

建材行业

2010 年 12 月 20 日

年初至今建材行业走势图



相关研究:

《建材行业 2010 年四季度投资策略: 以区域投资和并购整合为本》;

《建材行业 2010 年下半年投资策略: 关注结构性投资机会》;

《建材行业 2010 年投资策略: 机遇与挑战并存》;

《建材行业 2009 年投资策略: 寻找确定性增长的企业》;

《建材行业月报: 景气回升 渐入佳境》;

分析师: 赵红

执业证书编号: S0760209090156

电话: 010-82190392

邮箱: zhaohong@sxzq.com

联系人: 张小玲

电话: 0351-8686990

邮箱: sxzqyjfb@i618.com.cn

孟军

邮箱: mengjun@sxzq.com

电话: 010-82190365

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

建材行业 2011 年度投资策略——供需与政策给力，2011 不乏亮点

评级: 看好

投资要点:

- **积极财政政策为行业提供有利的宏观环境。**水泥是典型的投资拉动型行业，宏观调控政策与水泥需求变化关系密切，积极的财政政策对于水泥行业而言是明显受益的。日前召开的中央经济工作会议已明确明年的宏观调控政策将继续实施积极的财政政策，我们认为水泥行业面临的整个大环境是比较有利的，预计明年水泥需求增速区间：9.96%-13.69%。
- **我们认为明年水泥行业基本面情况无论是需求端还是供给端均有亮点：**①需求侧：保障住房建设全面加速，所占比重越来越高，完全可以弥补商品房投资下降的风险，预计明年将贡献 2.7 个百分点水泥需求增速，另外，房地产调控政策未导致房价明显下降，商品房购房有回暖迹象，商品房开发投资也有上升的可能性；在基础设施方面，“十二五”高铁将是优先发展的战略性新兴产业，2011 年贡献 5-6 个水泥需求增速，同时水利建设和城市轨道交通也将迎来黄金发展期，为水泥行业提供新的需求增长点；②供给侧：我们预计今年新增产能约 2 亿吨，明年将减少至 1 亿吨，考虑到落后产能淘汰，今年将是行业净新增产能的最后一年，明年水泥净新增产能为负，供给环境非常乐观。
- **明年水泥价格将保持平稳 预计吨毛利提高至 70 元。**今年以来物价上涨的焦点不仅只跟食品、消费有关，自三季度至今水泥价格上涨幅度超过所有人预期。全国水泥平均价格从 7 月的 336.25 元/吨上涨到 12 月的 413.67 元/吨，涨幅 23.02%。我们认为在煤炭成本变化不大、需求上涨和新增供给萎缩前提下，目前水泥价格已达到高位，明年水泥价格维持平稳可能性大，平均价格在 370 左右，吨毛利 60-70 元。
- **政策给力，行业整合时机已经成熟。**国务院办公厅发布的《国务院关于促进企业兼并重组的意见》和日前今工信部出台的《水泥行业准入条件》，均提出鼓励现有水泥企业兼并重组，调整产业结构和提高行业集中度。在新建生产线很难情况下，企业提高水泥产能方式由新建转为并购为主，我们认为企业之间并购重组时机已经成熟，并购主体由以前大型央企为主变为央企+地方区域水泥龙头共同参与。
- **玻璃：深加工玻璃前景看好，low-e 中空玻璃、超白玻璃、安防玻璃特色鲜明。**我国的玻璃深加工率已经从 2001 年的 16% 增加到目前的 30% 左右，但与国外发达国家 55% 以上的深加工率相比仍有很大差距，因此，未来发展前景还是非常广阔。在玻璃深加工领域，我们比较看好的是 low-e 中空玻璃、超白玻璃、安防玻璃。
- **投资策略。**综合分析我们给予水泥行业“看好”评级，在上市公司选择上，我们认为可以遵循：①关注明年业绩弹性较大的中、东部水泥股：海螺水泥、江西水泥、华新水泥、塔牌集团等。②收购整合是长期主线，将贯穿整个“十二五”。我们认为水泥上市公司均有可能参与并购，只是目前来看资金实力较强的上市公司将走在前列，比如海螺水泥、冀东水泥、亚泰集团、华新水泥、青松建化、天山股份和祁连山。③关注未来需求增长较快的西部区域性主题。建议关注上市公司天山股份、青松建化、祁连山、冀东水泥等。玻璃行业建议以关注个股为主，如南玻 A（超白压延玻璃+太阳能电池组件+节能玻璃）、金晶科技（超白玻璃+low-e 中空玻璃（增发项目））、中航三鑫（超白玻璃++low-e 中空玻璃）、金刚玻璃（防火、防爆玻璃+BIPV）。其他子行业：我们看好北新建材、东方雨虹等。

目 录

水泥行业	5
过去 10-20 年行业发展状况	5
2011 年保障住房+水利+城市交通 给力 2011 年	9
看点 1: 保障住房建设全面加速 2011 年贡献 2.7 个百分点水泥需求增速	9
看点 2: “十二五”高铁将是优先发展的战略性新兴产业 2011 年贡献 5-6 个水泥需求增速	13
看点 3: 低碳+高效 城市轨道交通将迎来高速发展时期	15
看点 4: 十二五将迎来水利黄金期	17
供给端: 政策效应显现水泥投资急刹车 乐观看待明年供给环境	18
明年水泥价格将保持平稳 预计吨毛利提高至 70 元	21
政策给力行业整合时机成熟 “十二五”集中度进一步提高	25
玻璃: 深加工玻璃前景看好 low-e 中空玻璃、超白玻璃、安防玻璃特色鲜明	29
Low-e 中空玻璃: 最理想的节能建筑门窗材料	34
超白玻璃: 高贵品质, 充分受益光伏产业	35
安防玻璃: 安全建筑的生命之窗	37
投资策略	39
重点上市公司推荐	41
冀东水泥: 收购或将加快, 具备高成长性	41
祁连山: 高毛利率可持续 期待资产整合	43
天山股份: 受益新疆振兴规划盛宴 长期估值水平提升	44
江西水泥——明年确定高增长的区域水泥龙头	45
南玻: 完整的太阳能产业链和快速增长的 low-e 节能玻璃	46
北新建材: 加速扩张的绿色朝阳产业龙头	46

图表目录

图：人均水泥消费量和城镇化率加快提升	5
图：水泥产量及增速变化	6
图： 新型干法工艺和占全球比重逐年提高	6
图：日产 4000 吨的单线规模占到一半以上	6
图：近几年新型干法平均日产规模变化	6
图：2009 年底全国熟料生产能力分布图（单位：万吨）	7
图：中国前十大企业集中度在不断提高	8
图：宏观调控政策与水泥产量变化关系密切	10
图：每年CPI走势变化	10
图：商品房销售面积变化	11
图：房地产开发投资及增速变化	11
图：商品房销售面积变化	11
图：2000-2009 年经适房、商品房新开工面积比较（单位：万平米）	12
图：1999-2009 年商品房和经适房竣工套数比较（单位：万套）	12
图：上海“十二五”住房建设规划中，保障房面积占到一半	13
图：“九五”以来铁路投资额变化（单位：亿元）	14
图：2009 年中国高铁与其他国家比较（单位：公里）	14
图：城市道交通与其他公共交通每小时运量相比优势明显（每小时人次）	15
图：我国主要大城市平均拥堵成本和拥堵时间	15
图：地铁、高架和轻轨每公里建设成本比较	16
图：未来 10 年我国城市轨道交运营里程CAGR达到 22%（单位：公里）	16
图：多数年份水利投资增速低于固定资产	17
图：水利投资远低于铁路和公路投资	17
图：2007-2009 年因洪涝灾害发生的经济损失和死亡人数	18
图：2010 年水泥投资增速已明显下降	19
图：分地区水泥投资增速比较	19
图：年新增产能逐步下降（单位：亿吨）	19
图：2009 年各省市新增熟料日产能（单位：吨）	20
图：2010 水泥价格与 2009 年对比	21
图：今年 7 月以来水泥价格涨幅比较：长三角地区涨幅在 50%-100%	22
图：山西大同坑口煤变化	22
图：秦皇岛山西优混价格变化	22
图：价格上涨 7 个省市城镇固定资产投资增速变化	24
图：吨销售价格和吨毛利变化	24
图：前 10 大水泥企业市场集中度与毛利率预测	27
图：西北水泥市场格局分布图	27
图：西南水泥市场格局分布图	27
图：华北水泥市场格局分布图	28
图：东北水泥市场格局分布图	28

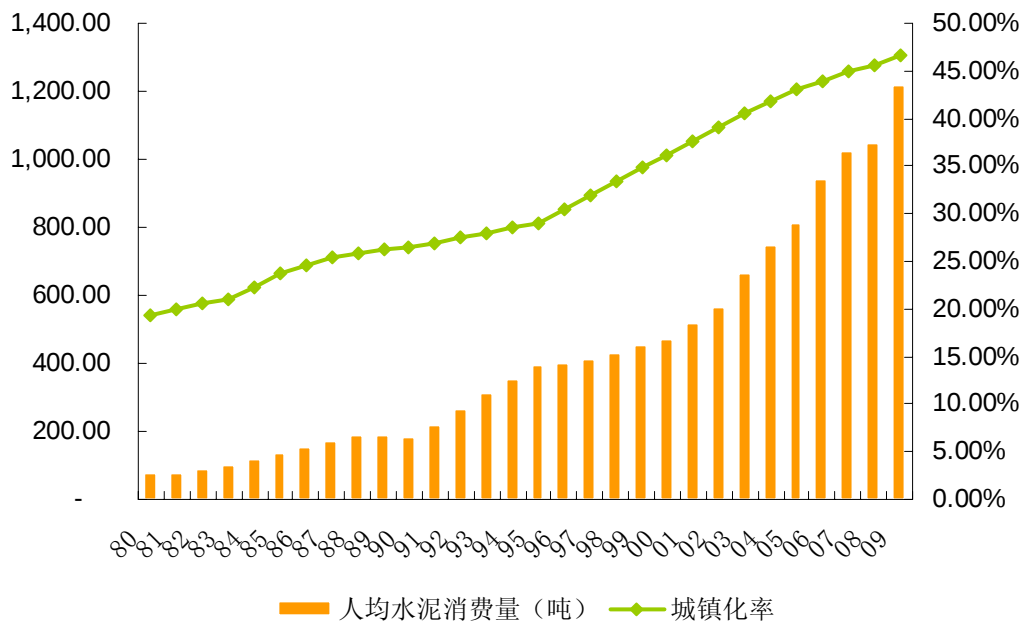
图：华南水泥市场格局分布图	28
图：华东水泥市场格局分布图	28
图：华中水泥市场格局分布图	29
图：上市公司资金实力和资产负债率比较（2010 年前三季度）	29
图：平板玻璃不同工艺产量占比（2009 年）	30
图：2001-2009 年平板玻璃产量及增速变化	30
图：平板玻璃与房屋施工面积比较	31
图：平板玻璃出口量与增速变化	31
图：平板玻璃行业与玻璃上市公司毛利率变化	31
图：重点联系玻璃企业销量及增速变化	31
图：浮法玻璃和普通平板玻璃价格走势	32
图：主要原燃料纯碱和重油价格走势	32
图：浮法玻璃产能及增速比较	33
图：玻璃产业构成图	33
图：平板玻璃与深加工玻璃增速比较	34
图：玻璃深加工率与发达国家仍有差距	34
图：中国与国外发达国家low-e中空玻璃普及率比较	35
图：国内low-e玻璃用量变化	35
图：每MW晶硅电池和薄膜电池超白玻璃用量比较	36
图：全球光伏发电装机容量及增速（单位：MW）.....	36
图：截至 2009 年底各国光伏装机容量(单位：MW)	36
图：国内装机容量及增速（单位：MW）.....	37
图：我国高端防火玻璃市场需求预测	38
图：水泥行业与上证综合指数走势对比	39
图：水泥行业PE走势变化.....	40
图：水泥板块 2010 年PE居较低.....	40
图：玻璃行业PE走势变化.....	41
图：玻璃行业与大盘走势对比	41
图：冀东水泥已投产和在建生产线布局	42
图：公司水泥产能和产量预计	43
图：目前资产负债率较高，定向增发后有望降低	43
图：祁连山已投产和在建生产线布局	44
图：“十五”、“十一五”新疆固定资产增速低于全国平均水平.....	45
表：2009 年全国大型企业新型干法熟料产能（单位：万吨）	8
表：2011 年水泥增速敏感性测算	10
表：未来 5-10 年城市轨道交通队水泥需求用量测算	16
表：2011 和 2012 年净新增产能将为负值（单位：亿吨）	20
表：价格涨幅较高的省市水泥产量、用电增速下降	23
表：近期行业并购案例	25
表：我国主要浮法玻璃生产线地区分布（2009）	30
表：重点公司盈利预测和评级	47

水泥行业

过去 10-20 年行业发展状况

水泥行业是国家经济发展建设的基础产业之一，是城镇化建设和工业化推进过程中必不可少的建筑材料，与国民经济发展密切相关。自 1980 年以来，中国的城镇化进程在不断加快，据中国科学院的一项研究显示，在城镇化率从 20% 提高到 40% 这个过程中，英国经历了 120 年，法国经历了 100 年，德国经历了 80 年，美国经历了 40 年，前苏联和日本分别经历了 30 年，而中国仅用了 22 年（1981 年-2003 年）。同时人均水泥消费量从 81 年的仅 80 公斤增加到 2009 年的 1220 公斤，增长 15.17 倍。在 08 年底 4 万亿投资带动下，2009 年水泥产量达到 16.3 亿吨，所占全球水泥产量的比重提高到 55%，从 85 年起已连续 24 年成为全球第一大水泥消费国家。

图：人均水泥消费量和城镇化率加快提升

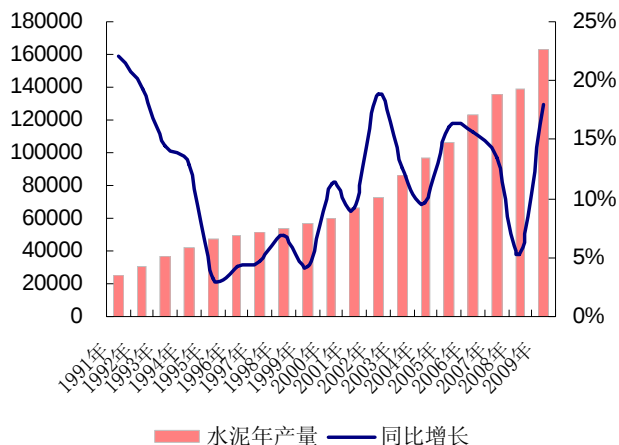


资料来源：wind 资讯，山西证券研究所

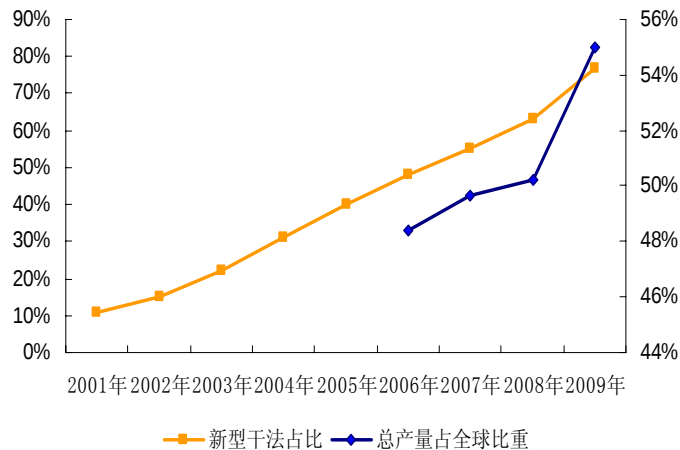
在生产工艺上，2009 年新型干法占比提高到 72.25%。2000 年以来水泥从短缺转为相对过剩，产业结构调整取代速度增长成为产业发展的主流方向，新型干法水泥生产线的大型化有利于提高能源利用率，有利于降低污染物排放水平。新型干法工艺占比从 2001 年的仅有 11% 提高到 2009 年的 72.25%。2009 年末全国水泥熟料生产能力 13.88 亿吨，比上年增加 9 395 万吨；其中新型干法熟料能力 9.61 亿吨，比上年增加 1.47 亿吨，全年运营的新型干法熟料生产线 1 017 条，比上年增加 104

条；其它熟料能力 4.26 亿吨，比上年减少 5 287 万吨。

图：水泥产量及增速变化



图：新型干法工艺和占全球比重逐年提高

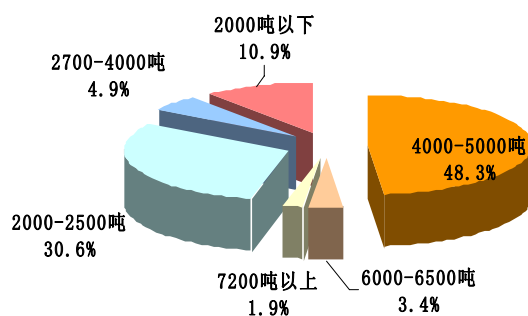


资料来源：wind 资讯，山西证券研究所

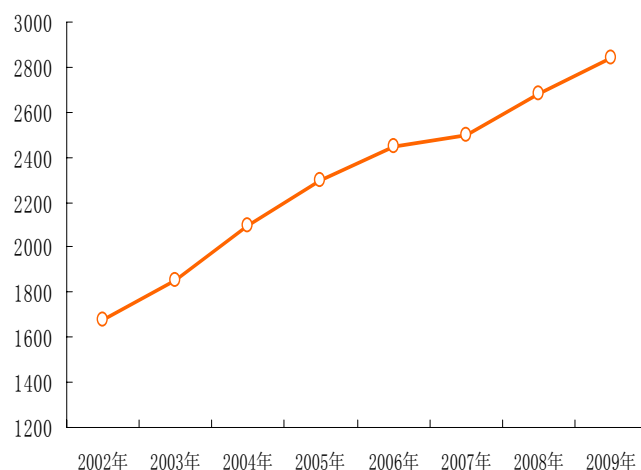
资料来源：DC，山西证券研究所

日产 4000 吨以上的单线规模占到半壁江山。2002 年日产 2 500 吨以下生产线能力占新型干法熟料生产能力 75%，日产 4 000 吨以上生产线只有 18 条，生产能力只占新型干法熟料生产能力 21%。经过近几年发展，单线的日产规模不断增加，2009 年日产 4 000 吨以上生产线增加到 316 条，在新型干法熟料生产能力中的比重达到 53.57%。

图：日产 4000 吨的单线规模占到一半以上



图：近几年新型干法平均日产规模变化

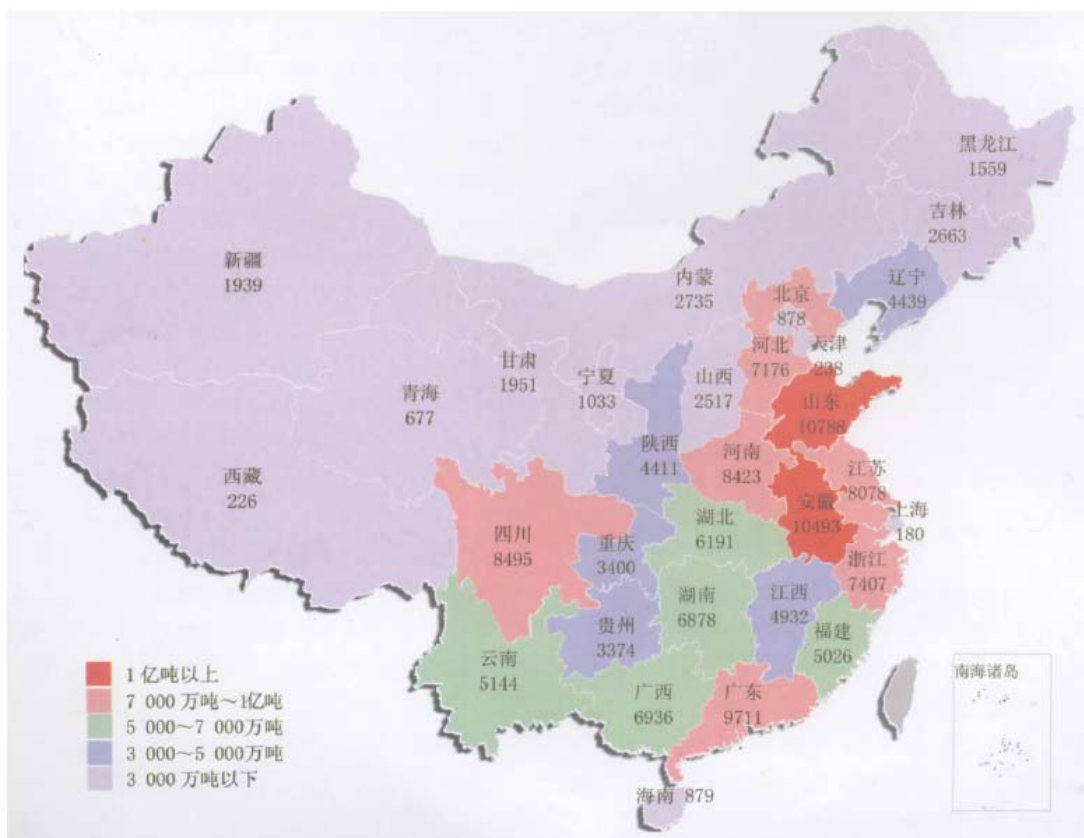


资料来源：中国建材，山西证券研究所

资料来源：中国建材，山西证券研究所

水泥工业重心逐渐向中西部转移。“十五”期间水泥投资高峰中，东部地区投资占全部水泥投资额的 49.42%，到“十一五”，水泥需求增长主要来自中西部地区，因而东部水泥投资占比迅速下降，尤其是 4 万亿投资带动下。2009 年全年投产 131 条水泥新型干法生产线中，中西部地区占 110 条，生产能力占全国新型干法新增能力 81%。2009 年底，全国 13.88 亿吨水泥熟料生产能力中，东中西部地区各占 39.49%、31.46%和 29.05%。我们预计伴随东部产业向中西部转移过程，以及在中西部基础设施落后和国家对中西部出台发展战略规划背景下，中西部水泥将向熟料流出地区变为流入地区，本地化需求占比将继续提高。

图：2009 年底全国熟料生产能力分布图（单位：万吨）

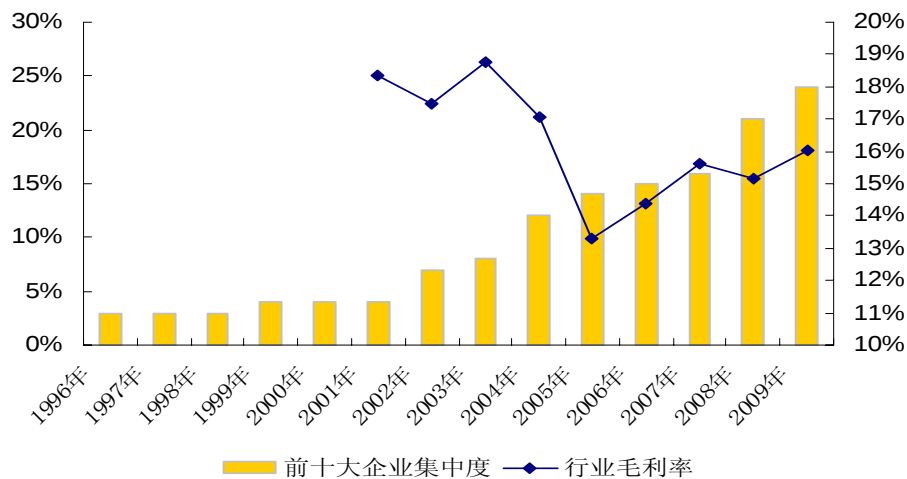


资料来源：中国水泥，山西证券研究所

行业集中度和行业盈利水平不断改善。2009 年底我国水泥企业有 5103 家，新型干法熟料产能 400 万吨以上的只有 32 家，熟料产能 6.2 亿吨，占全国 13.88 亿吨水泥产能的 44%，其中前 10 家企业的市场份额占到 24%左右，比 1996 年不到 3%的市场份额提高了 21 个百分点。与世界通行标准和发达国家相比，CR10(前 10 家企业)集中度已经达到了 80%，即使跟全球第二大水泥消费国印度比较（CR10>80%），我国水泥行业仍是低集中度行业。2000 年至今，行业利润较好的时期是在十五初期，2005 年水泥投资过快、市场供过于求严重，盈利水平明显下降，而后随着行业集中

度提高,行业盈利水平也在不断改善,2005-2009 年全行业毛利率由 13%提到 16.04%。

图：中国前十大企业集中度在不断提高



资料来源：中国水泥，山西证券研究所

表：2009 年全国大型企业新型干法熟料产能（单位：万吨）

地区	华北	东北	长三角	华中	华南	西南	西北	江西	山东	累计	占全国比重
熟料产能	10772	7120	24453	17657	13892	13272	7962	3799	7127	106054	56.99%
占全国比重	10.16%	6.71%	23.06%	16.65%	13.10%	12.51%	7.51%	3.58%	6.72%	1	56.99%
海螺水泥			6513	682	1876	279	171	324		9845	9.28%
南方水泥			5882	1490				815		8187	7.72%
中联水泥	584		689	1023					2165	4461	4.21%
冀东水泥	2404	494		171			1006			4075	3.84%
中材集团			597	426	512		2189			3724	3.51%
华新集团			228	2479		375				3082	2.91%
台湾水泥		171	426		2319	150				3066	2.89%
山水集团		672							2087	2759	2.60%
天瑞集团		512		1961						2473	2.33%
华润水泥					2251					2251	2.12%
金隅水泥	1818	126								1944	1.83%
红狮水泥			853		341	180		341		1715	1.62%
拉法基瑞安						1592				1592	1.50%
葛洲坝水泥				1115						1115	1.05%
溧阳金峰			1108							1108	1.04%
亚泰水泥		1023								1023	0.96%
亚洲水泥				143		286		430		859	0.81%

北方水泥		842							842	0.79%
同力水泥				835					835	0.79%
塔牌集团					767				767	0.72%
峨胜水泥						767			767	0.72%
湖北京兰				675					675	0.64%
常州盘固			665						665	0.63%
福建水泥					546				546	0.51%
蒙西水泥	529								529	0.50%
上峰水泥			512						512	0.48%
尧柏水泥							512		512	0.48%
声威集团							512		512	0.48%
青松建化							443		443	0.42%
昆钢嘉华						443			443	0.42%
越秀集团					423				423	0.40%
万年青水泥								409	409	0.39%

资料来源：DC, 山西证券研究所

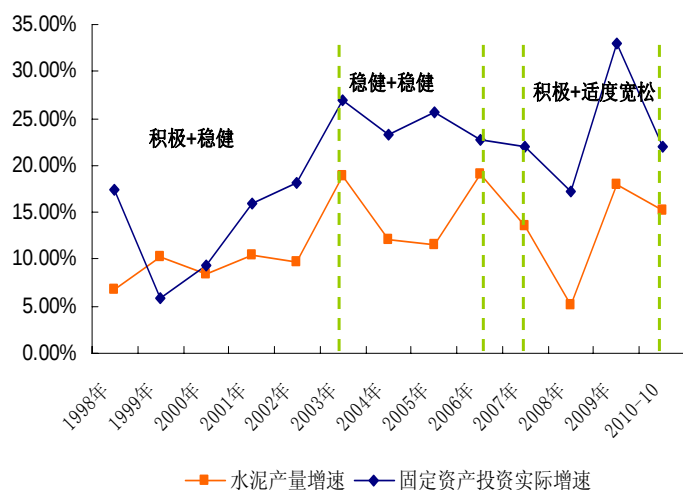
2011 年保障住房+水利+城市交通 给力 2011 年

看点 1: 保障住房建设全面加速 2011 年贡献 2.7 个百

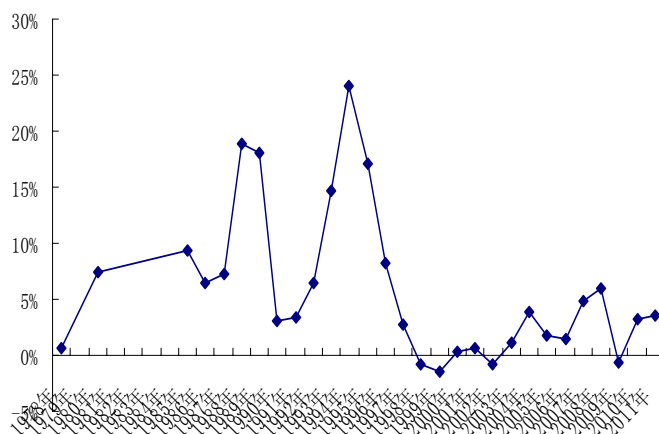
分点水泥需求增速

水泥是典型的投资拉动型行业，宏观调控政策与水泥需求变化关系密切，积极的财政政策对于水泥行业而言是明显受益的。1998-2003 年连续 6 年的积极财政政策，水泥产量增速由 6.8% 上升到 18.91%，2004 年-2007 年 5 年的稳健政策，水泥产量增速变化不大，而 2008 年金融危机爆发后，财政政策又恢复为积极性政策，尤其是 4 万亿投资计划推出，水泥产量增速由 5.2% 增加到 2009 年的 17.9%、今年前 10 月的 15.23%。日前召开的中央经济工作会议已明确明年的宏观调控政策将继续实施积极的财政政策，水泥行业面临的整个大环境还是比较有利的。我们宏观研究员认为明年城镇固定资产投资增速为 22% 左右。

图：宏观调控政策与水泥产量变化关系密切



图：每年 CPI 走势变化



注：固定资产投资实际增速=名义增速-固定资产投资价格指数

资料来源：WIND,山西证券研究所

资料来源：WIND,山西证券研究所

我们根据每亿元投资的水泥消耗系数来测算明年水泥需求增速，主要由于①每年消耗系数均呈现 0.2-0.3 均匀下降；②水泥跟城镇固定资产相关性较高。预计明年水泥需求增速区间：9.96%-13.69%。

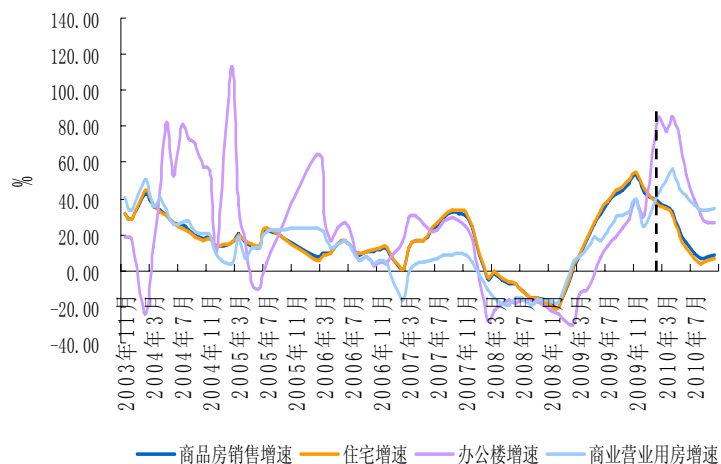
表：2011 年水泥增速敏感性测算

固定资产 投资增速	消耗系数					
	0.7	0.72	0.74	0.76	0.78	0.8
16%	2.25%	5.17%	8.01%	11.02%	13.94%	16.86%
18%	4.02%	6.99%	9.96%	12.93%	15.90%	18.88%
20%	5.78%	8.80%	11.82%	14.85%	17.87%	20.89%
22%	7.54%	10.61%	13.69%	16.76%	19.83%	22.90%
24%	9.31%	12.43%	15.55%	18.67%	21.80%	24.92%

今年 1-10 月商品房销售 7.24 亿平米，同比增长 9.1%，增速比去年同期下降 35.3 个百分点；1-10 月房地产投资 3.8 亿元，同比增长 36.5%，比去年同期加快 20.1 个百分点；今年前 10 月北京、上海、广州、天津、杭州等一线城市商品房成交量上看，5 月和 10 月商品房成交面积均不同程度下降，从数据上看，今年出台的房地产调控政策对商品房销售影响较大。中国社会科学院 12 月 7 日在北京发布了《经济蓝皮书：2011 年中国经济形势分析与预测》蓝皮书强调明年房地产经济及房价走势主要取决于政府调控房价的决心、政策的组合方式以及改革的力度，他们认为明年房地产宏观调控丝毫不能放松，如果调控放松的话，房价将会出现报复性反弹。近期有媒体

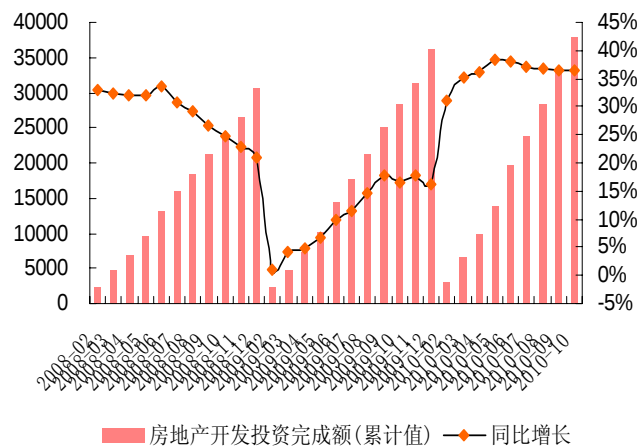
报道,目前财政部和国家税务总局正在对《房地产税暂行条例》进行修订,将于2011年初试点。鉴于房地产调控政策的不明朗,我们认为比较难以判断明年商品房成交量变化。

图：商品房销售面积变化



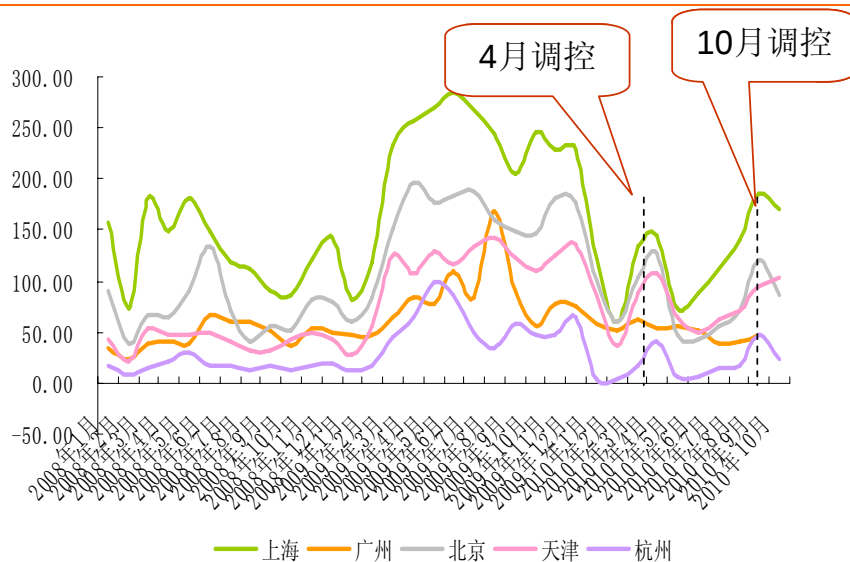
资料来源：WIND,山西证券研究所

图：房地产开发投资及增速变化



资料来源：WIND,山西证券研究所

图：商品房销售面积变化



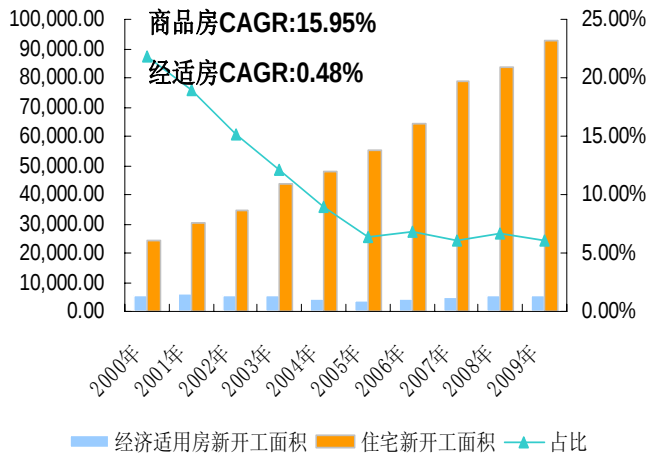
资料来源：WIND,山西证券研究所

保障性住房,是与商品性住房(简称商品房)相对应的一个概念,保障性住房是指政府为中低收入住房困难家庭所提供的限定标准、限定价格或租金的住房,由

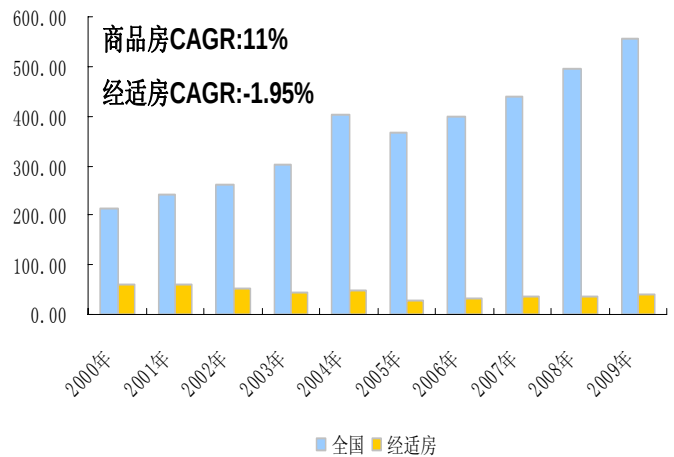


廉租住房、经济适用住房和政策性租赁住房构成。相对于商品房高速增长，近 10 年来我国保障住房发展速度不断降低。以经适房为例，2000 年-2009 年我国经适房新开工面积由 5313.32 万平方米到 5547.78 万平方米，基本没有变化，而商品房近 10 年 CAGR 为 15.95%；在每年竣工住宅套数上，经适房由 2000 年的 60.36 万套降到 39.84 万套，而商品房由 213.97 万套增加到 554.89 万套。

图：2000-2009 年经适房、商品房新开工面积比较（单位：万平方米）



图：1999-2009 年商品房和经适房竣工套数比较（单位：万套）

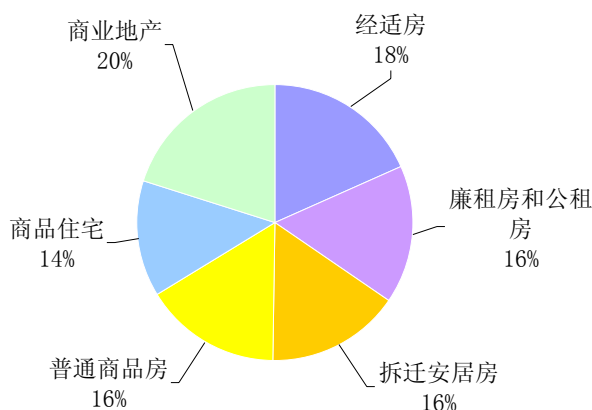


资料来源：WIND,山西证券研究所

资料来源：WIND,山西证券研究所

2010 年，保障住房建设迎来了全面提速时期，国家和地方政府发文要求加快保障性住房、公共租赁房的建设。住房和城乡建设部今年 4 月与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书，要在今年共建设各类保障性住房 300 万套和棚户区改造住房 280 万套，据媒体报道，截止到目前 580 万套保障住房已全部开工。目前上海已出台了“十二五”住房建设规划，其中经适房、廉租房和公租房等保障性住房建筑面积将达到 6300 万平方米，占到整个十二五期间总量的 50%。北京市继上海后也出台了“十二五”保障住房规划，未来 5 年新开工建设住房中，保障性住房将占 60%，公租房将占公开配租配售保障性住房的 60%。

图：上海“十二五”住房建设规划中，保障房面积占到一半



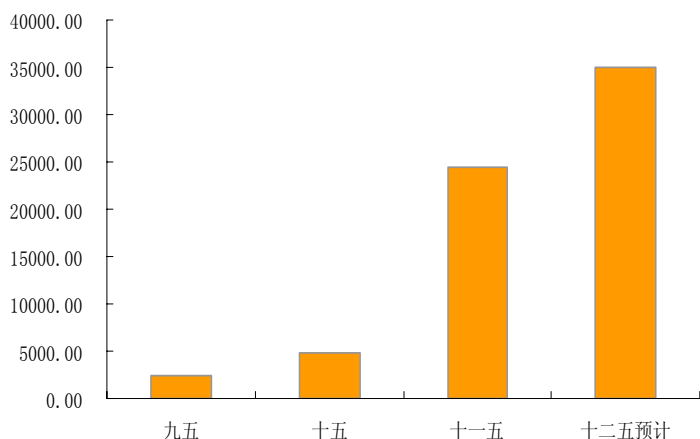
资料来源：互联网,山西证券研究所

今年 10 月中国房地产业协会副会长朱中一透露目前正在抓紧的制定《十二五城镇住房建设规划和中长期建设规划》，估计每年商品房建设大概在 600 万套左右，保障性安居工程 500 万套左右。而根据住房和城乡建设部日前发出的通知，明年计划安排保障性住房和各类棚户区改造住房 1000 万套，将比去年增加 72.4%，如果按照每套 60 平米计算，新开工面积将达到 6 亿平米，相当于 2009 年商品房新开工面积的一半左右，按照每平米 200 公斤水泥计算，仅新增加的 420 万套预计将新增水泥用量 5000 万吨，假设今年 18.5 亿吨产量，将贡献 2.7 个百分点增速。

看点 2：“十二五”高铁将是优先发展的战略性新兴产业 2011 年贡献 5-6 个水泥需求增速

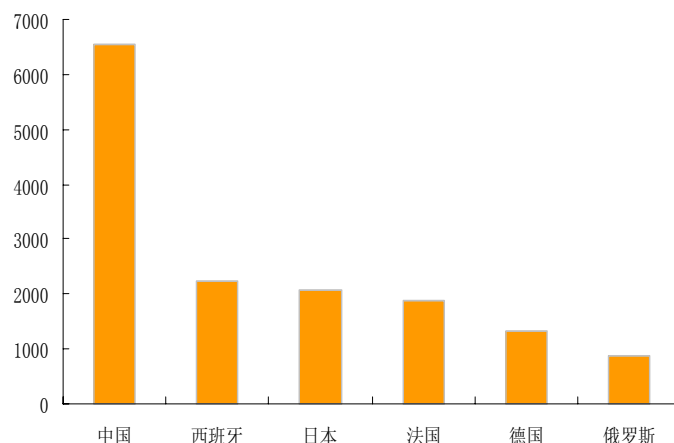
“十五”期间我国铁路投资额 4887.58 亿元，是“九五”投资额的两倍，“十一五”期间，尤其是 4 万亿计划推出之后，08 年和 09 年投资额达到 4144.49 亿元、7013 亿元，增速 62.37%和 69.1%，我们预计“十一五”将达到 2.45 万亿，是“十五”投资的 5 倍多。

图：“九五”以来铁路投资额变化（单位：亿元）



资料来源：山西证券研究所

图：2009 年中国高铁与其他国家比较（单位：公里）



资料来源：山西证券研究所

高速铁路（简称高铁）是绿色、环保、经济、节能的低碳运输工具。2009 年我国投资计划中的铁路新开工项目中，高铁投入金额接近 3000 亿元，超过计划总投资额 5277.9 亿元的 50%。截止到今年 11 月，全球高铁运营里程 2.5 万公里，我国高速铁路的营业里程 7531 公里，在建高铁里程近 1 万公里，是全世界高铁运营里程最长、在建规模最大的国家。

在 5 月举行的中国（长春）国际轨道交通与城市发展高峰论坛上，铁道部总工程师何华武表示，2010 年至 2012 年，中国计划建成以北京为中心的 8 小时高速铁路交通圈，城际和城市网规划是未来中国铁路建设的重要内容之一。目前我国城际间轨道建设刚刚开始，初步规划的城市群约 20 多个，长三角、珠三角、京津唐、哈长、辽中南、山东半岛、海峡西岸、中原、长江中游、长株潭、北部湾、成渝、关中-天水等，全国城际轨道建设将随着城市群的形成而建设。

近日在北京召开的第七届世界高速铁路大会上，国务院副总理张德江明确指出，中国已将高速铁路作为优先发展的战略性新兴产业，并预计未来五年内，我国高速铁路建设都将维持大规模投入，投资额将保持在每年 7000 亿元左右，共计 3.5 万亿元左右。因此，未来 5 年内，铁路投资中仅高铁一项投资额就将是十一五铁路总投资额的 1.42 倍。

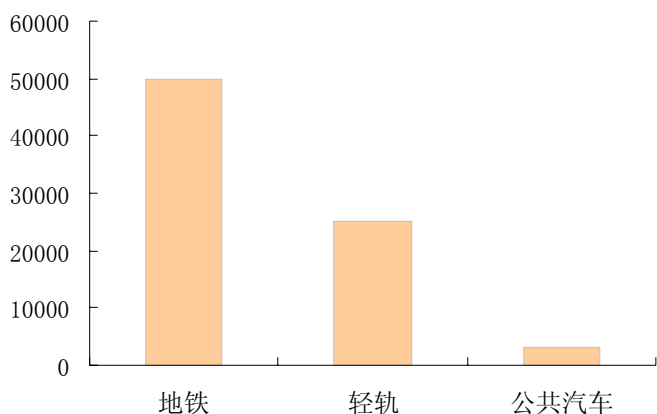
一般情况下，每建设一公里高铁需 7000 万-1 亿投资额，每公里需用水泥 2 万吨，按照 2011 年新增高铁投资额 3000-4000 亿元计算（预计今年高铁投资额为 3500 亿），我们认为明年高铁将新增水泥需求 8500-11400 万吨，对应今年 18.5 亿吨产量增速 5-6 个百分点。

看点 3：低碳+高效 城市轨道交通将迎来高速发展时期

目前我国城镇化率已经达到 46.59%，城镇化率每年以 1% 幅度增长，即每年新增城镇人口将近 1300 万。与城镇人口不断扩张以及私家汽车的增加相比，现有城市交通压力已经越来越大，城市拥堵已经是我国很多大城市（北京、上海等）甚至中等城市最迫切解决的问题。

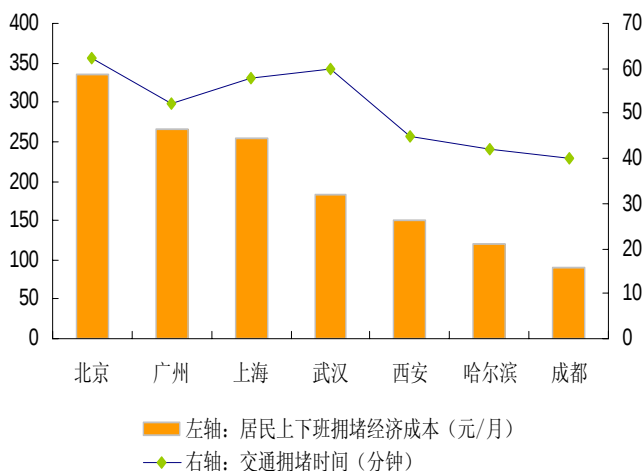
城市轨道交通包括地铁、轻轨、有轨电车以及磁悬浮铁路等多种类型，相对于公汽、私人汽车、自行车等大众交通工具而言，具有运量大、低污染、低噪音等优势，是其他交通方式无法替代的。在城市当中尤其是特大城市，以轨道交通为骨干的一体化综合城市运输体系，是最可行的一种方式。以地铁为例，地铁每小时单向运送能力为 3-6 万人次，轻轨为 2-2.5 万人次，公共汽车为 2000-5000 人次，在国外许多大城市轨道交通承担的客运量占全部客运量的一半甚至 80% 以上。

图：城市道交通与其他公共交通每小时运量相比优势明显（每小时人次）



资料来源：山西证券研究所

图：我国主要大城市平均拥堵成本和拥堵时间



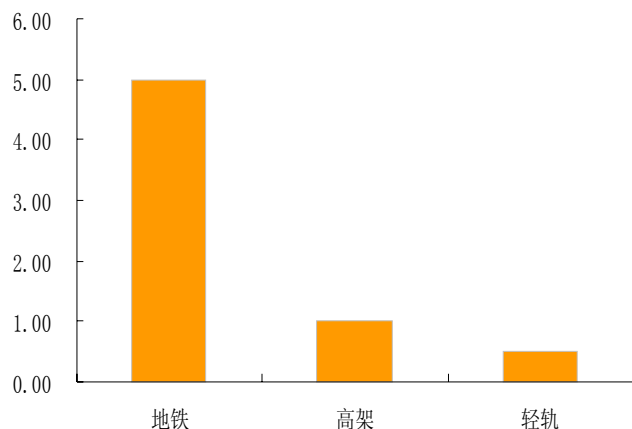
资料来源：山西证券研究所

近年来我国城市轨道交通建设速度迅猛。1995 年至 2008 年 12 年间，我国建有轨道交通的城市，从 2 个增加到 10 个，截止到 2009 年底，已有 10 个城市开通了 31 条城市轨道交通线，运营里程达到 835.5 公里。今年 3 月，国务院又批复了 22 个城市的地铁建设规划，总投资达 8820.03 亿元。国务院批准地铁建设有 3 项指标——城市人口超 300 万、GDP 超 1000 亿元、地方财政一般预算收入超 100 亿元。按照这

个标准，目前全国有近 50 个城市达标，我国轨道交通建设未来发展有着巨大潜力。截止到今年 3 月，33 个城市正规划建设地铁，已有 28 个城市获得国务院批复。2009 年底，我国城市轨道交通达到 835.5 公里，按照现有规划，2010-2015 年将规划建设 70 条轨道交通线路，总长度约 2,100 公里，建设投资规划额将达 1 万亿元以上，运营里程将达到 3000 公里以上，每年投资额将近 2000 亿元，是今年 1600 亿元投资额的 1.25 倍。粗略估算，1 万亿元地铁投入将带动 1.5 亿吨的水泥需求，以此计算，巨额地铁投资计划意味着未来 5 年内将新增水泥需求上亿吨，达到 1.71 亿吨，复合增长率将达到 36.6%。

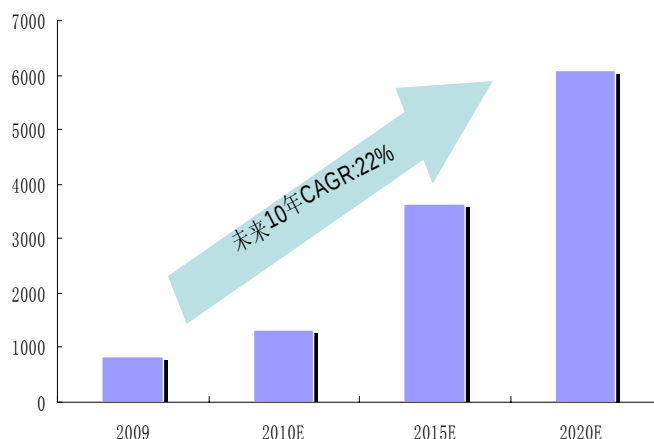
从当前获批建设地铁的城市地区分布看，多分布在长三角（上海、南京、杭州、苏州、宁波、无锡、合肥等）、环渤海（北京、天津、大连、青岛等）、珠三角地区（广州、深圳、厦门、东莞、福州等）；从投资额上看，未来 5 年投资额最高的地区依次为环渤海地区、珠三角、长三角。受益地铁建设的水泥公司将是冀东水泥、太行水泥（金隅股份）、海螺水泥、塔牌集团、华新水泥、亚泰集团等。

图：地铁、高架和轻轨每公里建设成本比较



资料来源：山西证券研究所

图：未来 10 年我国城市轨道交通运营里程 CAGR 达到 22%（单位：公里）



资料来源：山西证券研究所

表：未来 5-10 年城市轨道交通队水泥需求用量测算

	2009 年	2010E	2015E	2020E
运营里程（公里）	835.5	1315	3600	6100
每期投资额（亿元）	1189	2397.5	11425	12500
单位水泥用量（万吨/亿元）	1.5	1.5	1.5	1.5
每期水泥用量（万吨）	1783.5	3596.25	17137.5	18750
年用量增长率		101.64%	36.65%	1.81%

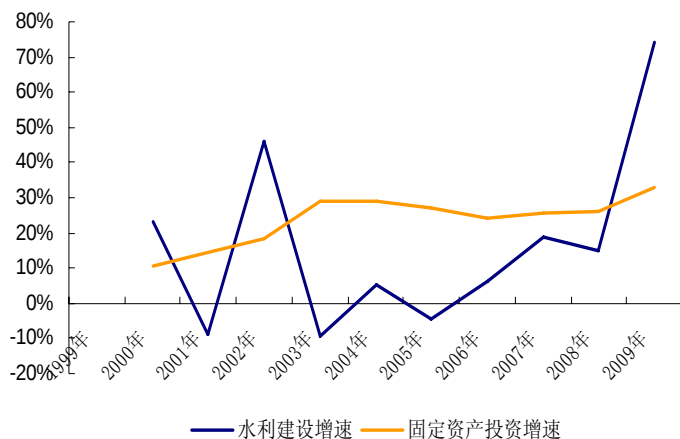


看点 4：十二五将迎来水利黄金期

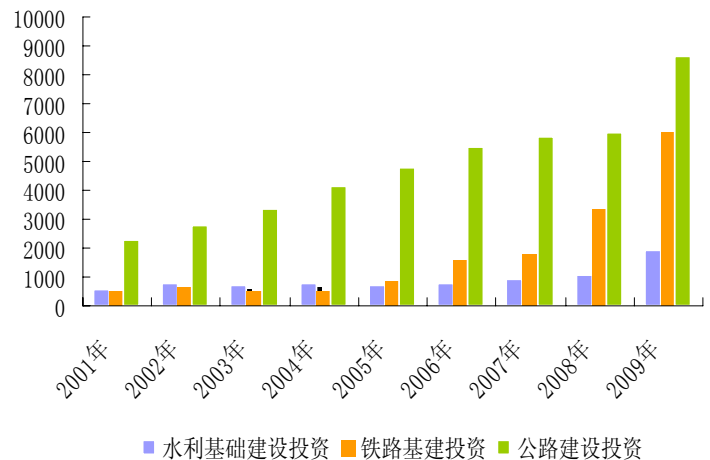
近年来水灾旱灾频繁，每年因洪涝灾害发生的经济损失达到几百亿，2007 年直接经济损失甚至达到 1123.3 亿元，每年因洪涝死亡人数占到全部死亡人数的 70%以上。而我国水利投资建设严重滞后，历史欠账较多，1999 年-2009 年水利投资每年平均增速为 16.67%，低于同期固定资产增速 7 个百分点，每年投资额远低于公路、铁路投资，如下图所示。

刚刚结束的中央经济工作会议指出，要着力加强农村基础设施建设，加大对农村水利，把水利作为农村基础设施建设的重点，多方筹集资金，切实增加投入。有媒体称，在 2011 年的 1 号文件中，水利建设将是农业投资的重中之重。水利建设的好坏关系到粮食产量的多少，有研究表明，水利投资与粮食的产量有正相关关系。随着政府对水利建设的日益重视，我们认为“十二五”期间水利投资将迎来一个黄金发展期，同时也必将拉动水泥需求，受益的水泥上市公司有江西水泥、海螺水泥、福建水泥、华新水泥等。

图：多数年份水利投资增速低于固定资产



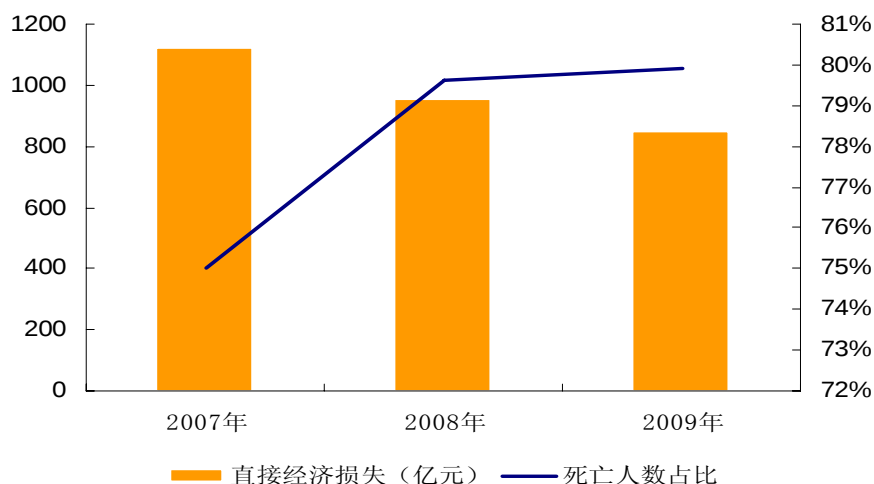
图：水利投资远低于铁路和公路投资



资料来源：WIND,山西证券研究所

资料来源：WIND,山西证券研究所

图：2007-2009 年因洪涝灾害发生的经济损失和死亡人数

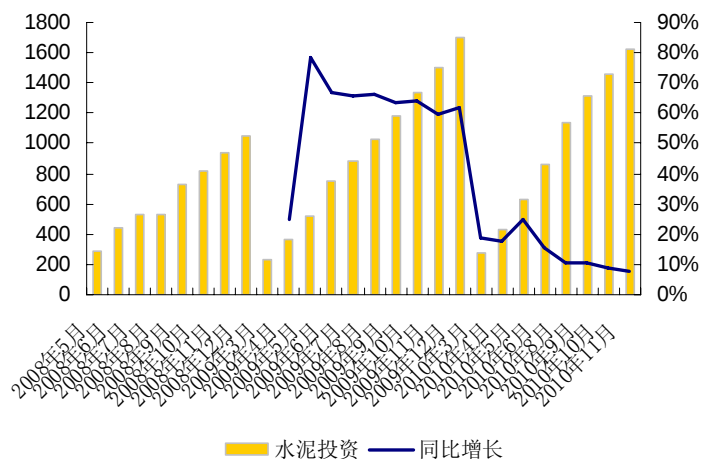


资料来源：水利部，山西证券研究所

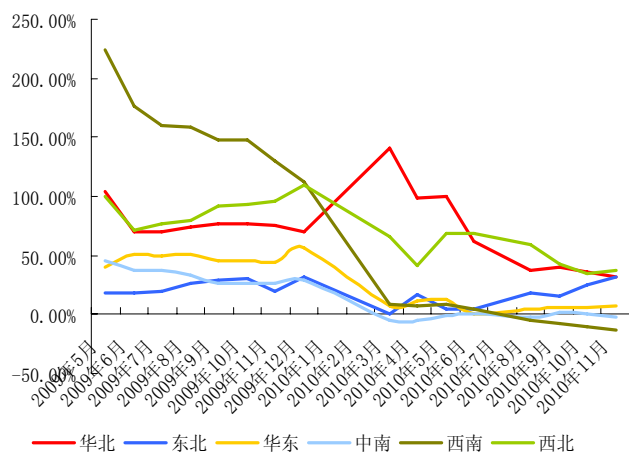
供给端：政策效应显现水泥投资急刹车 乐观看待 明年供给环境

经过 2008 年和 2009 年连续 2 年 60%以上的高投资，2009 年底我国熟料产能、水泥产能已分别达到 13.87 亿吨和 22.6 亿吨。去年 9 和 10 月国务院、工信部、发改委等部分接连出台了《关于抑制产能过剩和重复建设引导水泥产业健康发展的意见》（简称 38 号文）、《关于水泥建设项目清理工作有关问题的通知》、《关于报送水泥淘汰落后产能 2009 年计划及三年计划的通知》等多项水泥行业调控政策。今年前 10 月水泥投资 1618.59 亿元，同比增长 7.5%，增速已降到个位数，政策的执行效果非常明显。如果分区域看，降幅最为明显是西南和中南地区，前 11 月投资增幅为-13.2%和-1.82%。

图：2010 年水泥投资增速已明显下降



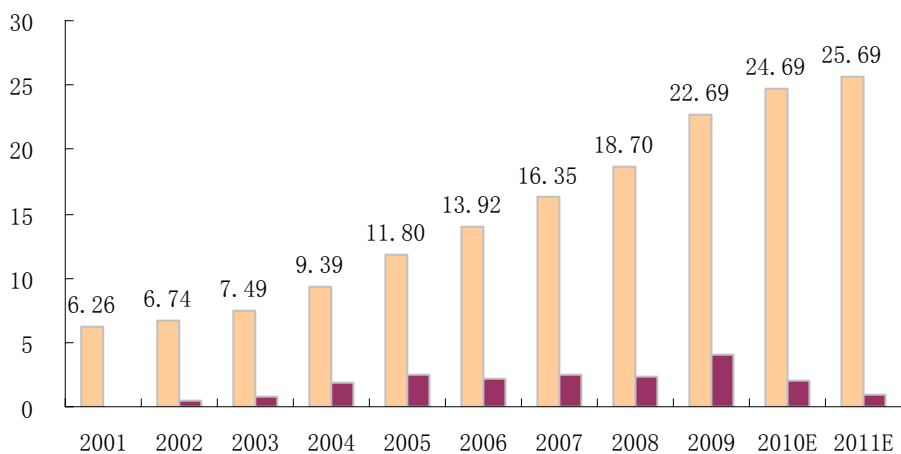
图：分地区水泥投资增速比较



资料来源：DC, 山西证券研究所

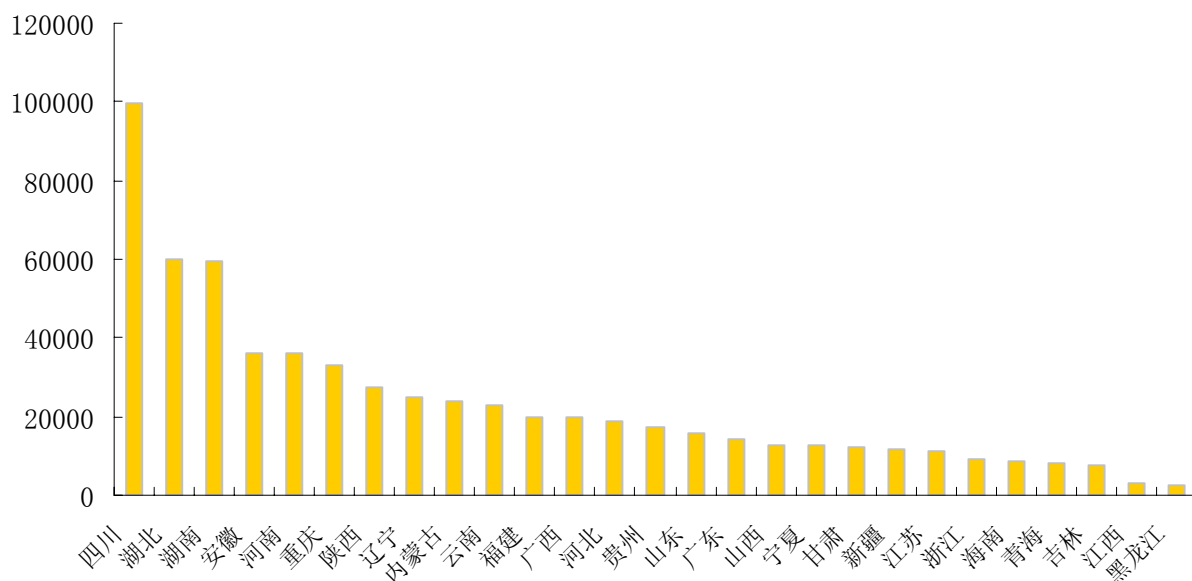
资料来源：DC, 山西证券研究所

图：年累计产能和新增产能变化（单位：亿吨）



资料来源：DC, 山西证券研究所

图：2009 年各省市新增熟料日产能（单位：吨）



资料来源：DC,山西证券研究所

2009 年全国有 176 条熟料生产线投产，新增 2.9 亿吨水泥产能，今年全年投资约 1750 亿元左右，约新增水泥产能 2 亿吨，我们预计明年新增产能不到 1 亿吨。据统计，2009 年末水泥行业落后产能约为 5 亿吨，约占总产能的 25%左右，根据工信部计划，未来三年彻底淘汰落后产能。如果今年完成 9155 万吨淘汰任务，2011 年和 2012 年将淘汰 2-3 亿吨左右。与我们前面新增产能预计相比，我们认为今年或许是行业净新增产能的最后一年，明年淘汰的产能高于新增产能即净新增产能为负，供给环境非常乐观。

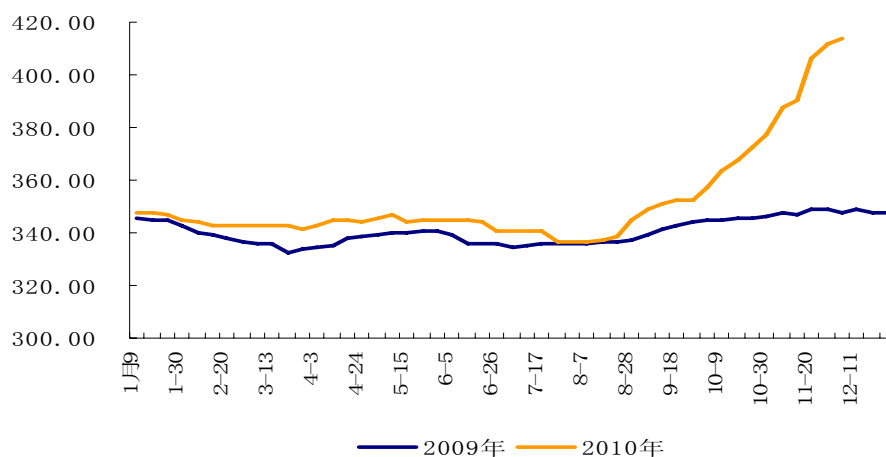
表：2011 和 2012 年净新增产能将为负值（单位：亿吨）

	淘汰产能	新增产能	净新增产能
2006 年	0.75	2.12	1.37
2007 年	0.52	2.43	1.91
2008 年	0.53	2.35	1.82
2009 年	0.74	3.99	3.25
2010 年	0.92	2.00	1.08
2011 年	1.8	1	(0.8)
2012 年	1.5	0.8	(0.7)

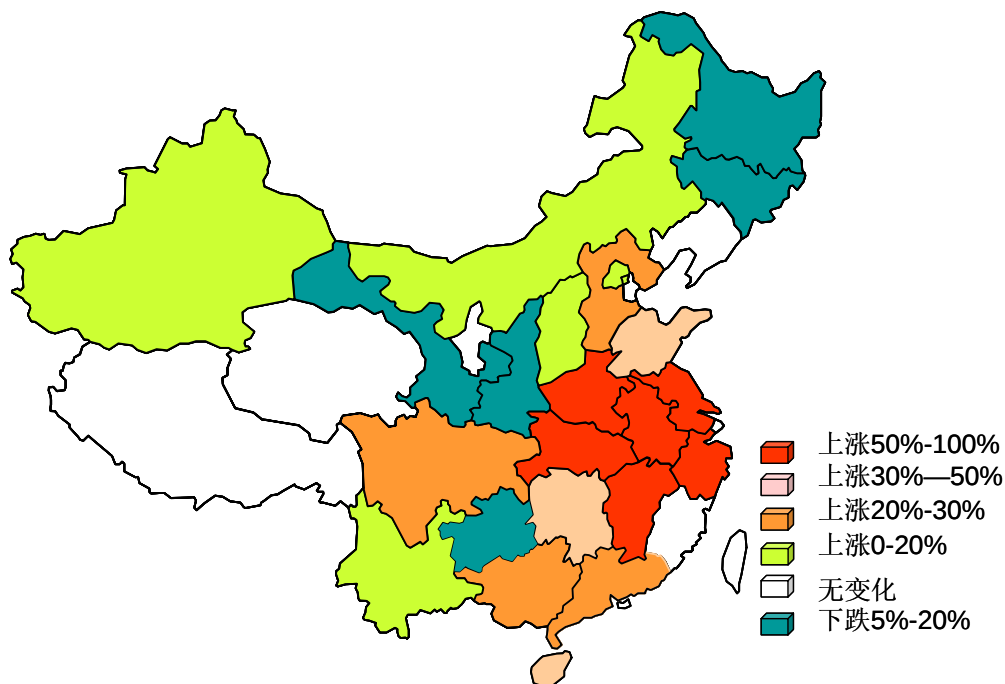
明年水泥价格将保持平稳 预计吨毛利提高至 70 元

今年以来物价上涨的焦点不仅只跟食品、消费有关，自三季度至今水泥价格上涨幅度超过所有人预期，据水泥协会统计，全国水泥平均价格从 7 月的 336.25 元/吨上涨到 12 月的 413.67 元/吨，涨幅 23.02%。从区域上看，长三角地区涨幅最高，江苏、上海、浙江、安徽、江西、湖北、河南等地涨幅在 50%-100%，创近年来的新高。但也有些地区如甘肃、贵州、陕西、吉林等地水泥价格出现 5-17% 左右的下跌。

图：2010 水泥价格与 2009 年对比

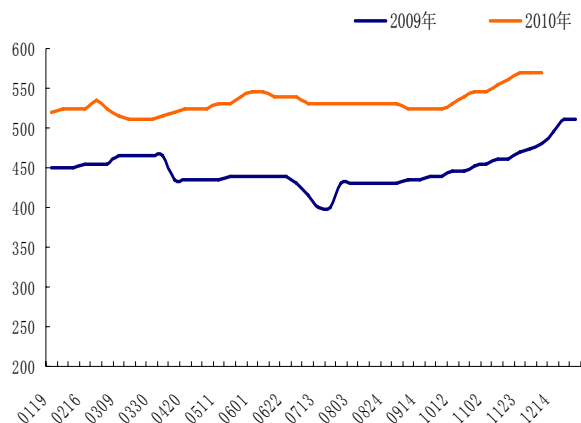


图：今年7月以来水泥价格涨幅比较：长三角地区涨幅在50%-100%



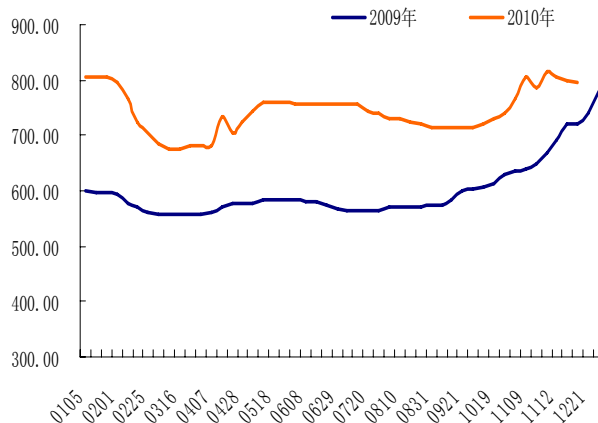
资料来源：DC,山西证券研究所

图：山西大同坑口煤变化



资料来源：CCTD,山西证券研究所

图：秦皇岛山西优混价格变化



资料来源：CCTD,山西证券研究所

探寻此轮水泥大幅涨价背后原因，预计明年价格保持平稳

- 直接原因-限电：今年是十一五最后一年，各地均面临着节能减排的压力，暂且不论限电措施是否合理，限电是最有效降低能耗的方式之一，因限电导致了地区水泥产量减少。如价格涨幅最高的上海、浙江、安徽、河南 10

月水泥产量同比下降 6.19%、6.8%、14.87%、38.75%；上海、河南 10 月和 11 月用电量增速连续 2 个月为负值，海南 10 月、11 月增速为-8.72%和 0.89%，浙江、安徽、江西等地用电量增幅也逐月下降。

- 真正原因-供需失衡：我们用城镇固定资产投资代表水泥需求变化，7 个省市中除了上海因世博会下降之外，其他省市固定资产前 11 月固定资产投资环比前 10 月加快 1-2 个百分点。
- 在成本变化不大背景下价格提升改善了行业盈利能力，据统计，前 8 月行业吨毛利 53.4 元，我们预计今年平均吨毛利能实现 60 元，达到近 7 年的新高。
- 针对近期海南省水泥价格过快上涨态势，海南省物价部门对水泥价格实施临时干预措施，不能排除其他省市也出台限价政策的可能性。
- 鉴于当前通胀预期的环境，国家发改委要求煤炭企业控制价格，明年煤炭合同价格或维持今年价格，对于市场煤价格，我们煤炭行业研究员认为明年煤炭平均价格达到 760 元/吨（秦皇岛山西优混），涨幅不到 3%，我们认为在煤炭成本变化不大背景和需求小幅上涨、新增供给萎缩前提下，目前水泥价格已达到高位，明年水泥价格维持平稳可能性大，平均价格在 370 左右，吨毛利 60-70 元。

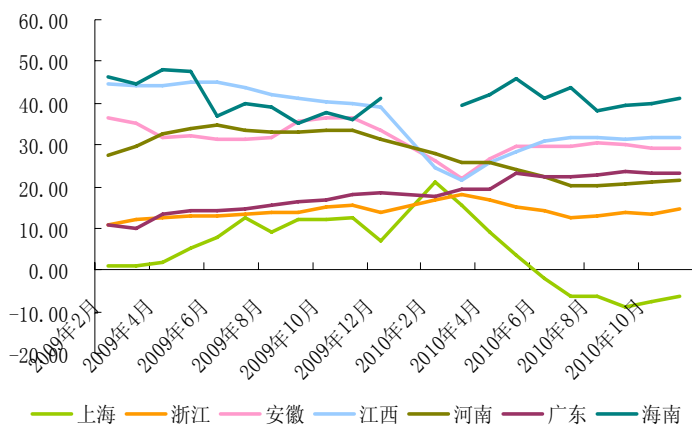
表：价格涨幅较高的省市水泥产量、用电增速下降

水泥产量 当月同比	上海	浙江	安徽	江西	河南	广东	海南
2009-01	-35.73	-28.48	19.62	33.45	10.57	-13.35	-1.05
2009-02	45.85	31.57	60.11	72.86	12.65	23.21	70.65
2009-03	-13.47	-14.02	16.34	8.20	6.62	7.82	20.97
2009-04	-9.67	4.33	29.09	9.13	14.37	14.43	67.85
2009-05	-6.08	5.77	30.69	8.80	9.37	11.82	60.43
2009-06	15.69	23.72	29.21	12.91	8.45	32.39	69.26
2009-07	12.72	8.92	14.20	21.68	20.42	27.88	44.01
2009-08	-4.23	6.01	30.76	29.81	22.35	13.24	62.70
2009-09	-2.07	19.27	20.93	26.96	35.18	7.54	54.94
2009-10	-3.38	15.73	20.10	26.67	27.32	16.23	60.28
2009-11	-1.12	15.46	11.63	18.70	17.88	1.50	80.86
2009-12	-8.19	4.70	11.93	11.06	9.15	-1.57	65.37
2010-01	46.45	94.93	78.24	20.76	48.74	43.91	182.62
2010-02	-15.31	-9.76	-7.54	-15.15	8.84	12.26	-3.62
2010-03	-23.15	-3.22	6.87	5.64	15.83	6.36	53.78
2010-04	-8.08	8.14	11.04	1.50	13.04	11.88	51.07

2010-05	-13.11	4.19	19.21	-2.13	13.49	12.34	72.93
2010-06	-17.59	4.48	17.67	-3.02	6.53	4.98	56.59
2010-07	-38.49	-4.31	19.64	11.86	-0.90	9.07	94.64
2010-08	-19.72	6.88	10.27	8.39	-3.84	19.51	18.53
2010-09	-5.81	-9.73	5.95	5.01	-4.52	12.98	18.81
2010-10	-6.19	-6.80	-14.87	3.48	-38.75	9.06	17.90
用电量当月同比							
2009-06	6.50	11.92	32.58	18.06	-2.52	8.60	0.22
2009-07	-13.29	1.06	31.34	9.41	8.64	0.94	-1.68
2009-08	-11.05	4.25	30.92	18.77	6.64	9.11	10.78
2009-09	-2.99	14.05	19.47	28.73	12.85	11.78	13.44
2009-10	5.17	12.20	19.18	33.80	18.91	13.40	14.30
2009-11	28.60	27.44	26.42	47.92	43.75	31.80	17.61
2009-12	33.08	25.21	35.91	16.57	39.91	28.45	6.48
2010-01	24.91	63.74	28.29	35.28	32.32	45.79	22.91
2010-02	5.32	-15.31	-5.09	7.64	26.43	10.63	9.93
2010-03	20.59	20.67	9.21	38.92	22.46	26.91	14.70
2010-04	30.93	26.61	18.13	32.77	22.91	37.62	22.47
2010-05	21.77	16.73	25.09	30.37	22.10	19.36	25.57
2010-06	7.35	5.71	6.04	4.80	3.15	8.59	39.17
2010-07	12.18	10.88	1.64	20.48	6.69	18.47	41.11
2010-08	36.84	25.35	15.74	35.05	-0.94	10.69	43.36
2010-09	16.67	7.73	6.11	19.66	-13.98	14.66	17.87
2010-10	-1.83	7.49	-1.07	19.36	-9.91	4.06	-8.72
2010-11	-6.82	5.77	6.80	14.16	-14.67	7.15	0.89

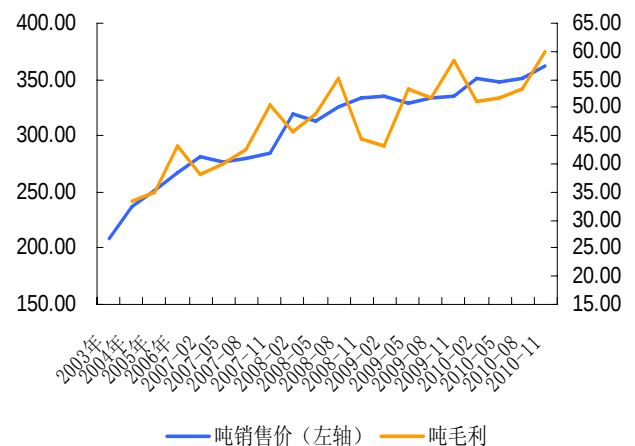
资料来源：WIND,山西证券研究所

图：价格上涨7个省市城镇固定资产投资增速变化



资料来源：WIND,山西证券研究所

图：吨销售价格和吨毛利变化



资料来源：WIND,山西证券研究所

政策给力行业整合时机成熟 “十二五”集中度进一步提高

国务院办公厅发布《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，要求以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，实施强强联合、跨地区兼并重组，消除企业兼并重组的制度障碍，切实推进企业兼并重组；今年 11 月，工信部出台了《水泥行业准入条件》，提出鼓励现有水泥（熟料）企业兼并重组，支持不以新增产能为目的的技术改造项目，调整产业结构和提高行业集中度。

中国水泥行业的集中度远低于国际水平。全世界除中国以外不到 1500 家水泥厂，而中国目前注册的有 5000 多家，其中 1200 多家大中型企业的产量约 6 亿吨，只占全国水泥总产量的 65%，前十家水泥企业的产量只占全国水泥产量的 24%，而目前世界前 6 大水泥企业已控制除中国以外的世界水泥市场 42% 份额。

在今年 10 月份召开的“2010 水泥立磨减速机技术交流会”上，工业和信息化部产业政策司处长袁克兰会上提出“十二五”的目标要实现水泥行业前十家企业产量占到全行业的 35% 以上（09 年为 24%），熟料产能集中度达到 55% 以上（09 年为 41.42%）。事实上，38 号文出台后，在新建生产线很难情况下，企业提高水泥产能方式由新建转为并购为主，我们认为企业之间并购重组时机已经成熟，并购案例也越来越多，并购主体从以前以大型央企中国建材和中材集团为主发展为央企+地方区域水泥龙头共同参与，如下表所示。

表：近期行业并购案例

时间	并购主体	被并购对象	涉及水泥年产能（万吨）	所属区域
2009. 9	亚泰集团	吉林金圆	100	东北
2009. 11	台泥国际	昌兴水泥	1600 万吨（其中 600 万吨为在建）	华南、西南
2009. 11	中联水泥	乌兰水泥	600 万吨	华北
2009. 11	华润水泥	国投海南	400 万吨	华南
2009. 11	冀东水泥	陕西秦岭	500 万吨	西北
2009. 12	北京金隅	四平水泥	100 万吨	东北
2009. 12	华润水泥	国投海南	254 万吨	华南
		福建三德	240 万吨	
		广东春湾	100 万吨	
2010. 1	中材集团	祁连山水泥	1000 万吨	西北
2010. 1	北京金隅	平二水泥	80 万吨	华北
		天津振兴	121 万吨	

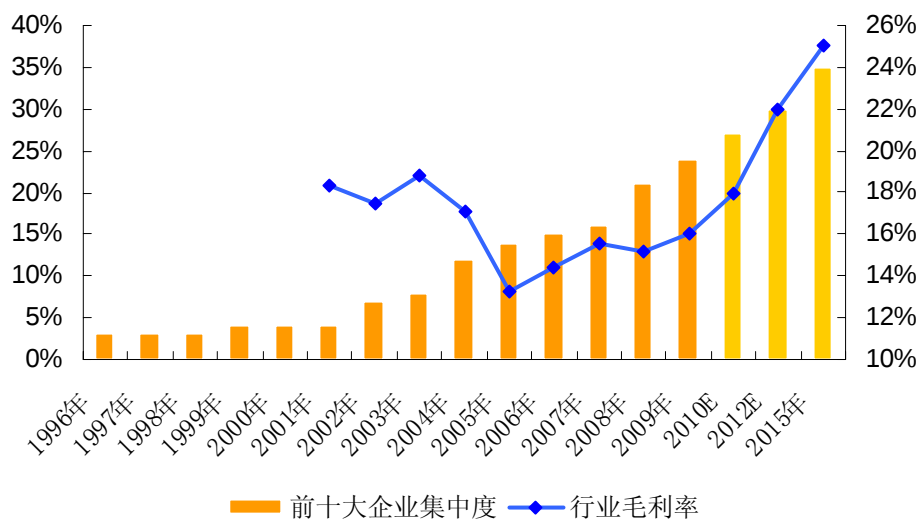
2010.1	陕西尧柏	秀山水泥	80 万吨	西北
2010.2	冀东水泥	河北康达	128 万吨	华北
2010.2	北京金隅	北京拉法基	150 万吨	华北
2010.4	华润水泥	福建三德	200 万吨	华南
2010.4	太行水泥（金隅集团）	河北宙石	150 万吨	华北
2010.4	山水水泥	山西晋牌	80 万吨	华北
2010.5	祁连山	酒钢宏达	120 万吨	西北
2010.5	山水水泥	赤峰远航	100 万吨	西北
2010.6	华润水泥	环球水泥	345 万吨	华东、华南
2010.6	华润水泥	卫智投资	400 万吨(在建)	华北
2010.6	北方水泥	鹤岗鸿泰水泥	60 万吨	东北
2010.6	亚洲水泥	武汉鑫凌云	150 万吨	华中
2010.11	华新水泥	房县钻石水泥	70	华中
		湖北三源水泥	250	
2010.12	河南投资集团（同力水泥控股股东）	豫南水泥	26.4	华中

资料来源：DC,山西证券研究所

水泥产品是有严格的销售半径，区域之间的集中度与公司盈利水平关系密切，近几年随着行业集中度的不断提高，行业毛利率也在上升，如下图所示。从区域上看，目前市场集中度最高的是西北区域，中材集团控股的赛马实业、祁连山、天山股份盈利能力最强，今年三季度毛利率为 42.9%、36.67%和 28.7%，青松建化也达到 30%以上；华东地区、华南地区集中度次之，塔牌集团、海螺水泥毛利率为 27.9%和 26.7%居中位数之上；集中度较低的是西南地区、东北和中部地区。

我们认为未来水泥行业并购主体仍然是以央企和区域龙头为主，水泥上市公司利用现有资金、银行贷款或资本市场等多元方式，均有可能参与并购，只是目前来看资金实力较强的上市公司将走在前列，比如海螺水泥、冀东水泥、亚泰集团、华新水泥、青松建化、天山股份和祁连山。

图：前 10 大水泥企业市场集中度与毛利率预测

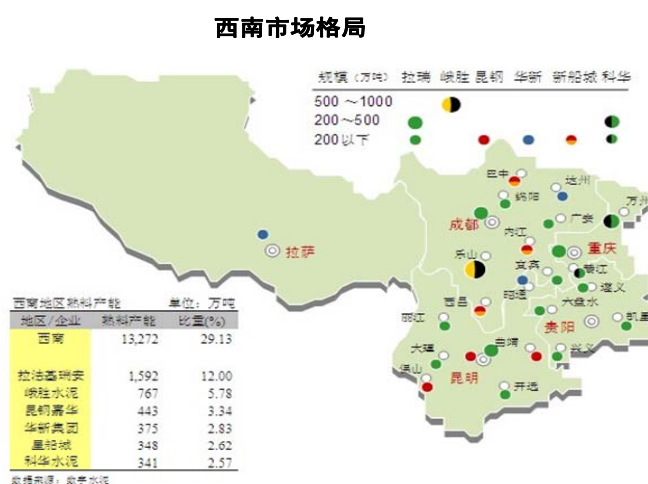


资料来源：山西证券研究所

图：西北水泥市场格局分布图



图：西南水泥市场格局分布图

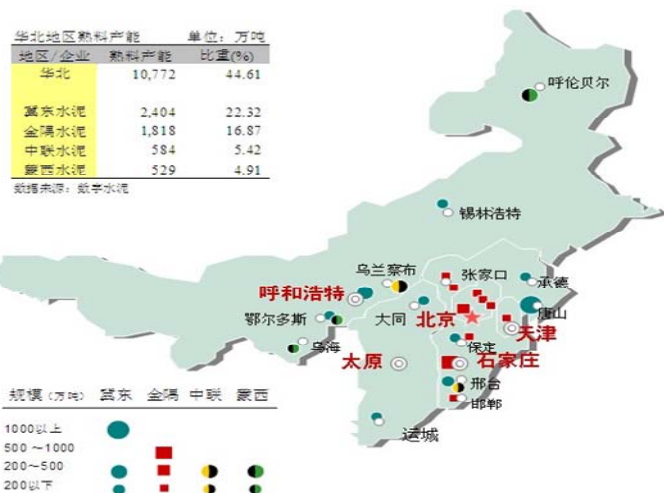


资料来源：DC,山西证券研究所

资料来源：DC,山西证券研究所

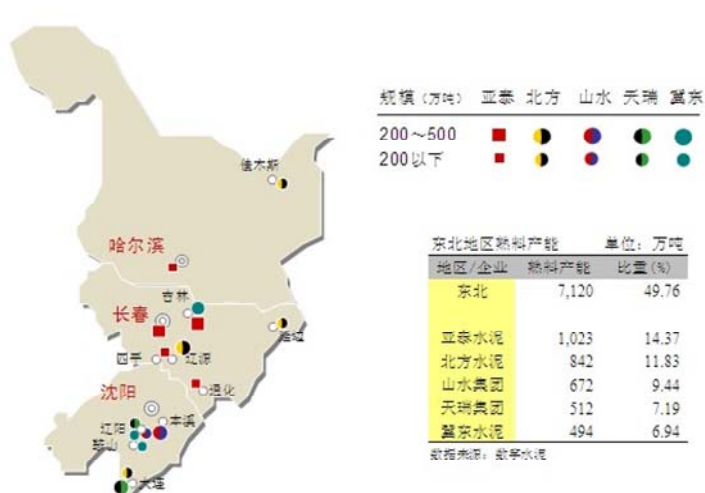
图：华北水泥市场格局分布图

华北市场格局



图：东北水泥市场格局分布图

东北市场格局



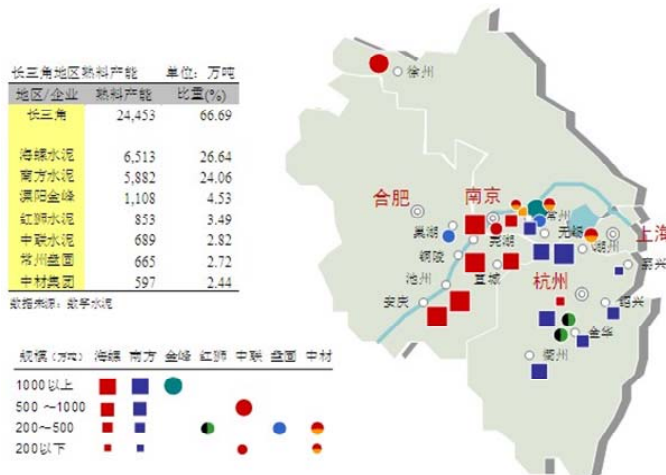
图：华南水泥市场格局分布图

华南市场格局



图：华东水泥市场格局分布图

华东市场格局



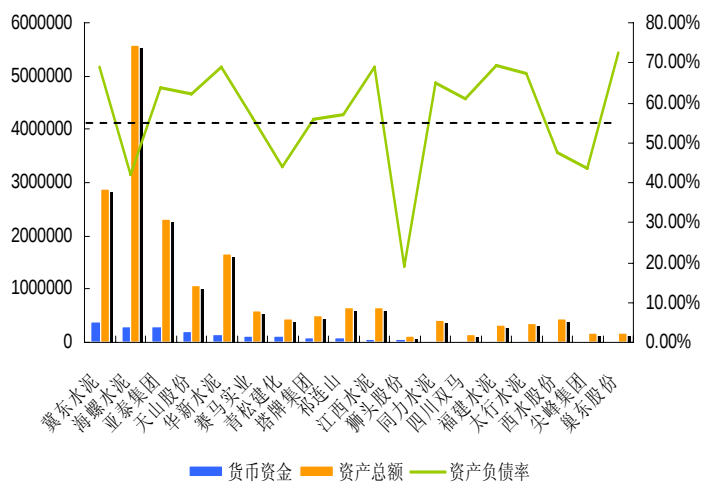
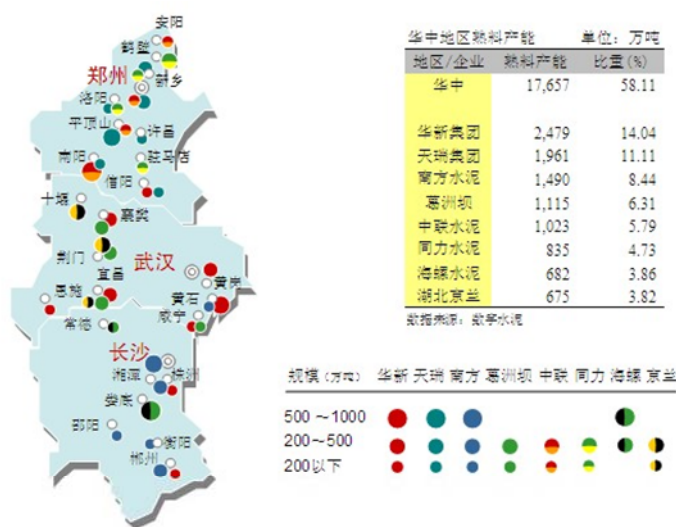
资料来源：DC,山西证券研究所

资料来源：DC,山西证券研究所

图：华中水泥市场格局分布图

图：上市公司资金实力和资产负债率比较（2010 年前三季度）

华中市场格局



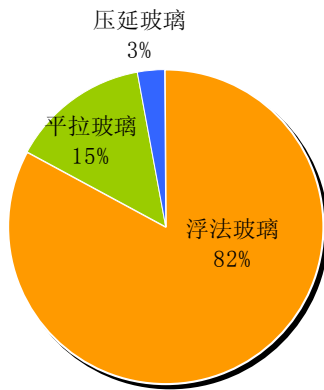
资料来源：DC,山西证券研究所

资料来源：DC,山西证券研究所

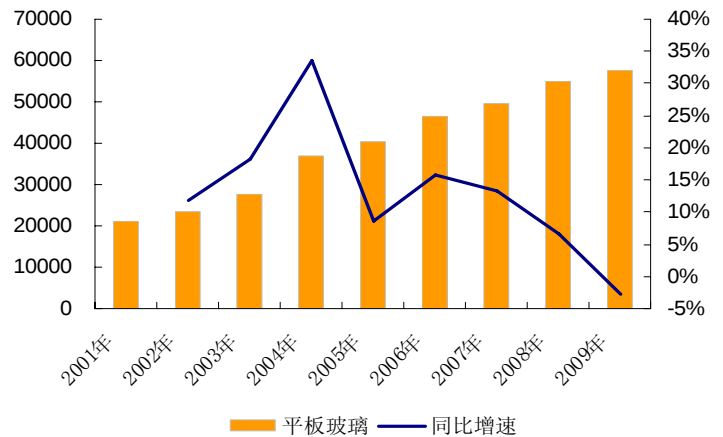
玻璃：深加工玻璃前景看好 low-e 中空玻璃、超白玻璃、安防玻璃特色鲜明

我国是全球最大的平板玻璃生产国和消费国，生产工艺主要有浮法、平拉和压延，年人均平板玻璃拥有量 21.62kg/ 人，已远远超过世界平均水平。截止到 2009 年底，我国平板玻璃生产能力为 7.49 亿重量箱，其中浮法玻璃生产线有 182 条，产能为 6.25 亿重量箱，平拉玻璃和压延玻璃产能分别占到 15%和 3%。平拉玻璃和压延玻璃仍有一定的市场，尤其是压延玻璃（超白压延玻璃）在太阳能电池方面具有不可替代性，市场前景比较乐观。

图：平板玻璃不同工艺产量占比（2009 年）



图：2001-2009 年平板玻璃产量及增速变化



资料来源：山西证券研究所

资料来源：山西证券研究所

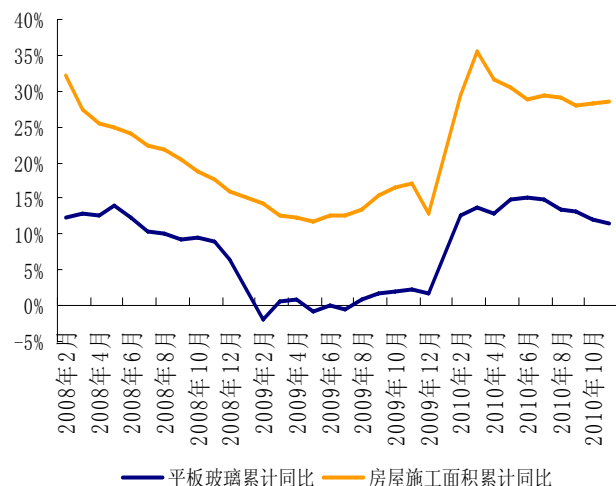
表：我国主要浮法玻璃生产线地区分布（2009 年）

省区市	生产线（条）	年产能（万重量箱）	省区市	生产线（条）	年产能（万重量箱）
河北	35	11224	山西	5	1395
江苏	18	7994	湖南	4	1300
广东	19	7893	安徽	4	1255
山东	19	6403	天津	2	660
浙江	14	4272	云南	3	636
四川	8	3722	甘肃	2	564
湖北	8	3052	新疆	2	545
福建	6	2204	广西	2	540
河南	9	2129	吉林	1	438
辽宁	5	1906	重庆	1	400
内蒙古	6	1740	江西	1	266
陕西	7	1695	黑龙江	1	250
合计	154	54234	合计	28	8249

房地产玻璃用量占到玻璃消费量的 70%。今年虽处于房地产调控期，在去年基数效应影响下，房屋施工面积呈现高增长，前 11 月房屋施工面积同比增长 28.6%，比去年同期加快 11.4 个百分点；另外，外需也明显好转，前 10 月平板玻璃出口量 1.43 亿平米，增速-1.4%，降幅在不断缩小。据中国建材信息网统计，11 月重点联系企业玻璃销量 3219.46 万重量箱，同比增长 28.08%，产销率 97.42%，比去年提高 3.7 个百分点。

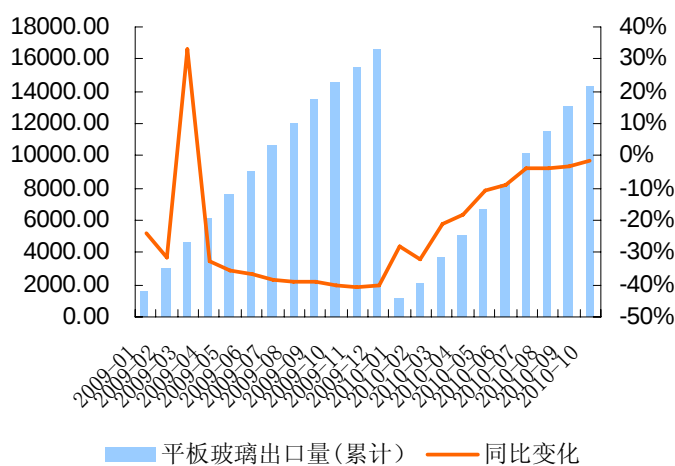
今年年初玻璃价格面临玻璃窑复产压力，但全年看价格运行平稳，11月的浮法玻璃价格85.19元/重量箱，比年初下降3.3%，比7月回升11.8%，价格上升更多来自于上游原材料，尤其是纯碱成本压力，11月的纯碱价格2200元/吨，比7月上涨39.2%。平板行业毛利率前8月21.19%，比前5月提高2.5个百分点，玻璃上市公司前三季度毛利率27.64%，与上半年基本持平。

图：平板玻璃与房屋施工面积比较



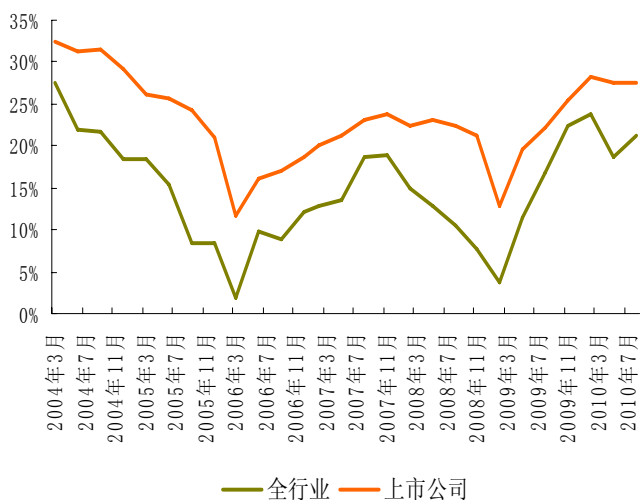
资料来源：WIND,山西证券研究所

图：平板玻璃出口量与增速变化



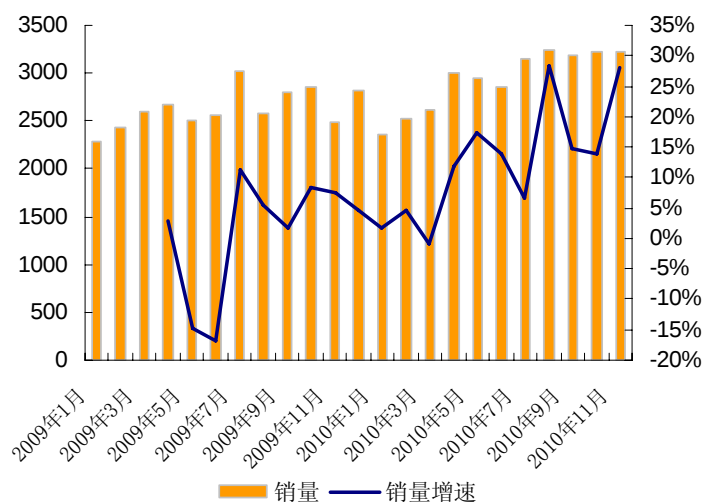
资料来源：WIND,山西证券研究所

图：平板玻璃行业与玻璃上市公司毛利率变化



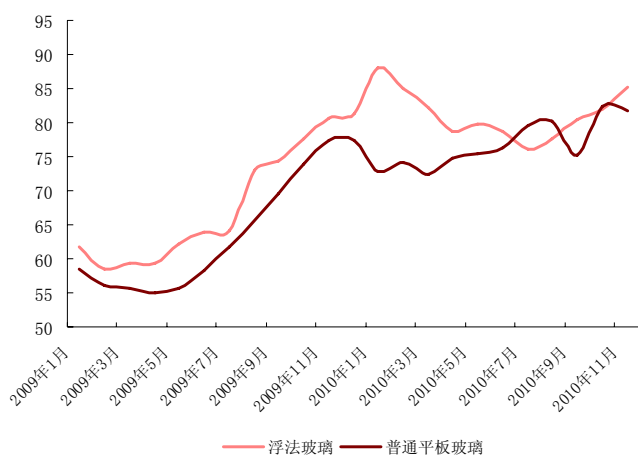
资料来源：WIND,山西证券研究所

图：重点联系玻璃企业销量及增速变化



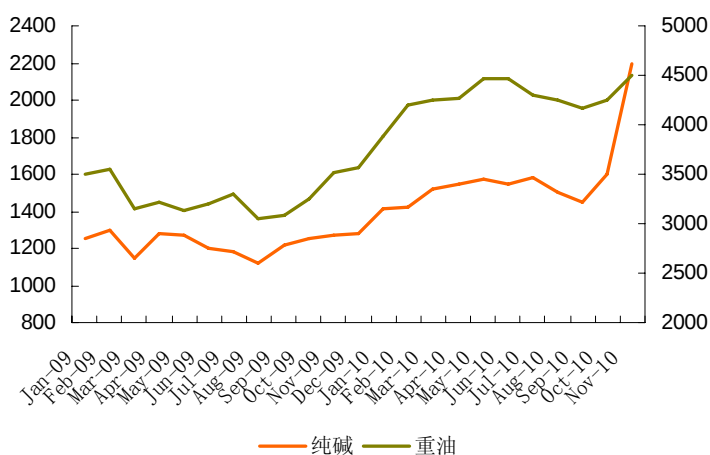
资料来源：中国建材信息总网,山西证券研究所

图：浮法玻璃和普通平板玻璃价格走势



资料来源：中国建材信息总网,山西证券研究所

图：主要原燃料纯碱和重油价格走势

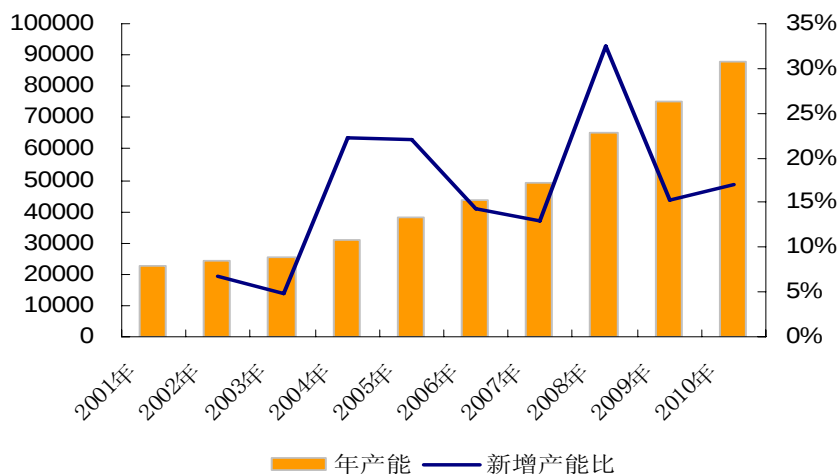


资料来源：中国建材信息总网,山西证券研究所

明年玻璃行业景气的判断：

首先需求端，我们认为目前房价仍处于高位，房地产调控政策会将持续，商品房开发投资会受影响，但政府也在加大保障房建设力度，从实施效果看明显好于往年，一些城市北京、上海纷纷出台了地方的“十二五”保障住房规划，未来 5 年内保障住房新开工面积将占到新开工总面积的一半以上，保障住房建设能够弥补商品房投资的下降，出口方面我们判断今年出口增幅由负转正基本没有问题，且随着明年外围经济继续好转出口也将继续增加；其次，供给端，玻璃行业同样受工信部产能调控政策，未来新建生产线比较困难。从供需角度考虑，我们比较乐观看待明年玻璃行业景气。我们也应该看到原燃料如纯碱、重油（天然气）成本压力较大，成本能否转嫁关系到盈利水平是否可以维持，因此拥有上游原材料以及生产深加工玻璃、高附加值以及高毛利的企业抗压能力更强。

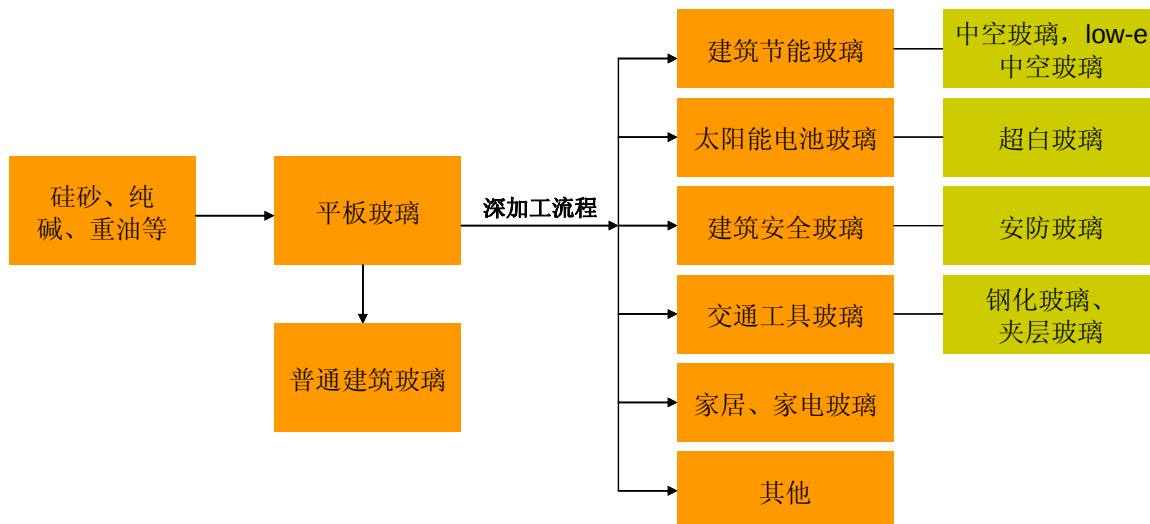
图：浮法玻璃产能及增速比较



资料来源：中国建材信息网,山西证券研究所

我国深加工玻璃主要有钢化玻璃、夹层玻璃、中空玻璃、镀膜玻璃、制镜玻璃、装饰玻璃、ITO 导电膜玻璃等 7 大类，已形成了品种繁多、种类齐全的深加工玻璃体系。

图：玻璃产业构成图

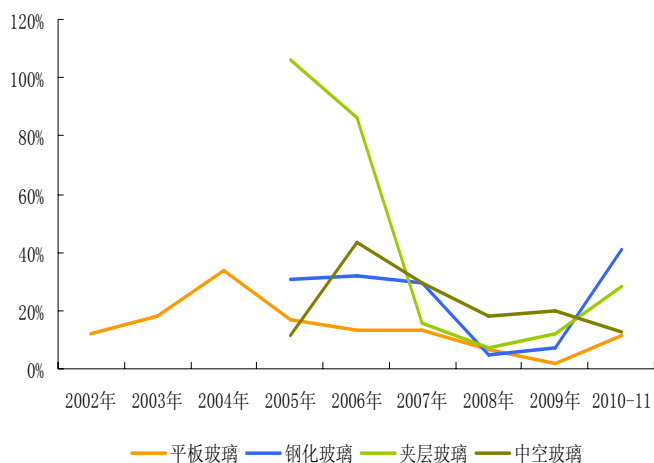


资料来源：山西证券研究所

深加工玻璃近几年增长很快，以钢化玻璃、夹层玻璃和中空玻璃为代表的深加工玻璃增速比平板玻璃高的多，如下图所示。玻璃深加工率已经从 2001 年的 16% 增加到目前的 30% 左右，但与国外发达国家 55% 以上的深加工率相比仍有很大差距，因此，未来发展前景还是非常广阔。在玻璃深加工领域，我们比较看好的是 low-e

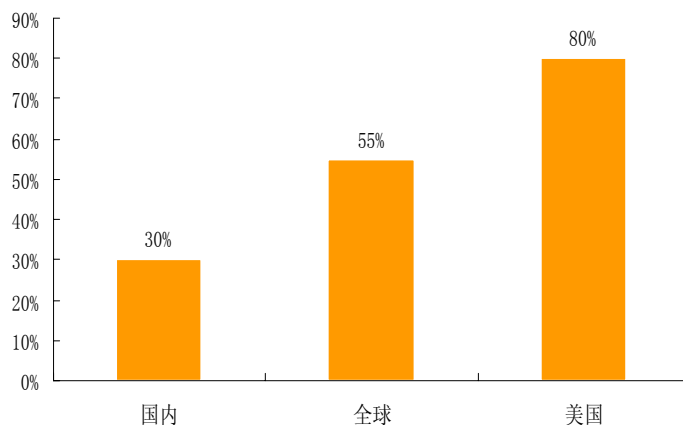
中空玻璃、超白玻璃、安防玻璃。

图：平板玻璃与深加工玻璃增速比较



资料来源：山西证券研究所

图：玻璃深加工率与发达国家仍有差距



资料来源：山西证券研究所

Low-e 中空玻璃：最理想的节能建筑门窗材料

建筑能耗在社会总能耗中所占比例约占 30%。在影响建筑能耗的门窗、墙体、屋面、地面四大围护部件中，门窗的绝热性能最差，是影响室内热环境质量和建筑节能的主要因素之一。中空玻璃具有突出的保温隔热性能，是提高门窗节能水平的重要材料，建筑部在 2000 年 10 月 1 日出台的《民用建筑节能管理规定》中已把中空玻璃列为正式实施推广应用的建材节能产品之一。组成中空的玻璃类型有白玻、吸热玻璃、阳光控制镀膜、Low-E 玻璃等。不同类型的玻璃，在单片使用时的节能特性就有很大的差别，当合成中空时，各种形式的组合也会呈现出不同的变化特性。

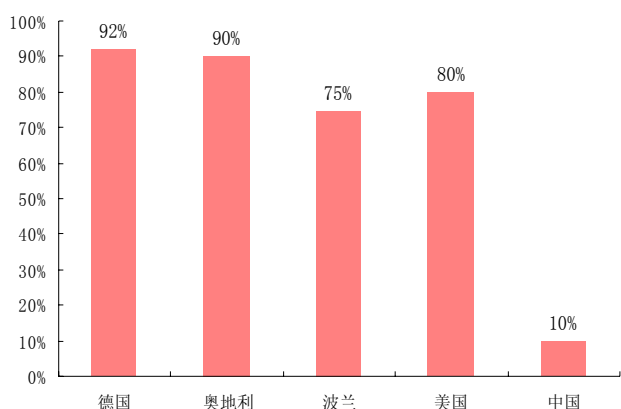
Low-E 玻璃又称低辐射玻璃，是在玻璃表面镀上多层金属或其他化合物组成的膜系产品。普通浮法玻璃的辐射率高达 0.84，当镀上一层以银为基础的低辐射薄膜后，其辐射率可降至 0.15 以下，可减少或避免白天室内人工照明和室外玻璃幕墙“光污染”。实践表明，当 LOW-E 玻璃加工合成为中空玻璃后，与普通单体玻璃比较，夏季可以节省降温能源 60%以上，冬季可以节省采暖能源 70%以上。因此，使用 LOW-E 中空玻璃可以有效节省空调费或取暖费。另外，LOW-E 中空玻璃具有良好的隔音性能，噪声可以降低 34DB 以上。目前，LOW-E 中空玻璃是世界上公认的最理想建筑节能材料之一。

1983 年美国市场开始出现大规模的低辐射镀膜玻璃，随后镀膜玻璃扩展运用到节能建筑领域中。目前，发达国家均以立法的手段强制新建的建筑物必须采用低

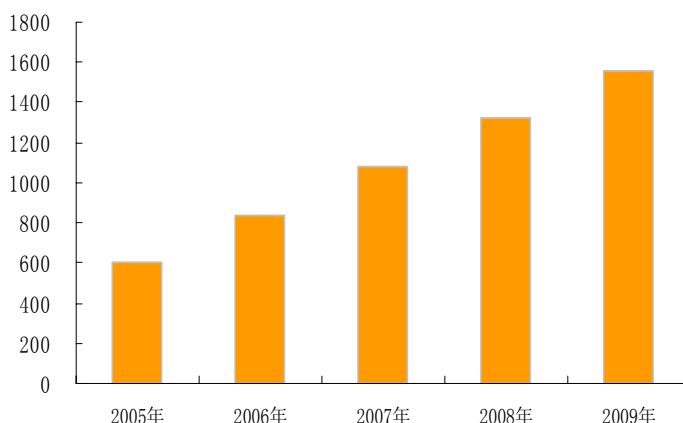
辐射镀膜中空玻璃以减少能源消耗，德国 LOW-E 中空玻璃普及率达到 92%，奥地利和波兰也达到 90%和 75%以上。美国是 LOW-E 玻璃用量最多的国家，其建筑立法规定窗户的传热系数不应高于 2w/m2.k，而在目前的材料中只有 LOW-E 中空玻璃等少数材料符合此标准。

low-e 中空玻璃在我国起步较晚，使用量较低，但 2005-2009 年销量复合增长率达到 26.9%，我们认为在国家的大力提倡绿色建材和节能环保的大趋势下，低辐射镀膜中空玻璃必将在未来的中国住宅市场中进入普及状态。

图：中国与国外发达国家 low-e 中空玻璃普及率比较



图：国内 low-e 玻璃用量变化



资料来源：山西证券研究所

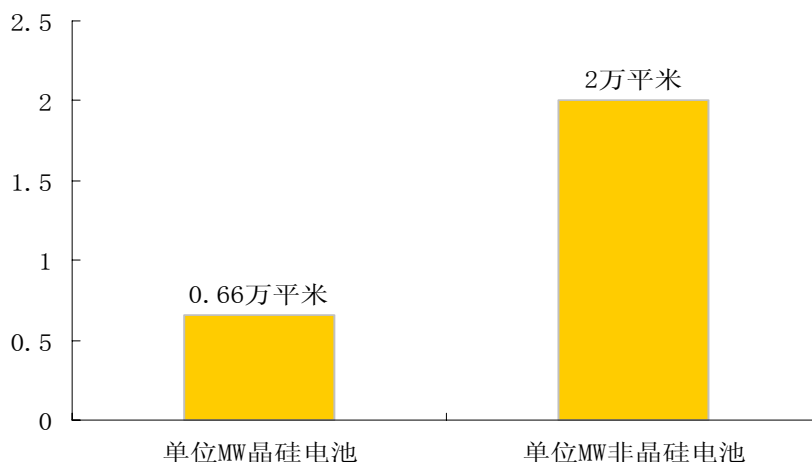
资料来源：山西证券研究所

超白玻璃：高贵品质，充分受益光伏产业

超白玻璃，学术名称为低铁玻璃，具有高透光率、高透明性，透光率决定玻璃的品质，浮法玻璃的透光率为 86%，而超白玻璃透光率可达 92%以上，应用范围广泛：高档建筑、高档玻璃加工和太阳能光电幕墙领域以及高档玻璃家具、装饰用玻璃、仿水晶制品、灯具玻璃、精密电子行业。

超白玻璃可作为太阳能电池的基本组件，我们看好其在太阳能电池领域应用。以超白玻璃作为太阳能光热、光电转换系统的基片，大大提高了转化率。超白玻璃又分为超白浮法玻璃和超白压延玻璃，分别用在薄膜电池和晶体硅太阳能电池的封装面板。

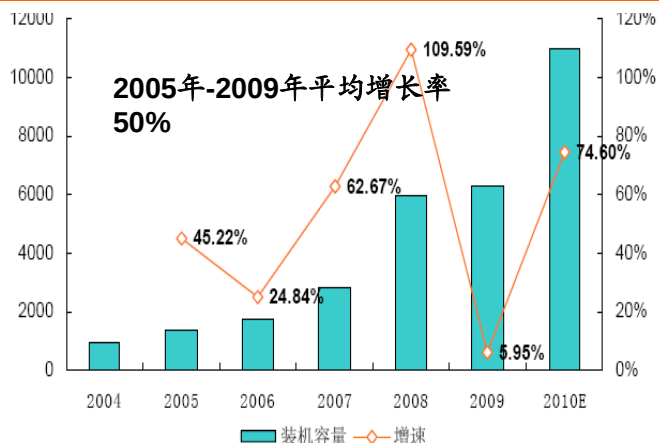
图：每 MW 晶硅电池和薄膜电池超白玻璃用量比较



资料来源：山西证券研究所

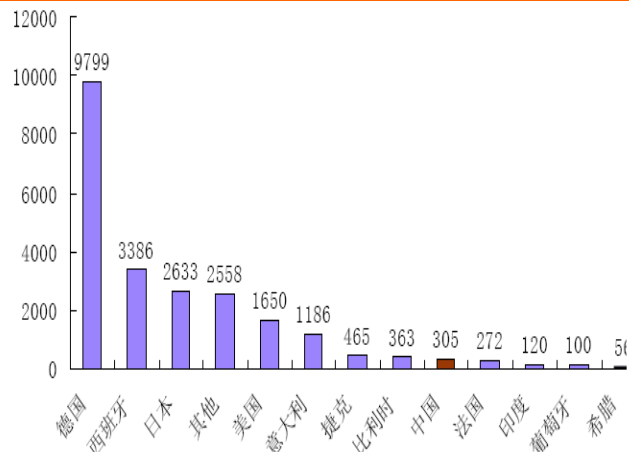
随着全球能源短缺、气候异常、环境污染等问题日益突出，积极推动新能源战略、加快新能源推广应用，已成为世界各国普遍关注的焦点。近年来，太阳能光伏应用成为世界新能源的一大亮点，光伏产业呈现快速发展势头。太阳能光伏产业与政府的支持力度有很大关系，目前美国和欧洲大多数国家都制定了支持力度较大的太阳能产业政策和发展计划，因此光伏应用市场主要集中在上述国家。

图：全球光伏发电装机容量及增速（单位：MW）



资料来源：山西证券研究所

图：截至 2009 年底各国累计光伏装机容量(单位：MW)

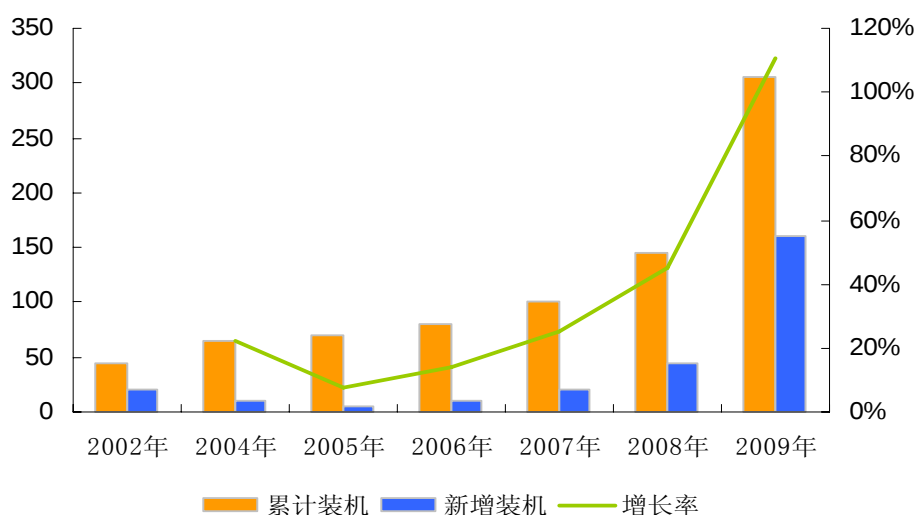


资料来源：山西证券研究所

目前我国的太阳能光伏应用发展落后，2008 年太阳能电池装机容量不到全球的 2%，太阳能行业已作为新能源产业被列入战略性新兴产业发展，近几年装机容量快

速增长，见下图。2009 年 11 月，财政部、科技部、国家能源局联合发布《关于做好“金太阳”金太阳示范工程实施工作通知》要求加快实施“金太阳”示范工程，在第二届中国区域新能源、可再生能源产业发展论坛上，业内人士透露即将公布的《新能源产业振兴规划》将 2020 年我国光伏发电累计装机容量目标设定为 20GW，是 2009 年累计装机容量的 65 倍，未来发展空间十分广阔。

图：国内累计装机容量、新增装机容量及增速（单位：MW）



资料来源：山西证券研究所

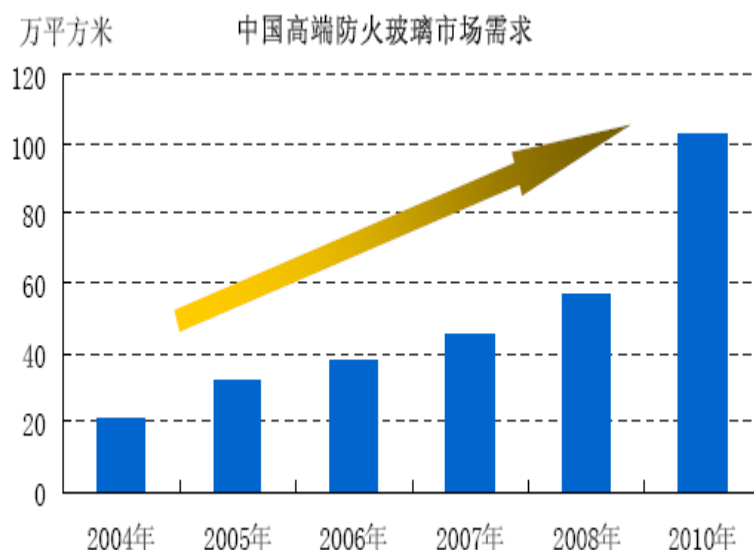
安防玻璃：安全建筑的生命之窗

国内外都规定钢化玻璃和夹层玻璃属于传统安防玻璃，钢化玻璃具有强度高、碎片不易伤人等特性，夹层玻璃则具有很高的抗冲击性和抗穿透性能，二者均具有一定的安全性和可靠性。随着当今社会发展，在设计重要建筑、住宅、商业等设施考虑建筑物的功能、审美和可建造性的同时，还需考虑自然灾害和恶性攻击等因素，如火灾、台风、飓风、恐怖袭击等。建筑物中大量使用的玻璃材料，是建筑结构中较为薄弱的环节，为防御这些灾害，消费者对玻璃性能提出了更高的要求。普通钢化玻璃、夹层玻璃虽然具有一定的安全性能，但还不足以抵御这些灾害的破坏力，其安全防范性能仍偏低。对此，国内、外已开发并应用了一系列高安全性玻璃，如防火玻璃、防爆玻璃、防台风（飓风）玻璃等安防玻璃。

防火是建筑安全设计中的重要考虑因素，一座建筑物的各个区域按照建筑设计防火等级，在这些区域使用的玻璃组件必须等于或高于该区域要求的防火级别，只有这样才能将火焰和烟雾限制在某一区域、防止蔓延，同时也可尽快扑灭火灾。

和人员逃生提供有利条件。近年来，我国经济飞速发展，城市化进程加快，高层建筑日益增多，建筑防火安全问题亦日益突出，2009 年以来，央视配楼、中国科技馆新馆、南京中环国际大楼等高级地标性建筑先后发生火灾，造成重大人员伤亡、财产损失和重大社会影响，改善和解决建筑物和建筑材料的防火问题迫在眉睫。据国内消防部门统计,2004-2008 年我国高端防火玻璃市场需求增长迅速，从 2004 年不足 25 万平方米发展到 2008 年 50 万平方米以上，但是仍远不如发达国家普及，防火玻璃在国内的发展空间仍然巨大。业内人士预测，我国作为全球高层建筑最多的国家之一，随着高层建筑防火标准的逐步推行和消费者防火安全意识的日益深入，2010 年我国高端防火玻璃市场需求将突破 100 万平方米，比 2008 年翻一番，今后 5-10 年防火玻璃产品的市场需求将呈现迅猛发展趋势。

图：我国高端防火玻璃市场需求预测



资料来源：山西证券研究所

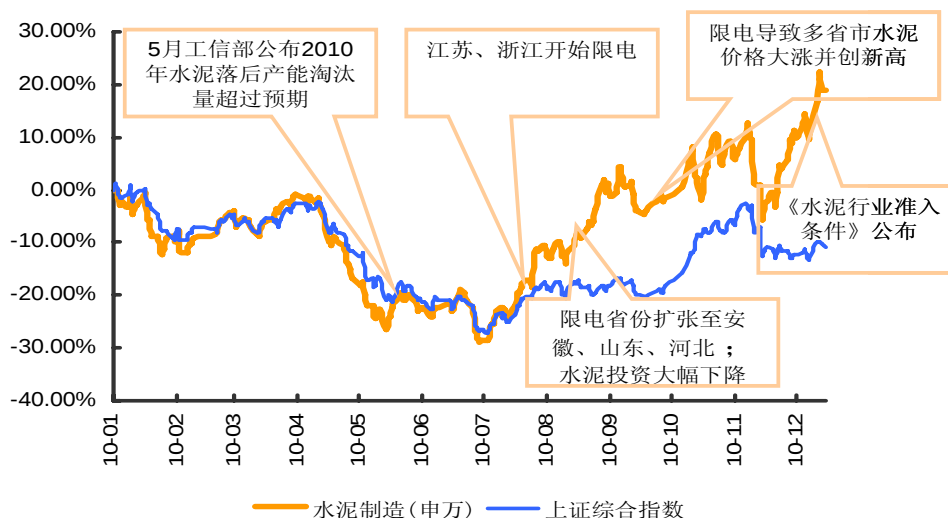
防爆玻璃属安防玻璃产品的新成员。目前世界恐怖袭击事件时有发生，我国已开始加强对重要建筑物、重要公共安全场所的安全防护工作。近年来，随着防爆产品防护性能的不断提高，为了防患于未然，许多国家的政府大楼、办公场所、大型体育馆、高级酒店、火车站（地铁）、机场等公共建筑的外墙和门窗已开始大量采用防爆玻璃产品。2004 年，防炸弹玻璃行业标准在我国公安部立项。2008 年，中国安防玻璃市场需求以超过 30% 的速度快速增长，安防玻璃的快速增长得益于近年来我国举办一系列关系国计民生的大项目如“平安城市”、北京奥运会、上海世博会、广州亚运会的推动。2005 年以来中国政府把构建“和谐社会”作为重大战略任务，

在全国范围内开展“平安城市”建设，这将促进中国安防产品市场需求的持续增长。防爆玻璃作为安防领域的高科技建筑材料，前景良好。

投资策略

- 年初至今建材行业包括水泥、玻璃等子行业涨幅分别为 20.7%、19.05%和 35.59%均跑赢上证综合指数（跌幅 10.79%），其中玻璃行业涨幅位列各行业第二位。
- **水泥行业二级市场回顾：**一、二季度没跑赢上证综合指数，三、四季度分别跑赢上证综合指数 25 个百分点和 12 个百分点，三大关键词值得关注：①**限电：**自 8 月下旬开始随着江苏、浙江开始限电，逐步扩大到安徽、山东、河北等省市，水泥价格大范围上涨；②**旺季：**9 月份以后属于水泥行业的旺季，水泥价格上涨使得行业以及上市公司盈利环比大幅上涨，年报超预期概率加大；③**供给：**38 号文出台后今年水泥投资明显抑制，投资额大幅下降，个别省份甚至降至负值，为明年行业供给环境继续转好提供保障。

图：水泥行业与上证综合指数走势对比



资料来源：WIND,山西证券研究所

- 前面正文已经分析了明年水泥行业基本面情况，我们认为明年需求端、供给端均有亮点，需求侧：保障住房建设继续加大投资完全可以弥补商品房投资下降的风险，且房地产调控政策未致使房价明显下降，商品房购房有回暖迹象，商品房开发投资也有上升的可能性；在基础设施方面，明年高铁（7000 亿元）和水利设施修建为水泥行业提供新的需求增长点；供给侧：我们预计今年新增产能约 2 亿吨，明年将继续减少至 1 亿吨，我们认为今年将是行业净新增产能的最后一

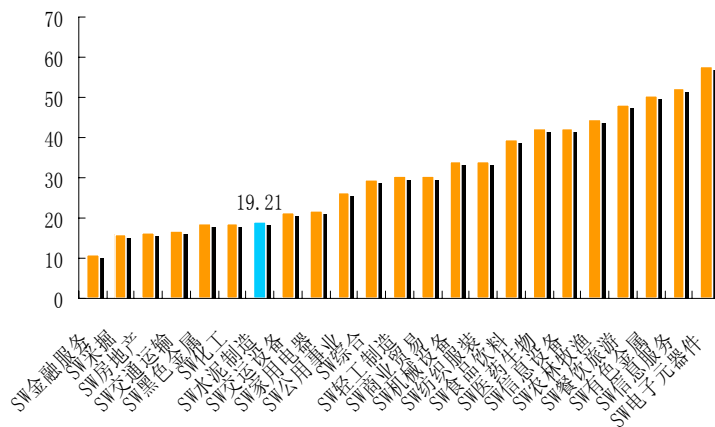
年，考虑到明年淘汰的产能，明年的水泥净新增产能将为负，供给环境非常乐观。

➤目前水泥行业 PE(2010)为 19.2 倍，与历史平均水平和其他板块相比仍有估值优势，另外，在新增产能不可能情况下，水泥企业产能扩张方式由传统新建转变为并购，明年水泥企业之间的整合并购是一大看点，为行业估值水平提高提供有利支撑。

图：水泥行业 PE 走势变化



图：水泥板块 2010 年 PE 居较低



资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：WIND，山西证券研究所

➤综合分析我们给予行业“看好”评级，在上市公司选择上，我们认为可以遵循以下主线：

- **关注明年业绩弹性较大的中、东部水泥股：海螺水泥、江西水泥、华新水泥、塔牌集团等。**首先，限电引起涨幅较高的水泥价格预计明年一季度会有暂时小幅回落，由于基数效应明年全年平均价格仍高于今年同期水平，预计增幅会在 15%-20%左右；其次，保障住房建设、水利设施建设覆盖范围涉及的中、东部省市较多，水泥需求确定性较强。
- **仍然坚持以收购整合为主线，并将贯穿整个“十二五”。**水泥产品是有严格的销售半径，区域之间的集中度与公司盈利水平关系密切。从区域上看，目前市场集中度最高的是西北区域，中材集团控股的赛马实业、祁连山、天山股份盈利能力最强，今年三季度毛利率为 42.9%、36.67%和 28.7%，青松建化也达到 30%以上；华东地区、华南地区集中度次之，塔牌集团、海螺水泥毛利率为 27.9%和 26.7%居中位数之上；集中度较低的是西南地区、东北和中部地区。我们认为未来水泥行业并购主体仍然是以央企和区域龙头为主，水泥上市公司利用现有资金、银行贷款或资本市场等多元方式，均有可能参与并购，只是目前来看

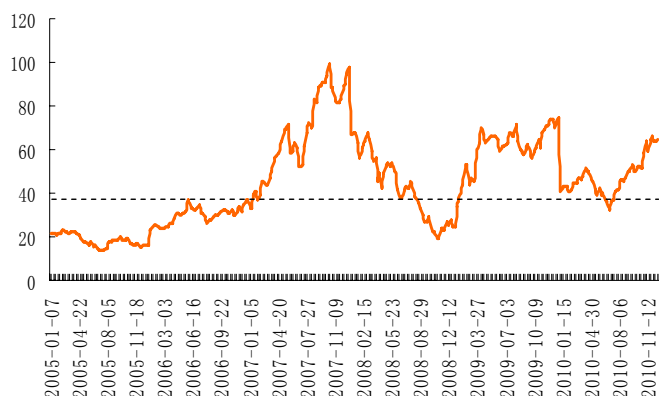
资金实力较强的上市公司将走在前列，比如海螺水泥、冀东水泥、亚泰集团、华新水泥、青松建化、天山股份和祁连山。

■ **关注未来需求增长较快的西部区域性主题：**国家推出了多个区域性振兴规划，我们结合当地的水泥市场环境、企业之间的竞争关系，更看好西部振兴规划，尤其是新疆振兴规划、甘肃循环经济规划以及关中-天水经济区、京津冀都市圈，可以关注上市公司天山股份、青松建化、祁连山、冀东水泥等。

➢ **玻璃行业：**玻璃子行业是建材行业弹性较大的行业，今年以来均跑赢上证综合指数，目前玻璃行业 PE（2010 年）为 36 倍，与历史平均水平和其他行业相比，估值不具备优势，给予行业“中性”评级，玻璃行业更应关注上市公司，我们认为应该关注具备玻璃深加工能力、拥有高毛利率和附加值较高的细分玻璃品质的上市公司如南玻 A（超白压延玻璃+太阳能电池组件+节能玻璃）、金晶科技（超白玻璃+low-e 中空玻璃（增发项目））、中航三鑫（超白玻璃++low-e 中空玻璃）、金刚玻璃（防火、防爆玻璃+BIPV）。

➢ **其他子行业：**我们认为以上市公司为主，看好北新建材、东方雨虹等。

图：玻璃行业 PE 走势变化



图：玻璃行业与大盘走势对比



资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：WIND，山西证券研究所

重点上市公司推荐

冀东水泥：收购或将加快，具备高成长性

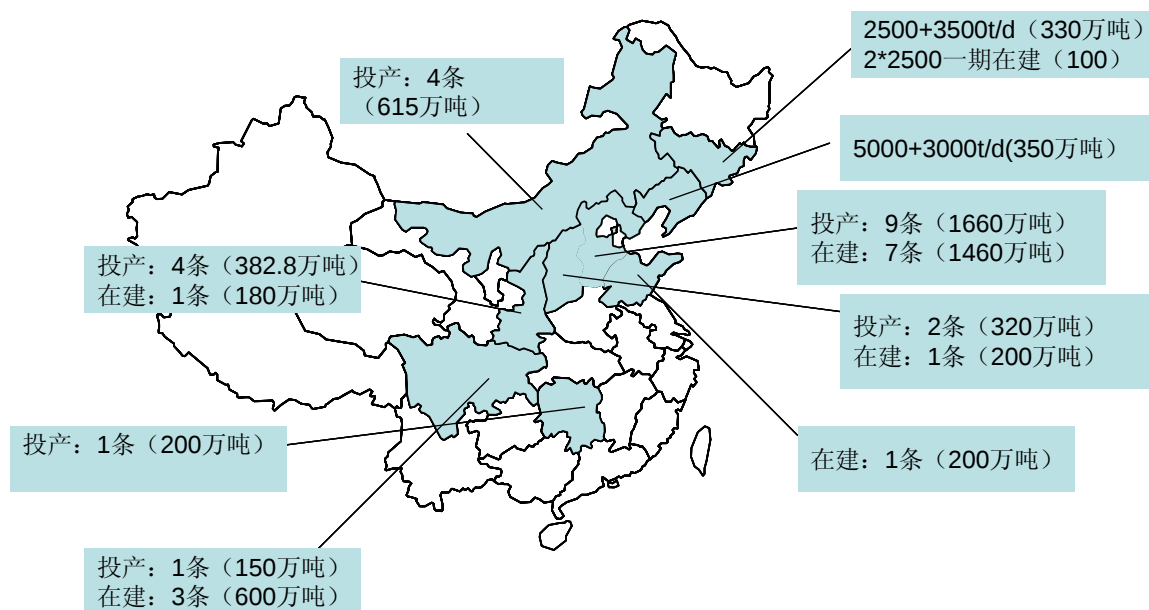
■ 公司水泥生产线已覆盖华北、东北、西北、西南等区域，布局的区域涉及多

个振兴规划（关中-天水经济圈、京津冀都市圈、长图吉经济规划、中部战略崛起、山东蓝海经济规划带），未来基建规模较大；

- 公司去年投产 6 条生产线（1500 万吨），今年将要投产 10 条生产线（2300 万吨），今年年底产能将从 6000 万吨增加到 9000 万吨。
- 今年 6 月计划定向增发，引进海外战略投资——菱石投资公司，募集资金（20 亿）后大幅减轻公司财务压力，同时为以后的扩张做好了准备，在新建生产线不可能情况下，公司未来 2 年将实施并购扩张，2011 年和 2012 年达到 1.1 亿吨和 1.3 亿吨；
- 公司本部所在地区河北落后产能淘汰空间较大，受益未来三年淘汰政策；
- 预计今年和明年每股收益分别为 1.2 和 1.7 元，增长率为 46%和 43%，PE 为 20 倍和 13 倍，给予“买入”评级。
- 风险因素：落后产能淘汰低于预期；煤炭价格大幅上涨。

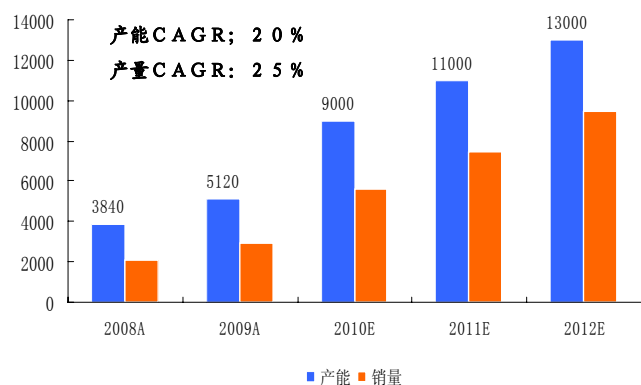
图：冀东水泥已投产和在建生产线布局

图：冀东水泥已投产和在建生产线布局

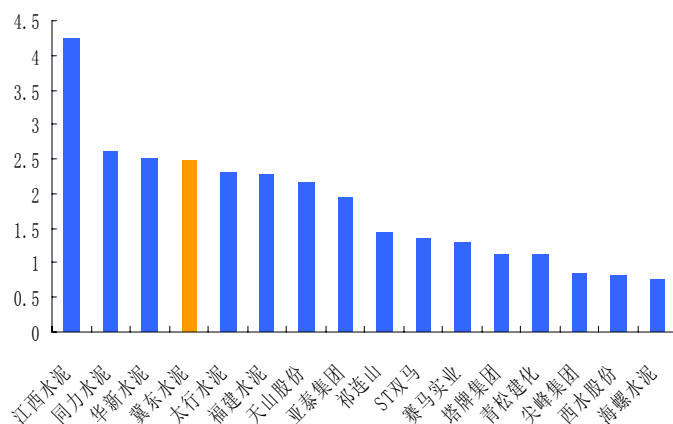


资料来源：山西证券研究所

图：公司水泥产能和产量预计



图：目前资产负债率较高，定向增发后有望降低



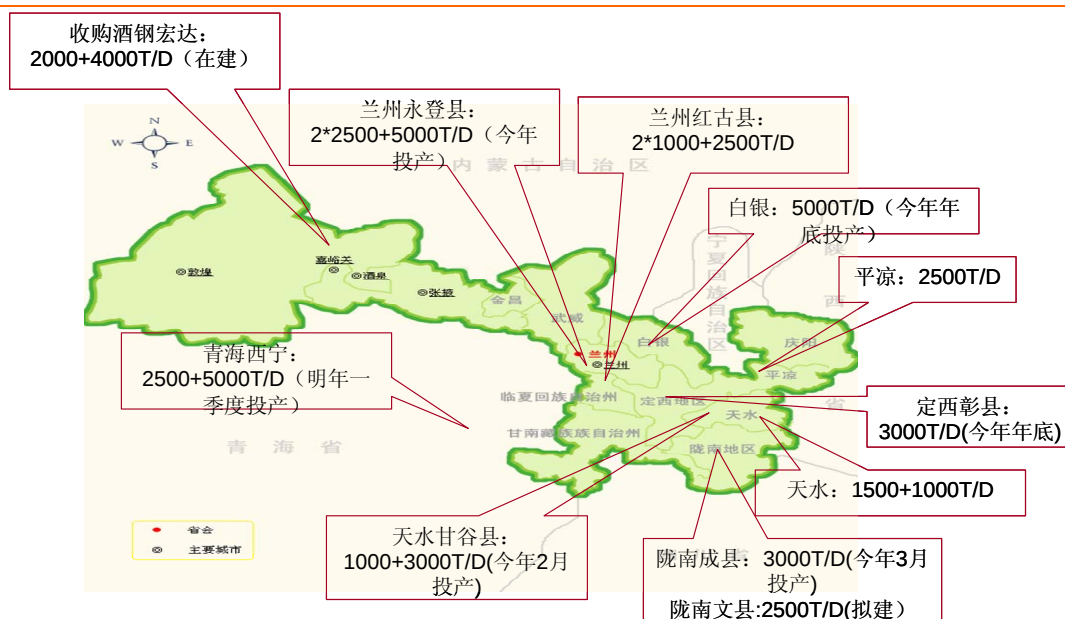
资料来源：山西证券研究所

资料来源：山西证券研究所

祁连山：高毛利率可持续 期待资产整合

- 今年是公司投产高峰期，将投产 6 条线，产能新增 700 万吨，今年年底将达到 1500 万吨，扩张 80%；
- 吨盈利下降，横向比较仍是水泥盈利最高地区，1-9 月公司毛利率为 36.68%，比去年同期下降 6.1 个百分点，吨毛利下降 29 元至 125；
- 股东背景：去年 6 月中材集团成为公司控股股东后，有利于跨区域水泥市场销售和并购整合；
- 公司是甘青区域唯一一家产能超过千万吨水泥企业，公司规模和竞争优势明显；公司所在区域基础设施起步晚，未来将进入大规模发展期；
- 预计 10-11 年每股收益 1.07 元和 1.73 元，增长率为 26 和 59.8%，PE 为 16/10 倍，低于行业平均值，看好公司的成长性，给予“买入”评级。

图：祁连山已投产和在建生产线布局



资料来源：山西证券研究所

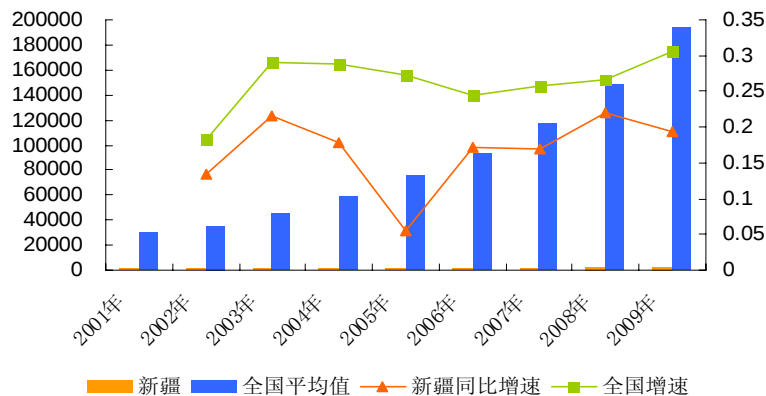
天山股份：受益新疆振兴规划盛宴 长期估值水平提升

- 2010年5月14-17日，中央召开新疆工作座谈会，新疆区域集聚55项政策，涉及交通、煤炭开采、电力开发、对口支援等；
- “十五”和“十一五”新疆发展严重滞后，借鉴内蒙古经验，“十二五”期间固定资产投资增速在30%以上。据了解，2011年，新疆仅交通固定资产投资计划投资350亿元，同比增长75%，首府乌鲁木齐东西绕城高速、二环等36个公路项目明年开工；目前均已开展前期工作，大多数项目安排在明年4月开工，个别项目将在年中开工。
- 公司是新疆地区最大的水泥公司，2009年市场份额在40%左右，比青松建华高20个百分点，2009年底水泥产能近1600万吨；
- 发展战略明确，新疆区域振兴规划推出后，国家对新疆水泥生产线审批采取差别化政策，公司计划新建多条孰料生产线，2010年/2011年/2012年新增产能280、330、1300万吨，2012年将达到从2009年的1600万吨增加到3000万吨，产能翻一番；
- 预计公司2010/2011/2012年每股收益为1.52元、1.92和2.36元，平均增长率40%，2010PE21倍，考虑到未来区域内需求高增长，可给予一定溢价，给予



“买入”评级。

图：“十五”、“十一五”新疆固定资产增速低于全国平均水平



资料来源：WIND，山西证券研究所

江西水泥——明年确定高增长的区域水泥龙头

- 瑞金二线 and 万年线两条生产线今年投产，产能扩张带来区域市场话语权进一步提高。公司是江西省最大的水泥生产企业，在省内拥有玉山、万年、瑞金、赣州、乐平五大熟料生产基地，今年瑞金二线（5000T/D）和万年（5000T/D）2条新线投产后，总产能达到 1600 万吨，权益产能增加到 980 万吨，在赣南和赣东北区域的市场占有率在 60%以上。
- 目前当地采购煤不足 40%，公司的生产线全部技改后，煤炭成本还有进一步下降的空间。目前公司赣州生产线 80%用煤来自当地，瑞金和万年分别 40%和 30%来自当地，结合各生产线产能，公司本地购煤占比不足 40%。我们预计技改完成后节约煤炭成本还有很大空间，同时公司也预计明年春节前后实施技改。
- 公司未来发展规划向下游混凝土拓展以及收购传统市场区域水泥企业和少数股东权益。
- 出售闪亮制药 25%股权和土地拆迁补偿款将合计增厚每股收益 0.13 元。
- 我们预计今年和明年每股收益 0.42 元和 0.69 元，增长 149.27%和 64.89%，自我们 11 月 19 日调研后（给予“买入”评级），公司股价已上涨 50%以上，目前公司水泥吨市值已从 330 提高到 500 元。从公司公布的业绩预告显示，今年 EPS 同比增长 100%~150%，公司 PEG 值为 0.2，处于较低水平，我们看好公司明年业绩增长，仍给予“买入”评级，建议投资者择机持有。



南玻：完整的太阳能产业链和快速增长的 low-e 节能玻璃

- LOW-E 工程玻璃和太阳能业务是公司最具特色：全国最大 LOW-E 玻璃企业；完整的太阳能产业链；
- 光伏业务助推公司三季报净利润大增。今年由于光伏需求旺盛，多晶硅价格与光伏玻璃价格均出现了 50%左右的价格上涨，产品价格的上涨提升了这两项业务的毛利率水平，使得公司第三季度盈利获得了显著提升。
- LOW-E 玻璃：今年成都 300 万平米扩产项目投产、明年吴江 2 条扩产项目投产、后年东莞 2 条项目投产，届时产能将从目前的 1085 万平米增加到 2300 万平米，增长 112%；多晶硅现有 1500 吨，计划 2011 年 2 季度扩产至 2000 吨；硅片现有 160MW，计划扩产至 300MW（2011 年 3 季度投产）；电池片现有 100MW，计划 2011 年 3 季度扩产至 300MW；超白太阳能玻璃现有产能 12 万吨，计划至 2011 年底新增产能 12.6 万吨。
- 我们预计 2010//2011/2012 年实现 EPS0.77/1.09/1.28 元，PE 为 23 倍、16 倍和 13 倍，给予“买入”评级。

北新建材：加速扩张的绿色朝阳产业龙头

- 公司的纸面石膏板主要应用工业废弃材料生产石膏板，成本低，节能降耗效果显著，受到政策大力扶持。
- 公司已投产、试产和在建的纸面石膏板生产线合计 40 条，年产量超过 10 亿平米，已经完成了 10 亿平米的石膏板全国产业布局，是亚洲第一大石膏板生产企业。因全球最大的石膏板生产商美国 USG 公司尚未涉足国内市场，公司在国内拥有绝对规模效应。
- 纸面石膏板在我国面临飞跃式发展：纸面石膏板性能优良，在发达国家民用建筑领域获得了广泛使用，而我国传统上主要用于公用建筑。三大因素正推动纸面石膏板在我国民用建筑领域的普遍应用，行业面临高速发展的前景。
- 公司产品受地产调控影响较弱。公司的龙牌石膏板和泰山石膏板分别面向于高端公共建筑和中端的住宅建筑，两者市场份额为 75%和 25%，受房地产调控政策影响较小。
- 区域扩张策略持续见效，扩张步伐仍将持续。公司 08~09 年确立了公司在华东、华南、中部地区的市场主导地位，构成了业绩增长主动力。未来 1 年内，在南方地区、中西部区域仍将有新增业务点贡献效益，同时公司的北新、泰山子公司将分别在淮南和合肥开设新基地，这也意味着公司新一轮扩张计划

年内有望开启。

- 预计 2010/2011/2012 年每股收益 0.72/1.06/1.52 元，CAGR45%，PE 为 20 倍/13 倍/10 倍，PEG 仅为 0.3，考虑到民用住宅空间还有很大发展空间，成长性突出，给予“买入”评级。

表：重点公司盈利预测和评级

证券简称	收盘价	EPS			PE		评级
		2009A	2010E	2011E	2010E	2011E	
冀东水泥	23.25	0.81	1.17	1.73	19.81	13.45	买入
海螺水泥	28.46	1.04	1.35	1.86	21.07	15.30	买入
天山股份	32.44	0.90	1.52	1.92	21.30	16.86	买入
青松建化	22.12	0.43	0.65	0.82	34.19	27.03	增持
祁连山	18.04	0.86	1.08	1.73	16.68	10.43	买入
江西水泥	12.86	0.17	0.42	0.69	30.91	18.75	买入
华新水泥	29.4	1.24	0.72	1.38	41.00	21.33	增持
南玻	21.85	0.40	0.77	1.09	28.23	20.02	买入
北新建材	15.8	0.56	0.72	1.06	21.93	14.95	买入
金晶科技	14.07	0.20	0.48	0.64	29.41	22.01	增持
金刚玻璃	31.65	0.34	0.45	0.75	70.33	42.20	增持

风险提示

- 保障住房建设速度低于预期
- 房地产投资下降较快
- 煤炭、纯碱价格过度上涨
- 基建投资大幅下滑

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。