%    | 1.7%     | 2.3%     | 2.2%     |
| 销售量（万吨）  | 161491   | 189854   | 212322   | 238159   |
| 增速       | 18.4%    | 17.6%    | 11.8%    | 12.2%    |
| 新增需求（万吨） | 25081    | 28363    | 22468    | 25837    |
| 产量（万吨）   | 162897.8 | 190346.3 | 212457.3 | 238204.9 |
| 增速       | 17.3%    | 16.9%    | 11.6%    | 12.1%    |
| 供给剩余（万吨） | 1407     | 492      | 136      | 46       |

资料来源：华泰证券研究所

表 2：2011 年水泥需求分布预测

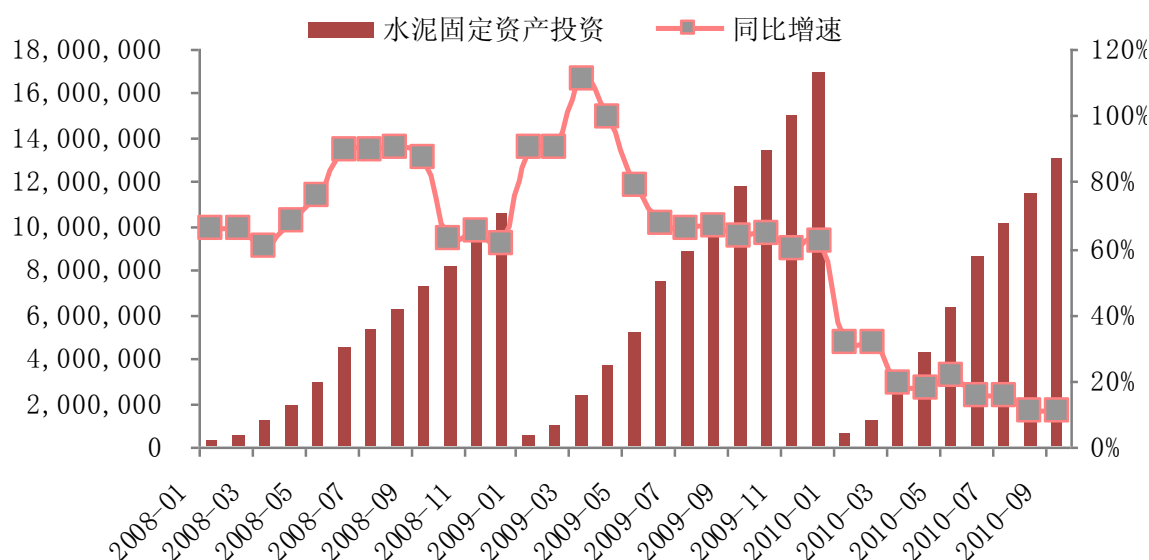
|            | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 铁路投资（亿元）   | 6000   | 7000   | 7500   | 7000   |
| 引致需求（万吨）   | 12000  | 14000  | 15000  | 14000  |
| 同比变化（万吨）   | 6362   | 2000   | 1000   | -1000  |
| 公路投资（亿元）   | 8658   | 9990   | 11189  | 12420  |
| 引致需求（万吨）   | 12987  | 14986  | 16784  | 18630  |
| 同比变化       | -2002  | 1999   | 1798   | 1846   |
| 施工面积（亿元）   | 319650 | 426483 | 490455 | 573832 |
| 引致需求（万吨）   | 47947  | 63972  | 73568  | 86075  |
| 同比变化（万吨）   | 6825   | 16025  | 9596   | 12507  |
| 基建（亿元）     | 120802 | 137478 | 158100 | 181815 |
| 引致需求（万吨）   | 84561  | 96235  | 110670 | 127270 |
| 除交通外（亿元）   | 59575  | 67249  | 78886  | 94640  |
| 同比变化       | 16828  | 7674   | 11637  | 15754  |
| 合计带动需求（万吨） | 132509 | 160207 | 184238 | 213345 |
| 总需求（万吨）    | 161491 | 189854 | 212322 | 238159 |
| 占总需求比重     | 82%    | 84%    | 87%    | 90%    |

资料来源：华泰证券研究所

### ◆11年水泥供应增速将出现下降

工信部《水泥行业准入条件》（征求意见稿）大大提高了行业准入门槛，预计随着水泥行业进入门槛抬升，水泥固定资产投资增速会急剧放缓，而产能增速也会持续低于需求增速。今年 1-10 月份已完成水泥投资 1450 亿元，预计全年水泥投资总额将在 1800 亿元左右，超过 2009 年的 1700 亿元，但增速已经显著回落，2011-2012 年水泥固定资产投资额度将实现负增长。

图 7：水泥固定资产投资



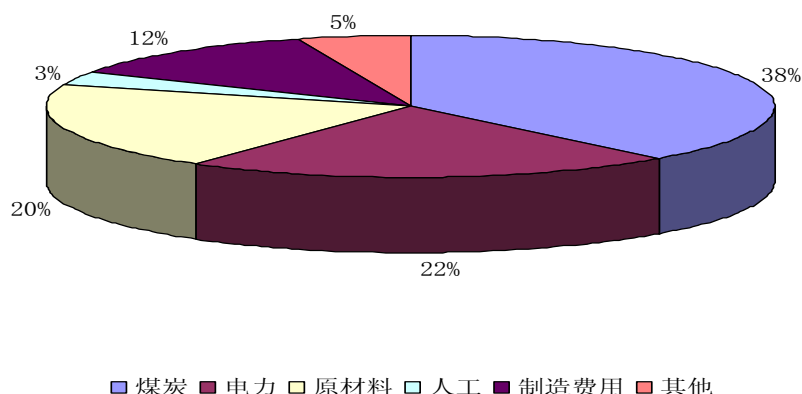
资料来源：数字水泥网

2011-12 年水泥产能将受严格控制，2011 年上半年将有一波投放高峰。根据国务院《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》，2008 年全国水泥产能 18.7 亿吨，全国有 5 亿吨落后产能，约占总产能的 27%，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。由于限制和淘汰落后产能的政策已经得到严厉执行，这批 2009 年底在建的生产线投产时间将收到影响，新线审批的难度加大若不考虑已核准尚未开工生产线的产能对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工的水泥项目一律暂停建设）在建 6.2 亿的产能预计将在 2010-2012 年逐步投产，当 2011 年上半年的高峰过后，产能释放将趋于平缓。

### ◆2011 年水泥企业生产成本将上升

2010 年，水泥中煤炭的消耗占到水泥总成本的 38% 左右，是水泥生产成本的主要来源。

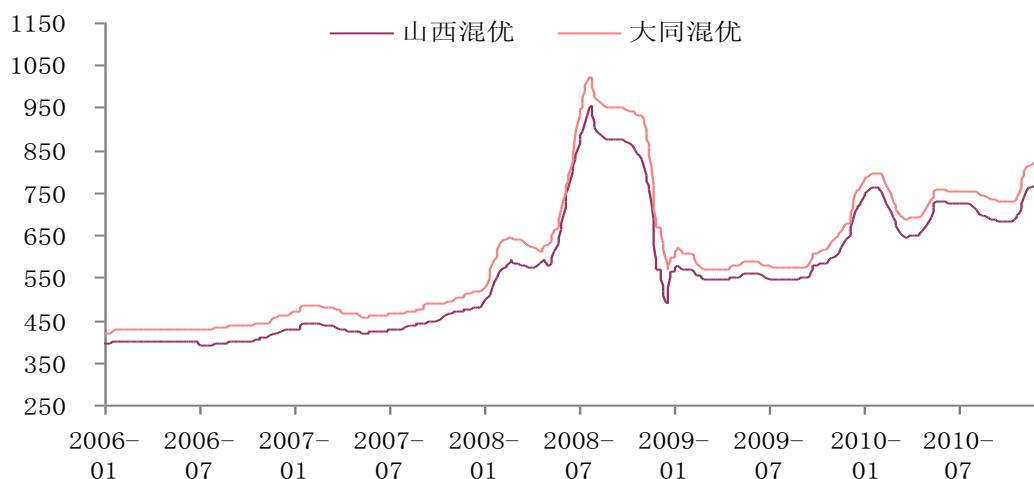
图 9：2009 年水泥制造的成本结构



资料来源：华泰证券研究所

煤价方面，在经历了 2009 年上半年的低迷之后，在宏观经济逐渐恢复的影响下 2010 年出现回升。经过咨询煤炭行业研究员，预计 2011 年煤炭总体价格将上升 10%，水泥行业的用煤成本在 2010 年将会出现上升。

图 10： 煤炭价格变化（5500 大卡）（元/吨）



资料来源：华泰证券研究所

从水泥行业的实际情况来看，随着水泥产业集中度的提高，水泥企业现在已经有一定的成本转嫁能力，煤炭价格的波动将通过水泥价格的变化向下游传导，我们认为煤炭价格的小幅度上涨对水泥行业盈利能力的影响有限。

总体而言，2011 年水泥供需基本平衡，水泥供给增速的下降将使行业仍然运行在景气周期。

**水泥行业的投资主线是区域市场优势明显的大型水泥企业。**

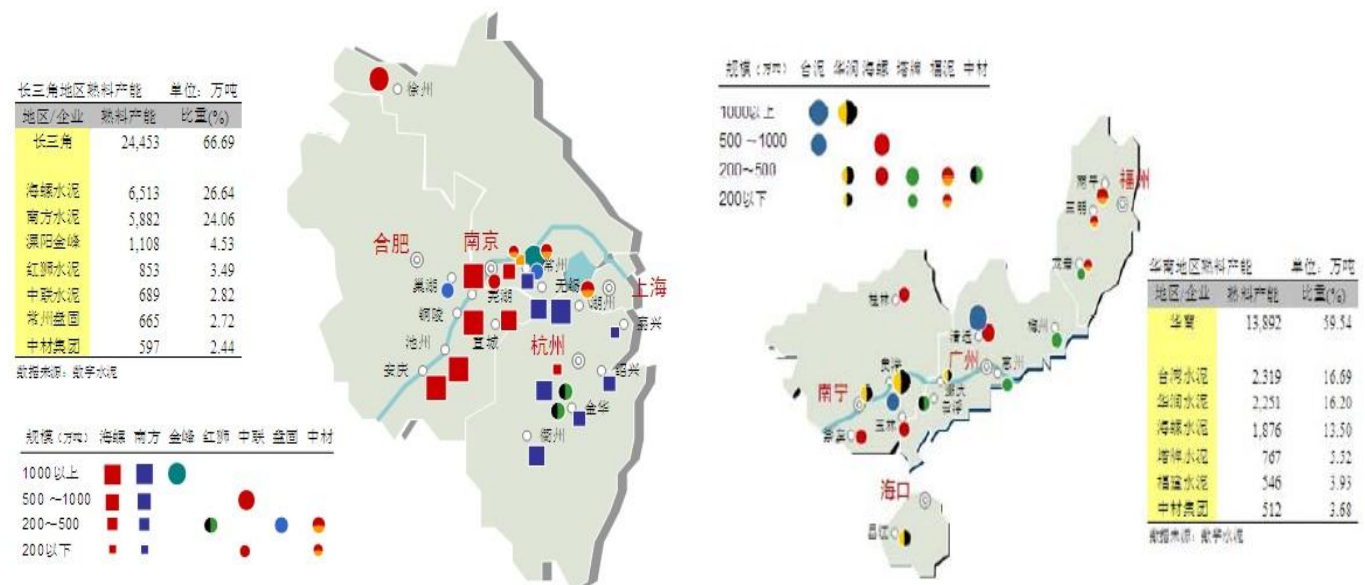
#### ◆水泥行业的区域性特征是重要的投资依据

2011 年水泥行业的区域特征值得关注，华东，华南地区的水泥市场已经出现了成熟期的特征，即产能增速放缓，区域水泥集中度提高，水泥价格保持高位稳定，预计 11 年区域内企业业绩增速前高后低，全年业绩保持稳定增长。华北，西北，东北地区水泥市场仍然处于成长期，预计水泥产量仍能保持较快增长，企业业绩的成长主要来自于产能的扩张。华中，西南地区由于前两年产能扩张过快，水泥产能出现过剩，进一步整合将成为主

要趋势。另外，新疆地区正在进入大规模基础设施建设期，相关水泥公司受益明显，业绩弹性较强。

## 1. 华东，华南地区-水泥行业进入成熟期，优势企业获取最大收益

图 11：华东，华南地区主要水泥生产线：



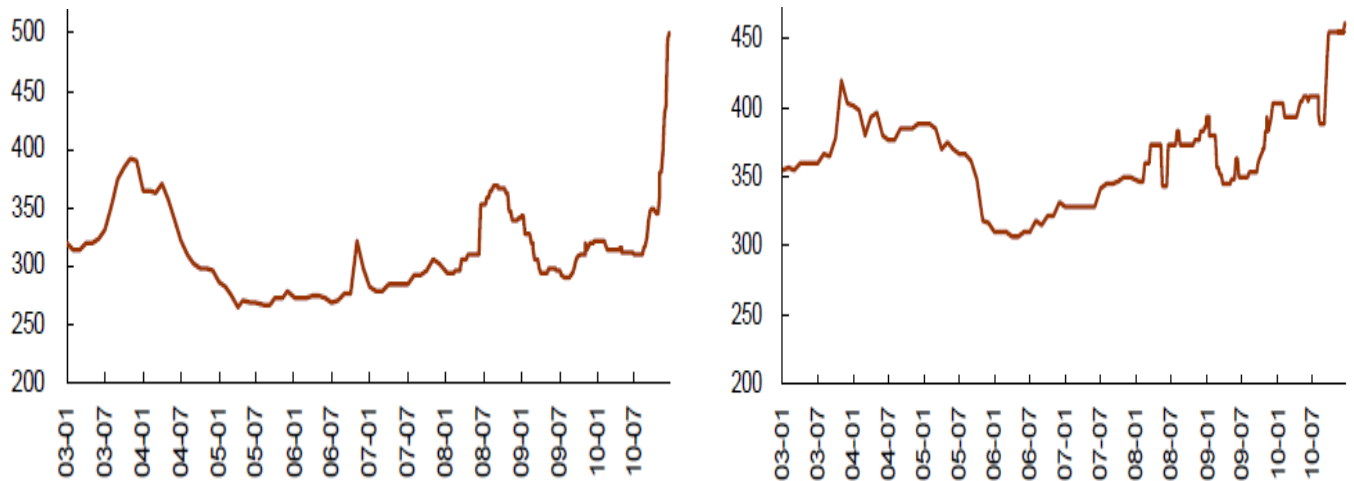
资料来源：数字水泥网

华东市场水泥销售半径可以达到 600-800公里，市场相对开放。此外，由于覆盖了较多经济发达的省市，这两个区域内的水泥绝对需求量较高，也是大型水泥企业如海螺、南方水泥的主要战场，通过南方水泥不断的兼并收购，产能集中度在近两年得到大幅度提升，目前海螺和南方控制了区域水泥产能的51%以上，如果仅考虑熟料产能，这两家控制了本地区60%以上的熟料产量，产能集中度的提高大大增强了区域内水泥价格的控制能力。

从新增产能的角度看，本地区水泥市场已经进入成熟期，新增产能很少，10年1-11月水泥产量比09年下降了1084万吨，主要原因受拉闸限电的影响。预计11年区域内水泥供需情况会进一步好转。经测算，2011年华东地区水泥需求量在 6.4 亿吨左右，新增产能仅有少量剩余。在水泥价格大幅上涨的背景下，区域内主要公司的业绩在11年上半年同比会出现大幅增长，海螺水泥，江西水泥的业绩值得投资者关注。

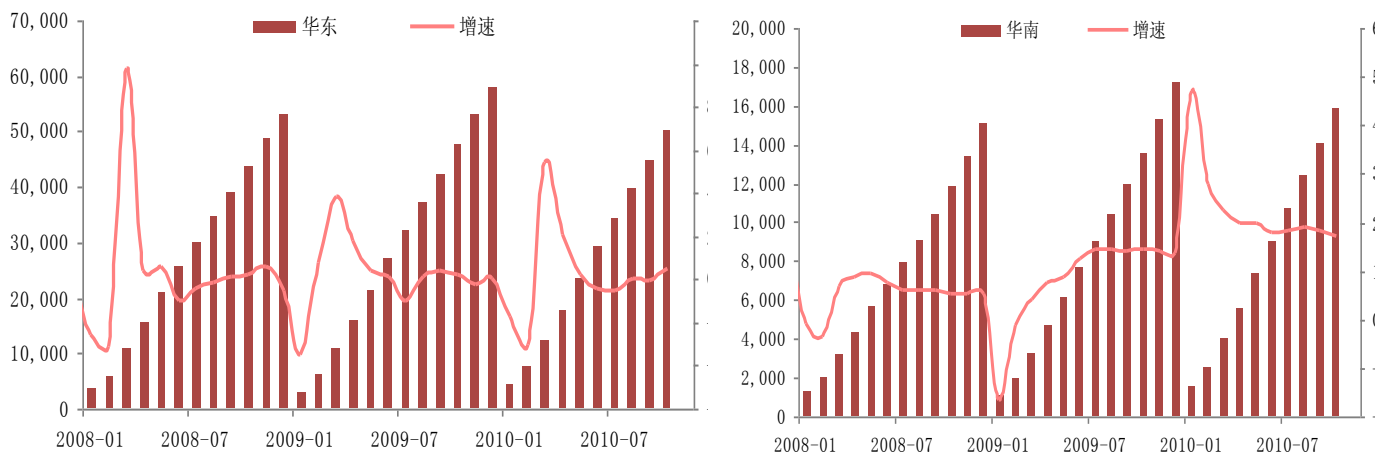
华南市场有珠江及西江水系作为通道，地理条件有华东相似之处，与成熟的华东市场相比，华南有广西、海南的投资带动，仍有一定成长空间。台湾水泥，华润集团，海螺水泥的产能占区域产能的46.39%，地区内的塔牌，福建水泥也是比较重要的水泥生产企业。09年开始华润和台泥的产能扩张模式已经开始由自建生产线向收购兼并转换，区域内的竞争格局逐步稳定。

图 12：华东，华南水泥价格（P042.5）（元/吨）



资料来源：数字水泥网

图 13：华东，华南水泥产量增速

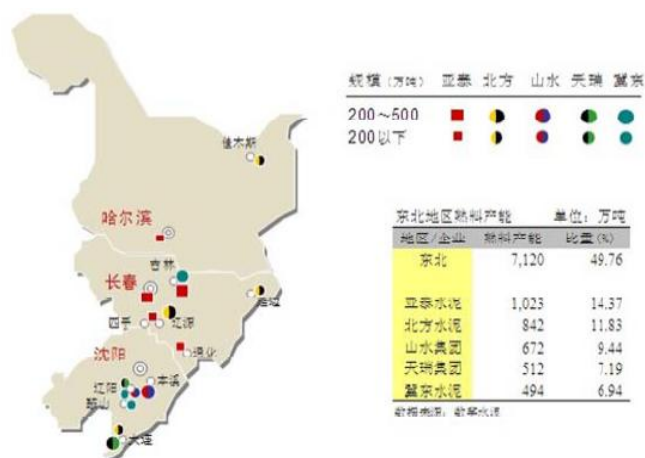


资料来源：数字水泥网

## 2. 三北和新疆地区-水泥行业仍然处于成长期，企业业绩来自于产能增长

图 11：三北和新疆地区主要水泥生产线：





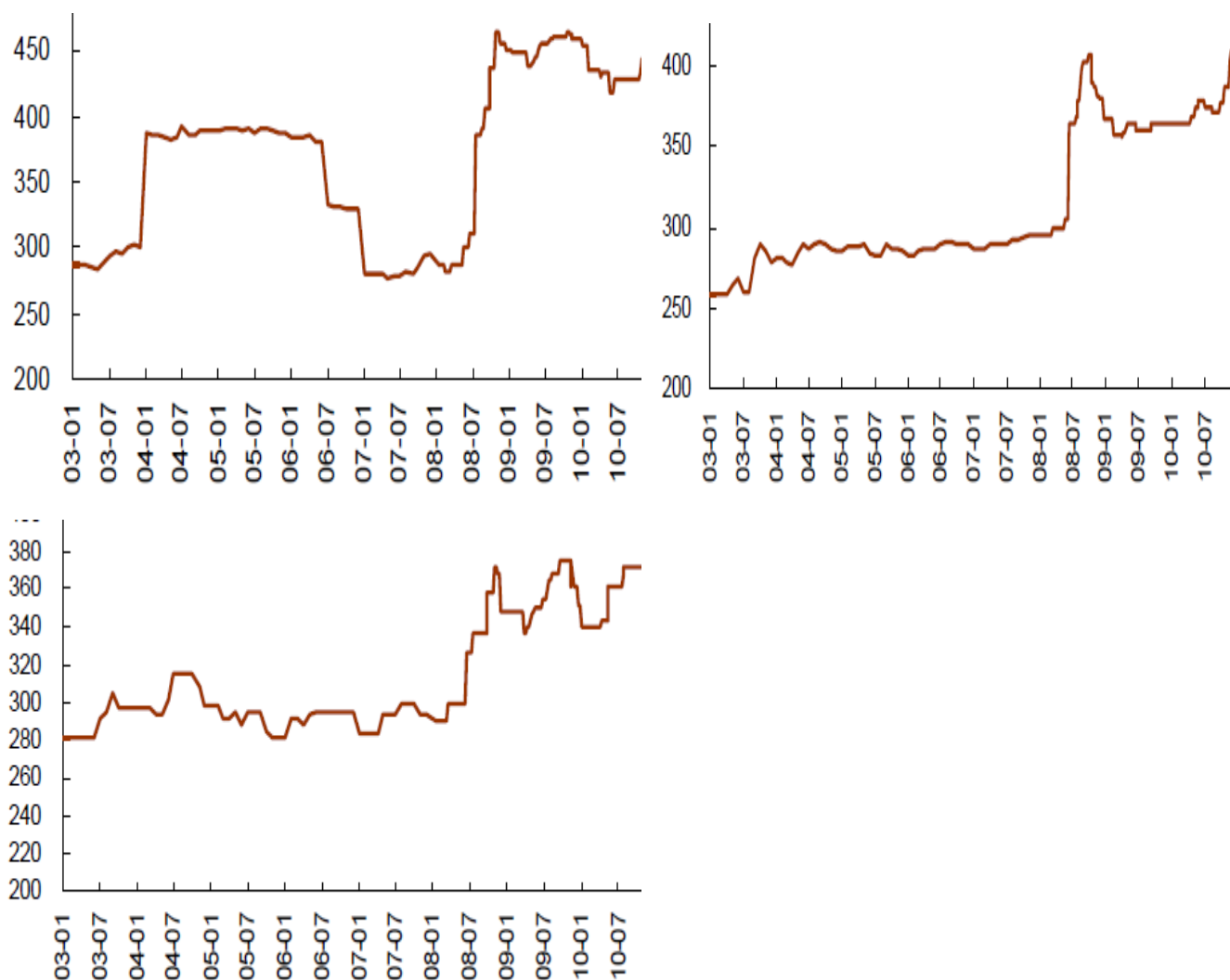
资料来源：数字水泥网

西北地区包括陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆五大省区，受地理条件限制，该地区水泥运输半径小，市场封闭但集中度高，大企业定价能力较强。受近年旺盛的投资带动，西北地区水泥景气程度稳居全国前列。我们认为，西北地区将长期受益于西部大开发战略，看好该地区水泥需求的成长性，区域水泥价格将继续领跑全国。就2010年前三季度的城镇固定资产投资来看，西北地区的整体增速超过了30%，而2011-12年的指标预计不会低于今年。据初步测算，2011年西北地区水泥需求在1.5亿吨左右，增速超过20%，供给方面也还未到饱和状态，新增产能仍然存在缺口。该地区的投资增长实际上得到了政策背书，因此我们看好该地区水泥企业的长期前景。

华北市场保持稳定。作为平原，华北地区的水泥产品以公路为主要运力，运输半径约300公里。作为需求量仅次于华东的市场，华北有京津冀的旺盛需求作为保障。冀东、金隅已经成为区域主角，但京津以外仍有一定数量的小企业存在，行业集中度需要进一步提升。东北地区供求尚未平衡，整合仍待推进。

