

建筑材料

产能严控为淡季奠定较好基础，矿山、产线整改力度增强

评级：增持（维持）

分析师：张琰

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

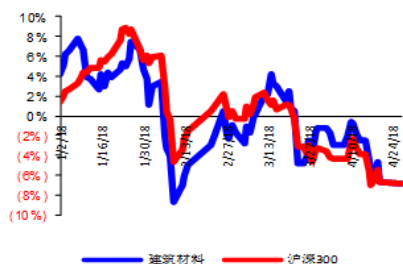
联系人：孙颖

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(百万元)	834,386.052
行业流通市值(百万元)	636773.581

行业-市场走势对比

相关报告

《菲利华深度：半导体石英耗材龙头迎来新时代，再谱绚丽华章》2018.4.23

《帝王洁具深度：“情定”欧神诺，“帝王”再腾飞》2018.3.17

《东方雨虹点评：经营持续向好，行业趋势不改》2018.02.28

《中国巨石深度-匠心二十载，砥砺出锋芒（“两材”系列报告）》2018.02.25

《中材科技深度-从叶片龙头到复材翘楚，2018再续新篇（“两材”系列报告）》2018.01.27

《2018年度策略：“存量时代”，吹尽狂沙始到金-》2018.01.21

《上峰水泥深度：精耕华东，弹性出众》2018.01.05

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
海螺水泥	34.0	1.61	2.99	4.24	4.43	21.1	11.4	8.0	7.7	0.2	买入
华新水泥	13.9	0.3	1.39	1.90	1.99	46.3	10.0	7.3	7.0	0.2	增持
北新建材	21.8	0.79	1.31	1.67	1.97	27.6	16.6	13.1	11.1	0.5	增持

备注：

投资要点

- 我们认为建材板块仍延续在“存量时代”下的**龙头集中趋势**，周期性虽然会逐渐减弱，但是不会消除。我们仍然不断强调“**资产质量**”和“**定价权**”，这是“新常态下”传统行业的**公司安全边际和投资价值的核心来源**。
- 而当前宏观预期是存在修复空间的。无论是“绿水青山”、“理直气壮做大做强做优国企”还是“降赤字”都体现近年政府对自身资产负债表的修复诉求（做大资产、降低负债）；“新旧动能转换”工作叠加当前的宏观外部环境，扩大内需拉动传统动能的造血作用可以说是一种手段。
- 我们并不对需求总量过分乐观，但也绝不悲观，行业格局的好转背景下，我们建议关注宏观预期修复下的强周期品种（如水泥和下半年的玻璃），而成长性品种如（玻纤龙头巨石、中材科技，品牌建材龙头东方雨虹、北新建材、伟星新材、帝王洁具等）的整体逻辑仍然是非常通顺的，部分企业出现回调后反而是中长期的配置的极好介入时机。
- 水泥：“淡季”或不淡，低库存下价格有支撑！矿山整改推动“熟料资源化”趋势加速！利好过剩产能化解！
- 华东地区的熟料前期累计上涨已达5轮，涨幅达到70-80元每吨，已经超出了市场在一季度时的预期。传统淡季逐渐到来，我们认为今年“淡季”随着水泥行业产能控制力度的不断增强以及产业链条的加速收缩，有望出现“淡季”不淡的情况，价格中枢有望维持高位运行。
- 从同比数据看，2018年库容比更低，错峰生产政策更严，且在“熟料资源化”的背景下供给同比进一步收缩，我们预计未来三个月水泥淡季价格的下滑幅度有限，对全年的水泥价格形成重要支撑。从库容比看，2018年5月中下旬全国水泥库容比仅为54%，从历史来看处于绝对低位，去年同期62%；华东库容比仅为47%，去年同期约57%。在库容比处于历史低位的情况下，企业协同的心态将更加稳定，价格下滑幅度有限。
- 对比2017年的同期的错峰生产规划，我们认为2018年的错峰生产政策对供给端的收缩力度进一步加强，错峰生产的规划也更加细化、有针对性。例如，山西省2018年非采暖季停窑60天，去年同期20天；江苏省2018年高温梅雨季停产30天，去年同期20天。各省在错峰的时间安排上相对延长，边际收缩力度更大，而且今年错峰的监管执行力度也进一步加强。

已公布夏季错峰生产政策的省份政策对比 (标红代表2018年错峰力度增强)		
省份	2017	2018
河北	邯郸、邢台、石家庄、保定四市水泥熟料企业,自6月26日0时至7月5日24时停产10天	2018年3月16日至2018年11月14日,唐山市水泥熟料限产30%;邯郸市水泥行业今年非采暖限产20%左右 2018年全省非采暖限产60天。2018年4月26日-2018年5月15日,共计停产20天;2018年6月26日-2018年7月15日,共计停产20天;2018年9月21日-2018年10月10日,共计停产20天;2018年11月起执行全省采暖季错峰生产规定
山西	2017年山西省水泥行业秋季错峰生产时间安排为8月26日至9月4日,停产10天;9月26日至10月5日,停产10天,两次共计停产20天	2018年春节期间及酷暑伏天开展错峰生产行动,从春节前至8月30日,分2个阶段,43台窑每窑停60天 全省水泥熟料生产线每年错峰生产时间原则上不少于55天,其中春节期间不少于35天,夏季酷暑不少于10天,环境敏感期不少于10天
江苏	2017年6月24日起至2017年7月30日停产共计20天	2018年6月1日至2018年6月20日,全省水泥熟料生产企业错峰停产;自2018年8月17日至9月5日期间,全省熟料企业错峰停产
福建	委托6月12日至7月11日期间每窑密检线密检10天	2018年河南水泥错峰生产时间将比去年增加40天,达到160天。这其中,由政府主导的采暖季错峰为120天,行业企业之间自律性停产为40天左右
江西	江西各主要水泥企业,定于6月1日-8月20日前全省平均每窑密检线10天	约80%的生产线停产需超过60天,全年每窑密的停产时间超过70天,非采暖季错峰的生产天数达到平均30天以上
山东	2016年11月1日到2017年3月31日停产	2018年错峰生产停产时间原则上不少于85天,其中一季度不少于35天,四季度不少于20天,承担协同处置城市生活垃圾及有毒有害固废弃物的熟料生产线可以适当减少错峰停产时间
河南	全年120天	全年计划错峰生产停产40天/窑,分两阶段进行。第一阶段:春节前:2018年2月1日至4月30日所有熟料生产线分别停产20天,其中2月1日至2月28日每条生产线分别停产10天,3月1日至4月30日每窑生产线分别停产10天;第二阶段:酷暑伏天和台风雨季:2018年5月1日至9月30日所有熟料生产线分别停产20天,其中5月1日至7月31日每窑生产线分别停产10天,8月1日至9月30日每窑生产线分别停产10天
湖北	一季度不少于50天;三季度8-9月不少于20天;四季度不少于20天。	2018年所有熟料生产线错峰生产55天,其中春节期间(2-3月份)不少于35天,夏季酷暑不少于10天,环境敏感期不少于10天
湖南	全年错峰生产及检修时间原则上不少于100天。	自2017年12月1日起错峰停产150天。2017年12月至2018年4月30日连续停产120天;剩余30天:2018年7月1日至2018年9月30日,根据市场需求情况确定停产时间
广东	一季度停产20天,全年40-45天	乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业(金塔地区沙湾天山水泥有限公司和乌鲁木齐水泥有限公司)2017年11月1日至2018年5月16日,共计6个半月;其他3-5个月不等
广西	一季度停产20天,全年40-45天	
青海	2016年12月1日到2017年3月10日	
新疆	2016年11月1日到2017年3月31日	

数据来源:数字水泥网,中泰证券研究所

- 今年一季度水泥行业的整体走势相对平稳,相比其他周期品体现出了较强的韧性;而进入二季度以来,整体价格表现可以说是屡次超过市场预期。我们认为核心原因是在诸多因素的综合作用下,我们年初提出的“熟料资源化”趋势在不断加速;无论是今年我们看到全国各地进一步对原材料资源的管控力度不断增强(长江沿线管制机制砂开采、部分县市禁止石灰石外运出售)、大型企业进一步增强粉磨消化能力(海螺、南方等日出货量达到甚至超过历史高点)等事实都能看出。
- 而往后看,我们看到近期各地政府频繁针对矿山、水泥产能出台管理方案调整。我们看到浙江省《水泥工业 2018-2022 年发展规划》已经出台,《规划》中提出到 2022 年前后全省建设 5 个熟料基地(南方 3 个、海螺红狮各一个;并搭载绿色矿山);山东省、江苏省等地均积极进行产业结构调整,关闭、搬迁、整改区域内的水泥产线(例如徐州市要求中联水泥等生产线下半年关停)。而长江沿线针对采矿、采砂等资源性行业的整改刚刚拉开序幕。体现了政府对原材料、熟料资源的重视和接下来几年对这些资源进行统筹集中管理的大发展方向。而像山东淄博等建材大市其实早已未雨绸缪,提前开始进行行业改革。我们认为这将有效的从产业链条上游去压缩水泥行业的整体有效产能,在“新常态”下行业进一步集中是大势所趋,而大型水泥企业进一步获取更多市场份额的确定性极强。
- 平抑周期下,周期品配置逻辑在悄然变化,我们认为水泥行业是经济“新常态”下配置价值非常高的周期品。
- 其一、新常态下的需求周期平抑是大趋势:当前经济状态下,旧动能仍然承载着较强的为新动能造血的功能,我们认为政府是更多希望看到新

