



## 紧跟一带一路，分享新兴经济体发展红利

### 投资要点

- 我国经济面临结构调整，传统行业急需转型升级，而“走出去”参与新兴市场经济体发展成为建材行业拓展国际市场、调整结构、转型升级的重要途径。
- 我国建材行业海外拓展迈入新阶段。从国内建材企业海外拓展情况来看，主要分为三个阶段，产品出口—技术输出—资本输出，现阶段，我国建材企业已经从单纯出口产品阶段走向技术&资本输出阶段。
- 建材行业响应一带一路号召，海外拓展成效显著。在资本输出阶段，建材行业中水泥、玻璃、玻纤等细分领域均实现了海外投资设厂，其中，水泥行业是建材行业海外拓展的排头兵，在一带一路沿线多个国家投资水泥生产线，合计产能约 3000-4000 万吨/年。
- 后水泥时代，水泥工业海外拓展为建材行业国际化树立了标杆。目前，中国在技术装备等综合实力上已经成为水泥大国，水泥新增产能进入限制阶段，但我国水泥行业集中度低、产能利用率低，水泥行业步入后水泥时代。

(1) 后水泥时代国内整合：环保限产加重重组。水泥行业加强了环保限产停产的力度，水泥供需矛盾得到缓解，水泥企业盈利能力明显好转。通过“金隅+冀东”、“两材合并”等重组，进一步提升了水泥行业集中度。

(2) 后水泥时代国外拓展：分享海外国家发展红利。通过对一带一路沿线国家投资环境分析，一方面，这些新兴经济体经济增速发展较快，通过基建等投资拉动的水泥需求较大；另一方面，只有具备一定实力的建材企业才能够在国际市场竞争中胜出。

- 投资策略：现阶段，建材企业具备较强的技术和资金实力，海外投资经验逐步积累，在国家一带一路政策的指引下，我们看好建材企业“走出去”参与新兴市场经济体发展。考虑建材企业对国外投资环境的熟悉程度、海外投资建厂的经验积累和海外项目的盈利预期，建议重点关注水泥、玻璃、玻纤三个细分领域，水泥细分推荐海螺水泥（600585）、建议关注华新水泥（600801），玻璃细分推荐旗滨集团（601636），玻纤细分推荐中国巨石（600176）。
- 风险提示：（1）上游原材料价格波动的风险；（2）基建投资、房地产投资增速下滑的风险；（3）政治风险；（4）汇率波动的风险。

### 重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
600585	海螺水泥	25.52	买入	1.61	2.51	2.65	16	10	10
600801	华新水泥	12.87	-	0.30	1.08	1.19	43	12	11
601636	旗滨集团	4.77	买入	0.31	0.39	0.44	15	12	11
600176	中国巨石	12.69	买入	0.52	0.69	0.76	24	18	17

数据来源：公司公告，西南证券。华新水泥盈利预测为万得一致预期

### 西南证券研究发展中心

分析师：李佳颖

执业证号：S1250513090001

电话：023-63786561

邮箱：lijy@swsc.com.cn

联系人：余尊宝

电话：023-63786519

邮箱：yzbao@swsc.com.cn

### 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

股票家数	74
行业总市值(亿元)	7,232.77
流通市值(亿元)	6,691.14
行业市盈率 TTM	23.81
沪深 300 市盈率 TTM	14.1

### 相关研究

1. 建筑建材行业 2017 年投资策略：政策引导投资驱动，建筑建材扬帆起航（2016-12-06）

## 目 录

<b>1 建材行业海外拓展迈入新阶段</b>	<b>1</b>
1.1 从产品输出到资本输出	1
1.2 响应一带一路成效显著，建材海外拓展进入“新篇章”	2
<b>2 水泥行业是建材行业海外拓展的排头兵</b>	<b>5</b>
2.1 国内已然步入后水泥时代	5
2.2 后水泥时代国内整合：环保限产加重组	8
2.3 后水泥时代国外拓展：分享新兴经济体发展红利	11
<b>3 投资逻辑与组合推荐</b>	<b>18</b>
3.1 水泥细分推荐海螺水泥，建议关注华新水泥	18
3.2 玻璃细分关注旗滨集团	20
3.3 玻纤细分关注中国巨石	21
<b>4 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图 目 录

图 1: 中国建材行业国际化三阶段 .....	1
图 2: 2000-2016 年我国水泥出口量及增速 .....	1
图 3: 2000-2016 年我国平板玻璃出口量及增速 .....	1
图 4: “一带一路”与沿线国家战略合作情况 .....	3
图 5: 2005-2015 年全世界水泥产能及增速 .....	5
图 6: 2005-2015 年全世界水泥总产量及增速 .....	5
图 7: 2005-2015 年中国水泥和世界水泥总产量 .....	6
图 8: 2005-2016 年中国新增产能及增速 .....	6
图 9: 2000-2016 年中国水泥产量及增速 .....	6
图 10: 2000-2016 年中国新增水泥产能及增速 .....	6
图 11: 2008-2016 年中国水泥产能利用率 .....	7
图 12: 2000-2016 年中国人均水泥产量及增速 .....	7
图 13: 2017 年上半年错峰限产情况 .....	9
图 14: 2017 年下半年采暖季停产情况 .....	9
图 15: 两材合并后旗下上市公司统计 .....	10
图 16: 海螺水泥近 5 年营收及增速 .....	18
图 17: 海螺水泥近 5 年归母净利润及增速 .....	18
图 18: 华新水泥近 5 年营收及增速 .....	20
图 19: 华新水泥近 5 年归母净利润及增速 .....	20
图 20: 旗滨集团近 5 年营收及增速 .....	21
图 21: 旗滨集团近 5 年归母净利润及增速 .....	21
图 22: 中国巨石近 5 年营收及增速 .....	22
图 23: 中国巨石近 5 年归母净利润及增速 .....	22

## 表 目 录

表 1: “一带一路” 政策发展脉络 .....	2
表 2: “一带一路” 政策下建材行业海外拓展成果 .....	3
表 3: 中国前 10 水泥企业 2015、2016 年产能利用率统计 (%) .....	7
表 4: 水泥行业去产能相关政策 .....	8
表 5: 水泥上市公司海外投资产能统计 .....	11
表 6: 海螺水泥海外子公司设立情况 .....	12
表 7: 海螺水泥海外项目进展情况 .....	12
表 8: 印度尼西亚水泥行业基本投资环境 .....	13
表 9: 老挝水泥行业基本投资环境 .....	14
表 10: 缅甸水泥行业基本投资环境 .....	15
表 11: 柬埔寨水泥行业基本投资环境 .....	15
表 12: 塔吉克斯坦水泥行业基本投资环境 .....	16
表 13: 俄罗斯水泥行业基本投资环境 .....	17
表 14: 海螺水泥盈利预测表 .....	19
表 15: 华新水泥盈利预测表 .....	20
表 16: 旗滨集团盈利预测表 .....	21
表 17: 中国巨石盈利预测表 .....	22

随着经济全球化进程的不断加快，中国企业参与全球经济一体化程度也在不断加深。对于传统行业而言，在我国经济结构调整的大背景下，急需转型升级，而“走出去”参与新兴市场经济体发展成为建材行业拓展国际市场、调整结构、转型升级的重要途径。

## 1 建材行业海外拓展迈入新阶段

建材行业属于传统行业，转型升级的需求很大，而且水泥和玻璃又是“去产能”阶段的两个重点行业。建材行业要实现转型升级，向海外拓展是一种最优选择。

### 1.1 从产品输出到资本输出

整体而言，我国建材行业国际化可分为三个阶段，如图 1 所示。

图 1：中国建材行业国际化三阶段

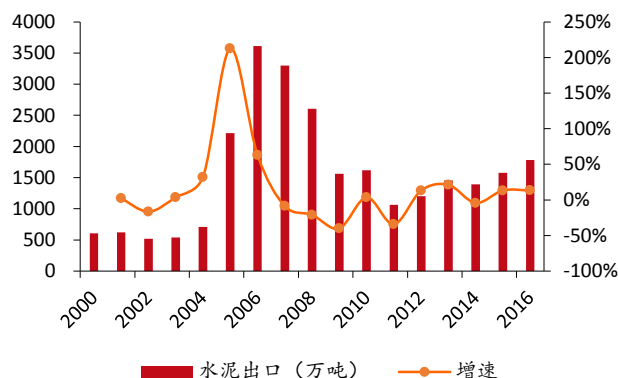


数据来源：西南证券整理

**第一阶段，产品出口阶段。**这一阶段，建材企业将产品向海外输出，要么通过经销商向海外出口产品，要么直接在海外建立网点进行直营销售。这是建材企业实现海外拓展最早的发展形式。例如，水泥行业以熟料和水泥直接出口到孟加拉国、肯尼亚、美国、菲律宾、澳大利亚等国家，中国巨石通过在欧洲、东南亚、美国等地建立子公司进行海外直销。

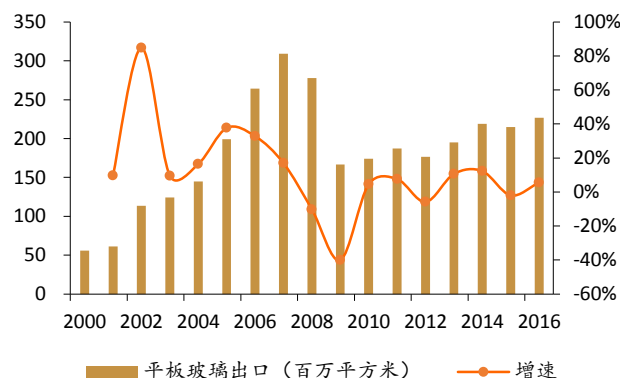
如图 2 和图 3 所示，水泥和玻璃是建材行业最具代表性的出口产品，2003-2007 年，水泥和玻璃均表现为出口增速上升趋势，2008 年以后，受经济危机和国际贸易环境影响，水泥和玻璃出口在绝对数量和增速上均明显下滑。

图 2：2000-2016 年我国水泥出口量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2000-2016 年我国平板玻璃出口量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

**第二阶段，技术输出阶段。**这一阶段，建材企业将生产工艺、生产线建设技术输出到国外，包括纯技术出口（如技术指导）和技术装备出口（新型干法水泥生产线装备、优质浮法玻璃生产线装备等）。目前，我国水泥工程服务已占全球 50% 以上的市场份额，水泥技术工程及装备全球市场占有率达到 45% 以上。

