

水利投资拉动水泥需求的力度加大

谨慎推荐

维持评级

分析师：洪 亮 电话：(8610) 6656 8750 邮箱：hongliang@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511010005

郝飞飞 电话：(8610) 6656 8843 邮箱：haofeifei@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511060002

1. 事件

2012 年 1 月 30 日 CCTV 新闻联播报道：2011 年全国水利建设投资再创新高，累计落实资金 3452 亿元，其中中央水利投资 1141 亿元，首次突破千亿元大关。

2. 我们的分析与判断

（一）水利投资力度加大

2011 年水利建设投资落实资金 3452 亿元，其中中央水利投资 1141 亿元，首次突破千亿元大关；中央财政水利专项资金大幅度增加，落实资金 459 亿元，较上年增长 71.2%；地方水利投资规模达到 2311 亿元，创历史新高。金融机构全年新增水利建设贷款 724 亿元。投资力度再创新高。

（二）促进水泥需求增长

随着温州“7.23”动车事故引发的铁路安全整改，使 2011 年铁路投资 5766.95 亿元，较上年下滑 22.5%。与此同时，2011 年 1000 万套保障性住房的如期开工，水利建设投资再创新高，为水泥需求的增长奠定了可靠的基础。2011 年水泥产量为 20.64 亿吨，同比增长 16.12%。

（三）未来投资的力度将进一步加大

随着淮河入江水道整治工程开工建设，长江中下游河势控制及重点河段崩岸治理深入开展，黄河标准化堤防建设稳步推进，洞庭湖、鄱阳湖近期治理项目加快实施。西藏旁多、贵州黔中、黄河海勃湾成功截流，海南红岭、河南河口村、云南小中甸等一批重点水利工程开工建设。水电新农村电气化县建设全面启动，小水电代燃料工程规模不断扩大，农村水电增效扩容改造试点项目启动实施。水利基础设施建设全面加快。水利投资的将进一步加大。未来 10 年，我国水利投资将超过 2 万亿。

（四）2012 年建材需求将稳定在 3%~4%

预计 2012 年水利投资规模有望达到 4000 亿元，较 2011 年增长 10%以上，2012 年保障房在建规模有望达到 1800 万套；此外，随着铁路安全整改到位，铁路投资也将继续保持适度规模，其对建材行业较高的贡献率仍将继续。预计 2012 年建材需求将增长 3%~4%。

3. 潜在风险提示

投资增长低于预期，产能严重过剩、能源价格持续增长。

4. 投资建议

预计 2012 年净新增新型干法水泥产能约 1.4 亿吨，浮法玻璃产能净增加 1 亿重量箱。产量增长呈现前低后高的发展态势。随着市场的调整，建材行业上市公司估值优势明显，具有相对的安全边际。我们维持建材行业“谨慎推荐”的投资评级。维持海螺水泥（600585）、冀东水泥（000401）、巢东股份（600318）、南玻 A（000012）“推荐”的投资评级。

表 1：需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			11-13EPS	ROE
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	CAGR(%)	2011E(%)
海螺水泥	600585.SH	2.18	2.37	2.66	7.17	6.59	5.87	31.77	24.3
冀东水泥	000401.SZ	1.39	1.65	2.18	12.02	10.08	7.65	23.63	15.2
巢东股份	600318.SH	1.25	1.81	2.28	9.21	6.36	5.05	103.88	36.4
南玻 A	000012.SZ	0.73	1.12	1.25	12.34	8.07	7.23	19.47	18.2

资料来源：中国银河证券研究部

附:

(一) 海螺水泥 (600585): 中国的拉法基

公司系国内最大的水泥熟料生产及销售商。2010 年末, 公司熟料产能达 1.3 亿吨, 水泥产能达 1.5 亿吨。已累计建成 43 套余热发电机组, 总装机容量达 623MW。预计 2011 年将新增熟料产能约 3,180 万吨, 水泥产能约 2,690 万吨, 新增余热发电装机容量约 166MW。公司是我国水泥业行业标准的制定者, 公司标准高于行业标准。

表 2: 海螺水泥业绩预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	24998.01	34508.28	51531.11	63265.82	71335.64
EBITDA(百万元)	6254.94	10127.61	19064.07	20987.94	23645.05
净利润(百万元)	3544.37	6171.40	11521.13	12583.50	14119.19
摊薄 EPS(元)	2.01	1.75	2.17	2.37	2.66
PE(X)	8.87	10.18	8.18	7.49	6.68
EV/EBITDA(X)	6.06	7.40	5.48	4.76	3.93
PB(X)	1.07	1.76	1.98	1.56	1.26
ROIC	9.59%	12.62%	19.14%	16.31%	14.94%
总资产周转率	0.56	0.64	0.76	0.74	0.67

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素与主要假设条件:

(1) 公司在目标市场具有一定的定价权, 并对上游煤炭供应商有一定的议价能力, 公司所有水泥生产线皆为新型干法, 而且已经或正在配备余热发电装备, 公司的盈利能力是国内水泥企业中最高的。(2) 公司的资本运作能力较强。(3) 公司每年保持新建 10 条左右日产 5000 吨的新型干法水泥生产线。预计 2012~2014 年公司依旧保持较优的财务投资能力, 而财务投资收益可以保证公司业绩持续增长。

我们与市场的不同观点:

随着海螺水泥经营规模迅速扩展, 市场对公司驾驭企业的能力产生了怀疑。

我们始终认为: 公司规模大, 市场议价能力与资本运作能力强, 经营的规模效应明显。公司在行业整合中将会有效把握投资时机, 提高公司行业地位。规模的扩大将进一步降低公司的经营成本, 提高公司的盈利能力。因此, 公司应享有较高的估值水平。

公司估值与投资建议:

我们预计 2012~2013 年公司每股收益分别同比增长 9.22% 和 12.20%; 动态市盈率分别为 7.49 倍和 6.68 倍; EV/EBITDA 分别为 4.76 倍和 3.93 倍; 投资回报率分别为 16.31% 和 14.94%。公司成长性明确, 股东回报能力强, 具有长期投资价值。维持对其“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

未来 3 年公司将进一步加大对目标市场的投资力度, 产能扩张将构成公司内在价值加速体现的催化剂。

主要风险:

公司面临的重大风险是在新建项目不能如期投产。持续的高速发展考验公司的管理能力。能源价格的上涨是公司必须面对的课题, 人民币升值和出口退税率下降也给公司出口影响。

表 3: 海螺水泥（600585）财务报表预测

资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3627.0	2735.9	6941.0	16943.3	28620.3	营业收入	24998.0	34508.3	51531.1	63265.8	71335.6
应收票据	2615.0	5918.3	8837.8	10850.3	12234.3	营业成本	17865.4	23436.7	31300.4	40609.6	45882.3
应收账款	442.5	499.5	745.9	915.7	1032.5	营业税金及附加	134.0	162.7	243.0	298.3	336.4
预付款项	380.4	508.0	678.3	899.4	1149.1	销售费用	1419.6	1546.5	2309.3	2835.2	3196.8
其他应收款	319.0	352.3	526.2	646.0	728.4	管理费用	976.2	1254.1	1872.8	2299.3	2592.6
存货	2172.2	2493.1	3329.6	4319.9	4880.8	财务费用	356.5	481.0	660.8	794.8	933.5
其他流动资产	540.7	719.6	1039.7	1260.3	1412.1	资产减值损失	2.2	40.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	481.4	1027.9	1027.9	1027.9	1027.9	公允价值变动收益	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	25609.4	32751.8	36472.7	41253.2	46263.5	投资收益	15.9	27.3	140.6	266.3	338.3
在建工程	4136.5	3737.2	6868.6	8434.3	9217.2	营业利润	4260.2	7615.9	15285.4	16694.9	18732.3
工程物资	2207.7	2936.6	2936.6	2936.6	2936.6	营业外收支净额	216.4	462.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	2064.4	2767.9	2657.2	2546.5	2435.8	税前利润	4476.5	8078.3	15285.4	16694.9	18732.3
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减：所得税	814.6	1724.0	3362.8	3672.9	4121.1
资产总计	47148.5	60411.9	75903.8	95849.0	115735.7	净利润	3661.9	6354.3	11922.6	13022.0	14611.2
短期借款	1705.7	2030.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	3544.4	6171.4	11521.1	12583.5	14119.2
应付票据	940.9	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	117.6	182.9	401.5	438.5	492.0
应付账款	3339.2	4004.7	5275.1	6844.0	7732.7	基本每股收益	2.01	1.75	2.17	2.37	2.66
预收款项	551.9	763.1	1078.5	1465.8	1902.4	稀释每股收益	2.01	1.75	2.17	2.37	2.66
应付职工薪酬	195.8	278.4	278.4	278.4	278.4	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	500.0	1141.5	1141.5	1141.5	1141.5	成长性					
其他应付款	2329.2	3611.4	3611.4	3611.4	3611.4	营收增长率	3.2%	38.0%	49.3%	22.8%	12.8%
长期借款	5393.6	10971.4	14971.4	19971.4	23971.4	EBIT 增长率	25.1%	76.2%	94.9%	9.0%	12.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	36.0%	74.1%	86.7%	9.2%	12.2%
负债合计	17845.6	24780.0	28385.2	35375.4	40724.1	盈利性					
股东权益合计	29302.9	35631.8	47518.6	60473.6	75011.6	销售毛利率	28.5%	32.1%	39.3%	35.8%	35.7%
现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	14.2%	17.9%	22.4%	19.9%	19.8%
净利润	3662	6354	11923	13022	14611	ROE	12.1%	17.3%	24.2%	20.8%	18.8%
折旧与摊销	1652	2019	3258	3765	4318	ROIC	9.59%	12.62%	19.14%	16.31%	14.94%
经营活动现金流	7029	6010	12789	15598	18345	估值倍数					
投资活动现金流	-7813	-10341	-9858	-9734	-9662	PE	8.9	10.2	8.2	7.5	6.7
融资活动现金流	-2395	3447	1273	4138	2993	P/S	1.3	1.8	1.8	1.5	1.3
现金净变动	-3178	-884	4205	10002	11677	P/B	1.1	1.8	2.0	1.6	1.3
期初现金余额	6799	3627	2736	6941	16943	股息收益率	1.6%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
期末现金余额	3621	2743	6941	16943	28620	EV/EBITDA	6.1	7.4	5.5	4.8	3.9

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部预测

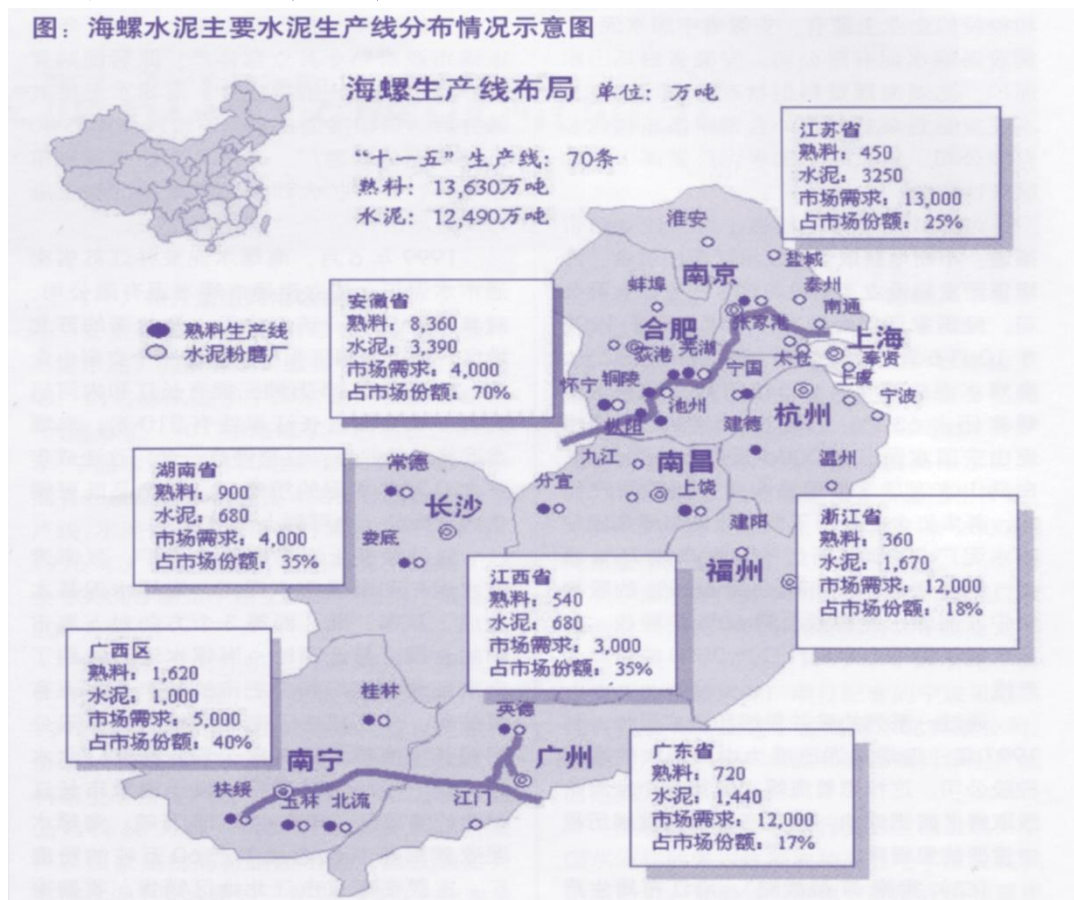
DCF 估值与合理估值水平

表 4: 海螺水泥（600585）DCF 折现模型

万元	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E																																																													
EBIT	810828.6	1580560.8	1722341.2	1932749.9	1756029.6	1756029.6	1756029.6	1756029.6	1756029.6	1756029.6	1756029.6																																																													
所得税	173039.7	347723.4	378915.1	425205.0	263404.4	263404.4	263404.4	263404.4	263404.4	263404.4	263404.4																																																													
NOPLAT	376532.1	637788.9	1232837.4	1343426.1	1507544.9	1492625.1	1492625.1	1492625.1	1492625.1	1492625.1	1492625.1																																																													
营运资金净变动	176636.1	-206905.9	-308083.2	-177806.5	-122033.4	-77603.0	18502.1	18502.1	18502.1	18502.1	18502.1																																																													
资本支出	-747206.9	-1000000.0	-1000000.0	-1000000.0	-800000.0	-800000.0	-800000.0	-800000.0	-600000.0	-600000.0	-600000.0																																																													
自由现金流	-114391.2	250600.9	542072.1	817266.9	1098429.0	1244359.8	1293272.6	1341729.1	1583957.3	1623071.4	1660628.5																																																													
WACC	13.84%	Ke	23.28%	<table><tr><th colspan="2" rowspan="2">估值</th><th colspan="5">g</th></tr><tr><th>0.0%</th><th>0.5%</th><th>1.0%</th><th>1.5%</th><th>2.0%</th></tr><tr><td rowspan="8">WACC</td><td>12.50%</td><td>27.80</td><td>28.35</td><td>28.94</td><td>29.59</td><td>30.30</td></tr><tr><td>13.00%</td><td>26.50</td><td>26.99</td><td>27.51</td><td>28.08</td><td>28.71</td></tr><tr><td>13.50%</td><td>25.30</td><td>25.74</td><td>26.20</td><td>26.71</td><td>27.26</td></tr><tr><td>14.00%</td><td>24.20</td><td>24.58</td><td>25.00</td><td>25.45</td><td>25.93</td></tr><tr><td>14.50%</td><td>23.17</td><td>23.52</td><td>23.89</td><td>24.29</td><td>24.72</td></tr><tr><td>15.00%</td><td>22.22</td><td>22.53</td><td>22.86</td><td>23.22</td><td>23.60</td></tr><tr><td>15.50%</td><td>21.33</td><td>21.61</td><td>21.91</td><td>22.23</td><td>22.58</td></tr><tr><td colspan="6"></td></tr></table>								估值		g					0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	WACC	12.50%	27.80	28.35	28.94	29.59	30.30	13.00%	26.50	26.99	27.51	28.08	28.71	13.50%	25.30	25.74	26.20	26.71	27.26	14.00%	24.20	24.58	25.00	25.45	25.93	14.50%	23.17	23.52	23.89	24.29	24.72	15.00%	22.22	22.53	22.86	23.22	23.60	15.50%	21.33	21.61	21.91	22.23	22.58						
估值		g																																																																						
		0.0%	0.5%									1.0%	1.5%	2.0%																																																										
WACC	12.50%	27.80	28.35									28.94	29.59	30.30																																																										
	13.00%	26.50	26.99									27.51	28.08	28.71																																																										
	13.50%	25.30	25.74									26.20	26.71	27.26																																																										
	14.00%	24.20	24.58									25.00	25.45	25.93																																																										
	14.50%	23.17	23.52									23.89	24.29	24.72																																																										
	15.00%	22.22	22.53									22.86	23.22	23.60																																																										
	15.50%	21.33	21.61	21.91	22.23	22.58																																																																		
永续增长率	1.00%	Kd	5.61%																																																																					
终值	522185.16	t	21.34%																																																																					
企业价值	10606193.64	Rf	3.50%																																																																					
非核心资产价值	1070656.26	E(Rm)	23.68%																																																																					
债务价值	1645020.78	Rm - Rf	20.18%																																																																					
股权价值	8961172.86	D/A	18.55%																																																																					
股本	529930.26	E/A	81.45%																																																																					
每股价值（元）	25.37	Beta	0.98																																																																					

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部预测

图 1: 海螺水泥主要水泥生产线分布示意图



公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有规模优势，公司治理结构合理，经营效率高。	分值：4.5
劣势	价格对公司业绩波动影响大。	分值：3.5
机会	行业整合有望给公司带来投资机会。水泥价格上涨提高公司内在价值。	分值：4.5
威胁	宏观紧缩，市场需求下降对公司业绩影响较大。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.3
供应商力量	供应商议价能力不强。	分值：4.5
新进入壁垒	产品销售半径小，抢占成熟市场份额较难。	分值：4.0
客户力量	大部分企业谈判能力弱，客户分散程度高。	分值：4.0
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	产品同质化，以价格竞争为主。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(二) 冀东水泥(000401): 正在崛起的水泥运营商

公司系国内大型水泥熟料生产及销售商。公司在华北和西北具有产能优势。进入2010年,公司步入快速发展的轨道,成为我国正在崛起中的水泥运营商。2011年公司水泥总产能超过9,000万吨,余热发电项目共累计投产27台机组,总装机容量268.3MW。

表5: 冀东水泥业绩预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	6937.73	11064.10	16202.51	19367.18	24441.00
EBITDA(百万元)	1582.79	2827.28	4345.83	5152.52	6435.68
净利润(百万元)	983.87	1398.18	1682.37	2005.15	2642.07
摊薄 EPS(元)	0.81	1.15	1.39	1.65	2.18
PE(X)	22.21	15.63	12.99	10.90	8.27
EV/EBITDA(X)	18.90	12.83	8.96	7.94	6.50
PB(X)	2.83	2.35	1.97	1.65	1.36
ROIC	4.75%	5.90%	7.13%	7.16%	8.03%
总资产周转率	0.40	0.43	0.47	0.47	0.51

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素与主要假设条件:

(1) 公司在目标市场具有一定的定价权, 并对上游煤炭供应商有一定的议价能力, 公司所有水泥生产线皆为新型干法, 而且已经或正在配备余热发电装备, 公司的盈利能力正在迅速提升。(2) 公司的资本运作能力较强。(3) 公司每年保持新建6~8条左右日产5000吨的新型干法水泥生产线。预计2012~2014年公司依旧保持较强的投资能力, 为公司产能扩张提供装备支持和保障。

我们与市场的不同观点:

随着冀东水泥经营规模迅速扩展, 市场对公司驾驭企业的能力产生一定的怀疑。

我们始终认为: 公司规模扩大, 市场议价能力与资本运作能力提高, 经营的规模效应将逐步释放出来。公司将充分把握环渤海经济带快速起飞带来的市场机会, 做大做强水泥业务, 提高公司行业地位。规模的扩大将进一步降低公司的经营成本, 提高公司的盈利能力。因此, 公司应享有较高的估值水平。

公司估值与投资建议:

我们预计2012~2013年公司每股收益分别同比增长19.19%和31.76%; 动态市盈率分别为10.90倍和8.27倍; EV/EBITDA分别为7.94倍和6.50倍; 投资回报率分别为7.16%和8.03%。公司成长性明确, 股东回报能力强, 具有长期投资价值, 维持对其“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

未来3年公司将进一步加大对目标市场的投资力度, 产能扩张将构成公司内在价值加速体现的催化剂。

主要风险:

公司面临的重大风险是在建新建项目不能如期投产。持续的高速发展考验公司管理能力。若2012年煤炭价格向上变动幅度超出预期假设, 将影响我们对公司的盈利预测和投资判断。

表 6: 冀东水泥 (000401) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3045.3	3256.0	4768.1	5699.4	7192.5	营业收入	6937.7	11064.1	16202.5	19367.2	24441.0
应收票据	192.5	410.7	601.4	718.9	907.3	营业成本	4738.0	7558.4	11012.4	13280.4	16720.0
应收账款	372.0	574.9	841.8	1006.3	1269.9	营业税金及附加	47.8	74.8	109.5	130.9	165.2
预付款项	1255.5	1202.2	1124.7	1031.1	913.4	销售费用	264.3	403.5	590.9	706.3	891.4
其他应收款	457.5	121.1	177.3	211.9	267.4	管理费用	847.8	1062.0	1555.2	1859.0	2346.0
存货	887.8	1445.4	2084.7	2514.1	3165.2	财务费用	271.8	540.8	729.0	860.6	972.3
其他流动资产	211.1	801.1	1535.8	1988.3	2713.7	资产减值损失	23.9	18.7	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	1161.1	2055.5	2055.5	2055.5	2055.5	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	9128.3	13489.4	17817.2	21951.3	25808.5	投资收益	391.5	330.6	140.6	266.3	338.3
在建工程	3749.6	5372.4	5686.2	5843.1	5921.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	318.9	193.2	193.2	193.2	193.2	营业利润	1135.8	1736.4	2346.1	2796.3	3684.5
无形资产	738.2	1132.5	1087.2	1041.9	996.6	营业外收支净额	144.7	253.1	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	27.5	76.2	68.6	61.0	53.3	税前利润	1280.4	1989.6	2346.1	2796.3	3684.5
资产总计	21617.3	30252.3	38125.4	44420.1	51595.2	减: 所得税	216.0	421.1	516.2	615.2	810.6
短期借款	2518.0	3821.0	7669.1	7859.9	8035.6	净利润	1064.4	1568.5	1830.0	2181.1	2873.9
应付票据	788.4	331.9	483.5	583.1	734.1	归属于母公司的净利润	983.9	1398.2	1682.4	2005.1	2642.1
应付账款	2054.2	2795.3	4016.8	4844.1	6098.7	少数股东损益	80.6	170.3	147.6	176.0	231.8
预收款项	426.4	324.3	552.8	825.8	1170.3	基本每股收益	0.81	1.15	1.39	1.65	2.18
应付职工薪酬	57.3	70.9	70.9	70.9	70.9	稀释每股收益	0.81	1.15	1.39	1.65	2.18
应交税费	-231.1	-324.4	-324.4	-324.4	-324.4	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	255.6	393.1	393.1	393.1	393.1	成长性					
其他流动负债	0.0	309.2	694.2	931.4	1311.6	营收增长率	51.9%	59.5%	46.4%	19.5%	26.2%
长期借款	5653.1	10743.6	10943.6	13443.6	15443.6	EBIT 增长率	92.0%	89.0%	49.3%	15.5%	27.4%
预计负债	14.5	22.8	22.8	22.8	22.8	净利润增长率	120.6%	42.1%	20.3%	19.2%	31.8%
负债合计	13904.1	20962.1	27041.1	31197.9	35550.5	盈利性					
股东权益合计	7713.3	9290.2	11084.3	13222.2	16044.6	销售毛利率	31.7%	31.7%	32.0%	31.4%	31.6%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	14.2%	12.6%	10.4%	10.4%	10.8%
净利润	1064	1568	1830	2181	2874	ROE	12.8%	15.1%	15.2%	15.2%	16.5%
折旧与摊销	543	862	1411	1762	2117	ROIC	4.75%	5.90%	7.13%	7.16%	8.03%
经营活动现金流	1970	1699	4088	4878	6003	估值倍数					
投资活动现金流	-5243	-6889	-5859	-5734	-5662	PE	22.2	15.6	13.0	10.9	8.3
融资活动现金流	3607	5812	3283	1787	1152	P/S	3.2	2.0	1.3	1.1	0.9
现金净变动	334	622	1512	931	1493	P/B	2.8	2.4	2.0	1.7	1.4
期初现金余额	2062	3045	3256	4768	5699	股息收益率	2.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
期末现金余额	2396	3668	4768	5699	7193	EV/EBITDA	18.9	12.8	9.0	7.9	6.5

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

DCF 估值与合理估值水平

表 7: 冀东水泥(000401)DCF 折现模型

万元	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
EBIT	196538.2	293449.2	339059.7	431846.8	512695.0	591571.2	607279.0	623065.4	638930.7	654875.4	670899.7	
所得税	41595.5	64558.8	74593.1	95006.3	76904.3	88735.7	91091.9	93459.8	95839.6	98231.3	100635.0	
NOPLAT	86453.0	154942.7	228890.3	264466.6	336840.5	435790.8	502835.5	516187.2	529605.6	543091.1	556644.1	
营运资金净变动	119409.7	-63217.0	17331.7	33219.3	36408.0	55578.8	62098.6	66779.0	67023.1	67268.4	67515.0	
资本支出	-585811.4	-600000.0	-600000.0	-600000.0	-400000.0	-400000.0	-400000.0	-400000.0	-200000.0	-200000.0	-200000.0	
自由现金流	-407895.7	-212644.5	-126122.1	-15030.1	332855.6	433302.4	476775.7	515158.8	747249.9	776229.5	803688.1	
WACC	13.49%	Ke	23.64%									
永续增长率	1.00%	Kd	4.25%									
终值	259803.44	t	21.16%									
企业价值	4369133.90	Rf	4.50%									
非核心资产价值	1007959.02	E(Rm)	20.58%									
债务价值	2111351.22	Rm - Rf	16.08%									
股权价值	2257782.67	D/A	49.14%									
股本	121277.06	E/A	50.86%									
每股价值（元）	18.62	Beta	1.19									
				估值		g						
						0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%		
				WACC	12.00%	22.55	23.42	24.37	25.42	26.57		
					12.50%	20.65	21.42	22.26	23.18	24.18		
					13.00%	18.91	19.60	20.34	21.15	22.03		
					13.50%	17.32	17.93	18.59	19.30	20.08		
					14.00%	15.85	16.40	16.98	17.62	18.30		
					14.50%	14.50	14.98	15.51	16.07	16.68		
					15.00%	13.24	13.68	14.15	14.65	15.20		

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部预测

公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有规模优势，公司治理结构合理，经营效率较高。	分值：4.5
劣势	价格对公司业绩波动影响大。	分值：3.5
机会	行业整合有望给公司带来投资机会。水泥价格上涨提高公司内在价值。	分值：4.5
威胁	宏观紧缩，市场需求下降对公司业绩影响较大。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.3
供应商力量	供应商议价能力不强。	分值：4.5
新进入壁垒	产品销售半径小，抢占成熟市场份额较难。	分值：4.0
客户力量	大部分企业谈判能力弱，客户分散程度高。	分值：4.0
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	产品同质化，以价格竞争为主。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(三) 巢东股份 (600318): 合肥行政区域扩大受益的水泥经营商

2011 年公司熟料产能达到 435 万吨, 水泥产能 380 万吨。2011 年 6 月公司启动海昌二期第一条 4500t/d 新型干法熟料生产线及其配套水泥粉磨系统和余热发电技术改造项目以及原煤运输码头的建设, 公司产能规模将进一步扩大。

表 8: 巢东股份 (600318) 业绩预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	602.99	811.89	1290.00	1890.00	2348.01
EBITDA(百万元)	50.48	209.96	387.10	471.25	571.48
净利润(百万元)	5.26	65.04	292.53	437.87	551.13
摊薄 EPS(元)	0.02	0.27	1.21	1.81	2.28
PE(X)	597.06	48.29	10.74	7.17	5.70
EV/EBITDA(X)	75.22	19.23	10.11	7.70	5.59
PB(X)	7.31	5.95	3.83	2.50	1.74
ROIC	-0.25%	9.64%	12.48%	11.03%	10.11%
总资产周转率	0.45	0.51	0.68	0.75	0.67

