

建材行业

2011 年 11 月 4 日

年初至今建材行业走势图



相关研究：

《建材行业 2011 下半年度投资策略：水泥如盛夏的果实，玻璃尚未成熟》

《建材行业 2011 年度投资策略：供需与政策均给力 2011 不乏亮点》；

《水泥行业跟踪报告：“十二五”开局之年，大项目开工支撑水泥需求增长》；

《玻璃行业跟踪报告：供给加大+价格下降，盈利下滑》

《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》；

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

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

建材行业三季报综述及展望：景气分化明显，看好水泥和管材子行业

投资要点：

- **子行业分化明显，水泥行业增长最快。**前三季度建材行业实现收入 1672 亿，同比增长 39.96%，是 2006 年以来的最高增长，净利润增长 92.36%，是 2008 年以来的最高值；子行业中收入和利润增速最快是水泥板块，分别为 49.7%和 137.8%，玻璃和耐火材料利润仅增长 0.47%和-1.95%。
- **水泥：东部水泥带动行业增长。**22 家上市公司中，三季度净利润同比涨幅 100%的占到一半，东部水泥股占多数。因去年东部地区价格翘尾因素及去年同期需求萎缩，东部水泥上市公司利润增长最快，华新水泥、同力水泥、巢东股份、江西水泥均增长在 9 倍以上。与其相反的是西部水泥股利润大幅下降，09 年和 10 年西部地区新增水泥较多，水泥价格同比去年大幅下滑，甘肃和宁夏地区目前价格比去年同期分别下降 17.4%和 15.4%，祁连山和赛马实业三季度净利润同比下降 3.2%和 30%。
- **玻璃行业：景气下滑，周期缩短。**从年初至今玻璃行业表现上看，受供给增加和需求萎缩，玻璃表现出价格持续走低、盈利下滑，前三季度玻璃行业上市公司收入同比增长 13.3%，净利润同比增速仅 0.47%，三季度毛利率 24.8%，环比下降 2.3 个百分点，同比下降 4 个百分点。从行业近 10 年历史数据看，玻璃行业周期变动明显且周期间隔越来越短，2007-2008 年行业盈利大幅增长，2009 年受金融危机影响下滑，2010 年盈利高增长，2010 年盈利高增长，景气周期仅持续一年多，今年以来再次下滑，预计这种下滑趋势还将持续。
- **耐火材料：预计四季度毛利率环比提升。**今年耐火材料行业面临着上游原材料锆英砂、镁砂价格上涨压力和下游钢铁企业利润降低压制了上游原材料成本传导。以文昌地区锆英砂为例，10 月价格比 4、5 月下降 1000 至 1.7 万/吨，但仍比去年上涨 77%。一般而言，锆英砂库存周期 2 个月，价格于 4 月份见顶后平稳，三季度毛利率预计是今年的底部，四季度毛利率将环比有所上升。
- **管材：受益水利投资加快，利润稳步增长。**今年中央一号文件《国务院关于加快水利改革发展的决定》首次以水利改革发展为主题，一号文件提出，未来 10 年的年均投资将至少翻一番。大规模的水利水电建设将于 2011 年开始启动，水利水电的行业景气周期即将来临，未来为水利建设配套的管道需求也将相应增加。今年前几个月水利投资数据看，呈逐月加快趋势。管材上市公司有 5 家，剔除今年上市的巨龙管业，行业前三季度毛利率 37.12%，同比提高 2 个百分点，净利率 16.2%，同比提高 1 个百分点，收入同比增长 24%，净利润同比增长 22.14%。
- **投资策略：看好水泥和管材两个子行业。**水泥看好理由：货币政策微调，基建投资资金饥渴有望部分缓解，前期因资金影响的铁路、公路等部分停工项目有望重新开工，将为行业带来估值提升，推荐：海螺水泥、华新水泥、江西水泥、塔牌集团、冀东水泥；管材行业看好理由：今年中央 1 号文件聚焦水利，打开了未来 10 年市场空间，水利设施修建以及城市水务管网设施已跟不上城市发展需要重新改造、更新，均将推动与管网建设配套的管道增长，推荐未来增长较快的纳川股份。

风险提示：保障住房建设速度低于预期，商品房投资下降较快，公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

正文目录

三季报整体概览：水泥行业表现抢眼.....	4
水泥行业：东部水泥带动行业增长	6
玻璃行业：景气下滑，周期缩短	9
耐火材料：预计四季度毛利率环比提升.....	12
管材：受益水利投资加快，利润稳步增长.....	14
投资策略	18
重点公司推荐	21
塔牌集团：四季度期待落后产能淘汰执行.....	21
江西水泥：区域内景气高位	21
东方雨虹：短期业绩下降不影响对公司长期看好.....	22
海螺水泥：期待四季度表现	22

图表目录

图：建材行业收入及增速比较	5
图：子行业前三季度收入和利润比较.....	5
图：子行业收入及增速比较	5
图：子行业前三季度收入和利润比较.....	5
图：各行业三季度净利润同比增长	6
图：水泥行业毛利率和净利率比较	7
图：子行业前三季度收入和利润比较.....	7
图：收入同比增长对比	8
图：三季度净利润同比涨幅比较	8
图：重点企业库存及产销率	10
图：玻璃累计产量及增速比较	10
图：玻璃月产量及增速比较	10
图：玻璃行业毛利率和净利率比较	11
图：玻璃行业收入和净利润增速比较.....	11
图：玻璃行业毛利率和净利率比较	12
图：前三季度公司存货周转天数比较.....	12
图：耐火材料累计产量及增速	14
图：锆英砂价格变化	14

图：今年以来水利管理累计投资及增速变化.....	15
图：月水利管理投资及增速变化	15
图：国统股份收入结构图	16
图：纳川股份收入结构图	16
图：巨龙管业收入结构图	16
图：青龙管业收入结构图	16
图：伟星新材收入结构图	17
图：各子行业年初至今涨跌幅比较	18
图：水泥行业和全部 A 股 PE 比较.....	19
图：玻璃行业和全部 A 股 PE 比较.....	19
图：耐火材料行业和全部 A 股 PE 比较	20
图：管材行业和全部 A 股 PE 比较.....	20



三季度整体概览：水泥行业表现抢眼

前三季度市场表现验证我们年初预判。我们去年 12 月出具的 2011 年投资策略中，对建材行业整体给予“看好”评级，其中尤其看好水泥子行业，对玻璃行业评级“中性”，以申万行业分类作比较分析，年初至今建材行业涨幅居前五，水泥行业涨幅仅次于食品饮料居第二，玻璃行业跌幅 20.3%，是跌幅最大的行业之一。

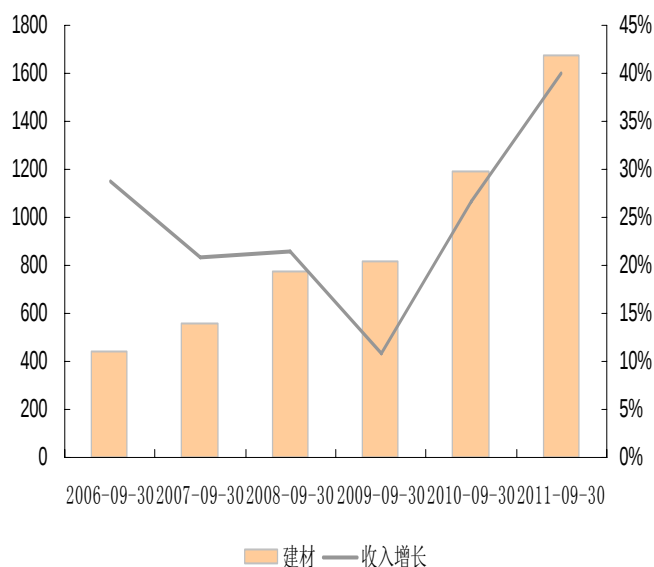
水泥行业利润高增长。前三季度建材行业实现收入 1672 亿，同比增长 39.96%，是 2006 年以来的最高增长，净利润增长 92.36%，是 2008 年以来的最高值；子行业中收入和利润增速最快是水泥板块，分别为 49.7%和 137.8%，玻璃和耐火材料利润仅增长 0.47%和-1.95%。

盈利指标为 2006 年以来最高值。前三季度建材行业毛利率 29.4%，为 2006 年以来同期最高值，水泥行业毛利率最高，达到 33.6%；销售净利率 14%，最高的水泥子行业净利率 16.76%，比去年同期提高 6 个百分点，下降的为耐火材料 8.55%，同比下降 3 个百分点；前三季度 ROE12.9%，比去年提高 4.6 个百分点，水泥行业提高 7.4 个百分点至 15.9%，玻璃和耐火材料各下降 2.7 个和 0.6 个百分点至 9.18%和 5.96%。

