

推荐 (维持)

等待紧缩见顶，昨日重现

2011年6月9日

建材行业2011年中期策略报告

上证指数 2728

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	72	3.8
总市值 (亿元)	5031	2.1
流通市值 (亿元)	3736	2.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.8	15.8	65.1
相对表现	-0.8	21.2	56.0



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
- 2、《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》，2010/10
- 3、《从同步到超越-加息周期中的水泥行业》，2010/11
- 4、《承前启后，东成西就-建材行业 2011 年度投资策略》，2010/12

王晶晶

0755-82943246
wangjj@cmschina.com.cn
S1090511040035

4 月我们认为二季度紧缩预期将反应出来，下半年我们认为行业仍有超配的价值。本文分析了 08 年以来的走势逻辑，认为目前行业变化关键是需求逻辑，讨论了宏观紧缩对微观的传导影响，认为目前处在盈利预测调整预期的最后阶段，打破僵局关键在于宏观紧缩何时见顶，这会迎来估值提升。三季度初市场或有反复，6-7 月数据将反应需求增速下降幅度情况，但随着下半年保障房等开工的进行，行业出现“昨日重现”的概率在加大。并看好玻纤、深加工玻璃等行业。

- **水泥：紧缩见顶前的短期不确定，供给逻辑下盈利大幅下调是小概率事件。**从宏观紧缩对行业的影响来看，二季度已经经历杀估值阶段，龙头下降到 10 倍，三季度初也许对盈利预测会发生不稳定的调整，所以会反复。但我们认为这是调整的最后阶段了。6-7 月数据将验证需求增速下降的底线。不同于以往的向下周期，限批、限电是保障在需求小幅调整的情况下能够维持高景气的重要因素。我们判断盈利出现幅度下调是小概率事件。配置角度而言，由于水泥的供给端情况远远好于其他周期行业，而后续保障房开工等逻辑会使需求见底，三季度中后期后仍值得超配，除非经济发生硬着陆。
- **投资策略。**三五年的视角来看，城镇化深入是中国中短期最容易实现增长转变的方式之一，新周期的启动还是离不开投资。如果反弹，需求无忧的新疆区域仍然是先配置的区域。推荐天山、青松、海螺、华新、巢东。中期来看我们认为中西部低盈利水平的区域存在吨盈利提升的潜力。
- **玻纤行业：提价故事方兴未艾。**2009 年去库存，2010 年停窑产能恢复，2011 年之后进入加速复苏的阶段，而供给还没有跟上。推荐中国玻纤。目前行业投产心态犹豫，为景气繁荣争取时间。**玻璃行业：原片景气下行，选择下跌较多的全产业链和深加工的公司。**原片由于供给增加、成本上升等因素出现毛利率下滑，调整为全产业链公司、深加工公司提供机会。推荐南玻 A、秀强股份。**与水利建设的管材行业**已经经历大幅调整，随着资金到位，今年后到明年的增长会比较确定，关注青龙管业、国统股份。
- **风险提示：**通胀失控导致紧缩不能放松、新线限批放开。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
海螺水泥	36.2	1.75	3.54	4.71	20.7	10.2	3.4	强烈推荐-A
青松建化	23.2	0.64	1.68	2.53	36.3	13.8	4.6	强烈推荐-A
天山股份	36.5	1.30	2.72	4.04	28.1	13.4	3.9	强烈推荐-A
华新水泥	23.8	1.42	1.77	2.73	16.8	13.4	3.7	审慎推荐-A
巢东股份	17.7	0.27	1.62	1.95	65.9	10.9	7.2	审慎推荐-A
中国玻纤	28.8	0.48	1.65	2.12	60.0	17.5	7.8	强烈推荐-A
南玻-A	15.7	0.70	0.88	1.13	22.4	17.8	4.8	强烈推荐-A
北新建材	14.3	0.72	0.98	1.27	19.9	14.6	3.2	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、 基本结论和分析逻辑	4
二、 水泥：供给逻辑保障盈利大幅度下调是小概率事件	6
1、宏观紧缩怎么影响行业走势？	7
2、需求情况跟踪	10
3、供给情况跟踪	13
4、投资选择	15
三、 玻璃、玻纤等其他行业	17
1、玻纤行业：复苏良好、供给未跟上的弹性品种	17
2、玻璃行业：原片景气高位下行，关注南玻和秀强	17

图表目录

图 1: 08 年以来水泥板块的涨跌逻辑.....	5
图 2: 水泥板块估值.....	5
图 3: 水泥 PE 估值情况 (TTM)	6
图 4: 水泥 PB 估值情况 (TTM)	6
图 5: 供需因素变化.....	7
图 6: 从宏观到行业到股票市场行为的变化.....	8
图 7: 2008 年的盈利预测从 8 月份开始下调.....	9
图 8: 水泥价格情况.....	9
图 9: 水泥需求增速情况.....	9
图 10: 2010 年一致预期增速	10
图 11: 2011 年一致预期增速	10
图 12: 固定资产投资与房地产投资: 保持平稳	10
图 13: 1-2 月公共投资增速下降至 18%左右	10
图 14: 房地产新开工面积.....	11
图 15: 房地产销售面积	11
图 16: 全国水泥累计产量与增速。1-4 月 19.5%.....	12
图 17: 分地区水泥产量增速	12
图 18: 西北地区水泥: 陕西下滑, 新疆地区酝酿涨价.....	12
图 19: 华北地区水泥价格: 京津有外来冲击压力	12
图 20: 华东地区水泥价格淡季不淡	12
图 21: 东北地区水泥价格恢复性上涨.....	12
图 22: 西南地区水泥价格小幅恢复	13
图 23: 中南地区水泥价格上涨: 湖南上涨.....	13
图 24: 水泥固定资产投资增长情况	13
图 25: 水泥固定资产投资增速: 今年以来华东反弹, 主要是江苏、安徽、福建地区	13
图 26: 水泥固定资产投资增速: 其他地区都进入负增长	13
图 27: 去年四季度分地区吨盈利情况.....	15
图 28: 海螺水泥营业利润增长率	16
图 29: 浮法产能增长情况.....	17
图 30: 5mm 浮法玻璃价格 (元/重箱)	18
图 31: 重点企业销量情况.....	18
图 32: 库存开始上升.....	18
图 33: 纯碱价格走势.....	18
图 34: 建材行业历史 PEBand	20
图 35: 建材行业历史 PBBand	20
表 1: 分区域人均熟料情况	14

一、基本结论和分析逻辑

我们在年度策略报告《承前启后，东成西就-建材行业 2011 年度投资策略》中指出：**水泥行业：需求的不确定和供给的确定**。我们需求的核心逻辑是保障房保障下，水泥表现可以脱离地产表现，这在日本经验中看到过；供给的确定性来自于 38 号文对新增生产线的限制审批，其效果将要在 2011-2012 年显现。各大企业从节能限电对价格冲击的效果上学到了供给的重要性。**水泥投资策略：上半年就值得建仓！行业从东到西可能出现全面阶段性繁荣的重要因素。**

- 在 4 月份《全面看好南北疆，继续推荐青松天山》一文中指出：从一季度来看，水泥行业整体涨幅在 40% 左右，符合我们的判断。而到二季度，短期来看，我们觉得行业整体的表现可能趋于平淡，但中期机会仍然存在。主要逻辑 1、股价在逐步反应利好，一季报的高增长导致盈利预测大幅上调。一般每年的二季度跑赢市场的概率较低。过去两个季度股价的上涨基本由 EPS 的上调所驱动，估值在紧缩环境下很难有大的突破。未来也仍然要看 EPS 的上调。2、水泥价格上涨幅度可能会趋缓：通胀形势下发改委对价格过度上涨会引起关注，紧缩的压力会逐步显现。二季度商品房开工增速出现较大幅度下滑可能成为现实，而保障房等衔接可能没那么快。3、当然以上所说更多是短期的问题，中期来看，我们判断，在调整后由于保障房、水利等开工需求较旺，供给方面：新增供给受到 38 号文的严厉限制，企业集中度提升形成竞争格局变化，我们认为行业仍存在战略性机会。分区域来看我们更坚定看好需求不受调控影响、成本上涨受煤价影响小的新疆区域。
- 尽管如此，新疆板块正如去年同期一样，跟随板块发生调整，但我们认为率先反弹的也将是他们。
- **下半年水泥行业还值得配置吗？**

其实回顾 2009 年到目前水泥的投资逻辑，趋势性还是比较明显的：

1、2009-2010H 是需求驱动，2009 年是四万亿带动需求预期提升，首先提升了估值（静态 TTM 估值 30 倍）；2010 年上半年是本轮第一次地产调控，将估值降低到历史低点（静态估值，TTM16 倍，2008 年低点 14 倍）。

2、2010 年下半年以来，第三季度来自于对需求预期的修正，估值从极低恢复到较低水平，之后来自于供给驱动。从 4 季度到今年一季度估值基本不动，股价上涨完全来自于盈利预测的大幅上调。在这个过程中，市场首先是对限电引起的盈利预测上调做出一个反映，进而对集中提升引起的协同效应有一个超预期的确认，同时这也是 38 号文对新增产能减少的一个预演，短期来看，对供给逻辑（限批、限电）市场已经有了一个认识。

