

研究员：朱勤 执业证书编号：s0570510120057

☎ 025-83290910(办公室) ✉ chuqinghome@163.com

Ⓜ http://sns.zhangle.com/space.php?uid=4104

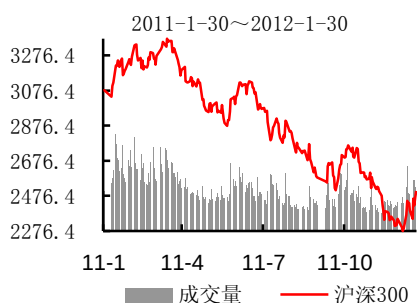
关注结构调整与节能减排

——建材行业“十二五”发展规划点评

行业评级：中性(维持)

建材

市场走势图



相关研究

1《建材(3023):静待需求恢复,关注行业整合》2011.12

2《建材(3023):估值修复是主要的投资机会》2011.10

3《建筑材料Ⅱ(301201):淡季面临调整,长期增长确定性高》2011.7

4《建筑材料Ⅱ(301201):水泥区域分化明显,平板玻璃进入下降周期》2011.6

5《建筑材料Ⅱ(301201):水泥进入传统淡季,但水泥价格下行空间不大》2011.2

投资要点:

◆ “十一五”期间建材行业整体实现了大跃进,但效益的提升难以掩盖多数企业粗放经营的本质,低质量的增长直接影响了行业未来的盈利能力。一来,普遍产能过剩和低水平重复建设依然是阻碍行业盈利水平提升的重要因素;二来,粗放式增长牺牲了环境,透支了资源,高速增长难以为继,产业结构调整势在必行。

◆ 建材工业“十二五”发展规划提出坚持结构调整和绿色发展的方向,其主要目标包括:“十二五”期间,建材工业增加值年均增长10%以上;大力淘汰落后的水泥、平板玻璃产能。单位工业增加值能耗和二氧化碳排放降低18%-20%,主要污染物排放总量减少8%-10%,实现稳定达标排放;协同处置推广应用,综合利用固废总量提高20%等。

◆ 我们认为,行业竞争结构和产品结构优化,对水泥行业龙头和部分玻璃深加工企业构成利好:目前以水泥和玻璃为代表的建材工业面临产能过剩、落后产能存量较大、生产集中度较低,部分区域市场竞争无序的局面,行业竞争格局调整是大势所趋,龙头企业将成为行业整合的推动者。此外,中国的资源结构不可能长期支持建材行业持续、粗放的发展,推进节能减排是建材行业实现可持续发展重要路径。

◆ 我们认为,水泥行业的整体估值水平处于历史低位,且行业发展的长景气周期没有改变,低估的龙头公司将具备投资价值;推荐华新水泥,海螺水泥,冀东水泥。玻璃深加工企业受益于平板玻璃价格的下跌,盈利前景明确,推荐秀强股份。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
海螺水泥	17.79	买入	1.16	2.27	2.29	2.45	15.34	7.84	7.77	7.26
华新水泥	15.38	买入	0.71	1.58	1.81	2.08	21.66	9.73	8.50	7.39
江西水泥	12.98	买入	0.39	1.12	1.39	1.63	33.28	11.59	9.34	7.96
天山股份	22.57	买入	1.39	2.57	3.35	4.32	16.24	8.78	6.74	5.22
冀东水泥	18.92	推荐	1.15	1.37	1.63	1.83	16.45	13.81	11.61	10.34
秀强股份	23.76	推荐	0.85	1.19	1.81	2.27	27.95	19.97	13.13	10.47

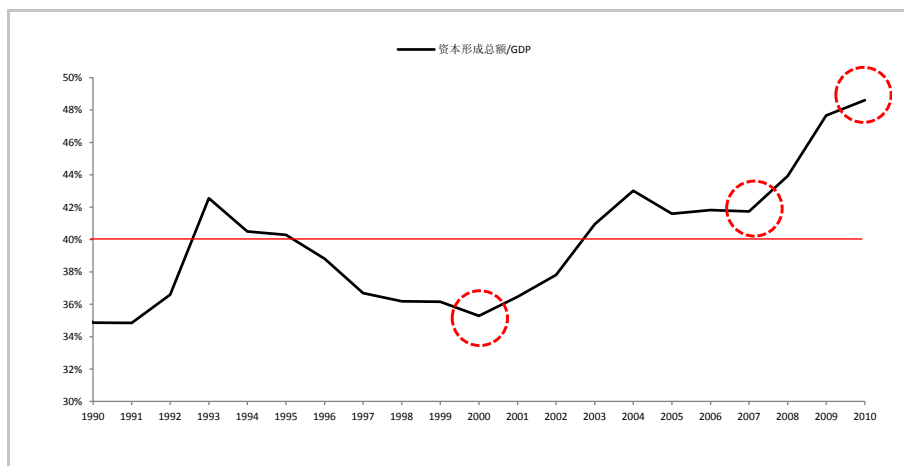
1 建材行业“十一五”期间发展情况回顾

1.1 建材行业“十一五”实现超常规增长

“十一五”期间，超常规的投资扩张拉动我国建材工业迅速发展，主要产品产量和行业效益均创造了历史最好水平，此外在产业结构调整 and 节能减排方面也取得了一定进展：

“十一五”中期，政府出台四万亿投资规划，以抵御全球金融危机对国内经济增长造成的负面影响。到2010年，我国投资占GDP比重已达到48.6%，较2007年提高约6.9个百分点，较过去20年的均值高出约8.8个百分点。这些投资主要流向了基础设施和房地产等领域，并刺激了建材产品需求的快速走强。

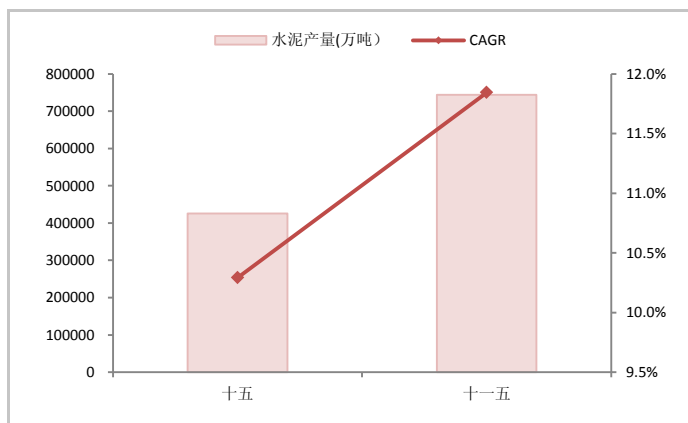
图 1：资本形成总额占 GDP 比重接近 50%



资料来源：国家统计局，华泰证券

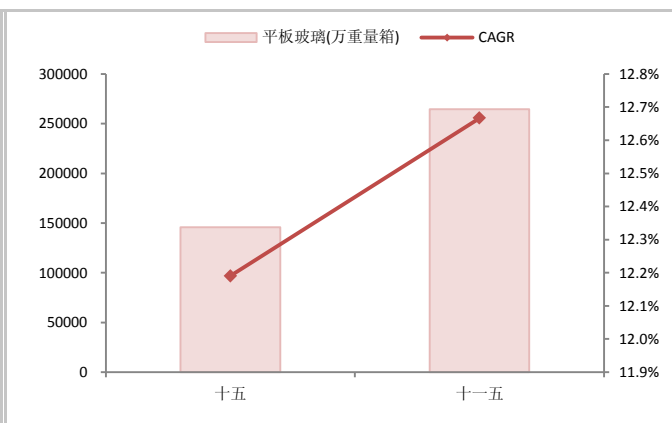
在大规模固定资产投资的刺激下，“十一五”期间我国建材行业产量和效益实现大幅增长。“十一五”期间，我国规模以上企业累计生产水泥 74.4 亿吨、平板玻璃 26.5 亿重量箱，较上一个五年分别增长 75% 和 81%。其中，2010 年，水泥产量 18.8 亿吨，平板玻璃产量 6.6 亿重量箱，规模以上建材工业企业完成销售收入 2.7 万亿元，实现利润 2000 亿元，年均分别增长 29.5% 和 42%。

图 2：“十一五”水泥累计产量增长 75%



资料来源：国家统计局，华泰证券

图 3：“十一五”平板玻璃累计产量增长 81%



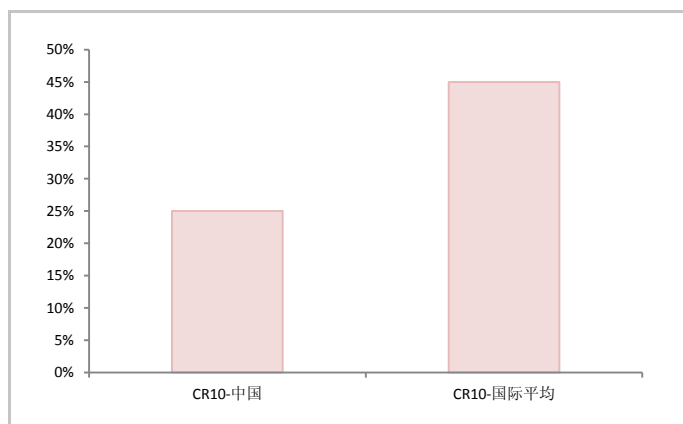
资料来源：国家统计局，华泰证券

1.2 效益提升难掩粗放本质，产业转型势在必行

我们认为，尽管“十一五”期间建材行业整体实现了大跃进，但效益的提升难以掩盖多数企业粗放经营的本质，低质量的增长直接影响了行业未来的盈利能力。一来，普遍产能过剩和低水平重复建设依然是阻碍行业盈利水平提升的重要因素；二来，粗放式增长牺牲了环境，透支了资源，高速增长难以为继，产业结构调整势在必行。

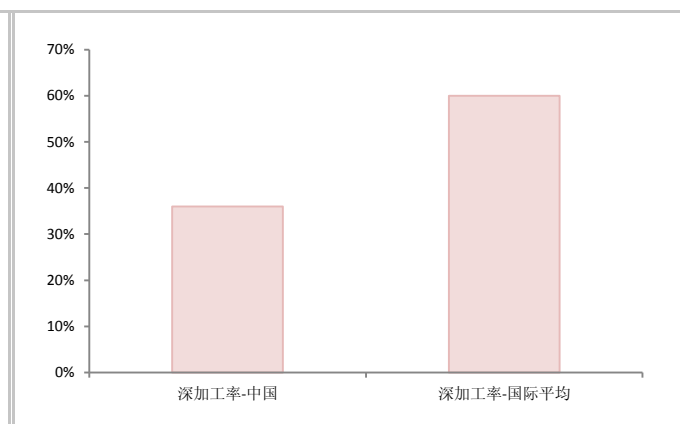
总体上看，产能过剩导致的大企业集中度过低直接影响了行业的整体效益。以水泥行业为例，尽管在“十一五”期间淘汰了约 3.4 亿吨的落后产能，但我国水泥产能依然过剩，企业平均产能利用率不到 80%，部分地区（如西南）产能利用率甚至不足 70%，单个企业平均产能仅 33 万吨。大量小型、落后企业的存在，导致行业集中度过低，前 10 家企业生产集中度仅 25%，远低于 40-60% 的国际水平，不利于市场整合和技术革新，而投资在地方政府的主导下容易出现盲目和重复建设，导致部分区域供求关系失衡，间接对行业和企业效益形成了负反馈。对比产能集中度较低的四川和产能集中度较高的浙江，2011 年四川的水泥产量较浙江多了约 25%，而毛利率却较浙江低了近 10 个百分点，四川水泥行业利润总额全国倒数，而浙江排在全国前三。

图 4：中国水泥行业生产集中度过低



资料来源：国家统计局，华泰证券

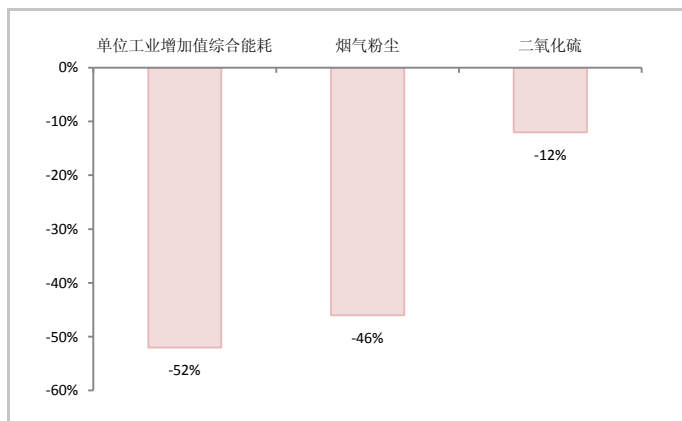
图 5：中国玻璃深加工率低于国际水平



资料来源：国家统计局，华泰证券

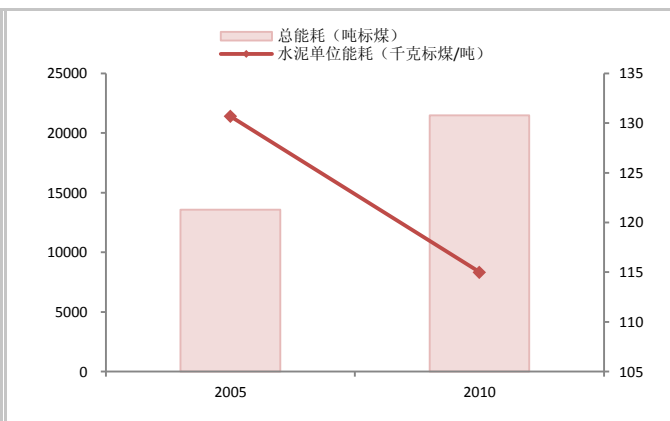
产品结构高低端比例严重失衡亦影响了行业的健康发展。以平板玻璃行业为例，平板玻璃行业尽管前 10 家企业生产集中度达到 57%，但总体产能依然过剩，且产品结构不尽合理。目前我国拥有平板玻璃产能约 9 亿重量箱，2010 年全国平板玻璃产量 6.6 亿重量箱，产能利用率不足 75%。浮法玻璃产能比重约占平板玻璃总产能的 87%，而优质浮法玻璃比重仅为 35%，玻璃深加工率仅 36%，而国际平均的玻璃深加工率约 50-60%。玻璃行业在严重同质的低附加值产品上消耗了过多的竞争力，大量企业挣扎在生死线上。

图 6：建材工业节能减排获得初步成效



资料来源：国家统计局，华泰证券

图 7：水泥行业总能耗大幅增长



资料来源：国家统计局，华泰证券

此外，尽管“十一五”期间在淘汰落后产能和节能减排方面取得了一定的进步，但总体上看目前建材行业仍然在以透支未来的资源和环境为代价推进增长，高污染、高能耗的特点决定了建材行业当前的发展模式无法持续。“十一五”期间，建材行业在节能减排方面已经取得了一定的进步：2010 年建材工业单位工业增加值综合能耗比 2005 年降低 52%。主要污染物排放总量呈明显下降趋势，其中烟气粉尘排放量、二氧化硫排放量分别比 2005 年减少 46% 和 12%。建材工业利用各类工业固体废弃物超过 6 亿吨，其中利用煤矸石量占全国 50% 以上，综合利用粉煤灰量占全国 30% 以上。尽管如此，建材工业依然中国第四大能源消耗工业，位列电力、钢铁、有色之后，四大工业合计能耗占全国总能耗的 45%。巨大的产能存量使得建材工业节能减排任务依然较重，例如，水泥行业单位产品能耗较 2005 年下降了 12%，但由于巨大的产能增长，我们估算的总能耗反而提升了约 58%。此外，政府依靠限电等手段强行实现节能减排规划目标，而非着力推进技术革新和优化产业结构的短视做法也在一定程度上扭曲了企业行为。

表 1：建材工业“十一五”发展情况

指标	2005 年	2010 年	年均增长/[累计增长]
工业增加值增速 (%)			26
单位工业增加值综合能耗降低 (%)			[52]
年利用工业废渣量 (亿吨)	4.6	6.8	8
烟气粉尘排放量减少 (%)			[46]
二氧化硫排放量减少 (%)			[12]
水泥产量 (亿吨)	10.7	18.8	11.9
新型干法水泥熟料比重 (%)	40	81	[41]
前 10 家水泥企业生产集中度 (%)	15	25	[10]
平板玻璃产量 (亿重量箱)	4.0	6.6	10.5
浮法玻璃比重 (%)	81	87	[6]
前 10 家浮法玻璃生产集中度 (%)	50	57	[7]
新型墙体材料比重 (%)	42	55	[13]
淘汰落后水泥产能 (亿吨)		[3.4]	
淘汰落后玻璃产能 (万重量箱)		[6000]	
低温余热发电生产线比例 (%)		55	

资料来源：建材工业“十二五”发展规划，华泰证券

综合来看，“由大做强”的内在发展逻辑和日益趋紧环境资源约束要求建材行业在“十二五”期间逐步摆脱粗放的增长模式，主动推进行业结构的调整、技术的更新和产品的升级，实现行业的可持续发展，因此，结构调整和节能减排将是“十二五”期间建材行业发展的主要方向。

2 结构调整和节能减排是建材行业“十二五”的发展主线

2.1 建材工业“十二五”发展目标

相比于上一个五年规划，结构调整和节能减排取代了产量和效益等指标，被摆在了建材工业“十二五”发展规划的首要位置。建材工业“十二五”发展规划提出坚持结构调整和绿色发展的方向，“从严控制水泥、平板玻璃等产能盲目扩张，加快产业结构优化升级，推进企业兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高产业集中度”，同时“加强节能减排和资源综合利用，大力发展循环经济，推进清洁生产，着力开发集安全、环保、节能于一体的绿色建筑材料，促进建材工业向绿色功能产业转变”。此外，结构调整和绿色发展要依托技术进步和布局优化，“大力开发推广先进节能环保技术与装备，加快无机非金属材料产品研发与应用，增强新产品开发能力和品牌创建能力”，“统筹资源、能源、环境容量和物流成本等因素，立足区域市场需求，合理布局大宗产品产能；充分发挥水运优势，促进形成沿江沿河产业带；在循环经济园区和城市周边，配套发展协同处置和消纳固体废弃物项目”。

建材工业“十二五”发展规划的主要目标包括：“十二五”期间，建材工业增加值年均增长 10% 以上；大力淘汰落后的水泥、平板玻璃产能。单位工业增加值能耗和二氧化碳排放降低 18%-20%，主要污染物排放总量减少 8%-10%，实现稳定达标排放；协同处置推广应用，综合利用固体废弃物总量提高 20%；生产集中度进一步提高，1-2 家企业进入世界 500 强。除第一条工业增加值年均增长 10% 外，其他主要目标均围绕产业结构和节能减排而制定。

表 2：建材工业“十二五”主要发展目标

指标	2010 年	2015 年	年均增长/[累计增长]
结构调整			
水泥基材料及制品比重(%)	24	50	[26]
平板玻璃深加工率(%)	35	45	[10]
新型墙体材料比重(%)	55	65	[10]
淘汰落后水泥产能(亿吨)		[2.5]	
淘汰落后平板玻璃产能(万重量箱)		[5000]	
前 10 家水泥企业生产集中度(%)	25	35	[10]
前 10 家浮法玻璃企业生产集中度(%)	57	75	[18]
节能减排			
单位工业增加值能耗降低(%)			[18-20]
单位工业增加值 CO ₂ 排放量降低(%)			[18]
协同处置生产线比例(%)		10	
综合利用废弃物总量增加(%)			[20]

资料来源：建材工业“十二五”发展规划，华泰证券

2.2 结构调整利好龙头企业

“十一五”期间，建材行业的发展更为注重规模，而“十二五”期间，产业结构调整升级将是建材行业的发展主线。规划明确提出支持水泥、玻璃行业的优势骨干企业通过整合自身及外部资源，加快行业横向联合和纵向重组，壮大规模，完善产业链，提高集中度和竞争力。此外，规划亦对水泥、玻璃等行业的区域布局做出说明，要求水泥行业优化生产力布局，对人均新型干法水泥熟料产能超过 900 千克的省份，要严格控制产能扩张，坚持减量置换落后产能，着重改造提升现有企业，同时引导玻璃深加工企业集中布局 and 集聚发展。

此外，规划亦对产品结构优化升级提出建议：着力发展精深加工制品，提高产品附加值和技术含量，提升产品档次。重点发展具有符合绿色建筑发展需要的新型建筑材料及制品。加快培育无机非金属材料，支撑战略性新兴产业发展。

我们认为，行业竞争结构和产品结构优化，对水泥行业龙头和部分玻璃深加工企业构成利好：

一方面，目前以水泥和玻璃为代表的建材工业面临产能过剩、落后产能存量较大、生产集中度较低，部分区域市场竞争无序的局面，行业竞争格局调整是大势所趋。规划明确提出将“上大压小”，支持行业重组，淘汰落后产能。我们认为挣扎在生死线上的中小企业将被关停或收购，通过兼并收购实现跨区域扩张将成为大型水泥企业继续做大和对抗单个区域风险的主要手段，而玻璃企业则在淘汰落后产能的基础上继续将价值链向深加工领域拓展。

另一方面，产品结构调整亦将促使落后企业失去生存能力。水泥和混凝土行业将着力推广高标号产品，42.5 级及以上水泥及 C40 及以上预拌混凝土预计将逐步对低标号产品形成替代；在玻璃行业，光伏、电子、中空等各种深加工玻璃品种预计将得到更为广泛的应用，传统平板玻璃市场或逐步萎缩。水泥及商品混凝土依赖于规模效应，而深加工玻璃则存在技术和投资门槛，中小企业在这方面并不具备优势。

2.3 节能减排促进可持续发展

建材行业总体上属于高能耗、高污染的行业，中国的资源结构不可能长期支持建材行业持续、粗放的发展，推进节能减排是建材行业实现可持续发展重要路径。技术改造与创新是推进节能减排的主要手段。

在严格执行落后产能淘汰政策的基础上，规划指出，行业应推广先进节能技术，全面提高建材工业能效水平，到 2015 年水泥、玻璃、陶瓷、玻璃纤维等主要行业能耗和排放水平接近或达到世界先进水平。具体手段包括控制生产全过程污染物的产生、治理和排放；推进窑炉烟气二氧化硫、氮氧化物源头消减，减轻末端治理压力，削减大气污染物排放总量；推广高效除尘技术与装备，加强生产过程粉尘排放控制，降低粉尘排放量；推广降噪新技术，降低声污染；加大污水处理回用力度，降低水资源消耗，减少水污染。

推进节能减排对企业的影响可分为负面和正面两部分：

负面影响主要体现在成本和费用端对产品利润率造成的冲击：以能耗最高的水泥企业为例，部分节能减排技术的应用（比如脱硫、脱销技术）将推高水泥企业的生产成本，企业如果要做到达标排放，除了购置和安装设备的初始投入之外，还需支付保障设备正常运行产生的运营费用，这无疑将在中短期内影响产

品的利润率。我们认为环保投入在中短期内对小企业的影响将大于对于大型企业的影响，从而加速落后企业的淘汰。从国际经验来看，成本的刚性上升将在长期中推高水泥价格，进而逐步抵消环保投入的影响。

正面影响则包括应用节能减排技术所带来的原燃材料用量和成本的降低，政府的税收、补贴等政策优惠，以及企业节能减排所带来的环境和社会效益。总体来看，对于行业长远发展，节能减排利大于弊。

3 水泥行业：跨区域扩张推动行业整合

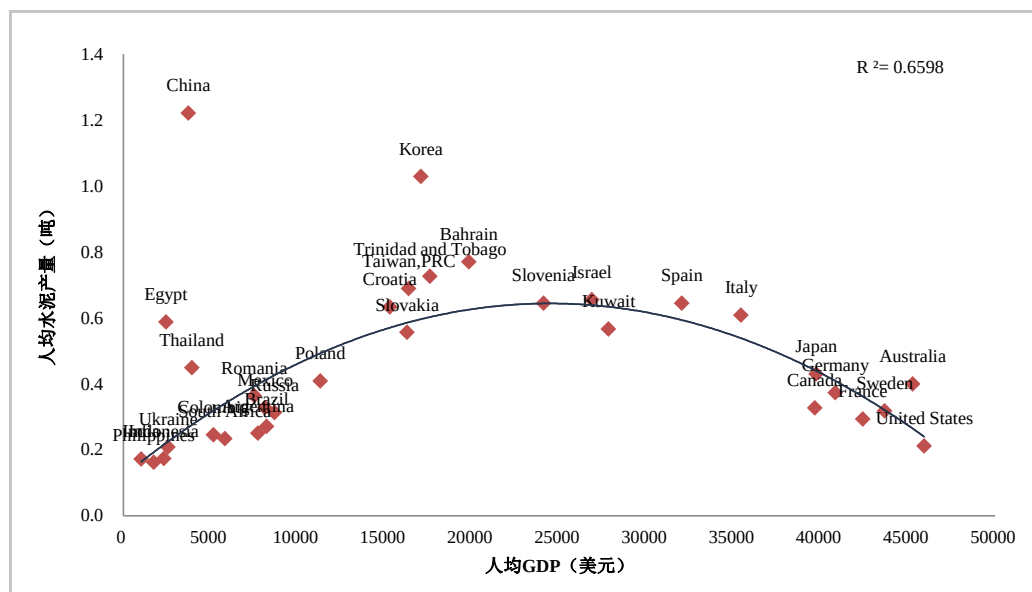
3.1 “十二五”期间供求基本匹配

◆ 中国水泥需求或在“十二五”见顶

新中国成立后，中国水泥工业实现高速发展，在产能、技术、管理各方面，均有极大突破。2010年，中国全年水泥产量是1949年时的2848倍，新干法水泥比重超过80%，并且拥有了海螺水泥、中国建材这样的巨型企业。尽管存在区域产能过剩、大企业集中度过低、部分市场竞争无序等问题，但中国水泥行业仍然正在加速迈入成熟期，“十二五”期间城市化进程的推进和大量基础设施建设带来的投资支出将保证水泥需求的基本稳定，而国家落后产能淘汰和新增产能的调控亦优化了行业的整体盈利水平，中国水泥行业正处在相对稳定的发展环境之中。

随着中国经济的持续高速运行，伴生的结构化问题日益严重，依靠投资拉动经济增长的方式必然会逐步走向尽头。我们认为，极度依赖固定资产投资的中国水泥工业将在“十二五”的投资高峰后将逐步进入成熟期，单纯依靠产量来提升盈利的空间将越来越有限。我们统计了世界各主要水泥生产国2009年人均水泥产量与人均GDP的关系，我们发现两个指标呈现抛物线关系，人均GDP低于10000美元的发展中国家的人均水泥产量普遍较低，而人均GDP在20000-30000美元中等发达国家的人均水泥产量最高，人均GDP在35000美元以上的最发达国家人均水泥产量同样较低。

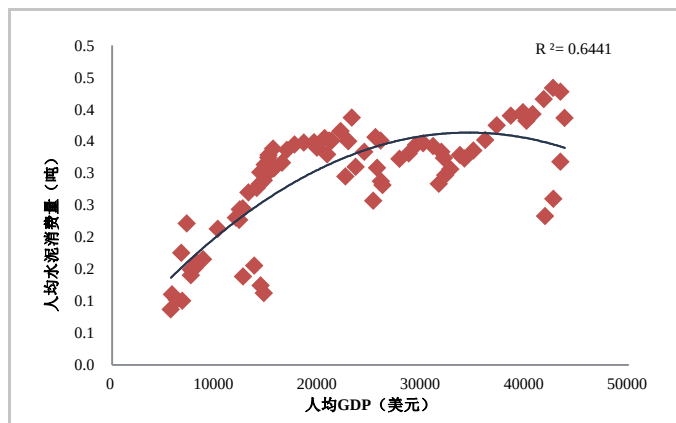
图 8：世界各国：人均水泥产量与人均 GDP



资料来源：IMF, USGS, 数字水泥, 华泰证券

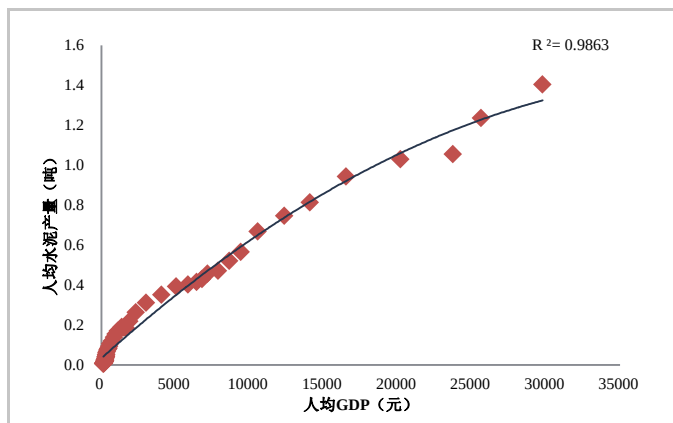
美国的人均水泥表观消费量经历了一个先升后降的情况，在人均 GDP 在约 35000 美元时，人均水泥消费量基本见顶——这大致发生在 1990 年代初。这意味着，人均水泥消费量将在经济发展初期逐步增加，这一时期通常意味着大量的基础设施建设和快速的工业化进程——在经济发展接近成熟期时，人均水泥消费量达到顶峰，此时城市化和工业化的进程已达到相当的高度，基础设施完善，投资支出减少——在经济进入成熟期后，该指标伴随整体需求的下降而逐步减少。

图 9：美国：人均水泥需求与人均 GDP



资料来源：BEA, USGS, 华泰证券

图 10：中国：人均水泥产量与人均 GDP



资料来源：国家统计局，数字水泥，华泰证券

尽管中国在建筑习惯、经济发展方式、人口结构方面都与世界其他国家存在差异，但这一关系在统计上依然显著。如果这个简单的逻辑是正确的话，中国的人均水泥产量正在缓慢逼近峰值，由于巨大的人口基数，中国的水泥产量峰值将提前发生。

我们判断中国水泥需求峰值将出现在人均 GDP 达到 6000-7000 美元的时候。如果根据 IMF 的预测，这大概率会在“十二五”的末期发生，假定人口数稳定，中国的水泥需求量峰值可能在 23-24 亿吨左右，较目前仍有 22%-28% 左右的空间，整个“十二五”期间水泥需求的增速约在 5% 左右，而行业盈利、特别是大企业盈利增长将会高于此值，《水泥工业“十二五”发展规划》亦指出，水泥行业规模以上工业增加值年均增速要达到 10%。在经历 2011 年的高增长之后，我们认为后四年的需求 CAGR 将在 4% 左右。

◆ 目前产能足以匹配“十二五”总体需求

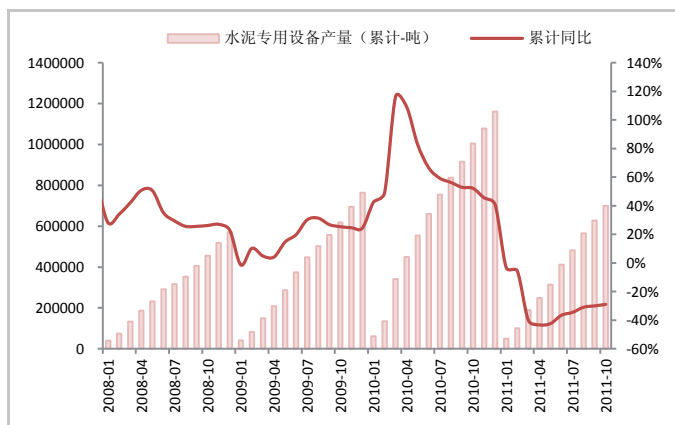
总体来看，行业规划和准入政策明确将继续坚持总量控制和减量置换的原则，“十二五”期间水泥新增产能逐年递减，整体供求基本匹配。

水泥工业“十二五”发展规划指出，2010 年新型干法水泥熟料产能为 12.6 亿吨，是 2005 年的 2.6 倍。新型干法水泥熟料产能占总产能的 81%，即全国熟料总产能约 15.6 亿吨，落后产能约 3 亿吨，这一数字与行业协会及我们统计的数字基本一致。由于“规划”要求“十二五”期间继续淘汰 2.5 亿吨的落后产能，2011 年淘汰量达到 1.5 亿吨，如果假设 2012 年继续淘汰 1 亿吨左右的落后产能，则 2013 年落后产能将基本淘汰完毕。

对于产能的增量，我们可以从水泥专用设备的产量情况来做大致的推算。国家统计局统计的水泥专用设备包括煅烧设备（立窑或回转窑）和粉磨设备，5000T/D 生产线设备重量约 9200 吨，故水泥设备产量可用于推算来年新增水泥产能情况，我们的测算表明经过调整的水泥专用设备产量与水泥产量之间存在显著

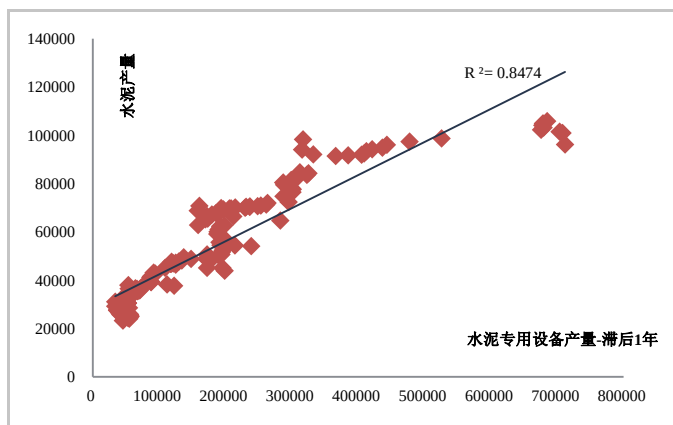
的相关关系，水泥专用设备产量指标领先水泥产量 1-1.5 年。

图 11: 水泥专用设备产量同比下滑 29%



资料来源：国家统计局，华泰证券

图 12: 水泥专用设备产量与水泥产量高度相关



资料来源：国家统计局，华泰证券

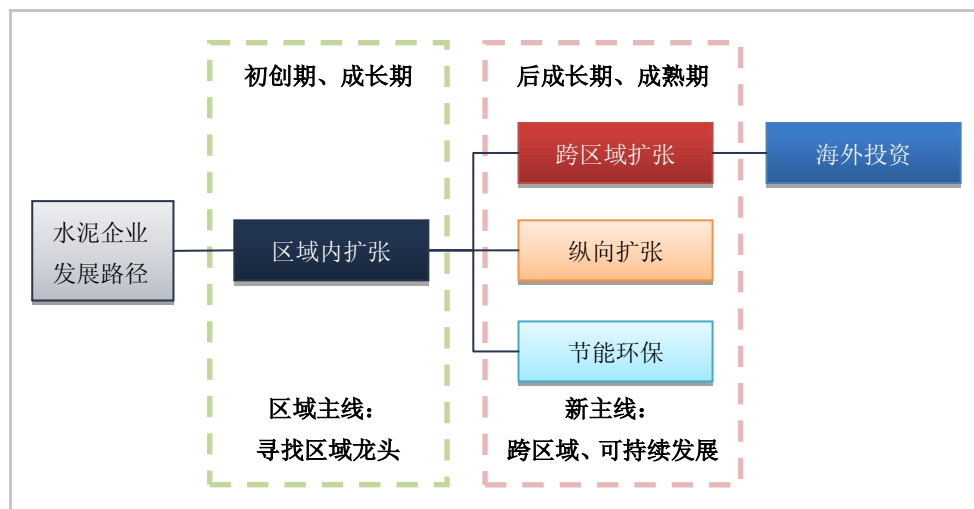
1997 年至今，以水泥设备产量推算的累计熟料产能达到 10 亿吨，约占当前总产能的五成。考虑去年水泥专用设备的产量情况，2011 年的新增熟料产能约在 2-2.2 亿吨左右，这一判断与我们从新开工生产线角度进行的统计基本相符。2011 年 1-10 月，我国累计生产水泥专用设备 69.9 万吨，产量同比下降 28.9%，大约对应着约 1.3 亿吨的熟料产能，这些产能可能在未来一至两年内逐步释放。因此，2012 年新增产能规模将较 2011 年大为减少，到 2013 年，将基本没有新增产能，届时新干法熟料产能将达到 16 亿吨，而全国熟料总产能则约为 16.5 亿吨，对应的水泥产能大约在 23-25 亿吨左右，基本与“十二五”期间的需求相匹配。

