

建材行业

2011 年 12 月 27 日

年初至今建材行业走势图



相关研究：

《建材行业 2011 年下半年投资策略：水泥如盛夏的果实，玻璃尚未成熟》

《建材行业 2011 年投资策略：供需与政策均给力 2011 不乏亮点》

《建材行业 2010 年四季度投资策略：以区域投资和并购整合为本》；

《建材行业 2010 年下半年投资策略：关注结构性投资机会》；

《建材行业 2010 年投资策略：机遇与挑战并存》；

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

建材行业 2012 年度投资策略： 一样的 2012，不一样的色彩

评级：中性

投资要点：

- 在目前宏观政策背景下，明年房地产、基建投资规模以及经济不景气拖累工业投资下降，全年投资增速下滑，建材行业作为跟投资唇齿相关的行业，明年的需求增速下降，我们给予行业“中性”评级。分段看，由于今年主要产品水泥、玻璃价格存在翘尾因素，明年上半年同比数据明显下降，下半年环比会好转。主要投资策略建议自下而上选择，选择个股比行业会更有效，在细分子行业中我们最看好管材行业，今年是水利政策年，明年才是水利投资真正开始第一年，供排水管道是水利建设必不可少环节，明年增速可观。
- 水泥行业：需求增速下滑，降低评级至“中性”。影响水泥需求的主要因素来自房地产和基建投资增速的下降，根据我们的固定资产投资水泥消耗系数与投资增速敏感性测试模型，测算明年需求增速降至个位数 5.5%-7.4%，比今年增速下降 3-5 个百分点。从价格上判断，假设宏观政策没有出现大变化时，我们预计明年上半年水泥价格稳中有降，下半年趋稳上升，因今年高基数，明年利润增速降低，一季度和二季度将是全年低点。水泥个股以选择低供给区域最佳，数据显示今明 2 年山西、青海、甘肃、贵州、重庆是供给过快区域，价格存下行压力，东中部地区新增供给持续减少，仍旧是盈利水平最好区域，尤其是东北地区，个股中看好冀东水泥、亚泰集团、金隅股份、同力水泥。
- 玻璃行业：将迈入最冷冬季，维持“中性”评级。玻璃行业今年经历了新建生产线加之年初景气度高位冷修复产等双方面产能增加压力，而下游需求房地产、汽车以及出口三驾马车不得力，整个行业表现出：价格和毛利率不断探底、库存不断创新高。行业正经历去库存、去供给阶段，何时能见底取决于下一个供需平衡点出现，需求侧可作为空间较小，只能通过去供给来实现。目前冷修线比占到目前生产线总数的 14.5%，2009 年受金融危机影响，冷修比最高达到 16.5%，预计这个数值肯定会被超过，玻璃行业将进入漫长的寒冬季节，乐观估计，行业至少持续 4-5 个月到底。玻璃行业是今年 A 股跌幅居前的行业，风险已部分被释放，选择跌幅较大且自身产品具有特色和成长性的个股，推荐金刚玻璃。
- 管材行业：明年确定增长的细分行业，给予“看好”评级。目前大多数城市存在排水管道建设老旧、落后问题，我国现有的排水管道中，70%以上由上世纪 80 年代、90 年代铺设，使用年限较长而且主要是混凝土管、陶土管等传统管材。近两年极端天气频繁出现，部分城市北京、武汉等地出现持续暴雨，城市内涝严重，管网建设远跟不上城市发展，需要升级改造，需要更新和修护。加之今年中央一号文件中聚焦水利，管道工程作为水利工程中必不可少的配套设施，未来 10 年水利每年 4000 亿投入必将带来输水管道的大发展。明年水利投资助推相关上市公司业绩增长，看好青龙管业、巨龙管业、纳川股份。
- 风险提示：保障住房和水利建设资金不足，建设低于预期；房地产调控时间过长；外围经济持续衰退。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”

目 录

以往经验表明行业具备大反弹属性.....	4
水泥行业	4
明年上半年利润增速见底	4
需求不确定来自房地产，保守估计明年增速降至个位数.....	6
房地产：调控持续，投资增速下滑.....	7
基建领域：明年水利增速最快，铁路降幅有望收窄.....	8
总体供给压力不大，但个别地区则不同.....	12
玻璃行业：去供给进行中，寻底还需 4-5 个月	15
管材行业：确定增长的细分行业	17
投资策略	20
重点公司推荐	21
冀东水泥：区域供给好转，明年业绩弹性高.....	21
青龙管业：受益水利、品种齐全的区域管道龙头.....	21
纳川股份：绿色环保HDPE领导者，城市管网升级首选	21
东方雨虹：夯实基础，轻装前进	22
瑞泰科技：水泥窑耐材迅速成长，新业务成功接力.....	22
风险提示	23

图表目录

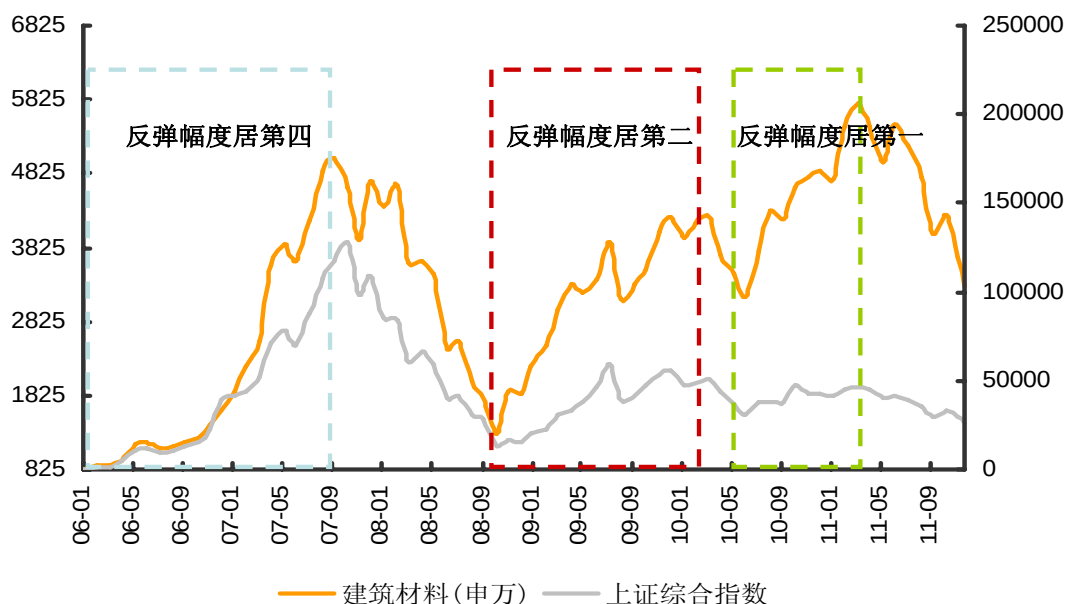
图：2006 年至今建材行业反弹幅度比较	4
图：水泥利润增速与行业指数变化.....	5
图： 水泥价格与行业指数变化.....	5
图：水泥行业和利润下半年增速趋势下降.....	5
图：毛利率高位下降.....	5
图：CPI 和 GDP 变化比较	6
图：毛利率高位下降.....	6
图：1992 年以来的固投增速变化	7
图：商品房月销售面积及增速变化.....	8
图：房屋施工面积、新开工面积和购置土地面积下滑明显	8
图：2008 年至今保障房开工数量	8
图：铁路固定资产投资和铁路基建投资增速变化.....	9
图：铁路基建投资首次负增长.....	9

图：过去十年铁路营业里程 CAGR 2.8%	10
图：过去十年公路营业里程超过 10%	10
图：与发达国家相比，我国铁路密度靠后	10
图：公路投资及增速变化	11
图：部分省市公路密度接近发达国家	11
图：水利投资月变化	12
图：一五至十二五年均水利投资额	12
图：水泥投资额降至负数	13
图：新增产能逐年下降	13
图：今年水泥价格先高后低	14
图：水泥产能增速与毛利率变化	15
图：水泥价格最低的地区及年初至今跌幅比较	15
图：玻璃子行业今年跌幅最大	16
图：1998 年以来玻璃行业毛利率变化	16
图：重点联系企业库存创 09 年以来新高	16
图：玻璃价格跌回 08 年危机时	17
图：冷修和放水生产线占比（2009 年和 2011 年比较）	17
图：管材所用区域划分	19
表：2012 年水泥需求增速 5.5%-7.35%	7
表：近 2 年各省市新增产能及新建产能比较（产能：万吨）	13
表：供排水管道的分类和性能指标比较	18
表：主要管材上市公司比较	19
表：主要上市盈利预测和评级	20

以往经验表明行业具备大反弹属性

如下图所示，2006 年至今 A 股市场经历 3 个周期，分别是 06 年 1 月-08 年 9 月、08 年 10 月-10 年 5 月以及 10 年 6 月-至今，每次反弹以有色、煤炭、建材以及房地产等周期性行业为主，建材行业每次反弹幅度较靠前，第一波的反弹幅度位于有色、金融、煤炭之后，居第四；第二波反弹中仅次于有色，居第二，最后一次反弹（10 年 5 月至 11 年 4 月）幅度居第一位。今年建材行业环境较复杂以及预期外因素出现，行业走出“过山车”行情，4 月到最高点后，震荡向下，年初至今跌幅 28.8%，居申万行业一级行业跌幅第六位。

