

2010-12-08

建材



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

维持

买入

限电结束价格回落将有限，买入海螺

- ◇ 事件：4 季度我国华东、中南地区水泥价格超预期上涨引致的原因再思考
◇ 潜在催化因素：1 季度华东区域水泥价格跌幅 100 元/吨以内

◆市场分歧主要集中在淡季水泥价格回落幅度

目前时点市场对南部水泥和海螺的分歧主要集中在明年 1 季度淡季限电因素消除，水泥价格回落幅度有多少！我们在 9 月的专题报告《限电事件引发对产能过剩的再思考，建议买入海螺水泥》指出只有在区域供求格局大幅改善条件下，短期限电做供给端减法才能引发产品提价幅度和频率如此超出市场和企业实体预期！基础条件是区域供求格局改善，限电更多为促发剂作用！本文希望能够进一步量化执行限电的“受限”产能规模，从而研究角度提前预判淡季中水泥价格回落幅度。

◆量化研究表明“限电”结束后所释放的产能冲击将有限

逐月统计华东各省今年月度水泥、熟料产量并比较 09 年，江苏熟料产量全年大部表现为同比下降，山东水泥产量自 6 月起同比下降，但两省价格 8 月前基本稳定，可判断限电不是涨价主要因素，更多是伴随大区域供求好转！浙江熟料产量 9 月下降 34.4%，安徽熟料产量 10 月下降 26.3%，支持 9-10 月华东区域各省价格轮换上调。但注意到 1、华东区域除 9 月水泥和熟料同比下降外（-3.2%、-21.4%），10 月已迅速表现为同比增长；2、11 月中旬各地限电政策已放松，企业或明或暗继续增加熟料和水泥产量，产品价格至今仍在持续上涨！综上我们相信支持此轮价格上涨的深层次原因是区域产能不再严重过剩和市场集中度持续提高企业协同效应增强！限电执行只有在区域供求处于微妙平衡时才能促发超预期的产品提价幅度和频率！

◆淡季来临，支持利润回归的深层次原因并未消除，价格回落幅度有限

进入淡季后，限电和需求旺季两个因素消除，但区域供求格局持续改善和市场集中度提高企业协同效应增强这两个基本要素仍然存在；我们对 1 季度产品价格预判：价格会有回落，但回落幅度有限（低于 100 元/吨），华东区域水泥利润 2011 年高增长确定！海螺水泥作为华东龙头企业将充分受益！4 季度以来华东区域水泥价格和吨利润情况不断超出历史记录并快速刷新，我们不能忽视这一景气反转的信号！

◆海螺水泥，华东龙头，买入评级

公司的经营管理能力、成本控制能力、战略布局和市场控制能力无需再多言，就欠缺一个条件：能让市场对其业绩持续增长形成明确预期。而这一条件目前已经具备！短期：4 季业绩同、环比大幅增长的兑现吸引市场眼球，进入淡季华东区域价格回落幅度有限（低于 100 元/吨）如兑现进一步刺激市场对其价值认同；中长期：展望 2011-2012 年，周期品三要素均向好：需求稳定、新增冲击动能持续减弱且供给端减法持续、市场集中度大幅提高企业协同效应增强！公司吨水泥盈利能力持续提高，利润高增长相信是确定性事件！

上调公司盈利预测和目标价：预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.85、2.59、3.12 元，目标价 51.8 元，对应 20 倍 2011 年 PE 水平。如华东区域水泥价格回落幅度如预期在 100 元以内，公司业绩将再次上调。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
600585	海螺水泥	28.80	1.00	1.85	2.59	买入
600801	华新水泥	30.66	1.24	1.21	2.22	买入
000877	天山股份	27.91	0.90	1.50	2.10	买入
600425	青松建化	22.15	0.43	0.62	0.95	买入
000401	冀东水泥	23.51	0.81	1.19	1.56	买入
002233	塔牌集团	15.80	0.54	0.70	0.98	增持
600720	祁连山	17.80	0.86	1.20	1.50	增持
000012	南玻 A	22.41	0.40	0.50	0.60	买入

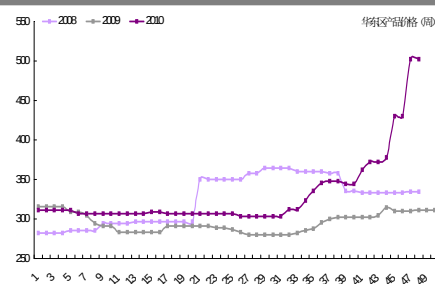
分析师：

陈浩武(执业证书编号：S0930210040003)

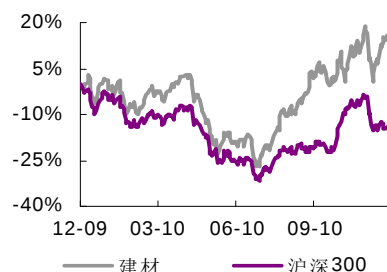
22169050

chenhaowu@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

限电事件引发对产能过剩的再思考，建议买入海螺水泥

..... 2010-09-03

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

敬请参阅最后一页之重要声明。

图表目录

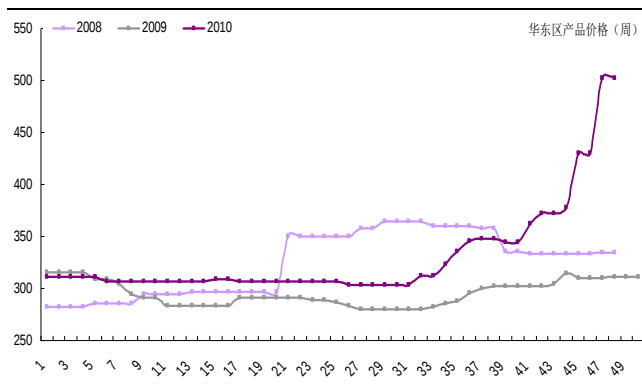
图 1:华东区域水泥价格变化情况-频率: 周	3
图 2:中南区域水泥价格变化情况-频率: 周	3
图 3: 华东区域水泥价格、成本年内分月度运行情况	3
图 4: 中南区域水泥价格、成本年内分月度运行情况	3
图 5:华东区域 2009 年和 2010 年水泥产量分月度比较	5
图 6:华东区域 2009 年和 2010 年熟料产量分月度比较	5
图 7:华东 4 省 2009 年和 2010 年水泥、熟料产量分月度比较	6
图 8:近几年我国水泥行业前十、前十八位企业市场占有率提高程度一览	9
图 9: 2011 年海螺水泥每股收益敏感性测算, 变动指标: 吨毛利、产量	11
表 1: 行业产能过剩的思考-全行业产量足额配置需要 20.5 亿吨产能	8
表 2: 华东区域 2009-2011 年足额配置产能利用率测算	8

业绩高增确定，但估值压抑

8月限电以来南部地区水泥价格轮换上涨。进入12月华东和中南区域水泥价格再次大幅飙升：上海+160元/吨，江苏+100元/吨，浙江+80元/吨，安徽+40元/吨，江西+40元/吨，湖南+30元/吨。目前华东区域市场价格已达到甚至超过西北区域水泥价格，而跟踪水泥主要能源材料煤炭价格基本保持稳定，华东和中南区域水泥行业吨利润不断创出历史记录并快速刷新，南部地区水泥行业和相关公司利润高增长确定性事件！

图 1:华东区域水泥价格变化情况-频率：周

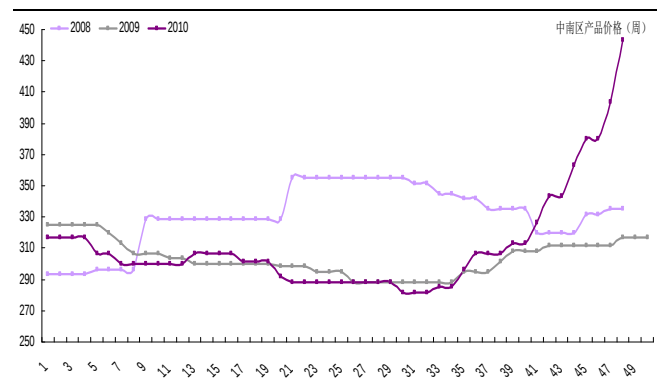
华东区域 8 月至今累计价格涨幅已达到 200 元/吨



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 2:中南区域水泥价格变化情况-频率：周

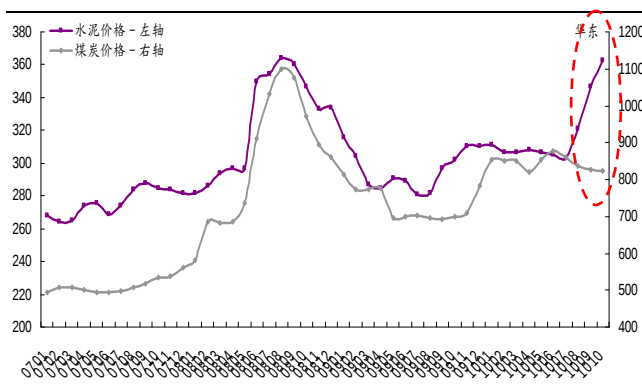
中南区域 8 月至今累计价格涨幅已超过 100 元/吨



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 3: 华东区域水泥价格、成本年内分月度运行情况

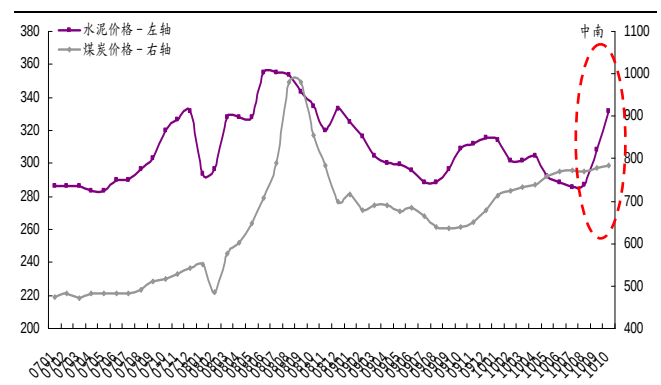
图谱显示，价格上涨成本稳定，行业利润持续环比上升



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 4: 中南区域水泥价格、成本年内分月度运行情况

图谱显示，价格上涨成本稳定，行业利润持续环比上升



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

业绩确定性高增长（同、环比），但行业估值一直被压抑：一般认为4季度价格暴涨的原因是需求旺季和限电执行供给端减法，但紧邻1季度需

求淡季和限电政策取消，而 4 季度南部水泥价格涨幅巨大，那目前受限产能在淡季释放冲击市场导致价格大幅下降；

水泥产品价格淡季回落为行业正常，限电结束后受限产能在淡季释放冲击市场也是确定的，分歧主要在于价格回落幅度在多少！回答这一问题可以分解为两个问题：1、8 月限电政策执行以来华东区域到底有多少产能被“限电”给抑制从而在 1 季度被释放出来冲击市场；2、4 季度南部地区水泥价格上涨的深层次原因；

分解目标 1：多少产能被“限电”抑制

逐条受限产能统计局限于数据的获得我们尚无法给出，但我们可以统计自 8 月限电起分省份、区域和全行业的单月水泥和熟料产量直观了解“受限”产能规模。

统计数据表明，自 8 月起全国十多个省市先后限电，但 8-10 月每月全国水泥产量均在 1.7 亿吨左右，单月同比增幅 10-12%，全行业来看限电引致的产量缩减幅度很小；具体典型省份-浙江，09 年无新增产能投放，今年 9、10 月单月产量同比去年同期下降 80-100 万吨，假定这部分产量为受限产量（里面还含有永久性淘汰的产能），占比不到当月产量的 10%，加之淡季企业会通过安排检修等方式控制库存，小于 10%的产能释放对价格的冲击程度并没有市场预期般严重！

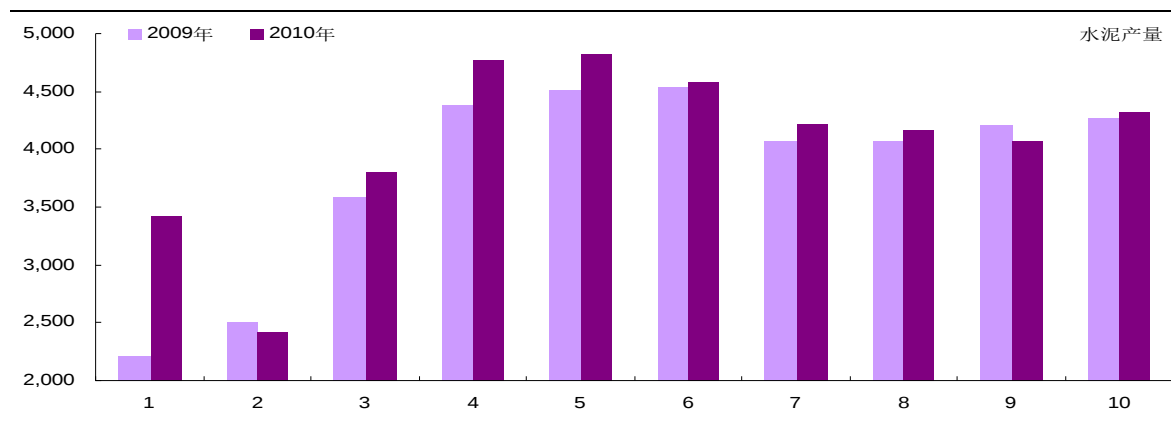
重点关注华东区域 5 省市（上海、浙江、江苏、安徽、山东）的水泥和熟料的月度产量受“限电”政策执行的影响程度！华东 5 省间水泥和熟料的流动较为容易，并与中南区域共同形成一个大区域（长江航运通道的存在）。

逐月统计华东 5 省水泥、熟料产量数据显示：8-10 月单月水泥产量分别为 4164、4072、4318 万吨，同比 09 年同期分别增加 99 万吨、-131 万吨和 48 万吨；8-10 月单月熟料产量分别为 2412、2062、2553 万吨，同比 09 年同期分别增加 32 万吨、-441 万吨和 82 万吨。从数据上可以看出，自 7 月底开始执行限电以来，除 9 月水泥和熟料产量同比下降外（-3.2%、-21.4%），其他月度水泥和熟料产量同比仍有增长！11 月由于我国节能减排任务已基本完成，限电力度减弱，区域水泥和熟料产量同比增长幅度更多。但我们观察到的区域水泥价格仍然逐月大幅上调。因

此从整个华东区域来看，限电做供给端减法引致价格上涨主要体现在 9 月，10 月至今产量同比增长，价格上涨原因中限电因素减弱！

图 5:华东区域 2009 年和 2010 年水泥产量分月度比较

统计显示自 7 月限电以来，华东区域月度水泥产量除 9 月同比下降外，其余月度均表现为同比增长，限电政策对行业供给端减法并非前期预期般大

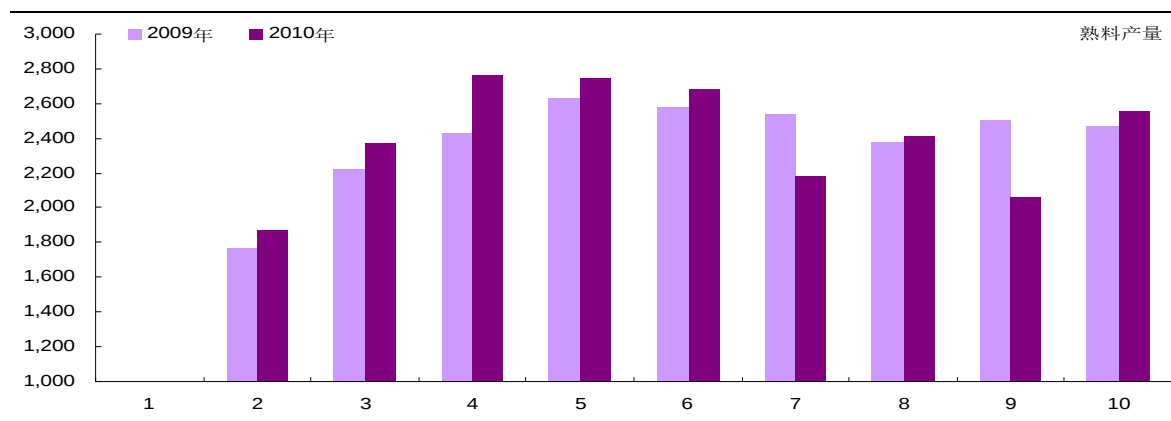


	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009 年	2,218	2,510	3,588	4,388	4,507	4,535	4,063	4,065	4,204	4,270	4,140	4,108
2010 年	3,422	2,411	3,808	4,770	4,817	4,578	4,221	4,164	4,072	4,318		
单月产量比较	1,204	(99)	220	382	311	43	158	99	(131)	48		

资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 6:华东区域 2009 年和 2010 年熟料产量分月度比较

统计显示自 7 月底限电以来，华东区域月度水泥产量除 9 月同比下降较多外，其余月度均表现为同比增长，限电政策对行业供给端减法并非前期预期般大



	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009 年	1,767	2,224	2,430	2,630	2,586	2,541	2,380	2,503	2,471	2,525	2,568	
2010 年	1,868	2,375	2,769	2,747	2,681	2,181	2,412	2,062	2,553			
单月产量比较	0	101	151	339	118	95	(360)	32	(441)	82		

资料来源：数字水泥、光大证券研究所

细部看 4 省（不考虑上海，因其产量小）单月水泥和熟料变化情况：先观察江苏、山东，江苏熟料全年同比下降，山东水泥自 6 月起同比下降，但两省水泥价格 8 月前基本稳定，因此可判断限电不是涨价的主要原因，更多是伴随大区域供求好转！**重点观察浙江、安徽**，浙江受限电影响 9 月水泥和熟料产量分别同比下降 9.8%、34.4%，10 月降幅明显减少；安徽限电 9 月中旬开始加强至 10 月全省范围执行，10 月水泥和熟料产量分别同比下降 15.2%、26.3%！考虑大区域产品流动，9 月、10 月浙江和安徽熟料产量先后大幅下降支持区域供求改善价格提升，但注意到整个区域 10 月水泥和熟料产量均再次同比增长（主要山东熟料、江苏水泥产量增加以及浙江产量降幅明显减少），进入 11 月中旬各地限电政策放松，企业或明或暗增加熟料和水泥产量，但产品价格仍在持续上涨！

11 月华东 4 省水泥和熟料产量数据公布后，我们相信会均表现为同、环比增长，将清晰证明我们的观点：限电执行并非华东和中南区域产品价格持续飙升的真正理由，更多体现促发剂作用！深层次原因是区域产能不再严重过剩和市场集中度持续提高企业协同效应增强！

图 7:华东 4 省 2009 年和 2010 年水泥、熟料产量分月度比较

重点关注浙江和安徽水泥及熟料单月产量比较

江苏		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
水泥	2009 年	721	873	1,119	1,338	1,414	1,405	1,228	1,177	1,171	1,183
	2010 年	1,095	965	1,205	1,507	1,405	1,397	1,431	1,316	1,233	1,339
	单月产量比较	374	92	87	169	(9)	(9)	204	139	62	156
熟料	2009 年		409	537	618	633	593	609	505	513	470
	2010 年		469	514	640	529	490	417	501	412	424
	单月产量比较	0	60	(23)	22	(104)	(103)	(192)	(4)	(101)	(46)
浙江		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
水泥	2009 年	483	424	759	978	1,026	969	901	870	1,032	1,092
	2010 年	912	361	707	1,057	1,066	1,008	856	922	930	1,006
	单月产量比较	429	(64)	(52)	78	40	39	(45)	52	(101)	(86)
熟料	2009 年		267	392	465	504	518	458	398	518	539
	2010 年		187	361	596	577	562	360	390	340	516
	单月产量比较	0	(80)	(30)	131	73	44	(98)	(8)	(178)	(23)
安徽		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
水泥	2009 年	346	363	526	628	648	586	583	627	646	693
	2010 年	571	322	568	703	767	682	685	663	680	588
	单月产量比较	224	(41)	42	76	119	96	102	36	33	(105)

熟料	2009 年	654	723	751	816	737	800	813	822	867	
	2010 年	711	867	851	890	855	850	818	744	639	
	单月产量比较	0	57	143	99	75	118	50	5	(78)	(228)
	山东	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
水泥	2009 年	626	816	1,131	1,379	1,353	1,511	1,283	1,324	1,291	1,239
	2010 年	779	734	1,286	1,442	1,519	1,437	1,204	1,208	1,167	1,323
	单月产量比较	152	(82)	155	63	166	(74)	(79)	(117)	(124)	84
熟料	2009 年		429	559	581	664	723	660	654	639	585
	2010 年		499	629	678	747	771	549	699	561	969
	单月产量比较	0	70	69	96	83	47	(111)	45	(78)	385

资料来源：数字水泥、光大证券研究所

分解目标 2：受限规模有限，涨价深层次原因分析

4 季度以来南部地区水泥价格和吨利润情况不断超出历史记录并快速刷新，已不能仅仅由限电和需求旺季来解释这一现象！我们认为产能不再过剩和市场集中度提高引致企业协同效应增强应为其深层次原因！

1、经过数年市场消化，华东区域产能已不再过剩，未来无新增，供求格局持续改善中

9 月我们专题报告《限电事件引发对产能过剩的再思考，建议买入海螺水泥》中指出我国水泥行业的产能过剩并没有市场想象的那么严重：我国水泥行业具备明显的季节性和低库存特征，决定了行业内企业要完全满足最旺盛需求季节的产品供应就必须配置足够的产能。以 2009 年为例，全行业来看，为保证 16.3 亿吨的全年产量，足额配置产能必须有 20.5 亿吨，产能利用率 80%。产能过剩程度并不是简单的数字 $21-16=5$ 亿吨这么恐怖！华东 5 省 2009 年产量合计 4.71 亿吨，足额配置产能需要 5.44 亿吨，产能利用率 86.51%；

虽然我们没有华东 5 省总产能数据（含落后产能），但并不妨碍对未来两年区域景气持续程度的展望研究！以 2009 年华东区域行业经营情况作为比较基准，结合近两年产能新增情况，合理假设需求增长速度，测算 2010-2011 年产能利用率指标的变化来衡量行业景气转化：2010 年 1-10 月华东区域水泥产量同比增长 6.5%，预计全年增速 6%，假设 2011 年产量自然增长 6%；供给端，09 年华东 5 省新增产能 3008 万吨，10 年至今投产 6 条产线合计产能 1160 万吨，自 09 年 9 月 30 日起，除个别省份外，水泥行业基本没有审批新线；落后产能淘汰方面，2010 年华东

5 省计划淘汰 1637 万吨, 假设 2011 年没有淘汰 (2011 年没有淘汰假设为保守判断, 一般来讲肯定会有淘汰的, 只是目前因为没有数据就假设没有淘汰); 计算结果显示, 华东区域产能利用率从 2009 年的 86% 提高至 2011 年的 100%!

借此模型希求形象说明: 华东区域水泥需求自然增长, 新增供给缓慢 (特别是浙江省近几年无新增产能投放), 落后产能市场化和政策因素持续淘汰出市场, 产能过剩局面已没有当初那么严重! 华东区域内供求格局持续改善中。只有在区域供求存量格局已经大幅改善的条件下, 短期限电做供给端减法才能引发产品价格提价幅度和频率如此超出市场和企业实体的预期! 前提条件是区域供求格局改善!

表 1: 行业产能过剩的思考-全行业产量足额配置需要 20.5 亿吨产能

2009 年		全国	华北	华东	中南	西南	东南	西北	东北
产量 亿吨	1 季度	2.80	0.50	0.83	0.40	0.53	0.31	0.06	0.17
	2 季度	4.53	0.85	1.34	0.51	0.66	0.41	0.19	0.51
	3 季度	4.51	0.88	1.23	0.58	0.66	0.42	0.19	0.55
	4 季度	4.52	0.88	1.25	0.64	0.79	0.49	0.13	0.34
占比 %	1 季度	17.22%	15.99%	17.67%	19.17%	20.17%	19.12%	11.28%	11.06%
	2 季度	27.82%	27.48%	28.53%	24.64%	24.86%	25.16%	32.42%	32.93%
	3 季度	27.68%	28.20%	26.19%	28.26%	24.82%	25.33%	33.28%	35.66%
	4 季度	27.77%	28.30%	26.59%	31.00%	29.76%	29.97%	22.87%	22.05%
全年实际 亿吨		16.29	3.10	4.71	2.07	2.64	1.64	0.57	1.56
最旺单月*12 亿吨		20.44	3.70	5.44	2.61	3.43	2.10	0.80	2.35
产能利用率 %		79.70%	83.82%	86.51%	79.13%	77.16%	78.23%	70.95%	66.07%

资料来源: 光大证券研究所

表 2: 华东区域 2009-2011 年足额配置产能利用率测算

华东	产量 亿吨	新增产能 亿吨	淘汰落后 亿吨	配置产能 亿吨	产能利用率 %
2009	4.71	0.30		5.44	86.51%
2010E	4.99	0.11	0.16	5.38	92.80%
2011E	5.39	0.00		5.38	100.22%

资料来源: 光大证券研究所

2、产业集中度持续提高, 行业景气环比回升过程中锦上添花

需求自然增长, 新增供给缓慢, 落后产能市场化和政策因素持续淘汰出市场, 华东区域内供求格局持续改善中; 这一过程中产业集中度持续提

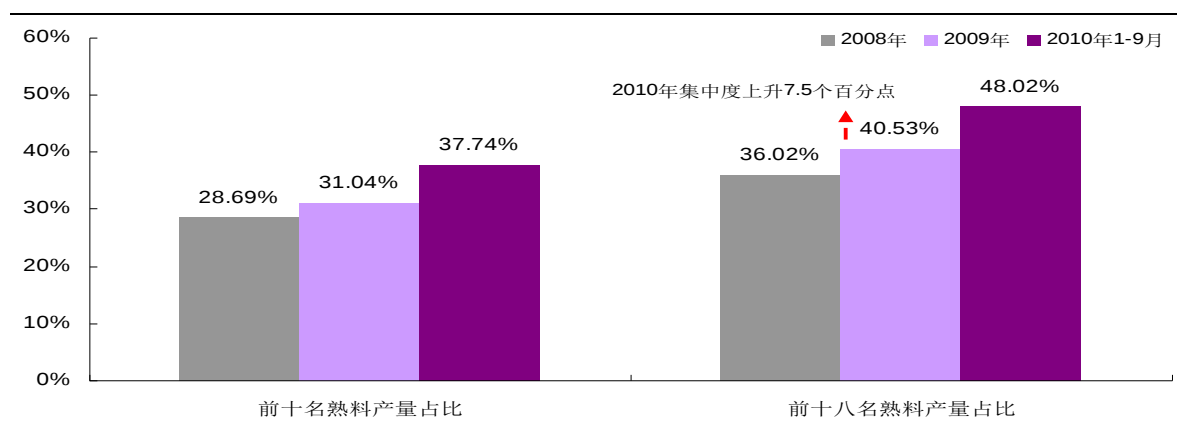
高为行业利润回复锦上添花！

我国水泥行业近几年新增产能投放以大企业为主，统计数据显示 2010 年 1-9 月前十大企业熟料产量占比已经达到 37.74%，较 2009 年提高 6.7 个百分点；前十八名企业熟料产量占比为 48.02%，较 2009 年提高 7.5 个百分点！市场集中度提升幅度远超前几年！

产业集中度提高且进程加速，大企业协同效应进一步稳固，突破行业低利润格局条件具备。

图 8:近几年我国水泥行业前十、前十八位企业市场占有率提高程度一览

图谱显示 2010 年市场集中度提升幅度大且进程加速



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

投资建议：海螺水泥，华东龙头，买入

周期性行业的周期特征是由供给和需求两方面因素共同决定的。需求端受国家和地方政策影响大且对行业景气变化影响敏感，供给端则由于水泥企业根据盈利变化滞后决策，影响相对钝化。但中长期角度看行业周期变化两者的重要性是一致的！行业景气转换的第三维指标是市场集中度，该指标在行业供求格局恶化过程中作用较低，一般无法起到雪中送炭之作用，但在行业供求格局向好过程中将起到锦上添花之作用！

4 季度以来华东区域水泥价格和吨利润情况不断超出历史记录并快速刷新，这已不是仅仅限电和需求旺季能解释的现象！产能不再过剩和市场集中度提高引致企业协同效应增强应为其深层次原因！我们不能忽视这一景气反转的信号！限电事件说明华东区域水泥行业产能过剩情况已没有前两年那么严重，配置产能趋于合理；需求端确实没有西北区域（尤

其是新疆)那么确定增长,但未来几年自然增长是可以预期的;供给端减法通过市场和政府两种手段持续进行;我们有理由合理预期未来该区域行业景气度的持续提升!

目前时点市场分歧在于进入 1 季度淡季华东区域乃至南部地区水泥价格回落多少。综合上面的分析,我们认为进入淡季后,限电和需求旺季两个因素消除,但区域供求格局持续改善和市场集中度提高企业协同效应增强这两个基本要素仍然存在;我们的观点很明确:价格会有回落,但回落幅度有限(低于 100 元/吨),南部水泥利润高增长确定!以浙江为例,4 季度以来水泥价格累计涨幅 200 元/吨,即使回落 100 元/吨,吨利润也会大幅提高!更何况我们测算数据表明限电产能的影响不会大于 10%!预期差的存在使得投资机会呈现!

海螺水泥的经营管理能力、成本控制能力、战略布局和市场控制能力无需我们再过多言,就欠缺一个条件:能让市场对其业绩持续增长形成明确预期。而这一条件目前在我们看来已经具备!短期中 4 季度公司业绩同、环比大幅增长的兑现将吸引市场眼球,进入淡季华东区域价格回落幅度有限(低于 100 元/吨)如如期兑现将进一步刺激市场对其价值认同;中长期,展望 2011-2012 年前景,三要素均向好:需求稳定、新增冲击动能持续减弱且供给端减法持续、市场集中度大幅提高企业协同效应进一步增强!公司吨水泥盈利能力持续提高,利润高增长我们相信是确定性事件!

我们预计海螺水泥 4 季度水泥销量约 3800 万吨,吨毛利 120 元。基于这一假设,上调公司 2010-2012 年盈利预测!预计 2010-2012 年公司实现归属母公司净利润分别为 65.81、91.43、110.23 亿元,同比增长 85.68%、38.93%、20.06%;预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.85 元、2.59 元、3.12 元。核心假设:2011 年公司销量同比增长 15%,吨毛利提高 10 元。

上调目标价至 51.80 元,对应 20 倍 2011 年 PE 水平,维持“买入”评级!

业绩敏感性测算

测度公司业绩敏感源,主要指标产量增速、吨毛利。结果显示公司业绩对吨毛利变动敏感:吨毛利每提高 5 元,EPS 增加 0.22-0.24 元。如果

明年 1 季度南部地区，特别是华东区域，水泥价格回落幅度如我们预期一般在 100 元以内，公司业绩上调概率高！我们现在预测模型的核心假设仅是销量增长 15%，吨毛利提高 10 元/吨。

图 9：2011 年海螺水泥每股收益敏感性测算，变动指标：吨毛利、产量

EPS 敏感性测算		吨毛利变动					
		-5	0	5	10	15	20
产量增速	12.50%	1.88	2.10	2.32	2.54	2.75	2.97
	15.00%	1.92	2.14	2.37	2.59	2.82	3.04
	17.50%	1.96	2.19	2.42	2.65	2.88	3.10
	20.00%	2.00	2.24	2.47	2.70	2.94	3.17
	22.50%	2.05	2.28	2.52	2.76	3.00	3.24
	25.00%	2.09	2.33	2.57	2.82	3.06	3.30

资料来源：光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通 A (百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
600585	海螺水泥	2666	28.80	51.80	1.00	1.85	2.59	28.7	15.6	11.1	3.54	2.89	2.48	买入	买入
600801	华新水泥	97	30.66	35.60	1.24	1.21	2.22	24.7	25.3	13.8	2.72	2.49	2.17	买入	买入
000877	天山股份	309	27.91	42.00	0.90	1.50	2.10	30.9	18.6	13.3	7.83	3.18	2.70	买入	买入
600425	青松建化	479	22.15	23.75	0.43	0.62	0.95	51.3	35.5	23.3	7.05	4.24	3.82	买入	买入
000401	冀东水泥	1212	23.51	24.00	0.81	1.19	1.56	29.0	19.8	15.1	4.26	3.51	2.96	买入	买入
002233	塔牌集团	120	15.80	14.00	0.54	0.70	0.98	29.4	22.6	16.1	3.29	2.90	2.49	增持	增持
600720	祁连山	475	17.80	20.00	0.86	1.20	1.50	20.7	14.8	11.9	4.00	3.56	2.93	增持	增持
000012	南玻 A	1274	22.41	12.50	0.40	0.50	0.60	55.9	44.8	37.3	8.76	6.95	5.90	买入	买入

资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

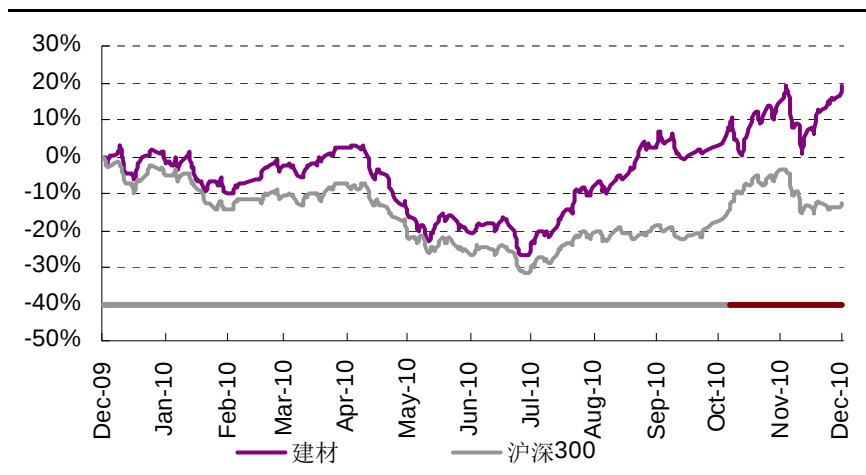
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

建材

分析师：陈浩武



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-10-12	买入
2010-10-13	买入
2010-10-17	买入
2010-10-18	买入
2010-10-25	买入
2010-11-08	买入
2010-11-22	买入
2010-11-29	买入
2010-11-30	买入
2010-12-06	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。