

建筑建材行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

水泥同步大市 保障房用材、复合材料亮点多

——建筑建材行业四季度投资策略 2011.10.14

投资要点:

目前水泥行业市盈率(TTM, 整体法)为 12.87 倍, 而预测市盈率按照 2011 年盈利计算, 才不到 10 倍, 第四季度保障房进度的逐步明朗与行业旺季的到来, 行业估值有望回升。

限电会对水泥企业造成影响, 四季度电荒将比三季度加重, 动力煤继续上涨, 虽然国家从一季度就开始想控制煤炭价格, 但现在看效果一般。综合考虑煤炭价格差及电荒加剧, 水泥供给将下降, 四季度水泥估计会因限电、估值低等原因反弹, 不排除水利投资加大、保障房进度提升、2011 年扩大建材下乡试点推开等促发因素使水泥行情提前, 但我们目前的判断仍是交易性机会。

水泥需求端的重要性将上升到一个新的高度, 只有需求旺盛的区域, 才可能在行业萎靡的状况中胜出。需求端看, 新疆的天山股份、青松建化, 东北市场看亚泰集团。但由于水泥行业的同质性强, 即使胜出也可能很难走出独立行情。建议密切关注新一届政府对地产调控的态度, 这将是左右地产投资、水泥需求的关键, 下调全年水泥需求增速至 9.2% 左右。调降水泥行业评级为“同步大市”。

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; 复合材料方面推荐建研集团、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。

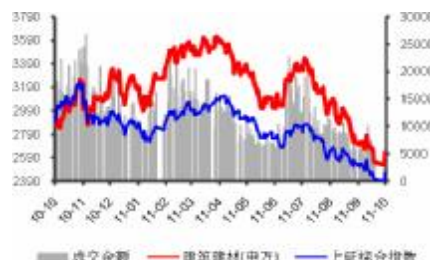
请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级

同步大市

市盈率(TTM, 整体法): 14.61
预测市盈率(整体法): 15.18

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现(%)	-3.68	-25.38	-11.99
相对表现(%)	-0.13	-7.32	0.97

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	昨日收盘
上海建工	强推	20.00	1.26	10.44
天山股份	强推	41.00	2.76	26.39
中国建筑	强推	5.00	0.42	3.35
祁连山	强推	18.75	1.25	12.75
亚泰集团	推荐	8.70	0.58	6.17

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

水泥高景气度依旧 建筑建材异彩纷呈
——建筑建材行业中期投资策略报告 11.6.30

目 录

1	调降水泥行业评级为“同步大市”，关注保障房拉动、复合材料板块.....	4
2	从行业大周期看，水泥行业拐点隐现，“十二五”期间并购整合是主流.....	7
3	政策风向决定水泥行业需求，下调全年水泥需求增速至 9.2%左右.....	10
4	水泥供给下降，明年新增大幅下降，淘汰执行力度是调控看点.....	12
4.1	西北区域需求端第一、其次是东北.....	13
4.2	新疆需求端第一，景气有望至 2012 年底，看好天山股份、青松建化.....	16
4.3	东北市场，亚泰集团量价齐升，业绩有望大幅增长.....	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.....	19
6	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
7	新材料十二五规划相关：推荐南玻 A、旗滨集团等.....	22
8	复合材料及其他，推荐建研集团、利源铝业、天晟新材、东方雨虹.....	23

图 目 录

图 1: 水泥行业累计利润.....	5
图 2: 全国平均周水泥价格.....	5
图 3: 水泥股价与毛利率/水泥煤炭价格差.....	6
图 4: 地产行业增速已经出现下滑趋势.....	7
图 5: 全国水泥行业 2010 、 2012 年前十家龙头企业及变动	7
图 6: 申万建筑建材行业十年市盈率	图 7: 建筑建材行业相对大盘的溢价率
图 8: 水泥行业最近两月超跌.....	9
图 9: 全国各区域固定资产投资增速.....	14
图 10: 新疆地区各五年期规划固定资产投资.....	16
图 11: 过去十年新疆水泥需求的固定资产投资弹性.....	17
图 12: 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 13: 装修四家公司最近一年走势.....	22
图 14: 2010 年主营业务收入中太阳能产业占比大幅提高	23

表 目 录

表 1: 申万水泥行业市盈率在 10 倍左右.....	8
表 2: 水泥板块的相对绝对涨跌幅.....	9
表 3: 净增产能与新增需求情况（万吨）	9
表 4: 全国各地保障房开工率.....	10
表 5: 影响水泥产量增速的七行业 2011 年投资增速测算	11
表 6: 水泥企业盈利预测及市盈率对照简表.....	15
表 7: 2011 年各季度新疆计划投产新型干法水泥生产线	17
表 8: 新疆熟料生产线产能利用率.....	18

1 调降水泥行业评级为“同步大市”，关注保障房拉动、复合材料板块

四季度水泥行业会怎样？

我们的判断是：目前行业市盈率（TTM，整体法）为 12.87 倍，而预测市盈率按照 2011 年盈利计算，才不到 10 倍，在过去 10 年来看，都是比较低的，可以说，已经充分反映了对行业的悲观预期。进入第四季度保障房进度的逐步明朗与行业旺季的到来，行业存在交易性机会，估值有望回升，但由于固定资产投资下滑，行业需求增速下降，调降行业评级为“同步大市”。

四季度及未来，需求端的重要性将上升到一个新的高度，只有需求旺盛的区域，才可能在行业萎靡的状况中胜出。因为我国长期以来发展主要依靠三驾马车中的投资、出口，内需发展相对欠缺。而目前由于外围经济不振，出口前景堪忧，且受制于国内通胀率高企、经济增速放缓，内需发展也很难扛起经济增长的大旗，短期内我国可能还将依靠固定资产投资维持经济发展。故固定资产投资增速高的区域水泥企业将胜出，但由于水泥行业的同质性强，即使胜出也可能很难走出独立行情。建议密切关注新一届政府对地产调控的态度，这将是左右地产投资、水泥需求的关键，下调全年水泥需求增速至 9.2% 左右。

