

投资效应显现，地产锦上添花

建材行业 2010 年投资策略

报告关键点：

- 水泥供需形势或有好转
- 平板玻璃行业处于复苏期，但盈利能力或冲高回落
- 关注节能减排与出口复苏相关建材股

报告摘要：

- 我们判断2010年固定资产投资增速相比会有明显的回落。但考虑到基建工程的施工进度以及2010年房地产投资占固定资产投资的比重会小幅上升，我们认为，单位固定资产投资对水泥需求的拉动效应将高于2009年，我们估计2010年全国水泥产量增速在10%-15%之间，全年水泥需求增量在1.65-2.475亿吨之间。基建工程水泥消费进入高峰及地产复苏成为水泥需求的主要拉动力。
- 水泥产能的扩张受到国家政策的强力抑制。国家相继出台了行业准入条件、在建项目清理及加速淘汰落后水泥产能的相关政策后，估计水泥新增产能投放速度将明显放缓。明年落后产能淘汰量将明显加大，导致明年供需形势好于2009年。从新建水泥产能的区域来看，中西部地区水泥扩产的动力最大，东部地区新增产能较少。
- 考虑各地区水泥需求及新投产产能的情况，估计明年东部地区的水泥均价会高于今年，中西部局部地区则会出现景气度的冲高回落。水泥涨价对东部地区水泥企业的盈利弹性较大。水泥股投资建议关注盈利弹性+重组+低估值股。
- 平板玻璃行业2010年将处于盈利复苏周期，但盈利水平或从明年二季度开始明显回落，主要来自两方面的压力：一是新增产能投放导致的平板玻璃价格高位回落；二是随着经济复苏，纯碱和重油价格上涨导致玻璃企业的生产成本出现大幅上涨。考虑当前估值水平，我们建议关注节能玻璃龙头南玻A和纯碱盈利回升带动盈利复苏的金晶科技。
- 其他建材股的投资，我们主要建议考虑两条主线：一是节能减排，主要是节能玻璃推广受益及节能建材产品，主要是南玻和北新建材；二是国外经济好转带动的出口复苏与替代性材料，主要是建材五金产品和汽车玻璃等，关注成霖股份、海鸥卫浴、福耀玻璃和中国玻纤。

建材
领先大市-B

上次评级

领先大市-B

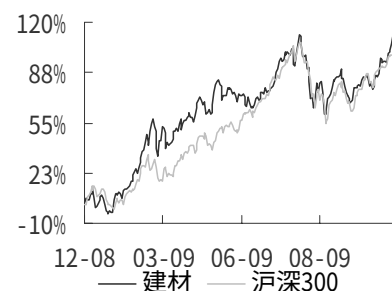
报告日期

2009-11-30

首选股票	目标价	评级
600585 海螺水泥	60	买入-A
000401 冀东水泥	22	买入-B
600720 祁连山	22	买入-B
002047 成霖股份	11	买入-B
000786 北新建材	18.3	买入-B
600449 赛马实业	40	增持-A
600660 福耀玻璃	18	增持-B

预测变动情况

12 个月行业表现



研究员

石磊

021-68765916

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

王天睿

021-68765363

助理行业分析师

wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

建材：水泥旺季涨价拉开序幕

2009-09-10

水泥：金秋销售旺季或成盈利关键

2009-06-29

建材：需求依然旺盛，成本快速上升

2009-06-29

回顾 2009 年，一季度建材行业在经历金融危机冲击的低谷后，二季度开始明显复苏之旅。得益于政府加大投资的拉动，水泥产品最先受益，全年保持了较高的增长，玻璃也在供给大幅收缩的背景下，从 3 月份开始迎来价格的持续大幅上涨和盈利的大幅回升。由于产业链传递的因素，其他建材产品复苏时间上相对滞后，但随着全球经济和国内产业的复苏，整体上都呈现景气回升的趋势。

展望 2010 年，虽然固定资产投资增速会出现明显回落，但国家 4 万亿投资带动的水泥需求将更充分，房地产复苏对水泥行业的需求传递也将明显体现，因此，水泥需求增量仍将保持高位。政府今年四季度陆续出台的抑制水泥和平板玻璃产能扩张的措施对水泥供给的抑制将大大缓解市场对水泥产品产能过剩的担心。由于地产需求可能要在 2010 年下半年才体现，随着供给的增加以及成本的回升，平板玻璃行业或从 2010 年二季度结束历史上难得的暴利蜜月期，毛利率或从高位回落。随着国外经济的复苏以及房地产业的复苏，建材五金产品的出口已经出现复苏态势，这种趋势将在 2010 年得以延续。

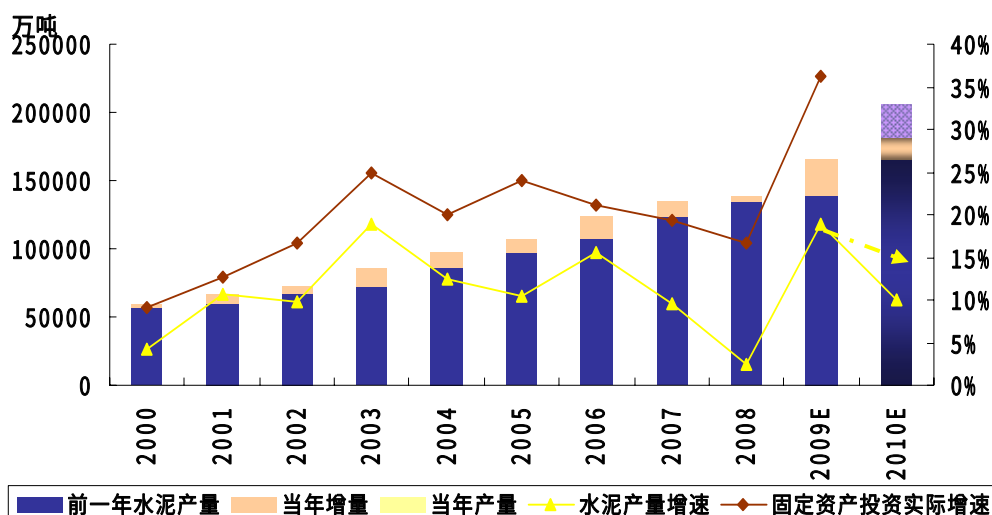
水泥行业：供需形势或有好转

对 2010 年水泥行业的分析，我们将主要从需求和供给的变化展开，并对行业的变化趋势和市场的关注问题提供我们的看法。

水泥需求增速回落，增量保持高位

从水泥需求来看，得益于固定资产投资增速的大幅提高（参见图 1），预计 2009 年我国水泥产量将达到 16.5 亿吨左右，同比增长近 19%。2010 年，在 2009 年较高的基数上，我们判断固定资产投资增速相比会有明显的回落。但考虑到基建工程的施工进度以及 2010 年房地产投资占固定资产投资的比重会小幅上升，我们认为，单位固定资产投资对水泥需求的拉动效应将高于 2009 年，我们估计 2010 年全国水泥产量增速在 10%-15% 之间，全年水泥需求增量在 1.65-2.475 亿吨之间，相比 2009 年有所减少，但相比过去十年都处在高位。

图 1：我国水泥产量与固定资产投资实际增速

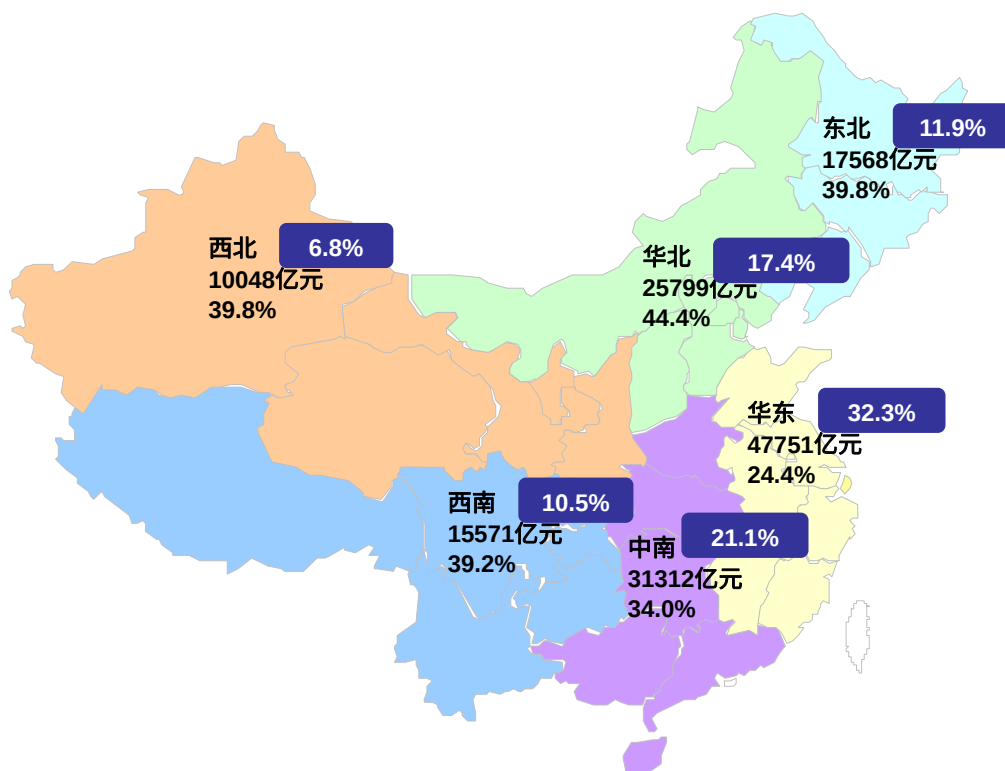


数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

西部投资保持高位，东部投资逐步复苏

虽然 2009 年我国水泥产量创了历史新高，但各区域分化较大，这直接与各区域的固定资产投资差异有关。从图 2 中今年前 10 个月的数据来看，华东地区固定资产投资增速明显低于全国平均水平，但华东地区水泥产量占全国的比重达到 32.3%，可见，今年全国水泥需求的高增长主要是由中西部地区拉动的，基础设施建设是中西部地区的主要投资领域。2010 年预计中西部地区的投资仍将保持高位，东部地区的投资则将逐步复苏。

图 2：2009 年 1-10 月份我国各地区城镇固定资产投资、增速及水泥产量占比



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

这点从今年前三季度的投资数据看得较为清楚。从表一中的数据来看，华东地区是国内唯一单季固定资产投资增速在明显加速的地区，表明东部地区的投资经历了去年下半年的持续下滑后，已经出现明显的回升趋势，我们估计这种趋势将持续至 2010 年。

表一 2009 年前三季度我国各地区累计城镇固定资产投资增速

地区	1Q09	1H09	3Q09
东北	59.8%	46.6%	41.5%
华北	32.3%	42.9%	40.5%
西北	48.9%	39.5%	37.4%
西南	46.8%	41.8%	39.3%
中南	27.4%	34.0%	33.5%
华东	21.0%	23.6%	24.1%

数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

重点工程水泥消费进入高峰

从水泥的下游需求来看，2010 年，重点工程仍将是水泥需求最重要的领域。中西部地区的主要投资即在重点工程领域，涵盖了铁路、公路、机场、水电站等各个方面。以轨道交通为代表的市政工程、以高速铁路为代表的重点工程则成为东部地区的基础设施建设重点。

从图 3 和图 4 来看，我国公路和铁路建设投资的大幅增长都是从去年底开始的，按照施工进度来看，前面至少半年基本都是项目的前期工作如征地等，对水泥需求很少。我们估计，国家 4 万亿元投资项目对水泥需求的大幅拉动实际上是从 2009 年下半年开始的，估计重点工程的水泥消费 2010 年将进入高峰期。

图 3：我国公路建设投资额及增速

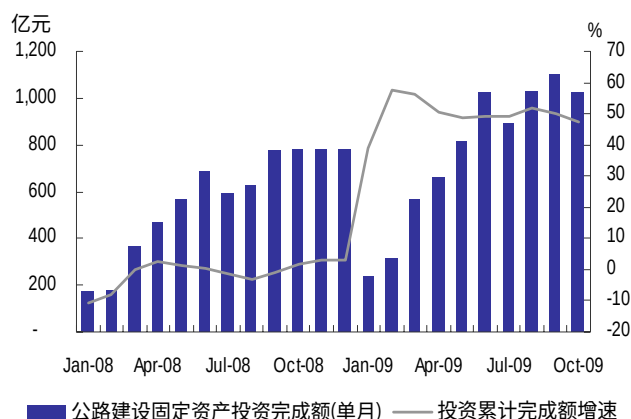
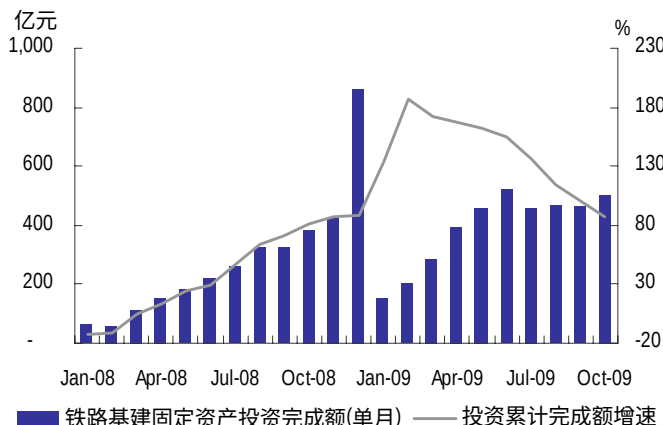


图 4：我国铁路建设投资额及增速



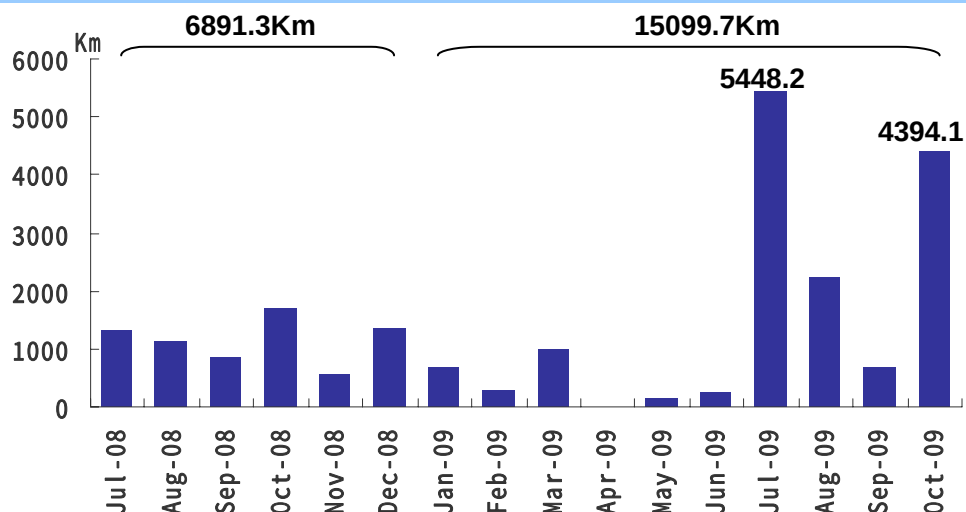
数据来源：中国交通部，安信证券研究中心

数据来源：中国铁道部，安信证券研究中心

铁路建设对水泥需求拉动方兴未艾

我们认为，铁路建设是所有基建项目中投资力度最大且审批最快的领域之一。从图 5 中国家发改委铁路项目审批情况看，今年在明显加速，虽然存在月度的不均匀性，但与去年下半年相比，今年前十个月的审批里程数增长已经超过一倍。按照铁路施工进度，今年下半年审批的铁路项目多数要到 2010 年才会反映到水泥需求上。