**第三阶段，资本输出阶段。**这一阶段，建材企业的生产经营活动逐步渗透到海外，在海外投资建厂，使海外的盈利能力得到固化、可持续，如海螺水泥在印度尼西亚投资设厂、中国巨石在埃及投资设厂、旗滨集团在马来西亚投资设厂等。

进入“十三五”，建材工业已进入技术装备出口带动企业海外建厂阶段，以中国建材集团、海螺集团、中国巨石等为代表的建材企业在全世界 10 多个国家和地区投资新建了水泥、玻璃、玻纤生产线。

## 1.2 响应一带一路成效显著，建材海外拓展进入“新篇章”

从整个建材板块来看，急需转型的两个行业是水泥和玻璃两个行业，这两个行业是十三五期间我国供给侧改革去产能的两个主要行业，随着环保督察和错峰限产常态化，水泥玻璃行业急需通过海外拓展来实现产业结构升级。结合拉法基豪瑞、海德堡等国际水泥巨头发展历史，当企业在国内发展天花板已见时，向海外拓展是实现企业“升级”的终极解决方案。

表 1：“一带一路”政策发展脉络

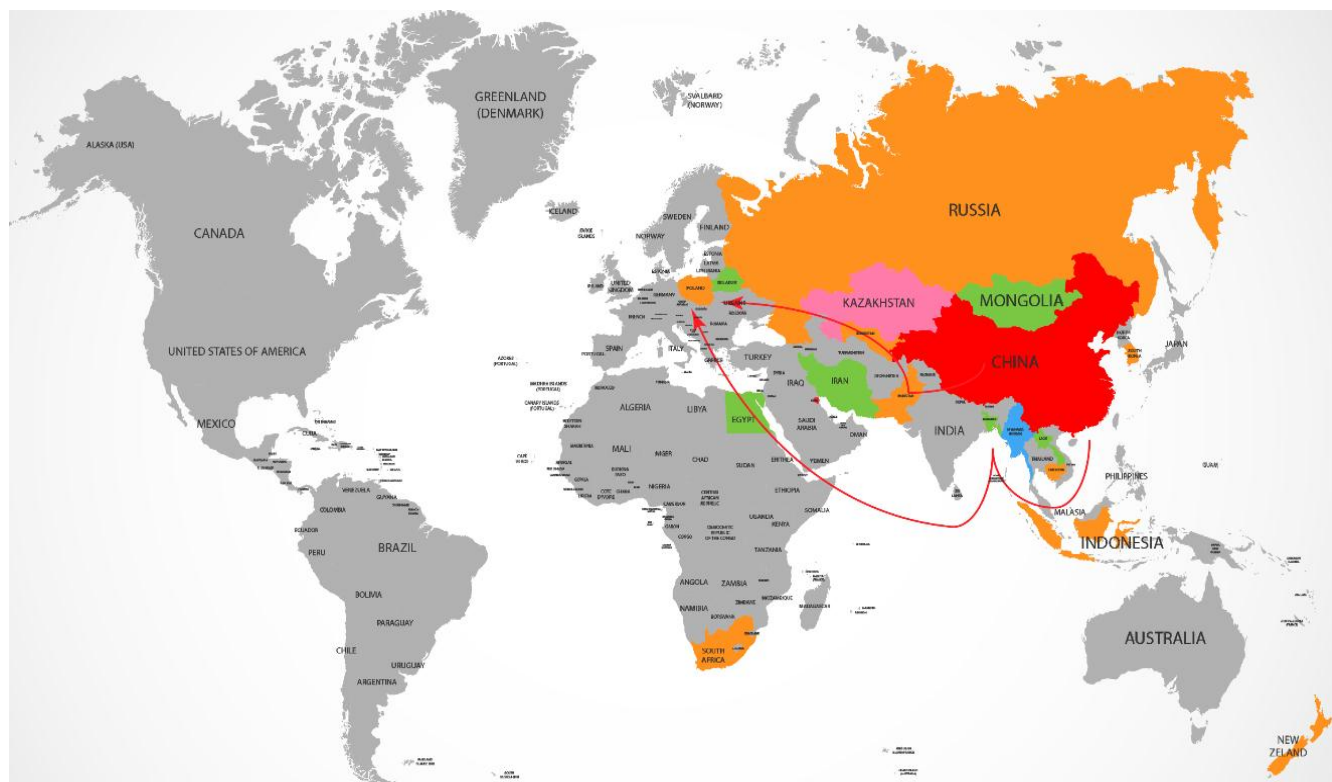
年份	内容
2013.09	习近平提出建设“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”。
2013.11	十八届三中全会将“一带一路”上升为国家战略。
2014.12	中央经济工作会议将“一带一路”列为国家三大战略之一。
2015.03	2015 年 3 月，《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》发布，“一带一路”顶层规划设计完成。
2015.04	国务院分别印发第二批自由贸易试验区总体方案（广东、福建、天津），自贸区由 1 个扩大至 4 个。
2015.06	2015 年 6 月，《亚洲基础设施投资银行协定》签署仪式在北京举行。
2015.10	推进“一带一路”建设工作领导小组办公室发布《标准联通“一带一路”行动计划（2015-2017）》。
2015.11	全国 31 个省市区和新疆生产建设兵团“一带一路”建设对接方案全部出台
2016.03	一带一路列入“十三五”时期主要目标任务和重大举措。
2016.07	教育部印发《推进共建“一带一路”教育行动》。
2016.09	经科技部介绍，中国与 49 个“一带一路”沿线国家签署了政府间科技合作协议。
2016.10	推进“一带一路”建设工作领导小组办公室日前印发《中欧班列建设发展规划（2016-2020 年）》。
2016.12	2016 年 12 月，文化部发布《文化部“一带一路”文化发展行动计划（2016-2020 年）》。
2017.01	国家中医药局、发改委联合印发《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020 年）》。
2017.03	2017 年 3 月，国务院分别印发第三批自由贸易试验区总体方案（辽宁、浙江、河南、湖北、重庆、四川、陕西），自贸区总数达 11 个。
2017.05	环保部、外交部、国家发改委、商务部联合下发《关于推进绿色“一带一路”建设的指导意见》。

数据来源：西南证券整理

目前，我国已经同多个国家签定一带一路合作备忘录，如图 4 所示。从 2013 年开始，十八届三中全会正式将“一带一路”上升为国家战略，我国便与“一带一路”沿线国家陆续签订多个合作协议，其中，东南亚和中亚国家普遍与我国达成“一带一路”合作协议。



图 4：“一带一路”与沿线国家战略合作情况



数据来源：西南证券整理

我国建材工业经过几十年的快速发展，建材产品生产、装备制造已形成一套完整产业链体系，从产品到技术再到资本，我国的建材企业正借助“一带一路”提供的大平台实现快速的海外拓展。目前，在“一带一路”的平台上，我国建材行业海外拓展取得了明显成效，如表 2 所示。

表 2：“一带一路”政策下建材行业海外拓展成果

企业	成果
中国建材	公司下属控股子公司建材国际是专业的建材装备和服务提供商，是全球最大的水泥工程系统集成服务商之一，自 2005 年开始进入国际水泥成套装备市场以来，先后在中东、非洲、中亚、美洲等多国完成了十多个水泥厂总承包建设。目前，中材国际在 70 多个国家和地区拥有 150 多条生产线，2016 年中国中材建设与阿尔及利亚签订承包价值 30 亿元的两条水泥生产线。公司海外订单涉及“一带一路”沿线多个国家，工程主业市场占有率超过 45%，并连续 9 年保持世界第一。
华新水泥	从 2013 年开始对塔吉克斯坦资本输出，共建成投产亚湾、胡占德、丹加拉三个项目，在塔合计水泥产能 350 万 t/a。并在柬埔寨以购买股权的方式入主柬埔寨 CCC 水泥公司，未来公司将着力挖掘中亚、中南亚、非洲等发展中国家的增长机会，力争在“十三五”期间实现 10 个海外工厂投产运行。
海螺水泥	海螺集团目前已先后完成对印尼、缅甸、柬埔寨、老挝等东南亚周边国家的投资考察和规划布局。目前在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝、俄罗斯等 5 国已基本落实的项目，预计可形成熟料 3700 万 t、水泥 5000 万 t 产能。印尼南加首条生产线已经投产、第二条生产线正在建设，西巴、南苏、北苏、孔雀港等项目已开工或开展前期工作。在缅甸曼德勒与工业部合作的皎施日产 5000t 生产线项目已经开工，巴安等项目正在开展前期工作。公司计划在“一带一路”沿线国家投资 150 亿美元，力争形成 4500 万吨熟料、5000 万吨水泥产能，并投资煤炭等能源开采及深加工项目。

企业	成果
冀东水泥	冀东水泥在南非、东南亚等地区布局，在南非建立日产 2800t 水泥熟料生产线配套 6MW 纯低温余热发电 EPC 总包项目，设计能力年产 100 万 t 水泥。投产赞比亚一条年产 130 万 t 配套余热发电的生产线。
上峰水泥	上峰水泥在吉尔吉斯斯坦克明区投资建设一条 2000t/d 熟料生产线，目前该项目仍处于建设前期阶段；公司在乌兹别克斯坦由于审批手续较为复杂，目前也处于建设前期阶段。
红狮水泥	红狮水泥在缅甸、印度尼西亚、尼泊尔等地投资水泥生产线，合计投资约 22.5 亿美元。
同力水泥	同力水泥为顺利投资莫桑比克项目，以自筹资金 6122 万元，设立全资子公司中非同力投资有限公司，公司拟在莫桑比克投资建设 2 条 1500t/d 熟料生产线及配套粉磨站，目前尚未建成。
合肥院和北方重工	合肥院和北方重工共同承担的南美地区承接完整的水泥厂 EP 项目——巴西 Mare Cimento 水泥公司 Mizu 水泥厂日产 3000t 熟料生产线投产，由合肥院负责工程设计和技术服务，并提供大部分机械设备及全部电气自动化装备，创造了巴西水泥厂建设最短工期的记录。
中国巨石	1、公司于 2014 年在埃及成功建成投产了目前非洲唯一一条玻璃纤维大型池窑拉丝生产线，也是中国在埃及投资金额最大、技术装备最先进、建设速度最快的制造业工业项目，是中埃两国经济合作的重要成果。埃及一期、二期、三期项目现已全面投产，总产能 20 万 t/a。 2、美国年产 8 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线于 2016 年底顺利奠基，2017 年上半年已进入实质建设阶段，预计 2018 年四季度投产，总投资 18.8 亿元。
旗滨集团	公司于 2016 年在马来西亚森兰州投资节能玻璃项目，项目总投资 2.7 亿元，项目包括 1 条镀膜线、3 条中空线等，预计实现年均销售收入 22046 万元，年均净利润 2466 万元。