3.2 大企业推进跨区域整合

作为强周期的行业，水泥市场的景气与建筑业保持高度一致，而建筑业的兴衰依赖于整个宏观经济环境的变化。当一个市场的基础设施建设和房地产投资出现下降的时候，该市场中的水泥企业必然会受到需求下降的冲击，而水泥企业本身高投资、高能耗、高污染的限制会放大这种冲击的负面影响。跨区域扩张是抵御单个区域周期风险的有效手段，这也是水泥行业“十二五”规划重点提及的一个方面。

水泥工业“十二五”发展规划明确指出“支持优势企业跨地区、跨行业、跨所有制实施联合重组，大力整合中小水泥企业和水泥粉磨站，提高产业集中度（生产集中度 35%）；2015 年末，力争水泥企业户数比 2010 年减少三分之一”。从目前的情况来看，这一目标或会提前达到。而各省的规划则给出了更为具体的目标。比如，安徽省的规划提到：“到 2015 年，水泥企业平均产量规模由 40 万吨提高到 100 万吨左右，产量排名前 10 户企业平均生产规模 600 万吨以上，生产集中度 60% 以上”，而山东省的规划目标与此类似。此外，在 38 号文的限制下，新建产能审批困难重重，行业发展规划亦再次明确了“减量置换”的思路，兼并收购无疑是水泥企业获得额外生产能力的主要选择。

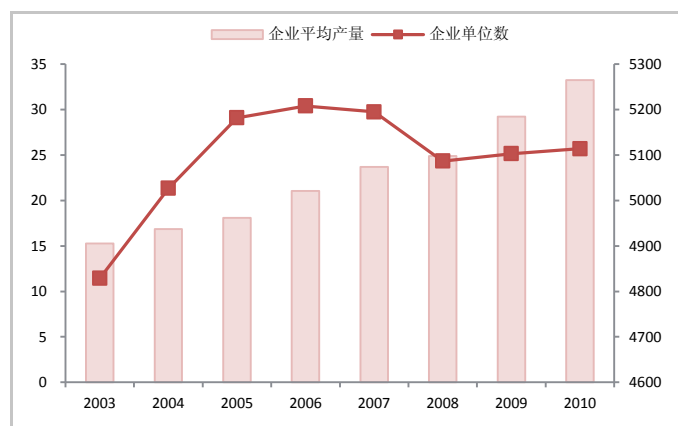
图 13: 后成长期水泥企业发展路径



资料来源：华泰证券

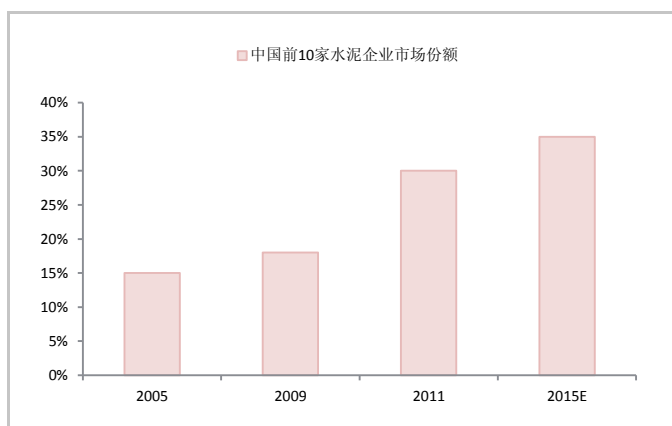
目前，中国水泥行业依然是一个充分竞争的行业，我们计算了用以测度市场集中度的 Herfindahl-Hirschman 指数（HHI），结果显示水泥行业的 HHI 仅为 180，远小于竞争与相对垄断的临界点（1000）。目前，中国仍有 3800 多家规模以上水泥企业，平均生产规模仅 30 多万吨，前十家水泥企业产能约占全国总水泥产能的 30%，远低于国际平均水平。通过竞争与并购，淘汰经营能力较差的企业，进一步提高产业集中程度是行业内生发展的必经之路。

图 14: 规模以上水泥企业数量与平均产能



资料来源：数字水泥，华泰证券

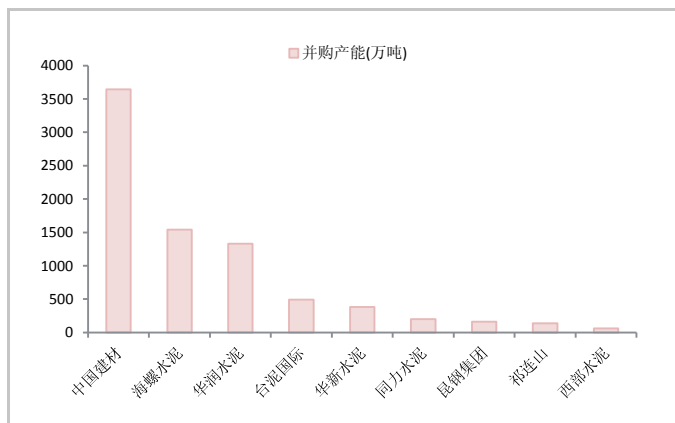
图 15: 水泥行业前 10 家企业集中度



资料来源：数字水泥，华泰证券

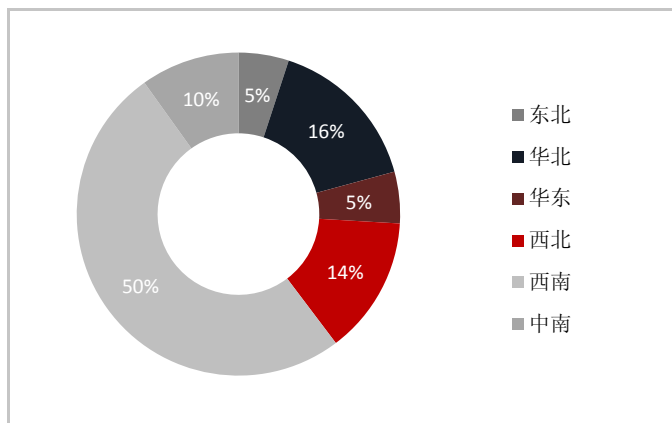
我们认为跨区域并购重组将是未来两至三年国内水泥行业发展的重要主题，是在较短时期内改变水泥行业产能过剩和竞争无序局面的唯一可行解。以中国制造业的秉性看，只要某个行业中存在相对明确的需求和回报率，政府或企业的热情就可以促动这个行业的供给在短期内迅速过剩，水泥行业也是这样。景气低迷区域的企业如果没有在历史盈利上升期发展壮大，就将面临被淘汰或收购的命运。过去十年的黄金投资周期造就了今天水泥行业的庞大规模，然而部分地区和企业冒进的投资思路导致行业低水平重复建设严重、产业集中度过低，恶性竞争不断，因而整合势在必行。

图 16: 部分主要水泥企业并购规模 (2011)



资料来源: 数字水泥, 华泰证券

图 17: 各区域整合产能规模占比 (2011)



资料来源: 数字水泥, 华泰证券

从 2011 年以来水泥行业的整合情况来看, 并购重组行为已经由区域内的局部整合全面升级为向跨区域的大型并购, 大企业是行业整合的主导者。2011 年我们统计到的行业 20 余起行业并购涉及水泥产能近 8000 万吨, 平均单个收购项目涉及产能 360 万吨, 这大约是两条 4500T/D 生产线所能提供的产能。中国建材 2011 年整合产能超过 3600 万吨, 海螺、华润也分别达到 1500、1300 万吨, 三大巨头整合的产能规模占到总体的 82%。从市场环境看, 西部地区的低景气为行业龙头的跨区域扩张创造了有利机会。西南地区热度最高, 其整合产能占比达到 50%, 涉及产能 4000 万吨, 主要参与者为中建材、海螺和台泥。

表 3: 2011 年以来水泥行业主要并购事件统计

日期	并购发起者	并购重组对象	涉及产能(万吨)	涉及金额 (亿元)	吨现金收购成本 (元/吨, 不含负债)
2011-12	海螺水泥	贵州安龙水泥	80 (在建)	-	-
2011-11	中国建材	科华集团	800	-	-
2011-11	昆钢集团	峨山宏峰建材公司	80	-	-
2011-11	昆钢集团	罗平玉马	80	-	-
2011-11	中国建材	利森集团	1000	-	-
2011-10	祁连山	安多水泥	135	3.3	246
2011-10	中国建材	泰安水泥	600		
2011-10	华润水泥	福建漳平振鸿水泥有限公司	80	2.9	365
2011-10	海螺水泥	贵州六枝工矿瑞安水泥	282	-	-
2011-10	中国建材	思茅建峰、宜良金珠、澄江华荣	512	-	-
2011-08	海螺水泥	广西四合工贸有限责任公司	200	1.7	83
2011-08	海螺水泥	宝鸡众喜	900	4.5	50
2011-08	中联水泥	山东大宇水泥	330	-	-
2011-08	同力水泥	义马水泥	202	3.0	149
2011-08	台泥国际	贵州赛德水泥	390	12.8	328
2011-07	台泥国际	贵州凯里瑞安建材有限公司	100	1.8	183
2011-07	华润水泥	蒙西水泥	1250	15.6	125
2011-06	中国建材	黑龙江宾州水泥	400	16.9	423
2011-06	海螺水泥	云南壮乡水泥股份有限公司	81	0.5	62

2011-05	西部水泥	新疆和田鲁新建材	60	3.7	610
2011-04	华新水泥	湖北金龙	282	3.6	129
2011-01	华新水泥	房县钻石水泥	101	2.3	233

资料来源：数字水泥，华泰证券

3.3 延伸产业链拓宽利润来源

完善水泥产业链结构是行业规划中有关结构优化调整的另一个重要方面。规划指出，“支持优势企业以提高竞争力为核心，优化技术、品牌、管理、资源、市场等要素配置，着力做强以水泥熟料为龙头的主业，加快拓展骨料市场，重点发展水泥基材料及制品，统筹发展研发设计、工程服务、商储物流等生产性服务业，延伸产业链，做大相关多元产业”。