3、因此到了今年的二季度，一旦宏观紧缩引起需求担忧，市场便开始有一个调整的反应。那么进入下半年，市场又会相信什么逻辑？本轮周期中，在需求和供给逻辑都已经反应过的前提下，下半年的行情走势将不如前面的走势那么顺畅。但是，庆幸的是，目前的 PE 估值水平处在历史低位。

行业本身的供需已经在股价上有了一定的反应，目前打破这一担忧的关键在于宏观紧缩何时见顶，这决定了投资资金（不管是商品房还是保障房）的保障程度，也决定了国家投资的意愿。这一切都在于对通胀的判断上，假如需求下降、货币增速下降能促使通胀见顶回落的逻辑成立的话，那么从某种程度上来说，下半年的不确定性比去年还小，因为去年还在担心逐步紧缩，但是从估值上来看今年紧缩的利空相信已经反应过半，供给

逻辑会促使 EPS 进一步提升，如果下半年保障房等进一步开工，需求逻辑会促使估值提升。

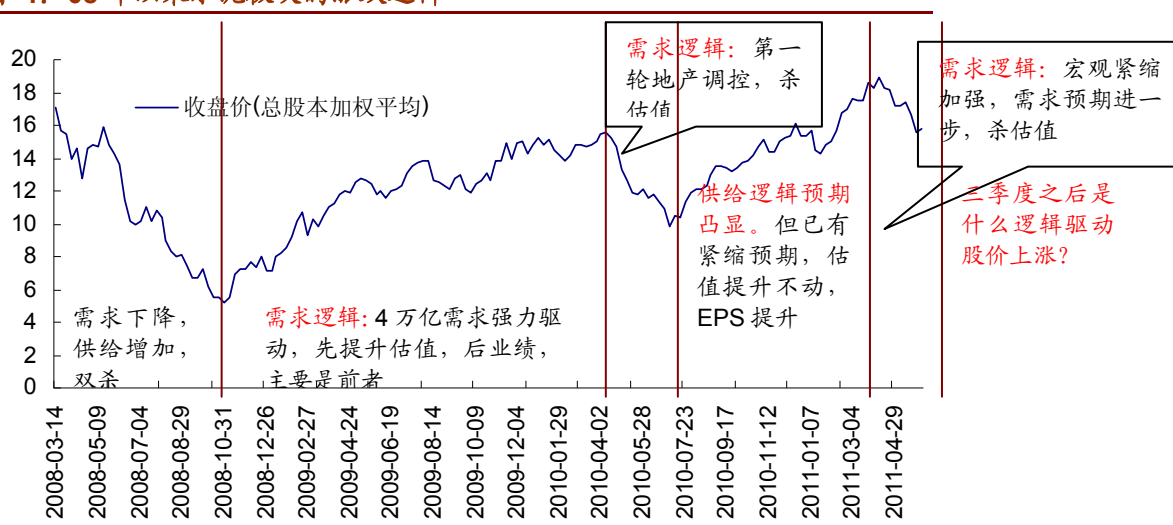
虽逻辑不完全一样，但整个走势而言很有可能复制去年下半年的走势。我们认为三季度初而言，由于紧缩对需求的影响会有所显现，并且短期内保障房也由于资金原因开工不足，可能会使股价有所反复，建仓机会良多。需求无忧的新疆区域仍然是首先配置的区域。从配置的角度而言，我们认为由于水泥的供给端情况远远好于其他周期行业，在需求小幅下滑的情况下，其价格是可控的，除非经济发生硬着陆，那么前面所有的利好因素都不复存在。但如果经济发生硬着陆，那么所有行业的投资价值都不复存在。推荐青松建化、天山股份、海螺水泥、巢东股份、华新水泥。

从三五年的视角来看，行业迎来调结构的第二春。虽然需求增速可能会放缓，但是城镇化深入是中国短期最容易实现增长转变的方式之一，加上行业集中度提升、限电启示导致的企业意识转变导致价格恢复性上涨。

新建线短期不放开不只是产能过剩问题，也是节能减排、减少高耗能行业的战略转型。因此预计十二五初不会放开。而局部地区的限电也可能常态化。

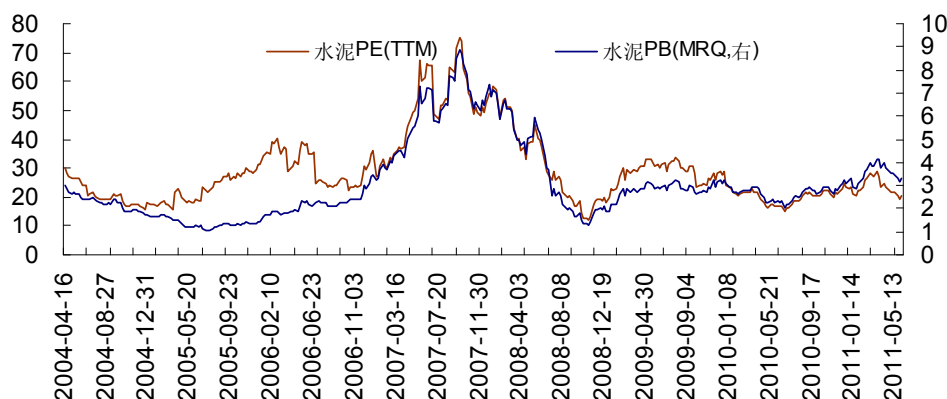
长期来说，国家会进一步出台各种环保、资源税费拉升成本，使得 ROE 调整到一个合理水平。但在此之前，或许行业整体都是一个上升的趋势。

图 1：08 年以来水泥板块的涨跌逻辑



资料来源：wind，招商证券

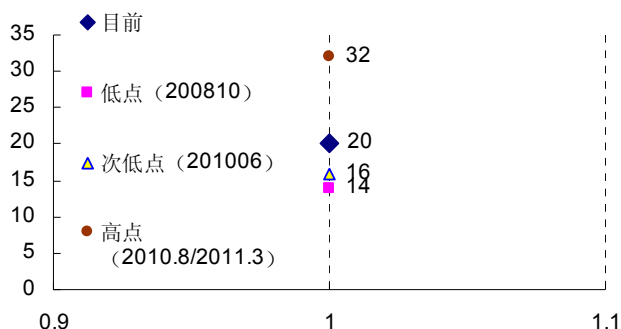
图 2：水泥板块估值



资料来源：wind，招商证券

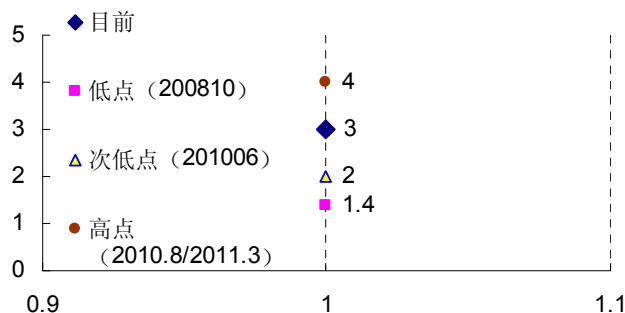
水泥 2009 年以来的估值情况。悲观情况下，由于预测盈利预测会下调，市场会采用静态估值来预测。2008 年在盈利小幅负增长的情况下的悲观预期是 14 倍。与 2005 年初相当。去年中期的悲观时期出现了 16-17 倍的机会。如果市场悲观，也许还有 10% 的下跌空间。鉴于二季度盈利增长的确定性，我们判断中报后 TTM 估值还会进一步的下降 10% 左右。PB 的高估值来自于 ROE 的系统性提升。

图 3: 水泥 PE 估值情况 (TTM)



资料来源: wind, 招商证券研发中心。

图 4: 水泥 PB 估值情况 (TTM)



资料来源: wind, 招商证券研发中心。

- 我们从年初开始，强烈看好玻纤行业，基于其坚实的复苏。我们仍将其作为下半年的推荐重点。09 年去库存、10 年停窑产能复产、11 年进入提价周期。玻纤是复合材料的重要组成部分，经验数据显示其需求增长往往是 GDP 的 2-3 倍。中国的产品结构中，有一半出口。我们认为外需不再是拖累因素，反而是利好因素；另外，其竞争格局是寡头垄断，前六家占据约 80% 的份额。这在通胀环境下更有利于转嫁成本。从微观来看，我们看到企业的库存在下降，价格在提升，得到了验证，我们认为后续供需关系继续好转。
- 玻璃方面仍然看好新产业相关\全产业\深加工的南玻 A、秀强股份等。目前玻璃原片由于需求担忧、新增产能较快价格而出现下滑，我们认为全产业链和细分领域深加工类型企业将受益于成本下降。我们推荐南玻和秀强。
- 随着旱涝天气的频繁、中央对水利投资资金的落实，我们认为水利相关的建材股在未来仍存在确定性的机会，我们建议关注青龙管业和国统股份。

