

水泥精选区域，其他新型建材关注政策导向

——建材行业 2013 年投资策略报告

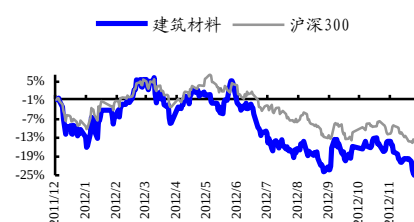
报告摘要：

水泥行业投资策略观点：整体来看，我们判断明年水泥的新增产能投放压力有所减轻，水泥供需边际有望好转。从各个区域的新增产能冲击（预计各个区域 2013 年的新增产能/预计各个区域 2012 年的产量）来看，区域冲击力度由轻到重依次为华东、中南、华北、西南、东北、西北；对于供需、估值的观点基本为：供给端：1、市场对于供给面的忧虑可以理解，整体来看，行业面临的新增产能压力依然庞大，面临的去产能化道路非常艰巨，这将在一定程度上制约行业的赢利回升程度；2、但是我们也应该看到水泥具有的区域性特点使得局部区域的产能压力和供需边际情况存在一定差异，根据我们的测算，明年华东、华中地区的新增水泥产能供给压力较轻，可以重点关注。需求端：1、今年下半年基建投资复苏持续，下半年批复的很多项目经过立项－招投标－实施，大概需要半年的期限，我们认为需求效果将会明年上半年体现；2、明年政府换届完成后，投资动作上值得期待，特别是以轨交等代表的市政投资方面投资或将回升。资金层面来看，整体上“稳健货币，积极财政”的政策有助于基建投资的稳步推进，同时我们也需密切观察明年信贷的投放力度。估值来上，四季度 PE、PB 有所回升，但目前整体估值基本处于历史底部区域，很多水泥企业即使从产业资本角度来看也具有投资价值。鉴于行业明年将出现供需边际好转的趋势，并结合今年以来的水泥股价调整情况和目前的估值情况，我们上调行业评级为“优于大市”。公司方面，我们建议重点关注海螺水泥、华新水泥、巢东水泥、同力水泥。

其他新型建材投资观点：总体思路：1、根据新型城镇化建设要求加强和完善城镇公共服务建设和基础设施建设带来的下游需求；2、所处子行业属于“十二五”规划重点建设行业，投资规模较大且相对确定；3、目前企业收入基数较低，竞争优势相对明显，未来具备一定成长空间和潜力。在此基础上，我们建议关注建筑防水材料行业龙头企业东方雨虹、受益城市轨道交通建设高峰的开尔新材、受益“十二五”城镇污排水管网大规模投资建设的纳川股份。

风险提示：城镇固定资产投资和宏观经济下滑超预期；房地产调控超预期；水泥新增产能投放超预期；轨道交通建设和城镇污排水管网建设投资低于预期；整体市场系统性风险。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-5.99%	2.08%	-23.64%
相对收益	-1.51%	5.32%	-8.49%

重点公司

投资评级

海螺水泥	推荐
华新水泥	推荐
巢东股份	推荐
同力水泥	推荐
东方雨虹	推荐
开尔新材	谨慎推荐
纳川股份	推荐

相关报告

证券分析师：解文杰

执业证书编号：S0550511020012
(021)20361170 xiewj@nesc.cn

目 录

1. 2012 年水泥行业概况回顾.....	5
1.1. 水泥股走势.....	5
1.2. 水泥行业产量和价格情况.....	5
1.2.1. 前 10 个月水泥产量同比增长 6.7 %	5
1.2.2. 水泥价格先回落，后反弹	6
2. 目前的估值情况.....	8
3. “新型城镇化”建设提供中长期动力，预计明年政策“货币稳健、财政积极”	9
3.1. 新型“城镇化”建设备受重视，提供中长期需求动力.....	9
3.2. 明年宏观政策预判：货币稳健、财政积极.....	10
4. 明年水泥股投资机会预判.....	11
4.1. 需求面：我们预计明年产量增速为 6.5 % 左右	11
4.1.1. 基建复苏的趋势有望延续	11
4.1.1.1. 铁路投资复苏延续.....	11
4.1.1.2. 交通固定资产投资保持平稳.....	12
4.1.1.3. 城市轨道交通建设进入黄金发展期.....	13
4.1.1.4. 水利投资规模总量庞大.....	14
4.1.2. 房地产期待投资和新开工触底回升	15
4.1.3. 新农村建设需求高涨	16
4.1.4. 整体水泥需求预判.....	16
4.2. 供给面：“去产能”过程漫长，但边际产能增量减轻.....	18
4.3. 供需小结及区域选择：供需边际有望好转，关注新增产能冲击较轻区域.....	20
4.3.1. 预计明年新增产能压力减轻，边际供需转好	20
4.3.2. 新增产能冲击区域压力不一，华东最轻，西北最大.....	20
4.4. 水泥行业投资策略.....	21
5. 其他重点关注新型建材企业	22
5.1. 东方雨虹：建筑防水材料龙头，受益新型城镇化建设.....	22
5.2. 开尔新材：受益城市轨道交通建设高峰.....	22
5.3. 纳川股份：受益“十二五”城镇污排水管网大规模投资建设.....	23
6. 风险提示	24

图 1: 近一年水泥行业指数走势	5
图 2: 全国水泥当月产量及同比增速	6
图 3: 全国水泥累计产量及同比增速	6
图 4: 全国 P.O42.5 水泥价格走势 (元/吨)	7
图 5: 华北地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)	7
图 6: 东北地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)	7
图 7: 华东地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)	7
图 8: 中南地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)	7
图 9: 西南地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)	8
图 10: 西北地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)	8
图 11: 水泥行业 PE	8
图 12: 水泥行业 PB	8
图 13: 水泥行业 PE 相对于沪深 300 溢价率	9
图 14: 水泥行业 PB 相对于沪深 300 溢价率	9
图 15: GDP 累计同比增速	10
图 16: CPI、PPI 走势	10
图 17: M1、M2 走势	11
图 18: 金融机构新增人民币贷款累计值 (季)	11
图 19: 铁路基本建设投资累计完成额及同比增速	12
图 20: 全国交通固定资产投资及同比增速	12
图 21: 东部地区交通固定资产投资及同比增速	12
图 22: 中部地区交通固定资产投资及同比增速	13
图 23: 西部地区交通固定资产投资及同比增速	13
图 24: 国内城市轨道交通运营里程及预计 (公里)	14
图 25: 水利累计完成额及同比增速	14
图 26: 商品房销售面积累计及同比增速	15
图 27: 房屋施工面积累计及同比增速	15
图 28: 房屋新开工面积累计及同比增速	15
图 29: 房地产开发投资累计完成额及同比增速	15
图 30: 第一产业固定资产投资累计完成额及同比增速	16
图 31: 历史城镇固定资产投资与水泥产量变化	17
图 32: 每亿元城镇固定资产投资耗费水泥数量变化	17
图 33: 全国固定资产投资累计完成额及同比增速	18
图 34: 国内水泥固定资产投资 (亿元)	18
图 35: 华北水泥固定资产投资 (亿元)	19
图 36: 东北水泥固定资产投资 (亿元)	19
图 37: 华东水泥固定资产投资 (亿元)	19
图 38: 中南水泥固定资产投资 (亿元)	19
图 39: 西南水泥固定资产投资 (亿元)	19
图 40: 西北水泥固定资产投资 (亿元)	19
图 41: 明年各主要区域新增水泥产能供给预计 (万吨)	20
图 42: 明年各区域新增水泥产能 / 预计今年各区域水泥产量	21
表 1: 水泥供需边际预计	20

表 2: 水泥行业重点关注上市公司	21
表 3: 相关其他新型建材企业赢利预测及估值情况	23

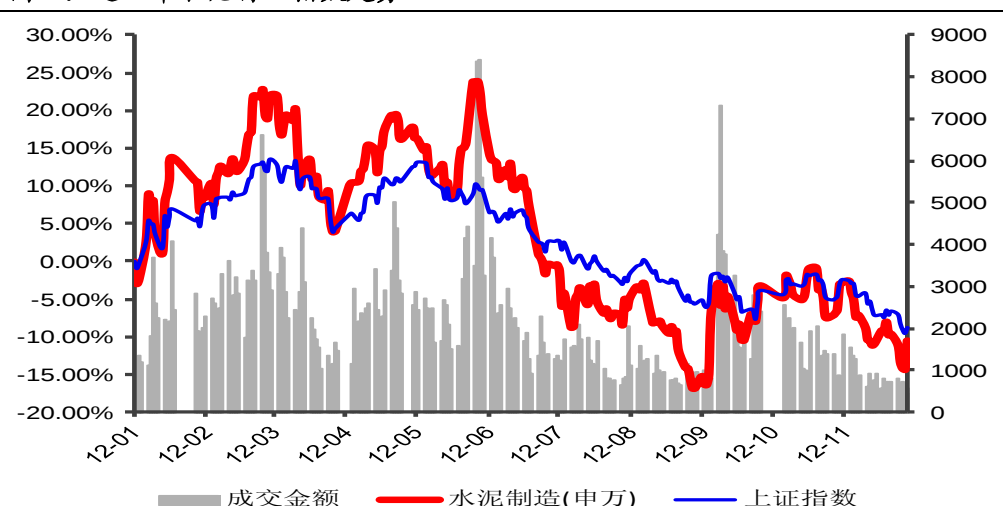
1. 2012 年水泥行业概况回顾

1.1. 水泥股走势

我们先回顾一下今年的水泥股走势。2012.1.1-2012.11.30 期间水泥制造指数涨幅为-12.80%，而同期上证指数涨幅为-9.97%，水泥制造指数跑输上证指数 2.83 个百分点，整体来看，符合我们年初以来水泥行业“同步大市”的观点。

从实际情况来看，主要是二季度开始水泥需求呈现旺季不旺，水泥量价都表现一般，从而导致大家对中期和三季度业绩的悲观情况，使得水泥股指加速下挫，特别是从 6 月份到 8 月底，下跌尤为厉害。而从 8 月底开始，伴随着国家发改委 9 月份集中批复一系列基建投资规划，加上 9 月份开始水泥旺季效应显现并伴随大企业协同，水泥价格出现回升，从而带动水泥指数触底回升。