表 4 重点发展的水泥基材料及制品

主要内容
推广预拌砂浆、水泥混凝土建筑构件和工程预制件等产品。
推广高标号混凝土、高性能混凝土、特种工程需要的混凝土、混凝土外加剂等。开发满足建筑施工所需各种性能的装饰装修砂浆、特种聚合物干粉砂浆、抗裂砂浆等高端预拌砂浆产品。
开发满足城市建设、基础设施建设所需的各种水泥基材料制品。研发集成拼装式预制建筑梁柱，水泥复合多功能保温墙体和屋面，功能性水泥部品构件等产品，以及轻质混凝土、泡沫混凝土等节能型水泥基材料及制品。

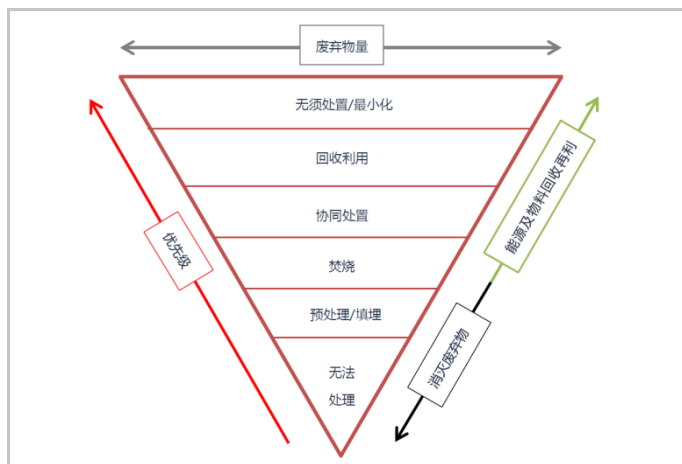
资料来源：建材工业“十二五”发展规划，华泰证券

产业链的纵向延伸是建材行业发展的一大趋势，进入上游可更好的控制成本，进入下游可更多的获取利润。由于国内水泥产能整体仍然过剩，新线审批短期内尚不会完全放开，向下游拓展，发展砂石骨料和商业混凝土业务，成为水泥企业除横向并购外的又一种拓展业务价值的手段。在景气上行周期中，纵向一体化的产业链结构可使企业最大化其利润来源；而在下行周期中，这一模式并无法像跨区域扩张一样对抗区域风险，且由于中国混凝土和砂石骨料行业缺乏竞争秩序，非市场化的因素或会束缚新进入企业在这些领域的进取行为，故其全产业链的协同效果的显现仍需时日。

3.4 可持续发展：环境友好型企业的必经之路

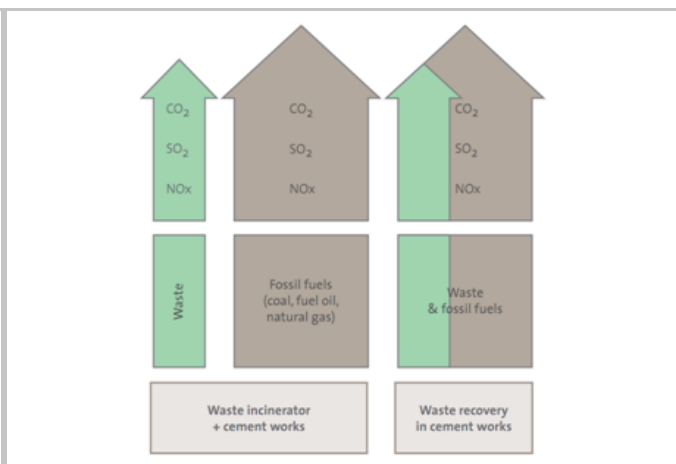
随着经济结构的逐步转型和水泥行业自身的快速成长，水泥行业的发展将越来越受到环境和资源的约束，通过技术革新、使用替代性原燃料实现节能减排、积极应用水泥窑协同处置技术，是水泥行业实现可持续发展的重要手段。水泥工业十二五规划在行业的绿色发展方面着墨颇多。规划指出，充分发挥建材工业无害化最终消纳固体废弃物的优势，加快推进水泥窑协同处置示范工程建设，争取到 2012 年，在国内主要大中城市周边布局协同处置生产线，到 2015 年，部分中等城市周边布局协同处置生产线，协同处置生产线比例要达到 10%，综合利用废弃物总量提高 20%。

图 18: 固体废弃物处理方式归类



资料来源: Holcim, 华泰证券

图 19: 协同处置可以减少总体污染物排放



资料来源: Holcim, 华泰证券

水泥窑协同处置固废工程将成为“十二五”期间建材行业重点推进的示范工程。随着经济结构的逐步转型和水泥行业自身的快速成长，水泥行业的发展将越来越受到环境和资源的约束，通过技术革新、使用替代性原燃料实现节能减排、积极应用水泥窑协同处置技术，是水泥行业实现可持续发展的重要手段。

我们预计在“十二五”期间，中国新干法熟料产能可以达到 15 亿吨，以 10% 的比例计算，大约相当于 100 条 4500T/D 的熟料生产线要应用协同处置技术。假设每条生产线日处理 200 吨垃圾，考虑产能利用率，则预计每年水泥窑可协同处置 620 万吨的市政垃圾，这大约可以占到我国每年城市垃圾产生量的 2%，这将是协同处置技术发展的起点。

协同处置的市场容量相比于水泥自身业务来说微不足道，但由于技术和规模门槛的存在，该市场不会有太多的竞争者，大企业将垄断大部分的份额。此外，由于固废和污泥处置本身可以替代一部分的原料和燃料，即使在盈亏平衡状态下运行，其隐含的产品物料、能源节约和税收优惠也较为可观。因此，如中建材、海螺、华新、金隅这样的大型企业均有动力参与这样的项目。由于此类技术在国外应用已有十几年的时间，可操作性强，经济和环境效益明显，故我们看好协同处置在中国的发展，而“十二五”仅仅是这个市场成长的开始。

表 5: 水泥工业“十二五”主要发展目标

指 标	2010 年	2015 年	年均增长/[累计增长]
规模以上工业增加值年均增长 (%)			>10
淘汰落后产能 (亿吨)		[2.5]	
前 10 家企业生产集中度 (%)	25	35	[10]
水泥散装率 (%)	48	65	[17]
低温余热发电生产线比例 (%)	55	65	[10]
协同处置生产线比例 (%)		10	
单位工业增加值二氧化碳排放量降低 (%)			[17]
氮氧化物排放总量降低 (%)			[10]
二氧化硫排放总量降低 (%)			[8]
规模以上企业研究与试验发展经费支出占销售收入的比重 (%)		>1.5	

资料来源: 建材工业“十二五”发展规划, 华泰证券

3.5 重点公司

海螺水泥：“买入”评级。是 A 股市场上具有最分散产能敞口的水泥企业，其已投产的 1.3 亿吨熟料产能有 50% 分布在市场最为成熟的华东地区，29% 分布在华南地区，剩余 21% 分布在西部地区。2011 年以来，海螺加大了对西北和西南地区的整合力度，累计收购产能近 1500 万吨，预计公司未来将继续收购来提升产能，并购的重点区域将以增长潜力较好的西部地区为主。我们维持公司“买入”评级，预计 2011/12/13 年实现每股收益 2.27/2.29/2.45 元。

冀东水泥：“推荐”评级。冀东“三北”产能布局基本完成，2012 年上半年华北地区存在最后一波产能投放，加上 2011 年下半年新增产能，预计会对区域景气造成冲击，但程度可控。我们判断华北景气水平在 2012 年下半年起逐步回暖；东北地区预计 2012 年仍将保持良好的盈利，但西北地区仍需等待。我们判断 2012 年下半年起，冀东面临的市场环境将较今年略好。我们预计 2011/12/13 年公司实现每股收益 1.37/1.63/1.83 元（定增摊薄），并维持“推荐”评级。

华新水泥：“买入”评级。华新环保业务视为未来五至十年发展的重点。公司将自己定位为“环境保护方案解决商”，而非单纯的建材供应商。公司环保事业部致力于发展可替代性燃料（AFR）和矿物原料（MIC）两大类业务。目前公司武穴水泥窑固废协同处置示范工程运行良好，而武汉 1000 吨/日的固废处理和 300 吨/日的污泥处理工程正在推进中。公司环保业务规模相对整体业务来说非常有限，且中短期内难以直接贡献盈利，但固废处理、工业废渣再利用不仅可直接减少公司原燃料的消耗，实现水泥企业本身的减排降耗，且能对当地的环保事业提供真正有益的、切实可行的解决方案，其良好的示范效应有助于提升企业本身的品牌形象和企业价值，其“废弃物处理—资源再利用—水泥”的价值链也为水泥行业展现了一条与传统有别的、环境友好型的发展路径。华新吨 EV 远低于重置成本线，预计公司 2011/12/13 年实现每股收益 1.58/1.81/2.08 元（定增摊薄），维持“买入”评级。

3.6 主要风险

◆ 我们认为以下事件的发生可能会影响我们对水泥行业或公司前景的判断：

紧缩政策持续影响资金面，进而对建设工程和房地产市场造成更加负面的影响；能源与人工成本出现超预期上涨；新建生产线审批全面放开；淘汰落后产能政策执行不到位；极端恶劣气候频繁出现影响市场供求。

对于海螺水泥，我们担心 2012 年万吨线的投放可能会对华东市场的供给造成冲击，但这基本将是华东地区最后一波大的产能增长，加上未来新增产能稀缺，因此长期看对公司会是利好。

对于冀东水泥，我们担心西北地区仍然会拖累整体的盈利水平，但情况不致较 2011 年更差。

对于华新水泥，我们担心重庆过剩的产能可能通过水运会影响到湖北地区的供给，此外混凝土与骨料业务的发展短期也将承受需求端和其他非市场因素的压力。

4 玻璃行业：继续向深加工转型

4.1 传统平板玻璃难有作为

在“十一五”期间，平板玻璃行业发展迅速，产品产量和行业效益大幅提升，产业结构得到初步优化。2010 年全国平板玻璃产量 6.6 亿重量箱，年均增长 10.5%。规模以上企业完成销售收入 1845 亿元，利润总额 235 亿元，年均分别增长 27.1% 和 47.2%。2010 年底，全国浮法玻璃产能达 7.6 亿重量箱，浮法玻璃比重上升到 87%，其中优质浮法产能上升到 35%。2010 年前 10 家企业浮法玻璃产量占全国浮法玻璃产量的 57%。五年间累计淘汰落后玻璃产能 6000 万重量箱。

平板玻璃工业“十二五”发展规划指出，尽管发展迅速，但平板玻璃行业仍然无法回避以下问题：“一是结构性过剩与短缺并存，普通浮法玻璃、单一功能加工玻璃等普通产品产能过剩，透明导电膜玻璃、超薄屏显基板玻璃等高端产品对外高度依存。二是产业链短，附加值低，深加工不足，2010 年平板玻璃精深加工率仅为 36%，低于世界平均水平近 20 个百分点。三是部分关键工艺和装备的水平偏低，制约着新品种、新材料开发和质量提升。四是节能减排技术亟待提升，二氧化碳、二氧化硫、氮氧化物减排压力依然较大。”

在“十二五”期间，由于固定资产投资、特别是房地产投资增速的中枢大概率下移，传统平板玻璃行业的需求增长将大幅放缓。发展规划预测到 2015 年我国平板玻璃需求量为 7.5 亿重量箱，“十二五”年均增速仅 2.6%。此外，即使考虑淘汰 5000 万重量箱的落后产能，平板玻璃的供给在“十二五”期间可能仍然是过剩的，这就决定了玻璃企业必须改变自身的技术和产品结构，进一步拓展玻璃深加工业务，提高产品附加值，否则多数企业将难以长期对抗固投下滑的风险。

4.2 玻璃深加工迎来新机遇

中国是全球最大的平板玻璃生产和消费国，玻璃深加工率仅为 36%，而欧美发达国家的玻璃深加工率已经超过 50%，加工增值率中国仅为原片的 2.5 倍，发达国家则为 5 倍，玻璃深加工产业在中国发展潜力巨大。城镇化和工业化进程仍会继续向前并拉动玻璃需求；绿色建筑发展、既有建筑节能改造和建筑物功能提升，则需要更多高性能玻璃精深加工产品；节能环保、新一代信息技术、新能源等战略性新兴产业加快发展，需要玻璃新材料提供重要支撑。资源、能源、环境约束增强及劳动力等要素成本上升也将倒逼玻璃工业加快转变发展方式，更加注重发展质量和效益。

表 6：“十二五”规划对平板玻璃主要产品的需求预测

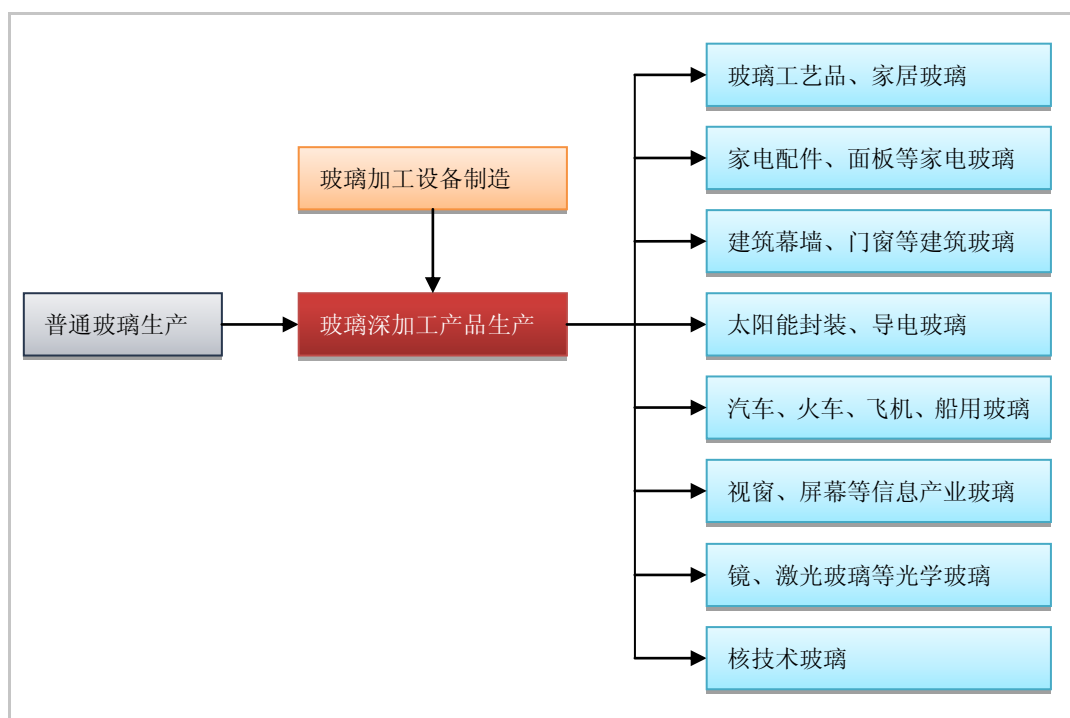
产品	2015 年需求量	“十二五”年均增速 (%)
平板玻璃 (亿重量箱)	7.5	2.6
低辐射镀膜玻璃 (亿平米)	1.4	18
太阳能光伏及光热玻璃 (亿平米)	1.6	24
汽车安全玻璃 (亿平米)	2.2	13
超薄屏显基板玻璃 (亿平米)	1.2	28

资料来源：建材工业“十二五”发展规划，华泰证券

在此背景下，平板玻璃工业“十二五”发展规划亦提出玻璃行业要优化产品结构，“大力发展屏显基板

玻璃、光伏光热玻璃及镀膜玻璃、防火基板玻璃、高强基板玻璃、太阳能与建筑一体化玻璃制品、低辐射及多功能复合镀膜节能玻璃与制品、飞机与高速列车风挡玻璃、纳米及微晶基板玻璃等高性能新型玻璃产品，发展玻璃精深加工制品，提高高端产品自主保障能力”，同时积极推进技术创新，“围绕超薄、高强、无碱、高透光率等高性能平板玻璃制备生产关键技术和装备，建立以企业为主体、市场为导向、产学研用相结合的技术创新体系，协同研发新产品、新材料、新工艺和新装备。重点突破超薄玻璃基板成型、低辐射及多功能复合镀膜、导电膜膜系材料及高效成膜、新一代玻璃熔制、太阳能与建筑一体化用光电和光热玻璃、高强及防火等高端玻璃制造关键技术及装备”。

图 20：玻璃深加工的产品范围



资料来源：华泰证券

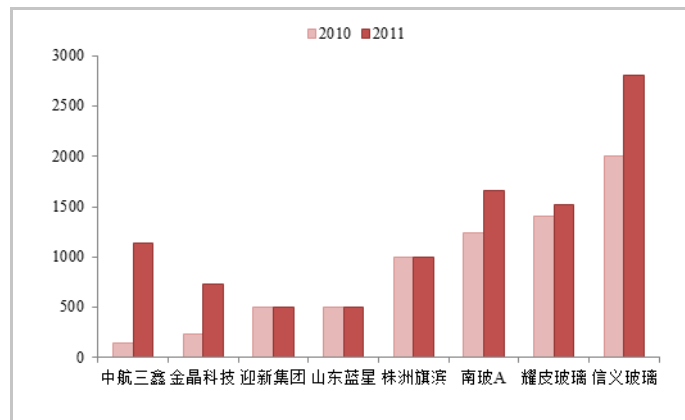
4.3 建筑节能玻璃市场空间较大

Low-E 玻璃又称低辐射玻璃，是在玻璃表面镀上多层金属或其他化合物组成的膜系产品。普通浮法玻璃的辐射率高达 0.84，当镀上一层以银为基础的低辐射薄膜后，其辐射率可降至 0.15 以下，可减少或避免白天室内人工照明和室外玻璃幕墙“光污染”。实践表明，当 LOW-E 玻璃加工合成为中空玻璃后，与普通单体玻璃比较，夏季可以节省降温能源 60%以上，冬季可以节省采暖能源 70%以上。因此，使用 LOW-E 中空玻璃可以有效节省空调费或取暖费。另外，LOW-E 中空玻璃具有良好的隔音性能，噪声可以降低 34DB 以上。目前，LOW-E 中空玻璃是世界上公认的最理想建筑节能材料之一。

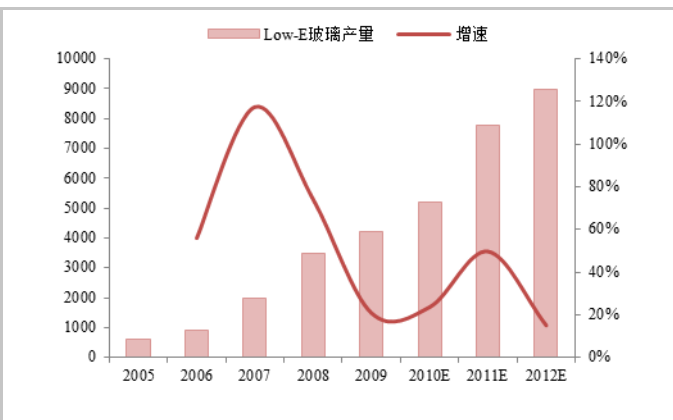
欧美等国的建筑能耗约占全社会总能耗的 30-40%，Low-E 玻璃使用率达到 85%；而我国建筑使用能耗占到社会总能耗的 28%，而门窗能耗又占到建筑能耗的 50%，尽管建筑用能增长迅速，但 Low-E 玻璃使用率还不到 10%。随着国家相关建筑节能政策的实施，可以预见，未来 5 年节能玻璃市场需求空间巨大。据中国节能协会节能服务产业委员会的预测，中国建筑节能产业产值在 2012 年或将超过 660 亿元。

就需求来看,住房和城乡建设部公布的数据显示,截至 2009 年底,全国累计建成节能建筑面积 40.8 亿 m^2 , 占城镇建筑面积的 21.7%, 全年新增节能建筑面积 9.6 亿 m^2 , 假定 2011 年新增的节能建筑面积为 10 亿 m^2 , 预计需要外门窗和幕墙玻璃约 2.5 亿 m^2 , 即使按 30% 的 Low-E 玻璃使用率来算, 需求也有 7500 万 m^2 。

图 21: 中国主要 Low-E 玻璃企业产能 (万平方米) 图 22: 中国 Low-E 玻璃产量及增速 (万平方米)



资料来源: 公司资料, 华泰证券



资料来源: 根据公开信息整理, 华泰证券

截至 2010 年中国约有 50 条 Low-E 玻璃生产线, 实际有效产能约为 5500 万 m^2 , 难以满足高速增长的市场需求。节能玻璃产品较高的利润率吸引了大量投资, 2011-2012 年将有大量产能投放, 供不应求的状况将有所缓解, 预计产品利润率将在需求稳定增长的基础上逐步下降至正常水平。

4.4 高端太阳能玻璃供应不足, 普通超白压延玻璃产能出现过剩

导电膜玻璃是在玻璃表面涂敷氧化铟锡等导电薄膜, 氧化物透明导电膜不仅导电性好, 而且还像玻璃一样具有高的透明性, 是一种用途十分广泛的特征功能薄膜玻璃, 是电池前电极的必要构件。

(1) 增透晶体硅太阳能电池封装玻璃

以超白压延玻璃为主的光伏玻璃产能大幅增长。近 3 年, 我国玻璃产能增长最快是超白压延光伏玻璃, 复合增长率 50%。2010 年底, 国内已投产的光伏玻璃生产线已经达到 41 条, 年产能约 13560 万平米。目前已明确投资的共有 17 条生产线, 年产能 14800 万 m^2 。

在光伏玻璃产能增长较快同时, 太阳能电池对光伏玻璃的需求很旺盛。据欧洲光伏协会统计, 2010 年全球新增太阳能光伏装机容量 16GW, 比 2009 年增长 129%, 据权威机构 iSuppli 预计, 2011 年全球光伏装机量将达 22GW。我们按照国内产量占据全球 50% 比例, 晶硅电池占比 90% 和 100W 需要 1 平米超白压延玻璃的假设下, 预计需求超白压延玻璃 1 亿平米。目前我国已投产的超白压延玻璃产能达到 1.35 亿平米, 不考虑 2011 年新投产的生产线, 仅发挥 75% 的产能利用率就能满足需求, 经过近几年扩张产能供给压力已开始显现。近期超白压延玻璃的价格也出现持续下降, 预计四季度超白压延玻璃价格还有下降空间。

表 7: 2011-12 年预计投产的超白压延玻璃生产线

单位名称	日熔化量 (t/d)	熔窑数量	产能 (万 m^2)
彩虹集团	250	1	500

安彩高科	500	1	1000
福莱特	600	2	2400
中俊新能源	500	2	2000
信义玻璃	500	3	3000
江煤集团	250	1	500
东兴光伏	200	1	400
深南玻	650	1	1300
常熟耀皮	250	1	500
中航三鑫	600	1	1200
中国建材	500	1	1000
河北东旭	250	1	500
河南天利	250	1	500
合计	7400	17	14800

资料来源：中国玻璃信息网，华泰证券

（2）TCO 导电玻璃

TCO 玻璃即透明导电氧化物镀膜玻璃，是在平板玻璃表面通过物理或者化学镀膜的方法均匀镀上一层透明的导电氧化物薄膜，主要是 IN、Sn、Zn 和 Cd 的氧化物及其复合多元氧化物薄膜材料。目前，薄膜太阳能电池占世界光伏市场份额已超过 8%，光伏用 TCO 玻璃作为电池前电极的必要构件，市场需求迅速增长。

与晶体硅太阳能电池相比，薄膜太阳能电池用硅量少，大幅降低了成本。同时，薄膜太阳能电池更容易与建筑相结合，能够实现光伏建筑一体化。今后一段时间，随着薄膜太阳能电池进一步提高转换效率、降低设备价格，薄膜太阳能电池会有较大的增长空间。目前，薄膜太阳能电池已经成为太阳能行业中增速最快的子行业。

2006 年至 2008 年，全球薄膜太阳能电池产能分别为 181 兆瓦、400 兆瓦、892 兆瓦，增长率达到 120% 以上。制约薄膜太阳能电池市场化规模的主要因素是其转换效率目前仅为 6-8%，如果未来薄膜太阳能电池的转换效率能提升至 10% 以上，则薄膜太阳能电池将具备较强的竞争优势，其市场份额将急速提升。预计到 2013 年，在全球太阳能电池市场上，薄膜太阳能电池的市场占有率将从 2009 年的 15% 增加到 31%，增幅超过 100%。根据对国内现有薄膜太阳能电池厂商 2010 年产能统计，2010 年我国薄膜太阳能电池用 TCO 导电膜玻璃的需求量将达到 3427.5 万平方米，市场需求量巨大。全球薄膜太阳能电池 2015 年的发电量将达到 26,000MW，销售额将超过 200 亿美元，太阳能电池发电量的一半以上将来自薄膜太阳能电池，而 2009 年薄膜电池的产量仅为 1644MW，薄膜电池还将有 16 倍的增长空间，2009 年至 2015 年复合增速将高达 58%。

TCO 导电膜玻璃是薄膜太阳能电池的衬底电极材料，是非晶硅薄膜太阳能电池必要的组成部分，目前仅日本和美国的几家公司能规模化生产该产品，主要有日本板硝子（NSG）公司、美国的道森国际（DAWNSON INTERNATIONAL）和美国 AFG 玻璃集团等。

国内现在少数几家企业尝试通过引进国外成套设备和生产线以及技术或者进行自主研发进行 TCO 导电

膜玻璃生产。

表 8：国内主要薄膜太阳能电池玻璃生产企业

公司名称	年产能	投资金额	备注
中国南玻集团股份有限公司	46 万平方米	8,600 万元	2009 年中期完成项目基本建设，现处于试生产阶段，预计投产时间为 2010 年底。
	252 万平方米	3.5 亿元	共 4 条生产线，预计一期年产能 126 万平方米的两条生产线 2011 年初可以量产，二期同样规模的两条生产线于 2012 年初建成。
信义玻璃控股有限公司	68 万平方米	1 亿港元	国外引进设备和生产线，2009 年 9 月投入生产。
	275 万平方米		第二条生产线将在 2010 年下半年投产
中国科技发展集团有限公司	8 万片		国外引进设备和生产线，首条生产线于 2008 年 9 月投产，并将陆续引进 60 条生产线。
中国建筑材料集团有限公司	100 万平方米		总投资 15 亿元，建设非晶硅电池生产线和非晶硅基板 TCO 生产线两个项目。
北京东方华冕科技有限公司	30 万平方米		只有一条线投产，另外两条线在建设中，完成后，产能达 90 万平方米/年。
中航三鑫	750 万平米/年		预计 2011 年 8 月试生产
威海蓝星玻璃股份有限公司	400 万平方米		和杭州蓝星新材料技术有限公司、浙江大学联合研发，已完成工业试验。

资料来源：公司资料，华泰证券

目前国内能投入批量生产的 TCO 玻璃只有南玻 A 的 46 万平米生产线，其余生产线短期投产的可能性不大，TCO 玻璃的主要供应商还是国外企业。

4.5 重点公司

秀强股份：“推荐”评级。彩晶业务是公司业务的主要增长点。2011 年，家电市场高景气度带动家电玻璃需求旺盛，平板玻璃价格持续走低，导致玻璃深加工产品毛利率大幅提高。公司彩晶玻璃毛利率从 2010 年上半年的 30.92% 上升到 44.56%，占营业收入的比例进一步提高到 43.22%，成为最大的增长亮点。公司在四川遂宁的产能扩张将保障业绩的成长性。产能扩张保障公司业绩的稳定太阳能玻璃业务同比大幅增长 289.64%，占收入比例提高到目前的 20.36%。考虑到公司在彩晶玻璃、TCO 玻璃方面具有明显优势，因此给予公司“推荐”评级。

4.6 主要风险

平板玻璃行业受房地产资产投资影响较大，房地产调控会直接造成平板玻璃需求下滑，而光伏玻璃受国外市场补贴影响较大，在欧美经济景气不振的背景下，需求的放缓可能使竞争激烈的国内光伏企业受到严重冲击。

5 新型建材行业：政策支持力度大，市场空间广阔

5.1 传统建材的替代品，获得政策支持

“十一五”期间，新型建筑材料保持持续增长，经济效益、技术水平等都明显提高，基本满足了经济社会发展需求。

(1) 主要产品产量稳步增长

2010 年新型墙体材料产量 4700 亿块标砖，与 2005 年相比，年均增长 4.9%。保温绝热材料产量 411.9 万吨，年均增长 15.1%。建筑防水材料产量 10.3 亿平方米，年均增长 10.7%。石膏板产量 20.8 亿平方米，年均增长 23.1%。

(2) 产品结构明显改善

“十一五”期间，建筑板材占墙体材料的比例由 4.2% 增长到 8.2%，年均增长 14%。新型墙体材料占墙体材料比例由 44 % 增长到 55%，年均增长 5%。新型防水材料占建筑防水材料的比例由 54% 增长到 87%，年均增长 10%。

(3) 产业技术进步加快

纸面石膏板、利用煤矸石和粉煤灰生产墙体材料技术达到国际先进水平，具有自主知识产权的岩（矿）棉、硅酸铝纤维、复合夹芯板等生产设备部分出口。

(4) 节能减排成效显著

2010 年利用各种固体废弃物 2.8 亿吨，其中粉煤灰、煤矸石、电厂脱硫石膏利用量稳步增长。五年间墙体材料行业综合能耗年均降低 13.8%。主要污染物排放总体呈明显下降趋势。但是，当前我国新型建筑材料工业仍然存在以下主要问题：一是企业规模小、数量多，产品质量良莠不齐。二是安全环保节能产品开发滞后。三是发展不平衡，城镇地区发展较快，乡村相对缓慢。四是行业管理较弱，假冒伪劣产品冲击和扰乱市场秩序，社会责任意识仍待提高。

总体来看，“十一五”期间，新型建材行业的发展更为注重规模，而“十二五”期间，产业结构调整升级将是建材行业新型建筑材料需求量稳步增长。我国城乡每年新建建筑面积 20~30 亿平方米，既有建筑约 430 亿平方米，巨大的新增建设量及既有建筑改造为新型建筑材料发展提供了广阔的市场空间。到 2015 年，高性能防火保温材料、绿色装饰装修材料比例进一步提高。形成一批生产规模大、技术装备精、产品质量优的领军企业。提高企业现代化管理水平和信息化水平。综合利用固体废弃物总量在 2010 年基础上提高 20%。

新型墙体材料。砌块、建筑板材和多功能复合一体化产品，轻质化、空心化产品，石膏板复合保温板、硅酸钙板、外装饰挂板、蒸压加气混凝土板及各类多功能复合板等产品，高强度、高孔洞率、高保温性能的烧结制品及复合保温墙体材料。保温绝热材料。

建筑外墙用安全环保型保温材料，节能自保温型建筑墙体及材料，高速运输装备用安全型绝热材料及制品，真空隔热材料、热反射材料、相变材料等新型绝热材料，耐 1300℃ 以上高温的绝热材料及制品。建

筑防水材料。改性沥青防水卷材、自粘型防水卷材、热塑性弹性体（TPO）

防水卷材、种植屋面用抗根穿刺防水材料及防水保温一体化产品，柔性太阳能薄膜防水卷材，聚氨酯、聚脲类防水涂层，聚合物乳液类防水涂料和玻纤胎沥青瓦等。

建筑装饰装修材料。环保型墙纸，环保、耐候、自洁净型建筑涂料，环保、功能型实木复合地板和强化木地板，环保型多功能门窗，防腐木材、木塑制品，耐水、耐火、高强等功能性纸面石膏板，保温、防火、耐候及涂色铝塑复合板等。

产品结构调整。积极发展集防火、抗震、环保、保温、防水、降噪、装饰等多种功能于一体的新型建筑墙体和屋面系统等材料及部品。着力发展安全环保型防火保温材料、节能环保型门窗和建筑墙体。发展太阳能光伏发电—建筑一体化屋面系统及太阳能光伏发电墙体，与屋顶绿化相关的屋面材料及部品。

加快行业整合。发挥大企业在技术、资金、管理等方面的优势，实施兼并重组，加快行业整合，培育龙头企业。充分发挥中小企业多、贴近市场、机制灵活、创新能力强的优势，积极培育“专、精、特、新”的“小巨人”企业，引导产业链各类企业协同发展，形成优势骨干企业为龙头、大中小企业配套发展格局。在城镇周边合理布局新型建筑材料加工基地，支持一批产业链完整、特色鲜明、主业突出的新型建筑材料工业园区加快发展。加大节能环保新型建筑材料在新农村建设中的推广力度。

发展循环经济。对现有窑炉生产线实施节能改造，推广余热利用、变频调速及内掺燃料等节能技术。鼓励综合利用煤矸石、粉煤灰、矿渣、副产石膏、建筑垃圾等固体废弃物，建立与相关产业相衔接的循环经济生产体系，扩大资源综合利用范围和利用量。积极开展清洁生产审核，完善清洁生产评价体系。

加快技术创新。在新产品、专用技术装备、建筑部品等方面加大研发力度。加快技术改造步伐。支持节能型隧道窑替代轮窑、变频电机替代传统电机等技术改造，推广窑炉节能、自动切码运系统、挤压成型和液压成型等技术，提高防水卷材生产装备的大型化、自动化和节能减排水平，改造升级节能门窗制造和配套技术。制定新型建筑材料新产品标准，研究适合新产品应用的设计规范、施工规程及通用图集，加快与建筑规程规范的衔接。制定新型建筑材料部品目录，构筑标准化、系列化和专业化部品体系。

表 9：“十二五”新型建筑材料工业主要发展目标

指标	2010	2015	年均增长（%）
新型墙体材料占墙体材料比重（%）	55	65	[10]*
其中：建筑板材占墙体材料比重（%）	7.4	>20	[13]*
新型防水材料占建筑防水材料比例（%）	80	95	[15]*
墙体材料单位产品能耗降低（%）			[10]
固体废弃物综合利用率（亿吨）	2.8	3.5	5
规模以上企业研究与试验发展经费支出		>1.5	

占销售收入的比重 (%)			
--------------	--	--	--

备注：建筑板材主要包括：各类金属夹芯板、幕墙、纸面石膏板、硅酸钙板、其他各类墙体材料板材；[] 内为五年累计数；* 为 2015 年比 2010 年增加或减少的百分点。

资料来源：华泰证券

5.2 新型建材性能优良，部分行业已经具备全球竞争能力

1. 建筑用玻璃纤维产品

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，成分为二氧化硅、氧化铝、氧化钙、氧化硼、氧化镁、氧化钠等。它是以玻璃球或废旧玻璃为原料经高温熔制、拉丝、络纱、织布等工艺，最后形成各类产品。玻璃纤维单丝的直径从几微米到二十几微米，相当于一根头发丝的 1/20-1/5，每束纤维原丝都有数百根甚至上千根单丝组成，通常作为复合材料中的增强材料，电绝缘材料和绝热保温材料，电路基板等，广泛应用于国民经济各个领域。从 20 世纪 30 年代末至今近 70 年里，伴随着科技的迅猛发展，玻璃纤维凭借其优异的性能价格比，正在逐步替代传统的钢、铁、铝、砖、水泥和木材等材料。

