

中性(下调)

需求逻辑主导：难以超预期

2011年8月8日

建材行业2011年7月月报

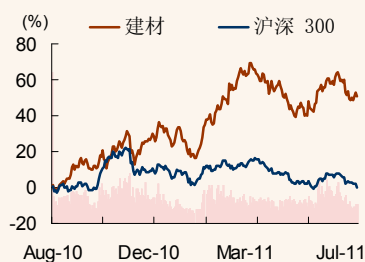
上证指数 2527

行业规模

		占比%
股票家数(只)	75	3.8
总市值(亿元)	5484	2.2
流通市值(亿元)	3949	2.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.1	24.8	54.3
相对表现	1.1	29.4	52.6



相关报告

- 1、《结构性萧条，政策性繁荣-建材行业2010中期投资策略》，2010/6
- 2、《穿越产能过剩迷雾，契合经济转型方向-建材行业2010年四季度投资策略》，2010/10
- 3、《从同步到超越-加息周期中的水泥行业》，2010/11
- 4、《承前启后，东成西就-建材行业2011年度投资策略》，2010/12
- 5、《等待紧缩见顶，昨日重现-建材行业2011年中期策略》，2011/6

王晶晶

0755-82943246
wangjj@cmschina.com.cn
S1090511040035

延续中期策略的分析逻辑：后续行情主要来自于需求逻辑。其实上半年整个水泥需求情况非常良好，产量同比增长19.6%，耗电增长14%。但后续需求端是我们主要担心的因素：二三线城市限购影响将显现出来、动车高铁事故暴露了财政刺激大干快上的弊端，估值难以提升；保障房反应过后，短期内很难再看到超预期的因素；供给逻辑反应相对充分，EPS上调弹性不大。调整行业评级至“中性”

- **需求逻辑决定估值波动，供给逻辑调整EPS。**09年以来水泥股上涨经历了4万亿需求和限电、限批的供给逻辑两个大波段。需求逻辑可以给估值，供给逻辑仅能提升EPS。延续中期策略，我们认为后续的上涨主要来自于需求逻辑。后续需求可能会低于预期：因为目前来看货币政策放松看不到；财政政策相关的基建增速放缓，1-6月公共投资放缓到9%；二三线城市限购的影响将逐步显现出来。保障房预期已经在本轮上涨中被反应。
- **我们在文中总结了一二线城市限购以来的影响：**首批限购城市：销量下滑明显，投资增速出现下降，幅度约在10%左右；第二批限购市场中多数还处在较高的水平，我们认为随着时间的推移和力度的严格，其效果也将逐步显现。
- **行业机会将从趋势性机会转为区间震荡的机会。**我们担忧需求低于预期，而且供给逻辑已反应相对充分。目前价位上来说风险收益不太匹配。底部在哪里呢？取决于供给逻辑。协同的存在将保证EPS的平稳性。
- **6月主要数据：水泥：**1-6月累计产量9.5亿吨，同比增长19.6%。环比来看，6月对5月增长1%。耗电同比增长14%；华东景气处于高位小幅向上；明年关注景气底部的华北和西南。**玻璃：**产量同比增长19%，库存继续上升，景气还未触底；**石膏板：**产量同比增长33%，需求略超预期，关键是成本端处在高位，后续预计会向下，这将迎来拐点；**玻纤：**产量同比增长19%，增速有所下滑，可能感受到一些压力，或有波动只要全球经济不发生二次衰退，基于较少的供给（构建了一个供给指标），向上趋势不改。
- **下调行业评级至“中性”，龙头值得持续关注。**我们建议持续关注海螺水泥（产能分布广）；明年关注冀东水泥的反转。年底关注南玻的景气低点。中国玻纤在调整后具备继续买入的价值。北新建材和伟星新材的成本端得到缓解，关注防御的价值。风险提示：经济二次探底。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
海螺水泥	25.9	1.75	2.46	3.01	22.9	10.5	3.5	强烈推荐-A
冀东水泥	22.8	1.15	1.41	2.48	19.8	16.2	3.2	审慎推荐-A
天山股份	31.3	1.3	2.72	4.04	24.1	11.5	3.3	强烈推荐-A
巢东股份	20.9	0.27	1.62	1.95	65.9	12.9	6.9	审慎推荐-A
中国玻纤	30.0	0.48	1.65	2.12	60	18.2	7.8	强烈推荐-A
南玻-A	15.5	0.7	0.81	1.04	22.1	19.1	4.7	强烈推荐-A
北新建材	14.1	0.72	0.98	1.27	19.9	14.4	3.1	强烈推荐-A
伟星新材	18.0	0.64	0.88	1.15	28.1	20.5	2.8	审慎推荐-A

资料来源：招商证券。其中EPS考虑全面摊薄。

正文目录

一、需求逻辑是后续股价波动的主导因素	7
限购影响几何?	8
6 月份主要产品产量增速继续放缓	14
二、水泥	16
1、全国情况	16
2、华北	19
3、东北	22
4、华东	25
5、中南	28
6、西南	31
7、西北	35
三、其他行业：玻璃、玻纤、石膏板	38

图表目录

图 1: 08 年以来水泥板块的涨跌逻辑	7
图 2: 深圳房地产开发投资	9
图 3: 北京房地产开发投资	9
图 4: 上海房地产开发投资	10
图 5: 广州房地产开发投资	10
图 6: 南京 1-6 月房地产开发投资: 20.7%	10
图 7: 厦门 1-6 月房地产开发投资: 44.3%	10
图 8: 海口 1-6 月房地产开发投资: 42.3%	10
图 9: 天津 1-6 月房地产开发投资: 30.5%	10
图 10: 福州 1-6 月房地产开发投资: 67.3%	10
图 11: 宁波 1-6 月房地产开发投资: 35.8%	10
图 12: 三亚 1-5 月房地产开发投资: 23.4%	11
图 13: 成都 1-5 月房地产开发投资: 23.7%	11
图 14: 南宁 1-5 月房地产开发投资: 21%	11
图 15: 兰州 1-5 月房地产开发投资: 43.2%	12
图 16: 西安 1-5 月房地产开发投资: 11.2%	12
图 17: 郑州 1-5 月房地产开发投资: 39.7%	12
图 18: 青岛 1-5 月房地产开发投资: 41.3%	12
图 19: 合肥 1-5 月房地产开发投资: 39.2%	12
图 20: 长沙 1-5 月房地产开发投资: 29.8%	12
图 21: 济南 1-5 月房地产开发投资: 26.8%	13
图 22: 太原 1-5 月房地产开发投资: 35.8%	13
图 23: 佛山 1-5 月房地产开发投资: 39.3%	13
图 24: 苏州 1-6 月房地产开发投资: 38.5%	13
图 25: 哈尔滨 1-5 月房地产开发投资: 48.9%	13
图 26: 金华 1-5 月房地产开发投资: 28.6%	13
图 27: 各子行业景气状况示意图	15
图 28: 各地区景气状况示意图	15
图 29: 全国水泥价格: 高标均价 414 元/吨, 同比上涨 55 元/吨	16
图 30: 全国水泥产量: 1-6 月累计同比增长 19.6%, 6 月环比上月增长 1%	16
图 31: 水泥耗电情况	17
图 32: 水泥产量月度情况	17
图 33: 全国水泥固定资产投资: 1-6 月增长-15.3%	17
图 34: 秦皇岛煤价: 7 月均价环比上涨-0.1%, 同比上涨 12%	17
图 35: 全国固定资产投资: 1-6 月 25.6%	18
图 36: 1-6 月公共投资增速: 6 月快速下滑, 9.1%	18
图 37: 房地产投资增速, 1-6 月 33%	18
图 38: 房地产销售面积, 1-6 月 12.9%, 反弹	18
图 39: 房地产新开工面积, 1-6 月 23.6%	19
图 40: 房地产施工面积, 1-6 月 31.6%	19
图 41: 房地产竣工面积, 1-6 月 12.8%	19
图 42: 华北水泥价格: 高标均价 392 元/吨, 同比上涨 17 元/吨	19
图 43: 北京水泥价格: 高标均价 450 元/吨, 同比上涨 60 元/吨	19
图 44: 天津水泥价格: 高标均价 380 元/吨, 同比上涨 0 元/吨	20
图 45: 石家庄水泥价格: 高标均价 350 元/吨, 持平	20
图 46: 太原水泥价格: 高标均价 350 元/吨, 同比上涨-25 元/吨	20
图 47: 呼和浩特水泥价格: 高标均价 430 元/吨, 同比上涨 30 元/吨	20
图 48: 华北水泥产量: 1-6 月同比增长 28.6%	20
图 49: 北京水泥产量: 1-6 月同比增长-9.49%	20

图 50: 天津水泥产量: 1-6 月同比增长 25.8%.....	21
图 51: 河北水泥产量: 1-6 月同比增长 33.1%.....	21
图 52: 山西水泥产量: 1-6 月同比增长 35.9%.....	21
图 53: 内蒙水泥产量: 1-6 月同比增长 22.4%.....	21
图 54: 华北水泥固投: 1-6 月同比-14.5%.....	21
图 55: 华北水泥煤炭价格差: 开始下滑.....	21
图 56: 华北 FAT: 1-6 月同比增长 25%.....	22
图 57: 北京 FAT: 1-6 月同比增长 7%.....	22
图 58: 天津 FAT: 1-6 月同比增长 30%.....	22
图 59: 河北 FAT: 1-6 月同比增长 27%.....	22
图 60: 山西 FAT: 1-6 月同比增长 28%.....	22
图 61: 内蒙 FAT: 1-6 月同比增长 28%.....	22
图 62: 东北水泥价格: 高标均价 457 元/吨, 同比上涨 105 元/吨.....	23
图 63: 辽宁水泥价格: 高标均价 425 元/吨, 同比上涨 85 元/吨.....	23
图 64: 吉林水泥价格: 高标均价 465 元/吨, 同比上涨 90 元/吨.....	23
图 65: 黑龙江水泥价格: 高标均价 482 元/吨, 同比上涨 100 元/吨.....	23
图 66: 东北水泥产量: 1-6 月同比增长 19%.....	23
图 67: 辽宁水泥产量: 1-6 月同比增长 30%.....	23
图 68: 吉林水泥产量: 1-6 月同比增长 6%.....	23
图 69: 黑龙江水泥产量: 1-6 月同比增长 20%.....	23
图 70: 东北水泥固投: 1-6 月同比-3.7%, 反弹.....	24
图 71: 东北水泥煤炭价格差: 持续上升.....	24
图 72: 东北 FAT: 1-6 月同比增长 31%.....	24
图 73: 辽宁 FAT: 1-6 月同比增长 31%.....	24
图 74: 辽宁 FAT: 1-6 月同比增长 30%.....	24
图 75: 黑龙江 FAT: 1-6 月同比 增长 29%.....	24
图 76: 华东水泥价格: 高标均价 457 元/吨, 同比上涨 147 元/吨.....	25
图 77: 南京水泥价格: 高标均价 450 元/吨, 同比上涨 185 元/吨.....	25
图 78: 杭州水泥价格: 高标均价 470 元/吨, 同比上涨 175 元/吨.....	25
图 79: 合肥水泥价格: 高标均价 420 元/吨, 同比上涨 100 元/吨.....	25
图 80: 福州水泥价格: 高标均价 490 元/吨, 同比上涨 100 元/吨.....	26
图 81: 南昌水泥价格: 高标均价 480 元/吨, 同比上涨 210 元/吨.....	26
图 82: 华东水泥产量: 1-6 月同比增长 11.3%.....	26
图 83: 江苏水泥产量: 1-6 月同比增长 7.7%.....	26
图 84: 浙江水泥产量: 1-6 月同比增长 8.5%.....	26
图 85: 安徽水泥产量: 1-6 月同比增长 14.7%.....	26
图 86: 福建水泥产量: 1-6 月同比增长 20.3%.....	26
图 87: 江西水泥产量: 1-6 月同比增长 28.3%.....	26
图 88: 华东水泥固投: 1-6 月同比-6%.....	27
图 89: 华东水泥煤炭价格差: 稳中有升.....	27
图 90: 华东 FAT: 1-6 月同比增长 35%.....	27
图 91: 江苏 FAT: 1-6 月同比增长 24%.....	27
图 92: 浙江 FAT: 1-6 月同比增长 23%.....	27
图 93: 安徽 FAT: 1-6 月同比增长 35%.....	27
图 94: 福建 FAT: 1-6 月同比增长 32%.....	28
图 95: 江西 FAT: 1-6 月同比增长 32%.....	28
图 96: 中南水泥价格: 高标均价 424 元/吨, 同比上涨 74 元/吨.....	28
图 97: 河南郑州水泥价格: 高标均价 390 元/吨, 同比上涨 115 元/吨.....	28
图 98: 湖北武汉水泥价格: 高标均价 450 元/吨, 同比上涨 130 元/吨.....	28
图 99: 湖南长沙水泥价格: 高标均价 440 元/吨, 同比上涨 160 元/吨.....	28
图 100: 广东广州水泥价格: 高标均价 455 元/吨, 同比上涨 0 元/吨.....	29

图 101: 广西南宁水泥价格: 高标均价 360 元/吨, 同比上涨 30 元/吨	29
图 102: 中南水泥产量: 1-6 月同比增长 15.2%	29
图 103: 河南水泥产量: 1-6 月同比增长 16.9%	29
图 104: 湖北水泥产量: 1-6 月同比增长 14.7%	29
图 105: 湖南水泥产量: 1-6 月同比增长 17%	29
图 106: 广东水泥产量: 1-6 月同比增长 10.5%	30
图 107: 广西水泥产量: 1-6 月同比增长 20.5%	30
图 108: 华东水泥固投: 1-6 月同比-21.3%	30
图 109: 中南水泥煤炭价格差: 稳中有升	30
图 110: 中南 FAT: 1-6 月同比增长 27%	31
图 111: 河南 FAT: 1-6 月同比增长 30%	31
图 112: 湖北 FAT: 1-6 月同比增长 32%	31
图 113: 湖南 FAT: 1-6 月同比增长 29%	31
图 114: 广东 FAT: 1-6 月同比增长 17%	31
图 115: 广西 FAT: 1-6 月同比增长 29.8%	31
图 116: 西南水泥价格: 高标均价 343 元/吨, 同比上涨-14 元/吨	31
图 117: 重庆水泥价格: 高标均价 320 元/吨, 同比上涨 20 元/吨	31
图 118: 四川成都水泥价格: 高标均价 360 元/吨, 同比上涨 0 元/吨	32
图 119: 贵州贵阳水泥价格: 高标均价 305 元/吨, 同比上涨-115 元/吨	32
图 120: 云南昆明水泥价格: 高标均价 330 元/吨, 同比上涨-10 元/吨	32
图 121: 西藏水泥价格: 高标均价 600 元/吨, 同比上涨 0 元/吨	32
图 122: 西南水泥产量: 1-6 月同比增长 36%	33
图 123: 重庆水泥产量: 1-6 月同比增长 35.6%	33
图 124: 四川水泥产量: 1-6 月同比增长 34.5%	33
图 125: 贵州水泥产量: 1-6 月同比增长 78%	33
图 126: 云南水泥产量: 1-6 月同比增长 19.2%	33
图 127: 西藏水泥产量: 1-6 月同比增长 13%	33
图 128: 西南水泥固投: 1-6 月同比-33.9%	33
图 129: 西南水泥煤炭价格差: 稳中有升	33
图 130: 西南 FAT: 1-5 月同比增长 27%	34
图 131: 重庆 FAT: 1-5 月同比增长 26.2%	34
图 132: 四川 FAT: 1-5 月同比增长 24.1%	34
图 133: 贵州 FAT: 1-5 月同比增长 48.3%	34
图 134: 云南 FAT: 1-5 月同比增长 25.3%	34
图 135: 西藏 FAT: 1-5 月同比增长 58.9%	34
图 136: 西北水泥价格: 高标均价 407 元/吨, 同比上涨-22 元/吨	35
图 137: 陕西西安水泥价格: 高标均价 275 元/吨, 同比上涨-105 元/吨	35
图 138: 甘肃兰州水泥价格: 高标均价 410 元/吨, 同比上涨-50 元/吨	35
图 139: 青海西宁水泥价格: 高标均价 410 元/吨, 同比上涨-25 元/吨	35
图 140: 宁夏银川水泥价格: 高标均价 360 元/吨, 同比上涨-30 元/吨	36
图 141: 新疆水泥价格: 高标均价 580 元/吨, 同比上涨 60 元/吨	36
图 142: 西北水泥产量: 1-6 月同比增长 28.9%	36
图 143: 陕西水泥产量: 1-6 月同比增长 33.2%	36
图 144: 甘肃水泥产量: 1-6 月同比增长 28.7%	36
图 145: 青海水泥产量: 1-6 月同比增长 27.2%	36
图 146: 宁夏水泥产量: 1-6 月同比增长 11.5%	36
图 147: 新疆水泥产量: 1-6 月同比增长 29.6%	36
图 148: 西北水泥固投: 1-6 月同比 12.6%, 新疆 68%	37
图 149: 西北水泥煤炭价格差: 稳中有升	37
图 150: 西北 FAT: 1-6 月同比增长 33%	37
图 151: 陕西 FAT: 1-6 月同比增长 29%	37

图 152: 甘肃 FAT: 1-6 月同比增长 47%.....	37
图 153: 青海 FAT: 1-6 月同比增长 42%.....	37
图 154: 宁夏 FAT: 1-6 月同比增长 24%.....	38
图 155: 新疆 FAT: 1-6 月同比增长 30%.....	38
图 156: 平板玻璃产量: 1-6 月 19.07%	39
图 157: 重点企业浮法 5mm 价格.....	39
图 158: 纯碱价格: 回调约 10%	39
图 159: 浮法玻璃库存情况: 6 月接近 08 年高点.....	39
图 160: 玻璃需求与施工面积高度相关	39
图 161: 产能释放仍较高.....	39
图 162: 1-6 月平板玻璃毛利率 12.4%, 净利率 3.9%, 判断部分企业进入亏损.....	40
图 163: 石膏板产量: 1-6 月 33.7%.....	40
图 164: 美废价格指数	40
图 165: 玻纤纱产量: 1-6 月 21.9%.....	41
图 166: 台湾玻纤库存小幅上升	41
图 167: 玻纤粗纱出口情况: 有些压力显现	41
图 168: 粗纱出口单价: 持续上扬.....	41
图 169: 玻纤供给指标构建: 固投增量仍在低位	41
图 170: 建材行业历史 PEBand	42
图 171: 建材行业历史 PBBand	42
表 1: 限购城市情况.....	8
表 2: 水泥估值情况.....	15
表 3: 6 月投产生产线情况.....	18

一、需求逻辑是后续股价波动的主导因素

我们在6月份的中期策略中认为主导后续股价波动的是需求因素。由于当时媒体对保障房开工报道只有1/3，因此在股价下跌20%之后，行业估值打到低端的时候，我们还是乐观的，因为后续定保障房预期的加强会带来估值的再次回归。这一事件随即发生在了六月中下月，国家发改委下发的《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》的消息迎来反弹。但反应过后，我们有些审慎了，因为暂时找不到超预期的因素了。我们对水泥行情判断逻辑主要有两个：

1、关于水泥股价：需求逻辑决定估值波动，供给逻辑仅能调整EPS

这个判断在中期策略中已经论述过。简而言之如下，

2009年全年：需求逻辑，四万亿逻辑，估值提升，股价涨；

2010年上半年，EPS未动，股价下挫30%，缘于需求逻辑：房地产第一波调控的开始，因此杀估值；

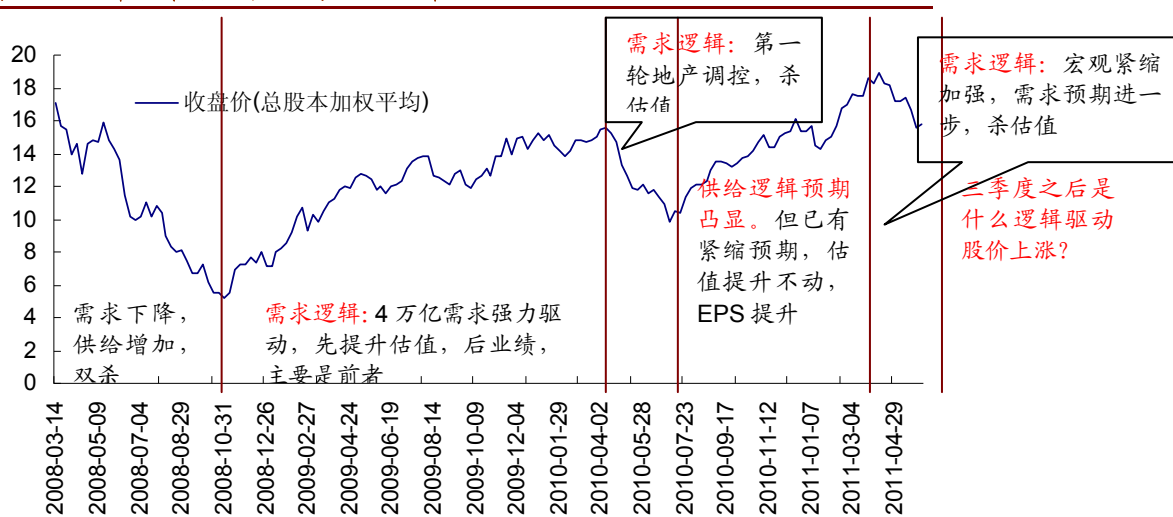
2010年三季度，580万套保障房明确，估值恢复到合理水平，需求逻辑；

2010年四季度-2011年1季度，因为宏观经济处在持续紧缩中，估值无法提升，股价上涨缘于EPS的不停上调，讲的是限电、协同、限批的供给逻辑；

2011年2季度开始，因供给逻辑已经比较充分，重新回到需求逻辑。

水泥股目前来看可能已经从趋势性机会转为箱体震荡机会，变为重现09年下半年的情况。底部来自于供给逻辑保障的EPS，顶部来自于需求端。

图 1：08年以来水泥板块的涨跌逻辑



资料来源：wind，招商证券

后面需求逻辑如果超预期，可能是什么？（1）保障房超预期。（2）新投资周期启动。

其一，1000 万套保障房，其实最纠结还是在于资金问题。不同于四万亿，目前的银行资金非常紧张。由于通胀形势的不明朗，我们判断货币政策短期内不可能松，近期一些民间借贷比如江苏泗洪的崩盘都意味着资金紧张对实体经济的反应将会出来，而某些央企目前也感受到前所未有的资金借贷压力，何况别的企业呢？

其二，财政政策方面，由于资金和之前高铁事故等一系列问题反而可能会更紧，我们看到基建投资增速 1-6 月已经下滑到 9%，下降幅度非常明显。

其三，房地产限购令对投资的影响逐步显现。见后面章节。

2、关于水泥价格：在供给释放相对克制的前提下，需求决定方向，供给决定幅度。

需求是基础。其实有一点不可忽视的是，从去年下半年到今年一季度的水泥大行情建立的一个基础是：需求增长不错，虽然大家对统计样本修改之后的产量增速存疑，但从水泥耗电来看，该增速 1-6 月为 14%；处在较高的位置上。

在这样的前提下，供给端的收紧导致水泥价格上涨幅度超出预期。而后面呢？目前整个华东区域其实是在有序的停窑（约 2/3 的运转率），即使进一步限电，其价格也不会有超预期的上涨。其他区域可能会出现超预期，比如两广，但华东是标杆。换言之，如果需求不出现大的波动的话，未来的水泥价格将会变得很平稳，整个就是淡季不淡、旺季不旺的状态。但是，需求端来看，目前低于预期的可能性是存在的。实体需求反应出来变化的时候市场早就已经反应了，所以我仍然认为自上而下的判断对需求预期来说是至关重要的。

