



分析师：徐永超
执业证书编号：S0050209050129
Tel：010-59355747
Email：xuyc@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

建筑建材

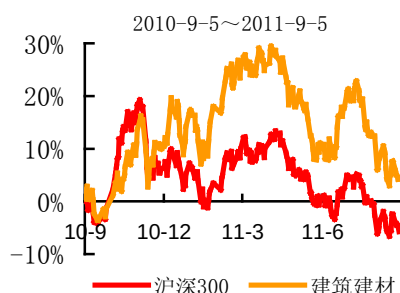
投资评级

本次评级：看好
跟踪评级：维持

市场数据

建筑建材行业指数	2913.52
沪深 300 指数	2803.85
上证指数	2528.28
深证成指	11228.30
中小板指数	6380.10

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

行业研究小组

在需求增速下滑中前行

建材行业 2011 年 9 月投资月报

投资要点

- 1、近期水泥股走势低迷，主要源于市场对需求面的担心，包括高铁建设速度放缓、媒体报道明年保障房建设目标下调等。（1）我们之前的报告中指出，铁路建设投资的高速增长已成往事，从之前我们跟踪的数据来看，年初以来铁路工程的招标情况大幅减少。甬温线事件后采取的紧急措施，是铁路投资进一步放缓的信号。（2）传言 2012 年保障房建设目标下调，表明在目前资金压力较大的情况下，市场更加现实的看待保障房建设目标。由于保障房新开工的定义比较宽泛、未来宏观经济的不确定性，我们认为保障房目标下调的必要性并不大。即便 2012 年新开工目标下调，考虑到水泥需求的滞后效应，影响体现在 2013 年，且影响程度并不显著。相对于新开工目标，市场更多的关注点应该放在建设资金的落实以及实际建设进程。
- 2、新增供给减少的逻辑，2012 年之前不变：新增产能进一步下降、新线审批短期难以大规模放开、落后水泥产能淘汰明确、企业协同获得进一步认同。自 09 年 9 月限批后，水泥行业固定资产投资主要体现为已拿到批文生产线的新建以及在建生产线的后续投资；目前来看，这部分生产线基本建设完成。即便新线审批开闸，但短期难以有大规模放开，且产能释放影响在 2013 年以后。
- 3、9 月水泥行业将进入传统旺季，需求端刺激因素包括保障房建设进入水泥需求阶段、汛期结束后水利工程建设加速，供给端因素包括区域限电、企业停窑限产等。维持水泥行业“看好”评级，选择华东、中南等供求关系良好的市场，推荐海螺水泥、江西水泥、塔牌集团。

玻璃行业

- 1、受新建产能快速释放、商品房及汽车需求相对疲软、保障性住房建设拉动尚需时日等一系列因素影响下，玻璃供求关系持续恶化，行业处于去库存化阶段的前期。玻璃价格持续下滑，目前处于历史中值附近；然而原材料价格的上涨，进一步吞噬行业利润；因此判断行业仍处于景气下降通道。
- 2、维持玻璃行业“中性”评级，关注受益于玻璃价格下降的深加工企业及产业链完备的龙头公司，如南玻、金晶科技、秀强股份、金刚玻璃等。

正文目录

一、水泥：需求增速下滑，旺季预热不足	3
（一）水泥股走势低迷	3
（二）水泥行业即将走出淡季，但动力略显不足	3
（三）市场担忧需求增速下滑	4
（四）新增供给减少的逻辑仍然存在	6
二、玻璃	6
（一）玻璃股走势略差于大盘	6
（二）优质浮法玻璃仍处于景气下滑通道	7
三、投资策略	8
（一）水泥行业	8
（二）玻璃行业	8

图表目录

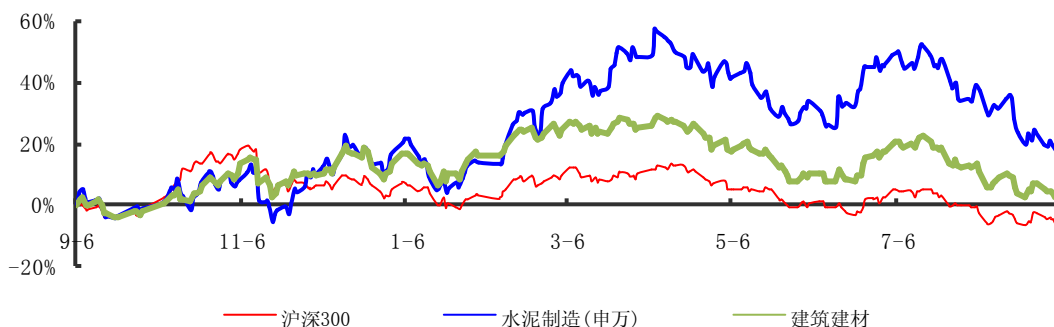
图 1：水泥股走势	3
图 2：水泥产量与增速（累计）	3
图 3：P.O42.5 级水泥价格	3
图 4：城镇固定资产投资及增速（累计）	4
图 5：新开工/施工项目投资增速	4
图 6：铁路建设投资及增速（累计）	4
图 7：公路基建投资及增速（累计）	4
图 8：房地产固定资产投资（累计）	5
图 9：房屋新开工、施工面积增速	5
图 10：水泥行业固定资产投资及增速（全国）	6
图 11：历年水泥产能变化（新增、淘汰）	6
图 12：玻璃股走势	6
图 13：玻璃产量	7
图 14：玻璃库存	7
图 15：玻璃价格	7
图 16：纯碱价格	7

一、水泥：需求增速下滑，旺季预热不足

（一）水泥股走势低迷

自4月份以来，在信贷收紧、通胀预期等因素作用下，市场担心下游需求受到影响，水泥股随大盘回调，调整幅度超过同期沪深300指数。近期高铁建设速度放缓、媒体报道明年保障房建设目标下调等一系列因素影响下，水泥股走势低迷，8月水泥股延续了此前弱势行情，单月跌幅9.63%，超过同期沪深300指数4.22%的跌幅。

图1：水泥股走势



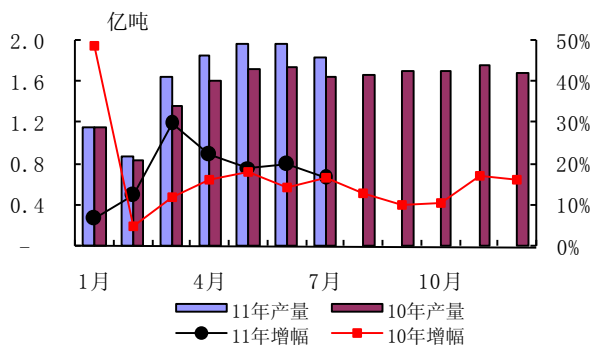
数据来源：wind、民族证券

（二）水泥行业即将走出淡季，但动力略显不足

在需求旺盛、产能扩张的背景下，水泥产量实现快速增长。1-7月全国累计实现水泥产量11.35亿吨，同比增长19.16%；其中7月产量1.83亿吨，同比增长16.8%。

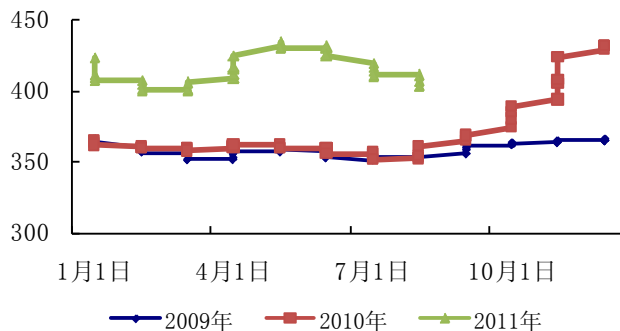
6月中旬-8月底为传统淡季，受需求下降影响，7-8月水泥均价分别环比下跌12元、9元。从往年情况来看，秋季为水泥市场传统旺季，8月下旬出现旺季前的预热，水泥价格会出现小幅上涨。今年8月下旬华东地区受雨水天气影响库存保持高位，西南地区因产能释放价格下调，河北地区停窑限产尚需磨合效果不明显。

