



建材

2010.12.08

穿越通胀迎接光明：紧盯供给端

建材行业 2011 年策略

	韩其成	张琨	白晓兰
	021-38676162	021-38674754	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	zhangkun008742@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110090085	S0880110030026

本报告导读：

对水泥判断的两个核心假设是：暂停新建政策不放开、CPI 不至于过高引致严厉紧缩摘要：

- 2004 年通胀期间 18 家水泥仅两家跑赢大盘，紧缩对当年需求减少不多但对第二年需求减少明显，尤其是 2003-05 年投放了大量产能导致 2005 年水泥盈利大幅下降。站在 2004 年预期下一年行业更差是导致股价大幅下跌且跑输的主因。事实上该次通胀仅在 5% 到顶并且固定资产投资和 M1 及贷款增速下降时的通胀期间。
- 2008 年通胀期间 2/3 水泥跑赢大盘，CPI 最高到 9% 严厉调控导致水泥需求增速下滑明显，当年因为淘汰落后产能政策导致产能净增加低于 2004 年利润下滑不如 2004 年剧烈，特别是在 2008 年底 4 万亿政策扭转了 2009 年需求预期，这使得站在 2008 年角度看第二年需求向好，而不是 2004 年第二年更差，股价相对强原因。
- 这次 CPI 上涨背景是固定资产投资、M1 及贷款增速下滑，类同于 2004 年我们预期 CPI 不会过高到 2008 年水平引致严厉调控。我们判断明年固定资产投资增速 20% 对应明年需求增速 8.5%、增量 1.6 亿吨，水泥行业投资 1200 亿、新增干法产能 1.7 亿吨、淘汰 8000 万吨，实际净增产能 9000 万吨，“新增供需边际”为正值。
- 暂停新建生产线导致水泥新开工投资计划连续 8 月为负值增速，意味着明年下半年开始以后 1 年内新增产能大幅下降。下半年“边际”将好转并至少持续 1 年以上时间。谨慎对水泥影响在明年上半年，“边际”明上半年为负值，影响时间远低于 2004 年的 2 年和 2008 年的 1 年，长期看短期紧缩不影响长期周期上升趋势。
- 根据 M1、贷款、水泥 PE 相关性明年 12-20 倍之间，上半年受淡季水泥价格回落以及通胀紧缩影响当在 12-16 倍，下半年在 16-20 倍之间，若暂停新建政策不放开明年末获得 25 倍 PE。前两次调控水泥股价提前 CPI 约 4 个月见顶，因此短期时间上明年 2 月左右、估值上明年 PE16 倍是阻力位。长期看任何回调都是战略机会。
- 供给两个层面：一是产能增加无或少、人均熟料超 900 公斤区域，湖北华新、华东海螺；二是淘汰落后多区域，河北冀东、广东塔牌。需求两个层面：一是紧缩背景下投资受支持区域，新疆天山、青松；二是新农村建设和建材下乡扩大主题，江西水泥；盈利超预期角度：海螺、华新、江西；价格联盟竞争格局：三大水泥。
- 浮法玻璃度过明上半年压力期后下半年复苏，节能玻璃等空间巨大，南玻、金晶科技；建筑节能重视程度提升，相关建材受益，新能源产业发展持续向好，北新建材、栋梁新材、中材科技；政策支持利好水利，国统股份、青龙管业；消费升级利好家居建材，伟星新材；行业持续整合改变竞争格局，濮耐股份、北京利尔。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

水泥制造业	增持
其他非金属矿物制品	
玻璃及玻璃制品业	增持
其他建材	增持
石墨及碳素制品业	
陶瓷制品业	增持

相关报告

玻璃及玻璃制品业：《玻璃价格创年内新高，价格差同增环降》	2010.11.24
陶瓷制品业：《持续推荐南玻》	2010.11.19
玻璃及玻璃制品业：《纯碱价格 1 月涨 74%：金晶科技业绩弹性巨大》	2010.10.27
水泥制造业：《混凝土之于水泥：下游产业链延伸前景》	2010.10.24
水泥制造业：《水泥空袭之后：再回调加仓等待，蓄势大机会》	2010.10.18

目录

1. 两次通胀期间水泥股价表现：新增供需边际决定论	6
1.1. 2004 通胀期间产能大增是致盈利和股价下跌主因	6
1.2. 2008 通胀期间需求下滑是致盈利和股价下跌主因	9
1.3. 股价决定因素：新增供需边际决定的盈利	13
2. 2011 年供需边际：全年正值，上半年负下半年正	14
2.1. 需求：中期处上升通道，2011 年增速 8.5%、增量 1.6 吨	14
2.2. 供给：2011 年净增 0.9 亿吨、下半年净增 630 万吨	17
2.3. 2011 年新增供需边际：全年为正值，上半年负下半年正	19
3. 2011 年策略观点：穿越通胀迎接光明	19
4. 水泥选股逻辑及重点区域分析	23
4.1. 产能增加少或淘汰多：华新、海螺、赛马、冀东、塔牌	23
4.2. 短期需求受支持或长期增长空间大：天山、青松、江西	24
4.3. 盈利超预期弹性：华新、海螺、冀东、江西	26
4.4. 市场竞争结构和价格联盟：冀东、海螺、华新	26
4.5. 2011 年推荐公司：4 个选股逻辑对应不同节奏	29
5. 玻璃与其他建材 2011 年投资策略	30
5.1. 平板玻璃，行业盈利中期见底，下半年有望恢复	30
5.1.1. 需求端：上半年需求压力较大，保障房建设提供补充	30
5.1.2. 供给端：产能大幅度增加可能性较小	31
5.1.3. 盈利状况：明年中期见底，下半年有望实现恢复	32
5.2. 建筑节能以及新能源战略	34
5.2.1. Low-e 玻璃与太阳能产业链——加速发展过程中	34
5.2.2. 石膏板与铝型材门窗——行业空间仍然巨大	38
5.2.3. 风电相关设备——享受风电装机加速过程	40
5.3. 水利水电设施建材——政策利好，迎来高速发展期	41
5.4. 家居建材——受益消费升级与农村水利发展	43
5.5. 耐火材料——行业整合带来竞争格局改变	45

图表目录

图 1：水泥股价与 CPI/PPI	6
图 2：水泥股价与贷款/M1 增速	6
图 3：水泥股价与房屋销售面积金额增速	7
图 4：水泥股价与房价/地产投资增速	7
图 5：水泥股价与水泥产量/固定资产投资增速	7
图 6：水泥股价与水泥设备/类水泥投资增速	7
图 7：水泥股价与毛利率/水泥煤炭价格差	8
图 8：水泥股价与利润增速	8
图 9：2004 年水泥产量与固定资产投资增速差	8
图 10：2004 年水泥毛利率差与利润增速	8
图 11：2003-2005 年固定资产投资增速、冀东水泥股价、财政与货币政策	9
图 12：水泥股价与 CPI/PPI	10

图 13: 水泥股价与贷款/M1 增速	10
图 14: 水泥股价与房屋销售面积金额增速	10
图 15: 水泥股价与房价/地产投资增速	10
图 16: 水泥股价与水泥产量/固定资产投资增速	11
图 17: 水泥股价与水泥设备/类水泥投资增速	11
图 18: 水泥股价与毛利率/水泥煤炭价格差	11
图 19: 水泥股价与利润增速	11
图 20: 2004 年水泥产量与固定资产投资增速差	12
图 21: 2004 年水泥毛利率差与利润增速	12
图 22: 2006-2008 年固定资产投资增速、冀东水泥股价、财政与货币政策	12
图 23: 水泥净供需差与水泥股价涨幅	13
图 24: 水泥净供需差与水泥股价涨幅	13
图 25: 水泥净供需差与水泥毛利率	14
图 26: 水泥净供需差与水泥毛利率	14
图 27: 房地产投资增速	15
图 28: 基础设施投资增速	15
图 29: 剔除物价固定资产投资与水泥产量增速	16
图 30: 剔除物价投资与水泥产量增速相关性	16
图 31: 上下半年水泥产量差-亿吨	16
图 32: 上下半年固定资产投资差-万亿	16
图 33: 全国水泥孰料生产能力分布 (万吨)	17
图 34: 水泥完成投资增速	18
图 35: 水泥新开工投资增速	18
图 36: 水泥上下半年新开工投资额-亿元	18
图 37: 水泥上下半年完成投资额-亿元	18
图 38: 水泥股价与 CPI/PPI	20
图 39: 水泥股价与贷款/M1 增速	20
图 40: 水泥股价与房屋销售面积金额增速	20
图 41: 水泥股价与房价/地产投资增速	20
图 42: 水泥股价与水泥产量/固定资产投资增速	20
图 43: 水泥股价与水泥设备/类水泥投资增速	20
图 44: 水泥股价与毛利率/水泥煤炭价格差	21
图 45: 水泥股价与利润增速	21
图 46: 水泥与煤炭价格	21
图 47: 水泥煤炭价格差	21
图 48: 冀东水泥动态 PE 时间序列	22
图 49: 海螺水泥动态 PE 时间序列	22
图 50: 冀东水泥吨市值时间序列	22
图 51: 海螺水泥吨市值时间序列	22
图 52: 水泥 PE 与 M1 增速	23
图 53: 水泥 PE 与 CPI	23
图 54: 水泥投资完成及新开工增速	24
图 55: 新干法孰料占比及人均干法孰料	24
图 56: 固定资产投资及水泥产量增速	24
图 57: 固定资产完成和新开工投资增速	24
图 58: 恩格尔系数与人均 GDP	25
图 59: 城镇化率与人均消费量	25

图 60: 房地产销售及新开工面积增速.....	25
图 61: 房地产投资占比及投资增速.....	25
图 62: 企业平均规模及市场集中度.....	26
图 63: 3 季度吨利润及 4 季度股价涨幅.....	26
图 64: 华北市场竞争格局	27
图 65: 华中市场竞争格局	27
图 66: 华东市场竞争格局	28
图 67: 华南市场竞争格局	28
图 68: 水泥上市公司区域分布.....	29
图 69: 我国商品房竣工面积增速.....	31
图 70: 国家保障房建设长期规划.....	31
图 71: 我国汽车产量累计增速.....	31
图 72: 我国平板玻璃出口数量增速.....	31
图 73: 我国浮法玻璃生产线产能增速.....	32
图 74: 我国浮法玻璃生产线放停修占比.....	32
图 75: 我国新增浮法玻璃生产线数量.....	32
图 76: 我国浮法玻璃存货数量.....	32
图 77: 玻璃行业毛利率与利润率.....	33
图 78: 玻璃重油纯碱价差	33
图 79: 我国玻璃价格走势	33
图 80: 我国重油与纯碱价格走势.....	33
图 81: 我国 LOW-E 玻璃消耗量及占比	34
图 82: 国外 low-e 玻璃普及率	34
图 83: 全球光伏产业新增装机容量.....	36
图 84: 中国光伏产业新增装机容量.....	36
图 85: 南玻玻璃及太阳能产业链.....	36
图 86: 全球薄膜电池产量	37
图 87: 金晶科技 2010H1 收入结构.....	37
图 88: 2004 年国内外人均石膏板消费量对比.....	38
图 89: 02~09 年中国石膏板使用情况	38
图 90: 我国石膏板产量	39
图 91: 北新建材收入结构	39
图 92: 不同类型门窗的市场份额.....	39
图 93: 塑料型材与铝型材产量（千吨）	39
图 94: 铝型材成本结构	40
图 95: 华东市场铝锭价格趋势图（元/吨）	40
图 96: 我国风电装机情况	41
图 97: 中材科技净利润及增速.....	41
图 98: 我国洪灾、旱灾经济损失.....	41
图 99: 粮食产量(前移 2 年)增速与水利投资增速	41
图 100: 我国水利建设投资完成额.....	42
图 101: 我国水电装机容量及同比增速.....	42
图 102: 国统股份 2010H1 收入结构.....	43
图 103: 2009 年青龙管业收入构成.....	43
图 104: 我国城镇人均可支配收入.....	44
图 105: 我国商品房销售面积增速.....	44
图 106: 我国塑料管道产量	44

图 107: 我国塑料管道出口	44
图 108: 伟星新材扁平化直接接近终端的销售方式.....	45
图 109: 伟星新材各种销售方式收入结构.....	45
图 110: 2010H1 伟星新材收入结构.....	45
图 111: 伟星新材营业成本原材料构成.....	45
图 112: 耐火材料生产企业家数.....	46
图 113: 耐火材料单家产量与增长率.....	46
图 114: 耐火材料主要运用于钢铁领域.....	46
图 115: 整体承包比重提升是未来趋势.....	46
表 1: 水泥峰值时间人均水泥消费量及城镇化率.....	14
表 2: 主要行业固定资产投资预测	14
表 3: 2011 年固定资产投资增速对房地产和水利管理敏感性.....	15
表 4: 2011 年水泥产量增速对房地产和水利管理敏感性.....	16
表 5: 水泥行业供给预测	17
表 6: 水泥新增供需边际预测	19
表 7: 2011 年新增供需边际对固定资产投资增速和淘汰落后产能敏感性.....	19
表 8: 重点水泥公司盈利预测及推荐评级.....	30
表 9: 不同品种节能玻璃的综合性能比较	34
表 10: 我国促进使用节能玻璃的相关政策法规.....	35
表 11: 国内外光伏补贴政策.....	36
表 12: 我国支持玻璃深加工政策	37
表 13: 合金窗、隔热断桥铝型材窗和塑钢窗传热系数、热耗与价格比较.....	40
表 14: 南水北调分期工程情况	42
表 15: 国统股份参与的重大输水项目	43
表 16: 青龙管业参与的重大输水合同	43
表 17: 濮耐股份收购路径	46
表 18: 北京利尔产品市场占有率情况	47
表 19: 非水泥建材盈利预测	47

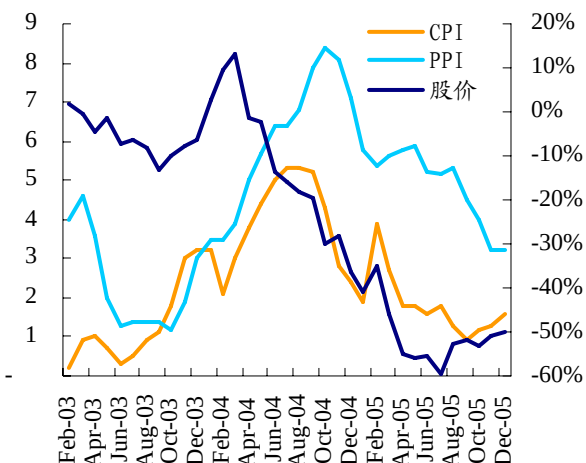
1. 两次通胀期间水泥股价表现: 新增供需边际决定论

1.1. 2004 通胀期间产能大增是致盈利和股价下跌主因

2003-04 年通胀始于 2003 年 6 月, 于 2004 年 7 月见顶之后回落, 期间历时 13 个月。其中有三个关键时点: (1) 2004 年 4 月 CPI 达到 3.8%, 当月上调存款准备金率, 并出台《关于严格控制出台涨价项目的通知》, 水泥股价在 3 月创出新高后于 4 月大幅下挫; (2) 2004 年 6 月 CPI 再次向上突破 5%, 水泥股价再次大幅下挫; (3) 2004 年 10 月 CPI 虽回落但依旧在 4% 以上, 启动加息 1 次, 当月水泥股价再次大幅下挫。水泥股价 2004 年 3 月见顶, CPI 于 7 月见顶, 水泥股价提前 4 个月见顶。

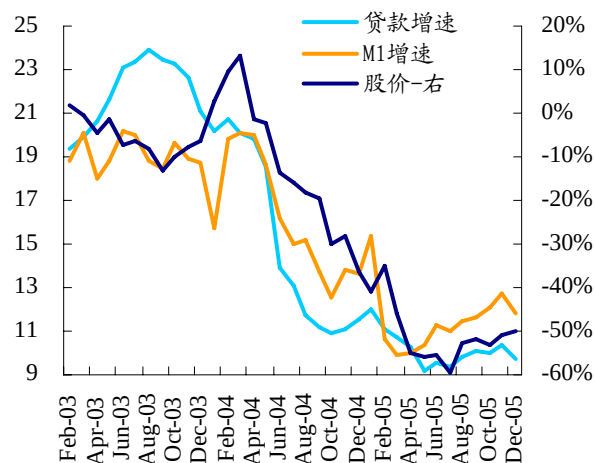
通胀和水泥股价可分为三个阶段: (1) 第一阶段通胀温和上涨, 03 年 10 月至 04 年 3 月历时 6 个月 CPI 在 3% 左右, 水泥股价温和上涨; (2) 第二阶段通胀加速攀升至见顶, 04 年 4 月至 7 月历时 4 个月 CPI 上涨至 4% 以上, 紧缩政策开始预期, 紧缩政策出台打压水泥股价一路下挫; (3) 通胀见顶后一路回落阶段, 04 年 8 月至 05 年 9 月历时 12 个月, 期间股价一路回落于 05 年 7 月见底, 提前 CPI 约 2 个月左右见底。

图 1: 水泥股价与 CPI/PPI



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 2: 水泥股价与贷款/M1 增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券

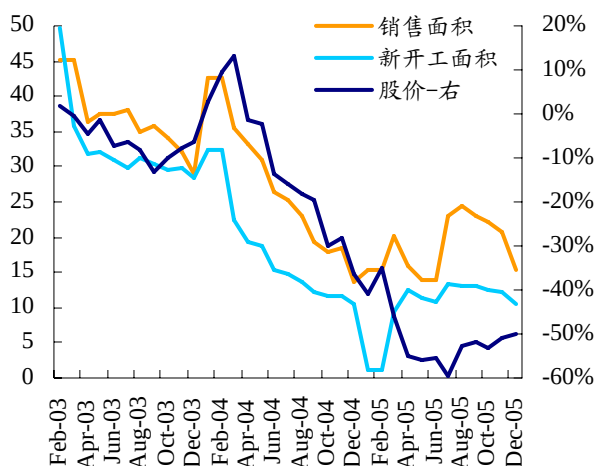
2003 年 9 月上调存款准备金率导致贷款增速于 9 月见顶, 开始一路回落至 2005 年 5 月。M1 增速于 2004 年 4 月见顶后一路回落于 2005 年 3 月见底, M1 增速与水泥股价同时见顶, 提前股价 4 个月见底。对照期间紧缩政策导致流动性紧缺导致水泥股价一路下挫。

2004-2005 年房地产处于持续紧缩背景下。2003 年 8 月国务院《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一, 房价于 2003 年 11 月见底开始上升, 于 2005 年 1 月见底回落: (1) 为应对房价大幅上涨, 于 2004 年 3 月“8.31 大限提高拿地门槛”, 水泥股价在当月见顶; (2) 2005 年 3 月国八条、4 月新国八条限制房价, 7 月七部委文件《关于做好稳定住房价格工作的意见》。

受此打压地产政策影响, 房地产销售面积和新开工面积于 2004 年 2 月见顶, 3 月之后开始持续回落 2005 年初见底。受销售影响房地产投资于

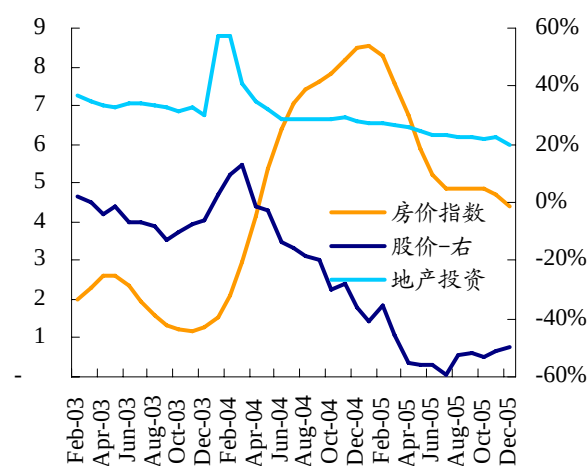
2004 年 2 月见顶后持续回落至 2005 年底。这里面有两个特点：（1）房地产销售面积、新开工面积、房地产投资与水泥股价相差 1 个月见顶；（2）销售面积比股价提前 7 个月见底，新开工提前 5 个月见底，期间主要受到三次地产调控政策影响，规律不一定具有外推性。

图 3：水泥股价与房屋销售面积金额增速



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 4：水泥股价与房价/地产投资增速

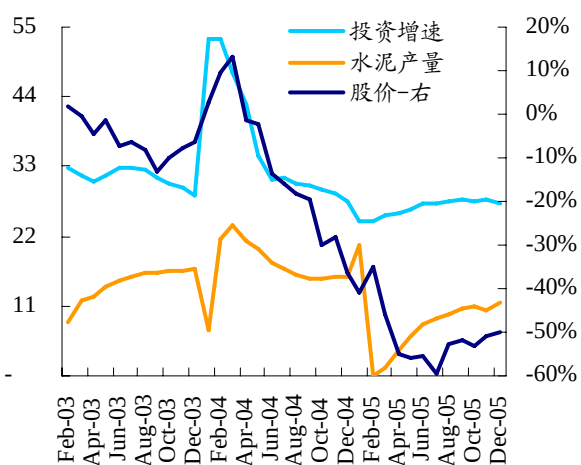


数据来源：WIND，国泰君安证券

在通胀温和初期虽然固定资产投资增速下滑，但受益盈利回升水泥价格依旧上扬。在 2004 年 2 月固定资产投资增速高达 53%，随后在 3-4 月引致了紧缩性调控，水泥股价于固定资产投资增速见顶后 1 个月见顶。固定资产投资增速回落直接导致水泥产量增速回落，并与股价同时见顶。固定资产投资和水泥产量增速均于 2005 年 2 月见底。

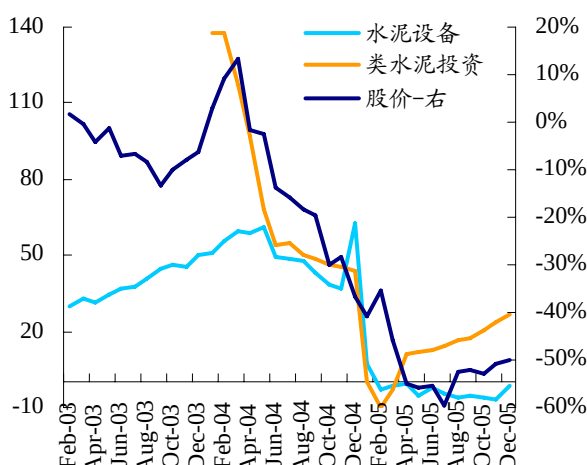
水泥行业固定资产投资 2003-2004 年同比增加 101%、35%，2005-2006 年投资增速为 -5%、-2%，增速虽然一路回落，但受投资和新增产能时差影响 2004 年投产了最多水泥产能，2003-2004 年水泥新投产产能 1.1、1.7 亿吨，而 2004 年水泥产量仅增加 1.2 亿吨，2004 年产能大幅过剩。

图 5：水泥股价与水泥产量/固定资产投资增速



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 6：水泥股价与水泥设备/类水泥投资增速



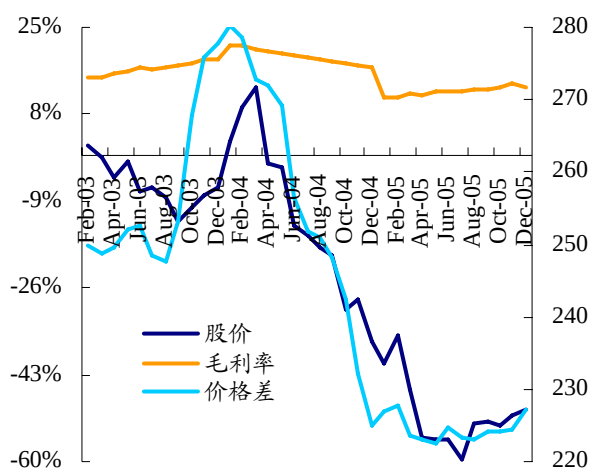
数据来源：WIND，国泰君安证券

2003 年 8 月“水泥煤炭价格差”见底回升至 2004 年 2 月，期间水泥毛

利率和利润增速逐月增加，水泥股价逐步上升。“价格差”、毛利率、利润增速与水泥股价相差1个月见顶，之后都是一路下挫。这期间重要特点是盈利顶部即是股价顶部：03年4季度盈利水平处于高位，而受时间滞后效应影响04年1-2季度盈利水平虽逐步下滑亦处于较高位置（股价见顶左右两个月水泥利润增速为816%、290%），单月利润增速直到04年8月才变为负值，水泥股价对此提前5个月见顶反应。

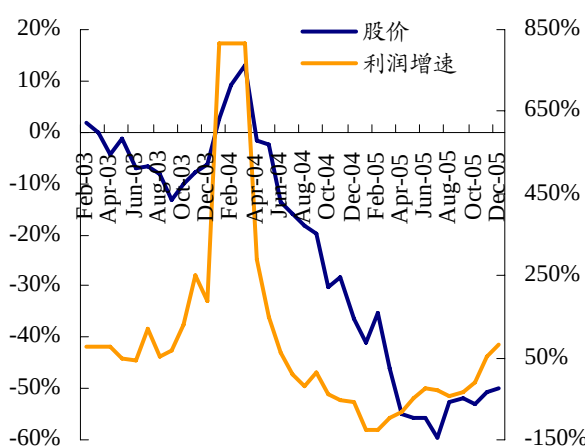
“水泥煤炭价格差”2005年5月见底，毛利率和利润增幅2005年2月见底，股价于2005年7月见底。水泥股价滞后盈利5个月见底。这轮调控需求和盈利指标基本上是与股价同步见顶，因为上个月披露上个月的数据，水泥股价提前CPI通胀4个月见顶。但股价却滞后4-5月于盈利和需求见底，股价超跌于基本面。预期盈利下滑和实际下滑是股价下滑的根本原因，这轮调控一方面压需求、而同时供给大增盈利最受影响。

图 7：水泥股价与毛利率/水泥煤炭价格差



数据来源：WIND，国泰君安证券

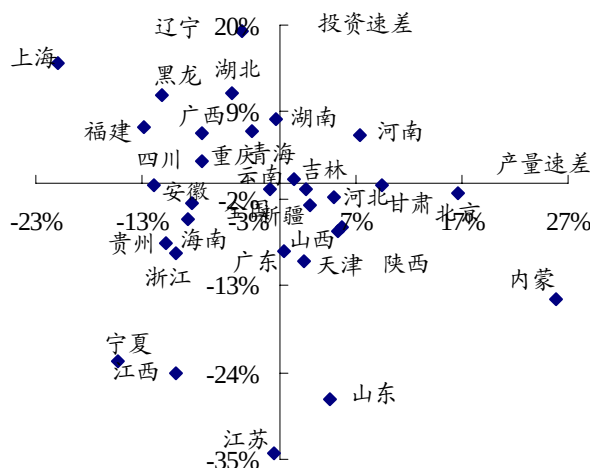
图 8：水泥股价与利润增速



数据来源：WIND，国泰君安证券

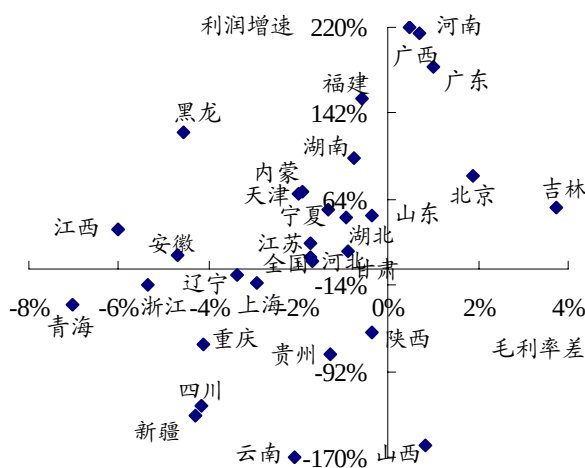
2004年紧缩导致了一半以上省区固定资产投资和水泥产量增速下滑。22个省区毛利率同比下降、11个省区利润同比下降，但仍有20个省区利润保持了正增长。但到2005年23个省区利润同比下降，行业利润下降。

图 9：2004年水泥产量与固定资产投资增速差



数据来源：WIND，国泰君安证券

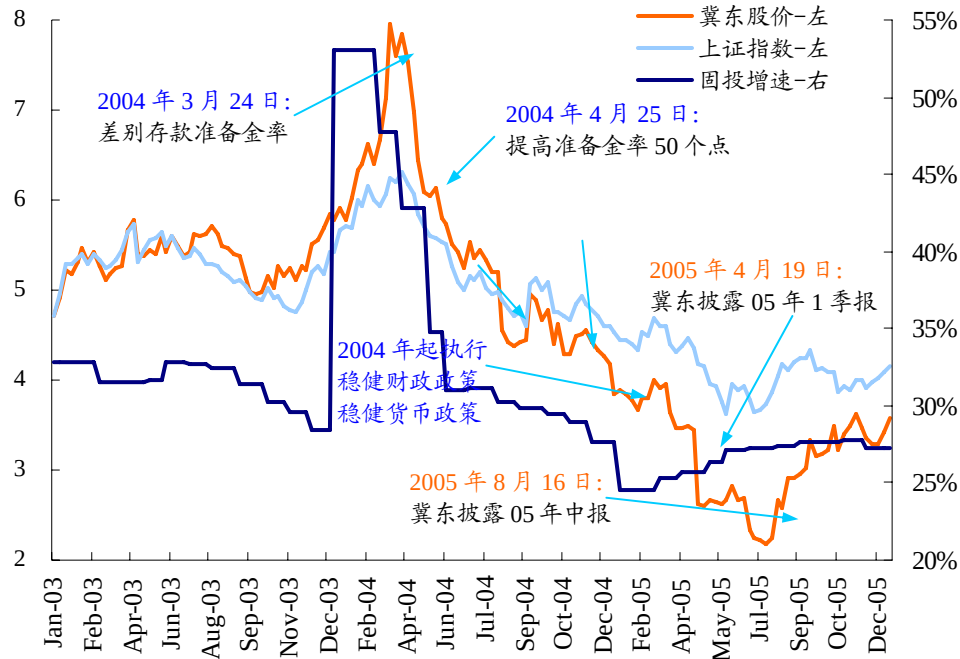
图 10：2004年水泥毛利率差与利润增速



数据来源：WIND，国泰君安证券

紧缩调控的第2年即2005年新增产能仍有1.4亿吨，产能过剩体现最明显的一年，但因需求开始于年初回暖盈利环比回升，但同比在11月之后才由负转为正值。调控继续紧缩而产能继续增加是导致盈利和股价超跌的原因。股价提前盈利增长转正4个月见底反映。受此影响，2004年18家水泥上市公司当年股价均下跌，其中仅有2家跑赢上证指数。

图 11：2003-2005 年固定资产投资增速、冀东水泥股价、财政与货币政策



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

1.2. 2008 通胀期间需求下滑是致盈利和股价下跌主因

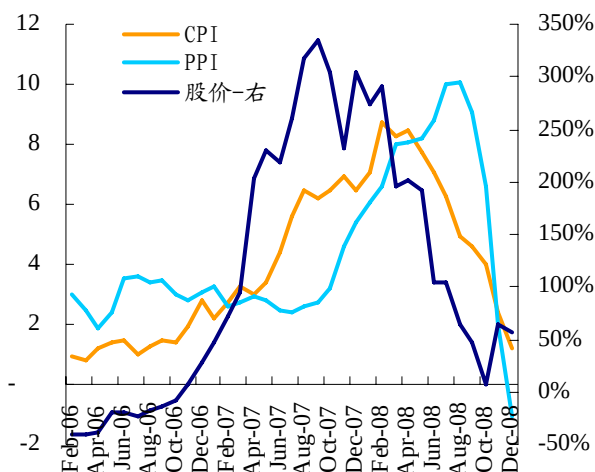
以通胀三阶段论来看 2006-2008 年：（1）第一阶段为 2005 年 9 月 CPI 见底后缓慢回升至 2007 年 8 月 CPI 达到 6.5%，水泥股价持续攀升。期间数次上调存款准备金率和加息数次并未有阻止股价上涨，原因在于 M1 和贷款增速代表的流动性并未有见顶而是持续上涨；（2）07 年 9 月至 08 年 2 月高位盘整见顶过程，期间股价见顶后下跌，股价提前 4 个月于 CPI 见顶。股价和 M1、贷款增速几乎同时见顶相差 1 个月；（3）08 年 3 月之后 CPI 回落，水泥亦同比开始股价回落，股价 10 月见底，因为 4 万亿政策出台刺激水泥股价应声而起，此时估值接近 05 年底部。

本次通胀与 2003-2005 年不同之处：（1）上次 CPI 上涨对应贷款增速下滑，本次 CPI 上涨对应贷款增速上升，（2）上次 CPI 上涨对应固定资产投资增速下滑，本次 CPI 上涨 3%之前固定资产投资增速下滑，之后投资加速；（3）上次 CPI 上涨对应房地产销售面积增速下滑，本次对应面积增速上升；（4）上次 CPI 上涨时 GDP 最高仅 10%左右，而本次 GDP 最高 15%，此次经济明显比上次更为过热；（5）上次 CPI 上涨时固定资产投资增速最高为 50%左右，而本次最高为 30%左右；（6）上次通胀见顶后持续回落至第 2 年，这次 09 年直接进入通缩；（7）上次 CPI 上了 3%之后 M1 和贷款增速开始见顶，本次 CPI 上了 6%之后开始见顶。

与 2003-2005 年相同之处：（1）CPI 上涨对应房价上涨；（2）股价提前 4

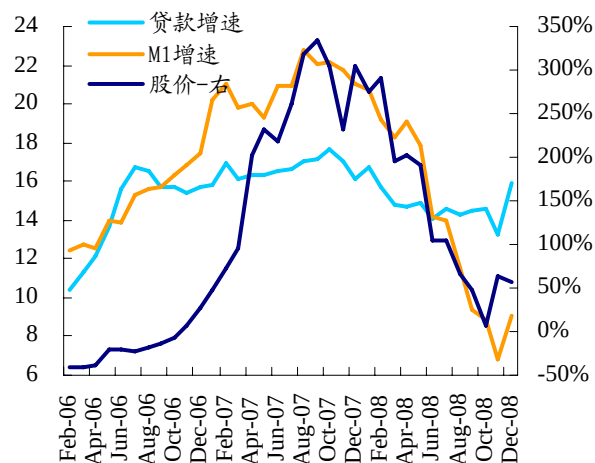
个月于 CPI 见顶。股价和 M1、贷款增速几乎同时见顶相差 1 个月；（3）通胀见顶回落水泥股价持续回落，本次见顶后仍有 4 次加准备金率、利率维持不变，原因有所不同前次措施平缓，这次调控严厉并有过度。

图 12: 水泥股价与 CPI/PPI



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 13: 水泥股价与贷款/M1 增速

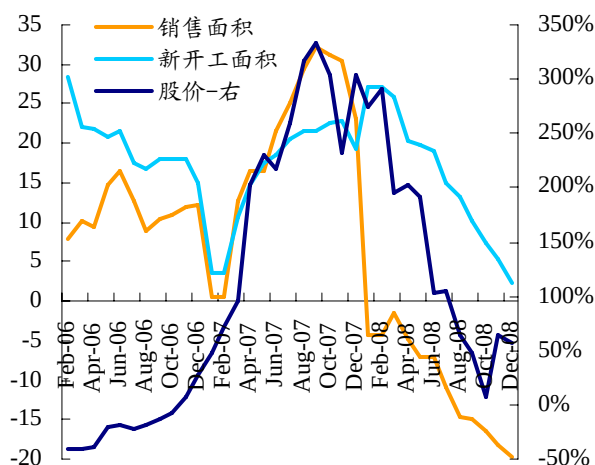


数据来源: WIND, 国泰君安证券

2007 年 1 月“房地产严格清算土地增值税”，9 月“央行和银监会二套首付 40%、1.1 倍利率”，11 月“以家庭为单位认定二套”等房地产调控政策应对房价上涨。受政策压制房地产销售面积增速于 2007 年 9 月见顶，房价指数于 2007 年底见顶回落。水泥股价于 2007 年 9 月见顶。之后销售面积和房价指数一路回落至 2008 年底，08 年销售面积负增长、房价下半年同比下降。上次调控仅是销售面积增速和房价指数回落但尚未有达到负值，因此本轮调控更严厉并且导致了实际效果更严重。相同的地方是水泥股价与房地产销售面积增速几乎同时见顶。

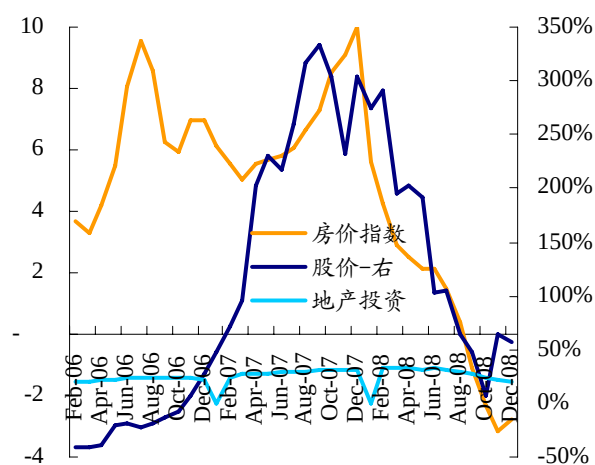
两次调控不同之处：上次调控水泥股价滞后 M1 和房地产销售面积 4-6 个月见底，本次调控水泥股价提前 2-3 个月见底。

图 14: 水泥股价与房屋销售面积金额增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 15: 水泥股价与房价/地产投资增速



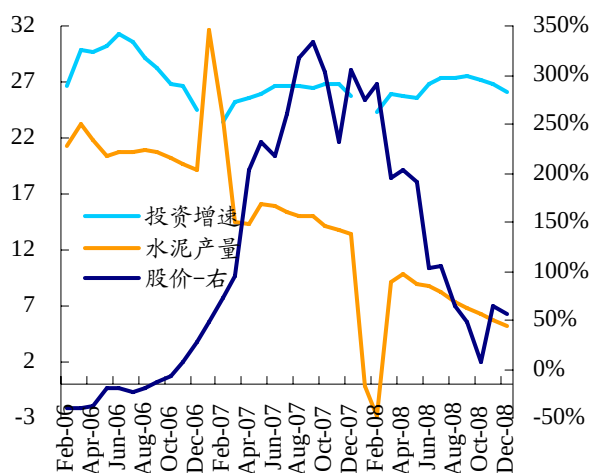
数据来源: WIND, 国泰君安证券

受紧缩性调控影响固定资产投资增速基本维持在 26% 水平，但因为固定

资产价格指数大幅上升实际固定资产投资增速大幅下滑，并导致水泥产量增速同比大幅下滑 8 个百分点。2006-2008 年水泥行业固定资产投资增速为-2%、62%、61%，当年投放水泥产能 1.1、1.2、1.9 亿吨，但 2006 年开始淘汰落后产能 7500、5200、5300 万吨，实际增加有效产能为 0.35、0.67、1.4 亿吨，2006-2007 年供需关系改善，2008 年供需再次恶化。

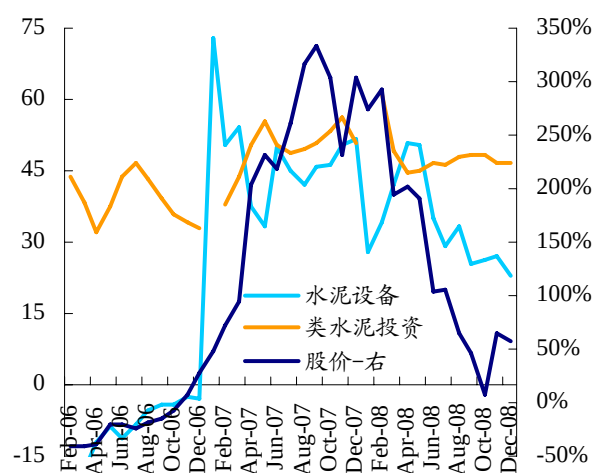
与上次调控不同之处在于：上次需求增速虽然也有下滑，但盈利下滑更多来自产能投放增加所致；本次一方面产能增加所致（虽然净增加产能少但新投产产能多），更多也来自需求增速下滑幅度过快所致。

图 16：水泥股价与水泥产量/固定资产投资增速



数据来源：WIND，国泰君安证券

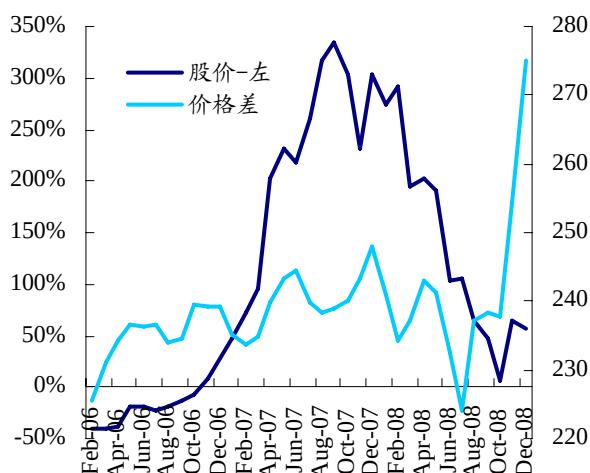
图 17：水泥股价与水泥设备/类水泥投资增速



数据来源：WIND，国泰君安证券

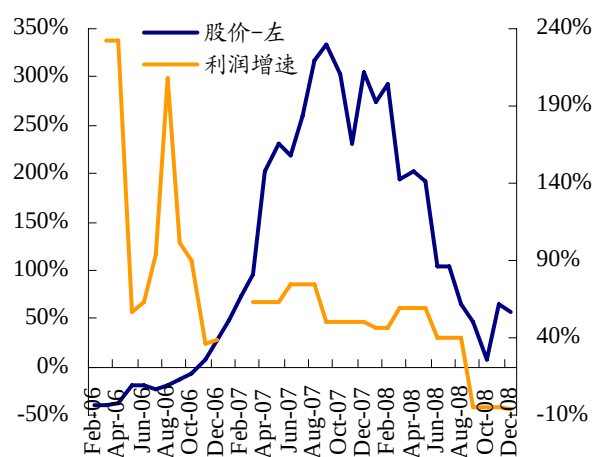
受调控和供需关系影响，2008 年水泥行业毛利率同比略有下滑，利润增速于 2007 年 8 月见顶之后增速回落，2008 年第 4 季度利润同比下降见底，之后受 4 万亿政策刺激利润增速正值回升。这与上次调控一致利润增速和股价同时见顶。2008 年底 11 月“水泥煤炭价格差”和水泥股价同时大幅跳升。相同之处是：当年通胀调控年份第 4 季度水泥利润同比下滑。不同之处调控下一年上次为利润负增长，本次受政策刺激正增长。

图 18：水泥股价与毛利率/水泥煤炭价格差



数据来源：WIND，国泰君安证券

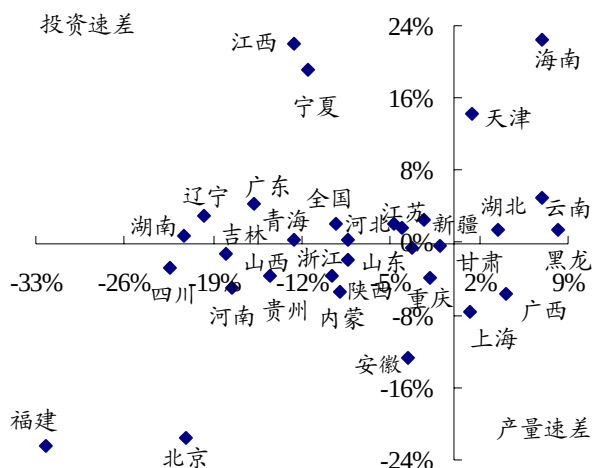
图 19：水泥股价与利润增速



数据来源：WIND，国泰君安证券

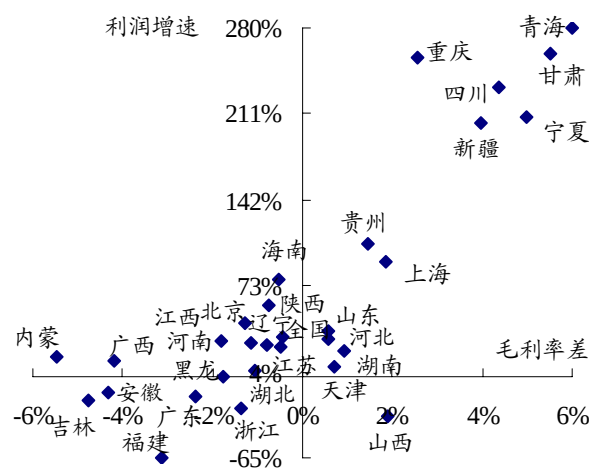
本轮调控导致 2008 年水泥产量增速 31 个省区中有 24 个省区同比下降（比上次多 7 个省区）；15 个省区毛利率同比下降（上次 22 个省区下降）；6 个省区利润同比下降（上次 11 个省区下降）；调控第 2 年即 2009 年 7 个省区利润同比下降（上次 2005 年 23 个省区利润同比下降）。从水泥产量增速下降幅度和广度看本次调控力度高于上次，但行业盈利情况好于上次的主要原因是这个产能增加少于上次导致（淘汰落后产能政策至关重要），供给对盈利的冲击远比需求对盈利冲击更猛烈。

图 20：2004 年水泥产量与固定资产投资增速差



数据来源：WIND，国泰君安证券

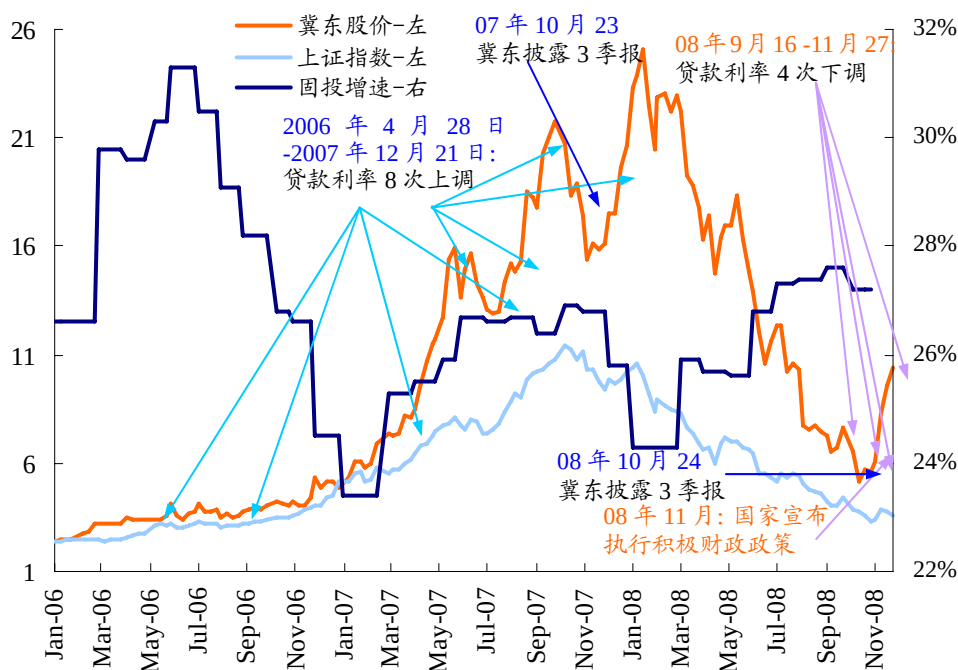
图 21：2004 年水泥毛利率差与利润增速



数据来源：WIND，国泰君安证券

2008 年调控 18 家水泥公司股价仅有天山股份 1 家实现正收益，但有 11 家跑赢上证指数（上次为 2 家）。本次调控西北 4 家水泥公司相对较强（2008-09 年两年利润增速在 50% 以上）。因本次 CPI 和过热程度高于上次导致更严厉调控，这个上证指数跌幅高于上次并导致水泥股价如此。

图 22：2006-2008 年固定资产投资增速、冀东水泥股价、财政与货币政策



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所

1.3. 股价决定因素：新增供需边际决定的盈利

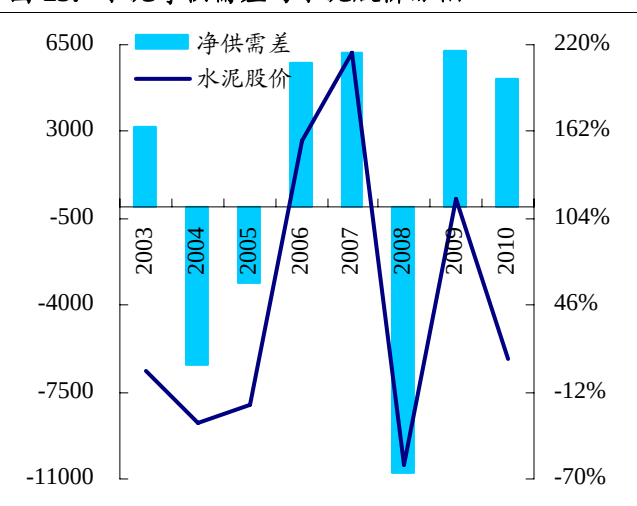
观察 2003-2005、2007-2009 年两个通胀周期水泥盈利和股价表现，有以下几个共同特点：（1）水泥股价与 M1、贷款增速几乎同时见顶；（2）水泥股价与地产销售面积和利润增速同时见顶；（3）水泥股价在利润增速为负值区域即将结束时逐步见底；（4）通胀初期利润增加股价上涨，通胀再跃升到心里范围之上时股价开始见顶回落，股价提前 CPI 约 4 个月见顶；（5）CPI 见顶回落后利润增速一般下滑，水泥股价亦下滑，通胀下滑阶段水泥股价见顶与 CPI 关系不大，主要取决于水泥利润。

紧缩影响整个市场股价和估值水平，进而影响水泥绝对表现。2004 年紧缩对需求造成下滑相对较小，盈利和股价下降主要为产能大幅增加所造成。2008 年经济过热导致严厉调控造成水泥需求大幅下滑，虽然产能投放多但受益淘汰落后产能力度加大，产能净释放相对弱，股价相对大盘表现好于 2004 年调控时期，主要是受益供给端淘汰落后政策贡献。

CPI、M1、贷款增速等宏观政策影响水泥需求，水泥行业政策影响水泥供给，并进而影响水泥盈利，宏观指标对股价影响提前和表观量，水泥盈利预期和变动才是股价走势真正动因。2004-2005 年“新增供需边际”为负值导致毛利率连续两年下降，并导致 2004 年底开始到 2005 年 11 月水泥利润同比负增长，水泥股价连续两年下降到 2005 年 7 月见底。

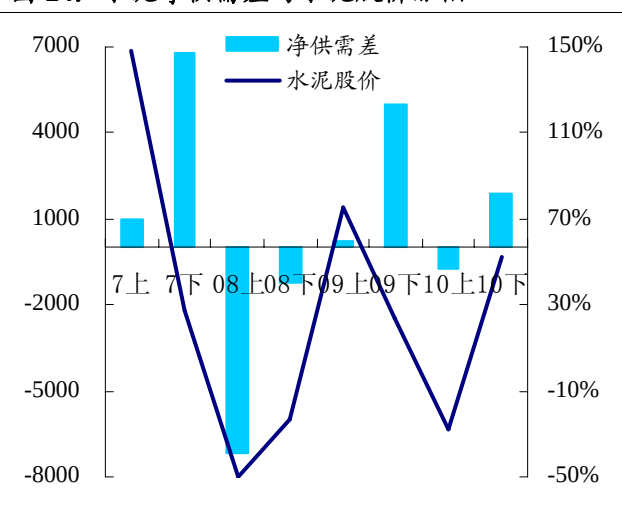
水泥股价和毛利率保持了很高的相关性通过“新增供需边际”。2008 年“新增供需边际”为负值意味着水泥毛利率下降，导致股价下降；2009 年受益 4 万亿政策刺激和淘汰落后产能推动“新增供需边际”为正值，意味着水泥毛利率和股价上涨。半年度数据亦体现出同样的规律特征。

图 23：水泥净供需差与水泥股价涨幅



数据来源：CEI，DC，国泰君安证券研究

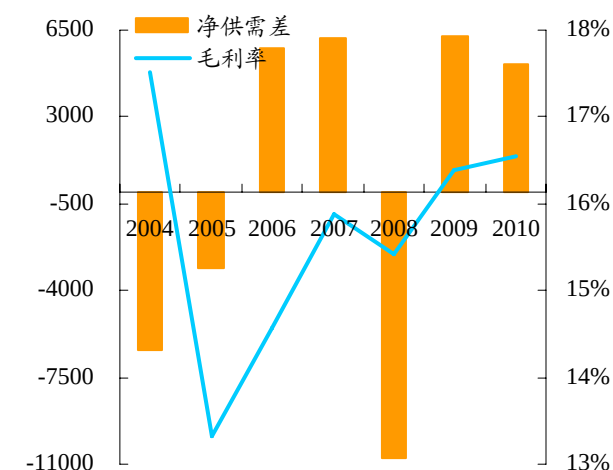
图 24：水泥净供需差与水泥股价涨幅



数据来源：CEI，DC，国泰君安证券研究

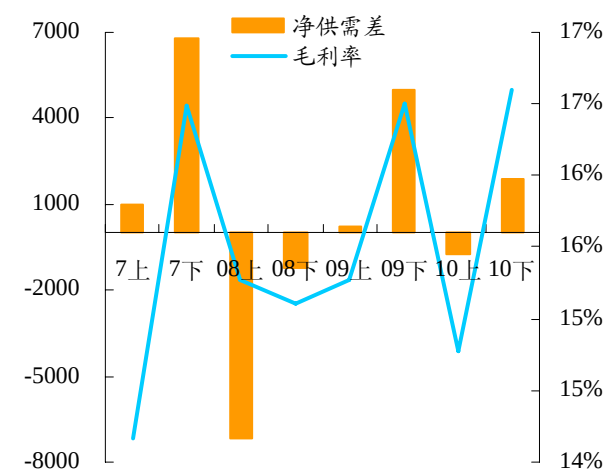
半年度“新增供需边际”和股价规律类同于年度数据规律，“边际”为正值时股价上涨、负值时股价下降。半年度毛利率和水泥股价规律为：（1）上半年毛利率看同比趋势，增加股价上涨，下降股价下跌；（2）下半年毛利率看环比趋势，环比增加股价上涨，下降股价下跌；（3）CPI 加速见顶的水泥毛利率一般同比增加，但当期水泥股价下跌。

图 25: 水泥净供需差与水泥毛利率



数据来源: CEI, DC, 国泰君安证券研究

图 26: 水泥净供需差与水泥毛利率



数据来源: CEI, DC, 国泰君安证券研究

2. 2011 年供需边际: 全年正值, 上半年负下半年正

2.1. 需求: 中期处上升通道, 2011 年增速 8.5%、增量 1.6 吨

观察国外经历过水泥消费高峰期的国家高峰期年份经济特征有两个: 一是城镇化率 70-80%, 亚洲国家约在 80% 左右; 二是人均 GDP 在 1 万美元以上。而目前我国的人均 GDP 3699 美元、城镇化率 46%、恩格尔系数 37%, 这些数据仍然预示着水泥需求仍处于上升周期, 尤其我国幅员辽阔经济存在梯度转移和升级背景, 水泥需求在 2015-2018 年仍将增加。

人均消费量并非特别适宜的原因在于: 一是中国经济发展具有后发优势对钢筋水泥的需求要远高于其他国家工业化和城镇化当初所需; 其次如日本等国家钢结构房屋占比远高于中国目前; 三是水泥统计口径有差异, 中国水泥添加了更多混合材料统称为水泥, 数据相对有高估。

表 1: 水泥峰值时间人均水泥消费量及城镇化率

	台湾	日本	韩国	德国	法国	中国 2009
峰值时间	1993	1991	1997	1972	1972	
人均消费量-吨	1.33	0.70	1.34	0.68	0.57	1.22
人均累计消费量-吨	19	20		11	10	12
城镇化率	78%	78%	80%	80%	70%	47%

数据来源: 水泥协会, 建材研究院, 国泰君安证券研究

根据我们历年来对策略报告对水泥需求预测, 大概有 3 种方法: 一是城镇整体固定资产投资和水泥相关性; 二是细分行业水泥需求预测累加; 三是根据水泥单季度自身数据规律预测。我们采用相对简单可行的第一种方法, 首先预测分行业预测固定资产投资增速, 进而累加得出城镇固定资产投资增速, 根据与水泥需求历史相关性得出水泥明年需求增速。

表 2: 主要行业固定资产投资预测

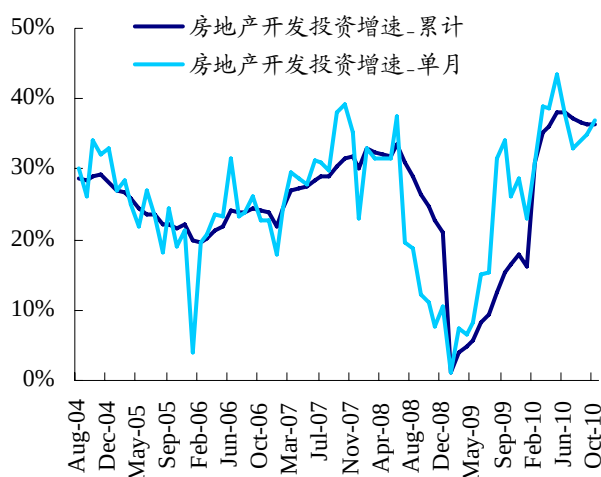
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
制造业	14657	20406	26336	35477	46345	58817	74110	96343
增速	36.4%	39.2%	29.1%	34.7%	30.6%	26.9%	26.0%	30.0%

交通运输	7092	8860	11225	12997	15552	23278	28399	31807
增速	25.1%	24.9%	26.7%	15.8%	19.7%	49.7%	22.0%	12.0%
房地产	14547	17098	21586	28619	35215	43065	57276	65867
增速	31.0%	17.5%	26.2%	32.6%	23.0%	22.3%	33.0%	15.0%
水利环境	4891	6098	7507	9276	12262	17814	22267	28502
增速	15.9%	24.7%	23.1%	23.6%	32.2%	45.3%	25.0%	28.0%
采矿业	2126	3234	4153	5256	6913	8093	9631	11075
增速	37.0%	52.1%	28.4%	26.6%	31.5%	17.1%	19.0%	15.0%
电力燃气	5525	7287	8261	9089	10484	13482	14561	16017
增速	45.2%	31.9%	13.4%	10.0%	15.3%	28.6%	8.0%	10.0%
其他	10190	12112	14301	16751	21396	29590	34620	39467
增速	16.9%	18.9%	18.1%	17.1%	27.7%	38.3%	17.0%	14.0%
固定合计	59028	75095	93369	117465	148167	194139	240864	289078
增速	28.8%	27.2%	24.3%	25.8%	26.1%	31.0%	24.1%	20.0%

数据来源：CEI，国泰君安证券研究

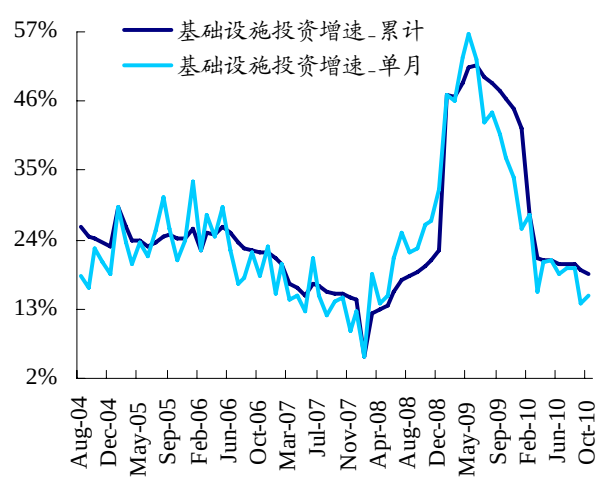
我们假设房地产、交通运输、水利环境等投资增速为 15%、12%、28%，汇总得出固定资产投资整体增速为 20%。2010 年保障性安居工程建设规模 580 万套，如果 2011 年保障性安居工程建设 1000 万套，按每套 60 平方米和单位消耗 200 公斤水泥计算，假设 100%开工当年完成，1000 万套相当于 1.2 亿吨水泥，即相当于 2010 年水泥产量 6.5%，新增 420 万套相当于新增 5040 万吨水泥、相当于 2010 年水泥产量的 2.7%。

图 27：房地产投资增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 28：基础设施投资增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

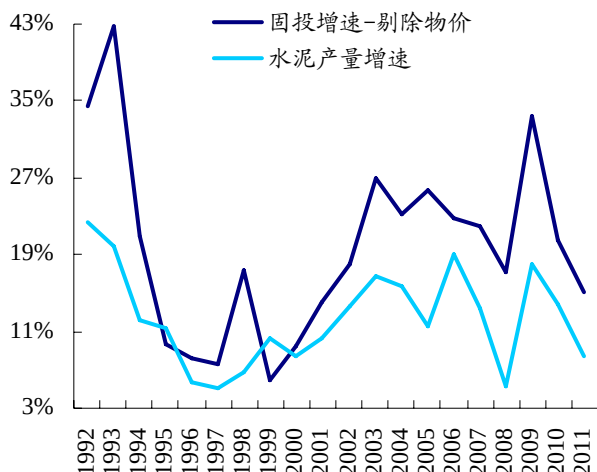
表 3：2011 年固定资产投资增速对房地产和水利管理敏感性

2011 投资增速	房地产投资增速					
	20.0%	5%	10%	15%	20%	25%
水利管理增速	15%	16.4%	17.6%	18.8%	20.0%	21.2%
	20%	16.9%	18.1%	19.3%	20.5%	21.7%
	28%	17.6%	18.8%	20.0%	21.2%	22.4%
	35%	18.3%	19.5%	20.7%	21.9%	23.0%
	40%	18.7%	19.9%	21.1%	22.3%	23.5%

数据来源：CEI，国泰君安证券研究

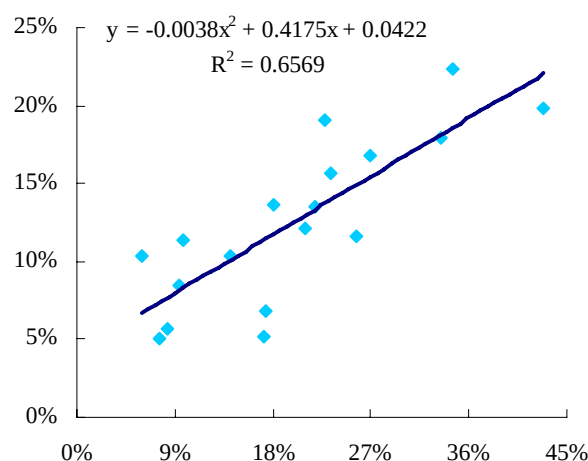
固定资产投资分为建筑安装、设备购置和其他部分构成，投资属于金额数据容易受物价因素即固定资产投资价格指数影响，我们把固定资产投资增速剔除物价因素和水泥需求之间作相关性分析。上文假设明年固定资产投资增速 20%，根据我们建立的相关性分析，我们认为明年水泥需求增速为 8.5%。若房地产投资增速由 15%增加到 25%，水泥需求增速由 8.5%提高到 9.5%，由 15%下降至 10%则水泥需求增速下降至 8%。

图 29：剔除物价固定资产投资与水泥产量增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 30：剔除物价投资与水泥产量增速相关性



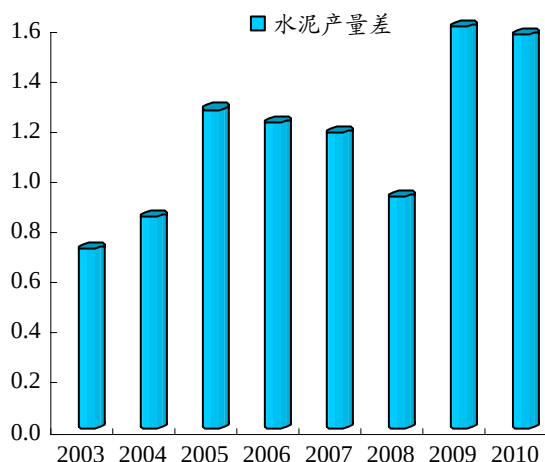
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

表 4：2011 年水泥产量增速对房地产和水利管理敏感性

2011 水泥增速	房地产投资增速					
	8.5%	5%	10%	15%	20%	25%
水利管理增速	15%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
	20%	7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%
	28%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
	35%	7.8%	8.3%	8.7%	9.2%	9.7%
	40%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%	9.9%

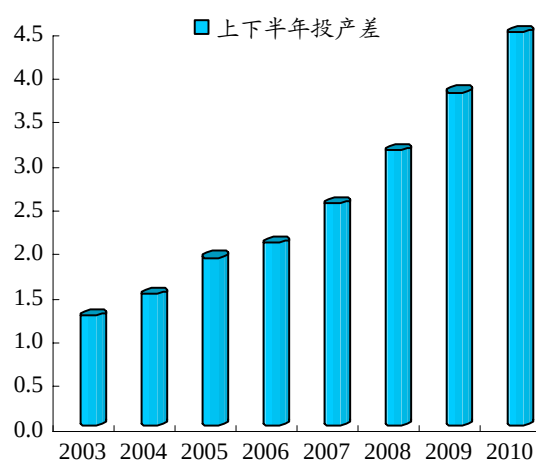
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 31：上下半年水泥产量差-亿吨



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 32：上下半年固定资产投资差-万亿



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

如果把数据分为上下半年，历史数据显示固定资产投资下半年一般高于上半年，相对应水泥需求量下半年也高于上半年，分析原因：一是上半年有春节因素影响了施工月份，并且1-3月为冬季淡季，为全年最淡季节；二是下半年第4季度天气为全年最好施工季节，为全年最旺季节，且第4季度存在年前集中施工赶工期因素，也拉动需求增长。基于同样的逻辑，我们认为明年下半年的需求量高于上半年，并且固定资产投资增速明年上半年下滑、下半年逐步回升，对应水泥需求增速亦如此。

2.2. 供给：2011年净增0.9亿吨、下半年净增630万吨

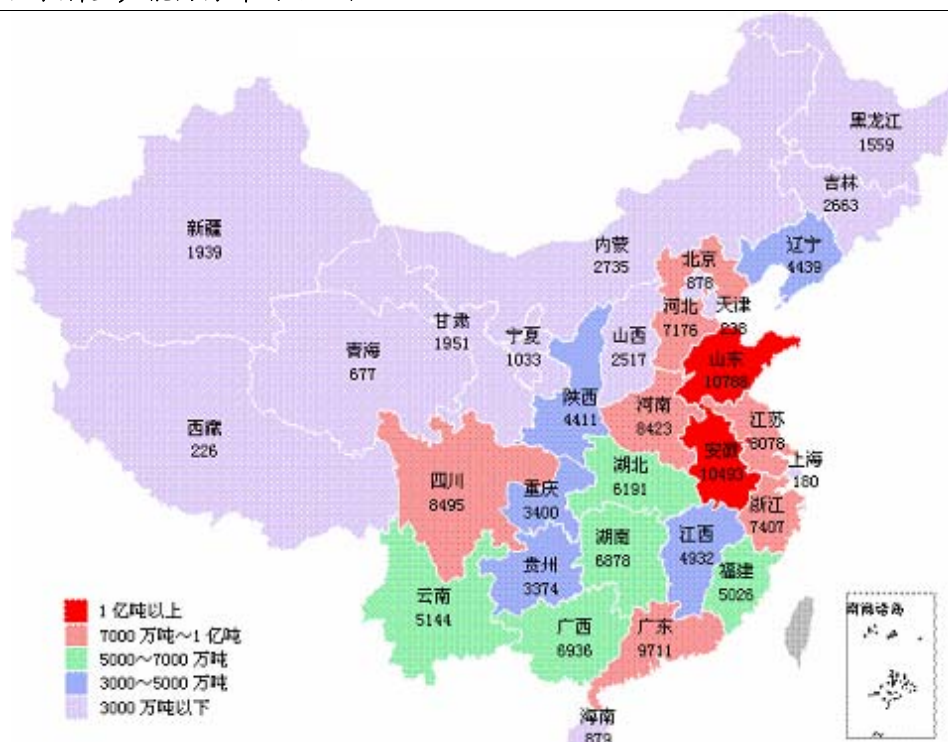
水泥产能测算大概有两种方法：一是根据各省区投产生产线的统计来测算汇总，这个数据一般要在第二年初协会才统计完整；二是根据水泥投资与产能增加对应关系进行历史回归测算。第二种方法测算结论是：我们估计2010-11年水泥行业固定资产投资为1811、1200亿，对应新投产水泥产能为2.7、1.7亿左右，考虑淘汰1.1、0.8亿吨落后产能（考虑限电对产能短期减少），实际有效水泥产能净增加为1.6、0.9亿吨左右。

表 5：水泥行业供给预测

万吨	2007	2008	2009	10 上	10 下	2010E	11 上	11 下	2011E
水泥完成投资-亿元	654	1,051	1,700	860	951	1,811	900	300	1,200
项目总投资计划-亿元	1,704	2,546	3,831						
新开工	778	1,082	1,719						
投资计划中剩余部分	1,050	1,495	2,131						
新干法熟料产能增加	9,176	14,855	19,500	10,626	9,944	20,569	7,977	5,100	13,076
新干法水泥产能增加	11,929	19,312	25,350	13,813	12,927	26,740	10,370	6,630	16,999
淘汰落后产能	5,200	5,300	7,000	2,000	9,000	11,000	2,000	6,000	8,000
水泥产能实际增加	6,729	14,012	18,350	11,813	3,927	15,740	8,370	630	8,999

数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 33：全国水泥熟料生产能力分布（万吨）

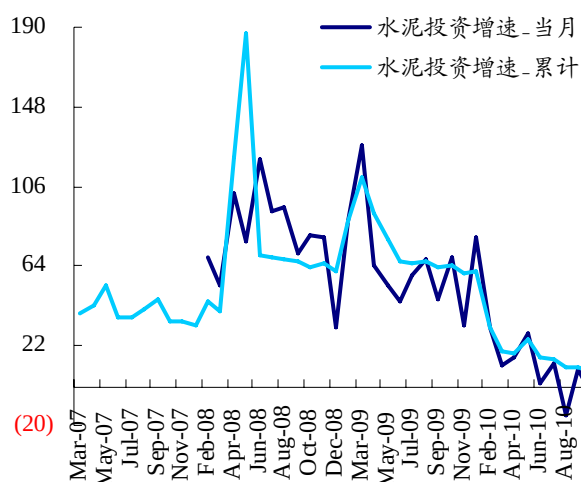


数据来源：国泰君安证券研究

38号文出台前发改委对全国水泥在建和拟建生产线做个一个统计,我们可以借助这个数据对我们的测算结果做一个对照。当时统计的结果是:在建孰料产能4.3亿吨、在建生产线418条,已批拟建生产线147条、孰料产能1.5亿吨。2009年全国新建投产新型干法水泥生产线176条,年新增设计水泥孰料产能1.95亿吨,我们估计2010年新增孰料产能2.1亿吨左右,2009-10年合计新增4亿吨左右孰料产能,这样在建的剩余0.3、拟建的有1.5亿吨,而目前又暂停审批新的生产线,估计明年新增产能最大值为1.8亿吨左右,考虑到未开工不准开工影响,数据应该小于1.8亿吨,我们预测的为1.3亿吨、相当于最大值72%。

2009年9月30日暂停新开工生产线的政策的结果是:自2010年3月份开始水泥行业固定资产投资新开工计划同比下降,至今已经连续8个月为负增长状态;固定资产投资计划总额连续7个月负增长,其中8、10月完成额投资增速为负值。考虑到建设生产线周期为12-16个月因素,我们估计明年下半年全国新增产能将大幅度下降,同时结合今年上半年水泥投资新开工金额对比情况看,产能增加主要在明上半年。

图 34: 水泥完成投资增速



2.3. 2011 年新增供需边际：全年为正值，上半年负下半年正

综合上述预测结果，2011 年需求同比增加 1.6 亿吨，产能净增加 0.9 亿吨，这样“新增供需边际”为 6716 万吨。根据综合考虑明年上半年通胀高企压制固定资产投资增速下滑、下半年通胀回落后“十二五”项目开始启动固定资产投资增速回升，下半年需求大于上半年。考虑今年上半年水泥新开工金额大于下半年，意味着明年上半年产能增加大于下半年。综合上下半年供需关系，同时结合上下半年边际和盈利对照逻辑即上半年看同比下半年看环比，得出结论是：上半年“边际”同比为-1283 万吨，下半年“边际”环比为 5344 万吨。

表 6: 水泥新增供需边际预测

	2008 年	2009 年	10 上	10 下	2010 年	11 上	11 下	2011 年
水泥产量	138838	162898	84847	100521	185368	93527	107556	201082
水泥产量增加	12203	24631	11385	15674	22470	8680	14029	15715
淘汰落后产能	5300	7000	2000	9000	11000	2000	6000	8000
新干法水泥产能增加	19312	25350	16128	20277	26740	15963	13685	16999
实际水泥产能增加	14012	18,350	12128	13777	15740	9963	8685	8999
新增供需边际	-1809	6281	-744	1,897	6729	-1,283	5,344	6716

数据来源：DC，国泰君安证券研究

表 7: 2011 年新增供需边际对固定资产投资增速和淘汰落后产能敏感性

2011 边际差	淘汰落后产能					
	6,716	6000	7000	8000	9000	10000
	10%	-3029	-2029	-1029	-29	971
固定投资增速	15%	864	1864	2864	3864	4864
	20%	4716	5716	6716	7716	8716
	25%	8650	9650	10650	11650	12650
	30%	12357	13357	14357	15357	16357

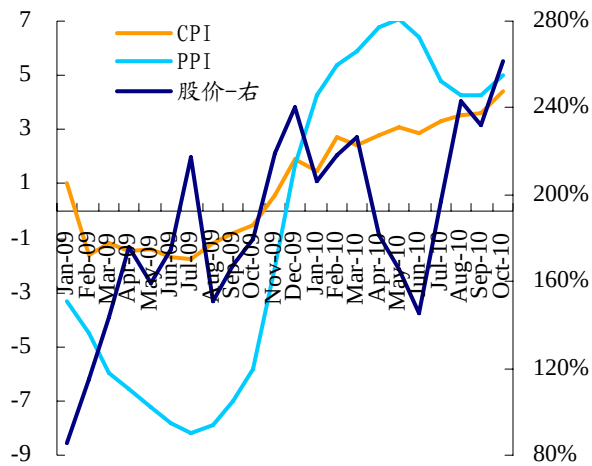
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

3. 2011 年策略观点：穿越通胀迎接光明

根据上文建立的分析逻辑，2011 年下半年新增产能大幅下降，导致明年“新增供需边际”为正值，水泥股明年强烈看多。我们判断明年 CPI 全年在 4% 左右，经济并未有明显过热，因此不至于引致如 2007-2008 年那样严厉的调控，因此全年不盈利水泥利润增加，产能下降逻辑在全年高于 CPI 通胀压制逻辑，因为本身股价取决于“新增供需边际”决定的盈利，特别是通胀对 CPI 打压的程度不至于影响盈利同比下滑的背景下。

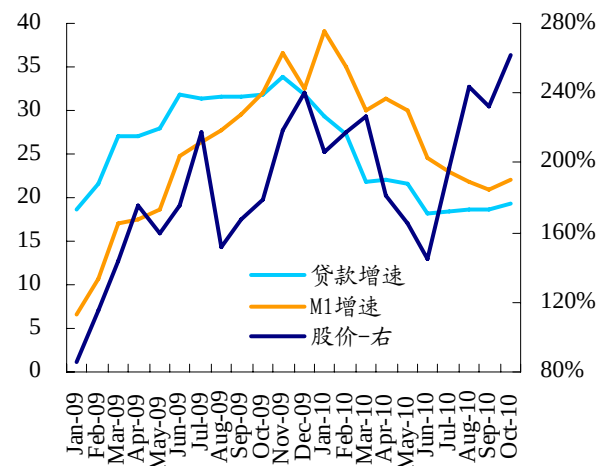
同时，我们分析认为这次 CPI 上涨对应的贷款增速和固定资产投资增速下滑，目前的固定资产投资增速仅有 24% 的情况，比 2004 年最高 50%、2008 年最高 30% 要低很多，因此通胀预期带来的调控不如上几次严厉。特别是明年上半年固定资产投资和房地产销售面积增速下滑，这种情况导致的 CPI 的高点将低于 2008 年，调控不至于特别严厉。

图 38: 水泥股价与 CPI/PPI



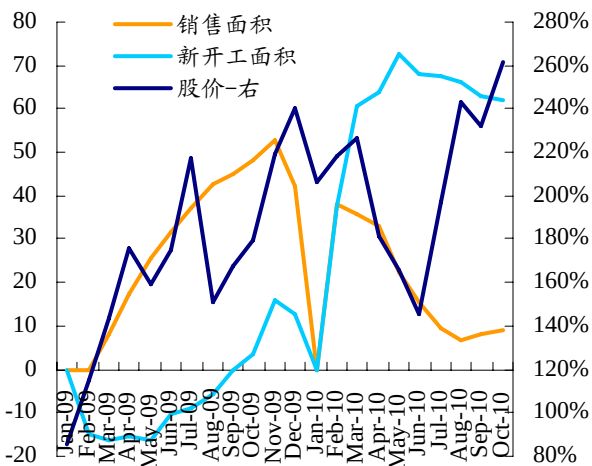
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 39: 水泥股价与贷款/M1 增速



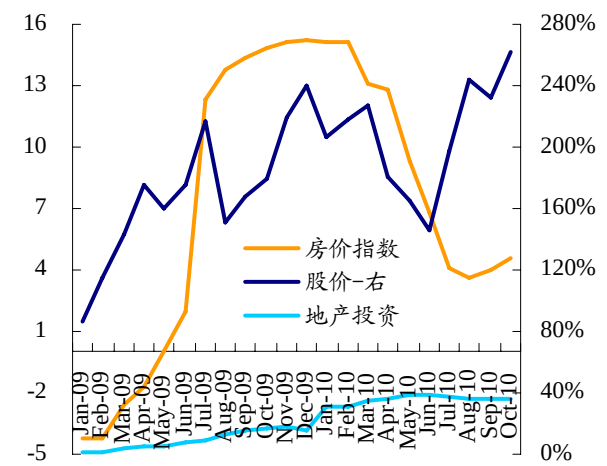
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 40: 水泥股价与房屋销售面积金额增速



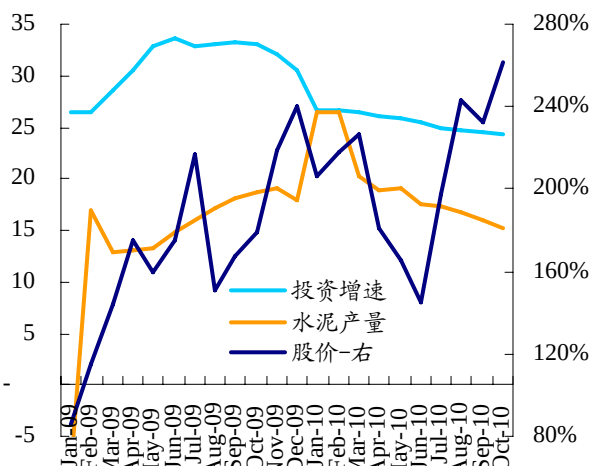
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 41: 水泥股价与房价/地产投资增速



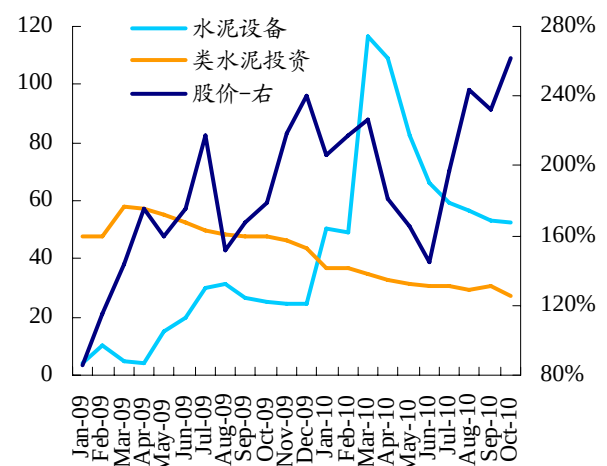
数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 42: 水泥股价与水泥产量/固定资产投资增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 43: 水泥股价与水泥设备/类水泥投资增速



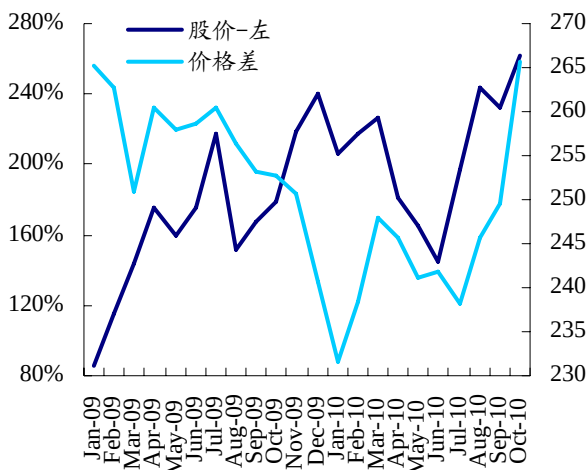
数据来源: WIND, 国泰君安证券

今年水泥股价于 7 月见底开始回升主要由两个因素导致: (1) 流动性的预期放松; (2) 估值建历史底部; (3) 水泥煤炭价格差回升。这三个条

件也是判断水泥股价见底的条件。明年上半年“新增供需边际”为负值，下半年转为正值，这个根据历史规律来看明年上半年水泥股价有下行压力，特别是今年4季度限电导致水泥价格大幅增加，限电结束和冬天淡季因素会导致水泥价格下降，而煤炭旺季价格会涨，因此1季度水泥煤炭价格差会环比4季度回落，特别是明年1-2季度是判断通胀关键窗口。

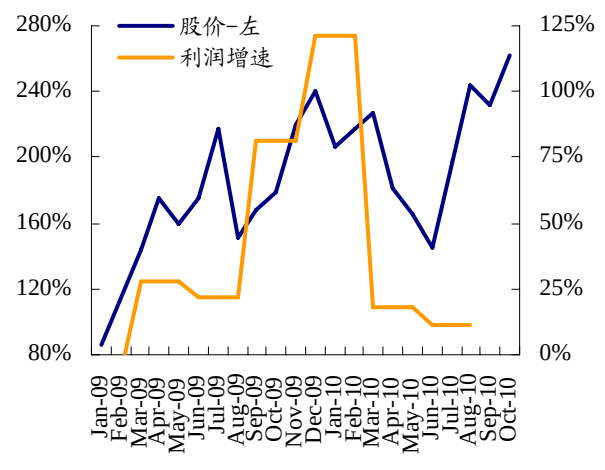
同时结合前两次调控规律，调控如果导致第2年盈利继续下滑，则调控当年股价下行最多，如2004年调控导致2005年利润大幅下滑，股价下滑到了2005年，水泥股大幅跑输了指数。2008年调控因为年底4万亿政策刺激导致第2年即2009年业绩回升，因此水泥股价仅回落了1年。这次调控特别是明年上半年我们判断CPI不会很高导致更严厉调控，且下半年开始直到第2年水泥产能增加很少，因此水泥盈利下半年开始将会至少好1年半以上时间，因此水泥股价压力也仅有半年，较少于上两次调控周期，从长周期看这个上半年某一阶段股价压力可以忽略。

图 44：水泥股价与毛利率/水泥煤炭价格差



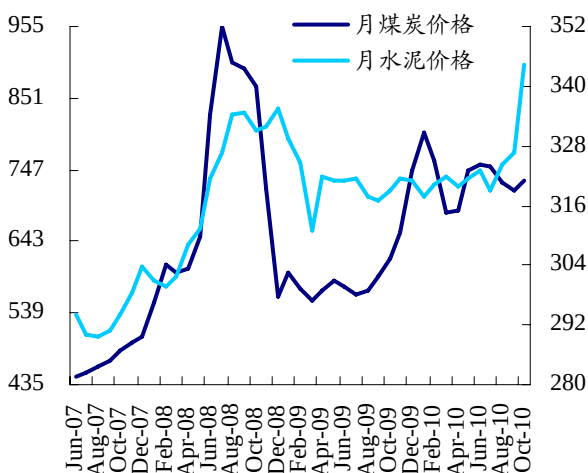
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 45：水泥股价与利润增速



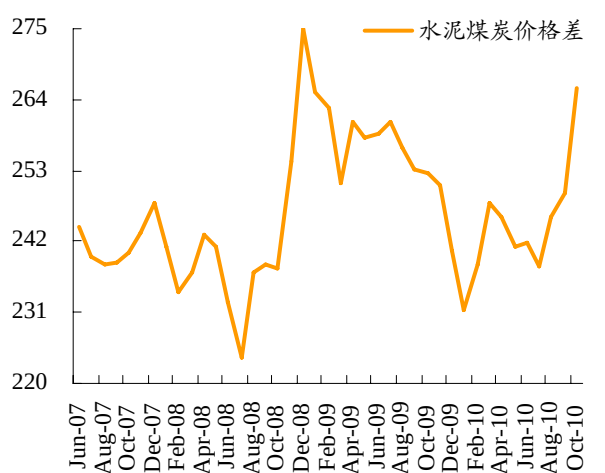
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 46：水泥与煤炭价格



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

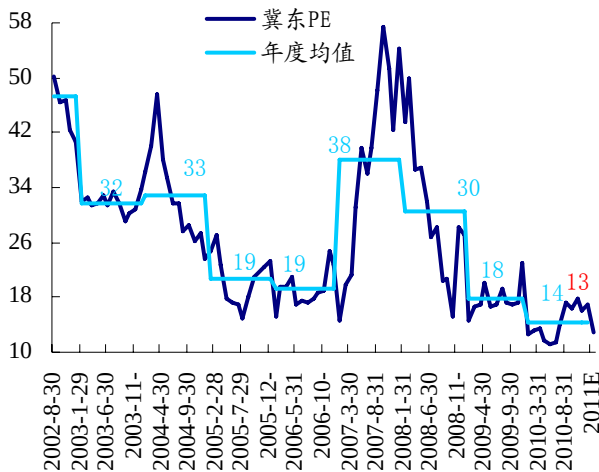
图 47：水泥煤炭价格差



数据来源：DC，国泰君安证券研究

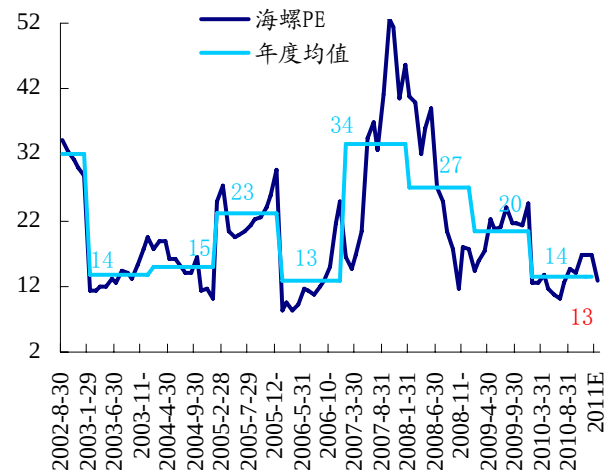
水泥历次大机会的演绎都是以股价受政策压制大幅下跌近重置成本之后才展开由犹豫到轰轰烈烈的行情的。以冀东水泥为例，2004 年通胀调控导致股价于 2005 年 7 月见底、当时动态 PE15 倍，2008 年通胀调控导致 10 月动态 PE 下跌至 15 倍，2010 年 7 月见底动态 PE12 倍。以目前股价看 2011 年动态 PE13 倍左右，处于底部区域。因此从长周期角度看，目前水泥股处于估值底部区域，这个区域或横跨 1 季度水泥煤炭价格差回落和通胀高企紧缩短周期，但明年下半年开始的未来 2 年时间将重新回升至周期合理水平，即目前时点是战略性建仓期，短期看股价在明年 2 月之前将会惯性上冲，之后等待 CPI 和反应淡季回落或持平。

图 48: 冀东水泥动态 PE 时间序列



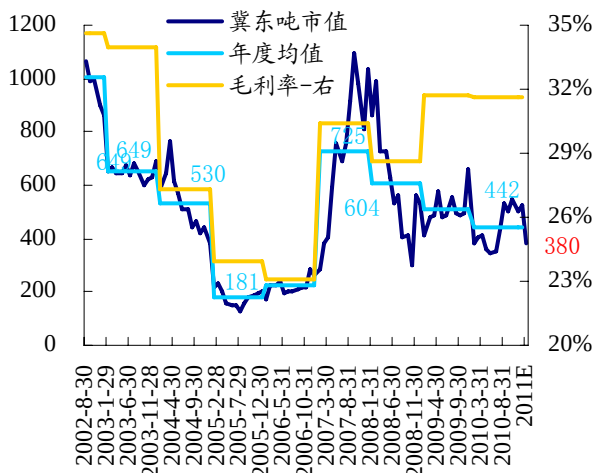
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 49: 海螺水泥动态 PE 时间序列



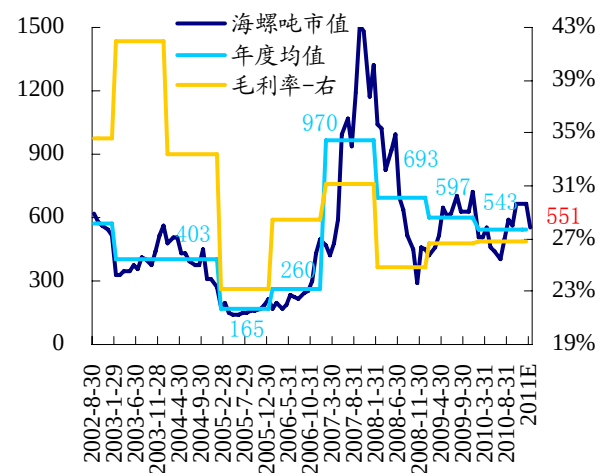
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 50: 冀东水泥吨市值时间序列



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 51: 海螺水泥吨市值时间序列



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

观察 2002 年以来数据: (1) 水泥动态 PE 和 A 股趋势一直, 水泥的 PE 立足于大盘水平; (2) 水泥 PE 与 M1 增速、贷款增速保持了较高的相关性; (3) 水泥 PE 与 CPI 也就有较强相关性, CPI 上涨通胀时期 PE 也通胀, CPI 通胀回落 PE 也回落, 但 CPI 见顶往往预示着 PE 也见顶回落开始; (4) 盈利预期影响当期估值水平, 预期提升增加当期估值。

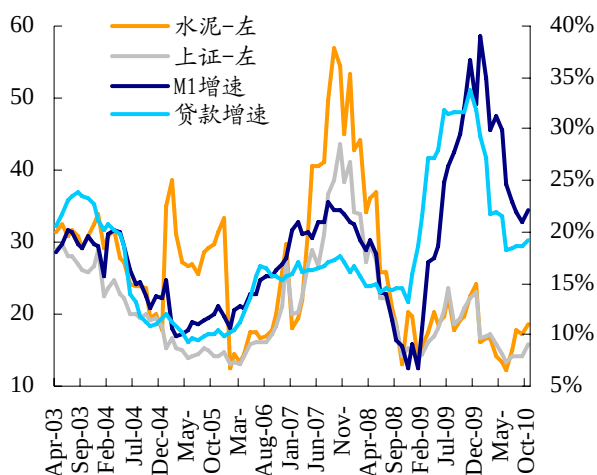
我们宏观预计今年新增贷款 7.9 万亿左右, 明年新增贷款 7.5 万亿以上

或在 8 万亿左右，这意味着流动性角度看明年和今年相比应该获得同样的 PE 水平：（1）今年以来水泥行业动态 PE 为 16 倍，明年的动态 PE 中轴水平应该为 16 倍；（2）今年以来水泥 PE 最低为 12 倍、最高为 19 倍，意味着明年 PE 波动范围在 12-19 倍之间；（3）上半年贷款和 M1 增速回落代表估值低于下半年，下半年预期盈利后年继续增加提高下半年估值水平，我们预期明年上半年 PE 在 12-16 倍之间波动，下半年在 16-20 倍之间波动，下半年 CPI 下行和固定资产投资上行宏观利好，新增产能下半年大幅下降预期 2012 年盈利继续增加有助于提升下半年估。

2008 年底至 2009 年需求拉动水泥盈利增加，此时的水泥动态 PE 为最低 14 倍、最高 24 倍。水泥盈利对价格远比对数量更为敏感，我们认为明年下半年之后新增产能大幅下降与 4 万亿对需求拉动，对于改善水泥行业盈利同样至关重要，因此下半年若显示出产能逻辑对盈利改善迹象，水泥动态 PE 将向上突破至 24 倍左右的水平。

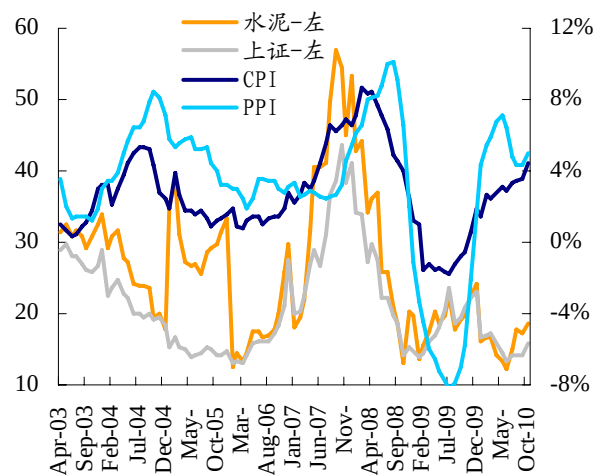
目前水泥行业对应 2011 年动态 PE 为 14 倍，在我们预期的明年上半年 12-16 的区间范围之内，处于短期合理水平有上升空间尚且。与我们明年下半年对水泥动态 PE16-19 倍、甚至突破 24 倍相比，与最高点动态 PE 尚有 36-71% 的提升空间，因此从估值角度看也支持长期看多的观点。

图 52: 水泥 PE 与 M1 增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 53: 水泥 PE 与 CPI



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4. 水泥选股逻辑及重点区域分析

4.1. 产能增加少或淘汰多：华新、海螺、赛马、冀东、塔牌

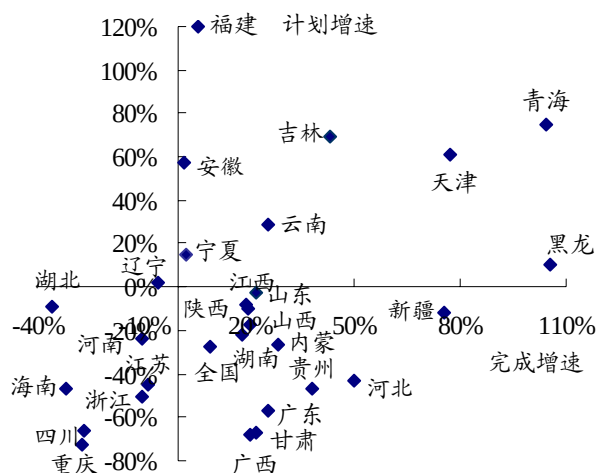
如果说产能大幅下降是本轮调控不同于以上两轮的特点，特别产能逻辑是支撑水泥超越大盘或穿越调控周期的关键，那么供给产能端的逻辑就更为重要和首选的股票推荐逻辑思路：（1）选择明年产能增加很少甚至未有增加的区域，如湖北、浙江、青海、宁夏，产能增加很少的区域如河南、湖南、四川等，对应主要上市公司为华新水泥、赛马实业、海螺水泥等，差异在于青海、宁夏已批拟建项目少，华新水泥、海螺水泥所处区域当时统计时已批拟建项目多，区域盈利大幅提升产能仍将增加。

（2）目前出台的水泥准入政策要求人均新干法孰料产能超过 900 公斤

的不批准生产线，目前超过的区域为内蒙古、浙江、安徽、湖北、广西、重庆、西藏、宁夏等区域，江西、四川、辽宁、陕西在边缘线上，这些区域未来产能增加将很少，特别是即使暂停新建产能政策放开，这些区域估计也不会首先获批生产线，可以有效巩固未来供需关系。主要上市公司为海螺水泥、华新水泥、赛马实业、江西水泥等。

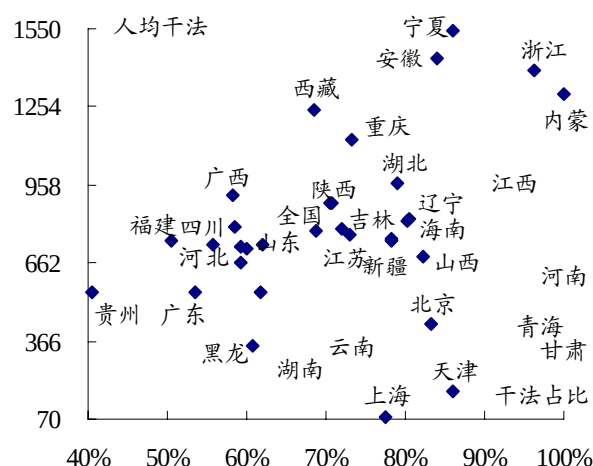
(3) 08 年淘汰落后产能执行对水泥应对调控起到至关重要的作用，今年计划淘汰 1 亿吨，我们预期明年淘汰 8000 万吨，因此淘汰落后产能占比高的地方改善供需关系最明显，即新干法占比低的区域，如河北、广东等地区，所指上市公司为冀东水泥、塔牌集团等。

图 54：水泥投资完成及新开工增速



数据来源：DC，CEI，国泰君安证券研究

图 55：新干法孰料占比及人均干法孰料

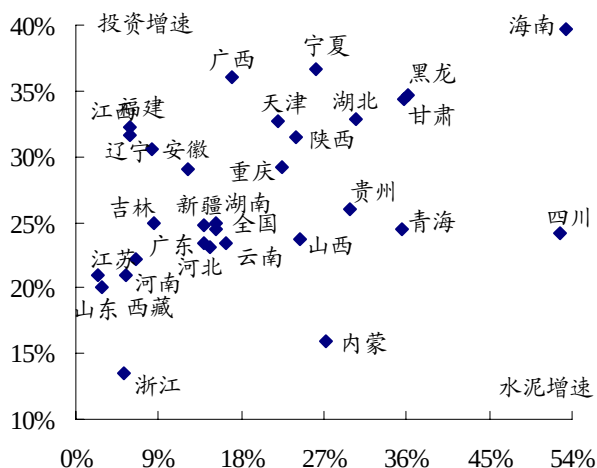


数据来源：DC，国泰君安证券研究

4.2. 短期需求受支持或长期增长空间大：天山、青松、江西

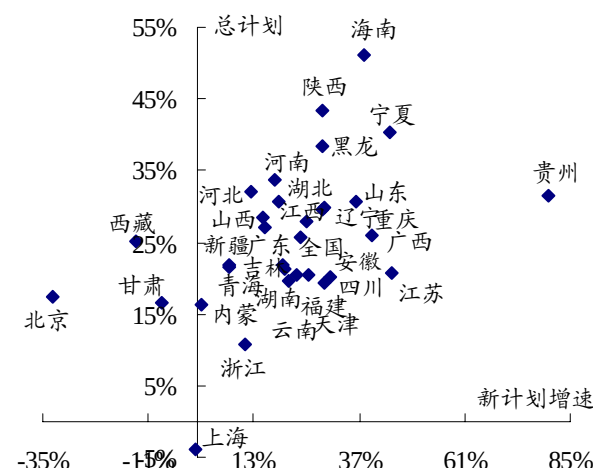
如果目前到明年上半年 CPI 通胀预期提升引致调控，这种背景下不受向下调控的区域将显得更为特别和具有相对优势：新疆今年出台刺激政策，并且明年初出台新疆十二五投资规划，经过今年一年酝酿预期明年开始固定资产投资将跃升到新的台阶上面，明年 5 月开春后固定资产投资增速和水泥需求增速将在全国显得相当抢眼，天山股份和青松建化。

图 56：固定资产投资及水泥产量增速



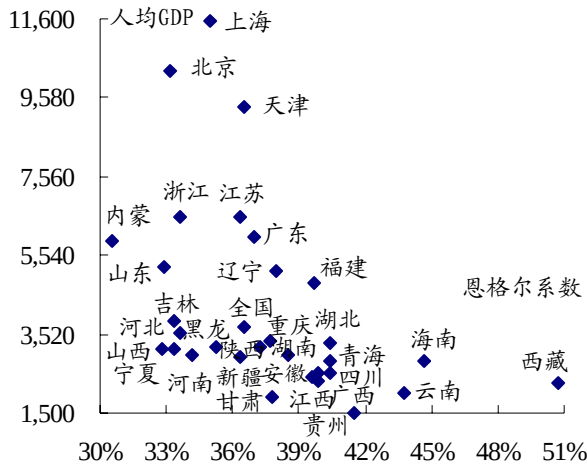
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 57：固定资产完成和新开工投资增速



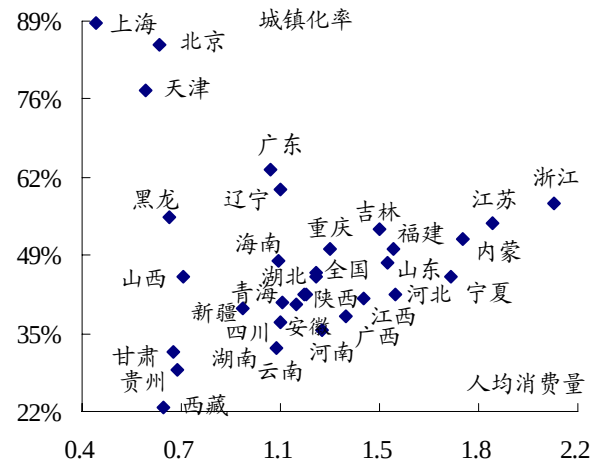
如果立足于“十二五”期间看 5 年增长，则从我们看消费顶峰的人均 GDP 和城镇化率两个逻辑看：甘肃和新疆未来持续增长空间最大，即天山股份、青松建化、祁连山，这也意味着区域内仍有新增产能空间。相对而言冀东水泥所区域比海螺水泥所处区域未来增长空间更大。

图 58：恩格尔系数与人均 GDP



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

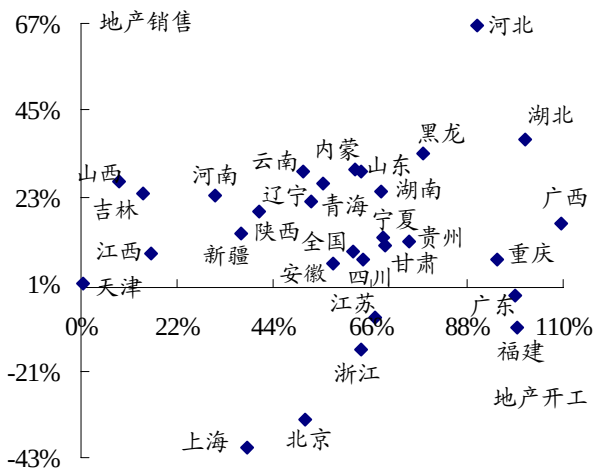
图 59：城镇化率与人均消费量



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

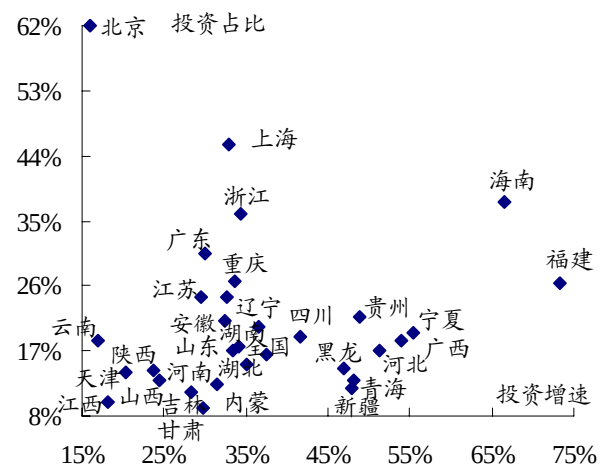
另外就是房地产方面的数据提示：华东地区房地产投资占比最高，受地产调控影响也最大，如 2008 年通胀期间调控地产浙江和安徽水泥利润同比大幅下降，海螺水泥盈利增幅仅有 4%。目前调控导致华东地区房地产销售同比大幅下降，估计这将影响明年上半年地产开工动力并进而影响上半年水泥需求。华东地区估计也是保障住房建设力度比较大的地区，因此明年上半年如果保障住房加速则有助于稳定该区域需求。

图 60：房地产销售及新开工面积增速



数据来源：DC，CEI，国泰君安证券研究

图 61：房地产投资占比及投资增速



数据来源：DC，国泰君安证券研究

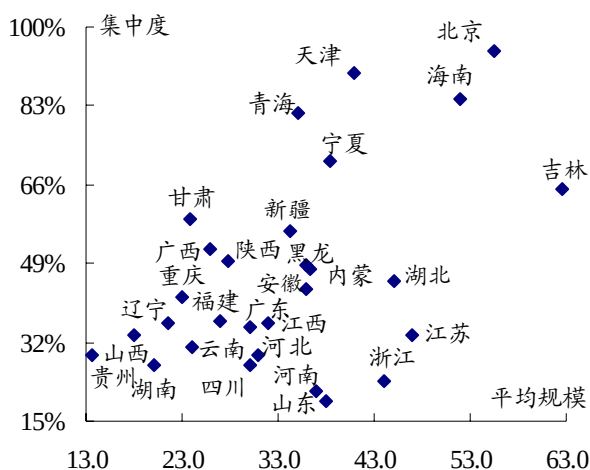
明年为十二五规划第一年，对农村水利和新农村建设将提高到很高认识程度，并在十二五期间进行大力建设，这里面一方面有长期驱动因素，另外就是新农村建设这块也对水泥需求构成主题性支撑，因此，我们认为以江西水泥、塔牌集团为代表农村市场为主需求区域有阶段性主题或长期需求拉动机会，特别是明年十二五规划或建材下乡全国推行阶段。

4.3. 盈利超预期弹性：华新、海螺、冀东、江西

今年4季度开始限电导致水泥价格大幅提升，这意味着今年4季度该类区域盈利将大为改善，选择逻辑是前3季度吨利润低、而目前水泥价格上涨幅度最大的区域：湖北吨利润最低，华东涨价幅度最高，这意味着湖北水泥价格仍有上涨趋势而华东目前水泥价格基本见顶，华新水泥弹性高于海螺水泥，同时在华东地区海螺水泥弹性大于江西水泥。华北地区涨幅幅度是北方地区最多的，目前北方为冬季淡季估计第4季度业绩在北方水泥企业中冀东水泥相对超预期弹性是最好的公司，但略比华东弱。

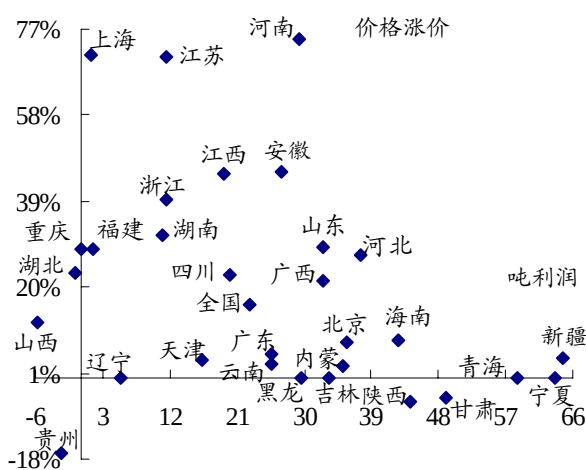
如果我们认为明年上半年合理PE为12-16倍，目前为14倍股价仍有上升空间，则意味着第4季度超预期的公司相对将跑赢指数。如果我们假设12月底限电基本结束，1月上旬左右水泥价格因为产能释放和逐步进入淡季开始下跌，则在此之前超预期公司跑赢指数，之后因为反映水泥价格回落，则其他公司相对将跑赢该类公司，因为股价基本未有反映。

图 62：企业平均规模及市场集中度



数据来源：DC，CEI，国泰君安证券研究

图 63：3 季度吨利润及 4 季度股价涨幅



数据来源：DC，国泰君安证券研究

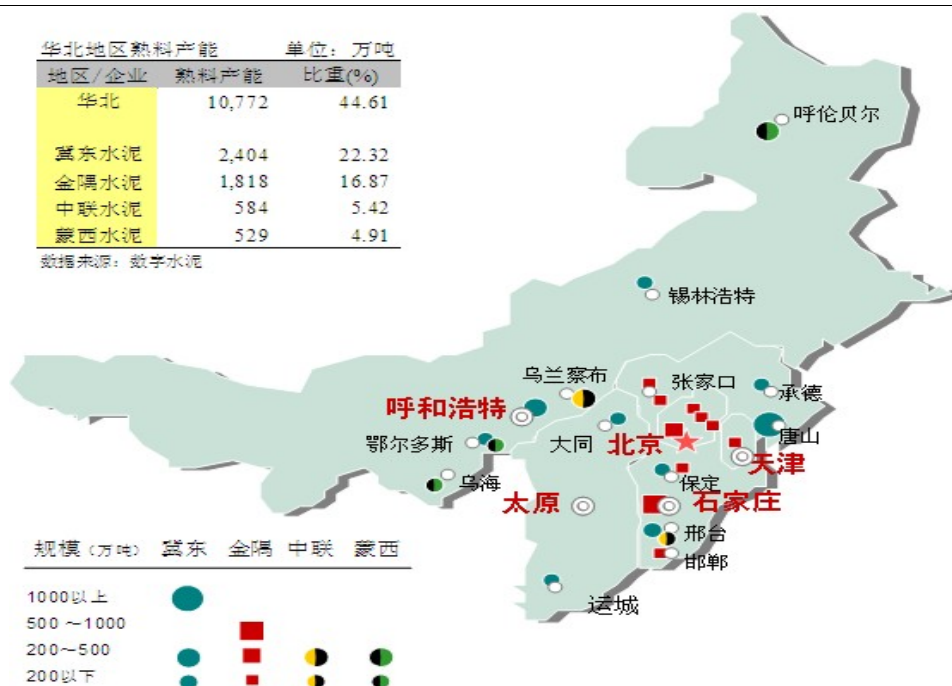
这次限电导致水泥价格大幅上涨有两个因素特别值得注意：（1）限制产能导致价格大幅上涨大幅增加企业利润，使得企业看到如果联合限产实际上比较大家在市场中拼杀更为有利，这将有助于增强未来的企业价格联盟；（2）水泥价格暴涨并且对限产之后仍有余力的另外一个重要原因就是大企业熟料掌控能力高于水泥，近年淘汰落后产能鼓励大企业建设新干法孰料生产线使得孰料集中于大企业，一旦水泥价格提升则首先受益的是掌控孰料的企业，单纯粉磨站将受制于孰料盈利空间有限，因为未来继续淘汰落后将有助于优势企业借助对孰料的掌控影响水泥价格。

4.4. 市场竞争结构和价格联盟：冀东、海螺、华新

我们今年8月24日《印度水泥供需格局及盈利模式：集中度高助推盈利》中论证了集中度提升将有助于增加盈利水平。我们认为未来企业通过整合或价格联盟来实现控制水泥价格的潜力区域为：（1）华北地区金隅在北京和天津份额80%、67%，冀东在唐山份额70%，两家在华北市场份额接近40%，市场份额高了以后两家企业可以形成价格联盟控制区域价格，这一趋势将在逐步淘汰落后产能过程中体现，一方面改善供需，另外就是孰料集中度提升可以控制其他粉磨站影响价格。另外两企业目

前在建设混凝土搅拌站，控制下游渠道也有助于提升区域价格控制力。

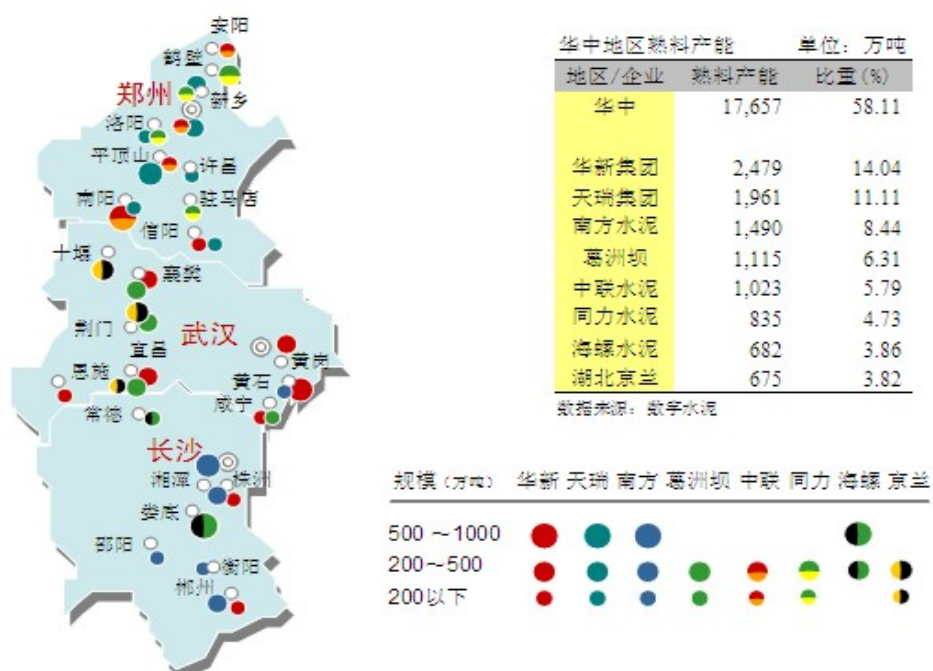
图 64：华北市场竞争格局



数据来源：DC，国泰君安证券研究

(2) 华中区域前四大水泥公司为华新水泥、天瑞集团、南方水泥、葛洲坝，前两大市场份额为 25%，因为湖北、湖南、河南南北接界的地方水泥可以相互流动从而价格相对具有联动性，如今年第 4 季度湖北水泥价格被拉动。华新在湖北 36%份额计划提高到 45-50%，今年已经开始收购整合区域内企业，目前控制力低于华北但未来有改进空间和趋势。

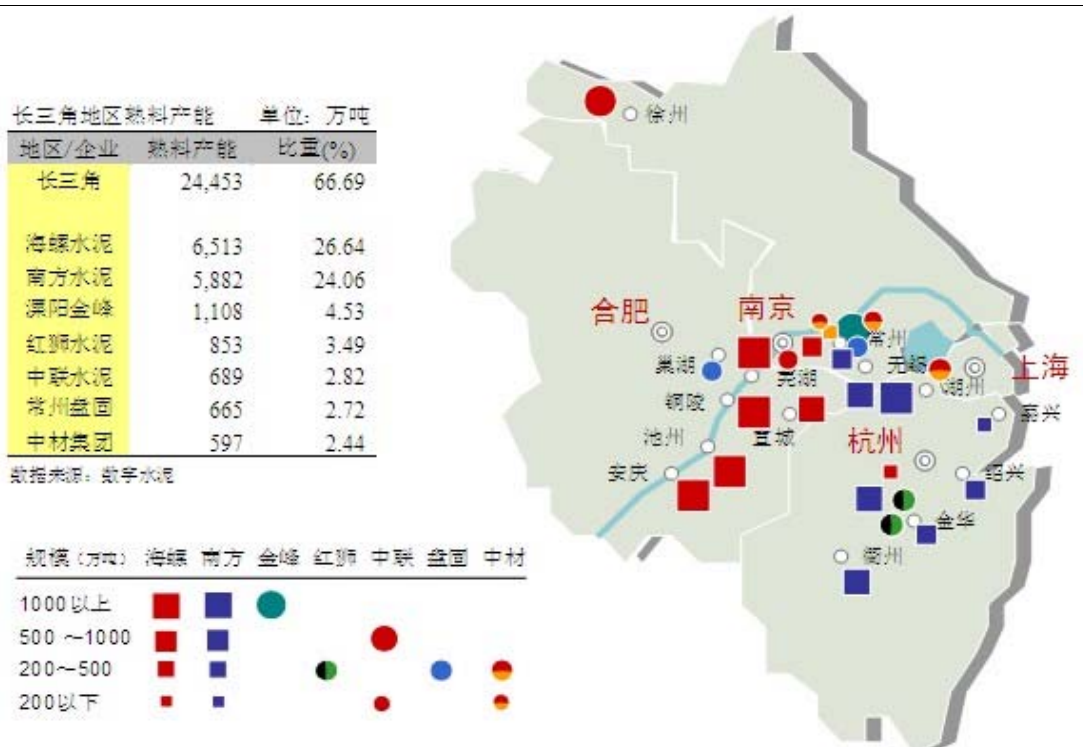
图 65：华中市场竞争格局



数据来源：DC，国泰君安证券研究

(3) 华东长三角地区海螺水泥和南方水泥产能合计占 50%，这一块集中度高但之前未有反映到价格上，一方面因为该区域不是封闭市场恰恰相反受益长江、京杭运河等是物流全国最发达的地区，且剩余企业数量众多企业规模不大所致，但近年价格联盟时有发生，估计在此次限电导致价格巨幅提升增加盈利后，以后价格联盟起到的作用将显著增加。

图 66: 华东市场竞争格局



数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 67: 华南市场竞争格局



数据来源: DC, 国泰君安证券研究

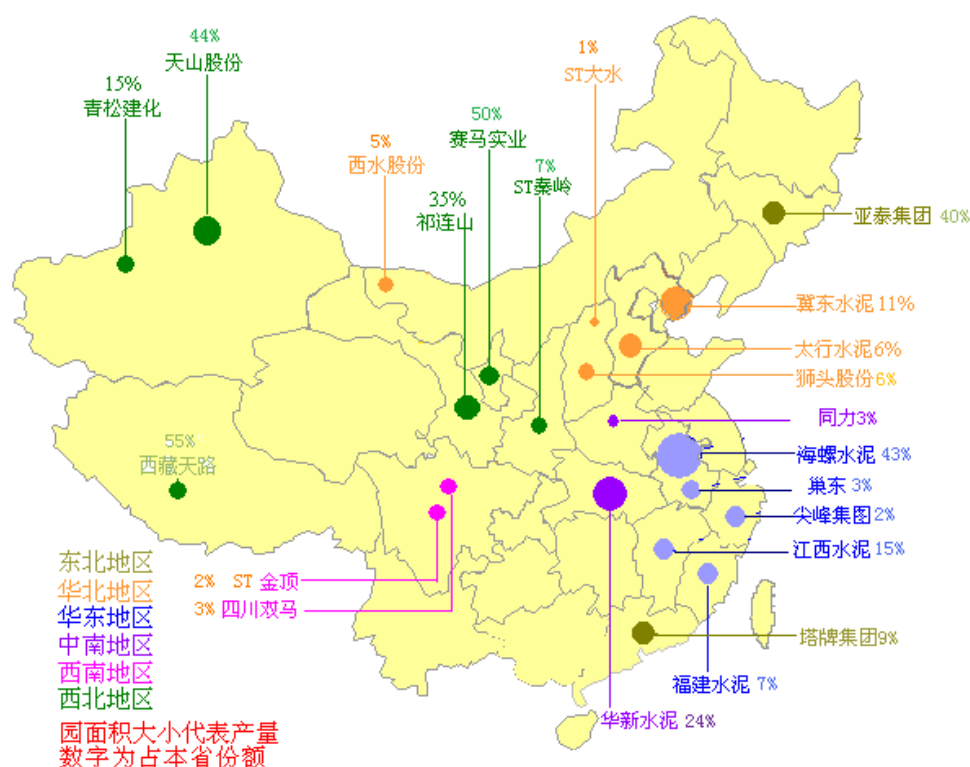
(4) 华南地区。今年广东公布珠三角五个一体化规划，总投资 2 万亿元，未来 3-5 年广西计划投入 1.5 万亿发展经济，这个区域未来亦将充满活力。该区域前四大企业为台湾水泥、华润水泥、海螺水泥、塔牌集团，前 3 大企业集中度 47%，价格联盟也时常起到调控价格的作用。该区域华润生产线布局明显处于最有利位置，塔牌集团主要集中于粤东和临近珠三角，同时粤东地区落后产能占比高，未来塔牌仍有发展空间。

