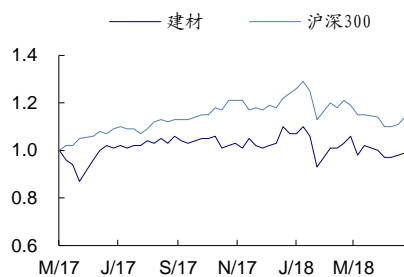


一年该行业与沪深 300 走势比较



行业专题

连雨不知春去，一晴方觉夏深

● 1-4 月市场回顾：水泥板块表现强势

年初至今，建材板块下跌 5.76%，跑输沪深 300 0.65 个百分点，建材龙头公司下跌 0.59%，跑赢沪深 300 4.51 个百分点。分板块看，水泥整体表现强势，年初至今上涨 3.46%，玻璃整体下跌 16.27%，其他建材下跌 10.51%，根据申万一级行业划分，建材板块年初至今表现略优于沪深 300，在 28 个行业中排名第 9。

● 行业运行尚可，供给侧控制较好，需求不必过分担忧

春节过后水泥价格稳步上涨，库存保持历史同期低位，玻璃价格冲高回落，但仍保持历史高位水平，库存规模可控。从需求端来看，目前国内宏观经济表现尚可，房地产数据新增亮点，投资增速创近 3 年新高，新开工面积有所提速，PPP 项目清理并未影响总量增长，短期来看需求暂无崩塌风险，不必过分担忧。供给端来看，水泥冬季错峰生产扩大至非采暖季错峰生产，玻璃行业环保监管日益严格，供给端受到严格控制，近期企业之间亦有进一步协同迹象，价格有望企稳。

● 盈利水平维持高位，全年业绩增长无忧

从 17 年年报和 18 年一季报中可以看到，建材行业的业绩表现和盈利水平在价格不断推涨的环境下得到明显改善并持续至今。目前行业盈利性指标水泥煤炭价格差和玻璃纯碱重油价格差均处于历史相对高位水平，预计二季度建材板块业绩较一季度将仍有所提升，全年业绩有望继续保持增长。

● 短期关注玻璃，长期布局优质企业

水泥前期跑出较强相对收益，且在周期众多板块中表现最为强势已部分反映了基本面，而玻璃我们认为市场反应过分悲观，随着现货市场趋稳，企业协同显现，后续值得关注。此外，从中长期角度来看，我们看到在当前的宏观背景之下，行业在业绩端保持较为稳定的增长，而在生产端进入有序、保守且高质量的扩张。而这种扩张在现有宏观和行业的约束之下，呈现较强的分化，使得我们对投资标的的选择更有意义。因此现阶段困扰我们更多的是对行业周期波动的担忧，特别是短期的周期波动，而我们从行业研究层面无法完美缓解市场对宏观周期下行的忧虑。但我们从历史数据看出每一轮的周期波动均给优质企业以全新的机会，而现阶段我们也同样看到了行业内的部分优质企业在为新一轮增长蓄势。大富之年，布局长远，逢低买入优质龙头企业，推荐：海螺水泥、华新水泥、旗滨集团、信义玻璃、中国巨石、北新建材、伟星新材、东方雨虹；关注中材科技、帝欧家居、三棵树、再升科技、大亚圣象。

● 风险提示：(1) 宏观经济快速下行导致行业需求端出现超预期下滑，(2) 落后淘汰产能的限制政策松动，供给超预期，(3) 环保执行力度放松

相关研究报告：

- 《非金属建材行业 17 年年报及 18 年一季报总结：行业在后供给侧改革的演变——大富卦》——2018-05-08
- 《非金属建材周报（18 年第 18 周）：水泥价格继续推涨》——2018-05-08
- 《非金属建材周报（18 年第 17 周）：基本面表现尚好，投资可再乐观一些》——2018-05-03
- 《非金属建材周报（18 年第 16 周）：需求、价格均稳，库存走低》——2018-04-23
- 《建材行业 Q2 暨 4 月投资策略：莫愁前路无知己，柳暗花明又逢君》——2018-04-16

证券分析师：黄道立

电话：0755-82130685
E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003

联系人：陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600585	海螺水泥	买入	34.67	183,727	3.81	4.38	9.1	7.9
601636	旗滨集团	买入	5.34	14,372	0.76	0.91	7.0	5.9
600176	中国巨石	买入	14.98	43,720	0.98	1.24	15.3	12.1
000786	北新建材	买入	23.78	42,532	1.9	2.22	12.5	10.7
600801	华新水泥	买入	14.52	21,745	1.74	2.04	8.3	7.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1-4 月市场回顾：水泥板块表现强势	4
板块整体表现较弱，龙头相对优异	4
水泥板块表现相对强势，玻璃和其他建材表现较弱	4
4 月以后板块整体表现转弱，仅水泥板块跑赢沪深 300	5
中小市值个股表现较为抢眼	6
行业运行尚可，供给侧控制较好，需求不必过分担忧	6
价格维持高位，库存水平可控	6
宏观经济表现尚可，整体需求无崩塌风险	10
环保监管日益严格，行业错峰限产仍在继续，并不断加强	13
盈利水平维持高位，全年业绩增长无忧	15
17 年年报和 18 年一季报，上市公司交出满意答卷	15
基本面稳，成本可控，全年增长预计无忧	16
短期关注玻璃，长期布局优质企业	17
风险提示	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

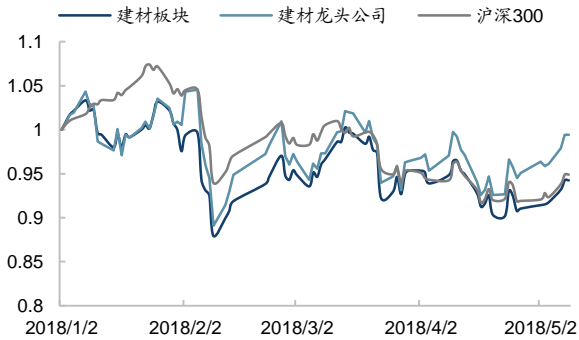
图 1: 建材板块年初至今涨跌幅 (%)	4
图 2: 水泥板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	4
图 3: 申万一级行业年初至今涨跌幅排名 (%)	4
图 4: 玻璃板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	5
图 5: 其他及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	5
图 6: 四月建材各版块涨跌幅 (%)	5
图 7: 申万一级行业 4 月单月涨跌幅排名 (%)	5
图 8: 建材板块年初至今涨跌幅前后五名 (%)	6
图 9: 建材板块年初 4 月涨跌幅前后五名 (%)	6
图 10: 全国高标水泥均价连续八周上涨 (元/吨)	6
图 11: 全国水泥均价处于历史高位	6
图 12: 华北地区水泥价格走势 (元/吨)	7
图 13: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)	7
图 14: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)	7
图 15: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)	7
图 16: 西南地区水泥价格走势 (元/吨)	7
图 17: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)	7
图 18: 全国水泥库容比 (%)	8
图 19: 水泥库容比处于历史同期低位 (%)	8
图 20: 华北地区库容比 (%)	8
图 21: 东北地区库容比 (%)	8
图 22: 华东地区库容比 (%)	8
图 23: 华中地区库容比 (%)	8
图 24: 华南地区库容比 (%)	9
图 25: 西南地区库容比 (%)	9
图 26: 西北地区库容比 (%)	9
图 27: 近期玻璃现货价格出现小幅回调	10
图 28: 玻璃价格整体维持历史高位 (元/重箱)	10
图 29: 浮法玻璃生产线库存 (万重箱)	10
图 30: 水泥累计产量及同比增速	10
图 31: 平板玻璃累计产量及同比增速	10
图 32: 制造业 PMI 连续 21 个月位于荣枯线上方	11
图 33: 建筑业 PMI 及新订单 PMI	11
图 34: 建筑业总产值同比增速持续上升 (%)	11
图 35: 固定资产投资增速保持平稳	11
图 36: 房地产开发投资完成额及累计同比	12
图 37: 房屋新开工面积及累计同比	12
图 38: 商品房销售面积及累计同比	12
图 39: 商品房销售金额及累计同比	12
图 40: PPP 项目投资总额	13
图 41: PPP 管理库项目分阶段投资额 (万亿)	13
图 42: 2009-2017 建材行业营收及同比增速	15
图 43: 2009-2017 建材行业归母净利润及同比增速	15
图 44: 2015-2018 建材行业单季度营收及同比增速	15
图 45: 2015-2018 建材行业单季度归母净利润及同比增速	15
图 46: 2009-2017 建材行业毛利率	16
图 47: 2015-2018 建材行业单季度毛利率	16
图 48: 2009-2017 建材行业净利率	16
图 49: 2015-2018 建材行业单季度净利率	16
图 50: 水泥煤炭价格差高位回升	16
图 51: 玻璃纯碱重油价格差维持高位小幅震荡	16
表 1: PPP 政策接连出拳, 推动 PPP 项目规范有序发展	12
表 2: 2018-2019 年已披露非采暖季错峰生产规定	13
表 3: 沙河 9 条未取得排污许可证的玻璃生产线陆续停产冷修	14
表 4: 沙河 3 条浮法玻璃线被撤销已核发的排污许可证, 并要求实施停产	14