二、水泥：供给逻辑保障盈利大幅度下调是小概率事件

本文中我们主要回答以下几个问题：1、宏观紧缩怎么影响行业走势？盈利预测会不会下调？2、需求情况怎么来判断？

决定价格的主要因素需求、供给、行业集中度。一季报超预期，超预期主要原因是价格超预期，价格超预期原因是行业竞争态势的结构性转变取代传统的产能过剩思维成为限制供给的主导因素。这将抵消今年新增产能集中释放带来的不利因素。

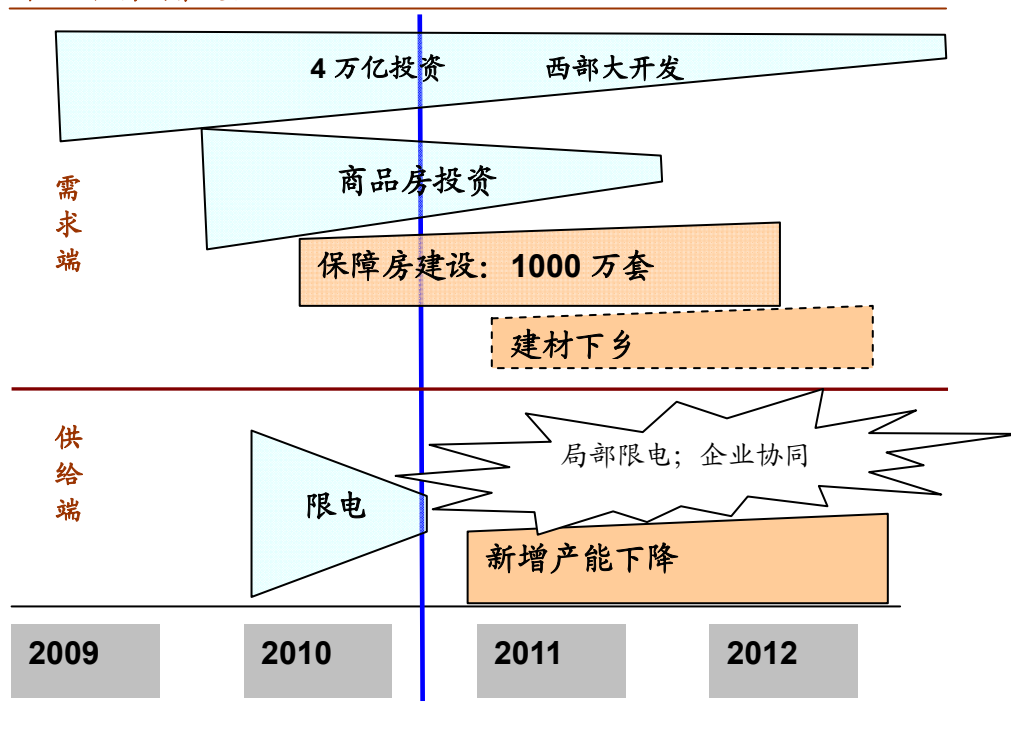
短期内限电、限批可能继续实行。新建线不放开不只是产能过剩问题，也是节能减排、减少高耗能行业的战略转型。而局部地区的限电也可能常态化。

长期来说，国家会进一步出台各种环保、资源税费拉升成本，使得 ROE 维持在一个合理水平。但在此之前，或许行业整体都是一个上升的趋势。

依靠缺电等外在冲击、集中度提升等内在改善，水泥行业只要度过经济政策放松之前的

一小段不确定性，仍会迎来 2012 年的需求回升、供给下降的确定性局面。

图 5：供需因素变化



资料来源：招商证券研发中心。绿色代表短期减弱因素，橙色代表新增有利因素，虚线框代表还未实行项目。

1、宏观紧缩怎么影响行业走势？

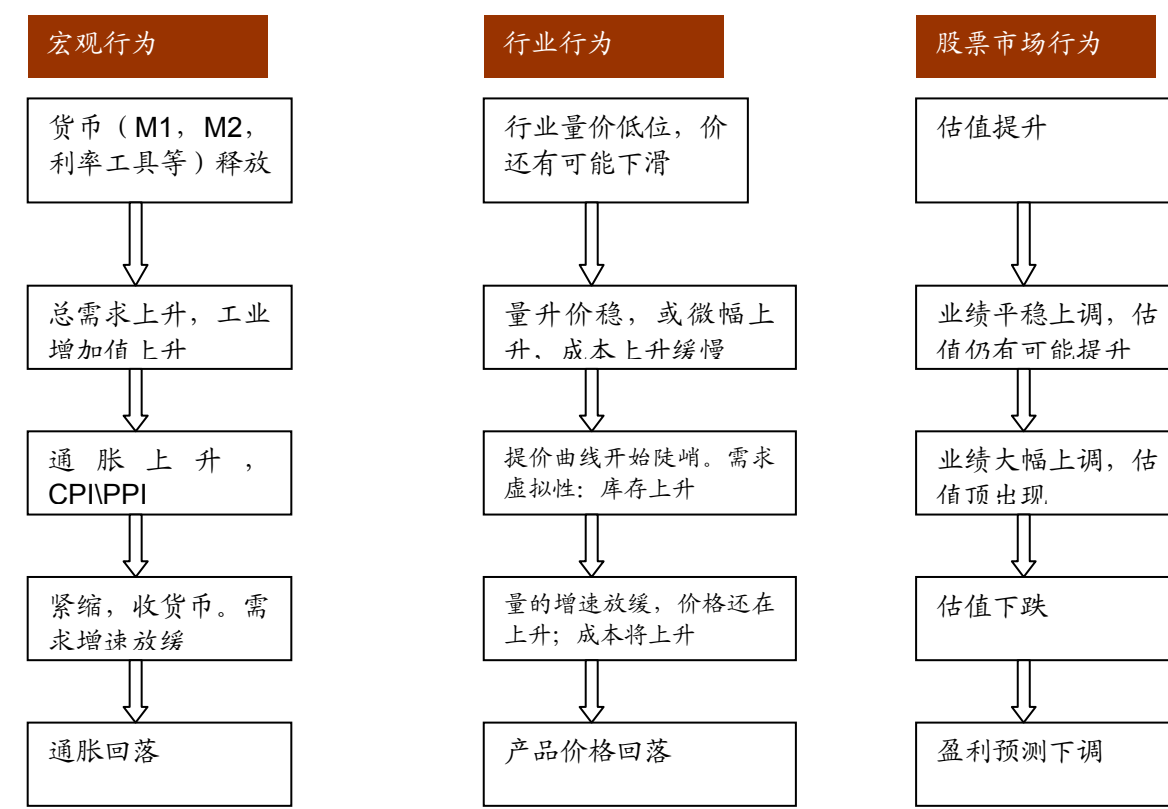
我们曾在《从同步到超越-加息周期中的水泥行业表现》判断，加息周期中水泥行业能跑赢大盘。回过头来看，其实最重要的逻辑是，在适度紧缩周期中，供给端有约束的行业在周期性行业中将是最好的标的。而到了紧缩的末期，水泥行业表现将出现不利变化。这就是二季度演绎的逻辑。本文我们继续挖掘关于宏观周期和行业表现的关系。

从宏观到微观的过度需要一个过程。每一轮的宏观都是相似的（货币—需求—通胀—紧缩—需求回落），微观却表现都是不一样的：价格的上涨有需求说、成本说、还有价格联盟说。下图从宏观指标到行业行为、到股票市场行为做了一个阐述。

