

2011-07-26

证券研究报告  
行业研究/固定产品

建筑材料

增持/维持评级  
建材行业周报  
2011 年第 20 期

#### 分析师

周煊  
SAC 执业证书编号: S1000510120036  
(0755)8249 2072  
zhouhuan@lhq.com

#### 联系人

鲍雁辛  
(0755)8249 2810  
baoyx@lhq.com

#### 相关研究

建材行业周报（11 年第 19 期）  
2011/07/18  
建材行业周报（11 年第 18 期）  
2010/07/11

# 水泥价格承压，景气趋势尚未改变

## 水泥行业

### 行业动态

- 上周全国水泥市场价格跌势不改，环比下跌 0.52%。主要体现长沙和银川两地，价格分别下调 40—50 元/吨。
- 长沙地区除海螺以外企业价格均暗降 40—50 元/吨。价格下调主要原因：一是前期停产生产线都已恢复正常，二是下游搅拌站因资金短缺采购量下降，导致企业库存增加，加上水泥价格较高情况下，企业开始暗降争取增加发货量。（企业对于价格回升的期望是依靠再次限电）
- 7 月份银川价格较 6 月份相比下调 40—50 元/吨。市场受陕西、甘肃低价水泥进入影响较大，并且因宏观调控政策影响，下游需求下降，因此各区域价格纷纷回落。
- 本周华东地区江西庐山、九江一带价格下调 20—30 元/吨；江苏南京个别企业出厂价格最低到 390—400 元/吨，大都数企业价格维持平稳。
- 整体来看，7 月全国各地区水泥市场都承受较大压力，特别是受货币紧缩政策影响，搅拌站资金短缺已成普遍现象（搅拌站采购水泥一般现款现货，而建筑工地需要搅拌站垫资也是业内惯例）。
- 动力煤价格保持平稳，我们跟踪的城市中仅银川下跌 20 元/吨。根据我们煤炭研究小组的判断，由于电厂淡季加大了采煤力度，目前电厂库存处于历史高位，电厂采购煤炭的积极性开始下跌，这一点可以从沿海煤炭运价连续三周下跌得到印证，同时港口库存也处于高位，我们判断三季度很可能出现煤价旺季不旺，甚至小幅下跌的走势。

### 行业观点

- 江西庐山、九江一带属于水泥的输出地，主要市场除了江西本省外还供应湖北、江浙等地，并且我们了解到，江西水泥企业在历史上并未有效的执行联手限产保价，本地市场价格主要跟随周报省份波动，因此当周边市场需求淡季减弱时，降价亦属预料之内。
- 我们认为目前出现的水泥需求放缓的原因有两方面：一是传统雨季影响（今年雨水较往年偏多）；二是信贷收紧导致的资金紧张。搅拌站作为整个建筑施工产业链中最弱势的一环，受信贷收紧的影响最为明显，目前出现的资金普遍紧张的情况符合预期，也与我们在 6 月初对江浙建筑类非上市企业草根调研中的发现相一致。

- 我们认为，如果信贷不进一步收紧甚至有所放松，未来随着天气的转好，水泥需求将逐渐恢复，而 7 月份开始的华东、华中大面积的（江苏、浙江、湖北、安徽、山东）限产保价，加上用电高峰到来时限电导致的被动限产，水泥供求关系环比改善，因此短期价格可维持稳定。在限电、企业协同主动限产因素的作用下，我们判断，全年价格依然可以维持高位，在进入 4 季度旺季之后，价格可能回升至此次下跌前水平。
- 我们依然坚持近期以来的观点：今年新增 1000 万套保障房（新开工可能低于此数）是政治任务，虽有延迟但依然能实现，可以对冲商品房投资下滑的风险，而基建投资增速回落本来就在预期之中，回落幅度不会很大，因此对未来水泥需求不必过于担心。华东、华中、华南地区水泥需求的疲弱期（估计还要持续大半个月时间）正好和用电旺季重叠，电力紧张和企业主动协同引发的限产对水泥价格有支撑。随着三季度保障房的大量开工，水泥需求将复苏。
- 保障房加快建设的消息刺激水泥股在近一个月快速反弹，估值从之前的 2011 年 10—12 倍 PE 回升到 12—15 倍 PE，短期由于缺乏新的刺激因素，股价可能难以继续大涨，但就中期（3—6 个月）而言，目前水泥行业估值依然不高，今年盈利有保障，可能会再超预期，因此我们维持对水泥行业的乐观看法和“增持”评级，目前重点推荐的水泥股排序为：海螺水泥、巢东股份、华新水泥、亚泰集团、金隅股份等河北水泥股、塔牌集团。
- 风险提示：主要风险来自于水泥价格的回落大幅超越市场预期。

表 1：重点推荐水泥上市公司盈利预测

| 证券简称 | 股价<br>(2011-07-22) | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      |                    | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E |    |
| 海螺水泥 | 27.4               | 1.17  | 2.32  | 2.94  | 23.49 | 11.81 | 9.32  | 买入 |
| 华新水泥 | 28.5               | 0.71  | 1.79  | 2.18  | 40.14 | 15.92 | 13.07 | 增持 |
| 巢东股份 | 21.52              | 0.27  | 1.45  | 1.81  | 79.70 | 14.84 | 11.89 | 买入 |
| 天山股份 | 34.61              | 1.39  | 2.82  | 4.04  | 24.90 | 12.27 | 8.57  | 买入 |
| 青松建化 | 21.35              | 0.64  | 1.69  | 1.93  | 33.36 | 12.63 | 11.06 | 买入 |
| 金隅股份 | 14.98              | 0.69  | 1.05  | 1.33  | 21.71 | 14.27 | 11.26 | 买入 |
| 亚泰集团 | 8.21               | 0.26  | 0.86  | 1.12  | 31.58 | 9.55  | 7.33  | 买入 |

资料来源：华泰联合证券研究所。

注：华新、天山按增发后摊薄计算 2011-12 年 EPS，青松按增发后摊薄计算 2012 年 EPS。

## 玻璃行业

### 行业动态

- 近期全国玻璃价格普跌，幅度在 2 元/重箱左右，下跌幅度较大的华南，幅度在 2-4 元/重箱。前期自四月底历时 4—5 周的价格的大幅回落华东、华南主流 5mm 部分品种累积跌幅达到 15—20 元/重箱，目前在天气等因素影响下有小幅震荡。

