



建材

2011.11.22

着眼需求分析，紧盯政策变化

——2012 年建材行业策略报告



韩其成



021-38676162



hanqicheng@gtjas.com

编号

S0880511010022

本报告导读：

建材行业 2012 年行业策略报告

摘要：

- 本篇报告行业内创新性的从细分行业、相关产业链、宏观政策、省区差异 4 个角度对水泥需求做了详尽的拆解，在新增供需边际和水泥煤炭价格差基础上，立足于地产开工、CPI、贷款增速三个贯穿始终的逻辑解构和预判对水泥需求、盈利的规律性和动态逻辑框架，所作宏观地产假设前提变化则结论按逻辑路径顺势变化。
- 按照对 2003-2006、2007-2009 年两轮周期水泥需求与地产开工、CPI、贷款增速的规律性，管桩、挖掘机产量逻辑上等同于、效果上远好于地产开工，1 季度承压，水泥需求增速或最快明年 6 月，最慢明年 10 月左右开始转暖回升，宏观和地产政策有扰动并最终决定拐点。预期水泥需求 2012 年增加 7%，下半年好于上半年。
- 水泥完成投资连续 12 个单月负增长，水泥新开工投资连续 5 个月正增长，潜在投资增速有回升迹象。预期 2011-12 年新增干法熟料产能分别为 1.9、1.3 亿吨左右。今明两年合计增幅最少的为江苏、安徽、广东、浙江、湖北、吉林、辽宁、山东等地。2012 年产能增加少的地方为东北三省、湖北、河北、宁夏等地区。
- 2003 年以来水泥价格、水泥煤炭价格差盈利，与贷款增速、房地产投资增速在大部分时间保持了大概率的方向一致性，2010 年以来的区间背离主要因为供给端受限所致。价格协同区域华东盈利处历史高位，河北、宁夏和陕西或现底部迹象。若 12 年需求低于 5%或淘汰落后低于 3000 万则明年边际肯定为负值概率相当大。
- CPI 通胀初期受益盈利和 PE 增加股价上升，在 CPI 过来临界点之后受制紧缩政策压制股价开始下跌。贷款与地产投资增速对股价的影响逻辑类似于对盈利的影响逻辑，水泥煤炭价格差与股价更紧密相关因为所有指标最终通过盈利影响股价。明年上半年地产开工销售有变差趋向，关键看供给端和宏观政策能否起反冲作用。
- 考虑增发摊薄 2012 年动态 PE 低于 10 倍的是海螺、江西、冀东、亚泰、华新水泥。2012 年吨市最低的企业为冀东、江西、祁连山、华新、赛马。冀东水泥 2008 年宏观调控吨 EV 最低值 405（最低 PE 为 15 倍）元未有跌破当时重置成本（400 元左右），目前 EV/2012 年产量=429 元（几近重置成本、2012 年动态 PE 为 9 倍）。
- 平板玻璃产能高增态势在 2012 年有望受到行业盈利周期下滑以及政策引导而减缓，但受制于需求端低迷与成本高位徘徊，行业短期盈利恢复不容乐观。光伏玻璃：超白压延产能过剩压力较大，关注上市公司 TCO 与超薄玻璃产品量产进展。其他建材：从产能投放端高增看 12 年发展，关注长海股份、伟星新材、开尔新材。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

水泥制造业	增持
其他非金属矿物制品	
玻璃及玻璃制品业	中性
其他建材	中性
石墨及碳素制品业	
陶瓷制品业	中性

相关报告

水泥制造业：《数字水泥专家及金隅股份交流》

2011.11.02

水泥制造业：《全国水泥价格环比上周上涨 0.17%》

2011.10.24

水泥制造业：《三八理论（4）：基于管桩的地产与水泥逻辑》

2011.10.23

水泥制造业：《三八理论（3）：水泥重置成本之吨市值与吨 EV》

2011.10.19

水泥制造业：《冀东水泥对比海德堡成长、盈利与估值变迁》

2011.10.17

目 录

1. 水泥行业策略	5
1.1. 水泥需求：明下半年好于上半年，最快 2 季度回升	5
1.1.1. 细分需求：地产需求明上半年差，基础设施 2 季度开始好转	5
1.1.2. 产业链对照：管桩和挖掘机预示明年 6-10 月左右需求回暖	8
1.1.3. 宏观政策：需求下半年好于上半年，2 季度左右见底	9
1.1.4. 省区需求：东部城镇化率高地区地产影响大，中西部基建好	11
1.2. 水泥供给：东三省、湖北、河北、宁夏明年增加产能少	13
1.2.1. 水泥投资 12 个月负增长，新开工已连续 5 个月正增长	13
1.2.2. 2011-12 年新增干法熟料产能 1.9、1.3 亿吨	14
1.2.3. 明年东北三省、湖北、河北、宁夏等地区产能增加少	14
1.2.4. 宁夏等西北、安徽等华东人均干法超过 900 公斤	16
1.3. 水泥盈利：下半年好于上半年，陕西和宁夏现见底迹象	16
1.3.1. CPI 与水泥价格、价格差：趋势大体一致，拐点期不尽相同	16
1.3.2. 地产投资与水泥价格/差：趋势大体一致，价格协同有扰动	17
1.3.3. 贷款增速与水泥价格/差：趋势大体一致，供给端指标做修正	17
1.3.4. 省区盈利：华东处历史高位，河北、宁夏和陕西或现底部迹象	18
1.3.5. 省区盈利趋势：湖北或仍有空间，陕西和宁夏回落两年	19
1.3.6. 2011-12 年供需边际：需求低于 5%、淘汰低于 3000 万则为负	20
1.4. 水泥投资策略：着眼需求分析，紧盯政策变化	22
1.4.1. CPI 与股价、PE 的逻辑：大部分时间方向一致，部分错位	22
1.4.2. 贷款增速与股价、PE 的逻辑：货币政策大部分时间决定方向	22
1.4.3. 地产投资与股价、PE 的逻辑：与盈利逻辑一致，错位因供给端	23
1.4.4. 水泥盈利与股价、PE 的逻辑：最终看所有因素对盈利的变化	23
1.4.5. 水泥估值：吨市值最低为冀东、江西、祁连山、华新、赛马	24
2. 玻璃行业及其他建材策略	27
2.1. 平板玻璃：12 年产能高增有望趋缓，但短期盈利恢复不容乐观	27
2.2. 光伏及平板显示用玻璃：超白压延产能增长压力巨大，关注 TCO 与超薄产品的突破	30
2.3. 其他建材策略——从产能投放端看发展	33

图 表 目 录

图 1：房地产新开工面积增速	6
图 2：房地产销售面积增速	6
图 3：房地产完成投资增速	6
图 4：基础设施投资增速	6
图 5：交通运输投资增速	7
图 6：水利设施投资增速	7
图 7：铁路投资增速	7
图 8：道路投资增速	7
图 9：管桩产量增速	8
图 10：混凝土机械产量增速	8
图 11：挖掘机产量增速	8

图 12: 压实机产量增速	8
图 13: 年度 CPI、PPI、水泥产量增速	9
图 14: 月度 CPI、PPI、水泥产量增速	9
图 15: 年度贷款、M1、水泥产量增速	10
图 16: 月度贷款、M1、水泥产量增速	10
图 17: 剔除物价固定资产投资与水泥产量增速	10
图 18: 剔除物价投资与水泥产量增速相关性	10
图 19: 恩格尔系数与人均 GDP	11
图 20: 城镇化率与人均消费量	11
图 21: 水泥及混凝土产量增速	11
图 22: 固定资产完成及计划投资增速	11
图 23: 交通投资增速及占比	12
图 24: 公路人均里程和单位面积里程	12
图 25: 房地产销售及开工面积增速	12
图 26: 房地产开发投资增速及占比	12
图 27: 房地产新开工面积累计增速	13
图 28: 管桩产量累计增速	13
图 29: 水泥完成投资增速	13
图 30: 水泥设备产量增速	13
图 31: 水泥项目总计划投资增速	14
图 32: 水泥新开工投资增速	14
图 33: 孰料新增产能	14
图 34: 水泥投资完成额	14
图 35: 水泥投资新开工及总计划增速	15
图 36: 2010-12 年干法孰料产能增幅	15
图 37: 河北和陕西干法孰料年度新增	15
图 38: 湖北和湖南干法孰料年度新增	15
图 39: 吉林和黑龙江干法孰料年度新增	15
图 40: 宁夏和甘肃干法孰料年度新增	15
图 41: 安徽和江苏干法孰料年度新增	16
图 42: 新疆和江西干法孰料年度新增	16
图 43: 干法孰料集中度及企业平均规模	16
图 44: 新干法产能占比及新干法孰料人均量	16
图 45: 水泥行业利润率与贷款增速	17
图 46: 水泥煤炭价格差与 CPI	17
图 47: 水泥行业利润率与地产投资增速	17
图 48: 水泥煤炭价格差与地产投资增速	17
图 49: 水泥行业利润率与贷款增速	18
图 50: 水泥煤炭价格差与贷款增速	18
图 51: 水泥毛利率及同比增加百分点	18
图 52: 水泥利润增速及全国占比	18
图 53: 水泥价格与水泥煤炭价格差	19
图 54: 水泥价格与水泥煤炭价格差增幅	19
图 55: 水泥毛利率	20
图 56: 水泥毛利率	20
图 57: 1993 年以来海螺、华新、江西水泥毛利率	20
图 58: 1993 年以来天山、冀东、赛马水泥毛利率	20

图 59: 2002 年以来产能利用率与盈利.....	21
图 60: 2002 年以来新增供需边际与盈利.....	21
图 61: 水泥股价与 CPI、PPI	22
图 62: 水泥 PE 与 CPI、PPI.....	22
图 63: 水泥股价与贷款、M1 增速.....	23
图 64: 水泥 PE 与贷款、M1 增速	23
图 65: 水泥股价与地产销售及开工面积增速.....	23
图 66: 水泥 PE 与地产销售及开工面积增速	23
图 67: 水泥股价与水泥煤炭价格差.....	24
图 68: 水泥 PE 与水泥煤炭价格差	24
图 69: 海螺水泥股价、PE、毛利率、地产投资增速与调控政策	24
图 70: 2012 年动态 PE（未考虑增发摊薄）	25
图 71: 2011 年 PB.....	25
图 72: 冀东水泥动态 PE 时间序列	25
图 73: 海螺水泥动态 PE 时间序列	25
图 74: 2012 年吨市值	26
图 75: 2012 年吨 EV	26
图 76: 冀东水泥吨市值时间序列	26
图 77: 冀东水泥吨 EV 时间序列	26
图 78: 海螺水泥吨市值时间序列	26
图 79: 海螺水泥吨 EV 时间序列	26
图 80: 水泥上市公司区域分布	27
图 81: 建筑玻璃价格走势	28
图 82: 玻璃生产线放修停占比及在产产能增速.....	28
图 83: 房地产新开工及施工面积增速.....	29
图 84: 汽车产销量增速	29
图 85: 重点联系企业库存/产量	29
图 86: 浮法玻璃行业库存	29
图 87: 玻璃纯碱重油价格差	30
图 88: 重油、纯碱原材料价格	30
图 89: 多晶硅组件 230W 价格走势.....	31
图 90: 多晶硅组件 230W 价格走势.....	31
图 91: 玻纤行业产业链	34
图 92: 2011 年中期公司销售区域结构.....	34
图 93: 伟星新材收入及收入增速	36
图 94: 伟星新材净利润及增速	36
表 1: 固定资产投资细分行业构成	5
表 2: 水泥新增供需边际预测	21
表 3: 2011 年新增供需边际对固定资产投资增速和淘汰落后产能敏感性	22
表 4: 2011 年新增玻璃产能测算.....	28
表 5: 玻璃行业产量及产能关系	28
表 6: 超白压延玻璃供需状况测算.....	30
表 7: 国内 TCO 玻璃参与者	32
表 8: 洛阳玻璃超薄浮法玻璃生产线	32
表 9: IPO 项目释放产能的次新股统计	33
表 10: 玻璃及其他建材盈利预测.....	37

1. 水泥行业策略

1.1. 水泥需求：明下半年好于上半年，最快2 最慢3 季度回升

1.1.1. 细分需求：地产需求明上半年差，基础设施2 季度开始好转

行业固定资产投资由建筑安装、设备购置、其他三个部分构成，如地产三者占比分布为70%、2%、28%，建筑安装工程和水泥需求更相关。我们把17个大行业建筑安装工程占全国比重，来近似于理解水泥需求比重，建筑安装占比比较大的行业为：房地产28%、制造业25%、交通14%、水利12%、电力5%，地产占比最大，交通+水利+电力>地产占比。

表 1：固定资产投资细分行业构成

2010 年	建筑安装工程	设备工器具购置	其他费用	建筑安装	设备购置	其他	合计
农、林、牧、渔业	1.7%	1.1%	2.3%	62.6%	13.8%	23.6%	100%
采矿业	4.0%	5.7%	2.8%	58.5%	29.8%	11.8%	100%
制造业	24.7%	62.5%	18.3%	47.4%	42.8%	9.8%	100%
电力燃气水的生产业	5.0%	11.2%	4.5%	48.7%	39.0%	12.3%	100%
建筑业	1.1%	0.8%	0.6%	72.5%	17.4%	10.1%	100%
交通运输、仓储业	13.7%	7.7%	10.9%	70.3%	14.0%	15.7%	100%
铁路运输业	25.5%	34.3%	29.4%	65.6%	17.6%	16.9%	100%
道路运输业	53.9%	10.8%	40.7%	82.8%	3.3%	13.9%	100%
信息传输、计算机	0.7%	2.4%	0.4%	42.3%	50.6%	7.0%	100%
批发和零售业	2.5%	1.8%	2.0%	67.4%	17.4%	15.2%	100%
住宿和餐饮业	1.5%	0.7%	1.1%	72.1%	12.5%	15.4%	100%
金融业	0.2%	0.3%	0.2%	54.6%	28.0%	17.4%	100%
房地产业	28.3%	1.5%	40.7%	70.3%	1.4%	28.3%	100%
租赁和商务服务业	1.2%	0.7%	1.2%	67.8%	13.4%	18.7%	100%
科学研究、技术服务	0.5%	0.6%	0.5%	58.9%	23.9%	17.2%	100%
水利、环境设施业	11.5%	1.6%	12.6%	73.7%	3.8%	22.5%	100%
居民服务等服务业	0.3%	0.2%	0.4%	65.4%	13.6%	21.0%	100%
教育	2.1%	0.6%	1.0%	81.5%	8.1%	10.4%	100%
卫生、社会保障业	1.0%	0.7%	0.5%	71.8%	18.8%	9.4%	100%
合计	100.00%	100.00%	100.00%				

数据来源：国泰君安证券研究

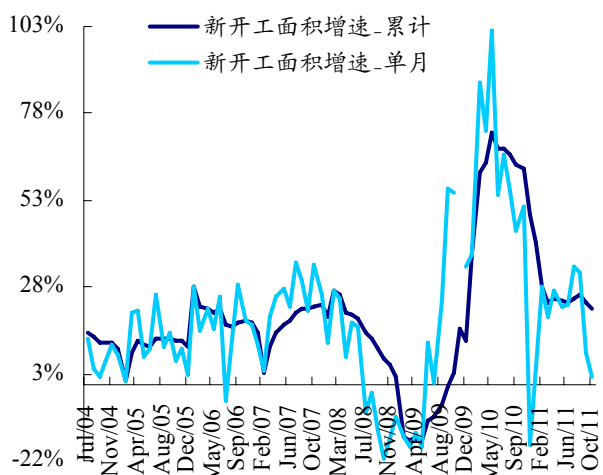
（一）房地产投资。2007-2008 年紧缩政策：（1）2007 年1 月严格清算土地增值税；（2）2007 年9 月二套房首付比例不低于40%、利率1.1 倍；（3）以家庭为单位认定二套；按贷款次数认定；（4）2006 年8 月启动加息，2007 年6 次加息；（5）2008 年上半年存款准备金上调五次。政策放松：（1）2008 年10-12 月降息4 次、准备金下调3 次；（2）2008 年12 月二套房首付利率下降。

（1）地产销售：受此紧缩性地产政策压制2008 年地产销售面积增速12 个月均为负增长、全年下降20%，2009 年受政策放松支撑销售面积增速全面反弹、全年同比增加42%。（2）地产开工。受销售下降影响地产开工2008 年增速逐月回落，7 月开始负增长，持续到2009 年6 月才变为正增长，负增长区间持续10 个月时间。6 月之后新开工大幅反弹去年同

比增加 13%。销售和新开工负增长拐点相差半年左右。(3) 地产投资增速大幅回落区间为 2008 年 6 月至 2009 年 5 月，与新开工大体相对应。

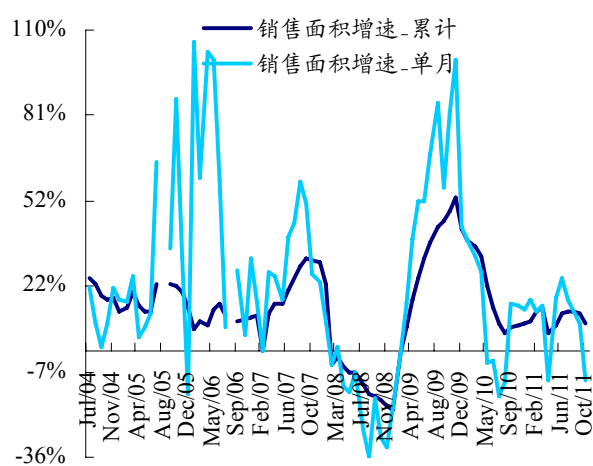
水泥产量增速 2008 年 5 月开始明显下滑持续到年底，2009 年初水泥产量增速开始反弹，自 2009 年 6 月开始大幅增加。与地产相比较，地产销售面积增速负增长时水泥销售增速开始下降，在地产开工开始负增长时水泥销售大幅下降，在地产销售开始回暖时水泥销售开始回暖，在新开工开始拐点上升时水泥销售开始大幅增加。可以朴素的理解：地产销售负增长不好时水泥销售开始不好，销售回暖正增长时水泥销售开始好转，地产新开工起到加速作用，负增长加速下降，正增长加速上升。

图 1：房地产新开工面积增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 2：房地产销售面积增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

2011 年 10 月地产销售单月开始负增长，2012 年上半年地产销售持续负增长概率大，地产新开工明年上半年负增长概率大。若类似规律发生作用：(1) 明年上半年水泥需求增速将下滑，在地产销售和地产新开工同时负增长的重合阶段，水泥需求增速下滑将更明显，明年 2 季度旺季需求仍不是太乐观。(2) 明年下半年若地产销售单月增速变为正增长，则明年 3 季度末开始水泥需求增速将回暖上升，4 季度以后到 2013 年某阶段若地产开工和销售同时正增长回暖，则水泥需求再次进入加速上升周期。

图 3：房地产完成投资增速

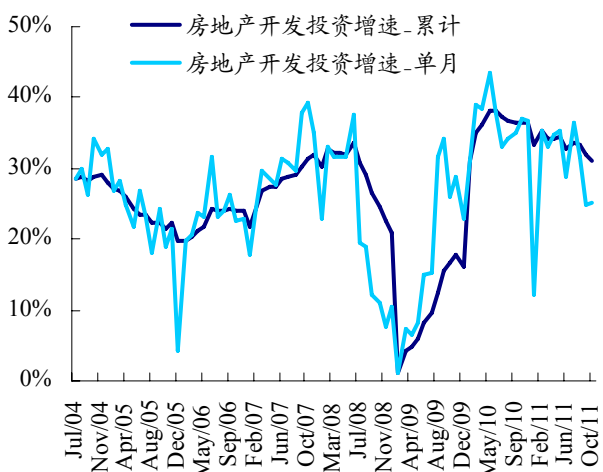
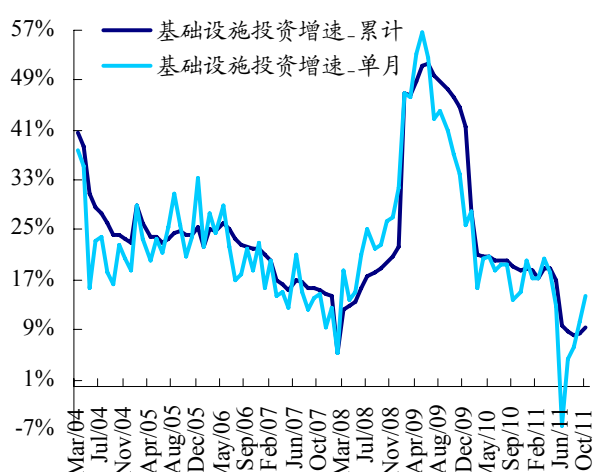


图 4：基础设施投资增速

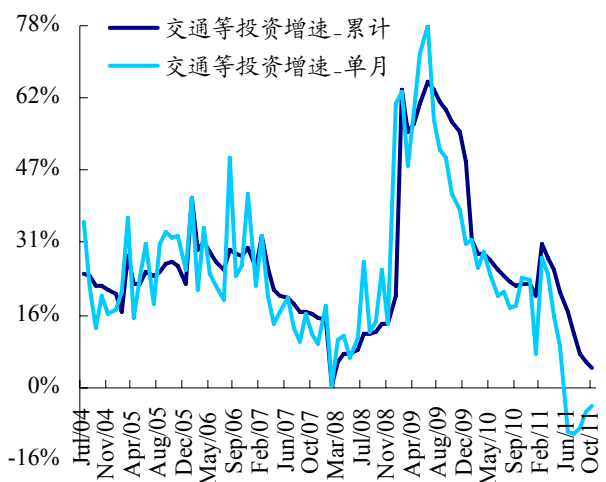


数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

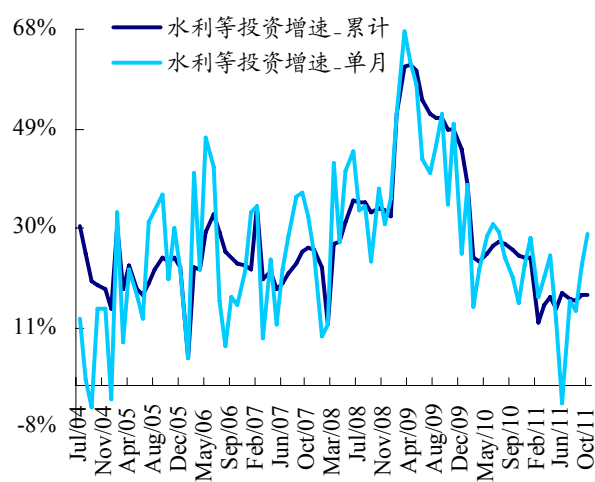
(二) 基础设施投资。2008 年底出台 4 万亿政策刺激经济, 基础设施投资 2009 年开始明显加速, 增速由 2008 年的 22% 提高到 2009 年 42%: (1) 道路投资增速由 6% 提高到 40%; (2) 铁路投资增速由 61% 提高到 68%, 2008 年 11 月增速 41%, 2009 年前 8 个月增速在 100% 以上; (3) 电力投资增速由 15% 到 29%、增速翻倍, 水利投资增速 32% 到 45%。道路和电力增速最受提振, 铁路和水利本身就处于上升通道、政策抬升了水平。

图 5: 交通运输投资增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

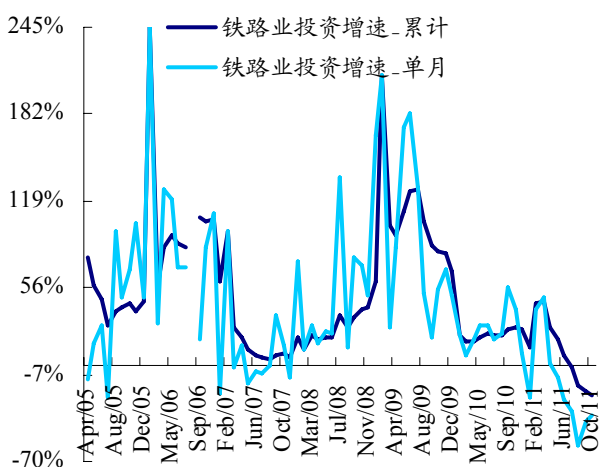
图 6: 水利设施投资增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

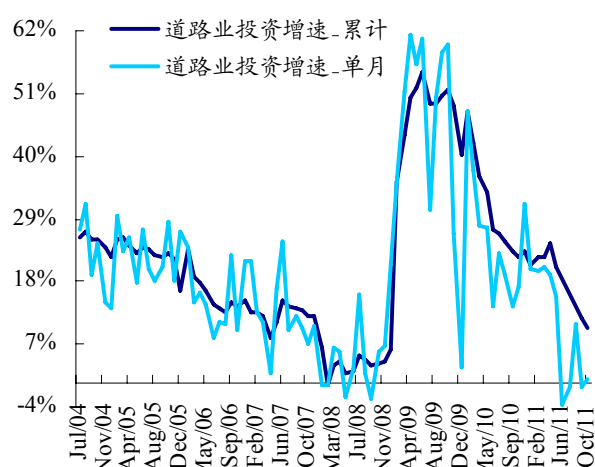
2011 年基础设施投资增速逐月下滑至 10 月的 9% 左右: (1) 道路投资增速下滑至 10%、6 月以来有 3 个月单月负增长; (2) 受铁路停建影响铁路投资同比下降 22%，已经连续 6 个月为负增长、其中 10 月同比下降 36%; (3) 水利投资 2010 年 25% 增速，今年 10 月也仅有 17% 的增速，电力增速由上年度 7% 下降至 4% 的增速。可以看出，今年前期水泥需求增速高企更多受地产需求支撑，基础设施方面相对偏弱和疲软。

图 7: 铁路投资增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 8: 道路投资增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

积极的迹象是今年 9-10 两个月基础设施投资单月增速略有回升, 主要是水利投资增速连续两个月大幅回升, 铁路投资增速同比下降幅度略有缓

和，道路和电力并不明显。一方面根据投资规律自身演绎方式，基础设施投资增速将在明年2季度开始再次进入上升通道，另外若明年1-2季度GDP增速下降超预期，财政政策仍将有发力可能性，特别是铁路暂停了近1年之后重新复工的概率大，由此，我们判断明年2季度开始水利投资等基础设施将更明显贡献正向作用，对水泥提振作用将增加。

1.1.2. 产业链对照：管桩和挖掘机预示明年6-10月左右需求回暖

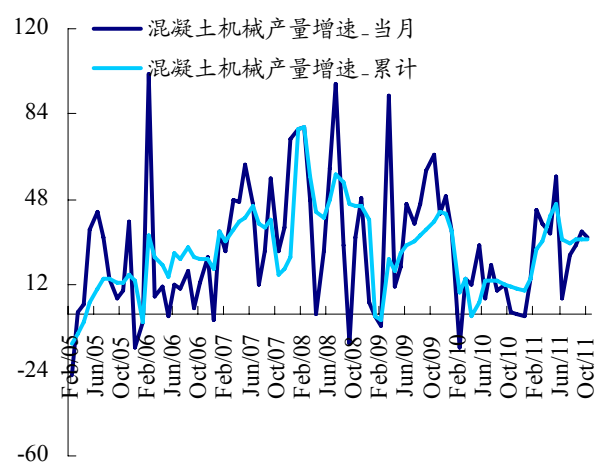
根据《管桩水泥“新增供需边际”跟踪月报》上下游产业链对照看水泥需求变化：（1）管桩产量增速自2008年6月开始单月变为负增长，一直持续到2009年6月变为正增长，这个与房地产新开工负增长区间相对一致；（2）挖掘机产量增速自2008年6月开始大幅下降，10月开始负增长一直持续到2009年6月，与地产新开工大体时间一致；（3）压实机械产量自2007年12月到2009年2月一直为负增长，与地产销售和道路投资增速时间上大体一致。管桩、挖掘机、压实机产量更多与地产新开工相关，对水泥需求的启示规律等同于地产新开工，又好于新开工数据因为后者容易别调整特别是在有保障房背景下，相对更可靠。

图 9：管桩产量增速



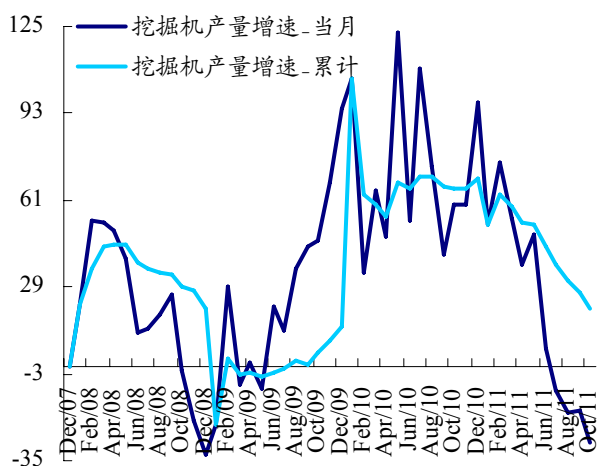
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 10：混凝土机械产量增速



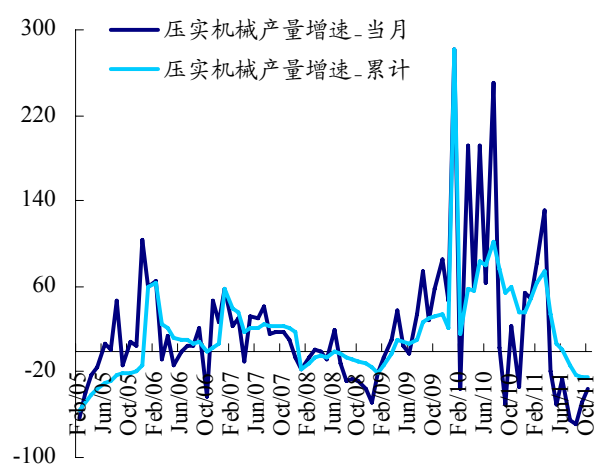
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 11：挖掘机产量增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 12：压实机产量增速



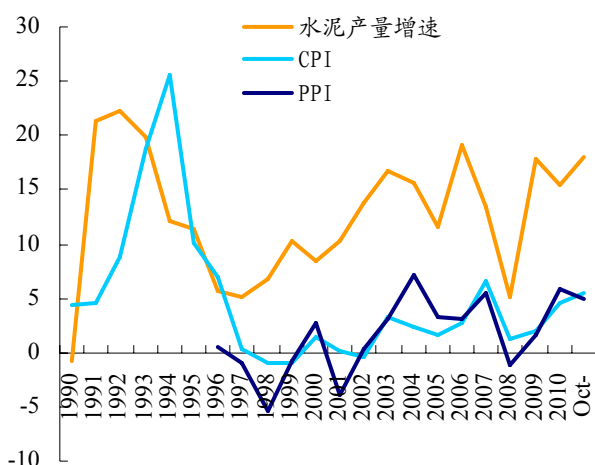
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

(1) 管桩产量增速自今年7月开始大幅下降, 8、9两个月负增长; (2) 挖掘机产量增速自6月份开始大幅下降, 至今已经连续4个月负增长; (3) 压实机产量增速自11年4月开始大幅下降为负增长, 目前已经连续负增长7个月时间。按照目前政策演绎和线性规律重现看: (1) 挖掘机产量增速2008年周期下滑1年时间, 与水泥需求增速下滑相对一致, 到明年6月开始正增长, 则水泥需求增速明年6月以后回暖; (2) 管桩产量增速自8月开始大幅下滑, 滞后1年需求明年8月开始水泥需求明显回暖。(3) 无论是地产开工还是管桩和挖掘机产量, 虽然在最后负增长的4个月里面仍然是负增长, 受益当时积极政策刺激, 之后单月绝对量已经比中间时间有增加, 导致水泥需求增速略有回暖, 之后增速明显提升到新的台阶。综合上述几个方面看水泥需求增速将最快在明年6月, 最慢明年10月之前开始转暖回升, 即时间段为明年6-10月期间左右。

1.1.3. 宏观政策: 需求下半年好于上半年, 2季度左右见底

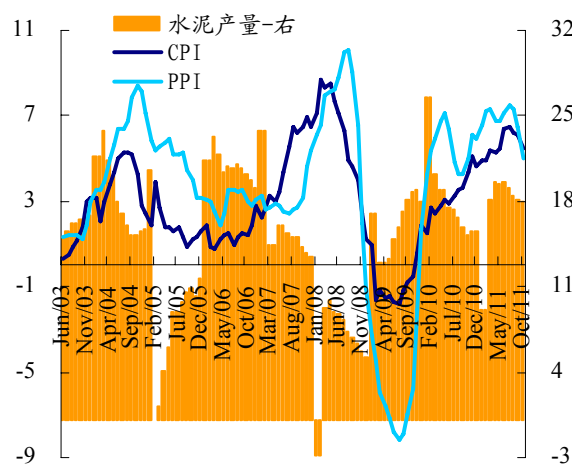
(一) 2003-2006、2007-2009年政策周期, 水泥产量增速与CPI大体呈现了如下规律: 即CPI上涨初期水泥产量增速提升, 过了临界点CPI开始加速则水泥需求增速回落, CPI在回落初期水泥产量增速继续回落, 在CPI回落的后半段水泥产量增速开始提升。今年CPI在7月开始见顶, 水泥产量增速顶部在今年4月目前处于回落通道中, 我们宏观判断CPI在目前位置上将持续回落至明年7月份, 以往水泥产量增速见顶比CPI见底约2个季度左右, 照此看水泥需求增速底部或在明年1季度左右。

图 13: 年度 CPI、PPI、水泥产量增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

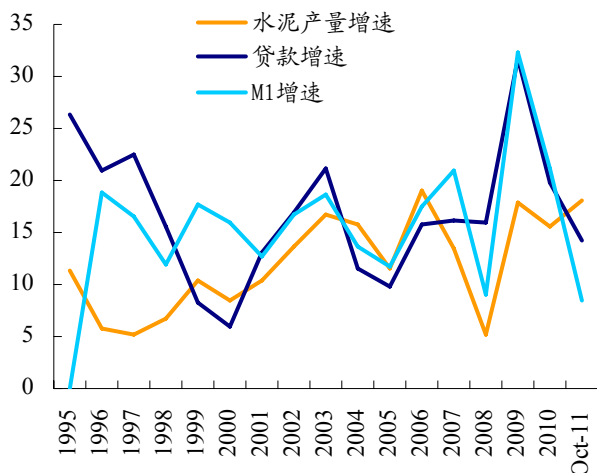
图 14: 月度 CPI、PPI、水泥产量增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

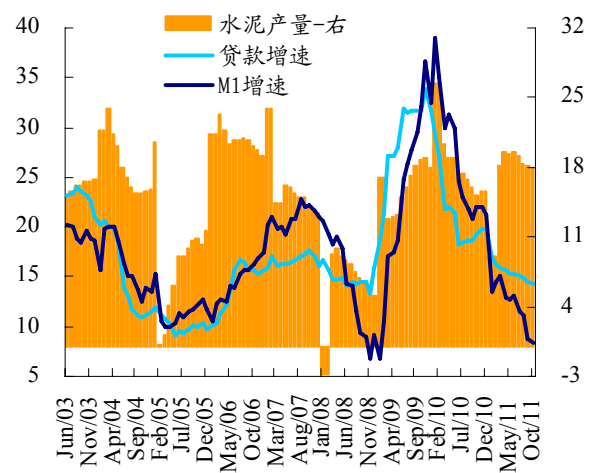
(二) 2003-2006、2007-2009年政策周期, 水泥产量增速与贷款、M1增速大体呈现了如下规律: 即贷款与M1增速与水泥产量增速大体保持一致, 贷款增速提升时水泥产量增速提升, 反之下降。例外情况是2007年贷款增速提升水泥产量增速下降, 一个是今年贷款增速下降但产量增速增加。我们宏观判断贷款增量2011-12年为7.4、8.0万亿, 贷款增速明年继续下滑, 但M1增速提升则大幅提升, 预期2011年12-2012年1月左右时间见底回升。同时宏观判断年内3年期央票利率存在下调可能, 年底前中小型银行存准率或被下调, 12年1一季度以后存在降息可能, 经济或于2012年2季度左右见底, 水泥产量增速或1季度以后见底。

图 15: 年度贷款、M1、水泥产量增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 16: 月度贷款、M1、水泥产量增速



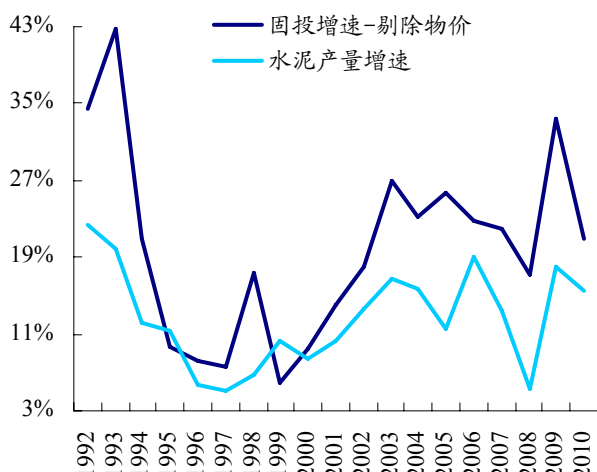
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

参考 2008 年底二套房首付利率下降、2008 年 10-12 月降息 4 次和准备金下调 3 次同时出手，地产销售应声而起，水泥需求增速也逐步回暖并月 6 月左右加速回升，2008-2009 年时货币、财政政策、地产政策大规模多管齐下则需求则应声而起、后面加速。（1）我们宏观判断 1 季度末后降息、我们地产判断下半年地产政策宽松，我们判断 2 季度基础设施贡献开始明显正向，这些假设前提意味着水泥产量增速或明年 2 季度见底概率大，但基本上下半年需求增速好于上半年。

我们假设 2012 年地产开工下降 11%、销售下降 2%、地产投资增加 12%，对应固定资产投资 19%，M1 增速 16.7%、GDP8%、工业增加值 11%、CPI3%，对应我们对水泥需求判断 2012 年增加 7%，下半年好于上半年。

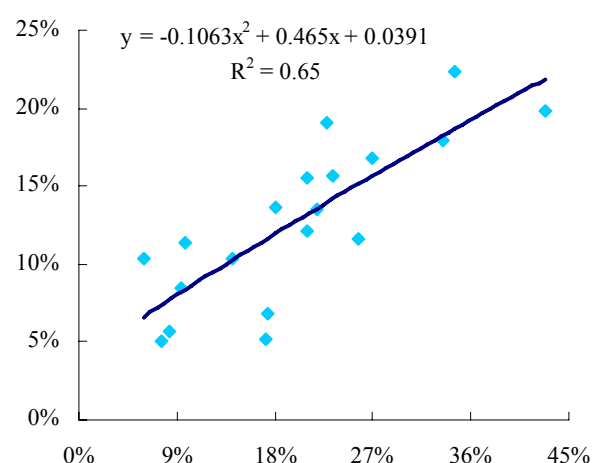
根据我们今年的经验看，根据历史规律大体判断方向基本上可以，但判断拐点具体时点相对困难，因为目前总是有不同于历史的地方和新情况出现。若上述假设前提发生变化则拐点期判断也要顺势变化，关键是建立一个分析框架，衡量判断未来拐点的前提，当拐点明确或明确迹象出现后要第一时间判断拐点确立，但基本上明下半年好于上半年。

图 17: 剔除物价固定资产投资与水泥产量增速



请务必阅读正文之后的免责条款部分

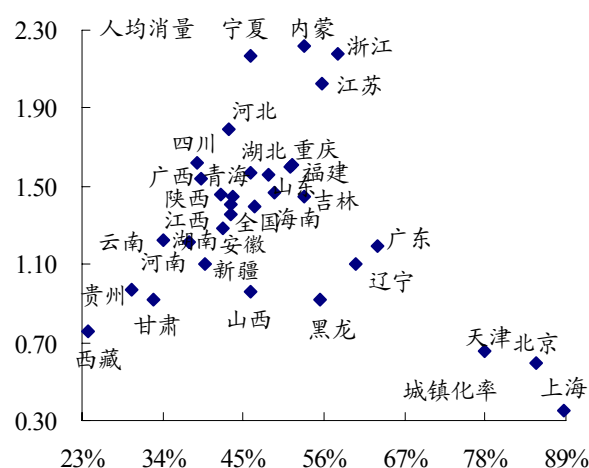
图 18: 剔除物价投资与水泥产量增速相关性



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

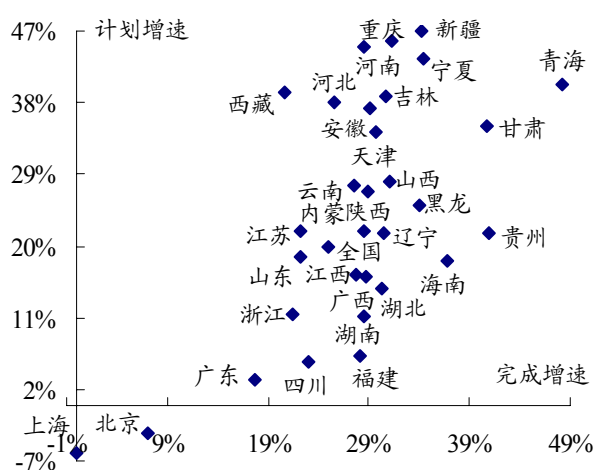
(一)从人均消费量和城镇化率看,中西部地区偏低,东部省区偏高。紧缩政策背景下水泥需求增速回落,目前看增速最低的基本上是东部城镇化率和人均消费量高的地区,增速相对高的基本上是中西部区域。固定资产投资完成额更多意味着产能的方向,固定资产施工计划投资才更多意味着需求的方向,施工计划增速高的区域新疆、宁夏、河北、吉林、安徽、河南、甘肃,计划增速低区域为广东、湖南、浙江、广西、福建。

图 20: 城镇化率与人均消费量



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

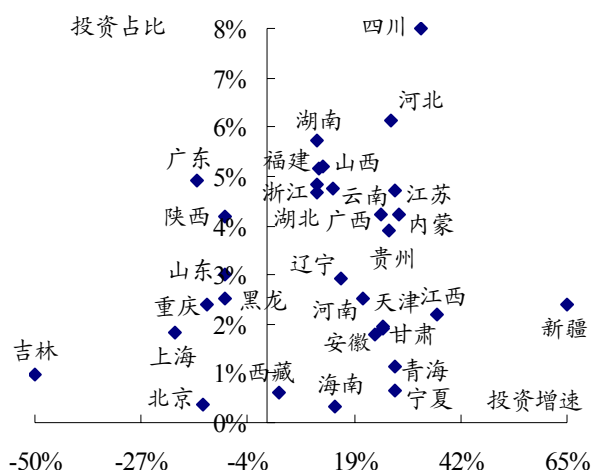
图 22: 固定资产完成及计划投资增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

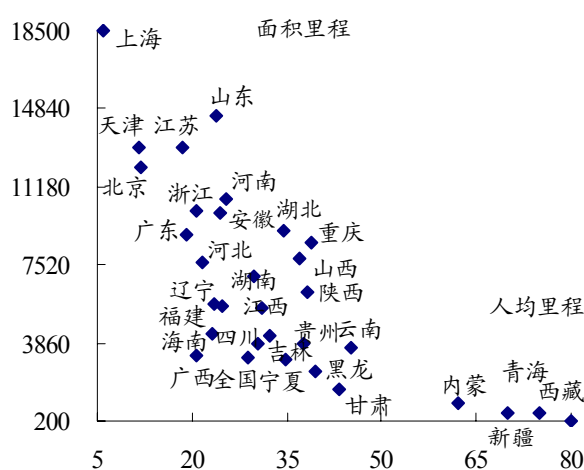
(二)从基础设施中公路交通投资增速看:新疆、江西、甘肃、宁夏、青海增速快,吉林、北京、上海、广东、山东、陕西增速慢。青海、新疆、内蒙古、甘肃、宁夏、黑龙江单位面积里程低、人均里程高,北京、江苏、浙江、广东、山东人均里程低、但单位面积里程高,投资增速更多体现为单位面积里程低区域,因人口少单位面积人口和公路密度低。

图 23: 交通投资增速及占比



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

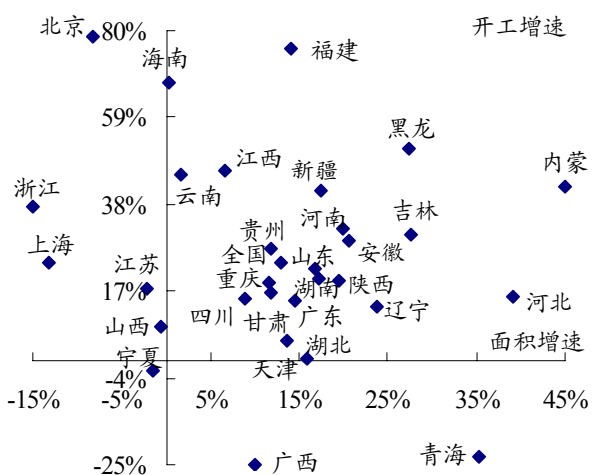
图 24: 公路人均里程和单位面积里程



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

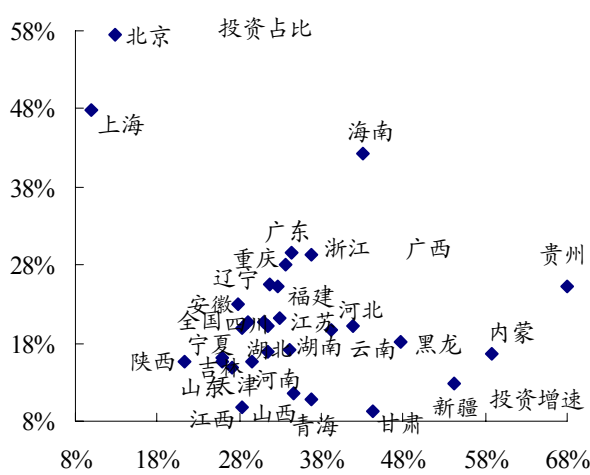
(三) 从房地产角度看。(1) 房地产占固定资产投资比重高的区域意味着水泥房地产需求占比高, 如北京、上海、广东、浙江等区域(这些区域即 1 线省区易受政策影响地产销售比较差), 占比低的如甘肃、青海、江西、新疆等区域。(2) 在投资占比高的区域中开工比较差的是: 广西、辽宁、广东、湖北等省区。

图 25: 房地产销售及开工面积增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 26: 房地产开发投资增速及占比

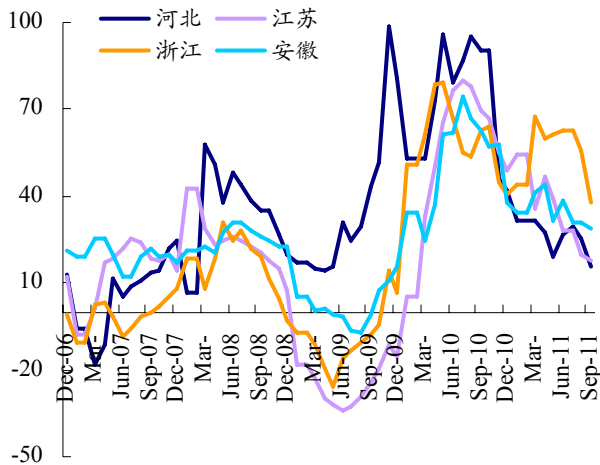


数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

(四) 从省区地产时间序列角度看。我们截取了河北、安徽、江苏、浙江四个省区观察 2006 年以来地产新开工和管桩产量周期变化: 2007-2008 年地产调控和货币紧缩, 导致浙江和江苏 2008 年地产销售面积负增长, 滞后一年导致该两省 2009 年地产开工负增长、2008 年底地产政策放松导致 2009 年该两省地产销售大幅增加。安徽滞后一段时间 2008 年下半年到 2009 年上半年地产销售下滑, 地产开工 2009 年也下滑。河北地产销售和安徽差不多, 但河北 2009 年地产新开工确很强劲。

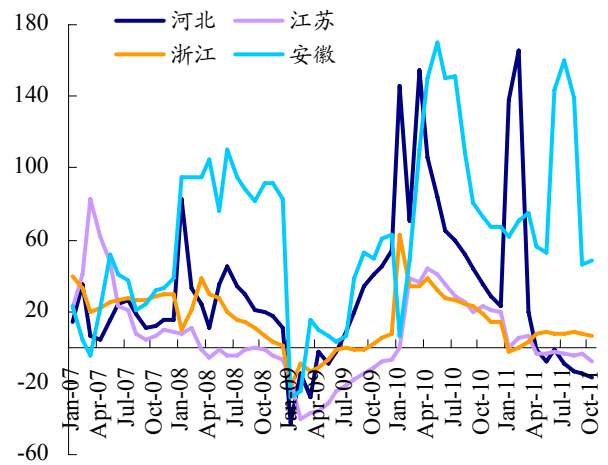
目前河北和江苏房地产新开工增速回落最快（与管桩数据相对应，该两省从今年4月开始管桩产量同比下降），浙江和安徽略好（管桩产量增速目前安徽46%、浙江7%）。目前河北地产销售增速依旧高企、安徽次之，江苏和浙江地产销售从2010年6月开始就已经变为负增长。

图 27：房地产新开工面积累计增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 28：管桩产量累计增速



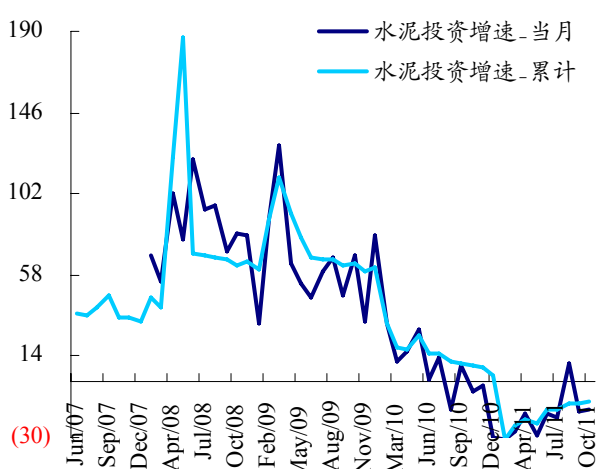
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

1.2. 水泥供给：东三省、湖北、河北、宁夏明年增加产能少

1.2.1. 水泥投资 12 个月负增长，新开工已连续 5 个月正增长

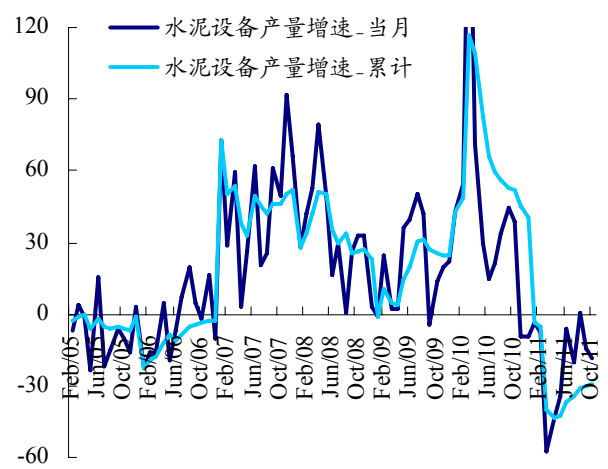
（一）从水泥投资和设备产量增速看：（1）受 2009 年底 38 号文件压制水泥投资增速自 2010 年开始趋势回落，累计投资增速连续 9 个月负增长，今年前 10 个月同比下降 11%；单月投资增速从 2010 年 8 月开始负增长，到目前已经 12 个单月负增长，10 月同比下降 15%。（2）水泥设备产量累计增速从今年开始连续 10 个月负增长，前 10 个月同比下降 29%，单月产量增速自 2010 年 11 月开始负增长 12 个月、10 月下降 18%。

图 29：水泥完成投资增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 30：水泥设备产量增速

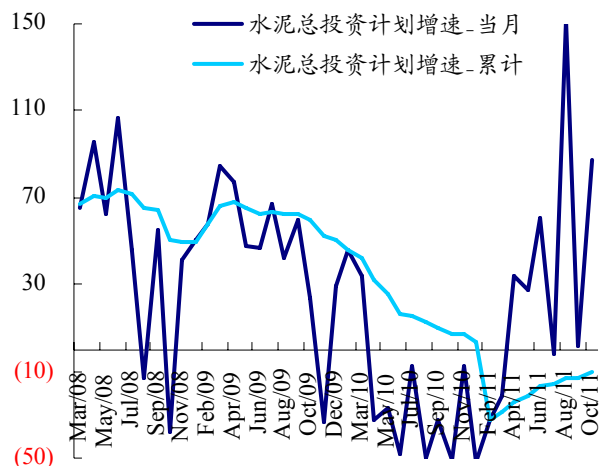


数据来源：DC，国泰君安证券研究

（二）从水泥投资新开工和总计划投资增速看：（1）从累计增速角度看，新开工投资计划增速自 2010 年 3 月至 2011 年 9 月负增长、10 月开始正

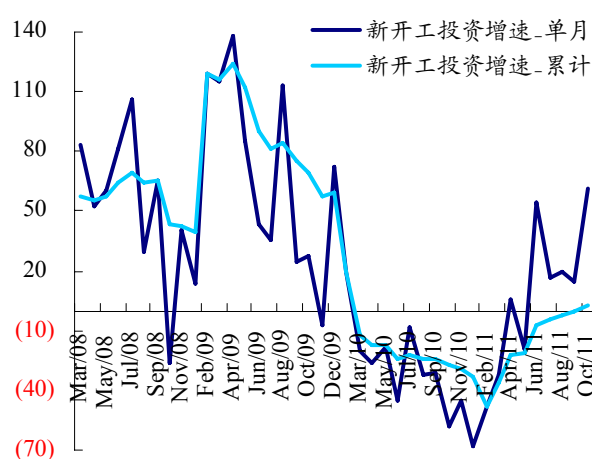
增长,项目总投资计划增速自2011年2月至今负增长;(2)从单月投资增速角度看,新开工计划投资增速自2010年3月至2011年5月负增长,从今年6月开始变为正增长,至今已经有连续5个月正增长,总投资计划增速自2011年4月以来有6个月正增长。潜在投资增速有回升迹象。

图 31: 水泥项目总投资计划投资增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 32: 水泥新开工投资增速

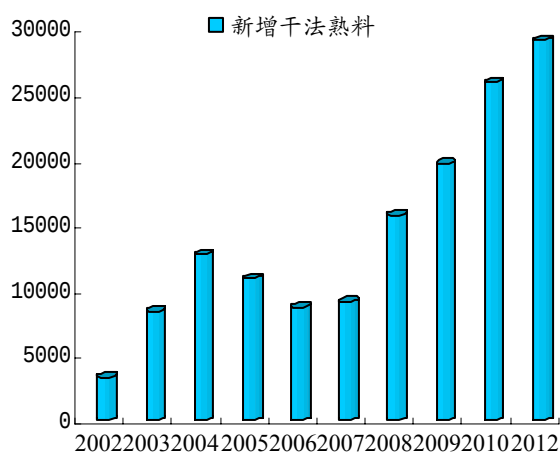


数据来源: DC, 国泰君安证券研究

1.2.2. 2011-12 年新增干法熟料产能 1.9、1.3 亿吨

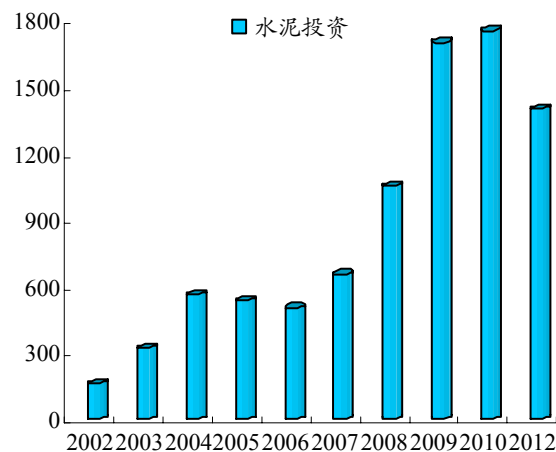
从更长周期角度看,过去4年都是水泥行业投资 and 新增产能最多的四年,2008-2010 年新增干法熟料产能分别达到 1.6、1.9、2.6 亿吨。根据数字水泥统计生产线建设进度以及水泥投资形成产能的规律看,我们预期2011-12 年新增干法熟料产能分别为 1.9、1.3 亿吨左右。

图 33: 熟料新增产能



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 34: 水泥投资完成额

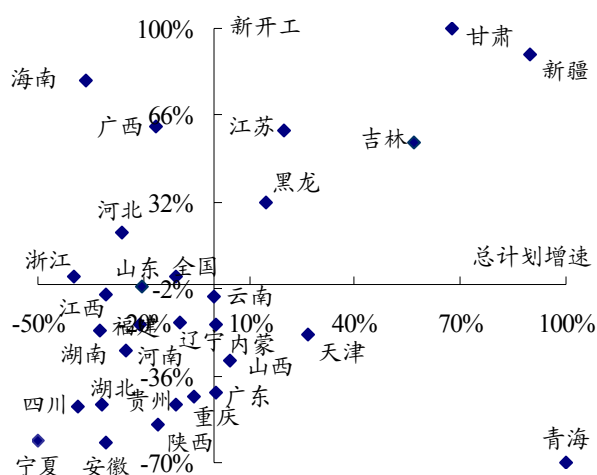


数据来源: DC, 国泰君安证券研究

1.2.3. 明年东北三省、湖北、河北、宁夏等地区产能增加少

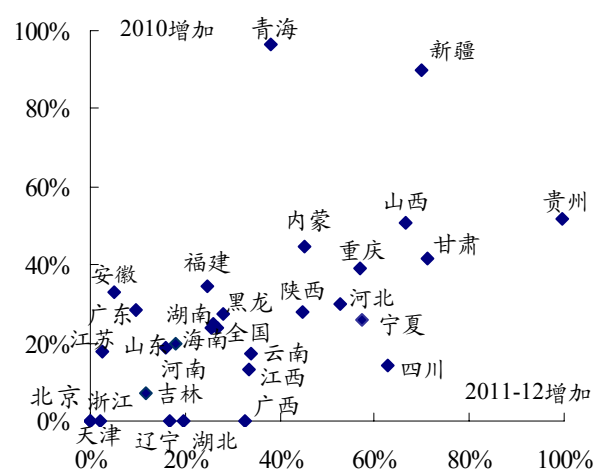
从省区产能增加情况看:(1)水泥新开工及总投资计划增速,新疆、甘肃、吉林、黑龙江增速最快,安徽、宁夏、四川、陕西、重庆、湖北增速最低。(2)新增熟料干法产能,2011-12 年合计比2010 年增速最多的省份为贵州、甘肃、新疆、山西、四川、重庆、河北,增幅最少的为江苏、安徽、广东、浙江、湖北、吉林、辽宁、湖北、山东等地。2012 年

图 35: 水泥投资新开工及总计划增速



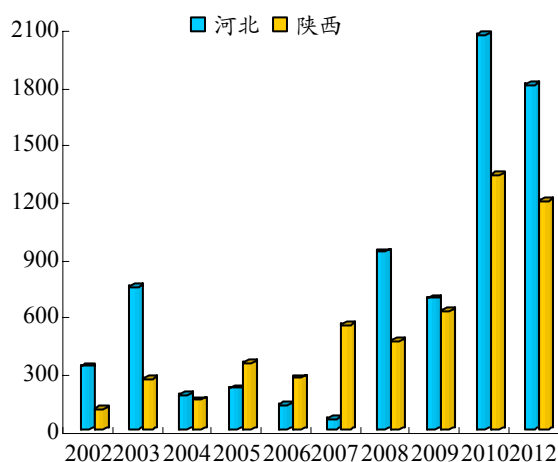
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 36: 2010-12 年干法孰料产能增幅



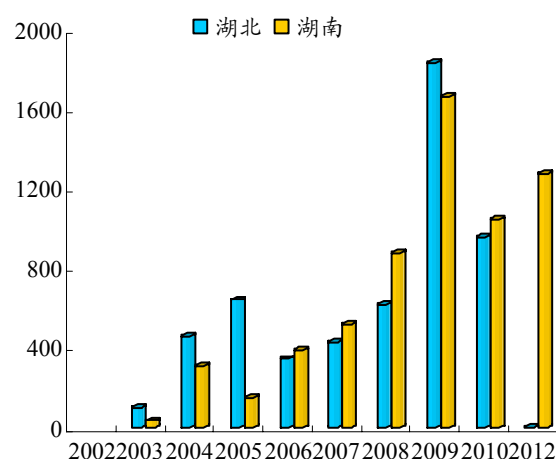
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 37: 河北和陕西干法孰料年度新增



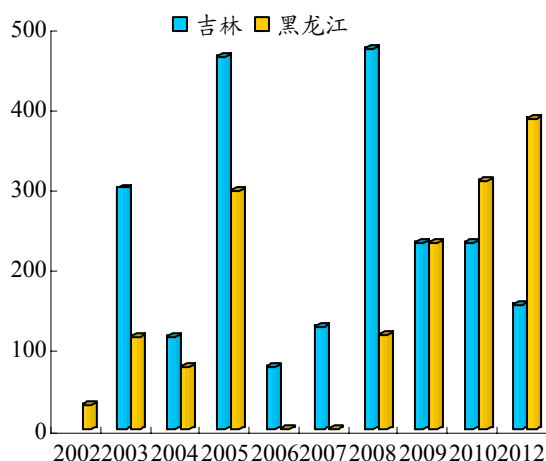
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 38: 湖北和湖南干法孰料年度新增



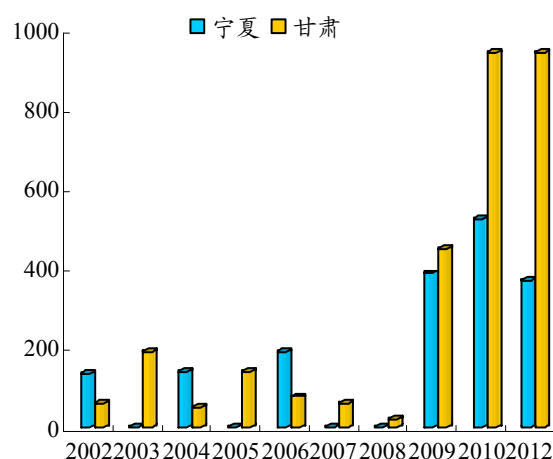
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 39: 吉林和黑龙江干法孰料年度新增



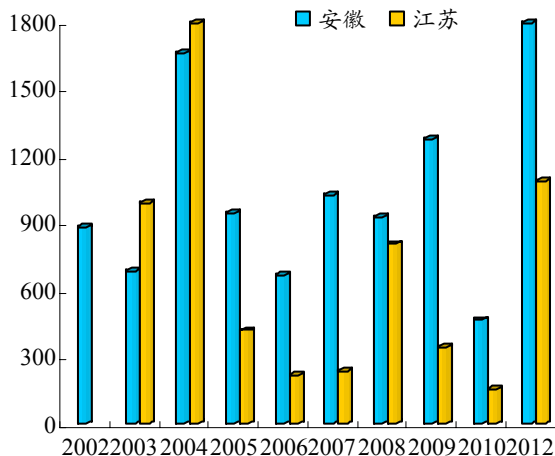
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 40: 宁夏和甘肃干法熟料年度新增



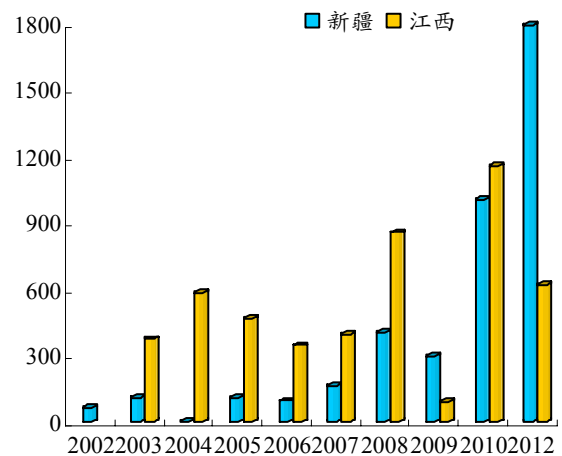
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 41: 安徽和江苏干法孰料年度新增



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 42: 新疆和江西干法孰料年度新增

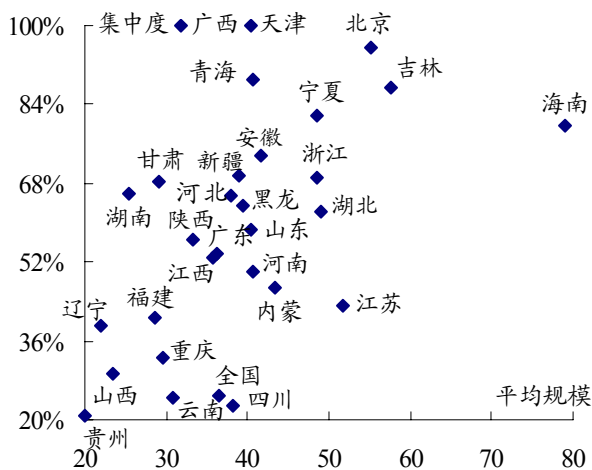


数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

1.2.4. 宁夏等西北、安徽等华东人均干法超过 900 公斤

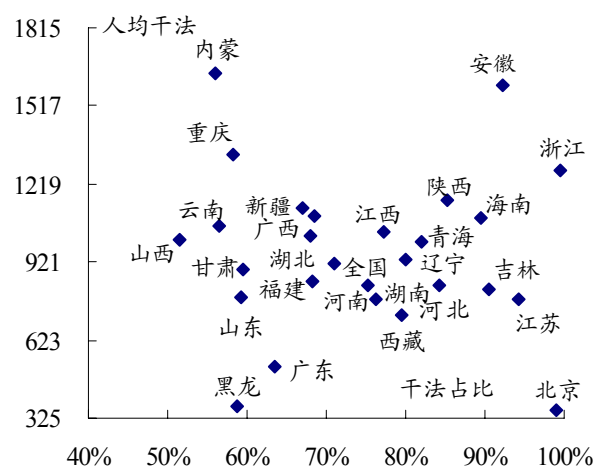
从省区干法产能集中度和人均干法量看: (1) 干法前 3 家企业集中度最高的为广西、吉林、青海、宁夏、安徽、浙江、新疆、甘肃、河北, 企业平均规模大的地区为吉林、江苏、河北、浙江、宁夏; (2) 人均干法超过 900 公斤 (政策规定超过 900 公斤不批新生产线) 为宁夏、新疆、江西、湖北、内蒙古、陕西、山西、安徽、浙江、广西、四川等地方, 这些省区在红线至少或至少不是第一批放开生产线建设区域。

图 43: 干法孰料集中度及企业平均规模



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 44: 新干法产能占比及新干法孰料人均量



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

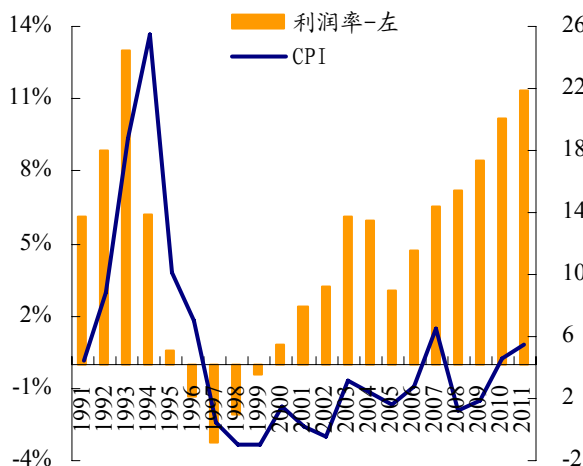
1.3. 水泥盈利: 下半年好于上半年, 陕西和宁夏现见底迹象

1.3.1. CPI 与水泥价格、价格差: 趋势大体一致, 拐点期不尽相同

水泥价格、水泥煤炭价格差与 CPI 的关系大体是这样: CPI 通胀上升水泥价格和价格差上升, CPI 下降过程水泥价格和价格差下降, 趋势大体如此但拐点时间不尽一致。内在大体逻辑是 CPI 上涨代表着需求上升拉动了水泥价格和盈利, CPI 下降代表着需求回落拉低了水泥价格和盈利。我们宏观判断目前 CPI 将持续回落到明年 7 月份, 若按照以前规律线性

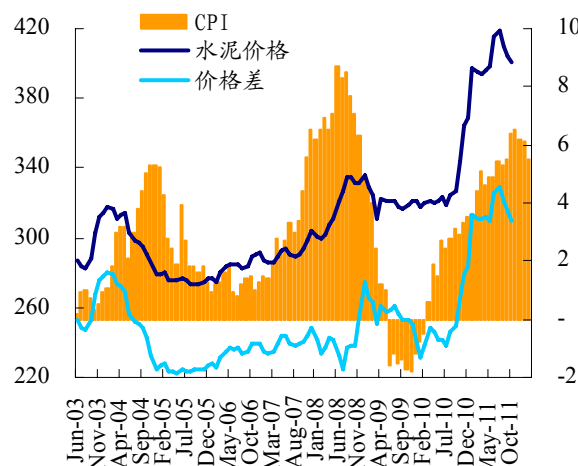
外推，则在这个过程中水泥价格和盈利有向下回调的压力。

图 45: 水泥行业利润率与贷款增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 46: 水泥煤炭价格差与 CPI

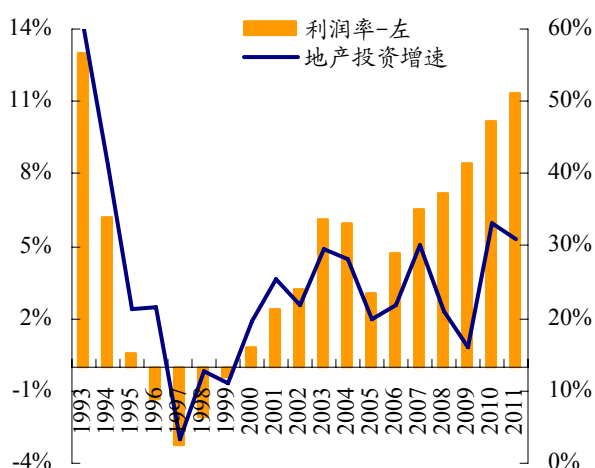


数据来源: DC, 国泰君安证券研究

1.3.2. 地产投资与水泥价格/差: 趋势大体一致, 价格协同有扰动

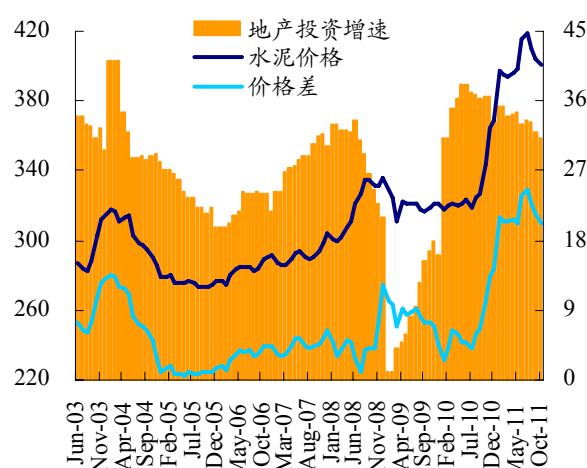
水泥价格、水泥煤炭价格差与房地产投资的关系大体是这样: 房地产投资加速时水泥价格和价格差上升, 房地产投资增速下降时期水泥价格和价格差下降, 趋势大体如此但拐点时间不尽一致, 甚至部分时期有错位。其中特例的情况之一是 2010 年 5 月以来地产投资增速下滑, 但水泥价格和盈利开始趋势上升, 主要原因是去年 3 季度开始全国拉闸限电导致水泥产能受到抑制更多对冲了需求的回落, 同时开始的价格协同也有扰动因素, 最近水泥价格和盈利开始出现回落, 或开始反应地产下降。我们地产判断地产开工和投资下半年好于上半年, 水泥估计也大致如此。

图 47: 水泥行业利润率与地产投资增速



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 48: 水泥煤炭价格差与地产投资增速



数据来源: DC, 国泰君安证券研究

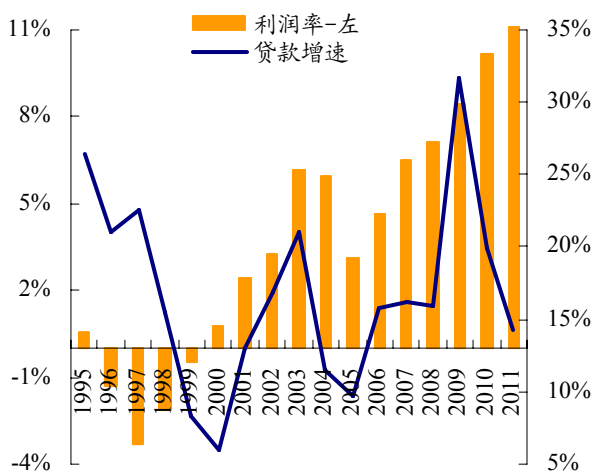
1.3.3. 贷款增速与水泥价格/差: 趋势大体一致, 供给端指标做修正

水泥价格、水泥煤炭价格差与贷款增速的关系大体是这样: 贷款增速加速时水泥价格和价格差上升, 贷款增速下降时期水泥价格和价格差下降, 趋势大体如此但拐点时间不尽一致, 甚至部分时期有错位。其中特

例的情况之一是 2010 年 5 月以来贷款增速下滑，但水泥价格和盈利开始趋势上升，主要原因是去年 3 季度开始全国拉闸限电导致水泥产能受到抑制更多对冲了需求的回落，同时开始的价格协同也有扰动因素，最近水泥价格和盈利开始出现回落，或开始反应贷款增速下降。

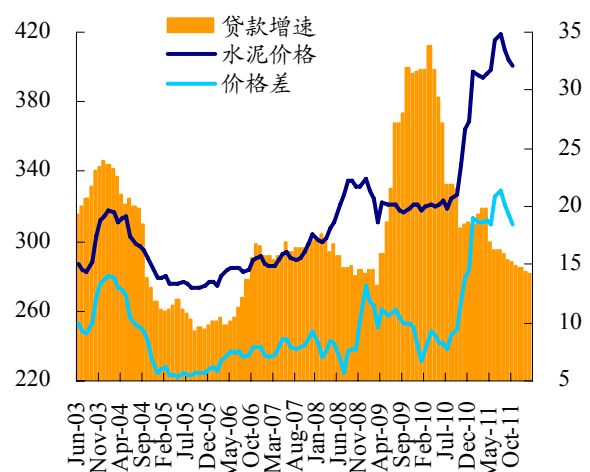
2010-11 年贷款增速低于 2009 年但盈利确高于 2009 年，这一方面是价格协同在扰动，另外就是无论是地产、CPI 还是贷款增速更多反应的是需求端指标，盈利是由供需边际所决定，盈利同时也要考虑供给端指标，2010-11 年供给增加少于需求增加导致盈利增加，对上述指标做修正。

图 49：水泥行业利润率与贷款增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 50：水泥煤炭价格差与贷款增速

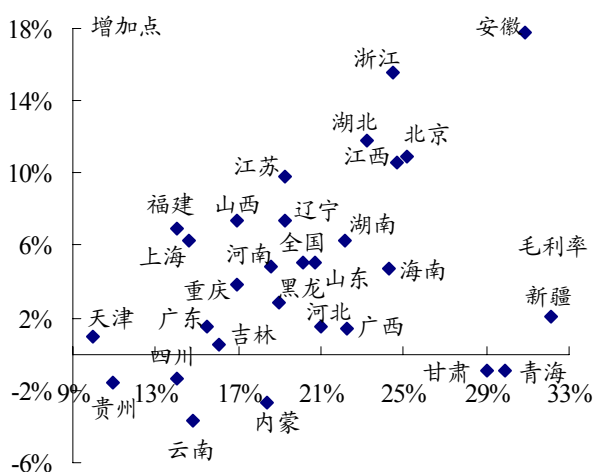


数据来源：DC，国泰君安证券研究

1.3.4. 省区盈利：华东处历史高位，河北、宁夏和陕西或现底部迹象

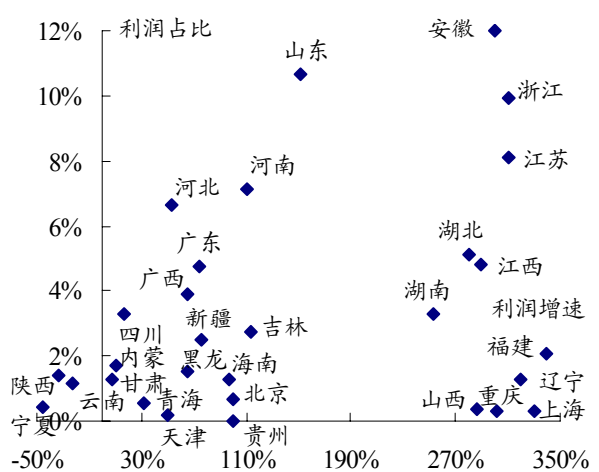
（一）毛利率和增加百分点：（1）毛利率最高的省区是新疆、安徽、青海、甘肃、北京、江西、浙江、湖北等区域；（2）毛利率同比增加最多的是安徽、浙江、湖北、北京、江西、江苏，这些区域今年盈利趋势上升且处于相对历史高位；毛利率增加最少的省区是内蒙古、四川、甘肃、青海、吉林、广西、河北，这些区域或从顶部回落、或底部回升速度慢。

图 51：水泥毛利率及同比增加百分点



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 52：水泥利润增速及全国占比

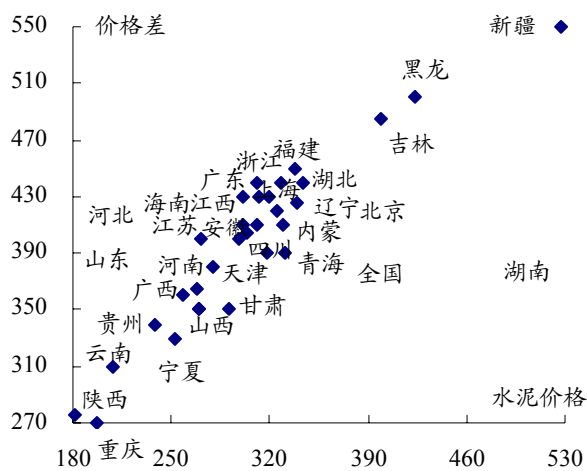


数据来源：DC，国泰君安证券研究

(二) 利润增速最快的省区基本上是华东和中南地区, 即受限电影响和价格协同好的区域, 陕西和宁夏利润同比下降, 甘肃、内蒙、四川、青海、河北利润增速相对略低, 前几个是前期处盈利高峰期开始回落, 河北是价格相对处于底部区域弹性空间尚未有充分释放所致。

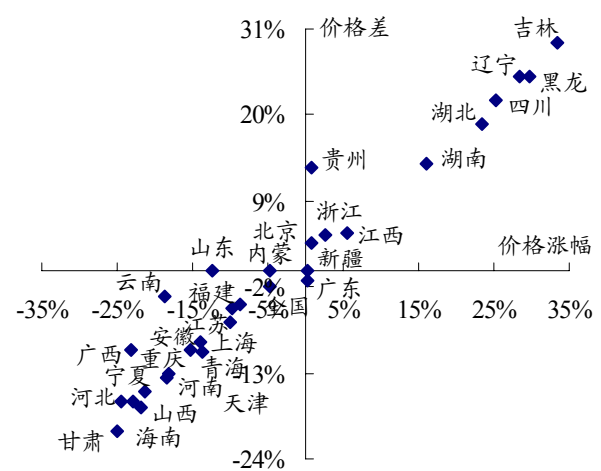
(三) 水泥煤炭价格涨幅: (1) 水泥价格和价格差都高的省区是新疆、黑龙江、吉林、福建、浙江、湖北、广东、辽宁等; 都差的是陕西、重庆、宁夏、陕西、甘肃, 逻辑大体与省区利润和毛利率一致。(2) 价格和价格差涨幅都大的是东北三省、四川、湖北、湖南、浙江、江西, 涨幅都差是甘肃、山西、河北、宁夏、陕西等。目前好主要是价格协同和产能投放压力小的区域, 目前差的地方大多是产能投放压力大的区域。

图 53: 水泥价格与水泥煤炭价格差



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 54: 水泥价格与水泥煤炭价格差增幅



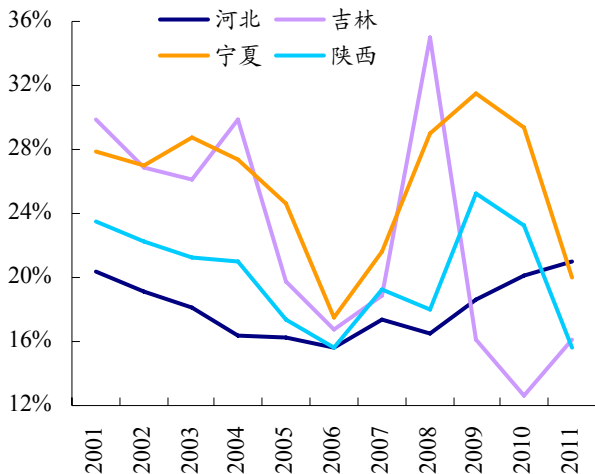
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

1.3.5. 省区盈利趋势: 湖北或仍有空间, 陕西和宁夏回落两年

(一) 省区盈利趋势: (1) 宁夏和陕西盈利顶部在 2009 年, 2010-11 年目前回落了两年左右; (2) 吉林盈利在 2008 年, 2009-2010 年两年回落, 后在 2011 年出现反弹; (3) 河北底部在 2008 年, 目前连续回升了三年。若回落两年开始回升, 则宁夏和陕西明年有回升的概率。(4) 安徽和江苏底部在 2009 年, 2010 年至今回升, 浙江在 2008 年底, 2009 年开始回升至今 3 年, 湖北底部在 2010 年目前回升仅 1 年, 相对而言湖北比其他省区盈利回升时间段或仍有回升空间。这些地方基本都处于 2001 年以来盈利高位, 估计再提升弹性将大幅下降。

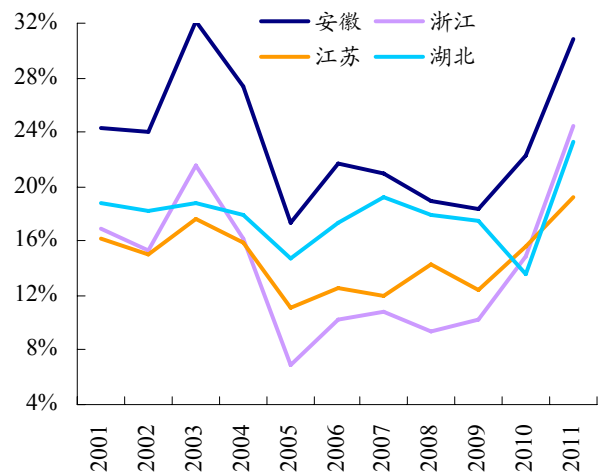
(二) 主要水泥公司盈利处于周期位置: (1) 华东区水泥, 华新水泥和江西水泥目前盈利大概处于 2004 年以来高位, 盈利接近 2003 年以来水平, 但与 2000 年之前盈利仍不可同日而语, 海螺水泥盈利接近 2003 年水平; (2) 天山水泥创 2002 年以来新高, 冀东水泥创 2004 年以来新高但略低于 2003 年水平, 赛马实业盈利在 2009 年创出 2001 年新高之后连续两年回落, 目前盈利接近 2005 年水平, 比 06 年底高接近 07 年。

图 55: 水泥毛利率



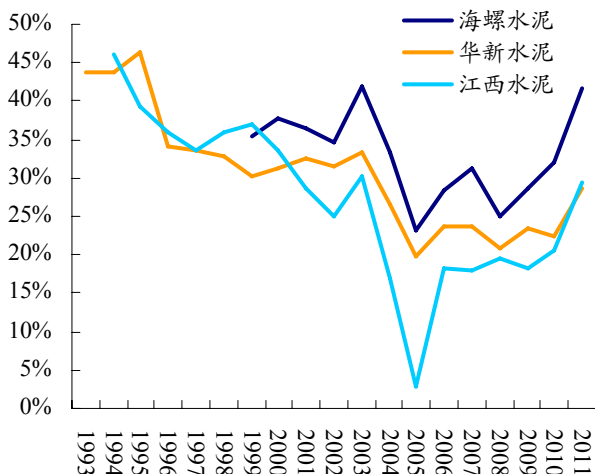
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 56: 水泥毛利率



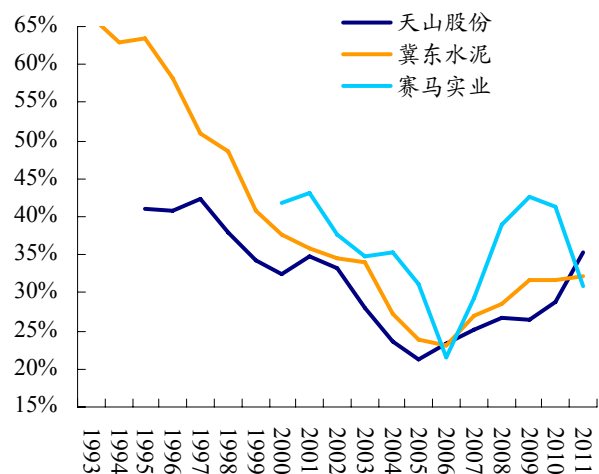
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 57: 1993 年以来海螺、华新、江西水泥毛利率



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 58: 1993 年以来天山、冀东、赛马水泥毛利率



数据来源: DC, 国泰君安证券研究

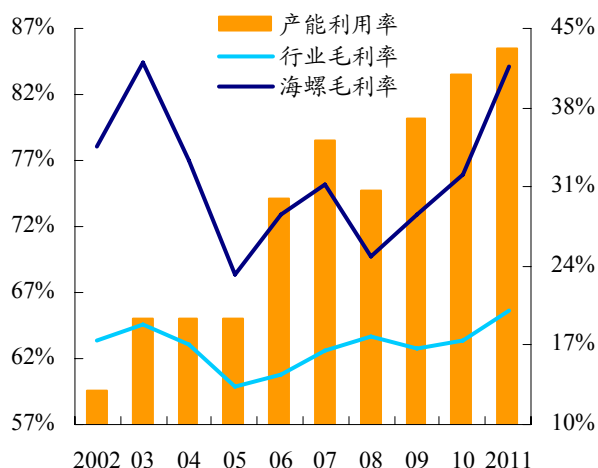
1.3.6. 2011-12 年供需边际: 需求低于 5%、淘汰低于 3000 万则为负

(1) 测算产能利用率涉及到每年新投产干法水泥产能、淘汰落后产能、水泥产量, 三个指标都存在估计误差的概率, 存量产能存在不确定数据、淘汰落后也不确定数据、水泥产量同比也做过调整; (2) 新增供需边际历史数据测算大概面临上述三个问题; (3) 关于未来预期判断, 则新投放生产线大概确实, 但淘汰落后产能和水泥产量存在预期差异, 尤其是淘汰落后产能, 在之前落后产能多的年份淘汰可靠, 目前有较大差异。

观察我们根据几个假设条件测算出的产能利用率和新增供需边际看:

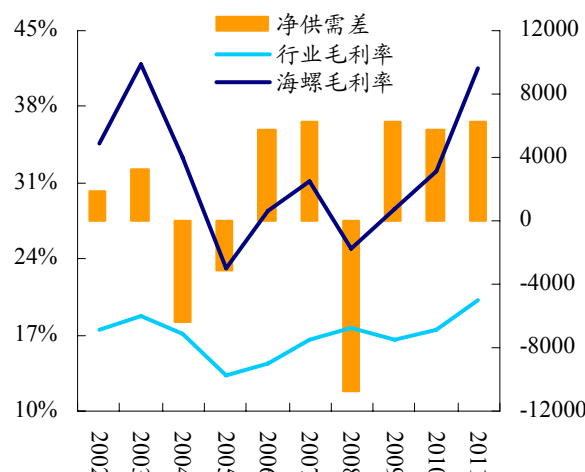
(1) 产能利用率提升的年份水泥行业特别是海螺水泥毛利率提升概率大, 利用率下降则盈利下降概率大; (2) 新增供需边际正盈利提升。

图 59：2002 年以来产能利用率与盈利



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 60：2002 年以来新增供需边际与盈利



数据来源：DC，国泰君安证券研究

其实历史的年度开工率和新增边际数据在大概率上比较准确描述了行业盈利的变化，但如果把这两个数据拆到半年度，2011 年之前比较准确，2011 年当年误差比较大：一方面可能有价格协同机制扰动，再就是淘汰落后产能这个指标具有不准确性（国家只是年初公告上年淘汰情况，今年淘汰计划里面被看到很多之前年份就已经淘汰过的线，开始有误差）

如果一定要预测下 2012 年和分半年度的新增供需边际，我们假设 2012 年新投放干法熟料产能 1.37 亿吨，考虑价格协同抑制产能和淘汰落后 5175 万吨，假设需求增加 7%：即 2021 年边际为 2257 万吨左右、为正值，上半年边际为负值，下半年边际为正值，即下半年盈利好于上半年。

表 2：水泥新增供需边际预测

	10 上	10 下	2010	11 上	11 下	2011	12 上	12 下	2012
水泥产量	84847	103365	188212	95083	116148	211231	101748	124358	226106
水泥产量增加	11385	18518	25314	10236	21065	23019	6665	22611	14875
水泥完成投资	860	895	1755	654	746	1400	660	440	1100
淘汰落后产能	2000	10000	12000	3700	4650	8350	2350	2825	5175
新干法增加	16749	23919	31543	19179	19396	25163	15250	14235	17794
实际产能增加	12749	16919	19543	12254	13371	16813	10488	10472	12619
新增供需边际	-1,364	1,599	5771	-2,018	7,694	6206	-3,823	12,138	2257

数据来源：DC，国泰君安证券研究

事实上边际不仅有上文所述测算的各种误差，同时也与宏观地产政策紧密相关，若政策发生变化的时点不同则边际拐点和正负也有很大影响。

（1）若假设明年需求 7%，则淘汰落后产能低于 3000 万吨则明年边际为负值；（2）若假设淘汰落后产能 5000 万吨，则需求低于 6%则边际为负值。即若需求低于 5%则明年边际肯定为负值，淘汰落后低于 3000 万则明年边际也肯定为负值概率相当大。数字水泥判断需求增速 5-8%。这个框架更多在于逻辑意义，根据上文各种假设事件性变化或动态变化。

表 3: 2011 年新增供需边际对固定资产投资增速和淘汰落后产能敏感性

2011 边际差	淘汰落后产能					
	2,257	3000	4000	5000	6000	7000
固定投资增速	4%	-6344	-5344	-4344	-3344	-2344
	5%	-4232	-3232	-2232	-1232	-232
	6%	-2120	-1120	-120	880	1880
	7%	-7	993	1993	2993	3993
	10%	6329	7329	8329	9329	10329

数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

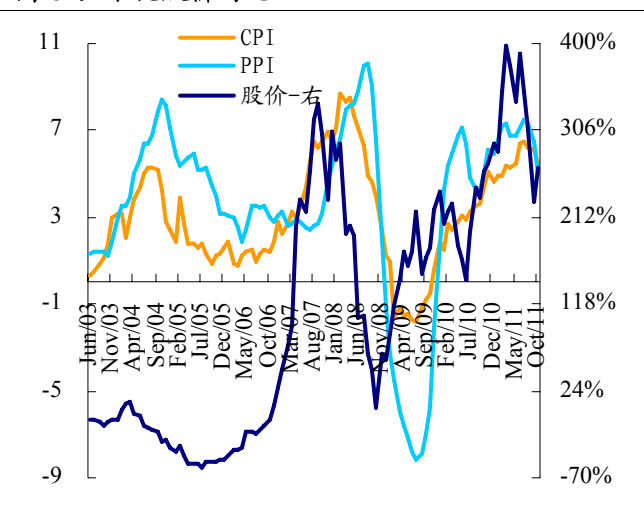
1.4. 水泥投资策略: 着眼需求分析, 紧盯政策变化

1.4.1. CPI 与股价、PE 的逻辑: 大部分时间方向一致, 部分错位

CPI 与水泥股价 PE 规律为水泥三八理论中最重要的规律之一: 在时间序列角度趋势方向在大概率上大体一致, 即 CPI 上升股价和 PE 上升, 反之下降, 但拐点时间不尽一致, 且部分时间有错位。大概的规律是:

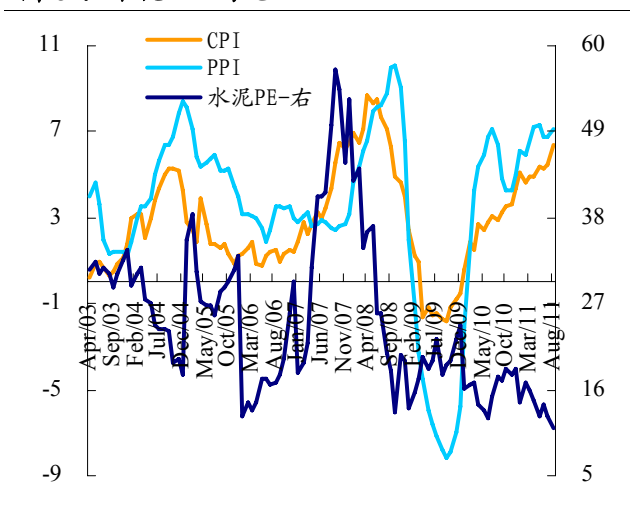
(1) CPI 通胀初期受益盈利和 PE 增加股价上升, 在 CPI 过来临界点之后受制紧缩政策压制股价开始下跌, 过往三轮调控水泥股价底部比 CPI 顶部早 3 个月时间。(2) 2005 年 CPI 和股价大概在同一时间左右见底, 2008 年底受 4 万亿政策和货币政策刺激水泥股价见底, CPI 在 2009 年 7 月才见底。见底时间只有两个周期观察且不一致, 政策有扰动。我们宏观判断明年上半年 CPI 下行与 7 月见底开始回升, 可观察这次的变动。

图 61: 水泥股价与 CPI、PPI



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 62: 水泥 PE 与 CPI、PPI

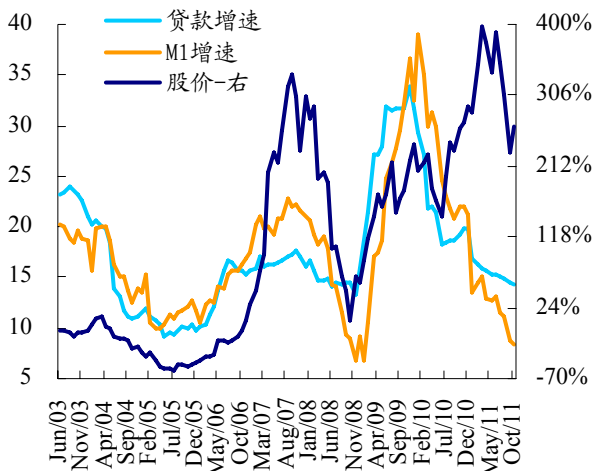


数据来源: DC, 国泰君安证券研究

1.4.2. 贷款增速与股价、PE 的逻辑: 货币政策大部分时间决定方向

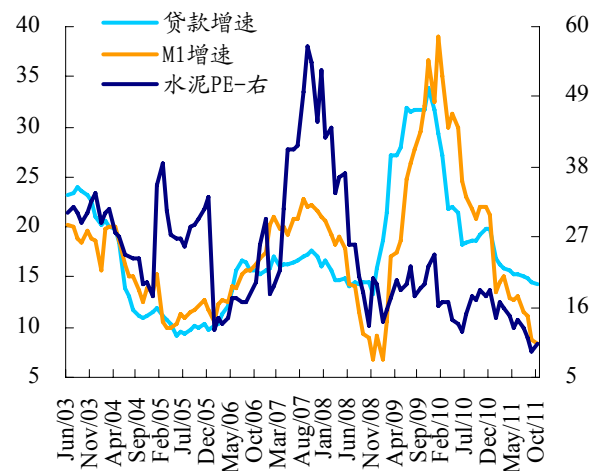
我们在上午分析看到贷款增速和水泥盈利在大的方向上保持一致, 同时我们下面两张图也显示水泥 PE 和股价在方向上也与贷款增速保持一致, 而且见底和见顶的时间大体一致, 错位的阶段是与盈利一样, 2010 年后贷款增速下降但股价应声而起, 主要是限电和价格协同导致盈利高企。但 PE 保持了大体一致的方向性, 贷款和 M1 增速下降导致 PE 下降。我们宏观判断 M1 增速明年 16.7%, 并且 M1 增速明年逐月提升高于今年。

图 63: 水泥股价与贷款、M1 增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

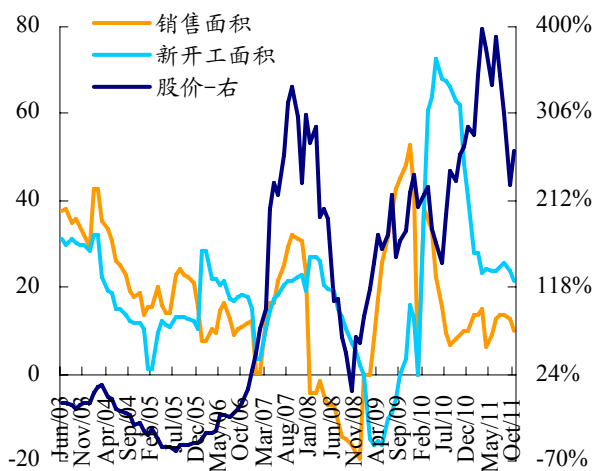
图 64: 水泥 PE 与贷款、M1 增速



数据来源：DC，国泰君安证券研究

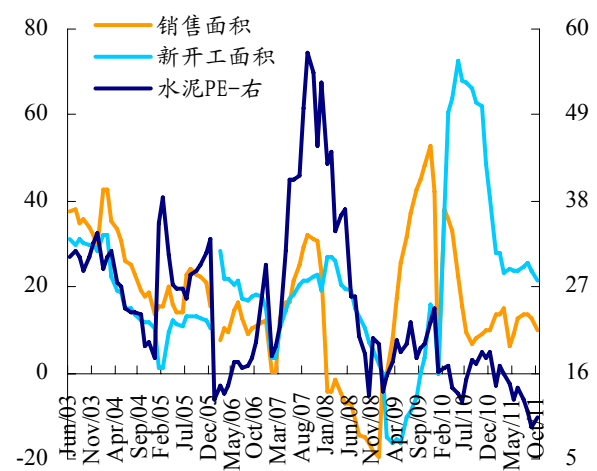
1.4.3. 地产投资与股价、PE 的逻辑：与盈利逻辑一致，错位因供给端
 房地产销售及新开工与水泥股价及 PE 的关系大体与盈利逻辑一致，地产销售和新开工变差水泥股价变差，有两个错位：一个是 2006 年一个是今年地产销售和新开工变差但股价变化，主要是这个时期错位都有供给端有关，供给端要么产能投放下降导致边际为正值、要么集中度提升价格协同或限电压制了产能，除此之前大体方向一致。2008 年末地产销售和水泥股价同时见底，因为地产政策和货币政策防松同时发生所致，如前文所述地产新开工要更滞后见底。明年上半年估计地产开工销售有变差迹象和趋势，关键看供给端价格协同和宏观政策能否起反冲作用。

图 65: 水泥股价与地产销售及开工面积增速



数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 66: 水泥 PE 与地产销售及开工面积增速

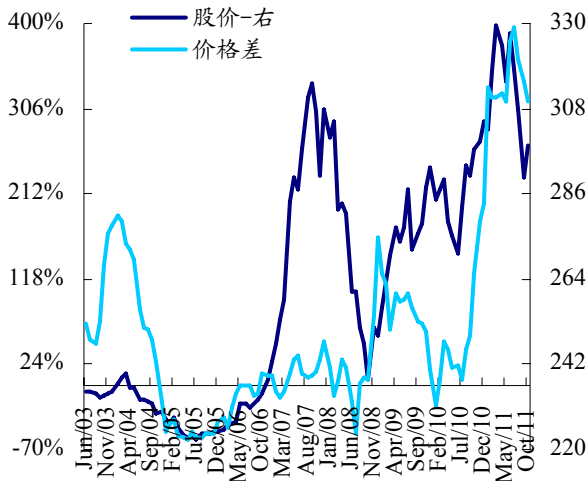


数据来源：DC，国泰君安证券研究

1.4.4. 水泥盈利与股价、PE 的逻辑：最终看所有因素对盈利的变化
 2003 年以来我们模型计算的“价格差”与水泥指数大体保持了同方向变化。水泥指数顶部比“价格差”顶部早 1-4 个月左右，股价见顶反映比盈利见顶反映要快市场预期提前。水泥指数底部比“价格差”底部晚 2-4 个月左右，对盈利是否确立底部需要时间确认，周期性行业市场好像更倾向于早卖晚买，亦受当时政策和季节性影响。我们前文分析了 N 多与

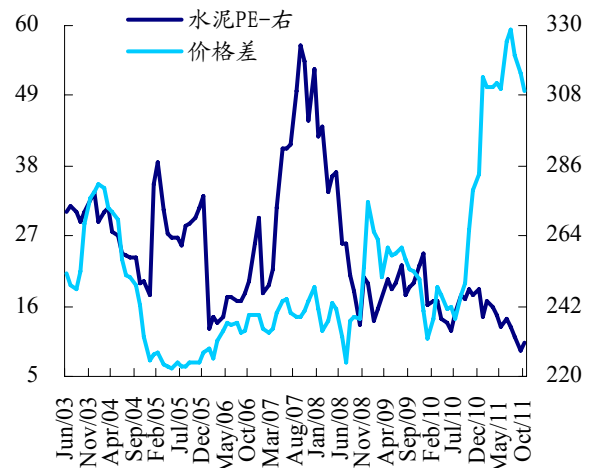
水泥股价和 PE 的决定因素，最终是通过盈利的影响来驱动股价。

图 67：水泥股价与水泥煤炭价格差



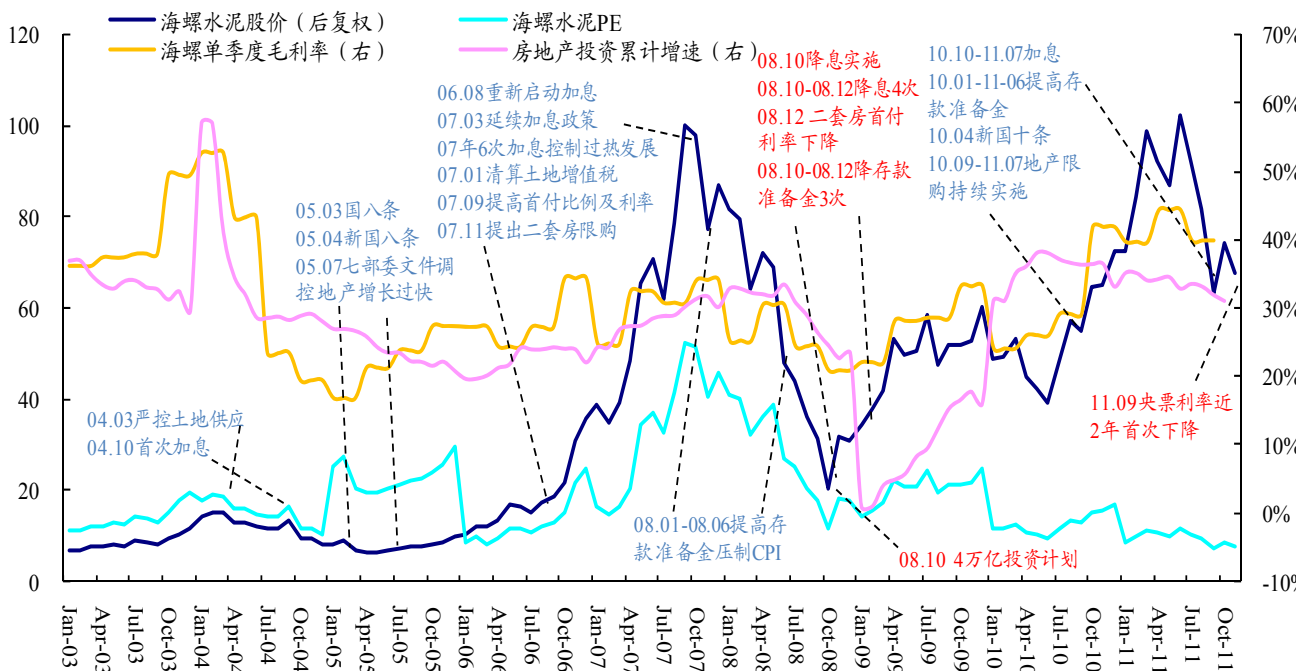
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 68：水泥 PE 与水泥煤炭价格差



数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 69：海螺水泥股价、PE、毛利率、地产投资增速与调控政策

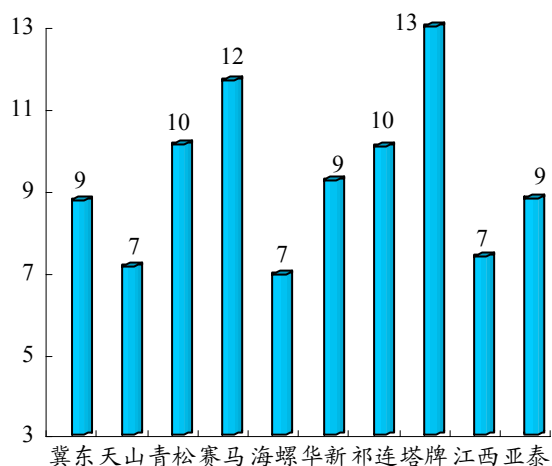


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

1.4.5. 水泥估值：吨市值最低为冀东、江西、祁连山、华新、赛马

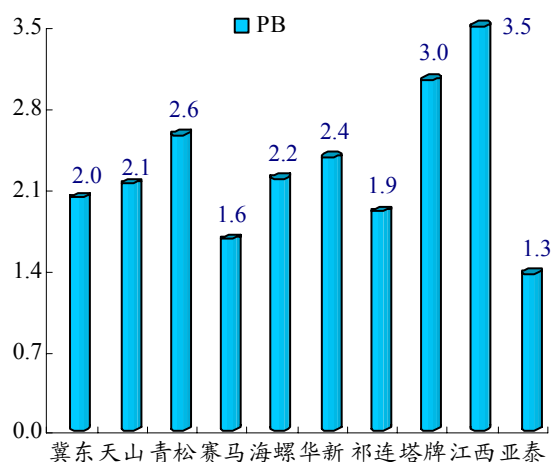
水泥公司 PE 差异体现为区域景气度、股本大小、成长确定性、主题概念的等区别；（1）不考虑增发摊薄 11 月 18 日收盘价格对应 2012 年动态 PE 低于 10 倍的是天山、海螺、江西、冀东、华新、亚泰。（2）考虑增发摊薄 PE 低于 10 倍的是海螺、江西、冀东、亚泰、华新水泥。（3）PB 最低的为亚泰集团、赛马实业、祁连山、冀东、天山、海螺水泥。（4）以冀东水泥和海螺水泥时间序列动态 PE 来看，2011 年动态 PE 已经均跌破 2003 年以来三轮调控最底部，冀东和海螺分别为 12、7 倍左右。估值相对低的重要原因是对目前高盈利能否在明年维持分歧比较大。

图 70: 2012 年动态 PE (未考虑增发摊薄)



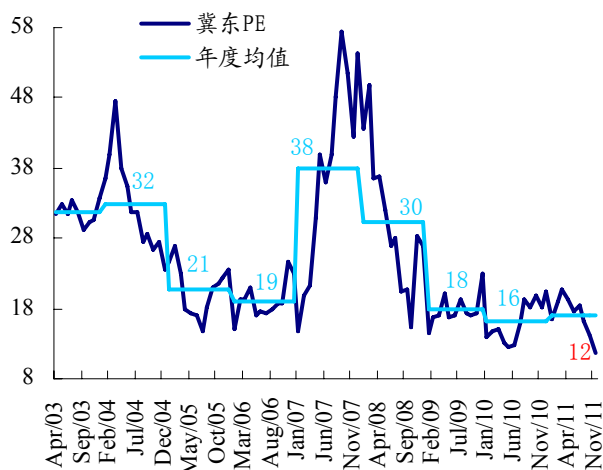
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 71: 2011 年 PB



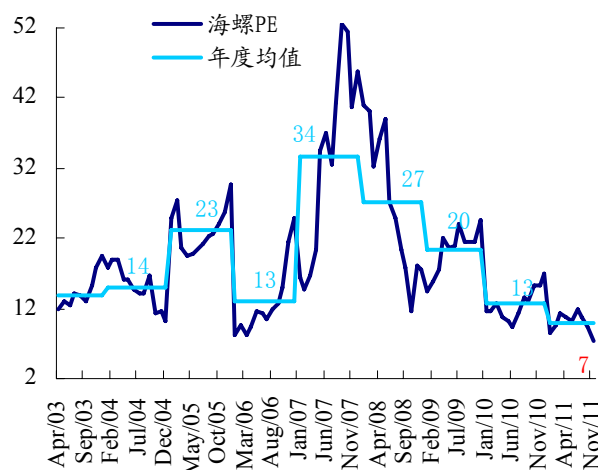
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 72: 冀东水泥动态 PE 时间序列



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 73: 海螺水泥动态 PE 时间序列



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

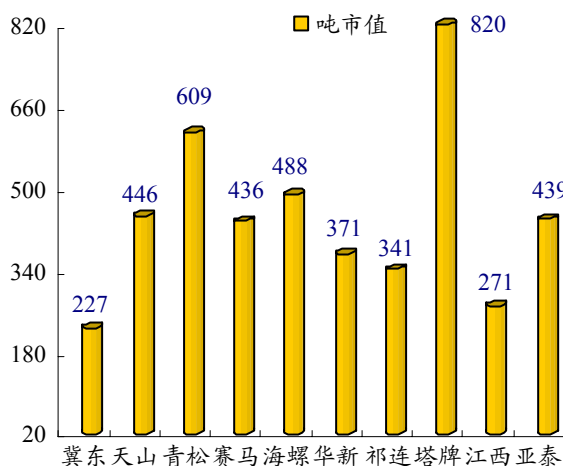
过去几年完全新建吨投资成本约 300 元左右, 目前大概 400 元左右。区域差异不是特别明显, 西北因运输条件和施工周期原因略高。重置成本估值的逻辑一是和吨水泥投资成本做比较, 二是和公司本身时间序列的重置成本变动轨迹做比较。我们跟踪 10 家水泥公司的重置成本估值来看一是因为业务结构和所处区域盈利状态不同吨市值有差异, 二是所处周期阶段和当时市场水泥和宏观市场逻辑不同吨市值阶段性表现不同。

(1) 2012 年吨市值 (11 月 18 日收盘价计算的市值/2012 年销量) 最低的企业为冀东、江西、祁连山、华新、赛马, 2012 年吨 EV (11 月 18 日收盘价计算的 EV/2012 年销量) 最低为冀东、江西、华新、祁连山等。

冀东水泥盈利在 2005 年是低谷, 当年平均吨 EV345 元、最低值为 314 元 (吨净利润 9 元、最低 PE 为 15 倍) 未有跌破当时重置成本; 2008 年宏观调控低估平均吨 EV747 元、最低值 405 (吨净利润 19 元、最低 PE 为 15 倍) 元也未有跌破当时重置成本。目前 EV/2011 年产量为 529 元 (目前吨净利润 27 左右, 2011 年 PE 为 12 倍), 目前 EV/2012 年产

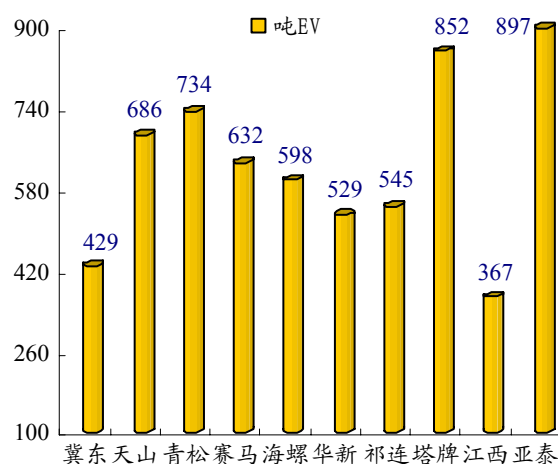
量=429元（这个数几近重置成本、2012年动态PE为9倍）。

图 74：2012 年吨市值



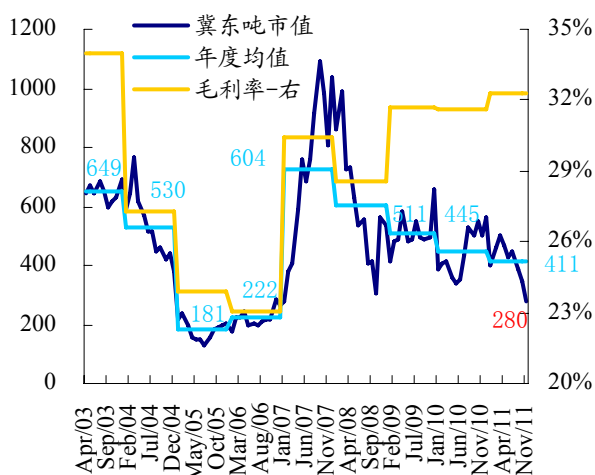
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 75：2012 年吨 EV



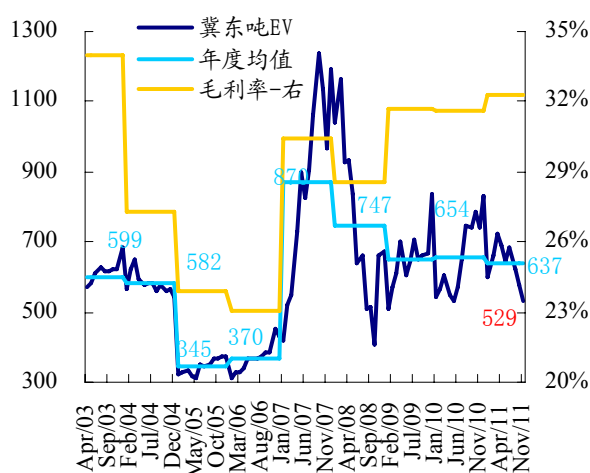
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 76：冀东水泥吨市值时间序列



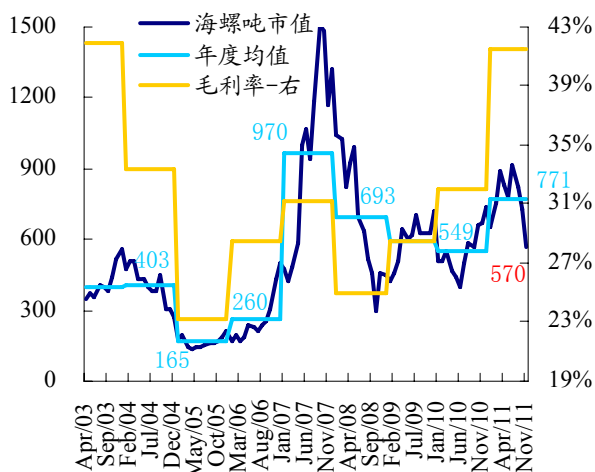
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 77：冀东水泥吨 EV 时间序列



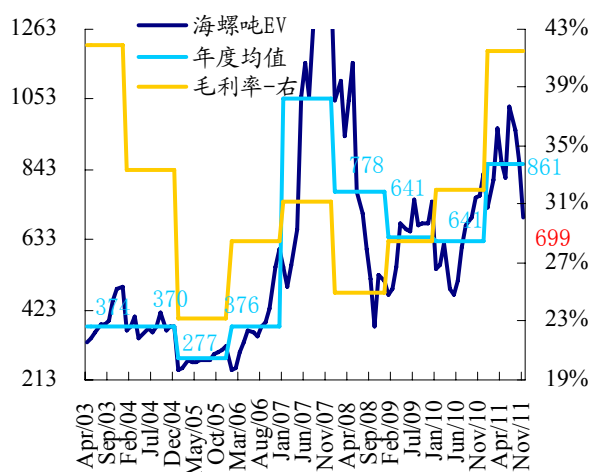
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 78：海螺水泥吨市值时间序列



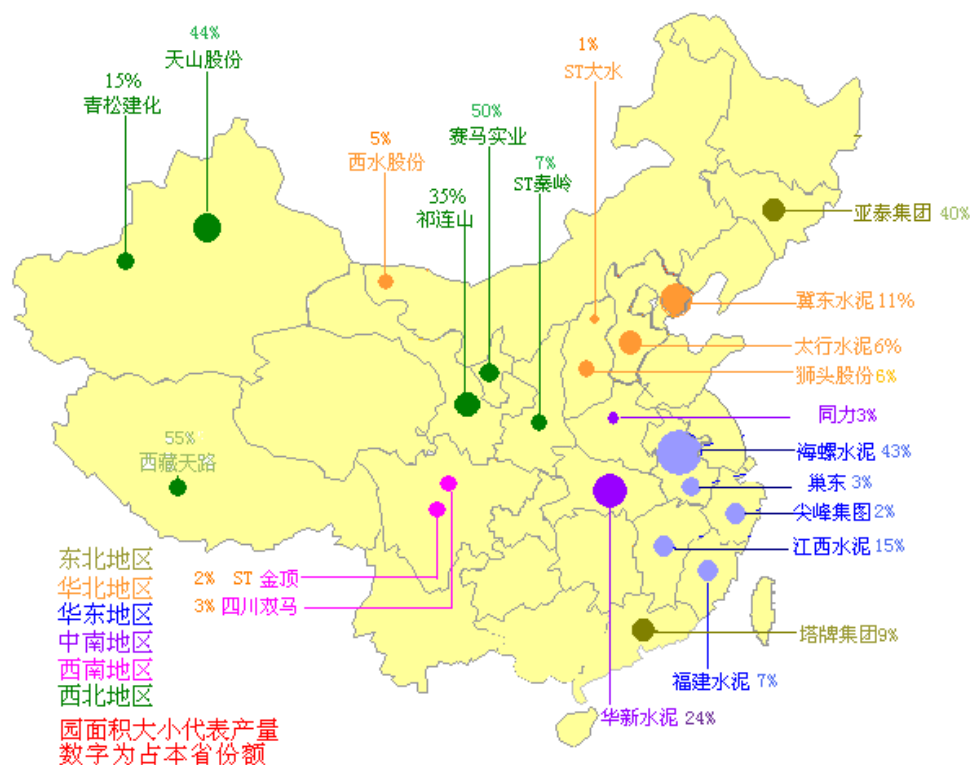
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 79：海螺水泥吨 EV 时间序列



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 80: 水泥上市公司区域分布



数据来源: 国泰君安证券研究

2. 玻璃行业及其他建材策略

2.1. 平板玻璃: 12 年产能高增有望趋缓, 但短期盈利恢复不容乐观

2011 年平板玻璃行业景气程度受到供给严重冲击、需求萎靡不足以及原材料价格大幅变动的影响而出现明显滑落。

供给方面: 截止 11 月初, 今年已投产浮法生产线达到 21 条, 供给投放产能 1.04 亿重量箱。在 10 月之前, 今年大部分的浮法生产线一直坚守持续生产, 带来大量的产能供给, 截止 2011 年 11 月初, 我国共有浮法 262 条, 年产能超过 9 亿重量箱。

2012 年产能高增态势有望缓解: 由于产能的大量投放以及行业盈利的持续不景气, 11 年玻璃价格经历了单边下滑态势。随着盈利能力的恶化与政策的引导, 玻璃企业自身也开始谨慎考虑新投放生产线速度问题, 而与之相对应的是部分生产线近期逐步进入冷修状态。11 年 10 月末相对于 10 年底进入冷修状态的新增生产线数量为 5 条, 而 11 月初已经达到 12 条, 共计停产产能 2739 万重量箱。

同时发改委在 10 月 12 日发布《国家发展改革委办公厅关于开展平板玻璃建设项目专项清理的通知》, 将对 38 号文出台后审批建设以及拟建平板玻璃生产线项目进行全面清理。清理要求包括: 各省、自治区、直辖市、计划单列市、新疆生产建设兵团发展改革委对辖区内拟建项目一律要求不得开工建设, 对未按规定核准建成但未投产项目一律要求不得点火, 对现有、在建平板玻璃生产线项目进行逐线检查。清理政策将首先

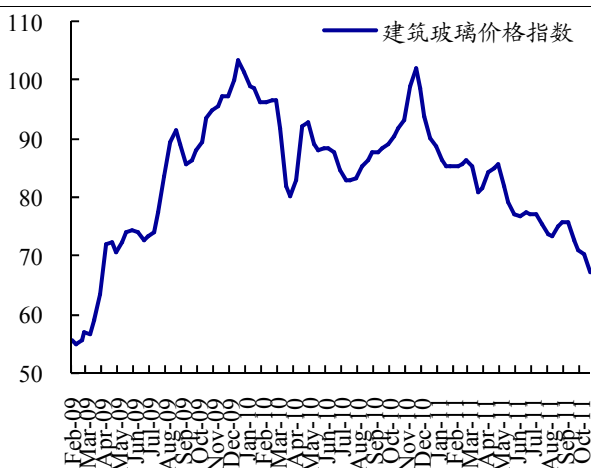
明确暂停平板玻璃生产线开工建设，同时抑制不符合建设核准要求的产能释放，若政策执行得力，对于未来新增浮法产能控制有确定性作用，预计未来 1-2 年期间逐步改善产能严重过剩局面。

表 4：2011 年新增玻璃产能测算

	生产线数量	日融量（吨）	年产能（万重量箱）
现有浮法玻璃生产线情况			
2009 年底浮法玻璃总产能	214	107270	68652.8
2009 年底在产浮法玻璃产能	176	90620	57996.8
2010 年底浮法玻璃总产能	241	124590	79737.6
2010 年底在产浮法玻璃产能	208	109600	70144
2011 年新增浮法玻璃产能预测			
2011 年底浮法玻璃总产能（截止 11 月）	262	140640	90009.6
2011 年新投产生产线（截止 11 月）	21	16200	10368
2011 年冷修生产线净增长（截止 11 月）	12	4280	2739.2
2011 年底在产新增浮法净增长（截止 11 月）	9	11920	7628.8
2011 年新增玻璃产能预测			
2011 年底新增产能	9	11920	7628.8
2011 年预计淘汰落后产能 （平拉法与格法）			2940
2011 年底新增玻璃产能预测			4688.8

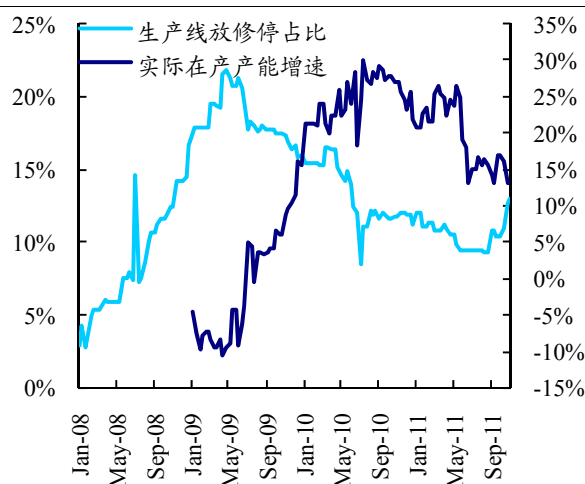
数据来源：玻璃信息网、国泰君安证券研究

图 81：建筑玻璃价格走势



数据来源：玻璃信息网、国泰君安证券研究

图 82：玻璃生产线放修停占比及在产产能增速



数据来源：玻璃信息网、国泰君安证券研究

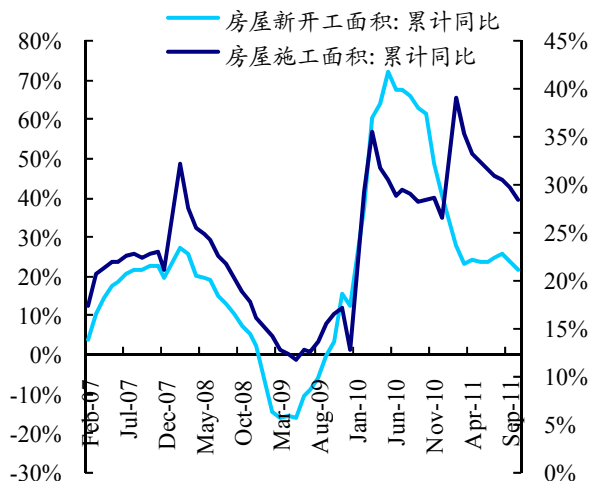
由于玻璃生产的连续性，使得今年平板玻璃产能增速达到过去 4 年的最高点，今年 1-10 月玻璃产量达到 6.24 亿重量箱，产量增速达到 19.6%。由于地产调控持续加紧，建筑施工需求下滑带来建筑玻璃需求端处于低迷状态，同时汽车产销量增速大幅下滑使得深加工业务景气度下降。玻璃下游整体需求处于较低态势，预计短期情况难以改善。

表 5：玻璃行业产量及产能关系

	2008 年	2009 年	2010 年	2011(1-10 月)
平板玻璃产量(万重量箱)	55,184.63	56,073.29	63,026.06	62,362.22
平板玻璃产量增速	10.90%	1.61%	12.40%	19.62%
浮法玻璃年底实际产能(除开冷修等, 万重量箱)	48,748.80	55,884.80	70,739.20	78,272.00
浮法玻璃年底实际产能增速	-3.60%	15.70%	21.97%	10.65%

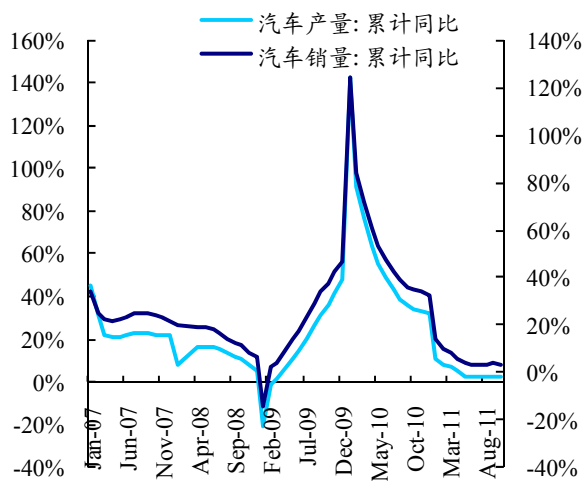
数据来源: 玻璃信息网、WIND、国泰君安证券研究

图 83: 房地产新开工及施工面积增速



数据来源: 中国建材信息总网, 国泰君安证券研究

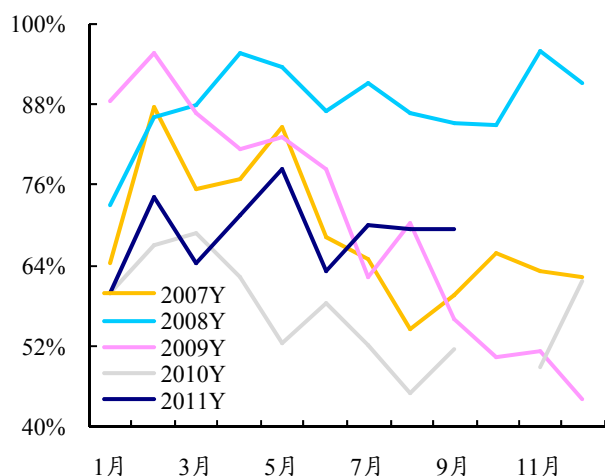
图 84: 汽车产销量增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

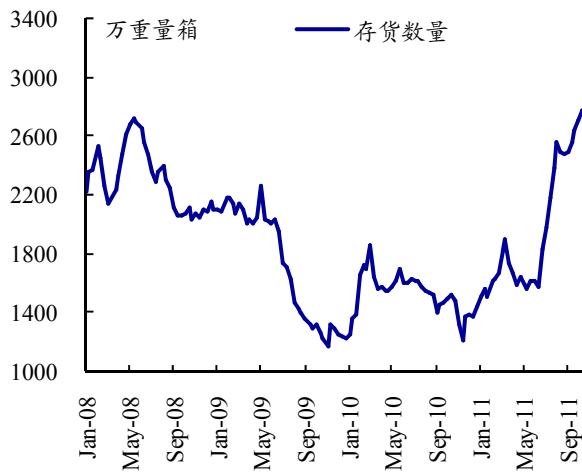
目前全行业较高的库存量制约了玻璃价格的几次区域内提价计划, 浮法玻璃库存量已经达到历史最高的 2912 万重量箱, 而重点联系公司库存量/产能指标一直在 60%以上, 远高于除 08 年以外的其他时间段。考虑到目前玻璃产量已经远超 08 年接近 50%, 因此目前库存量影响较大。

图 85: 重点联系企业库存/产量



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

图 86: 浮法玻璃行业库存

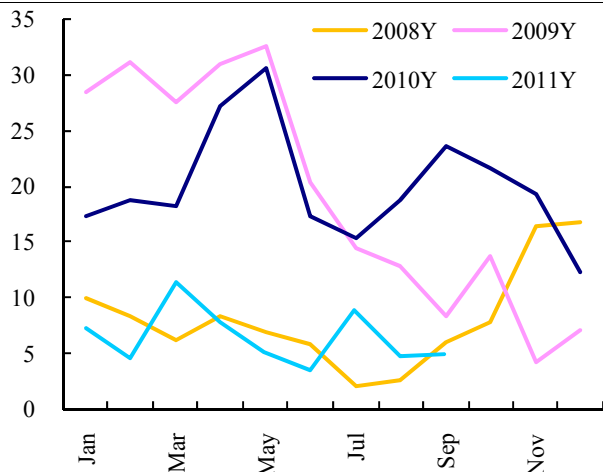


数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

截止 11 月初, 华东纯碱价格仍保持在 1900 元/吨左右的位置, 而重油价格高位维持在 4600 元/吨左右, 由于纯碱行业成本上升、限产因素使得产量增速远低于玻璃行业, 同时原油价格的高位徘徊, 原材料价格较难

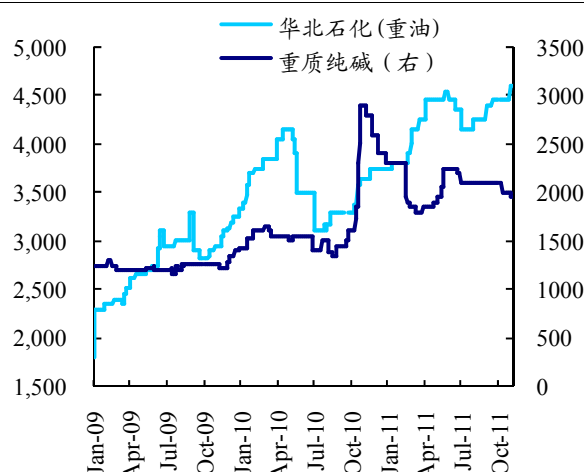
出现大幅下跌。受到玻璃上游原材料价格的高位维持影响，目前玻璃全行业已经进入到微薄盈利状态，虽然还未有出现全行业亏损，但是冬季到来的施工淡季以及需求端短期难以复苏使得短期内玻璃行业盈利较难出现显著改善。

图 87: 玻璃纯碱重油价格差



数据来源：中国建材信息网，国泰君安证券研究

图 88: 重油、纯碱原材料价格



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.2. 光伏及平板显示用玻璃：超白压延产能增长压力巨大，关注 TCO 与超薄产品的突破

光伏玻璃产业给玻璃行业带来了高端、新能源等发展方向，高于普通浮法玻璃的技术门槛也使得发展初期盈利能力较高。国内光伏玻璃产业出现空间高速的发展状态。超白压延玻璃在经历了 2010 年高盈利景气以后，由于全行业的产能供给高速增长使得短期内供应出现过剩，从而带来行业盈利能力下滑，

超白压延情况：产能过剩与下游景气不容乐观

供应端：产能提升速度过快，在建产能巨大

随着光伏产业的快速发展，近 3 年我国的光伏玻璃的增长率都在 50% 左右，重要玻璃上市企业都在超白压延领域进行了产能扩张建设，技术较成熟的厂家有十多家，主要的厂商包括浙信义玻璃、福莱特、中航三鑫、浙江和合、南玻等，其所占市场份额超过一半。

根据相关机构最新的信息反馈，在用做超白压延太阳能玻璃的原片价格最低已跌至 20 元/平方米以下，钢化后的太阳能超白压延玻璃价格最低也跌到了 33 元/平方米以下，距离去年高点下跌幅度约 50%。

虽然目前太阳能玻璃产业情况不容乐观，但是后续正在建设中以及准备建设的产能仍十分庞大，其中包括了中俊新能源有限公司 12 窑 48 条线、彩虹集团 3 窑 12 条线等巨大产能计划。

表 6: 超白压延玻璃供需状况测算

供给端			
目前产能（万平）		2012 年之前预计投产产能最大值（万平）	
（注：时点截止 11 年中期）	25540	（注：存在投产项目放弃建设及延后投产可能，	64600
请务必阅读正文之后的免责条款部分			

此处计算为理论最大值)

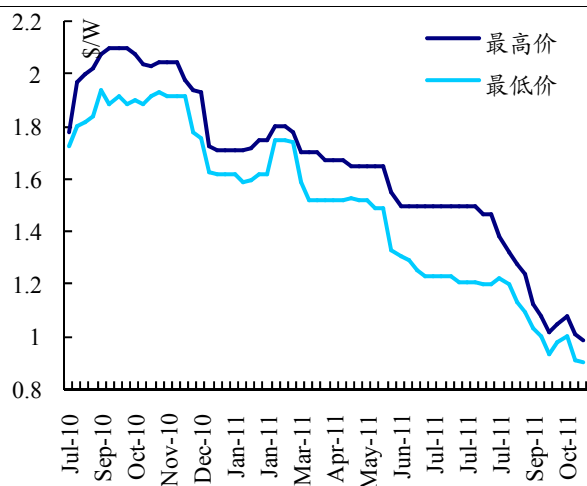
有效产能利用率	55%	有效产能利用率	40%
有效产能释放 (万平)	14047	有效产能释放 (万平)	25840
转化率假设	16%	转化率假设	16%
每平米创造光伏装机(W)	62.5	每平米创造光伏装机(W)	62.5
所有超白压延产能装机(GW)	8.78	所有超白压延产能装机(GW)	16.15
需求端			
2011 年预计全球装机(GW)	21	2012 年预计全球装机(GW)	25
晶硅电池占比	80%	晶硅电池占比	80%
晶硅电池全装机	16.8	晶硅电池全装机	20
假设 50%中国制造(GW)	8.4	假设 50%中国制造(GW)	10
供给/需求			
国内产能可供装机/国内装机需求量	105%	国内产能可供装机/国内装机需求量	162%
供需状态	基本平衡		过剩

数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

需求端: 光伏玻璃下游需求景气较为低迷

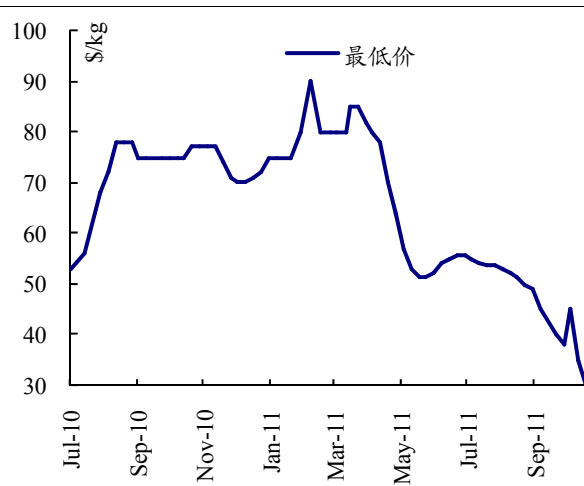
IM Search 预测, 11 年全球光伏产能 50GW 比 10 年的 32.5GW 增长率 54%, 而 10、11、12 年全球光伏装机容量分别为 19.3 GW、23 GW、25.3GW, 产能远远大于装机容量。Isupply 预测 11、12 年全球光伏装机容量分别为 21.9 GW、24.2 GW, 光伏产能的迅速与装机容量速度的不匹配使得相关组件、材料价格难以有较好的表现。

图 89: 多晶硅组件 230W 价格走势



数据来源: Solarzoom, 国泰君安证券研究

图 90: 多晶硅组件 230W 价格走势



数据来源: Solarzoom, 国泰君安证券研究

众多企业积极布局 TCO 玻璃, 成功量产为关键点。

国内 TCO 产品供应一直由于国外企业主导, 高门槛带来的高额收益率使得国内企业一直向往。09 年之后, 部分具备较强资金、镀膜实力的企业开始向这个领域延伸。目前, 以南玻、信义玻璃、秀强股份、旗滨集团、北玻股份、中航三鑫为主的上市公司正处于 TCO 产品大规模量产阶段的关键时期, 能否稳定提供高成品率的产品是关键。

现在来看, 南玻已经实现 46 万平 TCO 产品, 并且获得下游客户的认可,

正在积极推建后期产能扩张项目；中航三鑫大型生产还在积极调试中；秀强股份试生产已经完成，量产进程正在进行；旗滨集团试生产完成，与下游试用客户在推进量产化；北玻股份产品正在认证过程中，一旦通过有利于下游需求放大。

表 7：国内 TCO 玻璃参与者

公司名称	年产能	备注
中国南玻集团股份有限公司	46万平方米 252万平方米	2009年中期完成项目基本建设，现处于试生产阶段，预计投产时间为2010年底。 共4条生产线，预计一期年产能126万平方米的两条生产线2011年初可以量产，二期同样规模的两条生产线于2012年初建成。
信义玻璃控股有限公司	68万平方米 275万平方米	国外引进设备和生产线，2009年9月投入生产。 第二条生产线将在2010年下半年投产
中国科技发展集团有限公司	8万片	国外引进设备和生产线，首条生产线于2008年9月投产，并将陆续引进60条生产线。
中国建筑材料集团有限公司	100万平方米	总投资15亿元，建设非晶硅电池生产线和非晶硅基板TCO生产线两个项目。
北京东方华冕科技有限公司	30万平方米	只有一条线投产，另外两条线在建设中，完成后，产能达90万平方米/年。
威海蓝星玻璃股份有限公司	400万平方米	和杭州蓝星新材料技术有限公司、浙江大学联合研发，已完成工业试验。
迎新集团	756.25万平方 米	一体化产业链，设计年产非晶硅薄膜太阳能电池320MW、薄膜太阳能电池基片玻璃363万重量箱、TCO玻璃756.25万平方米
浙江福莱特		09年底开始建设，TCO导电膜玻璃项目总投资12亿元，占地470亩。项目总建设期约两年。
旗滨集团	80万平方	已经试生产陈功，与下游试用客户积极准备量产
秀强股份	30万平方米	目前处于试生产阶段，量产进程正在进行。
北玻股份	100万平方	与新奥合作，开始过小批量生产，产品正处于海外认证阶段
中航三鑫	20万吨	海南2号线，PPG技术，在线工艺，产品在TCO与超白浮法中转换。

数据来源：公开资料汇总，国泰君安证券研究

超薄玻璃：代表技术高端实力，打开新一进口替代领域

洛阳玻璃：超薄玻璃发展先驱者

去年对下属全资子公司龙门玻璃的原有玻璃生产线进行冷修改造，将其改造为250t/d超薄超白玻璃生产线，已经竣工并在2011年1月6日投产。经过约几个月的试生产后，目前已能够稳定生产1.1mm超薄电子玻璃，标志着该条生产线已具备生产电子玻璃的能力。

表 8：洛阳玻璃超薄浮法玻璃生产线

	产能 (T/D)	月产能 (万重箱)	年产能 (万重箱)	投产时间	产品	2010 年净利润
龙海玻璃	250	15	150	2006 年 2 月	超薄玻璃	8534 万
龙门玻璃	250	15	150	2011 年 1 月点火	超白超薄玻璃	-975 万

数据来源：洛阳玻璃，国泰君安证券研究

南玻：重点加强平板显示器领域的产业布局

2010年7月公告：为了充分利用公司在优质浮法玻璃领域的技术优势，满足显示屏行业对超薄玻璃的需求，进一步完善南玻集团平板玻璃的产品结构，公司根据当前市场需求现状以及对未来市场的预测情况，拟在河北南玻建设一条超薄浮法玻璃生产线，该生产线主要生产 0.33 ~ 0.7mm 的超薄玻璃。

该超薄玻璃项目计划总投资 34776 万元（固定资产投资 33276 万元），建设周期为 13 个月左右，预计 2011 年底投产。项目建成后，预计每年可生产超薄电子玻璃 3 万吨左右。

南玻进入超薄玻璃领域是公司在平板显示产业大力发展的重要一步。

2.3. 其他建材策略——从产能投放端看发展

其他建材公司由于上市中小企业开始增多，分散在各个子行业，单个公司规模较小，但重在高速发展。我们整理了最近 IPO 的新股的募集资金项目投产时间和产能增加，发现今年是投产高峰期，结合子领域景气分析，如果较为配合，那么明年股票处在业绩释放期。

表 9:IPO 项目释放产能的次新股统计

代码	公司	产品	原有 产能	上年产 量	IPO 新 增产能	投产时间	比例	超募新增 产能	投产时 间
002314.SZ	雅致 股份	集成房屋（万平米）	480	526	140	2010 年 11 月	27%		
		船舱复合板（万平米）	120	90	140	2010 年 11 月	156%		
		防火门（万扇）	5.6	3.2	1.5	2010 年 11 月	47%		
002346.SZ	拓中 建设	Φ600（含）以下小直径 PHC 管桩（万米）	120	59			0%		
		Φ600 以上大直径 PHC 管桩（万米）	80	24	80	2010 年 12 月	100%		
002372.SZ	伟星 新材	PPR 管材管件（吨）	16000	16,142	32000	2011 年 3 月	200%	15000	2012.7
		PE 管材管件（吨）	18400	20,903	25000	2011 年 3 月	136%		
		HDPE 双壁波纹管（吨）	5300	6,090	15000	2011 年 3 月	283%		
		PB 管材管件（吨）	1500	642					
002392.SZ	北京 利尔	连铸功能耐火材料	46000	48,320	10000	2011 年 4 月	22%		
		炉外精炼用优质耐火材 料	95000	100,000	45000	2011 年 6 月	47%		
		高档陶瓷纤维及制品	500	455	10000	2011 年 6 月	2000%		
002398.SZ	建研 集团	预拌混凝土（万立方米）	62	38	58	2011 年 11 月	94%		
		羧酸系减水剂（万吨）	19	6.42	5	2011 年 5 月	26%		
002468.SZ	艾迪 西	阀门（万件）	3,663	3,313					
		管件（万件）	2,122	2,115					
		卫浴及配件（万件）	2,660	2,551					
		年产 7580 万套水暖器材 生产线一期(4500 万套)			4500	2011 年 8 月			
300093.SZ	金刚 玻璃	安防玻璃（万平方米）	80	68.79	60	2011 年 6 月	75%		
		光伏玻璃（万平方米）	1	1.10	4	2011 年 3 月	400%		
		50MW 太阳能电池片生 产线项目（MW）						50	2012.9
		环保节能型玻璃产品 120 万 m ² 特种玻璃						120	2013.6
		8MW 太阳能 BIPV(MW)						8	2013.6
300117.SZ	嘉寓 股份	门窗（万平方米）	48	63	60	2011 年 8 月	125%		
		幕墙（万平方米）	20	27	25	2011 年 8 月	125%		
300160.SZ	秀强	增透晶体硅太阳能电池	191	63	80	2010 年 6 月	42%		

300196.SZ	长海股份	封装玻璃（万平方米）					
		家电层架玻璃（万平方米）	400	284			
		家电盖板玻璃（万平方米）	200	134			
		彩晶玻璃（万平方米）	130	128	150	2010 年试生产	115%
		建筑玻璃（万平方米）	35	28			
		太阳能玻璃（万平方米）	43	16			
	开尔新材	湿法薄毡（吨）	18000		15790	2011 年 4 月	88%
		短切薄毡（吨）	16000		14000	2011 年 6 月	88%
		复合隔板（吨）	800		200		25%
		池窑拉丝（吨）	30000		70000	2012 年 3 月	233%
300234.SZ	开尔新材	E-CH 玻璃纤维（吨）					70000
		新型功能性搪瓷材料(万平方米)	20	23.5	15		75%

数据来源：各公司招股书、国泰君安证券研究

考虑产能主要在 11 年或者 12 年释放的企业，经过产能试运行与调试状态后，结合子行业景气度，选择在 11 年末以及 12 年初将实现产能释放带来的业绩发展。

（1）长海股份：短切毡看产品结构优化、薄毡享受需求提速，全产业链布局大幅提升竞争力，12 年业绩显著提升

长海股份致力于在玻纤深加工领域确立竞争优势，三大主营产品短切毡、湿法薄毡及复合隔板收入占比分别达到 50%、29%、8%，其中前两者属于玻纤无纺制品，后者及涂层毡属于玻纤毡延伸制品。

短切毡：市场竞争较为激烈，高端产品结构优化成亮点。

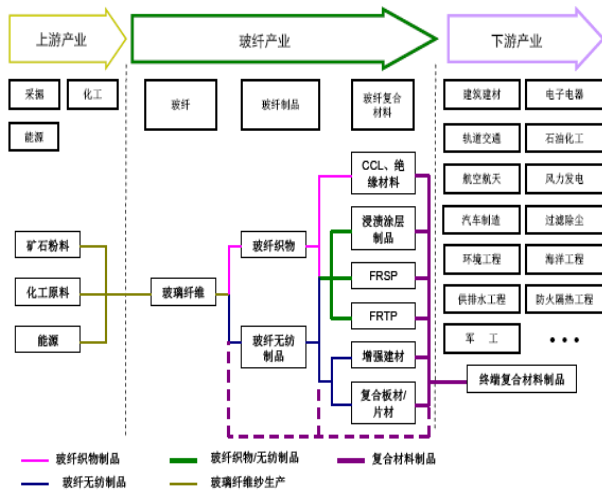
短切毡市场格局中，除了长海股份、巨石集团、重庆国际、泰山玻纤、河北金牛、山东三英等龙头企业，还有大量的中小企业参与，整个竞争环境较为激烈。但公司在汽车顶棚用 100g/平米的玻纤短切毡制品上取得领先优势，随着多品牌汽车的推广深入，公司的高端短切毡占收入比重将进一步提升，毛利率将会有稳定提升的过程。

湿法薄毡：空间巨大，需求加速带来较高毛利率

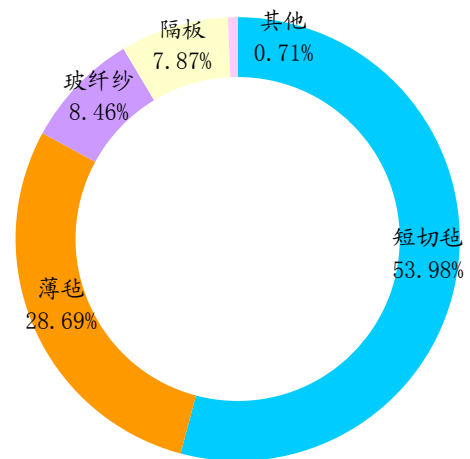
国内湿法薄毡产量所占玻纤行业总量比重不到 3%，应用领域仅限于玻璃钢表面增强材料及覆铜板基材，而国外的湿法薄毡占玻纤行业总量超过 1/3，国内目前设备、工艺、应用领域都与国外存在差距，未来在这块领域的应用和发展有望扩大。

图 91：玻纤行业产业链

图 92：2011 年中期公司销售区域结构



数据来源：Solarzoom，国泰君安证券研究



数据来源：Solarzoom，国泰君安证券研究

竞争力提升：自有玻纤纱产能，全产业链提升竞争力

长海股份的控股子公司新长海专业生产无碱玻璃纤维，拥有江苏省第一条年产3万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线，系继巨石集团、泰山玻纤之后第三家掌握国际先进天然气纯氧燃烧工艺技术的生产企业。

由于上游玻纤纱企业已经完成了产能粗放式拓展的阶段，现在已经形成了比较稳定的寡头格局，上游企业对于终端价格的把控力度逐步增强。玻纤纱行业从危机中恢复之后，新建产能进入低谷期，存量产能在增长迅速的需求端面前开始显示出提价的态势。

2011年盈利能力低点，12年将大幅改善

长海在上市阶段时已经表示了池窑产能扩展计划，新建产能完成之后，公司有望拥有接近10万吨池窑产能，届时公司不仅自给没有问题，还能够对外经常一定量的销售，拥有自己的池窑产能是公司相对于其他玻纤制品企业最大的竞争优势。

由于玻纤纱成本形成中接近10%的成本为包装、运输等费用，因此公司池窑产能与制品产能的地域接近可以使得这部分成本得到控制，从而反映到2012年经营上将使得薄毡等产品毛利率大幅提升。

风险因素：欧美等玻纤制品消费主要领域由于债务危机等因素使得经济增长减缓，影响产品终端需求量。

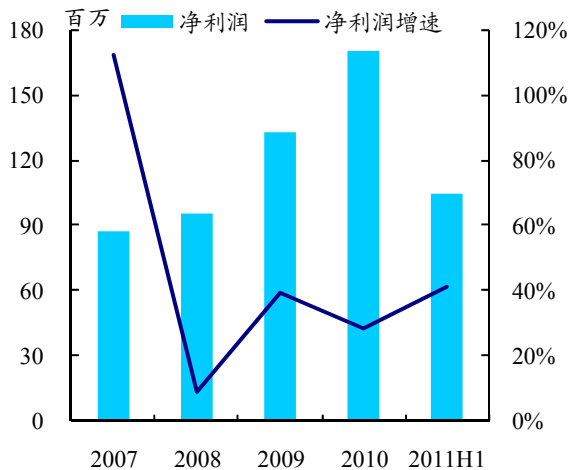
(2) 伟星新材：短期地产调控带来行业压力，产能与营销网络逐步完善，行业整合机遇带来扩张机遇

浙江伟星新型建材股份有限公司是国内最早、规模最大的塑料管道生产企业之一。目前，公司在浙江临海、上海和天津建有三大现代化生产基地，是专业研发、生产、销售PP-R管材管件、HDPE实壁管、HDPE波纹管及PB采暖管材管件等系列产品的龙头企业，产品广泛应用于给水、排水、排污、燃气、采暖、电力和矿山等领域。

06-10年公司净利润保持稳定增长，复合增长率达到42.5%，2011年上半年公司实现净利润1.048亿，同增40.7%。公司主要产品为PPR、PE、

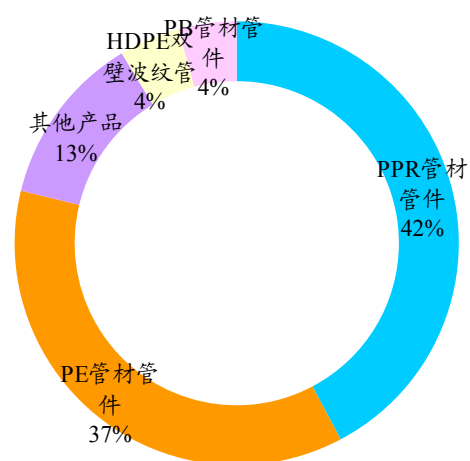
HDPE、PB 管道等，由产品特性与使用的具体细分市场可知，公司对于以零售客户为主的装饰市场较为依赖，但同时也在积极发展工程市场使用的大口径产品。由于公司原有与募投的生产基地集中在浙江、上海与天津，因为主要营业收入来源地为华东地区与华北地区。

图 93: 伟星新材收入及收入增速



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

图 94: 伟星新材净利润及增速



数据来源: 公司资料、国泰君安证券研究

销售体系领域: 公司在零售客户销售端建立了庞大的网络体系。截至 2010 年末, 全国设立了近 20 家销售分公司、10 多家销售办事处, 专职营销人员 870 多人, 销售网点超 15000 家。

我国正从塑料管道大国向强国迈进, 而市占率较高与品牌知名度较强的龙头企业势必将继续提升行业地位。伟星新材在 PPR、PE 市场建立良好的市场信誉, 产品在各省市消费者中广泛使用与互相推荐, 公司具备较强的市场推广力与营销网络构建能力, 具备长期稳定发展的特质。

伟星新材在 7 月 5 日推出了股权激励草案, 旨在创造更良好的激励机制。在本次激励计划拟授予的股票期权涉及的标的股票总数为 1000 万股, 占激励计划公告日伟星新材股本总额 25340 万股的 3.95%。本次激励计划授予的 1000 万份股票期权的行权价格为 17.39 元。

风险因素: 地产调研带来塑料管道行业需求端下滑, 龙头企业面临经营环境恶化局面, 如果调研影响周期较长, 行业洗牌局面将持续较长时间。

(3) 开尔新材: 三大产品梯队发展有序, 先发优势可享市场不断扩大
开尔新材自主研发的搪瓷材料产品, 主要应用于地铁、城市隧道、地下人行通道等地下空间内饰景观以及地上建筑内外里面装饰、火电脱硫等领域。公司自行研发静电干法喷涂的技术, 使得生产搪瓷材料产品规模化, 提升重大项目招标过程中的竞争力。

三大产品梯队发展, 各细分市场各有看点

1、彩色搪瓷钢板材料, 享受城市轨道交通建设黄金发展时段。目前我国已成为全球最大的地铁交通建设市场, 2010-2020 年已规划新增里程 3749 公里, 至 2050 年我国地铁运营里程将达到 8704 公里。同时, 在城

市化建设过程中，隧道建设成了交通规划中重要部分，虽单个工程量不大，但数量众多充分支撑发展。目前公司在地铁隧道领域市场占有率超过 60%，呈现了垄断竞争的格局。虽然未来可能会有新的竞争者出现，但要成为公司有力竞争对手尚需较长的时间。

2、搪瓷波纹板传热元件，逐步发展布局，进口替代可预期。

搪瓷波纹板传热元件是脱硫工程国产化设备的关键配件之一。随着国家脱硫脱销政策的持续展开，国内市场需求约为 10 万吨。公司产品在产能规模上去后，凭借较高的性价比优势可迅速替代传统外企企业的市场份额，同时保持较好的毛利率。

3、搪瓷钢板幕墙，又一潜力巨大的新兴市场。

相对于传统幕墙材料，搪瓷钢板幕墙具备清洗方便、自重较轻等特点，在国外广发运用于高档幕墙领域。由于在国内推广层次较低，因此市场尚未打开。公司已经在海外进行了一系列时点项目，目前以深圳分公司为基点正打造销售团队布局该领域，如果顺利实现业务推广，前景无限。

竞争力：传统釉料制备企业，产业链均衡可提升盈利空间

公司以前为传统釉料生产企业，目前除了钢板采购处于市场化以外，其他材料都是自己生产制备；同时公司在招投标领域具备领导定价权，盈利能力的保持将成为公司业绩提升重要保证。

风险因素：核心静电干法技术在竞争对手端也被采用，新产品在国内推广进度遇到不顺利的局面。

表 10：玻璃及其他建材盈利预测

代码	上市公司	股价		EPS			PE			市值	评级
		11 月 15 日	11	12	13	11	12	13			
000012.sz	南玻 A	12.56	0.66	0.77	1.10	19.03	16.31	11.42	260.73	谨慎增持	
600586.sh	金晶科技	6.29	0.23	0.28	0.38	27.23	22.29	16.44	89.49	中性	
300160.sz	秀强股份	32.58	1.20	1.66	2.04	27.09	19.62	16.01	30.43	谨慎增持	
601636.sh	旗滨集团	10.51	0.30	0.40	0.52	34.64	26.07	20.05	70.21	中性	
002613.sz	北玻股份	15.01	0.45	0.63	0.85	33.26	23.90	17.74	40.08	谨慎增持	
002372.sz	伟星新材	19.22	0.88	1.18	1.46	21.91	16.28	13.16	48.70	谨慎增持	
002398.sz	建研集团	22.47	0.78	1.12	1.67	28.87	20.02	13.45	35.05	谨慎增持	
300196.sz	长海股份	18.68	0.55	1.02	1.41	33.72	18.30	13.21	22.42	增持	
300234.sz	开尔新材	22.00	0.59	0.87	1.10	37.31	25.41	20.00	17.60	谨慎增持	

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

执业资格证书编号: S0880511010022

电话: 021-38676162

邮箱: hanqicheng@gtjas.com

张琨 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090085

电话: 021-38674754

邮箱: zhangkun008742@gtjas.com

王丽妍 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880511080002

电话: 021-38674623

邮箱: wangliyan008084@gtjas.com

熊昕 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111030019

电话: 021-38676715

邮箱: xiongxin009291@gtjas.com**王建 (贡献作者):**

执业资格证书编号: S0880111090084

电话: 021-38674929

邮箱: wangjian010838@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		