限电会对水泥企业造成影响，四季度电荒将比三季度加重，动力煤继续上涨，虽然国家从第一季度开始就已经想控制煤炭价格，但现在看效果一般。综合考虑煤炭价格差及电荒加剧，水泥供给将下降，估计四季度水泥会因限电、估值低等因素反弹，不排除水利投资加大、保障房进度提升、2011 年扩大建材下乡试点推开等促发因素使水泥行情提前，但我们目前的判断仍是交易性机会。

而新疆是此大背景下需求端最好的区域，其次是东北，华东区域是供给下降支撑的区域。根据目前的盈利预测、价位，交易性机会的推荐顺序是天山股份、祁连山、亚泰集团、冀东水泥、海螺水泥。

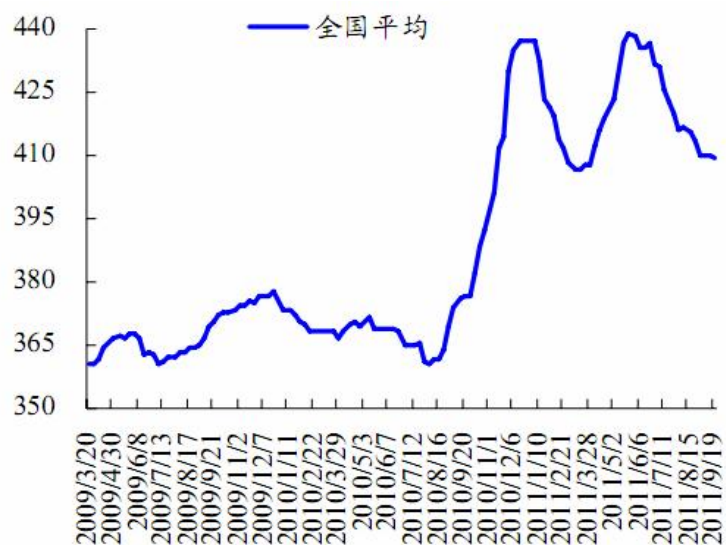
2010 年水泥行业利润总额达到 487 亿，创业下有记录以来行业利润总额最高值。而今年下半年以来，特别是 8 月份以来，全国水泥价格高位下调，水泥煤炭价格差缩小，后市需求面不确定性增大。

图 1：水泥行业累计利润



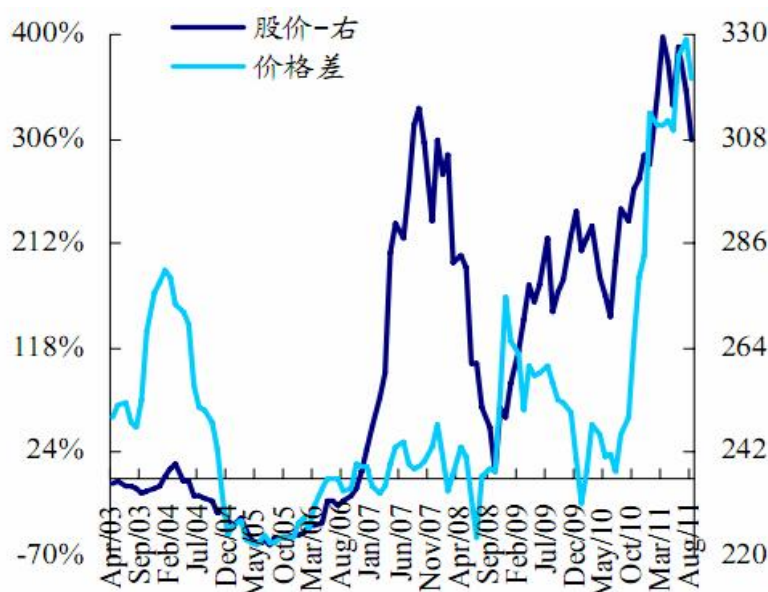
资料来源：国家统计局

图 2：全国平均周水泥价格



资料来源：数字水泥网 爱建证券

图 3：水泥股价与毛利率/水泥煤炭价格差



资料来源：wind 爱建证券

我们调降行业为“同步大市”评级，除非新一届政府继续依赖固定资产投资拉动经济，并出台相关政策能实质性支持水泥需求行业如：地产、高铁、水利等行业投资。但不排除在四季度这个传统旺季，由于区域限电、建材下乡推广、保障房超预期建设进度发布、水泥企业库存下降等消息面导致行业出现交易性机会。我们看好的区域是新疆、东北。

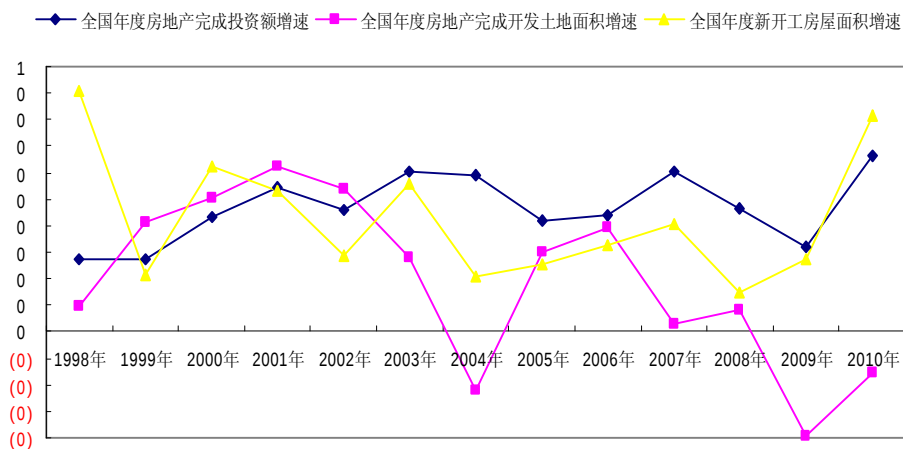
建筑建材行业里，我们还看好保障房建设拉动板材、墙体、管材等需求，受益的企业上海建工、北新建材、中国建筑等；估值合理的优质装饰园林企业——金螳螂、亚厦股份将在未来体现成长性溢价。