动能在经济中的占比越来越多，而不是旧动能出现断崖式下滑。近期政府的重要工作会议上明确指出，供给侧改革将仍然贯穿整个新旧动能转换的过程，我们认为政府是希望经济总量缓步回落的同时，同步加速供给的收缩，这也是当前政府工作的大方向。而基于当前的政府各项表述和核心的诉求，我们认为近年大部分工业品的价格还是会延续在较高盈利中枢下的震荡，不同的周期品振幅是不同的，但总体需求周期平抑是大趋势。因而对周期品的配置逻辑也在逐渐转变。

- **其二、平抑的周期下水泥的行业定价权最强、稳定性较高，价值属性逻辑最能讲通：**历史上看大家选择周期品一般都是觉得钢铁是优于水泥的，因为钢铁整个周期性更强，整个产业链条上杠杆较多，更容易从周期波动弹性中获益。但是我们觉得现在随着需求周期的波动变窄，而供给周期的扰动减少，我们在这个时点对周期品的配置逻辑和历史上看有明显区别，现在新常态下盈利波动整体波动越窄的行业，龙头企业相比于行业总体平均成本有明显优势的行业，而且未来资产负债率比较低，分红率有提升能力的龙头。是可以讲类价值化的逻辑的，水泥从各个条件上来看比较符合这个标准。水泥是弹性、区域型产能，整个产业链条在国内、是本土化定价产品且产业链条上库存少，基本没有杠杆，受到预期的影响相对较小；大型水泥企业由于有自有矿山的原因，具有很强的上游属性，在目前的“供给侧改革”大背景下水泥龙头对于整体市场的定价权是非常强的。
- **其三、“熟料资源化”将在 2018 年继续对行业产生边际影响，加速企业出清和龙头的产业链条延伸。**2018 年随着政府诉求更加重视“绿水青山”，我国石灰石矿山的格局将从过去“规模小、散乱差”向“集中化、规模化、正规化”靠拢，采矿权的收缩与矿山的正规化将导致大量中小无证矿山的退出，大幅提高原材料石灰石矿山的边际成本。原材料的成本上升将促使行业分化，需要外购石灰石的水泥小企业由于竞争力加速衰弱逐步退出市场。相比之下，像海螺等一些水泥大企业由于拥有大量的石灰石矿山储备，基本不会受影响，反而能够获得更多的水泥和熟料市场份额，另外通过自有矿山为一些附近小的混凝土搅拌站提供骨料等获得更多具有“资源属性”的利润。水泥龙头布局混凝土、向拉法基“不卖一吨熟料和水泥，只卖商混”的经营模式逐渐过渡，我们认为通过产业链条的不断延伸，水泥龙头企业甚至具备“二次成长”的逻辑。
- 简而言之，短期看，市场对需求的预期过于悲观（对 PE 有压制），这其实是当前水泥行业估值上的安全边际，而水泥和别的周期品在定价上存在较大差异（盈利取决于集中度而非产能利用率，这是明显的预期差），加之微观价格数据等的不断验证有较好的预期修复作用。核心推荐海螺水泥，同时推荐中国建材、华新水泥等。
- 中期维度来看行业格局的加速向好市场认知仍有不足，龙头加速集中的趋势、产业链条的延伸、行业向价值属性的转变其实是大势所趋的（这个后续可以再慢慢验证）。海螺水泥、中国建材等行业龙头在这个大趋势中受益最为明显。
- **玻纤：玻纤行业结构性需求增长值得期待，壁垒渐生，供给端产能投放或影响玻纤价格，中长期推荐中国巨石。**
- 玻纤作为替代性材料，近年在全球经济回暖和国内经济结构转型的大潮中，整体需求增长明显。风电行业 2018 年大概率反转、汽车轻量化领

- 域的渗透率将逐渐提高、电子纱下游覆铜板领域订单饱满，我们预计玻纤需求在 2018 及未来几年仍然将维持稳定增长。
- 从供给端看，持续数年的高盈利的确刺激了一定程度的产能新增（5、6 月份包括中材金晶、重庆国际以及中国巨石等企业的新建或冷修技改线预计将陆续点火），但是与此同时需求的增长和行业壁垒的显现将使得产能冲击的力度相比上个周期有所减弱。根据我们调研和最新测算：2018 年全球主要企业有效产能增加约为 50 万吨（若考虑新进入者，合计约新增 54 万吨，同比增长约 8%），主要是国内企业的新增（包括海外工厂），国外厂商新增有限。今年全年来看，有效产能冲击有限，但新增产能将主要在 2019 年起作用，或影响投放时点及 2019 年的供需关系。
 - 【产线跟踪：中国巨石九江 7 改 10 万吨产线、中材金晶 8 万吨产线均于 5 月初点火，四川威玻 3 万吨冷修技改线成 5 万吨已于 5 月 18 日点火。】
 - 中国巨石将进一步凭借自身积累多年的技术、资金、资源等优势，增强市占率和综合竞争力，在产业升级和“走出去”的大潮中，拥有一席之地：
 - 1) 产能稳步释放确保销量稳增长；
 - 2) 产品结构高端（中高端占比接近 70%）；
 - 3) 公司成本优势明显，随着所有老线完成冷修技改以及智能制造产线投出，成本优势将继续保持；
 - 4) 公司近年来持续进行海外扩张，亮剑全球，成长空间进一步打开，我们预计美国产线将于年底投产，以外供外将进一步避免贸易摩擦的影响。
 - **玻璃：**短期来看玻璃需求并没有体现出明显增长，经销商补库存意愿有所减弱。玻璃企业近期库存小幅走高，企业价格下降逐渐下调刺激出货，这也是前期淡季时玻璃企业挺价导致价格一直横在高位所致。但是当前价格中枢仍然不错，能够支撑企业相对较高盈利水平，我们认为随着年中地产竣工需求逐渐回暖，玻璃价格有望停止下跌趋势。
 - 今年玻璃企业普遍体现出了较强的协同心态，效仿水泥行业尝试主动对行业结构进行调整，不停召开了各地产业会议。我们认为虽然玻璃同水泥在产能特性上存在较大不同，行业自律难度相对高，但是大企业核心诉求保持一致对后续价格表现有一定支撑作用。
 - 中期维度看，我们仍然建议重视当前供需紧平衡的现状和后续需求存在的超预期可能。撇开排污许可证带来的行政化干预，2010 年之后的点火高峰仍然预示着玻璃行业即将迎来的冷修高峰期；而地产库存持续两年的去化，叠加竣工面积增速和新开工、销售增速之间出现罕见的剪刀差预示着补库存有较大空间。我们认为玻璃的供需两端均有向好的趋势，而这一时点后续的需求将是弹性的重要来源。推荐旗滨集团。
 - **品牌建材：**对消费建材的投资我们建议看清长期的趋势，与时间为友，与强者为伴。长期看好北新建材、伟星新材、东方雨虹和帝王洁具，短期部分龙头因为原材料成本上升可能面临一定盈利能力下滑的压力，但是在行业集中度进一步提升过程中成本的转嫁只是时间问题。
 - 我们推荐的消费建材类公司的成长性不仅源于细分行业市场规模的平稳增长，更来源于作为各细分行业龙头的内生增长带来的市占率和盈利能力的持续提升，主要基于以下原因：
 - 1) 2B 端：地产商集中度和精装房比例的双重提升使龙头地产商具有更强的采购话语权，具备工程端优势且深度绑定的品牌建材企业将持续受

益；

2) 2C 端：存量房的二次装修和消费升级带来的新增需求以及相对较小的单客消费金额使消费者更加看重品牌和服务；

3) 矿产资源紧缺叠加环保趋严，进一步淘汰资源储备不足的小企业，以及环保不达标的石膏板、瓷砖和防水材料企业。

➤ 除北新建材以外，其他装饰建材龙头公司市占率不高，具备“大行业，小公司”特点，随着地产集中度提升、消费升级以及环保趋严影响，龙头市场份额将持续提升。

■ **新材料：半导体石英耗材龙头迎来新时代，推荐菲利华。**

➤ 公司是国内石英玻璃行业龙头，在半导体、光通信、航天航空等领域技术优势明显：1) 在半导体领域，**公司是国内唯一获得主要半导体设备商（东京电子、应材、Lam）认证的石英材料供应商**；2) 在航天航空领域，**公司是全球少数具有石英纤维量产能力的制造商之一，是军方的主导供应商**；3) 在光通信领域，**公司可提供绝大部分石英玻璃辅材器件**。