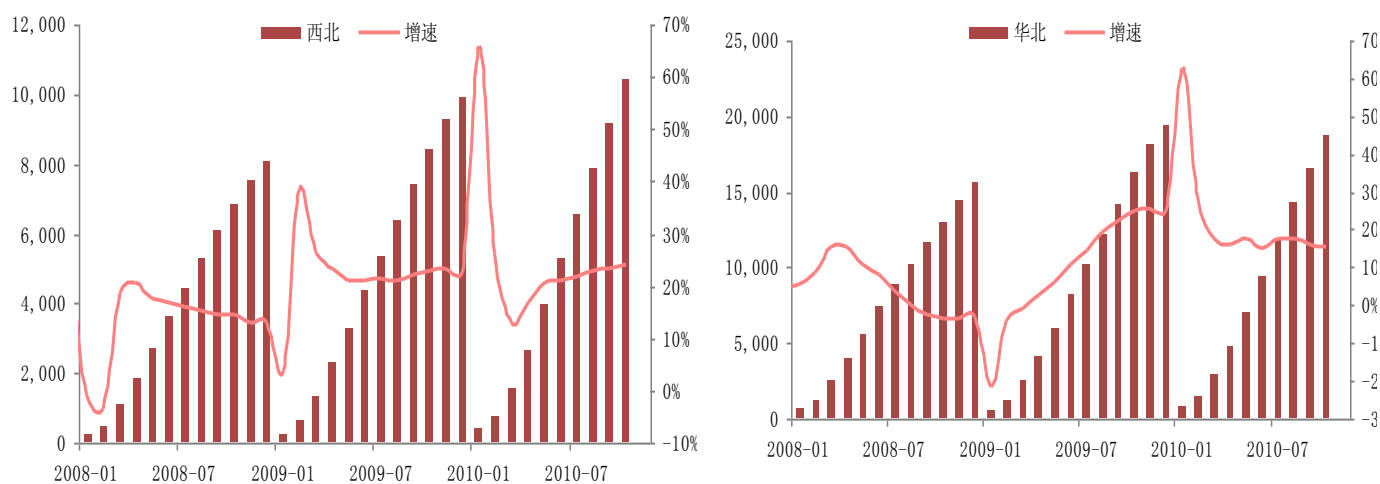
东北三省地处平原，水泥销售多依靠公路运力，半径在350公里左右。东北水泥市场的价格一直处于较低水平，2010年10月末均价为353元/吨，仅高于西南地区。作为老工业基地，东三省经济发展相对落后于东南沿海，由于东北地区仍然存在产能缺口，使得这些落后企业仍有一定生存空间。供给乏力和旧式企业的存在客观上延缓了区域整合的步伐，尽管存在亚泰集团这样的龙头，冀东、山水等大型企业也开始进驻，但东北市场的景气程度一直偏冷。随着煤电价格上涨，水泥生产成本增加，行业利润或受到削减，小企业的生存压力加重，只有在进一步洗牌之后，东北市场的境况才会好转。

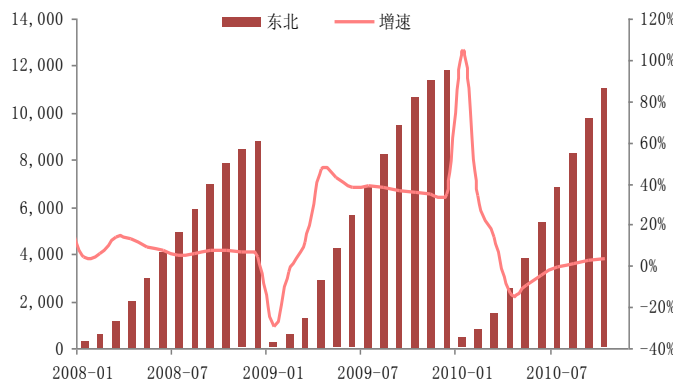
图 12：西北，华北和东北地区水泥(P042.5)价格（元/吨）：



资料来源：数字水泥网

图 13：西北，华北和东北地区水泥产量增速：

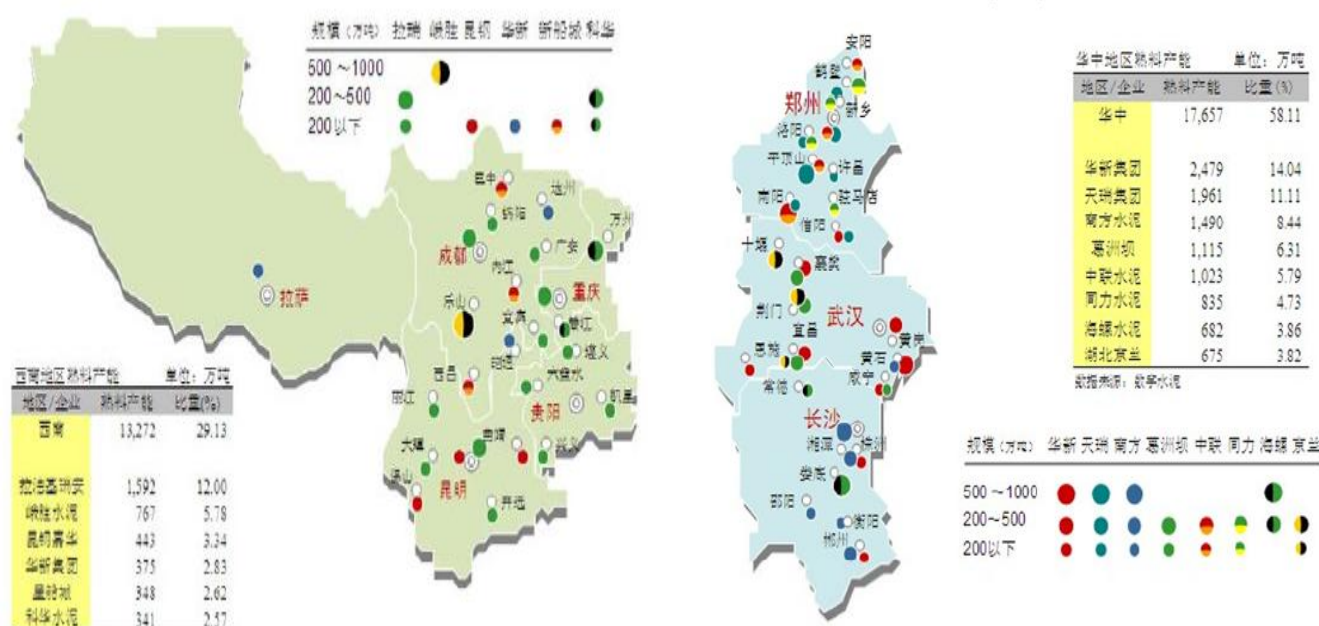




资料来源：数字水泥网

### 3. 西南和华中地区-产能增速较快，市场集中度有待提高

图 14：西南和华中地区主要水泥生产线：

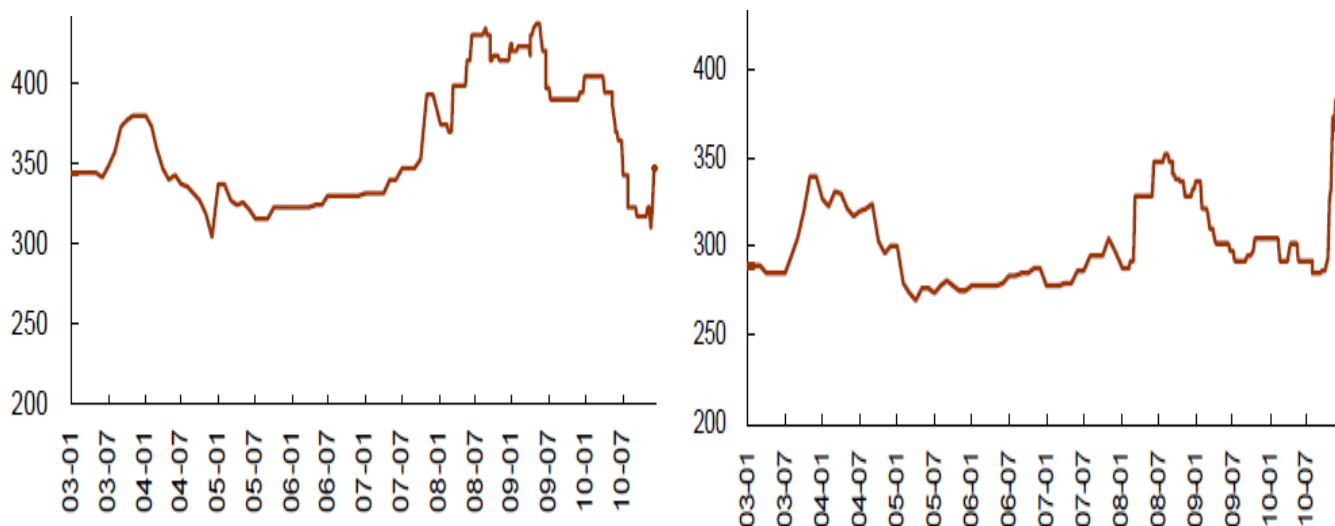


资料来源：数字水泥网

西南地区中期内仍存供给压力，消化尚需时间。西南市场特殊的地理属性决定了其偏窄的销售半径，拉法基 控制了这一地区的主要产能，区域内竞争程度相对较弱。2010 年，水泥需求受自然灾害影响而下降，加之产能投放迅猛，西南地区水泥价格表现不佳。考虑到 2010 年的水泥投资绝对量不低，2011 年西南地区仍会有超过新增需求约 1400 万吨的产能释放，因此 2011 年上半年该地区行业景气程度偏淡，随着区域振兴规划的推进和落后产能的再次淘汰，预计 2011 年下半年景气将开始逐步好转。

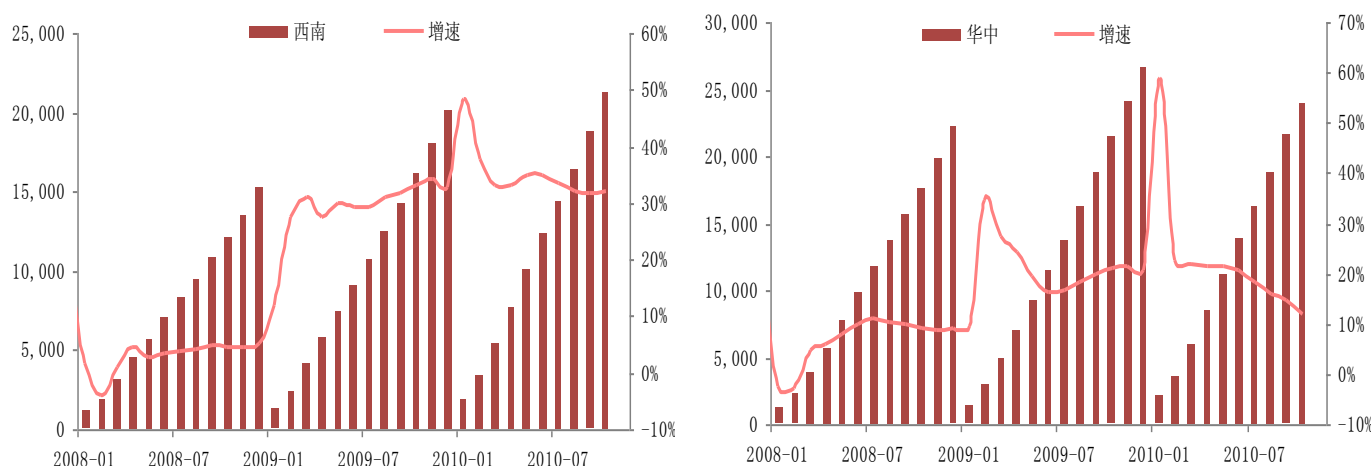
华中市场景气缓慢提升。华中地区包括河南、湖北和湖南三省，公路和水路均可作为运输通道，销售半径相对较大，因此大型企业云集，竞争相对激烈，水泥价格长期处于低位，但 2010 年末的限产刺激了短期价格的走高。2011 年华中地区存在 1000 万吨左右的新增产能缺口，2010 年以来供给偏暖的局面将有所改变，受益于该地 区的高速投资增长，华中地区的行业景气将有所提高。

图 15：西南和华中地区水泥 (P042.5) 价格（元 / 吨）：



资料来源：数字水泥网

图 16：西南和华中地区水泥产量增速：



资料来源：数字水泥网

## ◆行业产能整合是水泥行业的发展趋势

### 1. 中国的水泥行业整合将加速

近年来，中国的水泥行业发展迅速，尽管产能规模庞大，但中国的水泥行业离成熟尚有一段路程。从行业生命周期的角度看，水泥行业正在经历由成长期向成熟期迈进的阶段：企业生产技术日臻完善，进入门槛逐步

提高，产品同质化趋于严重，需求增长率开始缓慢下降，区域竞争格局逐渐明晰。在这一转型阶段，区域内空白市场已被各行业龙头分割占领：华北被冀东、金隅瓜分，华东基本被中国建材海螺水泥两大巨头垄断，华新、葛洲坝驻守华中，中材占领西北，华南则有台泥和华润，亚泰专注东北，西南拉法基迅速崛起。未来几年，我们认为区域内水泥企业的并购将会提速，导致行业集中度不断提高：一方面，产能分散掣肘水泥企业有序经营，产品同质化严重，只有整合方能带来协同效应。目前，中国有5000多家水泥企业，平均生产规模仅32万吨，远小于国外企业60-90万吨的平均水平，前10家水泥企业产量仅占到水泥总产量的25%，也远低于国际平均水平，进一步提高产业集中程度是水泥行业向成熟期迈进所必经的一个过程。此外，在节能减排的政策限制下，新线审批困难重重，兼并收购无疑是水泥企业获得额外生产能力的主要选择。宏观因素都显示水泥企业有足够

