



Research and
Development Center

首次覆盖：绿色建筑产业化的先行者，市场空间广阔

—— 太空板业（300344. sz）调研报告

2012年12月10日

关健鑫
建筑建材行业首席分析师

证券研究报告

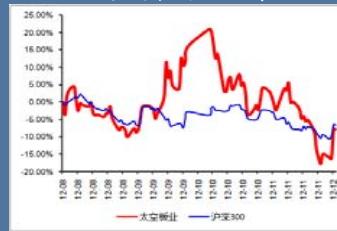
公司研究——调研报告

太空板业 (300344.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

太空板业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-12-7)

收盘价(元)	14.44
52 周内股价波动区间(元)	12.1-18.72
最近一月涨跌幅(%)	(9.49)
总股本(亿股)	1.01
流通 A 股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	14.52

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院
 1 号楼 6 层研究开发中心
 邮编：100031

首次覆盖：绿色建筑产业化的先行者，市场空间广阔

太空板业调研报告

2012 年 12 月 10 日

目标价格：18.08 元

本期内容提要：

- ◆ 太空板独家生产商。太空板属于公司完全自主创新产品，是具备轻质高强、节能保温、防火防结露等特性的新型建材，综合优势突出。
- ◆ 行业处在成长期，市场空间广阔。从工业市场来看，随着经济的企稳和产业转移等建设需求，工业建筑用房增长趋势不会改变，同时在国家建筑节能政策的倡导下，所带来的新型轻质建筑材料市场也越来越大；从民用市场来看，太空板民用住宅采用装配式，且建筑节能达 75%，综合优势明显，此外，新型城镇化建设也给公司发展带来了机遇，公司正在逐步迈入民用建筑市场。
- ◆ 太空板业：绿色建筑产业化的先行者。太空板产品绿色环保、资源综合利用，公司享受免增值税的优惠政策。太空板从设计到安装一体化，生产过程流水线化，产品统一，高度集中，由此大幅提高了工作效率。而近年来劳动力成本逐步提高，更加显现出产业化建筑的优势。
- ◆ 风险：技术被仿冒及泄密风险；应收账款占比较大风险；税收政策风险；原材料价格波动风险。
- ◆ 股价催化剂：中标新订单、民用住宅市场开拓超预期。
- ◆ 盈利预测与投资评级：我们预计 2012-2014 年太空板产品的销量为 109 万平米、193 万平米和 274 万平米；价格方面，太空板产品均价会随着民用产品的推广而略有提升，我们预计 2012-2014 年每平方售价都将保持在 280 元/平米，我们预测公司 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.66 元、1.13 元和 1.55 元。考虑到太空板产品的发展前景以及近期宏观形势的表现，我们认为给予公司 2013 年 16X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 18.08 元。首次覆盖给予“买入”评级。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	255.76	299.29	322.56	567.40	806.69
增长率 YoY %	16.79%	17.02%	7.77%	75.90%	42.17%
净利润(百万元)	47.63	60.41	66.50	114.01	155.37
增长率 YoY%	103.71%	26.82%	10.08%	71.45%	36.28%
毛利率%	43.76%	40.79%	41.26%	40.89%	39.54%
净资产收益率 ROE%	30.76%	24.66%	12.95%	14.20%	16.75%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.47	0.60	0.66	1.13	1.55
市盈率 P/E(倍)	30.47	24.03	21.83	12.73	9.34
市净率 P/B(倍)	5.10	3.94	1.93	1.70	1.45

资料来源：wind, 信达证券研发中心预测

注：股价为 2012 年 12 月 7 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

目 录

投资聚焦.....	1
公司概述：生产太空板产品的高新技术企业.....	2
主营业务与股权结构.....	2
太空板产品：新型建材，承重保温、防火节能一体化.....	4
行业处在高成长期，市场空间广阔.....	5
政策推动新型轻质建筑材料发展.....	5
工业市场已占一席之地.....	7
民用建筑市场厚积薄发.....	11
太空板业：绿色建筑产业化的先行者.....	13
独创太空板产品，拥有核心技术.....	13
资源综合利用，享受免增值税优惠政策.....	14
产业化建筑模式的典范.....	15
先行优势凸显，行业进入壁垒逐步提高.....	17
盈利预测与估值.....	18
原材料成本下行，毛利率维持在高位.....	18
盈利预测：2013年或将成为业绩拐点.....	19
公司估值及投资评级.....	20
风险因素.....	21
技术被仿冒及泄密风险.....	21
应收账款占比较大风险.....	21
税收政策风险.....	21
原材料价格波动风险.....	21

图 目 录

图 1：太空板结构简示意图	2
图 2：太空板产品应用领域	2
图 3：公司所处的产业链位置	2
图 4：公司营业收入及同比情况（单位：百万元）	3
图 5：公司 2011 年销售市场分区域情况	3
图 6：公司净利润及同比情况（单位：百万元）	3
图 7：公司毛利率变情况	3
图 8：公司股权结构	4
图 9：各国新型轻质建筑材料占墙体材料的比例情况	7
图 10：绿色工房设计概念图	8
图 11：厂房仓库累计竣工面积及同比增速（单位：万平方米）	11
图 12：太空板中高层框（板式住宅）	12
图 13：低层无套式无框架装配式住宅	12
图 14：我国住宅新工面积及同比增速	13
图 15：我国住宅完成投资额及同比增速	13
图 16：中国城市化率稳步提升	13
图 17：2005-2010 年世界各国年均城市化率增长	13
图 18：公司研发费用及占营业收入的比重	14
图 19：公司 2011 年人员结构情况	14
图 20：公司装配式住宅安装实例	15
图 21：公司有效产能预测	16
图 22：国际钢铁价格指数（周）	19
图 23：我国水泥价格指数（月）	19

表 目 录

表 1：太空板特性与技术指标	5
表 2：有关国家推广新型建筑材料的一般性法律法规、政策	5
表 3：太空板产品工业厂房应用成功案例	8
表 4：太空板混凝土板材比较	9
表 5：太空板与彩钢板比较	10
表 6：关于民用建筑节能的法规、政策	11
表 7：太空板产品循环利用方式	14
表 8：公司产能、产销量情况（单位：万平方米）	15
表 9：公司产能分布及生产线规划情况	16
表 10：2011 年前五名的工程设计机构占公司营业收入的情况	17
表 11：太空板销售安装成本（单位：元/平米）	18
表 12：公司业务预测	19
表 13：可比公司估值情况	20

投资聚焦

主要内容

我们对太空板业一直保持关注，经过前期实地调研和认真分析，我们对太空板业的公司现状、太空板产品情况做了剖析，并结合行业情况对公司未来发展作出了预测，我们的结论是：**太空板业是绿色建筑产业化的先行者，具备高成长性。**

投资逻辑

受益于绿色建筑政策，新型轻质建材市场空间广阔。太空板产品是从设计到安装一体化，生产过程流水线，产品统一，高度集中，大大提高了工作效率，同时又节约了劳动力成本。随着经济的企稳和产业转移等建设需求，工业建筑用房增长趋势不会改变，工业厂房市场巨大。从民用市场来看，太空板民用住宅采用装配式，且建筑节能达 75%，综合优势明显。

有别于大众的认识

- 1、在达到同样性能的情况下，太空板的产品造价低于彩钢板；
- 2、由于太空板产品高度集中，其生产效率高于国外发达国家；
- 3、太空板产品定位高端客户，其对于产品价格与运输成本不敏感，主要看重产品性能。

股价催化剂

中标新订单、民用住宅市场开拓超预期

关键假设、盈利预测与投资评级

我们认为公司的业绩拐点或将出现在 2013 年。从需求来看，新一届政府上台后需要推出一些较大投资项目来刺激经济，巩固自身的政治地位，从而加快了投资增速，同时 2012 年由于处在政治换届年，许多的重大项目被搁置，其有望在 2013 年再次启动；从供给来看，公司部分新增产能将在 2013 年投入使用，这将大幅增长公司的实际有效产能，保证供给。

根据公司的产能扩张计划以及太空板市场的需求情况，我们预计 2012-2014 年太空板产品的销量为 109 万平米、193 万平米和 274 万平米，而价格方面，我们认为随着公司民用产品的推广，公司产品的均价将会略有提升，我们预计 2012-2014 年每平方米售价都将在 280 元/平米，成本方面我们假定分别为 160 元、161 元和 165 元。我们预测公司 2012-2014 年摊薄后的 EPS 分别为 0.66 元、1.13 元和 1.55 元考虑到太空板产品的发展前景以及近期宏观形势的表现，我们认为给予公司 2013 年 16X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 18.08 元。**首次覆盖给予“买入”评级。**

