

建筑材料

署名人: 李凡

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

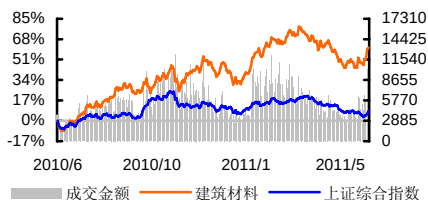
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	50
总市值(亿元)	4795
占A股比例(%)	0.83%
平均市盈率(倍)	121.60

行业表现

(%)	1M	3M	6M
建筑材料	6.40	-7.36	13.08
上证综合指数	-0.75	-6.80	-3.14



相关报告

《建筑材料-建材行业周报(06/14-06/20)》
2011-6-20

《建筑材料-建材行业周报(05/30-06/07)》
2011-6-7

建材行业 2011 年中期投资策略

中性

需求增速下滑和价格联盟的博弈

去年下半年到今年上半年,水泥行业超出我们的预期,经历了前所未有的高景气状态。在这篇报告里,我们详细分析了导致高景气状态的三个因素,讨论了这三个因素未来的变化以及这种变化对行业景气度的影响。

投资要点:

- 上半年水泥行业的景气是由需求旺盛、限电限产和价格联盟三个因素共同导致的。去年下半年到今年上半年无论是水泥价格还是行业利润都创出水泥行业历年来的新高。这波景气的促发因素首先是需求的旺盛。同为 34%以上的房地产、固定资产投资增速和 15%以上的水泥需求增速都说明了这一点;其次持续到水泥销售旺季的由节能减排引起的限电限产保价导致了华东地区供给在去年下半年减少了 10%;最后,价格联盟在今年 1-2 季度发挥作用保证了水泥价格能持续处于高位;
- 下半年行业的景气度将主要由价格联盟能否持续决定。在上述的三个因素中,需求旺盛和限电限产起到了主导作用,导致了水泥价格明显上涨,价格联盟是辅助性因素。但随着水泥行业逐渐意识到无休止的价格战并不能使企业利润获得最大化,这一辅助性因素是否会在两外两个主导因素弱化的时候变为主导性的因素,从而保证水泥价格能在需求增速下滑,限电影响变弱的环境下保持高位将有待进一步观察。
- 高景气确定性强的区域将可能成为下半年投资的主线。在需求增速减缓,供需关系可能发生逆转的背景下,未来一到两年盈利预测确定性强的公司将有可能获得更高的估值水平,选择供需关系逐步向好的趋势在未来一年到两年内确定性强的区域将可能成为市场的首选。我们首选 2012 年以前区域景气确定性高的新疆区域,推荐天山股份,青松建化,再选可能由于价格联盟而保证价格维持高位的华东区域龙头海螺水泥。
- 其他建材领域推荐节能玻璃领域和玻璃纤维行业。尽管玻璃行业由于新增供给将使 2011 年供给达到 7.33 亿重箱,而当年需求为 6.7 亿重箱,在未来的半年内可能承受一定的压力,但节能玻璃由于在住宅市场将逐渐替代浮法领域,需求增速仍可长期维持在 25%以上,行业低谷时正是买入行业龙头的最佳时机,推荐南玻 A。玻璃纤维行业在未来 2 年的时间里,需求量将达到 481、541 万吨,而由于金融危机的影响全球产能扩张放缓,仅为 488 和 520 万吨,在未来的两年内该行业将可能持续景气。推荐行业龙头中国玻纤和产品差异化特点明显的长海股份。

风险提示:

- 宏观紧缩,经济硬着陆导致建材需求下降超预期
- 海外经济增速放缓导致玻璃纤维产品需求增速低于预期

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	投资评级
000877	天山股份	1.30	2.63	3.44	4.43	30.01	14.82	11.34	8.80	推荐
600425	青松建化	0.64	1.26	1.98	2.79	35.18	17.81	11.30	8.02	推荐
600585	海螺水泥	1.16	1.84	1.89	2.16	23.42	14.85	14.44	12.61	推荐
000401	冀东水泥	1.15	1.57	1.87	2.28	21.30	15.59	13.13	10.77	推荐
600801	华新水泥	0.71	1.26	1.15	1.21	35.81	20.10	22.05	21.05	推荐
000012	南玻 A	0.70	0.83	0.97	1.18	22.96	19.37	16.52	13.64	推荐
600586	金晶科技	0.25	0.27	0.35	0.48	31.41	28.93	22.71	16.56	推荐
300196	长海股份	0.55	0.61	0.99	1.19	33.40	30.11	18.56	15.44	推荐
600176	中国玻纤	0.48	2.04	2.83	3.24	61.61	14.52	10.48	9.16	推荐
300160	秀强股份	0.64	0.94	1.23	1.43	49.05	33.17	25.38	21.78	推荐

目 录

一、水泥行业的高景气状态下半年会发生改变	5
1.1 价格高企，行业利润创出新高	5
1.2 三因素支撑行业高景气	6
1.2.1 去年4季度以来需求旺盛超出预期	6
1.2.2 限电限产使去年华东地区单月供需缺口达到了20%以上	7
1.2.3 价格联盟保证了华东地区水泥价格维持在目前高位	7
1.2.4 三个因素中价格联盟是辅助性的因素	8
1.3 景气三因素中两主导因素会逐渐削弱	9
1.3.1 需求增速回落是大概率事件	9
1.3.2 限电的影响将会明显小于去年	10
1.3.3 价格联盟是否能够持续还有待观察	11
二、新疆水泥行业景气有望维持到2012年底	13
2.1 未来三年固定资产投资增速将高达30%	13
2.2 水泥需求增速未来三年将在30%以上	14
2.2.1 水泥相对于固定资产投资弹性明显加大	14
2.2.2 需求弹性的增加源于投资结构的变化	15
2.2.3 “十二五”公路投资增加2倍，前3年年均增速40%	16
2.2.4 “十二五”铁路投资增加2.1倍，前3年年均增速达30%	18
2.2.5 “十二五”水利投资增加2.5倍，年均增长35%	19
2.2.6 “十二五”前3年农民安居房投资增速预计达到40%	19
2.2.7 我们预计未来3年水泥需求增速将高达30%以上	21
2.3 新增供给的影响可能晚于市场的预期	22
2.3.1 10年底熟料产能3300万吨、水泥产能4620万吨	22
2.3.2 未来三年投产熟料产能6107万吨、水泥产能8550万吨	22
2.3.3 供给的压力将低于市场预期	23
2.3.4 至少未来两年新疆水泥预计仍处于供不应求	24
三、玻璃行业关注细分领域的增长	25
3.1 玻璃需求量达到6.7亿重箱	25
3.2 玻璃供给达到7.33亿重箱	26
3.3 LOWE玻璃市场增长稳定	27
3.4 超白压延产能投放加快，供给压力增大	28
3.5 TCO玻璃技术门槛高，未来增长空间大	31
四、玻璃纤维：供求情况持续改善，国内为长期需求最大看点	32
4.1 行业需求：全球经济复苏，新周期开始	32
4.2 产能转移基本完成，近几年产能扩张趋于谨慎	33
五、重点公司	34
5.1 天山股份	34
5.2 青松建化	35
5.3 海螺水泥	36
5.4 冀东水泥	37
5.5 华新水泥	38
5.6 南玻A	39

5.7 金晶科技.....	40
5.8 中航三鑫.....	42
5.9 秀强股份.....	43
5.10 中国玻纤.....	44
5.11 长海股份.....	45

图表目录

图 1 全国水泥均价.....	5
图 2 全国各大区水泥均价.....	5
图 3 水泥行业累计利润.....	6
图 4 国内房地产投资、固定资产投资和水泥需求.....	7
图 5 景气三因素关系示意图.....	9
图 6 江苏省历年用电量分布.....	10
图 7 浙江省历年用电量分布.....	10
图 8 华东地区水泥均价.....	11
图 9 华东地区市场份额变化.....	12
图 10 华东地区主要水泥企业单位折旧对比.....	13
图 11 华东地区主要水泥企业单位费用对比.....	13
图 12 新疆地区各五年期规划固定资产投资.....	14
图 13 新疆地区各年固定资产投资.....	14
图 14 过去十年新疆水泥需求的固定资产投资弹性.....	14
图 15 新疆水泥产量及增速.....	15
图 16 新疆固定资产投资细分领域.....	15
图 17 新疆交通固定资产投资情况及增幅.....	16
图 18 “十二五”新疆公路投资中各等级公路投资占比.....	16
图 19 “十二五”新疆公路投资及增速.....	17
图 20 11 年开工建设高速公路投资的区域分布.....	17
图 21 新疆铁路投资情况.....	18
图 22 新疆十二五铁路投资区域分布.....	19
图 23 新疆水利投资情况.....	19
图 24 新疆农民安居房建设情况.....	20
图 25 新疆农民安居房投资及增速.....	20
图 26 新疆农村人口区域分布.....	21
图 27 2011 年新疆农民安居房区域分布.....	21
图 22 新疆水泥需求及增速.....	22
图 29 四川水泥投资增速及利润率波动情况.....	24
图 30 陕西水泥投资增速及利润率波动情况.....	24
图 31 甘肃水泥投资增速及利润率波动情况.....	25
图 32 宁夏水泥投资增速及利润率波动情况.....	25
图 33 2004 年以来玻璃行业销量变化情况.....	26
图 34 2005 年以来玻璃行业产能年度新增情况.....	26
图 35 2005 年以来玻璃行业产销率情况.....	26

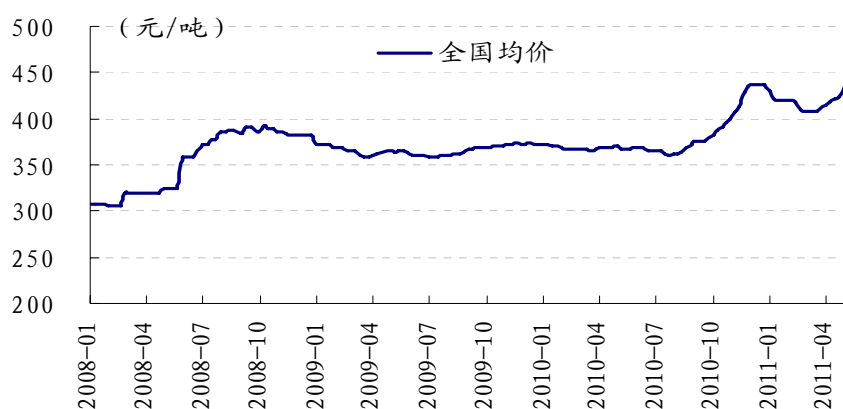
图 36 2003 年以来玻璃行业产能变化情况	27
图 37 全球光伏装机容量预测	29
图 38 我国超白压延玻璃供求情况	30
图 39 OC 关于玻璃增强材料需求预测	32
图 40 国内玻纤表观消费量情况	32
图 41 我国玻纤需求占全球需求比重预计	32
图 42 全球玻纤行业供求情况预测	33
图 43 我国近年来玻纤总产量情况	34
表 1 去年限产对华东地区熟料生产的影响	7
表 2 华东地区价格联盟效果对比	8
表 3 宏观调控对水泥需求增速的影响	10
表 4 新疆农民安居房建设户型及补助标准	21
表 5 新疆地区熟料产能分布	22
表 6 11-12 年新疆新增熟料产能分布情况	23
表 7 新疆熟料生产线产能利用率	23
表 8 新疆熟料生产线产能利用率	24
表 9 国内 LOW-E 玻璃市场需求测算	27
表 10 国内主要玻璃企业 LOW-E 产能扩张计划	28
表 11 国内未来超白压延玻璃需求测算	29
表 12 今明两年国内超白压延厂商扩张计划	30
表 13 国内未来太阳能玻璃需求测算	31
表 14 国内产商 TCO 玻璃投产计划	31
表 15 天山股份盈利预测	35
表 16 青松建化盈利预测	36
表 17 海螺水泥盈利预测	37
表 18 冀东水泥盈利预测	38
表 19 华新水泥盈利预测	39
表 20 南玻 A 盈利预测	40
表 21 金晶科技盈利预测	41
表 22 中航三鑫盈利预测	42
表 23 秀强股份盈利预测	43
表 24 中国玻纤盈利预测	45
表 25 长海股份盈利预测	46

一、水泥行业的高景气状态下半年会发生改变

1.1 价格高企，行业利润创出新高

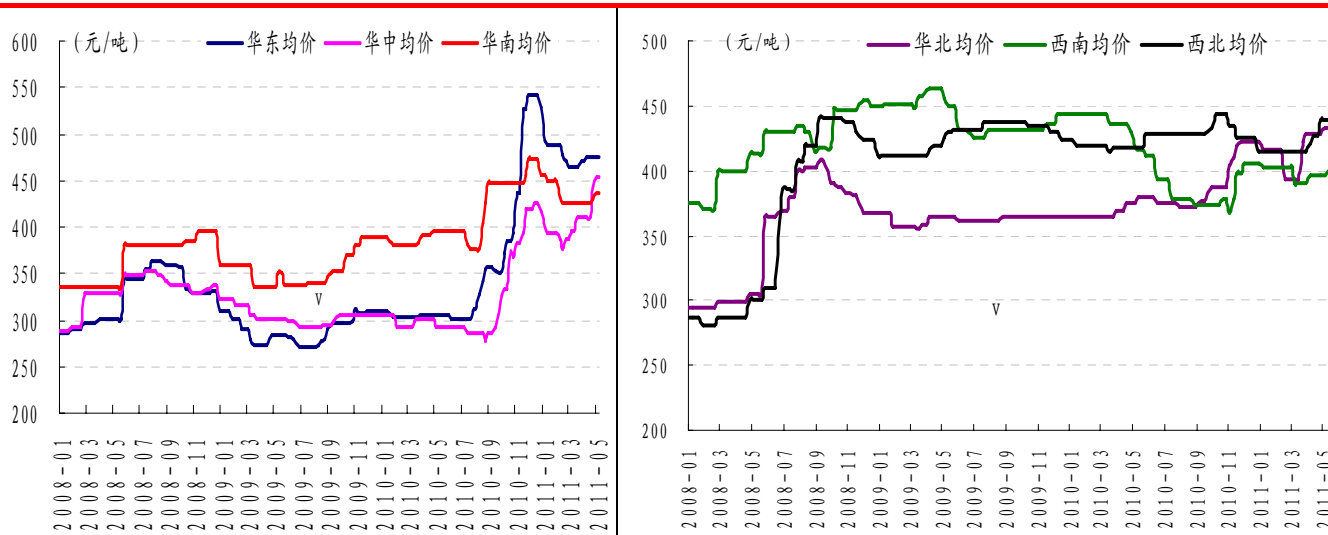
全国水泥在从去年 11 月份起进入拉升阶段，在今年前两个月快速上升。前两个月全国水泥均价达到了 439 元/吨，创出了 08 年以来的水泥价格新高。这也是从 2003 年 11 月以来全国水泥均价的最高值。

图 1 全国水泥均价



资料来源：数字水泥、中投证券研究所

图 2 全国各大区水泥均价



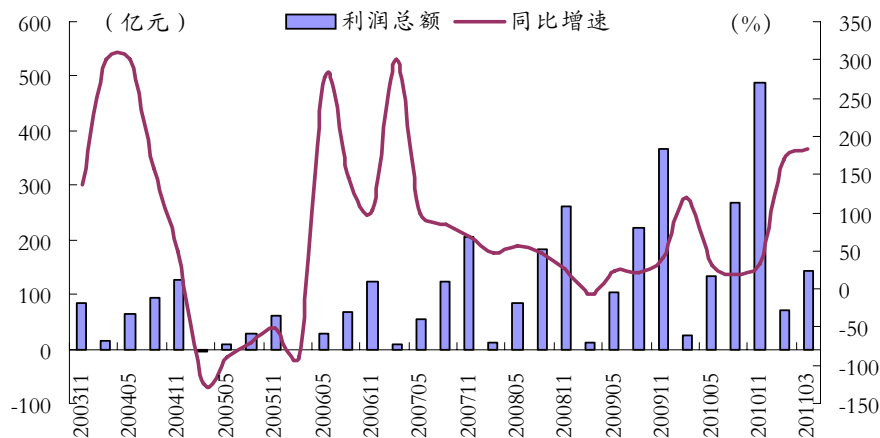
资料来源：数字水泥、中投证券研究所

今年前三个月水泥行业利润总额达到了 142 亿元，创下了有记录以来行业利润总额的最高值。利润总额同比增长 184.27%，这也是自 08 年以来，水泥行业这波景气周期利润总额增速的最高值。