复合材料方面细分领域很多，有些会因为十二五规划而有长足发展，暂推荐建研集团、利源铝业、天晟新材、东方雨虹四家公司。建研集团，首次覆盖并给与“强烈推荐”评级。建设工程质量检测和外加剂是公司主要收入、利润来源。公司受益于我国商品混凝土使用率提高，公司的三代聚羧酸减水剂还对萘系减水剂有替代效应，而外加剂（减水剂）业务的异地扩张是未来快速发展的主要看点。利源铝业，“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 从行业大周期看，水泥行业拐点隐现，“十二五”期间并购整合是主流

作为水泥行业下游需求重要方向的地产行业，与水泥行业有很强的联动性，从过去 10 年到现在，地产行业高速发展时期已过，未来将进入增速降低、平稳发展的阶段。而水泥行业，也将从跑马圈地的占矿山、大规模上产能的“量变”，走向追求节能降耗、循环低碳的“质变”时代，而行业结构调整、并购重组将是新时代的主流。

图 4：地产行业增速已经出现下滑趋势



资料来源：WIND 爱建证券

“十二五”期间水泥行业的兼并重组会出现新特点，不再像“十一五”期间只有以中国建材、中国中材两个央企为主的少数企业做，还会加入一些省级国企、大型民营企业，比如海螺、冀东、华新、华润、山水、天瑞、红狮等。预计到“十二五”期末，随着并购整合的推进，行业集中度将大幅提高，估计行业前 10 家企业的产能总和将占到 50%。

图 5：全国水泥行业 2010、2012 年前十家龙头企业及变动

2010 年		2012 年	
	新型干法水泥熟料产能（万吨）		新型干法水泥熟料产能（万吨）
全国	125252	全国	138821
中国建材	15609	中国建材	16374
海螺水泥	12794	海螺水泥	13398
冀东水泥	4777	中材股份	5264
中材股份	4762	冀东水泥	5155
华润水泥	3410	华新水泥	4900
华新水泥	3159	华润水泥	3984

山水集团	3019	山水集团	3872
天瑞集团	2542	台泥集团	2589
北京金隅	2213	红狮水泥	2548
台泥集团	2186	天瑞集团	2542

数据来源: WIND 爱建证券

预计的下半年供需缺口未出现, 明年供需仍有待观望。

目前行业市盈率(TTM, 整体法)为 12.87 倍, 而预测市盈率按照 2011 年盈利计算, 才不到 10 倍, 在过去 10 年来看, 都是比较低的, 可以说, 已经充分反映了对行业的悲观预期。从对沪深 300 与全部 A 股的估值溢价来看, 建筑建材板块的市盈率的溢价水平分别为 0.07 与 0.32, 分别要低于近 10 年 0.32 与 0.56 的平均水平, 总体处于中偏下水平。

我们认为建筑建材行业当前的行业估值已在一定程度上反映了悲观情绪, 进入第四季度保障房进度的逐步明朗与行业旺季的到来, 行业估值有望回升。

表 1: 申万水泥行业市盈率在 10 倍左右

	市盈率(TTM,整体法)	预测市盈率(整体法)
SW 水泥制造	12.87	9.84

资料来源: WIND

图 6: 申万建筑建材行业十年市盈率

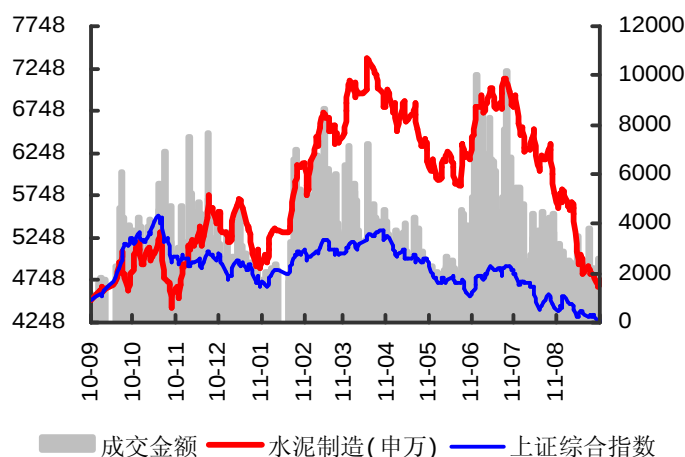


图 7: 建筑建材行业相对大盘的溢价率



资料来源: WIND 爱建证券

图 8：水泥行业最近两月超跌



资料来源：wind 爱建证券

供需关系是任何行业都遵循的铁的定律，目前由于地产成交大幅下滑，价格走势不确定性增大，保障房、水利、高铁等工程建设进度由于资金或其他种种原因暧昧不明，从而业界对水泥行业需求意见分歧加大。

2010 年下半年开始的水泥板块行情，是由于水泥行业供需改善，水泥企业盈利大增引起的——供给端“汰旧限新”新增产能做减法，而 2010 年四季度开始华东地区限电，供给的减少推动了区域水泥价格上涨，从而全行业盈利改善，今年中期全行业净利润是去年同期的 2.6 倍就可以充分反映这一点。而现在行业由于需求下滑的预期超跌，从年初到现在还有相对收益，但最近 6 个月已经远远跑输大盘，呈超跌状态。

表 2：水泥板块的相对绝对涨跌幅

板块涨跌幅（%）	年初至今	1 月前至今	3 月前至今	6 月前至今
SW 水泥制造	-4.41	-15.01	-27.39	-29.87
全部 A 股	-12.2	-8.04	-11.22	-17.73

