

2011-08-03

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 21 期水泥股新一轮买入机会正开始
出现

水泥行业

行业动态

- 上周全国水泥市场价格环比上周跌幅 0.47%。主要体现内蒙、山东、河南、宁夏等部分区域，价格下调 20-30 元/吨。
- 上周华北地区内蒙市场价格下调 20-50 元/吨。进入 7 月份后乌海、鄂尔多斯地区受新增产能集中释放影响，价格持续走低，累计下调 50 元/吨；呼和浩特地区价格相对跌幅较小，为 20 元/吨，呼市周边新增产能虽少，但受资金短缺影响，需求出现减少致水泥价格下调。
- 上周华东地区江浙沪价格止跌，熟料和水泥价格均保持平稳。据了解，7 月 22-26 日江苏南部和安徽巢湖部分企业因限电陆续开始停产，熟料价格稳定在 330-350 元/吨，苏南企业出厂价格 400-430 元/吨，浙江不同区域企业出厂价格 410-460 元/吨。山东市场价格受淡季因素影响也出 10-20 元/吨小幅下跌，熟料价格下调 20-30 元/吨。
- 中南地区广西、湖南两省出现限电情况。7 月 26 日，广西贵港、兴业、玉林、北流等部分地区被政府强制执行限电，中小粉磨站基本全部停产，大企业平南华润、贵港台泥、北流海螺、兴业海螺也都停窑停磨。28 日，贵港台泥和华润水泥价格已上调 20-30 元/吨，熟料价格上调 50 元/吨，现低标号出厂价涨至 330 元/吨；P.O 42.5 散装 385 元/吨，其他地区柳州、玉林、北流等有限电的区域价格也都陆续上调 20-30 元/吨。目前来看除桂北以外，其他地区都有不同程度的限电情况，后期广西限电如进一步加重，将会直接带动广东水泥价格走高，短期广东珠三角企业都有较高的库存，但在广西水泥进入广东市场减少的情况下，广东企业库存将会很快被消化。
- 从 7 月 25 日起，湖南开始第二次限电，从目前执行情况看没有第一次严重，但仍影响企业产能发挥。现常德地区粉磨企业产能影响发挥 50%，长株潭相对较轻，影响产能发挥减少 20%左右，各区域水泥价格均保持平稳。
- 河南省新乡、郑州等中部地区价格因下游需求减弱下调 20-30 元/吨。
- 上周贵阳水泥价格出现大幅上涨。低标号袋装价格出现倒挂，高于高标号散装价格 10 元/吨。价格上调主要原因：一方面是市场需求较为旺盛，另一方面海螺生产线例行检修，其他企业借此机会将价格做出上调。由于海螺在贵阳市主打高标号市场，因此其他企业调整策略以低标号为主，在海螺供应减少的情况下，其他企业将低标号价格上调幅度较大，高标号相对较小，从动机来看属于短期行为，后期价格能否稳定，需要看海螺恢复生产后的经营策略。

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 20 期）

2011/07/25

建材行业周报（11 年第 19 期）

2010/07/18

- 动力煤价格保持平稳，我们跟踪的城市中广州下跌 10 元/吨，太原上涨 10 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

- 目前除长江以南地区因雨季掩盖了真实需求以外，宏观紧缩政策对其他地区水泥需求的影响均有不同程度的体现。近期对固定资产投资增速放缓超预期的担忧导致水泥股出现了比较大的跌幅，基本符合我们之前“水泥股短期难以大涨”的预测。
- 但我们对今年水泥行业并不悲观。保守预测，今年全国水泥需求依然能有 10% 左右的增长，新增需求大于新增供给的局面得以延续，行业景气度继续高位运行。华东、华中、华南、东北由于企业之间良好的协同保价以及缺电导致的限产影响，价格将维持在较高水平，而旺盛的需求则支撑了新疆的高价格不会大幅滑落。
- 南方由于淡季下调的水泥价格基本见底，未来随着需求的回升将出现环比上涨，有望回升至下跌前水平，但创新高的难度较大。**东部水泥股全年盈利预测下调的可能性较小，目前海螺水泥估值已接近今年 10 倍 PE 的历史底部，新一轮买入机会正开始出现，未来有 30% 左右的上涨空间。**我们认为未来推动估值回升的催化剂可能有两个：一是固定资产投资增速下滑幅度好于市场预期；二是当 CPI 上行趋势得到控制后，政府为防止经济增速下滑过快对宏观紧缩政策适当放松。
- 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、天山股份、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 (2011-08-01)	EPS			PE			评级
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
海螺水泥	25.19	1.17	2.32	2.94	21.59	10.86	8.57	买入
华新水泥	25.35	0.71	1.79	2.18	35.70	14.16	11.63	买入
巢东股份	19.89	0.27	1.53	1.81	73.67	13.00	10.99	买入
天山股份	30.84	1.39	2.82	4.04	22.19	10.94	7.63	买入
青松建化	19.2	0.64	1.23	1.56	30.00	15.61	12.31	买入
金隅股份	13.46	0.69	1.05	1.33	19.51	12.82	10.12	买入
亚泰集团	7.55	0.26	0.86	1.12	29.04	8.78	6.74	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，跌幅较上周增大，幅度在 4 元/重箱左右，并且前期价格较为坚挺的白在线 LOW-E 也出现了 4—10 元/平米的下跌（我们跟踪的是耀华股份产品出厂价），最近几周的价格走势验证了我们 7 月中旬在华南草根调研的结论。自四月底至今华东、华南为代表的主流 5mm 部分品种累积跌幅达到 15—20 元/重箱，伴随着价格的下跌，从 6 月中旬至今，生产企业库存剧增，目前的库存水平已经接近 08 年 3 季度。
- 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：秦皇岛本周价格继续下滑，市场情绪不稳定，后市看淡，通过多年的价格竞争南北方的地区差价基本趋于零。北京市场价格继续下滑，出货量没有明显增加。随着北方汛期的到来，生产企业的仓储压力渐大。
- 东北地区：受到外埠玻璃产品的进入影响，东北市场价格略有下滑，但是市场需求不减。
- 华东地区：在供需矛盾面前华东市场也很难走出价格低位的状态，企业达成限产提价的共识。目前看，上海市场的价位与中旬相比仍在回落，目前的薄板价格也就在 73—75 元/重箱，市场前景仍未现光明，企业库存相对不少。
- 华中地区：华中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：最近华南市场普通建筑玻璃价格企业调整变化不大，但前期略高的优质玻璃企业价格做了回调，目前企业价格最高 80 元/重箱。华南市场分析会要求稳定价格，适时变动。
- 西南地区：西南的价格变化主要是受到外埠玻璃产品大量进入的冲击，本地企业的产品库存略有上升，后市情况不明朗。
- 西北地区：西北市场价格略有下滑，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 年的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。这验证了我们年初时对今年全年普通浮法景气下行的判断。
- 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)
华东	山东滕州四线	700	440
	蓝实六安一线	600	380
	福建旗滨四线	800	510
	中国玻璃 (山东临沂)	500	320
	武汉明达二线	700	440
华南	英德鸿泰一线	600	380
	河北沙河安全八线	500	320
华北	河北沙河吉恒源一线	500	320
	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

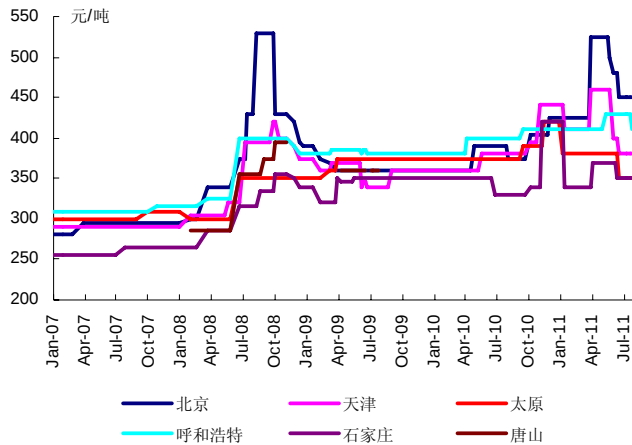
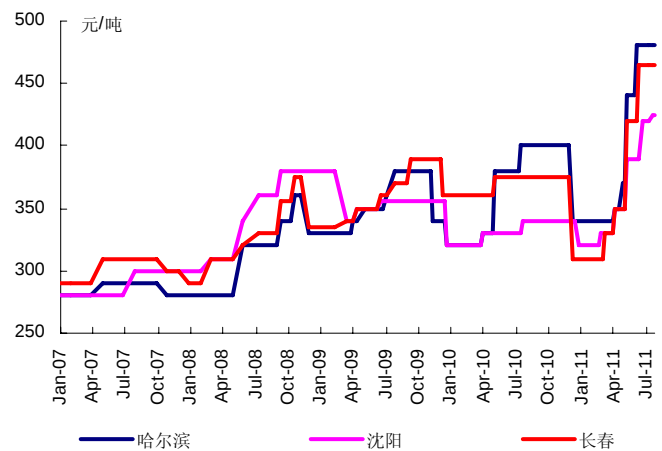


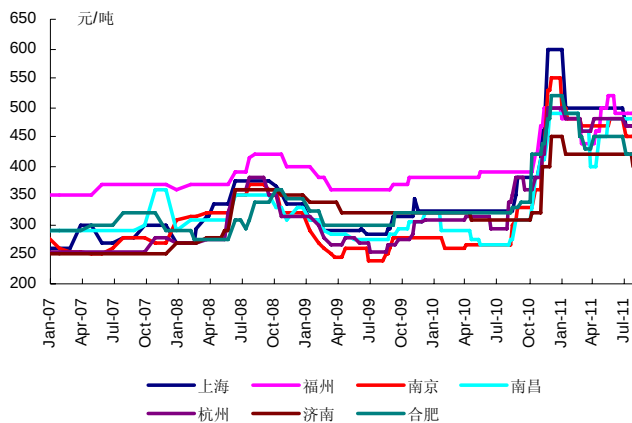
图 2、东北 P.O42.5 散装水泥市场价格



数据来源: 数字水泥网, 华泰联合证券研究所整理。

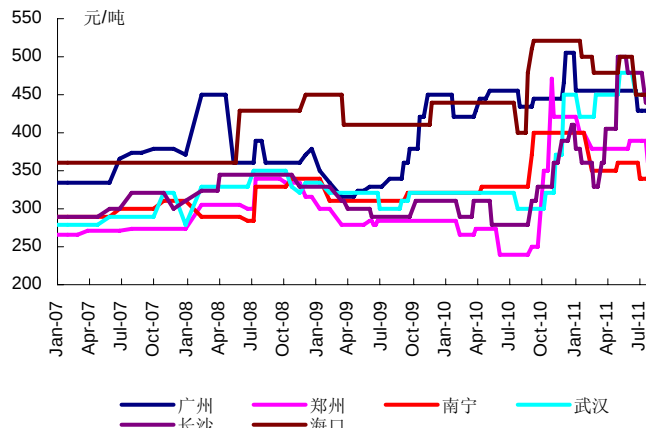
数据来源: 数字水泥网, 华泰联合证券研究所整理。

图 3、华东 P.O42.5 散装水泥市场价格



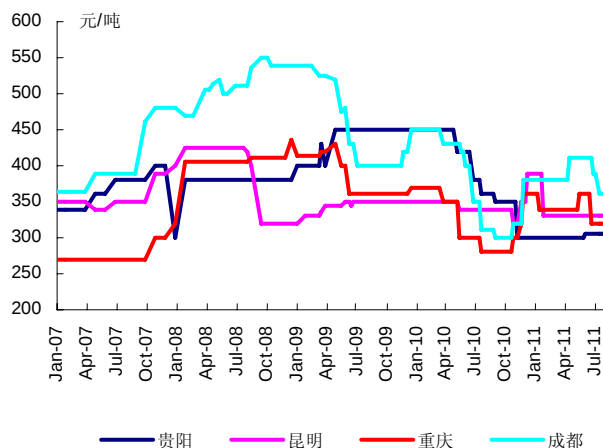
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 4、中南 P.O42.5 散装水泥市场价格



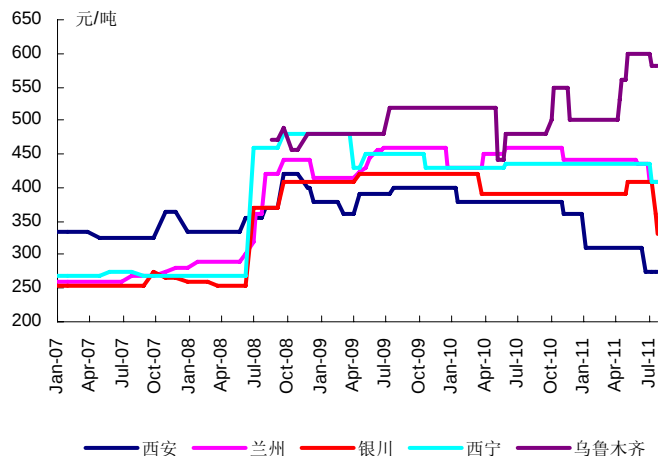
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 5、西南 P.O42.5 散装水泥市场价格



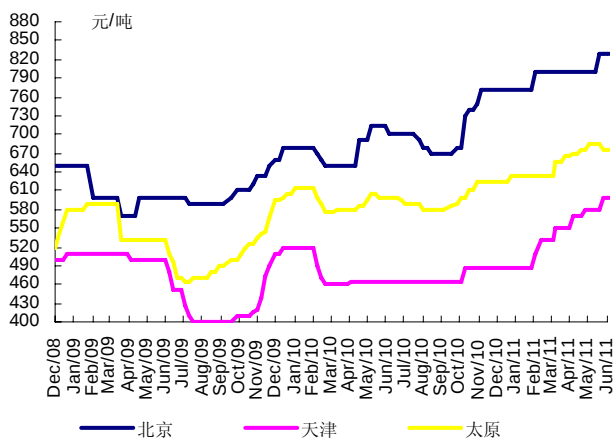
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 6、西北 P.O42.5 散装水泥市场价格



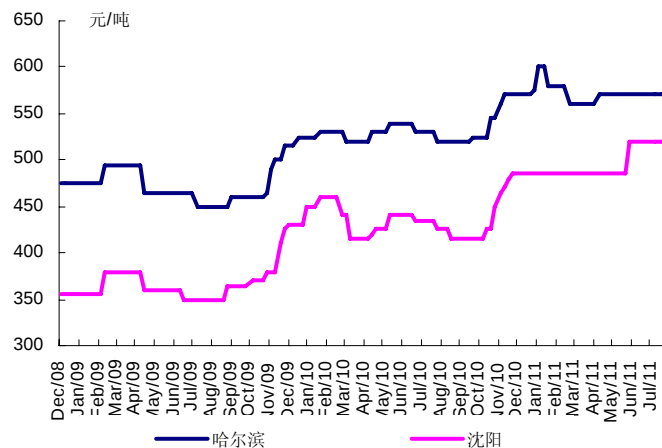
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 7、华北水泥用煤价格



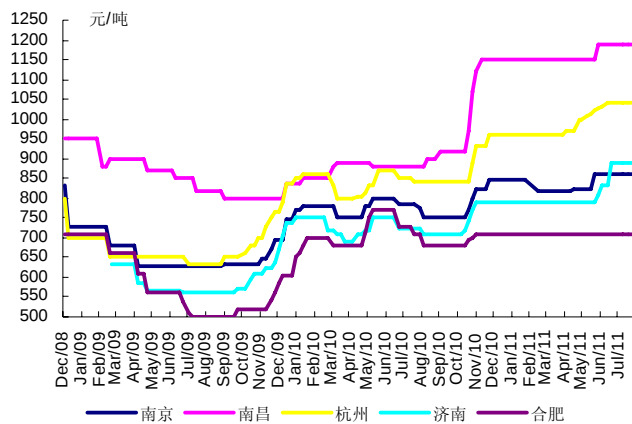
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 8、东北水泥用煤价格