图2：水泥产量与增速（累计）



资料来源：国家统计局、民族证券

图3：P.042.5级水泥价格

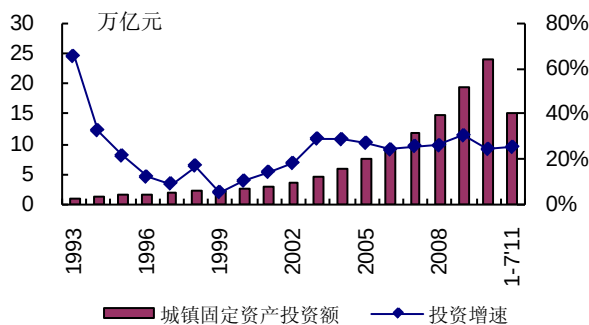


资料来源：数字水泥、民族证券

（三）市场担忧需求增速下滑

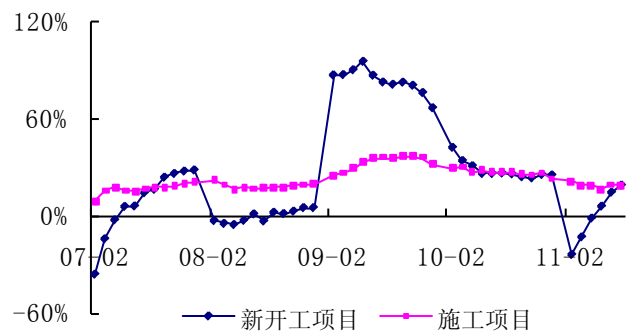
紧缩政策效应显现，固定资产投资实际增速处于低点。（1）固定资产投资维持快速增长，但增速小幅提升。2011 年 1-7 月，全国累计完成城镇固定资产投资 9.03 万亿元，同比增长 25.8%，考虑到 PPI 指数，实际投资增速为 18.8%，处于 2002 年以来投资增速的低点。（2）1-7 月施工项目计划总投资额 50.28 万亿元，同比增长 19.4%，增速自 5 月开始反弹。新开工项目计划总投资额 13.63 万亿元，同比增长 6.3%，增速延续年初以来的增长态势；单月新开工项目计划投资增速为 59%。

图 4：城镇固定资产投资及增速（累计）



资料来源：wind、民族证券

图 5：新开工/施工项目投资增速

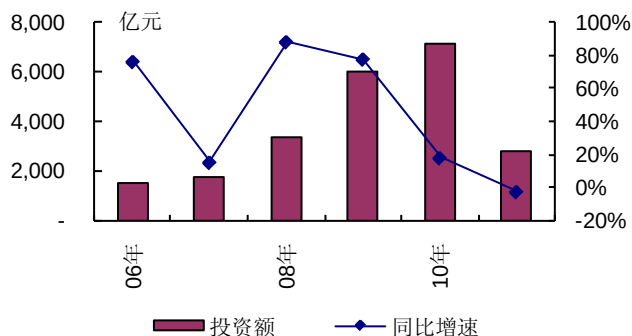


资料来源：wind、民族证券

1、铁路、公路投资放缓，房地产调控持续

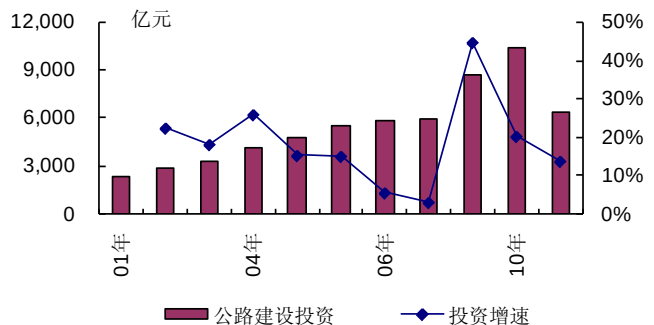
高铁建设投资进一步减缓。我们在前期的策略报告中提出“铁路建设投资高速增长已成往事”，然而在甬温线事件后，铁路建设投资进一步放缓。8 月国务院会议决定：适当降低新建高铁运营初期的速度；对已经批准尚未开工的项目，重新进行安全评估；暂停审批新的铁路建设项目。预计在建项目的完工期、获批未建项目的开工期将延迟，铁路基建投资速度进一步下滑。此前，根据规划“十二五”期间铁路投资总规模年均投资仅 5600 亿元，低于 2008-2011 年投资规模；2011 年全年铁路基建投资计划完成 6000 亿元，同比下降 14%。2011 年以来全国铁路基建投资增速显著放缓；1-7 月完成 2834 亿元，同比下降 2.5%，单月数据自 5 月同比负增长。