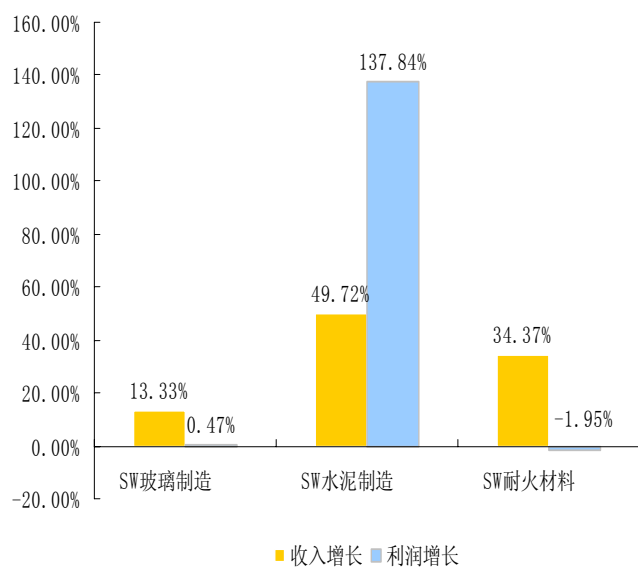
现金流收益比提高 0.26 个 百分点。行业经营活动现金流净额与经营活动净收益值达到 0.64%，比去年同期提高 0.26 个百分点，水泥行业提高 0.5 个百分点，玻璃、耐火材料各下降 0.3、0.17 个百分点。

第三季度净利率同比上升，但环比下降。建材行业第三季度毛利率 28.8%，比去年同期提高 3.8 个百分点，环比下降 2 个百分点，销售净利率 12.4%，同比提高 2.4 个百分点，环比下降 2.4 个百分点，净利润同比增长 63.8%，居申万一级子行业前三，其中水泥行业同比增长 99.4%。

图：建材行业收入及增速比较



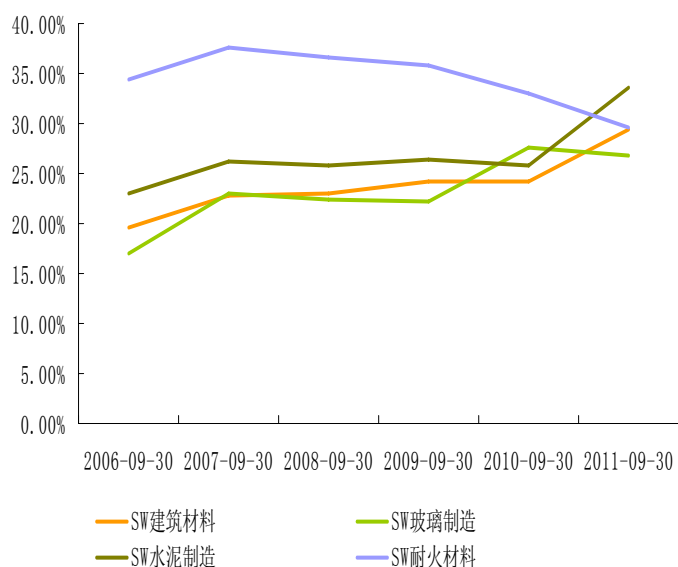
图：子行业前三季度收入和利润比较



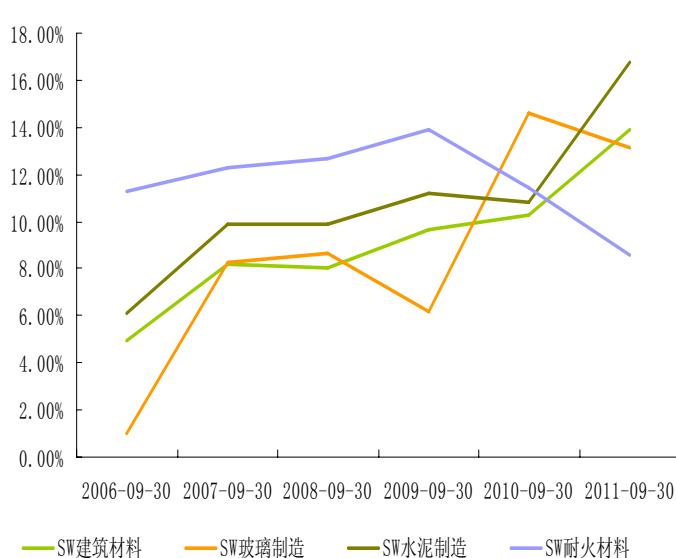
资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：WIND，山西证券研究所

图：子行业收入及增速比较



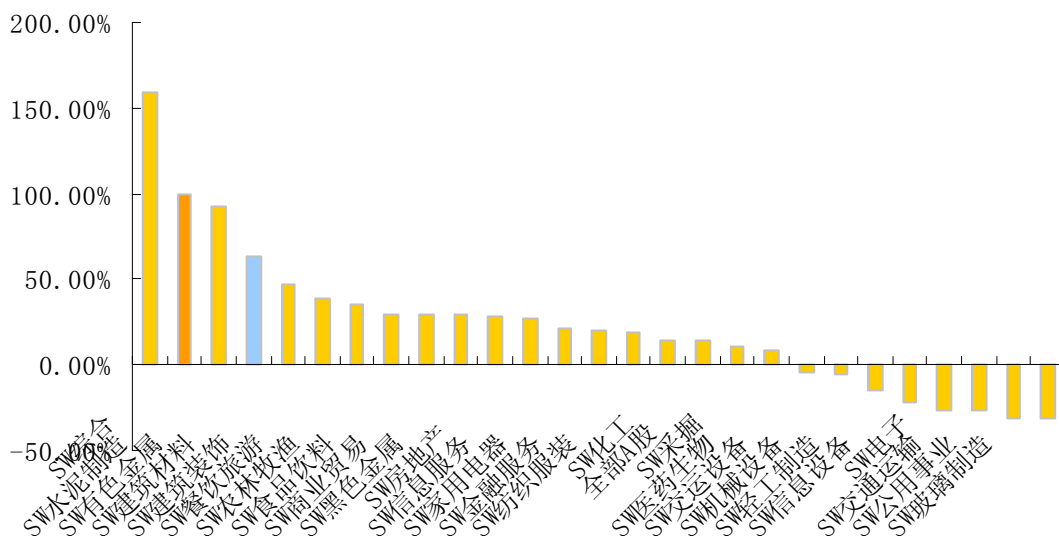
图：子行业前三季度收入和利润比较



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：各行业三季度净利润同比增长



资料来源：WIND，山西证券研究所

水泥行业：东部水泥带动行业增长

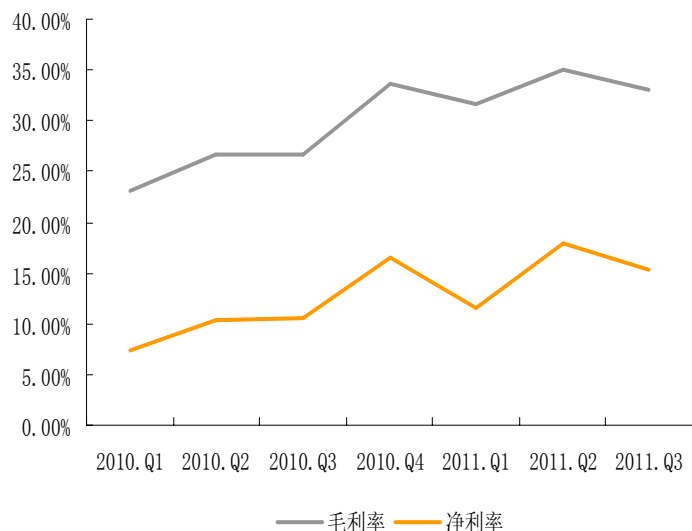
水泥产量 15.13 亿吨，同比增长 18.11%，增速比去年同期提高 2.2 个百分点；水泥行业三季度实现营业收入 429.4 亿，同比增长 40.75%，归属于母公司净利润 65.9 亿元，同比增长 104.9%，同比增速比二季度下降 66 个百分点；三季度毛利率 33.13%，环比下降 2 个百分点，同比提高 6.5 个百分点。

上市公司中，三季度毛利率最高的海螺水泥、亚泰集团分别为 39.96%和 38.8%，同比提高 10 和 16 个百分点，亚泰集团所在区域东北地区是今年水泥价格涨幅最好的地区，东北地区平均价格 470 元/吨，比年初 323 价格上涨 45%，比去年同期上涨 26%，亚泰集团一季度毛利率仅 26.8%，二季度上升到 28%，三季度提升到 38.9%；净利率最高的青松建化、海螺水泥和天山股份、分别达到 29.56%、24.8%和 24.06%。

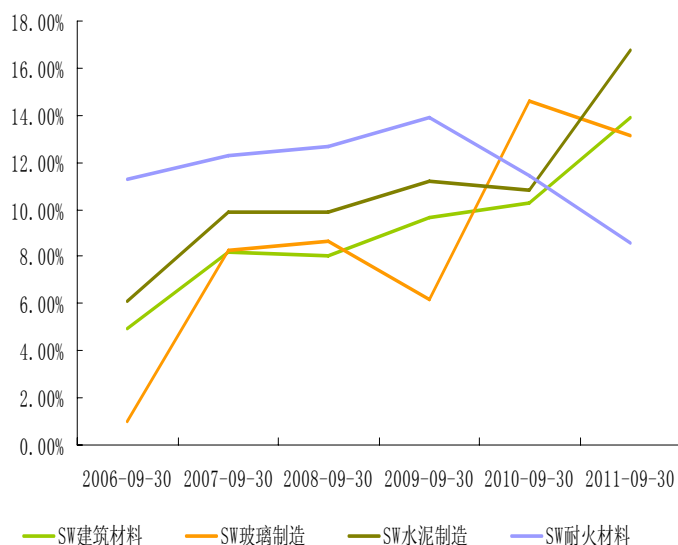
22 家上市公司中，三季度净利润同比涨幅 100%的占到一半，东部水泥股占多数。因去年东部地区价格翘尾因素及去年同期需求萎缩，东部水泥上市公司利润增长最快，华新水泥、同力水泥、巢东股份、江西水泥均增长在 9 倍以上。与其相反的是西部水泥利润大幅下降，09 年和 10 年西部地区新增水泥较多，水泥价格同比去年大幅下滑，例如甘肃和宁夏地区目前价格比去年同期分别下降 17.4%和 15.4%，祁连山和赛马实业三季度净利润同比下降 3.2%和 30%。

与去年同期相比，今年前三季度水泥行业的主要流动资产周转率指标均有提高，其中前三季度应收帐款周转率由去年同期的 15 天减少至 12 天，存货周转率由 84 天降至 80 天。从个股上看，东部水泥股流动资产周转率明显高于西部，海螺水泥、塔牌集团、江西水泥和福建水泥应收账款周转天数分别仅有 4 天、5 天、7 天和 15 天。

图：水泥行业毛利率和净利率比较



图：子行业前三季度收入和利润比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：WIND，山西证券研究所

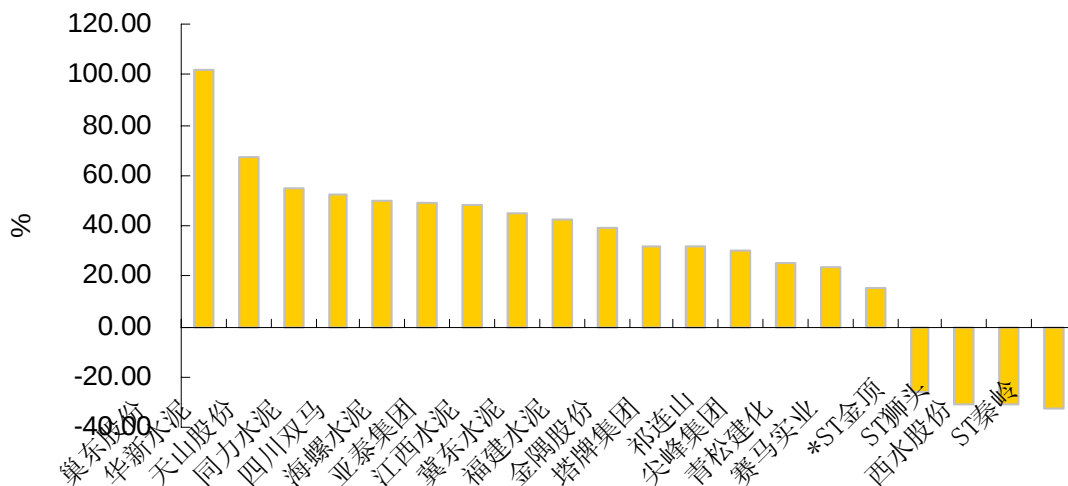
表：水泥上市公司毛利率和净利率同比、环比比较 (%)

证券代码	证券简称	毛利率			净利率		
		2011. Q3	同比提高	环比提高	2011. Q3	同比提高	环比提高
600585.SH	海螺水泥	39.96	10.77	-4.44	24.89	8.29	-4.63
600881.SH	亚泰集团	38.88	16.21	10.93	13.64	6.55	4.71
600425.SH	青松建化	38.69	8.80	4.07	29.56	9.46	3.44
000877.SZ	天山股份	36.36	5.02	-0.03	24.06	2.21	6.01
600318.SH	巢东股份	33.34	11.51	-11.31	16.91	13.83	-9.04
000401.SZ	冀东水泥	32.31	-0.89	-2.19	14.06	-4.21	-2.81
002233.SZ	塔牌集团	31.17	3.48	0.31	15.94	6.31	0.26
600720.SH	祁连山	30.27	-6.86	-6.84	14.14	-6.17	-5.43
600449.SH	赛马实业	29.57	-13.87	-3.42	16.20	-10.15	-5.36
600801.SH	华新水泥	28.52	11.12	-2.52	12.03	10.54	-2.26
000885.SZ	同力水泥	27.16	10.88	-2.16	8.17	6.62	1.04
000789.SZ	江西水泥	26.65	11.59	-4.84	12.85	9.75	-8.67
600668.SH	尖峰集团	26.09	9.71	-0.38	20.51	14.66	-9.37
601992.SH	金隅股份	23.88	0.18	-5.78	12.39	5.26	-3.49
000935.SZ	四川双马	22.71	1.24	-0.46	12.89	-0.17	-13.47
600802.SH	福建水泥	20.98	4.10	-6.85	4.19	9.05	-9.47
600291.SH	西水股份	16.82	-10.54	-3.93	-16.26	-15.41	-38.31
600539.SH	ST 狮头	12.53	-2.69	-1.98	-1.95	-3.21	231.90
600217.SH	ST 秦岭	3.16	-21.71	-11.61	-39.30	-42.53	-43.54

600678.SH	*ST 金顶	-2.12	10.03	-8.69	-213.33	-137.01	-166.31
-----------	--------	-------	-------	-------	---------	---------	---------

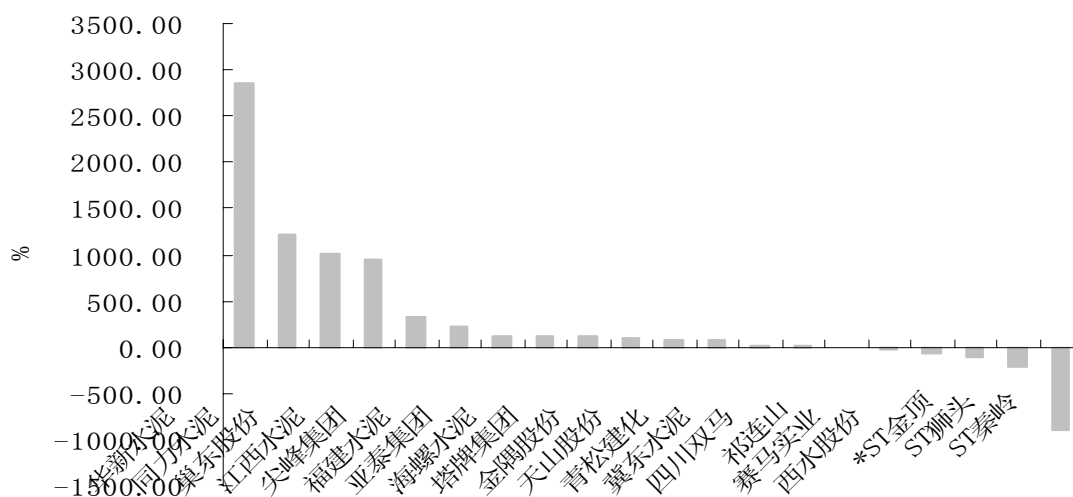
资料来源：WIND，山西证券研究所

图：收入同比增长对比



资料来源：WIND，山西证券研究所

图：三季度净利润同比涨幅比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

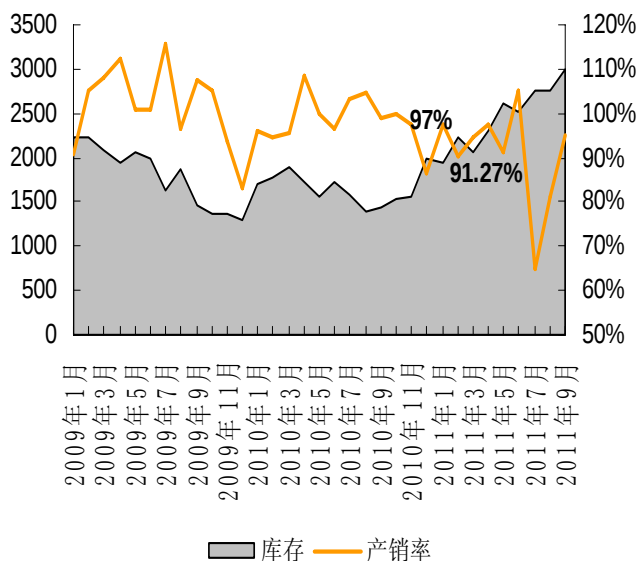
证券简称	应收账款周转天数		存货周转天数	
	今年前三季度	去年同期	今年前三季度	去年同期
巢东股份	2	2	52	61
海螺水泥	5	7	58	58

江西水泥	8	8	61	84
塔牌集团	5	8	83	99
四川双马	18	11	45	78
赛马实业	41	22	112	92
天山股份	28	22	57	59
亚泰集团	27	22	293	234
福建水泥	15	23	77	74
西水股份	21	25	148	95
同力水泥	16	27	45	61
青松建化	27	29	134	115
祁连山	56	29	94	73
华新水泥	23	30	54	58
冀东水泥	30	30	70	65
ST 秦岭	38	35	96	91
*ST 金顶	19	44	111	116
金隅股份	63	48	622	515
尖峰集团	42	49	65	58
ST 狮头	49	87	79	85

玻璃行业：景气下滑，周期缩短

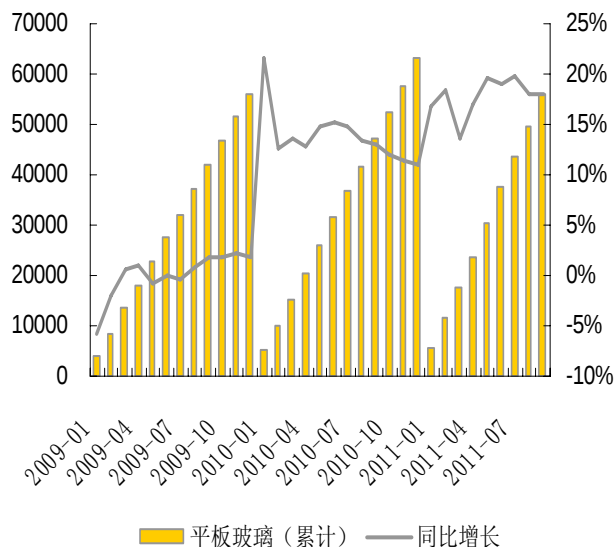
我们去年 12 月在年度策略中给予玻璃行业“中性”评级，认为玻璃行业景气下行压力较大，从年初至今玻璃行业表现上看，受供给增加影响，玻璃价格持续走低、库存上升、盈利下滑，基本符合我们年初判断。前 9 月平板玻璃累计产量 5.59 亿重量箱，同比增长 17.92%，据建材信息网统计，重点联系企业玻璃库存达到 2985.74 万重量箱，是 09 年以来最高值，产销率 95.08%，比去年下降 4 个百分点。统计局公布的前 7 月行业盈利数据看，玻璃行业收入同比增长 21.6%，净利润同比大幅下降 66%。

图：重点企业库存及产销率



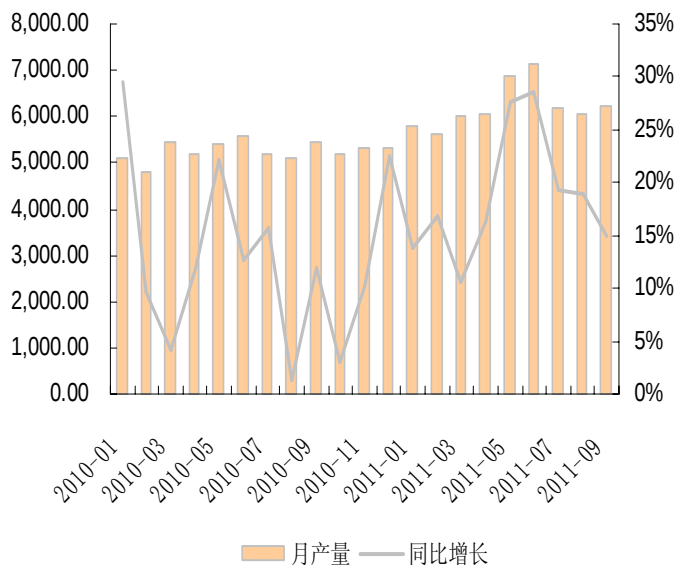
资料来源：WIND，山西证券研究所

图：玻璃累计产量及增速比较



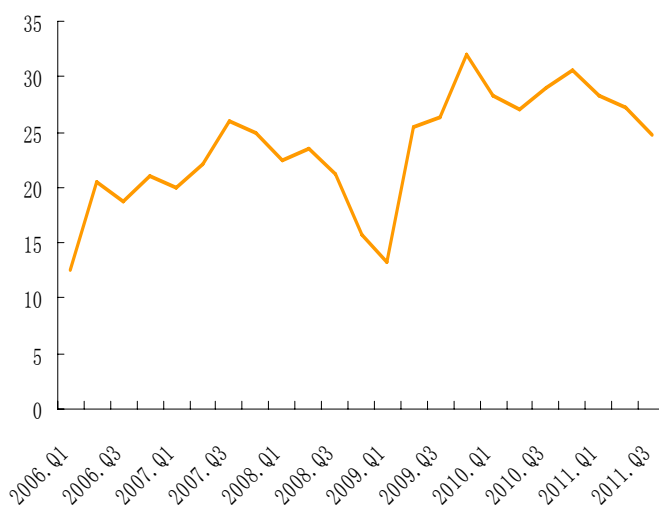
资料来源：WIND，山西证券研究所

图：玻璃月产量及增速比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

图：玻璃上市公司毛利率逐下降

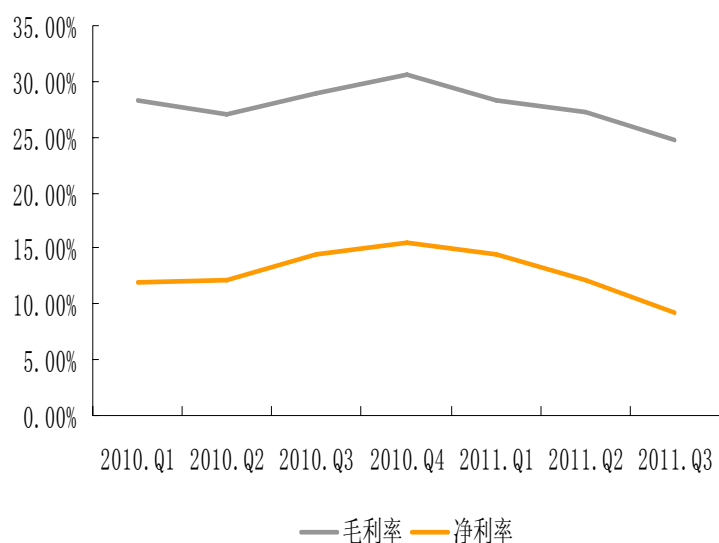


资料来源：WIND，山西证券研究所

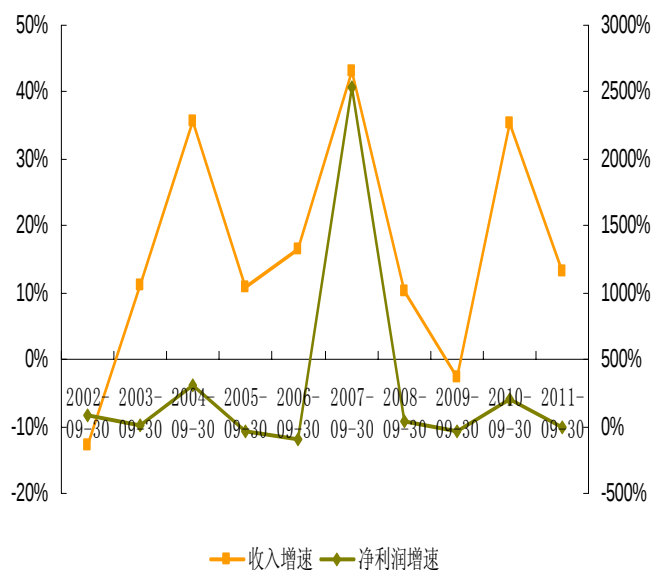
玻璃上市公司利润增速表现好于行业总体，但也明显下降。前三季度玻璃行业上市公司收入同比增长 13.3%，净利润同比增速仅 0.47%，去年同期增速 200%。从行业近 10 年历史数据看，玻璃行业周期变动明显且周期间隔越来越短，2007-2008 年行业盈利大幅增长，2009 年受金融危机影响下滑，2010 年盈利高增长，景气周期仅持续一年多，今年以来再次下滑，预计这种下滑趋势还将持续。

三季度毛利率除方兴科技外的玻璃上市公司同比、环比均下滑 2-3 个百分点以上，方兴科技今年完成了传统浮法玻璃与新材料电熔氧化锆的资产置换，毛利率同比提升 12.8 个百分点至 31.6%。毛利率同比下降最多的是洛阳玻璃和南玻，分别下降 6.73 和 5.12 个百分点，金刚玻璃环比二季度下降 5.7 个百分点，净利率下降近 10 个百分点，一方面跟防火玻璃价格下降有关，另外公司募投项目也在 6 月投产，新增了费用。玻璃上市公司前三季度平均存货周转天数由 71 天增加到 80 天，再次说明下游需求不畅，企业产品库存积压，周转降低最快的金刚玻璃存货周转率从 74 天提高到 107 天，跟新项目投产有关。