注：按照总市值加权平均 资料来源：wind

表 3：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（迄今数据不明）
净增产能	9334	18911	15692	2013
需求增长	2683	24098	20828	16950（迄今数据不明）
供给缺口	(6652)	5187	5136	14937（目前未达到此数额）

来源：爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

目前面临的状况是：需求端短期内萎靡和长期总量平稳、增速下滑的预期，供给端淘汰落后产能政策执行进度透明度不强，行业内人士和金融机构的行业研究员分歧加大，但双方都苦于论据不足。我们的观点是：下一步需求端的重要性将上升到一个新的高度，只有需求旺盛的区域，才可能在行业萎靡的状况中胜出。因为我国长期以来发展主要依靠三驾马车中的投资、出口，内需发展相对欠缺。而目前由于外围经济不振，出口前景堪忧，且受制于国内通胀率高企、经济增速放缓，内需发展也很难扛起经济增长的大旗，短期内我国可能还将依靠固定资产投资维持经济发展，固定资产投资增速高的区域水泥企业将胜出，但由于水泥行业的同质性强，即使胜出也可能很难走出独立行情。建议密切关注新一届政府对地产调控的态度，这将是左右地产投资、水泥需求的关键。

3 政策风向决定水泥行业需求，下调全年水泥需求增速至9.2%左右

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，中期策略认为时间过去了一半，保障房开工 30%，而水利工程开工由于资金不到位等也很难统计，对全年水泥需求向下调整为 10%。现在展望四季度，虽然保障房开工率已经达到 86%（住建部发布信息，今年 1-8 月份，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已实物开工 868 万套，开工率 86%(不含西藏自治区)），但保障房建设进度、竣工率等信息不透明，高铁、水利建设下滑（铁道部负债率已达 58%，截至今年 8 月份，全国铁路基建完成 3164 亿元，这显然与铁路基建全年 6000 亿元的目标有很大差距），我们在中期策略基础上，继续下调全年行业需求增速至 9.2%。

表 4：全国各地保障房开工率

	已开工套数(万套)	开工率(%)
北京	16.2	81%
天津	23.4	90%
河北	38.3	开工率超过 100%
山西	31.3	94%
内蒙古	33	85%
辽宁	36.2	开工率超过 100%
吉林	27.7	87%
黑龙江	73.1	86%
上海	19.4	75%
江苏	30.1	86%
浙江	15	83%
安徽	33.4	84%

福建	24.9	开工率超过 100%
江西	27.9	87%
山东	32.9	开工率超过 100%
河南	43.3	96%
湖北	29.2	88%
湖南	35.6	81%
广东	19.9	66%
广西	21.3	86%
海南	7.5	81%
重庆	42.7	84%
四川	28.3	80%
贵州	21.4	92%
云南	24.8	80%
陕西	45.6	开工率超过 100%
甘肃	17.9	98%
青海	13.2	73%
宁夏	7.5	97%
新疆	30.6	91%
兵团	16.4	92%

资料来源：住建部 爱建证券

我们对需求水泥的七大行业投资增速重新进行了预测，汇总测算 2011-2012 年固定资产投资增速为 21.21%、19.72%，对应水泥需求增速为 9.2 %、8.4%，对应的水泥需求增量为 1.72、1.71 亿吨，远低于 2010 年 2.5 亿吨的增量。

表 5：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	29767.4	31851.12
增速	25.10%	24.90%	26.70%	15.80%	19.70%	49.70%	19.50%	7.00%	7.00%
房地产	14547	17098	21586	28619	35215	43065	57557	71946.25	86335.5
增速	31.00%	17.50%	26.20%	32.60%	23.00%	22.30%	33.50%	25.00%	20.00%
水利	4891	6098	7507	9276	12262	17814	22261	27381.03	38333.44
增速	15.90%	24.70%	23.10%	23.60%	32.20%	45.30%	24.50%	23.00%	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	15697.8	16953.62
增速	45.20%	31.90%	13.40%	10.00%	15.30%	28.60%	6.60%	8.00%	8.00%

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	292617.5	350307.7
增速	28.80%	27.20%	24.30%	25.80%	26.10%	31.00%	24.50%	21.21%	19.72%

数据来源：CEI 爱建证券

我们中期对水泥需求判断进行了三种假设，最悲观的假设认为地产投资下滑，全年地产投资增速 25%，水利投资增速提升至 15%，得到今年固定资产投资增速为 21.9%，水泥需求增速为 9.5%。而目前时点到了三季度末，虽然现在地产投资增速还在 30%以上，但下滑风险明显加大，预计全年在 25%附近，虽然水利投资提高至 23%左右，对投资整体有提振作用，但交通、电力投资下滑明显已经抵消这部分积极因素。全年固定资产投资预计降至 21%附近，而水泥需求也将下滑到 9.2%附近。中期我们预计地产投资大幅下滑概率极低，但经济若硬着陆，将出现比较严重的问题，在此情况下，水泥板块甚至大盘的投资价值都将不复存在，当时暂不考虑。但不巧的是，由于外盘拖累、国内通胀高企、新股发行速度不减……等等多种因素叠加，恰恰造成最坏的走势，前期大盘普跌，而水泥板块三季度更是超跌。

未来影响水泥供给的关键是政策导向——新一届政府对于房地产调控的态度、对于转变经济结构的态度、对于新型材料的支持力度，都是未来行业中细分行业市场空间，其间企业盈利、长期走势的决定因素。

4 水泥供给下降，明年新增大幅下降，淘汰执行力度是调控看点

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，主要体现为已拿到批文生产线的新建以及在建生产线的后续投资，水泥行业的投资冲动受到有效遏制。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。但目前行业供需平衡的担忧已经由供给端转向了需求，而需求则取决于国家政策对基建、房地产等行业的态度。