- 五月份以来国内重质纯碱价格大涨 13%，主要原因是“电荒”，华东地区占全国总产量的 40%。当前华东地区是国内电荒状况较为严重的区域。预计随着各地区限电情况的日趋严重和纯碱厂家相继进入停产检修期，未来国内纯碱货源依然紧缺，价格或维持高位。
- 华北地区：受到河北沙河地区价格影响，本周秦皇岛地区价格开始走低，目前北京的玻璃价格出现下滑，主要是生产企业的出货减缓，清理库存的原因。
- 东北地区：东北玻璃需求增加明显，无论是建筑市场还是加工市场都需求旺盛。价格变化不大，流通渠道的库存减少较多。
- 华东地区：华东市场没有顶住来自于外埠的价格压力，预提、报价、降价以各种理由被迫重新回到桌面上来，最近企业出库不畅，库存有些增加。最近上海玻璃价格有些回落。
- 华中地区：七月份以来，河南市场价格仍处于滑坡状态，色玻虽有起色，但并不明显，也无法带动整个市场的回转。武汉地区受到销售不畅的影响，玻璃价格走低，市场信心不足。
- 华南地区：最近广州的价格连续回落，周边个别企业已经是几次回调价格，最低已到 70 元/重箱左右，整体的市场出货并不乐观。外埠价格的下滑对广州市场的冲击比较明显。
- 西南地区：西南地区需求滞涨，价格不稳定。
- 西北地区：价格略有下滑，西北市场形势不乐观。

### 行业观点

- 我们 7 月中旬再次对广东的部分玻璃生产企业（非上市）及经销商进行了草根调研。广东是全国玻璃的集散地之一，珠三角市场也是各大玻璃企业必争之地，广东的玻璃产能也居于全国前列，从历史上来看，广东市场可以作为全国玻璃市场的风向标。
- 我们在调研中发现：目前广东地区普通白玻主流产品的含税价格在 1620—1640 元/吨（含税），综合成本将近 1580 元/吨（含税），大部分企业处于微利状态，去年同期的价格在 2000 元/吨左右（含税），2010 年最高为 2400 元/吨（基本上是历史最高位）。华东玻璃企业出厂价约 1300 余元/吨（含税），运到广东运费约 200 元/吨，河北沙河运至广东运费约 400 元/吨，沙河一个月前最低 1100 元/吨（含税），目前约 1200 元/吨（含税）。广东缺少石英砂，且燃料成本较高，因此生产成本较高，华南玻璃市场容易受到外地玻璃的冲击，联手保价较难。
- 我们调研的生产企业目前库位均较高（8 成以上），而玻璃熔窑不可能轻易停产（停窑冷修最快 3—4 个月，一般为半年可完成，花费约数千万至 1 亿元），被调研的玻璃企业表示在库存压力下，有较强的冲动杀价跑量。
- 综合我们从企业了解到的情况，我们认为，金融危机时出现的玻璃价格迅速下跌后迅速反转的行情难以再度重演，下半年玻璃价格或低位徘徊，“温水煮青蛙”的行情可能延续一段时间，原因主要有以下几点：

- ✓ 08 年出现的金融危机令内外需迅速下降，玻璃企业库存大幅上升，价格迅速跌至盈亏平衡线下，大量企业在对经济的预期极度悲观的情况下，选择停窑。
- ✓ 国家对房地产、汽车的刺激政策在 09 年开始显现，而企业大量停窑的结果令供给缺口 5 年首现，由于玻璃窑复产一般需半年的时间，供不应求的情况下，玻璃价格在 09 年 3 月开始的 2—3 个月内由谷底（约 900 元/吨）接近翻倍。
- ✓ 玻璃生产企业在 2009 年下半年—2010 年获得了较为丰厚的利润，即使目前微利甚至小幅亏损也仍可维持生产，且不存在对未来经济极度悲观的预期，价格不出现大幅下跌（再跌 10% 以上）的情况下，预计不会选择停窑（停窑再复产将花费数千万至上亿，更换耐火材料等费用）。
- ✓ 玻璃生产线的国产化，令生产线投资成本迅速下行（600T/D 生产线的总投资在 2 亿余元左右，实际出资约 1 亿元。在河北沙河总投资仅需 1 亿元），2009—2010 年的景气使得大量企业涌入。
- ✓ 今年上半年新点火的生产线将主要的下半年贡献产能（全国上半年 14 条生产线，预计下半年还有 14 条左右，今年新点火生产线超过去年），我们调研中了解到部分已经建成的生产线并未点火，那么即便需求启动，大量产能的释放将令价格难以迅速提升，而今年再次出现力度能达到 08 年底的对房地产、汽车消费的刺激政策的概率不大。
- 离线 LOW-E 也同样面临产能集中释放的问题，但 LOW-E 玻璃品牌效应明显，南玻、信义等一线品牌跌价空间有限，格兰特、龙飞（洛玻）、众友等二线品牌或面临一轮厮杀。相比较而言，在线 LOW-E，建筑超白玻璃，特殊颜色玻璃价格坚挺，市场景气度较高。
- 对于保障房对玻璃需求的拉动，目前尚难看出成效，生产企业和经销商对全年并不乐观，我们认为，保障房的开工集中在三季度，并且通常开工 4—5 个月后，建筑商才会开始订购玻璃，因此保障房对今年普通浮法玻璃景气度的改善作用并不会很明显。
- 我们认为 2011 年，光伏、LOW-E 玻璃、触摸屏等非传统业务将成影响股价的决定性因素，建议关注具备技术优势的上市公司，重点推荐在传统浮法玻璃业务之外有较大发展空间的南玻 A（000012）。

