



2004 年 12 月 10 日

## 建材行业 2004 年回顾及 2005 年展望

—— 紧缩效应仍将持续

减持

### 相关报告

《建材行业四季度报告》，2004 年 9 月

《水泥行业三季度报评述》，2004 年 11 月

《玻璃行业三季度报评述》，2004 年 11 月

- 2004 年的宏观调控对水泥行业的影响是显著的，在一系列政策出台的影响下，水泥产量及价格均有明显回落，行业收入增幅减缓。
- 瓶颈行业对水泥行业的制约依然严重，煤炭及电力等能源价格的上涨进一步压缩了行业的盈利空间，对行业来说无疑是雪上加霜。
- 2004 年水泥行业产品库存不断增加，反映出行业产销衔接不甚理想，与此同时，全国各地仍有一批水泥生产线将于今年和明年投产，行业供大于求的局面仍将延续。
- 考虑到调控的滞后效应以及 2004 年投资规模仍然偏大，在建工程仍未完工等因素，2005 年水泥行业仍将有将近 10% 的增长，水泥价格呈现“先抑后扬”走势，行业竞争将加剧。在结构调整过程中，行业将重新洗牌，具有规模优势的企业终将胜出。
- 2004 年的玻璃行业保持了产量及价格高位运行的态势，1~10 月份主要浮法玻璃品种的平均价格相对去年有将近 20% 的涨幅。同时企业库存呈下降趋势，产销衔接较为理想。
- 玻璃价格的高位运行使行业充满了扩张的冲动，事实上去年到今年投产或即将投产的一大批生产线已经证明了全行业产能扩张的现实，行业的激烈竞争在所难免。
- 2005 年玻璃价格有可能呈现前高后低的走势，行业内生产中高端产品及电子玻璃的公司可适当关注。

王昕  
+86 75582463388ext8992  
Wangxin1  
@chinaeagle.com



水泥行业——步入结构调整期

◆ 产量及价格回落显著

2004 年对于水泥行业来说可谓是多事之秋,年初全行业延续了 2003 年底以来的高增长态势,2 月份水泥产量同比增加幅度达 33.5%,为近两年来的最大幅度。过度投资的热潮使行业隐含的风险性增大,就在人们对水泥行业的前景看好,各地仍然大干快上水泥项目之际,2 月份国务院召开了“严格控制部分行业过度投资电视电话会议”,发改委、财政部、国土资源部、建设部、环保总局、质检总局等联合发布了《关于防止水泥行业盲目投资加快结构调整的若干意见》,水泥同钢铁、电解铝一道成为国家控制投资的对象。4 月份国家一系列调控措施出台,随着固定资产与房地产投资水平的下滑,水泥产量的同比增速也呈现快速下滑态势。其中 3 月份的回落幅度最大,达到了 10.5 个百分点,8 月份水泥产量同比仅增长 9.4%,较 2 月份时的同比增长 33.5% 减少了 24 个百分点。10 月份略有回升,但仍处于较低水平。

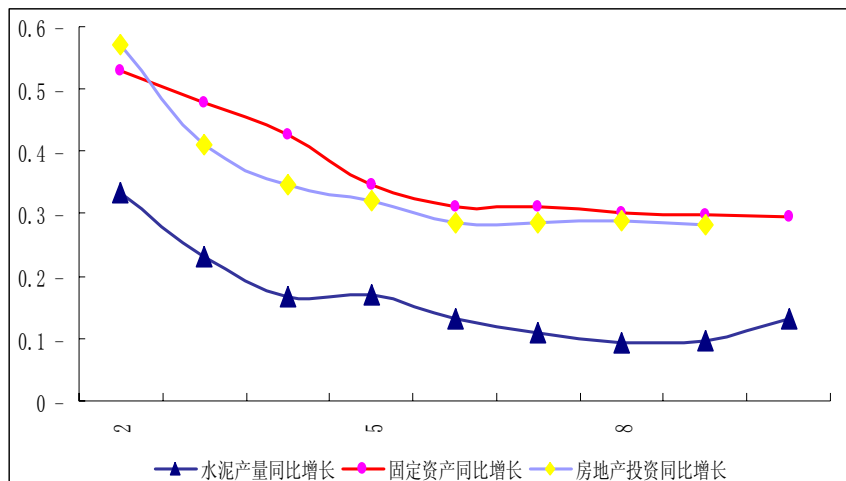


图 1: 水泥产量增速与固定资产投资、房地产投资增速关系

数据来源: Wind 资讯、大鹏证券研究所

与此同时,自年初以来,各水泥主要品种的价格均呈缓慢下滑趋势,反映出行业的供需矛盾仍然存在。即便如此,通过比较

去年 1~10 月和今年同期的 P032.5 和 P042.5 两种主要水泥产品价格，今年的均价仍然比去年高大约 5~7 个百分点。从分地区情况来看，华东地区的价格降幅较大，自年初至今降幅近 20%。而东北地区水泥价格却有小幅的上扬，幅度大约为 5%~6%。

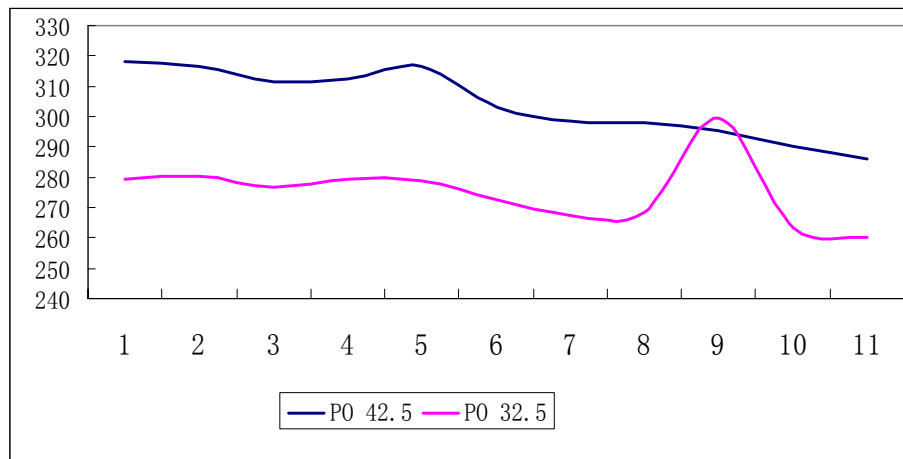


图 2: 2004 年 1~11 月两种水泥价格走势

数据来源: 建材信息网、大鹏证券研究所

#### ◆ 瓶颈行业制约仍较大

水泥行业是高耗能行业，其中煤炭和电力在产品成本中的比例接近 60%。年初以来，煤炭供应持续紧张，国内煤炭价格在 6 月份上涨至高点并持续在高位运行，9 月份全国煤炭价格与去年同期相比已有近 60% 的涨幅，加之火电部门又开始继续储备煤炭以应对水电的枯竭期和北方地区的冬季供热，煤炭的紧张状况到明年都难以得到改观。另外从 10 月 1 日起为了有效调节有限的电力资源，国家对水泥等 6 个高耗能产业的用电价格上调，上浮幅度在每千瓦时 0.02 元~0.05 元，以 9 月份水泥产量 8292.08 万吨计算，一月将减少水泥利润 1.6~4.1 亿元，第四季度将至少减少利润 5~10 亿元。此外公路治理超载导致运价上涨，也使行业的盈利空间受到挤压。

#### ◆ 行业供需矛盾依然存在

全国重点联系水泥企业的销售情况 1~11 月基本产销平衡，

累计销售率为 99.84%，销售增速及产销率从 2 月份开始逐步下滑，6 月份探底回升后 8 月份再次出现下滑趋势，受三季度水泥销售旺季的影响，10 月份产销率再次上升，但仍低于年初水平。与此同时企业库存变化较大，库存同比变化与产销率存在一定的反向关系，总的来看，企业库存是在不断增加的，自 9 月份开始，库存同比大幅增加，企业压力加大，经营前景不乐观。

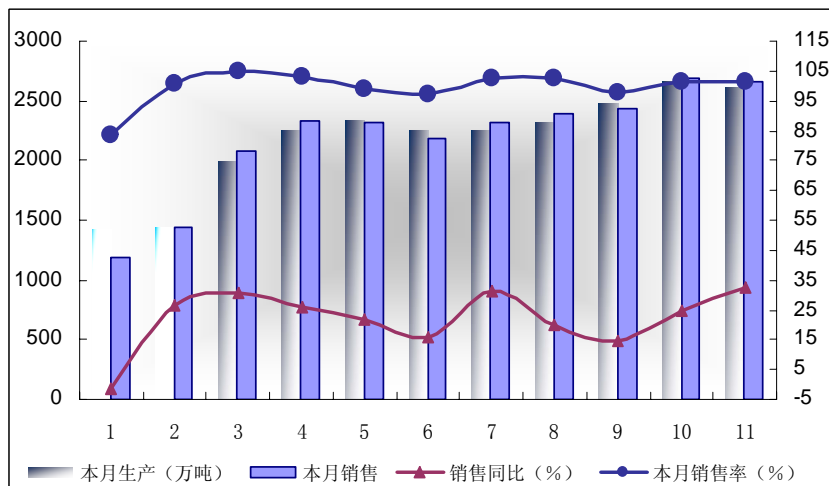


图 3: 2004.1~11 月重点联系水泥企业产销情况

数据来源: 建材信息网、大鹏证券研究所

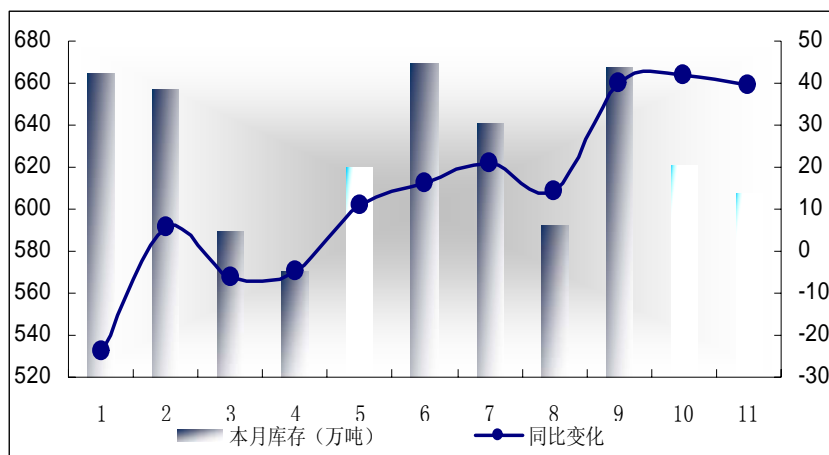


图 4: 2004.1~11 月重点联系水泥企业库存情况

数据来源: 建材信息网、大鹏证券研究所

自全年年底开始，随着水泥价格的上涨，全国新上了一批水泥项目，水泥行业的投资周期为一年左右，去年开工建设的一批

生产线在今年下半年集中投产，据水泥协会统计，2004 年下半年将有 80 条生产线建成，新增熟料产能 5500 万吨，全年新型干法产能同比增长 50%。产量增速虽然逐月减缓，但是全年产量预计仍将同比增长 15% 左右。

随着产能的集中释放相对应的却是行业需求前景不乐观，调控政策导致固定资产投资以及房地产开发投资减少，直接减少了水泥的下游需求。此外加息也抑制了房地产等行业对水泥的需求，对行业的影响也非常大。在此影响下，预计明年上半年水泥价格将会维持低位运行，行业增速将有所放缓，预计 2005 年全年产量同比增加 10% 左右。

#### ◆ 行业结构调整任重道远

随着宏观调控的进一步深化，水泥行业也将全面进入结构调整期，根据国家的产业规划和相关政策，对水泥行业并不是“一刀切”的进行限制，而是“有保有压”，即逐步淘汰落后的立窑水泥和湿法水泥，支持加快发展新型干法水泥，重点支持在有资源的地方建设日产 4000 吨及以上规模新型干法熟料基地项目。但在政策具体的执行过程中，受地方保护等多种因素的影响，结构调整将会经历一个较长的时期，水泥行业的结构调整之路依然任重道远。

我们认为，宏观调控将有利于水泥行业进行结构调整，在此过程中，行业中竞争力不强的中小企业将退出市场，具有规模优势的大型企业将最终胜出，结构调整会给行业带来阵痛，但这是为了获得今后的健康发展所必须经历的。

随着调控的深化及供需形势的变化，2005 年水泥价格可能会呈现“先抑后扬”的走势。行业评级为减持，但可适当关注行业内具有较大规模的公司。

玻璃行业——产能扩张成隐忧

◆ 产量保持增长、价格高位运行

2004年1~10月,全国共累计生产平板玻璃25265.28万重量箱,已超过去年全年产量,累计同比增加23.5%,预计全年将增长20%左右。宏观调控对玻璃行业的影响要小于水泥行业,行业产量增速虽一度回落,但仍然保持了较高位运行。与此同时,各类浮法玻璃的价格在经过5月份的小幅回落后再次走高保持高位运行,1~10月份主要浮法玻璃品种的平均价格相对去年有将近20%的涨幅。

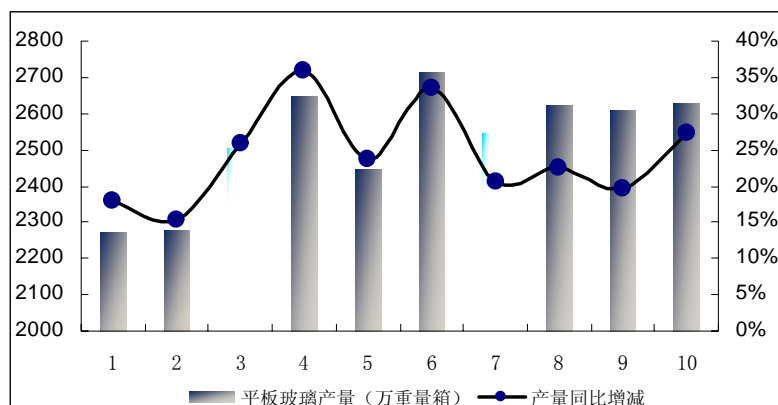


图 5: 2004年1~10月平板玻璃产量及同比增速

数据来源: 建材信息网、大鹏证券研究所

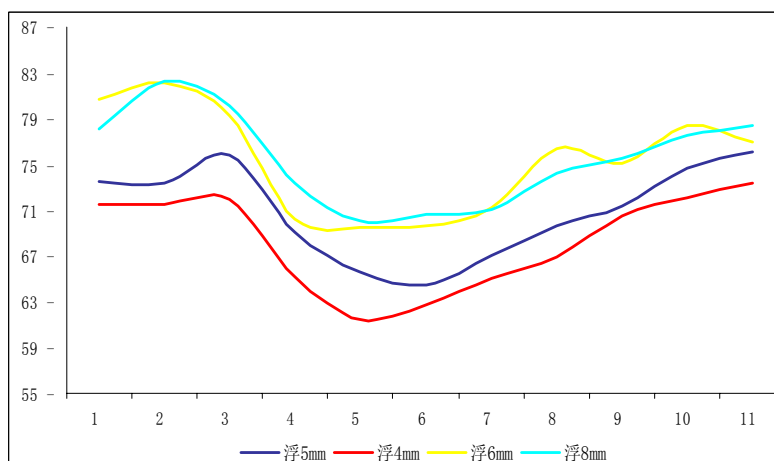


图 6: 2004年1~10月主要浮法玻璃品种价格走势

数据来源: 建材信息网、大鹏证券研究所

◆ 产销平衡、库存下降

2004 年 1~11 月全国重点联系玻璃企业累计生产平板玻璃 21945 万重量箱，累计销售 21376 万重量箱，累计产销率 97.4%，基本保持平衡。销售增速自 5 月份以来呈下降趋势，企业库存自年初开始不断下降，但 11 月份的库存同比增幅较大，这能否成为行业库存变化的拐点还有待观察，但玻璃行业今年的销售仍能维持较好的水平。

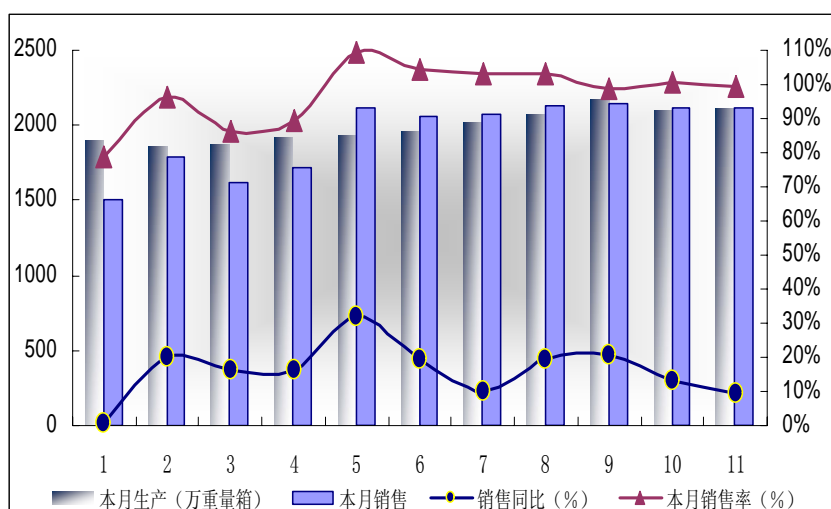


图 7: 重点联系玻璃企业 2004 年 1~10 月产销分析

数据来源: 建材信息总网、大鹏证券研究所

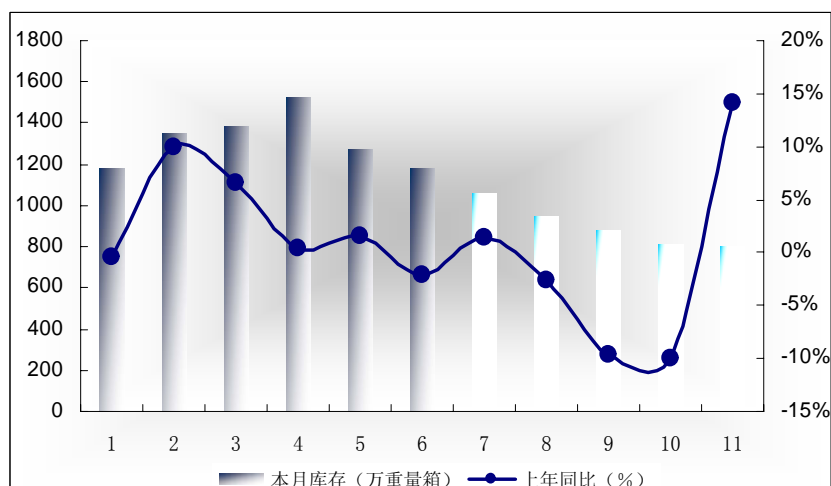


图 8: 重点联系玻璃企业 2004 年 1~10 月库存分析

数据来源: 建材信息总网、大鹏证券研究所

### ◆ 产能扩张迅速将导致激烈竞争

随着玻璃价格的不断走高，玻璃行业开始了新一轮的产能扩张，据建材工业信息中心初步统计，2003 年内投产和在建的浮法玻璃生产线约 60 余条，总计生产能力 17235 万重箱。2004 年上半年有 10 条线建成投产，新增能力 2409 万重箱/年；下半年将有近 20 条线竣工，新增能力 5934 万重箱/年；其余生产线将在 2005 年至 2006 年建成投产，新增能力 8892 万重箱/年。

我国的平板玻璃行业总体上是产能过剩的，在这新一轮的产能扩张中，玻璃建线比较集中，如果在建和拟建的生产线在今明两年都相继建成投产，会带来新的不平衡，造成供大于求。而玻璃行业的特点是连续生产，市场不好也不能停，企业为摊薄成本，反而要提高产量，因此竞争将会异常激烈。

今年的宏观调控政策和加息均压缩了信贷及投资规模，对平板玻璃的主要下游行业房地产业将会造成一定的影响，预计明年随着政策效应的进一步显现，平板玻璃及加工玻璃的需求会因此受到影响，玻璃价格有可能呈现前高后低的走势。单纯生产普通浮法玻璃及加工玻璃的企业前景不容乐观，而生产中高端浮法玻璃和电子玻璃的企业仍有望进一步增长。

基于此我们对玻璃行业的整体评级为减持，行业内生产中高端产品及电子玻璃的公司可适当关注。

## 行业上市公司情况

截至 2004 年 12 月 9 日，水泥行业共有 21 家上市公司，总市值 415.45 亿元，占全部 A 股总市值的 0.99%；玻璃行业共有 9 家上市公司，总市值 202.9 亿元，占全部 A 股总市值的 0.48%。

剔除水泥板块中新上市的青松建化和赛马实业以及最近三年均未现金分红的大同水泥和四川金顶，水泥板块近三年平均股息率为 1.33%；剔除玻璃板块中新上市的新华光和亏损的 ST 洛玻，玻璃板块近三年平均股息率为 2.19%。

目前水泥板块加权平均市盈率为 40 倍，玻璃板块加权平均市盈率为 31 倍，而全部 A 股的平均市盈率为 21 倍，从市盈率来看，水泥和玻璃板块均不具备明显的投资价值。

水泥和玻璃板块与全部 A 股的有关比较指标如下表：

项目	加权每股收益	净资产收益率	主营业务收入			净利润		
			三季度 同比	二季度 环比	三季度 环比	三季度 同比	二季度 环比	三季度 环比
全部 A 股	0.215	9.45%	37.55%	17.07%	3.70%	49.22%	8.54%	4.78%
水泥板块	0.192	9.17%	37.93%	30.68%	4.60%	41.53%	-10.25%	-8.73%
玻璃板块	0.193	7.63%	50.07%	15.00%	5.80%	246.58%	0.97%	3.18%

数据来源：Wind 资讯

从主营业务收入和净利润来看，水泥和玻璃板块三季度增速依然强劲，主营业务收入三季度同比增速均高于全部 A 股平均水平，但从环比增速来看，虽然三季度全部 A 股的主营收入环比增速呈下降趋势，但水泥板块的降幅要大得多，而与此同时水泥板块的净利润环比已是连续减少，反映出水泥行业收入减少而成本上升的状况。玻璃板块的情况要略好于水泥板块，收入及利润均保持了增长，这一方面得益于今年玻璃价格的高位运行，另一方面反映出玻璃行业受调控的影响要小于水泥行业。但我们应该注意的是，在这样的形势下，玻璃行业面临的产能扩张和竞争态势将更加严峻。

从现金流量来看，今年三季度水泥板块 21 家公司和玻璃板块 9 家公司中分别只有 4 家和 1 家公司经营性现金流量为负值，反映出上市公司的经营及货款回收情况依然良好。

### 重点公司业绩预测

公司简称	收盘价	净利润(万元)			每股收益(元)			P/E			评级
	(20041210)	03A	04F	05F	03A	04F	05F	03A	04F	05F	
南玻 A	8.95	20391	30464	42649	0.30	0.45	0.63	29.83	19.89	14.21	买入
海螺水泥	9.36	73956	104220	125570	0.59	0.83	1.00	15.86	11.28	9.36	买入
华新水泥	7.35	6824	15760	19700	0.21	0.48	0.60	35.00	15.31	12.25	买入
金晶科技	10.95	3144	5791	11331	0.25	0.46	0.90	43.80	23.80	12.17	中性

本报告是大鹏证券综合研究所的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表大鹏证券综合研究所的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。大鹏证券综合研究所无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属大鹏证券有限责任公司及其研究所所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by CES Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and CES is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2004. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of CES.