

建材行业

摒弃过去，放眼未来

研究结论

水泥板块

- 水泥上市公司中报业绩区域差异明显：我们预计西北水泥公司业绩同比大幅增长，中部和东部水泥公司业绩与去年基本持平。其中祁连山同比增长 200%以上，天山股份同比增长 120%左右，青松建化同比增长 100%以上，赛马实业和冀东水泥同比增长 50%以上，海螺水泥和华新水泥同比基本持平，塔牌集团同比下降 10-40%，江西水泥同比下降 50%以上。
- 2009 年 1-5 月全国城镇固定资产投资完成额同比增长幅度达到 32.90%，全国累计水泥产量 5.73 亿吨，同比增长 13.34%，而 08 年产量同比增速为 5.2%，显示全国水泥需求已经得到明显恢复。
- 上半年全国水泥价格未出现大幅上涨，但一直稳定在 08 年同期价格水平之上，进入 6 月份随着雨水天气的到来，水泥价格上涨受到一定抑制，预计东部和中部地区 09 年 7-8 月的水泥价格会低于 08 年同期水平（08 年 6-8 月水泥价格随煤价飙升出现了快速上涨）。由于煤炭价格同比下降，预计水泥毛利率同比将会有所上升。
- 我们认为基建投资推升的水泥需求增速在下半年会明显高于上半年，水泥走势将继续向上，仍然维持行业“看好”的投资评级，而行业的更大的投资机会来自于房地产复苏对需求的进一步提升。
- 从区域上划分，东部水泥企业的水泥应用于房地产领域的比重较大，而西部水泥企业的水泥主要应用于基础设施建设，我们更看好东部水泥的投资机会，建议买入海螺水泥、塔牌集团、冀东水泥等。同时基于对未来东北水泥市场的看好，建议关注亚泰集团。

玻璃板块

- 玻璃行业上市公司中报业绩同比预计有 50%以上幅度的下降，南玻的业绩降幅为 56%，金晶科技业绩降幅在 50%-100%。
- 2009 年上半年玻璃行业仍未出现明显好转，产量增速在五月份继续走低（同比增速为-7.29%），显现目前玻璃需求仍显乏力。根据建材信息网的统计，目前仍有近 1 亿重量箱浮法玻璃产能因市场原因非正常停产。
- 玻璃价格走势来看，2009 年 1-2 月平板玻璃价格处于最低谷，3-5 月价格已经开始平稳上行。二季度房地产有复苏迹象，下半年房地产开工率上升必将带动玻璃的需求。我们认为平板玻璃行业最差时候已经过去，下半年行业利润将逐步恢复。
- 由于受新能源概念的带动，大部分玻璃公司股价大涨后估值偏高，我们认为房地产复苏对玻璃上市公司股价的敏感性小于东部水泥上市公司。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材建筑行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

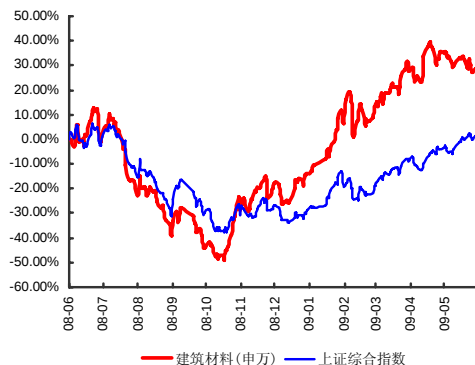
行业

建材行业

报告日期

2009 年 7 月 13 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%) -3.29 19.18 32.55

相对表现 (%) -9.74 -3.74 28.95

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

代码	上市公司	08EPS(A)	09EPS(E)	评级
600585	海螺水泥	1.48	2.15	买入
600801	华新水泥	1.18	1.51	买入
000401	冀东水泥	0.4	0.61	增持
000789	江西水泥	0.13	0.30	买入
600449	赛马实业	1.40	1.75	买入
002233	塔牌集团	0.49	0.65	增持
000012	南玻 A	0.34	0.54	增持
600586	金晶科技	0.19	0.41	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《建材行业 2009 年年度策略》

2009 年 1 月 16 日

目 录

水泥板块	3
一、西北水泥公司业绩靓丽	3
二、水泥需求已经明显得到恢复	3
三、价格未现大幅上涨但毛利率有提升	5
四、投资策略	10
1、基建投资下半年将显成效	10
2、房地产复苏进一步提升下半年需求预期	11
3、维持行业“看好”评级	12
4、更看好东部水泥投资机会	12
四、水泥行业重点公司评述	13
1、海螺水泥（600585）	13
2、华新水泥（600801）	15
3、冀东水泥（000401）	17
4、赛马实业（600449）	18
5、江西水泥（000789）	20
5、塔牌集团（002233）	22
玻璃板块	24
一、玻璃公司上半年业绩仍较差	24
二、房地产升温将迎来玻璃行业复苏	24
三、股价受到新能源政策影响	25
四、玻璃行业重点公司评述	25
1、金晶科技（600586）	26
2、南玻 A（000012）	27
分析师承诺	30
投资评级说明	30

水泥板块

一、西北水泥公司业绩靓丽

水泥上市公司中报业绩区域差异明显：我们预计西北水泥公司业绩同比大幅增长，中部和东部水泥公司业绩与去年基本持平。其中祁连山同比增长 200%以上，天山股份同比增长 120%左右，青松建化同比增长 100%以上，赛马实业和冀东水泥同比增长 50%以上，海螺水泥和华新水泥同比基本持平，塔牌集团同比下降 10-40%，江西水泥同比下降 50%以上。

表 1：2009 年上半年水泥上市公司业绩预测

区域	上市公司	08 年 1-6 月每股收益 (元)	08 年 1-6 月净利润 (万元)	09 年 1-6 月预计同比情况
东部区域	海螺水泥	0.82	131346	持平
	塔牌集团	0.34	10703	下降 10-40%
中部区域	华新水泥	0.50	19114	持平
	江西水泥	0.09	3458	下降 50%以上
华北区域	冀东水泥	0.16	15434	增长 50%以上
西北区域	赛马实业	0.54	8170	增长 50%以上
	祁连山	0.12	4776	增长 200%以上
	天山股份	0.20	6312	增长 120%
	青松建化	0.20	4823	增长 100%以上

资料来源：WIND 资讯；东方证券研究所

2009 年西北水泥市场需求旺盛，水泥销售火爆，因此上半年西北各个水泥上市公司业绩同比都实现了大幅度增长，预计下半年的增长势头仍能持续。

华北地区 2009 年上半年固定资产投资增速仅次于东北、西南和西北，水泥价格比 2008 年同比高约 25%，冀东水泥受销量和价格的同步提升，业绩增长 50%以上。

海螺水泥和华新水泥 2009 年上半年销售有大幅增长，但所在区域价格及毛利率有所下降，利润基本持平。塔牌集团所在区域 2009 年一季度较低的市场价格影响了上半年业绩。而江西水泥所在区域市场 2009 年上半年价格低迷，2008 年出售玉山子公司水泥资产获得非经常性投资收益 1987 万元导致 2008 年基数较高，2009 年净利润同比下滑 50%以上。

二、水泥需求已经明显得到恢复

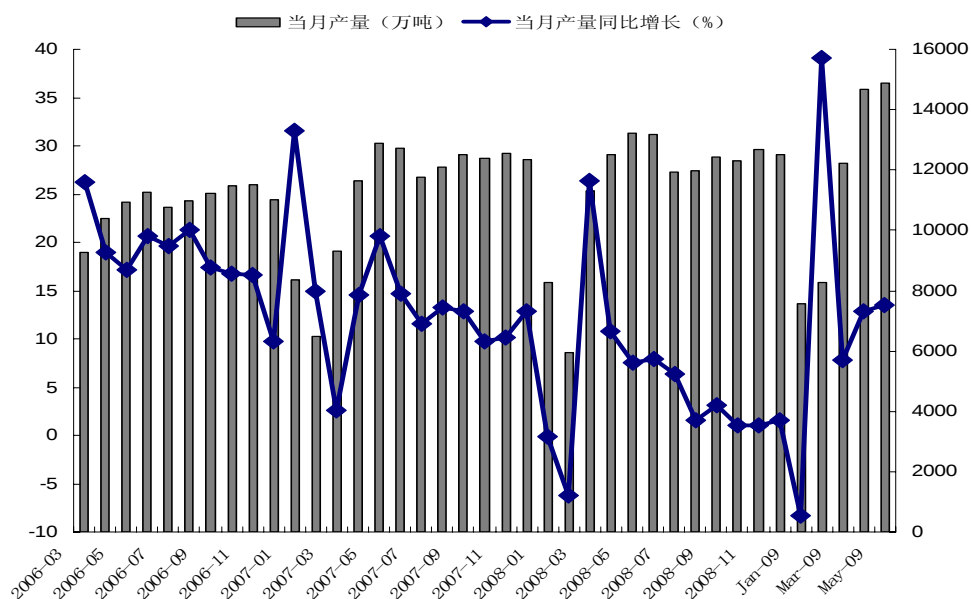
2009 年 1-5 月全国城镇固定资产投资完成额同比增长幅度达到 32.92%，全国累计水泥产量 5.73 亿吨，同比增长 13.34%，而 08 年产量同比增速为 5.2%，需求已经得到明显恢复。

表 2：2009 年城镇固定资产投资完成情况（单位：万吨）

城镇固定资 产投资	2009 年 1-5 月完成 额（亿元）	2008 年 1-5 月完成 额（亿元）	同比增长	占全国比 重
全国	53520.32	40264.2	32.92%	100.00%
华北	8132.11	5828.91	39.51%	15.19%
东北	4150.94	2807.79	47.84%	7.76%
华东	18972.46	15532.33	22.15%	35.45%
中南	12001.17	9122.71	31.55%	22.42%
西南	6209.96	4214.17	47.36%	11.60%
西北	3280.5	2281.3	43.80%	6.13%

资料来源：WIND 资讯数据库

图 1：国内水泥行业单月产量及同比增速



资料来源：东方证券研究所，WIND 资讯数据库

水泥单月产量同比增速在 2008 年 8 月开始急剧下降，第四季度产量同比增幅已下降至 2% 以下，水泥单月产量同比增幅在 09 年一月达到最低点，受 4 万亿投资政策刺激的作用，09 年二、三、四月份开始有了明显的反弹，特别是 2 月份水泥产量同比增长了 42.49%。但今年 2 月份水泥产量的高增长是“虚高”现象，主要是由于 2008 年 2 月份受雪灾和春节因素影响，水泥产量大幅降低。综合来看，09 年 1-5 月水泥产量增长率远远高于 08 年第四季度，水泥需求有所恢复。由于水泥需求受固定资产投资的影响，基建投资对水泥需求的带动效应在数据上有了明显体现。

表 3：2009 年 1-4 月水泥产量（单位：万吨）

地区	08 年 1-4 月水泥产量 (万吨)	09 年 1-4 月水泥产量 (万吨)	同比增长 (%)
华北地区	4055.91	4178.97	3.03%
东北地区	2001.98	2834.45	41.58%
华东地区	15756.04	16120	2.31%
中南地区	10019.65	11703.79	16.81%
西南地区	4554.1	5776.41	26.84%
西北地区	1849.44	2277.09	23.12%
全国合计	38237.12	42890.71	12.17%

资料来源：中国水泥协会，数字水泥

水泥需求增长较快的区域主要为东北、西南和西北区域，其中尤以东北地区增速最高，而华东和华北地区受房地产开工率下滑的影响，需求受到很大影响。

表 4：2009 年 1-5 月水泥投资完成额情况

地区	水泥投资完成额 (百万元)	同比增长 (%)	占全国比重 (%)
全国	52039.23	78.58%	100%
华北地区	5447.89	103.91%	10.47%
东北地区	2791.88	18.65%	5.36%
华东地区	10137.85	39.55%	19.48%
中南地区	14813.57	45.68%	28.47%
西南地区	14361.12	223.60%	27.60%
西北地区	4486.92	99.82%	8.62%

资料来源：中国水泥协会，数字水泥

2009 年 1-5 月水泥投资完成额同比高速增长了 79%，水泥产能过剩情况仍然十分严重。

华东地区水泥投资完成额同比增长幅度处于较低水平，显现出华东地区竞争激烈，行业投资较为谨慎。西南/华北/西北地区水泥投资完成额同比增长幅度均在 100% 以上，预示着未来的产能过剩隐忧。值得注意的是东北地区 09 年上半年城镇固定资产投资同比增长 51.51%，水泥需求旺盛，而水泥投资同比增长幅度最低（19%），该区域未来的供求状况将最为乐观。

三、价格未现大幅上涨但毛利率有提升

2009 年一季度全国水泥价格一直保持稳中稍有下降的状况，由于全国大部分地区持续下雨和煤炭价格的持续下跌，水泥价格在 2 月份受到较大的压力。分区域来看，

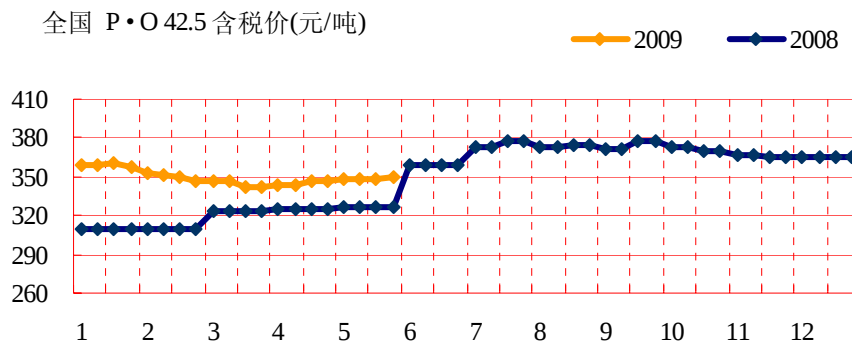
华北、华东和中南区域的水泥价格下跌幅度较大，东北、西北和西南区域则保持平稳运行状态。

进入4月中旬，全国大部分地区水泥价格开始止跌回升，从华东、华南地区沿长江流域到西北地区价格均有所上涨，但这波上涨持续时间很短。随着南方的梅雨季节的到来，水泥价格又开始受到一定影响，6月初全国水泥市场平均价格较五月份相比出现一定回落，出现下跌的主要城市有四川、重庆、杭州、南京、天津，下跌幅度10-40元/吨。

但从全国水泥均价来看，09年1-6月的水泥价格一直稳定在08年同期价格水平之上，但是进入6月份（属于传统水泥销售淡季）随着雨水天气的到来，水泥价格上涨受到一定抑制，预计09年6-8月的水泥价格可能要低于08年同期水平（08年6-8月份水泥价格随煤价出现快速上扬行情）。

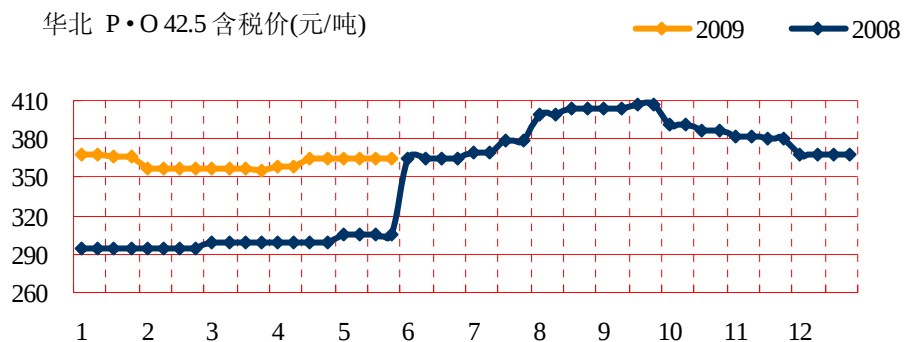
分区域来看：09年上半年水泥价格同比状况以西北地区最好，东北和华北和西南区域次之，华东和中南区域较差；水泥绝对价格水平以西北和西南地区最高，华北和东北地区次之，中南地区稍低，而华东地区水泥价格最低。