1-4 月市场回顾：水泥板块表现强势

板块整体表现较弱，龙头相对优异

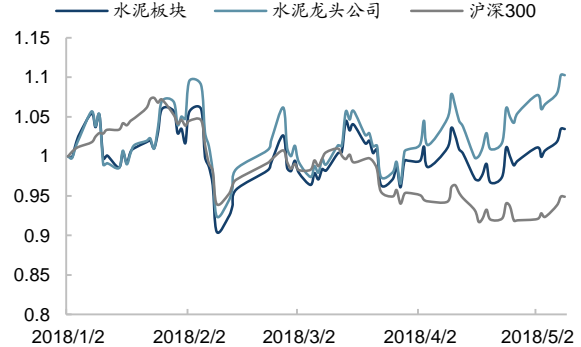
2018 年年初至今，我们关注的 83 家建材公司样本（其中：水泥行业 17 家、玻璃行业 9 家、其他建材行业 57 家）的股价整体走势偏弱，但龙头公司表现更加优异。整体建材板块下跌 5.76%，跑输沪深 300 0.65 个百分点，建材龙头公司下跌 0.59%，跑赢沪深 300 4.51% 个百分点。

图 1：建材板块年初至今涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

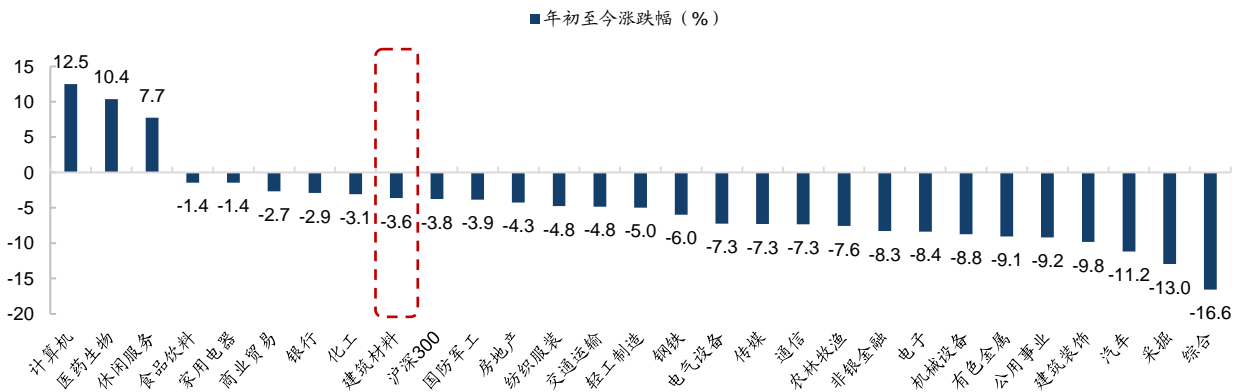
图 2：水泥板块及龙头公司年初至今涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

纵观整体 A 股市场，根据申万一级行业划分，建筑材料板块年初至今下跌 3.6%，略优于沪深 300 表现（-3.8%），在 28 个行业中排名第 9，跑赢剩余 19 个行业。

图 3：申万一级行业年初至今涨跌幅排名（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

水泥板块表现相对强势，玻璃和其他建材表现较弱

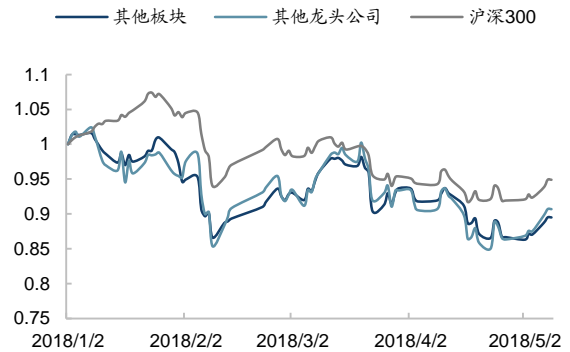
分板块来看，水泥板块整体表现相对强势，年初至今板块上涨 3.46%，高于沪深 300 8.57 个百分点，其中龙头公司涨幅达 10.27%，跑赢沪深 300 15.38 个百分点；玻璃和其他板块表现相对较弱：玻璃板块整体下跌 16.27%，其中龙头公司下跌 18.52%，分别跑输沪深 300 11.16 和 13.41 个百分点；其他板块下跌 10.51%，龙头公司下跌 9.32%，分别较沪深 300 低 5.4 和 4.21 个百分点。

图 4: 玻璃板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 其他及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)

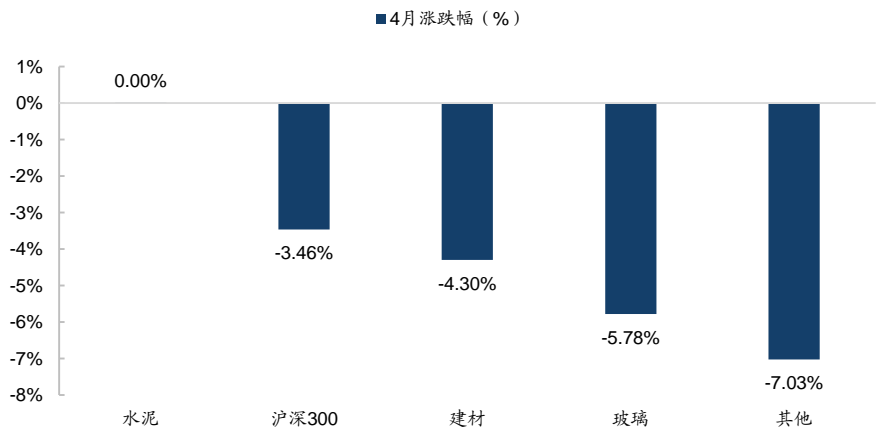


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

4 月以后板块整体表现转弱，仅水泥板块跑赢沪深 300

在过去的一个月中，建材板块整体呈现下跌态势，4 月单月下跌 4.3%，细分板块中无板块上涨，仅水泥板块跑赢沪深 300，涨跌幅为 0，其中玻璃板块下跌 5.78%，其他建材板块下跌 7.03%。

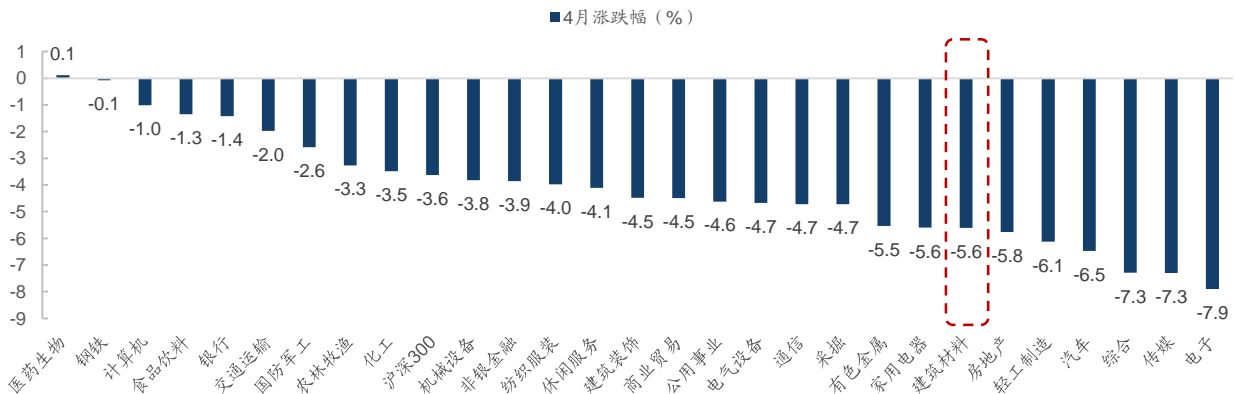
图 6: 四月建材各版块涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