图 5：2008 年 6 月份至今国家发改委铁路审批情况



数据来源：国家发改委，安信证券研究中心

2010 年东部基建的水泥需求将更旺盛

从东部地区的铁路建设进展看（参见图 6 和表二），东部地区的铁路主要以高速铁路和城际轨道交通为主，由于高架因素，高速铁路的水泥需求量明显高于普通铁路。按照图表中主要项目的审批、开工时间看，多数项目是去年四季度开工或者审批的，与西部地区今年很多项目是去年甚至前年才开工的情况存在较大的差别。因此，东部地区铁路建设对水泥的需求拉动很多也是今年下半年才刚刚开始，其需求高峰将持续 1-2 年的时间。以沪杭高铁为例，今年 2 月底开始动工建设，其对上海水泥市场的影响实际上是今年 8 月份刚体现出来，需求的增加也是长三角区域 8 月份能够上调水泥价格的重要诱因。

图 6：我国东部地区铁路建设进展



表二 我国东部铁路建设进展 (蓝底纹项目未开工)

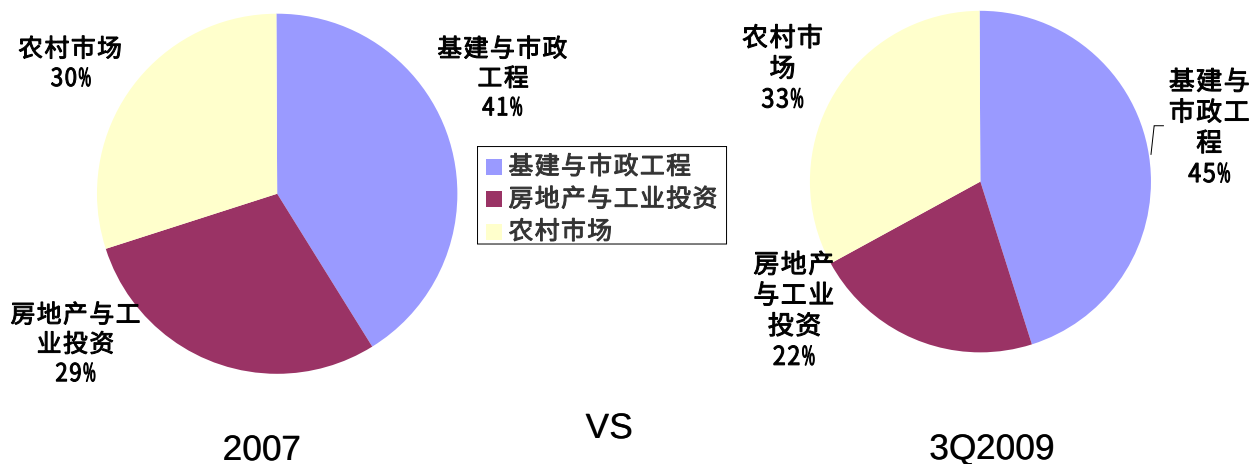
项目名称	地区	开工/审批时间	里程 (Km)
天津- 秦皇岛	华北	Nov-08	261
北京- 石家庄	华北	Oct-08	281
石家庄- 武汉	华北	Oct-08	841
京沪高铁	华东	Apr-08	1318
合肥- 蚌埠	华东	Jan-09	131
沪宁	华东	Jul-09	300
沪杭	华东	Feb-09	160
汉宜	中南	Sep-08	293
武汉- 孝/黄/咸宁/黄冈	中南	Mar-09	307
赣州- 韶关	中南	Mar-09	194
厦门- 深圳 (广东)	中南	Jan-08	357
南宁- 广州	中南	Nov-08	577
茂名- 湛江	中南	Mar-09	103
哈尔滨- 齐齐哈尔	东北	Jul-09	286
宿淮铁路	华东	Jul-09	211
阜六铁路	华东	Aug-09	139
青岛至荣成城际轨道	华东	Oct-09	300
北京至沈阳	华北	Oct-09	684
石家庄至济南	华北	Oct-09	319
宁西铁路西安至合肥	华东	Oct-09	952
合肥至福州铁路	华东	Jul-09	813
沈阳至丹东	东北	Aug-09	209
张家口至唐山铁路	华北	Jul-09	553
长沙至昆明	中南	Jul-09	1168
杭州至长沙铁路	华东	Jul-09	902

数据来源：中国铁道部、国家发改委，安信证券研究中心

地产领域对东部水泥需求至关重要

我们认为，2010 年房地产的复苏也是水泥需求的重要因素，对于东部地区尤为重要。我们以海螺水泥统计的下游需求来分析（参见图 7），本轮金融危机导致去年下半年开始房地产行业景气度急速下降，到今年三季度房地产占海螺水泥产品需求的比重下降到 22%，比 2007 年下降了 7 个百分点。考虑到海螺水泥产能的区域分布以及东部地区房地产明显比中部区域发达，可见，地产领域对东部地区水泥的需求至关重要，其景气度复苏的情况将直接影响 2010 年东部地区水泥需求的增长。

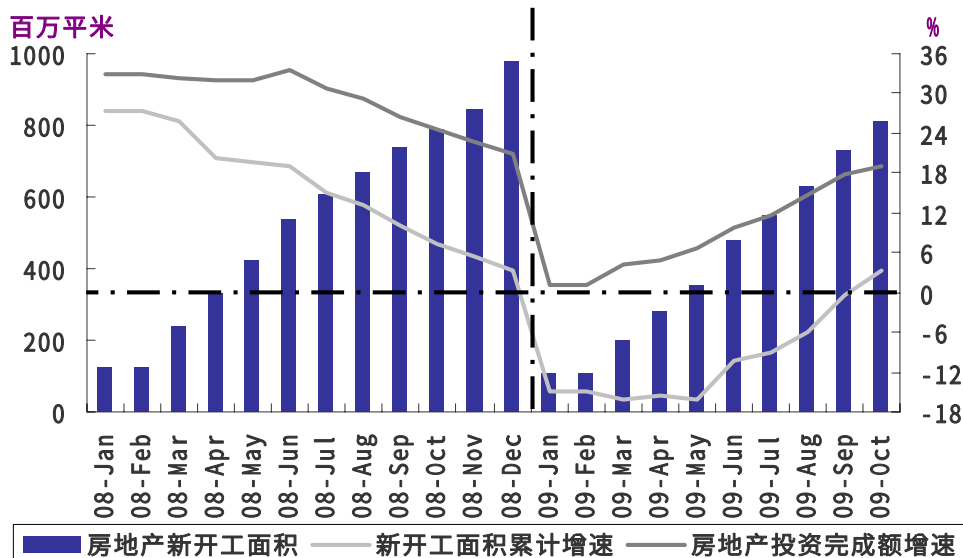
图 7：水泥下游需求分类及对比



数据来源：海螺水泥，安信证券研究中心

从图 8 中我国房地产行业的关键指标看，房地产投资和新开工面积自今年二季度开始缓慢复苏，到今年 10 月份，房地产累计新开工面积实现正增长，趋势非常明显。从储备土地动工来看，对水泥的需求至少要 3 个月有反映，新拍土地施工对水泥需求则要 6 个月才有反映。从这个意义上讲，我国地产业复苏对水泥需求的拉动实际上今年四季度才稍有反应，我们估计更明显的拉动应该在 2010 年。

图 8：我国房地产累计新开工面积及增速

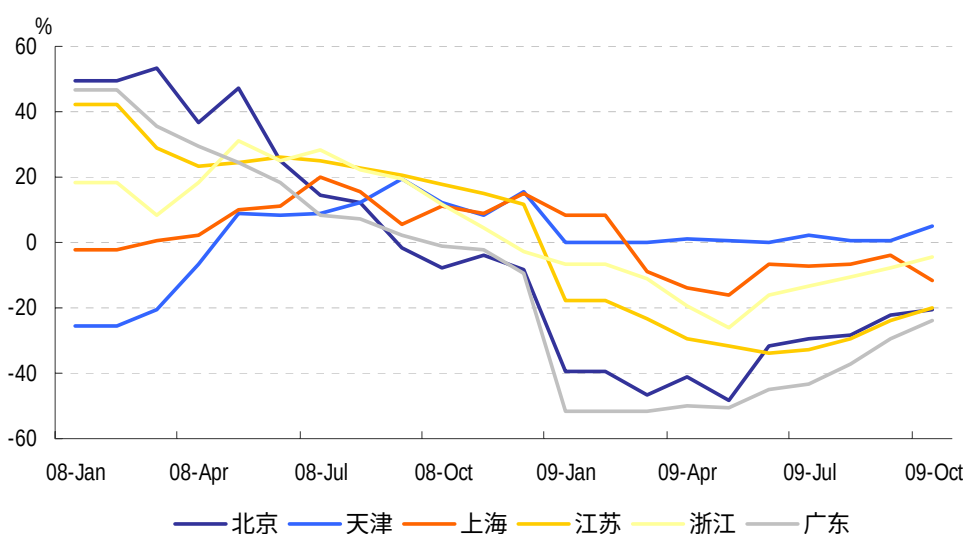


数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

东部地区地产复苏迹象明显

前文我们提到，从区域差异来看，房地产复苏对水泥的拉动东部地区相对更为明显，因为，中西部地区房地产对水泥的需求占比远小于东部地区。今年东部地区较低的固定资产投资增速及水泥需求增速，究其原因还是房地产投资及新开工面积始终相对低迷。从图 9 来看，东部部分经济相对发达省份房地产新开工面积恢复的相当快，尤其是广东省，2008 年回落幅度最大，今年复苏的也最快。

图 9：我国东部部分省份房地产新开工面积增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

供给：产业政策趋紧，产能扩张受制

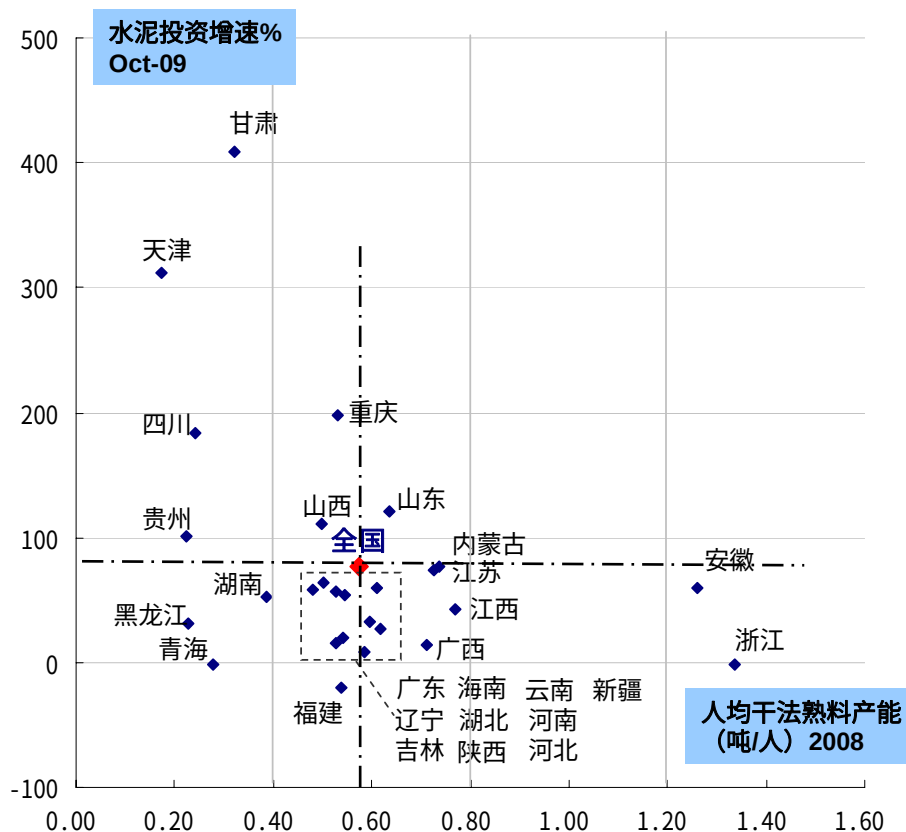
水泥新建产能过多导致的供给过剩一直是困扰水泥价格上涨及水泥股估值水平

的主要因素。我们认为，随着下半年政府对产能过剩产业的关注、尤其是今年四季度至今陆续出台了控制新建产能及淘汰落后产能的政策后，这种担心和悲观的预期正在得到修正，我们对此则持乐观的态度。

准入条件引领产业发展方向

今年9月份，政府在调研的基础上发布了《水泥行业准入条件》（征求意见稿）。从准入条件来看，新建水泥产能在明显收紧。人均熟料年产能超过1吨的省份，不再核准建设新型干法熟料生产线，鼓励并购重组，要求投资建线的企业必须具有三年行业生产经营经验，自有资金比例提高到50%以上，另外对新建线的矿山、环保和能耗指标也都作了硬性要求。从准入条件来看，这将引领水泥产业未来的发展方向。从图10来看，以全国平均的人均干法熟料产能及前10个月投资增速为中心，我们认为，处在左下角区域的省份相对压力较小。

图10：我国各省份人均新型干法熟料产能及今年前10个月水泥投资增速



数据来源：中国水泥协会，安信证券研究中心

清理项目将抑制产能扩张

9月底，国务院发文对水泥行业的产能过剩风险做出警示并要求清理在建项目。11月份，国家发改委和工信部相继发文针对水泥的在建拟建产能进行清理。今年9月30日之前已经获得审核但未开工的项目，一律暂停开工，审查其是否符合国家和区域规划布局要求，是否符合产业政策，并从土地、环保以及银行信贷三方面对拟建项目进行控制；在建项目则重点审查是否符合产业政策，各项审批手续是否齐备，建设内容与申报内容是否一致。拟建项目审批权限则上收至国家发改委。

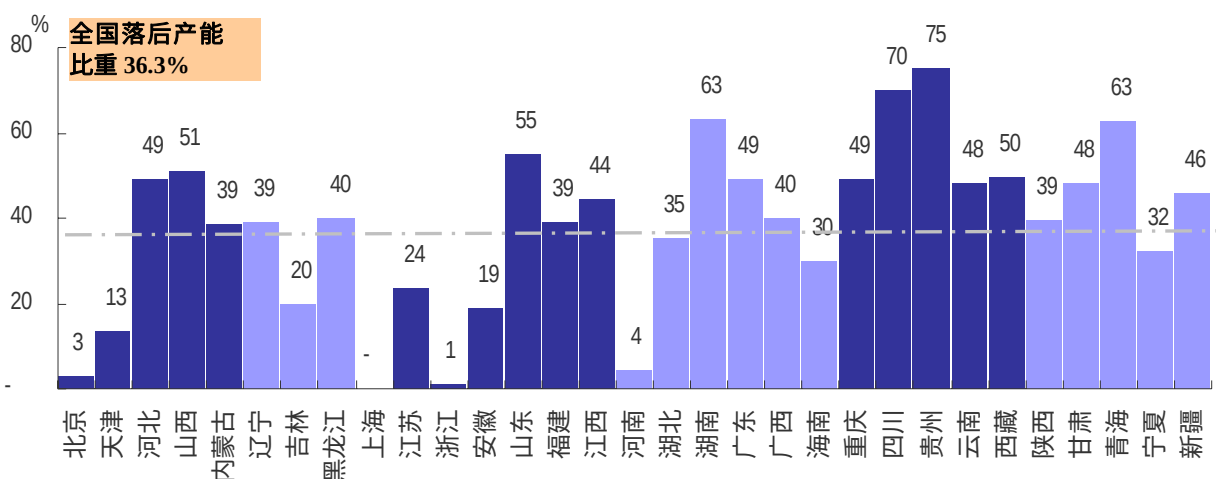
从政府的相关政策来看，抑制新建产能扩张的意愿非常强烈。在建项目建设进度放缓，未开工项目建设进度受到比较大的影响，拟建项目则存在审批的风险。我们认为，此次政府的力度较大，严厉的政策措施将对明年甚至后年水泥行业新投产产能产生非常大的影响，水泥新增供给将会出现明显的收缩。

落后水泥产能淘汰加速

与控制新建水泥产能相呼应的是，政府加大了落后水泥产能淘汰的力度。10 月底，工信部发文要求各地方政府制定并上报三年内彻底淘汰落后水泥产能的通知，一方面是节能减排的需要，另一方面也是为了减少产能过剩的影响，为新投产产能提供市场空间。政府要求对应予年度淘汰的落后企业（生产线）名单，各地要及时在媒体上公告，接受社会监督。从公开数据来看，我国尚有 5 亿吨落后水泥产能，相比 2006 年出台的 2007-2010 年淘汰 2.5 亿吨落后水泥产能相比，淘汰明显加速。

从 2008 年末我国各省份落后水泥产能比例来看（参见图 11），中西部地区比例相对较高，浙江、河南等个别省份已经没有淘汰空间。我们认为，落后水泥产能淘汰将大大缓解产能过剩的压力，由于要求每年上报淘汰企业的名称接受社会监督，2012 年末所有落后产能全部淘汰，再考虑到地方政府节能减排的压力，淘汰落后的执行力度值得期待。淘汰落后产能对行业唯一的风险在于淘汰落后产能的年度不均匀性，部分省份可能会存在拖的现象，最终导致下半年淘汰量明显高于上半年。由于经济发展的不平衡性，东部地区的淘汰进程估计要明显快于中西部地区。因此，2010 年淘汰落后水泥产能的进展值得密切跟踪，由于新建产能受制，不排除局部地区局部时间出现因淘汰加速导致的水泥供不应求进而推动价格上涨。

图 11：2008 年末我国各省份落后水泥产能比例



数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

中西部区域水泥投资加速，或成产能投放主力军

前面我们对今年四季度政府密集出台的有关水泥行业产能过剩的调控政策及其影响进行了梳理，我们再从新建产能的区域进行分析。

从图 12 可以看到，今年前 10 个月水泥投资增速最高的是西南、西北和华北地区，相比 2008 年的水泥投资增速，华东和中南地区的投资明显有所下降，而东北地区水泥投资增速则一直保持在较低的水平。

再看图 13 中我国各地区今年前 10 个月的水泥产量占比及投资占比情况。虽然华东地区的水泥产量占比达到 36%，但前 10 个月的水泥投资占比只有 18.6%，与此形成鲜明对比的是，西南、西北和华北地区的水泥投资占比明显高于其水泥产量占比，再次证明了中西部地区成为本轮水泥产能投放的主力军。

从水泥投资增速较高的省份来看（参见图 10），从中不难看出，水泥投资高增长的区域主要集中在当前水泥价格较高（参见后文图 16），企业处于暴利的地区。考虑水泥生产线的建设进度以及一季度淡季的因素，我们估计到明年二季度中西部地区水泥生产线投产的产能相对较大，将对水泥价格及盈利产生相对负面的影响。

图 12：我国各地区水泥投资增速

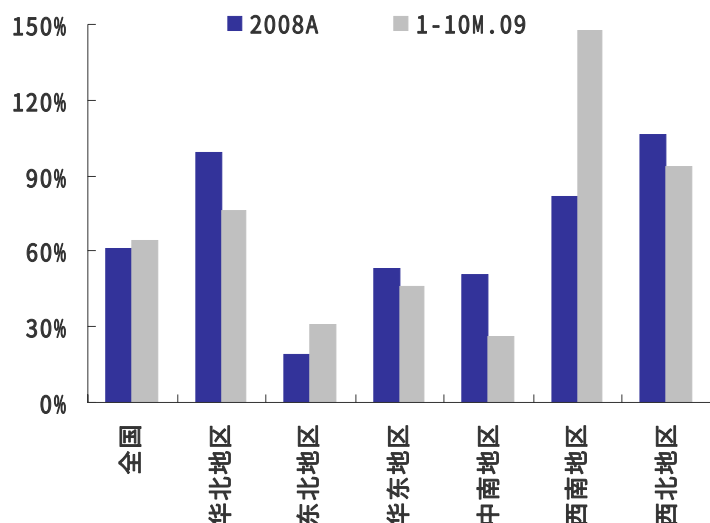
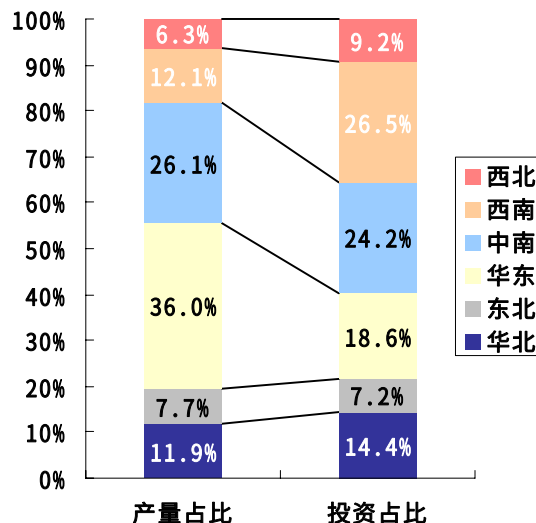


图 13：我国各地区前 10 月水泥产量与投资占比



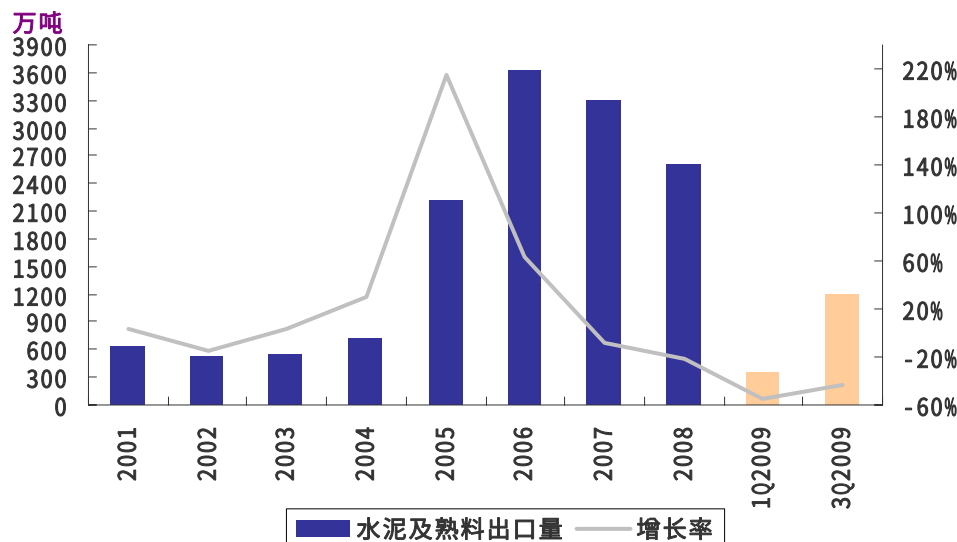
数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

期待出口复苏，缓解东部供给压力

另外一个可能对供给有利的因素来自水泥出口的复苏。实际上，从 2006 年到 2008 年我国的水泥及熟料年出口量都在下降，金融危机导致今年我国水泥出口大幅回落，但自二季度开始，水泥出口有缓慢回升的迹象。如果明年国外经济持续复苏，估计我国的水泥出口会有明显的增长。由于我国的水泥出口主要是东部沿海地区，因此，水泥出口的复苏将缓解东部地区的供给压力。

图 14：我国水泥及熟料出口量与增长率



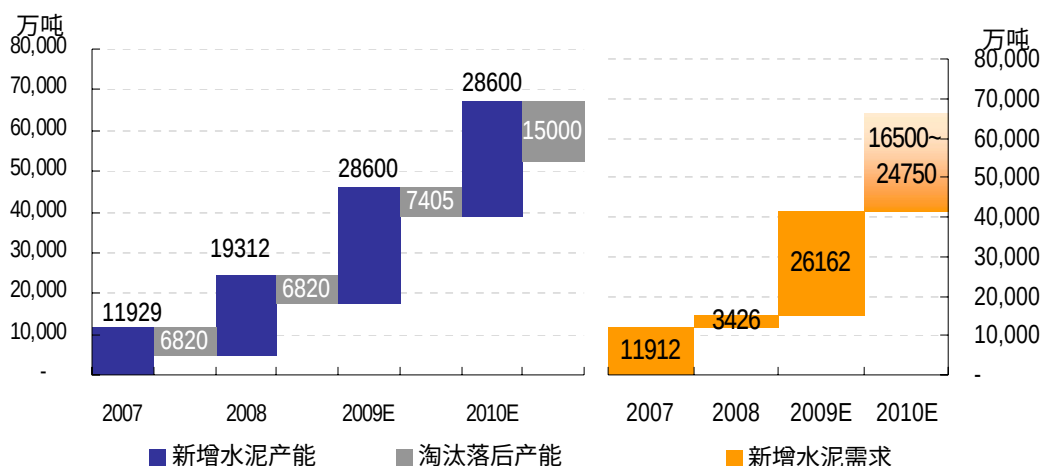
数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

产能投放趋缓，2010 年供需矛盾或有缓解

综合前文对于 2010 年水泥需求与供给的分析，我们保守估计明年新投产的熟料产能达到 2.2 亿吨（实际投产产能可能会低于这一水平），折合水泥产能 2.86 亿吨（我们保守的按照低标号水泥掺加混合材比例测算），明年的水泥需求增量在 1.65-2.475 亿吨。与今年相比最大的变化在于落后水泥产能的淘汰。今年落后水泥淘汰的量我们假定达到政府制定的 2009-2010 年各省市淘汰总量的一半水平，考虑到明年淘汰力度的明显加大，估计明年的淘汰量将达到 1.5 亿吨，供需对比，实际上，2010 年水泥的供需矛盾相比今年有所缓解。只是考虑到淘汰的时间问题，明年上半年的供需压力相

比下半年要相对大些。

图 15：我国水泥新投产产能、淘汰落后产能及新增水泥需求预测

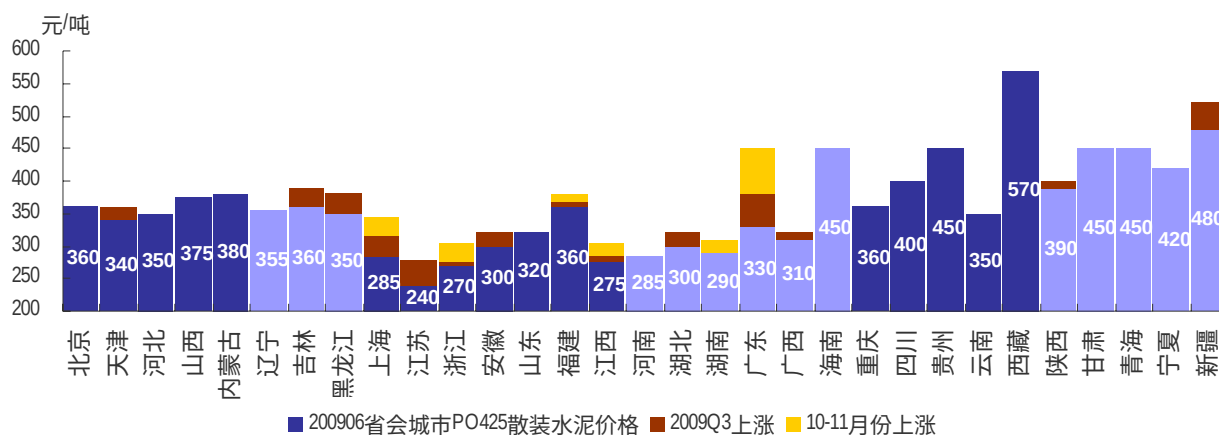


数据来源：安信证券研究中心预测

东部地区水泥涨价动力大，弹性足

从水泥价格来看，由于经济复苏带动水泥需求的回升，三季度开始东部多数省份水泥价格出现了持续大幅的上涨，广东省的调价幅度和频率最大，主要还是由于东部地区新投产产能较少而水泥需求在恢复，供需形势好转所致。中西部地区下半年水泥价格基本维持在高位。根据我们前文的分析判断，由于供需形势好转，预计 2010 年东部地区水泥价格比 2009 年均价将有所上涨。西部水泥价格则会面临供给方面的冲击，部分地区出现高位回调的可能性较大。

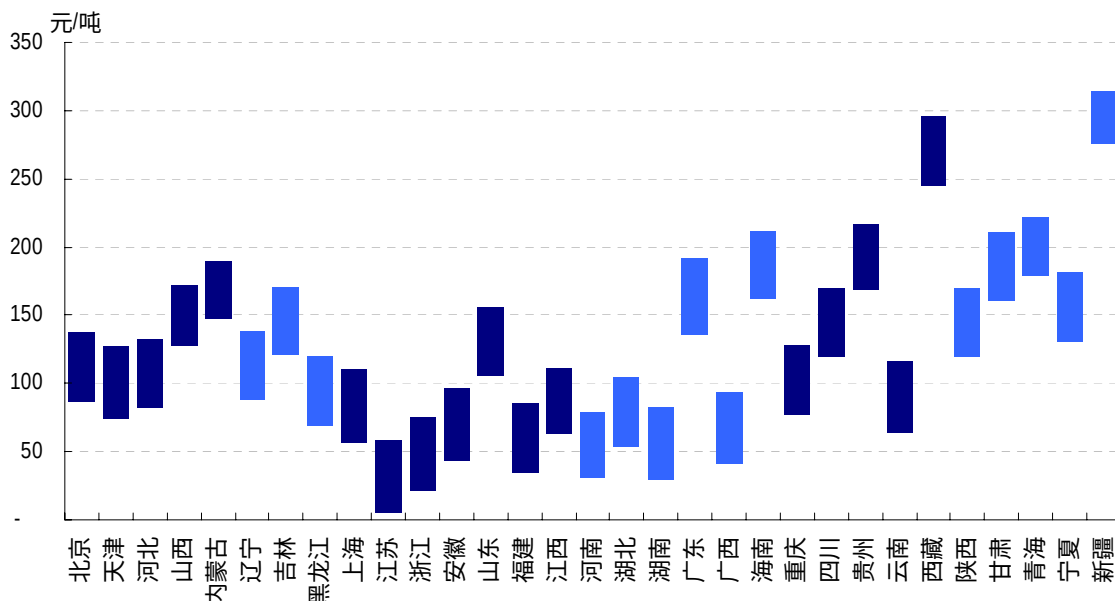
图 16：我国各省份上半年水泥价格及 7-11 月份涨价情况



数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

根据最新的水泥价格及各省份煤炭、电价情况，我们模拟了各省份 P.042.5 水泥的毛利情况。从图 17 中可以看到，华东地区企业的盈利水平最低，如果扣除费用及所得税，当前的毛利水平对于部分水泥企业而言仍处在微利甚至亏损的状态。中南的多数省份盈利水平比华东地区略高，西南部分省份和西北的多数省份盈利处在暴利区域，华北的山西、内蒙盈利水平也较高。根据对明年水泥价格的走势分析，很明显，水泥涨价对东部地区的水泥企业盈利改善的弹性最大，水泥吨毛利较高的区域对水泥价格变动的敏感性较小。

图 17：我国各省份最新 P.042.5 水泥吨毛利水平对比



数据来源：安信证券研究中心测算

前文我们主要对水泥行业 2010 年最重要的供需前景作了分析，下面我们对 2010 年水泥行业值得关注的其他问题进行简要的分析。

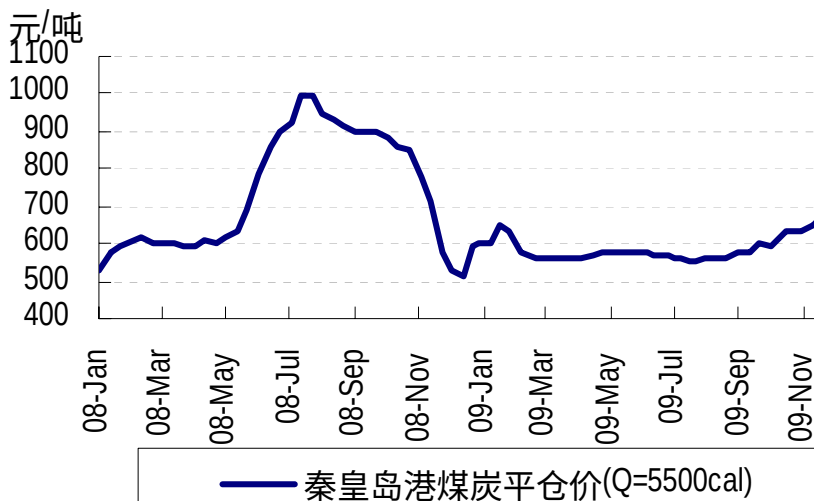
关注政府区域发展政策动向

随着经济的复苏，政府继续加大基建投资的可能性较小，我们认为，可以关注政府可能出台的有关区域发展政策。局部区域如民族自治区域可能会得到中央政策的倾斜，并最终表现在该区域未来固定资产投资的加强上，对于水泥需求形成利好。

煤价或重拾升势，盈利改善重在供需

煤炭成本是水泥生产成本支出中最大的一项。经历了去年二季度开始的水泥价格大幅上涨及随后的快速回落后，今年前三季度煤炭价格基本走平，但随着经济复苏，煤价上涨的可能性很大，其关键在于水泥企业能否涨价进行传导，区域供需的改善对于抵御煤价上涨有利，只要不出现短时间大幅持续涨价，基本都是可以消化的。

图 18：煤炭价格走势



数据来源：煤炭资源网，安信证券研究中心

节能改造步伐加速

2010 年还值得关注的是水泥行业的节能改造进展，一定程度上也可以降低企业的生产成本，提高效益。经历了近 3 年的余热发电推广利用后，我们认为，可以关注的是海螺水泥焚烧城市生活垃圾试验线的运转情况，该生产线建在铜陵海螺，如果运转效果好及政府补贴到位，不排除该技术像余热发电技术一样在全国范围内的推广应用。与此类似的是，华新水泥可燃替代物技术的应用，这也将显著降低水泥生产过程中的燃料成本支出。

水泥产业并购或有升温

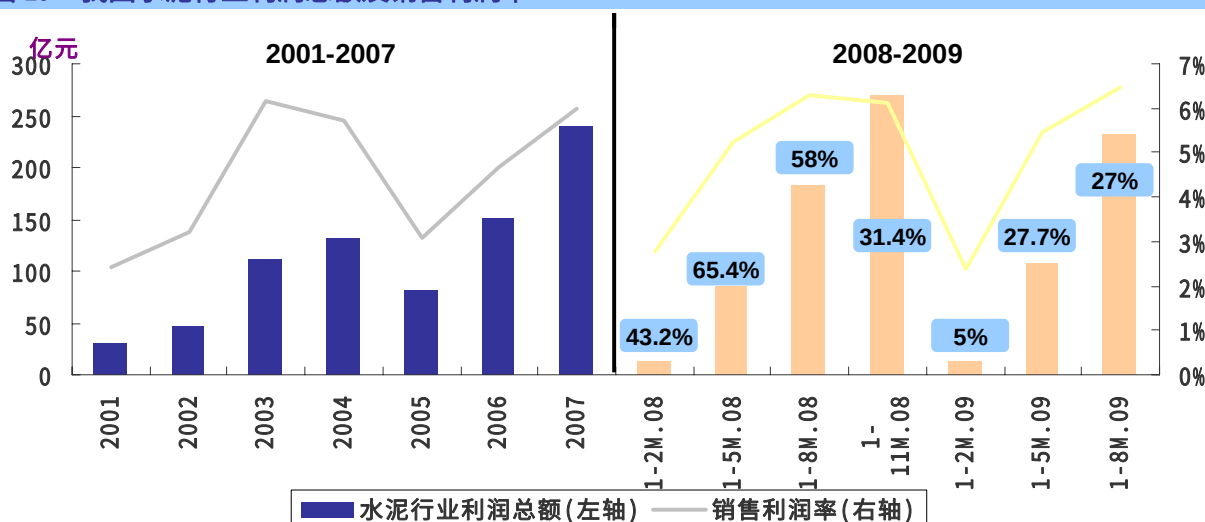
由于水泥新建产能的政策收紧，对于大企业来讲，主要的扩张方式将是并购重组，这将加速水泥行业集中度提升的速度。11 月 30 日，台泥国际与昌兴国际发布公告，台泥国际拟以 40 亿元港币向昌兴国际购买旗下水泥子公司昌兴矿业在中国大陆地区除安徽巢东水泥之外的全部水泥产业。这意味着收购完成后，台泥将成为广东省最大的水泥企业。我们认为，水泥产业的发展趋势将从新建产能逐步过渡到新型干法水泥之间的并购与联合，最终形成区域的寡头。2010 年，水泥行业的并购整合升温之势基本确立，可以关注相关的投资机会。

水泥行业投资策略：盈利弹性+重组+低估值

从水泥行业的盈利趋势来看，经历了 2008 年下半年的下滑之后，今年一季度行业盈利增长见底，此后明显复苏。对于 2010 年来讲，虽然可能存在季节性的低谷和区域景气度的差异，但行业盈利保持较高增长的势头并不变。考虑水泥行业供需形势的好转、明年盈利确定性增长及当前较低的估值水平，我们维持水泥行业“领先大市-B”的投资评级，主要考虑三个投资主线：经济复苏背景下水泥企业的盈利弹性、重组及相对较低的估值。

从企业的盈利弹性来看，主要是东部的水泥股，我们最看好海螺水泥，明年公司将呈现量和毛利率齐升的局面。冀东水泥、华新水泥也是我们看好的投资品种，亚泰集团所处的黑龙江和吉林省水泥需求旺盛，新建产能较少，看好其水泥业务盈利。重组公司中，我们最看好资产注入明确的太行水泥，按照实际控制人金隅集团的承诺，未来半年将会推出资产注入方案，企业盈利会有大幅提升。另外，由于华北市场水泥需求旺盛，公司自身业绩已超市场预期，提供了较强的安全边际。狮头股份等区域性水泥企业则可能成为并购的标的。冀东水泥和华新水泥已有一些区域并购的动作，新一年的并购战略值得进一步关注。低估值的水泥股主要是西北水泥股，其风险在于产能释放导致景气度可能回落，我们看好新疆水泥股、祁连山。

图 19：我国水泥行业利润总额及销售利润率



数据来源：数字水泥网，安信证券研究中心

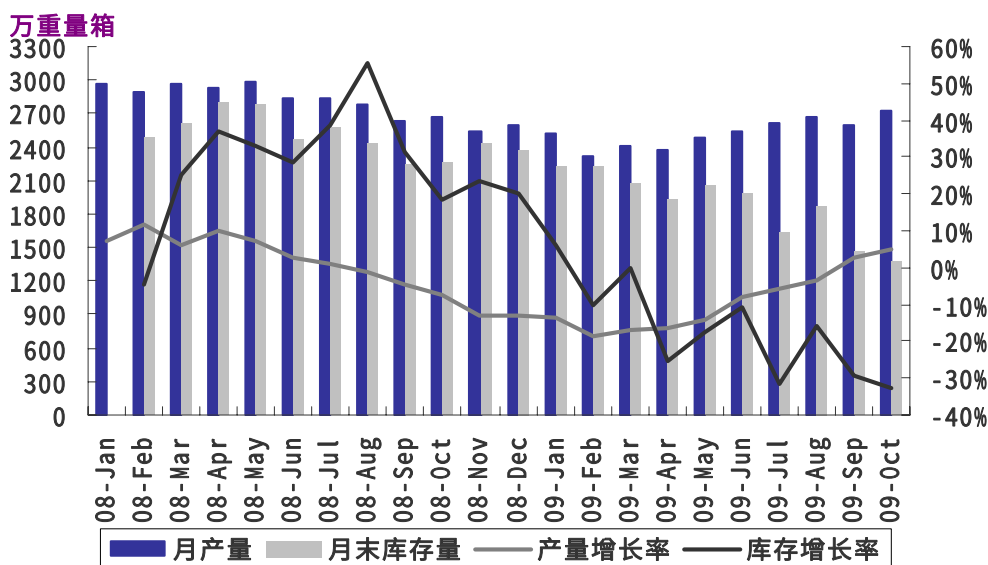
平板玻璃：盈利复苏，毛利率或高位回落

平板玻璃行业是周期性波动较大的行业。2008 年房地产和汽车行业的大幅下滑对玻璃需求和行业盈利造成巨大打击，全行业停产 40 多条窑，在经济复苏和玻璃产能收缩的背景下，企业盈利从二季度开始明显复苏，三、四季度更是迎来历史上少有的黄金期。2010 年复苏之旅将延续，但二季度随着新建产能的释放和成本的上涨，我们估计企业的毛利率或高位回落。

平板玻璃行业库存处在低位

从我国重点联系玻璃的生产指标来看（参见图 20），由于 2008 年关闭熔窑导致的供给大幅收缩，随着经济一季度见底复苏，玻璃需求回升，企业的库存量开始持续回落。从图中可以看到，今年 2 月份开始至今玻璃企业的库存都是负增长的，而玻璃的产量在 8 月份之前也一直处在负增长的状态。随着停产窑的复产，我们估计企业的库存量在明年二季度将出现正向的增长。

图 20：我国重点联系玻璃企业月度产量及库存情况



数据来源：中国建材信息总网，安信证券研究中心

地产需求拉动在下半年

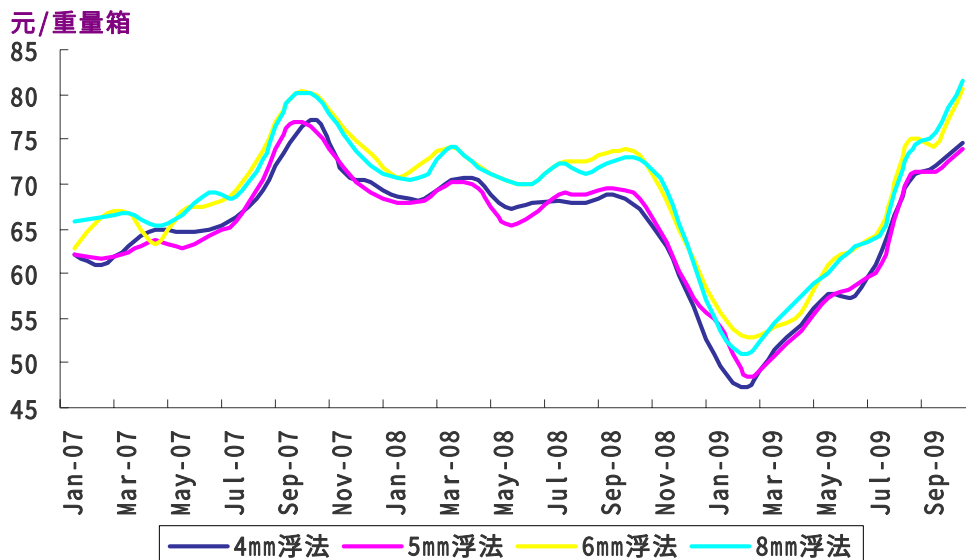
从平板玻璃的需求来看，今年主要来自存量房、二手房的销售拉动的玻璃需求，以及汽车热销导致的玻璃原片销量增长。从前文分析可以看到，房地产开工面积增速在缓慢的回升，考虑到玻璃主要应用在房建施工的中后期，我们估计地产复苏对平板玻璃需求的拉动要在明年的下半年才会体现出来。

平板玻璃价格高位盘整或回落

随着库存的消化和需求的转暖，今年 3 月份开始平板玻璃价格出现了明显的回升，部分品种（如 6mm 浮法玻璃和 8mm 浮法玻璃）价格已经创出了近三年的新高。随着玻璃价格的持续上扬，玻璃企业复产的动力很强。考虑到玻璃窑复产至少需要 3-4 个月的周期并且有一定的复产成本，我们估计玻璃供给的释放应该从今年的四季度才体现出来。

明年一季度玻璃消费处在淡季，平板玻璃价格在供给的冲击下出现高位盘整的可能性较大，再考虑到新建平板玻璃窑的陆续投产，我们估计明年二季度开始平板玻璃价格回落的趋势可能会出现。

图 21：主要浮法玻璃品种价格走势



数据来源：中国建材信息总网，安信证券研究中心

供给压力随复产、扩产而显现

平板玻璃行业较短的周期波动主要是由于行业新建产能的无节制扩张导致的。与水泥生产线不同的是，平板玻璃行业的落后产能相对较少，淘汰空间不大。2009 年行业景气度的大幅提升很大程度上与 2008 年关闭了 1 亿多重量箱的产能有关，实际上 2008 年玻璃产能收缩了 7000 万重量箱以上。

据协会统计的数据，今年将要投产的浮法生产线达到 26 条（含复产的线），产能达到 1.05 亿重量箱。考虑窑龄到期等因素关闭的产能，今年浮法玻璃的产能净增量在 5300 万重量箱（参见图 22 和图 23）。2010 年新增产能很大程度上取决于政府限产、淘汰的执行情况，但我们判断总产能增量会高于 2009 年。

图 22：我国浮法玻璃新建产能情况

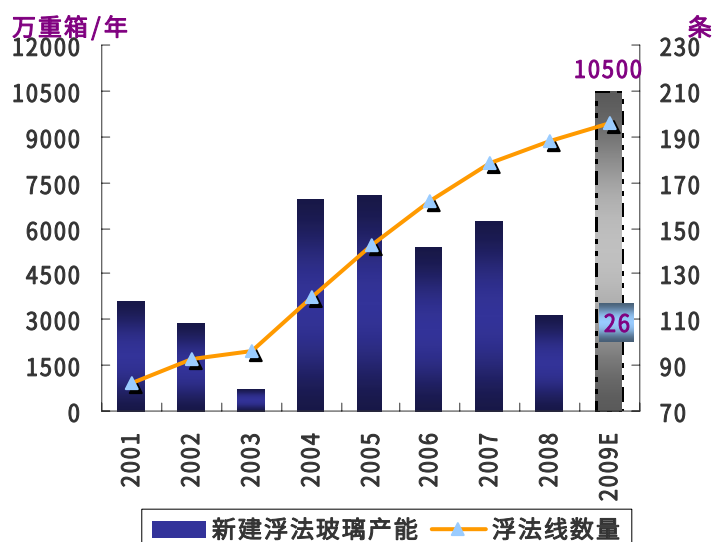
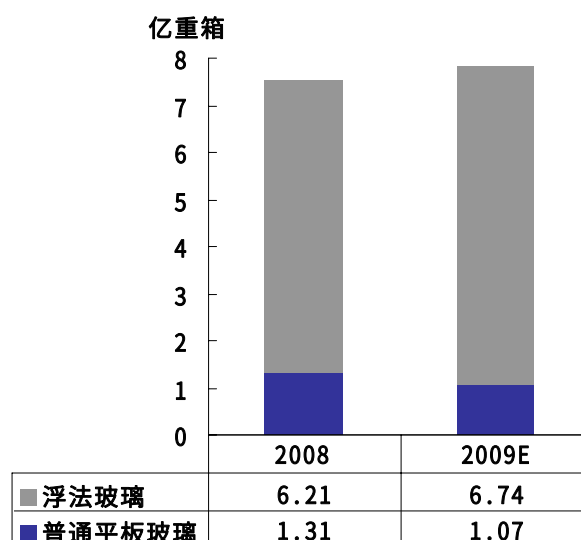


图 23：我国平板玻璃产能情况



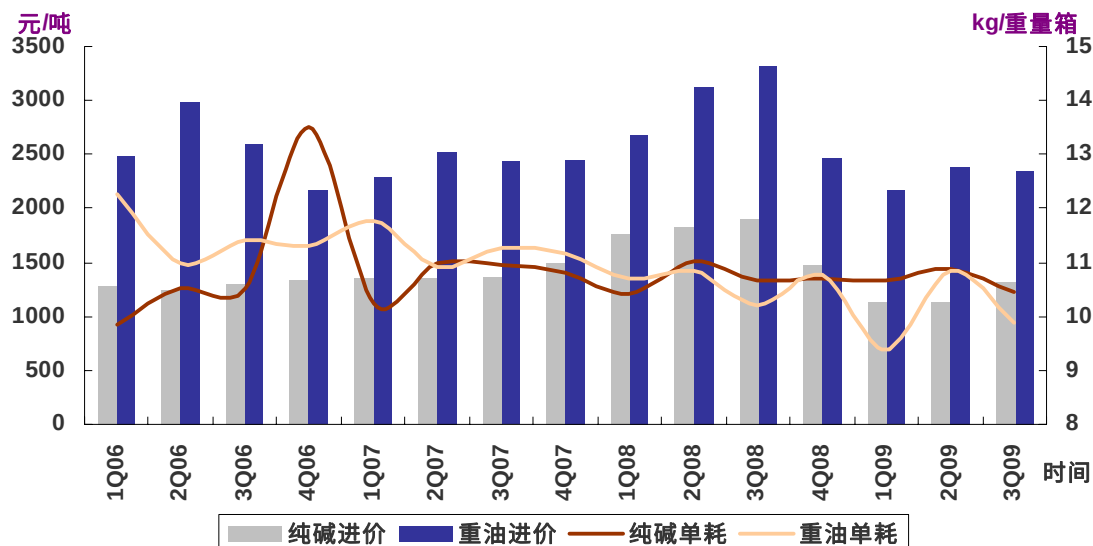
数据来源：安信证券研究中心

数据来源：安信证券研究中心

原材料价格 2010 年步入上升通道

对于平板玻璃行业，我们担心的另一个问题来自于成本的上涨。从图 24 可以看到，自去年三季度纯碱和重油的价格达到历史高位后，出现大幅回落，今年截至目前，除了油价二季度出现明显上涨并在之后盘整外，纯碱价格则一直处于低位，多数纯碱企业处在亏损状态。我们估计原材料和燃料的价格不会长期处在低位，随着经济的复苏，我们估计纯碱和重油价格都会重步入上升通道，企业的成本压力将会越来越突出。

图 24：重点联系玻璃企业主要原燃料采购价格及单耗



数据来源：中国建材信息总网，安信证券研究中心

平板玻璃盈利能力或现高位回落

再从玻璃企业盈利的角度来看（参见图 25），由于玻璃价格的大幅下滑和成本的大幅攀升，去年三季度玻璃企业盈利达到低谷，去年四季度和今年一季度盈利的回升主要依赖成本的大幅回落。此后，平板玻璃企业盈利在成本平稳、玻璃价格持续大幅上扬的情况下出现明显攀升，我们估计今年四季度玻璃企业的盈利应该会达到近三年的高点并持续至明年一季度。由于平板玻璃价格很难再大幅上涨，考虑到成本的快速上升，我们估计明年二季度平板玻璃企业的盈利能力或现高位回落。

图 25：浮法 5mm 玻璃价格与主要原燃材料成本差

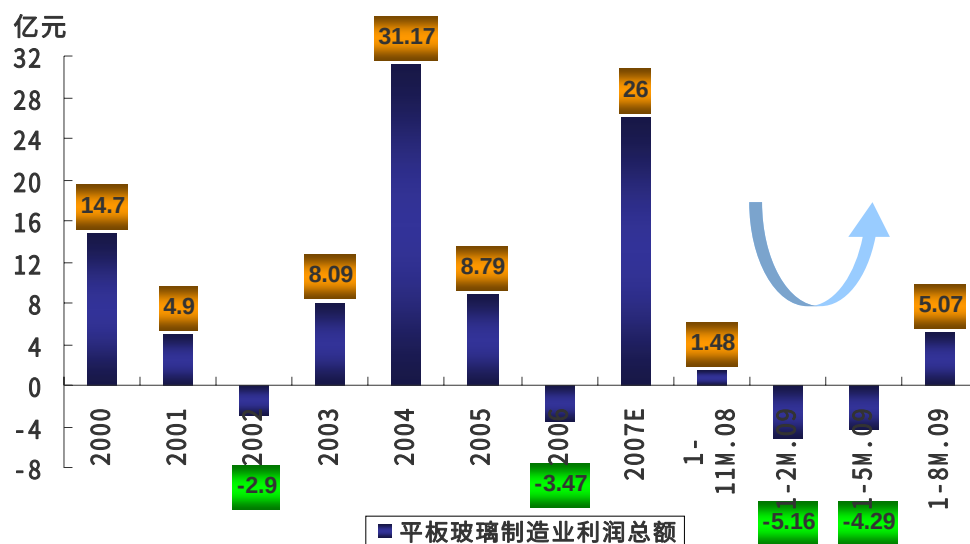


数据来源：中国建材信息总网，安信证券研究中心

平板玻璃行业盈利处于复苏期

2009 年平板玻璃行业的盈利处在明显的复苏周期。从图 26 来看，过去十年平板玻璃行业的盈利都处在明显的周期性变化过程中，这跟我们提到的行业产能无节制扩张有关，中国经济的高增长始终能消化行业产能的高增长，导致阵痛之后行业能够很快的出现复苏。2010 年我们估计平板玻璃行业的盈利将处于明显的上升通道，全年行业盈利将有明显的增长，唯一的风险来自二季度企业盈利能力可能会出现见顶回落。考虑到平板玻璃企业的估值水平都不低，我们给予平板玻璃行业“同步大市-A”的投资评级。考虑当前的估值水平，我们建议关注节能玻璃龙头南玻 A 和纯碱盈利回升带动盈利复苏的金晶科技。

图 26：平板玻璃制造业利润总额

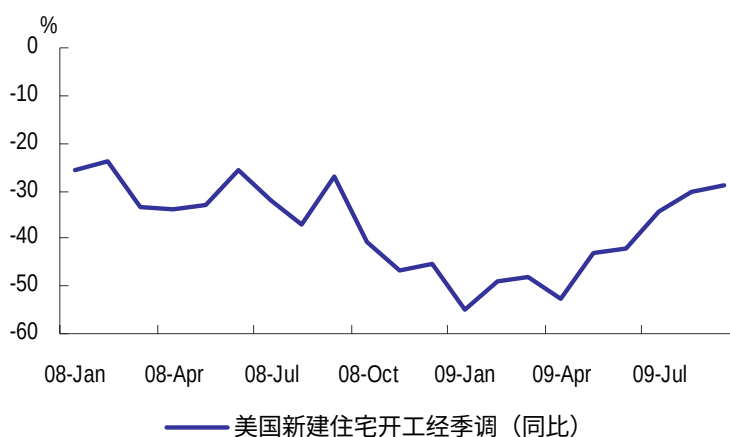


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

其他建材：关注节能减排与出口复苏

对于其他建材产品，由于其用途多数属于建筑装饰性材料，因此，其复苏很大程度上依赖房地产行业 and 出口。考虑到国外经济复苏明显慢于国内且房地产行业复苏推动的下游行业复苏的传导和行业轮动，我们认为，2010 年其他建材股的投资主要遵循两条主线：一是节能减排，主要是节能玻璃推广受益及节能建材产品，主要是南玻和北新建材；二是国外经济好转带动的出口复苏与替代性材料，主要是建材五金产品和汽车玻璃等，关注成霖股份、海鸥卫浴、福耀玻璃和中国玻纤。

图 27：美国新建住宅情况



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-11-30

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)				ROE(%)		现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E				
建材III																
600585	海螺水泥	买入-A	买入-A	1.48	2.12	3.01	29	20	14	10.6%	13.4%	16.3%	43.76	60		
000401	冀东水泥	买入-A	买入-B	0.37	0.82	1.10	46	21	15	8.3%	9.0%	13.1%	18.05	22		
600720	祁连山	买入-A	买入-B	0.37	0.85	1.12	41	18	14	18.2%	24.9%	28.1%	16.16	20		
000786	北新建材	买入-B	买入-B	0.42	0.61	0.78	37	25	20	12.8%	12.8%	14.2%	16.16	18		
002247	成霖股份		买入-B	0.15	0.27	0.30	0	0	0	12.8%	12.8%	14.2%	31.20	11		
600801	华新水泥	增持-A	增持-A	1.14	1.41	1.92	20	16	12	10.9%	10.2%	12.8%	23.89	30		
600449	赛马实业	增持-A	增持-A	1.40	1.82	2.11	26	20	17	16.7%	14.0%	14.4%	37.80	32		
600660	福耀玻璃		增持-B	0.12	0.15	0.17	112	27	19	7.5%	25.0%	27.3%	14.01	18		
600802	福建水泥	中性-A	中性-A	0.00	-0.24	0.04	-	-30	173	-	-5.0%	1.0%	7.60	8		
600176	中国玻纤	中性-B	中性-B	0.57	0.10	0.40	29	167	42	17.1%	11.0%	17.2%	17.40	15		

打造自有品牌 国内业务有望放飞

成霖股份 2010 年投资视点

报告关键点：

- 国外业务恢复性增长
- 打造自有品牌 国内业务有望高增长

报告摘要：

- 成霖股份主要是从事卫浴设备尤其是水龙头的制造销售，其中供国外品牌或渠道商的贴牌生产占业务比重超过80%。公司目前经营状况较为稳定，3季度公司业务收入4.05亿元，4季度预计与3季度营收情况基本持平。
- 公司目前国外卫浴产品订单尚未恢复到经济危机前的水平，目前深圳工厂产能利用率约在80%-90%，其中占公司外国业务比重约70%的零售渠道市场受益于北美、欧洲二手房交易的复苏，恢复速度明显高于面对新屋开工的工程类订单。公司去年年底建成的青岛工厂目前已具备年产4、5百万套的产能，但是由于订单不足、产能利用率较低，预计全年亏损约为2800万元左右。
- 公司拥有多个国际品牌的贴牌制造经验，拥有完整的高端卫浴产品的设计、开发与制造能力。公司自有品牌G0B0高宝卫浴，目前主要通过百安居等渠道进行销售，由于之前对品牌的宣传投入力度一直较弱，目前市场尚未打开。公司有计划在2010年大幅推进自有品牌G0B0卫浴在国内的推广。我们认为，卫浴产品的销售对品牌知名度存在一定的依赖性，公司本身具备了高端卫浴的生产制造能力，宣传投入的增长，将非常有助于该产品在国内高端卫浴市场的知名度以及市场份额的提升。同时，自有品牌的推广，将大幅提升公司产品的整体附加值，并带动目前公司青岛工厂的运转率。
- 未来公司将积极受益于北美、欧洲的房地产新开工的复苏，国外订单有望延续09年的恢复性增长；同时国内自有品牌存在高速扩张的可能性。建议积极关注公司未来的出口复苏以及公司自有品牌推广带来的业绩弹性。我们预计公司09-11的EPS为0.29、0.36、0.46元（其中09年末考虑前期计提的存货跌价准备冲回的影响），给予“买入-B”的首次投资评级，考虑公司未来的业绩弹性以及中小板的定价水平，按照2010年30倍的PE，6个月目标价10.8元。

评级：

买入-B

上次评级：

目标价格：10.8 元

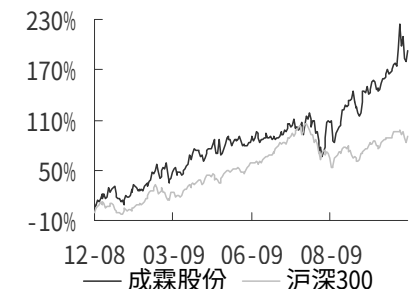
期限：6 个月 上次预测：现价：8.26 元

报告日期：2009-11-30

市场数据

总市值(百万元)	2,342.04
流通市值(百万元)	2,342.04
总股本(百万股)	283.54
流通股本(百万股)	283.54
12 个月最高/最低	2.83/9.40 元
十大流通股东(%)	65.31%
股东户数	20,661

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.79	25.63	101.48
绝对收益	18.84	40.89	193.38

研究员

石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
王天睿	助理行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,767.5	1,624.2	1,411.9	1,732.0	2,099.5
Growth(%)	5.9%	-8.1%	-13.1%	22.7%	21.2%
净利润	54.8	43.6	82.8	102.8	128.9
Growth(%)	67.8%	-20.4%	90.0%	24.1%	25.4%
毛利率(%)	13.6%	17.1%	21.0%	23.0%	22.7%
净利润率(%)	3.1%	2.7%	5.9%	5.9%	6.1%
每股收益(元)	0.19	0.15	0.29	0.36	0.45
每股净资产(元)	3.07	3.31	3.50	3.79	4.17
市盈率	42.7	53.7	28.3	22.8	18.2
市净率	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
净资产收益率(%)	5.9%	2.8%	7.0%	9.8%	11.1%
ROIC(%)	13.5%	7.1%	10.9%	19.3%	21.2%
EV/EBITDA	20.6	37.4	20.0	13.5	10.6
股息收益率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-11-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,767.5	1,624.2	1,411.9	1,732.0	2,099.5	成长性					
减:营业成本	1,527.0	1,346.8	1,115.8	1,334.0	1,622.4	营业收入增长率	5.9%	-8.1%	-13.1%	22.7%	21.2%
营业税费	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	营业利润增长率	56.5%	-33.9%	147.9%	52.0%	25.4%
销售费用	70.1	98.2	105.9	121.2	142.8	净利润增长率	67.8%	-20.4%	90.0%	24.1%	25.4%
管理费用	107.0	122.3	122.8	145.5	168.0	EBITDA 增长率	36.5%	-28.4%	75.8%	47.6%	22.8%
财务费用	2.4	-0.4	-6.6	-6.3	-7.8	EBIT 增长率	66.0%	-37.3%	132.4%	56.3%	25.4%
资产减值损失	4.1	19.8	-18.6	-2.9	-2.1	NOPLAT 增长率	70.8%	-52.2%	148.1%	56.3%	25.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.1%	61.2%	-11.2%	13.8%	5.1%
投资和汇兑收益	-	0.3	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	11.8%	7.9%	5.6%	8.5%	9.8%
营业利润	56.2	37.1	92.0	139.9	175.4	利润率					
加:营业外净收支	2.8	-1.5	-	-	-	毛利率	13.6%	17.1%	21.0%	23.0%	22.7%
利润总额	59.0	35.6	92.0	139.9	175.4	营业利润率	3.2%	2.3%	6.5%	8.1%	8.4%
减:所得税	7.3	9.4	23.0	35.0	43.8	净利润率	3.1%	2.7%	5.9%	5.9%	6.1%
净利润	54.8	43.6	82.8	102.8	128.9	EBITDA/营业收入	4.6%	3.6%	7.2%	8.7%	8.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	3.3%	2.3%	6.1%	7.7%	8.0%
货币资金	597.8	482.8	500.0	540.0	580.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	32	48	70	56	45
应收帐款	289.2	303.9	220.9	285.7	346.3	流动营业资本周转天数	46	55	63	55	56
应收票据	0.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	223	252	261	217	207
预付帐款	49.2	43.0	44.2	45.5	47.1	应收帐款周转天数	58	64	65	51	52
存货	255.1	250.0	190.8	250.7	308.0	存货周转天数	50	60	61	47	49
其他流动资产	2.2	4.5	3.4	5.0	7.2	总资产周转天数	256	308	345	283	260
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	78	105	141	116	104
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	5.9%	2.8%	7.0%	9.8%	11.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	1.8%	5.4%	7.3%	8.3%
固定资产	155.4	280.4	272.5	264.3	254.9	ROIC	13.5%	7.1%	10.9%	19.3%	21.2%
在建工程	3.7	13.8	9.5	6.9	5.3	费用率					
无形资产	3.0	34.9	32.7	30.6	28.6	销售费用率	4.0%	6.0%	7.5%	7.0%	6.8%
其他非流动资产	2.0	9.2	10.7	12.0	12.9	管理费用率	6.1%	7.5%	8.7%	8.4%	8.0%
资产总额	1,357.5	1,422.5	1,284.6	1,440.6	1,590.5	财务费用率	0.1%	0.0%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
短期债务	91.3	132.4	30.9	58.7	23.4	三费/营业收入	10.2%	13.6%	15.7%	15.0%	14.4%
应付帐款	281.0	277.1	214.0	255.8	333.4	偿债能力					
应付票据	49.5	4.8	12.2	11.0	8.9	资产负债率	35.9%	34.0%	22.8%	25.3%	25.7%
其他流动负债	41.1	36.9	39.7	44.4	48.5	负债权益比	56.0%	51.5%	29.6%	33.9%	34.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.55	2.36	3.58	3.32	3.36
其他非流动负债	19.5	25.0	25.0	25.0	25.0	速动比率	1.99	1.76	2.84	2.56	2.55
负债总额	487.2	483.6	293.2	364.8	409.0	利息保障倍数	24.16	-97.44	-12.95	-21.09	-21.44
少数股东权益	132.4	171.1	157.3	159.4	162.1	分红指标					
股本	246.6	283.5	283.5	283.5	283.5	DPS(元)	0.04	0.04	0.06	0.07	0.09
留存收益	491.3	484.3	550.5	632.8	735.9	分红比率	20.4%	28.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	870.3	938.9	991.4	1,075.8	1,181.5	股息收益率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	51.7	26.2	82.8	102.8	128.9	EPS(元)	0.19	0.15	0.29	0.36	0.45
加:折旧和摊销	24.7	22.8	16.2	16.4	16.6	BVPS(元)	3.07	3.31	3.50	3.79	4.17
资产减值准备	4.1	19.8	-18.6	-2.9	-2.1	PE(X)	42.7	53.7	28.3	22.8	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
财务费用	-1.8	-8.3	4.8	-6.6	-6.3	P/FCF	23.3	-17.0	49.7	40.0	37.1
投资收益	-	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	1.3	1.4	1.7	1.4	1.1
少数股东损益	-3.2	-17.4	-13.8	2.1	2.6	EV/EBITDA	20.6	37.4	20.0	13.5	10.6
营运资金的变动	83.6	-117.4	107.0	-78.5	-38.9	CAGR(%)	26.6%	71.2%	32.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	136.4	-49.0	166.8	33.4	99.1	PEG	1.6	0.8	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-117.1	-58.7	-3.2	-3.9	-3.9	ROIC/WACC	1.4	0.7	1.1	1.9	2.1
融资活动产生现金流量	55.4	79.2	-111.4	13.5	-53.2	REP	3.4	5.1	3.5	1.8	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1688 号 14 楼 1401 室

产能释放，关注区域并购战略

冀东水泥 2010 年投资视点

报告关键点：

- 新建产能全面释放
- 各销售区域景气差异大
- 关注区域并购战略

报告摘要：

2009年，冀东水泥盈利出现了爆发性增长，主要还是公司“三北”战略效果显现，尤其像西北地区受重点工程拉动水泥供不应求，华北地区价格保持高位，为盈利增长作出了重大贡献。展望2010年，冀东水泥将迎来多个区域新建产能的投产，新建与区域并购将使得公司产能规模出现快速增长。

- 新建产能全面释放：2010年上半年将是冀东水泥产能全面投产的半年。公司在河北、山西、内蒙、陕西、河南、重庆、四川的十余条生产线将相继投产，新增产能超过2500万吨。再考虑今年四季度投产的生产线，冀东水泥在河北、内蒙、山西和陕西省的水泥市场已经稳居龙头地位。
- 各销售区域景气差异大：由于新建产能主要集中在中西部地区，我们对产能大幅释放后这些区域的景气度有所担心。今年上半年公司在陕西的两个工厂四条生产线为公司贡献了55%左右的利润，但陕西省明年的景气度能否持续值得关注。另外，今年底至明年一季度四川省和重庆市将有大量的新型干法线投产，如果落后产能淘汰不能及时跟进，即使考虑当地的基建和灾后重建水泥需求，水泥的供过于求矛盾仍然是非常突出的。我们相对看好的是华北和东北区域市场，两个区域的投资增长快，水泥需求旺盛，市场集中度也较高，公司具有一定的控制力，预计2010年景气度处于回升态势。
- 关注区域并购战略：冀东水泥的区域整合战略值得关注。公司已经有意收购秦岭水泥，并有整合山西水泥市场的想法，后续进展值得跟踪，这将直接影响公司在这些区域的控制力和盈利能力。
- 盈利继续释放：虽然公司今年盈利保持了高增长，但公司明年产能大幅释放将使得盈利高增长得以延续。不考虑公司并购的产能盈利释放并考虑部分区域景气度回落的影响，我们预计公司明年的eps将达到1.1元，我们维持公司“买入-B”的投资评级，3个月目标价22元。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-A

目标价格： **22.00 元**

期限： 3 个月 上次预测： 22.00 元

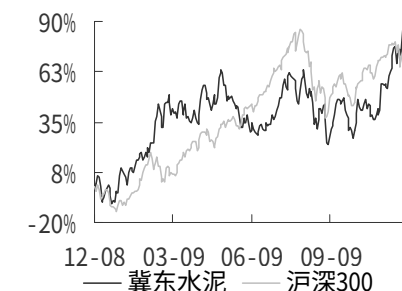
现价： 18.28 元

报告日期： **2009-12-04**

市场数据

总市值(百万元)	22,169.45
流通市值(百万元)	22,149.25
总股本(百万股)	1,212.77
流通股本(百万股)	1,211.67
12 个月最高/最低	8.98/19.42 元
十大流通股东(%)	64.17%
股东户数	45,125

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.24	15.81	(5.18)
绝对收益	28.73	34.22	78.56

研究员

石磊 首席行业分析师

021-68765916 shilei@essence.com.cn

王天睿 助理行业分析师

021-68765363 wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,860.4	4,568.7	7,140.0	10,675.0	13,589.5
Growth(%)	32.6%	18.3%	56.3%	49.5%	27.3%
净利润	420.9	521.8	1,111.5	1,492.7	1,724.5
Growth(%)	74.9%	21.3%	121.8%	34.3%	15.5%
毛利率(%)	26.9%	28.6%	31.8%	30.6%	29.4%
净利润率(%)	9.5%	9.8%	13.9%	12.4%	11.3%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.82	1.10	1.27
每股净资产(元)	2.44	5.20	8.29	9.23	9.93
市盈率	59.5	49.1	22.1	16.5	14.3
市净率	7.4	3.5	2.2	2.0	1.8
净资产收益率(%)	14.2%	8.3%	11.1%	13.3%	14.3%
ROIC(%)	11.4%	10.8%	13.4%	13.4%	12.9%
EV/EBITDA	23.0	24.4	14.7	11.5	10.3
股息收益率	0.4%	0.5%	0.9%	1.2%	3.5%

前期研究成果

冀东水泥：收入利润高增长，未来扩张可期

2009-11-02

冀东水泥：西部区域贡献突出，盈利超预期

2009-08-18

冀东水泥：产能步入投放期

2009-06-17

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-10-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,860.4	4,568.7	7,140.0	10,675.0	13,589.5	成长性					
减:营业成本	2,822.7	3,261.4	4,867.5	7,406.3	9,599.9	营业收入增长率	32.6%	18.3%	56.3%	49.5%	27.3%
营业税费	34.2	39.9	62.3	93.2	118.6	营业利润增长率	119.5%	9.9%	177.7%	42.7%	14.4%
销售费用	199.0	199.7	292.7	437.7	557.2	净利润增长率	74.9%	21.3%	121.8%	34.3%	15.5%
管理费用	243.2	526.2	892.5	1,184.9	1,494.8	EBITDA 增长率	43.7%	11.0%	62.2%	35.8%	15.4%
财务费用	200.9	250.7	192.6	217.7	257.5	EBIT 增长率	73.1%	15.2%	100.4%	38.3%	14.9%
资产减值损失	8.5	27.7	19.1	16.8	13.8	NOPLAT 增长率	62.8%	26.7%	70.9%	31.4%	15.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.5%	37.6%	31.9%	19.7%	11.6%
投资和汇兑收益	12.9	137.6	300.0	270.0	270.0	净资产增长率	13.5%	113.4%	59.4%	11.3%	7.6%
营业利润	364.8	400.8	1,113.2	1,588.5	1,817.7	利润率					
加:营业外净收支	141.4	185.1	210.0	210.0	260.0	毛利率	26.9%	28.6%	31.8%	30.6%	29.4%
利润总额	506.2	586.0	1,323.2	1,798.5	2,077.7	营业利润率	9.4%	8.8%	15.6%	14.9%	13.4%
减:所得税	85.3	64.1	211.7	305.7	353.2	净利率	9.5%	9.8%	13.9%	12.4%	11.3%
净利润	420.9	521.8	1,111.5	1,492.7	1,724.5	EBITDA/营业收入	24.4%	22.8%	23.7%	21.5%	19.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	14.7%	14.3%	18.3%	16.9%	15.3%
货币资金	1,009.2	2,061.6	4,032.5	3,456.9	2,956.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	408	361	271	236	212
应收帐款	212.3	280.6	557.5	833.5	1,061.1	流动营业资本周转天数	47	82	121	145	155
应收票据	365.8	181.5	880.3	1,462.3	1,861.6	流动资产周转天数	217	289	337	331	310
预付帐款	677.9	1,195.3	1,974.1	2,862.9	3,822.9	应收帐款周转天数	15	9	11	12	13
存货	530.7	811.6	1,065.2	1,418.2	1,838.3	存货周转天数	46	54	48	42	43
其他流动资产	0.0	0.0	339.2	763.4	1,054.9	总资产周转天数	735	856	774	652	576
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	562	645	555	463	420
持有至到期投资	0.1	0.1	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	115.1	837.9	110.4	110.4	110.4	ROE	14.2%	8.3%	11.1%	13.3%	14.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	4.1%	6.2%	7.2%	7.6%
固定资产	4,813.9	4,356.5	6,408.6	7,595.0	8,395.1	ROIC	11.4%	10.8%	13.4%	13.4%	12.9%
在建工程	668.2	2,424.0	1,934.4	1,520.6	1,092.4	费用率					
无形资产	310.4	384.5	384.5	384.5	384.5	销售费用率	5.2%	4.4%	4.1%	4.1%	4.1%
其他非流动资产	284.5	203.4	268.3	279.0	255.4	管理费用率	6.3%	11.5%	12.5%	11.1%	11.0%
资产总额	8,988.1	12,736.8	17,955.1	20,686.8	22,832.7	财务费用率	5.2%	5.5%	2.7%	2.0%	1.9%
短期债务	2,121.8	1,854.5	1,854.5	2,100.0	2,100.0	三费/营业收入	16.7%	21.4%	19.3%	17.2%	17.0%
应付帐款	720.9	966.0	1,000.2	1,521.8	1,972.6	偿债能力					
应付票据	84.6	102.1	106.7	162.3	210.4	资产负债率	67.1%	50.5%	44.0%	45.9%	47.3%
其他流动负债	1,024.2	565.8	1,160.5	1,633.4	2,228.5	负债权益比	204.0%	101.8%	78.6%	84.8%	89.6%
长期借款	1,474.8	2,313.8	3,152.8	3,452.8	3,652.8	流动比率	0.71	1.30	2.15	1.99	1.93
其他非流动负债	605.0	624.5	624.5	624.5	624.5	速动比率	0.57	1.06	1.89	1.73	1.65
负债总额	6,031.3	6,426.7	7,899.1	9,494.9	10,788.8	利息保障倍数	2.82	2.60	6.78	8.30	8.06
少数股东权益	288.8	384.8	488.7	628.3	789.5	分红指标					
股本	962.8	1,212.8	1,212.8	1,212.8	1,212.8	DPS(元)	0.08	0.10	0.16	0.22	0.63
留存收益	1,705.3	4,712.6	8,354.5	9,350.9	10,041.6	分红比率	26.2%	25.9%	20.0%	20.0%	50.0%
股东权益	2,956.8	6,310.2	10,056.0	11,191.9	12,043.8	股息收益率	0.4%	0.5%	0.9%	1.2%	3.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	420.9	446.0	1,111.5	1,492.7	1,724.5	EPS(元)	0.30	0.37	0.82	1.10	1.27
加:折旧和摊销	383.3	402.8	385.9	490.6	576.3	BVPS(元)	2.44	5.20	8.29	9.23	9.93
资产减值准备	8.5	27.7	19.1	16.8	13.8	PE(X)	59.5	49.1	22.1	16.5	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.4	3.5	2.2	2.0	1.8
财务费用	176.6	224.4	262.9	192.6	217.7	P/FCF	-	-11.6	-25.5	-44.8	231.0
投资收益	-12.9	-137.6	-300.0	-270.0	-270.0	P/S	5.7	4.8	3.1	2.1	1.6
少数股东损益	53.1	75.8	122.3	164.2	189.7	EV/EBITDA	23.0	24.4	14.7	11.5	10.3
营运资金的变动	-479.2	-389.1	-2,069.2	-1,588.9	-1,317.0	CAGR(%)	52.5%	48.9%	22.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	603.7	629.2	-537.8	523.2	1,174.7	PEG	1.1	1.0	1.0	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,685.4	-2,743.1	527.9	70.0	70.0	ROIC/WACC	1.4	1.3	1.6	1.6	1.6
融资活动产生现金流量	1,361.6	3,331.9	3,687.5	162.1	-724.9	REP	2.3	2.1	1.2	1.1	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

西部生产线投产，盈利再现高增长

海螺水泥 2010 年投资视点

报告关键点：

- 西部生产线开始贡献利润
- 现有区域盈利处于景气上升期
- 盈利再现高增长

报告摘要：

金融危机对东部地区水泥需求和景气度造成了较大的负面影响。经历了2009年一季度的盈利最低谷后，海螺水泥盈利开始出现明显回升，尤其是8月份广东及长三角区域价格的持续上涨，使得公司今年四季度盈利大幅提升。展望2010年，我们估计海螺水泥盈利将再现高增长。

- 西部生产线开始贡献利润：今年11月份，海螺水泥西扩战略的第一条生产线甘肃平凉生产线投产。四川达州、广元、重庆忠县、贵州贵阳和贵定、陕西礼泉和千阳的生产线明年将相继投产，按照投产时间看，明年西部地区的产销量将达到1200万吨，即使考虑明年西部局部地区景气度回落导致的水泥价格回调，我们认为，吨毛利达到100元（西部生产线都同步配套余热发电）是中性偏保守的预测水平，净利润则达到70元/吨，按照这个预测水平，西部生产线明年贡献的净利润将至少达到8.4亿元，折合eps0.48元左右，净利润增长的贡献接近25%。
- 现有区域盈利处于景气上升期：考虑到经济复苏和地产复苏对需求的拉动，我们认为，公司现有区域明年的吨毛利水平肯定高于今年（今年一季度吨毛利达到近三年最低点后缓慢回升），即使悲观的假定公司现有区域吨毛利、吨净利水平与今年持平，那么，从量的增长看，今年公司的销量在1.2亿吨左右，明年估计在1.5亿吨，扣除西部地区的0.12亿吨的销量，2010年公司现有区域的销量增长在0.18亿吨，增长率在15%，折合eps0.3元。
- 关注焚烧城市生活垃圾试验线：2010年铜陵海螺焚烧城市生活垃圾试验线将正式投产，其运转情况值得关注。如果试验成功，估计公司将会像推广余热发电工艺一样在其他生产线上使用，不但环保，也将为公司带来较大的经济效益。
- 盈利高增长可期：我们认为，海螺水泥2010年的盈利增长是最为确定的。虽然存在集团股权转让的传闻，但我们认为这并不影响公司既定的发展战略。由于新建产能受到控制，还可以关注公司并购战略会否有所进展。按照我们的预测，估计公司明年eps将达到3.01元，我们维持公司“买入-A”的投资评级和60元的目标价。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	18,776.1	24,228.3	27,256.4	34,220.1	40,347.8
Growth(%)	16.7%	29.0%	12.5%	25.5%	17.9%
净利润	2,494.2	2,607.0	3,738.6	5,311.3	6,462.5
Growth(%)	64.2%	4.5%	43.4%	42.1%	21.7%
毛利率(%)	31.2%	24.9%	27.9%	30.2%	31.2%
净利润率(%)	13.3%	10.8%	13.7%	15.5%	16.0%
每股收益(元)	1.41	1.48	2.12	3.01	3.66
每股净资产(元)	6.54	14.30	16.28	18.98	22.11
市盈率	31.0	29.7	20.7	14.6	12.0
市净率	6.7	3.1	2.7	2.3	2.0
净资产收益率(%)	23.4%	10.6%	13.4%	16.3%	17.1%
ROIC(%)	18.4%	14.1%	15.4%	16.7%	16.9%
EV/EBITDA	16.7	15.6	12.8	9.5	7.7
股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.4%	1.7%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **60.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 60.00 元

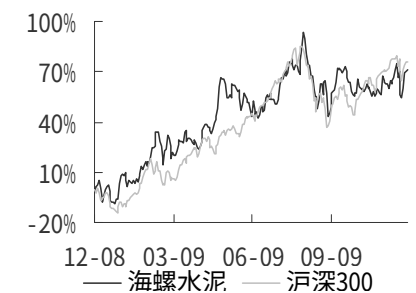
现价： 46.99 元

报告日期： **2009-12-04**

市场数据

总市值(百万元)	83,004.74
流通市值(百万元)	48,046.34
总股本(百万股)	1,766.43
流通股本(百万股)	1,022.48
12 个月最高/最低	24.45/53.13 元
十大流通股东(%)	77.09%
股东户数	16,979

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.09	(8.08)	(9.47)
绝对收益	9.06	8.62	71.62

研究员

石磊

021-68765916

王天睿

021-68765363

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

助理行业分析师

wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

- 海螺水泥：涨价助盈利加速复苏
2009-10-27
- 海螺水泥：二季度盈利复苏趋势明显
2009-08-20
- 海螺水泥：盈利步入复苏通道
2009-06-17

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	18,776.1	24,228.3	27,256.4	34,220.1	40,347.8	成长性					
减: 营业成本	12,925.7	18,191.7	19,659.4	23,894.9	27,766.0	营业收入增长率	16.7%	29.0%	12.5%	25.5%	17.9%
营业税费	134.1	148.4	166.3	205.3	242.1	营业利润增长率	37.6%	-5.8%	48.3%	44.4%	25.5%
销售费用	1,219.2	1,366.4	1,526.4	1,916.3	2,259.5	净利润增长率	64.2%	4.5%	43.4%	42.1%	21.7%
管理费用	720.8	841.2	954.0	1,197.7	1,412.2	EBITDA 增长率	29.6%	5.1%	28.8%	37.8%	22.2%
财务费用	607.1	751.2	530.9	609.8	636.6	EBIT 增长率	33.6%	-1.0%	32.7%	41.2%	23.6%
资产减值损失	2.9	-1.0	-0.8	8.5	13.5	NOPLAT 增长率	36.7%	3.6%	25.0%	39.3%	20.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.1%	14.4%	28.2%	18.8%	10.1%
投资和汇兑收益	4.2	56.9	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	30.2%	118.8%	13.8%	16.6%	16.5%
营业利润	3,170.6	2,987.1	4,430.2	6,397.5	8,027.9	利润率					
加: 营业外净收支	314.4	258.6	270.0	280.0	300.0	毛利率	31.2%	24.9%	27.9%	30.2%	31.2%
利润总额	3,485.0	3,245.7	4,700.2	6,677.5	8,327.9	营业利润率	16.9%	12.3%	16.3%	18.7%	19.9%
减: 所得税	781.0	566.2	846.0	1,202.0	1,665.6	净利率	13.3%	10.8%	13.7%	15.5%	16.0%
净利润	2,494.2	2,607.0	3,738.6	5,311.3	6,462.5	EBITDA/营业收入	26.1%	21.2%	24.3%	26.7%	27.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	20.1%	15.4%	18.2%	20.5%	21.5%
货币资金	1,417.7	6,799.4	3,388.4	1,472.8	2,878.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	324	307	336	327	317
应收帐款	416.5	646.7	1,024.5	1,286.3	1,516.6	流动营业资本周转天数	4	9	17	28	31
应收票据	3,241.4	3,762.0	4,107.1	5,156.5	6,079.8	流动资产周转天数	107	152	162	115	111
预付帐款	348.7	305.9	345.2	393.0	448.5	应收帐款周转天数	6	5	8	9	9
存货	1,562.6	1,870.4	1,866.3	2,279.8	2,649.2	存货周转天数	27	26	25	22	22
其他流动资产	-0.0	148.7	209.3	348.6	471.1	总资产周转天数	517	547	587	521	500
可供出售金融资产	326.9	1,201.8	1,600.0	2,000.0	2,200.0	投资资本周转天数	407	388	420	411	398
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	162.9	322.9	322.0	322.0	322.0	ROE	23.4%	10.6%	13.4%	16.3%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.7%	6.3%	8.3%	10.4%	11.2%
固定资产	18,860.2	22,435.1	28,479.5	33,748.3	37,203.1	ROIC	18.4%	14.1%	15.4%	16.7%	16.9%
在建工程	1,650.1	1,695.6	1,917.4	2,563.0	2,672.3	费用率					
无形资产	1,383.1	1,660.2	1,568.2	1,473.0	1,384.1	销售费用率	6.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
其他非流动资产	1,670.5	1,683.3	1,559.2	1,627.8	1,675.6	管理费用率	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
资产总额	31,040.6	42,532.1	46,387.2	52,671.2	59,500.4	财务费用率	3.2%	3.1%	1.9%	1.8%	1.6%
短期债务	2,479.1	2,268.4	2,259.8	2,258.3	2,252.9	三费/营业收入	13.6%	12.2%	11.0%	10.9%	10.7%
应付帐款	3,486.1	5,174.7	5,386.1	6,415.6	7,226.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	62.8%	40.6%	38.0%	36.3%	34.4%
其他流动负债	1,143.0	1,122.5	1,268.7	1,444.8	1,646.5	负债权益比	168.8%	68.3%	61.3%	57.1%	52.3%
长期借款	9,822.0	6,033.5	7,033.5	7,533.5	7,733.5	流动比率	0.73	1.21	1.04	0.95	1.12
其他非流动负债	70.4	56.2	69.5	104.3	134.9	速动比率	0.56	1.04	0.86	0.75	0.91
负债总额	19,492.8	17,263.9	17,637.3	19,140.9	20,440.3	利息保障倍数	6.22	4.98	9.34	11.49	13.61
少数股东权益	468.2	471.5	564.0	695.5	855.4	分红指标					
股本	1,566.4	1,766.4	1,766.4	1,766.4	1,766.4	DPS(元)	-	-	0.42	0.60	0.73
留存收益	9,513.2	23,030.2	26,419.3	31,068.4	36,438.3	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	11,547.8	25,268.2	28,749.8	33,530.3	39,060.1	股息收益率	0.0%	0.0%	1.0%	1.4%	1.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2,704.0	2,679.5	3,738.6	5,311.3	6,462.5	EPS(元)	1.41	1.48	2.12	3.01	3.66
加: 折旧和摊销	1,149.1	1,444.0	1,661.6	2,116.5	2,480.2	BVPS(元)	6.54	14.30	16.28	18.98	22.11
资产减值准备	2.9	-1.0	-0.8	8.5	13.5	PE(X)	31.0	29.7	20.7	14.6	12.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.7	3.1	2.7	2.3	2.0
财务费用	516.0	609.6	756.2	530.9	609.8	P/FCF	263.7	-16.0	-21.6	-64.8	32.8
投资收益	-4.2	-56.9	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	4.1	3.2	2.8	2.3	1.9
少数股东损益	209.8	72.5	115.6	164.3	199.9	EV/EBITDA	16.7	15.6	12.8	9.5	7.7
营运资金的变动	-1,850.0	233.5	-408.4	-604.6	-602.9	CAGR(%)	26.5%	35.5%	26.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	2,668.8	5,266.4	5,627.5	7,595.8	9,179.8	PEG	1.2	0.8	0.8	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-5,735.3	-6,360.0	-8,107.3	-8,400.0	-6,200.0	ROIC/WACC	2.2	1.7	1.8	2.0	2.0
融资活动产生现金流量	3,143.0	6,433.1	-323.1	-1,073.5	-1,534.6	REP	1.5	1.7	1.3	1.0	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

国际市场份额有望提升

福耀玻璃 2010 年投资视点

报告关键点：

- 高毛利率的状态预计将有所回归
- 成本替代提升国际OEM市场订单
- 产销量增长带来赢利提升

报告摘要：

- 今年截止至目前，汽车玻璃主要原材料重油、纯碱、煤炭以及PVB生产膜的价格同比处于相对低位，同时国内汽车整体销售状况良好、国际汽车销售逐步进入复苏通道，因此也整体带动了汽车玻璃的消费。受此因素影响，公司盈利情况前三季度逐步上升；至三季度末，公司毛利率达到41.14%。
- 公司今年进一步明确了专注于汽车玻璃的战略发展目标，上半年出售了海南的建筑级浮法玻璃生产线，公司目前除了东北尚有一条建筑级玻璃生产线尚在运转，其余均为自用的汽车级浮法玻璃生产线，目前公司福清汽车级浮法三线也处于改造中，预计明年投产后，公司汽车级浮法玻璃原片将实现完全自供。
- 由于行业景气度仍处于底部复苏阶段，国际汽车制造商加大了对零部件供应商的成本控制，在该种环境下，公司有望通过成本替代以及汽车玻璃设计水平的强化，进一步提升未来在国际汽车玻璃OEM市场的市场份额。据了解，公司目前的国际订单状况较为理想，考虑汽车玻璃OEM订单的周期，我们认为公司汽车玻璃业务收入有望在未来2-3年间保持较高的增长水平。公司在国内OEM市场的占有率基本稳定，随着国内汽车销售量的上升，公司也将积极受益。
- 考虑四季度的原材料价格继续攀升，四季度的单季的盈利能力我们预计公司全年的毛利率水平将在40%左右，全年的EPS有望达到0.51元。随着纯碱、重油、煤炭等主要玻璃生产原料的价格的上涨，以及国内前期停产的玻璃生产线的逐步复工的压力，我们认为未来，国内浮法玻璃价格的上涨难以弥补成本的增长，行业目前的高盈利水平预计有可能在明年出现平稳回落。
- 以公司浮法玻璃业务以及汽车玻璃的定价模式，2009年下半年主要因低成本所维持的高毛利率水平预计也将将在未来逐步回归，公司将主要受益于产销量的增长来实现盈利的提升。我们预计公司2010、2011年的EPS将分别达到0.71、0.82元，调整投资评级至“增持-B”，给予公司2010年25倍的PE，6个月目标价18.46元。

评级：

增持-B

上次评级：买入-B

目标价格：18.46 元

期限：6 个月 上次预测：45.00 元

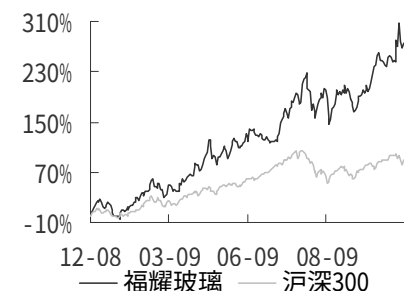
现价：14.01 元

报告日期：2009-11-30

市场数据

总市值(百万元)	28,061.84
流通市值(百万元)	24,698.19
总股本(百万股)	2,002.99
流通股本(百万股)	1,762.90
12 个月最高/最低	3.88/15.30 元
十大流通股东(%)	54.08%
股东户数	56,029

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.66	14.94	182.94
绝对收益	9.71	30.20	274.84

研究员

石磊 首席行业分析师

021-68765916 shilei@essence.com.cn

王天睿 助理行业分析师

021-68765363 wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,165.7	5,717.0	5,804.1	6,908.4	7,999.5
Growth(%)	31.3%	10.7%	1.5%	19.0%	15.8%
净利润	917.2	246.1	1,013.6	1,416.9	1,639.2
Growth(%)	49.4%	-73.2%	311.9%	39.8%	15.7%
毛利率(%)	36.2%	31.3%	40.6%	38.2%	36.9%
净利润率(%)	17.8%	4.3%	17.5%	20.5%	20.5%
每股收益(元)	0.46	0.12	0.51	0.71	0.82
每股净资产(元)	1.76	1.63	2.03	2.59	3.25
市盈率	30.6	114.0	27.7	19.8	17.1
市净率	8.0	8.6	6.9	5.4	4.3
净资产收益率(%)	26.0%	7.5%	25.0%	27.3%	25.2%
ROIC(%)	17.2%	6.6%	15.1%	21.9%	25.1%
EV/EBITDA	11.5	29.3	18.1	13.7	12.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.2%

前期研究成果

福耀玻璃：盈利符合预期，增发扩产助公司驶入快车道

2008-02-26

福耀玻璃：扩产与出口业务构成业绩增长双引擎

2007-12-20

福耀玻璃：新增产能步入投放期

2007-11-14

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,165.7	5,717.0	5,804.1	6,908.4	7,999.5	成长性					
减: 营业成本	3,296.5	3,926.3	3,445.3	4,267.8	5,050.5	营业收入增长率	31.3%	10.7%	1.5%	19.0%	15.8%
营业税费	2.7	3.1	2.9	3.5	4.0	营业利润增长率	43.6%	-70.8%	290.4%	41.3%	15.9%
销售费用	353.7	420.2	409.2	462.9	536.0	净利润增长率	49.4%	-73.2%	311.9%	39.8%	15.7%
管理费用	347.9	376.7	423.7	428.3	488.0	EBITDA 增长率	30.3%	-30.8%	54.8%	26.4%	9.4%
财务费用	221.9	300.6	234.8	223.6	173.3	EBIT 增长率	35.0%	-50.9%	129.0%	33.2%	11.1%
资产减值损失	-3.2	419.3	211.1	-3.0	-22.5	NOPLAT 增长率	38.7%	-52.0%	124.1%	32.1%	10.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.5%	-1.6%	-8.7%	-3.1%	6.2%
投资和汇兑收益	15.9	10.3	20.0	25.0	27.0	净资产增长率	21.0%	-7.3%	24.1%	27.9%	25.3%
营业利润	962.1	281.0	1,097.2	1,550.3	1,797.3	利润率					
加: 营业外净收支	17.5	33.9	29.0	24.0	24.0	毛利率	36.2%	31.3%	40.6%	38.2%	36.9%
利润总额	979.6	314.9	1,126.2	1,574.3	1,821.3	营业利润率	18.6%	4.9%	18.9%	22.4%	22.5%
减: 所得税	62.4	68.8	112.6	157.4	182.1	净利润率	17.8%	4.3%	17.5%	20.5%	20.5%
净利润	917.2	246.1	1,013.6	1,416.9	1,639.2	EBITDA/营业收入	31.4%	19.6%	29.9%	31.8%	30.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	22.9%	10.2%	22.9%	25.7%	24.6%
货币资金	120.9	153.9	658.0	1,364.6	1,676.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	332	347	331	270	228
应收帐款	809.4	802.5	753.1	896.5	1,038.1	流动营业资本周转天数	84	77	68	58	70
应收票据	104.2	92.2	95.4	113.6	131.5	流动资产周转天数	155	150	151	162	192
预付帐款	101.3	43.7	54.0	75.3	100.6	应收帐款周转天数	48	49	46	41	41
存货	1,351.8	1,166.9	1,038.3	1,169.3	1,937.2	存货周转天数	83	86	75	58	70
其他流动资产	7.1	7.1	7.5	8.0	8.5	总资产周转天数	594	592	569	489	460
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	517	514	480	379	332
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	67.1	89.8	90.0	90.0	90.0	ROE	26.0%	7.5%	25.0%	27.3%	25.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	2.6%	11.2%	14.6%	15.3%
固定资产	5,599.5	5,433.6	5,225.8	5,152.0	4,972.1	ROIC	17.2%	6.6%	15.1%	21.9%	25.1%
在建工程	638.7	867.9	474.0	257.0	153.5	费用率					
无形资产	464.0	462.6	414.3	378.8	346.4	销售费用率	6.8%	7.4%	7.1%	6.7%	6.7%
其他非流动资产	198.3	212.8	216.7	228.7	240.7	管理费用率	6.7%	6.6%	7.3%	6.2%	6.1%
资产总额	9,462.2	9,333.1	9,027.1	9,733.7	10,694.9	财务费用率	4.3%	5.3%	4.0%	3.2%	2.2%
短期债务	1,506.2	1,070.8	1,730.6	1,125.5	518.2	三费/营业收入	17.9%	19.2%	18.4%	16.1%	15.0%
应付帐款	553.2	423.3	434.2	537.9	636.5	偿债能力					
应付票据	401.4	455.5	396.4	502.8	595.0	资产负债率	62.7%	65.0%	55.0%	46.7%	39.2%
其他流动负债	64.6	93.0	271.7	268.5	287.5	负债权益比	168.3%	185.5%	122.4%	87.5%	64.4%
长期借款	3,085.2	3,159.0	2,159.0	2,059.0	2,059.0	流动比率	0.88	0.78	0.93	1.46	2.29
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.40	0.30	0.56	0.99	1.39
负债总额	5,935.7	6,063.6	4,968.3	4,541.4	4,191.3	利息保障倍数	5.34	1.93	5.67	7.93	11.37
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	1,001.5	2,003.0	2,003.0	2,003.0	2,003.0	DPS(元)	-	-	0.10	0.14	0.16
留存收益	2,501.1	1,244.9	2,055.8	3,189.3	4,500.7	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	3,526.5	3,269.5	4,058.8	5,192.3	6,503.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	917.2	246.1	1,013.6	1,416.9	1,639.2	EPS(元)	0.46	0.12	0.51	0.71	0.82
加: 折旧和摊销	521.0	615.7	405.2	421.6	431.4	BVPS(元)	1.76	1.63	2.03	2.59	3.25
资产减值准备	-3.2	419.3	211.1	-3.0	-22.5	PE(X)	30.6	114.0	27.7	19.8	17.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.0	8.6	6.9	5.4	4.3
财务费用	208.0	242.1	331.1	234.8	223.6	P/FCF	97.2	51.1	41.7	28.4	43.9
投资收益	-15.9	-10.3	-20.0	-25.0	-27.0	P/S	5.4	4.9	4.8	4.1	3.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	11.5	29.3	18.1	13.7	12.1
营运资金的变动	-267.6	-12.4	507.7	-114.9	-750.9	CAGR(%)	15.6%	88.2%	25.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,371.9	1,591.6	2,352.4	1,919.2	1,443.5	PEG	2.0	1.3	1.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,828.6	-913.2	-180.6	-75.5	-73.5	ROIC/WACC	1.8	0.7	1.6	2.3	2.6
融资活动产生现金流量	437.3	-656.4	-1,478.7	-1,162.1	-1,058.5	REP	1.3	5.8	2.7	1.8	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

关注产能增长与市场集中度提升

2010 年祁连山投资视点

报告关键点：

- 未来两年产量35%以上的复合增长率
- 中材整合市场 集中度有望攀升

报告摘要：

- 公司目前在建的甘谷及成县的水泥熟料生产项目预计将于4季度建设完毕，明年1季度投产并有望贡献近全年产能；而青海二线、永登三线以及漳县生产线目前业已开工建设，预计将于明年4季度投产。预计明年，公司将在目前800万吨水泥产能的基础上，有望增长到1500万吨，公司水泥产量未来两年有望保持35%以上的复合增长率。同时，公司在兰州市计划新建的年产100万立方商品混凝土搅拌站及配套水泥粉磨生产线，也将通过产业链的延伸，丰富销售渠道，巩固公司在兰州水泥市场的占有率。
- 2009年6月，在祁连山定向增发中，中材股份以每股9.11元的价格认购祁连山股份5500万股，占祁连山发行后股本的11.58%，并成为祁连山的第二大股东；目前，中材股份已直接或间接控股天山股份、赛马实业两家西北水泥企业，作为市场区域介于新疆与宁夏之间的祁连山，其战略地位不言而喻。未来，不排除中材股份通过二级市场或其他股权收购方式进一步提升对祁连山的持股比例，并实现直接或间接控股祁连山的可能性。一旦实现控股，中材股份将控制西北区域最大的3家水泥企业，并将市场横贯新疆、青海、甘肃、宁夏等区域，市场集中度有望大幅攀升。
- 目前甘肃、青海区域价格基本稳定，进入冬季消费淡季后，青海地区价格出现正常性的回落，由于区域内整体水泥需求较为旺盛，前期生产线的投产并未对价格形成太大的压力。我们认为，随着2009年开工的兰新铁路、兰渝铁路等基建项目明年逐步进入水泥消费高峰，以及落后产能淘汰的推进，目前高景气度有可能维持至明年晚期。
- 我们依然看好公司未来的成长性，维持09-11年0.85、1.12、1.3元的盈利预测，调整评级至“买入-B”，给予公司2010年18倍的PE，6个月目标价20.2元。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-A

目标价格： **20.20 元**

期限： 6个月 上次预测： 17.00 元

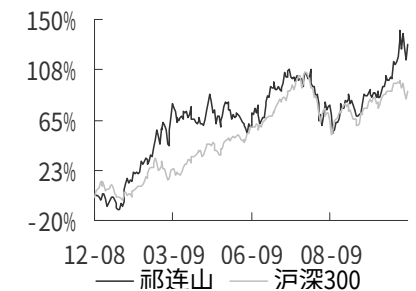
现价： 16.16 元

报告日期： **2009-11-30**

市场数据

总市值(百万元)	7,674.42
流通市值(百万元)	6,396.20
总股本(百万股)	474.90
流通股本(百万股)	395.80
12个月最高/最低	6.33/17.28 元
十大流通股东(%)	26.32%
股东户数	65,264

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.50	19.51	36.37
绝对收益	23.55	34.77	128.27

研究员

石磊 021-68765916	首席行业分析师 shilei@essence.com.cn
王天睿 021-68765363	助理行业分析师 wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,256.9	1,822.6	2,324.2	3,326.3	3,981.0
Growth(%)	24.9%	45.0%	27.5%	43.1%	19.7%
净利润	5.4	176.5	404.4	533.3	618.2
Growth(%)	-22.1%	3138.9%	129.2%	31.9%	15.9%
毛利率(%)	25.9%	38.2%	47.3%	44.3%	43.1%
净利润率(%)	0.4%	9.7%	17.4%	16.0%	15.5%
每股收益(元)	0.01	0.37	0.85	1.12	1.30
每股净资产(元)	2.50	2.52	4.89	5.84	6.95
市盈率	1,269.2	39.2	17.1	13.0	11.2
市净率	5.8	5.8	3.0	2.5	2.1
净资产收益率(%)	2.6%	18.2%	18.5%	20.2%	19.7%
ROIC(%)	5.2%	14.8%	22.1%	24.1%	23.1%
EV/EBITDA	42.9	16.1	10.8	8.5	7.3
股息收益率	0.0%	0.3%	1.2%	1.5%	1.8%

前期研究成果

祁连山：高盈利有望延续	2009-11-02
祁连山：供不应求驱动盈利暴涨	2009-07-30
祁连山：艳夏时节“热度”不减	2009-07-13

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,256.9	1,822.6	2,324.2	3,326.3	3,981.0	成长性					
减: 营业成本	931.0	1,126.1	1,225.1	1,853.9	2,263.8	营业收入增长率	24.9%	45.0%	27.5%	43.1%	19.7%
营业税费	9.2	14.3	18.6	26.6	31.8	营业利润增长率	2528.8%	-2439.6%	151.1%	31.7%	14.2%
销售费用	102.3	125.3	155.7	222.9	266.7	净利润增长率	-22.1%	3138.9%	129.2%	31.9%	15.9%
管理费用	131.8	255.1	302.1	432.4	517.5	EBITDA 增长率	-2.1%	168.2%	59.5%	30.9%	15.3%
财务费用	65.3	103.5	114.4	140.9	167.1	EBIT 增长率	-6.2%	417.3%	101.9%	30.1%	15.0%
资产减值损失	25.4	23.8	26.5	15.0	9.3	NOPLAT 增长率	14.7%	235.6%	63.1%	29.2%	16.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.5%	9.3%	18.6%	21.8%	12.7%
投资和汇兑收益	-	17.3	-	-	-	净资产增长率	16.6%	1.2%	93.7%	19.5%	18.9%
营业利润	-8.2	191.8	481.6	634.5	724.7	利润率					
加: 营业外净收支	45.8	72.0	43.0	50.0	50.0	毛利率	25.9%	38.2%	47.3%	44.3%	43.1%
利润总额	37.6	263.8	524.6	684.5	774.7	营业利润率	-0.7%	10.5%	20.7%	19.1%	18.2%
减: 所得税	7.2	46.0	94.4	123.2	124.0	净利润率	0.4%	9.7%	17.4%	16.0%	15.5%
净利润	5.4	176.5	404.4	533.3	618.2	EBITDA/营业收入	13.0%	24.1%	30.1%	27.6%	26.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.5%	16.2%	25.6%	23.3%	22.4%
货币资金	261.5	372.6	1,348.7	1,920.9	2,129.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	408	313	252	207	204
应收帐款	217.0	202.6	447.6	640.6	766.7	流动营业资本周转天数	48	39	64	70	76
应收票据	18.9	5.7	19.1	27.3	32.7	流动资产周转天数	229	204	278	310	330
预付帐款	91.3	291.9	230.6	249.2	271.8	应收帐款周转天数	57	31	38	50	54
存货	260.6	332.2	335.1	507.2	743.2	存货周转天数	65	59	52	46	57
其他流动资产	4.5	3.5	3.5	3.5	3.5	总资产周转天数	772	618	619	581	586
可供出售金融资产	14.3	-	-	-	-	投资资本周转天数	572	448	401	337	329
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9.5	8.4	25.0	25.0	25.0	ROE	2.6%	18.2%	18.5%	20.2%	19.7%
投资性房地产	6.0	5.8	-	-	-	ROA	1.0%	6.5%	9.2%	9.2%	9.5%
固定资产	1,594.7	1,574.7	1,685.0	2,143.2	2,371.4	ROIC	5.2%	14.8%	22.1%	24.1%	23.1%
在建工程	161.4	217.3	238.0	238.5	216.4	费用率					
无形资产	225.2	225.6	229.3	223.3	217.8	销售费用率	8.1%	6.9%	6.7%	6.7%	6.7%
其他非流动资产	63.0	89.5	97.4	97.8	95.1	管理费用率	10.5%	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%
资产总额	2,927.8	3,330.0	4,659.5	6,076.6	6,873.5	财务费用率	5.2%	5.7%	4.9%	4.2%	4.2%
短期债务	1,016.9	1,287.0	1,500.0	2,000.0	2,000.0	三费/营业收入	23.8%	26.6%	24.6%	23.9%	23.9%
应付帐款	216.4	359.8	235.0	330.1	341.1	偿债能力					
应付票据	77.5	-	117.5	177.8	217.1	资产负债率	59.5%	64.0%	50.2%	54.3%	52.0%
其他流动负债	166.9	202.1	277.7	386.5	508.9	负债权益比	147.1%	177.8%	100.6%	119.0%	108.4%
长期借款	245.4	211.0	261.0	461.0	561.0	流动比率	0.57	0.63	1.16	1.19	1.32
其他非流动负债	8.4	8.7	14.2	19.2	22.5	速动比率	0.40	0.46	0.99	1.01	1.07
负债总额	1,742.7	2,131.2	2,336.9	3,302.2	3,575.2	利息保障倍数	0.87	2.85	5.21	5.50	5.34
少数股东权益	273.1	139.6	162.9	188.1	217.4	分红指标					
股本	395.9	395.9	474.9	474.9	474.9	DPS(元)	-	0.04	0.17	0.22	0.26
留存收益	516.1	663.3	1,684.8	2,111.4	2,606.0	分红比率	0.0%	11.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,185.1	1,198.8	2,322.6	2,774.4	3,298.3	股息收益率	0.0%	0.3%	1.2%	1.5%	1.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	30.5	217.7	404.4	533.3	618.2	EPS(元)	0.01	0.37	0.85	1.12	1.30
加: 折旧和摊销	110.9	149.7	104.4	141.2	164.9	BVPS(元)	2.50	2.52	4.89	5.84	6.95
资产减值准备	25.4	23.8	26.5	15.0	9.3	PE(X)	1,269.2	39.2	17.1	13.0	11.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	5.8	3.0	2.5	2.1
财务费用	60.1	67.8	101.8	114.4	140.9	P/FCF	-56.4	26.7	37.8	11.1	24.4
投资收益	-	-17.3	-	-	-	P/S	5.5	3.8	3.0	2.1	1.7
少数股东损益	25.0	41.3	25.8	28.1	32.5	EV/EBITDA	42.9	16.1	10.8	8.5	7.3
营运资金的变动	68.5	-35.4	-157.5	-134.9	-221.1	CAGR(%)	164.2%	44.0%	16.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	243.0	496.8	518.0	723.6	770.9	PEG	7.7	0.9	1.0	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-172.0	-586.5	-257.8	-597.0	-365.0	ROIC/WACC	0.5	1.5	2.3	2.5	2.4
融资活动产生现金流量	-40.2	256.1	801.7	457.4	-190.7	REP	6.1	2.0	1.2	0.9	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编：200120

电话：021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编：100032

电话：010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编：518026

电话：0755-82825555