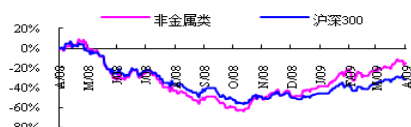


非金属建材
评级：中性
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
非金属建材	6.9%	38.0%	-14.5%
沪深 300	4.9%	26.6%	-31.8%

重点公司	6m%	YTD%	评级
海螺水泥	130.6%	-38.6%	增持
华新水泥	146.8%	1.1%	增持
南玻A	125.0%	-4.4%	增持
冀东水泥	169.6%	-5.4%	增持
中材科技	75.0%	23.6%	增持
海螺型材	114.8%	10.8%	增持
鲁阳股份	114.9%	-3.1%	中性
祁连山	171.2%	84.9%	增持

相关报告

建材行业 2009 年投资策略报告：受益于国家扩内需政策 但压力犹存

2008 年 12

建材行业 2 月跟踪报告：继续关注增长预期明确的优势股 2008 年 2 月

建材行业二季度投资策略：在分化中寻找低估机会 2009-2-28

分析师

卜忠东

电话：0755-83716694

邮件：buzd@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

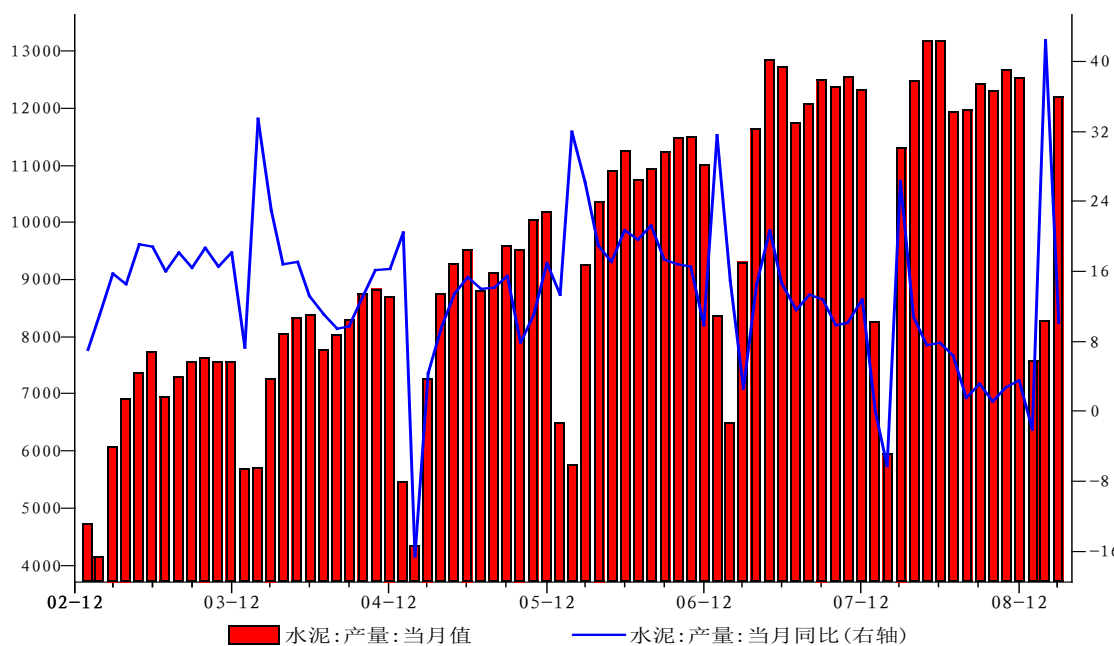
- 水泥行业运行数据表明：水泥行业产销增长，价格稳中有升，但利润微降，显现一定的压力。因供求不同，区域分化明显。预计随着消费旺季的即将到来及国家大规模基建投资的陆续开工，5 月份水泥行业的景气程度有望逐渐趋好。
- 玻璃行业在已出现较大范围停产的情况下，随着消费旺季的到来，已出现产销小幅回升，库存改善，浮法玻璃价格止跌走稳的向好迹象。预计 5 月份玻璃行业的景气仍可能处于低位运行、等待复苏的阶段。真正能使玻璃行业走向复苏的依然是供求关系的改善。
- 建材板块的市盈率水平已高于全部 A 股和沪深 300 的估值水平。鉴于建材行业的整体成长性，可给予其 15-20 倍市盈率，目前建材板块的估值水平相对合理，已一定程度反映了其未来的成长性，因此，给予建材行业中性的投资评级。
- 鉴于建筑施工的季节性及春节长假的影响，一季度通常不是建材行业的消费旺季；此外，国家 4 万亿投资的启动及实施也存在一定的时滞性，因此，建材公司的一季报并未出现太多的惊喜。截至到 2009 年 4 月 24 日，仅 11 家公司净利润出现增长，而 21 家公司则出现净利润下降的情形。建议投资者利用一季报期间，合理调整建材公司的配置。
- 由于 2010 年水泥行业新增产能对市场的影响尚不明确，可能会一定程度影响水泥行业 2009 年的估值水平。因此，选择水泥公司时应关注其 2010 年能否保持增长。建议投资者可择机逢低增持赛马实业、天山股份、祁连山等区域市场较好的西部公司、以及华新水泥、冀东水泥、海螺水泥等具有产能扩张及整合能力的优势公司。
- 建议逢低增持南玻、金晶科技等涉足新能源且业绩有望持续增长的优势玻璃公司，建议逢低增持中材科技、海螺型材等有望受益于国家扩内需政策和节能减排政策、业绩有望持续增长的优势建材公司。

预计 5 月份水泥行业景气有望逐渐提升 但也显现一定的压力

1、2009 年前 3 月水泥行业保持增长态势，但经营压力有所显现

根据 wind 数据系统的统计信息：2009 年 1-3 月，全国水泥产量为 28049 万吨，同比增长 9.24%，增速高于上年同期约 3 个百分点。由于 2008 年有雪灾的影响，该数据的可比性并不强，仅供参考。

图 1 2003 年以来全国水泥月度产量（万吨）及同比增速（%）

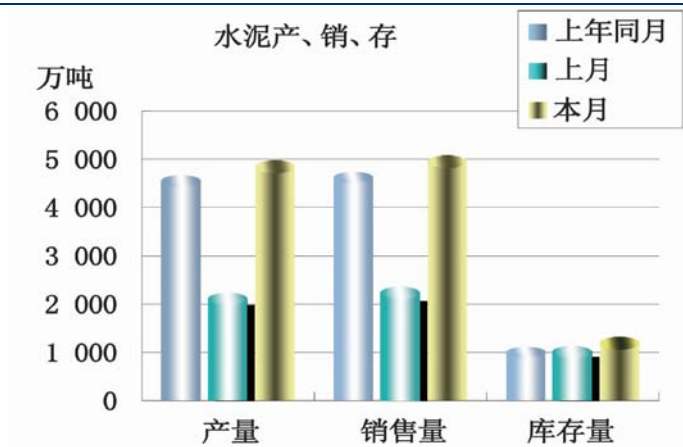


数据来源: Wind 资讯

资料来源: wind

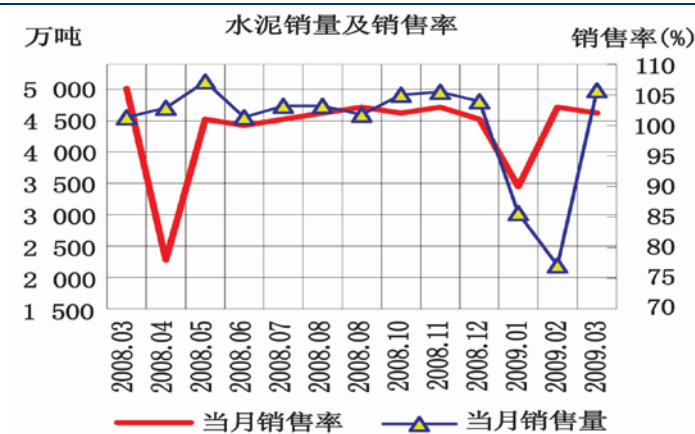
根据中国建材信息总网对全国 273 家重点联系水泥企业的情况统计：3 月水泥销售率为 102.76%，环比下降了 0.88 个百分点；3 月水泥库存 1226.28 万吨，比去年同期增长 19.09%。

图 2 2009 年 3 全国重点联系水泥企业的产、销、存情况



资料来源: 中国建材信息总网

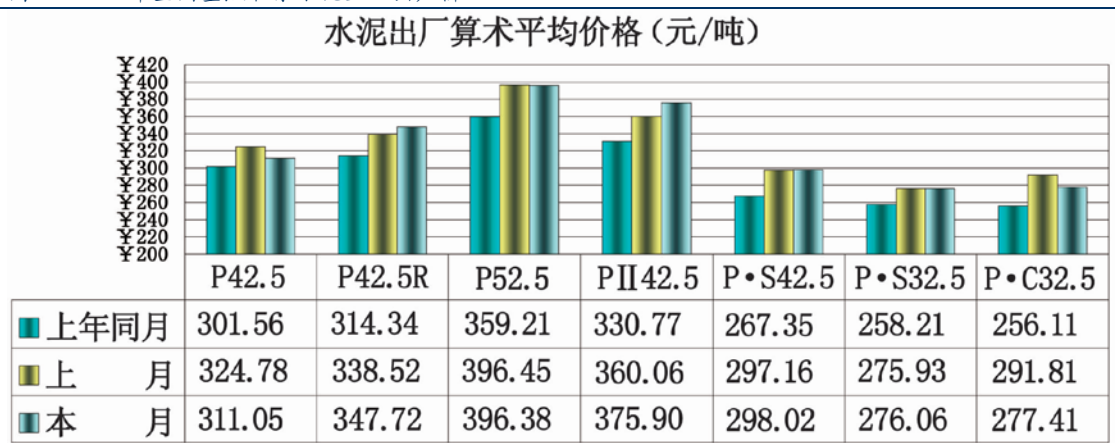
图 3 2008 年以来全国重点联系水泥企业的销售情况



资料来源: 中国建材信息总网

根据中国建材信息总网对重点联系水泥企业 2009 年 3 月水泥价格的统计：7 种水泥品种的销售价格中只有普通硅酸盐 42.5 级和复合 P.C42.5 级这两个品种价格环比出现下滑，其余 5 个品种价格平稳或小幅上涨。此外，水泥价格的地区分化较明显，以普通 42.5 级水泥为例，仅西南地区上涨幅度较大，其他地区则保持平稳或下降，其中华东及西北地区的下降幅度相对大。这与 3 月份华东、华南地区的阴雨天气及部分地区开工不足导致水泥需求上升较慢有关。

图 4 2009 年全国重点联系水泥企业出厂价



资料来源：中国建材信息总网

进一步分析 193 家重点联系企业的工业经济指标可发现：2009 年前 3 月重点联系水泥企业的成本增长率和管理费用增长率均高于收入增长率，因降息导致的利息费用减少使财务费用同比减少，但利润总额同比下降 5.88%，显现出一定的经营压力。分地区看，西南、西北及华北地区的利润情况较好，而华东和华南地区依然面临较大的压力，利润总额均出现明显下滑。

表 1 2009 年 1-3 月全国重点联系水泥企业工业经济指标

单位：万元	2009年1-3月	上年同期	同比增长率%
产品销售收入	3814977	3511366	8.65
产品销售成本	3815435	2917482	9.18
产品销售费用	146335	145028	0.9
管理费用	238413	210567	13.22
财务费用	113222	139257	-18.7
利润总额	106001	112625	-5.88
应收帐款净额	1371857	1232229	11.33
库存	1927050	1638843	17.59
产成品	906811	758563	19.54

资料来源：中国建材信息总网

表 2 2009 年 1-3 月全国重点联系水泥企业的工业经济指标对比

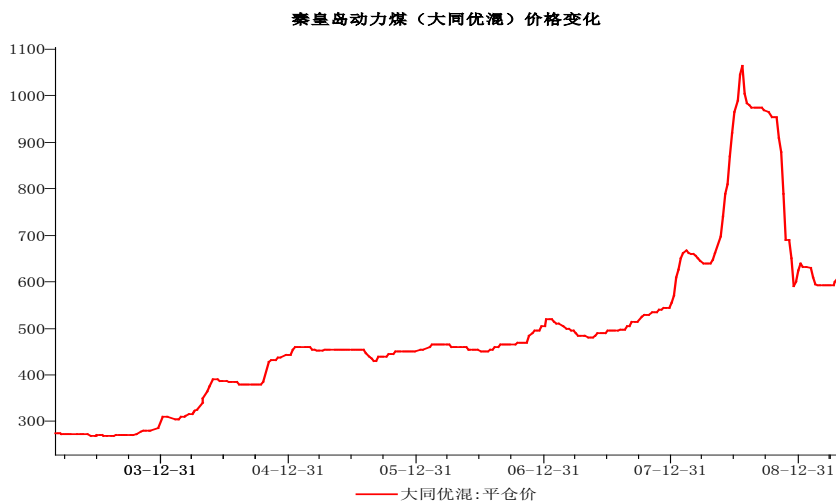
同比增幅：%	全国	华北地区	东北地区	华东地区	华南地区	西北地区	西南地区
产品销售收入	8.65	11.43	5.17	1.55	18.05	54.06	40.88
产品销售成本	9.18	11.54	14.43	1.69	21.21	39.16	45.36
产品销售费用	0.9	-6.95	-10.71	2.19	11.93	16.22	7.8
管理费用	13.22	23.17	-0.2	0.56	22.18	26.39	11.96
财务费用	-18.7	-33.22	27.18	-16.53	18.01	-8.99	-49.15
利润总额	-5.88	245.69	季节性亏损	-32.09	-35.68	扭亏	38.55
应收帐款净额	11.33	8.03	48.02	30.03	9.74	-48.17	29.95
库存	17.59	18.53	31.01	15.83	4.74	43.56	36.98
产成品	19.54	24.85	35.23	22.32	-16.45	60.51	70.58

资料来源：中国建材信息总网

2、预计 2009 年 5 月水泥行业的景气度有望逐渐提升

上述重点联系水泥企业的情况在水泥行业具有较强的代表性。我们仍维持 2009 年水泥市场供求相对平衡或略有过剩的判断。随着 4 月份消费旺季的大面积启动，以及国家 4 万亿投资基建项目的逐渐开工，水泥价格有望走稳，且煤炭、电力等原燃料价格也以平稳为主，预计 5 月份水泥行业的景气度有望逐渐提升，地区分化情况仍将延续。