影响股价的因素无非就是估值和 EPS。在历史上，紧缩周期对股价的影响首先是压制估值、挤压估值泡沫、其次是随着需求的回落，反映到微观上是盈利预测的下调。

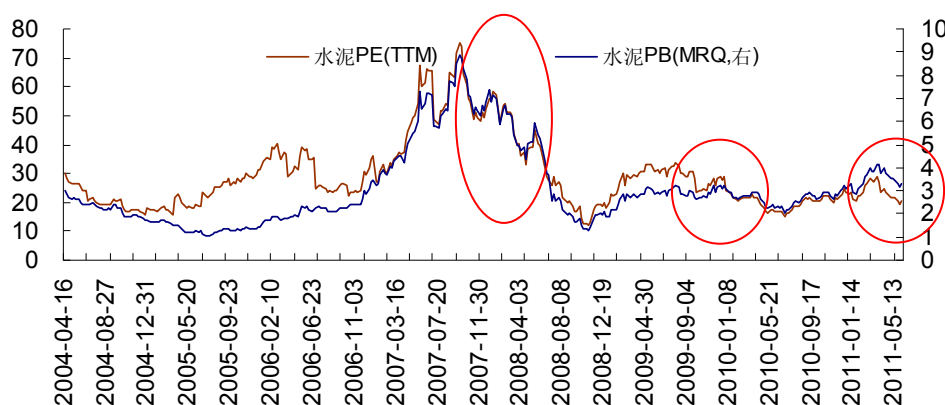
我们可以基本判断目前行业处在调整的最后一个阶段。

图 6：从宏观到行业到股票市场行为的变化



资料来源：招商证券研发中心。

（1）杀估值的阶段在二季度出现。二季度从高点到低点大约调整了 20% 左右，龙头动态估值回到 10 倍以下。我们认为这个调整已经代表了市场的悲观预期。

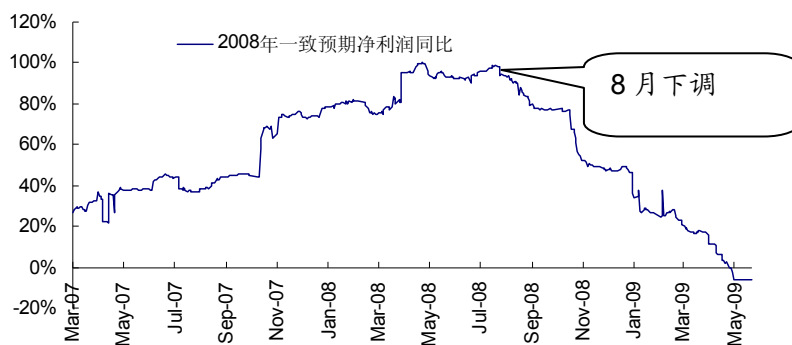


（2）向下调整盈利预测阶段还未到来，会不会到来？这其中也有两个案例：2008 年：首先出现估值下跌，直到 8 月份才出现 EPS 下调，但此时市场已基本反映完 80%。从 2008 年的情况看，EPS 的调整主要是看价格调整，量的增长放缓并非主导因素，从宏观上来看是通胀的回落；另一个案例是 2010 年上半年，首先出现了估值下跌，但事后盈利预测并没有下调，证明前面的下跌是错误的，市场开始反转。从目前的情况来看，盈利预测还未出现下调，会不会下调关键看水泥价格。即使到来，由于供给端不同于以往，我们认为幅度会比较有限。

影响价格波动的因素：从目前的情况来看，能影响价格可能出现显著波动的情况：

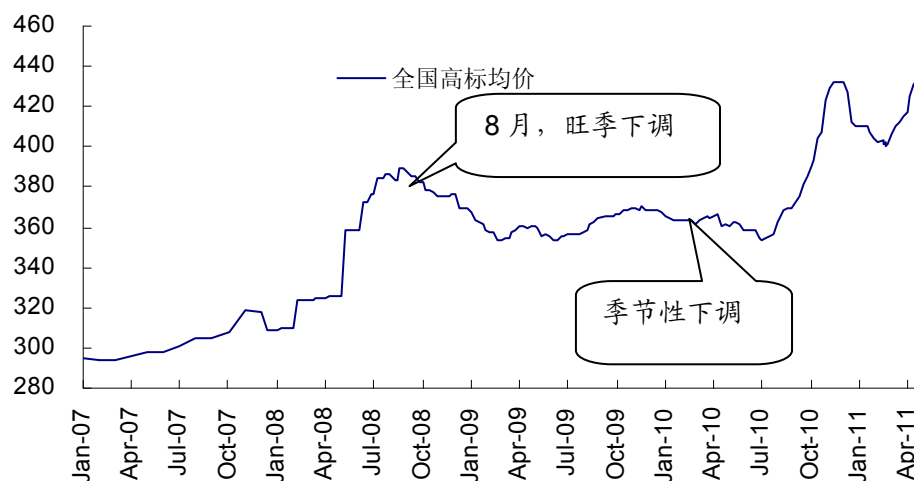
- 需求出现大幅度的下跌（地产、基建），导致各大企业以保出货量为目的；
- 缺电情况继续存在，我们认为由于缺电原因为装机容量、价格机制问题，可能会成为一个常态性的问题，继江苏四月份停窑 10 天后，浙江 6 月也预计停窑 10 天；
- 高耗能行业始终处在被严厉调控的状态下，淘汰落后、小产能的力度不会减弱。

图 7：2008 年的盈利预测从 8 月份开始下调



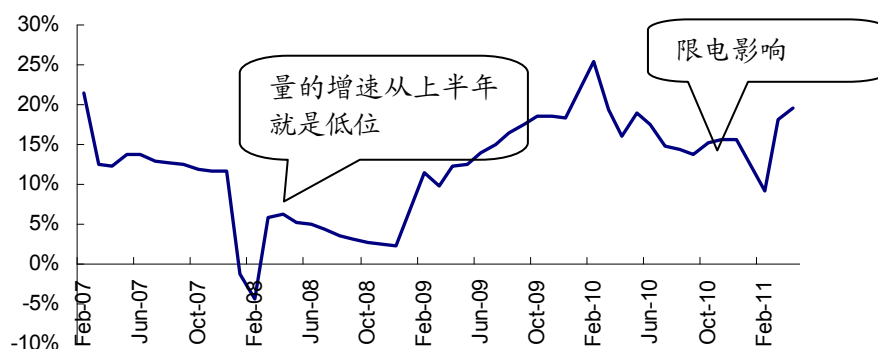
资料来源：go-goal,招商证券

图 8：水泥价格情况



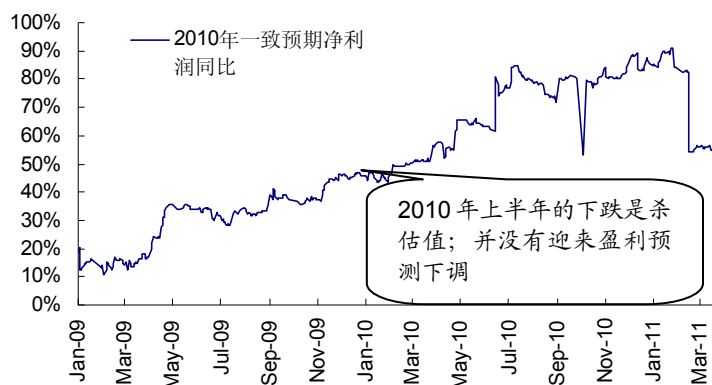
资料来源：数字水泥网,招商证券

图 9：水泥需求增速情况



资料来源：国家统计局,招商证券

图 10: 2010 年一致预期增速



资料来源: go-goal,招商证券

图 11: 2011 年一致预期增速

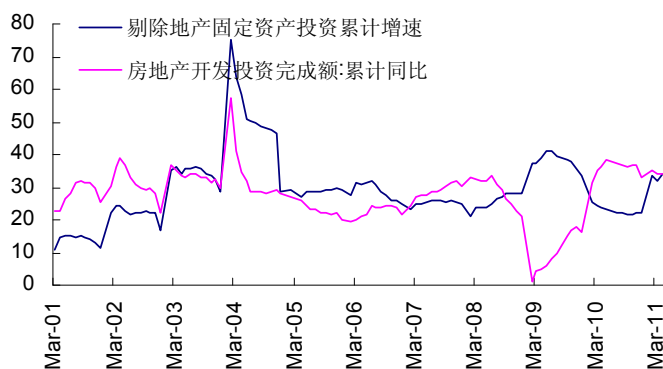


资料来源: go-goal,招商证券

2、需求情况跟踪

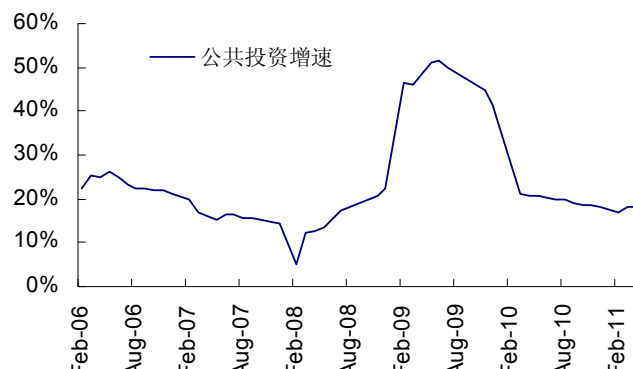
1-4 月份的固定资产投资增速 25.4%，房地产投资增速 34.3%，维持高位，除公共投资增速持续下降之外，私人投资在加速。不过我们判断单位消耗水泥系数会下降。

图 12: 固定资产投资与房地产投资: 保持平稳



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心。

图 13: 1-2 月公共投资增速下降至 18%左右



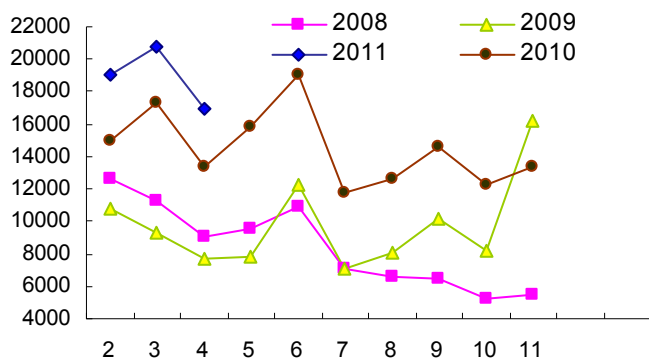
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

房地产开工中: 销售面积: 今年 4 月份负增长再一次出现。正如去年的第一次地产调控,

5、6、7、8 四个月的销售面积同比为负增长。新开工面积，1-4 月同比 24%，增速有所回落。新开工中其实已经有部分去年保障房开工的因素。但相信今年的情况并没有反应在里面。可以判断开工的增长和销售面积的零增长会导致地产库存的累积，房价应该会有所变动。调控预期或将发生改变。

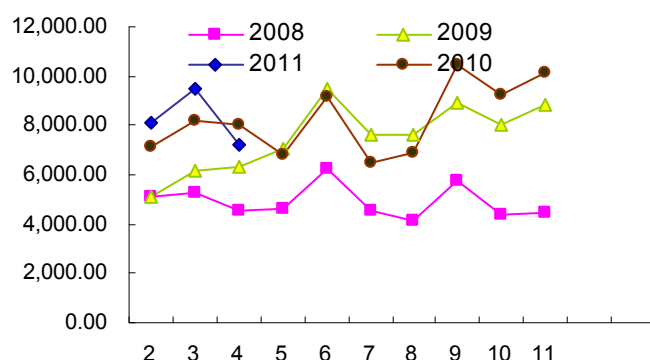
对目前的投资增速我们应该感到欣慰，因为这是在今年的保障房没有大规模启动的前提下完成的。

图 14：房地产新开工面积



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图 15：房地产销售面积



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

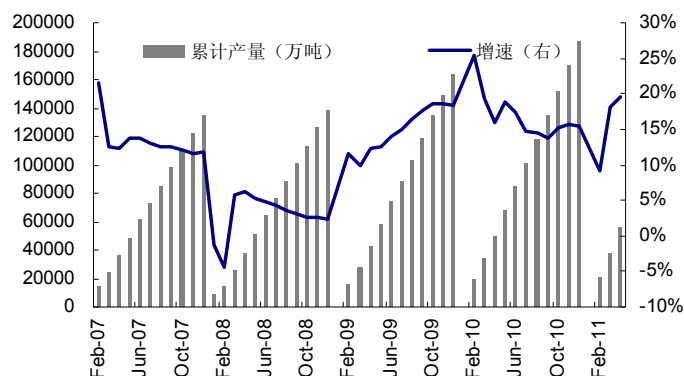
6-7 月的数据能基本看出需求端的回落幅度，这决定了调整的底线。1-4 月实现产量同比增长 19.5%（统计口径有所变化，从主营收入 500 万提升至 2000 万元以上，企业家数从 5114 家下降至 3792 家），其中华北、西南、西北增长两位数，东北、华东、中南增长个位数。从统计数据和微观调研来看，目前大的企业并未感觉到总体需求有一个变化，结构上基建的增速确实有在回落，但其他建设保持尚好。我们认为 6-7 月的数据能基本看出需求端的回落幅度：因为这两个月的数据是在今年保障房和水利开工情况不是太好的情况下，而紧缩需求开始显现。

据媒体报道“截至 5 月下旬，江苏省 45 万套保障房任务总体开工率约为 30%；浙江省 18.5 万套保障房任务目前已开工建设 6.16 万套，完成年度目标任务的 33.2%。上海动迁房开工 50%以上，经适房项目约完成 25%的开工计划。一位专家估计，整体来看目前全国仍约有七成保障房没有开工，资金短缺是最大障碍。按计划，今年的 1000 万套保障性住房必须在 10 月底前全部开工。”

为确保地方政府按时按量完成年度保障房开工计划，住建部 5 月下发《关于公开城镇保障性安居工程建设信息的通知》，要求各地方政府在 6 月 6 日前必须公布保障房的项目进程，包括年度保障房计划、开工项目以及竣工项目信息等。

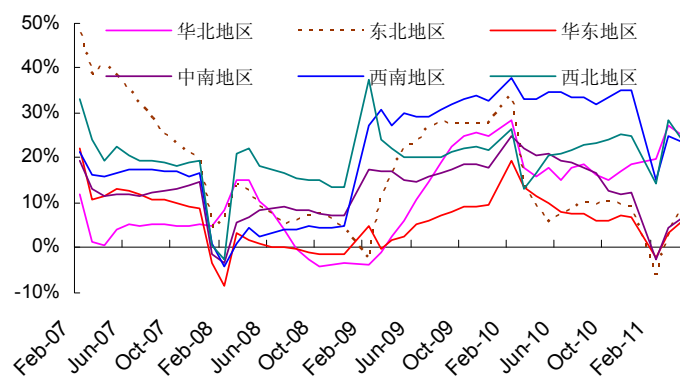
“据住建部估算，完成今年全国 1000 万套保障性住房建设的目标所需资金至少 1.3 万亿元。其中，中央、省级和市县将承担 5000 多亿元，剩余的 8000 多亿元要通过社会机构投入和被保障对象以及所在企业筹集。财政部数据显示，截至 5 月 20 日，财政部已累计下拨 2011 年中央补助保障性安居工程专项资金 617 亿元，已完成全年预算 59.9%。”

图 16: 全国水泥累计产量与增速。1-4 月 19.5%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心。

图 17: 分地区水泥产量增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 18: 西北地区水泥: 陕西下滑, 新疆地区酝酿涨价

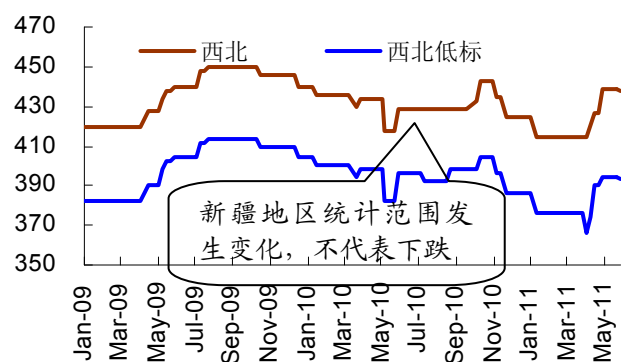
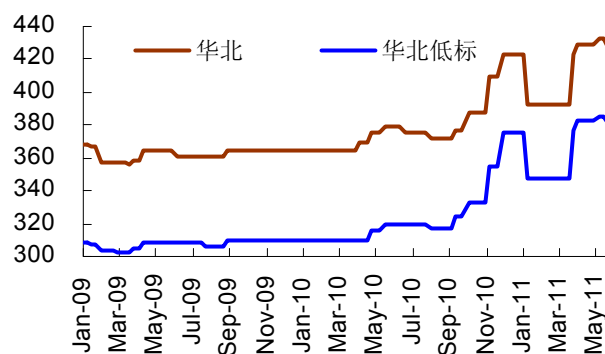
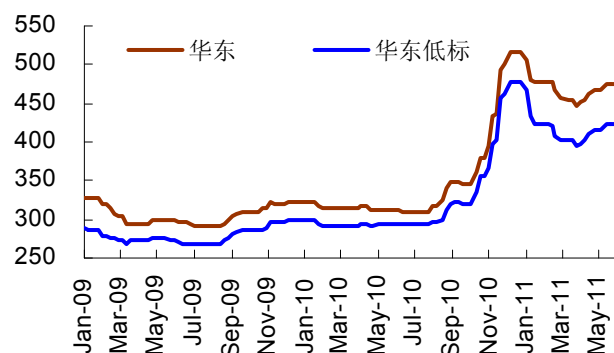


图 19: 华北地区水泥价格: 京津有外来冲击压力



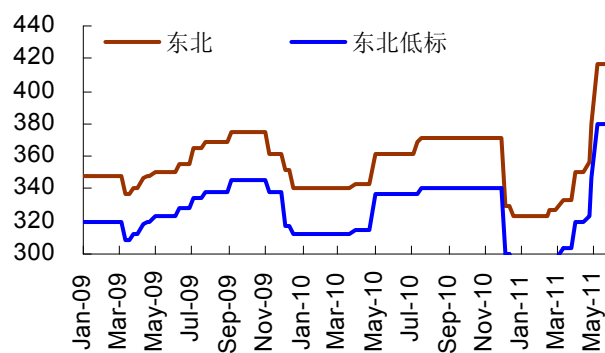
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

图 20: 华东地区水泥价格淡季不淡



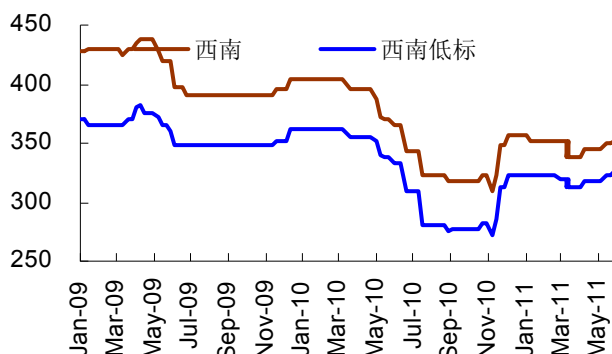
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 21: 东北地区水泥价格恢复性上涨



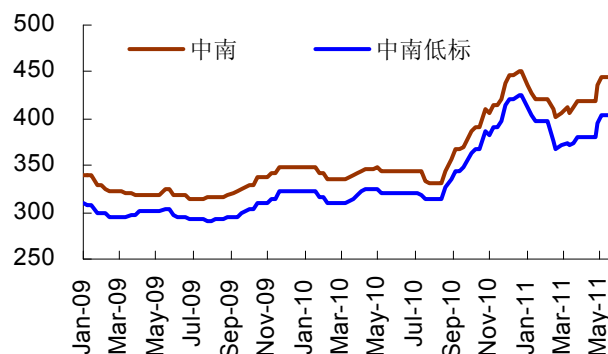
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

图 22: 西南地区水泥价格小幅恢复



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 23: 中南地区水泥价格上涨: 湖南上涨

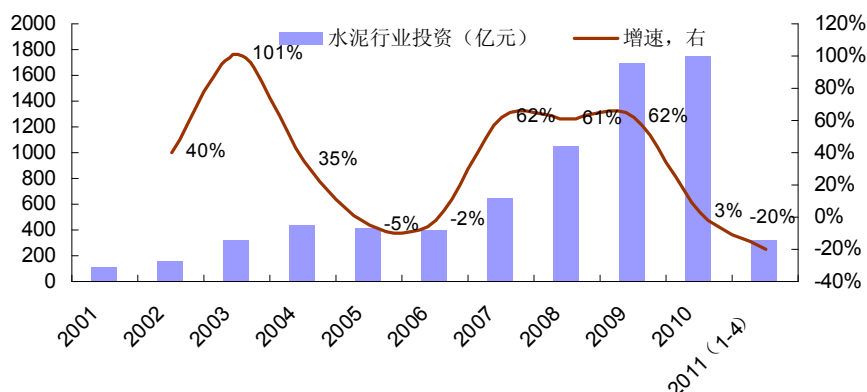


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

3、供给情况跟踪

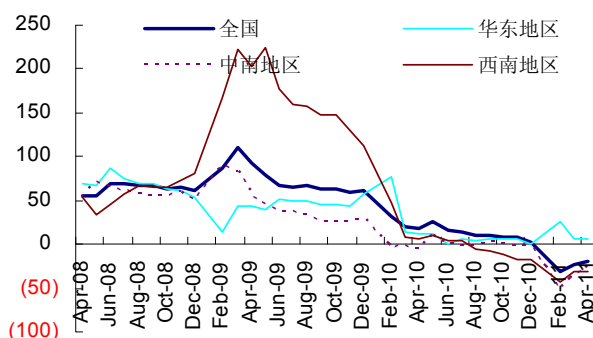
新增供给情况: 1-4 月完成固定资产投资 419 亿元, 同比增长-20%。我们判断如果今年新增 3 亿吨产能 (同于去年, 激进预测), 淘汰 1.3 亿吨落后产能, 则新增净供给 1.7 亿吨, 今年的新增需求保持在 9% 左右增速即可。中性情况, 如果今年新增产能相较于去年下降 20%, 2.4 亿吨, 净新增 1.1 亿吨, 则新增需求增速保持在 6% 左右即可。

图 24: 水泥固定资产投资增长情况



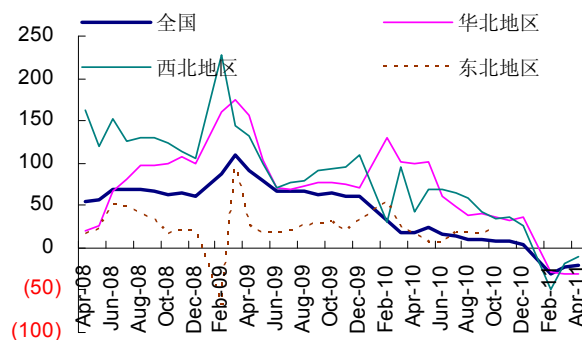
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

图 25: 水泥固定资产投资增速: 今年以来华东反弹, 主要是江苏、安徽、福建地区



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心。

图 26: 水泥固定资产投资增速: 其他地区都进入负增长



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

“限批有无可能放开？”

从市场经济的角度来说，放开是迟早的事情，但短期来看，我们判断由于缺电、高耗能行业的严格控制能原因，至少放开口子不会太大。另一方面，现在的吨投资成本由于拆迁征地、环保、矿山等原因在逐步提升，形势越来越有利于现有大企业，尤其是手持大量矿山的企业。

断电的意义：3月份以来，我国多地出现淡季“电荒”现象。浙江、湖南、江西、重庆、贵州等地均不同程度的呈现用电紧张态势。

我们认为限电的意义不在于进一步提升价格，在于进一步稳固现在的价格、保障集中度提升带来的效果，并挤压小企业的生存空间。继江苏4月份停窑10天后，浙江本月也有停窑的计划。

长期来看：根据工信部在2010年11月30日发布的《水泥行业进入准则》：新型干法水泥熟料年产能超过人均900公斤的省份，原则上应停止核准新建扩大水泥(熟料)产能生产线项目，新建水泥熟料生产线项目必须严格按照“等量或减量淘汰”的原则执行。

人均熟料产能：未到900公斤的有河北、吉林、黑龙江、江苏、福建、山东、河南、湖南、广东、贵州、西藏、甘肃。

表 1：分区域人均熟料情况

	累计生产 线条数	熟料产能(万吨)	2010 新增 条数	2010 新增熟料产能	人均熟料产能(kg)
全国	1331	121,591	210	24,800	924
北京市	12	698			397
天津市	4	205			167
河北省	59	6,054	16	2,068	861
山西省	55	3,643	13	1,473	1063
内蒙古	40	3,503	9	952	1446
辽宁省	42	4,077	5	589	944
吉林省	24	2,248	2	233	820
黑龙江	18	1,383	2	310	361
上海市	3	140			73
江苏省	59	6,045	1	155	783
浙江省	91	7,285			1406
安徽省	79	9,495	3	465	1549
福建省	32	3,131	4	620	863
江西省	54	4,613	8	1,159	1041
山东省	74	7,496	7	1,122	792
河南省	75	7,629	6	868	804
湖北省	57	5,865	7	958	1025
湖南省	51	5,109	8	1,054	798
广东省	47	5,468	4	481	567
广西区	39	5,044	7	1,023	1039
海南省	8	946	2	233	1094
重庆市	41	3,841	10	1,395	1343
四川省	86	8,237	27	3,221	1006
贵州省	44	3,543	19	1,767	933
云南省	86	4,889	15	1,240	1070
西藏区	4	217	1	62	748
陕西省	44	4,337	9	1,101	1150
甘肃省	36	2,279	9	946	865

	累计生产 线条数	熟料产能(万吨)	2010 新增 条数	2010 新增熟料产能	人均熟料产能(kg)
青海省	7	564	1	155	1012
宁夏区	19	1,150	2	217	1840
新疆区	41	2,461	13	936	1140

资料来源：数字水泥网，招商证券研发中心。

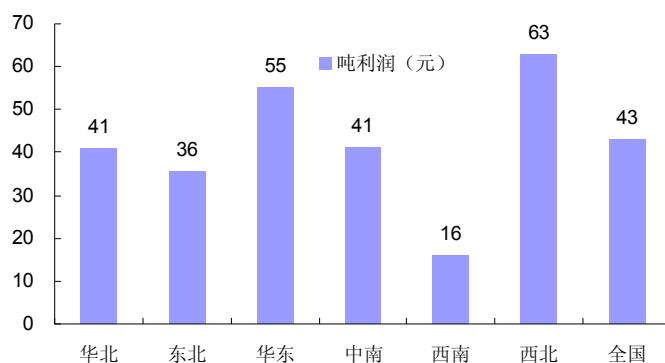
4、投资选择

依靠缺电等外在冲击、集中度提升等内在改善，水泥行业只要度过经济政策放松之前的一小段不确定性，仍会迎来 2012 年的需求回升、供给下降的良好局面。

从吨盈利情况来看，目前华东、西北的水平较高，其他地方次之。

- 在供给逻辑反应充分的前提下，华东的持续超预期目前来看要靠需求的超预期。
- 如果遵循同一个供给改善的逻辑，我们基本可以判断中南、东北、华北、西南等区域的未来的提升潜力也比较大。西北（除新疆区域）短期面临高位向下的压力。
- 新疆区域景气面临持续提升。
- 短期来看：由于新疆区域需求无忧，其容易最先反弹。华东地区价格超预期的可能性继续存在导致短期业绩仍有可能超预期。中期来看中西部未来仍面临较好的投资潜力。

图 27：去年四季度分地区吨盈利情况



资料来源：数字水泥网，招商证券研发中心。

(1) 新疆区域：基建先行，水泥先知。

2011 年新疆固定资产投资将加速，看好水泥需求全面爆发。从 2010 年的固定资产投资增速看，新疆仅与全国持平。我们认为从二季度开始，新疆固投会加速。十二五综合来看，我们判断年均水泥需求是 5000 万吨左右，是去年产量的 2 倍。去年我们更看好北疆，今年我们全面看好南北疆。预计今年水泥需求量为 3200 万吨以上，同比增长为 33%，供需偏紧。根据 2011 年的分项投资计划（安居工程、房地产、公路等），初步不完全计算新增水泥需求为 809 万吨左右。预计 2011 年新增有效供给为 1100 万吨左右，考虑到 80% 的利用率，供需偏紧。目前南北疆已经普遍上调水泥价格，上调幅度都在 50-100 元/吨。1-4 月新疆 FAT 增速 21%，水泥产量增速 46.9%。

产能投放的情况跟踪，美好时光能持续多久？去年 9 月份乌昌地区集中投产约 450 万吨产能，但今年开工以来价格连续上涨，说明产能极有可能已经被消化，而今年乌昌附

近只有乌苏青松一条投产，我们看好该区域的价格形式！而南疆区域中由于去年投产产能不多，今年需求一启动价格就开始大幅上涨，2011年新投产产能中有7条生产线辐射喀什，关键看是否集中投产；2011年新投产产能主要集中在：喀什和伊犁。2012年的产能主要是天山，但现在多数项目未开工，投产时间有个问号。另一个角度是观察水泥固投增速，参照内蒙陕西四川的经验，如果能维持在100%以下，好时光至少能持续2-3年。1-4月新疆水泥固投增速为-18%。

青松建化：强烈推荐-A。看点是南疆市场的启动。开工以来，价格已经同比上调约100-150元/吨(含税)。基于均价上涨85元/吨(不含税)，则2011-2013年EPS为1.68、2.53、3.16元。给予12个月目标价30-35元。

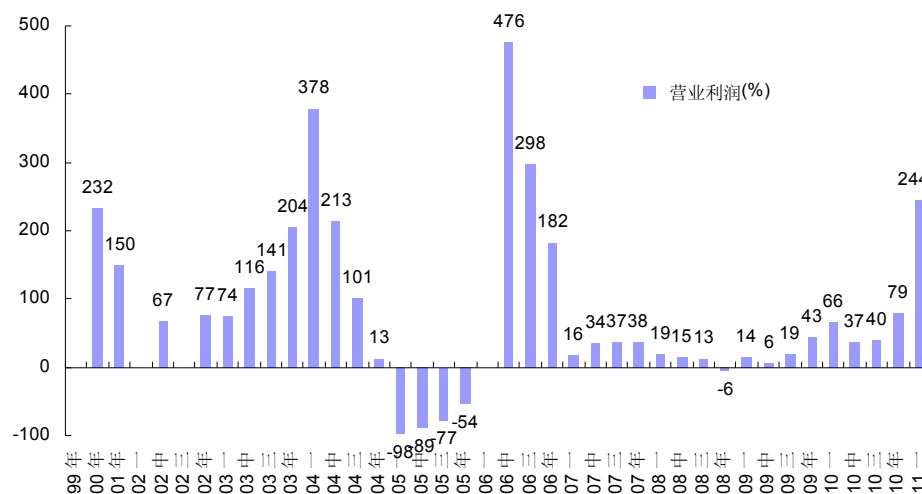
天山股份：强烈推荐-A。看点是全疆布局，全疆需求爆发。基于北疆均价上涨50元/吨(不含税)，南疆均价上涨80元/吨假设。预测2011-2013年EPS为2.72、4.04、4.92元(假设增发完成)。给予12个月目标价48-50元。

(2) 海螺水泥：拥有持续改善盈利的能力

- 公司仍有量的增长。明年仍有15%左右
- 华东盈利改善之后，中部、西部产能仍有持续改善空间(占比约40%)。
- 公司近期情况：量：现在库容比48%。属于比较低，代表对价格的调控能力。需求方面：没有感觉明显的回落。对完成1.7亿吨有一定的信心。吨毛利走势：6、7、8、9是相对比较差，但有限电的影响，会维持高位，四季度还是旺季。
- 公司一季度末手握现金30个亿，近期发债募集90亿元，我们判断公司对资金的运用能力将会带来进一步的增长。
- 维持“强烈推荐-A”的投资评级预测2011-2013年EPS为3.54、4.71、5.37元。我们给予12个月目标价50元。

历史上，海螺水泥营业利润增长情况：自上市以来，有两个年份出现了负增长：2005年和2008年，分别是-54%和-6%。

图 28：海螺水泥营业利润增长率



资料来源：公司公告，招商证券研发中心。

(3) 另外, 根据需求和盈利改善潜力, 我们推荐中部的华新水泥、巢东股份, 冀东水泥, 也关注四川双马等四川市场的改善。

三、玻璃、玻纤等其他行业

1、玻纤行业：复苏良好、供给未跟上的弹性品种

➤ 供给：2008-2009 年行业受伤太深

不完全统计 2011-2012 各 13 万吨, 多为电子纱

➤ 需求无边界：需求增速一般为 GDP 的 2-3 倍。

内需：2010 年 135 万吨, 两位数增长每年 18% 的增长就带来近 25 万吨的增量。

外需在迅速恢复。

➤ 周期位置：

2009 年去库存, 2010 年停窑产能恢复, 2011 年之后进入加速复苏的阶段, 而供给还没有跟上。2012 年之后也许企业界会开始增加供给。

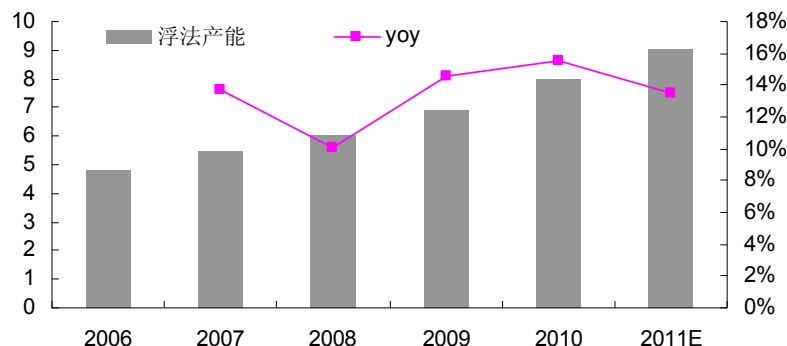
推荐中国玻纤。目前行业投产心态犹豫, 为景气繁荣争取时间。巨石今年以来已提价 8%, 3-5%、10-14% (Q3)。预计 2011-2013 年 EPS 为 1.65、2.12、2.48 元

2、玻璃行业：原片景气高位下行，关注南玻和秀强

今年以来, 玻璃原片价格累计下滑约 9%, 同比基本持平, 价格压力来自于新增产能的释放, 同时, 纯碱由于限电因素出现价格上涨带来成本压力, 其景气下滑趋势短期内较难改变。

纯碱价格从年初的 1800 元/吨上涨至 2200 元/吨左右, 幅度为 20% 左右。

图 29：浮法产能增长情况

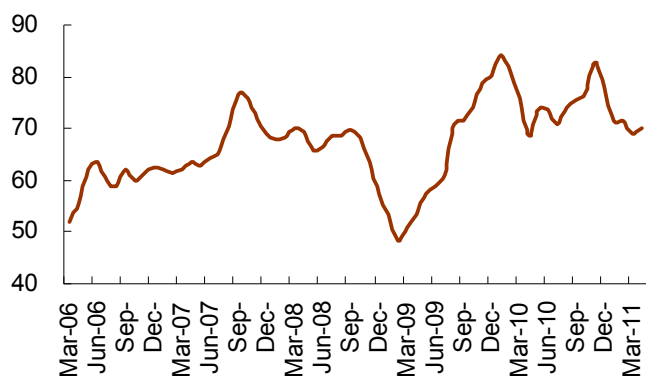


资料来源：公司公告，招商证券研发中心。

2010 年新增平板玻璃生产线 34 条, 新增产能 1.3 亿重量箱, 全国平板玻璃产能已达 8.9 亿重量箱。2010 年平板玻璃产量 6.3 亿重量箱, 产能利用率已降至 70% 左右。目前各地尚有在建、拟建生产线 32 余条, 待释放产能高达 1.1 亿重量箱。考虑 1290 万

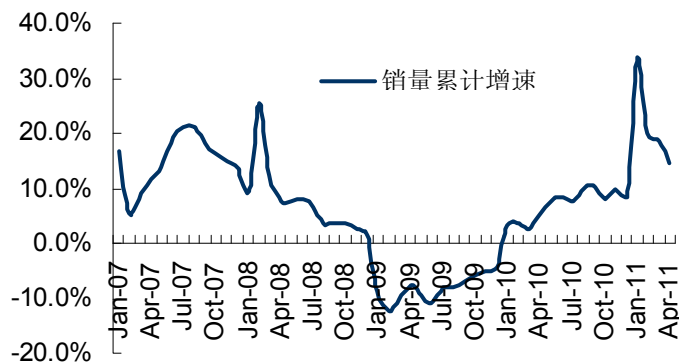
重箱恢复生产、1940 万重箱冷修，则净新增产能为 1.08 亿重箱。产能同比增长 14% 按照《国务院于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》规定，坚决完成 2011 年淘汰平板玻璃落后产能 2600 万重量箱的工作目标，则今年年底净新增产能 0.8 亿重箱，增速为 10%。

图 30: 5mm 浮法玻璃价格 (元/重箱)



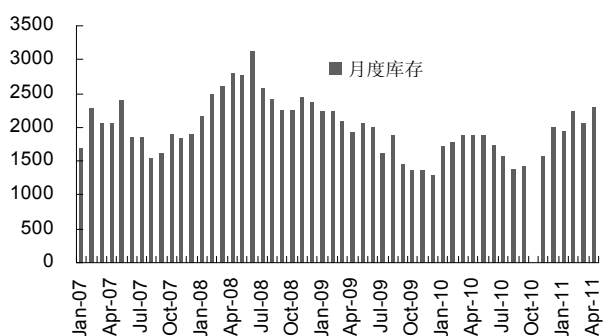
资料来源: 建材信息总网, 招商证券研发中心。

图 31: 重点企业销量情况



资料来源: 建材信息总网, 招商证券研发中心

图 32: 库存开始上升



资料来源: 建材信息总网, 招商证券研发中心。

图 33: 纯碱价格走势



资料来源: wind, 招商证券研发中心

未来玻璃行业的发展重点应当是以下方面:

根据 2011 版产业结构调整目录 (鼓励): 电子工业用超薄 (1.3mm 以下)、太阳能产业用超白 (折合 5mm 厚度可见光透射率 > 90%)、在线镀膜玻璃和低辐射等特殊浮法玻璃生产线; 现有浮法生产线采用纯氧燃烧技术、低温余热发电技术; 玻璃熔窑用高档耐火材料; 玻璃深加工工艺装备技术开发与应用。

根据《国务院关于促进企业兼并重组的意见》(国发〔2010〕27 号), 大力推进兼并重组, 优化产业结构。引导骨干优势企业实施跨地区跨行业兼并重组、减少重复建设、延伸产业链、提高产品价值, 向原料制备、玻璃生产与精深加工一体化方向发展。“十二五”期间, 通过兼并重组, 逐步将玻璃深加工率提升到 45% 以上, 行业前 10 家企业平板玻璃产能占总产能的比重提升到 75% 以上。

在景气下行的时候, 我们选择全产业链和深加工的公司抵抗风险能力较强的公司。

南玻: 全产业链公司, 抵抗周期保成长

基本评价：南玻 A 是行业内最具学习能力、竞争能力的企业之一。今年以来由于浮法玻璃价格下跌、成本上涨、光伏组件也面临向下压力，公司股价面临压力。我们认为其全产业链的做法使得其在行业景气调整中的优势能够显现出来，即当一个环节出现向下的时候，另一个环节是利好。光伏繁荣的重要条件不在于多晶硅或组件价格出现上涨，而在于成本如何更快的下降。耐心等待经济紧缩的系统性调整机会，因为这并不会改变南玻未来几年高成长的特质。预测 2011-2013 年 EPS 为 0.88、1.13、1.56 元（未考虑增发）。维持“强烈推荐-A”的评级。

从毛利占比结果来看，平板产业从去年中期的 50% 下降到年底的 39%，工程玻璃占比 24%，基本不变，精细玻璃从 6% 上升到 8%。太阳能从 21% 上升到 29%。从净利润来看，太阳能产业占比 38%，份额更高。太阳能产业 5.1 个亿净利润中，东莞太阳能玻璃贡献最大，占比 52%，净利率达到 35%，其次是宜昌硅材料占比 38%，净利率 25%。随着平板份额的下降，市场将越发意识到公司应当按照新材料产业来估值。

➤ 浮法玻璃：

价格：由于公司的产品结构中 30% 自用，40% 为高端差异化产品，其他就是西南市场生产的高档浮法玻璃。但是该市场很封闭，外面很难进去。全国市场影响不是很大。因此价格相对稳定。

毛利率：今年以来毛利率下滑了十个点左右。预计在 25-30% 之间。

➤ 工程玻璃：

公司的工程玻璃原片都是内购的，平板玻璃下跌，对其毛利率有正面影响，能维持在 30% 以上。

➤ 光伏部分

多晶硅一季度毛利率 60-70% 多，去年硅片 30% 多毛利率，今年都在往下走。冷氢化改造今年年底到明年完成。成本 35 美金/kg 下降至 30 以下。出厂价 60 美元多（不含税），组件每瓦 1.5 美元。近期的价格下降来说影响不是很大，即使多晶硅下降到 50 美元也有 40% 以上的毛利率。未来两年要做到 100 个亿收入。

➤ 精细玻璃

TP: 占比精细收入一半左右。目前月出货量 12 万片，短期不会扩大。2013 年新增投产年产 84 万片。

秀强股份：玻璃深加工企业，太阳能镀膜新起航

基本产品收入结构情况：

公司 2010 年收入 6.2 个亿，占比：彩晶 40%：家电层架 27%：太阳能玻璃（主要指晶硅增透膜玻璃）16%：家电盖板 13%：建筑 4%：收入中约 20% 出口。

公司 2010 年毛利占比：总毛利 1.7 亿元。彩晶 52%：家电层架 20%：太阳能 15%：家电盖板 11%：建筑 2%：

评价：已有家电玻璃市场地位稳固，彩晶盈利丰厚、具有一定壁垒，还有较大空间，近期玻璃价格出现一个 2 元/平米左右的下跌。我们预计如果同比下跌 5%，对毛利率会有 2 个百分点左右的正面影响；新进入太阳能镀膜玻璃市场空间足够大，晶硅增透膜处理短期内仍不激烈，2010 年底 190 万平产能，2011 年底增加到 600 万平，收入预计从 1 个亿上升到 3 个亿。TCO 导电玻璃作为高壁垒品种，作为可能超预期的项目之一看待，等待其良好结果的出现。

预计 2011-2013 年 EPS 为 1.17、1.75、2.13 元。对应 11-13PE 为 24、16、13 倍。就公司本身成长来说, 估值已调整至相对合理位置, 现在关键看创业板的整体估值问题, 后续要关注 TCO 的进展。

图 34: 建材行业历史PEBand

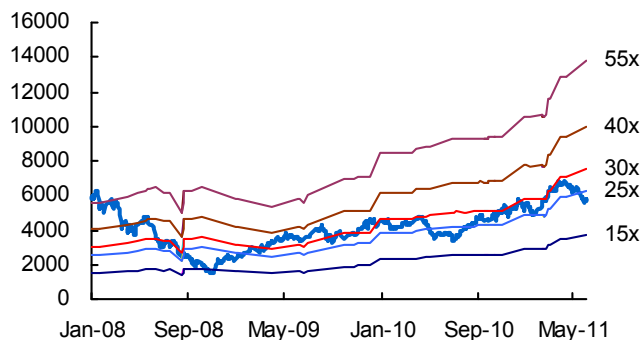
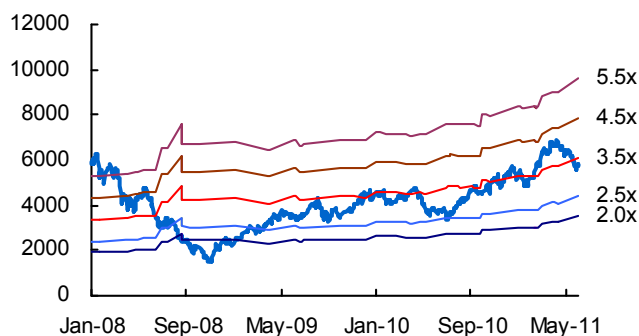


图 35: 建材行业历史PBBand



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。

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、《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》，2010.10 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。
- 3、《从同步到超越-加息周期中的水泥行业》，2010/11/15，在市场风险有一定的释放后，我们重新开始对行业逐步乐观。本文站在配置的角度，分析了水泥行业加息初期、中期、末期的不同表现，分别是同步、超越、落后大盘的表现，进一步分析在保障房供给保证的地产调控下的需求影响，并借鉴日本公共住房建设对建材行业影响分析，认为在保障房保障的前提下水泥表现会脱离地产。推荐海螺、塔牌；天山、祁连山。
- 4、《承前启后，东成西就-建材行业 2011 年度投资策略》，2010/12/03. 进入“十二五”元年，建材行业的投资主线：一是传统水泥行业供给逻辑突出、需求或超预期带来的机会，所谓“承前”，而在投资标的上从东到西都存在机会，所谓“东成西就”；二是新产业新材料如特种玻璃带来的机会，所谓“启后”。水泥投资策略：上半年就值得建仓！新兴产业相关子行业开启未来长期上升空间。
- 5、《南北疆全面看好，继续推荐青松天山》，2010/4/20, 近期我们再次调研了新疆建材上市公司，事实上我们认为新疆的跨越式发展从今年开始才起步，基建先行，水泥的需求首当其冲。进入二季度，我们认为东部地区盈利预测上调趋缓，表现平淡。而新疆区域需求爆发。去年我们更看好北疆区域需求，今年我们全面看好南北疆需求增长。文中给出了去年价格趋势图、产能明细、分地区介绍等。我们认为美好时光至少持续两到三年。推荐青松建化、天山股份。

分析师承诺

负责本研究报告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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。