图 6：铁路建设投资及增速（累计）



资料来源：铁道部、民族证券

图 7：公路基建投资及增速（累计）

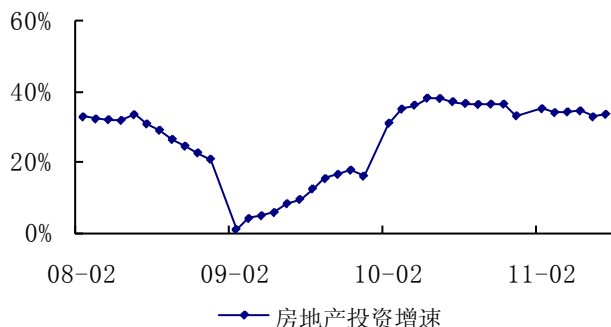


资料来源：交通部、民族证券

公路投资增速下滑，向中西部倾斜。经过 2009-2010 年高峰期，目前公路投资进入稳步增长期；1-7 月全国完成公路建设投资 6321 亿元，同比增长 13.61%；增速比上年同期下滑 9.5 个百分点。从区域分布来看，公路投资向中西部地区倾斜，前 7 个月中西部公路建设投资同比增速分别为 16.1%、17.4%。

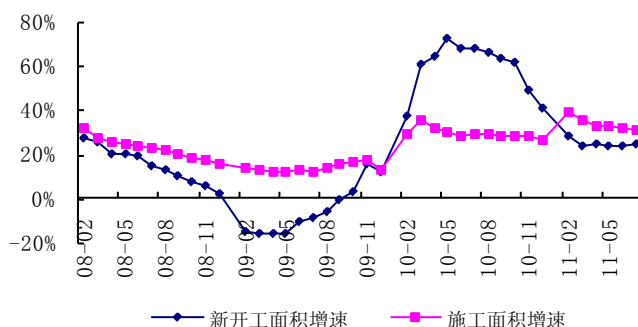
房地产调控仍将持续。在目前资金面收紧、房价难以大幅上涨的情况下，房地产商放缓拿地进度，上半年土地购置面积同比增长 18.4%，较前 5 个月下滑 10.2 个百分点。如果这一数据下滑态势延续，将影响房地产投资。保障房进入密集开工阶段，拉动 7 月房屋新开工面积反弹，单月同比增长 34%；前 7 个月房地产投资同比增长 33.6%。

图 8：房地产固定资产投资（累计）



资料来源：wind、民族证券

图 9：房屋新开工、施工面积增速



资料来源：wind、民族证券

2、水利投资、保障性住房快速增长

主汛期结束后水利投资将快速增长：我国水利投资严重滞后于经济发展，加之恶劣气候增多，致使我国大旱大涝频发。尽管大旱大涝之后当年或次年，水利投资呈现补救式的增长，但并不具备持续性。今年以来南方底部旱涝急转，凸显水利建设不足。年初中央一号文件首次关注水利建设、7 月中央水利会议等表明政府十二五期间加快水利建设的决心。根据规划未来 10 年水利固定资产投资超过 4 万亿元，假设十二五期间投资 2 万亿元，则 5 年年均复合增长率为 20%。9 月份之后，我国大部分地区结束主汛期，预计水利投资将呈现快速增长。

下半年保障房进入投资落实阶段。上半年全国保障房开工率达到 56.6%，较前 5 月 34% 有大幅提高，其中，陕西、山西、新疆、宁夏、河北和辽宁等六省市开工率均超过 80%。然而，保障房资金落实情况并不尽如人意，其中山西、宁夏、河北等三省保障房落实投资不到全年 30%-40%，远低于开工率。三部委要求各地报送 2011 年城镇保障性安居工程投资需求与资金筹措情况，表明在开工率数据良好的情况下，政府的关注点转移到投资落实方面。下半年随着后续保障房陆续开工以及建设资金的落实，保障房进入实质性水泥需求阶段。

传言 2012 年保障房目标下调，表明资金压力受到重视。市场传言 2012 年保障房开工目标下调 200 万套，住建部澄清明年的建设规划正在制定中。目标下调的传言，表明在目前资金压力较大的情况下，市场更加现实的看待保障房建设目标。由于保障房新开工的定义比较宽泛、未来宏观经济的不确定性，我们认为保障房目标下调的必要性并不大。相对于新开工目标，市场更多的关注点应该放在建设资金的落实以及实际建设进程。

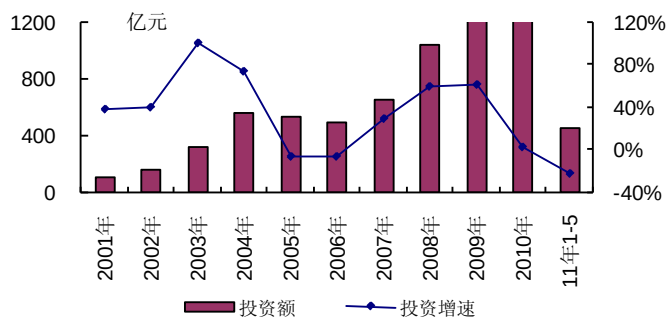
（四）新增供给减少的逻辑仍然存在

新建线受限，水泥行业固定资产投资下滑

2009年9月底国家发改委提出了限制新建产能的严厉标准，水泥行业的投资冲动受到有效遏制，此后行业固定资产投资主要体现为已拿到批文生产线的新建以及在建生产线的后续投资。2010年上半年行业固定资产投资增速从高位逐步下滑，10月投资累计增速进入个位数、月度投资增速全面进入负增长；2011年前7个月，水泥行业固定资产投资同比下滑15.20%，预计全年行业投资仍将持续低迷状态。

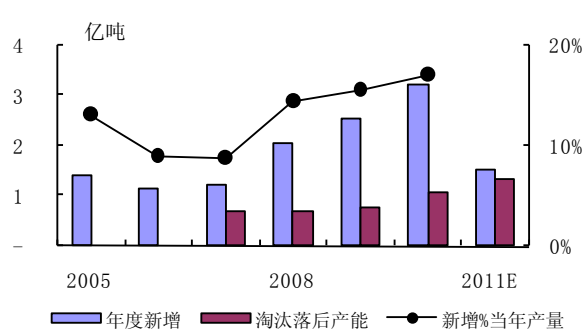
5月底水泥协会发布关于统计“十二五”期间新上水泥项目的通知，被理解为水泥新线审批出现松动的信号，8月底，工信部印发水泥行业准入公告管理暂行办法。考虑到审批权集中、新线门槛提高等因素我们认为短期内生产线审批大规模放开的可能性不大；同时，考虑到水泥生产线建设周期，预计在2012年底之前不会贡献产能，水泥的新增产能供给压力将有望进一步缓解。