4 月份单月建筑材料板块下跌 5.6%，位于所有行业中第 23 位。

图 7: 申万一级行业 4 月单月涨跌幅排名 (%)

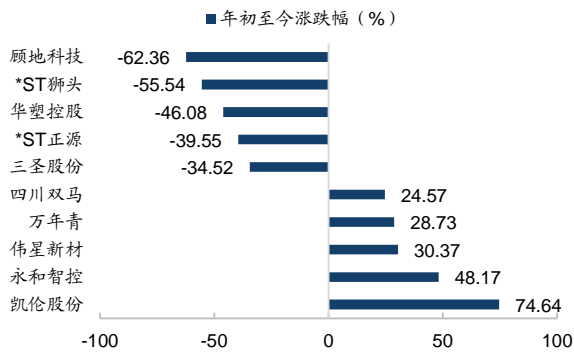


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

中小市值个股表现较为抢眼

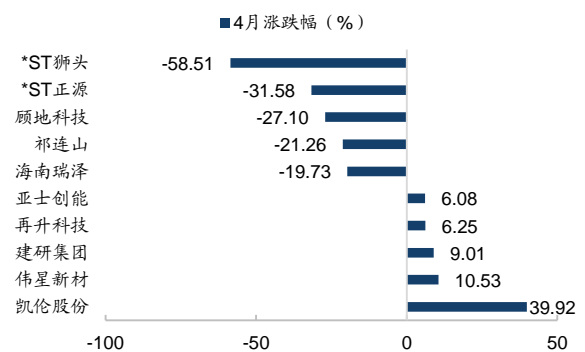
从个股表现来看，年初至今涨跌幅排名前五位的公司分别为：凯伦股份(+74.64%)、永和智控(+48.17%)、伟星新材(+30.37%)、万年青(+28.73%)、四川双马(+24.57%)，排名后五位的公司分别为：顾地科技(-62.36%)、*ST狮头(-55.54%)、华塑控股(-46.08%)、*ST正源(-39.55%)、三圣股份(-34.52)；4月单月涨跌幅排名前五位的公司分别为：凯伦股份(+39.92%)、伟星新材(+10.53%)、建研集团(+9.01%)、再生科技(+6.25%)、亚士创能(+6.08%)，排名后五位的公司分别为：*ST狮头(-58.8%)、*ST正源(-31.6%)、顾地科技(-27.1%)、祁连山(-21.26%)、海南瑞泽(-19.7%)。

图 8：建材板块年初至今涨跌幅前后五名（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：建材板块年初 4 月涨跌幅前后五名（%）



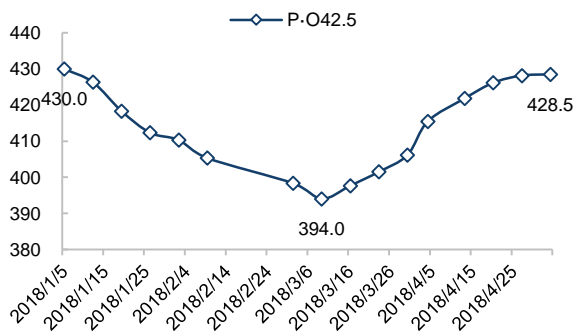
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

行业运行尚可，供给侧控制较好，需求不必过分担忧

价格维持高位，库存水平可控

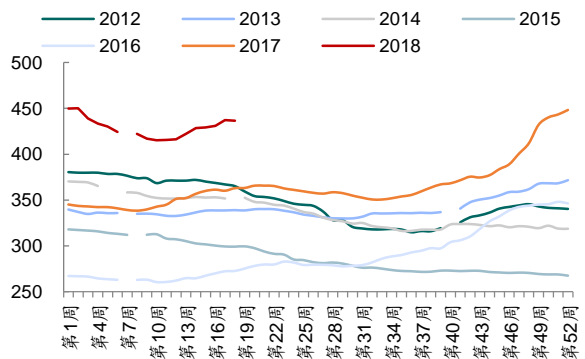
根据最新行业数据，截至 5 月 9 日，全国高标水泥均价实现 428.5 元/吨，实现超预期环比连续 8 周上涨，基本触及年初高位水平，较去年同期涨幅达 21.5%，仍处于历史同期高位水平。目前水泥进入需求旺季，前期积压需求集中释放，多地价格小幅上涨或维持高位水平运行。由于下游需求的不断增加，以及部分地区企业停产检修，同时企业对熟料管控到位，熟料需求再次恢复紧平衡。随着非采暖季错峰生产的扩大推广，紧平衡状态有望持续，价格有望维持高位。

图 10：全国高标水泥均价连续八周上涨（元/吨）



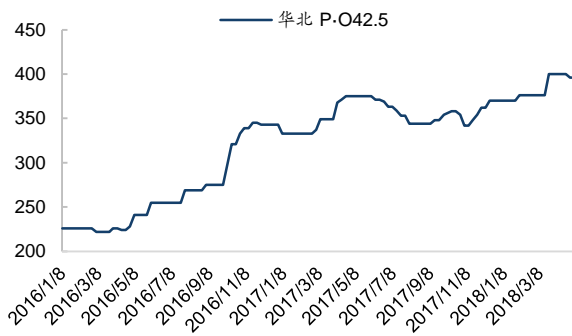
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 11：全国水泥均价处于历史高位



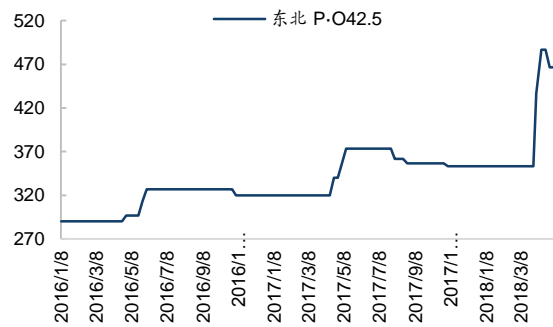
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 12: 华北地区水泥价格走势 (元/吨)



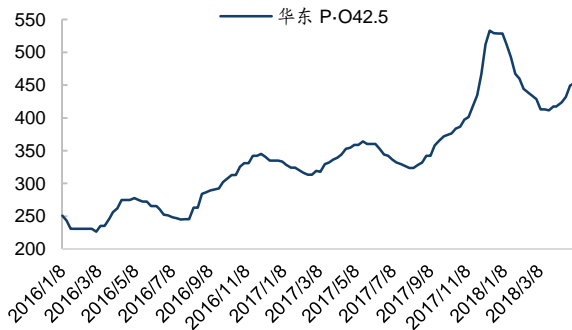
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 13: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)



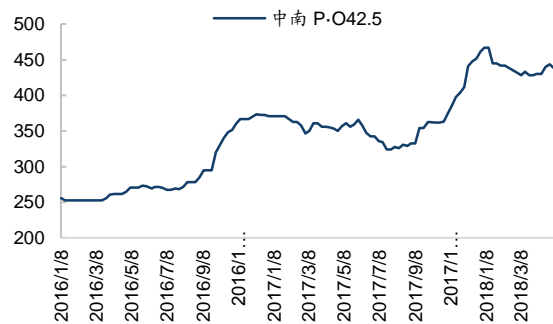
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 14: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)



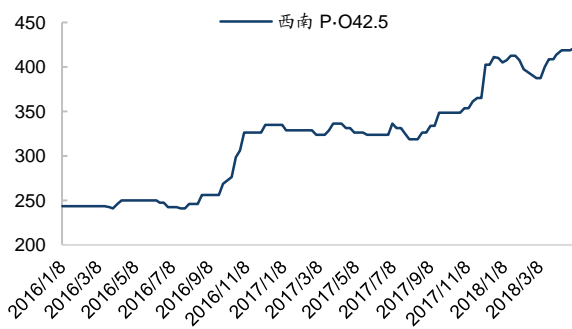
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 15: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)



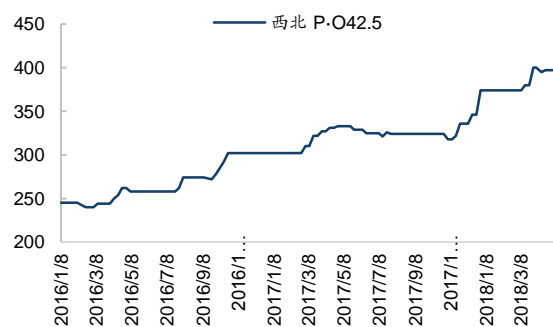
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 16: 西南地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