图：2006 年至今建材行业反弹幅度比较



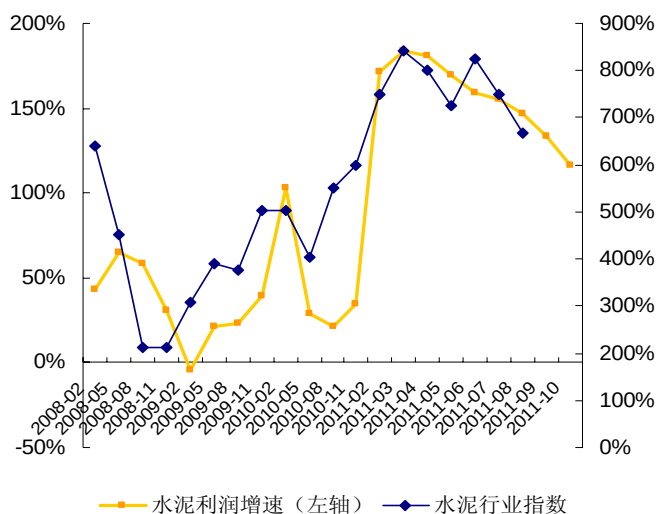
资料来源：WIND，山西证券研究所

水泥行业

明年上半年利润增速见底

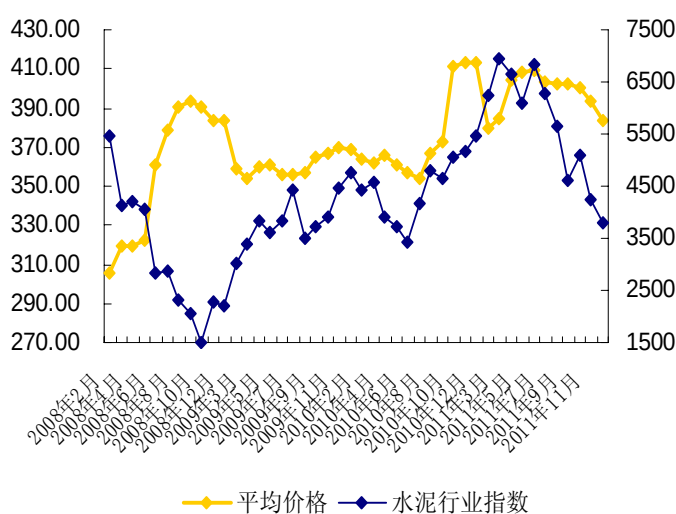
分别对水泥利润增速与价格跟水泥行业指数对比显示出利润增速与指数变化基本一致，价格相对不敏感，见下图。

图：水泥利润增速与行业指数变化



资料来源：统计局，山西证券研究所

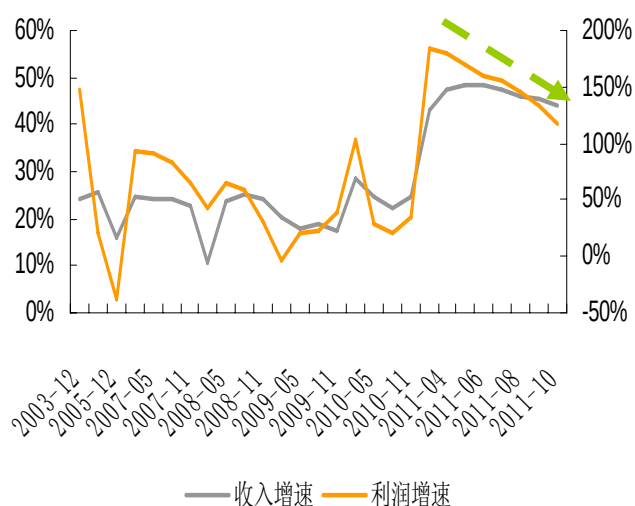
图：水泥价格与行业指数变化



资料来源：统计局，山西证券研究所

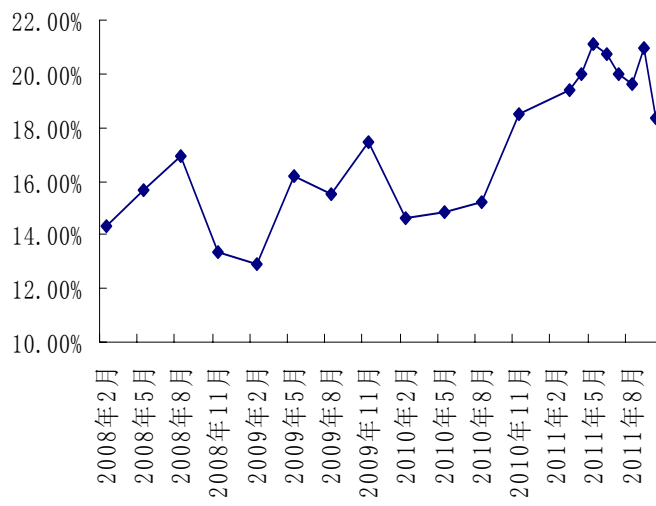
明年利润增速：一季度和二季度见底。2010 年的利润基数较低以及价格翘尾因素影响，今年全行业利润增速在 100%以上，3 月最高达到 184.3%，10 月下降至 116.62%。10 月以后，传统旺季表现的量价其升特征与今年四季度无缘，需求不旺、价格下跌，数字水泥网统计，12 月 42.5 水泥价格降至 383 元/吨，与今年一季度价格持平，且低于二季度和三季度。从价格上判断，假设宏观政策没有出现大变化时，我们预计明年上半年水泥价格稳中有降，下半年趋稳上升，认为因今年高基数和价格先低后高，明年利润增速降低，一季度和二季度将是全年低点。

图：水泥行业利润下半年增速趋势下降



资料来源：统计局，山西证券研究所

图：毛利率高位下降

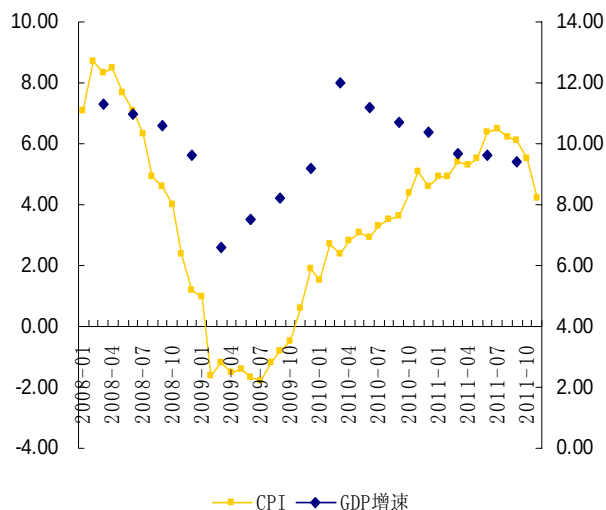


资料来源：统计局，山西证券研究所

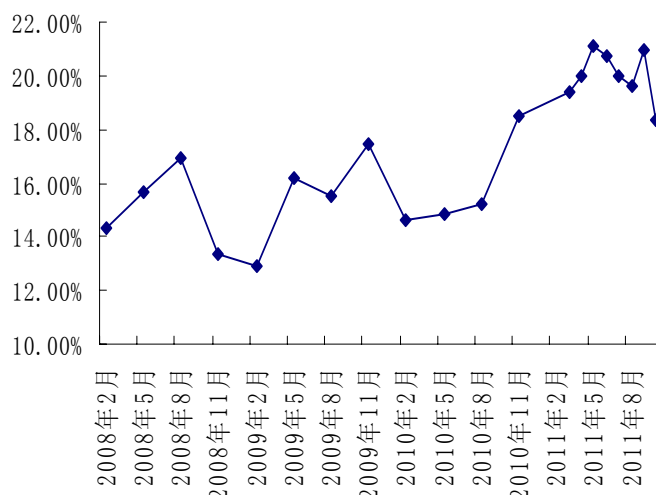
需求不确定来自房地产，保守估计明年增速降至个位数

CPI在 7 月见顶回落以及GDP连续下降，对通胀的担忧逐步对经济的担忧。12 月召开的中央经济会议定调明年的宏观调控政策：继续实施积极财政政策和稳健货币政策，但对经济增长的总体目标已由保持经济平稳健康运行转为**促进经济平稳较快发展**。然而在外需环境较差情况下，明年经济增长点将落在内需上。会议提出保持适度投资规模，重点抓好在建和续建工程，确保国家批准开工的在建水利、铁路、重大装备等项目资金需求，在这种背景下我们认为明年基建投资规模将有增长，投资下降最大风险主要来自于房地产。

图：CPI 和 GDP 变化比较



图：毛利率高位下降

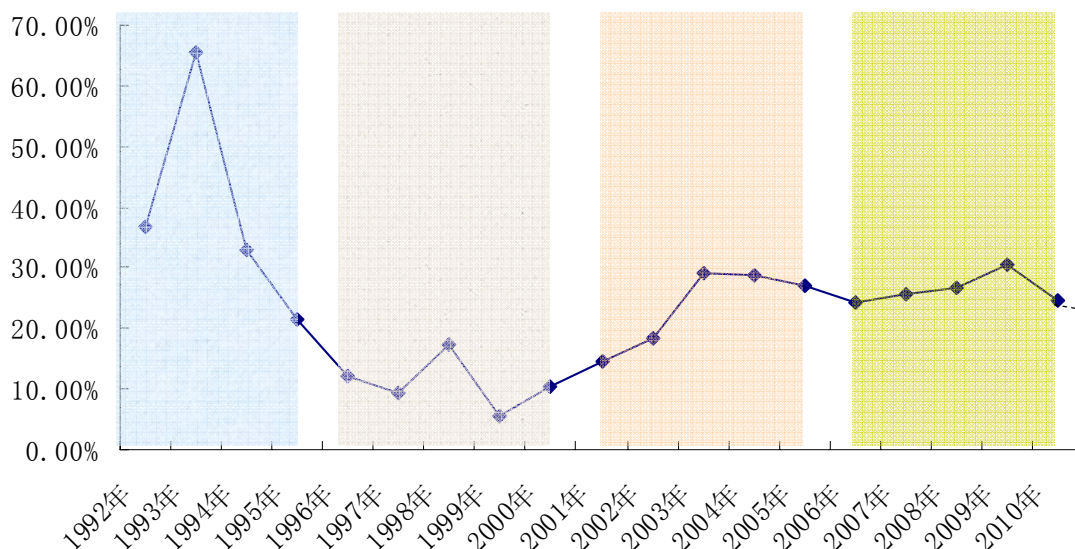


资料来源：统计局，山西证券研究所

资料来源：统计局，山西证券研究所

我们在 2011 年策略中预计今年水泥需求增速在 9.96%-13.69%区间，统计局公布的前 11 月水泥产量 18.9 亿吨，预计全年 20.74 亿吨左右，增速 11%，落在我们预测区间范围内。我们宏观研究员认为外需环境不乐观以及房地产调控持续影响到相关制造业和房地产相关上下游产业投资，明年投资增速将比今年低，全年增速可能 18-20%。细分看，我们认为对水泥影响比较大的主要因素来自房地产，投资降速是最高的。根据我们的固定资产投资水泥消耗系数与投资增速敏感性测试模型，我们测算出水泥需求增速将降至个位数 5.5%-7.4%。

