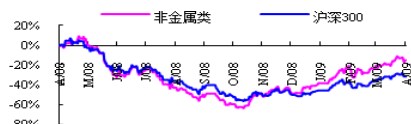


非金属建材
评级：中性
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
非金属建材	5.5%	17.6%	-10.0%
沪深 300	6.5%	19.1%	-25.4%

重点公司	6m%	YTD%	评级
海螺水泥	76.6%	-25.1%	增持
华新水泥	71.3%	-14.2%	增持
南玻A	151.4%	-5.8%	增持
冀东水泥	61.9%	-12.8%	增持
中材科技	62.3%	31.7%	增持
海螺型材	95.5%	-8.0%	增持
鲁阳股份	90.4%	-0.8%	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。

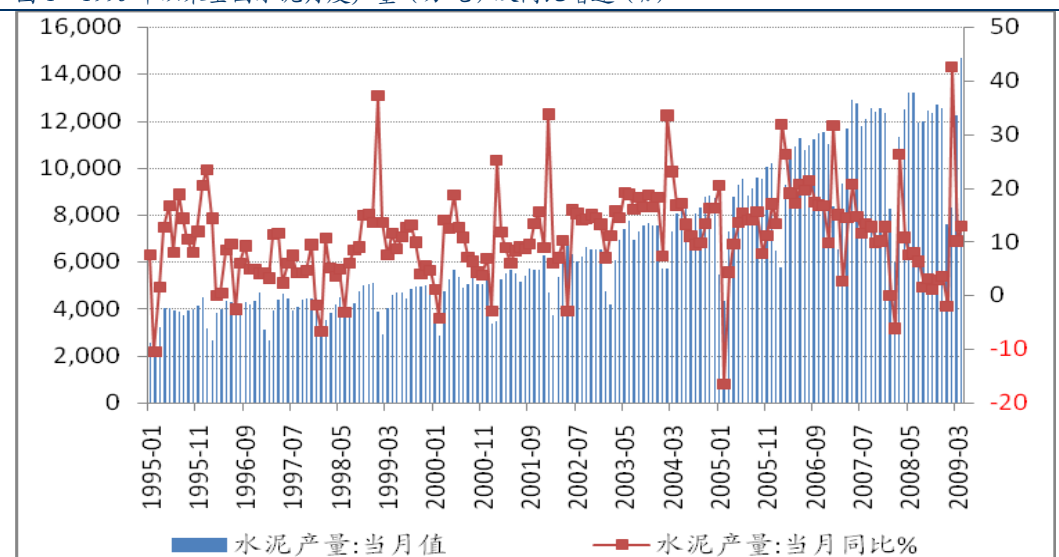
- 水泥行业运行数据表明：水泥行业产销增长，价格稳中微降，利润微升，区域分化越发明显。预计随着雨季的陆续到来及 7 月份消费淡季的临近，6 月份水泥行业的景气程度可能会逐渐下行，水泥价格以平稳为主。
- 玻璃行业在已出现较大范围停产的情况下，随着消费旺季的到来，已出现产销小幅回升，库存改善，浮法玻璃价格止跌走稳的向好迹象。预计 6 月份玻璃行业的市场情况可能会继续转好，但景气仍可能处于低位运行。真正能使玻璃行业走向复苏的依然是供求关系的改善。
- 建材板块的市盈率水平已高于全部 A 股和沪深 300 的估值水平；结合建材行业的整体成长性，目前建材板块的估值水平相对合理，已一定程度反映了其未来的成长性，因此，给予建材行业中性的投资评级。
- 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。
- 建议继续关注建材行业新增产能的增长情况及国家 4 万亿投资基建工程的实施情况。

地区分化明显 预计 6 月份水泥行业景气度可能会逐渐下行

1、2009 年前 4 月水泥行业保持增长态势，但地区分化显著

根据 wind 数据系统的统计信息：2009 年 1-月，全国水泥产量为 42891 万吨，同比增长 13.05%，增速高于上年同期约 3.15 个百分点。

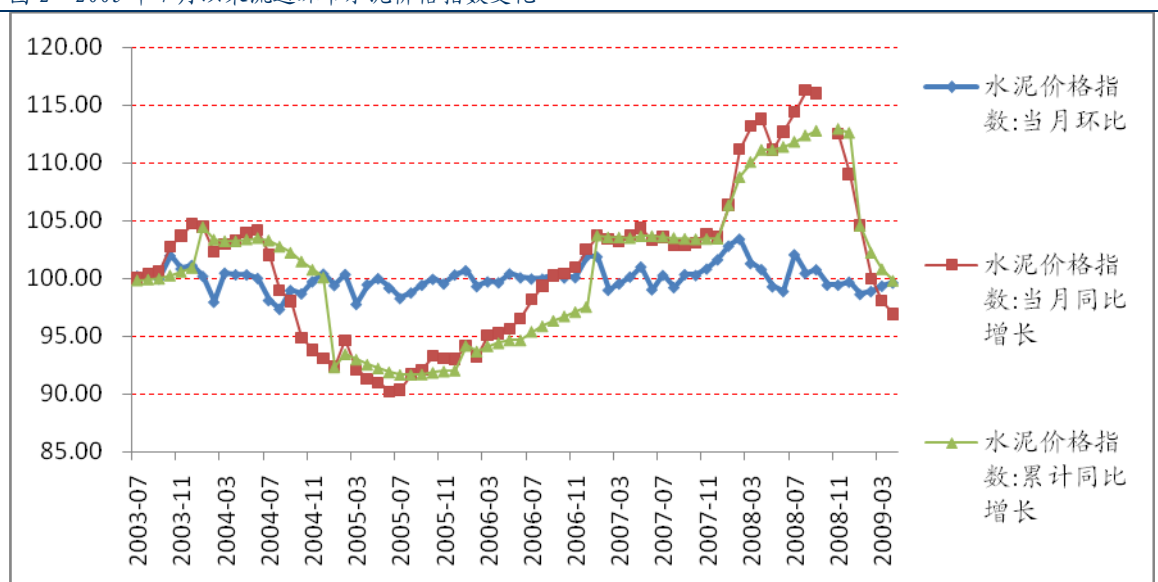
图 1 1995 年以来全国水泥月度产量（万吨）及同比增速（%）



资料来源：wind

根据 wind 数据系统的统计：2008 年 10 月以来，因煤炭价格下滑及需求放缓等因素，流通环节水泥价格指数逐月下滑，近两月走势趋于平稳，但仍低于上年同期。

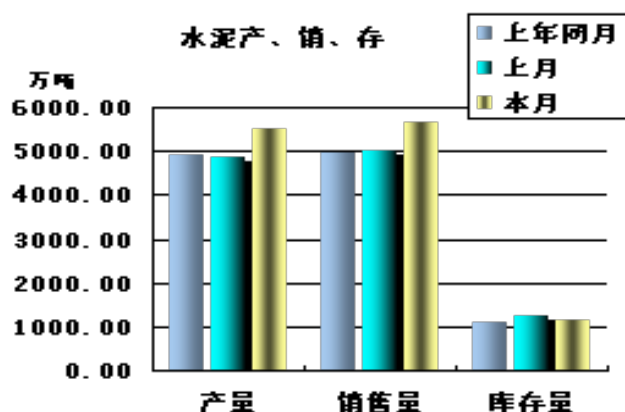
图 2 2003 年 7 月以来流通环节水泥价格指数变化



资料来源：wind

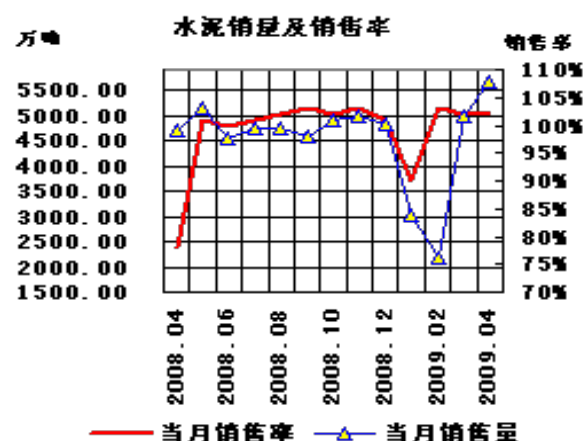
根据中国建材信息总网对全国 272 家重点联系水泥企业的情况统计：4 月水泥销售率为 102.80%，环比上涨了 0.04 个百分点；4 月水泥库存 1150 万吨，比去年同期增长 6.67%。

图 3 2009 年 4 月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

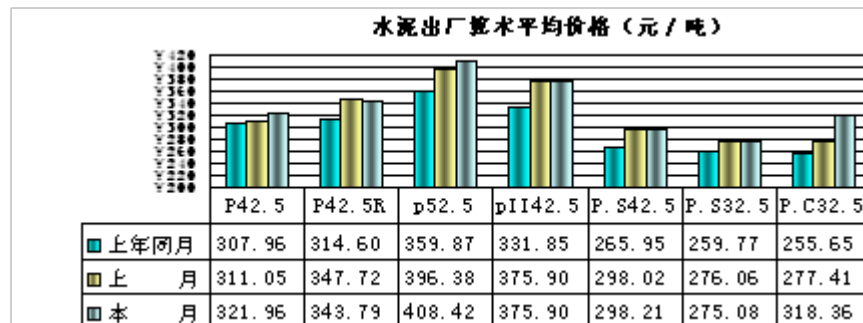
图 4 2008 年以来全国重点联系水泥企业的销售情况



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 4 月水泥价格的统计：7 个水泥品种的销售价格中，有 3 个品种价格下滑，早强 42.5、复合 P.C32.5 和矿渣 P.S32.5 级的价格分别下降 3.93 元、0.59 元和 0.98 元/吨；普通硅酸盐 52.5 级、普通 42.5 级、矿渣 P.S42.5 和复合 P.C42.5 级则分别上涨 10.91 元、12.04 元、0.19 元和 2.95 元/吨。

图 5 2009 年 4 月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

分地区看：以普通 P.042.5 级价格为例，华东、华南和西南的价格分别环比下降了 6.45 元、6.17 元和 32.71 元/吨，而东北、华北和西北则因需求增加，价格分别环比上涨了 2.89 元、1.78 元和 39.55 元/吨。

进一步分析 196 家重点联系企业的工业经济指标可发现：2009 年前 4 月重点联系水泥企业的收入成长率略高于成本增长率，管理费用率呈现略微下降，因降息导致的利息费用减少使财务费用率同比减少 15.44%，利润总额同比上涨 1.77%，结束了 2009 年前三月的利润下降态势。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。可见，全国各地间的差异更为明显。

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1-4月	上年同期	同比增长率: %
产品销售收	5,747,519	5,272,363	9.01
产品销售成	4,737,931	4,349,195	8.94
产品销售费	218,838	222,368	-1.59
管理费用	336,962	289,843	16.26
财务费用	157,234	185,953	-15.44
利润总额	280,820	275,924	1.77
应收帐款净	1,481,868	1,340,667	10.53
库存	2,013,833	1,666,855	20.82
产成品	860,808	762,904	12.83

资料来源: 中国建材信息总网

表 2 2009 年 1-4 月全国重点联系水泥企业的工业经济指标对比

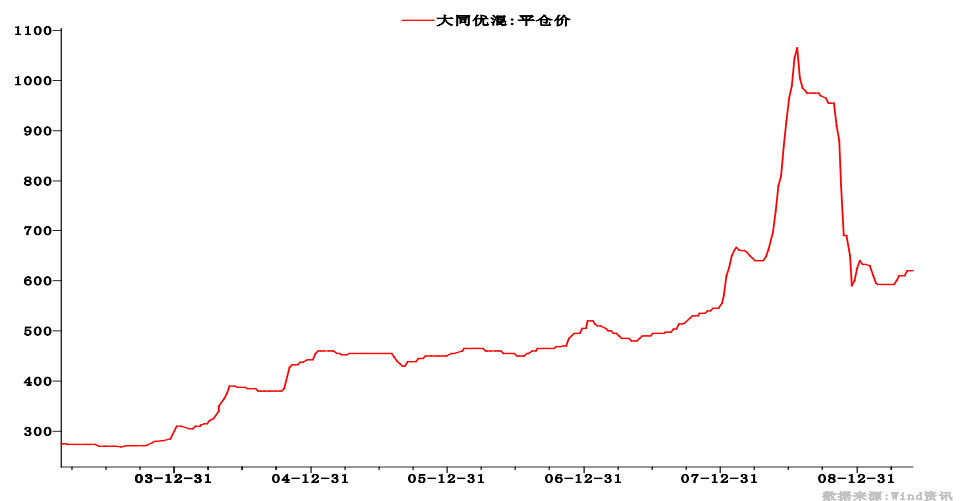
同比增长率: %	全国	华北地区	东北地区	华东地区	华南地区	西北地区	西南地区
产品销售收入	9.01	119.59	5.62	1.59	21.07	51.55	39.77
产品销售成本	8.94	12.43	14.27	1.87	19.44	36.15	41.57
产品销售费用	-1.59	-14.99	-13.12	-0.26	10.17	11.07	29.79
管理费用	16.26	25.37	1.27	3.28	15.19	32.57	18.98
财务费用	-15.44	-28.89	11.81	-19.14	6.14	-16.19	89.46
利润总额	1.77	55.06	减亏	-25.32	-38.26	扭亏为盈	42.68
应收帐款净额	10.53	4.33	82.17	18.31	12.76	-18.96	34.35
库存	20.82	24.67	32.64	14.96	13.2	47.84	20.05
产成品	12.83	14.06	56.97	10.18	-2.01	34.76	30.6

资料来源: 中国建材信息总网

2、预计 2009 年 6 月水泥行业的景气度可能会逐渐下行

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。预计 6 月份煤炭、电力等原燃料价格将以平稳为主;但随着南方雨季的逐渐到来,水泥需求的增长可能会受到一定程度的遏制,淡季可能会从 7 月份开始。预计 6 月份水泥行业的景气度可能会逐渐下行,水泥价格以平稳为主,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: 中国建材信息总网

我们仍需继续关注国家 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。

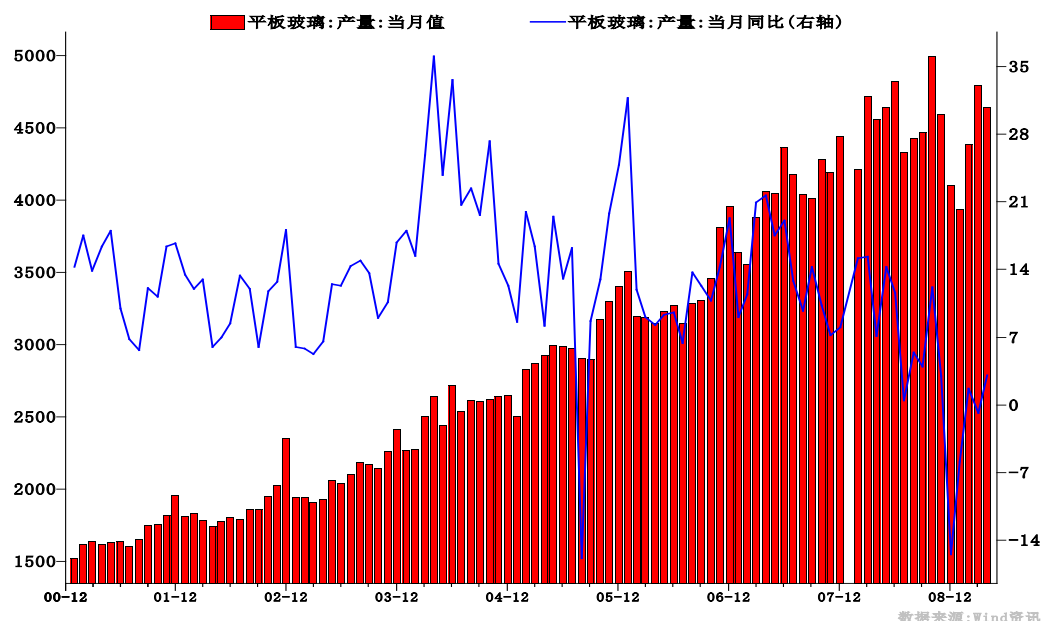
预计 2009 年 6 月玻璃市场可能会继续好转,但行业景气仍处低位

1、2009 年 1-4 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 1-4 月,全国累计生产平板玻璃 18180 万重量箱,比上年同期微增 0.93%;前 4 月各月的当月产量分别同比增长了-5.85%、1.71%、-0.83%和 3.08%。上述几个增速均较上年同期明显

回落。

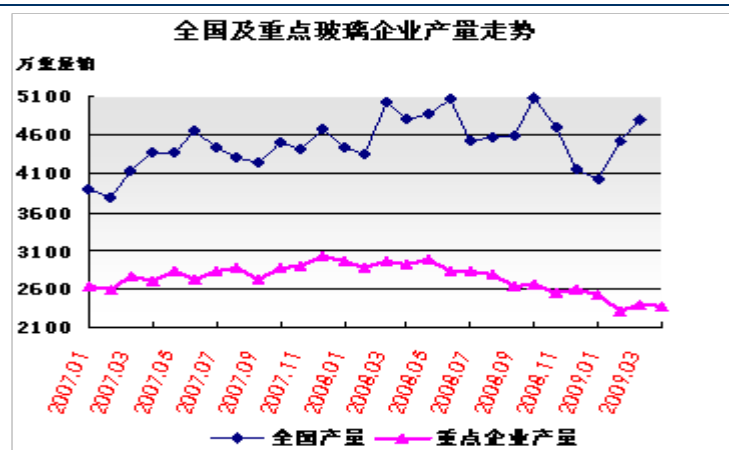
图 6 2000 年以来全国平板玻璃当月产量（单位：万重量箱）及当月产量的同比增速（%）



资料来源：中国建材信息总网

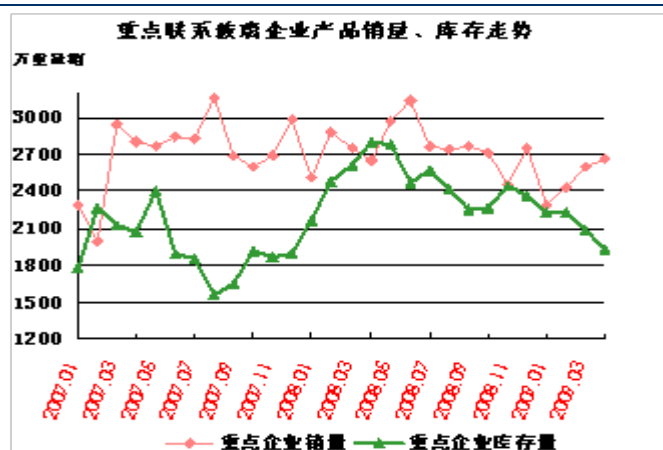
根据中国建材信息总网对重点联系玻璃企业的统计：2009 年 1-4 月重点联系玻璃企业的平板玻璃产量同比下降 16.57%，平板玻璃的销量同比下降 5.46%。4 月的平板玻璃销售率为 112.09%，环比上 4.15 个百分点，同比上涨 20.07 个百分点；1-4 月累计销售率为 103.95%；4 月末平板玻璃的库存同比下降 25.36%。

图 7 2007 年以来全国及重点联系玻璃企业产量



资料来源：中国建材信息总网

图 8 2007 年以来全国重点联系玻璃企业的销量及库存情况



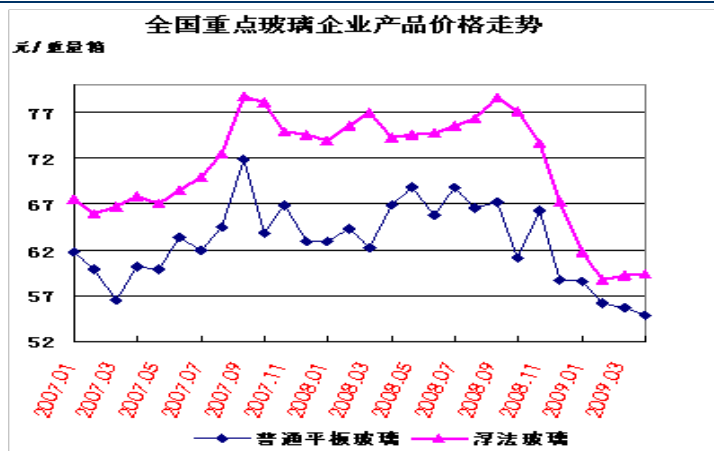
资料来源：中国建材信息总网

从图 7、图 8 可看到：2009 年 4 月重点联系玻璃企业的平板玻璃产量出现小幅下降，环比下降 1.39%；4 月销售则环比增长 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，玻璃销量连续三月保持增长，产销率快速回升，企业库存已连续 5 个月下降，显现市场有逐步转好迹象。

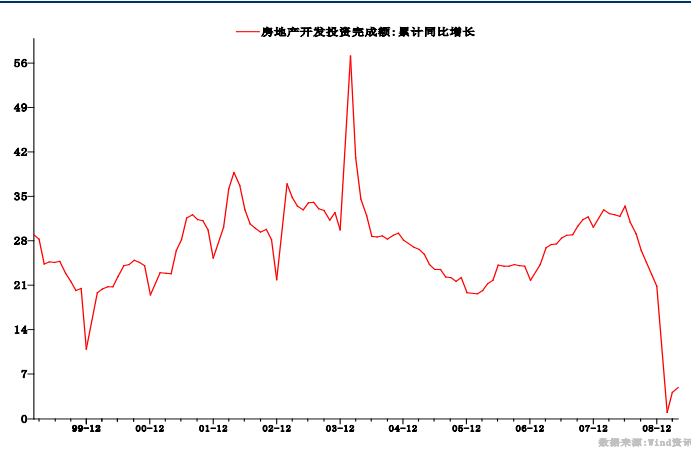
从玻璃产品价格来看，2009 年 4 月份普通平板玻璃产品价格仍处下滑态势，但浮法玻璃则连续三月出现止跌走稳迹象。中国建材信息总网统计的 9 个浮法玻璃品种 4 月全部上涨，涨幅最大的是浮法 12 mm 每重量箱上涨 6.72 元。重点联系玻璃企业 4 月浮法玻璃平均价格为 59.43 元/重量箱，比 3 月上涨 0.17 元/重量箱，环比涨幅为 0.28%；但比上年同期下降 14.87 元/重量箱，同比跌幅为 20.01%，具体见图 9。

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：中国建材信息总网

图 10 1999 年以来全国房地产投资完成额同比增速：%



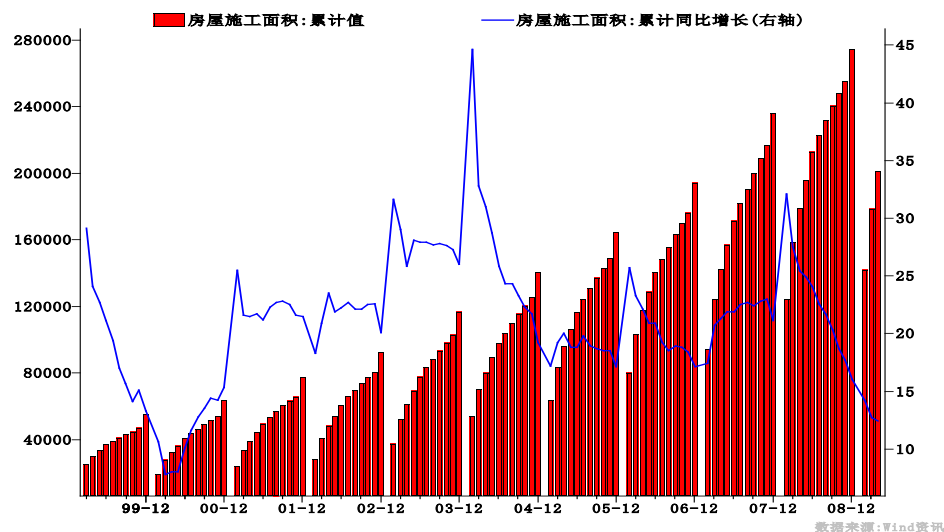
资料来源：wind

2、预计 2009 年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 10 可看到：2009 年 4 月全国房地产投资完成额的同比增速略微回升，呈现一定的止跌走稳迹象；而图 11 则说明，房地产累计施工面积同比增速仍处于下滑态势。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，但房地产的需求仍未明显复苏，这可能一定程度遏制了玻璃需求的增长。此外，随着市场的好转，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 6 月份玻璃行业的市场情况可能会继续好转，但行业景气仍可能处于低位运行，真正能使玻璃行业走向复苏的依然是需求增长导致的供求关系改善。

图 11 1999 年以来全国商品房施工面积（累计数）及同比增速变化



资料来源：wind

建材行业估值相对合理

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 13、图 14：

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 20 倍左右的市盈率，目前建材板块的估值水平相对合理，其中水泥板块的估值略微偏低些。

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

表 3 2009年5月25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	22.19	19.54	16.55	2.88
沪深300	20.07	18.49	15.83	2.74
建材板块	37.54	23.7	17.87	3.35
水泥板块	32.23	20.84	16.69	2.95
玻璃板块	71.56	33.6	20.78	4.81
其他类非金属建材	35.71	26.14	19.6	3.27

资料来源: wind (09年5月25日数据, 整体法统计, 剔除负值)

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、逢低增持具有持续增长能力的优势水泥公司

建议择机选择 2010 年具有持续增长潜力的水泥公司。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, 不宜追涨。

3、继续关注受益于节能减排政策的优势公司

玻璃行业因需求的回暖尚需时间, 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4 估值相对偏低的水泥公司

证券简称	预测2009年每股 收益平均值	预测2010年每股 收益平均值	5月25日收盘价: 元	2009 P/E	2010 P/E
ST双马	0.972	1.198	8.57	8.82	7.16
赛马实业	1.747	2.178	24.42	13.98	11.21
天山股份	0.871	1.036	12.47	14.32	12.03
祁连山	0.692	0.914	11.35	16.40	12.42
华新水泥	1.372	1.812	23.31	16.99	12.86
海螺水泥	1.897	2.433	42.48	22.39	17.46
青松建化	0.512	0.708	11.74	22.94	16.58
冀东水泥	0.617	0.904	14.22	23.04	15.72
塔牌集团	0.612	0.809	14.71	24.03	18.18
江西水泥	0.281	0.428	7.95	28.28	18.57

资料来源: wind (交易数据取自 2009 年 5 月 25 日)

重点上市公司

建议投资者重点关注的建材公司如下表, 投资者可在回调时择机逢低增持:

表5 重点建材公司

证券简称	2009年5月25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	24.42	2.81	1.57	1.80	2.11	15.55	13.56	11.57	增持
天山股份	12.47	4.77	0.62	0.83	0.99	20.11	15.02	12.60	增持
祁连山	11.35	4.05	0.45	0.68	0.81	25.45	16.58	14.01	增持
华新水泥	23.31	2.29	1.18	1.49	1.65	19.75	15.64	14.13	增持
海螺型材	7.75	1.67	0.20	0.39	0.45	38.96	19.87	17.22	增持
海螺水泥	42.48	2.92	1.55	1.85	2.08	27.41	23.00	20.42	增持
冀东水泥	14.22	2.92	0.41	0.59	0.81	34.68	24.10	17.56	增持
南玻A	18.42	4.93	0.35	0.54	0.75	52.63	33.97	24.46	增持
中材科技	29.70	6.32	0.63	0.94	1.08	47.37	31.60	27.50	增持
鲁阳股份	17.07	4.49	0.68	0.80	0.85	25.10	21.44	20.08	增持
瑞泰科技	14.06	3.22	0.38	0.43	0.54	36.57	32.93	26.04	中性
中航三鑫	12.98	4.81	0.21	0.29	0.41	61.81	44.88	31.66	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。