

建材

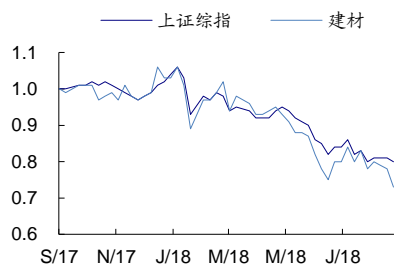
非金属建材行业 9 月投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 09 月 17 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《建材行业重大事件快评: 成长的烦恼》——2018-09-12
- 《非金属建材周报(18年第35周): 继续关注玻璃涨价》——2018-09-04
- 《非金属建材周报(18年第34周): 近期仍建议重点关注玻璃》——2018-08-27
- 《建材行业8月暨秋季投资策略: 持续推荐水泥, 短期重点关注玻璃》——2018-08-20
- 《非金属建材周报(18年第33周): 玻璃限产, 提价进行时, 重点关注》——2018-08-20

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

行业投资策略

年内业绩无忧, 逢低买入优质企业

● 1-8 月市场回顾: 市场走势趋弱, 水泥相对强势

年初至今, 建材板块下跌 20.26%, 与沪深 300 基本一致, 小幅跑输 0.69 个百分点, 建材龙头公司下跌 12.33%, 跑赢沪深 300 7.24 个百分点; 根据申万一级行业划分, 建材板块年初至今涨跌在 28 个行业中排名第 11, 处于相对靠前水平。分板块看, 水泥整体表现强势, 年初至今小幅下跌 0.83%, 高于沪深 300 18.74 个百分点, 其中龙头上涨 10.75%, 跑赢沪深 300 30.32 个百分点, 玻璃和其他板块表现相对较弱, 分别下跌 33.69% 和 30.50%。

● 企业业绩韧性强, 增长仍是主基调, 基本符合我们的前瞻性判断

2018 年 H1 建材板块实现营业收入 2026.7 亿元, 同比增长 27.4%, 实现归母净利润 285.7 亿元, 同比增长 85.5%。盈利水平持续提升, 毛利率和净利率继续上行, 2018 年 H1 分别达 32.3% 和 14.7%, 同比提升 5 和 4.7 个百分点; 其中 Q1、Q2 毛利率 30.4%、33.5%, 净利率 11.1%、17.1%, 环比上行并创历史新高。

● 行业面扎实, 3-4 季度业绩持续增长无忧

9 月份为行业传统旺季, 现阶段行业数据运行态势良好, 水泥、玻璃现货价格稳步上扬, 库存持续走低, 我们认为随着旺季推进, 3-4 季度行业现货价格仍有望保持稳中有升的运行态势, 上市公司年内业绩增长无忧。

● 短期重点关注玻璃, 持续推荐水泥, 逢调整买入优质企业

今年以来板块基本面正沿着我们前期新均衡理论所推演的方向运行, 但近期环保部“不应该有相关环保限产要求”的提法引发市场对“新均衡”是否会被打破的担忧。我们认为: 一方面, 水泥行业错峰生产并非直接自上而下的行政干预, 而是近几年在协会和龙头企业的带领之下, 行业内企业在多重博弈之后形成的含量保价的自发行为; 而玻璃行业, 企业间环保管控有较大差异, 后续假设限产不“一刀切”, 只需严格执行最新排放标准, 产能仍有收缩关停的空间, 再加之考虑行业产能自然的冷修周期, 未来 2-3 年产能收缩趋势仍存在; 另一方面, 宏观政策已开始边际微调, 未来一段时间基建有望实现需求托底, 加之考虑现阶段行业库存较低, 预计 3-4 季度现货价格整体稳中有升, 年内业绩无忧, 逢调整买入业绩扎实或前期超跌的优质龙头标的。综上分析持续推荐: 海螺水泥、华新水泥、旗滨集团、北新建材、中国巨石、伟星新材、东方雨虹; 其他标的关注中国联塑、三棵树、帝欧家居、中材科技、再升科技、长海股份。

- 风险提示: (1) 宏观经济快速下行; (2) 产能淘汰限制政策松动, 供给超预期; (3) 错峰生产执行力度不及预期; (4) 环保执行力度放松

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	32.95	174,612	5.24	6.05	6.3	5.4
601636	旗滨集团	买入	4.04	10,863	0.56	0.69	7.2	5.8
600176	中国巨石	买入	9.57	33,517	0.79	0.96	12.2	10.0
000786	北新建材	买入	15.53	26,238	1.68	2.10	9.3	7.4
002372	伟星新材	买入	13.80	18,091	0.77	0.94	17.9	14.7
002271	东方雨虹	买入	14.68	22,008	1.06	1.34	13.9	10.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1-8 月市场回顾：市场走势趋弱，水泥相对强势	5
市场走势趋弱，行业在全市场中相对靠前	5
水泥板块相对较强，玻璃和其他建材仍处弱势	6
8 月行业各板块均表现较弱	6
水泥板块个股表现抢眼	7
企业业绩韧性较强，中报持续高增长	8
业绩韧性较强，盈利能力持续提升	8
现金流总体改善，分化进一步加剧	10
资债结构进一步优化，板块间略有分化	12
环保常态化，“一刀切”调控思路或有纠偏	13
排放限值升级延伸，环保限排范围扩大	13
专项督查持续有效推进，督查高压步入常态化	14
“一刀切”调控思路或有纠偏，建材行业影响有限	14
旺季价格整体无忧，业绩高增长有保障	15
玻璃：价格快速回升，库存持续减少	15
水泥：价格回升，库存回落	16
水泥、玻璃产量增速降幅继续收窄	19
短期重点关注玻璃，持续推荐水泥，长期布局优质企业	20
风险提示	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 建材行业年初至今涨跌幅 (%)	5
图 2: 水泥板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	5
图 3: 申万一级行业年初至今涨跌幅排名 (%)	5
图 4: 建材板块单月涨跌幅 (%)	6
图 5: 建材行业单月涨跌幅在全行业中排名	6
图 6: 玻璃板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	6
图 7: 其他及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	6
图 8: 8 月建材各板块涨跌幅 (%)	7
图 9: 申万一级行业 8 月单月涨跌幅排名 (%)	7
图 10: 建材行业年初至今涨跌幅前后五名 (%)	8
图 11: 建材行业年初 8 月涨跌幅前后五名 (%)	8
图 12: 2010H1-2018H1 建材行业营收及增速	8
图 13: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度营收及增速	8
图 14: 2010H1-2018H1 建材行业归母净利润及增速	9
图 15: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度归母净利润及增速	9
图 16: 2010H1-2018H1 建材行业期间费用率	9
图 17: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度期间费用率	9
图 18: 2010H1-2018H1 建材行业毛利率	10
图 19: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度毛利率	10
图 20: 2010H1-2018H1 建材行业净利率	10
图 21: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度净利率	10
图 22: 2010H1-2018H1 建材行业经营净现金流及增速	10
图 23: 2010H1-2018H1 建材行业各子板块经营净现金流	10
图 24: 2010H1-2018H1 建材行业构建固定资产等支付现金及增速	11
图 25: 2010H1-2018H1 建材行业各子板块构建固定资产等支付现金	11
图 26: 现金流改善加速行业去杠杆	11
图 27: 建材行业各板块去杠杆表现略有分化	12
图 28: 2010H1-2018H1 建材行业资产负债率	12
图 29: 2010H1-2018H1 建材行业各子板块资产负债率	12
图 30: 2010H1-2018H1 建材行业有息负债率	13
图 31: 2010H1-2018H1 建材行业各子板块有息负债率	13
图 32: 历次中央环保督查举报案件数量	14
图 33: 历次中央环保督查约谈处理人数	14
图 34: 玻璃现货价格旺季明显回升	16
图 35: 玻璃价格维持历史同期高位 (元/重箱)	16
图 36: 浮法玻璃生产线库存快速下降 (万重箱)	16
图 37: 全国高标水泥均价淡季持续小幅下跌 (元/吨)	17
图 38: 全国水泥均价处于历史高位	17
图 39: 华北地区水泥价格走势 (元/吨)	17
图 40: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)	17
图 41: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)	17
图 42: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)	17
图 43: 西南地区水泥价格走势 (元/吨)	18
图 44: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)	18
图 45: 全国水泥库容比 (%)	18
图 46: 水泥库容比处于历史同期低位 (%)	18
图 47: 华北地区库容比 (%)	18
图 48: 东北地区库容比 (%)	18
图 49: 华东地区库容比 (%)	19
图 50: 华中地区库容比 (%)	19
图 51: 华南地区库容比 (%)	19
图 52: 西南地区库容比 (%)	19
图 53: 西北地区库容比 (%)	19
图 54: 水泥累计产量及同比增速	20
图 55: 平板玻璃累计产量及同比增速	20

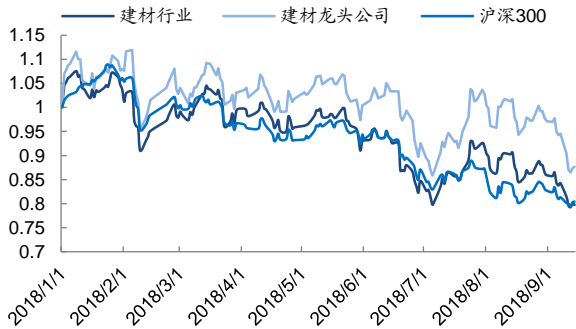
表 1: “2+26”城市大气特别排放限值执行时间分类及要求.....	13
表 2: 《打赢蓝天保卫战三年行动计划》限排区域覆盖城市.....	14
表 3: 2016 年以来历次中央环保督查行动时间及覆盖范围.....	14

1-8 月市场回顾：市场走势趋弱，水泥相对强势

市场走势趋弱，行业在全市场中相对靠前

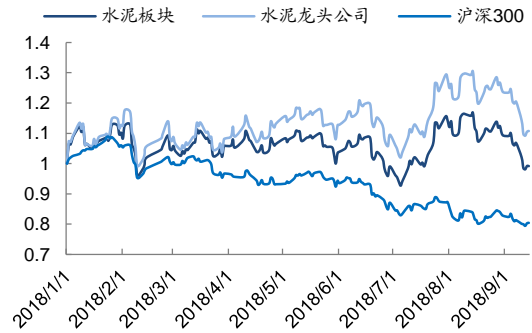
2018 年年初至今，我们关注的 85 家建材公司样本（其中：水泥行业 17 家、玻璃行业 10 家、其他建材行业 58 家）的股价整体走势与沪深 300 持平，截至 9 月 14 日，建材板块下跌 20.26%，与沪深 300 基本一致，小幅跑输 0.69 个百分点，建材龙头企业下跌 12.33%，跑赢沪深 300 指数 7.24 个百分点。

图 1：建材行业年初至今涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

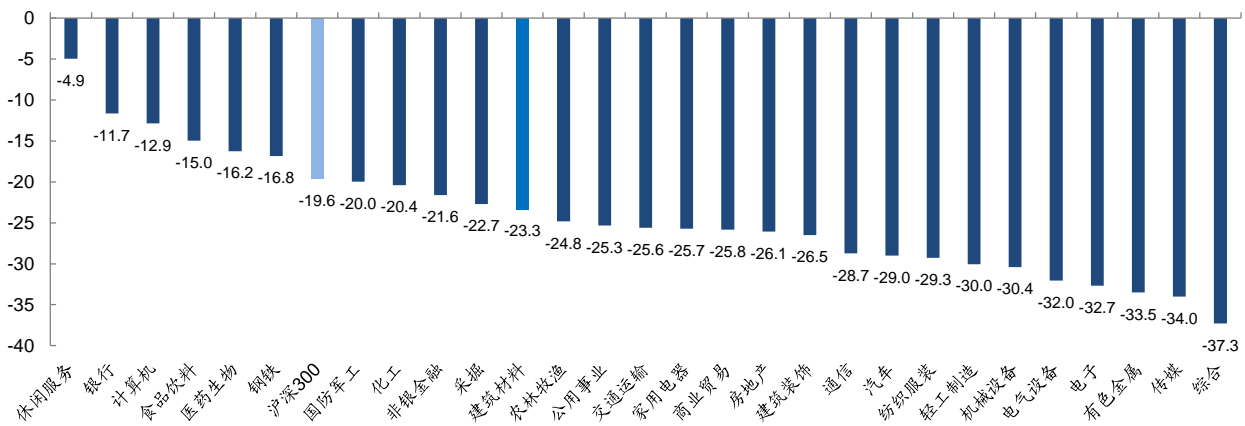
图 2：水泥板块及龙头企业年初至今涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

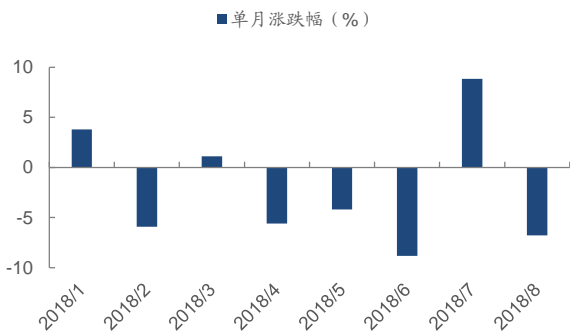
纵观整体 A 股市场，根据申万一级行业划分，建筑材料板块年初至今下跌 23.33%，小幅弱于沪深 300（-19.57%），在 28 个行业中排名第 11，处于相对靠前水平。

图 3：申万一级行业年初至今涨跌幅排名（%）



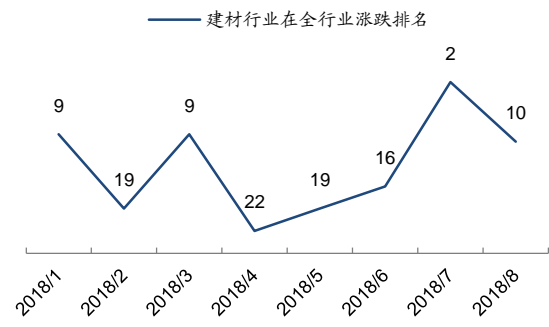
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 建材板块单月涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 建材行业单月涨跌幅在全行业中排名

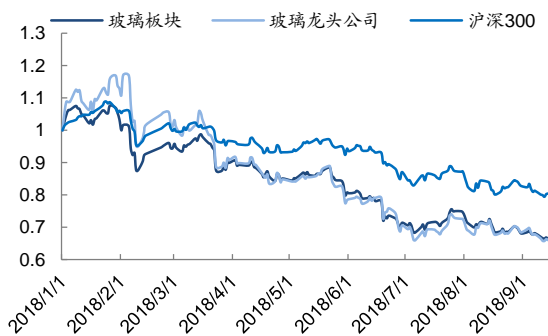


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

水泥板块相对较强, 玻璃和其他建材仍处弱势

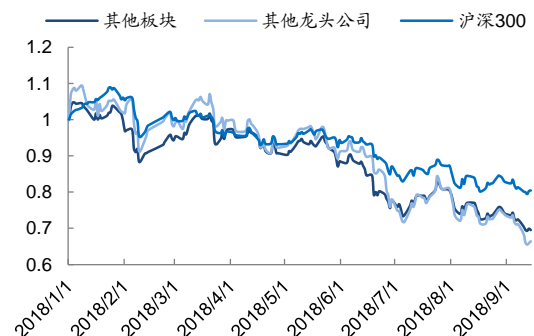
分板块来看, 水泥板块整体表现相对强势, 年初至今板块基本持平, 小幅下跌 0.83%, 高于沪深 300 18.74 个百分点, 其中龙头公司实现上涨 10.75%, 跑赢沪深 300 30.32 个百分点; 玻璃和其他板块表现相对较弱: 玻璃板块整体下跌 33.69%, 其中龙头公司下跌 33.98%, 分别跑输沪深 300 14.12 和 14.41 个百分点; 其他板块下跌 30.50%, 龙头公司下跌 33.60%, 分别较沪深 300 低 10.93 和 14.03 个百分点。

图 6: 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 7: 其他及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)

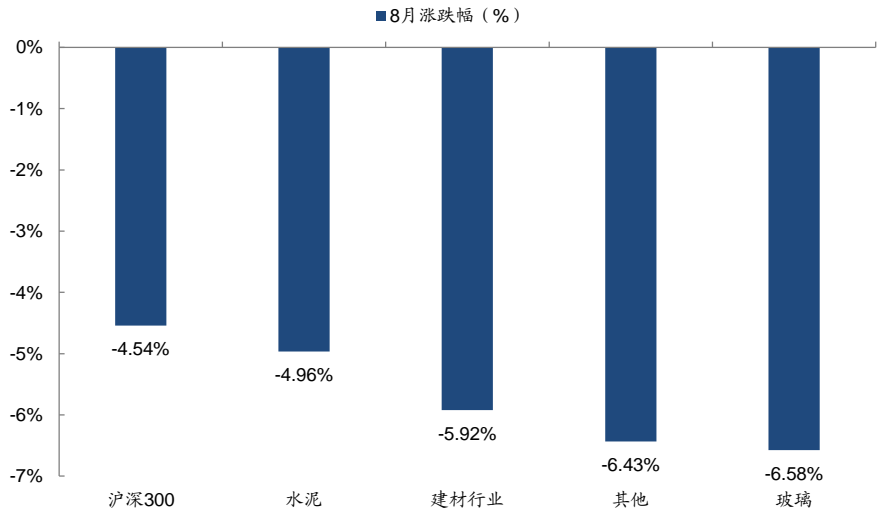


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

8 月行业各板块均表现较弱

在过去的一个月中, 建材板块整体表现强势, 8 月单月下跌 5.92%, 细分板块均呈现不同程度的下跌, 均弱于沪深 300, 水泥、玻璃、其他三大板块分别下跌 4.96%、6.43%和 6.58%。

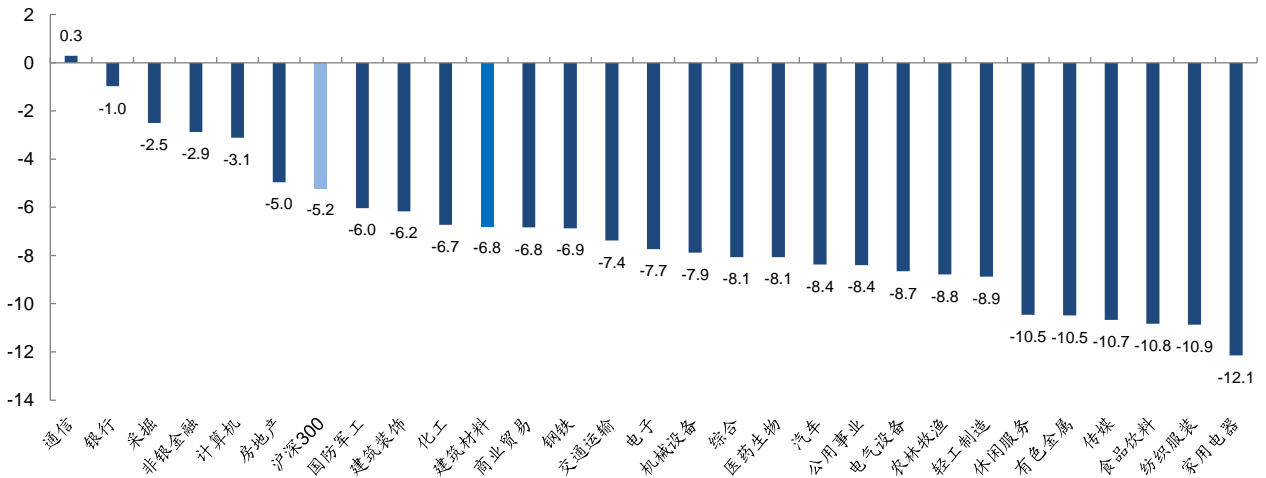
图 8: 8 月建材各板块涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

8 月份单月建筑材料板块(申万一级行业)下跌 6.79%, 居所有行业中第 10 位, 小幅弱于沪深 300 (5.21%)。

图 9: 申万一级行业 8 月单月涨跌幅排名 (%)

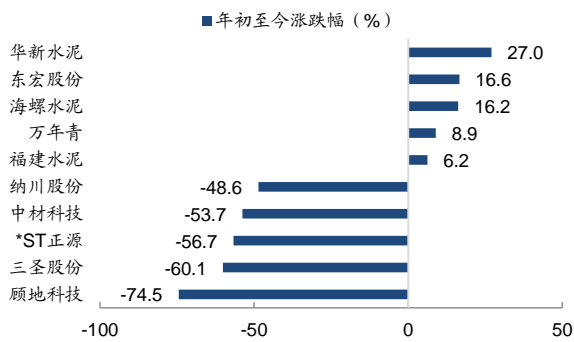


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

水泥板块个股表现抢眼

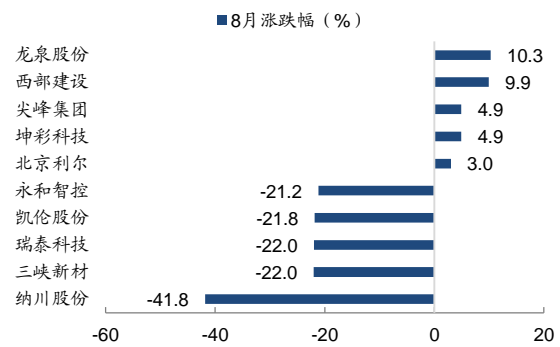
从个股表现来看,年初至今涨跌幅排名前五位的公司分别为:华新水泥(+27%)、东宏股份(+16.6%)、海螺水泥(+16.2%)、万年青(+8.9%)、福建水泥(+6.2%), 主要集中于水泥企业,排名后五位的公司分别为:顾地科技(-74.5%)、三圣股份(-60.1%)、*ST正源(-56.7%)、中材科技(-53.7%)、纳川股份(-48.6%); 8月单月涨跌幅排名前五位的公司分别为:龙泉股份(+10.3%)、西部建设(+9.9%)、尖峰集团(+4.9%)、坤彩科技(+4.9%)、北京利尔(+3%),排名后五位的公司分别为:纳川股份(-41.8%)、三峡新材(-22%)、瑞泰科技(-22%)、凯伦股份(-21.8%)、永和智控(-21.2%)。

图 10: 建材行业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 11: 建材行业年初 8 月涨跌幅前后五名 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

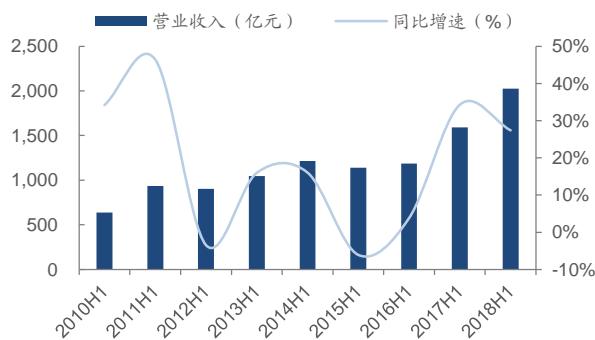
企业业绩韧性强，中报持续高增长

年初以来，我们始终强调：新均衡下，企业业绩表现出较强韧性，同时板块间、企业间分化加剧，不仅表现为盈利水平、周转效率的差异，还表现出不同杠杆策略和再投资策略。总体来看，中报表现再次印证上述结论，建材行业及各子板块进一步分化演绎：

业绩韧性强，盈利能力持续提升

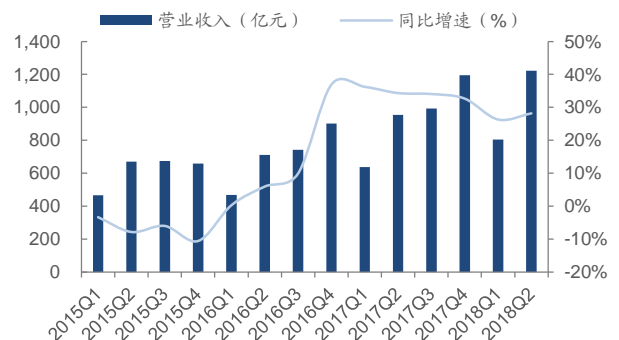
1) 收入和净利润同比增速维持高位。2018 年 H1 建材行业上市公司合计共实现营业收入 2026.7 亿元，同比增长 27.4%，实现归属于母公司所有者净利润 285.7 亿元，同比增长 85.5%；其中 Q1、Q2 单季度分别实现营业收入 804.4 亿元、1222.3 亿元，同比增长 26.3%和 28.2%，实现归属于母公司所有者净利润 87 亿元、198.7 亿元，同比增长 145.2%和 67.6%。

图 12: 2010H1-2018H1 建材行业营收及增速



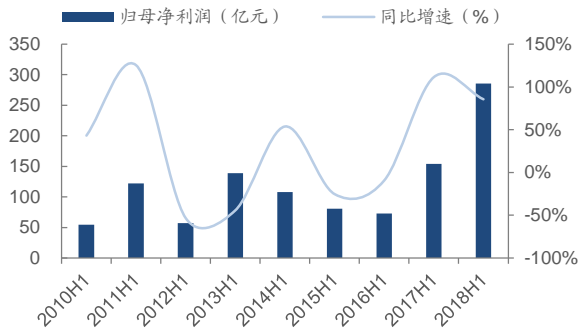
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度营收及增速



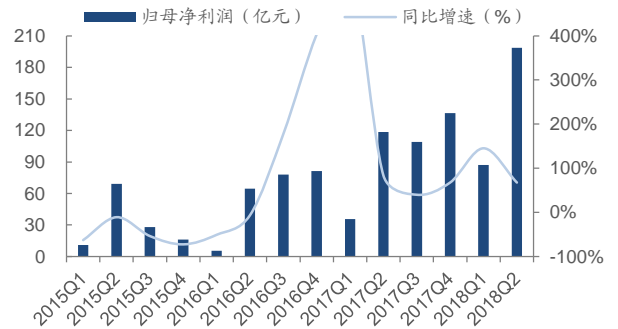
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 14: 2010H1-2018H1 建材行业归母净利润及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

