

建材行业

2011 年 6 月 25 日

年初至今建材行业走势图



相关研究：

《建材行业 2011 年度投资策略：供需与政策均给力 2011 不乏亮点》；

《水泥行业跟踪报告：“十二五”开局之年，大项目开工支撑水泥需求增长》；

《玻璃行业跟踪报告：供给加大+价格下降，盈利下滑》

《建材行业 2010 年四季度投资策略：以区域投资和并购整合为本》；

《建材行业 2010 年下半年投资策略：关注结构性投资机会》；

分析师：赵红

执业证书编号：S0760209090156

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

建材行业 2011 年下半年投资策略——水泥如盛夏的果实，玻璃尚未成熟

评级：看好

投资要点：

■ 水泥行业存在以下 5 大确定性：

- 首先，我们不能判断 CPI 拐点或许真的如市场所预计的在 7 月出现，但至少可以肯定的是离拐点越来越近，货币政策进一步紧缩的频率在降低，投资额增速下滑可能性比较低，预计全年投资增速可维持在 25% 左右，这对水泥需求的整个大环境是有利的；
 - 其次，行业环境与前几年有了明显变化，行业集中度在不断提高同时带来了企业之间的协同效应增强和盈利能力提升，目前水泥行业盈利水平处于历史高位，吨毛利从 2003 年的 39 元/吨升至 84 元/吨，提高 1.17 倍，行业盈利能力是 2000 年以来的最好水平，我们认为随着大企业话语权不断提高这种高盈利水平是可持续的；
 - 再次，水泥行业今年盈利大幅好转，统计数据显示，今年 1-4 月水泥行业实现收入 2397.2 亿元，增长 47.2%，实现利润 236.5 亿元，同比增长 180.2%，是所有行业中利润增速最大的行业，尤其是东中部水泥个股；
 - 第四，今年水泥投资额下降将保障明年新增供给继续减少，我们认为在调整产业结构和节能减排的大背景下，淘汰水泥落后产能是未来行业主旋律，对于新线审批放开我们认为可以不用太悲观，虽然水泥新线放开时间、区域我们不能确定，但可以肯定的是不会全部放开，否则有可能使 2003-2004 年的“浙江现象”重新上演，同时这也不是政府所希望看到的。
 - 最后，我国城镇化进程还处于加速阶段，保障房、商品房、城市基建、轨道交通等配套设施修建均将带来水泥需求增长，中长期看，我们认为水泥消费拐点远未到来，距离拐点至少还有 5 年以上的时间。
- #### ■ 通过以上判断，我们维持今年年初对行业评级“看好”不变，目前水泥行业 2011 年 PE14 倍，与其他行业和历史 PE 比较，具备估值优势，在个股选择上，我们认为应该关注个股阶段性机会，看业绩弹性和估值推荐华新水泥、江西水泥、亚泰集团、塔牌集团、海螺水泥；看未来增长推荐天山股份、青松建化；看整合预期推荐狮头股份、祁连山。
- #### ■ 玻璃行业：受房地产和汽车行业对玻璃需求下降、玻璃产能投放较快等不利因素影响，玻璃行业正经历去库存阶段。玻璃是房屋建设后期使用，下半年保障房大规模开工对玻璃拉动还不是很明显，我们认为玻璃行业下半年景气度将维持低位。另一方面，玻璃行业近 3 月的跌幅 18%，居各板块子行业之首，部分个股已接近一年内的新低，我们建议投资者关注玻璃深加工上市公司尤其是受益玻璃原片价格下降的公司以及跌幅较大存在交易性机会的公司，推荐南玻、中航三鑫、秀强股份、金刚玻璃。
- #### ■ 风险提示：
- 保障住房建设速度低于预期；商品房投资下降较快
 - 继续维持紧缩货币政策
 - 基建投资大幅下滑

正文目录

二级市场回顾.....	4
水泥行业.....	5
按照发达经验，我国人均水泥消费距离峰值至少 5 年以上.....	5
行业环境改善，盈利水平回归正常.....	6
需求：货币政策环比趋势向好，投资稳定增长.....	11
供给：新线如开闸不必过度担忧，供给减法仍是主旋律.....	15
区域分化明显：今年盈利看东中部、未来成长看中西部.....	17
玻璃行业：价格降低、库存上升、盈利下滑.....	20
原材料纯碱价格维持高位，挤压行业毛利.....	22
投资策略.....	23

图表目录

图：年初至今建材行业走势与上证综合指数比较.....	5
图：年初至今建材行业涨幅居前.....	5
图：中国水泥产量与全球比较.....	6
图：各国水泥产量占比.....	6
图：中国水泥产量与全球比较.....	6
图：自 1980 年以来我国水泥产量增速与经济增速比较.....	6
图：水泥产量与投资增速比较.....	7
图：水泥产量及增速比较.....	7
图：西南、西北增速维持高位.....	7
图：水泥产能变化.....	8
图：水泥固定资产投资额变化.....	8
图：水泥年新增产能变化.....	8
图：近几年的落后产能淘汰变化.....	8
表：2010 年底各省市新型干法熟料产能统计.....	9
图：水泥行业集中度和盈利水平明显改善.....	10
图：吨销价（不含税）和吨毛利提升.....	10
图：水泥行业收入和利润增速变化.....	10
图：水泥价格与煤炭价格走势变化.....	10
图：与其他行业相比 1-4 月水泥利润同比增速最高.....	11

图：固定资产投资增速与各项贷款余额增速比较	11
图：固定资产投资增速与CPI比较	12
图：固定资产投资及增速变化	13
图：房地产开发投资及增速变化	13
图：房屋施工面积、新开工和销售面积变化	13
图：铁路累计投资及增速	13
图：全国月铁路路投资及增速变化	14
图：全国月累计公路投资及增速变化	14
图：2001-2010 年全国及各区域公路投资	14
图：上半年和下半年产量对比	15
图：单月水泥产量变化	15
表：2011 年水泥需求增速预计	15
图：新增产能逐年降低	16
图：近几年的落后产能淘汰变化	16
表：今年上半年投产的生产线列表	16
表：2011 和 2012 年净新增产能将为负值（单位：亿吨）	17
图：水泥价格跟二级市场走势基本一致	18
图：水泥价格对比	18
图：各省市价格同比增速比较	19
图：各省市 2009 年-2010 年水泥新增产能比较	19
图：水泥上市公司毛利率比较（2010 年第四季度）	20
图：玻璃产量及增速变化	20
图：玻璃企业库存和产销率变化	20
图：玻璃价格走势变化	21
图：超白浮法玻璃价格走势（金晶科技）	21
表：分地区玻璃产能分布	21
表：2011-2012 年投产的生产线统计	22
图：国内平均纯碱价格变化	22
图：水泥行业历史PE走势变化	24
图：水泥板块 2011 年PE仍处于低位	24
图：玻璃行业近 3 月跌幅靠前	24
表：重点跟踪公司盈利预测及评级	24



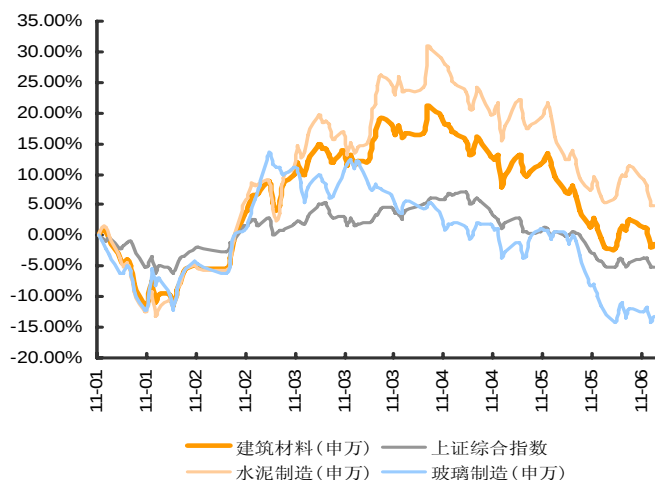
二级市场回顾

今年年度策略报告中我们的观点是政策-需求-供给均给力，尤其是比较确定和乐观的供给面，行业面临的整体环境是积极向好的，给予行业最高评级-“看好”，从二级市场表现上看，符合我们的判断。建材行业是年初至今表现最好的行业，虽然经历一轮调整，涨幅仍达到 12.9%，居各板块涨幅首位，其中水泥子行业涨幅更是达到 22.33%，我们看好的业绩弹性较大的中、东部水泥股：海螺水泥、江西水泥、华新水泥均跑赢行业指数。

没有只涨不跌的神话，行业上半年表现“前涨后跌”，前 3 月水泥行业涨幅 33%，4 月份以后，即使是电荒导致水泥价格在去年高位基础上再次上涨也没阻止水泥股下跌的趋势，平均跌幅 15%，5 月下旬中国水泥协会发布关于统计“十二五”期间新上水泥项目的通知要求，对需要新上水泥项目进行统计，业界猜测新建水泥生产线可能会开闸，另外，6 月媒体公布保障房开工率不足三成以及部门基建工程项目因资金短缺面临停工、半停工的状态等因素再次成为了行业下跌的理由。

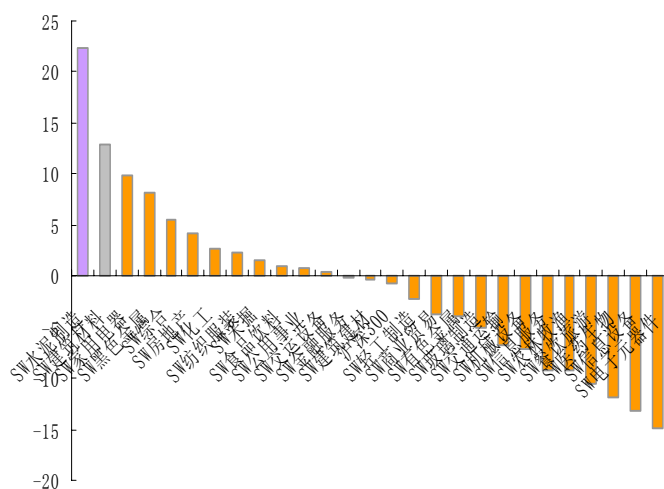
目前时点上我们认为在判断行业基本情况与年初相比已有一定的不确定性，首先 CPI 能否下半年真的迎来拐点，货币调控政策何时放缓；其次，新线审批如果放开，那么放开的时间、区域以及按照什么标准放开，目前还没有定论。另一方面，我们看到的是更加确定性因素，首先，行业环境与前几年有了明显变化，行业集中度在不断提高同时带来了企业之间的协同效应增强和盈利能力提升，目前水泥行业盈利水平处于历史高位，预计随着大企业话语权提高这种高盈利水平是可持续的；其次，我国城镇化进程还在继续，保障房、商品房、城市基建、轨道交通等配套设施修建均将带来水泥需求增长；再次，虽然水泥新线放开时间、区域我们不能确定，但可以肯定的是不会全部放开，不会让 2004 年的“浙江现象”重新上演。