➤ **下游景气均向上**：全球石英玻璃市场规模接近 250 亿，**半导体和光纤应用占比分别为 65%和 14%左右**。1) 全球半导体进入景气周期，**半导体石英需求量年增长有望达 15%**。2) 5G 提升光纤景气：按照 2020 年 5G 商用，我们预计未来几年光纤需求年复合增长率为 25%，2018 年同比增长超过 20%。3) 国防装备升级加民用拓展，推动石英纤维复合材料稳步增长。

➤ **半导体领域进口替代空间大**：三大主业景气均向上，**光纤稳定增长，军工和半导体加速增长（2017 年半导体业务营收增速为 46%），随着半导体产业链向国内迅速转移，公司作为研发和技术龙头，产品质量和工艺稳定性已获得国际主流设备商的资质认证，而且相对海外竞争对手具有成本和本地化服务优势，有望加速实现进口替代。**

■ **风险提示**：房地产、基建投资低于预期，宏观经济大幅下滑，供给侧改革不及预期、政策变动的风险

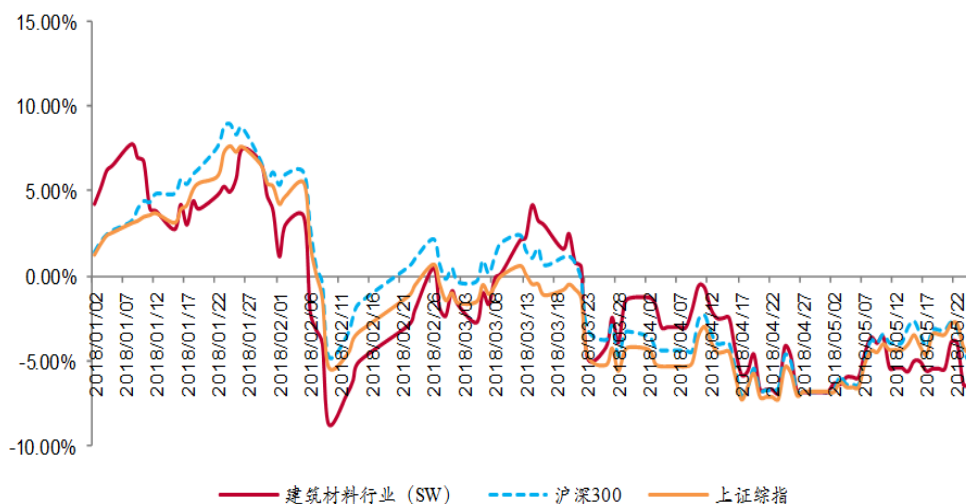
内容目录

1、本周行情回顾.....	- 7 -
2、核心标的估值表.....	- 8 -
3、核心标的跟踪.....	- 8 -
4、水泥行业本周跟踪.....	- 11 -
5、玻璃行业本周跟踪.....	- 14 -
6、玻纤行业本周跟踪.....	- 16 -
7、风险提示.....	- 19 -

1、本周行情回顾

- 本周（2018.05.18-2018.05.25）建筑材料板块（SW）上涨-1.82%，上证综指上涨-1.63%，超额收益为-0.19%。
- 个股方面，在中泰建材重点覆盖公司中，海南瑞泽、韩建河山、金刚玻璃、冀东水泥、蒙娜丽莎位列涨幅榜前五，永和智控、旗滨集团、兔宝宝、北新建材、*ST青松位列涨幅榜后五。

图表 1：建材（SW）行业年初以来市场表现



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：本周中泰建材行业个股涨幅前五

代码	股票简称	股价(元)	本周涨跌幅(%)	相对大盘涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
002596	海南瑞泽	13.47	21.35	22.98	18.57
603616	韩建河山	16.49	10.67	12.30	7.36
300093	金刚玻璃	9.13	7.41	9.04	-19.20
000401	冀东水泥	11.78	6.51	8.14	-14.58
002918	蒙娜丽莎	46.64	6.41	8.04	-16.27

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：本周中泰建材行业个股跌幅前五

代码	股票简称	股价(元)	本周涨跌幅(%)	相对大盘涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
002795	永和智控	24.95	-9.21	-7.58	16.11
600425	旗滨集团	3.44	-5.77	-4.14	5.91
000789	兔宝宝	11.93	-5.70	-4.07	12.26
002066	北新建材	8.68	-5.54	-3.91	22.50
002613	*ST青松	3.58	-5.23	-3.60	3.91

来源：Wind、中泰证券研究所

2、核心标的估值表

图表 4: 核心标的估值表

股票代码	股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	17年EPS	18年EPS	19年EPS	17年归母净利润 (亿元)	18年归母净利润预测 (亿元)	19年归母净利润预测 (亿元)	总股本 (亿股)	18年增速	PE (对应18年)	PB
600585.SH	海螺水泥	34.0	1862	2.99	4.24	4.43	158.6	224.5	234.83	52.99	41.6%	8.04	1.92
600801.SH	华新水泥	13.9	182	1.39	1.90	1.99	20.8	28.4	29.83	14.98	36.6%	7.34	1.68
601636.SH	旗滨集团	5.1	136	0.42	0.73	0.77	11.4	19.7	20.79	26.91	72.4%	6.91	2.05
000672.SZ	上峰水泥	9.5	77	0.97	1.72	1.86	7.9	14.0	15.14	8.14	76.8%	5.53	3.22
600720.SH	祁连山	8.2	63	0.74	1.04	1.08	5.8	8.1	8.40	7.76	40.9%	7.81	1.22
600176.SH	中国巨石	12.1	424	0.61	0.83	1.03	21.5	29.0	36.00	35.02	34.9%	14.63	3.46
002080.SZ	中材科技	10.6	137	0.59	0.77	1.01	7.7	10.00	13.00	12.91	30.3%	13.66	1.56
002271.SZ	东方雨虹	35.9	316	1.40	1.93	2.62	12.4	17.0	23.14	8.82	37.2%	18.61	4.63
002372.SZ	伟星新材	23.2	234	0.81	0.98	1.22	8.2	9.9	12.33	10.08	20.3%	23.71	7.06
000786.SZ	北新建材	21.8	390	1.31	1.67	1.97	23.4	29.8	35.30	17.89	27.1%	13.10	3.03
002798.SZ	帝王洁具	34.8	79	0.24	1.62	2.15	0.6	3.7	4.9	2.27	569.1%	21.41	2.77
300395.SZ	菲利华	15.9	47	0.40	0.52	0.69	1.2	1.6	2.1	2.99	30.0%	30.40	5.09
3323.HK	中国建材	7.3	620	0.38	0.83		32.3	70.0		84.35	117.1%	8.85	0.97

来源: Wind、中泰证券研究所

3、核心标的跟踪

- 海螺水泥: 熟料“资源化”加速, 龙头价值或迎重估: 需求端 2018 年仍将在高位维持窄幅波动:** 固定资产投资对水泥产量的拉动作用在逐渐减弱, 但是稳中求进的大基调将对水泥需求总量起到支撑作用。华东、中南区域仍是水泥需求最为旺盛稳定的地区。西北、华北地区有望通过基建规划实现扭转困境。**熟料“资源化”带来行业巨变:** 资源属性逐渐增强, 矿山严控已经成为水泥产能约束的重要因素。矿石产业升级迫在眉睫, 大小企业资源禀赋差距明显。熟料“资源化”倒逼行业出清。**错峰限产趋严, 行业自律深化:** 错峰限产仍然是行业供需关系的安全垫。“价在量先”已成共识, 行业自律将继续维持。**供给侧改革有序推进, 龙头价值有望重估:** 去产能行动方案将有序推进, 名义产能曲线将迎来拐点。建立在当前需求整体高位维持窄幅波动, 而行业格局持续向好的过程中, 行业整体盈利将延续回升趋势。ROE 中枢逐渐上移, 且波动逐渐收窄。同时企业资本开支不断减少, 分红率提高, 龙头企业的价值属性将会带来估值中枢的提升。
- 中国巨石: 夯实技术和成本优势, 龙头强者恒强: 技术和成本优势确保盈利稳步增长:** 公司通过技改持续降低单位成本, 盈利能力领跑国际竞争对手和中小企业。随着九江和桐乡产能后续投产, 我们预计 2018 和 2019 年有效产能增速为 15% 和 20% 左右。全球玻纤需求稳定增长, 公司将夯实成本优势, 在量价齐升的浪潮中进一步提升盈利。**深耕高端领域, 进一步分享热塑、风电和电子纱红利:** 公司在热塑和风电纱领域的市占率为 16% 和 37%, 占据龙头地位。与此同时, 公司积极布局电子纱领域, 未来将新建 3 条 6 万吨产线。公司凭借技术、成本和管理优势将进一步分享高端领域红利。**继续全球扩张之路:** 为应对贸易壁垒影响、避免反倾销税, 巨石近年来持续进行海外扩张, 截止 2017 年底, 在埃及产能为 20 万吨, 占比达到 15%。未来随着美国产线点火以及新建印度产线, 海外产能将进一步提高。从国内到国际, 中国巨石将进一步腾