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。2010 年水泥投资完成总额 1754 亿元，同比增长 3.19%；年新增水泥熟料产能 3.7 亿吨（资料来源：中国水泥协会-数字水泥）。之后，水泥固定资产投资增速开始逐步下滑，2011 年前七个月，水泥行业固定资产投资同比下滑 15.20%，预计全年行业投资仍将持续低迷状态。

2011 年 5 月底，水泥协会发布关于统计“十二五”期间新上水泥项目的通知，被理解为水泥新线审

批出现松动的信号。8月底，工信部印发水泥行业准入公告管理暂行办法。业内人士认为，考虑到审批权集中、新线门槛提高等因素，短期内生产线审批大规模放开的可能性不大，同时，考虑到水泥生产线建设周期，预计在2012年底之前不会贡献产能，水泥的新增产能供给压力将有望进一步缓解。限电会对水泥企业造成影响，四季度电荒将比三季度加重，动力煤继续上涨，虽然国家从第一季度开始就已经想控制煤炭价格，但现在看效果一般。综合考虑煤炭价格差及电荒加剧，水泥供给将下降，估计四季度水泥会因限电、估值低等因素反弹，不排除水利投资加大、保障房进度提升、2011年扩大建材下乡试点推开等促发因素使水泥行情提前，但我们目前的判断仍是交易性机会。

4.1 西北区域需求端第一、其次是东北

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，其次是东北，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：

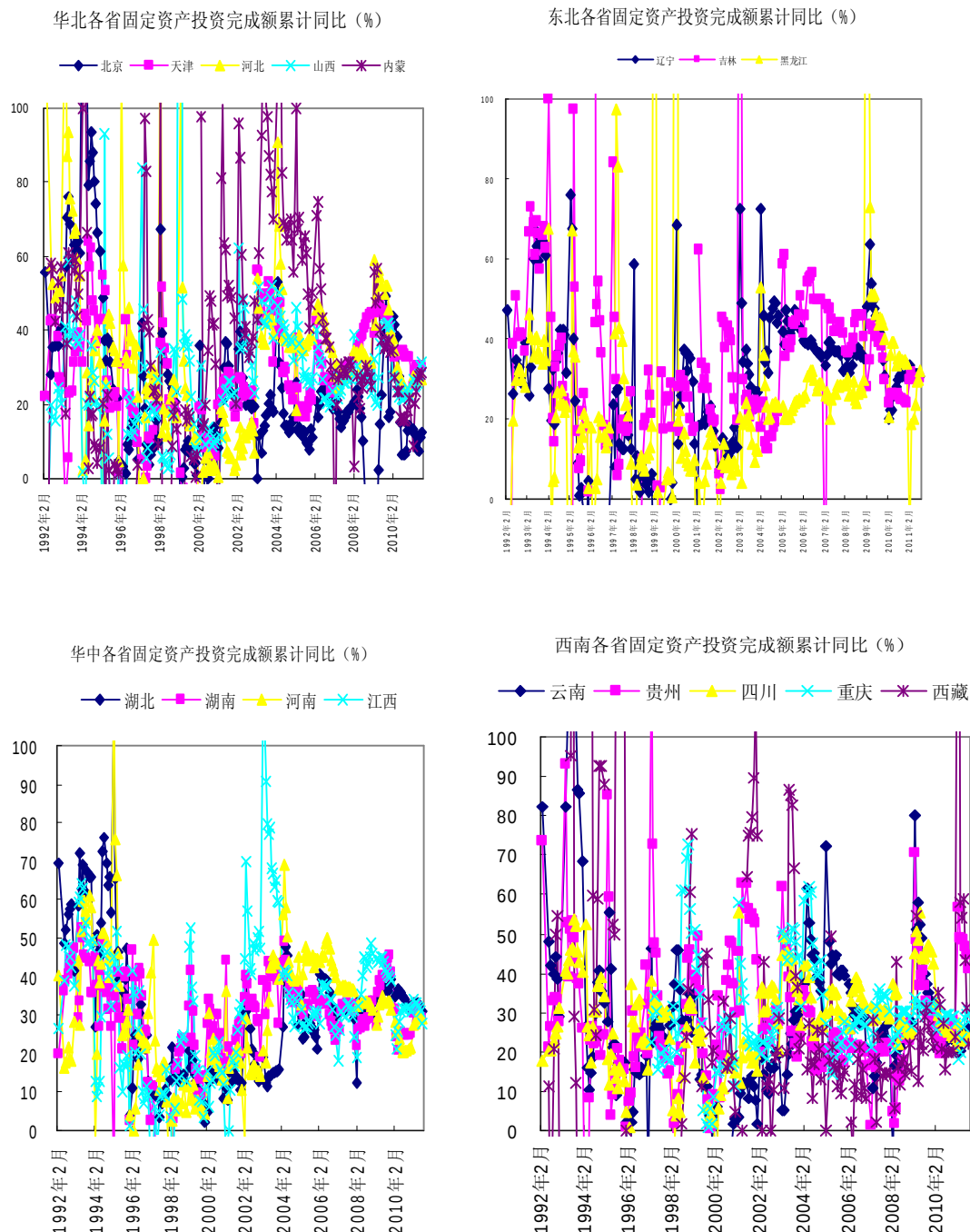
- Ⅰ 这一轮价格联盟较稳固的华东地区，2009年曾经形成过价格联盟。但价格没有稳住，大多数华东地区的水泥企业仍然在亏损的边缘。
- Ⅰ 今年4月份华北区域也力图实行限产保价，但后来由于资金面偏紧，工程开工量不足导致需求下降，价格联盟并没有起太大作用，之后水泥实际执行价格下降20-30元/吨，而挂牌价保持不变。
- Ⅰ 价格联盟不是推升行业景气度、水泥提价，或是企业盈利大幅提升的原因，而是防止行业景气度下滑时企业利润下滑的主要手段。因为去年下半年华东地区景气度因限电大幅提高时，价格联盟并没有明确。而今年前5个月华东地区水泥价格超预期，是水泥厂家主动联合限产保价的结果，结果就是在行业的相对淡季能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