图 10：水泥行业固定资产投资及增速（全国）



资料来源：数字水泥网、民族证券

图 11：历年水泥产能变化（新增、淘汰）



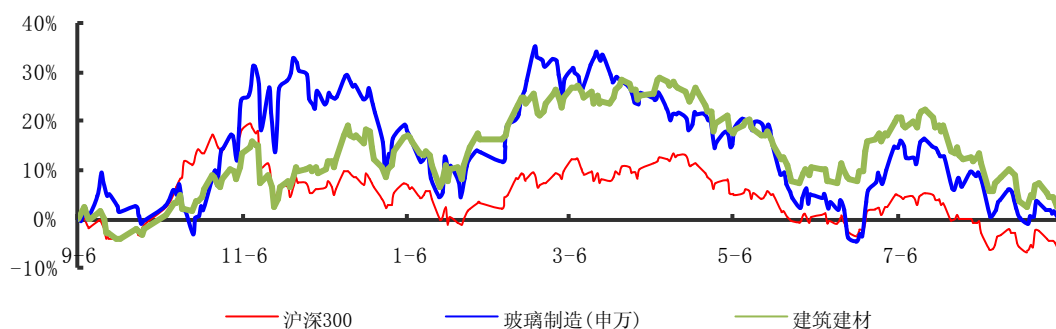
资料来源：数字水泥网、民族证券

二、玻璃

（一）玻璃股走势略差于大盘

自年初以来，玻璃股走势基本与大盘同步。在产能释放的供给压力、需求增速下滑等因素的影响下，供求关系进一步恶化；同时，原材料价格的上涨推高成本，使得行业利润进一步受到侵蚀。8月水泥股延续了此前弱势行情，单月跌幅5.14%，略差于同期沪深300指数4.22%的跌幅。

图 12：玻璃股走势



数据来源: wind、民族证券

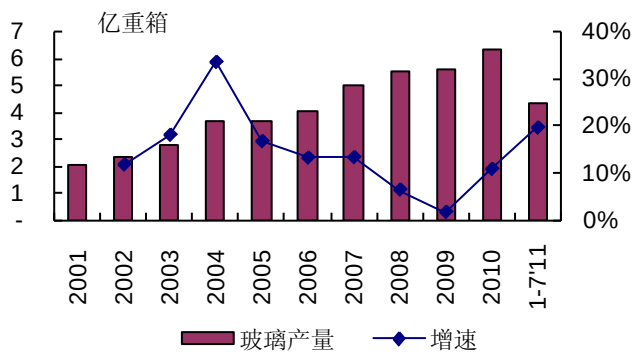
(二) 优质浮法玻璃仍处于景气下滑通道

受新建生产线投产推动, 玻璃行业产量快速增长, 1-7 月全国玻璃产量 4.37 亿重量箱, 同比增长 19.71%。下游需求方面, 尽管保障性住房建设力度大, 但考虑到房屋建设对玻璃需求的滞后性, 年内保障房建设对玻璃需求的拉动作用不显著; 同时商品房、汽车需求相对疲软, 新投产产能短期难以消化, 玻璃库存快速增长。7 月重点联系企业玻璃库存 2754 万重量箱, 相对于年初增长 41%, 同比增长 65%。

供求关系的恶化、库存压力的增加, 使得企业甩库意愿强烈, 玻璃价格持续下滑。10 年 11 月玻璃价格在小幅反弹后接近前期高点, 此后一路下跌。以 5mm 优质浮法玻璃为例, 7 月均价 62.09 元/重箱, 比 10 年 1 月高点下跌 26.3%, 距 09 年 2 月低点还有 28.3% 的空间。

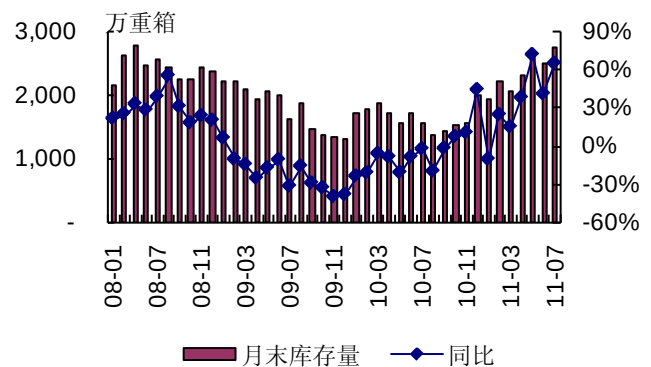
原材料价格上涨侵蚀利润: 纯碱价格至 10 年 8 月份以来快速上涨, 并维持高位。11 年 5 月以来, 国内部分生产企业停产维修、部分地区限电等因素影响下, 纯碱价格再次反弹; 8 月纯碱均价同比上涨约 56%。