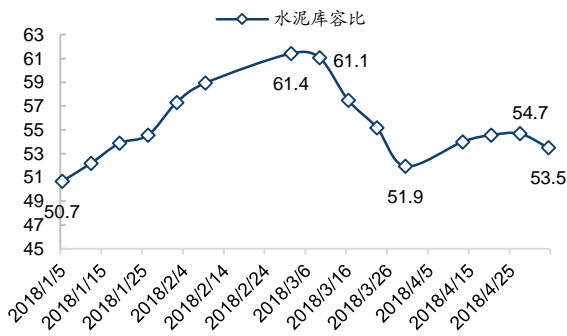
图 17: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

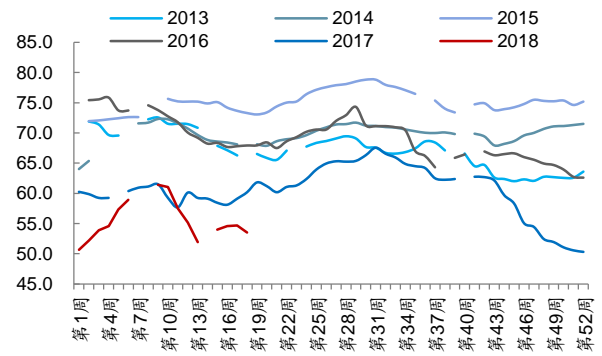
受冬季错峰生产以及春节淡季因素影响, 3 月以前水泥库存呈现季节性库存增加状态。自下游需求复苏以来, 水泥库存整体呈现震荡下行趋势, 截至 5 月 4 日当周, 全国水泥平均库容比为 53.5%, 较去年同期降低 6.4 个百分点, 继续保持历史同期最低位水平。分区域来看, 近期南方地区库存减少幅度明显大于北方地区, 主要由于下游需求快速恢复且稳定, 其中华东和华南地区 3 月中旬以来库容比呈现快速回落, 而北方部分地区受环保等因素影响, 工程恢复较慢, 但整体库存水平平均维持在历史低位水平。

图 18: 全国水泥库容比 (%)



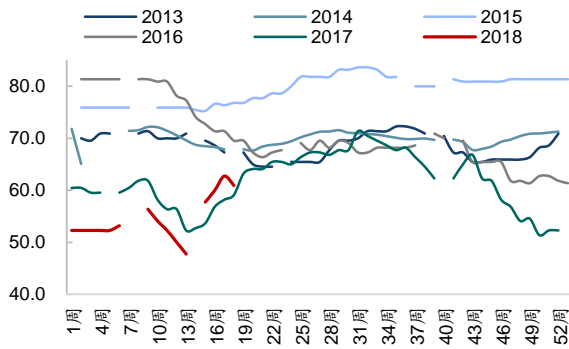
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 19: 水泥库容比处于历史同期低位 (%)



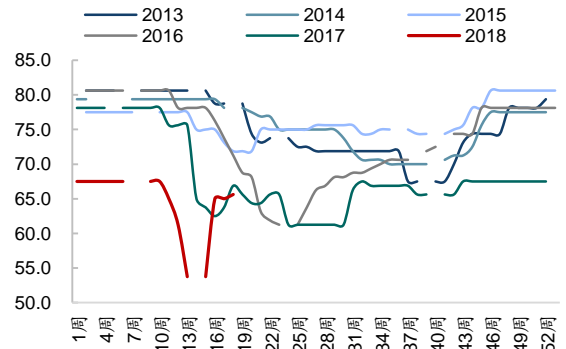
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 20: 华北地区库容比 (%)



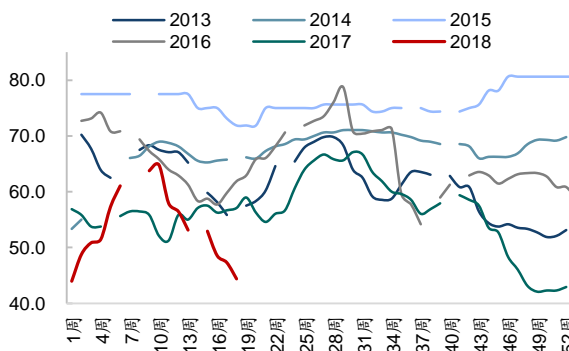
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 21: 东北地区库容比 (%)



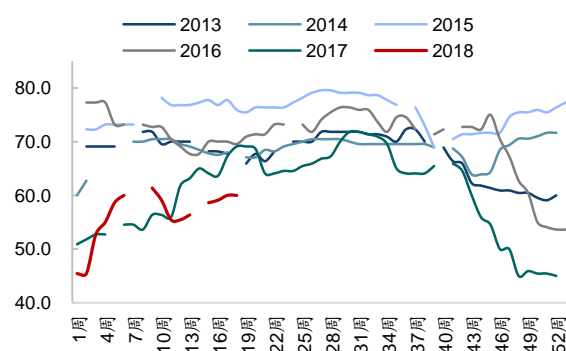
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 22: 华东地区库容比 (%)



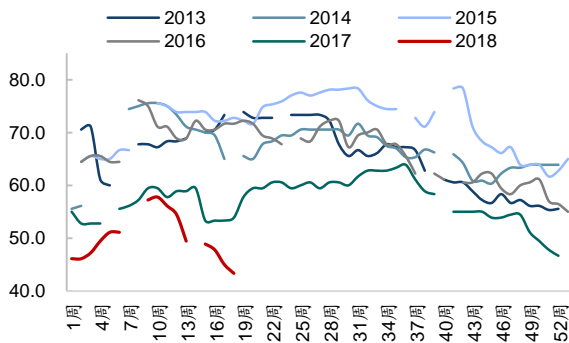
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 23: 华中地区库容比 (%)



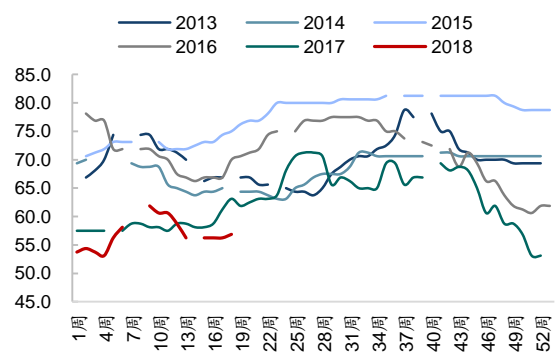
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 24: 华南地区库容比 (%)



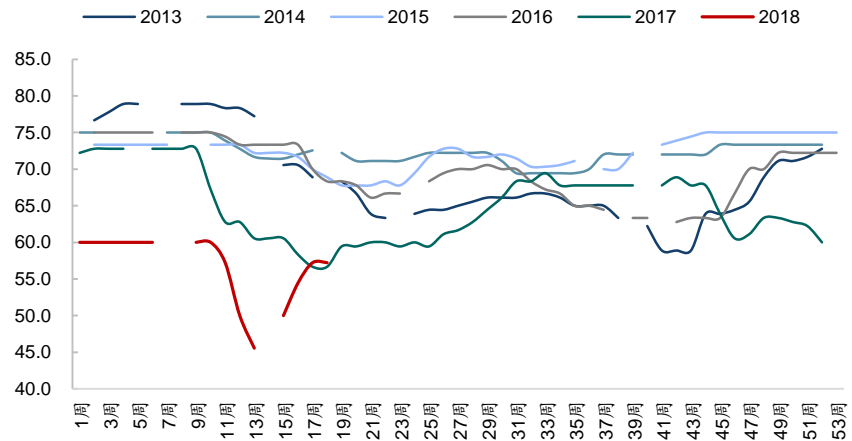
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 25: 西南地区库容比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 26: 西北地区库容比 (%)



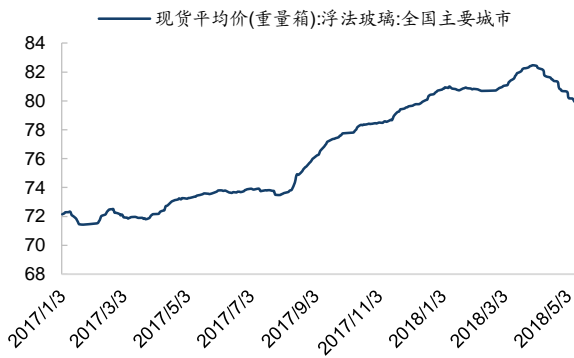
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

