

建材行业 2011 下半年投资策略

水泥攻守两相宜，玻璃关注深加工

原材料/建材

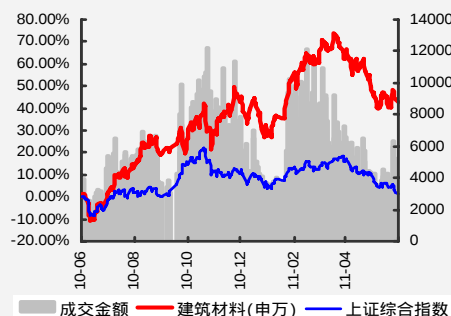
同步大势

发布时间：2010 年 6 月 21 日

投资要点：

- **水泥行业：**下半年不悲观，谨慎乐观，攻守两相宜。我们在 2010 年度建材行业投资策略报告《水泥坚定看好、玻璃及其他建材精选个股》中对水泥行业的投资机会进行了深刻的分析和挖掘，并向投资者做出推荐建议。而 2011 年上半年水泥行业的走势也基本符合我们之前的预判，上半年投资水泥股获得超额收益！在目前研判 2011 年下半年水泥行业的投资机会，我们建议投资者从以下两方面思路来考虑，**有利的方面：**1、大的供需逻辑分析框架没变，水泥边际供需改善趋势延续，奠定水泥景气基础；2、水泥股今年业绩预期比较稳定，下半年如果经济硬着陆，可作为防守品种，具有安全边际，如果通胀回落，信贷放松，经济起来，则可作为进攻品种，进攻性强；3、目前估值在行业比较中具有一定优势；**不利的方面：**1、目前水泥价格处于历史高位，吨毛利和 ROE 也都处于历史高位，下半年或明年上升空间究竟还有多大，不可或知，而这将直接影响盈利判断；2、前期有新线放开传言（尽管全面放开不太可能），但未来会怎么放，哪里区域放，都值得观察，这将直接影响供需变化；3、信贷持续收紧对水泥下游需求的影响已有所显现，下半年这种影响会不会扩大，值得观察；4、同样是估值，目前是比较低，但是处于盈利高峰时的低估值并不值得很乐观。综合来看，我们认为下半年对水泥行业的判断是不悲观，谨慎乐观，攻守两相宜，静待宏观和行业数据明朗，重点关注那些后续成长性和盈利空间有进一步提升的区域和公司。公司方面建议关注**冀东水泥、塔牌集团**。
- **玻璃行业：**平板玻璃景气下行周期，关注玻璃深加工。产能快速扩张对供需的影响使得玻璃价格持续下行，库存上升，加上成本压力，平板浮法玻璃行业盈利能力受到影响，行业景气度处于下行阶段。我们建议关注玻璃深加工行业，公司方面关注**中航三鑫**。
- **其他新型建材：**精选行业，自下而上，关注细分龙头。其他建材涉及行业种类众多，我们建议通过自下而上的研究方法，从研究个体公司入手，关注细分领域具有技术、渠道、资源等优势的龙头公司，我们相对看好玻纤制品行业、防水材料行业，混凝土减水剂行业，公司方面关注**长海股份、东方雨虹、建研集团**。
- **风险提示：**1、下游基建和房地产需求超预期下滑；2、煤炭、纯碱、重油等原材料价格超预期上涨；3、行业竞争激烈加剧，企业盈利能力下滑。

走势图



子行业	评级
水泥	同步大势
玻璃	同步大势

重要公司	评级
冀东水泥	推荐
塔牌集团	推荐
中航三鑫	推荐
长海股份	推荐
东方雨虹	推荐
建研集团	推荐

分析师：解文杰

执业证书编号：S0550511020012

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

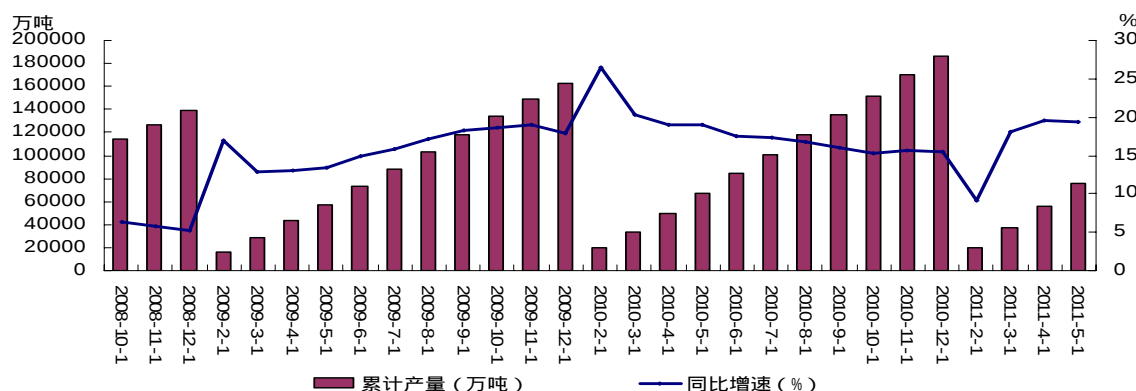
水泥行业：不悲观，谨慎乐观，攻守两相宜

一、2011 年上半年水泥行业基本情况

1.1、2011 年 1-5 月份水泥产量 7.5 亿吨，同比增长 19.3%

2011 年 1-5 月份，国内实现水泥累计产量 7.5 亿吨，同比实现 19.3%，其中 5 月份单月 1.9 亿吨，同比增长 19.2%，环比增加 5.76%，显示下游需求态势良好。

图 1：水泥累计产量及同比增速

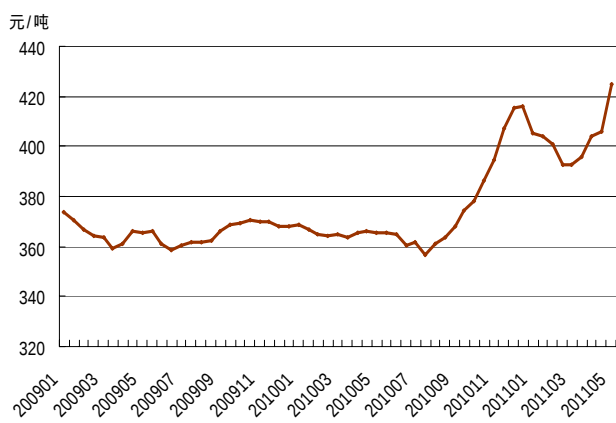


资料来源：东北证券

1.2、水泥价格同比实现大幅上涨

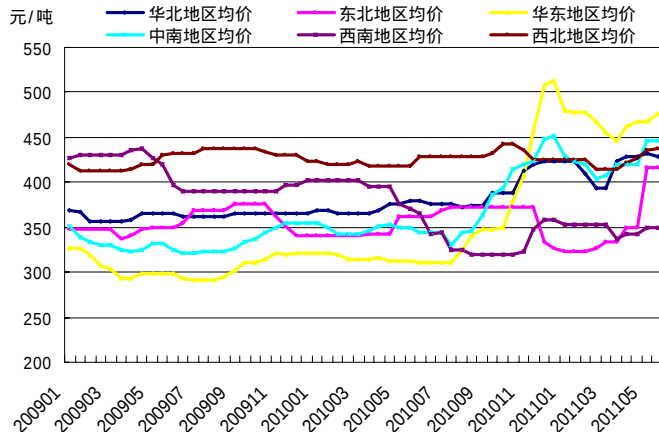
2011 年 5 月份国内 P.O42.5 级水泥价格大约为 424 元/吨，同比上涨 16%。华东、中南、西北和华北地区水泥价格持续维持在高位运行，东北地区 5 月份以来价格大幅上涨，西南则还处于产能压力消化阶段，价格继续低迷。