数据来源：公司公告，西南证券整理



## 2 水泥行业是建材行业海外拓展的排头兵

纵观国内建材行业，水泥企业是最早步入国际化的细分领域。水泥行业最早步入国际化有其特定的行业背景，20 世纪 90 年代到 21 世纪初，国内经济增长速度较快，国家和地方政府加大了对基础设施建设的投资，地产投资也进入高速发展期，拉动了水泥需求，这一时间段新增了较多产能；截至 2017 年 6 月，我国现有熟料产能 20.2 亿吨，水泥产能 38.3 亿吨，水泥产能利用率不足 70%；从行业集中度看，CR10 仅 40%。种种迹象表明，国内水泥行业天花板已现，水泥企业要实现更大发展还得走出去，而“一带一路”提供了绝佳机遇。

### 2.1 国内已然步入后水泥时代

自改革开放以来，国内经济保持高速增长，市场对水泥的需求逐渐增加，我国水泥工业也取得了辉煌成就，实现了 98% 以上的新型干法生产，熟料热耗、水泥综合电耗、综合能耗、劳动生产率等技术指标达到了国际先进水平，水泥产量占全球总量 60% 以上。我国在主机设备和成套辅机装备方面也已达到国际先进水平。

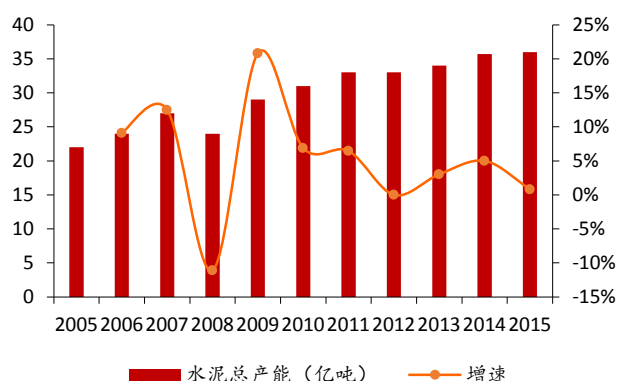
#### (1) 中国已经成为世界水泥大国

全世界水泥总产能、总产量增速显著放缓。目前，全世界水泥产能和产量已进入停滞期。

产能方面，如图 5 所示，2005-2015 年期间，平滑掉 2008 年经济危机的影响，全世界水泥产能增速实质是处于逐步下降，全世界水泥总产能最高点为 2014 年的 36 亿吨。

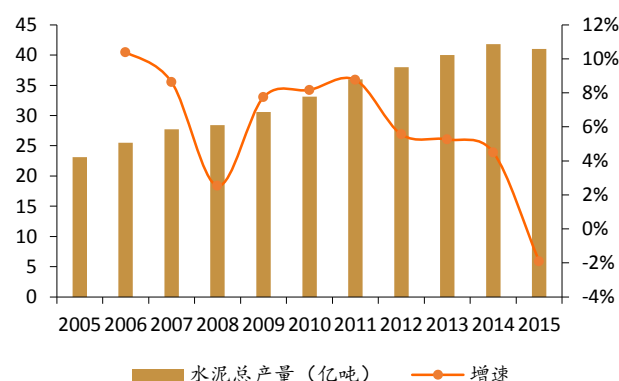
产量方面，如图 6 所示，2005-2015 年全世界水泥总产量增速也处于不断下滑状态，其中，产量最高点为 2014 年的 42 亿吨，2015 年全水泥总产量开始出现负增长。

图 5：2005-2015 年全世界水泥产能及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

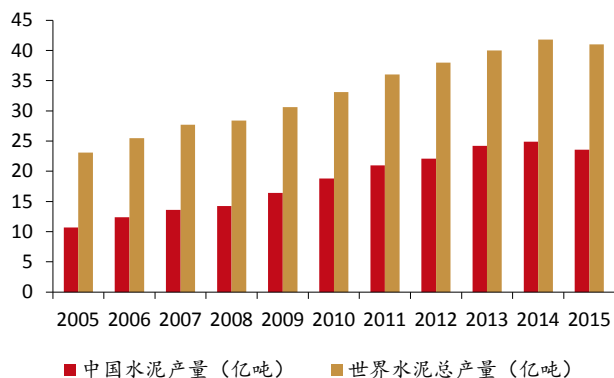
图 6：2005-2015 年全世界水泥总产量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

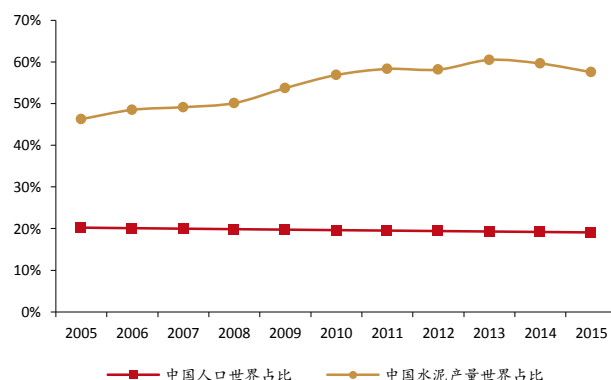
中国已经成为世界水泥技术、装备、产量第一大国。如图 7 所示，2005 年，我国水泥总产量为 11 亿吨，占世界总产量的比重为 48%；到 2015 年，我国水泥总产量为 24 亿吨，占世界总产量的比重为 59%。以人口占比作为参照，2005-2016 年间，中国人口占世界总人口的占比基本维持在 20% 左右的水平，而水泥产量占比一路攀高，最高达 60%。

图 7：2005-2015 年中国水泥和世界水泥总产量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2005-2016 年中国新增产能及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

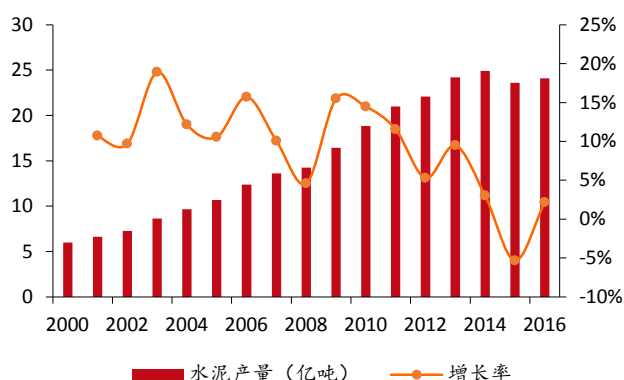
## （2）中国水泥新增产能进入限制阶段

整体来看，我国水泥新增产能进入限制阶段。2016 年 5 月 18 日，国务院办公厅发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（下称国办发 34 号文），《意见》强调到 2020 年底前严禁备案和新建水泥熟料项目。

从需求端看，考虑水泥库存周期短的因素，水泥产量略等于水泥需求量，如图 9 所示，2000-2014 年间，水泥产量逐年增长，增速波动较为明显，自 2015 年开始水泥产量开始回落，侧面说明我国水泥需求量已经进入低增长或者负增长状态。

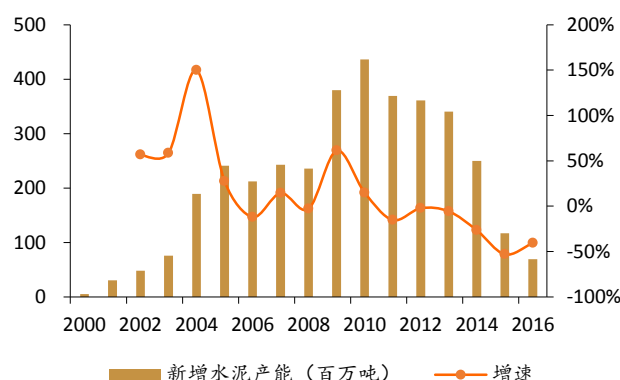
从供给端看，如图 10 所示，1992-2000 年间，我国新增水泥产能较少，年均约 600 万吨；从 2001 年开始，新增水泥产能突然暴发，仅 2001 年就新增 3000 多万吨；随后，自 2010 年开始，我国新增水泥产能从高位开始回落，但 2011-2015 年每年平均仍有 400 万吨新增产能，在无新增水泥需求的情况下，新增产能将进一步降低行业产能利用率。

图 9：2000-2016 年中国水泥产量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2000-2016 年中国新增水泥产能及增速

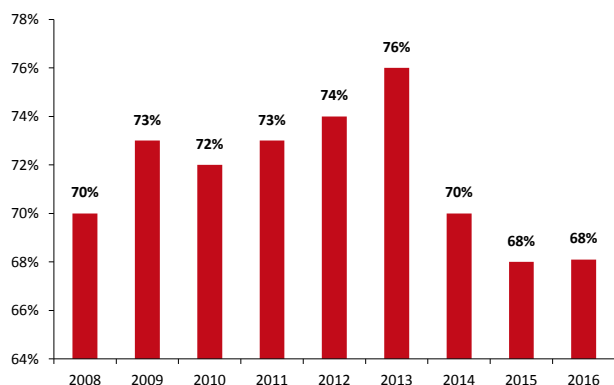


数据来源：Wind，西南证券整理

### (3) 我国水泥产能利用率低，参差不齐

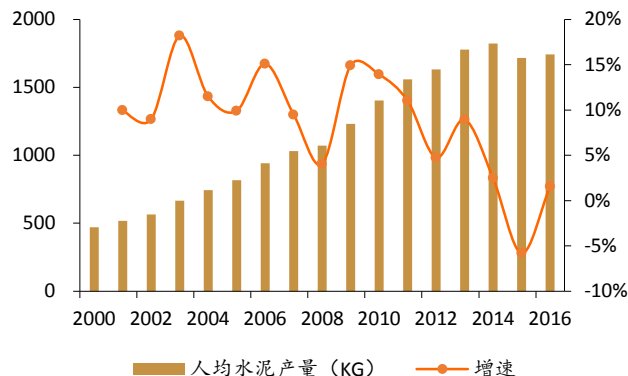
如图 11 所示，我国水泥产能利用率整体较低，2013 年产能利用率最高也仅为 76%，远低于发达国家平均 85% 的产能利用率，2016 年产能利用率进一步下降至 68%。从另一个角度看，以人均水泥产量来衡量水泥产量情况，如图 12 所示，2000-2014 年，我国人均水泥产量增速非常明显，2014 年达到高点 1822KG/人，为世界最高，从 2015 年开始回落。

