



建材

2018.09.03

评级: 增持
 上次评级: 增持

水泥价格强势切入旺季超预期

——建材行业周观点

	鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (分析师)
	0755-23976830	021-38674879
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880515090001

本报告导读:

从行业配置判断水泥板块目前依然是整个大周期品中的首选,未来一个阶段很可能是稳增长政策不断落地。

摘要:

- **水泥:** 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。
- **玻璃:** 本周末全国白玻均价 1666 元/吨,环比上周上涨 1 元,同比去年上涨 116 元。本周玻璃现货市场价格继续上行,企业库存继续下滑并于四年半以来首次跌至 3000 万重箱以下确认旺季趋势。
- **玻纤:** 无碱粗纱市场价格和出货平稳,目前大众型产品 2400tex 缠绕直接纱价格继续保持在 5100-5200 元/吨不等。现阶段,产品需求结构在不断朝高端领域调整。各池窑企业产业结构不同,巨石等龙头企业领先优势越拉越大。
- **主要原材料价格:** 本周 IPE 布伦特原油期货价格环比上升 2.09 美元/桶,为 77.52 美元/桶。重质纯碱价格环比不变,主流送到终端价在 1850 元/吨。秦皇岛港动力煤平仓价格 570 元/吨,环比持平。
- **建材行业策略:**
 - 第一,我们认为水泥近期的超预期在于价格,打消了市场之前对于东北水泥的疑虑;而基建“补短板”有望率先在华东华南等发达地区落地,A 股推荐龙头海螺水泥,港股中国建材、华润水泥,其他推荐万年青、华新水泥;
 - 第二,非水泥类建材,靠地产早周期的开工施工端 优于靠地产后周期的消费端,叠加财政补短板,因此东方雨虹+中国巨石,此时迎来布局时点,推荐信义玻璃(0868.HK),可能是这波玻璃涨价的主要受益标的(H 股和 A 股涨跌逻辑是不同的);
 - 第三,北新建材、伟星新材、福耀玻璃、海螺创业、依然继续重点推荐。

相关报告

建材:《国泰君安证券建材行业基本面数据大全 20170902》	2017.09.03
建材:《盈利能力分化,中游行业的压力测试》	2017.09.03
建材:《水泥正式步入旺季提价周期》	2017.08.27
建材:《国泰君安证券建材行业基本面数据大全 20170827》	2017.08.27
建材:《水泥旺季提价开始,关注雄安及国改》	2017.08.20

1. 建材行业投资策略

当前我们推荐:

第一,我们认为水泥近期的超预期在于价格,打消了市场之前对于东北水泥的疑虑;而基建“补短板”有望率先在华东南等发达地区落地,A股推荐龙头海螺水泥,港股中国建材、华润水泥,其他推荐万年青、华新水泥;

第二,非水泥类建材,靠地产早周期的开工施工端 优于靠地产后周期的消费端,叠加财政补短板,因此东方雨虹+中国巨石,此时迎来布局时点,推荐信义玻璃(0868.HK),可能是这波玻璃涨价的主要受益标的(H股和A股涨跌逻辑是不同的);

第三,北新建材、伟星新材、福耀玻璃、海螺创业、依然继续重点推荐;

● 水泥行业观点: 延续价格上行态势

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。

河北唐山地区水泥价格上调15元/吨,近期水泥企业执行错峰停产政策,矿山、道路运输治理力度加大,熟料供应紧张和成本增加,企业推动价格小调上调。

黑龙江哈尔滨地区水泥价格上调后趋稳,下游需求相对稳定,后期市场仅剩一个多月,预计主导企业会努力稳定价格。

华东地区水泥价格再次上调。南京地区低标号水泥价格上调20元/吨,散装价格暂稳,随着天气好转,下游需求不断恢复,再加上熟料供应仍显紧张,袋装价格先行上调。

江苏苏锡常地区水泥价格暂稳运行,熟料库存仍然较低,不足50%,9月初价格有上调计划。苏北淮安和盐城等地区价格以稳为主,熟料供应偏紧,企业库存普遍处在低位。

浙江杭绍前期受台风和雨水天气影响,近期雨水天气减少,企业发货有所恢复,浙北地区9月预计初价格开始上调,浙中南地区价格预计再次上调在9月中旬。

安徽六安、宿州和淮北等北部地区水泥价格第二次上调,幅度30元/吨,价格上调主要是因外围河南停窑限产,以及省内熟料供应紧张,水泥企业库存持续低位,再加上近日雨水天气减少,下游需求好转,企业顺势开始第二次价格上调,后期价格仍有上调预期。

皖北淮南和阜阳等地区低标号价格上调20-30元/吨。

江西南昌水泥价格上调后,下游需求比较稳定,加之外围湖北停窑限产,熟料供应偏紧,据数字水泥网了解,9月初,江西水泥企业计划开启第二轮涨价。

山东济南和淄博地区水泥价格上调 10-30 元/吨，水泥企业执行停窑限产情况较好，库存不断消化，加之前期外围价格已经陆续上调，企业价格跟随上调。

中南地区水泥价格继续上调。广东珠三角地区雨水天气又起，下游需求受到影响，企业发货阶段性减弱，由于前期企业库存一直处在正常或偏低水平，企业价格暂稳运行。

湖北武汉及鄂东价格上调后保持平稳，下游需求稳定，但因部分企业生产线仍在执行停窑限产，熟料供应不足，水泥库存普遍处于较低水平，个别企业发货出现紧张。鄂西襄阳、荆门和十堰等地区水泥价格上调陆续执行 20-30 元/吨。

河南信阳地区水泥价格第三次上调，幅度 20-30 元/吨，随着天气好，下游需求提升，企业发货环比增加 10%，加之河南水泥企业正在停窑，熟料供应减少，粉磨站库存较低，积极推涨价格。

玻璃行业观点：库存进一步明显下降

本周末全国白玻均价 1666 元/吨，环比上周上涨 1 元，同比去年上涨 116 元。本周玻璃现货市场价格继续上行，沙河地区 8 月集中停产 3 条生产线，步入旺季贸易商也加大了存货的力度，生产企业库存继续下滑并于四年半以来首次跌至 3000 万重箱以下。

产能方面，本周产能没有变化。目前在产产能 93960 万重箱，环比上周不变，同比去年增加 276 万重箱。周末行业库存 2992 万重箱，环比上周减少 63 万重箱，同比去年减少 253 万重箱。值得注意的是，这已经是自五月中旬开始以来行业库存连续第十五周环比下降，并首次降至 3000 万重箱以下，最近一次行业库存在 3000 万重箱以下可以追溯至四年半以前的 2014 年 1 月。

我们判断：8 月底至 10 月中旬是玻璃行业传统旺季（玻璃淡旺季和水泥不同），叠加关停限产，涨价确定性较高，但旺季涨价的超预期程度不同于去年 11 月 9 号淡季河北沙河关停 9 条线（占全国 4% 产能）导致的淡季涨价；而玻璃行业出现逻辑的变化，长周期产能的调整，环保填平价格洼地，不环保地区产能持续承压（或退出），因此当前我们首推优质环保产能的信义玻璃（0868.HK）。

玻纤行业观点：延续景气态势

上市公司主要产品无碱粗纱市场价格和出货平稳，目前大众型产品 2400tex 缠绕直接纱价格继续保持在 5100-5200 元/吨不等。现阶段，产品需求结构在不断朝高端领域调整。各池窑企业产业结构不同，巨石等龙头企业领先优势越拉越大；

我们之前的判断不断被验证：2018 年将是差异化加大的一年（高端部分的风电、工业制造业汽车轻量化等需求），海外需求更好于国内，主要利好中国巨石（巨石出口比例为 50% 且独家海外布局）；

我们认为玻纤景气逻辑需重新审视，需求结构升级带来企业盈利能力差异巨大，2018 年我们继续重点推荐中国巨石，独家埃及、美国建线且具备中国建材复合材料资产整合预期。

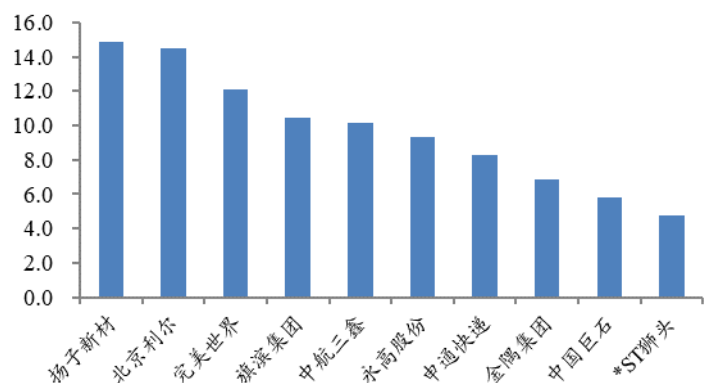
表 1: 重点建材上市公司盈利预测、估值、评级

股票代码	证券简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE		评级
		2018/9/2	2018/9/2	2018E	2019E	2018E	2019E	
600585	海螺水泥	37.13	1967.63	5.29	5.90	7.02	6.29	增持
600801	华新水泥	19.65	294.27	2.94	3.18	6.68	6.18	增持
000789	万年青	12.50	76.67	1.58	1.89	7.91	6.61	增持
002233	塔牌集团	12.52	149.27	1.47	1.79	8.52	6.99	增持
000401	冀东水泥	10.38	139.87	1.19	1.43	8.72	7.26	增持
601992	金隅股份	3.53	376.93	0.42	0.50	8.40	7.06	增持
600720	祁连山	7.81	60.63	0.77	0.80	10.14	9.76	增持
600881	亚泰集团	3.62	117.61	0.23	0.28	15.74	12.93	增持
002271	东方雨虹	15.42	231.17	1.11	1.49	13.89	10.35	增持
000786	北新建材	18.00	304.11	1.79	2.04	10.06	8.82	增持
002372	伟星新材	16.93	221.94	0.78	0.96	21.71	17.64	增持
000910	大亚圣象	13.74	76.27	1.59	2.00	8.64	6.87	增持
002043	兔宝宝	6.76	56.13	0.59	0.80	11.46	8.45	增持
603737	三棵树	43.66	58.00	1.90	2.73	22.98	15.99	增持
600176	中国巨石	10.50	367.74	0.82	1.02	12.80	10.29	增持
600660	福耀玻璃	25.42	637.69	1.72	2.07	14.78	12.28	增持
000012	南玻 A	4.81	137.41	0.38	0.46	12.66	10.46	增持
601636	旗滨集团	4.32	116.16	0.66	0.73	6.55	5.92	增持
002080	中材科技	7.98	103.01	0.93	1.13	8.58	7.06	增持
603601	再升科技	7.19	38.87	0.40	0.57	17.98	12.61	增持
300196	长海股份	10.55	44.78	0.59	0.87	17.88	12.13	增持
601996	丰林集团	3.47	33.25	0.23	0.32	15.09	10.84	增持
002918	蒙娜丽莎	19.74	46.70	1.61	2.05	12.26	9.63	增持
0868.HK	信义玻璃	9.80	391.77	1.23	1.52	7.97	6.45	增持
3323.HK	中国建材	7.34	619.11	1.25	1.72	5.87	4.27	增持
1313.HK	华润水泥	9.16	639.64	1.27	1.40	7.21	6.54	增持

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

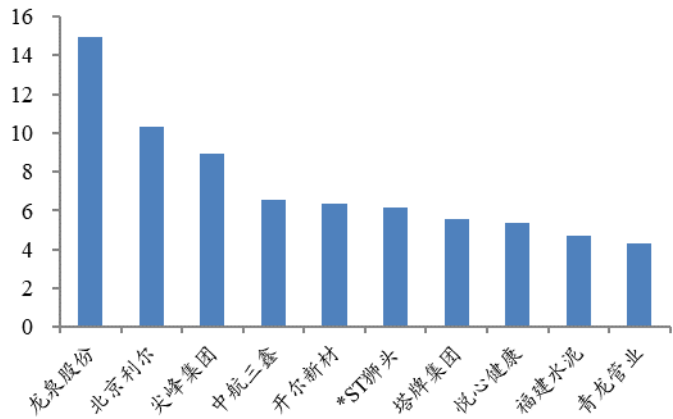
注: 港股信义玻璃和中国建材的对标均为港元

图 1: 近 5 个交易日资金流入率前十



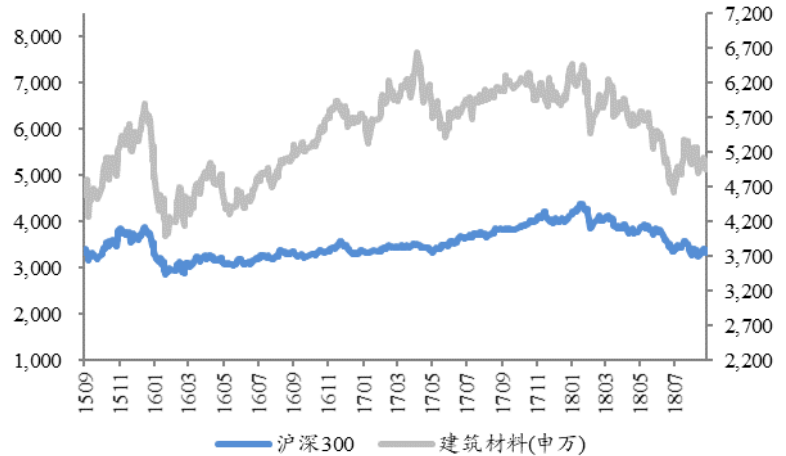
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 2: 建材股近一月交易日涨幅前十股票



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 3: 过去一年申万建材指数明显跑赢沪深 300 指数



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 水泥行业

本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。

华北地区水泥价格大稳小动。河北唐山地区水泥价格上调 15 元/吨, 近期水泥企业执行错峰停产政策, 矿山、道路运输治理力度加大, 熟料供应紧张和成本增加, 企业推动价格小调上调。石家庄、邯郸和邢台地区水泥价格保持平稳。京津冀两地下游需求恢复不明显, 企业发货在 7-8 成, 价格继续保持稳定。

东北地区水泥价格以稳为主。辽宁沈阳和周边地区水泥价格保持平稳, P.O42.5 散出厂价 240 元/吨, 价格上涨乏力, 预计短期内将继续低位运

行。黑龙江哈尔滨地区水泥价格上调后趋稳，预计主导企业会努力稳定价格。

华东地区水泥价格再次上调。南京地区低标号水泥价格上调 20 元/吨，散装价格暂稳，随着天气好转，下游需求不断恢复，再加上熟料供应仍显紧张，袋装价格先行上调。江苏苏锡常地区水泥价格暂稳运行，9 月初价格有上调计划。苏北淮安和盐城等地区价格以稳为主。

浙江杭绍地区水泥价格继续平稳，浙北地区 9 月预计初价格开始上调。宁温台地区水泥价格稳定。金建衢地区水泥价格稳定，前期价格上调后，江西水泥不断进入，本地企业发货增加不明显，目前在 8-9 成，熟料库存较低，水泥库存在正常水平，短期价格平稳为主，浙中南地区价格预计再次上调在 9 月中旬。

上海地区水泥价格平稳，雨水天气减少，下游需求有所恢复，企业发货能达 9 成，库存下降明显。目前价格已经具备上涨条件，只待江浙地区同步调整，以免价差进一步拉大。

安徽六安、宿州和淮北等北部地区水泥价格第二次上调，幅度 30 元/吨，价格上调主要是因外围河南停窑限产，以及省内熟料供应紧张，水泥企业库存持续低位，再加上近日雨水天气减少，下游需求好转，企业顺势开始第二次价格上调，后期价格仍有上调预期。合肥、芜湖和铜陵等地区水泥价格保持平稳。皖北淮南和阜阳等地区低标号价格上调 20-30 元/吨。

江西南昌水泥价格上调后，下游需求比较稳定，加之外围湖北停窑限产，熟料供应偏紧，低价进入水泥减少。赣东北地区价格稳定。据了解，9 月初，江西水泥企业计划开启第二轮涨价。

山东济南和淄博地区水泥价格上调 10-30 元/吨，水泥企业执行停窑限产情况较好，库存不断消化，加之前期外围价格已经陆续上调，企业价格跟随上调。莱芜和济宁地区水泥价格上调落实情况不佳，雨水天气稍多，下游需求疲软，部分企业价格未能上调。

中南地区水泥价格继续上调。广东珠三角地区除个别企业价格上调执行不到位，其他各大企业新价格落实情况较好。据了解，粤西地区水泥价格稳定，雨水天气频繁，下游需求一般，为防外来低价进入水泥增加，企业价格暂稳运行。

广西崇左和南宁地区水泥价格稳定，目前各企业库存压力不大，多在正常水平。玉林和贵港地区水泥价格保持平稳。

湖南长株潭地区水泥价格继续平稳运行，库存普遍处在高位，为防中小企业拉低价格，大企业已经减少外卖熟料量。岳阳地区水泥价格再次上调，幅度 30 元/吨，价格上调主要是因外围湖北水泥企业停窑限产，熟料供应紧张，岳阳本地下游需求又比较稳定，库存多在正常水平。

湖北武汉及鄂东价格上调后保持平稳。鄂西襄阳、荆门和十堰等地区水泥价格上调陆续执行 20-30 元/吨，天气晴好，下游需求表现较好，且水泥企业停窑限产，熟料库存处在低位，外围鄂东和河南地区前期价格已经上调，对鄂西价格上调有所带动。

河南信阳地区水泥价格第三次上调，幅度 20-30 元/吨。郑州和平顶山地区水泥价格平稳，雨水天气频繁，下游需求受到影响，企业发货不温不火，目前库存较高，好在企业停产执行情况良好，库存暂无上升压力。

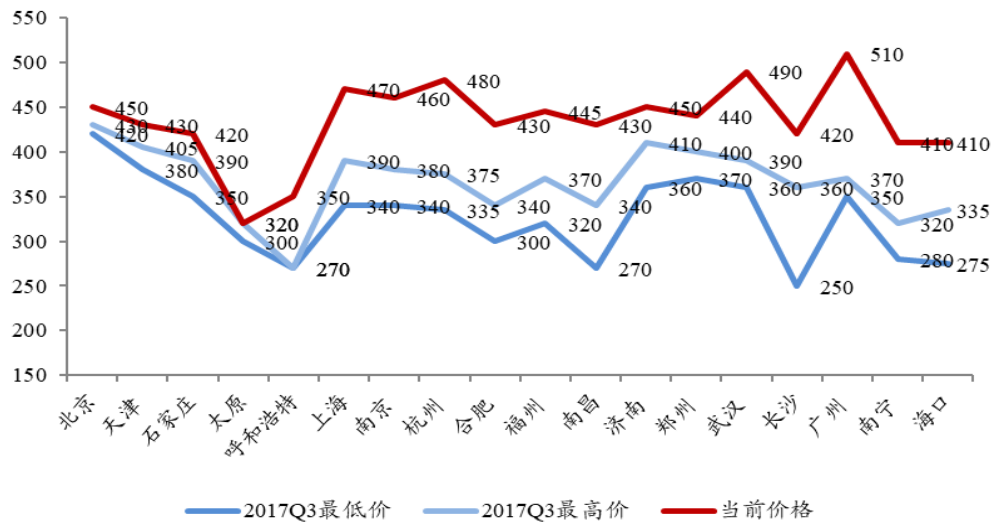
西南地区水泥价格涨跌互现。四川成都袋装价格上调 30 元/吨，绵阳散装价格上调 50 元/吨。重庆地区水泥价格保持平稳，受高温天气影响，下游需求偏弱。

贵州安顺地区价格下调 20 元/吨。贵阳地区价格下调后保持平稳。云南昆明地区水泥价格上调 30 元/吨。据了解，水泥企业正在停窑限产，库存压力得到缓解，企业陆续推涨价格。另外，9 月 1 日，云南大理、玉林和丽江等地区水泥价格将跟随上调，幅度 30 元/吨左右。

西北地区水泥价格偏弱运行。甘肃定西水泥价格小幅下调 10 元/吨。兰州地区水泥价格稳定，雨水天气频繁，下游需求疲软，库存控制在 50%-60%。

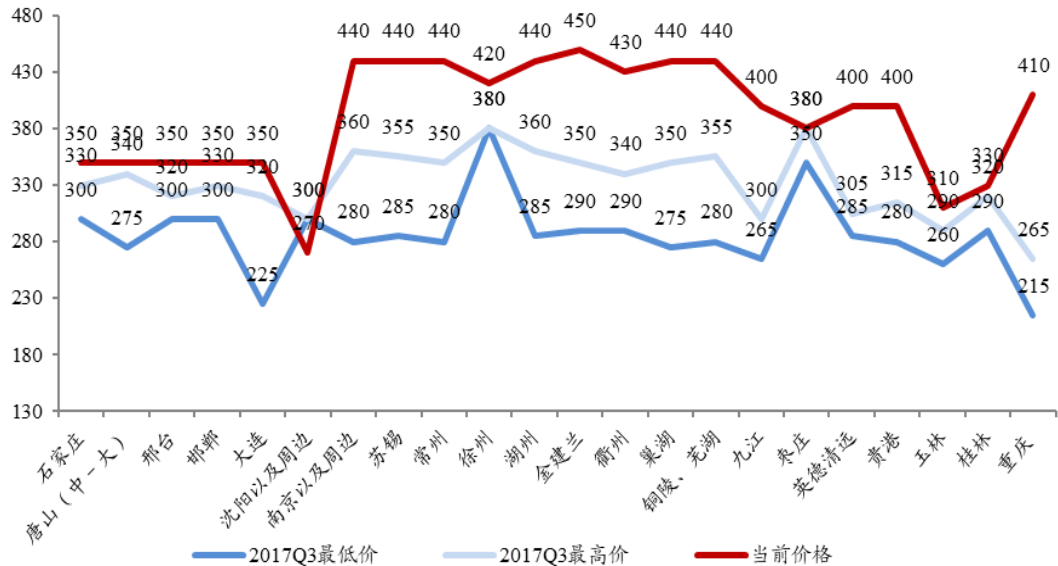
陕西关中地区水泥价格以稳为主，水泥企业仍在停窑限产 30%，以维持价格稳定。陕北榆林地区水泥价格暂稳，下游需求较差，库存在 80% 高位甚至库满。

图 4: 全国重点城市水泥 (PO 42.5) 价格与 2017 年同期对比 (单位: 元/吨)



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 5: 全国重点城市熟料价格高于 2017 年同期水平 (单位: 元/吨)



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

表 2: 8 月 27 日-9 月 2 日水泥市场变动

地区	变动情况
华北	华北地区水泥价格大稳小动。 河北唐山地区水泥价格上调 15 元/吨, 近期水泥企业执行错峰停产政策, 矿山、道路运输治理力度加大, 熟料供应紧张和成本增加, 企业推动价格小调上调。石家庄、邯郸和邢台地区水泥价格保持平稳, 雨水天气稍多, 下游需求表现一般, 企业发货在 6-7 成, 由于前期企业停窑限产, 目前库存压力不大。京津冀两地下游需求恢复不明显, 企业发货在 7-8 成, 价格继续保持稳定。
东北	东北地区水泥价格以稳为主。 辽宁沈阳和周边地区水泥价格保持平稳, P.O42.5 散出厂价 240 元/吨, 新工程开工极少, 水泥需求同比下滑 10% 左右, 企业发货仅在 3-4 成, 价格上涨乏力, 预计短期内将继续低位运行。黑龙江哈尔滨地区水泥价格上调后趋稳, 下游需求相对稳定, 加之辽宁和内蒙外来水泥较少, 企业发货基本恢复 5-6 成水平, 后期市场仅剩一个多月, 预计主导企业会努力稳定价格。
华东	华东地区水泥价格再次上调。 南京地区低标号水泥价格上调 20 元/吨, 散装价格暂稳, 随着天气好转, 下游需求不断恢复, 再加上熟料供应仍显紧张, 袋装价格先行上调。江苏苏锡常地区水泥价格暂稳运行, 企业利用降雨期间储备库存, 但着随着天气好转后, 需求也开始逐渐恢复, 发货均在 8 成或以上, 库存环比仅是略有增加, 水泥保持在 60% 左右, 熟料库存仍然较低, 不足 50%, 9 月初价格有上调计划。苏北淮安和盐城等地区价格以稳为主, 雨水天气稍多, 下游需求表现一般, 企业发货在 8 成左右, 由于外围山东停窑限产, 熟料供应偏紧, 企业库存普遍处在低位。
华东	浙江杭绍地区水泥价格继续平稳, 前期受台风和雨水天气影响, 下游需求偏弱, 近期雨水天气减少, 企业发货有所恢复, 目前日出货能达 8-9 成, 库存继续在中等或偏低水平, 浙北地区 9 月预计初价格开始上调。宁温台地区水泥价格稳定, 雨水天气减少, 下游需求环比增加, 企业发货已达到 9 成左右, 库存在正常水平。金建衢地区水泥价格稳定, 前期价格上调后, 江西水泥不断进入, 本地企业发货增加不明显, 目前在 8-9 成, 熟料库存较低, 水泥库存在正常水平, 短期价格平稳为主, 浙中南地区价格预计再次上调在 9 月中旬。
	上海地区水泥价格平稳, 雨水天气减少, 下游需求有所恢复, 企业发货能达 9 成, 库存下

降明显。目前价格已经具备上涨条件，只待江浙地区同步调整，以免价差进一步拉大。

安徽六安、宿州和淮北等北部地区水泥价格第二次上调，幅度 30 元/吨，价格上调主要是因外围河南停窑限产，以及省内熟料供应紧张，水泥企业库存持续低位，再加上近日雨水天气减少，下游需求好转，企业顺势开始第二次价格上调，后期价格仍有上调预期。合肥、芜湖和铜陵等地区水泥价格保持平稳，雨水天气稍多，企业发货在 7-9 成，由于巢湖部分生产线在停窑检修，熟料供应不足，库存一直在正常或偏低水平。皖北淮南和阜阳等地区低标号价格上调 20-30 元/吨，前期散装价格上调后，天气放晴，下游需求略有好转，企业发货环比增加 5% 左右，袋装价格跟随上行。

江西南昌水泥价格上调后，下游需求比较稳定，加之外围湖北停窑限产，熟料供应偏紧，低价进入水泥减少，企业发货环比增加，目前多在 8-9 成，库存在 50% 上下。赣东北地区价格稳定，阵雨天气较多，但对水泥需求影响不大，企业发货基本能达产销平衡，库存在中等或低位运行。山东济南和淄博地区水泥价格上调 10-30 元/吨，水泥企业执行停窑限产情况较好，库存不断消化，加之前期外围价格已经陆续上调，企业价格跟随上调。莱芜和济宁地区水泥价格上调落实情况不佳，雨水天气稍多，下游需求疲软，部分企业价格未能上调。

中南地区水泥价格继续上调。广东珠三角地区雨水天气又起，下游需求受到影响，企业发货阶段性减弱，由于前期企业库存一直处在正常或偏低水平，目前企业库存压力不大，除个别企业价格上调执行不到位，其他各大企业新价格落实情况较好。据了解，粤西地区水泥价格稳定，雨水天气频繁，下游需求一般，为防外来低价进入水泥增加，企业价格暂稳运行。

广西崇左和南宁地区水泥价格稳定，雨水天气仍旧较多，工程和搅拌站开工不足，企业发货仅在 8 成左右，由于前期熟料库存一直偏低，目前各企业库存压力不大，多在正常水平。玉林和贵港地区水泥价格保持平稳，雨水天气减少，下游需求略有恢复，加之外运量较多，企业发货能达 9 成或产销平衡，库存在 40%-50%。

湖南长株潭地区水泥价格继续平稳运行，新开工项目较少，部分工程进度缓慢，水泥需求仍旧疲软，企业发货仅在 7 成，库存普遍处在高位，为防中小企业拉低价格，大企业已经减少外卖熟料量。岳阳地区水泥价格再次上调，幅度 30 元/吨，价格上调主要是因外围湖北水泥企业停窑限产，熟料供应紧张，岳阳本地下游需求又比较稳定，库存多在正常水平。

中南

湖北武汉及鄂东价格上调后保持平稳，下游需求稳定，但因部分企业生产线仍在执行停窑限产，熟料供应不足，水泥库存普遍处于较低水平，个别企业发货出现紧张。鄂西襄阳、荆门和十堰等地区水泥价格上调陆续执行 20-30 元/吨，天气晴好，下游需求表现较好，且水泥企业停窑限产，熟料库存处在低位，外围鄂东和河南地区前期价格已经上调，对鄂西价格上调有所带动。

河南信阳地区水泥价格第三次上调，幅度 20-30 元/吨，随着天气好，下游需求提升，企业发货环比增加 10%，加之河南水泥企业正在停窑，熟料供应减少，粉磨站库存较低，积极推涨价格。郑州和平顶山地区水泥价格平稳，雨水天气频繁，下游需求受到影响，企业发货不温不火，前期企业均有备库，目前库存较高，好在企业停产执行情况良好，库存暂无上升压力。

西南地区水泥价格涨跌互现。四川成都袋装价格上调 30 元/吨，绵阳散装价格上调 50 元/吨，下游需求稳定，企业发货在 7-8 成，水泥企业实施停窑限产，库存一直处在正常或偏低水平，加上外围价格已经上调，企业开始跟随上行。重庆地区水泥价格保持平稳，受高

西南

温天气影响，下游需求偏弱，企业发货仅在7成上下，由于水泥企业停窑限产30%，库存维持较好，多在50%左右。

贵州安顺地区价格下调20元/吨，部分政府扶贫项目结束，下游需求减少，企业发货仅在7成左右，库存不断上升，部分水泥企业已经库满停产。贵阳地区价格下调后保持平稳，下游需求较差，虽然企业外运量有所增加，但日发货仅在7-8成，库存处在高位。

云南昆明地区水泥价格上调30元/吨，雨水天气减少，下游需求环比增加10%-20%，企业发货能达7成。据了解，水泥企业正在停窑限产，库存压力得到缓解，企业陆续推涨价格。另外，9月1日，云南大理、玉林和丽江等地区水泥价格将跟随上调，幅度30元/吨左右。

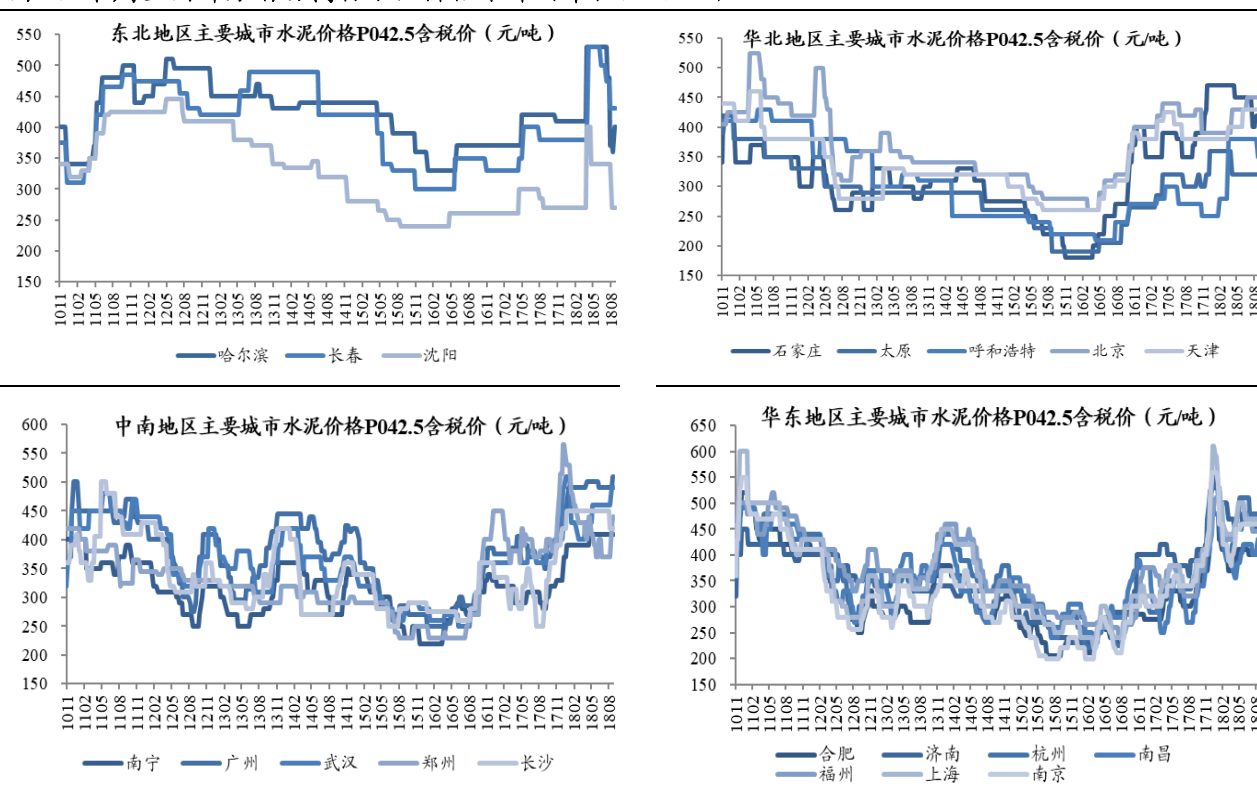
西北地区水泥价格偏弱运行。甘肃定西水泥价格小幅下调10元/吨，搅拌站和工程开工率偏低，加之由于砂石价格大涨，农村水泥需求同比明显减少，导致水泥需求疲软，企业发货仅在6-7成。兰州地区水泥价格稳定，雨水天气频繁，下游需求疲软，企业发货在6-7成，企业陆续停窑限产，库存控制在50%-60%。

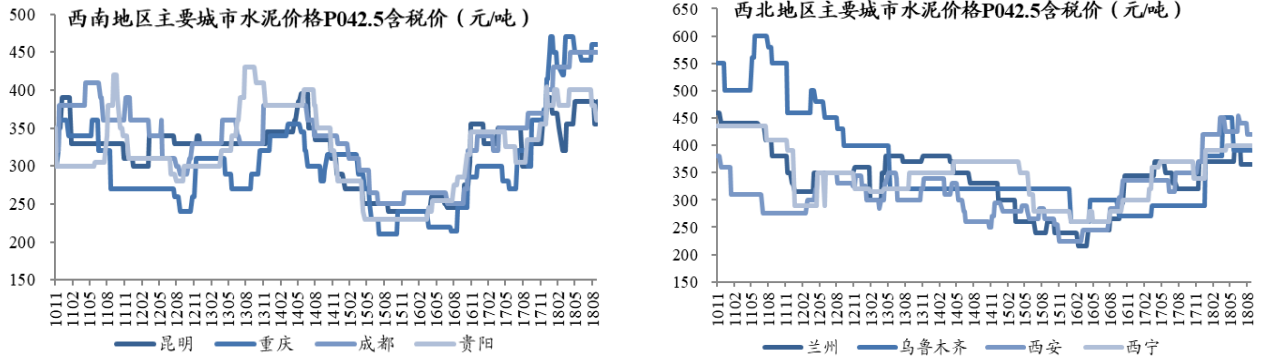
西北

陕西关中地区水泥价格以稳为主，受高温天气影响，工程进度缓慢，搅拌站开工率偏低，水泥需求清淡，企业发货多在6-7成，水泥企业仍在停窑限产30%，以维持价格稳定。陕北榆林地区水泥价格暂稳，雨水天气频繁，下游需求较差，企业发货仅在5成，库存在80%高位甚至库满。

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图6：本周全国部分省份高标水泥价格下降（单位：元/吨）





数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.1. 库存跟踪

8月27日至9月2日，全国水泥库容比为57.19%，环比下降1.25%。

华北：库容比61.36%，环比上升9.44%；

东北：库容比66.25%，环比持平；

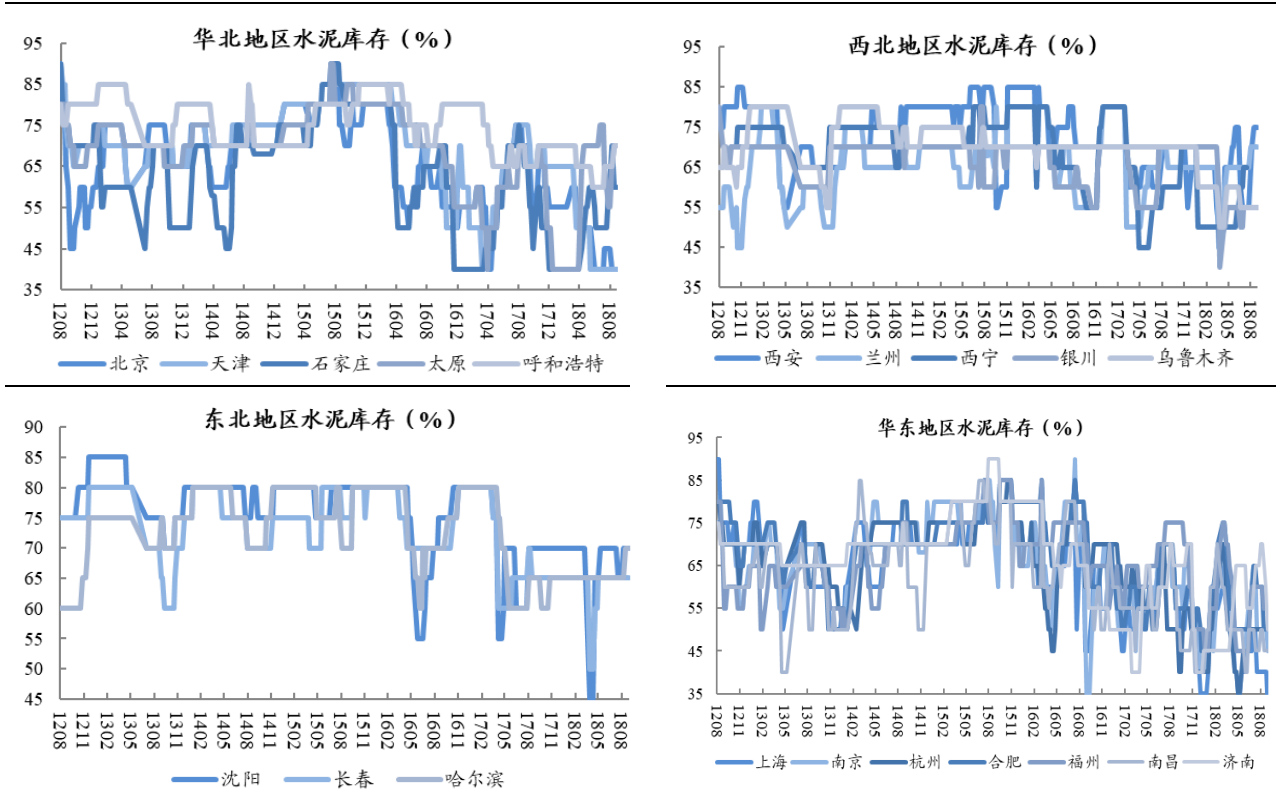
华东：库容比47.92%，环比下降2.71%；

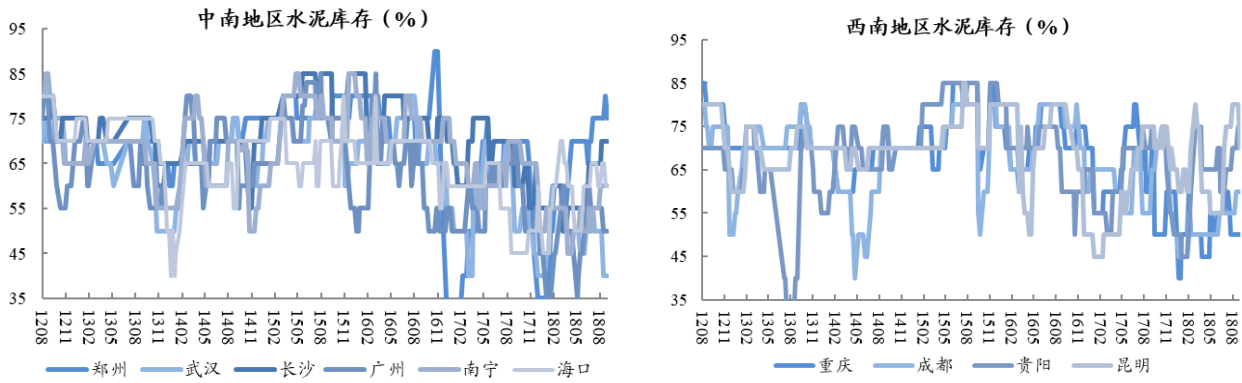
中南：库容比58.50%，环比下降1.00%；

西南：库容比61.25%，环比下降1.88%；

西北：库容比62.22%，环比持平。

图7：本周全国城市水泥生产企业水泥库存升降不一



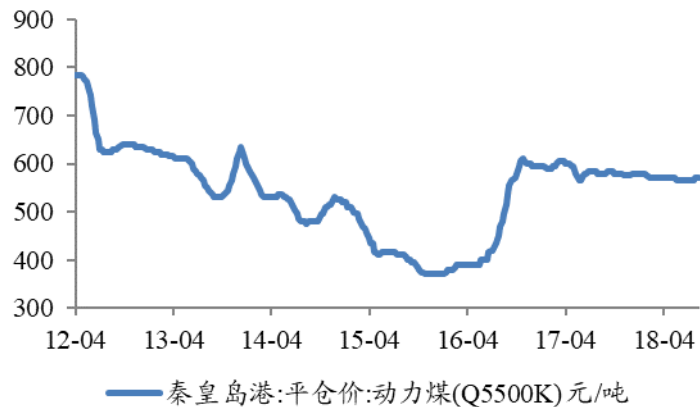


数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.2. 主要成本：煤炭价格

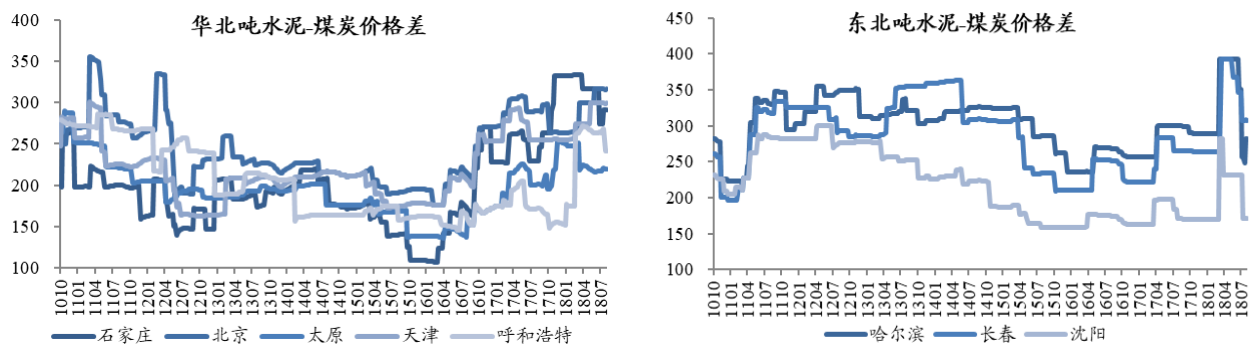
秦皇岛港动力煤平仓价格 570 元/吨，环比持平。

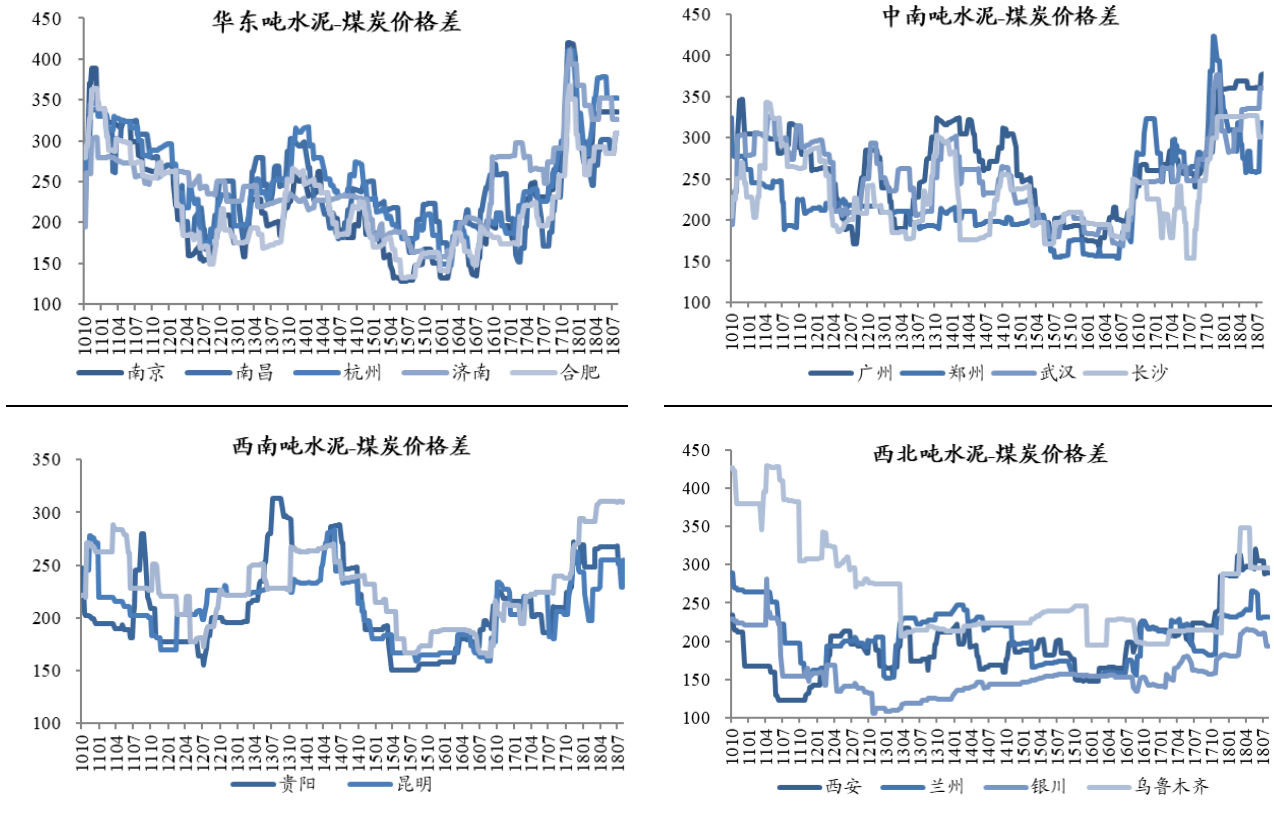
图 8：煤炭价格环比持平



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 9：本周全国省份水泥-煤炭价格差整体下降（元/吨）





数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

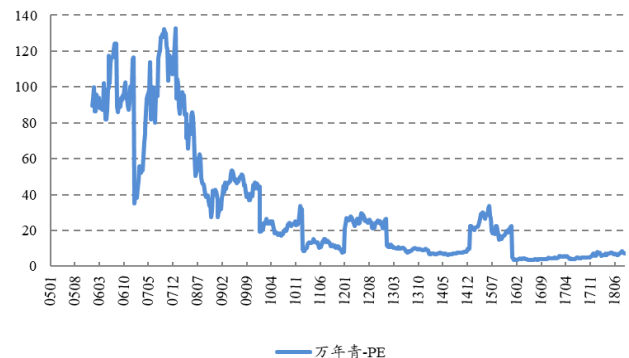
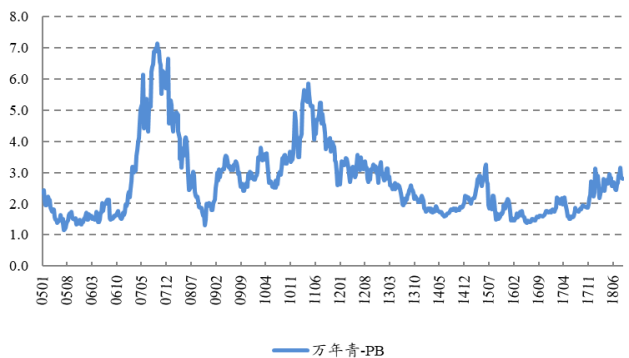
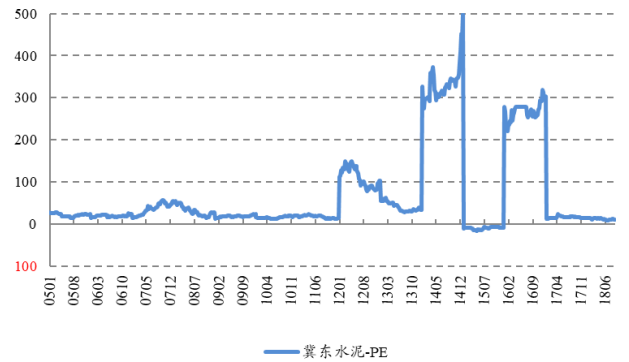
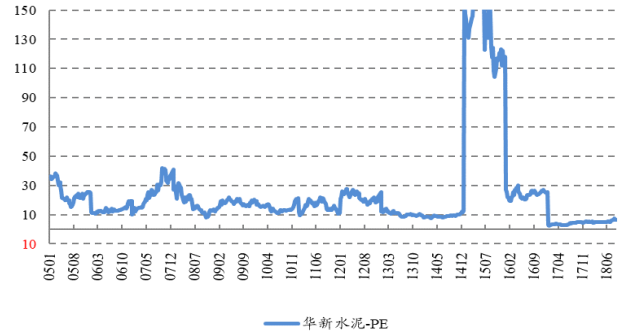
2.3. 重点水泥股估值跟踪

表 3: 主要水泥股吨 EV、PB (2018 年 9 月 2 日)

证券简称	股价	总市值 (亿元)	年底产能 (万吨) 2017	吨 EV 值 (元)	PB 对应 最新财报	历史最低 PB	
						出现日期	PB 值
海螺水泥	37.13	1,967.63	33500	578.82	2.05	2016-01-29	1.019
华新水泥	19.65	294.27	9000	349.10	2.17	2016-02-05	0.910
万年青	12.50	76.67	2500	332.88	2.25	2016-05-27	1.390
塔牌集团	12.52	149.27	1800	760.66	1.72	2014-03-14	1.376
天山股份	8.28	86.83	3866	357.70	1.16	2014-01-10	0.705
青松建化	3.06	42.19	1800	369.44	1.03	2014-01-10	0.896
金隅股份	3.53	376.93	7000	2,139.68	0.69	2014-02-28	0.902
冀东水泥	10.38	139.87	10000	315.23	1.36	2014-01-17	0.809
亚泰集团	3.62	117.61	2913	1,173.09	0.80	2014-06-20	0.842
祁连山	7.81	60.63	2800	276.58	1.14	2016-05-27	1.030

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10: 重点水泥企业估值



数据来源：数字水泥网，wind，国泰君安证券研究

3. 玻璃行业

本周末全国白玻均价 1666 元/吨，环比上周上涨 1 元，同比去年上涨 116 元。本周玻璃现货市场价格继续上行，企业库存继续下滑并于四年半以来首次跌至 3000 万重箱以下确认旺季趋势。

产能方面，本周产能没有变化。目前在产产能 93960 万重箱，环比上周不变，同比去年增加 276 万重箱。周末行业库存 2992 万重箱，环比上周减少 63 万重箱，同比去年减少 253 万重箱。值得注意的是，这已经是自五月中旬开始以来行业库存连续第十五周环比下降，并首次降至 3000 万重箱以下，最近一次行业库存在 3000 万重箱以下可以追溯至四年半以前的 2014 年 1 月。

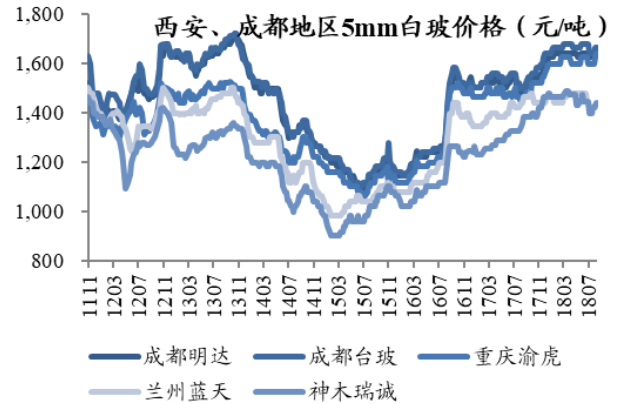
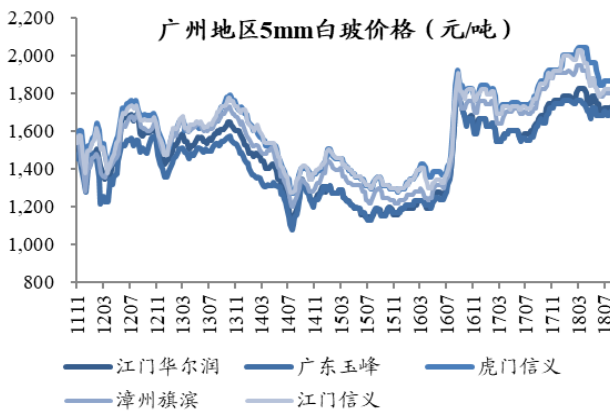
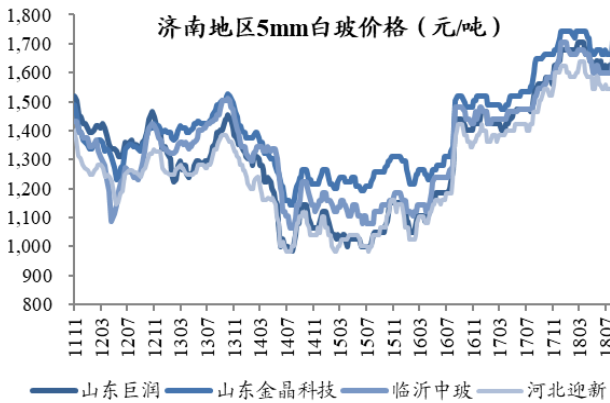
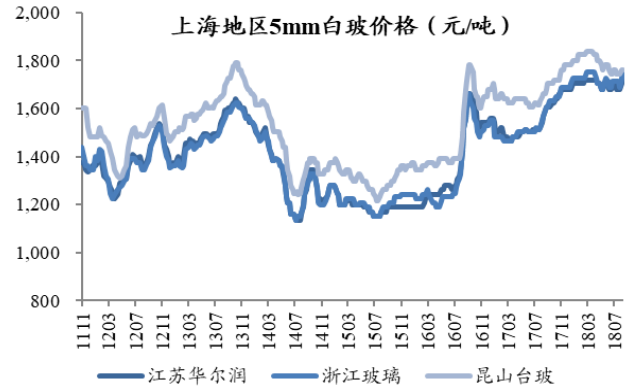
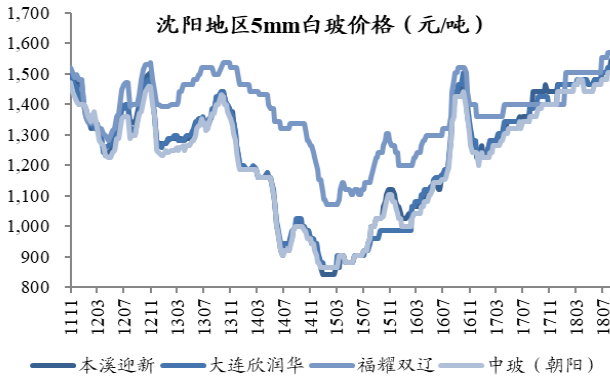
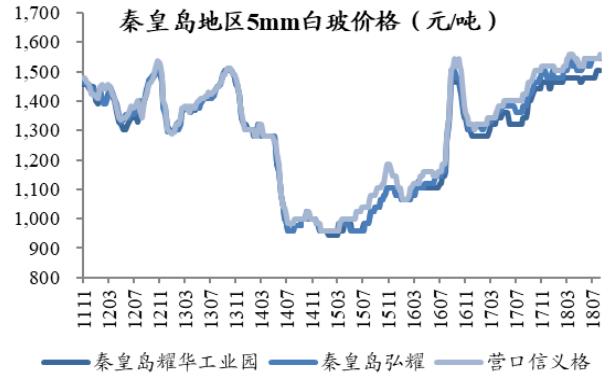
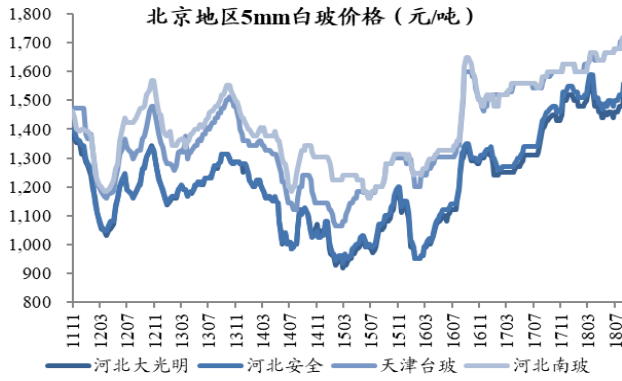
我们判断：8 月底至 10 月中旬是玻璃行业传统旺季（玻璃淡旺季和水泥不同），叠加关停限产，涨价确定性较高，但旺季涨价的超预期程度不同于去年 11 月 9 号淡季河北沙河关停 9 条线（占全国 4% 产能）导致的淡季涨价；而玻璃行业出现逻辑的变化，长周期产能的调整，环保填平价格洼地，不环保地区产能持续承压（或退出），因此当前我们推荐优质环保产能的信义玻璃（0868.HK），其次旗滨集团。

表 4：2018 年 8 月 27 日-2018 年 9 月 2 日玻璃市场变动

地区	变动情况
华东	本月华东地区玻璃现货市场总体走势尚可，生产企业产销环比增加，市场价格也有一定幅度的上涨，更重要的是市场信心的增加。月初华东地区厂家产销情况一般，价格提涨难度比较大。中旬的华东、华北等地区市场协调会议之后，市场信心有所增加，部分厂家报价上涨。其他厂家在暂时观望后，开始陆续跟进。而沙河地区部分生产线因环保或者限产等因素集中停产之后，对华东等地区市场信心有了较大的促进作用。预计九月份华东地区玻璃现货价格稳中有升为主，产销情况要好于预期。
华南	本月华南市场总体走势尚可，生产企业出库较好，市场信心环比有所增加。外埠玻璃和海外玻璃减少了对华南地区的影响之后，华南厂家的出库开始恢复到正常的状态。目前看终端市场需求尚处在增加的初始阶段。华中地区价格也经过两次调整，出库情况环比有所增加。总体看目前华中地区厂家产品的竞争优势尚可，后期价格有一定幅度的上涨空间。
华北	华北地区玻璃现货市场本月走势较好，生产企业产销有较大幅度的变化，市场价格也环比有所上涨。八月份北方地区的传统旺季开始逐步显现，终端需求开始增加。更重要的是沙河地区本月集中停产 3 条生产线，对本地和周边市场的供需状况产生了较好的促进作用。部分贸易商也加大了存货的力度。同时预期后期沙河地区还有产能减少的计划，现货价格基本呈现稳中有升的趋势。部分大型厂家的库存环比有了明显的改善，资金压力明显减轻。预计短期内华北市场依旧呈现传统旺季趋势。
西南	本月西南地区玻璃现货市场总体走势尚可，生产企业出库维持正常的水平，价格整体上涨。
东北	本月东北地区处于传统需求旺季，厂家尽量提高价格，以促进贸易商出库。
西北	本月西北地区玻璃厂家受到外地厂家涨价的影响，报价小幅上涨，总体出库环比有所增加。

数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 11：本周全国部分省份玻璃价格上升



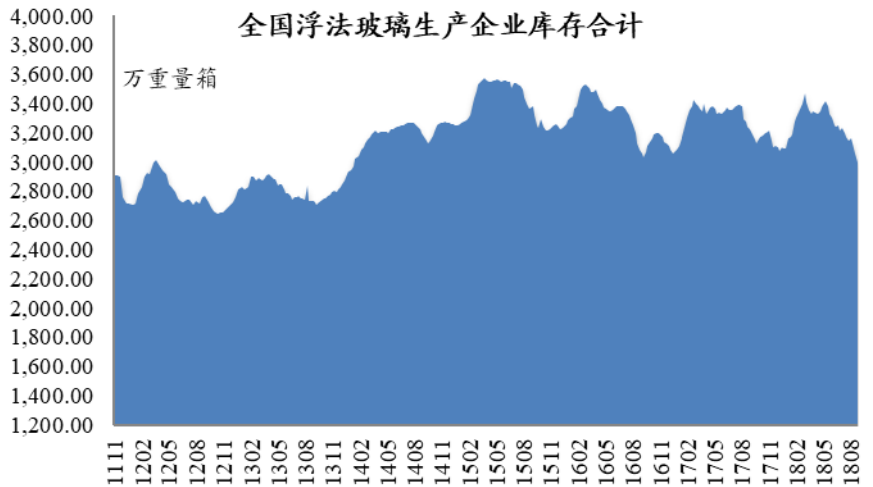
数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

3.1. 库存变化

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。

图 12: 重点联系浮法玻璃企业月度库下降 (万重箱)

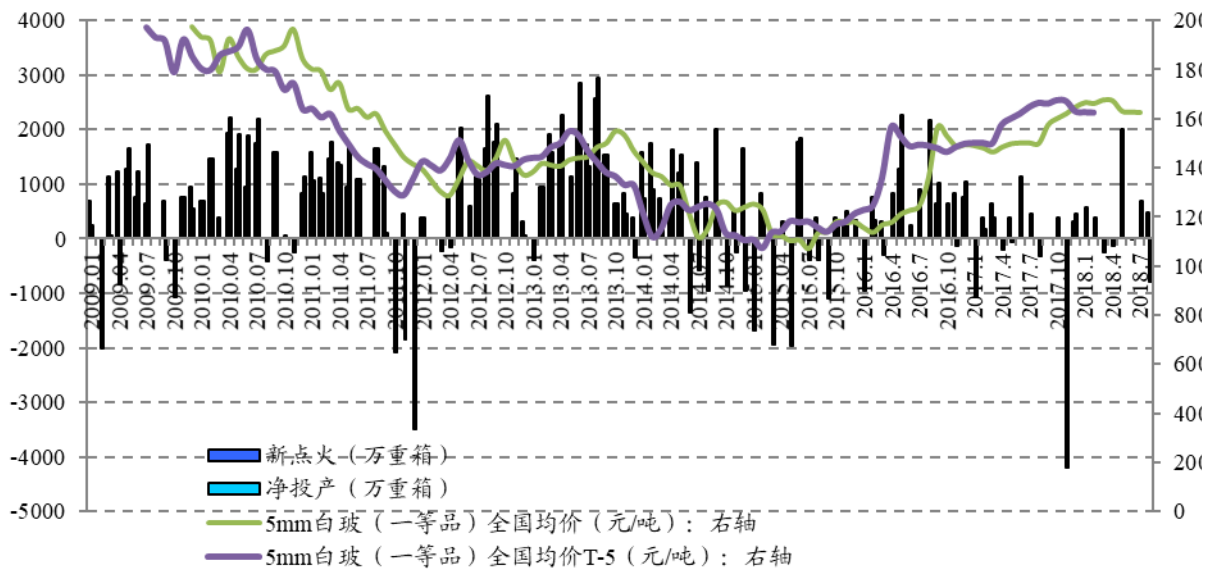


数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

3.2. 生产线及产能

根据中国玻璃信息网统计, 本周全国浮法玻璃生产线共计 365 条, 在产 239 条。

图 13: 月度新增产能: 新点火及净投产 (2009.01 ~ 2018.08)



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

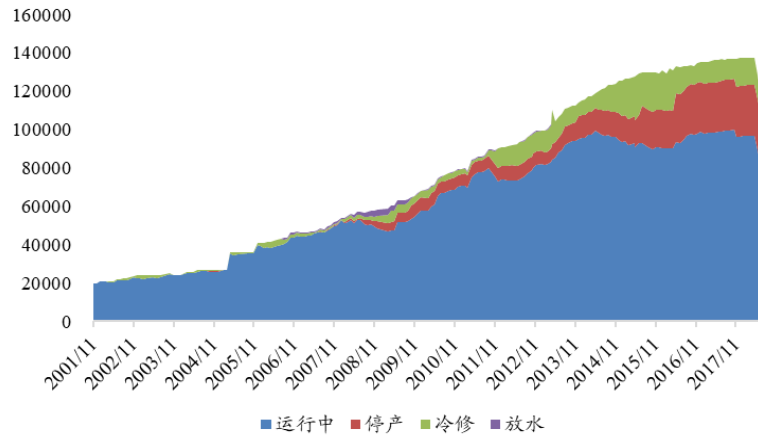
产能统计:

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。

图 14: 全国浮法玻璃生产线动态跟踪 (按产能)

全国浮法玻璃总产能动态跟踪-按重量



数据来源: 卓创资讯, 国泰君安证券研究

3.3. 主要成本: 纯碱、燃料油价格

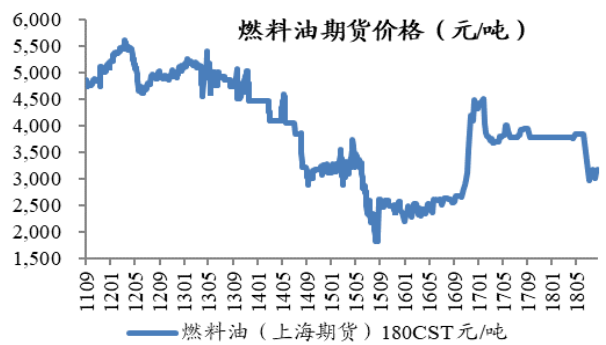
本周 IPE 布伦特原油期货价格环比上升 2.09 美元/桶, 为 77.52 美元/桶。重质纯碱价格环比不变, 主流送到终端价在 1850 元/吨。秦皇岛港动力煤平仓价格 570 元/吨, 环比持平。

图 15: 纯碱 (重质) 华东价格下降



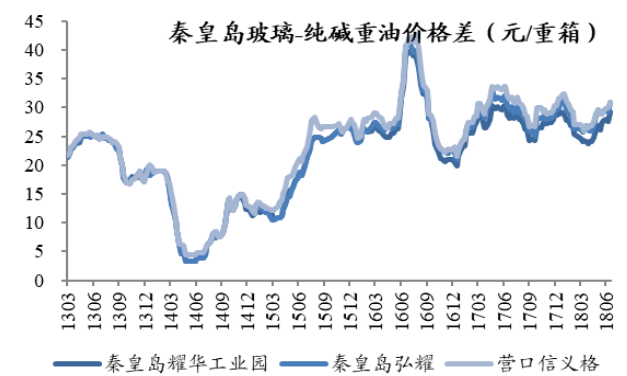
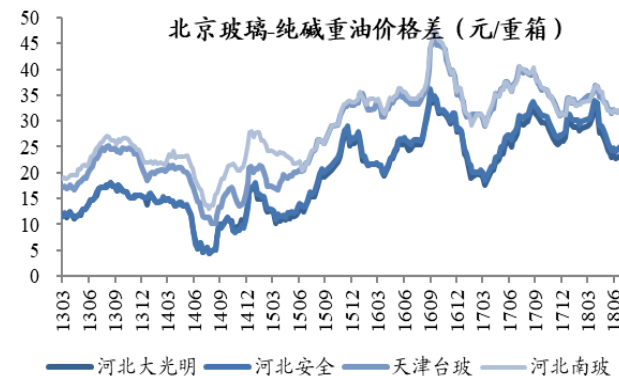
数据来源: 卓创资讯, 国泰君安证券研究

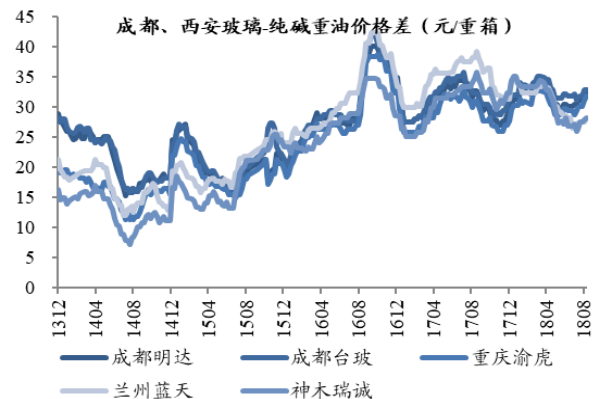
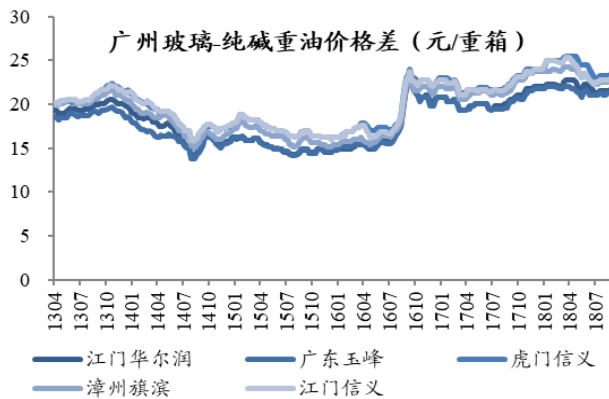
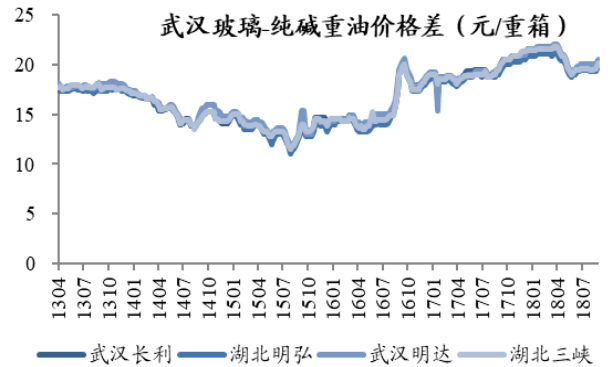
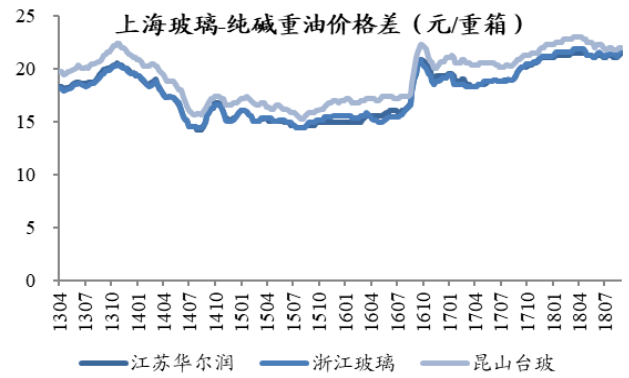
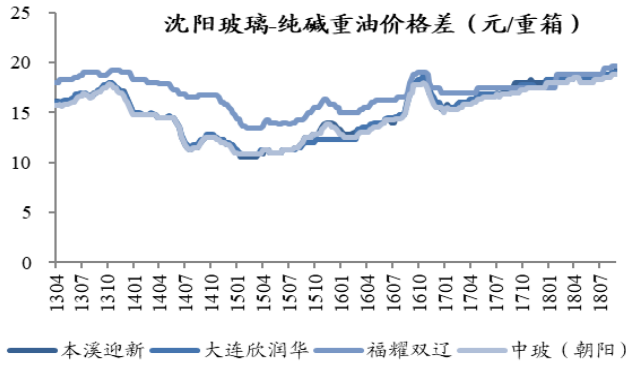
图 16: 燃料油 (上海期货) 价格下降



数据来源: 卓创资讯, 国泰君安证券研究

图 17: 全国省份玻璃-重油纯碱价格差整体上升





数据来源：中国玻璃信息网，国泰君安证券研究

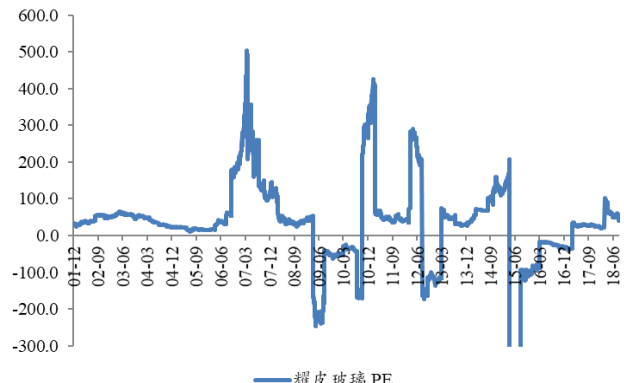
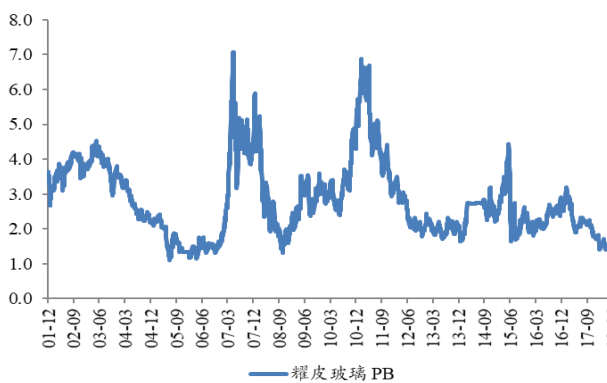
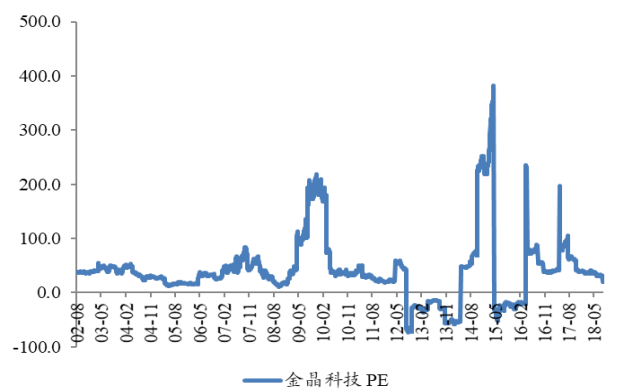
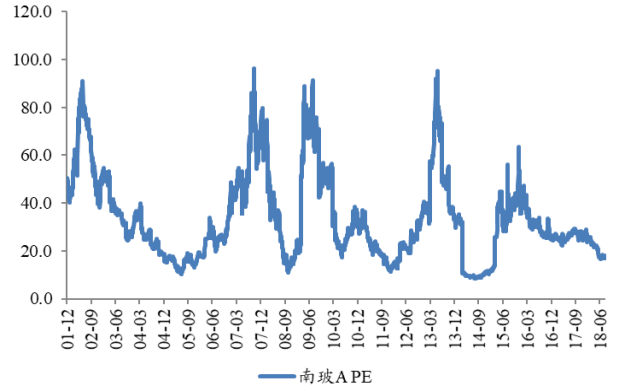
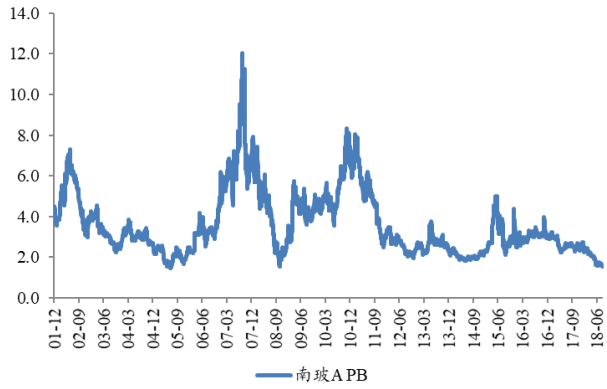
3.4. 重点玻璃股估值跟踪

表 5：主要玻璃股 PB (2018 年 9 月 2 日)

证券简称	股价	总市值 (亿元)	PB-对应最新财报	历史最低 PB	
				出现日期	PB 值
南玻 A	4.81	137.41	1.56	1996/1/22	1.27
旗滨集团	4.32	116.16	1.64	2013/7/8	1.33
金晶科技	3.33	48.56	1.12	2012/12/3	0.93
耀皮玻璃	3.97	37.12	1.22	2006/4/28	1.15

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18：重点玻璃企业估值



数据来源：数字水泥网，wind，国泰君安证券研究

4. 玻纤行业

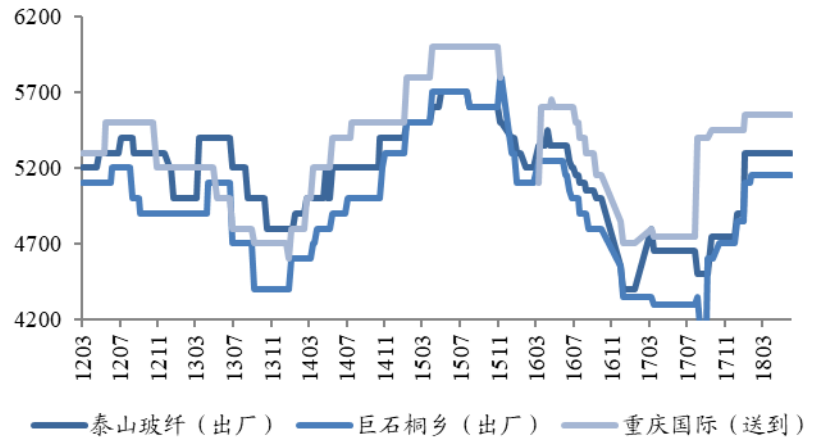
无碱粗纱市场价格和出货平稳，目前大众型产品 2400tex 缠绕直接纱价格继续保持在 5100-5200 元/吨不等。现阶段，产品需求结构在不断朝高端领域调整。各池窑企业产业结构不同，巨石等龙头企业领先优势越拉

越大；

我们之前的判断不断被验证：2018 年将是差异化加大且涨价的一年（高端部分的风电、工业制造业汽车轻量化等需求），海外需求更好于国内，主要利好中国巨石（巨石出口比例为 50% 且独家海外布局）；

我们认为玻纤景气逻辑需重新审视，需求结构升级带来企业盈利能力差异巨大，2018 年我们继续重点推荐中国巨石，独家埃及、美国建线且具备中国建材复合材料资产整合预期。

图 19： 玻纤淡季价格持稳（元/吨）（2400 缠绕纱）



数据来源：卓创资讯，国泰君安证券研究

5. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程；房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资，作为水泥主要的下游需求，两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一，短期内我们预判煤炭价格上行空间不会很大，但一旦上涨，短期内影响水泥企业的盈利能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		