

中性 (首次)

结构性萧条，政策性繁荣

2010 年 6 月 10 日

建材行业2010年中期投资策略

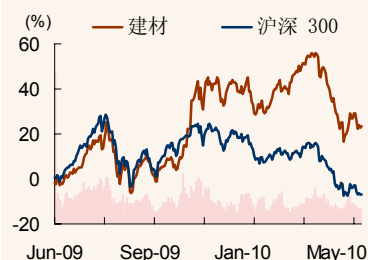
上证指数 2583

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	65	4.0
总市值 (亿元)	2826	1.4
流通市值 (亿元)	2257	1.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8.2	-12.9	21.9
相对表现	0.9	11.7	29.0



相关报告

王晶晶

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

经济结构调整时期，建材行业存在结构性萧条、政策性繁荣的特点。水泥下半年供需压力增大，西北和华北相对增长较为明确。此外，节能环保材料、受益消费升级的家装材料、以及快速整合中的耐火材料的潜在龙头存在较大的成长空间。推荐伟星新材、濮耐股份、北新建材。

- **经济转型期传统行业仍存在政策性繁荣机会。**重化工业阶段可能接近尾声代表过去十年水泥玻璃行业的成长性溢价将会消失。未来的发展方向是消费驱动和新兴产业。这意味着，新型节能产业和家装市场将会涌现一批龙头。同时，由于未来扩内需的战略重点是“城镇化”，是以投资促消费，区域分割的特点意味着水泥行业仍然存在结构性繁荣的机会。
- **水泥行业估值已低，机会出现在三季度末：**（1）下半年水泥供需压力加大，等待实体经济景气回落与盈利预测下调。（2）三季度后保障性住房和淘汰落后产能的执行将会明晰，我们测算如果商品房增长接近零，则保障性住房开工建设依然能使水泥产量增长 9% 左右。（3）选择需求增长与集中度高的西北、华北，关注东部地区保障房建设带来的反弹。关注增长明确的西北、华北板块青松建化、天山股份、祁连山、冀东水泥等，并关注西部战略推进、东部保障房建设相关的海螺水泥。
- **节能建材行业的推广依赖于政策的推进与市场的培育。**北新建材日前受困于“毒石膏”事件，我们认为只要妥善处理不会影响石膏板行业未来巨大的发展空间；关注 LOWE 玻璃产能积极壮大的南玻、塑料型材海螺型材等。
- **伟星新材：塑料水管品牌企业，渠道建设助推公司成为龙头公司。**公司 60% 市场为家装、40% 为工装，因此具备 30% 以上高毛利率。公司核心竞争力体现在准确的高端定位、极度扁平化的经销商模式和共赢理念、优秀的管理层。预计 2010-2012 年的 EPS 为 0.67、0.91、1.27 元。
- **濮耐股份：钢铁耐火材料的领先者，整合并购进入加速期。**收购宝明使得公司客户结构得到提升，收购焦作贝格耐火之后可能意味着此后公司的上游战略会迈出第一步。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
伟星新材	20.1	0.56	0.67	0.91	35.9	22.1	3.6	审慎推荐-A
濮耐股份	11.0	0.25	0.39	0.56	44.1	19.7	6.5	审慎推荐-A
海螺水泥	33.1	2.00	2.35	2.76	16.6	12.0	2.0	审慎推荐-A
北新建材	12.1	0.56	0.70	0.93	21.6	13.0	3.1	强烈推荐-A
瑞泰科技	14.5	0.32	0.48	0.66	45.3	21.9	3.1	审慎推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、宏观经济调结构对建材行业的启示	4
二、水泥行业投资机会：政策保障，大约在三季度后	6
1、水泥行业需求：保障性住房是雪中送炭	7
2、水泥行业供给：2010 下半年是产能释放高峰	10
3、水泥下半年投资策略：等待实体经济景气回落和盈利预测下调	12
三、其他建材：寻找符合经济发展方向的投资标的	16
1、节能新型材料推广要政策给予更多的支持	16
2、家装材料市场寻找竞争业态较好的子行业	18
四、重点上市公司分析	20
1、伟星新材：行业龙头竞争者，渠道建设助推公司成为品牌公司	20
2、耐火材料：受益于传统行业整合	22
濮耐股份（审慎推荐-A）	22
北京利尔（无评级）	23
瑞泰科技（审慎推荐-B）	23
3、北新建材：“毒石膏”事件促行业增强质量检测标准，不改行业广阔发展前景	23

图表目录

图 1: 宏观经济结构转变与建材行业投资机会的转变	5
图 2: 全国水泥累计产量与增速	6
图 3: 分地区水泥产量增速	6
图 4: 水泥行业毛利率与销售净利率 (%)	6
图 5: 固定资产投资与房地产投资的负相关性 (%)	7
图 6: 公共投资增速大幅回落至 21%	7
图 7: 商品房销售面积 (万平方米)	7
图 8: 商品房新开工面积 (万平方米)	7
图 9: 房地产投资对实业投资的挤出效应	8
图 10: 国有投资对私人投资的挤出效应	8
图 11: 水泥行业下游需求占比	8
图 12: 每万元固定资产投资消耗水泥吨数每年平均下降 0.1 左右	9
图 13: 新产能投放 (万吨)	10
图 14: 全年投产产能分布 (万吨)	10
图 15: 2-4 季度投产产能分布 (万吨)	10
图 16: 水泥行业固定资产投资连续三年保持 60% 以上增长	11
图 17: 分地区社会固定资产投资增速	12
图 18: 山西优混价格 (元/吨)	13
图 19: 水泥煤炭价格差 (元/吨)	13
图 20: 水泥行业估值	13
图 21: 水泥行业相对估值: 历史最低点	13
图 22: 吨 EV 与吨投资成本 (元)	13
图 23: 2010 年建材行业盈利预测一致预期尚未下调	14
图 24: 投资机会要等待盈利预测的下调	14
图 25: 西北地区水泥 (P·O42.5) 价格	15
图 26: 华北地区水泥 (P·O42.5) 价格	15
图 27: 华东地区水泥 (P·O42.5) 价格	15
图 28: 东北地区水泥 (P·O42.5) 价格	15
图 29: 西南地区水泥 (P·O42.5) 价格承压	15
图 30: 中南地区水泥 (P·O42.5) 价格	15
图 31: 节能目标实现分解	17
图 32: 住在能耗标识体系	17
图 33: 国外 70 年代后的装饰建材需求增长方向	19
图 34: 主要产品收入规模 (亿元)、增长、利润增长	21
图 35: 公司毛利率、净利率稳步提升	21
图 36: 复合保温石膏板系统	24
图 37: 法国保温系统	24
图 38: 日本韩国英国保温系统	24
表 1: 房地产投资增速敏感性分析	9
表 2: 水泥需求增长敏感性分析: 固定资产投资增速和消耗系数	9
表 3: 水泥需求增长敏感性分析: 基建和房地产	10
表 4: 水泥行业供需状况预测 (亿吨)	12
表 5: 水泥分区域集中度 (%)	14
表 6: 北京市推广使用的建筑材料部分目录 (2010)	18
表 7: 节能玻璃的光热参数	18
表 8: 装饰建材的基本分类	18
表 9: 装饰建材按功能的分类	19
表 10: 分品种塑料管道应用	20

引言：一方面，作为与基建、房地产密切相关的建材行业，2010 年以来已累计下跌 30-40%。静态市盈率比历史低点 30% 左右，相对估值比历史低点低 15% 左右，其中水泥行业，其估值已经接近历史底部，且产业资本已有增持。另一方面，从基本面来说，建材行业目前处于景气高点，销售净利率处于历史高点。由房地产调控政策带来的销量下滑、房地产开发资金链趋紧、开工面积下降这条产业链的逻辑是显而易见的。伴随着中国经济真正进入转型期，我们需要考虑的问题是：目前建材估值中枢的下滑是短期反应，还是长期趋势？未来的龙头出现在哪些领域？

一、宏观经济调结构对建材行业的启示

宏观经济与建材行业的投资逻辑。宏观经济由周期和增长这两个主题构成，事实上，过去二十年的数据告诉我们，研究建材行业的周期只要紧盯宏观经济周期就可以了，建材行业在 96-99 年、2005 年（库存周期）、2008 年遭受的下滑周期也正是宏观经济的紧缩与下滑周期。每一轮经济景气的繁荣也正是建材工业的繁荣期。并且过去二十年我们看到的是建材工业的发展超越了整体 GDP 的增长。

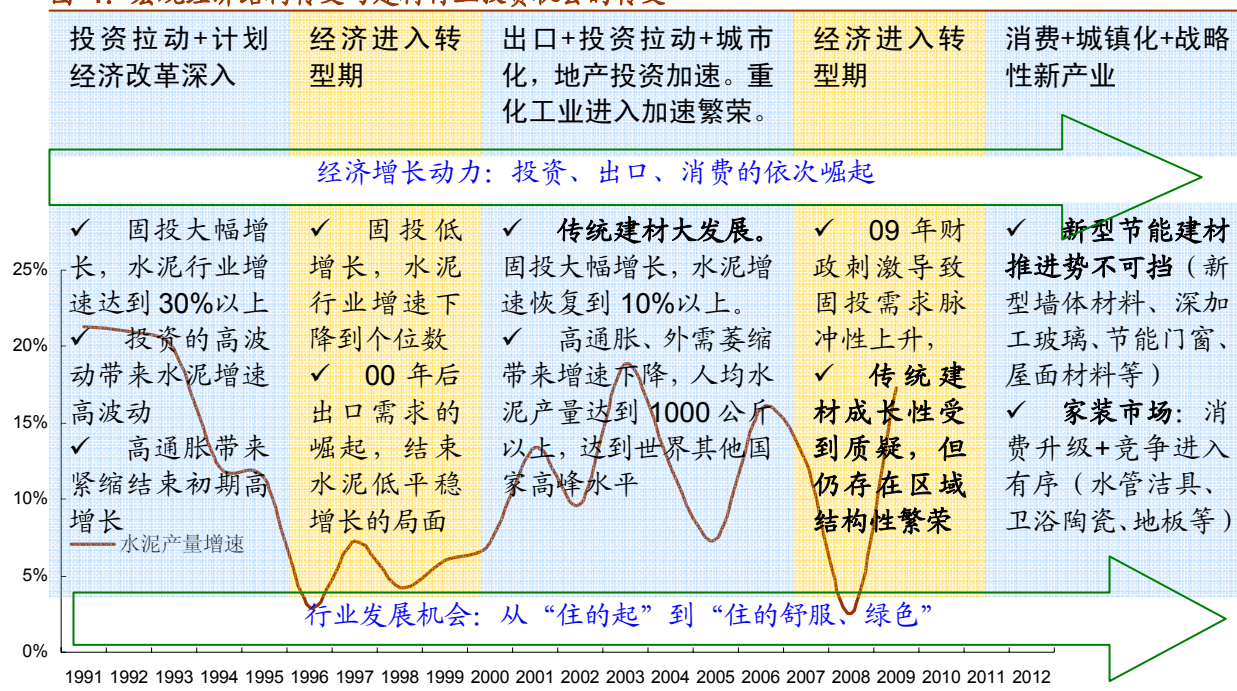
每一轮经济周期其增长动力并非一层不变，这决定了每次投资的主题会有所不同。过去十年我们看到了重化工业和城市化的大发展，这决定水泥、玻璃等基础建筑材料的重大发展机遇，也涌现了像海螺、南玻这样的行业龙头。区域上，我们也看见到了从东部到中部、从南部到北部的变化：华新、冀东的龙头地位的显现是佐证。