图 11：2008-2016 年中国水泥产能利用率



数据来源：数字水泥网，西南证券整理

图 12：2000-2016 年中国人均水泥产量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

从全国产能排名前 10 水泥企业产能利用率情况看，各企业产能利用率参差不齐。如表 3 所示，综合 2015、2016 年的情况看，华润水泥的产能利用率最高，平均约 100%，山水水泥的产能利用率最低，平均约 50%，而前 10 水泥企业平均产能利用率为 71%。

表 3：中国前 10 水泥企业 2015、2016 年产能利用率统计 (%)

排名	企业名称	2015 年产能利用率	2016 年产能利用率
1	华润水泥	99.3	101.5
2	台泥国际	81.4	87.0
3	红狮集团	91.6	83.2
4	海螺水泥	77.2	74.5
5	中材股份	67.7	69.2
6	中国建材	59.3	62.9
7	金隅股份	63.1	59.0
8	华新水泥	67.2	57.5
9	天瑞水泥	62.0	57.1
10	山水水泥	44.1	55.6
平均		71.3	70.7

数据来源：西南证券整理

目前，中国已经成为世界水泥大国，水泥产能跃居世界第一，技术和装备制造水平在国际上属第一梯队。结合当前经济增长对水泥需求的拉动，国内水泥供需矛盾问题突出，中国已经步入后水泥时代。水泥行业由于长期粗放式增长，现阶段表现为结构性产能过剩，供需矛盾比较突出。与发达国家水泥行业 70-80% 集中度相比，我国水泥企业集中度较低 (CR10 约 40%)，局部地区产能过剩明显、能耗较高。

#### (4) 去产能是“十三五”期间的一项重要课题

根据发达国家水泥需求经验，累计人均水泥消费量 22t 为需求拐点，即当累计量超过这一水平时，地区水泥需求量将出现下滑。我国 1981-2015 年累计人均水泥消费为 22.29t，首次超过 22t 的临界值，我国 2014 年水泥产量 24.8 亿 t，人均水泥消费量约 1.82t；2015 年全国水泥产量由增长变为下降，为 23.48 亿 t，人均水泥消费量 1.71t；2016 年我国水泥产量 24 亿 t，人均消费量约 1.7t。因此，无论是从累计人均水泥消费量还是水泥产量的数据来看，中国都面临国内水泥需求下降、去产能的客观现实，并且在“新常态”宏观背景下，水泥需求下降的情况预计将持续较长一段时间。水泥工业盈利下降，发展动力从要素和投资驱动转向创新驱动，从追求数量转向追求质量和效益。

国办 34 号指导意见进一步明确细化了在建材行业推进供给侧改革的方案与措施，特别对水泥、平板玻璃等产能过剩严重的行业提出改革目标：到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60% 左右等。

水泥行业必须从去产量和去产能两方面着手，去产量主要是解决眼前的需求不足、价格过低问题；去产能才能根本解决行业长治久安的问题，同时也要防止去产量带来的增产能的倾向，维持良性发展。另外，文件特别强调到 2020 年底前严禁备案和新建水泥熟料项目。

坚决淘汰低标号水泥能有效提高产能利用率。32.5 号水泥是最低标号的水泥。全世界水泥市场基本上是 42.5 水泥占 50%，52.5 及以上水泥占 50%，而我国却是 32.5 水泥占 60% 至 70%。如果我国全面淘汰 32.5 标号水泥，或将提升 8-10 个百分点的熟料需求量。

## 2.2 后水泥时代国内整合：环保限产加重组

后水泥时代，国内水泥行业急待整合，整合的首要任务便是去产能。其实，我国早在 2009 年就开始引导水泥行业去产能（如表 4 所示），但由于水泥行业涉及较多利益环节，去产能的效果一直不够理想。

另一方面，环保限产停产、重组是水泥行业整合的有效手段。从 2017 年水泥行业盈利情况看，水泥价格维持在高位，水泥企业业绩全面向好，说明环保限产加重组的措施非常有效。

#### (1) 环保限产停产改善供需矛盾

表 4：水泥行业去产能相关政策

时间	内容
2009	《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》
2010	国务院部署加强淘汰落后产能工作，对电力、钢铁、水泥、建材、纺织等重点行业淘汰落后产能提出了具体目标任务。
2014	《水泥工业污染物排放标准》
2016	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）中指出，要淘汰落后产能、压减过剩产能，污染物排放达不到要求或超总量排污的，实施按日连续处罚；情节严重的，报经有批准权的人民政府批准，责令停业、关闭。能耗超限的，应在 6 个月内整改达标；确需延长整改期限的，经申请可延长不超过 3 个月的期限；逾期仍不达标的，依法关停退出。

时间	内容
2017	《关于水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查情况的通报》。《通报》表明，督查期间，共现场核查水泥企业 224 家，发现全国仍有使用国家明令淘汰的落后工艺和设备的水泥熟料企业 19 家，产能 433 万吨；水泥粉磨企业 70 家，产能 2058.7 万吨。环保治理已经被明确作为水泥行业淘汰落后产能的重要手段。
2017	《大气污染防治行动计划》要求，对钢铁、水泥、化工、石化、有色金属冶炼等重点行业进行清洁生产审核，针对节能减排关键领域和薄弱环节，采用先进适用的技术、工艺和装备，实施清洁生产技术改造；加大环保、能耗、安全执法处罚力度，建立以节能环保标准促进“两高”行业过剩产能退出的机制。
2017	《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》要求，以钢铁、煤炭、水泥、电解铝、平板玻璃等行业为重点，通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能（此即为落后产能），依法依规关停退出，产能过剩矛盾得到缓解，环境质量得到改善，产业结构持续优化升级；通过落实部门联动和地方责任，构建多标准、多部门、多渠道协同推进工作格局。

数据来源：西南证券整理

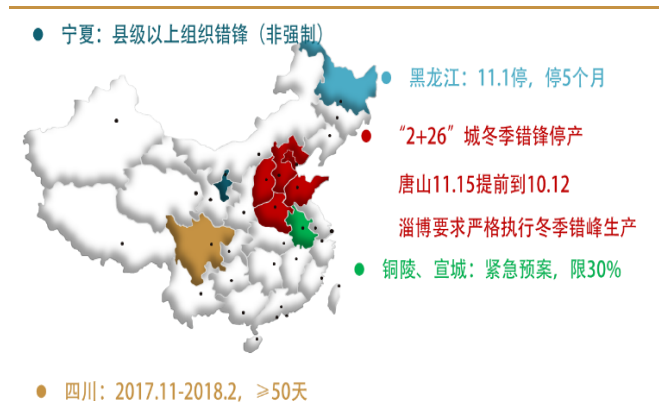
水泥行业由于整体产能利用率较低，因此，水泥淡季错峰停产成为行业共识，2017 年也是水泥行业错峰停产做得较好的一年（如图 13 和 14 所示），水泥价格淡季不淡，水泥价格在高位维持，水泥企业 2017 年盈利情况整体较好。

图 13：2017 年上半年错峰限产情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：2017 年下半年采暖季停产情况



数据来源：Wind，西南证券整理

## （2）通过兼并重组提高市场集中度

### ➤ “金隅+冀东”重组

2016 年金隅股份和冀东水泥通过股权重组和资产重组的方式进行融合。冀东水泥通过非公开发行股份的方式购买金隅股份旗下的水泥和混凝土相关业务资产，金隅以现金方式认购冀东集团新增注册资本，重组过后，金隅股份分别持有冀东发展、冀东水泥 55%和 45.43%的股权。这次重组是京津冀地区化解水泥产能过剩、行业转型升级的积极尝试。

金隅冀东重组之后在 12 个省市自治区拥有熟料产能分布，其中在河北地区最多，达到 4857.7 万吨，新的冀东水泥在北京和天津占有 100%的熟料产能份额，在河北地区占比 48%。整体而言，金隅冀东在京津冀地区拥有 5406.4 万吨熟料产能，占整个区域的 50.64%，在河北地区，金隅冀东重组后熟料产能占比提升比较明显，加上其在北京和天津的绝对优势，重组后的冀东水泥在京津冀地区的市场协同能力将得到有力的提升，同时也解决了金隅和冀东

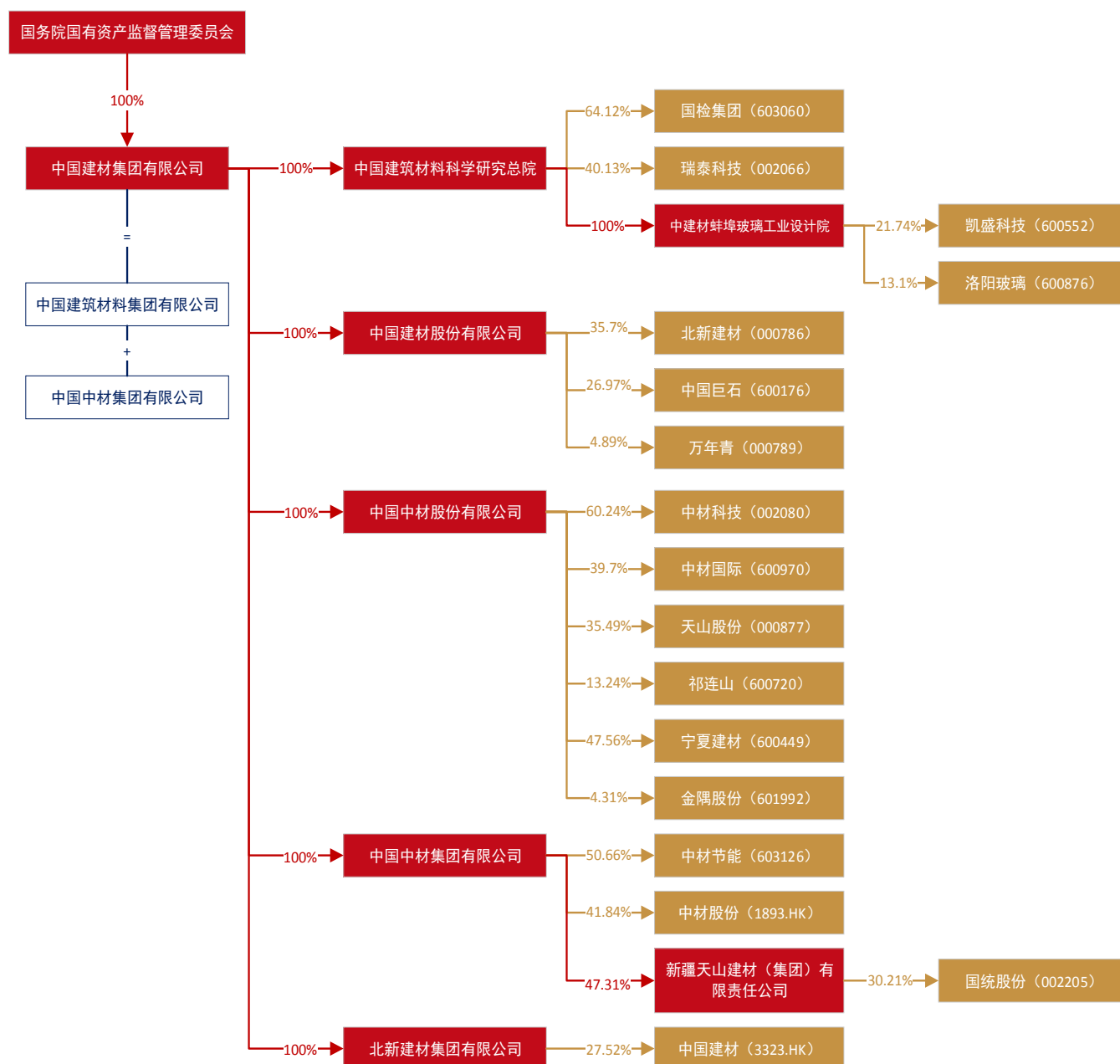


原有的同业务竞争问题，企业在区域内的主导能力大幅增强，最终，区域内前五大水泥企业的熟料产能集中度达到 65.51%，高于全国 58% 的平均水平。

### ➤ 两材合并铸就中国建材行业巨无霸

2016 年 8 月 22 日晚，国务院国资委同意“两材”实施重组，中国建材集团将作为重组后的母公司，而中材集团则无偿划转进入中国建材集团。中国建筑材料集团作为全国最大的综合性建材集团，其水泥、商混、纸面石膏板、玻纤、风机叶片、耐火材料等产能均为全国第一，并有较多光伏新能源资产。

图 15：两材合并后旗下上市公司统计



数据来源：Wind、西南证券整理



重组后的中国建材集团控股公司如图 15 所示，未重组下，旗下各控股公司业务重叠度较高，包括水泥、玻纤、工程等服务，两材合并后，通过自上而下的形式对这些板块的资产进行整合，将有助于打造具备专业性的一体化平台，对消除内部竞争，升级优化产业结构效果明显。

## 2.3 后水泥时代国外拓展：分享新兴经济体发展红利

目前我国水泥工业发展面临的主要矛盾是经济“新常态”同技术资本扩张之间的矛盾。紧跟“一带一路”发展战略，对外输出先进技术和装备、资本，不但是我国水泥企业缓解这种矛盾的出路，也是内部需求和外部需求的合理释放。

中国水泥工业在国内产能过剩被严格控制，从增量市场开始进入存量市场，因此需要在国际市场寻求投资空间，向海外市场拓展业务成为重要选择。而“走出去”战略能够缓解国内市场投资压力，起到疏导作用。

针对“一带一路”沿线国家公共技术设施薄弱，在基础设施建设和经济发展过程中需要中国产品和技术的实际需求，中国水泥企业大集团投入了大量资金和技术，在投资建设水泥项目的同时，带动中国大型装备出口、设备成套、工程总包、产品和劳务输出等相关业务的海外拓展，协同促进效果明显。

目前，我国上市水泥企业海外投资情况如下表 5 所示。从上市公司布局国家和地区看，主要布局在发展中国家，这些国家普遍处于经济快速发展阶段，对工业品需求较大。特别是印度尼西亚，多家世界级水泥巨头公司竞相投资设厂。

表 5：水泥上市公司海外投资产能统计

上市公司	地区	说明（产能为设计产能，分期推进）
海螺水泥	俄罗斯	2016 年 12 月注册伏尔加海螺，进军俄罗斯市场。
海螺水泥	印尼	包括印尼海螺、印尼南加海螺、印尼国贸、南苏矿山、马诺斯水泥、巴鲁水泥、北苏海螺、西加海螺项目，项目建成后，熟料产能 2000 万吨，水泥产能 2500 万吨。
海螺水泥	柬埔寨	马德望海螺项目，项目建成后，水泥产能 400 万吨。
海螺水泥	老挝	琅勃拉邦海螺项目，项目建成后，水泥产能 600 万吨。
海螺水泥	缅甸	德勤、仰光等多个项目，项目建成后，水泥产能 1000 万吨。
华新水泥	塔吉克斯坦	华新亚湾水泥项目 2013 年 8 月投产，水泥产能 120 万吨。
华新水泥	塔吉克斯坦	华新嘴优尔（索格特）水泥项目 2016 年 3 月投产，水泥产能 120 万吨。
华新水泥	柬埔寨	柬埔寨卓雷丁水泥项目 2015 年 3 月投产，水泥产能 120 万吨。
上峰水泥	吉尔吉斯斯坦	公司在吉尔吉斯共和国建设一条 2800t/d 熟料水泥生产线及配套工程，目前仍处于工程建设阶段，总投资 4 亿元。乌兹别克斯坦安集延项目 3200t/d 熟料水泥生产线项目处于募资可行性分析阶段。
红狮水泥	缅甸等	公司在缅甸、印度尼西亚、尼泊尔三个地区的总投资为 22.5 亿元，投资生产线信息未知。

数据来源：西南证券整理

从投资区域和投资规模来看，海螺水泥走在行业最前端。如表 6 所示，海螺水泥在印度尼西亚、柬埔寨、老挝、缅甸、俄罗斯一共设立了 13 家子公司进行海外拓展。从设立数量上看，印度尼西亚是公司重点布局区域，一共设立了 8 家子公司，涉及矿山、水泥生产线、销售、港口贸易等业务。

**表 6：海螺水泥海外子公司设立情况**

国家或地区	子公司名称	本位币	注册资本	持股比例	主要业务
印度尼西亚	印尼海螺	印尼盾	5100 万美元	75%	投资和贸易
印度尼西亚	南加里曼丹海螺水泥有限公司(“印尼南加海螺”)	印尼盾	9000 万美元	71.25%	水泥及水泥制品
印度尼西亚	印尼海螺国际贸易有限公司(“印尼国贸”)	印尼盾	1000 万美元	100%	投资及贸易
印度尼西亚	南苏拉威西马诺斯海螺矿山有限公司(“南苏矿山”)	印尼盾	100 万美元	67.50%	矿山开采
印度尼西亚	印尼马诺斯水泥有限公司(“马诺斯水泥”)	印尼盾	5000 万美元	100%	水泥及水泥制品
印度尼西亚	巴鲁水泥	印尼盾	5000 万美元	100%	水泥及水泥制品
印度尼西亚	北苏海螺	印尼盾	5000 万美元	100%	水泥及水泥制品
印度尼西亚	西加里曼丹海螺水泥贸易有限公司(“西加海螺”)	印尼盾	400 万美元	100%	销售及售后
柬埔寨	马德望海螺	美元	5000 万美元	100%	水泥及水泥制品
老挝	琅勃拉邦海螺	基普	2300 万美元	70%	水泥及水泥制品
老挝	万象海螺水泥有限公司(“万象海螺”)	基普	100 万美元	75%	水泥及水泥制品
缅甸	缅甸海螺(曼德勒)水泥有限公司(“曼德勒海螺”)	缅元	4500 万美元	55%	水泥及水泥制品
俄罗斯	伏尔加海螺	卢布	20 万美元	75%	水泥及水泥制品

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

海螺水泥作为水泥行业海外拓展的主力军，海外项目正有序推进。公司 2013 年开始向国外进行资本输出，2014 年，印尼南加海螺一期 3200t/d 熟料生产线顺利建成投产；2017 上半年，印尼南加海螺二期 3200t/d 熟料生产线顺利建成投产。

**表 7：海螺水泥海外项目进展情况**

序号	项目名称	预算数(亿元)	工程进度
1	印尼海螺水泥有限公司(“印尼海螺”)440 万 t/a 粉磨站码头工程	9.8 亿	主体工程投产
2	海门海螺水泥有限责任公司(“海门海螺”)100 万 t/a 矿渣微粉项目工程及配套码头项目	1.5 亿	投产
3	琅勃拉邦海螺一期 2500t/d 熟料线及配套 140 万 t/a 粉磨站、4.5MW 余热发电	8.5 亿	在建(5%)
4	印尼巴鲁海螺水泥有限公司(“巴鲁水泥”)一期 2x5000t/d 熟料线及配套 220 万 t/a 粉磨站、15MW 余热发电、2x35MW 燃煤电站和 5 万吨级专用码头	10.6 亿	在建(13%)
5	马德望海螺水泥有限公司(“马德望海螺”)5000t/d 熟料线+180 万 t/a 粉磨站+9MW 余热发电	10.5 亿	在建(30%)
6	北苏海螺水泥有限公司(“北苏海螺”)5000t/d 熟料线+220 万 t/a 粉磨站+7.5MW 余热发电+2x20MW 火力发电+配套码头	18.4 亿	部分投产(52%)

数据来源：Wind，海螺水泥中报，西南证券整理

一带一路给中国水泥企业带来巨大机遇，主要表现在一带一路沿线国家处于快速发展时期，对水泥等工业品需求较大。“一带一路”战略为中国水泥工业带来历史性机遇，中国各大水泥集团纷纷在“一带一路”沿线国家开展产能合作、投资建厂，进行战略布局。为了进一步聚焦一带一路投资环境，以水泥企业主要投资的国家作为样本进行分析，包括印度尼西亚、老挝、缅甸、柬埔寨、塔吉克斯坦、俄罗斯。

## (1) 印度尼西亚

印度尼西亚是一个由群岛组成的国家，2016 年人口数量为 2.6 亿，人均 GDP 为 3570 美元，经济近 3 年保持 5% 左右的增长速度，属经济快速发展的发展中国家。

表 8：印度尼西亚水泥行业基本投资环境

	指标	内容
	近 3 年经济增速 (%)	5.02 (2014), 4.79 (2015), 5.02 (2016)
	2016 年人均 GDP (现价美元)	3570
	2016 年人口数量	2.6 亿
	近 3 年产能 (万吨/年)	- (2014), 8820 (2015), 9770 (2016)
	近 3 年产能利用率 (%)	84 (2014), 69.2 (2015), - (2016)

数据来源：一带一路官网，西南证券整理

**国外水泥企业大量进入，产能利用率明显下降。**据印度尼西亚水泥协会统计，2013 年国内拥有 7 家水泥公司，水泥产能约 6800 万吨/年。从 2014 年开始，国外水泥企业大量进入印尼，2015 年增加至 13 家，2016 年年底水泥设计产能达到 9770 万吨/年。从产能利用率看，印尼 2012 年产能利用率最高达到 92%，随着外来业主进入，印尼产能利用率明显下降，2015 年下降至 70% 以下。

海螺水泥将成为印尼第三大水泥公司。目前，印尼有 5 家较大的水泥：

①印度尼西亚水泥 (Semen Indonesia)，印尼最大水泥公司，公司在爪哇岛、苏门答腊岛和苏拉威岛都有综合水泥厂，覆盖印尼全境，市场占比约 40%，根据其 2016 年年报显示目前其产能为 3180 万吨，产量 2910 万吨。

②印多水泥 (Indocement Tunggal Prakarsa)，第二大水泥公司，目前拥有 3 家综合水泥厂和 10 个水泥终端，总产能 2490 万吨，主要分布在西爪哇和东加里曼丹区域，印多水泥自 2001 年开始成为海德堡水泥的一部分。

③拉法基豪瑞，第三大水泥企业，拥有水泥产能 1510 万吨，目前在印尼拥有 3 个水泥工厂，分别位于西爪哇的 Narogong、中部爪哇的 Cilacap 以及东爪哇的 Tuban，此外还拥有位于万丹 Ciwandan 的粉磨站。

④Bosowa 水泥公司，公司拥有水泥产能 720 万吨，主要集中于东印尼地区。

⑤安徽海螺水泥 (Conch)，安徽海螺水泥是印尼新进的水泥生产商，目前有南加里曼丹水泥厂，巴布亚水泥厂和孔雀港粉磨站的总产能在 1050 万吨，其中巴布亚水泥厂是安徽海螺水泥和国家开发投资公司联营的企业，海螺和国投分别占总股本的 49% 和 51%，国投控股。根据海螺水泥公告的信息显示，海螺在印尼投资的设计产能约 2500 万吨，如果海螺水泥在印尼的项目全部建成投产，公司将成为印尼第三大水泥公司。

整体来看，印尼属于快速发展中的国家，基础设施建设严重落后，政府也从 2015 年开始落实中期建设计划，对水泥需求有巨大拉动作用；另外，印尼国内也有较多落后产能需要替换。随着海螺水泥进入印尼市场，印尼国内产能利用率大幅下降，印尼水泥行业竞争加剧，具备成本优势和管理优势的企业将在竞争中胜出。

## (2) 老挝

老挝是一个经济基础严重落后的国家，2016 年人均 GDP 仅 2353 美元，总人口仅 677 万人，但经济增长较快，近 3 年保持在 7% 以上。

表 9：老挝水泥行业基本投资环境

	指标	内容
	近 3 年经济增速 (%)	7.46 (2014), 7 (2015), 7.02 (2016)
	2016 年人均 GDP (现价美元)	2353
	2016 年人口数量	677 万
	近 3 年产能 (万吨/年)	- (2014), - (2015), 598 (2016)
	近 3 年产能利用率 (%)	- (2014), - (2015), 80 (2016E)

数据来源：一带一路官网，西南证券整理

老挝现有的水泥企业都规模较小，大多为几十万吨的小企业，而且大部分水泥厂的投资方中都有中国企业的背景，如老挝水泥有限公司目前拥有产能 128 万吨，该公司目前共有 3 条水泥生产线，中国云南国际经济技术合作公司占 60% 股份，老挝政府占 40% 股份。

老挝国内对水泥需求总量较少增速较快。据泰国 SCG 集团的数据显示，目前老挝的水泥需求量大约在 400-500 万吨，按 598 万吨的产能计算，国内的产能利用率为 67-84%。随着老挝经济发展和基础建设的需要，老挝水泥需求量也越来越大，预计年增速将高于 10%。2017 年将新投产 380 万吨的产能。在建/拟建项目包括：

① Siam Cement Group (SGG)，SCG 集团在甘蒙省 (Khammouane) 投资 3.7 亿美元新建了一座 5000t/d 的熟料线，该熟料线现已完工。

② 红狮控股集团有限公司，红狮在万象新河县投资的 5000t/d 线也在建设中，据红狮官网资料，该工厂预计 2017 年 11 月投入生产销售。

③ 安徽海螺水泥，安徽海螺水泥目前在老挝有两个项目，其中一个在琅勃拉邦省 (Louangphabang) 的 2\*3200t/d 生产线，目前一期 140 万吨的线已经开始招标，另一个位于万象的项目，海螺集团已经和吉达蓬集团签署合作协议，该项目据报道将引进垃圾处理技术，该项目计划建设一条 5000t/d 的熟料线。


④ 老挝水泥有限公司万荣第二水泥厂目前正在建设一条 2500t/d 的熟料新线，预计将提升产能 100 万吨。

整体来看，老挝国内水泥产能基本饱和。考虑老挝每年经济高于 7% 的增速，水泥需求增速保持 10% 增速，由于老挝国内对水泥需求的基数较小，到 2020 年的水泥需求约为 586 万吨，按现有规划产能 978 万吨计算，产能利用率将下降为 60%。

### (3) 缅甸

缅甸经济发展相对比较落后,2016 年人均 GDP 仅 1275 美元,且经济增速有回落趋势。

表 10: 缅甸水泥行业基本投资环境

 <b>Myanmar</b>	指标	内容
	近 3 年经济增速 (%)	8.5 (2014), 7 (2015), 6.5 (2016)
	2016 年人均 GDP (现价美元)	1275
	2016 年人口数量	5289 万
	近 3 年产能 (万吨/年)	- (2014), - (2015), 650 (2016E)
	近 3 年产能利用率 (%)	- (2014), - (2015), 100 (2016E)

数据来源: 一带一路官网, 西南证券整理

缅甸的基础设施建设非常落后,交通、能源、水电、邮电通讯、金融服务等基础设施建设严重不足,根据相关统计显示缅甸目前的水泥需求量在 800 万吨。

缅甸目前的水泥产能约在 600-700 万吨,除了最近新建的 SCG 和海螺新线外,大部分都是产量在几十万吨的落后生产线。缅甸国内目前较大的水泥企业包括:

①Myanma Ceramic Industries (MCI)/ Myanmar Economic Corporation (MEC), 此两家企业的背后实际控制人都是缅甸政府,也是目前缅甸水泥市场上较大的生产厂商,两家企业下属各水泥厂总产能超 300 万吨,不过大部分企业都是较为落后的小生产线;


②暹罗水泥集团,暹罗集团是新进入的生产商,该企业在过去一二十年里一直在缅甸市场从事水泥进口业务,直到 2016 年才投入自己的生产工厂,该工厂设计产能 5000t/d;

③安徽海螺水泥,海螺水泥通过皎施水泥厂 400t/d 生产线切入缅甸水泥市场,2016 年 6 月,海螺水泥和缅甸工业部共同合作的 BOT 项目,日产 5000t 的水泥生产线开业。

### (4) 柬埔寨

柬埔寨是一个经济发展非常落后的地区,人均 GDP 仅 1270 美元,近 3 年经济增速约 7%。

表 11: 柬埔寨水泥行业基本投资环境

 <b>Cambodia</b>	指标	内容
	近 3 年经济增速 (%)	7.03 (2014), 7.04 (2015), 6.88 (2016)
	2016 年人均 GDP (现价美元)	1270
	2016 年人口数量	1576 万
	近 3 年产能 (万吨/年)	- (2014), - (2015), 350 (2016E)
	近 3 年产能利用率 (%)	- (2014), - (2015), 100 (2016E)

数据来源: 一带一路官网, 西南证券整理

柬埔寨基础设施落后,国内水泥供不应求。柬埔寨经过长期战乱,基础设施建设相当薄弱,公路、铁路、航空、港口等都不健全,铁路几乎是空白。根据柬埔寨矿产和资源部测算,2017 年,柬埔寨水泥总需求量在 500 万吨左右。根据现有数据统计显示,柬埔寨现有水泥产能超 320 万吨,其中 2015 年还从国外进口水泥 150 万吨。柬埔寨目前有 3 家较大水泥企



业：①暹罗水泥，暹罗水泥目前是柬埔寨最大的水泥公司，目前其在贡布的水泥厂有两条生产线，设计产能 200 万吨，占据目前柬埔寨水泥产能的一半以上。②华新水泥，华新水泥通过收购柬埔寨 Chakrey Ting 水泥厂的股份进入柬埔寨水泥市场，这也是华新在继塔吉克斯坦项目之后的第二个国外项目，该工厂设计产能 3200t/d。③泰文隆水泥，泰文隆水泥是柬埔寨泰文隆集团和海南蓝岛公司共建的项目。在建/拟建产能包括：

①暹罗水泥(SCG):2017 年 2 月，暹罗水泥宣布投资新建其在柬埔寨的第三条生产线，该线设计产能 180 万，工程预计在 2018 年完工。

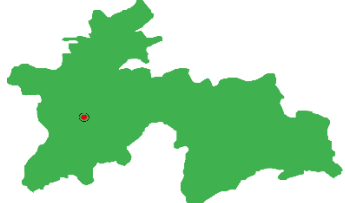
②暹罗城市水泥 (SCCC): 2016 年，暹罗城市水泥在柬埔寨开工了一条新的生产线，该线设计产能 5000t/d，150 万吨/年，此外，该线由中国中信重工总承包建设。

③海螺水泥：海螺国际和柬埔寨马德望水泥公司合资建设的马德望水泥厂已于 2016 年 12 月进入设备安装阶段，预计该项目将在 2017 年 12 月份正式完工，马德望水泥厂设计产能 5000t/d。

## (5) 塔吉克斯坦

塔吉克斯坦也是中亚地区最为贫穷的国家，产业以农业和畜牧业为主，2016 年人均 GDP 为 796 美元，近 3 年平均 GDP 增速为 5.9%。

表 12：塔吉克斯坦水泥行业基本投资环境

 Tajikistan	指标	内容
	近 3 年经济增速 (%)	6.7 (2014), 4.2 (2015), 6.9 (2016)
	2016 年人均 GDP (现价美元)	796
	2016 年人口数量	874 万
	近 3 年产能 (万吨/年)	- (2014), - (2015), 490 (2016)
	近 3 年产能利用率 (%)	- (2014), - (2015), 41 (2016E)

数据来源：一带一路官网，西南证券整理

国内产能利用率较低。2016 年，塔吉克斯坦国内水泥需求大约在 170 万吨左右，有 30 万吨的水泥出口到阿富汗、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦等周边国家。2016 年，塔吉克斯坦共有水泥产能 490 万吨，共生产水泥 200 万吨，同比增长 33%，市场出现一定的产能过剩。


塔吉克斯坦主要水泥企业为中国水泥公司。塔吉克斯坦国内最大的两家水泥公司为华新水泥和中材国际莫伊尔水泥有限责任公司，其中，华新水泥在哈特隆州亚湾市和索格特州各有一条 3000t/d 水泥熟料生产线，分别于 2013 年 8 月和 2016 年 3 月投产，合计水泥总产能达 200 万吨 (55% 市场占比)；中材国际莫伊尔水泥有限责任公司在塔吉克斯坦哈特隆州亚湾市拥有一条 3200t/d 水泥熟料生产线 (水泥产能 120 万吨，28% 市场占比)，总投资为 1.2 亿美元。

## (6) 俄罗斯

俄罗斯经济总量较大，但经济增长波动较大，石油和天然气资源是推动国家经济发展最主要的动力，近 3 年 GDP 平均增速为-1.1%。



表 13：俄罗斯水泥行业基本投资环境

<div>Russian</div> 	指标	内容
	近 3 年经济增速 (%)	0.64 (2014), -3.73 (2015), -0.22 (2016)
	2016 年人均 GDP (现价美元)	8748
	2016 年人口数量	1.44 亿
	近 3 年产能 (万吨/年)	10300 (2014), 10100 (2015), - (2016)
	近 3 年产能利用率 (%)	66.7 (2014), 62 (2015), - (2016)

数据来源：一带一路官网，西南证券整理

俄罗斯是一个传统的水泥生产大国，但因水泥工业现代化的进程较滞缓，至今还有一些湿法窑存在，在其水泥总产能中仍占有 15% 左右，其余均为近 10 年来新建和改扩建的 PC 窑生产线。如果在其水泥产能中扣除约 15% 的名存实亡的湿法窑产能以外，其 PC 窑产能利用率均介于 73-83% 之间。因为实际上其水泥产量中 97% 都是 PC 窑生产的，湿法厂水泥仅占 3% 而已，多数湿法厂只是处于“备用”状态。

目前，俄罗斯水泥市场有两家国外企业，欧洲水泥和拉法基豪瑞，我国海螺水泥已经在俄罗斯成立子公司，准备进入俄罗斯市场。

整体来看，发展中国家水泥产能步入“瓶颈期”，现有设计产能已经超出需求增速，但这些新兴经济体经济急待发展，对水泥的潜在需求非常大，综合以上几个国家的投资环境可以得出以下结论：

**(1) 一带一路沿线国家基建需求旺盛，水泥潜在需求大，但需时间释放。**“一带一路”沿线部分国家公共基础设施普遍薄弱，这些国家在公路、铁路等基础设施上的投资增速较快，拉动了对水泥需求高速增长，因此，一带一路沿线国家对水泥的潜在需求巨大。

**(2) 海外投资门槛高，强者胜出。**投资一带一路沿线国家的水泥企业基本为国际大型水泥企业，如拉法基豪瑞、海德堡、海螺水泥、华新水泥等，这些企业资金和技术实力雄厚，具备国际投资的经验，能够在一带一路国家激烈的竞争环境中抢占市场份额，侧面说明，海外投资门槛较高，具备一定实力的企业才能生存。

### 3 投资逻辑与组合推荐

综合前文分析，建材行业中水泥、玻璃、玻纤在海外布局走在前列，包括对国外投资环境的熟悉程度、海外投资建厂的经验积累和海外项目的盈利预期，建议重点关注水泥、玻璃和玻纤这三个建材细分领域

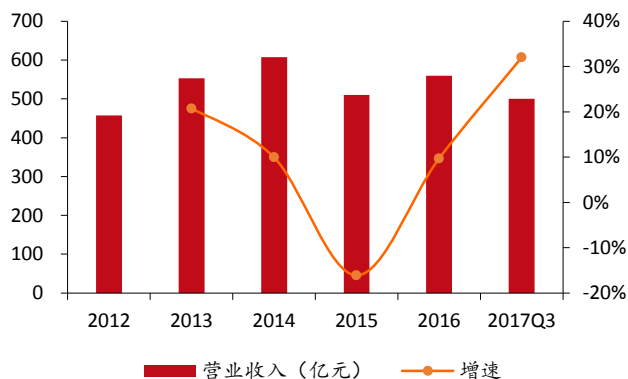
#### 3.1 水泥细分推荐海螺水泥，建议关注华新水泥

向海外拓展是我国水泥工业实现跨越式发展的终级解决方案。一方面，国内产能利用率较低，水泥公司 CR10 仅 40%，而且水泥需求增速较慢，水泥行业国内市场基本“见顶”；另一方面，我国的水泥技术和装备水平在国际上排名前列，大型龙头水泥公司已经具备海外投资的实力，实施海外拓展有利于我国重构国际水泥市场秩序。从水泥公司海外拓展进度来看，华新水泥最早开始做海外建厂投资，目前在塔吉克斯坦和柬埔寨合计在产产能约 360 万吨，占国内产能的 4%；海螺水泥目前在海外拓展地区最多、设计总产能最大，海外设计产能 2500 万吨占国内产能的 8%，目前在产产能约 1000 万吨。因此，水泥细分领域，推荐海螺水泥和华新水泥。

##### (1) 海螺水泥（600585）：周期与成长兼备

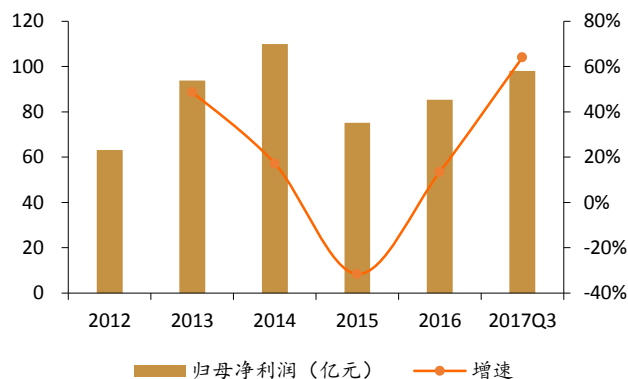
海螺水泥是我国水泥行业龙头企业，2016 年熟料产能 2.44 亿吨、水泥产能 3.13 亿吨、骨料产能 2490 万吨。公司从 2013 年开始在海外投资建厂，2014 年第一条水泥生产线建成投产，2016 年末公司在海外熟料产能 480 万吨、水泥产能 935 万吨。从前文的分析中可知，在水泥细分领域，海螺在海外拓展力度最大、布局最广的建材企业。

图 16：海螺水泥近 5 年营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：海螺水泥近 5 年归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2017 年三季报符合预期，生产成本上升，水泥量价齐升。公司第三季度单季实现营业收入 181 亿元，同比增长 30%；实现归母净利润 31 亿元，同比增长 18%，其主要原因是公司单季期间费用上涨明显。从毛利率上看，公司 2017 三季度单季为 21.2%，2016 年同期为 21.5%，下降 0.3 个百分点；从期间费用看，公司单季涨幅明显，其中，销售费用同比上涨 10%，管理费用同比上涨 8%，财务费用同比大幅上涨 70%。公司第三季度单季财务费用大幅上升，主要原因是公司现阶段海外投资子公司产生的汇兑损失。

公司 2017 年全年业绩有望实现高增长。根据公司 2017 三季报公布的备考业绩，预计公司 2017 年全年实现归母净利润同比增加 50-70%(未经审计)，即实现归母净利润 128-145 亿元。海螺水泥是水泥行业绝对龙头，收入规模和业绩规模占比较大，2016 年营收占上市水泥公司总和的 31%，归母净利润占上市水泥公司总和的 65%。虽然 2017 年前三季度煤炭价格上涨明显，使公司营业成本较 2016 年同期上涨 33%，但是公司 2017 年在业绩规模较大的情况下仍实现 50%以上的高增长，体现了公司较稳定的盈利能力。

看好海螺水泥未来的成长属性。水泥行业国内步入存量市场竞争，产能扩张进入停滞期，需求端取决于国内基建和地产投资拉动，需求大幅提升的可能性较小。未来水泥行业的重要看点是海外拓展，公司在海外的业务稳步推进，已拓展至印尼、缅甸、柬埔寨等国家，根据公司公告，公司目前在海外的水泥设计产能约 4500 万 t/a。海外拓展将增强公司盈利能力，使公司具备成长属性。

盈利预测与投资建议：预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.51 元、2.65 元、2.92 元，未来三年归母净利润将保持 22%的复合增长率，考虑公司稳定的盈利能力以及海外拓展有序推进，给予公司 2018 年 12 倍 PE，对应目标价 31.8 元，“买入”评级。

**表 14：海螺水泥盈利预测表**

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	55931.90	69167.41	77482.57	85304.72
增长率	9.72%	23.66%	12.02%	10.10%
归属母公司净利润（百万元）	8529.92	13314.86	14053.71	15489.50
增长率	13.48%	56.10%	5.55%	10.22%
每股收益 EPS（元）	1.61	2.51	2.65	2.92
净资产收益率 ROE	11.15%	15.06%	14.06%	13.76%
PE	16	10	10	9
PB	1.80	1.57	1.39	1.23

数据来源：公司公告，西南证券

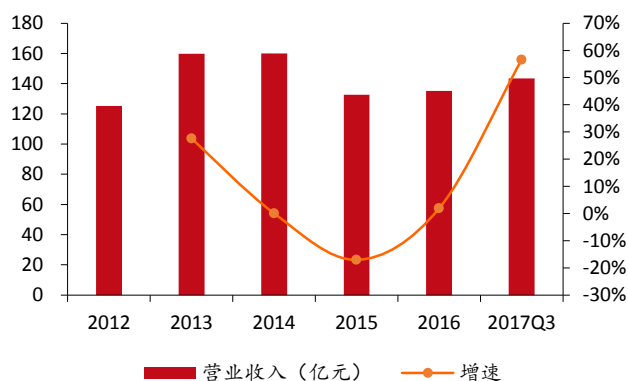
## （2）华新水泥（600801）：最早做海外投资的区域水泥龙头

华新水泥是我国水泥区域龙头企业，公司在湖北、湖南、广东、云南、贵州、重庆、四川、西藏、河南、江苏等 10 省市，及塔吉克斯坦、柬埔寨两国拥有各类工厂 146 家，具备水泥 9000 万 t/a、水泥设备制造 5 万 t/a、商品混凝土 2380 万 m<sup>3</sup>/a、骨料 1650 万 t/a、水泥包装袋 4 亿只/年及处置废弃物 555 万 t/a（含在建）的总体产能。

华新水泥是最早开始做海外投资建厂的水泥企业，公司 2013 年在塔吉克斯坦亚湾 3000t/d 水泥熟料生产线项目的建成投产，公司在海外第一条水泥生产线建成，截至目前，华新水泥在海外共有 3 条水泥生产线，总产能约 360 万 t/a。

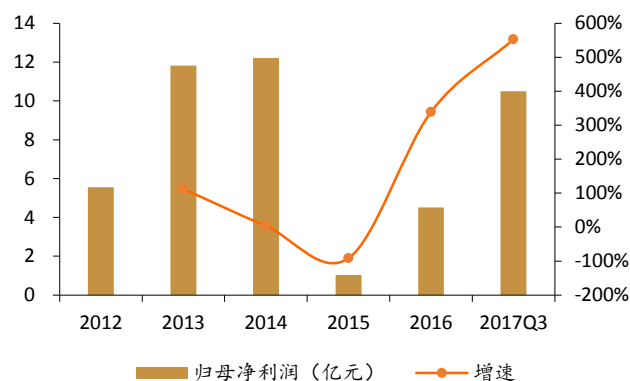
从业绩上看，公司 2015 年受水泥行业整体竞争形势影响，量价齐跌，业绩大幅下滑，2016、2017 年水泥行业逐渐回暖，公司业绩增长明显。根据公司 2016 年年报披露的数据，公司 2016 年海外营业收入 12.1 亿元，占总收入的 9%。

图 18: 华新水泥近 5 年营收及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 19: 华新水泥近 5 年归母净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 15: 华新水泥盈利预测表

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	13525.76	20374.61	21899.30	23302.32
增长率	1.92%	50.64%	7.48%	6.41%
归属母公司净利润 (百万元)	451.94	1621.91	1787.69	1911.55
增长率	339.82%	258.88%	10.22%	6.93%
每股收益 EPS (元)	0.30	1.08	1.19	1.28
净资产收益率 ROE	5.46%	14.74%	14.73%	14.21%
PE	43	12	11	10
PB	1.94	1.63	1.41	1.21

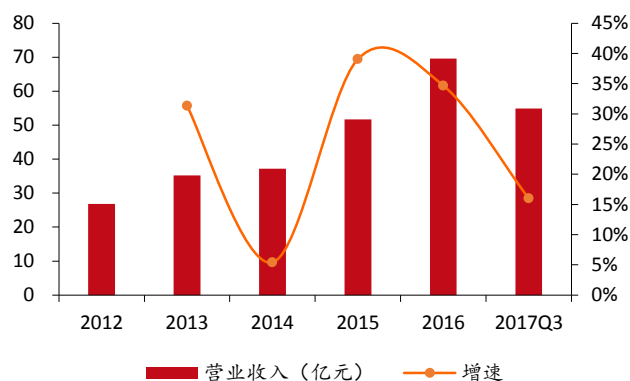
数据来源: Wind 一致预期, 西南证券整理

## 3.2 玻璃细分关注旗滨集团

玻璃细分领域, 推荐旗滨集团 (601636)。

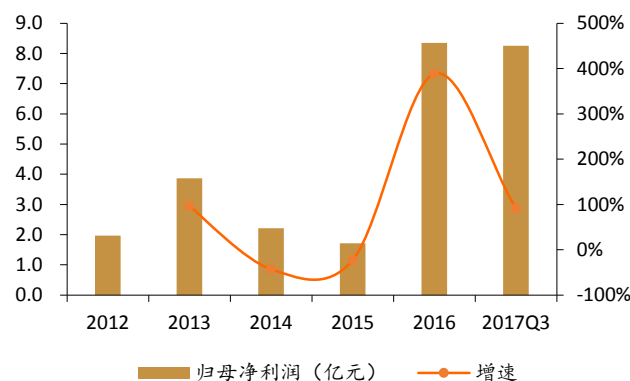
旗滨集团是国内玻璃原片龙头企业, 主要产品有优质浮法玻璃、着色玻璃及热反射镀膜玻璃等产品。目前, 东南亚市场对节能玻璃的市场需求逐渐增加, 虽然东南亚节能玻璃竞争较为激烈, 但公司凭借强有力的镀膜技术力量、高水平的生产工艺控制能力以及结合公司未来高质量浮法玻璃基片, 公司有望在海外高端玻璃市场占有一席之地。

图 20: 旗滨集团近 5 年营收及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 21: 旗滨集团近 5 年归母净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

从近 5 年业绩上看, 如图 15 和 16 所示, 公司业绩波动较明显, 由于公司 2016 年业绩较好、基数较大, 2017 年营收增速下降较明显, 但归母净利润仍保持较快增长。从公司海外盈利情况看, 根据公司 2016 年年报披露, 公司产品出口海外的营业收入占比约 2.4%, 占比非常小, 随着海外市场的开拓, 海外收入占比未来将明显增加。

公司未来看点在节能玻璃、光伏玻璃和海外拓展。国内浙江节能和广东节能项目年底有望投产; 郴州光伏光电基板项目处于建设期; 海外拓展上, 马来西亚基地 2 条优质浮法玻璃生产线项目有序推进, 年底有望投产, 预计每年增加营收约 2.2 亿元, 净利润约 2500 万元。

盈利预测上, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.39、0.44 和 0.48 元, 未来三年归母净利润将保持 15.5% 的复合增长率, 考虑公司在行业中的龙头地位、成本费用控制优势以及光伏节能玻璃项目有序推进, 给予公司 2018 年 14 倍估值, 对应目标价 6.16 元, 给予“买入”评级。

表 16: 旗滨集团盈利预测表

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6960.96	7656.00	8424.32	9274.01
增长率	34.66%	9.98%	10.04%	10.09%
归属母公司净利润 (百万元)	835.06	1049.60	1176.76	1285.33
增长率	387.39%	25.69%	12.12%	9.23%
每股收益 EPS (元)	0.31	0.39	0.44	0.48
净资产收益率 ROE	13.85%	15.17%	14.92%	14.38%
PE	15	12	11	10
PB	2.25	1.95	1.71	1.51

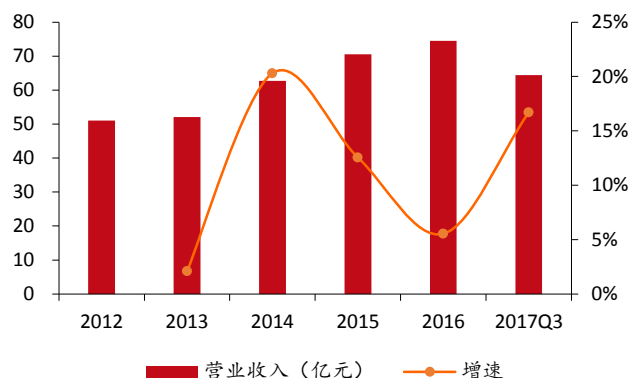
数据来源: 公司公告, 西南证券

### 3.3 玻纤细分关注中国巨石

我国玻纤行业起步较晚, 但增速较快, 玻璃纤维的生产工艺、技术水平已逐渐赶超国外企业, 以中国巨石为代表的国内企业更是在大型池窑建设、大漏板加工、纯氧燃烧等核心技术方面处于领先地位。玻纤细分领域, 推荐中国巨石 (600176)。

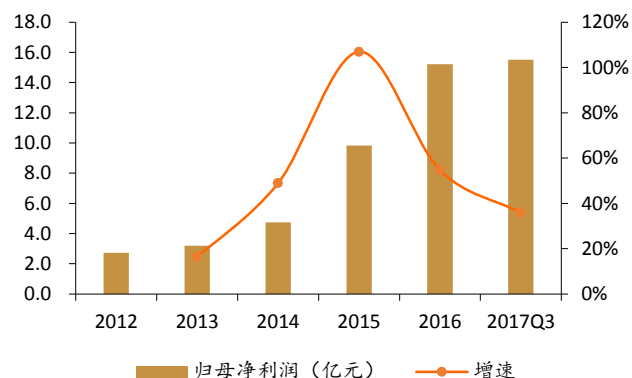
中国巨石是国内玻纤龙头，公司玻璃纤维纱及制品的设计产能为 132 万吨，国内第一，规模优势明显且吨纱能耗处于行业内较低水平。公司自主研发与建设的年产 12 万吨无碱玻璃纤维池窑生产线仍为全世界最大的单体池窑生产线。在海外拓展上，公司目前是唯一一家在海外投资建厂的玻纤企业，公司于 2014 年在埃及建成第一条玻璃纤维大型池窑拉丝生产线，截至目前，公司在埃及的三条生产线已经全部投产，总产能达到 20 万 t/a；2016 年，公司在美国 8 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目落地，2017 年进入实质建设阶段，预计 2018 年 4 季度达产。

图 22：中国巨石近 5 年营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：中国巨石近 5 年归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

从业绩上看，公司 2017 年 1-9 月实现营业收入 64.4 亿元，同比增 16.7%，实现归母净利润 15.5 亿元，同比增 35.9%。根据公司 2016 年公告的数据，公司产品在国内的毛利率为 39%，在国外的毛利率为 50%，且公司产品出口的比重约为 48%左右，因此，公司海外市场拓展将进一步增强公司的盈利能力。

盈利预测上，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.69 元、0.76 元、0.82 元。考虑到未来业绩增长确定性高，未来三年归母净利润复合增速为 16.4%，参考同行中材科技的估值水平，给予公司 2017 年 18 倍 PE，对应股价 12.42 元，“买入”评级。

表 17：中国巨石盈利预测表

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7446.33	7859.21	8494.10	9131.14
增长率	5.55%	5.54%	8.08%	7.50%
归属母公司净利润（百万元）	1521.04	2017.19	2211.94	2401.17
增长率	54.73%	32.62%	9.65%	8.56%
每股收益 EPS（元）	0.52	0.69	0.76	0.82
净资产收益率 ROE	13.84%	15.89%	15.25%	14.59%
PE	24	18	17	16
PB	2.84	2.46	2.15	1.89

数据来源：公司公告，西南证券



## 4 风险提示

### （1）上游原材料价格波动的风险

随着供给侧改革进入攻坚阶段，新一轮环保督察即将拉开，水泥、玻璃、玻纤等上游原材料企业或将面临限产停产，建材企业原材料价格可能存在大幅上涨的风险。

### （2）基建投资、房地产投资增速下滑的风险

如果基建投资和房地产投资增速下滑，则建材企业下游需求不足，企业盈利能力存在下降的风险。

### （3）政治风险

在一带一路的政策指引下，我国与一带一路沿线国家签订了相关合作备忘录，但这些国家仍然存在国内政治不稳定的因素，将直接导致建材企业海外投资利益受损。

### （4）汇率波动的风险

目前，建材行业主要海外投资地区为中亚、东南亚地区，这些地区普遍存在汇率不稳定的情况，汇率波动或将影响建材企业在海外的盈利能力。

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分