

价值为基，关注业绩向上持续的企业—2011 年建材行业一季报综述

建材行业

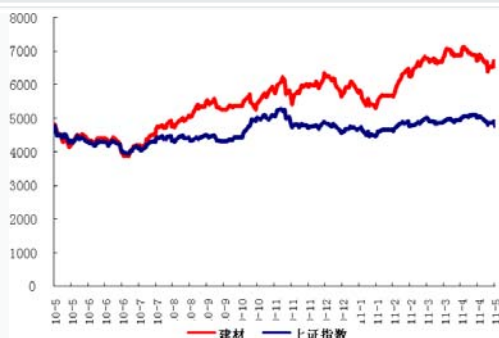
水泥行业：增持 玻璃行业：中性

报告日期：2011 年 5 月 6 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
天相行业指数	6502.29	-5.36%
天相流通指数	3645.54	-5.14%
上证指数	2837.12	-5.47%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《拾金政策，供给拐点迎机会—2011 年建材行业投资策略》 2010 年 12 月 17 日

《旺季业绩增速稳升，着眼趋势和政策—2010 年建材行业三季报综述》 2010 年 11 月 4 日

《重仓方向符合预期，水泥股大幅获增持—2011 年一季度建材行业基金重仓股分析》

2011 年 4 月 27 日

证券分析师：赵军胜

执业证书编号：A0140511010009

010-66045535 zhaogs@txsec.com

联系人：周明夏

010-66045474 zhoumx@txsec.com

张敏

010-66045584 zhangmin@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 建材板块业绩持续快速增长，资产收益率同比提升，在建工程增速下降明显。水泥板块量价齐升，业绩增速明显，转固速度放缓，在建工程量下降。玻璃板块增速放缓，在建工程增加，供给压力加大。家具装饰板块需求回升。
- 成本压力和需求影响小的公司成为关注重点。

投资要点：

- **建材板块业绩快速增长。**第一季度建材板块归属母公司所有者净利润增长121%。盈利能力同比提升5.28个百分点，期间费用率同比降低0.87个百分点。在建工程持续降低。ROE同比提升1.24个百分点，达到3.1%。
- **水泥板块量价齐升，业绩快速提升。**第一季度水泥板块收入增长48.65%，归属于母公司所有者净利润同比增长145.41%，增速大幅提高。毛利率增幅大于期间费用率的同比降幅，分别为9.83和1.07个百分点。固定资产增速为7.9%，较2010年四季度增速放缓，在建工程继续减少，降幅为11.03%。ROE和ROA同比齐升，分别为1.27%和0.62%。
- **玻璃板块业绩增速回落，家用装饰板块业绩增长拐点显现。**2011年第一季度玻璃板块归属于母公司所有者的净利润同比增长52.04%，增速环比回落。毛利率同比增长1.28个百分点，期间费用率同比下降1.33个百分点。存货环比增加0.81亿元，ROE和ROA分别为3.75%和1.61%，同比分别增长0.31和0.3个百分点。2010年家居装饰类公司内销和出口业务向好，收入同比增长23.45%。归属于母公司所有者的净利润增速出现拐点。内销收入增势略好于出口业务。毛利率出现下降，归属于母公司净利润同比仅小幅增长1.1%。2011年需求回升趋势有望延续，出口业务谨慎乐观。
- **投资建议。**2011年我们寻找成本压力小，需求影响小的公司。围绕保障房建设以及水利建设为主线，继续看好供给做减法的水泥行业和具有安全边际受益世界经济复苏的龙头股。一季度基金重仓情况符合我们的预期，水泥股获大幅增持。我们建议继续关注像海螺水泥、冀东水泥、塔牌集团、天山股份、江西水泥、亚泰集团、金隅股份、同力水泥、青松建化、福建水泥等。继续关注受益世界经济复苏的建材龙头像北新建材和中国玻纤，以及需求回升的家居装饰类公司。
- **风险提示。**房地产调控对于一些建材需求的影响和导向政策实施力度不达预期的不确定性风险。

目录

1. 建材板块上市公司总体运行状况分析	4
1.1 建材板块第一季度业绩持续加速增长	4
1.2 建材板块转固速度降低，存货提升，ROE 环比降低	6
2. 主要细分板块分析	7
2.1 水泥板块	8
2.1.1 水泥板块第一季度业绩增速快速提升	8
2.1.2 水泥板块新产能释放后劲乏力，资产收益率继续提升	11
2.2 玻璃板块	11
2.2.1 节能和新能源玻璃业务改善平板拖累，业绩增速回落	12
2.2.2 一季度玻璃板块存货增加，资产收益率仍好	15
2.3 家居装饰类板块	16
3. 投资建议	19
3.1 继续看好供给做减法的水泥股	19
3.2 关注具有安全边际和受益经济复苏的龙头股	19



图 表

图表 1: 建材单季营业收入、营业利润、利润总额和净利润及同比增速 (单位: 亿元)	4
图表 2: 建材板块各季度毛利率变化图	5
图表 3: 建材各季度期间费用率变化图	5
图表 4: 建材板块各单季度利润指标一览表	6
图表 5: 建材板块资产负债表指标一览	7
图表 6: 2011 年一季度子板块营业收入和归属于母公司所有者的净利润占比图	7
图表 7: 水泥单季营业收入、营业利润、利润总额和净利润及同比增速图 (单位: 亿元)	8
图表 8: 水泥板块各季度期间费用率变化图	9
图表 9: 水泥板块各季度毛利率变化图	9
图表 10: 全国 P.O42.5 号水泥价格走势	10
图表 11: 各重点煤炭源地区煤炭平均价格	10
图表 12: 水泥板块单季利润指标一览表	10
图表 13: 水泥板块资产负债表指标一览	11
图表 14: 玻璃板块营业收入、营业利润、利润总额和净利润及增速图 (单位: 万元)	12
图表 15: 玻璃板块产能总计同比与实际产能同比变化对照图	13
图表 16: 重点跟踪企业玻璃价格变化一览图	13
图表 17: 平板玻璃行业毛利率变化图	13
图表 18: 玻璃上市公司整体毛利率单季变化图	14
图表 19: 玻璃板块各季度费用率变化图	14
图表 20: 各季度玻璃板块利润指标一览表	15
图表 21: 玻璃板块资产负债表指标一览表	16
图表 22: 家居装饰材料公司样本	16
图表 23: 家居装饰材料公司营业收入、营业利润、利润总额和净利润及增速图 (单位: 万元)	17
图表 24: 家居装饰材料公司各季度费用率变化图	18
图表 25: 家居装饰材料公司利润表指标一览表	18
图表 26: 家居装饰材料公司资产负债表指标一览表	19
图表 27: 建材公司盈利预测一览表	21