未来两年的主题是调结构。毫无疑问，从 2008 年开始中国经济开始新一轮的调整周期（基钦周期），2009 年只是一个政策刺激的扰动，2010 年中国经济的复杂性是超预期的。房地产调控、欧洲债务危机爆发、国内社会问题接踵而来。我们应当清醒的认识到，继续加码搞基建、继续放信贷都不是治愈经济的良药，所有暴露的问题都揭示了中国一些深层次的矛盾：投资消费的失衡、过度依赖外需、资源瓶颈、收入分配不均等，这些问题本来在 07 年就应该成为改革的重点，但因为金融危机的爆发而被延后。

经济增长的动力在发生着改变：刘易斯拐点的出现、外需的沦落基本决定了中国只有走内需、走消费、走新产业的道路。政策只是这其中的一个推手而已。今年以来，宏观调控的方向发生了改变：我们看到中央对房地产和高耗能行业的调控力度加码，表明了中央调整经济结构的决心。长期来看，传统产业的投资机会更多来自于经济周期的波动，估值溢价已被剥夺；新型产业的投资机会更多来自于成长。

短期而言（结构调整期间），具体阐述如下：

图 1：宏观经济结构转变与建材行业投资机会的转变



资料来源：招商证券

(1) **结构性萧条与结构性繁荣并存。**调整经济结构是长期战略，却也是短期最紧迫的任务，因此，长短期因素的叠加，注定这两年中国经济的增长是坎坷的，只要中央能控制住通胀预期和房价，那么调结构的政策空间就会打开，事实上，公共投资、房地产投资、私人非地产投资这三者是一个此消彼长的增长结构，前面两者的下降会带来后者的上升。结构性萧条和结构性繁荣领域并存，这同样存在于建材行业领域之内。繁荣的起点来自于政策性的战略和策略的推进。

(2) **传统行业仍然存在政策导致的结构性繁荣机会。**我们看到李克强在《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》中对于扩大内需的描述是这样的。“扩大内需包括扩大投资需求和消费需求。在我国目前的发展阶段，投资需求还有很大空间。优化投资结构的重点应放在以投资促进消费上。消费需求是最终需求，投资需求与消费需求密切相关。把城镇化作为扩大内需的战略重点，拓展持续发展空间，最大的内需在城镇化，最雄厚的内需潜力在城镇化。”“在投资结构的调整上，使投资进一步向保障和改善民生倾斜”。这表明，中国地域和经济的纵深性、不平衡性决定了投资需求并不会戛然而止。尤其在经济结构调整期，我们仍然可以看到来自于结构性区域的成长。

(3) **新型建材行业繁荣时代渐行渐近。**“把节能增效和生态环保作为经济结构调整的重要抓手”。现在我国多数建筑单位面积的热损失为发达国家的2-3倍左右，建筑能耗占到全社会能耗的27%，其中墙体材料和门窗是影响建筑节能的主要因素之一。既然要节能，建筑能耗必然是管理的重点之一。建立能耗标识、检测监督机制和强制使用措施、给予新型材料补贴都是可以观测的政策重点。

(4) 这其中也预示了建材行业的机会在于：

A、传统行业的超跌反弹机会。保障性住房、淘汰落后产能的坚决实施带来传统行业超跌反弹的机会，我们认为其反弹力度值得参与；区域平衡带来结构性区域的成长。

B、节能与家装。节能环保材料政策的颁布对节能门窗、玻璃、新型墙体材料等带来的

刺激，长期机会也已显现。刘易斯拐点的出现和消费刺激政策的重视，引发劳动者报酬占比会上升，自然会引领消费主导时代的到来。因此与消费升级相关的家装市场必定会产生相应的龙头。住房消费除了“住的上”之外，“住的舒服”也将是一个大趋势。

C、传统行业整合带来配套行业龙头的出现。如耐火材料。

二、水泥行业投资机会：政策保障，大约在三季度后

水泥景气目前仍在高位。水泥产量在经历 2009 年的高增长之后，今年 1-4 月份增速回落到 16%，但仍属于一个较高的数据。分地区看，增长最快的是西南和中南的增速分别为 33%和 20%，下滑最厉害的是东北为 9%，这应当与今年的寒冷天气有关，5 月份应该能反映正常的情况。从销售净利率和毛利率来看，目前基本处于历史高点，都表明水泥行业利润水平处于一个高峰状态。

图 2：全国水泥累计产量与增速

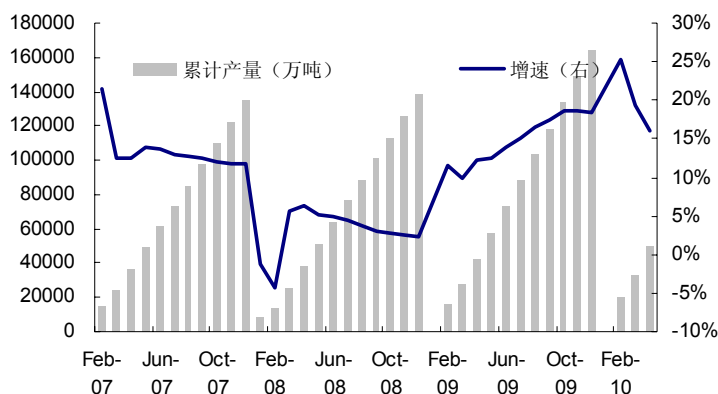
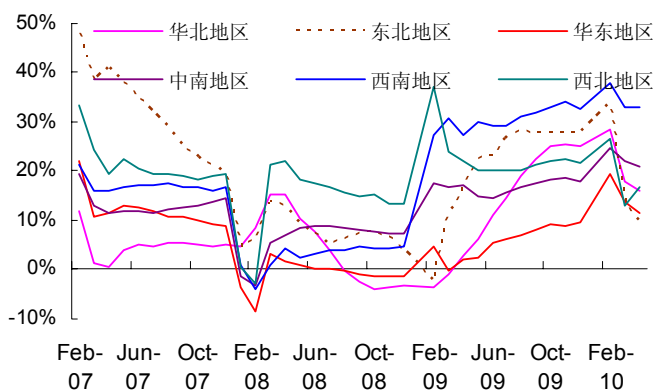


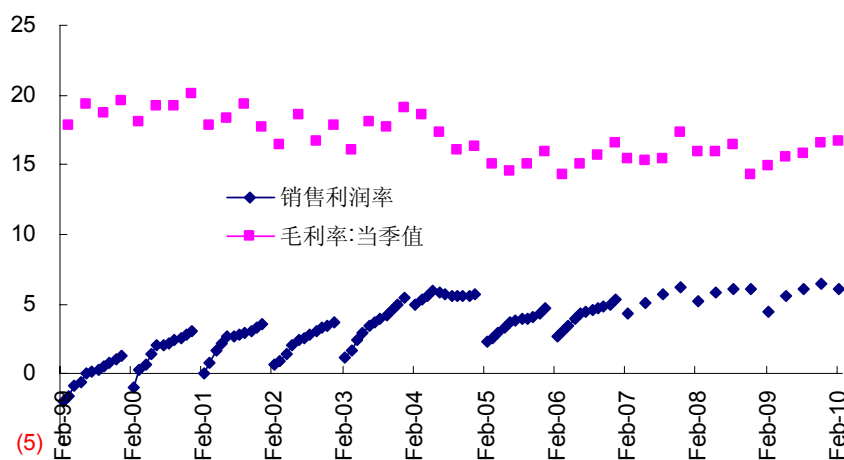
图 3：分地区水泥产量增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。为了使数据便于可比，我们去掉了 1 月份的数据。

资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：水泥行业毛利率与销售净利率（%）

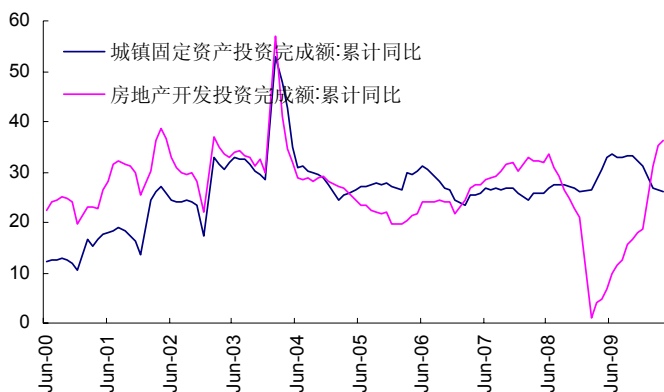


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

1、水泥行业需求：保障性住房是雪中送炭

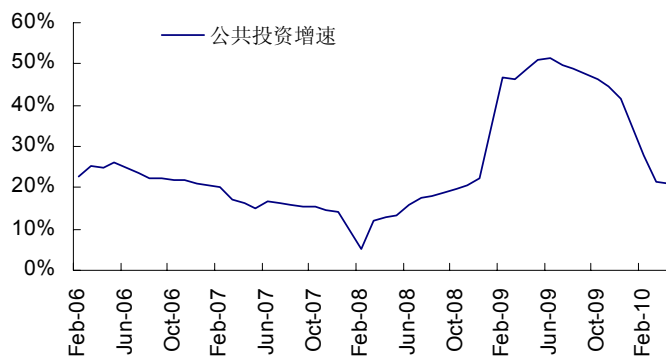
固定资产投资已开始下滑，主要是公共投资正常回归所致。1-4 月份固定资产投资从 33% 的高点下滑至 26%，其中公共行业投资从 51% 的高点下降至 21%（国有企业投资从 41% 下降到 20%，数据较为吻合），房地产投资从 18% 上升至 36%，非房地产私人投资为 26% 左右，属于一个低位水平。