限购影响几何？

自从北京 2010 年 4 月 30 日出台政策，规定“同一家庭限新购一套商品住房”以来，到目前为止，约有 41 个城市提出了限购。限购之后到目前的效果如下：

首批限购城市：销量下滑明显，投资增速出现下降。从去年十月份开始的限购，销售面积增速除广州外，全部向下，房地产投资增速来看，十三个城市中，三亚、天津、海口还在持续向上，其他地区向下趋势都已较为明显。

第二批的限购城市：投资增速尚未显现。中，五个城市向下，其他城市皆还没有反应出来。我们猜测投资还比较强的原因其原因在于一是限购到投资有一个时间滞后、二是在于执行力度。

7 月 12 日的国务院常务会议中，认为房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。这其实可能意味着执行力度将越来越严格。

表 1：限购城市情况

		房地产投资增速	销售面积增速
Oct-10	第一批 13 个	北京	低迷
		深圳	低迷
		厦门	高位向下
		上海	低迷
		宁波	高位向下
		福州	高位向下
		杭州	高位向下
		南京	向下
		三亚	上升
		天津	上升
		海口	上升
		广州	触底后回升
		大连	触底后回升

Jan-11

第二批
27 个

房地产投资增速 销售面积增速

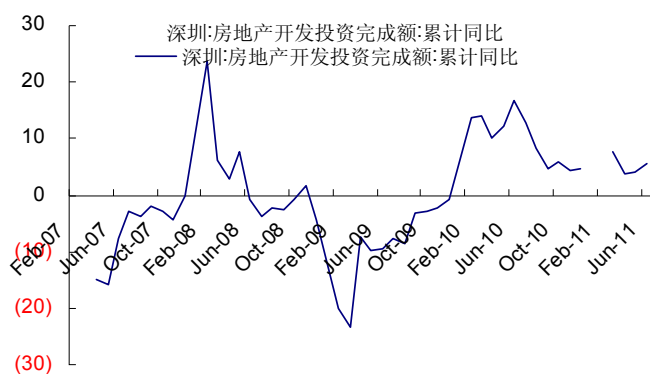
武汉	
成都	触底反弹
石家庄	
太原	持平
济南	向下
郑州	持平
合肥	持平
南昌	
长沙	高位向下
沈阳	向下
长春	向下
哈尔滨	持平或向上
贵阳	
昆明	
西安	向下
兰州	向上
西宁	
呼和浩特	向上
银川	
乌鲁木齐	
青岛	高位向下
苏州	持平或向上
无锡	持平或向上
温州	持平或向上
佛山	持平或向上
金华	持平或向上
南宁	持平

Jul-11 国务院常务会议 房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施

资料来源：公开网站，招商证券研发中心

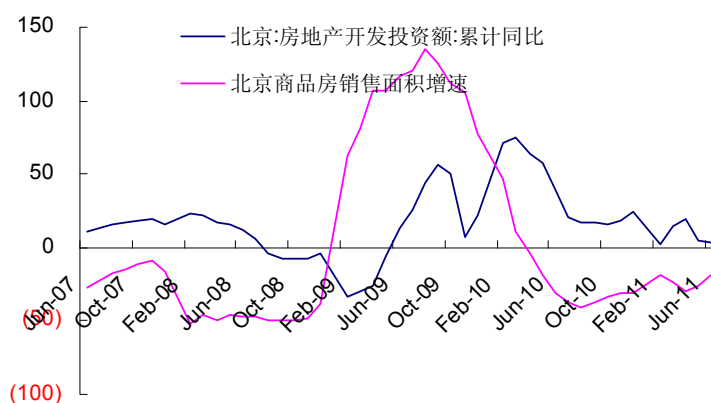
根据能找到的市级数据，我们将房地产投资情况画图如下：

图 2：深圳房地产开发投资



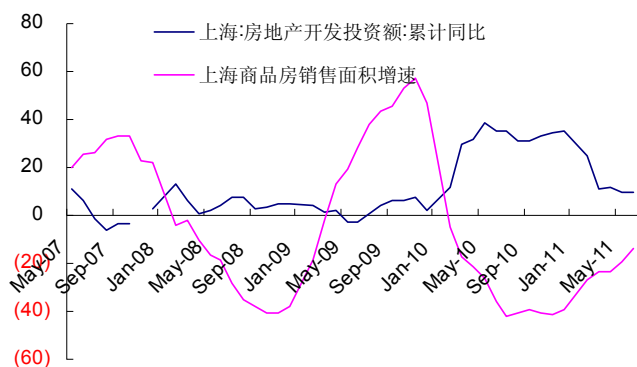
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 3：北京房地产开发投资



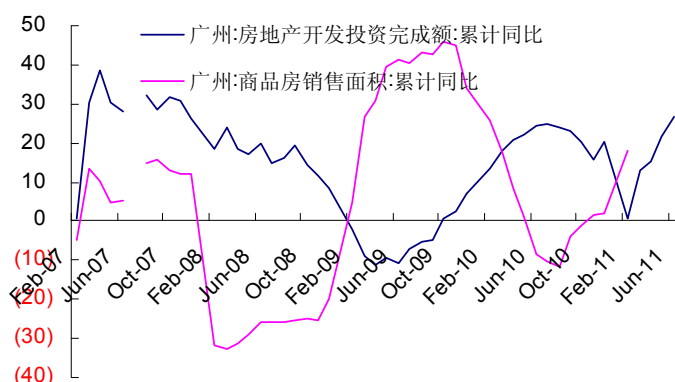
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4: 上海房地产开发投资



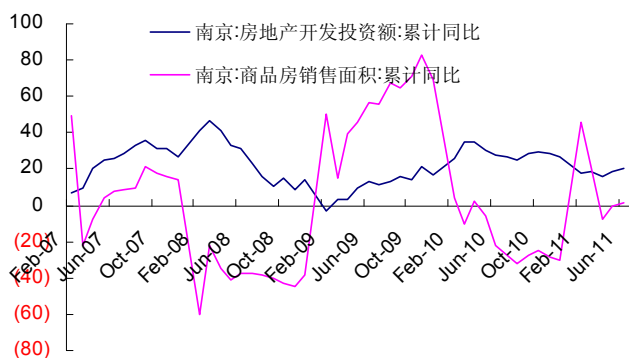
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 5: 广州房地产开发投资



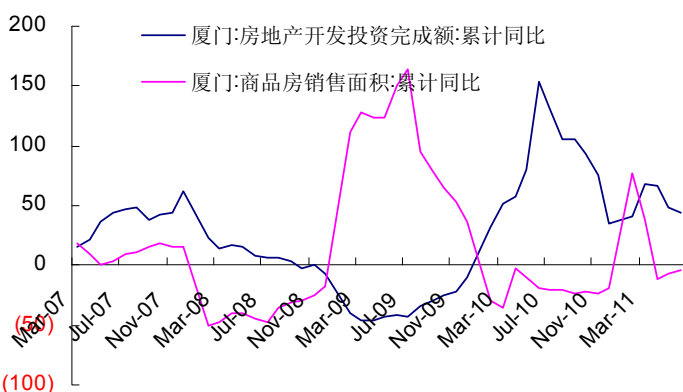
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 南京 1-6 月房地产开发投资: 20.7%



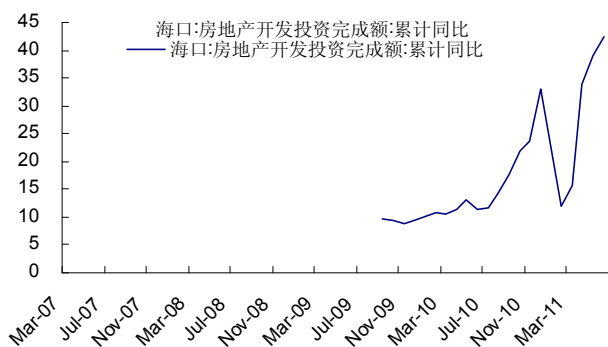
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 7: 厦门 1-6 月房地产开发投资: 44.3%



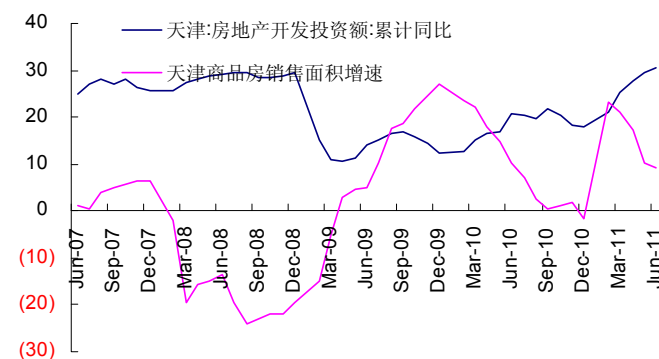
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 8: 海口 1-6 月房地产开发投资: 42.3%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

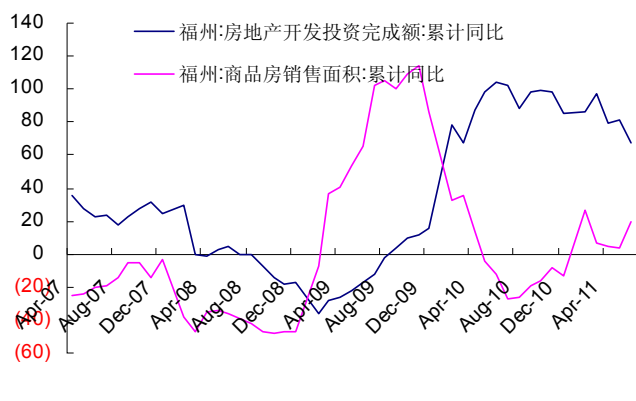
图 9: 天津 1-6 月房地产开发投资: 30.5%



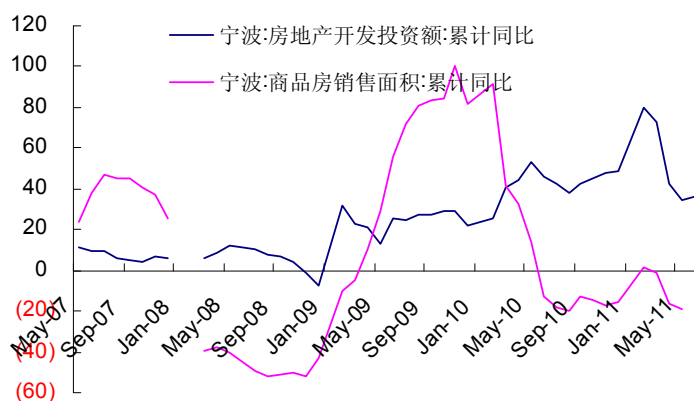
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 10: 福州 1-6 月房地产开发投资: 67.3%

图 11: 宁波 1-6 月房地产开发投资: 35.8%

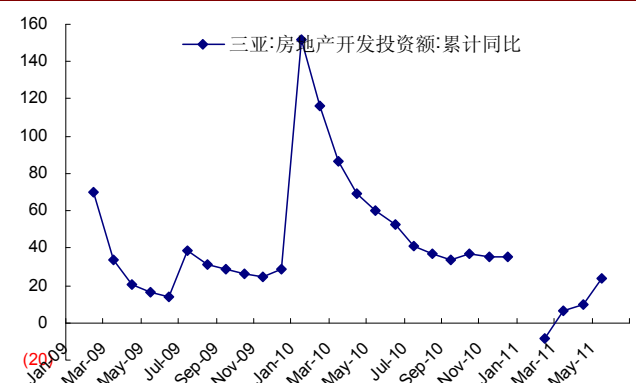


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

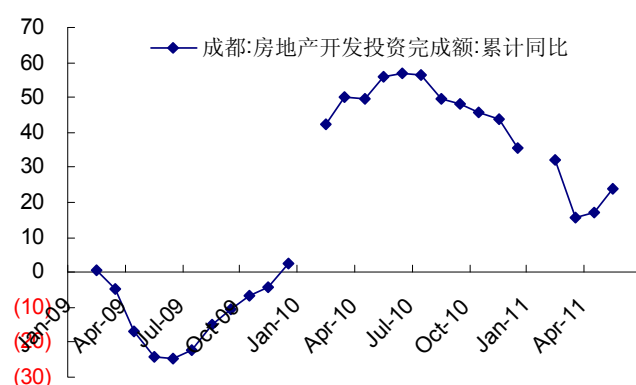
图 12: 三亚 1-5 月房地产开发投资: 23.4%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

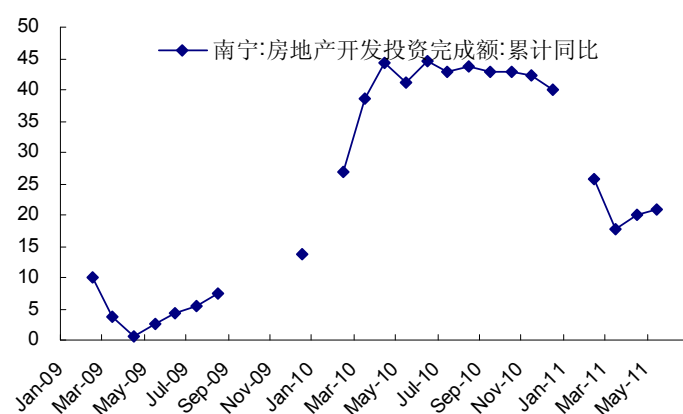
二线城市:

图 13: 成都 1-5 月房地产开发投资: 23.7%



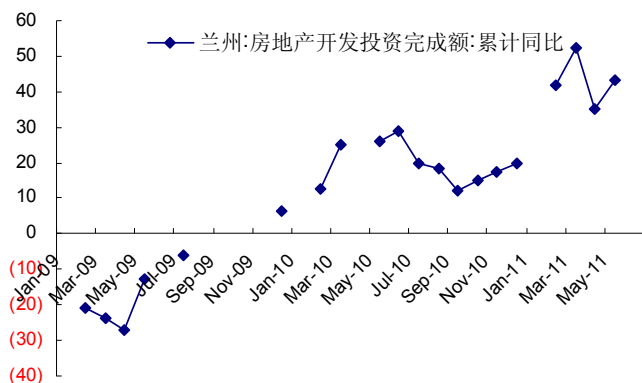
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 南宁 1-5 月房地产开发投资: 21%



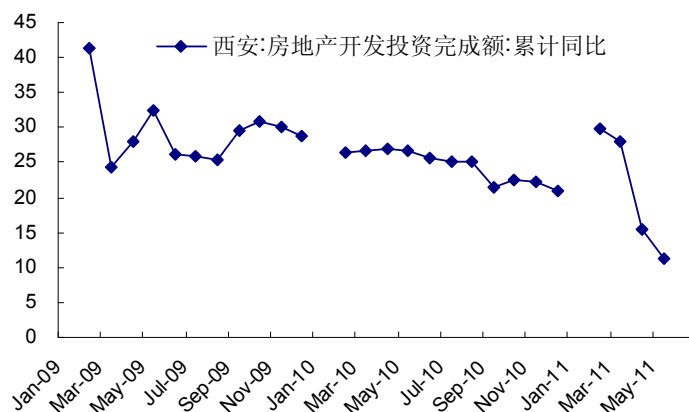
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 15: 兰州 1-5 月房地产开发投资: 43.2%



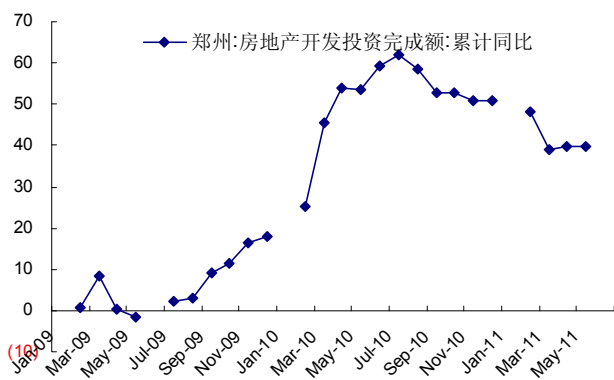
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 16: 西安 1-5 月房地产开发投资: 11.2%



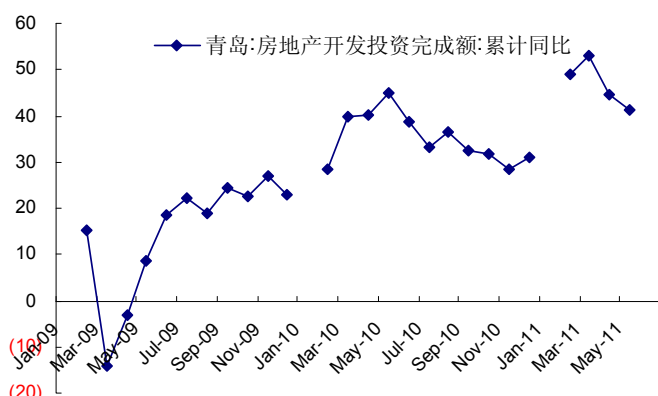
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 17: 郑州 1-5 月房地产开发投资: 39.7%



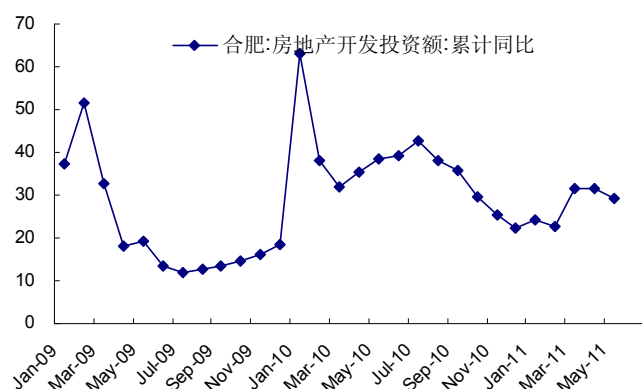
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 18: 青岛 1-5 月房地产开发投资: 41.3%



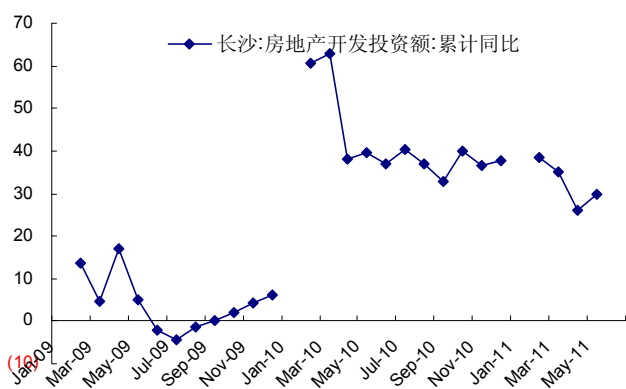
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 19: 合肥 1-5 月房地产开发投资: 39.2%



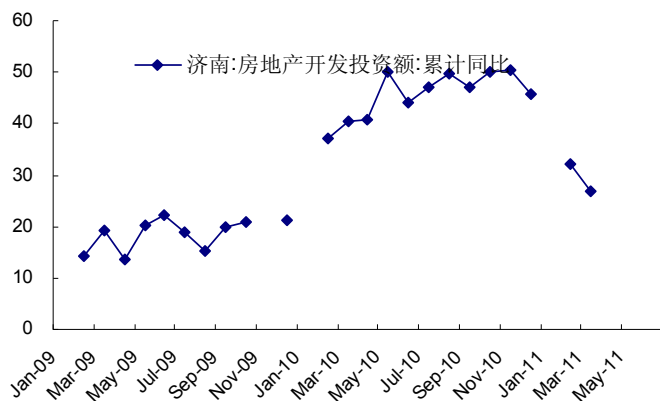
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 20: 长沙 1-5 月房地产开发投资: 29.8%



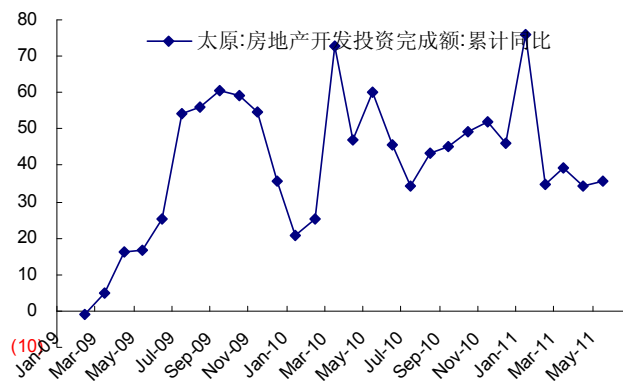
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 21: 济南 1-5 月房地产开发投资: 26.8%



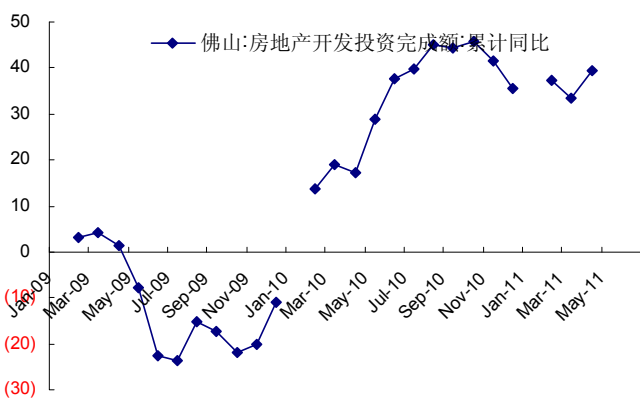
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 22: 太原 1-5 月房地产开发投资: 35.8%



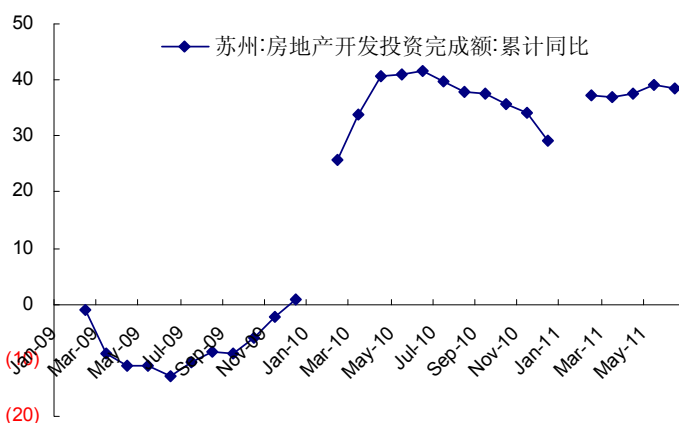
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 23: 佛山 1-5 月房地产开发投资: 39.3%



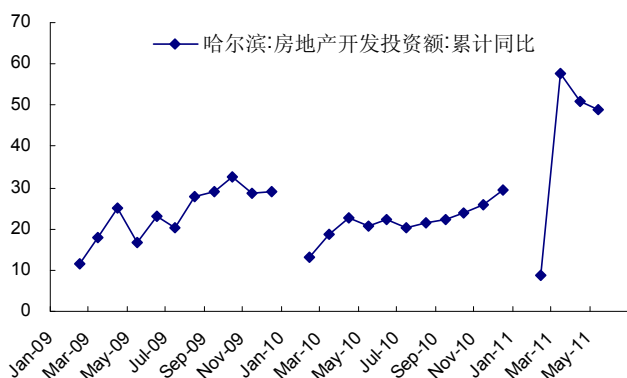
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 24: 苏州 1-6 月房地产开发投资: 38.5%



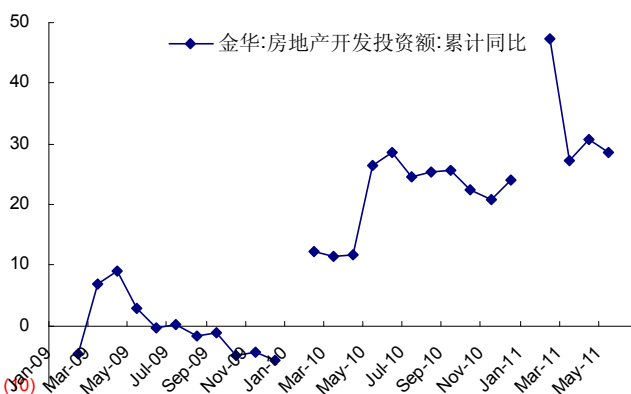
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 25: 哈尔滨 1-5 月房地产开发投资: 48.9%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 26: 金华 1-5 月房地产开发投资: 28.6%



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

6 月份主要产品产量增速继续放缓

水泥：6月单月产量1.98亿吨，同比增长19.9%，1-6月累计产量9.5亿吨，同比增长19.6%。环比来看，5月对4月增长6%，6月对5月增长1%。耗电同比增长14%。

玻璃：景气仍处下滑过程中，观察放水企业情况。1-6月产量增速19.07%，单月产量7348万重箱，同比增长18.5%。价格继续出现下滑，产量巨大的沙河地区价格一度跌破60元/重箱。我们判断产量的增长可能来自于新生产线的投放，并表现为库存的增加。玻璃需求与施工面积高度相关，而非竣工面积。利好的地方是在于纯碱价格开始回调。1-6月平板玻璃行业的净利率下降为3.9%，应有部分企业进入亏损，随着价格的下跌，会有企业陆续放水停产，目前冷修中的有5条生产线。这是我们观察景气是否触底的重要指标。判断时间点约在四季度左右。上半年投产13条生产线，新增产能6816万重箱，全国共计产能253条，7.75亿重箱，下半年预计还有约5000万重箱产能拟投产。

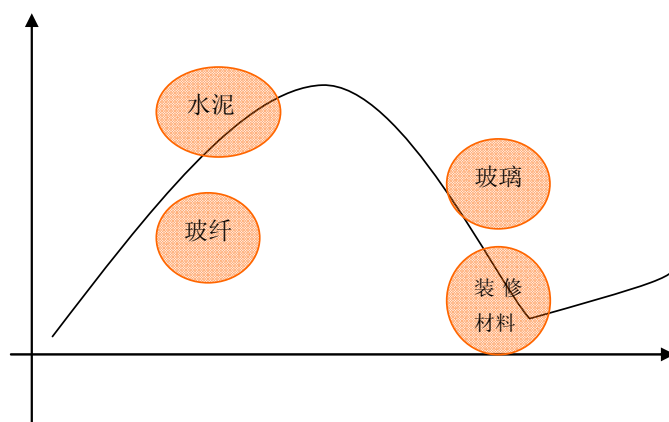
石膏板：单月产量1.63亿平，同比增长32.6%。总的来说需求还是有些超预期，1-6月仍维持33.7%的一个高增长。成本情况：美废价格指数高位盘整，我们判断如果美废下半年随着大宗商品回落，则北新建材的买点将会到来。

玻璃纤维纱：需求端有些压力显现，但不足以改变趋势。从产量同比来看增速有所放缓，6月单月31.9万吨，同比增长19.5%。1-6月增速21.9%（协会统计的情况是130.8万吨，同比16.7%，统计口径有些差异）。但从库存情况看，持续下降。出口情况5、6月出口环比有些下降，6月单月环比出现负增长，欧洲单月-25.8%，单价创新高。需求端的震荡可能带来股价的震荡，如果全球经济不陷入二次衰退，那么凭借较少的供给，我们认为不足以改变行业向上的趋势。我们在文中构建了一个供给的指标。

我们对各子行业景气归纳如下：

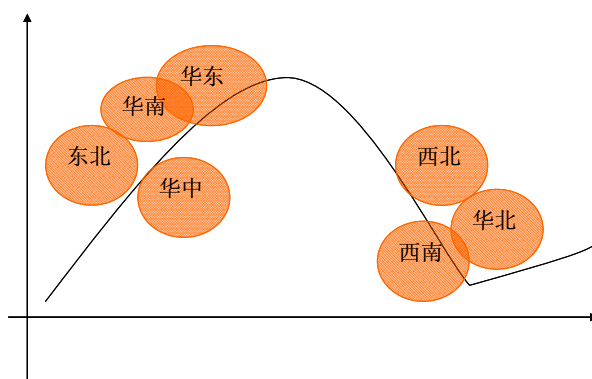
- 1、水泥行业景气高位，主要指行业标杆的华东区域，向上弹性变小。明年的看点是外围区域（如安徽、山东、湖北等）的持续改善会使华东区域能够变得更好。西北处于景气下滑的过程中，西南、华北接近底部，这是明年关注的重点。东北、华中、华南随着需求增长和供给改善景气处在中部向上。
- 2、玻纤处在景气中部向上：主要考虑需求的复苏和供给增加的缓慢。玻纤的需求依赖于全球经济的成长情况。近期全球经济的动荡导致其需求会受到一些影响，会有一些震荡，但不足以改变趋势。
- 3、玻璃行业处在下滑中后期：需求与施工面积相关，最坏时候未显现，观察冷修放水的生产线增多的条数，预计在四季度左右触底。
- 4、装修装饰：如石膏板、水管。此前受制于成本上升和地产调控，目前来看成本基本能得到遏制，不利因素在减少，接近底部。

图 27：各子行业景气状况示意图



资料来源：招商证券研发中心

图 28：各地区景气状况示意图



资料来源：招商证券研发中心

表 2：水泥估值情况

	股价	市值 (亿元)	10EPS (按最新股本摊薄)	11EPS	12EPS	11PE	PB	评级
海螺水泥	25.87	1,306 (吨市值 790 元)	1.16	2.46	3.01	10.5	3.5	强烈推荐 -A
冀东水泥	22.82	260 (吨市值 450 元)	1.15	1.41	2.48	16.2	3.2	审慎推荐 -A
青松建化	19.50	88	0.64	1.6	1.88	12.2	3.6	审慎推荐 -A
天山股份	31.30	114	1.30	2.72	4.04	11.5	3.3	强烈推荐 -A
华新水泥	28.22	222	0.71	1.77	2.73	15.9	4.4	审慎推荐 -A
巢东股份	20.89	48	0.27	1.62	1.95	12.9	6.9	审慎推荐 -A
塔牌集团	15.13	126	0.34	0.7	0.85	21.6	5.1	审慎推荐 -A
祁连山	16.67	73	1.03	1.15	1.6	14.5	2.7	审慎推荐 -B

资料来源：招商证券研发中心

二、水泥

1、全国情况

水泥产量：6月单月产量1.98亿吨，同比增长19.9%，1-5月累计产量9.5亿吨，同比增长19.6%。环比来看，5月对4月增长6%，6月对5月增长1%。耗电同比增长14%，尽管样本调整，但从环比和水泥耗电来看，其实可以印证水泥上半年需求情况其实确实较好，紧缩影响还没有显现。

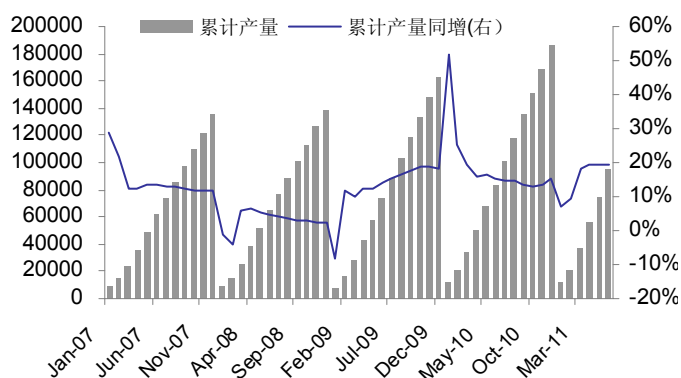
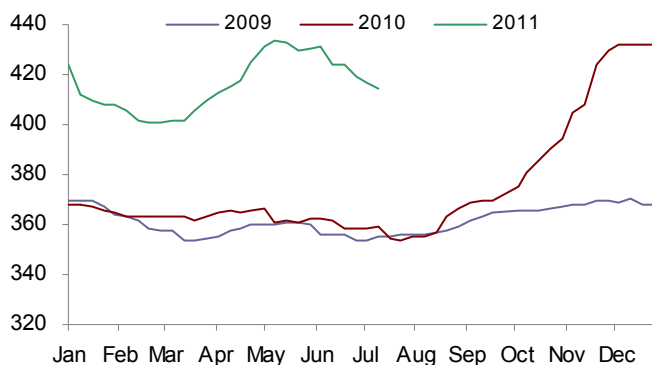
价格：截止到7月底，全国高标均价414元/吨（含税），同比上涨50元/吨（上月该数据为70）。6-7月东北地区水泥价格表现较为抢眼。华中华南6月上旬国内大部分地区受持续强降雨天气影响，水泥需求量明显下降，而多数企业也因库存增加，进行主动有序减产，一方面缓解库存压力，另一方面抑制价格下滑，一改往年因突发因素导致需求下滑，水泥价格骤降的局面。

水泥固定资产投资：1-6月同比增长-15%，继续下滑，降幅较上月有所收敛，主要来自于西北、华北地区增速反弹。5月新投产生产线约9条（不完全统计），合计1850万吨产能，主要分布在西南和西北。

水泥煤炭价格差：除华北下滑外，其他区域稳中有升。

需求面：全国固定资产投资增速25.8%，较上月加快0.4个百分点，其中基建投资从18%下滑至16%，但房地产投资34.6%，新开工面积22%，略有下降。

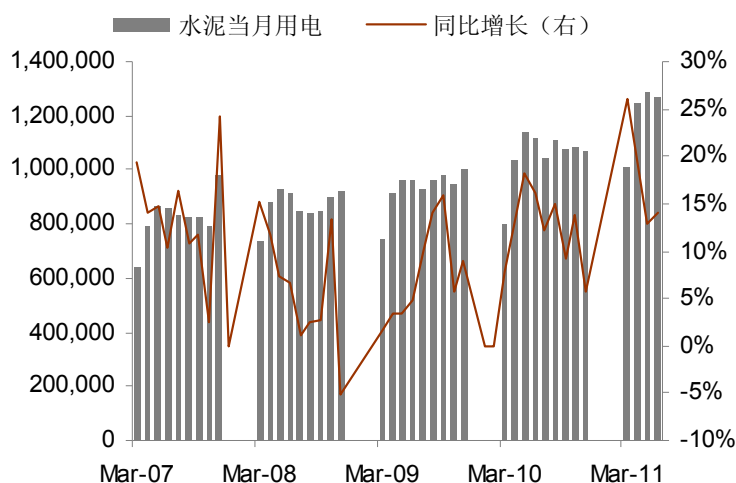
图 29：全国水泥价格：高标均价 414 元/吨，同比上涨 55 元/吨
图 30：全国水泥产量：1-6 月累计同比增长 19.6%，6 月环比上月增长 1%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。价格情况截止到 2011 年 7 月底。
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

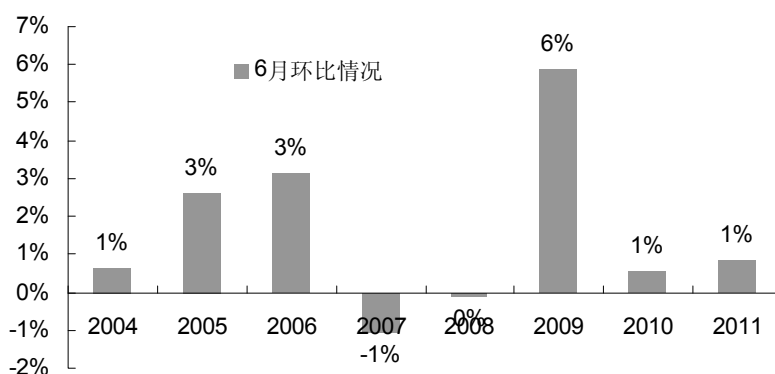
由于今年以来统计口径发生改变（样本调整：工业收入 500 万元以上调整为 2000 万元以上），我们同时也需观察环比情况。

图 31: 水泥耗电情况



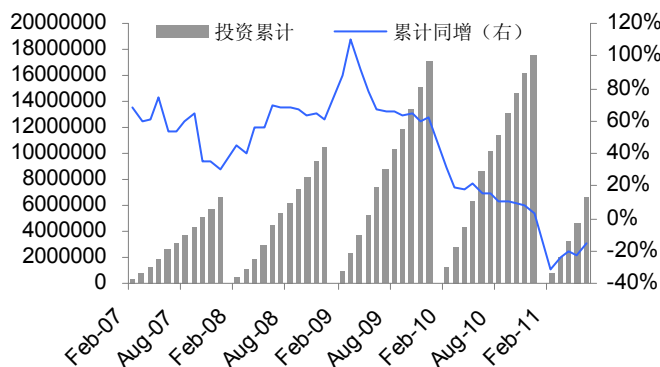
资料来源：统计局，招商证券研发中心。

图 32: 水泥产量月度情况



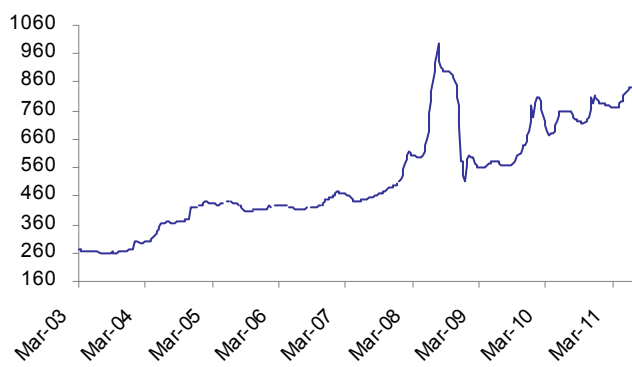
资料来源：统计局，招商证券研发中心。

图 33: 全国水泥固定资产投资：1-6 月增长-15.3%



资料来源：统计局，招商证券研发中心。

图 34: 秦皇岛煤价：7 月均价环比上涨-0.1%，同比上涨 12%



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

6 月新投产生产线约 11 条（不完全统计），合计 1711 万吨产能，主要分布在西南和西北、中南。

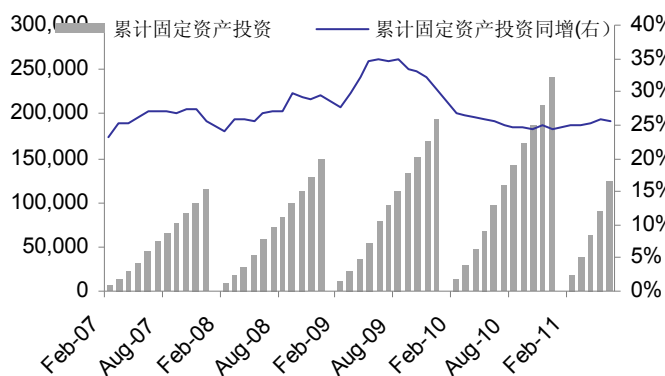
表 3: 6 月投产生产线情况

省(直辖市)	市(县)	公司	日产 t/d	年产能(万吨)
重庆	合川	冀东水泥	2*4600	200
陕西	榆林	满意水泥有限公司		120
贵州	正安	瑞溪水泥公司	2500	120
青海	共和县	金河水泥有限公司	2500	100
广东	韶关	中源水泥厂	3850	155.155
山西	新绛	威顿水泥有限责任公司	4500	181.35
河北	邯郸市	新峰水泥公司		4800
湖南	靖州	金大地水泥有限责任公司		3000
甘肃	平凉	海螺水泥	4500	181.35

资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

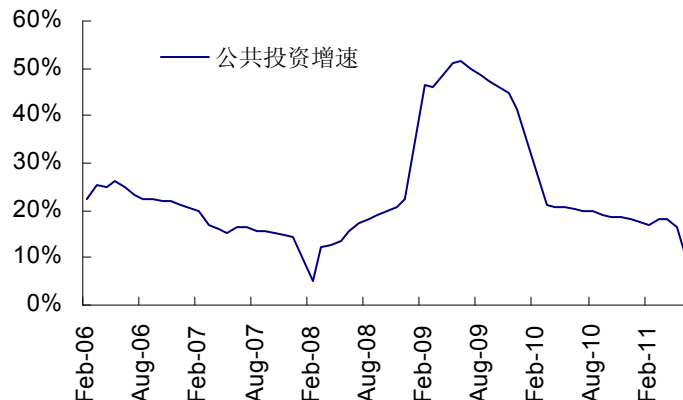
需求情况: 全国固投尚保持平稳, 但基建已经出现明显下滑, 从 1-5 月的 16% 下滑到 1-6 月的 9.1%。

图 35: 全国固定资产投资: 1-6 月 25.6%



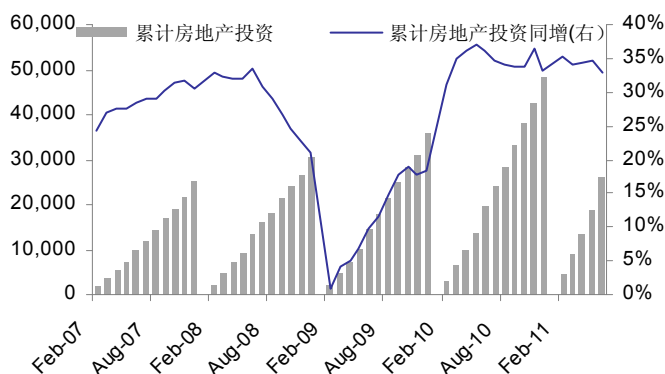
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 36: 1-6 月公共投资增速: 6 月快速下滑, 9.1%



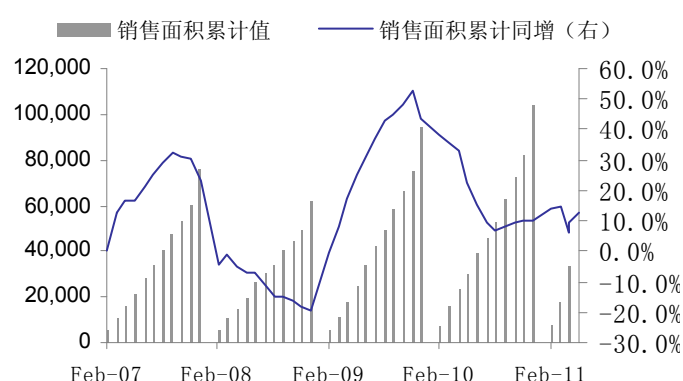
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心

图 37: 房地产投资增速, 1-6 月 33%



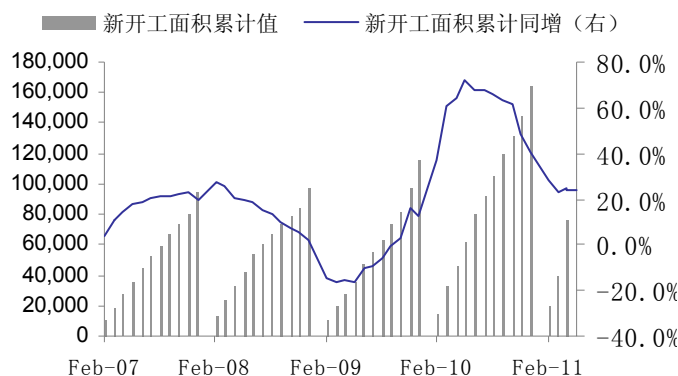
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 38: 房地产销售面积, 1-6 月 12.9%, 反弹



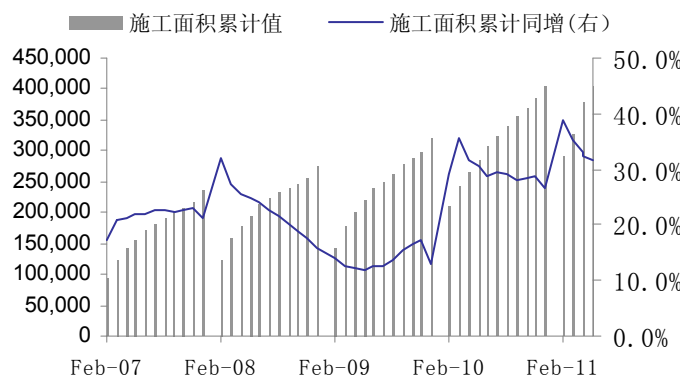
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心

图 39: 房地产新开工面积, 1-6 月 23.6%



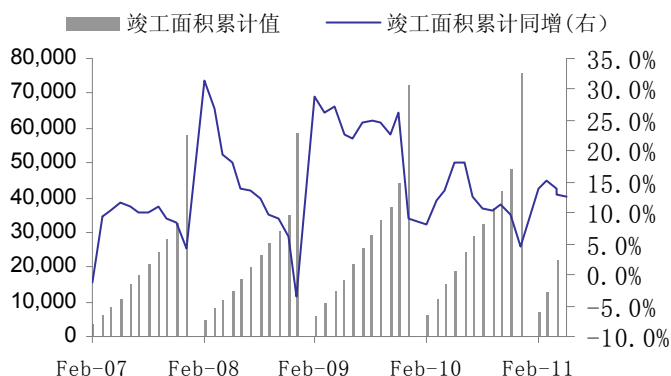
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 40: 房地产施工面积, 1-6 月 31.6%



资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 41: 房地产竣工面积, 1-6 月 12.8%

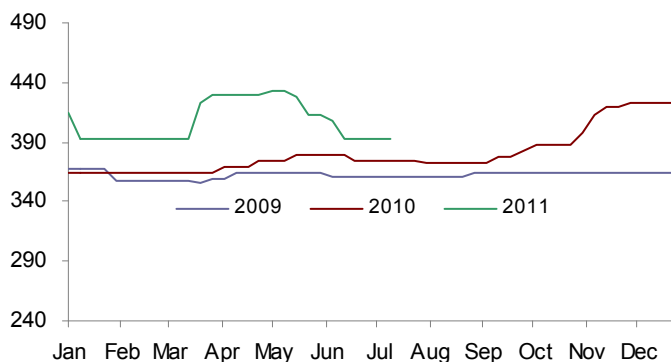


资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

2、华北

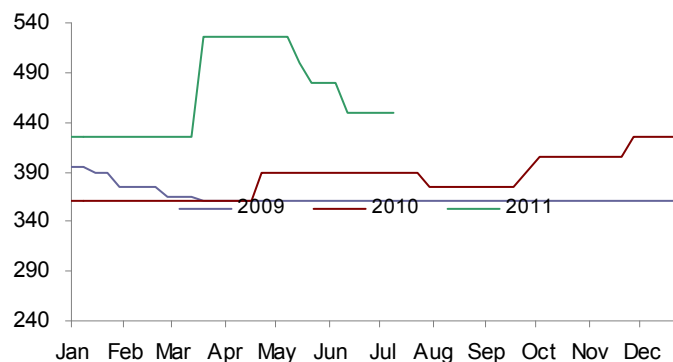
价格情况截止到 2011 年 7 月底。价格情况如下: 北京、天津同比涨幅为 60 元, 0 元。内蒙较为稳定, 山西同比下滑 25 元。河北下滑至与去年持平。综合来看, 不管从需求、毛利率内蒙趋势仍保持较好。