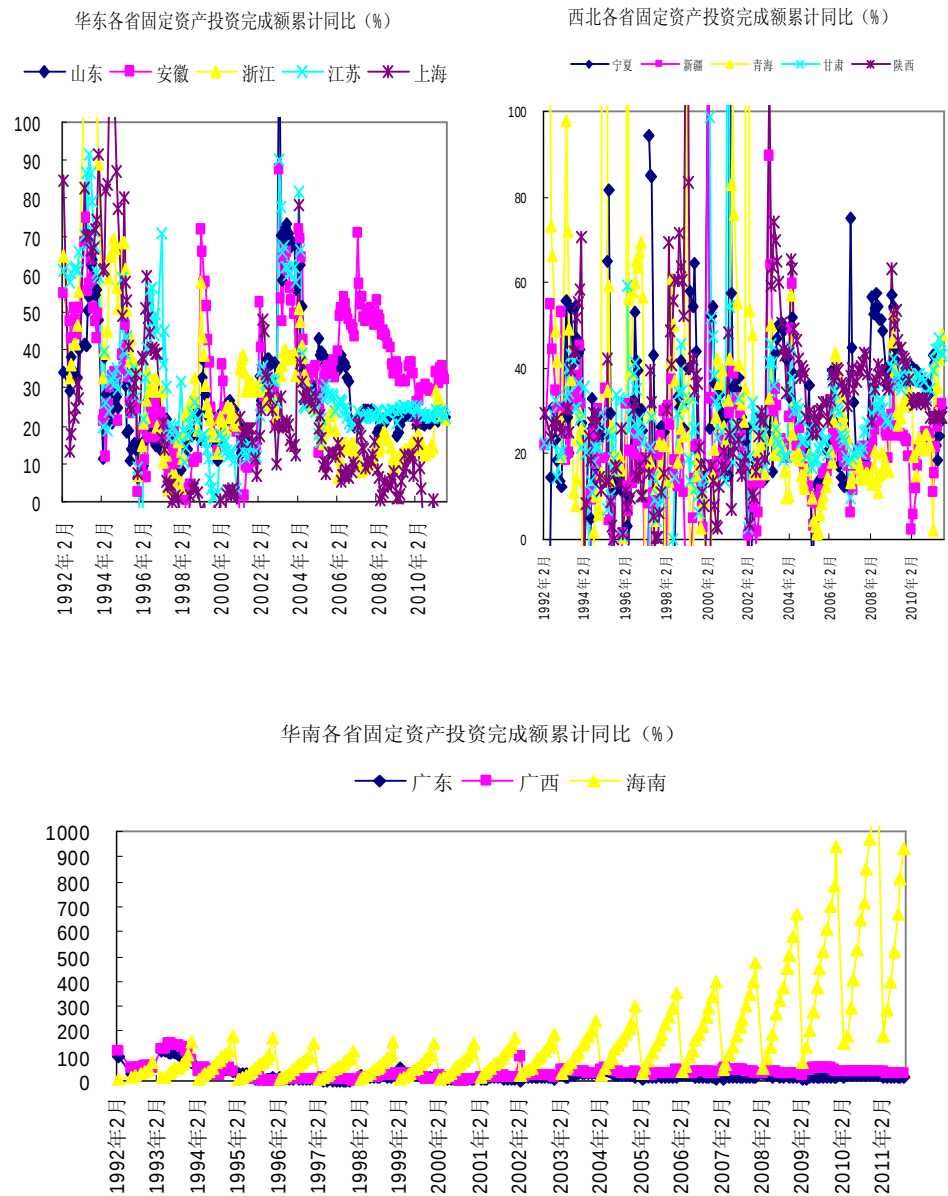
综上说明，价格联盟是在供需条件改善情况下有效果的，需求旺盛、限电/淘汰落后产能等措施同时进行很大程度上改变和行业供需状况，而价格联盟为企业盈利提升的附加手段。

而在水泥市场需求疲软的大背景下，固定资产投资增速高的区域，水泥价格从而水泥企业盈利将获得较强的支撑。我们统计了一下2011年8月固定资产投资增速还在30%的省份，区域从高到低依次为华南区域（海南933.6%）、西北区域（青海47.7%、甘肃43.1%、新疆31.6%、宁夏30.7%）、东北

区域（黑龙江 31.9%、辽宁 30.6%、吉林 30.2%）、西南（贵州 41%、重庆 30.4%）、华东（安徽 32.1%）、华北（天津 30.1%、山西 31.2%）、华中（湖北 31%）。

图 9：全国各区域固定资产投资增速





资料来源: wind 爱建证券

在综合分析各区域固定资产投资增速和区域水泥产能释放、淘汰落后产能预期的前提下,我们继续维持中期对各区域投资机会的判断, **新疆第一、东北第二**, 其他企业则要视区域需求变化而动态更新, 而是否有行业趋势性投资机会, 目前很难判断。个股的表现也会视超跌幅度、阶段涨幅动态变化。根据目前的盈利预测、价位, **交易性机会的推荐顺序是天山股份、祁连山、亚泰集团、冀东水泥、海螺水泥。**

表 6: 水泥企业盈利预测及市盈率对照简表

证券代码	证券简称	预测每股收益平均值	预测每股收益中值	前收盘价	每股收益均值对应	每股收益中值对应
------	------	-----------	----------	------	----------	----------

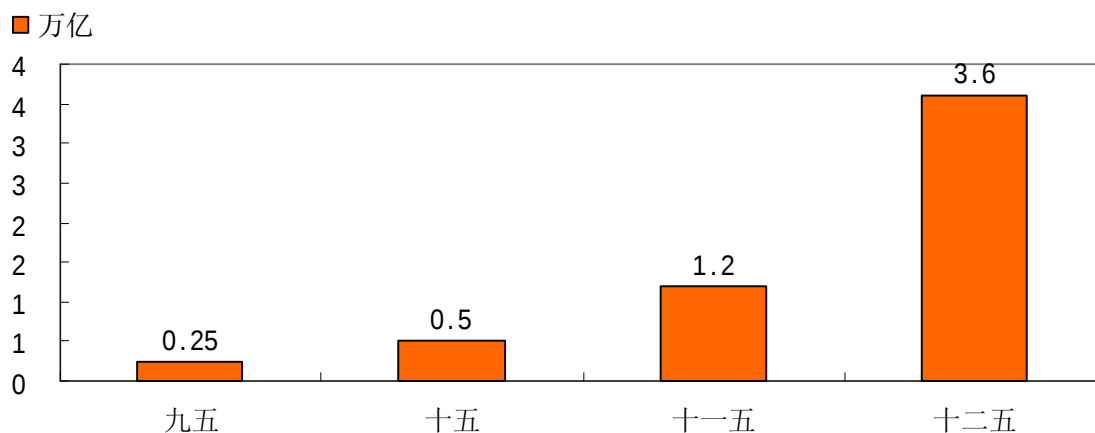
					市盈率	市盈率
600585.SH	海螺水泥	2.47	2.47	18.23	7.38	7.38
600449.SH	赛马实业	3.16	3.16	24.13	7.64	7.64
600881.SH	亚泰集团	0.62	0.64	6.1	9.84	9.53
000877.SZ	天山股份	2.66	2.53	25.87	9.73	10.23
000401.SZ	冀东水泥	1.68	1.71	16.74	9.96	9.79
600720.SH	祁连山	1.28	1.23	12.39	9.68	10.07
600801.SH	华新水泥	1.76	1.76	18.05	10.26	10.26
000789.SZ	江西水泥	1.35	1.36	14.75	10.93	10.85
600318.SH	巢东股份	1.39	1.44	15.98	11.50	11.10
601992.SH	金隅股份	0.95	0.94	11.33	11.93	12.05
600425.SH	青松建化	1.19	1.14	14.68	12.34	12.88
600802.SH	福建水泥	0.63	0.64	10.24	16.25	16.00
600668.SH	尖峰集团	0.63	0.63	10.61	16.84	16.84
002233.SZ	塔牌集团	0.68	0.69	12.59	18.51	18.25
000935.SZ	四川双马	0.5	0.5	9.61	19.22	19.22
000885.SZ	同力水泥	0.77	0.77	13.83	17.96	17.96

资料来源：wind 爱建证券

4.2 新疆需求端第一，景气有望至 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。

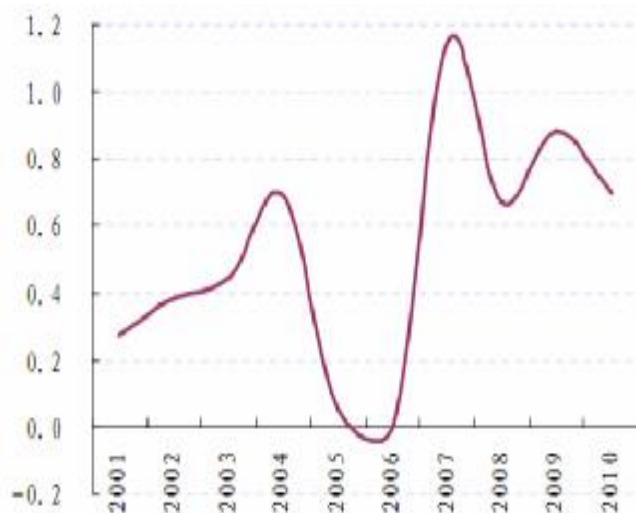
图 10：新疆地区各五年期规划固定资产投资



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，从而造成水泥需求弹性加大。

图 11: 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——这四项目的比例从 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，水泥很难做大范围流动。今明两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。

表 7: 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

表 8：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 年我们对天山 EPS 预测为 2.76 元，按照 15 倍市盈率计算目标价 41 元，建议增持；青松建化 2011 年 EPS 1.26 元，扩张产能多，与天山股份形成交叉竞争态势，谨慎增持。

4.3 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，在全国水泥均价从年初 432 元降至 9 月底 402.5 元的背景下，东北地区的水泥均价从年初 345 元提高至现在 455 元，上涨了百元还多。9 月第三周数字水泥网的最新信息披露，在全国水泥周价格环稳定的背景下，东北黑龙江、吉林，价格上调 20 元。

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 年 EPS 为 0.58 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 10.5 倍，具备估值安全边际，公司六个月目标价 8.7 元，继续“推荐”的投资评级。

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

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%。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、保障房建设等上市公司。

上海建工，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 万平方米，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 108 亿，低估超 50%，而 2011 年 EPS 预计将达到 1.26 元，动态 PE 仅有 8.32 倍，给与“**强烈推荐**”评级及 6 个月股价 20 元。

北新建材，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 0.92 元、1.21 和 1.53 元,预计年复合增长率将达到 27%，我们给予公司目标价 18.4 元，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 1155 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 5093 万平方米。

我们预计 2011 年公司 EPS 分别为 0.42 元，对应的 2011 年 PE 为 7.92 倍，具备很高的安全边际，维持“推荐”评级及 6 个月股价 5 元，攻守两相宜，建议投资者在紧缩预期放松时积极布局。

