

## 优选区域，精选细分

——2019 年建材行业策略报告



**行业评级** **看好** 中性 看淡 (首次)  
 国家/地区 中国/A 股  
 行业 建材  
 报告发布日期 2018 年 12 月 05 日

### 行业表现



资料来源: WIND

2016 至今建材行业受益于需求平稳以及供给侧改革的正面影响，景气度持续上行。站在现在的时点来判断明年的趋势，我们用自上而下的分析思路结合行业供需变化进行研究。2019 年的状况既存在不确定性也存在确定性：确定性的环保是长效政策，所面临的复杂经济环境下未来基建稳增长也是确定性；不确定性来自于地产端的变化，包含开工、投资和政策。这种不确定性会影响我们对行业的判断，但是行业格局始终是在变好，所以我们乐观认为明年建材行业整体景气度仍将保持在高位。

### 核心观点

- 我们认为建材板块中水泥和玻璃具有一定机会，主要原因是因为水泥同逆周期的基建相关性大，同时区域性也更强，因而存在区域机会。玻璃产业链长，并且涉及面广，细分领域具有独特性，有些特种玻璃具有天然的良好抗周期性。家装材料往往具有典型的后周期性，我们并非看空这类行业和公司，觉得需要更加耐心观察行业的变化以甄选更好的机会。所以综合判断水泥和玻璃板块更容易找到清晰的主线，而家装建材更多受地产的影响需要更多等待。明年最好的策略我们认为是精选区域，优选细分。
- 2018 年水泥盈利创历史新高，我们认为明年水泥行业基本面仍将维持较好景气度，在环保趋严、供给收缩、出现了“类公用事业化”的趋势，基建补短板需求拉动下，明年供需边际变化或不大，行业格局延续。可以优选区域，华东、华南、西南是目前来看最好的区域。
- 2019 年玻璃继续看供给收缩和需求修复。2018 年产能供给收缩 1.47%，2019 年预计继续收缩 1%左右，需求端或有来自地产竣工端的修复。整体明年不用过于悲观，精选细分行业龙头。

### 投资建议与投资标的

我们对行业首次给予看好评级。水泥从优选区域的逻辑入手，格局、财政和政策支持下基建最容易发力的区域分别为：华东、西南，华南、西北。建议关注：海螺水泥(600585, 未评级)、华新水泥(600801, 未评级)、塔牌集团(002233, 未评级)以及祁连山(600720, 未评级)。玻璃从精选细分行业入手，行业技术更替以及需求稳定增长的电子玻璃和药用玻璃我们长期看好。建议关注：药用特种玻璃龙头山东药玻(600529, 未评级)和国内电子玻璃领军企业南玻 A(000012, 未评级)。

### 风险提示

房地产和基建存继续下行超预期、供给侧改革力度不达预期、环保执行不达预期

**证券分析师** **黄顺卿**  
 021-63325888-7524  
 huangshunqing  
 执业证书编号: S0860518120001

## 目 录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>1. 水泥 2019 年或仍将延续历史最好的势头</b>    | <b>5</b>  |
| 1.1 回顾：业绩创历史新高，表现周期品最强             | 5         |
| 1.2 环保政策 2019 年相比 2018 年有松有紧，不再一刀切 | 9         |
| 1.3 供给不存在大规模投放的基础，边际冲击很小           | 14        |
| 1.4 基建需求改善可期，补短板今年下半年已初显端倪         | 18        |
| 1.5 格局稳定是砥柱，明年行业或继续维持高景气度          | 23        |
| 1.6 建议关注水泥龙头及重点区域水泥企业              | 24        |
| <b>2. 2019 年玻璃核心看供给收缩力度和需求修复</b>   | <b>25</b> |
| 2.1 原片玻璃和深加工玻璃是构筑玻璃产业链上下游核心产品体系的基础 | 25        |
| 2.2 建筑玻璃居下游需求端核心地位，电子、光伏等新领域潜力可观   | 25        |
| 2.3 今年业绩靓丽但表现偏弱                    | 27        |
| 2.3.1 玻璃板块股价整体表现疲软                 | 27        |
| 2.3.2 今年整体业绩表现优秀，边际增速有所下滑          | 27        |
| 2.3.3 期间费用管控持续改善，盈利增长趋势向好          | 28        |
| 2.3.4 价格保持相对高位震荡，产能库存小幅回升          | 29        |
| 2.4 需求端有望迎接修复                      | 31        |
| 2.4.1 地产市场需求延续性为玻璃需求提供支撑           | 31        |
| 2.4.2 汽车产量总体保持稳定，新能源汽车或成需求突破口      | 33        |
| 2.5 供给端按规划明年继续减量                   | 35        |
| 2.5.1 供给侧改革延续，限产停产措施影响持续           | 35        |
| 2.5.2 行业冷修周期影响加深，实际在产产能收缩          | 38        |
| 2.5.3 环保监察趋严叠加原材料成本上升，玻璃价格短期难以下跌   | 39        |
| 2.6 深加工玻璃板块亮点精选                    | 42        |
| 2.6.1 电子玻璃板块进口替代潜力大                | 42        |
| 2.6.2 中高端药用玻璃产品是未来行业竞争核心           | 43        |
| 2.7 玻璃板块投资建议                       | 43        |
| <b>3. 投资建议</b>                     | <b>44</b> |
| <b>4. 风险提示</b>                     | <b>44</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：年初至今水泥制造板块表现 .....                  | 5  |
| 图 2：周期行业今年累计涨跌幅 .....                   | 5  |
| 图 3：2018 年前三季度水泥制造企业营收及净利润 .....        | 6  |
| 图 4：2013-2018 全国平均水泥价格 .....            | 7  |
| 图 5：全国各地区水泥价格 .....                     | 7  |
| 图 6：全国水泥平均库容比 .....                     | 8  |
| 图 7：2017 年水泥熟料产能前十 .....                | 8  |
| 图 8：全国水泥当月 产量以及增速 .....                 | 20 |
| 图 9：建筑业 PMI 以及建筑业新订单指数 .....            | 21 |
| 图 10：全国各省市 PPP 入库项目数 .....              | 22 |
| 图 11：商品房销售累计同比及房屋新开工面积累计同比 .....        | 22 |
| 图 12：玻璃行业产业链示意图 .....                   | 25 |
| 图 13：玻璃行业下游需求分布示意图 .....                | 26 |
| 图 14：玻璃行业下游新型产品体系概况 .....               | 26 |
| 图 15：2018 年初至今玻璃板块涨跌幅 .....             | 27 |
| 图 16：2018 年初至今主要上市玻璃制造标的涨跌幅 .....       | 27 |
| 图 17：Q317-Q318 上市玻璃板块营业收入及毛利润水平对比 ..... | 28 |
| 图 18：2010-2018Q3 玻璃行业营业收入变化情况 .....     | 28 |
| 图 19：2010-2018Q3 玻璃行业毛利率水平变化情况 .....    | 28 |
| 图 20：2010-2018Q3 玻璃行业期间费用变化情况 .....     | 29 |
| 图 21：2010-2018Q3 玻璃上市企业盈利能力 .....       | 29 |
| 图 22：2017-2018Q3 上市玻璃板块盈利水平变化对比 .....   | 29 |
| 图 23：2010 年以来全国浮法玻璃价格走势 .....           | 30 |
| 图 24：2010 年以来全国主要城市/地区玻璃价格走势 .....      | 30 |
| 图 25：2010 年至今全国玻璃行业产能及产量情况 .....        | 31 |
| 图 26：2010-2018Q3 玻璃行业库存变化情况 .....       | 31 |
| 图 27：平板玻璃销量与地产周期呈现较高相关性 .....           | 32 |
| 图 28：2010-2018 年地产新开工面积单月变化情况 .....     | 32 |
| 图 29：2010-2018 年地产新开工面积累计变化情况 .....     | 32 |
| 图 30：2010-2018 年地产房屋竣工面积单月变化情况 .....    | 33 |
| 图 31：2010-2018 年地产房屋竣工面积累计变化情况 .....    | 33 |
| 图 32：汽车销量与地产周期呈现较高相关性 .....             | 34 |
| 图 33：2010-2018Q3 汽车产量累计变化情况 .....       | 35 |
| 图 34：2016-2018Q3 新能源汽车产量累计变化情况 .....    | 35 |

|  |    |
|--|----|
| 图 35: 2010—2018Q3 全国浮法玻璃产能变化情况 .....     | 36 |
| 图 36: 2018 年三季度末全国玻璃生产线运营情况 .....        | 36 |
| 图 37: 2012—2018 年玻璃行业供给结构变化情况 .....      | 39 |
| 图 38: 2012—2018 年玻璃行业新增净产能占比变化情况 .....   | 39 |
| 图 39: 历年全国玻璃价格变化情况汇总 .....               | 41 |
| 图 40: 2016—2018Q3 全国玻璃行业库存变化情况 .....     | 41 |
| 图 41: 2016—2018Q3 全国重质纯碱价格走势 .....       | 42 |
| 图 42: 2016—2018Q3 全国重油价格走势 .....         | 42 |
| 图 43: 我国玻璃基板需求增长情况汇总与预测 .....            | 43 |
| 图 44: Q32018 国内电子显示元器件细分领域收入增速 .....     | 43 |
| 表 1: 2019 冬季限产及往年情况对比 .....              | 10 |
| 表 2: 2019 冬季限产各城市情况 .....                | 12 |
| 表 3: 2008—2018 年年度新增产能情况 .....           | 15 |
| 表 4: 2016—2018 新点火水泥生产线（仅限媒体公布） .....    | 15 |
| 表 5: 未来预计新增生产线 .....                     | 16 |
| 表 6: 年度减少产能 .....                        | 16 |
| 表 7: 工业和信息化部原材料工业司公式各省市在建生产线清单 .....     | 17 |
| 表 8: 全国各省市水泥产量及固定资产投资增速对比（截至 9 月） .....  | 18 |
| 表 9: 2017—2020 沙河地区玻璃生产线关停情况汇总表 .....    | 36 |
| 表 10: 2008—2011 年投产且仍处于开工状态玻璃生产线统计 ..... | 38 |
| 表 11: 近年玻璃行业相关环保政策梳理 .....               | 40 |

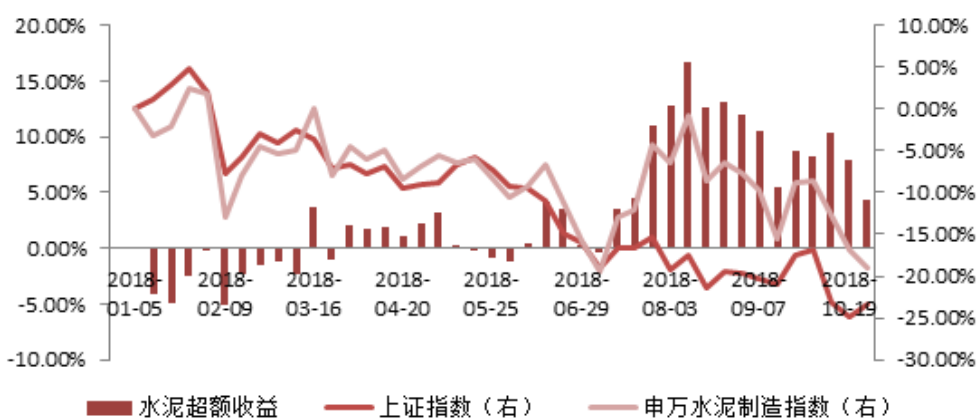
## 1. 水泥 2019 年或仍将延续历史最好的势头

### 1.1 回顾：业绩创历史新高，表现周期品最强

回顾今年整个建材行业，不得不提一下水泥板块，今年行业景气度创历史之最同时也是表现最好的周期品之一。

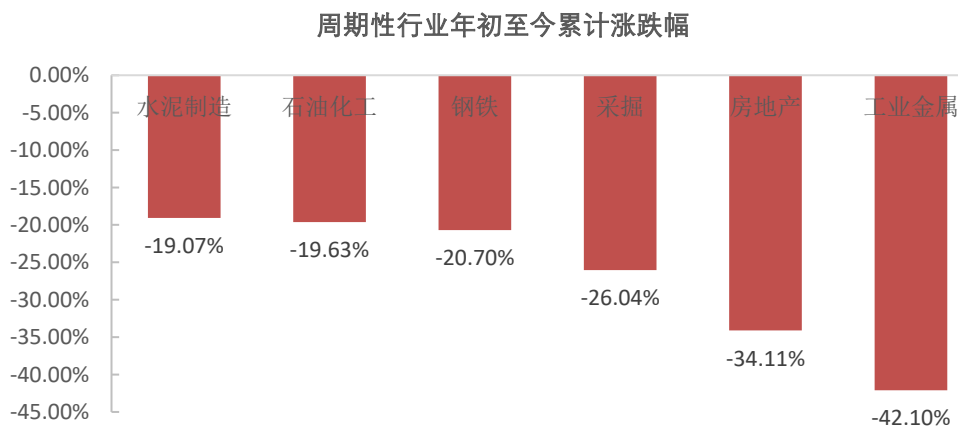
2018 年初至 10 月末，水泥指数今年下跌 19.07%，同期上证指数下跌 23.38%，水泥板块实现超额收益 4.31%，表现出较强的抗跌性，其中 8 月创下了今年水泥板块的最高超额收益 19.69%。在与石油化工、开采、房地产、钢铁以及工业金属等周期性行业的对比中，水泥板块 19.07% 的跌幅低于石油化工（-19.63%）、钢铁（-20.70%）、采掘（-26.04%）、房地产（-34.11%）以及工业金属（-42.10%），成为周期性行业中今年表现最好的品类。

图 1：年初至今水泥制造板块表现



资料来源：wind，东方证券研究所

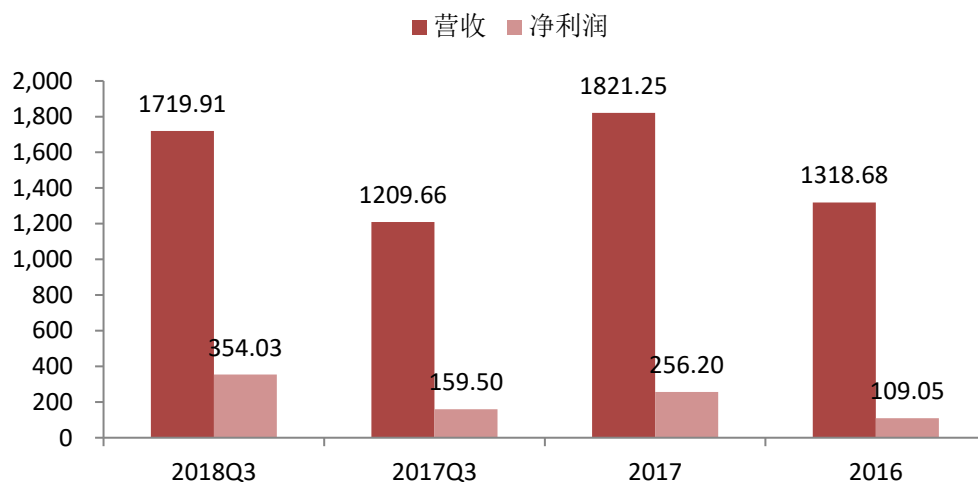
图 2：周期行业今年累计涨跌幅



资料来源：wind，东方证券研究所

**2018 年水泥企业利润增厚，行业景气延续。**2018 年三季度水泥制造企业实现收入 1719.91 亿元，较 2017 年三季度（1209.66 亿元）增长 42.18%，净利润 354.03 亿元较 2017 年三季度（159.50 亿元）增长 121.96%。2018Q3 水泥板块企业实现净利润率 20.58%，去年同期为 13.19%，净利润率增加 7.4%，高于 2017 年全年水泥板块企业净利润率增加 1.6 个百分点。

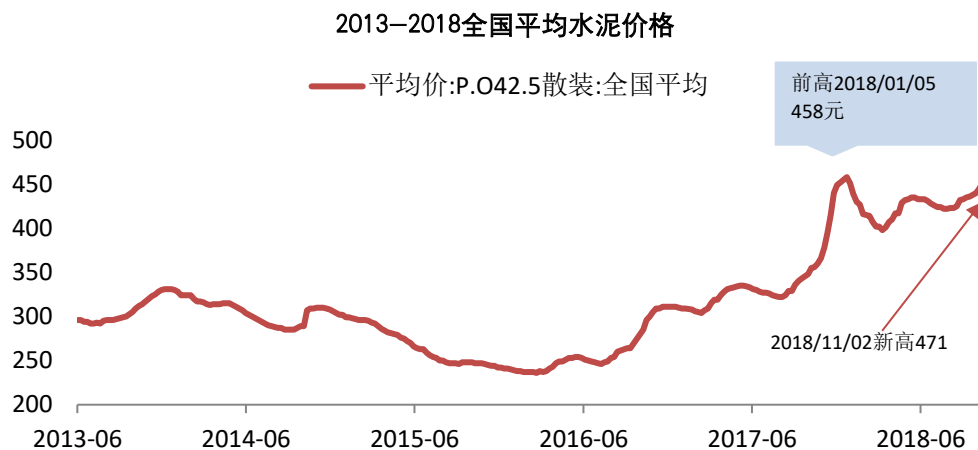
**图 3：2018 年前三季度水泥制造企业营收及净利润（单位：亿元）**



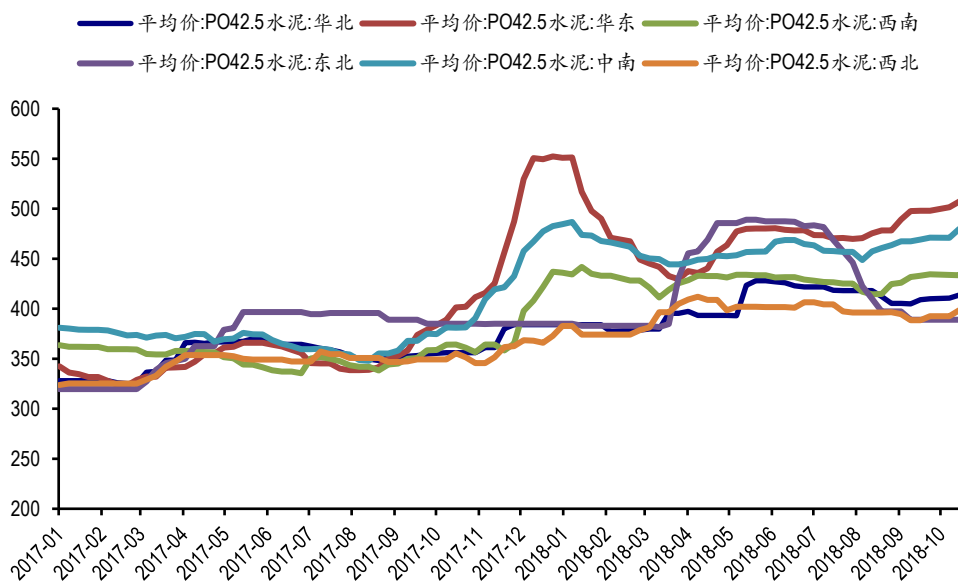
资料来源：wind，东方证券研究所

今年前三季度上市公司业绩普遍大幅增长，整体营收增速 42.18%，去年同期为 33.4%。水泥板块所有企业前三季度全部实现盈利，其中福建水泥成功扭亏，实现归母净利润 3.22 亿元，同比增长 301.2%。冀东水泥、福建水泥、四川双马以及青松建化实现 3 倍以上归母净利润的增长，行业龙头海螺水泥前三季度实现归母净利润 207.16 亿元，打破去年创出的前三季度归母净利润历史最佳。

**水泥基本面呈现两个特点：1) 水泥持续涨价，支撑全年业绩。**截至 11 月 02 日，全国高标号散装水泥平均价格为 471 元，较 2017 年初提高 161 元，超过 2018 年初的最高点 458 元，创下近五年来的新高。全国水泥均价在经历了年初的下跌以后，持续震荡走高，在 11 月初超过年初的最高点 458 元，处于近 5 年来的最高点。**分地区来看，水泥价格地区差异明显，呈现南强北弱的特点。**华东及中南地区的水泥价格显著高于全国平均价格，分别达到 527 元/吨、491 元/吨，而三北地区水泥价格均在 400 元/吨上下，低于全国均价 10% 左右。

**图 4：2013–2018 全国平均水泥价格（单位：元/吨）**


资料来源：数字水泥，东方证券研究所

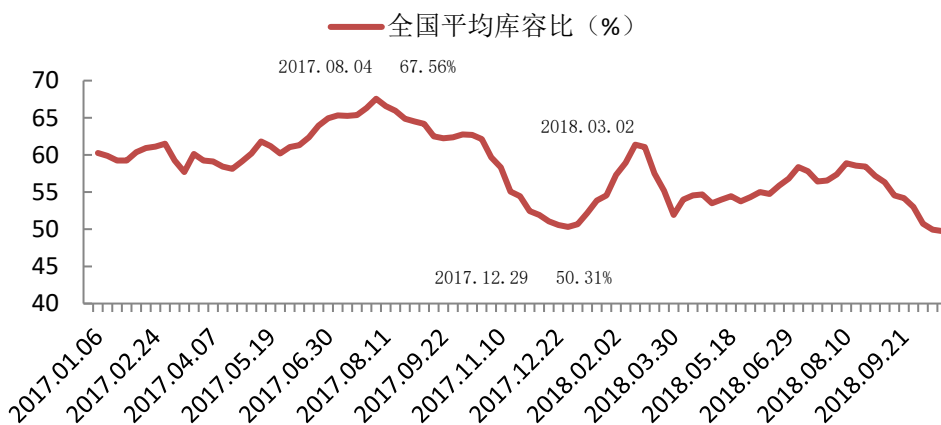
**图 5：全国各地区水泥价格（单位：元/吨）**


资料来源：数字水泥，东方证券研究所

**2) 库容比处于近 7 年历史低位。**全国库容比约为 49.75%，低于 2017 年初以来的最低值 50.31%（2017 年 12 月 15 日），并呈现下降趋势。今年水泥库容比高点出现在 3 月初的淡季达到 61.38%，显著低于去年高点 67.56%。今年环保政策趋严，夏季及日常限产政策时间维度上有所延长，空间维度上也有所推广，导致今年库容水平整体低于去年。从现公布的采暖季限产政策来看，虽然停窑限产不再“一刀切”，但总体还是趋紧的，尤其是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》将高排放产

业限制区域从京津冀及周边地区扩容到长三角一市三省，涉及城市数量从 26+2 个增加至现在的 80 个。低库存有望支撑春节前后淡季价格。低库存强有力支撑行业基本面。

**图 6：全国水泥平均库容比**

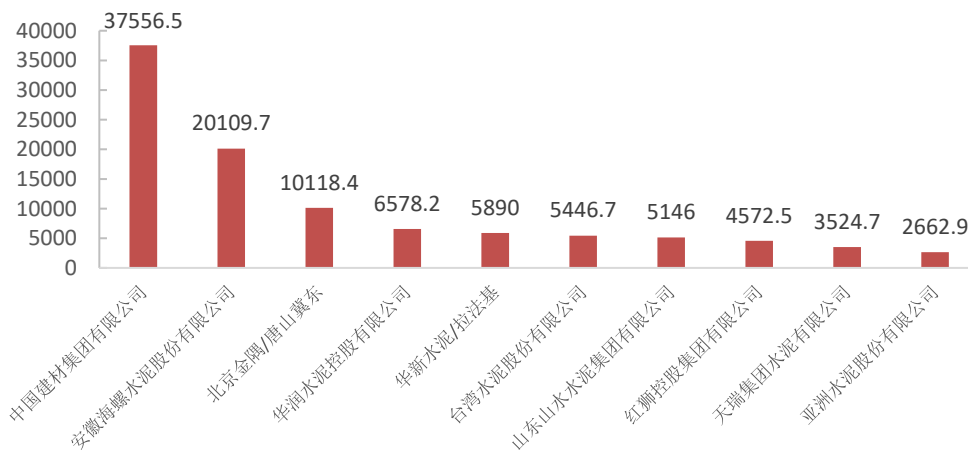


资料来源：数字水泥，东方证券研究所

**维持水泥行业高景气度的两个核心因素：**

**行业集中度高，龙头企业主导行业。**据中国水泥网数据，截至 2017 年底，水泥行业熟料产能 CR5 达到 44%，CR10 达到 55.7%。随着去除落后产能和严控新增产能双管齐下，错峰生产渐成常态化的形势下，中小落后产能将被加速淘汰，不达标企业将会退出，集中度提高，而龙头企业产品等级高，排污措施达标，供给结构的改善有利于其市场份额的逐步扩大。同时，水泥行业自发性和协同性多于其他行业，本质上是龙头集中度提高，大企业领导区域限产规划与实施。

**图 7：2017 年水泥熟料产能前十（单位：万吨）**





资料来源：中国水泥网，东方证券研究所

**供给侧改革叠加环保政策的趋严支撑今年水泥行情，并且仍将继续。**2015年7月以来，发改委已经不再批复新建产能，只会惠及个别基建薄弱区域。2015年工信部印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法规定，产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换，置换淘汰的产能数量按不低于建设项目产能的1.25倍予以核定。今年初，工信部发布《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》（工信部原〔2017〕337号），《实施办法》规定：水泥熟料项目，**除西藏地区继续执行等量置换外，其他地区全面实施减量置换**，其中：位于国家规定的环境敏感区内的建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于非环境敏感区内的建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能，减量置换力度较2015年有所增强。今年8月，工信部以及国家发改委联合下发57号文件要求：严肃水泥产能置换，跨省置换要开听证会，严禁批小上大。同时，2018年环保政策进一步收紧，《打赢蓝天保卫战三年行动计划》承接《大气十条》而发布，高排放产业限制区域不再仅仅限于京津冀及周边地区，长三角一市三省、汾渭平原等区域也将纳入。涉及城市数量从26+2个增加至现在的80个。

## 1.2 环保政策 2019 年相比 2018 年有松有紧，不再一刀切

**供给侧的核心因素是环保。**最近华东区域环保导致强制性停产直接导致了旺季价格再创历史新高，并且将扩展为常态性行为。整个这一轮水泥景气度周期下环保是最核心的因素之一，目前来看环保依旧在未来保持紧的状态。

冬季限产虽不再一刀切，但空间维度上有所推广，总体还是收紧的趋势。2017年是《大气十条》的收官之年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物（PM10）浓度下降10%以上，京津冀、长三角、珠三角等区域PM2.5分别下降25%、20%、15%左右。2018年《打赢蓝天保卫战三年行动计划》承接《大气十条》而发布，高排放产业限制区域不再仅仅限于京津冀及周边地区，长三角一市三省、汾渭平原等区域也将纳入。涉及城市数量从26+2个增加至现在的80个。今年是“错峰生产”执行的第五年，虽今年提出了冬季限产不再一刀切，对符合条件的企业进行豁免，但是参与的省区不断扩充。从最初的京津冀晋鲁豫6省区到2018年的北方15省采暖季联合错峰，再到2019年长三角地区的加入，整体而言实质上还是略紧。例如《长三角地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》除了规定2018年11月至2019年2月实行差别化错峰生产，根据月度环境空气质量预测预报结果，可适当缩短或延长错峰生产时间以外，还要求江苏省压减水泥熟料产能210万吨，浙江省压减水泥熟料产能183万吨。《京津冀及周边地区2018-2019秋冬季大气污染综合治理攻坚方案（征求意见稿）》也明确了淘汰产能规模在2000吨/日以下新型干法水泥熟料生产线，100万吨/年以下水泥粉磨站。

表 1：2019 冬季限产及往年情况对比

| 区域          | 2018-2019 年冬季<br>计划执行时间                                | 时长  | 去年执<br>行时间 | 2017-2018 年冬<br>季错峰时间                  | 2016-2017 冬季错<br>峰时间                                 | 备注       |
|-------------|--|---|------------|--|--|----------|
| <b>华北地区</b> |  |   |            |  |  |          |
| 北京市         |  |   |            |  |  |          |
| 天津市         | 2018 年 11 月 15 日<br>-2019 年 3 月 15 日                   | 4 个月  | 5 个月       | 2017 年 10 月<br>-2018 年 3 月             | 2016 年 11 月 15 日<br>-2017 年 3 月 15 日                 | 放松迹<br>象 |
| 河北省         | 唐山 2018 年 10 月<br>19 日-2019 年 3 月<br>31 日实施差异化错<br>峰生产 | 4 个月  | 4 个月       | 2017 年 11 月 15<br>日-2018 年 3 月 31<br>日 | 2016 年 11 月 15 日<br>-2017 年 3 月 16 日                 | 放松迹<br>象 |
| 山西省         | 2018 年 11 月 1 日<br>-2019 年 3 月 31 日                    | 限定时间地级市自行决定<br>停产，据说有 2 个半月，<br>有三个月不等，晋城停产<br>4 个月 | 4 个月       | 2017 年 11 月 1 日<br>-2018 年 3 月 31<br>日 | 2016 年 12 月 1 日<br>-2017 年 3 月 15 日                  | 放松迹<br>象 |
| 内蒙古         | 2018 年 11 月 15 日<br>-2019 年 3 月 15 日                   | 4 个月  | 4 个月       | 2017 年 11 月 15<br>日-2018 年 3 月 15<br>日 | 2016 年 11 月 15 日<br>-2017 年 3 月 16 日                 | 不变       |
| <b>东北地区</b> |  |   |            |  |  |          |
| 辽宁省         | 2018 年 11 月 1 日<br>-2019 年 3 月 31 日                    | 5 个月  | 5-6 个<br>月 | 2017 年 11 月 1 日<br>-2018 年 4 月 15<br>日 |  | 放松迹<br>象 |
| 吉林省         | 2018 年 11 月 1 日<br>-2019 年 3 月 31 日                    | 5 个月，视情况决定是否<br>增加一个月                               | 5 个月       | 2017 年 11 月 1 日<br>-2018 年 3 月 31<br>日 | 2016 年 11 月 15 日<br>-2017 年 3 月 16 日，<br>其中辽南 12 月中停 | 意向收<br>紧 |
| 黑龙江         | 2018 年 10 月 20 日<br>-2019 年 4 月 20 日                   | 6 个月  | 5 个月       | 2017 年 11 月 1 日<br>-2018 年 3 月 31<br>日 | 2016 年 11 月 15 日<br>-2017 年 3 月 11 日                 | 收紧       |
| <b>华东地区</b> |  |   |            |  |  |          |
| 上海市         |  |   |            |  |  |          |
| 江苏省         | 徐州除符合差别化<br>错峰生产条件的，建<br>材行业采暖季全部<br>实施停产              |   |            | 2017 年 11 月<br>-2017 年 12 月            |  |          |
| 浙江省         | 2018 年 11 月 1 日至<br>2019 年 2 月 28 日                    | 4 个月  |            |  | 春节 2017 年 1 月 10<br>日-2017 年 2 月 15<br>日             | 收紧       |
| 安徽省         | 芜湖 2018 年 9 月 1<br>日至 2019 年 3 月 31                    | 7 个月轮产  |            |  |  | 收紧       |

|             | 日轮产                                   |                               |     |                          |  |      |
|-------------|---------------------------------------|-------------------------------|-----|--------------------------|--|------|
| 福建省         |                                       |                               |     |                          | 2016年10月-2017年3月停40天                     |      |
| 江西省         |                                       |                               |     |                          |  |      |
| 山东省         | 2018年11月15日-2019年3月15日                | 最短不少于2个月，必须包含2018年12月及2019年1月 | 4个月 | 2017年11月15日至2018年3月15日期间 | 2016年12月15日-2017年3月15日，通道城市停4个月，其余城市停3个月 | 倾向放松 |
| <b>中南地区</b> |                                       |                               |     |                          |  |      |
| 河南省         | 2018年11月15日-2019年3月15日                | 4个月（1-2月有豁免比例）                | 4个月 | 2017年11月15日至2018年3月15日   |  | 放松迹象 |
| 湖北省         |                                       |                               | 90天 | 每条熟料线停窑90天               | 2017年计划停窑100-110天                        |      |
| 湖南省         | 长沙市2018年10月16日-2019年3月15日实施错峰生产和差别化管理 |                               |     |                          | 原则上不少于100天                               |      |
| 广东省         |                                       |                               |     |                          | 2017年淡季停40-45天，其中一季度停20天                 |      |
| 广西区         |                                       |                               |     |                          | 2017年淡季停40-45天，其中一季度停21天                 |      |
| 海南省         |                                       |                               |     |                          |  |      |
| <b>西南地区</b> |                                       |                               |     |                          |  |      |
| 重庆市         |                                       |                               |     | 2017年11月-12月             |  |      |
| 四川省         | 2018年11月-2019年2月                      | 4个月                           | 4个月 | 2017年11月-2018年2月         | 2016年年底前每月停10天                           | 不变   |
| 贵州省         | 黔中地区9月至11月停至少30天，11月15日以后停不少于15天      | 45天以上                         | 10天 | 四季度每条生产线停10天             |  | 收紧   |
| 云南省         |                                       |                               |     |                          |  |      |
| 西藏区         |                                       |                               |     |                          |  |      |
| <b>西北地区</b> |                                       |                               |     |                          |  |      |
| 陕西省         | 2018年11月15日-2019年3月15日                | 4个月                           | 4个月 | 2017年11月15日至2018年3月15日   | 2016年12月1日-2017年3月10日                    | 不变   |

|     |                           |       |            |                            |                            |    |
|-----|---------------------------|-------|------------|----------------------------|----------------------------|----|
| 甘肃省 | 2018年11月1日<br>-2019年3月10日 | 90天   | 90天        | 2017年11月1日<br>至2018年3月15日  | 2016年12月15日<br>-2017年3月31日 | 不变 |
| 青海省 | 2018年12月6日<br>-2019年4月5日  | 4个月   | 4个月        | 2017年12月1日<br>至2018年3月31日  | 2016年12月15日<br>-2017年3月31日 | 不变 |
| 宁夏区 | 2018年12月1日<br>-2019年3月10日 | 123天  | 123天       | 2017年12月10日<br>至2018年3月20日 | 2016年12月20日<br>-2017年3月10日 | 不变 |
| 新疆区 | 2018年11月1日<br>-2019年7月1日  | 4-7个月 | 最长6<br>个半月 | 2017年11月1日<br>至2018年5月16日  | 2016年11月1日<br>-2017年3月31日  | 收紧 |

资料来源：各省市网站，东方证券研究所

除了秋冬季限产，2018年夏季错峰以及日常限产已经成为常态。日常限产日渐频繁，短期内可改变地区内供需状况。例如，11月初长三角地区突发性限产叠加四季度传统旺季的开启，沿江熟料价格大幅上调50元/吨。

