

建材行业 2012 年投资策略

把握政策节奏，关注需求预期的变化

原材料/建材

投资要点：

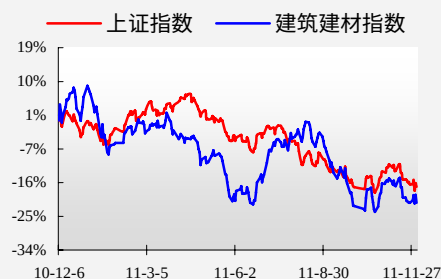
- **水泥行业：**我们认为，经过下半年调整，目前水泥行业估值已到相对安全区间，PE 处于历史底部，PB 较底部还有一定空间，而且不少水泥企业的吨 EV 和吨市值进入产业投资和并购成本区间，中长期投资价值渐显。但是，我们同时认为，相对于前几年市场主要担忧产能供给的过快增长，目前时点市场对水泥股的行业担忧主要来自对明年下游需求的悲观，而需求影响的关键因素在于宏观调控所带来的信贷紧缩对于基建和房地产的投资影响，尽管在通胀压力减缓后，政策已现微调，但是目前的力度还不足改变市场对于需求悲观的预期。2012 年水泥股的投资节奏将持续跟需求紧密关联，政策的放松力度和需求的改善程度将成为布局水泥股的重要考虑因素。同时，我们认为区域的选择也同样重要，建议关注区域景气度有望提升的区域以及今年价格处于相对低位，明年价格同比有望正增长的区域。我们维持水泥行业“同步大市”评级，建议重点关注冀东水泥、同力水泥、祁连山。从政策来看，水泥行业“十二五”规划将进一步扶持优势大中企业，通过多种措施继续淘汰落后产能，严控新增产能供给，提高行业集中度，使得大企业的区域控制力和话语权得到增强，行业盈利模式趋于良性发展。
- **玻璃行业：**我们认为，明年玻璃行业关注的主线有三条：1、目前浮法玻璃价格处于底部，随着供求关系的周期变化和逐步好转，我们预计明年浮法玻璃价格或能有所好转，关注弹性；2、今年光伏行业整体处于景气下行周期，明年如果欧债危机有所好转，光伏业务反弹机会值得关注；3、鉴于目前我国玻璃深加工率的相对落后以及对玻璃深加工能力的重视，未来玻璃深加工产业将会得到广阔的发展空间，关注深加工玻璃设备领域的国内优质制造商。我们维持玻璃行业“同步大市”评级，建议关注旗滨集团、北玻股份。
- **其他新型建材：**我们建议关注细分领域具有技术、渠道、资源等优势龙头公司，我们相对看好玻纤制品行业、防水材料行业，混凝土减水剂行业、新型管材行业，建议关注长海股份、东方雨虹、建研集团、纳川股份。
- **风险提示：**1、下游基建和房地产需求超预期下滑；2、产能投放进度低于预期；3、煤炭、纯碱、重油等原材料价格超预期上涨；4、行业竞争激烈加剧，企业盈利能力下滑。

同步大势

维持评级

发布时间：2011 年 12 月 5 日

走势图



子行业	评级
水泥	同步大势
玻璃	同步大势

重要公司	评级
冀东水泥	推荐
同力水泥	推荐
祁连山	推荐
北玻股份	谨慎推荐
东方雨虹	推荐
建研集团	推荐

分析师: 解文杰
执业证书编号: S0550511020012
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: xiewj@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

水泥行业

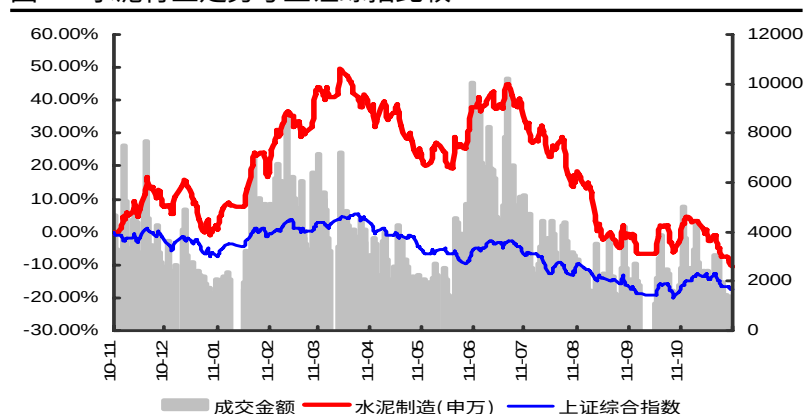
一、2011 年水泥行业基本情况及策略回顾

1.1、2011 年水泥股走势及策略回顾

2011 年以来，水泥行业走势如若冰火。上半年，在行业高景气度和良好盈利预期下，水泥股涨幅远超同期上证综指。但从二季度开始，随着通胀高企、信贷收紧，出现一定的调整，期间 6 月份虽在保障房政策刺激下，有过波段反弹，但终究在需求悲观的预期下，一路下行，7 月 1 日至 12 月 1 日申万水泥制造指数跌幅达到-36.21%，而同期上证指数跌幅为-13.5%。

而回顾我们的策略，应该来说对行业的趋势和投资评级做了较好地把握：1、在 2011 年度策略报告《坚定看好水泥行业，玻璃及其他建材精选个股》中，我们对水泥行业做了强烈推荐，评级“强于大市”；2、但在 2011 年中期策略报告《水泥攻守两相宜，玻璃还看深加工》中，鉴于当时最新的宏观经济情况、行业经营情况，我们已经把水泥行业的评级调低为“同步大市”，并对存在的下行风险做了一定的提示。

图 1：水泥行业走势与上证综指比较



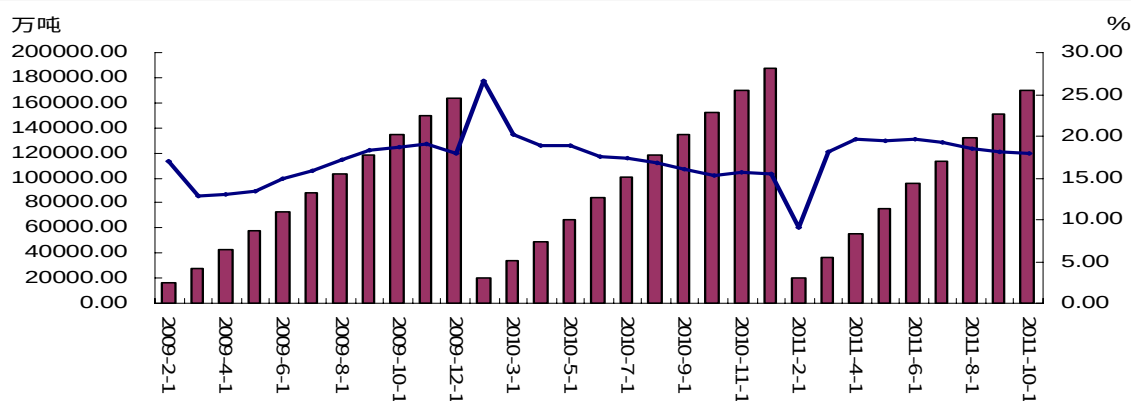
资料来源 wind

1.2、2011 年产量、价格、盈利水平

2011 年 1-10 月份，国内实现水泥累计产量 17.04 亿吨，同比增长 18%，其中 10 月份单月 19063 万吨，同比增长 16.5%，环比减少 0.78%，整体来看需求增速有所放缓，旺季不旺特征较为明显。2011 年 11 月份月上旬国内 P.O42.5 级水泥价格大约为 398 元/吨，同比上涨 0.87%，涨幅有所收窄，水泥价格下半年出现明显下滑。分区域来看，除东北地区一枝独秀外，其他地区水泥价格大都步入调整态势。

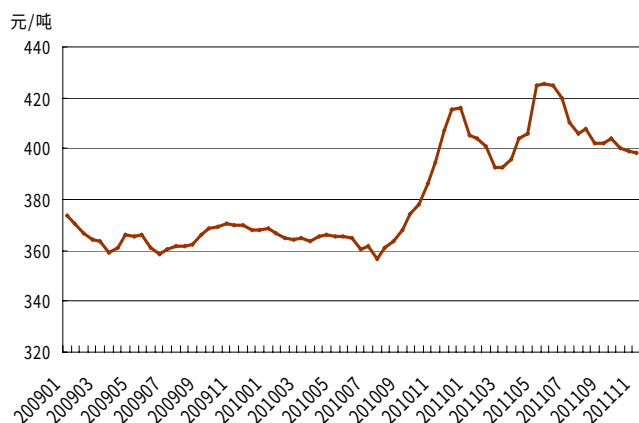
水泥行业整体盈利能力出现大幅提升，2011 年前三季度水泥行业上市公司实现营业收入 1142.46 亿元，同比增长 49.72%，归属于母公司所有净利润 176.32 亿元，同比增长 137.84%。水泥行业上市公司销售毛利率（整体法）达到 33.57%，同比上升 7.78 个百分点，环比 2011 年二季度下降 0.26 个百分点。