主要风险

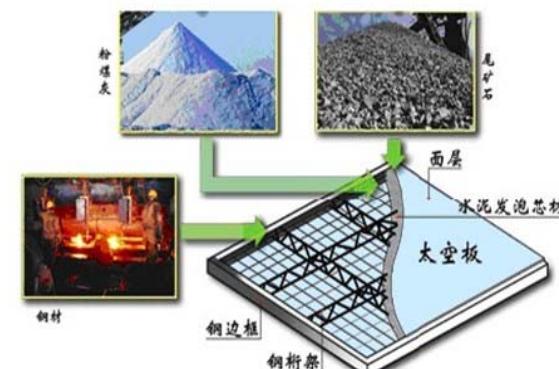
- 1、技术被仿冒及泄密风险；
- 2、应收账款占比较大风险；
- 3、税收政策风险；
- 4、原材料价格波动风险。

公司概述：生产太空板产品的高新技术企业

主营业务与股权结构

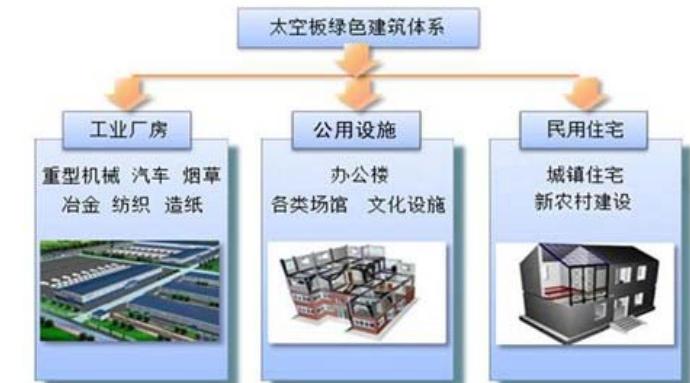
公司主要从事太空板（发泡水泥复合板）系列产品的研发、设计、生产、销售及配套服务。太空板产品主要应用于工业厂房及仓储物流库、公用设施、产业化民用住宅等建筑物的围护体系。

图 1：太空板结构示意图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

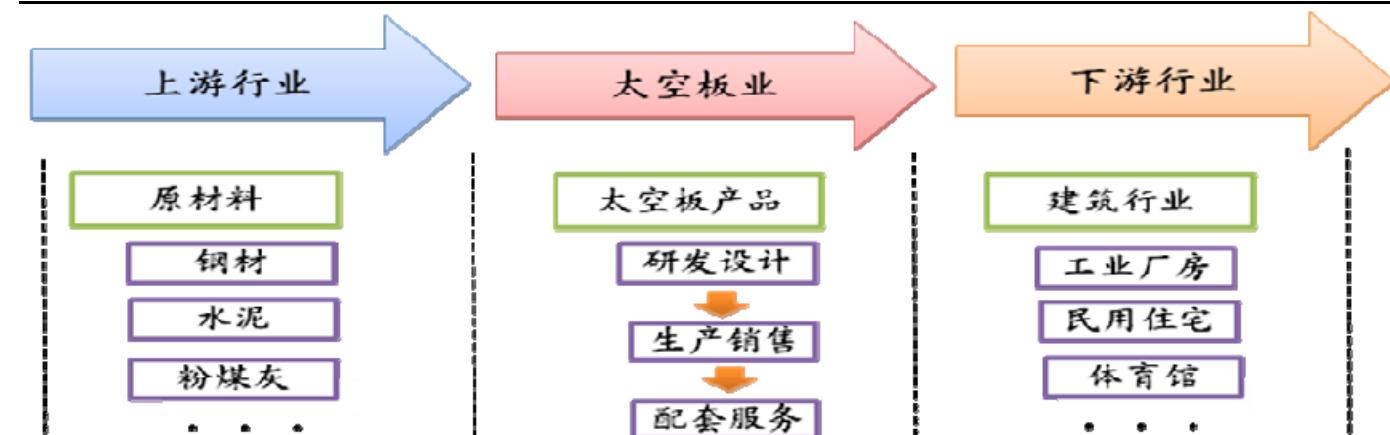
图 2：太空板产品应用领域



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司的上游行业主要为钢材、水泥、粉煤灰、玻璃纤维网格布等原材料，下游行业为建筑行业。

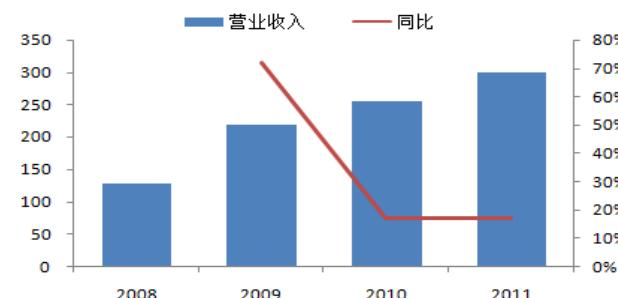
图 3：公司所处的产业连位置



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

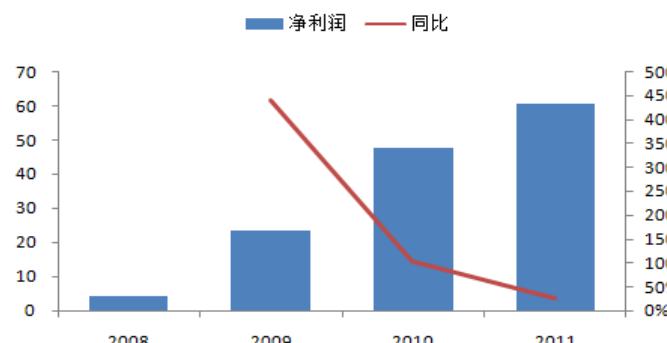
2011年公司实现营业收入299.29百万元，同比增长17.02%，其中太空板销售安装收入为279.98百万元，占比达93.55%。华北、华东和东北是公司主要的销售市场，占总收入比重达86.08%。2011年公司净利润为60.41百万元，同比增长26.81%，近两年公司毛利率水平维持在40%以上。

图4：公司营业收入及同比情况（单位：百万元）



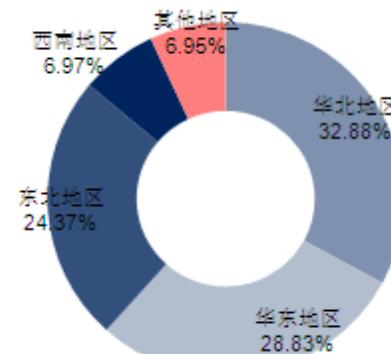
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图6：公司净利润及同比情况（单位：百万元）



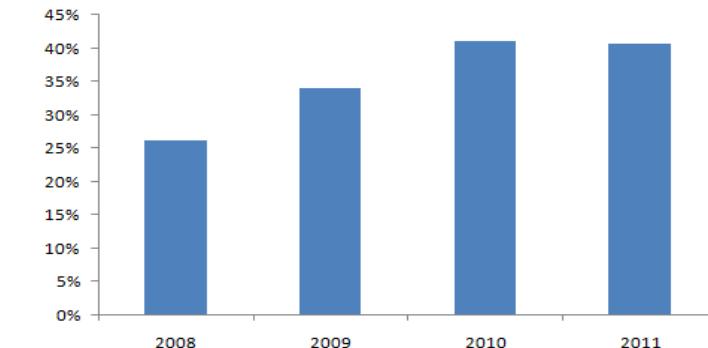
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图5：公司2011年销售市场分区域情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

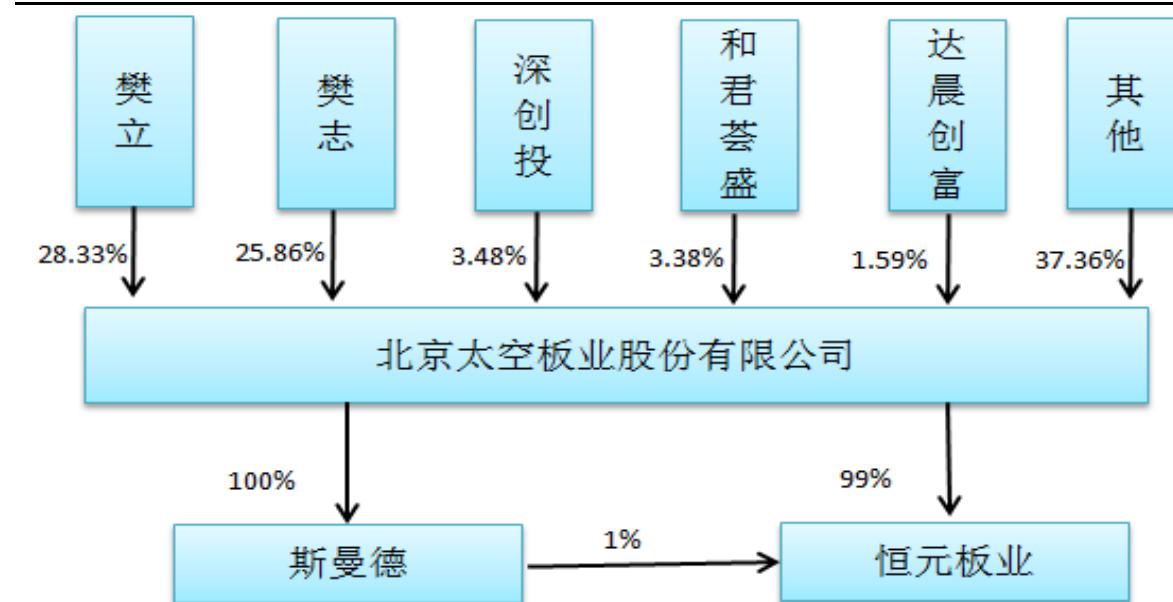
图7：公司毛利率变情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司为民营企业，樊立和樊志为实际控制人。公司由“北京太空板结构工程有限公司”于2000年整体改制发起成立，樊立和樊志（两人系同胞兄弟，樊立为樊志之兄长）是公司的控股股东和实际控制人，共计持有公司5447.5万股，占公司发行后股本的54.19%。

图 8: 公司股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

太空板产品：新型建材，承重保温、防火节能一体化

太空板产品为新型轻质建筑材料。太空板产品是由周边钢围框、内置桁架与发泡水泥芯材及面层复合而成，是公司独立研制开发的新型轻质建筑材料。太空板的钢制围框及内置钢桁架起主要承重作用；发泡水泥芯材起保温作用；发泡水泥与上下面层的二维复合板体起辅助承重作用；复合板体通过发泡水泥的嵌入式膨胀与钢围框及内置钢桁架形成三维立体复合，使太空板成为一种新型的整体受力构件。上述工艺过程可完全在工厂内以专有的生产制造技术加工完成。

太空板产品为新型绿色建筑板材，生产过程中添加重量大于30%的固体废弃物（粉煤灰、废石），实现资源综合利用，屋面、墙板等不同太空板产品寿命终结时的循环利用率均在90%以上。公司太空板产品已经通过“中国环境标志（II型）”认证，使太空板产品成为集环保节能、循环利用为一体的绿色建材产品。

表1: 太空板特性与技术指标

性能	说明
轻质	太空板建筑自重只有现浇结构建筑的 30% 左右。
承重	通过调整太空板板厚及内置骨架, 承重能力可达到 1.0KN/m2-5.0KN/m2。
耐火	太空屋面板耐火极限≥2 小时 (屋顶承重构件国家一级耐火等级为 1.5 小时), 太空墙板耐火极限≥3 小时(特殊要求部位大于等于 5 小时) (墙板国家一级耐火等级为 3 小时)。
耐久	安全使用寿命大于 50 年 (工业用产品)。
隔热	导热系数为 0.071-0.095W/m.k (企业标准), 900°C 高温烘烧 120 分钟后, 背面平均温度小于 45 °C。
隔音	板芯材隔声系数 > 45 (dB)。
抗风	太空板与结构采用焊接连接法, 抗风能力强。
憎水	独特的发泡工艺使芯材具有很高的闭孔率, 憎水性能优越, 吸水率 < 5% 。
保温/节能	与同样厚度的加气混凝土、普通砖墙相比, 太空板保温性能是加气混凝土的 2 倍以上, 是普通砖墙的 8 倍以上。

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

行业处在高成长期, 市场空间广阔

政策推动新型轻质建筑材料发展

我国在 2006 年 3 月颁布了《绿色建筑评价标准》(GB/T 50378-2006), 这是我国批准发布的第一部有关绿色建筑的国家标准。绿色建筑是指在建筑的全寿命周期内, 最大限度地节约资源 (节能、节地、节水、节材)、保护环境和减少污染, 为人们提供健康、适用和高效的使用空间, 与自然和谐共生的建筑。新型轻质建筑材料符合绿色建筑的要求, 不仅使房屋功能得到改善以满足居住和工业生产的特定需求, 也与国家节能环保经济发展方向相一致, 因此成为国家政策大力支持的领域。

表2: 有关国家推广新型建筑材料的一般性法律法规、政策

序号	文件名称/实施时间	发布单位	相关主要
1	《工业和信息化部关于印发<建材工业“十一五”发展规划>的通知》 (2011 年 11 月 8 日)	工业和信息化部	结合绿色建筑、建筑节能、旧城改造、安居工程、新农村建设、防灾减灾及灾后重建等专项工作, 以节能门窗、节能墙体、节能屋面系统为重点, 生产并推广使用轻质节能墙体材料以及新型抗震节能集成房屋。
2	《国家发展改革委关于印发<“十二五”墙体材料革新指导意见>的通知》 (2011 年 11 月 15 日)	国家发改委	鼓励新型墙体材料向轻质化、高强化、复合化发展, 重点推进节能保温、高强防火、利废环保的多功能复合一体化新型墙体材料生产应用。

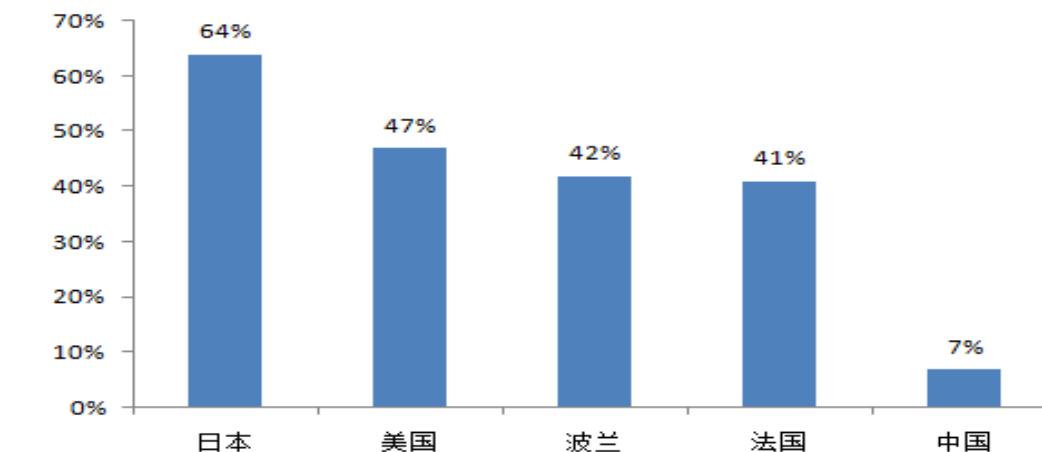
3	《中华人民共和国节约能源法》 (2008年4月1日)	全国人大	对工业节能、建筑节能等节能工作的领导，部署、协调、监督、检查、推动等进行了明确规定。
4	《关于印发新型墙体材料专项基金征收使用管理办法的通知》 (2007年12月17日)	财政部、国家发改委	采用征收新型墙体材料专项基金的方法促进新型墙体材料的推广。凡新建、扩建、改建建筑工程未使用《新型墙体材料目录》规定的新型墙体材料的建设单位(以下简称建设单位)，应按照本办法规定缴纳新型墙体材料专项基金
5	《建材工业“十一五”规划》 (2007年3月)	中国建筑材料工业协会	继续推进墙体材料革新和建筑节能工作。以发展复合多功能墙体材料为重点，加快淘汰实心黏土砖，逐步提高新型墙体材料的生产和应用比例，注重提高新型墙体材料生产技术装备水平。到“十一五”末，使新型墙体材料的应用比重达到60%以上，所有城市禁止使用实心黏土砖。
6	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》 (2006年3月14日)	全国人大	大力发展战略环保的新型建筑材料、保温材料以及绿色装饰装修材料，推广新型墙体材料和节能产品。
7	《关于进一步加强禁止使用实心粘土砖工作的通知》(2007年6月6日)	原建设部	加大新型墙体材料开发力度。各地建设主管部门要开发满足节能、环保、美观要求的复合型新型墙体材料。
8	《国务院关于加快发展循环经济的若干意见》(2005年7月2日)	国务院	对循环经济的发展提出的全面的宏观指导，加强包括建材(筑)在内的重点行业的能源、原材料、水等资源消耗管理，努力降低消耗，提高资源利用率。
9	《国务院办公厅关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》 (2005年6月6日)	国务院	到2010年底，所有城市禁止使用实心粘土砖；积极推广新型墙体材料。凡财政拨款或补贴的行政机关办公用房、公共建筑、经济适用房、示范建筑小区和国家投资的生产性项目等，都要执行节能设计标准，选用和采购新型墙体材料。新建建筑要强制执行国家已颁布的建筑节能设计标准推进，逐步提高新型墙体材料的生产和应用比例，增加节能建筑面积。到2010年，新型墙体材料产量占墙体材料总量的比重达到55%以上，建筑应用比例达到65%以上；严寒、寒冷地区应执行节能率65%的标准。
10	《建设部关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》(2005年5月31日)	原建设部	提出至2010年及2020年我国建筑节能的具体目标和总体目标。
11	《关于发展新型建材的若干意见》 (2000年10月11日)	原国家经贸委、国家计委	要积极采用新型建筑体系，推广应用高性能、低材能耗、可再生循环利用的建筑材料，因地制宜，就地取材。要提高建筑品质，延长建筑物使用寿命，努力降低对建筑材料的消耗。

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

欧美、日本等发达国家均将轻质建筑板材作为推进住宅进化的首选墙体材料。20世纪90年代初，国外的轻质建筑板材应用已经很普遍。目前，日本轻质建筑材料占墙体材料总量的64%，美国的占比为47%，法国的占比为41%，波兰的占比为42%。目前世界各国轻质建筑板材的应用量都有上升的趋势，建筑板材呈现强劲的增长势头。

经过近30年的发展，我国轻质建筑材料行业已经成为一个品种比较齐全的新兴行业，包括发泡水泥复合板、石膏板及石膏制品、加气混凝土制品等。但目前，国内轻质建材占墙体材料的总量仅7%，未来市场发展空间巨大。

图9：各国新型轻质建筑材料占墙体材料的比例情况

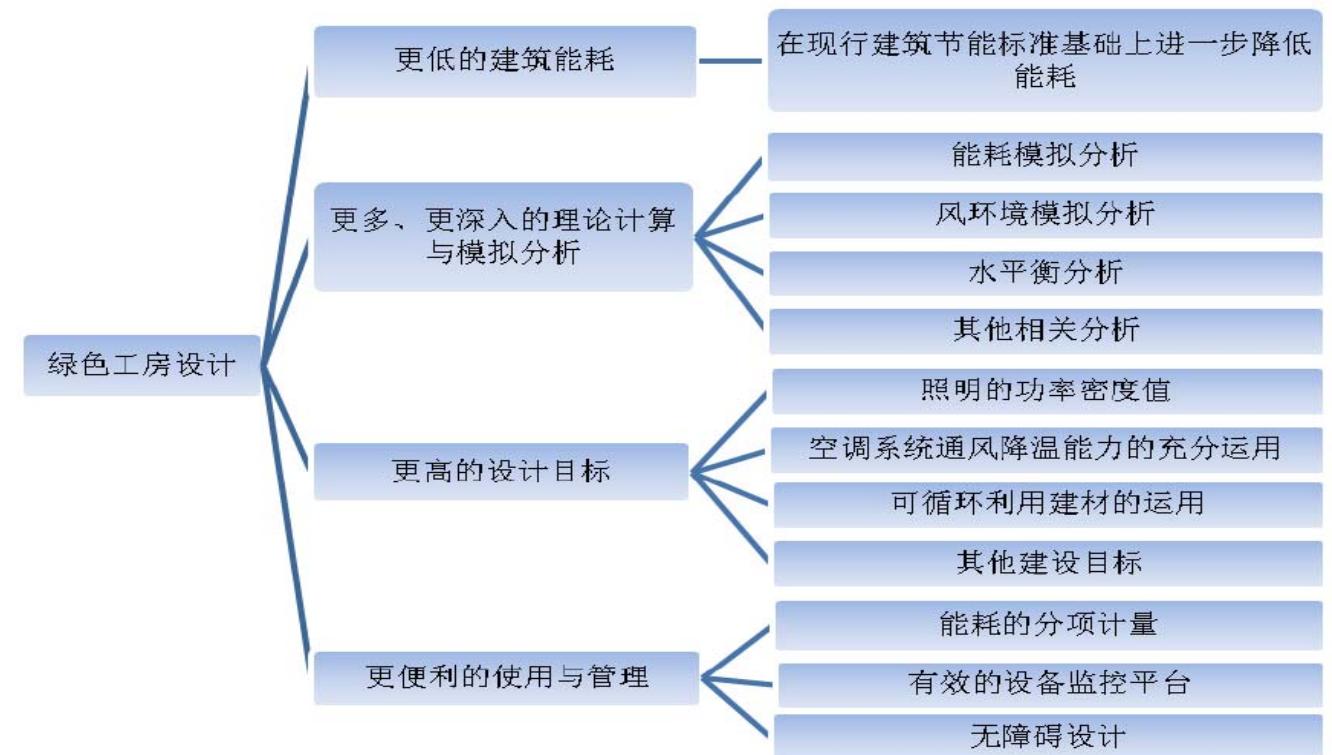


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

工业市场已占一席之地

我国烟草行业率先提出“绿色工房”理念，中国建筑设计研究院节能中心在2007年进入我国烟草行业推动“绿色工房”技术工作，并于2009年初在国家烟草专卖局支持下，正式立项烟草行业《绿色工房评价标准》，并开展标准编制。烟草行业《绿色工房评价标准》的立项，标志着绿色建筑理念全面进入烟草行业，也是我国首次将绿色建筑理念引入工业领域。

图 10: 绿色工房设计概念图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

随着我国节能减排政策的不断推进与实施，工业建筑节能的相关规范标准《绿色工业建筑评价标准》在 2011 年 11 月已经通过审查，将随之出台与颁布，相关标准将对工业厂房建筑围护体系的节能环保提出更高要求，使之达到节约资源（节能、节地、节水、节材）、保护环境和减少污染的要求，工业厂房建筑将朝着绿色、环保、节能、降耗的方向发展。

太空板产品的耐火极限超过国家一级防火等级，同时凭借发泡水泥的高效保温性能，公司已完成 65% 节能率的厂房专用产品设计，实现了防火节能一体化。太空板产品连续多年被北京市发改委认证为“资源综合利用产品”。

表 3: 太空板产品工业厂房应用成功案例

工程名称	工程类别	使用面积(平米)	应用领域
哈飞航空工业股份有限公司总装厂项目等	工业厂房	187,000	航空/汽车
长春轨道客车股份有限公司时速 350 公里动车组制造平台建设项目组装调试联	工业厂房	157,900	机车制造

合厂房等			
一汽大众汽车有限公司 PQ35 总装车间(1-42 轴)项目等	工业厂房	156,000	汽车制造
中信重工机械股份有限公司“新重机工程”重型机加工部厂房土建工程项目等	工业厂房	150,000	重型机械制造
国家物资储备局上海七处异地改扩建工程临港仓库项目等	工业厂房	122,000	仓储物料
哈动力出海口基地燃机厂房(二期)项目等	工业厂房	111,000	重型机械制造
贵州轮胎股份有限公司载重子午线轮胎车间扩建项目等	工业厂房	96,000	轮胎橡胶
湖南长丰猎豹汽车有限公司长沙基地冲压车间、组焊车间项目等	工业厂房	94,000	汽车制造
湖北东风汽车公司铸造二厂 50 厂项目等	工业厂房	79,000	汽车制造
哈尔滨锅炉厂十厂房太空板屋面工程项目等	工业厂房	78,100	动力机械制造
中海油公司海油工程(青岛)场地项目组块结构车间工程项目等	工业厂房	65,000	石油、天然气开采
奇瑞汽车公司四期涂装厂房太空板工程项目等	工业厂房	55,000	汽车制造
东方电气(广州)重型机器有限公司建设项目联合厂房(一)主体建筑安装工程等	工业厂房	50,000	电力
长江三峡工程三峡左右岸电站项目等	工业厂房	46,000	电力
上海浦东国际机场物流仓库项目等	工业厂房	37,000	仓储物流
淮阴卷烟厂十五技改后期项目等	工业厂房	30,000	烟草制造
中国一重大连北厂区三号联合厂房项目等	工业厂房	30,000	重型机械
杭州凤起机床有限公司年产 1200 台数控机床建设项目等	工业厂房	28,600	机械制造

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

太空板综合优势明显，逐步取代传统钢板。工业厂房建筑中厂房的围护体系主要为传统水泥板、彩钢板以及太空板等新型轻质建筑材料。新建工业厂房中已经很少采用传统水泥板，主要采用彩钢板产品及太空板等轻质建筑材料，目前彩钢板产品的比例较高，但太空板等轻质建筑材料的比例在逐步增加。因此，目前工业厂房建筑围护体系的竞争主要体现为彩钢板与太空板等轻质建筑材料之间的竞争。

太空板产品与彩钢板相比，在环保、防火、防结露、耐久性、承重等性能都有明显优势。在价格方面，目前太空板产品的售价在 270 元/平米左右，而普通彩钢板价格在 220 元/平米左右，而高端彩钢板则 300 元/平米以上。对于高端客户来说，若采用普通的彩钢板，为达到防火等要求必须配套喷淋系统等，其最终造价会是太空板产品的两倍，因此，针对高端客户，太空板产品在价格相比普通彩钢板仍有优势。

表 4：太空板混凝土板材比较

产品	优点	缺点
混凝土板材	耐久性强,能够用于承重性要求很高的建筑。	自重较大,对建筑结构要求高,需另设保温层,工程施工复杂、综合造价较高;

太空板	承重保温一体化、防火节能一体化，轻质高强、节能环保。施工工艺简单、推广可行性强；耐久性与混凝土相当、综合经济效应较好。一级防火，防火防结露性能好。	应用领域有待推广，墙板产品远距离运输有待改善，价格中等偏上
-----	---	-------------------------------

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

表5：太空板与彩钢板比较

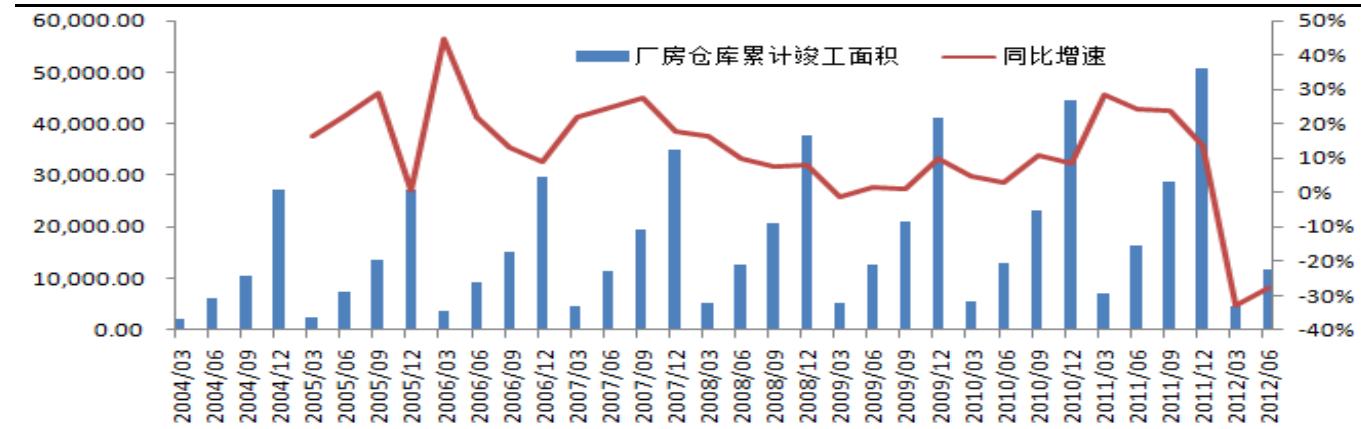
项目	双层彩板填充玻璃棉（岩棉）	发泡水泥复合板
环保	填充的玻璃棉（岩棉）易粉化并持续向室内外排放粉尘；	对室内外空气无污染；
循环利用	玻璃棉（岩棉）不能实现循环利用；	可循环利用，符合循环经济要求；
防火	压型钢板，耐火极限小于0.5小时；	太空屋面板耐火极限≥2小时（屋顶承重构件国家一级耐火等级1.5小时），太空墙板耐火极限≥3小时（特殊要求部（墙板国家一级耐火等级3小时）；位大于等于5小时）
防水	因压型钢板轻钢屋面的咬口施工技术水平不一，屋面脊板处是最易漏雨且不易处理的部位；	与柔性卷材配合防水安全可靠；
防结露	分层铺设工艺无法阻断高湿空气穿透，易结露；	产品特性及专有应用技术的采用，从根本上根除了厂房内的结露问题；
耐久性	彩色钢板使用寿命15-20年；	安全使用年限大于50年（工业用产品）；
承载能力	0.45-0.7KN/m ²	1.0KN/m ² -5.0KN/m ²
安装服务	现场分层铺设，施工工序及节点处理繁杂。	安装工序简单，效率高。

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

其他与太空板类似的新型轻质建材，包括舒乐舍板、加气混凝土板、纤维增强水泥板等等，他们多使用其他轻质骨料混合物简单替代发泡水泥做芯材，在产品结构上也与太空板产品具有一定差异，这些新型建材也可以在一定程度上起到替代彩钢板的功能，但在综合性能上不及太空板产品，在工业厂房的使用量也低于太空板。

工业建筑市场巨大。2011年全国厂房仓库竣工面积达50,579.51万平米，同比增长13.28%，今年一季度受宏观调控等影响有所回落，但二季度已经有所反弹。长期来看，随着经济的企稳和产业转移等建设需求，工业建筑用房增长趋势不会改变，同时在国家建筑节能政策的倡导下，所带来的新型轻质建筑材料市场也越来越大，而太空板产品将凭借自身良好的性能与竞争优势夺得一席之地。

图 11: 厂房仓库累计竣工面积及同比增速 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

民用建筑市场厚积薄发

我国建筑用能占到全社会终端能源消耗量的 20%以上，但是建筑用的利用率却很低，即使是目前在推行的 65%标准，也远落后于发达国家的水平，而其中民用建筑市场将是建筑节能的重要组成部分。

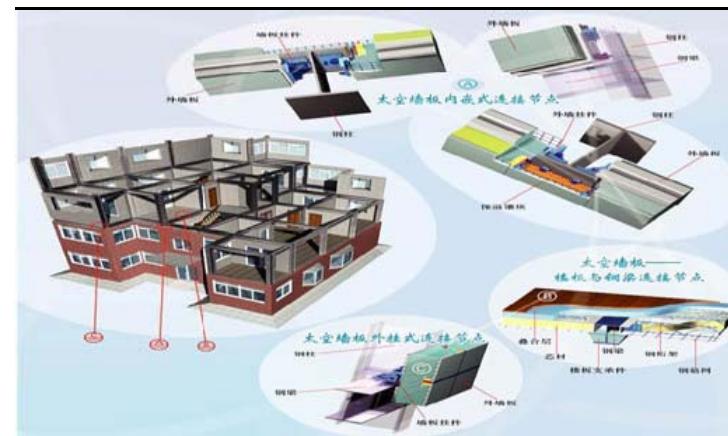
表 6: 关于民用建筑节能的法规、政策

文件名称/实施时间	发布单位	相关主要内容
《民用建筑外保温系统及外墙装饰防火暂行规定》(2009 年 9 月 25 日)	公安部、住房和城乡建设部	对民用建筑的墙体及屋顶所用保温材料的燃烧等级进行了明确规定。
《民用建筑节能条例》(2008 年 8 月 1 日)	国务院	对新建建筑节能、既有建筑节能、建筑用能系统运行节能等进行了系统性规定。
《民用建筑节能管理规定》(2006 年 1 月 1 日)	原建设部	鼓励发展新型节能墙体和屋面的保温、隔热技术与材料。
《严寒和寒冷地区居住建筑节能设计标准》(2010 年 8 月 1 日)	住房和城乡建设部	
《公共建筑节能设计标准》(2005 年 7 月 1 日)	原建设部	
《夏热冬暖地区居住建筑节能设计标准》(2003 年 10 月 1 日)	原建设部	在民用建筑节能设计标准上提出了系列全套标准，以进一步推进建筑节能工作，已经涵盖了民用建筑领域的主要方面。部分标准为强制性指标。
《夏热冬冷地区居住建筑节能设计标准》(2001 年 10 月 1 日)	原建设部	

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

太空板民用住宅采用装配式，建筑节能达 75%。太空板装配式住宅，以“板式全装配”完成低层级住宅的建造。以工厂化生产的太空板，通过板间连接在完成住宅装配式建造的同时，使装配式住宅拥有了太空板产品安全健康、环保节能、循环利废等品质特征。太空板是以周边钢围框、内置桁架与发泡水泥芯材及面层复合而成的轻质构件产品，可以作为建筑的围护体系——外墙板，内隔墙板，楼板及屋面板使用。具有承重保温一体化特性的太空板，用螺栓现场快速组装，形成设计使用寿命大于 70 年的太空板装配式住宅。太空板装配式住宅产品以实现承重保温一体化，建筑节能达 75%。

图 12：太空板中高层框（板式住宅）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 13：低层无套式无框架装配式住宅

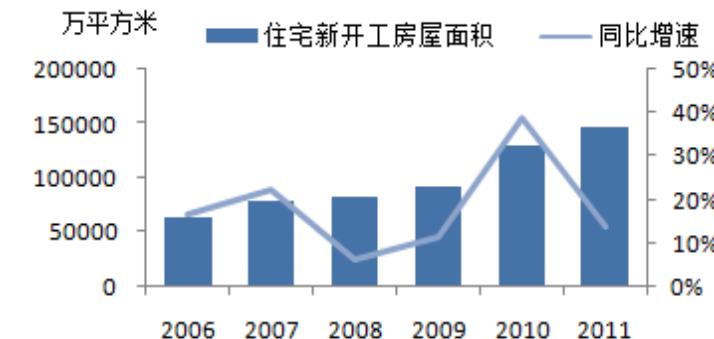


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

新型城镇化建设带来发展机遇。2011 年我国住宅新开工面积 14.72 亿平方米，远高于同期厂房和仓库。而在 2011 年末，我国城市化率首次超过 50% 达到 51.27%，表明我国城市化进程取得重大突破。新一届政府有关领导人近期提出走新型城镇化建设道路，以此来破解城乡二元结构难题。我们认为，随着新城镇化的深入，未来城市经济圈的投资发展有望加速发展，其中东部京津冀、长三角、珠三角这些相对成熟的经济圈会进一步提升，而中西部地区则会加快培育新的城市群，形成新的增长空间。总体来看，我国目前已处于城市化中后期，除满足新移民到城市的人口的居住需求外，更要适应城市居民快速兴起的商业、社会活动需求增加以及改善住宅品质的意愿，我们预计 2015 年城市化率将超过 55%。因此，我国城市住宅、公共建筑、商业用地以及新农村建设和保障房建设发展仍具备加速度。

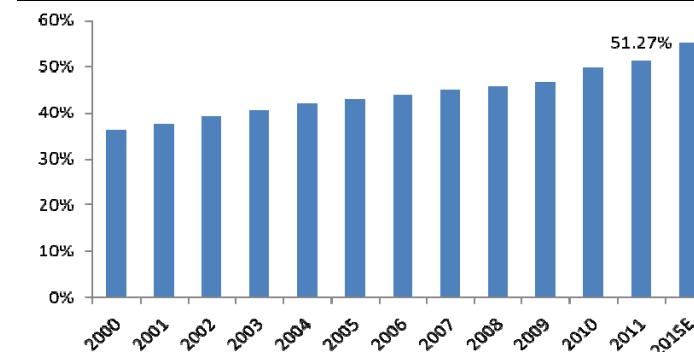
太空板产品可以应用于民用建筑，已经顺利试点过民用建筑示范项目。目前公司产品切入民用领域主要有两个途径：一是与国内大房地产商合作；二是与政府签订，主要是针对保障房与安置房，例如公司正在洽谈北京房山区灾后居民房屋重建工作。随着我国住宅产业化以及装配式住宅政策的推进，太空板民用建筑市场拥有巨大的空间。

图 14: 我国住宅新开工面积及同比增速



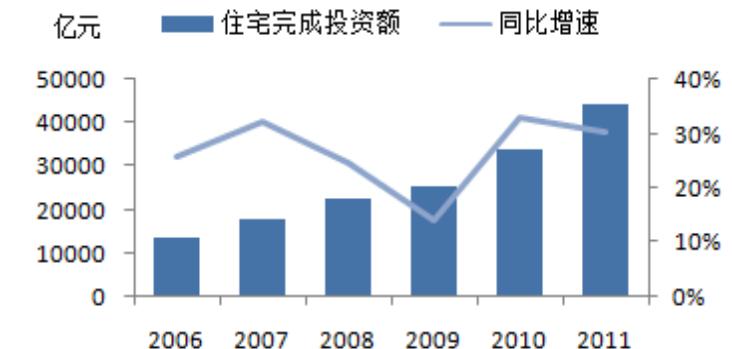
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 16: 中国城市化率稳步提升



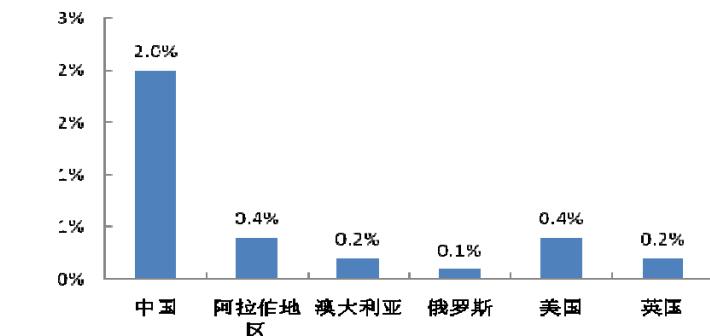
数据来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 15: 我国住宅完成投资额及同比增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 17: 2005-2010 年世界各国年均城市化率增长



数据来源: bloomberg, 信达证券研发中心

太空板业：绿色建筑产业化的先行者

独创太空板产品，拥有核心技术

公司核心技术来源都属于原始创新，全球独此一家，主要包括：发泡水泥（编号：ZL99122245.8）、承重保温及防火一体化（一种发泡水泥复合板的生产制造方法（编号：ZL02159997.1））、一种装配式住宅连接建造方法（编号：ZL200910237377.8）。

公司重视研发创新，设立研究所，有一套完整的产品研发方案。近年来，研发费用占营业收入比重稳步提升，2011 年为 6.71%。

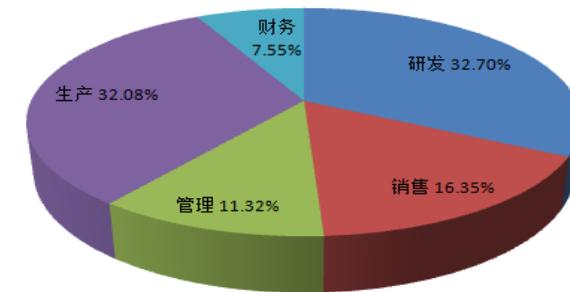
公司在岗研发技术人员 52 名，占公司总人数的 32.7%。公司还专门成立了绿色建筑工业研究中心。

图 18: 公司研发费用及占营业收入的比重



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 19: 公司 2011 年人员结构情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司不断改进工艺，进一步提高生产自动化水平。除现有专利技术和专有技术外，公司仍在不断进行创新研发，持续改进生产工艺，逐步实现自动配料以及模具车流转自动控制，提高生产流程的自动化率。未来随着对生产设备实施技术的持续升级改造以及工艺路线的不断完善，有望逐步降低对劳动力的需求，确保产品附加值的提升。

资源综合利用，享受免增值税优惠政策

太空板产品原料中添加了 30%以上的粉煤灰及废石等固废材料，生产每万平方米太空板产品消纳固体废弃物约 200 吨。太空板产品在正常使用、高温环境及火焰烘烧时，均无有毒气体或有害粉尘析出。公司因符合国家有关“节能减排”的政策，得到国家资源综合利用的产业政策支持，享受免增值税的优惠政策。

此外，太空板产品在利用完毕以后也能实现循环利用。太空板产品寿命终结时，其钢围框及芯材可循环利用，材料的循环利用率平均在 90%以上，引领了建材行业绿色环保的发展。

表 7: 太空板产品循环利用方式

产品原材料	产品组成部分	循环利用方式
水泥、粉煤灰	发泡芯材	破碎后 100% 作为建筑用轻骨料
钢材	钢围框、钢桁架	100% 回收熔炼
水泥、废石	上、下面层	废弃物或粉化后再利用

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

产业化建筑模式的典范

太空板产品集成度高，大幅提高效率，节约劳动力成本。太空板产品是从设计到安装一体化，生产过程流水线，产品统一，高度集中，大大提高了工作效率，同时又节约了劳动力成本。而在美国、加拿大等发达国家通常产品较为分散，需要很多家企业合作完成，所以效率会相对低一点。而近年来劳动力成本逐步提高，更加显现出产业化建筑的优势。

图 20：公司装配式住宅安装实例



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司产能将实现迅速扩张。从公司的发展历史来看，产能不足一直是制约公司进一步壮大的主要因素。公司自 2009 年起产能利用就已经饱和，产能利用率基本在 100%，也就是说公司的销量基本由产能决定。在 IPO 之后，公司所融资金也主要用于产能的扩张。

表 8：公司产能、产销量情况（单位：万平方米）

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度
平均产能	60	80	95	110
产量	43.92	92.1	101.32	99.96
销量	53.04	85.37	94.3	103.67
产能利用率	73.20%	115.13%	106.65%	90.87%
产销率	120.77%	92.69%	93.07%	103.71%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

根据募投项目的计划，公司将新增 400 万平米的产能，投入资金总额为 4.01 亿元。从目前生产线建设的情况来看，曹妃甸一期 100 万平米生产线已经基本完成，预计在 2012 年底投产，新增的生产线可同时满足工业厂房和民用住宅的需求。此外，

近期公司与江苏武进绿色建筑产业集聚示范区管理委员会签订了战略合作意向书，拟在示范区投资建设太空板华东生产基地和建筑工业化基地，一期生产线建设规划为 100 万平方米，二期将在一期投产后 18 个月内完成扩建，产能达到 200 万平方米。我们认为，随着公司业务的发展以及下游需求的变化，同时考虑到交通运输成本等因素，公司生产线基地的选址可能会有所变化，但整体新增 400 万平米产能的计划不会改变，我们预计公司将在 2013-2015 年之间每年投产 100 万平方米左右的产能，在 2015 年底公司产能将达 510 万平方米，相比 2011 年增加了 4 倍左右。

表 9：公司产能分布及生产线规划情况

分布	产能（万平方米）	投产情况	说明
北京生产基地	110	已投产	产品主要用于工业厂房。
河北曹妃甸生产基地	100（一期）	预计 2012 年底投产	可同时用于工业厂房和民用住宅，借助当地便利的交通来满足北京以外地区的销售。
	100（二期）	规划建设中	
江苏武进生产基地	100（一期）	预计将于 2013 年开工	公司将根据下游需求情况和生产建设情况推进，具体生产基地选择可能会随着公司业务发展而变化，我们预计公司将在 2013-2015 年之间每年投产 100 万平方米左右的产能。
	100（二期）	在一期投产后 18 个月内完成	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：公司有效产能预测



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

产业化推广以设计院推荐为主。由于太空板产品主要应用于建筑物的围护体系，根据产品和行业特点，公司通常采用的销售模式是经工程设计机构（设计院）设计认可并经项目业主或总承包单位确认后，采用直接销售的方式销售产品。公司于 2001 年初申请编制国标图集，并于 2002 年完成了国家建筑标准设计图集《发泡水泥复合板》(02ZG710) 的审核编制与公布发行。

随着国标图集发行后持续近 10 年的宣传推广及应用，太空板产品已在众多在型设计院以及省级设计构中获得了广泛认可。而工程设计机构在对发行人的产品及其他同类产品深入了解后，在选用过程中一般不需要特殊条件及工作程序，但通常具有国家标准图集的产品是工程设计机构及设计师的首选方案。

对于业主来说，在选择使用具体建筑材料的时候，很大程度会听从设计院的建议。公司目前已经与多家设计建立了良好的合作关系，设计院有项目信息时会与公司沟通，公司会进一步跟甲方进行交流。公司主要通过设计院的优势来进一步开拓市场，前五大工程设计机构占公司的营业收入已经超过了 50%。

表 10：2011 年前五名的工程设计机构占公司营业收入的情况

设计机构	相关收入总额	占当前期收入比例
机械工业第一设计研究院	4,523.80	15.12%
机械工业第二设计研究院	4,503.21	15.05%
机械工业第六设计研究院有限公司	3,400.94	11.36%
中冶京诚工程技术有限公司	2,127.52	7.11%
中元国际工程设计研究院	1,687.94	5.64%
合计	16,243.41	54.28%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

此外，对于一些重点行业的工业厂房，公司也会利用自己的销售队伍进行跟踪推荐。对于民用市场方面，公司会与地产商合作，还会与政府合作进行项目示范，以此来打开民用市场。

先行优势凸显，行业进入壁垒逐步提高

政策壁垒。建筑材料行业整体能耗大，其生产能耗占全国能耗的 9%左右，占工业能耗的 15%左右。国家对传统建筑材料行业的政策是节能减排、抑制产能，鼓励支持新型建筑材料的发展。《建材工业“十二五”发展规划纲要》中指出，建材行业要大力发展保湿隔热材料，加快新型墙体材料及节能门窗等建筑围护材料，继续推进墙体材料革新和建筑节能工作，到“十二五”末，新型墙体材料产量占墙体材料总量的比重达到 65%以上。北京市出台的《北京市居住建筑节能设计标准》中也提出，住宅的相关建筑节能标准提至 75%。因此，新进入者必须符合国家节能减排、低碳环保的产业政策。

技术壁垒。太空板等轻质建筑材料在生产过程中可以因地制宜合理利用地方资源与工业废渣，满足节能、节地、利废的要求；同时新型建筑材料通常集多种功能于一身，因此对新进入本行业的企业具有一定的技术壁垒。

市场壁垒。轻质建筑材料需经过相关部门严格的资格认证和质量检测，还需要经过较长的实际运行时间来证明产品的可靠性，我们认为这是企业无形的“品牌壁垒”。以太空板产品为例，进入国内工业建筑市场的大型建材（屋面及墙板）必须满足与钢结构配套应用的技术要求，产品需要经过工程设计机构（设计院）设计推荐客户选用，因此相关产品通常要求具备省级以上

规格的标准略集。因此，新进入本行业的企业需要具备较长的市场应用实践才能进行规模推广。

盈利预测与估值

原材料成本下行，毛利率维持在高位

公司的毛利率一直维持在高位，2011年达40.8%，领先于建材行业。原材料成占公司营业成本的80%左右，其中，钢材、水泥以及人工成本是最重要的成本，分别占到生产成本的39%、13%和9%。

今年以来，钢材和水泥的价格同比都有所下滑，使得公司毛利率维持在高位。由于钢铁行业目前产能严重过剩、库位维持在高位，我们认为钢材价格反弹空间不大，后市仍将在低位运行；水泥行业在进入四季度旺季后价格有所反弹，但是由于下游需求支撑有限以及行业产能过剩的影响，我们认为水泥价格后市上涨空间已经不大，对于公司的成本影响有限。

表11：太空板销售安装成本（单位：元/平米）

项目	2009年		2010年		2011年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
原材料成本	104.78	66.88%	113.25	74.68%	116.5	75.55%
其中：钢材	51.72	33.02%	55.03	36.29%	60.33	39.12%
水泥	19.41	12.39%	20.91	13.79%	20.13	13.05%
专用配料	7.61	4.86%	8.31	5.48%	9.38	6.08%
网格布	8.13	5.19%	8.62	5.68%	8.47	5.49%
油漆	4.7	3.00%	3.44	2.27%	3.67	2.38%
其他材料成本	13.2	8.43%	16.95	11.18%	14.53	9.42%
生产人工成本	22.03	14.06%	18.16	11.97%	14.56	9.44%
制造费用	9.35	5.97%	8.52	5.62%	10.15	6.58%
安装成本	20.5	13.09%	11.71	7.72%	12.99	8.42%

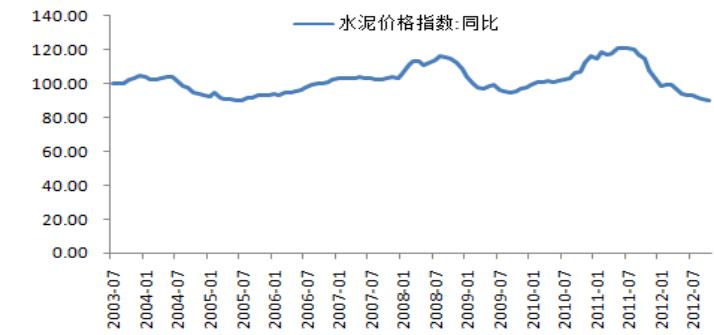
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 22: 国际钢铁价格指数 (周)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 23: 我国水泥价格指数 (月)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

盈利预测: 2013 年或将成为业绩拐点

2012 年由于宏观经济运行放缓以及政府换届等因素影响, 公司的业绩受到了一定程度的影响。但我们对于公司 2013 年的业绩仍保持乐观态度, 主要是以下两个原因: 一是新一届政府上台后需要推出一些较大投资项目来刺激经济, 巩固自身的政治地位, 从而加快了投资增速, 同时 2012 年由于处在政治换届年的时候, 许多重大项目特别是迁移或争议较大的项目会因为“维稳”而被搁置, 这使得当年有一部分投资不可避免地受到了压制, 但在换届完成后通常会集中释放; 二是公司部分新增产能将在 2013 年投入使用, 这将大幅增长公司的实际有效产能, 保证供给。

根据公司的产能扩张计划以及太空板市场的情况, 我们预计 2012-2014 年太空板产品的销量为 109 万平米、193 万平米和 274 万平米, 而价格方面, 我们认为随着公司民用产品的推广, 公司产品的均价将会略有提升, 我们预计 2012-2014 年每平方米售价都将在 280 元/平米, 成本方面我们假定分别为 160 元、161 元和 165 元。我们预测公司 2012-2014 年摊薄后的 EPS 分别为 0.66 元、1.13 元和 1.55 元。

表 12: 公司业务预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
太空板业务						
销售收入 (元)	206,743,990.93	254,837,904.24	279,976,274.29	306,432,000.00	539,028,000.00	766,360,000.00
销量 (万平米)	85.37	94.30	103.67	109.44	192.51	273.70
单价 (元/平米)	242.17	270.24	270.06	280	280	280
销售成本 (元)	133,745,083.15	143,005,491.24	159,857,642.20	175,104,000.00	309,941,100.00	451,605,000.00

成本(元/平米)	156.67	151.65	154.20	160	161	165
毛利率	35.31%	43.88%	42.90%	42.86%	42.50%	41.07%
配套防水业务						
销售收入(元)	12,241,508.18	924,372.66	19,315,709.30	16,128,000.00	28,369,894.74	40,334,736.84
销售成本(元)	10,719,921.41	831,131.50	17,345,375.85	14,369,113.75	25,420,046.24	36,099,013.49
毛利率	12.43%	10.09%	10.20%	10.91%	10.40%	10.50%
合计						
营业收入(元)	218,985,499.11	255,762,276.90	299,291,983.59	322,560,000.00	567,397,894.74	806,694,736.84
增长率	72.16%	16.79%	17.02%	7.77%	75.90%	42.17%
营业成本(元)	144,465,004.56	143,836,622.74	177,203,018.05	189,473,113.75	335,361,146.24	487,704,013.49
毛利率	34.03%	43.76%	40.79%	41.26%	40.89%	39.54%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司估值及投资评级

公司的太空板产品属于独创，全球独此一家，因此并无直接可比的上市公司，根据公司所属的行业特点，我们主要参照了上市公司中新型建材企业，选取了开尔新材、栋梁新材、扬子新材、东方雨虹以及北新建材这五家公司作为可比公司样本，这五家公司 2013 年的平均 PE 为 17.33X，目前为 23.63X。考虑到太空板产品的发展前景以及近期宏观形势的表现，我们认为给予公司 2013 年 16X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 18.08 元。**首次覆盖给予“买入”评级。**

表 13：可比公司估值情况

公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
开尔新材	9.87	11.84	0.36	0.29	0.43	27.10	34.37	22.99
栋梁新型	6.24	14.85	0.67	0.31	0.44	9.36	20.34	14.16
扬子新材	9.64	10.28	0.55	0.41	0.52	17.54	23.38	18.64
东方雨虹	14.43	49.57	0.30	0.57	0.77	47.42	25.47	18.85
北新建材	15.01	86.33	0.91	1.03	1.25	16.49	14.57	12.01
平均						23.58	23.63	17.33
太空板业	14.44	14.52	0.60	0.66	1.13	24.03	21.83	12.73

资料来源：wind，信达证券研发中心（北新建材、太空板业为信达证券预测数据，其余为 wind 一致预期，采用 2012 年 12 月 7 日收盘价）

风险因素

技术被仿冒及泄密风险

申请专利须将技术成果的相关内容公开披露，存在其他机构及个人根据披露内容进行仿冒的风险。另一方面，公司尚有多项专有技术未申请专利，因而不受专利法保护，不能排除个别技术人员违反有关规定向外泄漏公司技术或这些技术被他人窃取的可能。

应收账款占比较大风险

随着公司销售规模的扩大，若应收账款不能如期收回，将对公司的营运资金及正常经营造成不利影响。

税收政策风险

发行人自成立以来一直享受免征增值税的优惠。但是如果国家减少对资源综合利用产品的税收优惠政策支持力度，可能对公司的盈利产生不利影响。

原材料价格波动风险

钢材和水泥占公司成本较大，若价格出现大幅上涨，将对公司业绩产生不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	302.10	294.50	633.37	615.63	699.21
现金	73.39	41.24	362.09	146.04	30.74
应收账款	8.65	5.00	5.39	9.48	13.48
其它应收款	111.38	145.30	156.59	275.45	391.62
预付账款	43.04	23.73	25.37	44.91	65.31
存货	55.10	67.81	72.51	128.34	186.64
其他	10.54	11.42	11.42	11.42	11.42
非流动资产	90.63	199.03	340.17	526.07	676.93
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	32.37	29.67	105.41	310.39	482.91
无形资产	29.29	28.81	27.60	26.39	25.17
其他	28.97	140.55	207.16	189.29	168.84
资产总计	392.73	493.52	973.55	1,141.70	1,376.13
流动负债	123.03	176.44	181.65	245.85	334.96
短期借款	5.00	20.00	20.00	20.00	20.00
应付账款	67.43	73.76	78.86	139.58	202.99
其他	50.60	82.68	82.79	86.27	111.97
非流动负债	56.06	40.84	40.84	40.84	40.84
长期借款	55.00	40.00	40.00	40.00	40.00
其他	1.06	0.84	0.84	0.84	0.84
负债合计	179.09	217.28	222.50	286.70	375.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	213.64	276.24	751.05	855.01	1,000.33
负债和股东权益	392.73	493.52	973.55	1,141.70	1,376.13

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	255.76	299.29	322.56	567.40	806.69
同比	16.79%	17.02%	7.77%	75.90%	42.17%
归属母公司净利润	47.63	60.41	66.50	114.01	155.37
同比	103.71%	26.82%	10.08%	71.45%	36.28%
毛利率	43.76%	40.79%	41.26%	40.89%	39.54%
ROE	30.76%	24.66%	12.95%	14.20%	16.75%
每股收益(元)	0.89	0.80	0.76	1.13	1.55
P/E	30.47	24.03	21.83	12.73	9.34
P/B	5.10	3.94	1.93	1.70	1.45
EV/EBITDA	17.75	13.73	17.29	10.01	7.16

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	255.76	299.29	322.56	567.40	806.69
营业成本	143.84	177.20	189.47	335.36	487.70
营业税金及附加	0.26	0.60	0.53	0.88	1.39
营业费用	31.67	28.15	32.26	56.74	80.67
管理费用	13.52	17.37	16.13	31.21	44.37
财务费用	3.71	8.31	5.66	4.54	5.65
资产减值损失	5.45	2.12	3.13	7.67	8.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.36	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	56.95	65.54	75.38	131.00	178.77
营业外收入	0.62	6.15	2.94	3.24	4.11
营业外支出	0.20	0.05	0.09	0.12	0.09
利润总额	57.37	71.64	78.23	134.13	182.79
所得税	9.73	11.24	11.73	20.12	27.42
净利润	47.64	60.41	66.50	114.01	155.37
少数股东损益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	47.63	60.41	66.50	114.01	155.37
EBITDA	64.71	87.30	90.29	156.02	218.23
EPS (摊薄)	0.47	0.60	0.66	1.13	1.55

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	12.41	2.76	65.37	0.75	79.92
净利润	47.64	60.41	66.50	114.01	155.37
折旧摊销	3.74	7.23	7.52	17.35	30.90
财务费用	3.61	8.43	4.54	4.54	4.54
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-47.76	-74.91	-15.94	-141.78	-117.90
其它	5.19	1.60	2.75	6.63	7.01
投资活动现金流	-90.68	-78.68	-148.29	-202.21	-180.62
资本支出	-90.02	-78.94	-148.29	-202.21	-180.62
长期投资	0.00	0.27	0.00	0.00	0.00
其他	-0.66	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	80.25	43.77	403.77	-14.59	-14.59
短期借款	77.22	0.00	415.85	0.00	0.00
长期借款	14.20	50.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.80	5.84	12.08	14.59	14.59
现金净增加额	1.98	-32.15	320.86	-216.06	-115.29

分析师简介

关键鑫, 经济学硕士, 证券从业5年, 曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构, 获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名, 2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究, 坚持独立、客观、有针对性的研究风格, 挖掘潜在的投资价值。目前, 主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

重点覆盖公司

亚泰集团 (600881)	冀东水泥 (000401)	海螺水泥 (600585)
海螺型材 (000619)	中国玻纤 (600176)	北新建材 (000786)
围海股份 (002586)	东方园林 (002310)	江河幕墙 (601886)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有：股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。