图 1：近一年水泥行业指数走势



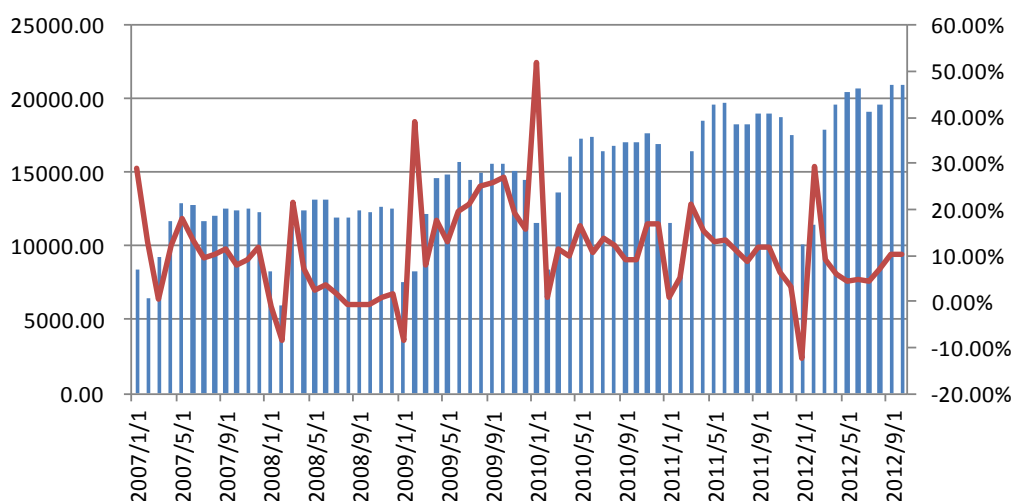
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 水泥行业产量和价格情况

1.2.1. 前 10 个月水泥产量同比增长 6.7%

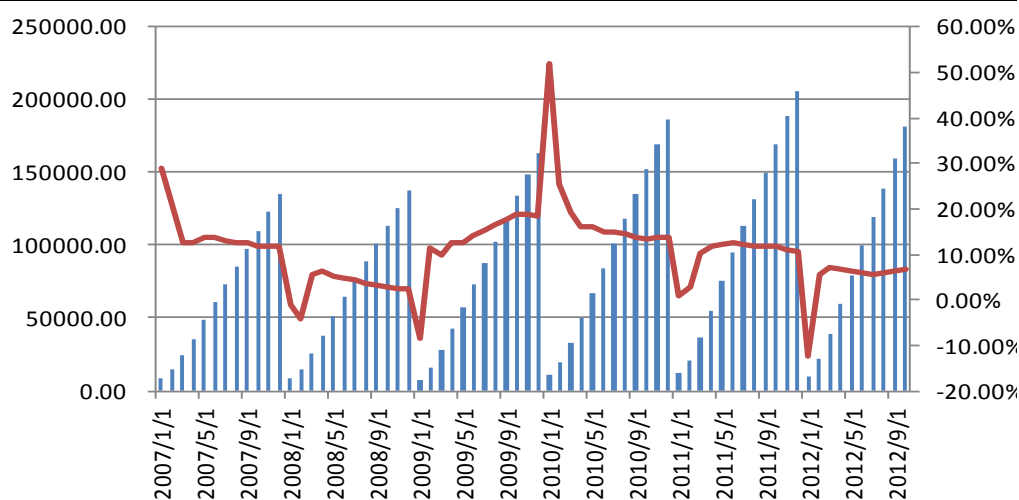
根据中国水泥协会统计数据，2012 年 1-10 月全国水泥产量为 180046 万吨，同比增长 6.7%；10 月份单月水泥产量 21006 万吨，同比增长 11.5%，环比增长 0.19%。从月产量来看，我们可以看到下半年水泥月度产量的同比增速明显加快回升。

图 2: 全国水泥当月产量及同比增速



数据来源：东北证券

图 3: 全国水泥累计产量及同比增速

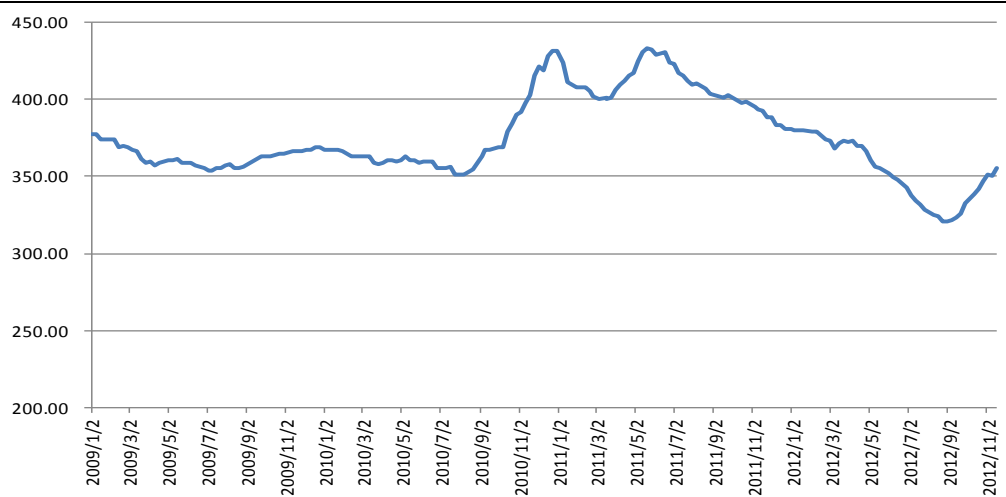


数据来源：东北证券

1.2.2. 水泥价格先回落，后反弹

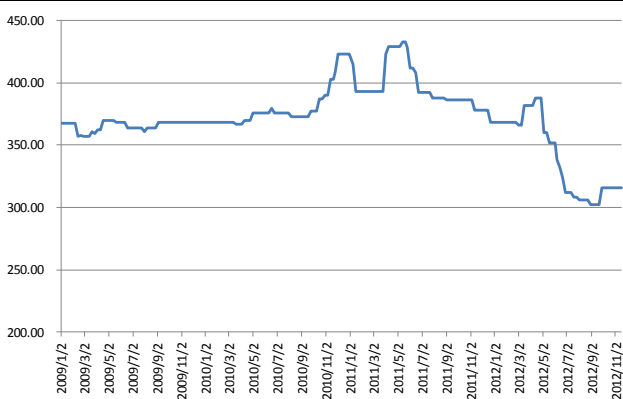
今年以来全国水泥价格走势呈现先回落后反弹的态势，上半年直到8月底，水泥价格延续2011年跌势，基本上呈现连续下跌态势，以P.O42.5水泥价格为例，从年初的379.83元/吨，持续下跌至8月底的320.83元/吨，下跌59元/吨，幅度为15.53%。8月底以来，随着国家发改委集中批复一系列基建投资规划对行业提振信心，加上传统旺季来临并叠加大型水泥企业协同，水泥价格触底回升，截止到2012年11月30日，P.O42.5水泥价格回升到350.00元/吨，回升29.17元/吨，从低点回升9.09%。分区域来看，我们可以发现，水泥价格上涨区域主要集中在华东和中南区域。

图 4: 全国 P.O42.5 水泥价格走势 (元/吨)



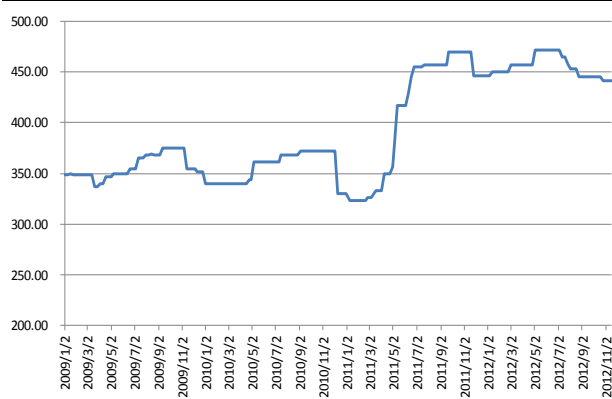
数据来源: 东北证券

图 5: 华北地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



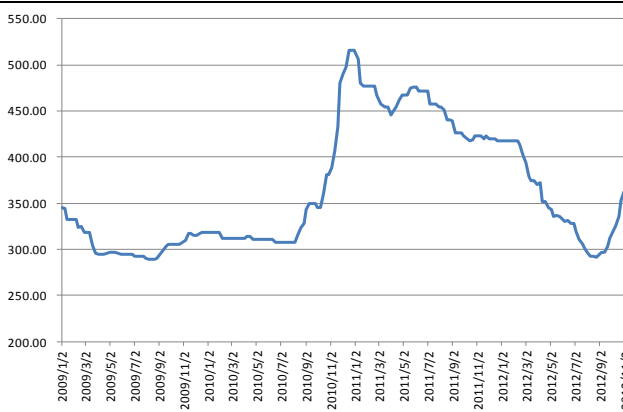
数据来源: 东北证券

图 6: 东北地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



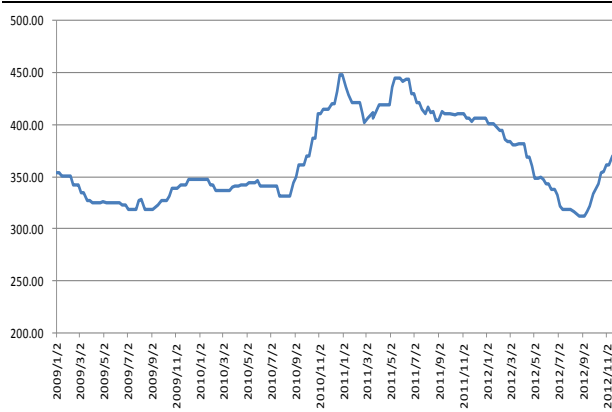
数据来源: 东北证券

图 7: 华东地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



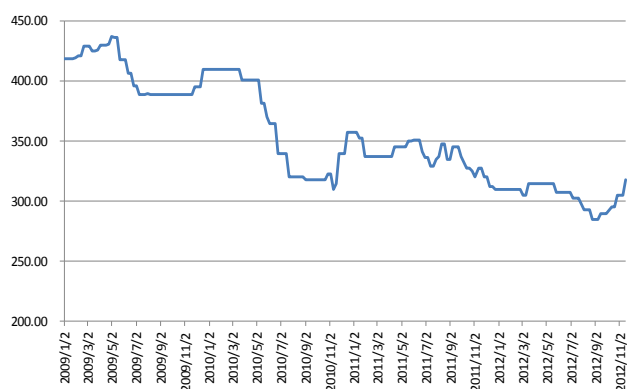
数据来源: 东北证券

图 8: 中南地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



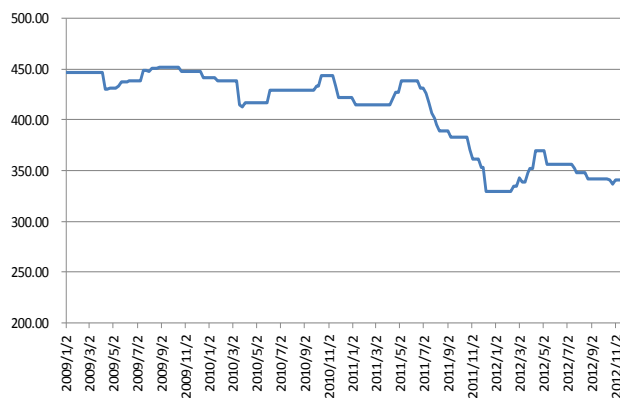
数据来源: 东北证券

图 9: 西南地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



数据来源: 东北证券

图 10: 西北地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



数据来源: 东北证券

2. 目前的估值情况

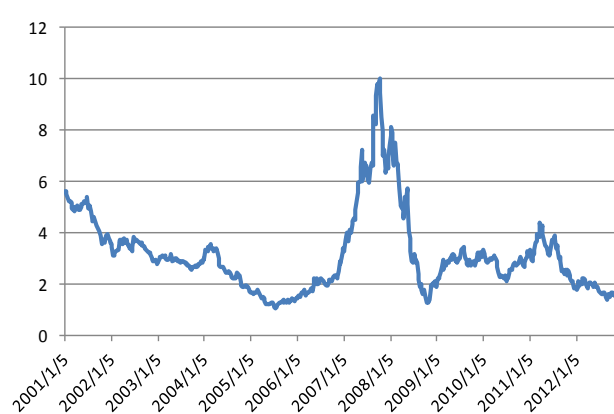
截止 2012 年 11 月 30 日, 水泥行业 PE 为 15.09 倍, PB 为 1.54 倍, 整体来看, 处于 2001 年以来的估值底部。同时看水泥行业 PE 相对沪深 300 的溢价率, 四季度以来由于股价回升使得溢价率回升到 1.64, 水泥行业 PB 相对沪深 300 的溢价率回升到 1.09。

图 11: 水泥行业 PE



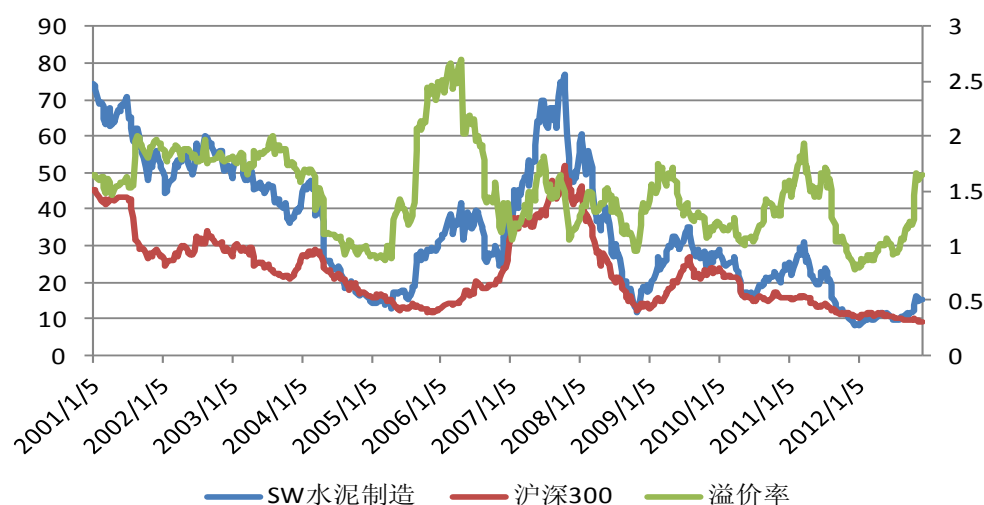
数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 水泥行业 PB



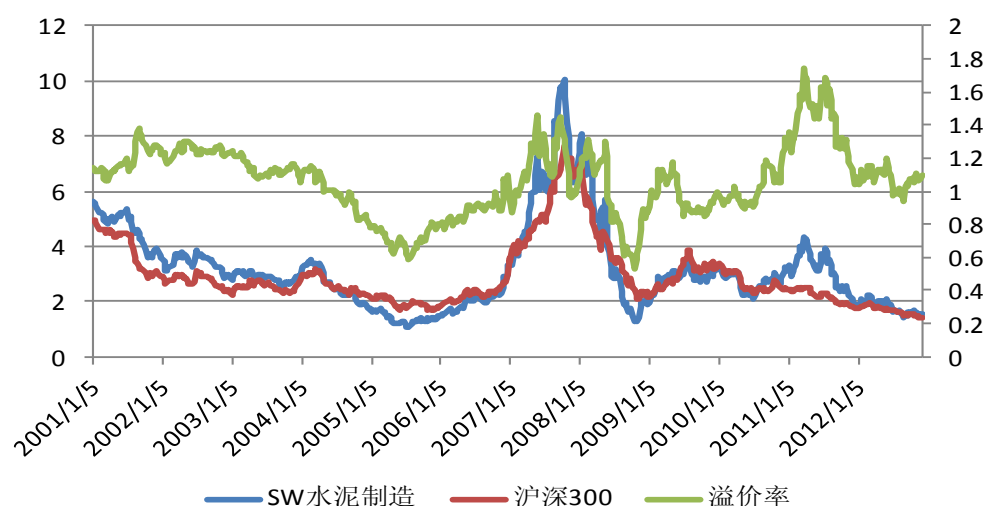
数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 水泥行业 PE 相对于沪深 300 溢价率



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 水泥行业 PB 相对于沪深 300 溢价率



数据来源: 东北证券, Wind

3. “新型城镇化”建设提供中长期动力, 预计明年政策“货币稳健、财政积极”

3.1. 新型“城镇化”建设备受重视, 提供中长期需求动力

从目前管理层的施政思路可以看出, 新型城镇化建设备受重视。我国城镇化率刚刚超过 50%, 按户籍人口计算仅为 35% 左右, 不仅明显低于发达国家近 80% 的水平, 也低于许多同等发展阶段国家的水平。差距也是潜力。从现代化发展规律看, 今后一二十年我国城镇化率将不断提高, 每年将有相当数量农村富余劳动力及人口转移到城市, 这将带来投资的大幅增长和消费的快速增加, 也会给城市发展提供多

层次的人力资源。但城镇化不是简单的人口比例增加和城市面积扩张，更重要的是实现产业结构、就业方式、人居环境、社会保障等一系列由“乡”到“城”的重要转变。我们要积极稳妥地推进城镇化，注重提高城镇化质量，科学规划城市群规模和布局，促进大中小城市和小城镇合理分工、功能互补、集约发展。

因此，我们可以看到，尽管目前来看，经过几十年的发展，我国的城镇化建设取得了巨大的发展，但同时我国东中西城镇化率差异显著，表明未来潜力也非常巨大。接下来可以期待的是，在“十二五”期间，城镇化建设依然会坚定不移的推进下去，尤其是在区域经济发展相对不发达的中西部地区。虽然接下来的城镇化建设将包含更广义的内容，而不单单是一般意义上“钢筋水泥”，但不可否认的是这一过程同样将带来非常巨大的城镇公共服务和基础设施投资建设，从而为水泥行业提供中长期需求动力。

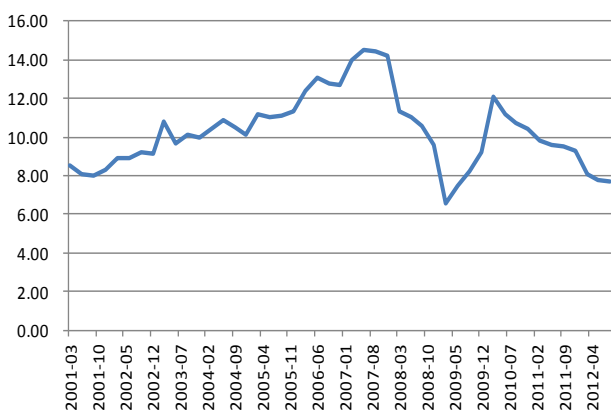
3.2. 明年宏观政策预判：货币稳健、财政积极

对于明年的宏观政策整体走向来看，我们的宏观认为整体延续“调结构、稳增长”政策基调，同时采取积极的财政政策和稳健的货币稳健。

我们认为调结构会是长期延续的政策主线。中国经济经过这么多年的高速发展，取得了巨大的成就，但同时也积累了很多问题。根据新的社会经济发展情况，适时进行经济结构的调整对未来宏观经济持续稳定的发展具有显著的意义。但同时，我们也应该看到，经济结构的调整是个中长期的过程，在这个过程中，社会经济、就业和人民收入的稳定也是必须需要重点兼顾的政策目标，因此，保持合理稳定的增长速度尤为重要，而政策的选择也需通过兼顾这两重目标进行综合权衡。

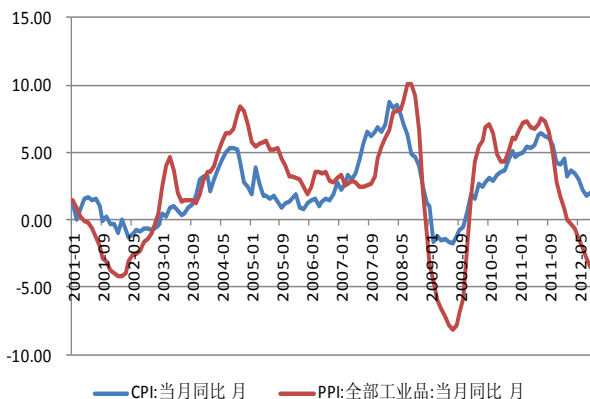
今年以来，管理层通过综合调控措施对于社会通货膨胀水平进行了有效的控制，目前CPI已经在较低的区间运行，但同时又要严防通胀苗头重新起来，因此，我们判断在货币政策方面管理层会保持相对稳健的政策，但是会通过积极的财政政策进行重点领域、重点项目的政策扶持，特别是在基础设施建设领域会通过中央资金的积极拨付并配合地方配套资金进行积极落实。

图 15: GDP 累计同比增速



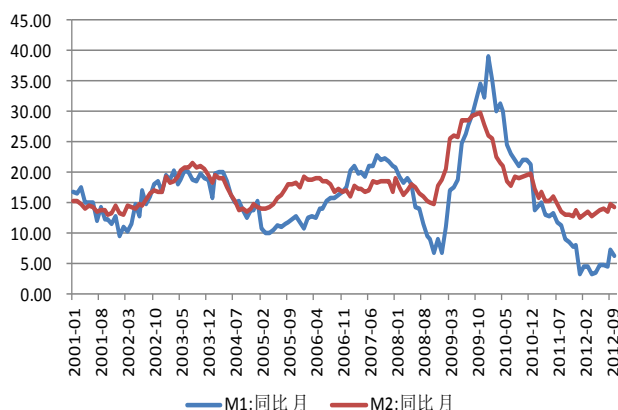
数据来源：东北证券，Wind

图 16: CPI、PPI 走势



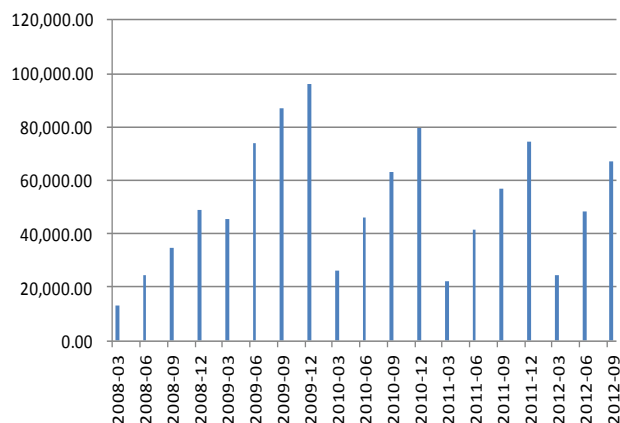
数据来源：东北证券，Wind

图 17: M1、M2 走势



数据来源：东北证券，Wind

图 18: 金融机构新增人民币贷款累计值（季）



数据来源：东北证券，Wind

4. 明年水泥股投资机会预判

4.1. 需求面：我们预计明年产量增速为 6.5% 左右

4.1.1. 基建复苏的趋势有望延续

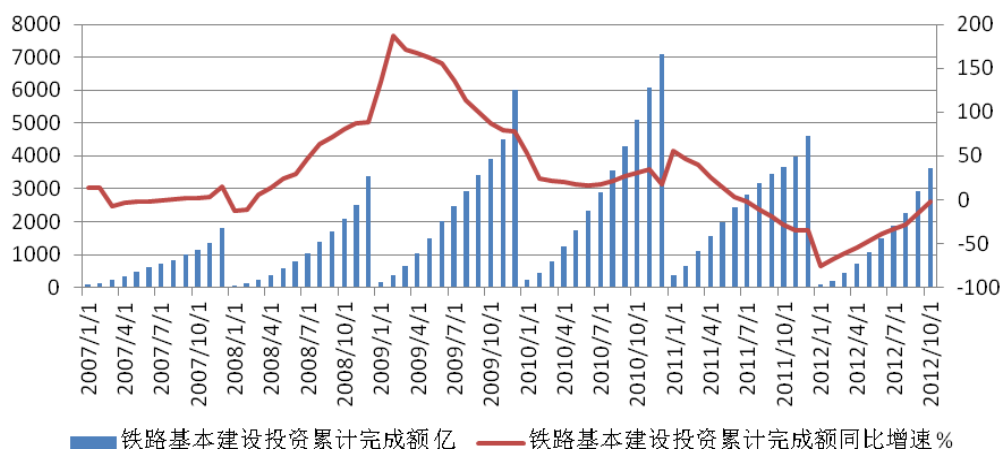
4.1.1.1. 铁路投资复苏延续

2011 年受铁道部刘志军事件及“7.23”动车事故影响，全年铁路基本建设投资仅完成 4690 亿元，远低于原先 7000 亿元的计划。

铁路基建投资累计完成额同比增速在 2012 年 1 月份见底，之后缓慢回升。直到今年 6 月前后，决策层又再逐渐加码铁路投资以“稳增长”，全国铁路基建投资计划经过四次调整，铁路基本建设投资从年初 3 月初计划的 4060 亿元增加到目前的 5150 亿元。下半年铁路基建建设投资进度加快，投资额逐月上升，呈现良好态势，前 10 月份铁路基建投资累计完成额达到 3618 亿元，同比增速-1.5%，基本和去年持平，增速较前 9 个月提升明显。

根据互联网资料，中国中铁股份有限公司董事长李长进 2012 年 11 月 9 日表示，明年初步计划铁路基建投资规模为 6000 亿元，其中高铁占比约 60%。

图 19: 铁路基本建设投资累计完成额及同比增速



数据来源：东北证券，Wind

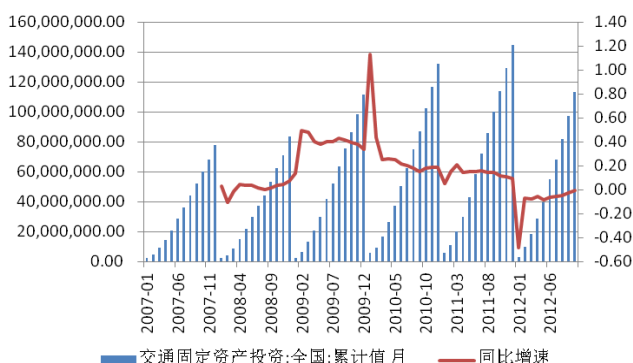
4.1.1.2. 交通固定资产投资保持平稳

据统计，2012 年 1-10 月全国完成交通固定资产投资为 11342.96 亿元，同比减少 0.47%。分区域来看，东部地区完成 4162.48 亿元，同比增长 1.09%，中部地区完成 2739.49 亿元，同比减少 5.82%，西部地区完成 4440.98 亿元，同比增长 1.60%。

而根据“交通运输十二五”规划，到 2015 年，基础设施网络更趋完善，结构更加合理。公路网规模进一步扩大，公路总里程达到 450 万公里，国家高速公路网基本建成，高速公路总里程达到 10.8 万公里，二级以上公路里程达到 65 万公里，农村公路总里程达到 390 万公里。

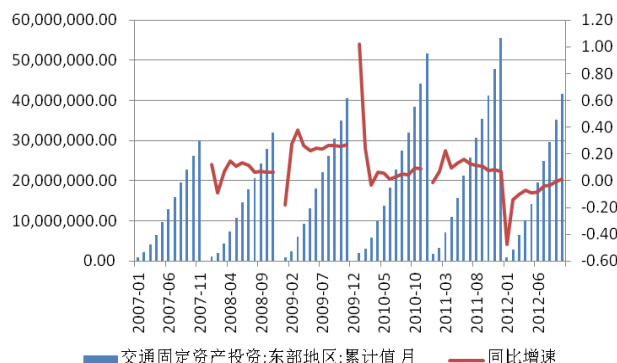
由于目前我国东中西部区域经济发展的差异和基础设施建设情况的不同，东部地区基础设施相对较为完善，未来我们的交通运输建设将会向中西部区域倾斜。

图 20: 全国交通固定资产投资及同比增速



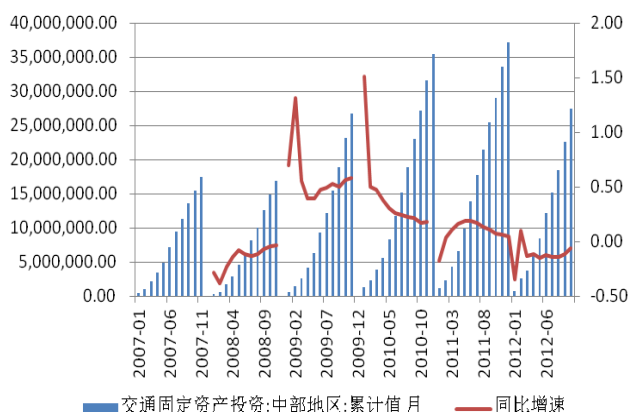
数据来源：东北证券

图 21: 东部地区交通固定资产投资及同比增速



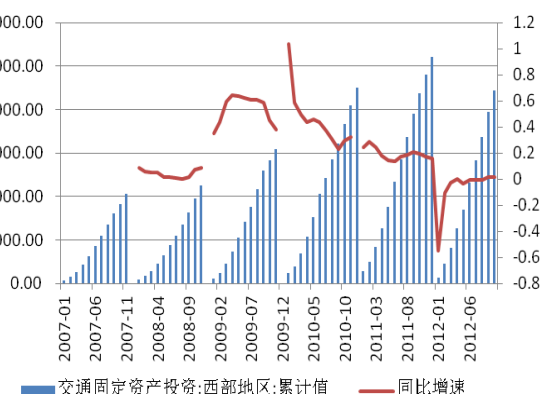
数据来源：东北证券

图 22: 中部地区交通固定资产投资及同比增速



数据来源：东北证券

图 23: 西部地区交通固定资产投资及同比增速



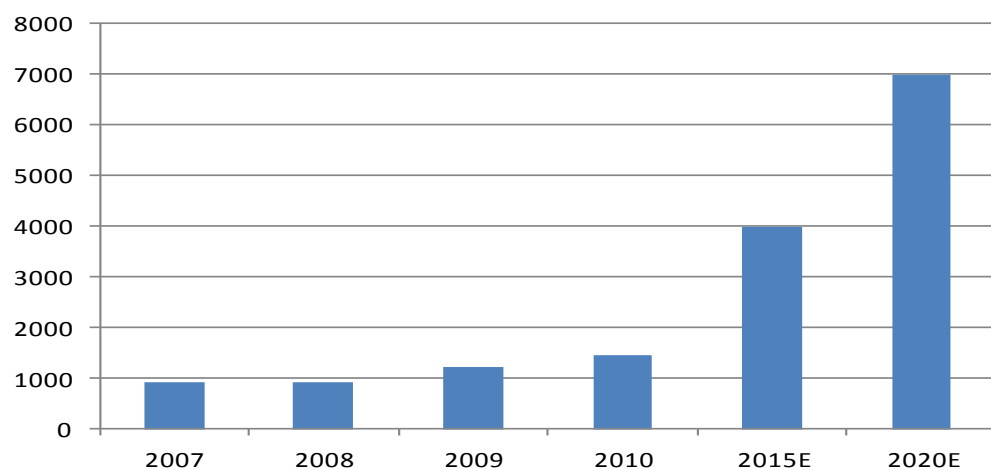
数据来源：东北证券

4.1.1.3. 城市轨道交通建设进入黄金发展期

城市交通发展与城镇化水平紧密关联。随着我国城镇化水平的不断提升，城市客运量大幅增长，单纯采用常规公共交通系统已不能适应我国城市发展的实际需求，城市轨道交通在资源节约、环境保护和运输效率等方面存在很大优势。截至 2008 年底，全国城市总数达 655 个，预计到 2020 年，我国城市化率将提高到 60%。由于我国起步较晚，城市人口总数庞大，地铁交通虽发展迅速但总里程仍较短，在整个城市公共交通系统发挥的作用也远远不够，城市轨道交通占公共交通总客运总量的比重远低于国外城市，地铁交通发展水平远滞后于城市交通需求。管理层提出要进行“新型城镇化”建设，特别是对于加强和完善城市基础设施建设提出重要要求，我们认为未来我国城市轨道交通建设将进入黄金发展期。

近年来，我国积极推进城市轨交建设。2009 年，国务院批复 22 个城市地铁建设规划。2012 年以来，国内轨交建设加速推进。国家发改委网站 2012 年 9 月 5 日公布，全国太原、广州、厦门、兰州、沈阳、常州等多个城市的轨道交通建设规划获得批准，2012 年 11 月又批复南昌、北京、福州、乌鲁木齐等城市轨交建设规划，今年以来，整体轨交投资规模已近万亿元。依据目前各城市地铁发展规划，2010-2020 年，已规划新增运营里程为 3749 公里；2020-2050 年，已规划新增运营里程为 3860 公里，至 2050 年我国地铁运营里程将达到 8704 公里，已成为世界最大的地铁交通建设市场。因此，我国城市轨道交通建设将进入建设高峰期。

图 24: 国内城市轨道交通运营里程及预计 (公里)



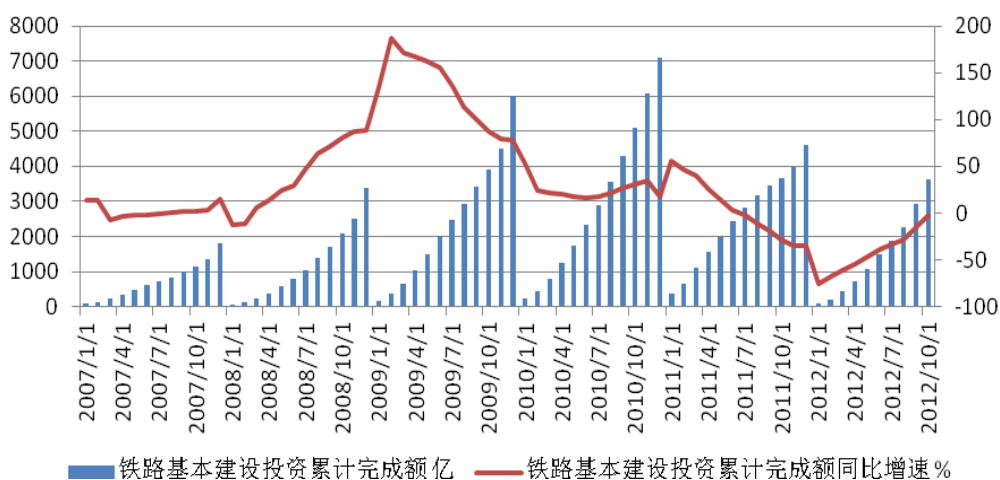
数据来源: 东北证券

4.1.1.4. 水利投资规模总量庞大

在 11 月 19 日召开的全国冬青农田水利基本建设电视电话会议上,多部委表示,将鼓励和引导社会资金投入农田水利基本建设。水利部总规划师周学文此前称,“十二五”水利投资年均增速 20% 以上,高于“十一五” 18% 的年均增速。水利投资将从“十一五”的 7000 亿元增加至“十二五”的 1.8 万亿元,新增约 1.1 万亿元。

水利部部长陈雷 11 月 19 日表示,今冬明春全国农田水利建设总投资有望超过 3364 亿元,较上年同期同比增长 15% 以上。同时,在当天的会议上,国务院副总理回良玉指出,农田水利基本建设“面临的要求越来越高”、“承担的任务越来越重”、“建设的难度越来越大”。

图 25: 水利累计完成额及同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

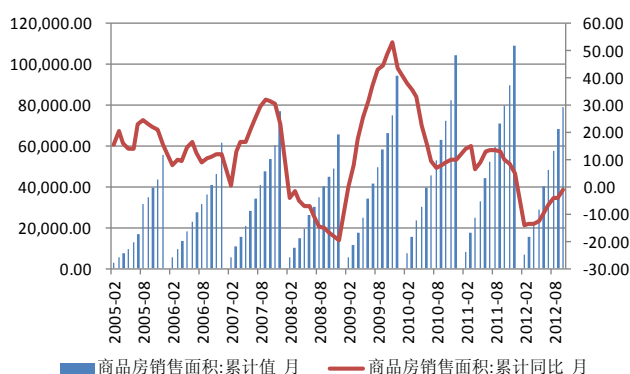
4.1.2. 房地产期待投资和新开工触底回升

对于明年来看，我们认为国家对于房地产行业大的政策基调会维持稳定，同时出于巩固调控成果方面的考虑，政策超预期宽松的可能性也不大，但政策继续施压的可能性估计也不大。

今年以来，商品房销售面积增速有所回升，从“房地产销售-土地购置-开发投资-新开工”的链条来看，我们期待明年房地产投资和新开工能够触底回升，但同时我们也看到地产开发商应对调控的态度也逐步理性，在土地购置和开发投资的节奏方面也会趋于谨慎，因此在回升幅度上不宜过于乐观。

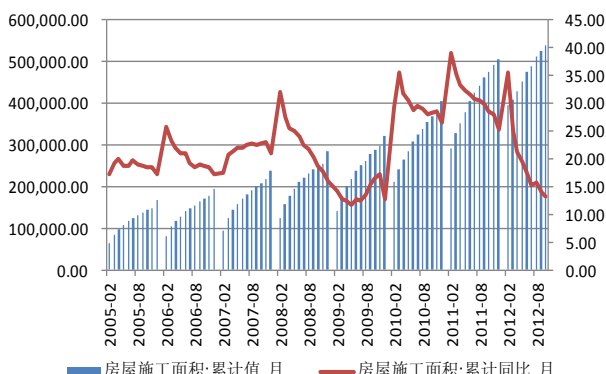
同时，根据住建部官员讲话，明年保障房计划开工数量不会低于 500 万套。“十二五”期间城镇保障性住房建设目标是 3600 万套，2011 年已经开工 1000 万套，2012 年 1-10 月份新开工 722 万套，完成投资 10800 亿元，基本建成 505 万套，未来几年会加快推进，明年预计不会低于 500 万套。

图 26: 商品房销售面积累计及同比增速



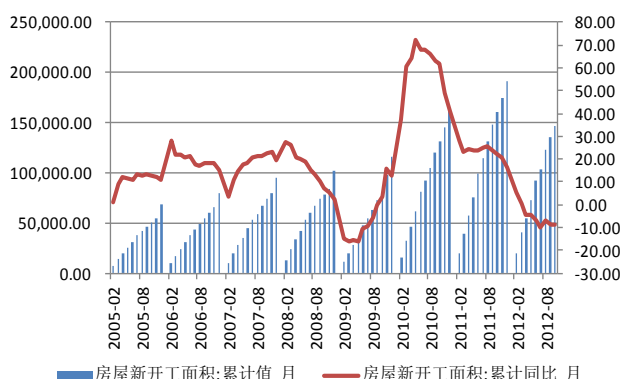
数据来源：东北证券，Wind

图 27: 房屋施工面积累计及同比增速



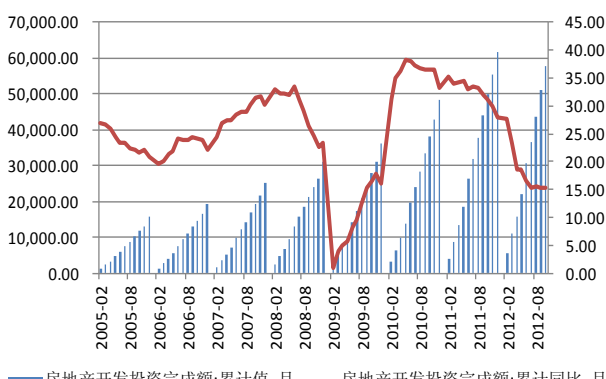
数据来源：东北证券，Wind

图 28: 房屋新开工面积累计及同比增速



数据来源：东北证券，Wind

图 29: 房地产开发投资累计完成额及同比增速



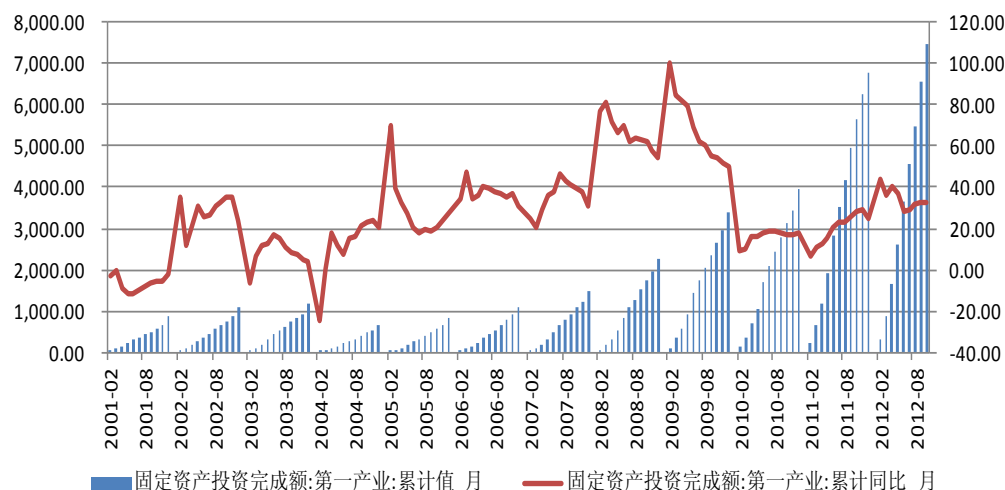
数据来源：东北证券，Wind

4.1.3. 新农村建设需求高涨

国家“十二五”规划中对新农村建设高度重视，专门做出重要阐述。提出要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建设规划，加强农村基础设施建设和公共服务，推进农村环境综合整治。在加强农村基础设施建设方面，要全面加强农田水利建设；加强农村饮水安全工程建设，大力推进农村集中式供水；继续推进农村公路建设，加大农村能源建设；全面推进农村危房改造和国有林区（场）、棚户区、垦区危房改造，实施游牧民定居工程等一系列重大的惠及农村建设和发展的重大措施。

我们认为由于长期发展过程中造成的城乡经济差异，在我们追求共同富裕的同时，大力扶持和发展农村经济，持续推进社会主义新农村建设将会日益受到重视。因此新农村建设特别是基础设施建设将给水泥需求带来持续巨大的空间。

图 30：第一产业固定资产投资累计完成额及同比增速

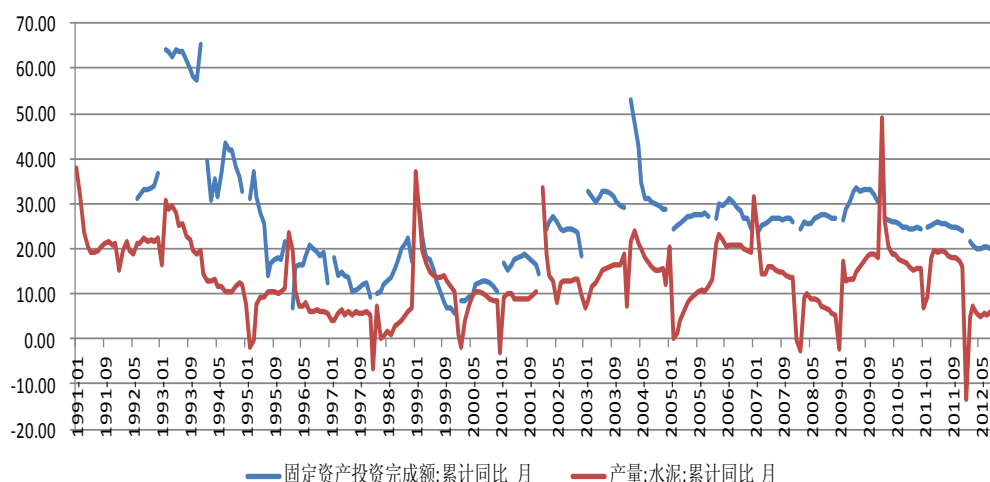


数据来源：东北证券，Wind

4.1.4. 整体水泥需求预判

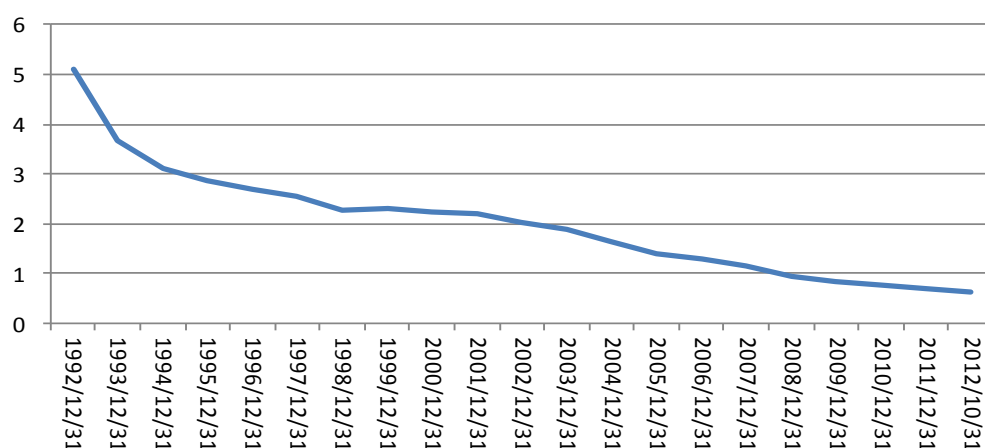
从历史数据来看，水泥产量变化和城镇固定资产投资变化具有较强的相关性。一般城镇固定资产投资增速变化对水泥产量变化有个领先性的意义，当城镇固定资产投资增速出现上升时，会对接下来的水泥增速有正向的拉动作用；而城镇固定资产投资增速出现下滑时，则会对后续的水泥增速有负向作用。但从经验来看，每亿元城镇固定资产投资耗费水泥数量呈下滑趋势，从 1992 年的 5.08 到 2011 年的 0.68，我们认为一定程度上反映固定资产投资内部结构的变化。

图 31: 历史城镇固定资产投资与水泥产量变化



数据来源: 东北证券, Wind

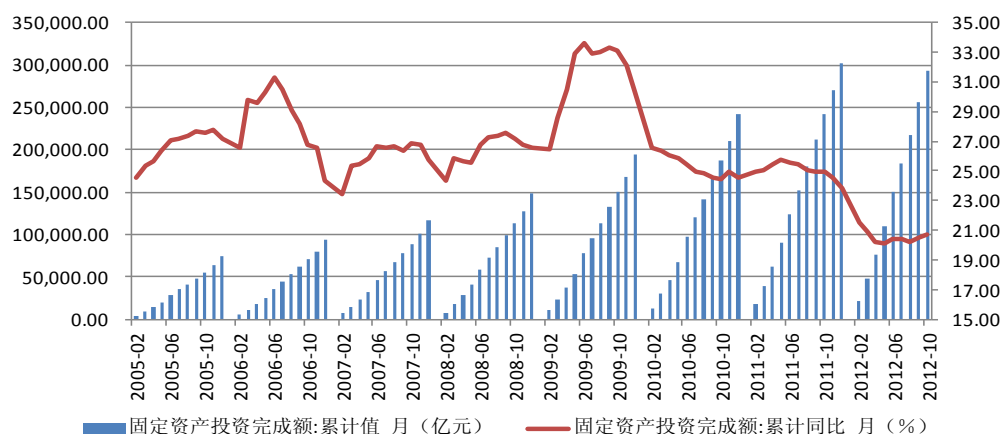
图 32: 每亿元城镇固定资产投资耗费水泥数量变化



数据来源: 东北证券, Wind

根据统计数据, 2012 年 1-10 月份全国城镇固定资产投资增速为 20.70%, 根据我们宏观的预测, 接下来两个月投资会有所加快, 全年城镇固定资产投资增速有望达到 21%, 城镇固定资产投资额达到 365899.23 亿元。我们预测 2012 年全年水泥增速在 7% 左右, 产量为 220776.37, 对应水泥系数 0.60; 预计 2013 年城镇固定资产投资增速有望在 19% 左右, 因此推测明年的城镇固定资产投资额预计达到 435420.08 亿元, 水泥系数 0.54, 我们预计明年水泥产量为 235126.84 万吨, 水泥增速大概为 6.5% 左右。

图 33: 全国固定资产投资累计完成额及同比增速

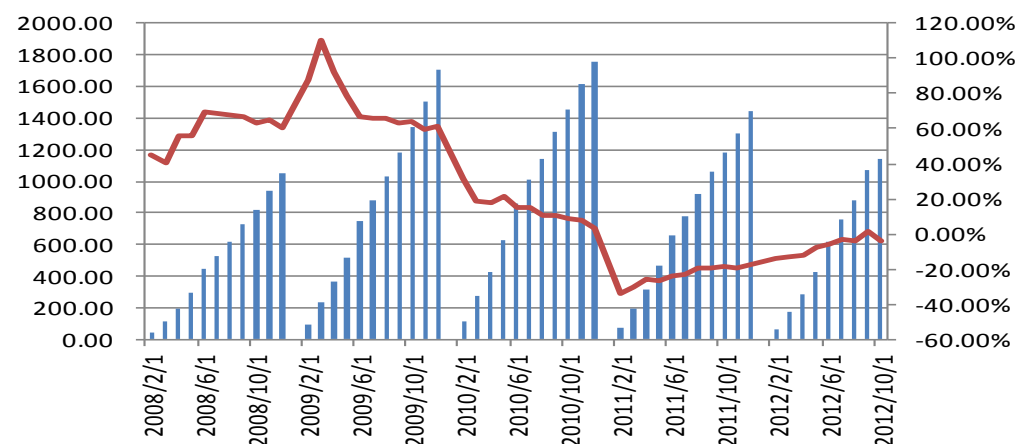


数据来源：东北证券，Wind

4.2. 供给面：“去产能”过程漫长，但边际产能增量减轻

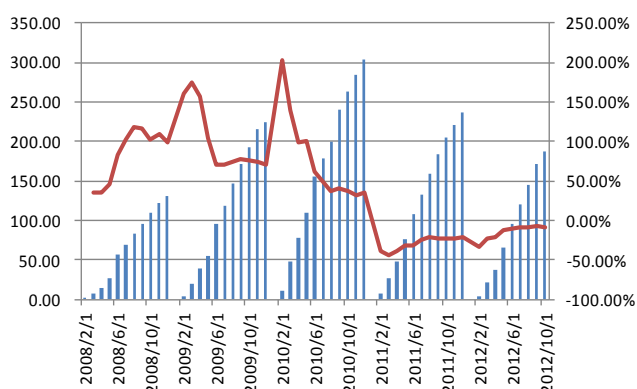
根据相关资料统计，2009 年投产水泥生产线 174 条，孰料产能 1.95 亿吨，相当于水泥年产能 2.5 亿吨；2010 年投产水泥生产线 210 条，孰料产能 2.48 亿吨，相当于水泥年产能 3.2 亿吨；据估计，2011 年预计仍有 230 条在建线，合计孰料产能 2.80 亿吨，2011 年投产 166 条，孰料产能 2.02 亿吨，相当于水泥年产能 2.7 亿吨；2012 年在建、拟建产能仍有 216 条，合计孰料产能 2.55 亿吨，相当于水泥产能 3.3 亿吨，2012 年预计投产孰料将近 1.8-2 亿吨，相当于水泥年产能 2.5 亿吨。整体来看，根据建设周期，我们预计 2013 年投产孰料产能 1.37 亿吨，相当于水泥年产能 1.78 亿吨左右。我们可以看到尽管明年的整体量还是较大，但从边际角度来看，新增产能还是明显较少，考虑到区域差异，明年部分区域新增量会更少。

图 34: 国内水泥固定资产投资（亿元）



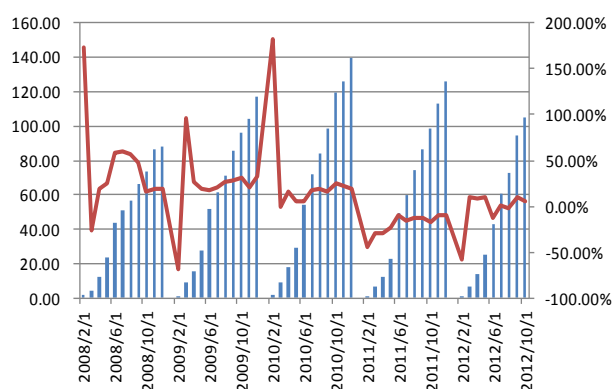
数据来源：东北证券，Wind

图 35: 华北水泥固定资产投资 (亿元)



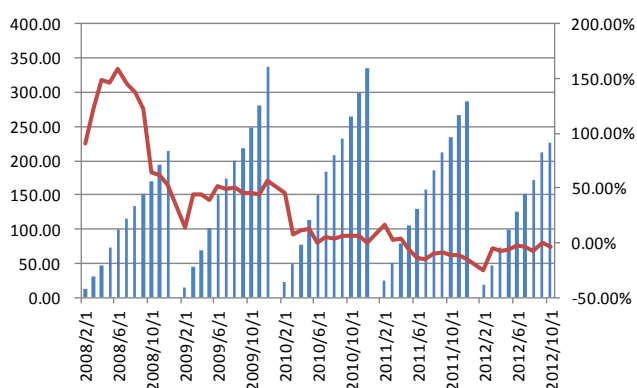
数据来源: 东北证券

图 36: 东北水泥固定资产投资 (亿元)



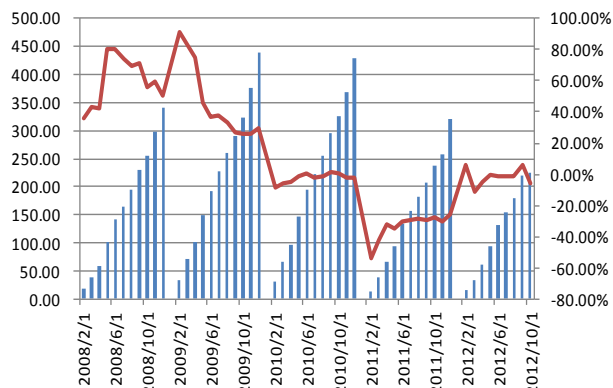
数据来源: 东北证券

图 37: 华东水泥固定资产投资 (亿元)



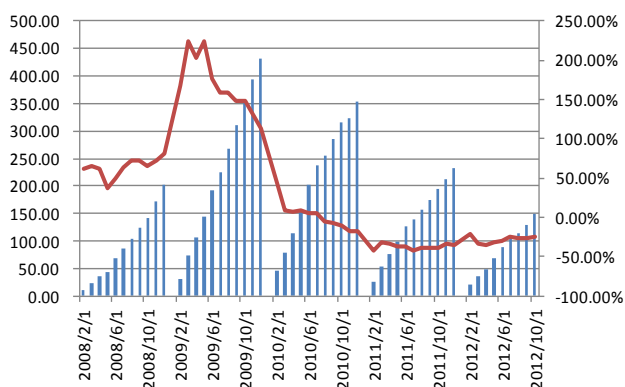
数据来源: 东北证券

图 38: 中南水泥固定资产投资 (亿元)



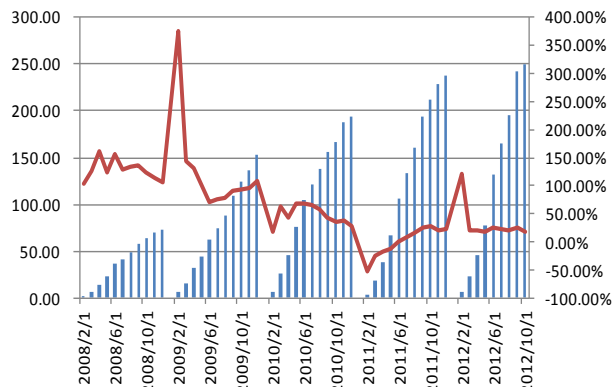
数据来源: 东北证券

图 39: 西南水泥固定资产投资 (亿元)



数据来源: 东北证券

图 40: 西北水泥固定资产投资 (亿元)



数据来源: 东北证券

4.3. 供需小结及区域选择：供需边际有望好转，关注新增产能冲击较轻区域

4.3.1. 预计明年新增产能压力减轻，边际供需转好

整体来看，我们认为明年的新增产能投放力度相较前几年会有所减轻，供需边际有望重新好转。

表 1：水泥供需边际预计

	2009	2010	2011	2012E	2013E
新增产能供给	2.5 亿吨	3.2 亿吨	2.7 亿吨	2.5 亿吨	1.8 亿吨
淘汰落后产能	0.7 亿吨	1 亿吨	1 亿吨	0.8 亿吨	0.6 亿吨
有效新增供给	1.8 亿吨	2.2 亿吨	1.7 亿吨	1.7 亿吨	1.2 亿吨
需求净增加	2.4 亿吨	2.4 亿吨	2 亿吨	1.4 亿吨	1.4 亿吨
供需边际差	(0.6) 亿吨	(0.2) 亿吨	0.3 亿吨	0.3 亿吨	(0.2) 亿吨

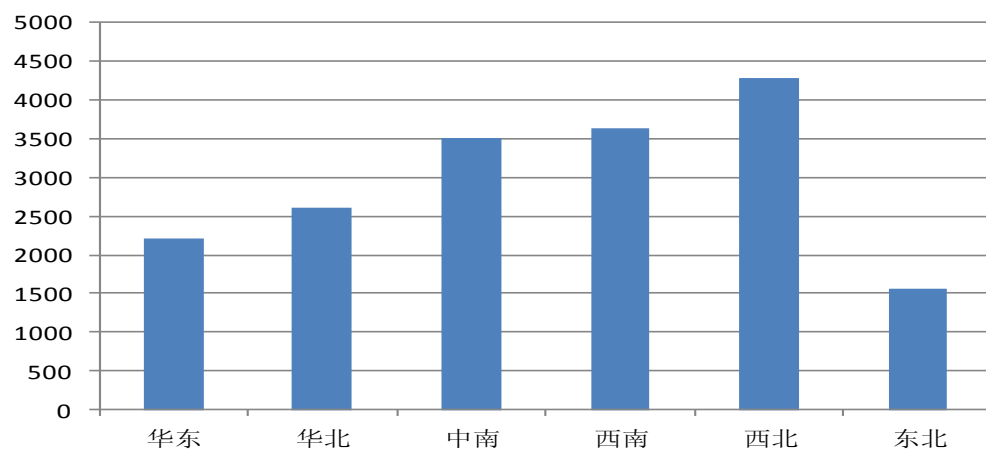
注 1：根据最新资料和判断，我们对相关数据进行了更新

数据来源：东北证券

4.3.2. 新增产能冲击区域压力不一，华东最轻，西北最大

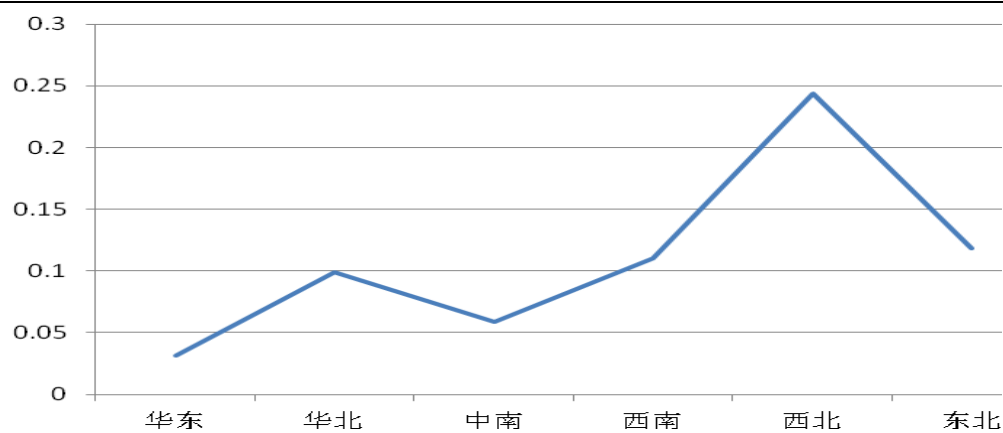
整体来看，目前水泥行业面临的产能压力还是较大，我们预计行业经历“去产能化”的时间会持续较长。但是由于水泥具有一定的区域半径，而且区域的供给和需求也有差异，整体上明年要关注新增产能压力比较轻的区域。我们预计 2012 年全年水泥产量增速为 6.7%，2012 年水泥产量 219612.50 万吨，同时我们初步预计产量的区域分布情况为华东（32%）、中南（27%）、西南（15%）、（华北 12%）、西北（8%）、东北（6%）。我们也测算了明年各主要区域新增水泥产能供给情况和各区域新增水泥产能/预计今年各区域水泥产量的比值，可以看到明年新增压力相对较轻的区域为华东、华中地区，西北地区的新增产能压力还是较大。

图 41：明年各主要区域新增水泥产能供给预计（万吨）



数据来源：东北证券

图 42: 明年各区域新增水泥产能 / 预计今年各区域水泥产量



数据来源: 东北证券

4.4. 水泥行业投资策略

对于明年的水泥行业, 整体来看, 我们判断明年水泥的新增产能投放压力有所减轻, 水泥供需边际有望好转。从各个区域的新增产能冲击 (预计各个区域 2013 年的新增产能/预计各个区域 2012 年的产量) 来看, 区域冲击力度由轻到重依次为华东、中南、华北、西南、东北、西北; 对于供需、估值的观点基本为: 供给端:

1、市场对于供给面的忧虑可以理解, 整体来看, 行业面临的新增产能压力依然庞大, 面临的去产能化道路非常艰巨, 这将在一定程度上制约行业的赢利回升程度; 2、但是我们也应该看到水泥具有的区域性特点使得局部区域的产能压力和供需边际情况存在一定差异, 根据我们的测算, 明年华东、华中地区的新增水泥产能供给压力较轻, 可以重点关注。需求端: 1、今年下半年基建投资复苏持续, 下半年批复的很多项目经过立项-招投标-实施, 大概需要半年的期限, 我们认为需求效果将会明年上半年体现; 2、明年政府换届完成后, 投资动作上值得期待, 特别是以轨交等代表的市政投资方面投资或将回升。资金层面来看, 整体上“稳健货币, 积极财政”的政策有助于基建投资项目的稳步推进, 同时我们还需密切观察明年信贷的投放力度。估值来上, 四季度 PE、PB 有所回升, 但目前整体估值基本处于历史底部区域, 很多水泥企业即使从产业资本角度来看也具有投资价值。

鉴于行业明年将出现供需边际转好的趋势, 并结合今年以来的水泥股价调整情况和目前的估值情况, 我们上调行业评级为“优于大市”。公司方面, 我们建议重点关注海螺水泥、华新水泥、巢东水泥、同力水泥。

表 2: 水泥行业重点关注上市公司

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PB	投资评级
海螺水泥	16.48	2.19	1.16	1.45	7.53	14.21	11.37	1.88	推荐
华新水泥	11.60	1.15	0.45	0.66	10.09	25.78	17.58	1.45	推荐
同力水泥	10.00	0.95	0.81	0.85	10.53	12.35	11.76	2.04	推荐
巢东股份	8.37	1.20	0.35	0.68	6.98	23.91	12.31	2.43	推荐

数据来源: 东北证券

5. 其他重点关注新型建材企业

5.1. 东方雨虹：建筑防水材料龙头，受益新型城镇化建设

建筑防水材料是重要的建筑功能材料，随着国家基础设施建设力度的加大和城镇化速度的加快，其应用领域和市场容量将持续扩大。根据相关统计，2011 年建筑防水材料的总产量预计达 120315 万平米，同比增长 16.66%。其中新型防水材料产量预计可达 106812 万平米，占建筑防水材料总产量的 88.78%。另外根据中国建筑防水协会预测，未来 15 年是建筑防水行业发展的黄金期，而“十二五”是起点，最近两年是发展的关键。随着国家产业结构调整力度的加强，行业将会在持续增长的前提下，通过对低技术、低标准、低质量、低附加值产品的淘汰力度的加强，集中度有望得到进一步提升，行业步入良性的轨道，并逐步进入国际市场。

公司作为国内建筑防水材料行业的龙头，持续保持快速增长态势。整体来看，2012 年公司业绩表现符合我们之前报告《东方雨虹调研报告：规模化的前夜，2012 年盈利弹性将提升》中的判断。未来我们认为公司在建产能项目丰富，渠道销售网络逐步完善，内部改革带来的成效逐步显现，公司增长潜力依然充分。而“大防水企业 + 大地产商”合作模式使得公司应对房地产市场调控的能力也有所加强。

我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益为 0.54 元、0.71 元、1.13 元，目前股价对应 PE 分别为 25.0x、19.0x、11.9x，前期推行限制性股票激励计划（草案），内容显示公司对未来保持快速增长的信心和对激励对象的责任约束，我们给予公司“推荐”评级。

5.2. 开尔新材：受益城市轨道交通建设高峰

公司主要从事新型功能性搪瓷材料产品研发生产。功能性搪瓷材料行业是搪瓷材料行业的一个分支，属于搪瓷行业的高端领域。新型功能性搪瓷材料具有抗蚀耐久、不燃无毒、无辐射、色彩丰富、长效保真不褪色、易清洁、抗刻划等优良属性，公司自主研发推出立面装饰、工业保护、城市服务搪瓷材料三大系列产品，可广泛应用于地铁、城市隧道、地下人行通道等地下空间内装饰景观、地上建筑内外立面装饰，电厂脱硫环保、节能设施、化工管道防腐保护，城市公共服务设施等领域。

未来城市轨道交通的大规模建设将给公司产品带来广泛的需求。近年来，我国积极推进城市轨交建设。2009 年，国务院批复 22 个城市地铁建设规划。2012 年以来，国内轨交建设加速推进。国家发改委网站 2012 年 9 月 5 日公布，全国太原、广州、厦门、兰州、沈阳、常州等多个城市的轨道交通建设规划获得批准，2012 年 11 月又批复南昌、北京、福州、乌鲁木齐等城市轨交建设规划，今年以来，整体轨交投资规模已近万亿元。依据目前各城市地铁发展规划，2010-2020 年，已规划新增运营里程为 3749 公里；2020-2050 年，已规划新增运营里程为 3860 公里，至 2050 年我国地铁运营里程将达到 8704 公里，已成为世界最大的地铁交通建设市场。随着城市轨交建设高峰的到来，我们预计公司的订单量和业绩将显著受益。

同时，伴随着我们国家环境保护重视程度的日益提高，国家政策上越来越强调环境保护从“末端治理”向“前端综合防治”转变，对大气污染进行综合治理的投资逐步大幅增加，特别是脱硫脱硝这块投资将逐渐增大。公司工业保护搪瓷材料将

迎来新的发展机遇。

我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益 0.29 元、0.38 元、0.51 元，目前估值对应 30.6x、23.4x、17.4x，考虑到目前估值还是略高，我们给予“谨慎推荐”评级。

5.3. 纳川股份：受益“十二五”城镇污水排水管网大规模投资建设

公司主要从事 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。目前产品已经成功进入市政环保工程、道路配套排水工程、石油化工、交通枢纽等大型工程项目。塑料管材具有使用寿命长、施工安装简便的特点，又具有耐腐蚀、不结垢、不渗漏等环保特性，有利于提高工程质量，是替代混凝土管、铸铁管等其他传统类型管材的理想产品。

“十二五”期间，城市污水排水管网建设总量巨大。根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》指出，“十二五”期间，全国规划范围内的城镇建设污水管网 15.9 万公里，约三分之一为补充已建污水处理设施的管网。其中，设市城市 7.3 万公里，县城 5.3 万公里，建制镇 3.3 万公里；东部城区 6.1 万公里，中部城区 4.9 万公里，西部城区 4.9 万公里。全部建成后，全国城镇污水管网总长度达到 32.7 万公里，每万吨污水日处理能力配套污水管网达到 15.6 公里，大幅提高城镇污水收集能力和污水处理厂运行负荷率。在降雨量充沛地区，新建管网要采取雨污分流。对已建的合流制排水系统，要结合当地条件，加快实施雨污分流改造。同时在资金安排上，2011 年 5 月国家发布《“十二五”期间城镇污水处理设施配套管网建设项目资金管理办法》，来加强城镇污水处理设施配套管网专项资金管理，推动加快城镇污水处理设施配套管网建设，促进水污染防治工作取得实效，充分发挥专项资金使用效益。我们认为，随着新型城镇化建设的推进，城镇污水排水管网建设有望得到加快推进。

我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益为 0.46 元、0.59 元、0.77 元，目前股价对应 PE 为 20.2x、15.8x、12.1x。一方面公司所处行业符合“大市场、小公司”的特性，公司目前基数尚小，未来成长潜力仍可期；另一方面未来伴随“以塑代钢”的推进，塑料管的市场份额有望不断增加，我们给予“推荐”评级。

表 3: 相关其他新型建材企业赢利预测及估值情况

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PB	投资评级
东方雨虹	13.55	0.30	0.54	0.71	45.17	25.09	19.08	3.97	推荐
开尔新材	8.90	0.62	0.29	0.38	14.35	30.69	23.42	2.82	谨慎推荐
纳川股份	9.32	0.56	0.46	0.59	16.64	20.26	15.80	1.96	推荐

数据来源：东北证券

6. 风险提示

- 1、城镇固定资产投资和宏观经济下滑超预期;
- 2、房地产调控超预期;
- 3、水泥新增产能投放超预期;
- 4、轨道交通建设和城镇污水排水管网建设投资低于预期;
- 5、整体市场系统性风险。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760