



Research and
Development Center

绿色建筑产业化是大势所趋，公司仍具高成长性

—— 太空板业（300344.sz）调研报告

2013 年 6 月 21 日

关健鑫
建筑建材行业首席分析师

证券研究报告

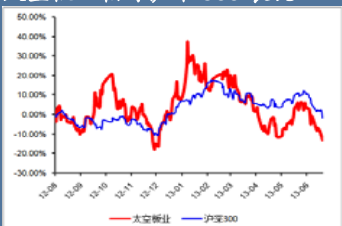
公司研究——调研报告

太空板业 (300344.sz)



上次评级: 买入, 2013.4.3

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 (2013-6-20)

收盘价(元)	8.30
52 周内股价波动区间(元)	8.28-21.58
最近一月涨跌幅(%)	-17.84
总股本(亿股)	1.61
流通 A 股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	13.35

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

关健鑫 行业分析师

执业编号: S1500512050001
联系电话: +86 10 63081092
邮箱: guanjianxin@cindasc.com

徐林峰 研究助理

联系电话: +86 10 63080935
邮箱: xulinfeng@cindasc.com

相关研究

《太空板业首次覆盖: 绿色建筑产业化的先行者, 市场空间广阔》2012.12
《短期业绩小幅下滑, 长期向上趋势不变》2013.1
《绿色建材新兴之星, 未来成长看好》2013.4

绿色建筑产业化是大势所趋, 公司仍具高成长性

太空板业调研报告

2013 年 6 月 21 日

目标价格: 10.25 元

本期内容提要:

- ◆ **公司业绩增长低于预期, 但最坏时刻已悄然度过。**12 年下半年和 13 年一季度受宏观经济影响较大, 许多项目均被延后。我们认为, 随着国内经济环境逐渐改善, 公司已悄然度过了寒冬, 现有项目将逐步落实, 业绩有望得到回升。
- ◆ **行业处在高成长期, 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。
- ◆ **太空板业仍具有高成长性。**2013 年公司新建产能将逐渐释放, 同时销售队伍也已初具规模, 随着绿色建筑产业化进程的深入, 公司高成长性空板产品绿色环保、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的逐步提高, 更加显现出产业化建筑的优势。
- ◆ **风险因素:** 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。
- ◆ **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:** 由于公司业绩受宏观经济运行放缓影响较大, 我们按最新股本计算, 下调公司 2013 年-2015 年摊薄后 EPS 至 0.41 元 (-6.81%)、0.60 元 (-4.76%) 和 0.84 元 (-2.33%)。考虑到公司在绿色建筑产业化领域的领先地位以及太空板产品的发展前景, 我们认为给予公司 2013 年 25X 的 PE 是比较合理的, 对应目标价格为 10.25 元 (-7.07%), 我们维持对公司“买入”的投资评级。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	299.29	279.44	404.41	562.40	760.17
增长率 YoY %	17.02%	-6.63%	44.72%	39.06%	35.17%
净利润(百万元)	60.41	44.96	66.52	96.25	135.48
增长率 YoY%	26.82%	-25.58%	47.98%	44.68%	40.76%
毛利率%	40.79%	44.59%	42.92%	43.61%	44.01%
净资产收益率 ROE%	24.66%	9.18%	9.10%	12.04%	15.06%
追溯摊薄每股收益 EPS(元)	0.38	0.28	0.41	0.60	0.84

市盈率 P/E(倍)	22.10	29.69	20.07	13.87	9.85
市净率 P/B(倍)	3.02	1.19	1.76	1.59	1.39

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 6 月 20 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
一季度业绩不及预期，最坏时点已悄然过去	2
太空板产品：新型建材，承重保温、防火节能一体化	2
一季度业绩下降幅度较大	2
行业处在高成长期，市场空间广阔	3
政策推动新型轻质建筑材料发展	3
工业市场已占一席之地	5
民用建筑市场厚积薄发	8
太空板业仍具备高成长性预期	10
静待产能实现扩张	10
资源综合利用，享受免增值税等优惠政策	11
产业化推广以设计院推荐为主	12
应收账款风险有望降低	12
盈利预测与估值	12
盈利预测：2013-2015 年摊薄后 EPS 为 0.41 元、0.60 元和 0.84 元	12
公司估值及投资评级	13
风险因素	14
技术被仿冒及泄密风险	14
应收账款占比较大风险	14
税收政策风险	14

图 目 录

图 1：公司营业收入及同比情况（单位：百万元）	3
图 2：公司净利润及同比情况（单位：百万元）	3
图 3：各国新型轻质建筑材料占墙体材料的比例情况	4
图 4：绿色工房设计概念图	5
图 5：厂房仓库累计竣工面积及同比增速（单位：万平方米）	8
图 6：我国住宅新工面积及同比增速	9
图 7：我国住宅完成投资额及同比增速	9
图 8：中国城市化率稳步提升	10
图 9：2005-2010 年世界各国年均城市化率增长	10
图 10：公司有效产能及同比增速	11

表 目 录

表 1：太空板特性与技术指标	2
表 2：国家推广新型建筑材料的一般性法律法规、政策	3
表 3：太空板产品工业厂房应用成功案例	6
表 4：太空板混凝土板材比较	7
表 5：太空板与彩钢板比较	7
表 6：关于民用建筑节能的法规、政策	8
表 7：公司生产基地产能规划	10
表 8：太空板产品循环利用方式	11
表 9：2011 年前五名的工程设计机构占公司营业收入的情况	12
表 10：公司业务预测	13
表 11：可比公司估值情况	13

投资聚焦

主要内容

近期，我们对太空板业进行了调研，就公司太空板产能规划、营销模式、税收优惠等方面与公司管理层进行了沟通，结合行业情况对公司未来发展情况，我们的结论是：**绿色建筑产业化是大势所趋，公司仍具备较高成长性。**

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，且实现了资源综合利用，符合当前绿色建筑发展趋势。随着经济的企稳和产业转移等建设需求的增长，工业厂房市场空间广阔，同时，太空板产品在民用市场综合优势明显，发展潜力巨大。2013 年公司新建产能逐渐释放，且销售队伍组建完成，借助绿色建筑产业化发展趋势，公司仍具备高成长性预期。

有别于大众的认识

产能顺利释放及提升营销能力，将成为公司能否显现出高成长性的重要影响因素

股价催化剂

市场开拓超预期；产能释放速度加快；

关键假设、盈利预测与投资评级

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 2013-2015 年太空板产品的销量为 132.48 万平米、183.60 万平米和 244.80 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 2013-2015 年每平方售价都将保持在 290 元/平米左右。由于公司业绩受宏观经济运行放缓影响较大，我们按最新股本计算，下调公司 2013 年-2015 年摊薄后 EPS 至 0.41 元（-6.81%）、0.60 元（-4.76%）和 0.84 元（-2.33%）。考虑到公司在绿色建筑产业化领域的领先地位以及太空板产品的发展前景，我们认为给予公司 2013 年 25X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 10.25 元（-7.07%），我们维持对公司“买入”的投资评级。

主要风险

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

一季度业绩不及预期，最坏时点已悄然过去

太空板产品：新型建材，承重保温、防火节能一体化

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。

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经过“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/m ² -5.0KN/m ² 。
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℃ 高温烘烤 120 分钟后，背面平均温度小于 45℃。
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。

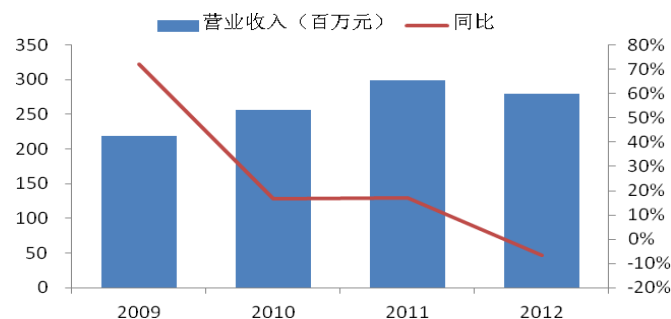
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

一季度业绩下降幅度较大

2012 年公司实现营业收入 279.44 百万元，同比下降 6.63%，其中太空板销售安装收入为 278.76 百万元，占比达 99.76%。华北、华东和东北是公司主要的销售市场，占总收入比重达 76.72%。值得一提的是，公司在西北市场收入快速增长至 1542.76 万元，占比达 15.62%。2012 年公司净利润为 44.96 百万元，同比下降 25.58%，近两年公司毛利率水平维持在 40% 以上。

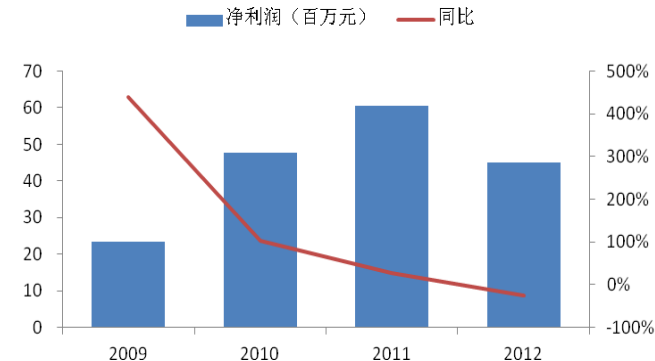
公司 2013 年一季度实现营业收入 547 万元，同比下降 52.7%；实现净利润-952 万元，同比下降 67.29%。公司业绩低于预期的主要原因在于，12 年下半年和 13 年上半年受宏观影响较大，许多项目都被延后。此外，产能增加及释放需要时间，销售队伍刚刚建立，需要时间磨合。我们认为，公司业绩最坏时点已经过去，随着国内经济环境逐渐改善，公司现有项目将逐步落实，业绩有望回升，应收账款风险也相对降低

图 1：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 2：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

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，也符合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：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“十二五”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、高强度、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。

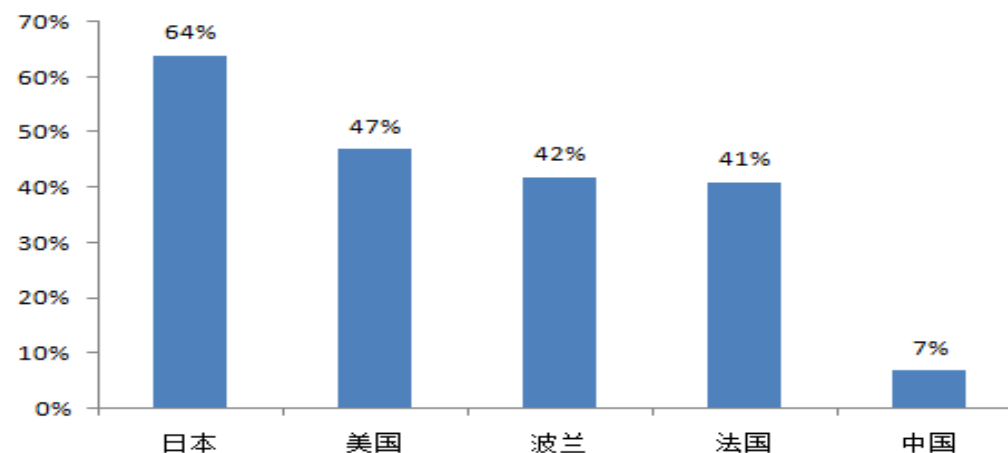
3	《中华人民共和国节约能源法》 (2008 年 4 月 1 日)	全国人大	对工业节能、建筑节能等节能工作的领导, 部署、协调、监督、检查、推动等进行了明确规定。
4	《关于印发新型墙体材料专项基金征收使用管理办法的通知》 (2007 年 12 月 17 日)	财政部、国家发改 改委	采用征收新型墙体材料专项基金的方法促进新型墙体材料的推广。凡新建、扩建、改建建筑工程未使用《新型墙体材料目录》规定的新型墙体材料的建设单位(以下简称建设单位), 应按照本办法规定缴纳新型墙体材料专项基金
5	《建材工业“十一五”规划》 (2007 年 3 月)	中国建筑材料工 业协会	继续推进墙体材料革新和建筑节能工作。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。

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现代化的首选墙体材料。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 3: 各国新型轻质建筑材料占墙体材料的比例情况

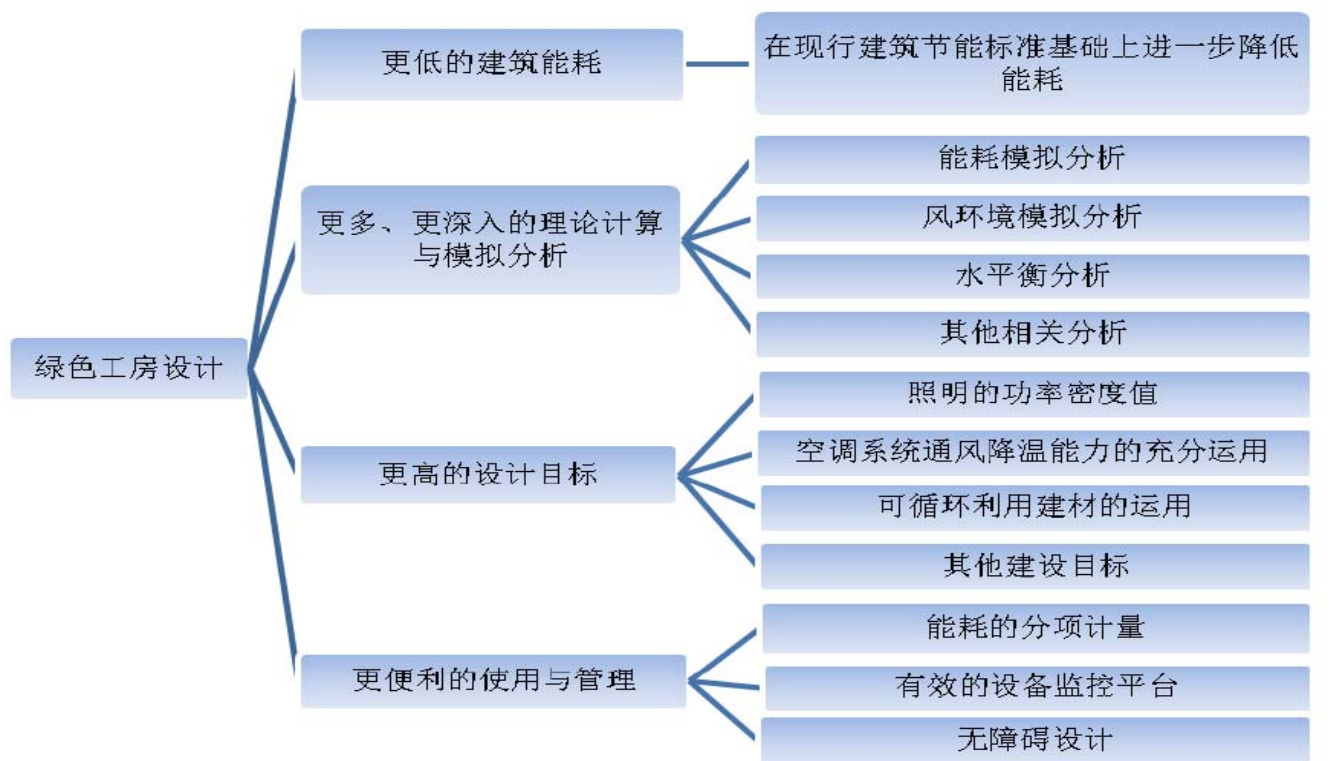


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

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 4：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合厂房等	工业厂房	157,900	机车制造
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面太空板工程项目等	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、承重等性能有都有明显优势。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

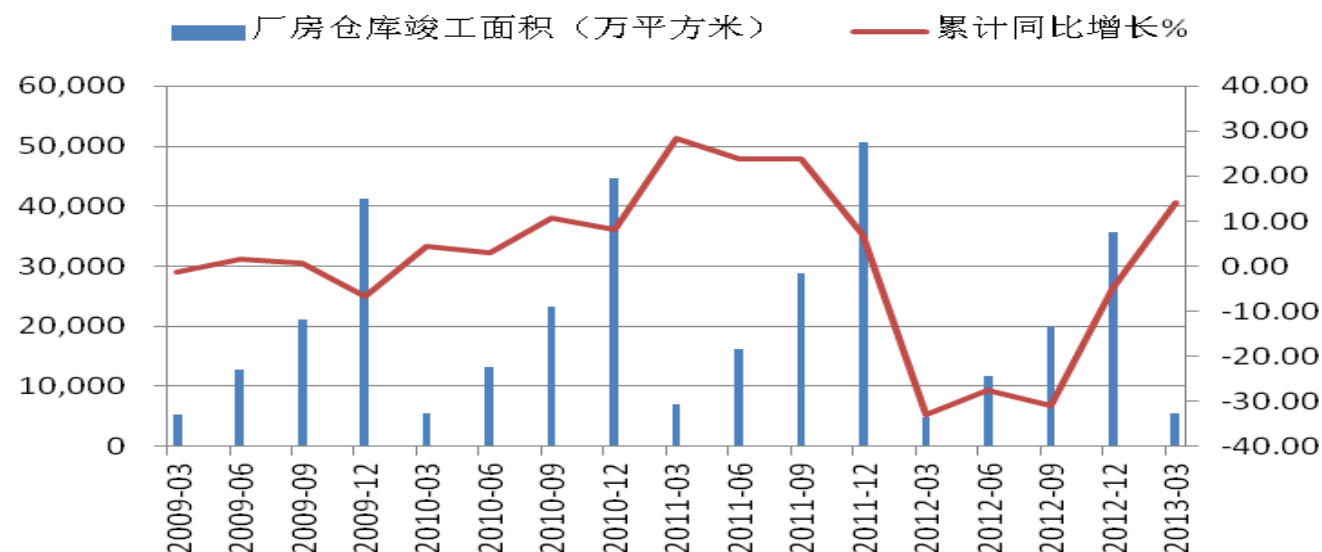
项 目	双层彩板填充玻璃棉（岩棉）	发泡水泥复合板
环保	填充的玻璃棉（岩棉）易粉化并持续向室内外排放粉尘；	对室内外空气无污染；
循环利用	玻璃棉（岩棉）不能实现循环利用；	可循环利用，符合循环经济要求；
防火	压型钢板，耐火极限小于 0.5 小时；	太空屋面板耐火极限 ≥ 2 小时（屋顶承重构件国家一级耐火等级 1.5 小时），太空墙板耐火极限 ≥ 3 小时(特殊要求部（墙板国家一级耐火等级 3 小时）；位大于等于 5 小时)
防水	因压型钢板轻钢屋面的咬口施工技术水平不一，屋面脊板处是最易漏雨且不易处理的部位；	与柔性卷材配合防水安全可靠；
防结露	分层铺设工艺无法阻断高湿空气穿透，易结露；	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。2012 年全国厂房仓库竣工面积达 35664.35 万平米，受宏观调控等影响较去年同期有所回落，但今年一季度已经有所反弹。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 5: 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	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。
《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 8 月 1 日)	原建设部	

年 10 月 1 日)

《夏热冬冷地区居住建筑节能设计标准》(2001

原建设部

年 10 月 1 日)

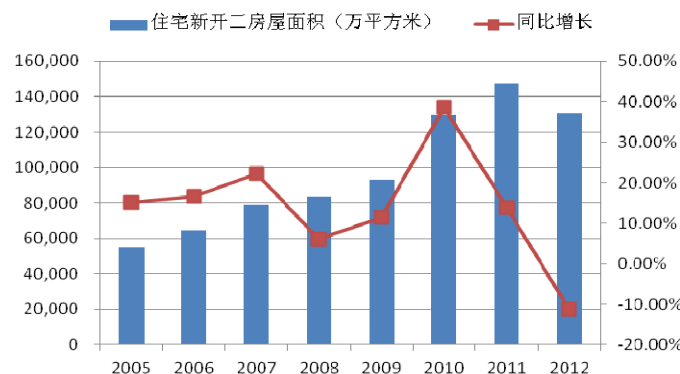
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

新型城镇化建设带来发展机遇

2012 年我国住宅新开工面积 13.06 亿平方米, 远高于同期厂房和仓库。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。

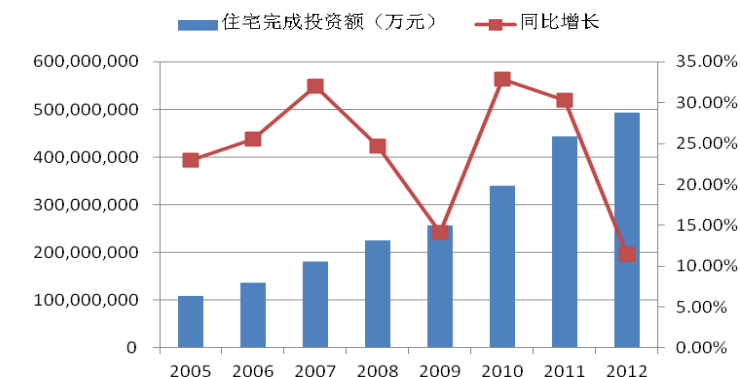
太空板产品可以应用于民用建筑, 已经顺利试点过民用建筑示范项目。目前公司产品切入民用领域主要有两个途径: 一是与国内大房地产商合作; 二是与政府签订, 主要是针对保障房与安置房, 例如公司正在洽谈北京房山区灾后居民房屋重建工作。随着我国住宅产业化以及装配式住宅政策的推进, 太空板民用建筑市场拥有巨大的空间。

图 6: 我国住宅新工面积及同比增速



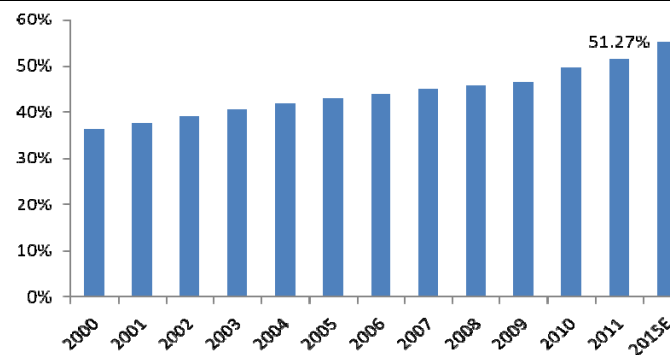
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7: 我国住宅完成投资额及同比增速



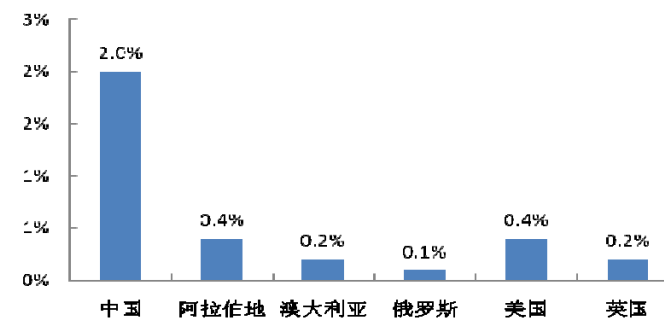
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 8: 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 9: 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

太空板业仍具备高成长性预期

静待产能实现扩张

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。公司 IPO 融资也主要用于产能的扩张, 目前, 曹妃甸一期 100 万平方米生产基地已经基本完成, 我们预计 13 年中期可以达产。曹妃甸的投入是相对比较大的, 因为那边是填海, 建设成本较高。但是当地交通方便 (可以利用水运), 并且与唐山较近 (公司采购钢材和水泥主要来自唐山)。江苏武进和甘肃兰州生产基地尚未开工, 武进管委会占当地分公司 20% 的股权。同时, 公司希望以后能建“流动工厂”, 其更适合于民用住宅产品。因为民用住宅产品运输不方便, 半径在 100-200 公里左右。另外, 江苏武进生产基地也在顺利推进, 我们预计公司到 2015 年底产能将达 500 万平方米, 相比 2011 年增加了 4 倍左右。

我们认为, 公司近年来营收规模始终徘徊于 2-3 亿元, 主要原因就在于公司产能规模未实现快速扩张, 公司若要驶入快速发展通道, 必须打破现有产能瓶颈。具体生产基地产能规划如下表。

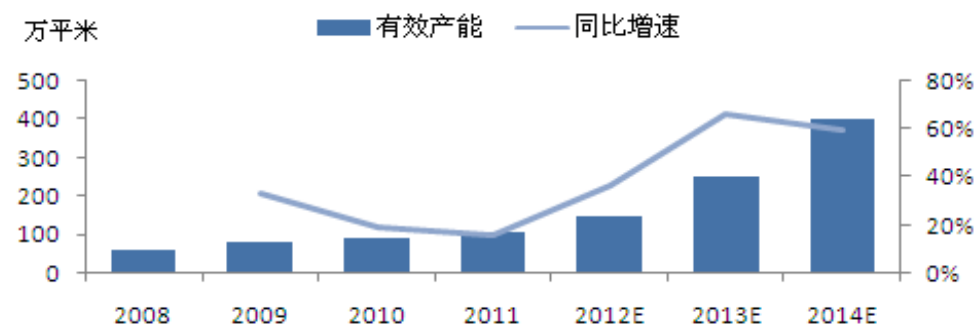
表 7: 公司生产基地产能规划

分布	产能 (万平方米)	投产情况
北京生产基地	110	已投产
河北曹妃甸生产基地	100 (一期)	预计 2013 年年中投产
	100 (二期)	计划中

江苏武进生产基地	100（一期）	预计将于 2013 年开工
	100（二期）	在一期投产后 18 个月内完成
甘肃兰州生产基地	100（一期）	计划中
	100（二期）	

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 10：公司有效产能及同比增速



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

资源综合利用，享受免增值税等优惠政策

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、高温环境及火焰烘烤时，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。

免增值税政策主要由财政部和工信部联合制定，近期不会有政策变化，主要由于目前市场上建筑废料过多，相比之下，能够消耗固体废料的企业量很少，因此，国家还是鼓励企业进行资源综合利用。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。与此同时，公司享受国家级高新技术企业 15% 税收优惠。

表 8：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

产业化推广以设计院推荐为主

公司在推广太空板产品时，仍然以设计院作为切入点。公司总部目前有 30 多个销售人员，销售人员增加以后，将覆盖更多的设计院，但通常情况下需要 1-2 年的时间才会和设计院进展到深入合作程度。由于太空板产品的行业特点，对于业主方来说，在选择使用具体建筑材料的时候，很大程度上会听从设计院的建议，目前公司已与多家设计院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，公司也会将服务及产品推介进行前置，以此获得甲方及设计院的认可。公司在通过设计院开拓市场的模式相对成熟，前五大工程设计机构占公司的营业收入已经超过 50%。

表 9：2011 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

未来规划建立区域销售分支机构（例如上海、兰州等），销售机构分支队伍是未来的推动力，分支机构主要是找市场相对集中的地方。对于民用市场方面，公司也正在探索与地产商、当地政府开展合作，以此来打开民用市场。

应收账款风险有望降低

2012 年坏账增多主要是因为公司在上市阶段有几个项目，到相应账龄了而作了计提坏账准备。目前，公司也积极与业主方进行沟通，希望能够尽快将拖欠款项收回。通常情况下，项目做完验收之后能拿到 80% 的款项，剩余的要等到整个工程结算。质保金通常为 5%，也有可能更高。坏账确实存在。开发商对建筑成本扣得很紧，原材料都是由供应商先垫钱。

盈利预测与估值

盈利预测：2013-2015 年摊薄后 EPS 为 0.41 元、0.60 元和 0.84 元

由于公司业绩受宏观经济运行放缓影响较大，我们按最新股本计算，下调公司 2013 年-2015 年摊薄后 EPS 至 0.41 元（-6.81%）、0.60 元（-4.76%）和 0.84 元（-2.33%）。

表 10: 公司业务预测

项目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
太空板业务						
销售收入(元)	254,837,904.24	279,976,274.29	278,768,204.69	384,192,000.00	534,276,000.00	722,160,000.00
销量(万平米)	94.30	103.67	97.50	132.48	183.60	244.80
单价(元/平米)	270.24	270.06	285.92	290	291	295
销售成本	143,005,491.24	159,857,642.20	154,588,313.38	211,968,000.00	297,432,000.00	399,024,000.00
成本(元/平米)	151.65	154.20	158.55	160	162	163
毛利率	43.88%	42.90%	44.55%	44.83%	44.33%	44.75%
配套防水业务						
销售收入(元)	924,372.66	19,315,709.30	669,473.13	20,220,631.58	28,119,789.47	38,008,421.05
销售成本	831,131.50	17,345,375.85	250,455.53	18,887,378.26	19,683,852.63	26,605,894.74
毛利率	10.09%	10.20%	62.59%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司估值及投资评级

公司的太空板业务属于独创, 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 24.04X。考虑到公司在绿色建筑产业化领域的领先地位以及太空板产品的发展前景, 我们认为给予公司 2013 年 25X 的 PE 是比较合理的, 对应目标价格为 10.25 元 (-7.07%), 我们维持对公司“买入”的投资评级。

表 11: 可比公司估值情况

公司名称	股价	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
开尔新材	20.90	25.08	0.22	0.51	0.71	97.02	40.97	29.33
栋梁新材	5.94	14.14	0.36	0.45	0.57	16.36	13.21	10.39
扬子新材	7.96	12.74	0.26	0.28	0.39	30.88	28.95	20.22
*东方雨虹	18.07	62.07	0.55	0.76	1.07	32.90	23.78	16.89
*北新建材	17.80	102.38	1.18	1.34	1.55	15.13	13.28	11.48
平均						38.46	24.04	17.66

资料来源: wind, 信达证券研发中心 (*为信达证券预测数据, 采用 2013 年 6 月 20 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。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	294.50	553.70	861.90	812.57	1,352.48
现金	41.24	208.20	361.46	123.70	427.31
应收账款	5.00	12.28	17.78	24.72	33.42
其它应收款	145.30	205.95	298.05	414.49	560.24
预付账款	23.73	54.19	80.79	110.98	148.96
存货	67.81	62.59	93.32	128.19	172.05
其他	11.42	10.49	10.49	10.49	10.49
非流动资产	199.03	316.37	507.65	686.63	828.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	29.67	54.01	178.21	469.31	632.14
无形资产	28.81	28.10	26.89	25.68	24.47
其他	140.55	234.25	302.55	191.64	171.79
资产总计	493.52	870.07	1,369.55	1,499.20	2,180.88
流动负债	176.44	151.45	594.46	643.96	1,206.24
短期借款	20.00	20.00	420.00	420.00	920.00
应付账款	73.76	90.04	134.25	184.41	247.51
其他	82.68	41.41	40.22	39.55	38.73
非流动负债	40.84	15.62	15.62	15.62	15.62
长期借款	40.00	15.00	15.00	15.00	15.00
其他	0.84	0.62	0.62	0.62	0.62
负债合计	217.28	167.08	610.09	659.58	1,221.86
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	276.24	702.99	759.46	839.62	959.02
负债和股东权益	493.52	870.07	1,369.55	1,499.20	2,180.88

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	299.29	279.44	404.41	562.40	760.17
同比	17.02%	-6.63%	44.72%	39.06%	35.17%
归属母公司净利润	60.41	44.96	66.52	96.25	135.48
同比	26.82%	-25.58%	47.98%	44.68%	40.76%
毛利率	40.79%	44.59%	42.92%	43.61%	44.01%
ROE	24.66%	9.18%	9.10%	12.04%	15.06%
追溯摊薄每股收益(元)	0.38	0.28	0.41	0.60	0.84
P/E	22.10	29.69	20.07	13.87	9.85
P/B	3.02	1.19	1.76	1.59	1.39
EV/EBITDA	8.43	12.77	14.73	9.01	7.71

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	299.29	279.44	404.41	562.40	760.17
营业成本	177.20	154.84	230.86	317.12	425.63
营业税金及附加	0.60	0.28	0.61	0.82	1.11
营业费用	28.15	30.02	44.49	63.55	84.38
管理费用	17.37	21.84	31.54	44.43	60.05
财务费用	8.31	7.69	11.18	15.51	20.99
资产减值损失	2.12	12.59	10.43	11.53	11.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	65.54	52.18	75.31	109.43	156.36
营业外收入	6.15	2.50	3.09	3.92	3.17
营业外支出	0.05	0.17	0.14	0.12	0.14
利润总额	71.64	54.51	78.26	113.23	159.38
所得税	11.24	9.55	11.74	16.98	23.91
净利润	60.41	44.96	66.52	96.25	135.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	60.41	44.96	66.52	96.25	135.48
EBITDA	87.30	71.19	122.89	200.94	299.41
EPS (摊薄)	0.80	0.45	0.41	0.60	0.84

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	2.76	-51.51	-2.25	43.34	99.79
净利润	60.41	44.96	66.52	96.25	135.48
折旧摊销	7.23	7.71	11.16	25.76	42.47
财务费用	8.43	8.97	33.47	61.95	97.56
投资损失	-1.65	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-74.91	-123.76	-122.36	-150.48	-185.67
其它	1.60	10.62	8.96	9.86	9.96
投资活动现金流	-78.68	-124.00	-200.97	-203.06	-182.54
资本支出	-78.94	-124.00	-200.97	-203.06	-182.54
长期投资	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	43.77	342.47	356.48	-78.04	386.36
吸收投资	0.00	390.52	0.00	0.00	0.00
借款	50.00	-35.00	400.00	0.00	500.00
支付利息或股息	5.84	8.97	43.52	78.04	113.64
现金净增加额	-32.15	166.96	153.26	-237.76	303.61

建材小组简介

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。

徐林锋，浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，现从事建材行业研究。

重点覆盖公司

亚泰集团（600881）	冀东水泥（000401）	海螺水泥（600585）	嘉寓股份（300117）
海螺型材（000619）	中国玻纤（600176）	北新建材（000786）	中国海诚（002116）
围海股份（002586）	东方园林（002310）	江河幕墙（601886）	苏交科（300284）
东方雨虹（002271）	太空板业（300344）	纳川股份（300198）	开尔新材（300234）

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述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的投资建议。

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 $\pm 5\%$ 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。