图 2：水泥累计产量及同比增速



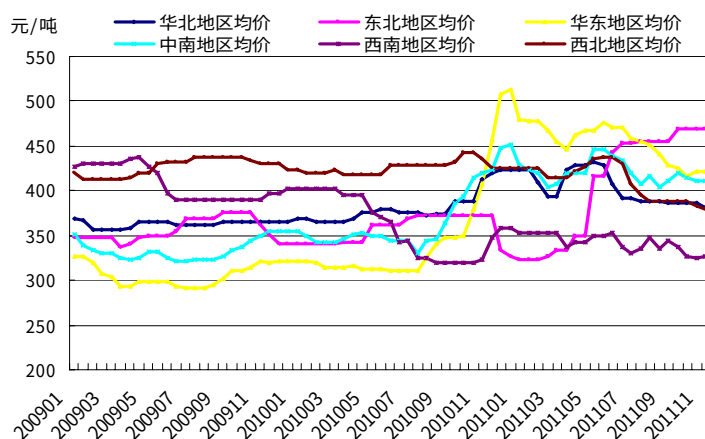
资料来源：东北证券

图 3：全国 P.O42.5 水泥价格变化（元/吨）



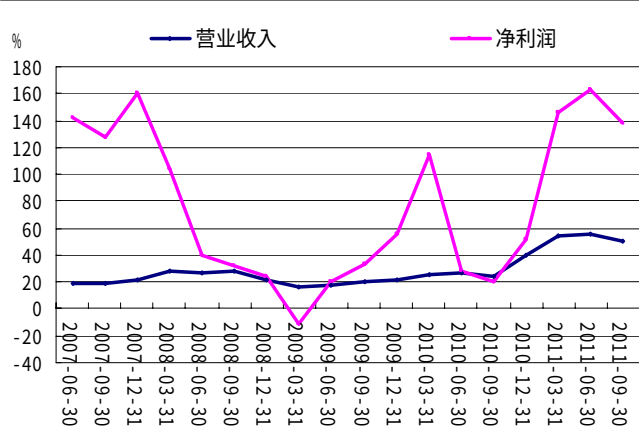
资料来源：东北证券

图 4：国内各区域水泥价格变化



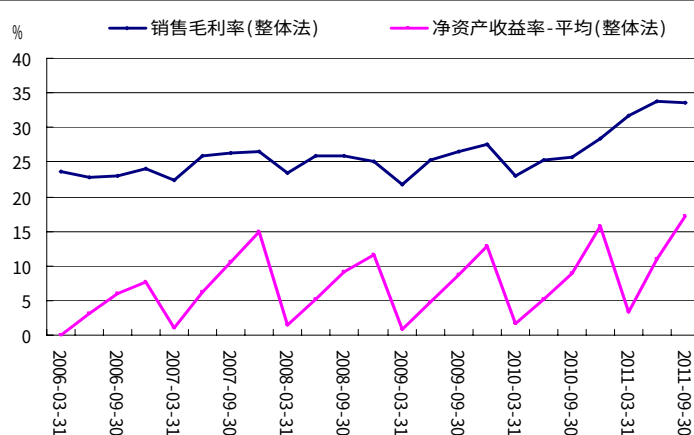
资料来源：东北证券

图 5：水泥行业上市公司收入及净利润增速



资料来源：东北证券

图 6：水泥行业上市公司毛利率及 ROE（整体法）



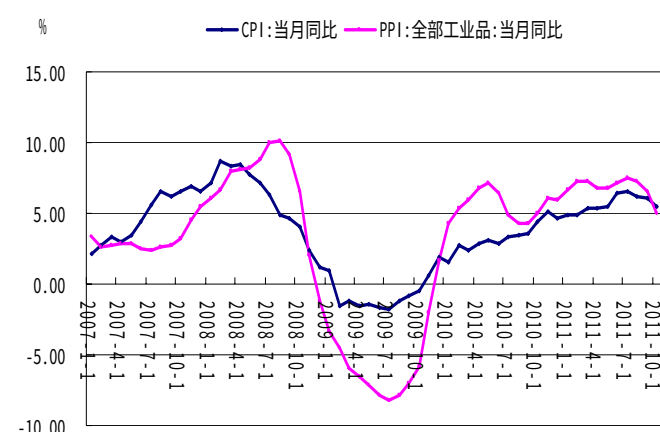
资料来源：东北证券

二、 2012 年度水泥行业投资策略分析

2.1、明年宏观政策预判 — 调整已开始，幅度待观察

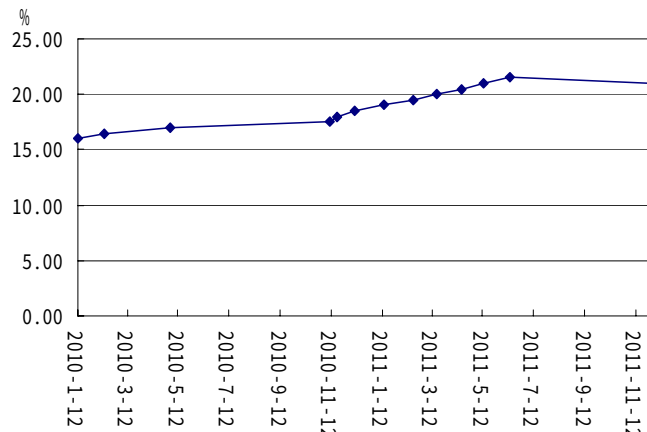
2010 以来，始于 08 年的全球金融危机的阴影逐步逝去，世界经济开始逐步复苏回暖，国内经济在 4 万亿投资刺激政策的推动下，经济发展也稳步回升。但是伴随着的是，在应对金融危机期间全球投放的大量流动性以及国内发放的巨量信贷共同作用下，国内通胀水平渐次上升，压力渐增，通胀开始引起管理层的重视。2010 年 1 月至 2011 年 6 月，国家通过实行紧缩政策来控制并防范通货膨胀，先后 12 次上调存款准备金率，使得存款准备金率水平由 16% 提升至 21.50% 的高点。从紧政策使得信贷增速出现较大幅度下滑，M1、M2 同比增速也接近近年来的低位水平。

图 7：cpi、ppi 变化



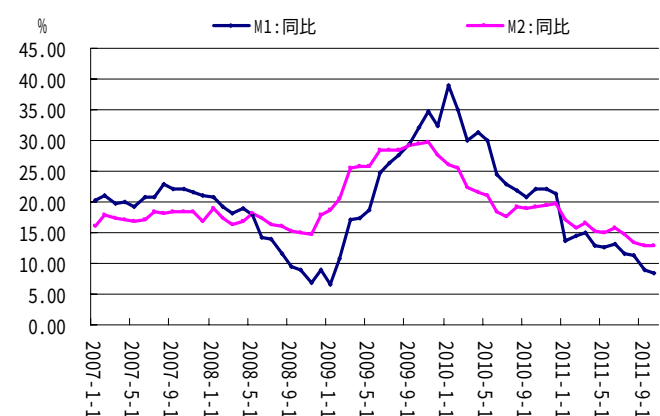
资料来源：东北证券

图 8：存款准备金率的变化



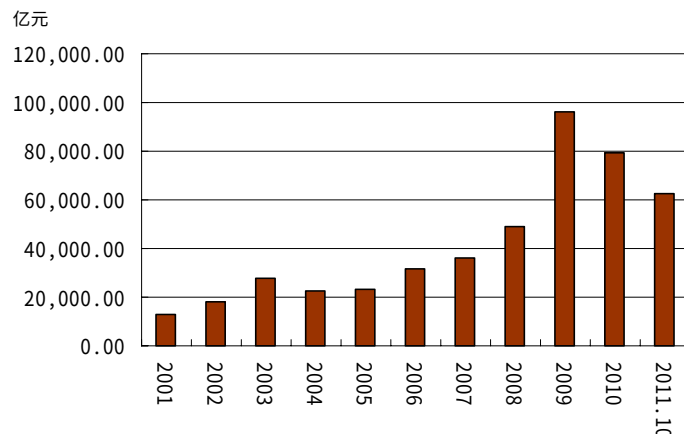
资料来源：东北证券

图 9：M1、M2 增速同比变化



资料来源：东北证券

图 10：金融机构：新增人民币贷款：累计值

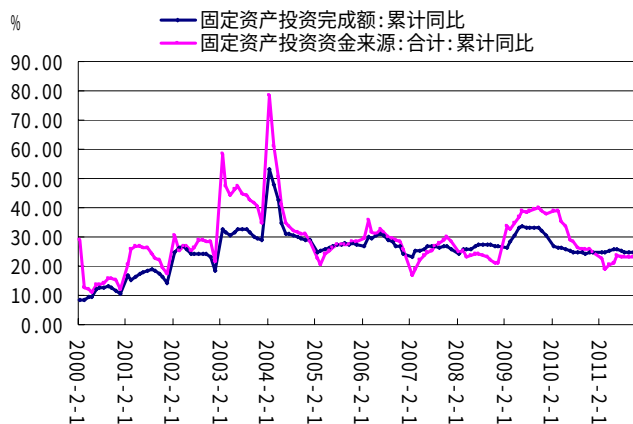


资料来源：东北证券

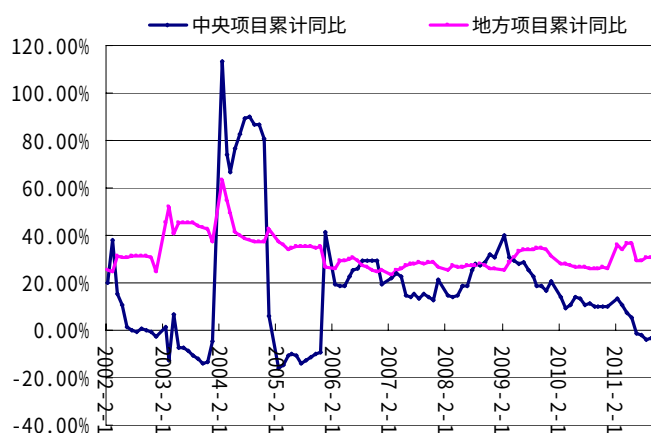
货币政策的从紧对基建需求和房地产投资都产生了较强的抑制作用，从而对今年下半年的水泥需求产生负面左右（下半年主要是累计影响），今年下半年水泥消费旺季不旺的季节特征就

是明证。

图 11：固定资产投资：名义增速 vs 资金来源累计增速 图 12：中央项目、地方项目累计同比



资料来源：东北证券



资料来源：东北证券

调整已开始，幅度待观察。2011 年 7 月份，CPI 为 6.50%，PPI 为 7.54%，下半年以来，逐步有所回落，2011 年 10 月份 CPI 为 5.50%，PPI 为 5.00%，整体来看，我们认为通胀见顶回落趋势已基本确立，通胀压力得到缓解。而同时，国内外经济形势又相对复杂，特别是欧洲债务危机的影响持续深化，全球经济增长陷入不确定性之中，在此背景下，我们认为国家会重新平衡调结构、保增长和抗通胀的关系，严格的货币紧缩政策或会进行调整（事实上，10 月份信贷投放对基建项目和地方性融资平台支持的结构变化，11 月 30 日央行发布降低存款准备金率 0.5 个百分点的通知，就是微调开始的例证），而调整将在一定程度上推动投资和基建项目信贷提供，并影响市场预期。但是，一方面即使通胀有所回落，但整体来看，依然会保持一定压力；另一方面，由于之前两年信贷金额的大幅增长，产生了一系列的问题，国家对此也有一定的认识，此次要想货币政策全面转向宽松，我们判断整体来看可能性不大，但明年信贷情况预计会好于今年。

2.2、水泥需求情况分析：明年需求有一定压力，预计全年增速 7.3% 左右

水泥下游需求从大的方向来划分，主要分为基础设施建设、房地产和新农村建设三大块。

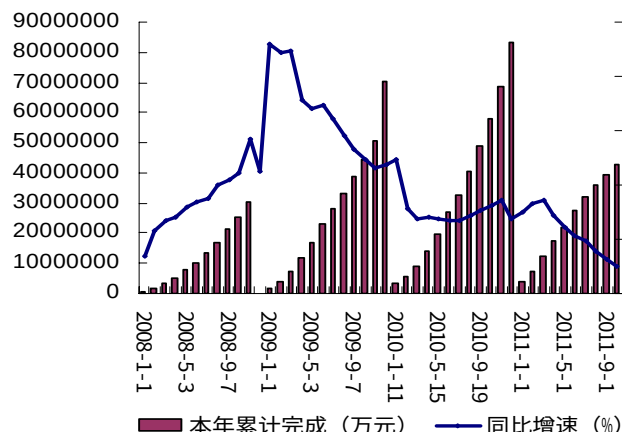
基建投资：预计总量规模较大，但增速下滑，贡献边际减弱

今年以来，随着“4 万亿”投资刺激计划的逐步完成，我们可以看到铁路、公路等大型基建投资增速逐步下降，铁路固定资产投资从 2011 年 7 月开始连续 4 月份呈现负增长状态，累计完成额同比增速分布为 -1.5%、-11.5%、-19.3%、-25.2%，交通固定资产投资增速下半年开始也基本呈现环比下降的态势，从边际的角度来看，铁路和交通基建项目对水泥需求的增速效应有所减弱。铁路增速今年下半年下滑主要受到信贷从紧和动车事件引发的整顿影响，从 10 月份开始铁路建设资金压力有所缓解，明年铁道部预计投资规模 6000 亿元，基本和今年持平。交通增速下滑我们认为主要跟前期基数较大及地方政府财政受到地产调控影响有关（地方政府由于房地产调控方面的原因，土地买卖受到影响，从而对地方财政收入带来一定影响），但地方性发债新

规的出台，能在一定程度上缓解资金紧张的状况，但整体来看，我们认为增速高峰或已过。

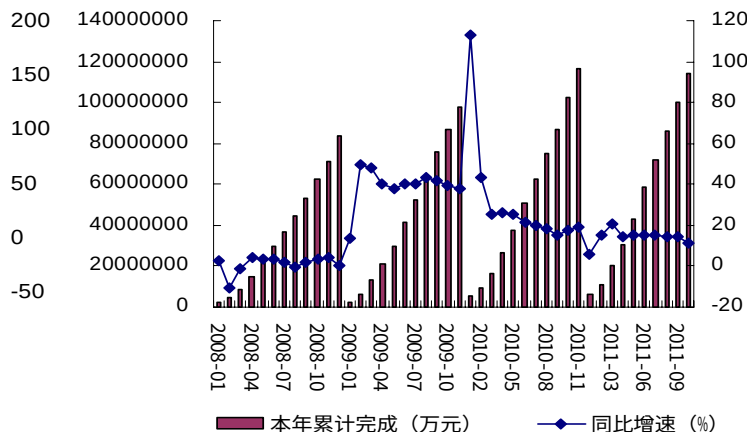
水利建设应该是“十二五”期间的亮点，整体投资规模将大幅提升。由于历史欠账原因，我们国家对于水利基础设施建设投入不足，使得水利建设发展长期滞后于经济发展，难以适合社会经济进一步发展的需要。2011 年中央一号文件专门对水利做出指示，未来 10 年要投资 4 万亿元兴修水利，年均规模达到 4000 亿元，水利建设“黄金十年”到来。

图 13：铁路固定资产投资及增速



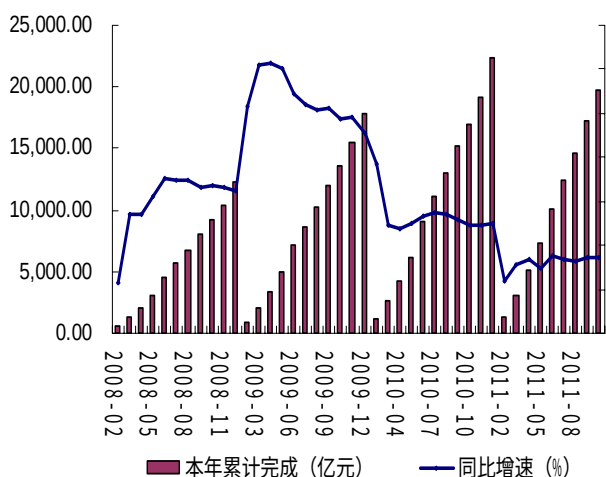
资料来源：东北证券

图 14：交通固定资产投资及增速



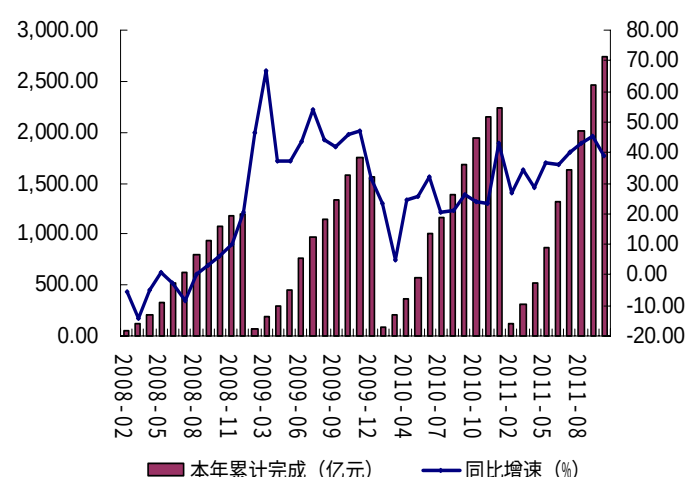
资料来源：东北证券

图 15：水利、环境、公共设施管理业投资及增速



资料来源：东北证券

图 16：建筑业投资及增速



资料来源：东北证券

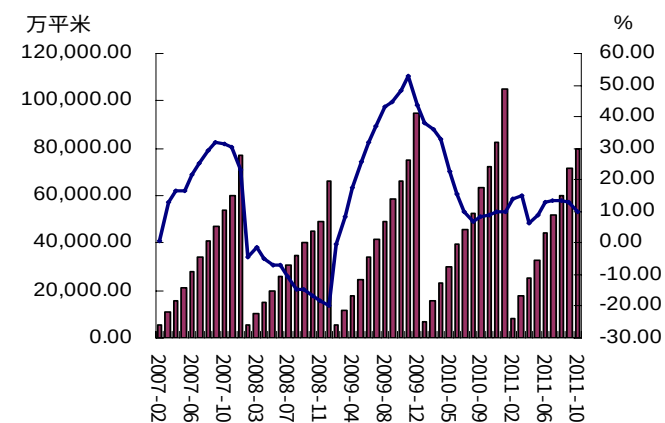
房地产：调控累积影响明年将进一步显现

鉴于快速上扬的房价引起众多社会问题，国家前几年曾经阶段性的对房地产市场进行调控，但整体来看，效果并不明显。从 2009 年 12 月份开始，调控措施开始密集出台，并持续严格深化。2011 年国家又出台新国八条《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（包括二套房首付比例提高至 60%，税收措施，限购措施，贷款限制，问责机制等），使得调控力度进一步加码，房地产的调控使得社会对于房价快速上扬的预期得到纠正，房价上扬速度受到抑

制，而一、二线城市普遍推行的限购行为又使得房地产销售出现影响，从今年的数据来看，下半年房地产销售增速出现下滑。而房地产销售的下滑又影响到土地购置面积的减少，并影响到房地产开发投资增速和房屋新开工面积增速的下滑，我们认为明年上半年将面临较为严重的增速下滑，并影响到水泥需求的增速。

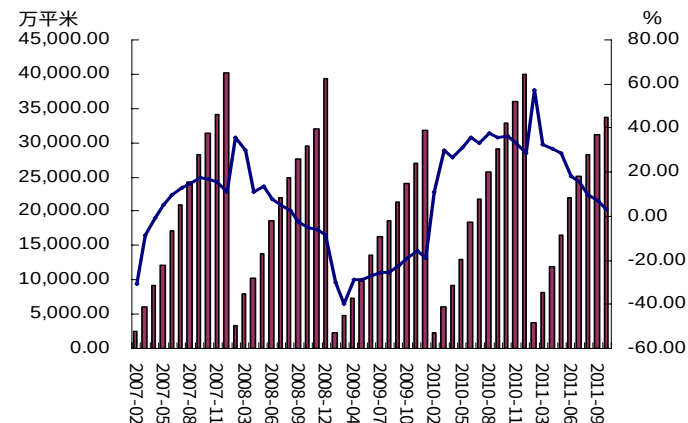
而从最近李克强副总理的讲话中，可以看出国家对于房地产调控的基本定调不会改变，而且会进一步把调控政策落到实处，因此，对于 2012 年来说，国内房地产市场依然处于调控大格局中。

图 17：商品房销售面积及同比增速-累计值



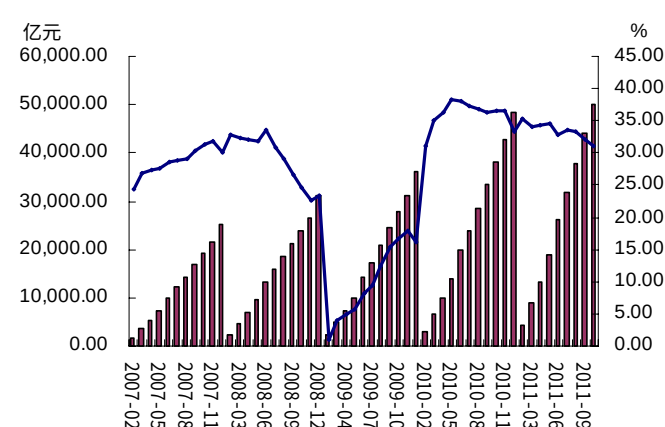
资料来源：东北证券

图 18：土地购置面积及同比增速-累计值



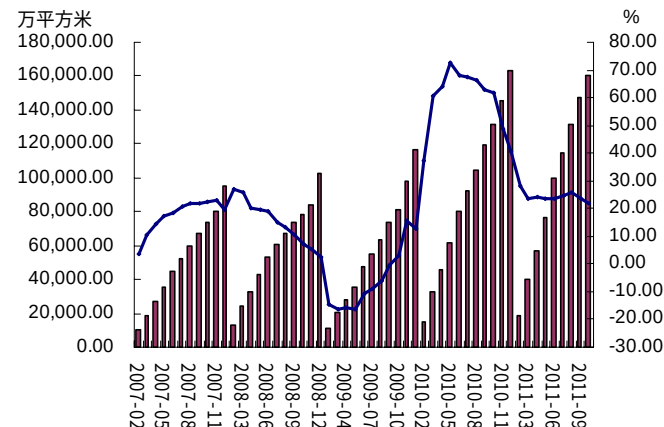
资料来源：东北证券

图 19：房地产开发投资及同比增速-累计值



资料来源：东北证券

图 20：房屋新开工面积及同比增速-累计值



资料来源：东北证券

对于商品房市场的下滑，市场普遍寄希望于保障房投资建设来弥补。而保障房方面，今年以来，国家也通过政策及各项措施在国内力推。10 月 10 日住建部公布的数据显示，截至 9 月底，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已开工 986 万套，开工率 98%，与 8 月份相比，9 月份新开工 118 万套，开工率提高了 12 个百分点。从各省市披露的开工率数据来看，目前绝大多数省市基本在 11 月之前完成建设部规定的开工率要求，北京、河北、山西、辽宁、吉林、江苏、浙江、福建、山东、广西、重庆、四川、陕西、甘肃、宁夏等 15 个省（自治区、直辖市）开工已经超过全年目标。但是统计数据值得分析，按照住建部公布的计划，保障房界定为经适房、两限房、棚户区改造、廉租房和公租房，但部分地方政府的统计口径却与住建部标准有差

异，将企业自建房、回迁房、定向安置房都纳入到保障房的开工统计中。而且各地也有不少“保开工、缓施工”的现象，都值得引起重视。

从目前的情况来看，我们认为开工所反映的更多的可能是满足考核的要求，地方建设和落实保障性住房的热情并不是非常高涨，由于成本-收益的原因，地方在财政资金和土地保障上积极上并不是很高。因此，我们认为保障房建设肯定能够平滑因商品房投资下滑对房地产行业的不利影响，但幅度要根据实际统计数据进行分析观察和进度跟踪。另外据媒体披露，住建部明年还将对“十二五”保障性住房建设的数量、质量，特别是数量进行中期评估，根据明年对“十二五”保障性住房建设中期评估的结果来确定，3600 万套原定的规划数是不是要进行调整。

表 1：2011 年 1-9 月全国保障性安居工程开工情况

城市	已开工套数 (万套)	开工率	城市	已开工套数 (万套)	开工率	城市	已开工套数 (万套)	开工率
北京	21.8	>100%	四川	37.5	>100%	海南	9	97%
河北	38.4	>100%	陕西	47.7	>100%	广东	29.1	96%
山西	37.3	>100%	甘肃	18.5	>100%	贵州	22.1	96%
辽宁	36.2	>100%	宁夏	8.2	>100%	黑龙江	80.6	95%
吉林	32.1	>100%	江西	31.7	99%	云南	29.3	94%
江苏	38.7	>100%	河南	44.8	99%	湖南	40	92%
浙江	18.5	>100%	湖北	33	99%	上海	23.6	91%
福建	25.2	>100%	内蒙古	38.1	98%	青海	16.6	91%
山东	34.8	>100%	安徽	38.9	98%	天津	23.4	90%
广西	27.6	>100%	新疆	32.9	98%	西藏	1.2	80%
重庆	52.2	>100%	兵团	17.4	98%			

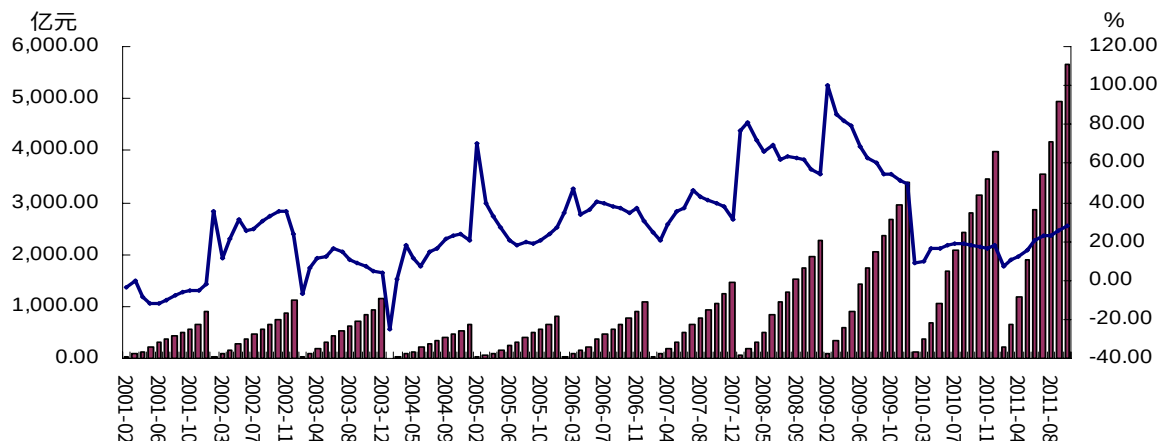
资料来源：住房和城乡建设部，东北证券

新农村建设：未来市场将持续受到激发

在十二五规划制定中，国家对新农村建设非常重视。在“十二五”规划中，特别提出要“加强农村基础设施建设和公共服务”，“十一五”规划仅是提出了新农村建设的任务和目标，而“十二五”规划建议提出“按照推进城乡经济社会发展一体化的要求，搞好社会主义新农村规划，加快改善农村生产生活条件”。事实上，由于我国特殊的国情，农村人口的规模庞大和城乡经济的较大差距使得我们必须持续而有效的对农村建设和发展进行重大投入，保证农村社会经济的良好发展，才能够使得全社会经济稳定发展。今年以来，固定资产投资整体下滑的情况下，第一产业固定资产投资完成额及累计增速还是往上走。

同时，2010 年中央“一号文件”提出，抓住当期农村建房快速增长和建筑材料供给充裕的时机，把支持农民建房作为扩大内需的重大举措，采取有效措施推动“建材下乡”，鼓励农民依法依规建设自用住房。前期发布《关于做好 2011 年扩大建材下乡试点的通知》，试点区域扩大到北京市、天津市、山东省、重庆市、宁夏回族自治区。

图 21：第一产业固定资产投资完成额及累计增速

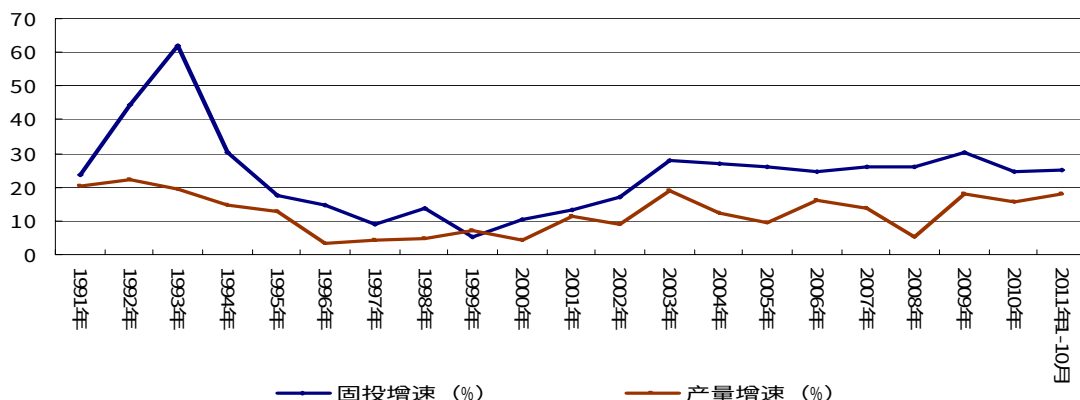


资料来源：wind

2012 年水泥产量模拟预测：

根据以上的分析及相关的假设，我们尝试对 2012 年的水泥需求量进行模拟测算（表 2），颜色区域是我们认为产量大概率分布区域。假定 2011 年全年水泥产量 21 亿吨左右，明年假设全年固定资产投资增速维持在 20% 左右，水泥系数为 0.63，那么我们测算 2012 年国内水泥产量或将为 22.5 亿吨左右，全年增速在 7.3% 左右。

图 22：城镇固定资产投资增速和水泥产量增速关系



资料来源：东北证券

表 2：2012 年水泥产量模拟测算

单位：万吨

		城镇固定资产投资增速				
		16%	17%	18%	19%	20%
水泥系数	0.7	242111.604	244198.773	246285.942	248373.111	250460.28
	0.69	238652.8668	240710.2191	242767.5714	244824.9237	246882.276
	0.68	235194.1296	237221.6652	239249.2008	241276.7364	243304.272
	0.67	231735.3924	233733.1113	235730.8302	237728.5491	239726.268
	0.66	228276.6552	230244.5574	232212.4596	234180.3618	236148.264

0.65	224817.918	226756.0035	228694.089	230632.1745	232570.26
0.64	221359.1808	223267.4496	225175.7184	227083.9872	228992.256
0.63	217900.4436	219778.8957	221657.3478	223535.7999	225414.252
0.62	214441.7064	216290.3418	218138.9772	219987.6126	221836.248
0.61	210982.9692	212801.7879	214620.6066	216439.4253	218258.244
0.6	207524.232	209313.234	211102.236	212891.238	214680.24

注 1：水泥系数衡量每亿元城镇固定资产投资消耗水泥吨数；

注 2：根据经验统计，水泥系数长期来看呈现逐步下滑的趋势，2011 年水泥系数大概为 0.7；

注 3：颜色区域为我们认为 2012 年水泥产量大概率分布区域；

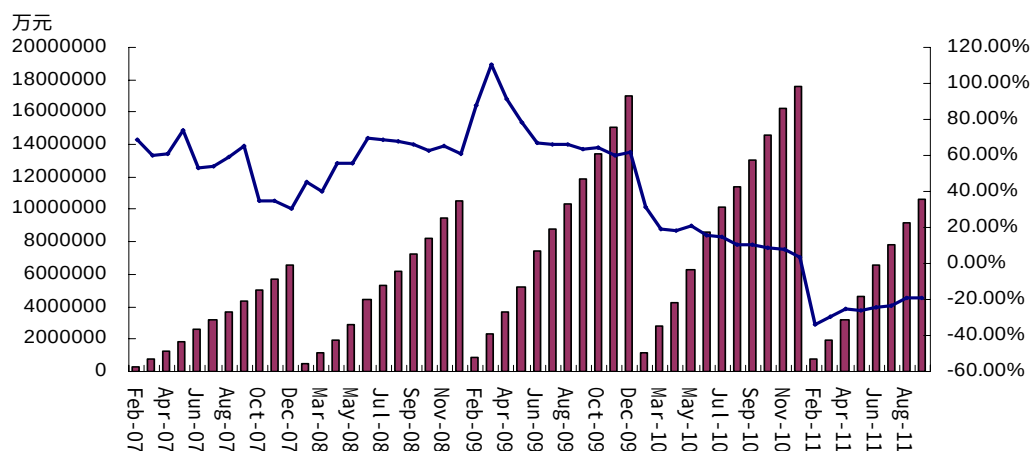
资料来源：东北证券

2.3、水泥供给情况分析 —— 供给端减法大方向没变，但明年新增产能依然较大，

整体来看，目前国内水泥产能过剩严重，因此国家对水泥产业的思路是对水泥产能进行严格控制和管理。从 2009 年 9 月《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》，到后续的《水泥行业准入条件》、落后产能淘汰政策等一系列政策，再到《水泥行业“十二五”规划》，水泥产能的控制始终是政策关心的重点之一。因此，水泥供给端减法的大逻辑依然有效。2011 年以来，水泥固定资产投资持续处于负增长状态，今年的投资规模肯定要小于去年。从边际的角度来看，水泥固定投资的高峰已过，增量在下滑，但从单个年份的总量规模来看，绝对额依然较大。

据相关资料统计，2009 年投产水泥生产线 174 条，熟料产能 1.95 亿吨，相当于水泥年产能 2.5 亿吨；2010 年投产水泥生产线 210 条，熟料产能 2.48 亿吨，相当于水泥年产能 3.2 亿吨。据估计，2011 年预计仍有 230 条在建线，合计熟料产能 2.80 亿吨，按照建设周期，这批生产线将在 11 年、12 年陆续投产，根据每年的水泥固定资产投资和投产生产线及熟料产能数据来看，我们预计明年新增投产熟料产能还是会在 1.9 亿吨左右，相当于新增水泥供给 2.5 亿吨左右，尽管规模同比出现下降，但绝对数量依然较大。如果严控政策得以持续，那么我们认为 2013 的压力会进一步减轻。

图 23：全国水泥固定资产投资及增速

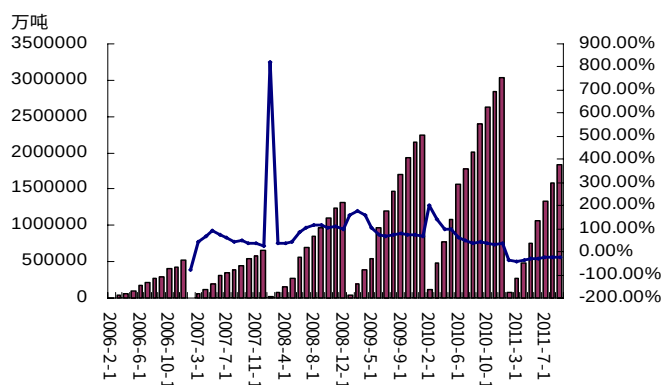


资料来源：东北证券

分区域的水泥固定资产投资数据如下：

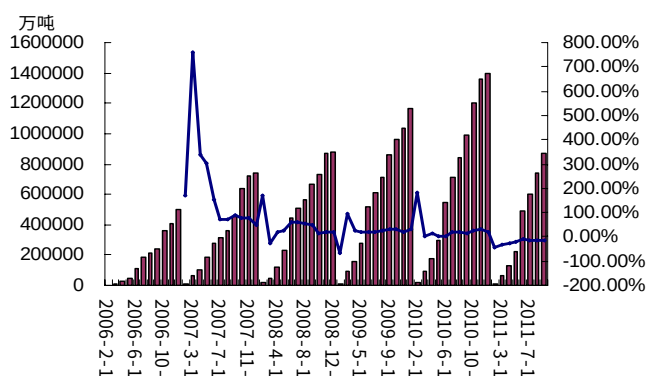
我们图示了全国 6 大主要区域的水泥固定资产投资状况，整体来看除了西北区域外，其他区域的水泥固定资产增速基本呈现负增长态势，显示了各地方在落实政策方面取得了较好的成效。而根据水泥生产线建设周期，将有效减轻这些区域 2012 年、2013 年的新增产能压力。西北主要是新疆地区的水泥投资过快增长所致。

图 24：华北地区水泥固投增速



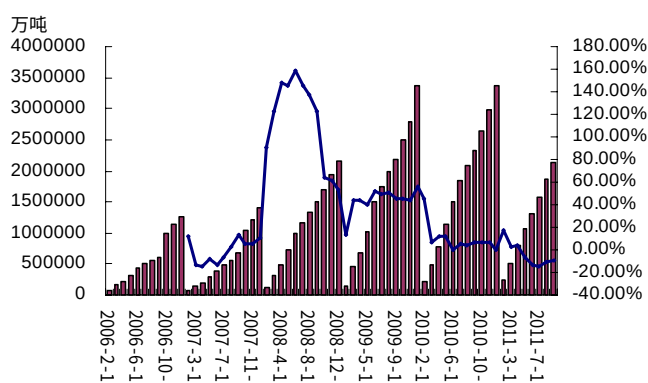
资料来源：东北证券

图 25：东北地区水泥固投增速



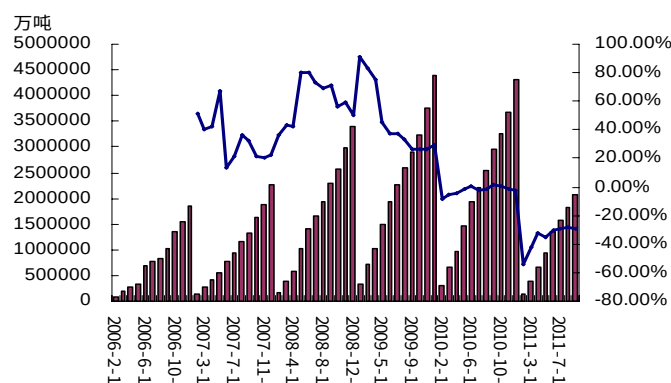
资料来源：东北证券

图 26：华东地区水泥固投增速



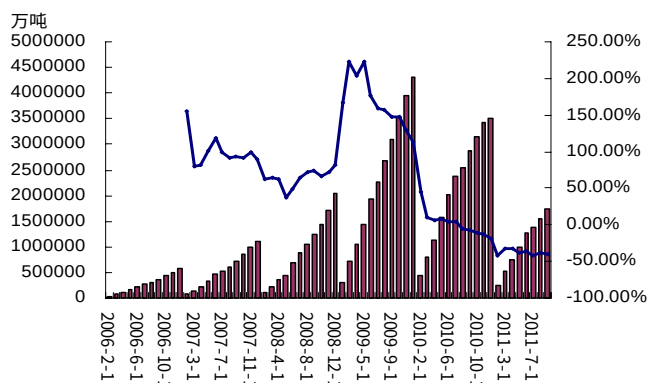
资料来源：东北证券

图 27：中南地区水泥固投增速



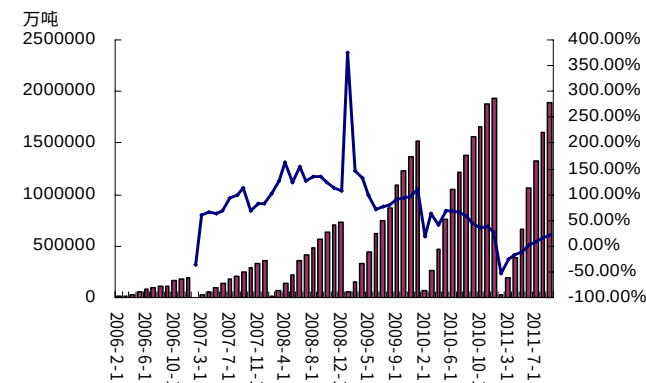
资料来源：东北证券

图 28：西南地区水泥固投增速



资料来源：东北证券

图 29：西北地区水泥固投增速



资料来源：东北证券

2.4、水泥供需小结：基本呈现弱平衡，寻找区域性机会

通过分析水泥的需求和新增产能投放，我们大致测算了一下 2012 年水泥边际供需差情况。假定在中性情况下，水泥新增供给 2.5 亿吨，淘汰落后产能 1 亿吨，因此水泥有效新增供给 1.5 亿吨左右，而根据我们的测算，2012 年水泥需求净增加量为 1.5 亿吨左右，因此明年的水泥边际供需呈现弱平衡状况。

表 3：2011 年国内水泥边际供需差的模拟预测

	2009	2010	2011E	2012E		
				乐观情况	中性情况	悲观情况
新增产能供给	2.5 亿吨	3.2 亿吨	3 亿吨	2 亿吨	2.5 亿吨	3 亿吨
淘汰落后产能	7000 万吨	1 亿吨	1.3 亿吨	1 亿吨	1 亿吨	1 亿吨
有效新增供给	1.8 亿吨	2.2 亿吨	1.7 亿吨	1 亿吨	1.5 亿吨	2 亿吨
需求净增加	2.4 亿吨	2.4 亿吨	2.2 亿吨	1.5 亿吨	1.5 亿吨	1.5 亿吨
边际供需差	-0.6 亿吨	-0.2 亿吨	-0.5 亿吨	-0.5 亿吨	0.0 亿吨	0.5 亿吨

注 1：根据最新的资料和判断，我们对相关数据进行了更新
资料来源：东北证券

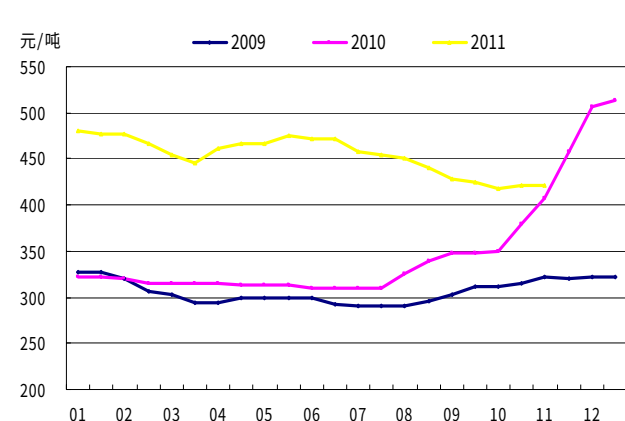
2.5、关于主要区域水泥价格-盈利关系的图示和分析

我们在下图中列示了全国各个主要区域近三年来水泥价格变动情况，以求能够对区域水泥价格的同比变化能够有个相对清晰的了解：

1、从区域来看，今年华东、华北、西南、西北区域水泥价格呈现前高后低态势，因此从同比的角度来看，我们认为该类区域水泥企业价格同比压力较大；特别是西北地区，由于这两年持续的新增产能建设，明年产能投放压力会较大，水泥价格或将承受一定的压力。

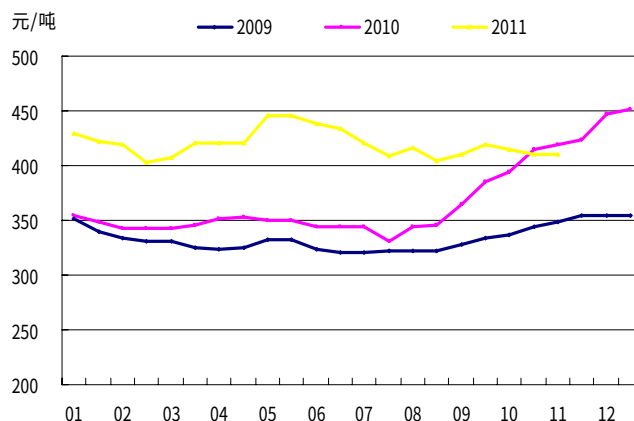
2、明年上半年价格同比表现预计会比较好的是东北地区（该区域今年价格基本是前低后高，目前价格基本处于全国比较高状态），中南区域整体价格表现有望持平。

图 30：华东地区 P.O42.5 水泥价格变化



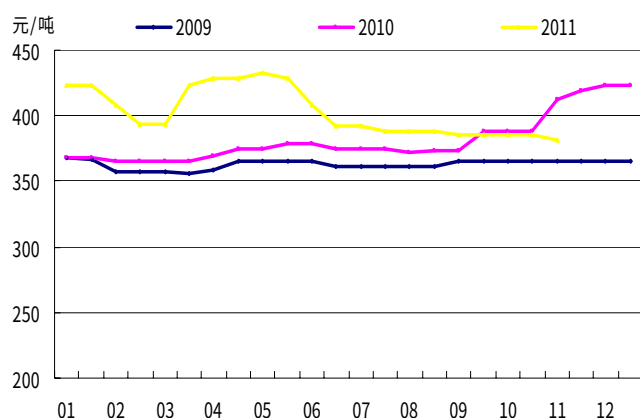
资料来源：东北证券

图 31：中南地区 P.O42.5 水泥价格变化



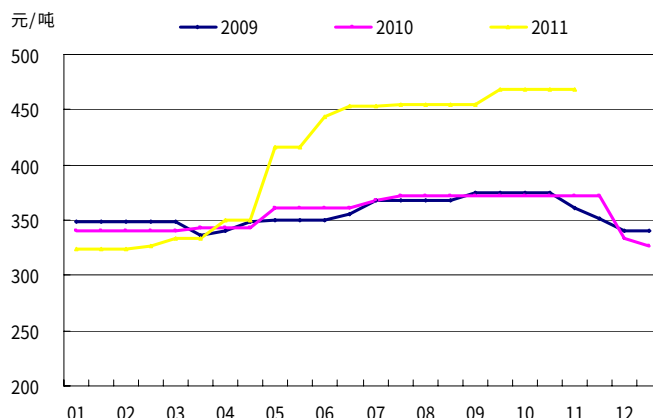
资料来源：东北证券

图 32：华北地区 P.O42.5 水泥价格变化



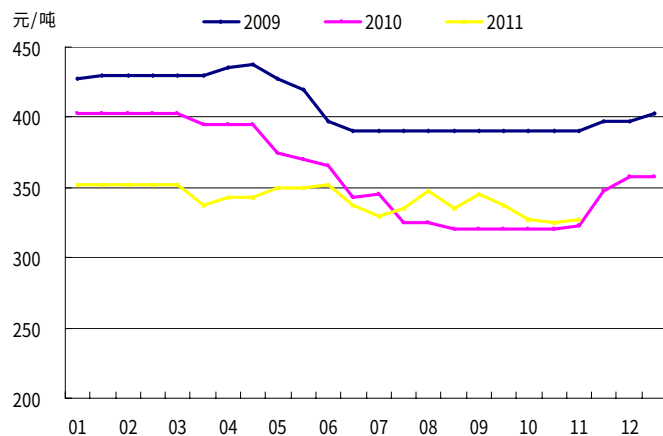
资料来源：东北证券

图 33：东北地区 P.O42.5 水泥价格变化



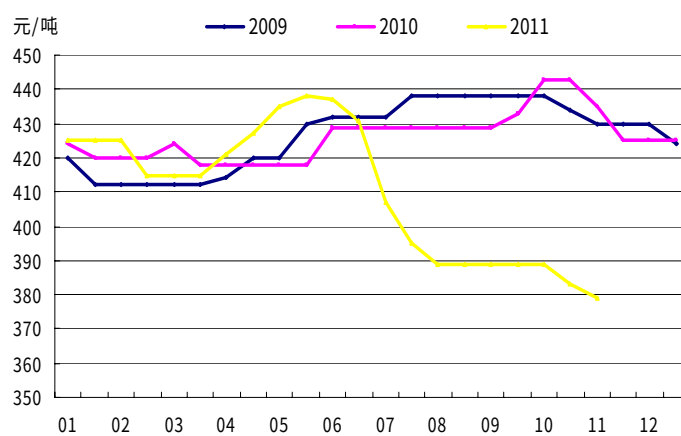
资料来源：东北证券

图 34：西南地区 P.O42.5 水泥价格变化



资料来源：东北证券

图 35：西北地区 P.O42.5 水泥价格变化



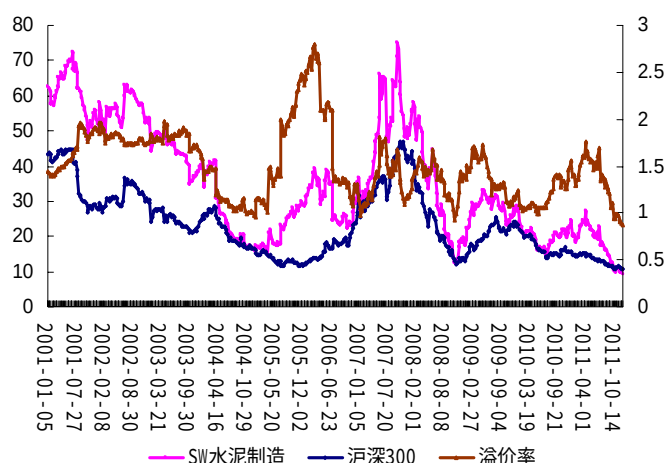
资料来源：东北证券

2.6、估值探讨 —— 整体已较低，部分公司中长期投资价值已显现

在目前位置，我们考察了水泥行业的 PE、PB、相对于沪深 300 的溢价率以及相关主要水泥企业的吨 EV 和吨市值情况。整体来看，经过下半年股价的深幅调整，目前水泥股 PE（整体法、TTM）约为 9.5x，处于历史底部区域。PB（整体法）约为 2.52x，也处于较低水平，但离历史底部区域还有一定的距离，行业下行周期，更多考虑 PB 情况。对于未来估值变化，我们不排除行业整体还会再往下调一调，但是目前已经处于相对估值安全的位置。

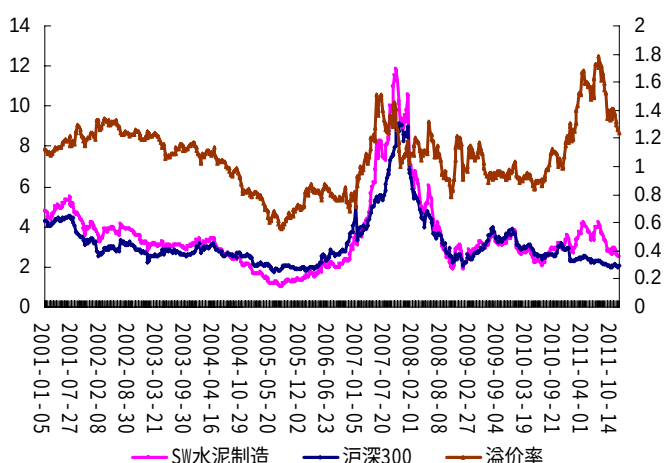
从主要个股来看，目前不少水泥企业（冀东水泥、江西水泥、同力水泥、赛马实业、祁连山、华新水泥）的吨 EV 和吨市值都在 400 元附近，冀东、同力、华新甚至更低，基本也处于实业投资和购并的成本区域左右，我们认为中长期投资价值开始凸显，海螺水泥在 9 月份公告二级市场增持行为，从一定程度上体现了产业资本的意图。

图 36：水泥行业 PE 对比沪深 300 及溢价率



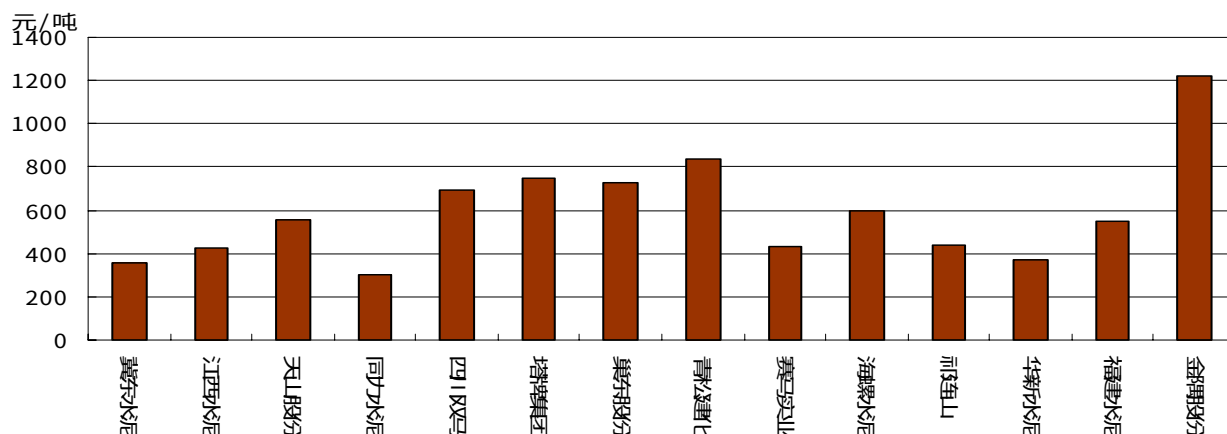
资料来源：东北证券整理

图 37：水泥行业 PB 对比沪深 300 及溢价率



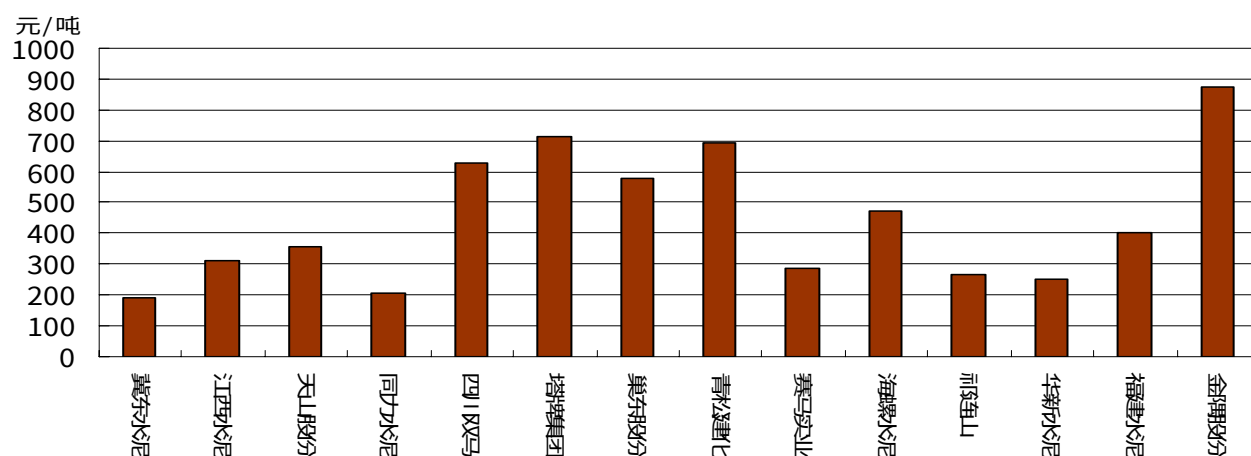
资料来源：东北证券整理

图 38：主要水泥企业吨 EV



资料来源：东北证券

图 39：主要水泥企业吨市值



资料来源：东北证券

2.7、水泥行业投资策略及重点关注公司

我们认为，目前水泥行业的估值经过股价的大幅回调已经回到了相对安全的区间，PE 已经处于历史底部，PB 较底部还有 20%左右的空间，而且不少水泥企业的吨 EV 和吨市值进入产业投资和并购成本区间，中长期投资价值渐显。但是，我们同时认为，相对于前几年市场主要担忧产能供给的过快增长，目前时点市场对水泥的行业担忧主要来自于对明年下游需求的悲观，而需求影响的关键因素在于宏观调控所带来的信贷紧缩对于基建和房地产的投资影响，尽管在通胀压力减缓后，政策已现微调，但是目前的力度还不足改变市场对于需求悲观的预期。2012 年水泥股的投资节奏将持续跟需求紧密关联，政策的放松力度和需求的改善程度将成为布局水泥股的重要考虑因素。同时，我们认为区域的选择也同样重要，建议关注区域景气度有望提升的区域以及今年价格处于相对低位，明年价格同比有望正增长的区域。我们暂时维持水泥行业“同步大市”评级，建议重点关注冀东水泥、同力水泥、祁连山。

另外，从中长期来看，水泥的供需结构有望得到改善，水泥行业的景气度有望提升。从政策来看，水泥行业“十二五”规划将通过多种措施继续淘汰落后产能，严控新增产能供给，支持大型优质企业进行行业并购整合，提高行业集中度，使得大企业的区域控制力和话语权得到增强，行业盈利模式趋于良性发展。

表 4：相关水泥企业盈利预测及估值情况

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PB	投资评级
冀东水泥	15.54	1.40	1.86	2.51	11.10	8.35	6.19	1.9	推荐
同力水泥	12.11	0.98	1.19	1.41	12.35	10.17	8.58	2.2	推荐
祁连山	10.59	1.01	1.05	1.35	10.49	10.09	7.84	1.7	推荐

注：每股收益按目前股本摊薄后计算

资料来源：东北证券

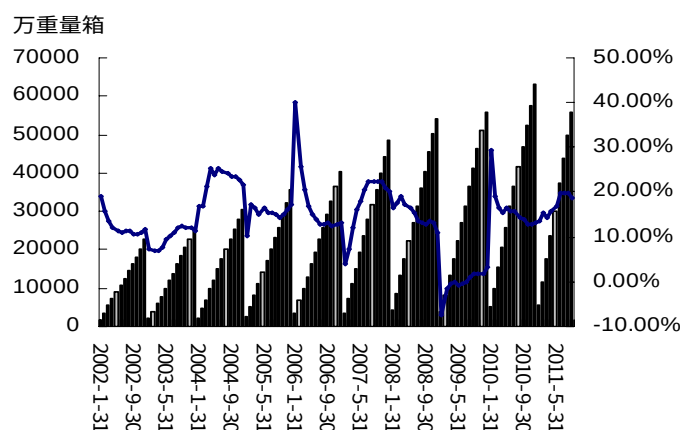
玻璃行业

1、 2011 年平板玻璃行业情况：销量减缓，价格下滑，库存上升，

行业处于艰难之时

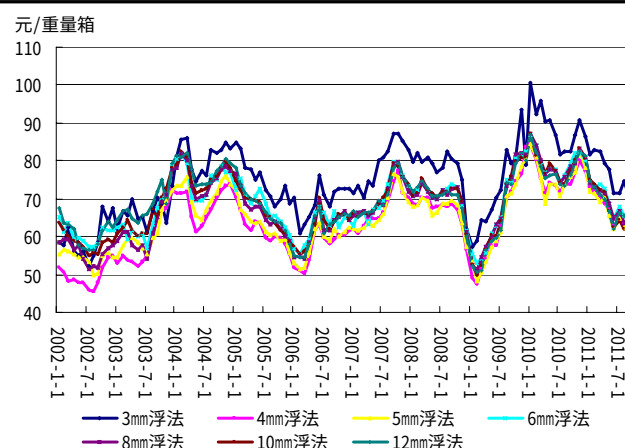
下半年在需求预期不佳和产能供给大量投放情况下，浮法玻璃价格延续下滑局面。到 2011 年 9 月底，以 4mm 浮法玻璃为例，9 月底价格 62.14 元/重量箱，较去年最高价格下滑 23.75%，其他规格浮法玻璃跌幅基本上类似。整体来看，经过近两年的下滑，浮法玻璃价格基本处于相对底部。需求的不畅和价格信心的低迷，使得玻璃企业库存也逐步攀升。

图 40：平板玻璃产量及增速-累计



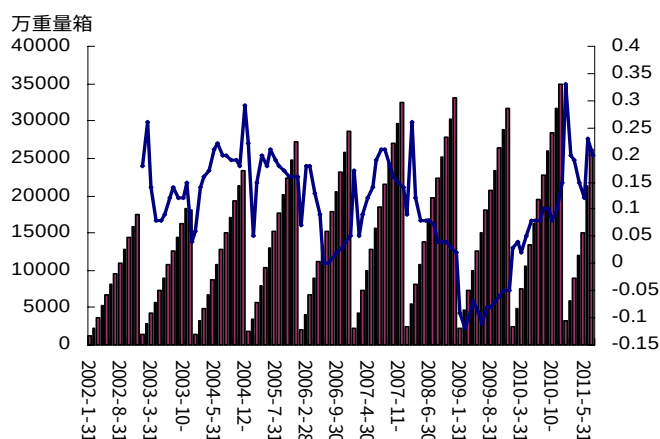
资料来源：东北证券

图 41：平板玻璃价格情况



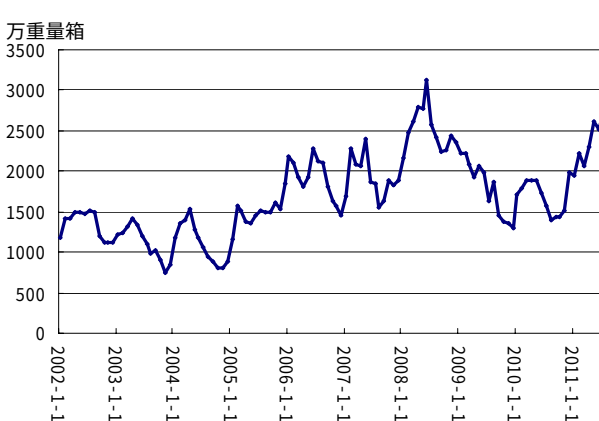
资料来源：东北证券

图 42：重点联系玻璃企业销量及增速-累计



资料来源：东北证券

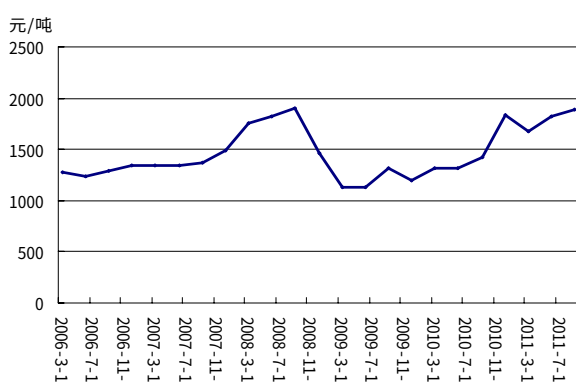
图 43：重点联系企业当月库存及同比增速



资料来源：东北证券

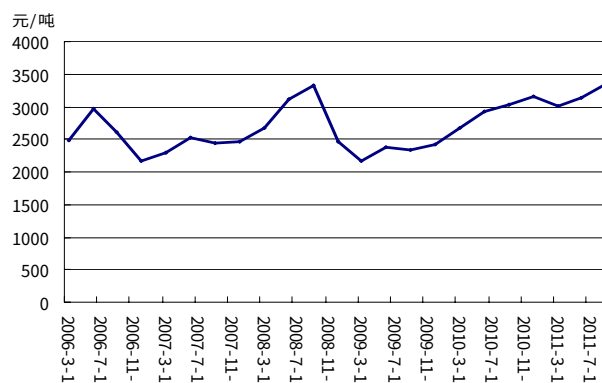
玻璃企业目前面临的成本压力也较大。今年以来，纯碱、重油价格持续高位运行，9月底，国内纯碱平均进价为1885.82元/吨，环比二季度上升68.5元/吨，同比上升460.17元/吨；重油价格3351.27元/吨，环比二季度上升204.12元/吨，同比上升317.41元/吨。

图 44：纯碱价格情况



资料来源：东北证券

图 45：重油价格情况

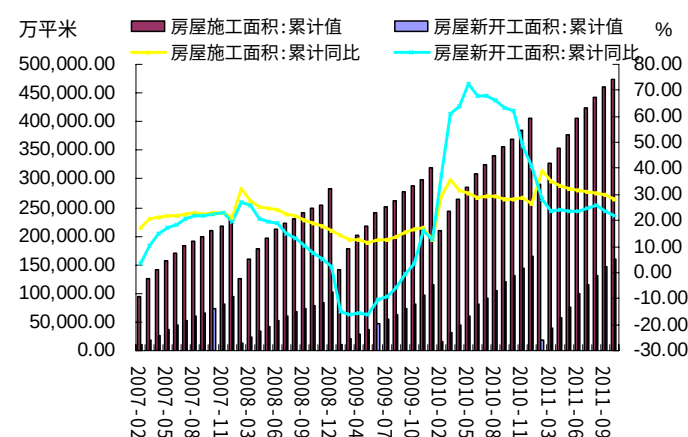


图：东北证券

2、下游需求具有不确定性

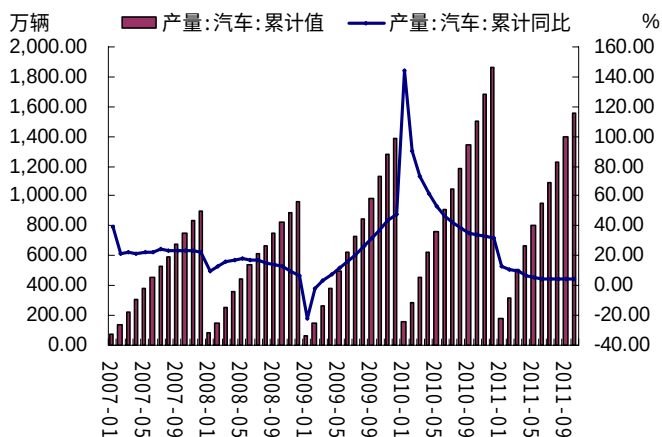
从玻璃行业主要的两大下游需求领域房地产和汽车领域来看，目前情况不容乐观。房地产方面，2011 年 1-10 月房屋施工面积 474785.67 万平方米，同比增长 28.40%，房屋新开工面积 160362.19 万平方米，同比增长 21.70%，增速呈下滑状况。汽车方面，2011 年 1-10 月，汽车产量达到 1558.15 万辆，同比增长 4.20%，由于去年基数较高，增速全年来看基本也呈下滑态势。整体来看，需求状况不理想会继续拖累玻璃销量及价格走势。

图 46：房屋施工和新开工情况：累计



资料来看：东北证券

图 47：汽车产量及同比增速：累计



资料来源：东北证券

3、预计明年玻璃价格前低后高

下半年以来，随着玻璃价格的持续低迷和行业成本的上升，浮法玻璃行业经营环境不断恶化，盈利能力大幅受挫。不少企业选择生产线放水冷修及停产，目前已有 40 多条生产线选择这么做，占总量的大概 15%以上。

我们认为目前的玻璃价格进一步下降空间已不大，因为一方面玻璃价格已经逼近生产成本，另一方面企业通过选择放水停产来减少供给，改善供需形势。随着紧缩政策微调，下游需求有望逐步改善，玻璃库存有望下降，价格有望企稳回升，但是价格也不会如 09 年大幅上涨，因为从需求方面来看，明年的环境不如 09 年，09 年有四万亿投资刺激拉动，但明年房地产还是会面临调控的困境，从产能供给来看，2010 年新增平板玻璃生产线 34 条，新增产能 1.3 亿重量箱，2011 年新增产能较大，到目前投产生产线已超过 20 条，全年预计新增产能超过 1 亿重量箱，明年还会持续消化这些产能。因此我们判断明年上半年行业还会延续不佳的经营状况，然后随着企业放水冷修及停产所引起的供给的进一步减少，以及需求的逐步恢复，预计明年下半年开始供需状况会逐步好转。

4、玻璃行业投资策略及关注公司

我们认为，明年玻璃行业关注的主线有三条：1、目前浮法玻璃价格处于底部，随着供求关系的周期变化和逐步好转，我们预计明年浮法玻璃价格或有所好转，关注弹性；2、今年由于

产能供给过大及欧美需求的影响，光伏行业整体处于景气下行周期，明年如果欧债危机有所好转，光伏行业反弹机会值得关注；3、鉴于目前我国玻璃深加工率的相对落后以及对玻璃深加工能力的重视，未来玻璃深加工产业将会得到广阔的发展空间，而目前由于研发和生产技术方面的差异，玻璃深加工国产设备和国外之间还有较大差距，关注深加工玻璃设备领域的国内优质制造商。综合来看，我们建议关注旗滨集团和北玻股份。

表 5：相关玻璃企业盈利预测及估值情况

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PB	投资评级
北玻股份	12.67	0.41	0.58	0.80	30.90	21.84	15.84	2.3	谨慎推荐
旗滨集团	11.06	0.30	0.42	0.55	36.87	26.33	20.11	3.0	谨慎推荐

资料来源：东北证券

其他新型建材

1、 长海股份：募投逐步投产推升业绩

公司是国内领先的玻纤制品及玻纤复合材料生产企业，是国内规模最大的无纺玻纤制品综合生产企业之一，也是国内规模最大的玻纤复合隔板生产企业。公司拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整玻纤产业链，为国内少数能制造高端玻纤毡制品并进行深加工的高新技术企业。

随着募投项目的逐步投产，我们认为公司业绩有望迎来快速增长阶段，预计公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益为 0.54 元、0.98 元、1.45 元，目前股价对应 PE 分别为 33.8x、18.6x、12.6x，给予“推荐”评级。

2、 东方雨虹：2012 年业绩弹性将提升

公司专业从事新型建筑防水材料的研发、生产、销售及防水工程施工业务，是我国新型建筑防水材料细分领域的龙头企业。目前，公司已建立防水卷材、防水涂料两大类百余种产品的产品体系。公司产品已被广泛应用于房屋建筑、高速公路和城市道桥、高速铁路等领域的防水工程，在国内建筑防水材料行业市场占有率稳居第一名。

2011 年公司业绩整体受到扩张整合和内部转型的暂时影响，业绩低于市场预期。随着扩张并购的逐步完成以及内部整合的完善，规模化效应将逐步体现，明年公司业绩弹性将提升。我们预计公司 2011 年、2012、2013 年每股收益为 0.35 元、0.60、0.99 元，目前股价对应 PE 分别为 42.4x、22.4x、14.9，给予“推荐”评级。

3、 建研集团：快速扩张，持续收获

公司专业从事综合技术检测、混凝土外加剂及其他新型建材生产业务。根据国际经验，未来我国将面临三代减水剂对二代的替代过程，市场空间巨大。公司的投资逻辑正是基于在资金、

管理等先发优势下，通过快速的布局扩张过程中获得快速的成长能力。随着前期募投项目的逐步投放，公司的业绩在今年呈现爆发式增长。而今年的购并投资将为未来的业绩提高奠定基础。

我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益为 0.80 元、1.10 元、1.47 元，目前股价对应相应 PE 为 25.1x、18.2x、13.6x，给予“推荐”评级。

4、 纳川股份：大市场、小公司

公司主营业务是 HDPE 缠绕增强管及配套管件的研发、生产和销售，以及为 HDPE 缠绕增强管系统的设计和施工提供技术支持服务。该产品目前被应用于埋地排水管网的建设以收集污水、雨水及排放污水处理厂的尾水。公司是国内 HDPE 缠绕增强管产量最大、应用范围最广、独立拥有核心自主技术的企业。

我们认为，城市排水系统的建设、改造的重视和投入的加大是奠定埋地排水行业中长期处于高景气度的基础，未来需求将长期处于扩张上升状态。我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年摊薄后每股收益为 0.59 元、0.89 元、1.25 元，目前股价对应 PE 为 37.2x、24.7x、17.6x，给予“推荐”评级。

表 6：相关其他建材企业盈利预测及估值情况

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PB	投资评级
长海股份	18.30	0.54	0.98	1.45	33.89	18.67	12.62	2.7	推荐
东方雨虹	14.84	0.35	0.66	0.99	42.40	22.48	14.99	4.8	推荐
建研集团	20.11	0.80	1.10	1.47	25.14	18.28	13.68	2.6	推荐
纳川股份	22.00	0.59	0.89	1.25	37.29	24.72	17.60	3.4	推荐

资料来源：东北证券

风险提示：

- 1、下游基建和房地产需求超预期下滑；
- 2、产能投放进度低于预期；
- 3、煤炭、纯碱、重油等原材料价格超预期上涨；
- 4、行业竞争激烈加剧，企业盈利能力下滑。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。