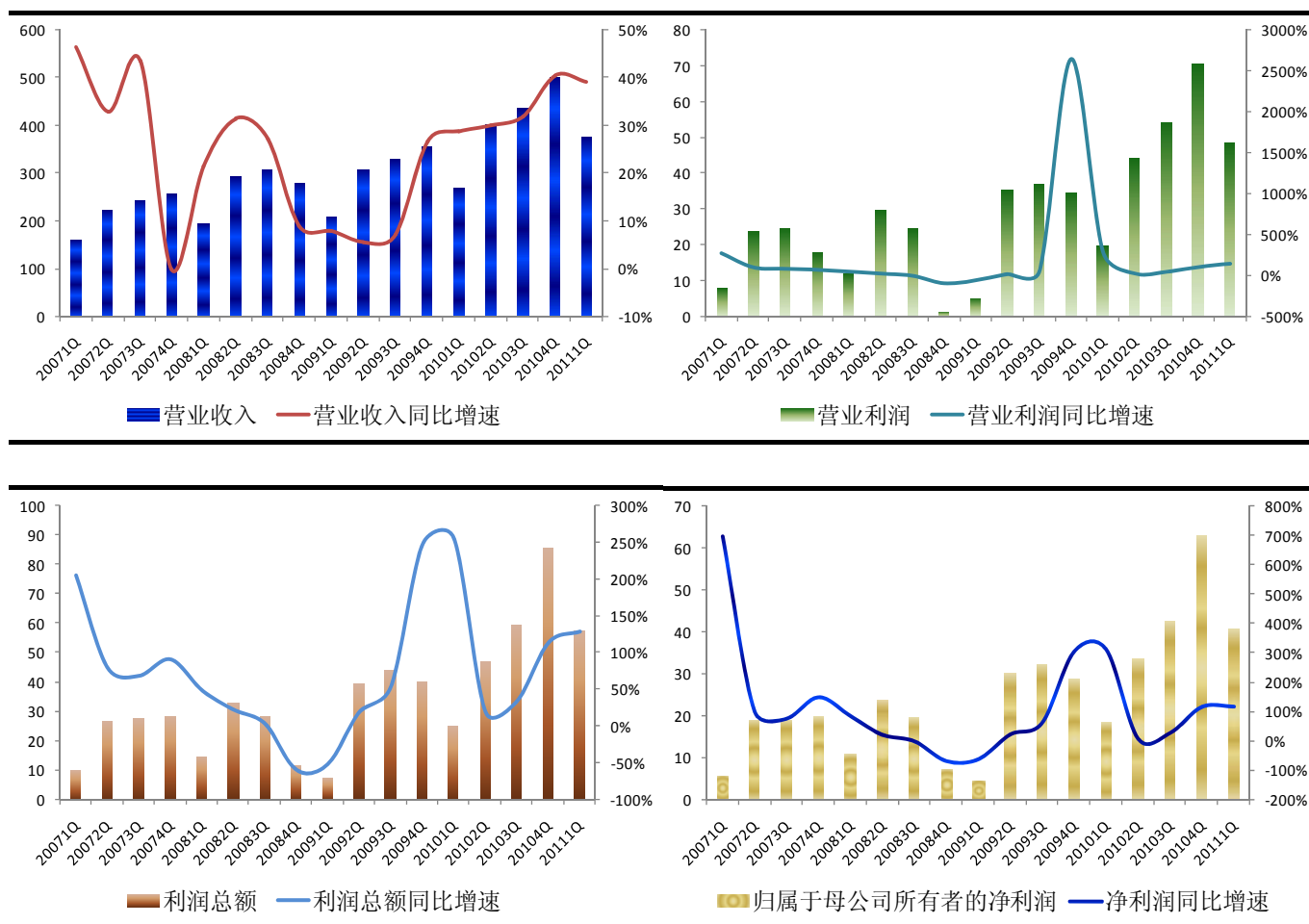
1. 建材板块上市公司总体运行状况分析

根据天相行业指数分类,建材行业共有上市公司 73 家,剔除不可比公司 11 家(伟星新材、国创高新、北京利尔、金刚玻璃、*ST 当代、*ST 金谷、金隅股份、宁基股份、长海股份、秀强股份和太行水泥,因为这几家公司或为新股或者数据异常或已退市),我们选择样本为 62 家建材可比公司进行研究。

1.1 建材板块第一季度业绩持续加速增长

2011 年第一季度利润继续保持快速增长。2011 年第一季度建材行业营业收入 376.19 亿元,同比增长 39.24%,增速较 2010 年第四季度降低 1.31 个百分点;营业利润 48.38 亿元,同比增长 145.01%,增速较 2010 年第四季度提升 39.52 个百分点;利润总额 57.40 亿元,同比增长 128.93%,增速较 2010 年第四季度提升 15.23 个百分点;归属于母公司所有者的净利润 40.76 亿元,同比增长 120.87%,增速较 2010 年第四季度提升 0.55 个百分点。

图表 1: 建材单季营业收入、营业利润、利润总额和净利润及同比增速(单位: 亿元)

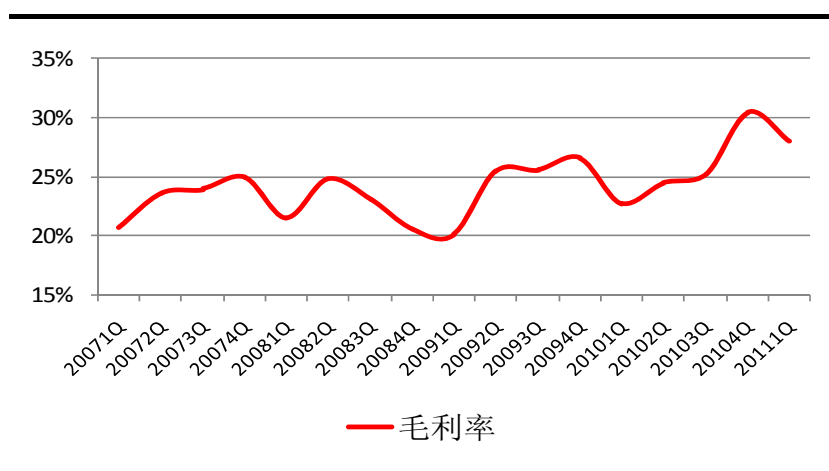


资料来源: 公司公告、天相投资顾问有限公司

2010 年和 2011 年一季度建材板块业绩继续保持较高增速，主要是国内固定资产投资和房地产投资依然保持较高的增长。2010 年固定资产投资额为 24.14 万亿，同比增长 24.5%，2011 年一季度累计投资增速为 25%，依然保持较高的增速。固定资产投资继续保持高速增长，拉动了建材行业的需求，使得建材行业在 2011 年一季度景气度同比保持在高水平位置。

行业毛利率 2011 年第一季度较 2010 年第四季度略有下降，同比提升较高。2011 年第一季度建材板块毛利率为 28.03%，同比提升 5.28 个百分点，环比下降 2.41 个百分点。毛利率同比上升主要是水泥价格上涨幅度较大和一些建材行业保持第四季度以来的较高行业景气度。

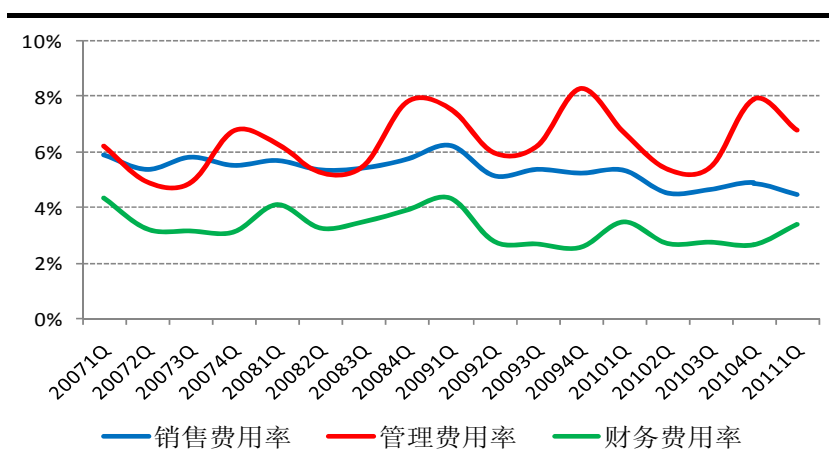
图表 2：建材板块各季度毛利率变化图



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

2011 年第一季度期间费用率同比环比双双回落。2011 年第一季度期间费用率为 14.64%，同比回落 0.87 个百分点，环比较 2010 年第四季度回落 0.79 个百分点。其中销售费用率为 4.45%，同比下降 0.89 个百分点；管理费用率为 6.80%，同比增长 0.09 个百分点；财务费用率为 3.39%，同比回落 0.08 个百分点。

图表 3：建材各季度期间费用率变化图



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

期间费用率回落的主要原因是水泥价格快速上涨，营业收入较快提高，而销售费用和管理费用涨幅较营业收入涨幅较慢。

图表 4：建材板块各单季度利润指标一览表

单位：亿元	2009Q	2010Q	2011Q	2012Q	2013Q	2014Q	2015Q
营业收入	355.76	270.18	402.06	436.39	500.00	376.19	
营业收入增长率	26.80%	28.89%	30.02%	31.99%	40.55%	39.24%	
毛利率	26.56%	22.75%	24.48%	25.26%	30.44%	28.03%	
营业税金及附加	3.40	1.94	2.33	2.83	3.65	2.49	
销售费用	18.61	14.42	18.16	20.26	24.45	16.73	
销售费用率	5.23%	5.34%	4.52%	4.64%	4.89%	4.45%	
管理费用	29.49	18.12	21.59	23.70	39.47	25.59	
管理费用率	8.29%	6.71%	5.37%	5.43%	7.89%	6.80%	
财务费用	9.08	9.37	10.85	11.96	13.25	12.77	
财务费用率	2.55%	3.47%	2.70%	2.74%	2.65%	3.39%	
期间费用	57.18	41.90	50.60	55.92	77.18	55.09	
期间费用率	16.07%	15.51%	12.59%	12.81%	15.43%	14.64%	
营业利润	34.41	19.75	44.42	54.45	70.71	48.38	
营业利润同比增长率	2641.80%	289.22%	26.47%	46.80%	105.49%	145.01%	
利润总额	40.18	25.07	46.98	59.02	85.85	57.40	
利润总额同比增长率	247.39%	255.41%	19.67%	34.27%	113.70%	128.93%	
归属于母公司所有者的净利润	28.61	18.45	33.50	42.52	63.03	40.76	
净利润同比增长率	308.78%	315.96%	11.35%	31.07%	120.32%	120.87%	

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

1.2 建材板块转固速度降低，存货提升，ROE 环比降低

转固速度减缓，新建生产设施继续下降。2011 年第一季度在建工程加上固定资产总额为 1701.68 亿元，较 2010 年第四季度增长 4%，增速下降。其中固定资产为 1472.58 亿元，比 2010 年第四季度增长 4.92%，增速较 2010 年第四季度下降 4.93 个百分点；在建工程为 229.1 亿元，比 2010 年第四季度减少 1.58 个百分点，增速较 2010 年第四季度下降幅度减少 2.25 个百分点。说明在第一季度建材板块上市公司的在建工程投入生产速度减缓和进一步建设新的生产设施的规模速度继续下降但下降幅度趋缓。

第一季度存货有所提升。2011 年第一季度建材板块存货为 319.82 亿元，较 2010 年第四季度增加 46.59 亿元，原因是公司年初增加原材料采购和一些产品库存增加所致。

净资产收益率和资产收益率同比增加，环比降低。2011 年第一季度建材板块净资产收益率为 3.10%，同比提高 1.24 个百分点，环比降低 10.06 个百分点；资产收益率为 1.25%，同比提高 0.53 个百分点，环比降低 3.89 个百分点。

偿债能力提升。2011 年第一季度建材板块资产负债率为 55.20%，较 2010 年第四

季度下降 0.35 个百分点；流动比率和速动比率分别为 1.03 和 0.73，偿债能力得到一定提升。

图表 5：建材板块资产负债表指标一览

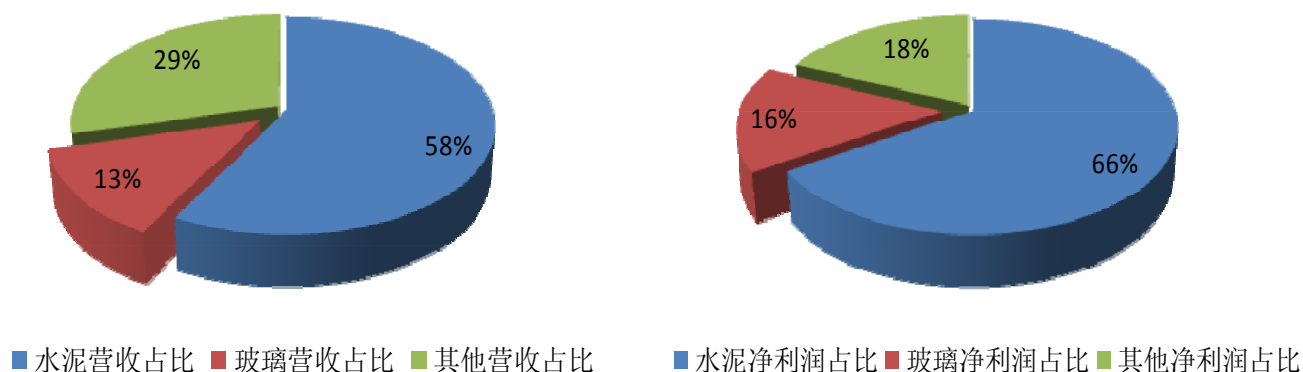
单位：亿元	2009四季度	2010一季度	2010二季度	2010三季度	2010四季度	2011一季度
固定资产	1,114.25	1,148.32	1,212.94	1,277.67	1,403.49	1,472.58
环比增速	9.42%	3.06%	5.63%	5.34%	9.85%	4.92%
在建工程	211.87	222.72	242.74	242.06	232.78	229.10
环比增速	0.00%	5.12%	8.99%	-0.28%	-3.83%	-1.58%
固定资产+在建工程	1,326.11	1,371.04	1,455.68	1,519.73	1,636.27	1,701.68
环比增速	7.80%	3.39%	6.17%	4.40%	7.67%	4.00%
存货	196.17	232.89	251.61	253.48	273.23	319.82
存货增加额	6.46	36.72	18.72	1.88	19.74	46.59
净资产收益率	10.51%	1.86%	5.28%	8.75%	13.16%	3.10%
资产收益率	3.95%	0.72%	1.92%	3.29%	5.14%	1.25%
资产负债率	54.79%	56.63%	57.60%	57.00%	55.55%	55.20%
流动比率	0.88	0.96	0.95	0.99	0.99	1.03
速动比率	0.66	0.71	0.69	0.74	0.73	0.73

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

2. 主要细分板块分析

建材板块的子板块分为水泥板块、玻璃板块、耐火材料和家具等其它板块行业。在建材板块中水泥板块为主要子板块，2011 年一季度水泥板块收入占比为 58%，玻璃板块占比为 13%，其它板块占比为 29%。归属于母公司所有者净利润中，水泥板块占比为 66%，玻璃板块占比为 16%，其它板块占比为 18%。

图表 6：2011 年一季度子板块营业收入和归属于母公司所有者的净利润占比图



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

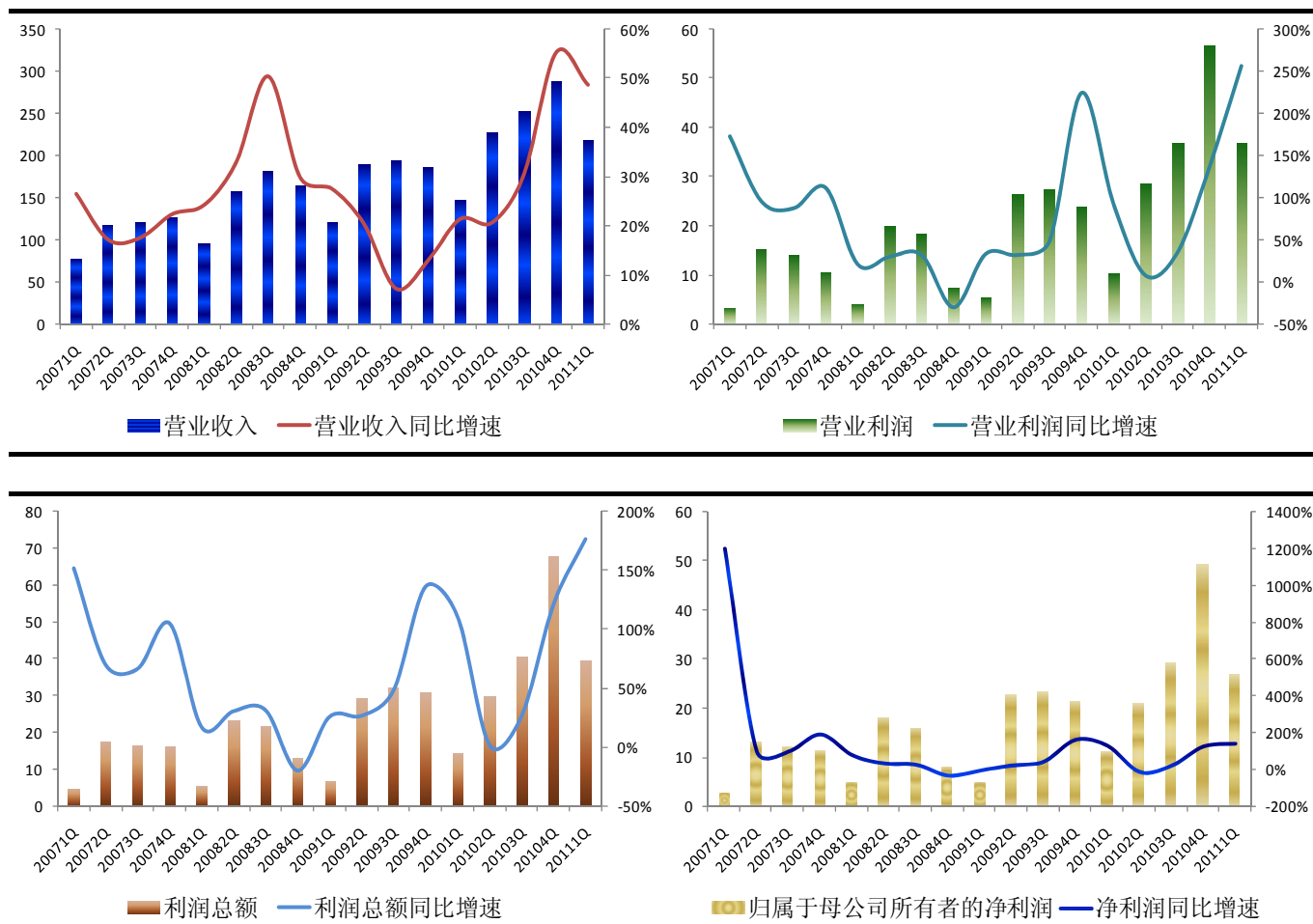
2.1 水泥板块

水泥板块共有上市公司 21 家，ST 当代因 2009 年前三季停产剔除，金隅股份新股上市剔除，我们把其它 19 家公司作为研究样本。

2.1.1 水泥板块第一季度业绩增速快速提升

水泥板块业绩单季同比增速快速提升。2011 年第一季度水泥板块营业收入为 217.22 亿元，同比增长 48.65%，增速较 2010 年第四季度降低 6.52 个百分点；营业利润为 36.75 亿元，同比增长 256.65%，增速较 2010 年第四季度提升 119.95 个百分点；利润总额为 39.55 亿元，同比增长 176.27%，增速较 2010 年第四季度提升 55.34 个百分点；归属于母公司所有者的净利润为 29.96 亿元，同比增长 145.41%，增速较 2010 年第四季度提升 15.62 个百分点。

图表 7：水泥单季营业收入、营业利润、利润总额和净利润及同比增速图（单位：亿元）



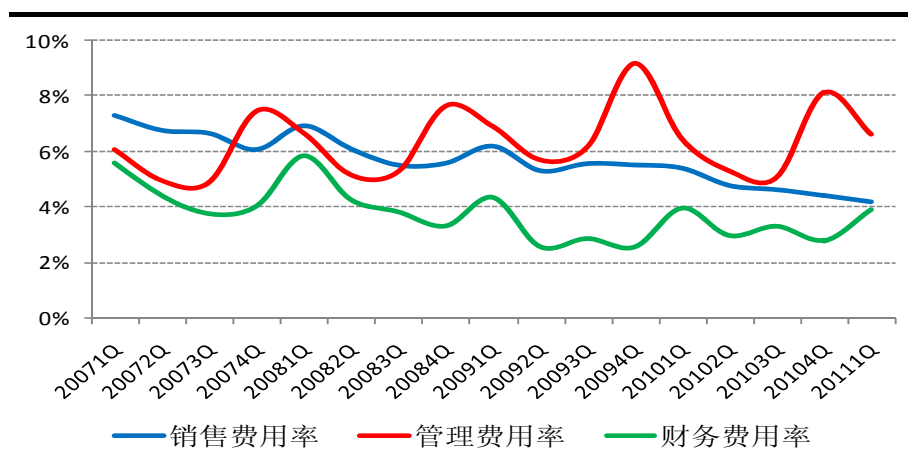
资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

2011 年第一季度水泥板块业绩同比增速较 2010 年第四季度提升的原因在于：在国家新增产能控制和落后产能淘汰的情况下，2010 年第四季度水泥价格达到历史高位，2011 年一季度进入行业淡季，在需求依然旺盛情况下，随着区域集中度的提

升，2010 年第四季度形成行业协同效应经验继续发挥作用，水泥价格在 2010 年第四季度的高位，回落幅度不大。同时，煤炭价格在第一季度同比略有回落，盈利能力保持较高水平，同比提高明显所致。

期间费用率同比下降。2011 年第一季度公司期间费用率为 14.71%，同比下降 1.07 个百分点，其中销售费用率为 4.16%，同比下降 1.23 个百分点；管理费用率为 6.64%，同比提升 0.19 个百分点，主要和板块的收入增长较快有关；财务费用率为 3.91%，同比减少 0.03 个百分点。

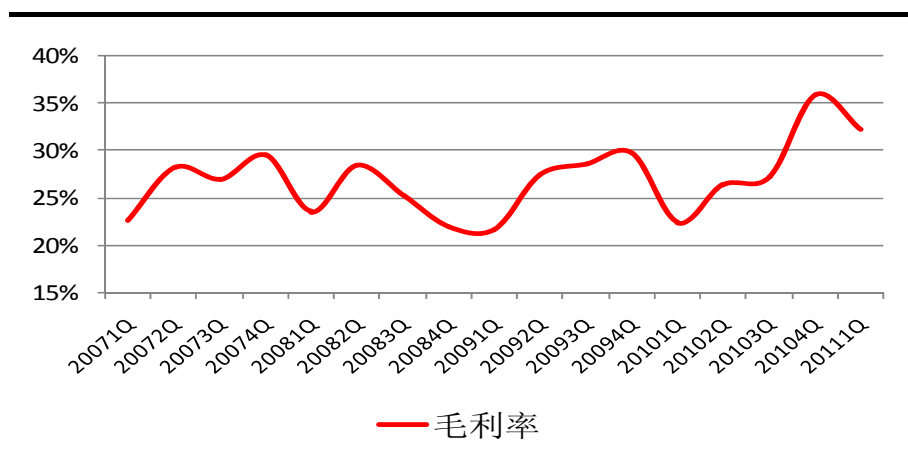
图表 8：水泥板块各季度期间费用率变化图



资料来源：天相投资顾问有限公司

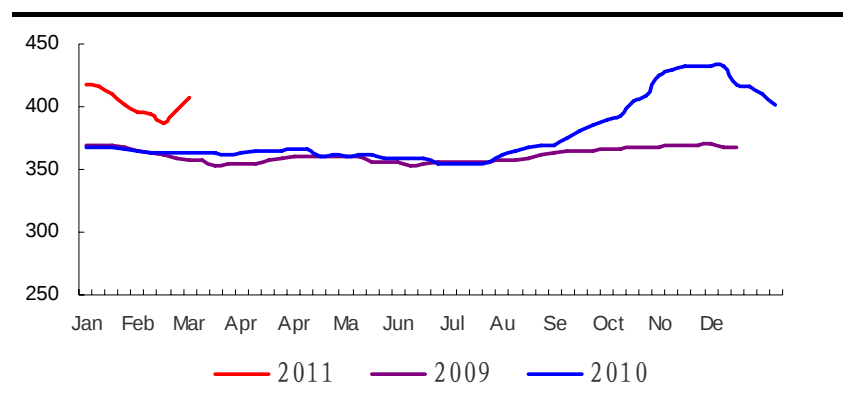
毛利率大幅提升成为推动业绩大幅增长主因。2011 年第一季度水泥板块毛利率为 32.27%，同比提升 9.83 个百分点，环比第四季度仅回落 2.41 个百分点，主要原因是水泥价格上涨和煤炭价格同比略有下降所致。以 P.042.5 号散装水泥价格为例，2011 年第一季度均价约为 402 元，同比增长 10.21%。而煤炭以秦皇岛港口平均平仓价为例，每吨价格为 692 元，微降 0.63%。

图表 9：水泥板块各季度毛利率变化图



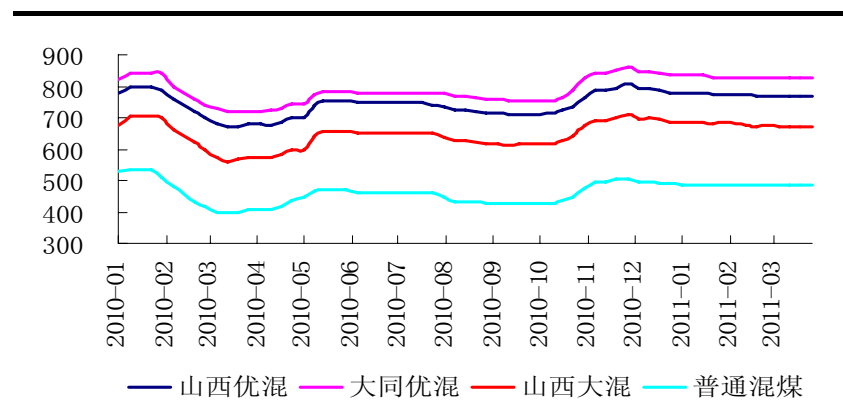
资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 10: 全国 P.O42.5 号水泥价格走势



资料来源: 天相投资顾问有限公司

图表 11: 各重点煤炭源地区煤炭平均价格



资料来源: 天相投资顾问有限公司

图表 12: 水泥板块单季利润指标一览表

单位: 亿元	20094Q	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q	20111Q
营业收入	185.69	146.13	227.63	252.93	288.14	217.22
营业收入增长率	12.85%	21.28%	20.57%	30.41%	55.17%	48.65%
毛利率	29.74%	22.44%	26.39%	27.23%	35.92%	32.27%
营业税金及附加	1.59	1.16	1.72	2.10	2.56	1.61
销售费用	10.23	7.88	10.83	11.65	12.65	9.04
销售费用率	5.51%	5.39%	4.76%	4.61%	4.39%	4.16%
管理费用	17.04	9.42	12.05	12.79	23.44	14.42
管理费用率	9.18%	6.45%	5.30%	5.06%	8.13%	6.64%
财务费用	4.72	5.76	6.72	8.32	8.03	8.49
财务费用率	2.54%	3.94%	2.95%	3.29%	2.79%	3.91%
期间费用	31.99	23.07	29.61	32.77	44.12	31.95
期间费用率	17.23%	15.78%	13.01%	12.95%	15.31%	14.71%
营业利润	23.87	10.30	28.57	36.95	56.50	36.75
营业利润同比增长率	224.63%	93.19%	8.17%	35.16%	136.70%	256.65%
利润总额	30.76	14.31	29.75	40.45	67.97	39.55
利润总额同比增长率	136.03%	110.73%	1.73%	26.19%	120.93%	176.27%
归属于母公司所有者的净利润	21.49	10.98	20.93	29.31	49.37	26.96
净利润同比增长率	167.25%	133.17%	-8.53%	25.12%	129.79%	145.41%

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

2.1.2 水泥板块新产能释放后劲乏力，资产收益率持续提升

当季转固速度降低，未来产能压力加大。2011 年第一季度固定资产额为 1016.15 亿元，环比增长 7.9%，增速比 2010 年第四季度降低 3.68 个百分点；在建工程为 152.68 亿元，环比下降 11.03%，下降幅度较第四季度加大 3.28 个百分点。转固速度降低，显现产能增长速度放缓。在建工程减少显示后期水泥产能释放减少，国家对于水泥产能的控制政策效果显现。

存货第一季度增加，显现需求旺盛。2011 年第一季度水泥板块存货 171.05 亿元，环比增加 34.28 亿元，存货的提高显示出未来水泥将进入需求旺盛期。

水泥板块净资产收益率和资产收益率同比提升。2011 年第一季度水泥板块净资产收益率为 3.29%，同比提高 1.57 个百分点；资产收益率为 1.29%，同比提高 0.62 个百分点，水泥行业处于高景气状态。

负债率下降，短期偿债能力微降。2011 年第一季度水泥板块资产负债率为 56.38%，较 2010 年第四季度下降 0.32 个百分点。流动比率为 0.88，速动比率为 0.62，分别与上年同期下降 0.02 和 0.05。

图表 13：水泥板块资产负债表指标一览

单位：亿元	2009四季度	2010一季度	2010二季度	2010三季度	2010四季度	2011一季度
固定资产	725.36	748.97	787.96	844.05	941.80	1,016.15
环比增速	11.19%	3.25%	5.21%	7.12%	11.58%	7.90%
在建工程	161.21	169.86	190.82	186.10	171.59	152.68
环比增速	10.23%	5.37%	12.34%	-2.47%	-7.80%	-11.03%
固定资产+在建工程	886.57	918.83	978.79	1,030.15	1,113.39	1,168.83
环比增速	11.02%	3.64%	6.53%	5.25%	8.08%	4.98%
存货	93.45	115.99	127.37	124.29	136.77	171.05
存货增加额	6.95	22.54	11.38	-3.08	12.49	34.28
净资产收益率	12.48%	1.72%	5.24%	9.07%	14.95%	3.29%
资产收益率	4.73%	0.67%	1.85%	3.32%	5.66%	1.29%
资产负债率	53.68%	56.50%	57.79%	57.65%	56.70%	56.38%
流动比率	0.79	0.90	0.88	0.93	0.87	0.88
速动比率	0.61	0.67	0.65	0.71	0.64	0.62

资料来源：天相投资顾问有限公司整理

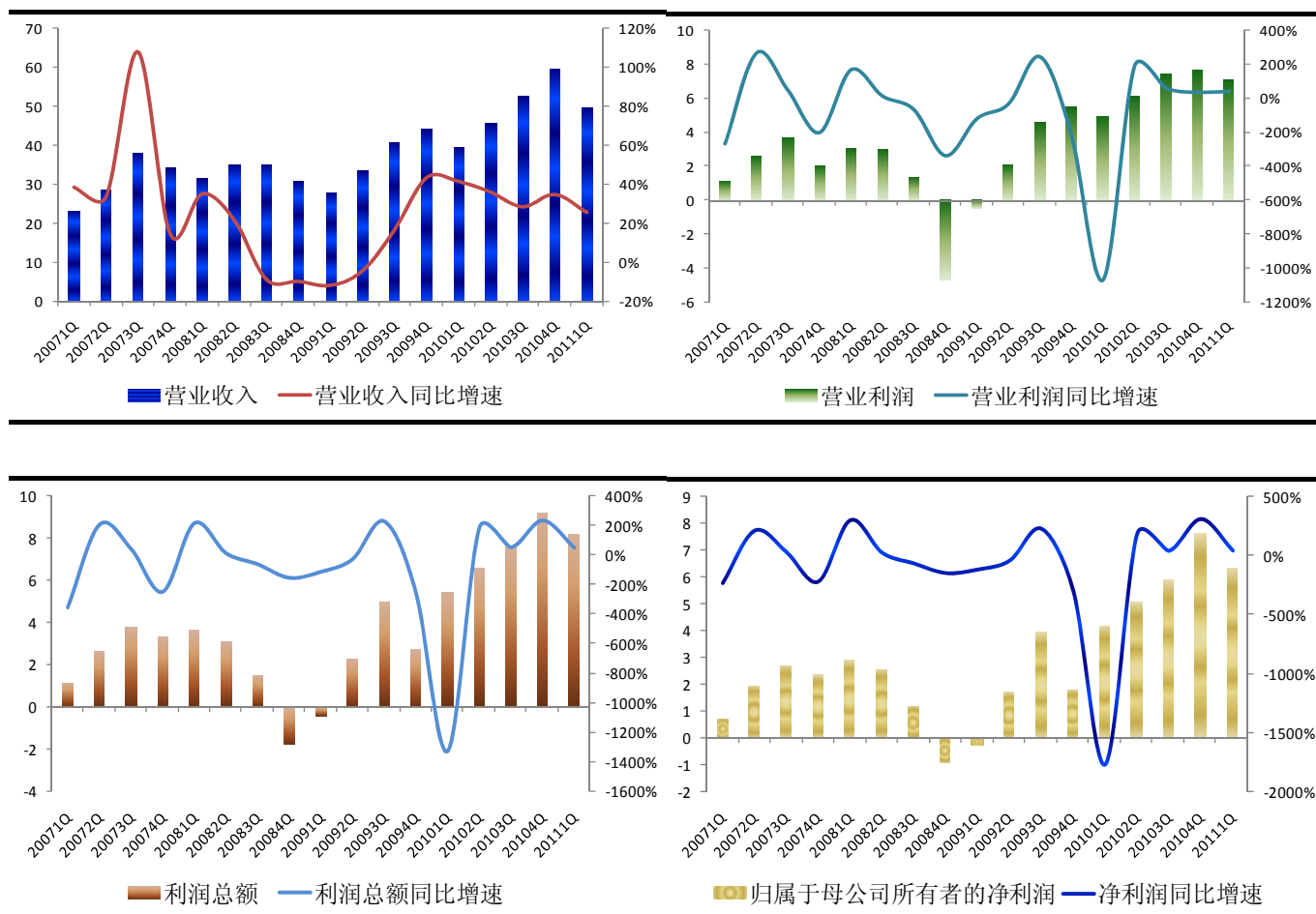
2.2 玻璃板块

玻璃板块研究样本为 8 家，剔除新股金刚玻璃。样本包括南玻 A、中航三鑫、耀皮玻璃、金晶科技、三峡新材、洛阳玻璃、方兴科技、方大集团。

2.2.1 节能和新能源玻璃业务改善平板拖累，业绩增速回落

季度业绩同比增速环比下降。2011 年第一季度玻璃板块营业收入为 49.79 亿元，同比增长 25.89%，较 2010 年第四季度同比增速回落 9.17 个百分点；营业利润为 7.11 亿元，同比增长 43.91%，较 2010 年第四季度增速提高 5.62 个百分点；利润总额为 8.2 亿元，同比增长 51.19%，较 2010 年第四季度增速回落 185.35 个百分点；归属于母公司所有者的净利润为 6.35 亿元，同比增长 52.04%，较 2010 年第四季度增速回落 267.87 个百分点。

图表 14：玻璃板块营业收入、营业利润、利润总额和净利润及增速图（单位：万元）

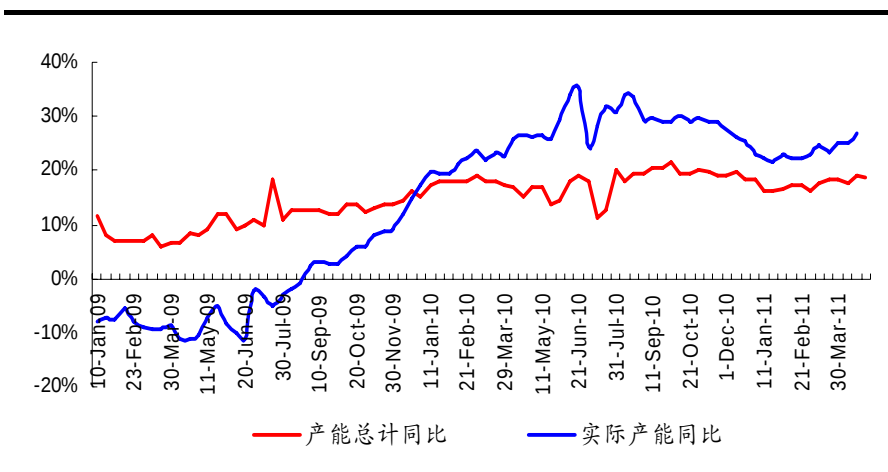


资料来源：天相投资顾问有限公司整理

平板玻璃实际产能增长加快致景气度下降明显，节能和新能源相关产品改善整体盈利能力。第一季玻璃板块业绩增速较 2010 年第四季度回落的原因主要是：一、2011 年第一季度平板玻璃实际产能增长加快，平板玻璃价格下降明显，导致平板玻璃盈利能力下降。浮法玻璃价格以重点跟踪企业 5mm 玻璃价格为例，2011 年一季度每重量箱为 70.76 元，同比下降 11.92%。2011 年 1-2 月平板玻璃行业毛利率为 14.13%，同比回落 8.67 个百分点。二、上市公司积极发展节能、太阳能玻璃以及太阳能产业等业务改善了上市公司整体的盈利能力。2011 年一季度玻璃上市公司整体毛利率为 26.89%，同比提高 1.19 个百分点。

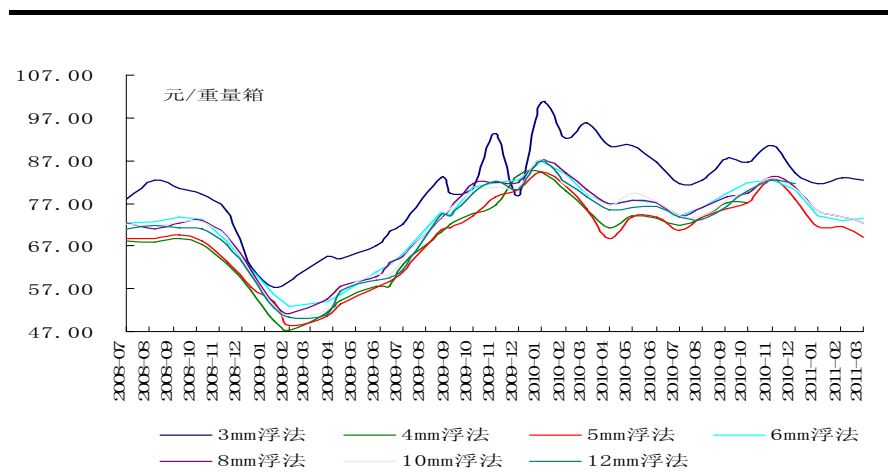


图表 15: 玻璃板块产能总计同比与实际产能同比变化对照图



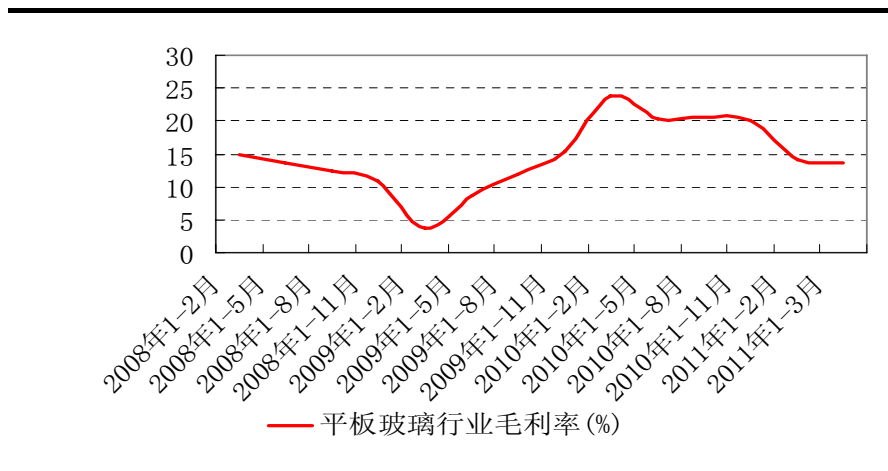
资料来源: 天相投资顾问有限公司整理

图表 16: 重点跟踪企业玻璃价格变化一览图



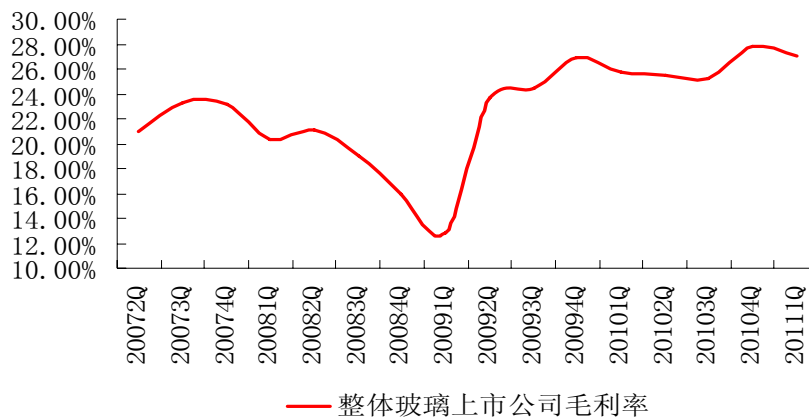
资料来源: 天相投资顾问有限公司整理

图表 17: 平板玻璃行业毛利率变化图



资料来源：天相投资顾问有限公司整理

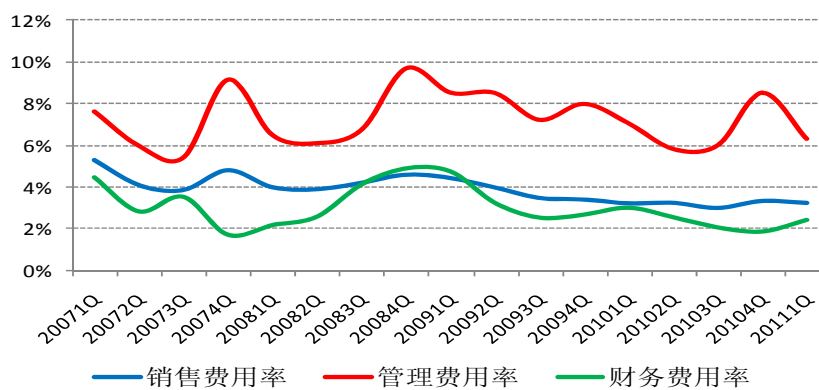
图表 18：玻璃上市公司整体毛利率单季变化图



资料来源：天相投资顾问有限公司整理

第一季度期间费用率下降明显。2011 年第一季度玻璃板块期间费用率为 11.91%，同比下降 1.33 个百分点。其中销售费用率为 3.22%，同比提升 0.02 个百分点；管理费用率为 6.28%，同比下降 0.76 个百分点；财务费用率为 2.41%，同比下降 0.59 个百分点。

图表 19：玻璃板块各季度费用率变化图



资料来源：天相投资顾问有限公司整理

图表 20：各季度玻璃板块利润指标一览表

	20094Q	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q	20111Q
营业收入	44.27	39.55	45.72	52.71	59.79	49.79
营业收入增长率	43.64%	41.72%	36.22%	28.74%	35.06%	25.89%
毛利率	26.89%	25.70%	25.45%	25.24%	27.81%	26.98%
营业税金及附加	0.37	0.19	0.22	0.30	0.43	0.37
销售费用	1.50	1.26	1.47	1.57	1.98	1.60
销售费用率	3.38%	3.20%	3.22%	2.98%	3.31%	3.22%
管理费用	3.53	2.79	2.66	3.16	5.09	3.13
管理费用率	7.98%	7.04%	5.81%	5.99%	8.52%	6.28%
财务费用	1.18	1.18	1.16	1.08	1.10	1.20
财务费用率	2.66%	3.00%	2.53%	2.04%	1.84%	2.41%
期间费用	6.21	5.23	5.29	5.80	8.18	5.93
期间费用率	14.03%	13.24%	11.57%	11.01%	13.68%	11.91%
营业利润	5.52	4.94	6.13	7.41	7.64	7.11
营业利润同比增长率	-217.09%	-1067.31%	193.24%	62.37%	38.29%	43.91%
利润总额	2.74	5.42	6.59	7.64	9.23	8.20
利润总额同比增长率	-254.94%	-1329.77%	187.43%	54.46%	236.54%	51.19%
归属于母公司所有者的净利润	1.81	4.18	5.07	5.90	7.60	6.35
净利润同比增长率	-295.27%	-1761.24%	194.92%	50.14%	319.91%	52.04%

资料来源：天相投资顾问有限公司整理

2.2.2 一季度玻璃板块存货增加，资产收益率仍好

2011 年第一季度玻璃板块转固速度下降，在建工程增加。2011 年第一季度固定资产额为 179.84 亿元，环比减少 2.53%。在建工程为 39.05 亿元，环比提高 39.56%。表明玻璃板块后续的产能增长压力仍然存在。

存货有所增加。2011 年第一季度玻璃板块存货为 30.98 亿元，环比增加 0.81 亿元，增加额较 2010 年第四季度明显减少，显示玻璃板块第一季度较 2010 年第四季度供大于求的程度有所改善。

资产收益率环比回落。2011 年第一季度玻璃板块净资产收益率为 3.75%，资产收益率为 1.61%，同比分别提升 0.31 个百分点和 0.3 个百分点，环比 2010 年第四季度分别降低 11.68 和 4.7 个百分点，收益率的回落主要是和玻璃板块周期性有关。

图表 21: 玻璃板块资产负债表指标一览表

单位: 亿元	2009四季度	2010一季度	2010二季度	2010三季度	2010四季度	2011一季度
固定资产	165.65	163.68	172.01	177.10	184.50	179.84
环比增速	1.33%	-1.19%	5.09%	2.96%	4.18%	-2.53%
在建工程	22.61	26.04	20.80	19.89	27.98	39.05
环比增速	-6.93%	15.17%	-20.13%	-4.38%	40.69%	39.56%
固定资产+在建工程	188.26	189.72	192.81	196.99	212.48	218.89
环比增速	0.26%	0.78%	1.63%	2.17%	7.86%	3.02%
存货	22.22	23.89	25.39	24.83	30.17	30.98
存货增加额	-1.68	1.67	1.50	-0.56	5.34	0.81
净资产收益率	6.18%	3.44%	6.93%	10.86%	15.43%	3.75%
资产收益率	2.29%	1.31%	2.76%	4.49%	6.31%	1.61%
资产负债率	59.57%	58.76%	57.10%	55.51%	56.01%	54.50%
流动比率	0.75	0.78	0.91	0.91	0.97	1.16
速动比率	0.58	0.60	0.71	0.72	0.72	0.91

资料来源: 天相投资顾问有限公司整理

2.3 家居装饰类板块

以家居装饰材料公司为研究对象。2011 年第一季度家居装饰材料公司营业收入为 33.40 亿元, 同比增长 16.18%; 营业利润为 2.08 亿元, 同比增长 8.05%; 利润总额为 2.55 亿元, 同比增长 51.19%; 归属于母公司所有者的净利润为 1.98 亿元, 同比增长 30.21%。

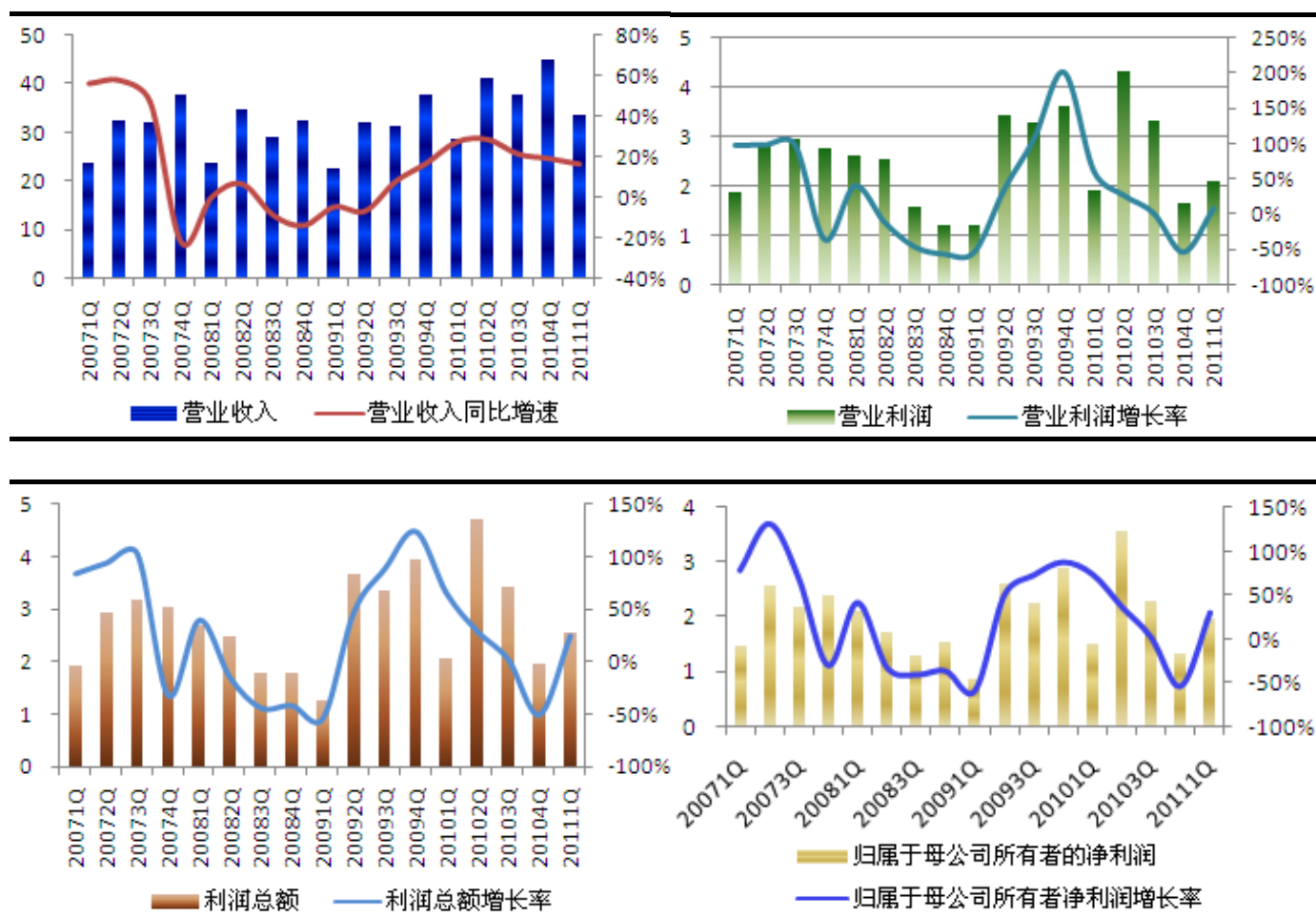
图表 22: 家居装饰材料公司样本

公司名称	代码	主要业务
美克股份	600337	木制家具
宜华木业	600978	木制家具
北新建材	000786	石膏板
成霖股份	002047	水龙头、卫浴配件
海鸥卫浴	002084	水龙头、卫浴配件
冠福家用	002102	陶瓷制品、玻璃制品等
帝龙新材	002247	装饰纸、浸渍纸、装饰板
兔宝宝	002043	胶合板、贴面板
科冕木业	002354	多层复合地板、三层复合地板
国栋建设	600321	木制板材

资料来源: 天相投资顾问有限公司整理

金融危机后, 家居装饰材料公司收入和利润均一度出现负增长。2010 年上半年, 需求有所回升, 部分被抑制的需求释放, 同时考虑比较基数原因, 收入和利润在 2009 年四季度、2010 年一季度出现较大反弹。但 2010 年下半年来看, 增长势头趋稳。从各公司业务表现来看, 国内市场复苏要好于海外市场, 海外市场短期存在波动, 2011 年虽将继续增长, 但需谨慎乐观。

图表 23：家居装饰材料公司营业收入、营业利润、利润总额和净利润及增速图（单位：万元）

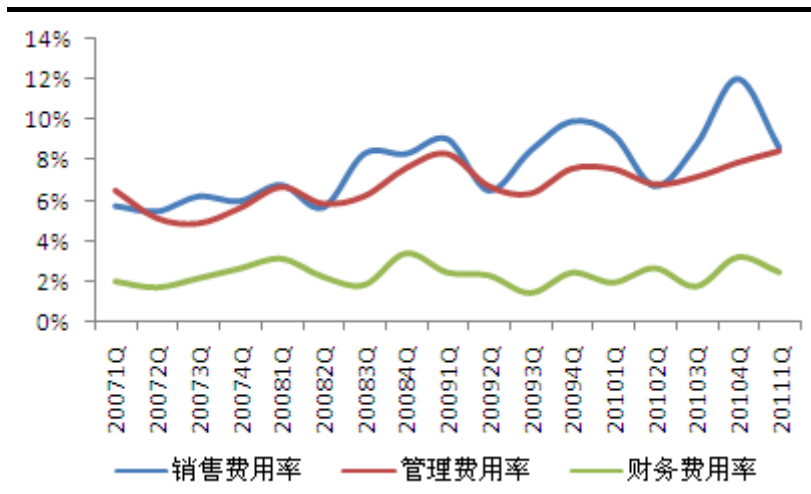


资料来源：公司报告、天相投顾整理

2011 年第一季度家居装饰材料公司毛利率同比下降 0.94 个百分点，主要受到原料、人力成本上升的影响。期间费用率为 19.52%，同比上升 0.75 个百分点。其中销售费用率为同比下降 0.66 个百分点；管理费用率同比上升 0.87 个百分点；财务费用率同比上升 0.53 个百分点。从近几个季度费用率水平看，财务费用控制较好，但销售费用、管理费用均出现上升趋势，一个重要原因是销售下降过程中，部分企业加强了营销力度，部分企业前期建设产能投产，带动了销售费用、管理费用增长。



图表 24：家居装饰材料公司各季度费用率变化图



资料来源：天相投资顾问有限公司整理

图表 25：家居装饰材料公司利润表指标一览表

	20094Q	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q	20111Q
营业收入	37.80	28.75	41.30	37.87	44.96	33.40
营业收入同比增速	16.51%	27.17%	28.39%	21.12%	18.94%	16.18%
毛利率	30.19%	25.92%	27.24%	26.41%	27.89%	24.98%
营业税金及附加	0.14	0.05	0.06	0.07	0.12	0.07
销售费用	3.75	2.67	2.77	3.31	5.41	2.88
销售费用率	9.93%	9.29%	6.71%	8.74%	12.04%	8.63%
管理费用	2.85	2.17	2.80	2.70	3.53	2.81
管理费用率	7.55%	7.54%	6.79%	7.14%	7.85%	8.42%
财务费用	0.92	0.56	1.11	0.66	1.45	0.83
财务费用率	2.44%	1.94%	2.68%	1.74%	3.23%	2.47%
期间费用	7.53	5.40	6.68	6.67	10.40	6.52
期间费用率	19.92%	18.77%	16.18%	17.62%	23.13%	19.52%
营业利润	3.61	1.92	4.34	3.32	1.66	2.08
营业利润增长率	200.62%	60.29%	26.49%	0.96%	-54.07%	8.05%
利润总额	3.95	2.05	4.70	3.41	1.97	2.55
利润总额增长率	123.10%	64.51%	28.57%	1.69%	-50.11%	24.42%
归属于母公司所有者的净利润	2.89	1.52	3.57	2.27	1.35	1.98
归属于母公司所有者净利润增长率	87.28%	73.41%	36.51%	1.63%	-53.35%	30.21%

资料来源：公司报告、天相投顾整理

存货小幅增加。一季度存货环比增加 1.76 亿元，部分原因是一季度是大部分家居装饰材料的消费淡季。2010 年四季度存货增速刹车，2011 年一季度存货增长低于上年同期水平，表明市场总体销售情况正在走好。

收益率呈现季节性波动，2011 年一季度同比改善。一季度为销售淡季，收益率一般在全年较低，从一季度数据看，净资产收益率和资产报酬率都要好于上年同期。

图表 26：家居装饰材料公司资产负债表指标一览表

	2009四季度	2010一季度	2010二季度	2010三季度	2010四季度	2011一季度
固定资产	75.69	77.52	81.69	81.90	86.37	84.93
环比增速	13.33%	2.43%	5.37%	0.26%	5.46%	-1.67%
在建工程	13.41	14.39	19.95	23.14	25.33	28.56
环比增速	-34.24%	7.32%	38.63%	15.98%	9.45%	12.77%
固定资产+在建工程	89.10	91.92	101.64	105.04	111.70	113.50
环比增速	2.20%	3.16%	10.58%	3.35%	6.34%	1.61%
存货	30.92	34.20	37.24	40.83	40.88	42.64
存货增加额	2.93	3.27	3.04	3.59	0.05	1.76
净资产收益率	8.23%	1.38%	4.55%	6.46%	6.43%	1.45%
资产报酬率	4.09%	0.68%	2.16%	3%	3.29%	0.73%
资产负债率	46.22%	46.96%	48.89%	49.53%	45.49%	46.02%
流动比率	1.44	1.46	1.27	1.26	1.48	1.43
速动比率	1	1.01	0.84	0.82	1	0.95

资料来源：天相投资顾问有限公司整理

3. 投资建议

2011 年继续围绕保障房、农田水利建设和国家经济开发区等政策重点挖掘公司。2011 年我们认为成本压力会影响行业盈利能力，需求的增速下降会影响到营业收入增速的趋缓，所以寻找供需形势向好的公司或者需求稳定，成本压力较小的公司成为重点。

3.1 继续看好供给做减法的水泥股

从 2010 年 7 月份以来，我们一直看好中东部水泥股，对房地产水泥需求不悲观，认为超预期的可能性大。2011 年 1 月 18 日开始，我们在水泥股股价回落后，认为水泥股存在低估，所以通过路演等多种形式重点推介水泥股，水泥股价已经出现不同程度的涨幅，像华新水泥最高涨幅达到 118%，江西水泥最高涨幅达到 82%，海螺水泥最高涨幅为 62%，塔牌集团最高涨幅达到 50%，天山股份涨幅达到 48%等。2011 年一季度水泥股获得大幅增持，基金重仓股符合我们此前的预期。

供给和需求两头受益的水泥股，以价值为基础，着眼业绩超预期个股。供给端有国家新增产能控制和落后产能淘汰的政策，需求端有保障房和农田水利基础设施建设，水泥行业将成为最大的受益者。我们继续看好中东部、新疆地区西部的水泥股。

水泥行业在 2011 年供需形势向好是大概率事件，对于水泥股未来应该以价值为基础，依据公司的业绩表现将最终决定股价的上涨空间。一季度后水泥将成为继续关注重点，继续挖掘业绩超预期的水泥个股。

3.2 关注具有安全边际和受益经济复苏的龙头股

业绩增长确定性较高的低估值行业龙头值得关注。建议关注北新建材、中国玻纤、东方雨虹、瑞泰科技等。随着世界经济的向好，玻纤行业处于景气度向上期，中国玻



纤一季度业绩同比增长 264%，未来将继续受益；随着美国经济向好，北新建材材料护面纸的供给量加大，加上人民币升值的影响，成本压力最大阶段已过，北新建材一季度归属于母公司所有者的净利润增速保持 33.4% 的增速，未来成长性确定，估值上具有一定安全边际；东方雨虹增发项目 2011 年将陆续投产，预计 2011 年业绩同比增幅超过 43% 的年均复合增长率。

图表 27：建材公司盈利预测一览表

代码	公司简称	每股收益				市盈率			
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
000012	南玻A	0.4	0.7	0.82	1.13	46	26	22	16
000023	深天地A	0.17	0.09	0.13	0.15	51	95	66	57
000055	方大集团	0.1	0.11	0.23	0.3	66	60	29	22
000401	冀东水泥	0.82	1.15	1.59	2.09	31	22	16	12
000619	海螺型材	0.62	0.45	0.46	0.5	16	21	21	19
000786	北新建材	0.56	0.72	1.05	1.31	26	20	14	11
000789	江西水泥	0.17	0.39	1.09	1.2	99	43	15	14
000877	天山股份	1.12	1.39	2.78	3.38	37	29	15	12
000885	同力水泥	0.45	0.51	0.72	0.93	33	29	20	16
000935	四川双马	0.66	0.11	0.2	0.25	17	103	57	45
002043	兔宝宝	0.12	0.18	0.29	0.55	82	55	34	18
002047	成霖股份	0.16	0.01	0.12	0.26	32	508	42	20
002066	瑞泰科技	0.35	0.42	0.65	0.98	50	41	27	18
002080	中材科技	0.72	1.18	1.2	1.38	42	26	25	22
002082	栋梁新材	0.51	0.64	0.91	1.19	29	23	16	12
002084	海鸥卫浴	0.06	0.26	0.27	0.39	119	28	26	18
002088	鲁阳股份	0.53	0.52	0.68	0.9	30	31	24	18
002162	斯米克	0.07	0.08	0.11	0.14	167	146	106	84
002163	中航三鑫	0.12	0.17	0.52	1.13	158	112	37	17
002192	路翔股份	0.17	0.17	0.38	0.57	127	127	57	38
002201	九鼎新材	0.09	0.11	0.3	0.45	137	112	41	27
002205	国统股份	0.54	0.52	0.65	0.94	40	41	33	23
002225	濮耐股份	0.25	0.26	0.37	0.55	60	58	41	27
002233	塔牌集团	0.54	0.77	1.61	1.77	39	28	13	12
002247	帝龙新材	0.39	0.4	0.67	0.98	46	45	27	18
002271	东方雨虹	0.46	0.66	0.97	1.73	69	48	33	18
002302	西部建设	0.72	0.51	0.59	1.49	28	39	34	13
002346	柘中建设	0.51	0.3	0.63	0.85	38	65	31	23
002354	科冕木业	0.39	0.13	0.36	0.48	41	122	44	33
002372	伟星新材	0.7	0.72	0.93	1.06	27	26	20	18
002377	国创高新	0.44	0.37	0.51	0.69	41	49	35	26
002392	北京利尔	0.96	0.86	1.06	1.47	45	50	41	29
002457	青龙管业	1.17	1.03	1.19	1.34	23	26	23	20
002572	宁基股份	1.52	2.1	2.87	4.16	47	34	25	17
300093	金刚玻璃	0.46	0.43	0.62	1.29	56	60	42	20
300135	宝利沥青	0.97	1.21	1.42	1.96	41	33	28	20
300160	秀强股份	0.64	0.85	0.95	1.28	46	34	31	23
300196	长海股份	0.35	0.55	0.62	0.97	54	34	30	19
600176	中国玻纤	-0.36	0.48	1.47	1.73	-75	56	18	16
600291	西水股份	0.93	0.04	0.06	0.08	11	257	171	128
600293	三峡新材	0.06	0.14	0.17	0.21	216	93	76	62
600318	巢东股份	0.02	0.27	1.09	1.14	973	72	18	17
600321	国栋建设	0.09	0.09	0.23	0.37	88	88	34	21
600337	美克股份	0.09	0.18	0.36	0.55	121	61	30	20
600425	青松建化	0.51	0.75	1.33	1.99	50	34	19	13
600449	赛马实业	2.28	2.88	2.4	3.21	16	13	15	11
600539	狮头股份	0	0.01	0.03	0.04		1115	372	279
600552	方兴科技	0.17	0.31	0.31	0.35	145	80	80	70
600585	海螺水泥	1	1.75	0.66	0.82	37	21	56	45
600586	金晶科技	0.2	0.61	0.51	0.6	77	25	30	26
600629	棱光实业	0.47	0.25	0.3	0.33	28	53	44	40
600668	尖峰集团	0.21	0.39	0.53	0.61	53	28	21	18
600720	祁连山	0.94	1.03	1.48	1.65	21	19	13	12
600801	华新水泥	1.24	1.42	2.6	3.26	38	33	18	15
600802	福建水泥	-0.25	0.02	0.42	0.7	-44	556	26	16
600819	耀皮玻璃	-0.29	0.27	0.36	0.44	-60	64	48	40
600876	洛阳玻璃	-0.28	0.12	0.25	0.28	-43	101	49	43
600881	亚泰集团	0.39	0.26	0.56	0.87	22	33	15	10
600883	博闻科技	0.11	0.34	0.03	0.04	105	34	386	290
600978	宜华木业	0.29	0.24	0.38	0.59	20	24	15	10
601992	金隅股份	0.58	0.7	1.13	1.46	25	21	13	10

资料来源：天相投资顾问有限公司整理 注：市盈率以5月5日收盘价计算

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041