图：玻璃行业毛利率和净利率比较



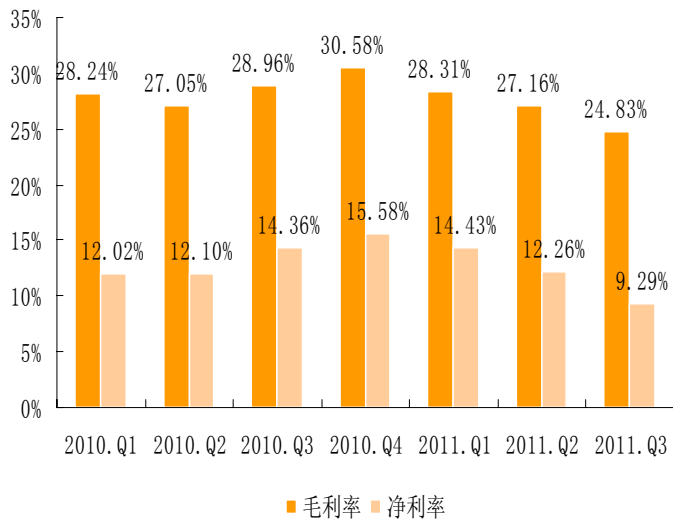
图：玻璃行业收入和净利润增速比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

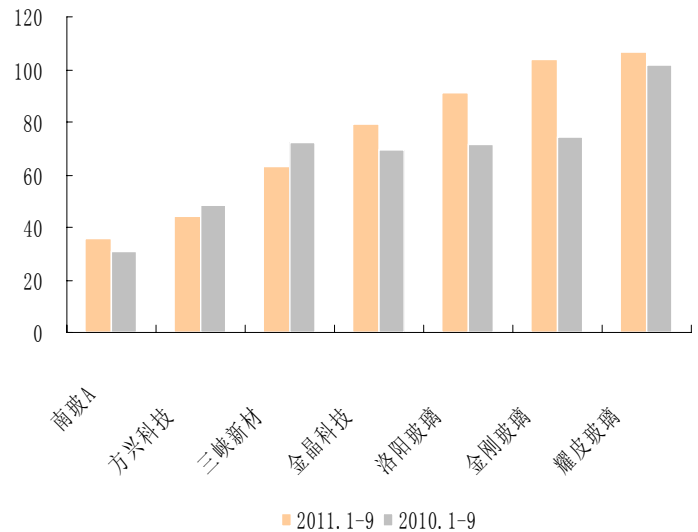
资料来源：WIND，山西证券研究所

图：玻璃行业毛利率和净利率比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

图：前三季度公司存货周转天数比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

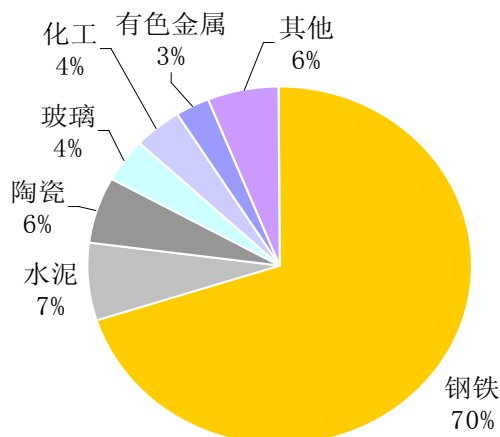
表：玻璃上市公司毛利率和净利率比较（%）

证券代码	证券简称	毛利率			净利率		
		2011. Q3	同比提升	环比提升	2011. Q3	同比提升	环比提升
000012. SZ	南玻 A	30.06	-5.12	-4.20	15.15	-6.22	-4.83
300093. SZ	金刚玻璃	32.04	-0.67	-5.69	7.02	-4.39	-9.82
600293. SH	三峡新材	12.03	-0.96	-0.67	3.43	0.11	3.01
600552. SH	方兴科技	31.59	12.86	3.54	18.42	16.60	3.33
600586. SH	金晶科技	17.86	-4.26	-1.08	4.83	-4.11	-2.28
600819. SH	耀皮玻璃	20.37	-2.16	-4.98	4.53	-6.06	-4.25
600876. SH	洛阳玻璃	13.29	-6.73	4.29	-6.51	-12.57	-4.11

耐火材料：预计四季度毛利率环比提升

耐火材料一般是指耐火度在 1,580℃ 以上的无机非金属材料，包括天然矿石（耐火原料）及按照一定的目的要求、经过一定的工艺流程加工制成的各种产品（耐火制品），具有一定的高温力学性能和良好的体积稳定性，应用于钢铁、水泥、陶瓷、玻璃、化工、有色等行业，其中钢铁工业用耐火材料约占各行业消耗耐火材料的 70%。

图：耐火材料主要应用领域占比



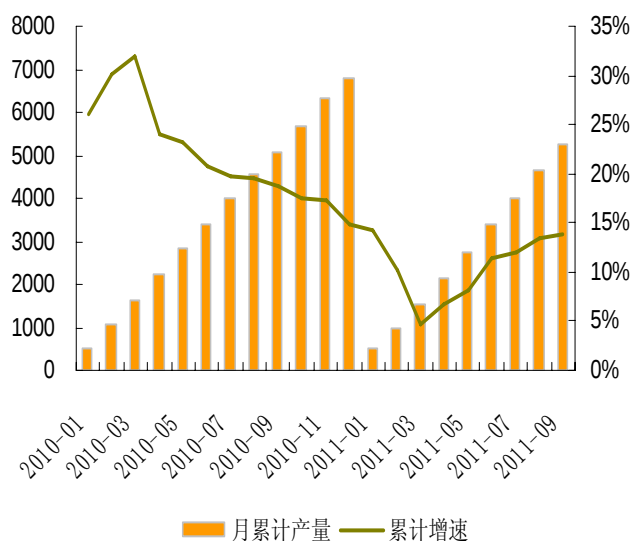
资料来源：WIND，山西证券研究所

剔除刚上市的金磊股份，耐火材料上市公司有 4 家，其中濮耐股份、北京利尔主要生产钢铁用耐火材料，瑞泰科技主要生产玻璃窑和水泥窑用耐火材料，鲁阳股份主要生产陶瓷纤维，下游领域较广，包括冶金、电力、石化、水泥、玻璃、航空、汽车、家电、船舶等。

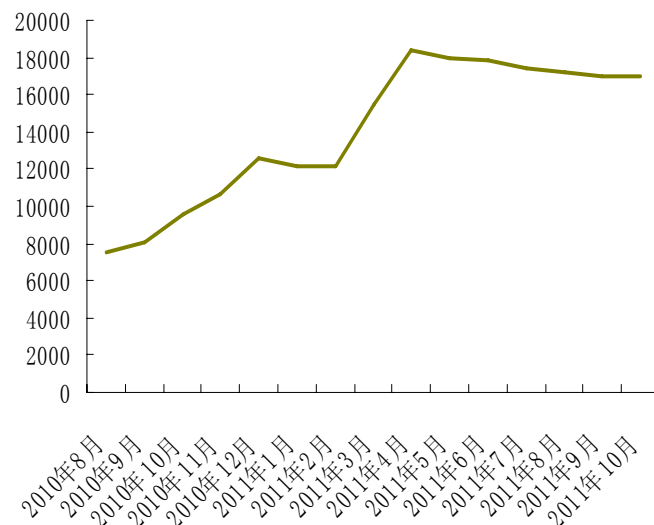
今年耐火材料行业面临着上游原材料锆英砂、镁砂价格上涨压力和下游钢铁企业利润降低压制了上游原材料成本传导。以文昌地区锆英砂为例，10 月价格比 4、5 月下降 1000 至 1.7 万/吨，但仍比去年上涨 77%。4 家耐火材料公司三季度有 3 家毛利率环比继续下滑（鲁阳股份微涨 0.18 个百分点），瑞泰科技和北京利尔下降最多，分别下降 8 和 8.23 个百分点至 23.8%和 28.8%，三季度净利率最高的是鲁阳股份和北京利尔。只有瑞泰科技和北京利尔净利润同比和环比增长，瑞泰科技同比增长 57.42%，环比增长 12%，北京利尔同比增长 29.8%，环比增长 2.4%。瑞泰科技净利润增长原因是上半年湖南瑞泰投产和收购开源耐磨。

一般而言，锆英砂库存周期 2 个月，价格于 4 月份见顶后平稳，三季度毛利率预计是今年的底部，四季度毛利率将环比有所上升。

图：耐火材料累计产量及增速



图：锆英砂价格变化



资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：山西证券研究所

表：耐火材料上市公司第三季度盈利指标变化

	毛利率			净利率		
	2011. Q3	同比提升	环比提升	2011. Q3	同比提升	环比提升
瑞泰科技	23.86	-0.21	-7.93	6.32	-1.00	-1.33
鲁阳股份	32.86	0.92	0.18	10.80	-3.10	-2.24
濮耐股份	27.58	-7.40	-2.18	3.34	-5.53	-3.43
北京利尔	28.83	-1.95	-8.23	14.20	-0.50	0.33

表：耐火材料上市公司利润增速和营运能力比较

	净利润 同比增长	净利润 环比增长	收入 同比增长	收入 环比增长	存货周转天数 (2011. Q3)	存货周转天数 (2010. Q3)
瑞泰科技	57.42	12.07	79.09	24.44	131.20	159.54
鲁阳股份	-24.08	-26.04	-2.37	-10.71	119.38	104.35
濮耐股份	-60.78	-55.97	19.59	1.96	139.67	112.13
北京利尔	29.89	2.44	32.34	-0.61	111.57	100.70

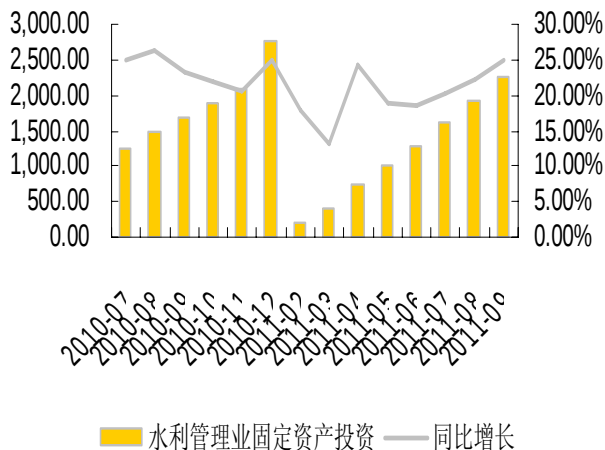
管材：受益水利投资加快，利润稳步增长

今年中央一号文件《国务院关于加快水利改革发展的决定》首次以水利改革发展为主题，是新中国成立以来中央首个关于水利的综合性政策文件。一号文件提出，

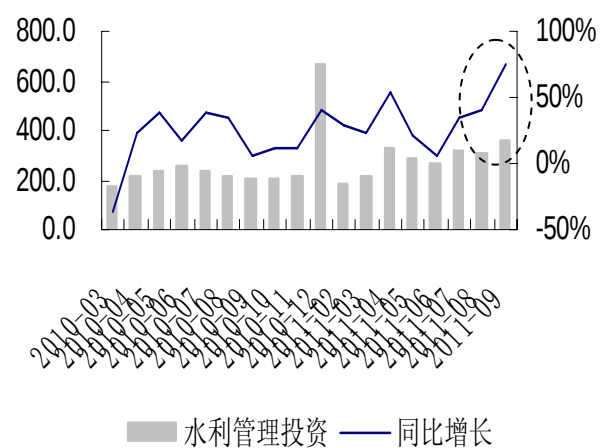


未来 10 年水利投资将达到 4 万亿，即年均投资 4000 亿，2010 年是 2000 亿，十一五年均投资是 1400 亿，未来 10 年的年均投资将至少翻一番。大规模的水利水电建设将于 2011 年开始启动，水利水电的行业景气周期即将来临，未来为水利建设配套的管道需求也将相应增加。今年前几个月水利投资数据看，呈逐月加快趋势。前 9 月水利管理 2263.8 亿，同比增长 25.1%，比去年同期加快 2 个百分点，比前 8 月加快 3 个百分点。分月看，9 月投资额 356.2 亿元，同比增长 75.66%，去年同期增速仅 5.63%，增幅非常明显。

图：今年以来水利管理累计投资及增速变化



图：月水利管理投资及增速变化



资料来源：WIND，山西证券研究所

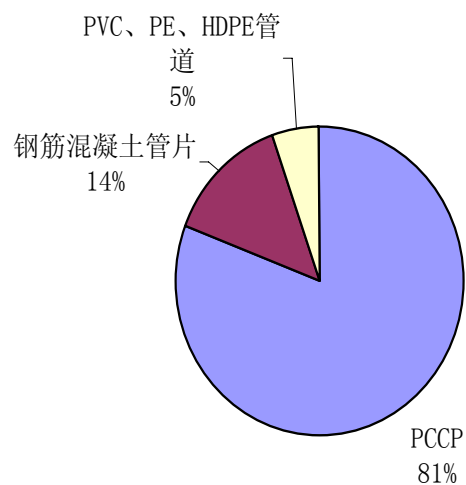
资料来源：WIND，山西证券研究所

管材上市公司有 5 家，剔除今年上市的巨龙管业，行业前三季度毛利率 37.12%，同比提高 2 个百分点，净利率 16.2%，同比提高 1 个百分点，收入同比增长 24%，净利润同比增长 22.14%，ROE8.85%，比去年同期微降 0.3 个百分点。纳川股份收入和利润前三季度均增长 50%以上，增长最快，其次是伟星新材收入增长 41%，净利润增长 33%。

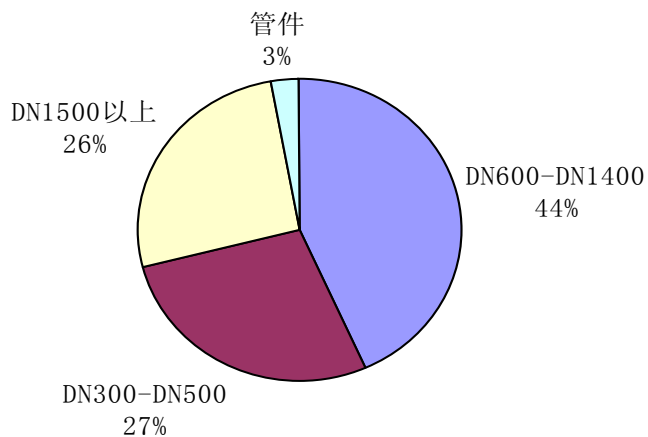
三季度毛利率变化比较大的是纳川股份和伟星新材，同比下降 7.7 和 5 个百分点至 49%和 34.1%，其他 2 家国统股份和青龙管业同比变化不大。4 家上市公司净利率均同比下降，纳川股份下降 5 个百分点至 30.1%，国统股份下降 3 个百分点至 8.36%。

前三季度应收账款和存货周转率下降。下降最明显的国统股份存货周转天数前三季度下降 52 天至 242 天，应收账款周转天数下降 97 天至 272 天。

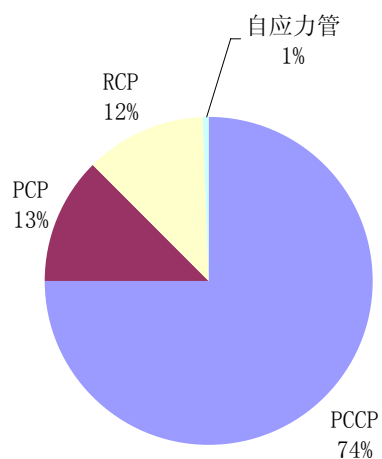
图：国统股份收入结构图



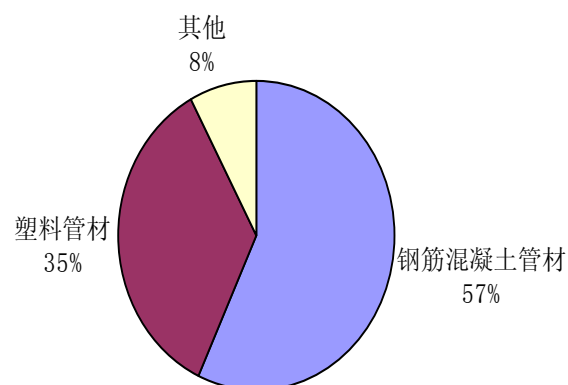
图：纳川股份收入结构图



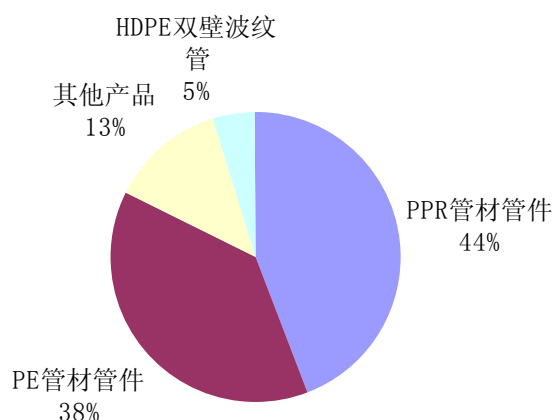
图：巨龙管业收入结构图



图：青龙管业收入结构图



图：伟星新材收入结构图



表：管材上市公司第三季度盈利指标变化

证券简称	毛利率			净利率		
	2011. Q3	同比提升	环比提升	2011. Q3	同比提升	环比提升
巨龙管业	29.85	——	——	7.87	——	——
国统股份	29.69	1.70	0.59	8.36	-3.09	-6.75
伟星新材	34.10	-5.09	-3.82	14.96	-2.54	-1.76
青龙管业	36.81	0.18	7.51	22.28	-0.60	6.40
纳川股份	49.97	-9.52	-7.76	30.07	-5.59	-0.01