表 2：2019 冬季限产各城市情况

| 地区 | 省份   | 城市  | 具体措施   | 2017 举措  | 备注 |
|----|--|-----|--|--|----|
| 河北 |  | 唐山  | 在 2018 年 3 月 16 日至 11 月 14 日，水泥窑限产 30%(按设计产能计算)。<br>水泥粉磨站限产 30%(按生产天数计算)，共 20 天。 | 冀中南地区夏季<br>停窑 10 天，秦皇<br>岛因旅游发展大<br>会影响 7 月 15 日<br>至 7 月 24 日停窑<br>10 天，7 月 6 日<br>-7 月 25 日，8 月<br>8 日-8 月 17 日全<br>省停窑合计 30<br>天。 | 放松 |
|    |  | 邯郸  | 2018 年 4 月 1 日起至 11 月 15 日，水泥限产比例 20%左右。   |  |    |
|    |  | 石家庄 |  |  |    |
|    |  | 邢台  | 冀中南地区 5 月 25 日 0 点至 6 月 13 日 24 点停窑 20 天，共计停窑 20 天                               |  |    |
| 华北 |  | 全省  | 河北全省水泥熟料企业自 8 月 10 日 0 时至 8 月 20 日 0 时实施停窑限产，<br>共 10 天                          |  |    |
|    |  | 太原  |  |  |    |
| 山西 |  | 大同  | 2018 年 7 月 5 日~7 月 24 日，所有水泥熟料生产线(含特种水泥，不含粉磨<br>站)施行夏季错峰生产，共 20 天                | 6 月 26 日-7 月 5<br>日，7 月 26 日-8<br>月 4 日，8 月 26   | 收紧 |
|    |  | 阳泉  |  |  |    |
|    |  | 长治  |  |  |    |
|    |  | 晋城  | 2018 年 7 月 15 日~8 月 3 日，所有水泥熟料生产线(含特种水泥，不含粉磨<br>站)施行夏季错峰生产，共 20 天                | 日-9 月 4 日，共<br>计 30 天  |    |
|    |  | 朔州  |  |  |    |
|    |  | 晋中  |  |  |    |
| 运城 |  |     |  |  |    |
| 忻州 | 2018 年 7 月 25 日~8 月 13 日，所有水泥熟料生产线(含特种水泥，不含粉 |     |  |  |    |

|    |          |   |  |    |
|----|----------|---|--|----|
|    | 吕梁<br>临汾 | 磨站)施行夏季错峰生产,共20天  |  |    |
|    | 全省       | 4月26日-5月15日,6月26日-7月15日,9月21日-10月10日,共计60天  |  |    |
|    | 内蒙<br>古  | 2018年5月16日起执行水泥行业夏秋季错峰停产,每隔一月停一次,时间为30天,旺季总体停窑时间为80-100天,直到冬季错峰生产开始   | 7月1日-8月31日停窑时间需达40天以上                      | 收紧 |
|    | 黑龙江      |   | 7、8月各停15天,共计30天                            | 收紧 |
|    | 吉林       |   | 7、8月各停15天,共计30天                            | 收紧 |
| 东北 | 全省       | 6月1日至6月15日错峰停窑,计划7至9月份,每月停窑15天  | 7、8月各停15天,共计30天                            |    |
|    | 辽宁       |   | 7、8月各停15天,共计30天,辽南、辽西每月停10天                | 收紧 |
|    | 江苏       | 区域各水泥生产企业在6月10日~7月31日进行停产。<br>南京5月23日至5月29日因公共事件停窑7天<br>江苏徐州5月26日淮海中联窑磨停产,徐州中联将在6月1日停产,总停产时间预计在15天左右  | 6月24日-7月30日,共计20天                          | 收紧 |
|    | 安徽       | 因二季度空气污染物排放总量不达标,季度末加强排放管控。6月25日起区域内多数窑线全部停产至六月底<br>2018年9月5日14:30至9月11日14:30,重点开展水泥等高排放工业企业错峰调控力度,要求错峰期间,水泥窑限产50%,按设计产能核算停产线或采取轮产排班;市区(不含县)水泥粉磨站限50% | 环巢湖每条熟料自主安排停窑检修10天                         | 收紧 |
| 华东 | 铜陵       | 因离取水口较近,铜陵码头停止作业,铜陵海螺3条熟料生产线(占铜陵海螺1500万吨年熟料总产能的58%)被迫停产。  |  |    |
|    | 全省       | 据市场消息,三季度停窑20天。   |  |    |
|    | 山东       | 5月20日停产至6月20日前后,停产周期大概一个月。  | 主导企业8月6日-8月15日停10天,通道城市6月26日起停10天,其他地区停20天 | 收紧 |
|    | 全省       | 自2018年6月1日至20日,全省水泥熟料生产企业错峰停窑;8月17日至9月5日期间,山东全省熟料企业错峰停窑,总计40天。  |  |    |

|  |  |  |   |  |          |
|--|--|--|---|--|----------|
|  |  |  | 全省水泥熟料生产线年度停窑错峰生产时间原则上不少于 55 天。其中春节期间(2-3 月份)不少于 35 天, 夏季酷暑不少于 10 天, 环境敏感期不少于 10 天。   | 6 月 1 日-8 月 20 日平均每条窑线停 10 天                     | 收紧       |
|  |  |  | 从春节前至 8 月 30 日, 分 2 阶段, 43 台窑每台窑停 60 天。   | 6 月 12 日-7 月 11 日停窑检修 10 天                       | 收紧       |
|  |  |  | 一季度不少于 35 天, 二季度 15 天。  | 二季度停 25 天, 三季度停 25 天                             | 放松       |
|  |  |  | 湖南受环保影响, 二季度停产 15 天(自行安排)   |  |          |
|  |  |  | 《2018 年湖北省水泥企业错峰生产计划汇总表》中, 约 80%的生产线停窑需超过 60 天, 全年每条窑的停产时间超过 70 天, 非冬季错峰的停产天数达到平均 30 天以上。   | 8-9 月不少于 20 天                                    | 放松       |
|  |  |  | 分四个时段实施停产, 第一时段: 6 月 1 日至 30 日; 第二时段: 9 月 1 日至 30 日; 第三时段: 12 月 1 日至次年 1 月 31 日(承担危险废物处置的生产线 12 月停产); 2019 年 3 月 1 日至 3 月 31 日      | 6 月 11 日-6 月 30 日停 20 天, 7 月 26 日-8 月 10 日停 15 天 | 放松       |
|  |  |  | 2 月 1 日至 2 月 28 日每条生产线分别停窑 10 天, 3 月 1 日至 4 月 30 日每条生产线分别停窑 10 天; 5 月 1 日至 7 月 31 日每条生产线分别停窑 10 天, 8 月 1 日至 9 月 30 日每条生产线分别停窑 10 天。 | 6-8 月停窑检修 10 天                                   | 不变       |
|  |  |  | 错峰生产全年不少于 100 天, 6-8 月不少于 30 天  | 6 月停 7 天, 7-8 月停 15 天, 合计 22 天                   |          |
|  |  |  | 水泥生产线 6-8 月错峰停窑时间不少于 30 天   |  |          |
|  |  |  | 1-2 月停窑 20 天, 6-8 月停窑 35 天, 11-12 月停窑 20 天, 其他时段错峰停窑 35 天   | 都市功能核心区 45 天, 其余地区 35 天                          | 放松       |
|  |  |  | 1-2 月停窑 15 天, 6-8 月停窑 30 天, 11-12 月停窑 15 天, 其他时段错峰停窑 25 天   |  |          |
|  |  |  | 黔中地区所有水泥熟料生产线错峰生产 9 月至 11 月累计不少于 30 天, 其中 9 月 30 日以前为第一阶段错峰停窑时间不少于 15 天/条, 11 月 15 日以前为第二阶段错峰停窑时间不少于 15 天/条。                        | 三季度每条熟料停窑 20-30 天                                | 不变       |
|  |  |  | 夏季错峰生产时间为 6 月 1 日至 8 月 31 日。其中, 水泥(含特种水泥, 不含粉磨站)行业实施限产 30%左右, 以设计生产能力核算   | 5 月 20 日-7 月 20 日期间停 30 天                        | 倾向<br>放松 |
|  |  |  | 自 2017 年 12 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日期间, 累计停窑 120 天。剩余 30 天在 2018 年 7 月 1 日至 2018 年 9 月 30 日期间, 根据市场需求状况确定停窑时间。                        | 无  | 收紧       |

资料来源: 各省市网站, 东方证券研究所

### 1.3 供给不存在大规模投放的基础, 边际冲击很小

2015年7月以来，发改委几乎不再新批复新增产线，加上环保趋严的限制行业已不存在新增大规模投放的基础，这一点是这一轮水泥周期同上一次最大的不同。除极个别地区如西藏、贵州、四川、云南等地，其余地区几乎无法得到发改委的新增批文；同时淘汰落后产能，2017年2月，环保部等五部委在水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查中发现，全国仍有使用国家明令淘汰的落后工艺和设备的水泥熟料企业19家，产能433万吨；水泥粉磨企业70家，产能2058.7万吨。根据督查结果，国务院要求各地整改落实落后产能淘汰不彻底的工作，严肃查处企业违法行为，每年继续做减法。根据中国水泥网统计，自2011年以来，年度新增熟料产能连年递减，尤其自2015年以来，水泥熟料新增产能相对于总产能来说增幅有限。今年新增产能非常少，未来几年处西部外也几乎没有新增产能，并且近几年新增产线多分布在西部区域。

**表 3：2008—2018 年年度新增产能情况**

| 年份   | 新型干法新增生产线（条） | 新型干法熟料新增产能（亿吨） | 累计产能（亿吨） | 供给增量冲击 |
|------|--------------|----------------|----------|--------|
| 2008 | 120          | 1.51           | 7.62     | 19.82% |
| 2009 | 176          | 2.20           | 9.57     | 22.99% |
| 2010 | 211          | 2.57           | 12.16    | 21.13% |
| 2011 | 166          | 1.90           | 14.35    | 13.24% |
| 2012 | 124          | 1.65           | 15.98    | 10.33% |
| 2013 | 72           | 0.95           | 16.96    | 5.60%  |
| 2014 | 56           | 0.70           | 17.48    | 4.00%  |
| 2015 | 26           | 0.35           | 17.79    | 1.97%  |
| 2016 | 20           | 0.27           | 18.05    | 1.50%  |
| 2017 | 13           | 0.20           | 18.25    | 1.10%  |

资料来源：中国水泥网，东方证券研究所

**表 4：2016—2018 新点火水泥生产线（仅限媒体公布）**

| 省份 | 公司项目名称                                 | 设计产能（T/D） | 投产时间       |
|----|--|-----------|------------|
| 广西 | 广西恒庆建材新型干法熟料水泥技改项目                     | 4000      | 2018.09.28 |
| 甘肃 | 兰州甘草环保建材股份有限公司                         | 5000      | 2018.08.25 |
| 西藏 | 华新水泥（西藏）山南三线                           | 3000      | 2018.08.20 |
| 山西 | 山西晋兴奥隆建材                               | 4500      | 2018.08.13 |
| 贵州 | 贵州昊龙胜境建材（一期）                           | 4500      | 2018.03.28 |
|    | 2018 年合计                               | 21000     |            |
| 广西 | 华润水泥（合浦）项目一期                           | 4500      | 2017.11.28 |
| 广东 | 塔牌集团 600 万吨水泥项目一期                      | 10000     | 2017.11.11 |
| 贵州 | 盘县昊龙胜境化建水泥厂日产 2×4500 吨水泥熟料生产线及辅助配套设施项目 | 2*4500    | 2017.06.05 |
|    | 2017 年合计                               | 23500     |            |
| 湖北 | 北谷城宝天曼新型材料有限公司高岭土综合利用项目                | 5000      | 2016.11.08 |
| 河北 | 承德金隅水泥项目                               | 4000      | 2016.09.19 |
| 广东 | 华润水泥（封开）项目                             | 4500      | 2016.06.28 |

|    |                              |       |            |
|----|------------------------------|-------|------------|
| 广西 | 广西东泥天等水泥熟料新型干法水泥生产线项目        | 4000  | 2016.06.06 |
| 广西 | 都安西江鱼峰水泥珠西经济带大型水泥项目          | 6000  | 2016.05.31 |
| 湖北 | 葛洲坝当阳水泥熟料新型干法水泥生产线项目         | 4500  | 2016.05.02 |
| 湖北 | 葛洲坝松滋水泥有限公司环保节能新型干法水泥熟料生产线项目 | 6500  | 2016.04.12 |
| 贵州 | 红狮控股贵州茂鑫水泥生产线项目              | 4500  | 2016.01.15 |
|    | 2016 年合计                     | 39000 |            |

资料来源：数字水泥，东方证券研究所

**表 5：未来预计新增生产线**

| 省份  | 公司项目名称                   | 设计产能<br>(T/D) | 投产时间                            |
|-----|--------------------------|---------------|---------------------------------|
| 广西  | 北流路宝水泥                   | 2*4500        | 2018.08.07 筒体顺利合龙，预计年底投产（玉林广播网） |
|     | 广西合山虎鹰建材有限公司             | 5000          | 计划 2018.08 点火，实际未点火             |
| 湖北  | 华新水泥（阳新）（减量置换）           | 9000          | 预计 2019 年底                      |
| 西藏  | 海螺水泥（八宿）                 | 2500          | 2018.03.26 签约                   |
|     | 拉萨城投祁连山                  | 4000          | 2017.12.25 批复                   |
| 云南  | 云南华宁玉珠水泥                 | 5000          | 预计 12 月底建成                      |
|     | 云南易门大椿树水泥                | 4000          | 预计 2019 年底                      |
|     | 云南壮山实业股份有限公司             | 4500          | 2018.01.12 开工，预计 1 年建成          |
| 江西  | 江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂（异地技改） | 2*5100        | 2018.01.23 公告，预计两年建成            |
|     | 江西德安万年青（减量置换）            | 6600          | 2018.01.24 公告，预计两年建成            |
| 陕西  | 中材汉江水泥（减量置换）             | 4500          | 预计 2019 年底                      |
| 黑龙江 | 牡丹江北方远东水泥                | 5000          | 预计 2020 年初                      |
| 浙江  | 湖州槐坎南方水泥（减量置换）           | 7500          | 预计 2019 年底                      |

资料来源：数字水泥，东方证券研究所

**表 6：年度减少产能**

|     | 公司项目名称     | 设计产能      | 关停时间                         |
|-----|------------|-----------|------------------------------|
| 江苏  | 江苏联合水泥     | 100 万吨    | 2018.09.20 拆除                |
| 内蒙古 | 内蒙古蒙西水泥    | 5000t/d   | 2018.02.11 关停，2018 年 12 月底拆除 |
| 新疆  | 新疆金龙水泥有限公司 | 1500t/d   | 2018 年 1 月关停，2018 年 12 月底拆除  |
| 陕西  | 中材汉江水泥     | 2000t/d   | 2019 年底                      |
| 陕西  | 中材汉江水泥     | 2500t/d   | 2019 年底                      |
| 甘肃  | 兰州红谷祁连山    | 2*1000t/d | 2018 年底                      |
|     | 甘谷祁连山      | 1000t/d   | 2018 年底                      |
|     | 夏河祁连山安多水泥  | 1000t/d   | 2018 年底                      |
| 黑龙江 | 牡丹江北方水泥    | 2000t/d   | 2020 年初                      |



|    |          |           |                     |
|----|----------|-----------|---------------------|
| 浙江 | 牡丹江天马水泥  | 1500t/d   | 2020 年初             |
|    | 湖州南方水泥   | 2*4000t/d | 2019 年底关停，2020 年底拆除 |
|    | 湖州煤山南方水泥 | 2*2000t/d | 2019 年底关停，2021 年底拆除 |

资料来源：数字水泥，东方证券研究所

今年初，工信部发布《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》（工信部原〔2017〕337号），《实施办法》规定：水泥熟料项目，除西藏地区继续执行等量置换外，其他地区全面实施减量置换，其中：位于国家规定的环境敏感区内的建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于非环境敏感区内的建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能。与2015年的《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》（工信部产业〔2015〕127号）相比，新的《实施办法》加大了减量置换力度，对用于置换的产能限定更加严格，但仍允许跨省产能置换。近年来，由于行业效益明显好转，导致无效产能死灰复燃，同时也存在批小建大和重复置换等问题。根据数字水泥网统计，今年以来，已公示水泥熟料产能置换项目共有14个，其中跨省置换有7个。产能置换给行业带来的产能过剩加剧的隐患引起政府主管部门和行业的高度关注。由工业和信息化部公布的2018年在建生产线名单可以看出，在建的生产线项目主要位于云南、宁夏及四川等中西部地区，东部地区几乎无新建生产线。

**表 7：工业和信息化部原材料工业司公式各省市在建生产线清单**

| 省份 | 企业名称                | 产能      |
|----|---------------------|---------|
| 云南 | 明良汇江水泥制造有限公司        | 2500t/d |
|    | 昆明崇德水泥有限公司          | 4000t/d |
|    | 富源远东金源水泥有限责任公司      | 2500t/d |
|    | 威信德云建材有限责任公司        | 2500t/d |
|    | 彝良县茅坪水泥厂            | 2500t/d |
|    | 景谷红狮水泥有限公司          | 3000t/d |
|    | 云南易门大椿树水泥有限责任公司     | 4000t/d |
|    | 云南省活发集团刘总旗水泥有限公司    | 5000t/d |
|    | 华宁玉珠水泥有限公司          | 5000t/d |
|    | 云南壮山实业股份有限公司        | 4500t/d |
|    | 绿春县共达水泥有限公司         | 2100t/d |
|    | 祥云建云水泥有限公司          | 3000t/d |
|    | 祥云建云水泥有限公司          | 4750t/d |
|    | 云南红塔滇西水泥股份有限公司宾川分公司 | 6000t/d |
| 宁夏 | 宁夏金昱元广拓能源有限公司       | 2500t/d |
|    | 宁夏新太阳山水泥有限公司        | 4500t/d |
| 四川 | 巴塘卓帆水泥有限责任公司        | 2500t/d |
|    | 四川盐边西南水泥有限公司        | 2500t/d |
| 安徽 | 芜湖南方水泥有限公司          | 4500t/d |

资料来源：工信部，东方证券研究所

据统计 2017 年湖北、湖南、云南、陕西、黑龙江、福建、贵州、内蒙古、宁夏等省自治区发布近 30 家水泥企业产能置换方案涉及新建熟料生产线 26 条，产能合计 3422 万吨，共淘汰水泥产能 3533 万吨，去产能 111 万吨。分地区来看，仅有东北、西南地区水泥熟料出现净增加，而这些净增加的产能均是通过产能异地减量置换而来。其中，冀东水泥黑龙江有限公司新增的 216 万吨产能是通过退出北京地区的金隅顺发、金隅平谷等 5 家公司共计 218 万吨产能而来；位于西藏的西藏城投祁连山 120 万吨产能是通过退出甘肃地区红古、甘谷、夏河祁连山共计 129 万吨产能置换而来。

### 1.4 基建需求改善可期，补短板今年下半年已初显端倪

固定资产投资同水泥需求直接相关，水泥产量几乎就是水泥需求。今年 1-9 月，广东、四川、江苏、山东、安徽累计水泥产量领先，分别为 1.12 亿吨、1.02 亿吨、1.01 亿吨、0.98 亿吨、0.93 亿吨。今年贵州、福建、广西固定资产投资增速全国领先，1-9 月累计增速分别为 16.3%、13.2%、11.2%，同其对应水泥产量增速为 7.21%、9.9%、8.11%，而全国平均水平仅为 1.02%。

表 8：全国各省市水泥产量及固定资产投资增速对比（截至 9 月）

|      | 1-9 月累计产量<br>(万吨) | 同比增长<br>(%) | 占全国<br>比重 (%) | 固定资产投资累<br>计同比 (%) | 产量<br>增速排名 | 固定资<br>产投资<br>增速排名 |
|------|-------------------|-------------|---------------|--------------------|------------|--------------------|
| 全国   | 158,250.20        | 1.02        |               | 5.40               |            |                    |
| 华北地区 | 12,371.26         | -4.05       | 7.82          |                    |            |                    |
| 北京市  | 290.61            | 9.59        | 0.18          | -6.70              | 5          | 26                 |
| 天津市  | 441.02            | 40.34       | 0.28          | -14.20             | 1          | 28                 |
| 河北省  | 6,476.03          | -5.39       | 4.09          | 5.90               | 24         | 17                 |
| 山西省  | 2,851.18          | 3.49        | 1.80          | -1.60              | 15         | 23                 |
| 内蒙古  | 2,312.43          | -14.81      | 1.46          | -32.70             | 27         | 30                 |
| 东北地区 | 5,478.45          | -9.15       | 3.46          |                    |            |                    |
| 辽宁省  | 2,990.23          | 4.51        | 1.89          | 4.80               | 14         | 20                 |
| 吉林省  | 1,019.78          | -22.02      | 0.64          | 0.90               | 31         | 22                 |
| 黑龙江  | 1,468.44          | -21.10      | 0.93          | -3.70              | 29         | 24                 |
| 华东地区 | 51,067.72         | 1.84        | 32.27         |                    |            |                    |

|      |           |        |       |        |    |    |
|------|-----------|--------|-------|--------|----|----|
| 上海市  | 304.09    | 2.22   | 0.19  | 6.90   | 17 | 15 |
| 江苏省  | 10,147.65 | -6.18  | 6.41  | 5.60   | 26 | 19 |
| 浙江省  | 8,818.39  | 15.21  | 5.57  | 6.90   | 3  | 16 |
| 安徽省  | 9,327.38  | 1.59   | 5.89  | 11.90  | 18 | 3  |
| 福建省  | 6,343.81  | 9.90   | 4.01  | 13.20  | 4  | 2  |
| 江西省  | 6,371.51  | 5.46   | 4.03  | 11.30  | 11 | 4  |
| 山东省  | 9,754.90  | -6.05  | 6.16  | 5.80   | 25 | 18 |
| 中南地区 | 44,693.21 | 2.45   | 28.24 |        |    |    |
| 河南省  | 8,068.64  | -1.70  | 5.10  | 8.30   | 19 | 13 |
| 湖北省  | 7,661.71  | -3.36  | 4.84  | 10.90  | 21 | 7  |
| 湖南省  | 7,878.22  | 2.76   | 4.98  | 10.00  | 16 | 11 |
| 广东省  | 11,274.31 | 5.28   | 7.12  | 10.20  | 12 | 10 |
| 广西区  | 8,356.27  | 8.11   | 5.28  | 11.20  | 6  | 5  |
| 海南省  | 1,454.07  | 5.24   | 0.92  | -13.10 | 13 | 27 |
| 西南地区 | 32,130.71 | 7.16   | 20.30 |        |    |    |
| 重庆市  | 4,642.73  | 6.68   | 2.93  | 7.20   | 9  | 14 |
| 四川省  | 10,208.89 | 7.77   | 6.45  | 10.60  | 7  | 8  |
| 贵州省  | 8,137.11  | 7.21   | 5.14  | 16.30  | 8  | 1  |
| 云南省  | 8,446.21  | 5.93   | 5.34  | 10.40  | 10 | 9  |
| 西藏区  | 695.77    | 16.81  | 0.44  | 9.40   | 2  | 12 |
| 西北地区 | 12,508.85 | -10.51 | 7.90  |        |    |    |
| 陕西省  | 4,463.43  | -5.02  | 2.82  | 11.00  | 23 | 6  |
| 甘肃省  | 2,903.27  | -4.75  | 1.83  | -6.10  | 22 | 25 |
| 青海省  | 1,046.43  | -2.54  | 0.66  | 4.30   | 20 | 21 |
| 宁夏区  | 1,337.03  | -21.17 | 0.84  | -19.10 | 30 | 29 |
| 新疆区  | 2,758.69  | -20.29 | 1.74  | -42.90 | 28 | 31 |

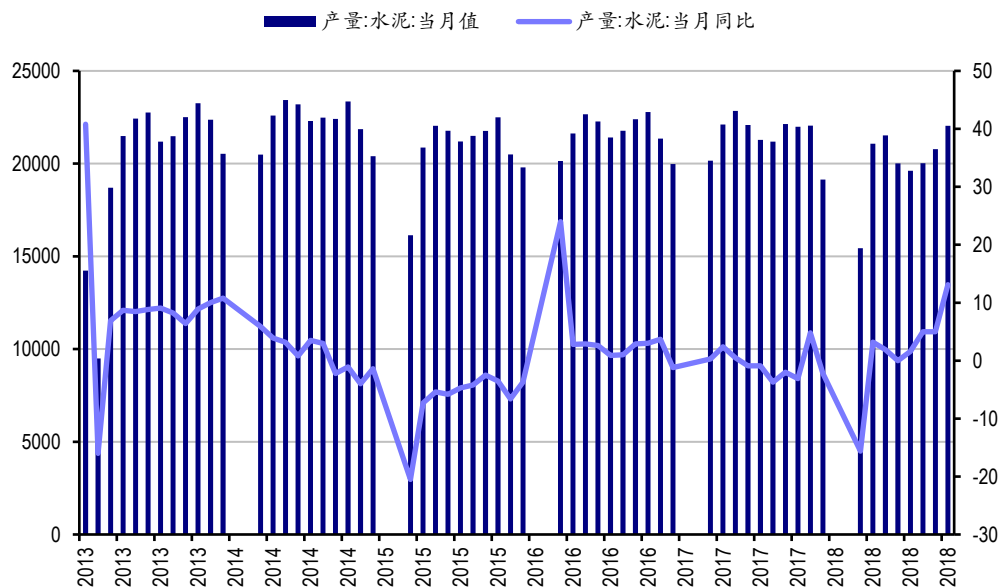
资料来源：数字水泥，东方证券研究所

国务院总理李克强 7 月 23 日主持召开国务院常务会议，部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。会议要求保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，根据形势变化相机预调微调、定向调控，应对好外部环境不确定性，保持经济运行在合理区间。财政金融政策要协同发力，更有效服务实体经济，

更有力服务宏观大局。同时，加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。723 国常会明确了通过补短板推动有效投资的政策方向，其具体举措有三，一是要调动民间投资的积极性，二是要保证地方政府专项债的发行和使用，三是要建设和储备一批重大项目。更加积极的财政政策以及更加稳定的用于基础设施建设的地方政府债的发行，或使基建相关行业受益。

2018 年 10 月，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确，要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。基础设施的建设重点在于交通，在铁路领域，要以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，同时，推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设。公路、水运领域，加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和对“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目。机场领域，加快北京大兴国际机场建设，重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建。基建需求有加速的趋势，同时我们判断大概率今年二三季度是近年的低点。通过近两个月水泥产量的观察，水泥产量 8-10 月快速增长，8、9 月单月产量同比增长 5%，10 月加速到 13.1%，印证了基建加速启动的势头。

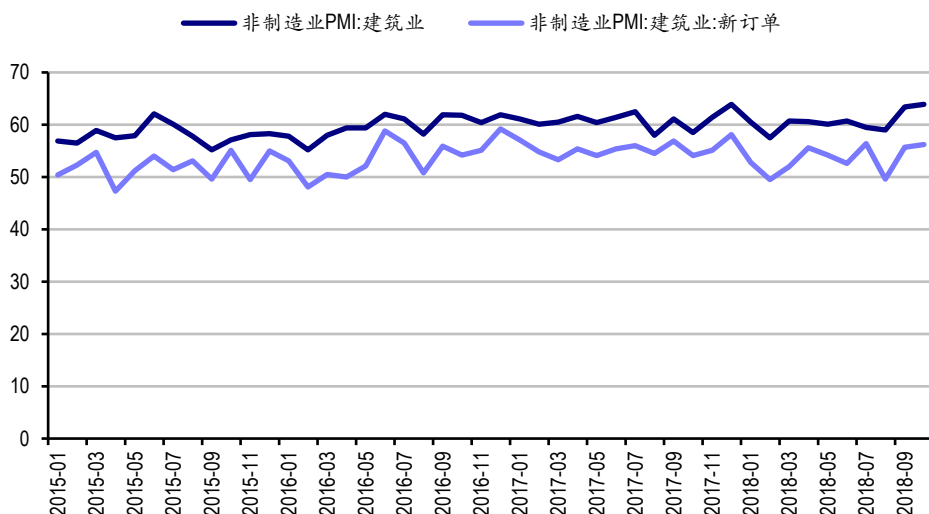
图 8：全国水泥当月 产量以及增速（单位：万吨）



资料来源：数字水泥，东方证券研究所

建筑业商业景气度指数已经创近三年的新高，反应除了良好的势头，上面水泥需求，固定资产投资以及建筑业新订单都能相互印证。所以我们判断明年基建大概率会企稳。

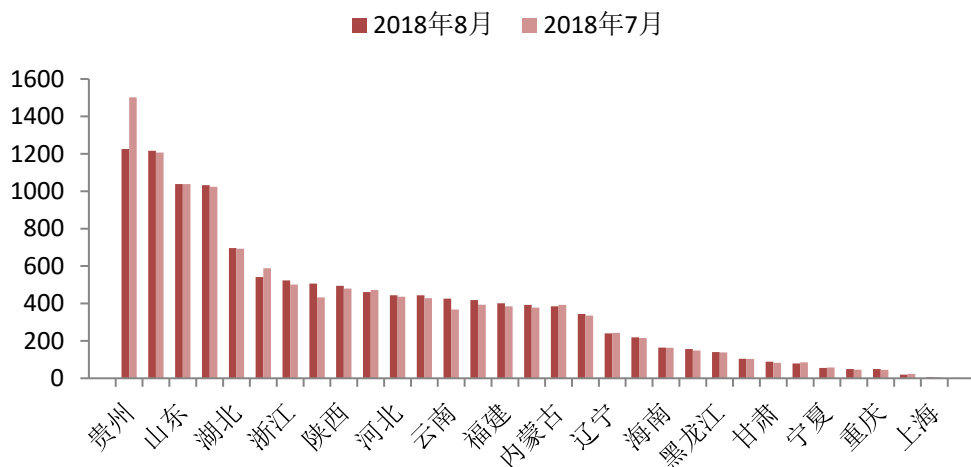
图 9：建筑业 PMI 以及建筑业新订单指数



资料来源：统计局，东方证券研究所

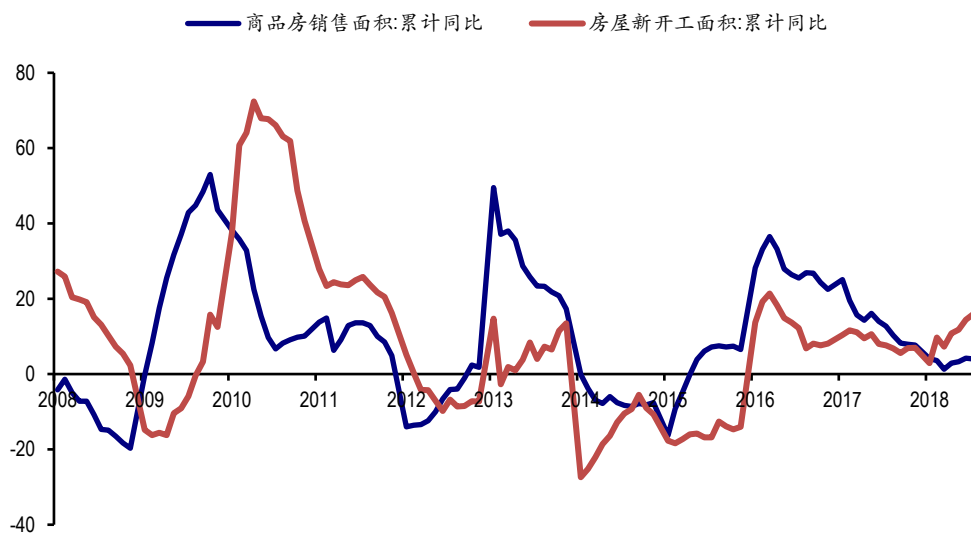
从 PPP 模式看观察区域基建。PPP 在基建领域较为常见，截至今年 8 月末，交通运输、市政工程、旅游合计投入 80168 亿元，占总投资额的 47%。PPP 模式不断成熟，全国已入库项目 12370 个，累计投资额 17.2 亿元，PPP 项目落地率 51.2%，较今年年初增长 11 个百分点。

西南地区 PPP 应用热度高。入库项目数前五分别是贵州、四川、山东、河南、湖北。PPP 融资模式可以使民营资本更多地参与到项目中，以提高效率，降低风险。通过对比各省市 PPP 活跃度与固定资产投资累计增速我们可以发现，PPP 较为活跃的省市其固定资产投资增速也较快，例如贵州 8 月份 PPP 项目入库总数为 1226 个，位居所有省市第一，其 1-9 月份固定资产投资累计增速为 16.3%，同样位列各省市第一位，同时，贵州省 1-9 月份水泥累计产量同比增长 7.21%，大幅高于全国平均增速 1.02%。

**图 10：全国各省市 PPP 入库项目数**


资料来源：财政部，东方证券研究所

房地产今年投资、新开工依旧保持在高位，明年不确定性大但是大概率缓慢下行。进入 2018 年，1-3、1-6、1-9 月商品房销售面积累计同比增速分别为 3.6%、3.3%、2.9%，相较于 2017 年上半年大幅回落，房屋新开工面积累计增速 16.4%，出现小幅回升，在重点城市以及去库存较快的三四线城市是今年地产的核心力量。房地产今年施工和新开工数据尚可，但是明年地产存在较大不确定性，我们认为断崖式的上下很难发生，大概率将是小幅下行。基建补短板将成为支撑水泥需求的主要因素。

**图 11：商品房销售累计同比及房屋新开工面积累计同比**


资料来源：统计局，东方证券研究所

通过梳理今年 1-9 月份各地水泥累计产量，我们发现 31 省市中有 18 个省市累计水泥产量出现正增长，除北京、天津、辽宁外均为南方省市，其中天津、西藏以及浙江水泥产量增速超过 10 个百分点，分列增速榜前 3 位。同期，在固定资产投资增速排行中，有 22 省市固定资产投资增速为正，其中仅有陕西、河北、辽宁、青海以及吉林 5 个北方省市固定资产投资增速为正，分别为 11%、5.9%、4.8%、4.3%、0.9%。今年 1-9 月固定资产投资增速及水累计产量增速均位于前 10 的省份有福建、广西、四川以及贵州四省，均来自于华东、中南、西南地区，水泥市场南强北弱的态势持续。

四个供需增长均较快的省份中，四川、贵州均位于西南地区。年初，西南地区高标号水泥价格从 436 元/吨上升至 453.5 元/吨，涨幅 4.01%，显著高于华东（0.34%）、华南（2.92%）。截至今年 9 月，四川及贵州固定资产投资累计增速分别为 10.6%、16.3%，分别高于全国平均水平 5.2pct、10.9pct。从全国 PPP 入库项目数看，贵州与四川分别以 1226 个、1216 个分列全国 31 省市的前两位。四川省政府工作报告指出将着力打造交通强省，2018 年公路水路交通建设确保完成投资 1300 亿元以上。高速公路新增通车里程 300 公里以上，新开工里程确保超过 600 公里、力争达到 1000 公里。2018 年贵州省交通运输工作会议指出，贵州力争完成公路水路固定资产投资 1650 亿元，建成高速公路 600 公里以上、普通国省道 1100 公里以上，实施农村公路 7700 公里、“组组通”公路 5 万公里，全省深度贫困地区 30 户以上村民组率先实现“组组通”公路目标，建成便民码头 20 座、渡改桥 16 座；实现农村出行“通村村”APP 服务平台实现县县全覆盖。

华东地区水泥产量占全国水泥总产量三成以上，显著高于其余地区。江苏、山东、安徽、浙江水泥产量分别为 10127 万吨、9755 万吨、9327 万吨、8818 万吨，占全国水泥总产量比重均超过 5%。其中，福建省在今年表现出良好的成长性，供给方面，福建省水泥累计产量同比增长 9.9%，增速位列所有省市第 4；需求方面，福建省固定资产投资累计额增速 13.2%，位列所有省市第 2 位。今年 5 月，福建省出台《2018 年民生基础设施补短板实施方案》，通过实施城乡民生基础设施建设九大工程，力争完成投资超 2400 亿元。其中，交通工程方面全省力争新增城市道路 1200 公里，加快推进普通国省道断头路及未达二级标准路段的提级建设，建设改造普通国省干线公路约 1400 公里，加快推进福州、厦门地铁以及泉州现代有轨电车建设；同时，继续实施农村危房改造，2018 年计划竣工 10922 户。要按照“一户不漏”的原则，将排查的存量贫困户危房改造任务全部纳入 2018 年改造计划，确保基本完成农村危房改造的目标任务。

## 1.5 格局稳定是砥柱，明年行业或继续维持高景气度

西藏、贵州、云南、福建、长三角等地重点工程项目的实施。国务院总理李克强 7 月 23 日主持召开国务院常务会议确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。随着补短板稳投资系列政策的“发酵”，前 9 个月铁路固定资产投资累计已完成 5722.89 亿元，项目加速开工之势明显，建设重点仍是中西部地区为主的铁路，其中西宁-成都铁路等项目正在招标，城际铁路方面，陕西、南昌、浙江等城市都在加速推进，预计铁路投资将为基础设施建设投资带来较大增量。

供给不足，需求增量大的西藏自治区。西藏自治区的水泥价格、吨毛利都显著高于全国其他地区，自治区发改委预计“十三五”末西藏水泥供需缺口将达到 800 万吨，受限於高海拔的恶劣环境以

及外购水泥运费较高的因素，西藏水泥价格长期高于全国其他区域，例如几年高标号水泥价格常年处在 680 元的高位。在此轮的补短板中，作为“十三五”重点规划项目的川藏铁路已启动建设规划，总投资约 2700 亿元，西藏的供需缺口将会进一步拉大，供需缺口与高价背景下，区域内吨毛利可观，拥有产线布局的企业受益更大。

长三角及东南沿海城市财政实力雄厚，基建补短板力度大。虽然补短板重点在于中西部地区，但是投资中真正落实到项目建设的比例不大，且前期准备时间长，中西部地区财政实力相对薄弱，投资前期准备时间长，而长三角及东南沿海城市人口呈现净流入，城市化水平高，财政实力雄厚，基建补短板力度同样不容小觑，且项目实施更加快速，对短期水泥需求支撑明显。以长三角江苏地区为例，目前在建及规划铁路项目总投资规模约 4770 亿元，其中，在建项目后续投资约 770 亿元，规划项目投资约 4000 亿元。预计到 2020 年，江苏将形成“北接陇海、南跨沪宁、西联京沪、东启江海”的“三纵四横”快速铁路网，形成铁路客货运枢纽的综合运输体系；到 2030 年，江苏干线铁路网规模将达到 7300 公里左右，其中时速 200 公里及以上快速铁路达到 5200 公里以上。同时，省铁路集团公司的组建，意味着未来 10 年需省级承担的资金基本上有了保障。

《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确铁路方面将以中西部为重点，加快推进高速铁路“八横八纵”主通道项目，推进京津冀、长三角及大湾区城际铁路建设；机场领域，将重点推进一批国际枢纽机场以及中西部支线机场的新建、迁建、改扩建项目；能源领域，进一步加快金沙江拉哇水电站、雅砻江卡拉水电站等重大水电项目开工建设。所以，我们预计今年四季度基建力度将有所加大，明年可持续对水泥需求的拉动。

## 1.6 建议关注水泥龙头及重点区域水泥企业

我们认为水泥行业基本面坚挺，在环保趋严、供给收缩、基建补短板需求拉动下，出现了“类公用事业化”的趋势，并且这一趋势将会延续。从供给端看，水泥行业日常限产日渐形成常态，秋冬季错峰停产虽不再一刀切，但是影响空间范围的扩大以及压缩产能的目标，对供给端都将是长期机制而非短期冲击。在环保趋严的大背景下，中小企业的落后产能将逐步被淘汰，高污染企业将逐步退出，集中度提升，而行业龙头企业产品等级高、排污措施达标、行业管控能力强，将在这一轮的竞争受益。同时，水泥行业的协同效应不可忽视，随着行业集中度的提升，龙头企业主导的区域限产与实施，是其定价权的变相体现。中西部地区补短板的政策倾斜也将带来区域性投资机会，2019 年应当关注西部地区基建补短板项目的落地情况，若基建项目明确落地，对西部水泥需求的拉动作用将会十分明显。东部地区因财政实力强，补短板的基建项目落地情况较好，加上突发性的限产，四季度传统旺季价格将会进一步走高。建议从区域入手，优选最好的区域，尤其关注华东、西南、华南和西北，建议关注海螺水泥(600585, 未评级)、华新水泥(600801, 未评级)、塔牌集团(002233, 未评级)、祁连山(600720, 未评级)。

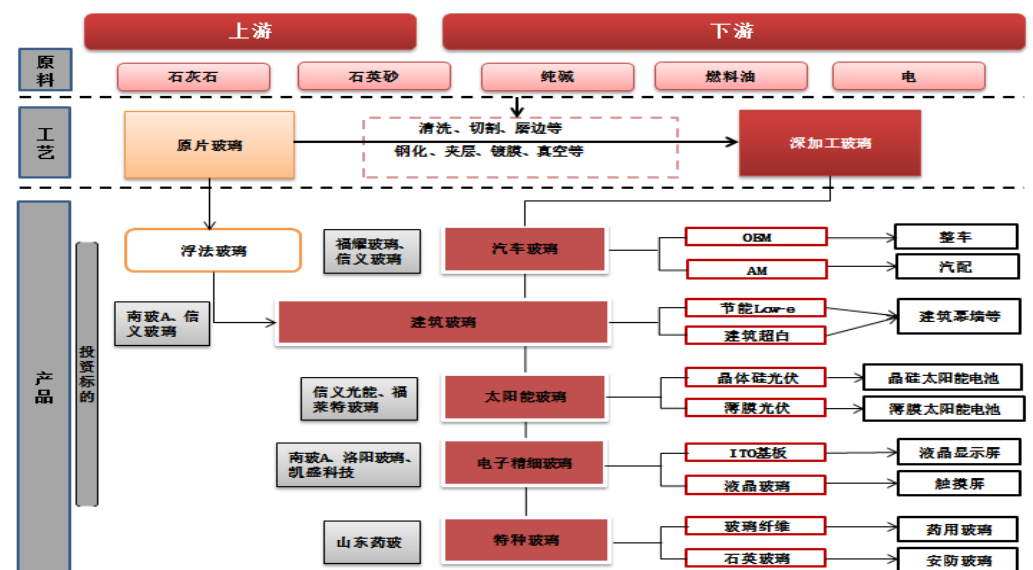


## 2. 2019 年玻璃核心看供给收缩力度和需求修复

### 2.1 原片玻璃和深加工玻璃是构筑玻璃产业链上下游核心产品体系的基础

玻璃行业拥有完整的上下游产业链，涵盖服务于不同终端产业的多个产品品种。以浮法玻璃为主要产品的原片玻璃体系构成产业链上游，而以深加工玻璃为终端产品制成基础的汽车玻璃、建筑玻璃、太阳能玻璃、电子玻璃和特种玻璃等应用板块构成产业链下游。浮法原片作为基材可以直接或深加工后广泛应用于多种行业。通过对原片玻璃进行清洗、切割、钢化、镀膜、真空等工序制成的深加工玻璃产品线，可作为基础性和关键性材料应用于汽车玻璃、建筑玻璃、电子精密玻璃和药用玻璃等产业链下游领域。玻璃制造的产业链比水泥长并且丰富许多。

图 12：玻璃行业产业链示意图

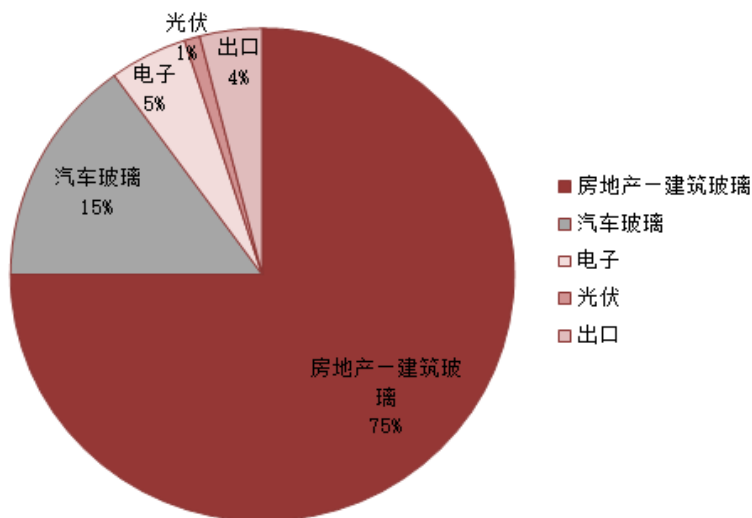


资料来源：wind，东方证券研究所

### 2.2 建筑玻璃居下游需求端核心地位，电子、光伏等新领域潜力可观

建筑玻璃是玻璃产品中需求最大的品类。从需求层面分析，以建筑玻璃为主要消耗品的房地产相关领域占比达到玻璃整体需求的 75%，处于绝对核心地位。主要需求来源包括新增地产建设、地产翻新项目和其他间接需求。从产品类别上看，建筑幕墙和门窗的建造以对普通浮法玻璃的需求为主，而以低辐射镀膜玻璃（节能 Low-e 玻璃）和建筑超白玻璃为代表的新型高端建筑玻璃制品目前在我国的渗透率仅有 10% 左右，远低于欧美发达国家 80% 以上的使用率，是未来产品转型升级的方向。汽车玻璃产业的需求占比位居其次，比重达到 15%，核心产品是以 OEM 和 AM 为代表的深加工玻璃系列，应用于整车制造与汽配装饰。

图 13：玻璃行业下游需求分布示意图



资料来源：中国产业信息网，东方证券研究所

从产品结构上看，电子玻璃领域的主要产品有针对液晶显示屏而制造的液晶基板，以及针对触摸屏而制造的 ITO 基板和盖板。前者的主要原材料为钠钙玻璃，而后者的主要原材料为高铝玻璃和无碱玻璃。光伏太阳能玻璃领域的主要产品包括晶硅光伏和薄膜光伏，两者的主要玻璃原材料分别为 TCO 镀膜和背板玻璃。药用玻璃作为特种玻璃中的重要品种，主要分为通过硼硅玻璃和钠钙玻璃加工制成的特殊玻璃品种。

图 14：玻璃行业下游新型产品体系概况



资料来源：中国玻璃网，东方证券研究所

相对于地产建筑和汽车制造等传统需求大户，电子玻璃、光伏玻璃和特种玻璃等新型产品领域在需求量占比绝对值上仍然较小。其中，电子精密玻璃需求占比 5%，光伏太阳能玻璃占比 1%。然而，随着高端电子、光伏太阳能、医药等行业的快速发展，未来对该类消费属性强、周期属性弱的新型

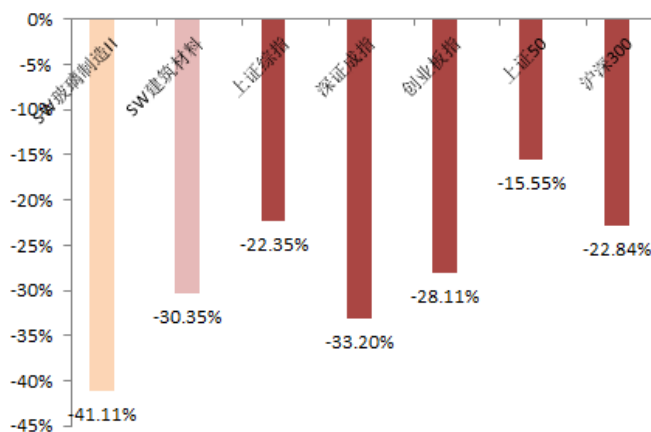
玻璃产品的需求拥有广阔的增长空间。

## 2.3 今年业绩靓丽但表现偏弱

### 2.3.1 玻璃板块股价整体表现疲软

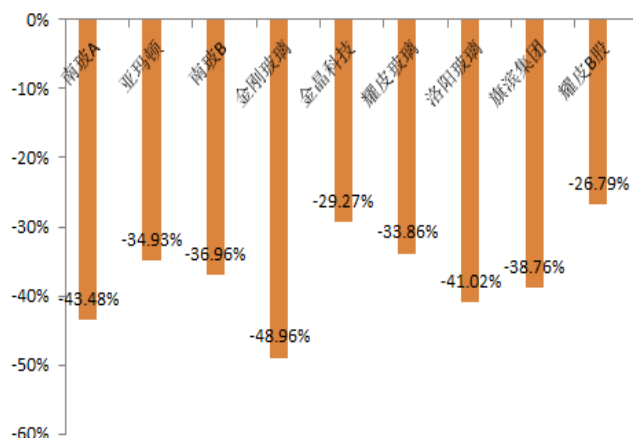
年初至今，受 A 股整体下跌趋势影响，玻璃板块表现不加，市值跌幅较大。截至 2018 年 10 月 31 日，申万二级玻璃制造板块较年初下跌 41.11%，跌幅超过申万一级建材行业指数（下跌 30.35%）10.76 个百分点。全市场范围内横向比较，玻璃板块同期表现也弱于上证综指、沪深 300 和创业板等主要指数。个股层面，同期主要玻璃制造上市公司均遭遇不同程度的股价下挫，平均跌幅逾 35%，其中，南玻 A、金刚玻璃和洛阳玻璃市值跌幅均超四成。

图 15：2018 年初至今玻璃板块涨跌幅



资料来源：wind，东方证券研究所

图 16：2018 年初至今主要上市玻璃制造标的涨跌幅

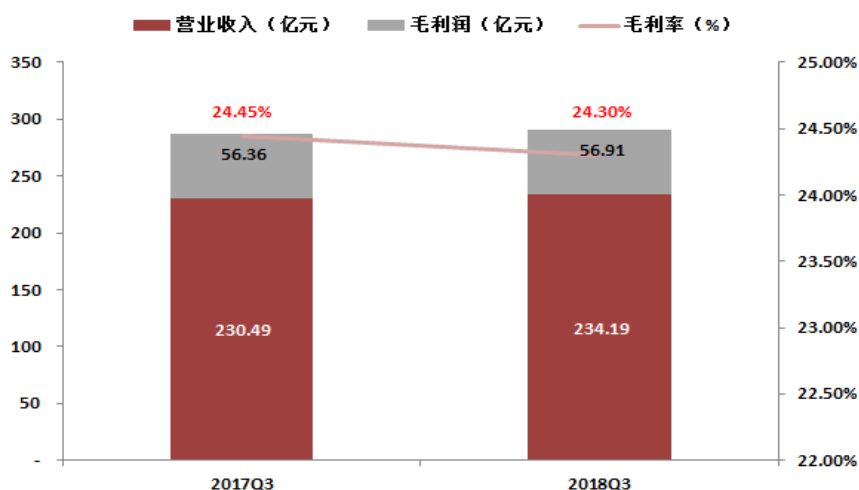


资料来源：wind，东方证券研究所

### 2.3.2 今年整体业绩表现优秀，边际增速有所下滑

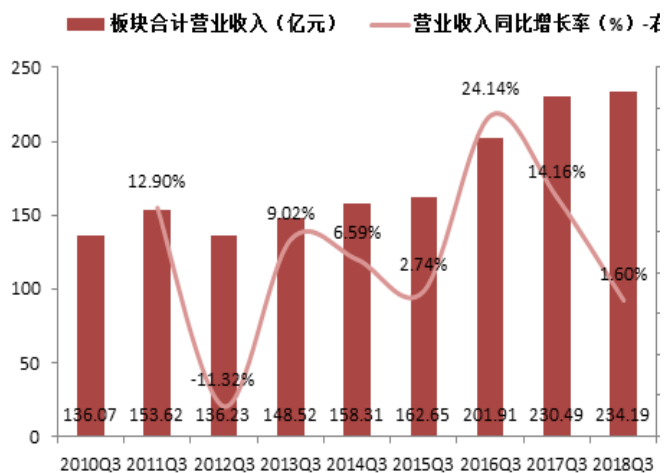
2018 年以来，玻璃行业上市公司业绩基本面呈现总体稳定特征，主要业绩指标稳中有升。今年前三季度，板块累计实现营业收入 234.19 亿元，较去年同期增长 3.7 亿元，同比增幅 1.60%，其中，第三季度累计实现营业收入 67.45 亿元，营业收入规模绝对值处于历史相对高位。毛利润方面，2018 年前三季度行业整体产生毛利润 56.91 亿元，实现毛利率 24.30%，其中，第三季度累计实现毛利润 15.82 亿元，板块整体业绩展现出较强的韧劲，行业景气度并不悲观。

图 17: Q317-Q318 上市玻璃板块营业收入及毛利润水平对比



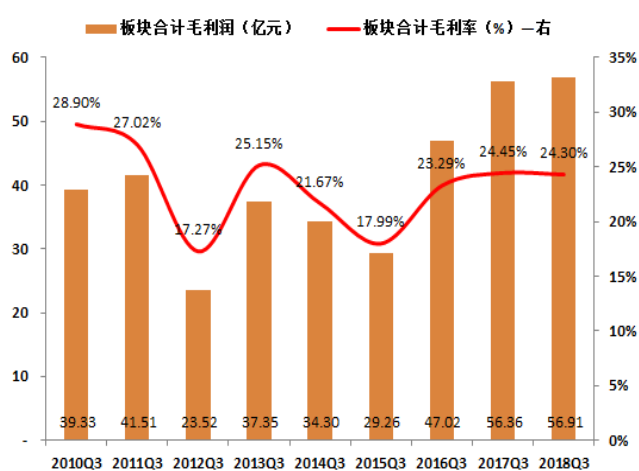
资料来源: wind, 东方证券研究所

图 18: 2010-2018Q3 玻璃行业营业收入变化情况



资料来源: wind, 东方证券研究所

图 19: 2010-2018Q3 玻璃行业毛利率水平变化情况



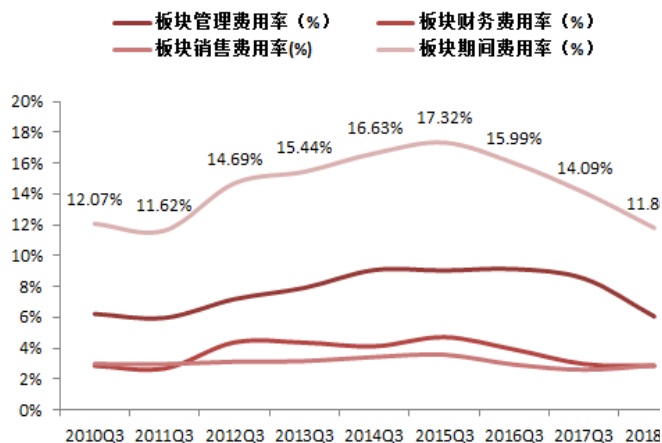
资料来源: wind, 东方证券研究所

### 2.3.3 期间费用管控持续改善，盈利增长趋势向好

2018 年前三季度，玻璃制造板块整体期间费用率 11.80%，较去年同期下降 2.29 个百分点，其中管理费用率、财务费用率和销售费用率分别为 6.06%、2.85%、2.89%，分别较去年同期下降 2.45 个百分点、0.13 个百分点和 0.05 个百分点。三大费用整体呈现持续的下降趋势，合计期间费用水平亦处在历史较低水平，展现出行业整体不断提升的综合费用管控能力。与之对应，行业盈利能力不断提升，保持历史较高位水平运行。2018 年前三季度，玻璃板块合计实现归母净利润 18.48 亿元，产生净利润 19.07 亿元，实现净利率 8.14%。总体来看，玻璃制造板块利润水平在过去三年

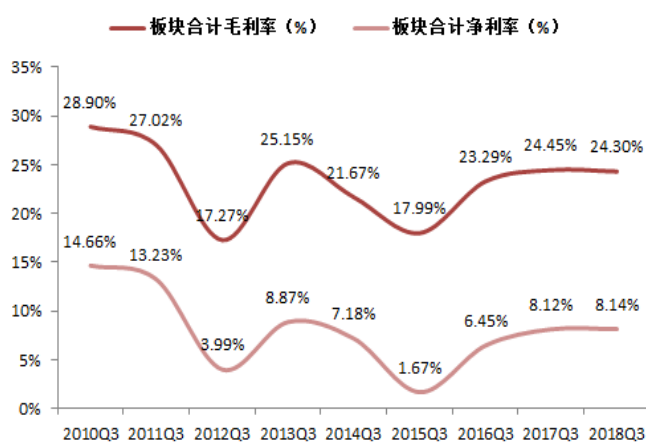
间呈现持续边际改善态势。

图 20：2010—2018Q3 玻璃行业期间费用变化情况



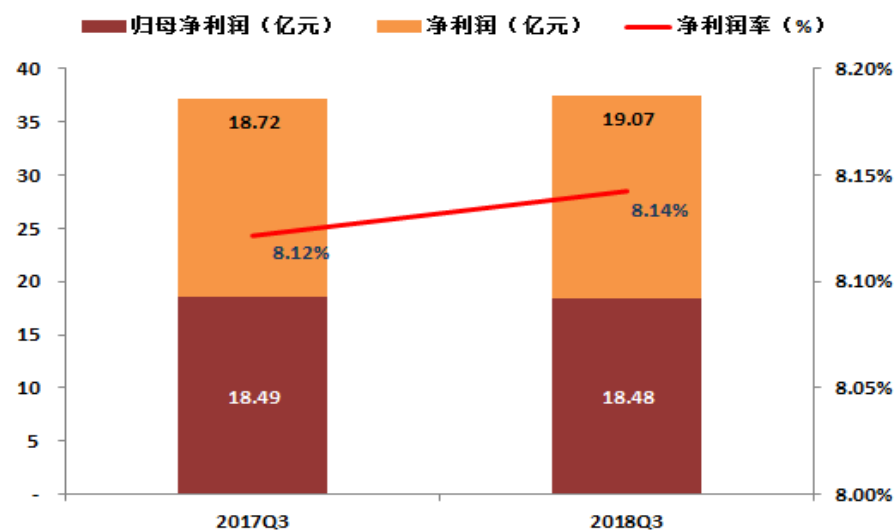
资料来源：wind，东方证券研究所

图 21：2010—2018Q3 玻璃上市企业盈利能力



资料来源：wind，东方证券研究所

图 22：2017—2018Q3 上市玻璃板块盈利水平变化对比



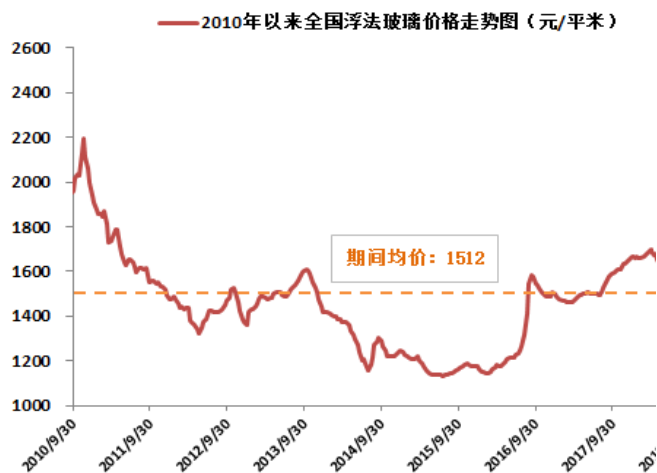
资料来源：wind，东方证券研究所

### 2.3.4 价格保持相对高位震荡，产能库存小幅回升

2018 年全国玻璃价格基本保持稳定态势。浮法玻璃全国均价全年位于 2010 年以来平均值以上水平运行，截至三季度末，浮法玻璃全国均价达到 1,673 元/平方米，较去年同期累计涨幅为 5.29%。按不同区域来看，华南、华东地区价格位于全国均值以上，华北、华中地区价格处于相对低位。9 月份以来，以广州为代表的华南地区价格上涨较为明显，与国内其他区域形成鲜明对比，期间价差

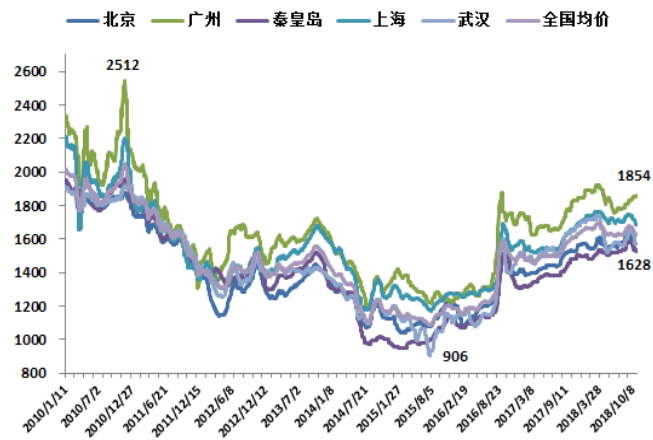
走扩，同期，华北、华东、华中等区域价格下滑，较今年高位水平均出现小幅回落。

图 23：2010 年以来全国浮法玻璃价格走势



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

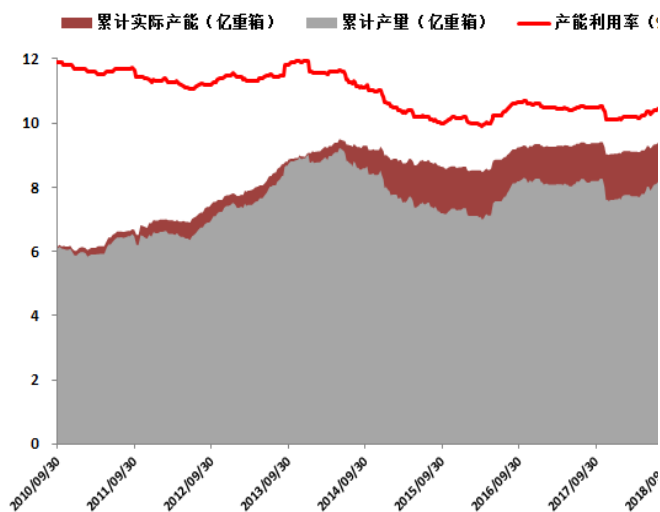
图 24：2010 年以来全国主要城市/地区玻璃价格走势（单位：元/吨）



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

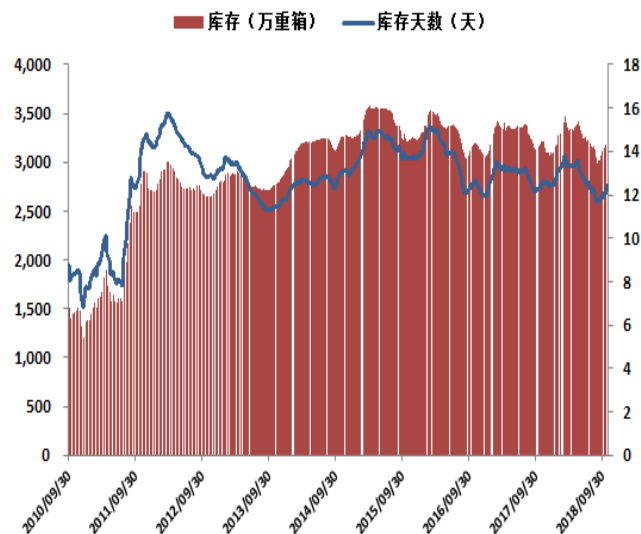
产能方面，2018 年上半年在供给侧改革以及环保停产限产的综合影响下，玻璃产能持续受到有效控制。进入三季度后，玻璃产能缓慢恢复，供给基本保持稳定，边际增幅较小。截至三季度末，全国累计总产能达到 10.99 亿重箱，其中实际在产产能为 9.54 亿重箱，实际产能占比 87%。从产量上看，今年前三季度共累计实现产量 8.28 亿重箱，同比增长 1.73%，产能利用率达到 86.77%。库存方面，今年下半年以来呈现快速下降态势，进入三季度后有所回升，三季度末累计库存总量为 3,113 万重箱，同比降幅为 0.50%，基本保持稳定。

图 25：2010 年至今全国玻璃行业产能及产量情况



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

图 26：2010—2018Q3 玻璃行业库存变化情况



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

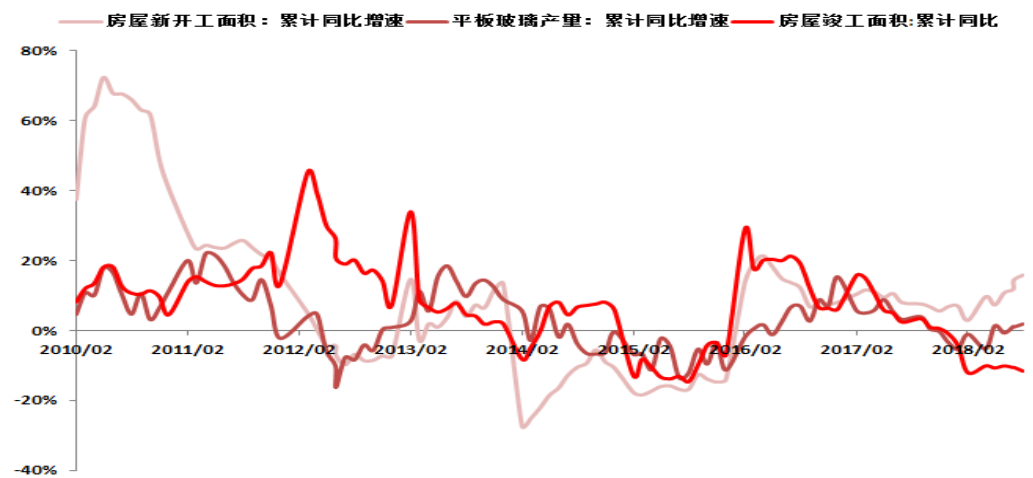
## 2.4 需求端有望迎接修复

尽管产业的转型升级和产品结构的多元化使得电子、光伏和出口日渐成为玻璃行业需求端的新增长点，但从绝对体量和综合影响力上来看，房地产和汽车仍然是左右玻璃下游市场需求的核心变量。房地产作为玻璃行业下游产品需求的最主要来源，市场占比达到 75%。汽车位居其次，市场占比为 15%左右。2018 年前三季度，地产行业景气度出现边际改善，新开工面积等重要指标出现阶段性触底后的快速反弹。受此影响，平板玻璃需求有望出现边际改善。与此同时，汽车产量总体保持稳定，新能源汽车板块呈现高速增长，未来或将成为边际上拉动深加工玻璃产品需求的新动能。

### 2.4.1 地产市场需求延续性为玻璃需求提供支撑

房地产市场是玻璃制造行业下游最主要的需求来源。由于地产建筑施工需要大量以浮法玻璃为主要产品的平板玻璃作为原材料，因此，以房屋竣工面积数据为代表的地产投资建设周期与玻璃制造行业景气度呈现高度相关性。分析新房竣工数据和房屋新开工数据可作为评判玻璃制造行业下游需求走势的重要参考依据。

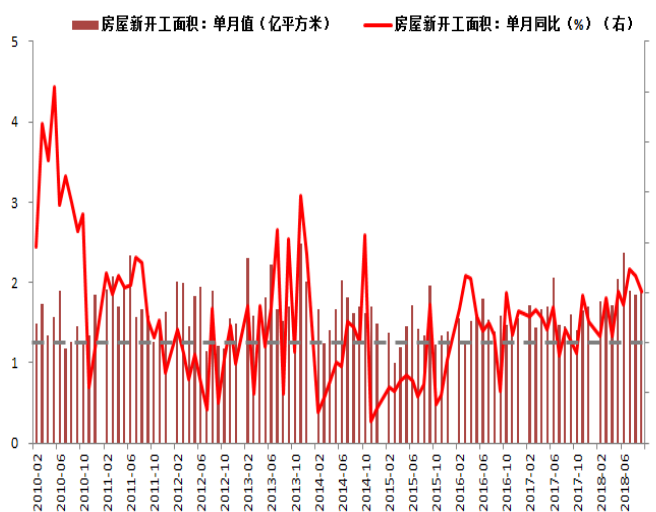
图 27：平板玻璃销量与地产周期呈现较高相关性



资料来源：统计局，东方证券研究所

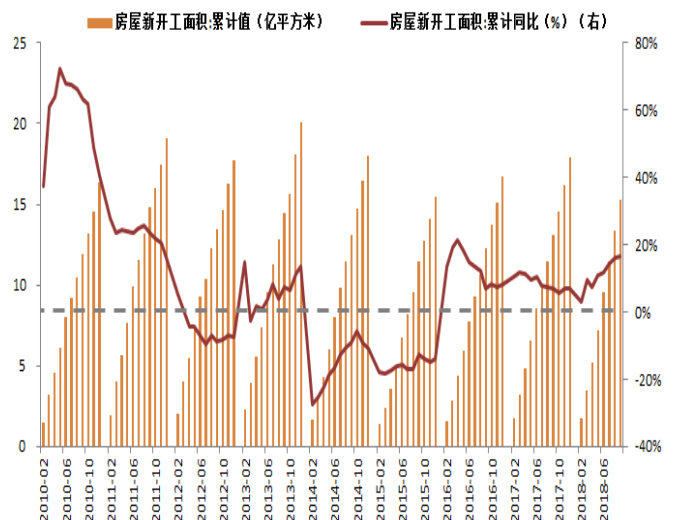
2018 年年初以来，全国房地产新开工面积月度累计同比增速持续增长。截至三季度末，全国累计房地产新开工 15.26 亿平方米，较去年同期增长 16.40%。进入下半年后，新开工面积月度累计同比增速均保持在 10% 以上，呈现延续性增长趋势。从单月指标边际变化情况看，今年 7 月份以来房地产新开工面积单月同比增速分别为 29.44%、26.58% 和 20.29%。两项数据一定程度上反映出 2018 年地产新开工环节的积极态势。

图 28：2010—2018 年地产新开工面积单月变化情况



资料来源：统计局，东方证券研究所

图 29：2010—2018 年地产新开工面积累计变化情况



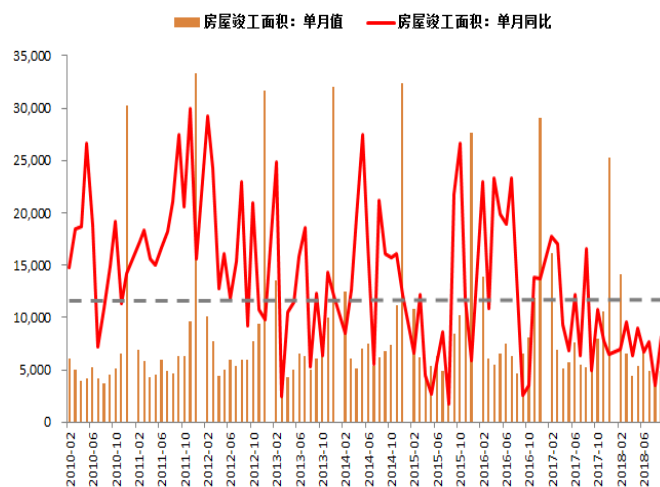
资料来源：统计局，东方证券研究所

相比具有一定前瞻性的新开工面积数据，全国房屋竣工面积数据与上游玻璃需求变化相关度更高。进入 2018 年后，全国房屋竣工面积累计同比增速出现较为明显下滑。数据显示，今年第三季度各月全国房屋竣工面积单月同比增速分别为 -10.20%、-21.09%、-9.18%。近年来地产调控政策趋严



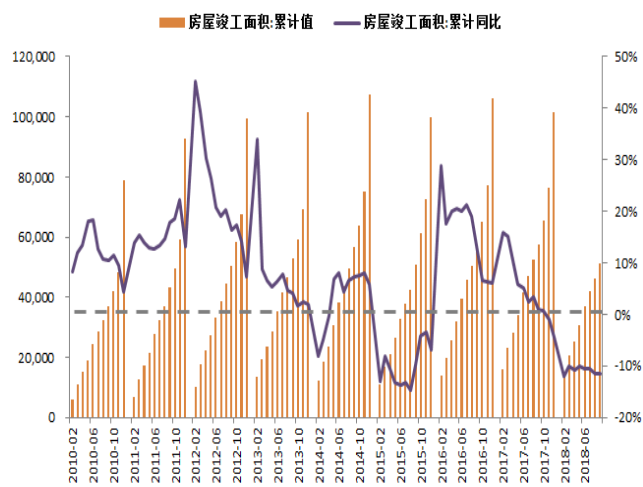
叠加宏观去杠杆，房地产企业融资难度不断加大，导致其倾向于增加新开工量以保持“高周转”，以便及时回笼资金。然而，项目开工后建设资金来源吃紧，致使新开工面积增速和竣工面积增速出现背离。

图 30: 2010—2018 年地产房屋竣工面积单月变化情况 (单位: 万平方米)



资料来源：统计局，东方证券研究所

图 31: 2010—2018 年地产房屋竣工面积累计变化情况 (单位: 万平方米)



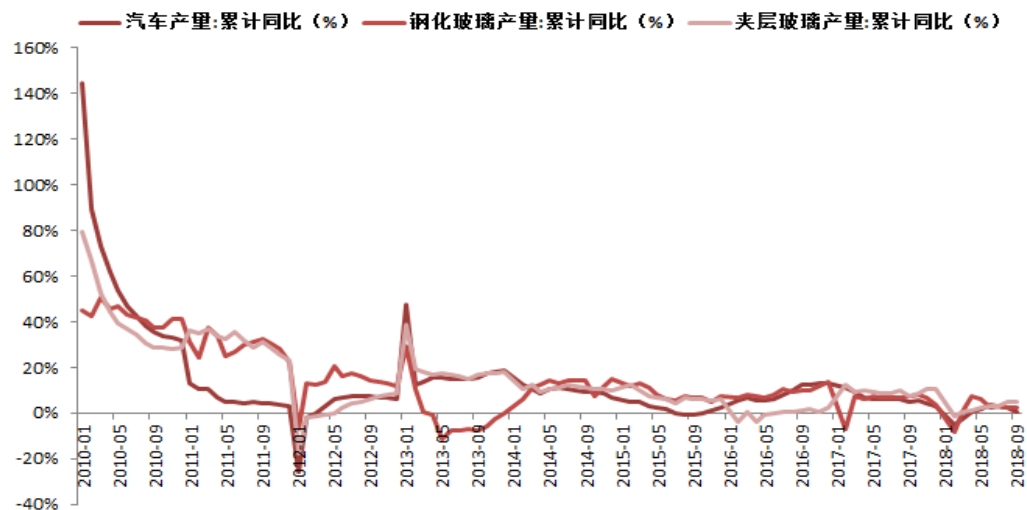
资料来源：统计局，东方证券研究所

由于房地产竣工面积不及预期，预计明年来自地产板块的需求将参考新开工传导的情况，今年三季度以来较高的新开工面积增速，传导至施工和竣工端则明年会存在一个竣工的修复。总体来看，我们认为 2019 年地产板块对玻璃的整体需求将平稳（今年预计增长）。

#### 2.4.2 汽车产量总体保持稳定，新能源汽车或成需求突破口

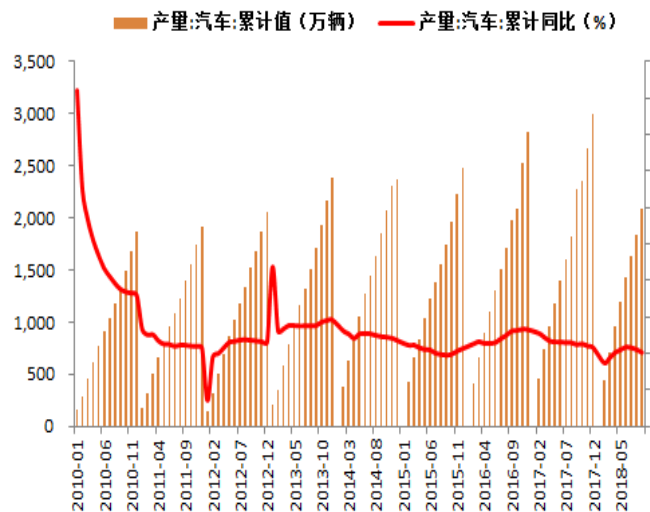
除地产板块外，汽车产量亦对玻璃需求产生重要影响。汽车风挡、天窗等部件所使用的玻璃主要为经过深加工处理的夹层玻璃和钢化玻璃。数据表明，汽车产量水平与此类玻璃产量水平呈现高度相关性。因此，汽车产量的上升将对上游玻璃产品需求产生很大程度的拉升作用。

图 32：汽车销量与地产周期呈现较高相关性

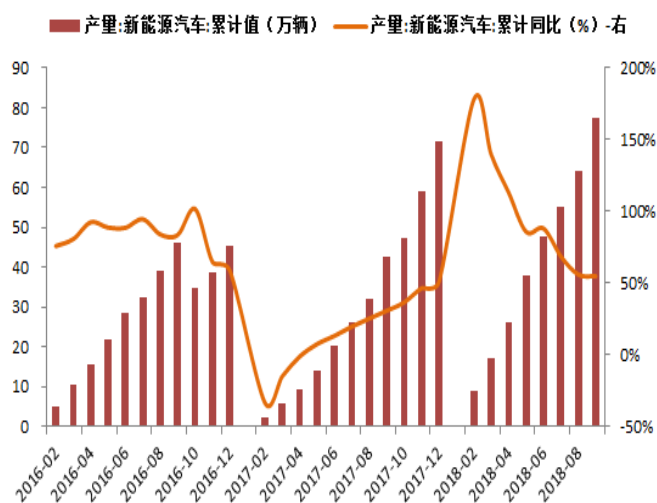


资料来源：wind，东方证券研究所

我国汽车产量近年来基本保持稳定。截至 2018 年 3 季度末，全国累计生产汽车 2,084.20 万辆，较去年同期增长 0.60%，整体增速有所放缓，但绝对产量并未出现明显滑落，对相关深加工玻璃产品需求起到支撑作用。值得注意的是，自 2016 年以来，我国新能源汽车产量出现爆发式增长，2016 年和 2017 年全年全国新能源汽车产量分别为 45.50 万辆和 71.60 万辆。截至 2018 年三季度末，全国共生产新能源汽车 77.40 万辆，超过 2017 年全年产量。其中，7-9 月产量累计同比增速分别为 68.60%、56.00%和 54.80%，呈现持续高增长态势。随着新能源汽车产量的持续快速增长，上游汽车玻璃需求有望在此新动能的带动下实现长期稳定增长。

**图 33：2010—2018Q3 汽车产量累计变化情况**


资料来源：统计局，东方证券研究所

**图 34：2016—2018Q3 新能源汽车产量累计变化情况**


资料来源：统计局，东方证券研究所

## 2.5 供给端按规划明年继续减量

近年来全国玻璃产能呈现“整体下降，边际波动”的总体趋势，反映出供给端变化逻辑的三个层次：政策层面，政府强调坚决贯彻落实去产能、调结构、治污染的综合治理方针；行业层面，供给侧结构性改革稳步推进，落后产能不断淘汰，中长期新增产能受到全面抑制，供给边际持续收缩；企业层面，环保治理升级增加不合格生产线关停压力，原材料价格上升影响冷修产能复产意愿。因此，整体供需格局有望进一步改善。

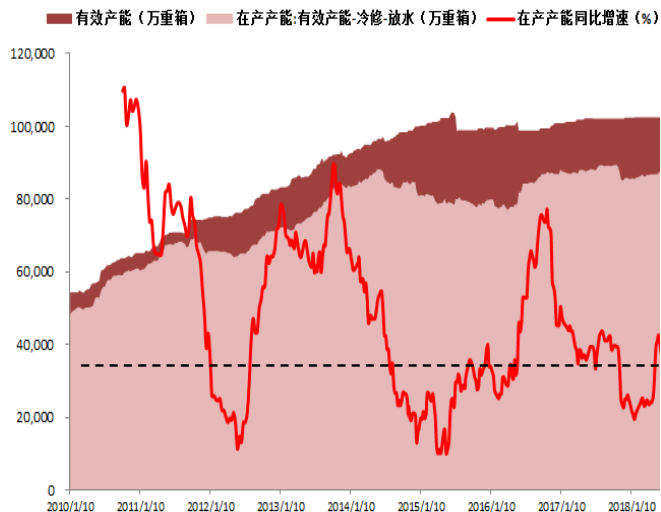
### 2.5.1 供给侧改革延续，限产停产措施影响持续

近年来，随着供给侧改革在玻璃行业内部的逐步推进，一系列限产停产政策举措的影响显著，我国玻璃产能增速大幅下滑。中国玻璃期货网数据显示，截至2018年三季度末，全国共有浮法玻璃生产线367条，总产能12.79亿重箱，同比增长1.72%；有效生产线276条，有效产能110.38亿重箱，同比增长1.64%；在产生产线231条，在产产能28.84亿重箱，同比增长2.13%。

<sup>1</sup> 有效产能，即总产能扣除停产和搬迁产能后的余额

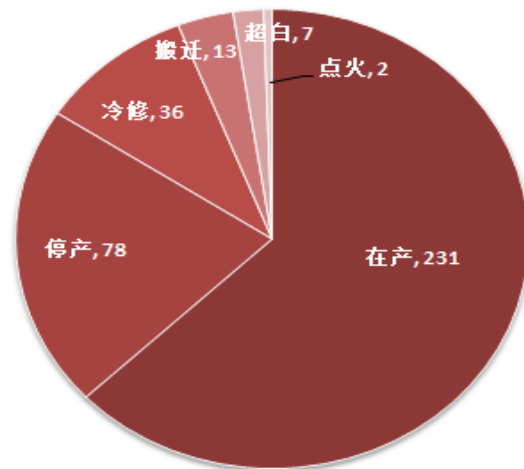
<sup>2</sup> 在产产能，即有效产能扣除冷修、防水、点火、超白产能后的余额

图 35: 2010—2018Q3 全国浮法玻璃产能变化情况



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

图 36: 2018 年三季度末全国玻璃生产线运营情况 (单位: 条)



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

在环境保护和污染治理压力不断升级的背景下，行业供给端遭遇来自外部的强有力玻璃产能限制措施，其中，作为全国主要玻璃生产基地的沙河地区受到的冲击较为显著。2018 年 6 月，沙河市政府出台了《沙河市玻璃产业转型升级深度治理工作方案》，要求通过为期三年的治理周期，高标准完成全市玻璃产业深度治理任务。该工作方案要求“淘汰所有玻璃企业两段式煤气发生炉、全面推广全氧燃烧及相关配套技术，确保 2020 年底前去化产能 4230 万重量箱、深加工率提升到 60%”。

具体来看，政策要求沙河市玻璃行业于 2018 年内推动一般延压企业彻底停产退出，压减产能 500 万重箱；2019 年，关停新集团 4 条浮法生产线；2020 年，关停大光明集团 2 条浮法生产线，共压减产能 1230 万重箱。2018 年 9 月，河北省工信厅又召开水泥玻璃等行业去产能调度会，强调切实做好玻璃去产能工作，确保不折不扣按时间节点高质量完成 2018 年去产能目标任务。

目前，沙河地区共有玻璃生产线 44 条，在生产线 29 条，在产日熔量共计 20,800 吨，在产产能共计 1.74 亿重箱，在全国玻璃在产产能总量中占比 19.65%。截至 2018 年三季度末，沙河地区遭遇关停生产线 3 条，处于冷修状态生产线 12 条，粗略估计，目前处于非正常生产状态的生产线产能合计约 9700 吨/日，约占沙河地区在产产能的 46.63%，约占全国在产产能总量的 6.45%。由于玻璃生产线冷修改造周期均在 3 个月以上，叠加近期出台的未來持续性生产线关停措施，预计沙河地区玻璃供给将承受冲击，当地库存亦将受此影响出现滑落，进一步缓解华北乃至周边地区玻璃产业长期以来由于产能过剩导致的供需失衡状况。

表 9: 2017—2020 沙河地区玻璃生产线关停情况汇总表

| 关停时间        | 企业       | 生产线    | 产能及占比 (T/D) |
|-------------|----------|--------|-------------|
| 2017 年 11 月 | 沙河长城玻璃公司 | 长城四、六线 | 1,200       |
| 2017 年 11 月 | 河北长红玻璃公司 | 长红一、二线 | 1,200       |
| 2017 年 11 月 | 河北德金玻璃公司 | 德金三、四线 | 1,600       |
| 2017 年 11 月 | 沙河安全实业公司 | 安全五、六线 | 1,200       |

|           |           |               |                     |
|-----------|-----------|---------------|---------------------|
| 2017年11月  | 吉恒源玻璃公司   | 吉恒源一线         | 600                 |
| 2017年12月  | 河北鑫利玻璃公司  | 鑫利二、三、四线      | 2,050               |
| <b>合计</b> |           | <b>12条生产线</b> | <b>7,850吨/日</b>     |
|           |           |               | <b>沙河在产产能 27.4%</b> |
|           |           |               | <b>4,584万重箱/年</b>   |
|           |           |               | <b>全国在产产能 5.20%</b> |
|           |           |               |                     |
| 2018年8月   | 沙河迎新玻璃公司  | 迎新二线          | 450                 |
| 2018年8月   | 沙河鑫利玻璃公司  | 鑫利二线          | 550                 |
| 2018年8月   | 沙河元华玻璃公司  | 元华二线          | 1,000               |
| <b>合计</b> |           | <b>3条生产线</b>  | <b>2,000吨/日</b>     |
|           |           |               | <b>沙河在产产能 9.85%</b> |
|           |           |               | <b>1,168万重箱/年</b>   |
|           |           |               | <b>全国在产产能 1.47%</b> |
|           |           |               |                     |
| 2019年(计划) | 沙河迎新玻璃公司  | 迎新一线          | 300                 |
| 2019年(计划) | 沙河迎新玻璃公司  | 迎新三线          | 500                 |
| 2019年(计划) | 沙河迎新玻璃公司  | 迎新四线          | 500                 |
| <b>合计</b> |           | <b>3条生产线</b>  | <b>1,300吨/日</b>     |
|           |           |               | <b>759万重箱/年</b>     |
|           |           |               |                     |
| 2020年(计划) | 沙河大光明玻璃集团 | 大光明一线         | 600                 |
| 2020年(计划) | 沙河大光明玻璃集团 | 大光明二线         | 700                 |
| <b>合计</b> |           | <b>2条生产线</b>  | <b>1,300吨/日</b>     |
|           |           |               | <b>759万重箱/年</b>     |

### 《沙河市玻璃产业转型升级深度治理工作方案》<sup>3</sup>：大力实施“四个一批”

- 压减一批，即：2018年，完成压延玻璃生产线天然气改造，推进行业整合，并严格按照“二停一”的标准，推动一半压延企业彻底停产退出，压减产能500万重量箱。2019年，关停迎新集团4条浮法生产线（其中2条线已获省里批准进行减量置换），2020年，关停大光明集团2条浮法生产线，共压减产能1230万重量箱；
- 限制一批，即：按照燃煤浮法玻璃生产线“三停一”的标准，推动6条生产线常年冷修，化解产能2000万重量箱；燃用天然气生产线常年在秋冬采暖季冷修一条生产线，化解产能500万重量箱；
- 转移一批，即：抢抓“一带一路”机遇，鼓励引导优势玻璃企业走出去，向中西部省份和海外转移一批玻璃产能；
- 升级一批，即：批气建煤的7条玻璃生产线全部完成天然气改造，并与现有12条天然气浮法生产线一起进行技术改造升级，努力实现清洁生产目标。

资料来源：中国沙河玻璃网，中国玻璃网，东方证券研究所

长期以来，沙河地区是全国著名的玻璃“价格洼地”，尤其进入冬季后，随着华北地区开工量骤减，

<sup>3</sup> 直接引用沙河市政府有关部门指定的《沙河市玻璃产业转型升级深度治理工作方案》内容

需求下滑较快，沙河玻璃开始南下进入华中、华南地区，冲抵当地玻璃市场价格。然而，今年情况不同于往常，沙河玻璃行业的大幅限产及冷修周期成为影响价格边际变化的主导变量，使得沙河玻璃对全国其他区域的价格冲击受到明显抑制。综合来看，供给侧改革限产停产措施对以沙河玻璃为代表的全国玻璃行业供需矛盾的改善正发挥积极作用。

### 2.5.2 行业冷修周期影响加深，实际在产产能收缩

目前，全国 367 条浮法玻璃生产线中，有 36 条处于冷修中，日熔量共计 19,930 吨，冷修产能占在产产能比重为 13.92%，全国玻璃生产线产能边际变化态势已逐步进入冷修周期为主导的局面。由于玻璃窑炉正常运行周期为 5-8 年，超过该年限后若不及时进行维修将出现严重安全生产隐患，因此，进入 2019 年后，全国玻璃生产“冷修潮”影响仍将延续。根据我们统计，在 2008-2011 年期间新投产或冷修点火且仍在开工的玻璃生产线约 85 条，年产能接近 3.5 亿重箱，约占全国玻璃在产产能的 39.40%。其中，使用年限较长且接近冷修年限上限的生产线超过 30 条，影响年产能接近 8,800 万重箱，占全国在产产能约 10%。在当前限产停产政策加码的背景下，实际冷修数量很可能超预期。

表 10：2008—2011 年投产且仍处于开工状态玻璃生产线统计

| 2010—2013 年间新投产且之后未经冷修生产线 |             |               |
|---------------------------|-------------|---------------|
| 到 2019 年已运行年数             | 生产线数量       | 生产线日熔量 (T/D)  |
| 8-9 年                     | 18          | 11,700        |
| 7-8 年                     | 18          | 13,350        |
| 6-7 年                     | 16          | 10,700        |
| 5-6 年                     | 22          | 18,050        |
| <u>小计</u>                 | <u>74 条</u> | <u>53,800</u> |

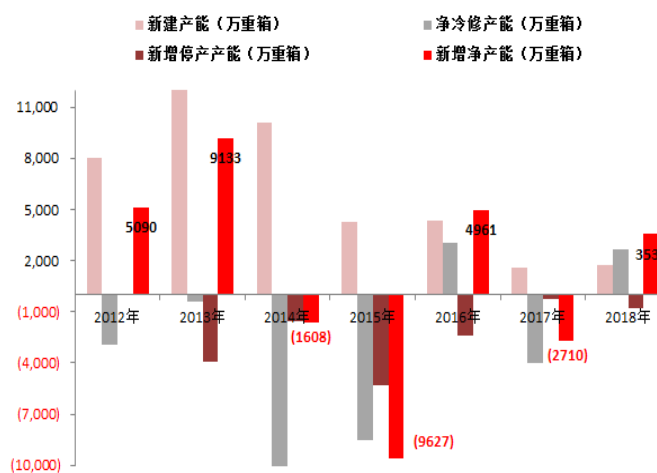
| 2010—2013 年前投产且冷修复产期处于该区间内生产线 |             |               |
|-------------------------------|-------------|---------------|
| 到 2019 年已运行年数                 | 生产线数量       | 生产线日熔量 (T/D)  |
| 8-9 年                         | 4           | 1,800         |
| 7-8 年                         | 1           | 400           |
| 6-7 年                         | 3           | 1,750         |
| 5-6 年                         | 3           | 1,900         |
| <u>小计</u>                     | <u>11</u>   | <u>5,850</u>  |
| <u>合计</u>                     | <u>85 条</u> | <u>59,650</u> |

资料来源：中国玻璃期货网，中国玻璃网，东方证券研究所

通过对近年玻璃产能供给变化进行结构性分析可以发现，新建产能在 2013 年达到阶段性高峰后便

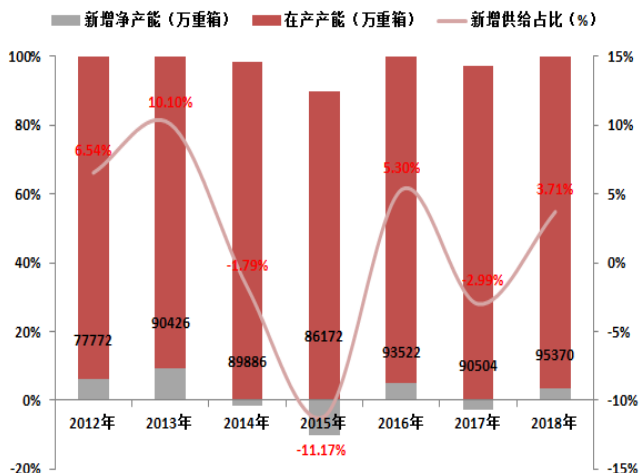
进入持续的大幅度缩减状态，截至 2018 年三季度末，全国仅新建生产线 5 条，新增产能 1,710 万重箱。相反，2014-2018 年是全国的冷修停产高峰期，其中，新增净产能于 2015 年触及阶段性低位，实际产能出现总计 9,627 万重箱的缩减。2018 年，仍然呈现冷修及停产为主要驱动因素的产能供给局面，新增净产能较 2017 年有所回升，达到 3,538 万重箱。总体来看，近年来新增净产能相对实际在产产能的比重呈现下降趋势，反映出在环保升级叠加监管趋严背景下玻璃产能的整体收缩格局。

图 37：2012—2018 年玻璃行业供给结构变化情况



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

图 38：2012—2018 年玻璃行业新增净产能占比变化情况



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

综合来看，2018 年为窑炉寿命到期高峰年，目前使用寿命接近上限的窑炉超过 30 条，这些“高龄”生产线已分批进入密集冷修周期，自然的冷修周期未来仍然会带来一定程度的供给收缩，但边际影响将有所减弱。沙河地区环保持续性限产停产政策延续，但波及的生产线数量较前期有所收敛。新建生产线数量近年出现大幅缩减，该趋势短期难以逆转。因此，我们预计，2019 年玻璃行业产能总体仍将保持收紧态势，边际上或由于复产产能导致局部供给有所增。考虑到环保升级、监管持续，后续仍然存在超预期可能。

### 2.5.3 环保监察趋严叠加原材料成本上升，玻璃价格短期难以下跌

今年以来，环保相关政策及标准已成为当前阶段影响玻璃行业产能边际变化的重要变量。平板玻璃新行业规范、新排污许可证制度、“2+26”大气污染排放限制要求，以及玻璃产能置换要求等政策法规的落地，使得部分高污染、高排放生产线面临相关整改甚至强制关停。这一方面抬升了玻璃产生企业的经营成本，另一方面倒逼部分企业退出市场，限制了在产产能，客观上改变了行业供需结构。

表 11：近年玻璃行业相关环保政策梳理

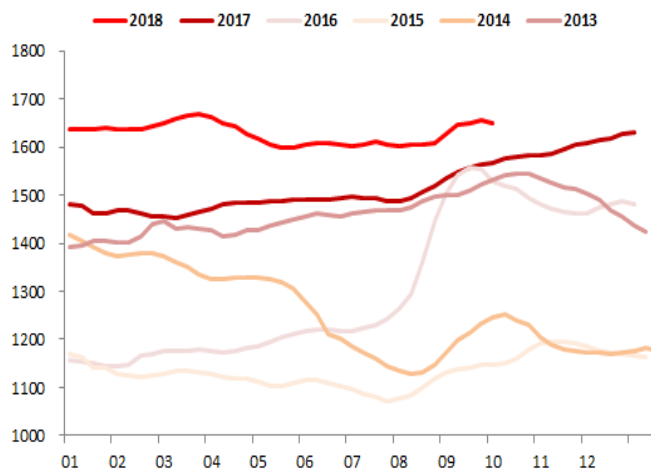
| 政策文件名称                                  | 颁布时间   | 主管部门 | 主要内容   |
|---|--------|------|--|
| 《平板玻璃行业规范条件（2014 年本）》                   | 2015 年 | 工信部  | 针对普通浮法玻璃新增产能，要求企业采用抑制氮氧化物、二氧化硫产生的工艺和清洁燃料，配套建设脱硫、脱硝、除尘等设备   |
| 《排污许可管理办法（试行）》                          | 2018 年 | 环境部  | 环境保护部依法制定并公布固定污染源排污许可分类管理名录，明确纳入排污许可管理的范围和申领时限。纳入固定污染源排污许可分类管理名录的企业事业单位和其他生产经营者（以下简称排污单位）应当按照规定的时限申请并取得排污许可证           |
| 《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》 | 2018 年 | 环境部  | 针对“2+26”城市，要求各地在 9 月底前明确具体完成错峰生产方案制定工作，要将错峰生产方案细化到企业生产线、工序和设备，企业错峰生产的基准产能以 2018 年 9 月产能计                               |
| 《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法通知》                | 2018 年 | 工信部  | 用于置换的产能应当为 2018 年 1 月 1 日以后工信部公告的关停退出产能；<br>新上熔窑产能不超过 150 吨/天项目可不制定产能置换方案；<br>用于建设项目置换的产能，在建设项目投产前必须关停，并在建设项目投产一年内拆除退出 |

资料来源：中国玻璃网、WIND，东方证券研究所

环保升级推高了玻璃企业整体生产成本，而成本快速上升最终将推高玻璃产品价格中枢，并影响实际产量。数据显示，截至 2018 年 3 季度末，全国玻璃均价达到 1603 元/吨，同比增长 7.97%，年初至今持续保持近年来较高水平。库存方面，今年以来全国玻璃库存呈现下滑态势，三季度受产能增加影响出现小幅回升，下游步入“金九银十”的需求旺季，上游企业产量承压，全国玻璃库存为 3113 万重箱，周转天数为 11.87 天，两组库存指标均处于近三年来的低位水平。综合分析，明年玻璃价格有望继续保持高位运行。

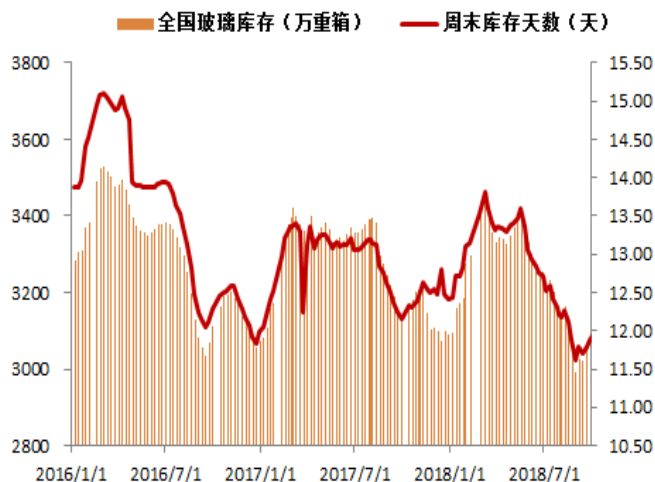


图 39：历年全国玻璃价格变化情况汇总（单位：元/吨）



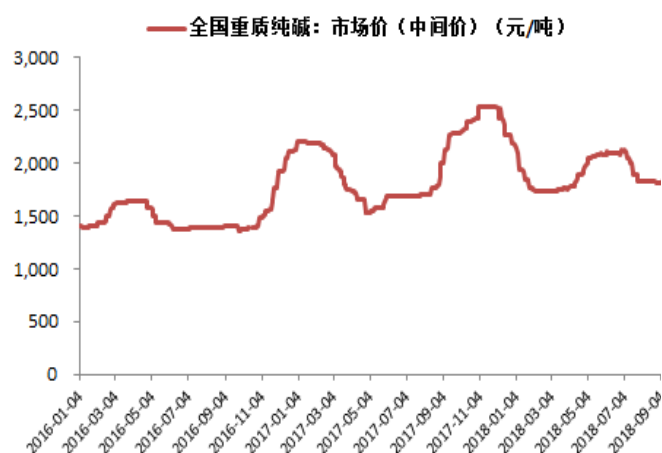
资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

图 40：2016-2018Q3 全国玻璃行业库存变化情况



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

当前，玻璃生产的成本结构主要包括纯碱、重油和天然气、硅砂白云石、人工水电，以及折旧费用等，其中，纯碱和重油等是影响玻璃生产成本以及企业盈利空间的重要原材料。进入 2018 年后，全国重质纯碱的市场价格出现明显下滑，三季度以来保持阶段性低位运行。截至 2018 年三季度末，全国重质纯碱均价为 2,138 元/吨，每吨同比下降 144 元，同比降幅达 6.3%，较近年来价格高位回落 17.52%。另一方面，今年以来重油价格不断上行。截至三季度末，燃料重油价格达 2,930 元/吨，较年初上涨 17.72%，同比增幅 26.95%，成本端持续承压。未来，玻璃行业成本端压力陡增，竞争优势将逐步集中于注重环保的大型龙头企业，而落后产能将面临退出市场的局面，预计未来供给将边际收缩。

**图 41：2016—2018Q3 全国重质纯碱价格走势**


资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

**图 42：2016—2018Q3 全国重油价格走势**

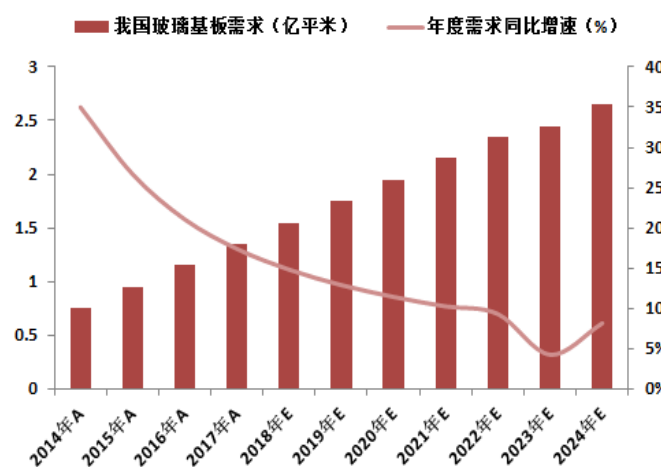

资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

## 2.6 深加工玻璃板块亮点精选

### 2.6.1 电子玻璃板块进口替代潜力大

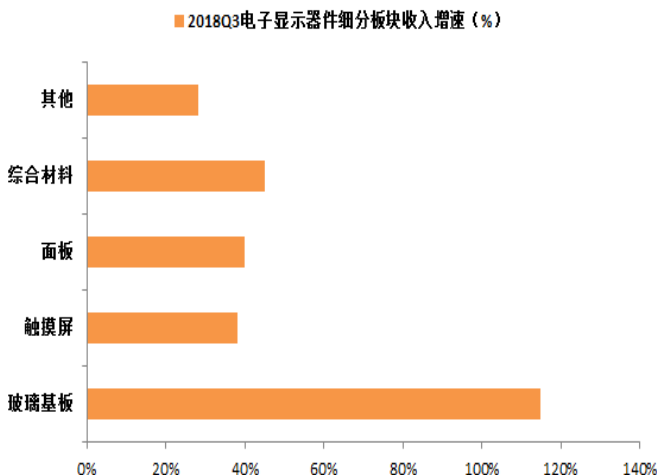
电子玻璃目前拥有玻璃深加工产业链下游重要低位，作为基础原材料广泛应用于液晶显示面板、触摸屏盖板和触摸屏感应器基板等电子组件，占液晶面板总成本的 15-20%。电子玻璃的生产制造对技术工艺要求很高，需要生产企业投入重金购置专用设备，因此，有较高的行业壁垒，产品利润率可观。随着全球电子行业的飞速发展，产品迭代极快，市场对基板玻璃的需求高速增长。尽管目前市场主要被国外制造商垄断，但随旗滨、信义、南玻集团等国内龙头在建电子玻璃产线的逐渐投产，未来玻璃基板进口替代空间较大。

图 43：我国玻璃基板需求增长情况汇总与预测



资料来源：中国产业信息网，东方证券研究所

图 44：Q32018 国内电子显示元器件细分领域收入增速



资料来源：中国产业信息网，东方证券研究所

## 2.6.2 中高端药用玻璃产品是未来行业竞争核心

药用玻璃是药用包装材料中的重要组成部分，按照制造工艺及用途分类，可分为模制瓶和管制瓶；按玻璃成分分类，可分为硼硅玻璃和钠钙玻璃；按照颜色分类，可分为无色玻璃和有色玻璃。目前我国药包材行业参与者众多，产品大量集中在中低端产品（钠钙玻璃、低硼硅玻璃的管和瓶），在高端产品领域，主要仍以进口为主。近年，国内少数龙头企业（如山东药玻等）已具备生产以中硼硅玻璃和高硼硅玻璃为代表的高端药用玻璃制品的技术和行业资质认可，未来可逐步参与国际市场竞争。玻璃药包材行业周期性很弱，客户粘性高，人口老龄化和消费升级将驱动行业中期需求继续保持增长态势。

## 2.7 玻璃板块投资建议

玻璃行业供需结构稳步改善，玻璃价格上涨及环保治理升级直接的受益者就是产能较大、综合实力强的龙头企业。同时，下游产业升级带动新型高端玻璃制品板块发展，需求结构日益多元化。与建筑和汽车玻璃需求随经济周期显著波动不同，深加工领域的医用以及电子玻璃近年来保持两位数的增速。一方面，电子玻璃由于电子消费品迭代迅速且国内技术进步推动进口替代而具有良好市场潜力；另一方面，药用制品行业具有极好的抗周期性。因此，我们认为精选细分行业更为重要。

我们建议关注特种玻璃的两个龙头：山东药玻(600529，未评级)和南玻 A(000012，未评级)。

南玻 A(000012，未评级)：南玻 A 打造出 3 条完整的产业链，拥有 11 个生产基地，覆盖了浮法玻璃以及工程玻璃、太阳能光伏、电子玻璃及显示器等领域。南玻集团现拥有 10 条优质浮法玻璃生产线，在产产能约 250 万吨/年，分别位于我国河北、江苏、广东、四川和湖北，其中河北基地有望充分受益沙河地区限产带来的价格提升。公司电子玻璃及显示器业务扩产在即，有望成为盈利增长点。南玻集团通过镀膜技术，将玻璃产业延伸至电子玻璃及显示器件，近年来业务占比不断上升。

山东药玻(600529, 未评级): 公司以医药、食品、日用品行业为服务对象, 生产各种药用、食品、日用品包装材料, 每年为制药、食品、化妆工业提供百亿支各种规格的包装产品。公司主营收入主要由以下重点产品线构成, 其中, 模制抗生素瓶系列产品占比约 40%、棕色瓶系列产品占比 25%、丁基橡胶塞系列产品占比 10%、管制瓶系列产品占比 7%。各类产品线适用于制药工业粉针、水针、输液、口服液、冻干、生物制剂、片剂等不同药品制剂及食品、化妆品的包装需要。近年来, 药品质量安全逐步成为监管的重点, 仿制药新政和药物注射剂研发技术指导政策相继出台, 药包材相容性与安全性要求提升, 制药企业承担主要责任, 药用玻璃更新换代中。公司具备产品创新、技术储备等优势, 作为国内唯一的中性硼硅玻璃模制瓶生产商, 进一步投入中性硼硅玻璃管制瓶项目的建设, 目前已成为中国最大的医药玻璃专业制造商, 生产规模位居亚洲前列。

### 3. 投资建议

2016 至今建材行业受益于需求平稳以及供给侧改革的正面影响, 景气度持续上行。站在现在的时点来判断明年的趋势, 我们用自上而下的分析思路结合行业供需变化进行研究。2019 年的状况既存在不确定性也存在确定性: 确定性的环保是长效政策, 所面临的复杂经济环境下未来基建稳增长也是确定性; 不确定性来自于地产端的变化, 包含开工、投资和政策。这种不确定性会影响我们对行业的判断, 但是行业格局始终是在变好, 所以我们乐观认为明年建材行业整体景气度仍将保持再高位。各子板块中水泥同基建关联度大, 区域性也更加显著, 玻璃产业链长细分领域有独特性, 因此我们认为水泥和玻璃板块更容易找到清晰的主线, 而家装建材更多受地产的影响需要更多的观察。简而言之, 明年最好的策略是精选区域, 优选细分。

我们对行业首次给予看好评级, 水泥从优选区域的逻辑入手, 格局、财政和政策支持下基建最容易发力的区域分别为: 华东、西南, 华南、西北。建议关注: 海螺水泥(600585, 未评级)、华新水泥(600801, 未评级)、塔牌集团(002233, 未评级)、祁连山(600720, 未评级)。玻璃从精选细分行业入手, 行业技术更替以及需求稳定增长的电子玻璃和药用玻璃我们长期看好。建议关注: 药用特种玻璃龙头山东药玻(600529, 未评级)和国内电子玻璃领军企业南玻 A(000012, 未评级)。

### 4. 风险提示

**房地产和基建存继续下行的可能性:** 基建补短板存在硬约束, 财政宽松具有限制, 基建整体的拉动效果可能不明显甚至会继续下行; 房地产不确定较大, 需求有持续快速下行的可能性, 整体需求不达预期。

**供给侧改革力度不达预期:** 供给侧改革放松导致淘汰落后产能不达标和新增产能快速增加, 直接恶化行业基本面, 之前周期拉长的逻辑将不存在。

**环保执行低于预期:** 环保限产是去产量重要抓手, 一旦没有硬约束, 北方协同破裂会影响整个全国局面。环保和供给侧改革是行业产量收缩的重点举措, 一旦低于预期或使得行业快速恶化。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