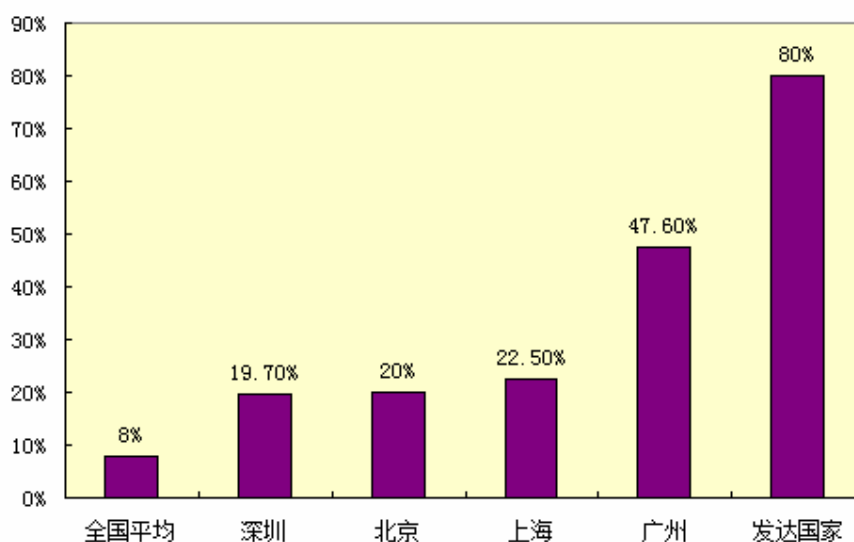
6 估值合理的优质装饰园林企业，将在未来体现成长性溢价

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。

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，全装修还会维持高增长。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 12：2009 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，按每平方米 1000 元的标准保守测算，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 13: 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 业绩摊薄 EPS 为 1.49 元，对应动态 PE 为 26.7 倍，虽然估值在中小盘企业里较高，但考虑到公司的高成长、业绩明确，**维持“推荐”评级，6 个月目标价 45 元。**

亚夏股份，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 年摊薄 EPS 为 1.12 元，对应动态 PE 为 27.35 倍，**维持“推荐”评级，6 个月股价 33.6 元。**

7 新材料十二五规划相关：推荐南玻A、旗滨集团等

《新材料产业“十二五”发展规划》正式发布，标志着新材料产业开始进入黄金增长期。“十二五”期间，国家将实施新材料重大工程项目，对高强轻型合金材料、高性能钢铁材料、功能膜材料、新型动力电池材料、碳纤维复合材料、稀土功能材料等六类新材料进行重点支持。

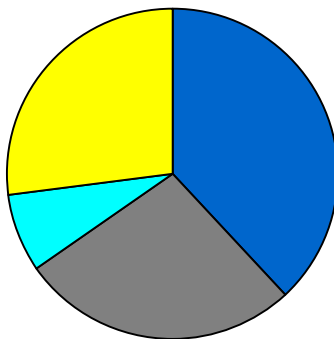
这其中涉及建材企业的有功能膜材料等，我们看好与太阳能电池膜相关的玻璃深加工企业——南玻 A、旗滨集团。

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。公司 2011 年的每股收益预计分别为 0.84 元，对应的 PE 分别为 17.44 倍，具有较高的安全边际，给予南玻 A “推荐”评级，目标价 17 元。

图 14：2010 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

旗滨集团，首次覆盖并给与“强烈推荐”评级。公司目前生产和销售的主要产品分为三大类：优质浮法玻璃、在线 LOW-E 镀膜玻璃和 LOW-E 镀膜玻璃基片、深加工玻璃产品。公司已跻身国内十大玻璃集团，拥有株洲、漳州两个玻璃生产基地共 4 条优质浮法玻璃生产线、一条在线 LOW-E 镀膜节能玻璃生产线、1 条在线 TCO 镀膜光伏玻璃生产线和一个中南部最大规模的玻璃深加工中心，日熔量达 3800 吨，年产能达优质浮法玻璃 2000 万重量箱。

公司 2011 年收入主要来源仍然是浮法玻璃。预计 2011 年 LOW-E 产销量约在 10 万平米。TCO 镀膜玻璃预计今年销量在 0.3 万吨。2012 年超白光伏玻璃基片将预计贡献 90% 产能，LOW-E 产销量 6 万吨，TCO 玻璃 3 万吨产量。公司竞争优势在于进取的管理层、自有砂矿和物流码头、成品率高等。我们预计公司 2011 年摊薄后的 EPS 分别为 0.35 元，目标价 11 元。

8 复合材料及其他，推荐建研集团、利源铝业、天晟新材、东方雨虹

建研集团，首次覆盖并给与“强烈推荐”评级。公司受益于我国商品混凝土使用率提高，十二五期间，全国的混凝土商品化率计划达到 50%，实际值可能超过 50%。国内空白市场多，竞争环境相对宽松，未来随着商品化率的大幅提升，外加剂的需求增量相当可观，公司的三代聚羧酸减水剂还对蔡

系减水剂有替代效应，增速更有保证，。三大业务共同发展的格局：建设综合技术服务（主要是建设工程质量检测）、混凝土外加剂和商品混凝土。建设工程质量检测和外加剂是公司主要收入、利润来源。而外加剂（减水剂）业务的异地扩张是未来快速发展的主要看点。

公司 2011 年上半年实现营业总收入为 43255 万，较上年同期增长 89%。公司营业利润为 6558 万、利润总额为 6614 万、净利润 5502 万，较上年同期分别上升 183%、136%和 137%。我们预测公司 2011 年~2012 年的摊薄 EPS 分别为 0.797 元、1.18 元，对应现在的 PE 为 24.8 倍、16.8 倍，估值在此弱市中优势不明显，但因其未来高成长概率高，给与“强烈推荐”评级，6 个月目标价 24。

利源铝业，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 27 倍、18 倍，估值具备优势，且具有高成长特性，给与“推荐”评级，目标价 24。

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：

一是未来 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。二是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”。我们预测公司 2011 年摊薄 EPS 为 0.57 元，对应动态 PE 为 41.48 倍，在目前还是估值稍高，暂时给与“中性”评级，建议大家跟踪关注，待公司调正到位时积极介入。

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。按照公司 2011 年摊薄每股收益 0.55 元计算，现在的市盈率为 22.58 倍，建议增持，6 个月目标价位 16.5 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。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。