表：管材上市公司第三季度存货和应收账款周转天数以及利润增速

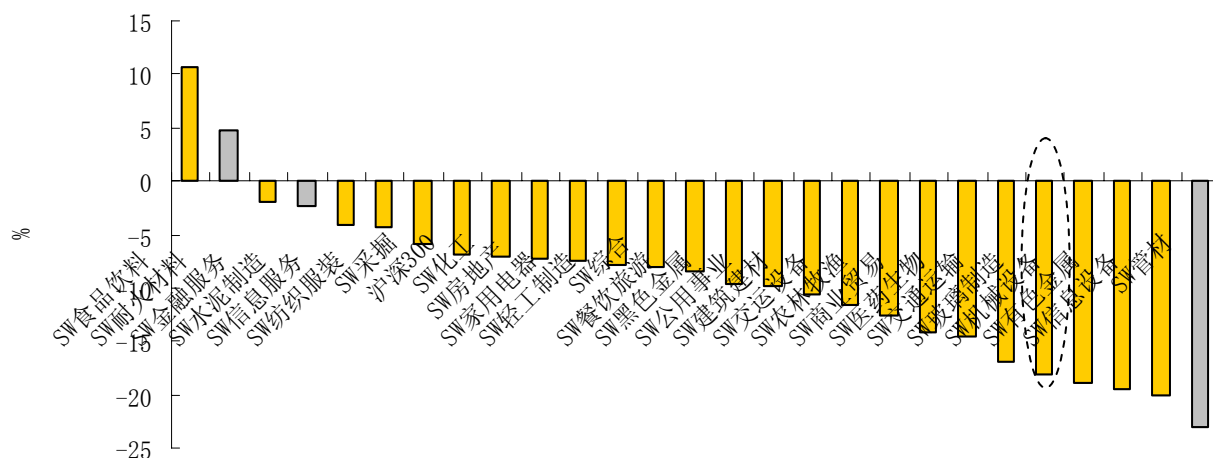
证券代码	证券简称	存货周转天数		应收账款周转天数	
		2011. Q3	2010. Q3	2011. Q3	2010. Q3
002619. SZ	巨龙管业	136	——	185	——
002205. SZ	国统股份	242	191	272	175
002372. SZ	伟星新材	115	97	31	26
002457. SZ	青龙管业	236	217	151	115
300198. SZ	纳川股份	66	76	188	149

证券代码	证券简称	营业收入增长 (%)	净利润增长 (%)	收入同比增长 (%)	净利润同比增长 (%)
		2011. 1-9	2011. 1-9	2011. Q3	2011. Q3
002619. SZ	巨龙管业	31.12	9.65	59.11	-0.14
002205. SZ	国统股份	-1.63	-48.37	38.66	-7.45
002372. SZ	伟星新材	40.98	33.02	44.52	23.53
002457. SZ	青龙管业	5.04	2.34	4.27	4.63
300198. SZ	纳川股份	51.89	50.85	13.23	-8.65

投资策略

看好水泥和管材行业。各子行业景气分化明显，我们看好水泥和管材两个子行业，水泥行业看好理由：货币政策微调，基建投资资金饥渴有望部分缓解，前期因资金影响的铁路、公路等部分停工项目有望重新开工，将为行业带来估值提升；随着水泥行业集中度提高，企业间协同效应逐渐增强，由竞争转为合作，行业将平稳增长，从过去 10 年看后 5 年比前 5 年利润更平稳；三季度行业大幅调整，目前水泥行业 2011PE10 倍，A 股平均 PE 是 13 倍，从过去 10 年数据看，水泥 PE 多数时间是高于市场平均值，处于历史低位，推荐：海螺水泥、华新水泥、江西水泥、塔牌集团、冀东水泥。管材行业看好理由：今年中央 1 号文件聚焦水利，打开了未来 10 年市场空间，水利设施修建以及城市水务管网设施已跟不上城市发展需要重新改造、更新，均将推动与管网建设配套的管道增长，推荐未来增长较快的纳川股份。玻璃行业指数与行业景气双双下滑，年初至今跌幅近 18%，下游需求占 70%的房地产受调控政策投资已明显下滑，未来调控并没有放松迹象，保障房尚没有释放对玻璃需求，预计会在明年下半年显现，加之光伏行业景气也在下滑，我们给予玻璃行业“中性”评级。

图：各子行业年初至今涨跌幅比较



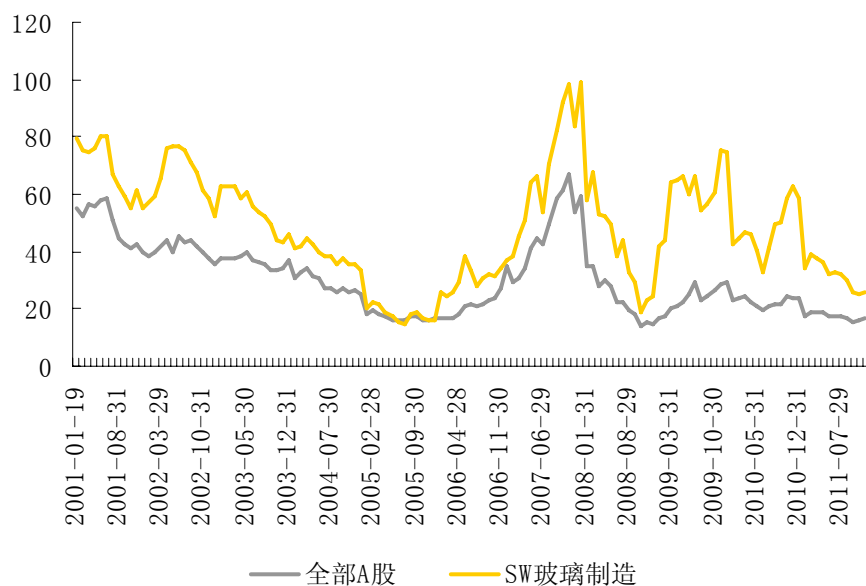
资料来源：WIND，山西证券研究所

图：水泥行业和全部 A 股 PE 比较



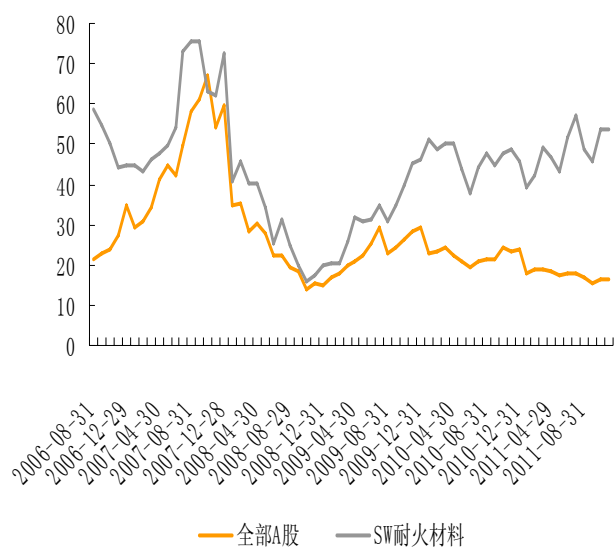
资料来源：WIND，山西证券研究所

图：玻璃行业和全部 A 股 PE 比较

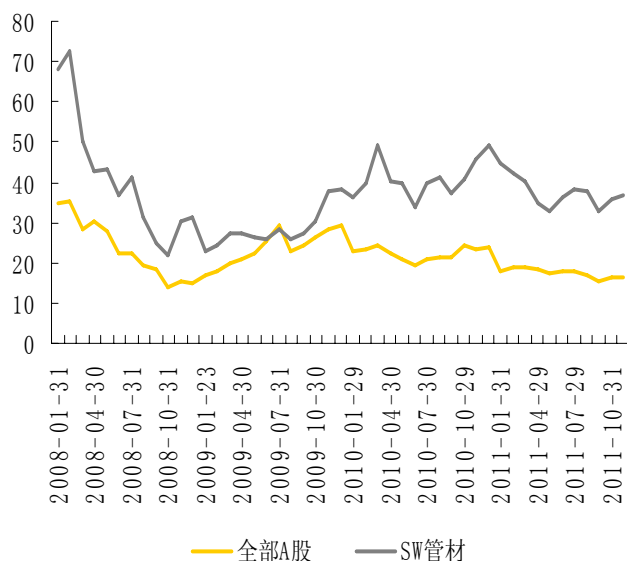


资料来源：WIND，山西证券研究所

图：耐火材料行业 and 全部 A 股 PE 比较



图：管材行业 and 全部 A 股 PE 比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

资料来源：WIND，山西证券研究所

表：重点上市公司评级

证券简称	收盘价	EPS			PE		评级
		2010A	2011E	2012E	2011E	2012E	
冀东水泥	18.11	1.15	1.14	1.94	15.89	9.34	增持
海螺水泥	19.98	1.16	2.44	2.84	8.19	7.04	增持
天山股份	26.95	1.30	2.50	3.00	10.78	8.98	增持
青松建化	15.26	0.64	1.10	1.45	13.87	10.52	增持
祁连山	12.5	1.03	1.10	1.32	11.36	9.47	中性
赛马实业	23.92	2.88	2.30	2.56	10.40	9.34	中性
江西水泥	14.44	0.39	1.30	1.45	11.11	9.96	增持
华新水泥	19.72	0.71	1.72	1.98	11.45	9.98	增持
塔牌集团	12.16	0.34	0.70	0.85	17.37	14.31	增持
亚泰集团	6.13	0.26	0.63	0.87	9.73	7.05	增持
金晶科技	6.16	0.25	0.16	0.23	38.50	26.78	中性
中航三鑫	6.4	0.08	0.10	0.15	64.00	42.67	中性
南玻	12.95	0.70	0.71	0.85	18.24	15.24	中性
金刚玻璃	11.34	0.20	0.20	0.4	56.70	28.35	中性
瑞泰科技	15.63	0.42	0.60	0.78	26.05	20.04	增持
纳川股份	24.58	0.41	0.65	1.13	37.82	21.75	增持



重点公司推荐

塔牌集团：四季度期待落后产能淘汰执行

- 粤东地区属于新型干法产能少和落后产能高的“双优”区域。广东省分为珠三角、粤东、粤西、粤北四个地区，新型干法产能占比分别是 22%、10.7%、23.3%和 43.2%，粤东地区的新干法产能全部集中在梅州地区，熟料产能 620 万吨，是广东省最少的区域，在建的仅有一条日产 5000 吨的生产线。同时广东省内落后产能最多的地区也集中在粤东，约有 800 万吨，占到粤东水泥产能的 50%以上，远高于全国 20%的落后产能占比。从广东省淘汰政策看，未来 2 年要彻底淘汰所有落后产能，对于粤东地区而言，相当于一半产能要淘汰掉。
- 落后产能淘汰将更进一步提升塔牌的市场控制力。公司拥有梅州、惠州、福建武平三大熟料生产基地，2010 年底福建武平二线投产后，目前产能达到 1200 万吨（有 8 条 80 万吨的立窑生产线，是粤东地区最大的水泥企业，占到该区域产能的 45%，在该区域内几乎没有竞争对手。按照广东淘汰计划，明年落后产能全部淘汰，公司市场占有率将提高到 60%-70%，对市场的控制力更进一步提升。
- 区域供给环境远好于需求。供给侧：今年前 7 月广东省水泥固定资产投资额同比下降 45%，同时广东省内落后产能最多的地区也集中在公司所在区域粤东地区，占到粤东水泥产能的 50%以上，预计四季度执行淘汰政策，将会释放一定量的市场空间。需求侧：广东省前 9 月固定资产投资增速仅 17.4%，低于全国平均值 7.5 个百分点，水泥产量增速 15.09%，低于全国平均值 3 个百分点。我们认为粤东地区四季度需求因房地产、基建投资下降而减少，但是由于供给环境相对较好，预计四季度水泥价格保持平稳。
- 盈利预测和投资建议。公司去年年底投产的武平二线今年将全部贡献产能以及价格的同期大幅提升助定今年公司利润高增长，我们预计 2011/2012 年公司营收 41.67 亿和 46.17 亿元，按照最新股本计算，EPS 为 0.7 元和 0.77 元，对应 12.16 股价，2011PE 为 17 倍，相对于 15 倍行业估值偏高，但是公司业绩弹性是行业内较高的，给予公司股价“增持”评级，考虑到近期公司股价短期上涨过快，建议投资者调整时介入更安全。

江西水泥：区域内景气高位

- 江西省三季度水泥价格是华东地区唯一价格上涨的省市。据数字水泥网统计，江西省三季度 42.5 水泥价格 461 元/吨，比二季度涨 1.5%，是华东地区唯一价格上涨的省市。
- 需求增长高于全国。1-8 月江西省水泥产量同比增长 21.04%，高于全国的 18.4%平均值 2.6 个百分点，相比之下，需求方面，江西省固定资产投



资增长 27.9%，高于 25% 的全国平均值近 3 个百分点；

- 供给同比大幅减少。前 8 月江西省水泥固定资产投资 25.88 亿，同比下降 28.6%，是华东地区降速最明显的省份，同时也是全国降幅较大的省份之一。
- 在新建产能受限背景下，公司今年收购动作不断（以收购股权方式提高权益产能）。公司今年公告的定向增发方案中约一半以上资金用于收购子公司锦溪水泥公司的 40% 股权，收购完成后持股比例上升至 65%，权益产能增加 168 万吨；公司 9 月刚公布以南方万年青平台收购江西瑞金万年青公司 8.04% 股权，收购完成后，间接持股比例升至 50%，增加权益产能 16 万吨。
- 考虑到公司业绩预告总体符合我们判断，此次对公司盈利预测不作调整，预计今年和明年 EPS 分别为 1.22 元和 1.43 元，2011 年 PE11 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：区域景气度低于预期；煤炭价格大幅上涨

东方雨虹：短期业绩下降不影响对公司长期看好

- 新项目投产费用摊销，三季度环比大幅下滑。公司三季度营业收入环比增长 5.17%，毛利率 25.4%，比二季度下降 1.5 个百分点，净利润环比下降 42.5%，净利率 3.58%，比二季度下降 3.1 个百分点。我们认为主要由于岳阳、惠州项目投产，费用摊销额较大引起。公司三季度销售费用率、管理费用率分别 10.32%、8.4%，比二季度各提高 1.3、1.1 个百分点，三项费用率 20.62%，比二季度提高 2.6 个百分点。
- 两方面因素致使公司业绩低于预期。我们认为公司业绩低于预期原因：一方面由于公司今年投产的项目早期因销售、管理产生费用较多又产生不了太多利润，另一方面，防水材料用在房屋建筑、铁路建设、轨道交通、水利设施、高速公等基础设施项目，而今年受房地产调控、高铁建设放缓等多重因素影响导致需求萎缩。
- 短期业绩下降不影响对公司长期看好。公司作为防水材料龙头企业，近几年扩张加快，最初布局仅北京、上海增加到中部的岳阳、东北的锦州、华东的惠州、西部昆明，布局逐步完善，今年年底公司将形成 6500 万平米防水卷材、500 万平米高分子防水卷材和 10 万吨防水涂料，在建投产后，防水卷材和防水涂料将再增加 6000 万平米和 12 万吨；除此之外，公司也在向上游非纺织布原材料拓展，年产 5 万吨的非纺织布将于 2012 年 12 月和 2014 年 12 月 2 期投产，项目建成后产业链更加完善。
- 盈利预测和投资建议。考虑到业绩低于预期，我们调低今年盈利预测，预计今年和明年收入 26.4、32.4 亿元，EPS0.31 和 0.65，2011PE38 倍，鉴于公司处于快速增长阶段，维持“增持”评级不变。
- 风险提示：资金压力继续加大；下游需求继续萎缩。

海螺水泥：期待四季度表现

- 三季度数据差于二季度。公司三季度营业收入环比下降 2.8%，是 2007 年以来第二个出现三季度收入环比下滑的季度，毛利率 39.96%，环比下



降 4.5 个百分点，净利润 30.61 亿元，环比下降 18.9%，收入和净利润下降原因主要由于三季度公司销量和价格下滑导致。根据我们跟踪数据显示，华东地区 42.5 水泥价格三季度 442 元/吨，比二季度环比下跌 23 元/吨，中南地区 42.5 水泥价格降 19 元至 416 元/吨。

- 预计四季度好于三季度。10 月中旬，浙江、山东、河南、江苏部分地区价格幅度终迎来 10-40 元/吨上涨，此次上涨区域比较广，跟水泥企业国庆前后停窑库存低位以及需求回升有关。对于近期出现铁路、公路基础设施因资金紧张处于停工、半停工状态，有关部门采取多种措施解决，比如财政部减半征收持有铁路建设债券的利息所得税以及银行对铁路建设重点项目进行融资等。这些措施的实施有利于缓解资金紧张问题，铁路等部分基础设施项目投资减缓迹象或有好转，一定程度上缓解了市场对于下游需求大幅萎缩担忧。四季度对于南方水泥企业而言属于旺季，我们预计公司四季度毛利和销量将环比上升，且好于三季度。
- 盈利预测和投资评级。我们预计今年和明年 EPS 为 2.44 和 2.84 元，2011PE 仅 8 倍，估值优势明显，四季度我们预计南方水泥市场会环比好转，对公司维持“买入”评级不变。
- 风险提示：需求继续萎缩。

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：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。市场有风险，投资需谨慎。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