图2：全国 P.O42.5 水泥价格走势



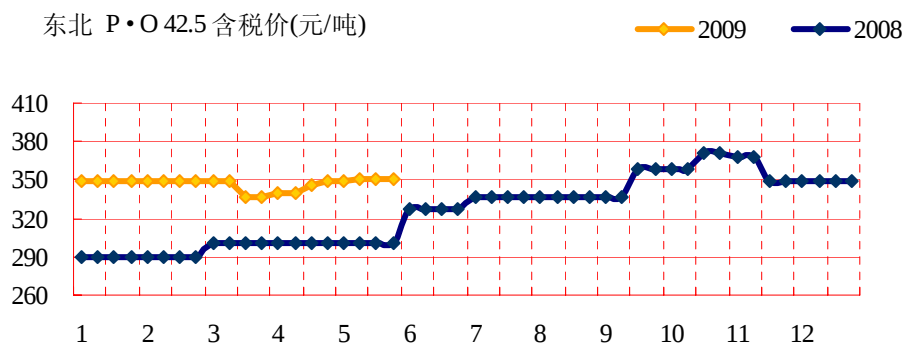
资料来源：数字水泥网

图 3：华北地区 P.O42.5 水泥价格走势



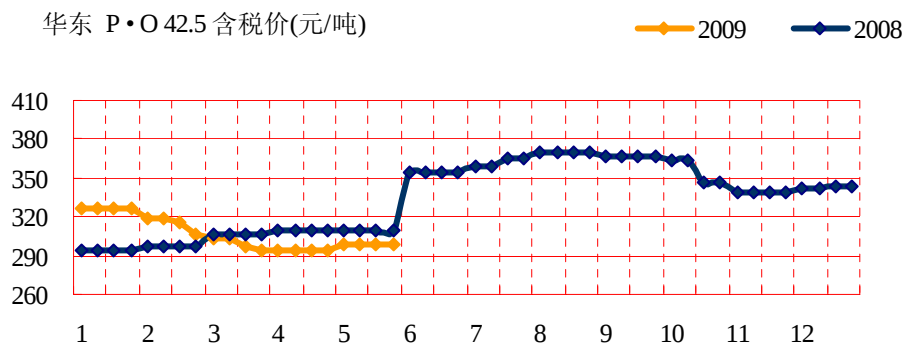
资料来源：数字水泥网

图 4：东北地区 P.O42.5 水泥价格走势



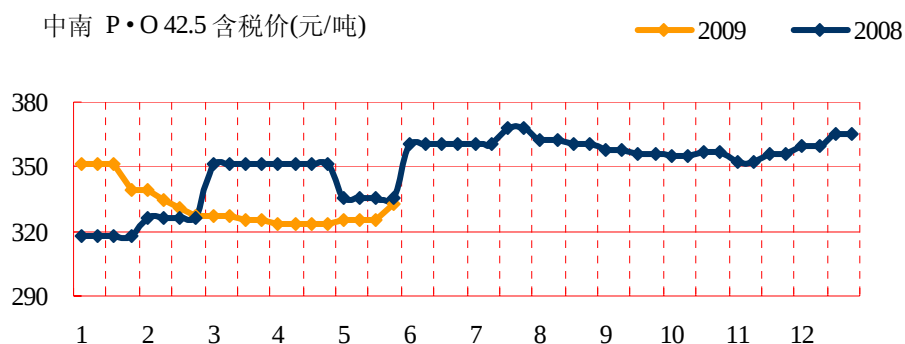
资料来源：数字水泥网

图 5：华东地区 P.O42.5 水泥价格走势



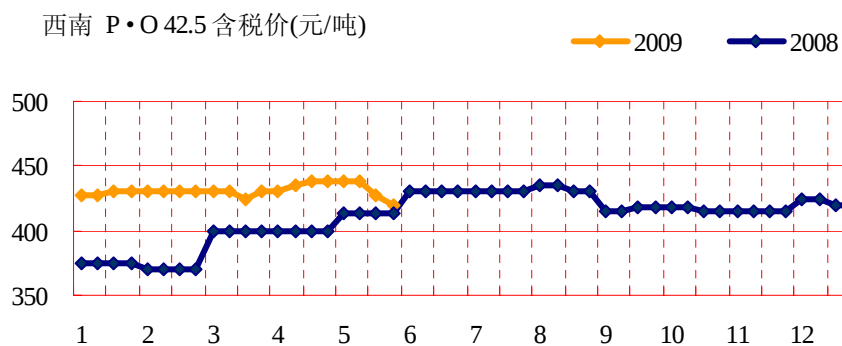
资料来源：数字水泥网

图 6：中南地区 P.O42.5 水泥价格走势



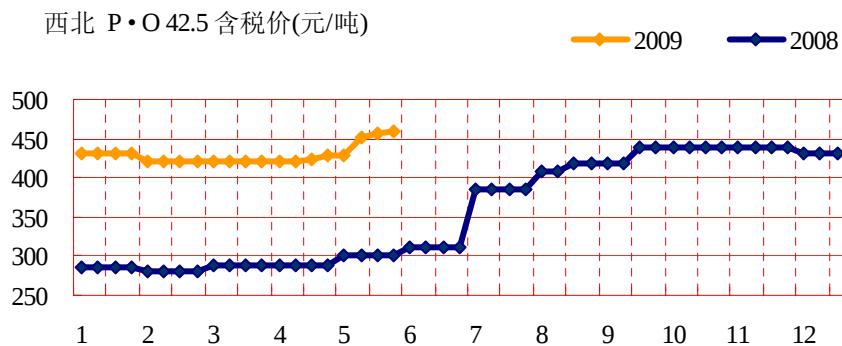
资料来源：数字水泥网

图 7：西南地区 P.O42.5 水泥价格走势



资料来源：数字水泥网

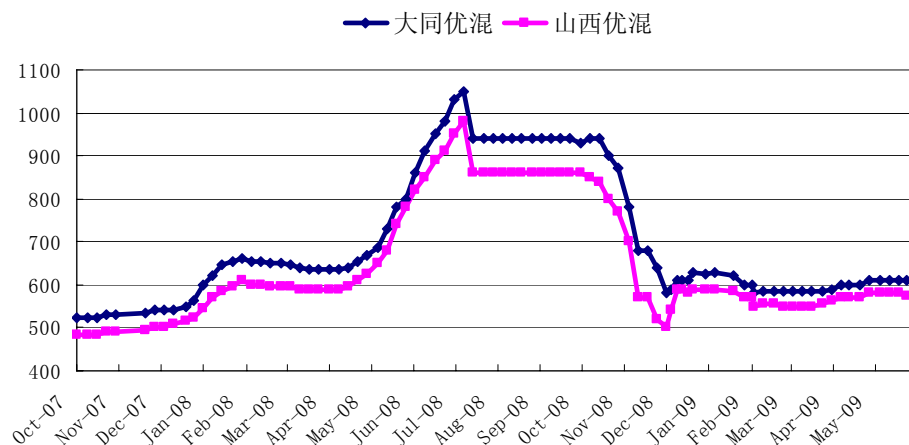
图 8：西北地区 P.O42.5 水泥价格走势



资料来源：数字水泥网

水泥价格虽然没有大幅上涨，但 09 年上半年煤价却一直处于较低水平。当前煤炭价格已与 2008 年初持平，相比于 08 年 6 月份最高点下降了约 40%。我们预期 2009 年煤炭均价将低于 2008 年约 10%，水泥上市公司的生产成本将因此下降约 3%。

图 9：秦皇岛煤炭到岸价格走势（元/吨）



资料来源：东方证券研究所

就毛利率来看，除东部地区水泥销售毛利率同比下降，中部地区水泥毛利率持平外，其他区域的水泥销售毛利率均有不同程度的上升，特别是西北区域水泥毛利率上升非常明显。

表 5：2009 年水泥上市公司毛利率（水泥产品）比较

地区	上市公司	水泥毛利率（%）		变动（%）
		09 年一季度	08 年一季度	
东部区域	海螺水泥	22.12	25.31	-3.19
	塔牌集团	23.13	32.66	-0.47
中部区域	华新水泥	19.05	20.31	-1.26
	江西水泥	15.76	18.21	-2.45
华北区域	冀东水泥	25.58	20.15	+5.43
西北区域	赛马实业	39.77	24.84	+14.93
	祁连山	37.62	32.04	+5.58
	天山股份	19.08	15.08	+4.00

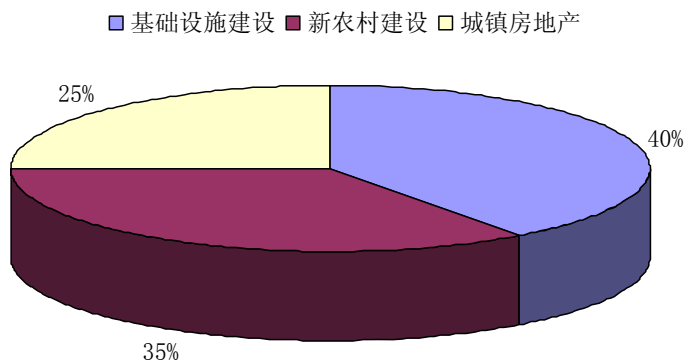
资料来源：WIND 资讯；东方证券研究所

四、投资策略

1、基建投资下半年将显成效

水泥应用的主要领域我们可以将其简分为三块：基础设施建设、新农村建设和房地产，分别占比为 40%，35%，25%。去年底中央确定的两年内 4 万亿的投资预算已经对基础设施建设及新农村建设两块形成了比较乐观的预期。

图 10：水泥需求结构示意图



资料来源：东方证券研究所

原“十一五”计划中基础建设投资大约是 5 万亿元左右，截至 08 年底大约已经完成了 3.5 万亿了，还剩 1.5 万亿，中央规划追加的 4 万亿投资使基建投资金额大幅增长。根据对铁路、公路、市政交通和机场等主要与水泥相关的子行业分析，年初我们判断 2009 年基建投资增长 47% 左右。

表 6：2009 年主要基建子行业投资新增幅度

	铁路	公路	城市交通	机场	合计
“十一五” 09 年计划投资 (亿元)	3000	6000	1200	1000	11200
4 万亿规划 09 年投资 (亿元)	5400	8400	1600	1100	16500
09 年新增投资 (亿元)	2400	2400	400	100	5300
新增比例 (%)	80.0	40.0	33.3	10.0	47.3

资料来源：交通部、铁道部、东方证券研究所

09 年上半年基建投资实际上已经大幅拉动了水泥需求增长。09 年 1-5 月水泥需

求增长率在 13%以上，远高于 08 年 5.2%的水泥需求增长率，在房地产投资增速大幅下降，新农村建设投资保持稳定的情况下，水泥需求的向上逆转的唯一解释就是基建投资的带动。

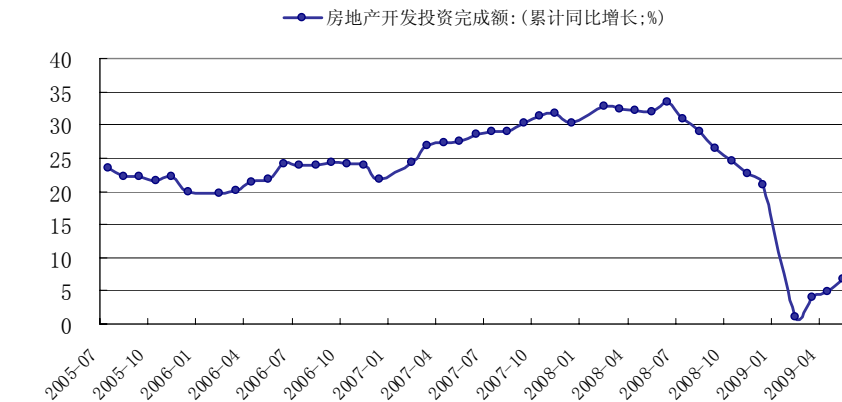
同时我们认为基建投资在 09 年上半年刚刚开始显现，很多项目在上半年仍处于立项、资金划拨或房屋拆迁等前期准备期，建设高峰期将出现在 09 年下半年。以铁路投资为例，2009 年铁道部计划完成 6000 亿铁路投资，2009 年 1-5 月完成了 1690 亿元，仅完成了计划投资的 28%，下半年投资速度将明显加快，因此预计下半年将进入基建投资的高峰期，水泥需求带动更为明显。

2、房地产复苏进一步提升下半年需求预期

由于 08 年房地产市场的低迷，房地产投资增速较低，新开工项目较少。年初普遍认为 2009 年房地产难以乐观，对于 2009 年房地产投资额的普遍预期为同比下降 10% 左右。

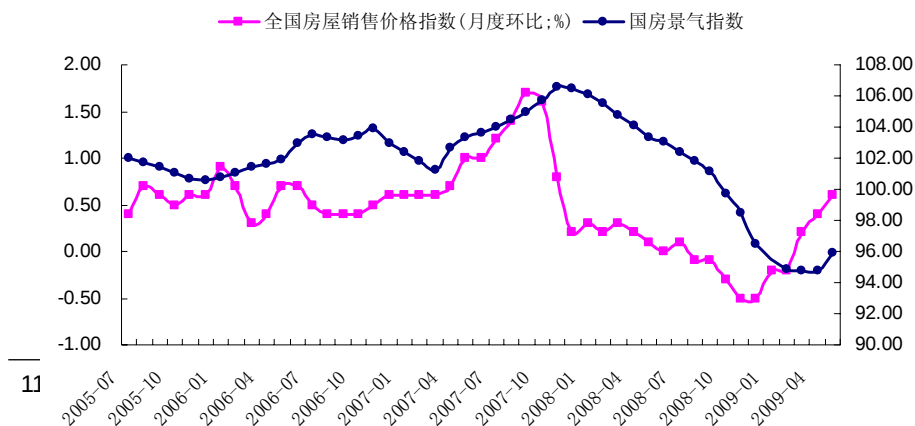
近期房地产市场有开始明显复苏迹象，全国大部分城市商品房伴随成交量放大房价快速上涨，在最新公布的宏观数据中，房地产投资增速也在继续反弹。2009 年 1-5 月的房地产开发投资完成额累计同比增长 6.8%，其中房屋建筑工程投资累计同比增长 12%。

图 11：房地产开发投资完成额累计同比增长率（%）



资料来源：WIND 资讯

图 13：房地产景气度指标情况



资料来源：WIND 资讯

房地产占水泥需求比重的 25%，我们认为房地产复苏对水泥需求带动明显，一旦房地产开工率恢复，水泥需求增速将更为强劲。

3、维持行业“看好”评级

在我们的 2009 年年度策略中，我们预期 2009 年一季度淡季大部分地区水泥销售价格将走低，随着 4 万亿基建投资政策带动水泥行业需求的显现，二季度水泥行业将逐步好转，下半年景气度将会出现明显提升。我们对于水泥行业整体走势持乐观的态度，调高了水泥行业投资评级为“看好”。

水泥行业 2009 年上半年的走势验证了我们的看法，水泥需求同比增速从 2008 年底的零增长迅速恢复到了 13% 的正常水平。由于去年下半年基数较低，加上基建会在 2009 年下半年集中体现，我们认为水泥需求增速在下半年会明显高于上半年，水泥走势将继续向上，我们仍然维持“看好”的投资评级。

4、更看好东部水泥投资机会

我们认为基建投资将支撑水泥价格 09 年旺季整体上涨，在 09 年二季度房地产景气度有了明显提升，根据历史经验传导到房地产开工率的上升有半年的滞后期，正常要到 2009 年底至 2010 年初房地产开工率才会有明显提升从而带动水泥需求。

而股价正是提前反映行业的基本面，2008 年底 4 万亿基建投资政策出台后，在水泥行业实体较差的情况下，由于对基建拉动水泥的强烈预期，水泥股价快速上涨。我们认为行业的下一波投资机会即来自于房地产复苏。

从区域上划分，东部水泥企业生产的水泥应用于房地产领域的比重较大，而西部水泥企业生产的水泥主要应用于基础建设，应用于房地产的比重很小，我们更看好东部水泥的投资机会，建议关注海螺水泥、塔牌集团、冀东水泥和福建水泥等。此外，东北地区 09 年上半年固定资产投资和水泥产量增速都处于全国领先水平，而水泥投资增速最低，未来的市场状况最值得看好，建议关注“亚泰集团”。

表 7：水泥上市公司区域划分

	东部区域	中部区域	西北区域	西南区域	东北区域
水泥上市公司	海螺水泥 冀东水泥 塔牌集团 福建水泥	华新水泥 江西水泥 同力水泥 巢东股份	赛马实业 天山股份 祁连山 青松建化	四川双马 四川金顶	亚泰集团

资料来源：东方证券研究所

四、水泥行业重点公司评述

表 8：主要水泥上市公司盈利预测及评级

公司	代码	产能 (万吨)	每股收益(元)			股价	PE		评级
			08 年	09 年	10 年		08 年	09 年	
海螺水泥	600585	12500	1.48	2.15	2.62	41.20	27.8	19.2	买入
华新水泥	600801	2800	1.18	1.51	2.23	22.85	19.4	15.1	买入
冀东水泥	000401	4000	0.4	0.61	0.94	13.72	34.3	22.5	增持
江西水泥	000789	1000	0.13	0.30	0.52	7.98	61.4	26.6	买入
赛马实业	600449	870	1.40	1.75	2.13	24.78	17.7	14.2	买入
塔牌集团	002233	1150	0.49	0.65	0.90	14.68	30.0	22.6	增持
天山股份	000877	800	0.62	0.92	-	12.20	19.7	13.3	增持
青松建化	600425	410	0.33	0.55	-	11.87	36.0	21.6	增持
ST 双马	000935	220(1210)	0.17	0.48	-	8.67	51.0	18.1	中性
祁连山	600720	680	0.45	0.64	-	12.58	28.0	19.7	增持

资料来源：东方证券研究所

1、海螺水泥（600585）

- 公司战略清晰。发挥沿江布局的低成本竞争策略，管理能力优异，成本控制力强（单位水泥的成本最低），低温余热配置在 09 年陆续完成，公司在华南区域水泥熟料生产线的陆续投产使公司成为覆盖中国东部和南部两大经济热点区域的水泥巨头。上半年公司水泥产量增长率在 35%以上，增速较快。
- 作为水泥行业龙头，公司通过增发融资 100 多亿，正加大资金投入，在四川、贵州、甘肃、湖南、湖北等地大量扩建生产线，依靠成本优势快速占领区域市场，公司未来的成长性也将得到保证。
- 房地产开工低迷导致东部地区水泥需求处于低谷，受 4 万亿投资推动及下半年房地产开工恢复的影响，我们认为东部地区 2009 年下半年固定资产投资有反弹的较大可能，公司将充分受益。
- 我们预测公司 09 年和 10 年每股收益分别为 2.15 元和 2.62 元，考虑房地产复苏的大概率事件，我们调高公司评级为“买入”。

表 9：海螺水泥财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	13533	11989	13769	15883	营业收入	24228	29941	33891	41125
现金	6799	4062	4534	4754	营业成本	18192	21717	24350	29925

应收账款	447	499	559	694	营业税金及附加	148	198	224	265
其它应收款	200	302	320	389	销售费用	1366	1677	1796	2139
预付账款	306	490	521	629	管理费用	841	1018	1101	1388
存货	1870	2375	2657	3237	财务费用	751	595	625	730
其他	3911	4260	5177	6180	资产减值损失	-1	2	1	1
非流动资产	28999	34260	39319	43762	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	323	222	236	260	投资净收益	57	30	30	39
固定资产	22435	28822	33309	37326	营业利润	2987	4765	5822	6717
无形资产	1660	2034	2517	2881	营业外收入	267	350	400	339
其他	4581	3182	3257	3295	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	42532	46249	53088	59645	利润总额	3246	5106	6213	7047
流动负债	11174	11517	14064	15736	所得税	566	1200	1460	1656
短期借款	2268	3009	4492	5049	净利润	2680	3906	4753	5391
应付账款	3471	3621	4185	5186	少数股东损益	73	100	130	101
其他	5435	4886	5387	5501	归属于母公司净利润	2607	3806	4623	5290
非流动负债	6090	6088	6094	6091	EBITDA	5182	6926	8433	9803
长期借款	6033	6033	6033	6033	EPS (元)	1.48	2.15	2.62	2.99
其他	56	55	60	57	主要财务比率				
负债合计	17264	17605	20158	21827	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	472	572	702	802	成长能力				
股本	1766	1766	1766	1766	营业收入	29.0%	23.6%	13.2%	21.3%
资本公积	14117	14117	14117	14117	营业利润	-5.8%	59.5%	22.2%	15.4%
留存收益	8914	12190	16346	21133	净利润	4.5%	46.0%	21.5%	14.4%
归属母公司股东权益	24797	28073	32229	37016	获利能力				
负债和股东权益	42532	46249	53088	59645	毛利率	24.9%	27.5%	28.2%	27.2%
现金流量表					净利率	10.8%	12.7%	13.6%	12.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	10.5%	13.6%	14.3%	14.3%
经营活动现金流	5266	4854	6894	7681	ROIC	13.6%	15.4%	16.1%	16.5%
净利润	2680	3906	4753	5391	偿债能力				
折旧摊销	1444	1566	1985	2356	资产负债率	40.6%	38.1%	38.0%	36.6%
财务费用	751	595	625	730	净负债比率				
投资损失	-57	-30	-30	-39	流动比率	1.21	1.04	0.98	1.01
营运资金变动	359	-1300	-420	-789	速动比率	1.04	0.83	0.79	0.80
其它	89	116	-19	32	营运能力				
投资活动现金流	5266	-6885	-6989	-6776	总资产周转率	0.66	0.67	0.68	0.73
资本支出	5153	7305	6311	6272	应收账款周转率	68	60	61	62
长期投资	-1114	-793	184	142	应付账款周转率	6.74	6.12	6.24	6.39
其他	9305	-373	-493	-362	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	6433	-706	566	-685	每股收益	1.48	2.15	2.62	2.99

短期借款	-211	741	1483	557	每股经营现金流	2.98	2.75	3.90	4.35
长期借款	-3789	0	0	0	每股净资产	14.04	15.89	18.24	20.96
普通股增加	200	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	10910	0	0	0	P/E	27.92	19.12	15.74	13.76
其他	-678	-1447	-917	-1242	P/B	2.93	2.59	2.26	1.97
现金净增加额	5340	-2737	472	220	EV/EBITDA	13	10	8	7

资料来源：东方证券研究所

2、华新水泥（600801）

● 公司的控股股东 Holcim 公司为全球第二大水泥及混凝土设备制造商，公司的管理能力、技术水平和能力正不断提高，其管理水平目前在业内仅次于海螺，明显高于其他水泥企业。公司以 26.95 元/股的价格 Holcim 公司定向增发募集资金 20 亿现金一定程度保证公司发展的资金需求。2010 年公司熟料产能将达到 3100 万吨/年，水泥产能达到 5000 万吨/年以上。

● 公司的水泥业务拓展以长江流域和京广线流域交叉的“十”字型战略，以中部地区为发展重点。将四川重庆湖南作为未来横向拓展区域，中部地区公路和铁路的大规模建设构成了对水泥的巨大需求。

● 公司重庆涪陵 4600 吨/日熟料水泥生产线、四川渠县 4600 吨/日熟料水泥生产线等项目分别于 2008 年 4 月、6 月开工建设，公司在重庆渝北一条 4500D/T 生产线也即将开工，汶川震区附近一条 5000D/T 也正选址规划中，公司的产能规模将继续维持快速增长的势头。。四川已经成为公司的重要发展区域，灾后重建为公司的四川战略提供了良好契机。

● 公司依托大股东 HOLCILM 的发展经验，正逐步向下游混凝土领域纵向发展，公司计划 08 年销售混凝土 88 万方，骨料 180 万吨，09 年骨料 1000 万吨，水泥下游产品收入将是未来两年公司发展的重要亮点。

● 我们预测公司 2009 年及 2010 年业绩分别为 1.51 元和 2.23 元，目前股价 25.50 仅 17 倍的 PE 水平，维持其“买入”评级。

表 10：华新水泥财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1990	2754	2773	3195	营业收入	6349	7578	9152	10303
现金	987	1688	1500	1750	营业成本	5031	5936	7048	7754
应收账款	144	198	242	273	营业税金及附加	79	94	113	128
其它应收款	66	77	94	106	营业费用	340	386	439	474
预付账款	71	83	99	109	管理费用	252	292	343	376
存货	597	704	837	922	财务费用	185	235	244	264
其他	125	2	1	35	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	8727	9076	11190	11975	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	8	3	4	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	5829	7015	8987	9930	营业利润	462	635	965	1308

无形资产	1064	1229	1440	1668	营业外收入	133	78	83	90
其他	1833	824	760	373	营业外支出	19	11	12	13
资产总计	10716	11831	13963	15170	利润总额	577	702	1037	1385
流动负债	3668	4147	5386	5318	所得税	42	0	0	17
短期借款	1290	1043	1994	1825	净利润	535	702	1037	1368
应付账款	999	1339	1494	1644	少数股东损益	75	91	135	180
其他	1380	1765	1897	1848	归属母公司净利润	460	611	902	1188
非流动负债	2136	2070	1953	1879	EBITDA	1100	1348	1831	2340
长期借款	1925	1883	1751	1688	EPS (元)	1.14	1.51	2.23	2.94
其他	211	187	202	191	主要财务比率				
负债合计	5804	6216	7339	7197	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	845	936	1070	1250	成长能力				
股本	404	404	404	404	营业收入	-	19.3%	20.8%	12.6%
资本公积	2477	2477	2477	2477	营业利润	-	37.3%	52.0%	35.5%
留存收益	1187	1798	2673	3842	归属于母公司净利润	-	32.7%	47.7%	31.7%
归属母公司股东权益	4068	4678	5554	6723	获利能力				
负债和股东权益	10716	11831	13963	15170	毛利率	20.8%	21.7%	23.0%	24.7%
现金流量表					净利率	7.2%	8.1%	9.9%	11.5%
单位: 百万元					ROE	11.3%	13.1%	16.2%	17.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	8.4%	11.9%	12.9%	15.4%
经营活动现金流	1165	2205	1923	2333	偿债能力				
净利润	535	702	1037	1368	资产负债率	54.2%	52.5%	52.6%	47.4%
折旧摊销	452	478	622	769	净负债比率	67.30%	56.77%	60.12%	57.90%
财务费用	185	235	244	264	流动比率	0.54	0.66	0.51	0.60
投资损失	-1	-0	-0	-0	速动比率	0.37	0.49	0.35	0.42
营运资金变动	2	760	1	-71	营运能力				
其它	-8	31	20	4	总资产周转率	0.66	0.67	0.71	0.71
投资活动现金流	-2198	-890	-2737	-1546	应收账款周转率	43	42	39	38
资本支出	2159	692	2493	1300	应付账款周转率	5.56	5.08	4.97	4.94
长期投资	-51	12	6	-8	每股指标 (元)				
其他	-91	-186	-238	-254	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.51	2.23	2.94
筹资活动现金流	1443	-613	626	-537	每股经营现金流(最新摊薄)	2.89	5.46	4.76	5.78
短期借款	313	-247	952	-169	每股净资产(最新摊薄)	10.08	11.59	13.76	16.66
长期借款	-16	-42	-132	-63	估值比率				
普通股增加	75	0	0	0	P/E	22.81	17.19	11.64	8.83
资本公积增加	1902	0	0	0	P/B	2.58	2.24	1.89	1.56
其他	-831	-324	-194	-304	EV/EBITDA	13	11	8	6
现金净增加额	410	702	-188	250					

资料来源: 东方证券研究所

3、冀东水泥（000401）

- 冀东水泥实行华北、西北和东北的三北发展战略，华北区域拥有曹妃甸、滨海新区的建设以及新发现的冀东油田，这些项目都拥有巨大的水泥需求，且华北淘汰落后产能空间较大，该区域的水泥市场前景将十分广阔。
- 冀东水泥实行三北发展战略之外，还挺进了西南和中南地区谋求发展。作为公司主导市场的京津唐区域是我们未来三年最看好的水泥市场之一，公司仍然具有明显的区位优势：①京津唐地区水泥需求巨大②淘汰落后产能比例大。
- 公司的产能扩张速度较快：2008 年总产能 4000 万吨，目前在建和拟建的生产线 2010 年投产后总产能将达到 8000 万吨。由于中材集团的入主，公司在资金上得到支持，制定了较为庞大的投资计划，以期在三年内达到 1.3 亿吨的产能目标。
- 2009 年上半年公司业绩预增 50%以上，我们认为量增伴随价格上涨是业绩增长主要原因。
- 我们预测公司 09 年为 0.61 元，2010 年业绩为 0.94 元，目前股价下对应的 09 年动态市盈率为 23 倍，维持公司“增持”评级。

表 11：冀东水泥财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4531	5391	7250	8568	营业收入	4569	7937	11061	13605
现金	2062	1475	1593	1632	营业成本	3261	5589	7785	9592
应收账款	128	258	341	421	营业税金及附加	40	69	97	119
其它应收款	153	260	359	445	营业费用	200	385	487	571
预付账款	1195	1597	2429	2996	管理费用	526	805	940	1129
存货	812	1295	1834	2269	财务费用	251	323	477	637
其他	182	506	694	805	资产减值损失	28	19	20	21
非流动资产	8206	10275	12809	15111	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	838	489	537	570	投资净收益	138	94	102	105
固定资产	4356	7471	10175	12509	营业利润	401	840	1357	1641
无形资产	384	467	555	637	营业外收入	223	181	189	192
其他	2627	1849	1541	1395	营业外支出	38	26	27	28
资产总计	12737	15666	20058	23678	利润总额	586	995	1519	1804
流动负债	3488	5345	8073	9921	所得税	64	133	197	230
短期借款	1855	2691	4689	5944	净利润	522	863	1321	1574
应付账款	829	1267	1815	2249	少数股东损益	76	119	184	220
其他	805	1387	1570	1727	归属母公司净利润	446	743	1137	1354
非流动负债	2938	3270	3848	4391	EBITDA	1054	1667	2623	3343
长期借款	2314	2756	3282	3833	EPS（元）	0.37	0.61	0.94	1.12
其他	625	514	566	558					
负债合计	6427	8615	11922	14312	主要财务比率				

少数股东权益	385	504	688	908
股本	1213	1213	1213	1213
资本公积	3444	3444	3444	3444
留存收益	1268	1890	2791	3801
归属母公司股东权益	5925	6547	7448	8458
负债和股东权益	12737	15666	20058	23678

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	629	1041	1502	2502
净利润	522	863	1321	1574
折旧摊销	403	504	789	1065
财务费用	251	323	477	637
投资损失	-138	-94	-102	-105
营运资金变动	-369	-663	-1063	-738
其它	-40	107	80	69
投资活动现金流	-2743	-2508	-3223	-3266
资本支出	2589	2848	3176	3248
长期投资	-215	-339	49	32
其他	-369	1	2	13
筹资活动现金流	3332	880	1838	803
短期借款	-267	836	1998	1256
长期借款	839	442	527	550
普通股增加	250	0	0	0
资本公积增加	2683	0	0	0
其他	-173	-398	-686	-1003
现金净增加额	1218	-587	118	39

资料来源: 东方证券研究所

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	32.0%	73.7%	39.4%	23.0%
营业利润	12.5%	109.5%	61.6%	20.9%
归属于母公司净利润	22.6%	66.6%	53.0%	19.0%
获利能力				
毛利率	28.6%	29.6%	29.6%	29.5%
净利率	9.8%	9.4%	10.3%	10.0%
ROE	7.5%	11.4%	15.3%	16.0%
ROIC	7.7%	10.1%	12.2%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	50.5%	55.0%	59.4%	60.4%
净负债比率	70.48%	69.13%	70.94%	71.62%
流动比率	1.30	1.01	0.90	0.86
速动比率	1.06	0.76	0.67	0.63
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.56	0.62	0.62
应收账款周转率	23	25	22	21
应付账款周转率	4.88	5.33	5.05	4.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.61	0.94	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.86	1.24	2.06
每股净资产(最新摊薄)	4.89	5.40	6.14	6.97
估值比率				
P/E	63.90	38.35	25.06	21.05
P/B	4.81	4.35	3.83	3.37
EV/EBITDA	24	15	10	8

4、赛马实业 (600449)

- 赛马实业主要覆盖宁夏区域水泥市场, 大型建材央企中材股份通过控制公司大股东宁夏建材从而成为公司的实际控制人, 规划了赛马实业的发展目标: 到 2010 年水泥生产能力达到 1500 万吨。赛马实业目前拥有 570 万吨水泥的生产能力, 占宁夏总产能的 50% 以上, 全区 85% 的新型干法产能被公司所控制。由于宁夏市场空间有限, 要实现发展目标, 赛马实业会将水泥产业扩展到宁夏区域以外。
- 赛马实业的水泥主要用于基建建设, 应用于房地产领域的比重很小, 由于宁夏区域固定资产投资增速超过 40%, 明显高于国内其它地区, 以致下半年区域水泥市场保持旺盛态势。未来国家加大基建投资应对经济下滑以及宁东能源基地的建设, 宁夏区域仍有望能保持固定资产投资的高速增长。

财务费用	60	59	73	57	净负债比率	53.71%	62.78%	63.67%	65.18%
投资损失	-1	-1	-1	-1	流动比率	1.61	1.98	2.19	2.94
营运资金变动	-296	-144	-46	-81	速动比率	1.30	1.71	1.88	2.56
其它	6	-18	3	34	营运能力				
投资活动现金流	-264	-195	-364	-60	总资产周转率	0.64	0.55	0.59	0.59
资本支出	209	210	350	42	应收账款周转率	9	9	8	8
长期投资	-60	-30	5	7	应付账款周转率	5.24	4.75	5.08	5.07
其他	-116	-14	-8	-11	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	482	128	24	30	每股收益(最新摊薄)	1.40	1.75	2.13	2.25
短期借款	-176	51	24	-33	每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	1.80	2.99	3.10
长期借款	84	120	150	180	每股净资产(最新摊薄)	8.55	10.30	12.08	14.01
普通股增加	51	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	675	0	0	0	P/E	19.27	15.47	12.69	12.03
其他	-152	-43	-151	-117	P/B	3.16	2.62	2.23	1.93
现金净增加额	443	285	243	574	EV/EBITDA	9	8	6	5

资料来源：东方证券研究所

5、江西水泥（000789）

- 江西水泥与中国建材建立合资公司，计划通过收购和新建的方式打造 3000 万吨水泥产能，整合江西省的水泥产业。公司目前的实际控制人为江西省国资委，并整合将得到江西省政府和省国资委的大力支持。
- 未来 4 年江西省 17 条高速铁路公路规划将全面提速，在国家加大基础设施建设力度的政策背景下，江西省重点工程投资规划迅速提高。
- 作为江西水泥业的龙头企业，公司占据了石灰石资源优势，拥有在江西水泥市场的多年运营经验。公司水泥总产能（含已经收购和在建）目前已经达到 1810 万吨，权益产能约 1087 万吨。公司在 09 年底有约 800 万吨的新建产能投产，业绩将有快速释放，2009 年公司收购小水泥的进程也值得期待，我们预测 2009 年 EPS 年 0.30 元，2010 将达到 0.52 元，成长性明显，维持“买入”评级。

表 13：江西水泥财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	787	1024	1337	1732	营业收入	1919	2802	3988	5437
现金	261	290	310	330	营业成本	1544	2137	2993	4081
应收账款	27	47	58	83	营业税金及附加	10	14	18	26
其它应收款	17	42	56	74	营业费用	96	134	175	234
预付账款	51	71	98	135	管理费用	83	118	150	174
存货	426	552	788	1076	财务费用	92	110	149	122

其他	6	21	26	34	资产减值损失	8	2	4	4
非流动资产	3110	4788	4973	5010	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	157	130	138	139	投资净收益	21	16	16	17
固定资产	1844	3446	3758	3805	营业利润	108	302	514	812
无形资产	378	477	566	657	营业外收入	12	8	16	13
其他	732	735	510	409	营业外支出	5	5	7	6
资产总计	3897	5811	6310	6742	利润总额	115	305	523	819
流动负债	1778	3512	3667	3539	所得税	21	64	126	205
短期借款	805	2507	2303	1708	净利润	94	241	398	614
应付账款	472	593	835	1154	少数股东损益	45	122	194	295
其他	502	412	529	677	归属母公司净利润	49	119	204	319
非流动负债	428	367	313	259	EBITDA	349	624	967	1274
长期借款	407	356	300	245	EPS (元)	0.12	0.30	0.52	0.81
其他	21	11	12	13	主要财务比率				
负债合计	2206	3879	3980	3797	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	694	816	1010	1305	成长能力				
股本	396	396	396	396	营业收入	52.2%	46.0%	42.3%	36.3%
资本公积	586	586	586	586	营业利润	280.2%	179.3%	70.4%	57.9%
留存收益	15	134	338	658	归属于母公司净利润	48.2%	142.8%	71.7%	56.5%
归属母公司股东权益	997	1116	1320	1639	获利能力				
负债和股东权益	3897	5811	6310	6742	毛利率	19.5%	23.7%	24.9%	24.9%
现金流量表					净利率	2.6%	4.2%	5.1%	5.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	4.9%	10.7%	15.5%	19.5%
经营活动现金流	447	390	895	1152	ROIC	8.1%	9.5%	14.9%	21.3%
净利润	94	241	398	614	偿债能力				
折旧摊销	149	213	303	340	资产负债率	56.6%	66.8%	63.1%	56.3%
财务费用	92	110	149	122	净负债比率	56.59%	74.30%	65.95%	52.03%
投资损失	-21	-16	-16	-17	流动比率	0.44	0.29	0.36	0.49
营运资金变动	126	-208	30	40	速动比率	0.19	0.13	0.14	0.17
其它	7	51	31	53	营运能力				
投资活动现金流	-744	-1883	-469	-361	总资产周转率	0.59	0.58	0.66	0.83
资本支出	573	1836	374	277	应收账款周转率	36	31	29	30
长期投资	20	-30	10	-0	应付账款周转率	4.35	4.02	4.19	4.10
其他	-152	-77	-85	-85	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	170	1523	-406	-770	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.30	0.52	0.81
短期借款	289	1703	-204	-596	每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.98	2.26	2.91
长期借款	-58	-51	-56	-55	每股净资产(最新摊薄)	2.52	2.82	3.33	4.14
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-14	0	0	0	P/E	36.93	15.21	8.86	5.66

其他	-47	-130	-146	-120	P/B	1.82	1.62	1.37	1.10
现金净增加额	-128	29	20	20	EV/EBITDA	9	5	3	3

资料来源：东方证券研究所

5、塔牌集团（002233）

- 公司目前已有产能为 928 万吨，分布在广东梅州和惠州龙门两个生产基地，其中梅州本部产能 528 万吨，销售覆盖粤东区域，惠州龙门基地 400 万吨，销售主要覆盖惠州深圳等珠三角地区。除此之外，福建龙岩基地 400 万吨水泥处于在建过程中。2008 年公司水泥产销量为 750 万吨，预计 2009 年产量将达到 920-950 万吨，增速达 20%以上。
- 粤东市场是国内少有的新增产能少，市场需求旺盛的区域，未来三年市场前景十分看好。

粤东地区 60%为农村市场，09 年厦深高速铁路、揭阳机场、广州至河源高速公路等大型基建项目的开工建设将大幅带动需求。塔牌集团在粤东市场占有率为 45%，新型干法水泥市场占有率在 70%以上，对该区域具有很强市场控制力。该区域立窑比例在 60%以上，淘汰空间巨大，09 年广东省对落后立窑实行差别电价更将加快立窑淘汰进度。

- 公司收购管理层持有的矿山股权减少关联交易，管理层利益进一步集中到上市层面，治理结构优势更为突出。
- 我们预测公司 09 年业绩 0.65 元，10 年业绩为 0.90 元，当前 14 元股价相当于 21.5 倍动态 PE，与整体水泥板块估值水平相当，但公司的成长性更为确定，我们维持“增持”评级。

表 14：塔牌集团财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1230	1272	1411	1683	营业收入	2228	2735	3303	3916
现金	398	420	390	450	营业成本	1647	1976	2316	2745
应收账款	30	52	56	66	营业税金及附加	11	12	15	18
其它应收款	28	49	54	64	营业费用	142	178	215	255
预付账款	370	242	323	407	管理费用	87	104	116	137
存货	398	505	583	690	财务费用	78	112	132	148
其他	6	4	5	7	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	2576	3348	3799	4434	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22	12	14	15	投资净收益	-0	-0	-0	-0
固定资产	2086	2899	3579	4117	营业利润	260	351	506	610
无形资产	178	178	178	178	营业外收入	13	7	8	8
其他	291	259	28	124	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	3806	4621	5210	6117	利润总额	271	357	513	617
流动负债	1788	2329	2532	2977	所得税	58	82	128	154
短期借款	1015	1458	1562	1901	净利润	213	275	384	463

应付账款	228	324	370	433
其他	544	547	600	643
非流动负债	160	158	159	159
长期借款	150	150	150	150
其他	10	8	9	9
负债合计	1947	2487	2691	3136
少数股东权益	69	85	108	136
股本	400	400	400	400
资本公积	983	983	983	983
留存收益	407	665	1027	1462
归属母公司股东权益	1790	2048	2410	2845
负债和股东权益	3806	4621	5210	6117

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	242	674	597	718
净利润	213	275	384	463
折旧摊销	184	128	173	213
财务费用	78	112	132	148
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-234	159	-98	-114
其它	0	1	4	7
投资活动现金流	-950	-895	-622	-851
资本支出	891	905	620	850
长期投资	-58	-10	2	1
其他	-117	-0	-0	-0
筹资活动现金流	935	243	-5	193
短期借款	440	443	104	339
长期借款	-360	0	0	0
普通股增加	100	0	0	0
资本公积增加	872	0	0	0
其他	-117	-199	-109	-145
现金净增加额	228	22	-30	60

资料来源: 东方证券研究所

少数股东损益	18	16	23	28
归属母公司净利润	195	259	361	435
EBITDA	523	590	811	971
EPS (元)	0.49	0.65	0.90	1.09

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	26.8%	22.7%	20.7%	18.6%
营业利润	18.9%	35.0%	44.3%	20.6%
归属于母公司净利润	35.4%	32.7%	39.8%	20.4%
获利能力				
毛利率	26.1%	27.8%	29.9%	29.9%
净利率	8.7%	9.5%	10.9%	10.9%
ROE	10.9%	12.6%	15.0%	15.3%
ROIC	11.6%	13.1%	15.7%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	51.2%	53.8%	51.7%	51.3%
净负债比率	75.92%	73.74%	72.89%	73.45%
流动比率	0.69	0.55	0.56	0.57
速动比率	0.47	0.33	0.33	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.65	0.67	0.69
应收账款周转率	70	63	58	61
应付账款周转率	6.96	7.15	6.67	6.84
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	0.90	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.69	1.49	1.79
每股净资产(最新摊薄)	4.47	5.12	6.02	7.11
估值比率				
P/E	28.75	21.66	15.49	12.87
P/B	3.13	2.73	2.32	1.97
EV/EBITDA	13	11	8	7

玻璃板块

一、玻璃公司上半年业绩仍较差

玻璃行业上市公司 2009 年中报业绩同比预计有 50%以上幅度的下降，南玻的业绩降幅为 56%，金晶科技业绩降幅在 50%以上。

玻璃公司上半年业绩虽然较差，但是二季度业绩明显比一季度好，显示了向好的趋势。

表 15：2008 年玻璃上市公司半年报预测

玻璃公司	08 年 EPS (上半年/元)	08 年净利润 (上半年/万元)	09 年净利润预测 (上半年/万元)	变动幅度 (%)
金晶科技	0.17	10119	2000-5000	下降 50%以上
南玻 A	0.35	40985	18000	下降 56%

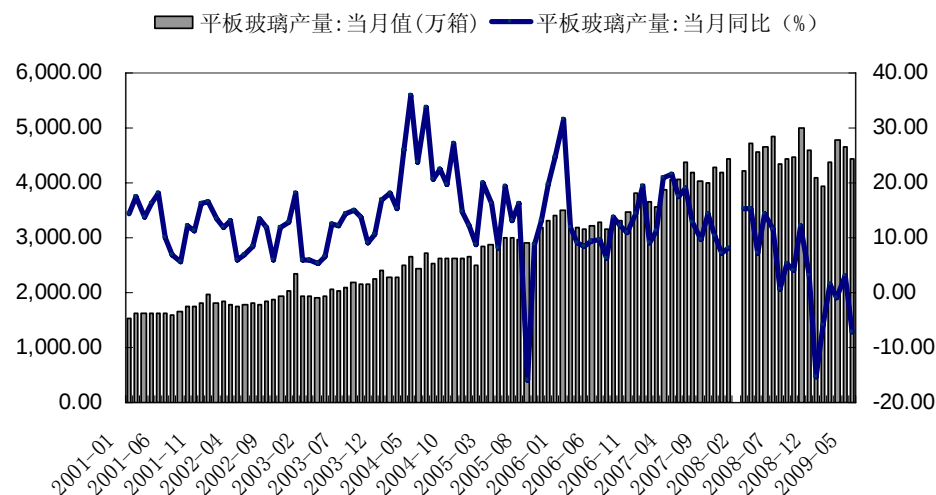
资料来源：东方证券研究所

二、房地产升温将迎来玻璃行业复苏

2008 年下半年由于世界性金融危机加剧和整个国民经济增速减缓，房地产下跌，平板玻璃的市场需求急剧萎缩，再加上近年来平板玻璃新增产能较多，供求矛盾进一步加大。企业经济效益明显下滑，全行业整体亏损，

全国 2008 年 1-12 月累计生产玻璃 5.74 亿重量箱，同比增长 5.06%，但 12 月份玻璃产量同比大幅下降 15%。第四季度玻璃销售低迷，库存压力明显加大。进入 2009 年，玻璃行业仍未出现明显好转，产量增速在五月份继续走低（同比增速为 -7.29%），显现目前玻璃需求仍显乏力。根据建材信息网的统计，目前仍有近 1 亿重量箱浮法玻璃生产线产能，因市场原因非正常停产。

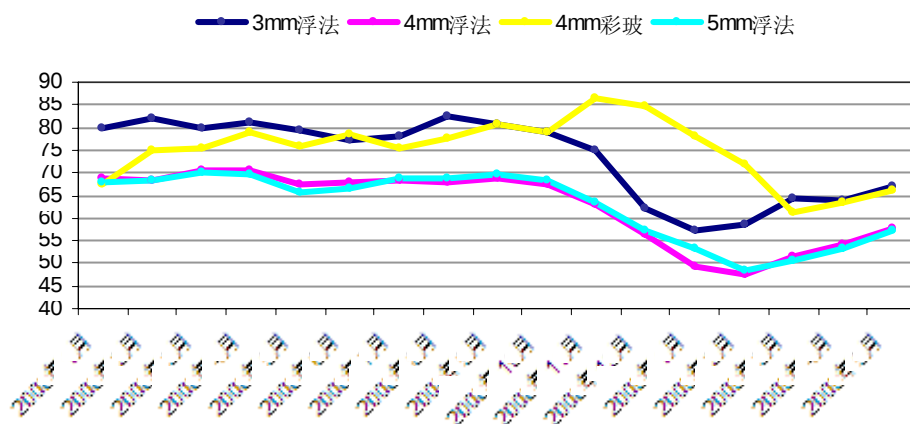
图 16：平板玻璃 2001-2009 年单月产量及增速



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

玻璃价格走势来看，2009 年 1-2 月平板玻璃价格处于最低谷，3-5 月价格已经开始平稳上行。2009 年一季度玻璃上游房地产开工率仍然不足，进入二季度房地产有复苏迹象，我们认为房地产景气度提高，房地产开工率上升必将带动玻璃的需求，平板玻璃行业最差时候已经过去，下半年行业利润将逐步恢复。

图 17：平板玻璃 2008-2009 年价格走势（单位：元/重量箱）



资料来源：中国建材信息总网，东方证券研究所

三、股价受到新能源政策影响

主要玻璃上市公司由于生产的玻璃产品可应用于太阳能领域，国家出台扶持新能源政策之后，股价都经历了一波暴涨，目前大部分玻璃公司在太阳能领域的业绩释放还有待时日，单就玻璃产品来看，估值水平较高。我们认为在房地产复苏对玻璃行业上市公司股价的敏感性小于水泥行业上市公司。

表 18：2008 年玻璃上市公司年报业绩预测

玻璃公司	09 年 EPS (元)	10 年 EPS (元)	股价 (元)	09 年 PE
金晶科技	0.41	0.83	12.65	30.85
南玻 A	0.54	0.92	15.75	29.17