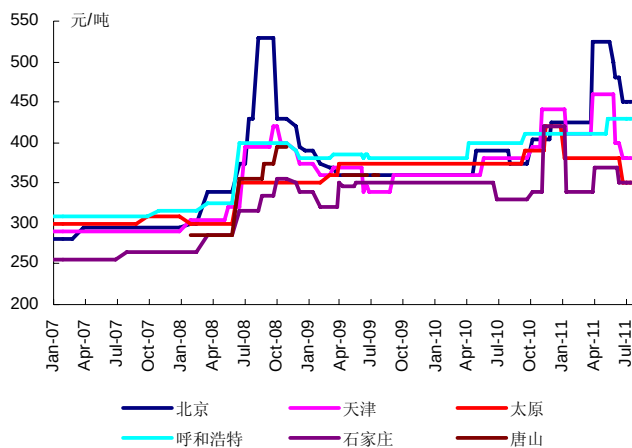
表 1：2011 年下半年预计投产生产线统计表（7 月份最新统计）

| 区域 | 生产线        | 日熔化量（吨/日） | 年产量（万重箱） |
|----|------------|-----------|----------|
|    | 山东滕州四线     | 700       | 440      |
|    | 蓝实六安一线     | 600       | 380      |
|    | 福建旗滨四线     | 800       | 510      |
| 华东 | 中国玻璃（山东临沂） | 500       | 320      |

|            |           |      |      |
|------------|-----------|------|------|
| 华南         | 武汉明达二线    | 700  | 440  |
|            | 英德鸿泰一线    | 600  | 380  |
|            | 河北沙河安全八线  | 500  | 320  |
|            | 河北沙河吉恒源一线 | 500  | 320  |
| 华北         | 河北沙河德金四线  | 500  | 320  |
|            | 耀华新园区一线   | 500  | 320  |
|            | 鸿昇玻璃      | 170  | 110  |
| 西南         | 云南云翔二线    | 700  | 440  |
|            | 凌源世明      | 700  | 440  |
| 东北         | 佳木斯佳星一线   | 400  | 250  |
| 合计 14 条生产线 |           | 7870 | 4990 |

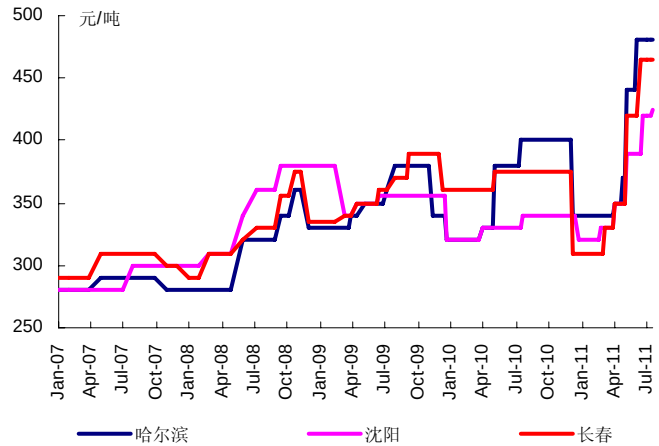
资料来源：玻璃信息网、华泰联合证券研究所

图 1、华北 P.O42.5 散装水泥市场价格



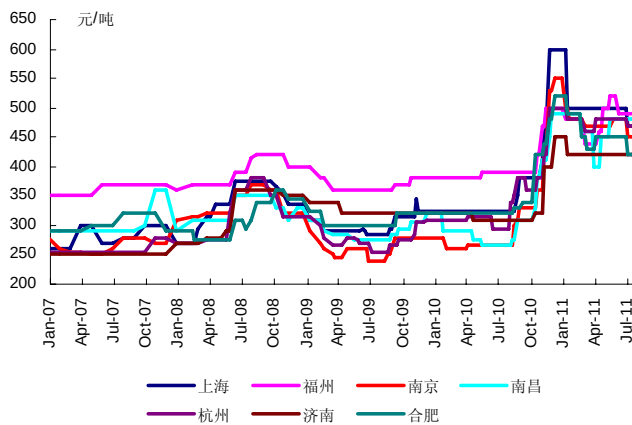
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 2、东北 P.O42.5 散装水泥市场价格



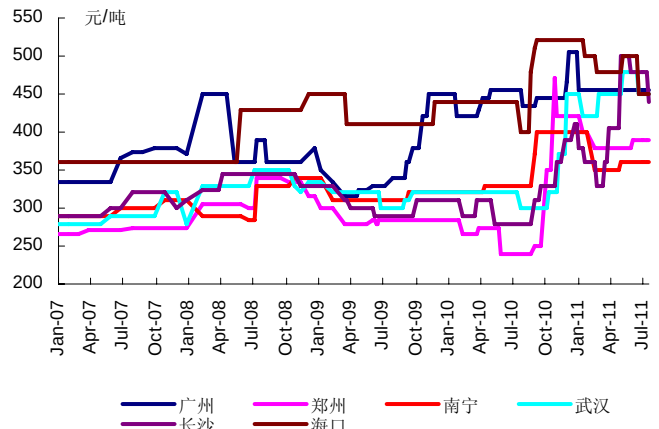
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 3、华东 P.O42.5 散装水泥市场价格