图：1992 年以来的固投增速变化



资料来源：统计局，山西证券研究所

表：2012 年水泥需求增速 5.5%-7.35%

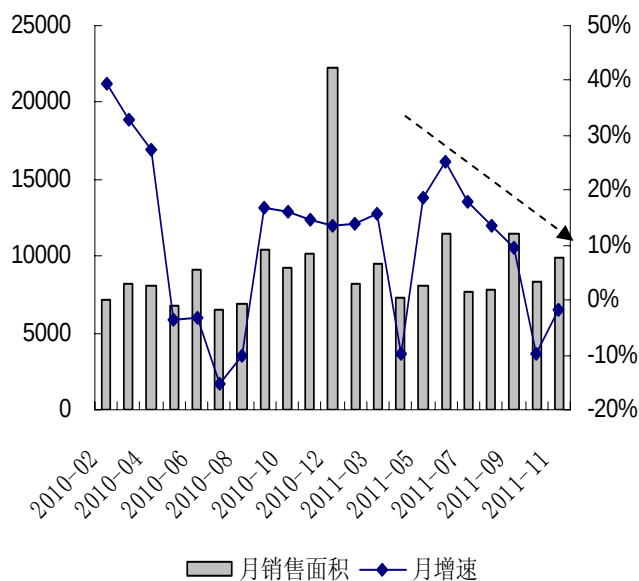
固定资产投资增速	消耗系数			
	0.6	0.63	0.65	0.68
16%	-0.34%	4.64%	7.96%	12.94%
17%	0.52%	5.54%	8.89%	13.92%
18%	1.38%	6.44%	9.82%	14.89%
19%	2.23%	7.35%	10.75%	15.87%
20%	3.09%	8.25%	11.68%	16.84%

房地产：调控持续，投资增速下滑

此轮房地产调控政策随着时间的持续，调控效果开始显现，今年 6 月以后从商品房销售面积—土地购置面积—新开工面积和施工面积增速显著下滑，房地产投资的先行指标土地购置面积降幅最大，5 月的 5.2% 锐降至 10 月的 30.6%。中央经济会议中提出坚持房地产调控不动摇，房地产市场是调控次数最频繁的行业，关注政策变化对判断未来发展非常有效。在持续调控利剑下，明年房地产投资延续今年下半年以来的颓势。

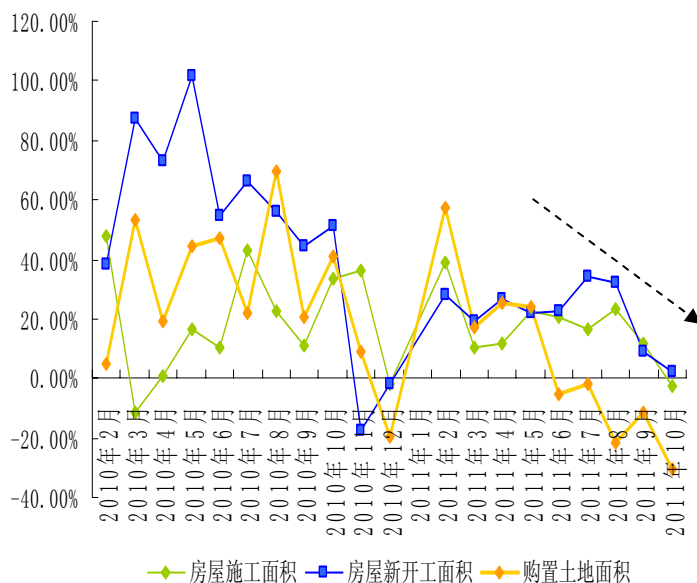
今年住建部要求的 1000 万套开工任务已完成，近日住建部公布，明年保障房开工量降至 700 万套，低于之前市场预期 800 万套。此次住建部把竣工量纳入考核体系中，目的是减少烂尾工程出现，以提供有效房屋供给。明年开工量下调并不意味着投资额下降，据统计 2010 年开工还在建的尚有 160 万套，加之去年和今年开工的 1700 万套，明年在建保障房数量 1900 万套，其投资额将超过今年，但增速比今年有所降低。

图：商品房月销售面积及增速变化



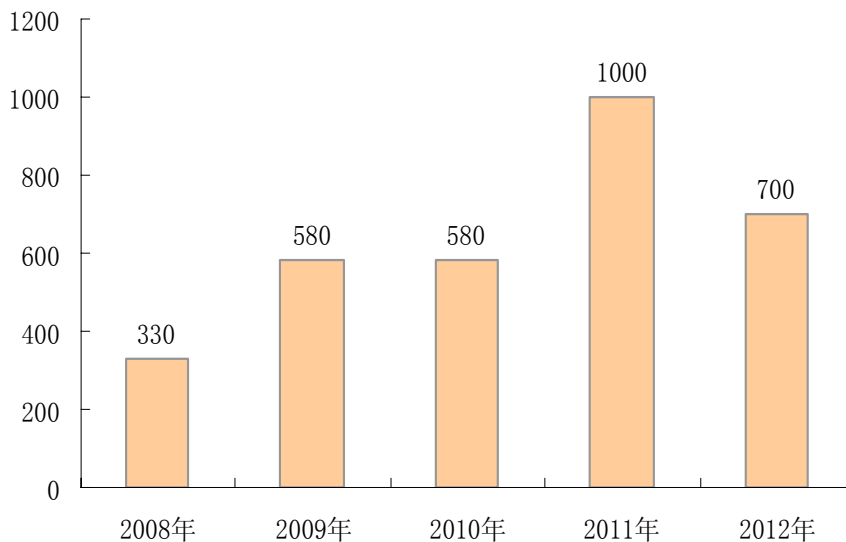
资料来源：统计局，山西证券研究所

图：房屋施工面积、新开工面积和购置土地面积下滑明显



资料来源：统计局，山西证券研究所

图：2008 年至今保障房开工数量



资料来源：住建部，山西证券研究所

基建领域：明年水利增速最快，铁路降幅有望收窄

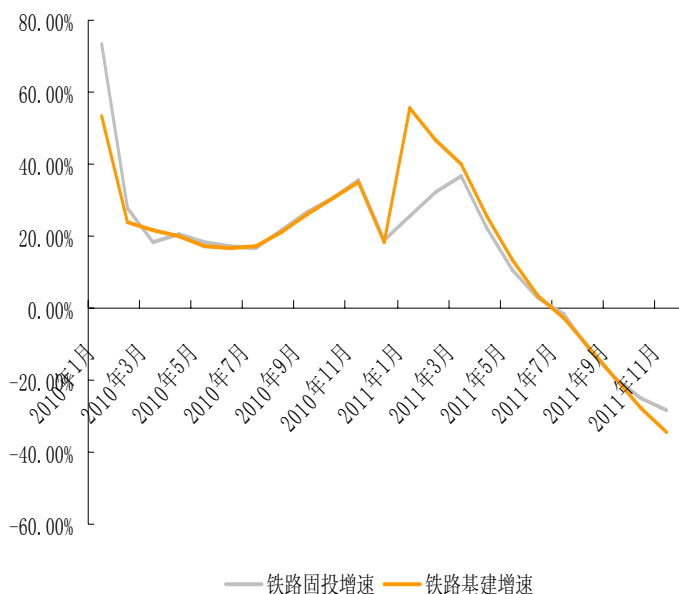
4 万亿投资陆续接近尾声，高铁事故和铁道部自身资金压力，今年以来部分在建铁路

项目处于停工、半停工状态，前 11 月铁路投资额 4916.5 亿，同比下降 34%，我们预计全年基建投资额 4300 亿，铁路固定资产投资 5500 亿，同比下降 35% 和 40%，是近 10 年来以来首次负增长，仅年初制定的 6000 亿目标的 72%。为保证重点在建工程，财政部及相关部门出台多项举措解决资金问题，包括减半征收铁路建设债券的利息所得税、将铁路债券作为政府支持债券。随着鼓励措施出台，10 月开始发行今年第一期建设债券，目前累计发行额 1000 亿元。同时，11 月单月铁路固定资产投资和铁路基建投资环比增长 80% 和 40%，说明资金压力有一定缓解。

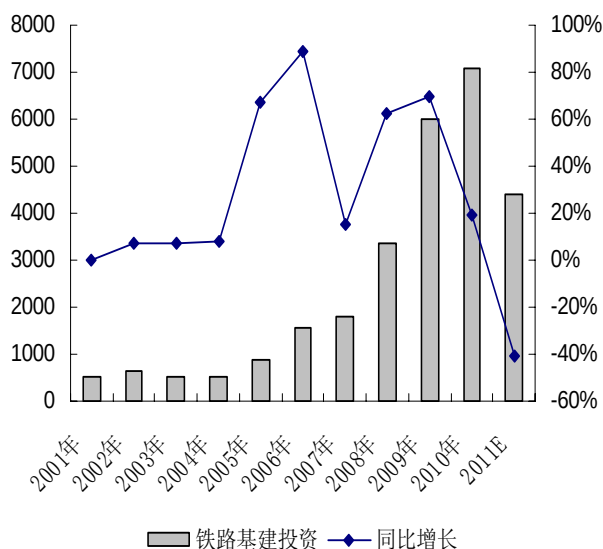
2000-2010 年铁路里程复合增长率仅 2.8%，虽然这两年增速加快，但与发达国家相比还有很大差距。目前，铁路中长期规划提出的 2020 年通车里程 12 万公里的目标没有改变，有可能改变的是项目建设周期延长和工程质量的提升。铁路作为高效、环保、经济的运行模式，长期发展方向不会改变，由于 09 年和 10 年的投资大跃进，未来的铁路投资增速会下降。

在 12 月 23 日召开的铁路工作会议上，部长盛光祖指出，中央经济会议精神中重点抓好在建和续建项目，确保已批准开工的水利、铁路、重大装备等项目资金需求，根据十二五规划和资金情况，2012 年铁路固定资产投资 5000 亿元，铁路基建投资 4000 亿。按照这个数字，明年降幅收窄至 10% 以内。

图：铁路固定资产投资和铁路基建投资增速变化



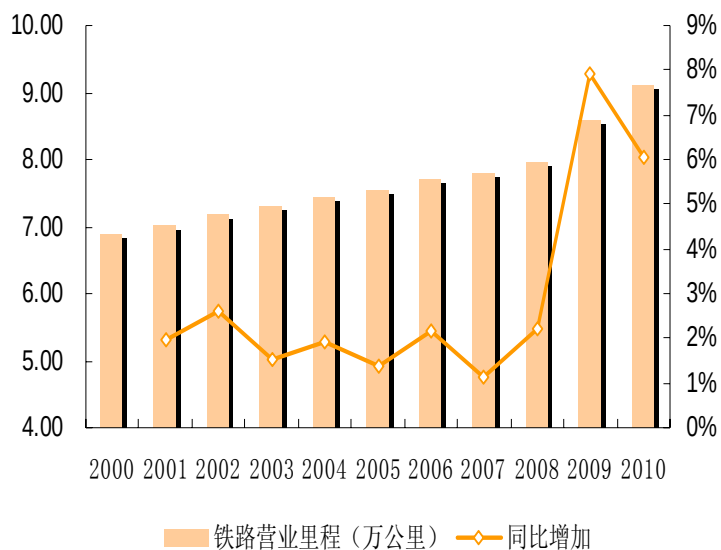
图：铁路基建投资首次负增长



资料来源：铁道部，山西证券研究所

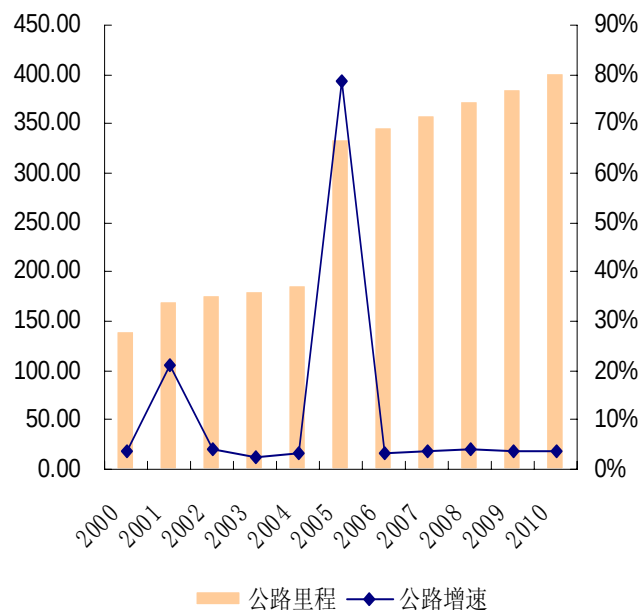
资料来源：铁道部，山西证券研究所

图：过去十年铁路营业里程 CAGR 2.8%



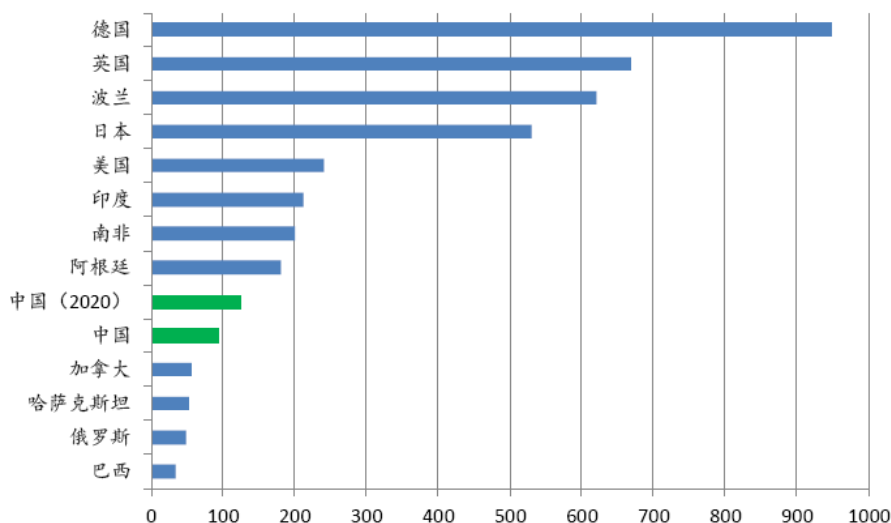
资料来源：铁道部，山西证券研究所

图：过去十年公路营业里程超过 10%



资料来源：铁道部，山西证券研究所

图：与发达国家相比，我国铁路密度靠后



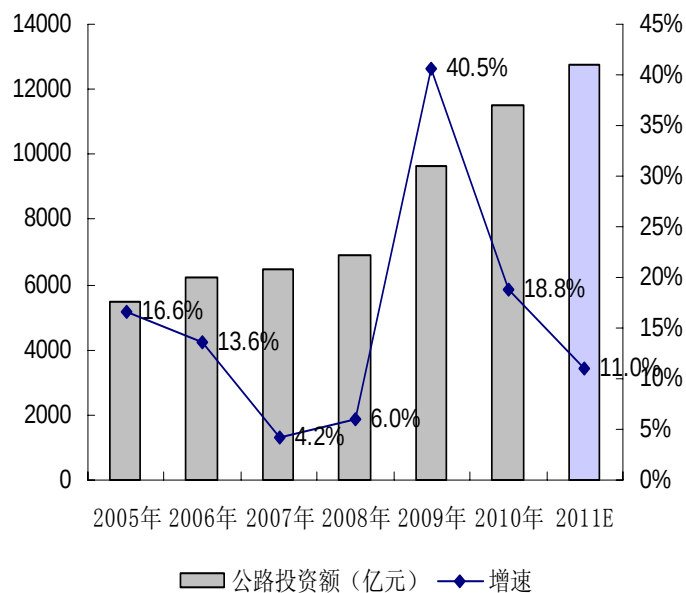
资料来源：互联网，山西证券研究所

过去 10 年公路营运里程增速超过 10%，高速公路里程更是超过 16%。08 年 4 万亿再次加快了公路投资增长，2009 年和 2010 年增长 40.5%和 18.75%，今年公路投资额增速预计降至 11.03%。相比铁路，与发达国家相比公路密度差距不大，见下图，部分省市江苏、河南、山东、广东已超过日本。从投资额上看，09 年开始西部地区公路投资额开始超过东部，2003 年 CAGR24.6%，几乎是东部和中部地区的 2 倍。

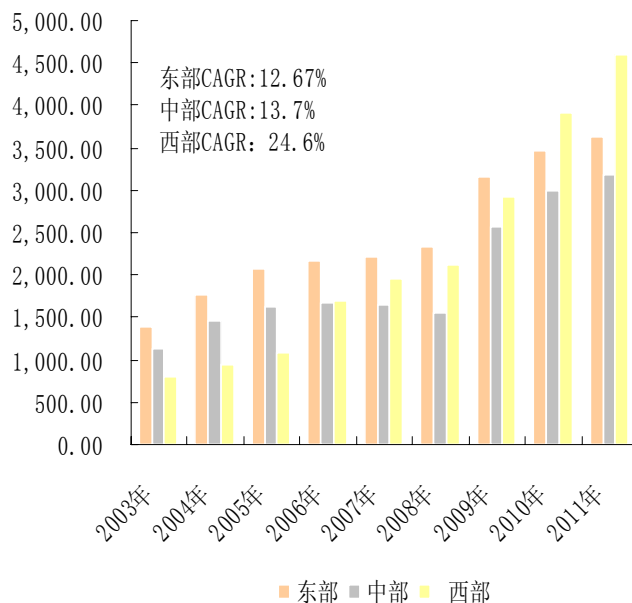
“十二五”公路里程增速降至个位数。交通运输十二五规划指出，2015 年公路

总里程、高速公路里程分别达到 450 万公里和 10.8 万公里，CAGR2.34%和 7.8%，比“十一五”低 1.5 和 4.7 个百分点。“十二五”公路、水路投资总规模是 6.2 万亿，年均投资 1.24 万亿，今年投资额已超过这个数字，明年低于这个值可能性较大。

图：公路投资及增速变化



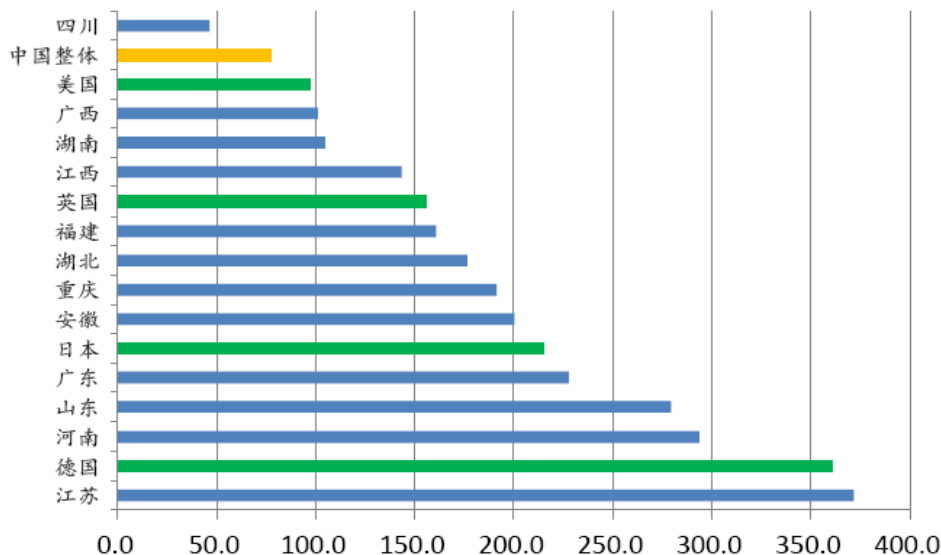
图：区域公路投资比较



资料来源：交通部，山西证券研究所

资料来源：交通部，山西证券研究所

图：部分省市公路密度接近发达国家



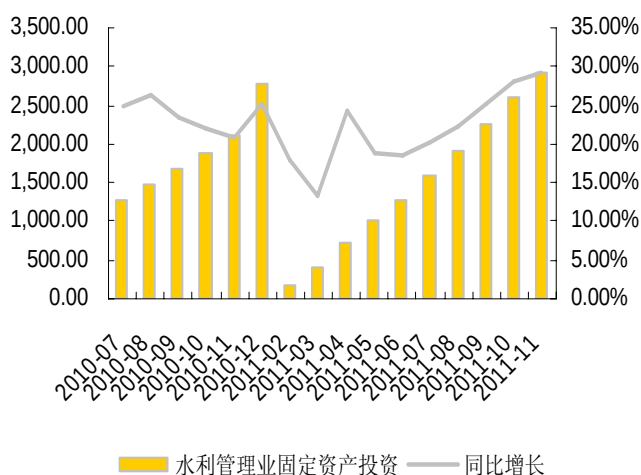
资料来源：互联网，山西证券研究所

表：交通运输部“十二五”规划目标（单位：万公里）

指标	2005 年	2010 年	十一五 增加	年均增长	2015 年	十二五增 加	年均增长
公路总里程	334.52	400.82	66.3	3.6%	450	49.18	2.34%
高速公路里程	4.1	7.41	3.31	12.57%	10.8	3.39	7.83%
二级以上公路里程	32.58	44.73	12.15	6.54%	65	20.27	7.76%

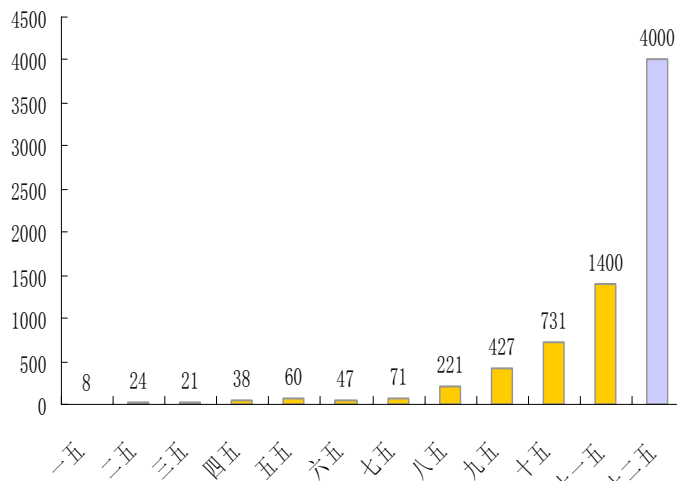
中央一号文件聚焦水利，从政策出台反映到投资需要一个过程。9 月以后已能看到水利增速加快，9 月单月同比增速超过 75%，是近年来的最高值。前 11 月投资额 2926.2 亿，同比增长 29.25%，增速比去年同期加快 9 个百分点，我们预计今年 3300 亿左右，年均 4000 亿投资还有 20%以上增长空间。今年是水利的政策年，我们认为明年将是水利实施第一年。

图：水利投资月变化



资料来源：水利部，山西证券研究所

图：一五至十二五年均水利投资额



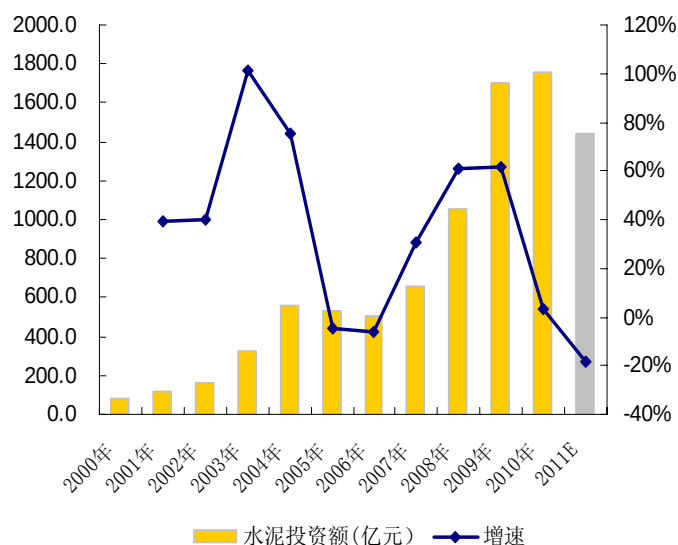
资料来源：水利部，山西证券研究所

总体供给压力不大，但个别地区则不同

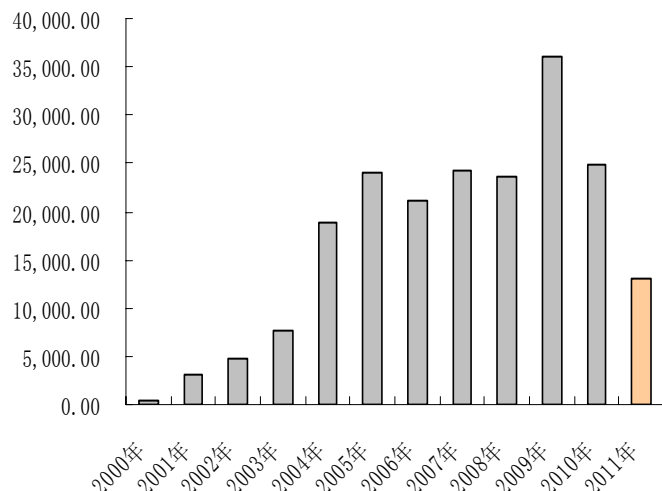
如上所述，明年水泥需求环境增速降低，但水泥供给压力大幅下降。2009 年严控水泥产能的 38 号文执行得当，2010 年水泥固定资产投资增速终结 2009 年和 2008 年的高增长，增速仅 3.2%，今年水泥固投继续下降，前 11 月同比下降 12%，我们预计全年投资额 1440 亿左右，同比下降 18%，是近 5 年来首次负增长，同时也是近 10 年降幅最大的。

水泥产品同质性强，区域性是其最明显特征。据跟踪数据显示，今年新增总产能 1.32 亿（粗略估计），比去年减少 1 亿吨，减少 46%。细分各省市看，今年新增产能主要集中在广东、重庆、广西、贵州、四川、新疆、安徽、甘肃等省，见下表，占到全年新增产能的 80%以上，这些省市的明年供给压力非常大。

图：水泥投资额降至负数



图：新增产能逐年下降



资料来源：DC，山西证券研究所

资料来源：DC，山西证券研究所

表：近2年各省市新增产能及新建产能比较（产能：万吨）

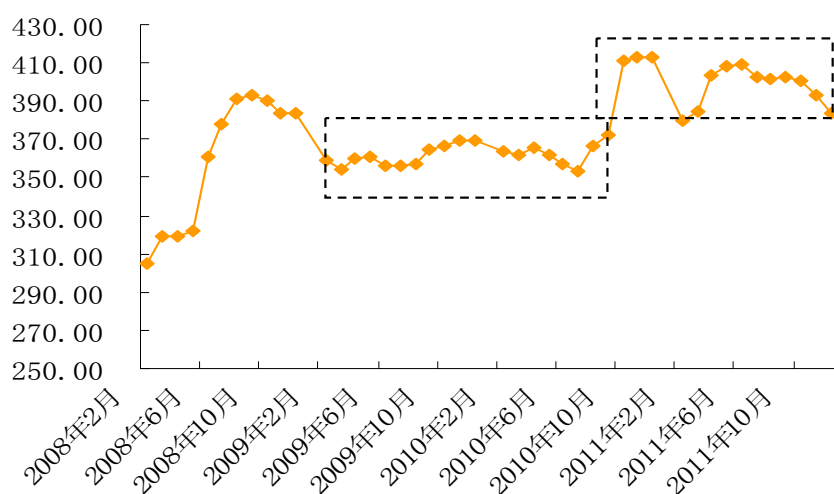
	2010 年投产	2011 年投产	2011 年新建
海南	232.5	0	0
湖北	957.9	0	100
河南	868	0	0
山东	1122.2	0	0
吉林	232.5	0	0
浙江	0	0	0
辽宁	589	39.00	0
黑龙江	310	175.50	0
湖南	1054	200	200
云南	1240	256.00	200
江苏	155	297.5	0
宁夏	217	300.00	0
江西	1159.4	317	0
陕西	1100.5	390.00	0
内蒙古	951.7	414.00	0
山西	1472.5	473.00	880
福建	620	500.00	0
河北	2067.7	623.30	0
青海	155	631.50	0
甘肃	945.5	783.60	1620

安徽	465	895.00	0
新疆	936.2	926.00	2040
四川	3220.9	991.00	0
贵州	1767	1,061.90	450
广西	1023	1,131.00	0
重庆	1395	1,295.90	0
广东	480.5	1,565.65	400

因去年价格翘尾因素影响和下半年需求不旺，今年水泥价格表现出前高后低，年初至今跌幅 8.5%，但仍高于 2009 年和 2010 年上半年整体水平，见下图。水泥价格提高使得今年行业毛利率 20%（统计局公布的 6-11 月数据均值），自 2005 年以来连续 6 年提升，且是近 10 年来的最高值。

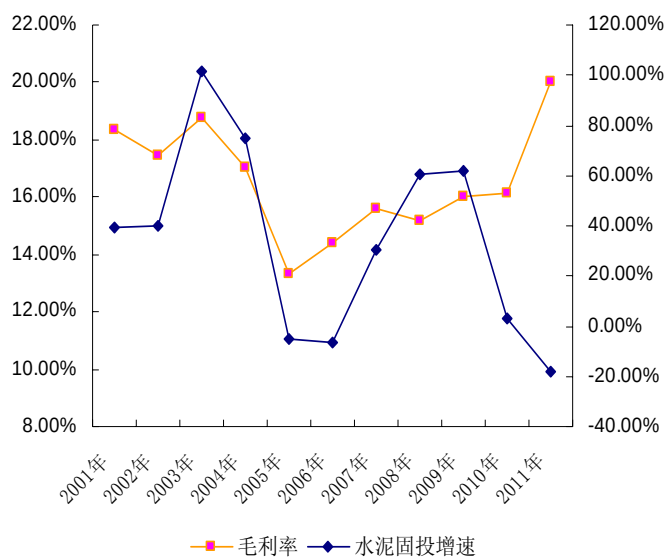
总体不代表个体亦是如此。水泥价格对新增产能非常敏感。近 2 年产能投放增加较快的重庆、四川、云南、陕西、青海等省是水泥价格最低洼地带，尤其是重庆、云南、陕西、青海价格不足 300 元/吨（以 42.5 水泥为例）。考虑到今年和明年新增产能地区，我们认为山西、青海、甘肃、贵州、重庆等地区因供给增加过快，明年价格面临下行压力，而东中部地区是盈利水平最好区域，尤其是东北地区。

图：今年水泥价格先高后低



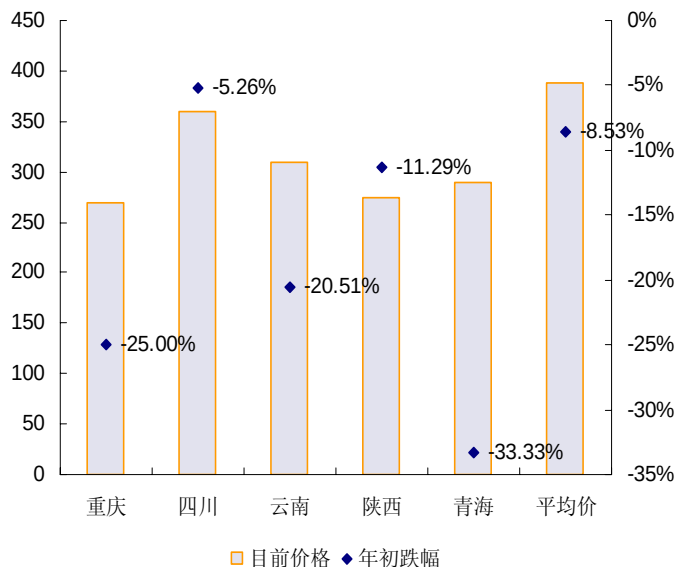
资料来源：DC，山西证券研究所

图：水泥产能增速与毛利率变化



资料来源：DC，山西证券研究所

图：水泥价格最低的地区及年初至今跌幅比较



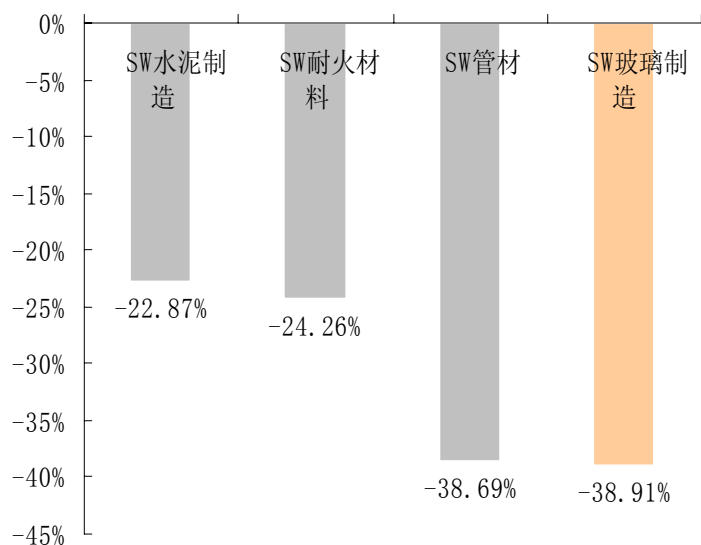
资料来源：DC，山西证券研究所

玻璃行业：去供给进行中，寻底还需 4-5 个月

玻璃子行业全年跌幅近 40%，是建材子行业中跌幅最大的，同时也是 A 股市场上跌幅较高的行业之一。

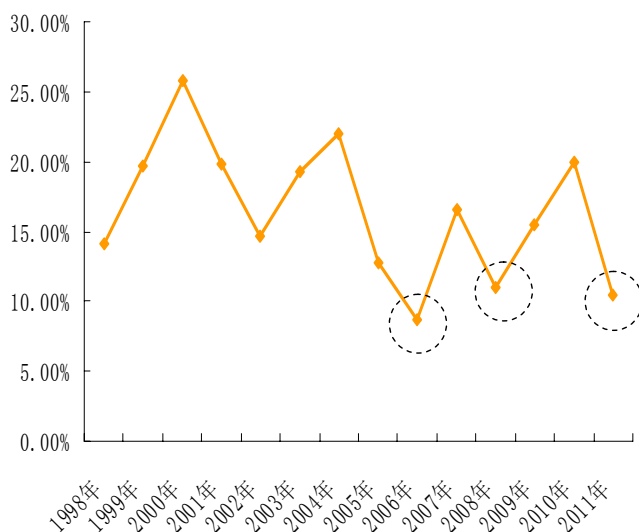
玻璃行业今年经历了新建生产线加之年初景气度高位冷修复产等双方面产能增加压力，而下游需求房地产、汽车以及出口三驾马车不得力，整个行业表现出：价格和毛利率不断探底、库存不断创新高。目前浮法玻璃价格 61.28 元/重量箱，跌至 09 年金融危机水平，利润率仅有 2.6%，还尚未到危机时最差时刻。

图：玻璃子行业今年跌幅最大



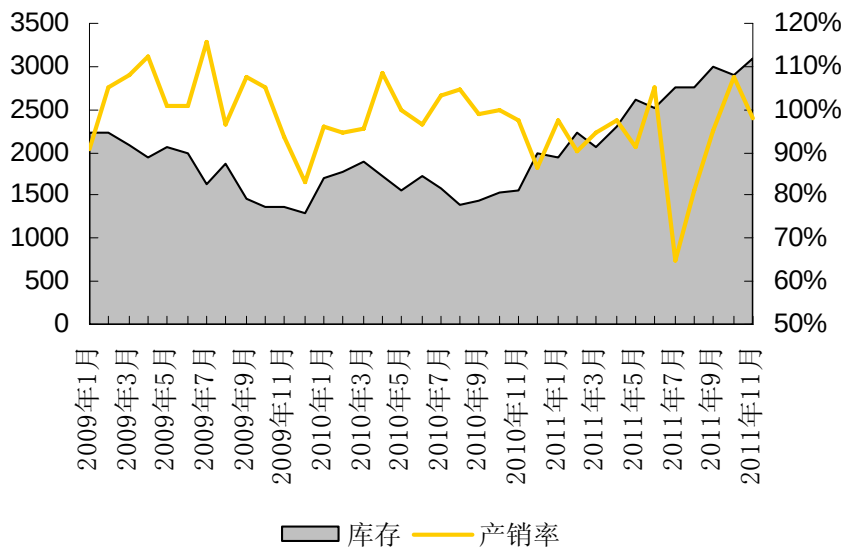
资料来源：建材信息总网，山西证券研究所

图：1998 年以来玻璃行业毛利率变化



资料来源：建材信息总网，山西证券研究所

图：重点联系企业库存创 09 年以来新高

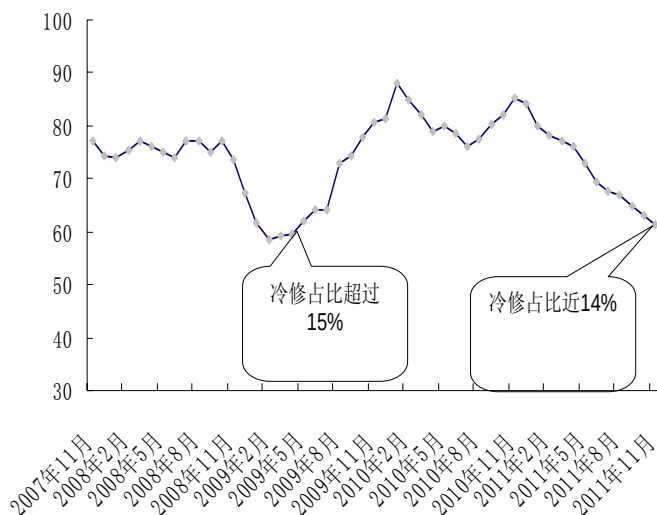


资料来源：建材信息总网，山西证券研究所

由于需求不旺、库存大幅增加以及利润率降低，玻璃企业开始放水冷修的生产线不断增多。据我们跟踪数据显示，继上月增加 8 条基础上，12 月冷修线（含放水线）达到 37 条，比 11 月再增加 17 条，占到目前生产线总数的 14.5%。2009 年受金融危机影响，冷修比最高达到 16.5%。我们认为，房地产调控效应最近几个月刚刚显现，调控政策还会延续，加之其他需求侧汽车、外围需求没有好转迹象，玻璃行业从初冬将进入漫长的寒冬季节。我们曾在 11 月行业跟踪报告里提出，在目前需求萎

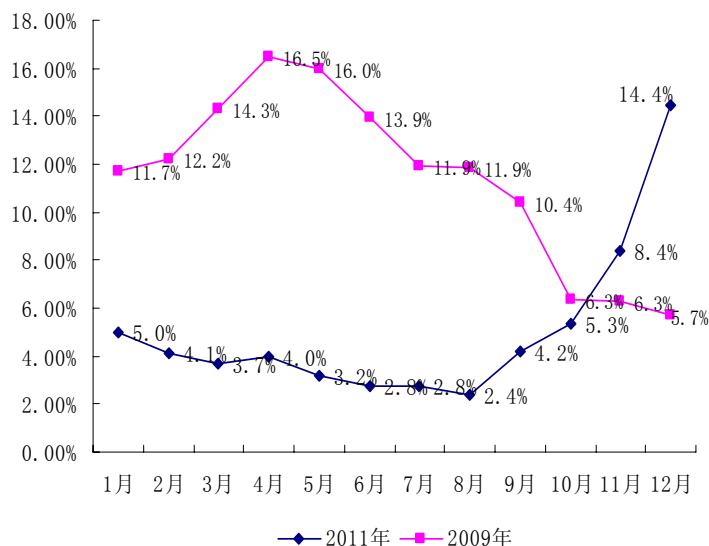
缩情况下，行业正经历去库存、去供给阶段，何时能见底取决于下一个供需平衡点出现，需求侧可作为空间较小，只能通过去供给来实现，预计这一过程要持续 4-5 个月，因此我们预计明年 4、5 月份行业景气进入最低点。

图：玻璃价格跌回 08 年危机时



资料来源：玻璃信息网，山西证券研究所

图：冷修和放水生产线占比 (2009 年和 2011 年比较)



资料来源：玻璃信息网，山西证券研究所

管材行业：确定增长的细分行业

随着城市化进程加快和城市人口不断增加，水资源短缺问题将更加突出。与其他输水方式相比，管道输水更加安全、环保和更有利于水资源的节约利用。目前大多数城市存在排水管道建设老旧、落后问题，我国现有的排水管道中，70%以上是上世纪 80 年代、90 年代铺设的，使用年限较长而且主要是混凝土管、陶土管等传统管材。据统计，目前正在运行的市政公用管道中，有 13 万公里城市供水管道已到使用年限，需要更新和修护。今年中央一号文件中聚焦水利，管道工程作为水利工程中必不可少的配套设施，未来 10 年水利每年 4000 亿投入必将带来输水管道的大发展。

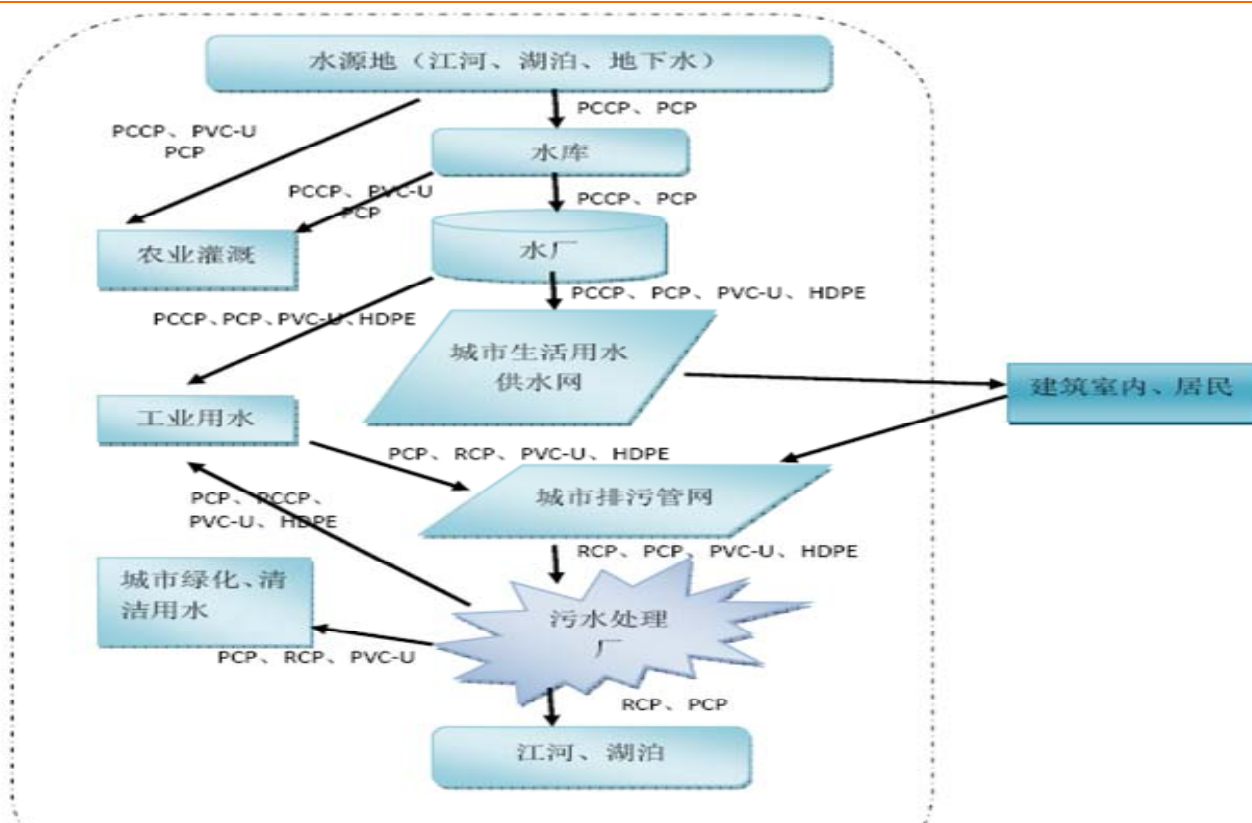
目前，供排水管道按原材料不同可细分为混凝土输水管道、金属管道、塑料管道和其他管材。其中混凝土输水管道包含 PCCP、PCP、RCP 和自应力输水管等；金属管道包含 DIP、SP 等；塑料管道包含 PVC 管、PE 管等。主要性能指标和优势见下表：

表：供排水管道的分类和性能指标比较

比较项目	混凝土输水管道			金属管道		塑料管道
	PCCP	PCP	RCP	SP	DIP	PVC 管
适用管径 DN (mm)	600-4000	400-2000	300-2600	600-2000	300-1200	80-800
适用工作压力 (MPa)	≤2.0	≤1.2	≤0.1	≤2.0	≤2.0	≤2.5
适用范围	城市工业供水、输引水干线、支线	城市工业供水、输引水干线、支线	排水	输引水干线、支线	城市供水	输引水支线
使用寿命(年)	>50	30-50	30-50	20-30	30-50	40-50
铺设条件	深覆土	深覆土	深覆土	浅覆土	浅覆土	浅覆土
耐腐蚀能力	较强	较强	较强	弱	弱	强
抗震能力	较强	较强	较强	弱	一般	较强
施工安装	运输吊装难	运输吊装难	运输吊装较难	运输吊装较难	运输吊装较难	运输吊装方便
施工质量	好控制	好控制	好控制	不易控制	不易控制	好控制
综合造价	中	低	低	高	最高	中
性价比	高	较高	较高	一般	一般	一般
重量	重	重	重	较重	较重	轻

输排水管道根据所用区域不同，管道种类不同，但大趋势是节能新型供排水管材逐步替代砖石暗渠、钢管、铸铁管、镀锌管等传统管材。《中国节水技术政策大纲》提出：推广应用新型供排水管材，大口径管材(DN>1200mm) 优先考虑预应力钢筒混凝土管 (PCCP)；中等口径管材(DN=300-1200mm)优先采用塑料管和球墨铸铁管，逐步淘汰灰口铸铁管；小口径管材(DN<300mm)优先采用塑料管，逐步淘汰镀锌铁管。

图：管材所用区域划分



资料来源：巨龙管业招股说明书，山西证券研究所

由于管道存在一定的运输半径（一般 1,000 公里左右），特别是市政用大口径管道运输半径更小，优势企业通过在全国各地布局来占领区域市场。目前主要管材上市公司主要市场区域如下：

表：主要管材上市公司比较

	产品分类	主要产品	覆盖区域	收入规模 (2010)
巨龙管业	混凝土管道	PCCP、PCP、RCP 和自应力管等四大系列 100 多个规格，其中 PCCP 为主导产品	浙江、福建、江西、江苏、安徽、河南、重庆、四川	3.2 亿
国统股份	混凝土管道为主	PCCP、钢筋混凝土管片、PVC、PE、HDPE 管道等，其中 PCCP 规模居国内第二	新疆、北京、天津、广东、东北地区	5.4 亿
青龙管业	混凝土管道和塑料管道	PCCP、PCP、RCP、PVC-U、PE	宁夏、甘肃、陕西、青海、内蒙、北京、天津	8.52 亿
纳川股份	塑料管道	HDPE 缠绕增强管	江西、广东、福建、浙江、江苏等 17 个省市	1.91 亿
永高股份	塑料管道	PVC-U、PPR、PE 管材四大类，以 PVC-U 和 PPR 为主。	华东地区、华南地区	18.14 亿

投资策略

在目前宏观政策背景下，明年房地产、基建投资规模以及经济下滑拖累工业投资下降，全年投资增速下滑是大概率事件，建材行业作为跟投资唇齿相关的行业，明年的需求环境不太乐观，但同时明年又是新一届领导上任第一年，整个经济和投资不会大幅下降。分段看，由于今年主要产品水泥、玻璃价格存在翘尾因素，明年上半年同比数据明显下降，下半年环比会好转。我们给予行业“中性”评级，主要投资策略建议自下而上选择，选择个股比行业会更有效，在细分子行业中我们最看好管材行业，今年是水利政策年，明年才是水利投资真正开始第一年，供排水管道是水利建设必不可少环节，明年增速比较可观。

水泥行业：降低评级至“中性”。水泥个股以区域选择至上，选择明年供给增速下降较快地区，规避山西、青海、甘肃、贵州、重庆供给过快区域，价格存下行压力。东中部地区是盈利水平最好区域，尤其是东北地区，个股中看好冀东水泥、亚泰集团、金隅股份、同力水泥。

玻璃行业：维持“中性”评级。玻璃行业从初冬将进入漫长的寒冬季节，行业正经历去库存、去供给阶段，何时能见底取决于下一个供需平衡点出现，需求侧可作为空间较小，只能通过去供给来实现，预计这一过程要持续 4-5 个月，预计明年 4、5 月份行业景气进入最低点。玻璃行业是今年 A 股跌幅居前的行业，风险已部分被释放，选择跌幅较大而自身产品具有特色和成长性的个股，推荐金刚玻璃。

管材行业：给予“看好”评级。未来 10 年水利投资将给管道带来黄金增长期，明年水利投资助推相关上市公司业绩增长，看好青龙管业、巨龙管业、纳川股份。

表：主要上市盈利预测和评级

证券简称	收盘价	EPS			PE		评级
		2010A	2011E	2012E	2011E	2012E	
冀东水泥	16.2	1.15	1.36	1.86	11.91	8.71	买入
海螺水泥	15.1	1.16	2.44	2.84	6.19	5.32	增持
天山股份	20.7	1.30	2.50	2.82	8.28	7.34	中性
青松建化	11.5	0.64	1.10	1.45	10.45	7.93	增持
祁连山	8.88	1.03	0.98	1.22	9.06	7.28	中性
赛马实业	18.8	2.88	2.03	2.30	9.26	8.17	增持
江西水泥	9.94	0.39	1.30	1.66	7.65	5.99	中性
华新水泥	12.15	0.71	1.36	1.50	8.93	8.10	中性
金隅股份	7.9	0.63	0.90	1.20	8.78	6.58	增持
塔牌集团	8.96	0.34	0.70	0.85	12.80	10.54	中性
亚泰集团	4.63	0.26	0.47	0.63	9.85	7.35	买入
金晶科技	4.71	0.25	0.16	0.23	29.44	20.48	中性
南玻	8.79	0.70	0.71	0.85	12.38	10.34	中性
金刚玻璃	7.12	0.20	0.16	0.28	44.50	25.43	增持
瑞泰科技	11.75	0.42	0.60	1.05	19.58	11.19	增持
东方雨虹	11.96	0.3	0.33	0.49	36.24	24.41	增持

青龙管业	13.64	0.45	0.6	0.84	22.73	16.24	增持
纳川股份	16.22	0.41	0.64	1.13	25.34	14.35	买入

注：收盘价截至日为 2012 年 12 月 27 日

重点公司推荐

冀东水泥：区域供给好转，明年业绩弹性高

- **陕西区域明年转好是大概率事件。**去年对公司利润贡献较多的陕西地区，因供给过快增加，成为今年价格最低区域。明年该区域新增产能较少，配合需求增长将部分消化供给压力，价格底部回升的概率极大。
- **公司大本营明年也有好转。**公司大本营河北地区，2010 年投产 2000 万吨，今年仅 623 万吨，明年基本上没有新建生产线，加之公司在河北地区较高的市场控制力，明年盈利能力也会比今年有所提升。
- **产能扩张动力足。**公司在建生产线仍有 9 条，达产后产能有望达到 1.2 亿吨，权益产能超过 9000 万吨。
- **获得海螺水泥产业资本增持。**12 月 7 日公司第二大股东海螺水泥增持 5% 股份，足显出公司具备价值优势。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计 2011、2012 年 EPS 为 1.36 元和 1.86 元，明年增长 36.5%，是水泥公司增速较高的，2012PE 为 8 倍，给予公司“增持”评级。

青龙管业：受益水利、品种齐全的区域管道龙头

- **公司是品种齐全、西北地区最大的供排水管道生产企业。**公司是西北地区最大的供排水管道生产企业，主要销售区域宁夏及周边四省（陕西、青海、内蒙、甘肃），并进军京津唐和新疆市场。公司产品包括混凝土管道和塑料管道两大类，近千个不同规格产品，是行业中产品种类和规格最齐全的管道制造企业。
- **公司将受益大规模水利建设。**中央一号文件指出加大水利建设，未来十年将是水利建设的黄金十年，西北地区是干旱最为严重的地区，将获得受到水利投资倾斜。公司作为西北区域管道龙头企业，必将持续受益于大规模水利工程建设。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计 2011、2012 年 EPS 为 0.6 元和 0.84 元，2012PEG0.4，估值和成长性均具备，给予“增持”评级。

纳川股份：绿色环保 HDPE 领导者，城市管网升级

首选

- **公司产品 HDPE 管道属于塑料管道高端产品。**公司主营大口径 HDPE 缠绕增强管，属于塑料埋地排水管中的高端产品，产品技术含量高、生产工艺复杂、产品可靠，可生产出 DN300mm-DN4000mm 的管材，是目前大口径塑料埋地排水管的理想选择。



- **公司具备先发优势和高技术壁垒，高毛利率可持续。**与其他竞争对手相比，今年成功上市大大增强公司的品牌优势和资本优势，对于扩大市场极为有利。公司目前产品综合毛利率超过 50%，平均净利率超过 27%，凭借公司较高技术壁垒，高毛利可以持续。
- **绿色环保，城市管网升级首选。**HDPE 缠绕增强管是未来替代混凝土和球墨铸铁排水管的主流品种。公司产品应用于市政工程、道路配套排水工程、石油化工、核电火电、交通枢纽等众多领域。近两年极端天气频繁出现，部分城市北京、武汉等地出现持续暴雨，城市内涝严重，管网建设远跟不上城市发展，需要升级改造，HDPE 缠绕增强管是解决内涝的最佳选择。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计 2011、2012 年 EPS 为 0.4 元和 0.64 元，2012PEG 仅 0.2，估值和成长性极佳，给予“买入”评级。

东方雨虹：夯实基础，轻装前进

- **快速增长的首家防水上市公司。**公司 2008 年上市以后，无论是区域布局、产能扩张还是营销网点均增长迅速，上市时仅有 3 家子公司，目前直接和间接控股子公司已有 12 家。公司防水卷材和防水涂料产能达到 5300 万平米（含 500 万高分子卷材）和 4.5 万吨，在建（拟建）产能有 7000 万平米防水卷材和 16 万吨防水涂料以及内外墙涂料、砂浆、橡胶密封材料项目。在建项目投产后，公司由最初仅布局北京、上海扩大至湖南、辽宁、广东、云南、江苏 7 个省市，区域布局覆盖到东北、华东、中南、西南五大区域。
- **加强费用管理，夯实成长基础。**公司管理层计划采取措施以加强费用控制和现金流管理。公司正处于成长阶段，低效率支出将使得公司增收不增利，我们认为公司开始注重费用的精细管理对以后持续成长是有利的，减少不必要费用开支，公司未来增长将更稳健。
- **下游需求多元化，未来成长领域不止一个。**公司下游需求分散，涉及房屋建筑、家庭二次装修、铁路建设、轨道交通、水利设施、高速公路、机场等多领域。如果扣除高铁影响，公司今年前三季度收入仍有 50%左右增长，我们认为正是这种需求结构多元分散了公司销售下滑风险。
- **盈利预测。**我们预计 2011-2013 年每股收益 0.33、0.49 和 0.78 元，未来三年 CAGR55%，明年公司 PEG 为 0.45，综合考虑到公司作为防水材料领军企业，其成长性高于行业，新产品研发能力有助于扩大新市场以及费用控制能力的加强，我们给予公司“增持”评级。

瑞泰科技：水泥窑耐材迅速成长，新业务成功接力

- **公司玻璃窑定位：继续做高端耐材产品。**公司的熔铸耐火材料定位中高端，在国内市场份额 50%以上，可生产熔铸锆刚玉、熔铸氧化铝、硅质耐火材料等多种耐材。国内新增光伏玻璃生产线较多，公司今年将湘潭 2 条锆刚玉生产线改造成熔铸氧化铝后，熔铸氧化铝产能增加到 5000 吨，熔铸锆刚玉产能 2 万吨，硅质耐火材料 4 万吨。
- **公司水泥窑定位：由产品转向服务-整包模式。**国内水泥生产线耐火材料由多个耐材企业共同提供，能提供整包服务的耐材企业更易受到水泥企业欢



迎，公司定位由提供产品转向服务，凭借整包优势其竞争能力突出。

- **耐材周期波动比下游弱。**耐火材料本身属于消耗性材料，不完全跟下游行业周期波动一致。以玻璃行业为例，目前玻璃行业景气度自 2010 年底达到高点后一直处下行通道中，部分玻璃企业已处于微利或亏损，如果玻璃价格继续下降，将有企业开始选择停窑。这种情况下，新增玻璃生产线减少，但今年停产的玻璃窑从另一方面新增部分耐火材料市场空间（取决于复窑时间长短），因此耐火材料行业周期性比下游行业要弱。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计今年、明年 EPS 为 0.61 元、1.05 元，利润增速为 45%和 73%，考虑未来成长性，我们给予公司股价“增持”评级。

风险提示

- 保障住房和水利建设资金不足，建设低于预期；
- 房地产调控时间过长；
- 外围经济持续衰退。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。