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素与主要假设条件:

(1) 巢湖融入大合肥经济圈, 基本建设力度加大。合肥将建成一个环巢湖的大城市, 巢湖将变成合肥市的“内湖”。原巢湖地区经济基础相对合肥区域较为落后, 为协调并入的巢湖地区与老合肥之间的经济联系, 需要弥补其间存在的基础设施的差距; (2) 安徽省水利投资规模大概占到全国的 1/20, 权重比较大。“十二五”提出投资水利 1000 亿, 公司“下关”水泥原来是安徽省水利厅的下属企业。与安徽省水利建设有历史渊源; (3) 2012 年公司依旧保持较强的投资能力, 为公司产能扩张提供装备支持和保障。

我们与市场的不同观点:

随着巢东股份在海螺水泥的带动下, 其经营能力迅速提高, 市场认为海螺水泥会对公司产生一定的竞争压力。

我们始终坚持认为: 公司与海螺水泥存在关联方关系, 巢东股份业绩的提高使海螺水泥能够获得投资收益, 存在共赢关系。因此, 公司在某种程度上享有相对垄断价格。

公司估值与投资建议:

我们预计 2012 ~ 2013 年公司每股收益分别同比增长 49.68% 和 25.87%; 动态市盈率分别为 7.17 倍和 5.70 倍; EV/EBITDA 分别为 7.70 倍和 5.59 倍; 投资回报率分别为 11.03% 和 10.11%。公司成长性明确, 股东回报能力强, 具有长期投资价值。维持对其“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

未来 3 年公司将进一步加大对目标市场的投资力度, 产能扩张将构成公司内在价值加速体现的催化剂。

主要风险:

公司面临的最大的风险是在新建项目不能如期投产。若 2012 年煤炭价格向上变动幅度超出预期假设, 将影响我们对公司的盈利预测和投资判断。

表 9: 巢东股份 (600318) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	154.1	34.5	121.9	660.6	1395.1	营业收入	603.0	811.9	1290.0	1890.0	2348.0
应收票据	21.7	170.1	270.3	396.1	492.0	营业成本	518.7	560.9	852.3	1311.0	1629.3
应收账款	0.0	4.3	6.9	10.1	12.5	营业税金及附加	0.0	0.5	0.9	1.3	1.6
预付款项	45.1	37.9	27.0	10.2	-10.7	销售费用	33.7	27.7	44.0	64.5	80.1
其他应收款	22.5	23.1	36.7	53.7	66.7	管理费用	53.4	74.4	118.3	173.3	215.3
存货	48.1	70.6	93.2	143.4	178.2	财务费用	28.5	42.9	40.2	44.8	53.5
长期股权投资	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	资产减值损失	-0.6	77.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	994.3	936.5	1152.1	1335.9	1494.8	投资收益	0.1	31.4	140.6	266.3	338.3
在建工程	111.4	351.9	326.0	313.0	306.5	营业利润	-30.5	59.1	375.0	561.4	706.6
工程物资	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	营业外收支净额	35.2	9.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	56.1	56.8	54.7	52.6	50.5	税前利润	4.7	68.6	375.0	561.4	706.6
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税	-0.6	3.5	82.5	123.5	155.4
资产总计	1469.9	1701.4	2092.0	2978.8	3988.9	净利润	5.3	65.0	292.5	437.9	551.1
短期借款	135.0	235.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	5.3	65.0	292.5	437.9	551.1
应付账款	107.3	149.8	224.6	345.4	429.3	基本每股收益	0.02	0.27	1.21	1.81	2.28
预收款项	13.9	33.6	56.0	88.7	129.3	稀释每股收益	0.02	0.27	1.21	1.81	2.28
应付职工薪酬	5.8	14.3	14.3	14.3	14.3	财务指标					
应交税费	-2.0	12.7	12.7	12.7	12.7	成长性					
其他应付款	85.5	13.2	13.2	13.2	13.2	营收增长率	13.8%	34.6%	58.9%	46.5%	24.2%
其他流动负债	1.0	0.5	-0.8	-2.4	-3.6	EBIT 增长率	-79.7%	-5515.8%	85.1%	23.8%	24.1%
长期借款	475.0	614.0	814.0	1064.0	1364.0	净利润增长率	-105.8%	1136.3%	349.7%	49.7%	25.9%
负债合计	1040.3	1173.3	1271.5	1720.3	2179.3	盈利性					
股东权益合计	429.6	528.0	820.6	1258.4	1809.6	销售毛利率	14.0%	30.9%	33.9%	30.6%	30.6%
现金流量表 (百万元)						销售净利率	0.9%	8.0%	22.7%	23.2%	23.5%
净利润	5	65	293	438	551	ROE	1.2%	12.3%	35.6%	34.8%	30.5%
折旧与摊销	53	62	113	131	150	ROIC	-0.25%	9.64%	12.48%	11.03%	10.11%
经营活动现金流	22	14	322	367	450	估值倍数					
投资活动现金流	-192	-198	-159	-34	38	PE	597.1	48.3	10.7	7.2	5.7
融资活动现金流	264	65	-75	205	246	P/S	5.2	3.9	2.4	1.7	1.3
现金净变动	95	-120	87	539	734	P/B	7.3	5.9	3.8	2.5	1.7
期初现金余额	59	154	34	122	661	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	154	35	122	661	1395	EV/EBITDA	75.2	19.2	10.1	7.7	5.6

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

DCF 估值与合理估值水平

表 10: 巢东股份(600318)DCF 折现模型

万元	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	14834.0	27458.7	33996.2	42179.5	49095.5	56816.5	63129.4	72418.6	84185.3	96416.6	112635.8
所得税	765.0	6040.9	7479.2	9279.5	7364.3	8522.5	9469.4	10862.8	12627.8	14462.5	16895.4
NOPLAT	-307.5	14068.9	21417.8	26517.1	32900.0	41731.2	48294.0	53660.0	61555.8	71557.5	81954.1
营运资金净变动	-7963.3	-15566.7	-3217.5	-2736.1	-208.4	2198.1	2933.6	4224.5	4471.0	3528.8	4793.4
资本支出	-18296.4	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0	-30000.0
自由现金流	-13632.3	-548.3	6910.1	17659.8	30716.9	39825.0	48286.7	58231.5	69092.3	82554.0	97398.9

WACC	13.66%	Ke	22.68%	估值		g				
						0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
永续增长率	1.00%	Kd	4.89%	WACC	12.00%	19.38	19.97	20.62	21.33	22.11
终值	35328.75	t	5.16%		12.50%	18.21	18.74	19.31	19.94	20.62
企业价值	499417.95	Rf	4.50%		13.00%	17.14	17.61	18.12	18.68	19.28
非核心资产价值	15942.12	E(Rm)	17.58%		13.50%	16.16	16.58	17.04	17.53	18.07
债务价值	94989.03	Rm - Rf	13.08%		14.00%	15.26	15.64	16.04	16.48	16.96
股权价值	404428.92	D/A	23.22%		14.50%	14.43	14.77	15.13	15.52	15.95
股本	24200.00	E/A	76.78%		15.00%	13.65	13.96	14.29	14.64	15.02
每股价值（元）	16.71	Beta	1.39							

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部预测

公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有规模优势，公司治理结构合理，经营效率较高。	分值：4.0
劣势	价格对公司业绩波动影响大。	分值：4.0
机会	行业整合有望给公司带来投资机会。水泥价格上涨提高公司内在价值。	分值：4.5
威胁	宏观紧缩，市场需求下降对公司业绩影响较大。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.3
供应商力量	供应商议价能力不强。	分值：4.0
新进入壁垒	产品销售半径小，抢占成熟市场份额较难。	分值：4.3
客户力量	大部分企业谈判能力弱，客户分散程度高。	分值：4.0
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	产品同质化，以价格竞争为主。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(四) 南玻 A (000012): 南方最大的玻璃经营商

公司是国内最大的工程及建筑玻璃供应商,在行业内具有较高的知名度和市场占有率。已形成了节能玻璃和太阳能光伏两大优势产业链。在节能玻璃行业具有明显的竞争优势。公司目前拥有 10 多个生产和原材料基地。其中节能玻璃产业已基本完成全国布局。在目标市场具有较大的品牌优势、区域优势和资源优势。公司是国内唯一一家拥有高档浮法玻璃工艺自主知识产权的企业。公司在镀膜技术上达到世界先进水平,其生产的 LOW-E 玻璃国内高端市场占有率在 55%以上。

表 11: 南玻 A (000012) 业绩预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	5279.10	7743.94	8550.00	12000.00	14166.74
EBITDA(百万元)	1624.95	2535.16	2702.19	3712.25	4148.05
净利润(百万元)	831.94	1455.21	1524.67	2329.30	2599.72
摊薄 EPS(元)	0.68	0.70	0.73	1.12	1.25
PE(X)	14.53	14.10	13.45	8.80	7.89
EV/EBITDA(X)	9.35	9.37	8.38	5.54	4.30
PB(X)	2.15	3.04	2.44	1.88	1.49
ROIC	11.99%	16.16%	14.79%	17.71%	16.40%
总资产周转率	0.50	0.66	0.65	0.76	0.73

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素与主要假设条件:

(1) 公司在目标市场具有一定的定价权,并对上游供应商有一定的议价能力,公司的盈利能力较高。(2) 公司的资本运作能力较强。(3) 2012~2014 年公司依旧保持较强的投资能力,为公司产能扩张提供装备支持和保障。

我们与市场的不同观点:

随着公司经营规模迅速扩展,市场对公司驾驭企业的能力产生一定的怀疑。

我们始终认为:公司规模扩大,市场议价能力与资本运作能力提高,经营的规模效应将逐步释放出来。公司将充分把握市场机会,做大做强玻璃业务,提高公司行业地位。规模的扩大将进一步降低公司的经营成本,提高公司的盈利能力。因此,公司应享有较高的估值水平。

公司估值与投资建议:

我们预计 2012~2013 年公司净利润分别同比增长 52.77%和 11.61%;动态市盈率分别为 8.80 倍和 7.89 倍;EV/EBITDA 分别为 5.54 倍和 4.30 倍;投资回报率分别为 17.71%和 16.40%。公司成长性明确,股东回报能力强,具有长期投资价值。继续给予其“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

未来 3 年公司将进一步加大对目标市场的投资力度,产能扩张将构成公司内在价值加速体现的催化剂。

主要风险:

公司面临的最大风险是在新建项目不能如期投产。持续的高速发展考验公司管理能力。若 2012 年能源价格向上变动幅度超出预期假设,将影响我们对公司的盈利预测和投资判断。

表 12: 南玻 A (000012) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	653.6	787.5	1678.0	4401.8	7899.5	营业收入	5279.1	7743.9	8550.0	12000.0	14166.7
应收票据	247.1	362.7	400.4	562.0	663.5	营业成本	3435.6	4943.6	5711.4	7836.0	9380.0
应收账款	287.9	242.2	267.4	375.3	443.1	营业税金及附加	5.1	6.6	7.3	10.3	12.1
预付款项	101.0	107.8	115.6	126.3	139.1	销售费用	242.2	265.6	293.3	411.6	486.0
其他应收款	15.4	66.6	73.6	103.2	121.9	管理费用	420.0	556.3	614.2	862.1	1017.7
存货	371.3	478.7	585.2	802.8	961.0	财务费用	105.5	106.2	156.4	148.3	145.0
其他流动资产	17.5	24.9	27.3	37.7	44.2	资产减值损失	17.0	86.5	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	27.2	65.5	65.5	65.5	65.5	投资收益	19.1	54.1	40.6	46.3	58.3
固定资产	8054.8	8830.9	9060.9	9140.5	9027.0	营业利润	1072.8	1833.1	1808.0	2778.0	3184.3
在建工程	632.0	786.1	993.0	896.5	748.3	营业外收支净额	-83.7	32.2	59.5	75.1	0.0
无形资产	392.0	381.3	366.0	350.8	335.5	税前利润	989.1	1865.3	1867.5	2853.1	3184.3
长期待摊费用	0.2	1.0	0.9	0.8	0.7	减: 所得税	74.5	268.4	186.8	285.3	318.4
资产总计	10913.4	12469.6	13961.5	17517.2	21308.1	净利润	914.6	1597.0	1680.8	2567.8	2865.9
短期借款	2481.2	877.1	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	831.9	1455.2	1524.7	2329.3	2599.7
应付票据	298.1	237.9	274.8	377.1	451.4	少数股东损益	82.7	141.7	156.1	238.5	266.1
应付账款	988.7	950.3	1082.9	1485.7	1778.4	基本每股收益	0.68	0.70	0.73	1.12	1.25
预收款项	152.1	161.1	212.4	284.3	369.2	稀释每股收益	0.68	0.70	0.73	1.12	1.25
应付职工薪酬	118.8	187.0	187.0	187.0	187.0	财务指标					
应交税费	72.0	121.2	121.2	121.2	121.2	成长性					
其他应付款	117.9	161.4	161.4	161.4	161.4	营收增长率	23.5%	46.7%	10.4%	40.4%	18.1%
其他流动负债	6.3	2.9	1.8	-2.9	-5.9	EBIT 增长率	63.1%	67.6%	-2.4%	49.7%	13.6%
长期借款	908.3	728.2	1228.2	1628.2	2128.2	净利润增长率	98.0%	74.9%	4.8%	52.8%	11.6%
负债合计	5302.3	5710.4	5564.7	6590.2	7572.7	盈利性					
股东权益合计	5611.1	6759.2	8396.8	10927.0	13735.4	销售毛利率	34.9%	36.2%	33.2%	34.7%	33.8%
现金流量表 (百万元)						销售净利率	15.8%	18.8%	17.8%	19.4%	18.4%
净利润	915	1597	1681	2568	2866	ROE	14.8%	21.5%	18.2%	21.3%	18.9%
折旧与摊销	449	563	778	832	877	ROIC	11.99%	16.16%	14.79%	17.71%	16.40%
经营活动现金流	1670	2366	2623	3263	3742	估值倍数					
投资活动现金流	-1006	-1858	-1159	-754	-542	PE	14.5	14.1	13.5	8.8	7.9
融资活动现金流	-426	-483	-574	214	298	P/S	2.3	2.6	2.4	1.7	1.4
现金净变动	238	26	891	2724	3498	P/B	2.2	3.0	2.4	1.9	1.5
期初现金余额	1034	654	787	1678	4402	股息收益率	0.0%	3.5%	0.2%	0.2%	0.3%
期末现金余额	1272	680	1678	4402	7900	EV/EBITDA	9.3	9.4	8.4	5.5	4.3

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

DCF 估值与合理估值水平

表 13: 南玻 A(000012)DCF 折现模型

万元	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	197172.3	192377.6	288003.6	327094.2	392528.9	423595.0	480914.4	491219.0	501575.1	511983.0	522442.9
所得税	28369.4	19237.8	28800.4	32709.4	35327.6	38123.5	43282.3	44209.7	45141.8	46078.5	47019.9
NOPLAT	108767.4	168802.9	173139.8	259203.3	294384.7	357201.3	385471.4	437632.1	447009.3	456433.3	465904.5
营运资金净变动	753.9	-16510.0	3237.8	3430.7	8354.7	12429.7	13031.5	11051.8	10731.2	10795.7	10860.5
资本支出	-93016.8	-120000.0	-80000.0	-60000.0	-60000.0	-60000.0	-60000.0	-60000.0	-60000.0	-60000.0	-60000.0
自由现金流	115619.7	134219.4	265854.9	330449.9	401386.2	434080.6	487972.8	500684.9	513801.2	526951.1	540141.7

WACC	11.23%	Ke	19.54%
永续增长率	1.00%	Kd	3.41%
终值	208964.42	t	14.39%
企业价值	4571763.91	Rf	4.50%
非核心资产价值	253100.53	E(Rm)	17.58%
债务价值	346836.56	Rm - Rf	13.08%
股权价值	4224927.35	D/A	7.70%
股本	207583.71	E/A	92.30%
每股价值 (元)	20.34	Beta	1.15

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	10.00%	22.13	22.71	23.36	24.09	24.90
	10.50%	20.97	21.48	22.04	22.66	23.36
	11.00%	19.92	20.36	20.85	21.39	21.99
	11.50%	18.96	19.35	19.78	20.25	20.77
	12.00%	18.09	18.43	18.81	19.22	19.67
	12.50%	17.29	17.60	17.93	18.28	18.68
	13.00%	16.56	16.83	17.12	17.44	17.78

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	具有规模优势, 公司治理结构合理, 经营效率较高。	分值: 4.5
劣势	价格对公司业绩波动影响大。	分值: 3.5
机会	行业整合有望给公司带来投资机会。产品价格上涨提高公司内在价值。	分值: 4.5
威胁	宏观紧缩, 市场需求下降对公司业绩影响较大。	分值: 3.5

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.3
供应商力量	供应商议价能力不强。	分值: 4.5
新进入壁垒	产品销售半径小, 抢占成熟市场份额较难。	分值: 4.0
客户力量	大部分企业谈判能力弱, 客户分散程度高。	分值: 4.0
替代产品	短期内无替代产品。	分值: 4.5
竞争对手	产品同质化, 以价格竞争为主。	分值: 4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，建材行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

A 股：海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻 A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn