

建筑材料

旺季涨价序幕逐渐拉开

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.qizq.com.cn

联系人：孙颖

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qizq.com.cn

联系人：祝仲宽

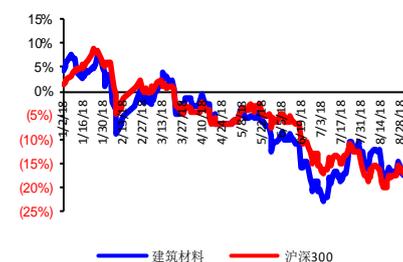
电话：021-20315782

Email: zhuzk@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(百万元)	739,135.285
行业流通市值(百万元)	573,870.756

行业-市场走势对比



相关报告

《旗滨集团深度：“环保限产+地产补库”驱动供需优化，高股息率构筑安全边际》2018.8.30

《伟星新材深度：家装+工程+新品齐发力，PPR龙头续写“伟”大“星”征程》2018.8.14

《塔牌集团深度：粤东看塔牌，需求春风渐生暖——“水泥地图”系列报告》2018.8.7

《水泥：传统旺季即将来临，我们怎么看？》2018.07.30

《海螺水泥深度：资源禀赋和成本优势下的价值重估——“熟料资源化”系列报告》2018.7.22

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	37.1	1.61	2.99	5.61	6.00	23.0	12.4	6.6	6.2	0.1	买入
华新水泥	19.7	0.3	1.39	3.36	3.68	65.7	14.2	5.9	5.4	0.0	买入
北新建材	18.2	0.69	1.39	1.67	1.89	26.1	12.9	10.8	9.5	0.5	买入

备注：

投资要点

热点聚焦：

- 一、水泥旺季渐近出货量恢复，长江沿线水泥企业在今年产能控制升级的背景下，库存从低位开始回落。7月底、8月初时的熟料库存低位维持，部分区域熟料的涨价标志着今年淡季不淡的确立。虽然由于前期天气原本主流企业预计8月底的普涨，由于台风天气对需求和限产执行的影响有所延迟，但是我们仍然看到部分需求受到影响较小的区域如安徽、江苏部分地区都出现了涨价。本周开始长江流域水泥市场旺季“更旺”的起点已经开始。
- 二、我们近期走访了玻璃行业。环比来看下游需求有所转暖，企业出货量有所增长，前期较高的库存得到了一定程度的缓解。淄博会议后，主流企业统一执行了提价，以对冲成本端的上涨，企业单位盈利也出现了一定程度的回升。往后看供给端，根据邢台市环保局《2018年大气污染防治方案》中要求无证企业停产，有证企业全年限产15%的要求，政府近期分别对相关企业的无证产线下达限期停产通知（上半年未落实停产），逐渐将开始落实（沙河鑫利二线550吨、沙河元华二线1000吨前日停产放水）。若后续无证产线持续按计划停产，叠加有证企业限产15%，沙河地区整体产能边际将明显减少。
- 而从需求端看，上半年以来房地产新开工面积同竣工面积间出现了近年来明显的剪刀差，而当前地产企业在相对紧的政策环境下，加速周转的意愿变强。因而我们看到上半年的销售和新开工端的数据一直维持在较高水平，而库存则持续呈现去化。因而我们认为下半年地产企业的竣工情况有得到回补的可能性，从而提振玻璃需求。
- 总而言之，年初市场对于玻璃行业较高的预期已经逐渐被消化，估值逐渐同盈利匹配，而行业当前盈利也处于向上拐点。若后续供需边际能够持续向好，行业有望体现出相对明显的弹性。

行业观点：

- 我们认为在外部环境不确定性逐渐增大的背景下，内需的重要性体现的较为明显。无论是“绿水青山”、“理直气壮做大做强国企”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”工作的迫切性，叠加当前不稳定的外部环境，发挥传统动能的造血作用可以说是无法避免的手段。但是去杠杆的大背景下，大放水的可能性是较小的，而“大水漫灌”的效果也必然会相比历史上大打折扣。因而我们并不对需求总量过分乐观，但也不过分悲观。值得重点关注的仍是“存量时代”下确定性的行业格局好转，如结构升级、去产能

《华新水泥深度：百年华新新征程——固“水泥骨料”之本，培“协同处置”之元——“水泥地图”系列报告》

2018.6.14

《中泰建材 2018 中期策略—把握众多“不确定”中的“确定性”》2018.5.31

《水泥：传统淡季即将到来，我们怎么看？》2018.5.16

《北新建材深度：石膏板龙头，制造业典范，乘长风再破万里浪——“两材”系列报告之三》2018.4.30

《菲利浦深度：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

《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

等趋势。我们近期持续建议关注确定性持续增强的南方区域的水泥以及玻璃，而成长板块龙头如（玻纤龙头中国巨石、中材科技，品牌建材龙头北新建材、伟星新材等）的整体逻辑仍然是比较通顺的，部分股价出现回调反而是中长期的配置的较好介入时机。

■ **水泥：“淡季”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！展望后续基本面，到 9 月上旬，全国水泥、熟料库存从同期较低水平开始持续回落，且南方部分区域价格已经开始推涨，涨价窗口的提前无疑使我们对南方区域后续价格具备更强的信心。核心推荐海螺水泥、华新水泥。**

■ **今年涨价窗口提前的核心原因如下：**

➢ **其一、2018 年同期错峰生产政策更严。**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。各省在错峰的时间安排上相对延长，边际收缩力度更大；而后续华东、西南等地省市仍有临时错峰生产计划的可能。

➢ **其二、今年环保监管执行力度也进一步加强。**我们看到今年华东地区出现了前所未有的、因为环保原因导致的大型生产基地停窑的情况出现，这进一步减少了同期实际的熟料供应。我们前期经过计算，仅芜湖海螺在 6 月底的临时停产和铜陵海螺的暂时性关停，就减少了区域内约 100 万吨熟料的供应能力。

➢ **其三、“熟料资源化”不断提速。**今年以来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（长江沿线管制采砂、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、南方等旺季日出货量达到甚至超过历史高点）等事实都能看出。而很多小企业在这个过程中生产能力受到了极大影响。

■ 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。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。产能控制持续升级，我们认为将为水泥价格带来更为明显的支撑。

■ **大部分水泥企业均公布了中报，从中报中我们能够看到行业几个较为积极的趋势：**1、龙头受益成本曲线的持续异化，盈利中枢大幅上行；2、受益原材料收紧和环保趋严，涨价通道中产能去化加速，行业龙头企业的市占率延续增长（除受到临时停产影响外）；3、龙头企业对资源的综合开发利用加速，骨料等资源属性利润持续提升。我们将主要企业的综合吨数据归总于下表，供参考。

**【中泰建材】水泥行业重点公司2018H1综合吨数据汇总**

海螺水泥	2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
销量(万吨)	1.03	1.14	1.15	1.28	1.34	1.43
水泥和熟料在营收中占比	98%	97%	97%	97%	96%	97%
吨价格(元)	229	252	211	187	238	320
吨成本(元)	164	162	151	130	161	178
吨毛利(元)	65	90	59	57	77	141
吨三费(元)	27	24	26	24	23	22
吨归母净利润(元)	30	51	41	26	50	91

华新水泥	2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
水泥和熟料销量(万吨)	2216	2300	2329	2394	3180	3216
水泥和熟料在营收中占比	83%	85%	85%	89%	90%	88%
吨价格(元)	299	316	277	240	295	369
吨成本(元)	226	225	213	185	218	230
吨毛利(元)	73	91	64	54	77	140
吨三费(元)	50	59	56	52	49	51
吨归母净利润(元)	16	22	4	0	23	64

祁连山	2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
水泥和熟料销量(万吨)	786	991	959	994	930	765
水泥和熟料在营收中占比	95%	95%	94%	91%	92%	93%
吨价格(元)	278	266	201	187	259	286
吨成本(元)	206	187	165	148	182	194
吨毛利(元)	73	79	37	39	77	93
吨三费(元)	60	54	49	47	53	60
吨归母净利润(元)	14	26	-4	-2	20	29

海螺集团	2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
水泥和熟料销量(万吨)	537	581	667	649	710	791
水泥和熟料在营收中占比	98%	97%	97%	97%	96%	97%
吨价格(元)	294	344	276	236	278	383
吨成本(元)	231	221	212	186	200	221
吨毛利(元)	63	123	64	49	77	163
吨三费(元)	37	34	27	25	19	18
吨归母净利润(元)	18	61	28	17	44	109

上峰水泥	2013H	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
水泥和熟料销量(万吨)				435	684	617
水泥和熟料在营收中占比				94%	86%	92%
吨价格(元)				225	266	337
吨成本(元)				182	183	188
吨毛利(元)				43	83	150
吨三费(元)				39	31	35
吨归母净利润(元)				3	38	83

备注：吨数据均为综合吨数据，即将公司其他业务均视为水泥和熟料业务

数据来源：公司公告 中泰证券研究所

- 我们认为平抑周期下周期品配置逻辑在悄然变化，而水泥行业是经济“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石的边际成本。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“主要销售商混”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。
- **玻璃：边际上看，随着地产企业加速周转的行为，玻璃企业的需求在近月有回暖趋势。**同时，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，召开了各地产业会议。近期行业会议对稳定厂家和渠道的市场信心，起到了较好的作用。贸易商和加工企业采购玻璃的积极性有所提高，厂家前期居高不下的库存也得到一定程度的缓解。产销比较快恢复，玻璃价格也出现了止跌回升。当前价格中枢仍然不错，能够支撑企业相对较高盈利水平。我们认为随着下半年地产竣工需求逐渐回暖，叠加沙河地区限产的逐渐推行，玻璃价格有望呈现回升趋势。
- **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。**撇开排污许可证可能带来的行政化干预，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一定空间。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**，作为行业内龙头，公司近年成本和产品结构加速改善，而随着二季度冷修产线的复产，下半年销量环比上半年将有所提升，有效支撑全年盈利稳定增长。
- **玻纤：需求稳增，成长趋势不改，新增产能逐步落地**
  - **近 2 周玻纤产线变动情况：中国巨石第一条 15 万吨智能制造产线已于**

- 2018年8月21日点火;重庆国际 F05 线 5 万吨改 10 万吨合股纱技改项目已于 2018 年 8 月 15 日点火;光远新材 5 万吨电子纱项目于 2018 年 8 月 9 日点火。
- 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。风电行业回暖趋势明显、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。
  - **汽车轻量化用热塑玻纤纱方面:** 热塑复材行业增速超过 11%, 市场空间广阔。2016 年,我国热塑性复合材料产量为 196.5 万吨,同比增长 11.39%,占国内纤维复合材料制品行业总产量的 42.5%。Global Market Insights, Inc.的研究报告显示,全球汽车复合材料市场总值到 2024 年将达到 240 亿美元。热塑复材的增长将推动热塑玻纤纱的需求。
  - **风电方面:** 2018 年 1-6 月风电新增装机 7.53GW, 同比增长 25%, 其中 6 月份,风电新增装机容量 1.23GW, 同比增长 55%。同时, 1-6 月份风电利用小时数为 1143 小时, 同比增长 16%。6-9 月是风电装机旺季,风电场经济性提升和业主现金流改善有望拉动行业装机需求。
  - **持续数年的高盈利确实刺激了一定程度的产能新增,但新一轮产能投放来自主流大企业,中高端占比较高,小企业由于资金和技术壁垒竞争力较差。**我们预计到 2018 年底,三大企业(巨石、泰玻、重庆国际)新增产能将达到 61 万吨;其他主要企业(长海、山玻、威玻、中材金晶)新增产能将达到 24 万吨;国外新增相对较少,接近 5 万吨。此轮产能新增主要来自巨石、泰玻和重庆国际等大企业,且集中在热塑、风电等中高端领域。从行业需求来看, 热塑型产品增速较高,近几年巨石和泰玻此领域的销售增速均超过 30%。且由于认证周期较长,用户粘性较高,新进入者很难抢占市场,我们预计三大家的产能增加将被新增需求逐步消化。中低端产能来讲,重庆三磊、江西元源等新进入者由于技术积累和资金相对紧张的问题实际产销情况不及预期。
  - **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。
- **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、东方雨虹和帝欧家居,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，具有军方供货资质；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，军工和光纤稳定增长，半导体加速增长（2017 年半导体业务营收增速为 46%，2018 年上半年营收增速 50%），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

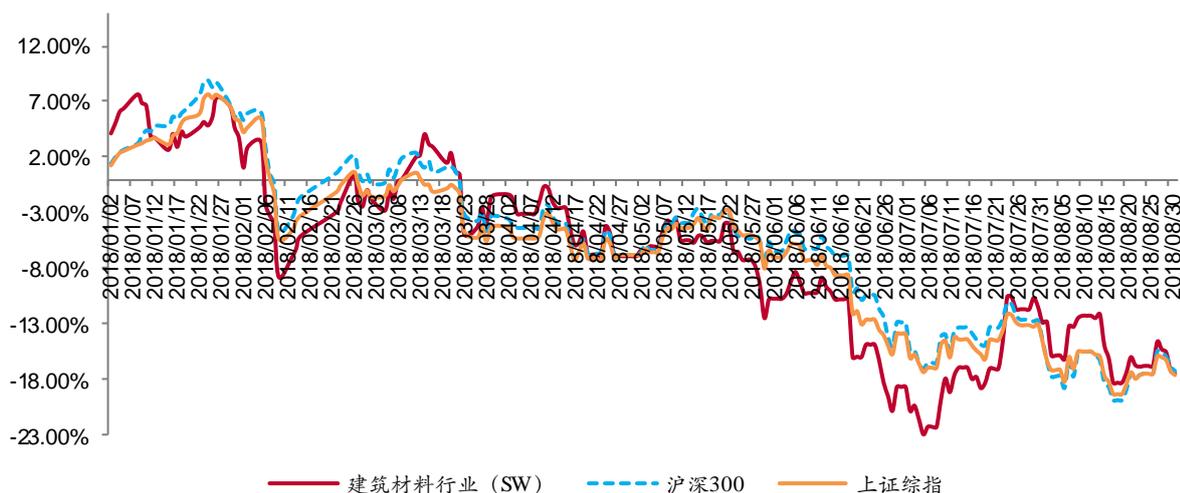
## 内容目录

1、本周行情回顾.....	- 8 -
2、核心标的估值表.....	- 9 -
3、核心标的跟踪.....	- 9 -
4、水泥行业本周跟踪.....	- 12 -
5、玻璃行业本周跟踪.....	- 14 -
6、玻纤行业本周跟踪.....	- 17 -
7、风险提示.....	- 20 -

## 1、本周行情回顾

- 本周（2018.08.27-2018.8.31）建筑材料板块（SW）上涨-0.86%，上证综指上涨-0.15%，超额收益为-0.71%。
- 个股方面，在中泰建材重点覆盖公司中，龙泉股份、纳川股份、北京利尔、大亚圣象、石英股份位列涨幅榜前五，山东华鹏、华塑控股、天山股份、海南瑞泽、\*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	本周涨跌幅(%)	相对大盘涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅(%)
002671	龙泉股份	5.47	13.72	14.91	-19.98
300198	纳川股份	3.48	7.74	8.93	-47.74
002392	北京利尔	3.74	6.86	8.05	-25.60
000910	大亚圣象	13.74	6.26	7.45	-39.62
603688	石英股份	12.52	5.92	7.11	-19.57

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(%)
603021	山东华鹏	6.70	-11.49	-10.30	-29.53
600425	华塑控股	3.06	-10.33	-9.14	-51.80
002795	天山股份	15.05	-7.17	-5.98	-19.65
603616	海南瑞泽	12.27	-6.88	-5.69	-27.27
300409	*ST青松	16.81	-6.71	-5.52	-21.74

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

【中泰建材】核心公司估值表(20180831)

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	37.1	2025	2.99	5.61	6.00	158.6	297.17	317.88	52.99	87.4%	6.62	2.05
600801.SH	华新水泥	19.7	257	1.39	3.36	3.68	20.8	50.26	55.09	14.98	141.9%	5.86	2.17
601636.SH	旗滨集团	4.3	116	0.43	0.51	0.53	11.4	13.67	14.16	26.89	19.6%	8.50	1.64
000672.SZ	上峰水泥	9.1	74	0.97	1.72	1.86	7.9	14.00	15.14	8.14	76.8%	5.28	2.77
600720.SH	祁连山	7.8	61	0.74	1.04	1.08	5.8	8.10	8.40	7.76	40.9%	7.48	1.14
600176.SH	中国巨石	10.5	368	0.61	0.76	0.90	21.5	26.75	31.60	35.02	24.4%	13.75	2.82
002080.SZ	中材科技	8.0	103	0.59	0.68	0.90	7.7	8.78	11.66	12.91	14.4%	11.73	1.02
002271.SZ	东方雨虹	15.4	231	0.83	1.13	1.54	12.4	17.00	23.14	14.99	37.2%	13.60	3.19
002372.SZ	伟星新材	16.9	222	0.63	0.76	0.90	8.2	9.90	11.84	13.11	20.6%	22.42	7.28
000786.SZ	北新建材	18.0	304	1.39	1.68	1.89	23.4	28.34	31.91	16.90	20.9%	10.73	2.32
002798.SZ	帝欧家居	32.1	73	0.24	1.62	2.15	0.6	3.68	4.9	2.27	569.1%	19.79	2.45
300395.SZ	菲利华	15.6	47	0.41	0.56	0.75	1.2	1.69	2.2	2.99	38.5%	27.53	4.90
3323.HK	中国建材	6.4	539	0.38	0.83		32.3	70.00		84.35	117.1%	7.70	0.00

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。
- 伟星新材:** 伟星新材是专注 PPR、PVC 和 PE 塑料管道管材生产销售的龙头企业, 2017 年营收为 39 亿, 归母净利为 8.2 亿。公司通过强大的渠道、品牌和服务能力不断提高了市占率, 建立高品牌溢价; 近年毛利率稳步提升, 2017 年为 46.7% (其中收入占比 56% 的 PPR 管材业务毛利率为 58.3%)。公司通过规模效应及精细管控, 拥有远超前同行的净利率, 2017 年达到 21%。公司始终坚持“稳中求进、风险控制第一”的经营理念, 以“可持续”的内涵为核心价值观, 尤其注重现金流, 2017 年经营性现金流量净额为 9.42 亿元。公司的 ROE 和 ROIC 自 2012 年起逐年上升, 2017 年分别为 25.7% 和 27.6%。塑料管道行业有明显的

“大行业、小公司”特点，2017年国内塑料管道产量为1522万吨，中国塑协预计未来三年行业增速稳定在2.5%左右；但是全国塑料管道行业较为分散，但集中度呈现上升态势，CR20由09年的30%提高到14年的44%。公司2017年总产量为19.8万吨，在整个塑料管道行业的市占率为1.3%。我们测算出用于建筑给水的家装PPR市场空间超过120亿元，公司作为PPR行业龙头之一，市占率约为7%。行业整体集中度提升仍然有明显空间。**得益于多年来在品牌、渠道、服务等三方面的积累，我们认为公司在PPR零售领域的市占率将进一步提升：**1) 塑料管涉及饮水安全和卫生，具有较强的消费属性，且由于其在总体家装费用中占比较低（塑料管材支出为1000~2000元），另外作为家装隐蔽工程的重要一环，痛点相对较多；因此，在家装消费升级的背景下，消费者对价格的敏感度较低，更倾向于选择质量有保障、服务到位的产品。公司的PPR产品质量过硬，多年深耕零售市场打造了较强品牌力。2) 公司建立了一套扁平化的营销和管理模式，此模式能够让执行者有效执行公司决策管理思路，并对市场变化快速响应，具有较强的营销服务能力和市场竞争力。3) 伟星推出的“星管家”免费增值服务已成为行业标杆，通过“三免一告知”的方式，为用户提供产品真伪鉴定、高倍水压测试、拍摄录制管路走向图及讲解产品知识等，极大地提升了用户粘性，且得益于扁平化的管理模式，公司对下游经销商有更强的管控力，对于增值服务的质量有更好的把控。公司将借助以上优势在PPR零售业务中进一步完善版图+纵深发展：1) 成熟市场渠道进一步下沉（浙江等地已经渗透到乡镇）；2) 近年加大新区域市场的拓展（西北、中部市场），且卓有成效，不断推进“星管家”和“双质保”联动，实现稳健发展。**工程和房地产市场多点开花：**近年来公司积极拓展新业务，2011年开始布局“燃气事业部”，政府的一系列政策利好、对于市政工程招标的透明化以及对产品质量的重视，都为伟星在这一领域的发展提供了机遇。17年公司PE产品营收增速超过PPR，达到23.80%。另外，公司不断完善房产工程业务模式，积极应对房地产行业新挑战。**防水、净水新产品上市，建立家装隐蔽工程完整生命线：**净水和防水两大家装隐蔽工程新业务稳步推进（目前华东地区防水试点情况推进良好，净水器销售也呈现稳健增长），未来有望借助零售渠道和服务、品牌优势切入并拓展市场，带来新的利润增长点，为公司带来新的增长活力。

- **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。

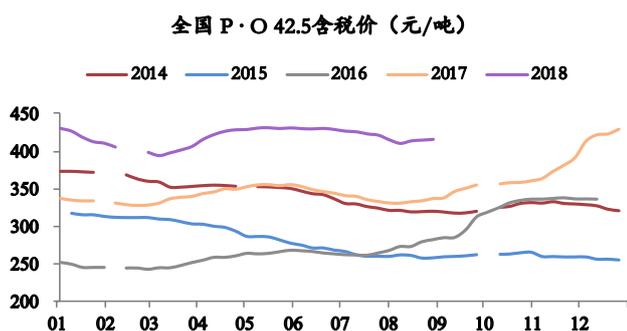
- **中国巨石：夯实技术和成本优势，龙头强者恒强**：技术和成本优势确保盈利稳步增长：公司通过技改持续降低单位成本，盈利能力领跑国际竞争对手和中小企业。随着九江和桐乡产能后续投产，我们预计2018和2019年有效产能增速为15%和20%左右。全球玻纤需求稳定增长，公司将夯实成本优势，在量价齐升的浪潮中进一步提升盈利。深耕高端领域，进一步分享热塑、风电和电子纱红利：公司在热塑和风电纱领域的市占率为16%和37%，占据龙头地位。与此同时，公司积极布局电子纱领域，未来将新建3条6万吨产线。公司凭借技术、成本和管理优势将进一步分享高端领域红利。继续全球扩张之路：为应对贸易壁垒影响、避免反倾销税，巨石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。
- **帝欧家居：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**：帝欧家居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**：帝欧家居经销商网络强大，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，帝欧家居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**：帝欧家居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。

#### 4、水泥行业本周跟踪

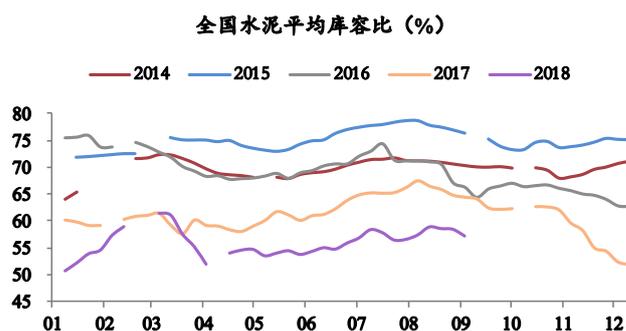
- 价格方面:** 2018年8月25日至2018年8月31日,本周全国水泥市场价格环比继续上扬,涨幅为0.25%。价格上涨地区主要是河北唐山、安徽北部、湖北西部和云南等地,幅度20-30元/吨;暂无回落区域。8月底,随着雨水天气减少,下游需求环比继续恢复,库存持续低位,水泥价格延续上行态势。预计9月初长三角地区水泥价格将迎来一轮普涨行情,幅度20-40元/吨不等,将带动全国价格继续攀升。
- 库存方面:** 2018年8月25日至2018年8月31日,全国水泥库存较上周下降1.1%。华北地区库存较上周无变化,东北地区库存较上周无变化,华东地区库存较上周下降3.7%(上海下降10%,江苏、浙江下降1%,安徽下降1.3%,江西下降2.5%,山东下降10%),中南地区库存较上周下降0.8%(河南、湖北下降2.5%),西南地区库存较上周下降1.9%(云南下降7.5%),西北地区库存较上周无变化。截至目前,东北地区库存最高,为67%。西南、西北、华北、中南地区分别为63%、61%、56%、59%。华东地区最低为47%。

图表5: 全国水泥价格(元/吨)



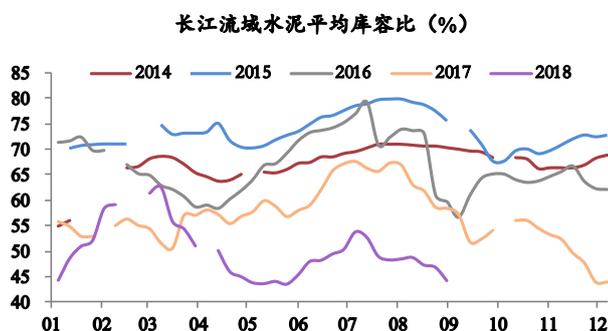
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表6: 全国水泥库存(%)



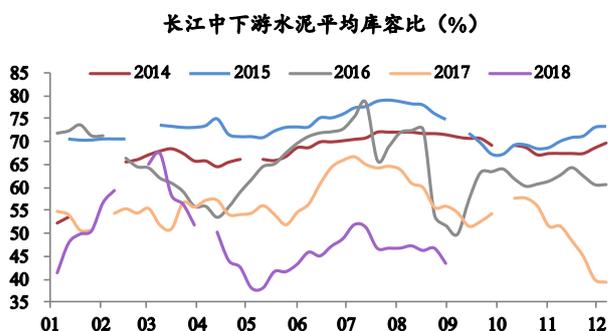
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表7: 长江流域水泥库存(%)

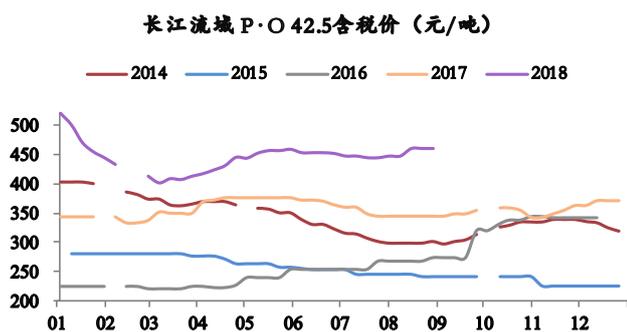


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

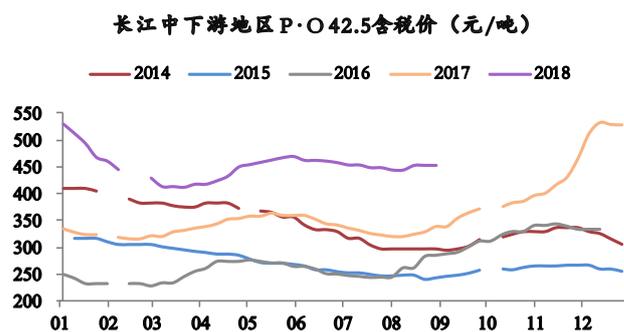
图表8: 长江中下游水泥库存(%)



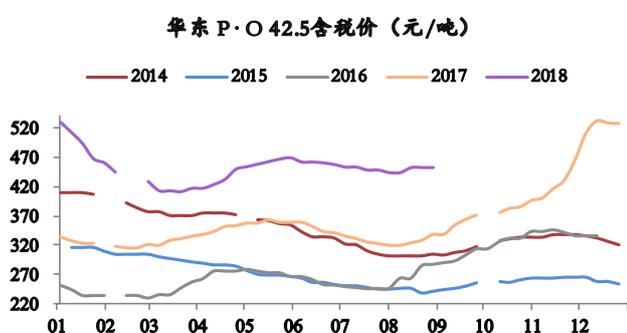
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

**图表 9: 长江流域水泥价格 (元/吨)**


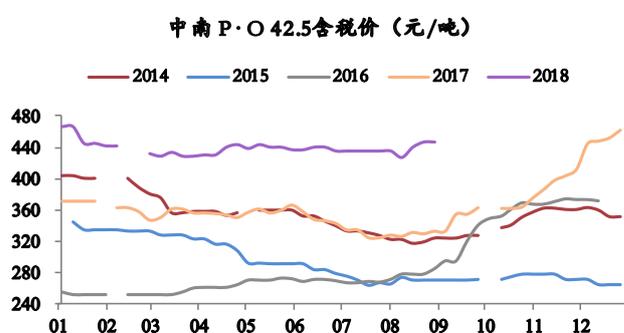
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

**图表 10: 长江中下游水泥价格 (元/吨)**


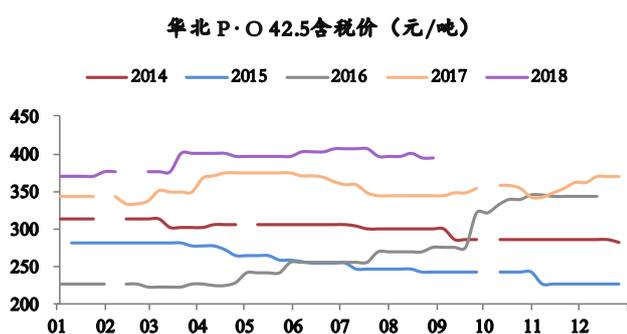
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

**图表 11: 华东水泥价格 (元/吨)**


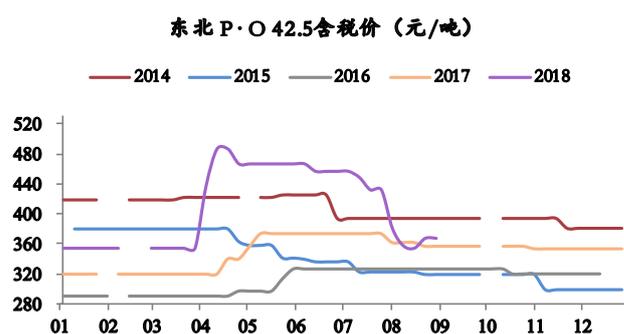
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

**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

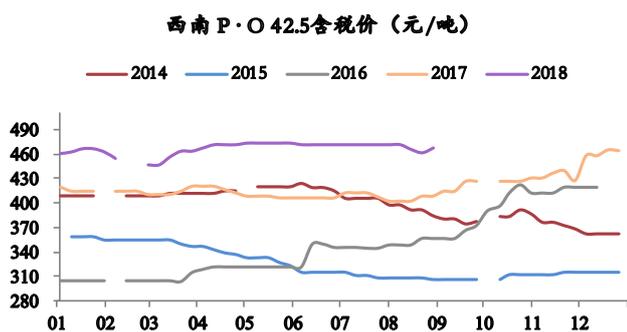
**图表 13: 华北水泥价格 (元/吨)**


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)**


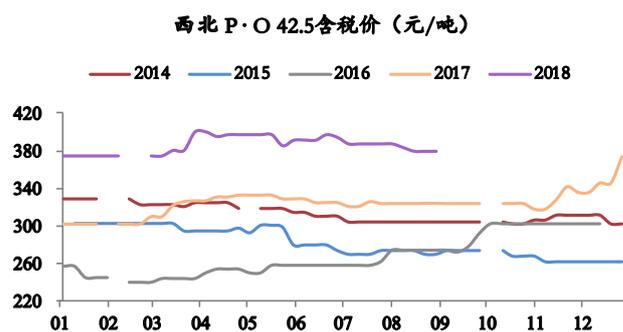
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 15: 西南水泥价格 (元/吨)



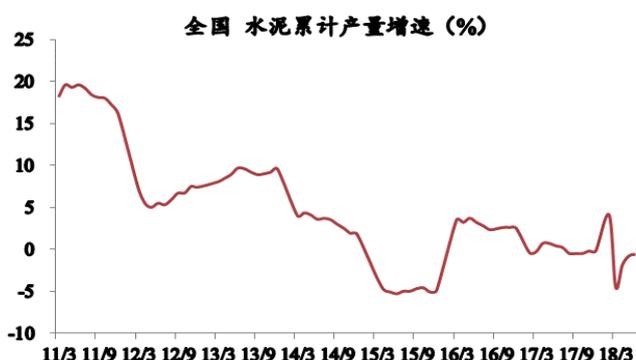
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 16: 西北水泥价格 (元/吨)



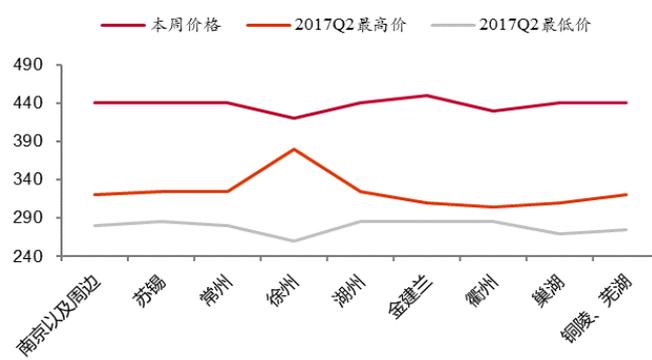
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

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

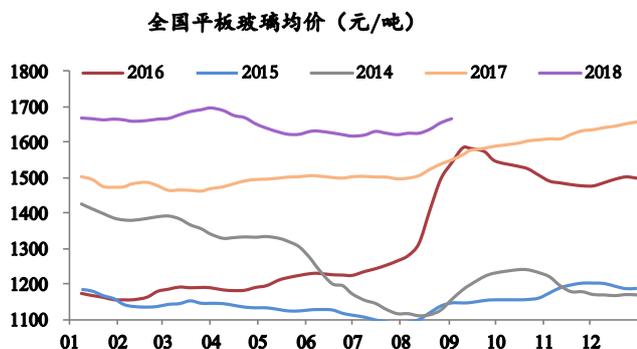


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

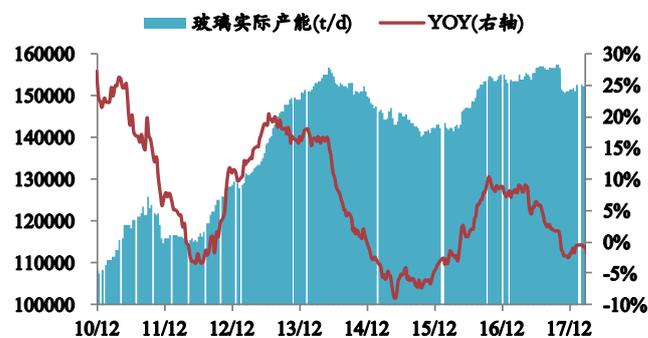
## 5、玻璃行业本周跟踪

- **价格方面:** 本周末全国白玻均价 1666 元, 环比上月上涨 43 元, 同比去年上涨 116 元。从区域看, 价格基本普涨。沙河地区价格因去产能报价上涨; 东北地区厂家主动连续上涨, 旺季趋势明显; 其他地区也大多有一定幅度的上涨。
- **库存方面:** 月末浮法玻璃产能利用率为 72.08%, 环比上月上涨-0.37%, 同比去年上涨-0.42%。在产产能 939600 万重箱, 环比上月增加-150 万重箱, 同比去年增加 276 万重箱。月末行业库存 2992 万重箱, 环比上月增加-160 万重箱, 同比去年增加-253 万重箱。月末库存天数 11.62 天, 环比上月增加-0.60 天, 同比增加-1.02 天。
- 2018 年 8 月 31 日中国玻璃综合指数 1187.30 点, 环比上月上涨 33.87 点, 同比去年同期上涨 71.30 点; 中国玻璃价格指数 1215.48 点, 环比上月上涨 31.27 点, 同比去年同期上涨 84.74 点; 中国玻璃信心指数 1074.59 点, 环比上月上涨 44.27 点, 同比去年同期上涨 17.56 点。八月份玻璃现货市场呈现典型的传统旺季趋势, 生产企业出库环比增加, 市场价格也有一定幅度的提升。沙河地区因环保和限产等因素本月有三条生产线停产, 减少年产能 1200 万重箱左右, 对本地和周边市场价

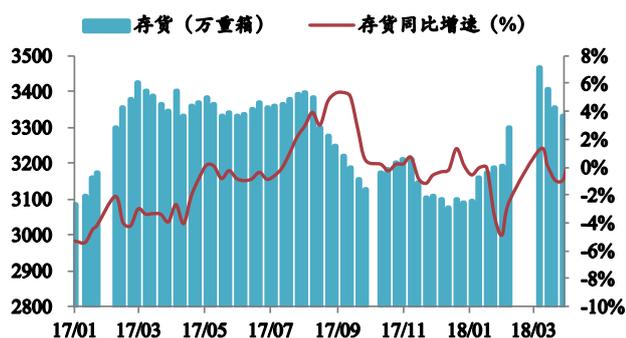
格的稳中有升，提供了较好的基础。中旬之后，各个地区生产企业的市场研讨会议，也对现货价格的上涨起到了提振的作用。从加工企业订单情况看，基本都能够做到1个月以上的订单，或者稍多一些。或者部分地区加工企业的开工率环比有所增加。从价格上涨的区域和幅度看，基本属于普涨行情。沙河地区由于去产能因素的影响，涨幅稍多一些。

**图表 19: 全国玻璃均价 (元/吨)**


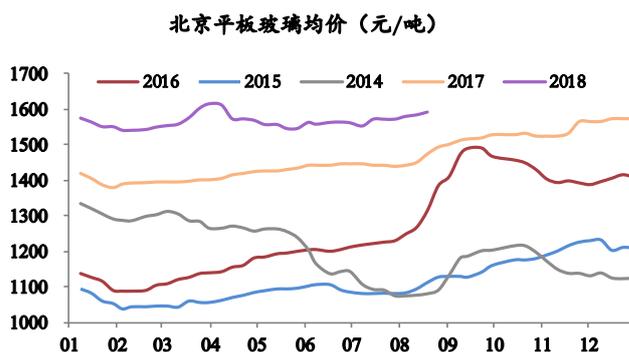
来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

**图表 20: 平板玻璃实际产能增速图**


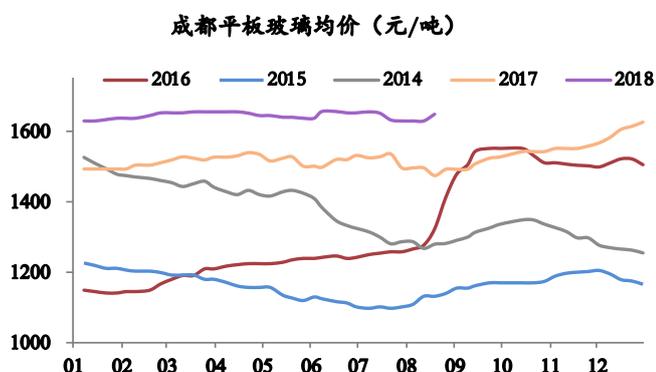
来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

**图表 21: 平板玻璃存货增速图**


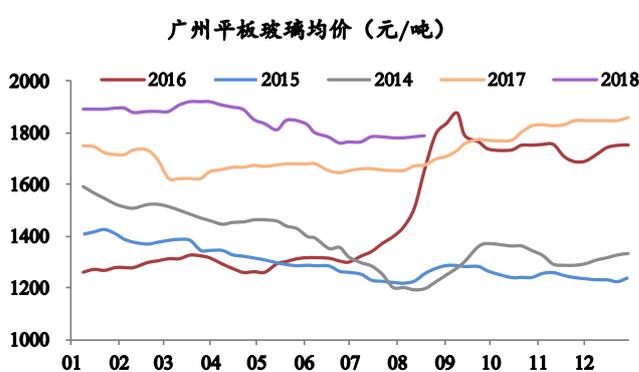
来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

**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

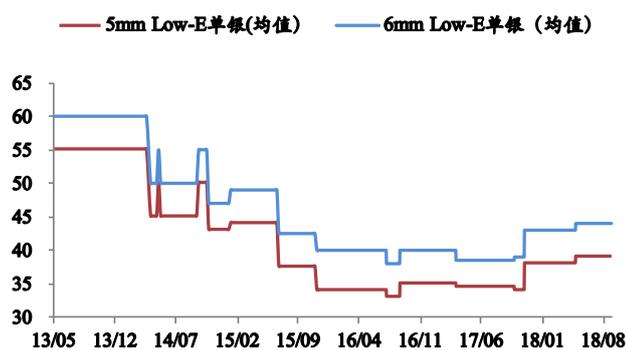
**图表 23: 成都平板玻璃均价**


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**


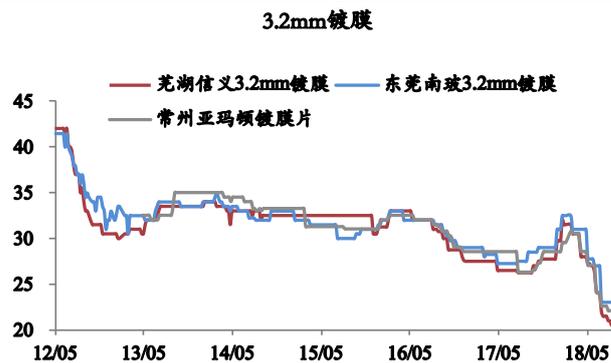
来源：玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 25: Low-E 玻璃价格



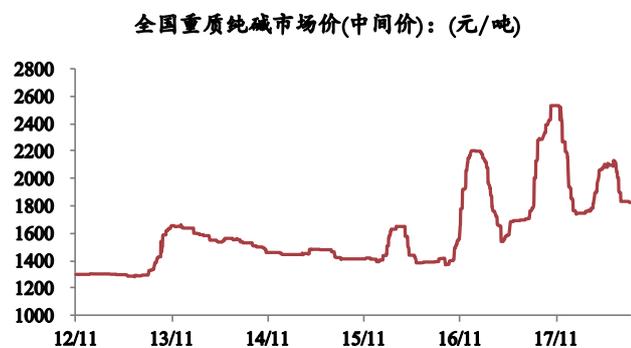
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 26: 光伏玻璃价格 (元/平方米)



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

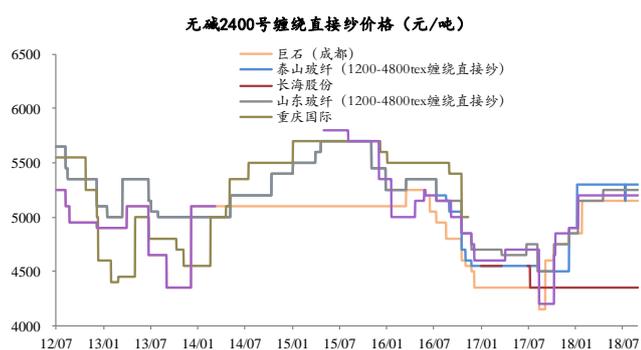
图表 30: 玻璃产量增速图



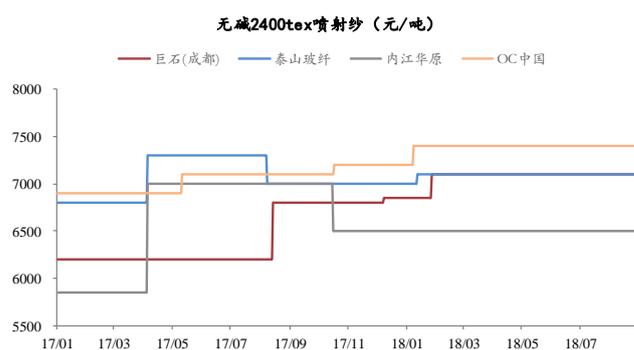
来源: Wind、中泰证券研究所

## 6、玻纤行业本周跟踪

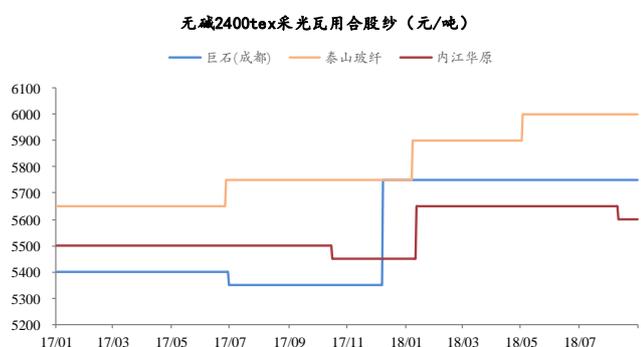
- **无碱玻纤:** 泰山玻璃纤维有限公司主要生产各规格无碱粗纱, 现有 15 条池窑生产线, 年产量 81.5 万吨, 出口占比约 35%。现阶段, 国内玻璃纤维下游市场需求较前期略有减少, 虽合股纱类产品货源相对紧俏, 但整体走货略放缓, 近日厂家各型号无碱粗纱价格暂报稳。目前无碱粗纱出厂价格统计如下: 无碱 2400tex 喷射纱报 6800-7000 元/吨, 2400texSMC 纱报 6300-6500 元/吨, 2400tex 缠绕纱报 5100-5200 元/吨, 2000tex 热塑性合股纱报 6000 元/吨, 热塑直接纱报 5800-6000 元/吨, 2400tex 毡用纱/板材纱报 5900-6100 元/吨。
- **中碱玻纤:** 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订单成交尚可, 受产能限制, 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。近日厂家各型号中碱纱报价稳定。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 7200 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, 近期产销良好, 库存无压力。以上均为含税周边送到价, 纸箱包装, 近期产销良好, 库存无压力。
- **电子纱:** 长线来看存下调预期。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, 厂家电子纱 G75 价格暂稳, 主流价格维持在 13000 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。近期下游市场需求平稳, 池窑企业订单成交尚可。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 5.2-5.5 元/米。

**图表 31: 无碱 2400 号缠绕直接纱价格**


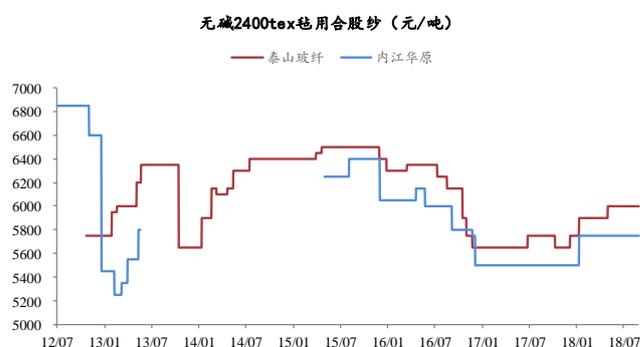
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 32: 无碱 2400 号喷射纱价格**


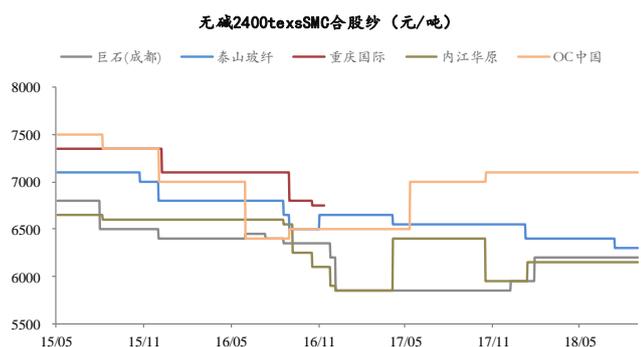
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 33: 无碱 2400 号采光瓦用合股纱价格**


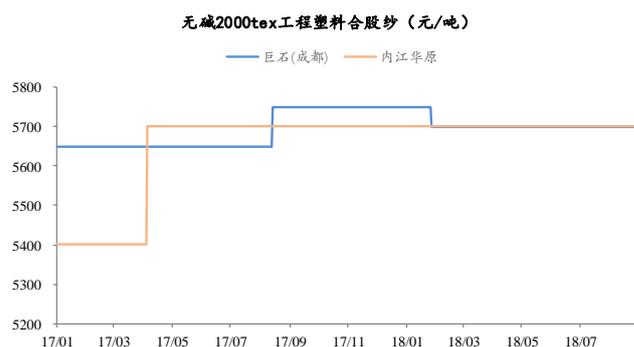
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**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

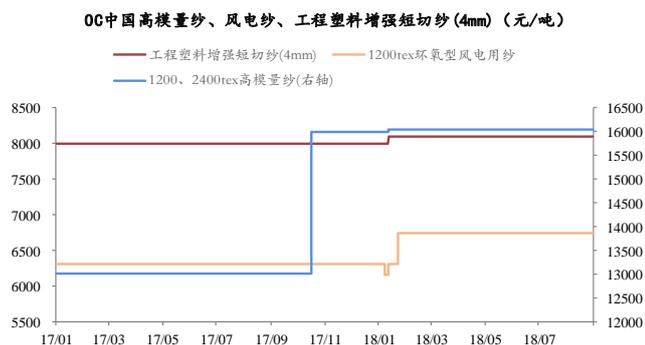
**图表 35: 无碱 2400 号 SMC 合股纱价格**


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**


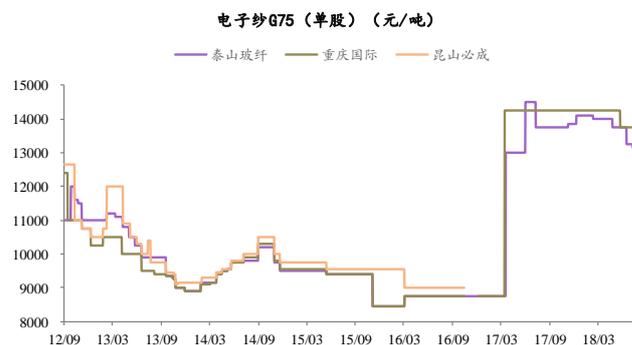
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**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**



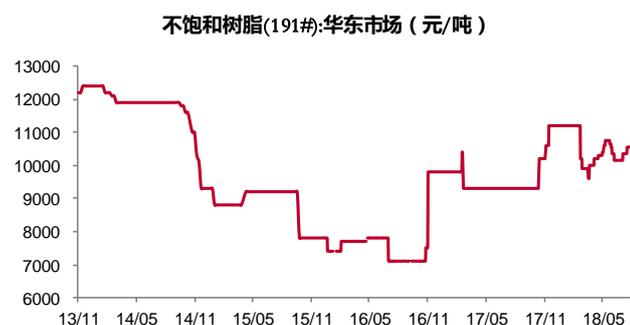
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 38: 电子纱 G75 (单股) 价格**



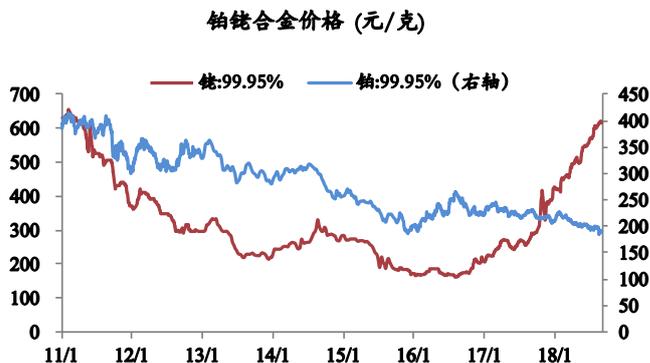
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 39: 树脂价格**



来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 40: 铂铑合金价格**



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**



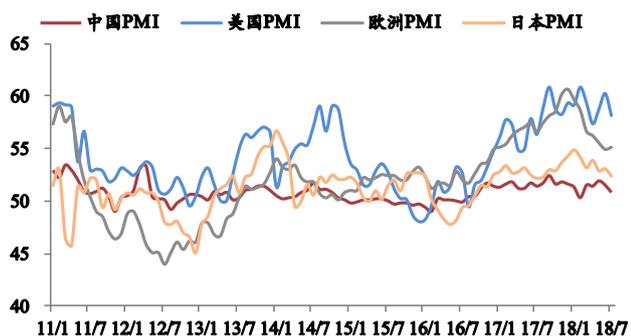
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 42: 风电每年新增装机量及同比增速**



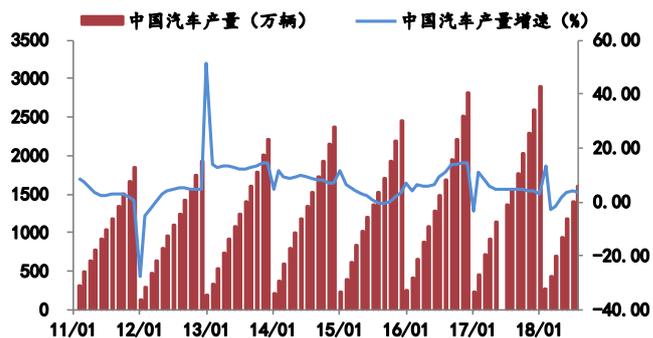
来源: Wind、中泰证券研究所

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。