4.5. 2011 年推荐公司：4 个选股逻辑对应不同节奏

有四个选股逻辑：(1) 产能增加少或淘汰多：华新、海螺、赛马、冀东、塔牌；(2) 短期需求受支持或长期增长空间大：天山股份、青松建化；(3) 盈利超预期弹性：华新、海螺、冀东、江西；(4) 市场竞争结构和价格联盟：冀东、海螺、华新。

我们对明年行情长期看多，并且对后年行情依旧看多。短期问题的关键变为节奏把握和控制，我们以动态 PE 为临界点，上半年 16 倍以下增持以上相对谨慎短期，长期看目前紧缩导致预期调控是战略建仓时间段。近期水泥为旺季地区和限电导致盈利区域股价相对较强，即为第 3 个逻辑。明年开春之后同时处于 CPI 高企阶段，建议首先关注新疆板块，即第 2 个逻辑，第 1 个逻辑产能增加少的地方塔牌明年可转债机会。同时若明年 3 月两会左右披露十二五规划则新农村建设主题利多江西水泥。

图 68：水泥上市公司区域分布



数据来源：国泰君安证券研究

表 8: 重点水泥公司盈利预测及推荐评级

公司名称	股价	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE	PB	吨市值	市值	投资评级
冀东水泥	23.5	1.30	1.70	18	14	4.2	560	285	增持
海螺水泥	28.8	1.61	2.23	18	13	3.4	718	1018	增持
华新水泥	30.7	1.25	1.70	25	18	2.7	312	124	谨慎增持
天山股份	27.9	1.38	1.80	20	16	6.4	779	87	谨慎增持
塔牌集团	15.8	0.80	1.07	20	15	3.2	588	63	谨慎增持
青松建化	22.2	0.65	0.92	34	24	5.6	2047	82	谨慎增持
江西水泥	10.3	0.40	0.60	26	17	3.8	380	41	谨慎增持
祁连山	17.8	1.10	1.47	16	12	3.9	990	85	谨慎增持
亚泰集团	7.2	0.35	0.50	21	14	1.9	781	136	谨慎增持
赛马实业	34.0	2.46	2.10	14	16	3.2	975	66	谨慎增持
10 家均值	21.8	1.13	1.41	21	16	3.9	813	199	
A 股				18	15	2.9			
玻璃				35	31	6.5			
钢铁				19	14	1.5			
建筑				18	14	2.4			
地产				16	12	2.7			
有色				51	35	5.6			
煤炭				17	14	3.3			
化工				18	15	3.0			

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

5. 玻璃与其他建材 2011 年投资策略

5.1. 平板玻璃, 行业盈利中期见底, 下半年有望恢复

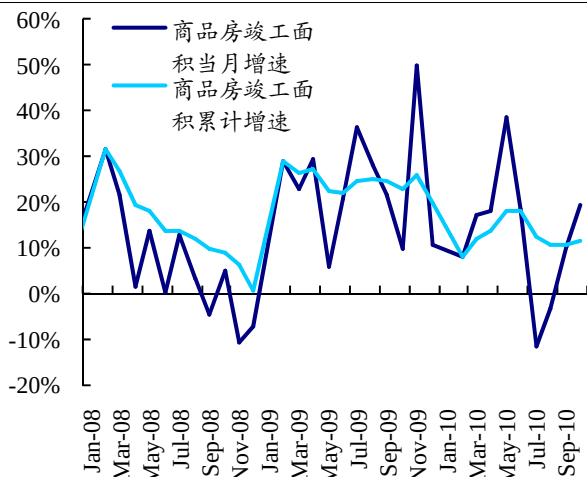
5.1.1. 需求端: 上半年需求压力较大, 保障房建设提供补充

我国商品房单月竣工面积连续 3 月实现同比正增长, 全年累计增速处于 10% 左右的低位, 受制于房地产政策从紧以及通货膨胀环境下的稳健货币政策, 2011 年上半年房地产竣工面积较难实现同比大幅提升, 随着房地产市场回暖以及相关政策的放松, 房地产下半年有望实现景气恢复。

对于保障房的建设将弥补一部分商品房建设需求端的损失。根据中国住建部日前向各地发出《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》指出: 2011 年, 中国全国保障性安居工程住房建设规模或将高达 1000 万套, 相比 2010 年的 580 万套, 增长 72.4%, 2011 年保障性安居工程投资或将达 1.4 万亿元人民币。

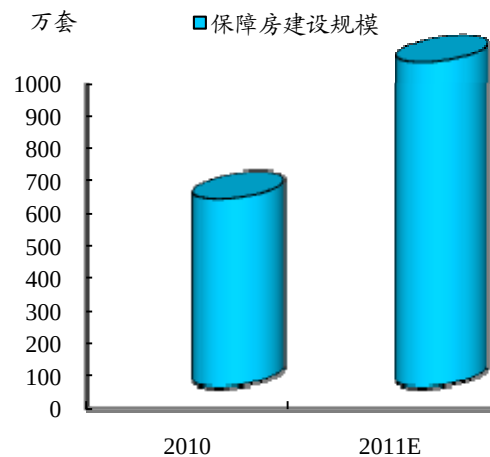
汽车等耐用消费品的需求将在明年将回到常态, 回归至平稳增长的状态, 加上今年汽车产销量高基数的原因以及明年购置税优惠等政策预计不再延续的情况, 预计明年汽车销量增长 10%-15%。玻璃出口在 2010 年开始出现反转迹象, 单月玻璃出口数量实现正增长, 预计出口数量累计同比在年内实现转负为正。

图 69: 我国商品房竣工面积增速



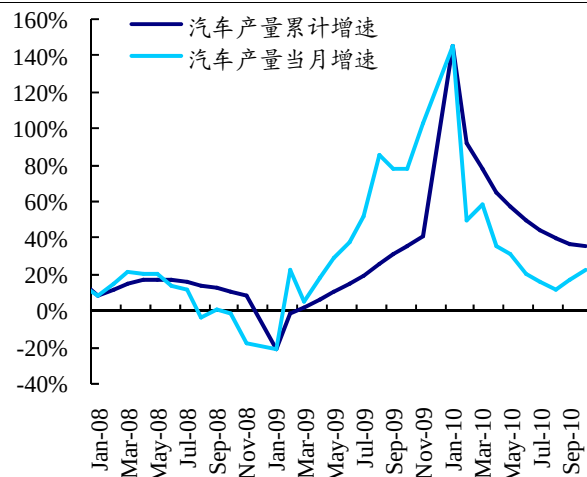
数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 70: 国家保障房建设长期规划



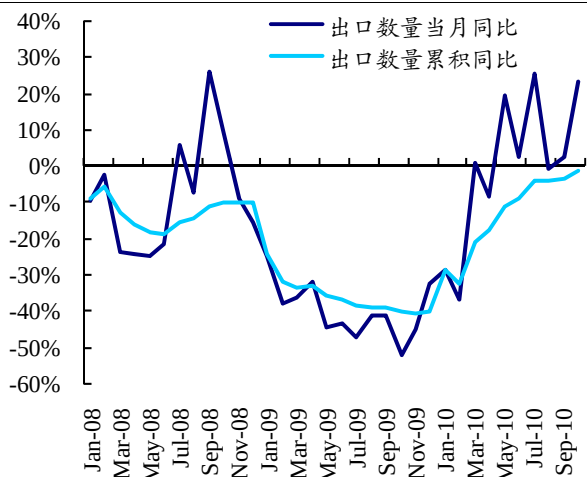
数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

图 71: 我国汽车产量累计增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 72: 我国平板玻璃出口数量增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

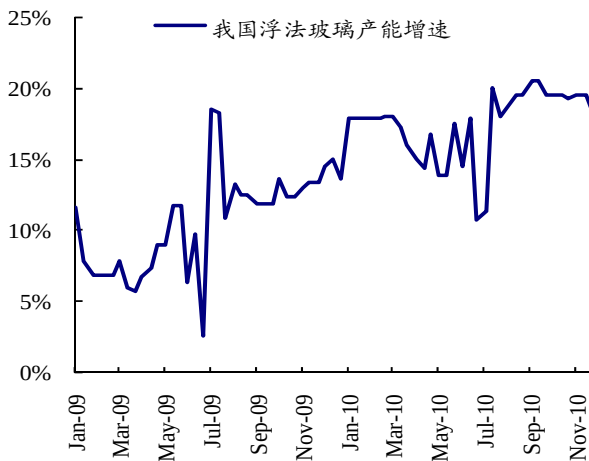
5.1.2. 供给端: 产能大幅度增加可能性较小

受到 2009 年危机影响而进行冷停修产量较多, 而到了 2010 年, 这部分产能恢复, 因此 2010 年全年浮法玻璃生产线产能增速达到 18%, 除开冷停修, 截至目前, 有效产能增速为 24%。

目前, 我国浮法玻璃生产线冷停修产能占比为 12%, 较 09 年 22% 的高点下降了 10 个百分点。从生产线增加数量的历史来看, 我国新增浮法玻璃生产线在 2005 年绝对增量最大, 2010 年新增生产线为 28 条。

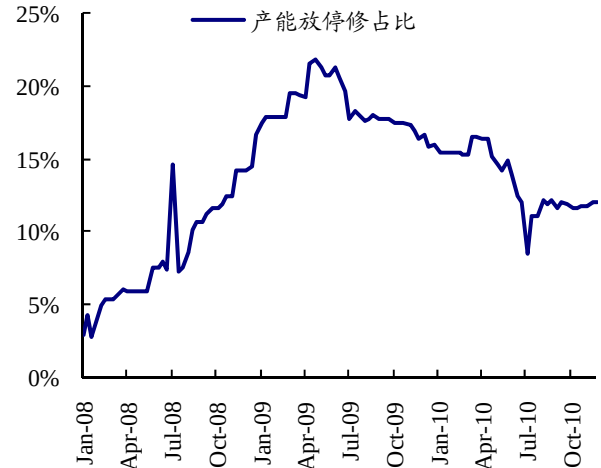
考虑到国家政策对于过剩产能建设的限制以及淘汰落后产能政策的继续推进, 玻璃行业新建产能受到产业结构调整、节能环保等的影响, 明年产能大幅增加的可能性较小。

图 73: 我国浮法玻璃生产线产能增速



数据来源: 中国玻璃信息网, 国泰君安证券研究

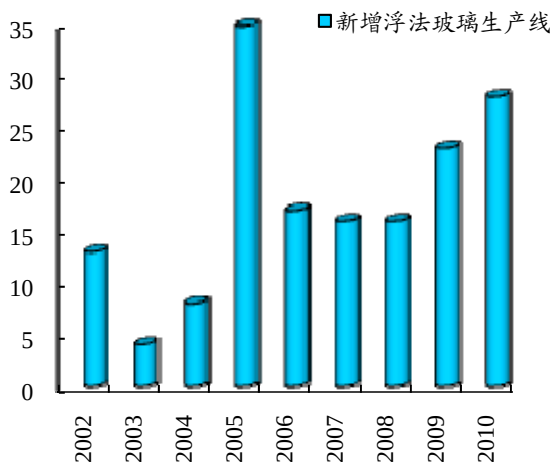
图 74: 我国浮法玻璃生产线放停修占比



数据来源: 中国玻璃信息网, 国泰君安证券研究

同时, 我国玻璃存货数量目前处于低位, 今年延续下降通道走势。这对于新增产量提供了补库存的缓冲阶段, 因此在 2010 年上半年, 产能大幅提升可能性不大, 对于供给端, 我们保持谨慎趋好的观点。

图 75: 我国新增浮法玻璃生产线数量



数据来源: 中国玻璃信息网, 国泰君安证券研究

图 76: 我国浮法玻璃存货数量



数据来源: 中国玻璃信息网, 国泰君安证券研究

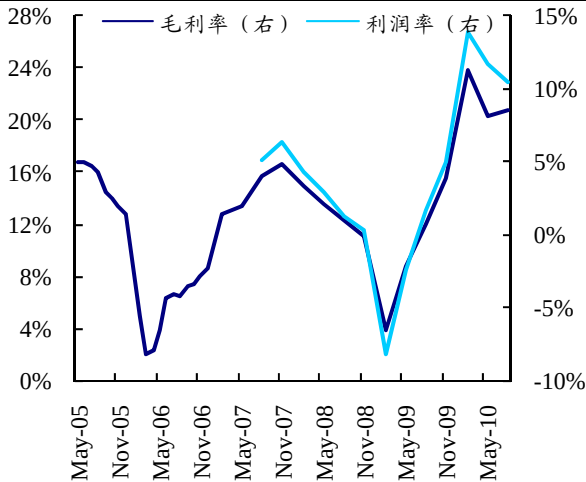
5.1.3. 盈利状况: 明年中期见底, 下半年有望实现恢复

根据我们去年总结的行业周期性规律: (1) 以毛利率衡量玻璃周期大约在 13-16 个季度, 其中上升周期约有 5-8 个季度, 下降周期约 5-8 个季度。上升与下降周期的时间跨度基本一致; (2) 以利润率衡量周期, 其中上升周期约有 5-8 个季度, 下降周期约有 7-9 个季度, 这其中有 3-4 个季度处于亏损期。

目前毛利率、利润率都处于高点后的下降局面, 高位时点与上轮低谷有 4 个季度的时间周期, 从规律上看, 由于本轮左侧上行周期为 4 个季度, 因此目前下行区间仍有 4 个季度的时间周期, 行业盈利状况下降通道将持续到明年中期。

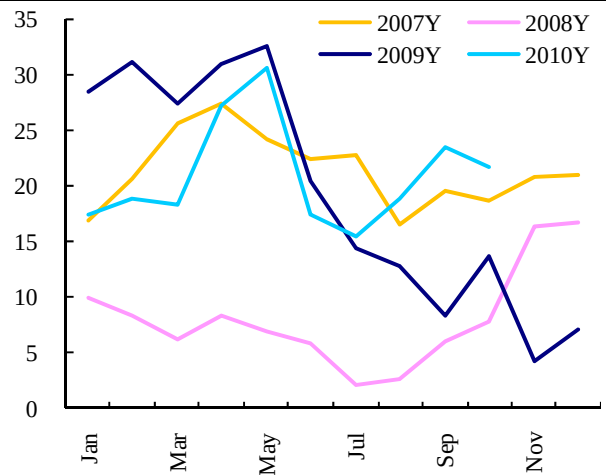
短期来看,受到 3、4 季度原材料价格大涨影响,20%以上毛利率与接近 10%的净利润率局面将出现下滑局面。月度玻璃重油纯碱差在今年出现高位小幅波动的局面,受到纯碱价格高位影响以及行业季节性影响,预计到年底,玻璃重油纯碱差将持续下降。

图 77: 玻璃行业毛利率与利润率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

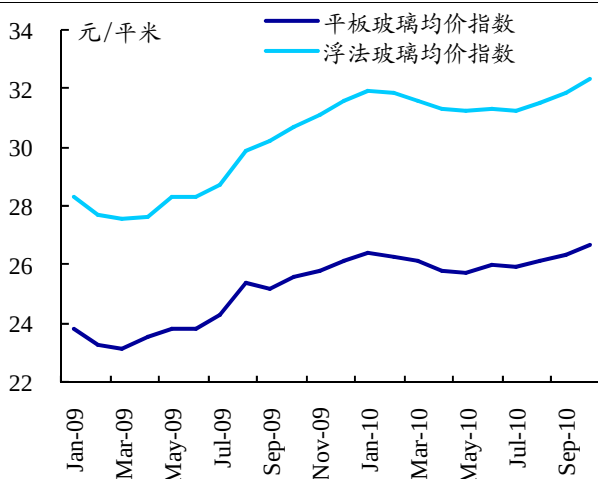
图 78: 玻璃重油纯碱价差



数据来源: 国泰君安证券研究

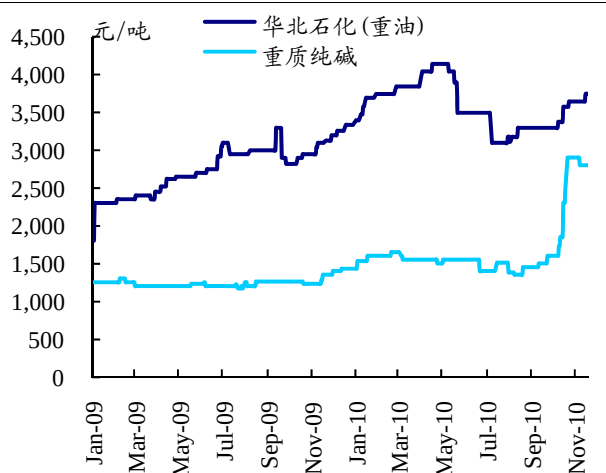
2010 年玻璃原材料价格出现较大规模的上涨,其中 9 月后的拉闸限电使得纯碱价格翻倍,这种行情持续到年底的概率比较大。但长期来看,随着明年以后,限电等措施的结束以及纯碱产量提升,纯碱的价格会出现大幅度的回落,玻璃行业盈利能力将得到一定的恢复。

图 79: 我国玻璃价格走势



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 80: 我国重油与纯碱价格走势



数据来源: 百川资讯, 国泰君安证券研究

根据行业周期的特点以及对于上下游行业走势的判断,我们对于玻璃行业在 2011 年总体情况预计谨慎趋好,由于需求端上半年压力较大以及明年下半年产能投放处于低谷,行业景气出现前低后高的情况概率较大。相对平板玻璃,我们更为看好目前处于速增长阶段,同时行业发展空间较大的 Low-e 玻璃等高端玻璃和玻璃深加工产品,

5.2. 建筑节能以及新能源战略

5.2.1. Low-e 玻璃与太阳能产业链——加速发展过程中

(一) Low-e 玻璃

目前,我国建筑能耗约占全国总能耗的三分之一以上,民用建筑和公共建筑单位能耗水平是欧洲的四倍,美国的三倍,不节能的建筑占到 95%。通过门窗传热能源消耗约占建筑能耗的 28%,通过门窗空气渗透能源消耗约占建筑能耗的 27%。我国目前建筑节能的关键是门窗节能。

Low-e 玻璃以其全方面的优势将在建筑节能大背景下实现跨越发展,随着单价的下降以及政策促动,未来将从工程项目发展到家居使用,行业市场空间巨大。

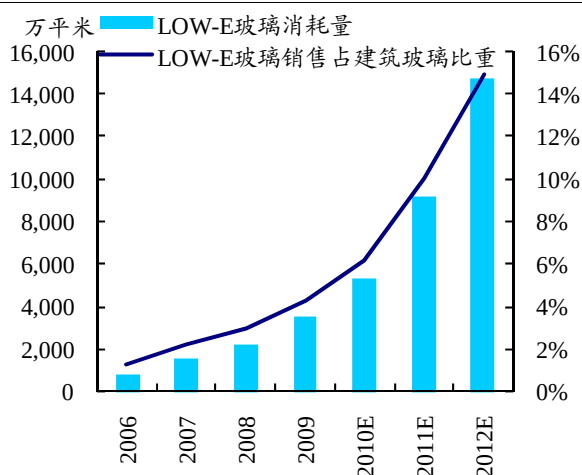
表 9:不同品种节能玻璃的综合性能比较

玻璃节能方式		可见光透过率 %	遮蔽系数	价格元/m ²	优点	缺点	可操作性
阳光控制镀膜玻璃		10 ~ 70	0.2 ~ 0.7	40 ~ 50	装饰效果颜色多样价格低廉	透过率低传热系数高	玻璃厂家生产
吸热玻璃		40 ~ 80	0.4 ~ 0.8	40 ~ 80	价格便宜颜色多样	传热系数高	玻璃厂家生产
Low-e 玻璃	高透型	60 ~ 75	0.5 ~ 0.7	150 ~ 200	节能效果好, 颜色选择多, 能降低传热系数	价格较高银层易氧化, 减弱节能效果	玻璃厂家在线或离线生产
	遮阳型	40 ~ 60	0.3 ~ 0.5	150 ~ 250			
	双银型	25 ~ 35	0.2 ~ 0.3	250 ~ 350			
玻璃贴膜		25 ~ 60	0.3 ~ 0.6	100 ~ 800	隔热节能抗紫外防爆防盗	性能与价格的矛盾, 胶易老化	施工方便效率很高
透明隔热涂料		60 ~ 80	0.6 ~ 0.8	80 ~ 100	可见光透过率高, 价格较低	传热系数高	淋涂喷涂等

注:可见光透过率透过率越高,室内的采光效果越好,但进入室内的太阳热量也会相对增多。遮蔽系数越小,阻挡阳光向室内直接辐射热量的性能越好。

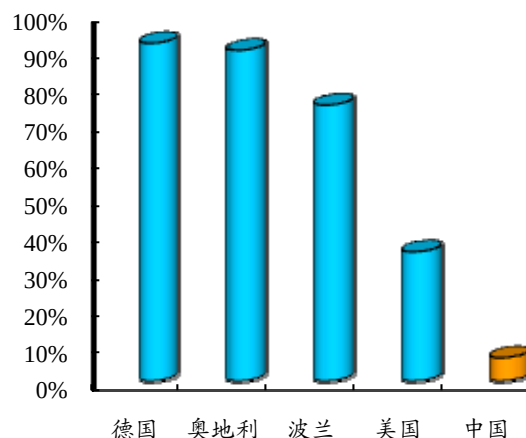
数据来源:《建筑玻璃节能技术》(2009 年 5 月),国泰君安证券研究

图 81: 我国 LOW-E 玻璃消耗量及占比



数据来源:北方玻璃、国泰君安证券研究

图 82: 国外 low-e 玻璃普及率



数据来源:公开资料,国泰君安证券研究

据我国《节能中长期专项规划》目标,五年后(即 2012 年),公共建筑

与住宅 low-e 玻璃使用总量将达到 14800 万平方米，年均需求增长约为 55%。

国外 low-e 玻璃鼓励政策：驱动使用

国外 low-e 玻璃的使用率如此之高主要是由于政策的支持。根据欧洲平板玻璃协会 2005 年的报告，1991 年欧洲各国宣布于 1995 年强制采用 Low-E 中空玻璃后，Low-E 中空玻璃的市场占有率直线上升，1995 年当年就超过 50%，1998 年接近 100%，使用量从当初不足 200 万平米增加到 2004 年的 3600 万平米。2009 年，西欧 Low-E 玻璃用量估计达到 1.2 亿平米。

表 10：我国促进使用节能玻璃的相关政策法规

年份	政策	相关内容
2005 年 7 月	《民用建筑节能管理规定》修订版（建设部第 143 号令）	鼓励发展下列建筑节能技术和产品：节能门窗的保温隔热和密闭技术。
2005 年 7 月	《公共建筑节能设计标准》	规定严寒地区的透明幕墙应采用气体层厚度不小于 12mm 的中空低辐射玻璃或其它类型的相同保温性能的节能玻璃。
2006 年	《关于促进平板玻璃工业结构调整的若干意见》	寒冷地区、夏热冬冷地区的透明幕墙应采用气体层厚度不小于 9mm 的中空玻璃或其它类型的相同保温性能的节能玻璃。
2007 年 9 月	《平板玻璃行业准入条件》	不断提高自用深加工玻璃的比例，促进节能型玻璃产品--中空玻璃、Low-E 玻璃，太阳能产业用玻璃等的推广应用，满足“节能建筑”的要求。
		特殊品种优质浮法玻璃生产线是指：能生产电子工业用超薄（1.3mm 以下）、太阳能产业用超白（折合 5mm 厚度可见光透射率 > 90%）、节能建筑用在线 Low-E 等三种优质浮法玻璃生产线。

数据来源：国泰君安证券研究

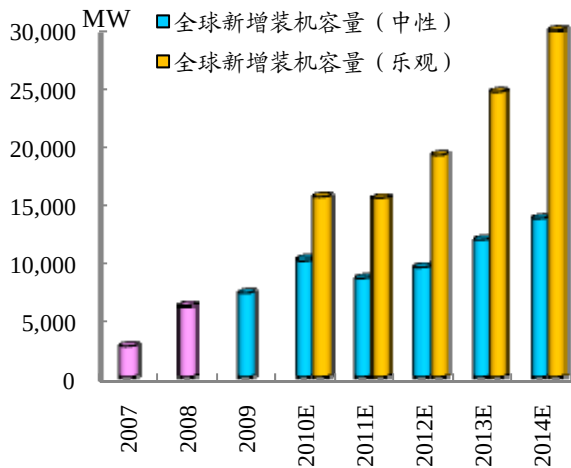
南玻 Low-e 玻璃：工程玻璃 2009 年产能 1150 万平方米，125 万平方米成都 2010 年中达产，2010-11 年产能 1275 万平方米。目前在建项目合计 Low-e 工程玻璃产能为 1140 万平方米，建成后工程玻璃产能将几近翻倍（2415 万平方米）。高端市场占有率 50%，扩张后镀膜线世界第一。

（二）太阳能产业链：超白玻璃及 TCO 玻璃：

09 年全球光伏产业新增装机容量为 7.20GW。EPIA 预计，10 年全球新增装机容量为 10.08GW，同比增长 39.94%。11 年全球新增装机容量将出现 16% 的下降，但在 12 年重归增长，增幅预计超过 10%，至 14 年全球新增装机容量将达 13.73GW。EPIA 认为，乐观情况下 10 年全球新增装机容量将达 15.52GW，同比增长 115.40%。11 年保持稳定，之后到 14 年将维持 20% 以上的增速。iSuppli 的最新预测更为乐观，预计 10、11 年全球光伏新增装机容量将达 15.8GW、19.3GW。

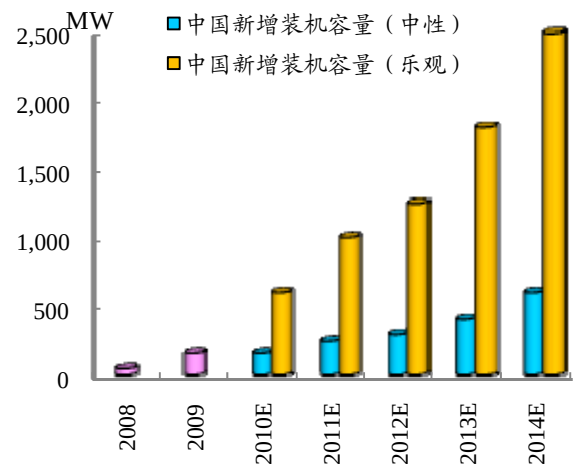
尽管德国最近宣布要削减光伏补贴（地面系统削减 11%，屋顶系统削减 16%），但 09 年新增 3.8GW 的装机容量后，其光伏发电累计装机容量达到约 10GW，继续保持世界第一。法国、比利时、西班牙和捷克各国的上网电价调整政策将对其 11 年的光伏市场造成负面影响。然而，德国市场在 10 和 11 年超预期的强劲表现可在总体上将安装量与上一年度持平。

图 83: 全球光伏产业新增装机容量



数据来源: EPIA, 国泰君安证券研究

图 84: 中国光伏产业新增装机容量



数据来源: EPIA, 国泰君安证券研究

表 11: 国内外光伏补贴政策

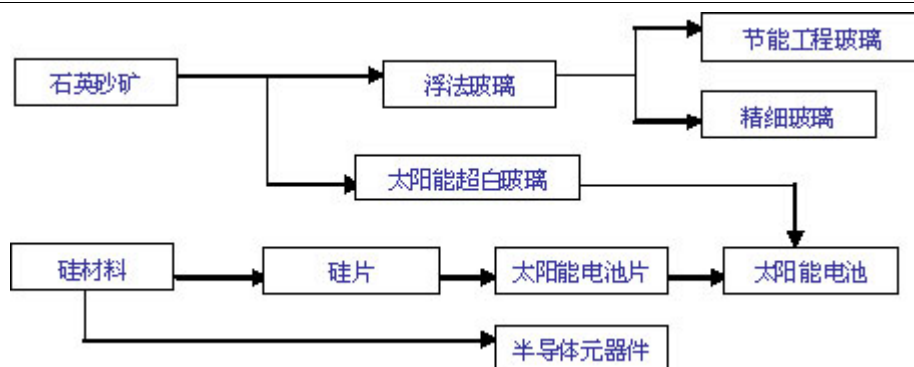
国家	新政策	市场评述
德国	2010 年 7 月 1 日起实行太阳能屋顶补助下调 16%、抵免装置补助下调 15%。	德国市场仍存在一定变数。
西班牙	2008 年下半年, 西班牙政府将上网补贴减少到 0.32 欧元/千瓦时。2009 年西班牙的光伏市场几乎停滞, 安装量下降了约 95%, 仅有 65MW。	未来几年, 西班牙市场难有起色。
意大利	2008 年以来, 除了优惠上网电价政策, 意大利还对光伏应用总成本提供高达 20% 的资金补贴。意大利已决定在 2011 年 1 月将光伏电价补贴降低 20%。	补贴降低以后, 意大利市场会出现下滑。
日本	日本多部门在 2008 年表示, 将使日本在 2020 年的太阳能发电量提高至目前水平的 10 倍。除恢复太阳能电池设施补贴之外, 日本还从 2009 年 11 月开始引入上网电价制度。	日本市场即将启动
美国	2010 年 7 月 21 日, 美国政府刚刚通过了太阳能的“千万屋顶计划”, 该提案提出, 预计在 2012 年到 2021 年内实施, 总装机容量将达到 30GW 到 50GW。2009 年出台“金太阳计划”, 计划在 2-3 年内, 采取财政补助方式支持不低于 500 兆瓦的光伏发电示范项目; 对并网光伏发电项目, 按光伏发电系统及其配套输配电工程总投资的 50% 给予补助。	未来市场仍将保持一定增速
中国	2020 年, 我国力争使太阳能发电装机容量达到 1.8GW, 到 2050 年将达到 600GW。	未来十几年, 我国太阳能装机容量的复合增长率将高达 25% 以上。

数据来源: 国泰君安证券研究整理

南玻: 太阳能全产业链布局

太阳能超白压延玻璃是南玻集团自主创新开发的具有完全自主知识产权的太阳能电池封装玻璃, 年产能 12 万吨, 是中国太阳能玻璃最大供应商, 并跻身为全球主要供应商之一。中国南玻集团股份有限公司的超白压延玻璃在国内市场份额约 50%。同时, 公司布局多晶硅太阳能全产业链, 战略发展规划: 太阳能今年 20 亿, 三年后 100 亿。

图 85: 南玻玻璃及太阳能产业链



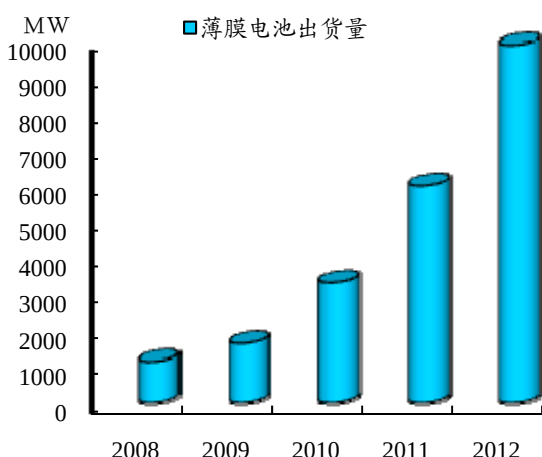
数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

2009 年全球薄膜太阳能电池的产量为 1,644MW，2009-2015 年复合增速将高达 58%，太阳能电池发电量的一半以上将来自薄膜太阳能电池（来源：NanoMarkets），薄膜太阳能电池的市场增长将为 TCO 导电膜玻璃带来巨大的发展机遇。

南玻：太阳能薄膜电池用 TCO 玻璃生产线已经开始量产，年产能 46 万平方米，目前其透光率、雾度、电阻率等各项指标已达到日本同类产品水准。公司还计划投资 3.5 亿元，新建 4 条合计年产能 252 万 m² 的 TCO 玻璃生产线，届时公司将成为国内 TCO 玻璃最大的供应商。

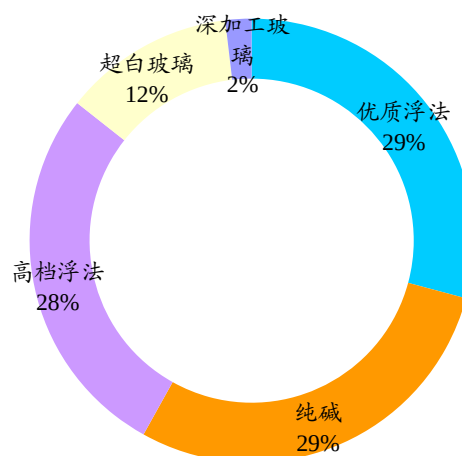
金晶科技：2004 年底建成并投产了国内第一条超白玻璃生产线，2005 年 7 月生产了我国第一片超白玻璃，填补了国内空白。公司非公开增发计划投资太阳能电池基板及 Low-E 玻璃项目，建设 2 条 600t/d 太阳能电池基板生产线，年产太阳能电池基板 36 万吨，主要用于太阳能等领域及镀膜玻璃深加工。

图 86：全球薄膜电池产量



数据来源：EPIA，国泰君安证券研究

图 87：金晶科技 2010H1 收入结构



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 12:我国支持玻璃深加工政策

新政策	主要内容
-----	------

《关于国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》

《产业结构调整指导目录（2005 年本）》

《关于促进平板玻璃工业结构调整的若干意见》（发改运行[2006]2691 号）

《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》（财建[2009]128 号）

《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》（财建[2009]129 号）

《节能中长期专项规划》（国家发改委）

以节约能源资源、保护生态环境和提高产品质量档次为重点，促进建材工业结构调整和产业升级。提高玻璃等建筑材料质量及加工深度。

将“优质浮法玻璃生产技术、装备和节能、安全平板玻璃深加工技术开发”列入“鼓励类”。

不断提高自用深加工玻璃的比例，促进节能型玻璃产品——中空玻璃、Low-E 玻璃，太阳能产业用玻璃等的推广应用。

支持开展光电建筑应用示范，实施“太阳能屋顶计划”。现阶段在经济发达、产业基础较好的大中城市积极推进太阳能屋顶、光伏幕墙等光电建筑一体化示范。

太阳能光电建筑应用财政补助资金范围包括：

（一）城市光电建筑一体化应用，农村及偏远地区建筑光电利用等给予定额补助。

（二）太阳能光电产品建筑安装技术标准规程的编制。

（三）太阳能光电建筑应用共性关键技术的集成与推广。

“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。加快太阳能、地热等可再生能源在建筑物的利用。

数据来源：国泰君安证券研究整理

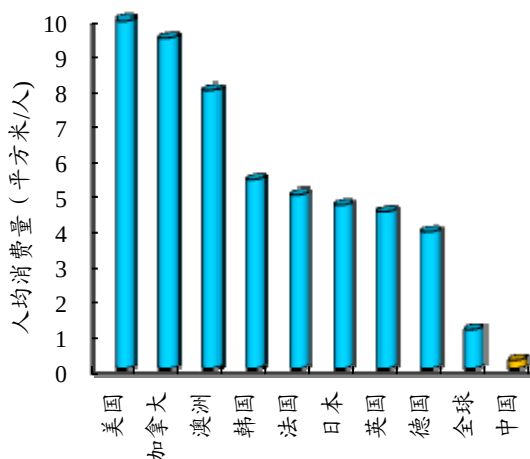
5.2.2. 石膏板与铝型材门窗——行业空间仍然巨大

石膏板：

石膏板是以建筑石膏为主要原料制成的一种材料。它是一种重量轻、强度高、厚度薄、加工方便、隔音绝热、防火好的建筑材料，是当前着重发展的新型轻质板材之一。

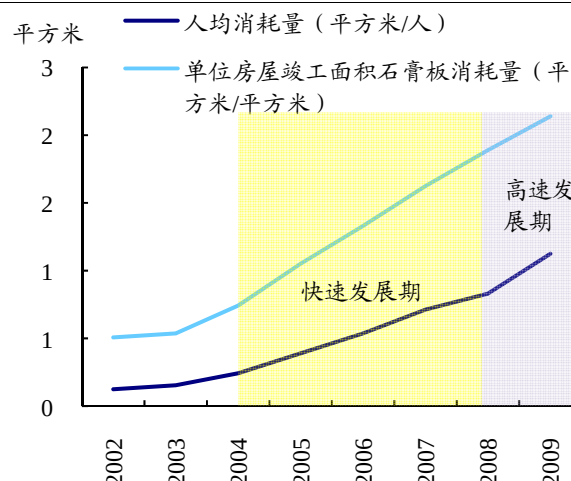
目前，我国已经制定了各种鼓励新型墙体材料的政策，如《国务院批转国家建材局等部门关于加快墙体材料革新和推广节能建筑意见的通知》（1992）、《国务院办公厅关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》（2005），这些条文都规定了限制使用实心粘土砖，鼓励使用新型墙体材料。政策规定了凡财政拨款或补贴的行政机关办公用房、公共建筑、经济适用房、示范建筑小区和国家投资的生产性项目等，都要执行节能设计标准，选用和采购新型墙体材料。

图 88：2004 年国内外人均石膏板消费量对比



数据来源：国泰君安证券研究

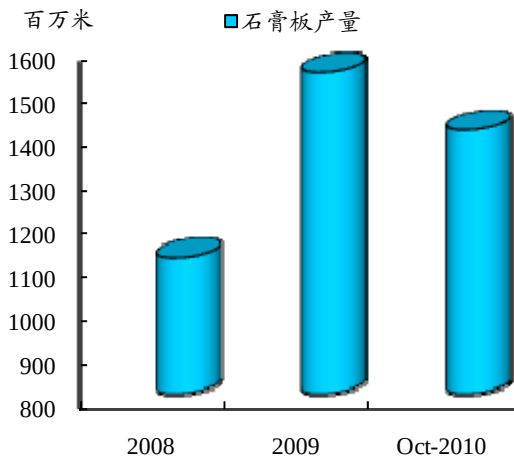
图 89：02~09 年中国石膏板使用情况



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

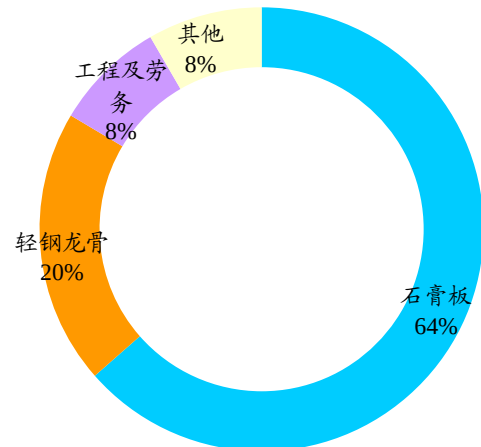
北新建材计划年公司石膏板的产能布局从 10 亿扩充至 15 亿平米，市场占有率从 35% 提升到 50%。建材下乡以及保障房建设将是未来五年期间，石膏板需求向好的重要保障。

图 90：我国石膏板产量



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 91：北新建材收入结构



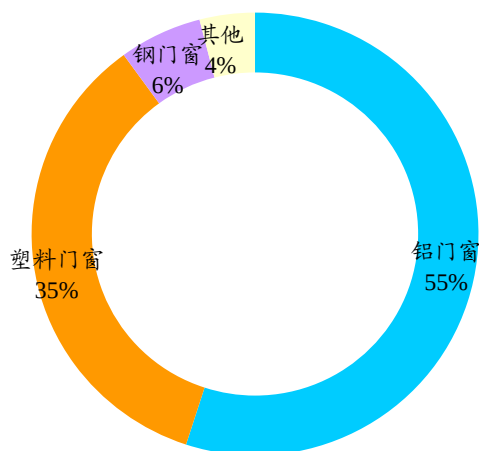
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

铝型材：

中国是铝型材消费量最大的国家，约占全球消费量的 40%。中国铝型材用于建筑行业占比接近 70%，主要用于制造门窗框及楼宇幕墙，中国制造的门窗框约 51% 由铝型材产品制造。

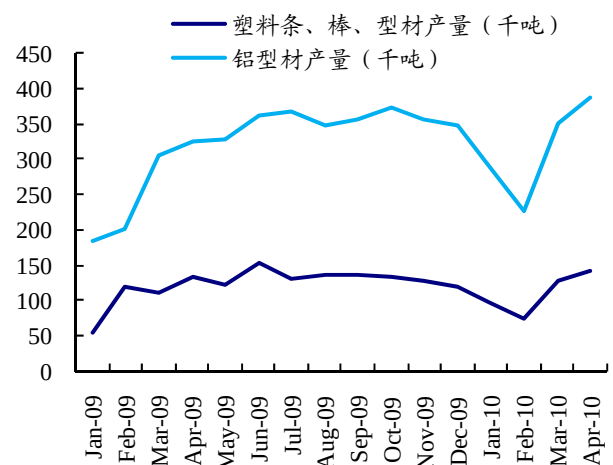
铝型材产品中，隔热断桥铝合金门窗突出优点是强度高、保温隔热性好、使用寿命长、装饰效果好，随着建筑节能推广和消费升级，断桥型材成为高档建筑用窗的首选产品。

图 92：不同类型门窗的市场份额



数据来源：中国建筑金属结构协会国泰君安证券研究

图 93：塑料型材与铝型材产量（千吨）



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

栋梁新材是华东最大的铝型材粉末喷涂和氟碳喷涂的生产基地，“中国铝型材企业十强”。公司目前的断桥型材和铝塑型材节能产品成长最快。公司主导产品铝合金型材和印刷用 PS 版铝板基的生产量和销售量都处

于稳步增长期，产量的提升也降低了公司产品的单位生产成本。

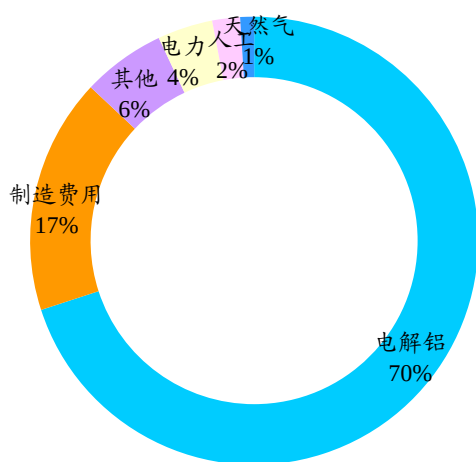
表 13:合金窗、隔热断桥铝型材窗和塑钢窗传热系数、热耗与价格比较

	铝型材窗	隔热断桥铝型材窗	塑钢窗
不同玻璃窗户的传热系数 U (w/m ² k)			
单层玻璃 3mm 厚	6.2	5.4	4.7
中空玻璃 3-12-3mm (内平开)	3.75	3.29	2.77
双框双层玻璃 3mm 厚	3.11-1.99	2.70-1.82	2.35-1.65
不同窗户在冬季取暖中消耗的热能 (kwh)			
单层玻璃 3mm 厚	440.39	383.56	333.84
中空玻璃 3-12-3mm (内平开)	266.36	233.69	196.75
双框双层玻璃 3mm 厚	229.19-141.35	191.78-129.11	144.93-117.29
不同窗户价格 (元/m ²)			
单层玻璃 3mm 厚	250-350	300-450	180-250
中空玻璃 3-12-3mm (内平开)	500-950	1100-1200	400-800
双框双层玻璃 3mm 厚	400-600	600-800	270-500

数据来源:《动态式节能窗户性能分析》, 国泰君安证券研究

铝型材产业链上下游上游是铝锭, 下游是房地产和印刷制版行业。由于受制于房地产政策从紧以及通货膨胀环境下的稳健货币政策, 2011 年上半年房地产竣工面积较难实现同比大幅提升, 随着房地产市场回暖以及相关政策的放松, 房地产下半年有望实现景气恢复。同时随着 2011 年千万保障房建设规划的实施, 铝型材需求将提升。同时, 铝锭价格目前处于中位维持, 原材料价格大幅上涨的动力有限。

图 94: 铝型材成本结构



数据来源: 中国建筑金属结构协会国泰君安证券研究

图 95: 华东市场铝锭价格趋势图 (元/吨)



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

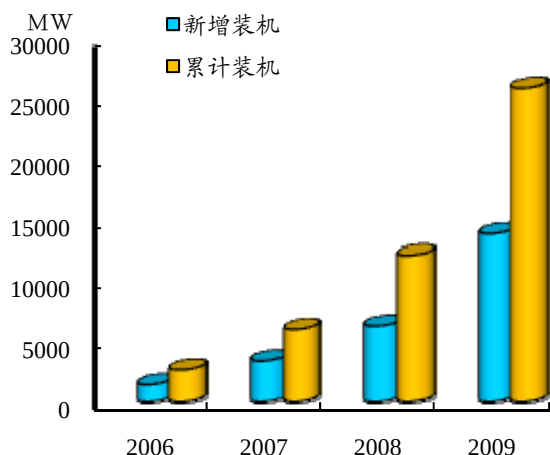
5.2.3. 风电相关设备——享受风电装机加速过程

2009 年中国 (不含台湾省) 新增风电装机 10129 台, 容量 13803.2MW, 年同比增长 124%; 累计风电装机 21581 台, 容量 25805.3MW, 年同比增长 114%。台湾省当年新增风电装机 37 台, 容量 77.9MW; 累计风电装机 227 台, 容量 436.05MW。

中材科技 09 年全年销售叶片约 700 套, 实现销售 8.7 亿, 净利润 1.89

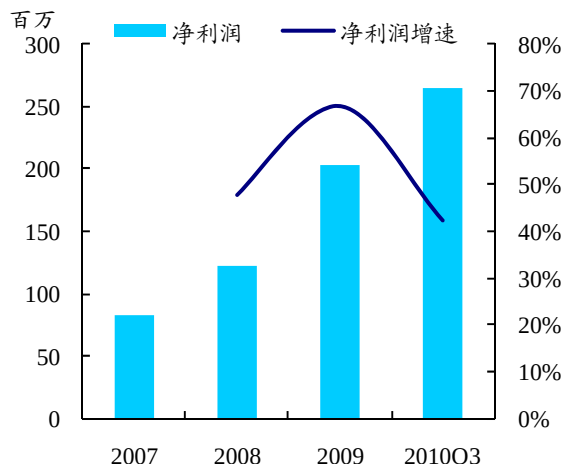
亿，公司已经拿到金风科技 14.56 亿供货合同，10.2 亿华锐供货合同。而 2009 年，中国市场新增装机超过 100MW 的机组制造商 19 家，其中华锐（3495 MW）、金风（2722 MW），二家企业装机容量占 09 年新增装机的 45%。

图 96：我国风电装机情况



数据来源：中国风电协会、国泰君安证券研究

图 97：中材科技净利润及增速



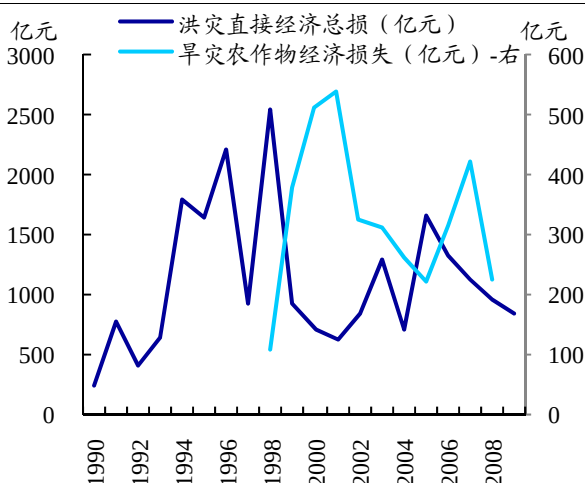
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

5.3. 水利水电设施建材——政策利好，迎来高速发展期

我国水利发展相对滞后是当前和今后一个时期经济社会发展的突出瓶颈，水利建设需要全面提速。“十二五”时期水利投资规模继续保持在较高的水平，同时，进一步优化投资结构，在薄弱环节和关键领域取得突破。

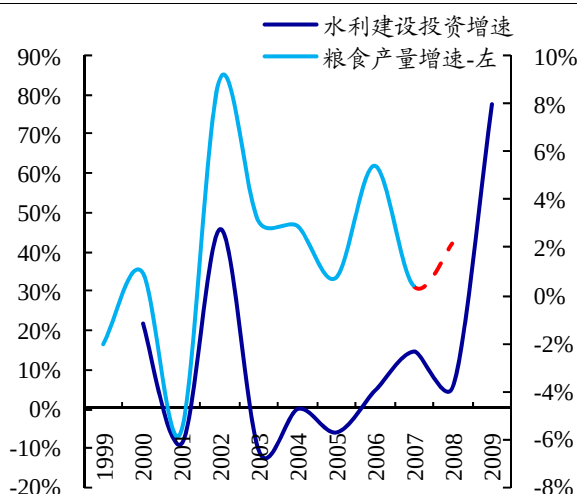
2009 年，我国水利建设投资额为 1427 亿元，水利建设的投资额小于旱涝灾害造成的平均年损失额 1492 亿元。巨大的经济损失与生命安全威胁，昭示建设水利的必要性与经济价值。

图 98：我国洪灾、旱灾经济损失



数据来源：水利部，国泰君安证券研究

图 99：粮食产量(前移 2 年)增速与水利投资增速



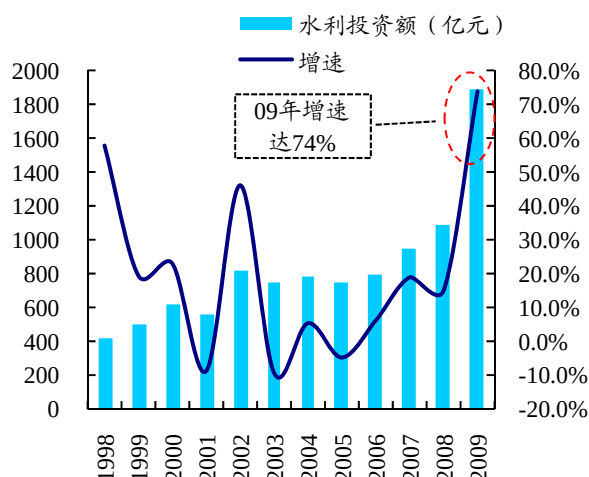
数据来源：水利部，国泰君安证券研究

我国连续七年 1 号文件为关注农业发展，其中加强农村水利等基础设施建设为国家重要战略。从已经公布信息的省份来看，贵州地区“十二五”

期间将构建五大水利保障体系，预计全省水利总投资 222.55 亿元；陕西将投资 104 亿元用于大江大河防洪工程建设。

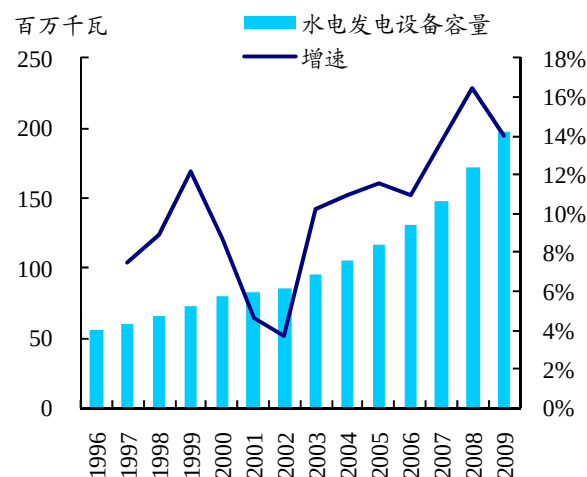
截至 2009 年年底，我国水电总装机容量达到 1.97 亿千瓦，提前完成《可再生能源发展“十一五”规划》中 2010 年达到 1.9 亿千瓦的目标。中国水电工程顾问集团公司副总经理王民浩在日前召开“十二五”能源发展论坛电力分论坛上透露，我国“十二五”水电发展的目标是到 2015 年，水电装机容量将达到 3.1 亿千瓦，200 年将达到 3.8 亿千瓦。

图 100：我国水利建设投资完成额



数据来源：水利部，国泰君安证券研究

图 101：我国水电装机容量及同比增速



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

2010 年南水北调工程计划安排投资 480 亿元，是前 7 年工程投资的总和，投资增速达到 191.8%，建设速度大大加快。东、中线一期工程除个别河湖疏浚等工程外，未开工的主体工程在 2010 年将全部开工建设，为 2014 年中线工程全线通水、缓解北方水资源短缺局面奠定重要基础。

表 14：南水北调分期工程情况

		调水规模 (亿 m ³)	投资额 (亿元)	工期 (年)
东线	一期工程	89	533	5
	二期工程	59	224	3
	三期工程		116	5
中线	一期工程	95	2013	8
	二期工程	90	469	
西线	二期工程		641	
	三期工程	80	1930	

来源：南水北调网，国泰君安证券研究

根据《中国水资源现状评价和供需发展趋势分析》和《中国城市水资源可持续开发利用》报告，全国 666 个城市中，有 400 多个城市供水不足，到 2010 年我国城市人口将增至 5.5 亿，人均用水量为 173 方/年，总缺水量约为 460 亿方；目前农业用水的供需缺口约为 600 亿方，这两项合计达到 1,060 亿方。从水利管道比较来看，美国已使用 PCCP 约 28,000km，其中最大管径达 7600mm，我国距离发达国家还存在较大空间。

表 15:国统股份参与的重大输水项目

项目工程	工程总投资额	使用管道	长度
辽宁大伙房水库输水应急入连工程	40 亿	管道由 PCCP 管、钢管及隧洞等组成	203.04km
山西万家寨引黄工程	48.6 亿(管道合同 5.8 亿)	120km 为 PCCP 输水管线	160km
广州市西江引水工程	50 亿	PCCP 管道	总长 22Km
引额济乌工程	50 亿	PCCP 单线管	7250.03m
和田皮墨垦区引水灌溉工程		PCCP 主干管 35 公里	35 公里
南水北调中线京石段		PCCP 管道 52.4km	全长约 80km

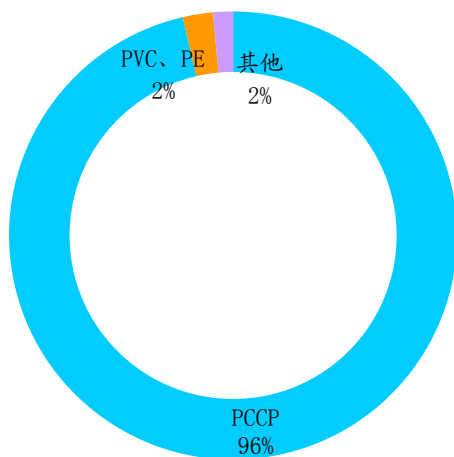
来源：公开资料、国泰君安证券研究

表 16:青龙管业参与的重大输水合同

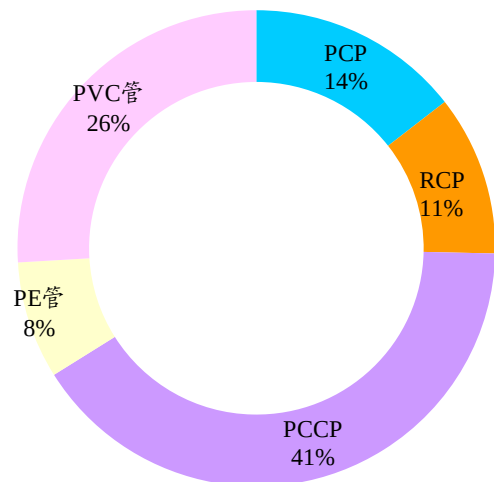
项目工程	合同金额（万元）	使用管道	长度
宁东开发区建设项目	1,441.90	PCCP	8.60km
银川市政建设项目	4,506.23	PCP	27.50km
宁夏扶贫扬黄灌溉一期工程	1,839.45	PCCP 管道	总长 22Km
鄂尔多斯市扎萨克水库-康巴什新区供水工程	5,788.64	PCCP、PCP	43.18Km
宁夏神华煤业建设项目	4,252.51	PCCP	13.82Km
新疆东延供水工程	6,226.20	PCCP	全长约 80km

来源：公开资料、国泰君安证券研究

国统股份与青龙管业是输水管道方面的区域龙头企业，同时也是南水北调工程的主要参与者，2011 年将在国家水利重大战略背景下实现行业跨越式的发展。从微观订单观测看，国统股份今年上半年新接订单 2.5 个亿，去年延至今年有 5 个多亿。

图 102: 国统股份 2010H1 收入结构


数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

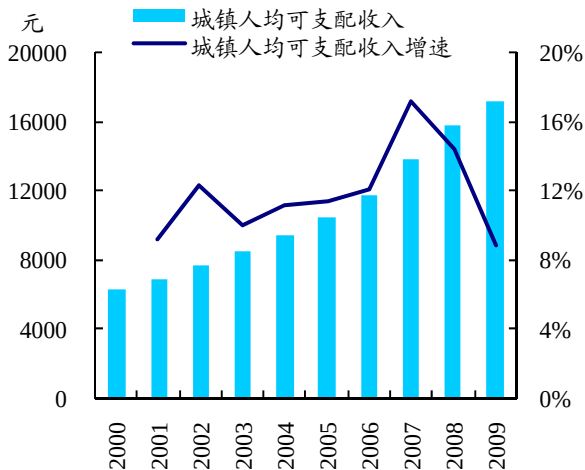
图 103: 2009 年青龙管业收入构成


数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

5.4. 家居建材——受益消费升级与农村水利发展

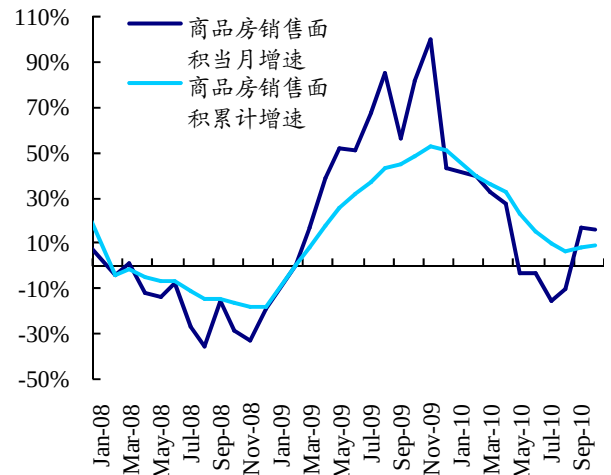
随着我国人均可支配收入的提升以及住宅条件的改善，关于排水、排污用塑料管道将会高速增长，同时实现产品升级的替代。特别是在农村市场，今后 30-40 年内我国城镇居民的比例将提高到 70%，每年将有一千多万人口进入城镇，住宅建设和市政建设的规模空前。

图 104: 我国城镇人均可支配收入



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 105: 我国商品房销售面积增速



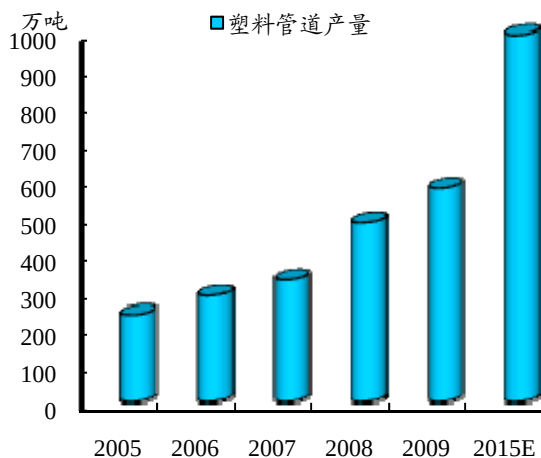
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

塑料管道下游运用, 08 年市政用水管大约占用量总量的 17%, 农用塑料管占 17%, 是塑料管应用的最大领域。农用塑料管主要应用于供水压力管, 保证农村饮用水的安全上, 09 年用量也持续增加。

我国政府大力投资解决农村安全饮用水问题, 原计划到 2020 年解决这个问题, 但是近几年的发展很快, 政府提出 2013 年要全部解决农村饮用水的安全问题。

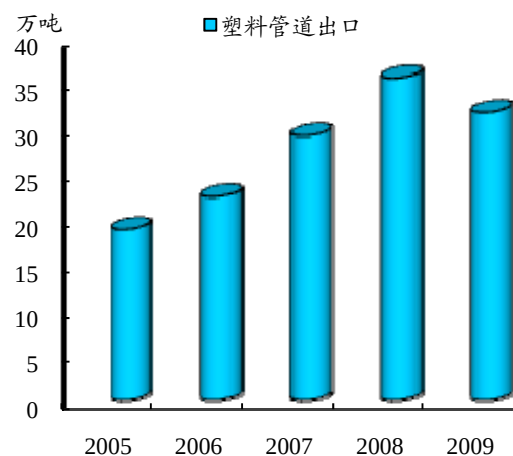
“建材下乡”将是刺激我国塑料管道加速发展的重要因素, 目前塑料管道专委会一直在做一个工作, 希望在建材下乡里能加入塑料管道这一项。

图 106: 我国塑料管道产量



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

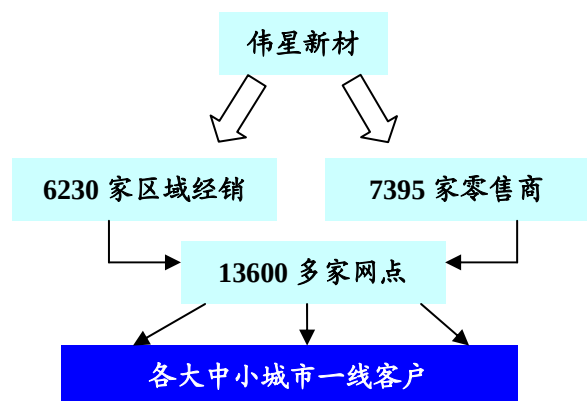
图 107: 我国塑料管道出口



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

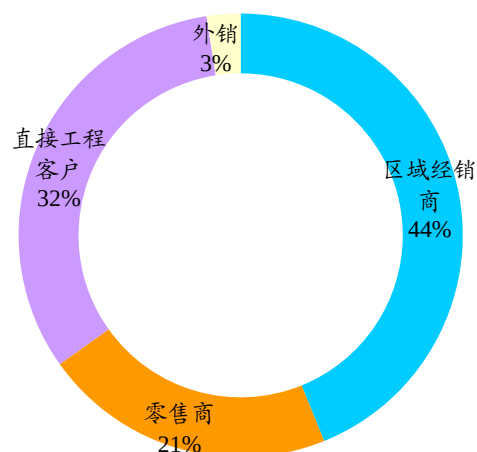
伟星新材是我国塑料管龙头企业, 在 PPR、PE 管的生产与销售商都具有较大影响力。2009 年末, 公司已在全国主要城市设立了 12 家销售子公司、30 多家销售办事处, 专职营销人员近 600 人, 经销网点总家数 (包括公司直接分销零售网点和经销商下级零售网点) 13,600 多家, 覆盖国内各大中城市。

图 108: 伟星新材扁平化直接接近终端的销售方式



数据来源: 国泰君安证券研究

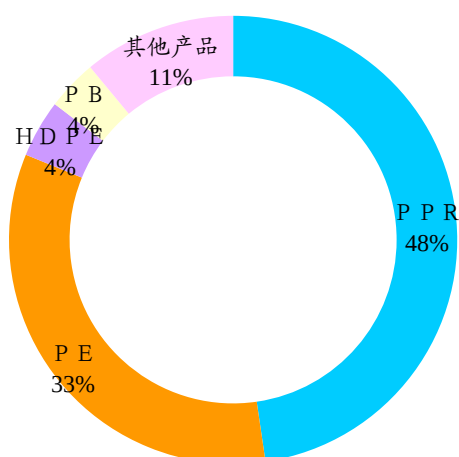
图 109: 伟星新材各种销售方式收入结构



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

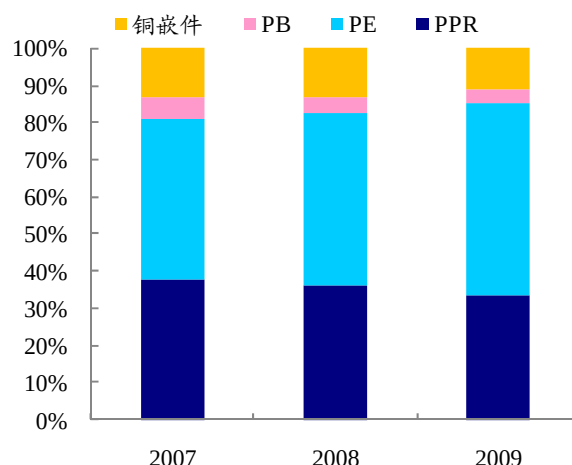
对于终端的把控能力以及产品属于升级类产品的优势将是伟星新材在未来发展的重要保障, 随着城市污水处理、农村水利设施改善的需求越来越好, 伟星将实现高速增长。

图 110: 2010H1 伟星新材收入结构



数据来源: 公开资料国泰君安证券研究

图 111: 伟星新材营业成本原材料构成



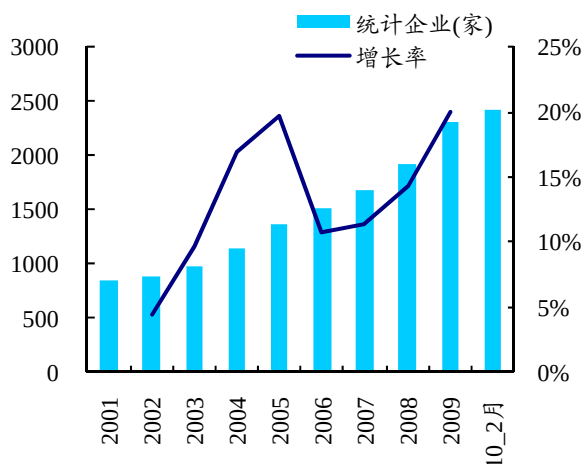
数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

5.5. 耐火材料——行业整合带来竞争格局改变

目前我国耐火材料行业处于完全竞争状态, 生产能力分散, 市场竞争激烈。截至 2008 年底, 我国耐火材料行业主营业务收入 500 万元以上的规模企业约 2,000 家 (包括耐火材料制品企业和原材料企业), 平均年产量不足 2.5 万吨, 其中耐火材料制品企业约 1,500 家, 平均年产量约 1.6 万吨。

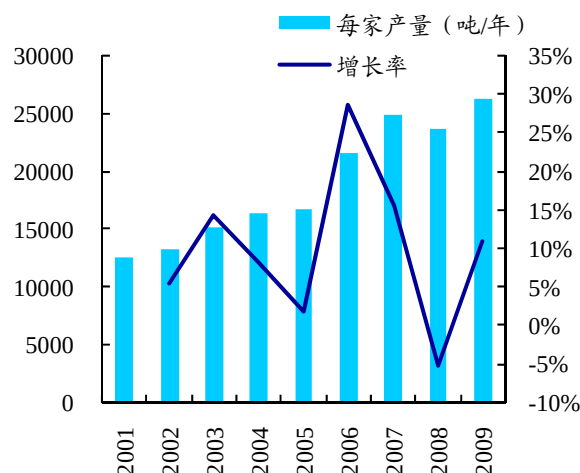
2009 年 9 月 30 日, 国家发改委、工业和信息化部、监察部等十部委联合发布《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》(下文简称“《意见》”), 该意见对耐材的下游行业都提出了整合与节能的要求。

图 112: 耐火材料生产企业家数



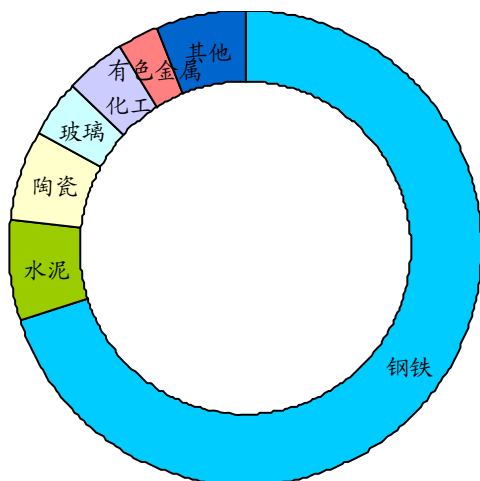
数据来源: 中国风电协会、国泰君安证券研究

图 113: 耐火材料单家产量与增长率



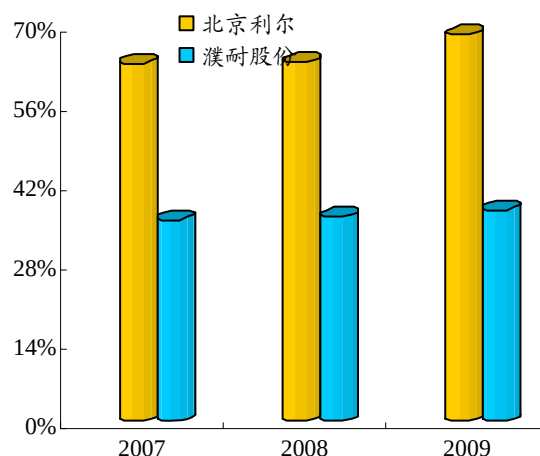
数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

图 114: 耐火材料主要运用于钢铁领域



数据来源: 北方玻璃、国泰君安证券研究

图 115: 整体承包比重提升是未来趋势



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

耐火材料行业中，整体承包盈利高于单销，濮耐股份整体承包收入占37%，利尔整体承包收入占68.4%，均高于行业平均水平。2009年濮耐股份和利尔毛利率为38.7%、40.7%，三项费用率19%、23%，净利润率12%、18%，利润增速22%、48%，利尔盈利好。

《钢铁产业调整与振兴规划》要求三年内前5位集团产能占全国45%以上，判断未来两年钢铁行业整合必将加速，耐材行业整合亦必然加速以短时间内满足下游需求。钢铁集团化整合必然导致其采用整体承包方式控制成本，耐材供应商由七八十家减少至两三家。

表 17: 濮耐股份收购路径

时间	收购方式	收购对象	收购对象介绍
2009-09-28	现金支付	云南昆钢集团耐火材料有限公司	昆钢耐材是昆钢集团的全资子公司，主营耐火材料的生产和销售。
2010-5-5	股份与现金相结合	苏州宝明高温陶瓷有限公司	上海宝明主要生产从事耐火材料制品的研发、生产和销售，客户均为宝钢、武钢、莱钢等大型钢铁企业

2010-7-12	现金支付	焦作贝格耐火材料有限责任公司	贝格公司主要以高铝质耐火材料为主，产品类型主要有：不定形（散装料、预制件、炮泥等）、不烧砖（镁碳砖等）、高铝砖、粘土砖等。
-----------	------	----------------	---

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

表 18: 北京利尔产品市场占有率情况

主要产品	产品类别	市场占有率	行业排名	国内总需求量
中间包干式料及永久衬和包盖浇注料、挡渣墙/坝、稳流器、冲击板	不定形耐火材料、预制件	12%左右	第一	60 万吨
环形加热炉用系列耐火材料	不定形耐火材料	50%左右	第一	2 万吨
透气砖	功能耐火材料	20%左右	第二	16 万套
直接还原铁用耐火材料	不定形耐火材料	70%左右	第一	0.8-1 万吨
钢包镁碳砖、铝镁碳砖、优质尖晶石砖	机压定型耐火材料	2%左右	中等偏上	120 万吨
铁水预处理用脱硫/脱磷喷枪	预制件	10%左右	前列	0.8 万支
硬质陶瓷纤维板	陶瓷纤维	3%左右	前列	1.5 万吨

数据来源：招股意向书，国泰君安证券研究

表 19: 非水泥建材盈利预测

	股价	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	市值(亿元)	评级
南玻 A	21.6	0.68	0.94	31.76	22.98	8.44	448.57	增持
福耀玻璃	11.33	0.88	1.1	12.88	10.30	5.17	226.94	谨慎增持
金晶科技	12.89	0.55	0.93	23.44	13.86	3.21	76.06	谨慎增持
伟星新材	22.13	0.66	0.89	33.53	24.86	3.67	56.10	谨慎增持
栋梁新材	13.37	0.67	0.82	19.95	16.31	3.62	31.82	谨慎增持
国统股份	35.51	0.61	0.85	58.21	41.78	9.64	35.51	谨慎增持
青龙管业	36.77	1.05	1.26	35.02	29.18	10.50	51.32	谨慎增持
濮耐股份	11.14	0.48	0.65	23.21	17.14	7.37	62.60	谨慎增持
北京利尔	45.42	1	1.35	45.42	33.64	15.96	61.32	谨慎增持
中材科技	43.60	1.31	2.44	33.28	17.87	6.89	65.40	谨慎增持
北新建材	15.52	0.7	0.84	22.17	18.48	3.99	89.26	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

张琨:

建材、建筑行业助理研究员，上海财经大学数量经济专业硕士，2010 年加入国泰君安证券。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		