一季度玻璃价格实现稳步上涨, 其中 1~2 月价格维持保持相对稳定, 3 月份起下游需求开始陆续恢复, 价格开始上涨, 此前主要由于生产厂商经营效益较好, 并未进行大幅度的价格优惠政策, 同时开春下游经销商有一定的补库行为使得玻璃价格保持在高位运行。

4 月以来玻璃市场整体走势相对偏弱, 价格出现小幅回调, 当月价格下降约 2.16%, 主要是 4 月以后下游需求回暖相对较弱, 加工商对后市需求预期偏淡, 补库较弱, 加之前期价格一直保持高位, 各地厂商库存出现分化, 部分生产商急于减少库存所致, 陆续出现了调价行为。

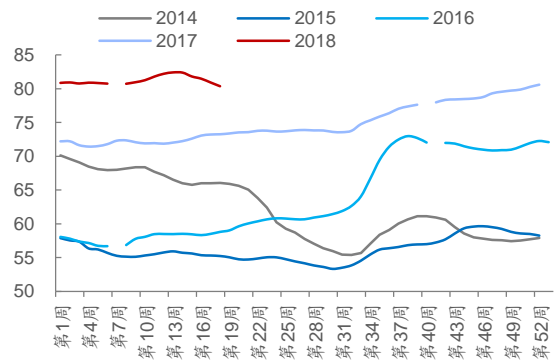
截至 5 月 9 日, 全国主要城市浮法玻璃平均报价 79.95 元/重箱, 同比增长 9%, 整体仍处于历史高位水平; 目前浮法玻璃生产线库存 3380 万重箱, 与去年同期基本持平, 整体规模可控, 处于较历史同期平均水平略低的位置。考虑到供给端受环保监管影响难以放松, 并叠加冷修周期带来产能进一步收缩, 同时需求暂无崩塌风险, 预计玻璃价格整体有望保持稳定, 无崩塌风险。

图 27: 近期玻璃现货价格出现小幅回调



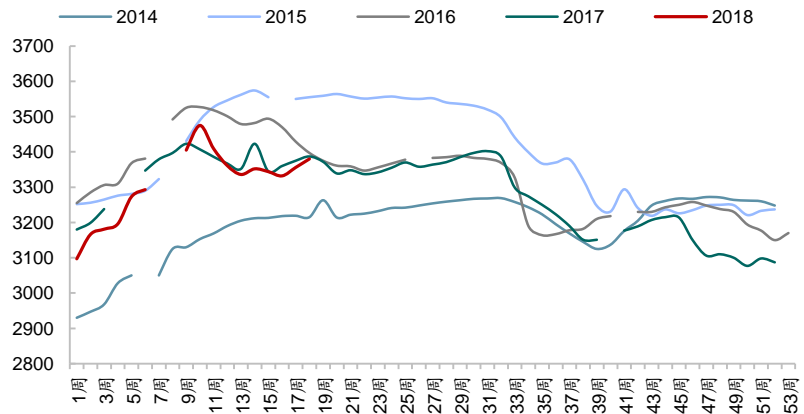
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 28: 玻璃价格整体维持历史高位 (元/重箱)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 29: 浮法玻璃生产线库存 (万重箱)

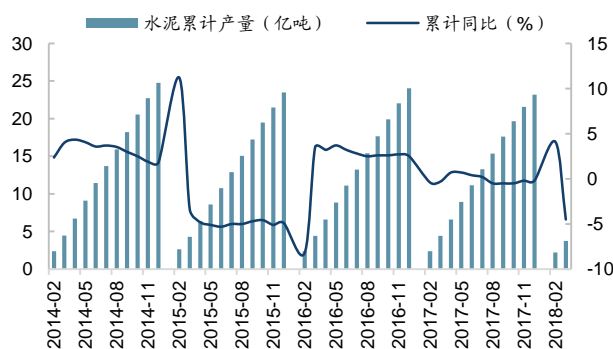


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

宏观经济表现尚可，整体需求无崩塌风险

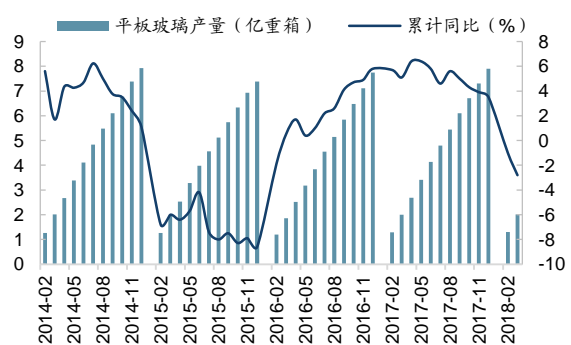
根据最新统计数据，全国水泥 1-3 月份累计产量为 3.76 亿吨，较去年同期减少 4.5%，平板玻璃 1-3 月累计产量 2.02 亿重箱，同比减少 2.8%。一季度水泥和玻璃需求出现较明显同比回落主要由于一方面今年年初以来雨雪天气和春节较晚导致节后下游复工较晚所致，另一方面水泥的错峰生产较往年涵盖范围更大、时间跨度更长、执行力度更加严格（首次在旺季采取停产措施，且在重污染天气预警期间实施粉磨站停产，错峰生产从熟料生产线延伸到水泥粉磨站）。

图 30: 水泥累计产量及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 31: 平板玻璃累计产量及同比增速



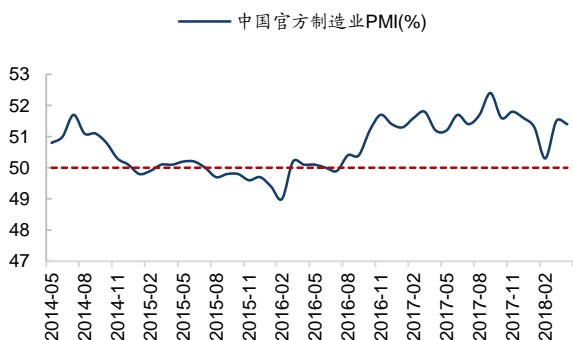
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2018年4月中国官方制造业PMI实现51.4%，较上月小幅回落0.1个百分点，已连续21个月站上荣枯线上方并保持相对稳定，制造业企业受益于供给侧改革以及市场环境改善，企业效益有所好转，投资热情和生产扩张意愿逐渐增强。随着实体经济已基本度过转折点，制造业固定资产投资增速经历多年持续下跌后目前基本企稳，并在今年有望得到一定修复。

建筑业景气回升对宏观经济企稳提供有力支撑，建筑业PMI在今年3月再次站上60%水平以上，4月实现60.7%；今年1-3月，建筑业实现总产值3.87万亿，同比增长13.17%，增速实现3年来最高水平。

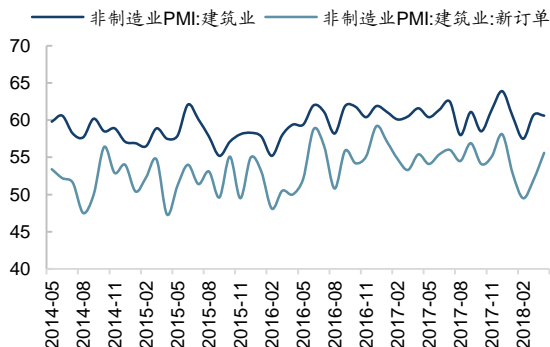
截至今年3月，全国固定资产投资完成10.08亿，较去年同比增长7.5%，增速较上年同期小幅降低1.7个百分点，较去年全年小幅提高0.3个百分点，整体来看增速保持相对稳定。中长期来看，社会总体需求基本企稳，对建材行业而言，将对未来需求形成支撑。

图 32: 制造业 PMI 连续 21 个月位于荣枯线上方



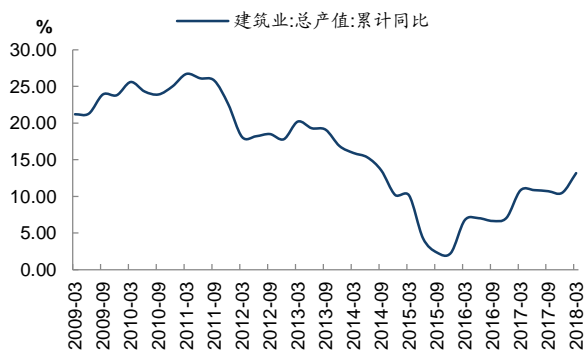
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 33: 建筑业 PMI 及新订单 PMI



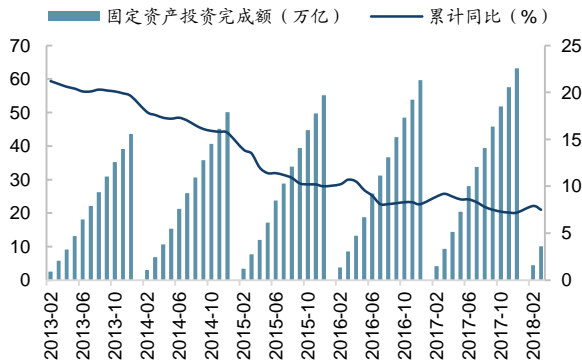
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 34: 建筑业总产值同比增长持续上升 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

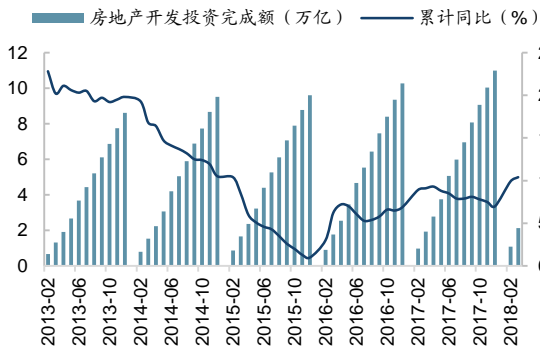
图 35: 固定资产投资增速保持平稳



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

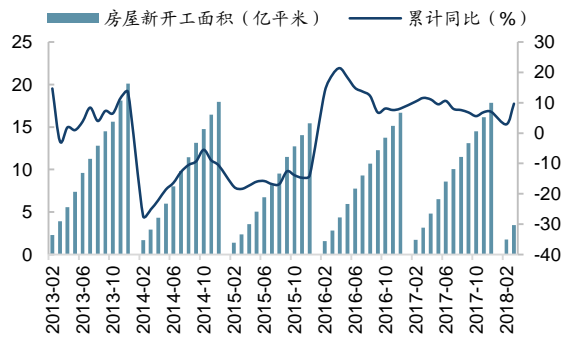
从房地产角度来看，今年1-3月，房地产开发投资完成额实现2.13万亿，较去年同期增长10.4%，较去年全年明显提高3.4个百分点，增速创近3年新高；房屋新开工面积达3.46亿平方米，同比增长9.7%，较上月大幅提高6.8个百分点，较去年全年提高2.7个百分点；一季度商品房销售面积实现3.01亿平方米，同比增长3.6%，较去年全年下降4.1个百分点，销售金额约2.56万亿，同比增长10.4%，较去年全年降低3.3个百分点。

图 36: 房地产开发投资完成额及累计同比



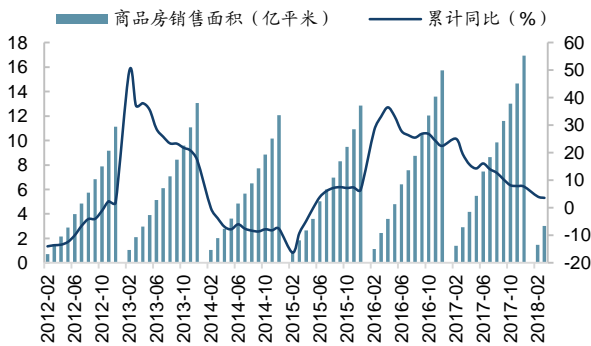
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 37: 房屋新开工面积及累计同比



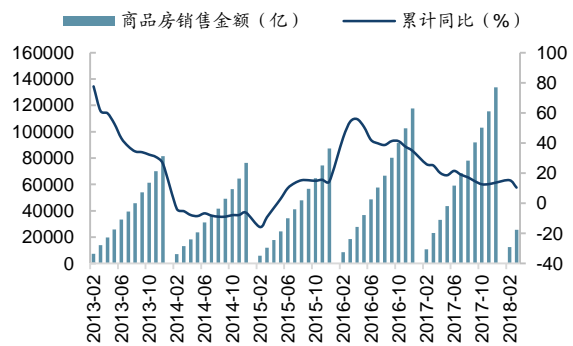
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 38: 商品房销售面积及累计同比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 39: 商品房销售金额及累计同比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从基础设施建设方面来看,去年 5 月以来,针对 PPP 模式存在的问题,各部委发布了一系列规范性文件,从基本制度、操作方式、重点行业选择等方面推动 PPP 项目规范有序发展,11 月以后,PPP 管控政策更是密集出台,不断提升监管强度。

表 1: PPP 政策接连出拳,推动 PPP 项目规范有序发展

时间	政策文件	发布部门	主要内容
2017 年 5 月 3 日	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》	财政部等 6 部委	要求规范政府和社会资本方的合作行为: 禁止地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违规举债
2017 年 5 月 26 日	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》	财政部	要求规范政府购买服务: 通过“负面清单”的方式, 严格限定“政府购买服务”范围, 将“工程建设”类排除
2017 年 11 月 16 日	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》	财政部	①严格新项目入库标准, 其中不属于公共服务领域, 政府不负有提供义务的, 如商业地产开发、招商引资项目等; 因涉及国家安全或重大公共利益等, 不适宜由社会资本承担的; 仅涉及工程建设, 无运营内容等情形不适宜采用 PPP 模式实施 ②集中清理已入库项目, 其中入库之日起一年内无任何实质性进展的, 尚未进入采购阶段但所属本级政府当前及以后年度财政承受能力已超过 10%上限的不宜继续采用 PPP 模式实施
2017 年 11 月 21 日	《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》	国资委	从强化集团管控、严格准入条件、严格规模控制、优化合作安排、规范会计核算、严肃责任追究六方面对 PPP 业务实行总量管控, 从严设定 PPP 业务规模上限, 防止过度推高杠杆水平
2017 年 11 月 28 日	《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作(PPP)项目的指导意见》	发改委	明确提出向民营企业开放除法律禁止外的所有领域、鼓励民营企业控股潜力商业运营项目、向民营企业推介优质 PPP 项目、不得设置民营企业参与 PPP 项目障碍, 并通过制度、规范合同等保障民营企业合法权益等十项举措

资料来源: 财政部、发改委、新浪财经、国信证券经济研究所整理

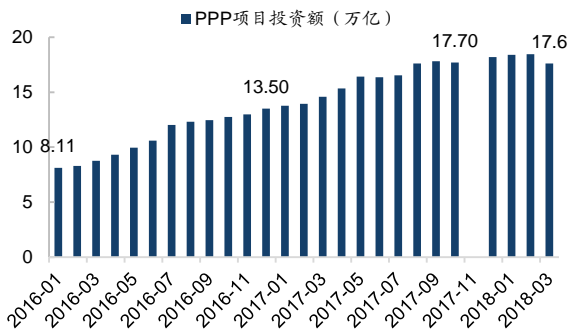
2017 年 11 月, 财政部发布《关于规范政府和社会资本(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》对总投资超 17 万亿元的万余个 PPP 入库存量项目进行集

中清理，并要求各省级财政部门在 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作，将清理工作情况报财政部金融司备案。根据财政部公布的最新数据显示，截至 4 月 23 日，各地累计清理退库项目 1695 个，涉及投资额 1.8 万亿元；需要整改项目 2005 个，涉及投资额 3.1 万亿元。

截至 3 月末，PPP 管理库项目和储备清单项目共计 13141 个，投资金额 17.6 万亿元，较 2 月份减少 0.85 万亿，考虑到 3 月份为 PPP 项目集中清理的截止时间点，PPP 项目总体体量仍然庞大。

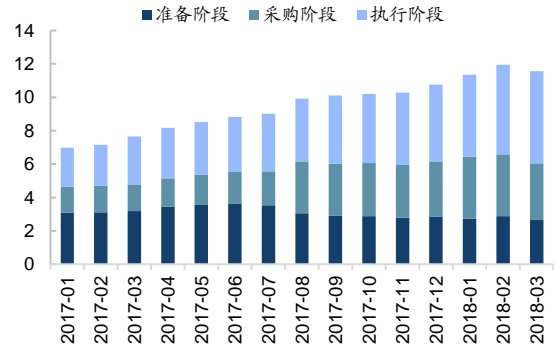
随着 PPP 项目清理的结束，PPP 最困难的时期已经基本过去。PPP 项目在过去几个月的集中整顿并非针对 PPP 模式，而是旨在规范 PPP 的不规范操作，遏制地方政府隐性债务风险，提高项目质量，促进 PPP 项目模式未来长期的健康发展。PPP 项目作为目前国内基础设施建设的有力支撑，短期使得建材行业需求承受一定压力，但随着清理行动的基本结束，我们认为需求暂无崩塌风险，不必过分担忧。

图 40: PPP 项目投资总额



资料来源: WIND、财政部、国信证券经济研究所整理

图 41: PPP 管理库项目分阶段投资额 (万亿)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

环保监管日益严格，行业错峰限产仍在继续，并不断加强

自 2014 年水泥行业实行冬季错峰生产行业以来，此后几年错峰生产的覆盖地区逐年扩大，时间区间逐步增加，各省市的执行力度更加严格。随着环保要求不断提升，节能降耗愈发迫切，冬季错峰生产成为常态并开始由北方地区扩展到全国，由采暖季延伸至非采暖季。2018 年初以来，全国多省市，包括山东、山西、江西、湖北、广东等地，均已披露今年至明年的非采暖季错峰生产相关时间区间和要求，进一步抑制水泥供给。

表 2: 2018-2019 年已披露非采暖季错峰生产规定

省份/城市	时间区间	具体规定
山东	2018/6/1-2018/6/20	全省水泥熟料生产企业错峰停窑
	2018/8/17-2018/9/5	全省熟料企业错峰停窑
山西	2018/4/26-2018/5/15	共计停窑 20 天
	2018/6/26-2018/7/15	共计停窑 20 天
	2018/9/21-2018/10/10	共计停窑 20 天
河北唐山	2018/3/16-2018/11/14	水泥窑限产 30% (按设计产能计算)，水泥粉磨站限产 30% (按生产天数计算)
河北邯郸	2018/4/1-2018/11/15	水泥企业限产比例 20% 左右，玻璃行业限产 15% 左右
江西	2018 年	所有水泥熟料生产线错峰生产 55 天，其中春节 (2-3 月) 不少于 35 天，夏季酷暑不少于 10 天，环境敏感期不少于 10 天
湖北	2018 年	对 59 条水泥生产线做出详细明确规定，约 80% 生产线停窑需超过 60 天，全年每条窑停产时间超过 70 天，非冬季错峰停产天数达到平均 30 天以上
河南	2018/6/1-2018/6/30	
	2018/9/1-2018/9/30	2018 年 6 月至 2019 年 3 月间，共计 5 个月，包括特种水泥，不包括粉磨站、粉磨工序和承担协同处置城市垃圾的生产线；对 2018 年 10 月底前稳定达到超低排放限值的水泥企业，当年给予错峰生产豁免政策激励。
	2018/12/1-2019/1/31	
	2019/3/1-2019/3/31	
重庆	2018/5/20-2018/6/10	二季度错峰停窑共计 21 天

表 2: 2018-2019 年已披露非采暖季错峰生产规定

地区	时间	规定内容
广东	2018/5/1-2018/9/30	所有熟料生产线分别停窑 20 天, 其中 5 月 1 日至 7 月 31 日每条生产线分别停窑 10 天, 8 月 1 日至 9 月 30 日每条生产线分别停窑 10 天
	2017/12-2018/4/30	一般水泥生产线连续停窑 120 天
青海	2017/12/1-2018/6/30	利用电石渣生产水泥的生产线累计停窑 120 天
	2017/12/1-2018/6/30	水泥窑协同处置生产线累计停窑 120 天
	2018/7/1-2018/9/30	根据市场需求确定剩余 30 天停窑时间

资料来源: 中国水泥网, 国信证券经纪研究所整理

对玻璃行业而言, 环保严控带来的产能抑制仍然是今年供给端的重要影响因素之一。2017 年 11 月 5 日到 15 日, 沙河地区 9 条玻璃生产线因未取得排污许可证陆续放水停产, 日熔量 6200 T/D, 约占全国在产产能 4%, 为玻璃行业近年来首次实质性关停产线。12 月 2 日, 沙河地区 13 条玻璃生产线 (3 条浮法玻璃线和 10 条压延玻璃线) 因未取得省发改委确认的煤炭消耗指标, 被市环保局据此撤销此类生产线环评意见, 并要求立即实施停产, 其中涉及浮法平板产能 2000 T/D。

今年 2 月, 环境保护部制定了包括玻璃在内的 14 个行业建设项目重大变动清单 (试行), 要求钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等产能过剩行业的建设项目还应按照《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》(国发[2013]41 号) 要求, 落实产能等量或减量置换, 各级环保部门不得审批其新增产能的项目。

根据环保部《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告 (征求意见稿)》及“2+26”城市平板玻璃特别排放限值会议, 自 2018 年 6 月 1 日起, “2+26”城市平板玻璃行业将执行新的大气污染物特别排放限值要求。

整体来看, 环保严控一方面控制了平板玻璃新增产能的可能, 另一方面将目前现有不符合标准的落后产能进行进一步削减, 且前江门华尔润生产线事故有望引发各地政府对窑龄到期产线的关注, 而由于玻璃生产线停产后复产代价巨大, 短期内生产线一旦关停难以复产, 供给端将得到严格控制。

表 3: 沙河 9 条未取得排污许可证的玻璃生产线陆续停产冷修

冷修放水时间	企业	生产线	产能 (吨/日)
2017 年 11 月 4 日	河北安全玻璃有限公司	安全六线	700
2017 年 11 月 5 日	沙河市德金玻璃有限公司	德金三线	800
2017 年 11 月 5 日	沙河市长城玻璃有限公司	长城五线	700
2017 年 11 月 14 日	沙河市长城玻璃有限公司	长城六线	700
2017 年 11 月 14 日	河北吉恒源玻璃有限公司	吉恒源一线	600
2017 年 11 月 14 日	沙河市德金玻璃有限公司	德金四线	800
2017 年 11 月 14 日	河北安全玻璃有限公司	安全五线	700
2017 年 11 月 15 日	河北长红玻璃有限公司	长红一线	600
2017 年 11 月 15 日	河北长红玻璃有限公司	长红二线	600
合计			6200

资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

表 4: 沙河 3 条浮法玻璃线被撤销已核发的排污许可证, 并要求实施停产

企业	生产线	产能 (吨/日)
河北鑫利玻璃有限公司	鑫利一线	600
河北鑫利玻璃有限公司	鑫利二线	600
河北鑫利玻璃有限公司	鑫利三线	800
合计		2000

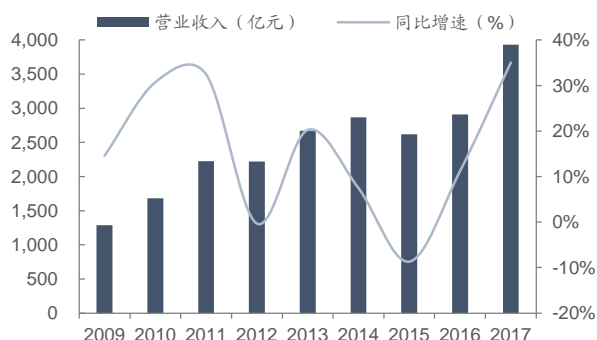
资料来源: 沙河玻璃网、国信证券经济研究所整理

盈利水平维持高位，全年业绩增长无忧

17 年年报和 18 年一季报，上市公司交出满意答卷

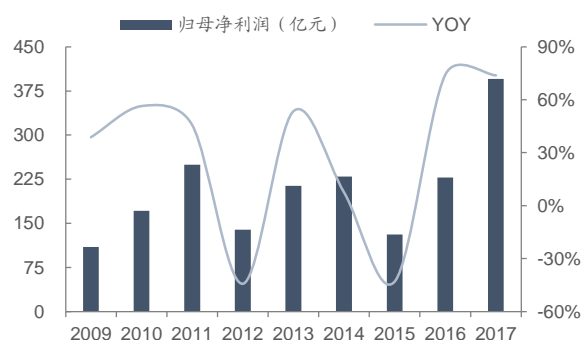
去年以来，建材行业的业绩表现和盈利水平在价格不断推涨的环境下得到明显改善并持续至今。2017 年建材行业共实现营业收入 3932 亿元，同比增长 35%，实现归属于母公司所有者净利润 395.7 亿元，同比增长 73.8%，增速分别较上年同期提高 23.8 个百分点和回落 0.4 个百分点。2018 年 Q1 单季度实现营业收入 823.6 亿元，同比增长 27.1%，实现归属于母公司所有者净利润 82.8 亿元，同比增长 156.9%。