资料来源：东方证券研究所

四、玻璃行业重点公司评述

1、金晶科技（600586）

- 公司的主导产品为超白玻璃、平板玻璃和纯碱，平板玻璃和纯碱目前处于景气低谷，平板玻璃价格保持在低位徘徊，但纯碱价格在近期有缓慢回升。
- 公司生产的超白玻璃主要用于室内装饰装修及太阳能领域，技术含量高，价格比较稳定，毛利率一直能维持在 50% 以上的较高水平，从 06 年开始销量逐年都有稳定提升，08 年全年销量在 170 万箱左右。近期薄膜电池概念兴起，公司超白玻璃可用于薄膜电池基片，市场对公司超白玻璃销量预期开始大幅提升，我们预计 09 年公司超白玻璃销量在 200-250 万重量箱。
- 我们预测公司 09 年为 0.41 元,2010 年为 0.83 元。由于超白玻璃市场需求的稳步增长和纯碱产能的释放，未来三年业绩会有快速增长，维持公司“买入”的投资评级。

表 19：金晶科技财务报表预测与比率分析

单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
流动资产	1255	1566	1796	2340	营业收入	1629	2453	3199	3113					
现金	560	619	648	1217	营业成本	1283	1895	2243	2158					
应收账款	72	101	133	130	营业税金及附加	8	12	16	15					
其它应收款	55	83	115	108	销售费用	52	76	101	98					
预付账款	125	209	233	227	管理费用	65	94	122	117					
存货	408	519	620	610	财务费用	76	87	68	21					
其他	35	33	48	48	资产减值损失	10	4	6	7					
非流动资产	3798	4035	4092	3663	公允价值变动收益	0	0	0	0					
长期投资	243	187	202	211	投资净收益	16	30	7	18					
固定资产	3211	3594	3748	3551	营业利润	150	315	652	716					
无形资产	177	214	244	273	营业外收入	10	12	7	10					
其他	167	40	-102	-372	营业外支出	1	5	5	4					
资产总计	5053	5601	5888	6003	利润总额	159	323	654	722					
流动负债	2258	2559	2337	1898	所得税	34	69	140	155					
短期借款	900	929	433	0	净利润	125	254	514	568					
应付账款	607	657	797	803	少数股东损益	11	14	22	16					
其他	751	973	1107	1095	归属母公司净利润	114	240	492	552					
非流动负债	470	464	465	466	EBITDA	358	600	945	973					
长期借款	460	460	460	460	EPS (元)	0.19	0.41	0.83	0.94					
其他	9	3	4	6										
负债合计	2727	3022	2801	2364	主要财务比率									
少数股东权益	71	85	107	123	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
股本	590	590	590	590	成长能力									

资本公积	1161	1161	1161	1161	营业收入	15.0%	50.6%	30.4%	-2.7%
留存收益	503	742	1228	1765	营业利润	-40.8%	109.9%	106.8%	9.8%
归属母公司股东权益	2254	2493	2980	3516	净利润	-44.8%	110.0%	105.2%	12.2%
负债和股东权益	5053	5601	5888	6003	获利能力				
现金流量表					毛利率	21.2%	22.8%	29.9%	30.7%
单位: 百万元					净利率	7.0%	9.8%	15.4%	17.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	5.1%	9.6%	16.5%	15.7%
经营活动现金流	235	572	845	830	ROIC	7.9%	12.7%	22.9%	27.6%
净利润	125	254	514	568	偿债能力				
折旧摊销	132	198	225	236	资产负债率	54.0%	54.0%	47.6%	39.4%
财务费用	76	87	68	21	净负债比率				
投资损失	-16	-30	-7	-18	流动比率	0.56	0.61	0.77	1.23
营运资金变动	-99	41	47	26	速动比率	0.37	0.41	0.50	0.91
其它	17	22	-1	-3	营运能力				
投资活动现金流	235	-429	-268	213	总资产周转率	0.36	0.46	0.56	0.52
资本支出	846	488	217	-240	应收账款周转率	25	27	26	22
长期投资	-32	-55	14	9	应付账款周转率	3.40	3.00	3.08	2.70
其他	1049	4	-37	-17	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	18	-84	-548	-474	每股收益	0.19	0.41	0.83	0.94
短期借款	63	28	-496	-433	每股经营现金流	0.40	0.97	1.43	1.41
长期借款	119	0	0	0	每股净资产	3.82	4.23	5.05	5.96
普通股增加	295	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-295	0	0	0	P/E	72.38	34.46	16.79	14.97
其他	-164	-112	-52	-42	P/B	3.67	3.31	2.77	2.35
现金净增加额	-625	59	29	569	EV/EBITDA	13	8	5	5

资料来源: 东方证券研究所

2、南玻 A (000012)

- 公司的低辐射镀膜工程玻璃和太阳能超白压延玻璃一直保持高盈利能力, 平板玻璃目前盈利能力较弱, 我们预期房地产复苏对工程玻璃和平板玻璃形成重大利好作用。
- 南玻从 05 年开始公司进军太阳能光伏产业链。公司的太阳能光伏产业链 (一期) 包括了 7.9 万吨/年的超白压延玻璃、1500 吨/年的多晶硅和 25MW 的太阳能光伏电池。超白压延玻璃和太阳能光伏电池生产线在前期都已经投产, 公司一期 1500 吨多晶硅的运行情况将决定公司未来光伏产业的进展程度。
- 南玻集团多晶硅材料项目一期工程年产 1500 吨的多晶硅材料生产线已于 2008 年年底进入投料试运行阶段, 系统运行正常平稳。2008 年 12 月 31 号第一炉高

纯多晶硅产品已经顺利出炉，经检测其产品纯度及各项物理性能指标达到国家电子级多晶硅标准。

- 2009 年业绩与多晶硅的运行和价格情况关系较大，我们预计 2009 年多晶硅投产 400 吨的条件下，公司的业绩为 0.54 元，2010 年业绩为 0.92 元，仍然维持公司的“增持”评级。

表 20：南玻 A 财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1800	2528	2972	2897	营业收入	4273	6596	8148	8594
现金	1034	1100	1250	1130	营业成本	2994	4706	5509	5603
应收账款	237	515	636	672	营业税金及附加	5	15	17	18
其它应收款	35	123	124	132	营业费用	220	366	436	447
预付账款	53	31	53	56	管理费用	332	480	600	634
存货	326	603	712	697	财务费用	78	163	213	233
其他	116	157	196	210	资产减值损失	221	100	0	0
非流动资产	8576	10782	12506	13549	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	15	17	18	投资净收益	44	44	0	0
固定资产	5543	8616	10731	12018	营业利润	466	810	1374	1659
无形资产	308	376	445	492	营业外收入	45	21	24	25
其他	2698	1775	1312	1020	营业外支出	9	12	12	12
资产总计	10376	13310	15478	16446	利润总额	502	820	1385	1672
流动负债	4369	7208	7799	7064	所得税	2	47	77	90
短期借款	2797	5123	5466	4705	净利润	500	773	1308	1582
应付账款	743	1095	1291	1323	少数股东损益	80	103	173	209
其他	829	990	1041	1036	归属母公司净利润	420	670	1135	1373
非流动负债	1194	626	1291	2068	EBITDA	897	1406	2191	2632
长期借款	1142	602	1252	2032	EPS (元)	0.34	0.54	0.92	1.11
其他	52	24	39	36	主要财务比率				
负债合计	5563	7834	9089	9132	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	268	371	544	753	成长能力				
股本	1237	1237	1237	1237	营业收入	2.0%	54.3%	23.5%	5.5%
资本公积	2068	2068	2068	2068	营业利润	-27.6%	74.1%	69.5%	20.8%
留存收益	1254	1801	2540	3256	归属于母公司净利润	-2.6%	59.5%	69.4%	21.0%
归属母公司股东权益	4545	5106	5844	6561	获利能力				
负债和股东权益	10376	13310	15478	16446	毛利率	29.9%	28.7%	32.4%	34.8%
现金流量表					净利率	9.8%	10.2%	13.9%	16.0%
单位: 百万元					ROE	9.2%	13.1%	19.4%	20.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					

经营活动现金流	1030	880	2097	2575	ROIC	7.2%	9.4%	13.1%	14.4%
净利润	500	773	1308	1582	偿债能力				
折旧摊销	353	432	605	740	资产负债率	53.6%	58.9%	58.7%	55.5%
财务费用	78	163	213	233	净负债比率	72.32%	75.77%	76.21%	75.61%
投资损失	-44	-44	0	0	流动比率	0.41	0.35	0.38	0.41
营运资金变动	-66	-301	-56	16	速动比率	0.33	0.26	0.28	0.30
其它	208	-143	26	3	营运能力				
投资活动现金流	-2563	-2428	-2329	-1783	总资产周转率	0.45	0.56	0.57	0.54
资本支出	2684	2420	2250	1725	应收账款周转率	15	17	14	13
长期投资	115	-21	0	1	应付账款周转率	4.40	5.12	4.62	4.29
其他	236	-29	-79	-56	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	680	1614	382	-912	每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.54	0.92	1.11
短期借款	782	2326	343	-761	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.83	0.71	1.69	2.08
长期借款	628	-540	650	780	每股净资产 (最新摊薄)	3.67	4.13	4.72	5.30
普通股增加	49	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	265	0	0	0	P/E	66.94	41.96	24.77	20.48
其他	-1045	-172	-611	-931	P/B	6.19	5.51	4.81	4.29
现金净增加额	-865	66	150	-120	EV/EBITDA	34	21	14	11

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

罗果：建材建筑行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 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；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本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任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn