

建材行业 2010 年中期投资策略

大势已去，卧薪尝胆，但愿苦尽甘来

王飞 研究员
电话: 020-87555888-638
eMail: wf@gf.com.cn

黄立图 研究助理
电话: 020-87557975、87555888-832
eMail: hlt2@gf.com.cn

水泥股不乐观，关注城镇化和参与固废处理

水泥行业面临供给内忧，需求外患：2008年以来大量新建生产线将继续投产，落后产能淘汰和限产政策可能刺激水泥股短暂的表现，但依靠行政淘汰的效果低于预期是大概率事件。水泥供需可能走向区域性失衡。国家经济结构转型的大背景下，宏观政策收紧，房地产调控政策可能影响房地产投资，且在半年内仍不明朗，地方政府投资能力下降等将促使固定资产投资下降。在缺乏成本转嫁能力时面临煤炭和人力成本上升，利润率将下滑。虽然我们认为部分水泥股票已进入长期价值投资区间，但半年内跑赢大市动力不足，给予“持有”评级。关注三个投资脉络：一是大蓝筹行情的启动，二是城镇化（包括了区域振兴规划），三是水泥参与固废处理。推荐冀东水泥、中材国际、祁连山、海螺水泥、青松建化、天山股份等。

玻璃股不悲观，长期看好玻璃深加工

我们一直认为，玻璃股集合了“新能源”、“节能”和“消费升级”的投资主线，是经济结构转型过程中的受益者。但站在这个时点，玻璃行业不得不面临行业周期规律的到来，平板玻璃价格已经走过了峰值，供给面仍有大量的生产线投产，房地产调控使得市场对明年玻璃的需求产生担心，这些均压制玻璃股的表现。我们长期看好玻璃深加工的前景，纵使技术门槛并不高，但是在潮流发展的前期，拥有品牌的企业往往能够获得最优质的订单，而主流上市公司具有玻璃深加工的优势，盈利有望更为稳定。预计新建高层建筑和高档社区将更多采用深加工产品，促使该产品盈利能力较强。给予“持有”评级，建议关注中航三鑫、南玻A。

其他个股可能存在阶段性机会

我们一直关注成霖股份、海鸥卫浴、宜华木业、星辉车模等出口类股票，以及佛塑股份、东方锆业等新能源个股。虽然人民币汇率形成制度改革可能导致今年人民币升值3-6%，但它对出口股的影响远不如海外库存周期的波动，而根本点是欧美国家人们对经济复苏情况和对经济前景的预期。若下半年欧美国家出现库存的再次调整，建材类出口股票存在阶段性机会。此外，继续看好佛塑股份、东方锆业等在新技术上的突破与应用。

行业评级

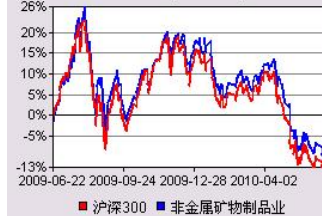
持有

前次评级

持有

行业走势

非金属矿物制品业(01030601)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	0.08%	-15.45%	-7.40%
沪深 300	0.43%	-15.80%	-9.79%

目录索引

一、建材股回顾与未来观点.....	4
(一) 水泥股不乐观.....	5
(二) 玻璃股不悲观.....	5
(三) 出口股看全球经济复苏.....	6
(四) “便宜”能否成为买入理由?.....	6
二、认识现在比预测未来更加重要.....	7
(一) 基建投资增速开始衰弱, 价格走势犹豫.....	8
(二) 玻璃行业运行情况和展望.....	9
三、水泥行业面临内忧外患, 大势已去.....	11
(一) 需求因素偏负面, 心理影响不可忽视.....	11
(二) 供给因素: 狂热投资的产能释放还在持续.....	16
(三) 供需分析.....	17
(四) 从历史视角研判水泥行业盈利与股价表现.....	18
(五) 水泥行业的重要看点—参与固废处理.....	20
四、玻璃深加工空间广阔, 但竞争愈发激烈.....	26
(一) 国内外节能玻璃发展规律.....	26
(二) 新 LOW-E 镀层或添加材料短期内不会构成威胁.....	27
(三) LOW-E 玻璃市场空间测算.....	28
五、下半年选股策略和重点公司.....	31
(一) 水泥行业选股策略.....	31
(二) 玻璃行业选股策略.....	32
(三) 其他股票.....	32
(五) 重点公司估值与投资评级.....	33

图表索引

图 1: 水泥股一路萎靡, 玻璃股受“4.15 新政”拖累.....	5
图 2: 剔除奇异值后行业相对市盈率比较.....	6
图 3: 剔除奇异值后行业相对市净率比较.....	7
图 4: 我国 2010 年 1-4 月水泥产量同比增速.....	8
图 5: 全国水泥平均价格走势.....	8
图 6: 投资增速开始萎缩, 后继乏力 %.....	8
图 7: 房地产投资还将旺盛, 将见顶回落.....	8
图 8: 2010 年 1-4 月固定资产投资增速.....	9
图 9: 全国铁路、公路投资额同比变化 - 累计 (%).....	9
图 10: 2010 年 4 月下旬煤炭价格上涨接近 10%.....	9
图 11: “四万亿”投资也未能提升行业毛利率 %.....	9
图 12: 全国浮法线复产、投产上升, 产能增长可能超过 2009 年的 19.2%.....	10
图 13: 平板玻璃价格冲高回落, 房地产商放缓施工进度, 供需趋于恶化, 价格看跌.....	10
图 14: 房地产项目延续, 重点企业当前销量依然旺盛, 价比量更敏感.....	10

图 15: 浮法玻璃库存依然处于低位, 但有所上升.....	10
图 16: 燃油市场价格 元/吨.....	10
图 17: 长三角轻质纯碱价格 元/吨.....	10
图 18: 我国历年投资构成情况 %.....	12
图 19: 各类投资增长出现分化(3月移动平均).....	12
图 20: 2010 年全国住宅用地计划供应面积较 2009 年实际出让面积大幅增长 142%.....	13
图 21: 2009 年 1 月-2010 年 5 月主要城市经营性土地溢价率分布, 土地市场有所降温 ...	13
图 22: 美国住宅投资受新房销售的关系非常密切.....	14
图 23: 住宅投资受与企业家信心直接相关.....	14
图 24: 2010 年全国商品住宅和保障性住房用地计划供应面积占比分别为 67.0%和 13.2% ..	15
图 25: 2010 年全国保障性住房用地计划供应面积 2.4 万顷, 较 2009 年大幅增长 123% ...	15
图 26: 重庆市 2010-2012 年计划提供 80 万套公共租赁房.....	15
图 27: 重庆市未来十年公共租赁房规模约 2000 万平方米, 2012 年完成 1000 万平方米 ..	15
图 28: 2008 年下半年到 2009 年底水泥行业投资增速超过 60%, 未来 2 年供给压力较大 ..	16
图 29: 未来 2 年供给压力可能导致吨利润下降, 出现 2005 年的状况.....	19
图 30: 2008 年下半年到 2009 年底水泥行业投资增速超过 60%, 未来 2 年供给压力较大 ..	20
图 31: 不同含水率污泥处置流程简图.....	21
图 32: 建筑门窗玻璃节能化发展历程.....	26
图 33: 各国 Low-E 中空玻璃普及率对比.....	26
图 34: 我国节能标准的提高过程.....	26
图 35: 我国城镇化已经进入加速阶段.....	32
图 36: 我国城镇化水平分化很明显, 未来二线和中小城市具有更高的建材需求增长	32
表 1: 建材行业股市板块表现(流通市值加权平均).....	4
表 2: 2010 年二季度单季板块个股市场表现, 这个夏天不太热.....	4
表 3: 政府支出结构分解增速 (名义值, %).....	11
表 4: 2010 年开始资本形成将大幅下降 (%).....	12
表 5: 全国主要城市土地直接相关收入占地方财政收入 30%.....	12
表 6: 各省份 2009 年新增产能和产能结构情况.....	17
表 7: 2009-2011 年水泥行业供需因素分析.....	18
表 8: 城镇污水污泥处置方式的比较与选择.....	22
表 9: 部分固体废弃物处置方式对比.....	25
表 10: 我国建筑外窗和玻璃幕墙的传热系数要求与国外的对比.....	27
表 11: 建筑节能玻璃的技术参数比较.....	27
表 12: 目前国内主要 Low-E 玻璃厂商拥有产能及在建生产线一览.....	30
表 13: 重点跟踪公司估值与评级 单位: 元 2010-6-21.....	33

一、建材股回顾与未来观点

2010年1月1日到6月18日，建材板块的主要子行业中，水泥制造涨幅落后于A股，略高于沪深300指数；玻璃行业则涨幅超过A股或者沪深300指数10%以上。但二季度（4月1日到6月18日），无论水泥还是玻璃，均跑输大盘指数。玻璃股跌幅比市场预期更大，主要是4月15日政府推出针对房地产的调控措施“4.15新政”，导致房地产投资链条全线下跌。

表 1: 建材行业股市板块表现(流通市值加权平均)

指标名称	SW 水泥制造	SW 玻璃行业	全部 A 股	上证 A 股	沪深 300
半年涨跌幅	-24.08%	-14.13%	-20.5%	-21.97%	-24.52%
二季度涨跌幅	-20.56%	-20.79%	-17.81%	-18.31%	-18.64%

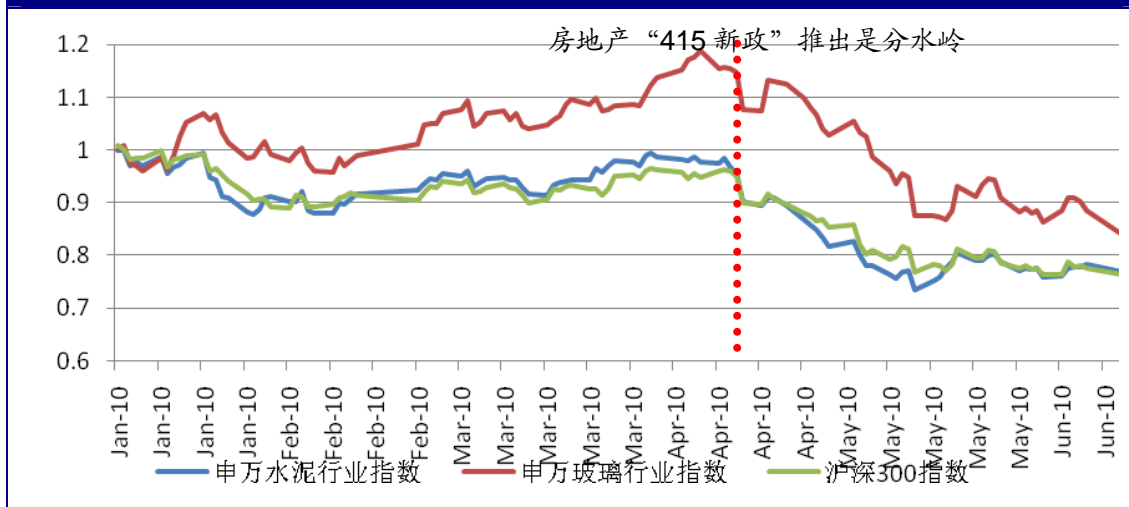
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 2010 年二季度单季板块个股市场表现, 这个夏天不太热 (市盈率为 2010 年市场平均预测)

证券简称	市盈率	市净率	区间涨跌幅	证券简称	市盈率	市净率	区间涨跌幅
中航三鑫	51.43	3.44	8.93	同力水泥	21.74	2.44	-22.46
国统股份	30.50	5.50	2.22	海螺水泥	12.07	4.19	-22.58
太行水泥	34.30	4.54	-2.22	亚泰集团	12.39	1.83	-23.22
斯米克	96.02	5.39	-6.60	兔宝宝	32.98	3.36	-24.28
濮耐股份	30.42	7.03	-8.02	江西水泥	14.79	2.52	-25.95
青松建化	23.18	4.93	-10.24	塔牌集团	14.51	2.40	-26.59
西部建设		4.72	-10.70	栋梁新材	15.67	3.46	-26.69
棱光实业	48.65	7.82	-11.30	华新水泥	11.06	1.53	-26.83
建研集团	36.84	2.88	-11.74	瑞泰科技	25.17	2.95	-27.57
罗普斯金	31.56	3.47	-13.87	北新建材	16.32	3.10	-29.46
天山股份	18.97	2.73	-14.37	金晶科技	19.43	2.50	-30.69
南玻 A	19.01	4.22	-16.28	拓中建设	26.49	2.38	-31.01
冀东水泥	12.24	2.59	-17.41	海螺型材	14.76	1.93	-31.44
东方雨虹	37.25	9.39	-17.61	北京利尔	35.07	2.67	-33.34
祁连山	11.54	2.91	-17.68	伟星新材	27.93	3.20	-35.89
耀皮玻璃	27.60	2.52	-21.53	赛马实业	8.90	2.11	-41.49

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 1: 水泥股一路萎靡, 玻璃股受“4.15 新政”拖累



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(一) 水泥股不乐观

水泥股从2009年5月份以来便落后于A股, 低于市场普遍的“超配”预期; 我们对水泥股一直较为悲观, 主要因为“估值向上动力”的拐点未到, 二季度提出“择机买入”的前提根本也没法出现。现在看来, 水泥的双腿恐怕依然“沉重”, 主要包括经济结构转型、财政政策收紧、清查地方融资平台影响投资能力、房地产调控将导致地产投资下降等需求面因素; 也包括供给因素: 08年以来水泥行业60%以上的投资增速带来巨量产能投放(今明年产量增速超过15%), 而落后产能淘汰可能低于预期, 事实上, 中国经济历史上还未出现当年加大力度整治落后产能便立竿见影, 随着市场经济深入和法治观念加强, 依靠市场力量淘汰是主流; 此外, 煤炭价格上涨可能侵蚀盈利(近两个月秦皇岛煤价上涨超过10%, 而水泥价格涨幅1%左右), 甚至人工成本也会上升, 而2010-2011年供需失衡条件下难以转嫁成本上升。综上, 股价上涨的驱动因素不足。

当然, 我们依然对水泥行业前景充满信心, 尤其是西部水泥需求依然空间巨大, 城镇化的推进是扎实的, 落后产能淘汰也是必须的, 水泥行业进入固废具有优势, 并且将带来盈利的上升和市场形象改变。深挖个股依然可以带来超额收益。

(二) 玻璃股不悲观

玻璃股的投资标的中航三鑫、南玻A其实跑赢了A股指数。中航三鑫专注于开拓玻璃深加工, 我们在3月下旬便开始力推, 表现较好; 而南玻A由于平板玻璃业务占比将近50%, 受“4.15房地产新政”影响较大。总的来说, 玻璃股符合我们二季度策略“玻璃深

加工的快速推进带来优势企业利润上升、建筑节能的实质性推进”的投资逻辑。我们一直认为，玻璃股集合了“新能源”、“节能”和“消费升级”的投资主线，是经济结构转型过程中的受益者。但站在这个时点，玻璃行业不得不面临行业周期规律的到来，包括供需恶化、房地产调控等压力。至于股价的表现，我们不排除东风压倒西风的局面，即遵循经济结构转型的脉络，新能源、新材料获得市场追捧，尤其是平板玻璃占比较低的企业。但从整个板块来看，考虑到基本面和外部政策压力，给予“持有”评级。

（三）出口股看全球经济复苏

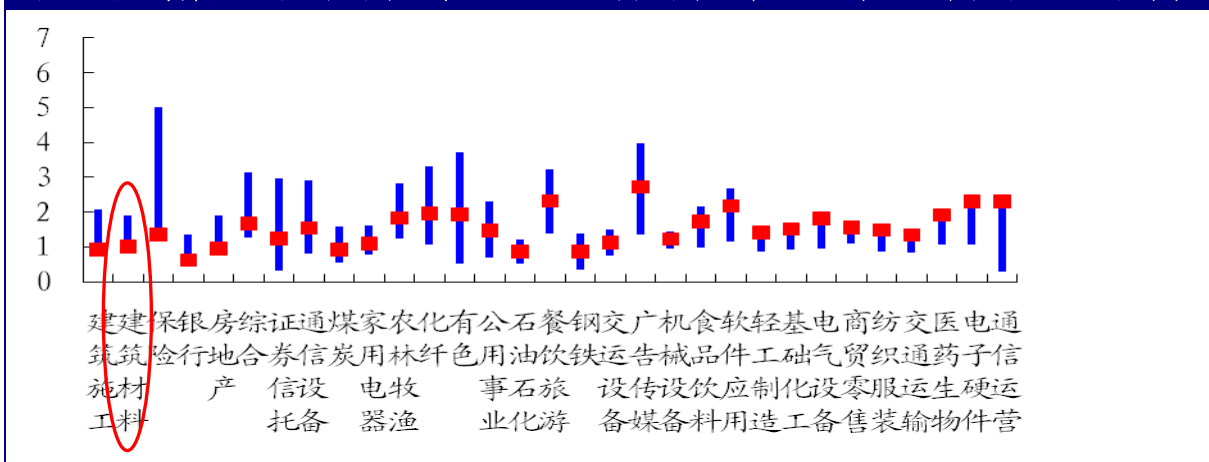
我们一直关注成霖股份、海鸥卫浴、宜华木业、星辉车模等出口类股票。虽然人民币汇率形成制度重启改革可能导致人民币升值，但它对出口股的影响远不如海外库存周期的波动，而它本质上是欧美国家人们对经济复苏情况和对经济前景的预期。目前无法看清三季度欧美国家是否出现库存的再次调整，但相信2010年股市有投资机会。

（四）“便宜”能否成为买入理由？

目前，按照相对市盈率与历史最低水平相对位置关系排序，建材行业处于第二位，仅高于建筑施工，甚至低于银行、保险。按目前相对市净率与历史水平比较，建材行业则处于中游位置。

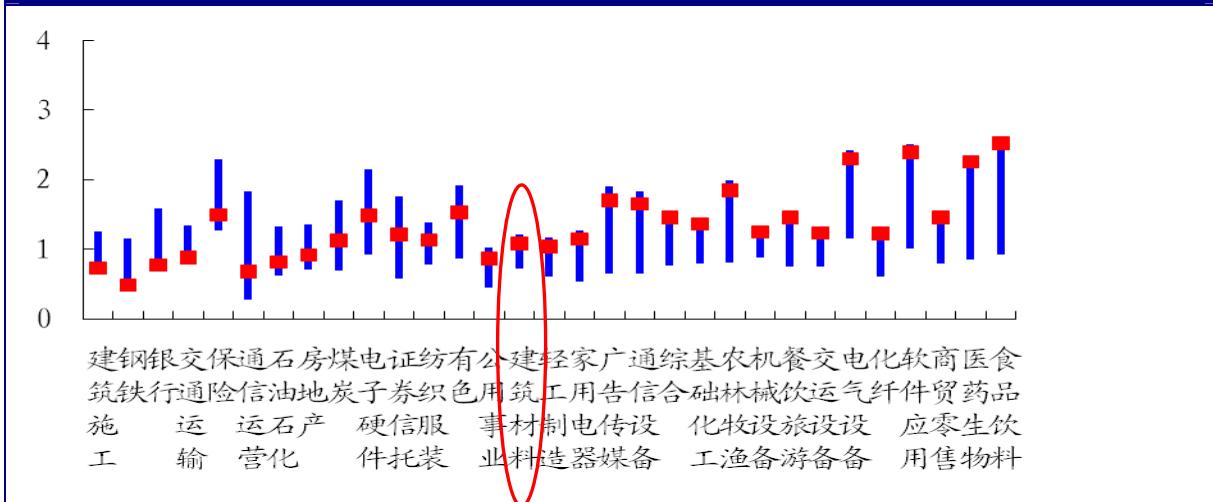
相对市盈率处于历史低位是因为2009-2010年均处于水泥行业高盈利时期，而相对市净率仍处在历史中间位置说明如果内外因素恶化，依然有下探空间。同样，很多水泥股吨市值处于重置成本（350-380元/吨）附近，但静态的看该数据，恐怕不能成为安全边际的论据，何况电力、钢铁等行业经常出现低于重置成本的情况。

图 2：剔除奇异值后行业相对市盈率比较（按目前相对市盈率与历史最低水平相对位置关系排序）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 3: 剔除奇异值后行业相对市净率比较 (按目前相对市净率与历史最低水平相对位置关系排序)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 数据截至 6 月 18 日, 相对市盈率=行业市盈率/市场总体市盈率, 以剔除市场整体估值水平变动影响

这里存在一个纠结, 我们相信, 长期来看, 水泥股的确处于价值投资区域, 尤其海螺、冀东等行业龙头, 但在本报告论述的区间--2010年下半年来看, 买入理由似乎不足, 除了前面提到的诸多因素, 更因为从相对收益的角度, 指数权重股银行、地产等均为轮动的前期股, 估值也更具吸引力。无论是估值吸引力, 还是股价弹性和驱动因素, 在此时点都胜过建材。

在梳理本行业的运行情况、行业内外因素发展和做出股价判断时, 有这样一个感觉: 水泥、玻璃股在08年底“四万亿”政策和房地产政策放松后, 一夜之间鸡犬升天, 与此同时, 水泥与玻璃的新生产线建设却比“四万亿”更加火热的进行中...市场一直期盼着落后产能淘汰和兼并收购的发生, 以麻痹潜在的供需失衡, 伴随着度过了2009年5月以来一直落后大盘的时光。时至今日, 产能过度扩张终于要自食其果了, 如何能安然度过? 这一段诗很契合当下的行业状况与朋友们对建材股的深情执着: “当蜘蛛网无情地查封了我的炉台, 当灰烬的余烟叹息着贫穷的悲哀, 我依然固执地铺平失望的灰烬, 用美丽的雪花写下: 相信未来.....”

二、认识现在比预测未来更加重要

水泥股从2009年5月开始跑输大盘, 如果说2009年股价只是“四万亿”政策推出后水泥股过度上涨后的歇息与观望, 那么2010年则是“火烧眉毛顾眼前, 撒腿就跑”: 从年初担忧通胀、投资政策收紧、落后产能淘汰未见强制执行, 到最近的房地产调控...的确, 火已经烧起来了。

(一) 基建投资增速开始衰弱，价格走势犹豫

受到基建投资拉动，2010年1~4月份全国水泥产量5亿吨，同比增长18.95%，在基数和需求因素影响下，产量增速开始见顶回落。速度放缓主要受东北影响，东北水泥需求的启动比往年晚了2-3周时间，累计产量同比下降11.06%。从调研结果来看，水泥企业对2010年内水泥需求依然乐观，高速公路，铁路，南水北调工程，市政地铁建设等大型项目对水泥需求将形成有力支撑。但是，2008年开始过度投资的水泥产能不断释放，加上中央和地方固定资产的强度开始衰弱，对更远的未来并不明晰。

图 4: 我国 2010 年 1-4 月水泥产量同比增速

地区	2010年4月			2009年4月	
	产量	同比增长(%)	比重(%)	产量	比重(%)
全国	49,952.88	18.95	100.00	42,890.71	100.00
华北	4,716.89	12.87	9.44	4,178.97	9.74
东北	2,521.03	-11.06	5.05	2,834.45	6.61
华东	18,125.12	12.44	36.28	16,120.00	37.58
中南	14,151.06	20.91	28.33	11,703.79	27.29
西南	7,769.55	34.50	15.55	5,776.41	13.47
西北	2,669.24	17.22	5.34	2,277.09	5.31

数据来源: 中国水泥协会 数字水泥

图 5: 全国水泥平均价格走势



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

“四万亿”投资项目依然中规中矩的在延续水泥需求，固定资产投资旺盛，虽然基数原因导致增速下降。房地产、制造业和基建投资依然是导致投资高位增长的主要力量，其中2010年5月单月房地产开发投资增速43.5%，仅次于2004年2月以来的历史高点，值得注意的是，主流券商宏观预测房地产新开工增速将在2010年6月见顶回落，回落的程度取决于政策推行的效果。第二，新开工项目增速下降，2010年5月单月新开工项目投资额同比负增长；第三，投资资金控制有所加强，2010年5月信贷增速21.5%，呈现持续下降，预计随着政策收紧和房地产贷款下降，信贷增速还将下降。如此可推论，2011年水泥需求增速萎缩是确定的，虽然程度目前尚无法明辨。

图 6: 投资增速开始萎缩，后继乏力 %

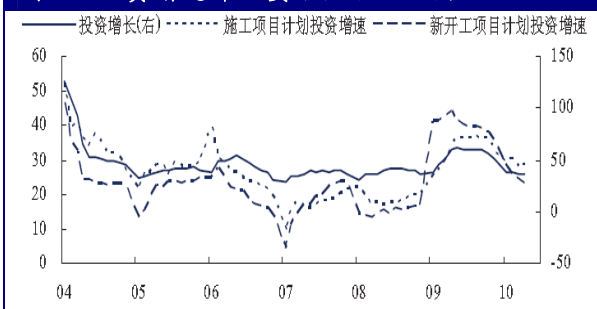


图 7: 房地产投资还将旺盛，将见顶回落



数据来源: 数字水泥网, wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 2010 年 1-4 月固定资产投资增速

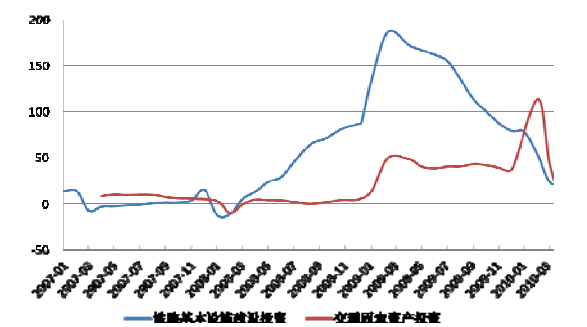
2010年4月固定资产投资			2009年4月		
地区	固定资产投资	同比增长(%)	比重(%)	固定资产投资	比重(%)
全国	53,338.67	25.90	100.00	42,361.30	100.00
华北	296.47	42.60	0.56	207.86	0.49
东北	1,450.07	34.00	2.72	1,082.45	2.56
华东	1,230.69	29.30	2.31	951.46	2.25
中南	2,523.77	25.40	4.73	2,012.16	4.75
西南	39.52	23.10	0.07	32.10	0.08
西北	1,681.88	19.70	3.15	1,404.98	3.32