的激励来完成产业重组的工作。目前，整合序幕已经拉开，我国水泥企业数量已经由高峰期的5210家缩减至5059家，2010年的平均产量预计为37万吨，提升空间还相当充足。

另一方面，政策扫清了并购障碍，行业整合将驶入快车道。国务院《国务院关于促进企业兼并重组的意见》指出，“进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划，做强做大优势企业。以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度，促进规模化、集约化经营”，并计划在中央国有资本经营预算中设立专项资金支持央企兼并重组，预计将对大型水泥企业的扩张提供一定程度的资金支持。实施即将出台的《水泥行业准入政策》和《水泥工业产业政策》预计也将对水泥企业之间的兼并联合给予照顾，预计到2015年，前10家企业水泥产量将达到全国水泥产量的35%，合计产能超过7亿吨，在这一波整合浪潮中，国有背景企业将优先受益。

由于销售半径的存在，水泥企业会尽可能的扩大地区内的生产规模以实现对水泥价格的控制能力。水泥产品的同质性又使水泥行业的规模效应很明显，在完成了对某个地区的垄断后，水泥企业会选择跨地区的兼并收购以实现更大利益；从世界水泥发展史的角度来看，巨型的水泥集团都是从产能扩张开始，通过大规模的收购兼并来实现企业跨越式成长的。当水泥集团完成对不同经济发展水平地区的布局后，就能很好的抵御景气周期对企业的影响，这也是水泥企业为抵御行业风险而必须经历的发展之路。

表3：2010年以来水泥行业主要并购事件

| 时间     | 企业     | 事件                                           |
|--------|--------|----------------------------------------------|
| 2010.8 | 江西南方水泥 | 获浦发银行6.93亿并购贷款用于并购省内五家水泥生产企业                 |
| 2010.8 | 中材集团   | 拟斥50至100亿西北并购                                |
| 2010.8 | 台湾水泥   | 38亿收购昌兴水泥，成华南水泥第一龙头                          |
| 2010.7 | 金隅股份   | 吸收合并太行水泥                                     |
| 2010.6 | 华润水泥   | 计划以8.2亿元向台湾环球水泥间接收购分别位于惠州及宁波的生产基地            |
| 2010.6 | 北方水泥   | 重组鹤岗鸿泰水泥公司                                   |
| 2010.5 | 祁连山    | 4.83亿控股酒钢宏达                                  |
| 2010.5 | 昌兴矿业   | 昌兴矿业斥资1.14亿元收购辽宁昌庆水泥25%权益                    |
| 2010.5 | 山水水泥   | 拟收购赤峰航远股权                                    |
| 2010.5 | 亚洲水泥   | 湖北亚东收购武汉鑫凌云70%权益                             |
| 2010.4 | 山水水泥   | 收购山西晋牌水泥                                     |
| 2010.4 | 山水水泥   | 收购天津天辉水泥全部股权                                 |
| 2010.4 | 太行水泥   | 1.8亿收购河北宙石水泥                                 |
| 2010.2 | 冀东水泥   | 3.19亿收购康达水泥3家公司100%股权                        |
| 2010.1 | 金隅股份   | 4000万元向河北天塔山收购赞皇水泥13.33%股权，完成后赞皇水泥将成公司全资附属公司 |
| 2010.1 | 金隅股份   | 1.19亿元收购北京市平谷区水泥二厂水泥生产线                      |
| 2010.1 | 金隅股份   | 金隅旗下鹿泉东方鼎鑫水泥向河北燕赵水泥收购一条日产能4000吨水泥熟料生产线       |

资料来源：数字水泥网

## 二、玻璃行业分析

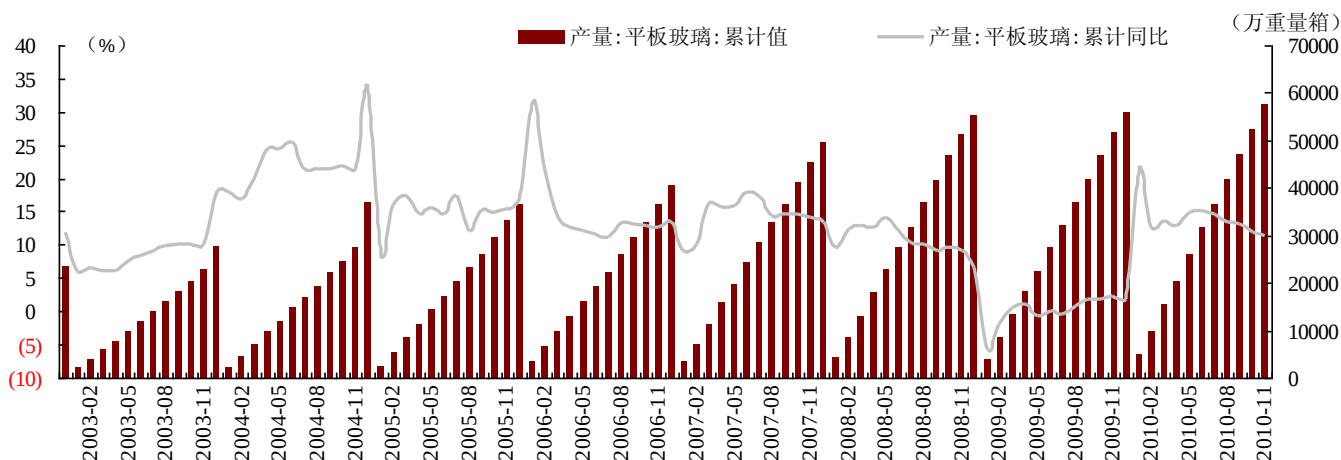
平板玻璃行业 11 年处于景气度高点，更看好玻璃深加工企业。

玻璃产品用途广泛，行业进入门槛较低。由于玻璃熔窑生产的连续性 & 行业无节制的产能扩张，平板玻璃行业呈现较强的短周期波动。

2010 年 1~11 月累计玻璃产量 5.77 亿重量箱，同比增长 11.4%，增幅比去年同期增加了 9.2 个百分点。考虑到 2010 年玻璃产量在固定资产投资增速较快的背景下出现明显上升，而 2011 年伴随着固定资产投资增速的下降，玻璃产量累计增速将趋缓。预计 2011 年全年产量玻璃约 6.8 亿重量箱，比 2010 年约增加 0.6 亿重量箱，增速约为 10%。

我国浮法玻璃生产线中，高档生产线（即优质浮法线）产量约 1.4 亿重量箱，占浮法总量的 29%；中档线（国内普通浮法线）产量约 3 亿重量箱，占浮法总量 63%；抵挡生产线产量约 0.33 亿重量箱，占浮法总量的 8%。此外，还有小平拉玻璃约 0.8 亿重量箱。从产品结构来看，浮法玻璃比例低于 85%，优质浮法和深加工率偏低，节能玻璃使用率偏低。我国中空玻璃、Low-E 玻璃等节能玻璃在建筑中的使用率不足 10%，一般只限于公共建筑。而欧美地区已普及中空玻璃，Low-E 中空玻璃占全部中空玻璃的比例超过 50%；玻璃深加工率仅为 32%，发达国家达到 80%；加工后的增值率我国仅为原片 2.5 倍，发达国家则为 5 倍。

图1：2010年我国重点联系玻璃企业平板玻璃月产量、库存量及增速

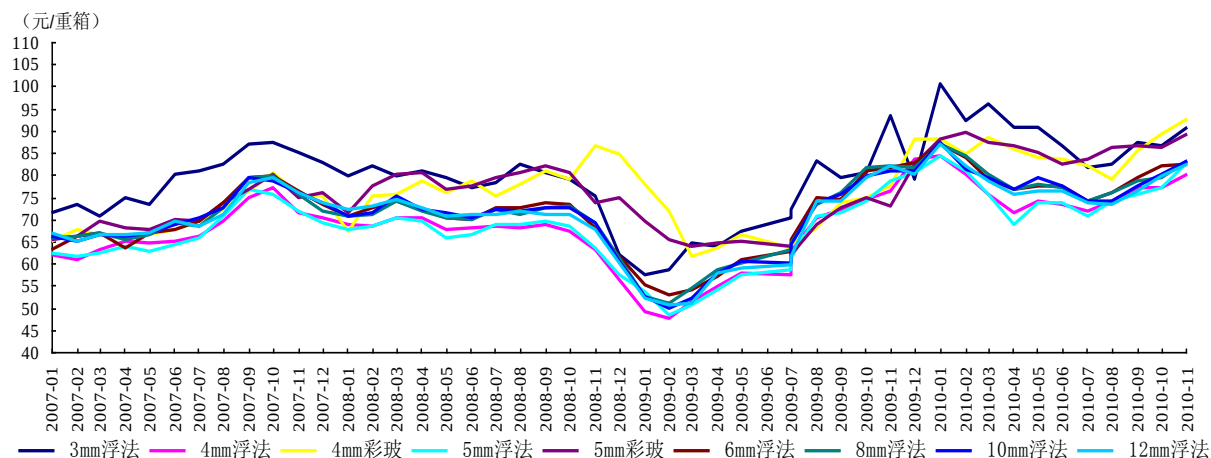


资料来源：中国建材信息总网

### ◆平板玻璃价格在 11 年将保持高位稳定

玻璃行业是完全市场化的行业，在总体产能过剩的背景下，玻璃的市场价格直接反映了行业的供需状况，是衡量行业景气与否的重要指标。在固定资产投资拉动和玻璃产能减少的影响下，平板玻璃价格从 2009 年 2 月开始进入上升区间，玻璃价格从地点上升了 70%。在总体供求关系没有出现明显变化的情况下，我们认为 11 年玻璃价格仍然将保持高位稳定。