图 42：2009-2017 建材行业营收及同比增速



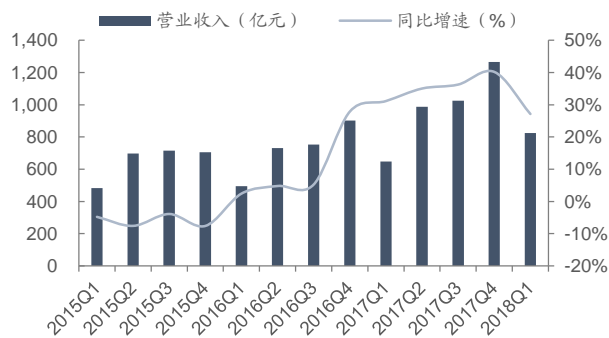
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 43：2009-2017 建材行业归母净利润及同比增速



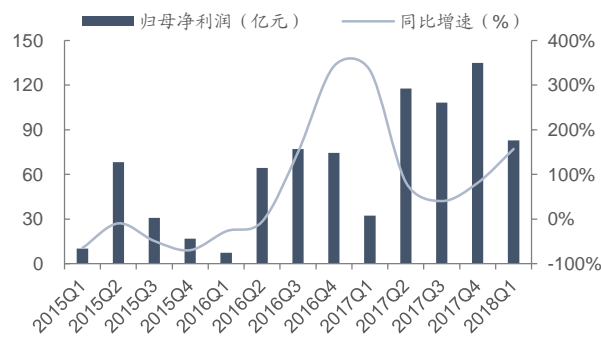
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 44：2015-2018 建材行业单季度营收及同比增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

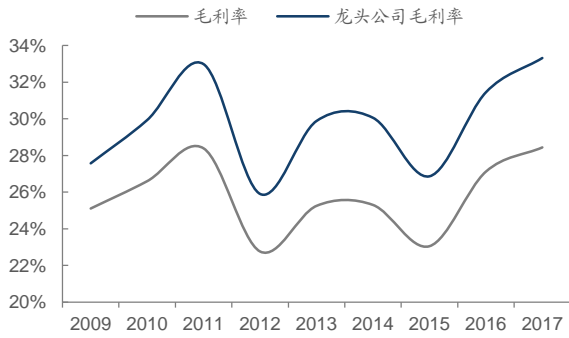
图 45：2015-2018 建材行业单季度归母净利润及同比增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

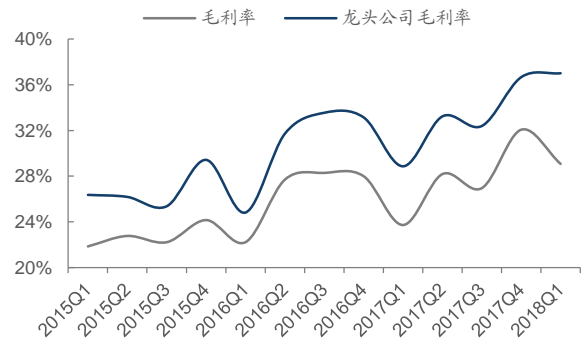
2017 年建材行业平均毛利率和净利率分别为 28.4%和 10.8%，较上年同期提升 1.3 和 2.7 个百分点；2018 年 Q1 单季度毛利率和净利率分别为 29.1%和 10.4%，环比小幅回落，主要受淡季因素影响。其中，龙头企业表现更佳，2017 年和 2018 年 Q1 单季度毛利率分别为 33.3%和 37%，净利率分别为 15.5%和 17.4%，环比持续提升。

图 46: 2009-2017 建材行业毛利率



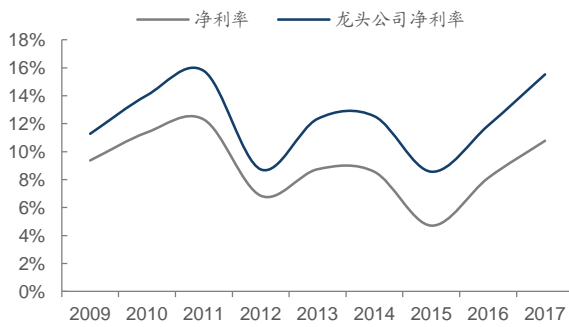
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 47: 2015-2018 建材行业单季度毛利率



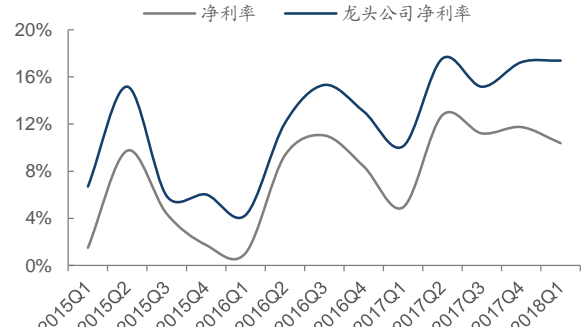
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 48: 2009-2017 建材行业净利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 49: 2015-2018 建材行业单季度净利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

基本面稳，成本可控，全年增长预计无忧

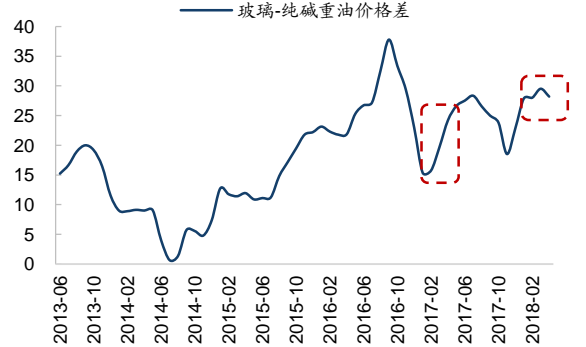
从我们长期跟踪的水泥和玻璃行业盈利指标来看，目前行业均处于良好的盈利水平。水泥方面，由于近期水泥价格的持续上涨，叠加煤炭价格回调，过去一个月里水泥煤炭价格差再次出现快速回升，远高于去年同期水平；玻璃方面，玻璃本身价格的回调，以及原料价格的高位水平，使得玻璃的盈利能力出现小幅回落，但依然高于去年同期，并保持历史高位水平。由此我们预计，二季度建材板块业绩较一季度将仍有所提升，全年业绩有望继续保持增长。

图 50: 水泥煤炭价格差高位回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 51: 玻璃纯碱重油价格差维持高位小幅震荡



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

短期关注玻璃，长期布局优质企业

三月以来，水泥价格持续上涨，库存震荡下行，水泥板块股价在 1-3 月走出较强相对收益，而 4 月开始走弱；玻璃价格自 4 月开始有所松动但整体仍保持相对高位，库存尚可，但相关上市公司股价出现较大幅度调整。前期市场因对今年宏观经济下行过分担忧而使板块笼罩焦虑情绪，目前看来，与历史运行轨迹不同的是，需求确有放缓趋势，但因供给严控、环保趋严、企业协同错峰加强等，使得行业价格坚挺。从目前盈利前瞻性指标（水泥煤炭价格差以及玻璃纯碱重油价格差）来看，中报增长无忧，预计全年增长亦无忧。水泥前期跑出较强相对收益，且在周期众多板块中表现最为强势已部分反映了基本面，而玻璃我们认为市场反应过分悲观，随着现货市场趋稳，企业协同显现，后续值得关注。

此外，从中长期角度来看，结合我们前期对板块上市公司 17 年年报和 18 年一季报的深入分析，我们看到在当前的宏观背景之下，行业在业绩端保持较为稳定的增长，而在生产端进入有序、保守且高质量的扩张。而这种扩张在现有宏观和行业的约束之下，呈现较强的分化，使得我们对投资标的的选择更有意义。因此现阶段困扰我们更多的是对行业周期波动的担忧，特别是短期的周期波动，而我们从行业研究层面无法完美缓解市场对宏观周期下行的忧虑。但从历史数据看出每一轮的周期波动均给优质企业以全新的机会，而现阶段我们也同样看到了行业内的部分优质企业在为新一轮增长蓄势。大畜之年，布局长远，逢低买入优质龙头企业，

推荐：海螺水泥、华新水泥、旗滨集团、信义玻璃、中国巨石、北新建材、伟星新材、东方雨虹；

关注中材科技、帝欧家居、三棵树、再升科技、大亚圣象。

风险提示

- (1) 宏观经济快速下行导致行业需求端出现超预期下滑
- (2) 落后淘汰产能的限制政策松动，供给超预期
- (3) 环保执行力度放松

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032