单位: 亿元

*上表投资未含农村农户固定资产投资

数据来源: 中国水利协会数字水泥

图 9: 全国铁路、公路投资额同比变化 - 累计 (%)



数据来源: 数字水泥网, wind, 广发证券发展研究中心

2010年行业专家和研究员给予煤炭价格上涨较高的预期。进入2010年后, 由于2-4月为动力煤淡季, 煤炭价格出现了下降; 4月下旬开始, 煤炭价格开始上涨, 其中大同优混从700元/吨上涨至760元/吨, 山西优混从660元/吨上涨至730元/吨, 超过10%。煤炭价格占水泥成本20%-40%, 而同期水泥价格涨幅不足1%。预计下半年煤炭价格还将上涨, 这将影响水泥企业盈利, 尤其在供需恶化情形下, 成本转嫁能力很弱, 事实上, 从全国数据来看, “四万亿”投资没能提高行业毛利率, 而仅给予新增产能的盈利回报。

图 10: 2010 年 4 月下旬煤炭价格上涨接近 10%

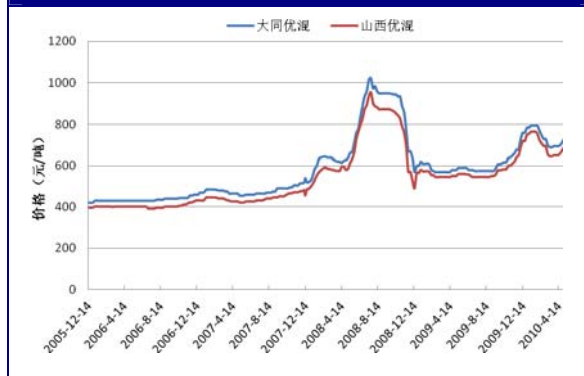
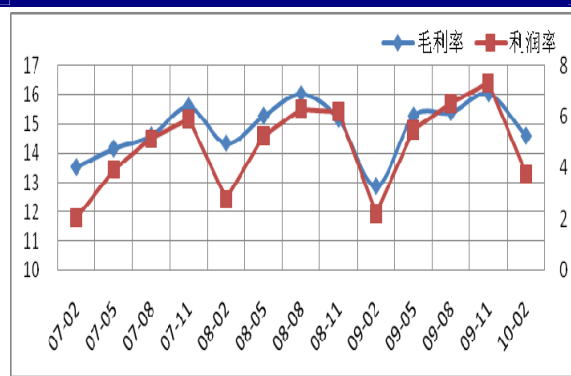


图 11: “四万亿”投资也未能提升行业毛利率 %



数据来源: Wind, 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

(二) 玻璃行业运行情况和展望

2009年以来玻璃停产生产线复产和新投产生产线逐渐释放产能, 随着房地产销售和竣工意愿见顶回落, 在供需平衡被打破的情况下, 玻璃价格向下压力越来越大, 库存开始上升。一般来说, 房地产销售是房地产投资的先导指标, 领先一个季度左右; 房地产调控措施对平板玻璃行业的未来需求带来负面影响。市场高点激发的玻璃产业投资热情在一年左右的建设期后逐渐投放产能, 供需因素叠加, 将导致行业景气下滑。

图 12: 全国浮法线复产、投产上升, 产能增长可能超过 2009 年的 19.2%



图 13: 平板玻璃价格冲高回落, 房地产商放缓施工进度, 供需趋于恶化, 价格看跌

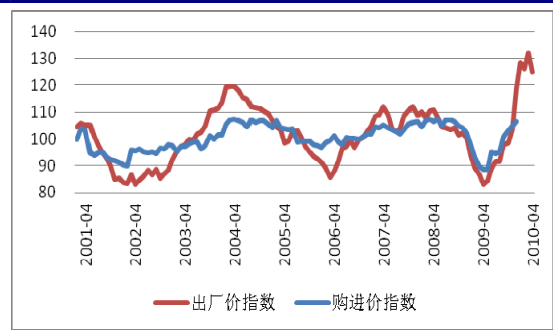
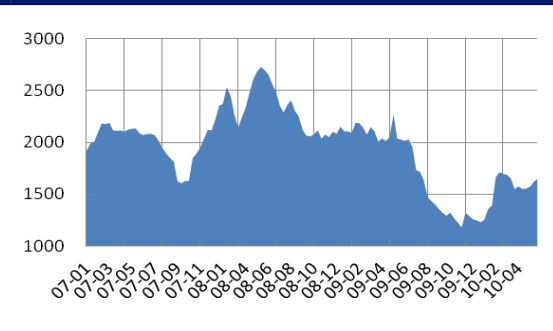


图 14: 房地产项目延续, 重点企业当前销量依然旺盛, 价比量更敏感



图 15: 浮法玻璃库存依然处于低位, 但有所上升



数据来源: 建材信息总网, 广发证券发展研究中心

重油及纯碱占成本分别为 40% 和 25%。截止 2010 年 6 月初, 重油价格 2010 年上升了 5% 左右, 5 月上旬开始, 重油价格随着石油价格下降, 从 4675 元/吨下降至 4405 元/吨; 纯碱价格比年初亦上升 7.3%, 在 2010 年 3 月份以后价格从 1500 元/吨下降至 1280 元/吨。

国内外经济形势出现变化, 甚至市场产生了“二次探底”的担忧, 这直接影响了市场预期, 而库存周期更可能加剧中游原材料的需求与价格。虽然我们无法确定美元、大宗商品的走势, 趋势性亦不明朗, 但以目前欧美经济形势来看, 我们倾向于短期内美元相对强势, 2010 年下半年重油、纯碱价格不具备大幅上升的可能, 成本压力不大; 但若“二次探底”得以避免, 那原材料大幅下跌的概率亦不大, 因此, 我们不认为玻璃成本会成为股价的主要影响因素。

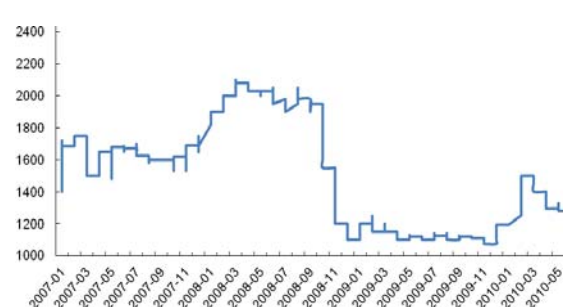
图 16: 燃油市场价格

元/吨



图 17: 长三角轻质纯碱价格

元/吨



数据来源: 化工在线、CEIC、广发证券发展研究中心

三、水泥行业面临内忧外患，大势已去

我们下面分析了水泥行业的需求因素（包括政策收紧、地方投资能力下降、房地产调控、保障性住房建设）、供给因素（新生产线投产与落后产能淘汰），对供需关系进行预测和判断。我们认为，水泥行业将迎来供需失衡的日子，而我们更倾向于认为落后产能淘汰必须依靠市场的力量来解决，至少在景气市场中阻力和代价都很大，因此，水泥行业景气下滑成为必须。即使落后产能淘汰按照政府预期推进，水泥行业也需待到2012年才能东山再起。

此外，在回顾2003年以来的行业运行和股价走势后，我们认为水泥股面临内忧——供需失衡，景气下降，成本上升，即使价格上涨，毛利率也将下降；还面临经济结构调整大背景下的政策收紧、房地产调控、清查地方融资平台的外部政策压力。水泥股自2009年5月以来落后大盘的趋势可能还将持续。

（一）需求因素偏负面，心理影响不可忽视

我们在2010年二季度策略报告中便详细分析了政府主导投资促进经济增长的方式开始转变，并且提示政府清查地方融资平台的表态将影响地方政府投资能力，得出结论为“水泥股在需求端较难产生对估值拐点向上拉动的力量，除非出现出货量持续放大，超出市场预期。”目前来看，二季度又增加了房地产调控政策和经济结构转型的决心。

1、政策收紧，地方投资能力下降，政府投资增速放缓

6月1日，主流媒体转发了李克强在《求是》杂志上发表的文章《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》，再次反映了最高领导层对经济转型的决心。

2010年中央保持财政赤字与2009年相当，同时大大缩减预算外的刺激措施。根据向人大提交的预算报告显示，收支差额为GDP的2.8%，与2009年持平，财政收入增长幅度下降导致财政支出增速下降。此外，政府支出结构将发生重大改变，投资支出占比下降更为明显。

表 3: 政府支出结构分解增速（名义值，%）

	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
消费	14.7	13.2	16.8	15.7	15.0	15.5
投资	18.2	18.3	15.7	30.8	42.2	10.5

数据来源：统计局、世界银行、广发证券发展研究中心

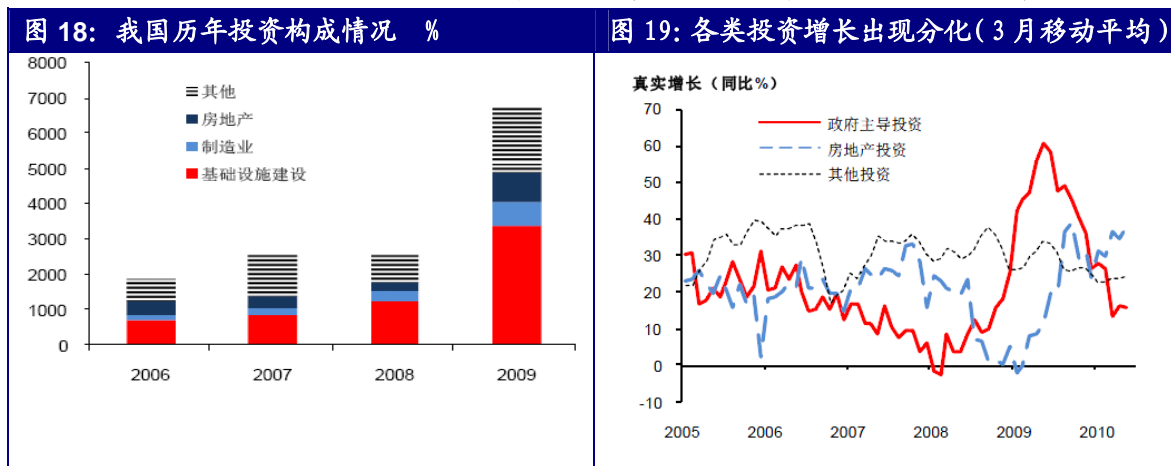
2009年底开始，政府主导投资增长率已经大幅下滑。2009年全国交通总投资1.97万亿，比2008年增长48%，预计2010年总投资为2万亿元左右，“十二五”期间维持在1.5-1.7万亿元。虽然

开工项目将维持4-5年，但是增量并不明显。而2009年48%的增量产生的水泥需求将在2010年体现，2010年水泥市场相对景气是可以预见的，但是较低的投资增长率如何消化2009年依然旺盛的水泥产业投资？新增生产线将在2010年下半年陆续投产，并在2011年释放主要产能。

表 4: 2010 年开始资本形成将大幅下降 (%)

	2007	2008	2009	2010F	2011F
真实GDP	13.0	9.6	8.7	9.5	8.5
消费	10.2	8.8	9.7	9.5	9.1
资本形成	11.4	10.2	18.3	9.7	8.0

数据来源：世界银行预测、广发证券发展研究中心



数据来源：CEIC，世界银行、广发证券发展研究中心

中央已经采取/宣布了一些措施来限制地方政府借款的增加，降低有关风险。人民银行和银监会提出了警告，并要求银行加强对地方政府项目贷款的风险评估，随后有些银行也宣布要对这类贷款更加谨慎。中央政府正在考虑发布对地方政府贷款担保的新法规，限令地方政府不可以为项目出具担保函和安慰函。

房地产调控后，地方政府财政收入下降，投资能力受到掣肘。房地产对于政府财政收入贡献直接体现在土地出让收入和税收收入。年均土地出让收入占商品房销售额比重保持在20%左右，而一手房市场相关税收收入占比也基本保持在10%以上。地方政府2009年底债务高达7.2万亿，是当年度土地出让收入的四倍多，每年仅利息就要5,000多亿，压力可想而知。

表5: 全国主要城市土地直接相关收入占地方财政收入30%

城市	09年土地出让金	09年商品房销售金额	09年房地产行业税收估计值	09年房地产业贡献政府收入合计	09年地方政府财政收入	相关比值
上海	931.66	4040	484.8	1416.46	2540.3	55.76%
杭州	1007.62	1044	125.28	1132.9	520.79	/
南京	227.08	998	119.76	346.84	998.3	34.74%
北京	868.53	3608	432.96	1301.49	2026.8	64.21%

天津	600.01	1130	135.6	735.61	821.4	89.56%
广州	574.52	1031	123.72	698.24	702.58*	99.38%
深圳	115	1120	134.4	249.4	880.8*	28.32%
武汉	281.27	692	83.04	364.31	424.88	85.74%
成都	418.03	947	113.64	531.67	371.47*	/
重庆	411.46	1032	123.84	535.3	1165.7	45.92%

数据来源：CRIC，统计局，广发证券发展研究中心

*广州、深圳地方财政收入为“一般预算地方财政收入”

政府投资难以增长的同时，民营资本的投资恐怕也难以上升。民营投资主要集中于房地产投资和出口。房地产投资受到地产调控政策影响将回落，而出口在2010年下半年也会会减速，面对不确定的未来，投资意愿可能下降。

2、 房地产调控政策将导致投资下滑

2009年房地产销售快速上涨带动了房地产投资高歌猛进，期间土地出让面积增长很快，这对未来地产投资埋下伏笔。但是这些土地何时开放，这还取决于房地产政策与市场调整进度。

4月15日，政府采取了遏制房地产价格上涨的措施。这些措施可能会对房地产的销量和价格产生影响。但由于建筑工程的滞后，它们对房地产建设的影响可能要等到今年晚些时候才会显现。

图 20：2010 年全国住宅用地计划供应面积较 2009 年实际出让面积大幅增长 142%

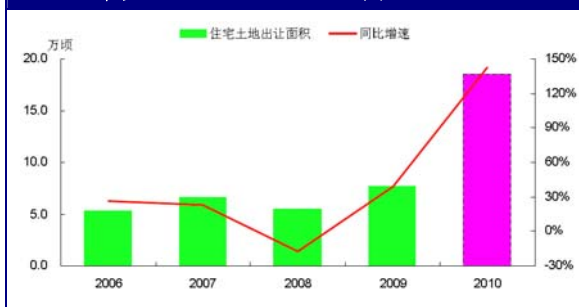
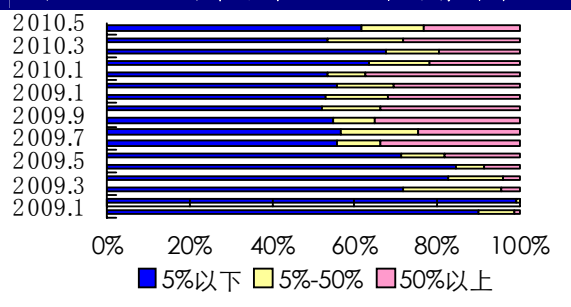


图 21：2009 年 1 月-2010 年 5 月全国主要城市经营性土地溢价率分布，土地市场有所降温



资料来源：国土资源部、广发证券发展研究中心

此轮房地产短中期调整速度将快于 08 年。我们有如下判断：

判断一：就格局而言，政府调控决心非常之大

本次调控可视为挽回民众对政府的“公信力”，推动国家经济结构的平衡、促进社会稳定以及民生和谐等更高层面战略。

判断二：地产市场发展的量价表现将会经过三个阶段，预计至少将持续到 2010 年四季度末

A、成交量率先萎缩，价格的短期内将会是僵持状态；B、价格开始出现松动，成交量相应的会有所增长，在此轮完成三方博弈的新的行业探底；C、在第二阶段基础上市场有所回转。

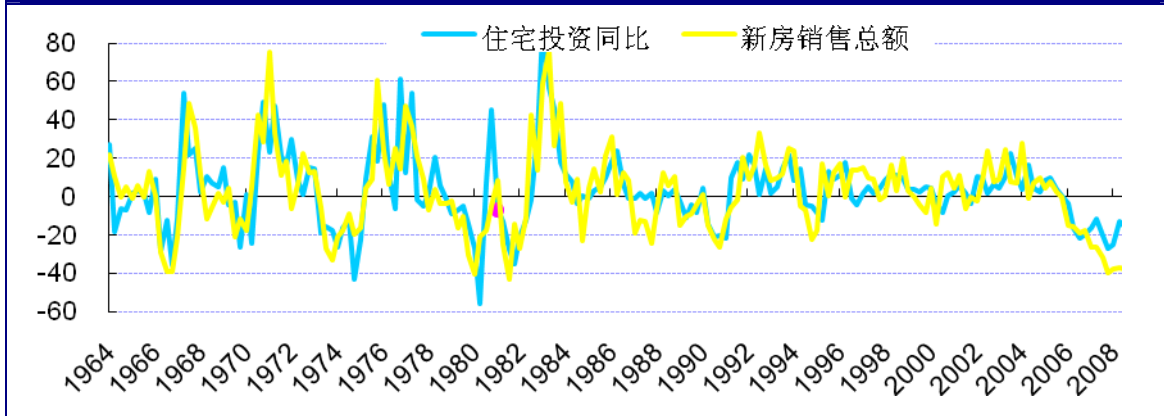
判断三：一、二线城市所面临冲击要远大于三、四线城市

本着从稳定社会情绪出发，重点防范金融风险、控制资产价格泡沫，近期价格上涨过猛、绝对价格虚高的一、二线是为主要目标区域，短期内所受冲击也会是很大。而从水泥和玻璃的需求来看，

东部、一、二线城市将经历较大的下滑，西部、三、四线城市状况柔和一些。房地产调控和保障性住房那个对水泥、玻璃的需求影响我们在后面统一测算分析，其中前者将起到决定性的影响作用。

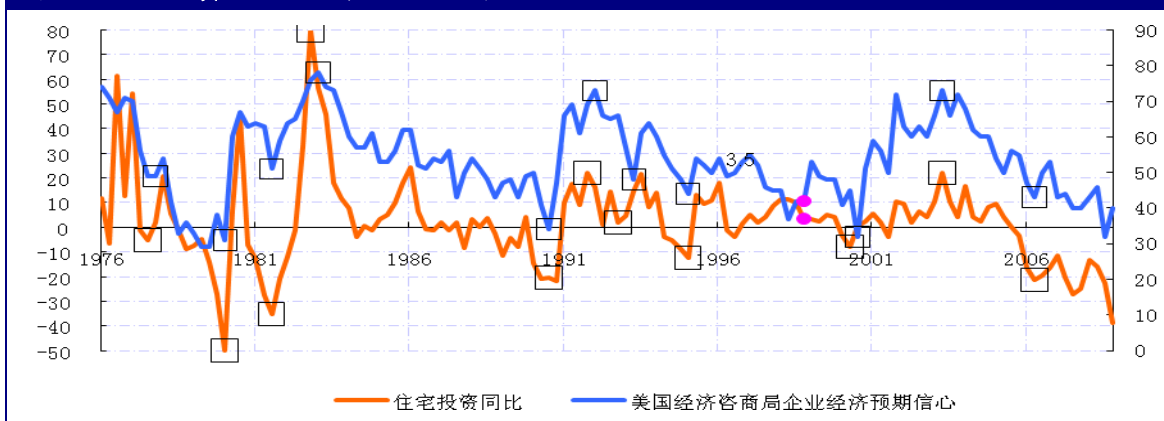
房地产销售的放缓必然带来房地产投资的下降，严谨起见，我们选取了数据周期足够长的美国为例论证。

图 22: 美国住宅投资受新房销售的关系非常密切



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

图 23: 住宅投资受与企业家信心直接相关



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

3、保障性住房建设

2010 年，全国住宅用地和保障性住房用地计划供应面积皆较 2009 年实际成交面积大幅增长，全年计划出让住宅用地 18.5 万顷，较 2009 年成交面积大幅增长 142%。其中，保障性住房计划供应 2.4 万顷，较上年实际出让面积大幅增长 123%。

图 24: 2010 年全国商品住宅和保障性住房用地计划供应面积占比分别为 67.0%和 13.2%

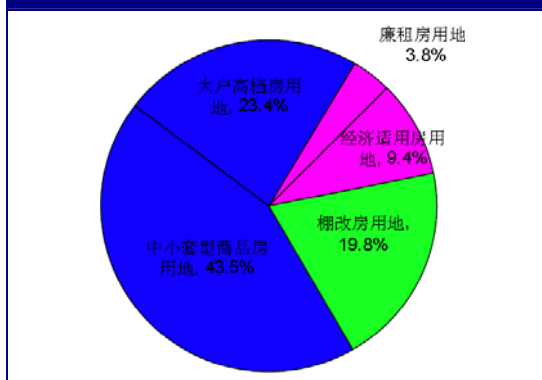
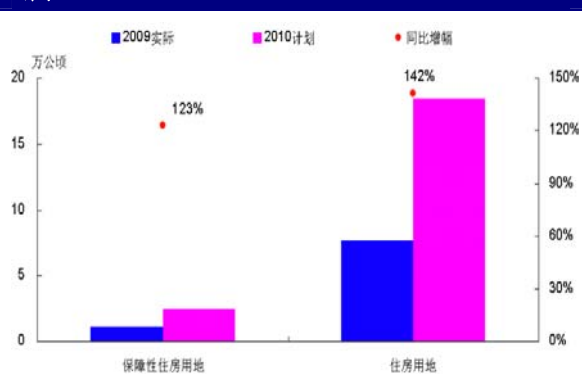


图 25: 2010 年全国保障性住房用地计划供应面积 2.4 万公顷, 较 2009 年实际出让面积大幅增长 123%



数据来源: 广发证券发展研究中心

但是2008年“经济适用房”在整个住房市场所占的份额(按面积计算)降至6%。2009年共建成200万套保障性住房,只达到建设目标的2/3,为住房总销量的8%,2009年1~11月,我国保障性住房用地供应 27.54万亩,仅完成年度计划供应量的46.66%。

住房和城乡建设部19日与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订2010年住房保障工作目标责任书,要求确保完成2010年工作任务。

根据北京、天津、重庆等地调研来看,保障性住房可能加快建设,方向为公共租赁房。经济适用房、廉租房、限价房则存在各种缺点。资金来源和土地来源等问题已经得到妥善安排,方案已经成型,采取土地划拨、利用公积金贷款、政策和商业银行贷款、中央支持和企业融资。

以重庆城区为例:2011年之前建设保障性住房1000万平方米,解决66万套住房,投资250亿元,其中2010-2011年分别开工700万m²、300万m²,2012年之前完成建设任务。该新建住房面积相当于2009年重庆住房销售总面积的50%。

图 26: 重庆市 2010-2012 年计划提供 80 万套公共租赁房

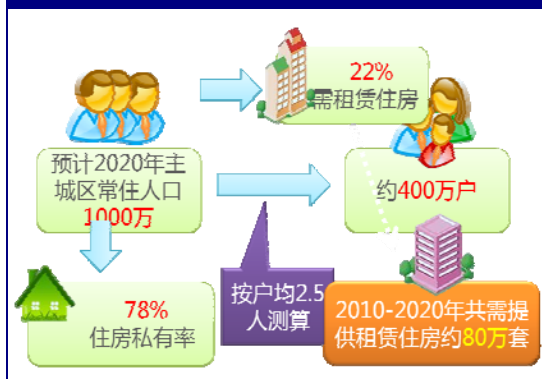
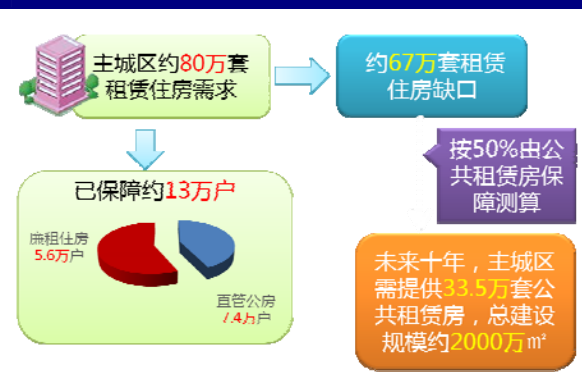


图 27: 重庆市未来十年公共租赁房建设规模约 2000 万平方米,2012 年完成 1000 万平方米



数据来源: 广发证券发展研究中心

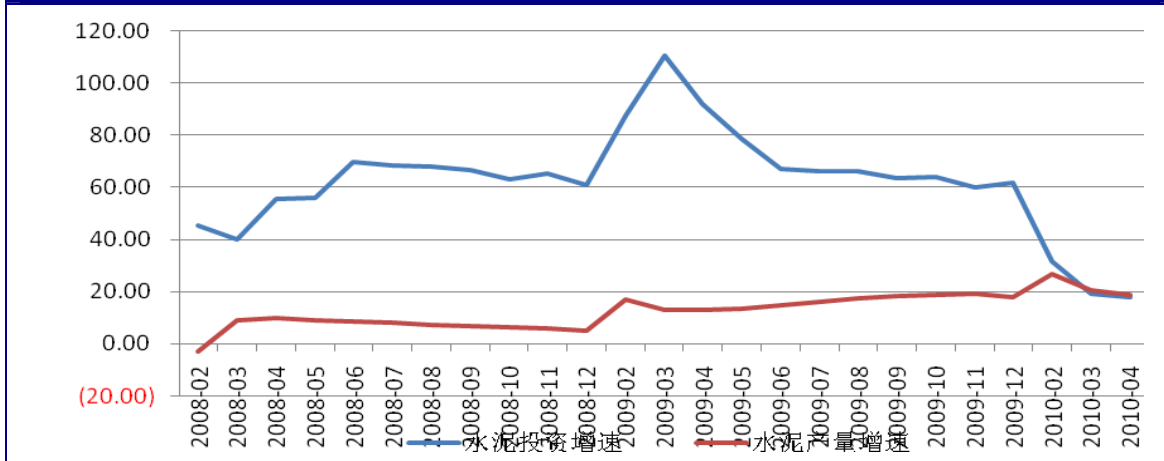
建设保障性住房最为积极的重庆市规划未来10年建设2000

万平方米，相当于2009年该市房地产全年销售总面积，数量有限。因此，保障性住房建设在短期内只是在局部区域产生较大影响，但是该政策在未来若干年将不断加强，可能带来持续建材需求。

（二）供给因素：狂热投资的产能释放还在持续

根据数字水泥网与各协会统计，2009年全年投产2.76亿吨，投产区域集中于两湖及四川、重庆等地。其中落后产能淘汰0.5亿吨左右，产能增加2.26亿吨左右。而08年新增孰料产能1.4亿吨，对应1.96亿吨水泥产能。水泥协会预计，2009年全国投产160-170条生产线，而2010年依然有160-170条生产线投产，规模在2-2.5亿吨左右；2010-2011年产能同比增长分别达到15%、13%左右，根据以往经验，大部分集中在2010年下半年投产。因此，2011年上半年之前，新增供给较大。

图 28：2008 年下半年到 2009 年底水泥行业投资增速超过 60%，未来 2 年供给压力较大



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

2009年我国淘汰水泥落后产能7416万吨，全国落后产能重量在4.2亿吨左右，按照政府要求将在2012年之前淘汰完毕，其中，2010年要求淘汰9155万吨；而市场较为乐观估计未来两年淘汰3-3.7亿吨落后产能，约每年可淘汰1.5亿吨左右。相对来说，落后产能比例较高的福建、吉林、河北、广东、山东、黑龙江受益较大。

从以上分析来看，假设落后产能淘汰符合预期，全国水泥产能也必须等到2012年才开始做减法，2011年都会受到比较大的供给压力。而我们认为，落后产能淘汰必须依靠市场的力量来解决，至少在景气市场中阻力和代价都很大，因此，水泥行业景气下滑成为必须。

省份	09 年新增水泥产能	09 年底水泥总产能	新增产能占比(%)	新型干法产能比重(%)
青海	3.6	6.1	59.0	90.6%
宁夏	5.5	10.6	51.5	114.4%
四川	43.8	88.9	49.2	77.0%
海南	3.7	9.3	40.3	104.0%
重庆	14.4	36.1	40.0	94.3%
湖北	26.3	69.8	37.7	95.7%
湖南	26.2	75.4	34.8	77.4%
甘肃	5.3	18.2	29.0	90.6%
贵州	7.7	26.6	28.8	70.2%
陕西	12.1	44.6	27.0	95.0%
新疆	5.1	20.3	25.3	101.7%
内蒙古	10.5	42.8	24.6	79.6%
辽宁	11.0	46.9	23.4	96.3%
安徽	15.9	70.6	22.5	169.5%
山西	5.5	24.8	22.1	113.4%
云南	10.0	48.7	20.5	80.0%
全国	275.9	1629.0	16.9	79.3%
福建	8.8	54.5	16.1	63.5%
广西	8.8	64.1	13.7	85.3%
河南	15.8	117.1	13.5	76.4%
吉林	3.3	39.9	8.3	65.0%
河北	8.3	106.1	7.9	54.2%
广东	6.1	100.3	6.1	70.2%
山东	7.0	140.4	5.0	62.3%
黑龙江	1.1	26.0	4.2	49.3%
浙江	4.0	108.0	3.7	89.2%
江苏	4.8	144.3	3.3	55.2%
江西	1.3	61.5	2.1	76.4%
北京	0.0	10.8	0.0	91.7%
天津	0.0	6.9	0.0	40.0%
上海	0.0	7.5	0.0	25.0%
西藏	0.0	1.9	0.0	111.5%

数据来源: 水泥协会、广发证券发展研究中心

(三) 供需分析

预计2010-2011年水泥板块格局将趋于失衡, 能否走出阴霾取决于过剩产能限制政策执行情况和落后产能淘汰情况。将上面的

分析总结如下：

表7：2009-2011年水泥行业供需因素分析

	2009A	2010E	2011E
基建领域的需求	09 年底稍微体现	09 年新开工项目跳跃式增长此时释放水泥需求	总量比 2010 年好，但需求量增速仅有小幅上升
房地产领域的需求	比 2008 年差	比 2008 年好	下滑，但不会比 2009 年差
新增产能压力	新增 2.76 亿吨，比 2008 年压力大，且下半年压力更大。	新增产能 2-2.5 亿吨，与 09 年相当，集中于下半年投放，产量贡献不大。	产能增加比 2010 年小，但考虑达产时间，实际新增产量可能达到 2 亿吨。
落后产能淘汰	比 2008 年好，增加 2000 吨左右	低于预期，估计 5000-7000 万吨	乐观估计 1 亿-1.2 亿吨，市场预计 1.5 亿吨以上
供求关系小结	供求关系压力大，下半年随着“四万亿”逐渐显现才好转，价格上升，但毛利率仅增 1%。	总体景气，但随着产能投放，景气不断下行，年初淡季不淡，预计全年比 09 年好，但区域差异进一步分化，看好西北、华北、广东、江西。由于成本上升，即使价格上涨，毛利率也将下降	供给面的增长率超过需求面的增长率，比 2010 年略差；供需失衡可能导致市场竞争加剧，集中度加强对价格体系维护有利，若落后产能淘汰推进顺利，可能成为行业黎明前的黑暗。

数据来源：广发证券发展研究中心

（四）从历史视角研判水泥行业盈利与股价表现

1、供给决定行业利润

2003年，由于水泥行业产能增长过快，局部地区新上项目过于集中，水泥产业完成增长101%，同期全国固定资产投资增长26.7%，引起国家的高度关注。2003年12月国务院决定对钢铁、水泥、电解铝的投资实施宏观调控。2004年水泥投资增速开始下降，2005年和2006年两年出现负增长。2006年底国家发改委等三部门发布《关于公布国家重点支持水泥产业结构调整大型企业(集团)名单的通知》，2007年水泥投资再度上升，而2008年开始，水泥投资同比增长率高达40%-60%。

利润方面，2003年过热的投资导致市场供过于求，2005年水泥行业利润出现大幅负增长，同比下降41%；2003年底的水泥投资调控导致2006年新增产能减少。2006年以后，水泥工业的利润水平又逐步上升，连续三年利润总额和吨利润水平逐步上升；当然，后期需求上升明显：2007年房地产投资迅速上升，同时加大铁路设施等投入，水泥供需快速上升，而08年底出台“四万亿政策”，更是导致投资上升。

2006年开始的水泥行业吨利润上升首先得益于2003年底开始的调控措施，2004年的投资下降导致2006年开始供给增长下

降，同时，房地产投资在2005年开始放量，水泥需求上升。而2007年水泥行业投资增速重拾增长，由于2005-2006年水泥投资额持续萎缩，基数较小，因此2008年水泥行业利润然而创新高，而随着“四万亿”的事实，非常规的将基础设施投资集中开工，使得2009-2010年水泥行业景气得以延续。

图 29：未来 2 年供给压力可能导致吨利润下降，出现 2005 年的状况



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

2009年水泥产量增长17.9%，但毛利率增长没有超过1%。2009年是水泥生产史上的大年，高达2.5亿吨的增量并没有带来相应的利润，而是被当年新增产能“消化”掉了。在投资政策收紧后，从2003年的规律来看，2008年以来狂热的水泥投资热潮应在2010年底释放产能，并对市场造成冲击。大年尚且如此，何况小年？

2、政策与利润共同决定股价

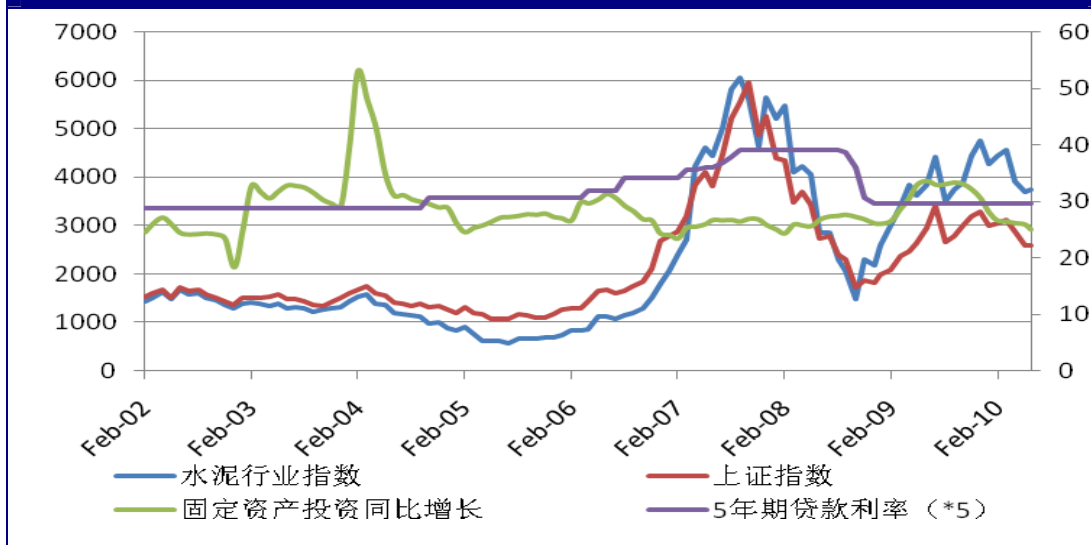
梳理2003年以来的股价走势，我们可以看到三个因素：A、政策预期直接影响股价；B、行业投资带来的供给能力波动与需求层面的波动叠加造成行业景气度变化；C、成本因素变动共同决定了利润，进而影响股价。在这个逻辑下，当下政府收紧宏观政策、调控房地产、供需可能走向失衡、煤炭价格上涨，股价的走势可能与2004-2005年类似，或将跑输大盘。

2003年12月开始实行严厉的宏观调控政策，对电解铝、钢铁、水泥等进行限制，出现了标志性的“铁本事件”；在严厉紧缩调控下，2004年开始固定资产投资和水泥产量增速在2004年初创出新高后逐月下降。在这个时候，水泥股价亦达到高峰；事实上，水泥价格自2004年1月一路下滑至2005年8月才触底回升。此外，水泥成本上升也是重要原因，期间水泥价格下降14%；而煤炭价格却一路飙升40%左右。

经过一年左右的调整，2005年国家开始执行稳健财政政策。可惜的是，2003-2004年水泥投资大幅增加导致2004-2005年水泥产能供应过大，水泥行业盈利能力一路下降，水泥毛利率自2004年2月高位开始下降，至2005年2月触底回升，2005年行业利润出现负增长。

2005年开始房地产投资规模已经成为投资的主力，2005年房地产投资增速17%，比2004年增幅下降10个百分点。

图 30: 2008 年下半年到 2009 年底水泥行业投资增速超过 60%，未来 2 年供给压力较大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

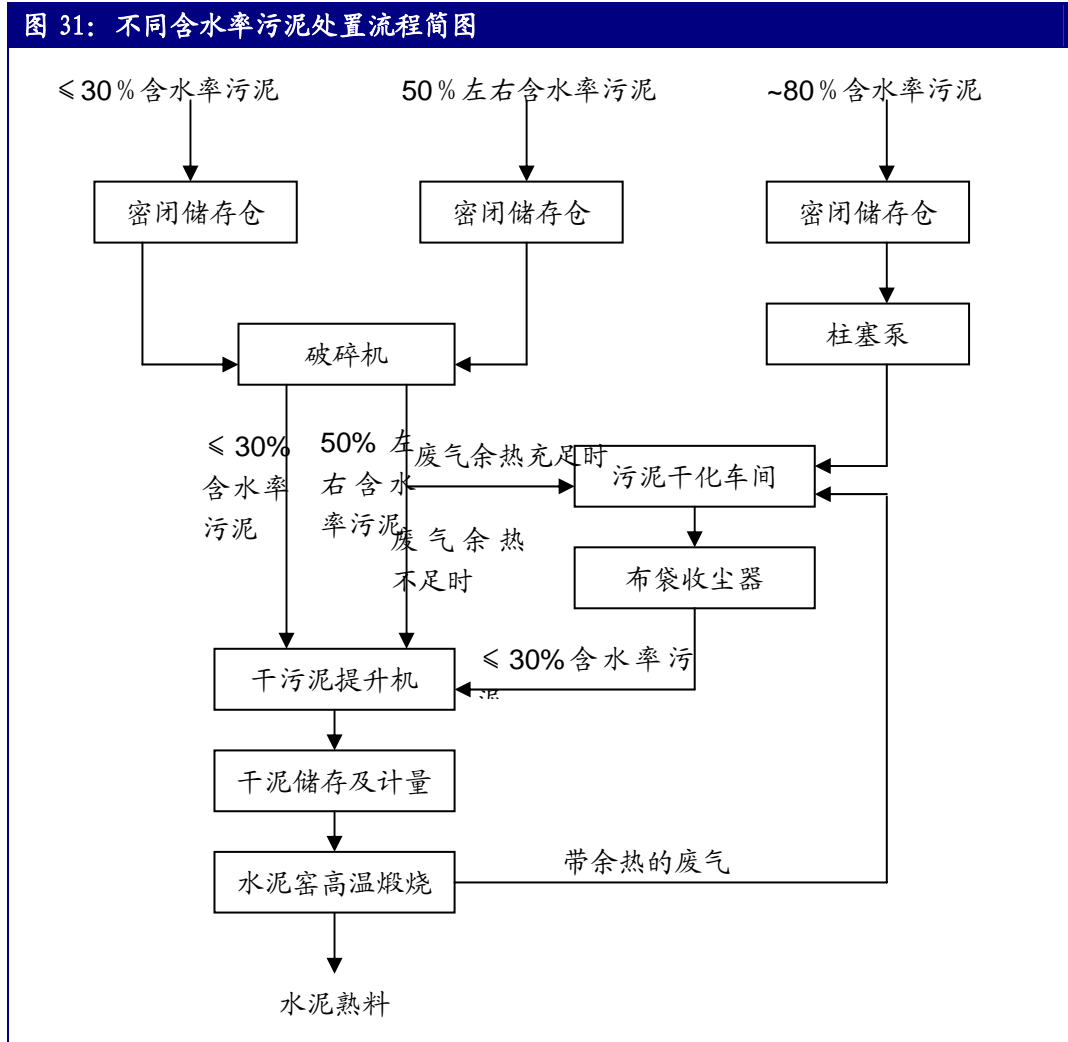
(五) 水泥行业的重要看点—参与固废处理

① **水泥进行固废处理发展情况。**在水泥生产过程中，污泥作为水泥窑替代燃料，垃圾焚烧残渣作为水泥生产原料，其有毒物质经高温燃烧得以分解，重金属被固化到水泥熟料中难以溢出，不影响产品质量及周边环境。目前在欧美、日韩等发达国家已相当普及，也是未来中国水泥行业两大发展趋势之一。国内的越堡水泥公司、北京水泥厂、上海万安水泥公司、重庆拉法基水泥公司等水泥企业已陆续开始了废弃物处置实践。

② **经济效益。**以污水含量80%的污泥为例，其中10%为有机物（可燃烧），10%为硅、钙、微金属构成的“泥”；先通过余热将污泥烘干，这一步减少50%重量的水分，将余热送至干燥设备耗用的电费较大；然后进入分解炉，带有水分的污泥一定程度上会影响水泥产量（需控制进度），加重煤炭使用量；这两步构成污泥处理的构成成本。这个时候的污泥热值大约2000大卡，燃烧热值基本上可以将分解炉的损失的的能量补回来。目前北京补贴330元/吨，广州补贴210元/吨，趋势上来看，300元/吨是比较合理的。以全国最大的单线为例（越堡水泥，日处理量600吨），按照补贴210元/吨计算，扣除干燥、设备折旧等费用，可增加利润50-80元/吨，相当于一年新增2000万元净利润，而这条水泥生产线09年盈利1.3亿元，相当于增加15%-20%左右，广东水泥市场相对景气，其他区域的水泥企业，盈利增长幅度更大。

③ **工艺技术方法。**在水泥窑中处置污泥适宜的技术方法是利用水泥生产工艺产生的废热烘干污泥，半干的污泥（一般含水率小于30%）先入分解炉焚烧，再随其它物料一起进入回转窑内彻底处

理。水泥生产过程中会产生大量废热，其中来自窑尾的废热烟气温度通常在300℃左右，可作为污泥干化的热源使用。利用窑尾废热干化污泥，将水分降低到一定程度，经过半干化预处理的污泥呈颗粒状，可制备成替代燃料供分解炉使用。



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

① **水泥行业处理废弃物的优势。** 1) 水泥窑内温度高，气体和物料温度分别可达到1750℃和1450℃（焚烧炉的气体温度最高1200℃，物料温度800—900℃）。2) 水泥窑内气体通过时间长，一般为40分钟，在大于1100℃的通过时间超过4秒（焚烧炉内仅2秒），且水泥窑热惯性大，工况稳定。3) 水泥窑内高温气体湍流强烈，有利于气固两相的混合、传热、传质、分解、化合、扩散。4) 水泥窑内的碱性物质可以和废料中的酸性物质相化合稳定的盐类，便于其废气的净化（脱酸）处理。5) 水泥窑可以将废料中的绝大部分重金属固化在熟料中，避免再次扩散。6) 焚烧废物的残渣进入水泥熟料，最终进入水泥成品，不再对环境产生二次污染物。7) 可燃废弃物可替代部分燃料，可减少水泥工业对天然燃料的消耗。

表 8: 城镇污水污泥处置方式的比较与选择

	卫生填埋	发酵堆肥	与生活垃圾混烧	煤泥混烧发电	水泥窑协同处置	
处置程度	实现~30%减量化, 减量化程度弱, 没有资源化利用	实现~50%减量化, 存在重金属二次污染隐患, 资源利用率极低	实现 70~75%减量化, 热能实现回收利用, 飞灰和底渣需要二次处理, 热利用效率较低	污泥进行干化预处理, 实现 80~85%减量化, 热能回收利用, 飞灰和底渣需要二次处理	污泥需要进行干化/半干化预处理, 实现 100%减量化, 热能利用效率高, 无飞灰和底渣需要处置, 重金属及大气污染物排放最低	
本地区应用案例	深圳宝安老虎坑、龙岗上洋污泥填埋场	中山市政污泥制肥示范工程	深圳盐田生活垃圾焚烧厂 (40t 脱水污泥/天)	东莞顺裕纸业余热锅炉 (150 t 湿污泥/天)	越堡水泥有限公司 (600 t 湿污泥/天)	
国内外技术趋势	禁止湿泥填埋; 限制干化污泥填埋及污泥焚烧飞灰和底渣填埋在欧美已立法	污泥重金属限制指标严格化; 污泥肥料使用年限及用量制约在美国、日本、欧洲已经立法	生活垃圾焚烧发电、混烧污泥在欧洲开始叫停; 日本限制新建焚烧厂	主要是利用干化或半干污泥, 但由于污泥的焚烧容易污染换热面而影响热效率, 受到限制	日本水泥工业协同处置污泥在 2007 年形成 317 万吨/年的生产规模, 污泥替代燃料在欧洲水泥工业有较多应用	
处置工艺简介	常温厌氧微生物降解, 重金属无固定化过程	微生物腐殖化降解	污泥与生活垃圾陈腐后直接入垃圾焚烧炉焚烧 (通常为炉排炉)	利用废热烟气或蒸汽干化污泥, 进入流化床锅炉焚烧	利用废热干化污泥; 带五级预热器的水泥窑炉热容量大、温度场稳定, 污泥进入窑炉能快速分散焚毁	
主要污染物及排放水平	残渣及二次处理	腐化脱水, 减量化 30%~40%	实现~50%减量化, 二次处理残渣决定于重金属含量, 不能 100%处置所有市政污泥	焚烧减量 70~75%, 形成 15~18%底渣 (含未燃尽物 5~12%), ~5% 焚烧飞灰, 需要二次处理	形成~20%飞灰和底渣, 需利用水泥窑协同处置等方式消纳	100%处置, 有机物燃烧分解, 不燃物被熔融固化在熟料中, 无二次处理要求
	COD 或 BOD	3000~5000ppm 的渗滤液 COD 含量、200~5000 的 BOD5 含量, 填埋过程中有部分沼气产生	渗滤液 2000~6000ppm COD 含量、1000~5000 的 BOD5 含量, 填埋过程中有 300~4000ppm 沼气产生。	熟化过程可能有少量渗滤液需要处理	污泥转运及污泥干化有少量清洗及冷凝污水需要处理	运输工具及产地清洁污水进入污水处理系统循环利用

	卫生填埋	发酵堆肥	与生活垃圾混烧	煤泥混烧发电	水泥窑协同处置	
主要污染物及排放水平	病原菌	无杀灭措施, 病原体及寄生虫卵依赖填埋微生物作用控制	腐熟杀灭及石灰杀灭, 成品肥料寄生虫卵杀灭 95%, 菌落杀灭 99%	焚烧处理, 但飞灰和底渣含量较高易形成病原菌二次污染	100%杀灭处置	100%杀灭处置
	重金属	重金属无固化措施, 存在重金属溶出扩散污染	重金属无固化措施, 有二次污染隐患	飞灰重金属扩散污染, 炉渣烧结温度 650~700℃, 重金属无固化而富集在飞灰和底渣中, 需二次处理	流化床炉渣烧结 800~1000℃, 重金属部分固化, 并富集在飞灰和底渣中, 需要二次处理	烧结温度 1400 温度以上, 95%以上的重金属固化进入水泥熟料, 部分重金属在窑系统循环富集, 水泥产品重金属溶出合格, 重金属污染指数最低
	恶臭气体	集气管道有恶臭气体排放, 填埋场无量纲浓度 500~800	60%的有机物降解过程有恶臭气体排放, 腐化过程密封换气, 厂界无量纲浓度 200~600	污泥转运及熟化有恶臭气体形成, 需密闭处理	污泥转运及干化有恶臭气体形成, 需密闭处理	污泥转运及干化有恶臭气体形成, 车间恶臭气体送入回转窑焚烧
	NOx、SOx	腐殖化反应收到硝化细菌及硫化细菌的厌氧作用, 缓慢排入大气	腐熟过程主要以 NH ₃ 、H ₂ S 排放为主	需要配置脱硝系统、脱硫系统	需要配置脱硝系统、脱硫系统	污泥被分级燃烧, 窑内碱性气氛, NOx 排放控制在 400mg/Nm ³ 内, SOx 排放控制在 200mg/Nm ³ 内
	POPs	没有处理手段	无有效处理手段	不完全燃烧可能引起增加 POPs 排放, 500~4000 pgTEQ/Nm ³	POPs 排放受焚烧工艺控制, 300~1000 pgTEQ/Nm ³	10~100pgTEQ/Nm ³ 的 POPs 排放, 远低于标准
	主要有害物分解程度	微生物营腐过程, 自然降解周期长达几十年以上	强制腐殖化 7~10 天, 有机物分解~60%, 成品水分~40%, 无高温过程	1.2 的空燃比下, 800~850℃ 焚烧 1~2s, 炉排炉气固混合不良, 炉渣中可燃物通常在 8%以上	1.1~1.15 的空燃比下, 850~1000℃ 焚烧 2~4s, 燃烧形成的粉煤灰可燃物烧失量在 4~6%	干污泥在分解炉内空燃比 1.2~1.25, 890~1000℃ 焚烧 4~6s, 残渣入窑焚烧气体停留时间 10s, 固体焚烧 30~40min, 焚烧温度 1200~1800℃, 有机物的分解达到 99.9999%

		卫生填埋	发酵堆肥	与生活垃圾混烧	煤泥混烧发电	水泥窑协同处置
主要污染物及排放水平	尾气净化	排气管道多，主要为沼气及恶臭气体，燃气发电或供暖，需独立建设	需独立建设生物除臭或化学除臭，	利用生活垃圾发电系统尾气处理除尘，必须有脱硫装置	利用锅炉系统尾气处理除尘，必须有脱硫、脱硝装置，污泥转运、储存、干化尾气需独立除臭处理	利用水泥窑系统尾气处理，污泥转运、储存尾气入窑焚烧。干化尾气经系统内窑灰（石灰质）抑止除臭，达标排放。
资源化利用程度		无	腐殖化有机质，有机质利用效率<40%，主要利用 K、N、P 等农用肥组分，没有热利用，矿物利用比例低仅 5~10%	有机物燃烧热利用，可燃质燃尽率<95%无污泥的干化过程热利用效率较低，没有矿物质利用过程	有机物燃烧热利用，热利用效率较低，可燃质燃尽率>98%，没有矿物质利用过程，污泥干化可部分利用废热	污泥干化完全利用废热，有机物 100%燃尽，灰分 100%利用，资源化利用程度最高
投资及运行		1000t/d 卫生填埋场投资~50000 万元，运行费用~110RMB/t 湿污泥	300t/d 污泥堆肥场投资~1400 万元（土地行政划拨方式），运行费用~250RMB/t 湿污泥	依托现有生活垃圾焚烧厂进行局部技改，费用不详，运行费用~300 RMB/t 湿污泥，不包括飞灰和底渣处理部分	依托现有发电厂进行局部技改，费用不详，运行费用~276 RMB/t 湿污泥，不包括飞灰和底渣处理部分	600t/d 规模对应总投资~7000 万元，运行成本~250 RMB/t 湿污泥

数据来源：广发证券发展研究中心

项目类别	处置方式	投资	投资主体	处理成本	环境影响
生活垃圾	焚烧发电	1000t/d, 7.25 亿元	国家	140 元 / 吨	生成 20%的炉渣, 重金属超标; 5%的飞灰属于危险废弃物, 目前技术难处理。
	填埋	2000t/d, 7 亿	国家	40-50 元 / 吨	占地; 大多填埋场垃圾得不到及时有效的压实和覆盖, 对周边环境和水质产生影响; 即便先进的填埋场, 垃圾填埋场的渗滤液的处理难度与压力非常大, 易产生二次污染。
	水泥协同处理		企业	130 元 / 吨	替代燃料, 完全无害化处理, 废气排放符合环保标准。
垃圾焚烧残渣	填埋	2000t/d, 7 亿	国家	40-50 元 / 吨	重金属元素的含量超出了 III 类土壤环境质量标准 (GB 15618-1995) 限值, 超过了保障农林业生产和植物正常生长的土壤临界值, 随意填埋堆放, 或是直接作为路基、路堤等的建筑填料, 将会对周围的植物和环境造成危害和污染, 重金属的溶出对地下水丰富的南方以及酸雨较严重的广东地区仍会造成严重的二次污染。
	水泥协同处理		企业	40-50 元 / 吨	替代原料, 完全无害化处理
污泥	制砖	900t/d, 0.7 亿元	BTO	256 元 / 吨	污泥含有重金属, 并残留污水处理过程中加入的对人体有害物质, 在污泥堆存和处理过程中, 对土壤和地下水存在较高的二次污染风险。在制砖过程中的脱水环节处理难度较大, 加之污泥中可燃组分不均匀, 烧结温度不高, 导致重金属固化率不高, 烧出的成品砖质量不稳定, 产品存在重金属污染隐患; 处理能力不足, 污泥堆放困难, 臭气排放浓度严重超标, 对周边居民产生较大影响。
	填埋	-	-	10-50 元 / 吨	污泥含有重金属, 并残留污水处理过程中加入的对人体有害物质, 直接填埋对土壤和水质产生恶劣影响。
	水泥协同处理	600t/d, 0.7 亿元	企业	220 元 / 吨	替代燃料, 完全无害化处理, 废气排放符合环保标准。

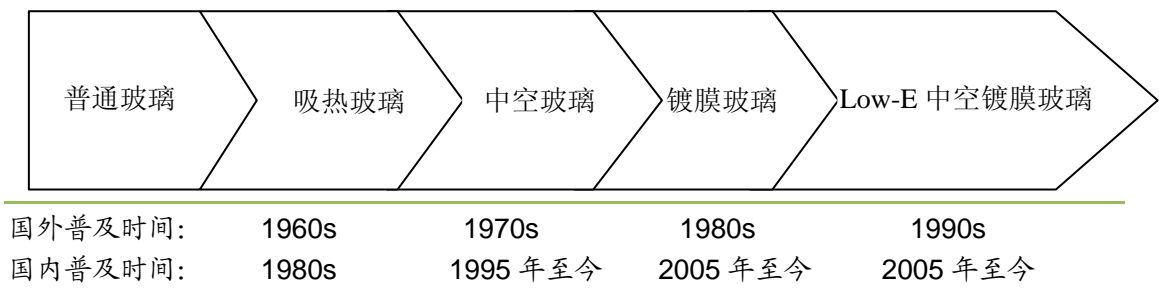
数据来源: 广发证券发展研究中心

四、玻璃深加工空间广阔，但竞争愈发激烈

(一) 国内外节能玻璃发展规律

为达到逐渐提高的建筑节能标准要求，建筑外窗玻璃材料经历了从普通玻璃到吸热玻璃、中空玻璃再到Low-E中空镀膜玻璃的发展历程。国外从20世纪70年代开始，大约以10年为一个阶段完成节能玻璃的更新换代；而我国在20世纪90年代才开始逐渐普及中空玻璃，Low-E玻璃（特别是Low-E中空镀膜玻璃）在2005年国家开始明确提出社会节能减排目标后才开始普及。

图 32：建筑门窗玻璃节能化发展历程

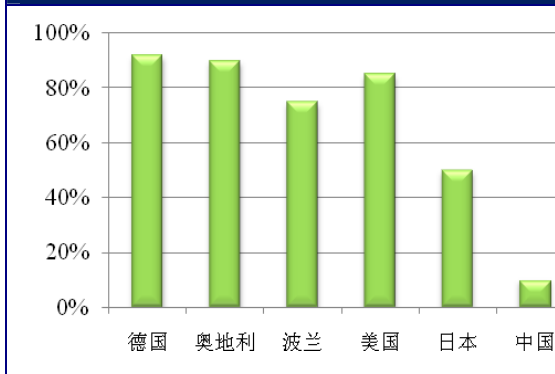


数据来源：广发证券发展研究中心

政策法规的颁布对节能玻璃的使用起到加速作用。例如，瑞典1998年颁布建筑节能法规，2000年Low-E中空玻璃产品的市场占有率就达到了45%。德国1995年颁布的新建筑节能法大幅提高了建筑节能标准，Low-E中空玻璃的市场占有率在此后三年迅速提高，1998年即达90%以上。目前欧美发达国家的建筑节能玻璃市场主要采用Low-E玻璃产品，普及率普遍达到50%以上，相比之下我国的普及率不足10%。

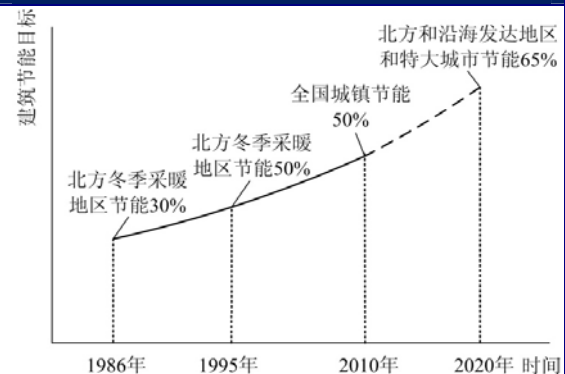
“十一五”提出的建筑节能50%的阶段目标，2011~2020年我国建筑节能目标将从50%提高到65%，在部分城市和发达地区的建筑节能标准甚至达到75%要求。

图 33：各国 Low-E 中空玻璃普及率对比



数据来源：广发证券发展研究中心

图 34：我国节能标准的提高过程



从国外经验看,缩小节能目标的差距要通过进一步提高建筑节能玻璃的产品性能来实现,目前的普通中空玻璃市场将逐渐为Low-E中空玻璃产品所取代。因此,未来我国Low-E中空玻璃市场将拥有广阔的发展空间。

表 10: 我国建筑外窗和玻璃幕墙的传热系数要求与国外的对比

我国标准	与我国北方处于同一气候带的国家制定的标准	
北方严寒及寒冷地区建筑外窗和玻璃幕墙传热系数 $K \leq 2.8W/m^2 \cdot K$	美国北部、中北部、中南部地区 德国 丹麦 波兰 英国 挪威	$K \leq 2.3W/m^2 \cdot K,$ $K \leq 1.5W/m^2 \cdot K,$ $K \leq 1.8W/m^2 \cdot K,$ $K \leq 2.6W/m^2 \cdot K,$ 金属窗 $K \leq 2.2W/m^2 \cdot K,$, 非金属窗 $K \leq 2.0W/m^2 \cdot K$ $K \leq 1.6W/m^2 \cdot K$

数据来源: 广发证券发展研究中心

Low-E中空玻璃的传热系数低于普通中空玻璃,可有效减少冬季建筑热损失,适合在我国东北、华北、西北、华东、华中及西南地区(建筑总面积占全国的83%)的公共建筑和住宅建筑中使用。

Low-E中空玻璃的遮阳系数低于普通中空玻璃,可有效阻挡太阳辐射能透入室内,避免夏季室内出现明显的温室效应,适合在我国黄淮以南地区(建筑总面积占全国的78%)公共建筑和住宅建筑中推广。

表 11: 建筑节能玻璃的技术参数比较

玻璃类型	透光率			传热系数 K	遮阳系数 Sc
	红外透过	可见光	紫外线		
单片普通玻璃	90%	90%	50~70%	6.0	1.00
普通中空玻璃(6mm+12A+6mm)	81%	81%	25~49%	3.1	0.87
单片离线 Low-E 玻璃	5~10%	35~82%可调	15~25%	3.1	—
单片在线 Low-E 玻璃	18~25%	48%,60%,82%	46%	3.6	0.53~0.82
离线 Low-E 中空玻璃 (6mm+9A+6mm Low-E)	—	61%	—	2.1	0.24~0.52
在线 Low-E 中空玻璃 (6mm+9A+6mm Low-E)	—	68%	—	2.4	0.52~0.85

数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 新 Low-E 镀层或添加材料短期内不会构成威胁

为解决其透光率较低的不足,目前已在单银、双银Low-E玻璃的基础上,开发出透光率明显提高的三银Low-E玻璃。综合来看,与中空/真空玻璃相比,Low-E中空玻璃同时具有更好的保温隔热与遮阳性能,在建筑节能玻璃市场中属于高性能产品。

目前市场上存在多种节能玻璃产品,主要分为两大类型:一是中空(或真空)玻璃,利用玻璃间形成的空气层(或真空腔)实现保温隔热;二是镀膜玻璃,包括热反射镀膜玻璃、低辐射(Low-E)玻璃等,通过在玻璃表面镀膜的方式阻挡太阳辐射热透过玻璃进入室内。如果将二者结合制成Low-E中空玻璃,则可以兼有中空(或真空)玻璃良好的保温隔热性

能与Low-E玻璃良好的遮阳性能，综合节能效果更好。

⌒ 为进一步提高透光率和改善节能效果，不断有新的Low-E玻璃镀层材料问世，其特点是具有更高的透光率、智能化的红外阻挡和透过性能以及更好的可加工性。

➤ **改变镀层添加材料：**近年来开发出的“智能玻璃”，采用VO₂并掺杂其它元素（如钨）制成的具有相变特性的热敏功能材料，能够随温度变化改变自身对红外波段的光透过率：在夏季温度高时，红外波段的光透过率大幅度降低，能够阻挡太阳辐射热进入室内，减少空调能耗；在冬季温度低时，又能够提高红外波段的光透过率，使太阳辐射热能够更多地进入室内，减少采暖能耗。如此循环往复，冬夏皆能达到显著的节能效果。智能玻璃目前还处于实验室研究阶段，关于钒氧系化合物的制备工艺还处于研究之中；为实现对VO₂薄膜临界温度的精确控制，最佳掺杂元素和掺杂浓度的研究还在探索，以求达到在相对较低温度下发生相变的目的，实现其功能化和实用化。我国建筑节能玻璃市场目前已迎来大发展，智能玻璃达到实用化和规模化还需一定时日，从目前看很难对Low-E玻璃构成实质威胁。

➤ **变镀膜为贴膜：**贴膜玻璃是在现有玻璃表面贴一层聚酯基膜以实现节能。贴膜玻璃的成本（200元左右）低于Low-E玻璃（350元左右），但寿命较短，只有10年左右；且适用范围有一定限制，大面积、大厚度以及表面有损等玻璃均不适合贴膜，贴膜过程中由于不均匀受热还可能造成玻璃爆裂。这些都不利于贴膜玻璃实现大范围的推广，因此对Low-E玻璃不会构成实质威胁。

⌒ 根据上述分析我们认为，目前市场上还没有能够对Low-E玻璃产生实质威胁的节能玻璃产品，Low-E玻璃的替代风险较低。

（三）LOW-E 玻璃市场空间测算

⌒ 从美国、日本和西欧的发展经验看，公共建筑的节能玻璃使用率最终将达到90%以上，其中Low-E玻璃使用率至少达50%，而我国目前公共建筑中Low-E玻璃使用率仅有10%。按在我国公共建筑的low-E使用率年均增加4%计算（相当于需求量年均增加0.5亿m²以上），至少还能保持现有发展速度10年。

1、2010年我国建筑节能玻璃市场需求为3.8~4.6亿m²

⌒ 截至2009年底，我国城镇存量建筑面积超过200亿m²，其中95%以上为非节能建筑。建设部2005年《关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》提出的“十一五”期间城镇既有建筑节能改造目标是：“到2010年，全国城镇逐步开展既有建筑的节能改造工作，大城市完成应改造面积的25%，中等城市完成15%，小城市完成10%。”如果上述规划目标完全实现，按照2010年城镇既有建筑中20%完成节能改造计算，节能改造面积将达到40亿m²，按窗墙比0.2计算，节能外窗和节能玻璃幕墙的改造面积约为8亿m²（中空玻璃需求还要翻倍），2005~2010年间的年均需求约1.6亿m²/年。

⌒ 《指导意见》提出的“十一五”期间城镇新增建筑节能目标是：“到

2010年全国城镇新增建筑达到节能50%标准要求”，2008年我国城镇新增建筑面积15亿 m^2 ，2010年应高于该数字，按窗墙比0.2计算，**节能玻璃需求至少达到3亿 m^2** 。

综合新建建筑和既有建筑节能改造对节能玻璃的要求，保守估计2010年我国建筑用节能玻璃的市场需求约为4.6亿 m^2 。假如Low-E中空玻璃产品占有1/3的市场份额，**市场需求将达到1.5亿 m^2 左右**。

2、2011~2020年建筑节能玻璃市场需求为42.5~51亿 m^2

《指导意见》提出到2020年城镇新增建筑节能目标是：“到2020年，北方和沿海经济发达地区和特大城市新增建筑全部达到节能65%标准要求”。保守假设每年新增建筑面积不变，则2011~2020年我国新建建筑的年均节能玻璃需求量约为3亿 m^2 。假定北方和沿海经济发达地区和特大城市新增建筑面积占全国新增建筑总面积的比例为50%，而Low-E中空玻璃占据其中1/2的市场份额，**市场需求将达到0.75亿 m^2 /年**。

《指导意见》提出到2020年城镇既有建筑节能改造目标是：“到2020年，北方和沿海经济发达地区和特大城市绝大部分既有建筑完成节能改造”。据估算，北方和沿海经济发达地区和特大城市既有建筑面积占全国既有建筑总面积的比例约为70%，如果2020年上述地区既有建筑节能改造的比例达到75%（对应“绝大多数”要求），且每年改造面积不变，则2011~2020年我国从50%提高到65%的既有建筑节能改造任务为105亿 m^2 ，按窗墙比0.2计算，节能外窗和节能玻璃幕墙改造面积约为21亿 m^2 。假定Low-E中空玻璃产品占据市场份额的1/2，**总需求将达10.5亿 m^2 左右**。

综合既有建筑节能改造和新建建筑节能两方面的需求，预计2011~2020年间我国北方和沿海地区建筑节能玻璃总需求为将达到37.4亿 m^2 ，考虑到中西部地区的发展，假设中西部地区每年需求为北方和沿海地区的25%（即使用率为北方和沿海的一半），则**全国建筑节能玻璃总需求为46.75亿 m^2 ；其中Low-E中空玻璃的总需求可望达到23.38亿 m^2 ，平均每年23.8亿 m^2** 。

3、小结

从总体上看，受惠于国家建筑节能政策推行范围的逐步扩大，建筑节能玻璃市场将保持持续增长，2010年~2020年我国建筑节能玻璃总需求为46.75亿 m^2 左右，使目前**建筑节能玻璃市场CAGR为25%左右**。

2010~2020年我国建筑节能目标从50%提高到65%，Low-E中空玻璃将逐渐成为建筑节能玻璃市场的主流产品，在公共建筑和部分住宅建筑中推广，其市场需求将快速增长。**2010~2020年Low-E玻璃的市场需求为23.38亿 m^2 ，CAGR为35%**。

面对日趋严厉的建筑节能要求，建筑节能玻璃产品将迅速实现更新换代，玻璃企业只有根据市场需求主动调整产品结构，率先进入节能玻璃特别是高性能节能玻璃领域，则有希望保持其业务的持续发展。

4、国内LOW-E玻璃生产厂商与产能情况

表 12: 目前国内主要 Low-E 玻璃厂商拥有产能及在建生产线一览

公司	年产能 (万 m ²)	生产线 (条)	备注
南玻	设计产能 3200	10	成都基地计划新建两条年产 300 万 m ² 、200 万 m ² 的大板镀膜玻璃生产线, 预计 2011 年 8 月投产; 吴江基地计划新建两条镀膜生产线及部分配套中空产能, 建成后每年将增加 120 万 m ² 镀膜中空玻璃和 300 万 m ² 大板镀膜玻璃, 预计 2011 年 12 月投产; 东莞基地计划新建两条镀膜生产线及部分配套中空产能, 建成后每年将增加 120 万 m ² 镀膜中空玻璃和 300 万 m ² 大板镀膜玻璃, 预计 2012 年 3 月投产。2010~2012 年共增加产能 1140 万 m ² , 实际生产产能 1000 万 m ² /年, 芜湖生产线预计 2011 年 1 月建成, 产能 400 万 m ² /年; 天津生产线预计 2011 年 4 月建成, 产能 400 万 m ² /年。
信义玻璃	设计产能 2100	在产 4	
台玻	设计 3000	8	
耀皮玻璃	设计 1400	4	江门基地在 2010 年已经投产, 产能 500 万 m ² /年, 在天津新建一条生产线 200 万 m ² /年。
浙江东亚	600	3	
金晶集团	400	1	
圣韩	250	2	
耀华	200	1	
安源实业	200	1	
中航三鑫	140	1	海南在线 Low-E 线预计 2011 年投产, 产能 480-600 万 m ²
中山格兰特	130	1	
其他	1400		
总计	1.3 亿	40	每年产量预计在 6000 万 m ² 到 8000 万 m ² 左右。 2010-2012 年预计至少增加产能 500 万 m ² , 2000~2120 万 m ² , 420 万 m ² , 共计 2920-2040 万 m ² 。

数据来源: 广发证券发展研究中心

五、下半年选股策略和重点公司

(一) 水泥行业选股策略

我们在前面分析中提到，在目前的相对估值水平下（市盈率偏低，而市净率并不便宜），考虑国家政策收紧，房地产调控可能影响房地产投资，且在半年内仍不明朗，落后产能淘汰和限产政策可能刺激水泥股短暂的表现，但淘汰结果低于预期是大概率，加上2008年以来狂热的新建生产线释放产能，从而带来供需失衡，利润率下滑。因此，水泥板块给予“持有”评级。

如果真得挑选股票，在这个背景下，我们认为有三个投资脉络：一是大蓝筹行情的启动，二是城镇化（包括了区域振兴规划），三是水泥参与固废处理。

大蓝筹行情的启动本身是个无奈的命题，只是海螺水泥、冀东水泥等优质水泥企业在2010年初以来表现最为糟糕，若市场风格得以转化，最可能跑赢大市的，恐怕还是水泥白马股，这里的逻辑在于：如果银行、地产股等表现糟糕，那么水泥板块没有上涨动力，那么挑选估值最安全的。如果银行、地产股等表现良好，那么大盘蓝筹启动，也会带动中游蓝筹的上涨，因此首推海螺水泥、冀东水泥。

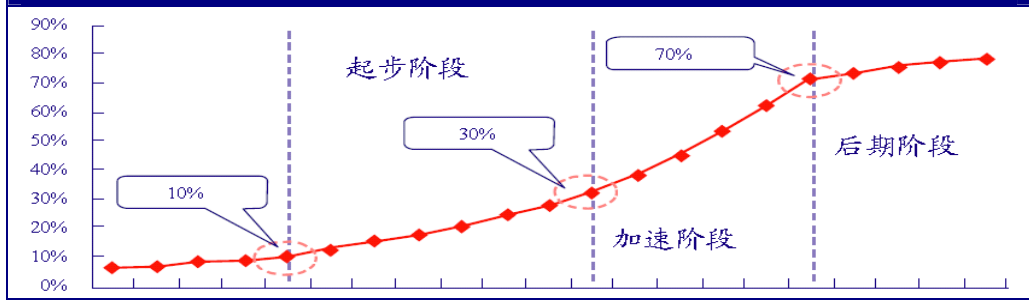
而水泥参与固废处理则刚刚兴起，上游的中材国际具备生产线技术，有望掀起类似于余热发电设备的订单高潮；而海螺水泥、金隅水泥、华新水泥等也具备该技术或计划。首推中材国际和海螺水泥。

关注城镇化（区域振兴）带来的投资机会。“城镇化”已经提倡多年，而且我国已经进入“城镇化加速阶段”，只是目前城镇化是符合中央政府的经济结构升级和促进消费的政策导向的，因此可能进一步出台利好政策，包括区域振兴规划，可以关注西部的水泥和二、三线城市区域的股票，如青松建化、天山股份、祁连山、江西水泥、塔牌集团等。

- 李克强6月1日发表在《求是》的文章指出，城镇化发展水平偏低，制约着我国国内需求的扩大，影响着产业结构的升级，也是区域经济发展不协调的重要原因。因此，加快城镇化进程是经济结构调整的重要内容。
- 当前，世界城镇化水平已超过50%，2008年底中国城镇化率达到45.7%，各地区城镇化进程有较大差异，以北京、上海、深圳等一线城市为代表的超级大城市已经逐步进入“逆城镇化”阶段，而以各省会和经济较发达城市为代表的二线城市，还处在城镇化加速阶段。
- 近年来城镇化提升速度最快的主要是中西部省份，包括河南、湖南、安徽、陕西、重庆、广西、内蒙等省市，而提升速度相对较慢的是东部沿海省市，包括上海、北京、浙江等。我们认为，由于东部沿海省份的城镇化率明显高于中西部，因此未来城镇化率的进一步提升的动力，将主要来自中西部。
- 从提升空间上看，中小城市和城镇占有全国大多数的人口，进一步城镇化提升的空间更大。中小城市和城镇土地价格相对便宜，人均居住

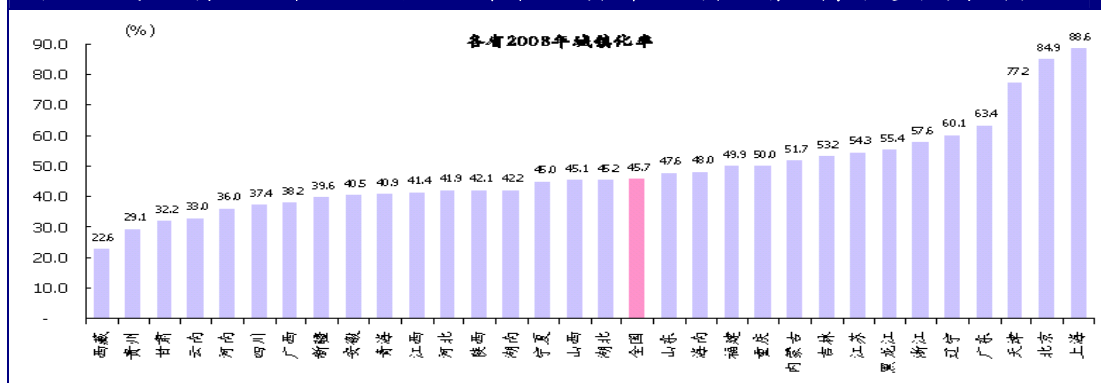
面积可能更大，对钢铁、建材、基础材料的需求可能更大；

图 35: 我国城镇化已经进入加速阶段



数据来源：广发证券发展研究中心

图 36: 我国城镇化水平分化很明显，未来二线和中小城市具有更高的建材需求增长



数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 玻璃行业选股策略

我们调低玻璃行业至“持有”评级。基于平板玻璃价格已经走到了峰值，供给面仍有大量的生产线投产，房地产调控使得市场对明年玻璃的需求产生担心，这些均压制玻璃股的表现。但我们长期看好玻璃深加工的前景，纵使技术门槛并不高，但是在潮流发展的前期，拥有品牌的企业往往能够获得最优质的订单，而主流上市公司具有玻璃深加工的优势，盈利有望更为稳定。预计新建高层建筑和高档社区将更多采用深加工产品，促使该类产品盈利能力较强。推荐中航三鑫、南玻A。

(三) 其他股票

我们认为，人民币可能在汇率改革后年内升值3-6%，但是影响出口企业需求的在于库存周期的变化，根本点又在于欧美国家经济复苏和对未来经济的前景。在当前时点，部分股票已经反映了悲观预期，建议把握节能减排和出口复苏的相关主题，密切留意鲁阳股份、星辉车模、成霖股份、宜华木业等。此外，我们跟踪的佛塑股份、东方锆业等维持“买入”评级。

(五) 重点公司估值与投资评级

表 13: 重点跟踪公司估值与评级

单位: 元 2010-6-21

简称	价格	EPS			PE			市净率 PB	评级	目标价
		09A	10E	11E	09A	10E	11E			
天山股份	20.53	1.12	0.96	0.75	18.33	21.39	27.37	2.86	买入	25.00
青松建化	20.24	0.56	0.81	0.80	36.14	24.99	25.30	5.24	买入	22.00
塔牌集团	11.82	0.54	0.75	0.95	21.89	15.76	12.44	2.47	持有	15.00
南玻 A	10.79	0.68	0.55	0.81	15.87	19.62	13.32	4.36	买入	15.00
海鸥卫浴	6.99	0.08	0.25	0.39	87.38	27.96	17.92	2.72	持有	9.00
成霖股份	4.92	0.24	0.31	0.46	20.50	15.87	10.70	2.99	持有	6.00
鲁阳股份	16.80	0.53	0.83	1.06	31.70	20.24	15.85	3.37	买入	22.00
宜华木业	5.67	0.29	0.41	0.55	19.55	13.83	10.31	1.94	买入	8.00
佛塑股份	13.15	0.01	0.38	0.95	1315	34.61	13.84	6.97	买入	17.50
金晶科技	10.65	0.20	0.68	0.98	53.25	15.66	10.87	2.61	持有	12.00
方大集团	10.53	0.10	0.25	0.38	105	42.12	27.71	7.68	持有	12.00
中航三鑫	13.05	0.18	0.42	0.97	72.50	31.07	13.45	3.75	买入	16.00
东方锆业	18.83	0.37	0.63	1.13	50.89	29.94	16.63	6.70	买入	26.00

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

非金属矿物制品业(01030601)行情走势



相关研究报告

建材行业 2010 年二季度投资策略	黄立图	2010-03-25
建材行业 2010 年策略	黄立图	2009-12-02
建材行业 2009 年 4 季度策略	黄立图	2009-09-21

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。