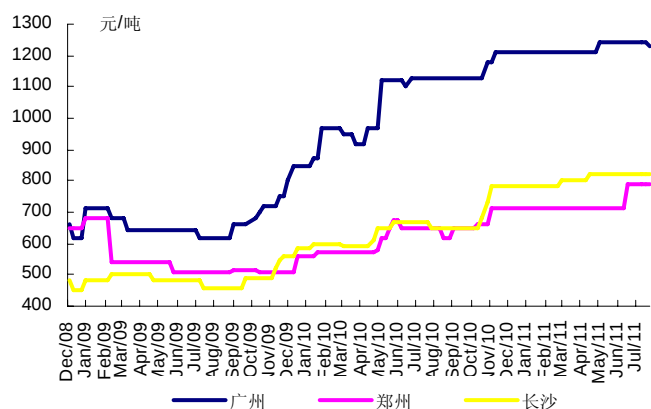
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 9、华东水泥用煤价格



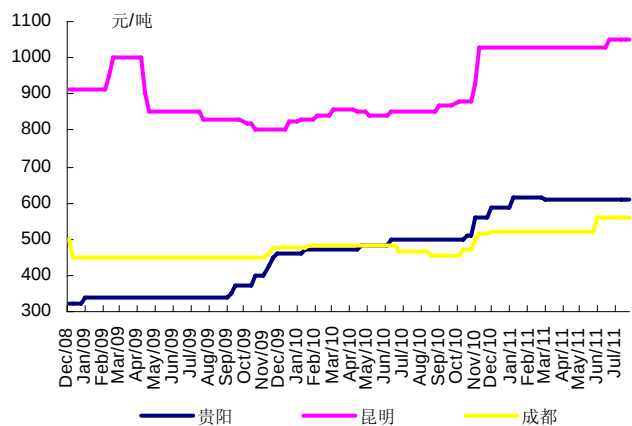
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 10、中南水泥用煤价格



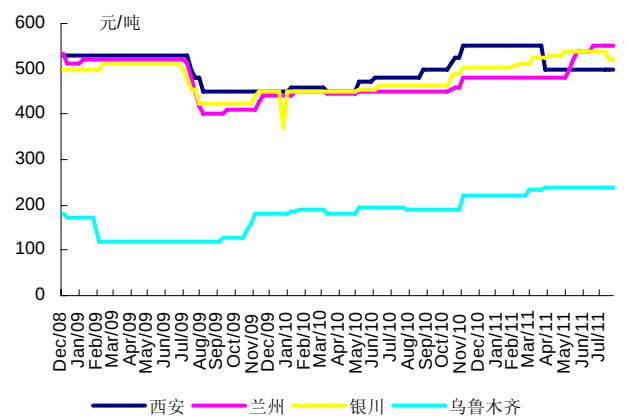
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 11、西南水泥用煤价格



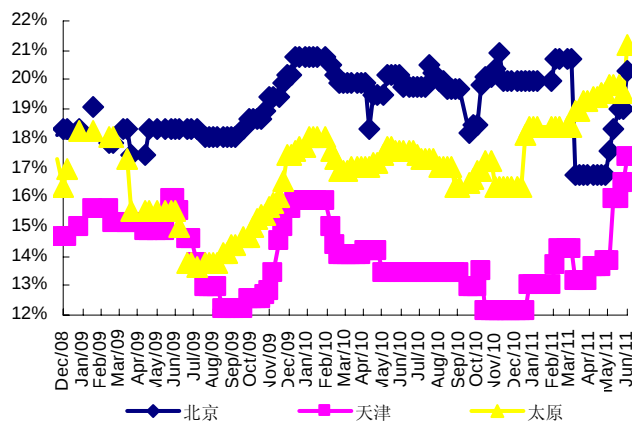
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 12、西北水泥用煤价格



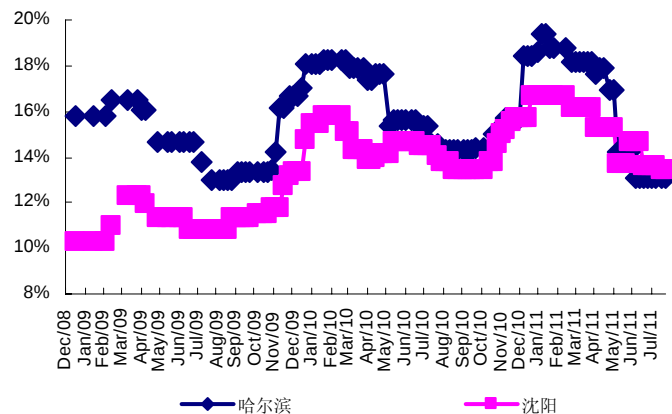
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 13、华北吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



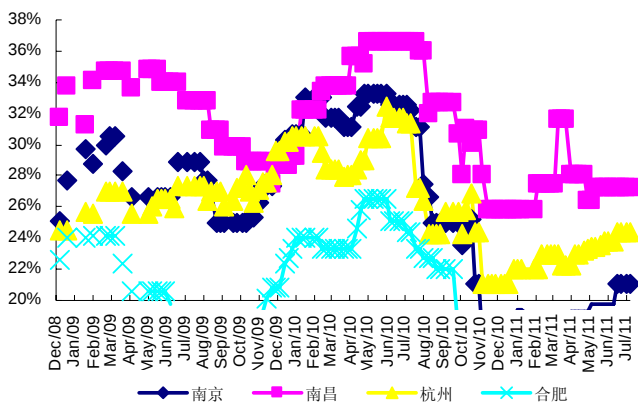
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 14、东北吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