图 13: 玻璃产量



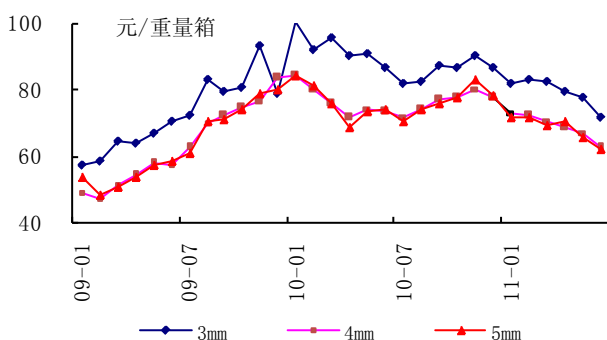
资料来源: 中国建材信息总网、民族证券

图 14: 玻璃库存



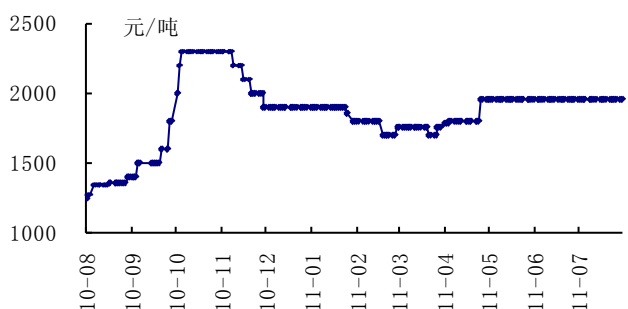
资料来源: 中国建材信息总网、民族证券

图 15: 玻璃价格



资料来源: 中国建材信息总网、民族证券

图 16: 纯碱价格



资料来源: 民族证券

三、投资策略

（一）水泥行业

近期水泥股走势低迷，主要源于市场对需求面的担心，包括高铁建设速度放缓、媒体报道明年保障房建设目标下调等。（1）我们之前的报告中指出，铁路建设投资的高速增长已成往事，从之前我们跟踪的数据来看，年初以来铁路工程的招标情况大幅减少。甬温线事件后采取的紧急措施，是铁路投资进一步放缓的信号。（2）传言 2012 年保障房建设目标下调，表明在目前资金压力较大的情况下，市场更加现实的看待保障房建设目标。由于保障房新开工的定义比较宽泛、未来宏观经济的不确定性，我们认为保障房目标下调的必要性并不大。即便 2012 年新开工目标下调，考虑到水泥需求的滞后效应，影响体现在 2013 年，且影响程度并不显著。相对于新开工目标，市场更多的关注点应该放在建设资金的落实以及实际建设进程。

新增供给减少的逻辑并未发生改变：新增产能进一步下降、新线审批短期难以大规模放开、落后水泥产能淘汰明确、企业协同获得进一步认同。自 09 年 9 月限批后，水泥行业固定资产投资主要体现为已拿到批文生产线的新建以及在建生产线的后续投资；目前来看，这部分生产线基本建设完成，尽管新增产能在部分地区带来较大冲击。

9 月水泥行业将进入传统旺季，保障房建设速度加快、汛期结束后水利工程建设加速，预计需求拉动下，同时，区域限电、企业联盟等因素水泥价格将出现上涨。

维持水泥行业“看好”评级，选择华东、中南等供求关系良好的市场。推荐海螺水泥、江西水泥、塔牌集团。

（二）玻璃行业

受新建产能快速释放、商品房及汽车需求相对疲软、保障性住房建设拉动尚需时日等一系列因素影响下，玻璃供求关系持续恶化，行业处于去库存化阶段的前期。玻璃价格持续下滑，目前处于历史中值附近；同时，原材料价格的上涨，进一步吞噬行业利润；因此判断行业仍处于景气下降通道。

维持玻璃行业“中性”评级，关注受益于玻璃价格下降的深加工企业及产业链完备的龙头公司，如南玻、金晶科技、秀强股份、金刚玻璃等。

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；4年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn