

建筑建材行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

水泥高景气度依旧 建筑建材异彩纷呈

—建筑建材行业投资策略 2011.6.30

投资要点:

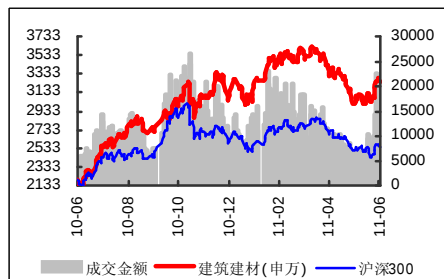
- 我们继续坚定的看好水泥股在 2011 年下半年的表现，特别是淘汰落后产能预期强地区的大型水泥企业。现在水泥企业动态市盈率平均为 13-15 倍，属于历史中位以上，但考虑到今明两年属于水泥行业历史性难得的变革时期，估值存在上调空间，仍建议投资者在低位积极建仓。
- 6 月中旬-8 月是传统淡季，如华东开始进入梅雨季节，水泥需求下降，企业出货量下降，库存增加。反映到股市上可能会出现阶段性水泥行业调整，适逢建仓时机。
- 前期紧缩调控政策开始发挥对需求负面影响的滞后效应，两者对需求负面影响相叠加将对水泥价格构成压制。7 月后 CPI 预计见顶，经济继续回落，预期政策放松，利于提升估值，保障住房下半年全面开工、水利加速推进都利于四季度旺季需求继续好于上半年。
- 如我们在前期2月份的跟踪报告——《供应缺口出现，行业机会提高》中阐述的，预计从2011年下半年开始，水泥行业新增产能少于淘汰落后产能，净增产能为负，需求端看，新疆的天山股份、青松建化，东北市场看亚泰集团；供给端，则是海螺水泥、华新水泥、江西水泥。
- 建筑建材行业细分领域有很多亮点：建筑工程行业重点推荐上海建工、北新建材、中国建筑；装饰园林业金螳螂、亚厦股份；玻璃行业看好南玻A；复合材料方面推荐利源铝业、天晟新材、东方雨虹。
- **风险提示：**淘汰落后产能、限制新增产能政策放开是最大的风险。

行业评级

强于大势

市盈率(TTM, 整体法): 21.37
预测市盈率(整体法): 20.99

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现(%)	7.78	-7.93	2.69
相对表现(%)	5.26	-0.92	4.19

资料来源:WIND

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	目标价	11EPS	12EPS
海螺水泥	强推	36.67	2.27	2.9
天山股份	推荐	50	3.0	4.1
南玻 A	推荐	25	0.9	1.2
利源铝业	强推	30	0.8	1.2
上海建工	强推	25	1.15	1.45

研究员:左红英

执业证书 S0820209120023

联系人:谢非非

电话 021-32229888-3501

E-mail xiefeifei@ajzq.com

相关报告

紧盯供给端 行业机会提升—水泥行业跟踪分析报告 2011.2.21
抓大放小 寻找业绩增长明确的个股—水泥行业二季度投资策略 2011.3.30
价量无忧 估值降低提升行业投资机会—水泥行业跟踪分析报告 2011.5.26

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

1	基本结论和分析逻辑	4
2	淘“旧”限“新”，净增产能为负，供应缺口下半年出现，明年扩大.....	6
2.1	供需缺口下半年出现，明年扩大.....	7
2.2	调低水泥需求，预计全年需求增速 10%左右，需求增量 1.8 亿吨.....	8
2.3	水泥供给下降，明年新增大幅下降，7-8 月限电才是真正的考验	9
3	价格联盟三区域：新疆需求端第一、湖北、华东.....	12
3.1	新疆需求端第一，景气有望持续到 2012 年底，看好天山股份、青松建化.....	12
3.2	东北市场，亚泰集团量价齐升，业绩有望大幅增长.....	15
3.3	湖北市场，华新独步.....	15
3.4	华东市场供给端给力，海螺水泥仍将业绩翘楚.....	16
4	水泥盈利和行情：7 月拐点，8-9 月上涨	18
5	建筑工程行业，布局保障房建设、估值合理的装饰园林企业.....	18
5.1	保障房建设拉动板材、墙体、管材等需求，推荐上海建工、北新建材、中国建筑.....	19
5.2	估值合理的优质装饰园林企业，将在未来体现成长性溢价.....	20
6	玻璃行业—平板玻璃供需持续恶化，深加工玻璃别有洞天，推荐全产业链公司南玻 A.....	22
7	复合材料及其他，推荐利源铝业、天晟新材、东方雨虹.....	24

图 目 录

图 1: 水泥板块在 5 月 26 日创三个月次低点.....	4
图 2: 华东六省会城市和上海市水泥价格在 2010 年四季度由于限电大涨.....	6
图 3: 杭州市 42.5 级散装普通水泥价格 2010 年与 2009 年周走势对比.....	7
图 4: 新干法产能占比及新干法孰料人均量.....	10
图 5: 累计水泥固定资产投资大幅下滑、同比已经开始负增长.....	11
图 6: 新疆地区各五年期规划固定资产投资.....	13
图 7: 过去十年新疆水泥需求的固定资产投资弹性.....	13
图 8: 2011 年各季度新疆计划投产新型干法水泥生产线.....	14
图 9: 新疆孰料生产线产能利用率.....	14
图 10: 华东地区水泥均价.....	16
图 11: 海螺水泥最近两年多毛利率变化.....	17
图 12: 华东地区水泥企业市场份额变化.....	17
图 13: 水泥行业累计利润.....	18
图 14: “十二五”期间公共投资趋势.....	20
图 15: 2009 年前三季度我国主要城市住宅装修比例与发达国家对比.....	21
图 16: 装修四家公司最近一年走势.....	22
图 17: 南玻 A 四大业务定位明确.....	23
图 18: 2010 年主营业务收入中太阳能产业占比大幅提高.....	24

表 目 录

表 1: 净增产能与新增需求情况（万吨）.....	7
表 2: 2010-2011 分区域净增产能预测.....	7
表 3: 水泥上市公司吨水泥余热发电量.....	8
表 4: 影响水泥产量增速的七行业 2011 年投资增速测算.....	9
表 5: 主营业务收入按行业划分.....	23

1 基本结论和分析逻辑

我们在2011年2月21日的水泥行业-《紧盯供给端 行业机会提升》跟踪分析报告中指出：

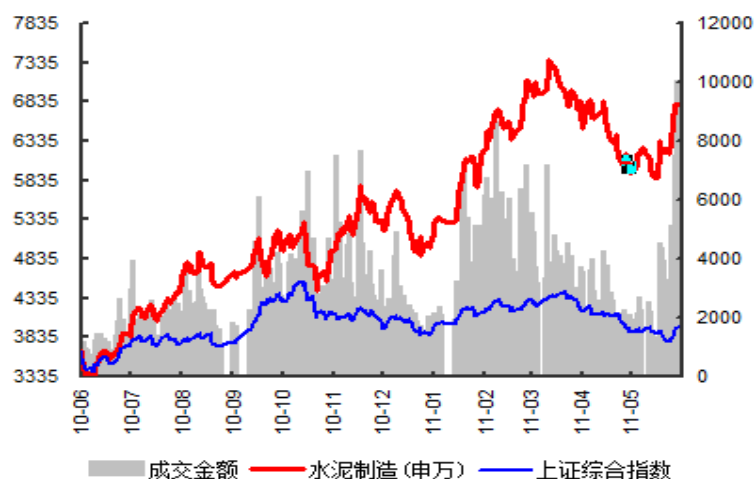
非常坚定的看好水泥股在2011年的表现，特别是淘汰落后产能预期强的东部水泥，如海螺水泥、塔牌集团、江西水泥、冀东水泥、华新水泥。认为水泥板块2011年前超跌，估值曾为10倍动态市盈率左右，2月估值为2011年动态市盈率15倍左右，处于历史中位水平。核心逻辑是政策淘“旧”限“新”执行力度是供给端的决定性因素，2011年预计淘汰落后产能还将达到1亿吨，水泥需求2011年预计增长12%。供需合力导致供给缺口的出现，将支撑水泥价格维持高位。并指出控通胀措施对2011年水泥行业影响：上半年压制，下半年释放。认为由于供应缺口导致景气度提高，板块市盈率回调时都是建仓机会，给予行业“强于大势”评级。

我们在2011年3月30日的水泥行业二季度投资策略《抓大放小 寻找业绩增长明确的个股》一文指出，从一季度来看，水泥行业整体涨幅在 40%左右，符合我们的判断。

建议投资者逢低继续增持业绩稳健增长个股；波段操作业绩弹性大的公司，我们的推荐顺序为：海螺水泥、冀东水泥、金隅股份、华新水泥、江西水泥，但由于前期很多个股涨幅已经很多，二季度重点推荐公司只有海螺水泥、冀东水泥。

我们在2011年5月26日的《价量无忧 估值降低提升行业投资机会》—水泥行业跟踪分析报告。水泥制造板块三个月次低点就是在5月26日当天，属建仓良机。报告中再次重申：

图 1：水泥板块在 5 月 26 日创三个月次低点



资料来源：wind

在周期性行业中，属于少有的确定性较高的板块，给与行业“强于大势”评级，建议投资者在大

盘企稳时积极配置，在下半年获取超额收益。行业数据依然向好，进入 4 月，水泥消费旺季如期到来，全国 31 个省市有 14 个省市水泥价格上涨；华东、西南等地区水泥煤炭价格差扩大。行业今年需求无忧，由于保障房建设、水利工程建设、高铁轨道交通等维持高景气度，固定资产投资从 1 季度的数据来看仍然维持高位。

行业的预测市盈率（整体法）是 13.06 倍，未来 12 个月预测市盈率（算术平均）为 15.32 倍，市净率是 3.3 倍，属较低的估值水平。基于稳定性和弹性两方面考虑，我们推荐的顺序是海螺水泥、福建水泥、华新水泥、塔牌集团，以及新疆板块的天山股份、青松建化、祁连山。

下半年水泥行业会怎样？

行业的供需状况已经在预料之中，行业的上半年一季度的行情主要由于保障房计划扩大到 1000 万套提升需求预期，下半年由于限电会在 7-8 月用电高峰才真正体现对水泥供给端的影响，我们预计此时将是行情的拐点。其他的促发因素还有淘汰落后产能执行情况、水利工程建设进度等。

我们的推荐顺序是新疆的天山股份、青松建化、亚泰集团，华新水泥、海螺水泥。

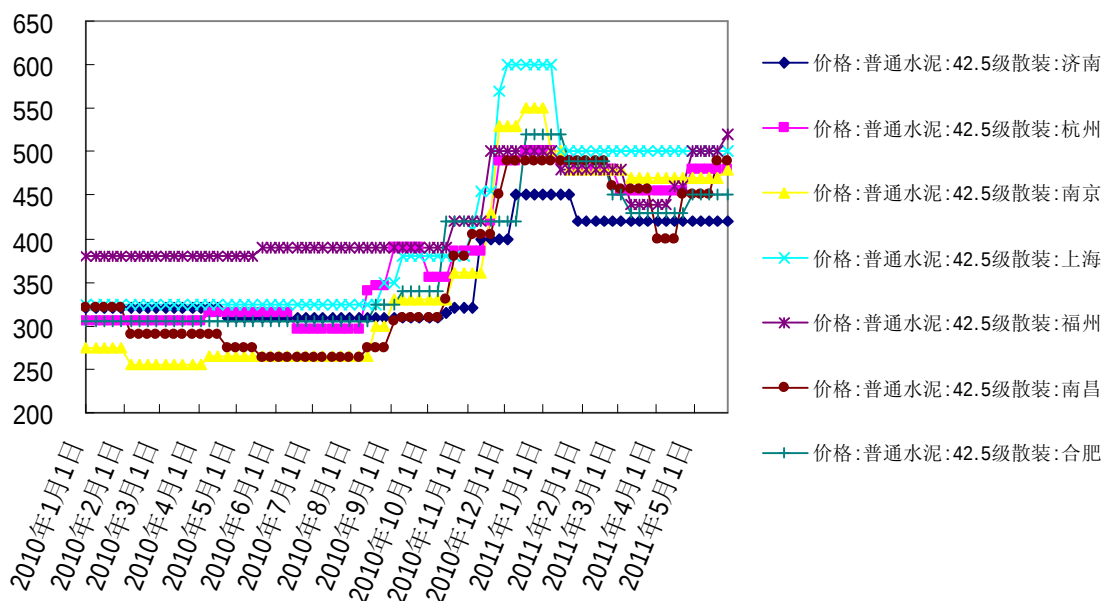
建筑建材行业里，我们还看好保障房建设拉动板材、墙体、管材等需求，受益的企业上海建工、北新建材、中国建筑等；估值合理的优质装饰园林企业——金螳螂、亚厦股份将在未来体现成长性溢价。

复合材料方面因为细分领域很多，有些可能成为未来的黑马公司，我们的研究挂一漏万，暂推荐利源铝业、天晟新材、东方雨虹三家公司。它们都是各自领域内的佼佼者，相信可以取得长足的发展。利源铝业，首次覆盖并给与“强烈推荐”评级。公司受益于我国消费结构升级，未来将在吨毛利、产销量同时大增的驱动下高速成长，预测公司未来三年营业收入复合增长率在 40%以上，净利润复合增长率超 50%。天晟新材在扩产、在研、国际化招招领先，是高成长行业龙头。它的成长性体现在未来三年甚至更长时间；东方雨虹是首家防水行业上市公司，受益于水利建设发展，我们预计公司 2010-2012 年利润复合增长率将超过 60%；而根据公司中长期规划，我们认为 5 年后公司年收入规模将达到 64-100 亿元，相比现在有 3-5 倍的提升空间；

2 淘“旧”限“新”，净增产能为负，供应缺口下半年出现，明年扩大

供需关系是任何行业都遵循的铁的定律，而供需关系改善是行业盈利提升的根本原因。从2010年下半年开始水泥行业由于供给端淘汰落后产能持续，而四季度华东地区限电，从而推动区域水泥价格上涨，最根本的原因就在于限电造成的水泥产量下降幅度小于的水泥价格涨幅，也就是说价格弹性大于需求弹性。而区域内的企业联盟，是价格背后的支撑力量，但不是主导力量。

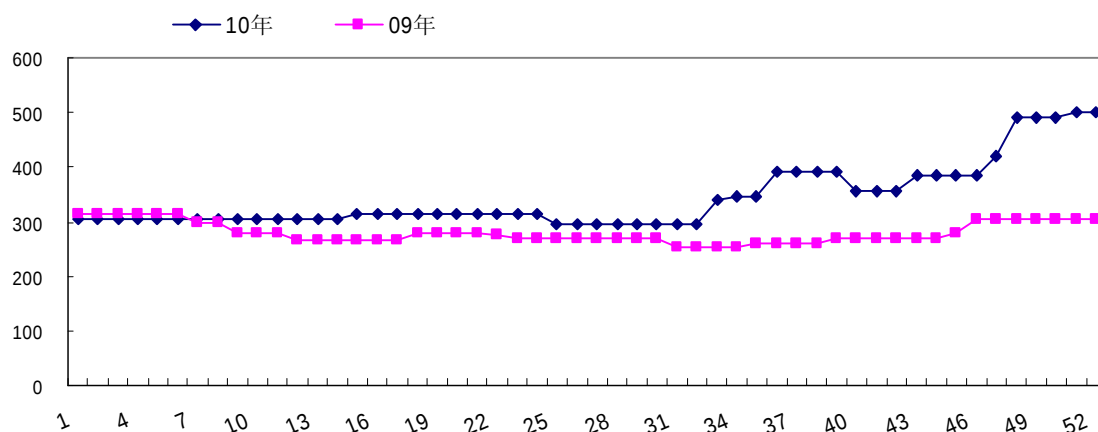
图 2：华东六省会城市和上海市水泥价格在 2010 年四季度由于限电大涨



数据来源：wind 爱建证券

拉闸限电对于供给和价格影响事后分析。以浙江省为例：根据《2010 年电力迎峰度夏期间高耗能企业有序用电方案》，浙江省水泥行业分两期实施统一检修停产让电 16天，以2009年浙江省产量 10796万吨计算，此次限电约减产 557 万吨，占2009年总产量的 5%。如下图所示，7 月份限电至12 月（全年第30周左右开始），水泥价格出现 200元/吨的显著上涨，如果2010年中按300元计算，涨幅超过50%。

图 3：杭州市 42.5 级散装普通水泥价格 2010 年与 2009 年周走势对比



数据来源：WIND 爱建证券

2.1 供需缺口下半年出现，明年扩大

表 1：净增产能与新增需求情况（万吨）

项目	2008	2009	2010A	2011E
新建产能	14334	26311	26420	12013
淘汰产能	5000	7400	10728	10000
净增产能	9334	18911	15692	2013
需求增长	2683	24098	20828	16950
供给缺口	(6652)	5187	5136	14937

来源：爱建证券

虽然 11 年受需求减缓的影响，但由于水泥行业投资减速、淘汰落后产能的因素的存在，整体水泥行业相比今年有着更好的景气程度。我们测算了全国各个区域的供需差，以直观预测2011年的区域景气度，大致由高到低为：华北、中南、华东。对于处在这些区域的龙头企业，由于市场控制力强，有理由水泥价格和盈利都看高一线。

表 2：2010-2011 分区域净增产能预测

区域	2009年产量	2010年 新增水 泥产能	2010年 淘汰水 泥产能	2010年 净增水 泥产能	2010年预 计产量	2011年 新增水 泥产能	2011年 淘汰水 泥产能	2011年 净增水 泥产能
				/2009年				/2010年

	产量				产量			
全国	162897.83	26420	10727.7	9.63%	183726.19	12013	10000	1.10%
华北	19137.06	3277	2564.3	3.72%	21624.88	851	2191.37	-6.20%
东北	11280.89	732	916.6	-1.64%	12070.55	969	699.96	2.23%
华东	58677.29	4465	2134.6	3.97%	62197.93	1085	1630.09	-0.88%
中南	43599.23	4457	2643.8	4.16%	48831.14	2306	3517.22	-2.48%
西南	20218.77	6809	1286.6	27.31%	26520.95	3383	1058.88	8.76%
西北	9984.59	6679	1181.8	55.06%	12480.74	3419	902.48	20.16%

来源：爱建证券

国家政策执行坚决，华东限电、水泥价格大涨也是表现形式之一。2010年间业内对于统计口径有过争论，但国家采取淘汰落后产能生产线公式等方式，接受社会监督，提高了后续淘汰产能的透明度。而华东地区限电，致使水泥价格大幅攀升超出预期，一方面是迫于节能减排的压力，另一方面也是支持水泥吨产能电耗低、余热发电比例高的水泥生产企业，对它们形成直接利好。余热发电对上市公司成本摊薄最明显的依次为海螺水泥、冀东水泥、金隅股份（因为按全部建成计算位列第一，按现在建设程度暂估计）、塔牌集团、福建水泥。

表 3：水泥上市公司吨水泥余热发电量

公司名称	2010 年余热发电量（亿度）	2010 年水泥产量（万吨）	吨水泥余热发电量（度）
海螺水泥	36	11000	32.73
冀东水泥	12.66	4578	27.65
塔牌集团	2.5	1076	23.23
福建水泥	0.6	440	13.64
金隅股份	10	2845	35.15
华新水泥	1.88	3476	5.41
天山股份	0.4	839	4.77

注：金隅股份余热发电量按照现有及在建项目合计统计，因水泥及熟料未披露当年产量，按披露的综合销量统计；华新水泥公司按水泥和熟料销售总量（统计口径）；塔牌集团余热发电量按照2011年预计额统计。数据来源：各公司年报 爱建证券研发部

2.2 调低水泥需求，预计全年需求增速10%左右，需求增量1.8亿吨

我们年初时的预计为全年水泥需求增长13%，2011年水泥销量达21亿吨，逻辑在于保障房、水利、建材下乡全国推开三项的拉动。而现在时间过去了一半，保障房开工据媒体报道为30%，而水利工程开工由于资金不到位等也很难统计，我们认为有必要对全年水泥需求向下调整。

对水泥主要需求方的七大行业投资增速进行了预测，汇总测算2011-12年固定资产投资增速为22.64%、20.64%，对应水泥需求增速为9.7%、8.9%，对应的水泥需求增量为1.8、1.8亿吨，低于2010年2.5亿吨的增量。

表 4：影响水泥产量增速的七行业 2011 年投资增速测算

-	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
制造业	14657	20406	26336	35477	46345	58817	74528	94650	113580
增速	36.40%	39.20%	29.10%	34.70%	30.60%	26.90%	27.00%	27.00%	20.00%
交通	7092	8860	11225	12997	15552	23278	27820	33384	38391
增速	25.10%	24.90%	26.70%	15.80%	19.70%	49.70%	19.50%	20.00%	15.00%
房地产	14547	17098	21586	28619	35215	43065	57557	74824	89788.8
增速	31.00%	17.50%	26.20%	32.60%	23.00%	22.30%	33.50%	30.00%	20.00%
水利	4891	6098	7507	9276	12262	17814	22261	24487.1	34282
增速	15.90%	24.70%	23.10%	23.60%	32.20%	45.30%	24.50%	10.00%	40.00%
采矿	2126	3234	4153	5256	6913	8093	9653	11101	12766
增速	37.00%	52.10%	28.40%	26.60%	31.50%	17.10%	18.00%	15.00%	15.00%
电力	5525	7287	8261	9089	10484	13482	14535	15553	17886
增速	45.20%	31.90%	13.40%	10.00%	15.30%	28.60%	6.60%	7.00%	15.00%
其他	10190	12112	14301	16751	21396	29590	35061	42074	50488
增速	16.90%	18.90%	18.10%	17.10%	27.70%	38.30%	18.50%	20.00%	20.00%
合计	59028	75095	93369	117465	148167	194139	241415	296072.4	357181.8
增速	28.80%	27.20%	24.30%	25.80%	26.10%	31.00%	24.50%	22.64%	20.64%

数据来源：CEI 爱建证券

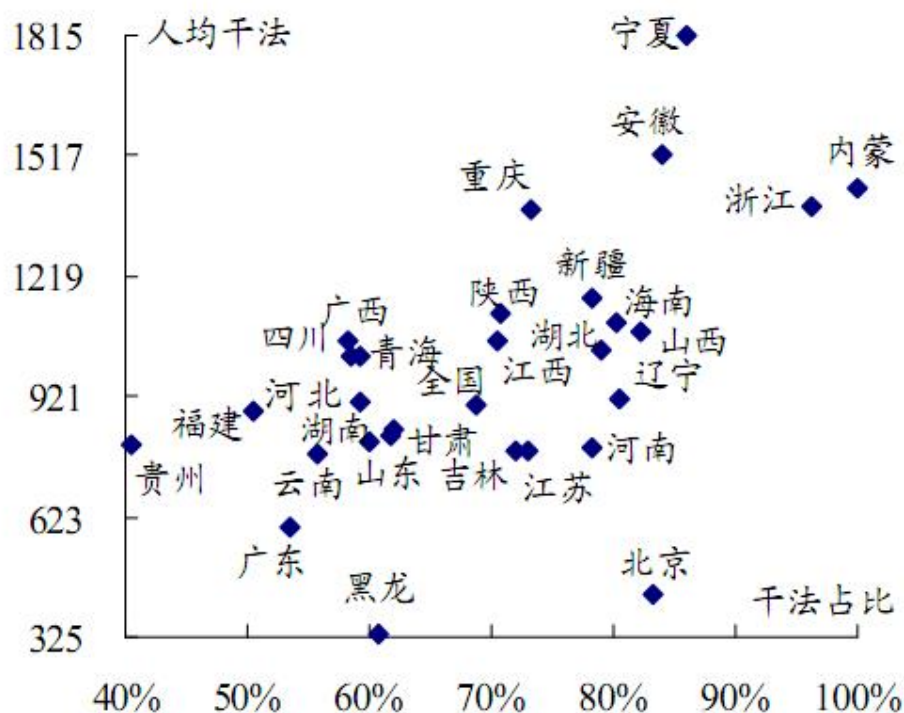
对水泥需求判断影响比较大的两个行业为房地产、水利，我们的第一种较乐观假设：地产投资全年持平，维持2011年1-5月房地产投资同比增速的34.5%，水利投资增速因资金不到位按保守估计10%计算（数据暂未公布），对应今年固定资产投资增速为23.7%，水泥需求增速为10.5%；第二种中性假设：下半年房地产投资略有下滑，全年投资增速30%，水利投资增速10%计算，则对应今年固定资产投资增速为22.6%、水泥需求增速为9.7%；第三种较为悲观的预期，是地产投资下滑，全年地产投资增速25%，水利投资增速提升至15%，对应今年固定资产投资增速为21.9%，水泥需求增速为9.5%；三种假设下，水泥的需求增速都在10%左右，预计全年产销量20.7亿吨附近。若经济硬着陆，地产投资将大幅下滑，但经济也将出现比较严重的问题，预计在此情况下，水泥板块甚至大盘的投资价值都将不复存在，但这种情况概率极低，此处暂不考虑。

2.3 水泥供给下降，明年新增大幅下降，7-8月限电才是真正的考验

2011年《水泥行业准入条件》正式实施，对新型干法水泥熟料年产能超过人均900公斤的省份，原则上停止核准新建扩大水泥（熟料）产能生产线项目，新建水泥熟料生产线项目必须严格按照“等量或减量淘汰”的原则执行。

全国大部分省份水泥产能都超过人均900公斤，如果不批准新线，可以预见未来两年内主要为在建的水泥线投产形成的产能，新增产能增加非常有限。如上文的估算，2011年约有1.2亿吨水泥产能投放，主要在西部地区，2011年下半年以后将进入新增产能空档期，行业也会在产能释放之后走出比较稳定的上升行情。

图 4：新干法产能占比及新干法熟料人均量



数据来源：CEI，爱建证券

水泥行业的产能增长比较直观的指标是水泥行业投资额及增速。预计2010年水泥投资完成总额将接近2000亿元，为历史最高值。水泥固定资产投资增速开始逐步下滑，截至2010年底，累计增速已经降至 10%左右，单月增速今年一季度末可能下降为负数。

图 5：累计水泥固定资产投资大幅下滑、同比已经开始负增长



数据来源：数字水泥网、爱建证券

另外，影响水泥供给的短期因素就是限电。如前所述，去年四季度华东地区的限电，从 7-12 月当月熟料产量同比开始负增长，因为熟料产量下降导致水泥产量受限制，而需求弹性小于价格弹性，水泥价格开始大幅度飙升。

今年的电荒比往年严重。一方面是由于煤炭价格高导致火电企业不愿意亏损发电，另一方面是上半年全国很多地方干旱，来水量比往年少四成，导致水电发电也下降。另外，这次缺电和去年第 4 季度不同：首先去年是为了节能降耗的指标，强制性的拉闸限电，今年是缺电不是强制性拉闸；其次去年发生在水泥需求旺季，而今年从 7-8 月淡季就开始。

用电机组从 2004 年的 5600 小时降到 2009 年的 4800 小时，用电小时数一直在下降，而今年 5 月 31 日的平均利用小时数回调到 5000 小时以上，国内动力煤价格预计将维持，所以火电机组利用小时数下半年预计也将维持稳定在 5000 小时。虽然由于电荒很多火电企业加大投资新机组并且得到国家复批，但由于建设周期较长（一般为两年左右），对于今年的电荒没有缓解。另外，发电行业今年最大的变化是脱硫脱销政策——达到世界上最严格水平的《火电厂大气污染物排放标准》修订版也将出台，分析人士认为，脱硝力度加大将给行业带来两千亿元的市场增量，但对于目前的电荒而言，修订版的排放标准无疑将加大未来的电荒状况。我们预计今后三年电荒将持续并扩大，电力缺口分别为 3000 万、5000 万、7000 万千瓦时。

5-6 月份缺电没有造成水泥价格大幅上涨，原因是天气凉爽未到用电高峰期，只是在部分地区高峰错位，而对于水泥企业而言整个生产流程中电耗构成不同，可以在用电高峰暂停部分生产流程，到晚上再恢复暂停的生产流程，因此对水泥熟料整个产量影响有限。限电对水泥企业真正的影响要到 7-8 月高温期，高温的持续程度和用电紧张程度，届时限电才有可能对供给端产能造成影响，这也是

我们判断 5-6 月为反复震荡期，7月为拐点期的主要原因之一，估计8-9月将迎来水泥新一轮反弹，不排除水利投资加大或者保障房进度等促发因素使水泥行情提前。

3 价格联盟三区域：新疆需求端第一、湖北、华东

形成价格联盟，我们认为最关键的因素第一是供求关系改善；其次才是区域产能集中度高，最好是前三家公司产能占区域产能50%以上；最后因素是区域供给相对封闭，外部水泥流入量有限。而综合三点来看，因为我们预计全年水泥需求适当下调，而新疆是此大背景下需求端最好的区域，其次是湖北，华东区域是供给下降支撑的区域。

我们认为价格联盟不能独立于供求关系改善起主导因素，原因有：

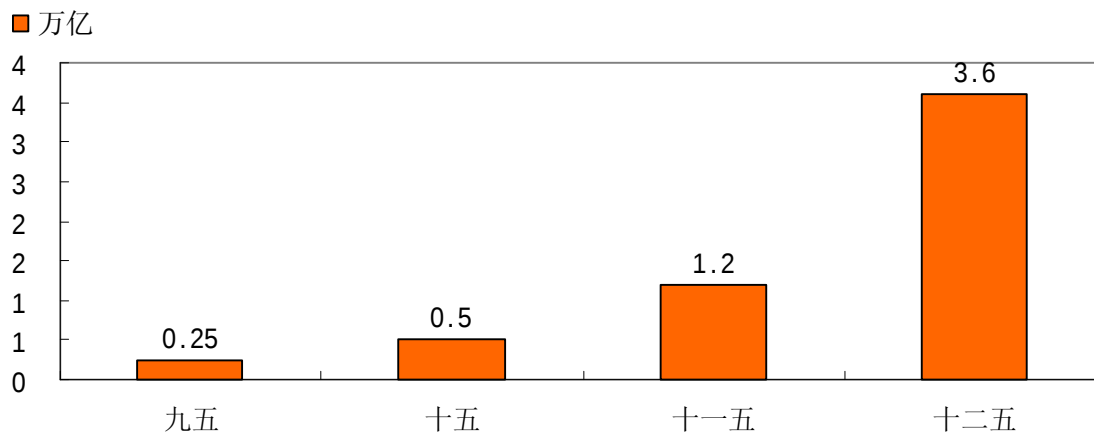
- 第一，这一轮价格联盟较稳固的华东地区，2009 年曾经形成过价格联盟。但价格没有稳住，大多数华东地区的水泥企业仍然在亏损的边缘。
- 第二，今年4 月份华北区域也力图实行限产保价，但后来由于资金面偏紧，工程开工量不足导致需求下降，价格联盟并没有起太大作用，之后水泥实际执行价格下降 20-30 元/吨，而挂牌价保持不变。
- 第三，价格联盟不是推升行业景气度、水泥提价，或是企业盈利大幅提升的原因，而是防止行业景气下滑时企业利润下滑的主要手段。因为去年下半年华东地区景气度因限电大幅提高时，价格联盟并没有明确。而今年前 5个月华东地区水泥价格超预期，是水泥厂家主动联合限产保价的结果，结果就是在行业的相对淡季能维持一个较高的价位，但很难使水泥价格再上一个新的台阶。

综上所述，价格联盟是在供需条件改善情况下有效果的，需求旺盛、限电/淘汰落后产能等措施同时进行很大程度上改变和行业供需状况，而价格联盟为企业盈利提升的附加手段。

3.1 新疆需求端第一，景气有望持续到2012年底，看好天山股份、青松建化

按照新疆地区十二五规划，十二五期间新疆固定资产投资将达到3.6 万亿元，相对于十一五期间的投资增速高达 200%，这也是连续四个五年规划中增速最快的一次。

图 6：新疆地区各五年期规划固定资产投资



资料来源：公司公告 爱建证券

2010 年新疆投产14条生产线，年末产能3500万吨产能，新干法占75%。水泥产量2400万吨、同增20%，人均消费量1.1吨低于全国的1.4 吨（宁夏和内蒙古2.2 吨）。而预计未来两年新疆水泥需求增速将在25%以上，主要是因为投资中房地产、交通运输、水利建设等比重加大，而造成水泥需求弹性加大。

图 7：过去十年新疆水泥需求的固定资产投资弹性



数据来源：国家统计局 爱建证券

最近几年水泥需求相对固定资产投资弹性明显加大，我们认为这是因为水泥需求相关性更高的房地产、交通运输、市政建设、水利建设等在固定资产投资中的比重明显增加所致——这四项的比例从 07 年之前不到40%提高到 09年占固定资产投资46%。我们预计十二五期间公路投资将增加两倍，前三年年均增速40%；铁路投资增加2.1倍，前三年年均增速超30%；农民安居房近两年增速将在50%以上。

天山和青松市场份额超 70%，价格联盟具有好的基础。水泥公路运输半径300 公里左右，新疆面积 166万平方公里，部分市场相对封闭，水泥很难做大区域流动。今和明年有大量生产线投放，但我们预计新增供给的影响可能晚于市场预期，在明年下半年之前新疆地区的价格协同还具有好的基础，价格还有上涨潜力。加之新疆 5-10月为旺季，预期水泥需求和价格可能逐月上涨，在全国紧缩需求的背景下，这种量价齐升显得尤为可贵。

我们按照投产生产线在半年后才完全发挥产能，同时考虑新疆地区淘汰落后产能，测算新疆地区水泥供求关系状况。预计2011年供给状况好于2010年，而2012年底之前供求关系都不会恶化。

图 8:: 2011 年各季度新疆计划投产新型干法水泥生产线

企业名称	熟料规模 t/d	所在地区	建成时间	各季度投产 t/d
图木舒克市前海水泥有限公司	2500	喀什（图木舒克）	2011.01	14500
阿克苏天山多浪水泥有限公司喀什分公司	4000	喀什	2011.01	
阿克苏天山多浪水泥有限公司叶城分公司	4000	喀什	2011.01	
新疆金龙水泥有限公司	4000	伊犁	2011.01	
喀什飞龙水泥有限公司	2000	喀什（市）	2011.04	15000
鑫疆建材有限责任公司	2500	伊犁（特克斯）	2011.04	
莎车隆基水泥有限公司	2500	喀什（莎车）	2011.05	
喀什疏勒新森水泥有限公司	2500	喀什（疏勒）	2011.05	
青松本部	2500	阿克苏	2011.05	
新疆天基水泥有限公司	3000	阿克苏	2011.05	
喀什红旗水泥有限公司	2500	喀什	2011.08	17500
库车青松水泥公司	5000	阿克苏（库车）	2011.08	
伊犁霍城三山水泥公司	3000	伊犁（霍城）	2011.08	
乌苏青松水泥有限公司	2500	乌苏	2011.08	
伊犁天山	4500	伊犁（察县）	2011.09	
山东山水水泥集团	15000	喀什（英吉沙）	2011.12	15000
合计				62000

数据来源：爱建证券

图 9：新疆熟料生产线产能利用率

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
--	------	------	------	-------	-------	-------

年度新增新型干法熟料产能（万吨）	422	360	890	1060	2160	2880
“+/-”	162%	-15%	147%	19%	104%	33%
新增有效熟料产能（万吨）	248	401	537	947	1300	2400
落后产能淘汰量（万吨）	70	30	100	80	80	80
新增水泥净产能（万吨）	169	354	416	728	1025	1949
新增需求（万吨）	210	370	350	730	1030	1250
供需差额（万吨）	-41	-16	66	-2	-5	699

资料来源：中国水泥协会 爱建证券

天山股份 2010年EPS为 1.3元，2011 年天山业绩区间在 2.8-3.5元之间（目标价45-70元），建议增持。预计青松建化 2011 年 EPS 1.1 元，扩张产能多，与天山股份形成交叉竞争态势，谨慎增持。

3.2 东北市场，亚泰集团量价齐升，业绩有望大幅增长

东北市场不同于往年，吉黑两省的基础设施工程集中上马，水泥市场需求提升。今年吉林将新开工建设高速公路项目9 个，在建高速公路里程达到 1655 公里。需求端的支撑，使水泥供需状况大大改善，亚泰集团自结束冬储后，已先后 4 次提价，累计涨价 100~150 元/吨，预计二季度价格仍有上调空间。6月29日数字水泥网的最新信息披露，在全国水泥周价格环比下降1.28%的背景下，辽宁则上调30-40元/吨。

公司吨毛利大幅提升。根据公司披露的年报数据，2010 年水泥综合均价为 295 元/吨，吨毛利 67 元/吨，预计公司 2011 年可实现水泥综合吨毛利 100 元/吨，同比增长超过 30%。**与此同时，公司水泥产量也将放量。**亚泰集团2010年年底有300 万吨熟料产能投产，还并购了400万吨水泥产能，预计 2011 年同比增加有效熟料产能700万吨，使公司熟料产能达到1800万吨。2010 年公司水泥销量1625万吨，预计2011年公司水泥销量达（含熟料）2400 万吨，同比增长近50%。

综上，我们预测公司 2011~2012 年 EPS为 0.75元/ 0.9元，对应当前股价的动态 PE 分别为 10.8倍、9.1倍，具备估值安全边际，公司六个月目标价 11元，首次覆盖并给与“推荐”的投资评级。

3.3 湖北市场，华新独步

湖北最大企业为华新水泥和葛洲坝，两家企业熟料集中度超过 50%，前4家企业集中度 70%左右，价格联盟基础较好，满足暂停新建条件，同时市场相对封闭外部水泥流入不多。华新水泥没有受限电影响产能释放，从这个角度看是限电最受益的公司，价格涨的前提下自身产能又能完全释放，预计业绩能维持较好水平。

从季节性来看，7 月将是公司量价的底部拐点，8 月之后量价齐升。我们认为，在下半年水泥股的上涨行情中，华新水泥因其较好的区域景气度和业绩弹性，仍将实现超出行业平均的涨幅。

今年 1-5 月份吨毛利 80+元，5 月份吨毛利已经高于 90元，如果下半年的价格能够维持并上升，盈利水平不低于上半年，我们全年预测每吨 87元的吨毛利还有提升空间。公司在湖北产能 2250 万吨，葛洲坝 1300 万吨，亚东 800 万吨，京兰 500 万吨，这四家市场集中度 70%，是除西藏外水泥集中度最高的省份。全省共有 70条生产线，2010年下半年基本就没有新增产能，今年也没有新增产能，需求保持 10%以上增长，1-5月需求增长 11%。

我们预计公司 2011 年水泥及熟料总销量 4470 万吨，同比增长 28.6%，平均价格上涨 14%（前高后低，去年下半年高基数），毛利率 31.3%，每股收益2元。截至目前，公司量价均符合预期，预计下半年业绩符合预期。

3.4 华东市场供给端给力，海螺水泥仍将业绩翘楚

华东地区目前的水泥价格比往年此时高160元左右，还处于历史高位。之前华东地区主导企业，如海螺水泥，主要都是在跑马圈地式的扩张产能，并通过压低价格提升市场份额，其他小企业只能在盈亏平衡点附近惨淡经营。而去年下半年，特别是四季度限电促使价格联盟初步达成，华东水泥企业盈利大幅提升。我们预计下半年由于政治压力和往年惯例，淘汰落后产能政策执行力度会比较大，能较好的支撑华东水泥景气度。

图 10：华东地区水泥均价

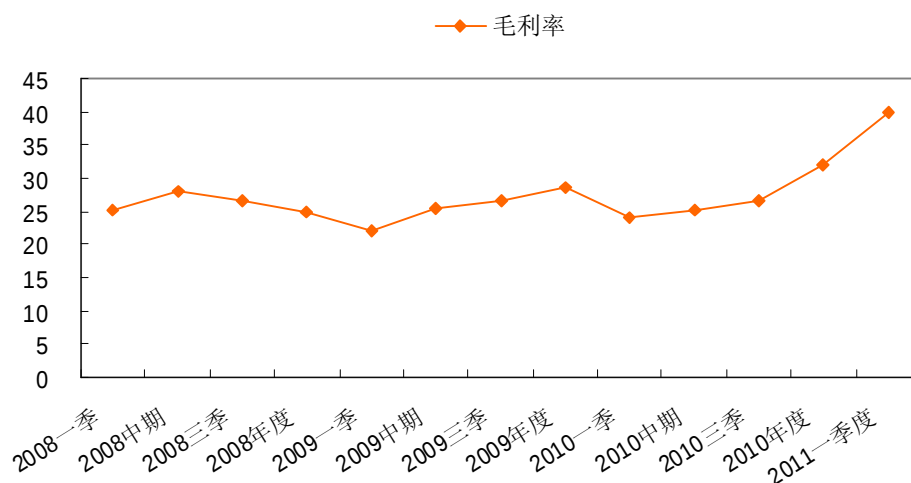


资料来源：国家统计局 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

16

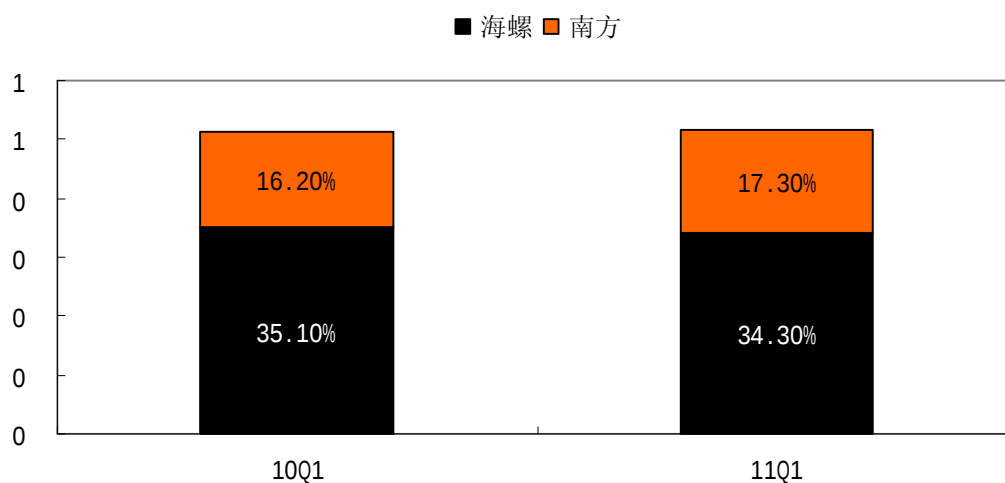
图 11：海螺水泥最近两年多毛利率变化



数据来源：WIND 爱建证券

但在毛利率上升的同时，海螺水泥的市场份额在下降。我们分析主要原因在价格提升后，很多小企业生存空间加大。但综合来看，因为产能利用率的降低相比价格提高而言小得多，海螺水泥等主要企业能维持总体盈利的大幅增长。

图 12：华东地区水泥企业市场份额变化



资料来源：数字水泥网 爱建证券

年底华东有部分生产线建成投产，特别是海螺水泥几条万吨级的熟料生产线投产，是对市场的

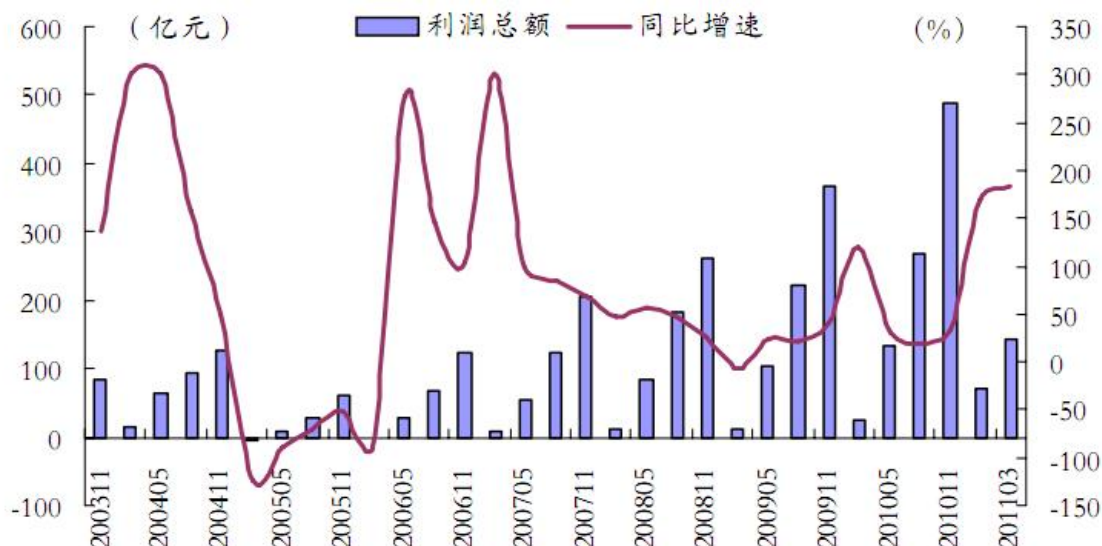
第一次考验。因为华东安徽、江苏人均干法超过 900 公斤，短期内放开新建的可能性不大，供需在明年上半年之前很难发生变化。

我们维持海螺水泥 2011—2012 年业绩摊薄 EPS 至 2.27、2.9 元、维持 2 月行业跟踪报告的目标价除权 36.67 元，距离目标价位还有 32% 的涨幅，维持“强烈推荐”评级。

4 水泥盈利和行情：7 月拐点，8-9 月上涨

水泥行业从 2010 年 11 月份持续拉升，今年前两个月全国水泥均价达到 439 元/吨，创出了 08 年以来的水泥价格新高，也是过去 8 年以来最高值。而 2010 年水泥行业利润总额达到 487 亿，创下有记录以来行业利润总额最高值。

图 13：水泥行业累计利润



资料来源：国家统计局

由于行业的景气度我们预计在供给改善的前提下能够维持，我们预计企业的盈利也将继续大幅提升。如前所述，今年限电要看 7-8 月份用电高峰时对水泥供给的影响，我们维持行业“强于大势”评级，并建议在 7-8 月行业拐点前逢机建仓。我们看好的区域是新疆、湖北、华东，重点推荐公司：天山股份、青松建化、华新水泥、海螺水泥。

5 建筑工程行业，布局保障房建设、估值合理的装饰园林企业

5.1 保障房建设拉动板材、墙体、管材等需求，推荐上海建工、北新建材、中国建筑

中国住建部 2010 年 12 月发出的《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》中，明确提出，2011 年中国全国保障性安居工程住房建设规模将高达 1000 万套，相比 2010 年的 580 万套，增长 72.4%。前期媒体披露保障房今年到 6 月建设进度只有 30%左右，住建部近期敦促各地公布保障房建设信息，11 月末以前必须开工，这意味着未来一段时间保障房建设预期将进入高峰期。

因为建材行业的需求与房地产投资高度相关，我们认为保障住房建设的开工提高，对于房屋建设中的建材产品的需求的拉动较大。从子行业来看，我们看好建材中的管材、墙体材料、水泥以及保障房建设等上市公司。

上海建工，首次覆盖并给与“强烈推荐”评级。上海建工是直接受益于上海保障房建设的公司。2010 年公司营业收入 710 亿，房地产收入 11.2 亿元，其中 50%来自保障房。公司在建保障房面积约 240 万平米，可贡献总净利润 8 亿。截至今年 5 月底公司新签合同累计约 433.64 亿元，占 2010 年营业收入 61.0%。我们采用房地产业务 NAV 估值为 50 亿，其他业务按 20 倍 PE 估 230 亿，合计 280 亿，而公司目前市值 164 亿，低估近 50%，给与“强烈推荐”评级及 6 个月股价 25 元。

北新建材，首次覆盖并给与“推荐”评级。北新建材是本土石膏板龙头企业，具有明显的先天优势和规模优势。截至 2010 年底，公司的石膏板规模达到年产 10 亿平方米，亚洲第一，国内市场占有率达到 40%。公司未来战略目标是 20 亿平方米产能、世界石膏板规模第一。纸面石膏板拥有着优越的隔热保温性能，仅为普通水泥混凝土的 9.5%，空心砖的 38.5%，与最传统的隔热室内装饰材料木材的导热系数相近，因此能够有效地降低建筑能耗，节约能源。与发达国家比较，我国纸面石膏板年人均消费量非常低，不到美国和加拿大的 1/7。在未来节能降耗成为国策的大背景下，将取得长足的发展。

我们预测公司 2011-2013 年每股收益将分别为 0.95 元、1.25 和 1.46 元，预计年复合增长率将达到 27%。基于目前相关非金属建材行业平均 20.86 倍的动态市盈率，我们给予公司目标价 20.24 元，首次覆盖并给与“推荐”评级。

中国建筑，维持“推荐”评级。公司建筑地产双核发展。公司已形成中高档商品房、低端保障房完善的开发体系。目前，公司参与保障房建设已进入规模化生产阶段，截至 2010 年底，公司参与保障房建设的总规模已达到 1,155 万平方米，占公司在施总面积的 3.0%。其中，承建模式的保障房总面积约 784 万平方米，占保障房建设的三分之二，回款速度有很大保证，受宏观调控影响较小。2010 年末在 48 个城市及港澳地区拥有土地储备约 5,093 万平方米。

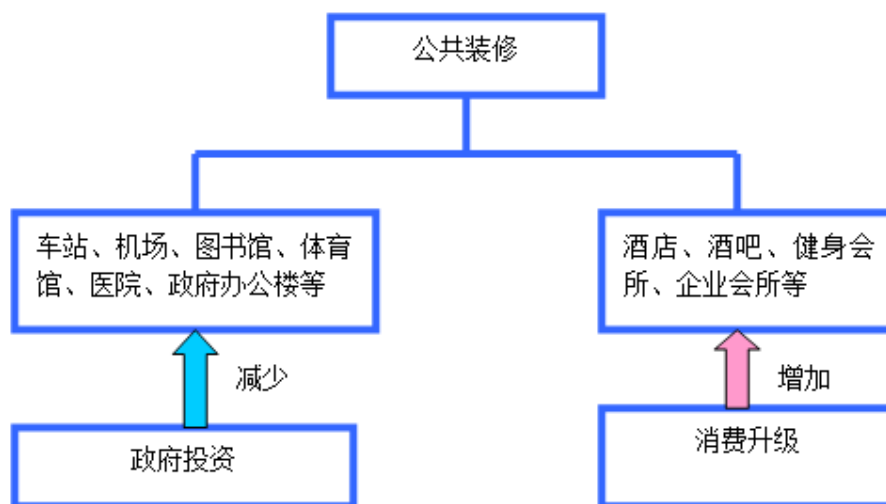
预计 2011 年将完成营业收入不低于 4,000 亿元，未来收入快速增长基本锁定。我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.38 元、0.56 元和 0.68 元，复合增速为 26%，维持“推荐”评级及 6 个月股价 5.5 元，约有 38% 的上涨空间，对应的 2011、2012 年 PE 为 10.5 倍、7.13 倍，具备很高的安全边际，攻守两相宜，

建议投资者在紧缩预期放松的时积极布局。

5.2 估值合理的优质装饰园林企业，将在未来体现成长性溢价

我们在年初的装饰行业策略报告中指出，该行业属于消费升级格局下的弱周期行业，虽然固定资产投资下滑对公装有影响，但我们认为至少在未来一年内，行业内的四家上市公司仍将享受双高：高景气度、高成长性。同时我们也提醒风险：中小板股票整体高估值下滑的风险，不幸言中，前期该板块在中小板股票整体泥沙俱下的大幅下跌中也没幸免，但可贵的是板块内四家公司都进行了最低 10 送 5 甚至十送十的高送转方案，而且经过前期下跌，板块估值合理，其中的优质公司极具投资价值。

图 14：“十二五”期间公共投资趋势



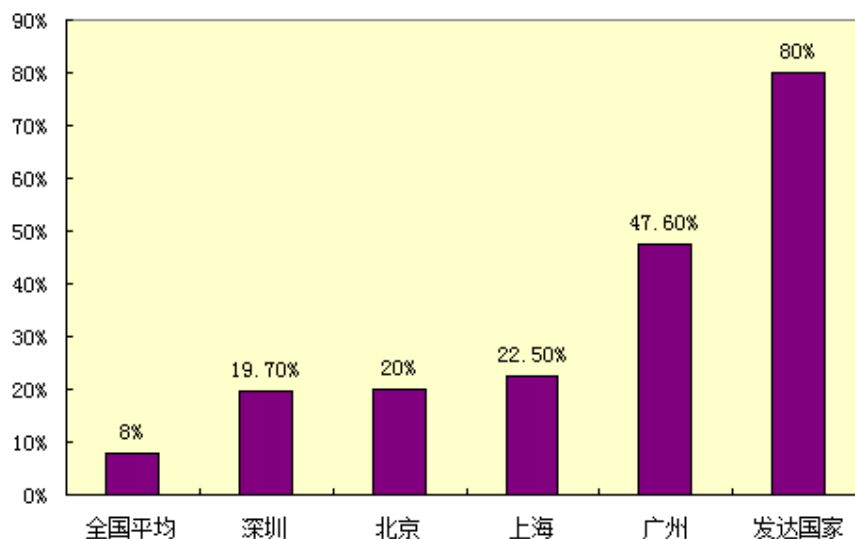
资料来源：爱建证券

保障性住房大规模推出，“十二五”期间住宅精装修市场还会保持高增长，原因一是消费升级大背景下，即便固定资产投资下滑，在国家政策和地产开发商的推动下，还会维持高增长。二是保障房的规划大幅增加，保障房全装修也将是未来装饰企业盈利增长点。

住宅装修一般分为：精装修、家装、以及全装修。精装修是高端全装修，而全装修不一定是精装修。精装修一般由房地产开发商主导，与装饰公司签订合同，一次性完成整个楼盘的装修；家装则是单个家庭、分散的业务；全装修主要针对保障性住房，是政府部门力图推进的、相对较低的装修标准。

随着地产商主导推进，精装修企业正在逐步蚕食原来家装企业的市场。而目前国家积极推进保障房的低标准全装修，虽然上市的装饰公司普遍没有介入此项业务，但我们估计待市场前景更为明确后此项业务有望成为新的增长点。上海、北京、深圳等一线城市的情况来看，全装修的比例还较低，与发达国家仍存在较大差距，市场发展潜力巨大。

图 15: 2009 年前三季度我国主要城市住宅装修比例与发达国家对比



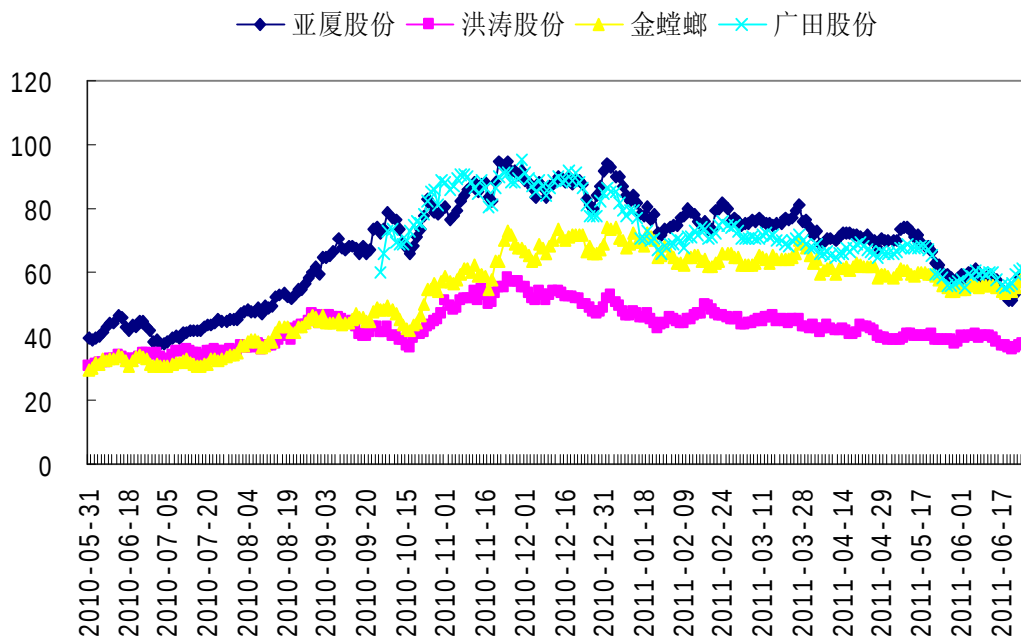
资料来源：广田股份招股说明书，爱建证券

假设未来 10 年间新建住宅 204.71 亿平米，按每平米 1,000 元为标准保守测算，精装修市场占其 50% 的市场，即产生 1.02 万亿的装饰容量，与预估 2010 年住宅装饰产值 1 万亿相比翻番。

综合以上两方面分析，公共装修及住宅装修预计在 2011 年都会维持稳定增长的态势，不会因固定资产投资下滑而下降。虽然 2011 年行业需求上面不用担心，但各公司可能会面临产能瓶颈。因为装饰行业是一个轻资产的行业，公共装修的壁垒在设计，住宅装修的壁垒在施工，表现出来的共性是人才壁垒，未来“重管理、增激励”的企业将在行业竞争中胜出。

恒大地产在 2010 年底先后与亚厦股份、金螳螂、广田股份分别签订了资金额为 30 亿、30 亿、35 亿的装饰合同，我们之前对恒大地产 2011 年的装饰合同额预计为百亿上下，这三个合同就意味着，恒大地产将全年的装饰需求几乎全部给这三家上市公司了，而这些公司之间由分散竞争走向竞合格局，原来分散的竞标、施工状况完全改变。值得注意的是恒大与三家上市公司签订的合同，除了与金螳螂的没有价格条款，与亚厦股份、广田股份的合同都有价格约定：公司承诺就承包的室内外装饰装修项目的设计和施工价格给予恒大地产最大的优惠，作为双方签订具体项目施工或设计合同的依据。这样一来，与恒大的合作中，金螳螂将处于更为有利的地位。而从最近半年二级市场走势来看，金螳螂、亚厦股份走势较强。

图 16: 装修四家公司最近一年走势



数据来源: WIND 爱建证券

金螳螂, 维持“推荐”评级。预计 2011 年将完成营业收入过千亿。因公司业务开展较好, 且成本费用控制较好, 2011 中报业绩预告业绩增长 80%~120%, 则中报摊薄 EPS 为 0.45~0.55 元, 对应动态 PE 为 36~44 倍, 虽然估值在中小盘企业里还是较高, 但考虑到公司的高成长、业绩明确, 维持“推荐”评级, 有望走出填权行情, 6 个月股价 45 元。

亚厦股份, 维持“推荐”评级。公司业务拓展较快, 工程施工顺利进行; 2、成本管理较好, 毛利率保持稳定, 期间费用率有所降低, 预测 2011 年半年度预增, 2011 年 1~6 月, 归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为: 50.00%~70.00%, 则中报摊薄 EPS 为 0.37~0.42 元, 对应动态 PE 为 35~40 倍, 考虑到公司的高成长、业绩明确, 维持“推荐”评级, 6 个月股价 40 元。

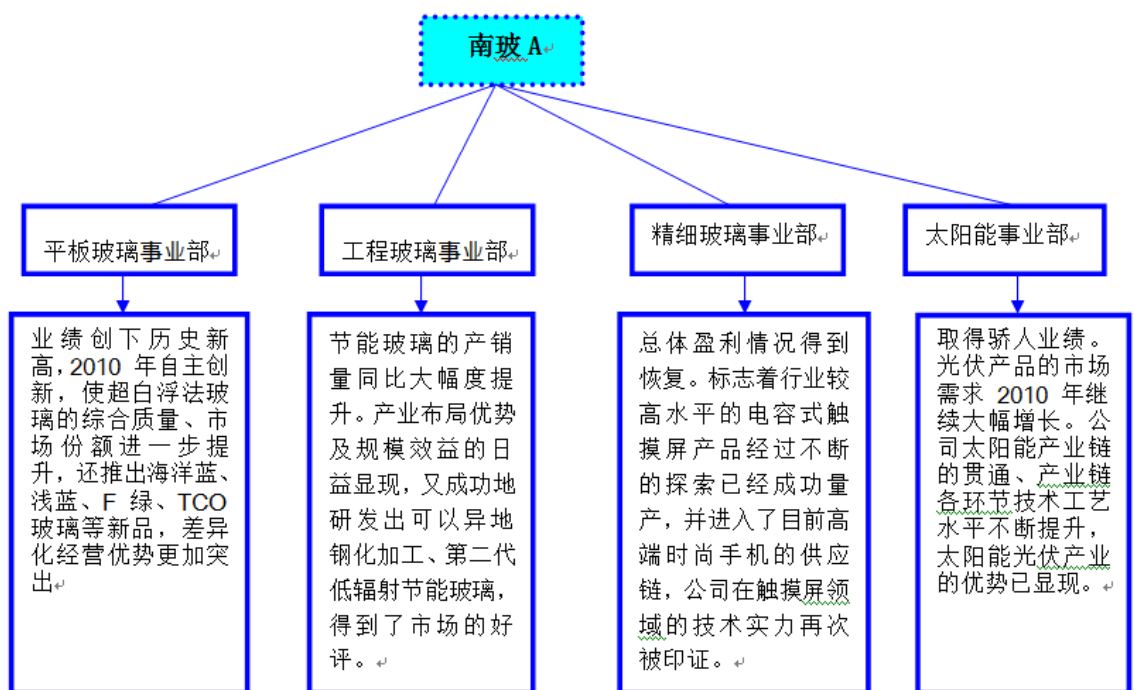
6 玻璃行业—平板玻璃供需持续恶化, 深加工玻璃别有洞天, 推荐全产业链公司南玻A

2010 年全国平板玻璃产量 6.6 亿重量箱, 比上年增长 13.5%。据中国建筑材料联合会统计, 2010 年我国新增浮法玻璃生产线 34 条, 增加浮法玻璃生产能力 1.3 亿重量箱, 增加生产线数量、产能都创纪录。虽然新增产能中, 在线镀膜玻璃、太阳能玻璃、超白光电玻璃基片、低辐射镀膜玻璃以及彩色玻璃生产线比例较高, 产品品质和深加工程度进一步提高, 但行业整体供需暂时不容乐观, 深加工细分行业有亮点。

我们看好玻璃深加工,深加工玻璃主要指玻璃二次制品,它是利用一次成型的平板玻璃为基本原料,根据使用要求,采用不同的加工工艺制成的具有特定功能的玻璃产品。按应用用途,可分为安全玻璃(钢化、夹层及含部分夹丝玻璃等)、节能玻璃(中空玻璃、镀膜玻璃等)、光伏玻璃(超白压花玻璃、TCO玻璃等)、电子玻璃(ITO导电玻璃等)。工业发达国家特别注重发展玻璃深加工工业,深加工玻璃的年产量占60%以上,而我国截至2009年底玻璃深加工比率仅为36%,未来随着需求增长及工艺技术提高,预计深加工玻璃将有较好的发展。

南玻A,维持“推荐”评级。南玻A四大业务定位清晰,未来发展潜力很大。预计2011年收入远超百亿(2009年收入53亿),若公司增发及自筹资金建设项目全部顺利完工,2013年达产后公司年收入将过200亿。公司将维持高成长性,2011—2012年的每股收益预计分别为0.9/1.2元,对应的PE分别为18/13.8倍,具有较高的安全边际,给予南玻A“推荐”评级,目标价25元。

图 17: 南玻 A 四大业务定位明确



资料来源：公司公告 爱建证券

表 5: 主营业务收入按行业划分

单位：人民币万元

行业	2010年		2009年	
	主营业务收入	主营业务收入	主营业务收入	主营业务成本
平板玻璃产业	318,287	255,284	255,284	173,167
工程玻璃产业	226,299	190,993	190,993	126,963
精细玻璃和陶瓷产业	64,346	44,932	44,932	31,933

请务必阅读正文之后的重要声明

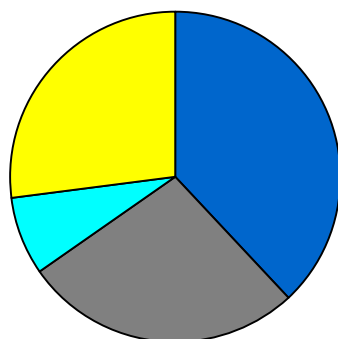
23

太阳能产业	226,040	68,905	68,905	44,589
其中：业务分部 间相互抵消	-65,175	-35,433	-35,433	-35,433
合计	769,797	524,681	524,681	341,219

资料来源：公司公告 爱建证券

图 18：2010 年主营业务收入中太阳能产业占比大幅提高

■ 平板玻璃产业 ■ 工程玻璃产业
■ 精细玻璃和陶瓷产业 ■ 太阳能产业



资料来源：公司公告 爱建证券

公司的发展战略是以节能产业和可再生能源产业为发展主线，全力打造玻璃产业、太阳能光伏产业以及精细玻璃产业完整的产业链，通过技术创新及规模效应，巩固和确立公司在**节能玻璃领域和太阳能光伏领域的技术优势和市场地位**，精心打造和提升平板玻璃产业、工程玻璃产业、精细玻璃产业及太阳能产业的核心竞争力及可持续发展能力，预计公司在今后几年将稳健快速地发展。

7 复合材料及其他，推荐利源铝业、天晟新材、东方雨虹

利源铝业，首次覆盖并给与“**强烈推荐**”评级。公司受益于我国消费结构升级，下游电子消费品产业、汽车产业及高铁等对铝型材的需求年均增速在 30%以上。公司拥有国内领先的挤压技术和最新进的加工设备，手中握有如苹果、三井等大量优质高端客户，**未来将在吨毛利、产销量同时大增的驱动下高速增长。**

预测公司未来三年营业收入复合增长率在 40%以上，净利润复合增长率超 50%，毛利率变动不大。因为公司产品结构升级，高附加值产品收入占比将由目前的 17%提高到 50%以上，净利润增速快于收入增速，毛利率从上市前的 16%左右有望提高至 20%左右。**我们预测公司 2011 年~2012 年的**

摊薄 EPS 分别为 0.8 元、1.2 元，对应现在的 PE 为 26.3 倍、17.6 倍，估值具备优势，且具有高成长特性，给与“强烈推荐”评级，6 个月目标价 30。

天晟新材，维持“推荐”评级。公司扩产、在研、国际化招招领先，是高成长行业龙头。但需要注意的是，公司并不是短线品种，它的成长性体现在未来三年甚至更长时间。原因有两点：

- I 未来2-3年，由于结构泡沫材料行业技术壁垒高、扩产时滞，预计行业供需仍将处于紧平衡状态。短期内公司的业绩还是主要来源于传统的软质发泡材料和PVC结构泡沫，这两个主导产品不太会出现业绩暴涨，应该是稳定的增长。
- I 公司产品结构在不断优化，公司研发实力强，未来随着在研项目的突破，有望在细分领域再造一个“天晟新材”。虽然细分市场有的容量是现在市场的数倍，但产品的研发突破不在旦夕之间，研发突破之后的量产也不是一朝一夕之功，要取得超越市场的盈利，就要有耐得住寂寞的投资心态。

东方雨虹，维持“推荐”评级。东方雨虹是首家防水行业上市公司，受益于水利建设发展，公司的主营业务为新型建筑防水材料的研究、生产、销售及防水工程施工业务。公司的产品主要包括防水卷材和防水涂料两大类近百个品种。由于防水行业是充分竞争的行业，且集中度很低，公司市场占有率2009年还不到3%。目前，“雨虹”品牌已经成为中国建筑防水材料行业公认的第一品牌。

公司 2011 年 1 月成功定向增发募资净额 4.51 亿，用于建设锦州生产基地和惠州生产基地，规模相当于再造一个“东方雨虹”。相比 IPO 募资额 2 亿，定增募资额为 IPO 的两倍还多。我们预计公司 2010-2012 年利润复合增长率将超过 60%；而根据公司中长期规划，我们认为 5 年后公司年收入规模将达到 64-100 亿元，相比现在有 3-5 倍的提升空间。

公司2011年半年度业绩预增，2011年1-6月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为50.00%~70.00%，半年报摊薄EPS为0.15-0.17，动态PE49.9-56.6。按照公司盈利预测2011—2012年摊薄每股收益0.52元、0.83元计算，现在的市盈率为33倍、20.7倍，存在估值优势，建议增持，6个月目标价位23元，12个月目标价位25元。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,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、复制件或复制品,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。