图2：2010年主要浮法玻璃品种价格：

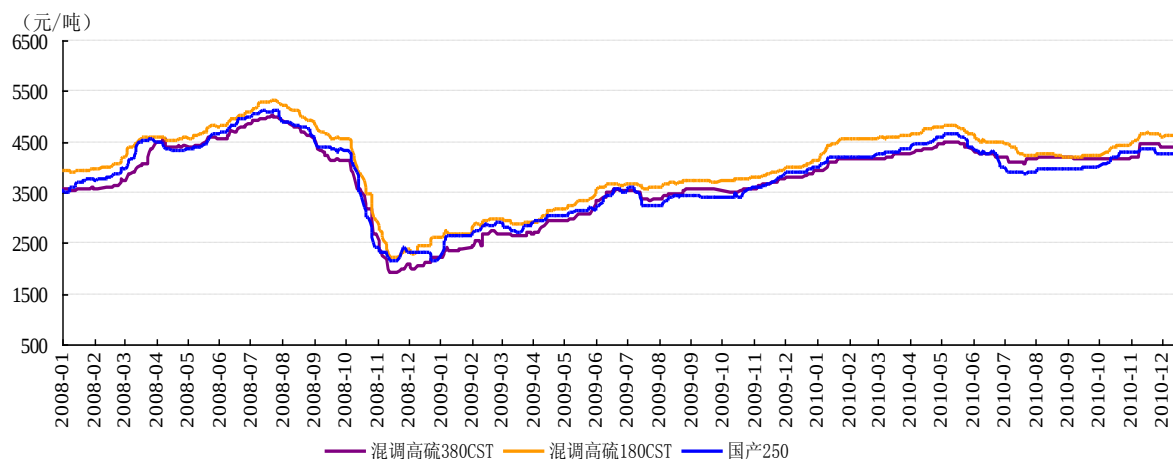


资料来源：中国建材信息总网

### ◆玻璃生产成本将出现上升

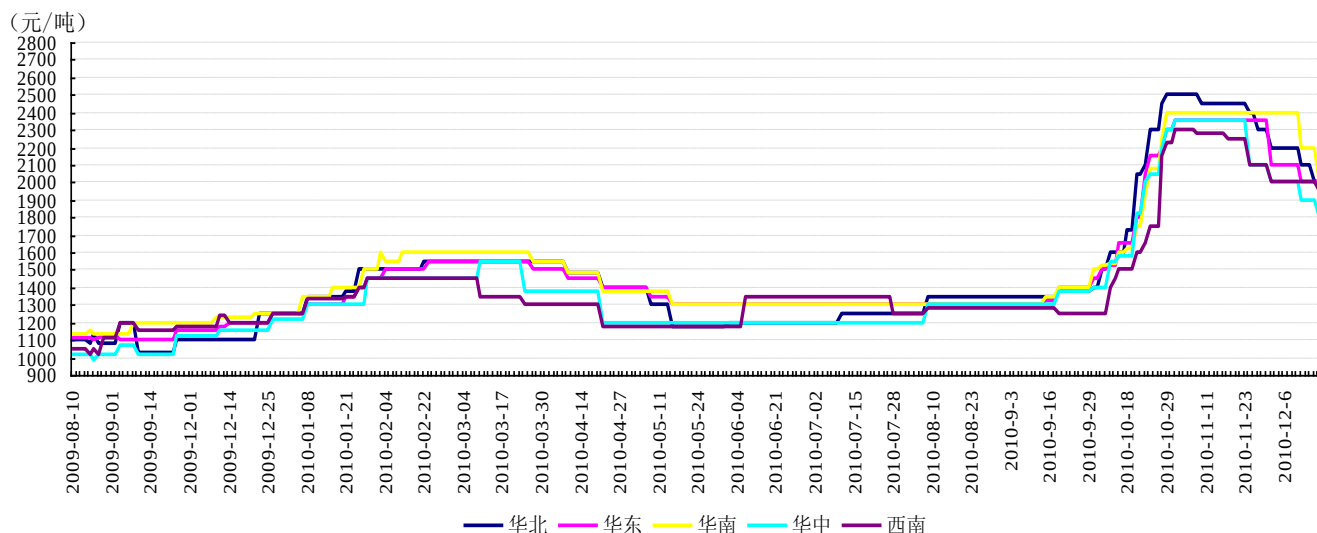
从平板玻璃的生产成本看，纯碱和重油是玻璃生产的主要成本。从2010年的情况看，随着经济的复苏，油价上升趋势比较明显，纯碱价格也触底回升，因此，我们预计平板玻璃的主要原燃材料价格可能会步入上升通道，蚕食玻璃价格上涨导致的盈利上涨。因此，平板玻璃企业的低温余热发电技术推广、替代燃料及纯氧燃烧技术的应用可以关注。

图3： 重油价格变化：



资料来源：化工在线

图4： 各地区纯碱价格变化：

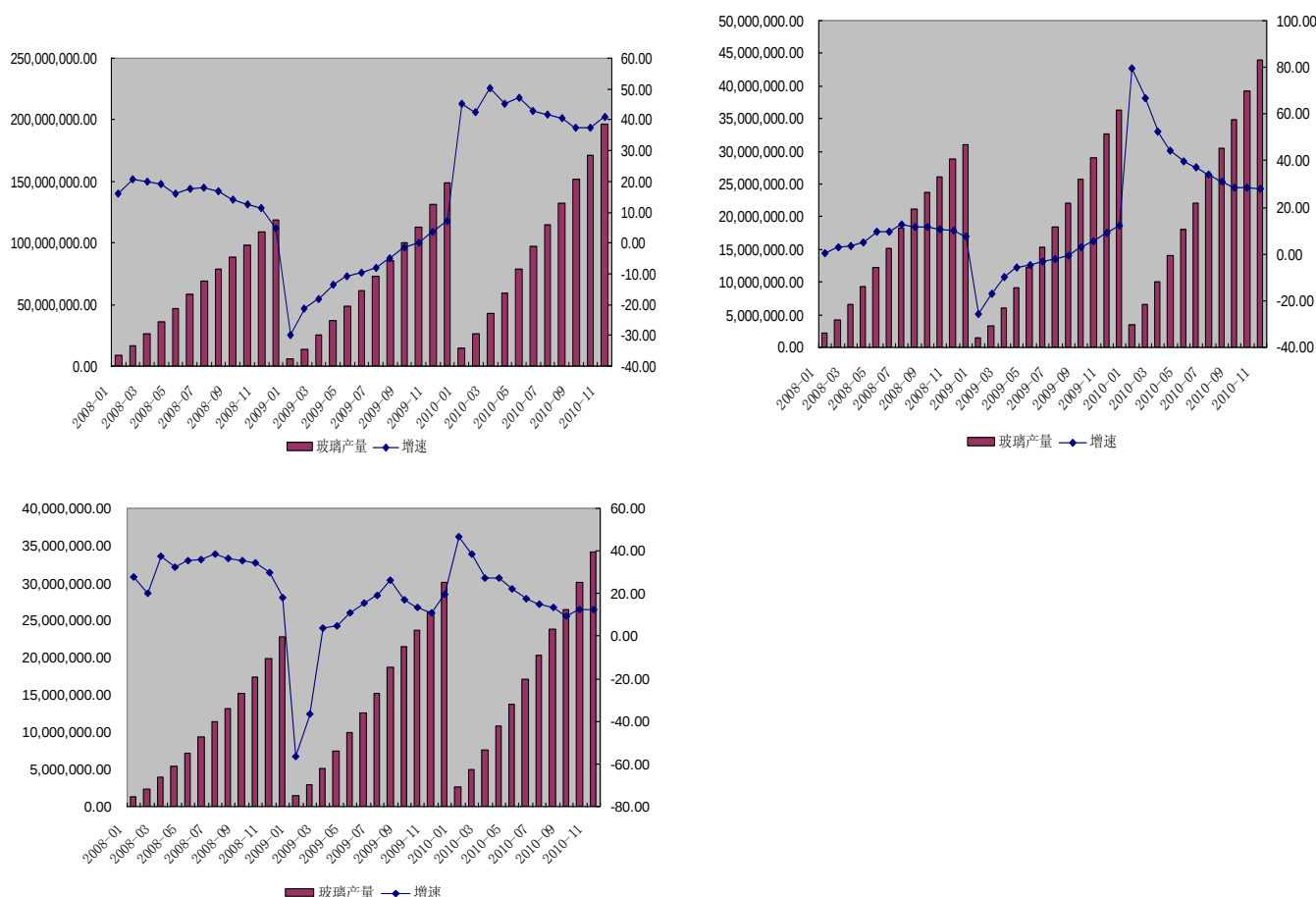


资料来源：化工在线

### ◆玻璃深加工前景广阔

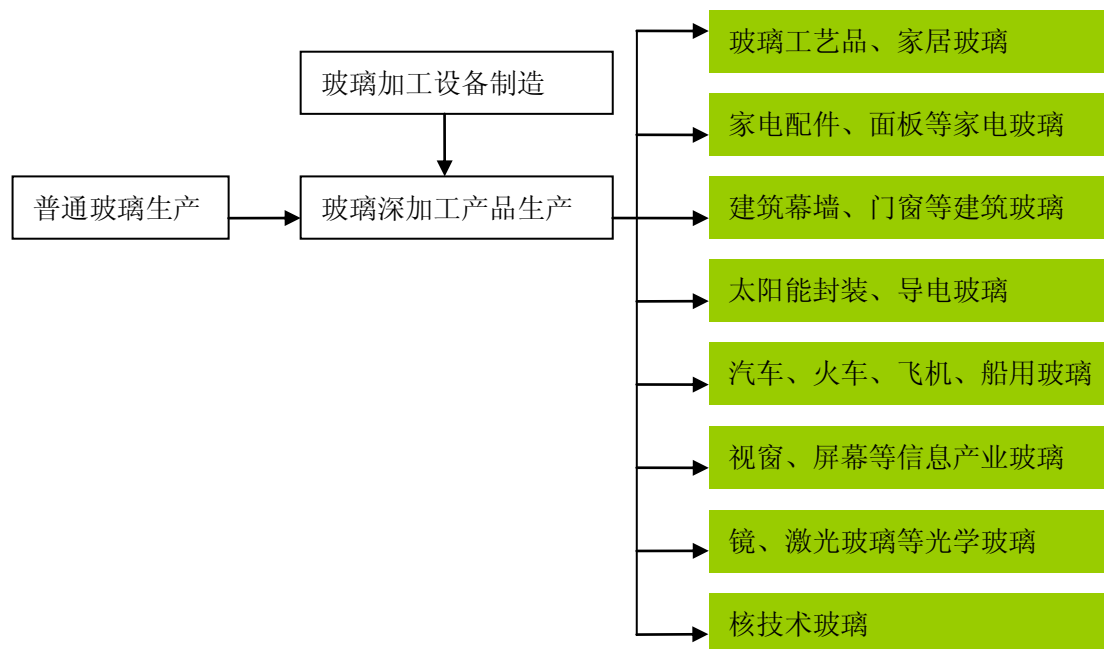
深加工玻璃近几年增长很快，以钢化玻璃、夹层玻璃和中空玻璃为代表的深加工玻璃增速较高。玻璃深加工率已经从2001年的16%增加到目前的30%左右，但与国外发达国家55%以上的深加工率相比仍有很大差距，因此，未来发展前景还是非常广阔。

图 5：钢化，夹层和中空玻璃产量（平方米）及增速（%）：



资料来源：WIND

图 6：玻璃深加工的产品范围：



资料来源：华泰证券研究所

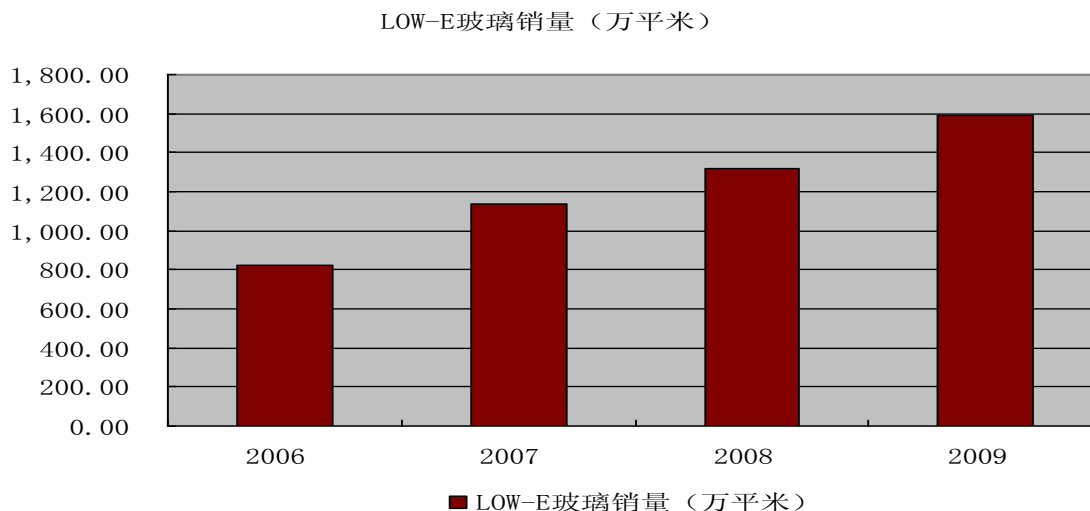
## 1. 建筑节能玻璃市场空间较大

目前国际上建筑能耗占总能耗的 30%，因此，建筑节能是节能战略的重要组成部分。建筑节能的一个重要环节是建筑门窗的保温隔热，由此推动建筑玻璃向节能、绿色、环保方向发展。如我国目前 Low-E 玻璃在建筑中的使用率仅为 8%，远低于发达国家中较低的 50%应用比例，节能玻璃具有良好的市场应用前景。

Low-E 玻璃又称低辐射玻璃，是在玻璃表面镀上多层金属或其他化合物组成的膜系产品。普通浮法玻璃的辐射率高达 0.84，当镀上一层以银为基础的低辐射薄膜后，其辐射率可降至 0.15 以下，可减少或避免白天室内人工照明和室外玻璃幕墙“光污染”。实践表明，当 LOW-E 玻璃加工合成为中空玻璃后，与普通单体玻璃比较，夏季可以节省降温能源 60%以上，冬季可以节省采暖能源 70%以上。因此，使用 LOW-E 中空玻璃可以有效节省空调费或取暖费。另外，LOW-E 中空玻璃具有良好的隔音性能，噪声可以降低 34DB 以上。目前，LOW-E 中空玻璃是世界上公认的最理想建筑节能材料之一。

1983 年美国市场开始出现大规模的低辐射镀膜玻璃，随后镀膜玻璃扩展运用到节能建筑领域中。目前，发达国家均以立法的手段强制新建的建筑物必须采用低辐射镀膜中空玻璃以减少能源消耗，德国 LOW-E 中空玻璃普及率达到 92%，奥地利和波兰也达到 90%和 75%以上。美国是 LOW-E 玻璃用量最多的国家，其建筑立法规定窗户的传热系数不应高于 2w/m<sup>2</sup>.k，而在目前的材料中只有 LOW-E 中空玻璃等少数材料符合此标准。

图 7: LOW-E 玻璃消费量情况:



资料来源: 华泰证券研究所

## 2. 太阳能玻璃方兴未艾

光伏玻璃是太阳能电池中的重要组成部分, 约占成本的 20%左右。2006 年以前, 太阳能电池封装玻璃的市场主要被旭硝子公司、圣戈班公司和皮尔金顿公司等几大玻璃巨头企业垄断, 并形成了高额的垄断利润。但在 2006 年以后, 中国太阳能玻璃产业取得了惊人的发展, 近 3 年的增长率都在 50%左右。初步统计, 2008 年中国太阳能玻璃生产线达到 24 条, 2009 年将达到 32 条, 实际年产能将超过 60 万吨, 中国一举成为世界太阳能玻璃产能最大的国家。依据使用方式的不同, 光伏玻璃分为衬底沉积玻璃、组件封装玻璃和导电玻璃。衬底沉积的主要采用超白玻璃, 组件封装用玻璃较为普通, 而导电玻璃由于要求较低的电阻率和较高的透射率, 目前高质量的导电玻璃主要依赖进口。

表 4: 太阳能玻璃的应用领域

|       | 技术路线<br>转换 | 转换效率  |         |         | 主要原材料               | 产业化现状                              |                 |
|-------|------------|-------|---------|---------|---------------------|------------------------------------|-----------------|
|       |            | 实验    | 批量      | 2010E   |                     |                                    |                 |
| 晶体硅电池 | 单晶硅        | 25.0% | 16%-20% | 18%-22% | 高纯硅料、玻璃, 资源丰富       | 已商业化量产, 我国拥有完善的产业链和国际领先企业          | 超白及增透晶体硅太阳能电池封装 |
|       | 多晶硅        | 20.3% | 14%-16% | 16%-18% | 高纯硅料、玻璃, 资源丰富       | 已商业化量产, 我国拥有完善的产业链和国际领先企业          |                 |
| 薄膜电池  | 非晶硅        | 13.0% | 6%-8%   | 8%-10%  | 硅烷、玻璃, 资源丰富         | 逐步商业化量产, 国内企业大规模介入, 设备及高纯原料为国外厂商垄断 | TCO 导电膜玻璃       |
|       | CIGS       | 19.2% | 8%-11%  | 10%-12% | 铟(In) 储量不足, 限制了行业规模 | 正逐步量产, 国内企业少量介入                    |                 |

|      |      |       |         |         |                    |                             |           |
|------|------|-------|---------|---------|--------------------|-----------------------------|-----------|
|      | CdTe | 16.5% | 8%-16%  | 9%-15%  | 镉 (Cd) 为有毒金属, 需要回收 | 已商业化量产, 整条产业链为国外公司垄断国内公司未涉足 |           |
| 聚光发电 | GaAs | 41%   | 20%-30% | 25%-35% | GaAs 价格昂贵, 聚光精度是瓶颈 | 少量商业化试点, 国内零星介入             | TCO 导电膜玻璃 |
|      | CSP  | -     | 14%-32% | 15%-33% | 玻璃、铝、钢、铜, 资源丰富     | 西班牙和美国大规模发展, 其它国家仅有零星试点     |           |

资料来源：华泰证券研究所

导电膜玻璃是在玻璃表面涂敷氧化铟锡等导电薄膜，氧化物透明导电膜不仅导电性好，而且还像玻璃一样具有高的透明性，是一种用途十分广泛的特征功能薄膜玻璃，是电池前电极的必要构件。公司拟投资生产的 TCO 导电膜玻璃主要应用于薄膜电池，稳定性较高，是现在及以后薄膜太阳能电池应用材料的主要趋势。

太阳能封装玻璃是一种利用压延工艺特制的超白压花玻璃，主要应用于太阳能多晶硅电池，作为封装基板把框架、半导体多晶硅片、电路线精确封装在一起，起到保护太阳能电池和提高太阳能透过率的作用。公司生产的增透晶体硅太阳能封装玻璃是在超白压花玻璃的向阳一面镀制一层折射率与之相匹配的薄膜，提高玻璃透过率，达到提高光电转换效率的目的。

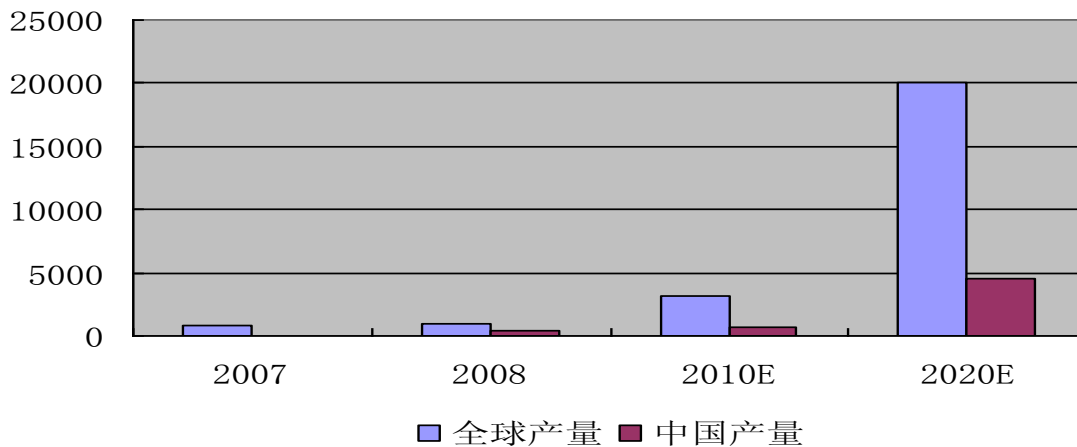
#### (1) 增透晶体硅太阳能电池封装玻璃

2008 年全球太阳能电池产量 5.95GW, 较 2007 年 3.44GW 的电池产量增长近 100%, 2009 年因受金融危机影响，太阳能行业增速大为下降，全年太阳能电池产量约为 7.7GW, 其中晶体硅太阳能电池增长 24%，产量为 6.38GW, 每 MW 对应的超白太阳能玻璃面积为 1 万平方米，约需要 6,380 万平方米超白玻璃，如果其中 50% 又进一步加工镀膜为增透太阳能封装玻璃，则需要量在 3,190 万平方米。我国的太阳能电池产量占全球产量的 44%，国内对增透太阳能封装玻璃的需要量在 1403.6 万平方米。

#### (2) TCO 导电玻璃

TCO 玻璃即透明导电氧化物镀膜玻璃，是在平板玻璃表面通过物理或者化学镀膜的方法均匀镀上一层透明的导电氧化物薄膜，主要是 IN、Sn、Zn 和 Cd 的氧化物及其复合多元氧化物薄膜材料。目前，薄膜太阳能电池占世界光伏市场份额已超过 8%，光伏用 TCO 玻璃作为电池前电极的必要构件，市场需求迅速增长。

图 6：薄膜电池产量（单位：MW）



资料来源：华泰证券研究所

与晶体硅太阳能电池相比，薄膜太阳能电池用硅量少，大幅降低了成本。同时，薄膜太阳能电池更容易与建筑相结合，能够实现光伏建筑一体化。今后一段时间，随着薄膜太阳能电池进一步提高转换效率、降低设备价格，薄膜太阳能电池会有较大的增长空间。目前，薄膜太阳能电池已经成为太阳能行业中增速最快的子行业。

据 DisplaySearch 统计，2009 年全球薄膜太阳能电池产能达 3.58GW，比 2008 年增长 300%。据不完全统计，2008 年我国薄膜电池实际产量约 46MW。目前，在我国大约有 30 多家从事薄膜太阳电池生产的企业。

表 5：国内主要薄膜太阳能电池建设规划：

| 国内主要企业<br>产能           | 2010<br>年(MW) | 备 注                                                      |
|------------------------|---------------|----------------------------------------------------------|
| 浙江慈能光伏科技               | 10            | —                                                        |
| 无锡尚德                   | 400           | —                                                        |
| 源畅光电                   | 500           | —                                                        |
| 天津津能                   | 90            | —                                                        |
| China solar power (烟台) | 64            | —                                                        |
| 浙江正泰太阳能科技有限公司          | 300           | —                                                        |
| 河北新奥集团                 | 60            | 其子公司新奥光伏能源控股有限公司计划到 2012 年拥有 9 条生产线，将产能从 60MW 扩大到 500MW。 |
| 富阳光电 (台湾)              | 120           | —                                                        |
| 云顶衫源 (福建莆田)            | 200           | —                                                        |

|                         |               |                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 强生光电集团                  | 165           | 2009 年 5 月底, 强生光电宣布, 计划三年内在上海建设 20 条非晶硅薄膜电池生产线, 总产能达到 1500MW。                                                                                                                   |
| 江苏绿洲新能源公司               | 40            | 该公司计划 2012 年形成年产 200MW 的非晶硅薄膜太阳能电池生产线, 其中, 一期计划投资 1.5 亿美元, 年产 40MW, 2010 年投产。                                                                                                   |
| 深圳市拓日新能源科技股份有限公司        | 35            | 2010 年 2 月 9 日, 拓日新能发布公告, 其全资子公司陕西拓日新能源科技有限公司将投资建设 150MW 非晶硅电池生产线                                                                                                               |
| 江苏综艺股份有限公司              | 26            | 2009 年 12 月 24 日, 综艺股份发布公告, 其控股子公司综艺光伏有限公司一期非晶硅薄膜太阳能电池生产线已顺利完成, 于 2009 年 12 月 29 日正式投产; 综艺股份拟非公开发行股票用于 40MW 非晶硅/微晶硅叠层薄膜太阳能电池扩建项目。                                               |
| 保定天威保变电气股份有限公司          | 46.5          | 2009 年 9 月 9 日, 天威保变发布公告, 其控股子公司保定天威薄膜光伏有限公司将投资 31.13 亿元, 建设年产 150WM 非晶硅薄膜太阳能电池的二期项目。                                                                                           |
| 美国第一太阳能公司 (First Solar) |               | 作为全球最大的太阳能电池制造商、薄膜太阳能电池技术的领导者, First Solar 于 2009 年 9 月宣布将在内蒙古鄂尔多斯建造 2000MW 的光伏电站, 其中一期 30MW 示范项目将在 2010 年 6 月开工, 在建设光伏电站的后期, 将在鄂尔多斯建设一家薄膜太阳能电池生产厂, 为鄂尔多斯和中国其他地区的光伏电站供应薄膜太阳能电池。 |
| <b>合 计</b>              | <b>2056.5</b> | -                                                                                                                                                                               |

资料来源: 公开资料

按照我国现有的非晶硅太阳能薄膜电池 6% 的光电转化率计算, 1 平方米的薄膜 TCO 导电玻璃能够产生 0.6MW 的电量, 据此推算, 2010 年我国薄膜太阳能电池用 TCO 导电膜玻璃的需求量将达到 3,427.5 万平方米, 市场需求量非常巨大。

TCO 导电膜玻璃是薄膜太阳能电池的衬底电极材料, 是非晶硅薄膜太阳能电池必要的组成部分, 目前仅日本和美国的几家公司能规模化生产该产品, 主要有日本板硝子 (NSG) 公司、美国的道森国际 (DAWNSON INTERNATIONAL) 和美国 AFG 玻璃集团等。

国内现在少数几家企业尝试通过引进国外成套设备和生产线以及技术或者进行自主研发进行 TCO 导电膜玻璃生产。

表 6: 国内主要薄膜太阳能电池玻璃生产企业

| 公司名称         | 年产能          | 投资金额         | 备注                                                                     |
|--------------|--------------|--------------|------------------------------------------------------------------------|
| 中国南玻集团股份有限公司 | 46 万<br>平方米  | 8,600 万<br>元 | 2009 年中期完成项目基本建设, 现处于试生产阶段, 预计投产时间为 2010 年底。                           |
|              | 252 万<br>平方米 | 3.5 亿元       | 共 4 条生产线, 预计一期年产能 126 万平方米的两条生产线 2011 年初可以量产, 二期同样规模的两条生产线于 2012 年初建成。 |
| 信义玻璃控股有限公司   | 68 万<br>平方米  | 1 亿港元        | 国外引进设备和生产线, 2009 年 9 月投入生产。                                            |
|              | 275 万        |              | 第二条生产线将在 2010 年下半年投产                                                   |

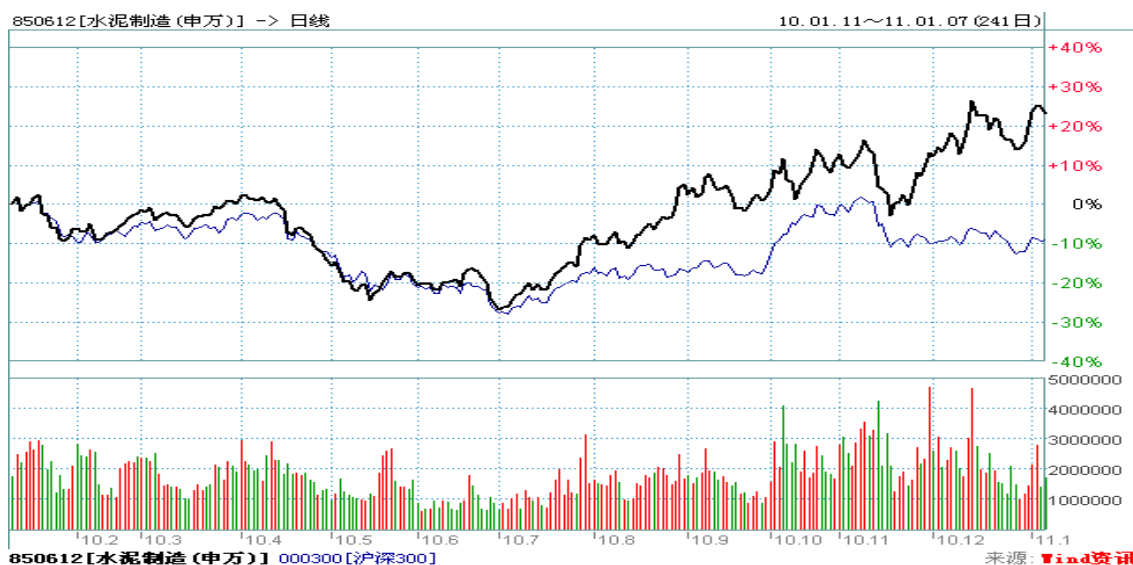
|                |              |  |                                                |
|----------------|--------------|--|------------------------------------------------|
|                | 平方米          |  |                                                |
| 中国科技发展集团有限公司   | 8 万片         |  | 国外引进设备和生产线，首条生产线于 2008 年 9 月投产，并将陆续引进 60 条生产线。 |
| 中国建筑材料集团有限公司   | 100 万<br>平方米 |  | 总投资 15 亿元，建设非晶硅电池生产线和非晶硅基板 TCO 生产线两个项目。        |
| 深圳市三鑫精美特玻璃有限公司 | 30 万<br>平方米  |  | 试生产已经完成，2010 年开始量产。                            |
| 北京东方华冕科技有限公司   | 30 万<br>平方米  |  | 只有一条线投产，另外两条线在建设中，完成后，产能达 90 万平方米/年。           |
| 威海蓝星玻璃股份有限公司   | 400 万<br>平方米 |  | 和杭州蓝星新材料技术有限公司、浙江大学联合研发，已完成工业试验。               |

资料来源：公开资料

## 行业投资评级及策略建议

### 水泥行业

图 7：水泥行业与沪深 300 指数对比情况



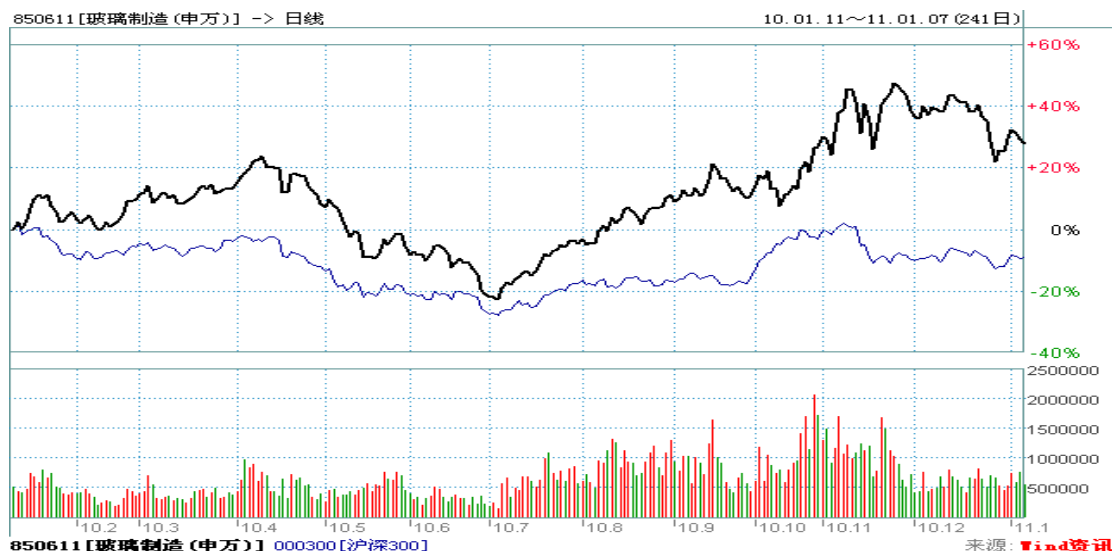
资料来源：WIND

我们认为水泥行业正处于成长期向成熟期过渡的过程中，市场份额较大的公司将利用市场地位获得明显的竞争优势；另外，2011年水泥行业的区域特征值得关注，华东，华南地区的水泥市场已经出现了成熟期的特征，即产能增速放缓，区域水泥集中度提高，水泥价格保持高位稳定，预计11年企业业绩增速前高后低，全年业绩保持稳定增长。在三地都有产能的海螺水泥值得重点关注；而华北，西北，东北地区水泥市场仍然处于成长期，预计水泥产量仍能保持较快增长，企业业绩的成长主要来自于产能的扩张。产能扩张较快的冀东水泥和赛马实业值得关注。华中，西南地区由于前两年产能扩张过快，水泥产能出现过剩，进一步整合将成为主要趋势。另外，新疆地区正在进入大规模基础建设期，相关水

泥公司受益明显，业绩弹性强，建议重点关注在新疆和江苏都有产能布局的天山股份。

## 玻璃行业

图 8：玻璃行业与沪深 300 指数对比情况



资料来源：WIND

传统的平板玻璃进入景气度高点，我们更看好玻璃深加工企业。在固定资产投资的拉动下平板玻璃价格仍将保持较高的水平，但大幅上涨的可能性不大；平板玻璃的生产成本将出现上升，蚕食玻璃价格上涨导致的盈利上涨，平板玻璃行业的盈利水平可能出现下降。玻璃深加工行业在中国仍然处于快速成长期，我们比较看好建筑节能玻璃和太阳能玻璃的发展空间，具有完整产业链的南玻A和快速进入太阳能玻璃产业的中航三鑫值得关注。

## 重点公司推荐

### 海螺水泥（60058）-成长性良好的水泥行业领军企业

◆海螺水泥低成本竞争策略符合水泥市场现状。中国水泥行业仍然处于成长期，产能分散，行业竞争激烈，低成本带来的低价格是最有力的竞争工具，海螺水泥良好的执行能力能够保障低成本策略的顺利实施。从公司目前的经营策略来看，公司未来两年的产能扩张仍然会以自建生产线为主，对其他水泥企业的收购兼并日益受到管理层的重视，但目前不会大规模进行。

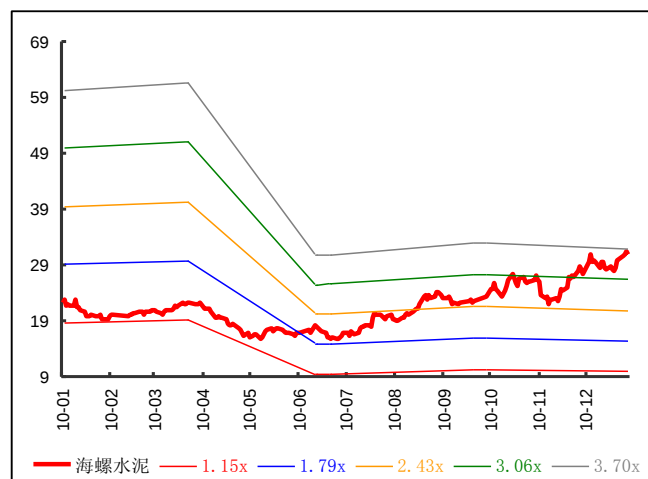
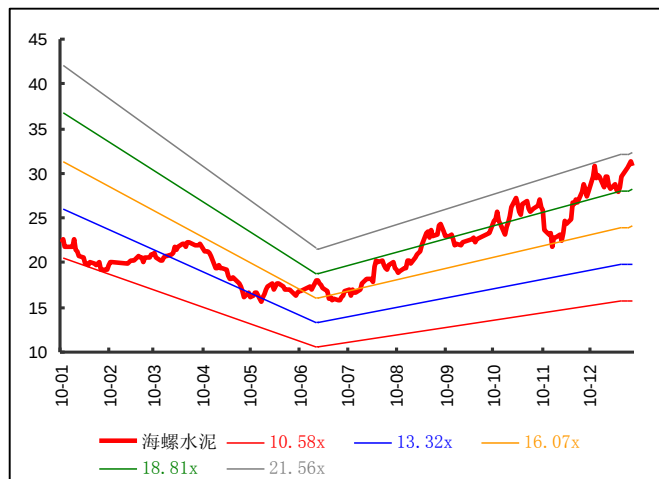
◆拉闸限电提高水泥价格，公司业绩快速增长。1-3季度营业收入223.6亿元，同比增长26.5%，营业利润39.1亿元，同比增长39.9%，净利润31.6亿元，同比增长41.4%，前三季度每股收益为0.89元。净利润维持快速增长的态势，期内海螺水泥的综合毛利率比二季度上升3.69个百分点至29.1%，主要原因是华东华南地区从九月份以来的拉闸限电导致区域内水泥供应紧张，水泥价格出现明显上涨。受拉闸限电影响，公司安徽地区的熟料生产基地将从10月底开始停产检修，时间在1个月左右，预计四季度公司水泥产量增速同比将出现下降，但随着安徽和江、浙地区水泥价格的快速上涨（平均涨幅超过15%），公司水泥产品四季度的毛利率水平出现明显上升，弥补产能增速下降带来负面影响。公司目前的吨毛利已经接近100元，为三年来的最高水平，业绩超出市场预期可能比较大。

◆产能扩张保障公司业绩的稳定增长。公司09年资本支出80亿，今年公司计划拿100

亿元进行产能扩张。2010-2011年每年3000万吨的新增产能（项目已核准，不计入可能的并购），销量每年也有3000万吨增长，12年预计新增产能2000万吨。预计2010年公司水泥产能1.37亿吨，12年将达到产能1.9亿吨。今年销量约在1.5亿吨左右。

◆盈利预测与估值。我们预计海螺水泥2009-2011 年EPS 分别为1.59、2.21、3.11元，目前的股价相当于2010/2011 年18/13倍PE，因为公司具有良好的成长性，所以估值偏低，维持对公司的“买入”评级。

图9：海螺水泥PE-band和 PB-band



资料来源：WIND

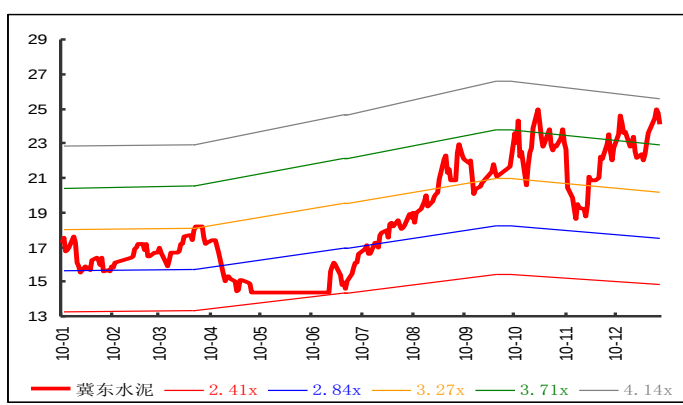
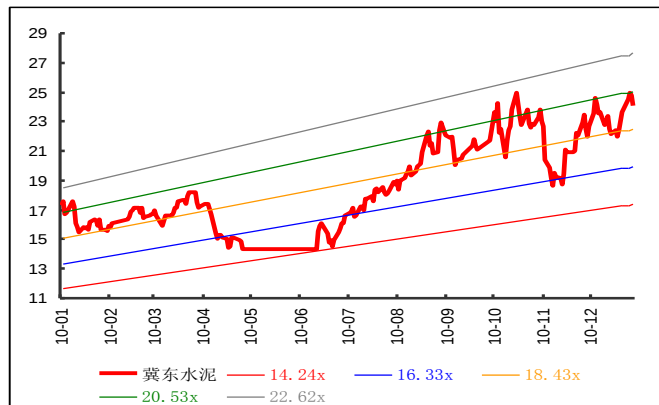
#### 冀东水泥（000401）-三北地区的水泥龙头企业

◆公司采取“区域领先”的战略，在三北地区均成为市场领导者，优势的市场地位保障公司产品的毛利率水平。2000至2009年公司的产能复合增长率达32%，未来两年熟料产能将扩张50%。公司 2009 年年底水泥总产能约 6000 万吨，今年年底已建和在建产能将达到近 1 亿吨。

◆公司规模效应提升公司管理水平。2010年前三季度公司管理费用率为8.3%，较去年同期下降2.7个百分点。前三季度公司毛利率31.6%，较去年同期仅下降1.3个百分点。预计随着规模效应的不断发挥，公司全年综合费用率的下降将平滑煤炭等生产成本上升所带来的影响。

◆我们预计，公司10-12年的EPS 分别为1.10、1.21和1.30元。目前股价较低，给予“推荐”的投资评级。

图10：冀东水泥PE-band和 PB-band



资料来源：WIND

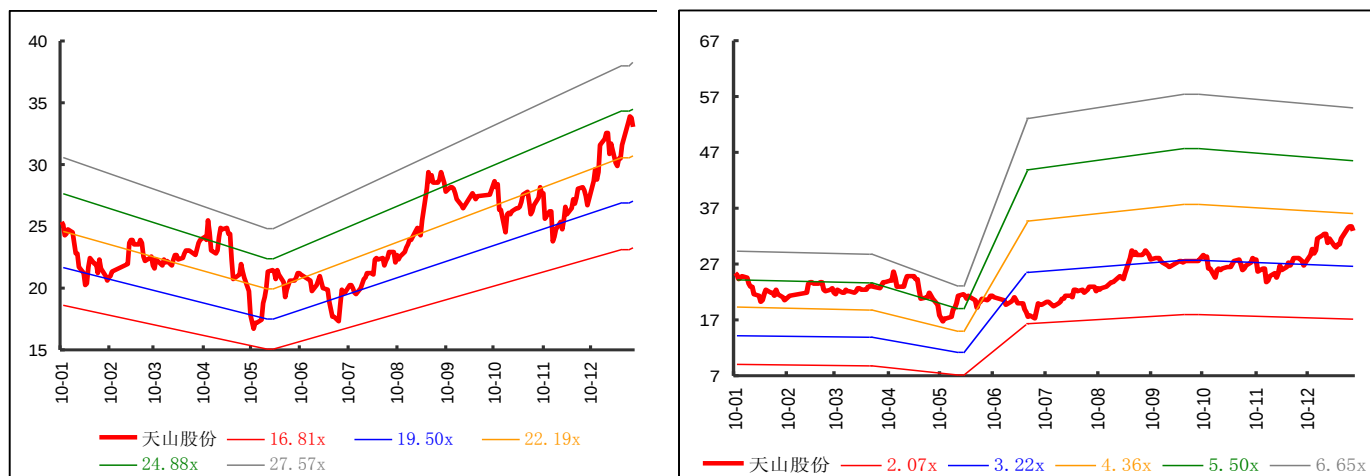
#### 天山股份（000877）-产能快速增长，江苏地区的业绩超出市场预期

◆天山股份是东西并举的品种。公司目前拥有疆内水泥产能约1200万吨，疆外江苏熟料产能530 万吨，占比1/3。根据半年报的公告，2010 上半年江苏部分收入占比30%，毛利率仅7.3%。江苏包括宜兴天山（250 万吨熟料，两条线）、江苏天山（300 万吨，两条线）。

◆疆内盈利增长确定，疆外盈利同样提供超预期因素。疆内的高需求增长并无悬念，公司的强劲扩张势头保障其龙头地位，明年开春后疆内需求可能会集中启动。就近期公布的交通建设来说，2011年，新疆仅交通固定资产投资建议计划投资350亿元，同比增长75%，首府乌鲁木齐东西绕城高速、二环等36个公路项目明年开工；目前均已开展前期工作，大多数项目安排在明年4月开工，个别项目将在年中开工。我们认为明年疆内净利润增长应在40%左右。而占比30%收入的江苏业务此前一直处于微利的状态，四季度以来水泥价格的大幅上涨使公司业绩出现明显增长，预计10年贡献每股收益超过0.46元。

◆我们上调2010-11 年EPS 至1.63、2.17 元，同增85%、33%，相对于成长速度而言，目前股价偏低，给以“买入”评级。

图10：天山股份PE-band和 PB-band



资料来源：WIND

#### 南玻 A（000012）-太阳能业务超出市场预期

◆南玻A前三季度实现营业收入54.79 亿元，同比增长54.45%；实现归属母公司的净利润10.42 亿元，同比增长80.32%；实现基本每股收益与稀释后的每股收益0.50 元，同比增速78.57%。从单季业绩来看，第三季度营业总收入同比增速39.94%，归属于上市公司股东的净利润同比增速28.17%，基本每股收益同比增速33.33%，毛利率为35.2%，同比有所下滑，环比仍处于高位。

◆太阳能业务值得关注。宜昌南玻多晶硅一期(年产能1500 吨)采用全闭环生产,工艺技术采用改良西门子法,2009 年投产当年生产多晶硅523 吨,至今年4 月份月产量已达123 吨,完全达到年产1500 吨的设计产能。目前公司电子级产品比例已达50%以上,1期200MW 硅片项目正在建设中,其中100MW 部分于5 月底试生产,另外100MW 明年上半年投产;多晶硅装置完成技改后,将在2011 年初实现2000 吨产能;明年公司将实现从多晶硅到硅片再到电池组件的全产业链200MW 产能。以现价计算,公司光伏产业在2010-2011年分别贡献约0.16和0.37元EPS。

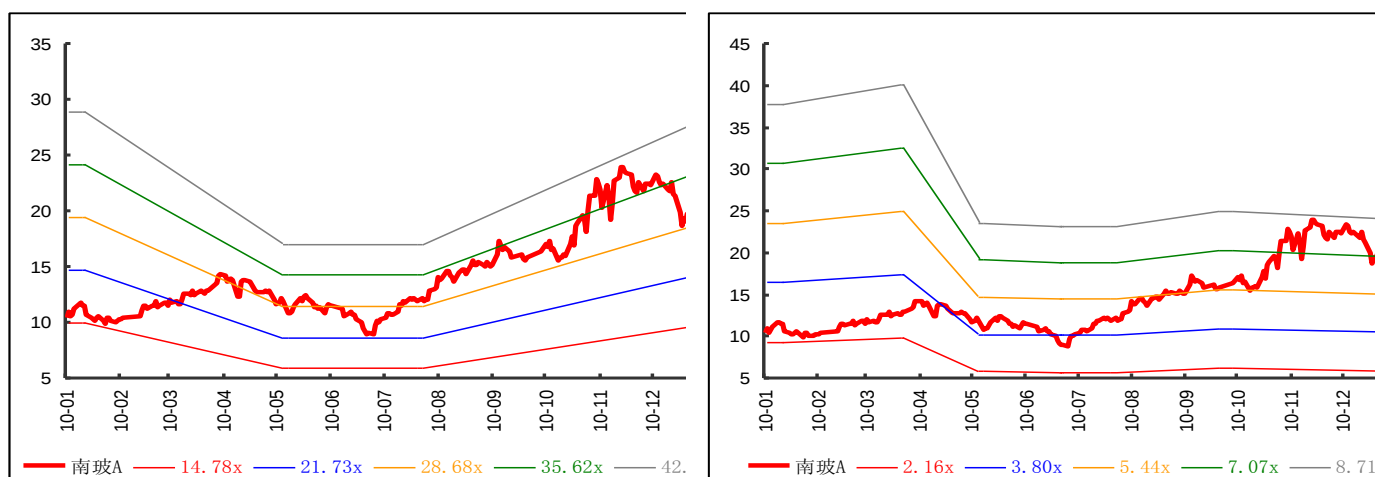
节能玻璃将是公司未来的主导产品之一，工程玻璃未来的扩张空间仍比较大；与此同时，为解决其浮法玻璃的原片供应，公司将在目前9条浮法玻璃生产线的基础上，在吴江新建两条浮法玻璃生产线，以解决其华东工程玻璃的原片供应。预计未来公司的浮法玻璃

收入可能在40亿元左右，工程玻璃的收入可能在30亿元左右。

◆精细玻璃事业部是公司另一主要产品。公司积极为该事业部打造从基片生产到电容式触摸屏及模组生产完整产业链的独立发展平台；若进展顺利，显示器产业链有望成为公司新的利润增长点，其未来增长空间值得期待。公司计划拿出3.48亿元在河北建设一条超薄浮法玻璃生产线，主要生产0.33mm~0.7mm的超薄玻璃。项目建设周期为13个月，建成后预计每年可生产3万吨左右超薄电子玻璃。此项目将进入电子玻璃的上游，产业链已现雏形。

◆我们预计公司10-12年EPS分别为0.68、0.79、1.12，公司向新的领域拓展，太阳能事业部发展空间巨大，我们看好公司的技术研发能力，维持“买入”评级。

图 11：南玻 APE-band 和 PB-band



资料来源：WIND

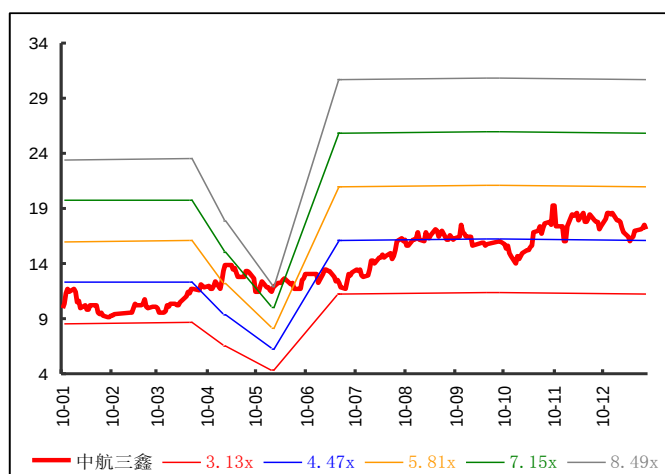
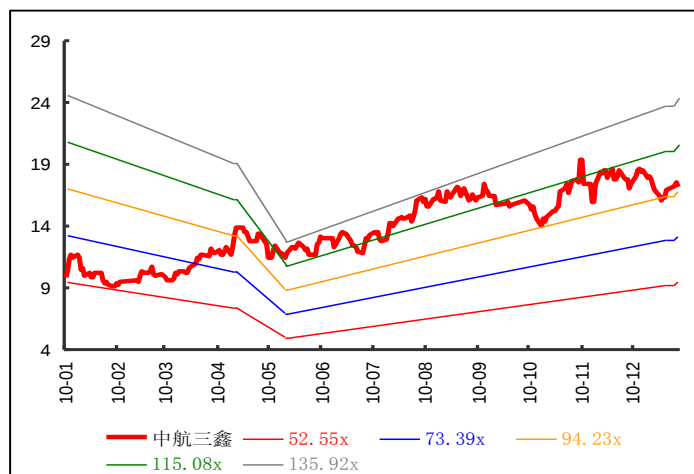
### 中航三鑫（002163）-快速转型的太阳能玻璃生产商

◆公司产品将向高端特种玻璃原片及工程玻璃、电子玻璃转型。公司在建及拟建的海南基地2#、3#、4#线750万平米超白浮法在线TCO镀膜玻璃、600t/d在线Low-E工程玻璃及600t/d航空高铁及太阳能玻璃产能、蚌埠基地拟建600t/d超白压延玻璃产能，预计分别为2011年1-3季度投产。全部产能释放后，公司将达到年产850t/d超白压延玻璃、700万平米Low-E工程玻璃、750万平米超白浮法TCO镀膜玻璃、1500t/d汽车、航空及太阳能玻璃原片产能。公司海南基地的在线TCO镀膜、在线Low-E镀膜及全氧燃烧均是业界最领先的浮法及工程玻璃生产技术，公司采用PPG的交钥匙工程的方式，快速抢占技术制高点。我们认为公司并有望在合作方的支持下快速的形成达产产能，以相对优势的能耗、物耗及成品率来弥补相对较高的生产线投资与PPG的技术使用费。

◆公司业绩将随产能达产而逐步释放。随着公司工程玻璃销售的逐步打开，公司大亚湾Low-E生产线产能有望放量增长，而蚌埠超白压延玻璃也将在下半年开始大量释放盈利，公司整体盈利能力将逐步上行；我们看好太阳能及节能环保对上游高端玻璃产品的需求，明后年公司高盈利的产能释放将不断重复业绩上的增厚。

◆我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.21、0.6、1.22元，考虑公司的高成长性，首次给予公司“推荐”评级。

图 12：中航三鑫 PE-band 和 PB-band



资料来源: WIND

## 华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

## 免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。