考虑到去年前 11 个月行业利润总额达到了创纪录的 487 亿元的水平，而

今年前三个月在去年将为景气的基础上仍然保持了如此之高的增速说明行业处于高景气状态。

图 3 水泥行业累计利润



资料来源：国家统计局

1.2 三因素支撑行业高景气

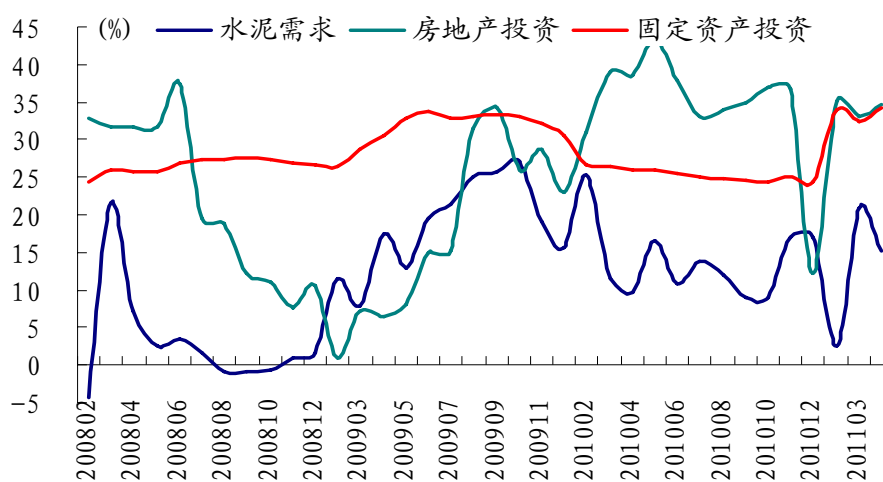
我们认为从去年下半年以来支撑行业高景气的有三个因素：需求旺盛，限电限产和价格联盟。我们将对这三个因素分别进行分析：

1.2.1 去年 4 季度以来需求旺盛超出预期

由于受到欧债危机和美国经济复苏不稳年中失业率意外上升，导致去年货币政策转稳健的进度在年中有一定程度放缓。而持续了两年的宽松的货币政策终于导致在去年年底出现了固定资产投资的迅速上升，到今年一季度固定资产投资增速已经高达 34.2%。同时，房地产投资也持续居于高位，今年前 4 个月的房地产投资增速均持续高于 30% 以上。

固定资产投资和房地产投资的旺盛也导致了水泥需求的居高不下，从去年 11 月到今年 4 月份全国水泥需求增速持续高于 15%，是这一轮周期以来水泥需求增速的最高值。

图 4 国内房地产投资、固定资产投资和水泥需求



资料来源：国家统计局

1.2.2 限电限产使去年华东地区单月供需缺口达到了 20%以上

从去年 7 月份开始的以节能减排为控制目标的限电，导致水泥和熟料产能意外减少，从而短期内改变了水泥行业的供求关系。由于去年的限电主要影响了华东地区的供求关系，我们特对这一区域做了详细的研究。

从表 1 可以看出，去年 7 月到 12 月，限电导致华东地区熟料产量出现明显缺口。单月缺口达到 96 到 380 万吨不等。更重要的是，在 10 到 12 月份华东地区熟料缺口高达当月熟料需求的 12-21%。而在 7-8 月份已经出现供应缺口的情况下，各公司熟料库存基本被消耗殆尽，10 月份-12 月份继续出现如此大幅度的熟料供应短缺，导致华东地区熟料和水泥价格在去年 10 月份以后大幅度上涨也就是情理之中的事情了。

表 1 去年限产对华东地区熟料生产的影响

月份	华东水泥当月 产量 (万吨)	水泥对应理论熟 料 (万吨)	华东熟料当月 产量 (万吨)	理论熟料缺口 (万吨)	理论熟料缺口 (%)
2010-07	3,016.70	1885.44	1618.43	267.00	14.16%
2010-08	2,956.42	1847.76	1751.37	96.39	5.22%
2010-09	2,905.88	1816.18	1431.53	384.65	21.18%
2010-10	2,995.24	1872.03	1632.13	239.90	12.81%
2010-11	3,333.94	2083.71	1774.39	309.32	14.84%
2010-12	3,244.37	2027.73	2152.18	-124.45	-6.14%
合计	18452.55	11532.84	10360.04	1172.81	10.17%

资料来源：数字水泥

1.2.3 价格联盟保证了华东地区水泥价格维持在目前高位

如果说去年限产得益于以节能减排为目的的强制限电的话，今年前 5 个月华东地区水泥价格的超预期则是水泥厂家主动联合限产保价的结果。

表 2 是华东地区熟料和水泥的生产情况。这张表可以说明两个问题：1、

华东地区在前 5 个月实行了限产保价；2、主动的限产保价很难使水泥价格再上一个新的台阶。

首先，前 5 个月中 2 月和 4 月熟料产量同比出现下滑，5 月产量虽然同比没有下滑，但与 3 月高点相比有所减少，说明前 5 月华东企业进行了限产保价；

其次，限产保价对前 5 个月熟料产量影响明显小于去年拉闸限电，说明行业自律的限产保价效果根本无法达到拉闸限电的效果，这也解释了今年上半年全国水泥均价创出新高的背景下，华东水泥均价为何没有继续上涨的原因。

表 2 华东地区价格联盟效果对比

月份	华东熟料当月值（万吨）	熟料增速（%）	华东水泥当月值（万吨）	水泥增速（%）
2010-07	1618.4	-13.58	3,016.70	8.49
2010-08	1751.4	1.43	2,956.42	7.88
2010-09	1431.5	-23.21	2,905.88	-0.23
2010-10	1632.1	-13.62	2,995.24	-1.19
2010-11	1774.4	-10.33	3,333.94	11.49
2010-12	2152.2	-2.36	3,244.37	9.82
2011-01	1825.2	1.42	2,525.30	-4.46
2011-02	1261.5	-7.89	1,551.11	-7.51
2011-03	2126.1	14.61	3,019.28	19.70
2011-04	2020.3	-2.67	3,631.89	9.14
2011-05	2070.4	2.94	3,649.47	10.65

资料来源：数字水泥、中投证券研究所

1.2.4 三个因素中价格联盟是辅助性的因素

由于在去年下半年以来的行业景气阶段中，这三个因素是交织在一起对行业景气度发生作用的。所以对这三个因素中主导因素的判断就成为了预判未来的重点。

市场上主流的观点是价格联盟是导致本轮景气的主导因素，而价格联盟是出于水泥企业自发的意愿形成的，在未来企业的这种意愿并不会削弱，因此行业景气可以持续，这是水泥新一波周期的开始。而我们认为，需求旺盛和因为节能减排而导致的限电限产是主导因素。价格联盟是附加在这两个因素之上起作用的一个因素。如果另外两个因素被削弱的话，这一因素是否能独立支撑起行业景气的大旗还有待进一步观察。我们之所以作出这样的判断，理由有三：

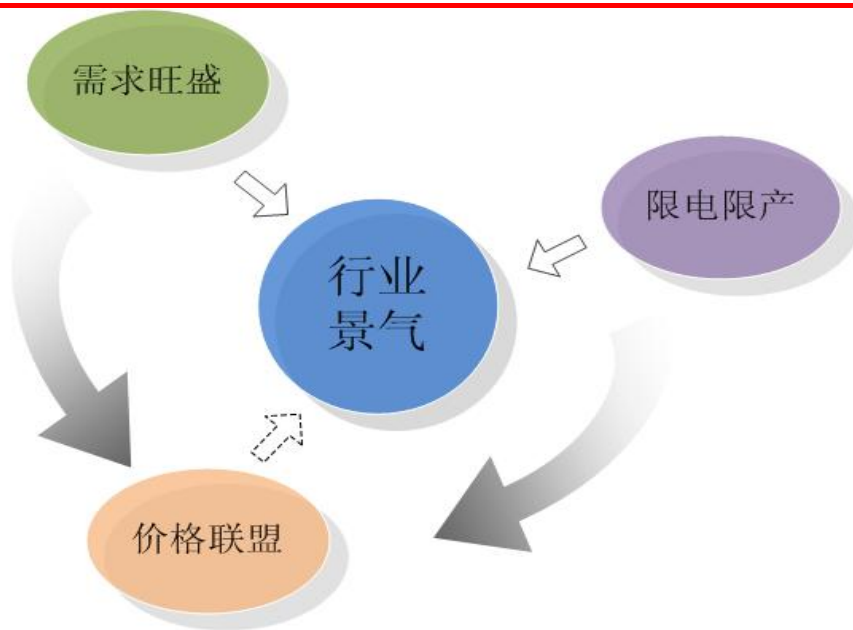
第一，这一次高景气的水泥价格大幅度上涨的原因并非价格联盟。去年下半年华东水泥价格大幅度上涨的时候，在该区域并没有形成所谓的价格联盟。而在今年上半年形成价格联盟之后，水泥价格并没有创出新高，即使在大家期望较高的 4-5 月的小旺季，华东地区的水泥价格也仅仅是略有反弹，而不是大幅度上涨。这说明价格联盟着这一次周期中是起到将水泥价格稳定在较高水平的因素，而不是导致一轮新周期的因素；

第二，4 月份在华北区域也力图实行了限产保价，但后来由于资金面偏紧，工程开工量不足导致供求关系并不支持价格联盟，之后

出现了水泥实际执行价格下降 20-30 元/吨，而挂牌价保持不变的现象。说明价格联盟是在特殊条件下有实施效果的，这一条件就是需求旺盛和限电限产的同时出现为价格联盟创造了较好的条件。

第三，即使是在这一轮价格联盟执行较好的华东地区，在 09 年和 1 季度曾经也执行过价格联盟。但最后的结果价格并不理想，大多数华东地区的水泥企业仍然在亏损的边缘。也说明价格联盟并不是提高景气度的主导因素。

图 5 景气三因素关系示意图



资料来源：中投证券研究所

在分析清楚了支撑水泥高景气度三因素以及之间的相互关系之后，对未来水泥行业景气度的判断就可以归结于支撑高景气度三因素将在未来发生什么变化来判断了。

1.3 景气三因素中两主导因素会逐渐削弱

1.3.1 需求增速回落是大概率事件

我们对未来需求的忧虑主要来自于目前紧缩的货币政策对水泥需求增速的负面影响。从 04 年以来我国经济经历了两次大的波动周期，一次的低谷在 05 年上半年，一次的低谷在 08 年下半年。而这两次低谷均与 05 年上半年和 08 年上半年紧缩的货币政策相关，偏紧的货币政策对水泥需求的直接影响是 05 年和 08 年水泥需求增速仅为 7.39% 和 2.53%，均是该轮周期的最低点。

目前一年期 6.31% 的贷款利率已经居于 05 年上半年和 08 年上半年之间。而存款准备金率已经远远超过 05 年和 08 年上半年的水平，我们预计这种货币紧缩的效果将在下半年逐渐体现出来，水泥的需求增速将在今年

下半年开始出现放缓。从累计的同比数据来看，可能在明年上半年出现增速明显下滑的情况。

表 3 宏观调控对水泥需求增速的影响

	2005 年	2008 年	2011 年
一年期贷款利率（上半年）	5.58%	7.47%	6.31%
存款准备金率（上半年）	7.5%	16.5%	20.31%
(预计)货币信贷增速	12.98%	18.76%	14.6%
(预计)固定资产投资增速	27.2%	26.1%	20%
(预计)房地产投资增速	19.8%	33.2%	18%
(预计)水泥需求	7.39%	2.53%	9.5%

资料来源：国家统计局、中投证券研究所

1.3.2 限电的影响将会明显小于去年

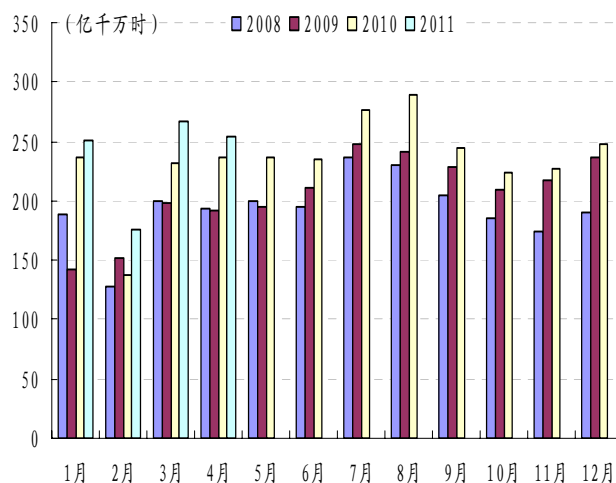
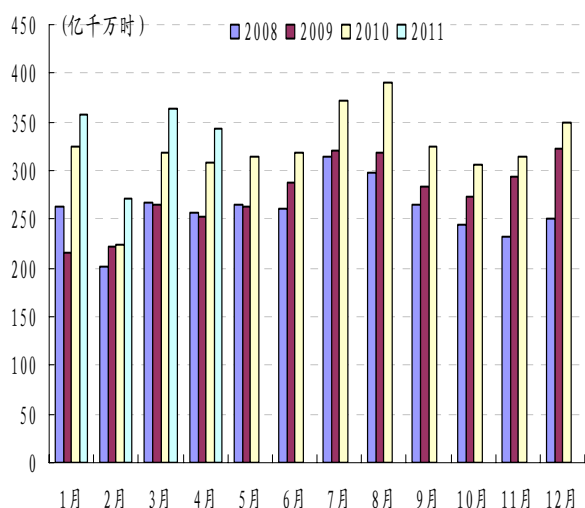
市场对今年限电对水泥供给的限制，一直抱有较高的期望，但是我们认为限电导致今年水泥价格出现去年华东地区那样明显的上升可能性不大。

主要原因有二：

第一，今年限电的时间段和去年明显不同。今年的限电主要源于干旱和煤炭价格高企导致在电力需求旺季时，电力短期内供应不足。而从往年看用电的高峰期主要集中在 7-8 月，今年限电的高峰将在 7-8 月份到来。去年限电的时间段在 7 月份 11 月。而正常年份水泥需求的旺季在 9 月份之后到来，去年限电后华东地区水泥价格也是在 10 月份出现大幅度上涨，而今年限电幅度最大的 7、8 月份将会是水泥行业的销售小淡季，今年限电对供需情况的影响将不会有去年那么大；

图 6 江苏省历年用电量分布

图 7 浙江省历年用电量分布



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

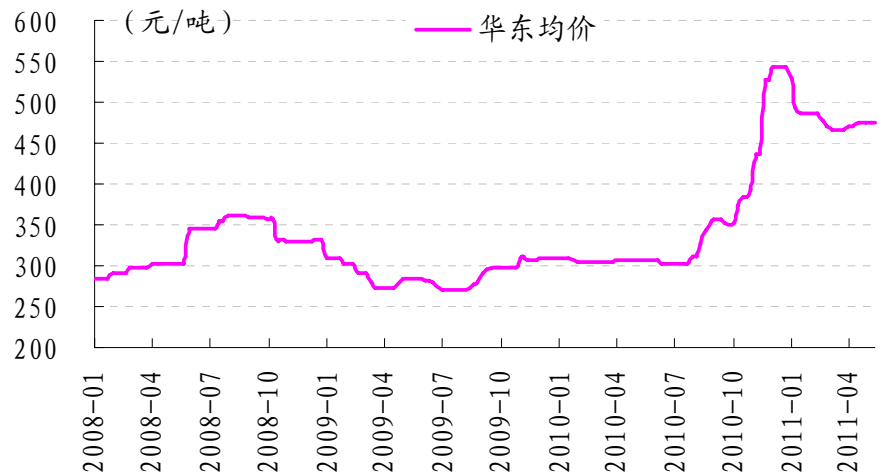
第二，此限电非彼限电。去年为了完成五年的节能减排指标，各地方直接采取了拉闸限电的方式来控制用电量。所谓拉闸限电是在一段时间内全天候停电，而今年的限电实际上是错峰用电，即在用电高峰期限制高能耗产业的用电。这种限电方式对供给的影响会明显小于去年全天候的限电。

1.3.3 价格联盟是否能够持续还有待观察

对于价格联盟对高水泥价格的维护目前市场给与了较高的预期，但是我们认为这种价格联盟是否能够持续还难有定论。

就正面的因素而言，目前的价格异常之高，使大企业有非常强的动力维护价格联盟。从图 8 可以看出，目前华东地区的水泥价格比 09 年 1 月份到 10 年 8 月份高出 160 元/吨左右。而在长达 1 年半以上水泥价格持续保持低位的情况下，华东地区水泥企业并没有出现明显的倒闭潮。说明当时的价格可能是大多数企业的底线。大企业如果想通过价格下降开扩大市场份额，除非价格再一次打到当时的价格，大企业的目的很难达到。而通过价格下降 100 元以上扩大市场份额，对于大企业既有销量的利润影响将会非常大，所以不再万不得已的情况下，大企业可能不会采取大幅度降价的策略。这也是 1 季度华东地区水泥行业价格联盟实际执行的情况超出我们在去年年底预期的主要原因，

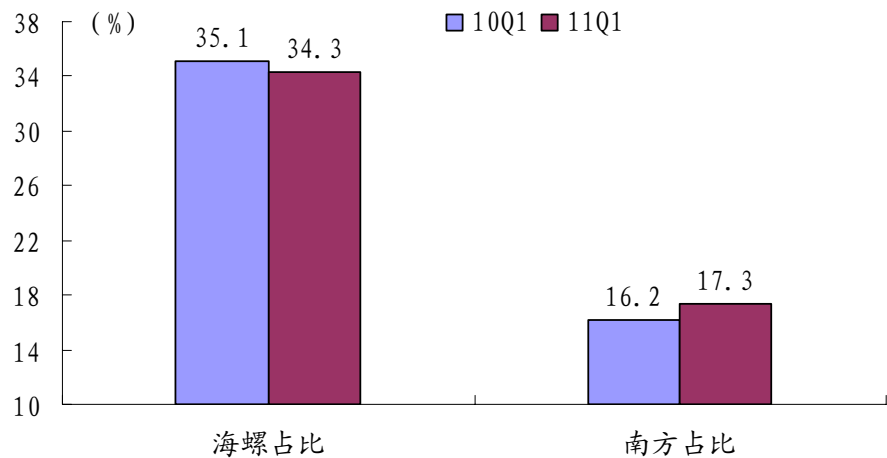
图 8 华东地区水泥均价



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

就负面因素而言，优势企业的市场份额正在逐步缩小，原由的竞争优势逐步减小。从图 9 可以看出，1 季度的限产保价实际上导致了海螺水泥在华东地区市场份额的下降，而南方水泥却改变了历年来市场份额下降的态势，在一季度市场份额上升了 1 个百分点左右。这说明了原来的优势企业限产的力度大于原来的劣势企业，产能利用率下滑的幅度大于劣势企业。

图 9 华东地区市场份额变化



资料来源：数字水泥、中投证券研究所

而一向以来，海螺等优秀的企业在行业里的竞争优势在于通过产能的充分发挥，从而保证单吨固定成本和费用明显低于其他竞争对手，从而保证了在竞争对手基本亏损的情况下，仍能维持合理的盈利水平。但是随着产能利用率的下降可能导致这一优势的逐步丧失。

在行业供需关系较好的时候，公司可能会愿意牺牲一部分产能利用率来确保价格的稳定，因为此时产能利用率下滑的幅度不明显。但是如果供求关系逆转，海螺需要通过较大幅度的牺牲产能利用率来维持价格的时候，可能会进行另外的选择。这也是我们之前认为价格联盟需要靠良好的供求关系来维持的主要原因。

图 10 华东地区主要水泥企业单位折旧对比

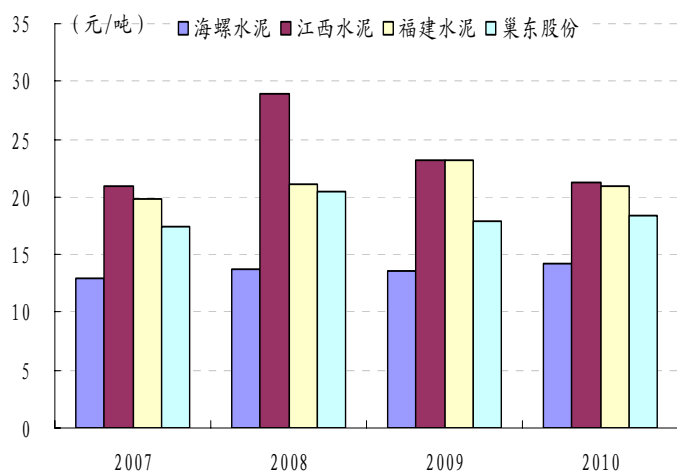
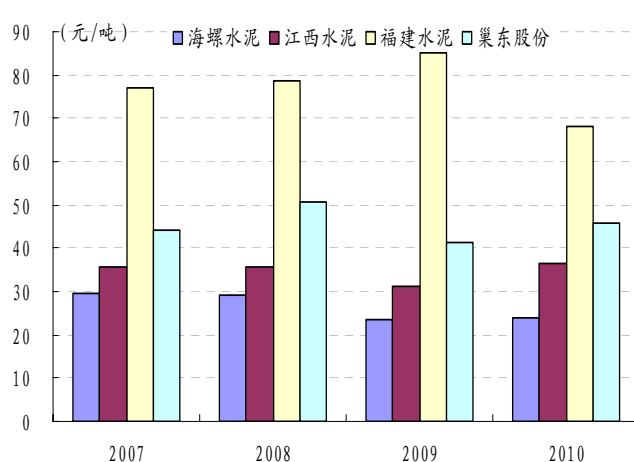


图 11 华东地区主要水泥企业单位费用对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

综上所述，我们认为在去年下半年维持行业景气的三个主要因素中有两个在今年下半年可能发生对行业景气度有负面影响的变化，而市场认为不会出现变化的价格联盟在行业供需条件发生逆转的情况下，是否能够维持的不确定性也较大。整个行业的盈利能力可能出现逆转，在这种背景下我们需要挑选盈利能力能够维持确定性较强的区域。我们认为在全国所有区域中在未来的一到两年内盈利确定性最强的是新疆区域。下面我们就对这个区域的情况进行详细分析。

二、新疆水泥行业景气有望维持到 2012 年底

2.1 未来三年固定资产投资增速将高达 30%

按照新疆地区十二五规划，十二五期间新疆固定资产投资将达到 3.6 万亿元，相对于十一五期间的投资增速高达 200%，这也是连续四个五年规划中增速最快的一次。

我们根据新疆地区公路铁路等基础设施的投资规划和保障性住房投资的进度推测十二五期间新疆地区的固定资产投资的整体增速有可能会高于规划里描述的数据，而且由于之前的固定资产投资基数偏低，前 3 年增速可能会高于后两年增速。我们预计 2011-2013 年新疆地区固定资产投资增速将高达 30%，2014-2015 年投资增速为 25%。

图 12 新疆地区各五年期规划固定资产投资

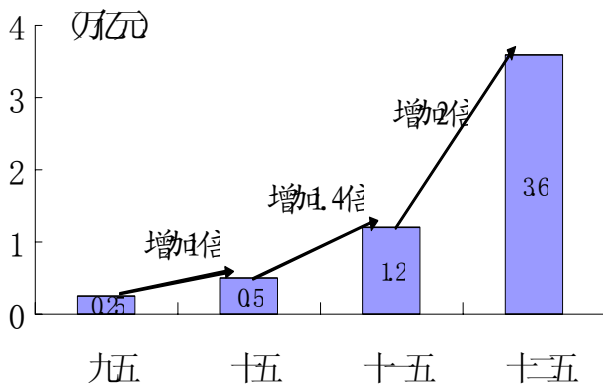
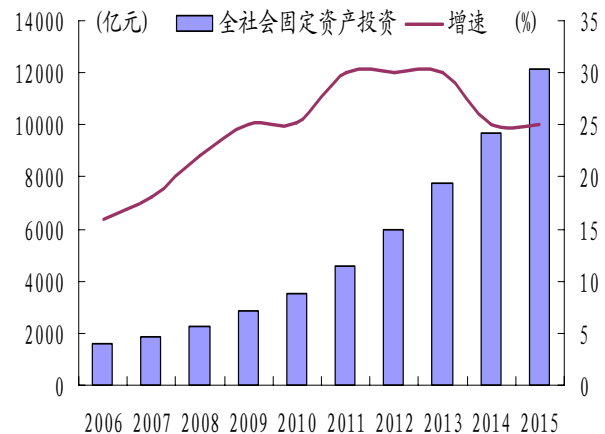


图 13 新疆地区各年固定资产投资



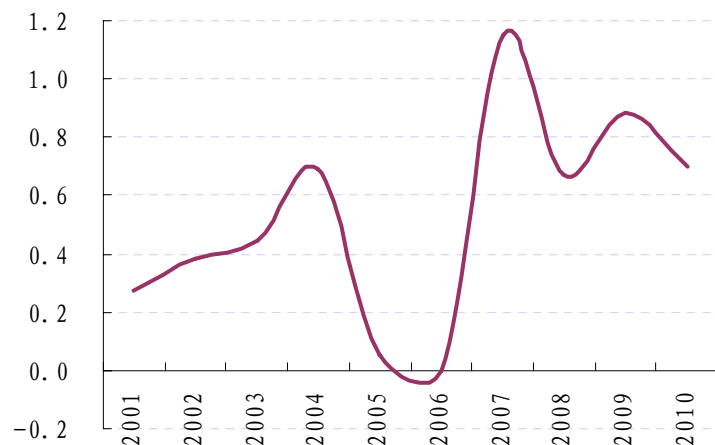
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 水泥需求增速未来三年将在 30%以上

2.2.1 水泥相对于固定资产投资弹性明显加大

我们的研究同时还发现，在 07 年之后疆内水泥需求相对于固定资产投资的弹性在逐渐加大。根据我们的测算，07 年之前疆内水泥需求相对于固定资产投资的弹性除 2004 年全国经济整体过热的情况以外，大部分时间处于 0.4 以下，06 年这一数据甚至下降到 0 以下。但这一数据在 07 年之后明显增加，连续 4 年数据在 0.65 以上，特别是 07 年这一数字高达将近 1.2。2010 年这一数字意外回落，我们预计原因有二：1、2010 年上半年新疆地区市场需求释放较慢，导致需求不旺；2、下半年需求突然释放，但疆内水泥产能短期内难以满足，部分水泥需要靠疆外调运。由于部分水泥依靠外运解决，导致根据新疆水泥产量计算出来的水泥需求相对于固定资产投资的弹性下降。而目前并不掌握外地进入新疆的水泥数量，所以实际的水泥需求弹性高于目前显示的数据。

图 14 过去十年新疆水泥需求的固定资产投资弹性

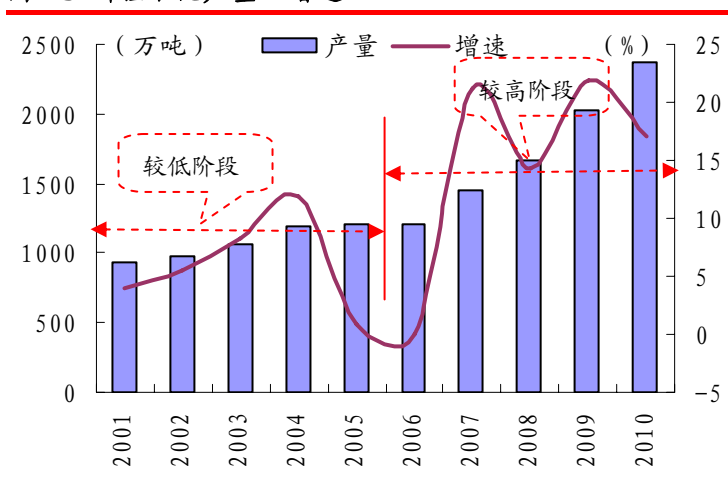


数据来源：国家统计局、中投证券研究所

在固定资产投资增速快速增长和水泥需求弹性加大的双重背景下，新疆水泥需求增速从 07 年起突然提高，连续 4 年的水泥需求增速高达 15%

以上，其中 07-09 年更是高达将近 20%。远高于 07 年之前 10% 不到的产量增速。

图 15 新疆水泥产量及增速

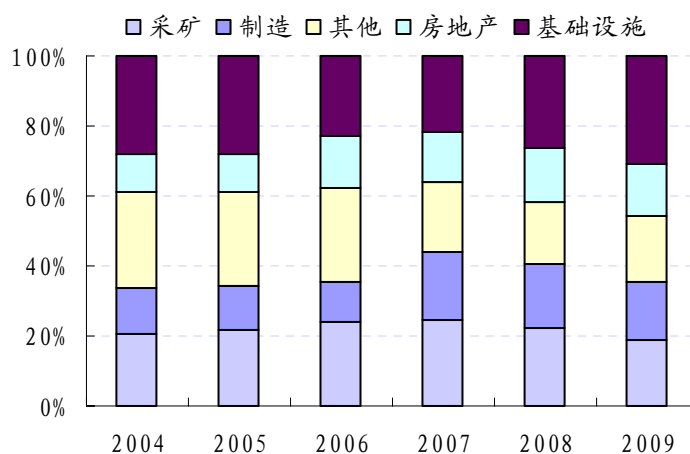


数据来源：国家统计局、中投证券研究所

2.2.2 需求弹性的增加源于投资结构的变化

我们认为水泥需求弹性的变化源于新疆地区固定资产投资结构发生了较为明显的变化。从图 16 可以看出与水泥需求相关性更高的基础设施和房地产在固定资产投资中的比重明显增加，这四项目的比例从 07 年之前的 40% 不到提高到 09 年的 46%。而这一部分对水泥需求的拉动又明显高于固定资产投资的其他领域，所以在最近几年出现了水泥需求相对于固定资产投资弹性明显加大的情况。

图 16 新疆固定资产投资细分领域



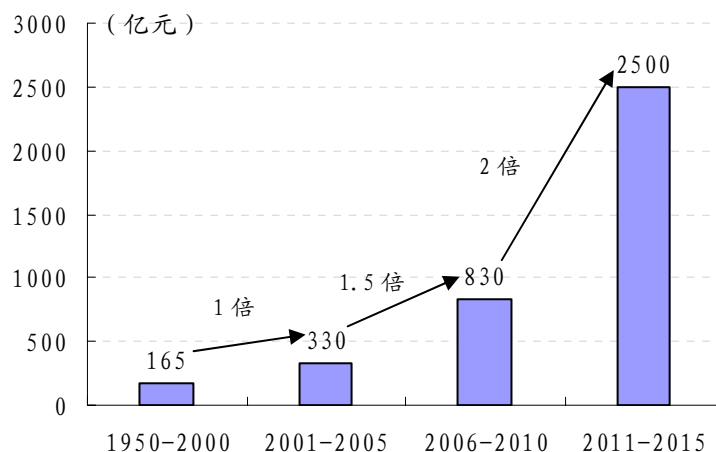
资料来源：国家统计局、中投证券研究所

我们预计在十二五初期的三年内，新疆固定资产投资的增加将更多地依靠铁路、公路等基础设施的建设和安居工程。我们将对这些领域进行详细的分析。

2.2.3 “十二五”公路投资增加 2 倍，前 3 年年均增速 40%

“十二五”新疆公路投资 2500 亿元，比“十一五”的 830 亿元增加 2 倍；而“十一五”公路投资相对“十五”仅增加 1.5 倍，新疆公路投资将提速。

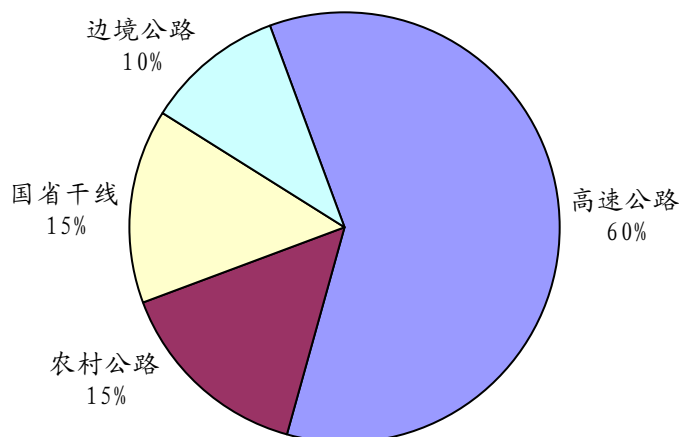
图 17 新疆交通固定资产投资情况及增幅



资料来源：新疆交通厅、中投证券研究所

(1) 高速公路是交通投资重点。根据规划，“十二五”期间新疆公路投资的 60% 用于高速公路建设，高速公路是投资的重点。此外，如果“十二五”公路实际投资超预期，我们认为高速公路投资占比增加的可能性较大，一是部分一级公路改建成高速公路，二是部分自治区的高速公路升格为国家级高速公路，这也是新疆交通厅正努力争取的事情。

图 18 “十二五”新疆公路投资中各等级公路投资占比

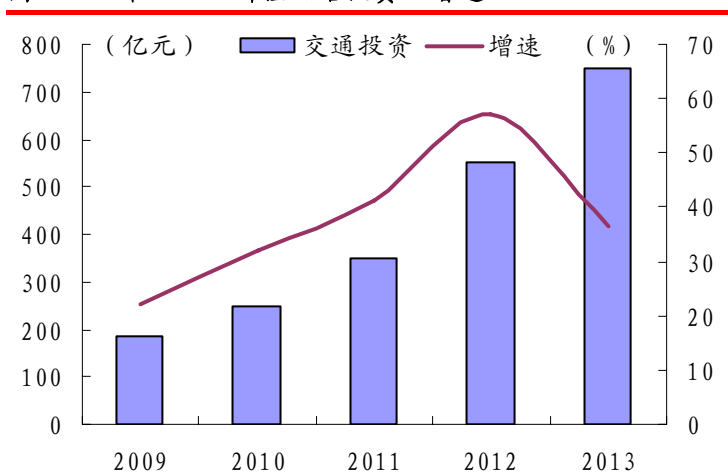


资料来源：新疆交通厅、中投证券研究所

(2) 高速公路投资提速推动交通投资提速。11 年新开工建设高速公路 13 条，总投资 600 亿元，占“十二五”高速公路投资的 40%，建设周期 3 年，到 13 年底完工。由于建设周期所限，要在“十二五”期间完成高速公路建设目标，拟建高速公路必须在 13 年前全部开工，按 11 年新开工项目投资额占总投资 40% 的进度，我们谨慎假设 12、13 年新开工项目投资额占总投资分别为 30% 和 30%，投资额分别为 450、450 亿元；按照 3 年建设周期平均施工进度测算，预计 11-13 年高速公路完成投资分别为 200、350、500 亿元，假设其他等级公路按照平均投资进度，11-13 年新疆交通投资

分别为 350、550、750 亿元，同比增速分别为 41%、57%、36%，高速公路投资提速是交通投资提速的重要推动力。

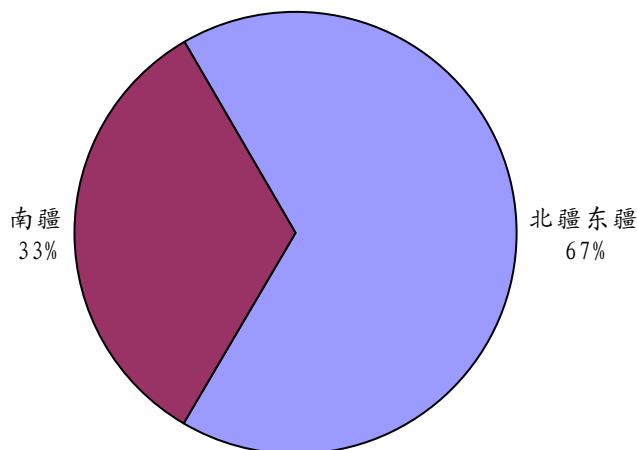
图 19 “十二五”新疆公路投资及增速



资料来源：新疆交通厅、中投证券研究所

（3）北疆东疆高速公路投资进度快于南疆，但南疆未来将提速。从现有营运高速公路投资看，北疆投资 170 亿元，南疆仅投资 70 亿元，北疆投资进度快于南疆。从 11 年新开工建设的高速公路投资分布看，北疆和东疆占 67%，南疆仅占 33%，近期北疆和东疆依然是高速公路投资的重点区域。“五横七纵”高速公路网络中南北疆建设里程基本持平，投资也基本持平，由于南疆近期高速公路投资相对缓慢，未来势必提速。

图 20 11 年开工建设高速公路投资的区域分布



资料来源：新疆交通厅、中投证券研究所

（4）中央政府资金投入确保大规模交通建设任务的完成。其他省份建高速公路，地方政府一般是投资主体，这将受制于地方经济的发展水平。新疆由于地方财政相对薄弱，所以导致高速公路建设进度缓慢，为加快完善新疆交通基础设施，“十二五”期间交通部将对新疆公路建设投资 1200 - 1500 亿元，约占规划投资的 60%，我们认为交通部资金的投入将确保公路建设的目标完成。

2.2.4 “十二五”铁路投资增加 2.1 倍，前 3 年年均增速达 30%

“十二五”新疆铁路投资明显提速，且投资以北疆东疆为主，进度上北疆东疆也快于南疆，主要由其三个特点决定。

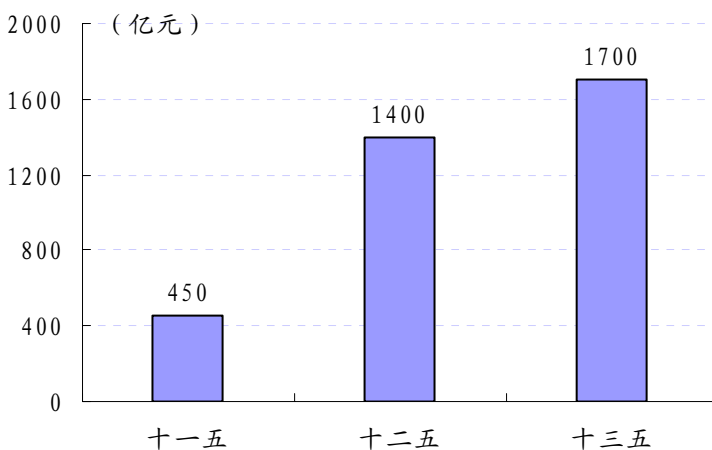
(1)投资总额增加 2.1 倍，从“十一五”的 450 亿元增加到“十二五”的 1400 亿元。铁路建设等级提高是投资大幅增加的主因，“十一五”建设的基本是疆内铁路，运力要求低，造价不高；而“十二五”建设的主要是出疆铁路，运力要求高，造价也高，包括已开工的兰新二线是高铁项目，即将开工的将军庙—哈密—额济纳和库尔勒—若羌—格尔木均按国铁 I 级标准建设。

(2)北疆东疆是铁路投资的重点区域，投资占比 64%，而南疆仅占 36%。投资的区域性差异是因为北疆东疆主要是干线铁路，将承担“西煤东运”的任务，造价较高；而南疆主要是支线铁路。

(3)北疆东疆铁路主要在“十二五”前期开工，南疆铁路主要在“十二五”后期开工。北疆东疆除兰新二线依然处于建设高峰期外，“十二五”拟建设的北屯—富蕴—准东、哈密—将军庙、额济纳—哈密、鄯善—敦煌、淖毛湖—兰新铁路 5 条铁路线均已具备开工条件，根据新疆“十二五”规划，预计“十二五”前期将全部开工建设；而南疆在建的哈密—罗布泊、吐鲁番—库尔勒—阿克苏年内即将完工，拟建项目中仅有库尔勒—若羌—格尔木具备开工条件，其余罗布泊—若羌、新和—拜城、阿克苏—阿拉尔 3 条铁路线仍在项目前期阶段，暂不具备开工条件，预计将在“十二五”后期开工建设。

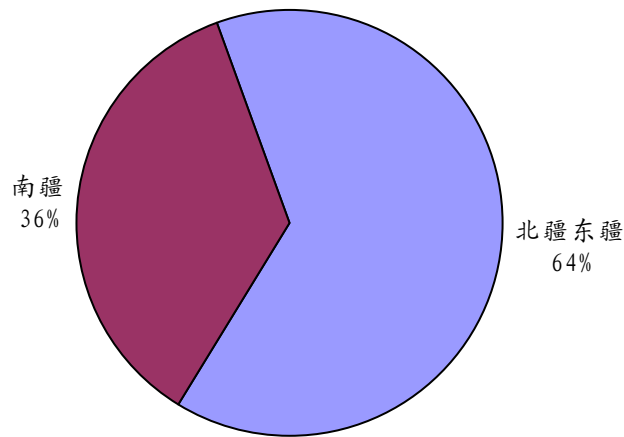
根据上文论述，北疆东疆“十二五”拟建铁路线将在前期开工，南疆库尔勒—格尔木也将在前期开工，这些铁路线投资超过 1000 亿元，按照上述铁路线一般 3 年的建设工期，我们预计新疆“十二五”前 3 年铁路投资 1000 亿元左右，年均复合增长 30%，超过固定资产投资 25% 的增速，主要受益区域是北疆东疆。

图 21 新疆铁路投资情况



资料来源：铁道部、中投证券研究所

图 22 新疆十二五铁路投资区域分布

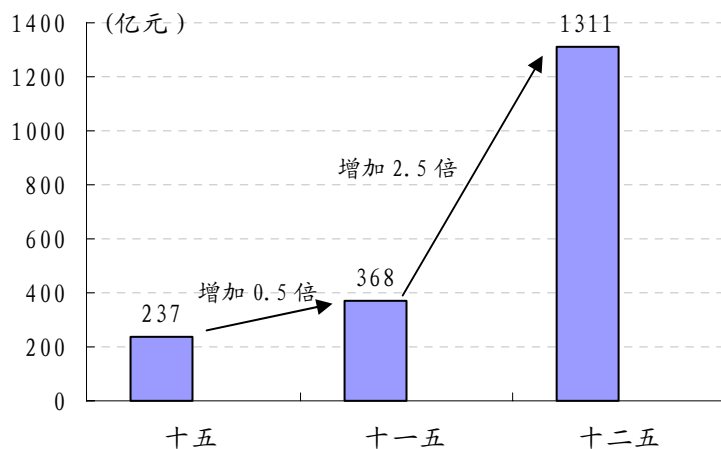


资料来源：铁道部、中投证券研究所

2.2.5 “十二五”水利投资增加 2.5 倍，年均增长 35%

“十二五”新疆计划水利投资 1311 亿元，比“十一五”实际完成的 368 亿元增加 2.5 倍，年均增长 35%，高于固定资产投资增速，由于水利投资一般单个项目投资额不大，1311 亿元的投资涉及项目很多，整理起来难度较大，但我们根据新疆水资源分布北富南贫的特点，预计水利投资基本上以北疆为主。

图 23 新疆水利投资情况



资料来源：新疆水利厅、中投证券研究所

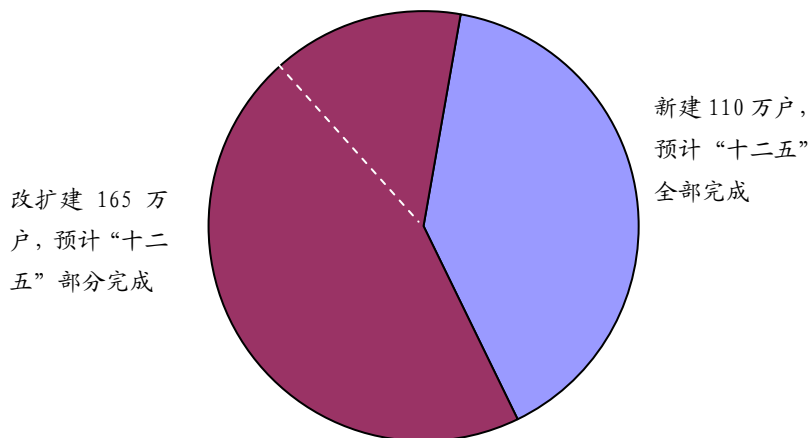
2.2.6 “十二五”前 3 年农民安居房投资增速预计达到 40%

全疆农村人口 1300 万人，总户数 305 万户。03 年南疆大地震之后，新疆政府在全疆实施抗震安居工程，04-10 年累计投资 263 亿元，新建抗震安居房 195 万户，但由于资金有限，这些抗震安居房一方面面积较小，基本 50 m² 以下，另一方面以现浇石膏土坯房为主。

(1) “十二五”计划建设 150 万套农民安居房。10 年中央新疆经济工作会议后，国家和各省对新疆的支援力度加大，新疆也提高了农民安居房的建设标准，一是建筑面积提高到 80 m² 以上，二是基本采用砖混结构，以提高抗震强度。按照新标准，已建设的 195 万户仅 30 万户达标，未来

农民安居房的建设任务是新建 110 万户,以及改扩建 165 万户,总任务 275 万户。“十二五”新疆计划完成 150 万户新建和改扩建农民安居房任务,我们预计将以新建为主,改扩建为辅,110 万户新建任务将在“十二五”期间完成;此外总量突破 150 万户的可能性也很大。

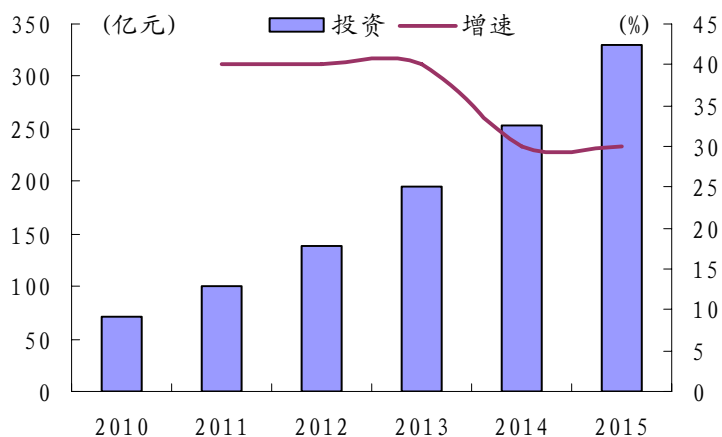
图 24 新疆农民安居房建设情况



资料来源: 新疆建设厅、中投证券研究所

(2) “十二五”前三年投资增速预计达到 40%。新建按每套 80 平米、扩建按每套新增 30 平米,造价按每平米 1000 元测算;“十二五”期间将完成 110 万套新建和 40 万套改扩建任务,总投资 1000 亿元;根据 10 年新疆完成农民安居房投资 71 亿元,我们预计 11-13 年农民安居房投资增速分别为 40%。

图 25 新疆农民安居房投资及增速



资料来源: 新疆建设厅、中投证券研究所

(3) 政府高额补贴确保农民安居房建设任务的完成。新疆农村居民收入较低,政府制定了较高的补助标准,新建农民安居房的主力户型—80 m²以上普惠型住房补助 3 万元/户,每 m²补助达到 375 元。补助资金主要来自对口支援新疆的内地省份,“十二五”内地省份支援新疆的资金达 650 亿元,农民安居房是内地援疆的重点,我们认为内地的援助将确保新疆农民安居房建设任务的完成。

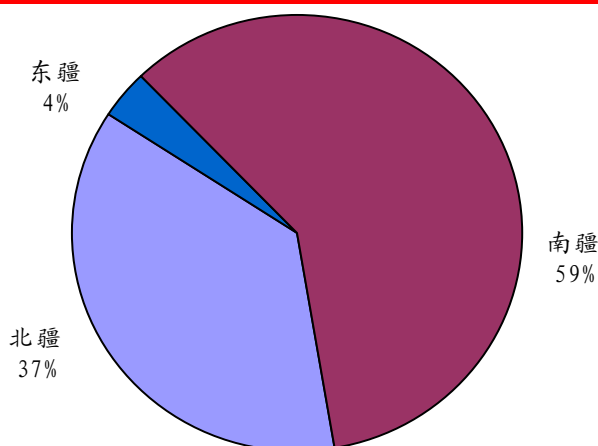
表 4 新疆农民安居房建设户型及补助标准

类型	建筑面积	补助标准
普惠型住房	> 80 m ²	3 万元/户
提高型住房	> 150 m ²	4 万元/户
改造型住房	> 80 m ²	1 万元/户
特殊群体型住房	50 m ²	政府承担

资料来源：新疆建设厅、中投证券研究所

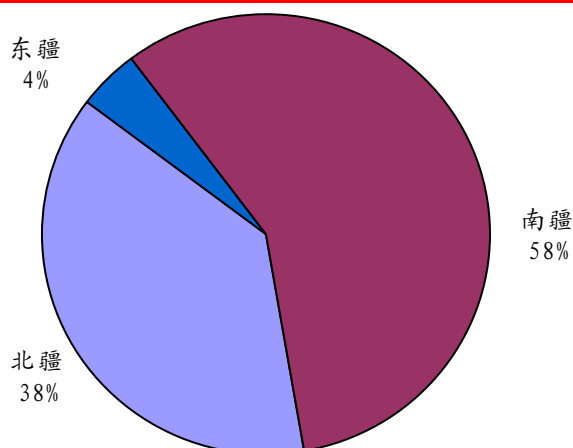
（4）南疆是农民安居房建设的重点区域。南疆经济发展水平相对落后，全疆的农村人口主要分布在南疆，从区域占比看，南疆占 59%，北疆和东疆各占 37%、4%。农村人口的区域分布特征决定了南疆是农民安居房建设的重点区域，预计“十二五”150 万户农民安居房基本按农村人口布局来分布，已公布的 11 年 30 万户农村安居房区域分布也符合该比例。

图 26 新疆农村人口区域分布



资料来源：新疆统计局、中投证券研究所

图 27 2011 年新疆农民安居房区域分布



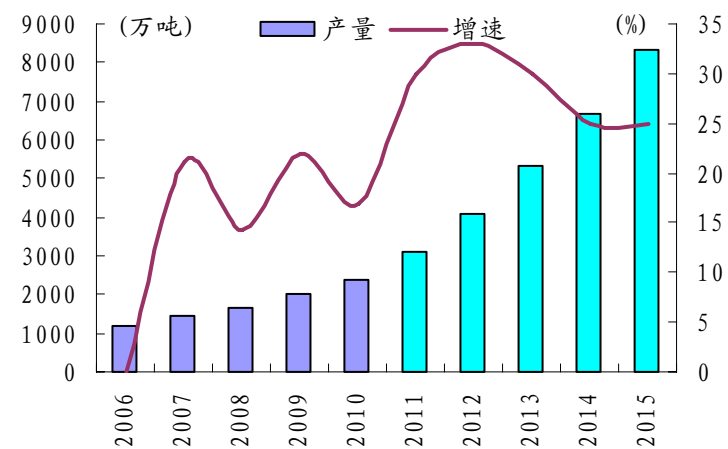
资料来源：新疆建设厅、中投证券研究所

2.2.7 我们预计未来 3 年水泥需求增速将高达 30%以上

综上所述，我们认为新疆固定资产投资平均增速将在十二五期间达到 25%以上，在前三年的增速将达到 30%以上。而前三年固定资产投资增速的提高又是依靠公路、铁路等基础设施建设和农民安居工程等住房建设工程拉

动的。因此水泥需求相对于固定资产投资的弹性将在较长一段时间内保持在 0.9-1.1 之间，据此我们推算未来 3 年水泥需求增速将高达 30% 以上。

图 28 新疆水泥需求及增速



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

2.3 新增供给的影响可能晚于市场的预期

2.3.1 10 年底熟料产能 3300 万吨、水泥产能 4620 万吨

2010 年底，新疆熟料产能 3300 万吨，其中新型干法熟料产能 2450 万吨，落后熟料产能 850 万吨，新型干法产能占比 74%。2010 年合计新投产新型干法水泥熟料生产线 12 条，新增熟料产能 890 万吨，淘汰落后熟料产能 100 万吨。按照目前新疆水泥和熟料 1.4: 1 的生产情况，去年年底水泥产能 4620 万吨。

从产能分布情况看，北疆、东疆、南疆产能占比分别为 53.2%、9.6%、37.2%，新疆熟料产能主要分布在北疆，主要是因为北疆经济相对发达，市场容量较南疆大。

从各区域的新型干法产能占比看，“十一五”期间淘汰的 343 万吨产能中北疆有 243 万吨，所以目前北疆、东疆、南疆新型干法产能占比分别为 77.2%、73.7%、70.1%，南疆新型干法产能占比低于全疆平均水平，未来淘汰落后产能的空间相对较大。

表 5 新疆地区熟料产能分布

区域	新干产能 (万吨/年)	落后产能 (万吨/年)	总计 (万吨/年)	产能占比
北疆	1355	400	1755	53.2%
东疆	233	83	316	9.6%
南疆	862	367	1229	37.2%
合计	2450	850	3300	100%

资料来源：中国水泥协会、中投证券研究所

2.3.2 未来三年投产熟料产能 6107 万吨、水泥产能 8550 万吨

根据我们跟踪上市公司、新疆环保厅以及行业协会等情况，未来三年新

疆投产熟料产能 6107 万吨，折算成水泥产能 8550 万吨，从各区域产能占比看，北疆占 41%，东疆占 9%，南疆占 50%。

预计 11 年 12 条新型干法水泥熟料生产线投产，新增熟料产能 1060 万吨，其中北疆 260 万吨，东疆没有新增产能，南疆 800 万吨，新增产能主要在南疆，尤其是喀什 7 条生产线投产，新增熟料产能 620 万吨。

预计 12 年 17 条新型干法水泥熟料生产线投产，新增熟料产能 2160 万吨，其中北疆 1150 万吨，东疆 250 万吨，南疆 760 万吨，新增产能主要在北疆。

预计 13 年 27 条新型干法水泥熟料生产线投产，新增熟料产能 2880 万吨，其中北疆 1100 万吨，东疆 280 万吨，南疆 1500 万吨，南北疆新增产能均较大。

表 6 11-12 年新疆新增熟料产能分布情况

区域\预计投产时间	2011 年	2012 年	2013 年	产能占比
北疆	260	1150	1100	41%
东疆	0	250	280	9%
南疆	800	760	1500	50%
合计	1060	2160	2880	100%

资料来源：上市公司、新疆环保厅、行业协会、中投证券研究所

2.3.3 供给的压力将低于市场预期

市场对于新疆地区水泥行业的担忧就在于新增产能投放过大，这与我们前面分析的新疆产能新建的情况基本一致。但我们仍认为新疆区域在未来两年内所承受的供给面的压力将低于市场预期，是基于新疆地区产能利用率低于全国其他区域。

从表 7 可以看出，新疆地区新型干法产能利用率明显低于一般内地平均水平，仅为 68% 以下。分析过去五年新疆熟料产能及产量情况，我们发现新疆熟料产能利用率不高，新型干法产能利用率在 43%-68% 之间，落后产能利用率在 58%-78% 之间。新疆产能利用率不高的原因主要有两个：一是海拔较高缺氧，影响煤炭燃烧，从而降低了产量；二是冬季过长，从上年 11 月至当年 3 月长达 5 个月，虽然可以做库存，但产量与施工旺季相比还是有一定差距。另外落后产能利用率略高的原因是检修时间短，10 年落后产能利用率大幅下降是因为部分生产线进行技改，影响了产量。

表 7 新疆熟料生产线产能利用率

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
干法产能（万吨）	460	585	750	1200	1560	2450
干法产量（万吨）		200	290	450	760	1053
产能利用率（%）		43.5	49.6	60	63.3	67.5
落后产能（万吨）		1190	1050	980	950	850
落后产量（万吨）		730	750	820	710	550
产能利用率（%）			63	78.1	72.4	57.9

熟料累计产量(万吨) 930 1040 1270 1470 1603

资料来源: 中国水泥协会、中投证券研究所

注: 产能利用率=当年产量/年初产能

2.3.4 至少未来两年新疆水泥预计仍处于供不应求

我们按照目前新疆地区生产线投产的进度, 并假设投产生产线在半年以后才能真正完全发挥产能, 对市场的压力压才能体现出来, 同时考虑的新疆地区淘汰落后产能, 测算出新疆地区水泥供求关系的状况。按照我们的测算, 2011-2012 年年新疆地区新增产能过剩并不严重, 2011 年新增产能超过新增需求的量还小于 2010 年。据此我们认为新疆地区的供求关系在 2012 年年底之前都不会恶化。

表 8 新疆熟料生产线产能利用率

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年度新增新型干法熟料产能(万吨)	422	360	890	1060	2160	2880
“+/-”	162%	-15%	147%	19%	104%	33%
新增有效熟料产能(万吨)	248	401	537	947	1300	2400
落后产能淘汰量(万吨)	70	30	100	80	80	80
新增水泥净产能(万吨)	169	354	416	728	1025	1949
新增需求(万吨)	210	370	350	730	1030	1250
供需差额(万吨)	(41)	(16)	66	(2)	(5)	699

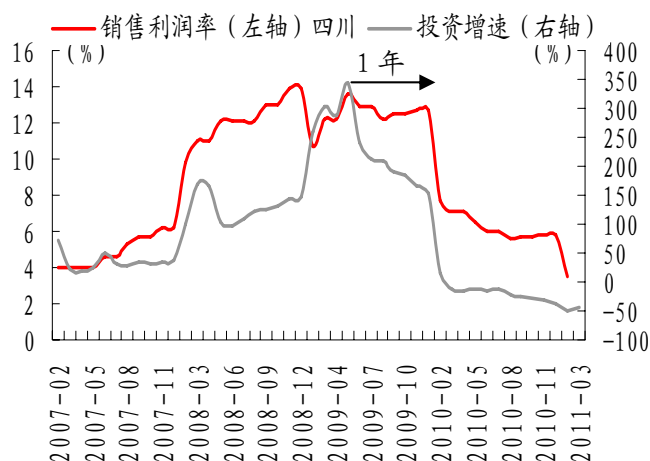
资料来源: 中国水泥协会、中投证券研究

事实上, 西部其他区域水泥行业的发展历程也证明, 供求关系的恶化可能比之前大家预计的要晚。从西部已经经历过水泥生产线大幅度建设的区域来看, 由于新建产能投产后到完全达产有滞后期, 水泥行业利润率大幅度下滑相对于水泥行业投资大幅度增加完成的时间点有 1 年到 2 年的滞后期。这个规律无论是在四川、陕西等水泥行业利润率已经出现明显下滑, 还是在甘肃、宁夏等可能出现下滑的区域都出现过。

所以我们认为新疆也将会出现明显的滞后。而 11 年是新疆水泥行业真正出现大幅度投资增长的第一年, 在 12、13 年达到高峰, 据此推算我们认为新疆水泥行业在 12 年还不会严重的供大于求。

图 29 四川水泥投资增速及利润率波动情况

图 30 陕西水泥投资增速及利润率波动情况



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究

图 31 甘肃水泥投资增速及利润率波动情况

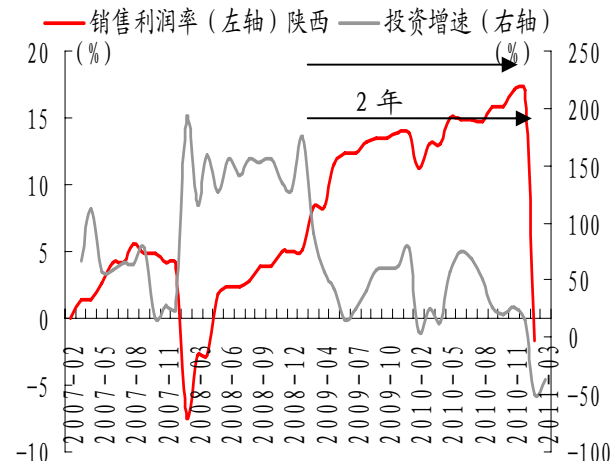
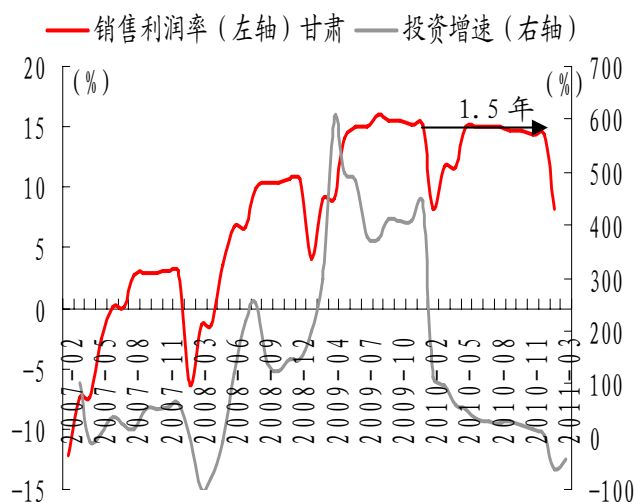
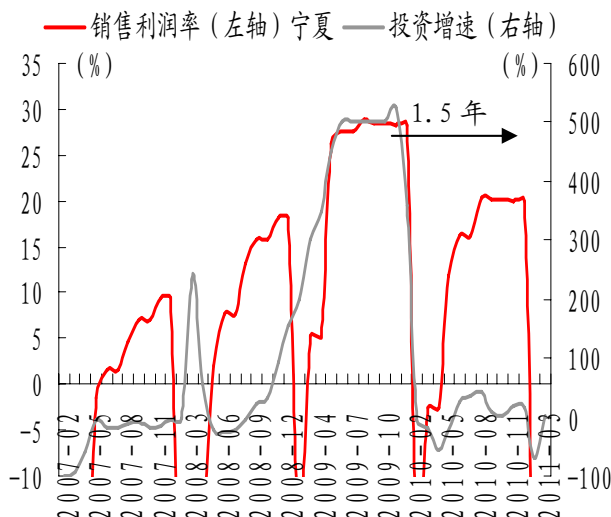


图 32 宁夏水泥投资增速及利润率波动情况



资料来源：中国水泥协会、中投证券研究

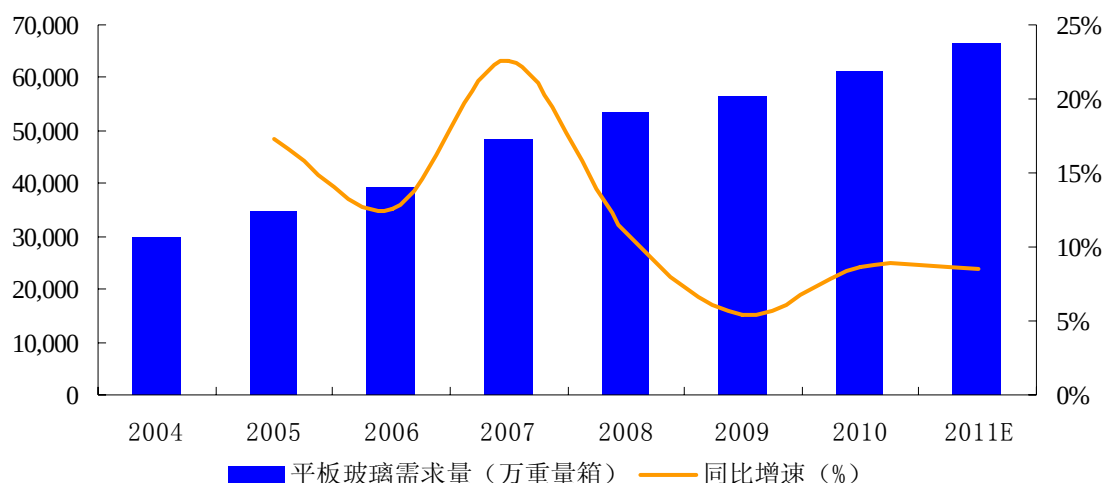


三、 玻璃行业关注细分领域的增长

3.1 玻璃需求量达到 6.7 亿重箱

紧缩货币政策的执行下国内投资将会减缓，再加上房地产受制于调控政策、汽车行业受制于补贴政策的退出，今年玻璃需求仍不乐观。根据对固定资产投资的分析，预计今年全国平板玻璃需求量将达到 6.7 亿重箱，同比增长 9%。

图 33 2004 年以来玻璃行业销量变化情况



资料来源：wind、中投证券研究所

3.2 玻璃供给达到 7.33 亿重箱

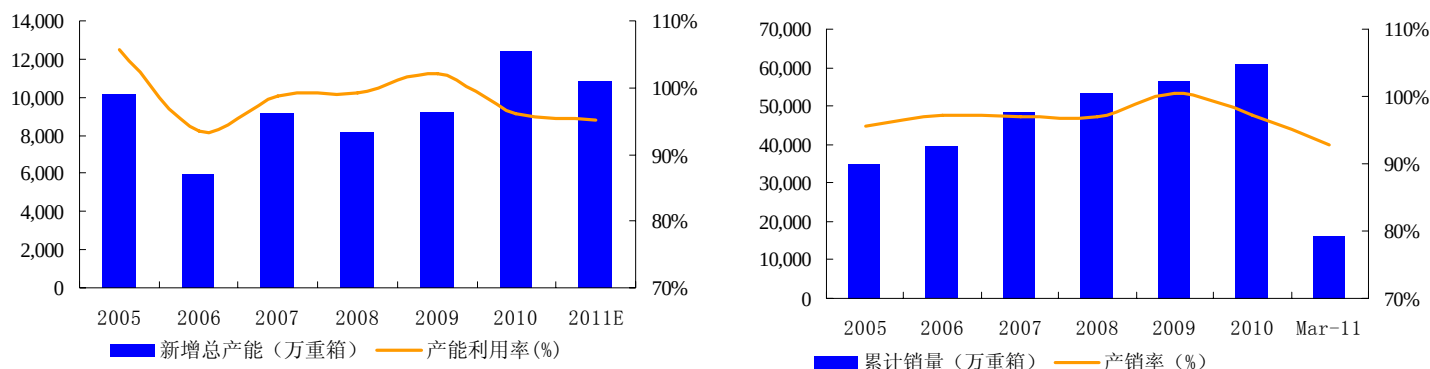
2011 年玻璃行业延续去年迅速扩张的趋势，我们预计全年浮法玻璃实际产能将达到 7.33 亿重箱，相比 2010 年的 6.3 亿重箱，增速达到 16.3%。相对于 6.7 亿重箱的需求量而言，行业供大于求格局明显。

具体来看，今年拟新增生产线 32 条，产能 11460 万重箱；冷修后点火生产线 6 条，产能 1290 万重箱；需进行冷修生产线 7 条，产能 1940 万重箱；今年计划淘汰的 2600 万重箱，增加产能共达到 8210 万重箱。假设产能全年均匀释放，则 50% 将于今年实际释放，增量为 4105 万重箱。而 2010 年新增产能对今年影响约为 6189 万重箱，则今年实际玻璃产量将达到 7.33 亿重箱，同比增长 16.3%。

从今年前五个月情况来看，已有新线 11 条与冷修线 5 条投产，这意味着下半年仍有 21 条新线与 1 条冷修线投产，下半年玻璃行业供给仍将维持较大的供给压力。从目前销量情况看，一季度玻璃产销率仅 93%，而过去几年产销率一般都在 97% 以上水平；而库存量增速也远高于销量增速。我们预计，玻璃行业供大于求的格局在下半年不会出现根本改变。

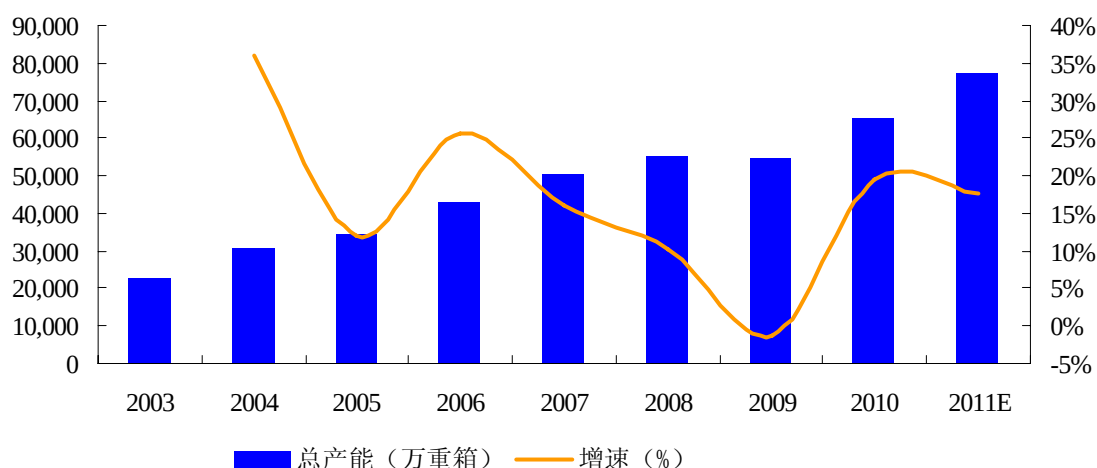
图 34 2005 年以来玻璃行业产能年度新增情况

图 35 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 36 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

3.3 LOWE 玻璃市场增长稳定

我国每年建筑能耗占全社会总能耗近三成，在我国转变经济发展方式的“十二五”期间，建筑节能产品有望得到进一步推广。LOW-E 玻璃对远红外线有较高反射作用，同时对可见光有较高的透射率，能够保证“冬暖夏凉”的效果，因而节能性显著。

目前我国公用市场在使用 LOW-E 玻璃已经开始普及，但民用市场尚未真正打开。随着消费的升级，住宅将为 LOW-E 玻璃提供广阔的市场空间。根据我们推算，未来五年国内 LOW-E 玻璃市场有望保持约 25% 的年均增速，2015 年需求量将达到 2.38 亿 m²。

表 9 国内 LOW-E 玻璃市场需求测算

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
玻璃总产量(万重箱)	36,574	40,499	49,748	55,185	56,073	63,026	73,320	80,652	88,717	97,589	107,348
增长率 (%)		11%	23%	11%	2%	12%	16%	10%	10%	10%	10%
玻璃总产量(万吨)	1,829	2,025	2,487	2,759	2,804	3,151	3,666	4,033	4,436	4,879	5,367

建筑玻璃比例 (%)	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
建筑玻璃用量 (万吨)	731	810	995	1104	1121	1261	1466	1613	1774	1952	2147
建筑玻璃用量 (亿m ²)	4.9	5.4	6.7	7.4	7.5	8.4	9.8	10.8	11.9	13.1	14.4
中空玻璃比例 (%)	20%	23%	25%	30%	35%	38%	40%	42%	44%	45%	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	5.9	6.6
中空玻璃中 LOW-E 比例	10%	12%	15%	19%	22%	25%	28%	30%	32%	34%	36%
LOW-E 玻璃用量 (亿m ²)	0.10	0.15	0.25	0.42	0.58	0.80	1.10	1.36	1.67	2.00	2.38
LOW-E 玻璃增长率 (%)		53%	67%	69%	37%	39%	37%	24%	23%	20%	19%

资料来源: wind、中投证券研究

从品种看上, LOWE 玻璃分为离线与在线两种镀膜方式。其中, 离线镀膜产品有多种颜色, 但由于膜系易氧化, 需合成中空玻璃使用, 价格也较高, 适合于公用市场。在线镀膜产品颜色单一, 可单片使用, 批量化生产能够降低其成本。

目前来看, 国内大部分市场仍被离线 LOWE 产商占据, 最典型的是南玻公司, 它在国内高档市场的占有率达到 40% 以上。由于未来行业增长点来自于住宅, 各大企业均开始投资在线 LOWE 产品, 其中包括上海耀皮、南玻等。虽然, LOWE 玻璃产能在未来两年产能释放较快。但我们在玻璃中, 最看好的还是这一领域。这一领域具有两个重要的特质是其他产品不具备的。首先, 市场容量大。其次是成长性好。

表 10 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

3.4 超白压延产能投放加快, 供给压力增大

近两年全球光伏行业快速增长, 而晶硅电池占据了约 80% 的比重。由于超白压延玻璃与 TCO 玻璃是晶硅电池与薄膜电池组件的必备部分, 其需求直接受到光伏装机量的影响。

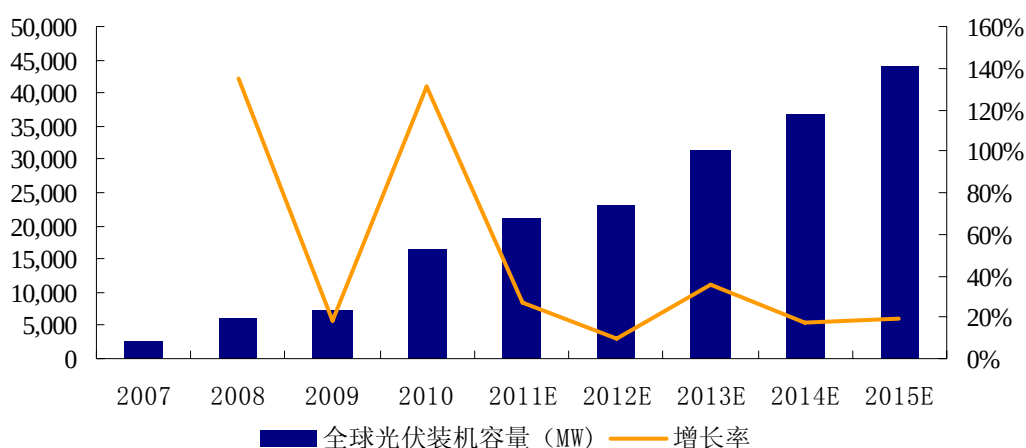
2010 年, 全球光伏装机容量达到 16.63GW, 较 2009 年的 7.2GW 增长 130%。据欧洲光伏产业协会 EPIA 的最新数据, 乐观预测 2011 年全球新增装机容量有望达到 21.15GW, 增速 27.2%。其中, 美国与意大利将为成为行业增长的两大动力。

2010 年意大利装机量为 2.3GW, 今年预计将达到 3-5GW 的水平。今年 5 月份意大利出台了新的太阳能补贴法案, 提出今年 6 月至年底光伏上网电价将

逐步下调，随后每半年下调电价直到 2016 年底。该法案的出台仍使市场充满不确定性。但如果意大利要实现 2016 年总装机容量 23GW 目标的话，以目前 3.5GW 的总装机量计算，则每年新增装机量约 3GW，这仍是个稳定增长的市场。虽然欧洲去年的高增长在未来持续可能性较小，但其它新兴市场有望弥补；未来数年内，中国、印度、东南亚、拉美等国有望成为快速增长的区域。当然，各国政策依然是影响光伏市场发展的重要制约因素。

未来几年光伏市场增速将会减缓，预计至 2015 年全球新增装机容量达到 43.9GW，对应年均复合增长率 21%。

图 37 全球光伏装机容量预测



资料来源：EPIA、中投证券研究所

超白压延玻璃是晶硅电池所必需的盖板玻璃，目前全球晶硅电池在光伏电池中占比约 80%，而我国提供了全球所需的 80% 的超白压延玻璃。我们预测 2011 年全球晶硅电池产量将达到 16GW 以上，对我国超白压延玻璃的需求将达到 1.26 亿 m²；预计 2014 年需求量将增至 2.24 亿 m²，年均增速为 16%。

表 11 国内未来超白压延玻璃需求测算

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
全球光伏装机容量 (MW)	2,594	6,090	7,203	16,629	21,145	23,155	31,360	36,670	43,900
增长率		134.8%	18.3%	130.9%	27.2%	9.5%	35.4%	16.9%	19.7%
全球晶硅电池产量 (MW)	2,194	5,198	5,302	13,129	16,145	17,155	22,579	26,036	30,730
晶硅电池占比		85.4%	73.6%	79.0%	76.4%	74.1%	72.0%	71.0%	70.0%
超白压延玻璃需求量 (万 m ²)	2194	5198	5302	13129	16145	17155	22579	26036	30730
对我国超白压延玻璃需求量 (万 m ²)	3,019	4,462		10,652	12,593	13,209	17,160	19,527	22,433
占比		86%		81%	78%	77%	76%	75%	73%

资料来源：EPIA、中投证券研究所

由于 2010 年光伏行业高景气，吸引了大量玻璃产商投资超白压延玻璃线的热情，但大量产量的释放下行业供给压力将会不断加大。据我们的初步统计，

截止 2010 年底，国内主要的超白压延玻璃生产线共有 17 条，日熔量达到 3900 吨，折合年产量约 1.06 亿 m²。

2011 年，各大产商均有大规模的产能扩张计划，确定投产的生产线共有 9 条，新增日熔量达 4600 吨，折合年产量为 1.15 亿 m²。2012 年大型厂商拟投产生产线共有 6 条，新增 3100 吨，折合年产量为 7750 万 m²。

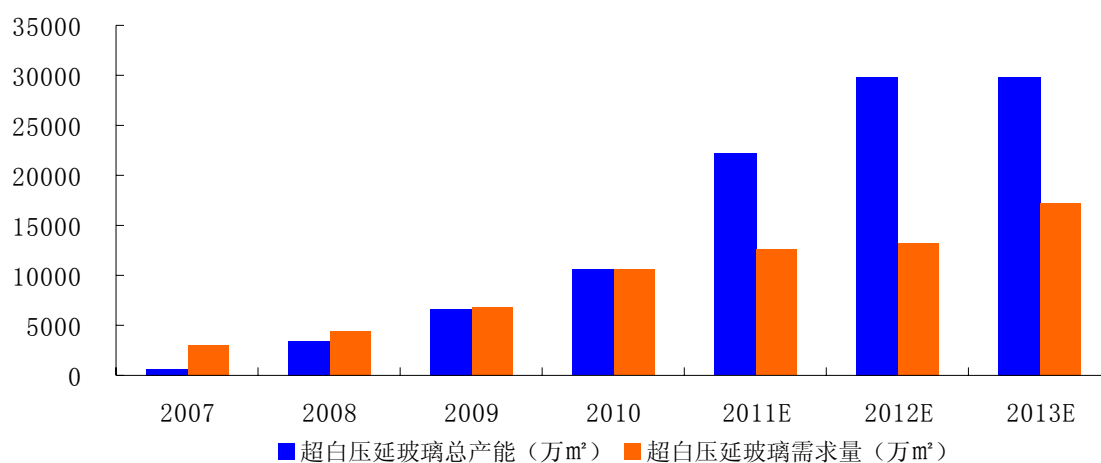
从供求情况看，今年我国超白压延玻璃新增供给量为 1.15 亿 m²，可满足的晶体硅电池为 11.5GW，约相当于全球新装机容量的一半。从另一角度看，我们测算今年对我国超白压延新增需求约 2000 万 m²，对于消化新增的 1.15 亿 m² 产能，需要一定时间。今年的新增产能大部分已经于上半年投产，因此预计下半年行业供给压力将会开始显现，预计近两年行业将保持供大于求的格局。

表 12 今明两年国内超白压延厂商扩张计划

公司	地点	产能 (T/D)	年产能 (万 m ²)	投产时间
2011 年投产生产线				
南玻	东莞	650	1625	2011 年 10 月
福莱特	安徽凤阳	500*2	2500	2011 年 5 月
耀皮	常熟	250	625	2011 年 1 月
中航三鑫	蚌埠	600	1500	2011 年 4 月
信义	天津	500	1250	2011 年 4 月
	芜湖	500	1250	2011 年 3 月
中俊新能源	无为	550*2	2750	2011 年 5 月
2012 年拟投产生产线				
南玻	河源	650	1625	2012 年 3 月
信义	芜湖	500	1250	2012 年中
	芜湖	500	1250	2012 年中
中航三鑫	海南	500	1250	2012 年 2 月
中国建材		700	1750	2012 年(估计)
河北东旭	锦州	250	625	2012 年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 38 我国超白压延玻璃供求情况



资料来源：各公司公告、EPIA、中投证券研究所

3.5 TCO 玻璃技术门槛高，未来增长空间大

近年来薄膜电池量发展迅速，但占光伏电池产量仅 20%，明显低于晶硅电池，最大的劣势来源于转换效率的低下。2010 年全球薄膜电池组件产量约达到 3.5GW，占比约 21%。我们预计未来五年全球薄膜电池占比有望持续提高，但超过晶硅电池的可能性不大。2011 年全球薄膜组件量可达到 5GW，增长 23.6%；乐观预计，至 2015 年其产量有望增至 13GW，对应年均复合增速 30%。

TCO 玻璃是指在平板玻璃表面通过物理或化学方法镀上一层透明的导电氧化物薄膜，在薄膜电池中充当正极。预计 2011 年全球 TCO 玻璃需求量约 7500 万 m²，市场容量仅 75 亿元。未来若薄膜电池产量保持 30%以上增速，则 2015 年全球 TCO 薄膜市场容量有望扩至 190 亿元。

供给方面，由于目前 TCO 玻璃技术门槛较高，绝大部分产品仍由国外生产商提供。国内大型玻璃产量近两年开始积极进入，但目前仅南玻 46 万 m²的 TCO 生产线已实现量产，信义、中航三鑫、秀强等公司产品仍处于试生产阶段。总体而言国内进展相对缓慢，国内企业能否突破技术，分享 TCO 玻璃行业的高利润，仍有待跟踪。

表 13 国内未来太阳能玻璃需求测算

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
全球光伏装机容量 (MW)	2,594	6,090	7,203	16,629	21,145	23,155	31,360	36,670	43,900
增长率		134.8%	18.3%	130.9%	27.2%	9.5%	35.4%	16.9%	19.7%
全球薄膜电池产量 (MW)	400	892	1,901	3,500	5,000	6,000	8,781	10,634	13,170
薄膜电池占比	15.4%	14.6%	26.4%	21.0%	23.6%	25.9%	28.0%	29.0%	30.0%
TCO 玻璃需求量 (万 m ²)	800	1,784	3,802	5,250	7,500	9,000	13,171	15,951	19,755
增长率		123.0%	113.1%	38.1%	42.9%	20.0%	46.3%	21.1%	23.8%

资料来源：EPIA、中投证券研究所

表 14 国内产商 TCO 玻璃投产计划

公司	地点	品种	技术	年产能 (万 m ²)	投产时间	进展
大连旭硝子	大连	FTO	在线		2010 年 1 月	
				46	2010 年 3 月	量产
南玻 A	深圳	FTO	CVD 法	160	2012 年初	
				240	2012 年底	
信义玻璃	芜湖	AZO	磁控溅射	68	2009 年底	
				313	2010 年 7 月	
中航三鑫	海南		PPG 在线	1000	2011 年 1 月	试生产
秀强玻璃	江苏	AZO	磁控溅射	210	2012 年底	目前 30 万 m ² 试生产

资料来源：各公司公告、中投证券研究所

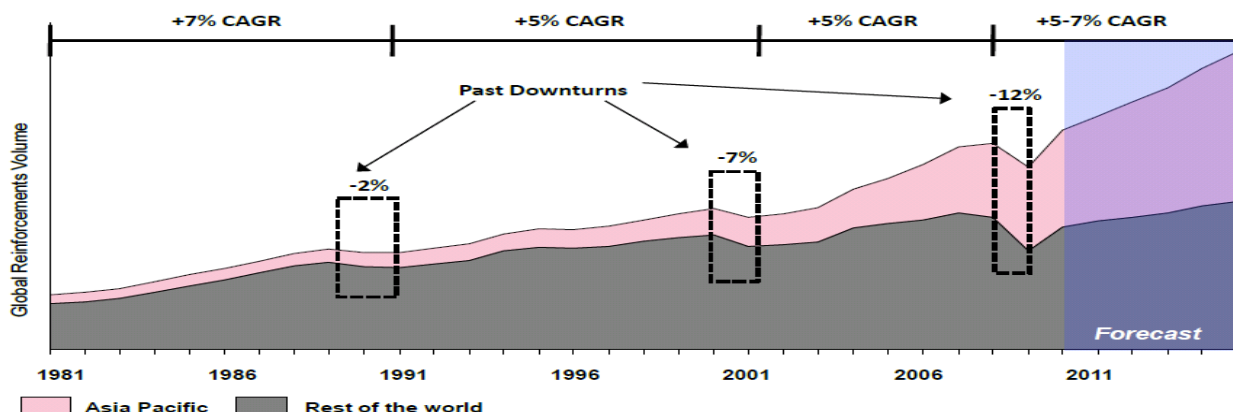
四、玻璃纤维：供求情况持续改善，国内为长期需求最大看点

4.1 行业需求：全球经济复苏，新周期开始

2008 年金融危机下，全球增强材料需求大幅下降 12%，国内外各大公司库存积压，多条生产线停产。不过 2009 年以来，经济开始复苏，玻纤行业开始好转。根据欧文斯康宁公司观点，目前玻纤行业正从历史低点中走出，2010 年全球玻纤需求已经超过 2008 年经济危机前的水平，玻纤行业开始进入一个较强的盈利周期。

据国外的“Research and Markets”公司预测，2010 年全球玻纤需求约为 435 万吨，未来两年增长率将保持在 11%-12%，则今明两年全球玻纤需求将增至 483 万吨与 541 万吨。另外，该公司还预计未来五年全球需求复合增速达到 6.3%，则 2015 年全球玻纤需求将达到 590 万吨。

图 39 OC 关于玻璃增强材料需求预测



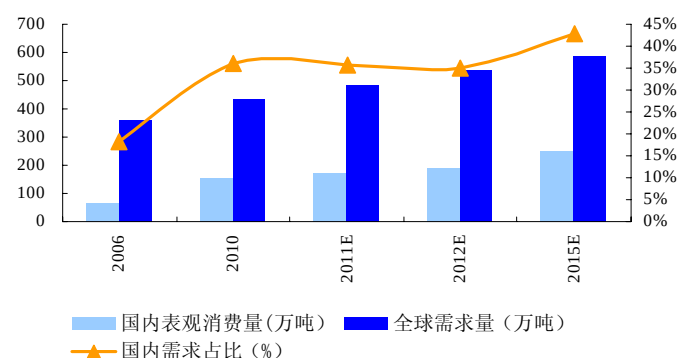
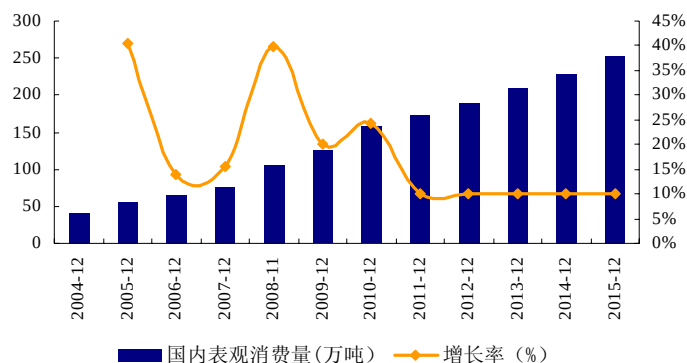
资料来源：OC 资料、中投证券研究所

由于我国玻纤下游开发力度不如国外，因此大部分产量用于出口。但危机期间，在出口需求大幅下滑情况下，国内需求起了重要弥补作用，未来国内需求将逐步替代出口市场。根据 OC 公司的预计，未来五年中国将会是全球玻纤行业增长最快的国家，年均增速将达到 10% 以上，且最终将超越美国成为最大的消费市场。

从 2004 年至 2011 年间，我国国内玻纤的表观消费量从 40.63 万吨增至 157 万吨，年均复合增速达到 25.3%。假设未来五年国内玻纤需求以 10% 的速度增长，则 2015 年国内玻纤需求将达到 252 万吨。若全球 2015 年需求达到 590 万吨，国内消费所占比重将由 2006 年的 18% 增到 43%，中国将成为全球最大的生产国与消费国。

图 40 国内玻纤表观消费量情况

图 41 我国玻纤需求占全球需求比重预计



资料来源：中国建材信息网、中投证券研究所

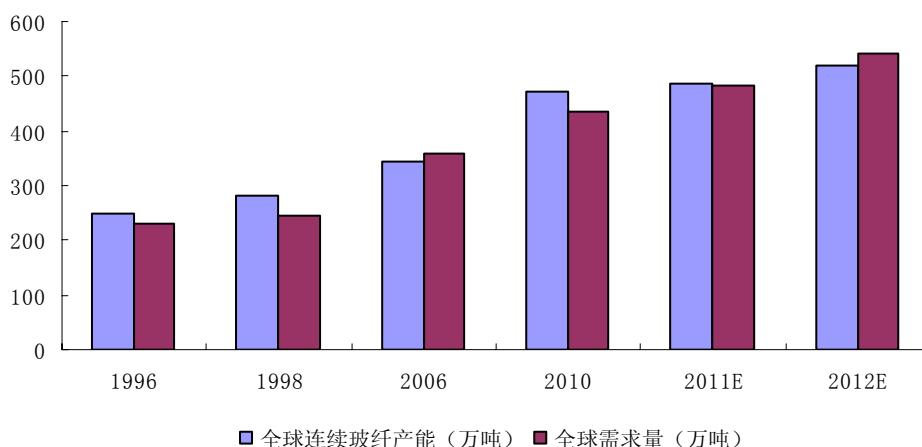
4.2 产能转移基本完成，近几年产能扩张趋于谨慎

从2000年开始，由于成本优势突出，再加上国内池窑技术应用的不断成熟，国外产能转移向我国转移。2001-2008年全球玻纤行业供应复合增速约7%，我国达到接近30%，明显高于全球水平。目前我国产量已超过全球的50%，产能转移已经基本完成。

受金融危机影响，玻纤行业进入低谷，大量生产线关闭。2009年下半年，需求开始好转，但目前部分企业停产，国外产能利用率低于80%，OCV仅为50%。企业复产或扩产计划变得较为谨慎，玻纤产能增长缓慢。

根据法国JEC复合材料杂志的统计，2010年全球粗纱与纺织纱的产能合计471.5万吨。预计2011年、2012年全球产能为488万吨、520万吨，对应年均增速仅1%-2%。从需求来看，2010年产量约为435万吨，2012年增至541万吨。因此今明两年供求压力将持续改善。

图 42 全球玻纤行业供求情况预测



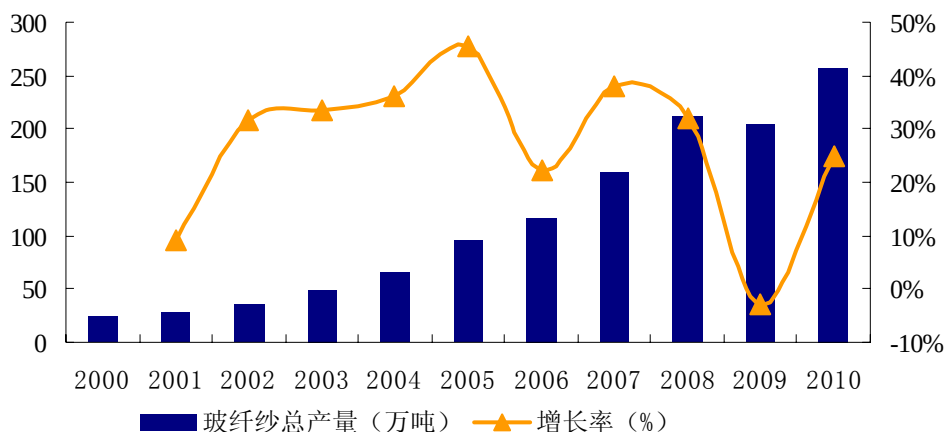
资料来源：玻纤行业协会、中投证券研究所

国内来看，2001-2008年是玻纤产能迅速扩张的时期，危机影响后的2009年，部分企业关闭产能。2010年，三大企业产能均有所扩张，但相对于危机前来看，实际产能增速明显放缓。

2010年，我国玻纤产能在250万吨左右。2011年初以来，仅欧文斯科宁在余杭开发区8万吨新线投产；巨石2万吨新线与重庆国际8万吨线未确定投

产时间，预计今年国内新增产能仅 10 几万吨，而十二五规划玻纤产量将增至 280 万吨，供给增速远低于需求 10% 左右的增速。

图 43 我国近年来玻纤总产量情况



资料来源：玻纤行业协会、中投证券研究所

五、重点公司

5.1 天山股份

■ 公司是疆内水泥龙头企业，市场占有率超过 40%。2010 年，新疆水泥产量 2400 万吨，公司疆内水泥产量约 1000 万吨，市场占有率达 42%，是疆内的水泥龙头企业。

■ 未来三年疆内产能翻两番，年均复合增长达到 45%；疆内产能比例提高将使得公司对新疆水泥价格上涨的业绩弹性增加。目前公司在建和拟建的新型干法熟料生产线多达 15 条，新增水泥产能高达 2560 万吨，预计到 13 年可以全部投产，年均复合增长率达到 45%。上述生产线投产后公司疆内产能将达到 3820 万吨，在公司的产能占比从目前的 64% 提高至 84%，随着新疆水泥价格上涨，公司的业绩弹性会增加。

■ 混凝土搅拌站建设将增强公司对渠道的控制力，同时分享混凝土市场的繁荣。10 年以来公司已建或拟建混凝土搅拌站的搅拌能力达到 370 万方，是 09 年之前 180 万方搅拌能力的 2 倍。混凝土搅拌站建设将增强公司对终端市场的控制力，同时将全面分享疆内混凝土市场的繁荣。

■ 公开增发解决公司资金压力，对业绩摊薄幅度可能在 16-20%。公司运营效率的提高使得 10 年经营活动现金净流量增加 54%，同时 15 亿元的权益性融资和良好的盈利状况使得公司资产负债率从年初的 75.84% 大幅下降至年底的 58.74%。但是由于公司仍有 15 条新型干法生产线的投资计划，资金需求高达 90 亿，资金压力明显。但 28 亿元的公开增发有利于缓解资金压力，增发后对每股收益的摊薄幅度可能在 16-20%。

■ **投资评级“推荐”**。预测公司 11-13 年 EPS 为 2.63、3.44、4.43 元，对应 11 年 14.8 倍 PE，估值不贵，给予推荐评级。

表 15 天山股份盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5705	7632	9674	12785
营业成本	4056	5064	6463	8675
营业税金及附加	37	51	64	84
营业费用	339	496	611	815
管理费用	459	534	711	925
财务费用	185	214	259	293
资产减值损失	90	60	40	20
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	38	25	27	28
营业利润	578	1238	1554	2002
营业外收入	207	264	343	415
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	777	1493	1888	2407
所得税	101	171	231	285
净利润	675	1322	1657	2122
少数股东损益	170	300	320	400
归属母公司净利润	505	1022	1337	1722
EBITDA	1109	1879	2287	2898
EPS (元)	1.30	2.63	3.44	4.43

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.2 青松建化

■ **未来三年产能扩张速度年复合增速达到 45%以上**。公司在建和拟建的生产线有 7 条，将新增水泥产能 1460 万吨，预计在 2013 年前可以陆续投产，届时公司产能将从 2010 年的 665 万吨增加至 2125 万吨，年均复合增长达到 45%以上。

■ **北疆产能比例可能逐步提高**。按照权益产能计算，公司目前在北疆的产能比例仅为 24.4%，是 2004 年以来的最低点，按照公司目前的产能扩张计划，2012 年以后公司在北疆的产能比例将逐渐提高至 32-45%。而据我们的草根调研，目前北疆单吨水泥的利润水平高于南疆 40 块钱以上。如果这种状态保持不变的话，公司在北疆权益产能比例的提高将有助于公司盈利能力的提高。

■ **非公开发行缓解公司资金压力，业绩摊薄 27%**。预计未来三年公司固定资产投资高达 46 亿元，超过公司 10 年底的总资产规模，尤其近两年资金缺口较大，通过非公开发行，公司投资的资金缺口将得到有效缓解。但由于发行规模较大，对业绩摊薄 27%，影响较为明显。

■ **投资评级“推荐”**。预测公司 11-13 年 EPS 为 1.26、1.98、2.79

元，对应 11 年 17.8 倍 PE，估值基本合理，给予推荐评级。

表 16 青松建化盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1754	2709	4114	5870
营业成本	1249	1671	2542	3697
营业税金及附加	16	24	38	54
营业费用	42	69	102	145
管理费用	148	231	345	496
财务费用	49	61	85	101
资产减值损失	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	20	70	120
营业利润	263	669	1066	1492
营业外收入	114	142	180	250
营业外支出	12	14	23	40
利润总额	365	796	1223	1703
所得税	47	119	183	255
净利润	319	677	1039	1447
少数股东损益	14	75	90	110
归属母公司净利润	305	602	949	1337
EBITDA	489	975	1495	2030
EPS（元）	0.64	1.26	1.98	2.79

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.3 海螺水泥

■ **需求旺盛，限产保价使高利润阶段在 1 季度超预期延续。**华东地区 1 季度水泥价格持续高企，上海，江苏，浙江 P.042.5 水泥价格一直维持在 450 元/吨以上的价格远远超出了我们在去年 12 月份的预计，从而保证公司在 1 季度实现吨毛利 125 元，同比增长近 100%，因此公司 1 季度业绩大幅度超出我们在年初预期。我们认为导致这种超预期的主要因素有二：1、需求增速超预期，1 季度房地产投资增速并没有出现明显下滑，全国仍高达 34%，而华东区域首房地产投资影响相对其他区域更为明显。2、华东各水泥企业在经历去年上半年几乎全行业亏损的情况下。在价格较为满意的情况下，在春节期间实施了产能的协同。从而保证了水泥的高价格和高利润水平。

■ **4、5 月份江苏浙江的电力供应紧张可能促使水泥价格仍保持高位。**据传，江苏浙江由于今年夏天可能出现电力供应紧张，行业内都希望这种限电能让水泥价格在高位持续时间延长，甚至进一步上涨。目前我们并不掌握江浙地区缺电的可能幅度。但从行业内了解，由于缺电引起的限产力度可能远远小于去年由于节能减排的幅度。去年的水泥价格暴涨是因为节能减排的限电一致延续到 10 到 11 月的需求旺季，而由于缺电导致的限电可能仅限于 7-8 月份。所以预期限电可能会导致水泥价格在目前位置

进一步暴涨可能性偏小，但维持高价位的时间进一步延长则是有可能的。当然这还取决于紧缩的货币政策对水泥需求增速在 2-3 季度的影响幅度。

■ **维持“推荐”评级。**在考虑到下半年到明年水泥需求增速减缓的背景下，我们预计公司 11-13 年摊薄后的 EPS 分别为 1.84、1.89 和 2.16 元。目前 13 倍左右的市盈率基本合理，给予“推荐”的投资评级。

表 17 海螺水泥盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	34508	42900	47500	53750
营业成本	23437	25986	29975	33855
营业税金及附加	163	262	290	328
营业费用	1546	2145	2375	2688
管理费用	1254	1416	1568	1774
财务费用	481	609	560	469
资产减值损失	40	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	27	20	30	40
营业利润	7616	12502	12763	14678
营业外收入	489	300	400	400
营业外支出	27	0	0	0
利润总额	8078	12802	13163	15078
所得税	1724	2732	2809	3218
净利润	6354	10070	10354	11860
少数股东损益	183	333	342	392
归属母公司净利润	6171	9737	10012	11468
EBITDA	10116	15478	16314	18727
EPS (元)	1.75	1.84	1.89	2.16

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.4 冀东水泥

■ **在建生产线陆续投产是公司收入增长的主要原因。**滦县二期、三友二期、唐山启新三条 4000t/d 水泥生产线和唐县一期、大同二期、陕西凤翔、山东烟台四条 4500t/d 水泥生产线去年四季度陆续投产，使公司非合营公司水泥产能增加将近 50%，是今年一季度收入增长 74%的主要原因。

■ **一季度毛利率创近 5 年来最好水平。**一季度公司毛利率达到 27.2%，高于去年同期的 24.1%，毛利率上升的主要原因是占公司业务半壁江山的河北和内蒙古一季度水泥价格出现一定程度上涨。水泥价格上涨同时也解释了收入增速高于产能增速。

■ **投资收益和营业外收入减少、所得税费用增加导致一季度亏损。**由于陕西水泥价格一季度同比下降了 70 元/吨，导致扶风、泾阳等合营、联营公司的投资收益从去年同期的 5154 万元降至亏损 2586 万元；资源综合利用增值税退税的减少，导致公司营业外收入减少 2945 万元；由于控股子公司一季度利润同比增幅较大，公司的所得税费用从去年同期的 1345 万元增加至 4246 万元，上述三项因素综合导致公司一季度亏损。

■ **经营性现金净流量大幅改善。**一季度公司经营性现金净流量从去年同期的 - 5.79 亿元增加至 - 0.55 亿元，原因有二：一是预收账款从 4.6 亿元增加至 6.6 亿元，二是预付账款从 19 亿元下降至 14 亿元，我们认为经营性现金流的改善说明公司在产业链上的议价能力在增强，主要业务区域市场有望保持相对景气。

■ **给予“推荐”评级。**我们预测公司 11-13 年 EPS 为 1.58、1.87、2.28 元，目前 14.5 倍市盈率基本合理，给予推荐评级。

表 18 冀东水泥盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11064	14973	17859	20664
营业成本	7558	10106	12144	14051
营业税金及附加	75	107	124	144
营业费用	404	546	652	754
管理费用	1062	1478	1763	2040
财务费用	541	780	857	814
资产减值损失	19	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	331	250	280	300
营业利润	1736	2185	2580	3141
营业外收入	305	424	488	556
营业外支出	51	60	70	80
利润总额	1990	2549	2998	3617
所得税	421	459	540	651
净利润	1568	2090	2458	2966
少数股东损益	170	180	190	200
归属母公司净利润	1398	1910	2268	2766
EBITDA	3139	4210	5077	5812
EPS (元)	1.15	1.58	1.87	2.28

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.5 华新水泥

■ **一季度销量同比增长 29.33%。**1 季度公司水泥熟料总销量达到 657 万吨，同比去年的 507 万吨，增加了 29.33%。值得一提的是公司为了保证湖北市场价格，在 1 季度对公司湖北区域的主要产能进行了限产，限产幅度在 20 万吨左右，1 季度含去年收购的长阳和襄樊的生产线后在湖北的销量为 330 万吨，与去年基本持平。新增量主要来自云南、湖南、四川、西藏等产能在今年的充分发挥。

■ **价格成本均有所上涨，但价格涨幅较大，毛利率提升 15 个百分点。**1 季度公司产品价格和单位成本均有所上涨。价格上涨的原因主要是众所周知的去年节能减排以后，企业间协同加强，在 1 季度共同实施停产检修，保证了高价位，目前公司产品含税综合价位保持在 357 元/吨，较 1 季度上调 6-7 元。而成本的上升则是因为煤炭价格上涨和公司主动限产后单位固定成本增加。由于单价提高幅度在 25%，单位成本提高幅度为 10%，公司毛利率提高了约 15 个百分点。单位毛利从去年 1 季度的 37.85 元提高到今年 1 季度的 78.82 元；

■ **后续的景气还是取决于需求面。**我们认为宏观调控力度的偏弱导致了目前的高通胀和水泥行业的高景气持续。而所谓的“价格联盟”只是在这种背景下维持这一高盈利状态的补充因素，它对行业景气的影响起到的作用是“锦上添花”，而非“雪中送炭”。因此未来水泥板块的走势还是取决于宏观调控的效果合适显现以及调控对水泥需求影响的程度；

■ **给予“推荐”的投资评级。**我们预计，公司 11-13 年摊薄后的 EPS 分别为 1.26、1.15 和 1.21 元。目前 17 倍左右的市盈率基本合理，给予“推荐”的投资评级。

表 19 华新水泥盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8469	11348	12565	13216
营业成本	6583	8418	9501	10090
营业税金及附加	98	141	156	164
营业费用	451	601	666	700
管理费用	391	449	603	634
财务费用	305	433	483	428
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	1	1	1
营业利润	691	1306	1157	1200
营业外收入	149	160	180	200
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	831	1457	1328	1391
所得税	171	291	266	278
净利润	660	1165	1062	1113
少数股东损益	87	146	133	139
归属母公司净利润	573	1020	930	974
EBITDA	1714	2603	2676	2744
EPS（元）	1.42	1.26	1.15	1.21

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.6 南玻 A

公司 5 月 14 日公布将出售全资子公司---广州南玻玻璃有限公司 100%股份予广州博迪与帝耀发展有限公司，转让对价为 4.03 亿元。

■ **4.03 亿元转让广州浮法 100%股权，折价 800 万元。**由于广州城市规划及环保要求，广州浮法所在工业区将规划住宅与商业区，公司需参加“三旧”改造工程，550t/d 与 700t/d 的两条浮法线需要搬迁。本次转让的净资产账面价格 4.11 亿元，股权转让价为 4.03 亿元，相当于折价 800 万元转让，对公司影响不大。另外，广州博迪将借款 3.7 亿元给于广州浮法，用于偿还南玻集团等债权人的债务；支付 1500 万元对广州浮法员工进行安置。新股东还将支付 2500 万元，由南玻集团拆除相关设施。

■ **预计新基地建设在清远,生产线规模有望扩大,改用天然气作为燃料。**公司拟将广州生产线搬迁至清远，按照目前浮法生产线的经济规模，预计生产线为 600T+900T，总投资约 7.5 亿元。公司原计划在广州生产线停产的同时，新基地生产线投入运营，实现生产平滑过渡，目前公司的计划是否能顺利实

施还要看新基地的投产进度。

■ 目前玻璃行业压力仍然偏大，主要盈利来源仍然是太阳能行业。浮法玻璃仍然延续了 1 季度盈利明显下滑的态势，我们预计今年公司浮法玻璃事业部的盈利将下滑 3 个亿以上。而多晶硅一直到 4 月份还是公司盈利的主要来源，4 月份公司多晶硅已经连续两个月月产量超过 220 吨，成本相应下降至 30 美元/公斤左右。

■ 增发工作最快可能在下半年实施。从目前公司增发工作的进展和证监会审批的速度来看，公司定向增发 2.5 亿股的工作最快可能在下半年实施。

■ 维持“推荐”的投资评级。根据我们的盈利预测，公司 11-13 年 EPS 分别为 0.83、0.97、1.18 元。公司估值基本合理，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：太阳能行业与浮法玻璃行业产能扩张过快影响盈利能力。

表 20 南玻 A 盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7744	10298	12499	17392
营业成本	4944	7072	8728	12608
营业税金及附加	7	6	7	8
营业费用	266	350	425	591
管理费用	556	690	812	1096
财务费用	106	81	118	145
资产减值损失	86	36	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	19	35	40
营业利润	1833	2082	2424	2964
营业外收入	59	49	70	70
营业外支出	27	9	10	11
利润总额	1865	2122	2484	3023
所得税	268	233	273	333
净利润	1597	1889	2211	2691
少数股东损益	142	163	189	242
归属母公司净利	1455	1725	2022	2449
EBITDA	2503	2756	3256	4019
EPS (元)	0.70	0.83	0.97	1.18

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.7 金晶科技

公司 4 月 26 日发布 2010 年与 2011 年 1 季度业绩。公司 2010 年实现收入 31.5 亿元，同比增长 36%；实现归属上市公司净利润 3.6 亿元，同比增长 206.9%，对应每股收益 0.61 元，拟每 10 股转增 10 股。2011 年 1 季度，公司实现收入 7.9 亿元，同比增长 12.8%；实现归属上市公司净利润为 7217.9 万元，同比增长 19.52%，对应 EPS 为 0.11 元。

■ 玻璃与纯碱共同支撑业绩超预期，今年业绩增长来自超白玻璃技改产能增加。2010 年 8 月份以后行业旺季需求拉动玻璃价格回升，价格增幅超过 10%。全年营业利润中约 2 亿元来自浮玻；超白玻璃受益太阳能行业高景气，全年生产 11 个月，销量 320 万重箱，贡献营业利润约 1 亿元。纯碱业务受益

行业限电及玻璃旺季需求，11月华东地区价格达至高点2350元/吨，较年初均价增幅90%，全年贡献利润约1亿元。我们预计今年玻璃行业供给压力仍较大、纯碱行业高价情况也不可持续，预计各业务业绩贡献为：浮法玻璃1.5亿元、超白玻璃1.5亿元（公司将技改一条线为超白线）、纯碱2亿元。

■ **去年四季度为盈利高点，一季度已出现快速下滑。**去年四季度在纯碱价格的快速上升带动下，单季毛利率达到25.7%，净利率更是达到18.4%的高点。但今年一季度，随着玻璃价格下调、油价的快速上升，毛利率下滑3个百分点至22.7%，净利率回到9.1%。在目前原材料等成本高企、银行利率不断上调的情况下，盈利能力的下滑符合预期，去年四季度应该为中短期的盈利高点。

■ **超白玻璃与LOWE玻璃为未来看点。**公司今年计划将本部防紫外线生产线技改为超白线，使超白玻璃产能增长50%。另外，公司将利用15.76亿元募集资金开拓建筑节能与太阳能领域。项目包括2条600T/D的太阳能电池基板生产线以及1000万m²的LOW-E生产线，将分别于2012年二季度与四季度投产，业绩将于2013年得到较大程度释放。

■ **公司现金流情况良好。**公司目前公司负债率仅44%，较前两年有明显下降，主要是募集资金到位影响。从现金流情况看，去年经营性现金流4.8亿元，与6.1亿元的资本性支出相差1.3亿元。公司募投资金到账后，现金流较为充裕。

■ **维持“推荐”投资评级。**我们预计公司11-13年的EPS为0.55、0.70、0.96元。维持对公司“推荐”的投资评级。

风险提示：玻璃行业与纯碱行业供求压力对业绩的影响。

表 21 金晶科技盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3146	3624	4375	5280
营业成本	2425	2808	3363	3969
营业税金及附加	21	24	29	35
营业费用	83	94	116	137
管理费用	111	127	153	185
财务费用	141	132	145	151
资产减值损失	2	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	35	35	35	35
营业利润	397	471	600	834
营业外收入	50	36	41	39
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	444	508	641	873
所得税	69	102	128	175
净利润	375	406	513	698
少数股东损益	15	15	15	15
归属母公司净利润	360	391	498	683
EBITDA	836	852	1033	1315
EPS（元）	0.61	0.55	0.70	0.96

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.8 中航三鑫

公司 3 月 4 日公布定向增发方案，拟以不低于 16.54 元/股的价格，募集不超过 20.75 亿元，投资于太阳能、航空、电子浮法玻璃及相关深加工与研发项目。

■ **再启股权融资募 20.75 亿元，加速增投特玻业务。**公司本次公布的项目全部位于海南基地，包括 600T/D 航空与太阳能玻璃、500T/D 超白压延线、350T/D 航空仪表与电子浮法线、海南光伏玻璃深加工线、余热发电站与研发中心。除了 600t/d 的航空与太阳能玻璃线为原来公告的海南 4#线外，其它均为新增。由于生产线本次生产线的资金来源均拟使用募集资金，需 20.75 亿元。

■ **从投资方向看，新增投资主要集中于为太阳能、航空与电子玻璃领域。**
①2010 年光伏行业的高景气坚定了公司投资太阳能玻璃的决心：1 月底公司公布在蚌埠投资 900 万 m²超白压延深加工线；此次又在海南增投 500T/D 超白压延线。该线投产后公司超白压延玻璃日熔量将达到 1350T/D，折合年产量 3375 万 m²。②航空玻璃方面，公司 1 月公布与航材院合资建立北京航空玻璃有限公司。在生产线上，除原计划 4 号线进行生产航空玻璃外，本次又增加了航空仪表玻璃生产线。另外，公司拟参与北京航材新材料技术工程股份有限公司的定向增次，进入航空材料公司。因而航空玻璃将成为公司未来除幕墙、太阳能玻璃外的重要业务。③公司海南 1#线原为电子浮法玻璃生产线，本次再新增一条线。但据了解，目前海南 1 线主要用于生产汽车玻璃，因而此领域的开拓有等关注。

■ **未来凤阳特玻基地需 35 亿元，今后股权融资可能性仍较大。**公司 3 月 1 号公布了与凤阳县的合同，预计分三期建设中航三鑫（凤阳）特玻生产基地，总投资共 35 亿元。项目都覆盖范围宽广，包括汽车玻璃、镀膜玻璃、超白玻璃、电子薄玻璃与超薄玻璃，项目将于 2015 年竣工。公司在凤阳再建特玻基地，有利于拓展长三角市场。但如此大的投资额度，未来再启股权融资的可能较大。

■ **盈利预测：**我们预计公司 11-13 年的销售收入将由 36.19 亿增长至 59.1 亿，对应的全面摊薄后 EPS 分别为 0.15，0.35，0.39 元。

■ **风险提示：**特玻业务投产时间及市场销售情况可能影响公司未来业绩的释放。

表 22 中航三鑫盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2330	3619	5353	5910
营业成本	1952	2932	4162	4593
营业税金及附加	52	81	120	133
营业费用	67	127	187	207
管理费用	123	179	265	293
财务费用	31	94	142	168
资产减值损失	7	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	100	198	466	507
营业外收入	7	5	6	6
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	104	201	469	510
所得税	20	44	103	112
净利润	83	157	366	398
少数股东损益	19	34	84	87
归属母公司净利润	64	123	282	311
EBITDA	206	383	755	868
EPS (元)	0.16	0.15	0.35	0.39

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.9 秀强股份

■ **彩晶玻璃仍是目前主要业务，业绩贡献占四成。**一季度彩晶玻璃收入 7456 万元，占收入比重 41%。公司募投项目的 150 万平米已于去年开始贡献业绩，目前总产能达到 280 万平米。2010 年全年销量 201 万平米，今年预计达到 260-280 万平米，增幅 30% 以上。公司未来向高档化产品倾斜，把握如海尔之类的重点客户。彩晶目前毛利率达 36.3%，预计今年玻璃价格下滑，将有助于该业务盈利能力提升。相对来说，层架与盖板玻璃将较为稳定，一季度收入共约 6000 万元，占比约 30%。

■ **晶硅电池封装玻璃为今年另一增长点，收入占比可增至 20%。**公司晶硅封装玻璃去年受益太阳能行业高景气，销量达到 150 万平米，今年有望达到 250 万平米以上，收入占比可提升至 20%。由于 2009 年此业务仅是来料加工，目前为购买原片加工，因此 2010 年毛利率下滑 12 个百分点至 25.6%。预计未来该业务毛利率将保持在 20% 以上。另外，河南天利 250T/D 超白压延玻璃线预计将于今年 7 月份点火。

■ **TCO 玻璃目前仍在小批量测试中，公司预计下半年开始销售。**公司 TCO 玻璃为 AZO 技术，而目前市场上普遍为 FTO 技术，且大多从日本进口。公司认为自身技术与设备自主性使得成本优势明显。目前公司仍处于与下游太阳能产商如强生光电的测试中，有个别参数未调试好，公司预计下半年开始生产销量。长期看，公司计划将 TCO 玻璃产能扩至 210 万平米，但建设进程将依据市场销售情况而定。目前进口 TCO 玻璃毛利率高达 50%，因此该业务情况为公司业绩弹性的最大影响者。

■ **家电玻璃产能扩张，预计将于明年投产。**公司拟将 5000 万元超募资金于四川遂宁建设年产 120 万 m² 玻璃层架/盖板生产线和年产 150 万 m² 彩晶玻璃生产线，预计将于 2012 年投产。另外，晶硅封装玻璃将增至 600 万 m²，产能扩张将为公司今年业绩作支撑。

■ **给予“推荐”的投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.94 元、1.23 元、1.43 元。给予“推荐”的投资评级。

■ **风险提示：**产能释放进程与市场开拓情况。

表 23 秀强股份盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	632	837	1113	1287
营业成本	455	596	799	921
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	41	58	77	90

管理费用	52	69	91	105
财务费用	14	9	10	13
资产减值损失	3	5	5	5
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	66	100	131	153
营业外收入	5	5	6	6
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	69	103	135	157
所得税	10	15	20	23
净利润	60	88	115	134
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	60	88	115	134
EBITDA	97	120	155	186
EPS (元)	0.64	0.94	1.23	1.43

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.10 中国玻纤

■ **全球玻纤行业供求持续改善，中国为长期需求最大增长点。**①2010年全球玻纤需求约 435 万吨，预计今明两年增长 11%-12%，对应需求量 483 万吨与 541 万吨。近两年新增产能较少，2010 年全球玻纤产能 471.5 万吨，预计近两年产能达到 488 与 520 万吨，供求情况有望持续改善。②我国过去 7 年玻纤表观消费量均速 25%，远高于全球水平。金融危机后，玻纤纱进出口增速分别为 75%与 22%，国内需求开始替代出口市场。中国将是未来五年全球增长最快的国家，假设增速 10%，则 2015 年需求为 252 万吨，占全球比重将由目前的 36%增至 43%，中国将成为全球最大生产与消费国。

■ **公司为国内最大玻纤企业，收购与提价推动业绩增长。**目前全球六大玻纤企业市场份额达 84%，垄断格局下大型企业议价能力高。巨石集团目前产能 93.5 万吨，为国内最大玻纤企业。①公司目前持有巨石集团 51%的股权，本次拟向中国建材、振石控股、珍成国际与索瑞斯特发行 1.54 亿股收购巨石 49%股权，公司将全资控股巨石集团，权益产能增长将增厚未来业绩。②2009 年下半年以来，国外大型玻纤企业开始提价，中国玻纤也宣布自 2011 年 1 月 1 日起产品提价 7%-12%，4 月 1 日再次提价约 4%，近日又宣布自 7 月 1 日起提价 10-14%。提价的不断进行印证了下游需求的增长。公司目前所有新线均已投产，今年销量预计达到 90 万吨，公司毛利率有望持续上升。

■ **公司玻纤制品比例将提高至 30%以上，盈利能力进一步增强。**由于玻纤纱产能转移已基本完成，行业未来发展方向在高档玻纤纱与深加工制品。国外深加工领域集中度也较高，但国内企业规模普遍较小。中国玻纤目前绝大部分产能为玻纤纱，制品比例低于 10%。未来几年，公司将通过产品结构调整等方式将制品比例增至 30%以上，拓展玻纤深加工领域，提高公司盈利能力。

■ **给予“推荐”的投资评级。**预计公司 2011-2013 年收入为 61.45 亿、69.61 亿、73.81 亿元。考虑定向增发收购巨石集团事件完成，假设按全年并表计算，全面摊薄的 EPS 为 1.5 元、2.08 元、2.38 元；假设按半年并表计算，则全面摊薄 EPS 为 1.19 元、2.08 元、2.38 元，给予“推荐”的投资评级。

■ 风险提示：国内外紧缩政策下需求复苏低于预期。

表 24 中国玻纤盈利预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4765	6145	6961	7381
营业成本	3285	3974	4362	4555
营业税金及附加	17	25	28	30
营业费用	121	156	174	185
管理费用	425	498	543	576
财务费用	481	568	561	560
资产减值损失	24	24	24	24
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	55	60	70
营业利润	464	954	1329	1522
营业外收入	54	71	90	100
营业外支出	10	10	14	15
利润总额	508	1015	1405	1607
所得税	65	131	180	206
净利润	443	884	1225	1401
少数股东损益	237	10	14	16
归属母公司净利润	206	874	1211	1385
EBITDA	1960	2049	2435	2664
EPS（全年合并报表）	0.48	1.50	2.08	2.38
EPS（半年合并报表）	0.48	1.19	2.08	2.38

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.11 长海股份

■ 近两年玻纤行业供求格局持续改善，下半年仍将维持景气。金融危机后行业从 2009 年下半年开始复苏，2010 年全球玻纤需求约 435 万吨，预计近两年增长率在 11%-12% 间，对应需求 483 万吨与 541 万吨。而新增供给量较少，2010 年全球玻纤产能 471.5 万吨，今明两年产能达到 488 与 520 万吨，供求情况有望持续改善。预计下半年行业景气仍将持续。

■ 湿法薄毡市场趋好，未来有望成为第一大产品。目前公司最大业务来自短切毡，今年产能将从 1.8 万吨增至 3 万吨。第二大产品湿法薄毡盈利能力最强，毛利率高达 40.4%，今年产能将由 1.6 亿 m² 增至 3.2 亿 m²。今年泰山玻纤湿法薄毡停产、中新天马由于搬迁原因也出现暂时停产，公司湿法薄毡销售良好。从规模上看，除了募投项目的公司第四条薄毡将于今年投产，公司未来仍有意扩大此产品规模。预计湿法薄毡将取代短切毡成为公司第一大产品，市场占有率有望提至 30% 以上，公司盈利能力将得以提升。

■ 募投项目顺利进展，今明两年产能投放助推业绩增长。公司募投项目包括 1.58 亿 m² 湿法薄毡项目、1.6 万吨短切毡项目、200 万 m² 复合隔板。目前短切毡新线已有一条投产，还有一条以自有资金建设的短切毡线投产，其余将于 2011 年底竣工。湿法薄毡项目为公司第四条线，预计今年下半年投产。超募资金将用于建设 7 万吨玻纤池窑拉丝项目，预计于 2012 年下半年投产。规模扩大将助推公司今明两年业绩增长。

■ **具有成本转嫁能力，毛利率将维持稳定。**今年以来，玻纤纱价格持续上升。长海股份产品中除了短切毡大部分使用自产玻纤纱外，湿法薄毡及其它产品使用外购玻纤纱，因此毛利率受到影响。未来公司制品规模扩大有望提高议价能力，6万吨池窑拉丝线的投产将推进产业链一体化，总体盈利能力将增强。

■ **给予“推荐”的投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年收入将由 5.43 亿增至 11.2 亿元，对应每股收益为 0.61 元、0.99 元与 1.19 元，给予“推荐”的投资评级。

■ **风险提示：**行业景气持续度、募投项目进展不达预期。

表 25 长海股份盈利预测

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	376	543	915	1115
营业成本	259	366	621	758
营业税金及附加	2	3	5	6
营业费用	13	18	31	38
管理费用	40	61	105	134
财务费用	7	6	9	7
资产减值损失	0	2	4	4
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	56	86	141	169
营业外收入	2	2	3	3
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	58	87	143	171
所得税	6	10	16	19
净利润	52	78	127	152
少数股东损益	2	4	8	10
归属母公司净利润	50	73	119	142
EBITDA	63	126	207	237
EPS（元）	0.55	0.61	0.99	1.19

资料来源：公司公告、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