数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

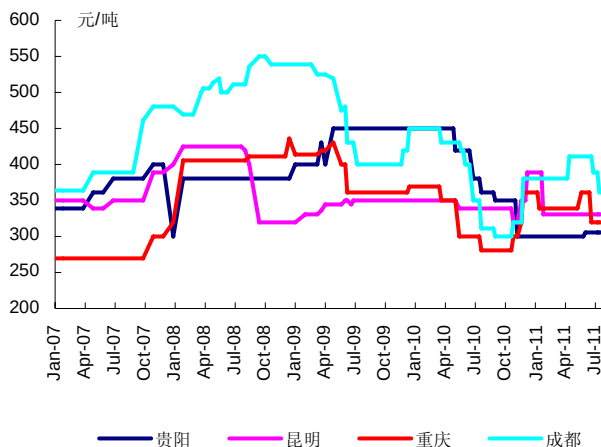
图 4、中南 P.O42.5 散装水泥市场价格



数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

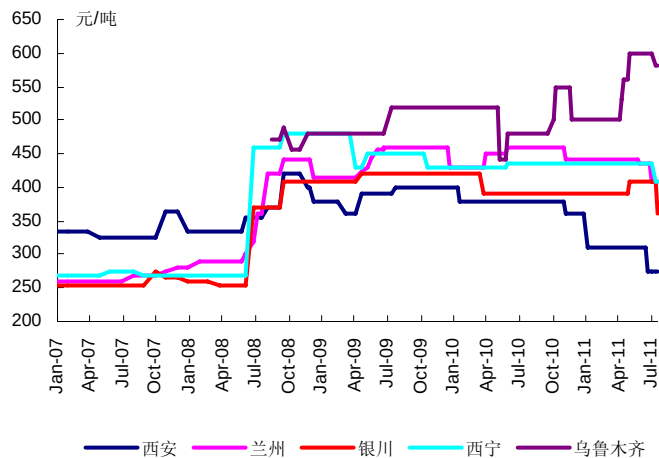


图 5、西南 P.O42.5 散装水泥市场价格



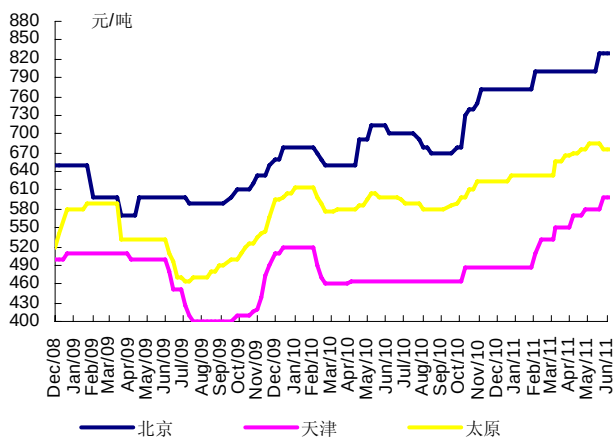
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 6、西北 P.O42.5 散装水泥市场价格



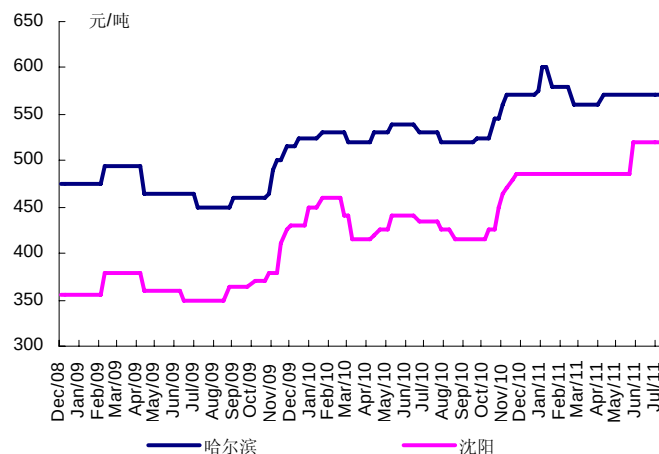
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 7、华北水泥用煤价格



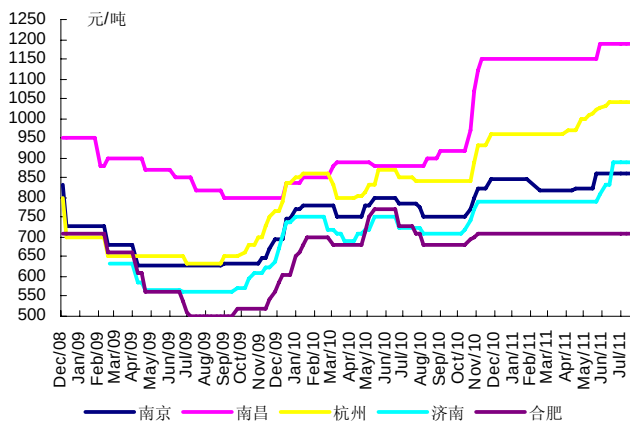
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 8、东北水泥用煤价格



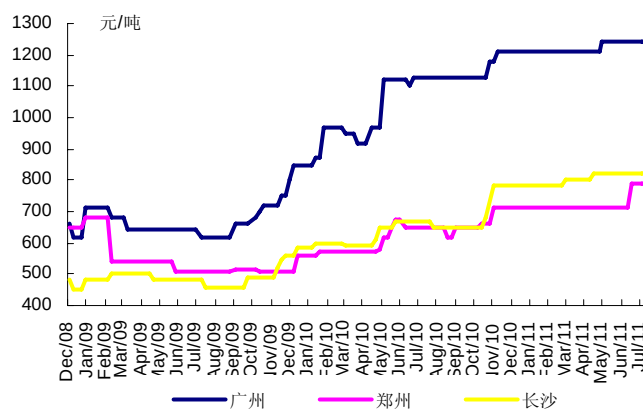
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 9、华东水泥用煤价格



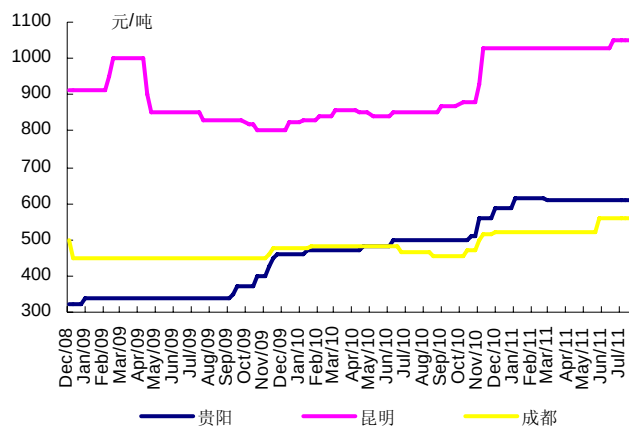
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 10、中南水泥用煤价格



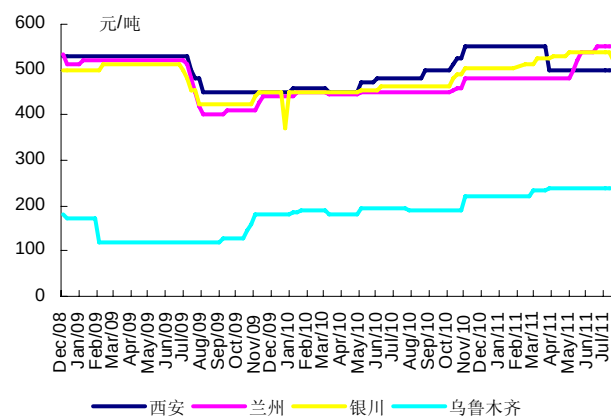
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 11、西南水泥用煤价格



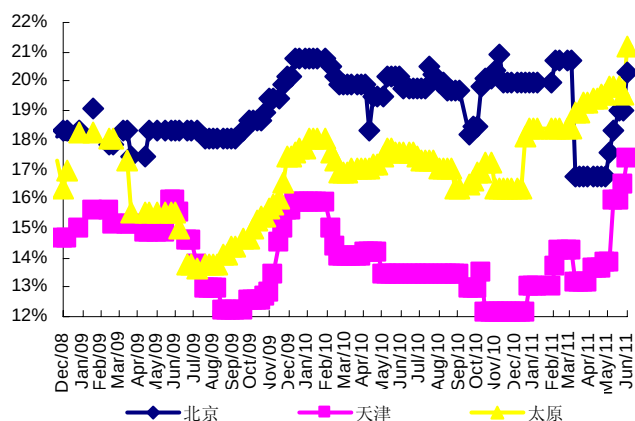
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 12、西北水泥用煤价格



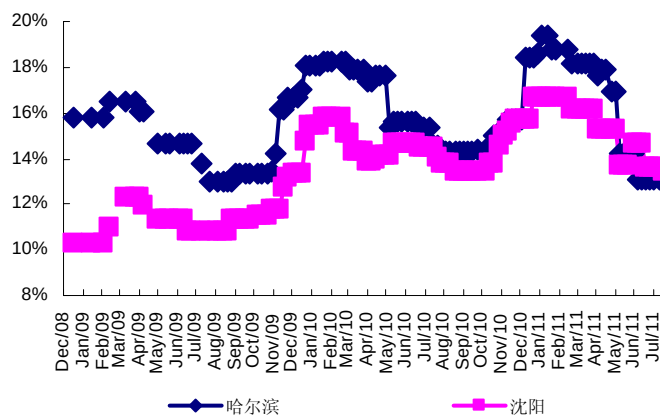
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 13、华北吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



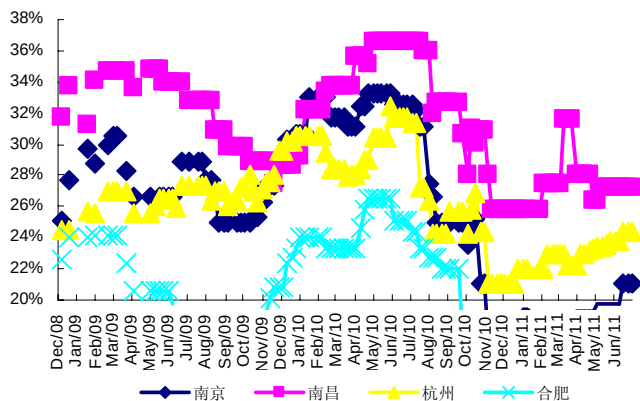
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 14、东北吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



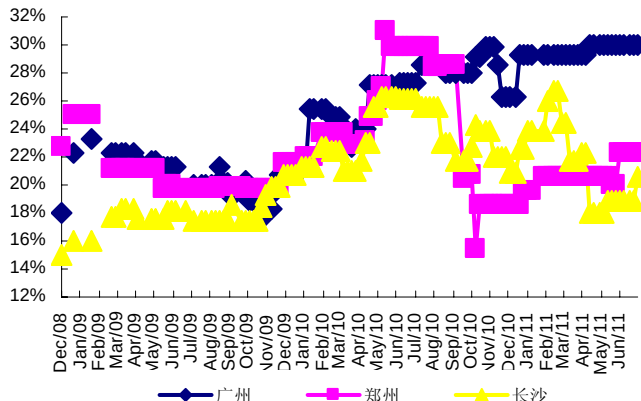
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 15、华东吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



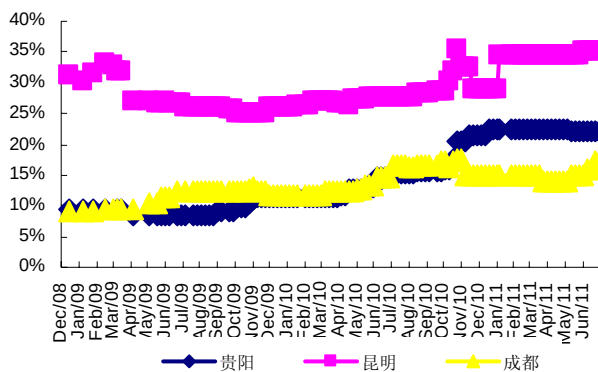
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 16、中南吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



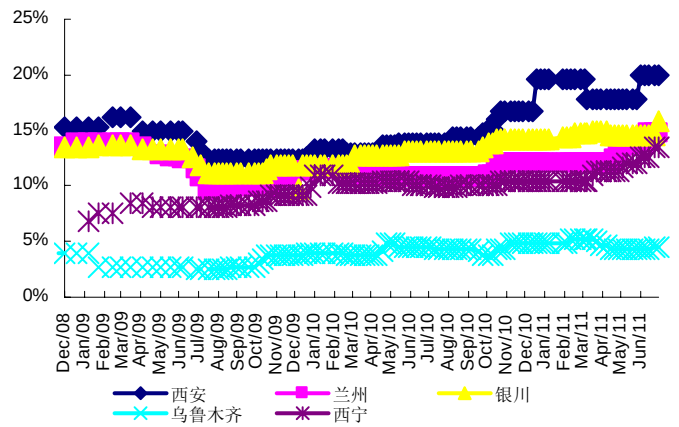
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 17、西南吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



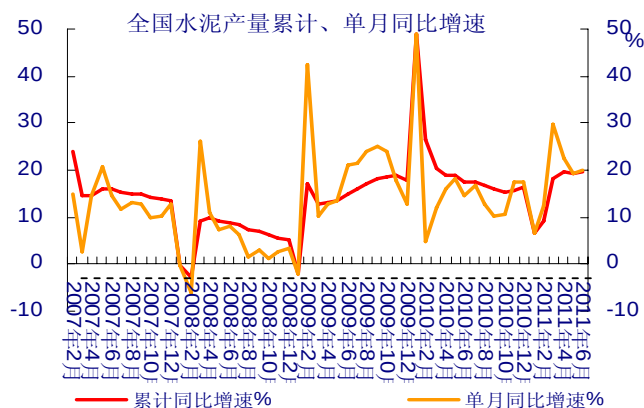
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 18、西北吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



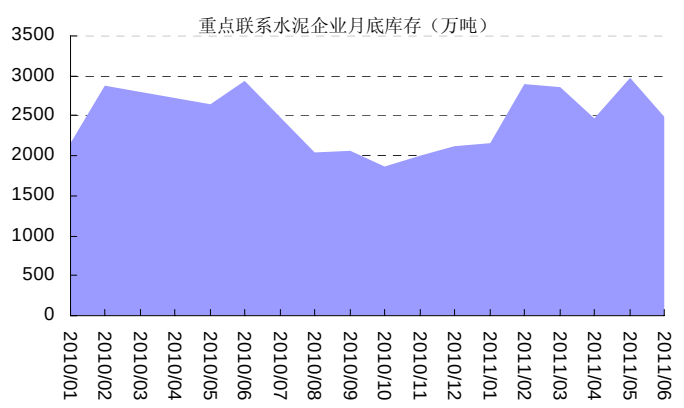
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 19、全国水泥产量累计、单月同比增速



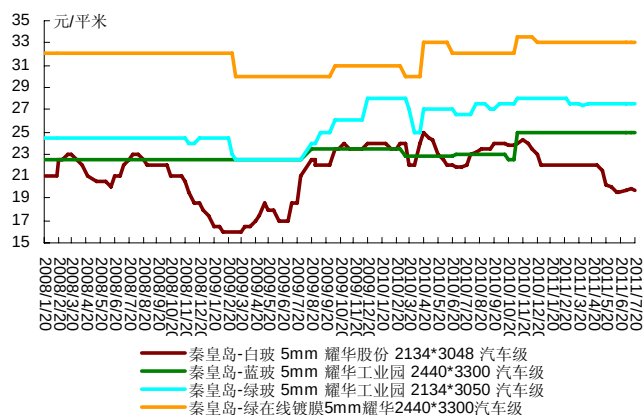
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 20、重点联系水泥企业水泥月末库存（万吨）



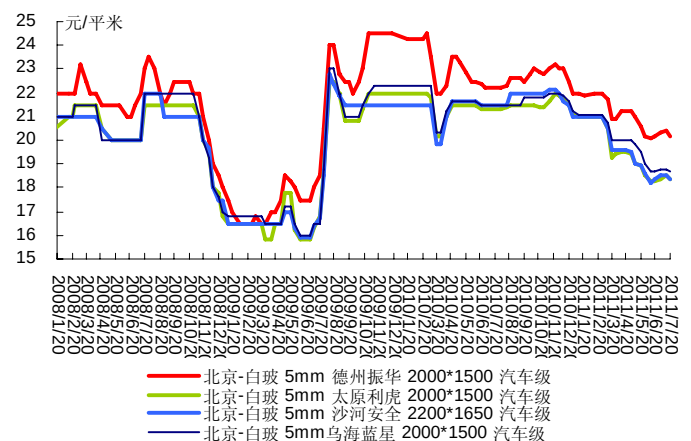
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 20、秦皇岛地区重点企业产品批发价格（含税）



数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

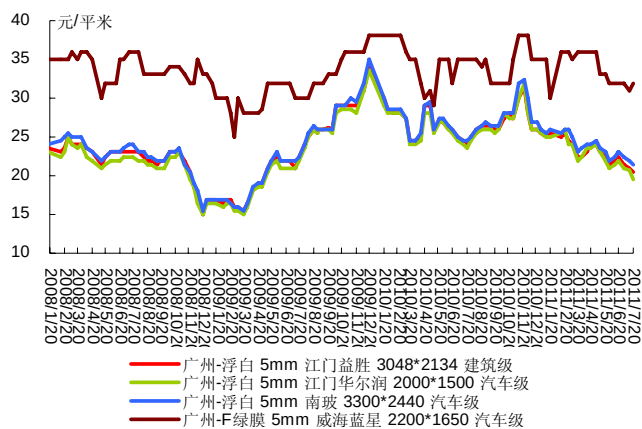
图 21、北京地区重点企业产品批发价格（含税）



数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

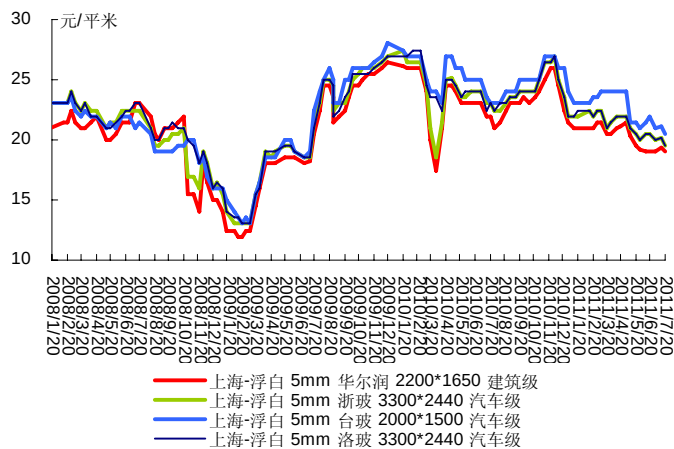


图 22、广州地区重点企业产品批发价格（含税）



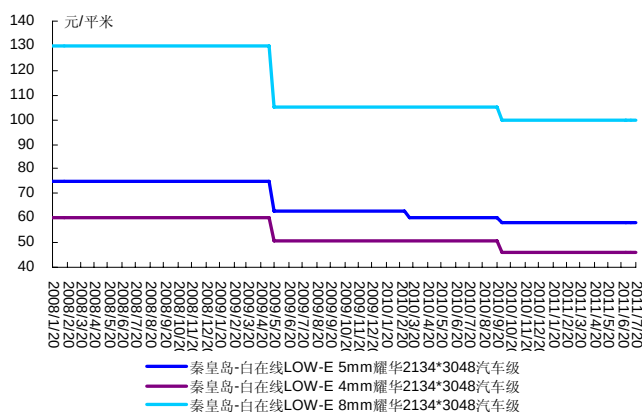
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 23、上海地区重点企业产品批发价格（含税）



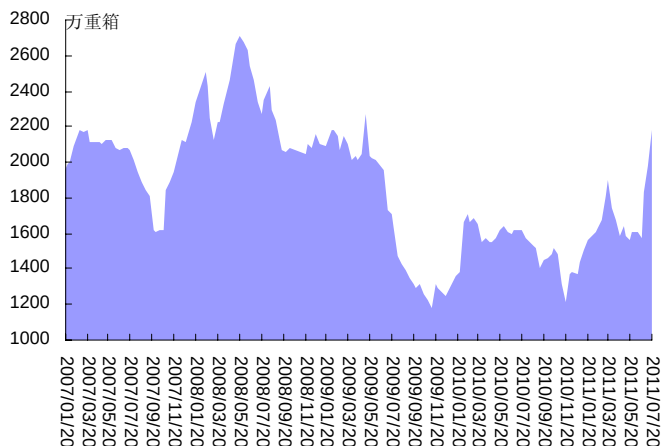
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 24、秦皇岛地区 耀华 白在线 LOW-E 批发价格（含税）



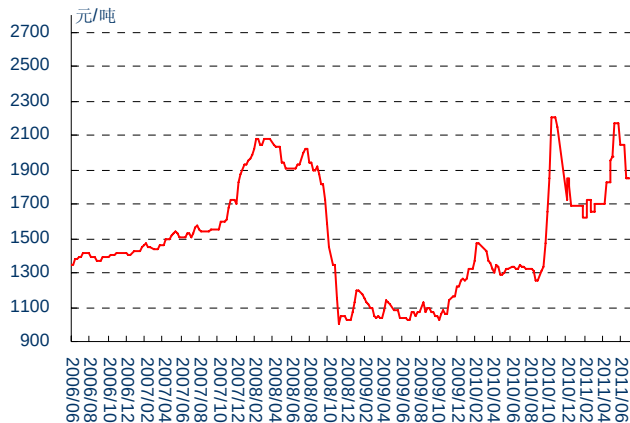
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 25、全国玻璃生产企业库存合计



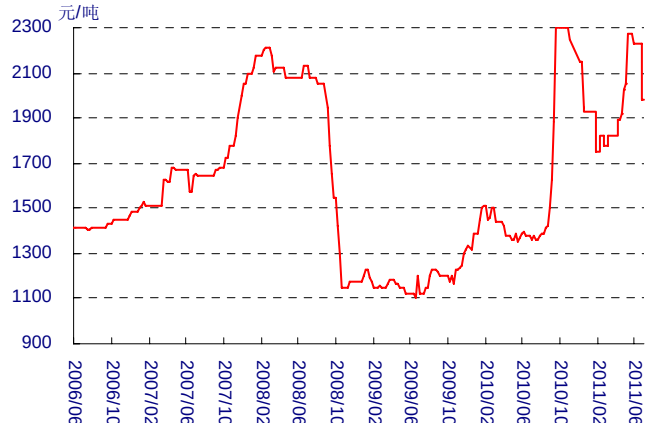
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 26、纯碱(重质)长三角地区价格



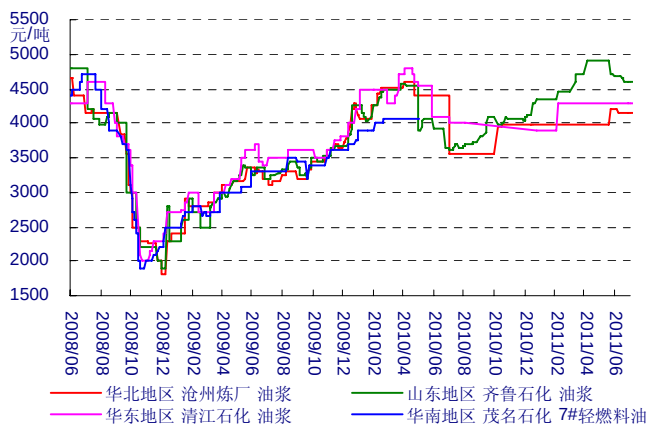
数据来源：化工在线，华泰联合证券研究所

图 27、纯碱(轻质)长三角地区价格



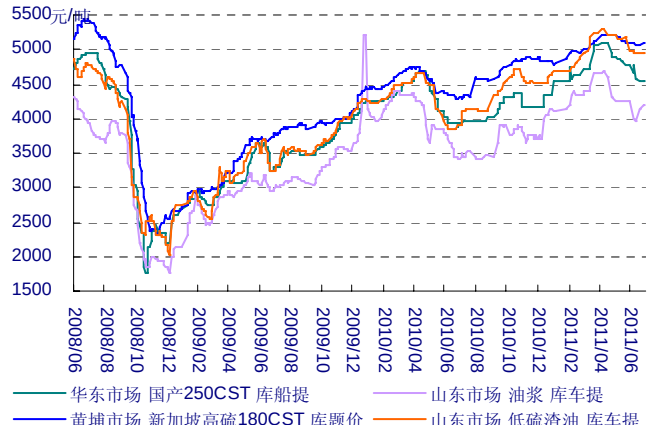
数据来源：化工在线，华泰联合证券研究所

图 28、国内重点炼厂燃料油出厂价格



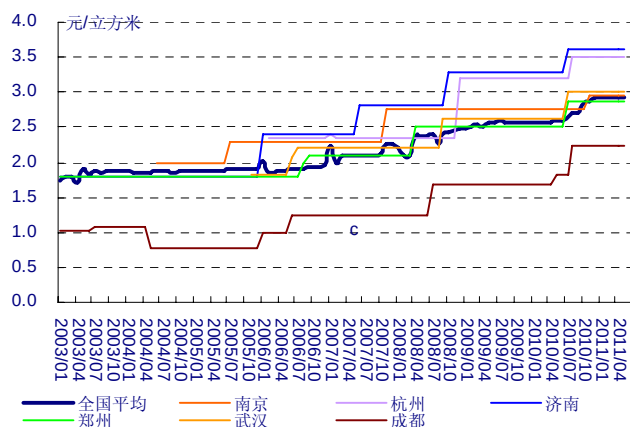
数据来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 29、燃料油主要交易市场成交价格



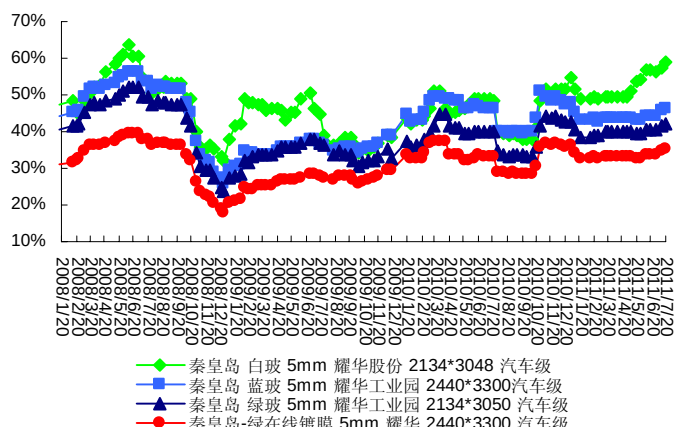
数据来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 30、国内重点城市工业用管道天然气价格



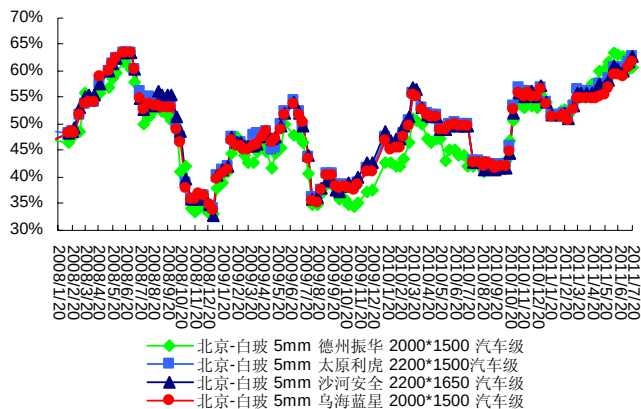
数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 31、秦皇岛重点跟踪企业（重油+纯碱）/玻璃价格 比值



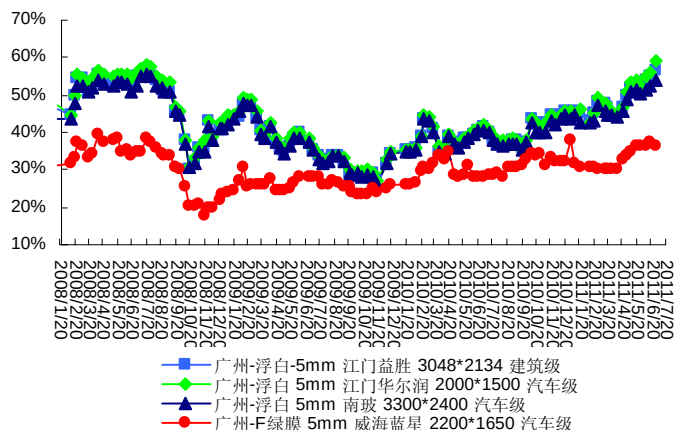
数据来源：华泰联合证券研究所

图 32、北京地区重点跟踪企业（重油+纯碱）/玻璃价格 比值



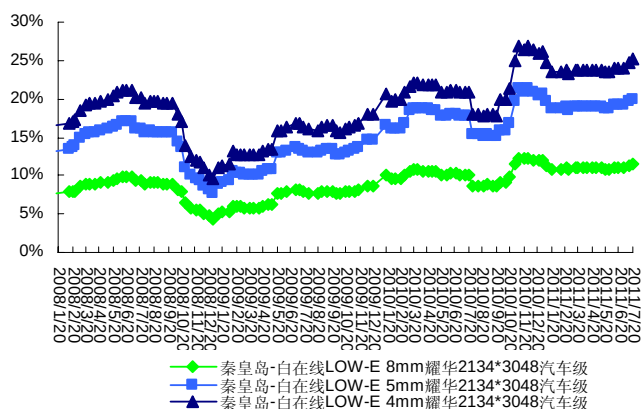
数据来源：华泰联合证券研究所

图 33、广州重点跟踪企业（重油+纯碱）/玻璃价格 比值



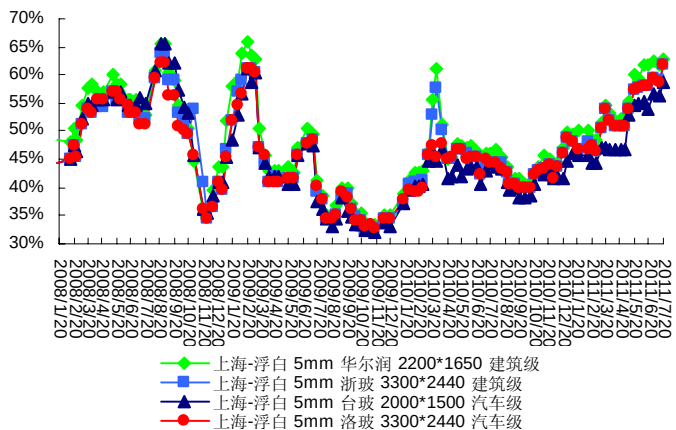
数据来源：华泰联合证券研究所

图 34、秦皇岛 LOW-E（重油+纯碱）/玻璃价格 比值



数据来源：华泰联合证券研究所

图 35、上海重点跟踪企业（重油+纯碱）/玻璃价格 比值



数据来源：华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn