

短期博弈资本品反弹, 长期布局成长型建材

推荐 (维持)

2013 年建材行业下半年投资策略 2013-7-5

重点公司

| 重点公司 | 2013 | 2014 | 评级 |
|------|------|------|----|
| 海螺水泥 | 1.50 | 1.75 | 买入 |
| 华新水泥 | 1.08 | 1.36 | 买入 |
| 江西水泥 | 0.66 | 0.87 | 买入 |
| 祁连山 | 0.55 | 0.72 | 增持 |
| 宁夏建材 | 0.53 | 0.64 | 增持 |
| 东方雨虹 | 0.75 | 0.94 | 买入 |
| 开尔新材 | 0.52 | 0.65 | 增持 |

相关报告

《2013 年水泥行业 2 季度投资策略-经济弱势扩张延续, 水泥仍是周期中优选》2013-4-10
2012 年水泥行业年度策略《产能利用向上, 供给控制提升盈利弹性》2012-12-10

《华东水泥股: 经济弱复苏下的较优周期标的》2012-10-31

分析师:

陈文

021-38565950

chenwyf@xyzq.com.cn

S0190512080005

王挺

021-38565724

S0190512040002

投资要点

- **宏观经济偏弱, 房地产产业链的确定性强于基建产业链。**始于去年 3 季度的经济复苏力度较过往周期显得偏弱。2013 年 1-5 月水泥产量增速为 8.9%, 高于 2012 年的 7.4%, 但明显低于 2001-2012 年年均 13.1% 的增速中枢, 这说明本轮经济复苏力度偏弱。下半年仍然看不到投资端显著增强的力量, 全年基建投资较去年难有显著增量。当前时点看, 房地产产业的发展依然面临较强的政策不确定性, 但由于持续 1 年的销售好转已经加大程度改善了房地产商的资产负债表。相对于基建链条上的投资主体(地方政府为主), 房地产商的资产负债表显然更强健, 我们认为从 1-2 个季度的时间维度来看, 地产产业链的确定性仍旧比基建产业链更强。
- **宏观经济偏弱的背景下, 偏下游的差异型建材盈利表现好于中上游重资产资本品。**建材板块子行业较多, 大致可以分为两大类: 大宗建材、差异型建材。大宗商品有水泥、玻璃、玻纤, 固定资产占比都在 50% 以上, 下游客户关注的只是价格, 企业间的差异来源于各自的成本控制能力。建材大宗商品行业投资机会主要来自产品价格的周期性波动, 和经济扩张强度相关。差异性建材由于产品并非完全同质化, 价格波动性明显弱于更上游的大宗商品, 其盈利能力的波动性也明显更小。驱动轻资产建材子行业业绩的变量是经济方向而非经济强度; 体现在当前经济环境下, 行业收入或利润增速较 2012 年是上升的。在这些轻资产的建材品种里, 部分公司由于自身竞争优势的提升以及行业集中度的提升, 存在长期成长的潜力。
- **投资策略-短期博弈水泥板块反弹机会。**宏观经济出现显著增强的概率不大, 水泥板块出现趋势性上行的概率也不大; 但随着水泥板块的持续超跌, 板块存在反弹机会。首先, 水泥板块 PB 估值已经接近历史底部为反弹提供了估值基础。截至 2013 年 6 月底, 水泥板块 PB 已经降至 1.27 倍, 与过往两轮周期底部 PB 估值基本接近。其次, 水泥行业盈利与水泥板块市场表现存在一定程度的背离。截至 5 月份, 2013 年水泥板块累计盈利增速已经升至 1%, 虽然盈利弹性不强, 但与水泥指数持续创新低是背离的。另外, 政策层面预期有所改善。水泥板块是传统中上游重资产资本品的典型代表, 今年以来的市场表现显著落后大盘, 很大程度是由于资本市场对于中国经济中长期增速下移(尤其是投资端)的悲观预期导致。近期, 宏观政策层面出现了一定预期改善, 例如棚户区改造加速推进、地产再融资放开等, 这将对传统板块反弹提供契机。在区域选择上, 我们更倾向于基本面较好以及供需关系预期也更好的华东、陕甘宁区域。主要推荐公司为海螺水泥、华新水泥、江西水泥、祁连山、宁夏建材。

- **投资策略：长期布局差异型建材的成长性投资机会。**在宏观经济总需求增速难有显著提升背景下，市场对于有成长潜力的细分品种会持续挖掘；对于成长型公司，较大的市场空间及较高 ROE 是两大必备条件。首先是市场空间，包括两个层面：行业本身具有高增速或者零散市场格局具备集中可能性。石膏板、防水材料、细分玻纤制品、新型搪瓷材料、PCCP、HDPE 等行业满足这一条件其次，中线成长股需要有较强的盈利能力，高回报率下的高增长才是有质量的成长。决定公司回报率的因素：市场供需、市场竞争格局、公司竞争优势，ROE 是较好的衡量指标。结合市场空间及公司竞争优势，具备中长线成长潜质的公司如下：北新建材、东方雨虹、长海股份、建研集团、开尔新材、龙泉股份、伟星新材、纳川股份。
- **风险提示：宏观经济重新步入衰退**

目 录

| | |
|---|--------|
| 目 录 | - 3 - |
| 一、经济持续偏弱,下半年房地产投资确定性强于基建投资 | - 5 - |
| 1.1 本轮经济复苏力度(库存周期)明显偏弱 | - 5 - |
| 1.2 短期视角看,经济总需求疲弱的状况难改变;建材下游需求中的地产产业链的确定性比基建产业链更强 | - 6 - |
| 1.2.1 全年基建投资难有显著增量,部分省份的换届效应是潜在可能超预期的因素 | - 6 - |
| 1.2.2 房地产投资主体资产负债表总体强健,地产投资的确定性更强 | - 8 - |
| 二、经济持续偏弱背景下,偏下游建材品种趋势性机会更加显著 | - 9 - |
| 2.1 建材子行业分类:大宗资本品、差异型建材 | - 9 - |
| 2.2 经济偏弱背景下,偏下游的差异型建材品种盈利好于偏上游同质化资本品 | - 11 - |
| 三、投资策略:短期博弈资本品的超跌反弹机会;中长期布局差异型建材的成长性机会 | - 14 - |
| 3.1 持续下跌后水泥板块 PB 已经接近历史底部,有反弹机会 | - 14 - |
| 3.2、长期布局成长性建材品种:市场空间+竞争优势 | - 16 - |
| 五、主要推荐公司 | - 21 - |
| 图 1、水泥产量单月增速持续不高 | - 5 - |
| 图 2、今年以来发电量增速持续低于 10% | - 5 - |
| 图 3、年度发电量增速对比 | - 5 - |
| 图 4、年度水泥产量增速对比 | - 5 - |
| 图 5、房地产销售及地产企业到位资金持续好转 | - 8 - |
| 图 6、建材产业链示意图 | - 9 - |
| 图 7、下游差异型建材品种需求增速快于上游资本品 | - 11 - |
| 图 8、今年以来,偏下游差异型建材盈利增速好于中上游资本品 | - 12 - |
| 图 9、重资产资本品的利润波动性大,《平板玻璃》《玻纤》水泥 | - 12 - |
| 图 10、相对资本品来说,偏向下游的差异型建材品种盈利波动性要小很多 | - 12 - |
| 图 11、水泥板块历史 PB 情况 | - 14 - |
| 图 12、1-5 月分水泥板块盈利增速已经转正 | - 15 - |
| 图 13、北新建材(尤其是泰山石膏)同时在生产端和销售端建立了竞争优势 | - 17 - |
| 图 14、耐火材料行业公司间的回报率差异不大,整体回报率趋势下降 | - 17 - |
| 图 15、西部建设资产回报率不高(小企业偷税漏税反而更具优势) | - 18 - |
| 图 16、由于进入壁垒太低,塑料型材龙头企业(海螺型材) ROE 不高 | - 18 - |
| 图 17、PCCP 行业内公司资产周转能力差异显著导致回报率相差显著 | - 18 - |
| 图 18、建研集团减水剂业务的资产回报水平较高 | - 19 - |
| 图 19、长海股份的盈利能力(真实 roe)稳定在 20% | - 19 - |
| 图 20、塑料管道行业的盈利水平普遍较好 | - 20 - |
| 图 21、东方雨虹具备长期成长股潜质 | - 20 - |
| 表 1、各省市公布的 2013 年交通口径投资(不含铁路投资)规划 | - 6 - |
| 表 2、广东省近期发布的 2013-2015 年交通领域投资目标 | - 7 - |
| 表 3、建材各细分产品属性及行业特性对比 | - 10 - |

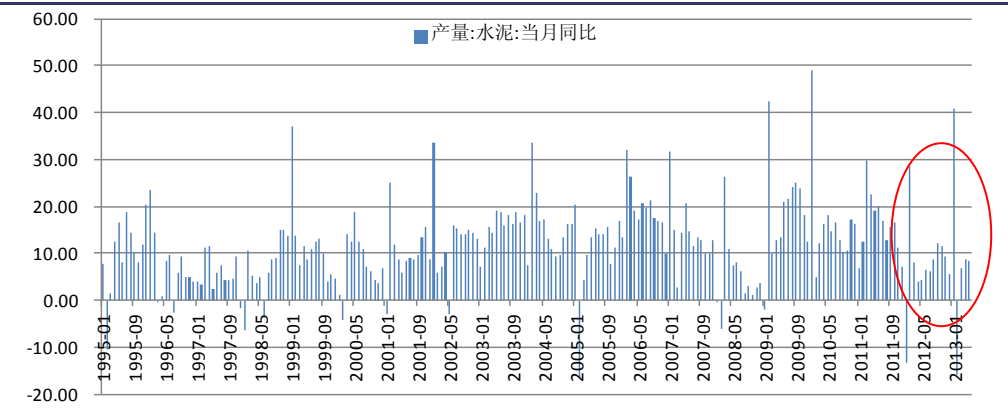
| | |
|----------------------------------|------------|
| 表 4、下游差异型建材需求端增速中枢较同质化资本品更高..... | - 11 - |
| 表 5、水泥板块 PB 已经接近历史底部..... | - 14 - |
| 表 6、建材子行业中公司成长潜力对比 | - 16 - |
| 表 7、重点推荐公司盈利预测及估值 | 错误! 未定义书签。 |

一、经济持续偏弱,下半年房地产投资确定性强于基建投资

1.1 本轮经济复苏力度(库存周期)偏弱

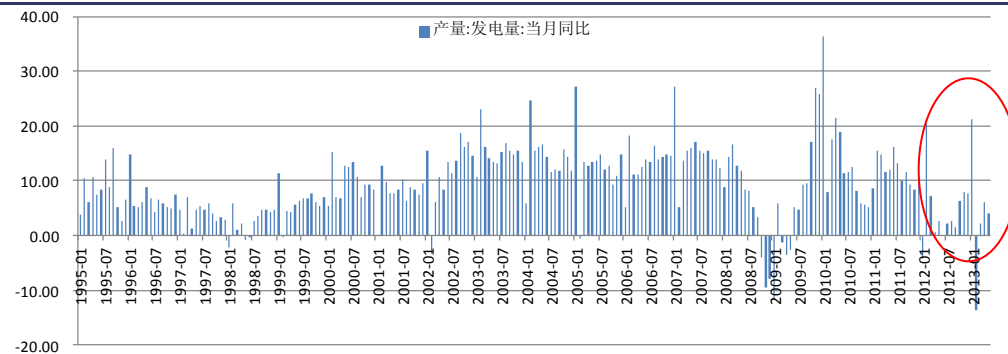
始于去年3季度的经济复苏力度较过往周期显得偏弱。2013年1-5月水泥产量增速为8.9%,高于2012年的7.4%,但明显低于2001-2012年年均13.1%的增速中枢,这说明本轮经济复苏力度偏弱。水泥产量更多反应的是投资端(房地产+基建)的强度,从更广泛需求代表的发电量指标来看,2013年1-5月同比增速甚至低于2012年,这说明扣除地产、基建投资后的其他经济领域的需求更加疲软。

图 1、水泥产量单月增速持续不高



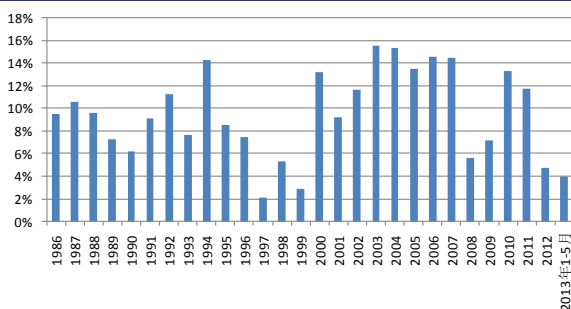
数据来源：兴业证券研究所

图 2、今年以来发电量增速持续低于 10%



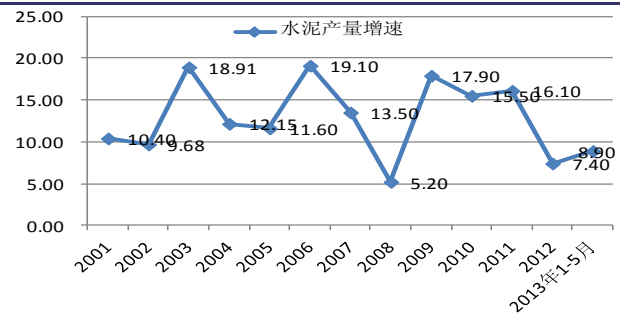
数据来源：WIND，兴业证券研究所

图 3、年度发电量增速对比



数据来源：WIND，兴业证券研究所

图 4、年度水泥产量增速对比



数据来源：WIND，兴业证券研究所

1.2 短期视角看,经济总需求疲弱的状况难改变;建材下游需求中的地产产业链的确定性比基建产业链更强

1.2.1 全年基建投资难有显著增量,部分省份的换届效应是潜在可能超预期的因素

公路、铁路建设投资是基建投资的重头,从公开信息公布的2013年投资规划看,并不能看出有多大的增量。2013年铁路基建投资计划为5300亿元,较2012年实际完成的5185亿元略有增长。同时,我们统计了各省份2013年交通领域(不含铁路投资)的投资计划。加总已公布省份的计划值,2013年规划值较2012年实际完成投资额增长-7.7%。考虑到实际执行过程中一般会超出规划值,基本可以认为2013年交通投资和2012年是基本持平或略有增加,大幅增长超出预期的概率不大。另外,从投资主体视角看,不管是铁路总公司还是地方政府,都面临较高的债务难题,这都会制约基建投资的扩张。

表1、各省市公布的2013年交通口径投资(不含铁路投资)规划

| 区域 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2012 全年 | 2013 | yoy |
|-----|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 北京 | 57 | 37 | 30 | 106 | 141 | 155 | 113 | 56 | 60 | 56 | | | |
| 天津 | 41 | 38 | 73 | 120 | 136 | 174 | 191 | 201 | 246 | 186 | | | |
| 河北 | 138 | 183 | 233 | 313 | 346 | 358 | 477 | 642 | 792 | 838 | 914 | 928 | 2% |
| 山西 | 122 | 161 | 152 | 142 | 171 | 173 | 516 | 578 | 648 | 565 | 680 | 300 | -56% |
| 内蒙古 | 131 | 202 | 272 | 246 | 263 | 264 | 317 | 389 | 503 | 560 | 610 | 625 | 2% |
| 辽宁 | 95 | 122 | 166 | 225 | 206 | 220 | 436 | 332 | 375 | 314 | 343 | 385 | 12% |
| 吉林 | 75 | 118 | 133 | 136 | 146 | 147 | 224 | 266 | 130 | 111 | | | |
| 黑龙江 | 85 | 89 | 85 | 123 | 146 | 190 | 331 | 333 | 302 | 214 | | | |
| 上海 | 149 | 242 | 254 | 240 | 280 | 370 | 390 | 296 | 233 | 174 | | | |
| 江苏 | 252 | 398 | 422 | 407 | 408 | 411 | 422 | 508 | 594 | 578 | 677 | 647 | -4% |
| 浙江 | 246 | 371 | 498 | 573 | 432 | 427 | 516 | 575 | 633 | 688 | 805 | 552 | -31% |
| 安徽 | 127 | 158 | 178 | 232 | 228 | 174 | 191 | 198 | 253 | 323 | 390 | 450 | 16% |
| 福建 | 132 | 140 | 151 | 217 | 316 | 335 | 469 | 601 | 667 | 761 | 830 | 675 | -19% |
| 江西 | 137 | 144 | 120 | 140 | 143 | 124 | 187 | 245 | 291 | 256 | 352 | 354 | 1% |
| 山东 | 214 | 196 | 318 | 314 | 296 | 282 | 374 | 439 | 472 | 548 | 560 | 497 | -11% |
| 河南 | 218 | 310 | 397 | 473 | 327 | 230 | 205 | 279 | 342 | 448 | 489 | 465 | -5% |
| 湖北 | 157 | 190 | 229 | 322 | 375 | 381 | 480 | 542 | 588 | 579 | 628 | 600 | -4% |
| 湖南 | 99 | 130 | 130 | 183 | 213 | 269 | 541 | 714 | 802 | 725 | 813 | 750 | -8% |
| 广东 | 222 | 300 | 390 | 401 | 413 | 424 | 593 | 728 | 665 | 654 | 713 | 720 | 1% |
| 广西 | 72 | 102 | 120 | 127 | 180 | 219 | 363 | 471 | 587 | 606 | 720 | 750 | 4% |
| 海南 | 8 | 9 | 10 | 17 | 30 | 37 | 63 | 34 | 47 | 87 | 94 | 105 | 11% |
| 重庆 | 84 | 118 | 156 | 231 | 296 | 310 | 297 | 338 | 321 | 380 | 415 | 450 | 9% |
| 四川 | 150 | 170 | 159 | 190 | 245 | 328 | 548 | 742 | 978 | 1067 | 1164 | 580 | -50% |
| 贵州 | 89 | 91 | 110 | 134 | 150 | 184 | 273 | 381 | 484 | 559 | 612 | 800 | 31% |
| 云南 | 123 | 146 | 225 | 276 | 309 | 239 | 321 | 584 | 575 | 422 | 465 | 430 | -8% |
| 西藏 | 24 | 33 | 39 | 40 | 41 | 44 | 61 | 71 | 80 | 96 | 101 | 220 | 118% |
| 陕西 | 127 | 154 | 164 | 244 | 264 | 306 | 457 | 545 | 509 | 327 | 350 | 260 | -26% |
| 甘肃 | 78 | 90 | 110 | 123 | 128 | 134 | 172 | 216 | 244 | 345 | 360 | 464 | 29% |
| 青海 | 39 | 39 | 41 | 51 | 75 | 75 | 84 | 107 | 132 | 160 | 170 | 180 | 6% |
| 宁夏 | 30 | 33 | 34 | 36 | 37 | 40 | 45 | 58 | 75 | 73 | 71 | 78 | 10% |
| 新疆 | 73 | 101 | 84 | 85 | 77 | 102 | 159 | 191 | 317 | 352 | 376 | 375 | 0% |
| 合计 | 3593 | 4614 | 5480 | 6468 | 6820 | 7127 | 9815 | 11662 | 12944 | 13051 | 13702 | 12640 | -7.7% |
| yoy | | 28.4% | 18.7% | 18.0% | 5.4% | 4.5% | 37.7% | 18.8% | 11.0% | 0.8% | | | |

数据来源: 互联网资料整理, 兴业证券研究所

注: 2003-2012年数据均为1-11月累计数据, 并非全年数据

虽然我们认为全国范围内的基建投资难超预期，但部分省份政府换届效应是可能的潜在超预期因素。以广东省为例，其在上半年曾公布的《加快推进全省重要基础设施建设工作方案（2013—2015年）》中，2013-2015年公路及港口领域的投资目标达到3765亿元，年均投资1255亿元，较2012年完成的713亿元有不小增量，年均增速达到30%。若加总2013-2015年的铁路、机场、城市轨道交通投资目标，交通领域的总投资目标达到8261亿元，年均完成2754亿元，相对2012年广东的交通运输、仓储及邮政固定资产投资（2012年完成1819亿元投资）同样有相当增量，2013-2015年均增量达到22%。

表 2、广东省近期发布的 2013-2015 年交通领域投资目标

| 单位：亿元 | 总投资 | 2013-2015年 完成投资 | 年均投资 | 2012年 | 2013-2015年均 /2012投资 | 2013-2015年 均增速 |
|-------------|------|--------------------|------|-------|------------------------|-------------------|
| 公路建设：高速公路 | 7226 | 2688 | 896 | | | |
| 普通公路 | 1130 | 708 | 236 | | | |
| 港口建设：港口码头 | 369 | 287 | 96 | | | |
| 航道整治 | 127 | 82 | 27 | | | |
| 交通运输口径总投资 | | 3765 | 1255 | 713 | 1.76 | 30% |
| 铁路建设：国铁干线项目 | 2661 | 938 | 313 | | | |
| 城际铁路 | 2549 | 1112 | 371 | | | |
| 疏港铁路项目 | 318 | 185 | 62 | | | |
| 城市地铁 | 4418 | 2109 | 703 | | | |
| 机场项目：枢纽机场 | 390 | 148 | 49 | | | |
| 支线机场 | 8 | 4 | 1 | | | |
| 合计 | | 8261 | 2754 | 1819 | 1.51 | 22% |

数据来源：互联网，兴业证券研究所

广东省人民政府关于印发《加快推进全省重要基础设施建设工作方案（2013—2015年）》的通知

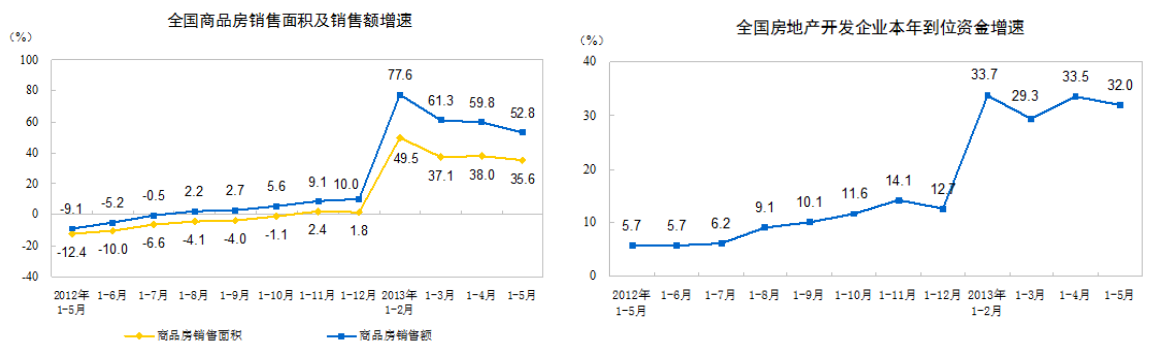
注：广东省2012年交通运输、仓储及邮政固定资产投资为1819亿元

广东省2012年公路、港口领域投资为713亿元

1.2.2 房地产投资主体资产负债表总体强健，地产投资的确定性更强

当前时点看，房地产产业的发展依然面临较强的政策不确定性，但由于持续 1 年的销售好转已经加大程度改善了房地产商的资产负债表。相对于基建链条上的投资主体（地方政府为主），房地产商的资产负债表显然更强健；即便后续随着房地产商土地购置支出的不断上升，地方政府资产负债表的改善也还需时日。因此，我们认为从 1-2 个季度的时间维度来看，地产产业链的确定性仍旧比基建产业链更强。

图 5、房地产销售及地产企业到位资金持续好转



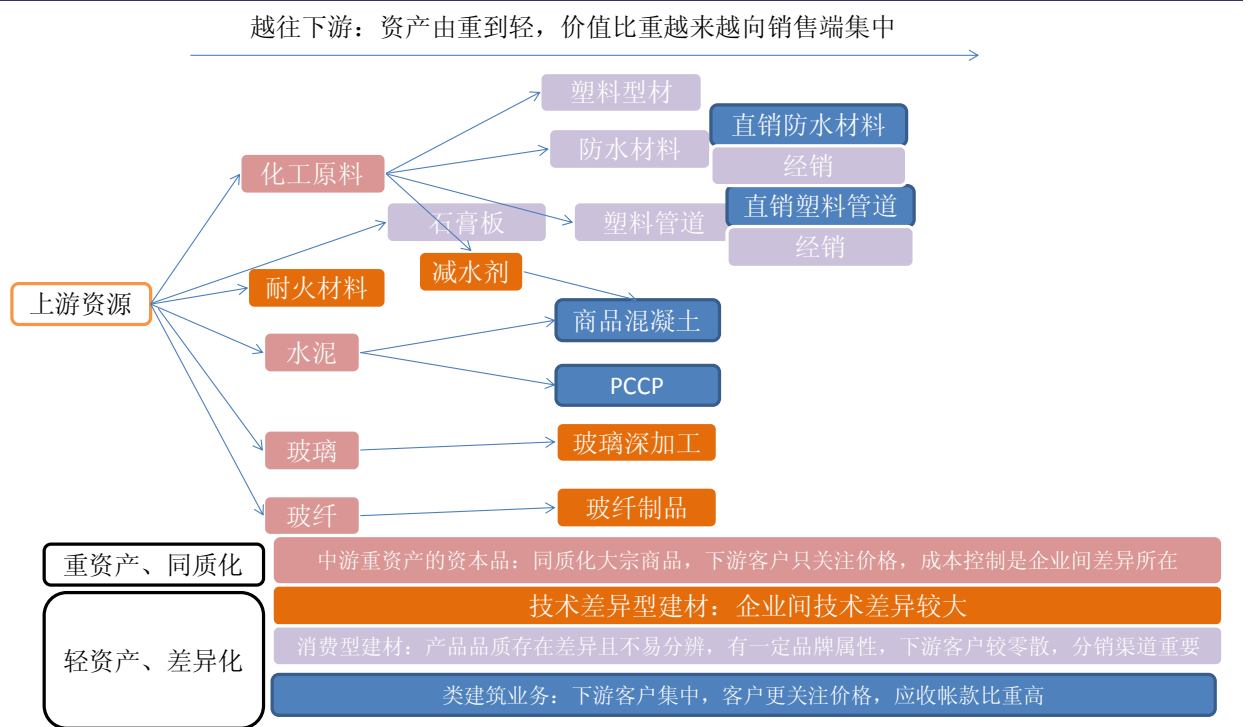
数据来源：国家统计局，兴业证券研究所

二、经济持续偏弱背景下,偏下游建材品种趋势性机会更加显著

2.1 建材子行业分类：大宗资本品、差异型建材

建材板块子行业较多，大致可以分为两大类：大宗建材、差异型建材。大宗商品有水泥、玻璃、玻纤，固定资产占比都在 50% 以上，下游客户关注的只是价格，企业间的差异来源于各自的成本控制能力。建材大宗商品行业投资机会主要来自产品价格的周期性波动，和经济扩张强度相关。差异性建材由于产品并非完全同质化，价格波动性明显弱于更上游的大宗商品，其盈利能力的波动性也明显更小。

图 6、建材产业链示意图



数据来源：兴业证券研究所

重资产资本品（水泥、玻璃、玻纤）的核心投机价值在于盈利弹性，在经济偏弱的背景下，缺乏价格弹性，难有系统性机会。终端需求越分散，其形成较强需求增速的概率就越低；玻璃的下游需求最集中，在房地产产业链较景气的背景下，其价格表现会稍好。玻纤行业的终端需求（需求领域及地域层面）最分散，形成需求端强势拉动的投资机会概率小。水泥行业由于短腿特性以及局部区域的高集中度，存在区域性机会可能。

表 3、建材各细分产品属性及行业特性对比

| 细分行业 | 产品属性 | 终端需求 | 行业增速 | 固定资产/总资产 | 应收账款/总资产 | 销售费用率 | 行业特征 | 价值环节 | 盈利驱动核心因素 |
|--------|-----------------------|----------------|-----------------|---------------|-----------------|--------|-----------------|--------------------|----------|
| 水泥 | 产品同质化 | 基建、房地产、农村 | 成熟期，低速 | 60% | 很低 | 约 5% | 重资产资本品 | 生产（成本控制） | 价格 |
| 平板玻璃 | 同质化 | 房地产 80%、汽车 20% | 成熟期，低速 | 高于 50% | 很低，1%左右 | 约 1% | 重资产资本品 | 生产（成本控制） | 价格 |
| 玻纤 | 同质化 | 领域广泛，地域广泛，全球定价 | 成熟期，低速 | 60% | 8% | 3% | 重资产资本品 | 生产（成本控制） | 价格 |
| 减水剂 | 有差异，产品配方因地制宜，且有一定使用粘性 | 商品混凝土（房地产+基建） | 成长期，中速 | | | | 应收帐款较高 | 生产（技术） | 量，毛利率 |
| 深加工玻璃 | 有差异，有技术属性 | 房地产、汽车 | 成长期，中速 | 因品种差异大，低于 40% | 因品种差异大，低于 20% | 低于 5% | 轻资产 | 生产（技术） | 量 |
| 玻纤制品 | 有差异，有技术属性 | 广泛 | 成长期，中速，新产品有高速增长 | 30% | 10%-20% | 5% | 中度资产 | 生产（技术） | 量 |
| 新型搪瓷材料 | | 地铁、电厂脱硝 | 成长初期，高速 | 20% | 20% | 5% | 轻资产 | 生产（技术） | 量 |
| 耐火材料 | 同质化 | 传统重化工业 | 成熟期，低速 | 20%-30% | 20%-30% | 10% | 重资产行业的衍生行业 | | 量 |
| 石膏板 | 非完全同质化，有一定消费属性 | 房地产 | 成长期，中速 | 45% | 很低，约 3% | 4% | 中度资产 | 生产（成本控制）+销售（品牌、渠道） | 量，毛利率 |
| 防水材料 | 产品种类较多，有消费属性 | 房地产+基建 | 成长期，中速 | 低于 20% | 30%（经销 0%，直销较高） | 10% | 轻资产，直销应收重，经销应收低 | 销售（品牌、渠道） | 量，毛利率 |
| 塑料管道 | 产品种类多，有消费属性 | 房地产+基建 | 成长期，中速 | 20% | 经销 0%，直销 30% | 5%-15% | 轻资产，直销应收重，经销应收低 | 销售（品牌、渠道） | 量，毛利率 |
| 塑料型材 | 行业衰退 | 房地产 | 衰退期 | 45% | 0% | 3% | 中度资产 | | 量，毛利率 |
| PCCP | 工艺简单，产品同质化 | 基建（水利、市政） | 成长期，中速 | 约 20% | 高于 20% | 约 6% | 应收帐款驱动 | | 量 |
| 商品混凝土 | 同质化 | 基建 | 成长期，中速 | 约 30% | 高于 20% | 约 1% | 应收帐款高 | | 量 |

资料来源：兴业证券研究所

2.2 经济偏弱背景下，偏下游的差异型建材品种盈利好于偏上游同质化资本品

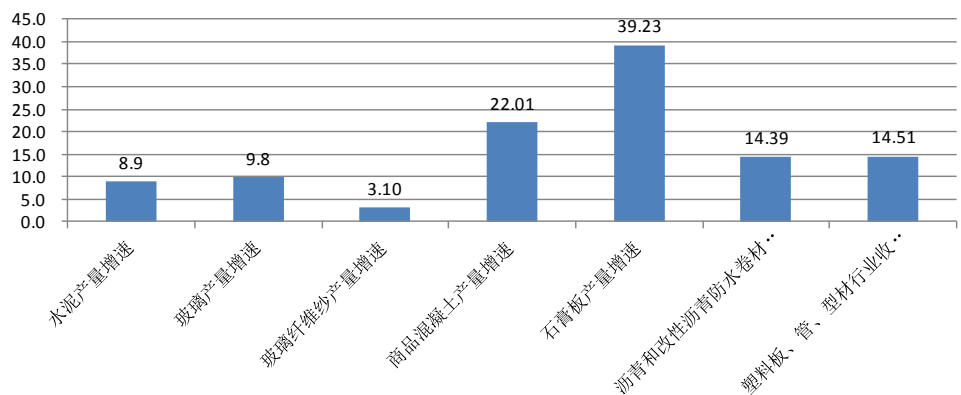
首先体现在需求端增速上，偏下游的差异型建材需求增速更高且更稳定。越往上游，其对应的需求面越广泛，和宏观经济的波动一致性越强；而在偏下游的建材品种中，部分细分品种由于存在对于旧产品的替代作用，其需求增速波动中枢会显著高于宏观经济，且增速更加稳定，例如防水材料、石膏板等。

表 4、下游差异型建材需求端增速中枢较同质化资本品更高

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013年 1-5月 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------------|
| 水泥产量增速 | 10.4 | 9.7 | 18.9 | 12.2 | 11.6 | 19.1 | 13.5 | 5.2 | 17.9 | 15.5 | 16.1 | 7.4 | 8.9 |
| 玻璃产量增速 | 13.8 | 11.8 | 18.2 | 33.7 | 16.8 | 13.3 | 13.4 | 6.5 | 1.7 | 10.9 | 15.8 | -3.2 | 9.8 |
| 玻璃纤维纱产量增速 | | 44.7 | 24.0 | 30.9 | 32.8 | 32.4 | 28.3 | 45.5 | 9.9 | 29.5 | 17.9 | 10.2 | 3.1 |
| 商品混凝土产量增速 | | | | | 23.8 | 19.2 | 23.6 | 14.7 | 21.6 | 32.3 | 27.2 | 14.4 | 22.0 |
| 石膏板产量增速 | | 24.5 | 36.8 | 46.5 | 24.6 | 25.5 | 32.2 | 12.6 | 23.5 | 21.3 | 35.3 | 14.4 | 39.2 |
| 沥青和改性沥青防水卷材产量增速 | | | | | | | 57.7 | 20.8 | 18.7 | 23.3 | 17.9 | 14.3 | 14.4 |
| 塑料板、管、型材行业收入增速 | 29.9 | 14.1 | 21.0 | 29.6 | 26.8 | 29.1 | 32.3 | 27.8 | 16.1 | 33.2 | 29.6 | 14.6 | 14.5 |

资料来源：wind，兴业证券研究所

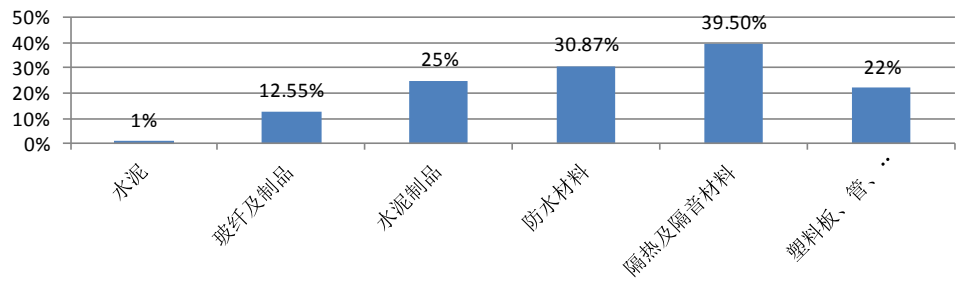
图 7、下游差异型建材品种需求增速快于上游资本品



数据来源：WIND, 兴业证券研究所

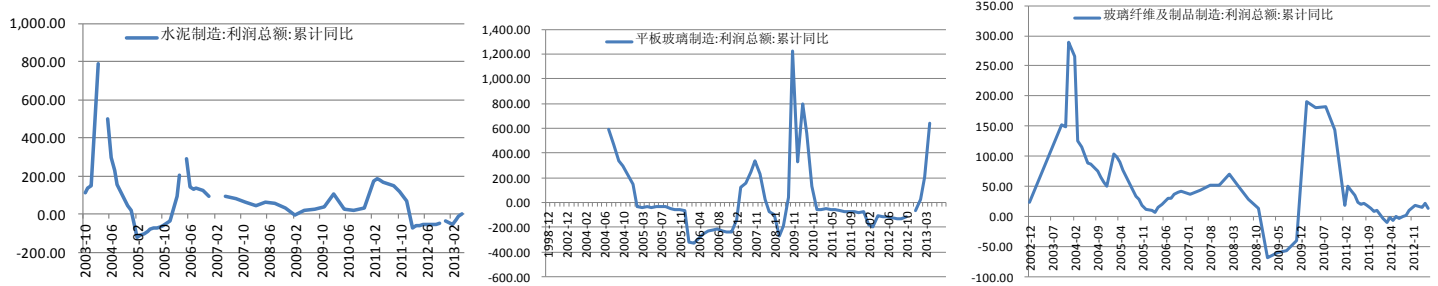
在盈利表现上，下游差异型建材的盈利更稳定。重资产资本品盈利的驱动因素在于价格，价格剧烈波动导致盈利波动性强，平板玻璃、玻纤、水泥盈利波动性递减。偏下游差异型建材的盈利驱动因素更多与量相关而非价格，其盈利稳定性明显更好。另外，在今年这种宏观经济偏弱的背景下，重资产资本品盈利弹性普遍偏小（平板玻璃由于去年亏损，所以体现利润高增长，但利润绝对额也不高），而差异型建材的利润增速表现较好。

图 8、今年以来，偏下游差异型建材盈利增速好于中上游资本品



数据来源：WIND,兴业证券研究所

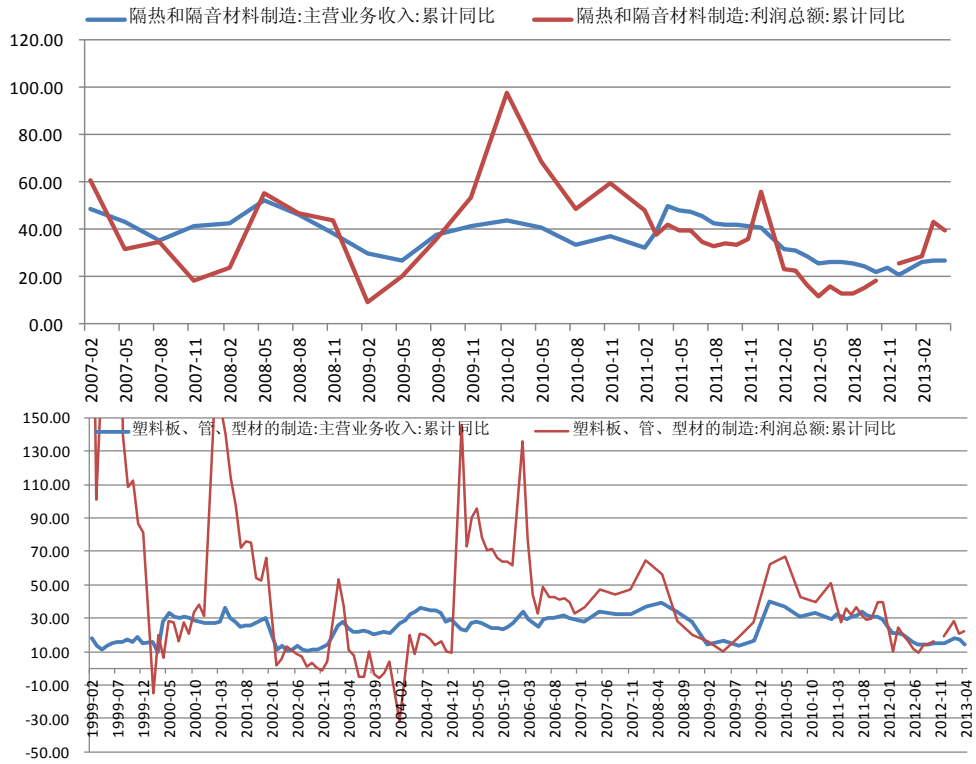
图 9、重资产资本品的利润波动性大，平板玻璃》玻纤》水泥



数据来源：WIND,兴业证券研究所

图 10、相对资本品来说，偏向下游的差异型建材品种盈利波动性要小很多





数据来源: WIND, 兴业证券研究所

三、投资策略：短期博弈资本品的超跌反弹机会；中长期布局差异型建材的成长性机会

3.1 持续下跌后水泥板块 PB 已经接近历史底部，有反弹机会

2013 年上半年，水泥板块指数收益率为-27.7%，大幅跑输大盘；且指数跌破去年低点。我们认为，宏观经济出现显著增强的概率不大，水泥板块出现趋势性上行的概率也不大；但随着水泥板块的持续超跌，板块存在反弹机会。

首先，水泥板块 PB 估值已经接近历史底部为反弹提供了估值基础。截至 2013 年 6 月底，水泥板块 PB 已经降至 1.27 倍，与过往两轮周期底部 PB 估值基本接近。

其次，水泥行业盈利与水泥板块市场表现存在一定程度的背离。截至 5 月份，2013 年水泥板块累计盈利增速已经升至 1%，虽然盈利弹性不强，但与水泥指数持续创新低是背离的。

另外，政策层面预期有所改善。水泥板块是传统中上游重资产资本品的典型代表，今年以来的市场表现显著落后大盘，很大程度是由于资本市场对于中国经济中长期增速下移（尤其是投资端）的悲观预期导致。近期，宏观政策层面出现了一定预期改善，例如棚户区改造加速推进、地产再融资放开等，这将对传统板块反弹提供契机。

在区域选择上，我们更倾向于基本面较好以及供需关系预期也更佳的华东、陕甘宁区域。主要推荐公司为海螺水泥、华新水泥、江西水泥、祁连山、宁夏建材。

图 11、水泥板块历史 PB 情况



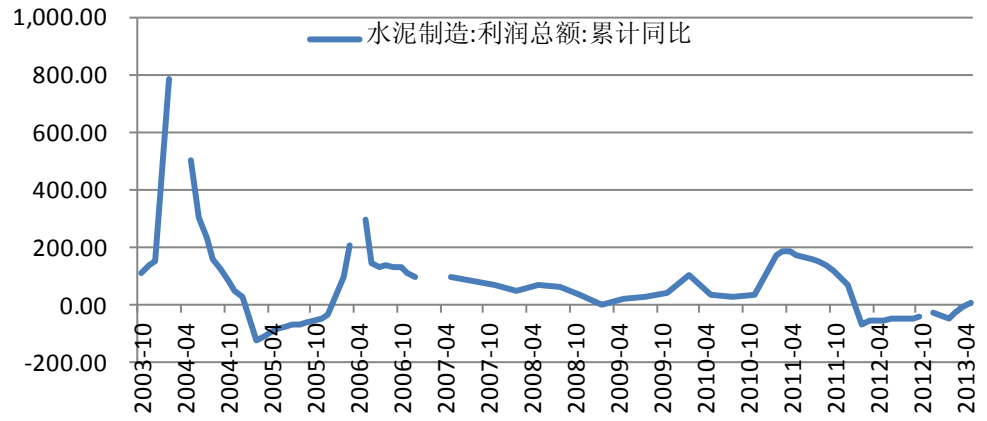
数据来源：兴业证券研究所

表 5、水泥板块 PB 已经接近历史底部

| | 水泥板块 PB | 海螺水泥 PB | 全部 A 股 PB | 水泥板块/全部 A 股 |
|------------|---------|---------|-----------|-------------|
| 2005/7/15 | 1.07 | 1.46 | 1.62 | 0.66 |
| 2008/10/17 | 1.28 | 1.23 | 2.26 | 0.57 |
| 2013/6/27 | 1.28 | 1.42 | 1.51 | 0.85 |

资料来源：WIND，兴业证券研究所

图 12、1-5 月分水泥板块盈利增速已经转正



数据来源：兴业证券研究所

3.2、长期布局成长性建材品种：市场空间+竞争优势

在宏观经济总需求增速难有显著提升背景下，市场对于有成长潜力的细分品种会持续挖掘。对于成长型公司，较大的市场空间及竞争优势是两大必备条件。

首先是市场空间，包括两个层面：行业本身具有高增速或者零散市场格局具备集中可能性。石膏板、防水材料、细分玻纤制品、新型搪瓷材料、PCCP、HDPE等行业满足这一条件。

其次，中线成长股需要有较强的盈利能力，高回报率下的高增长才是有质量的成长。公司回报率是行业竞争格局及公司竞争优势的叠加，前者决定了行业的回报率水平，而后者决定了公司超过同业回报率的高低。进入门槛的高低是决定行业回报率水平的最核心因素。建材行业普遍进入门槛低，公司较高的盈利能力更多需要依靠自身竞争优势而非行业的平均高回报率。建材公司竞争优势大都来自以下三个方面：生产端的成本优势（海螺、北新）、生产端的技术优势（建研集团、长海股份、南玻 A）、销售端的“渠道+品牌”优势（伟星新材、永高股份、东方雨虹等）。

结合市场空间及公司竞争优势，具备中长线成长潜质的公司如下：北新建材、东方雨虹、长海股份、建研集团、开尔新材、龙泉股份、纳川股份。

表 6、建材子行业中公司成长潜力对比

| 细分行业 | 代表公司 | 行业增速 | 行业竞争格局 | 竞争优势及盈利能力 |
|--------|-----------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|--|
| 石膏板 | 北新建材 | 成长期，较高增速（石膏板对传统材料的缓慢替代） | 集中度高，龙头占有率近 50% | 成本优势（设备自制、低单耗、脱硫石膏控制、规模经济）、品牌+渠道 泰山石膏 roe 大于 30%，北新建材 roe 已经上升至超过 20% |
| 减水剂 | 建研集团 | 成长期，高增速（商混率提升） | 集中度不高，有拓展空间 | 技术、资金 Roe 回报率超过 15% |
| 深加工玻璃 | 南玻、亚玛顿、秀强股份、金刚玻璃 | 整体难有高增速，部分细分品种有高增速 | 集中度不高 | 技术，可以建立可持续的竞争优势 |
| 玻纤制品 | 长海股份 、中材科技 | 新产品有高增速 | 集中度低 | 长海股份回报率较高，约 20% |
| 新型搪瓷材料 | 开尔新材 | 成长初期，高增速（产品领域不断拓展，电厂脱硝带来 3 年左右的爆发增长） | 行业处在成长初期，相对集中 | 先发优势 |
| 耐火材料 | 濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技、鲁阳股份 | 成熟期，低增速，下游为重化工业 | 集中度低，进入壁垒不高 | 公司难形成可持续竞争优势，回报率持续下降至 10% 以下 |
| PCCP | 龙泉股份 、青龙管业、国统股份、巨龙管业 | 成长期，高增速（南水北调及水利建设） | 集中度适中，但进入壁垒不高，下游客户集中导致议价能力强 | 类建筑业务，企业间资产周转能力有差异 龙泉股份 roe 显著高于其他公司，持续性需要观察 |
| 商品混凝土 | 西部建设 | 成长期，较高增速（商混率提升） | 集中度低，进入门槛低 | 小企业的非正常经营反而带来竞争优势 西部建设：10% |
| 防水材料 | 东方雨虹 | 成长期，较高增速（防水材料使用领域增加+新型 | 集中度低，龙头占有率不到 5% | 竞争优势：规模、品牌、渠道 |

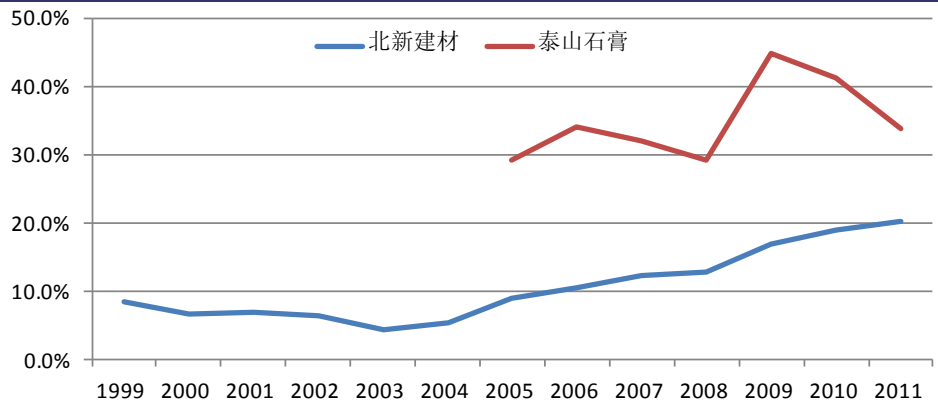
| | | | | |
|------|------------------------|------------------------|-------------------------------|---|
| | | 防水材料对传统材料的替代) | | 东方雨虹过去几年牺牲盈利来扩大市场份额, 真实 roe 应该超过 15% |
| 塑料管道 | 伟星新材、永高股份、 纳川股份 | 成后期, 市政领域高增长, 建筑领域增速下降 | 全国范围零散, 龙头市场份额 10%, 部分区域已经较集中 | 竞争优势: 规模、品牌、渠道 伟星: 品牌及渠道积累 永高: 品牌及渠道积累 纳川: 细分市场的先发优势, 资金优势 |
| 塑料型材 | 海螺型材 | 衰退期 | 进入壁垒太低 | Roe: 5%-10% |

资料来源: 兴业证券研究所

北新建材(主要是泰山石膏)的竞争优势最为显著, 不仅体现在生产端的成本优势(低单耗、规模经济、脱硫石膏控制), 也体现在销售端的分销渠道及品牌积累; 泰山石膏的加权净资产回报率长期保持在 30% 以上就是强竞争优势的集中体现。

图 13、北新建材(尤其是泰山石膏)同时在生产端和销售端建立了竞争优势

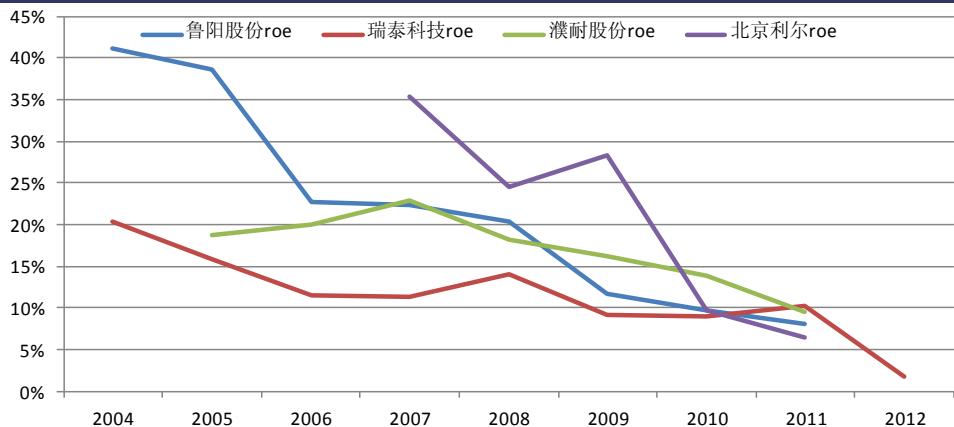
北新建材是建材板块中相对竞争优势最显著的公司, 既有生产端优势, 又有销售端优势, 最后导致石膏板行业呈现一家独大的高集中度格局。石膏板是建材板块中少有的人均使用量远低于国外发达国家水平的产品, 长期增长空间仍然较大, 我们认为北新建材的成长之路仍会持续



资料来源: wind, 兴业证券研究所

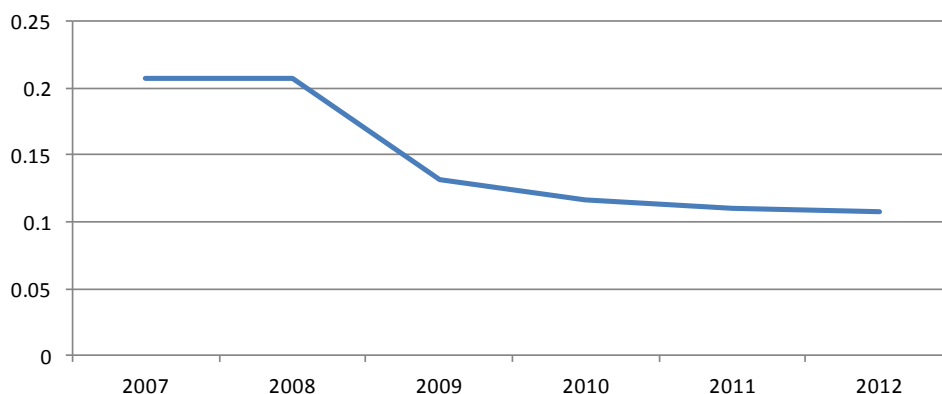
图 14、耐火材料行业公司间的回报率差异不大, 整体回报率趋势下降

耐火材料本身需求来自于产能过剩、盈利不佳的重化工业(钢铁、水泥、玻璃等), 产业链盈利不佳加上行业竞争格局较差, 耐火材料行业的回报率呈现逐年走低趋势



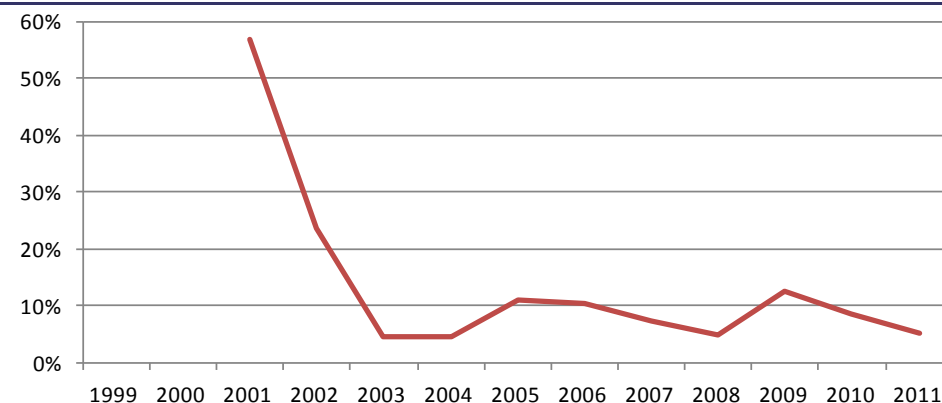
资料来源: 兴业证券研究所

商混率提升使得商混行业具备一定的成长性,加上行业集中度非常低,公司收入具备很强的拓展空间,但由于商混行业自身过低的进入门槛导致行业内公司总体回报率不高(尤其是经营规范的大企业),因此我们认为商混行业难产生长线成长股

图 15、西部建设资产回报率不高(小企业偷税漏税反而更具优势)


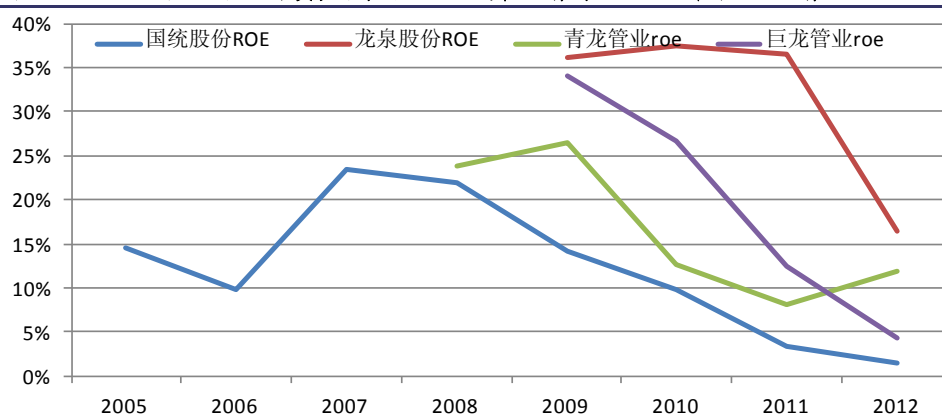
资料来源: 兴业证券研究所

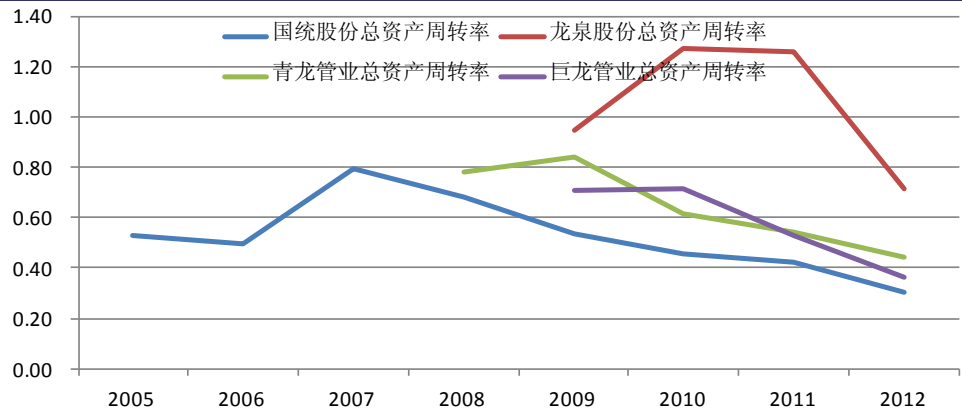
型材行业已经进入衰退阶段,已无投资价值,但由于其盈利的反周期特征,具备周期性的投机价值

图 16、由于进入壁垒太低,塑料型材龙头企业(海螺型材)ROE 不高


资料来源: WIND, 兴业证券研究所

可以发现, PCCP 行业的 4 家上市公司的资产回报水平差异显著, 排序依次为: 龙泉、巨龙、青龙、国统; 资产周转能力的差异是导致各自回报率差异的主要因素, 其中龙泉股份的资产周转能力显著强于其他公司。由于南水北调工程的集中施工带来整个行业 2-3 年的订单爆发, 其中龙泉股份的订单锁定率最强, 其具备中线成长股潜质

图 17、PCCP 行业内公司资产周转能力差异显著导致回报率相差显著




资料来源：wind，兴业证券研究所

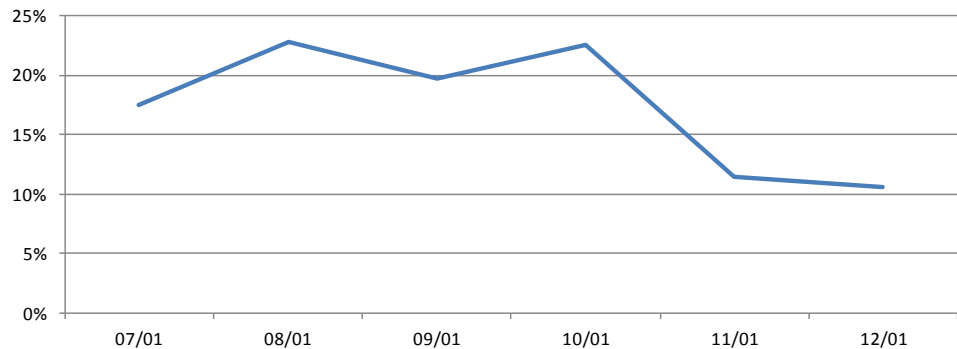
图 18、建研集团减水剂业务的资产回报水平较高

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 全司roe | 44% | 28% | 29% | 8% | 12% | 15% |
| 检测业务roe | | | | 52% | 34% | 30% |
| 科之杰新材料 | | | | 6% | 14% | 16% |
| 重庆科之杰 | | | 0.6% | 28.2% | 28.7% | 19.4% |
| 贵州科之杰 | | | | | 46% | 52% |

资料来源：公司年报，兴业证券研究所

图 19、长海股份的盈利能力（真实 roe）稳定在 20%

长海股份的资产回报率较高且稳定，2011、2012 年出现回落主要由于募投项目未投产，随着项目投产公司回报率会升到较高水平

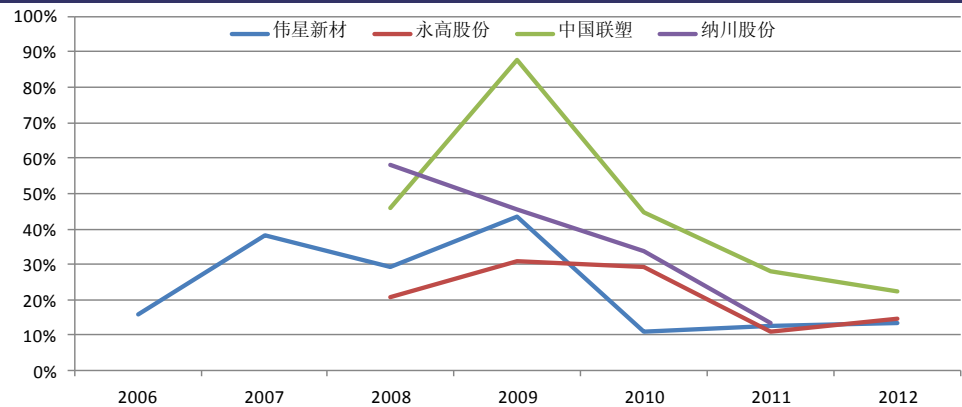


资料来源：兴业证券研究所

塑料管材和防水材料有很强的相似性，生产端进入门槛很低，企业竞争优势体现在销售端（分销渠道及品牌）。防水材料和塑料管道行业最大的不同之处在于前者的市场格局落后于后者，即防水材料行业仍然高度零散，这给了东方雨虹大好时机，竞争对手实力弱使得东方雨虹市场份额上升来得容易。

伟星新材和永高股份在各自区域及领域具备竞争优势，资产盈利能力较强，但整个塑料管道行业已经呈现出区域割据格局（各个区域有强势品牌），跨区域扩张难度较大，收入端的增速瓶颈限制了企业的成长速度，行业集中度会逐渐提升，但集中速度较慢

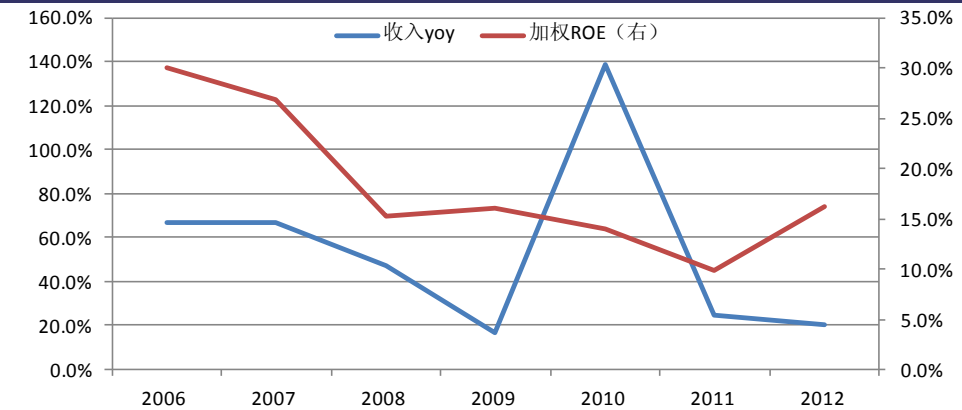
图 20、塑料管道行业的盈利水平普遍较好



资料来源：兴业证券研究所

东方雨虹上市后快速扩张，市场份额得到快速提升，但也牺牲了短期的盈利，表现出资产回报率水平持续下降。随着公司竞争优势的不断加强（规模优势、渠道布局、品牌），公司盈利能力会逐渐修复，回到有机增长轨道。2012 年其加权净资产回报率已经上升到 15% 以上。由于行业集中度低，竞争对手弱，东方雨虹具备持续长期成长潜力

图 21、东方雨虹具备长期成长股潜质



资料来源：兴业证券研究所

五、主要推荐公司

- **海螺水泥：从成长和周期的视角看海螺。**

成长的视角：海螺的持续性的成本优势在重资产资本品中是稀缺的，高回报率推动的稳健增长可以持续。Roe 中枢 15%（ROIC 明显由于同业），国内市场份额仅 10%，收购及海外市场可以维持销量的持续增长，5 年内 10%-15%。其中，2013 年销量 20% 以上增长（产能增 12%，产能利用增 8%）

周期的视角：这一次 PB 估值底部盈利能力更强。盈利底部的提升主要由于市场竞争格局的改善。水泥行业供给端的改善预期好于其他资本品，需求端至少 5 年内不会萎缩，盈利底部买入有盈利能力的看涨期权。

预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.50、1.75、2.0 元

- **北新建材：竞争优势最明显的建材公司，稳定增长。**

从供给端看，北新建材（尤其是泰山石膏）的竞争优势是所有建材公司中最显著的，不仅具有生产端的成本优势（设备自制支持下的可持续低能耗优势、规模效应、脱硫石膏控制），同时具有销售端优势（全国性的分销渠道以及一定的品牌积淀）。

从需求端看，石膏板是少有的人均销量远低于发达国家的建材品种之一，石膏板行业仍然具有足够的市场空间。北新建材强大竞争优势带来的高集中度格局之下，北新建材充分受益于整个行业销量的稳定增长。

- **东方雨虹：竞争优势强化，回报率提升，长期成长潜力十足，有成为“中国联塑”的潜质。**

防水材料行业与塑料管道行业有一定的相似性，体现在行业属性、市场容量、终端需求、经营模式等方面。

塑料管道行业竞争格局的演绎领先于防水行业，已经形成了一家全国性龙头（中国联塑，100 亿收入）+ 数家区域性龙头（例如永高、伟星、顾亿科技等）的竞争格局。防水材料行业较塑料管道行业更零散，龙头企业雨虹市场占有率不足 5%，竞争对手实力更弱，公司市场份额空间大，我们认为公司将成为防水行业的“中国联塑”。

东方雨虹过去几年主动牺牲盈利能力来快速获取市场份额，随着公司规模扩大、渠道布局完善，公司的竞争优势不断强化，盈利能力将持续回升。前期渠道扩张及研发投入导致公司费用率居高不下，随着规模效应的逐步显现，费用率下降有望带来净利率提升；另一方面，渠道经营比例的上升、规模效应下对上下游客户议价能力提升有望带来公司资产周转能力加快；净利率和资产周转率的提升都能带来公司 roe 水平的回升。

预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.75、0.94、1.17 元。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理:

邓亚萍:021-38565916,dengyp@xyzq.com.cn 盛英君:021-38565938,shengyj@xyzq.com.cn
罗龙飞:021-38565795,luolf@xyzq.com.cn 杨 忱:021-38565915,yangchen@xyzq.com.cn
郭红卫:021-38565839,guohw@xyzq.com.cn 王 政:021-38565966,wangz@xyzq.com.cn
地 址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)
传 真: 021-38565955

北京地区销售经理:

韩吟华:010-66290195,hanyh@xyzq.com.cn 朱圣诞:010-66290197,zhusd@xyzq.com.cn
李 丹:010-66290223,lidan@xyzq.com.cn 肖 霞:010-66290195,xiaoxia@xyzq.com.cn
郑小平:010-66290223,zhengxiaoping@xyzq.com.cn
地 址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033)
传 真: 010-66290200

深圳地区销售经理:

朱元彧:0755-82796036,zhuyy@xyzq.com.cn 李 昇:0755-82797217,lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑:0755-82790526,yangjian@xyzq.com.cn
地 址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048)
传 真: 0755-82562090

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。