图 42: 华北水泥价格: 高标均价 392 元/吨, 同比上涨 17 元/吨



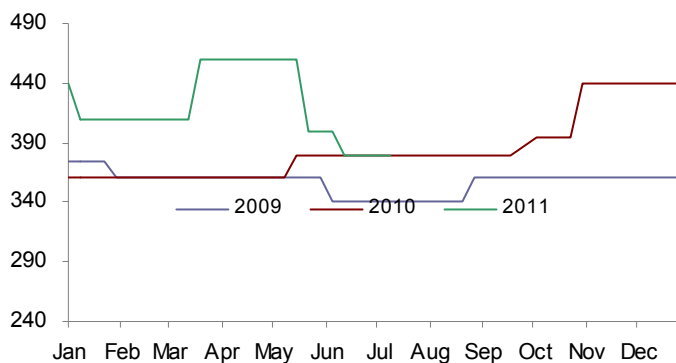
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 43: 北京水泥价格: 高标均价 450 元/吨, 同比上涨 60 元/吨

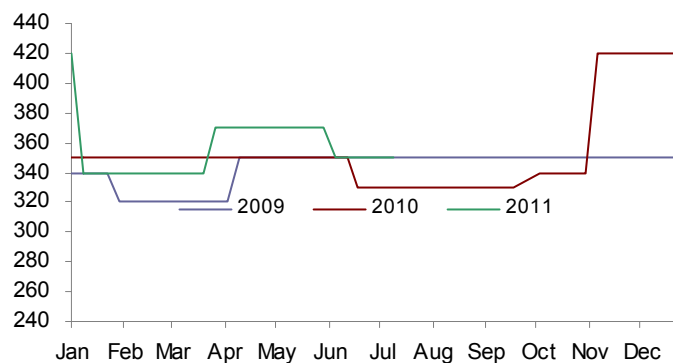


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 44: 天津水泥价格: 高标均价 380 元/吨, 同比上涨 0 图 45: 石家庄水泥价格: 高标均价 350 元/吨, 持平
元/吨

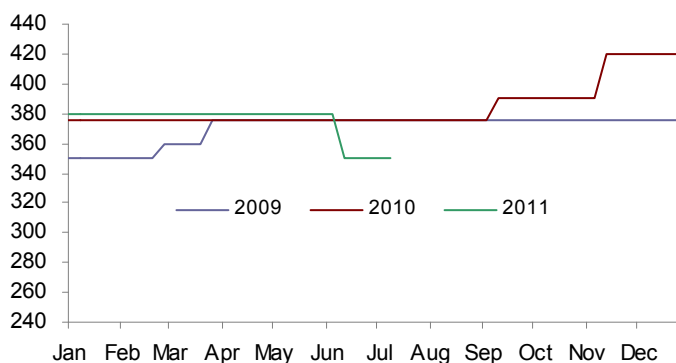


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

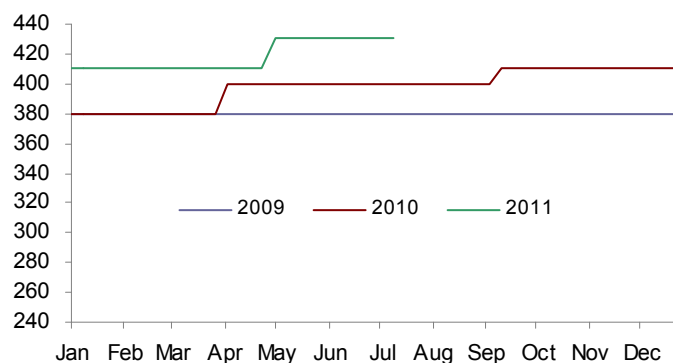


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 46: 太原水泥价格: 高标均价 350 元/吨, 同比上涨-25 图 47: 呼和浩特水泥价格: 高标均价 430 元/吨, 同比上涨
元/吨 30 元/吨



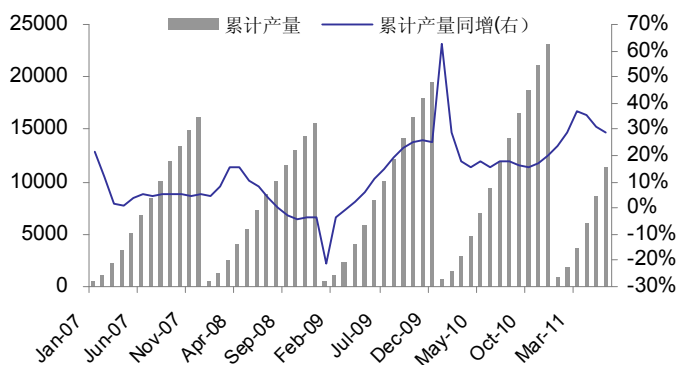
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

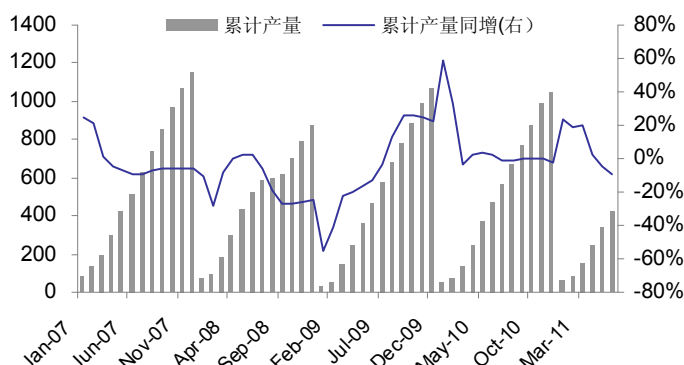
产量情况: 除内蒙外, 北京、天津、河北、山西的产量增速出现一定的下滑。

图 48: 华北水泥产量: 1-6 月同比增长 28.6%



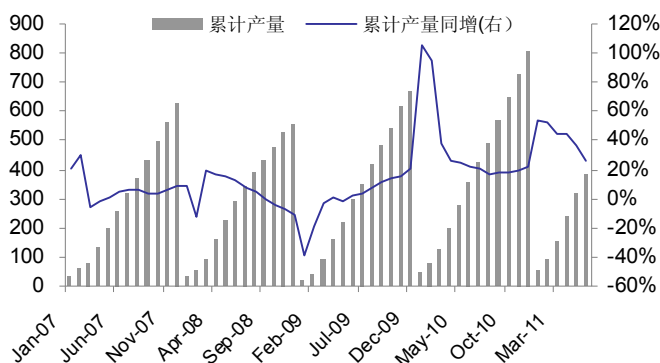
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 49: 北京水泥产量: 1-6 月同比增长-9.49%



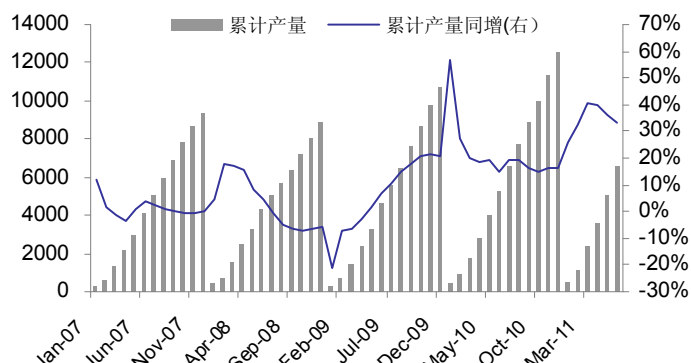
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 50: 天津水泥产量: 1-6 月同比增长 25.8%



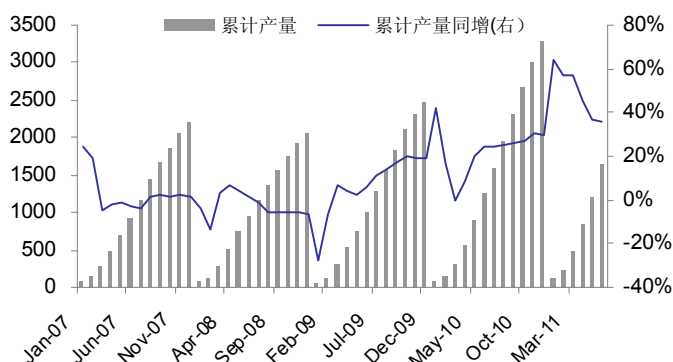
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 51: 河北水泥产量: 1-6 月同比增长 33.1%



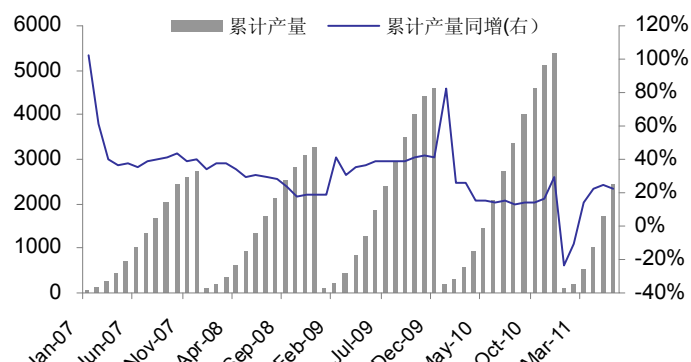
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 52: 山西水泥产量: 1-6 月同比增长 35.9%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

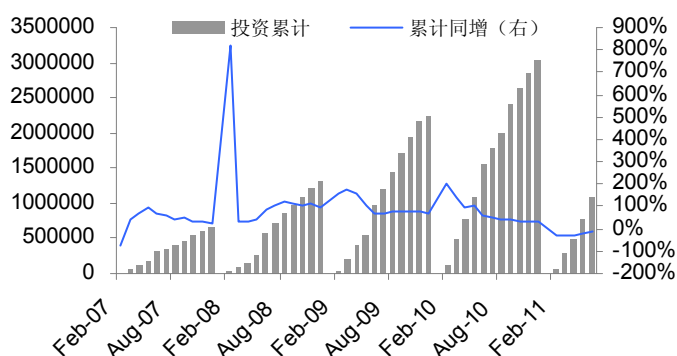
图 53: 内蒙水泥产量: 1-6 月同比增长 22.4%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

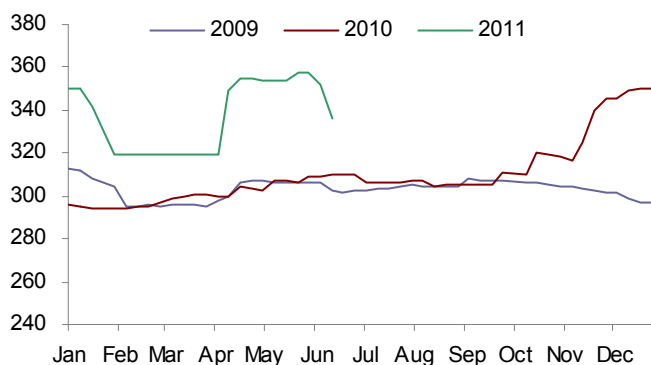
供给、水泥煤炭价格差情况。毛利空间情况出现下滑

图 54: 华北水泥固投: 1-6 月同比-14.5%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

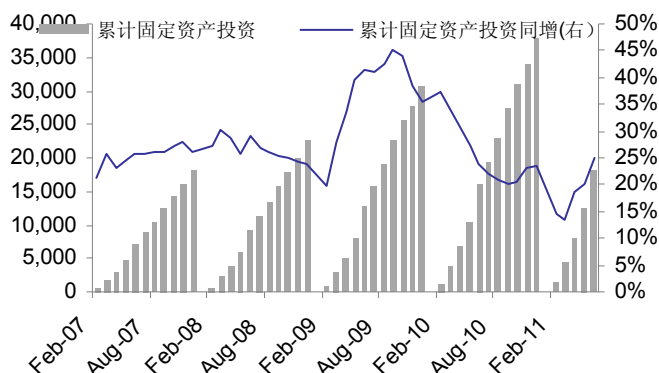
图 55: 华北水泥煤炭价格差: 开始下滑



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

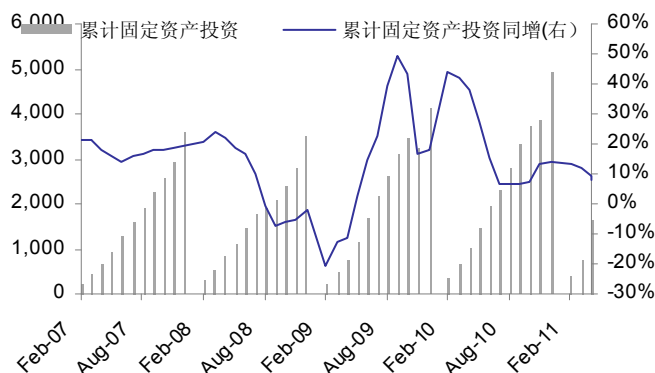
城镇固定资产投资情况：尚保持平稳。

图 56：华北 FAT：1-6 月同比增长 25%



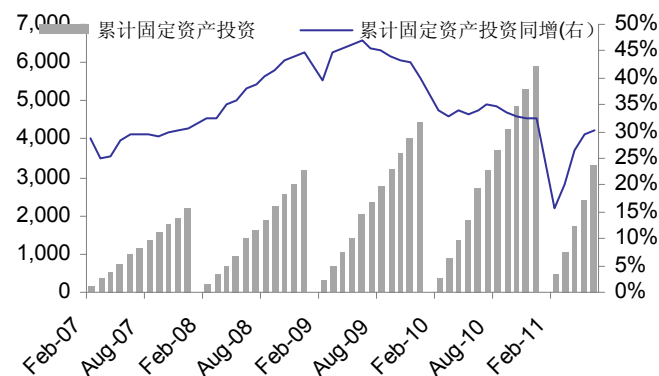
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 57：北京 FAT：1-6 月同比增长 7%



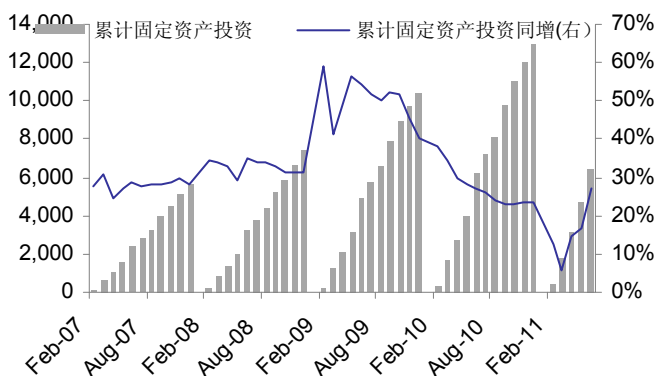
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 58：天津 FAT：1-6 月同比增长 30%



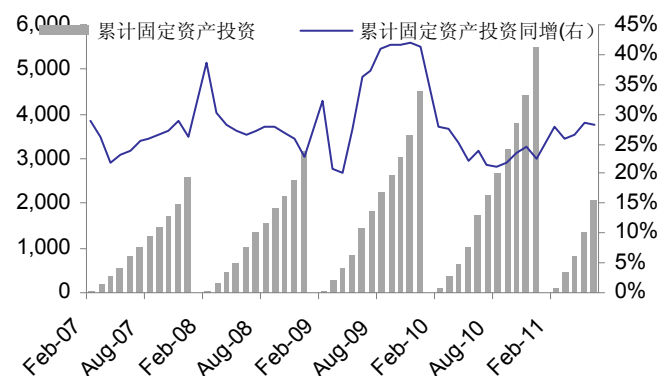
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 59：河北 FAT：1-6 月同比增长 27%



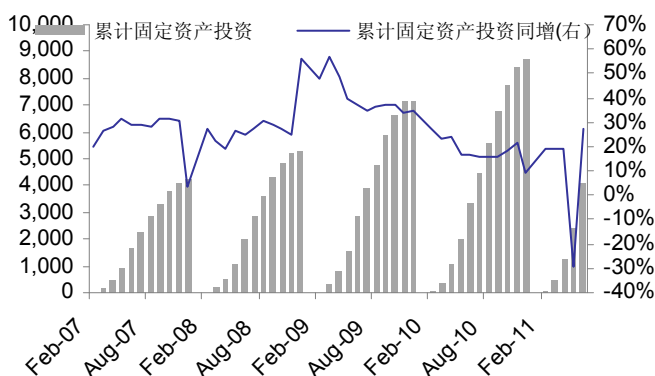
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 60：山西 FAT：1-6 月同比增长 28%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 61：内蒙 FAT：1-6 月同比增长 28%

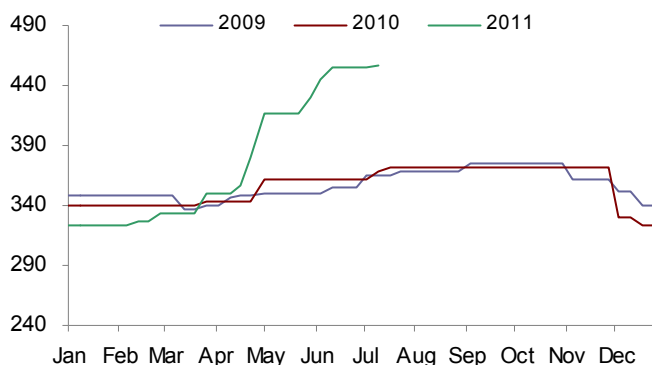


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

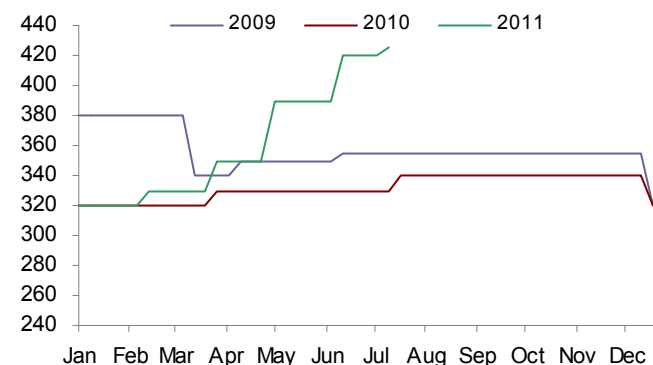
3、东北

价格情况截止到 2011 年 7 月底。从均价同比来看，幅度最大的是黑龙江、其次是吉林、辽宁。

图 62: 东北水泥价格: 高标均价 457 元/吨, 同比上涨 105 元/吨 图 63: 辽宁水泥价格: 高标均价 425 元/吨, 同比上涨 85 元/吨

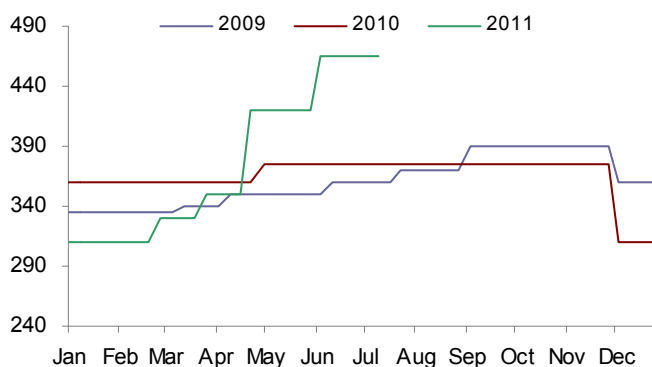


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

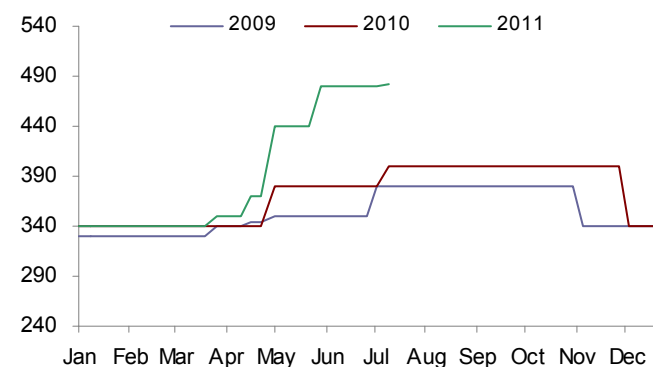


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 64: 吉林水泥价格: 高标均价 465 元/吨, 同比上涨 90 元/吨 图 65: 黑龙江水泥价格: 高标均价 482 元/吨, 同比上涨 100 元/吨



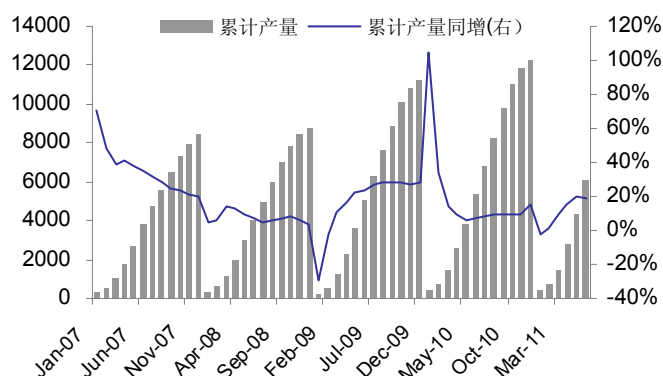
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

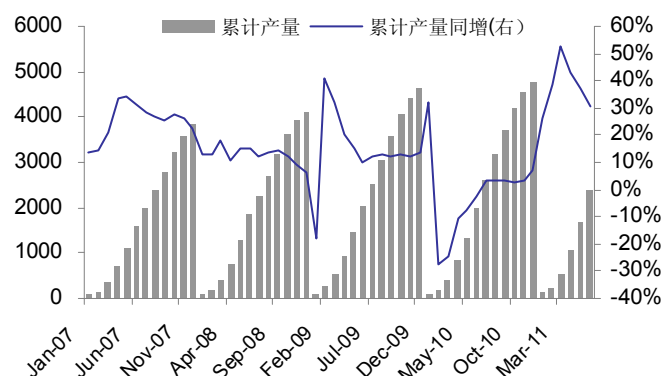
产量情况: 吉林、黑龙江需求增速持续加快。

图 66: 东北水泥产量: 1-6 月同比增长 19%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

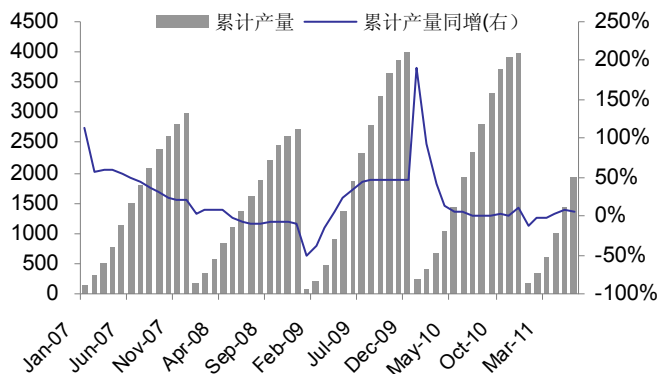
图 67: 辽宁水泥产量: 1-6 月同比增长 30%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

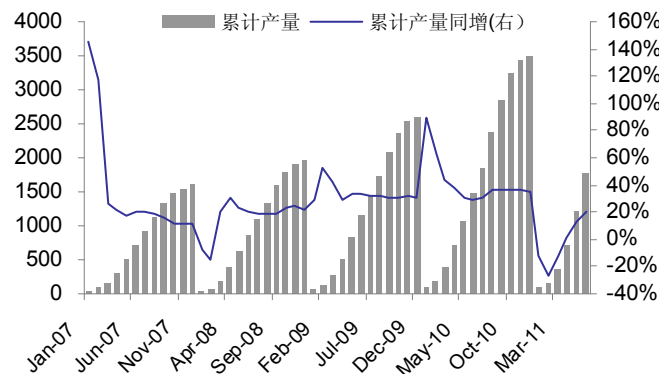
图 68: 吉林水泥产量: 1-6 月同比增长 6%

图 69: 黑龙江水泥产量: 1-6 月同比增长 20%



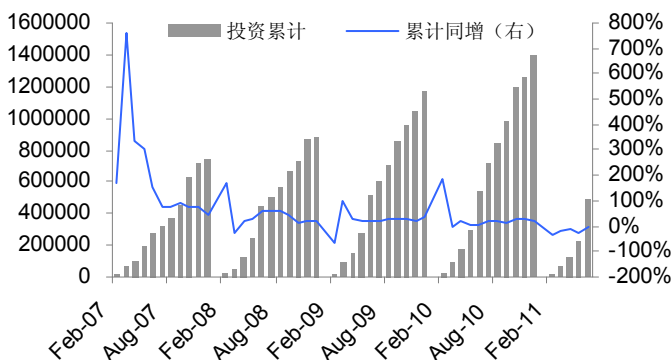
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

供给、水泥煤炭价格差情况。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

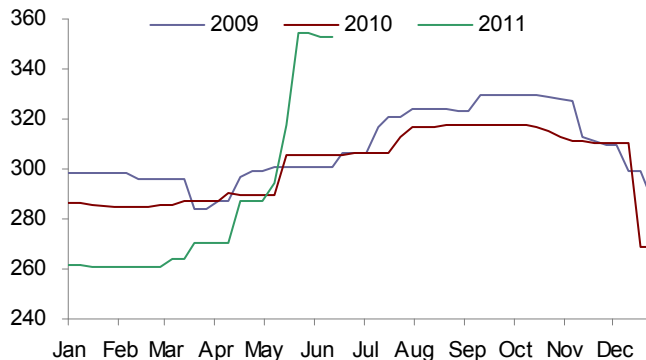
图 70: 东北水泥固投: 1-6 月同比-3.7%，反弹



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

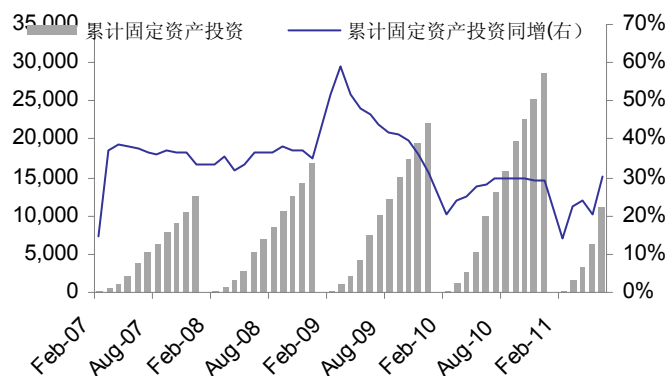
城镇固定资产投资情况：尚保持平稳。

图 71: 东北水泥煤炭价格差: 持续上升



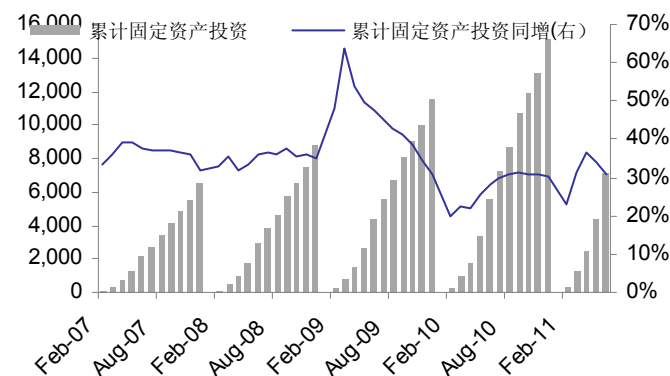
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 72: 东北 FAT: 1-6 月同比增长 31%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

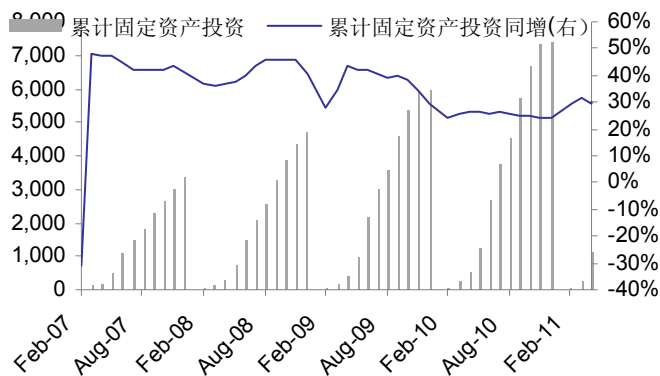
图 73: 辽宁 FAT: 1-6 月同比增长 31%



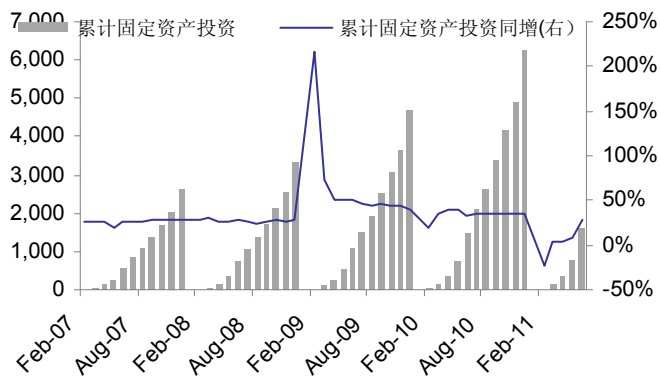
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 74: 辽宁 FAT: 1-6 月同比增长 30%

图 75: 黑龙江 FAT: 1-6 月同比增长 29%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

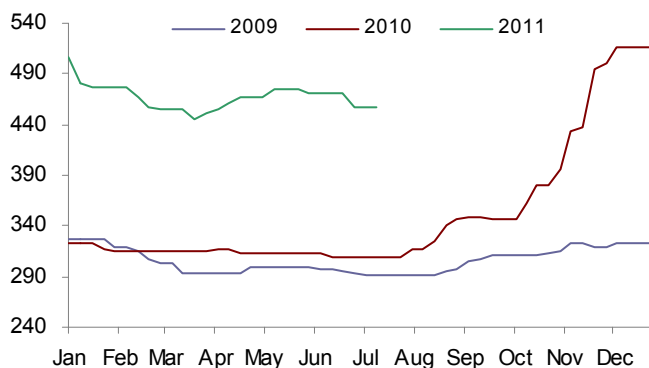


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

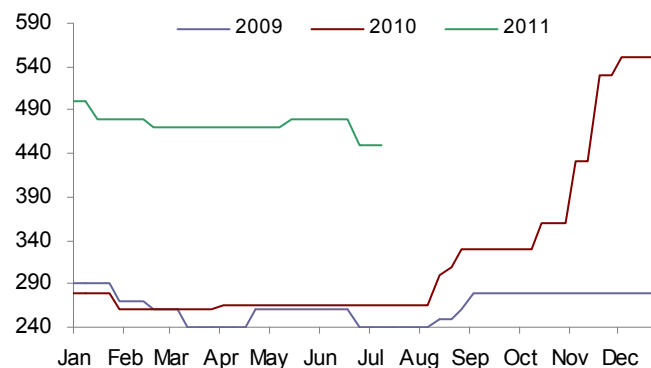
4、华东

价格情况如下：南京、杭州、合肥、福州、南昌同比涨幅为 185 元，175 元、100、100、210 元。在需求增速保持在一定增速前提下，行业集中度提升带来行业在周期向下的时候保持盈利稳定。

图 76: 华东水泥价格: 高标均价 457 元/吨, 同比上涨 147 元/吨 图 77: 南京水泥价格: 高标均价 450 元/吨, 同比上涨 185 元/吨

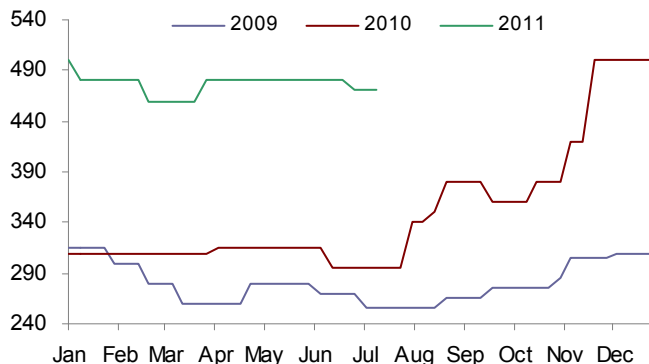


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

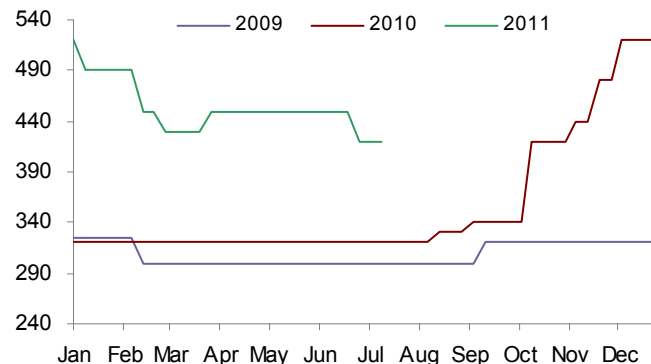


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 78: 杭州水泥价格: 高标均价 470 元/吨, 同比上涨 175 元/吨 图 79: 合肥水泥价格: 高标均价 420 元/吨, 同比上涨 100 元/吨

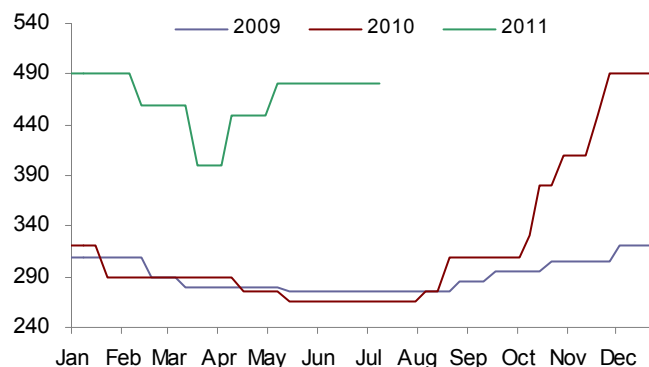
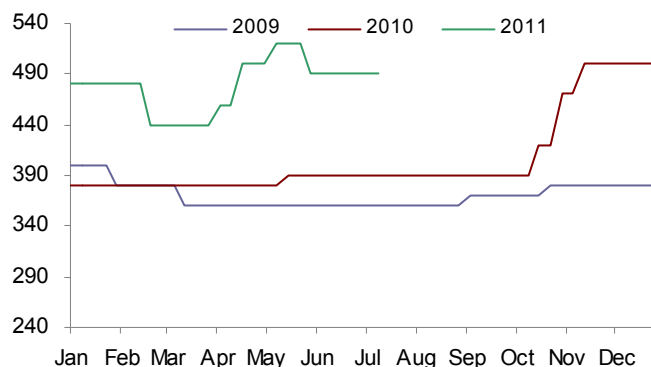


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 80: 福州水泥价格: 高标均价 490 元/吨, 同比上涨 100 元/吨
图 81: 南昌水泥价格: 高标均价 480 元/吨, 同比上涨 210 元/吨

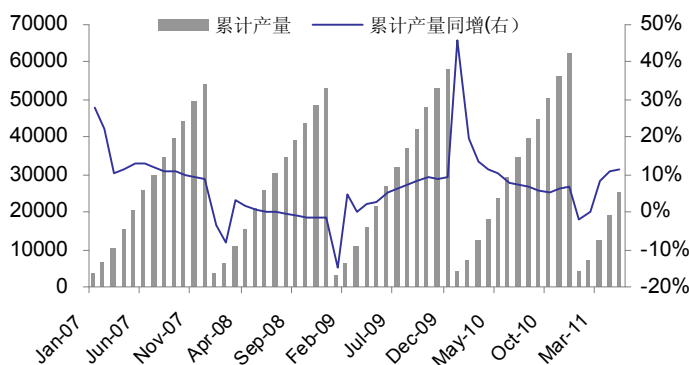


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

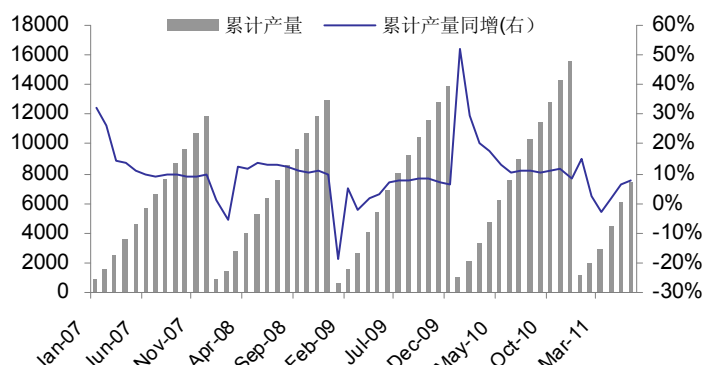
产量情况: 增速略显平稳

图 82: 华东水泥产量: 1-6 月同比增长 11.3%



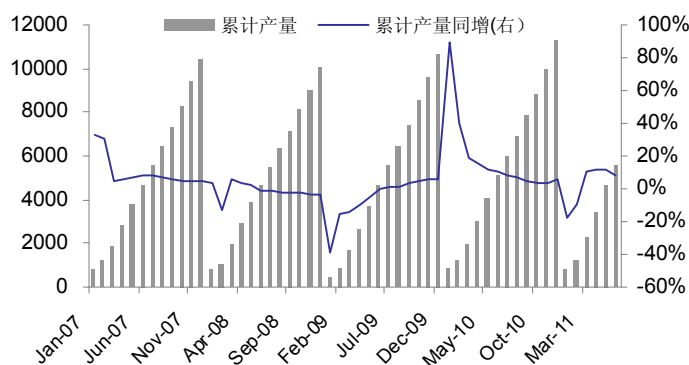
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 83: 江苏水泥产量: 1-6 月同比增长 7.7%



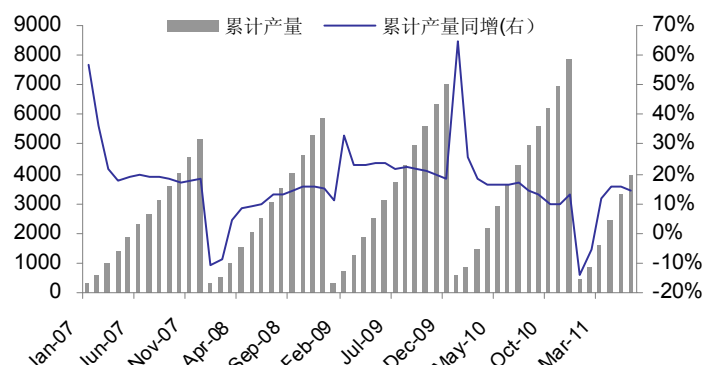
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 84: 浙江水泥产量: 1-6 月同比增长 8.5%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

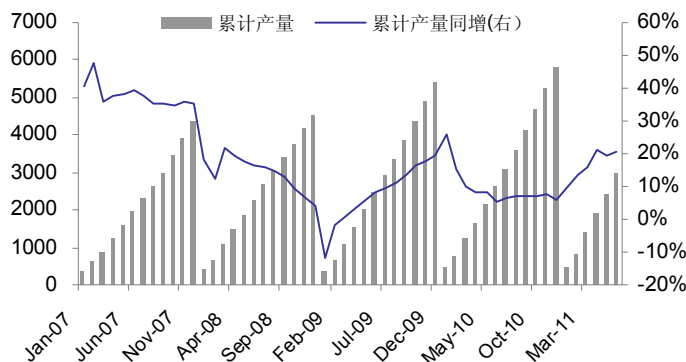
图 85: 安徽水泥产量: 1-6 月同比增长 14.7%



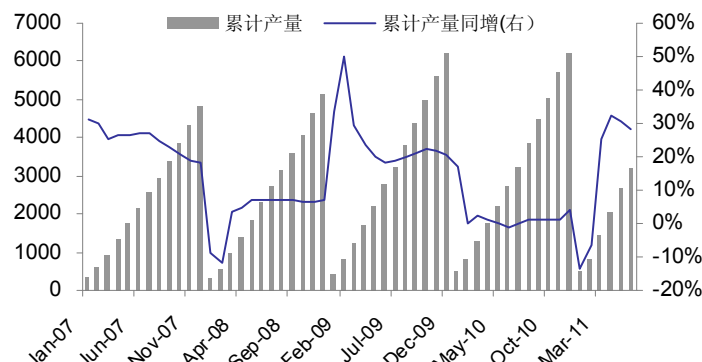
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 86: 福建水泥产量: 1-6 月同比增长 20.3%

图 87: 江西水泥产量: 1-6 月同比增长 28.3%



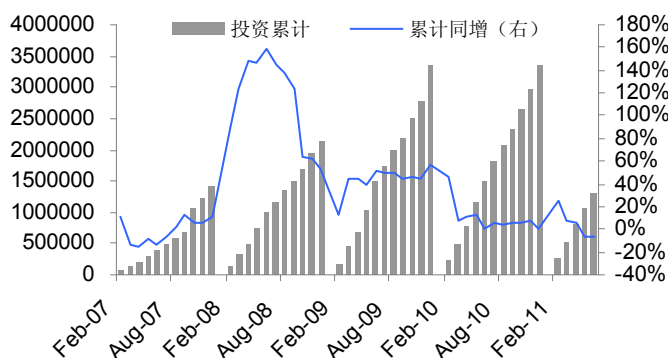
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

供给、水泥煤炭价格差情况。

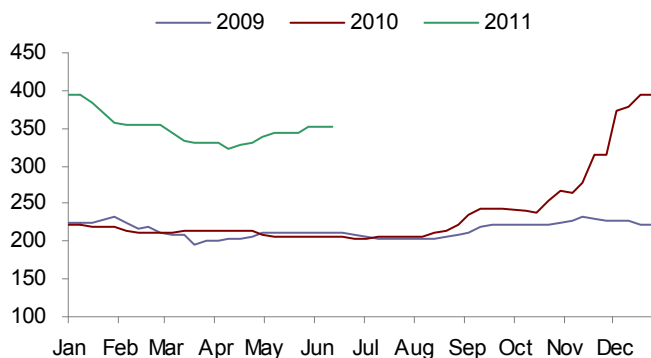
图 88: 华东水泥固投: 1-6 月同比-6%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

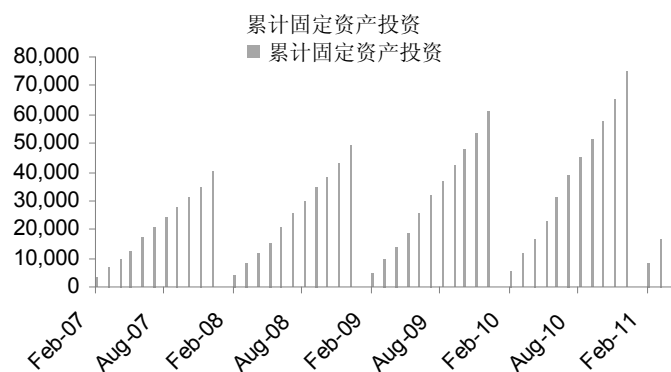
城镇固定资产投资情况：尚保持平稳。

图 89: 华东水泥煤炭价格差: 稳



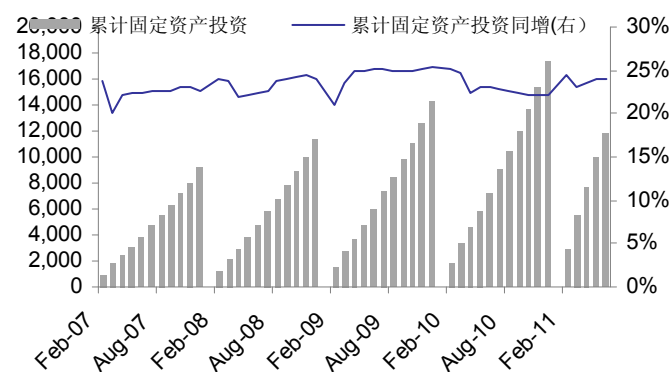
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 90: 华东 FAT: 1-6 月同比增长 35%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

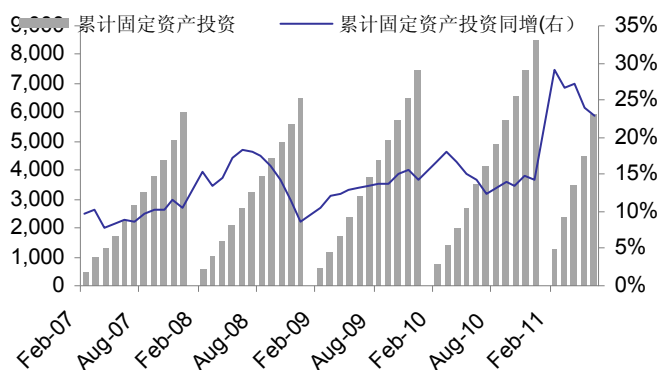
图 91: 江苏 FAT: 1-6 月同比增长 24%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

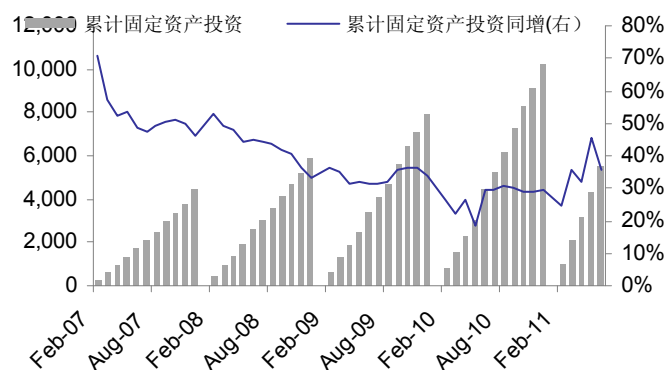
图 92: 浙江 FAT: 1-6 月同比增长 23%

图 93: 安徽 FAT: 1-6 月同比增长 35%



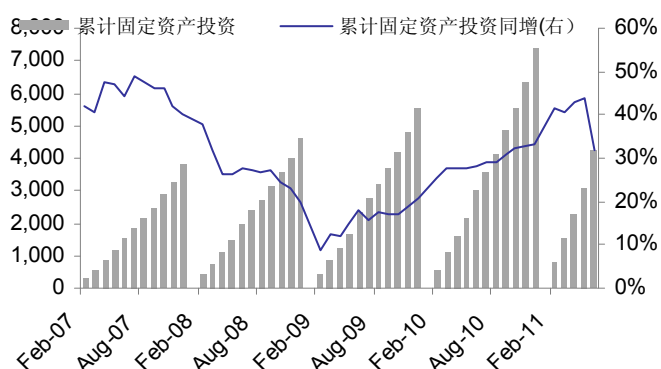
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 94: 福建 FAT: 1-6 月同比增长 32%

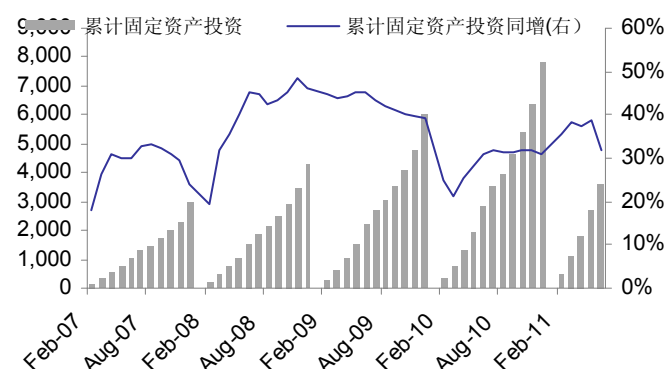


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 95: 江西 FAT: 1-6 月同比增长 32%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

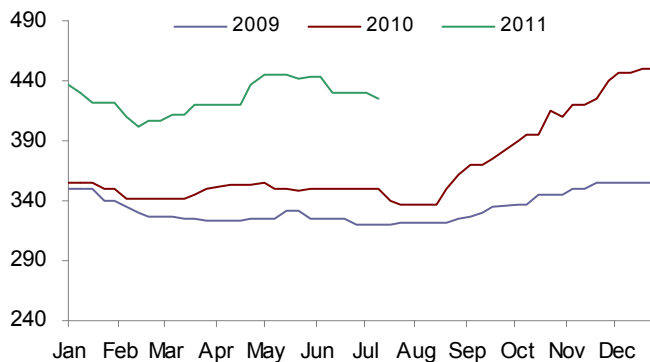


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

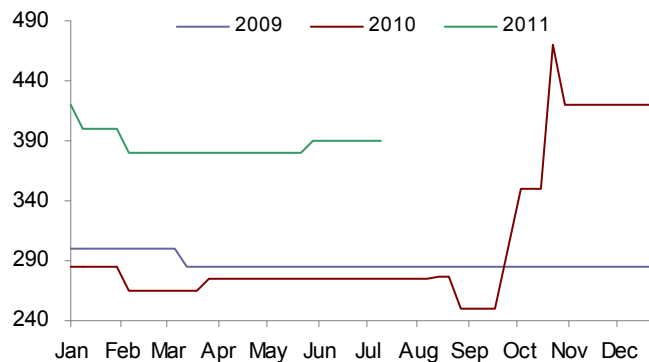
5、中南

价格情况如下：郑州、武汉、长沙同比涨幅为 115 元，130 元，160 元。广东和广西相对较为稳定。需求情况，湖北增速小幅放缓。

图 96: 中南水泥价格：高标均价 424 元/吨，同比上涨 74 元/吨 图 97: 河南郑州水泥价格：高标均价 390 元/吨，同比上涨 115 元/吨

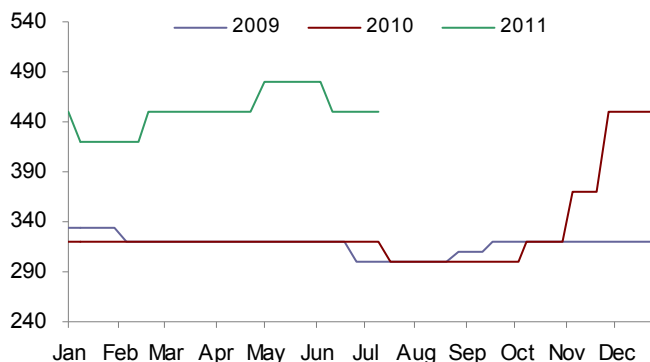


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

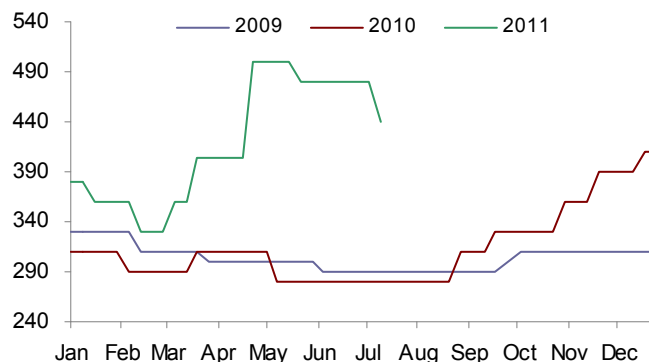


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 98: 湖北武汉水泥价格：高标均价 450 元/吨，同比上涨 130 元/吨 图 99: 湖南长沙水泥价格：高标均价 440 元/吨，同比上涨 160 元/吨



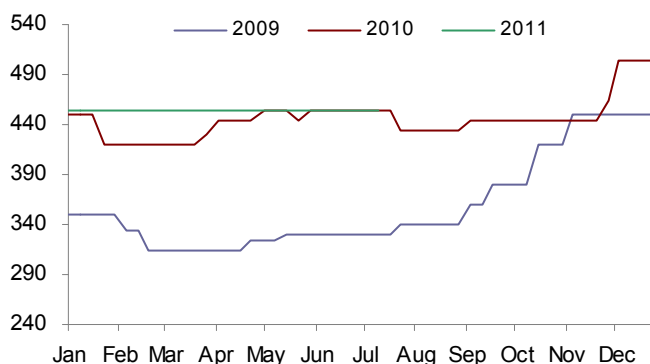
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



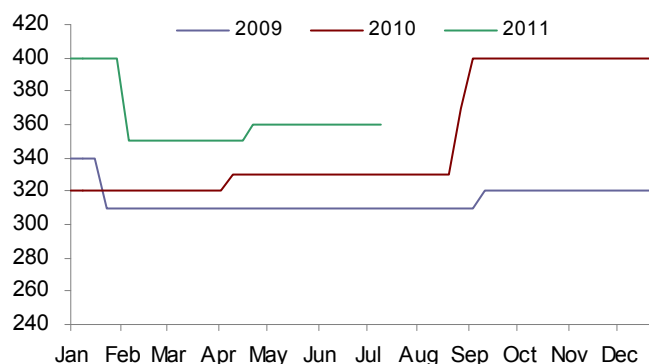
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 100: 广东广州水泥价格：高标均价 455 元/吨，同比上涨 0 元/吨

图 101: 广西南宁水泥价格：高标均价 360 元/吨，同比上涨 30 元/吨



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

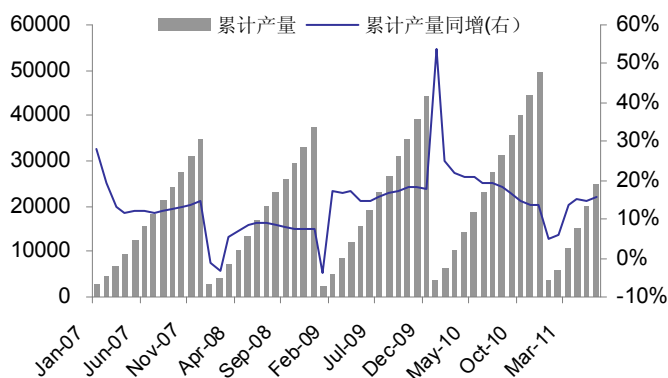


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

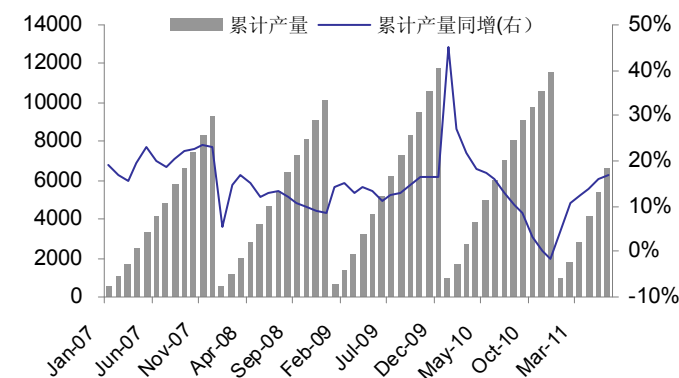
产量情况： 湖北增速有小幅放缓，其他区域稳定

图 102: 中南水泥产量：1-6 月同比增长 15.2%

图 103: 河南水泥产量：1-6 月同比增长 16.9%



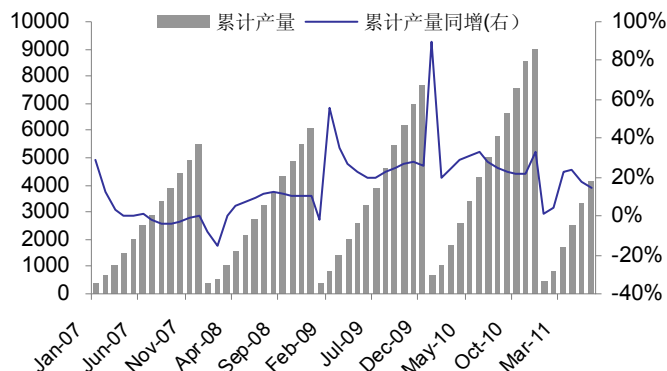
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

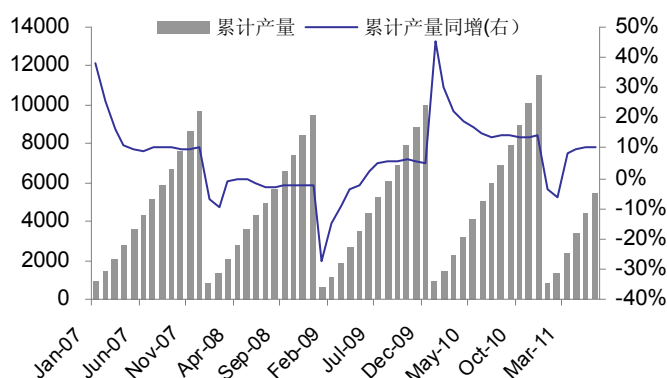
图 104: 湖北水泥产量：1-6 月同比增长 14.7%

图 105: 湖南水泥产量：1-6 月同比增长 17%

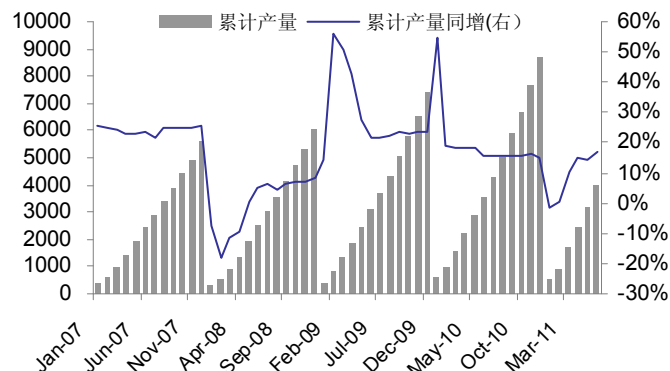


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 106: 广东水泥产量：1-6 月同比增长 10.5%

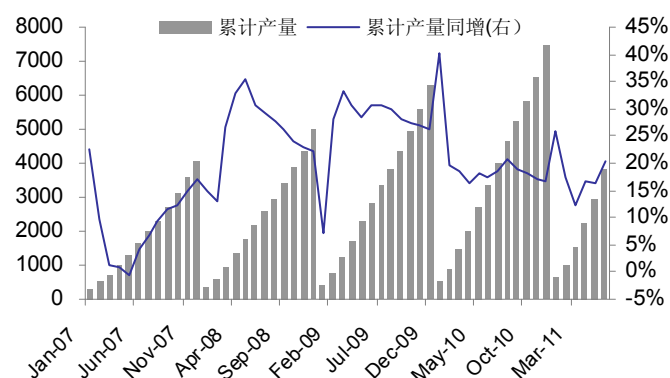


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



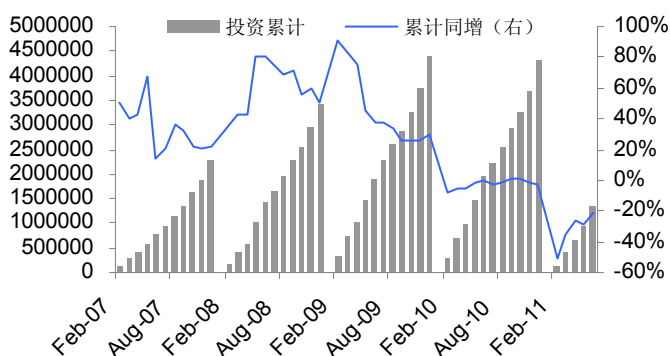
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 107: 广西水泥产量：1-6 月同比增长 20.5%



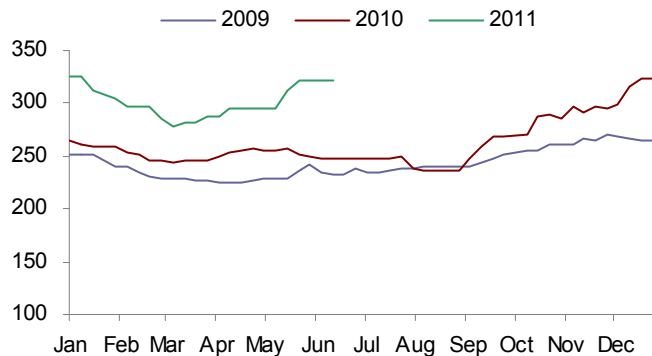
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 108: 华东水泥固投：1-6 月同比-21.3%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

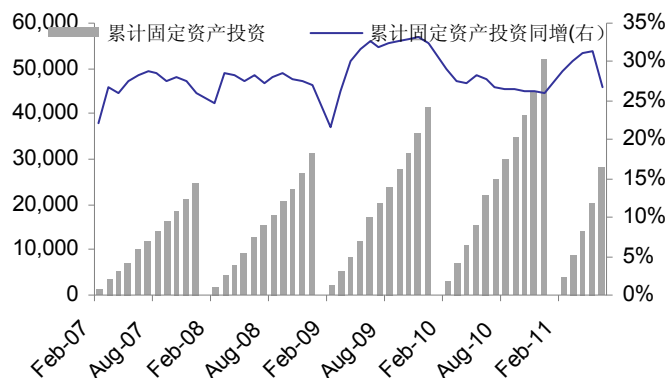
图 109: 中南水泥煤炭价格差：稳



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

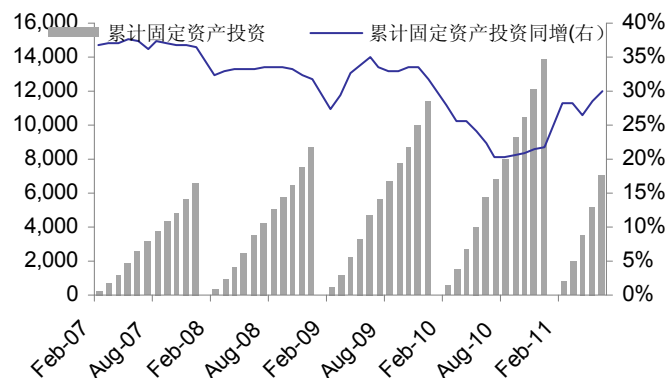
城镇固定资产投资情况：广西、华南有所下滑

图 110: 中南 FAT: 1-6 月同比增长 27%



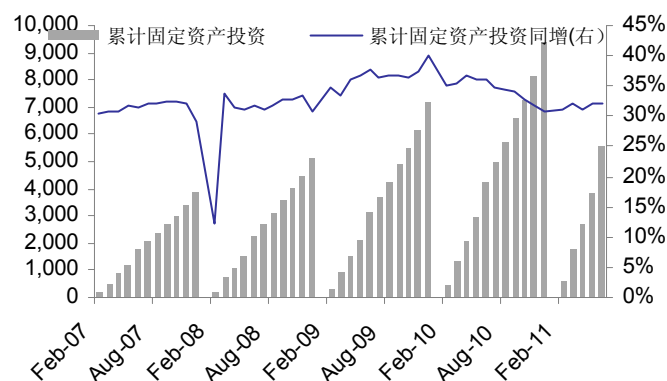
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 111: 河南 FAT: 1-6 月同比增长 30%



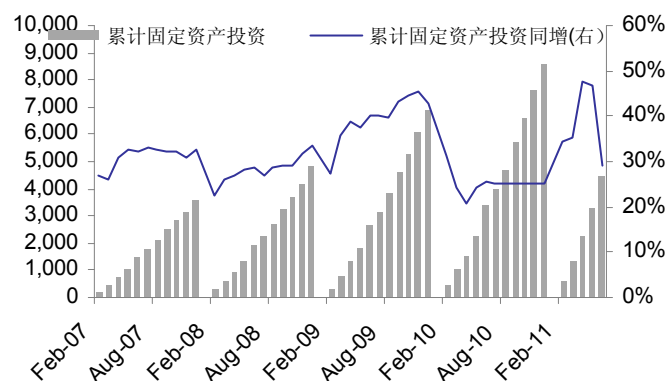
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 112: 湖北 FAT: 1-6 月同比增长 32%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 113: 湖南 FAT: 1-6 月同比增长 29%



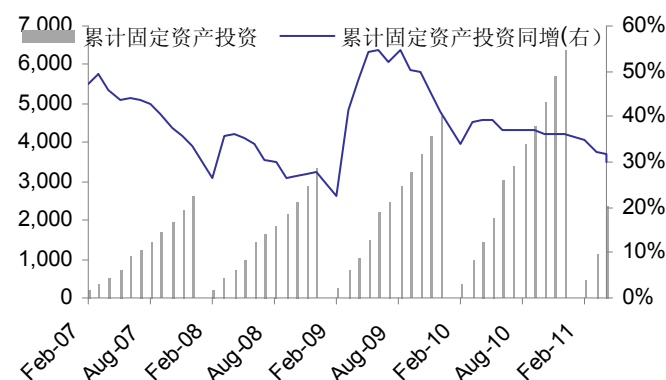
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 114: 广东 FAT: 1-6 月同比增长 17%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 115: 广西 FAT: 1-6 月同比增长 29.8%

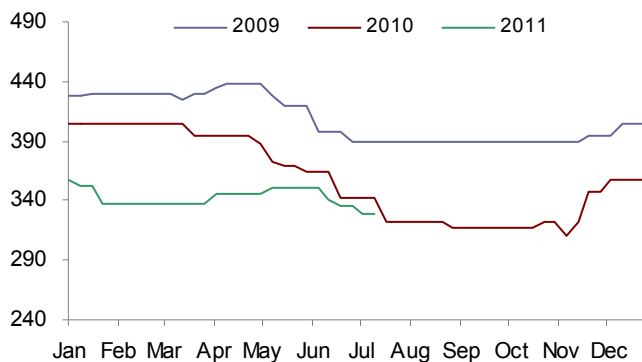


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

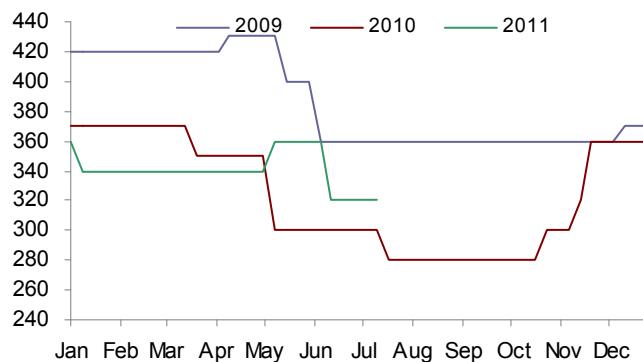
6、西南

重庆、四川再次面临最后一轮产能释放压力。而贵阳、昆明面临较大的产能压力。

图 116: 西南水泥价格: 高标均价 343 元/吨, 同比上涨图 117: 重庆水泥价格: 高标均价 320 元/吨, 同比上涨 20 元/吨
-14 元/吨



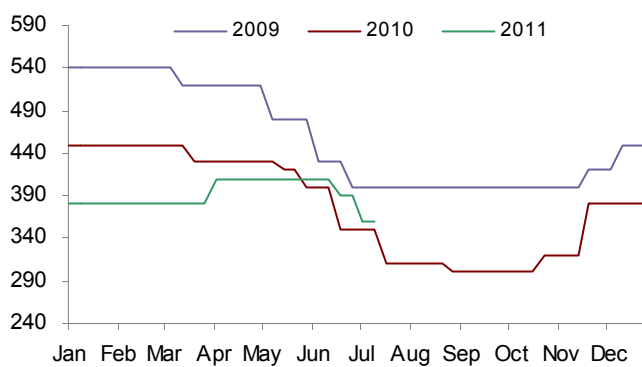
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



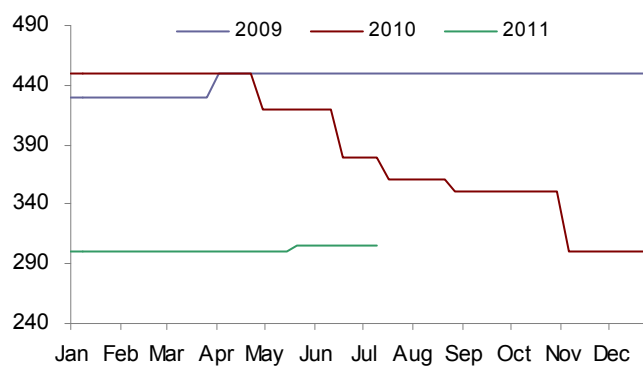
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 118: 四川成都水泥价格：高标均价 360 元/吨，同比上涨 0 元/吨

图 119: 贵州贵阳水泥价格：高标均价 305 元/吨，同比上涨 -115 元/吨



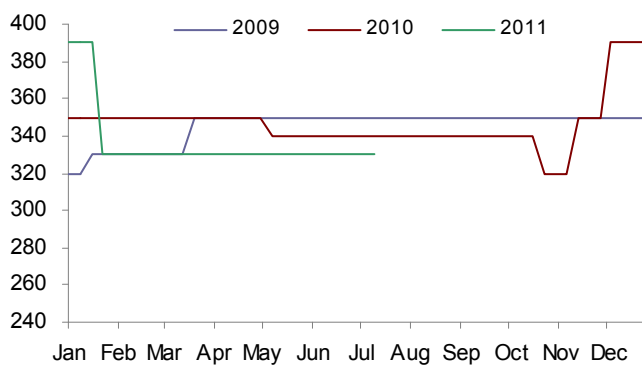
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



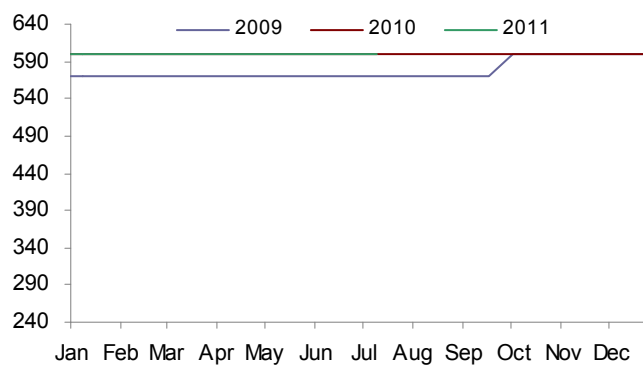
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 120: 云南昆明水泥价格：高标均价 330 元/吨，同比上涨 -10 元/吨

图 121: 西藏水泥价格：高标均价 600 元/吨，同比上涨 0 元/吨



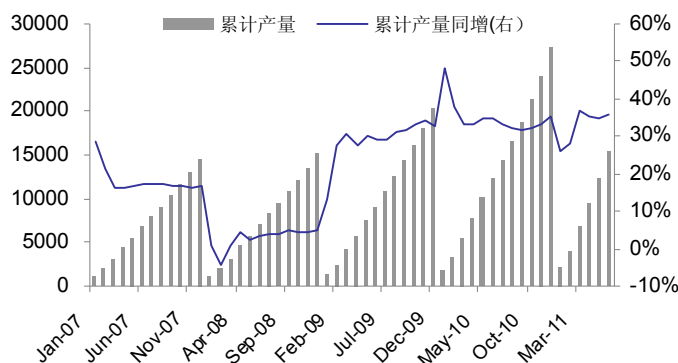
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

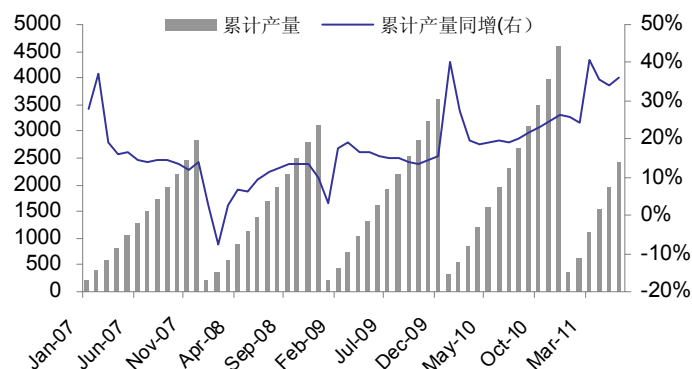
产量情况：四川增速有所放缓

图 122: 西南水泥产量: 1-6 月同比增长 36%



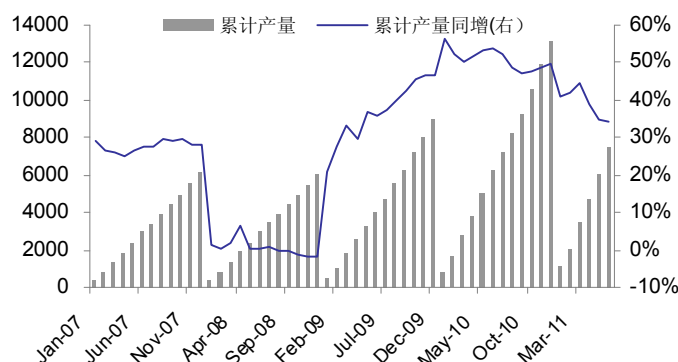
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 123: 重庆水泥产量: 1-6 月同比增长 35.6%



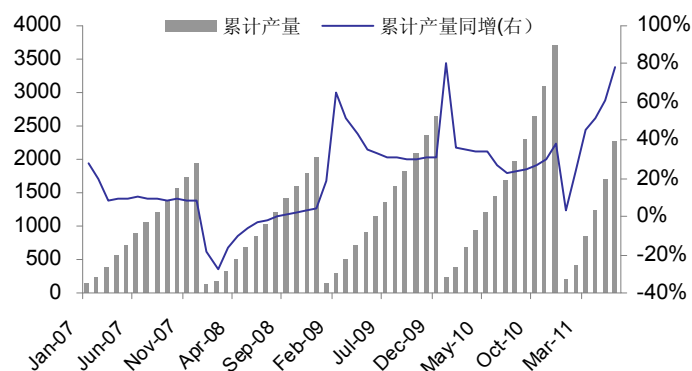
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 124: 四川水泥产量: 1-6 月同比增长 34.5%



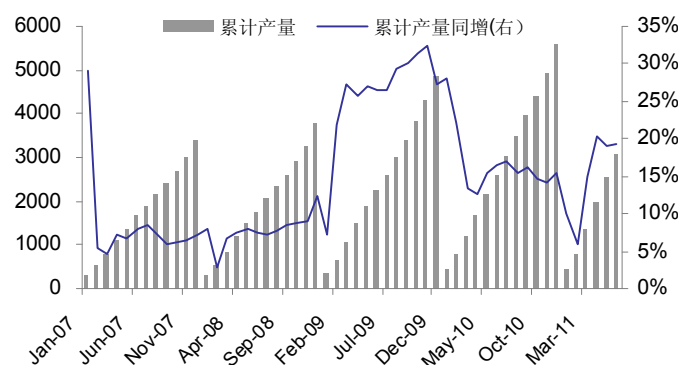
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 125: 贵州水泥产量: 1-6 月同比增长 78%



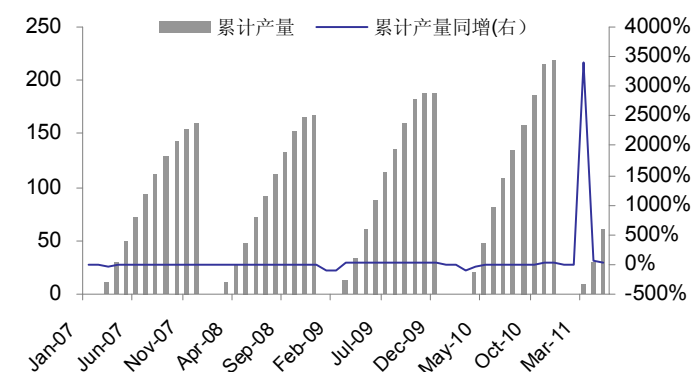
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 126: 云南水泥产量: 1-6 月同比增长 19.2%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 127: 西藏水泥产量: 1-6 月同比增长 13%

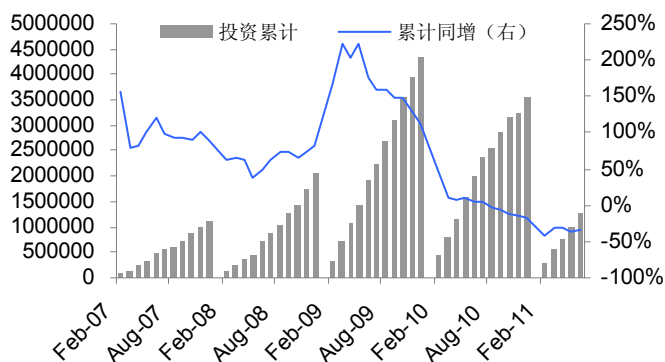


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

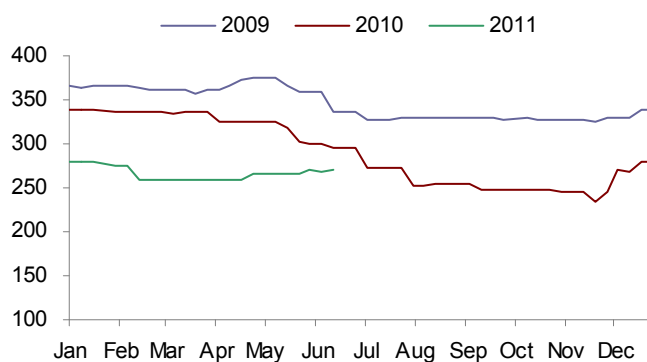
供给、水泥煤炭价格差情况。

图 128: 西南水泥固投: 1-6 月同比-33.9%

图 129: 西南水泥煤炭价格差: 稳中有升



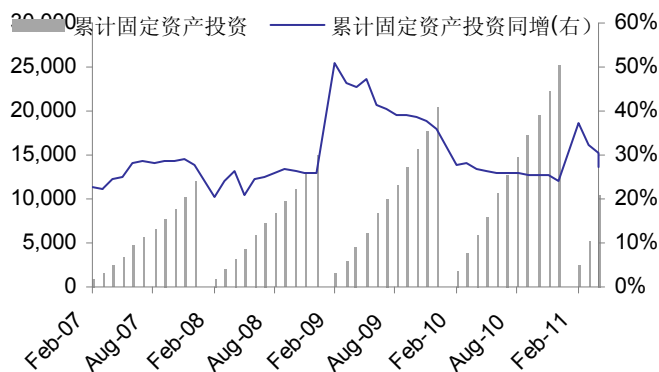
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

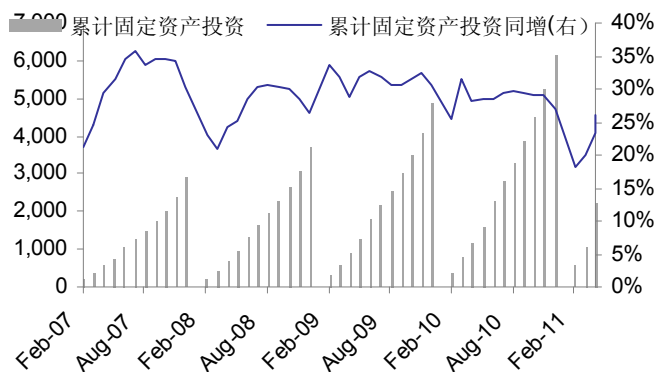
城镇固定资产投资情况：有一定放缓。

图 130: 西南 FAT: 1-5 月同比增长 27%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 131: 重庆 FAT: 1-5 月同比增长 26.2%



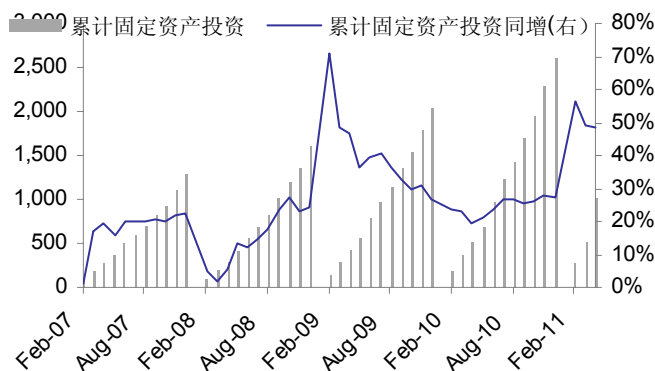
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 132: 四川 FAT: 1-5 月同比增长 24.1%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

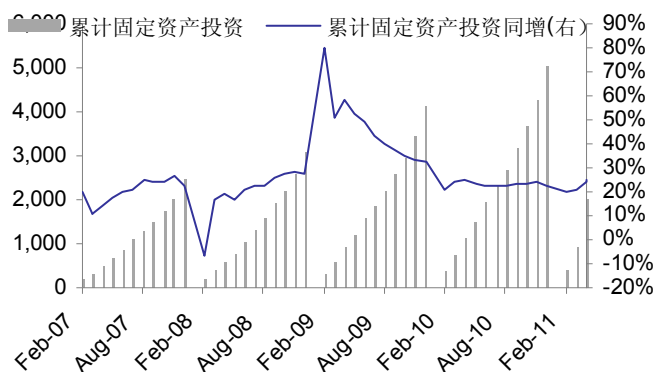
图 133: 贵州 FAT: 1-5 月同比增长 48.3%



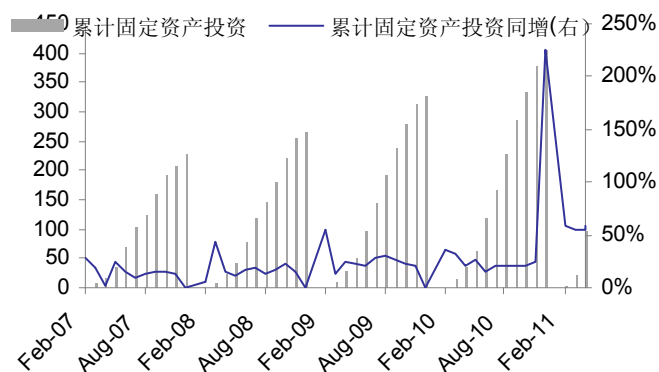
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 134: 云南 FAT: 1-5 月同比增长 25.3%

图 135: 西藏 FAT: 1-5 月同比增长 58.9%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

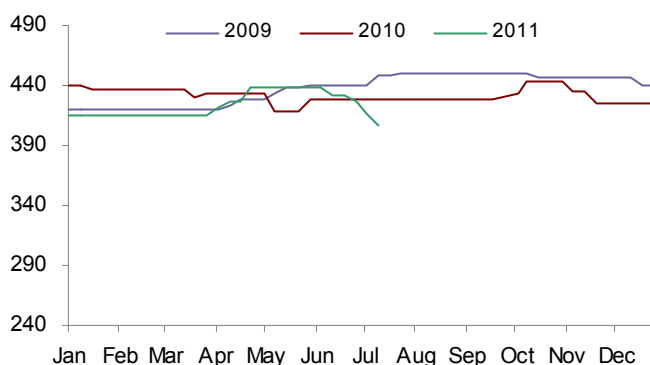


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

7、西北

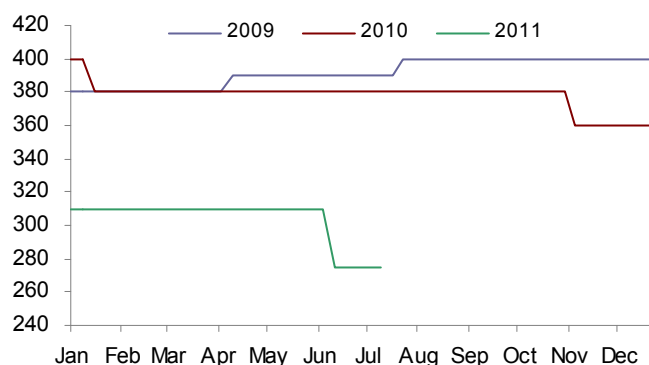
陕西、甘肃、青海面临一定的价格压力，尤其是陕西。新疆区域在这几个区域中表现最好，明年会有一定压力

图 136: 西北水泥价格：高标均价 407 元/吨，同比上涨 -22 元/吨



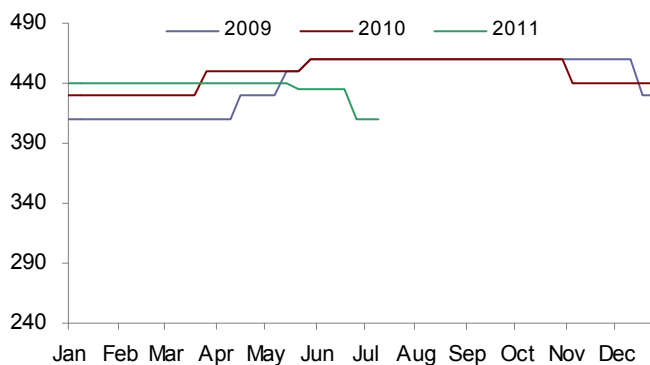
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 137: 陕西西安水泥价格：高标均价 275 元/吨，同比上涨 -105 元/吨



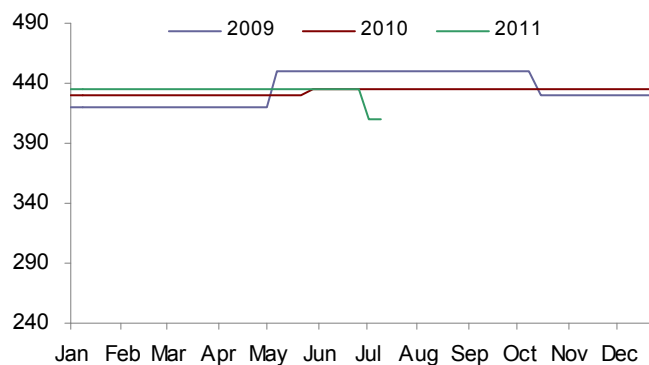
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 138: 甘肃兰州水泥价格：高标均价 410 元/吨，同比上涨 -50 元/吨



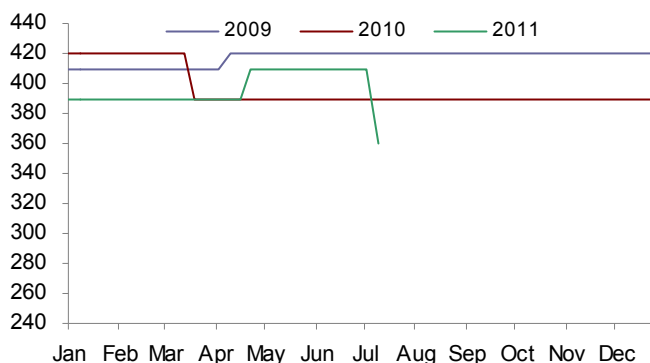
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 139: 青海西宁水泥价格：高标均价 410 元/吨，同比上涨 -25 元/吨

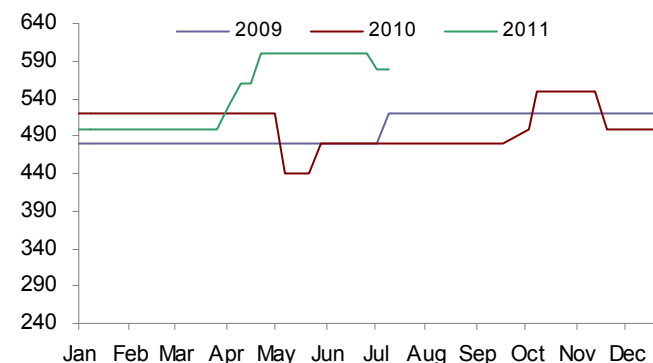


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 140: 宁夏银川水泥价格: 高标均价 360 元/吨, 同比图 141: 新疆水泥价格: 高标均价 580 元/吨, 同比上涨 60 元/吨
上涨-30 元/吨



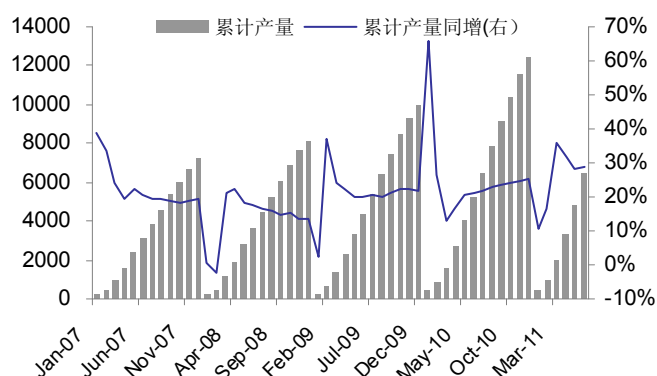
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

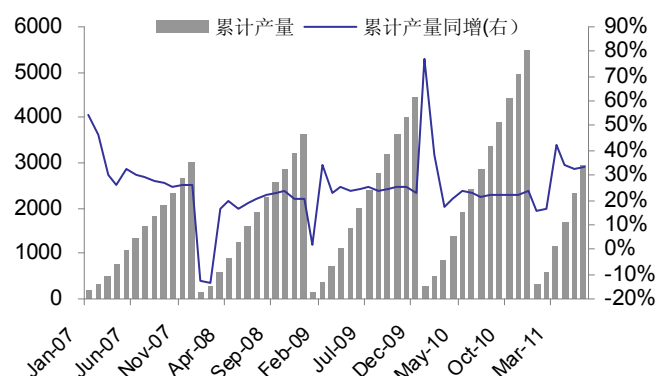
产量情况: 陕西、青海有一定放缓。新疆 6 月产量单月增速也有所放缓。继续观察。

图 142: 西北水泥产量: 1-6 月同比增长 28.9%



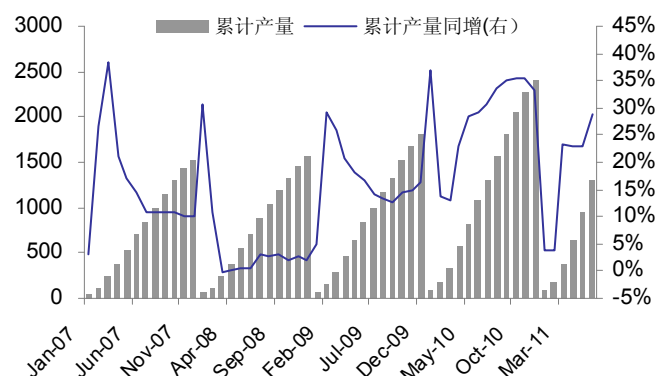
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 143: 陕西水泥产量: 1-6 月同比增长 33.2%



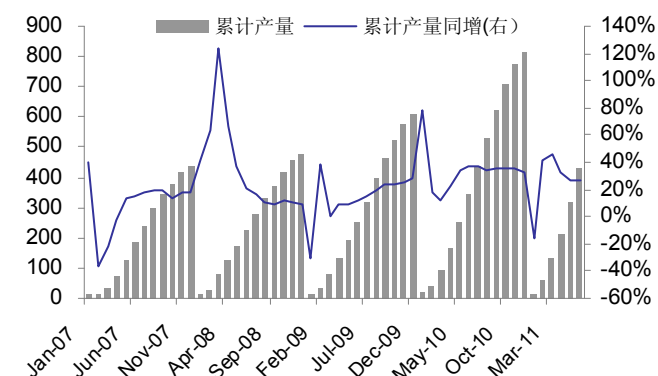
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 144: 甘肃水泥产量: 1-6 月同比增长 28.7%



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 145: 青海水泥产量: 1-6 月同比增长 27.2%

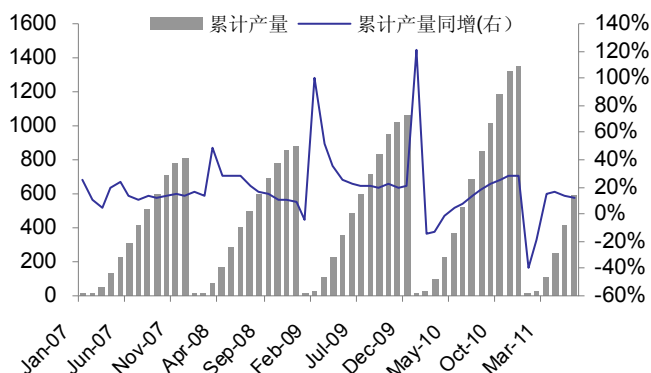


资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 146: 宁夏水泥产量: 1-6 月同比增长 11.5%

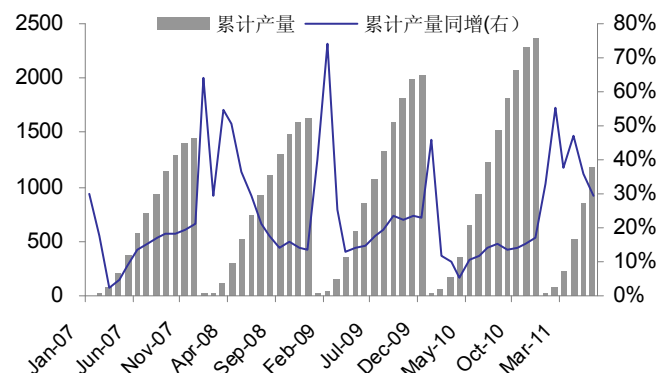
图 147: 新疆水泥产量: 1-6 月同比增长 29.6%

敬请阅读末页的重要说明



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

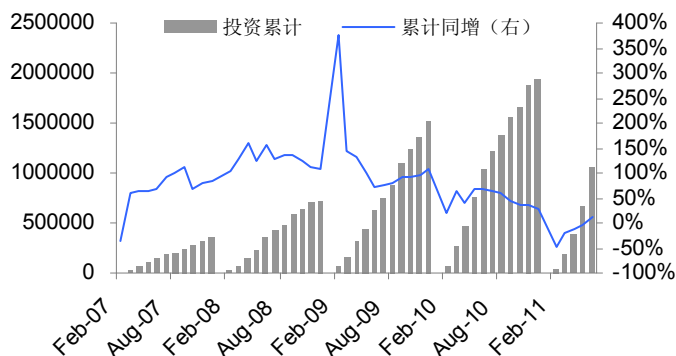
供给、水泥煤炭价格差情况。新疆区域增速加快。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

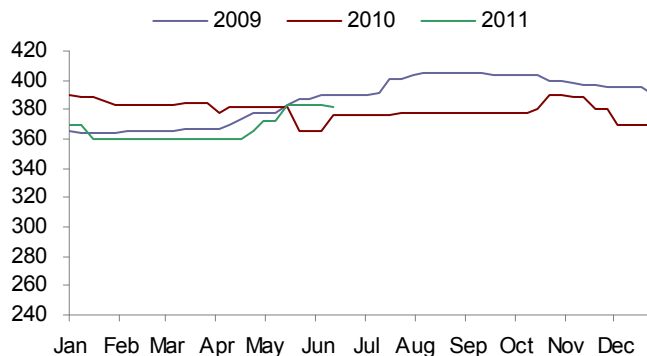
图 148: 西北水泥固投: 1-6 月同比 12.6%，新疆 68%

图 149: 西北水泥煤炭价格差: 稳中有降



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

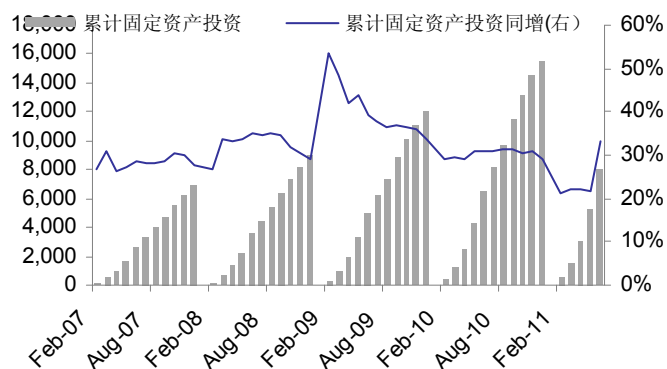
城镇固定资产投资情况。



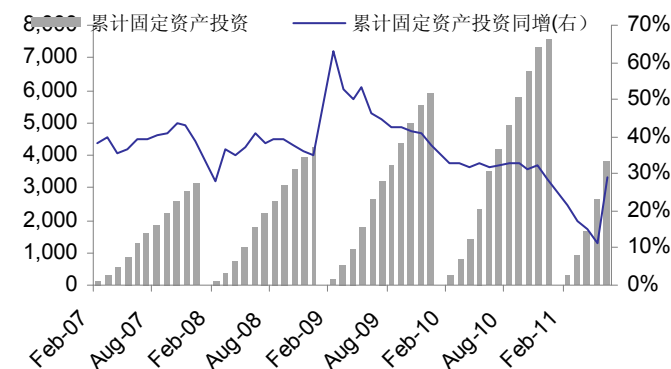
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 150: 西北 FAT: 1-6 月同比增长 33%

图 151: 陕西 FAT: 1-6 月同比增长 29%



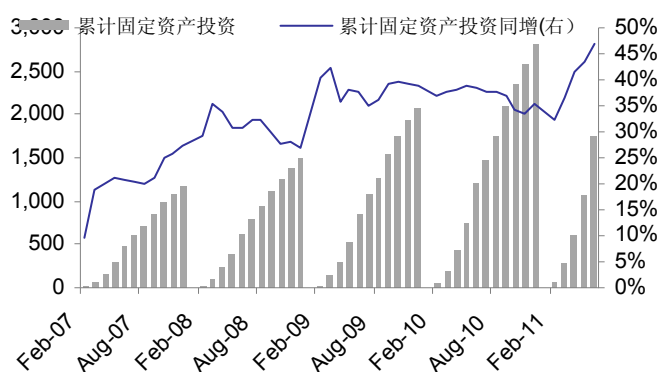
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

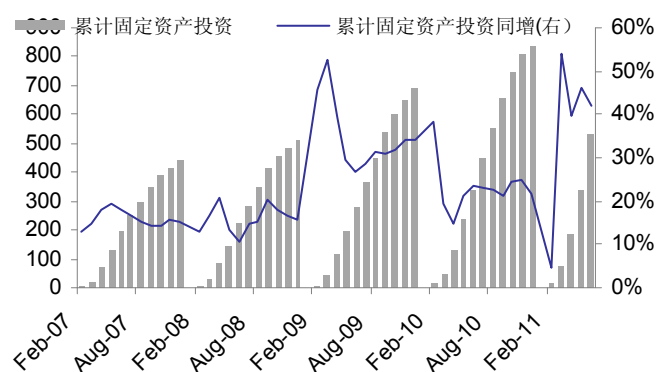
图 152: 甘肃 FAT: 1-6 月同比增长 47%

图 153: 青海 FAT: 1-6 月同比增长 42%



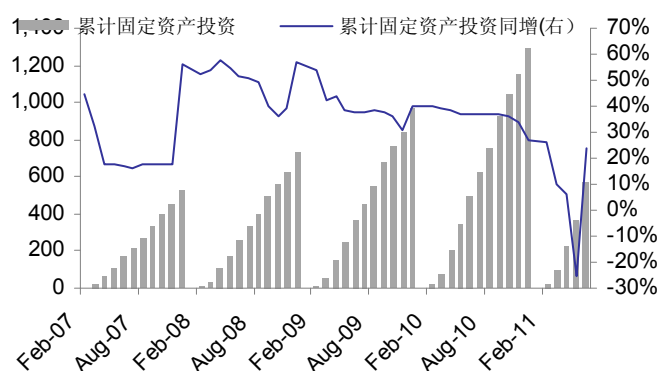
资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 154: 宁夏 FAT: 1-6 月同比增长 24%

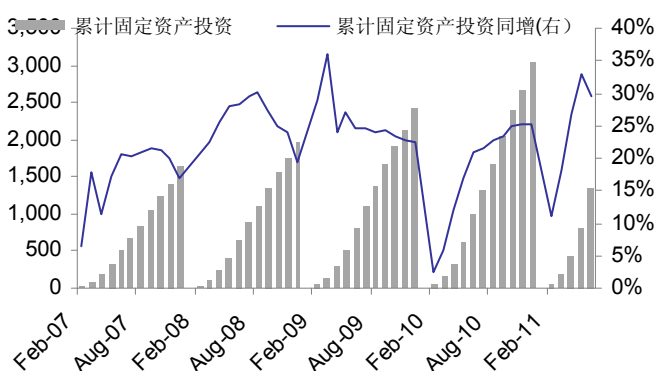


资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

图 155: 新疆 FAT: 1-6 月同比增长 30%



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。



资料来源：数字水泥，招商证券研发中心。

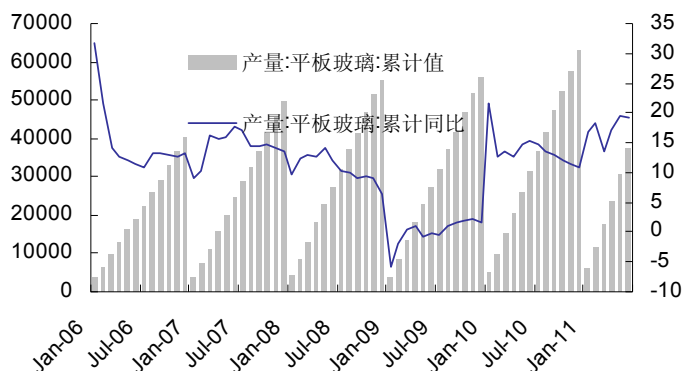
三、其他行业：玻璃、玻纤、石膏板

玻璃：景气仍处下滑过程中，观察放水企业情况。

1-6 月产量增速 19.07%，单月产量 7348 万重箱，同比增长 18.5%。价格继续出现下滑，产量巨大的沙河地区价格一度跌破 60 元/重箱。我们判断产量的增长可能来自于新生产线的投放，并表现为库存的增加。玻璃需求与施工面积高度相关，而非竣工面积。利好的地方是在于纯碱价格开始回调。1-6 月平板玻璃行业的净利率下降为 3.9%，应有部分企业进入亏损，随着价格的下跌，会有企业陆续放水停产，目前冷修中的有 5 条生产线。这是我们观察景气是否触底的重要指标。判断时间点约在四季度左右。

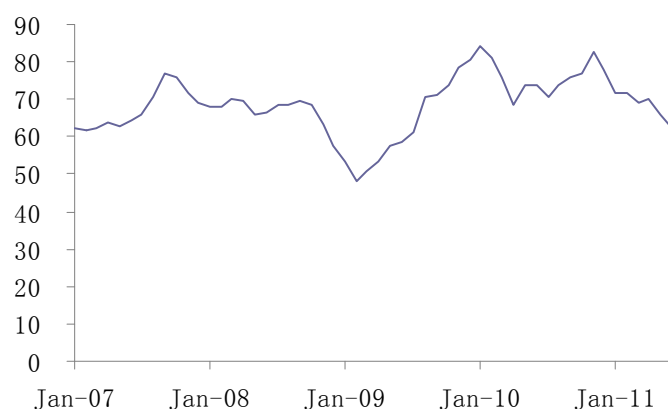
上半年投产 13 条生产线，新增产能 6816 万重箱，全国共计产能 253 条，7.75 亿重箱，下半年预计还有约 5000 万重箱产能拟投产。

图 156: 平板玻璃产量: 1-6 月 19.07%



资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 157: 重点企业浮法 5mm 价格



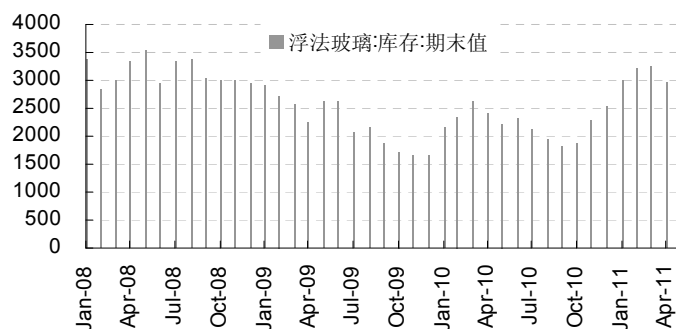
资料来源: 玻璃信息网, 招商证券研发中心。

图 158: 纯碱价格: 回调约 10%



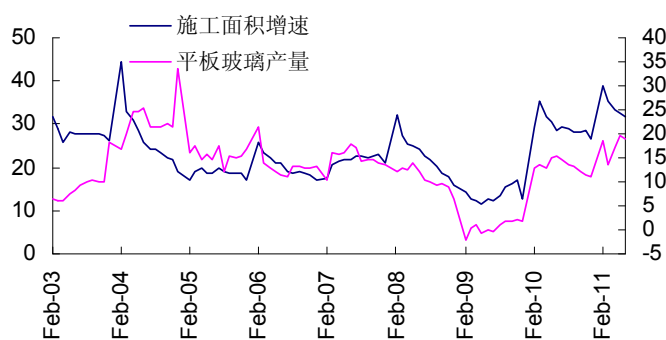
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 159: 浮法玻璃库存情况: 6 月接近 08 年高点



资料来源: 玻璃信息网, 招商证券研发中心。

图 160: 玻璃需求与施工面积高度相关



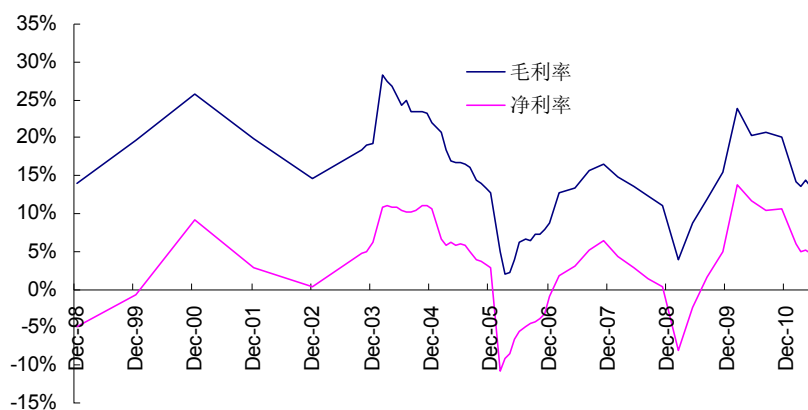
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 161: 产能释放仍较高



资料来源: 玻璃信息网, 招商证券研发中心。

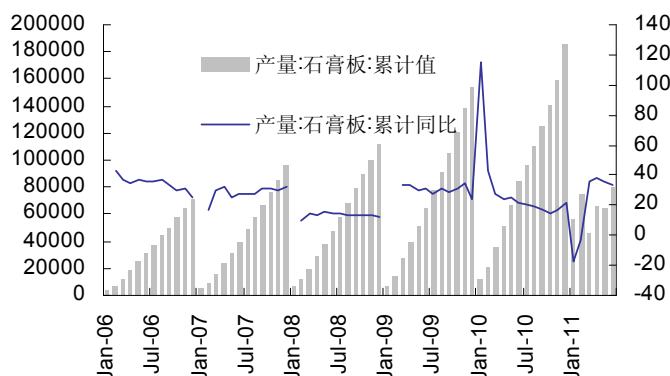
图 162: 1-6 月平板玻璃毛利率 12.4%，净利率 3.9%，判断部分企业进入亏损



资料来源：统计局，招商证券研发中心。

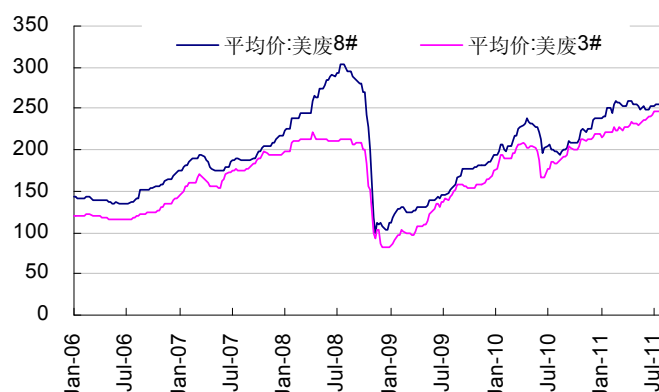
石膏板：单月产量 1.63 亿平，同比增长 32.6%。总的来说需求还是有些超预期，1-6 月仍维持 33.7% 的一个高增长。成本情况：美废价格指数高位盘整，我们判断如果美废下半年随着大宗商品回落，则北新建材的买点将会到来。

图 163: 石膏板产量：1-6 月 33.7%



资料来源：统计局，招商证券研发中心。

图 164: 美废价格指数

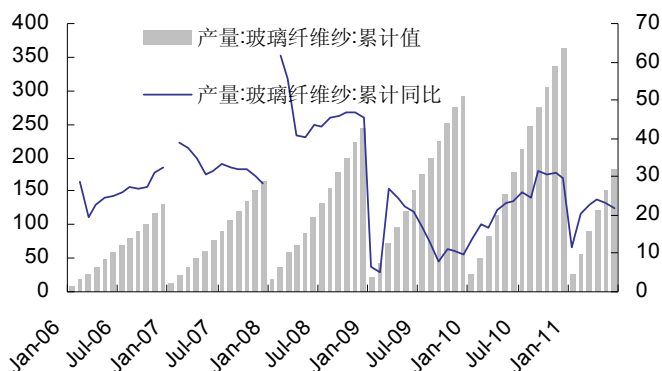


资料来源：玻璃信息网，招商证券研发中心。

玻璃纤维：需求端有些压力显现，但不足以改变趋势。从产量同比来看增速有所放缓，6 月单月 31.9 万吨，同比增长 19.5%。1-6 月增速 21.9%（协会统计的情况是 130.8 万吨，同比 16.7%，统计口径有些差异）。但从库存情况看，持续下降。出口情况 5、6 月出口环比有些下降，6 月单月环比出现负增长，欧洲单月 -25.8%，单价创新高。需求端的震荡可能带来股价的震荡，如果全球经济不陷入二次衰退，那么凭借较少的供给，我们认为不足以改变行业向上的趋势。

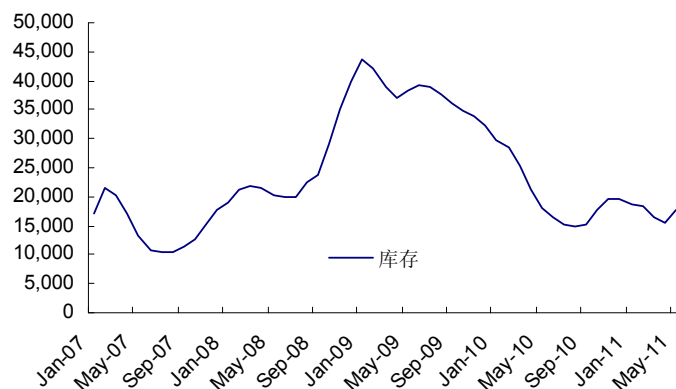
我们构建了一个玻纤行业供给指标：固定资产增量增速：可以代表供给增量：一般该指标开始持续增长时代表行业进入繁荣状态，后续继续向上、加上周期到顶导致景气向下。目前该指标尚属低位。

图 165: 玻纤纱产量: 1-6 月 21.9%



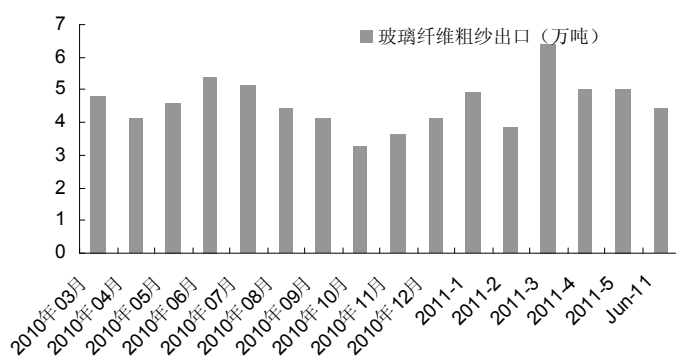
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 166: 台湾玻纤库存小幅上升



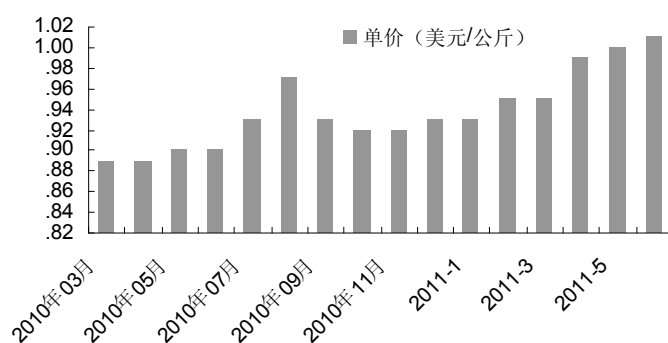
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 167: 玻纤粗纱出口情况: 有些压力显现



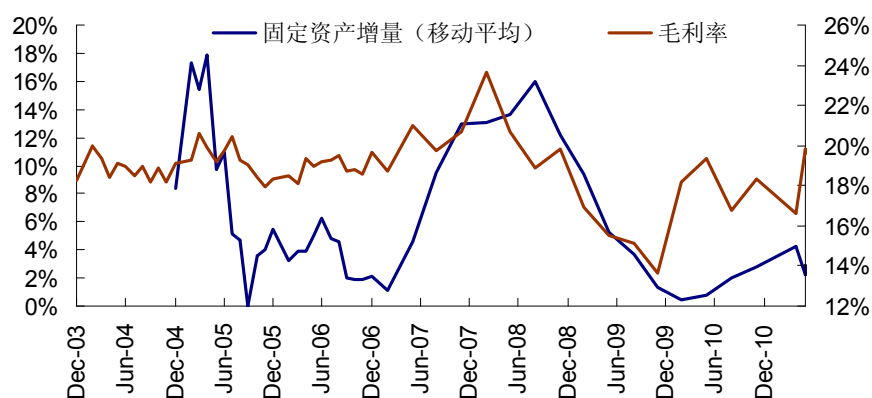
资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 168: 粗纱出口单价: 持续上扬



资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 169: 玻纤供给指标构建: 固投增量仍在低位



资料来源: 统计局, 招商证券研发中心。

图 170: 建材行业历史PEBand

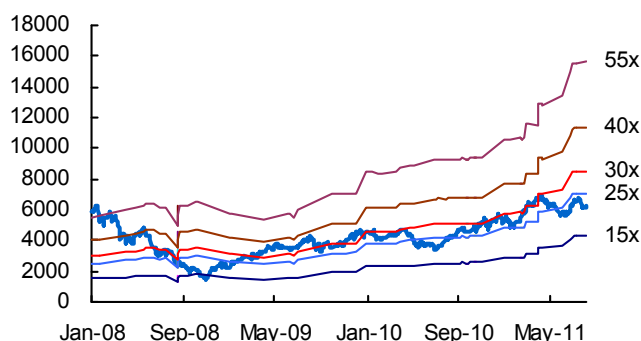
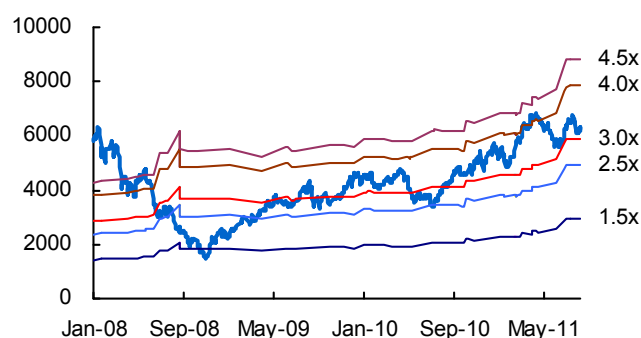


图 171: 建材行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心；

2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；

3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；

4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告:

1、《结构性萧条，政策性繁荣-建材行业 2010 中期投资策略》2010.6，随着经济进入转型期，大行业进入结构性萧条，趋势性机会来自于政策刺激的西部（祁连山、天山股份、青松建化等；以及节能和家装市场机会。

2、《穿越产能过剩迷雾，契合经济转型方向-建材行业 2010 年四季度投资策略》，2010.10 进入四季度，供给面正穿越产能过剩迷雾，需求面我们认为房地产再调控以保障房的落实为基础；本文也讨论了日本建设公共住房的建材行业表现经验以及估值。在三季度大幅反弹之后，我们认为短期内估值提升的空间 10%左右，但仍可期待业绩的超预期，并继续推荐契合经济转型方向的西部水泥、保障房建设、光伏/节能玻璃、复合材料等细分行业。

3、《从同步到超越-加息周期中的水泥行业》，2010/11/15，在市场风险有一定的释放后，我们重新开始对行业逐步乐观。本文站在配置的角度，分析了水泥行业加息初期、中期、末期的不同表现，分别是同步、超越、落后大盘的表现，进一步分析在保障房供给保证的地产调控下的需求影响，并借鉴日本公共住房建设对建材行业影响分析，认为在保障房保障的前提下水泥表现会脱离地产。推荐海螺、塔牌；天山、祁连山。

4、《承前启后，东成西就-建材行业 2011 年度投资策略》，2010/12/03.进入“十二五”元年，建材行业的投资主线：一是传统水泥行业供给逻辑突出、需求或超预期带来的机会，所谓“承前”，而在投资标的上从东到西都存在机会，所谓“东成西就”；二是新产业新材料如特种玻璃带来的机会，所谓“启后”。水泥投资策略：上半年就值得建仓！新兴产业相关子行业开启未来长期上升空间。

5、《南北疆全面看好，继续推荐青松天山》，2010/4/20,近期我们再次调研了新疆建材上市公司，事实上我们认为新疆的跨越式发展从今年开始才起步，基建先行，水泥的需求首当其冲。进入二季度，我们认为东部地区盈利预测上调趋缓，表现平淡。而新疆区域需求爆发。去年我们更看好北疆区域需求，今年我们全面看好南北疆需求增长。文中给出了去年价格趋势图、产能明细、分地区介绍等。我们认为美好时光至少持续两到三年。推荐青松建化、天山股份。

6、《等待紧缩见顶，昨日重现-建材行业 2011 年中期策略》，2011/6/9。4 月我们认为二季度紧缩预期将反应出来，下半年我们认为行业仍有超配的价值。本文分析了 08 年以来的走势逻辑，认为目前行业变化关键是需求逻辑，讨论了宏观紧缩对微观的传导影响，认为目前处在盈利预测调整预期的最后阶段，打破僵局关键在于宏观紧缩何时见顶，这会迎来估值提升。三季度初市场或有反复，6-7 月数据将反应需求增速下降幅度情况，但随着下半年保障房等开工的进行，行业出现“昨日重现”的概率在加大。并看好玻纤、深加工玻璃等行业。

7、《保障房资金预期好转-建材行业 6 月月报》，2011/6/23。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007年加盟招商证券，入围2009年新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。