



华泰联合证券

HUATAI UNITED SECURITIES

建材行业研究分析方法探讨

周焕

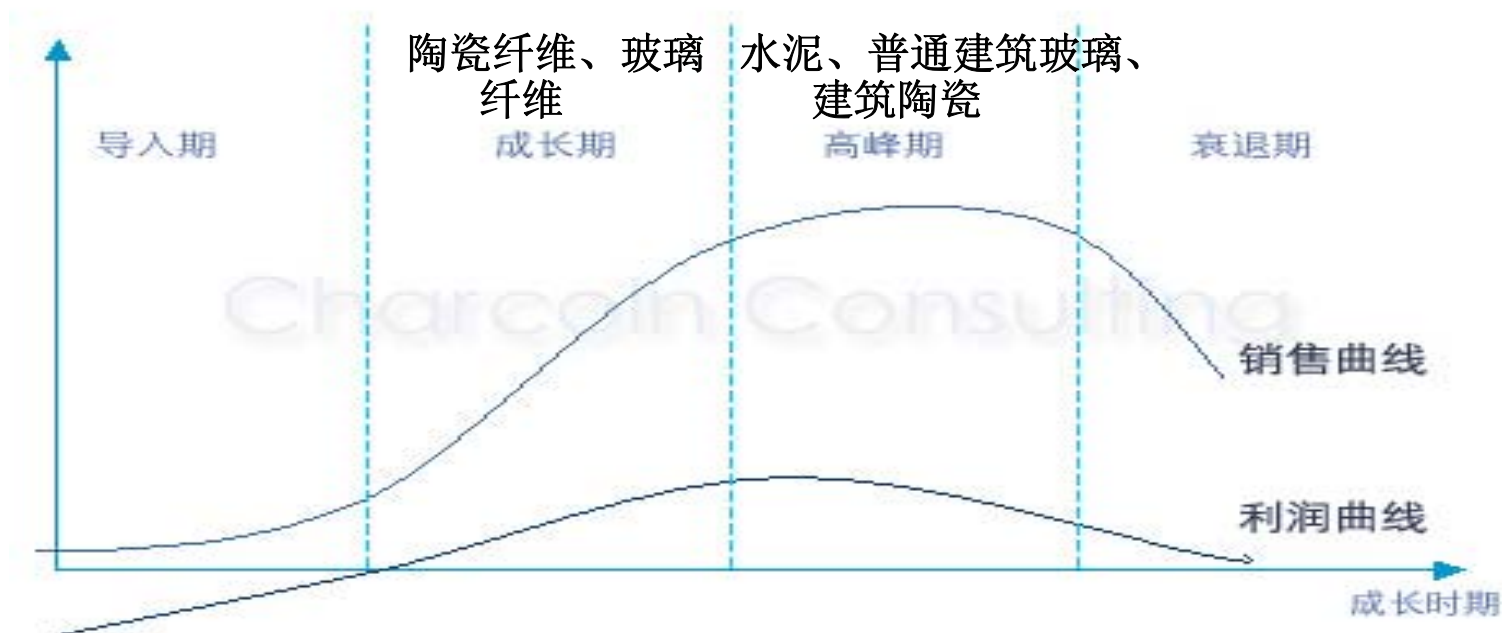
非金属建材行业

华泰联合证券研究所

2010年07月

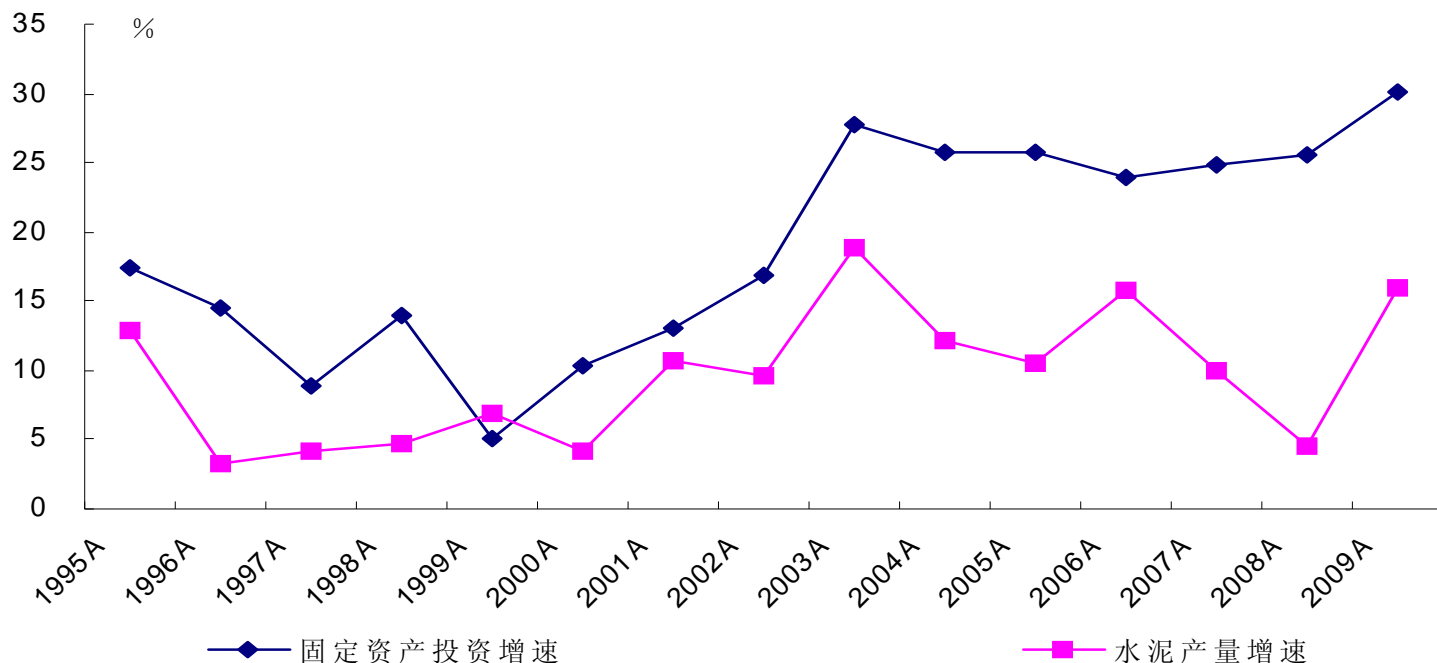
行业描述（1）

- 强周期行业，水泥、玻璃为主 + 玻璃纤维、陶瓷、陶瓷纤维、塑料型材等众多细小子行业，相同子行业内公司同质化程度较高
- 处于不同的生命周期阶段
- 市场不同（内销/出口）



行业描述（2）

- 工业化及其带来的城市化是推动主要建材产品发展的最主要动力
- 和固定资产投资增长密切正相关



行业描述（3）

- 技术进步差异化明显

水泥技术更新缓慢

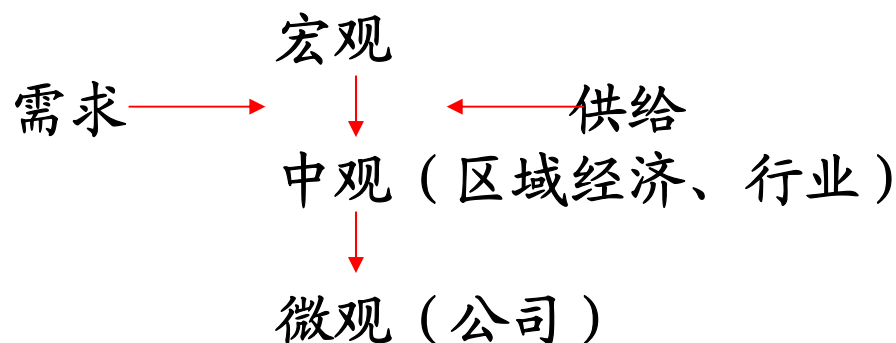
木材 - 泥土 - 石料 - 砖瓦 - 水泥 - ?

新型建材产品品种不断丰富、应用领域不断拓宽
玻璃、玻璃纤维、陶瓷纤维。。。

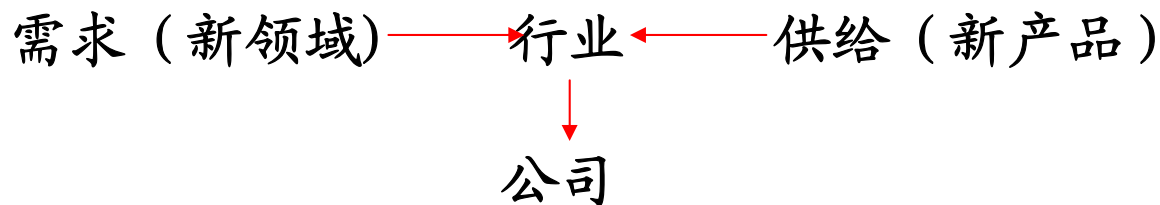
供需分析的基本框架

- 传统建材（水泥、玻璃等）：

自上而下的研究为主

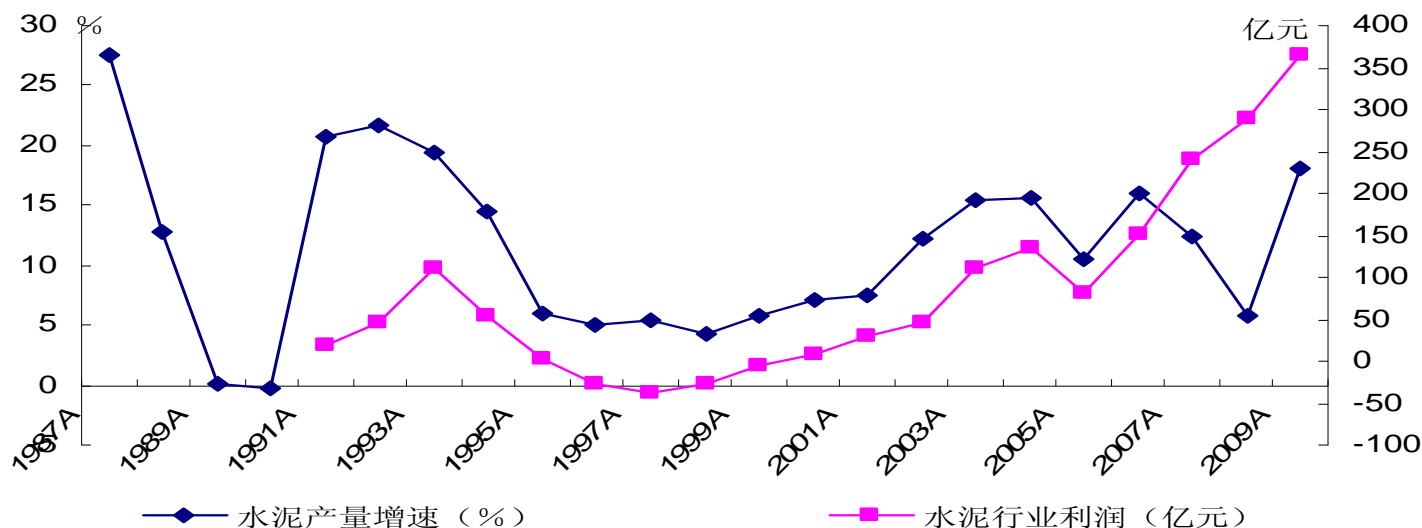


- 新型建材（玻璃纤维等）：



行业周期波动的决定性因素

- 需求 VS 供给
- 需求的影响因素：工业化、基建、房地产、出口、新领域开拓…
- 供给的影响因素：ROE、需求预期、政策、技术进步…
- 大景气周期10年以上，小景气周期3-5年



行业趋势的判断是寻找投资标的的前提

- 大景气周期的判断依据：
社会经济发展阶段、经济增长方式、国外同行业发展历程（可参考，但不能依赖，因为城镇化率、建筑材料偏好等不同）
- 小景气周期的判断依据：
阶段性的供需对比
- 大周期中有小周期
螺旋式发展，波浪式前进

持续的跟踪和预判

- 需求的变化
基建、房地产、工业化、新应用领域的出现…
- 供给的变化
新增产能、淘汰落后、集中度提高、技术进步…

最重要的时刻：行业景气拐点

- 行业景气拐点的触发因素
需求？供给？抑或共同作用？
- 典型例子
04、06、09年的水泥、09年的平板玻璃

景气拐点的预判

- 盛衰交替的市场规律不可抗拒
- 参考历史波动规律
- 历史会相似，但不会完全重复
- 敏锐的前瞻性：超越行业本身的思考
08年底的“4万亿”投资政策
- 技术手段的不足导致精确预测拐点发生的时点是一件困难的事
- 尽可能缩短预测拐点发生的时间段

周期波动与估值变化

- 景气上行阶段，估值提升——“双升”
- 景气下行阶段，估值下降——“双杀”
- 处于谷底时，PE高，PB、重置成本是更有效的衡量指标
- 处于高峰时，PE低，PB高



寻找投资价值变化的驱动力

- 不同的时点，投资价值变化的主要驱动力不同
- 行业层面：
宏观经济、上下游、产业政策、出口…
- 公司层面：
战略、治理结构、资源、技术工艺、市场、原材料采购…
- 最需要关注的是核心竞争力
- 克服习惯性思维的束缚
- 重视估值变化的作用

寻找牛股之案例一：冀东水泥（000401）

- 曾经的行业龙头沉寂多年，06年开始重新振兴：
治理结构大改善（渤海集团解散）
抓住华北、西北基建加速的机会大规模扩张



寻找牛股之案例二：路翔股份（002192）

- 沥青主业平淡无奇
- 进军锂业大幅提升公司价值：

电动汽车发展对锂需求暴涨，盐湖锂产能瓶颈短期难以突破，矿石锂技术成熟，锂矿资源价值凸现



经济结构调整背景下研究视角的调整

- 投资为主拉动经济增长的方式或将结束
- 传统建材（水泥、普通建筑玻璃）整体进入低增长时代，区域差异仍存
- 新应用领域出现（新能源、节能建筑…）拉动新型建材需求进入快速成长期（太阳能电子玻璃、风电叶片、低辐射镀膜玻璃、新型防水防火材料…）
- 传统行业的新作用（水泥窑垃圾处理）
- 研究的宽度和深度同样重要



谢 谢