图：年初至今建材行业走势与上证综合指数比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

图：年初至今建材行业涨幅居前



资料来源：WIND，山西证券研究所

水泥行业

按照发达经验，我国人均水泥消费距离峰值至少 5 年以上

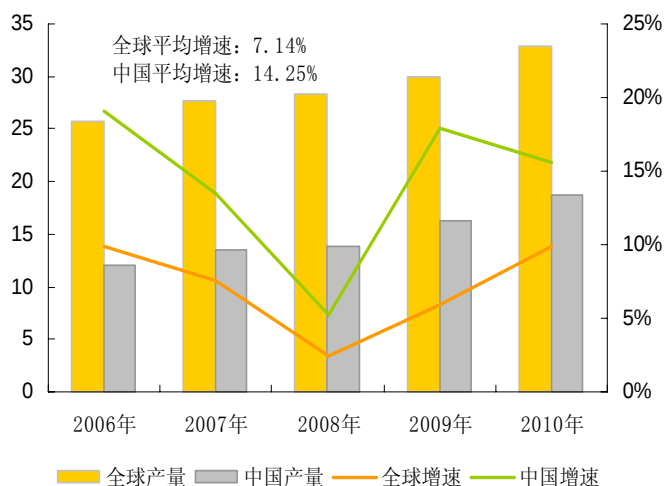
近 10 年中国经济以平均每年 10.5% 增速增长，城镇化率以每年一个百分点在不断提高，作为国家发展和城市建设必不可少的基础建筑材料水泥的每年消费量平均增长速度超过 12%。世界水泥消费量由 2001 年的 16.4 亿吨猛增到 2010 年的 32.9 亿吨，增长了 1 倍，而我国的水泥年产量则相应的由 6.2 亿吨猛升到 18.68 亿吨，增长了 1.83 倍，近 10 年的 CAGR 达到 12.2%，所占全球水泥产量比重由 2001 年的 40.2% 提高 16.5 个百分点至 2010 年的 56.7%，连续 25 年稳居全球最大水泥生产国。

从国外发达国家水泥消费特点分析，水泥消费在一定时期内，是随着经济增长而增长的（水泥消费的增长速度快于经济增长速度）；但经济发展到一定阶段，水泥消费将达到最高点后，水泥消费量将不再增长，或有所下降。这个高点的判断，从发达国家（美国除外）城镇化进程看，当人均累积消费水泥在 20 吨左右，水泥消费处于稳定或开始回落时期，美国、法国、德国到 1995 年人均累积水泥消费量就已达到 19.1 吨、20.9 吨和 21.4 吨，日本到 1999 年人均累计消费量达到 23.5 吨。

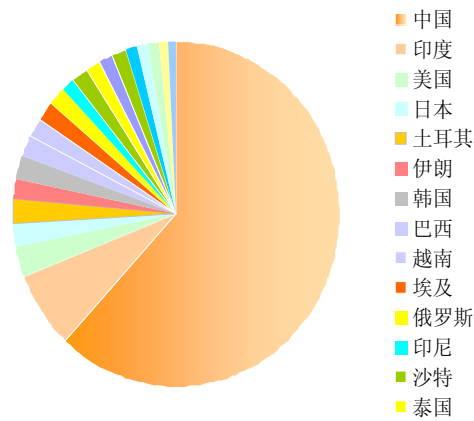
1980 年以来，我们国家绝大多数年份水泥产量增速高于 GDP 增速。我国正处于城镇化进程加速阶段，而且房屋建筑结构与发达国家还有所不同，美国、日本房屋结构多以木结构、钢结构为主，我国多数以钢混结构为主，并且房屋建筑寿命短于发达国家，从这个角度讲，对水泥消费量会

更大，因此我们预计峰值会远高于国外经验的 20 亿吨。2010 年我国人均累计水泥消费量约 14.9 吨，如果假设每年 1.3 吨左右增长，预计距离峰值还有 5 年-8 年时间。

图：中国水泥产量与全球比较



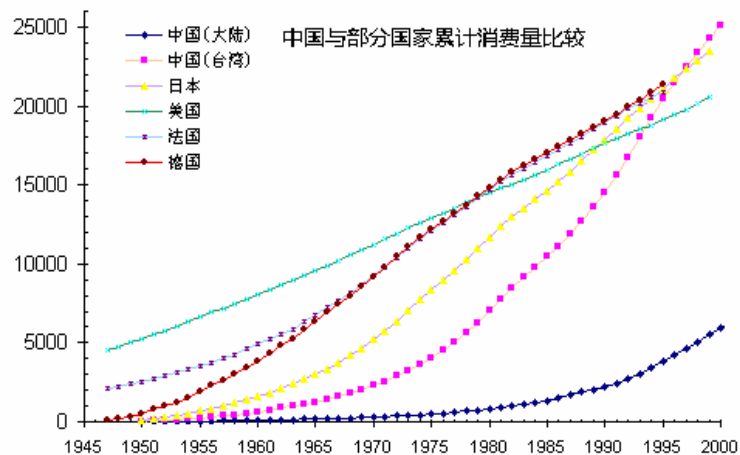
图：各国水泥产量占比



资料来源：山西证券研究所

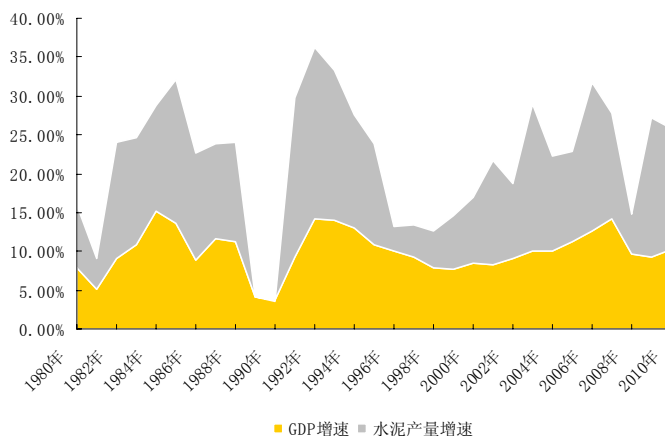
资料来源：山西证券研究所

图：中国水泥人均累计消费量与全球比较



资料来源：山西证券研究所

图：自 1980 年以来我国水泥产量增速与经济增速比较



资料来源：山西证券研究所

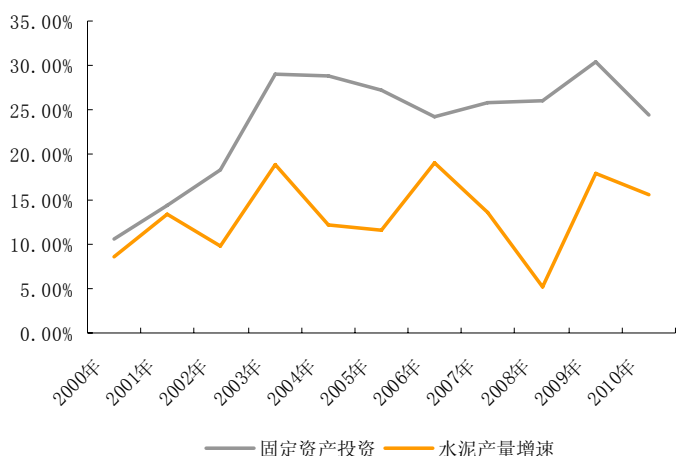
行业环境改善，盈利水平回归正常

衡量水泥行业环境变化我们可以从供求关系、市场集中度、价格水平和利润率指标说明。

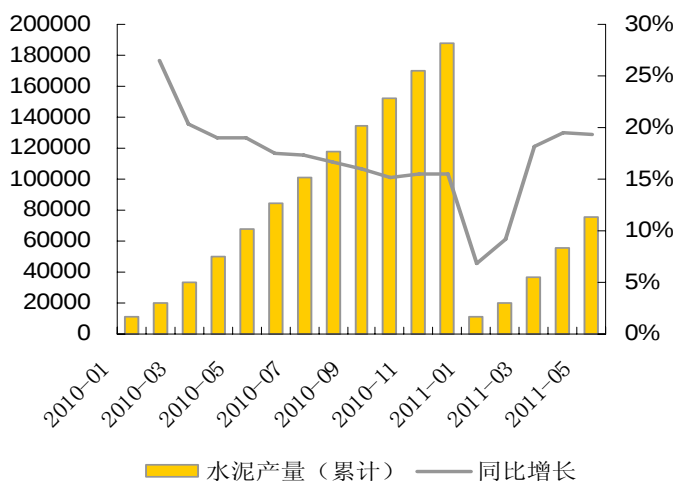
首先需求侧-稳定增长，水泥产品的特殊性在于储存时间短，受运输半径限制，年进出口量很低平均不足年产量的 2%，因此水泥产量可以代表国内水泥消费量。2001-2010 年固定资产投资平均增长率 23.6%，水泥平均增

长率达到 12.2%，2009 年、2010 年的增速有所加快达到 17.9%和 15.5%，今年 1-5 月水泥产量增速更是达到 19.34%，比去年同期加快 0.5 个百分点。分区域上看，西南、西北地区近 5 年增速逐年加快，今年前 5 月增速达到 35.34%和 26.16%。分省市，今年前 5 月增速最高的是贵州、辽宁、山西、新疆、天津，分别为 60.8%、37.4%、37.05%、36%、35.9%。

图：水泥产量与投资增速比较



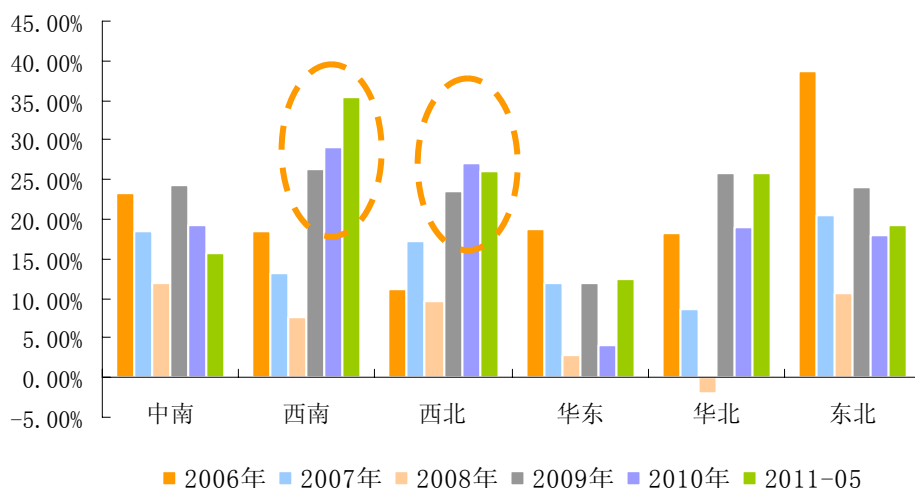
图：水泥产量及增速比较



资料来源：统计局，山西证券研究所

资料来源：统计局，山西证券研究所

图：西南、西北增速维持高位

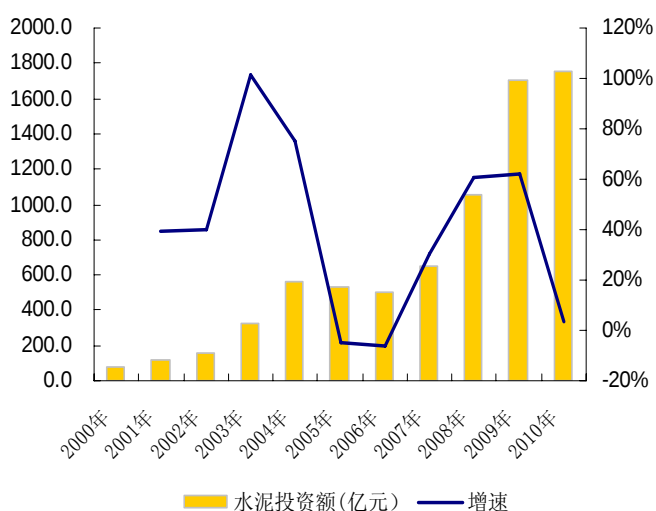
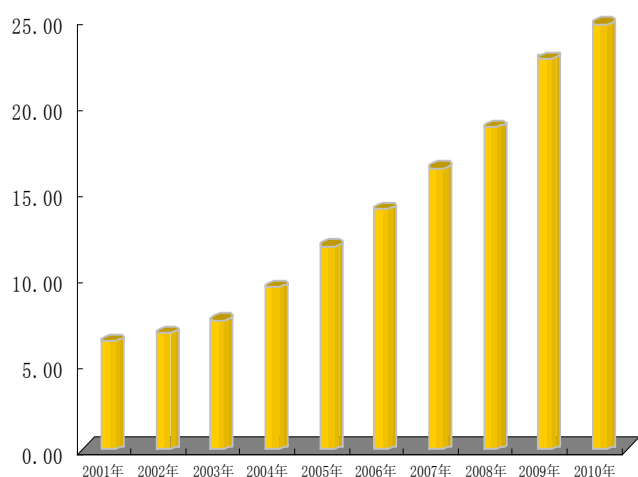


资料来源：统计局，山西证券研究所

第二，供给侧-供给洪峰已过。2001 年水泥固定资产投资去 10 年中水泥行业经历了 2003 年、2007-2009 年共 4 年的投资高峰期，其中在 4 万亿投资带动下和比较高的基数下，08 年和 09 年连续增速超过 60%，从 113.97 亿元跃升至 2010 年的 1754.9 亿元，10 年的 CAGR35.5%，水泥产能从 2001 年的 6.26 亿吨增长至 2010 年的 24 亿吨（估算数），产能的 CAGR 达到 16.6%。2009 年 9 月 38 号文的出台对水泥供给是分水岭，2010 年投资额创新高，但增速已下滑至个位数 3.19%，水泥供给明显降温。水泥作为高耗能行业，在节能减排大背景下，淘汰落后产能力度不断加大，“十一五”共淘汰 3.45 亿吨，占到新增产能的 25%。

图：水泥产能变化（单位：亿吨）

图：水泥固定资产投资额变化

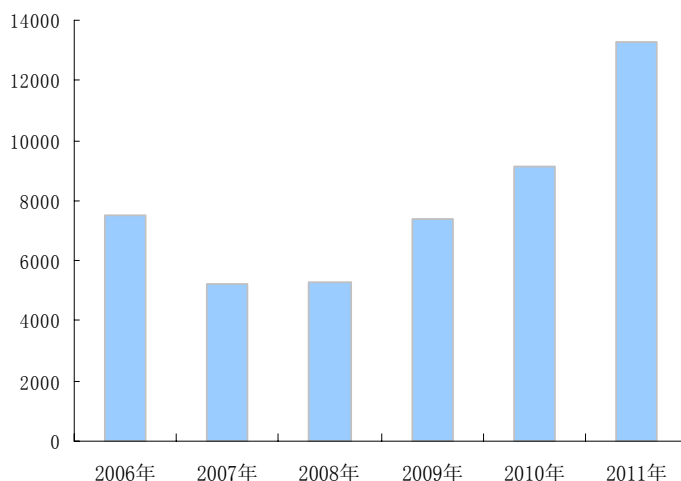
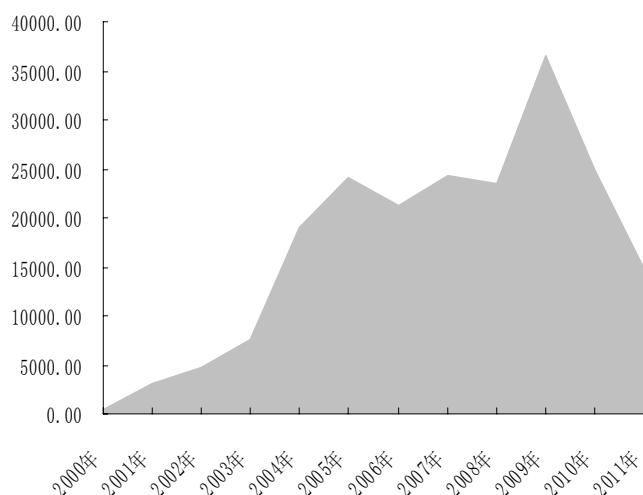


资料来源：DC，山西证券研究所

资料来源：DC，山西证券研究所

图：水泥年新增产能变化（单位：亿吨）

图：近几年的落后产能淘汰变化（万吨）



资料来源：DC，山西证券研究所

资料来源：DC，山西证券研究所

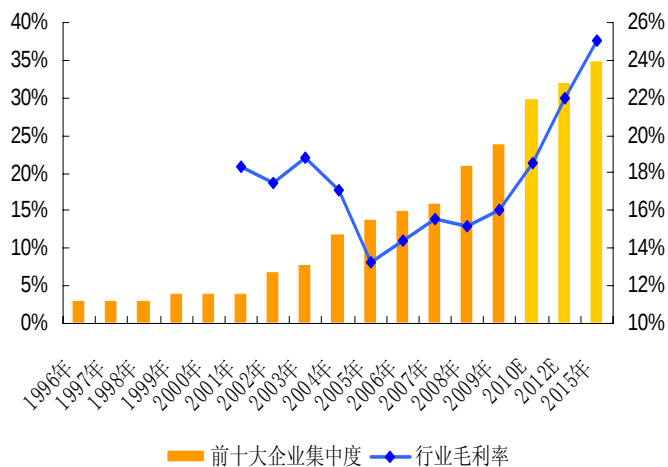
表：2010 年底各省市新型干法熟料产能统计

	条数	产能（万吨）		条数	产能（万吨）
全国	1331	121591.3	重庆	41	3840.9
安徽	79	9495.3	山西	55	3642.5
四川	86	8236.7	贵州	44	3543.3
河南	75	7629.1	内蒙古	40	3503
山东	74	7495.8	福建	32	3131
浙江	91	7285	新疆	41	2461.4
河北	59	6054.3	甘肃	36	2278.5
江苏	59	6045	吉林	24	2247.5
湖北	57	5865.2	黑龙江	18	1382.6
广东	47	5468.4	宁夏	19	1150.1
湖南	51	5108.8	海南	8	945.5
广西	39	5043.7	北京	12	697.5
云南	86	4888.7	青海	7	564.2
江西	54	4612.8	西藏	4	217
陕西	44	4336.9	天津	4	204.6
辽宁	42	4076.5	上海	3	139.5

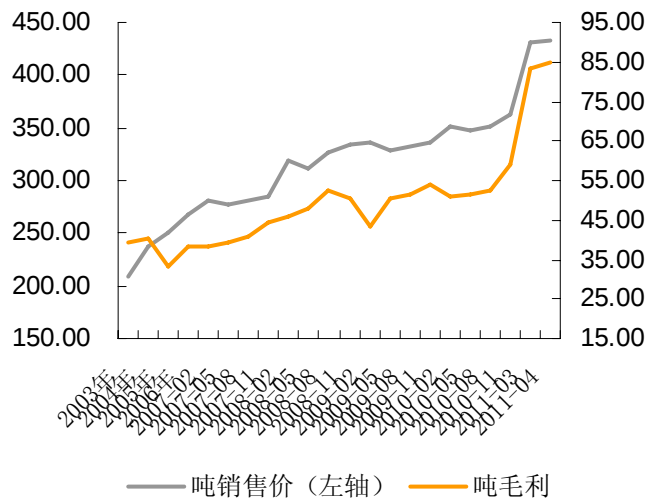
资料来源：DC，山西证券研究所

第三，伴随市场集中度提升，吨价格和吨毛利正常回归。水泥企业之间的竞争已由几乎是完全竞争状态转为规模竞争，无论是行业集中度还是区域性集中度均提高，CR10 由 1996 年不到 3% 提高到 2010 年的 30%。市场集中度提升将加强企业之间的协同效应和价格联盟的形成，统计数据显示，规模以上企业的水泥销售均价由 2003 年的 208 元/吨升至目前的 432 元/吨，上涨 1.08 倍，今年 1-4 月水泥行业实现收入 2397.2 亿元，增长 47.2%，实现利润 236.5 亿元，同比增长 180.2%，是所有行业中利润增速最大的行业（这也是年初至今水泥股涨幅居前的最好解释），吨毛利从 2003 年的 39 元/吨升至 84 元/吨，提高 1.17 倍，行业盈利能力是 2000 年以来的最好水平。但是与原材料煤炭成本比，以秦皇岛煤炭港口价格为例，6000 大卡的大同优混煤价格从 2003 年的 274 元/吨涨至目前 6 月的 900 元/吨，涨幅 2.28 倍，高出水泥价格涨幅一倍多，与国外水泥价格比，目前国内水泥价格仍然低于发达国家和发展中国家，如印度、印尼的水泥价格为 105 美元/吨和 115 美元/吨，高出我国价格 70%。

图：水泥行业集中度和盈利水平明显改善



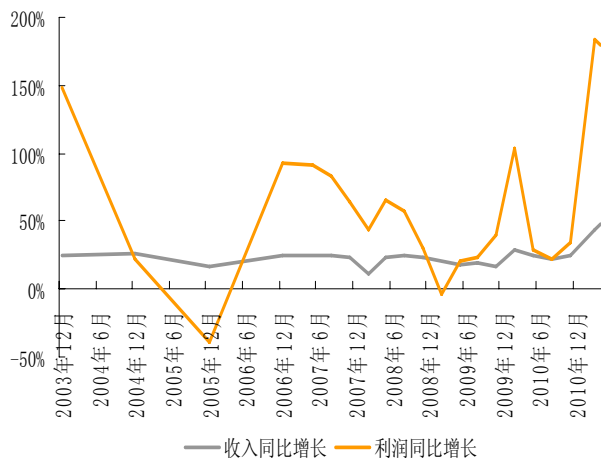
图：吨销价（不含税）和吨毛利提升



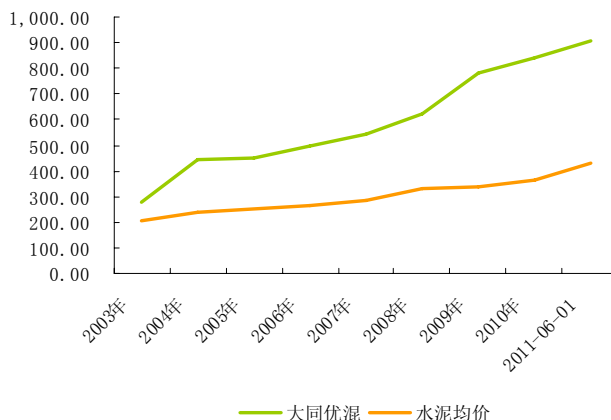
资料来源：DC，山西证券研究所

资料来源：统计局，山西证券研究所

图：水泥行业收入和利润增速变化



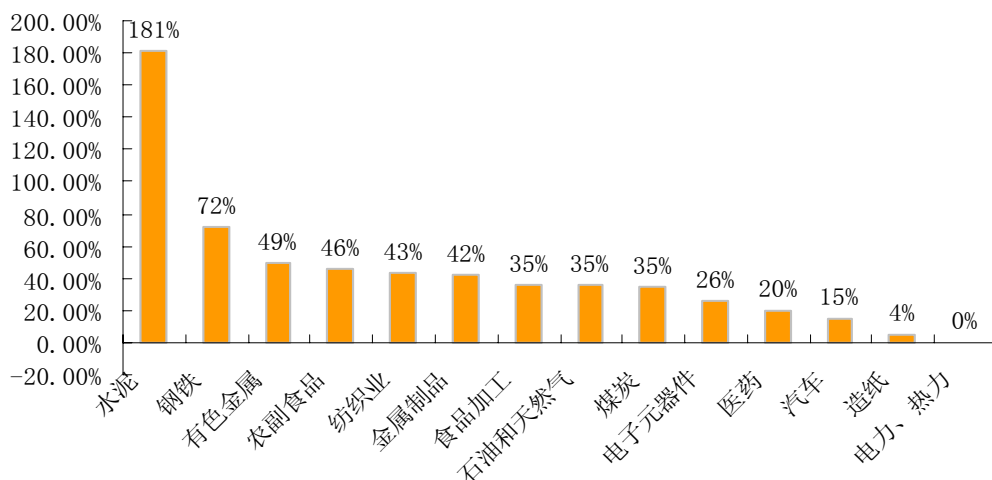
图：水泥价格与煤炭价格走势变化



资料来源：统计局，山西证券研究所

资料来源：统计局，山西证券研究所

图：与其他行业相比 1-4 月水泥利润同比增速最高

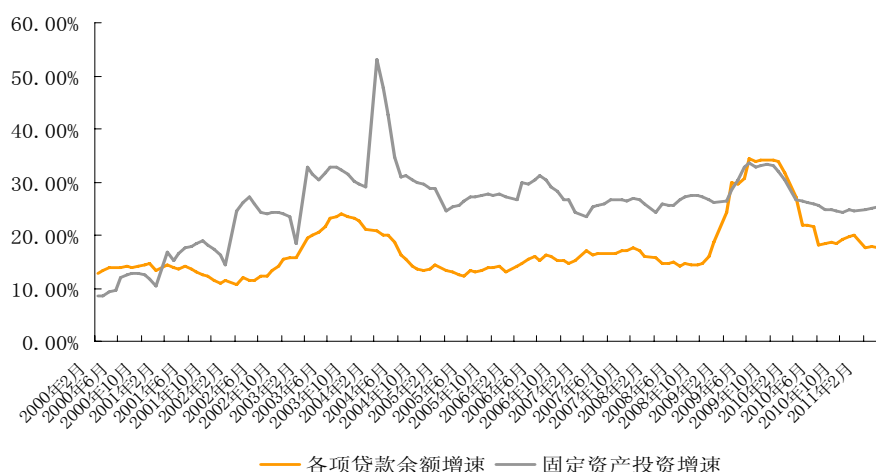


资料来源：统计局，山西证券研究所

需求：货币政策将环比趋势向好，投资稳定增长

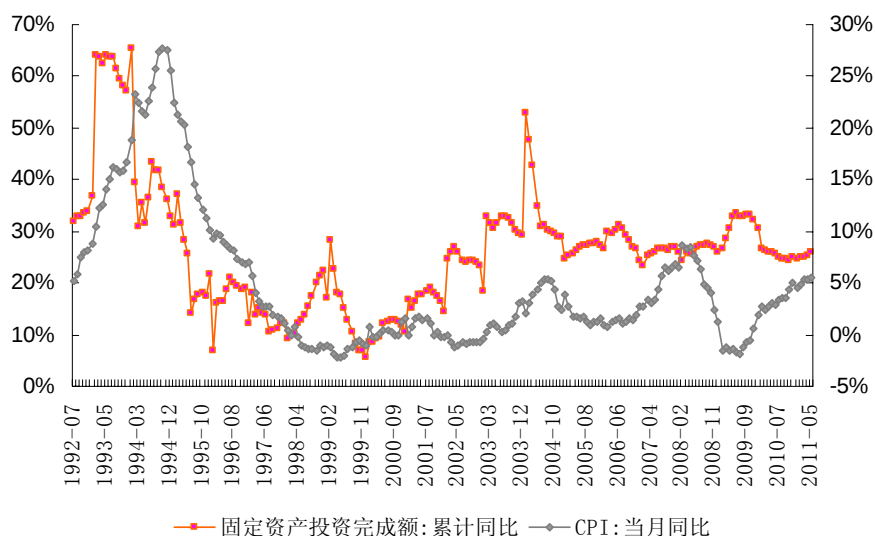
1-5 月固定资产投资 9.02 万亿，同比增长 25.8%，比 1-4 月增速提高 0.4 个百分点，基本与去年持平。1-5 月各项贷款余额增速 17.1%，比 1-4 月下滑 0.4 个百分点，比去年同期低 4.4 个百分点。从以往数据走势上看，固投增速与贷款增速基本上保持一致，而与 CPI 走势基本呈负相关。我们不能预知 CPI 拐点或许真的如市场所预计在 7 月出现，但至少可以肯定的是离拐点越来越近，货币政策进一步紧缩的频率在降低，因此我们认为投资额增速下滑可能性比较低，根据我们宏观研究员预计全年投资增速可维持在 25% 左右，对水泥需求的整个大环境是有利的。

图：固定资产投资增速与各项贷款余额增速比较



资料来源：统计局，山西证券研究所

图：固定资产投资增速与CPI比较

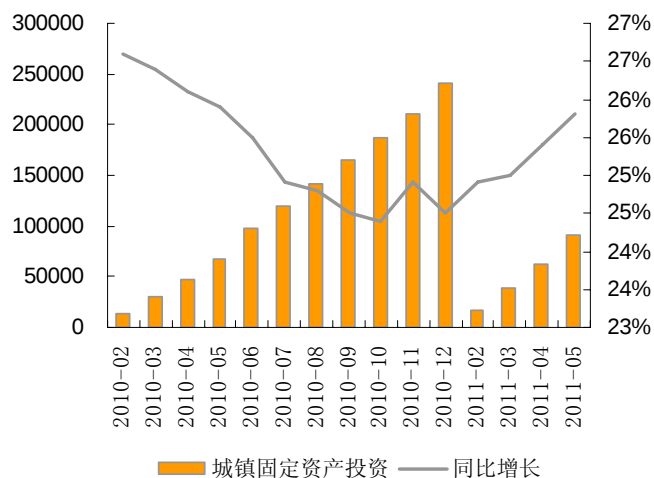


资料来源：统计局，山西证券研究所

房地产投资维持高位，期待保障房发力。1-5月房地产投资增速34.6%，比1-4月加快0.3个百分点，房地产施工面积、新开工面积增速为32.4%、23.8%，仍然维持高位，商品房销售面积增速虽然环比1-4月提高2.8个百分点，但仍然是个位数9.1%，从以往数据看，商品房销售指标领先施工面积、新开工面积3-6个月，房地产调控对其有影响存滞后期，商品房投资存在下滑风险。另一方面，保障房投资预计可弥补商品房投资下滑，日前发改委制定了《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》且已下发到地方政府，明确允许投融资平台公司申请发行企业债券筹措资金，意味着困扰保障房建设资金的瓶颈有了新渠道，预计保障房三季度迎来大规模建设期。

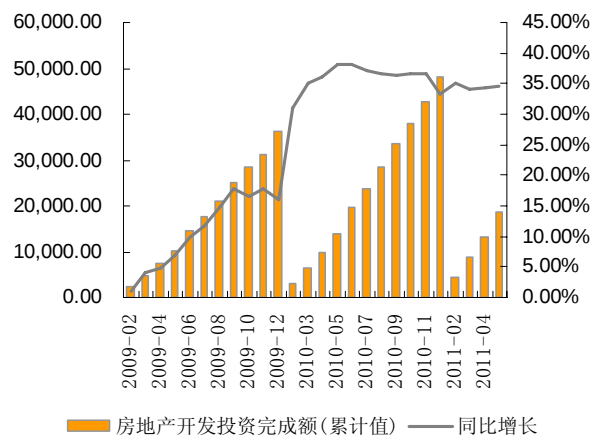
铁路投资增速下滑，公路投资稳定增长。1-5月铁路基建投资1985.9亿元，同比增长13.4%，比1-4月增速下降12.3个百分点，下滑明显，其中，5月单月铁路投资423.7亿元，同比下降16.85%；1-5月公路投资3793.96亿元，同比增长13.46%，增速比去年下滑15个百分点，比1-4月下滑0.5个百分点。

图：固定资产投资及增速变化



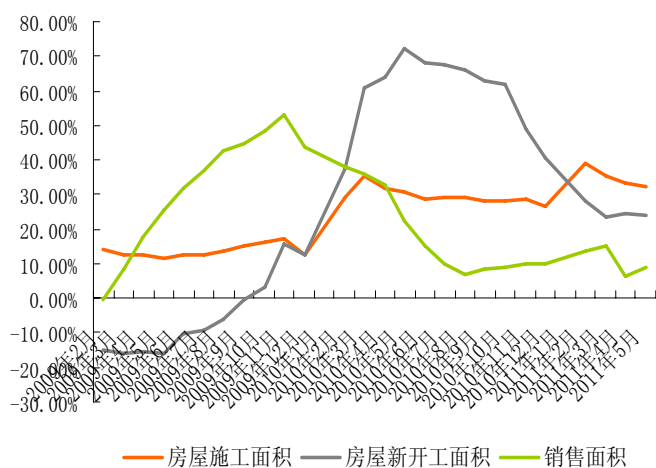
资料来源：统计局，山西证券研究所

图：房地产开发投资及增速变化



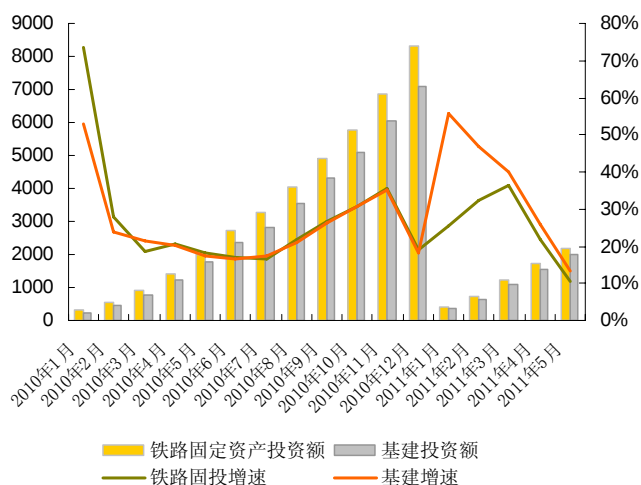
资料来源：统计局，山西证券研究所

图：房屋施工面积、新开工和销售面积变化



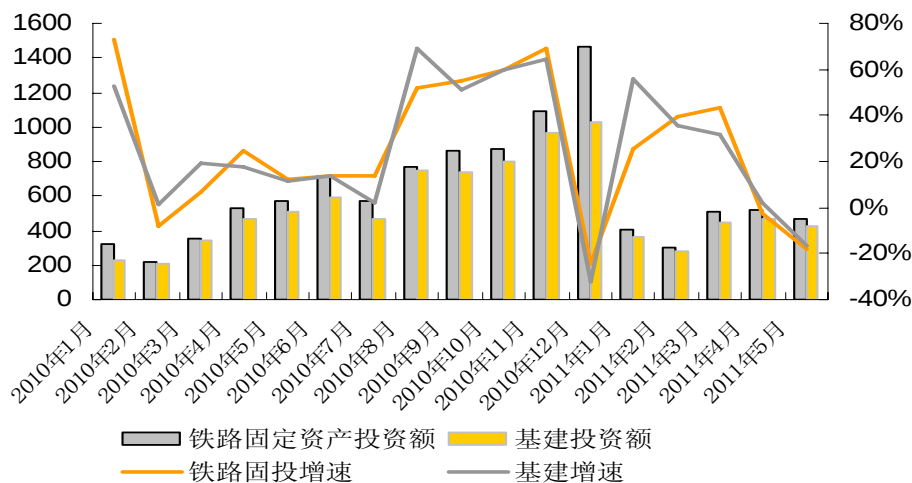
资料来源：统计局，山西证券研究所

图：铁路累计投资及增速



资料来源：统计局，山西证券研究所

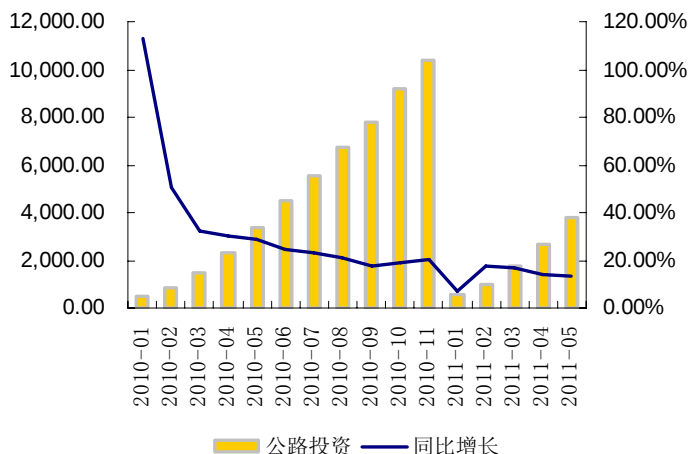
图：全国月铁路路投资及增速变化



资料来源：铁道部，山西证券研究所

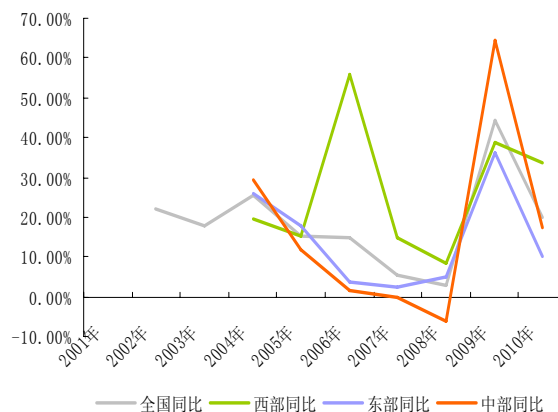
资料来源：铁道部，山西证券研究所

图：全国月累计公路投资及增速变化



资料来源：统计局，山西证券研究所

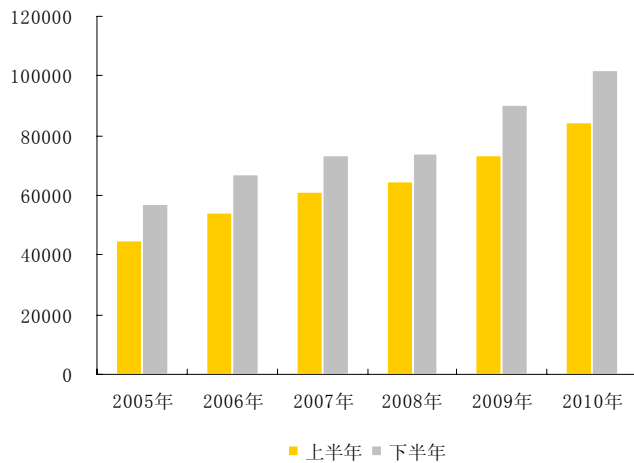
图：2001-2010年全国及各区域公路投资



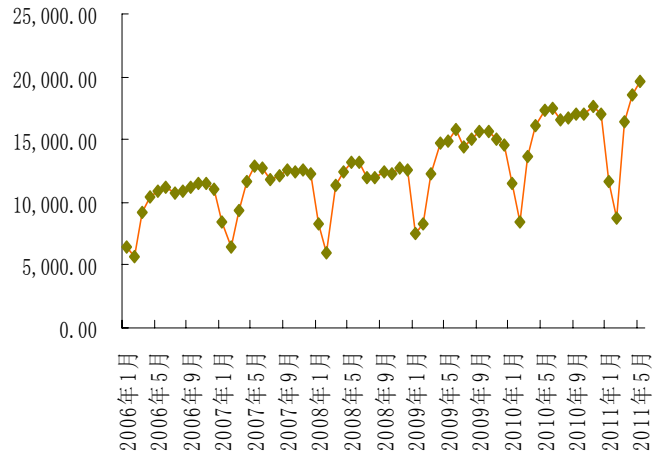
资料来源：统计局，山西证券研究所

水泥消费有很强的季节性。通过历年数据比较发现，下半年是水泥消费最旺时期，消费量一般比上半年要高 20%以上，上半年同比增速也会高于下半年 3-5 个百分点；分月看，2 月量最低，3、4、5 月回升，5 月量最高，6、7 月天气影响量环比下降，随之 9、10、11 月再次回升、12 月稍低基本上与 4 月持平。根据投资对水泥的消耗系数和投资增速对水泥的敏感性分析，我们预计今年水泥需求增速在 10.37%-13.08%区间内。

图：上半年和下半年产量对比



图：单月水泥产量变化



资料来源：统计局，山西证券研究所

资料来源：统计局，山西证券研究所

表：2011 年水泥需求增速预计

固定资产投资增速	消耗系数		
	0.65	0.7	0.75
18%	-0.87%	6.75%	14.38%
20%	0.81%	8.56%	16.32%
22%	6.99%	10.37%	18.25%
25%	2.49%	13.08%	21.16%
28%	7.53%	15.80%	24.07%

供给：新线如开闸不必过度担忧，供给减法仍是主旋律

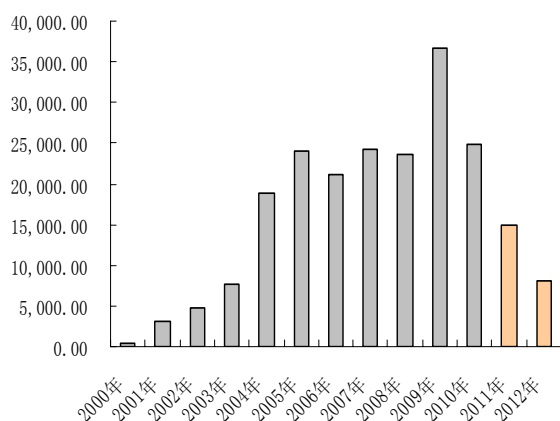
今年的水泥投资继续降温。1-5 月水泥投资额仅 463.8 亿元，同比下降 22.5%，5 月单月投资额降至-28.5%，其中，西南、中南和东北分别降至-36.17%、-28.62%和-27.5%。从我们统计的数据看，今年上半年共投产 42 条生产线，合计产能 6000 万吨，预计今年全年新增产能 1.5 亿吨左右，比去年降低 25%。针对前期中国水泥协会发布关于统计“十二五”期间新上水泥项目的通知要求，我们在周报中阐述过观点，我们认为如果全部放开，一不符合政府要加强产业结构转型、抑制产能过剩行业投资增长等政策背景，同时又使得回到初始状态（原点），因此如果放开，对个别区域放开的概率比较大，比如淘汰产能较多的区域或是需求非常旺盛的区域。随着水泥投资额的下降，今年、明年的新增供给压力将大幅减轻。

水泥作为高耗能行业，在节能减排大背景下，淘汰落后产能力度不断加大，“十一五”共淘汰 3.45 亿吨，占到新增产能的 25%，今年工信部计划淘汰 1.33 亿吨，是去年淘汰量的 1.45 倍，再考虑淘汰落后产能明年净新增产能转为负。2010 年底，新型干法水泥占比 80%，比 2009 年提高 8 个

百分点，我们预计还有 3 亿吨落后产能，未来 2 年淘汰落后产能仍是行业供给的主旋律。

图：新增产能逐年降低（万吨）

图：近几年的落后产能淘汰变化（万吨）



资料来源：山西证券研究所

资料来源：山西证券研究所

表：今年上半年投产的生产线列表

公司名称	项目地点	日产规模	投产时间
海螺水泥	陕西礼泉	2*5000	2011 年 1 月
	广西扶绥	1*4500	2011 年 1 月
	重庆	4500	2011 年 4 月
	四川达州	4500	2011 年 5 月
天山股份	新疆米东	2*2000	2011 年 1 月
东方希望重庆水泥	重庆	1*4800	2011 年 1 月
华新水泥	云南迪庆	2000	2011 年 1 月
甘肃三易	甘肃临洮县	3000	2011 年 1 月
大连水泥	大连金州	1000	2011 年 1 月
唐山圣龙	河北遵化	4000	2011 年 1 月
巢东水泥	安徽	5000	2011 年 1 月
重庆开州水泥	重庆	2500	2011 年 1 月
昆钢镇康	云南临沧市	2000	2011 年 2 月
山西南娄集团	山西	2500	2011 年 2 月
清水蒙古西	内蒙古清水	5000	2011 年 3 月
四川利森集团	四川什邡市	4500	2011 年 3 月
贵州大方永贵建材	贵州大方县	2500	2011 年 1 月
青海互助金圆	青海	4000	2011 年 3 月
祁连山	甘肃漳县	2800	2011 年 3 月
	青海二线	4500	2011 年 5 月

三岔拉法基瑞安水泥	贵州大方县	4600	2011 年 4 月
华润水泥	广东封开	4500	2011 年 4 月
	广西武宣	4500	2011 年 4 月
万年青水泥	江西九江	3000	2011 年 4 月
山水水泥	内蒙古霍林郭勒	1000	2011 年 4 月
润基水泥	贵州威宁	3500	2011 年 5 月
重庆九鑫集团	重庆酉阳	2500	2011 年 5 月
京兰水泥	甘肃兰州	4600	2011 年 5 月
泰安水泥	贵州	5000	2011 年 5 月
佳木斯北方水泥	黑龙江	4500	2011 年 5 月
太子山水泥	甘肃和政县	2000	2011 年 5 月
台泥安顺	贵州	4000	2011 年 6 月
淮海集团	江苏淮北	2500	2011 年 6 月
冀东水泥	重庆合川	4600	2011 年 6 月
	江津二期	4600	2011 年 6 月
	璧山一期	4600	2011 年 6 月
瑞溪水泥	贵州省正安县	2500	2011 年 6 月
翁源中源水泥		3850	2011 年 6 月
新绛威顿水泥	山西	4500	2011 年 6 月
武安新峰水泥	河北武安	4800	2011 年 6 月

资料来源：DC，山西证券研究所

表：2011 和 2012 年净新增产能将为负值（单位：亿吨）

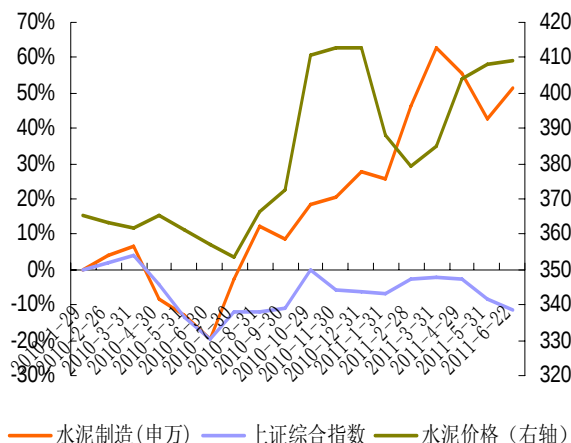
	淘汰产能	新增产能	净新增产能
2006 年	0.75	2.12	1.37
2007 年	0.52	2.43	1.91
2008 年	0.53	2.35	1.82
2009 年	0.74	3.99	3.25
2010 年	0.92	2.00	1.08
2011 年	1.33	1.5	0.17
2012 年	1	0.8	(0.2)

区域分化明显：今年盈利看东中部、未来成长看中西部

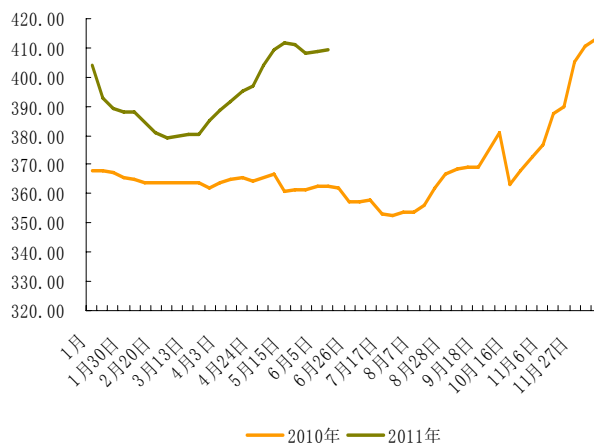
产品的价格跟供求关系、成本变动、竞争激烈程度、市场集中度等多种因素有关，价格的变动是某一因素或多种因素变动的直接反映，价格同时也能反映企业利润水平的变化。剖开每一轮水泥股上涨背后的逻辑关系，仅比较水泥行业二级市场跟水泥价格走势变化我们发现两者走势基本一

致。自去年 9 月上涨至年末幅度超过 20%，今年经过淡季一季度小幅调整后，目前全国平均水平价格达到 410 元/吨。我们预计下半年在随着保障房大规模集中建设、货币政策环境好转工程开工量增加以及落后产能淘汰等多种因素，水泥价格维持目前高位甚至继续上涨是大概率事件。

图：水泥价格跟二级市场走势基本一致



图：水泥价格对比



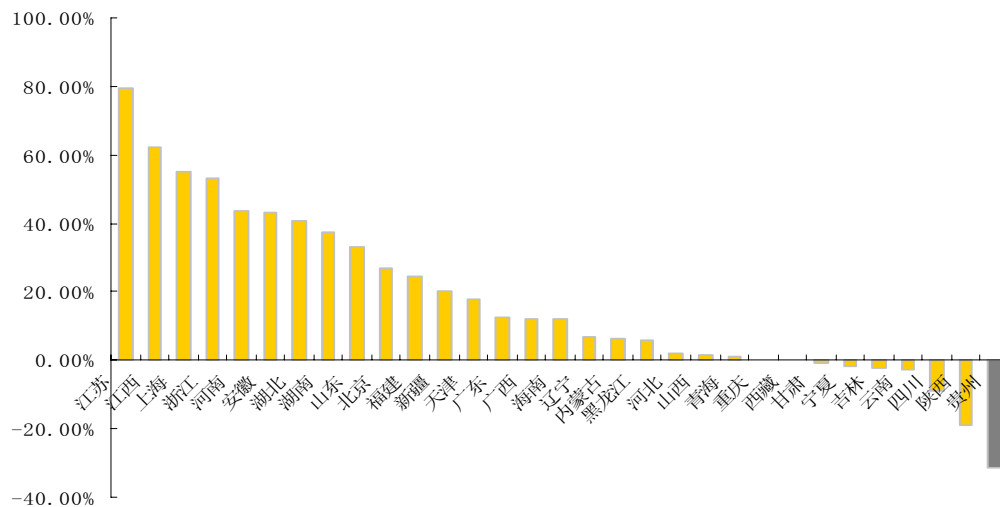
资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：DC，山西证券研究所

水泥区域性特征使得区域之间两极分化非常明显。经统计，从今年年初至今 31 个省市中 20 个水泥价格环比上涨，江苏、江西、上海、浙江同比涨幅均在 50%以上，但还有 11 个省市价格没有变化甚至大幅下跌，其中贵州、陕西、四川、云南降幅最大，分别同比下降 31.48%、18.7%、8.85% 和 2.7%。从产能增加幅度上看，这四个省市在 2009 年-2010 年两年投产的产能均占到 2010 年底产能的 40%以上，其中，四川占比 75%、贵州占到 64%、陕西占到 44%。中西部地区基础设施薄弱、城镇化水平低，作为承接东部产业转移区域，未来投资需求旺盛，只是目前来看水泥供给增幅是高于投资增长，过剩的部分供给要靠以后的投资弥补。

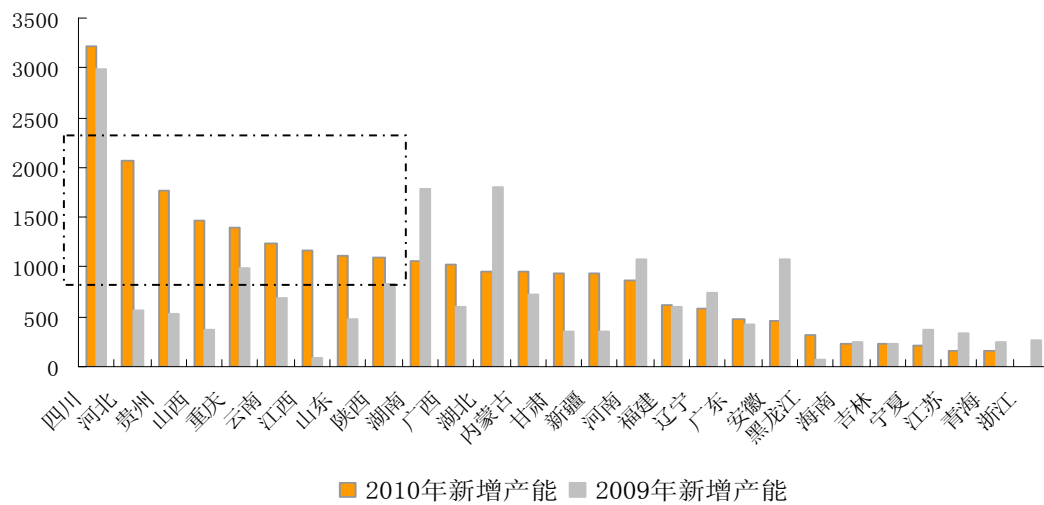
从盈利能力看，东中部水泥利润水平及业绩增速要高于西部。一季度是传统消费淡季，我们以 2010 年四季度水泥上市公司毛利率为例，巢东股份、海螺水泥、江西水泥、华新水泥、福建水泥毛利率最高，平均均在 30% 以上，而西部水泥股相对较低。受水泥价格的翘尾因素影响，今年东中部水泥股业绩弹性好于西部水泥股。

图：各省市价格同比增速比较



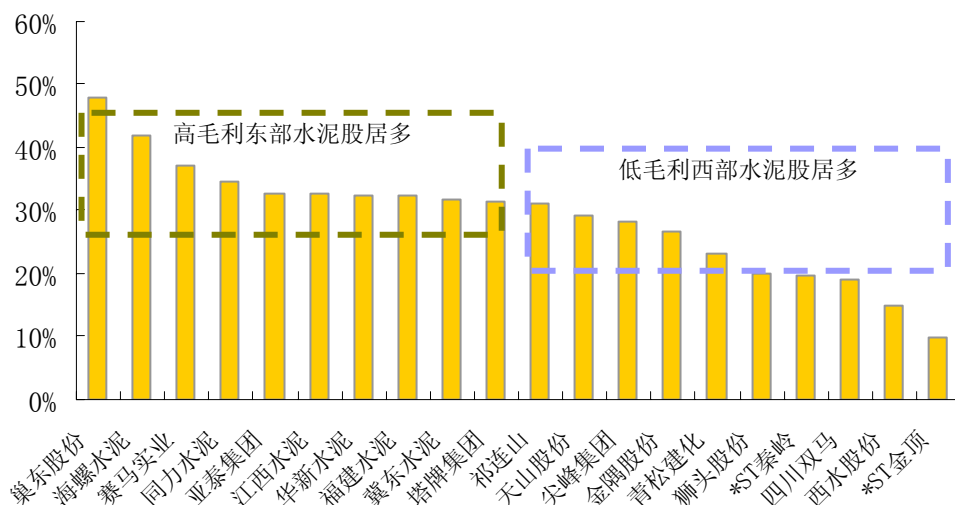
资料来源：DC，山西证券研究所

图：各省市 2009 年-2010 年水泥新增产能比较



资料来源：DC，山西证券研究所

图：水泥上市公司毛利率比较（2010 年第四季度）

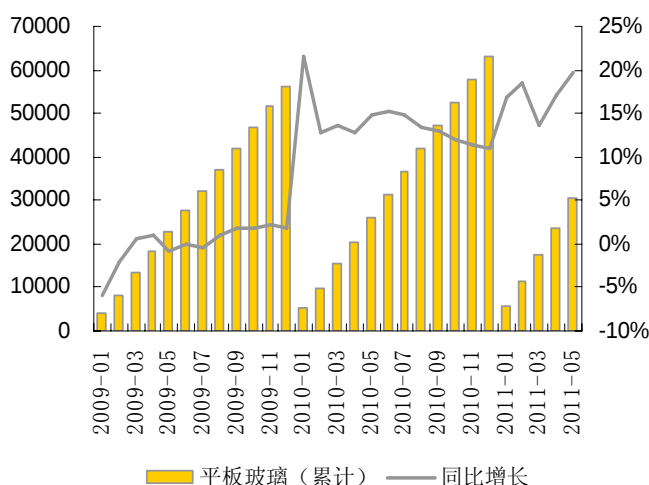


资料来源：wind，山西证券研究所

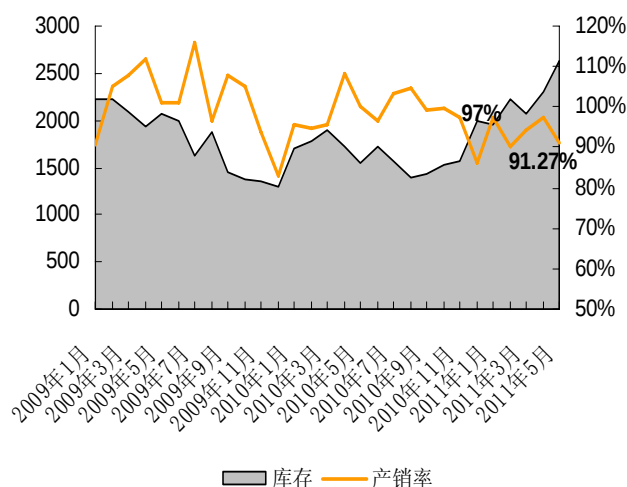
玻璃行业：价格降低、库存上升、盈利下滑

年初至今玻璃行业整体呈现景气下滑趋势。价格：5 月浮法玻璃价格 73.44 元/重量箱，比去年年底下降 12.6%，比去年同期下降 7.96%，我们跟踪的金晶科技超白浮法玻璃价格降至 131.6 元/重量箱，虽同比上涨 6.64%，但比去年 12 月份下降 12.5%；产销和库存：据中国建材信息总网统计，5 月重点玻璃企业产量 3345.27 万重量箱，同比增长 13.09%，增速比 4 月下滑 3.4 个百分点，销量 3053.37 万重量箱，同比增长 3.95%，增速比 4 月下降 0.8 个百分点，产销率继续下降至 91.27%，比 4 月降低 6.3 个百分点，库存上升至 2624.04 万重量箱，比去年同期上升 69.3%，比 4 月上升 13.8%。

图：玻璃产量及增速变化



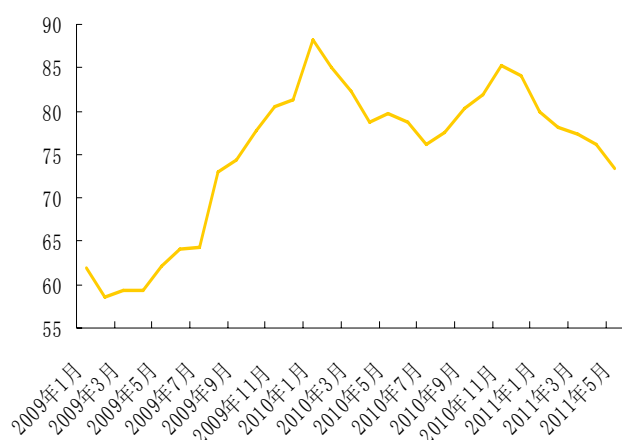
图：玻璃企业库存和产销率变化



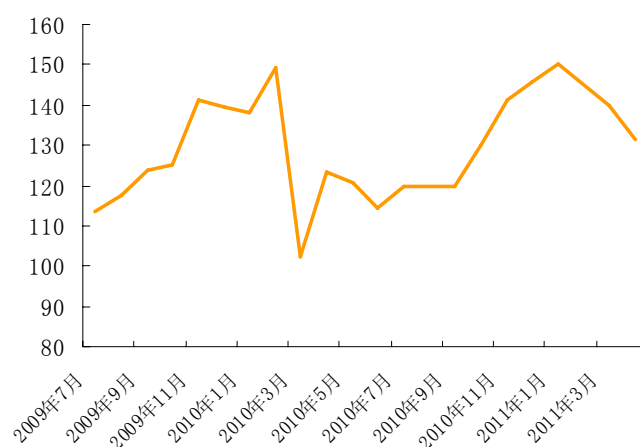
资料来源：统计局，山西证券研究所

资料来源：中国建材信息总网，山西证券研究所

图：玻璃价格走势变化



超白浮法玻璃价格走势 (金晶科技)



资料来源：中国建材信息网，山西证券研究所

资料来源：中国建材信息网，山西证券研究所

我们认为玻璃景气下滑除了受下游需求影响之外，更多是由于产能增加过快造成的，增加的产能一部分来自新建和复产的玻璃窑。近几年玻璃产能增长超过 10%。截止到 2010 年末，我国共有浮法玻璃生产线 241 条，年生产能力 7.98 亿重箱，比 2009 年增长 15.48%，其中正在生产的浮法生产线 208 条，年有效生产能力 7.09 亿重箱；短时间内无法恢复或者已经停产的浮法生产线 33 条，年生产能力 0.89 亿重箱。从近几年玻璃产能增长看，近 4 年增速达到 13.45%。2011 年我们预计新投产浮法生产线将达到 32 条，年产能 1.15 亿重量箱。

以超白压延玻璃为主的光伏玻璃产能大幅增长。近 3 年，我国玻璃产能增长最快是光伏玻璃，平均增长率 50%。2010 年底，国内已投产的光伏玻璃生产线已经达到 41 条，年产能约 13560 万平米。光伏玻璃分为超白浮法玻璃和超白压延玻璃，两者相比较，超白压延玻璃的技术难度相对较低，国内仅金晶科技、南玻、信义玻璃等少数几家能生产出超白浮法玻璃，在建的基本以超白压延玻璃为主。目前已明确投资的共有 17 条生产线，年产能 14800 万 m²，是目前产能的 1.1 倍。

表：分地区玻璃产能分布

年份	华东		华南		华北		东北		西南		西北	
	条	亿重量箱	条	亿重量箱	条	亿重量箱	条	亿重量箱	条	亿重量箱	条	亿重量箱
2006	54	1.73	44	1.32	31	0.9	14	0.38	10	0.29	7	0.2
2007	56	1.81	51	1.62	40	1.18	14	0.38	10	0.29	7	0.2
2008	61	2.03	53	1.71	45	1.34	14	0.38	11	0.35	8	0.22
2009	69	2.34	54	1.76	55	1.7	14	0.38	15	0.51	8	0.22
2010	79	2.73	56	1.88	68	2.22	15	0.42	15	0.51	8	0.22

资料来源：中国玻璃信息网，山西证券研究所

表：2011-2012 年投产的生产线统计

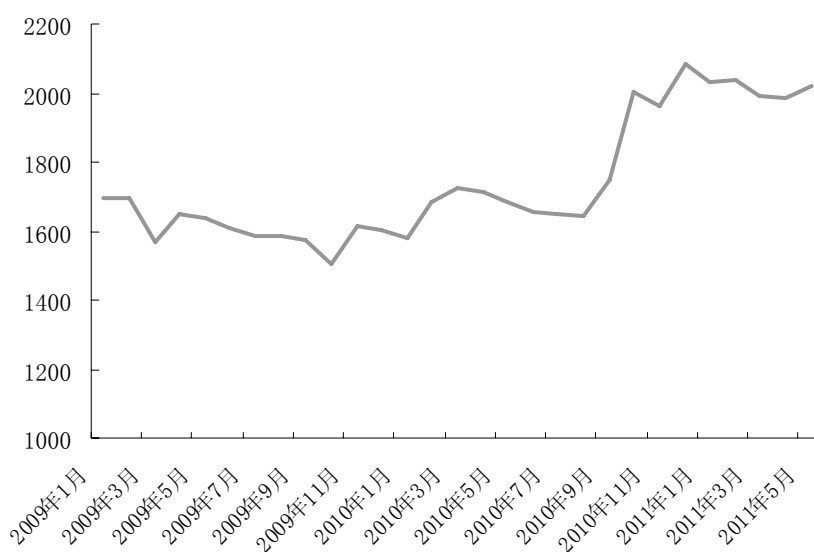
编号	单位名称	日熔化量 (t/d)	熔窑数量	产能 (万 m ²)
1	彩虹集团	250	1	500
2	安彩高科	500	1	1000
3	福莱特	600	2	2400
4	中俊新能源	500	2	2000
5	信义玻璃	500	3	3000
6	江煤集团	250	1	500
7	东兴光伏	200	1	400
8	深南玻	650	1	1300
9	常熟耀皮	250	1	500
10	中航三鑫	600	1	1200
11	中国建材	500	1	1000
12	河北东旭	250	1	500
13	河南天利	250	1	500
14	合计	7400	17	14800

资料来源：中国玻璃信息网，山西证券研究所

原材料纯碱价格维持高位，挤压行业毛利

前期国内限电情况加重以及厂家陆续停车检修，导致纯碱产品供给偏紧。5 月中旬的国内轻质纯碱和重质纯碱价格分别上涨 6.67%和 12.00%，至 2,000 元/吨和 2,100 元/吨。在目前玻璃价格下跌背景下，行业毛利将进一步被侵蚀。

图：国内平均纯碱价格变化



资料来源：山西证券研究所



投资策略

水泥行业：目前时点上我们认为在判断行业基本情况与年初相比已有一定的不确定性，首先 CPI 能否下半年真的迎来拐点，货币调控政策何时放缓；其次，新线审批如果放开，那么放开的时间、区域以及按照什么标准放开，目前还没有定论。另一方面，我们看到的是更加确定性因素：

第一，我们不能判断 CPI 拐点或许真的如市场所预计的在 7 月出现，但至少可以肯定的是离拐点越来越近，货币政策进一步紧缩的频率在降低，投资额增速下滑可能性比较低，预计全年投资增速可维持在 25%左右，这对水泥需求的整个大环境是有利的；

第二，行业环境与前几年有了明显变化，行业集中度在不断提高同时带来了企业之间的协同效应增强和盈利能力提升，目前水泥行业盈利水平处于历史高位，我们认为随着大企业话语权不断提高这种高盈利水平是可持续的；

第三，水泥行业盈利大幅好转，今年水泥行业弹性是所有行业中增速最高的，尤其是东中部水泥个股；

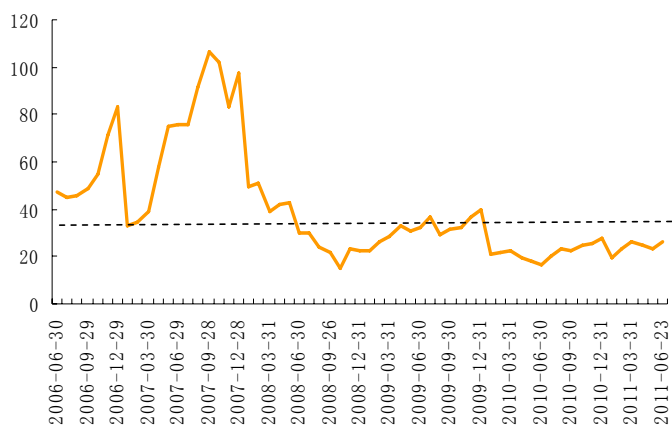
第四，今年水泥投资额下降将保障明年新增供给继续减少，而且在调整产业结构和节能减排的大背景下，淘汰水泥落后产能是未来行业主旋律，对于新线审批放开我们认为可以不用太悲观，虽然水泥新线放开时间、区域我们不能确定，但可以肯定的是不会全部放开，否则有可能使 2003-2004 年的“浙江现象”重新上演，同时这也不是政府所希望看到的。

最后，我国城镇化进程还处于加速阶段，保障房、商品房、城市基建、轨道交通等配套设施修建均将带来水泥需求增长，中长期看，我们认为水泥消费拐点远未到来，距离拐点还有 5 年以上时间。

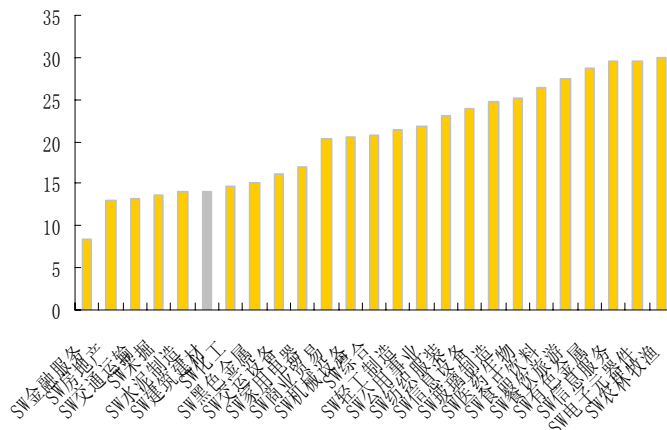
通过以上判断，我们维持今年年初对行业评级“看好”不变，目前水泥行业 2011 年 PE14 倍，与其他行业和历史 PE 比较，具备估值优势，见下图，在个股选择上，我们认为应该关注个股阶段性机会，看业绩弹性和估值推荐华新水泥、江西水泥、亚泰集团、塔牌集团、海螺水泥；看未来增长推荐天山股份、青松建化；看整合预期推荐狮头股份、祁连山。

玻璃行业：受房地产和汽车行业对玻璃需求下降、玻璃产能投放较快等不利因素影响，玻璃行业正经历去库存阶段。玻璃是房屋建设后期使用，下半年保障房大规模开工对玻璃拉动还不是很明显，我们认为玻璃行业下半年景气度将维持低位。另一方面，近 3 月玻璃行业的跌幅 18%，居各板块之首，部分个股已接近一年内的新低，我们建议投资者关注玻璃深加工上市公司尤其是受益玻璃原片价格下降的公司以及跌幅较大存在交易性机会的公司，推荐南玻、中航三鑫、秀强股份、金刚玻璃。

图：水泥行业历史 PE 走势变化



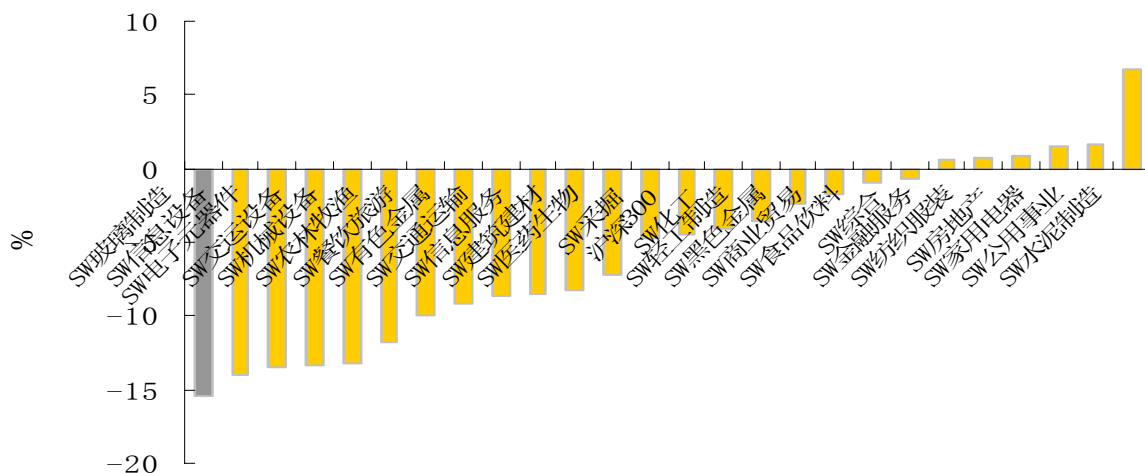
图：水泥板块 2011 年 PE 仍处于低位



资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：WIND，山西证券研究所

图：玻璃行业近 3 月跌幅靠前



表：重点跟踪公司盈利预测及评级

证券简称	收盘价	EPS			PE		评级
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	
冀东水泥	24.56	1.17	1.77	1.94	20.92	13.88	增持
海螺水泥	27.27	1.16	2.22	2.94	23.42	12.29	买入
天山股份	39	1.30	2.20	3.00	30.02	17.73	买入
青松建化	22.4	0.64	1.10	1.80	35.18	20.36	增持
祁连山	19.44	1.03	1.50	1.85	18.79	12.94	买入
赛马实业	35.99	2.88	3.27	3.50	12.49	11.00	增持
江西水泥	17.13	0.39	0.86	1.06	43.92	19.82	增持

华新水泥	24.44	0.71	1.72	1.98	34.45	14.18	买入
金隅股份	15.78	0.63	0.90	1.20	25.05	17.53	增持
塔牌集团	11.25	0.34	0.62	0.85	33.09	18.15	增持
亚泰集团	8.26	0.26	0.63	0.87	31.77	13.11	买入
金晶科技	7.95	0.25	0.36	0.56	31.41	22.28	增持
中航三鑫	7.85	0.08	0.19	0.42	98.22	40.61	增持
南玻	16.09	0.70	0.90	1.18	22.98	17.89	增持
金刚玻璃	22.5	0.45	0.75	1.25	50.00	30.00	增持

风险提示

- 保障住房建设速度低于预期
- 房地产投资下降较快
- 煤炭、纯碱价格过度上涨
- 基建投资大幅下滑

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。