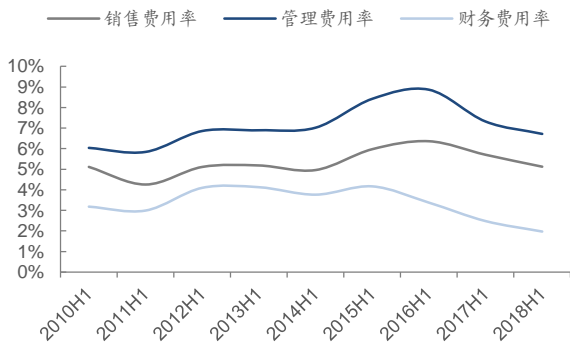
图 15: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度归母净利润及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (2017Q1 同比增速=552.3%)

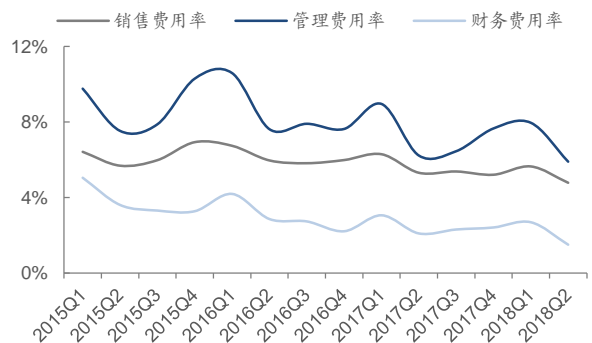
2) 费用管控持续优化。2018年H1建材行业上市公司平均期间费用率为13.8%，较上年同期下降1.7个百分点，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为5.1%、6.7%、2.0%，较上年同期下降0.6个百分点、0.6个百分点和0.5个百分点。2018年Q2单季度期间费用率12.2%，同比下降1.5个百分点，环比下降4.1个百分点，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为4.8%、5.9%和1.5%。

图 16: 2010H1-2018H1 建材行业期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

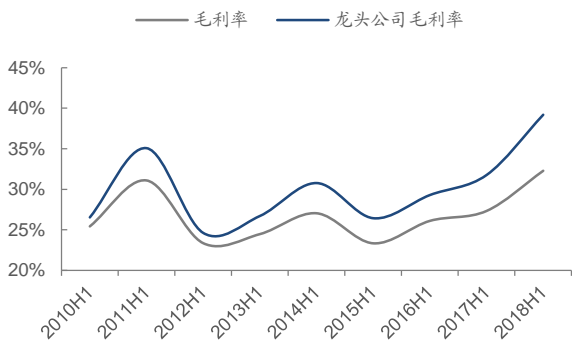
图 17: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度期间费用率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

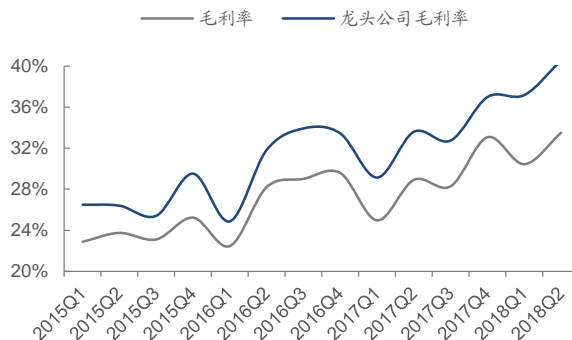
3) 盈利水平持续提升，毛利率和净利率继续上行。2018年H1建材行业上市公司平均毛利率和净利率分别为32.3%和14.7%，分别较上年同期提升5个百分点和4.7个百分点；其中Q1、Q2单季度毛利率分别为30.4%、33.5%，净利率分别为11.1%、17.1%，环比继续上行，并创历史新高。龙头公司优势明显，2018年H1毛利率和净利率分别为39.2%和20.7%，分别较上年同期提升7.4个百分点和6.2个百分点。

图 18: 2010H1-2018H1 建材行业毛利率



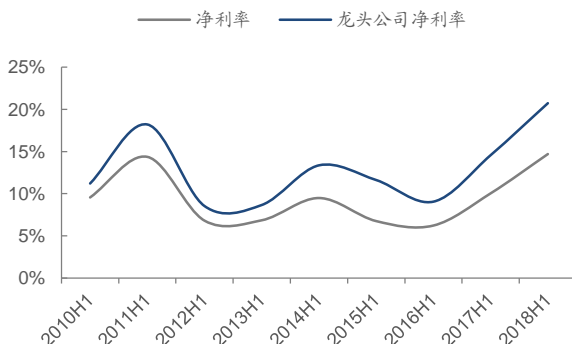
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 19: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度毛利率



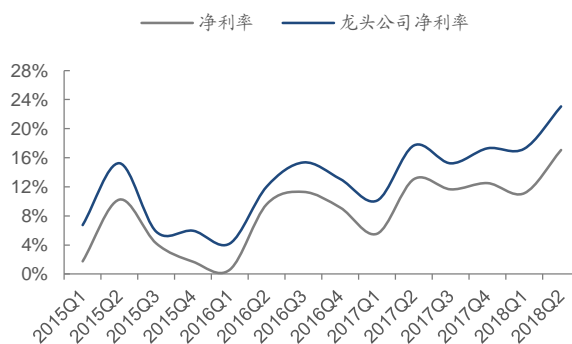
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: 2010H1-2018H1 建材行业净利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 2015Q1-2018Q2 建材行业单季度净利率

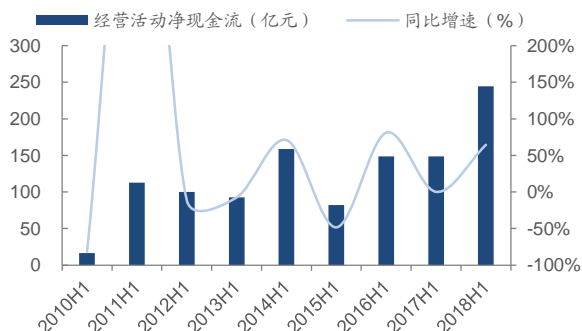


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

现金流总体改善, 分化进一步加剧

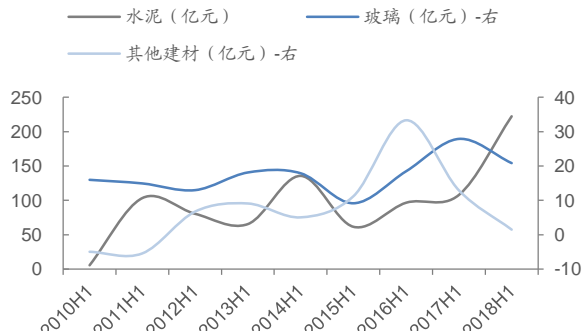
1) 水泥经营性现金流大幅改善, 玻璃、其他建材流出明显。2018 年 H1 建材行业上市公司合计实现经营活动净现金 244.7 亿元, 同比增长 64.4%; 其中水泥、玻璃和其他建材板块分别实现 222.3 亿元、20.8 亿元和 1.5 亿元, 较上年增长 114.3 亿元, 减少 7.1 亿元和 11.4 亿元, 减少主因: 1) 部分企业上半年战略集采备货导致现金流大幅流出; 2) 原材料大幅涨价导致购买商品、接收劳务支付的现金同比大幅提升。

图 22: 2010H1-2018H1 建材行业经营净现金流及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (2011H1 同比增速=576.2%)

图 23: 2010H1-2018H1 建材行业各子板块经营净现金流

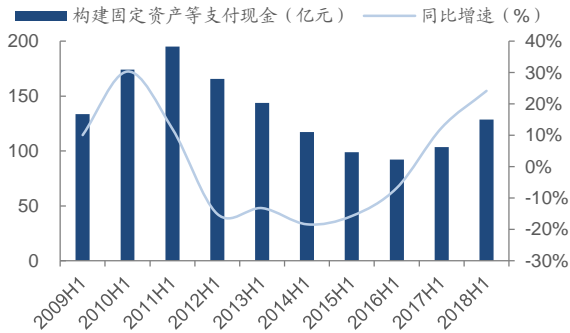


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2) 资本开支略有回升, 板块间亦有分化。从企业构建固定资产、无形资产和

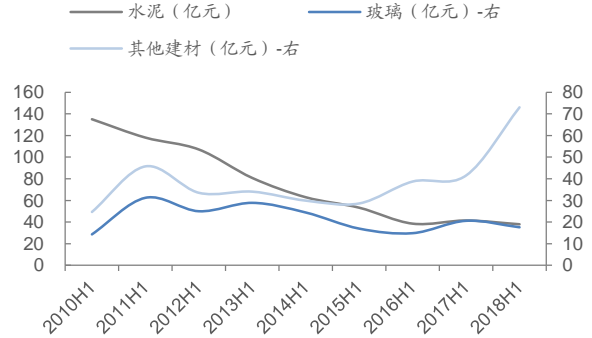
其他长期资产支付现金来看，2011年以来建材行业呈现明显下降趋势，2016年以来呈现回升态势。2018年H1建材板块上市公司构建固定资产等支付现金合计128.6亿元，同比增长24.2%，其中水泥、玻璃和其他建材板块分别实现38亿元、17.6亿元和73亿元，分别较上年同期减少8.4%、减少14.5%和增长75.8%。

图 24: 2010H1-2018H1 建材行业构建固定资产等支付现金及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 2010H1-2018H1 建材行业各子板块构建固定资产等支付现金



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

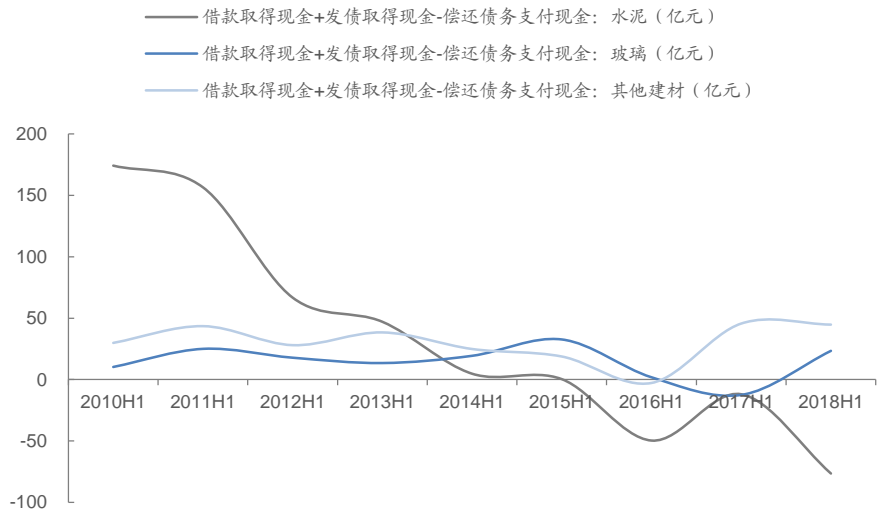
3) 现金流改善加速行业去杠杆。从“借款取得的现金+发债取得的现金-偿还债务支付的现金”来看，全行业该指标下降趋势明显，同时板块间也呈现出明显分化。

图 26: 现金流改善加速行业去杠杆



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 27: 建材行业各板块去杠杆表现略有分化



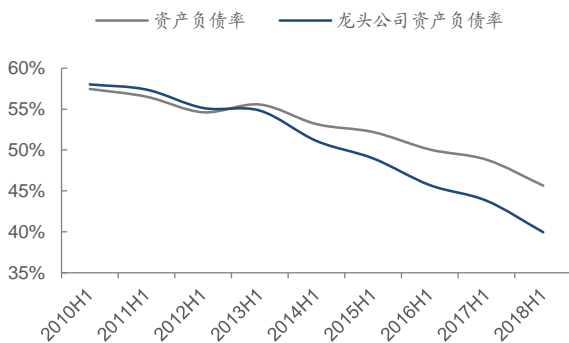
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

资债结构进一步优化, 板块间略有分化

截至 2018 年 H1 建材行业上市公司平均资产负债率为 45.6%, 较上年同期下降 3.2 个百分点, 负债水平进一步下降; 其中龙头公司平均资产负债率为 39.9%, 较上年同期下降 3.9 个百分点, 资债结构更优。分板块来看, 水泥、其他建材板块资产负债率延续下降趋势, 玻璃板块略有提升。

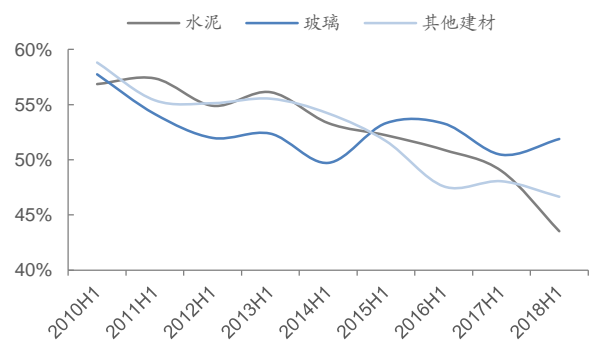
从有息负债率(有息负债/净资产)来看, 有息负债率亦呈持续下降趋势, 截至 2018 年 H1 建材行业上市公司平均有息负债率为 50.0%, 较上年同期下降 10.1 个百分点, 其中龙头公司平均有息负债率为 40.2%, 较上年同期下降 8.9 个百分点。

图 28: 2010H1-2018H1 建材行业资产负债率



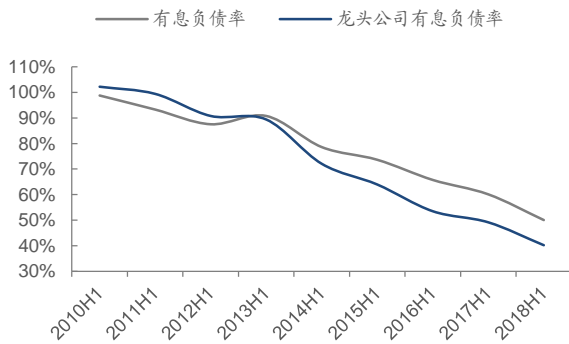
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 29: 2010H1-2018H1 建材行业各子板块资产负债率



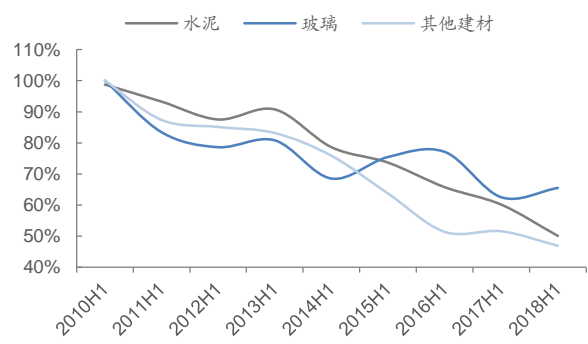
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 30: 2010H1-2018H1 建材行业有息负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 31: 2010H1-2018H1 建材行业各子板块有息负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

环保常态化, “一刀切”调控思路或有纠偏

排放限值升级延伸, 环保限排范围扩大

2018年1月16日, 环保部印发《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》, 要求京津冀大气污染传输通道城市(“2+26”城市)将执行大气污染物特别排放限值。其中, 新建项目执行时间自2018年3月1日起实施; 现有企业执行时间自2018年10月1日起实施; 炼焦化学现有企业自2019年10月1日起实施。“2+26”城市执行大气特别排放限值正式落地, 范围涉及火电、钢铁、炼焦、化工、有色、水泥、锅炉等25个行业或子行业, 正式从火电、钢铁行业延展至非电行业。

表 1: “2+26”城市大气特别排放限值执行时间分类及要求

分类	执行时间及要求	
新建项目	国家排放标准中已规定大气污染物特别排放限值的行业以及锅炉	2018年3月1日起
	目前国家排放标准中未规定大气污染物特别排放限值的行业	待相应排放标准制修订或修改后执行, 执行时间与排放标准实施时间或标准修改单发布时间同步
	地方有更严格排放控制要求的, 按地方要求执行	
现有企业	国家排放标准中已规定大气污染物特别排放限值的行业以及锅炉	火电、钢铁、石化、化工、有色(不含氧化铝)、水泥行业现有企业以及在用锅炉自2018年10月1日起
	国家排放标准中已规定大气污染物特别排放限值的行业以及锅炉	炼焦化学工业现有企业, 自2019年10月1日起
	目前国家排放标准中未规定大气污染物特别排放限值的行业	通过制修订排放标准规定大气污染物特别排放限值的, 待相应排放标准制修订或修改后执行, 执行时间与排放标准中规定的现有企业实施时间同步
	目前国家排放标准中未规定大气污染物特别排放限值的行业	通过标准修改单规定大气污染物特别排放限值的, 待相应排放标准制修订或修改后执行, 执行时间按相应公告规定的时间执行

资料来源: 环保部、国信证券经济研究所整理

2018年7月, 国务院正式印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 将重点限排区域范围在此前“2+26”城市基础上, 从京津冀及周边地区进一步扩大至长三角地区和汾渭平原, 即将上海、江苏、浙江、安徽一市三省整体纳入, 同时河北、河南、山西三省涉及城市数量分别从此前的8个、7个和4个增加至9个、9个和8个, 限排区域扩容, 涉及城市从28个大幅增加至80个。

表 2: 《打赢蓝天保卫战三年行动计划》限排区域覆盖城市

限排区域	涉及城市	城市数量
京津冀周边“2+26”城市	北京市、天津市	28 个城市
	河北: 石家庄、唐山、邯郸、邢台、保定、沧州、廊坊、衡水市以及雄安新区	
	山西: 太原、阳泉、长治、晋城市	
	河南: 郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市	
汾渭平原	山东: 济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市	11 个城市
	山西省晋中、运城、临汾、吕梁市; 河南省洛阳、三门峡市; 陕西省西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南市以及杨凌示范区等	
长三角地区	上海市	41 个省市
	江苏: 南京、无锡、徐州、常州、苏州、南通、连云港、淮安、盐城、扬州、镇江、泰州等 13 个城市	
	浙江: 杭州、宁波、温州、绍兴、湖州、嘉兴、金华、衢州、台州、舟山等 11 个城市	
	安徽: 合肥、芜湖、蚌埠、淮南、马鞍山、淮北、铜陵、安庆、黄山、阜阳、宿州、滁州、六安、宣城、池州、亳州等 16 个城市	

资料来源: 中国政府网、国信证券经济研究所整理

专项督查持续有效推进, 督查高压步入常态化

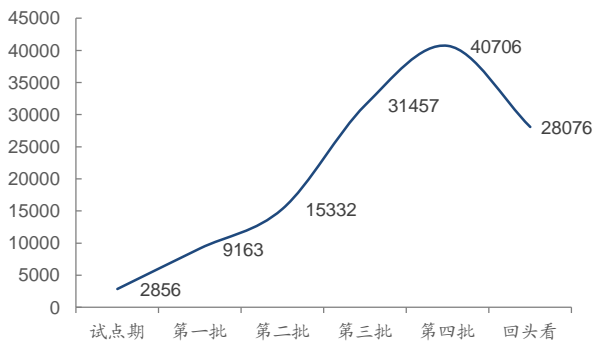
2018 年 5 月 30 日至 6 月 7 日, 第一批中央环境保护督察“回头看”6 个督察组陆续对河北、内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广东、广西、云南、宁夏 10 省区实施督察进驻, 针对重点地区、重点行业、重点问题开展专项督察; 截至 7 月 7 日, 督察进驻工作全部完成。同时, 根据生态环境部规划, 下半年中央环保督察组还将启动第二批“回头看”工作, 2019 年开始将用 3 年时间, 完成对全国各省区市的第二轮督察。从目前环保督查执行情况来看, 督查工作持续有序推进, 常态化成为主趋势。

表 3: 2016 年以来历次中央环保督查行动时间及覆盖范围

批次	时间	范围
试点期	2016 年 1 月 4 日-2016 年 2 月 4 日	河北
第一批	2016 年 7 月 12 日-2016 年 8 月 19 日	内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏
第二批	2016 年 11 月 24 日-2016 年 12 月 30 日	北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃
第三批	2017 年 4 月 26 日-2017 年 5 月 28 日	天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州
第四批	2017 年 8 月 7 日-2017 年 9 月 15 日	吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆
回头看	2018 年 5 月 30 日-2018 年 7 月 7 日	河北、内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广东、广西、云南、宁夏

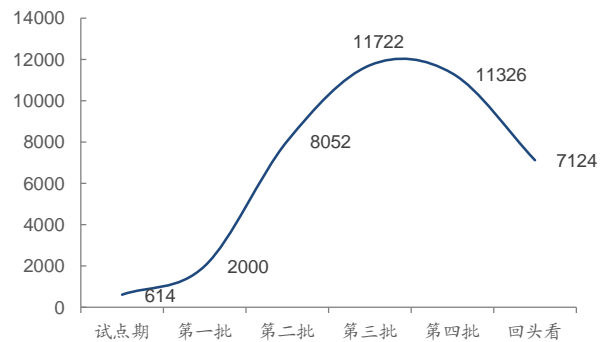
资料来源: 环保部、国信证券经济研究所整理

图 32: 历次中央环保督查举报案件数量



资料来源: 环保部、国信证券经济研究所整理

图 33: 历次中央环保督查约谈处理人数



资料来源: 环保部、国信证券经济研究所整理

“一刀切”调控思路或有纠偏, 建材行业影响有限

8 月 31 日, 生态环境部召开新闻发布会, 对环保督察执法方面如何避免“一刀

切”再次提出要求：严格禁止“一律关停”“先停再说”等敷衍应对做法，坚决避免以生态环境保护为借口紧急停工停业停产等简单粗暴行为；对于符合生态环境保护要求的企业，不得采取集中停产整治措施。

9月5日，国家发改委向中国建筑材料联合会发出特急文件《关于赴你协会开展砂石、水泥、混凝土等建材价格形势调研的通知》，表示为摸清砂石、水泥、混凝土等建材价格变动情况并分析其原因，有针对性地加强市场调节监管，拟于近期开展专题调研；

9月10日，据经济观察网消息，记者采访了生态环境部环境监察局局长田为勇，他对经济观察网表示：正式《方案》发布实施后不应该有相关环保限产要求（8月初，生态环境部下发《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（征求意见稿），上文简称《方案》）。

近期价格督查、环保部相关人士表示可能不限产等引发市场担忧，我们认为：

1) 水泥未来出台限价政策的可能性低，市场不必过分担忧

首先，水泥、砂石、混凝土为同一产业链上的产品。其次，今年以来，砂石价格因河道环保治理以及矿山保护等因素出现供不应求的状况，因此出现短期价格暴涨的现象，而砂石骨料在混凝土生产过程中的运用占比较大，其价格暴涨对混凝土的报价有一定的推升作用。与砂石和混凝土相比，今年水泥价格表现较为平稳，年初至今最高价和最低价价差不超过10%，整体呈现符合季节性规律的区间震荡走势。

考虑到三种产品今年以来的价格表现，我们判断，发改委价格司对于水泥、砂石和混凝土的价格形势调研重点应该在砂石和混凝土，而且解决方案可通过适度增加砂石供应，对高企的砂石和混凝土价格即能产生明显的降温作用，水泥价格年初至今表现平稳，并非本次价格暴涨的主因，没有太多的干预必要，因此我们认为水泥行业未来出台限价政策的可能性较低，市场不必过分担忧。

2) “一刀切”的调控思路或有纠偏，对水泥行业影响有限

水泥行业错峰生产并非来自之上而下的行政干预，是近几年在协会和龙头企业的带领之下，行业内企业在多重博弈之后形成的舍量保价的“新均衡”。在如此的“新均衡”里，市场的参与者通过合理制定生产规划，适度降低产量，保证较低库存，保证较稳定的市场价格从而获取更多、更合理的经济利益，达到行业竞争博弈下的经济效益最大化，共赢的目的。因此，即使“一刀切”的调控思路完全改变，预计对水泥行业现有均衡亦无太大影响。

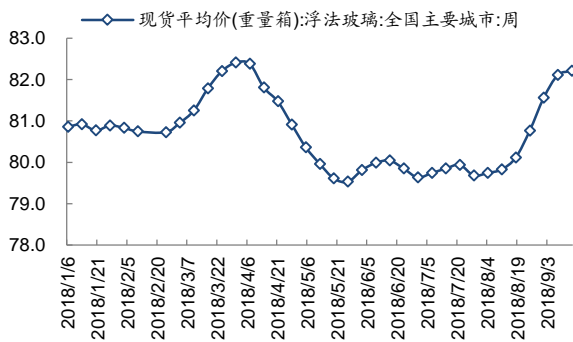
旺季价格整体无忧，业绩高增长有保障

玻璃：价格快速回升，库存持续减少

年初以来，玻璃价格走势总体平稳，并维持历史相对高位，二季度受需求复苏滞后影响，整体呈偏弱走势；随着5月中下旬华南、华东和华北地区市场研讨会陆续召开，下游贸易商和加工企业采购积极性有所提高，玻璃价格小幅回升，同时生产线库存逐步降低。

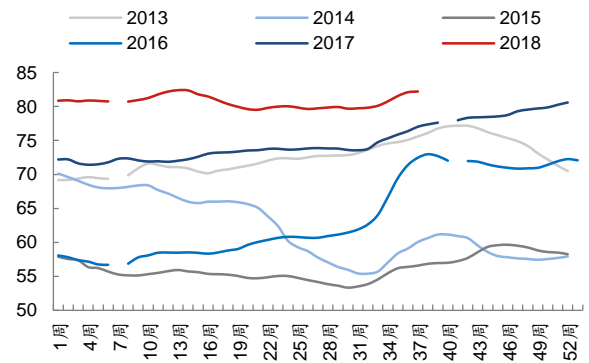
8月份以来，玻璃市场逐渐步入传统旺季，同时沙河地区因环保和限产等因素三条生产线停产，产能减少1200万重箱，各区域包括华东、华北、西北、华南再次召开区域会议，全国玻璃现货价格出现明显回升，单月价格上涨2.02元至81.72元/重箱，截至9月14日报价82.14元，价格仍在持续上涨；库存则出现快速减少，单月减少5.5%至3009万重箱，同比减少7.4%，截至9月14日生产线库存为3025万重箱，较上月末小幅增加但仍处于历史低位。

图 34: 玻璃现货价格旺季明显回升



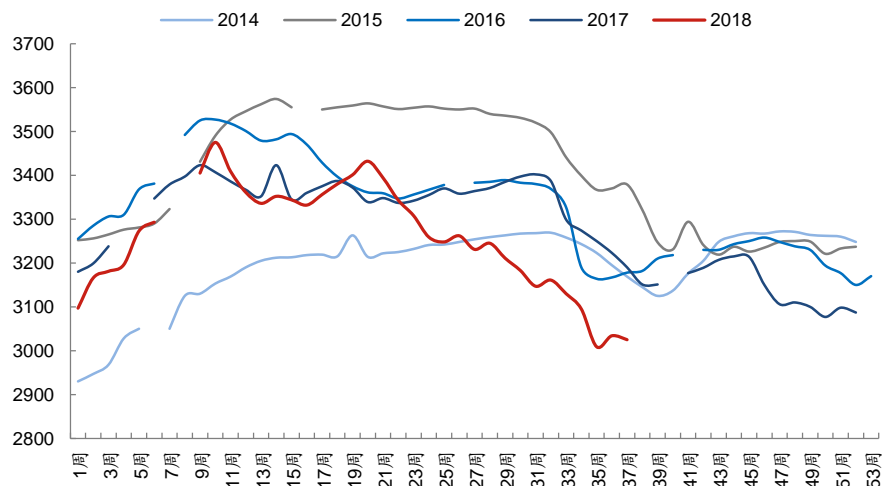
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 35: 玻璃价格维持历史同期高位 (元/重箱)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 36: 浮法玻璃生产线库存快速下降 (万重箱)



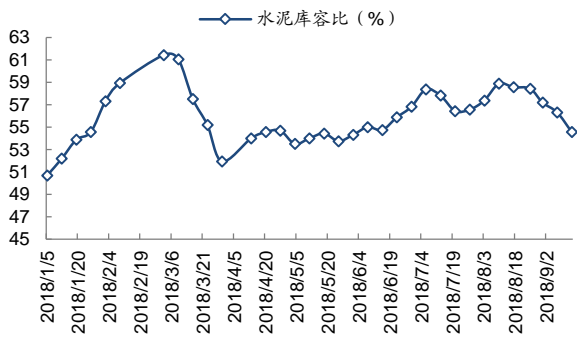
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

水泥: 价格回升, 库存回落

受入伏高温、降雨等季节性气候因素影响, 7 月至 8 月上旬水泥价格持续小幅下跌, 但仍处于历史高位水平, 整体呈现淡季不淡格局; 其中东北地区出现较大降幅, 一方面受区域需求持续大幅下行影响, 另一方面由于市场竞争激烈, 行业自律行为相对较弱, 且产能绝对过剩, 产能利用率持续下降不足 40%。

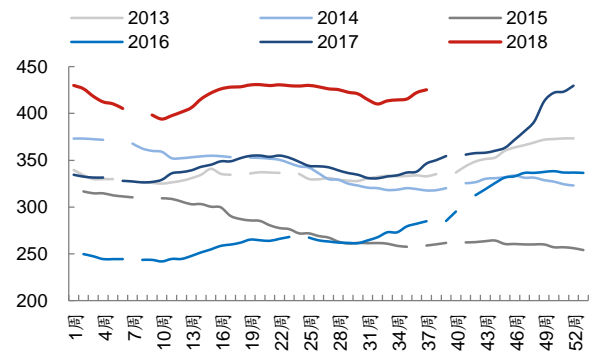
8 月中旬起, 受台风和降雨影响, 尽管下游需求环比提升不明显, 但由于水泥低库存以及企业非采暖季自律限产供给收缩驱动, 水泥价格开始陆续反弹。根据最新行业数据, 截至 9 月 14 日, 全国高标水泥均价 425.37 元/吨, 较去年同期提高 22.76%。随着目前雨水天气的逐渐减少, 下游需求陆续恢复, 旺季正式开启, 水泥价格有望延续上行趋势。

图 37: 全国高标水泥均价淡季持续小幅下跌 (元/吨)



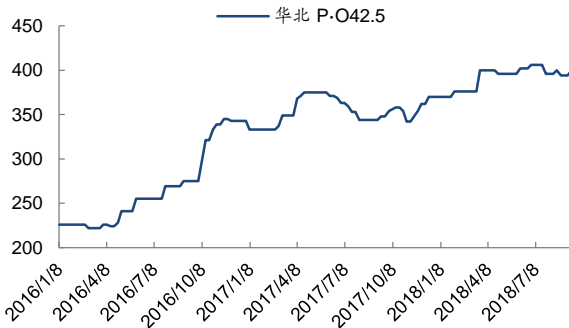
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 38: 全国水泥均价处于历史高位



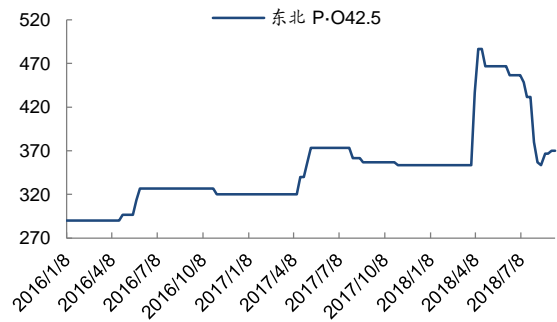
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 39: 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 40: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)



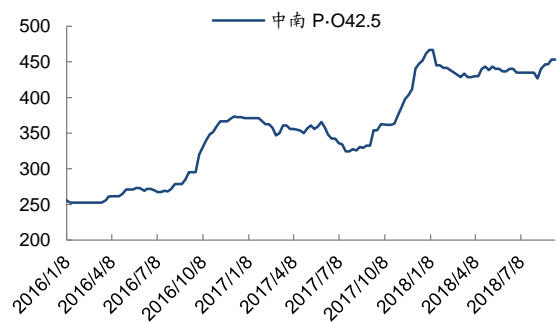
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 41: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)



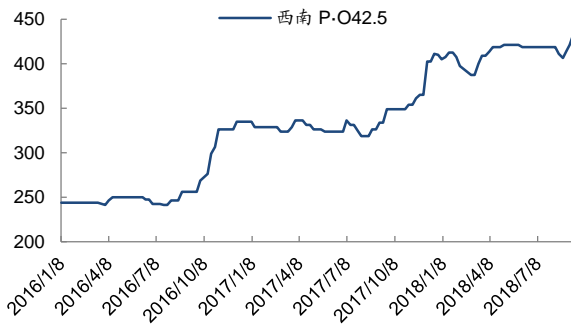
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 42: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)



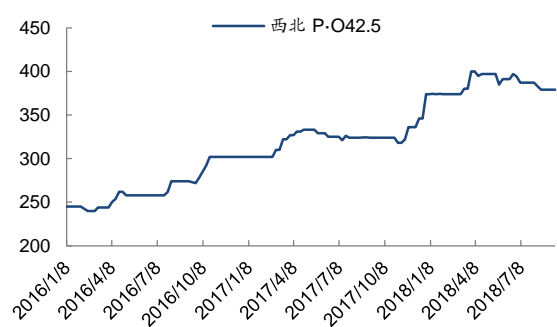
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 43: 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

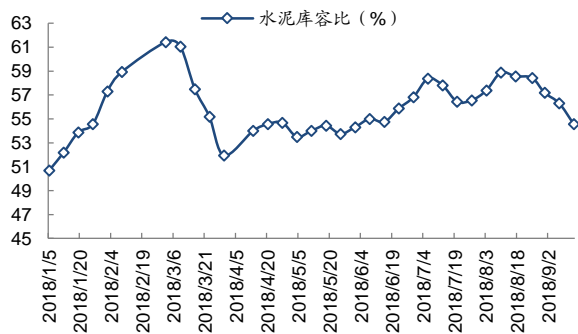
图 44: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

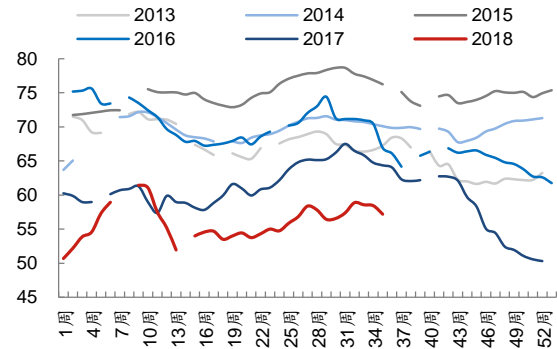
受淡季因素影响, 6-7 月水泥库存呈季节性小幅上行, 随着旺季的来临, 8 月中旬起水泥库存出现较明显的持续下降。截至 9 月 14 日, 全国水泥平均库容比为 54.6%, 较去年同期降低 7.7 个百分点, 继续维持历史同期低位水平。

图 45: 全国水泥库容比 (%)



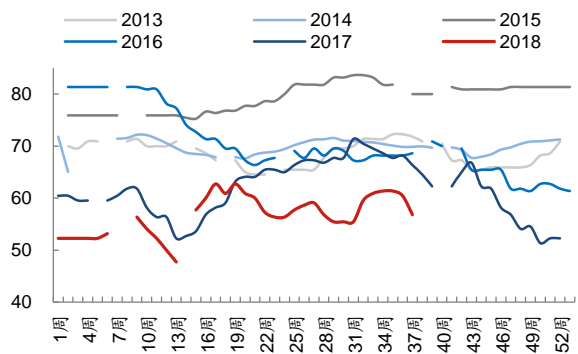
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 46: 水泥库容比处于历史同期低位 (%)



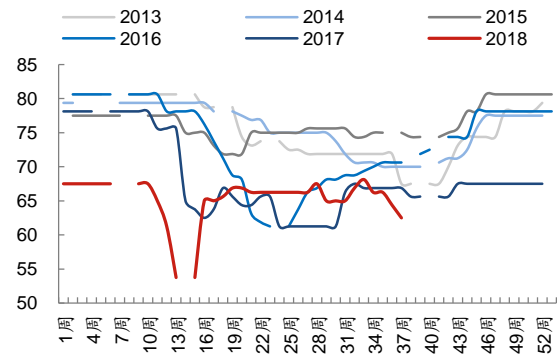
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 47: 华北地区库容比 (%)



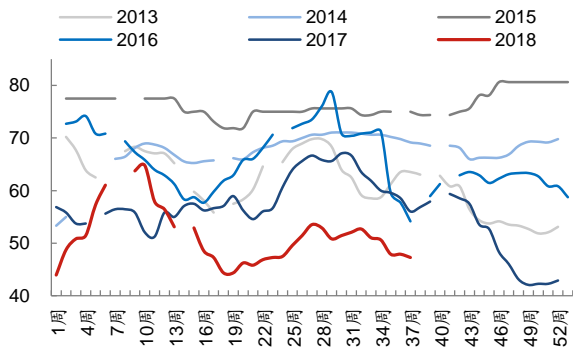
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 48: 东北地区库容比 (%)



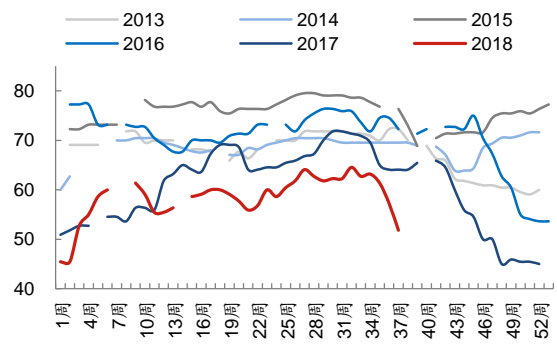
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 49: 华东地区库容比 (%)



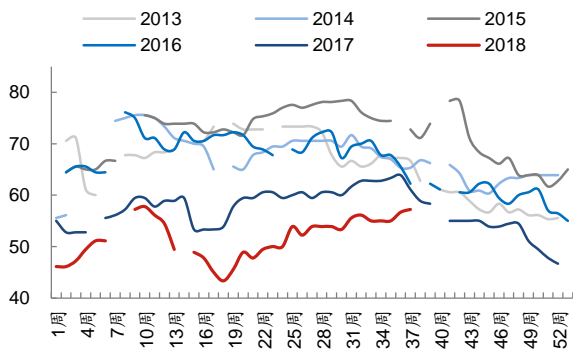
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 50: 华中地区库容比 (%)



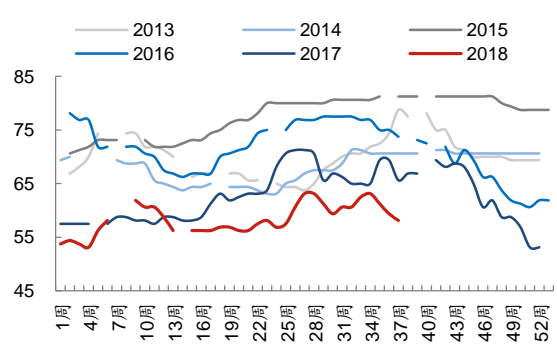
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 51: 华南地区库容比 (%)



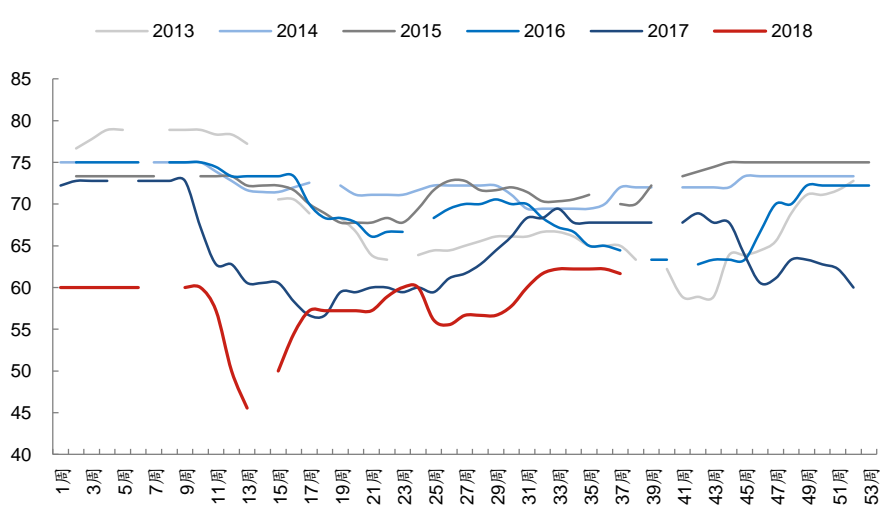
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 52: 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 53: 西北地区库容比 (%)



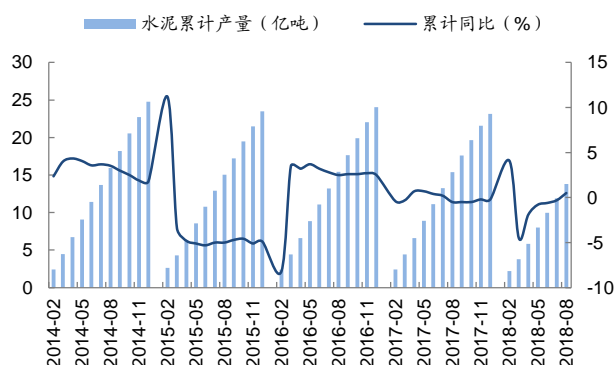
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

水泥、玻璃产量增速降幅继续收窄

随着二季度下游需求逐步恢复, 水泥、玻璃产量增速缓慢回升, 目前水泥玻璃已进入下半年需求旺季, 产量增速有望进一步提升。根据最新统计数据, 全国1-8月份水泥累计产量为13.82亿吨, 较去年同期小幅增长0.5%, 今年以来首

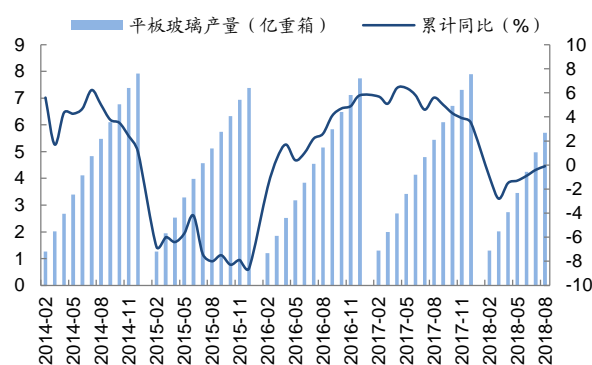
次实现正增长,较 1-6 月增速提高 0.8 个百分点;平板玻璃 1-8 月累计产量 5.71 亿重箱,同比小幅下降 0.1%,降幅较 1-7 月收窄 0.3 个百分点。

图 54: 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 55: 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

短期重点关注玻璃, 持续推荐水泥, 长期布局优质企业

今年以来板块基本面正沿着我们前期新均衡理论所推演的方向运行,但近期环保部“不应该有相关环保限产要求”的提法引发市场对“新均衡”是否会被打破的担忧。我们认为:一方面,水泥行业错峰生产并非来自自上而下的行政干预,而是近几年在协会和龙头企业的带领之下,行业内企业在多重博弈之后形成的含量保价的自发行为;而玻璃行业,企业间环保管控有较大差异,后续假设限产不“一刀切”,只需严格执行最新排放标准,产能仍有收缩关停的空间,再加之考虑行业产能自然的冷修周期,未来 2-3 年产能收缩趋势仍存在;另一方面,宏观政策已开始边际微调,未来一段时间基建有望实现需求托底,加之考虑现阶段行业库存较低,预计 3-4 季度现货价格整体稳中有升,年内业绩无忧,逢调整买入业绩扎实或前期超跌的优质龙头标的。综上分析持续推荐:海螺水泥、华新水泥、旗滨集团、北新建材、中国巨石、伟星新材、东方雨虹;其他标的关注中国联塑、三棵树、帝欧家居、中材科技、再升科技、长海股份。

风险提示

- (1) 宏观经济快速下行
- (2) 产能淘汰限制政策松动,供给超预期
- (3) 错峰生产执行力度不及预期
- (4) 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