图 5：固定资产投资与房地产投资的负相关性（%）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

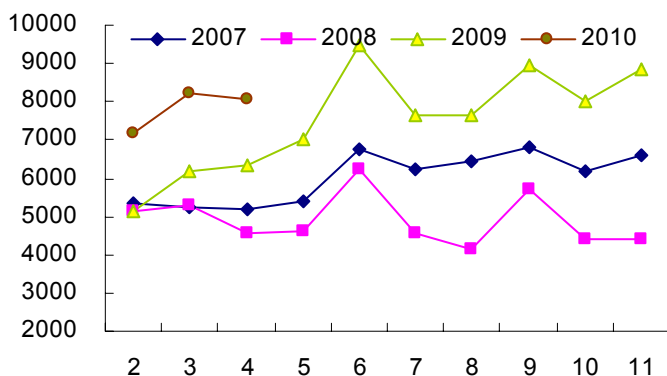
图 6：公共投资增速大幅回落至 21%



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

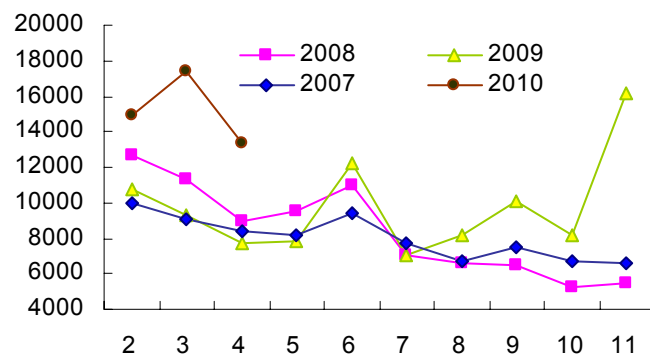
商品房新开工面积下滑已经是一个必定要发生的事实。从营业税、土地增值税、到信贷的收紧、再到房产税的开征，每一项调控都是强有力的工具。预期已经造成销售面积大幅下滑，基本可以预计地产开发商资金链会出现隐忧，新开工面积下滑是一个必定要发生的事实。

图 7：商品房销售面积（万平方米）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图 8：商品房新开工面积（万平方米）

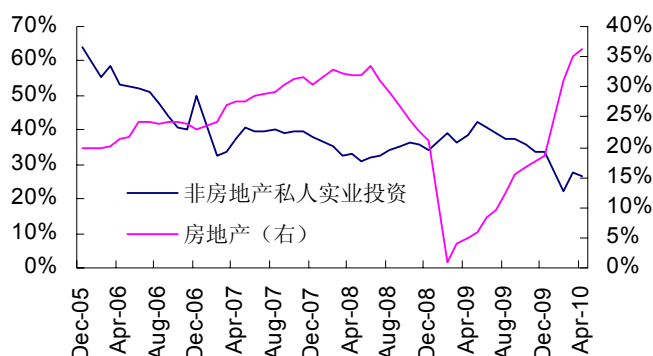


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

与市场不同的看法：私人实业投资会受益于公共投资、房地产投资的下降。事实上，从过去 2009 年的数据中我们看到了明显的国进民退的痕迹，地产进、私人实业投资退的迹象。从 2005 年以来，我们明显的看到房地产投资的上升带来了实业投资的下滑，两者之间存在一个负相关的关系。这不但说明公共投资挤出效应是确实存在的，而且说明房地产对实业投资的挤出效应也存在。换句话说，假如房地产投资和公共投资回归到正常水平的话，私人的实业投资增速会上升，虽然短期在转换上面可能会带来痛苦，但这对经济体来说才是一个健康的循环。

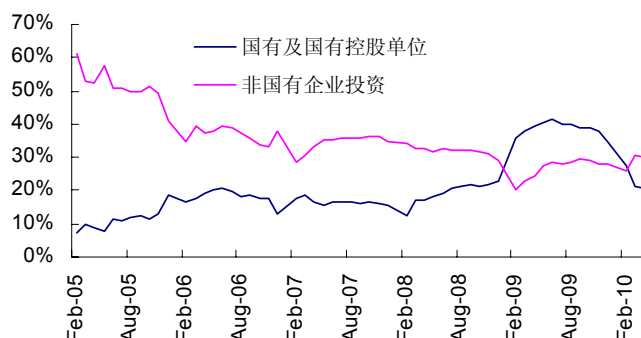
对建材行业来说,区别在于实业投资的水泥消耗系数要低于基建和房地产。但是,假如整体经济能稳住,那么对整体市场估值来说是一个利好。

图 9: 房地产投资对实业投资的挤出效应



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心。

图 10: 国有投资对私人投资的挤出效应

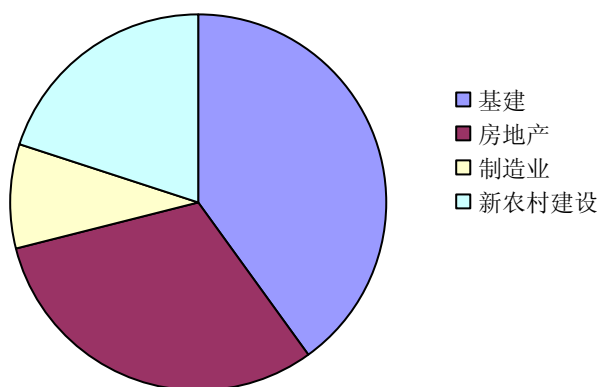


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

计算水泥需求主要考虑到两个因素:一个是固定资产投资增速,另一个是每万元固定资产投资消耗的水泥吨数。

固定资产投资增速主要关注基建投资、房地产开发投资。

图 11: 水泥行业下游需求占比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

- **基建投资:** 我们假设基建在 2010 年能保持 15% 的增长。铁道部部长刘志军在 1 月 7 日召开的全国铁路工作会议上表示, 2010 年, 全路将安排固定资产投资 8235 亿元, 其中基本建设投资 7000 亿元, 这两个数据分别比 2009 年增长 37% 和 17%。另外, 2010 年高铁建设进入水泥用量高峰期。
- **房地产开发投资:** 假设商品房投资下降到 2008 年水平, 增长 5%-0%, 保障性住房和棚户区改造住房 580 万套, 较 2009 年的 330 万增长 76%。则房地产开发投资增长为 11.4%。关于保障性住房是否会被良好执行的关键在于中央对地方的政绩考核标准是否发生改变。由于 2010 年面临着外需再次萎缩和国内社会问题, 货币政策不再是短期良好药方。我们对保障性住房的建设持乐观态度。保障性住房投资和商品房投资对地产总投资增速敏感性分析见下表。

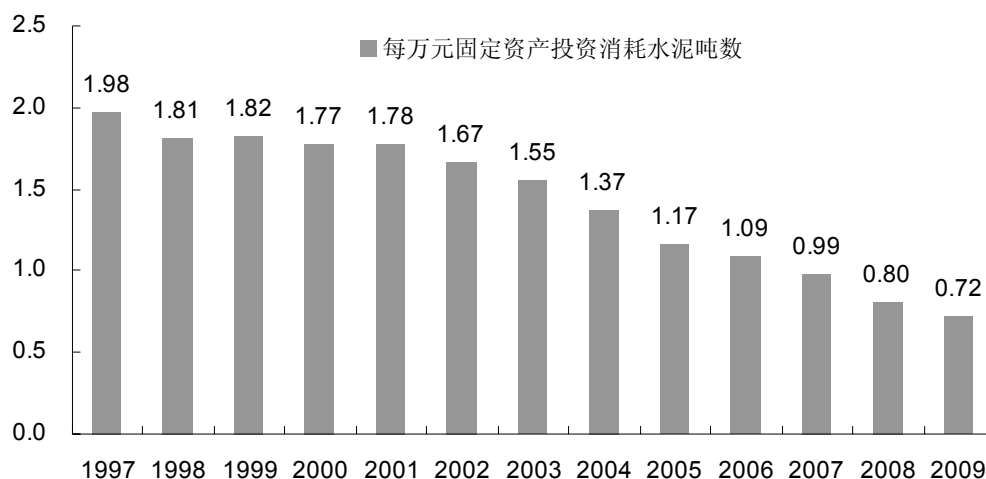
表 1: 房地产投资增速敏感性分析

		保障性住房投资增速				
商品房投资增速	11.4%	20%	50%	76%	100%	150%
	15%	15.5%	18.2%	20.5%	22.7%	27.2%
	10%	10.9%	13.6%	15.9%	18.1%	22.6%
	5%	6.3%	9.1%	11.4%	13.6%	18.1%
	0%	1.8%	4.5%	6.8%	9.0%	13.5%
	-5%	-2.8%	0.0%	2.3%	4.5%	9.0%

资料来源: 招商证券

- **固定资产投资增长约 20%左右。**根据基建、房地产投资增速的假设, 假设私人投资略有上升(逻辑上面已有说明), 新农村建设也增长 15%左右, 我们预测 2010 年的固定资产投资增速为 20%。
- **每万元固定资产投资消耗的水泥吨数:**随着基础设施建设的逐步完善, 我们发现该系数呈逐年下降的趋势, 每年下降约 0.1, 2009 年为 0.72, 由于 2010 年基建用水泥上升, 而房地产投资份额下降, 制造业用水泥系数较小, 我们暂且假设 2010 年该系数下降 0.06 到 0.66。

图 12: 每万元固定资产投资消耗水泥吨数每年平均下降 0.1 左右



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

- **中性情况下 2010 年水泥需求增长 9%左右, 总产量为 17.7 亿吨, 与一致预期的 10-12%相差并未太远。**

表 2: 水泥需求增长敏感性分析: 固定资产投资增速和消耗系数

		固定资产投资增速				
每万元固定资产投资消耗水泥吨数	9.0%	15%	18%	20%	23%	26%
	0.62	-1.7%	0.9%	2.4%	5.2%	7.8%
	0.64	1.5%	4.2%	5.7%	8.6%	11.2%
	0.66	4.7%	7.4%	9.0%	12.0%	14.7%
	0.69	9.4%	12.3%	13.9%	17.1%	19.9%
	0.72	14.2%	17.2%	18.9%	22.2%	25.1%

资料来源: 招商证券

表 3: 水泥需求增长敏感性分析: 基建和房地产

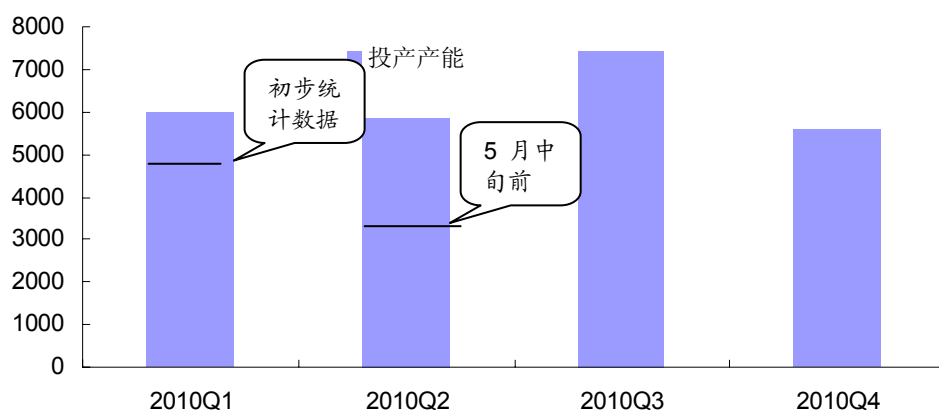
	房地产投资					
	9.0%	5%	7%	11%	15%	18%
基建投资	8%	3.8%	4.2%	4.9%	5.5%	6.0%
	12%	6.2%	6.5%	7.2%	7.8%	8.3%
	15%	7.9%	8.3%	9.0%	9.6%	10.1%
	18%	9.7%	10.0%	10.8%	11.4%	11.9%
	20%	10.9%	11.2%	11.9%	12.5%	13.0%

资料来源: 招商证券

2、水泥行业供给: 2010 下半年是产能释放高峰

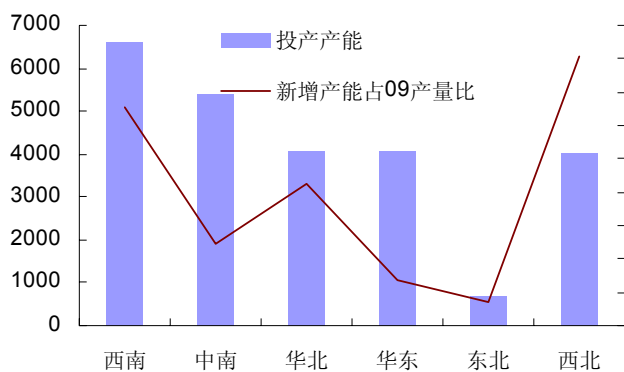
保守的估计新增产能 2.5 亿吨: 根据生产线开工的公告统计, 给予 15 个月左右的建设期, 2010 年投产的产能约为 2.5 亿吨, 3、4 季度应该是投放的高峰。根据以往的经验, 这个数据应该是保守的数据, 不过可以观察其时间和区域结构。从区域来看, 投产压力从大到小的区域有西南、西北、华北、中南、华东、东北。

图 13: 新产能投放 (万吨)



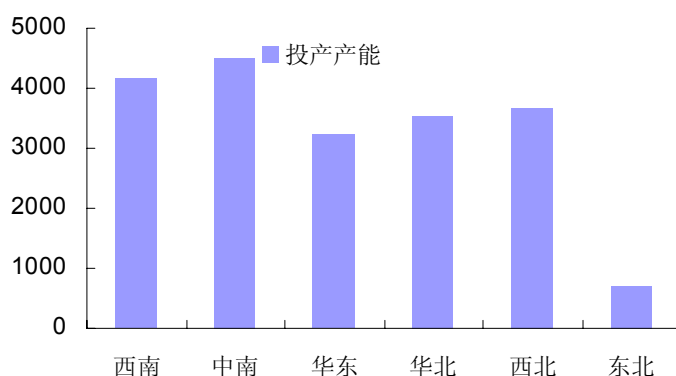
资料来源: 数字水泥, 招商证券

图 14: 全年投产产能分布 (万吨)



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 15: 2-4 季度投产产能分布 (万吨)



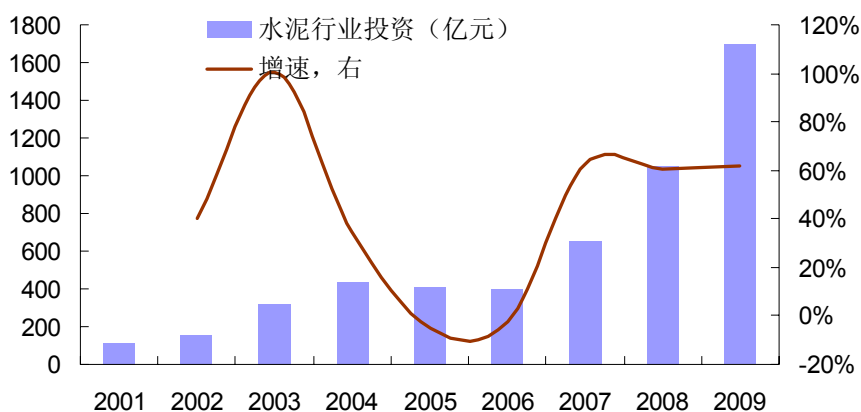
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心

如果按投资推算，新增产能达到 3.4 亿吨。

根据 38 号文《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见》的内容，2009 年 9 月底的描述是“目前在建水泥生产线 418 条，产能 6.2 亿吨，另外还有已核准尚未开工的生产线 147 条，产能 2.1 亿吨。”8 号文件之后，全国水泥建设项目核准开始冻结。不考虑未开工的生产线，按统计，2009 年 4 季度投产了约 8000 万吨产能，那么留到 2010-2011 年投产的产能就有 5.4 亿吨。而这些产能将大部分在 2010 年投放，按 7:3 的比例，2010 年要投放产能 3.7 亿吨。

根据过去几年水泥行业固定资产投资数据，2010 年新投放产能的数据也不容乐观。2009 年新增固定资产投资 1700 亿元，2008 年该数字为 1000 万元，保守假设每吨水泥投资 400 元，并假设 2009、2008 年各有一半投资在 2010 年释放产能，则 2010 年新增产能也达到 3.4 亿吨。

图 16：水泥行业固定资产投资连续三年保持 60%以上增长



资料来源：数字水泥，招商证券

我们认为三季度前淘汰落后产能 9155 万吨将会得到严格执行：

- 工业和信息化部 5 月 27 日向各地下达 2010 年淘汰落后产能的目标任务。今年内中国将不再审批“两高”和产能过剩行业扩大产能项目，并通过提高土地使用成本、加大差别电价加价幅度、加大行政处罚力度等手段，使落后产能无利可图、无法生存。
- 国家发改委、电监会、能源局联合下发通知《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》，限期取消现行对电解铝、铁合金、电石等高耗能企业用电价格优惠。自 2010 年 6 月 1 日起，将限制类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.05 元提高到 0.10 元，淘汰类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.20 元提高到 0.30 元。中国政府提出的“‘十一五’期间(2006 年—2010 年)单位 GDP 能耗下降 20%”的目标正面临严峻挑战。2006 年到 2009 年，中国单位 GDP 能耗累计下降 14.38%。今年首季，该指标不降反升，同比涨幅达 3.2%。因此淘汰落后产能决心非常之大。2009 年底每千瓦时工业用电约是 0.7 元，则限制类企业和淘汰企业电力成本分别上升 7%和 11%，按吨电成本占比水泥价格 16%-18%来计算的话，则对毛利率将有 1 个点到 2 个点的影响。
- 5 月 30 日，央行网站公布《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会关于进一步做好支持节能减排和淘汰落后产能金融服务工作的意见》。《意见》指出，要求从严把好支持节能减排和淘汰落后产能信贷关，对产能过剩、落后产能以及节能减排

控制行业，要合理上收授信权限，特别是涉及扩大产能的融资，授信权限应一律上收到总行。

综合而言，我们假设新增产能增长 2.95 亿吨（2.5 亿吨和 3.4 亿吨的平均），淘汰落后产能 0.92 亿吨，则供给净增加 2 亿吨左右。

3、水泥下半年投资策略：等待实体经济景气回落和盈利预测下调

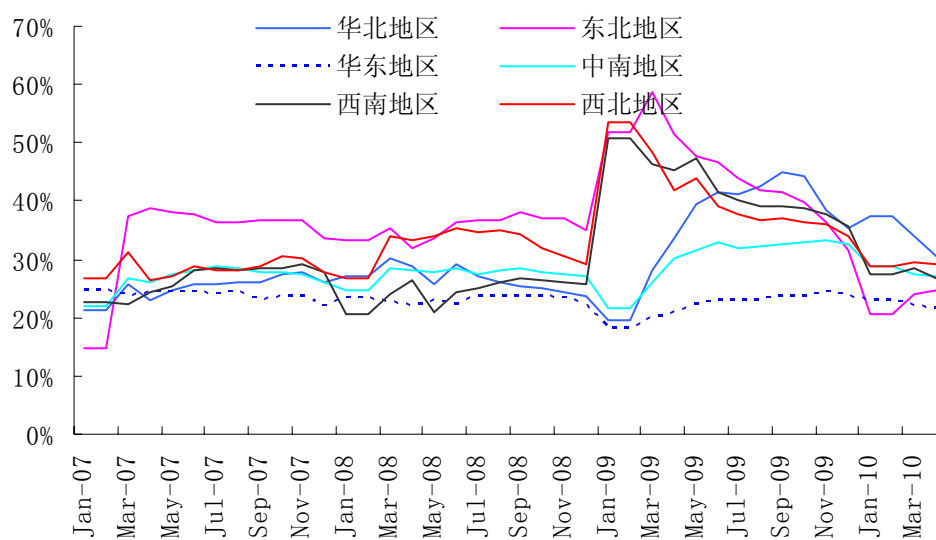
供需压力体现在下半年。根据上述需求和供给的分析情况而言，2010 年供给净增长 2.5 亿吨，需求增长 1.5 亿吨，边际供需过剩 0.5 亿吨，水泥价格向下压力较大。1-4 月份水泥产量同比增长 0.69 亿吨，1-4 月份供给净增长 0.7 亿吨左右，总供需未发生太大偏离，实际上，我们也发现上半年总体价格未出现下滑。则 5-12 月份供给可能还要增长 1.3 亿吨，预测需求增长 0.8 亿吨，供需压力凸显。

表 4：水泥行业供需状况预测（亿吨）

亿吨	新型干法 产能扩张	落后产 能	产能净 增长	总产能	产能增长 速度	需求产量	需求 增长	需求净 增长	需求变量- 供给变量
2005	1.34	-0.37	0.97	16.08	6%	10.4	7%	0.7	-0.3
2006	1.12	-0.46	0.66	16.74	4%	12.0	16%	1.7	1.0
2007	1.19	-0.62	0.57	17.31	3%	13.5	12%	1.5	0.9
2008	1.89	-0.5	1.39	18.7	8%	13.9	3%	0.3	-1.0
2009	2.65	-1	1.65	20.35	9%	16.3	17%	2.4	0.8
2010	2.95	-0.92	2.03	22.83	12%	17.8	9%	1.5	-0.5
2011	1.6	-0.8	0.84	23.67	4%	18.9	6%	1.1	0.2

资料来源：数字水泥，招商证券

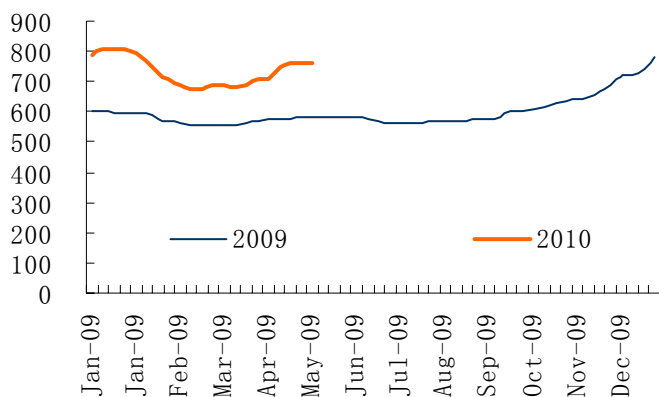
图 17：分地区社会固定资产投资增速



资料来源：数字水泥，招商证券

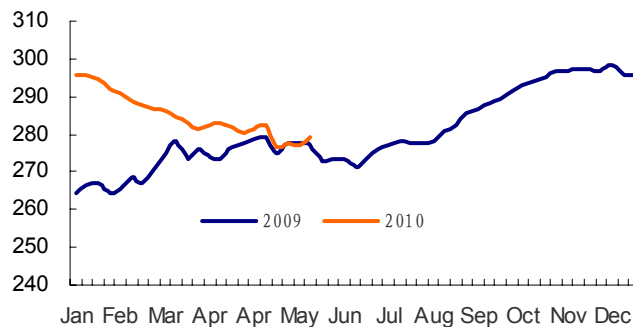
成本上升压力有所减缓，但要警惕资源价格改革带来的电价上调。欧洲债务危机导致石油价格短期上升的压力减缓，因此我们预期煤炭价格也将保持平稳。但要警惕电价上调。