图 5 2003 年以来秦皇岛动力煤价格变化



资料来源: 中国建材信息网

以下信息也一定程度印证了我们的判断。根据数字水泥网的 4 月 21 日发布的最新监测信息: 4 月中旬全国水泥市场价格较上周相比有很大提高, 全国未出现跌价区, 以稳中有升为主, 上调幅度多在 10-20 元/吨。其中华北地区河北省的石家庄、邯郸、邢台上涨 20-30 元/吨, 天津振兴出现供不应求, 北京金隅、冀东仍部分库存压力, 后市消化一定程度后, 京津唐三地应该会有统一上调的可能; 内蒙乌海上调 10 元/吨, 呼市一带仍不温不火。东北地区辽宁、吉林两省上涨 10 元/吨。西北地区陕西价格大幅度上涨 20 元/吨, 从需求和报价来看, 后市可能还有上升空间。西南地区价格保持平稳, 继续呈供需两旺态势。华中地区价格保持平稳, 需求虽在不断增长, 但是价格上涨乏力。华东地区价格保持平稳。华南地区价格平稳, 目前企业库存压力不是很大, 但是受天气时好时差的影响, 发货情况不稳定。

我们认为: 虽然水泥行业的利润微降显现出一定的压力, 但 5 月份水泥行业依然是平稳运行、景气逐渐提升的发展态势。

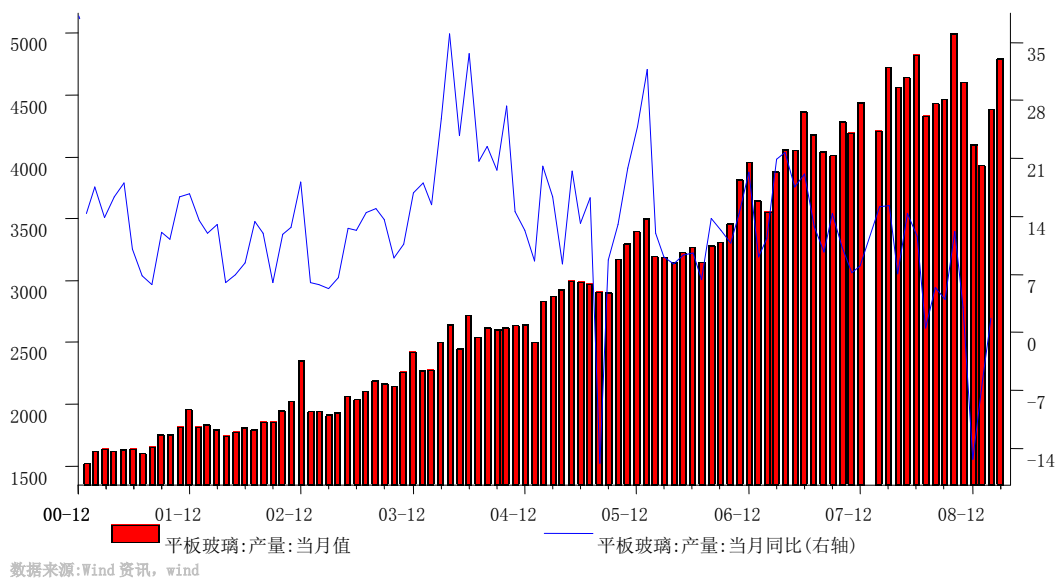
当然, 我们仍需密切关注国家 4 万亿投资的基建项目的开工实施进度及新增产能的增长情况。

预计 2009 年 5 月玻璃行业的景气度仍可能是低位运行 等待复苏

1、2009 年 1-3 月全国玻璃行业产销下降，库存情况有所改善

根据 wind 资讯数据：2009 年 1-3 月，全国累计生产平板玻璃 13532.97 万重量箱，比上年同期微增 366 万重量箱，同比增长 0.52%；前 3 月各月的当月产量分别同比增长了-5.85%、1.71%及-0.83%。上述几个增速均较上年同期明显回落。

图 6 2001 年以来全国平板玻璃当月产量（单位：万重量箱）及当月产量的同比增速（%）

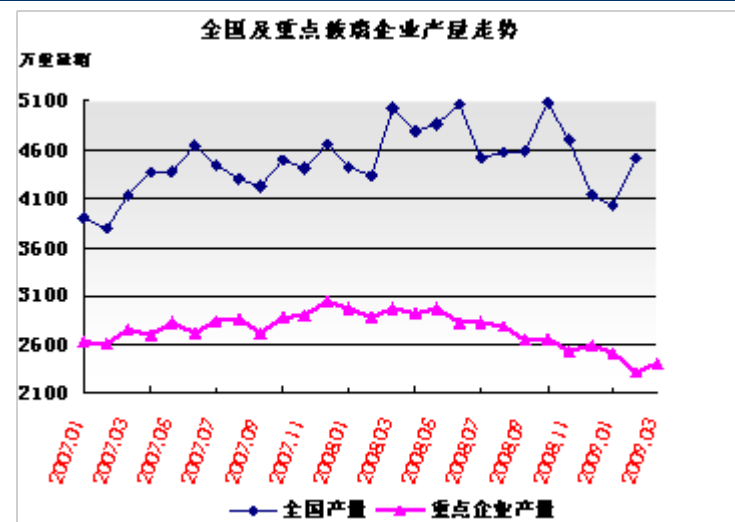


资料来源：中国建材信息总网

根据中国建材信息总网对重点联系玻璃企业的统计：2009 年 1-3 月重点联系玻璃企业的平板玻璃产量同比下降 16.23%，平板玻璃的销量同比下降 9.74%。3 月的平板玻璃销售率为 107.94%，环比上 3.02 个百分点，同比上涨 15.09 个百分点；1-3 月累计销售率为 99.71%；3 月末平板玻璃的库存同比下降 14.55%。

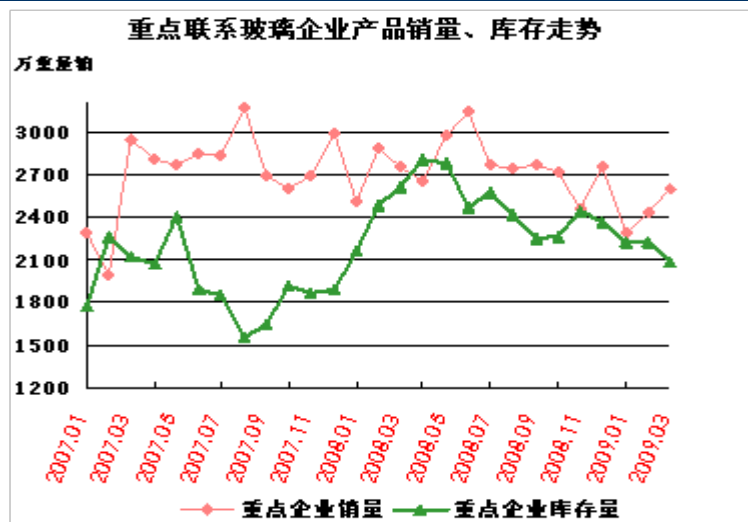
从图 7、图 8 可看到：2009 年 3 月重点联系玻璃企业的平板玻璃产量出现小幅回升，环比增长 3.81%（同比仍为下降）；3 月销售也环比增长 6.8%；库存已连续四个月出现下降。可见，玻璃行业的大规模停产已使市场供求发生一定变化，呈现出销售市场逐步转好，企业库存压力减少的向好迹象。

图 7 2007 年以来全国及重点联系玻璃企业产量



资料来源：中国建材信息网

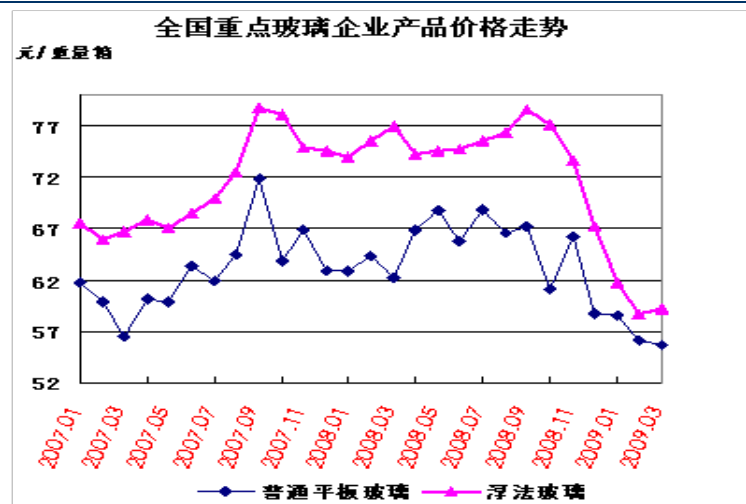
图 8 2007 年以来全国重点联系玻璃企业的销量及库存情况



资料来源：中国建材信息网

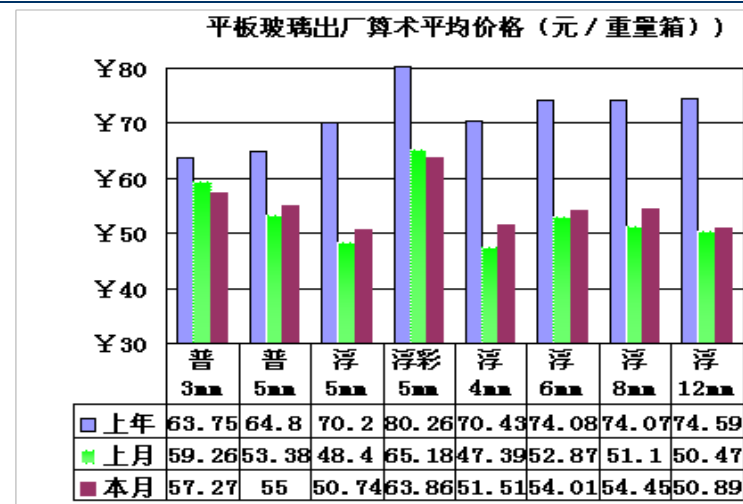
从玻璃产品价格来看，2009 年 3 月份普通玻璃产品价格仍处下滑态势，但浮法玻璃则出现止跌走稳迹象。具体见图 8、图 9。从图 9 可看到：中国建材信息网统计的 8 个玻璃品种中，仅有 2 个略微下跌，其余 6 个均为稳中有升。可见，3 月份玻璃价格已呈现一定的止跌走稳迹象，未来存在向好的可能。

图 9 2007 年以来全国重点联系玻璃企业产品价格情况



资料来源：中国建材信息网

图 10 2009 年 3 月全国重点联系玻璃企业平板玻璃出厂价



资料来源：中国建材信息网

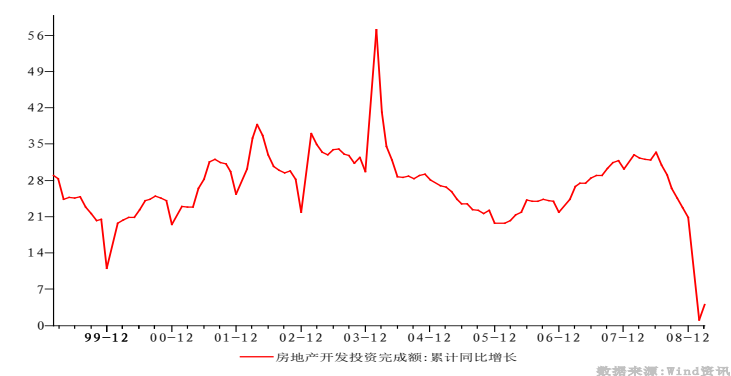
2、预计 2009 年 5 月玻璃行业处于等待复苏阶段

玻璃行业在已出现较大范围停产的情况下，随着消费旺季的到来，已出现产销小幅回升，库存改善，浮法玻璃价格止跌走稳的向好迹象。

玻璃行业的需求增长与房地产行业密切相关。从图 11 可看到：2009 年 3 月全国房地产投资完成额的同比增速略微回升，呈现一定

的走稳迹象；而图 12 则说明，房地产施工面积同比增速仍处于下滑态势下。可见，从需求方面来看，虽然玻璃行业有国家 4 万亿投资及保障性住房的利好预期，但房地产的需求仍可能疲软，这可能一定程度遏制了玻璃需求的增长。此外，我们也注意到：3 月旭硝子特种玻璃（大连）有限公司复产。其他停产冷修的玻璃生产线是否会很快复产，值得关注。预计 5 月份玻璃行业的景气仍可能处于低位运行、等待复苏的阶段。真正能使玻璃行业走向复苏的依然是供求关系的改善。

图 11 1999 年以来全国房地产投资完成额同比增速：%



资料来源：中国建材信息总网

图 12 2000 年以来全国商品房施工面积的同比增速变化



资料来源：中国建材信息总网

行业估值情况

1、建材板块的整体估值水平相对合理

图 12 最近一年建材行业走势与沪深 300 指数的比较



资料来源：wind

从图 12 可看到：2009 年以来，建材板块的走势强于沪深 300 和上

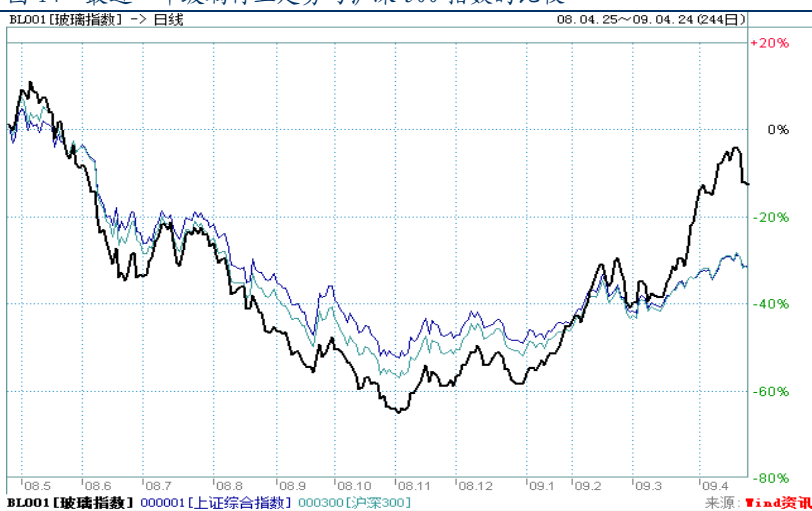
证综指，近两月建材行业的走势明显强于沪深 300 的主要原因是在太阳能概念的刺激下，玻璃板块的走势较强带动了建材板块。具体如下图：

图 13 最近一年水泥行业走势与沪深 300 指数的比较



资料来源: wind

图 14 最近一年玻璃行业走势与沪深 300 指数的比较



资料来源: wind

从下表 3 可看到: 建材板块的市盈率水平已高于全部 A 股和沪深 300 的估值水平。鉴于建材行业的整体成长性, 可给予其 15--20 倍的市盈率, 目前建材板块的估值水平相对合理。

表 3 2009 年 4 月 24 日相对估值情况

板块名称	2008 年报市盈率	2009 预测市盈率	2010 预测市盈率	市净率
全部 A 股	20.65	17.48	14.91	2.77
沪深 300	18.6	16.49	14.22	2.64
建材板块	35.45	22.65	17.58	3.19
水泥板块	31.27	20.2	16.6	2.85
玻璃板块	65.67	29.26	19.38	4.41
其他类非金属建材	35.39	27.84	20.65	3.07

资料来源: wind (09 年 4 月 24 日数据, 整体法统计, 剔除负值)

2、水泥、玻璃及其他非金属建材板块的整体估值水平也相对合理

水泥板块对应 2009 年报的预测市盈率为 20 倍左右, 基本合理; 对应 2010 年业绩的预测市盈率为 17 倍左右, 估值略微偏低, 考虑到 2010 年新增产能有可能影响水泥公司的 2010 年业绩, wind 系统中的业绩预测可能偏乐观等因素, 我们认为水泥板块目前的整体估值水平也相对合理, 不存在明显的低估情况。水泥板块 1994 年以来的市盈率及市净率变化如图 15、图 16。

图 15 水泥行业 1994 年以来的市盈率变化



资料来源：wind（整体法统计，剔除负数）

图 16 水泥行业 1994 年以来的市净率变化



资料来源：wind（整体法统计，剔除负数）

玻璃板块对应 2009 年、2010 年的预测市盈率分别为 29 倍和 19 倍左右，基本合理；但由于部分玻璃公司涉足新能源，市场对玻璃板块中的具有新能源业务的公司仍可能保持较高的热情，玻璃板块可能存在一定的交易性机会。

图 17 玻璃行业 1992 年以来的市盈率变化



资料来源：wind（整体法统计，剔除负数）

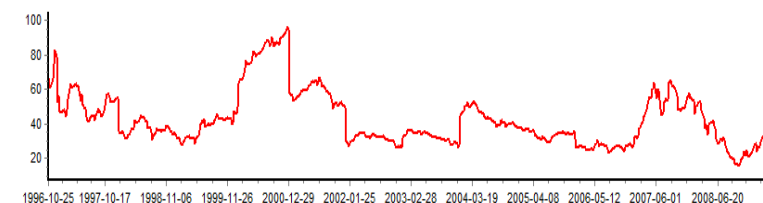
图 18 玻璃行业 1992 年以来的市净率变化



资料来源：wind（整体法统计，剔除负数）

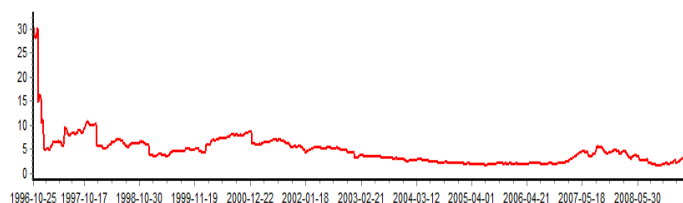
除水泥、玻璃以外的其他非金属建材板块对应 2009 年、2010 年的预测市盈率分别为 28 倍和 21 倍左右，基本合理。但由于公司涉足新能源或具有节能减排概念，该板块公司仍有望保持活跃。

图 19 其他非金属建材行业 1996 年以来的市盈率变化



资料来源：wind（整体法统计，剔除负数）

图 20 其他非金属建材行业 1996 年以来的市净率变化



资料来源：wind（整体法统计，剔除负数）

投资建议

1、给予建材行业中性的投资评级

鉴于建材行业的整体估值水平相对合理，维持建材行业中性的投资评级。

由于建材行业中的优势企业的成长性较好，且增长具备一定的持续性，给予这部分优势公司增持的投资评级。

2、建材公司的一季报可能会出现低于市场预期情况

鉴于建筑施工的季节性及春节长假的影响，一季度通常不是建材行业的消费旺季；此外，国家 4 万亿投资的启动及实施也存在一定的时滞

性，因此，建材公司的一季报并未出现太多的惊喜。从表 4 可看到：截至到 2009 年 4 月 24 日，仅 11 家公司净利润出现增长，而 21 家公司则出现净利润下降的情形。建议投资者利用一季报期间，合理调整建材公司的配置。

表 4 建材公司 2009 年第一季报的增长情况

证券简称	每股收益EPS: 元	营业总收入同比增长率: %	归属母公司股东的净利润同比增长率: %
祁连山	0.119	102.82	4248.55
赛马实业	0.13	94.52	353.77
青松建化	0.037	29.81	353.04
西水股份	0.0034	45.50	120.52
瑞泰科技	0.0728	35.77	72.15
海螺型材	0.0776	-14.98	65.04
中航三鑫	0.026	9.21	64.10
太行水泥	-0.02	-4.74	62.94
*ST双马	0.0324	5.67	27.13
冀东水泥	-0.014	3.71	14.55
华新水泥	0.08	23.21	6.41
鲁阳股份	0.11	0.31	-6.08
狮头股份	0.009	18.36	-7.14
海螺水泥	0.23	11.49	-9.05
中材科技	0.02	38.31	-10.21
*ST唐陶	-0.09	-37.58	-19.03
天山股份	-0.1089	37.99	-23.01
亚泰集团	0.04	26.04	-27.98
塔牌集团	0.08	11.85	-44.45
福耀玻璃	0.05	-20.76	-45.70
南玻A	0.05	-11.04	-68.68
北新建材	0.036	21.18	-80.22
江西水泥	0.0031	28.01	-94.04
尖峰集团	-0.009	12.47	-101.15
金德发展	-0.007	-39.69	-143.24
巢东股份	-0.11	10.15	-147.06
新华光	-0.03	-45.69	-204.48
福建水泥	-0.107	-25.39	-207.81
兔宝宝	-0.03	-18.12	-221.66
耀皮玻璃	-0.048	-29.41	-263.99
斯米克	-0.011	-12.36	-398.65
三峡新材	-0.028	-30.43	-1610.86

资料来源: wind

3、逢低增持具有持续增长能力的优势水泥公司

在国家促进内需的政策拉动下，预计水泥行业 2009 年仍将保持相对平稳的运行态势，但 2010 年水泥市场的不确定性可能会影响水泥公司 2010 年的业绩。因此，选择水泥公司时应关注其 2010 年能否保持增长。鉴于水泥市场的区域分化明显，地处西部区域的水泥公司可能面临的新增产能压力较小，业绩有望增长，投资者可择机逢低增持赛马实业、天山股份、祁连山等西部公司。

此外，华新水泥、冀东水泥、海螺水泥等具有整合能力的优势公司有望在未来的市场竞争中通过市场整合来提升其业绩，2010 年业绩有望保持增长，值得关注，建议投资者可择机逢低增持。

表 5 估值相对偏低的水泥公司

证券简称	2009 预测每股收益中值:	2010 预测每股收益中值:	4 月 24 日收盘价: 元	2009 P/E	2010 P/E
青松建化	0.5021	0.664	13.6	27.09	20.48
海螺水泥	1.8468	2.2473	38.54	20.87	17.15
冀东水泥	0.63	0.9132	14.6	23.17	15.99
塔牌集团	0.59	0.8264	12.88	21.83	15.59
华新水泥	1.359	1.6801	25.05	18.43	14.91
祁连山	0.658	0.8899	12.04	18.30	13.53
天山股份	0.888	1.0592	13.5	15.20	12.75
赛马实业	1.8013	2.1498	26.93	14.95	12.53

资料来源: wind (交易数据取自 2009 年 4 月 24 日)

4、继续关注受益于节能减排政策的优势公司

玻璃行业经营困难的格局短期内很难改变，但由于国家节能减排政策的推进，部分涉足新能源的玻璃公司可能存在一定的交易性机会，建议投资者逢低增持南玻、金晶科技等受益于国家节能减排政策且业绩有望持续增长的公司。

对于海螺型材、中材科技等受益于国家节能减排政策、业绩有望持续增长的优势公司，建议投资者择机逢低增持。

表 6 其它非金属建材公司的相对估值情况

证券简称	2008 年报对应的市盈率	2009 预测市盈	2010 预测市盈率
斯米克	77.46	81.11	61.45
瑞泰科技	34.41	30.98	24.83
中航三鑫	60.30	44.81	23.82
海螺型材	39.42	24.90	20.96
国统股份	28.05	24.78	19.98
鲁阳股份	26.91	23.08	18.85
中材科技	41.94	26.12	18.56
北新建材	25.65	23.54	18.38
栋梁新材	25.97	18.54	14.81
兔宝宝	38.41		14.36

资料来源: wind (交易数据取自 2009 年 4 月 24 日)

重点上市公司

建议投资者重点关注的建材公司如下表，投资者可择机逢低增持：

表 7 重点建材公司

证券简称	2009年4月24日 收盘价: 元	市净率	每股收益: 元			市盈率 (P/E)			投资建议
			2008A	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
赛马实业	26.93	3.10	1.57	1.80	2.11	17.15	14.95	12.76	增持
天山股份	13.50	5.16	0.62	0.83	0.99	21.77	16.27	13.64	增持
祁连山	12.04	4.31	0.45	0.68	0.81	27.00	17.59	14.86	增持
华新水泥	25.05	2.46	1.18	1.49	1.65	21.23	16.81	15.18	增持
海螺型材	7.84	1.69	0.20	0.39	0.45	39.42	20.10	17.42	增持
海螺水泥	38.54	2.65	1.55	1.85	2.08	24.86	20.87	18.53	增持
冀东水泥	15.50	3.18	0.41	0.59	0.81	37.80	26.27	19.14	增持
南玻A	18.00	4.82	0.35	0.54	0.75	51.43	33.20	23.90	增持
中材科技	26.31	5.60	0.63	0.94	1.08	41.96	27.99	24.36	增持
鲁阳股份	18.42	4.85	0.68	0.80	0.85	27.09	23.13	21.67	中性
瑞泰科技	13.23	4.53	0.38	0.43	0.54	34.41	30.98	24.50	中性
中航三鑫	12.96	4.80	0.21	0.29	0.41	61.71	44.81	31.61	中性

资料来源: wind, 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 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。本报告版权归国海证券所有。