玻纤需要将矿物放在 1600 度以上的熔窑内容制，一旦点火后就会连续生产 7-8 年，很少停车，否则窑内的耐火材料等需要重新更换。在玻纤的成本中，能源和叶腊石等矿石占比较大，我国玻纤生产企业凭借着成本优势，不断扩大产能和国际市场份额，目前已经成为全球最大的玻纤生产国。2009 年我国玻纤产量达到了 240 万吨，约占全球产量的 50%；而同期国外厂商的产能基本没有增加，整个产业向中国转移的趋势非常明显。从行业格局来看，玻纤的行业集中度很高。国内基本上被中国玻纤、重庆国际和泰山玻纤等 3 家玻纤厂商垄断，国际上主要被美国欧文斯康宁、法国圣戈班、美国匹兹堡（PPG）等垄断，这 6 家公司的玻纤产能占全球总产能的 70% 以上。

表 10：中国玻纤历年产能与世界对比（单位：万吨）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
中国大陆	125	160	211	240	280	317	347
其他地区	250	240	240	240	230	226	221
世界合计	375	400	440	480	510	543	568
中国占世界的比重	33%	40%	49%	50%	55%	58%	61%

资料来源：中国玻璃纤维工业协会

表 11：全球玻璃纤维主要生产企业情况

序号	企业名称	简要情况
1	OCF 公司	OCF 公司成立于 1938 年，是玻璃纤维的发明者，是世界先进建筑材料和玻璃纤维复合材料的先驱，是世界最大的玻纤增强材料的生产企业。
2	圣戈班公司	圣戈班公司成立于 1665 年，是世界最大的建材类综合集团公司，公司纺织型玻纤产品供应量

		占世界市场的20%。
3	PPG公司	PPG公司是世界一流的涂料、玻璃、玻纤制品、工业化工及特殊化工产品的生产商和供应商，在全球建有8个玻纤生产基地，产品主要针对电子、热塑和通用工业市场。

资料来源：中国玻璃纤维工业协会

中国生产技术已处国外同类水平。最近 10 年国外装备及工业技术没有出现重大突破，中国主要企业生产技术已处国外同类水平。国家对玻纤行业非常重视，经过“八五”重点科研攻关、“九五”重点技改和“十五”期间 863 计划重点研发，国内主要生产企业积累了一定的研发和生产技术，已经可以运用现代化的池窑拉丝、电助熔及纯氧助燃、6000 孔大型拉丝漏板、无硼无氟配方、直接在线短切与烘干等先进的生产技术，并自主研发浸润剂，具备了国际竞争力。产品结构上已基本淘汰了高碱玻纤，规模以上厂商无碱产品占 80%以上，有少量中碱和耐碱玻纤。

国产玻纤质量处于上游水平。中国在无捻粗纱、细纱、膨体纱、短切原丝毡、缝编/复合毡等通用玻纤的质量和国外厂商已处于同等水平，有些产品甚至优于国外厂商。例如附加值最高的增强材料短切原丝毡，国外原丝线密度为 25tex、50tex 和 100tex，最小单重到 225g/m²，而云天化生产的短切原丝毡最小单重可到 100g/m²，优于国外厂商。

2. 纸面石膏板

(1) 新型墙体材料－纸面石膏板行业

我国建筑能耗占全社会能耗的 25%-30%，建筑节能是节能减排的重要组成部分。我国房屋建筑材料中 70% 是墙体材料，其中粘土砖占据主导地位。我国每年生产粘土砖耗能 6000 万吨左右标准煤，破坏耕地 50 万亩左右。

2005 年，国务院办公厅发出《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》，通知提出，“2010 年底，全国所有城市都要禁止使用实心粘土砖”。发展新型墙体材料替代大量的实心黏土砖，具有保护耕地、节约能源、利用废渣、治理环境污染、改善建筑功能等重大社会经济效益。随后，国家和各地方政府加大了淘汰实心粘土砖的力度，08 年以来，全国多个省份又陆续出台了禁止或限制使用空心粘土砖的政策。石膏板在节能降耗、环境保护方面性能卓越，是取代实心粘土砖最理想、最经济的墙体材料之一。

纸面石膏板主要原材料为脱硫石膏，脱硫石膏的再利用受到国家鼓励。

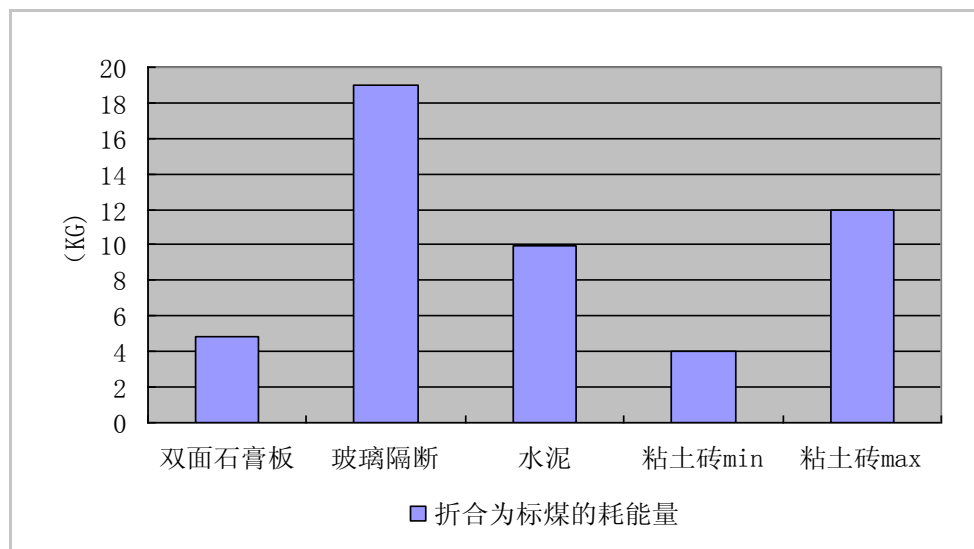
脱硫石膏是工业废渣，如果做抛弃处理，则常年累积，不仅浪费大量的土地，而且会污染环境。05 年以来，我国脱硫石膏产量急剧增长，其用途基本上是制造纸面石膏板或做抛弃处理，形成工业废渣，其它用量很少。国家部委和地方政府，对脱硫石膏的再利用，给予了多方扶持政策。

(2) 纸面石膏板行业面临良好的发展机遇

相对于传统材料，纸面石膏板有两点明显的优势：1. 石膏板的生产能耗很低，在正规的年产 2000 万平方米的生产线上，每平方米石膏板的综合能耗（包括用电）不超过 1.5kg 标煤，每平方米双面单层石膏板隔墙，其生产能耗不超过 3 公斤标煤，而每平方米单砖黏土砖墙的生产能耗是 4~12 公斤标准煤（取决于不同窑型）。2. 石膏板能够实现大规模的产业化生产。纸面石膏板厂可以实现大规模的自动化生产，产品质量稳定，劳动生产

率高。目前,我国单机年产量最大为 3000 万平方米,国际上的单机年产量最大已达到 5000 万平方米。因此,目前石膏板在建筑领域里有了举足轻重的地位,已经成为许多公用建筑隔墙与吊顶的首选材料,近几年纸面石膏板的需求量开始大幅攀升。

图 23: 各种材料单位能耗对比 (平方米)



资料来源: 华泰证券

5.3. 重点公司

中国玻纤

中国玻纤股份有限公司的前身是中国化学建材股份有限公司, 1998 年由中国新型建筑材料(集团)公司、浙江桐乡振石股份有限公司、江苏永联集团公司和中国建筑材料及设备进出口公司等四家公司共同发起, 采用募集方式设立。2004 年更名为中国玻纤股份有限公司。目前公司总股本为 4.27 亿股。公司 99 年初上市时多元化经营, 业务涉及建材和贸易等领域, 02 年剥离其他资产, 集中精力发展玻纤, 玻纤业务主要通过控股子公司巨石集团来运营。目前公司和重庆复合、泰山玻纤占据了全国池窑玻纤总产能的 70%, 呈现寡头垄断格局, 市场控制能力、成本转嫁能力和下游议价能力较强。2010 年 4 月 8 日, 公司公布发行股份购买资产暨关联交易预案, 拟向控股子公司巨石集团的其他股东发行股份购买巨石集团其余 49% 的股权, 收购完成后, 巨石集团将成为中国玻纤的全资子公司, 并进一步打造中国玻纤在玻璃纤维业务领域的竞争力。

作为全球玻纤龙头, 公司的竞争优势明显, 主要体现在以下几个方面:

规模优势: 公司产能位居世界首位, 在产能快速扩张的同时, 产品质量和产品结构也得到提高和优化。公司桐乡基地五线年产 14 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线是迄今为止全球规模最大的生产线, 超大规模生产线有效降低了单位折旧成本。

资源优势: 叶腊石是制备玻纤的主要矿石原料, 80% 分布在福建和浙江交界地区。公司目前拥有 500 万吨的叶腊石矿山, 在未来 15 年内可以保障叶腊石原料的稳定供给。

成本优势：公司采用纯氧燃烧技术，节省了天然气用量，吨玻纤天然气消耗从 400 立方米降低至 200 立方米，约节约成本 700 元。

市场渠道优势：公司销售渠道从代理经销商、独家代理商演变到以 60% 的比例控股的海外经销公司，有效控制了销售渠道。公司已建立全球销售网络，布局合理，同全球 70 多个国家的客户建立了长期稳健的合作关系。

预计公司 2011-2013 年收入为 61.45 亿、69.61 亿、73.81 亿元。考虑定向增发收购巨石集团事件完成，假设按全年并表计算，全面摊薄的 EPS 为 1.5 元、2.08 元、2.38 元；假设按半年并表计算，则全面摊薄 EPS 为 1.19 元、2.08 元、2.38 元，给予“推荐”的投资评级。

北新建材

成本端下降，投资时点好于以往。2009 年北新上涨的两大因素：毛利率从 24% 上升到 31%，提升 EPS，房地产复苏提升估值，而 2010 年以来北新面临地产需求调控，估值受压，成本压力的存在业绩又难以超预期。但目前来看，成本端已经出现正面迹象，投资时点应该说好于以往。

美废价格 10 月以来累计下跌 16-18%，下跌与需求相关，具备一定可持续性。我们估算，公司成本结构中，护面纸、煤炭占比约 32%、28%。而护面纸价格走势基本类似于美废价格。美废均价在金融危机后持续上涨，公司综合毛利率从 31% 下降至今年前三季的 21.9%。直到本月美废价格出现 16-18% 左右下跌。

我们预计两个月左右将影响公司的采购价格。假设实际采购价格波动只有指数的一半，我们判断对毛利率有三个点左右正面影响。我们了解到，本轮美废、纸浆价格都出现了较大幅度下跌，这与相关纸业需求相关。就国内而言，箱板纸、瓦楞纸 9 月产量增速都下降至 5% 左右，由经济紧缩需求压力所致。

预计 2011-2013 年 EPS 为 0.90、1.19、1.59 元。另外，市场关心的公司岩棉情况，公司产能 1.6 万吨，目前来看占比收入仅个位数，如果岩棉市场爆发，预计提升估值的作用大于提升 EPS。

5.4 主要风险

玻璃纤维行业的主要风险在于国际市场的持续低迷，国内玻纤产品有 30% 以上供应全球市场，如果海外市场低迷会影响整个行业的盈利水平。纸面石膏板的风险在于原材料价格上涨导致的成本上升，下游地产行业下滑周期超出预期。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现 20% 以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。