图 18: 山西优混价格 (元/吨)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心。

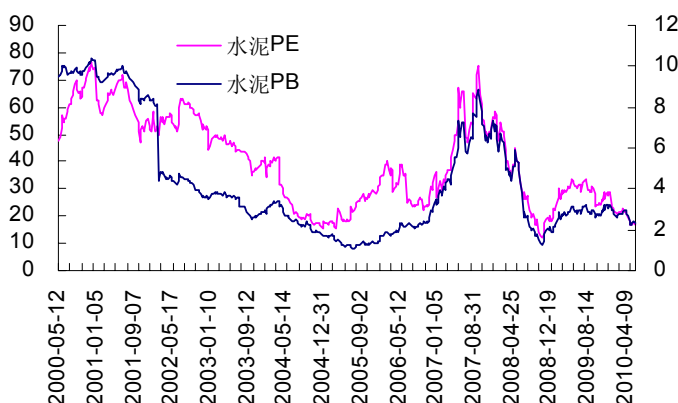
图 19: 水泥煤炭价格差 (元/吨)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

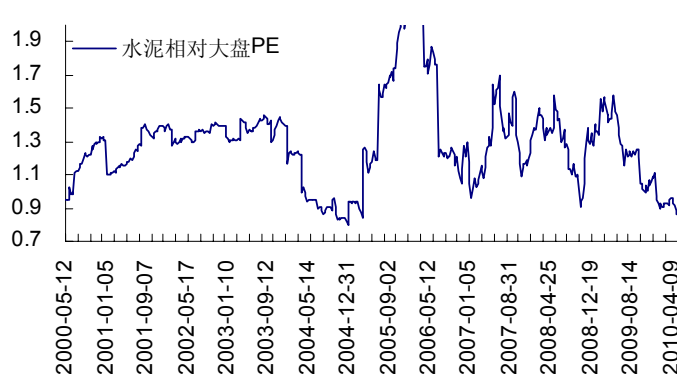
PE/EV 估值几近成本和产业投资成本, PB 安全边际的出现来自等待盈利能力的下滑。不管是从绝对 PE、还是相对 PE、以及产业资本的角度来看,目前的估值已经具有相当的吸引力。唯一需要担心的地方是,行业 PB 目前是 2.3 倍,低点是 1.4 倍,这个空间主要是因为 ROE、盈利能力处于高点所致。

图 20: 水泥行业估值



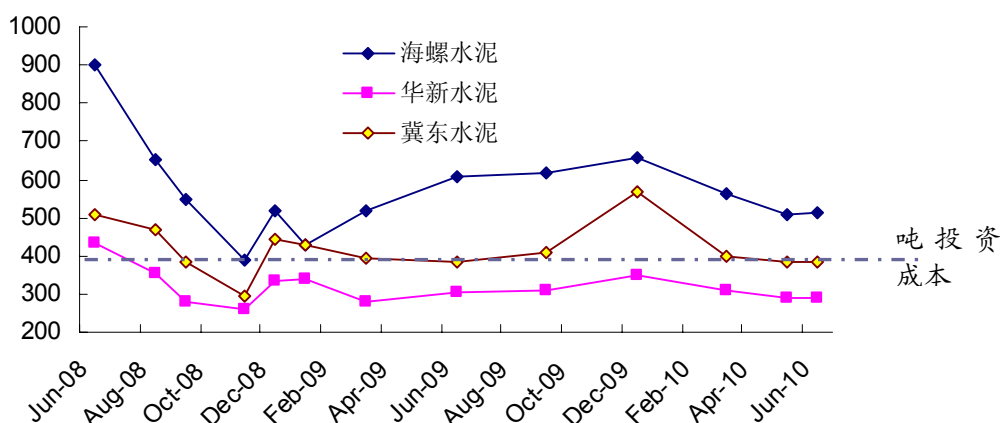
资料来源: wind, 招商证券研发中心。

图 21: 水泥行业相对估值: 历史最低点



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图 22: 吨 EV 与吨投资成本 (元)



资料来源: wind, 招商证券研发中心。EV 按股权价值与债务账面价值之和计算。

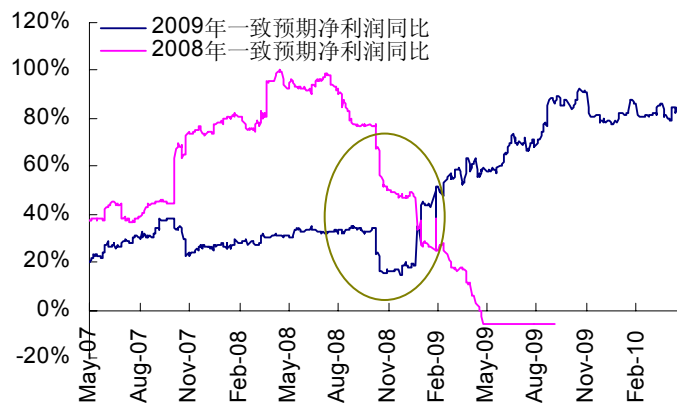
盈利预测尚未开始下调。从 2008-2009 年的历史数据看，投资机会的显现要等待盈利预测开始下调。盈利预测的下调我们认为主要来自于量价的下调，对成本压力不是太悲观。

图 23: 2010 年建材行业盈利预测一致预期尚未下调



资料来源: go-goal, 招商证券研发中心。

图 24: 投资机会要等待盈利预测的下调



资料来源: go-goal, 招商证券研发中心。

综合而言，我们判断水泥行业的投资机会可能在三季度后：

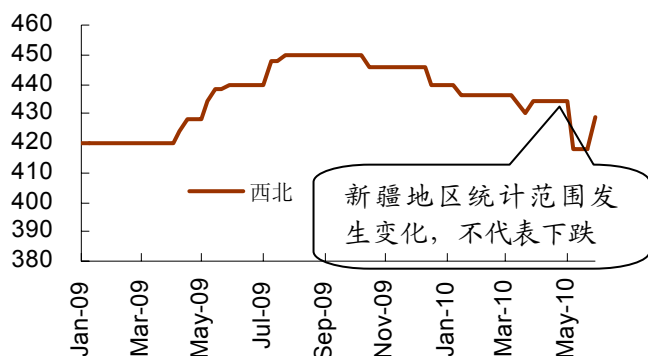
- PE\EV 估值已具有安全边际, 市场在等待 PB 的下降, PB 的下降更多将来自于 ROE 的下降，而非股价。
- 三季度我们将等待房地产投资增速下滑的兑现以及盈利预测的下调。并且供需压力将会在三季度开始体现。
- 保障性住房的实施与淘汰落后产能会在三季度明晰。对于此我们给予乐观的态度。
- 选择需求增长与集中度高的西北、华北，关注东部地区保障房建设带来的反弹。从成长性来看，毫无疑问，未来的成长重点在中西部，相对而言，西南和中南的集中度过低，加上近两年疯狂的产能释放（每年增长 40% 左右），并非一个好的投资标的。关注增长明确的西北、华北板块青松建化、天山股份、祁连山、冀东水泥等，并关注西部战略推进、东部保障房建设相关的海螺水泥。

表 5: 水泥分区域集中度 (%)

	西南	华北	华东	东北	西北	华中	华南
前三大集中度 (2009 熟料产能)	21.12	44.6	55.23	35.6	48.5	33.5	46.3
前三大	拉法基瑞安、峨胜、 昆钢嘉华	冀东、金隅、 中联	海螺、南方、溧阳 金峰	亚太、北方、山水	中材、冀东、 尧柏	华新、天瑞、南方	台泥、华润、 海螺

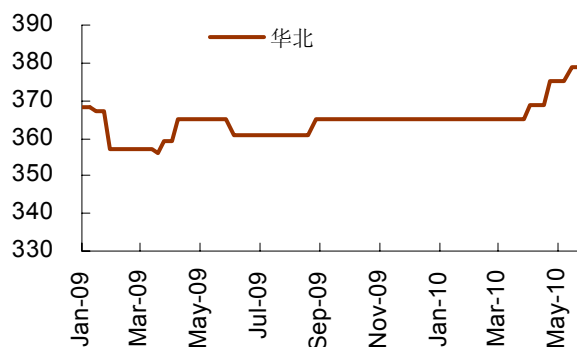
资料来源: 数字水泥, 招商证券

图 25: 西北地区水泥 (P·O42.5) 价格



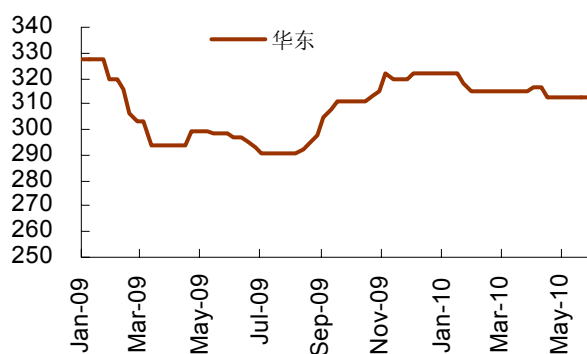
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 26: 华北地区水泥 (P·O42.5) 价格



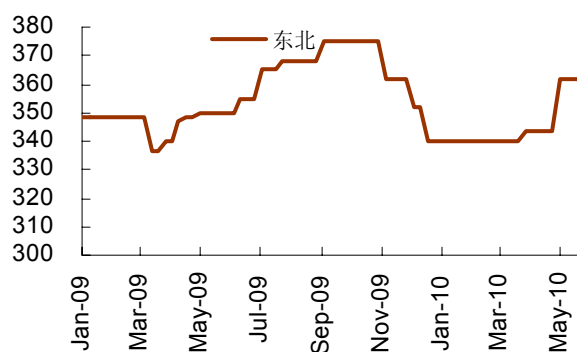
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 27: 华东地区水泥 (P·O42.5) 价格



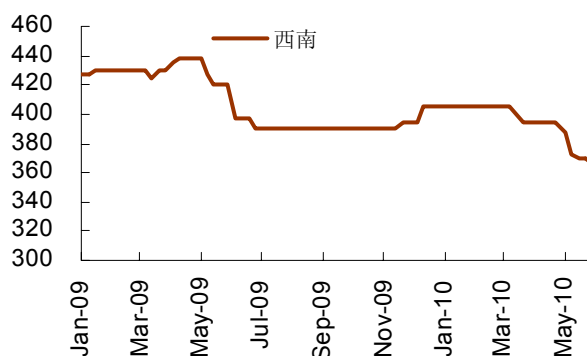
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 28: 东北地区水泥 (P·O42.5) 价格



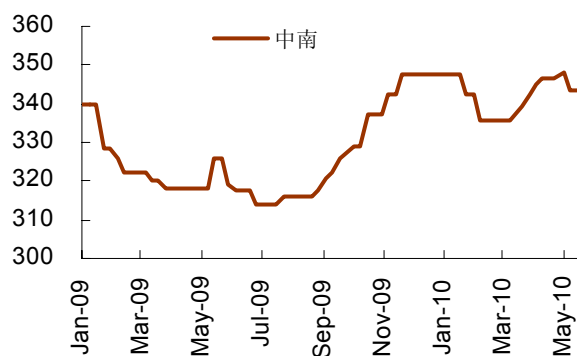
资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 29: 西南地区水泥 (P·O42.5) 价格承压



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

图 30: 中南地区水泥 (P·O42.5) 价格



资料来源: 数字水泥, 招商证券研发中心。

三、其他建材：寻找符合经济发展方向的投资标的

根据第一章的分析，未来建材进入快速增长的方向可能在于节能建材的推广以及新型装饰材料。

1、节能新型材料推广要政策给予更多的支持

节能材料在民用市场推广势在必行。我国建筑能耗占比社会总能耗 30%左右，比同等气候条件下的发达国家高出两至三倍，其中门窗能耗占比 50%以上，在门窗能量损失中，框体约占 25%，玻璃约占 75%。以目前我国年新增建筑面积 18-20 亿平方米来看，住房和城乡建设部预计到 2020 年底将新增建筑面积约 300 亿平方米。据估计，到 2020 年建筑年耗能量将达到 12000 亿度电和 4.1 亿吨标准煤，是目前年能耗的 3 倍之多。

从 2004 年发布的《节能中长期专项规划》开始到 2008 年的《民用建筑节能条例》，政策在推进建筑节能上已经在进步。2004 年国家发改委发布的《节能中长期专项规划》中明确要求：“十一五”期间，新建建筑严格实施节能 50%的设计标准，其中北京、天津等少数大城市率先实施节能 65%的标准。结合城市改建，开展既有居住和公共建筑节能改造，大城市完成改造面积 25%，中等城市达到 15%，小城市达到 10%。如果我国达到了建筑节能的标准，每年节约的能源相当于 4 个三峡电站满负荷的发电量，即在能源投资方面，可以节约 6,000 亿元人民币。

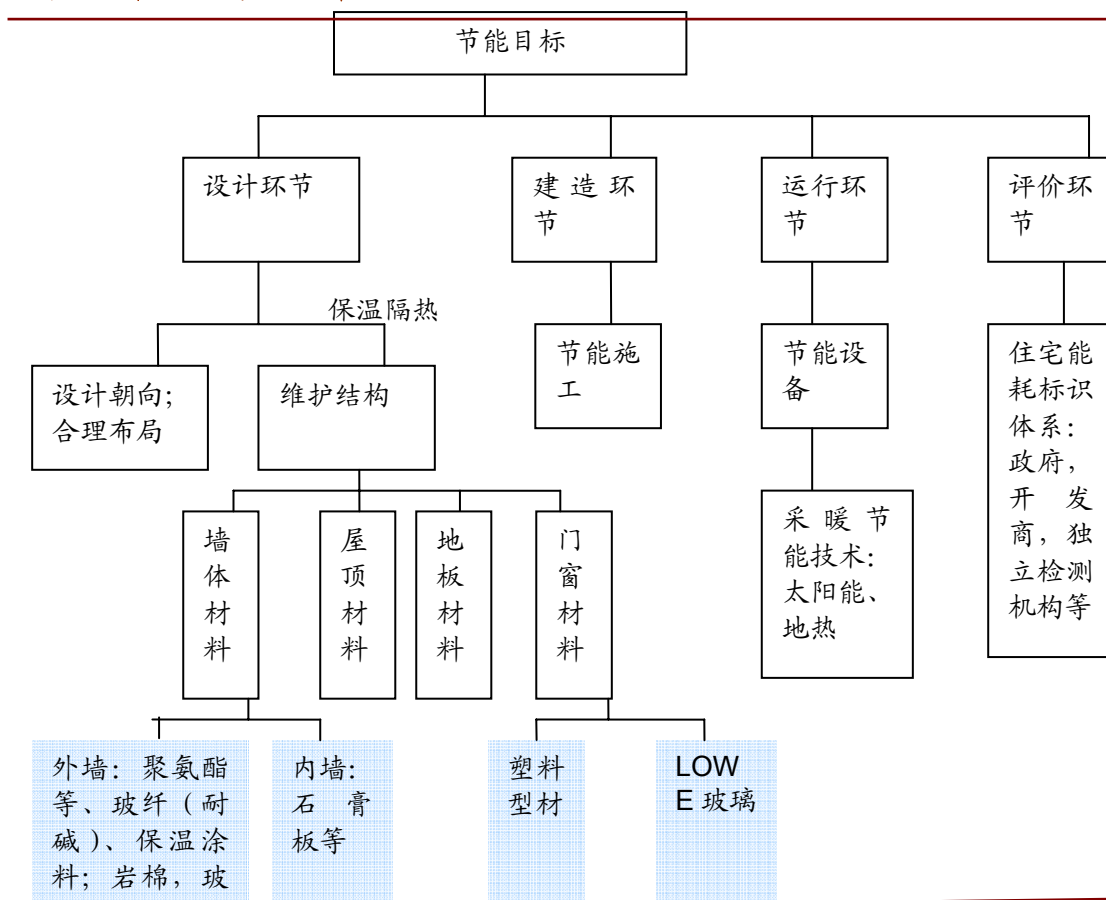
如此诱人的节能效益要实现关键在于政策的细化与执行力度

一方面，节能建筑的静态成本增加问题正在缓解。根据建筑部的资料，节能建筑与非节能建筑相比，按照 50% 节能标准进行施工，增量成本是 160 元/m²。由于这个市场的不断扩大，建筑节能材料和设备逐渐形成了产业化规模，目前增量成本已经降到 80 元/m²。如果部分地区按照 65%的节能要求，也只是 110 元/m²。比如从终端看，北新石膏板隔墙产生的费用（包括人工）已可以达到 100 元/m²左右，而轻质混凝土隔墙的费用也基本就是在 80-110 元/m²。而普通玻璃的价格约为 30-40 元/m²，LOWE 价格在 200 元/m²，我们预计国内 Lowe 产能扩大之后价格还有不小的下降空间。

另一方面，从建筑节能目标的实现过程看还有很多工作可以推进。建筑节能目标的实现主要从以下几个方面进行：从设计环节到建造环节、运行环节和评价环节，如下图。目前改造的重点尚集中在运行环节的计量，比如对采暖分户计量的强制性推广。在设计环节的材料选择方面尚未有强制性的措施，但已有鼓励的措施，如北京的建材推广目录中包括了石膏板和 LOWE 玻璃、塑钢门窗。

另外，即使有节能要求，由于评价环节尚未跟上，所以执行效果会打折扣。住房和城乡建设部每年开展全国建筑节能专项检查，从检查结果看，2001 年全国在设计阶段执行 50% 节能标准的执行率仅有 5%，在施工阶段仅为 2%-3%；到了 2004 年，设计阶段执行 50% 节能标准的执行率达到 50%，施工阶段达到 30%；到 2007 年，设计阶段达到 97%，但是施工阶段仍然只有 71%。我们怀疑这个结果其实还是偏乐观的情况。

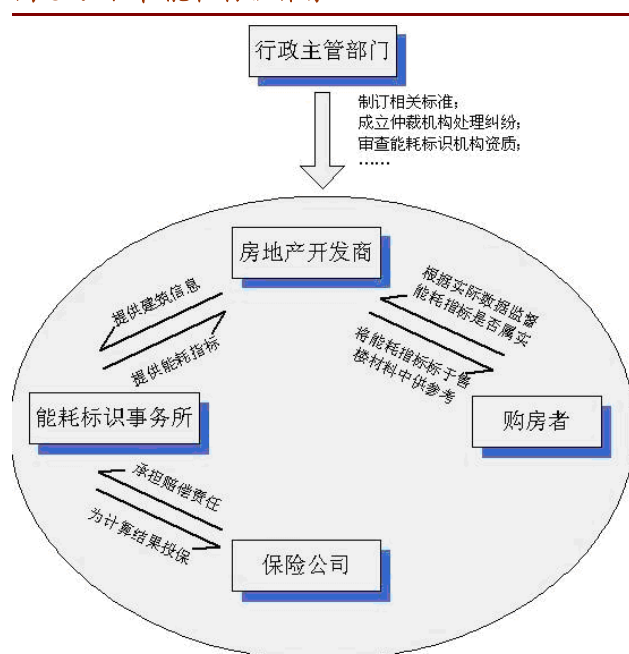
图 31：节能目标实现分解



资料来源：招商证券

从国外的经验看，可建立一套完善的住宅能耗标识体系的运行机制。该体系的运行应由市场机制来推动，参与各方的关系如图所示：

图 32：住宅能耗标识体系



资料来源：建筑节能报告，招商证券

表 6：北京市推广使用的建筑材料部分目录（2010）

墙体材料	B04/B05级加气混凝土砌块和板材	民用建筑工程	具有轻质性和保温性能好的优点
	保温、结构、装饰一体化外墙板	民用建筑工程	节能、防火、装饰层牢固
	石膏空心墙板和砌块	框架结构建筑墙体填充材料	轻质、隔音、节能、防火、利用工业废弃物
	保温混凝土空心砌块	民用建筑墙体材料	保温、隔热
	井壁用混凝土砌体模块	市政工程、居住小区的各类检查井、方沟、水处理池、化粪池等池体	坚固、耐久、密闭性好，有利于保护地下水水质
	浮石	屋面保温和制作轻集料砌块	轻质、保温
建筑门窗幕墙及辅料	传热系数优于 $2.5\text{W}/\text{m}^2\cdot\text{K}$ 以下的高性能建筑外窗	民用建筑	提高建筑物的节能水平
	低辐射镀膜玻璃（low-E）	民用建筑外门窗和透明幕墙	降低玻璃传热系数，节约建筑能耗
	石材用建筑密封胶	民用建筑石材幕墙	不污染石材

资料来源：北京住建，招商证券

- 在生产能耗方面，钢材综合能耗约为 700kg 标煤/吨，铝材 365kg 标煤/吨，塑料型材 80 kg 标煤/吨。在使用能耗方面，塑料型材导热系数是铝合金的 1/1250，钢的 1/357。试验数据显示，塑料型材门窗可节约采暖和空调能耗 30%~50%。

表 7：节能玻璃的光热参数

玻璃种类	节能玻璃的光热参数		
	夏季传热系数 K	冬季传热系数 K	遮阳系数 SC
单片玻璃	5.85	6.29	0.99
中空玻璃	2.82	3.13	0.86
吸热中空玻璃	2.82	3.13	0.6
热反射中空玻璃	2.58	3.04	0.4
低辐射中空玻璃	1.77	1.82	0.6

资料来源：招商证券

2、家装材料市场寻找竞争业态较好的子行业

通常所说的装饰建材，是指在土建工程完成之后，对建筑物的室内空间和室外环境进行功能和美化处理，使建筑形成不同装饰效果所需用的材料。

表 8：装饰建材的基本分类

装饰建材分类	部分产品举例
基本装饰建材	特种金属、玻璃、陶瓷、木（竹、藤）材、石材、石膏、化学建材等。
深加工产品	门、窗、厨卫设备、家具、照明灯具、暖气设备、装饰板等。

资料来源：装饰材料，招商证券

表 9：装饰建材按功能的分类

装饰建材分类	部分产品举例
健康材料	没有空气污染、水污染、光污染、声污染和电磁辐射污染的产品
节能材料	节能门窗、高效散热器、节能照明灯具、整体厨卫、太阳能设备等等
绿色材料	节省天然资源和水资源的产品、可循环使用的产品；如：人造板、6L以下冲水量马桶、10L/min以下流量花洒、低流量充气水龙头等
智能材料	布线、通信、网络系统集成材料等

资料来源：装饰材料，招商证券

图 33：国外 70 年代后的装饰建材需求增长方向

化学建材	美国在外墙装饰中，建筑涂料占45%；在内墙装饰建材中，建筑涂料占60%。德国、瑞士等国家，80%的外墙使用涂料装饰，意大利、西班牙等地中海沿岸国家，66%的外墙用涂料装饰。 美国1997年塑料管材产量为216万吨，欧洲为147万吨，日本60万吨，1992年——1997年建筑用塑料的年均增长率为7.6%，明显超过了当地塑料消费量的总增长率（6.4%），是当地建筑业产值增长率的2倍以上。 1986年德国塑料窗的市场占有率已经达到了50%。
保温节能玻璃	美国是中空玻璃生产消费的最大国家之一，年耗高达8000万平方米。全美中空玻璃普及率高达83%以上。德国中空玻璃的普及率高达90%以上，年产6700万平方米。日本1999年中空玻璃产销量已上升到694万平方米，比上年增长122.2%。（中国2009年中空玻璃产量为3100万平） 欧洲各国原先使用的双层玻璃窗正迅速被low-E中空玻璃所代替。普及低E中空玻璃的德国今后要达92%，奥地利为90%，波兰已为75%，日本40%。（中国LOWE玻璃普及率约为8%左右）
厨卫节水设备	近年来国外公司在龙头、马桶、花洒以及上下水管道的科学设计等方面都做了大量改进，不仅使手柄、台面等附和人体科学的要求，更注重节水环节的控制。

资料来源：装饰材料，招商证券

- 目前的瓷砖、地板的竞争都较为激烈，在家装的子行业中，我们先选取了塑料水管这个子行业，公司见下章节分析。

四、重点上市公司分析

1、伟星新材：行业龙头竞争者，渠道建设助推公司成为品牌公司

公司主要产品面向建筑冷热水、市政给水、农村给水、地板辐射采暖、室外排污等市场。公司主要产品为 PPR 系列管材及管件、PE 系列管材及管件、HDPE 双壁波纹管、PB 管材及管件等，PPR 和 PE 占据主导地位。公司在 PPR 市场占有率约为 3-5%。该行业尚未出现有领导力的龙头。公司目前有 3 个生产基地 2009 年公司主要产品产能为 4.34 万吨。募投产能投产后达到 11.2 亿吨。

行业增长空间广阔：行业下游是家装市场和市政工程市场。相对于金属管道，塑料管道在节能节水、施工上具备优势。塑料管道的增长预计未来 5 年可保持 10% 以上的增长。由于热水应用的普及，PVC 用在给水方面的作用逐步被淘汰，PPR 成为建筑内给水的主要趋势。关注地板采暖（1 平米对应 5 米水管）、地源热泵推广对 PE 管带来的爆发性增长、以及农村管网改造、排污治理带来的增长空间。

表 10：分品种塑料管道应用

项目	PPR 管	PAP 管（铝塑复合）	PEX 管	PB 管	PVC-U 管
卫生性能	好，工作温度 < 70℃	好	一般，含硅烷	好	一般，含微量铅
应用范围	冷、热水	冷、热水	冷、热水	冷、热水	冷水，给水温度 < 45℃
接头质量	好，热熔连接或电熔连接	容易漏水（管接头）	容易漏水	好，热熔连接或电熔连接	容易漏水，承插粘接或螺纹连接
环保性能	可回收	难回收	难回收	可回收	生产有污染
经济性	好	较好	较好	一般	好

资料来源：公司公告，招商证券

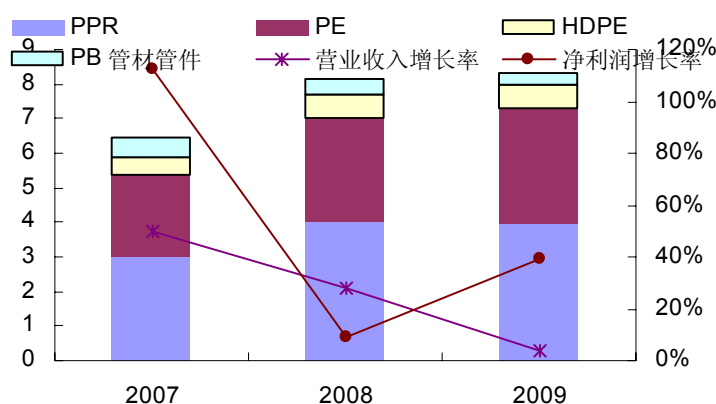
城镇化加速推进、居民消费升级意味着品牌塑料水管市场空间仍较大。中国的人均塑料管道产量在 4.3kg，美国为 15kg，日本为 5.4kg，西班牙、意大利约 8kg。美国不管是总量还是人均消费上都居于前列，这估计是因为塑料管道的产量不只与人均消费（地产市场）有关，与国土面积（市政等工程）的大小也有关系。

我国管网建设（供水、排污、农村管网改造）还在快速成长期。截止 2009 年底，全国仍有 1/4 的设市城市和近 80% 的县城尚未建成污水处理设施，一般情况下配套管网投入占比 20%；根据水利部报告，“十一五”期间解决了 1.6 亿人的农村饮水安全问题。一般情况下，在输水管网（主要为塑料管材）的投资占总工程投资的 30%-40%，“十一五”期间农村供水工程对塑料管材的需求量达 190-260 亿元。而从目前到 2013 年（3 年时间）我们尚需解决 1.6 亿人的饮水安全问题。

竞争优势之一：公司对品牌打造的重视造就了高毛利率和高净利率。公司在行业内成功打造了“品质上乘、服务优质、信誉卓著”的“伟星”品牌形象。公司先后荣获“中国名牌产品”、“中国驰名商标”等荣誉称号。公司与万科等主要地产公司建立了良好的合作关系，成功应用于巢、水立方、奥运森林公园、奥运村运动员宿舍等奥运重点工程。从 2007 到 2009 年，公司毛利率都保持在 30% 以上，净利率为 13-18%，尤其是 2008 年即使在原材料大幅上涨的前提下，公司提价转嫁了成本。目前公司在华东地区的品牌效应比

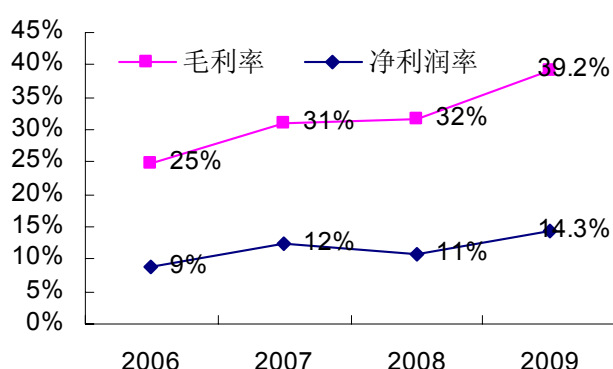
较明显，也比较强势。类似于伟星股份，公司对品牌的打造将其与传统的塑料制品加工业区分开来，这是公司的核心竞争力之一。

图 34: 主要产品收入规模 (亿元)、增长、利润增长



资料来源: 公告, 招商证券研发中心

图 35: 公司毛利率、净利率稳步提升



资料来源: 公告, 招商证券研发中心

竞争优势之二: 极度扁平化的渠道铺设与经销商的共赢模式:

(1) 公司对销售网络具有很强的掌控力。渠道上基本只有公司销售子公司与销售办事处、经销商、零售商几个级别, 渠道占用资金少, 回款不到位风险小。渠道铺设的支出为整个区域的影响力打造以及人员的培训上, 存货风险在经销商身上。截至目前公司在全国主要城市已设立了 12 家销售子公司、14 家销售分公司、30 多家办事处, 销售人员近 600 人, 经销网点总数达到 13,600 多家。预计到 2012 年, 公司经销网点总数将达到 20,000 家。在营销模式上可能会推出品牌店等模式。(2) 与经销商共赢。产品定价高于同行, 定位高品质 (广东这边同样规格的水管比联塑的高出 30% 左右。导购员比较愿意推销) 有利可图, 积极性较高。公司会与经销商共同参与工程市场的投标, 以凸显公司的品牌效应, 但在成果上多归功于经销商。

竞争优势之三: 管理层。对于一个完全竞争的行业, 归根到底其实是管理层战略思路与执行能力的竞争。伟星集团的几个管理层的战略眼光和踏实作风在业内已较具有口碑, 可给与一定溢价。集团另一主业 (伟星股份) 上市五年以来利润复合增长 47%。

公司定位高端, 我们对价格战持审慎乐观态度:公司目前定位国内品牌最高端。然一个 100 平米建筑面积的房子大约需要伟星牌子约不超过 1500 元的材料费用, 一般的消费者面对需长期使用、若发生故障带来严重麻烦、总共支出又不大的水管应该会支付该高品质的溢价。

给予评级“审慎推荐-A”。我们看好公司在家装塑料水管市场中脱颖而出成为龙头的潜力, 建议市场以品牌公司而非加工企业的视角来看待公司。3 季度公司家装市场如果受到房地产调控效果影响出现股价下跌, 是良好买入机会。预计公司 2010-2012 年的销售收入为 12.5、16.5 和 23.6 亿元, 2010-2012 年的 EPS 为 0.67、0.92、1.27 元, 估值请见公司深度报告。

风险提示:房地产销量长时间萎缩、竞争激烈程度超预期。

2、耐火材料：受益于传统行业整合

目前耐火材料上市公司中主要包括两家钢铁行业耐火材料公司濮耐股份、北京利尔；玻璃水泥耐火材料公司瑞泰科技。

耐火材料细分行业市场空间。耐火材料下游市场中钢铁占比 70%、水泥占比 7%、玻璃占比 4%。钢铁耐火材料 80-90%是耗材，由于其在钢价中成本不足 2%，下游与其溢价兴致不高，因此优质公司都具有 30%以上高毛利率、10%以上净利率的特点，目前市场空间 400-500 亿元。水泥耐火材料基本也是 6-8 个月更新，市场空间约为 40-50 亿元，玻璃熔铸耐材属于基建性耐材，在新建生产线和冷修时需要，空间约为 20-30 亿元。

耐火材料公司是传统行业整合的受益者，钢铁耐材的整合可能最快。钢铁产业集中度提高和产品结构升级促使耐材行业并购提速。根据《钢铁产业调整和振兴规划》，到 2011 年前 5 位钢铁企业的产能占比全国产能达到 45%以上，09 年前 5 位占比 29%，意味着集团化采购的比例将会提升，目前行业集中度过于分散，不利于管理（一个钢厂可能有几十家供应商）。因此耐火材料提供商数量将会下降，这与国际上的趋势也是一致的。假设龙头公司市场占有率能从 2.5%提升至 2015 年的 8%，则其规模未来复合增长率在 45%左右。

与水泥和玻璃不一样的地方是，钢铁行业目前整体承包的方式较为成熟，复制性较强。而玻璃行业来说，瑞泰已占据中高端熔铸产品份额 20%左右，整体提升空间不大。

濮耐股份（审慎推荐-A）

濮耐是钢铁耐火材料的领先者，国内唯一具备整条生产线承包能力的提供商。公司 2009 年市场占有率约为 2.5%，是科技部认定的国家火炬计划高新企业，具有齐全的产品和服务组合，产品符合节能环保的特点。收入中整体承包占比 37.3%。公司拥有优异的人才梯队搭配和优秀的管理层，拥有完善的激励机制。

收购宝明之后，濮耐客户结构得到良好提升，收购焦作贝格耐火可能意味着向上游产业链延伸已为期不远。收购宝明为公司提高宝钢等大客户销售比例取得重要突破，而向上游延伸拥有矿山资源将提升公司的抗风险能力。5 月国土部下达高铝黏土矿开采总量控制指标，这对有资源优势的企业是利好。

公司出口和募投产产能逐步进入收获期。根据波特的钻石模型，由于中国在原材料资源镁砂矿、铝矾土、石墨上具备的绝对优势，加上近几年行业技术水平提升、行业规模提升，中国耐材制品出口应当极具竞争力，而金融危机是契机。濮耐目前是韩国现代制铁的主要耐火材料提供商，市场份额有望从 30%上升到 50%，并且美国今年将进入收获期。公司的募投产产能多数将在今年进入释放期，多数产品产能增长翻番。

维持评级“审慎推荐-A”。若保障性住房 580 万套能够落实，预计能部分抵消地产调控对钢铁的负面影响。考虑到并购、募投产产能释放、海外市场收获，我们预测 2010-2012 年的 EPS 为 0.39、0.57、0.75 元。首次评级“审慎推荐-A”，六个月目标价 12.0-14.4 元，相当于 2010 年 30 倍、2011 年 25 倍市盈率的估值水平。

风险提示：收购整合效果低于预期。

北京利尔（无评级）

钢铁行业耐火材料的另一家优质供应商。公司主要产品包括不定形耐火材料、机压定型耐火制品、耐火预制件、功能耐火材料和陶瓷纤维制品等五大系列，其中不定形耐火材料和功能耐火材料占比较高。

公司具备新产品创新能力与耐火材料综合配置设计能力、以及整体承包经营的销售模式，该模式占销售收入达到 68%，并且毛利率比直销模式高出 5 个百分点。在技术产品营销等方面与濮耐股份各有千秋，都是将后来整体行业龙头的强有力竞争者。由于公司在布局上较为集中，因此整体期间费用率要低于濮耐 4.6 个点。

至 2009 年末，公司拥有 14.1 万吨产能，募投项目投产后产能将达到 20.6 万吨。我们预测 2010-2012 年 EPS 为 0.92、1.4、1.74 元，目前估值基本合理。

瑞泰科技（审慎推荐-B）

公司战略重点正从玻璃行业转向水泥行业。瑞泰科技是目前玻璃行业耐火材料龙头，占中高端熔铸产品市场份额 20%，技术优势领先，唯一一家国内熔铸氧化铝能生产的企业。公司目前的看点在于向水泥行业耐火材料的扩张并购、玻璃行业的复产。

公司在研发上具备强竞争优势。公司前身是中国建筑材料科学研究总院耐火材料研究所，技术储备雄厚。公司是国内唯一具备熔铸氧化铝生产能力的厂家，其他竞争对手主要有旭硝子、西普。无铬碱性耐火材料为国家“863”计划，符合节能减排趋势，国内仅有奥镁和雷法两家外资。

公司背靠央企，在进入水泥耐材领域时具备优势。公司实际控制人是中国建材集团，控股股东是中国建筑材料科学研究总院。中建材旗下拥有最大的水泥产能，公司 5 月份收购设立浙江子公司就是与南方水泥相对应。

下半年增发投产产能大部分投放。熔铸锆刚玉下半年投产 8000 吨，碱性耐火材料 8 月份投产 2 万吨，硅质耐火材料 9 月份投产 2.5 万吨，产能增长 50%左右。2010 年的预计实现营业总收入 7 亿元，子行业玻璃\水泥\材料贸易比例：4:2:1。考虑到外延式并购，总收入可能接近 8 个亿，

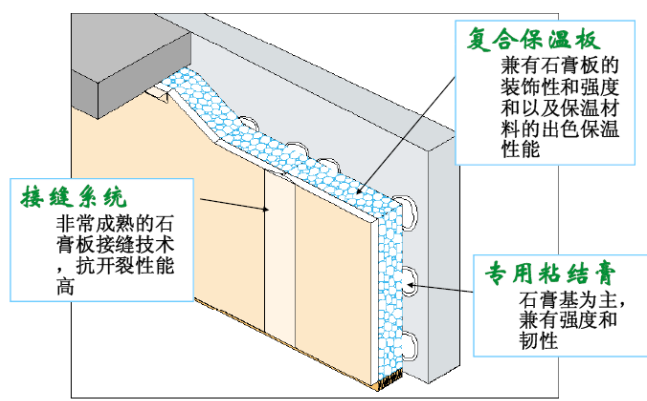
首次评级“审慎推荐-B”。公司在外延式扩张中出现人员储备不足问题、需等待公司理顺激励机制。预测 2010-2012 年 EPS 为 0.48、0.66、0.95 元。

3、北新建材：“毒石膏”事件促行业增强质量检测标准，不改行业广阔发展前景

- 公司目前被“北新建材在美遭 3000 起投诉索赔额或逾 10 亿美元”所困扰。事件起因是 2005 年，美国发生卡特里娜飓风等多起恶劣天气灾难，使得众多房屋倒塌，美国国内石膏板短时间供不应求，从中国进口了部分的石膏板，2006-2007 年，北新及泰山石膏共销售石膏板 54,564 万平方米，共出口美国 1422 万平方米，占总销量的 2.61%。2008-2009 年末向美国出口石膏板，泰山石膏 2008 年向美国出口石膏板 1.69 万平方米，2009 年末向美国出口。
- 由于公司出口占比很小，对短期业绩基本无影响

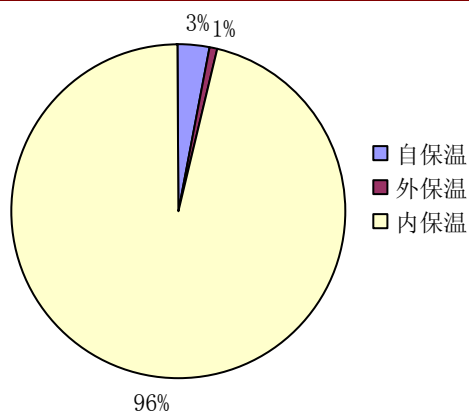
- 由此引发的一个问题是，石膏板的长期前景会不会被质疑？我们认为不会，主要原因在于
- 问题不是出在石膏板本身，而是处在行业质量检测标准的缺失。这是是公众产生信任危机的重要原因。本次石膏可能是用的山东临沂天然石膏矿被污染所致。目前公司用的都是脱硫石膏。不管如何，从美国、欧洲、日本过去几十年的发展经验看，脱硫石膏都得到了充分的应用。主要的公共建筑如人民大会堂、世博会、奥运会场馆等都采用了石膏板，拉法基等外企也参与其中。也就是说，石膏板本身其实不是问题，关键在于脱硫石膏、石膏板成分标准的制定和执行。
- 火电厂脱硫产品需要得到消化。截至 2008 年年底，我国火电厂建成投产的脱硫机组容量达 3.6 亿千瓦，年产出脱硫石膏达 4000 万吨。目前，我国脱硫石膏利用率仅为 30%，大量脱硫石膏被堆放或填海，占用大量土地。从这个角度出发，像英国就指定了必须使用脱硫石膏的法规。
- 公司竞争优势越发明显。从竞争策略上来说，第一阶段，打乱对手的阶段，主要是针对外资，战略布局。第二轮布局，阻止小公司的扩张，占据区位优势好的地域。目前第二轮也快完成了。公司将要进入收获期。目前来看，无论是原材料的低价获得性，还是销售网络、生产、品牌上，公司都具有无可比拟的优势。
- 从几个发达国家的经验看，与石膏板相关的内墙保温也占有非常大的市场空间。

图 36：复合保温石膏板系统



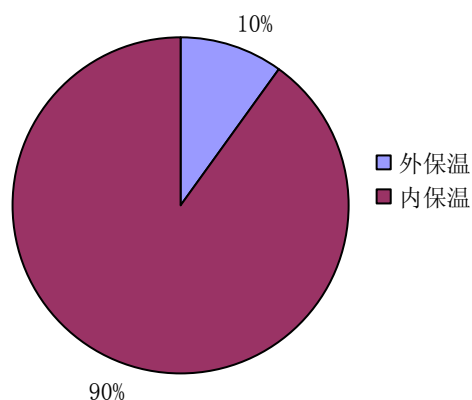
资料来源：拉法基，招商证券研发中心

图 37：法国保温系统



资料来源：拉法基，招商证券研发中心

图 38：日本韩国英国保温系统



资料来源：拉法基，招商证券研发中心

- 维持公司“强烈推荐-A”的评级。石膏板行业节能、循环利用工业副产品、保温、舒适的特点并没有改变，我们期望公司的危机公关意识有更大的提升。在事件发生之后，公司虽然发出公告说明，但并没有打消市场的疑虑。期望公司后续能做更多推广的措施。预计公司 2010-2012 年 EPS 为：0.70、0.93、1.23 元。目前估值对应 2010 年估值为 17 倍，作为新型建材，其估值存在 20%以上的修复空间。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，现任招商证券建材研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。