

建筑材料

实际需求仍处高位，水泥价格韧性凸显

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

研究助理：孙颖

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

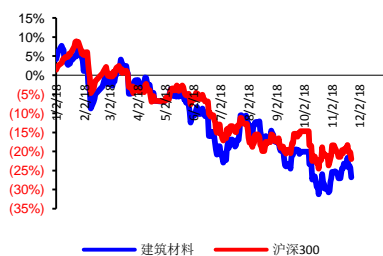
电话：021-20315782

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(百万元)	658,285.635
行业流通市值(百万元)	518,311.892

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”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

《华新水泥深度：百年华新新征程——

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
海螺水泥	31.3	1.61	2.99	5.79	6.00	19.4	10.5	5.41	5.12	买入
华新水泥	17.8	0.3	1.39	3.36	3.68	59.3	12.8	5.30	4.84	买入
旗滨集团	3.6	0.32	0.43	0.47	0.49	11.6	8.4	7.66	7.35	增持

备注：

投资要点

热点聚焦：

- **预期驱动钢价和水泥价格出现背离。**近日工业品价格出现普跌，与水泥应用场景高度重叠的钢材价格也出现大幅下滑，而水泥价格仍然在高位得以维持，甚至本周全国水泥价格环比继续上涨**0.8%**。
- 水泥由于无库存，能够更好反应当前的需求情况，进入**11**月以来，南方地区主流企业日出销量情况仍然维持较好水平，北方地区气温下降开始出现季节性回落（部分大型项目工程仍在赶工）。但是由于今年水泥整体库存全年维持较低水平，而采暖季限产陆续开始执行，整体低库存得以维持，因而价格仍然能延续稳重有升。钢铁终端消费情况同样不差，主要是由于市场对于未来需求悲观的预期叠加限产放松可能，导致全链条开始去库（终端、钢贸商、钢企均降低合意库存中枢），因而钢价近期出现了大幅回落。
- **各环节PPI出现罕见分化，但终将回归。**从历史上看，在PPI的回落通道中，从降幅来看上游采掘业环节>原材料环节>加工工业环节，越靠近上游弹性越大。然而从今年最新的数据看由于供给侧改革的力度仍然较强，在PPI出现拐头向下后，上游环节由于严控产能仍然体现出了较强的价格韧性，这在历史上都是较为罕见的；意味着需求开始走弱，但传统产业链条利润仍然在向上游聚集。展望明年，如果经济压力持续增大，上游持续从下游攫取利润的可持续性存疑。
- **水泥企业：1、上下游一体化（能够获取完整产业链条的利润），2、高集中度（类区域垄断）和3、强产能调节能力（无库存，开关容易）。因而价格具备极强韧性（可以说是工业品里最好的，当前时点就是水泥价格韧性极好的凸显）；**只是从中期维度看，仍然较难避免回归理性的方向，但是由于行业集中度提升、无新增产能和需求总量已处于高位，整体行业的盈利韧性或好于市场预期。

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

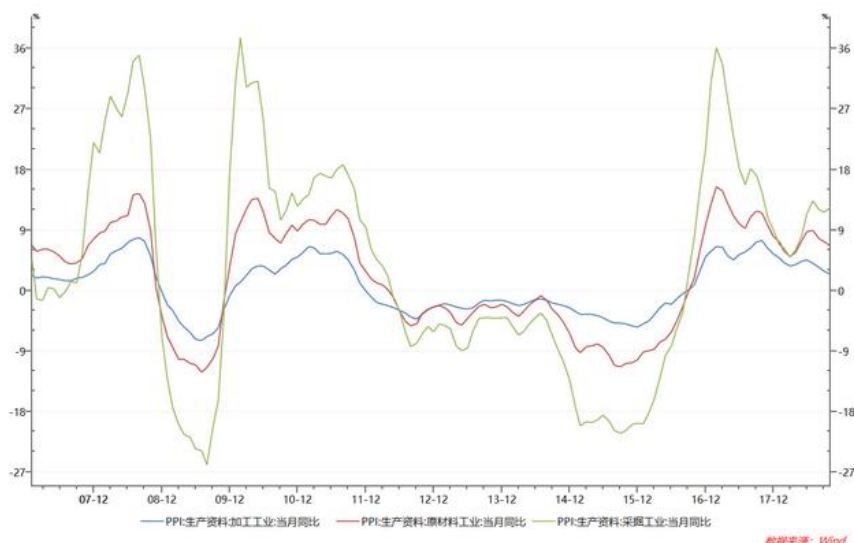
《帝王洁具深度：“情定”欧神诺，“帝王”再腾飞》2018.3.17

《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



■ 10 月水泥产量跳增，低基数和赶工需求是核心原因。

■ 国家统计局公布 10 月份水泥产量 2.2 亿吨，同比增长 13.11%。六大区域中，华北涨幅最大为 35.75%，其次华东 15%，中南 13%，西南和西北也分别同比上涨 8.6% 和 1%。10 月份水泥单月产量大幅增长 13.11%。近日，中国水泥协会对全国 50 强进行针对性调查（其中前 30 强全部调查，后 20 强为抽样调查，所调查企业市场占有率合计在 60% 以上）从调查统计结果看，10 月份单月重点调查企业水泥产销量同比增长 14%（加权平均），统计局 13.11% 的增长幅度是符合市场实际情况。同时，中国水泥协会对涨幅较大的重点省份的代表性企业也进行调查，涨幅也基本吻合。

■ 进入 11 月后，水泥需求仍然稳定释放，但是由于去年 11 月需求恢复后基数较高，整体同比增速将有所放缓。

■ 产量高增核心原因：

- 1、17 年 10 月受重大会议召开影响，导致较多区域产销受限制。
- 2、11 月 12 月是环保严格整治时段，今年 10 月份很多在建工程出现提前赶工现象，规避后续风险。
- 3、下半年以来房地产新开工高增，同样对水泥需求有一定拉动作用。

■ 进入 11 月后，水泥需求仍然稳定释放，但是由于去年 11 月需求恢复后基数较高，整体同比增速将有所放缓。

■ 短期关注价格趋势，长期关注资产价值。外部环境仍纷繁复杂，稳内需的重要性明显。“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。但是投资边际效用递减，展望明年我们并不对需求总量过分乐观，但也不过分悲观。近期仍然建议关注价值属性持续增强的水泥龙头企业（海螺水泥、华新水泥），而成长板块如玻纤（中国巨石、中材科技、长海股份）、石英玻璃（菲利华）等的整体长逻辑仍然是比较通顺的，部分股价出现明显回调甚至接近净资产水平，当前是中长期的配置的较好介入时机；处于地产链条后周期的企业展望明年存在一定基本面上的压力，积极寻找长期来看资产与价格能够较好匹配的时点。

行业观点:

- **水泥:** 随着华东限产升级和采暖季, 全国水泥价格本周环比继续上涨**0.8%**。长江流域水泥市场旺季涨价延续。而后期安徽、浙江、江苏等地因为环保而扩大范围的错峰停产可能会对产能端形成持续压力。
- **如何看待当前的水泥龙头?**
- **短期而言,** 在限产预期逐渐明朗的情况下, 叠加当前较低库存水平, 企业对后续偏紧的供需关系已经开始有所应对措施, 沿江熟料开始涨价, 部分区域粉磨企业也开始出现提前囤货的迹象; 本周水泥价格延续较高涨幅。我们仍然认为南方的水泥价格趋势仍然向上, 在上市公司普遍增速降速的情况下, 海螺水泥等企业仍然是短期盈利确定性最高的品种。
- **展望明年,** 市场普遍担忧的问题很明显, 地产需求降温, 市场普遍担忧是否明年水泥需求会出现明显的下滑导致业绩缺乏支撑。虽然从当前的投资、新开工、施工数据而言, 整体需求仍然具备较强韧性, 我们认为今年四季度到明年上半年, 整体水泥行业的盈利在高位维持稳定的确定性仍然很高。但是不得不承认的是, 经济降速压力开始明显体现, 短期市场对需求的担忧在政策未见明显放松的基础上, 较难得到扭转, 对估值的压制会比较明显。因而近期水泥股虽然业绩普遍超预期但是股价却出现下跌, 主要是短期获利资金(今年以来超额收益非常明显)基于明年的不确定性, 选择获利了结。同时若下游需求持续走弱, 当前产业链条利润分割的模式是否能得以维持同样值得思考。
- 我们理解市场的担忧, 但是同样认为, 当前是海螺等水泥龙头企业的资金结构重要的转变期, 近2-3年追求供给侧驱动带来ROE回升的资金会逐渐撤出, 而对于投资时长不敏感、追求长期行业格局趋势确定性的和资金则会越来越多。长期而言, 海螺水泥的确定性是比较高的。从海螺的预期HPR (Holding Period Return) 来看, 我们认为随着行业需求进入下行通道, 实质性的产能去化能够得到推进, 海螺作为行业龙头将明显受益于集中的提升。当前海螺的所有者权益超过1000亿, PB1.6X, 预期全年盈利300亿, 预期当前股息率7%, 即便从悲观角度看, 行业盈利中枢回落到2015年最差的时候, 海螺也有望实现100亿以上的盈利, 而未来经历过一轮周期之后的海螺, 随着行业集中度的提升, 盈利能力仍将回到较高水平; 同时公司也在逐渐加强分红比例。**长期投资者在整个持有周期能够享受到较为稳定的股息收益回报、以及海螺作为龙头的二次成长红利。**
- 简而言之, 海螺的资产价值在存量时代将会被逐渐挖掘, 短期投资者当前可以博弈四季度水泥价格弹性, 而悲观的宏观预期是长期投资者挖掘确定性价值、布局长远的好时机。
- **玻璃:** 供给端, 北方环保仍然较为严格, 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。但是值得注意的是, 较高的盈利中枢仍然在继续刺激停产冷修企业复产, 而即将进入冷修企业也会通过热修等手段去延后冷修, 这是供给端短期存在的不确定性。10月玻璃产量单月同比增长4.3%, 持续增长。
- 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到明年上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。

- 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。若后续供需边际能够持续向好，行业有望体现出弹性。
- 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回暖可能。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，而随着冷修产线的复产，下半年销量环比将有所提升，有效支撑全年盈利稳定增长。同时股息率也进入较为有吸引力的区间。

- **玻纤：需求稳增，成长趋势不改，龙头技术和成本优势明显，推荐中国巨石**
- 自上周泰山玻纤、OC 中国和山东玻纤对无碱粗纱（大众型产品）和电子纱价格小幅下调 100~200 元左右，目前价格基本平稳。后续我们将继续跟踪价格变化情况。
- 从需求端讲，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：**据行业统计，2018 年 1-10 月，全国新增风电并网容量 14.47GW，同比增长 35%；10 月新增 3.34GW，同比增长 234%，呈现逐月加速的状态。
- 从供给端看，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（巨石、泰玻和重庆国际等），中高端占比较高（集中在热塑、风电等中高端领域），小企业由于资金和技术壁垒竞争力较差。**需求的稳定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。**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%），且新增产能中高端占比更高，强大的客户产品需求响应能力促进客户稳定性；
 - 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。

- 下半年玻纤产线变动情况：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；光远新材第一条 5 万吨电子纱项目于 2018 年 8 月 9 日点火。泰山玻纤 10 万吨产线预计 11 月底点火。

- 新材料：半导体石英耗材龙头迎来新时代，菲利华前三季度盈利增速约 50% 左右，刨除所得税率调整的影响，我们发现其利润总额同比增长超过 36%，延续高增势，对应 18、19 年 PE 为 26 和 18 倍，持续推荐菲利华。
- 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。

- 品牌建材：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。

- **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

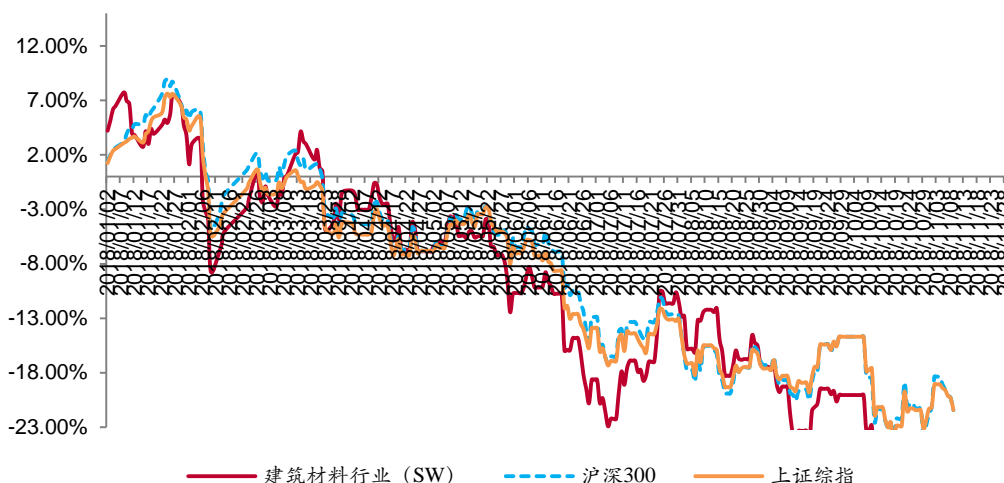
内容目录

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.....	- 15 -
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（2018.11.17-2018.11.23）建筑材料板块（SW）上涨-4.43%，上证综指上涨-3.72%，超额收益为-0.71%。
- 个股方面，在中泰建材重点覆盖公司中，冀东水泥、山东华鹏、韩建河山、东方银星、青龙管业位列涨幅榜前五，柘中股份、亚玛顿、道氏技术、帝欧家居、开尔新材位列涨幅榜后五。

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(%)
000401	冀东水泥	11.38	6.36	10.08	-17.48
603021	山东华鹏	7.33	5.92	9.64	-22.91
603616	韩建河山	11.30	5.41	9.13	-26.43
600753	东方银星	18.18	4.06	7.78	-39.60
002457	青龙管业	7.92	3.94	7.66	-31.82

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(%)
002346	柘中股份	11.97	-15.64	-11.92	18.42
300234	亚玛顿	6.46	-15.44	-11.72	22.53
002795	道氏技术	15.98	-14.14	-10.42	25.12
600207	帝欧家居	4.98	-12.86	-9.14	19.00
000546	开尔新材	8.56	-12.35	-8.63	9.11

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(20181123)

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	31.3	1704	2.99	5.79	6.11	158.6	306.91	324.04	52.99	93.6%	5.40	1.60
600801.SH	华新水泥	17.8	240	1.39	3.36	3.68	20.8	50.26	55.09	14.98	141.9%	5.29	1.78
601636.SH	旗滨集团	3.6	98	0.43	0.47	0.49	11.4	12.52	13.21	26.88	9.5%	7.79	1.32
000672.SZ	上峰水泥	8.9	72	0.97	1.72	1.86	7.9	14.00	15.14	8.14	76.8%	5.18	2.35
600720.SH	祁连山	6.6	51	0.74	1.04	1.08	5.8	8.10	8.40	7.76	40.9%	6.33	0.90
600176.SH	中国巨石	10.2	359	0.61	0.77	0.94	21.5	27.05	32.74	35.02	25.8%	13.30	2.63
002080.SZ	中材科技	7.9	102	0.59	0.67	0.86	7.7	8.59	11.13	12.91	12.0%	11.75	0.97
002271.SZ	东方雨虹	13.7	205	0.83	1.07	1.38	12.4	16.07	20.70	14.99	29.7%	12.77	2.64
002372.SZ	伟星新材	14.4	189	0.63	0.76	0.90	8.2	9.90	11.84	13.11	20.6%	19.07	5.69
000786.SZ	北新建材	15.2	256	1.39	1.60	1.71	23.4	26.95	28.93	16.90	15.0%	9.49	1.85
002798.SZ	帝欧家居	13.6	52	0.14	0.95	1.27	0.6	3.68	4.9	3.85	569.1%	14.26	1.70
300395.SZ	菲利华	14.8	44	0.41	0.55	0.81	1.2	1.69	2.4	3.00	38.5%	26.91	4.45
3323.HK	中国建材	5.2	439	0.38	0.83		32.3	70.00		84.35	117.1%	6.27	0.48

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, 归母净利润为 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。

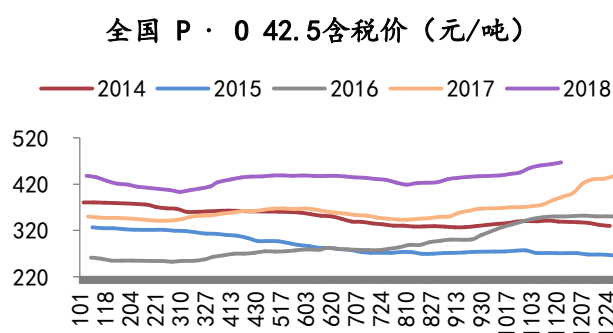
- **中国巨石：夯实技术和成本优势，龙头强者恒强：**技术和成本优势确保盈利稳步增长：公司通过技改持续降低单位成本，盈利能力领跑国际竞争对手和中小企业。随着九江和桐乡产能后续投产，我们预计 2018 和 2019 年有效产能增速为 15%和 20%左右。全球玻纤需求稳定增长，公司将夯实成本优势，在量价齐升的浪潮中进一步提升盈利。深耕高端领域，进一步分享热塑、风电和电子纱红利：公司在热塑和风电纱领域的市占率为 16%和 37%，占据龙头地位。与此同时，公司积极布局电子纱领域，未来将新建 3 条 6 万吨产线。公司凭借技术、成本和管理优势将进一步分享高端领域红利。继续全球扩张之路：为应对贸易壁垒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

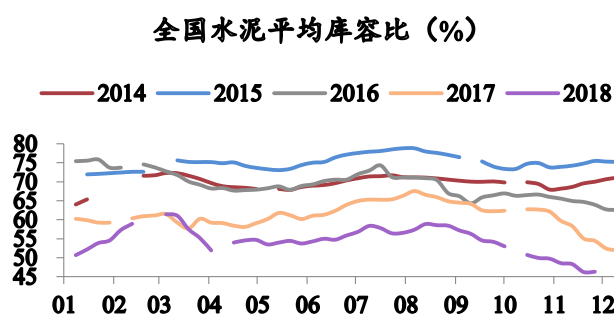
- 价格方面：**2018 年 11 月 17 日至 2018 年 11 月 23 日，本周全国水泥市场价格环比上涨 0.8%。价格上涨地区主要有河北、江苏、浙江、上海和安徽等部分区域；价格下调地区主要是湖南常德、益阳和甘肃兰州，幅度 10-20 元/吨。11 月下旬，国内水泥市场需求大体平稳，局部地区如华北、西北开始季节性减弱，价格继续上涨主要是受环保限产影响，供应仍显紧张。维持前期判断，后期各地水泥价格再大幅上涨的可能性较小，多将以平稳为主。
- 库存方面：**2018 年 11 月 17 日至 2018 年 11 月 23 日，全国水泥库存较上周下降 1.9%。华北地区库存较上周下降 1%（河北下降 5%），东北地区库存较上周下降 0.4%（辽宁下降 1.3%），华东地区库存较上周上涨 0.7%（江苏上涨 1%，安徽上涨 3.8%），中南地区库存较上周不变（湖南上涨 5%，海南下降 5%），西南地区库存较上周下降 1.3%（四川下降 2.5%，云南下降 2.5%），西北地区库存较上周上涨 2%（甘肃上涨 5%，青海上涨 5%）。截至目前，西北地区库存最高，为 56%。西南、东北、华北、中南地区分别为 55%、54%、48%、47%。华东地区最低为 39%。

图表 5：全国水泥价格（元/吨）



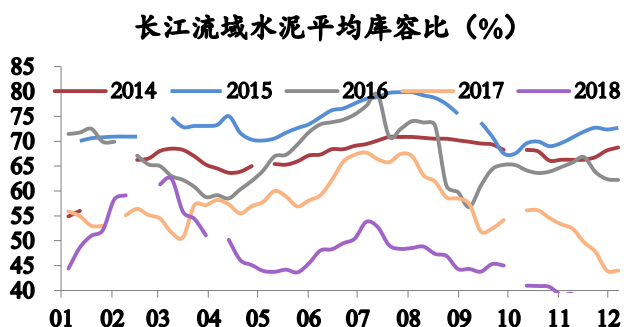
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 6：全国水泥库存（%）



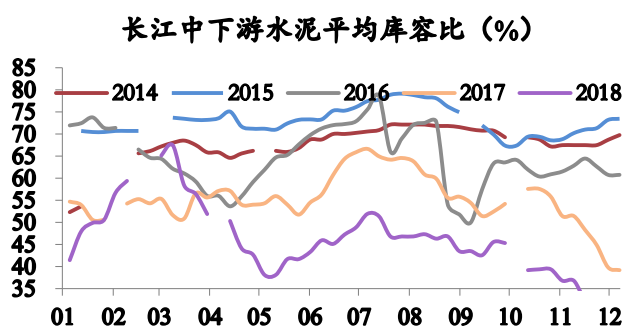
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 7: 长江流域水泥库存 (%)



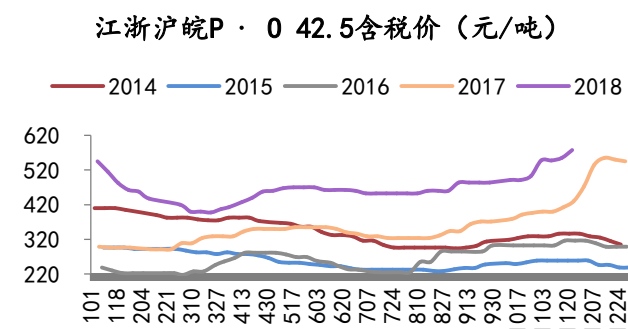
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 8: 长江中下游水泥库存 (%)



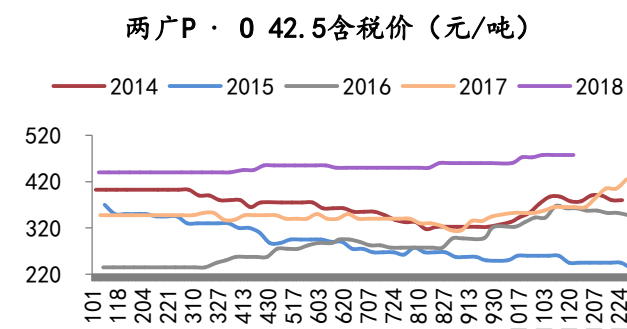
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 9: 江浙沪皖水泥价格 (元/吨)



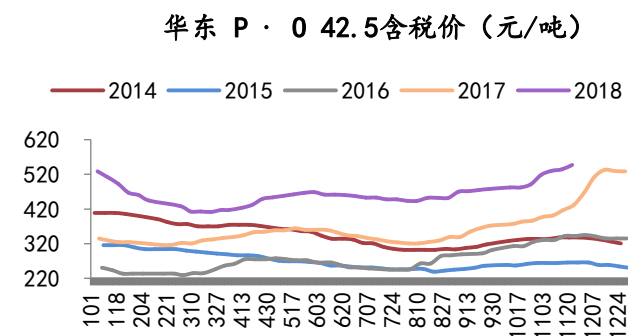
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 10: 两广水泥价格 (元/吨)



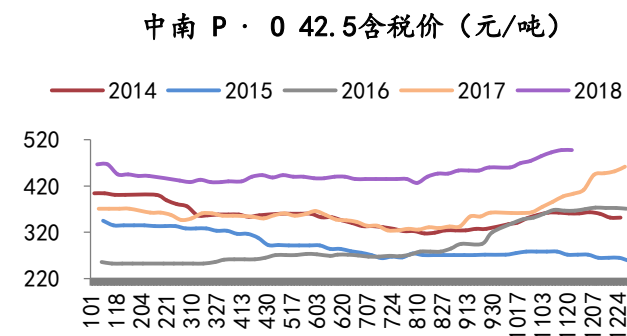
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 11: 华东水泥价格 (元/吨)

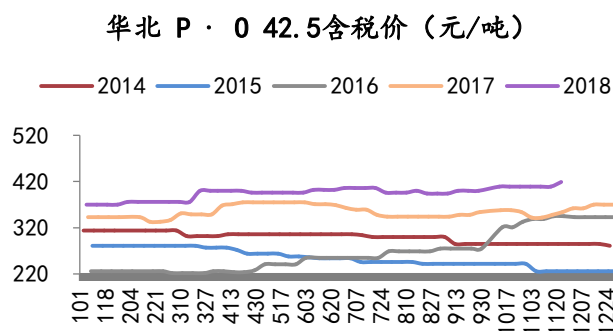


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

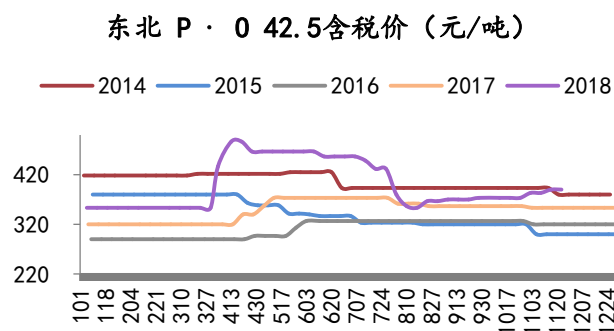
图表 12: 中南水泥价格 (元/吨)



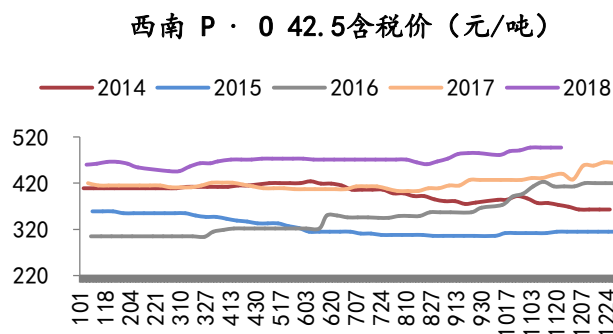
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

图表 13: 华北水泥价格 (元/吨)


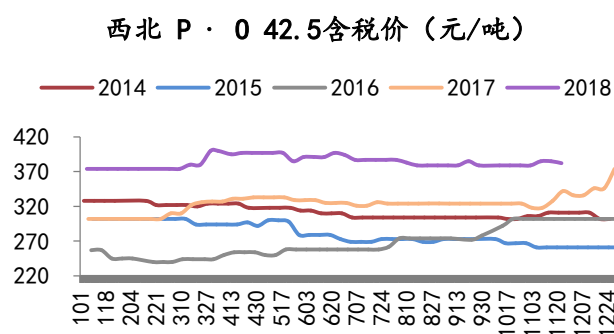
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

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)


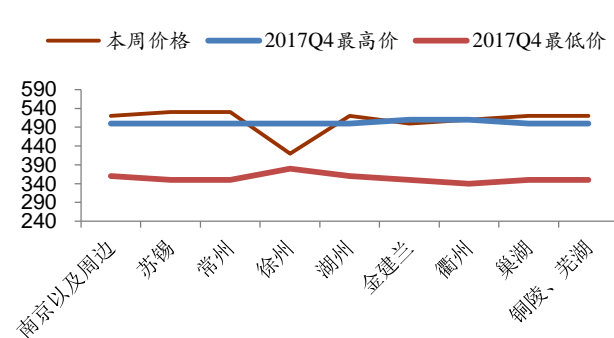
来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

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

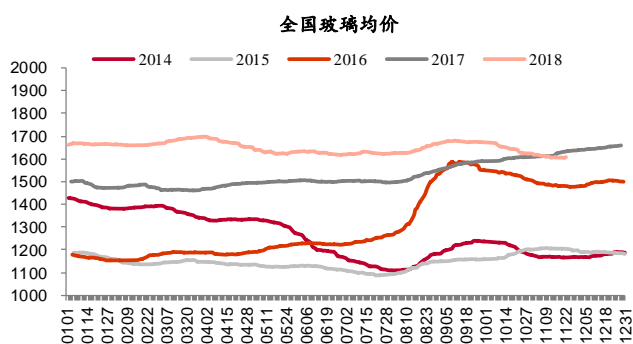
图表 18: 熟料价格对比


来源: 数字水泥网、中泰证券研究所

5、玻璃行业本周跟踪

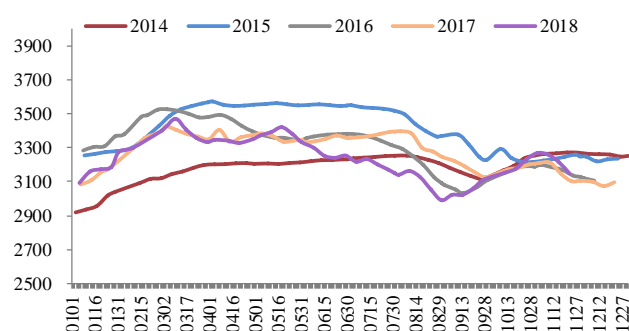
- **价格方面:** 本周末全国白玻均价 1608 元, 环比上周上涨 1 元, 同比去年上涨-22 元。从区域看, 华北地区和华中地区受到去库存较好的影响, 报价上涨; 华东和华南地区价格稳定为主, 变化不大; 西南地区部分厂家库存偏高, 报价有所松动。
- **库存方面:** 周末浮法玻璃产能利用率为 71.40%; 环比上周上涨-0.27%, 同比去年上涨 1.33%。在产产能 94650 万重箱, 环比上周增加-360 万重箱, 同比去年增加 4116 万重箱。周末行业库存 3150 万重箱, 环比上周增加-66 万重箱, 同比去年增加 47 万重箱。周末库存天数 12.15 天, 环比上周增加-0.21 天, 同比增加-0.36 天。
- **2018 年 11 月 23 日中国玻璃综合指数 1146.13 点, 环比上周上涨 1.02 点, 同比去年同期上涨-21.91 点; 中国玻璃价格指数 1173.16 点, 环比上周上涨 0.74 点, 同比去年同期上涨-15.83 点; 中国玻璃信心指数 1038.01 点, 环比上周上涨 2.74 点, 同比去年同期上涨-46.24 点。**本周玻璃现货市场环比有所好转, 生产企业出库增加, 市场信心也有积极的变化。一方面前期价格比较低的地区去库存幅度比较大之后, 现货价格稳中有所, 带动其他周边地区价格企稳; 另一方面本月以来冷修停产生产线增加, 是的部分区域供需矛盾得到一定的缓解。再者昨天召开的华中地区生产企业市场研讨会也发出了价格上涨的倡议, 对市场信心有一定的提振作用。从终端需求看, 目前北方地区年末赶工期的订单尚存, 而南方地区的加工企业订单相对稳定, 并且能够持续一段时间。

图表 19: 全国玻璃均价 (元/吨)



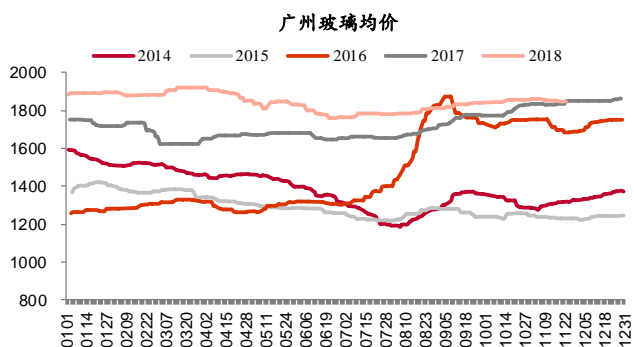
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 20: 全国玻璃库存变动走势图 (万重量箱)



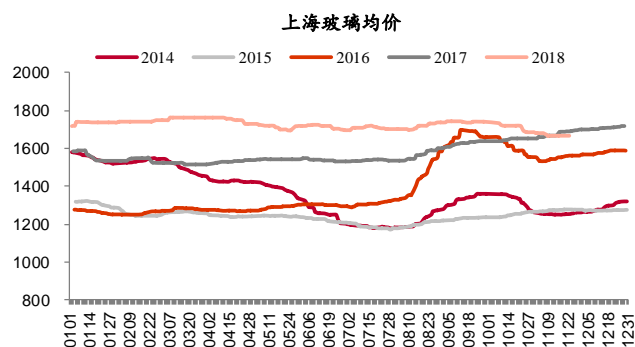
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 21: 广州平板玻璃均价



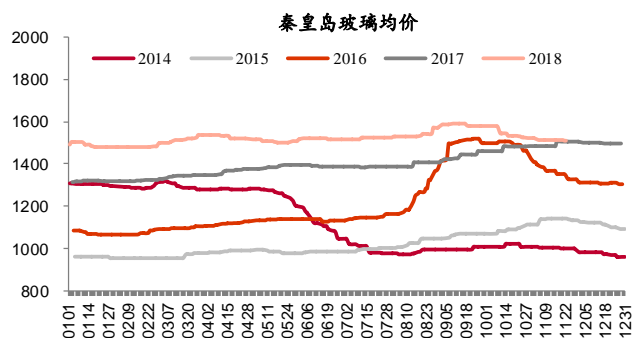
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 22: 上海平板玻璃均价



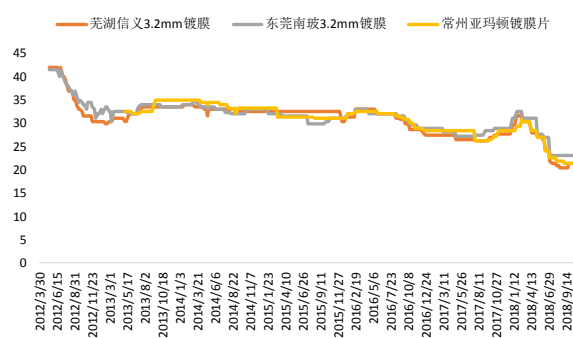
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 23: 秦皇岛平板玻璃均价



来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

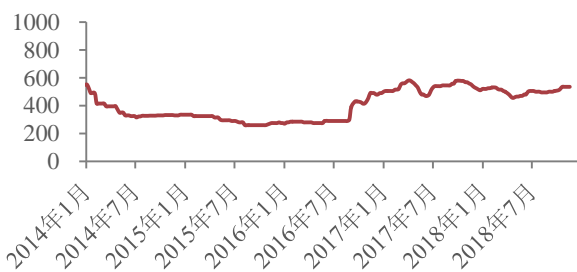
图表 24: 光伏玻璃均价走势图



来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 25: 神木煤 (6500 大卡) 坑口价

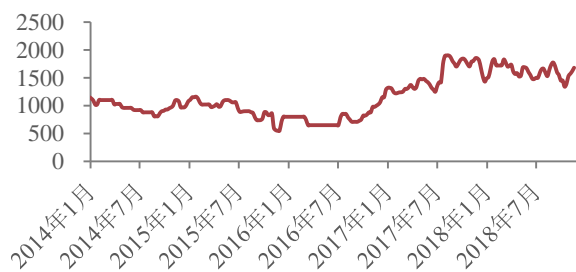
神木煤 (6500大卡) 坑口价 (元/吨)



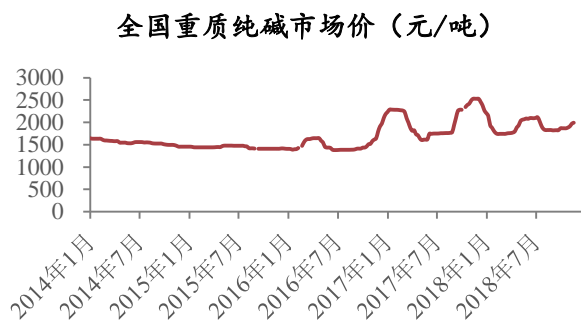
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 26: 华北石油焦价格

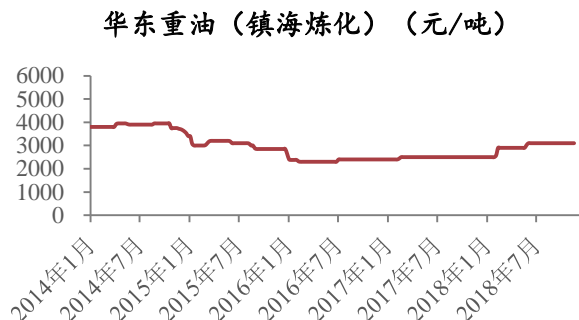
华北石油焦 (元/吨)



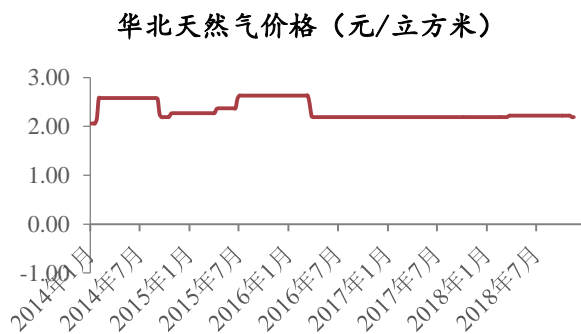
来源: 玻璃期货网、中泰证券研究所

图表 27: 纯碱价格


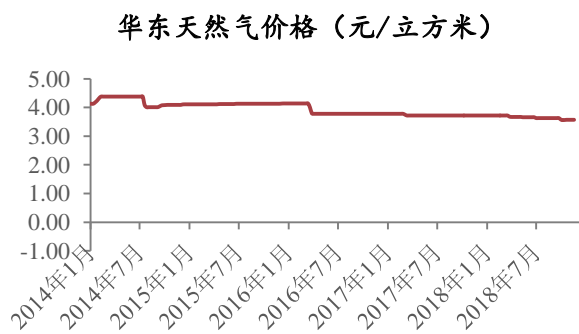
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 重油价格


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 29: 华北天然气价格图


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 30: 华东天然气价格图


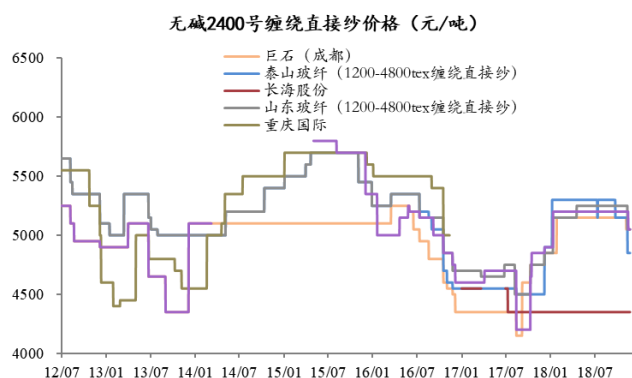
来源: Wind、中泰证券研究所

6、玻纤行业本周跟踪

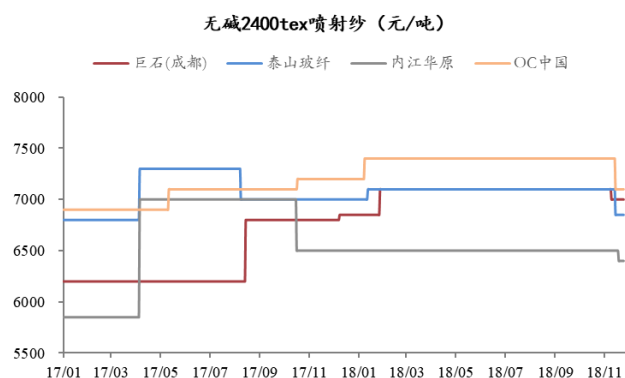
- **无碱玻纤:** 据卓创了解, 近期国内无碱粗纱市场行情仍偏弱, 但各厂市场报价暂时维稳。当前, 市场供需无较大变化, 厂家走货起色不大。周内, 西南市场个别企业报价亦有小幅下调。当下, 部分厂以去库存为主, 实际成交价格偏灵活, 虽山东个别厂订单较多, 但企业间竞争压力不减, 市场成交重心下行基本定型。目前, 2400tex 缠绕直接纱价格主流维持 4900-5000 元/吨不等, oc 厂家报价偏高。不同客户价格不同, 远距离价格到位价略高。从新增产能建设进度看, 近期新产能仍有点火计划, 短期内市场以稳中小幅下行为主。目前主要企业普通等级无碱纱产品主流企业价格报: 无碱 2400tex 直接纱报 4900-5000 元/吨, 无碱 2400texSMC 纱报 6000-6100 元/吨, 无碱 2400tex 喷射纱报 6800-6900 元/吨, 无碱 2400tex 毡用合股纱报 5900-6000 元/吨, 无碱 2400tex 板材纱报 5500-5600 元/吨, 无碱 2000tex 热塑合股纱报 5800-5900 元/吨。
- **中碱玻纤:** 据卓创了解, 周内中碱纱市场价格稳中偏弱运行, 市场略显

随行就市。成本面中碱玻璃球市场主流成交价格虽主流价格在 1800 元/吨左右，但实际成交价格略有松动，主要受下游原纱价格下行影响。供应面来看，山东区域中碱纱供需表现较平稳，河北市场价格相对偏低，江西、四川地区主要企业变动不大，部分中碱粗纱货源较紧缺，四川市场价格小幅上调，预计中碱纱市场短期内价格以稳中调整为主。现北方市场主流价格：中碱 100tex、115tex、134tex 直纺纱主流出厂价报 5700-5900 元/吨；中碱细纱价格：中碱 33 支、45 支分别报价 9200-9300 元/吨，9000-9100 元/吨，出厂含税。

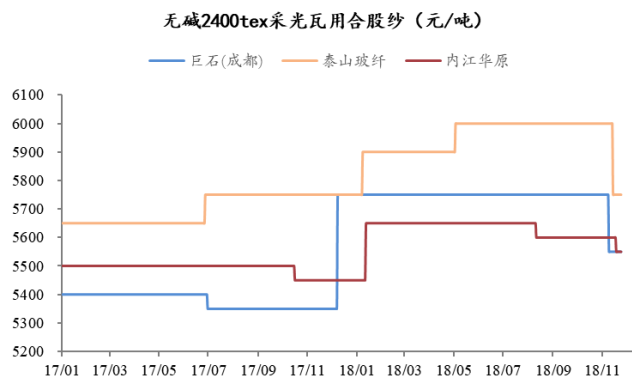
- **电子纱：**据卓创了解，池窑电子纱市场运行相对平稳，国内各主要企业主流电子纱 G75 交投一般，各厂多自用织布，部分产品外销。前期下游电子布价格小幅下滑，导致电子纱主流成交价格走低，主流报价在 11600-11800 元/吨不等，大客户价略低，近日价格维持暂稳。预计短期电子纱价格主流以稳为主。

图表 31：无碱 2400 号缠绕直接纱价格


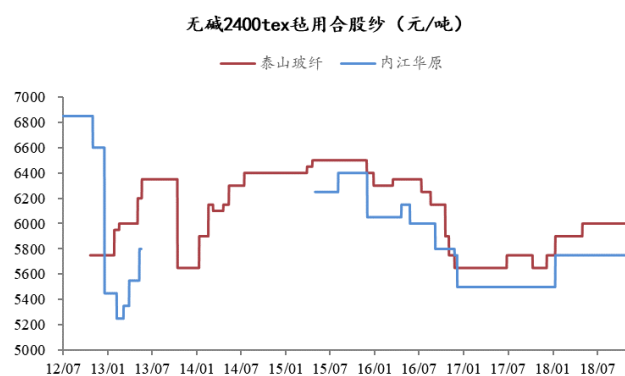
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

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

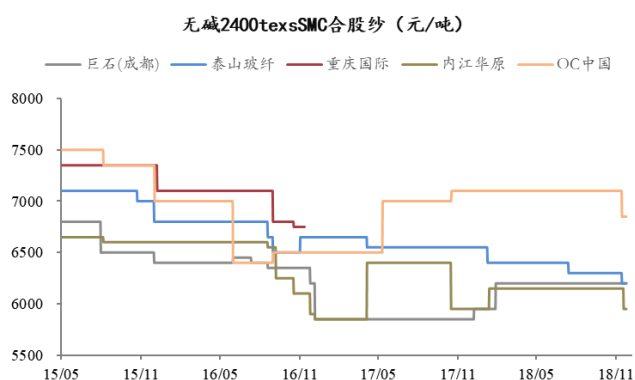
图表 33：无碱 2400 号采光瓦用合股纱价格


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


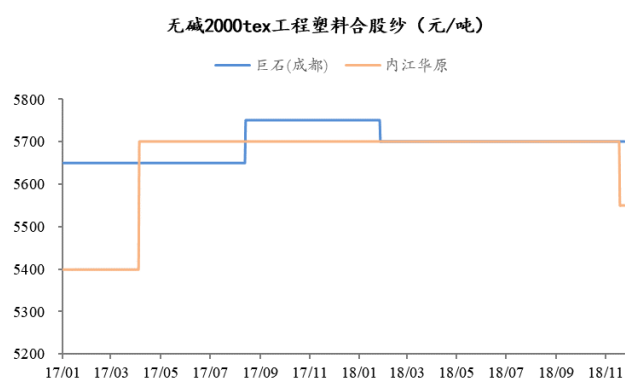
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 35: 无碱 2400 号 SMC 合股纱价格



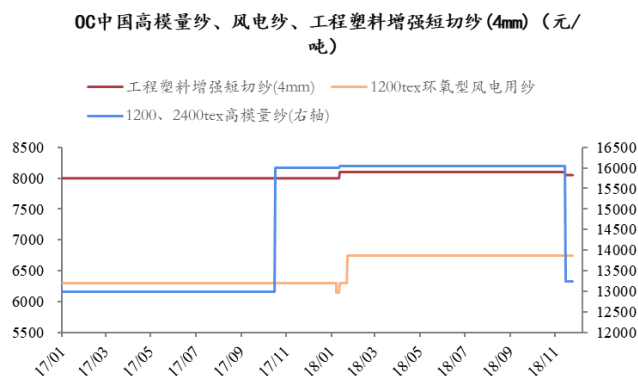
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 36: 无碱 2000 号工程塑料合股纱



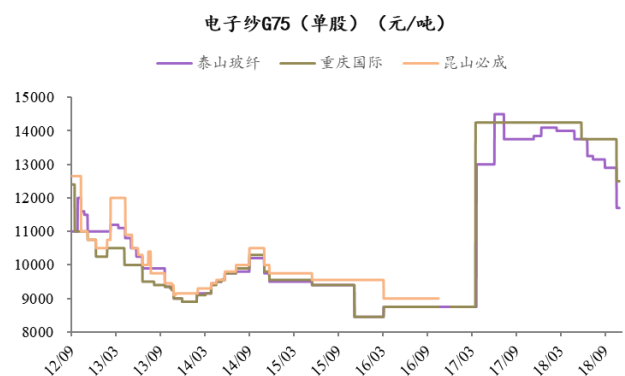
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

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



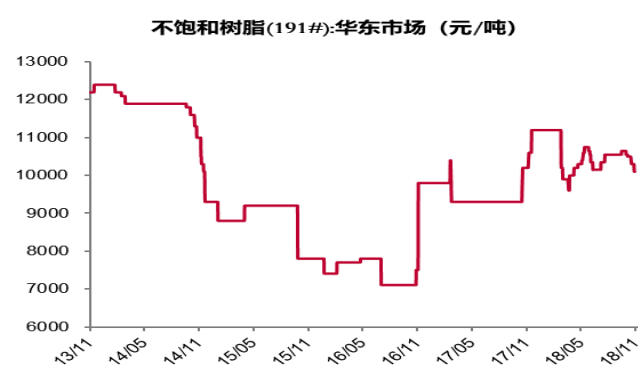
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 38: 电子纱 G75 (单股) 价格



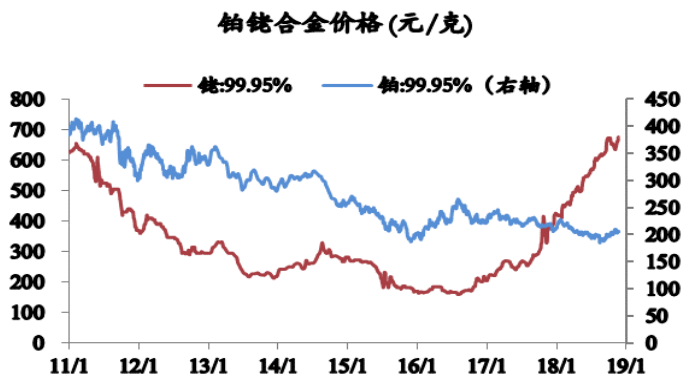
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 39: 树脂价格

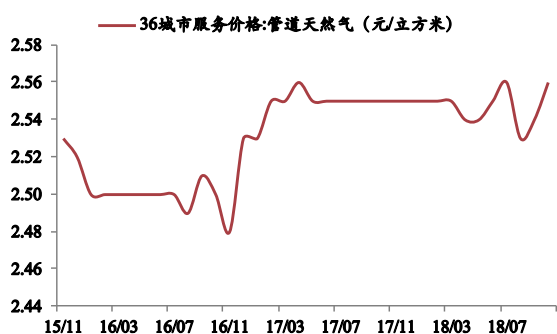


来源: Wind、中泰证券研究所

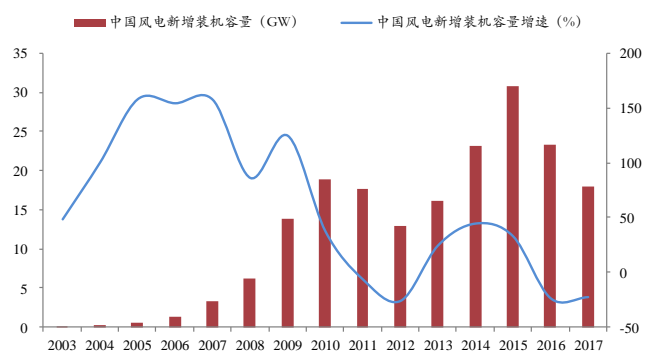
图表 40: 铂铑合金价格



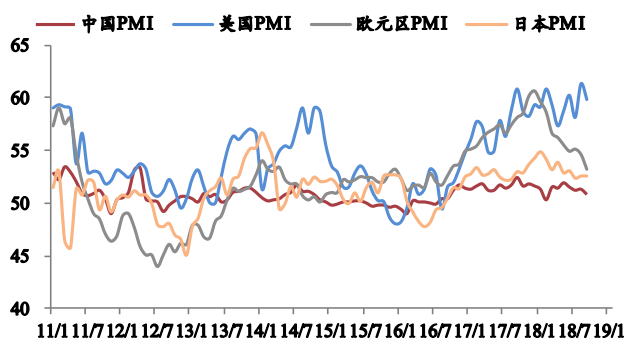
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 41: 36 城市服务价格: 管道天然气


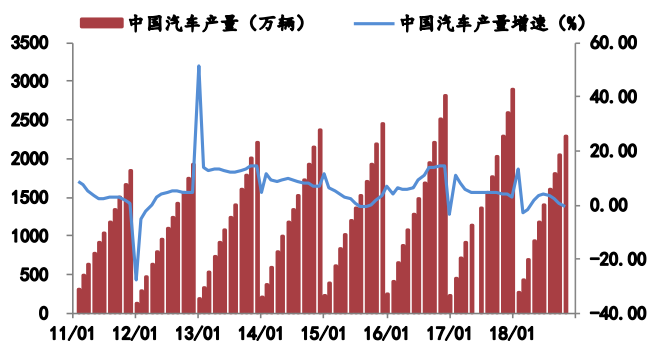
来源: Wind、中泰证券研究所

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。