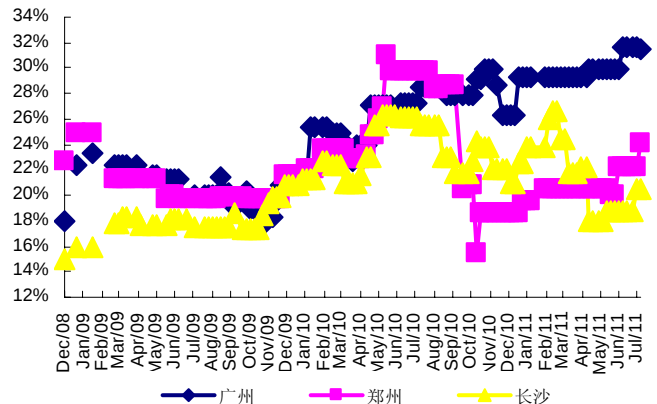
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 15、华东吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



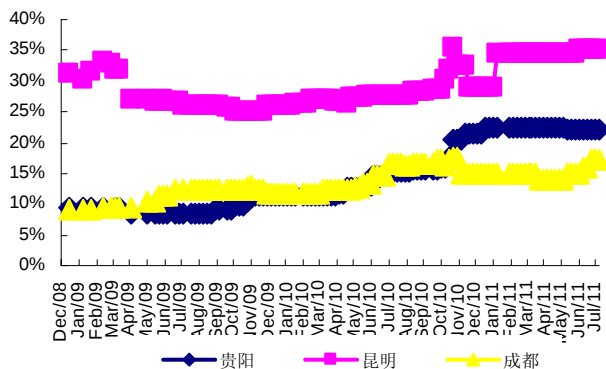
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 16、中南吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



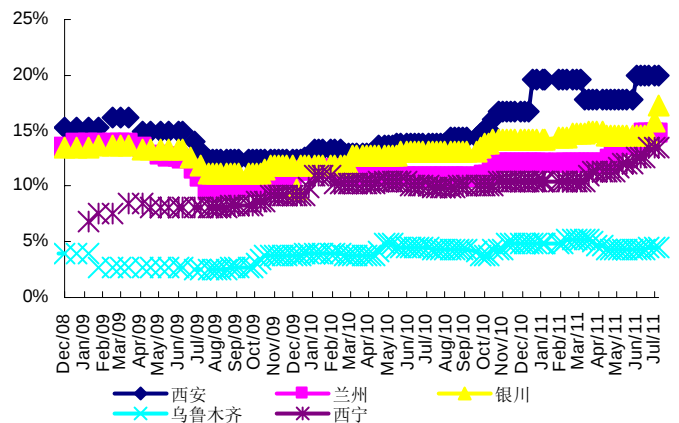
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 17、西南吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



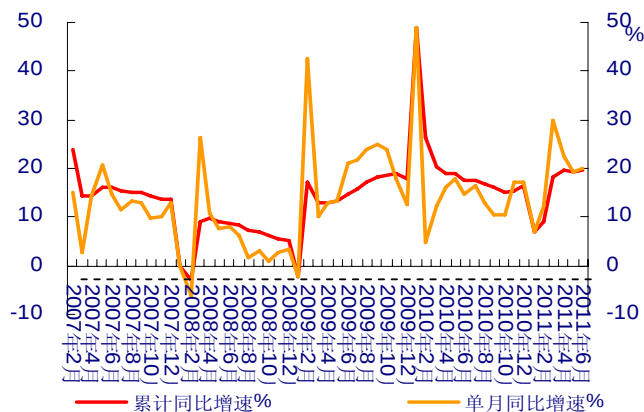
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 18、西北吨水泥收入中煤炭成本占比（P.O42.5 散装）



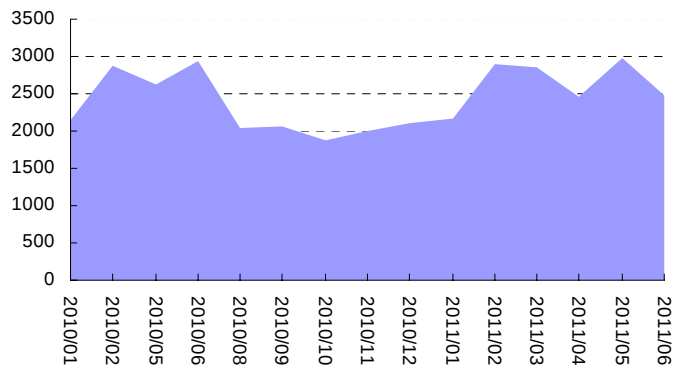
数据来源：数字水泥网，华泰联合证券研究所整理。

图 19、全国水泥产量累计、单月同比增速



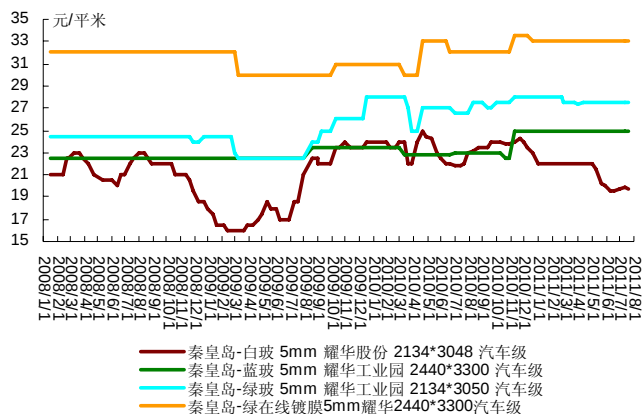
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 20、重点联系水泥企业水泥月末库存（万吨）



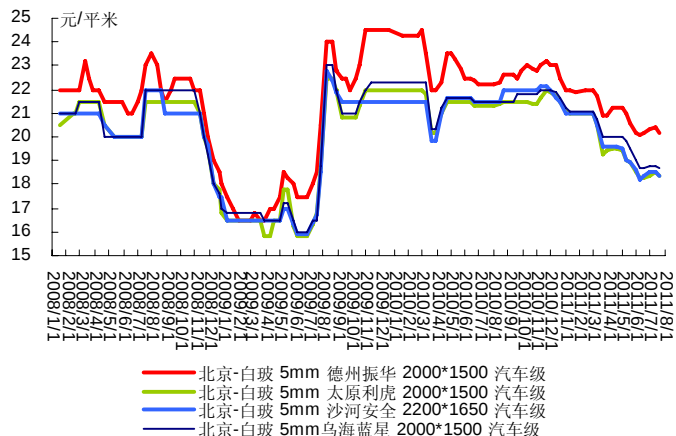
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 20、秦皇岛地区重点企业产品批发价格（含税）



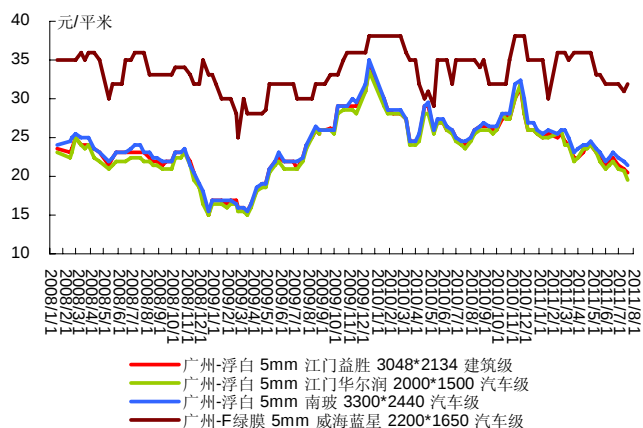
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 21、北京地区重点企业产品批发价格（含税）



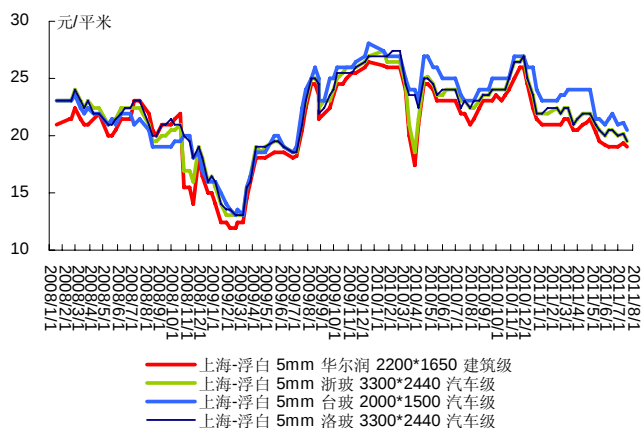
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 22、广州地区重点企业产品批发价格（含税）



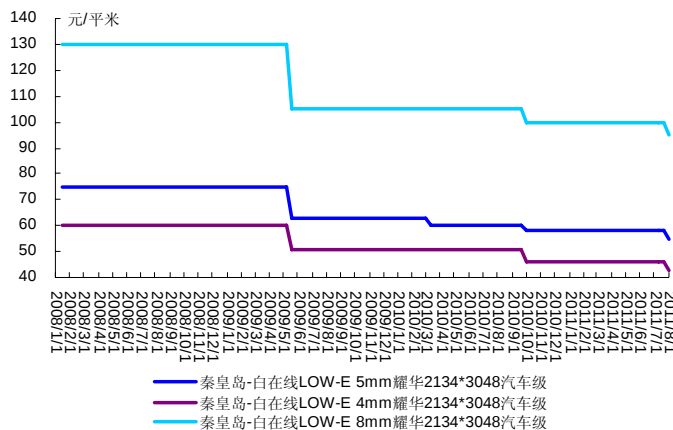
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 23、上海地区重点企业产品批发价格（含税）



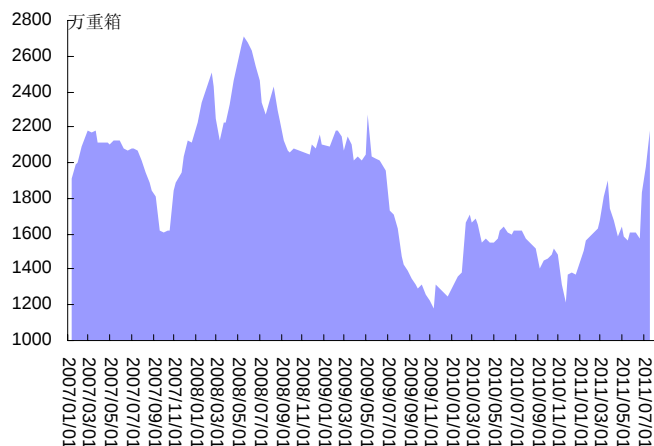
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 24、秦皇岛地区 耀华 白在线 LOW-E 批发价格（含税）



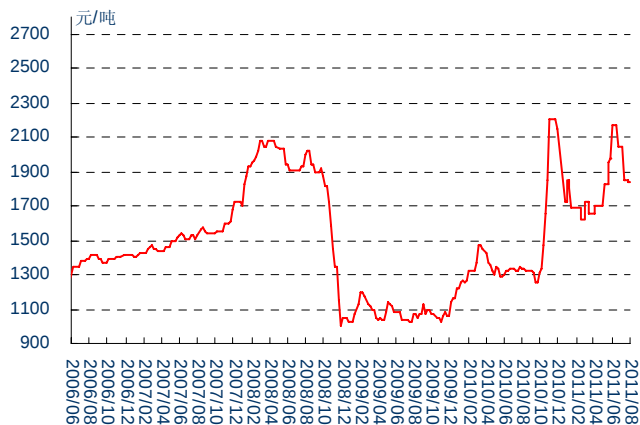
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 25、全国玻璃生产企业库存合计



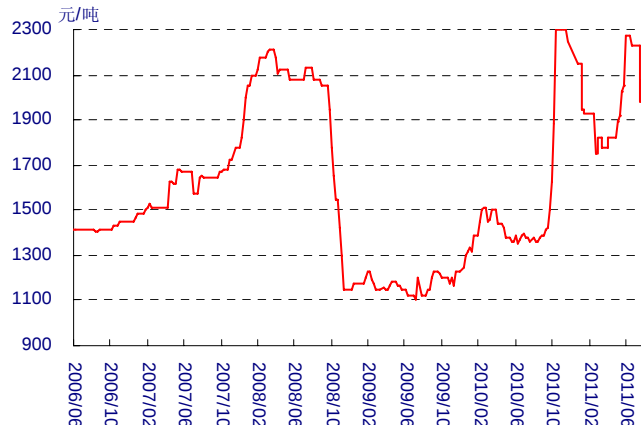
数据来源：玻璃信息网，华泰联合证券研究所

图 26、纯碱(重质)长三角地区价格



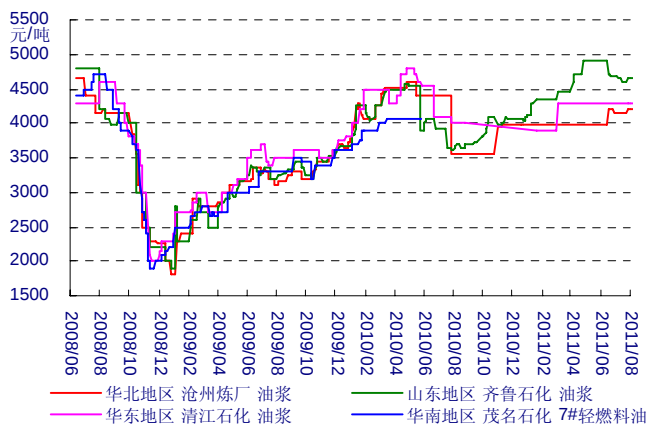
数据来源：化工在线，华泰联合证券研究所

图 27、纯碱(轻质)长三角地区价格



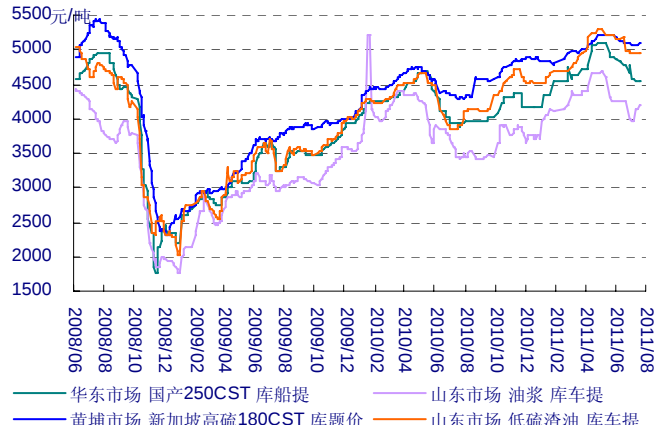
数据来源：化工在线，华泰联合证券研究所

图 28、国内重点炼厂燃料油出厂价格



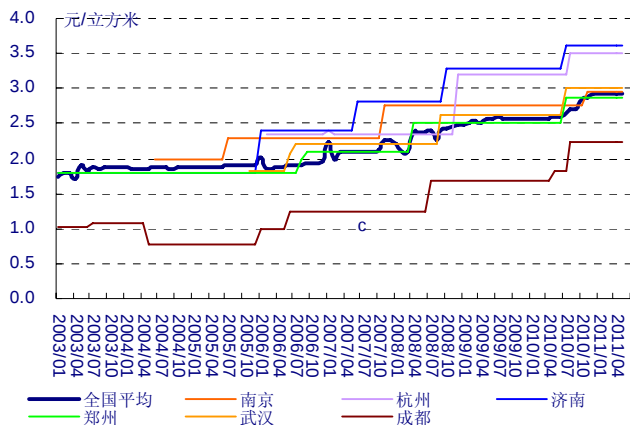
数据来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 29、燃料油主要交易市场成交价格



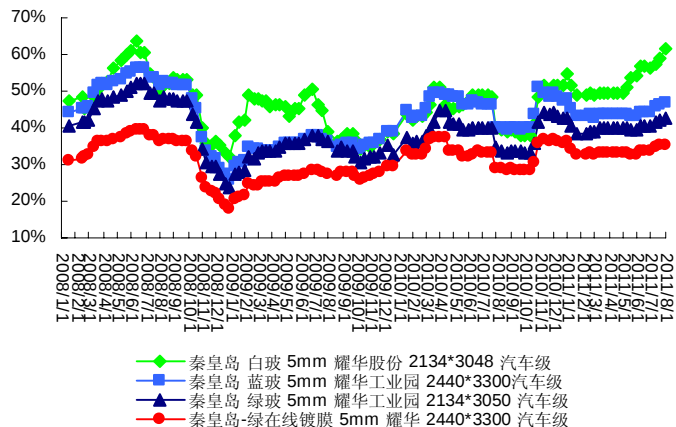
数据来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

图 30、国内重点城市工业用管道天然气价格



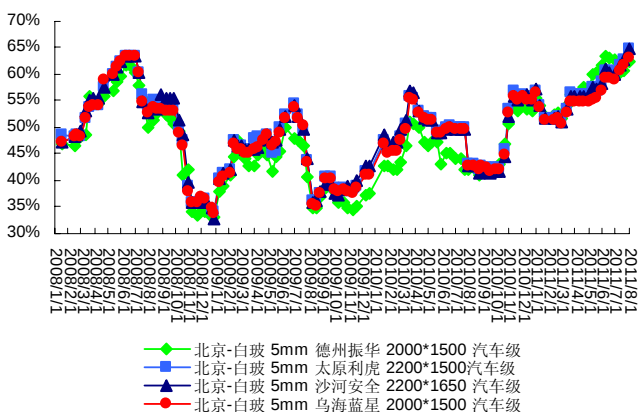
数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 31、秦皇岛重点跟踪企业（重油+纯碱）/玻璃价格 比值



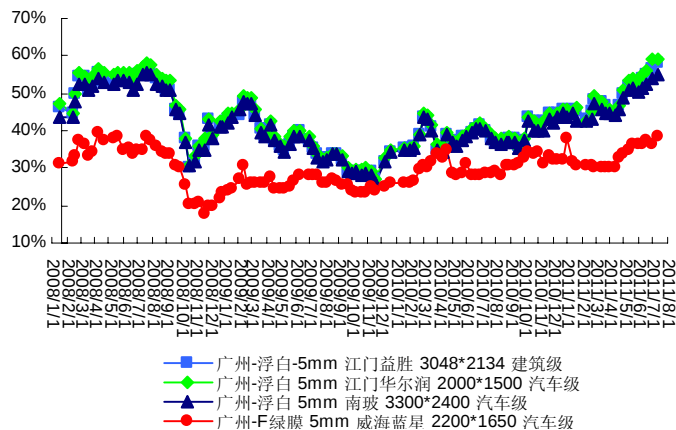
数据来源：华泰联合证券研究所

图 32、北京地区重点跟踪企业（重油+纯碱）/玻璃价格 比值



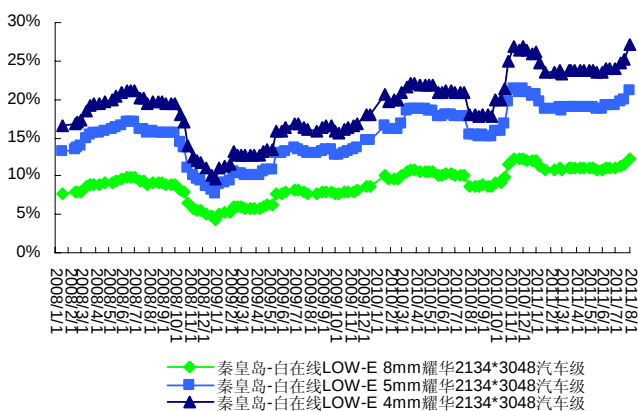
数据来源：华泰联合证券研究所

图 33、广州重点跟踪企业（重油+纯碱）/玻璃价格 比值



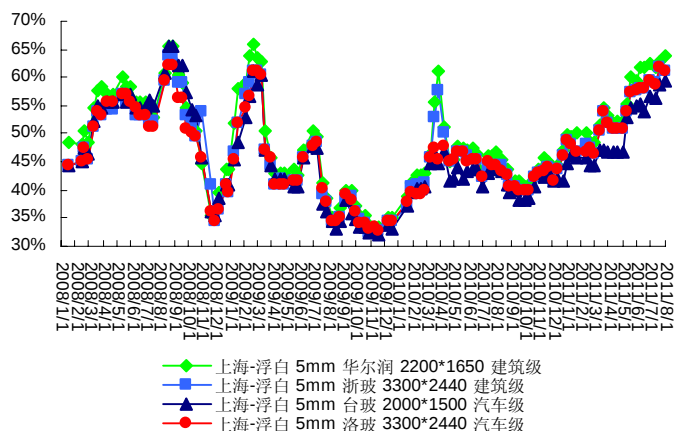
数据来源：华泰联合证券研究所

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

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

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司