图 2：全国 P.O42.5 水泥价格变化（元/吨）



资料来源：东北证券

图 3：国内各区域水泥价格变化

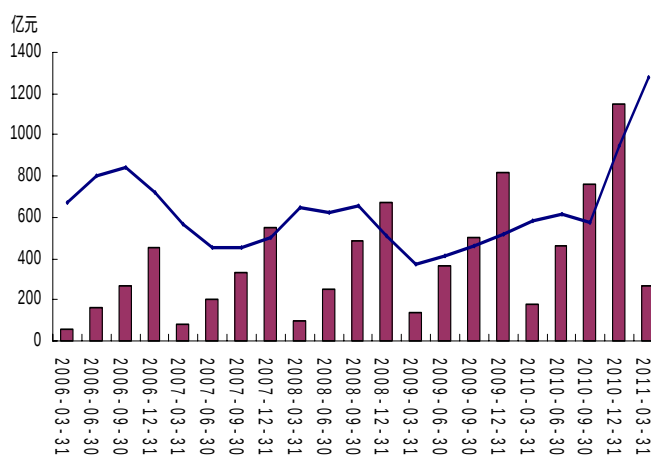


资料来源：东北证券

1.3、上市公司盈利能力同比大幅增长

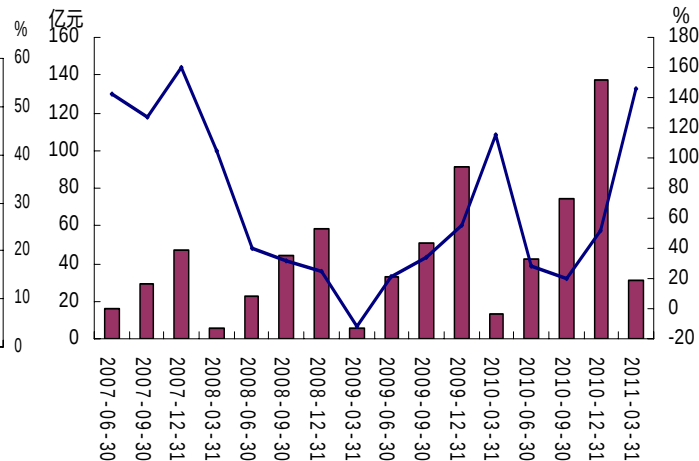
水泥行业整体盈利能力出现大幅提升，2011 年 1 季度水泥行业上市公司实现营业收入 269.59 亿元，同比增长 54.88%，归属于母公司所有净利润 31.31 亿元，同比增长 145.76%。水泥行业上市公司销售毛利率（整体法）达到 31.73%，同比上升 8.71 个百分点，环比 2010 年四季度上升 3.32 个百分点。

图 4：水泥行业上市公司收入及增速



资料来源：东北证券

图 5：水泥行业上市公司净利润及增速

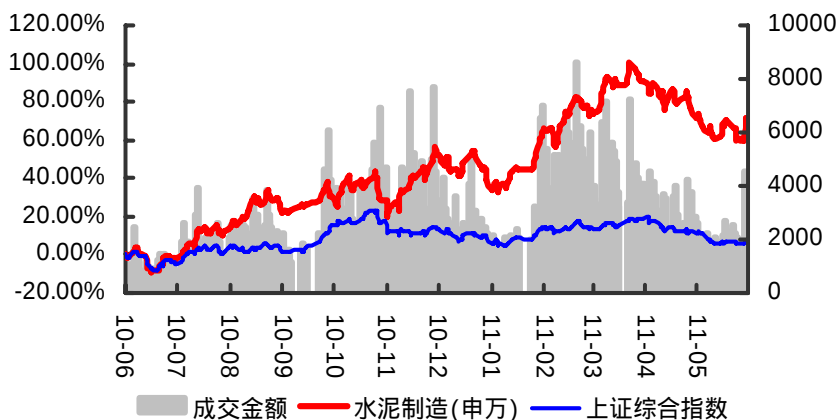


资料来源：东北证券

1.4、上半年水泥股整体表现优异

2011 年上半年以来，水泥行业指数整体表现优异，大幅跑赢同期上证综指。显示在行业景气度和良好盈利预期下市场对水泥股的信心和热情，但是在 4 月下旬以来，随着通胀压力持续高企、信贷收紧以及市场对下游需求的谨慎预期，水泥股出现调整，从 4 月份到 6 月份，水泥指数调整幅度要超过同期上证综指。

图 6：水泥行业走势与上证综指比较



资料来源 wind

二、 2011 年下半年水泥行业投资策略分析 —— 攻守两相宜

2.1、行业高景气持续：边际供需改善的大逻辑依然存在

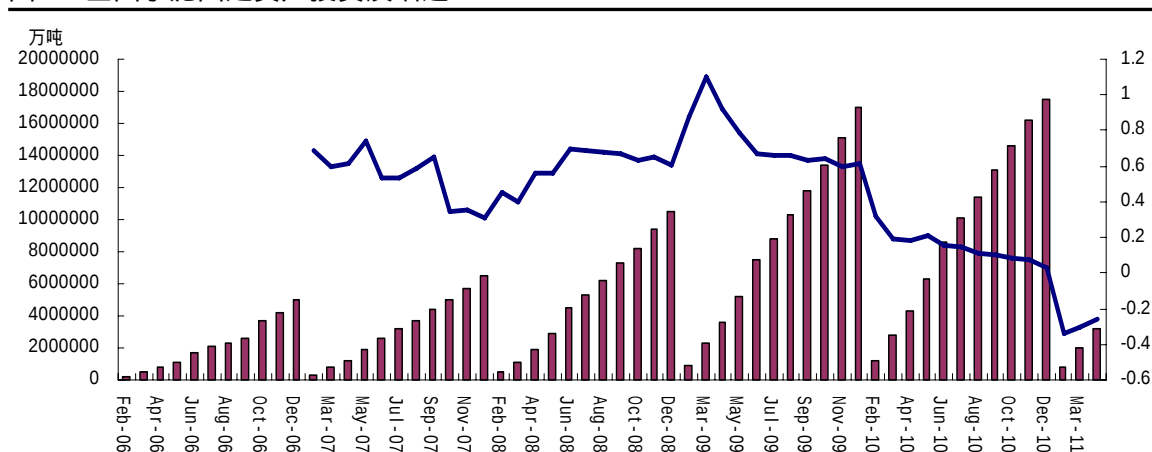
供给端 —— 新增产能继续得到严控，下半年有望继续做减法

2011 年上半年水泥固定资产投资增速负增长！

从 2009 年 9 月，国家发布“38”号文《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》，到后续的《水泥行业准入条件》、落后产能淘汰政策等一系列政策的持续出台和跟进，政策的出台相当的密集，而且从政策的规范和要求来看，也是非常的严格。应该来说，本轮相关政策也得到了较好地执行，之后水泥固定资产投资增速也逐步开始回落。我们在 2010 年提出水泥供给的拐点论，认为随着政策的逐步落实，水泥固定资产投资增速将呈现逐步下滑的态势，水泥供给压力将逐步减轻，2010 年或是水泥固定资产投资峰值。目前的情况也显示在各大区域水泥固定资产投资控制良好，从 2011 年 2 月开始，投资增速持续维持负增长局面，意味着后续产能供给压力将进一步减轻。

据相关资料统计，2009 年投产水泥生产线 174 条，熟料产能 1.95 亿吨，相当于水泥年产能 2.5 亿吨；2010 年投产水泥生产线 210 条，熟料产能 2.48 亿吨，相当于水泥年产能 3.2 亿吨。据估计，2011 年预计仍有 230 条在建线，合计熟料产能 2.80 亿吨，按照建设周期，这批生产线将在 11 年、12 年陆续投产，考虑到很多项目是前期批复的在建产能，我们预计这两年新批复的比较少，如果目前的产能严控政策延续，考虑到建设周期，我们认为 2012 年之后供给压力进一步减轻。

图 7：全国水泥固定资产投资及增速

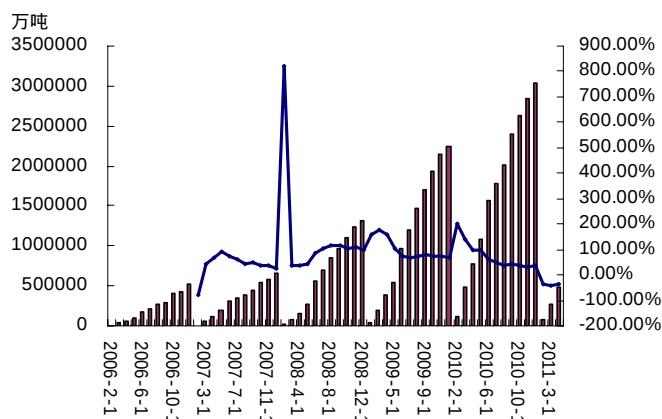


资料来源：东北证券

分区域的水泥固定资产投资数据如下：

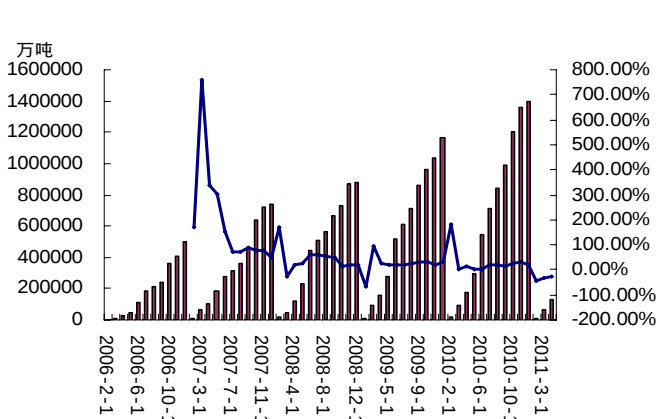
全国 6 大主要区域里面，上半年除了华东区域外，其他区域水泥固定资产投资增速基本呈现负增长的态势，水泥新增产能严控的政策在全国绝大部分地区得到了很好的执行，而根据水泥生产线建设周期，将有效减轻这些区域 2012 年、2013 年的新增产能压力。

图 8：华北地区水泥固投增速



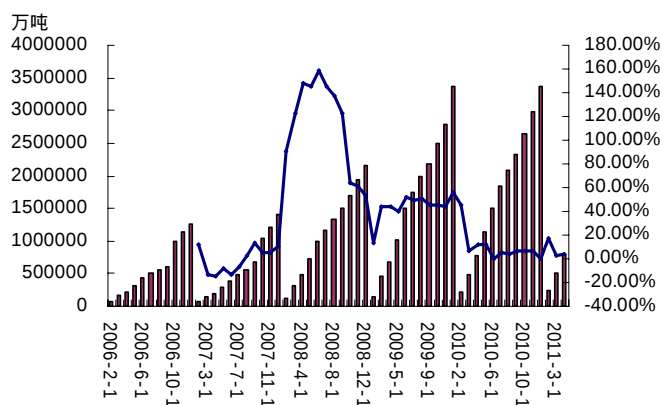
资料来源：东北证券

图 9：东北地区水泥固投增速



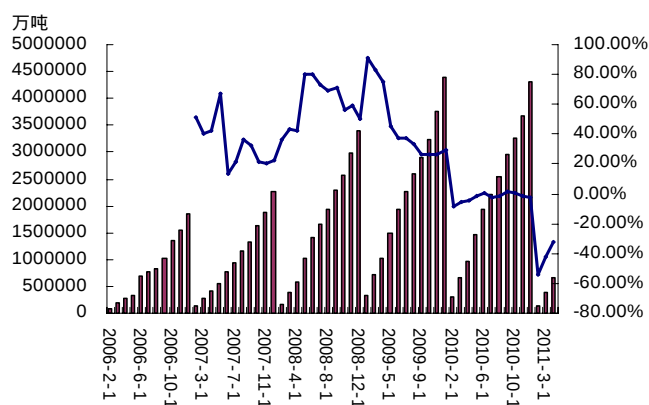
资料来源：东北证券

图 10：华东地区水泥固投增速



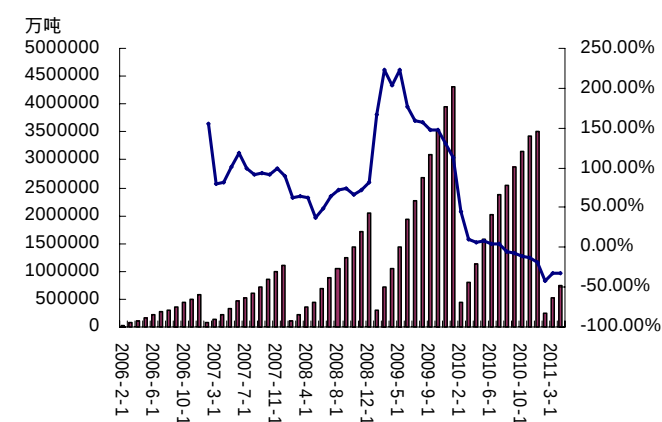
资料来源：东北证券

图 11：中南地区水泥固投增速



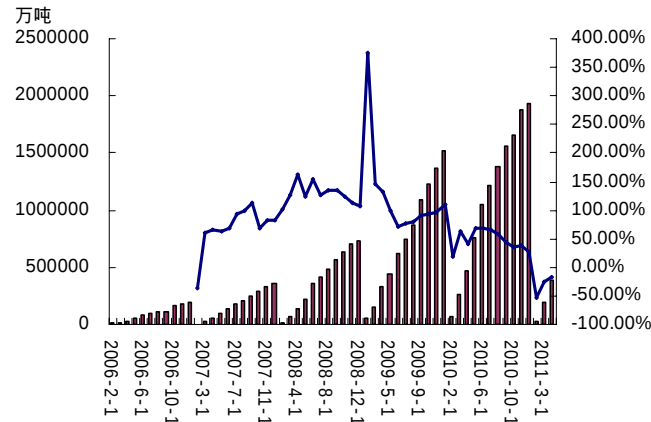
资料来源：东北证券

图 12：西南地区水泥固投增速



资料来源：东北证券

图 13：西北地区水泥固投增速

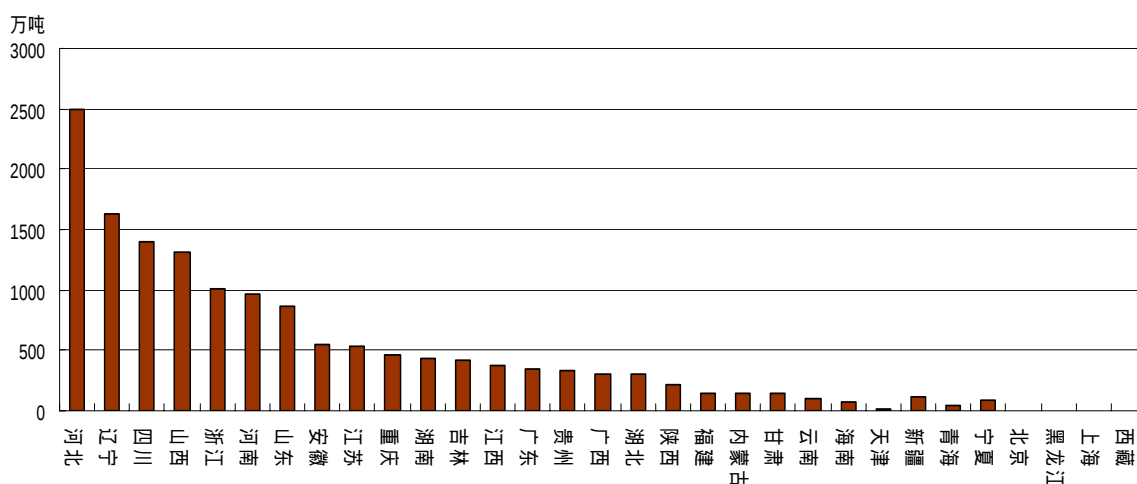


资料来源：东北证券

落后产能淘汰超预期！

2011 年 4 月，工信部公布 2011 年水泥落后产能淘汰目标，2011 年水泥工业计划淘汰落后产能 1.3 亿吨，相比 2010 年淘汰目标 9155 万吨增加近 42%，整体来看，落后产能淘汰超出市场原先预期（原先预计大约 1 亿吨），有利供给端减法。分区域来看，河北（大约 2500 万吨）辽宁（1630 万吨）四川（1400 万吨）山西（1315 万吨）浙江（1015 万吨）等省水泥行业淘汰落后任务较重。预计“十二五”期间将淘汰落后水泥产能 3 亿吨左右。

图 14：2011 年各省区计划淘汰落后水泥产能



资料来源：东北证券

关于水泥协会统计现有产能和“十二五”期间新上水泥项目情况

2011 年 5 月，中国水泥协会发布《关于统计现有水泥产能和“十二五”期间新上水泥项目情况的通知》，“为了满足‘十二五’国家经济增长对水泥产品的需求，为了推进企业兼并重组、加快淘汰落后水泥产能、完善产业布局，有必要结合各地‘十二五’水泥工业发展规划，开展对各省现有水泥产能和‘十二五’期间需要新上水泥项目进行统计工作。”

事实上，本轮水泥股行业的演绎逻辑最重要的信心就是来自供给端受控后的供需边际情况的改善，这个直接影响市场对水泥行业盈利和估值的信心，因此新线普遍放开是被视为影响水泥行业景气程度的最大的变量因素，因为将直接改变行业的供需结构！

而前期市场也因为这个文件对新线会不会再次放开持怀疑态度，但是，我们判断，在目前水泥总体产能存在过剩的背景下，加上 2009 年刚发了严控产能的政策文件，而且又关系到节能环保重任，水泥新线在国内几大区域同时普遍放开的可能性比较小，未来可能会对某些特殊发展区域，人均熟料产能严重低于全国平均水平的区域，落后产能比重很高、新型干法比例较低的区域等这些区域政策方面有所放松。当然，这个只是我们的研判，具体后续的政策以及政策的执行效果需要进行跟踪观察。

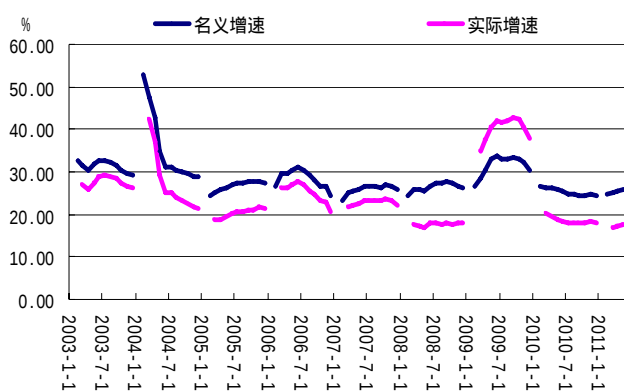
需求端 —— 从紧政策产生影响，但全年来看需求还是可以期待

整体上紧缩政策的影响正在逐步显现

从目前来看，2011 年 1-5 月固定资产投资 90255 亿元，名义增速为 25.8%，环比上升 0.4 个百分点，但扣除资产价格因素后，固定资产投资实际增速为 17.57%，环比上升 0.37 个百分点。

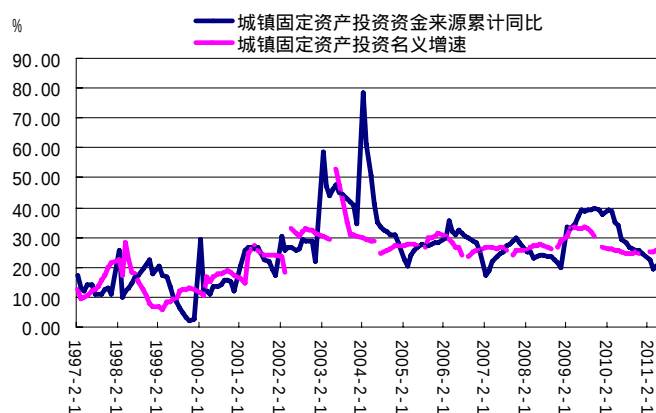
另外我们观察城镇固定资产投资名义增速和城镇固定资产投资资金来源的累计同比增速数据可以看到，历史上，一般两者具有较高的相关性。而目前在从紧政策下，城镇固定资产投资来源累计同比增速出现持续下滑，我们认为这将对后续固定资产投资增速或有一定影响。

图 15：固定资产投资增速：名义增速 vs 实际增速



资料来源：wind

图 16：固定资产投资增速：名义增速 vs 资金来源累计增速

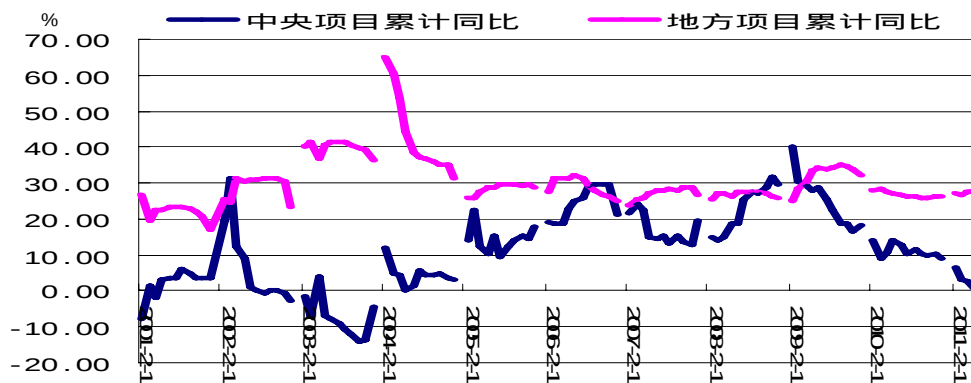


资料来源：wind

另外，紧缩政策对投资项目的影 响也已逐步体现出来。中央项目累计投资同比增速今年以来持续下滑，2011 年 5 月份同比增速为 0.3%，为近期新低！地方项目投资累计完成同比相对平稳，5 月份略有上扬，我们认为今年是“十二五”开局之年，地方政府的投资动力比较足。但是目前的地方融资平台的清理工作会不会对后续的地方融资产生影响还有待观察。

事实上，从水泥来看，6 月初京津冀地区水泥价格的下 滑跟当地区域需求受到信贷紧缩的影响有一定关联，其他区域的情况有待后续的观察。

图 17：中央项目和地方项目累计同比增速



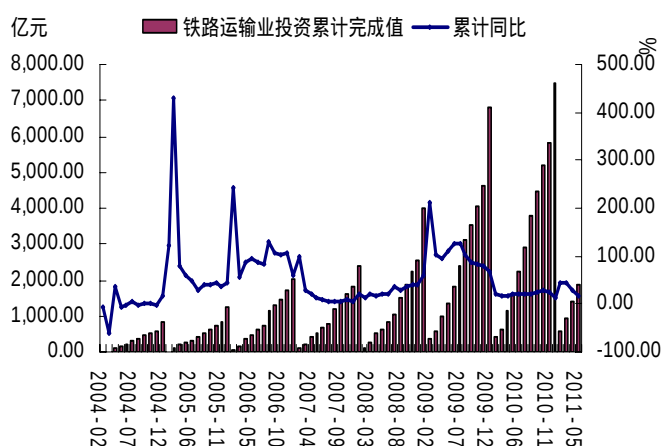
资料来源：wind

下面简要分析一下水泥主要下游需求区域的情况

1、基建投资增速下滑，但总量规模较大

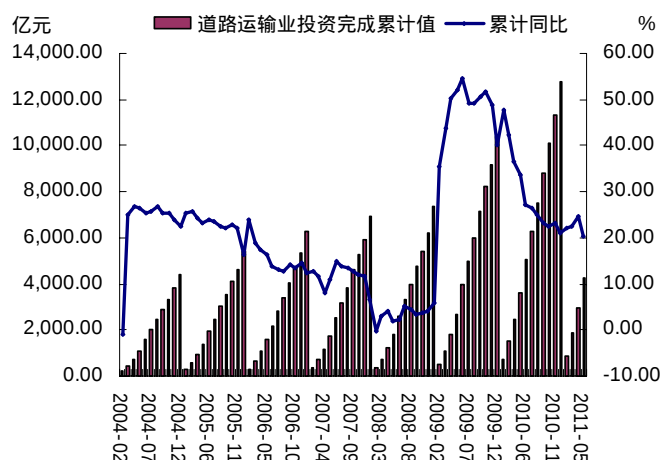
从中长期来看，国内基础设施建设的空间和体量都非常巨大。特别是由于国内各区域之间存在社会经济发展水平的差异，导致区域间基建完善程度也呈现明显差异。在区域经济建设相对落后的中西部地区，未来铁路、公路、机场等一系列基础设施投资建设的力度还是会非常大，推动全社会基础设施投资建设持续向前。以铁路、道路为例，尽管受到前期基数较大原因影响，今年上半年同比增速有所下滑，但依然维持较快的正增长态势，总量规模依然庞大。

图 18：铁路运输业投资完成额及同比增速



资料来源：东北证券

图 19：道路运输业投资完成额及同比增速



资料来源：东北证券

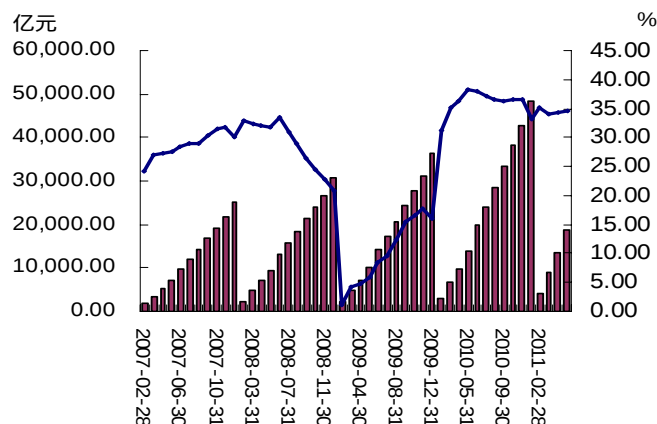
2、房地产投资 —— 下半年保障房建设进度是关注点

房地产领域作为水泥的重要消费领域之一，其行业动向一直都被市场所关注。市场普遍担心房地产行业在受到政策宏观调控影响下，其行业投资建设会放缓，进而影响水泥需求。但从上半年的实际运营情况来看，无论是商品房的销售情况、开发投资情况以及新开工情况都好于我们的预期。2011年1-5月份，全国房地产开发投资18737亿元，同比增长34.6%，房屋新开工面积76118万平方米，增长23.8%，全国房地产开发企业房屋施工面积377516万平方米，同比增长32.4%，房屋竣工面积21621万平米，增长112.9%。

而保障房建设，目前各地开工情况则略低于之前预期，下半年关注其进程。据网络相关公开数据显示，截止5月底，上海动迁房开工50%以上，经济适用房项目约完成25%的开工计划。截止5月下旬，江苏省45万套保障房任务总体开工率约为30%，截止4月底，重庆已开工20.4万套，占年度保障性住房建设总量的41%，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33.3%，整体来看，保障房开工进度有待加快。我们认为尽管目前开工率不甚理想，但作为一项重大政治任务 and 民生保障任务，今年1000万套保障性安居工程建设任务应该会完成，而且住建部把全面开工的时间从10月推迟到11月也是一种审慎的做法。

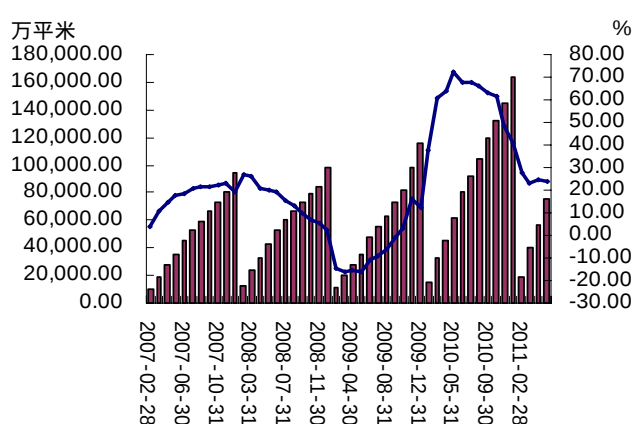
另外在大家最为关注的资金筹措方面，我们认为将会通过财政资金、社会资金等多种融资方式来解决参与。近期财政部决定为保障房融资首次发行504亿地方债被视为政府积极推进保障房工作的重要举措。

图 20：房地产开发投资完成额及增速-累计



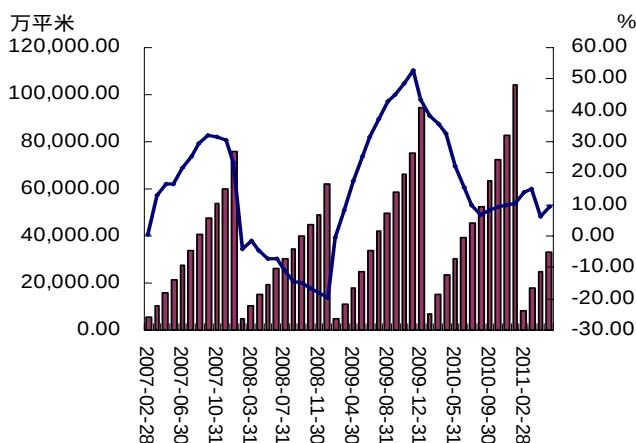
资料来源：东北证券

图 21：房地产新开工面积及增速-累计



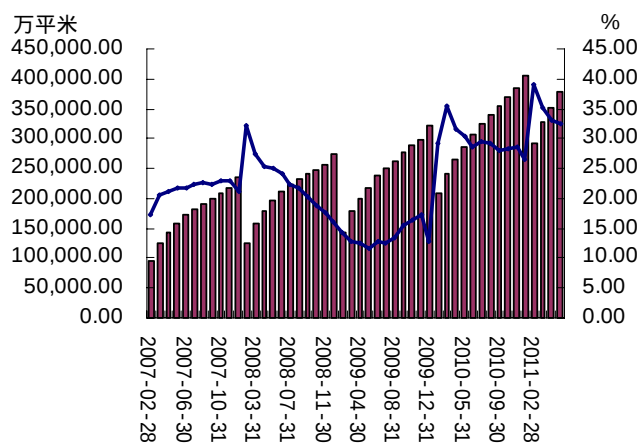
资料来源：东北证券

图 22：商品房销售面积及同比增速-累计



资料来源：东北证券

图 23：房地产施工面积及增速-累计



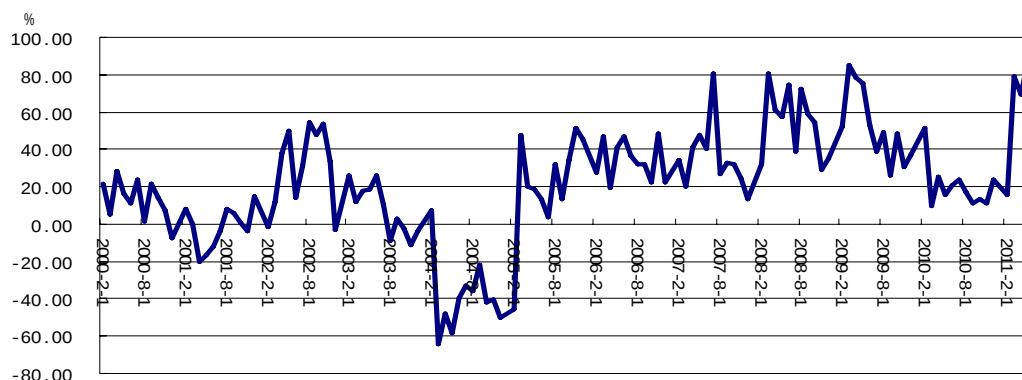
资料来源：东北证券

3、新农村建设需求高涨

推动新农村建设，提高农村社会经济发展水平、提高农民收入水平、缩小城乡收入差距，对于促进城乡经济健康和谐发展，保持社会稳定长久发展具有重要意义。在“十二五”规划中也提出，要在工业化、城镇化深入发展中同步推进农业现代化，完善以工促农、以城带乡长效机制，加快社会主义新农村建设步伐。年初以来，农村投资建设也蓬勃高涨，下图第一产业固定资产投资增速加速上扬。

而农村建设需求的提升将带动建材需求的增长，前期推动的“建材下乡”活动也将给水泥等大宗建材的消费带来提升。

图 24：第一产业固定资产投资增速-当月同比



资料来源：wind

供需预测小结——我们认为供需支撑价格的基础还是存在的，业绩可以预期

尽管 2011 年在建的水泥生产线产能依然高达 3.6 亿吨，而根据建设周期这些产能会在 2011 年、2012 年陆续投产释放，我们对新增产能的分布进行模拟（分为乐观、中性、悲观情况），整体来看，只要需求增长保持在 10%左右，水泥边际供需差还是处于改善中。而且，这个是国内全部产能的大致测算，由于水泥显著的地域特征，具体区域的价格情况还要结合区域供需情况来定，对于很多区域来看，2011 年的情况要好于 2010 年。综合来看，我们认为只要新线不全面放开，供需边际改善的趋势还是可以持续，因此水泥行业高景气度还是可以维持的，从而水泥股的业绩预期也是比较稳定和可以兑现的，这样就为下半年的投资机会也奠定相应基础。

表 1：2011 年国内水泥边际供需差的模拟预测

	2009	2010	2011 年		
			乐观情况	中性情况	悲观情况
新增产能供给	2.5 亿吨	3.2 亿吨	2 亿吨	2.5 亿吨	3 亿吨
淘汰落后产能	7000 万吨	1 亿吨	1.3 亿吨	1.3 亿吨	1.3 亿吨
有效新增供给	1.8 亿吨	2.2 亿吨	0.7 亿吨	1.2 亿吨	1.7 亿吨
需求净增加	2.4 亿吨	2.4 亿吨	1.9 亿吨	1.9 亿吨	1.9 亿吨
边际供需差	-0.6 亿吨	-0.2 亿吨	-1.2 亿吨	-0.7 亿吨	-0.2 亿吨

注：根据最新的资料和判断，我们对相关数据进行了更新

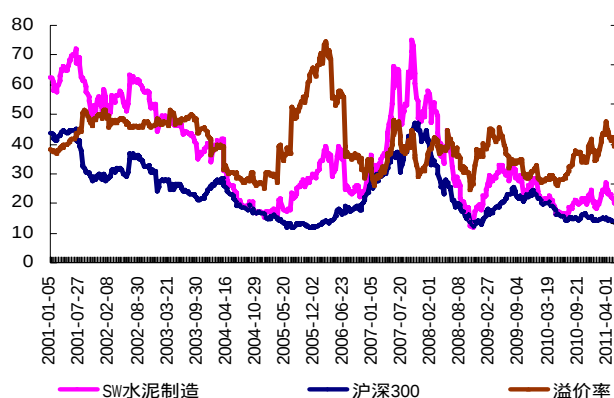
资料来源：东北证券

2.2、估值和策略探讨 —— 辩证看待

我们水泥股业绩具有较高的确定性，如果下半年通胀压力持续、信贷紧缩政策也持续，经济出现持续下滑，那么水泥股具有的相对稳定的业绩预期和目前较低的估值将给投资者带来一定的安全边际和相对收益；如果通胀压力中期见顶，下半年信贷压力开始放松，那么对水泥下游的需求来看就是利好，而且对周期性行业来讲也是利好，而从历史经验来看，水泥股的进攻性在周期股里面比较强，也可能成为进攻投资的品种选择。

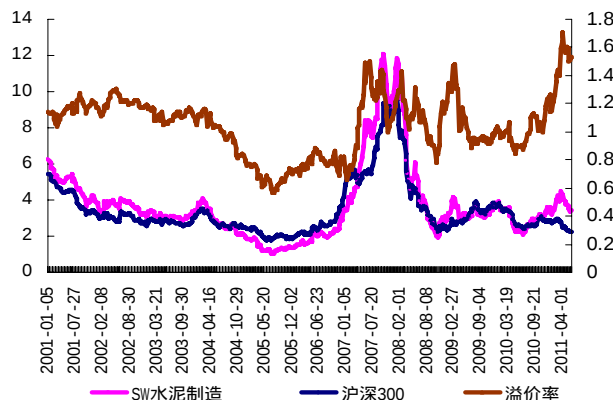
但是同时我们也要辩证地看待目前水泥股的低估值情况。很多人认为现在的估值和 1 年前水泥股低点时候的估值差不多，认为后面股价上升空间很大，对此我们表示谨慎，因为对于水泥股这样的周期股来看，尽管在相对政策推动下，其景气周期或会延长，但是本质上还是具有周期性特征，尽管目前的估值处于相对低位，但是目前的盈利水平比去年同期高出很多，而且处于景气周期的不同阶段，同样的低估值需要辩证地看待。

图 25：水泥行业 PE 对比沪深 300 及溢价率



资料来源：东北证券整理

图 26：水泥行业 PB 对比沪深 300 及溢价率



资料来源：东北证券整理

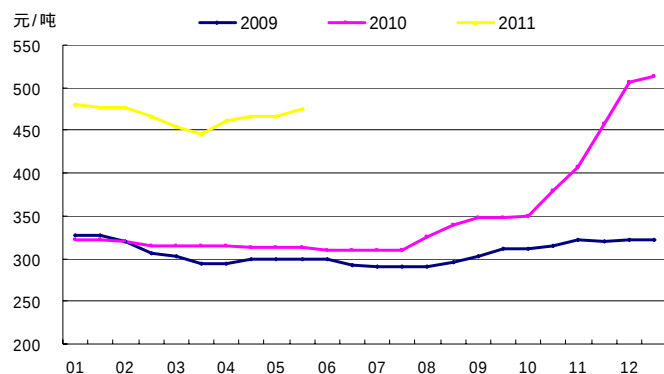
2.3、关于重点区域水泥价格-盈利关系的图示和分析

我们在下图中列示了全国各个主要区域近三年来水泥价格变动情况，以求能够对区域水泥价格的同比变化能够有个相对清晰的了解：

- 1、东部地区（这里主要指华东、中南、华北地区）水泥价格在 2010 年之前长期在低位徘徊，2010 年下半年、特别是 3 季度开始受到限电提价影响，水泥价格出现大幅提升。2011 年以来在供需结构改善、大企业协同效应增强效应下，水泥价格上半年也持续维持在去年四季度的高位运行，使得 2011 年上半年的均价也较 2010 年同期有较大幅度提升，因此东部地区水泥企业 2011 年 1 季报和中报的业绩应该比较优异。但下半年来看，假设价格维持目前状态，价格同比差距将有所缩小，所以下半年的企业价格-盈利弹性会小于上半年。
- 2、西北地区各省情况有差异，需要区别对待。目前陕西省由于产能扩张比较厉害，使得水泥价格同比出现较大下跌；宁夏和青海的水泥价格基本维持在高位；而新疆是西北地区景气度最高也最确定的，今年上半年水泥产量和水泥价格较去年都有较大幅度提升。
- 3、东北地区具有较大价格弹性。东北地区去年受到两大因素影响，第一，天气原因，冬季过长和雨季影响，使得去年的需求相对疲软，第二，东北地区电力供应非常充足，没有受到限电的影响，因此我们可以看到过去两年里东北地区水泥价格表现相对低迷，仅次于产能严重过剩的西南地区。但今年以来，随着需求旺季的推动和企业协同战略的推进，东北地区水泥价格同比出现大幅上升，而且由于去年下半年的低基数，如果价格能够维持，那么下半年的价格-盈利弹性会更大，超过国内其他区域。
- 4、西南地区或有望见底回升。西南地区由于在 2008 年灾后重建，水泥投资建设过度，使得产能投产后造成区域水泥产能严重过剩，供需失衡，同时区域内缺乏大型水泥企业为区域领导者的整合和领导市场的能力，造成区域内水泥价格长期保持低迷状态，2010 年价格整体比 2009 年低，2011 年上半年价格也要低于去年同期。但是，我们同时也观察到一些积极的

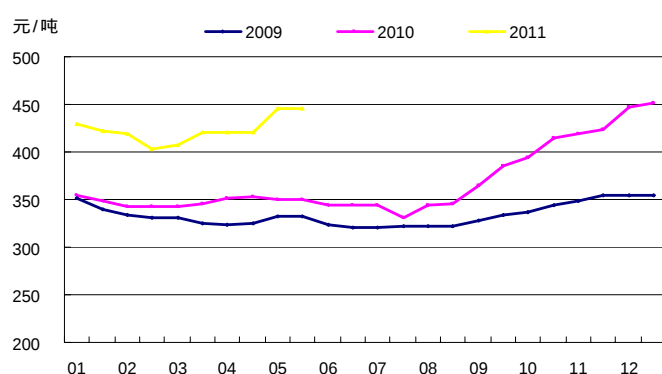
变化，第一，水泥固定资产投资增速之后持续下降，目前为负，未来供给压力将有所减轻；第二，如果维持目前价格，2011 年下半年价格或比 2010 年同期会高，即价格增幅有可能由负为正；第三，大型企业进入后对整合的预期。我们将对区域后续变化进行跟踪研究。

图 24 :华东地区 P.042.5 水泥价格变化



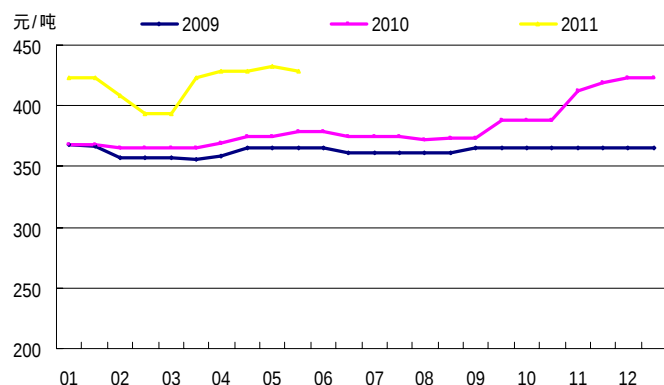
资料来源：东北证券

图 25 :中南地区 P.042.5 水泥价格变化



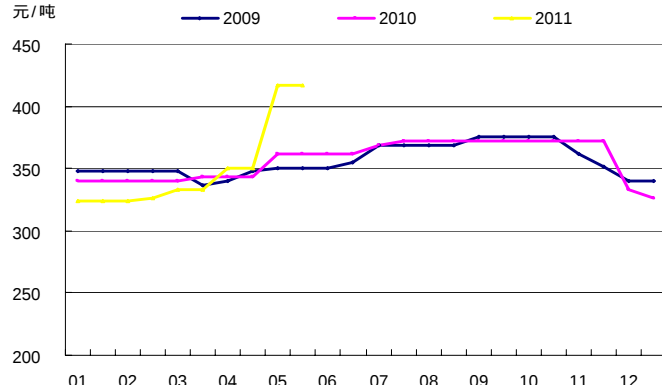
资料来源：东北证券

图 26 :华北地区 P.042.5 水泥价格变化



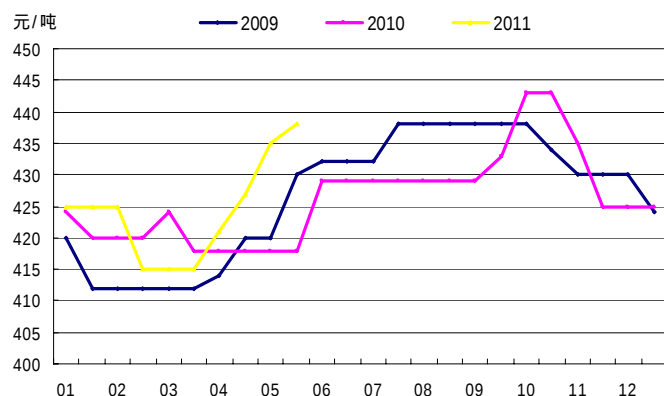
资料来源：东北证券

图 27 :东北地区 P.042.5 水泥价格变化



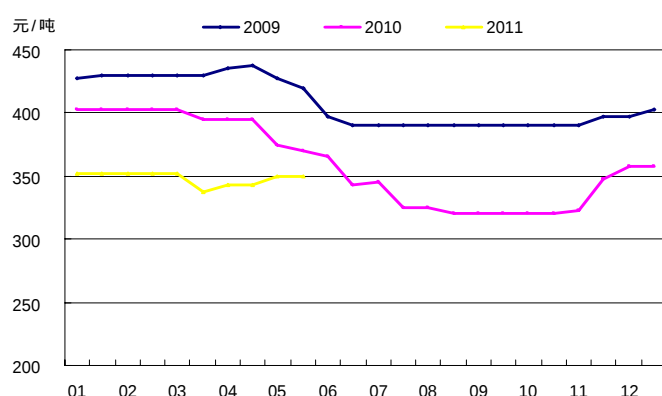
资料来源：东北证券

图 28 :西北地区 P.042.5 水泥价格变化



资料来源：东北证券

图 29 :西南地区 P.042.5 水泥价格变化



资料来源：东北证券

四、重点关注公司

1、冀东水泥

公司是国家 12 家重点扶持大型水泥企业之一，近年来积极对外扩张，产能增长迅速。公司目前市场横跨华北、东北、西北和西南地区。2010 年水泥总产能超过 7000 万吨，加上目前在建 9 条生产线，达产后总产能将超过 9000 万吨。从区域市场结构来看，华北地区特别是京津地区未来新增产能有限，而河北淘汰落后产能是省份之最，东北区域景气度很高，陕西和西南地区水泥价格跌势有望企稳，相对于其他水泥来看，公司目前水泥价格和吨毛利并不高，未来存在上升的空间。

前期受到所在陕西和京津冀地区水泥价格大跌，公司股价出现大幅调整，目前我们认为目前调整已比较充分，对市场风险做出充分反映。我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益（摊薄后）为 1.57 元、2.06 元，目前股价对应 PE 为 14.2x、10.8x，给予“推荐”评级。

2、塔牌集团

公司是粤东地区水泥龙头企业，目前市场主要集中在粤东（基础设施、新农村建设）和珠三角地区（房地产），其中在粤东地区市场占有率超过 40%，龙头地位显著。随着福建武平二期 4500t/d 生产线的投产，公司产能将达到 1200 万吨。公司产业链往下游混凝土领域延伸，巩固和强化水泥销售终端，提升盈利水平。粤东地区特别是梅州市未来淘汰落后产能空间依然较大，公司作为当地最大水泥企业有望填补空白，成为新的产能增长点。根据梅州市政府规划，到 2012 年要淘汰落后水泥产能 1178 万吨，其中 2010 年淘汰 365 万吨，2011 年 361 万吨，2012 年淘汰 452 万吨。

我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.60 元、0.68 元，目前股价对应 PE 分别为 15.8x、13.9x，给予“推荐”评级。

表 2：重点水泥上市公司盈利预测及估值情况

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	PB	投资评级
海螺水泥	25.22	1.16	2.16	2.4	21.74	11.68	10.51	3.52	推荐
冀东水泥	22.37	1.15	1.57	2.06	19.45	14.25	10.86	3.36	推荐
金隅股份	14.29	0.7	0.85	1.05	20.41	16.81	13.61	3.44	谨慎推荐
塔牌集团	9.50	0.38	0.60	0.68	25.00	15.83	13.97	3.40	推荐
祁连山	16.31	1.03	1.4	1.95	15.83	11.65	8.36	2.79	推荐
赛马实业	31.32	2.88	2.65	3.1	10.88	11.82	10.10	2.36	推荐
青松建化	21.00	0.75	1.12	1.47	28.00	18.75	14.29	4.15	推荐
天山股份	37.81	1.39	1.65	2.2	27.20	22.92	17.19	4.04	谨慎推荐
江西水泥	15.49	0.38	0.98	1.07	40.76	15.81	14.48	4.69	谨慎推荐
华新水泥	22.61	0.71	1.70	2.25	31.85	13.30	10.05	3.56	谨慎推荐

注：每股收益按目前股本摊薄后计算

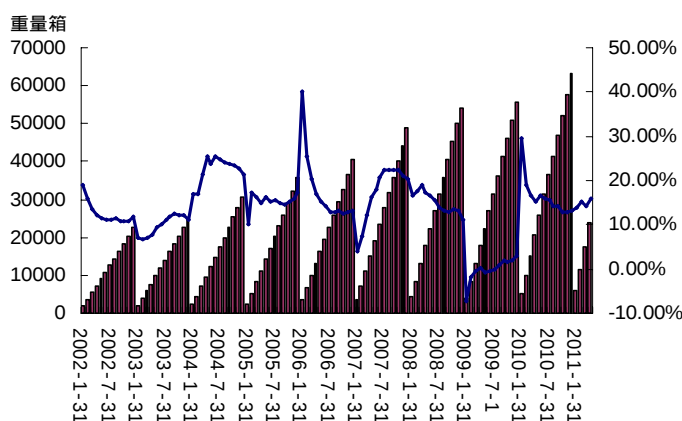
资料来源：东北证券

玻璃行业：平板玻璃周期下行，建议关注玻璃深加工

1、2011 年上半年平板玻璃行业运行情况

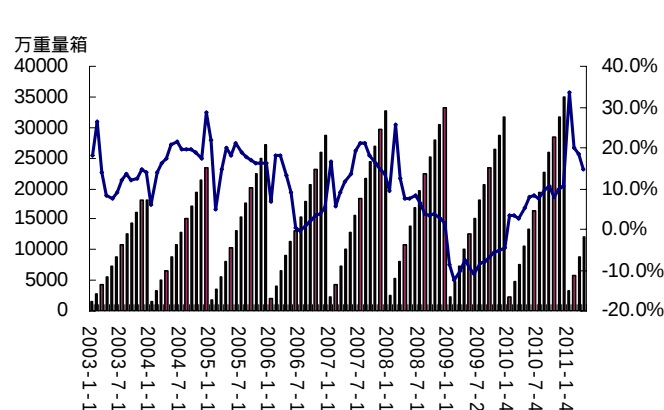
2011 年上半年平板玻璃行业产量保持稳定增长，但由于供给的较快增长，加上需求端预期信心的疲软，使得销量出现较快同比下滑，玻璃价格也较年初下滑了 20% 以上，同时玻璃企业月度库存也出现增加，平板玻璃行业运行基本符合我们年初关于景气下行周期的判断。

图 30：平板玻璃产量及增速-累计



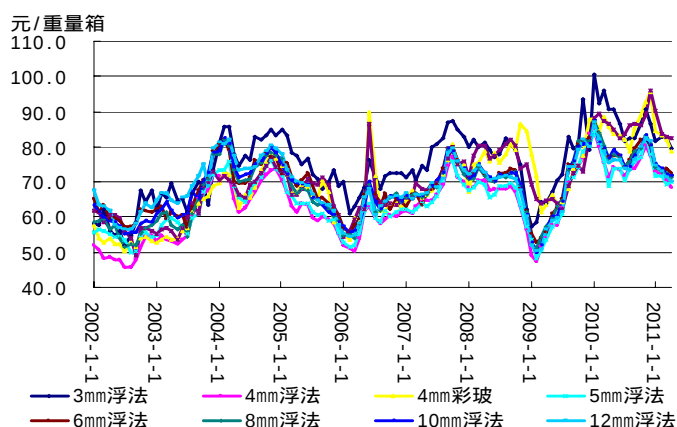
资料来源：东北证券

图 31：重点联系玻璃企业销量及增速-累计



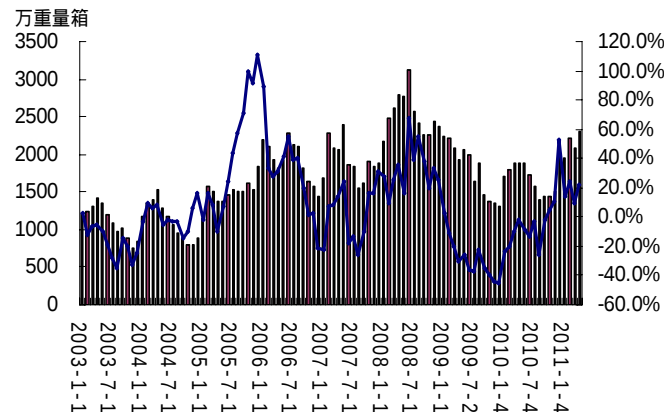
资料来源：东北证券

图 32：平板玻璃价格情况



资料来源：东北证券

图 33：重点联系企业当月库存及同比增速

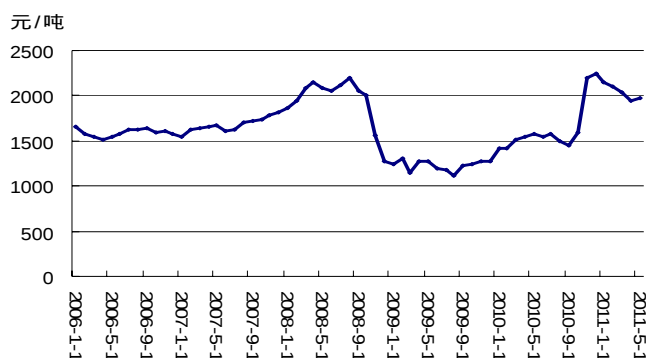


资料来源：东北证券

2、成本上行压力明显，盈利能力受到影响

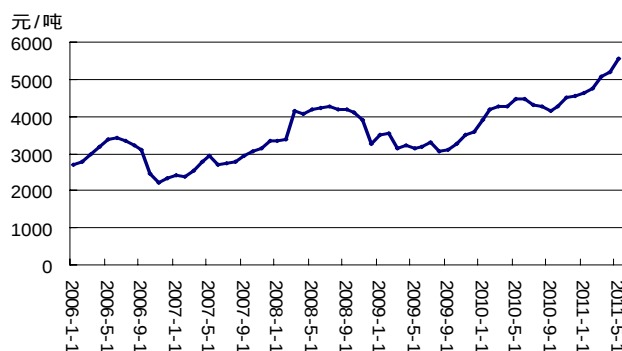
在玻璃价格和销量都下滑的情况下，玻璃企业的成本也承受着较大的压力。今年以来纯碱价格持续高位运行，在 4、5 月份由于受到限电、停工检修等影响，纯碱价格再次实现猛涨，重油则由于油价的上涨其价格也较高。因此预计平板玻璃行业上半年毛利率将同比出现下滑。

图 34：纯碱价格情况



资料来源：东北证券

图 35：重油价格情况



图：东北证券

3、供给产能快速扩张，短期有压力

平板玻璃方面产能投资比较快，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 30 余条，待释放产能高达 1 亿重量箱。应该说，平板玻璃行业重复建设严重，产能过剩压力凸显。

相比水泥行业，平板玻璃行业落后产能淘汰力度并不是很大。按照《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》，2011 年计划淘汰平板玻璃落后产能 2600 万重量箱，相对于新增产能来看，力度似乎还不够大。

4、关注玻璃深加工行业及相关公司

玻璃深加工是指以平板玻璃原片为基材，采用物理方法、化学方法及其组合等现代科学技术对玻璃进行再加工，使其制成具有新的结构、功能或形态的玻璃产品。通过深加工这一过程，可以赋予普通玻璃各种新的功能，提高玻璃产品的技术含量和附加值，从而扩大玻璃材料的应用领域。

在平板玻璃行业整体面临景气下滑的周期中，我们建议大家对玻璃深加工行业保持适当关注，主要理由如下：1、玻璃深加工企业以玻璃原片作为原材料，玻璃原片价格的下滑将对改善玻璃深加工企业的成本有帮助；2、相对于玻璃原片企业来讲，玻璃深加工行业的周期性要相对弱一些（玻璃点火不能停窑，遇到需要波动则有影响，而玻璃深加工行业则能调节）；3、原片行业目前产能过剩，属于国家产能控制领域，但是玻璃深加工在国内属于刚起步行业，属于受鼓励行业。

建议关注中航三鑫。我们认为公司目前正处于一个业务转型期，由过去主要以幕墙业务为主逐步发展到未来“幕墙工程”和“特玻材料”并重格局。由于特玻材料的成长性和盈利能力要好于普通的幕墙工程业务和普通浮法玻璃业务，随着未来特玻材料业务的逐步达产，公司的收入结构和利润水平将逐步改善。因此，我们认为目前公司正处于“业务转型+业绩拐点”的时期，尽管目前来看估值相比玻璃行业其他上市公司有所偏高，但是我们更加看好公司未来的业务发展前景，高估值情况也有望逐步拉低。预计 2011 年、2012 年每股收益为 0.21 元、0.38 元，目前股价对应 PE 分别为 35.2x、19.4x，给予“推荐”评级。

其他新型建材

1、 玻纤制品行业——长海股份

公司是国内领先的玻纤制品及玻纤复合材料生产企业，是国内规模最大的无纺玻纤制品综合生产企业之一，也是国内规模最大的玻纤复合隔板生产企业。公司拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整玻纤产业链，为国内少数能制造高端玻纤毡制品并进行深加工的高新技术企业。

我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.65 元、0.98 元，目前股价对应 PE 分别为 23.2x、15.4x，给予“推荐”评级。

2、 防水材料行业——东方雨虹

公司专业从事新型建筑防水材料的研发、生产、销售及防水工程施工业务，是我国新型建筑防水材料细分领域的龙头企业。目前，公司已建立防水卷材、防水涂料两大类百余种产品的产品体系。公司产品已被广泛应用于房屋建筑、高速公路和城市道桥、高速铁路等领域的防水工程，在国内建筑防水材料行业市场占有率稳居第一名。公司目前募集建设锦州基地和惠州基地，达产后产能有望扩充一倍，后续增长可期。

我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.48 元、0.65 元，目前股价对应 PE 分别为 32.7x 倍、24.1x 倍，给予“推荐”评级。

3、 混凝土减水剂行业——建研集团

公司专业从事综合技术检测、混凝土外加剂及其他新型建材生产业务。根据国际经验，未来我国将面临三代减水剂对二代的替代过程，市场空间巨大。而公司是国内少数几家掌握第三代羧酸系减水剂的合成和应用技术的企业，并独立开发了 5 条合成路线，可以根据工程的实际需要对产品性能进行有针对性的调整。公司羧酸系减水剂产品成功实现了全标号混凝土的应用，解决了传统羧酸系产品在低标号混凝土中应用时和易性不良的技术难题，标志着羧酸系减水剂产品在低标号混凝土中应用的突破，扩大了羧酸系减水剂产品的适用范围。应该说，随着募投项目和收购项目的逐步投产，公司的减水剂业务将迎来爆发式的增长。而且随着三代减水剂全面达产将，对公司减水剂业务的毛利率的起到显著提升作用，并影响公司的盈利水平。

我们预计公司 2011 年和 2012 年每股收益为 0.63 元、1.07 元，目前股价对应相应 PE 为 26.3x、15.5x，给予“推荐”评级。

风险提示：

- 1、下游基建和房地产需求超预期下滑；
- 2、煤炭、纯碱、重油等原材料价格超预期上涨；
- 3、行业竞争激烈加剧，企业盈利能力下滑。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。