飞。

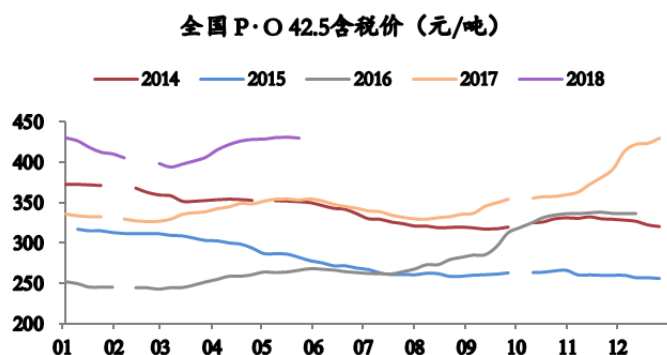
- **帝王洁具：1、收购欧神诺，切入高端瓷砖领域。2、瓷砖行业 5000 亿市场空间，“大行业，小企业”下龙头集中度逐渐提升，品牌企业最受益。**瓷砖行业市场空间巨大，新增需求+存量替换（住宅装修占比近 6 成）确保未来需求保持平稳增长。行业目前 CR10 仅为 10%，近年来龙头企业市占率逐渐提升（按收入口径算，2013-2016 年欧神诺、东鹏控股、蒙娜丽莎的市占率从 1.53%提高至 1.85%）。在地产开发商集中度提升、精装房占比提高和环保持续加码的趋势下，具有资金和品牌优势的大企业市占率有望进一步提高。**3、欧神诺工程渠道优势明显：2014 至 2016 年自营工程销售占比均超过 55%。**2016 年主要客户碧桂园、恒大、万科等的合同销售面积增长率分别为 74%、75%、34%，且其精装修比例均超过 80%，高比例精装房的大客户销售的高增长有助于工程业务持续放量；积极拓展云商平台，与传统经销商共发力，2016 年营收占比为 42%，未来盈利和自主性有望进一步提高。**4、并购事宜尘埃落定，资本、产业、客户和营销网络协同有望推动强者恒强。**1) 资本协同助力产能扩充：欧神诺将利用募集资金加速跑马圈地，充足产能为后续持续释放业绩及提高市占率夯实基础，同时规模效应将进一步提升盈利能力。2) 产业协同：帝王洁具将借助欧神诺陶瓷领域优势，进军陶瓷卫浴事业。3) 销售渠道协同：帝王洁具经销商网络强大，收入占比超过 70%，但工程渠道客户拓展尚处于起步阶段；欧神诺则拥有强大的工程渠道，与碧桂园、万科、恒大等知名企业建立了全面战略合作关系，客户群稳定。鉴于卫生洁具、瓷砖的客户具有一定重合性，未来在客户资源上有望实现共享，帝王洁具在工程业务方面的拓展有望加速。4) 营销网络覆盖区域互补：帝王洁具西南和华东区域营收占比达 67%，欧神诺客户集中在华南和华东，占比为 78%，两家的销售网络将实现互补，营销布局有望进一步完善。
- **北新建材：成本端优势领先，拥有核心定价权：石膏板行业未来稳定增长：**石膏板目前市场空间约 30 亿平米，预计 2020 年提高到 34 亿，2025 年提高到 41 亿平米，CAGR 约 3.5%。目前我国石膏板主要用在吊顶领域，隔墙仅占到 5%；未来随着装配式建筑房屋渗透率提高，石膏板隔墙将逐步替代砖泥隔墙，进一步带动石膏板需求。市占率不断提高，定价权进一步增强：公司过去几年市占率逐步提高，2016 年达到 55%左右。2017 年，随着环保政策进一步趋严，许多河北和山东的中小石膏板产线被迫关停，公司的市占率进一步提高，据我们测算有望超过 60%。高市占率下，龙头企业的定价权进一步增强，公司于 2017 年三季度进行提价，盈利出现大幅增厚。成本端持续领先，叠加技术构筑核心竞争力：石膏板作为一种兼具工装和家装的装饰材料，工装属性更强，因此相比品牌力，产品的成本控制更加重要。公司具备以下核心竞争力：1) 公司利用电厂的脱硫石膏作为生产的原材料，获取成本低且稳定；由于具备区位优势的电厂资源有限，公司前瞻性的布局将构筑护城河；2) 石膏板生产技术主要掌握在企业手中，北新建材的“高强轻板”和“低密度石膏板”等技术使得板单重平均降低 13%，节约石膏 10%；3) 石膏板产线具备一定规模优势，公司的平均产线规模处于领先地位，从而在能耗水平和人工成本控制上持续优化，较同规模的公司成本更低。资本开支逐渐下降，盈利能力持续向好，未来股息率有较大提升空间：2017

年前三季度，公司的资产负债率仅 28.5%，未来随着全国化的布局逐渐完成，公司的资本开支下降，股息率将进一步提高。

4、水泥行业本周跟踪

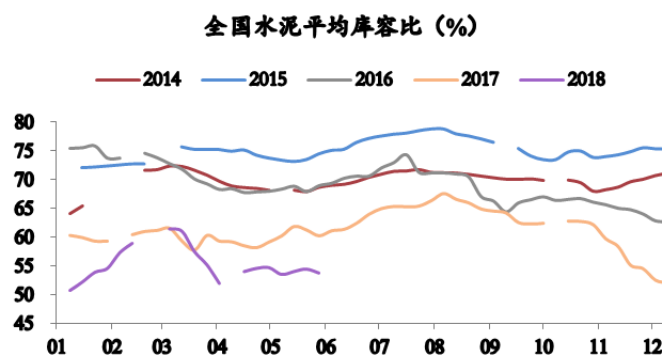
- 价格方面:** 2018年5月18日至2018年5月25日,本周全国水泥市场价格415元/吨,环比出现小幅回落,跌幅为0.12%。价格公布上涨地区有内蒙包头、辽宁和山东等地,幅度30-100元/吨,北方地区减涨幅度较大,短期暂未全部落实;价格出现回落主要是湖南衡阳、贵州和新疆个别地区,幅度20-60元/吨。5月下旬,国内水泥市场需求大体稳定,局部地区受阶段性降雨影响,环比略有减弱;价格方面,除个别地区如新疆因需求不达预期,出现回落以外,绝大部分区域供需关系仍然保持良好,水泥价格高位趋稳。
- 库存方面:** 2018年5月18日至2018年5月25日,全国水泥库存较上周下降0.6%。华北地区库存较上周下降2.0%(北京、内蒙古分别下降5.0%、5.0%),东北地区库存较上周下降0.8%(黑龙江下降2.5%),华东地区库存较上周下降0.4%(江苏、江西分别下降3.0%、2.5%,浙江上涨3.0%),中南地区库存较上周下降0.7%(湖北、湖南、广西分别下降1.3%、5.0%、3.0%,海南上涨5.0%),西南、西北地区库存保持不变。截至目前,东北地区库存最高,为66%。西南、西北、华北、中南地区分别为57%、56%、55%、52%。华东地区最低为47%。

图表 5: 全国水泥价格 (元/吨)

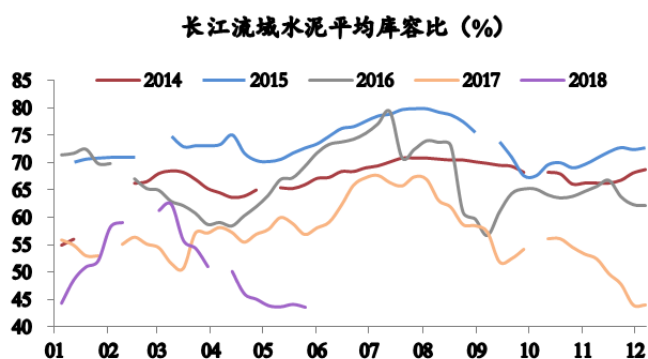


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

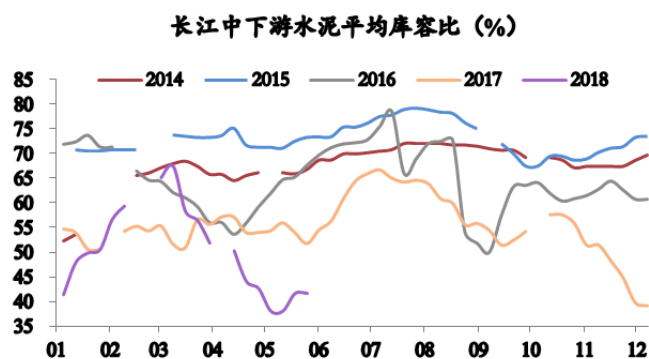
图表 6: 全国水泥库存 (%)



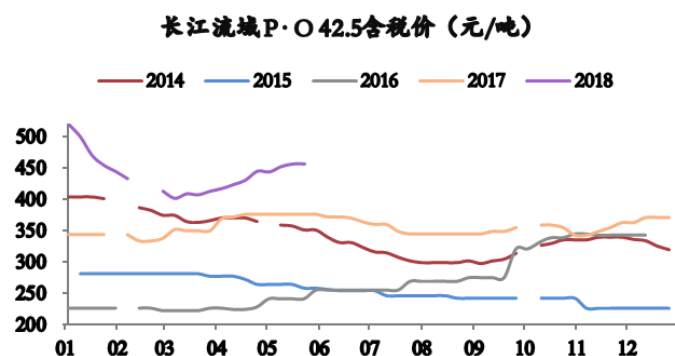
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 7: 长江流域水泥库存 (%)


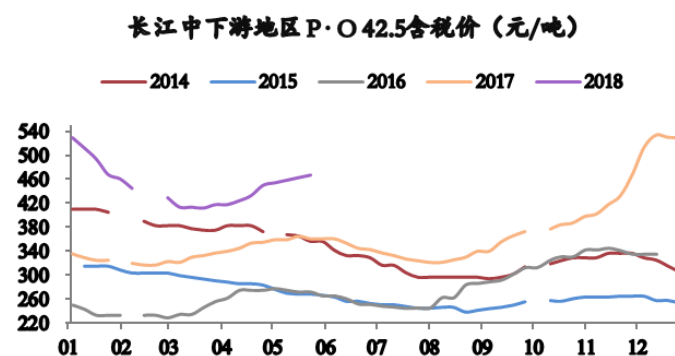
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 8: 长江中下游水泥库存 (%)


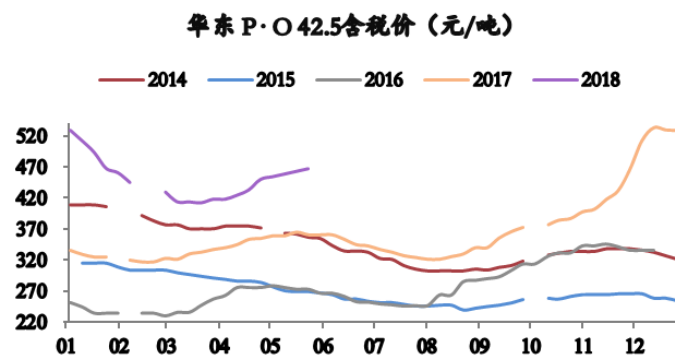
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 9: 长江流域水泥价格 (元/吨)


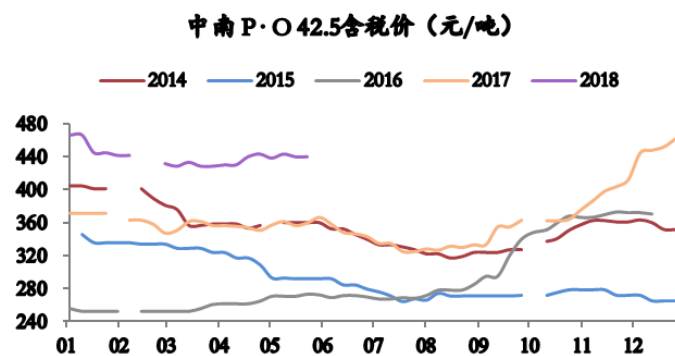
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 10: 长江中下游水泥价格 (元/吨)


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

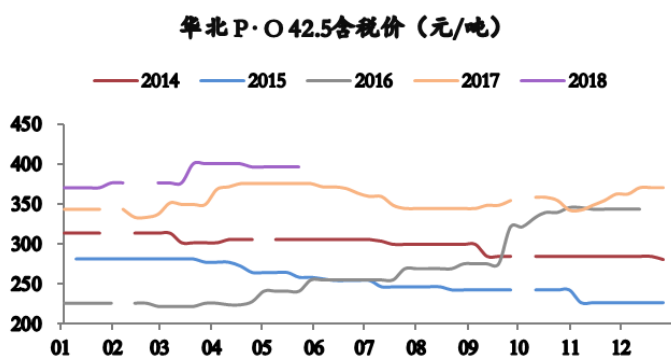
图表 11: 华东水泥价格 (元/吨)


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 12: 中南水泥价格 (元/吨)


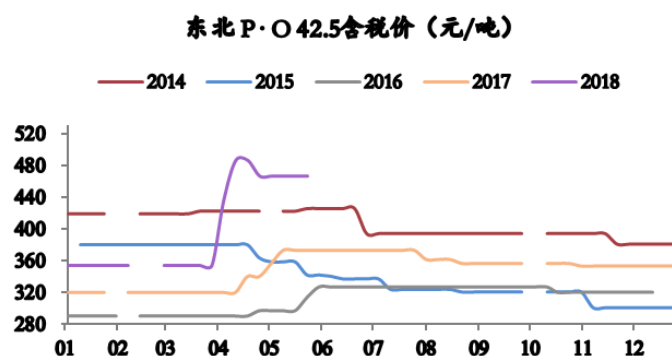
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 13: 华北水泥价格 (元/吨)



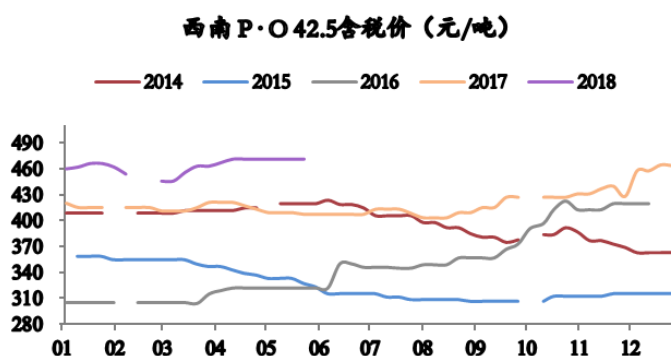
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 14: 东北水泥价格 (元/吨)



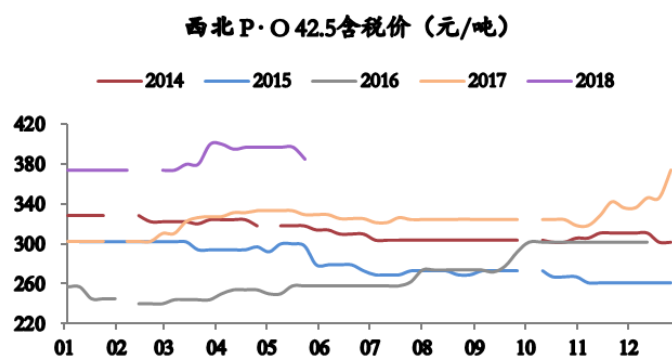
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 15: 西南水泥价格 (元/吨)



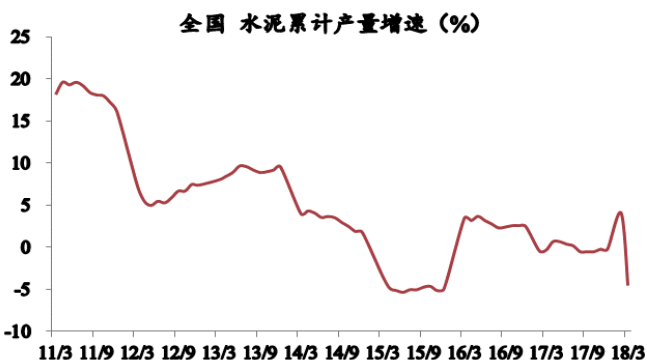
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 16: 西北水泥价格 (元/吨)



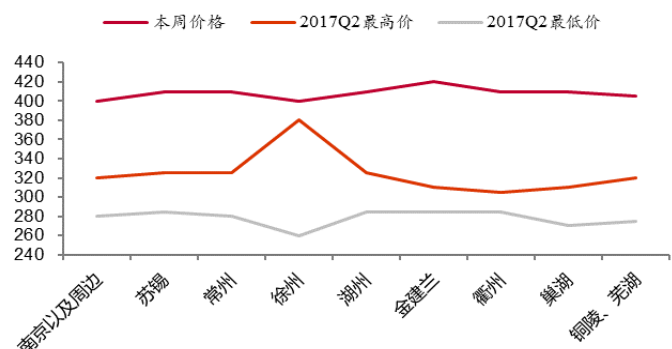
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 17: 水泥产量增速图



来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 18: 熟料价格对比

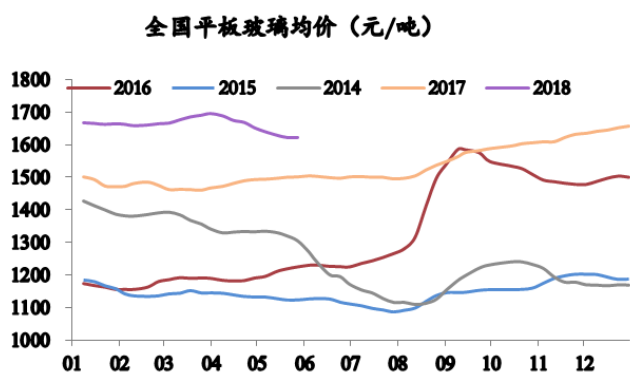


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

5、玻璃行业本周跟踪

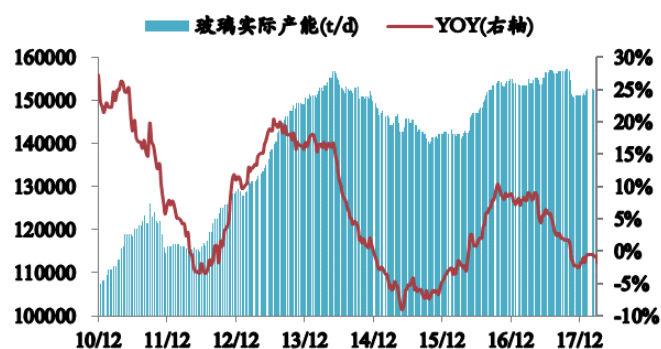
- **价格方面:** 本周末全国白玻均价 1623 元, 环比上周上涨 0 元, 同比去年上涨 122 元。从区域看, 华东地区部分厂家报价小幅松动, 以跟进前期其他厂家的价格调整; 华中地区报价整体小幅提振, 市场信心尚可; 沙河地区出库环比增加, 计划 28 日左右涨价。
- **库存方面:** 周末浮法玻璃产能利用率为 71.29%; 环比上周上涨 0.40%, 同比去年上涨-0.65%。在产产能 92394 万重箱, 环比上周增加 540 万重箱, 同比去年增加-390 万重箱。周末行业库存 3379 万重箱, 环比上周增加-40 万重箱, 同比去年增加 39 万重箱。周末库存天数 13.35 天, 环比上周增加-0.24 天, 同比增加 0.21 天。
- 2018 年 5 月 25 日中国玻璃综合指数 1157.16 点, 环比上周上涨-0.41 点, 同比去年同期上涨 78.25 点; 中国玻璃价格指数 1184.12 点, 环比上周上涨-0.04 点, 同比去年同期上涨 89.08 点; 中国玻璃信心指数 1049.30 点, 环比上周上涨-1.93 点, 同比去年同期上涨 7.93 点。本周玻璃现货市场弱势整理为主, 市场价格区域分化, 信心一般。从区域看北方地区受到终端市场需求增加的影响, 在现货厂家价格不高的情况下, 出库环比有所增加, 尤其是京津冀地区比较明显。华中地区现货价格小幅报涨也增加了终端市场的信心, 采购量环比增加。而华东等地区受到外埠玻璃进入量较多等因素的影响, 市场价格弱势整理为主。26 日在南京即将召开的华东、华北等地区市场研讨会议, 将对后期现货价格走势有一定的指导意义。

图表 19: 全国玻璃均价 (元/吨)



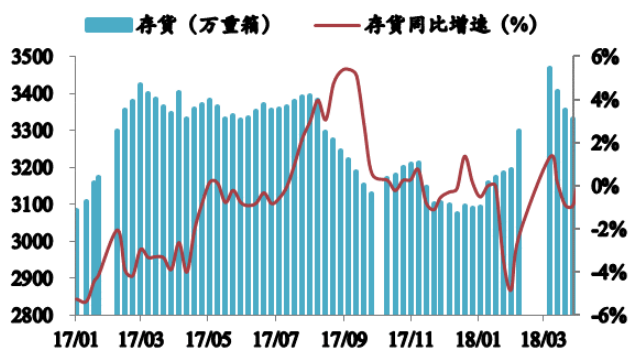
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 20: 平板玻璃实际产能增速图



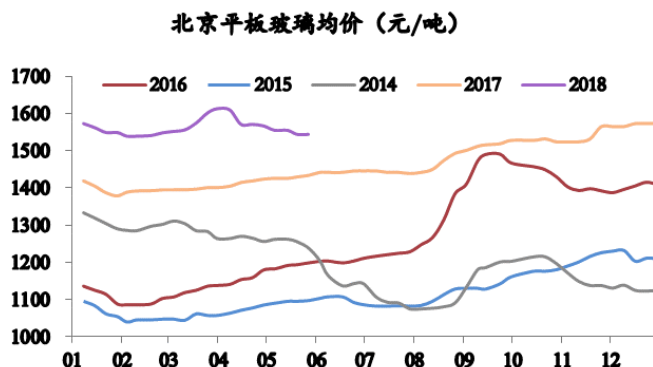
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 21: 平板玻璃存货增速图



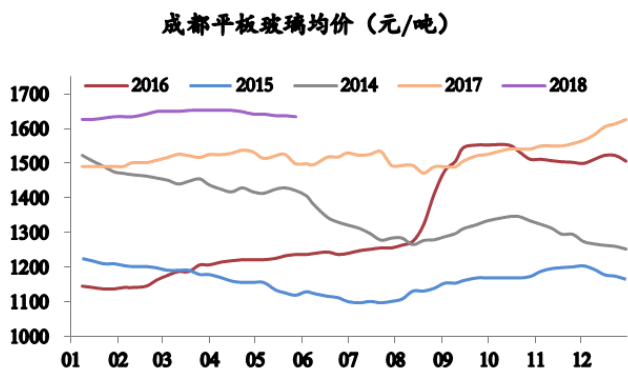
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 22: 北京平板玻璃均价



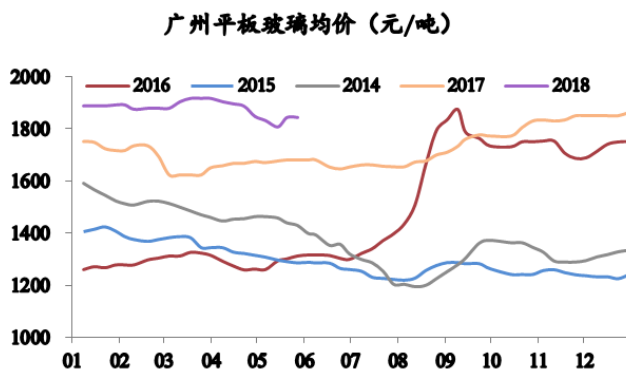
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 23: 成都平板玻璃均价



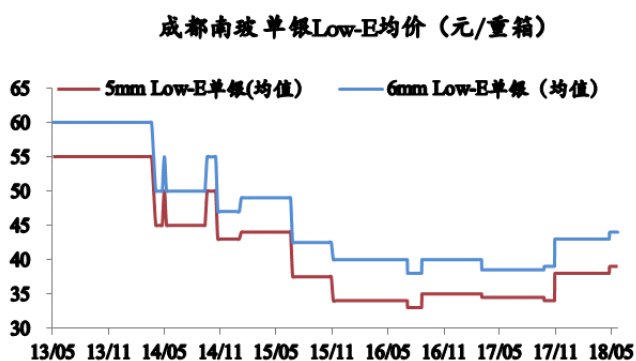
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 24: 广州平板玻璃均价



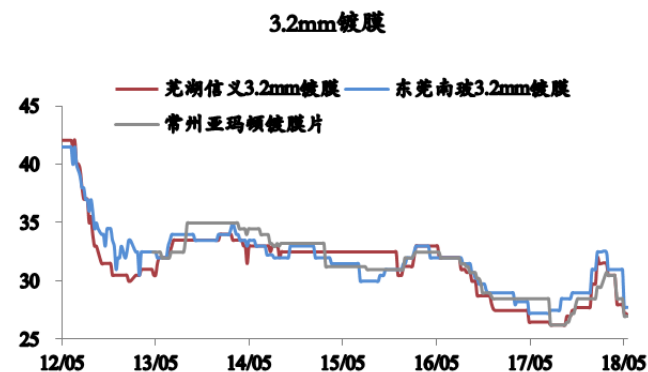
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 25: Low-E 玻璃价格



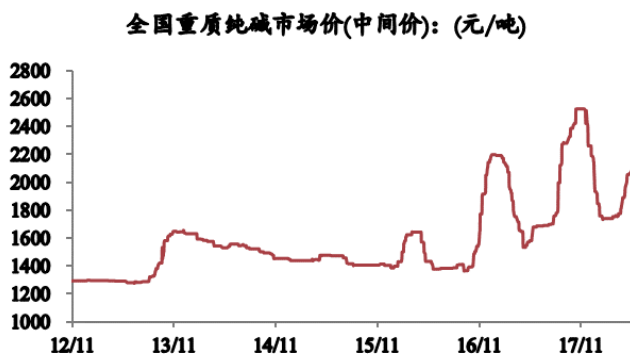
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 26: 光伏玻璃价格 (元/平米)



来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 27: 纯碱价格



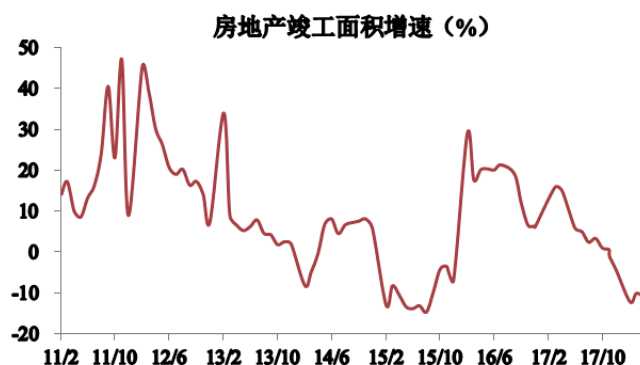
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 重油价格



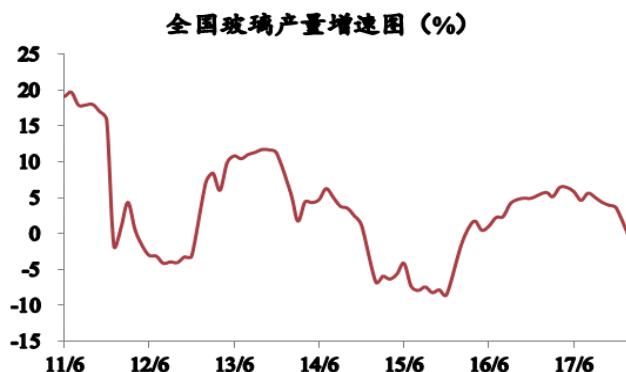
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 29: 房地产竣工面积增速图



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 30: 玻璃产量增速图



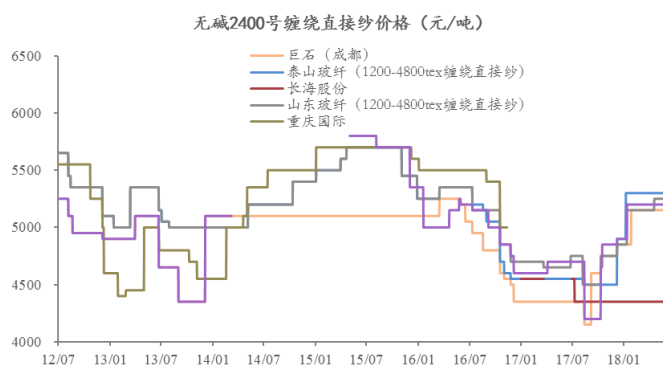
来源: Wind、中泰证券研究所

6、玻纤行业本周跟踪

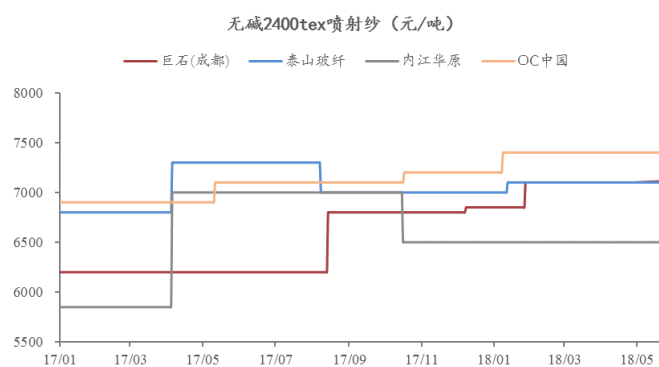
- **无碱玻纤:** 据卓创了解, 泰山玻璃纤维有限公司主要生产各规格无碱粗纱, 现有 15 条池窑生产线, 年产量 78 万吨, 出口占比约 35%。现阶段, 国内玻璃纤维下游市场需求良好, 厂家订单成交平稳, 部分产品仍处供不应求状态, 货源相对紧俏, 短期厂家各型号无碱粗纱价格无调整。目前无碱粗纱出厂价格统计如下: 无碱 2400tex 喷射纱报 6800-7000 元/吨, 2400texSMC 纱报 6300-6500 元/吨, 2400tex 缠绕纱报 5200-5400 元/吨, 2000tex 热塑性合股纱报 6000 元/吨, 热塑直接纱报 5800-6000 元/吨, 2400tex 毡用纱/板材纱报 5900-6100 元/吨。
- **中碱玻纤:** 据卓创了解, 山东玻纤复合材料有限公司目前中碱窑仅有格赛博一条在产。近期, 中碱纱市场下游加工厂需求无较大变化, 订单成交良好, 厂家中碱纱货源持续紧张, 现以老客户供货为主, 新客户订单选择性接收。近日厂家中碱直接纱价格稳定。现报价: 中碱 300tex 以上直接纱主流报价 6300 元/吨左右, 140tex 直接纱主流报价 7000 元/吨左

右，膨体合股纱主流报价 7300 元/吨左右，以上均为含税周边送到价，纸箱包装，整体货源紧俏，供应良好，库存持续低位。

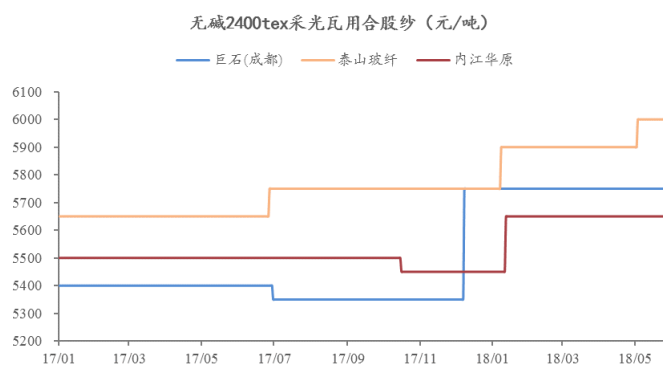
- 电子纱:**据卓创了解,泰山玻璃纤维邹城有限公司主要生产池窑电子纱,现有 3 条电子级池窑线正常生产,年产量约 6.5 万吨,主要产品有 G75、G37、G150、E225、D450 等型号,G37 基本自用。近期,厂家电子纱 G75 发货量平稳,但受下游电子布价格下跌影响,厂家电子纱 G75 区域性价格走低,现维持在 13500 元/吨左右,不同客户价格略有差别,大客户可优惠。A 级品,含税出厂价格,木托盘包装。塑料管回收,限期 3 个月。近期处电子市场下游市场需求较平稳,池窑企业订单成交尚可,库存压力较大。走货主要区域是山东及江浙地区,多数电子纱厂家自用。目前下游电子布价格走低至 5.7-5.8 元/米。

图表 31: 无碱 2400 号缠绕直接纱价格


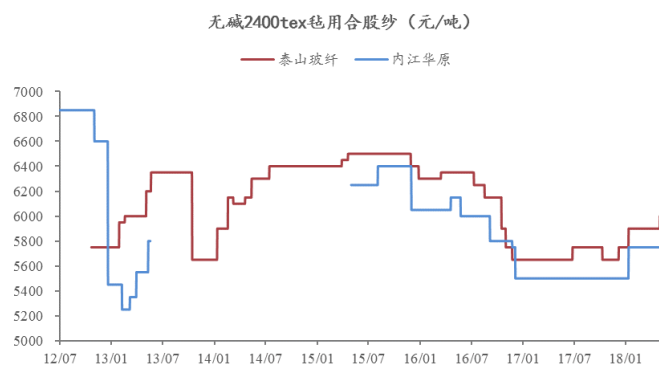
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 32: 无碱 2400 号喷射纱价格


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

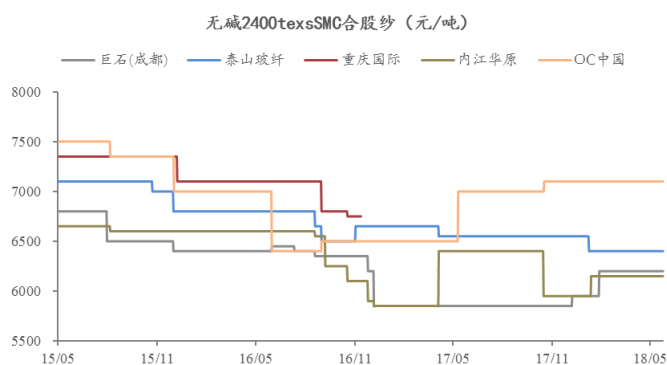
图表 33: 无碱 2400 号采光瓦用合股纱价格


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 34: 无碱 2400 号毡用合股纱价格


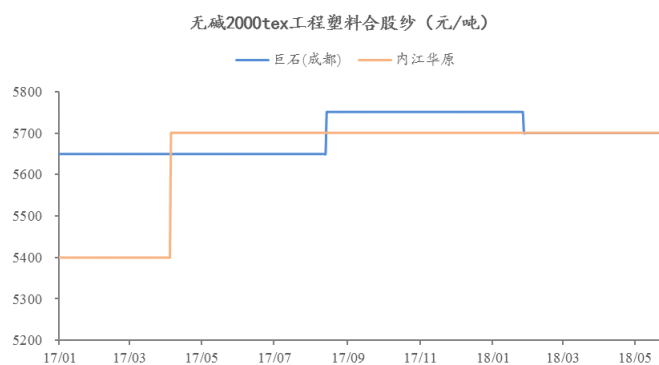
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 35: 无碱 2400 号 SMC 合股纱价格



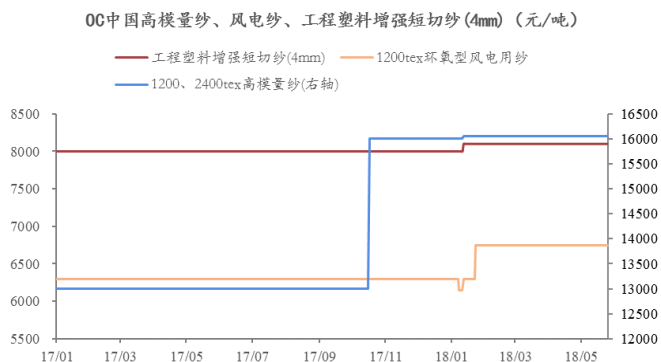
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 36: 无碱 2400 号工程塑料合股纱



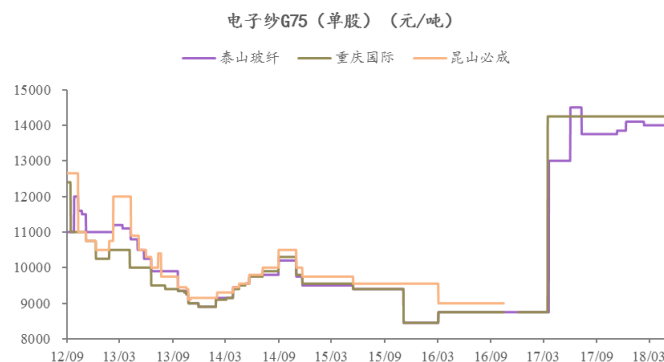
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 37: OC 中国高模量纱、风电纱、工程塑料增强短切纱(4mm)价格



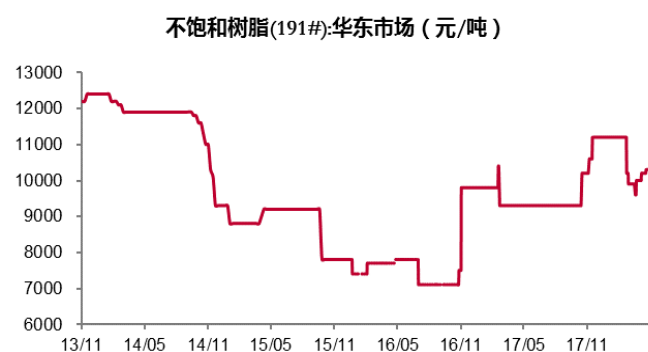
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 38: 电子纱 G75 (单股) 价格



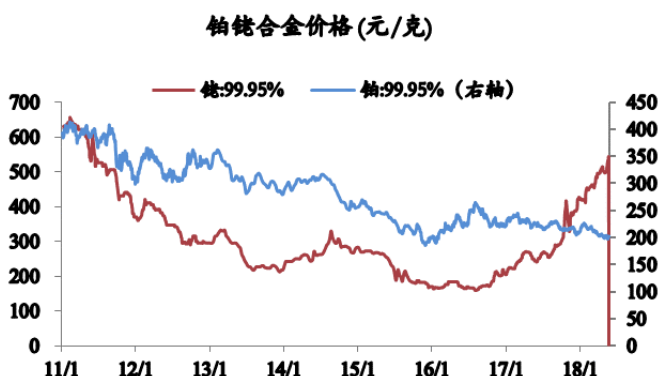
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 39: 树脂价格



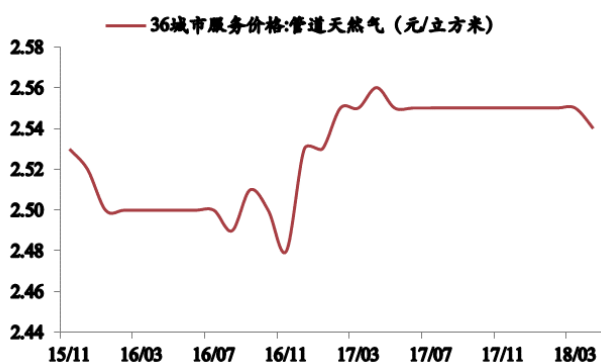
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 40: 铂铱合金价格



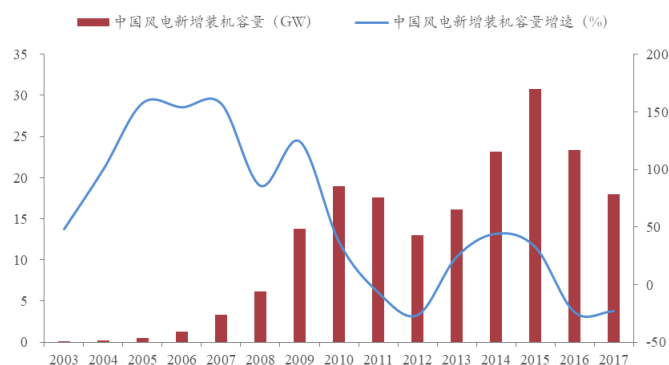
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 41: 36 城市服务价格: 管道天然气



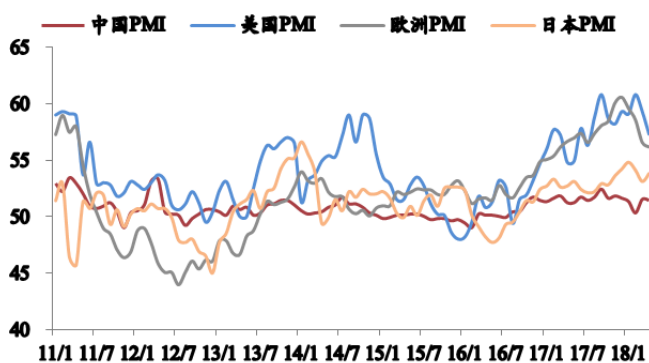
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 42: 风电每年新增装机容量及同比增速



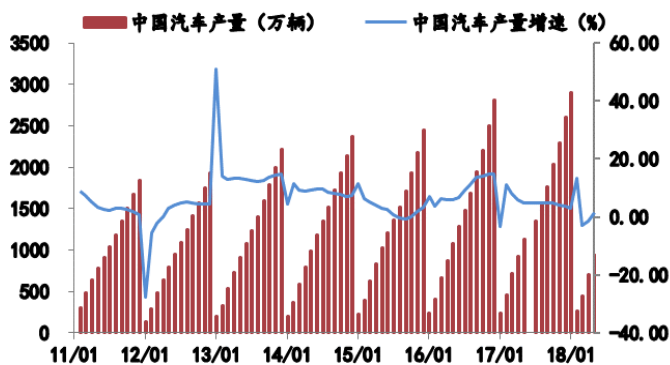
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 43: 全球主要经济体 PMI



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 44: 中国汽车产量及同比增速



来源: Wind、中泰证券研究所

7、风险提示

- 风险提示: 房地产、基建投资低于预期, 宏观经济大幅下滑, 供给侧改革不及预期

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。